



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：shaoxiang@glms.com.cn

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@glms.com.cn

➤ 随着阅兵仪式的圆满结束，未来会有哪些新的叙事来巩固股市的回稳向好？

我们认为关键在于理解股市的“稳定性”和“包容性”在不同阶段的不同诉求。比如二季度以来的两轮上涨行情：4 月在外部的关税变局下，稳大盘的重要性凸显，造就了指数的新一轮底部抬升；而 7 月以来随着中美谈判从关税转向科技，创业板和科创板由此成为牛市的新引擎。从官方对市场的表态来看，“稳定性”优先级靠前，尤其是在居民资金入市节奏加快背景下。

➤ 因此，在股市“稳定性”的内在要求下，我们认为阅兵后的市场将更聚焦于海外波动率的回归和国内政策预期的交汇，尤其是随着美联储降息窗口的开启和国内“十五五”规划建议稿的提上日程，均提升了经济在底部企稳和进一步向新质生产力要动能的政策诉求。

➤ 海外，迎接波动率的回归？今年海外股债市场波动率在经历了 4、5 月的高点后趋势性下降，在 8 月已经触及年内低点，而 9 月似乎开启了多事之秋，无论是特朗普关税“违法”风波，还是欧、日开始升温的财政风险和执政危机，抑或美联储独立性挑战和俄乌、中东等军事摩擦——财政、货币、地缘似乎都“蠢蠢欲动”。在这样的背景下需要关注的主线是关注波动率，警惕流动性冲击。一方面，海外尤其是美国 7、8 月被宽松预期压制的经济滞胀压力，可能会进一步体现，使得市场重新审视美联储降息的节奏；另一方面，财政主动或被动扩张的压力以及债券供给的担忧，将使得利率和流动性压力进一步上升。

➤ 从宏观叙事来看，当前一些微妙的变化值得关注，这些变化意味着政策宽松的预期有望在阅兵后逐步升温：

➤ 一是 8 月官方制造业 PMI 已连续五个月处于荣枯线以下。以史为鉴，官方制造业 PMI 持续三个月及以上处于收缩区间后，降准降息的可能性也会更大。

➤ 二是高校毕业生的就业压力加大。7 月青年人失业率的大幅回升印证了今年毕业季青年就业压力不亚于去年，历史上一旦该失业率持续上升，“稳就业”刻不容缓，从而强化了政策回应的紧迫性。

➤ 以去年 926 的政策转向为鉴，上述两个条件的触发无疑是重要的催化。从当前来看，虽然地方财政的状况和市场信心要好于去年同期，但即便不考虑大的政策转向，对于增量货币和财政政策预期的引导仍有其合理性。

➤ 内需放缓的背景下，9 月消费端增量政策也呼之欲出。从《提振消费专项行动方案》来看，30 项政策中多数已“靴子落地”或正在推进，包括但不限于已经铺开的育儿补贴、养老再贷款等举措。然而，仍有部分政策尚未推进或仅限地方试点，例如促进工资合理增长、放宽消费限制、培育新型消费等领域，预计随着商务部 9 月出台扩大服务消费的若干政策措施而进一步落地。

➤ 产业端“向新质生产力要动能”的趋势愈发显著，不仅夯实了今年以来新旧动能转换的成果，也为把握产业主线提供了清晰信号。“十五五”规划建议稿即将于 10 月底出炉，9 月有望成为捕捉产业政策风向的“黄金窗口”。决策层也在近期密集推出支持科技创新的举措，如“人工智能+”行动方案明确提出渗透率“三

相关研究

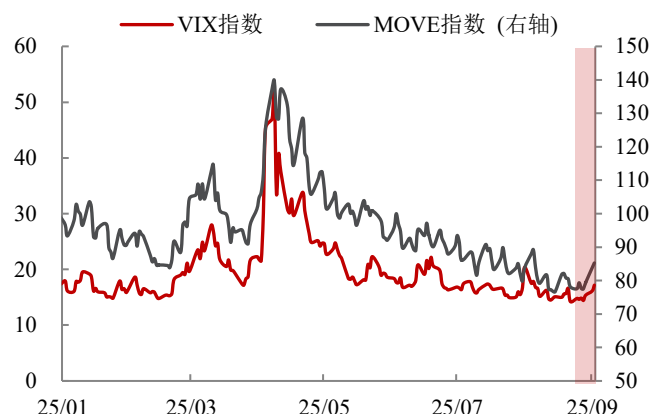
1. “十五五”规划系列报告（六）：开学季映射的“十五五”线索-2025/08/31
2. 2025 年 8 月 PMI 数据点评：8 月 PMI：止跌的含金量-2025/08/31
3. 资产价格点评：人民币突破后的悬念和影响-2025/08/29
4. 海外市场追踪：日央行加息：美联储之外的“暗流”-2025/08/27
5. 2025 年 7 月工业企业利润点评：“反内卷”对企业利润的初步影响-2025/08/27

步走”目标：2027 年、2030 年和 2035 年关键领域 AI 普及率将分别达到 70%、90%与 100%。值得注意的是，文件中“AI+产业发展”排序领先于“AI+消费”，表明政策可能更侧重于推动 AI 在生产制造和产业升级中“大显身手”。

除此之外，我们在此前的报告《“十五五”规划系列报告（五）：从新兴支柱产业看“十五五”》提出，深海空天开发、未来制造、未来信息等战略性新兴产业和未来产业也正崭露头角，有望在“十五五”期间获得更多加持。这些前沿领域不仅是新质生产力的核心组成部分，也有望成为对冲经济下行压力、培育新增长点的重要力量，2025 年全年实现 5%左右经济增长目标的底气有望进一步增强。

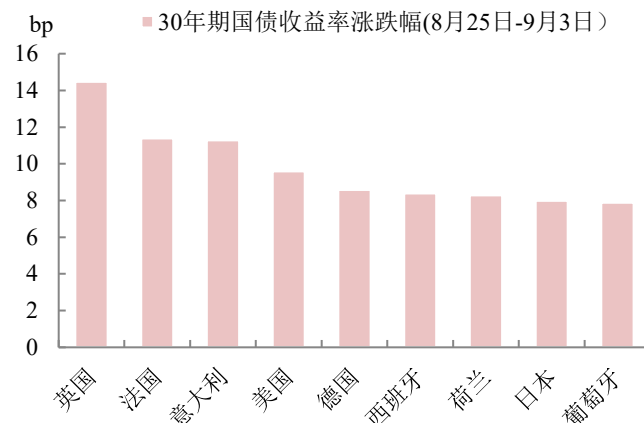
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：VIX 和 MOVE 代表的市场波动可能要开启上升



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图2：美欧主要国家 30 年期股债收益率近期普遍上涨



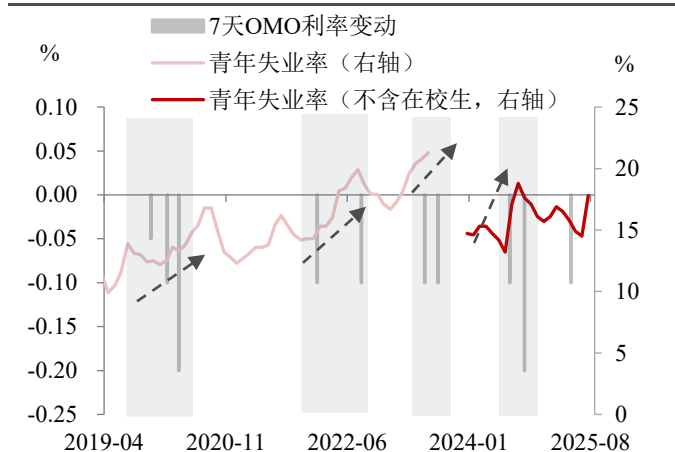
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图3：以史为鉴：制造业 PMI 持续低于荣枯线，触发货币政策调整的可能性提升

制造业 PMI 开始低于 50 的时点	PMI 连续低于 50 持续的时间	通胀水平	货币政策	财政政策	人民币汇率
2025年4月	5个月	CPI、PPI 同比双负持续2个月；其中PPI同比持续为负	2025年5月降准+降息 (LPR) +?	?	升值
2024年5月	5个月	PPI 同比持续为负	2024年7月降息 (MLF+LPR) +9月降准+10月降息 (LPR)	2024年三季度专项债发行节奏：11月通过十万亿化债举措	基本维稳
2023年10月	5个月	CPI、PPI 同比双负持续4个月	2024年2月降准+降息 (5年期LPR)	2023年10月增发万亿国债	升值
2023年4月	5个月	CPI、PPI 同比双负持续1个月；其中PPI同比持续为负	2023年6、8月降息 (MLF&LPR) +9月降准	2023年8-9月专项债发行节奏明显加快	贬值
2022年10月	3个月	PPI 同比持续为负	2022年11月降准	2022年11月提前下达2023年部分新增专项债务限额	贬值
2022年7月	2个月	\	2022年8月降息(MLF&LPR)	2022年8月增加开发性金融工具额度+9月补充增加专项债结存限额	贬值
2022年3月	3个月	\	2022年4月降准+5月降息 (LPR)	2022年6月设立开发性金融工具	贬值
2021年9月	2个月	\	2021年12月降准+降息 (MLF&LPR)	2021年12月提前下达2022年部分新增专项债务限额	升值
2019年5月	6个月	PPI 同比转负且持续4个月	2019年5月降准+9月降息 (MLF&LPR)	2019年6月允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金	贬值

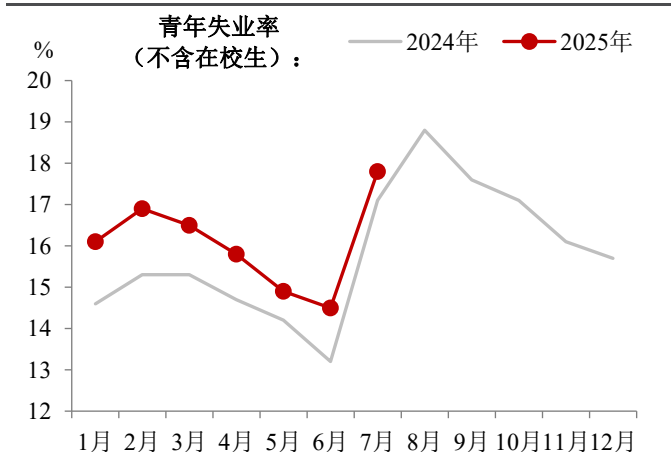
资料来源：iFind、中国政府网、新华社、央行、财政部等，民生证券研究院

图4：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5：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

图6：今年以来《提振消费专项行动方案》实施进度一览

提振消费专项行动方案		主导层级	落实情况	具体落实进度			
				筹备中	推进中 【地方层面】	已部署 【中央层面】	已落实 或落实大半
城乡居民增收促进行动	促进工资性收入合理增长	地方	部分地方政府提出要推动工资性收入合理平稳增长，科学合理提高最低工资标准				
	拓宽财产性收入渠道	中央	多措并举稳定股市，加快打通中长期资金入市堵点等				
	多措并举促进农民增收	地方	部分地方政府组织种粮户积极购买完全成本保险、创新“先垫付后结算”模式等				
	扎实解决拖欠账款问题	中央	新修订《保障中小企业款项支付条例》，于2025年6月1日起施行				
消费能力保障支持行动	加大生育养育保障力度	中央统筹，地方推进	发布并实施生育补贴政策				
	强化教育支撑	中央	印发《教育强国建设规划纲要（2024—2035年）》，并且延续实施国家助学贷款贴息及本金延期偿还政策				
	提高医疗养老保障能力	中央	印发《医养结合示范项目工作方案（2025年版）》；财政部将城乡居民全国基础养老金月最低标准再提高20元，医保补助加30元				
	保障重点群体基本生活	中央统筹，地方推进	筹措补助资金支持落实抚恤优待、退役安置、就业创业等各项政策				
服务消费提质惠民行动	优化“一老一小”服务供给	地方	地方政府保证基本养老保险待遇按时足额发放等				
	促进生活服务消费	地方	以深圳为例，经济发达地区支持服务消费（餐饮、住宿、家政、养老托育等民生消费领域）扩容升级				
	扩大文体旅游消费	中央统筹，地方推进	印发《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》				
	推动冰雪消费	地方	部分冰雪旅游城市开启冰雪运动季、提供惠民折扣雪票等				
	发展入境消费	中央	2025年对多国实行单方面免签或全面互免签证				
	稳步推进服务业扩大开放	中央	商务部印发《关于加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》				
大宗消费更新升级行动	加大消费品以旧换新支持力度	中央统筹，地方推进	2025年“消费品以旧换新”资金分为四批陆续下发				
	更好满足住房消费需求	地方	8月北京、上海两大一线城市相继放松限购				
	延伸汽车消费链条	中央统筹，地方推进	商务部等8部门办公厅联合印发《关于开展汽车流通消费改革试点工作的通知》重庆市申报汽车流通消费改革试点城市				
消费品质提升行动	强化消费品牌引领	中央	农业农村部等十部门对支持农业品牌培育、管理和保护等作出部署				
	支持新型消费加快发展	/	/				
	提高内外贸一体化水平	地方	部分地方政府今年实施推进内外贸一体化发展的举措				
消费环境改善提升行动	保障休息休假权益	地方	部分地方政府促进用人单位规范用工、鼓励带薪年假休假与小长假连休等				
	营造放心消费环境	中央	市场监管总局等五部门关于印发《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》的通知				
	完善城乡消费设施	中央统筹，地方推进	农业农村部等十部门要求提升城乡消费设施水平，完善现代流通网络				
限制措施清理优化行动	有序减少消费限制	地方	杭州、北京等地已开始探索优化车牌分配政策				
	持续优化营商环境	中央	市场监管总局已发布《优化营商环境重点举措》				
完善支持政策	加强促消费政策协同联动	中央	出台《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，推出19条重点举措；设立5000亿元服务消费与养老再贷款等				
	强化投资对消费的支撑作用	/	/				
	发挥财政政策引导带动作用	中央	财政部、央行、金融监管总局联合发布《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，且贴息政策于9月1日起正式实施				
	强化信贷支持						
	完善消费配套保障措施	/	/				

资料来源：中国政府网、新华社、财政部、央行等，民生证券研究院

图7：近期科技发展仍在重要会议或文件中屡屡出现

时间	文件名/会议名	主要内容
2025.08.26	国务院关于深入实施“人工智能+”行动的意见	到2027年，率先实现人工智能与6大重点领域广泛深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率超70%，智能经济核心产业规模快速增长，人工智能在公共治理中的作用明显增强，人工智能开放合作体系不断完善。到2030年，我国人工智能全面赋能高质量发展，新一代智能终端、智能体等应用普及率超90%，智能经济成为我国经济发展的重要增长极，推动技术普惠和成果共享。到2035年，我国全面步入智能经济和智能社会发展新阶段，为基本实现社会主义现代化提供有力支撑。
2025.08.26	李强主持国务院第十五次专题学习	要积极推进新兴领域服务出口，依托人工智能、生物医药、数字经济等方面创新优势，扩大科研、咨询、电商等服务出口，加快培育发展数字服务贸易、“人工智能+服务贸易”等新业态新模式。
2025.08.29	国家发展改革委8月新闻发布会	发展“人工智能+”坚持因地制宜，将推动各地立足区位特点、资源禀赋和产业基础，科学确定发展重点，形成各具特色、各展实效，优势互补的发展态势，坚决避免无序竞争、一哄而上。
2025.09.02	上海合作组织成员国元首理事会关于进一步深化人工智能国际合作的声明	强调为实现人工智能产业的可持续发展，释放更多智能红利，克服人工智能引发的潜在风险及挑战，应加强人工智能国际合作。

资料来源：中国政府网、新华社、人民网，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