

2025年09月07日

# 黄金价格突破新高，美联储降息预期升温之下建议科技、消费、有色等板块

——资产配置周报（2025/09/01-2025/09/05）

**证券分析师**

王鸿行 S0630522050001

whxing@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**

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

**联系人**

陈伟业

cwy@longone.com.cn

**投资要点**

- **全球大类资产回顾。**9月5日当周，全球股市涨跌不一，A股创业板、恒生指数、纳指涨幅居前；主要商品期货中黄金收涨，原油、铝、铜收跌；美元指数小幅下跌，欧元、日元升值，人民币小幅贬值。1）权益方面：创业板指>恒生指数>纳指>日经225>标普500>恒生科技指数>英国富时100>道指>法国CAC40>沪深300指数>深证成指>上证指数>德国DAX30>科创50。2）美国就业数据走弱的影响下，降息预期进一步强化，黄金明显上涨；美国原油库存增加超预期以及市场计价OPEC+可能有新一轮的增产计划，原油价格当周明显回落。3）工业品期货：南华工业品价格指数下跌，炼焦煤小幅上涨，螺纹钢、混凝土、水泥小幅回落；高炉开工率当周小幅下跌；乘用车日均零售6.30万辆，环比上涨17.6%，同比上涨3.00%；BDI环比下跌2.3%。4）国内利率债收益率涨跌不一，全周中债1Y国债收益率上涨2.61BP至1.3959%，10Y国债收益率下跌1.19BP收至1.8260%。5）美债收益率回落。2Y美债收益率当周下行8BP至3.51%，10Y美债收益率下行13BP至4.10%。6）美元指数收于97.7336，周下跌0.12%；离岸人民币对美元贬值0.06%。
- **国内权益市场。**9月5日当周，风格方面，消费>周期>成长>金融，日均成交额为25696亿元（前值29538亿元）。申万一级行业中，共有9个行业上涨，22个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为电力设备（+7.39%）、综合（+5.38%）、有色金属（+2.12%）；跌幅靠前的行业为国防军工（-10.25%）、计算机（-7.27%）、非银金融（-4.96%）。
- **黄金价格突破新高，美联储降息预期升温之下建议科技、消费、有色等板块。**在弱美元、央行购金、全球黄金ETF连续三月资金净流入等数据共同推动下，黄金近期表现亮眼；加之美国8月份的就业报告远低于预期，黄金价格升至新高。由于就业数据走弱，美联储降息预期升温，压低美债收益率和美元。标普最近的PIM调查显示，全球商业活动连续第四个月加速，主要推动力来自于金融服务和科技。我们认为全球风险偏好仍然增加，且欧洲30年长债仍存压力，看好国内权益市场的长期配置价值；本轮国内权益市场的上涨的科技主线不变，经济好转背景下建议增配消费板块；美联储在预防衰退的降息背景下，预计工业品价格仍有压力，有色行业尤其是稀土和黄金板块受商品价格支撑且业绩兑现程度高，建议重点配置。
- **利率与人民币汇率。**流动性方面，跨月扰动结束，周内短期流动性重回宽裕。政府融资明显下降、同业存单融资力度上升，也对流动性形成支撑。央行发挥逆周期调节作用，公开市场操作实现净回笼。全周短期资金利率回落至年内低位，同业存单收益率从低位收敛。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，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。短期内债市收益率“上有顶”（受宏观基本面约束）、“下有底”（受货币政策节奏与股债跷跷板效应约束）的格局或难打破，震荡行情有望延续。美债方面，周内数据（如职位空缺、非农、初请失业金人数）一致显示劳动力市场冷却，强化了“软着陆”转向“衰退担忧”的市场叙事，美国债市收益率应声回落。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

|                                                       |           |
|-------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. 核心观点:黄金价格突破新高,美联储降息预期升温之下建议科技、消费、有色等板块.....</b> | <b>5</b>  |
| 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         |
| <b>2. 利率及汇率跟踪.....</b>                                | <b>7</b>  |
| 2.1. 资金面:流动性充裕,资金利率重回年内低位 .....                       | 7         |
| 2.2. 利率债:市场风险偏好回升,长端收益率维持年内高位 .....                   | 7         |
| 2.3. 美债:劳动力市场继续冷却,降息预期强化,收益率下行 .....                  | 8         |
| 2.4. 人民币所受支撑较强 .....                                  | 8         |
| <b>3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪.....</b>                         | <b>8</b>  |
| 3.1. 能源跟踪 .....                                       | 8         |
| 3.2. 黄金跟踪 .....                                       | 10        |
| 3.3. 金属铜跟踪 .....                                      | 12        |
| <b>4. 行业及主题.....</b>                                  | <b>14</b> |
| 4.1. 行业高频跟踪 .....                                     | 14        |
| 4.2. 主要指数及行业估值水平 .....                                | 16        |
| <b>5. 重要市场数据及流动性跟踪.....</b>                           | <b>17</b> |
| 5.1. 美国 8 月非农:再次不及预期,市场或过渡为衰退交易 .....                 | 17        |
| 5.2. 8 月国内 PMI:供需小幅回升,价格仍有分化 .....                    | 18        |
| 5.3. 资金及流动性跟踪 .....                                   | 19        |
| 5.4. 美国流动性及利率跟踪 .....                                 | 20        |
| <b>6. 市场资讯 .....</b>                                  | <b>21</b> |
| 6.1. 海外市场资讯 .....                                     | 21        |
| 6.2. 国内市场资讯 .....                                     | 21        |
| 6.3. 政策面 .....                                        | 22        |
| <b>7. 财经日历 .....</b>                                  | <b>23</b> |
| <b>8. 风险提示 .....</b>                                  | <b>23</b> |

## 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 .....           | 9  |
| 图 7 美国燃料库存, 百万桶 .....                   | 9  |
| 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, % .....         | 11 |
| 图 17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测 .....      | 11 |
| 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 美国非农就业岗位和时薪增速按部门拆分 .....           | 18 |
| 图 40 制造业 PMI 各分项, % .....               | 19 |
| 图 41 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %, % .....       | 19 |
| 图 42 两融余额, 亿元, 亿元 .....                 | 20 |
| 图 43 普通股票型、偏股混合型基金仓位, % .....           | 20 |
| 图 44 DR007、7 天期 OMO 利率, % .....         | 20 |
| 图 45 SHIBOR 3M, % .....                 | 20 |
| 图 46 美国存款准备金占比银行总资产, % .....            | 21 |

图 47 美国金融流动性指标，十亿美元..... 21

图 48 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差，bps..... 21

图 49 美联储隔夜逆回购协议，十亿美元..... 21

图 50 财经日历..... 23

未找到图形项目表。

# 1.核心观点：黄金价格突破新高，美联储降息预期升温之下建议科技、消费、有色等板块

## 1.1.市场观点与资产配置建议

1) 黄金价格突破新高，美联储降息预期升温之下建议科技、消费、有色等板块。在弱美元、央行购金、全球黄金 ETF 连续三月资金净流入等数据共同推动下，黄金近期表现亮眼；加之美国 8 月份的就业报告远低于预期，黄金价格至新高。由于就业数据走弱，美联储降息预期升温，压低美债收益率和美元。标普最近的 PIM 调查显示，全球商业活动连续第四个月加速，主要推动力来自于金融服务和科技。我们认为全球风险偏好仍然增加，且欧洲 30 年长债仍存压力，看好国内权益市场的长期配置价值；本轮国内权益市场的上涨的科技主线不变，经济好转背景下建议增配消费板块；美联储在预防衰退的降息背景下，预计工业品价格仍有压力，有色行业尤其是稀土和黄金板块受商品价格支撑且业绩兑现程度高，建议重点配置。

2) 利率与人民币汇率。流动性方面，跨月扰动结束，周内短期流动性重回宽裕。政府融资明显下降、同业存单融资力度上升，也对流动性形成支撑。央行发挥逆周期调节作用，公开市场操作实现净回笼。全周短期资金利率回落至年内低位，同业存单收益率从低位收敛。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，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。短期内债市收益率“上有顶”（受宏观基本面约束）、“下有底”（受货币政策节奏与股债跷跷板效应约束）的格局或难打破，震荡行情有望延续。美债方面，周内数据（如职位空缺、非农、初请失业金人数）一致显示劳动力市场冷却，强化了“软着陆”转向“衰退担忧”的市场叙事，美国债市收益率应声回落。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。

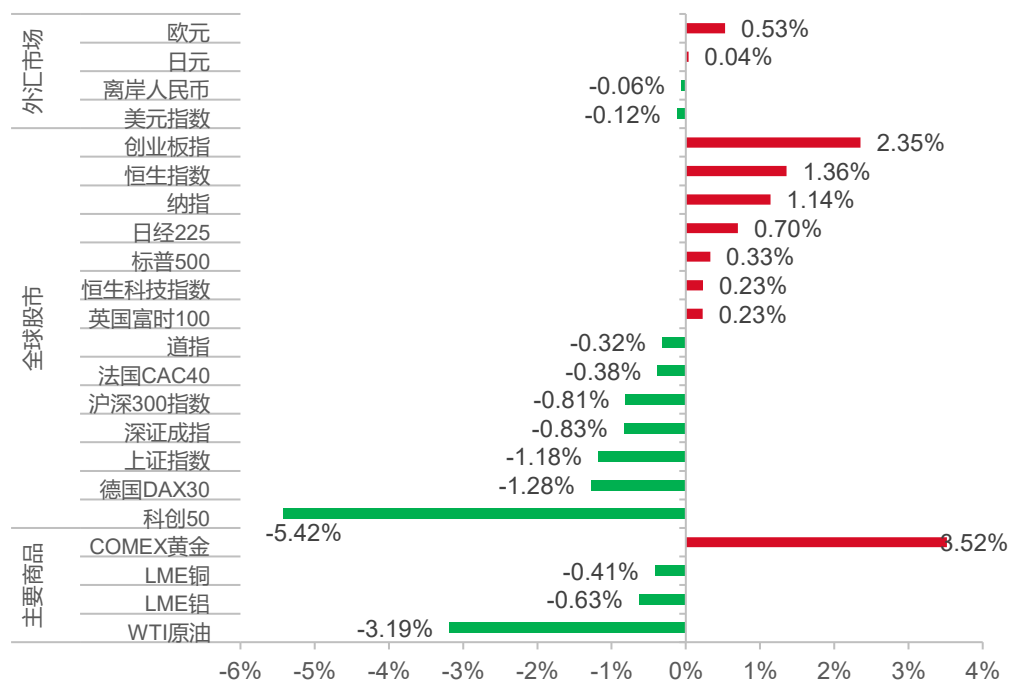
3) 新的一周主要经济数据与市场预期。新的一周，随着 9 月 16-17 日 FOM 会议的临近，美国 CPI 和消费者通胀预期成为关注的焦点，关税引发的价格上涨或将显现，但预计住房通胀有所缓和。密歇根大学的调查显示，尽管通胀预期自 4 月份创下 4.4% 的 20 年高点以来有所降温，但 8 月份又升至 3.5%；由于市场对于美联储独立性的质疑，9 月份通胀预期的更新对于债券市场的影响更加敏感。在欧洲，由于经济增长和温和通胀出现改善的迹象，预计欧洲央行将在政策制定者会议上维持利率不变，此外英国将公布 7 月份 GDP 数据。在中国，将关注 8 月份的贸易数据，以及 CPI、PPI 数据，其他公布的数据或包括汽车销量和新增人民币贷款。在日本，市场将密切关注第二季 GDP 终值、8 月生产者物价指数、经常帐数据、机床订单、Reuters Tankan 调查结果和制造业信心调查。

## 1.2.全球大类资产回顾

9 月 5 日当周，全球股市涨跌不一，A 股创业板、恒生指数、纳指涨幅居前；主要商品期货中黄金收涨，原油、铝、铜收跌；美元指数小幅下跌，欧元、日元升值，人民币小幅贬值。1) 权益方面：创业板指>恒生指数>纳指>日经 225>标普 500>恒生科技指数>英国富时 100>道指>法国 CAC40>沪深 300 指数>深证成指>上证指数>德国 DAX30>科创 50。国内来看，权益市场波动加大，科创指数调整，但固态电池等板块带动下，创业板指数走强。海外来看，美国 8 月非农明显走弱，但美股高开低走，或在交易衰退预期，此外欧洲的财政可持续性受到质疑。2) 美国就业数据走弱的影响下，降息预期进一步强化，黄金明显上涨；美国原油库存增加超预期以及市场计价 OPEC+可能有新一轮的增产计划，原油价格当周明

显回落。3) 工业品期货: 南华工业品价格指数下跌, 炼焦煤小幅上涨, 螺纹钢、混凝土、水泥小幅回落; 高炉开工率当周小幅下跌; 乘用车日均零售 6.30 万辆, 环比上涨 17.6%, 同比上涨 3.00%; BDI 环比下跌 2.3%。4) 国内利率债收益率涨跌不一, 全周中债 1Y 国债收益率上涨 2.61BP 至 1.3959%, 10Y 国债收益率下跌 1.19BP 收至 1.8260%。5) 美债收益率回落。2Y 美债收益率当周下行 8BP 至 3.51%, 10Y 美债收益率下行 13BP 至 4.10%; 10Y 日债收益率上行 0.4BP 至 1.6170%。6) 美元指数收于 97.7336, 周下跌 0.12%; 离岸人民币对美元贬值 0.06%; 日元对美元升值 0.04%。

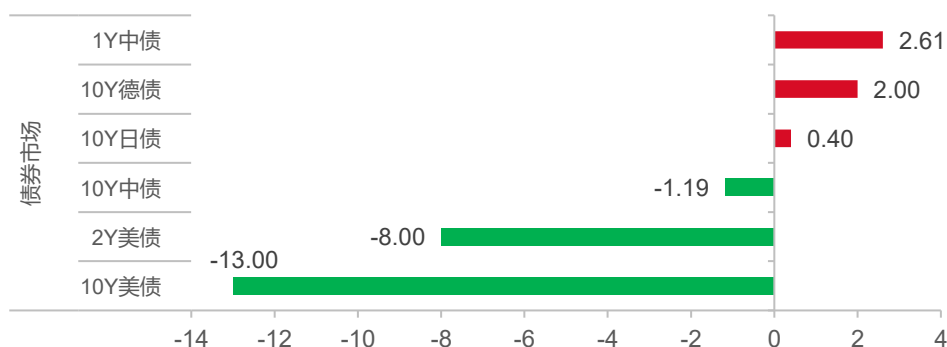
**图1 全球主要大类资产周度表现, %**



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**



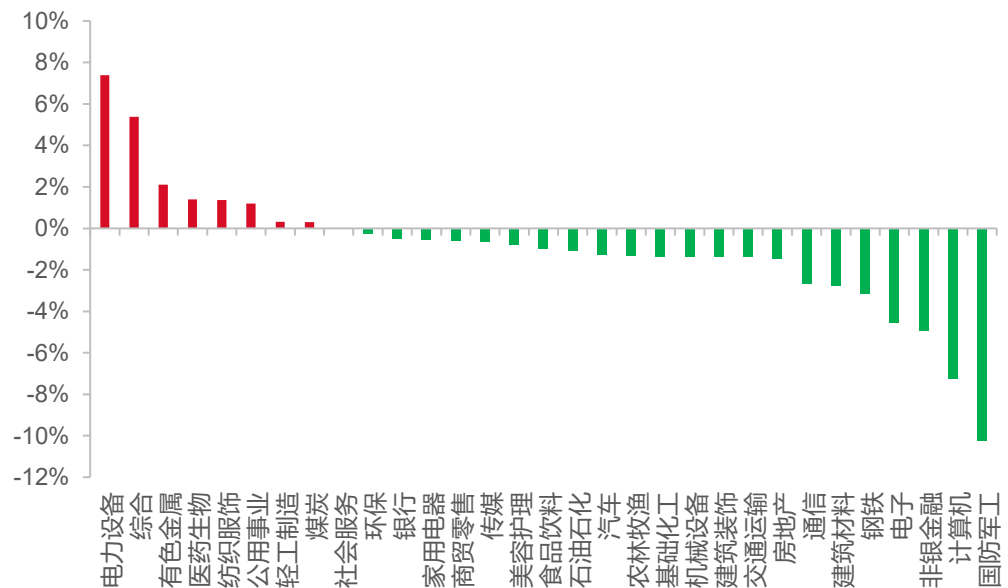
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

### 1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场: 至 9 月 5 日当周, 风格方面, 消费>周期>成长>金融, 日均成交额为 25696 亿元 (前值 29538 亿元)。申万一级行业中, 共有 9 个行业上涨, 22 个行业下跌。其

中，涨幅靠前的行业为电力设备（+7.39%）、综合（+5.38%）、有色金属（+2.12%）；跌幅靠前的行业为国防军工（-10.25%）、计算机（-7.27%）、非银金融（-4.96%）。

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，9/1-9/5

## 2.利率及汇率跟踪

### 2.1.资金面：流动性充裕，资金利率重回年内低位

跨月扰动结束，周内短期流动性重回宽裕。政府融资明显下降（周内净融资额 1216.50 亿元，前一周为 2114 亿元）、同业存单融资力度较上周明显上升（周内净融资额 2860 亿元，前一周为净偿还 1934 亿元）也对流动性形成支撑；周五缴准日对流动性扰动较小。央行发挥逆周期调节作用，公开市场操作实现净回笼（7 天逆回购净回笼 12047 亿元，前一周净投放 4961 亿元；3 个月买断式逆回购等量续作）。

全周短期资金利率回落至年内低位。DR001 加权均价区间为 1.31%-1.32%（前一周 1.31%-1.35%），DR007 加权均价区间为 1.44%-1.45%（前一周 1.49%-1.54%）。中长期流动性从低位收敛，1M、3M、6M、1Y 期限 AAA 级收益率分别收于 1.45%、1.55%、1.63%、1.67%，分别较前一周-2.1bp、+1.5bp、+1.73bp、+1bp。

7 月以来财政资金对货币供应支撑较为明显。同期，部分表外资金回表内（如债市回调过程中理财赎回增加）亦对银行体系流动性形成支撑。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。

### 2.2.利率债：市场风险偏好回升，长端收益率维持年内高位

周内市场风险偏好较高，国债收益率在年内高位震荡。1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期国债收益率分别收于 1.25%、1.35%、1.35%、1.4%、1.61%、1.83%、2.11%，分别较前一周+0.12bp、-0.22bp、-0.36bp、2.61bp、-2.01bp、-1.19bp、-2.5bp。

宏观基本面方面，7 月 CPI 同比持平，食品价格拖累与服务消费回暖形成对冲；PPI 同比降幅维持低位但环比改善，政策优化推动部分行业价格修复。经济驱动因素而言，出口保持韧性，贸易顺差同比扩大，东盟与欧盟市场成为主要支撑；但工业、服务业、消费、投资、

地产销售均放缓。金融数据方面，贷款环比罕见减少，反映企业与居民加杠杆意愿降低，信贷需求依然较弱。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。这种背景下，基本面对债市依然较为有利。

鉴于上半年GDP表现较好，多项结构性货币政策工具扩容额度仍在执行中，短期货币政策进一步宽松的必要性不强。央行货币政策委员会二季度例会中“我国经济呈现向好态势”、“灵活把握政策实施的力度和节奏”、“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”等表述也隐含了央行短期谨慎立场。在周内公布的二季度货币政策执行报告中，央行指出要“落实落细”适度宽松的货币政策，与现阶段结构性工具为主的政策组合相符。此外，7月以来其他部门“反内卷”举措不断推出，央行在二季度货币政策执行报告中也重申“把推动物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”。这些行为表明各部门促进价格指数回升的共识不断凝聚，有利于积极预期形成，亦削弱债市做多情绪。

综合而言，短期内债市收益率“上有顶”（受宏观基本面约束）、“下有底”（受货币政策节奏与股债跷跷板效应约束）的格局或难打破，震荡行情有望延续。中长期视角来看，货币政策面临的外部约束有所缓解（美联储降息预期上升，中美利差收窄）的情况下，若银行息差约束及国内基本面进一步承压，宽松空间将进一步打开，债市或迎来较好机会。

## 2.3.美债：劳动力市场继续冷却，降息预期强化，收益率下行

本周数据（如JOLTS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。其他数据方面，工厂订单疲软，但ISM服务业改善，部分抵消负面影响。然而，劳动力数据权重更高，整体偏向债券友好。截至当地时间9月5日，1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y年期美国国债收益率分别收于4.29%、4.07%、3.85%、3.65%、3.59%、4.1%、4.78%，分别较前一周-12bp、-16bp、-16bp、-18bp、-9bp、-13bp、-14bp。美国就业放缓较为明显，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7.1263，较前一周贬值42.40基点。7月企业、个人等主体结汇率环比小幅上升，售汇率基本持平，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5日当周，WTI原油周内先涨后跌，周五收于61.87美元/桶，较上周同期下跌3.3%。截至2025年8月29日当周，美国原油产量为1342.3万桶/天，同比增加12.3万桶/天。美国炼厂吞吐量为1687万桶/天，开工率94.3%。9月5日当周，美国钻机数537台，较去年同期减少45台；其中采油钻机数414，较去年同期减少69台。

俄罗斯总统普京表示，计划建设的“西伯利亚力量2号”管道对华天然气供应价格将基于“市场原则”，并称该新管道的协议“互利共赢”。该管道设计年输气能力500亿立方米，途经蒙古国。双方还同意将远东路线输气量从100亿立方米/年扩至120亿立方米/年（该供应拟2027年启动）。俄对华管道气年供应总量将达1060亿立方米。

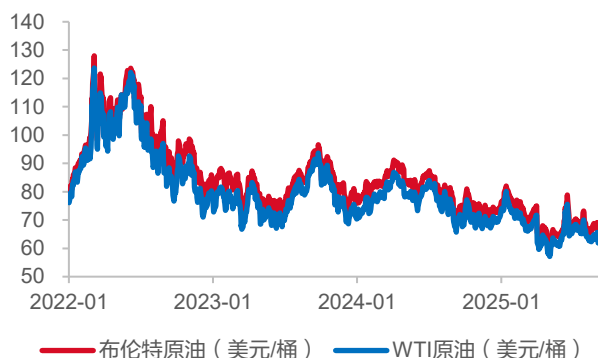
9月1日卡宾达设施启动，该厂将以3万桶/日的初始产能投入运营，并于年底前开始销售产品。该炼厂是安哥拉半个世纪前脱离葡萄牙独立以来首座新建炼厂，有望最终使国家炼能翻番。项目第一阶段将推进单一原油蒸馏装置增产，2026年投运第二套装置后炼能将提升至6万桶/日。卡宾达项目初期产量将偏重燃料油等重质产品（收率约45%），石脑油及其他轻质产品预计占比28%。预估首套蒸馏装置需约三个月提产，目标利用率90%-95%。2026年下半年国油将聚焦最大化汽油、航空煤油及柴油等高价产品收率。该炼厂由Sonangol与英国资管公司Gemcorp（持股90%）联合开发。

俄罗斯海运石油出口8月小幅增长，因对华交付量环比增12%至110.9万桶/日，缓冲了对印度发运量下降的影响。标普数据显示，当月俄港口原油装载量达340万桶/日（较7月335万桶/日微升，但仍低于3-6月水平）。对印度发运量环比降21%至130万桶/日。船舶数据显示8月俄罗斯石油产品海运量环比增10%至231万桶/日（扭转多月低谷），这主要是由于燃料油与渣油发运量显著上升（环比分别增33%与6%）。其中，对华产品出口环比激增79%至29.17万桶/日，对印度交付量增19%至16.42万桶/日，对土耳其发运量增9%至52.29万桶/日。

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。

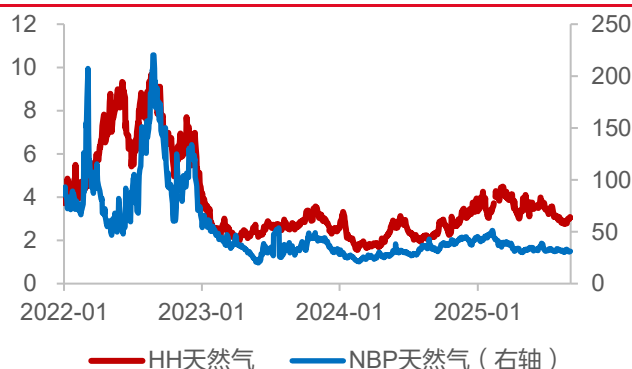
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图4 原油价格，美元/桶



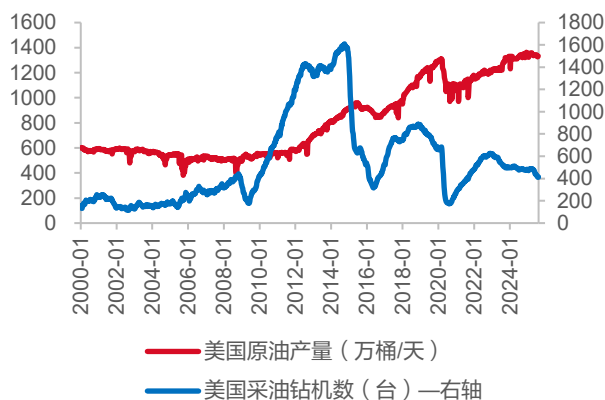
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



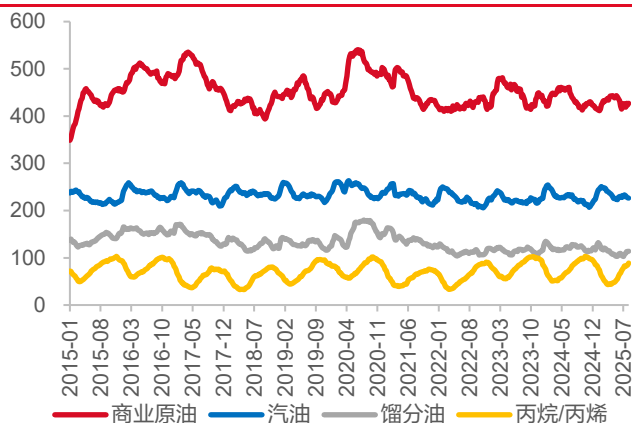
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数，万桶/天，台



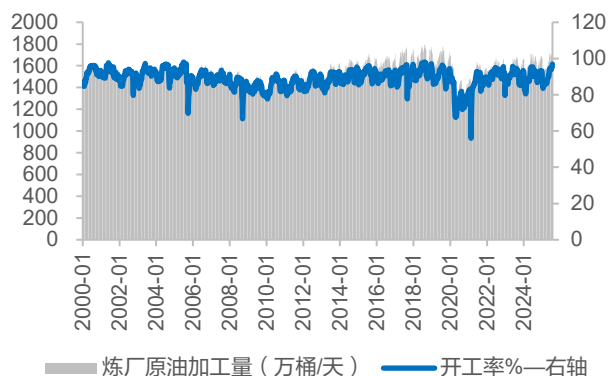
资料来源：EIA，东海证券研究所

图7 美国燃料库存，百万桶



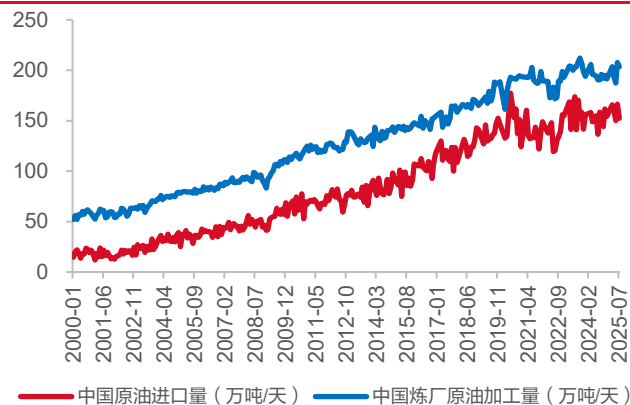
资料来源：EIA，东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率，万桶/天，%



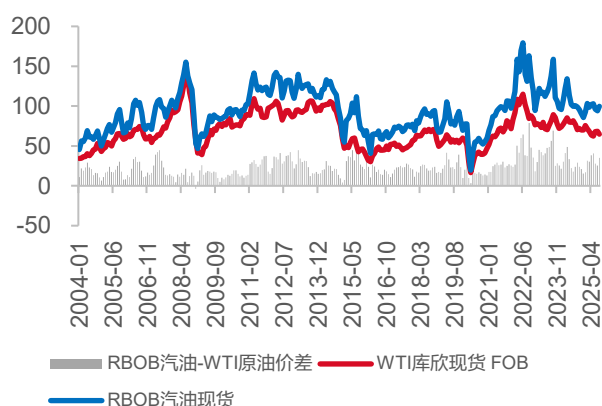
资料来源：EIA，东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量，万吨/天



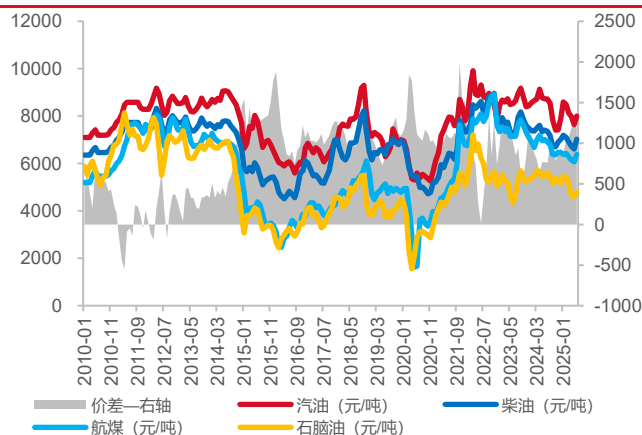
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

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 =  $0.2 \times \text{石脑油} + 0.3 \times \text{柴油} + 0.2 \times \text{汽油} + 0.1 \times \text{航空煤油} - \text{原油}$   
 $\times \text{VAT} \times \text{汇率}$ （未考虑副产品和除增值税外各项税）

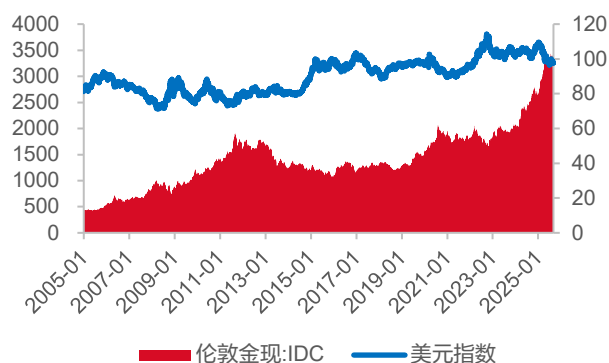
## 3.2.黄金跟踪

非农数据大幅低于预期，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5日，伦敦金现收于3586美元/盎司，较上周同期上涨4.04%，周五盘内最高触及3600.18美元/盎司的高点。美股三大指数周内震荡运行，但在周五高开低走，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。7月我国央行增持黄金储备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持有量再创新高，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，中债利率同向震荡下行。截至9月5日，10Y美债利率在下半周连续下行，较上周同期下降13bp收于4.10%，10Y中美利差倒挂值为229.4bp，较上周有所收窄。中国10Y国债利率本周震荡下行，最终报收1.826%，较上周同期下降1.19bp。2025年7月美国CPI同比上涨2.7%，前值2.7%，低于市场预期，PPI同比增长3.3%，远超市场预期，关税造成通胀初显。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。

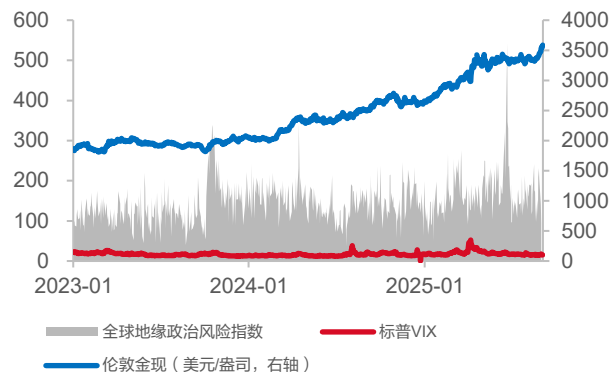
金价判断：中美贸易冲突短期内不会得到彻底解决，美国化债持续受阻，美国宏观数据正在为降息铺垫，美联储9月降息预期走强，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



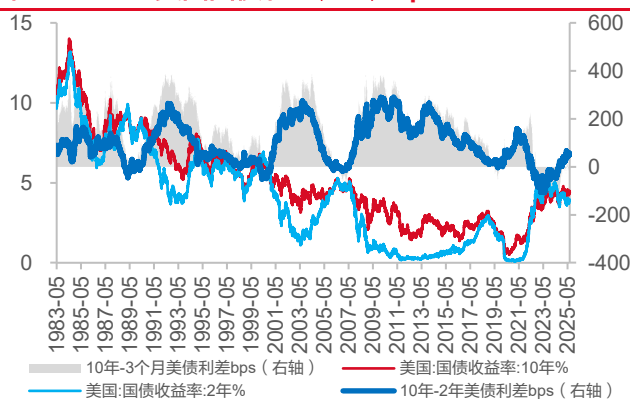
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX与金价，美元/盎司



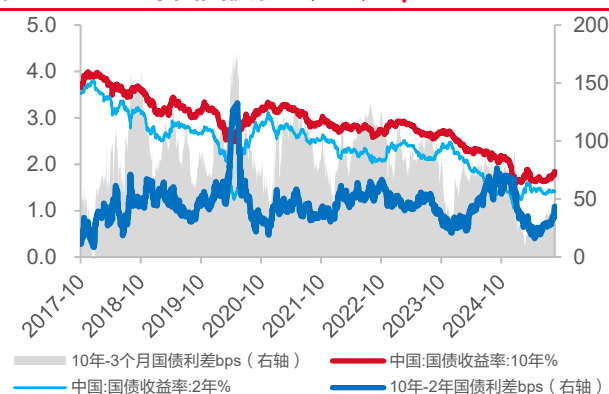
资料来源：Wind，东海证券研究所

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，%



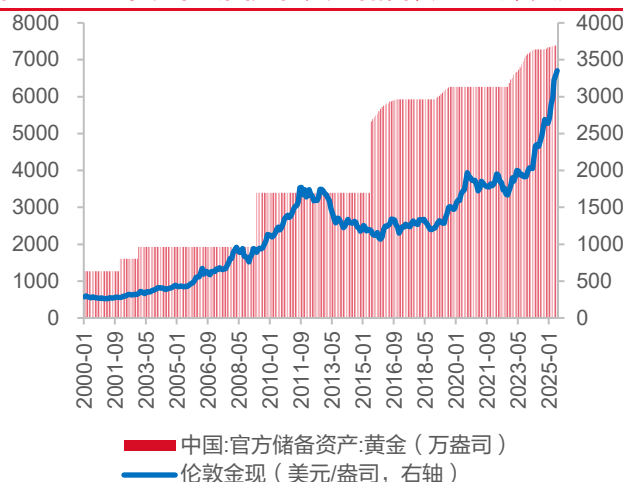
资料来源：Wind，东海证券研究所

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%    | 11.0%   | 89.0%   |
| 2025/10/29   | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 8.5%    | 71.0%   | 20.5%   |
| 2025/12/10   | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 7.7%    | 65.3%   | 25.1%   | 1.9%    |
| 2026/1/28    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 4.1%    | 38.3%   | 43.9%   | 12.8%   | 0.9%    |
| 2026/3/18    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 2.5%    | 24.9%   | 41.7%   | 25.0%   | 5.5%    | 0.3%    |
| 2026/4/29    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.9%    | 10.8%   | 31.2%   | 35.5%   | 17.8%   | 3.6%    | 0.2%    |
| 2026/6/17    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.6%    | 7.3%    | 23.8%   | 33.9%   | 24.2%   | 8.7%    | 1.4%    | 0.1%    |
| 2026/7/29    | 0.0%                                                  | 0.2%    | 2.7%    | 12.6%   | 27.1%   | 30.8%   | 19.2%   | 6.4%    | 1.0%    | 0.1%    |
| 2026/9/16    | 0.1%                                                  | 1.2%    | 6.7%    | 18.4%   | 28.6%   | 26.1%   | 14.0%   | 4.2%    | 0.6%    | 0.0%    |
| 2026/10/28   | 0.3%                                                  | 2.1%    | 8.5%    | 20.0%   | 28.2%   | 24.2%   | 12.5%   | 3.6%    | 0.5%    | 0.0%    |
| 2026/12/9    | 0.6%                                                  | 3.2%    | 10.5%   | 21.4%   | 27.5%   | 22.2%   | 11.0%   | 3.1%    | 0.4%    | 0.0%    |

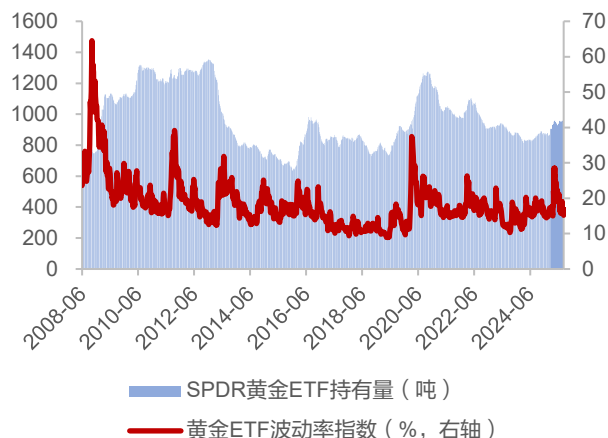
资料来源：CME，东海证券研究所

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 5 日,SHFE 电解铜连续合约结算价格为 79950 元/吨,较上一周价格环比上升 0.9%,价格与去年同比增长 9.4%;LME 伦铜 3 个月合约结算价为 9900.5 美元/吨。市场预期美联储可能降息,全球货币政策趋于宽松,叠加随着电动汽车和 AI 行业发展,对铜的需求持续攀升。9 月 5 日,我国铜精矿干净料(25%Cu)远期现货综合价格指数约为 2636.6 元/干吨,价格环比上升 1.5%,同比上升 9.2%。铜精矿价格较上周价格波动上涨。

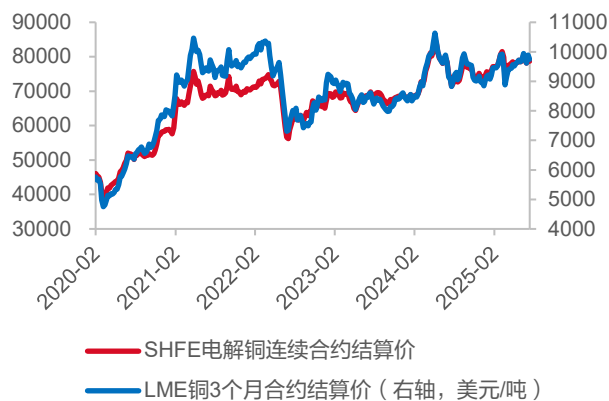
2025 年 9 月 5 日,现货库存为 14.48 万吨,和上周环上升 16.8%,同比下滑 44%,港口库存约为 56 万吨,环比增长 2%,增速放缓。整体来看,冶炼厂产能仍高,市场供应整体偏宽松,补库行为更倾向于拉抬现货库存,而不是通过港口集中释放。

2025 年 7 月,我国电解铜产量约为 119.44 万吨,环比增长 4.1%,同比增幅 19.6%,生产能力复苏水平较上期明显恢复,下游需求维持旺盛状态。2025 年 7 月,我国电解铜年化平均产能为 1648 万吨,产能利用率为 86.04%。2025 年 7 月我国电解铜产量和需求缺口约为 10.67 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 5 日当周,我国 SHFE 电解铜持仓量为 184798.2 手,环比上升 14.9%;成交量为 145945.4 手,环比下降 4.6%,SHFE 电解铜合约持仓量触及一周内新高,在主力合约切换期间持仓激增,但这一转移往往不伴随大量买卖,反而减少当期的交易活动。2025 年 7 月,沪铜单边交易交割量为 39275 吨,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。

全球部分地区政策和铜矿生产情况存在不确定性,铜金属供应相对紧缺。当前铜价走势呈震荡回升,受益于美方关税豁免与降息预期支撑,短期内仍具反弹机会,但面对疲弱需求与宏观风险,市场担忧仍在。铜价短期处于基本面偏弱和宏观不确定的夹缝期,预计震荡偏弱运行。

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



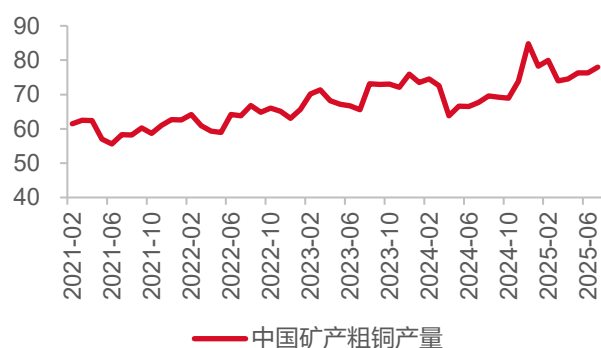
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿和电解铜库存，万吨



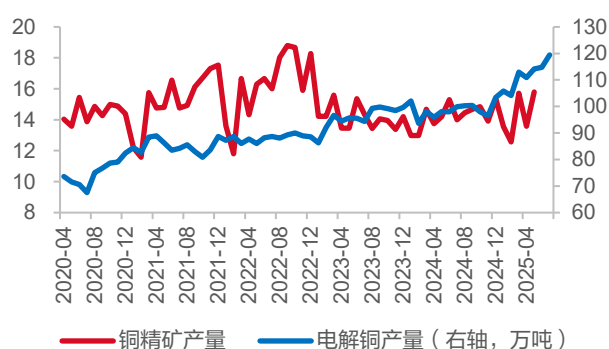
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 中国矿产粗铜产量，万吨



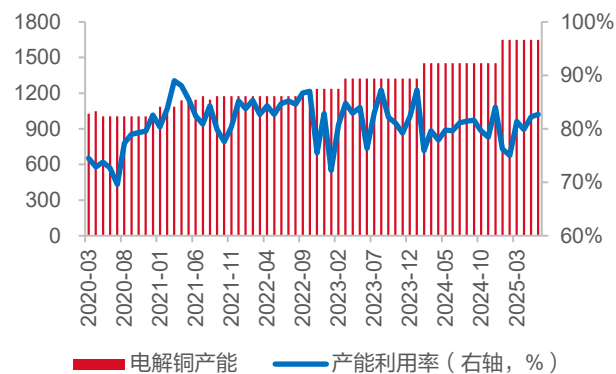
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图24 中国铜精矿和电解铜产量，万吨



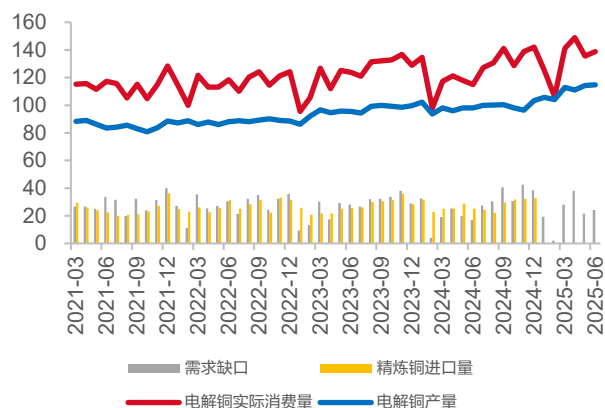
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



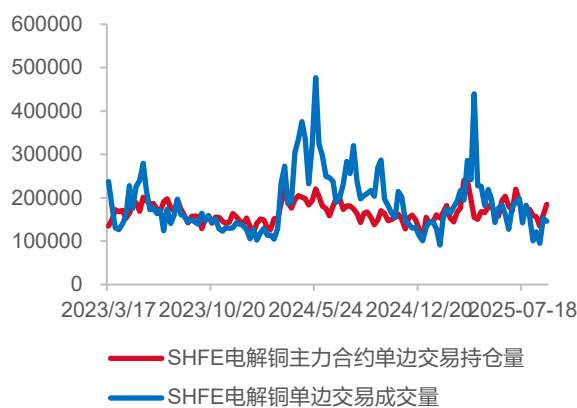
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



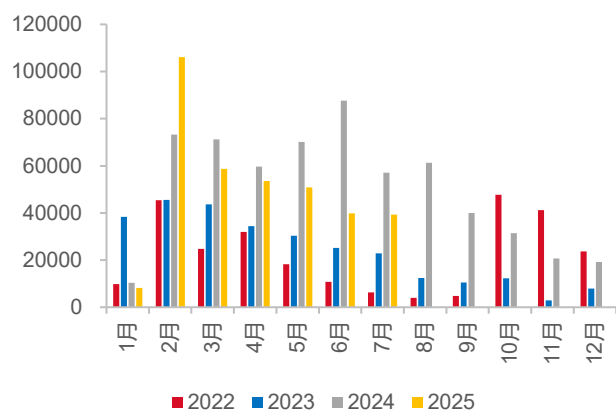
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



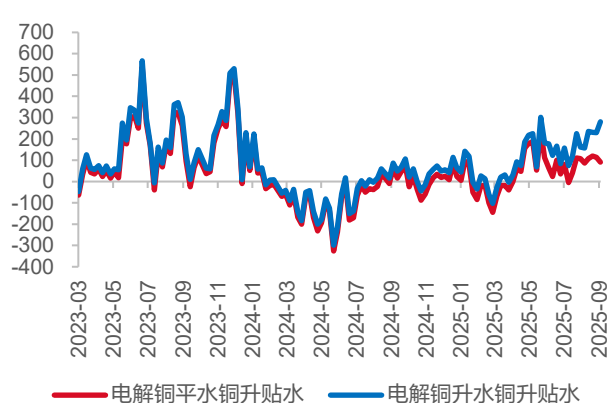
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

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

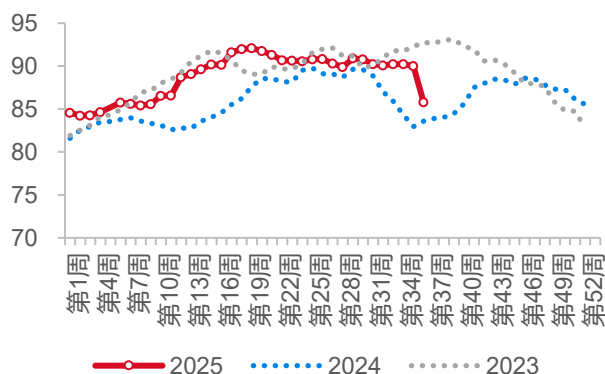


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

## 4.行业及主题

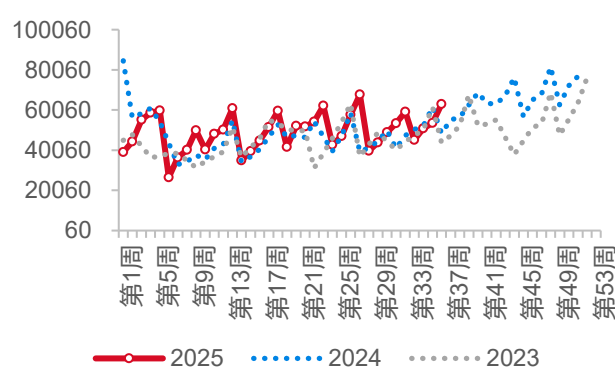
### 4.1.行业高频跟踪

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



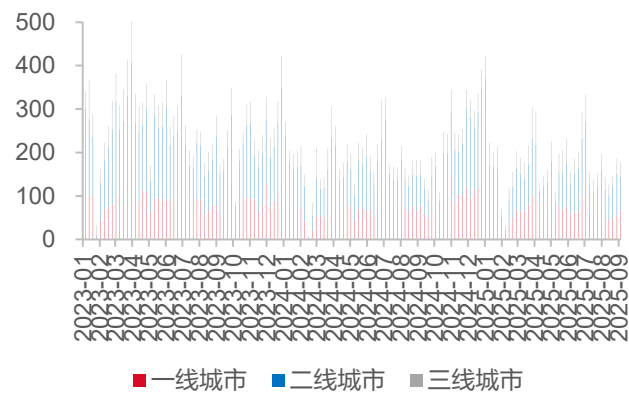
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI 指数



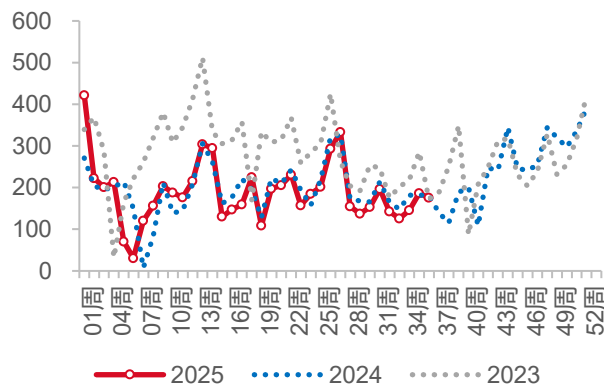
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



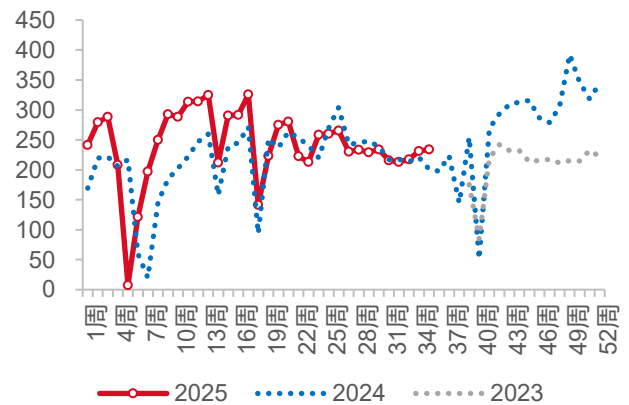
资料来源：同花顺，东海证券研究所

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(%)/<br>环比变化(pct) | 同比(%)/<br>同比变化(pct) | 单位   | 9/5    | 8/29   | 8/22   | 8/15   | 8/8    | 走势图 |
|-----|---------------|---------------------|---------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|-----|
| 地产  | 30大中城市商品房销售面积 | -5.9                | -3.6                | 万平方米 | 175    | 186    | 145    | 126    | 143    |     |
|     | 一线城市          | 22.0                | -16.2               | 万平方米 | 66     | 54     | 49     | 44     | 44     |     |
|     | 二线城市          | -20.5               | 9.2                 | 万平方米 | 77     | 97     | 72     | 55     | 69     |     |
|     | 三线城市          | -8.4                | -1.3                | 万平方米 | 33     | 36     | 25     | 27     | 29     |     |
| 消费  | 国内航班执飞        | -8.6                | 2.5                 | 架次   | 93120  | 101828 | 103737 | 103932 | 101905 |     |
|     | 国际航班执飞        | -3.6                | 8.2                 | 架次   | 12355  | 12823  | 13090  | 13285  | 13238  |     |
|     | 电影票房          | -22.9               | 85.8                | 万元   | 75285  | 97666  | 125302 | 151839 | 169271 |     |
|     | 观影人次          | -24.8               | 97.8                | 万人次  | 1997   | 2655   | 3446   | 4201   | 4691   |     |
| 外需  | BDI指数         | -2.3                | 2.0                 | /    | 1979   | 2025   | 1944   | 2044   | 2051   |     |
|     | CCFI指数        | -0.6                | -39.9               | /    | 1149   | 1156   | 1175   | 1193   | 1201   |     |
| 物价  | 南华工业品价格指数     | -0.9                | -0.5                | /    | 3598   | 3630   | 3625   | 3676   | 3669   |     |
|     | 螺纹钢           | -0.1                | -0.7                | 元/吨  | 3119   | 3121   | 3137   | 3222   | 3216   |     |
|     | 水泥价格指数        | -1.5                | -9.8                | /    | 103.55 | 105.12 | 104.78 | 103.55 | 103.84 |     |
|     | 南华农产品价格指数     | -0.3                | 4.6                 | /    | 1097   | 1101   | 1110   | 1112   | 1094   |     |
|     | 猪价            | -0.3                | -27.0               | 元/公斤 | 19.91  | 19.96  | 20.12  | 20.20  | 20.44  |     |
|     | 7种重点水果        | 1.3                 | -5.5                | 元/公斤 | 6.95   | 6.86   | 6.89   | 6.95   | 7.02   |     |
|     | 鸡蛋            | 0.8                 | -27.6               | 元/公斤 | 7.71   | 7.65   | 7.67   | 7.54   | 7.55   |     |
| 生产开 | 28种重点蔬菜       | 3.5                 | -16.0               | 元/公斤 | 5.08   | 4.91   | 4.82   | 4.71   | 4.56   |     |
|     | PTA           | -1.4                | -14.8               | %    | 69.48  | 70.86  | 76.22  | 75.01  | 75.92  |     |
|     | 纯碱            | 3.8                 | 9.8                 | %    | 86.22  | 82.47  | 88.48  | 87.32  | 85.41  |     |
|     | 浮法玻璃          | 0.3                 | -5.0                | %    | 76.01  | 75.68  | 75.34  | 75.34  | 73.00  |     |
|     | 江浙织机          | 0.4                 | -3.3                | %    | 62.42  | 61.98  | 60.09  | 58.04  | 55.75  |     |
|     | 半钢胎           | -5.3                | -11.5               | %    | 67.47  | 72.77  | 73.13  | 72.07  | 74.35  |     |
|     | 全钢胎           | -4.1                | 0.8                 | %    | 59.78  | 63.84  | 64.76  | 63.09  | 61.00  |     |

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    | 32.11        | 42.19  | 58.82        | 5.22  |
| 创业板 50  | 37.35        | 42.10  | 56.55        | 6.01  |
| 中证 1000 | 61.91        | 46.19  | 44.45        | 2.44  |
| 中证 500  | 71.13        | 33.25  | 50.19        | 2.20  |
| 上证 180  | 77.22        | 12.09  | 35.92        | 1.24  |
| 沪深 300  | 79.16        | 13.98  | 43.50        | 1.45  |
| 上证 50   | 84.10        | 11.81  | 54.91        | 1.28  |
| 科创 50   | 99.55        | 177.21 | 68.56        | 5.82  |

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<纺织服饰。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         | -779.05 | 47.98        | 1.05  |
|      | 交通运输 | 10.12        | 16.18   | 21.07        | 1.37  |
|      | 有色金属 | 25.68        | 25.20   | 56.56        | 2.98  |
|      | 公用事业 | 29.86        | 19.33   | 46.19        | 1.81  |
|      | 石油石化 | 37.87        | 12.60   | 35.44        | 1.18  |
|      | 建筑装饰 | 55.06        | 11.51   | 7.77         | 0.81  |
|      | 环保   | 66.91        | 37.87   | 20.42        | 1.67  |
|      | 煤炭   | 70.01        | 14.21   | 57.21        | 1.45  |
|      | 基础化工 | 82.86        | 35.69   | 65.77        | 2.20  |
|      | 建筑材料 | 89.46        | 38.80   | 11.21        | 1.25  |
| 消费   | 农林牧渔 | 6.54         | 22.17   | 14.00        | 2.65  |
|      | 食品饮料 | 19.06        | 22.26   | 31.08        | 4.53  |
|      | 纺织服饰 | 62.56        | 38.28   | 31.83        | 1.90  |
|      | 美容护理 | 63.12        | 52.34   | 29.61        | 3.58  |
|      | 社会服务 | 81.35        | 69.96   | 21.49        | 3.15  |
|      | 商贸零售 | 91.96        | 72.50   | 41.98        | 1.98  |
|      | 轻工制造 | 93.30        | 60.25   | 38.15        | 2.32  |
|      | 医药生物 | 93.45        | 56.74   | 23.52        | 3.37  |
|      | 家用电器 | 37.22        | 16.03   | 34.81        | 2.57  |
|      | 机械设备 | 69.81        | 43.41   | 66.15        | 2.85  |
| 高端制造 | 汽车   | 76.20        | 33.41   | 71.20        | 2.61  |
|      | 国防军工 | 87.70        | 174.64  | 91.22        | 4.18  |
|      | 电力设备 | 93.64        | 78.05   | 45.75        | 3.06  |

|      |      |       |        |       |      |
|------|------|-------|--------|-------|------|
| 科技   | 通信   | 25.11 | 26.61  | 47.32 | 2.33 |
|      | 传媒   | 77.65 | 81.03  | 39.46 | 2.81 |
|      | 电子   | 90.72 | 78.07  | 95.50 | 5.00 |
|      | 计算机  | 93.23 | 235.60 | 65.60 | 4.64 |
| 金融地产 | 房地产  | 0.00  | -6.33  | 13.07 | 0.90 |
|      | 非银金融 | 8.00  | 13.71  | 23.36 | 1.51 |
|      | 银行   | 90.35 | 7.19   | 27.59 | 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.美国 8 月非农：再次不及预期，市场或过渡为衰退交易

美国 8 月季调后非农就业人口新增 2.2 万人，预期 7.5 万人，7 月由新增 7.3 万人小幅上修至 7.9 万人，6 月由新增 1.4 万人下修至减少 1.3 万人。7 月失业率从前值 4.2% 抬升至 4.3%。

8 月生产部门就业全线恶化。生产部门就业由前值减少 0.8 万人下滑至减少 2.5 万人，其中制造业就业市场情况尤为严峻，当月就业减少 1.2 万人，前值减少 0.2 万人；耐用品制造业为主要拖累项，就业数据由前值新增 0.5 万人转为减少 1.9 万人。对生产部门企业而言，面临着受关税推高的原料价格、美国收缩的需求市场、强行回流至美国本土的贫乏基础设施、以及技术型劳动力的供需不对称，在这些因素共同作用下导致了美国生产部门当前一蹶不振的情况。

服务部门虽仍是就业主要贡献，但较前值同样走弱。服务部门就业由前值新增 8.5 万人下滑至 6.3 万人。其中教育和保健就业新增下滑严重，由前值新增 7.7 万人回落至 4.6 万人。值得注意的是房地产和租赁部门结束了连续三个月的就业净减少，在 8 月转为新增 0.29 万人，这表明了在市场降息预期加强的背景下，住房市场触底反弹的迹象。休闲和住宿部门为主要支撑项，由前值新增 0.6 万人大幅升高至 2.8 万人，其中艺术和娱乐就业由前值减少 0.33 万人转为新增 1.43 万人，主要受暑期季节性影响，其中或有大量暑期兼职统计存在。

政府部门就业延续走弱态势。政府部门就业 8 月由前值新增 0.2 万人下降至减少 1.6 万人。其中，联邦政府保持裁员节奏，由前值减少 1.0 万人下滑至减少 1.5 万人；州政府就业由前值减少 0.5 万人下降至减少 1.3 万人；地方政府就业则保持温和增长的态势，由前值新增 1.7 万人小幅回落至 1.2 万人。

失业率至 4.3%，移民流出数据出现缓和态势。U3 失业率由前值 4.2% 上升至 4.3%，为 2021 年 11 月首次超出 4.2% 水平；U6 失业率则回升 0.2 个百分点至 8.1%，侧面佐证了我们上述所说的“暑期季节性影响导致兼职增加的情况”。分结构来看，8 月非自愿性失业比重出现反弹迹象，由前值 46.3% 上升至 47.1%。劳动参与率当月上升 0.1 个百分点至 62.3%。值得注意的是，移民人数和移民就业均在 8 月止跌回稳，其或在兼职数据和劳动参与率上提供了支撑。

时薪继续保持较高增速，服务部门有形成“工资-通胀螺旋”的风险。8 月私人部门整体时薪环比增速保持在 0.3%，其中就业新增萎靡的生产部门时薪环比增速却呈现加速态势，由前值 0.2% 上升至 0.4%，或存在“技术型劳动力的供需不对称”的情况。服务部门时薪增速依然保持在 0.3%，其中公用事业时薪增速由前值 0.0% 大幅提高至 1.2%；休闲娱乐部门时薪方面同样受暑期影响，由前值 0.3% 上升至 0.4%。同时，我们对不同部门的时薪和通胀进行

拟合，发现服务部门自 2024 年 11 月（2024 年首次降息之后的两个月）以来或已经形成“工资-通胀螺旋”，我们认为这或是美联储 9 月进行 50bp 降息的最大掣肘。

市场或由降息预期交易过渡为衰退交易。美国 8 月非农数据出炉后，市场反应颇为微妙：黄金上涨，美元指数下跌，美股高开后收跌，前端 2 年期美债收益率最低探及到 3.46% 位置，后回升至 3.51%；10 年期美债收益率下跌幅度超前端利率——收益率曲线呈现牛平形态变化。以上种种，或表明市场由最初的降息预期交易转变为衰退交易。我们认为现有数据显示美国的确正在经历一次基本面的恶化，而非暂时的冲击。CME 显示 9 月降息 25bp 概率为 89%，降息 50bp 概率升高至 11%，如上，市场定价 9 月降息概率已经是 100% 必然事件。整体来看，美国 8 月就业市场延续快速降温趋势，虽时薪增速保持强劲，但如同鲍威尔在杰克逊霍尔会议上所说“阻止就业风险爆发”俨然成为美联储需要解决的第一要务。考虑到 2024 年 9 月超预期的 50bp 降息带来的再通胀爆发，我们认为美联储今年 9 月或选择谨慎的 25bp 降息路径。

图39 美国非农就业岗位和时薪增速按部门拆分

|           | 新增就业（环比，千人） |         |         |         |         |         | 时薪增速（环比，%） |         |         |         |         |         |
|-----------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2025年3月     | 2025年4月 | 2025年5月 | 2025年6月 | 2025年7月 | 2025年8月 | 2025年3月    | 2025年4月 | 2025年5月 | 2025年6月 | 2025年7月 | 2025年8月 |
| 新增非农就业人数  | 120.0       | 158.0   | 19.0    | -13.0   | 79.0    | 22.0    |            |         |         |         |         |         |
| 私人部门      | 114.0       | 133.0   | 69.0    | -27.0   | 77.0    | 38.0    | 0.3        | 0.2     | 0.4     | 0.2     | 0.3     | 0.3     |
| 生产        | 5.0         | 2.0     | -13.0   | -21.0   | -8.0    | -25.0   | 0.6        | 0.0     | 0.4     | 0.3     | 0.2     | 0.4     |
| 采矿伐木      | -1.0        | 2.0     | -4.0    | -2.0    | -5.0    | -6.0    | 0.0        | -0.2    | 0.4     | 0.1     | 0.3     | 0.2     |
| 建筑        | 5.0         | 0.0     | 2.0     | -2.0    | -1.0    | -7.0    | 0.2        | 0.3     | 0.3     | 0.5     | 0.3     | 0.6     |
| 制造        | 1.0         | 0.0     | -11.0   | -17.0   | -2.0    | -12.0   | 0.8        | -0.2    | 0.5     | 0.2     | 0.2     | 0.3     |
| 制造：耐用品    | -2.0        | 3.0     | -8.0    | -15.0   | 5.0     | -19.0   | 1.1        | -0.4    | 0.5     | 0.2     | 0.3     | 0.3     |
| 计算机/电子设备  | 0.1         | -3.0    | -0.4    | -2.8    | -0.5    | -2.1    |            |         |         |         |         |         |
| 运输设备      | -1.1        | -2.1    | 1.6     | -2.6    | 5.4     | -14.5   |            |         |         |         |         |         |
| 服务        | 109.0       | 131.0   | 82.0    | -6.0    | 85.0    | 63.0    | 0.3        | 0.2     | 0.4     | 0.2     | 0.3     | 0.3     |
| 贸易运输和公用事业 | -8.0        | -2.0    | -11.0   | -13.0   | 5.0     | 2.0     | 0.6        | 0.2     | 0.3     | 0.1     | 0.4     | 0.2     |
| 批发        | -4.8        | 1.3     | 1.6     | -12.1   | -8.3    | -11.7   | 0.6        | 0.4     | 0.4     | 0.1     | 0.5     | 0.3     |
| 零售        | 16.4        | 4.7     | -14.8   | -5.0    | 7.2     | 10.5    | 0.8        | 0.2     | 0.3     | 0.1     | 0.6     | -0.2    |
| 运输和仓储     | -20.7       | -7.6    | -0.5    | 3.8     | 6.3     | 3.6     | 0.3        | 0.4     | 0.1     | 0.3     | 0.3     | 0.6     |
| 公用事业      | 1.5         | -1.2    | 2.6     | 0.3     | 0.6     | -0.8    | 0.1        | -0.6    | 0.0     | 0.6     | 0.0     | 1.2     |
| 信息咨询      | -2.0        | 1.0     | 2.0     | -3.0    | -7.0    | -5.0    | -0.1       | 0.7     | 0.7     | 0.4     | 0.2     | 0.2     |
| 金融活动      | 3.0         | 5.0     | 7.0     | -6.0    | 9.0     | -3.0    | 0.6        | 0.3     | 0.5     | 0.0     | 0.4     | 0.3     |
| 房地产和租赁    | -1.3        | 1.3     | -0.9    | -1.3    | -0.6    | 2.9     |            |         |         |         |         |         |
| 专业和商业     | -11.0       | 27.0    | -23.0   | -11.0   | -10.0   | -17.0   | 0.3        | 0.2     | 0.5     | 0.5     | 0.4     | 0.4     |
| 专业技术      | 3.5         | 4.7     | -2.8    | -10.8   | 9.1     | -3.6    |            |         |         |         |         |         |
| 教育和保健     | 65.0        | 85.0    | 70.0    | 51.0    | 77.0    | 46.0    | -0.1       | 0.3     | 0.5     | -0.1    | 0.3     | 0.2     |
| 休闲和住宿     | 45.0        | 18.0    | 27.0    | -5.0    | 6.0     | 28.0    | 0.6        | 0.0     | 0.1     | 0.3     | 0.3     | 0.4     |
| 住宿和餐饮     | 36.6        | 16.0    | 16.2    | -11.2   | 9.1     | 13.2    |            |         |         |         |         |         |
| 艺术和娱乐     | 8.3         | 1.8     | 10.8    | 6.8     | -3.3    | 14.3    |            |         |         |         |         |         |
| 其他        | 17.0        | -3.0    | 10.0    | -6.0    | 5.0     | 12.0    | -0.6       | 0.2     | 0.3     | 0.4     | 0.2     | 0.4     |
| 政府部门      | 6.0         | 25.0    | -50.0   | 14.0    | 2.0     | -16.0   |            |         |         |         |         |         |
| 联邦        | -11.0       | -13.0   | -26.0   | -9.0    | -10.0   | -15.0   |            |         |         |         |         |         |
| 州政府       | 1.0         | 11.0    | -11.0   | -4.0    | -5.0    | -13.0   |            |         |         |         |         |         |
| 地方政府      | 16.0        | 27.0    | -13.0   | 27.0    | 17.0    | 12.0    |            |         |         |         |         |         |

资料来源：BLS，东海证券研究所

## 5.2.8 月国内 PMI：供需小幅回升，价格仍有分化

8 月，制造业 PMI 为 49.4%，前值 49.3%；非制造业 PMI 为 50.3%，前值 50.1%。

制造业 PMI 小幅强于季节性。8 月制造业 PMI 小幅回升，表现相对平稳。环比来看，8 月较前值回升 0.1pct，略高于近 5 年同期均值的 0.0pct。

供需小幅回升，但仍供强于需。供给方面，生产指数小幅回升至 50.8%（+0.3pct），符合季节性回升的特征。需求方面，8 月新订单指数小幅回升至 49.5%（+0.1pct）；新出口订单指数 47.2%（+0.1pct），供强于需的格局仍然存在。

价格指数连续三个月回升。主要原材料购进价格指数（53.3%，+1.8pct）以及出厂价格指数（49.1%，+0.8pct）连续三个月回升，但是两者回升的幅度仍然存在差异，即使三连升后，出厂价格指数仍低于荣枯线。上游价格的回升仍主要受益于“反内卷”政策的预期，这一

点在 PPI 的结构上可能会继续体现。叠加 PPI 基数走低的影响，年内同比降幅可能逐渐收窄。

从主要行业 PMI 来看，上游继续边际改善，中游稳定支撑，下游边际走弱。“反内卷”的推动下，8 月高耗能行业 PMI 延续回升(48.2%，+0.2pct)。装备制造业 PMI 小幅回升(50.5%，+0.2pct)，7 月短期因素消退后，景气度水平仍保持稳定。消费品行业 PMI 继续在荣枯线以下回落(49.2%，-0.3pct)。

非制造业 PMI 好于季节性，服务业继续强于建筑业。8 月非制造业 PMI 较前值上升 0.2pct，表现好于近 5 年同期均值的-1.3pct。分项上服务业强于季节性、建筑业弱于季节性，这一点和 7 月的结构相同。

资本市场以及与出行相关的行业位于高景气区间。8 月服务业 PMI50.5%，环比+0.5pct。暑期与出行相关的铁路运输、航空运输等相关行业位于 60%以上的高景气区间。此外，与股市相关度较高的资本市场服务商务活动指数连续两个月位于 70%以上。不过零售、房地产的景气度较低。

天气影响建筑施工放缓。8 月建筑业 PMI49.1%，环比-1.5pct。8 月天气原因对施工的影响仍然存在。

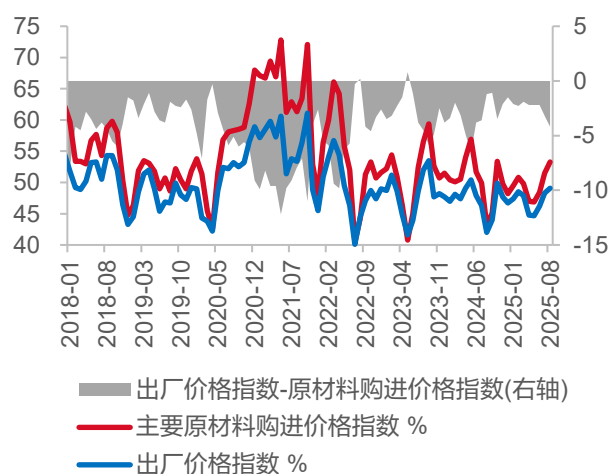
8 月制造业及非制造业 PMI 均小幅回升。制造业供需两端均小幅回升，但供给即使是在“反内卷”的影响下，仍然略强于需求。结构上来看，上游景气度连续两个月回升。价格表现仍有分化，出厂价格指数仍低于荣枯线。现阶段来看，价格自上而下的传导可能仍有阻力，需求端政策仍然重要。

图40 制造业 PMI 各分项，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 主要原材料购进价格、出厂价格指数，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

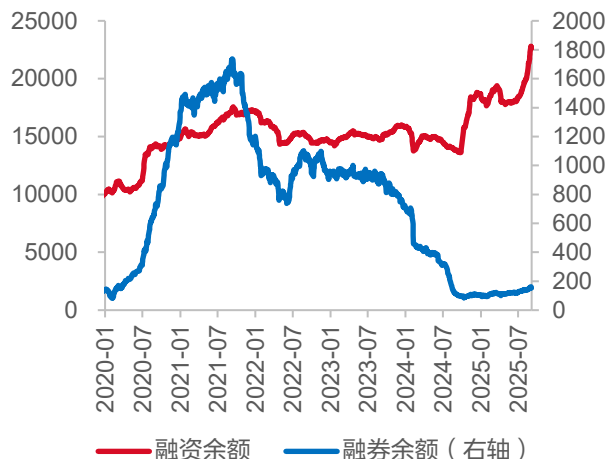
### 5.3.资金及流动性跟踪

融资余额增长。9 月 4 日，融资余额 22641.97 亿元，较上周末增长 187.69 亿元。

基金仓位环比上升。9 月 5 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 81.99%、74.78%，分别较上周上涨 1.5%、0.72%。

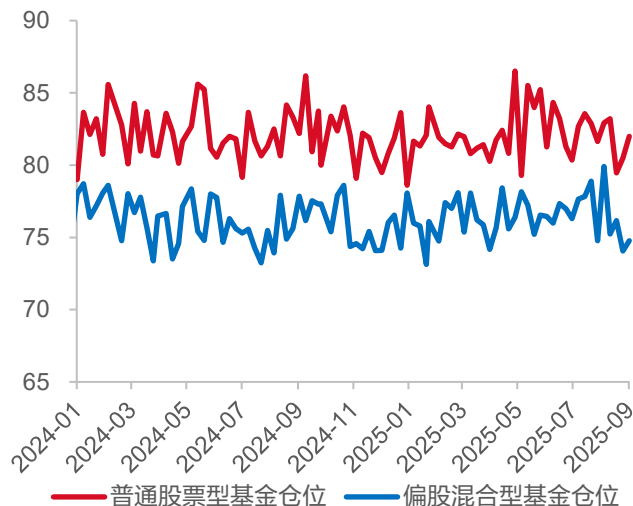
资金利率回落。9 月 5 日当周，DR007 周均为 1.4421%，较上周环比下降 7.41 个 BP。SHIBOR3M 周均为 1.5496%，较上周环比下降 0.04 个 BP。

图42 两融余额, 亿元, 亿元



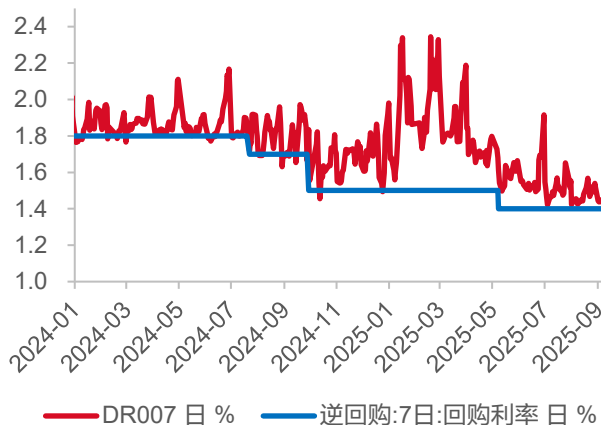
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图43 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %



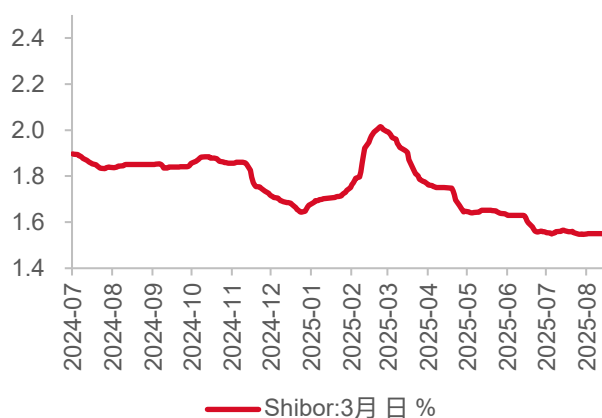
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图44 DR007、7 天期 OMO 利率, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图45 SHIBOR 3M, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

## 5.4.美国流动性及利率跟踪

从量的角度来看，截至9月3日当周，美国金融市场流动性继续收紧。财政部 TGA 账户余额当周增加 661.4 亿美元，为连续第八周净流入。隔夜逆回购账户和存款准备金分别减少 244.2 亿美元和 489.5 亿美元作为流动性补充，同时我们监控的美国金融市场流动性指标当周下降了 430.3 亿美元。

从价的角度来看，截至9月3日，SOFR 继续上行 3bp 至 4.39%。SOFR-IORB 利差上升至-1bp 处，面临 0bp 的关键门槛；SOFR-FFR 利差则上升至 6bp 位置。9月后续，受纳税季、国债付息以及 TGA 账户重建等因素叠加影响，我们认为存款准备金任有较大下行压力，或将带动货币市场不断收紧，SOFR 上行压力仍存。住房市场方面，关键期限贷款利率在8月ADP就业数据不及预期之后再度下调。30年期和15年期住房抵押贷款利率分别下行6bp和9bp至6.50%和5.60%，均下探到2025年内最低位。

图46 美国存款准备金占比银行总资产，%



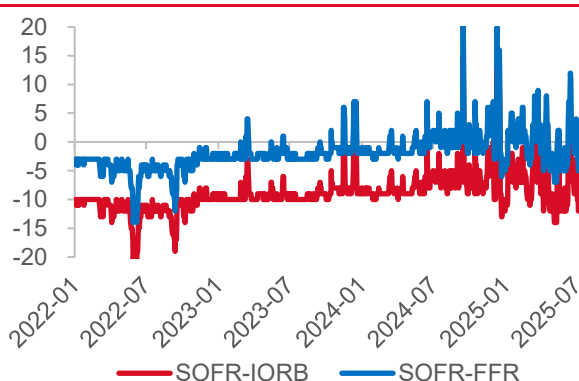
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图47 美国金融流动性指标，十亿美元



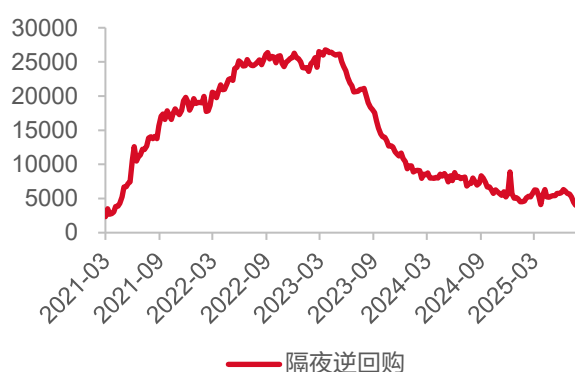
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图48 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差，bps



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图49 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5日，特朗普签署行政命令，允许在达成贸易协议后调整关税，包括对部分商品降为零关税，同时强调在最终协议签署前一般不调整钢铝关税，相关机构将持续监督执行。

2) 9月5日，美国总统特朗普宣布，从全球国别关税中豁免金条及石墨、钨、铀等金属产品，同时将硅酮产品纳入征税范围。根据发布的行政令，这项关税调整将于9月8日生效。

3) 9月3日，多位美联储官员就通胀与利率前景发声，沃勒称应在下次会议降息，并视数据表现调整节奏。市场预计9月降息25个基点概率达89.6%。

（信息来源：同花顺、Wind、央视新闻）

### 6.2. 国内市场资讯

1) 9月1日，国家主席习近平在上海合作组织成员国元首理事会第二十五次会议上发表讲话。他表示中国将自身发展与上合组织共同进步紧密相连，已对成员国投资超840亿美元，年贸易额超5000亿美元。中方坚持务实合作：实施100个民生项目，提供20亿元援

助、100 亿元贷款；扩大奖学金名额，启动博士生培养；建设 10 所鲁班工坊，培训 1 万人才。会议上，上海合作组织成员国领导人签署并发表《上海合作组织成员国元首理事会天津宣言》和《上合组织未来 10 年(2026—2035 年)发展战略》。

2) 9 月 2 日，国家主席习近平在北京会见来华出席上合峰会及二战胜利 80 周年纪念活动的俄罗斯总统普京。习近平指出，中俄关系稳固成熟，合作成果显著，愿加强高层交往和战略协作，深化全面合作。他强调以大项目带动发展，提升协作水平。双方共同出席纪念活动，彰显大国责任，捍卫历史真相，将继续在多边平台合作，推动构建人类命运共同体。

3) 8 月 29 日，国务院总理李强主持召开常务会议，研究推进要素市场化配置改革试点，部署县域高中振兴行动，审议通过医疗卫生强基工程方案。会议强调：深化要素改革，建设统一大市场；加强县域高中建设，提升教学质量；夯实基层医疗，完善服务保障。

4) 9 月 3 日，财政部与央行召开联合工作组会议，强调加强财政与货币政策协同，持续推动债市发展，保障宏观政策有效落地。

5) 9 月 2 日，央行公布 8 月各项工具流动性投放情况，中央银行贷款方面，中期借贷便利(MLF)净投放 3000 亿元，抵押补充贷款(PSL)净回笼 1608 亿元；公开市场业务方面买断式逆回购净投放 3000 亿元，未进行公开市场国债买卖。

6) 9 月 2 日，财政部、税务总局发布通知，明确自 2024 年 4 月起对划转充实社保基金的国有股权及现金收益运作实行 4 项免税政策。包括增值税、企业所得税、印花税等方面减免，已缴符合条件的税款可退回。

8) 2025 年 9 月 5 日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 10000 亿元买断式逆回购操作，期限为 3 个月(91 天)。

(信息来源：同花顺、Wind、央视新闻)

## 6.3.政策面

1) 证监会就《公开募集证券投资基金销售费用管理规定(征求意见稿)》公开征求意见。本次公募基金销售费率改革有四大亮点：其一，降费力度大，将股票型基金的认购费率、申购费率上限由 1.2%、1.5%调降至 0.8%；其二，通过优化赎回费制度安排约束“炒基金”等短期行为；其三，聚焦个人客户服务和权益类基金发展；其四，建立基金行业机构投资者直销服务平台。三个阶段费改累计让利超 500 亿元，其中第三阶段每年为投资者让利约 300 亿元。

2) 《电子信息制造业 2025-2026 年稳增长行动方案》印发。2025-2026 年，主要预期目标是：规模以上计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速在 7%左右，加上锂电池、光伏及元器件制造等相关领域后电子信息制造业年均营收增速达到 5%以上。

3) 《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。

4) 深圳市住房和建设局、中国人民银行深圳市分行联合印发通知，进一步优化调整本市房地产政策措施。其中提出，符合本市商品住房购买条件的居民家庭，在罗湖区、宝安区(不含新安街道)、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区范围内购买商品住房不限套数。在盐田区、大鹏新区购买商品住房，不再审核购房资格。优化调整个人住房信贷政策，在利率定价机制安排方面不再区分首套住房和二套住房。

(信息来源：同花顺、Wind、央视新闻)

## 7.财经日历

图50 财经日历

| 日期   | 时间    | 国家/地区 | 指标名称                               | 前值     | 预测值      |
|------|-------|-------|------------------------------------|--------|----------|
| 9/8  | 待定    | 中国    | 8月出口金额:当月同比(%)                     | 7.2    | 5.92     |
| 9/8  | 待定    | 中国    | 8月进口金额:当月同比(%)                     | 4.1    | 3.26     |
| 9/8  | 待定    | 中国    | 8月贸易差额(亿美元)                        | 982.45 | 1003.29  |
| 9/8  | 07:50 | 日本    | 第二季度不变价 GDP:同比(修正)(%)              | 1.8    |          |
| 9/8  | 07:50 | 日本    | 第二季度现价 GDP:季调:环比(修正)(%)            | 1      |          |
| 9/10 | 待定    | 中国    | 8月 M2:同比(%)                        | 8.8    | 8.7      |
| 9/10 | 待定    | 中国    | 8月新增人民币贷款(亿元)                      | -500   | 7830     |
| 9/10 | 待定    | 中国    | 8月 M1:同比(%)                        | 5.6    | 5.83     |
| 9/10 | 待定    | 中国    | 8月社会融资规模:当月值(亿元)                   | 11320  | 26354.29 |
| 9/10 | 09:30 | 中国    | 8月 PPI:同比(%)                       | -3.6   | -2.87    |
| 9/10 | 09:30 | 中国    | 8月 CPI:同比(%)                       | 0      | -0.19    |
| 9/10 | 20:30 | 美国    | 8月 PPI 最终需求(剔除食品、能源和贸易服务):季调:环比(%) | 0.6    |          |
| 9/10 | 20:30 | 美国    | 8月 PPI 最终需求(剔除食品、能源和贸易服务):季调:同比(%) | 2.8    |          |
| 9/11 | 20:15 | 欧盟    | 9月欧元区:基准利率(主要再融资利率)                | 2.15   |          |
| 9/11 | 20:15 | 欧盟    | 9月欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)               | 2      | 2        |
| 9/11 | 20:15 | 欧盟    | 9月欧元区:边际贷款便利利率(隔夜贷款利率)             | 2.4    |          |
| 9/11 | 20:30 | 美国    | 8月 CPI:末季调:同比(%)                   | 2.7    |          |
| 9/11 | 20:30 | 美国    | 8月 CPI:季调:环比(%)                    | 0.2    |          |
| 9/12 | 22:00 | 美国    | 9月密歇根消费者情绪指数(初值)                   | 58.2   |          |

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