



关注FOMC会议与中美谈判，新一轮科技革命的风口

——资产配置周报（2025/09/08-2025/09/12）

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

联系人

陈伟业

cw@longone.com.cn

投资要点

- **全球大类资产回顾。**9月12日当周，全球股市整体收涨，A股科创50涨幅居前；主要商品期货中黄金、原油、铝、铜均收涨；美元指数小幅下跌，非美货币中人民币升值，欧元、日元贬值。1) 权益方面：科创50>恒生科技指数>日经225>恒生指数>深证成指>创业板指>纳指>法国CAC40>标普500>上证指数>沪深300指数>道指>英国富时100>德国DAX30。2) 黄金、原油受美联储降息预期持续强化影响，全球经济与地缘政治的不确定性导致的避险需求也有所增加。3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，螺纹钢、炼焦煤、混凝土、水泥小幅回落；高炉开工率当周小幅上涨；乘用车日均零售4.35万辆，环比下跌30.95%，同比下跌10.00%；BDI环比上涨7.43%。4) 国内利率债收益率收涨，全周中债1Y国债收益率上涨0.41BP至1.4000%，10Y国债收益率上涨4.1BP收至1.8670%。5) 长短期美债收益率分化。2Y美债收益率当周上行5BP至3.56%，10Y美债收益率下行4BP至4.06%。6) 美元指数收于97.62，周下跌0.12%；离岸人民币对美元升值0.04%。
- **国内权益市场。**9月12日当周，风格方面，成长>周期>消费>金融，日均成交额为22987亿元（前值25696亿元）。申万一级行业中，共有26个行业上涨，5个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为电子（+6.15%）、房地产（+5.98%）、农林牧渔（+4.81%）；跌幅靠前的行业为综合（-1.43%）、银行（-0.66%）、石油石化（-0.41%）。
- **关注FOMC会议与中美贸易谈判，新一轮科技革命的风口。**近期，在弱美元、流动性等带动下，全球整体股市上行，市场将整体关注美联储FOMC在9月16-17日的会议，虽然降息已成共识，但是“点阵图”中对未来利率的预测的方向引导意义更强。在中美关税谈判之际，预计科技将会成为双方各自未来发展及抢占的制高点，尤其是美国大型科技公司在引领AI模型所需的基础设施上的投入带动。从全球大类资产配置的角度，随着中美债券利差的持续缩小，国内权益市场仍然占优，仍然看好科技、消费、黄金及有色等板块。预计黄金价格仍将保持强势，工业品在降息初期对利率较敏感；相对于商品价格，我们认为对应权益市场的表现或优于商品市场表现，尤其是资产负债表已经得到修复的行业，加之供给端限制，重点推荐黄金及有色等板块。
- **利率与人民币汇率。**流动性方面，周内政府融资与同业存单偿还压力上升，资金利率从低位收敛。当前宏观基本面仍需要低利率环境支撑，央行支持性态度明确，流动性预计仍将保持宽裕。利率债方面，股债跷跷板效应、政府债供给高峰、基金赎回费调整对债市产生负面影响，收益率普遍上行。当前债市收益率处于震荡区间上沿。在货币政策面临的汇率约束明显缓解、银行息差压力因存款重定价有所放缓、宏观基本面仍需要宽松政策支持等积极因素的支撑作用下，中长端配置机会渐显。美债方面，就业放缓较为明显，8月CPI高于预期，但美联储宽松基调未变，中长期视角美债收益率有望继续回落。人民币方面，国内资本市场走强以及中美利差收窄预期等多重因素为人民币提供有力支撑，周内人民币保持年内高位。我们认为人民币仍将受内外因素支撑。
- **风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；关税政策存在不确定性；特朗普政策不确定性；国内价格走弱的影响等。

正文目录

1. 核心观点：关注 FOMC 会议与中美谈判，新一轮科技革命的风口	5
1.1. 市场观点与资产配置建议	5
1.2. 全球大类资产回顾	5
1.3. 国内权益市场回顾	6
2. 利率及汇率跟踪	7
2.1. 资金面：利率从低位收敛	7
2.2. 利率债：多因素扰动，长端调整明显	7
2.3. 美债：通胀数据影响温和，长端收益率继续下行	8
2.4. 人民币所受支撑较强	8
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪	8
3.1. 能源跟踪	8
3.2. 黄金跟踪	10
3.3. 金属铜跟踪	12
4. 行业及主题	14
4.1. 行业高频跟踪	14
4.2. 主要指数及行业估值水平	16
5. 重要市场数据及流动性跟踪	17
5.1. 8 月国内通胀：翘尾因素对 CPI 及 PPI 的影响不一	17
5.2. 8 月进出口的支撑与拖累	18
5.3. 美国 8 月通胀预期内上行，后续关注 9 月 FOMC 点阵图降息指引	19
5.4. 资金及流动性跟踪	20
5.5. 美国流动性及利率跟踪	21
6. 市场资讯	22
6.1. 海外市场资讯	22
6.2. 国内市场资讯	23
6.3. 政策面	23
7. 财经日历	24
8. 风险提示	25

图表目录

图 1 全球主要大类资产周度表现, %	6
图 2 中债美债周度表现, BP	6
图 3 申万一级行业周度涨跌幅, %	7
图 4 原油价格, 美元/桶	9
图 5 天然气价格, 美元/百万英热	9
图 6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台	10
图 7 美国燃料库存, 百万桶	10
图 8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %	10
图 9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天	10
图 10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶	10
图 11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨	10
图 12 美元指数与伦敦金现, 美元/盎司	11
图 13 VIX 与金价, 美元/盎司	11
图 14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps	11
图 15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps	11
图 16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %	12
图 17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测	12
图 18 2000 年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司	12
图 19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %	12
图 20 金属铜价格, 元/吨, 美元/吨	13
图 21 铜精矿 25%Cu: 远期现货综合指数, 美元/千吨	13
图 22 铜精矿和电解铜库存, 万吨	13
图 23 中国矿产粗铜产量, 万吨	13
图 24 中国铜精矿和电解铜产量, 万吨	13
图 25 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %	13
图 26 中国电解铜和需求缺口, 万吨	14
图 27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量, 手	14
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量, 吨	14
图 29 上海平水铜、升水铜升贴水, 元/吨	14
图 30 247 家钢厂高炉产能利用率, %	14
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	14
图 32 BDI 指数	15
图 33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米	15
图 34 30 城新房成交面积, 万平方米	15
图 35 14 城二手房成交面积, 万平方米	15
图 36 主要行业高频数据	15
图 37 主要指数估值及分位数水平, %	16
图 38 各行业指数估值及分位数水平, %	16
图 39 CPI 及 PPI 同比翘尾因素, %	18
图 40 欧盟、美国、日本、东盟当月同比环比变化, %	19
图 41 对美国、欧盟、东盟、日本出口增速, %	19
图 42 美国 CPI 拆分	20
图 43 两融余额, 亿元, 亿元	21
图 44 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	21
图 45 DR007、7 天期 OMO 利率, %	21
图 46 SHIBOR 3M, %	21
图 47 美国存款准备金占比银行总资产, %	22

图 48 美国金融流动性指标，十亿美元.....	22
图 49 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差，bps.....	22
图 50 美联储隔夜逆回购协议，十亿美元.....	22
图 51 财经日历	24

1.核心观点：关注 FOMC 会议与中美谈判，新一轮科技革命的风口

1.1.市场观点与资产配置建议

1) 关注 FOMC 会议与中美贸易谈判，新一轮科技革命的风口。近期，在弱美元、流动性等带动下，全球整体股市上行，市场将整体关注美联储 FOMC 在 9 月 16-17 日的会议，虽然降息已成共识，但是“点阵图”中对未来利率的预测的方向引导意义更强。在中美关税谈判之际，预计科技将会成为双方各自未来发展及抢占的制高点，尤其是美国大型科技公司在引领 AI 模型所需的基础设施上的投入带动。从全球大类资产配置的角度，随着中美债券利差的持续缩小，国内权益市场仍然占优，仍然看好科技、消费、黄金及有色等板块。预计黄金价格仍将保持强势，工业品在降息初期对利率较敏感；相对于商品价格，我们认为对应权益市场的表现或优于商品市场表现，尤其是资产负债表已经得到修复的行业，加之供给端限制，重点推荐黄金及有色等板块。

2) 利率与人民币汇率。流动性方面，周内政府融资与同业存单偿还压力上升，资金利率从低位收敛。当前宏观基本面仍需要低利率环境支撑，央行支持性态度明确，流动性预计仍将保持宽裕。利率债方面，股债跷跷板效应、政府债供给高峰、基金赎回费调整对债市产生负面影响，收益率普遍上行。当前债市收益率处于震荡区间上沿。在货币政策面临的汇率约束明显缓解、银行息差压力因存款重定价有所放缓、宏观基本面仍需要宽松政策支持等积极因素的支撑作用下，中长端配置机会渐显。美债方面，就业放缓较为明显，8 月 CPI 高于预期，但美联储宽松基调未变，中长期视角美债收益率有望继续回落。人民币方面，国内资本市场走强以及中美利差收窄预期等多重因素为人民币提供有力支撑，周内人民币保持年内高位。我们认为人民币仍将受内外因素支撑。

3) 新的一周主要经济数据与市场预期。新的一周，美联储 FOMC 召开会议，同时英国、日本、加拿大、巴西、挪威和日本也将召开政策会议。市场普遍预期美联储会将联邦基金利率从目前的 4.25-4.50% 下调 25 个基点，也有较小的可能性会有 50 个基点的削减；最近美国劳动力市场降温的速度快于预期，而关税驱动的价格压力尚未对通胀产生重大影响。在英国，市场预计政策利率维持在 4.0% 的两年半低点不变，此前在 8 月份已将利率下调了 25 个基点，下一次降息或将推迟到 11 月以后；英国经济增长已经提速，通胀也比此前预期的更为顽固。在德国，ZEW 经济景气指数预计将连续第二个月下降，突显信心的脆弱，而 PPI 将创下 2024 年 5 月以来的最大跌幅。欧洲其他公布的数据还包括德国批发价格和欧元区、意大利和瑞士的贸易余额等。在中国，预计工业生产和零售销售预计将比 7 月份略有加快，而固定资产投资预计将放缓，其他公布的数据还包括失业率和房价数据等。市场普遍预计日本央行将维持 0.5% 的利率不变，因为政策制定者正在权衡国内和全球的不确定性，尤其是美国关税的影响。

1.2.全球大类资产回顾

9 月 12 日当周，全球股市整体收涨，A 股科创 50 涨幅居前；主要商品期货中黄金、原油、铝、铜均收涨；美元指数小幅下跌，非美货币中人民币升值，欧元、日元贬值。1) 权益方面：科创 50>恒生科技指数>日经 225>恒生指数>深证成指>创业板指>纳指>法国 CAC40>标普 500>上证指数>沪深 300 指数>道指>英国富时 100>德国 DAX30。国内来看，算力板块受到了美国相关预期的映射，科技板块在短期调整后有所回暖，PPI 降幅收窄利好企业利润，财政对社融的支撑力度有所减弱。海外方面，美国 8 月 CPI 在预期之内，但当周初请失业金人数创近 4 年新高，就业市场的走弱使 9 月降息板上钉钉。2) 黄金、原油受美

联储降息预期持续强化影响，全球经济与地缘政治的不确定性导致的避险需求也有所增加。

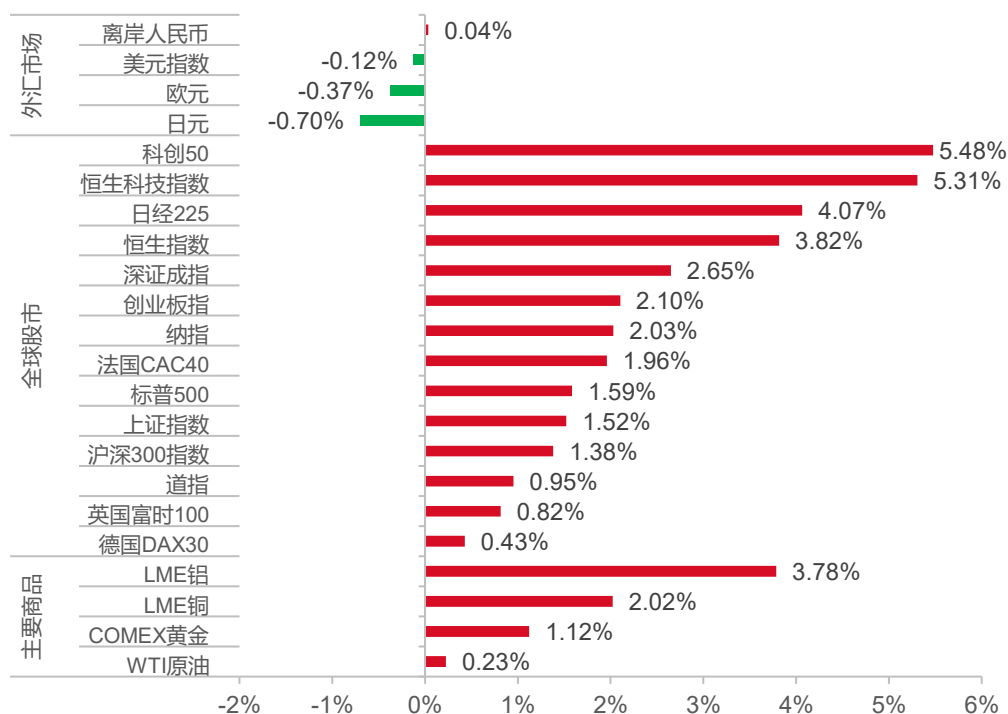
3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，螺纹钢、炼焦煤、混凝土、水泥小幅回落；高炉开工率当周小幅上涨；乘用车日均零售 4.35 万辆，环比下跌 30.95%，同比下跌 10.00%；BDI 环比上涨 7.43%。

4) 国内利率债收益率收涨，全周中债 1Y 国债收益率上涨 0.41BP 至 1.4000%，10Y 国债收益率上涨 4.1BP 收至 1.8670%。

5) 长短端美债收益率分化。2Y 美债收益率当周上行 5BP 至 3.56%，10Y 美债收益率下行 4BP 至 4.06%；10Y 日债收益率上行 0.4BP 至 1.5940%。

6) 美元指数收于 97.62，周下跌 0.12%；离岸人民币对美元升值 0.04%；日元对美元贬值 0.7%。

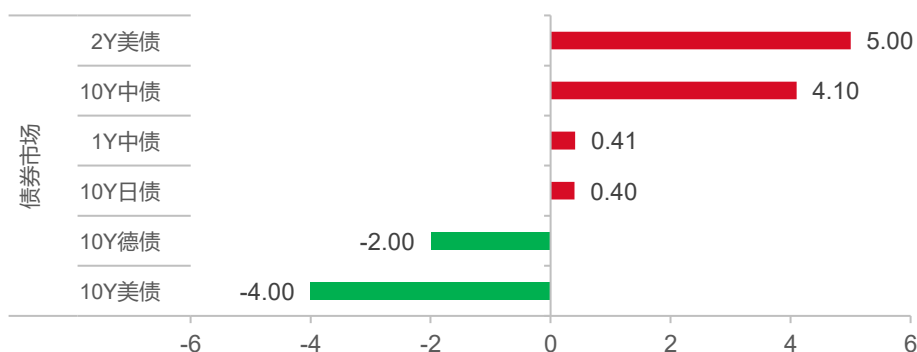
图1 全球主要大类资产周度表现，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值贬值。

图2 中债美债周度表现，BP

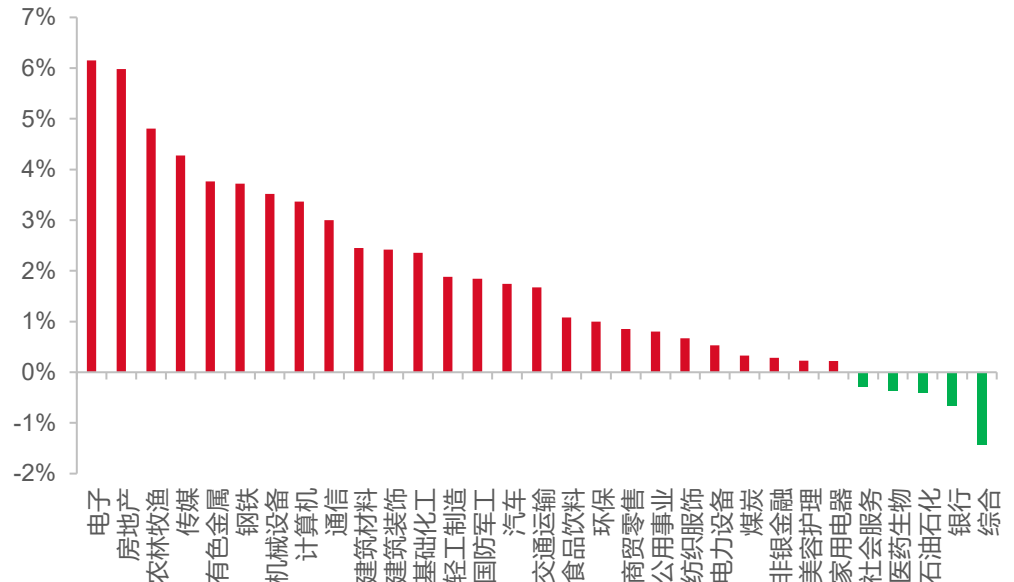


资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 9 月 12 日当周，风格方面，成长>周期>消费>金融，日均成交额为 22987 亿元（前值 25696 亿元）。申万一级行业中，共有 26 个行业上涨，5 个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为电子（+6.15%）、房地产（+5.98%）、农林牧渔（+4.81%）；跌幅靠前的行业为综合（-1.43%）、银行（-0.66%）、石油石化（-0.41%）。

图3 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，9/8-9/12

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：利率从低位收敛

周内政府融资明显上升（周内净融资额 3892.32 亿元，前一周为 1216.50 亿元）、同业存单偿还规模上升（周内净偿还 4256.40 亿元，前一周为净融资 2766.90 亿元）对流动性形成压力。央行发挥逆周期调节作用，公开市场操作实现净投放（7 天逆回购净投放 1961 亿元，前一周净回笼 12047 亿元）。

全周资金利率有所收敛。DR001 加权均价区间为 1.36%-1.43%（前一周 1.31%-1.32%），DR007 加权均价区间为 1.45%-1.48%（前一周 1.44%-1.45%）。1M、3M、6M、1Y 期限 AAA 级收益率分别收于 1.55%、1.56%、1.64%、1.67%，分别较前一周+9.99bp、0bp、+0.69bp、+0.25bp。其中，1M 上升较为明显，主要是因为净偿还规模较大导致供需紧张。

7 月以来财政资金对货币供应支撑较为明显。当前宏观基本面仍需要低利率环境支撑，央行支持性态度明确（9 月 15 日将开展 6000 亿元半年期买断式逆回购，净投放 3000 亿元），流动性预计仍将保持宽裕。

2.2.利率债：多因素扰动，长端调整明显

周内影响债市以调整行情为主，主要驱动因素包括以下方面。第一，A 股市场较为强势，股债跷跷板效应压制债市；第二，超长期国债发行叠加地方债供给高峰，助推收益率上行；第三，基金赎回费调整提高短期交易成本、降低销售机构推广债基积极性，对债市情绪产生负面影响。1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期国债收益率分别收于 1.25%、1.38%、

1.4%、1.4%、1.61%、1.87%、2.18%，分别较前一周+0.01bp、+2.5bp、+4.54bp、+0.41bp、+0.18bp、+4.1bp、+7.15bp。

宏观基本面方面，8月PMI数据反映出经济在政策推动和季节性因素消退后的局部修复迹象，但整体复苏仍显温和，需求端压力依然存在。整CPI处于温和下行区间，但核心CPI显示出一定的修复迹象；PPI同比降幅较上月收窄，表明工业品价格下行压力有所缓解。CPI与PPI剪刀差处于年内高位，表明下游消费市场虽有修复，但整体仍偏弱。新增人民币贷款同比少增显示信贷需求依然较弱，政府债券净融资仍是社融的主要支撑力量。这种背景下，基本面对债市依然较为有利。

货币政策方面，6月以来央行较为克制，发力点集中在结构性货币政策工具扩容。年内物价指数整体持续偏弱，指向货币政策适度宽松的宏观基础依然有效。市场定价9月美联储将降息至少25bps，国内货币政策宽松预期或随之上升。

当前债市收益率处于震荡区间上沿。在货币政策面临的汇率约束明显缓解、银行息差压力因存款重定价有所放缓、宏观基本面仍需要宽松政策支持等积极因素的支撑作用下，中两端配置机会渐显。

2.3.美债：通胀数据影响温和，长端收益率继续下行

9月第一周公布的就业数据（职位空缺、非农、初请失业金人数）一致显示劳动力市场冷却，就业增长远低于趋势，失业率上升。这强化了“软着陆”转向“衰退担忧”的市场叙事。周内公布的8月CPI高于市场预期，能源和住房成本是主要推手，食品价格小幅回落，核心CPI符合预期，PPI略低于预期，缓解了部分上游通胀担忧。通胀数据对市场影响温和。截至当地时间9月12日，1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y年期美国国债收益率分别收于4.24%、4.08%、3.83%、3.66%、3.63%、4.06%、4.68%，分别较前一周-5bp、+1bp、-2bp、+1bp、+4bp、-4bp、-10bp。美国就业放缓较为明显，8月CPI高于预期，但美联储宽松基调未变，中长期视角美债收益率有望继续回落。

2.4.人民币所受支撑较强

国内资本市场走强以及中美利差收窄预期等多重因素为人民币提供有力支撑，周内人民币保持年内高位。离岸人民币收于7.1237，较前一周小幅升值25.90基点。近月企业、个人等主体结汇率回升，跨境资金流动总体稳定，说明市场预期较为稳定。我们认为人民币仍将受内外因素支撑。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至9月12日当周，WTI原油周内震荡运行，周五收于62.69美元/桶，较上周同期上涨1.3%。截至2025年9月5日当周，美国原油产量为1349.5万桶/天，同比增加19.5万桶/天。美国炼厂吞吐量为1682万桶/天，开工率94.9%。9月12日当周，美国钻机数539台，较去年同期减少51台；其中采油钻机数416，较去年同期减少72台。

EIA在9月9日发布的《短期能源展望》中表示，布伦特原油现货价格从7月平均71美元/桶降至8月68美元/桶，预计2025年第四季度均价59美元/桶，2026年3月进一步跌至49美元/桶。该机构预测2026年布伦特原油均价51美元/桶，WTI均价48美元/桶。EIA指出，2025年下半年预计平均库存增加210万桶/日，且2026年全年库存保持高位，

将对油价构成“显著下行压力”。随后价格下降应“促使 OPEC+及部分非 OPEC 产油国减产，缓和 2026 年后库存积累”。

中石化经研院报告显示，2025 年中国汽油消费量预计同比降 4.8%至 1.63 亿吨（2024 年降 1.1%）；柴油消费预计同比降 5.2%至 1.86 亿吨/年。新能源车普及是主因——2025 年新能源车销量预计达 1584 万辆（占新乘用车销售 52%）。东北低温城市大连新能源车渗透率已达 48%，单次充电续航 600 公里技术充分缓解了里程焦虑。中海油能源经济研究院强调重卡领域转型加速，预计 2030 年 LNG 重卡将替代 3800 万吨/年柴油需求（当前替代量 1000-2000 万吨/年），而 LNG 价格低于柴油 20%时经济性更优。

由于国内炼厂对轻质低硫原油的需求有限，美国生产商需转向国际市场，但全球需求增长仍存不确定性。标普数据显示，8 月美国原油出口量从 7 月 310 万桶/日升至 380 万桶/日，其中 340 万桶/日为 WTI 轻质低硫原油。尽管 8 月出口增长，但仍处于常规区间，且低于 2023 年 12 月 440 万桶/日的历史峰值。油价走弱预计导致 2026 年美国国内产量下降，同时 2026 年美国炼厂加工量预计均值下降，将释放更多国内原油用于出口。

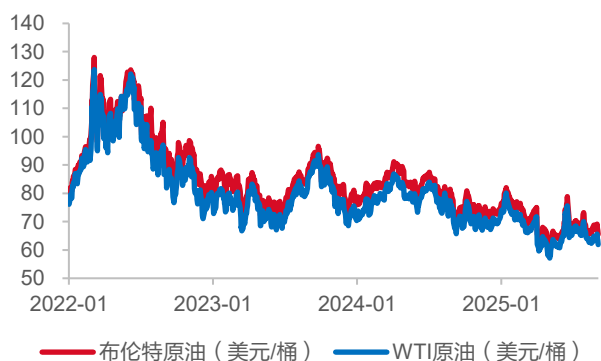
圭亚那总统伊尔法安·阿里在 9 月 7 日开启第二任期就职演讲中承诺，将通过新产量分成协议加速石油勘探并提升收入。该国 7 月平均石油产量达 66.39 万桶/日（1 月为 61.99 万桶/日）。雪佛龙与埃克森美孚、中海油共同成为圭亚那新兴斯塔布鲁克区块主要运营商（该区块 30 处发现预估潜在资源 140 亿桶油当量）。埃克森美孚自 2019 年开发该国未开发资源池，已规划至少至 2030 年的勘探开发计划（拟在斯塔布鲁克区块部署最多 10 艘浮式生产储卸油装置）。

尼日利亚国家石油和天然气工人联盟（Nupeng）9 月 9 日宣布暂停针对丹格特炼油厂的罢工行动。Nupeng 声明称，在尼日利亚政府斡旋的会议中与炼油厂达成协议后决定暂停罢工。该联盟此前于 9 月 8 日号召支持炼厂运营的卡车司机发起无限期罢工。

油价判断：伊以冲突趋缓，短期内地缘政治因素影响边际减弱，原油价格已基本度过季节性低点，预计年内布伦特原油仍将在 60~90 美元/桶区间震荡运行，短期内需关注降息预期引起的油价波动风险。

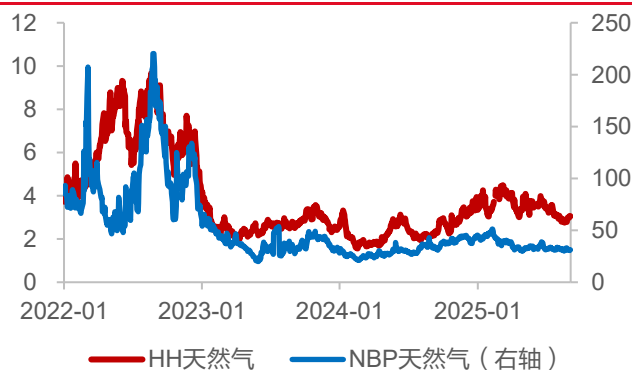
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图4 原油价格，美元/桶



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



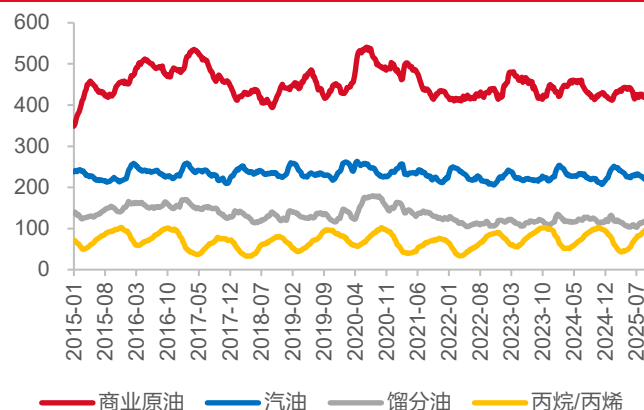
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台



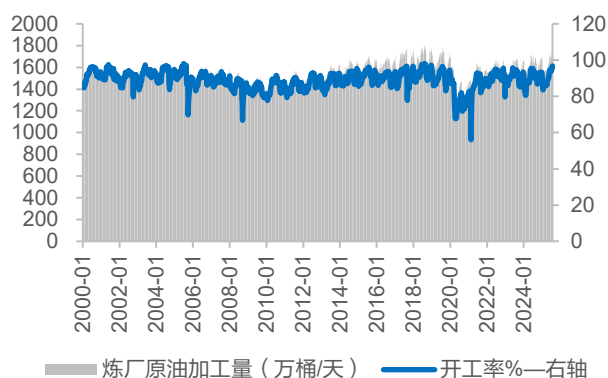
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图7 美国燃料库存, 百万桶



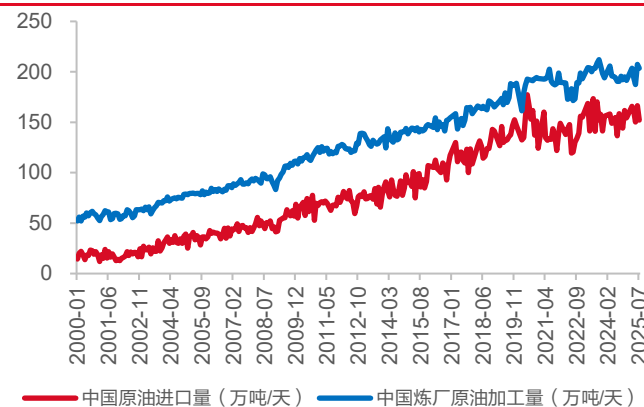
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %



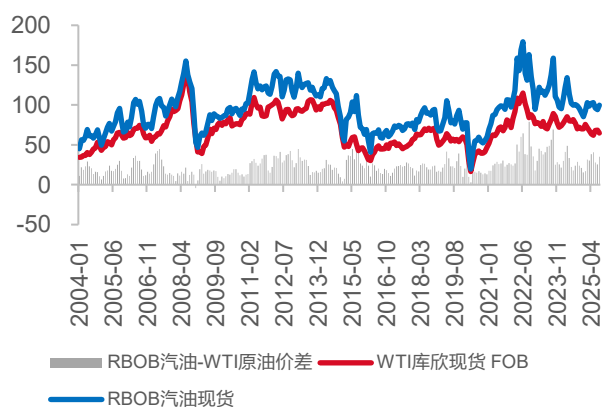
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天



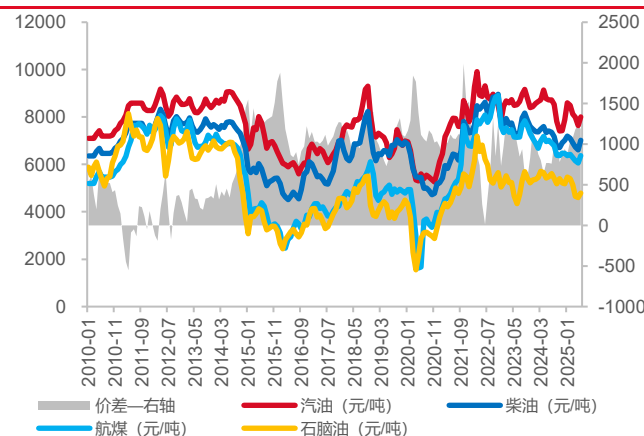
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶



资料来源: EIA, 东海证券研究所

图11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨



资料来源: 钢联数据, 东海证券研究所

注: 价差 = 0.2*石脑油+0.3*柴油+0.2*汽油+0.1*航空煤油-原油
*VAT*汇率 (未考虑副产品和除增值税外各项税)

3.2.黄金跟踪

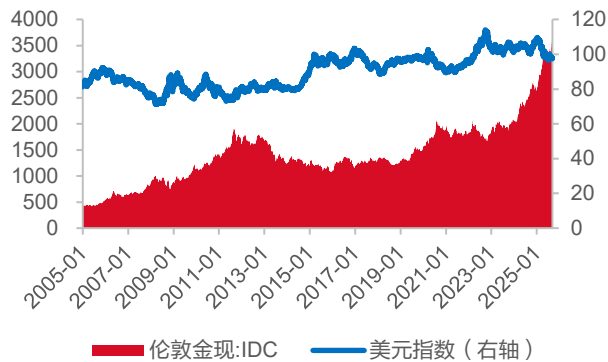
以色列轰炸卡塔尔, 美联储降息预期持续走高, 周内金价再创新高。截至 2025 年 9 月 12 日, 伦敦金现收于 3642.64 美元/盎司, 较上周同期上涨 1.58%, 周五盘内最高触及 3715.2 美元/盎司的高点。美股三大指数周内震荡上行, 美元指数弱势震荡。若美国化债持续遇阻,

预计美元或大幅贬值。8月我国央行继续增持黄金储备6万盎司。美国8月非农就业仅增长2.2万人，远不及市场预期的7.5万人。市场预期美联储年内降息两次，押注9月将降息25个基点。SPDR持有量略有下降，政策面上美国贸易协定、俄乌冲突等仍存在较大不确定性。整体来看，美元及美债的避险属性被削弱，黄金避险需求凸显，美元贬值预期走强，黄金长期上涨逻辑增强。

美债利率连续下行，中债利率反向下行。截至9月12日，10Y美债利率震荡下行，较上周同期下降4bp收于4.06%，10Y中美利差倒挂值为218.57bp，较上周有所收窄。中国10Y国债利率本周震荡上行，最终报收1.867%，较上周同期上升4.1bp。2025年8月美国CPI同比上涨2.9%，前值2.7%，略高于市场预期，PPI同比增长2.6%，低于市场预期。8月，我国制造业PMI为49.4%，较前值提高0.1个百分点；美国制造业PMI为48.7%，因为美国政府关税政策持续带来不确定性，美国制造业连续第六个月收缩。

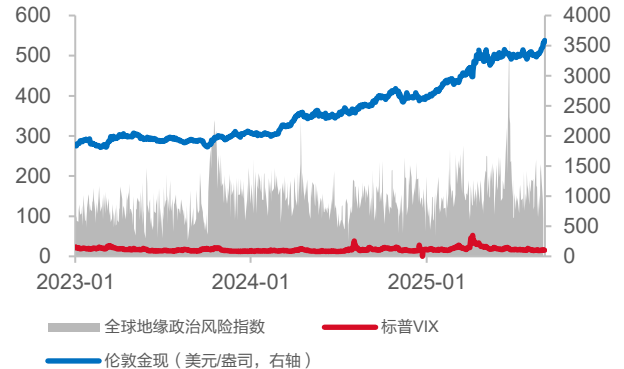
金价判断：中美贸易冲突短期内不会得到彻底解决，美国化债持续受阻，美国宏观数据正在为降息铺垫，美联储9月降息预期走强，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



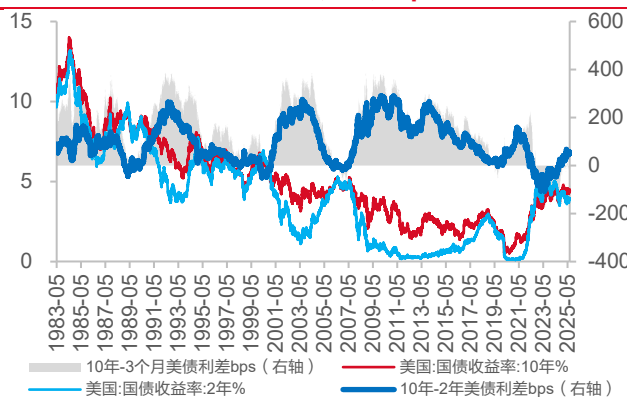
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX与金价，美元/盎司



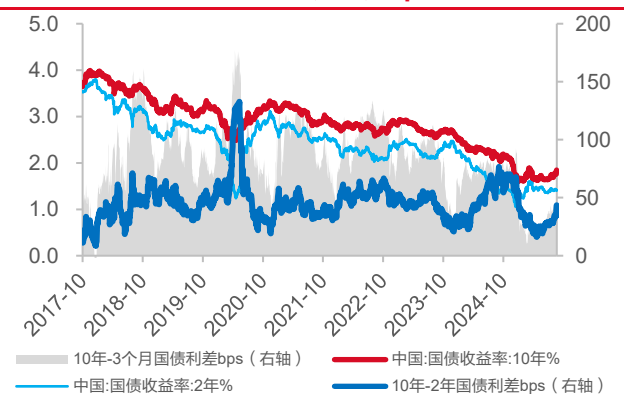
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差，%，bps



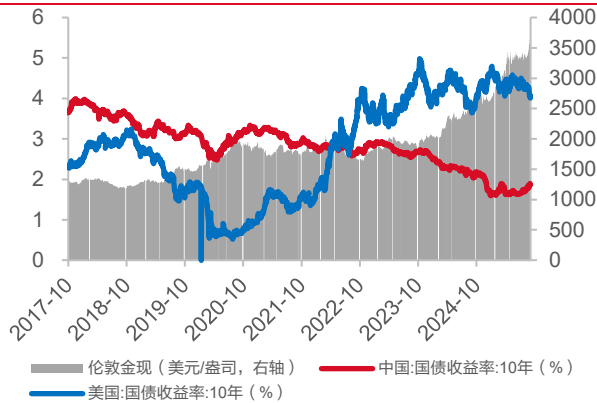
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 10Y-2Y 中国国债利差，%，bps



资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 中美国债收益率与金价，美元/盎司，%



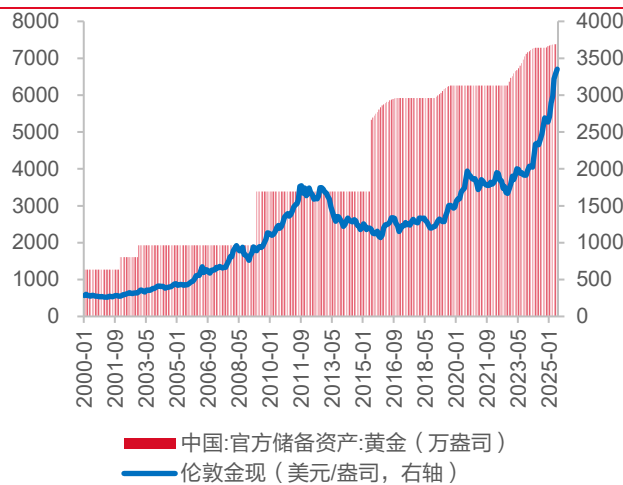
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/9/17						0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	93.4%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	79.0%	15.5%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	74.0%	19.8%	1.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	38.7%	47.6%	10.7%	0.5%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	21.7%	43.4%	28.0%	5.3%	0.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	7.2%	28.0%	39.0%	21.4%	3.8%	0.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.2%	4.4%	19.3%	34.4%	28.8%	11.2%	1.7%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.4%	8.5%	23.5%	32.8%	23.9%	8.5%	1.3%	0.1%
2026/9/16	0.0%	0.5%	4.0%	14.0%	26.9%	29.5%	18.3%	5.9%	0.8%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.1%	5.5%	16.0%	27.3%	27.8%	16.4%	5.1%	0.7%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.7%	7.0%	17.6%	27.4%	26.2%	14.8%	4.5%	0.6%	0.0%

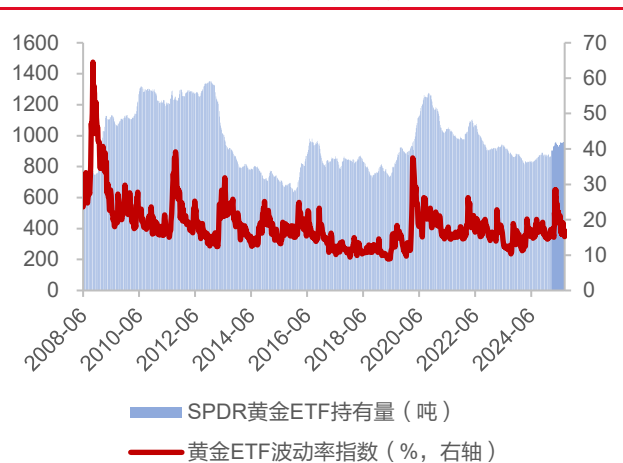
资料来源：CME，东海证券研究所

图18 2000 年以来我国央行黄金储备，万盎司，美元/盎司



资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 全球黄金 ETF 总持仓量，吨，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2025 年，金属精炼铜价格震荡上行，9 月 12 日，SHFE 电解铜连续合约结算价格为 80000 元/吨，较上一周价格环比上升 0.1%，价格与去年同比增长 6.6%；LME 伦铜 3 个月合约结算价为 9929.75 美元/吨。市场预期美联储可能降息，全球货币政策趋于宽松，精炼铜供给端相对缩减。9 月 12 日，我国铜精矿干净料（25%Cu）远期现货综合价格指数约为 2647.8 元/千吨，价格环比上升 0.4%，同比上升 6.8%。铜精矿价格较上周价格波动上涨。

2025 年 9 月 12 日，津联同现货库存为 14.98 万吨，和上周环上升 3.5%，同比下滑 34%，港口库存约为 57.4 万吨，环比增长 2%，增速放缓。整体来看，冶炼厂产能仍高，市场供应整体偏宽松。

2025 年 8 月，我国电解铜产量约为 118.78 万吨，环比减少 0.6%，同比增幅 18.5%，生产能力复苏较上期略有下滑，但下游需求维持旺盛状态。2025 年 8 月，我国电解铜年化平均产能为 1648 万吨，产能利用率为 85.57%。2025 年 7 月我国电解铜产量和需求缺口约为 18.23 万吨，缺口较上期环比缩减。我国进口电解精炼铜数量基本可以覆盖生产需求缺口。

2025 年 9 月 12 日当周，我国 SHFE 电解铜持仓量为 177266 手，环比下降 4.1%；成交量为 145659 手，环比下降 0.2%，受中国电解铜产量下滑的影响，下游对价格更加敏感，采购交易动作放缓。2025 年 8 月，沪铜单边交易交割量为 14450 吨，明显低于去年同期交割水平。主要原因是现货需求偏弱，交割意愿下降叠加价格波动收窄，套保空间缩窄。

市场对未来全球金属铜的预期总体偏紧，一方面，中国精炼铜产量因废铜供应与税费政策调整出现少见下滑，加上南美部分矿区检修、进口原料偏紧，供应端收缩预期增强；另一方面，欧美基建与新能源投资仍支撑中长期需求，美元波动及贸易政策不确定性则加大价格弹性。因此市场普遍认为未来数月全球铜供需缺口可能扩大，价格重心有望维持高位震荡或偏强运行，但波动风险也随宏观与政策因素增大。

图20 金属铜价格，元/吨，美元/吨



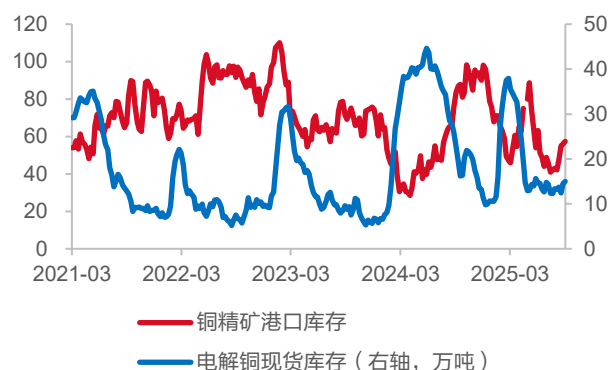
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿 25%Cu：远期现货综合指数，美元/干吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿和电解铜库存，万吨



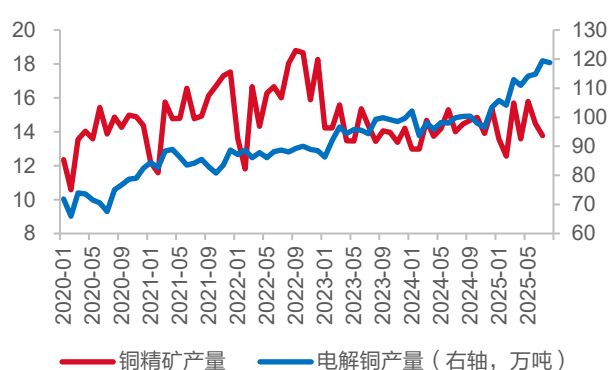
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 中国矿产粗铜产量，万吨



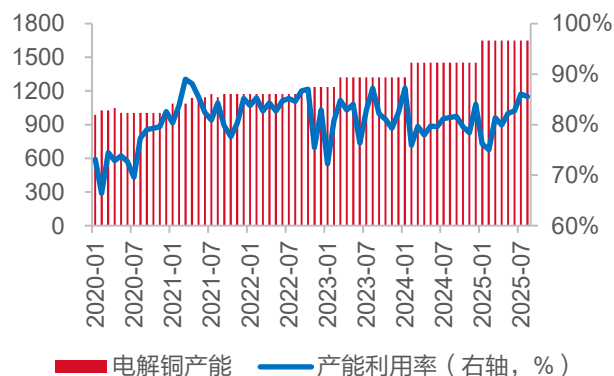
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图24 中国铜精矿和电解铜产量，万吨



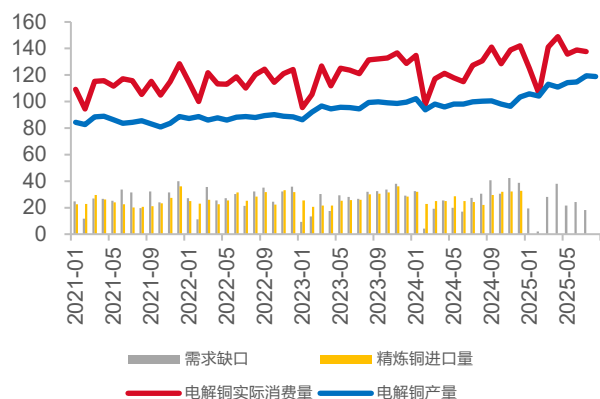
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



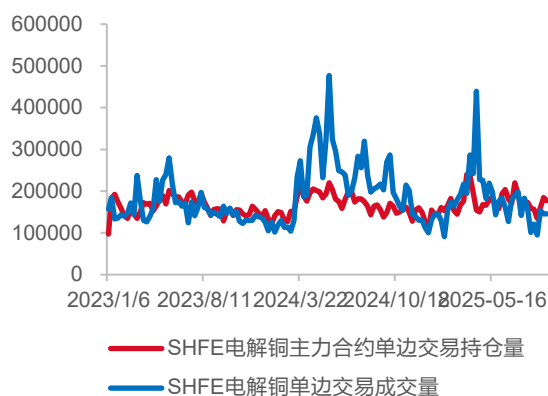
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



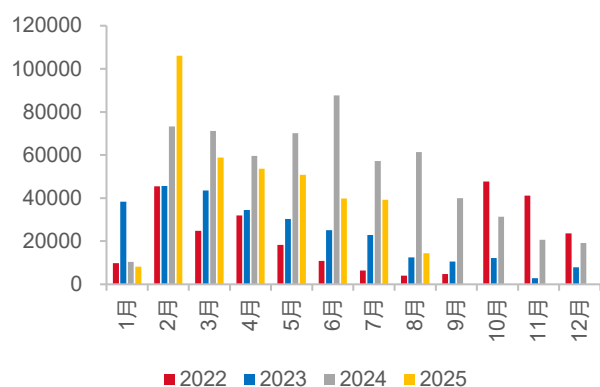
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



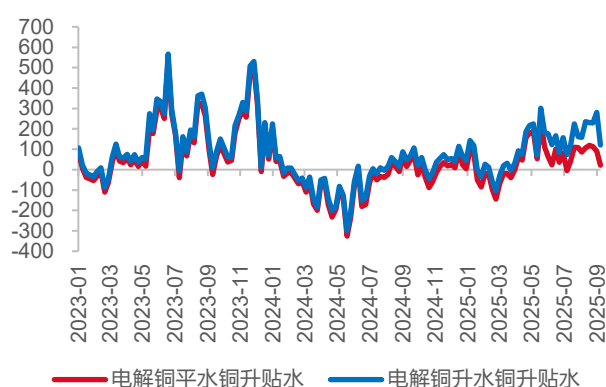
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 上海平水铜、升水铜升贴水，元/吨

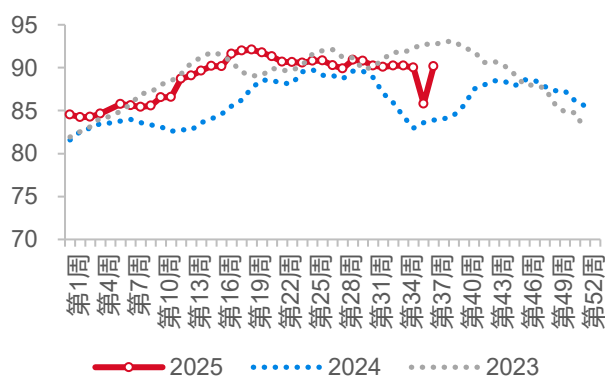


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

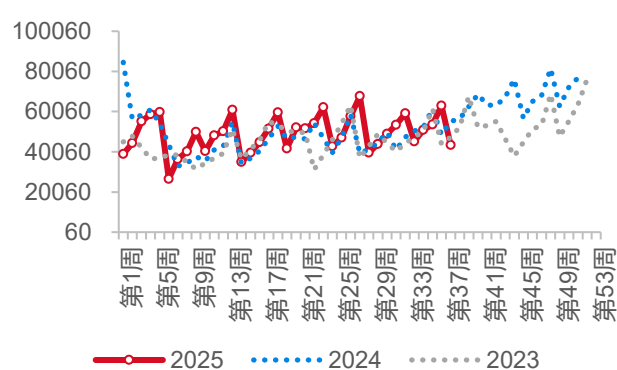
4.1.行业高频跟踪

图30 247 家钢厂高炉产能利用率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图31 乘用车日均零售销量，辆



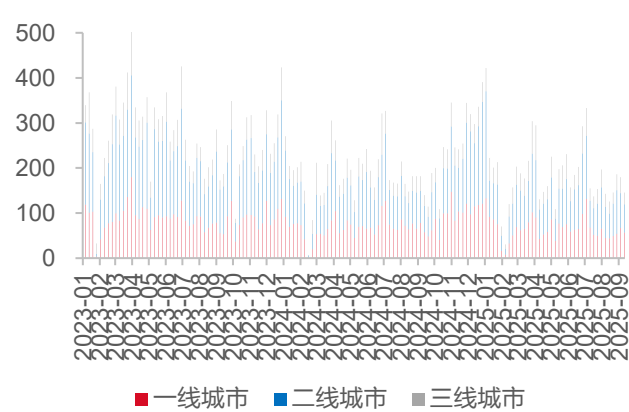
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI 指数



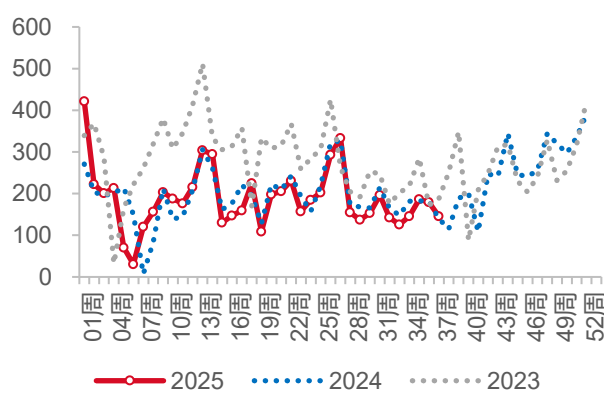
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



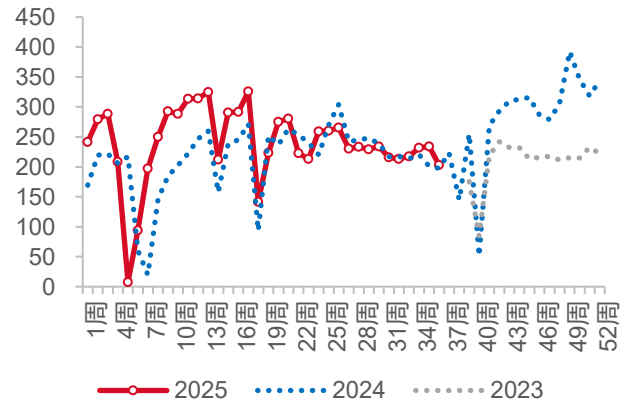
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图34 30 城新房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 14 城二手房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 主要行业高频数据

大类	指标名称	环比(%)/ 环比变化(pct)	同比(%)/ 同比变化 (pct)	单位	9/12	9/5	8/29	8/22	8/15	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	-18.8	3.9	万平方米	146	179	186	145	126	
	一线城市	-15.5	-2.1	万平方米	57	67	54	49	44	
	二线城市	-19.1	7.7	万平方米	62	77	97	72	55	
	三线城市	-24.5	9.3	万平方米	27	35	36	25	27	
消费出行	国内航班执飞	-11.8	0.7	架次	82160	93120	101828	103737	103932	
	国际航班执飞	-9.7	-0.2	架次	11152	12355	12823	13090	13285	
	电影票房	-49.9	48.7	万元	37737	75287	97666	125302	151839	
	观影人次	-50.1	58.4	万人次	996	1997	2655	3446	4201	
外需	BDI指数	7.4	12.5	/	2126	1979	2025	1944	2044	
	CCFI指数	-2.1	-38.1	/	1125	1149	1156	1175	1193	
物价	南华工业品价格指数	0.1	1.4	/	3603	3598	3630	3625	3676	
	螺纹钢	-0.1	0.1	元/吨	3114	3119	3121	3137	3222	
	水泥价格指数	-0.8	-11.0	/	102.70	103.55	105.12	104.78	103.55	
	南华农产品指数	-0.3	5.0	/	1094	1097	1101	1110	1112	
	猪价	0.1	-26.3	元/公斤	19.94	19.91	19.96	20.12	20.20	
	7种重点水果	-0.9	-4.4	元/公斤	6.88	6.95	6.86	6.89	6.95	
	鸡蛋	2.4	-28.0	元/公斤	7.90	7.71	7.65	7.67	7.54	
生产开工率	28种重点蔬菜	0.7	-16.0	元/公斤	5.11	5.08	4.91	4.82	4.71	
	PTA	5.5	-6.3	%	74.95	69.48	70.86	76.22	75.01	
	纯碱	1.1	12.5	%	87.29	86.22	82.47	88.48	87.32	
	浮法玻璃	0.0	-4.8	%	76.01	76.01	75.68	75.34	75.34	
	江浙织机	0.0	-3.3	%	62.42	62.42	61.98	60.09	58.04	
	半钢胎	6.0	-5.7	%	73.46	67.47	72.77	73.13	72.07	
	全钢胎	5.8	5.9	%	65.59	59.78	63.84	64.76	63.09	

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.2.主要指数及行业估值水平

主要指数估值(PE)分位数水平: 创业板指<创业板 50<中证 1000<中证 500<上证 180<沪深 300<上证 50<科创 50。

图37 主要指数估值及分位数水平, %

指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
创业板指	34.43	42.93	59.98	5.31
创业板 50	38.57	42.81	58.41	6.11
中证 1000	63.97	47.27	46.35	2.49
中证 500	73.85	34.27	55.02	2.27
上证 180	78.08	12.17	38.16	1.25
沪深 300	80.79	14.12	46.23	1.46
上证 50	84.58	11.85	55.58	1.28
科创 50	99.77	184.15	69.04	6.05

资料来源: 同花顺, 东海证券研究所, 分位数水平为 2010 年以来

主要行业估值(PE)分位数水平: 周期: 交通运输<有色金属<公用事业。消费: 农林牧渔<食品饮料<美容护理。高端制造: 家用电器<机械设备<汽车。科技: 通信<传媒<电子。金融(PB): 房地产<非银金融<银行。

图38 各行业指数估值及分位数水平, %

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
周期	钢铁	0.00	-808.29	51.50	1.09
	交通运输	13.91	16.43	25.10	1.39
	有色金属	27.59	26.16	62.50	3.09
	公用事业	30.44	19.44	48.19	1.82
	石油石化	36.80	12.52	34.11	1.17
	建筑装饰	58.63	11.74	9.20	0.82
	环保	68.15	38.31	21.62	1.69
	煤炭	69.58	14.19	56.98	1.44
	基础化工	84.35	36.47	69.42	2.24
	建筑材料	90.68	39.81	11.60	1.29
消费	农林牧渔	8.06	23.04	19.50	2.75
	食品饮料	20.27	22.51	32.43	4.58
	美容护理	63.15	52.41	29.84	3.59
	纺织服饰	63.52	38.59	34.57	1.92
	社会服务	81.00	69.63	21.02	3.13
	商贸零售	92.12	73.31	43.46	2.01
	医药生物	93.16	56.49	22.99	3.35
	轻工制造	93.59	60.83	39.86	2.34
	家用电器	37.91	16.10	36.04	2.58
	机械设备	71.61	44.93	71.54	2.95
高端制造	汽车	76.68	33.75	72.94	2.64
	国防军工	87.91	177.81	92.42	4.25
	电力设备	93.82	78.44	46.15	3.08

科技	通信	25.23	27.14	49.26	2.38
	传媒	79.95	84.54	42.79	2.93
	电子	93.26	82.65	98.05	5.29
	计算机	93.86	242.86	69.43	4.79
金融地产	房地产	0.00	-8.22	14.39	0.92
	非银金融	8.23	13.70	23.27	1.51
	银行	89.81	7.17	27.21	0.70

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

注：钢铁盈利为负故不显示。

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.8 月国内通胀：翘尾因素对 CPI 及 PPI 的影响不一

8 月，CPI 当月同比-0.4%，前值 0.0%；环比 0.0%，前值 0.4%。PPI 当月同比-2.9%，前值-3.6%；环比 0.0%，前值-0.2%。

CPI 环比略弱于季节性。8 月 CPI 环比 0.0%，低于近 5 年同期均值的 0.2%。食品弱于季节性而非食品强于季节性。食品环比 0.5%，低于近 5 年同期均值 1.3%；非食品环比-0.1%，持平于近 5 年同期均值。

CPI 中翘尾影响降幅扩大。8 月 CPI 翘尾因素-0.9%，为近年 2 月以来最低，较 8 月降幅扩大 0.4pct。需要注意的是，9 月翘尾因素仍有-0.9%，基数的压力仍然不小。

高基数压力影响食品价格，鲜菜鲜果偏短期，猪价拖累年内可能延续。与 7 月相似，食品主要分项环比表现不强，叠加基数抬升的影响持续，导致食品烟酒同比由-0.8%降至-2.5%。鲜果、猪肉、蛋类环比均低于近 5 年同期均值，尤其是鲜果以及猪肉去年同期环比分别为 3.8%、7.3%，从历史上看，基数相对偏高；鲜菜环比虽然强于季节性，但去年同期环比 18.1%，为有统计以来同期最高值，故在此影响下，同比降幅也有所扩大。回顾以往来看，因短期天气原因造成的基数落差，其影响不会持续太久，尤其体现在鲜菜鲜果上。从猪价来看，同比降幅进一步扩大至-16.1%，11 月前基数压力依然较大，拖累大概率延续，关注生猪产能调控措施的预期。

非食品价格相对平稳。8 月非食品价格同比 0.5%，前值 0.3%，延续回升的趋势。7 大类分项中有 4 项环比高于近 5 年同期均值，其中医疗保健超季节性较为明显，其次是交通和通信，反映暑期出游消费表现可能相对较好。商务部此前曾表示 9 月将出台扩大服务消费的若干政策措施，服务消费的潜力有望被激发，服务价格也有望延续对 CPI 的支撑。

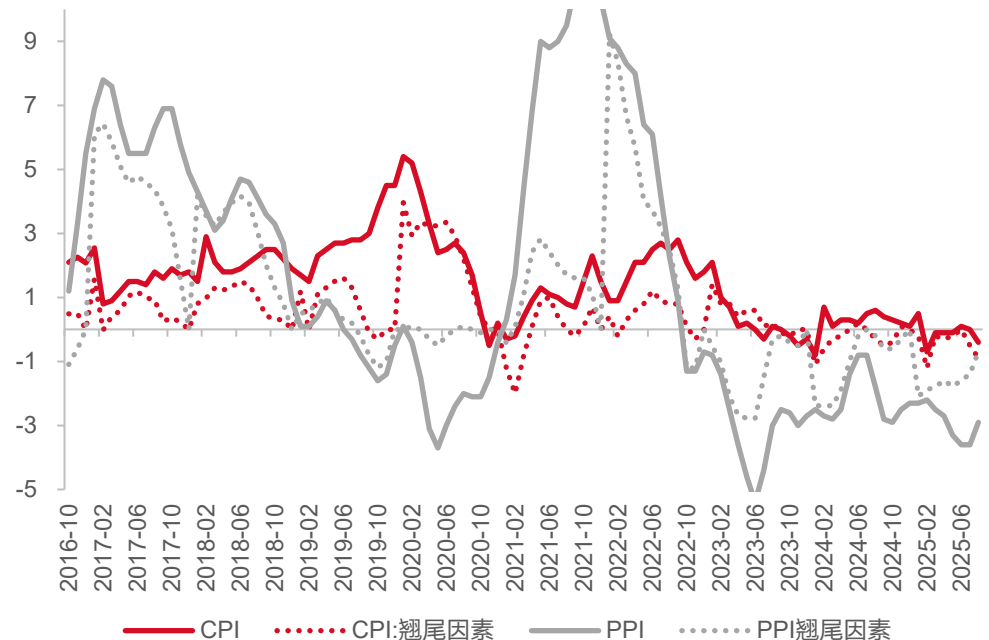
核心 CPI 同比延续回升趋势。8 月核心 CPI 同比 0.9%，自 5 月以来稳步小幅回升，环比也基本符合季节性。除了服务价格以外，受益于金价的上涨，相关金饰品同比涨幅较高，另外家用器具和文娱耐用品在促销季后价格有所回升。

翘尾降幅收窄基本可以解释 PPI 同比的回升。有别于 CPI，翘尾因素对 8 月 PPI 具有明显的拉动，其从前值的-1.4%，收窄至-0.7%，基本可以解释 8 月 PPI 同比的回升。8 月 PPI 环比 0%，止住了连续 8 个月的下跌趋势，这一点本身也偏积极。

结构上看，“反内卷”对上游价格的拉动是主要贡献项。7 月“反内卷”预期升温以来，偏上游的生产资料环比自 6 月的-0.6%转正至 8 月的 0.1%，偏下游的生活资料则依然维持小幅下跌。不过，南华工业品价格指数已回吐了 6 月初以来近一半的涨幅，未来“反内卷”政策对工业品价格拉动的持续性，仍然有赖于需求端政策协同。

8月，翘尾因素对CPI以及PPI的影响不一，前者拖累，后者支撑。结构上来看，一些短期因素对食品的拖累影响，可能在9月后逐步减轻，但猪价11月前依然会面临较高的基数压力；非食品方面，服务价格支撑延续，且有望随着相关政策的出台而强化，消费品价格可能仍会受大促以及补贴影响而波动。PPI除了基数压力减弱以外，环比止住8连跌偏积极，“反内卷”的政策落实仍需关注。

图39 CPI及PPI同比翘尾因素，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.2.8 月进出口的支撑与拖累

2025年8月，以美元计价，出口同比4.4%，前值7.2%；进口同比1.3%，前值4.1%；贸易差额1023.3亿美元，较去年同期增加107.76亿美元。

“抢转口”脉冲影响，出口同比增速回落。同比来看，8月出口增速较7月回落2.8个百分点，并低于Wind一致预期的5.92%；环比来看，8月0.1%，低于近4年同期均值3.49%，弱于季节性。总体来看，8月出口同比增速小幅回落，一方面40%的转口贸易关税8月7日落地后，前期“抢转口”存在脉冲效应，主要反映在对非美欧日以及东盟地区出口增速的回落；另一方面，虽然中美贸易仍处缓和期内，但税率整体水平仍高，对美出口增速回落明显，当月出口金额环比回落叠加基数抬升均有影响；不过，出口结构的多元化发展仍有支撑，1-8月对东盟出口的累计同比14.6%。

美欧日制造业景气度有所回升。8月，摩根大通全球制造业PMI为50.9%，较7月回升了1.2%。美国ISM制造业PMI、日本制造业PMI、欧元区制造业PMI分别回升0.7、0.8、0.9个百分点至48.7%、49.7%、50.7%；但从绝对水平来看，美日制造业PMI仍略低于荣枯线，欧洲制造业PMI略高于荣枯线。未来仍需关注关税政策对美国库存周期的扰动，而欧洲财政扩张可能带来需求的回升，不过可持续性面临考验。

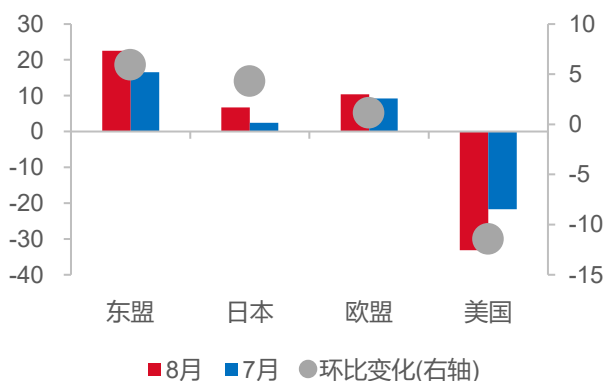
对欧盟、东盟、日本出口增速回升，对美及其他地区出口增速回落。8月，我国对欧盟、东盟、日本出口增速有所回升，当月同比较7月分别回升1.14个、5.92个、4.29个百分点至10.38%、22.51%、6.74%。对美国出口有所回落，当月同比较前值回落11.45个百分点至-33.12%。

中游装备出口领先，劳动密集型产品有压力。高新技术产品当月同比有所上涨，较上月回升 4.7 个百分点至 8.9%；农产品、机电产品当月同比分别较上月回落 5.5、0.4 个百分点至 -3.9%、7.6%。主要产品中，稀土、船舶有明显回升，前者或反映稀土相关协定的落实，后者反映中游装备制造仍具明显优势，汽车、通用机械设备等行业出口增速也同样保持相对领先；前期表现比较好的钢材出口转负；部分劳动密集型产品出口增速维持低位，如玩具、鞋靴、箱包、服装等。

进口增速回落，内需仍显相对不足。8 月进口当月同比小幅回落，环比下降 1.8%，低于 4 年同期均值 3.49%，弱于季节性。主要大宗商品中，前期表现较好的铜矿砂及其精矿、未锻轧铜及铜材进口增速有所回落但仍维持高位；传统内需的铁矿砂及其精矿、钢材进口增速降幅收窄；上游能源相关的煤炭同样降幅收窄，但仍维持较深的负增长区间。总体来看，进口增速仍维持相对低位，内需仍显相对不足。

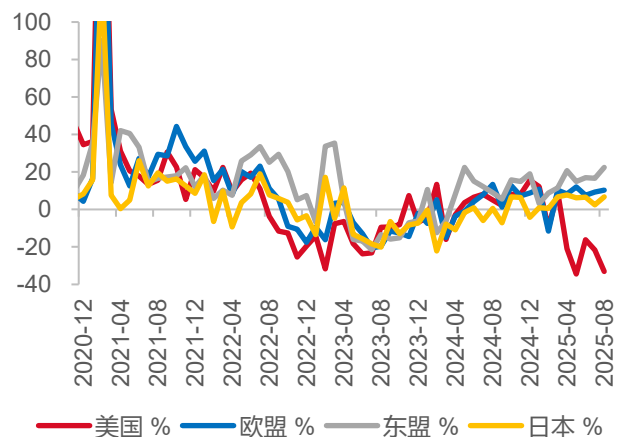
8 月出口的拖累主要来自于，“抢转口”的脉冲效应导致对非美欧日以及东盟地区出口增速的回落，以及对美直接出口降幅的有所扩大，支撑主要来自于欧盟以及东盟。往后来看，美国关税影响存在脉冲性，但对全球贸易的冲击可能趋于钝化，最终方向仍由长期基本面决定；中美贸易关系在 11 月延期 90 天到期前可能保持稳定，关注近两个月是否有实质性进展落地；美国需求在可能出现的“滞胀”压力下进一步走弱，这一点对整体外需可能形成压力；年内中国出口的基数先降后升。结合以上四点来看，后续出口增速仍有回落可能，但过程可能偏缓。

图40 欧盟、美国、日本、东盟当月同比环比变化，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图41 对美国、欧盟、东盟、日本出口增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

5.3.美国 8 月通胀预期内上行，后续关注 9 月 FOMC 点阵图降息指引

美国 8 月 CPI 同比 2.9%，预期 2.9%，前值 2.7%；环比 0.4%，预期 0.3%，前值 0.2%。核心 CPI 同比 3.1%，预期 3.1%，前值 3.1%；环比 0.3%，预期 0.3%，前值 0.3%。

能源价格反弹为 8 月通胀主要贡献项。食品价格同比维持在 2.9%不变，环比则由前值 0%抬升至 0.5%，家庭食品为主要贡献项。能源商品主要受美国西海岸炼油厂关停的扰动，呈现出低位反弹的情况。能源服务项下，电力价格上涨较为强劲，环比由前值 -0.1%上升至 0.2%。后续来看，由于美国财政截断大量新能源电力补贴，包括风电补贴的取消以及“全民太阳能计划”的天折，我们预计美国电力价格或难以在未来短期内快速下降。

关税对核心商品价格影响不一致。核心商品同比维持在 1.2%不变，环比由前值 0.2%小幅上行至 0.3%。受关税影响较大的服饰和新车，价格环比增速呈现出加速上涨的态势：服

饰价格环比由前值-0.3%上升至 0.8%；新车价格环比由前值 0%上升至 0.3%。医药用品则呈现出环比降速的态势，由前值 0.1%下降至-0.3%。同时，受暑期和新车价格上涨的共同作用，二手车价格加速上涨，环比由前值 0.5%上升至 1.0%，但曼海姆二手车价格指数显示后续二手车价格或有下行空间。

住房市场价格同比企稳，但环比出现反弹。房屋价格同比保持在 3.7%不变，但环比却出现反弹迹象，由前值 0.2%上升至 0.4%，我们认为原因其一是由于夏季末（求职开学季）为租房购房旺季，住房市场有季节性支撑；其二或是由于住房贷款利率在经历连续数月的下滑后，美国住房市场需求得到提振。

机票和酒店价格出现反弹。8 月机票和酒店价格反弹较为明显：机票环比由前值 4.0%上升至 5.9%，酒店价格环比由前值-1.3%回正至 2.6%。机票价格快速上涨一方面是由于汽油价格抬升导致。另一方面，考虑到机票酒店均是对经济有着高弹性的项目，其价格大幅上升或意味着居民企业经济活动的回暖，但后续依然需要零售和就业等经济数据的验证。

通胀影响不大，市场更加关注经济增长情况。美国 8 月 CPI 出炉后，美股上涨，美债收益率先跌后升，美元指数下跌，黄金上涨。整体来看，美国 8 月 CPI 符合预期，同时考虑到 8 月疲软的 PPI，走弱的就业数据以及上升的初请失业金人数，市场议题逐渐从“降不降息”过渡为“年内降息多少”，后续须重点关注 9 月 FOMC 会议给出的点阵图降息指引。

图42 美国 CPI 拆分

	权重	同比, %					环比, %				
		2025年5月	2025年6月	2025年7月	2025年8月	趋势	2025年5月	2025年6月	2025年7月	2025年8月	趋势
CPI	100%	2.4	2.7	2.7	2.9		0.1	0.3	0.2	0.4	
食品	14%	2.9	3.0	2.9	2.9		0.3	0.3	0.0	0.5	
家庭食品	8%	2.2	2.4	2.2	2.7		0.3	0.3	-0.1	0.6	
家庭外就餐	6%	3.8	3.8	3.9	3.9		0.3	0.4	0.3	0.3	
能源	6%	-3.5	-0.8	-1.6	-1.6		-1.0	0.9	-1.1	0.7	
能源商品	3%	-11.6	-7.9	-9.0	-9.0		-2.4	1.0	-1.9	1.7	
能源服务	3%	6.8	7.5	7.2	7.2		0.4	0.9	-0.3	-0.2	
电力	2%	4.5	5.8	5.5	5.5		0.9	1.0	-0.1	0.2	
燃气	1%	15.3	14.2	13.8	13.8		-1.0	0.5	-0.9	-3.6	
核心CPI	80%	2.8	2.9	3.1	3.1		0.1	0.2	0.3	0.3	
核心商品	19%	0.3	0.7	1.2	1.2		0.0	0.2	0.2	0.3	
服饰	2%	-0.9	-0.5	-0.2	-0.2		-0.4	0.4	-0.3	0.8	
新车	4%	0.4	0.2	0.4	0.7		-0.3	-0.3	0.0	0.3	
二手车和卡车	2%	1.8	2.8	4.8	4.8		-0.5	-0.7	0.5	1.0	
医疗用品	2%	0.3	0.2	0.1	0.1		0.6	0.1	0.1	-0.3	
核心服务	61%	3.6	3.6	3.6	3.6		0.2	0.3	0.4	0.3	
房屋	35%	3.9	3.8	3.7	3.7		0.3	0.2	0.2	0.4	
房租	7%	3.8	3.8	3.5	3.5		0.2	0.2	0.3	0.3	
业主等效租金	26%	4.2	4.2	4.1	4.1		0.3	0.3	0.3	0.4	
医疗服务	7%	3.0	3.4	4.3	4.3		0.2	0.6	0.8	-0.1	
娱乐	3%	3.7	3.8	3.9	3.9		-0.1	0.2	0.4	-0.2	
教育和通讯	5%	1.0	1.1	1.1	1.1		0.1	0.1	0.2	0.1	
运输	6%	2.8	3.4	3.5	3.5		-0.2	0.2	0.8	1.0	

资料来源：BLS，东海证券研究所

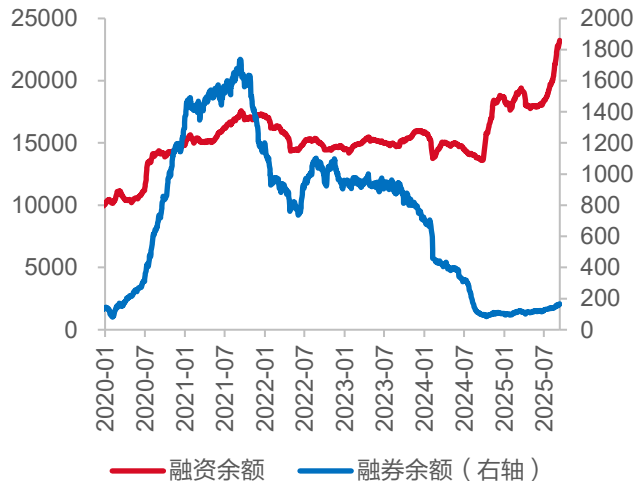
5.4.资金及流动性跟踪

融资余额增长。9 月 11 日，融资余额 23236.61 亿元，较上周末增长 523.69 亿元。

基金仓位环比上升。9 月 12 日当周，据同花顺数据，普通股票型、偏股混合型基金平均仓位分别为 83.21%、74.84%，分别较上周上涨 1.22%、0.06%。

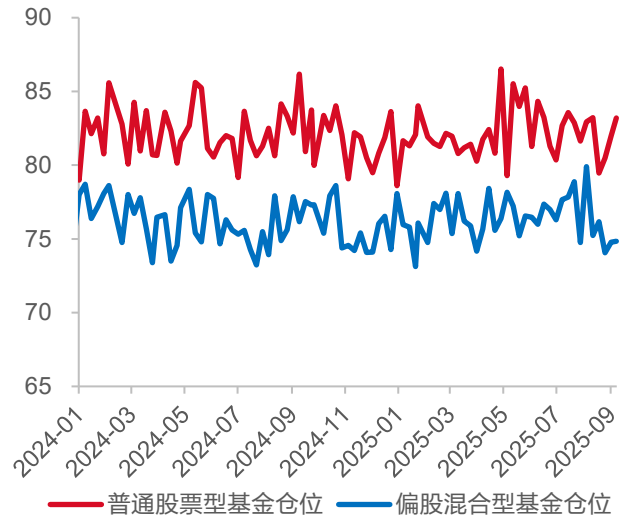
资金利率上升。9 月 12 日当周，DR007 周均为 1.4693%，较上周环比上升 2.72 个 BP。SHIBOR3M 周均为 1.552%，较上周环比上升 0.24 个 BP。

图43 两融余额，亿元，亿元



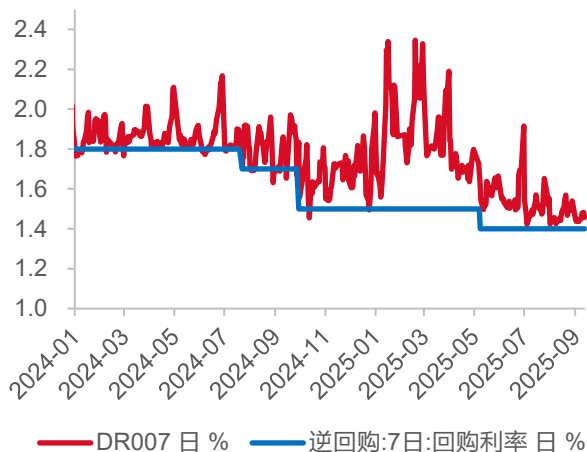
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图44 普通股票型、偏股混合型基金仓位，%



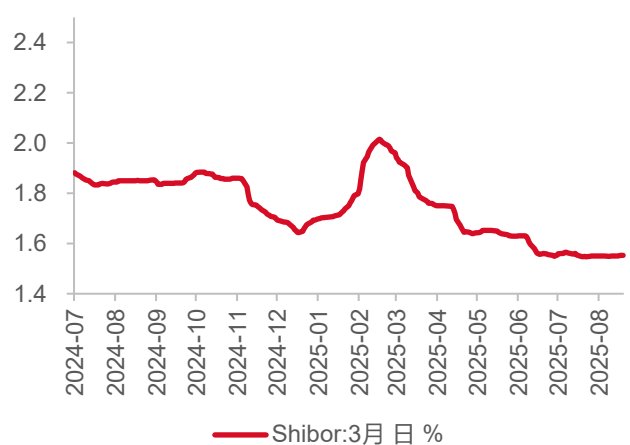
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图45 DR007、7 天期 OMO 利率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图46 SHIBOR 3M，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

5.5.美国流动性及利率跟踪

从量的角度来看，截至9月10日当周，美国金融市场流动性相对较为平稳。财政部 TGA 账户余额当周增加 56.5 亿美元；隔夜逆回购账户增加 142.3 亿美元；存款准备金账户作为流动性补充，减少 169.9 亿美元。这或是由于下周 FOMC 会议的降息幅度仍然具有不确定性，驱使市场交易较为谨慎。美国流动性指标当周小幅减少 157.1 亿美元。

从价的角度来看，截至9月10日，SOFR 当周保持在 4.39% 不变。值得注意的是，住房贷款市场利率在当周大幅下降。30 年期和 15 年期住房抵押贷款利率下降了 15bp 和 10bp 至 6.35% 和 5.50%，主要受年度非农就业数据大幅下修导致。我们观察到 30 年期住房贷款利率从 6 月开始，累计下降幅度达到 51bp，其中主要受美国房市基本面走弱以及降息预期的共同作用。由于 30 年期住房贷款利率的基准定价利率为 10 年期美国国债收益率，我们认为后续房贷利率可能会形成“上有顶”（受美国降息以及经济走弱导致长债收益率下行的影响）“下有底”（受银行净息差约束）的格局。

图47 美国存款准备金占比银行总资产，%



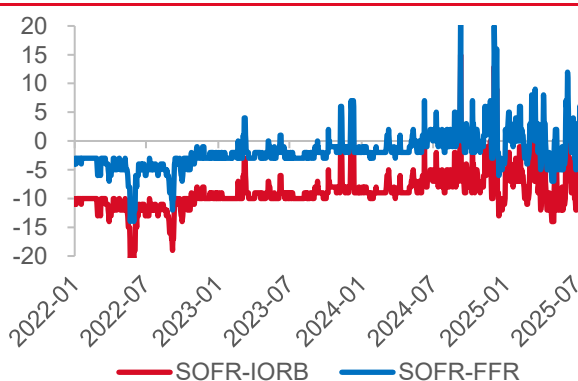
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图48 美国金融流动性指标，十亿美元



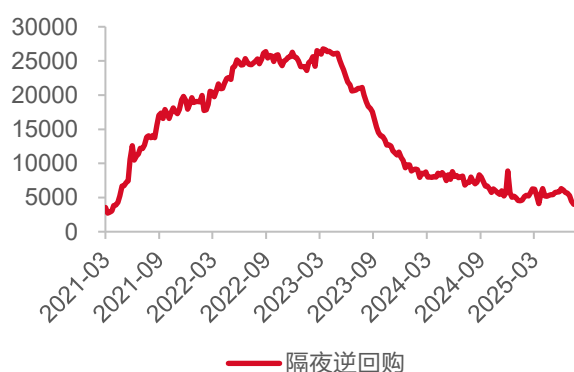
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图49 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差，bps



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图50 美联储隔夜逆回购协议，十亿美元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6.市场资讯

6.1.海外市场资讯

1) 9月9日，美国联邦法院裁定，暂时阻止特朗普解除美联储理事库克职务。法官认为，以其任职前涉嫌抵押贷款欺诈为由解职，违反保护美联储独立性的联邦法律。

2) 美国政府9月9日表示，截至2025年3月的一年内，美国新增就业岗位比此前估计少91.1万个，显示就业增长早在加征关税前已放缓。劳工统计局数据显示，私人非农就业减少88万人，受影响最大的是贸易、运输、公用事业、专业服务、休闲酒店等行业。

3) 美国8月PPI同比升2.6%，预期升3.3%，前值升3.3%；环比降0.1%，预期升0.3%，前值升0.9%。美国8月核心PPI同比升2.8%，预期升3.5%，前值升3.7%；环比降0.1%，预期升0.3%，前值升0.9%。

4) 9月11日，欧洲央行将存款机制利率维持在2%不变，将主要再融资利率和边际贷款利率维持在2.15%和2.40%不变，均符合预期。

5) 欧元区第二季度GDP修正值同比增1.5%，预期增1.4%，初值增1.4%；环比增0.1%，预期增0.1%，初值增0.1%。

（信息来源：同花顺、Wind、央视新闻）

6.2.国内市场资讯

1) 国务院总理李强主持国务院常务会议，部署促进民间投资的措施。会议强调扩大准入、打通堵点、强化保障，支持民间资本投向新质生产力、新兴服务业和新型基础设施。严格落实招标投标制度，保障中小企业采购份额，加大预算内投资支持。营造公平竞争环境，破除隐性壁垒，加强创新和融资支持，完善服务体系，激励民营企业投资和回报。

2) 商务部获得初步证据和信息显示，美国对华集成电路领域相关措施符合《中华人民共和国对外贸易法》第七条规定的“在贸易方面对中华人民共和国采取歧视性的禁止、限制或者其他类似措施”的情形。商务部决定自 2025 年 9 月 13 日起就美国被调查措施启动反歧视调查，调查期限通常为 3 个月，特殊情况下可适当延长。

3) 经中美双方商定，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于 9 月 14 日至 17 日率团赴西班牙与美方举行会谈。双方将讨论美单边关税措施、滥用出口管制及 TikTok 等经贸问题。

4) 9 月 9 日，工信部介绍“十四五”时期大力推进新型工业化情况时表示，下一步，将研究出台“人工智能+制造”专项行动实施方案，部署重点行业、重点环节、重点领域智能化转型任务；将进一步完善支持政策，加强关键核心技术突破。

5) 9 月 11 日，国务院批复在北京城市副中心、苏南等 10 地开展为期两年的要素市场化配置综合改革试点，旨在破除要素流动障碍，完善市场制度，推动资源高效配置和新质生产力发展，支撑全国统一大市场和高水平社会主义市场经济体系建设。

6) 9 月 12 日，财政部表示，当前财政政策仍有充足空间，将保持连续性、稳定性并增强灵活性，积极支持高质量发展。两年安排 1.5 万亿元超长期特别国债、发行 5000 亿元特别国债注资大行，撬动信贷约 6 万亿元。

7) 2025 年 9 月 7 日至 8 日，中国人民银行行长潘功胜在国际清算银行行长例会期间，与欧洲、瑞士、匈牙利三国央行分别续签本币互换协议，涉及金额分别为 3500 亿元人民币/450 亿欧元、1500 亿元人民币/170 亿瑞士法郎和 400 亿元人民币/1.9 万亿匈牙利福林，协议期限为三至五年，旨在深化金融合作，促进双边贸易投资便利化，维护金融市场稳定。

8) 8 月末，广义货币(M2)余额 331.98 万亿元，同比增长 8.8%。狭义货币(M1)余额 111.23 万亿元，同比增长 6%。流通中货币(M0)余额 13.34 万亿元，同比增长 11.7%。前八个月净投放现金 5208 亿元。

9) 截至 2025 年 8 月末，我国外汇储备规模为 33222 亿美元，较 7 月末上升 299 亿美元，升幅为 0.91%。央行公布数据显示，中国 8 月末黄金储备 7402 万盎司，7 月末黄金储备报 7396 万盎司，为连续第 10 个月增持黄金。

(信息来源：同花顺、Wind、央视新闻)

6.3.政策面

1) 《关于推进“人工智能+”能源高质量发展的实施意见》印发。国家发改委、能源局印发意见：到 2027 年，初步建立能源与人工智能融合体系，推动算力与电力协同发展，核心技术实现突破。推动 5 个以上专业大模型在电网等行业深度应用，打造 10 个以上示范项目，探索百个应用场景，培育一批创新平台。

2)《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》印发。《意见》提出6方面20条举措,涵盖供给扩容、消费提振、企业壮大、融合发展、要素保障和服务提升,全面推动体育产业高质量发展。

3)《电力装备行业稳增长工作方案(2025—2026年)》印发。2025—2026年目标包括:传统电力装备年均营收增速约6%,新能源装备营收稳步提升,出口增长;重点地区和龙头企业引领作用增强,国家先进制造业集群年均营收增速约7%,龙头企业约10%;推动标志性装备技术突破与应用。

4)《新型储能规模化建设专项行动方案(2025-2027年)》印发。到2027年,新型储能实现规模化、市场化发展,技术和制造能力全球领先,市场机制和标准体系基本健全,初步建成多元互补、高效运行的储能体系,装机规模超1.8亿千瓦,带动投资约2500亿元,锂电仍为主流,应用场景和技术路线持续拓展,培育一批试点和典型示范项目。

5)《汽车行业稳增长工作方案(2025—2026年)》印发。主要目标为:2025年,力争实现全年汽车销量3230万辆左右,同比增长约3%,其中新能源汽车销量1550万辆左右,同比增长约20%;汽车出口保持稳定增长;汽车制造业增加值同比增长6%左右。2026年,行业运行保持稳中向好发展态势,产业规模和质量效益进一步提升。

(信息来源:同花顺、Wind、央视新闻)

7.财经日历

图51 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预期
2025/9/15	10:00	中国	8月固定资产投资:累计同比(%)	1.6	1.29
2025/9/15	10:00	中国	8月社会消费品零售总额:当月同比(%)	3.7	3.82
2025/9/15	10:00	中国	8月工业增加值:当月同比(%)	5.7	5.75
2025/9/15	10:00	中国	8月城镇调查失业率(%)	5.2	5.25
2025/9/15	17:00	欧盟	7月欧元区:贸易差额(百万欧元)	7047.3	
2025/9/15	17:00	欧盟	7月欧元区:商品出口金额:当月同比(%)	0.4	
2025/9/15	17:00	欧盟	7月欧元区:商品进口金额:当月同比(%)	6.8	
2025/9/16	17:05	欧盟	9月欧元区:ZEW经济景气指数	25.1	
2025/9/16	17:05	欧盟	9月欧元区:ZEW经济现状指数	-31.2	
2025/9/16	20:30	美国	8月零售销售:同比(%)	3.92	
2025/9/16	20:30	美国	8月零售销售:环比(%)	0.51	
2025/9/16	20:30	美国	8月核心零售销售:环比(%)	0.27	
2025/9/17	17:00	欧盟	8月欧元区:CPI:环比(%)	0	
2025/9/17	17:00	欧盟	8月欧元区:CPI:同比(%)	2	2.1
2025/9/17	20:30	美国	8月新屋开工:私人住宅(千套)	130.2	
2025/9/18	02:00	美国	9月美联储公布利率决议		
2025/9/18	02:00	美国	联邦基金目标利率(%)	4.5	
2025/9/19	07:30	日本	8月CPI:同比(%)	3.1	
2025/9/19	07:30	日本	8月CPI:环比(%)	0.2	
2025/9/19	10:00	日本	9月日本央行公布利率决议		

资料来源：Wind，东海证券研究所

8.风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估，可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

关税政策存在不确定性，若关税政策超预期，或导致中国出口规模的下降，影响顺差规模回落，或对经济下行形成压力。

特朗普政策不确定性，或导致美国通胀预期走高，影响美联储长期维持高利率，对人民币汇率形成压力，进而影响国内货币政策空间。

国内价格走弱的影响，消费价格同比下降或影响消费预期，工业生产者出厂价格下降影响工业企业利润。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089