

上证指数创下近十年新高，市场集中度临近历史高位

——2025 年 9 月宏观及大类资产月报

宏观深度研究

● 大类资产表现及配置策略

大类资产表现：8 月，上证综指、沪深 300、创业板指分别上涨 8.0%、10.3%、24.1%。债市走弱，债券市场整体下跌 0.7%，国债收益率分化，1 年期国债收益率下降 1.5bp，5 年、10 年期国债收益率分别上升 5.5bp、8.5bp。海外港股恒生指数上涨 1.2%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数分别上涨 3.4%、2.8%与 2.6%。

A 股大势研判：市场集中度、换手率临近历史高位，短期快涨后市场或有调整诉求。9 月资金面依然向好，基本面、政策面影响有限。市场集中度、换手率表现来看，9 月有调整诉求。领涨 TMT 板块拥挤度已经逼近历史峰值，阶段性风险大于收益。电子行业集中度达到 17.79%，临近历史高位。2016 年以来结构性牛市中，单一行业集中度的上限在 18-20% 左右。TMT 行业集中度也已高达 38.98%，逼近 2024 年 10 月的高点。同时阶段性上证指数、深证成指、创业板指周度换手率已经逼近 2024 年 10 月高点，表明场内资金对后续走势分歧加大，买盘、卖盘充分换手。若阅兵前后指数出现滞涨而换手率持续高位，不排除市场整体出现调整可能。8 月最后一周，领涨的人工智能相关指数出现调整，资金已出现高切低迹象，反映场内资金对后续持续上涨信心或有不足。整体看，进入 9 月，短期快涨、科技板块集中度偏高，市场或借阅兵利好兑现、出现调整。但 8 月 30 日美国法院裁定特朗普实施的大部分全球关税政策非法，9 月中旬美联储降息临近，10 月为重要政策窗口期。整体内外部环境依然对股市有所支撑，调整幅度或许有限。

A 股配置策略：聚焦补涨板块，AI 算力产业链上下游资金拥挤度较高，资金有望切换至补涨板块。具体来看，华为鸿蒙产业链兼具科技成长与自主可控题材，且 9 月催化事件较为密集；消费板块随着中报披露期结束，悲观预期已基本兑现，叠加双节临近，估值有望迎来提升；贵金属则将受益于美国通胀回升及 9 月中旬美联储降息。此外，CRO 板块估值仍相对历史低位，基本金属库存水位偏低且受益于美联储降息，化工白马长期受益于反内卷趋势及低估值，也有望受益。

债券策略：此前支持国债收益率上行的一些动能目前看并没有发生明显变化，比如外部环境进一步明朗化，中美延长“关税休战”90 天显示两国经贸关系走向“阶段性缓和”，这意味着在 11 月份谈判前，中国外部环境或维持稳定。基本面看，8 月以来，中国港口集装箱仍维持在相对高位，这表明 8 月份出口可能依旧有韧性。同时一些高频指标，如第一财经高频经济活动指数以及建信高金宏观因子均显示 8 月份宏观景气度较 7 月份有所提振，稳中有升。宏观基本面或能延续平稳向好运行，股票市场表现或将成为债券市场边际变化的重要因素。若股票市场继续强势，带动情绪以及资金流入股市，国债收益率将进一步上行。整体看，我们预计 9 月份 10 年期国债收益率上行趋势或将延续，若股票市场维持强势，10 年期国债收益率短期有望上行至 1.9% 附近。

风险提示：政策落地节奏以及效果存在不确定性；房地产投资有待提振；全球经贸风险较大；美国通胀大幅上升

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn
 登记编号：S0280520050003

钟 山（分析师）

zhongshan01@cctgsc.com.cn
 登记编号：S0280525060002

段雅超（分析师）

duanyachao@cctgsc.com.cn
 登记编号：S0280525060001

窦 凯（研究助理）

doukai@cctgsc.com.cn
 登记编号：S0280124090001

相关报告

《上证指数创 10 年新高，后市怎么看》
 2025-08-27

《临近筹码密集区，关注中央政治局会议》
 2025-07-27

《关注 7 月政治局会议，结构性政策依然可期》
 2025-06-29

《政策预期支撑，二季度市场情绪或修复》
 2025-06-01



目 录

1、 大类资产回顾及配置策略.....	4
1.1、 市场回顾：政策利好不断、关税风险降低，上证指数创 10 年新高.....	4
1.2、 权益大势研判：市场集中度、换手率临近历史高位，短期快涨后市场或有调整诉求.....	6
1.3、 权益策略：聚焦补涨板块.....	7
1.4、 债券策略：9 月份 10 年期国债收益率上行趋势或将延续，重点关注债市调整风险.....	8
1.5、 财经日历.....	9
2、 经济基本面.....	12
2.1、 短期扰动褪去，国内经济稳定.....	12
2.2、 市场预期美联储将重启降息.....	15
3、 微观流动性.....	17

图表目录

图 1： 7 月科技行业、反内卷、证券板块行业利好不断，外部关税风险暂时降低，叠加美联储降息预期提升，尽管基本面偏弱运行，上证指数站上 3800 点，创下近 10 年新高.....	4
图 2： 主要宽基指数普遍收涨，科创 50、创业板指领涨.....	5
图 3： 中信一级行业指数普遍上涨，通信、电子、有色金属、计算机、电力设备及新能源领涨.....	5
图 4： 8 月两市日均成交金额为 2.28 万亿元.....	6
图 5： 截至 8 月 28 日，融资融券余额为 22439 亿元.....	6
图 6： DR007 处于 2018 年以来低位.....	6
图 7： 2025 年以来股票型基金份额平稳增长.....	6
图 8： 上证综指周度换手率已逼近 2024 年 10 月.....	7
图 9： 深证成指周度换手率已逼近 2024 年 10 月.....	7
图 10： 电子行业集中度达到 17.79%，临近历史高位.....	7
图 11： TMT 行业集中度达到 38.98%.....	7
图 12： 8 月份，10 年期国债收益率继续上行.....	8
图 13： 8 月以来，高频指标稳中有升.....	9
图 14： 8 月以来，中国港口集装箱吞吐量依旧维持高位.....	9
图 15： 7 月中国经济波动较大.....	12
图 16： 高炉开工率高于上年同期.....	13
图 17： 铁水产品高于上年同期.....	13
图 18： PTA 开工率大幅下降.....	13
图 19： 汽车产业链开工率平稳.....	13
图 20： 沥青开工率高于上年同期.....	14
图 21： 水泥发运率高于上年同期.....	14
图 22： 集装箱吞吐量继续高于上年同期.....	14
图 23： 螺纹钢需求较弱.....	14
图 24： 新房销售处于历史同期低位.....	14
图 25： 二手房销售回落.....	14
图 26： 美国就业市场仍很稳健.....	15
图 27： 关税对美国通胀的影响逐渐显现.....	15
图 28： 8 月 29 日，GDPNow 预测三季度 GDP 季调环比折年率上升至 3.5%.....	16
图 29： 市场仍预期美联储 9 月重启降息.....	16
图 30： 8 月新基金发行额较 7 月有所下降，同比小幅增加.....	17
图 31： 股票型基金、混合型基金发行额占比上升，债券型基金发行额占比下降.....	17

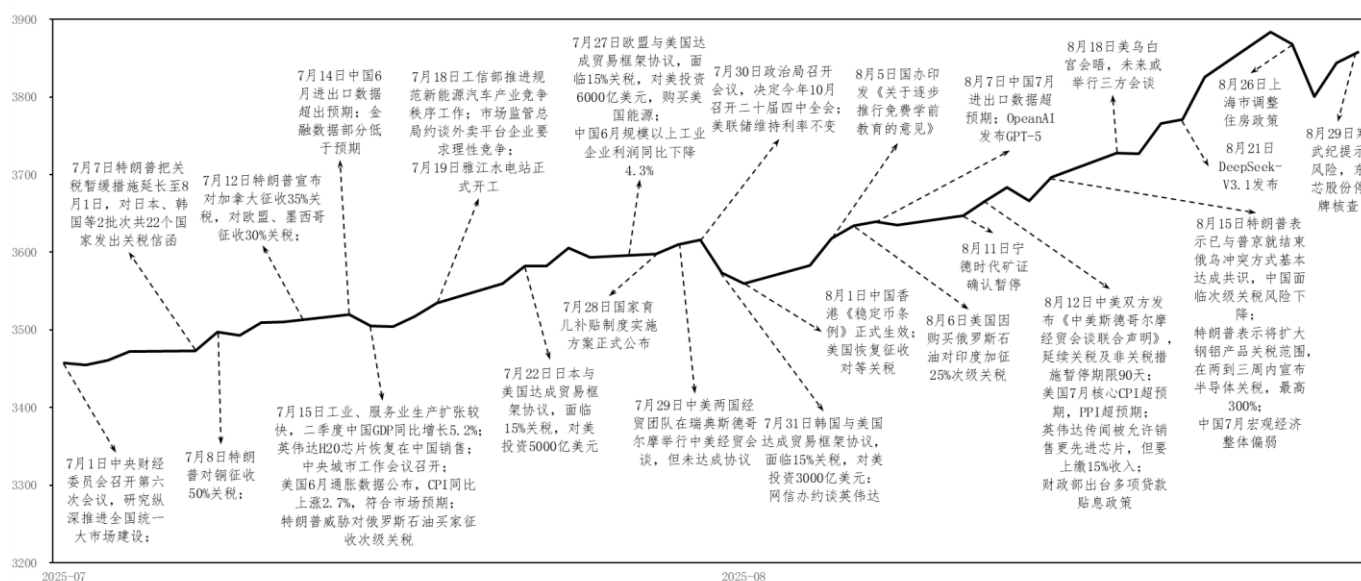
图 32： 8 月主要股东资金净流出减少	17
表 1： 未来一个月宏观及行业重要事件	11

1、大类资产回顾及配置策略

8月，上证综指、沪深300、创业板指分别上涨8.0%、10.3%、24.1%。债市走弱，债券市场整体下跌0.7%，国债收益率分化，1年期国债收益率下降1.5bp，5年、10年期国债收益率分别上升5.5bp、8.5bp。海外港股恒生指数上涨1.2%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数分别上涨3.4%、2.8%与2.6%。

1.1、市场回顾：政策利好不断、关税风险降低，上证指数创10年新高

图1：7月科技行业、反内卷、证券板块行业利好不断，外部关税风险暂时降低，叠加美联储降息预期提升，尽管基本面偏弱运行，上证指数站上3800点，创下近10年新高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

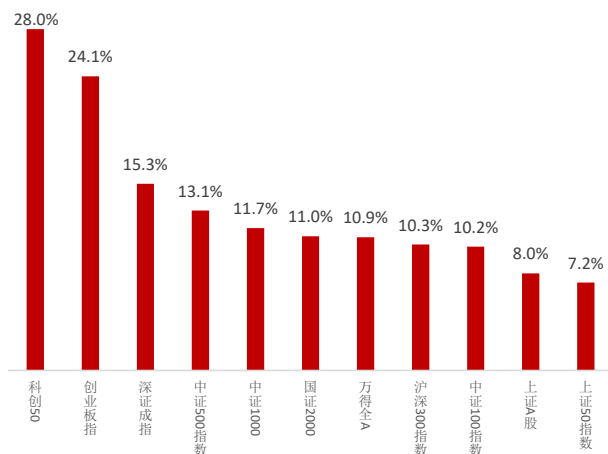
市场回顾：8月以来市场震荡回升，上证指数站上3800点，创下近十年新高。基本面方面，7月经济数据波动较大，整体上呈现“生产稳定、内需减弱”的特征，基建、制造业、房地产投资增速不同程度下滑；消费同比增速从4.8%下降至3.7%，经济修复动能有所放缓。上半年GDP同比增长5.3%，全年完成经济目标的压力减轻，全年有望完成经济目标，但出口拖累压力、地产继续下行、消费补贴效应或许递减的情况下，下半年经济增速仍有回落压力。不过年底前政策面观察窗口较为密集，若三季度GDP数据有走弱预期，10月政治局会议有望提及增量经济政策。资金面展望较为乐观。DR007处于2018年以来低位，市场短端流动性较为充裕。股票型基金市场份额较2024年年底增长3.6%，较为平稳。3月以来两融余额稳步回升，新增开户数也自5月以来持续回暖。此外，8月22日美联储杰克逊霍尔年会上，鲍威尔释放鸽派信号；8月25日特朗普要求美联储理事库克辞职，美联储面临政治压力增加。多重因素影响下，美联储未来降息可能性进一步提升，海外流动性环境或进一步宽松。

8月以来，外部环境趋于稳定。8月12日中美双方共同发布斯德哥尔摩联合声明，再次延长“关税休战”90天。8月15日特朗普与普京在阿拉斯加举行会谈，

虽未达成协议,但就结束俄乌冲突方式达成共识,中国面临美国次级关税风险降低。科技行业利好密集释放,GPT-5、DeepSeek-V3.1 等基础模型陆续发布落地;同时,英伟达宣布暂停 H20 芯片生产,叠加国产芯片技术持续突破,进一步推动下游客户加速转向国内供应链;海外算力需求持续增加,英伟达等 AI 巨头财报表现优异。经历大幅上涨后,8 月 28 日晚间,寒武纪发布公告提示风险,东芯股份停牌核查。地产方面,8 月 26 日,上海市调整住房政策,发布《关于优化调整本市房地产政策措施的通知》,明确外环外购房不限套数,单身视同家庭。

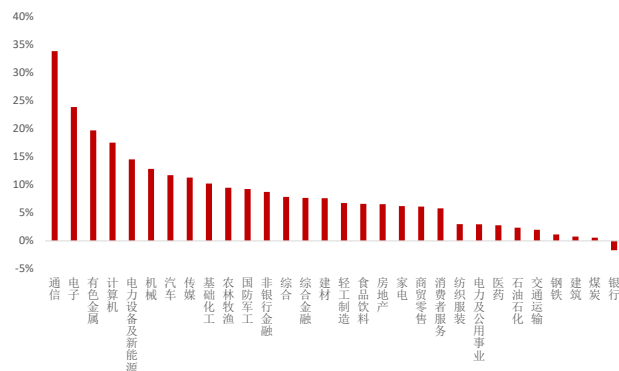
行业方面,中信一级行业指数普遍上涨,其中通信、电子、有色金属、计算机、电力设备及新能源板块表现突出,领涨市场。具体来看,通信、电子、计算机板块主要受益于 8 月以来科技行业密集释放的多重利好。从板块整体表现看,通信、电子、计算机板块在人工智能浪潮、海外算力需求拉动的双重驱动下,业绩兑现节奏持续加快。与此同时,市场对牛市的预期逐步升温,也直接推动炒股软件、券商板块表现强势。有色金属、电力设备及新能源受益于“反内卷”相关政策,整体价格持续改善。从风格来看,成长风格受益于市场风险偏好恢复,领涨市场,价值股整体表现居后。

图2： 主要宽基指数普遍收涨，科创 50、创业板指领涨



资料来源：Wind，诚通证券研究所

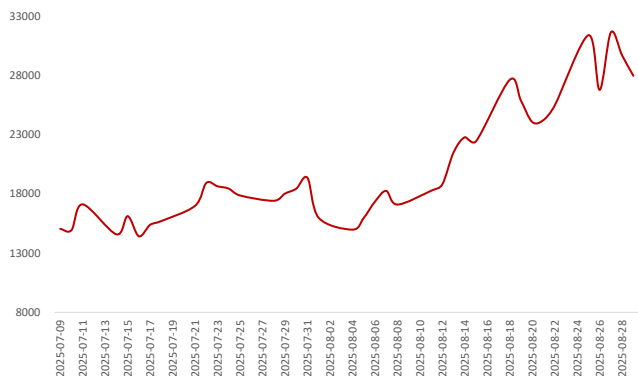
图3： 中信一级行业指数普遍上涨，通信、电子、有色金属、计算机、电力设备及新能源领涨



资料来源：Wind，诚通证券研究所

资金面来看,8 月两市日均成交金额为 2.28 万亿元,8 月以来市场整体交投较为活跃,整体大幅放量,较 7 月的 1.61 万亿元上升 41.6%。截至 8 月 28 日,融资融券余额为 22439 亿元,整体较 7 月大幅上升。

图4： 8月两市日均成交金额为2.28万亿元



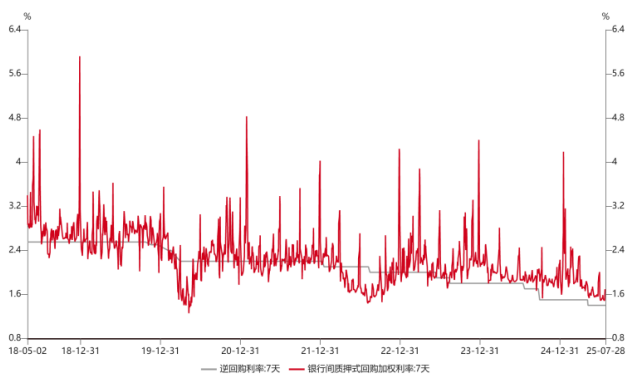
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图5： 截至8月28日，融资融券余额为22439亿元



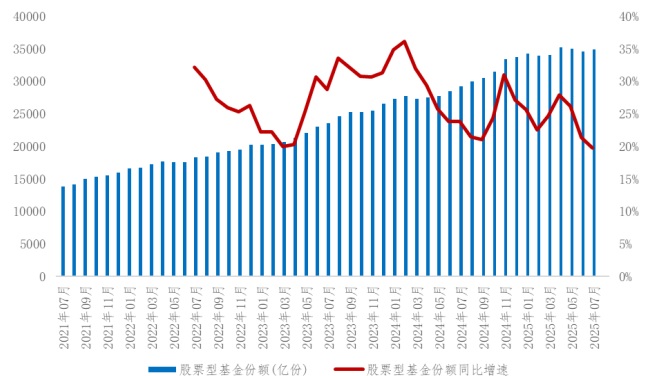
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6： DR007处于2018年以来低位



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图7： 2025年以来股票型基金份额平稳增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

债市走弱，债券市场整体下跌0.7%，国债收益率分化，1年期国债收益率下降1.5bp，5年、10年期国债收益率分别上升5.5bp、8.5bp。海外港股恒生指数上涨1.2%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数分别上涨3.4%、2.8%与2.6%。

1.2、权益大势研判：市场集中度、换手率临近历史高位，短期快涨后市场或有调整诉求

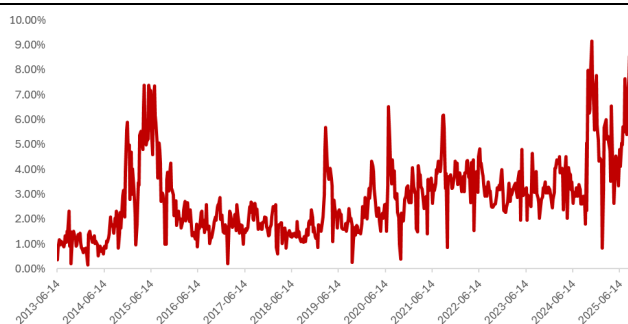
9月资金面依然向好，基本面、政策面影响有限。资金面来看，两融余额依然持续回升，两市成交量持续高涨，资金面尚无拐头迹象。基本面来看，9月宏观预期有所走弱。截至8月30日，市场预期8月、9月制造业PMI、9月社融存款规模同比、工业增加值、进出口同比增速读数出现回落。政策面来看，8月北京五环外限购套数取消，放开一线城市住房限购政策方面有所落地。9月并非主要政策窗口观察期，但10月政治局会议有望提及增量经济政策。并且10月召开四中会议，将研究关于制定第十五个五年规划的建议，涉及未来五年的国内经济目标与发展总基调，以及内需、投资、改革各方面政策，并且将明确科技创新未来产业方向。在政策兑现前，市场情绪回落或相对有限。

市场集中度、换手率表现来看，9月有调整诉求。领涨TMT板块拥挤度已经逼近历史峰值，阶段性风险大于收益。电子行业集中度达到17.79%，临近历史高

位。2016 年以来结构性牛市中，单一行业集中度的上限在 18-20% 左右。TMT 行业集中度也已高达 38.98%，逼近 2024 年 10 月的高点。同时阶段性上证指数、深证成指、创业板指周度换手率已经逼近 2024 年 10 月高点，表明场内资金对后续走势分歧加大，买盘、卖盘充分换手。若阅兵前后指数出现滞涨而换手率持续高位，不排除市场整体出现调整可能。8 月最后一周，领涨的人工智能相关指数出现调整，资金已出现高切低迹象，反映场内资金对后续持续上涨信心或有不足。

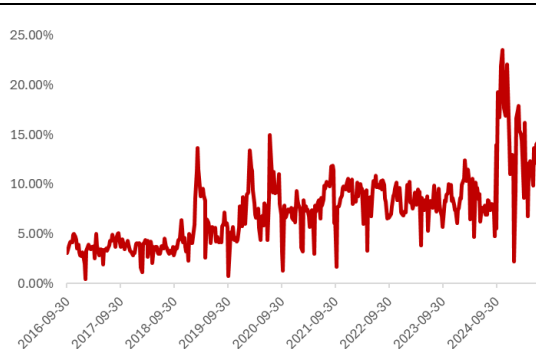
整体看，进入 9 月，短期快涨、科技板块集中度偏高，市场或借阅兵利好兑现、出现调整。但 8 月 30 日新闻显示美国法院裁定特朗普实施的大部分全球关税政策非法，9 月中旬美联储降息临近，10 月为重要政策窗口期。整体内外部环境依然对股市有所支撑，调整幅度或许有限。

图8： 上证综指周度换手率已逼近 2024 年 10 月



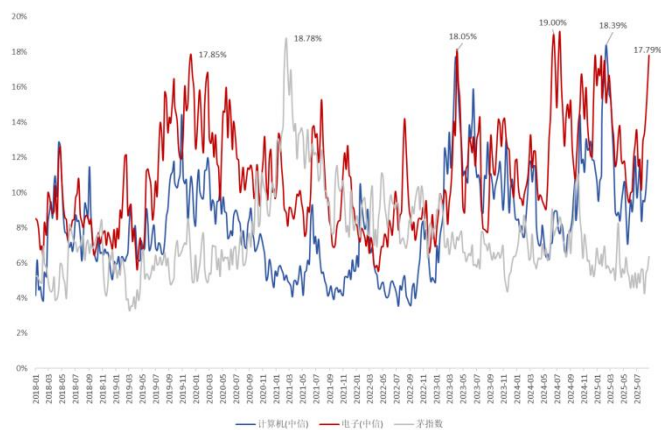
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图9： 深证成指周度换手率已逼近 2024 年 10 月



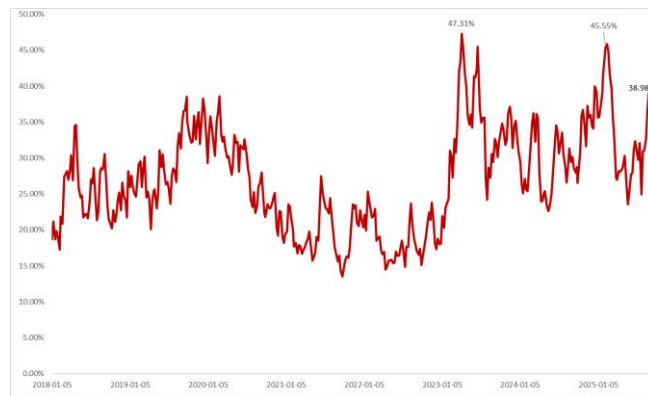
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10： 电子行业集中度达到 17.79%，临近历史高位



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11： TMT 行业集中度达到 38.98%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.3、权益策略：聚焦补涨板块

进入 9 月，AI 算力产业链上下游资金拥挤度较高，资金有望切换至补涨板块。

华为鸿蒙产业链：科技成长叠加自主可控题材，9 月催化较为密集。9 月建议关注催化密集的华为鸿蒙产业链。9 月 18-20 日，第十届华为全联接大会将在上海世博展览馆及世博中心举办。10 月 Mate 80 旗舰机有望发布。产业链催化较为密集。

鸿蒙生态持续壮大，向 IOS 安卓看齐。此前华为终端在官方微博宣布搭载鸿蒙 5 的终端数量正式突破 1000 万，已覆盖手机、平板、汽车、智能家居等多款华为产品，标志着鸿蒙生态具备了商业正循环的可行性。历届华为重要大会前后，板块出现超额收益的可能性较大。并且进入 9 月，产业链标的业绩披露期已过，板块催化在即，核心标的股价自 2024 年 10 月调整以来表现持续落后于市场，阶段性有望补涨。

消费：中报披露期结束、悲观预期基本兑现，双节临近，估值有望提升。5 月、6 月以来新消费品种在业绩披露前持续回调，与科技板块跷跷板效应明显。伴随科技板块涨幅过大、集中度较高，资金有望再次回流新消费板块。目前新消费板块经过两个多月调整，市场对 618 及部分中报低于预期个股反应充分。目前主流公司估值历史来看已经处于相对较低位置。中报至双 11 之间，新消费在较低估值及双 11 催化下有望迎来第二波机会。建议关注大众白酒、零食、饮料、宠物食品板块。

贵金属：受益于美国通胀回升及 9 月中旬美联储降息。就业数据偏弱，通胀数据虽然回升但依然符合预期，9 月中旬美联储降息为大概率事件。COMEX 黄金截至 8 月 30 日已突破 3500 美元每盎司，价格突破 2025 年 4 月以来横盘趋势。年内美联储有望降息 2 次，黄金上行趋势有望打开，国内上市公司股价有望跟涨。

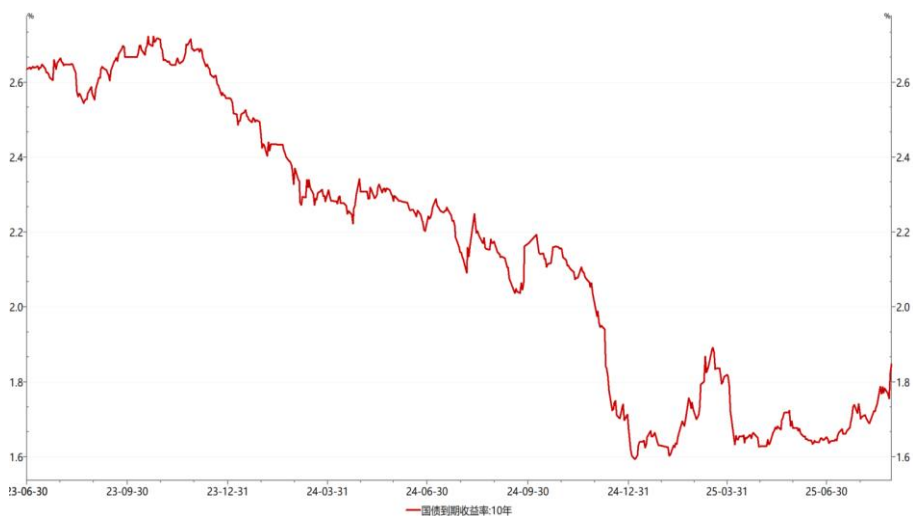
此外 CRO 板块估值仍相对历史低位、基本金属库存水位偏低、受益于美联储降息、化工白马长期受益于反内卷低估值，也有望受益。

1.4、债券策略：9 月份 10 年期国债收益率上行趋势或将延续，重点关注

债市调整风险

上月的月报中我们认为“反内卷”将作为下半年重点工作推进，8 月以来基本面也在持续改善，暂时没有降息的必要。这或将推动通胀预期以及国债收益率继续上行，不过从当前情势看，经济基本面或难有大幅改善的空间，仅靠供给侧改革或难以支撑国债收益率大幅上行，预计 8 月份 10 年期国债收益率在 1.8% 附近将面临较大压力。实际上我们也看到，8 月份，10 年期国债收益率由 1.7% 附近最高上行至 1.8% 附近，目前在 1.8% 附近震荡。

图12： 8 月份，10 年期国债收益率继续上行



资料来源：Wind，诚通证券研究所

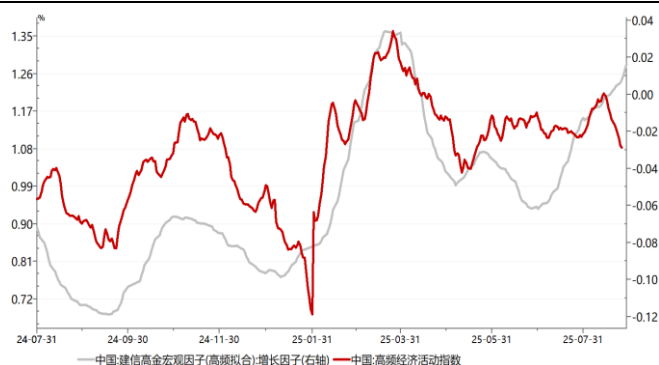
那么9月份国债收益率将怎么走？首先，此前支持国债收益率上行的一些动能目前看并没有发生明显变化，比如外部环境进一步明朗化，中美延长“关税休战”90天显示两国经贸关系走向“阶段性缓和”，这意味着在11月份谈判前，中国外部环境或维持稳定。

基本面看，8月以来，中国港口集装箱仍维持在相对高位，这表明8月份出口可能依旧有韧性。同时一些高频指标，如第一财经高频经济活动指数以及建信高金宏观因子均显示8月份宏观景气度较7月份有所提振，稳中有升。9月宏观基本面或能延续平稳向好运行。

股票市场表现或将成为债券市场边际变化的重要因素。若股票市场继续强势，带动情绪以及资金流入股市，国债收益率将进一步上行。

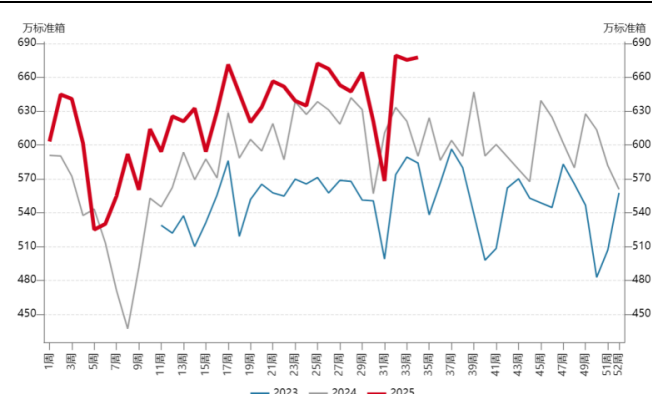
整体看，我们预计9月份10年期国债收益率上行趋势或将延续，若股票市场维持强势，10年期国债收益率短期有望上行至1.9%附近。

图13： 8月以来，高频指标稳中有升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14： 8月以来，中国港口集装箱吞吐量依旧维持高位



资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.5、财经日历

9月，国内需重点关注经济基本面动能是否继续减弱。7月经济数据波动较大，整体上呈现“生产稳定、内需减弱”的特征，基建、制造业、房地产投资增速不同程度下滑；消费同比增速从4.8%下降至3.7%，经济修复动能有所放缓。“反内卷”相关政策正逐步落地，其效果仍需持续跟踪观察。年底前政策面观察窗口较为密集，若三季度GDP数据有走弱预期，10月政治局会议有望提及增量经济政策。

海外需重点关注美联储9月利率决议。杰克逊霍尔央行年会上，美联储主席鲍威尔宣布，联储更新货币政策运行框架，以此应对过去五年经济环境的重大变化，包括通胀压力回升和短期利率远离零这一超低水平的新局面。这一框架更新反映出，美联储的政策较2020年新冠疫情时期有了重大转变。新框架取消了针对低利率环境的特殊表述，回归灵活通胀目标制，并放弃了此前的“补偿性”通胀策略，不再像2020年推出的框架那样刻意容忍通胀高于联储的长期目标水平。鲍威尔在央行年会的经济研讨会上表示，美联储“致力于采取有力行动确保长期通胀预期锚定”。此外，特朗普要求美联储理事库克辞职，库克已对此发起上诉，美联储面临政治压力上升。受此影响，美联储9月降息预期有所回温，市场预期年内至少降息2次。

表1： 未来一个月宏观及行业重要事件

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
9.1	9.2	9.3	9.4	9.5	9.6	9.7
上海合作组织 天津峰会	美国 8 月 ISM 制造业 PMI	天安门举行盛 大阅兵		美国 8 月就业 数据		
9.8	9.9	9.10	9.11	9.12	9.13	9.14
中国 8 月进出 口数据		中国 8 月金融 数据 中国 8 月通胀 数据	美国 8 月通胀 数据			
9.15	9.16	9.17	9.18	9.19	9.20	9.21
中国 8 月经济 运行数据			美联储利率决 议			
9.22	9.23	9.24	9.25	9.26	9.27	9.28
中国 9 月 LPR				美国 8 月 PCE 物价指数	中国 8 月工业 企业利润数据	
9.29	9.30	10.1	10.2	10.3	10.4	10.5
	中国 9 月官方 制造业 PMI	美国 9 月 ISM 制造业 PMI		美国 9 月就业 数据		

资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、经济基本面

2.1、短期扰动褪去，国内经济稳定

7月经济数据波动较大，整体上呈现“生产稳定、内需减弱”的特征。工业、服务业生产分别同比增长5.7%、5.8%；投资累计同比增速从2.8%下降至1.6%，其中基建、制造业、房地产投资增速不同程度下滑；消费同比增速从4.8%下降至3.7%。

经济修复动能放缓的原因有四方面。其一，受到高温多雨、季末效应消退等短期因素影响。其二，“两重”“两新”等政策衔接存在短期空档，7月形成的实物工作量偏弱。其三，经济主体信心仍不足，经济内生动能弱化，房地产市场、消费持续走弱。其四，“反内卷”下，部分行业生产、投资增速下滑。

随着短期影响因素消退，8月经济小幅改善，加上低基数，部分经济数据同比增速可能回升。但下半年整体上出口、财政前置效应减弱，加上9月之后将面临高基数，经济数据同比增速可能再次下降。

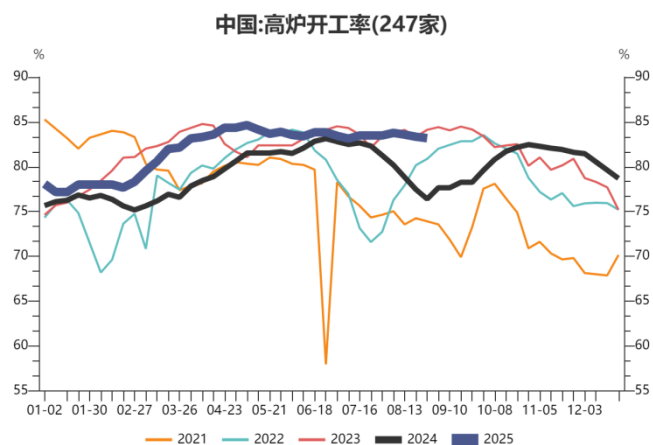
从高频数据看，需求端，港口集装箱吞吐量短暂下降后，又回升，整体仍高于上年同期，同比增速从上月的5.6%上升至5.9%，可比经济体韩国前20日出口同比增长7.6%，这说明出口仍较稳健。水泥发运率、沥青开工率高于上年同期，但水泥发运率同比增速从8%上升至12%，沥青开工率同比增速从23%小幅下降至17%。7月受多重因素影响，单月投资同比增速负增长，8月可能有所回升。新房、二手房销售继续下降，房地产市场依然较弱。随着第三批以旧换新资金下发，汽车销售有所恢复，但整个8月的增速仍下滑。8月1-24日，全国乘用车市场零售128.5万辆，同比去年8月同期增长3%，较上月同期增长3%。生产端，钢铁产业链平稳，高于上年同期，高炉开工率、粗钢产量同比增速分别从1%、-3.6%上升至59%、0.9%。汽车产业链平稳，基本持平于上年同期。PTA开工率大幅下降，且仍低于上年同期，同比增速从0.8%下降至-8.8%。

图15： 7月中国经济波动较大

一级指标	二级指标	三级指标	预期差/7月预期值	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11
增长动力	GDP	GDP: 当季同比(%)	--	--	5.2	--	--	5.4	--	--	5.4	--
	消费	社会消费品零售: 当月同比(%)	● 4.9	3.7	4.8	6.4	5.1	5.9	4.0	--	3.7	3.0
	投资	固定资产投资: 累计同比(%)	● 2.7	1.6	2.8	3.7	4.0	4.2	4.1	--	3.2	3.3
		——房地产	● -11.5	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8	--	-10.6	-10.4
		——采矿业	--	3.0	3.4	5.8	6.3	5.6	4.7	0.0	10.5	10.3
		——制造业	● 7.2	6.2	7.5	8.5	8.8	9.1	9.0	--	9.2	9.3
		——基建	● 6.6	7.3	8.9	10.4	10.9	11.5	10.0	--	9.2	9.4
	房地产	商品房销售面积: 累计同比(%)	--	-4.0	-3.5	-2.9	-2.8	-3.0	-5.1	0.0	-12.9	-14.3
		房屋新开工面积: 累计同比 (%)	--	-19.4	-20.0	-22.8	-23.8	-24.4	-29.6	0.0	-23.0	-23.0
		70城二手住宅价格: 当月同比 (%)	--	-5.9	-6.1	-6.3	-6.8	-7.3	-7.5	-7.8	-8.1	-8.5
		土地购置费: 累计同比 (%)	--	0.0	-7.0	-7.1	-5.9	-4.5	-0.3	0.0	-8.7	-7.8
	对外贸易	进口: 当月同比(%)	● 0.1	4.1	1.1	-3.4	-0.3	-4.4	1.5	-16.3	0.8	-4.0
		出口: 当月同比(%)	● 5.9	7.2	5.9	4.7	8.1	12.3	-3.1	5.9	10.7	6.6
		贸易差额(亿美元)	● 1,014.7	982.4	1147.5	1031.4	960.1	1024.7	314.0	1381.8	1051.8	973.3
经济运行	生产	工业增加值: 当月同比(%)	● 5.8	5.7	6.8	5.8	6.1	7.7	5.9	--	6.2	5.4
	景气度	PMI(%)	● 49.5	49.3	49.7	49.5	49.0	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3
	就业	失业率(%)	● 5.2	5.2	5.0	5.0	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0
	价格	CPI(%)	● -0.14	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20
		PPI(%)	● -3.39	-3.60	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50
金融信贷	信贷融资	人民币贷款: 新增 (亿元)	● -150.0	-500	22400	6200	2800	36400	10100	51300	9900	5800
		人民币贷款余额: 同比 (%)	● 7.1	6.9	7.1	7.1	7.2	7.4	7.3	7.5	7.6	7.7
		社融存量: 同比 (%)	● 9.1	9.0	8.9	8.7	8.7	8.4	8.2	8.0	8.0	7.8
	货币供应	M2: 同比(%)	● 8.3	8.8	8.3	7.9	8.0	7.0	7.0	7.0	7.3	7.1

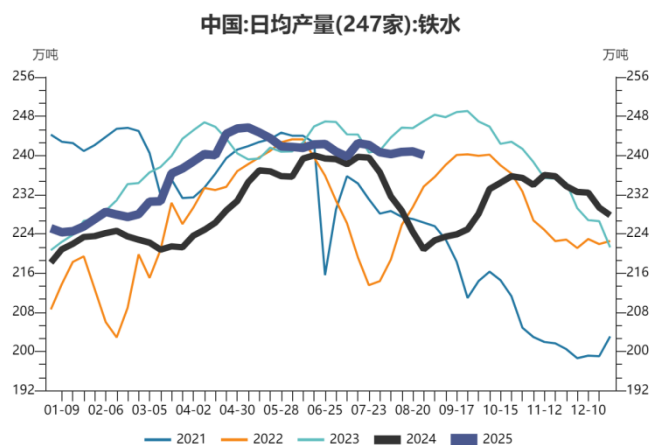
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图16： 高炉开工率高于上年同期



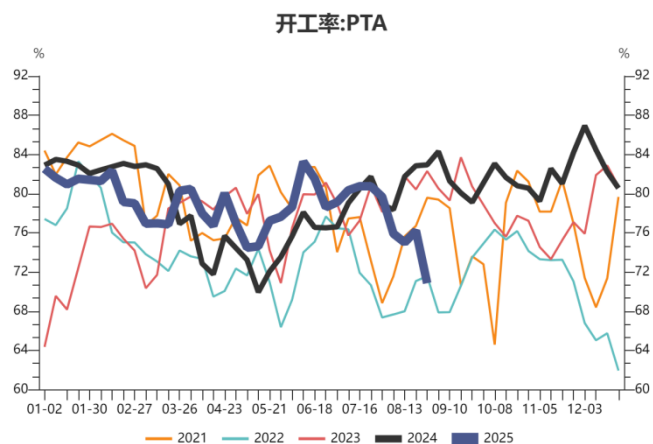
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图17： 铁水产品高于上年同期



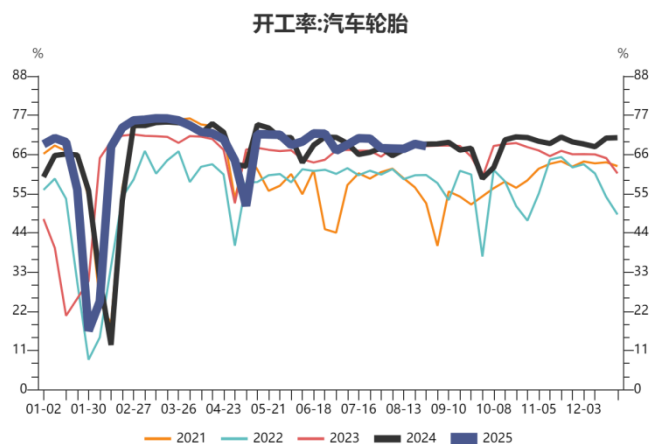
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图18： PTA 开工率大幅下降

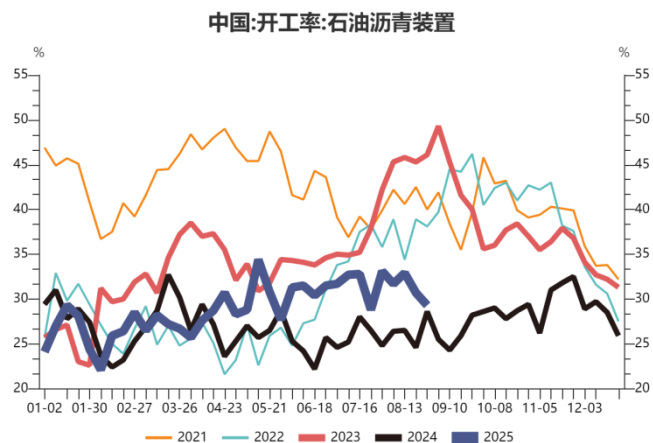


资料来源：Wind，诚通证券研究所

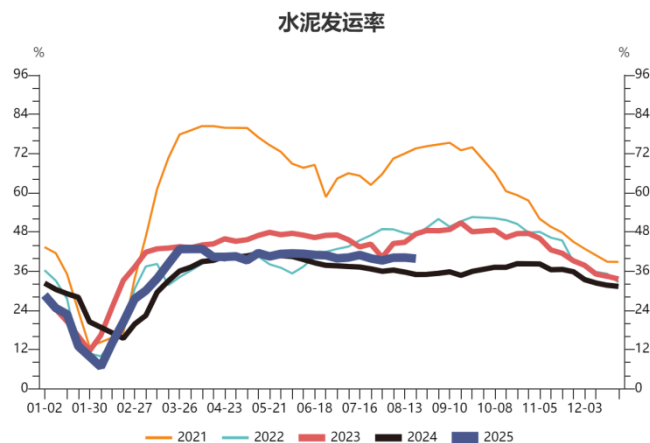
图19： 汽车产业链开工率平稳



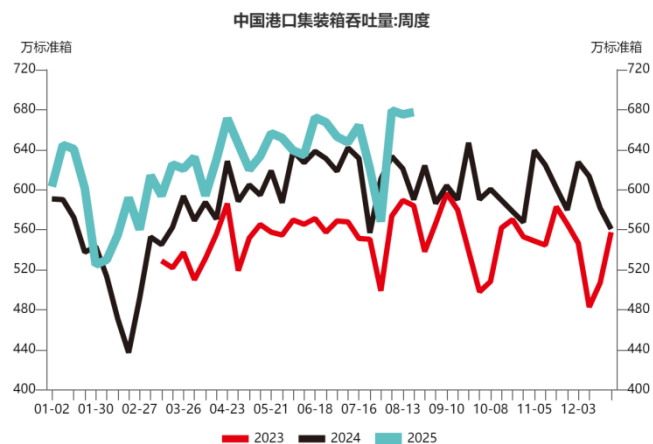
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图20： 沥青开工率高于上年同期

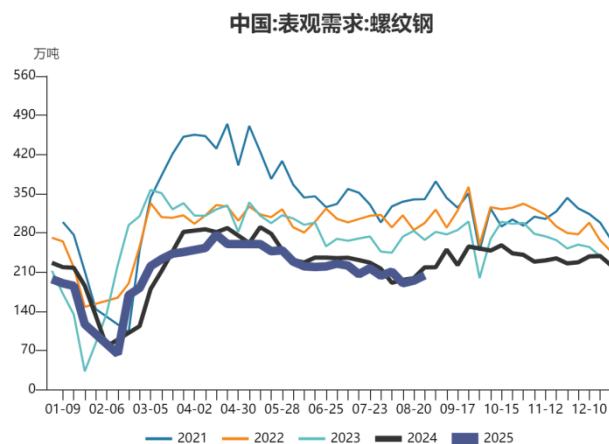
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图21： 水泥发运率高于上年同期

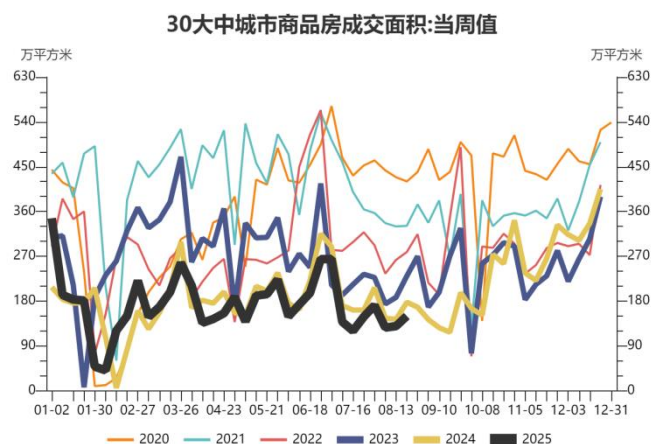
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图22： 集装箱吞吐量继续高于上年同期

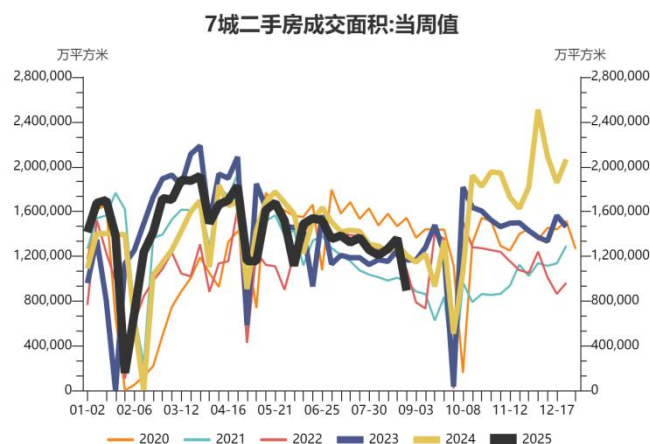
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图23： 螺纹钢需求较弱

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图24： 新房销售处于历史同期低位

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图25： 二手房销售回落

资料来源：Wind，诚通证券研究所

2.2、市场预期美联储将重启降息

关税对美国经济的影响有通胀预期、通胀实现、经济衰退、经济修复四个阶段。

第一阶段：通胀预期。关税影响下，通胀预期上升，存在“抢进口”，经济主体提前增加耐用品消费、资本开支，同时也会减少一些非必需品、服务消费。**第二阶段：通胀实现。**供应链压力增加，终端消费品价格带动物价上涨，中间品投入成本上升后续也会继续传导到终端消费品。**第三阶段：经济衰退。**通胀导致消费与资本开支下降，经济滞胀。**第四阶段：经济修复。**全球产业链重构，通胀下降，经济修复。

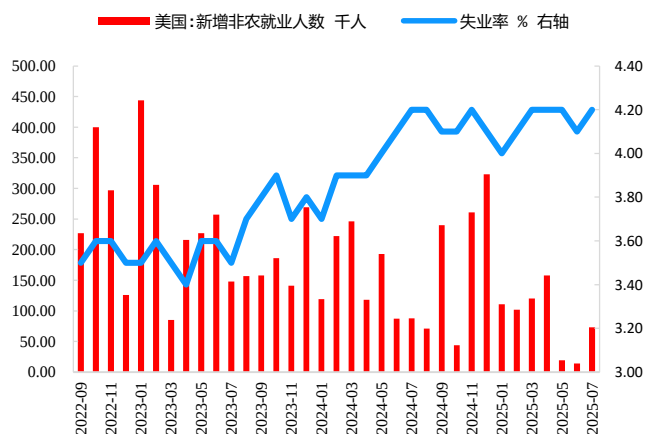
其中，关税对物价的传导存在三个路径：一是直接传导。目前关税的影响主要是体现了4月加征的基准关税，而且还没传导完全，8月新调整关税可能在四季度影响到物价。二是通过中间品传导。这个渠道相比直接传导影响更持久。三是溢出效应。通胀和薪资有可能螺旋形上升，一些非贸易品、服务价格，也可能因为劳工生活成本增加或者比价效应而上升。

关税对美国经济的影响处于第二阶段，通胀风险上升，就业风险仍不是很高。7月，美国核心CPI、PCE物价同比增速分别从2.9%、2.8%上升至3.1%、2.9%；受能源价格拖累，CPI、PCE物价同比增速分别保持在2.7%、2.6%；PPI环比、同比增速分别从0、2.4%上升至0.9%、3.3%；薪资同比增速维持在4%左右的高位。8月密歇根大学一年期通胀预期4.8%，高于7月的4.5%。

与此同时，经济整体稳定，失业率处于低位。虽然新增就业有所减弱，但由于劳动参与率下降以及新增移民减少导致新增劳动力供给也下降，最终7月失业率上升0.1个百分点至4.2%，仍处于低位，继续低于自然失业率。7月美国居民支出稳健，零售及个人消费支出均环比增长0.5%。8月29日，GDPNow预测三季度GDP季调环比折年率上升至3.5%，上半年均值为1.4%。

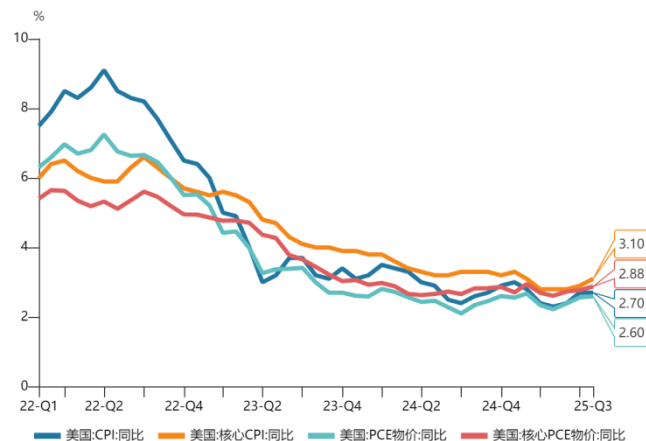
如果关税对美国的通胀开始显现，即使经济增速有所下滑，但只要不大幅低于潜在增速，产出缺口就不会大幅下降，失业率也只是小幅上升。此时，通胀上升的重要性将大于失业率小幅上升。市场预期美联储9月开启降息进程，需要警惕后续降息预期的变化，美联储可能进行少次预防性降息后停止降息。

图26： 美国就业市场仍很稳健



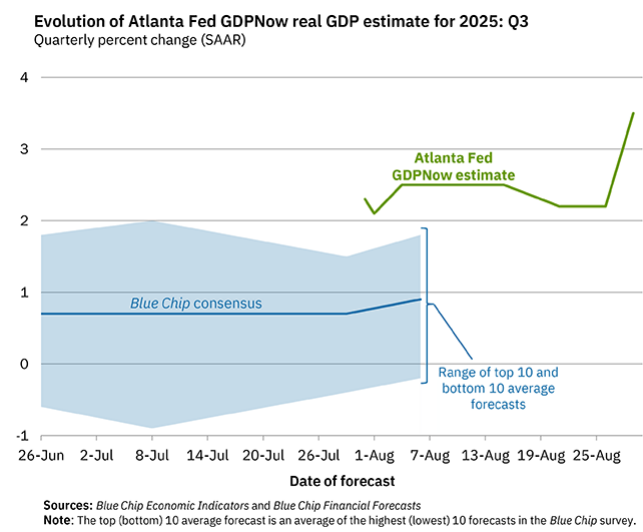
资料来源：Atlanta fed，诚通证券研究所

图27： 关税对美国通胀的影响逐渐显现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图28： 8月29日，GDPNow 预测三季度 GDP 季调环比折年率上升至 3.5%



资料来源：Atlanta fed，诚通证券研究所

图29： 市场仍预期美联储9月重启降息

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%	0.0%	86.4%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	48.0%	45.9%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.1%	46.3%	12.6%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.7%	43.0%	30.6%	7.2%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	32.9%	35.7%	16.9%	3.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	19.6%	34.0%	28.3%	11.5%	2.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	14.0%	28.8%	30.4%	17.7%	5.5%	0.8%
2026/7/29	0.0%	0.0%	1.1%	7.1%	19.7%	29.4%	25.5%	13.0%	3.7%	0.5%
2026/9/16	0.0%	0.5%	3.7%	12.6%	24.0%	27.7%	20.0%	8.9%	2.3%	0.3%
2026/10/28	0.1%	1.1%	5.5%	14.9%	24.7%	26.1%	17.8%	7.6%	1.9%	0.3%
2026/12/9	0.3%	2.0%	7.3%	16.8%	25.0%	24.5%	15.8%	6.5%	1.6%	0.2%

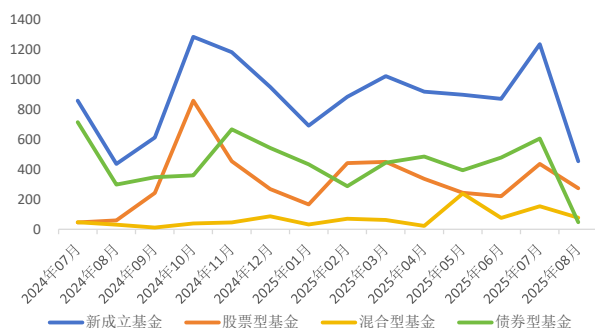
资料来源：CME Fedwatch，诚通证券研究所

3、微观流动性

8月新基金发行减少，权益类基金发行大幅增加，主要股东资金净流出减少。

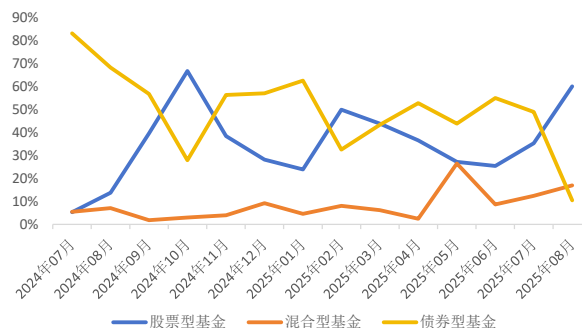
(1) 基金：8月新基金发行减少，权益类基金发行大幅增加。截至8月30日，共有158只新基金宣告成立，募集总规模约454.7亿元，较去年同期增加17.6亿元。从新基金类型来看，包括96只股票型基金，募集规模合计为273.8亿元，较去年同期增加213.7亿元；31只混合型基金，募集规模合计为77.1亿元，较去年同期增加46.3亿元；23只债券型基金，募集规模合计为47.7亿元，较去年同期减少251.2亿元。相对去年同期而言，股票型基金、混合型基金发行规模上升，债券型基金发行规模回落。

图30：8月新基金发行额较7月有所下降，同比小幅增加



资料来源：Wind，诚通证券研究所

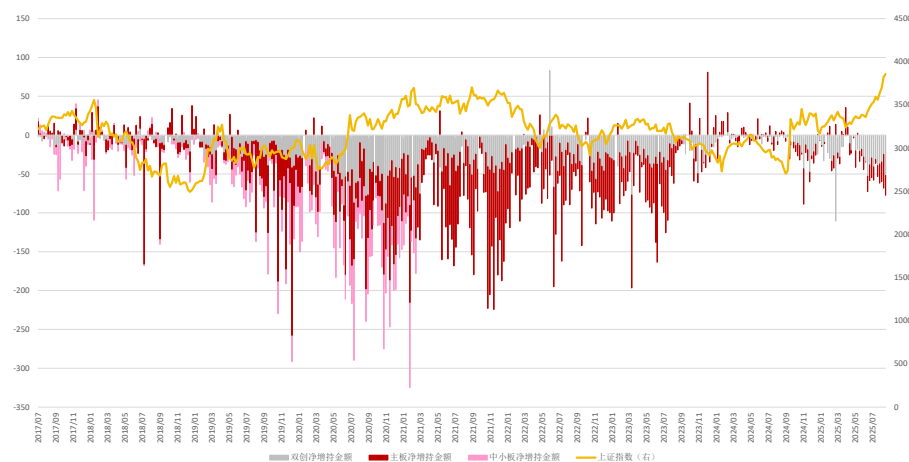
图31：股票型基金、混合型基金发行额占比上升，债券型基金发行额占比下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

(2) 主要股东资金：流出有所减少。截至8月29日，8月主要股东资金净流出310.1亿元，7月净流出329.3亿元，6月净流出231.1亿元。

图32：8月主要股东资金净流出减少



资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>