

国内经济维持偏弱，美联储开启新一轮降息

一、重要信息点评

1、8月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.2%、环比增长 0.37%，服务业生产指数同比增长 5.6%，社会消费品零售总额同比增长 3.4%、环比增长 0.17%。1-8 月份，全国固定资产投资同比增长 0.5%，其中制造业投资增长 5.1%，房地产开发投资下降 12.9%。

2、美国 8 月零售销售额环比增长 0.6%，连续第三个月超预期增长。经通胀调整后的实际零售销售同比增长 2.1%，实现连续第 11 个月正增长。

3、美联储如期降息 25 个基点，将联邦基金利率下调至 4.00%-4.25%，为年内首次降息，也是时隔 9 个月后重启降息。FOMC 声明指出，就业方面的下行风险已上升，今年上半年经济增长有所放缓，通胀有所上升。FOMC 声明后，美国利率期货预期美联储在 10 月降息可能性超 90%。交易员加大了对美联储今年至少再降息一次的押注。美联储主席鲍威尔表示，就业增长已放缓，就业下行风险上升，劳动力市场不如以前活跃，略有疲软。通胀最近有所上升，仍略微偏高。商品通胀已加速，服务通胀回落仍在继续。持续性通胀的风险需要加以管理，通胀风险倾向于上行。

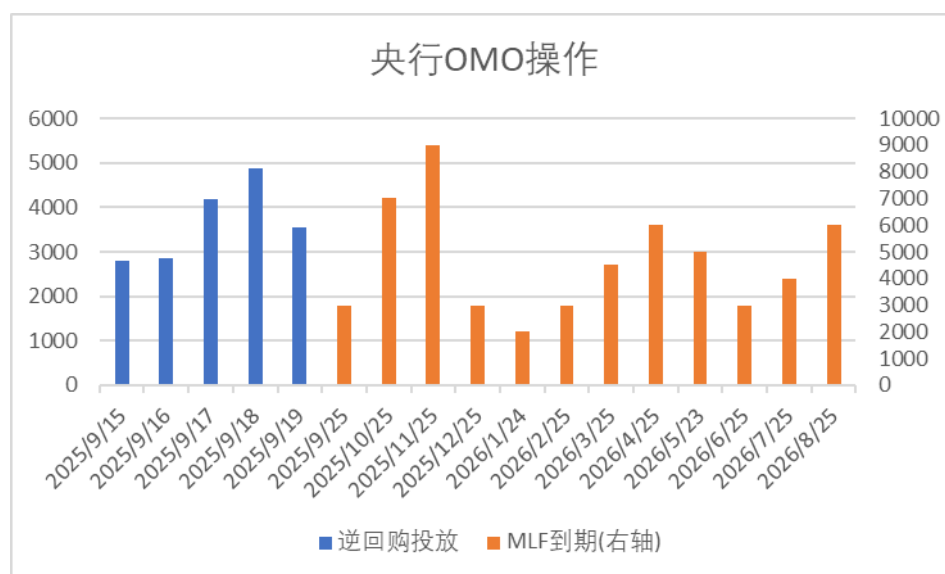
4、美国参议院以 48 票对 47 票的微弱优势，通过对米兰出任美联储理事的提名，美国总统特朗普签署有关任命文件。这意味着米兰能够参加周二开始的美联储议息会议，并拥有投票权。

5、美国上诉法院裁定，美联储理事库克可继续留任，驳回特朗普政府要求将其解雇的紧急申请。美国白宫发言人表示，特朗普政府将就法院阻止撤换美联储理事库克的裁决提出上诉。

6、商务部在例行新闻发布会上表示，关于 TikTok 问题，中方立场是一贯的，绝不会以牺牲原则立场、企业利益和国际公平正义为代价，寻求达成任何协议。对于欧盟对中国电车征收反补贴税，商务部表示，中方希望欧方不将关税武器化，消除市场壁垒。商务部还表示，对欧盟相关猪肉产品反倾销调查是应中国国内产业申请发起的。中方始终审慎、克制使用贸易救济措施。今年以来，中方未对欧盟发起任何原审调查。

- 7、美国总统特朗普和英国首相斯塔默签署美英科技合作协议。英国政府表示，美国科技公司对英国的投资可能帮助英国创造超过 5000 个工作岗位。
- 8、国家主席习近平同美国总统特朗普通电话，就当前中美关系和共同关心的问题坦诚深入交换意见，就下阶段中美关系稳定发展作出战略指引。通话是务实、积极、建设性的。习近平强调，美方应避免采取单方面贸易限制措施，防止冲击双方通过多轮磋商取得的成果。中方在 TikTok 问题上的立场是清楚的，中国政府尊重企业意愿，乐见企业在符合市场规则基础上做好商业谈判，达成符合中国法律法规、利益平衡的解决方案。希望美方为中国企业到美国投资提供开放、公平、非歧视的营商环境。
- 9、上海优化调整房产税政策，对于持居住证的人才，以及居住证满 3 年的居民家庭，首套房免税，人均 60 平方米以内的二套房免税。同时，外地户籍在获得二套房购房资格后，其税费政策和本地户籍的口径保持一致。
- 10、美国参议院民主党人阻止了共和党提出的临时拨款法案，该法案原本旨在将政府资金维持到 11 月下旬。这使得双方必须在两周内进行最后时刻的谈判，以避免政府停摆。
- 11、美国总统特朗普签署行政令，大幅改革 H-1B 签证项目，要求申请人缴纳 10 万美元费用，否则不得入境。这一新规将于美东时间 9 月 21 日凌晨 00:01 生效。律师建议已经拿到 H-1B 签证的申请者在 9 月 21 日之前回到美国，在美国境内的 H-1B 签证持有者近期尽量不要随便进出美国。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

上周央行 OMO 投放 18268 亿, 同时到期 12645 亿, 共计净投放 5623 亿。此外, 9 月 MLF 到期量为 3000 亿。

	2025/9/12	2025/9/5	2025/8/31	2025/6/30	2024/9/12	环比变化
高炉开工率	83.85	80.38	83.18	83.84	77.65	↗
	2025/9/10	2025/9/3	2025/8/31	2025/6/30	2024/9/10	环比变化
水泥沥青开工率	34.9	28.1	29.3	31.5	25.5	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

生产数据方面, 上周高炉开工率回升, 同时水泥沥青开工率上行。

	2025/9/7	2025/8/31	2025/7/31	2025/6/30	2024/9/7	环比变化
土地成交面积	1256.8024	1374.7357	1239.1292	1805.7561	1677.2874	↘
土地成交溢价率	4.37	1.74	9.65	7.95	3.55	↗
商品房成交面积	19.228199	26.40739586	25.40765486	51.02854029	17.64041214	↘
一线商品房成交面积	4.894860429	7.593141571	7.581600143	15.26779971	5.254631714	↘
二线商品房成交面积	9.405543143	13.78756257	13.47445557	27.92684029	8.696598429	↘
三线商品房成交面积	4.927795429	5.026691714	4.351599143	7.833900286	3.689182	↘
二手房价格	152.14	152.68	153.38	153.8	162.07	↘
一线二手房价格	191.24	191.51	193.26	194.64	200.96	↘
二线二手房价格	140.87	141.73	142.23	142.73	152.98	↘
三线二手房价格	131.81	132.31	132.85	133.42	140.93	↘
四线二手房价格	114.61	114.64	114.89	114.93	117.7	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

地产数据方面, 土拍面积回落背景下溢价率回升, 同时商品房成交面积下行, 二手房价格走弱, 地产数据表现不佳。

	2025/8/31	2024/8/31	2023/8/31	2022/8/31	2021/8/31	同比
厂家批发: 当月累计值	2409073	2128236	2275965	1813878	1272080	13.20%
厂家零售: 当月累计值	1952086	1910044	1895146	1736661	1226197	2.20%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

汽车销量方面, 25 年 7 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 13.20%及 2.20%, 汽车销量维持较高水平。

	2025/9/7	2025/8/31	2025/7/31	2025/6/30	2024/9/7	环比变化
集装箱吞吐量	664.6	659	620.9	667.3	624	↗
	2025/9/13	2025/9/6	2025/8/31	2025/6/30	2024/9/13	
CCFI指数	1125.3	1149.14	1156.32	1369.34	1818.31	↘
CICFI指数	641.6	656.75	667.37	689.78	805.92	↘
	2025/9/30	2025/8/31	2025/7/31	2025/6/30	2025/5/31	
韩国前十日出口	3.8	-4.4	9.3	4.9	-23.8	↗
韩国前二十日出口	#N/A	7.6	-2.3	8.3	-2.5	----
韩国出口	#N/A	1.3	5.9	4.3	-1.3	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

进出口数据方面, 上周出口运价走弱, 同时韩国 9 月前十日出口数据有所回升。

	2025/9/12	2025/9/5	2025/8/31	2025/6/30	2024/9/12	环比变化
农产品价格	118.31	117.93	116.99	112.49	131.96	↗
猪肉价格	19.88	19.84	19.94	20.28	27	↗
粮油价格	113.29	113.2	113.2	112.57	114.4	↗
蔬菜价格	5.07	5.13	4.94	4.35	6.08	↘
水果价格	6.75	6.94	6.85	7.41	7.24	↘
PTA价格	4624	4624	4778	5024	4990	----
涤纶长丝价格	6860	6860	6900	7150	7330	----
聚酯切片价格	5745	5745	5870	5905	6420	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

价格数据方面, 农产品价格上周有所回升。其中, 蔬菜水果价格下行, 同时猪肉价格升至 19.88 元。纤维方面价格持平。反内卷政策推升通胀预期带动食品价格有所回升。

	2025/9/19	2025/9/12	2025/8/31	2025/6/30	2024/9/19	环比变化
煤炭价格	704	680	690	621	865	↗
石油价格	66.68	66.99	68.12	67.61	74.88	↘
铜杆价格	80740	81560	80170	80660	75530	↘
铝价	20840	21050	20720	20720	19890	↘
钢材价格	93.69	92.61	94.02	89.51	90.9	↗
沥青价格	3520	3530	3510	3815	3510	↘
水泥价格	102.82	102.19	104.89	111.78	115.66	↗
MDI价格	14900	15100	15200	15300	18000	↘
浮法玻璃价格	1194.7	1194.7	1190.8	1200	1318.8	----
工业品指数	3630.65	3596.01	3614.83	3523.57	3632.05	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所上行, 其中煤价、钢材价格及水泥价格回升, 油价、铜价、铝价、沥青价格及 MDI 价格则有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	-1.40	-2.12	-11.51
COMEX黄金	0.90	5.78	40.83
LME铝	-0.50	2.31	4.88
LME铜	-0.71	0.95	14.01
CBOT玉米	-1.34	0.95	-7.47
CBOT大豆	-1.94	-2.70	1.53
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	3.41	-19.58	-1083.73
美元兑离岸人民币	-41.00	-25.00	-2155.00
美元兑日元	31.05	91.65	-930.40

	2025/9/19	2025/9/13	2025/8/31	2025/1/1
ICE布油	66.05	66.88	67.46	74.83
COMEX黄金	3719.4	3680.7	3516.1	2639.3
	2025/9/19	2025/9/13	2025/8/31	2025/1/1
美元指数	97.6519	97.6178	97.8477	108.4892
美元兑离岸人民币	7.1196	7.1237	7.1221	7.3351
美元兑日元	147.9705	147.66	147.054	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面，上周各类期货价格有所下行，其中黄金涨幅最大，大豆跌幅最大。ICE 布油收于 66.05 美元，跌 1.40%，COMEX 黄金收于 3719.4 美元，涨 0.90%。

上周美元指数上行 3.41BP，虽然美联储开启新一轮降息周期，但此前市场预期较为充分，而议息会议上美联储官员对后续降息的指引低于市场预期使得美元有所回升。在此背景下人民币上周升值 41 个基点，日元贬值 31.05 个基点。

三、 市场表现回顾

a) 基金市场

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型基金	股票型基金	主动股票	偏股混合型基金	灵活配置型基金	平衡混合型基金	FOF基金	总计
上周	数量	27	12	1	27	2	6	0	0	0	61
	发行规模(亿元)	486.21	36.79	14.67	187.70	0.21	35.89	0.00	0.00	0.00	724.47
上上周	数量	6	6	0	18	0	13	0	0	3	40
	发行规模(亿元)	26.96	26.96	0.00	137.52	0.00	39.98	0.00	0.00	13.48	217.94
本月以来	数量	37	22	2	68	2	29	0	0	3	139
	发行规模(亿元)	545.62	96.20	14.77	441.84	0.21	202.42	0.00	0.00	13.48	1218.14
基金申报情况											
	普通混合	股票型	股票指数	ETF	联接	定开债	中短债	债券指数	其他债券	FOF	总计
上周	11	1	9	8	4	0	0	0	1	2	36
上上周	19	1	2	11	2	0	0	0	5	3	43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 36 支，其中普通混合型基金 11 支，债券类基金（1 支）少于股票类基金（22 支），FOF 基金申报 2 支。发行一边，上周基金共计发行 724.47 亿，其中股票型基金发行规模有所回升。

b) 股票市场

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	-1.98	-2.24	8.38
沪深300	-0.44	0.11	14.41
万得全A	-0.18	0.34	23.65
中证500	0.32	1.79	25.23
偏股混合型基金指数	0.67	2.47	31.45
科创50	1.84	1.59	37.79
中小板指	1.99	3.30	25.93
创业板指	2.34	6.95	44.33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

A 股表现来看，上周主要板块有所分化，其中上证 50 跌 1.98%，跌幅最大；创业板涨 2.34%，涨幅最大。国内经济数据表现不佳但海外开启降息周期，在此背景下 A 股出现了一定的震荡。偏股基金指数涨 0.67%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市盈率指数	-2.63	-1.89	8.68
低市净率指数	-2.28	-2.65	6.50
绩优股指数	-2.24	2.61	24.44
大盘指数	-0.57	0.24	15.06
高市净率指数	-0.34	-0.26	36.10
小盘指数	0.28	0.14	26.43
茅指数	1.20	1.98	21.46
高市盈率指数	1.20	1.39	31.49

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

A 股各风格指数中, 高 PE 指数涨 1.20%, 表现最好; 低 PE 指数跌 2.63%, 表现最差。市场风格小盘成长占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
银行	-4.21	国防军工	-9.49	煤炭	-5.83
有色金属	-4.02	非银金融	-8.18	食品饮料	-3.37
非银金融	-3.66	银行	-5.31	石油石化	-2.63
钢铁	-2.95	计算机	-4.30	公用事业	0.31
农林牧渔	-2.70	石油石化	-3.46	交通运输	0.71
机械设备	2.23	电子	4.30	机械设备	36.11
汽车	2.95	机械设备	4.38	综合	43.00
电子	2.96	传媒	4.55	电子	44.29
电力设备	3.07	房地产	5.16	有色金属	51.05
煤炭	3.51	电力设备	11.28	通信	64.09

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 13 个上涨, 18 个下跌。其中, 国内煤价上涨带动煤炭行业涨 3.51%, 涨幅最高。此外, 美联储开启新一轮降息周期背景下成长板块表现较好, 其中电力设备、电子、汽车及机械设备分别涨 3.07%至 2.23%不等, 涨幅居前。另一方面, 国内经济数据维持偏弱使得顺周期板块承压, 其中银行、有色、非银金融及钢铁分别跌 4.21%至 2.95%不等, 跌幅居前。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
恒生指数	0.59	5.35	32.33
恒生科技指数	5.09	10.93	40.87

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

港股方面, 恒生指数涨 0.59%, 恒生科技指数涨 5.09%。美联储开启新一轮降息周期背景下港股有所上行。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
道琼斯工业指数	1.05	1.69	8.36
标普500	1.22	3.16	13.31
纳斯达克指数	2.21	5.48	17.20

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

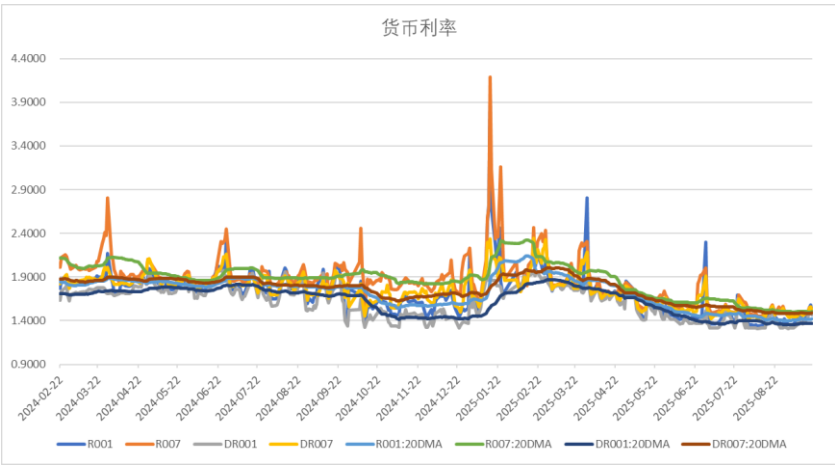
美股方面上周有所上行，三大指数中道琼斯指数涨 1.05%，表现最差；纳斯达克指数涨 2.21%，表现最好。9 月 FOMC 上美联储开启新一轮降息周期，在此背景下美股有所回升。需要注意的是，随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战，全球经济均会面临一定影响，关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
英国富时100	-0.72	0.32	12.77
胡志明指数	-0.52	-1.40	30.93
德国DAX	-0.25	-1.10	18.74
法国CAC40	0.36	1.94	6.41
台湾加权指数	0.41	5.55	11.04
日经225	0.62	5.45	12.91
印度SENSEX30	0.88	3.53	5.74
韩国综合指数	1.46	8.14	43.58

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

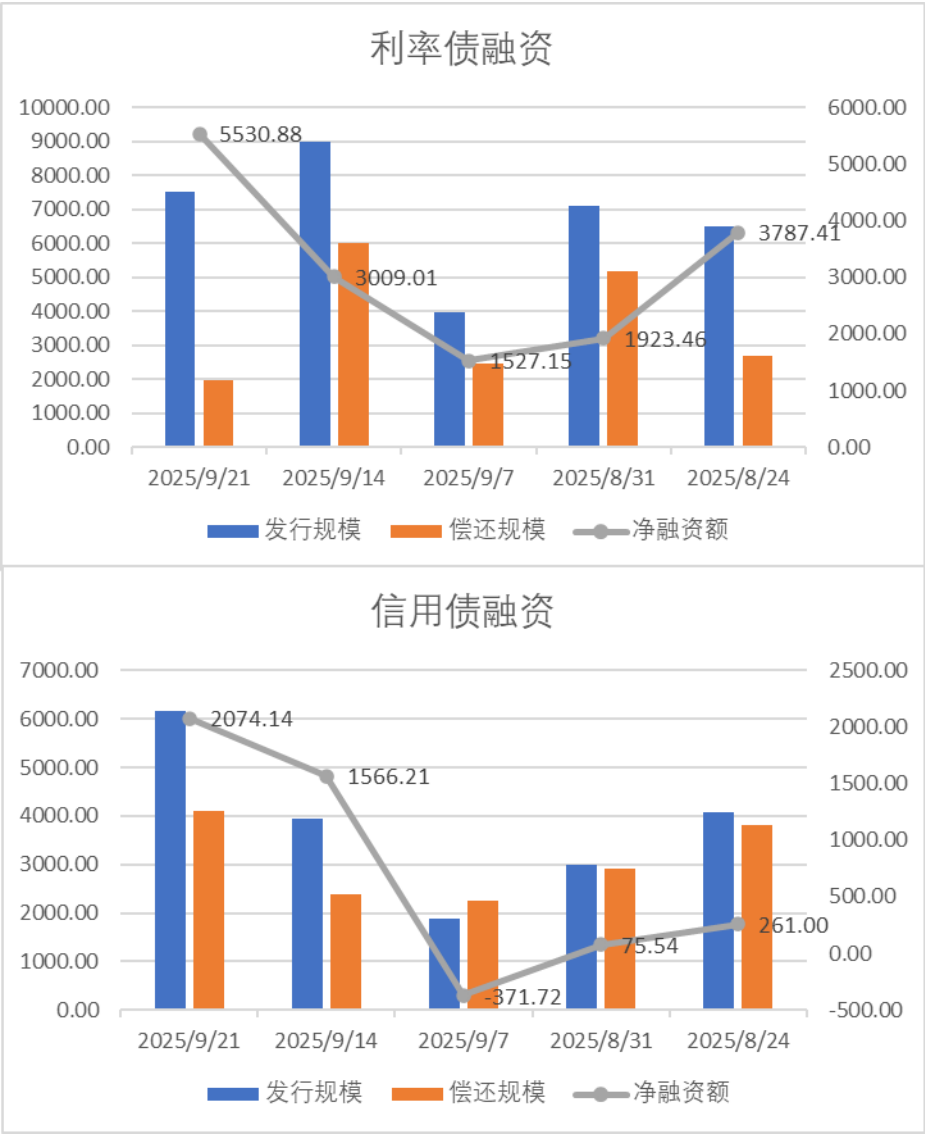
其他海外市场方面，英国市场跌 0.72%，表现最差；韩国市场涨 1.46%，表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

a) 债券市场



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

上周货币市场利率有所走平，DR001 二十日均值维持 1.37%，资金面较上上周变化不大。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

债券融资方面，上周利率债净融资额 5530.88 亿，维持大额净发行；信用债净融资额 2074.14 亿，较此前有所增加。上周债券净发行量有所上升。

收益率					期限利差				信用利差			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	1.39	1.51	1.62	1.88	国债	12.24	10.62	26.03	国债	-	-	-
国开债	1.63	1.78	1.79	2.03	国开债	15.43	1.25	23.36	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.69	1.88	2.04	-	AAA信用债	18.84	15.44	-	AAA信用债	6.72	10.13	24.32
AA+信用债	1.77	1.97	2.20	-	AA+信用债	20.34	22.82	-	AA+信用债	13.91	18.82	40.39
AA信用债	1.83	2.12	2.45	-	AA信用债	29.34	32.82	-	AA信用债	19.91	33.82	65.39
AA-信用债	2.27	2.90	3.34	-	AA-信用债	63.34	43.82	-	AA-信用债	63.91	111.82	154.39

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-1	2	0	1	国债	3	2	-1	8	国债	31	33	20	20
国开债	5	4	-2	0	国开债	9	10	4	17	国开债	42	35	33	30
AAA信用债	-2	0	2	-	AAA信用债	-1	2	5	-	AAA信用债	1	13	16	-
AA+信用债	-2	0	2	-	AA+信用债	0	2	9	-	AA+信用债	-2	7	16	-
AA信用债	0	1	2	-	AA信用债	3	5	6	-	AA信用债	-5	6	16	-
AA-信用债	0	1	2	-	AA-信用债	3	8	6	-	AA-信用债	-44	-20	-7	-

收益率分位数					期限利差分位数				信用利差分位数			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	0.10	0.16	0.13	0.15	国债	0.19	0.16	0.88	国债	-	-	-
国开债	0.14	0.16	0.16	0.15	国开债	0.23	0.10	0.61	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.05	0.11	0.13	-	AAA信用债	0.34	0.34	-	AAA信用债	0.00	0.00	0.08
AA+信用债	0.05	0.10	0.14	-	AA+信用债	0.33	0.38	-	AA+信用债	0.00	0.00	0.11
AA信用债	0.06	0.10	0.20	-	AA信用债	0.34	0.46	-	AA信用债	0.00	0.06	0.15
AA-信用债	0.04	0.07	0.08	-	AA-信用债	0.62	0.63	-	AA-信用债	0.00	0.03	0.07

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日. 分位数为过去 5 年分位数。

债券市场方面, 上周主要债券中, 信用债利率短端下行长端上行, 其中 1YAAA 及 AA+ 下行 2BP, 下行幅度最大。同时利率债出现了一定的震荡上行, 其中 1Y 国开债上行 5BP, 上行幅度最大。一方面, 国内经济数据表现不佳; 另一方面, 市场风险偏好维持较高水平压制债市表现, 在此背景下上周利率震荡上行。往后看, 虽然美国关税政策对国内出口形成一定压制, 但国内反内卷政策近期明显推升通胀预期, 后续关注政策落地对通缩的实际改善效果。

上周以来期限利差变动				本月以来期限利差变动				今年以来期限利差变动			
	3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y
国债	3	-1	1	国债	-1	-3	9	国债	2	-12	0
国开债	-1	-6	2	国开债	1	-7	14	国开债	-7	-2	-3
AAA信用债	1	2	-	AAA信用债	3	3	-	AAA信用债	12	3	-
AA+信用债	1	2	-	AA+信用债	2	7	-	AA+信用债	9	9	-
AA信用债	0	1	-	AA信用债	2	1	-	AA信用债	11	10	-
AA-信用债	0	1	-	AA-信用债	5	-2	-	AA-信用债	24	13	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面, 上周利差大体走阔, 30 年国债利率升至 2.20, 大部分券种期限利差维持较低分位数区间。

上周以来信用利差变动				本月以来信用利差变动				今年以来信用利差变动			
	1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y
AAA信用债	-7	-4	4	AAA信用债	-10	-8	1	AAA信用债	-41	-22	-17
AA+信用债	-7	-4	4	AA+信用债	-9	-8	5	AA+信用债	-44	-29	-17
AA信用债	-5	-3	4	AA信用债	-6	-5	2	AA信用债	-47	-29	-17
AA-信用债	-5	-3	4	AA-信用债	-6	-2	2	AA-信用债	-86	-55	-40

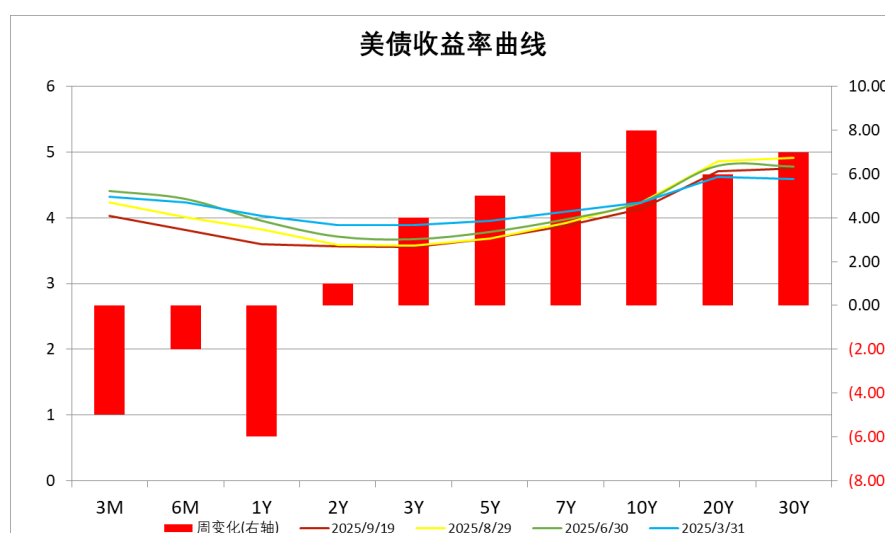
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面, 上周短端收窄长端走阔。历史来看, 信用债利差分位数维持历史极低区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1.60	1.66	1.78	--	--
国有银行	1.57	1.59	1.65	1.68	1.68
股份银行	1.58	1.57	1.66	1.68	1.68
城商行	1.62	1.65	1.76	1.71	1.76
农商行	1.65	1.70	1.83	1.77	1.75
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1	4	6	--	--
国有银行	0	1	1	1	1
股份银行	3	1	1	2	0
城商行	4	5	2	-1	-2
农商行	4	7	7	7	-9
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	339.1	3559	2713.7	910.5	2249.9
国有银行	94	2054	371	366	1672
股份银行	171	342	957	99	354
城商行	57	1088	1278	272	170
农商行	17	75	108	173	55

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

同业存单方面, 上周发行利率有所上行, 其中发行规模最多的 3M 国有银行上行 1BP, 为 1.59%; 1Y 国有银行上行 1BP, 为 1.68%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

美债方面, 上周利率短端下行长端上行, 其中 10Y 上行 8BP, 上行幅度最大。一方面, 美联储开启新一轮降息周期推动短端利率下行; 另一方面, 美联储官员

在 FOMC 上对后续降息的指引不及市场预期叠加美国政府面临一定的停摆风险，长端利率有所上行。同时，随着关税政策大面积落地，后续关注国际政治环境扰动下美国经济能否平稳落地。

四、 资产配置观点

4.1.1 国内经济维持偏弱，美国如期降息 25BP

上周，国内公布 8 月经济数据，其中工业增加值、制造业投资、地产投资及社零均低于市场和上月数值，显示我国经济基本面仍面临一定的下行压力。往后看，国际方面虽然中美关系短期有所缓和，但长期来看逆全球化仍将继续。内需方面，随着地产政策继续放松，同时生育补贴有所加码，对经济增速能够形成一定支撑，但幅度有待观察，海外不确定性加大背景下经济基本面仍将持续波动。海外方面，美国发布 8 月零售数据，由 7 月的 4.43% 下降至 3.5%，但仍然维持一定的韧性。贸易冲突方面，中美领导人进行了电话沟通，表明中美关系有所缓和，但后续可能仍会面临一定波动。降息预期方面，美联储召开 9 月 FOMC 会议并如期降息 25BP，符合市场预期。然而，会议上美联储官员对后续降息的指引较市场预期略微偏低，在此背景下 10 月降息预期有所下降，目前市场预测 10 月降息 25BP 的概率为 92%。

指标(2025/08/31)	预测值	实际值		2025/7/31
PMI	49.25	49.4	↗	49.30
工业增加值:当月同比	5.75	5.2	↘	5.70
GDP:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	1.29	0.5	↘	1.60
制造业投资:累计同比	5.43	5.1	↘	6.20
基建投资:累计同比	5.44	5.42	↘	7.29
地产投资:累计同比	-12.4	-12.9	↘	-12.00
社会消费品零售总额:当月同比	3.82	3.4	↘	3.70
出口金额:当月同比	5.92	4.4	↘	7.10
进口金额:当月同比	3.26	1.3	↘	4.10
社会融资规模:当月值	24873.33	25668	↗	11,320.00
社融规模:同比	8.85	8.8	↘	9.00
人民币贷款:当月值	5813.75	5900	↗	-500.00
人民币贷款:同比	6.82	6.6	↘	6.80
M1:同比	5.87	6	↗	5.60
M2:同比	8.68	8.8	↗	8.80
CPI:当月同比	-0.2	-0.4	↘	0.00
PPI:当月同比	-2.88	-2.9	↘	-3.60
1年存款利率(央行)	----	1.5	----	1.50
1年贷款利率(央行)	----	4.35	----	4.35
美元兑人民币汇率	----	7.1750048	----	7.17

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

美国经济指标	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	趋势
实际GDP(同比)	----	----	----	3.30	----	----	-0.50	----	----	2.40	----	拐头向上
PMI	----	48.70	48.00	49.00	48.50	48.70	49.00	50.30	50.90	49.30	48.40	震荡下行
消费者信心	55.40	58.20	61.70	60.70	52.20	52.20	57.00	64.70	71.70	74.00	71.80	震荡下行
零售	----	3.50	4.43	4.15	3.15	5.19	4.76	-0.14	5.07	4.66	4.03	震荡下行
房地产	32.00	32.00	33.00	32.00	34.00	40.00	39.00	42.00	47.00	46.00	46.00	震荡下行
耐用品订单	----	----	-2.76	-9.99	16.54	-6.64	7.56	0.96	0.22	0.77	-1.68	震荡下行
CPI	----	2.90	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00	2.90	2.70	拐头向上
核心CPI	----	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	3.30	3.20	3.30	↗
PCE	----	----	2.60	2.56	2.39	2.23	2.34	2.68	2.56	2.60	2.46	↗
核心PCE	----	----	2.88	2.77	2.73	2.61	2.70	2.95	2.71	2.86	2.83	↗
非农就业	----	22.00	79.00	-13.00	19.00	158.00	120.00	102.00	111.00	323.00	261.00	震荡下行
失业率	----	4.30	4.20	4.10	4.20	4.20	4.20	4.10	4.00	4.10	4.20	震荡上行
职位空缺率	----	----	4.30	4.40	4.60	4.40	4.30	4.50	4.70	4.50	4.80	震荡下行
时薪增速	----	0.27	0.33	0.22	0.42	0.17	0.33	0.20	0.42	0.20	0.37	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

4.2 股票市场观点

4.2.1 五年分位数角度，目前 A 股估值处于偏低水平。

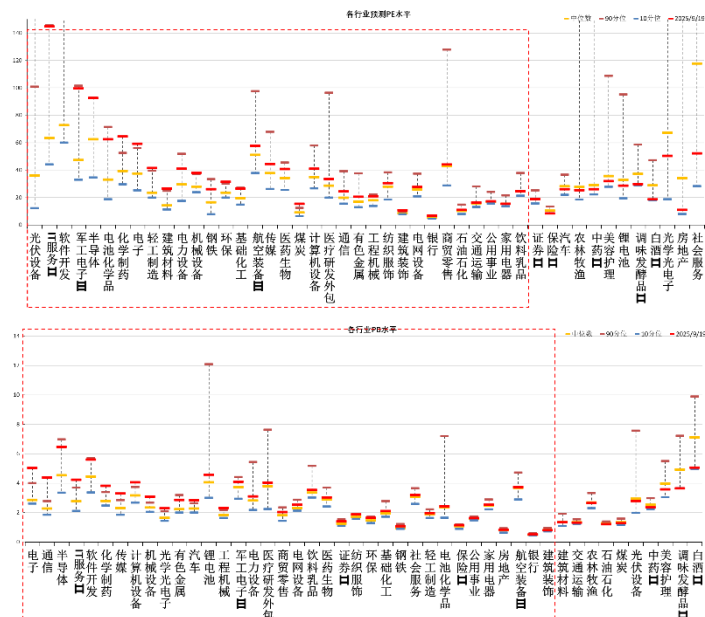
近期万得全 A 预测 PE16.88 倍，处于 80%分位水平，股权溢价率 2.50%，处于 33%分位水平。市场估值分位数位于偏高区间。

指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	11.58	10.80	1.26	6.61	0.81	0.82	0.52	0.33
沪深300	13.96	12.14	1.45	5.14	0.81	0.79	0.63	0.35
中小板指	28.15	18.87	3.00	1.53	0.59	0.56	0.43	0.52
创业板指	43.40	28.01	5.40	0.28	0.59	0.60	0.60	0.54
中证500	34.20	22.80	2.27	0.90	1.00	0.97	1.00	0.15
万得全A	22.10	16.88	1.80	2.50	0.90	0.80	0.70	0.33

指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	12.04	1.23	4.17	0.82	0.87	0.00
标普500	29.51	5.49	-0.75	0.83	1.00	0.10
纳斯达克指	43.17	7.33	-1.82	0.68	1.00	0.27
德国DAX	18.91	2.02	----	0.78	0.96	----
法国CAC4	18.00	2.01	----	0.71	0.92	----
英国富时1	19.81	2.00	----	0.79	0.99	----
韩国综合指	15.91	1.15	----	0.58	0.80	----
台湾加权指	20.04	1.84	----	0.70	0.05	----
日经225	20.62	2.19	----	0.67	0.98	----
胡志明指数	15.08	1.90	----	0.67	0.58	----
印度SENSE	23.40	3.84	----	0.39	0.89	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日.

分行业看，预测 PE 约 74%行业高于过去 5 年估值中位数，PB 方面约 78%行业高于过去 5 年估值中位数，电子、计算机、军工估值相对较高

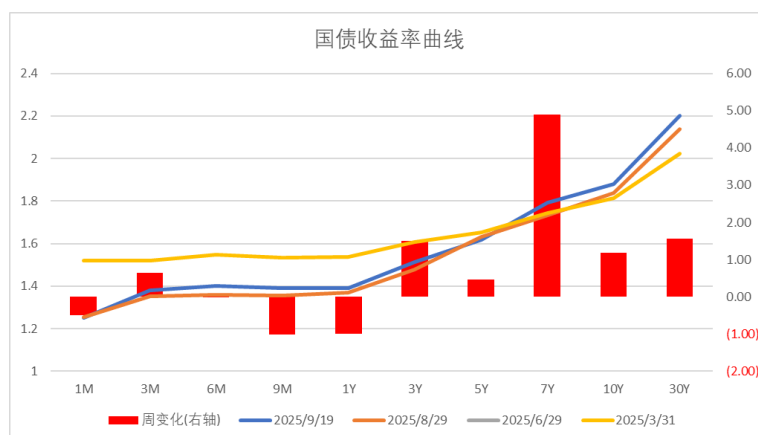


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.3 往后看，配置方向上关注：

- 1、经济总量弹性不大使得债券利率维持历史低位，关注现金流较为稳定的银行、家电等行业。
- 2、贸易战升级利好的自主可控及供应链安全方向。

4.3 债券市场观点



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 19 日。

中短期看，由于地产政策仍以托底为主，内需大幅企稳回升仍然面临一定的难度；同时全球贸易冲突使得出口也面临一定的压力，在此背景下反内卷政策对通胀的实际影响有待观察，但低利率环境下机构行为对债市波动起到了一定的放大作用，

使得债券收益率短期出现了较大幅度的波动。往后看，随着债券市场逐步调整到位，可以逐步加仓调整幅度更大的信用债及长久期利率债。转债方面，近期股票市场的持续上涨进一步推升转债估值，预计转债市场将面临一定的估值泡沫风险。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。