

降息周的市场悬念

2025 年 09 月 14 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@glms.com.cn

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@glms.com.cn

➤ **美联储迎来降息周，中国资本市场又将演绎怎样的宏观叙事？**我们认为在即将到来的超级周，A 有望巩固回稳向上的行情并再度跑赢美股。只是这次的看点并非中美货币政策的同步，而更可能来自于中美经贸谈判在新领域的突破，以及四季度财政货币协同增强的政策信号。

➤ **事实上，中美股市同频共振的行情自 6 月下旬以来一直在上演。**每当美股连续创下历史新高，A 股也会迎来一波向上突破。我们认为这种现象并非偶然，在当前中美经贸谈判的战略相持期，经济的韧性比拼的是基本盘，股市的韧性彰显的则是预期和信心：今年以来 A 股无论是大盘还是科技板块，在每一轮美股创新高后依然毫不逊色，无疑是其“吸引力与包容性”不断增强的例证。

➤ **那么这一次美联储降息，中国的货币政策跟不跟？**在疲软的就业、相对可控的通胀以及“虎视眈眈”的白宫影响下，下周美联储降息几乎是“板上钉钉”，我们倾向于降息 25bp：一方面，与去年相比，今年美国的通胀局面更加复杂，尽管宏观数据表现温和，但微观的涨价预期依旧不小；另一方面，在欧洲央行已经暂停降息、日本央行酝酿加息的背景下，激进降息对于市场冲击会比较大。

➤ **在此背景下，我们认为国内跟随式降息可能还要再等等。**除了上述海外背景外，国内方面，经济运行的压力和市场的情绪都要好于去年第三季度，因此当前降息的紧迫性和必要性并不高。不过，第四季度随着经济压力的边际上升，以及美联储后续降息的推进，国内仍有降息的空间。

➤ **Tiktok 成中美谈判焦点，关注可能的高层对话。**下周 Tiktok 禁令的第三次延期即将结束（9 月 17 日），这一次中美双方似乎希望能够有所突破——何立峰副总理将于 9 月 14 日至 17 日率团赴西班牙与美方举行会谈，Tiktok 是被摆到台面上的重要主题。而 9 月以来，中美国防部长和外交部长都已分别进行了通话，频率和级别都是今年以来少见，这很可能意味着中美之间最高级别的通话沟通也不远了。

➤ **国内来看，近期政策端的吹风，表明四季度财政货币政策协同性将明显增强。**财政正通过适当前置的预期管理，以此应对四季度的压力，货币政策或将伺机而动。若以当前一般公共预算和政府性基金预算收支增速进行估算，财政收支缺口较年初预算扩大了约 6800 亿元。这一方面反映出前期政策发力对“稳增长”起到了关键作用，另一方面也意味着四季度财政空间存在一定约束。

在此背景下，蓝部长预告了地方债额度的提前下达，无疑是“预期管理”的及时雨。自 2018 年人大常委会批准以来，每年可提前下达不超过 60% 的新增地方债限额，但这部分债券并不在当年发行，而是于次年 1 至 3 月间启动。此次提前下达的额度明确用于化解地方政府债务，且恰逢今年特殊新增专项债发行“超额”、同时特殊再融资债券额度已所剩不多之际。**因此，提前下达 2026 年额度或更多旨在稳定预期、且引导地方政府做好项目储备。**

而 9 月 3 日，财政部与中国人民银行联合工作组召开第二次组长会议，研讨了金融市场运行、政府债券发行管理、央行国债买卖操作等市场关心的主题，这可能意味着第四季度货币政策会根据债市收益率的变化和财政前置的预期影响，加大

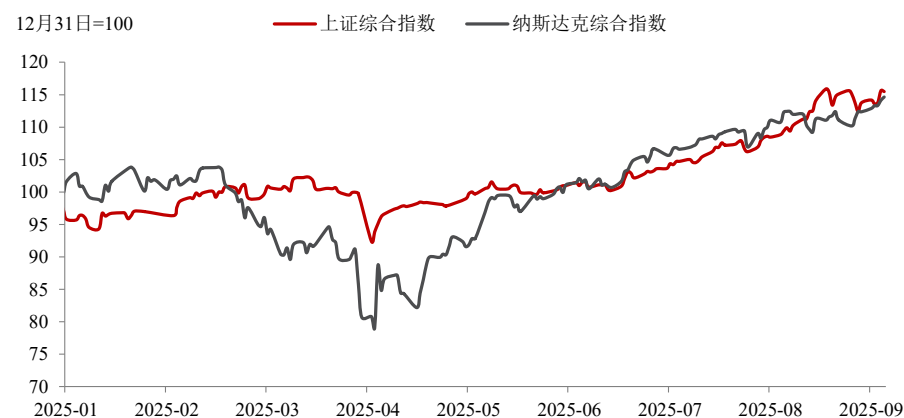
相关研究

1. 海外市场点评：8 月 CPI：美联储降息的后手棋-2025/09/11
2. 2025 年 8 月物价点评：8 月通胀：冷暖的微妙信号-2025/09/10
3. 2025 年 8 月贸易点评：8 月进出口：减速后动能几何？-2025/09/08
4. 海外市场点评：8 月非农的弦外之音-2025/09/05
5. 海外市场点评：没有货币，财政又变成问题？-2025/09/05

流动性和利率的支持。此外，值得注意的是政策宽松的重要“触发器”——青年失业率已有上升的苗头，而近几年货币政策往往也倾向于后置发力。

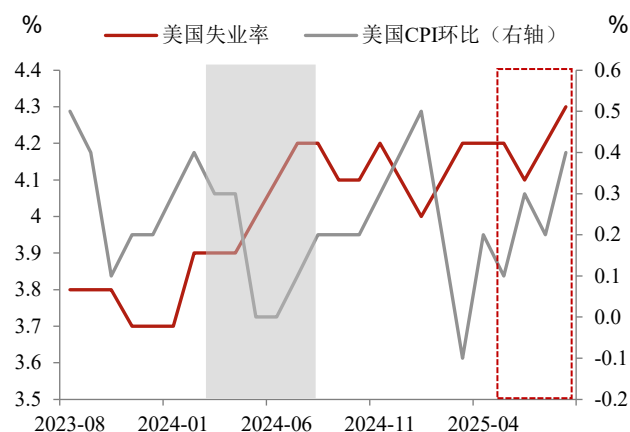
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：中美股市同频共振的行情自6月下旬以来一直在上演



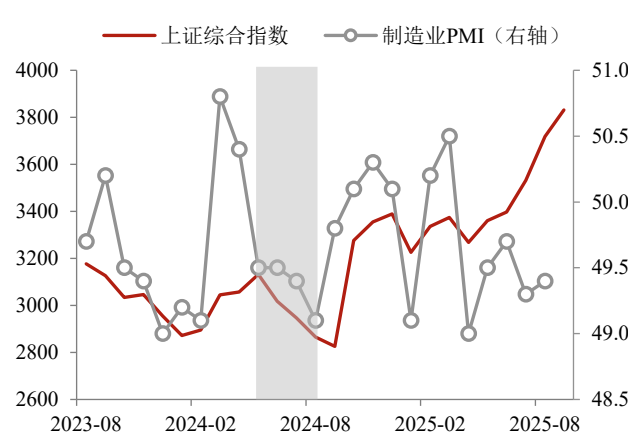
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：今年美国国内的通胀局面比去年同期更加复杂



资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：与去年7、8月相比，经济和市场表现都好很多



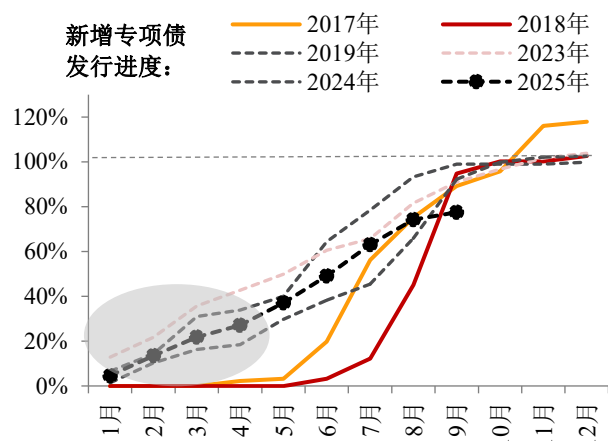
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：参考当前的财政收支增速进行估算，收支缺口较年初预算扩大了约6800亿元

编号	项目	一般公共预算	政府性基金	合计
A	2024年决算案规模（亿元）	219,702.1	62,090.4	281,792.5
B	2025年预算案计划规模（亿元）	219,850.0	62,499.1	282,349.1
C=（B/A-1）*100%	收入端 2025年预算案计划同比	0.1%	0.7%	/
D	当前（1-7月）累计同比	0.1%	-0.7%	/
E=A*（1+D）	2025年预测规模：按当前增速计算（亿元）	219,921.8	61,655.8	281,577.6
F	2024年决算案规模（亿元）	284,612.3	101,477.8	386,090.1
G	2025年预算案计划规模（亿元）	297,005.0	124,884.1	421,889.1
H=（G/F-1）*100%	支出端 2025年预算案计划同比	4.4%	23.1%	/
I	当前（1-7月）累计同比	3.4%	31.7%	/
J=F*（1+I）	2025年预测规模：按当前增速计算（亿元）	294,289.1	133,646.3	427,935.4
K=G-B	2025年预算案：本级缺口（亿元）	77,155.0	62,385.0	139,540.0
L=J-E	收支缺口 2025年预测规模：本级缺口（按当前增速测算，亿元）	74,367.2	71,990.5	146,357.8
M=L-K	当前预测收支缺口：相较于预算案（亿元）			6,817.8

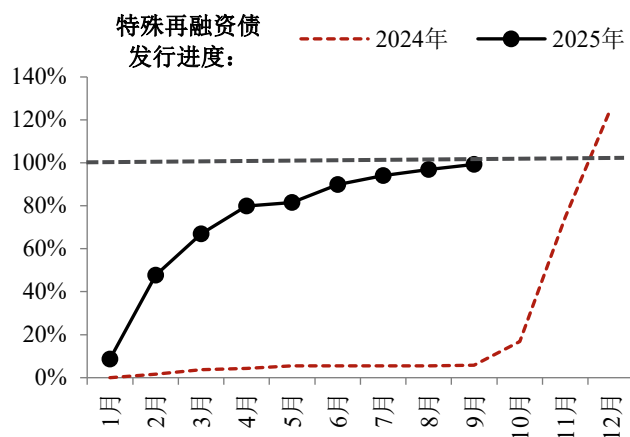
资料来源：财政部、iFind，民生证券研究院

图5：2018年开始提前下达额度后，专项债可于一季度便开启发行



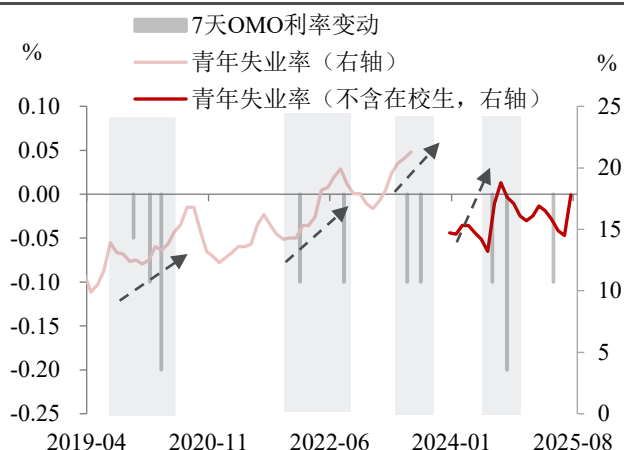
资料来源：iFind，民生证券研究院
注：2025年9月数据截至9月13日。

图6：今年特殊再融资债“余额不足”



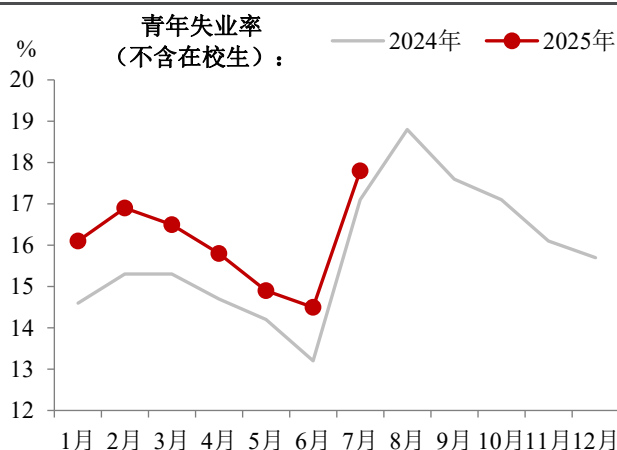
资料来源：企业预警通，民生证券研究院
注：此图假设2024-2026年每年2万亿元的限额空间均用于发行特殊再融资债成立。

图7：失业率上升往往伴随着降息操作



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：今年毕业季青年就业压力相较于去年更大



资料来源：iFind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048