

国内 LPR 维持不变，美联储内部分歧加大

一、重要信息点评

- 1、中国 9 月 1 年期 LPR 报 3%，5 年期以上品种报 3.5%，均连续第 4 个月不变。
- 2、美国 9 月标普全球制造业 PMI 初值为 52，预期 52，8 月终值 53。服务业 PMI 初值为 53.9，综合 PMI 初值为 53.6，均低于预期并创三个月新低。
- 3、央行公告宣布，9 月 25 日将开展 6000 亿元 MLF 操作。本月有 3000 亿 MLF 到期，这意味着 9 月央行 MLF 净投放达到 3000 亿，为连续第七个月加量续作。考虑到本月央行还开展了 3000 亿买断式逆回购净投放，这意味着 9 月中期流动性净投放总额达 6000 亿元，净投放规模持续处于较高水平。
- 4、美国第二季度 GDP 终值年化环比增长 3.8%，较修正值 3.3%大幅上调，创近两年最快增速。上修主要得益于消费者支出的意外强劲以及进口的下降。核心 PCE 物价指数终值由 2.5%上调至 2.6%。
- 5、美国 8 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.9%，环比上涨 0.2%，均符合预期且与前值持平。8 月实际消费支出连续第三个月增长 0.4%，超出预期的 0.2%。通胀保持粘性，消费依然强劲，特朗普关税卷土重来，以及内部分歧加大，美联储降息不确定性加大。
- 6、商务部回应中美大豆贸易相关问题表示，美方应采取积极行动，取消相关不合理关税。对于购买波音飞机谈判进展，商务部称，中美两国在经贸领域拥有广泛共同利益和广阔合作空间。当前影响中美正常经贸合作的最大障碍在于美单边限制措施。
- 7、商务部公告，鉴于初步证据和信息显示原产于墨西哥和美国的进口碧根果存在倾销行为，并对中国国内产业同类产品价格造成削减和抑制，导致实质损害，决定自 9 月 25 日起对上述国家的进口碧根果进行反倾销立案调查。
- 8、法国正式承认巴勒斯坦国。至此，联合国 193 个会员国中已有 152 个国家承认巴勒斯坦国。而联合国安理会五常中只剩美国未承认巴勒斯坦国。
- 9、圣路易斯联储主席穆萨莱姆强调，目前利率水平已处于“略微紧缩与中性之间”，未来进一步降息的空间有限。亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，他目前不支持进一步降息，因为“通胀已长时间维持在过高水平”。美联储理事米兰表示，除非情况有变，否则将继续力促降息，愿意再次投反对票。

10、美联储主席鲍威尔表示，从许多衡量指标来看，比如股票价格，目前的确相当高估。但他也表示，目前并不是金融稳定风险高企的时候；美联储的职责不是盯着股价或决定合理估值是多少。此外，他未就美联储是否会在 10 月会议上降息给出任何暗示，令市场失望。

11、美联储内部就未来货币政策路径分歧加大。美联储理事鲍曼最新表示，劳动力市场正在恶化，决策者正面临“落后于形势”的严重风险，需要果断、主动地采取行动。她支持年内进行三次各 25 个基点的降息。美联储古尔斯比则称，鉴于通胀率高于目标且呈上升趋势，美联储在进一步降息方面应保持谨慎。

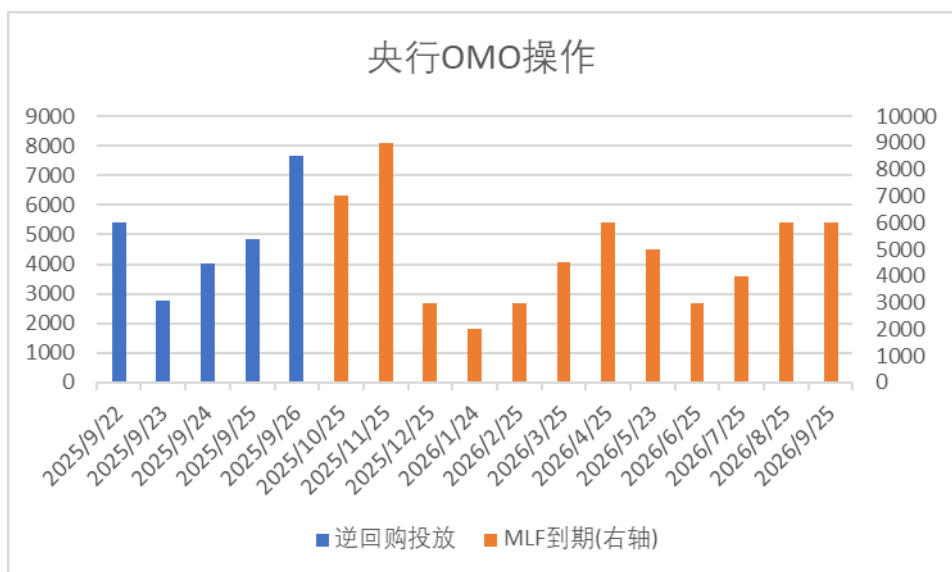
12、美国总统特朗普在联合国大会上发表演讲，指责中国、印度购买俄罗斯石油，外交部对此回应称，中俄企业正常交往合作符合世贸规则和市场原则，不针对第三方，也不应该受到干扰和影响。中方将采取一切必要措施，坚决维护自身正当权益。

13、商务部等四部门联合公告，自 2026 年 1 月 1 日起，对特定纯电动乘用车实施出口许可证管理。此举旨在规范出口秩序，防止海外内卷式打价格战的行为出现，推动汽车海外业务高质量发展。

14、美国总统特朗普宣布，自 10 月 1 日起对多类进口产品实施新一轮高额关税，包括对厨房橱柜、浴室洗手台及相关建材征收 50%关税，对进口家具征收 30%关税，并对专利及品牌药品加征 100%关税。但对于欧盟、日本等已与美国达成贸易协定贸易伙伴，美国将继续遵守协定中规定的 15%关税上限。

15、距离联邦资金耗尽已经不到一周，美国政府正迅速逼近停摆，但两党间的政治僵局仍未出现任何化解迹象。消息称白宫已着手制定“政府关门预案”，若下周政府真的陷入停摆，将进行永久性大规模裁员。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 日.

上周央行 OMO 投放 24674 亿, 同时到期 18268 亿, 共计净投放 6406 亿。此外, 9 月 MLF 到期 3000 亿后续作 6000 亿, 净投放 3000 亿。

	2025/9/26	2025/9/19	2025/8/31	2025/6/30	2024/9/26	环比变化
高炉开工率	84.47	84	83.18	83.84	78.25	↗
	2025/9/24	2025/9/17	2025/8/31	2025/6/30	2024/9/24	环比变化
水泥沥青开工率	40.1	34.4	29.3	31.5	25.9	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 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。

	2025/9/21	2025/9/14	2025/8/31	2025/6/30	2024/9/21	环比变化
土地成交面积	1503.9633	986.6435	1385.0943	1805.7561	1756.6878	↗
土地成交溢价率	1.02	2.17	1.78	7.95	3.67	↘
商品房成交面积	23.01902957	19.76384643	26.40739586	51.02854029	17.98356271	↗
一线商品房成交面积	7.306687714	6.673400714	7.593141571	15.26779971	4.329241429	↗
二线商品房成交面积	9.930296143	8.925908571	13.78756257	27.92684029	8.158262286	↗
三线商品房成交面积	5.782045714	4.164537143	5.026691714	7.833900286	5.496059	↗
二手房价格	151.67	151.88	152.68	153.8	161.6	↘
一线二手房价格	190.63	191.21	191.51	194.64	200.46	↘
二线二手房价格	140.35	140.57	141.73	142.73	152.48	↘
三线二手房价格	131.31	131.51	132.31	133.42	140.44	↘
四线二手房价格	114.4	114.47	114.64	114.93	117.49	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 日.

地产数据方面, 土拍面积回升背景下溢价率回落, 同时商品房成交面积增加, 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 26 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。

	2025/9/21	2025/9/14	2025/8/31	2025/6/30	2024/9/21	环比变化
集装箱吞吐量	666.4	665.2	659	667.3	604	↗
	2025/9/27	2025/9/20	2025/8/31	2025/6/30	2024/9/27	
CCFI指数	1087.41	1120.23	1156.32	1369.34	1638.42	↘
CICFI指数	647.3	644.11	667.37	689.78	796.55	↗
	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	13.5	7.5	-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 26 日.

进出口数据方面，上周出口运价走弱，同时韩国 9 月前二十日出口数据有所回升。

	2025/9/26	2025/9/19	2025/8/31	2025/6/30	2024/9/26	环比变化
农产品价格	118.78	117.69	116.99	112.49	135.1	↗
猪肉价格	19.42	19.48	19.94	20.28	25.97	↘
粮油价格	113.33	113.32	113.2	112.57	114.66	↗
蔬菜价格	5.08	4.98	4.94	4.35	6.43	↗
水果价格	6.96	6.85	6.85	7.41	7.24	↗
PTA价格	4585	4556	4778	5024	4710	↗
涤纶长丝价格	6550	6620	6900	7150	6995	↘
聚酯切片价格	5725	5725	5870	5905	6075	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 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，同时猪肉价格降至 19.42 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。

	2025/9/26	2025/9/19	2025/8/31	2025/6/30	2024/9/26	环比变化
煤炭价格	701	704	690	621	867	↘
石油价格	70.13	66.68	68.12	67.61	71.6	↗
铜杆价格	83210	80740	80170	80660	78230	↗
铝价	20830	20840	20720	20720	19980	↘
钢材价格	93.63	93.69	94.02	89.51	90.85	↘
沥青价格	3500	3520	3510	3815	3485	↘
水泥价格	105.4	102.82	104.89	111.78	115.33	↗
MDI价格	14900	14900	15200	15300	17800	----
浮法玻璃价格	1206.2	1194.7	1190.8	1200	1245	↗
工业品指数	3626.85	3630.65	3614.83	3523.57	3711.55	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 日.

PPI 影响因素方面，工业品指数上周有所下行，其中油价、铜价、水泥价格及玻璃价格回升，煤价、铝价、钢材价格及沥青价格则有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	4.21	1.99	-7.80
COMEX黄金	2.27	7.78	43.50
LME铝	-0.84	1.28	3.82
LME铜	2.16	3.06	16.39
CBOT玉米	-0.59	0.30	-8.07
CBOT大豆	-1.12	-3.84	0.35
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	54.07	34.49	-1029.66
美元兑离岸人民币	217.00	192.00	-1938.00
美元兑日元	153.10	244.75	-777.30

	2025/9/26	2025/9/21	2025/8/31	2025/1/1
ICE布油	68.82	66.05	67.46	74.83
COMEX黄金	3789.8	3719.4	3516.1	2639.3
	2025/9/26	2025/9/21	2025/8/31	2025/1/1
美元指数	98.1926	97.6519	97.8477	108.4892
美元兑离岸人民币	7.1413	7.1196	7.1221	7.3351
美元兑日元	149.5015	147.9705	147.054	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 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分化，其中石油涨幅最大，大豆跌幅最大。ICE 布油收于 68.82 美元，涨 4.21%，COMEX 黄金收于 3789.8 美元，涨 2.27%。

上周美元指数上行 54.07BP，一方面联合国大会上多个西方国家承认巴勒斯坦国使得市场预期中东冲突加剧，另一方面美国 8 月核心 PCE 数据持续回升使得通胀预期走强，同时美联储内部分化加剧，对后续降息的指引难以预测，多重因素作用下美元有所回升。在此背景下人民币上周贬值 217 个基点，日元贬值 153.1 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	7	5	3	30	2	13	0	1	6	60
	发行规模(亿元)	106.13	41.92	4.06	186.67	11.70	50.20	0.00	3.86	2.94	353.86
上上周	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
本月以来	数量	44	27	5	98	4	42	0	1	9	199
	发行规模(亿元)	651.75	138.12	18.83	628.51	11.91	252.62	0.00	3.86	16.43	1572.00
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	15	1	7	9	4	0	0	0	3	4	43
上上周	11	1	9	8	4	0	0	0	1	2	36

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 日.

基金申报与发行方面,上周共计申报基金 43 支,其中普通混合型基金 15 支,债券类基金(3 支)少于股票类基金(21 支),FOF 基金申报 4 支。发行一边,上周基金共计发行 353.86 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
万得全A	0.25	0.30	23.96
偏股混合型基金指数	0.47	2.95	32.07
中证500	0.98	2.80	26.46
沪深300	1.07	1.19	15.63
上证50	1.07	-1.19	9.54
中小板指	1.75	5.11	28.14
创业板指	1.96	9.04	47.16
科创50	6.47	8.16	46.71

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 日.

A 股表现来看,上周主要板块有所回升,其中万得全 A 涨 0.25%,涨幅最小;科创 50 涨 6.47%,涨幅最大。国内 AI 龙头表示将开展大量的 AI 基础设施建设,带动市场风险偏好回升,在此背景下 A 股出现了一定的上行。偏股基金指数涨 0.47%.

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市净率指数	-0.90	-3.53	5.57
小盘指数	-0.44	-0.30	25.24
高市净率指数	0.88	0.12	35.31
绩优股指数	0.60	3.22	25.09
高市盈率指数	0.72	2.13	29.95
低市盈率指数	0.82	-1.09	9.90
大盘指数	1.06	1.31	16.25
茅指数	1.25	3.25	22.93

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 日.

A 股各风格指数中,茅指数涨 1.25%,表现最好;低 PB 指数跌 0.90%,表现最差。市场风格大盘占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
社会服务	-5.92	国防军工	-9.86	煤炭	-7.12
综合	-4.61	非银金融	-8.27	食品饮料	-5.78
商贸零售	-4.32	银行	-5.76	石油石化	-2.75
轻工制造	-2.71	美容护理	-5.28	交通运输	-1.34
纺织服饰	-2.59	食品饮料	-4.87	公用事业	0.59
传媒	0.63	房地产	5.00	综合	36.41
环保	1.06	传媒	5.21	电力设备	37.07
电子	3.51	有色金属	5.29	电子	49.36
有色金属	3.52	电子	7.97	有色金属	56.38
电力设备	3.86	电力设备	15.58	通信	63.63

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 26 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 7 个上涨, 24 个下跌。其中, 国内新能源反内卷带动小金属价格回升背景下电力设备及有色金属行业分别涨 3.86% 及 3.52%, 涨幅最高。此外, 国内 AI 行业情绪维持较强, 电子及传媒分别涨 3.51% 及 0.63%, 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, 其中社会服务、商贸零轻工制造及纺织服装分别跌 5.92%至 2.59%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	-1.57	4.19	30.25
恒生科技指数	-1.58	9.18	38.65

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 日.

港股方面, 恒生指数跌 1.57%, 恒生科技指数跌 1.58%。美元走强叠加国内基本面数据偏弱背景下港股有所下行。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
纳斯达克指数	-0.65	4.79	16.43
标普500	-0.31	2.84	12.96
道琼斯工业指数	-0.15	1.54	8.70

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 日.

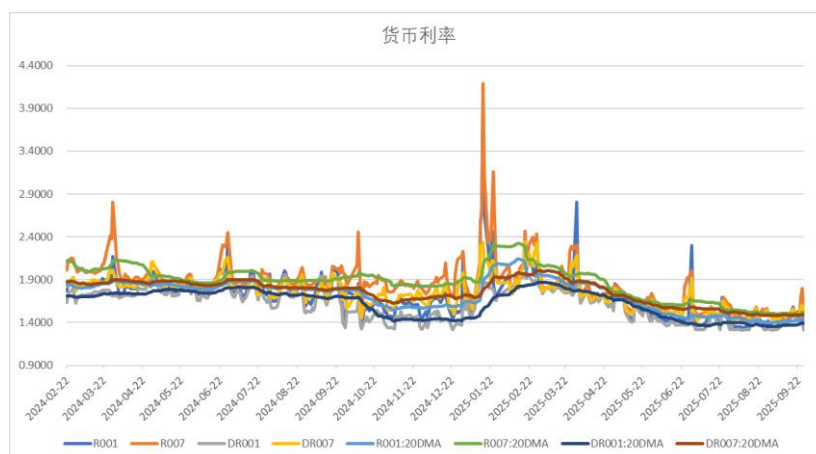
美股方面上周有所下行, 三大指数中纳斯达克指数跌 0.62%, 表现最差; 道琼斯指数跌 0.15%, 表现最好。美国降息预期回落叠加政府出现一定的停摆风险, 在此背景下美股有所回落。需要注意的是, 随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战, 全球经济均会面临一定影响, 关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
印度SENSEX30	-2.66	0.17	2.93
韩国综合指数	-1.72	6.28	41.12
台湾加权指数	0.01	5.56	11.05
胡志明指数	0.13	-1.28	31.10
法国CAC40	0.22	2.16	6.64
德国DAX	0.42	-0.68	19.24
日经225	0.69	6.17	13.69
英国富时100	0.74	1.06	13.60

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 日.

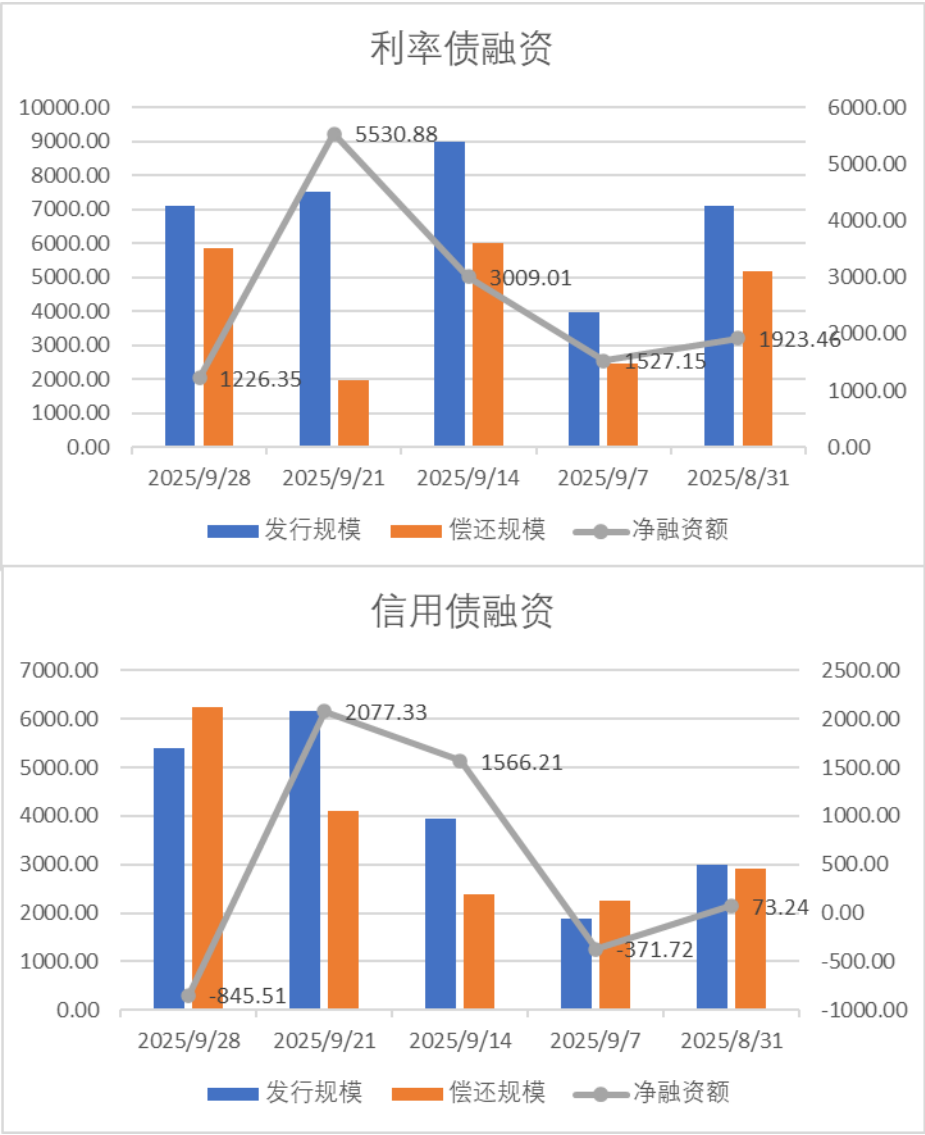
其他海外市场方面, 印度市场跌 2.66%, 表现最差; 英国市场涨 0.74%, 表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

a) 债券市场



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 日.

上周货币市场利率有所上行，DR001 二十日均值升至 139%，资金面较上上周更加紧张。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 日.

债券融资方面，上周利率债净融资额 1226.35 亿，维持大额净发行；信用债净融资额-845.51 亿，较此前有所减少。上周债券净发行量有所下降。

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	1.38	1.54	1.62	1.88	国债	15.76	8.33	25.34	国债	-	-	-
国开债	1.62	1.80	1.82	2.04	国开债	17.9	1.48	22.23	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.74	1.99	2.12	-	AAA信用债	24.77	12.78	-	AAA信用债	11.76	18.63	29.93
AA+信用债	1.81	2.06	2.27	-	AA+信用债	24.77	20.78	-	AA+信用债	18.76	25.63	44.93
AA信用债	1.86	2.19	2.51	-	AA信用债	32.77	31.78	-	AA信用债	23.76	38.63	68.93
AA-信用债	2.30	2.97	3.40	-	AA-信用债	66.77	42.78	-	AA-信用债	67.76	116.63	157.93

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	3	0	0	国债	2	5	0	8	国债	30	35	21	20
国开债	0	2	2	1	国开债	8	12	6	18	国开债	42	37	35	31
AAA信用债	5	11	8	-	AAA信用债	4	13	13	-	AAA信用债	6	24	24	-
AA+信用债	4	9	7	-	AA+信用债	4	11	16	-	AA+信用债	2	16	22	-
AA信用债	3	7	6	-	AA信用债	6	12	12	-	AA信用债	-1	13	22	-
AA-信用债	3	7	6	-	AA-信用债	6	15	12	-	AA-信用债	-41	-13	-2	-

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	0.09	0.17	0.14	0.15	国债	0.22	0.08	0.86	国债	-	-	-
国开债	0.14	0.18	0.16	0.16	国开债	0.27	0.11	0.54	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.09	0.14	0.16	-	AAA信用债	0.40	0.22	-	AAA信用债	0.02	0.09	0.14
AA+信用债	0.08	0.14	0.17	-	AA+信用债	0.37	0.35	-	AA+信用债	0.02	0.05	0.16
AA信用债	0.08	0.14	0.21	-	AA信用债	0.36	0.44	-	AA信用债	0.02	0.10	0.18
AA-信用债	0.06	0.08	0.12	-	AA-信用债	0.70	0.59	-	AA-信用债	0.01	0.07	0.09

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年9月26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，信用债有所上行，其中3YAAA上行11BP，上行幅度最大。同时利率债出现了一定的小幅震荡上行，其中3Y国债上行3BP，上行幅度最大。国内市场风险偏好维持较高水平叠加季末资金收紧压制债市表现，在此背景下上周利率有所上行。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	4	-2	-1	国债	3	-5	8	国债	5	-14	-1
国开债	2	0	-1	国开债	4	-6	12	国开债	-5	-2	-4
AAA信用债	6	-3	-	AAA信用债	9	0	-	AAA信用债	18	1	-
AA+信用债	4	-2	-	AA+信用债	7	5	-	AA+信用债	13	7	-
AA信用债	3	-1	-	AA信用债	6	0	-	AA信用债	14	9	-
AA-信用债	3	-1	-	AA-信用债	9	-3	-	AA-信用债	27	12	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年9月26日. 分位数为过去5年分位数。

期限利差方面，上周利差大体震荡，30年国债利率升至2.22，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	5	9	6	AAA信用债	-5	0	7	AAA信用债	-36	-14	-11
AA+信用债	5	7	5	AA+信用债	-4	-1	10	AA+信用债	-40	-22	-13
AA信用债	4	5	4	AA信用债	-2	0	6	AA信用债	-43	-25	-13
AA-信用债	4	5	4	AA-信用债	-2	3	6	AA-信用债	-83	-51	-37

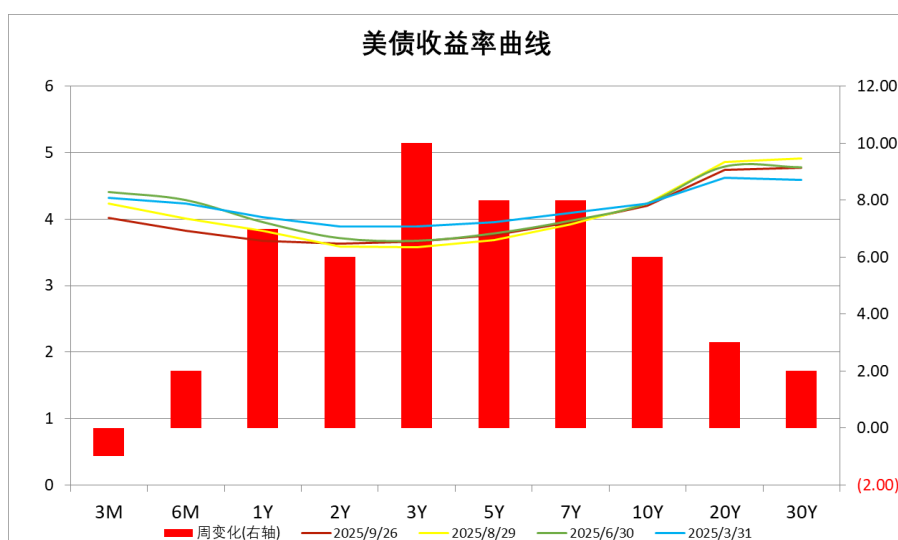
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年9月26日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去5年分位数。

信用利差方面，上周信用债上行幅度更大使得利差走阔。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	1.65	1.64	1.74	--	--
国有银行	1.59	1.58	1.64	1.68	1.71
股份银行	1.64	1.62	1.64	1.68	1.69
城商行	1.65	1.65	1.74	1.77	1.75
农商行	1.74	1.65	1.77	1.78	1.81
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	5	-2	-2	--	--
国有银行	2	0	-1	0	3
股份银行	5	5	-2	0	1
城商行	4	0	-2	7	-1
农商行	9	-5	-5	1	5
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	330.8	1721.6	1678.2	1027.1	1921.3
国有银行	21	412	312	436	1367
股份银行	25	371	558	396	363
城商行	263	839	697	136	156
农商行	22	100	111	59	36

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 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 1Y 国有银行上行 3BP, 为 1.71%; 3M 城商行上行 0BP, 为 1.65%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 日.

美债方面, 上周利率有所上行, 其中 3Y 上行 10BP, 上行幅度最大。一方面, 美联储官员对后续降息的指引较为混乱, 同时核心 PCE 数据延续上行, 叠加美国

政府面临一定的停摆风险，使得美债利率整体有所上行。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 LPR 维持不变，美国 PCE 继续回升

上周，国内发布 9 月 LPR 利率，其中一年期维持 3%，五年期维持 3.5%，市场部分降息预期有所落空。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 PCE 数据，其中核心 PCE 由 7 月的 2.85%回升至 2.91%，表明通胀仍维持一定的韧性。贸易冲突方面，美方在 TikTok 问题上的态度有所放松，表明中美关系有所缓和，但与此同时美国宣布对家具、药品等多种商品施加关税，全球来看贸易冲突并未缓和。降息预期方面，美联储多位官员对后续降息路径给出观点，但分歧较大。其中，鲍曼、米兰等理事表示需要加快降息步伐，但穆萨莱姆、博斯蒂克则表示应该放慢降息步伐。同时，由于 8 月的核心 PCE 数据持续走高，10 月降息预期有所下降，市场预期 10 月降息的概率由 92%下降至 88%。

指标(2025/09/30)	预测值	实际值		2025/8/31
PMI	50.1	----	----	49.40
工业增加值:当月同比	5.45	----	----	5.20
GDP:当季同比	4.83	----	----	----
固定资产投资:累计同比	0.35	----	----	0.50
制造业投资:累计同比	5.3	----	----	5.10
基建投资:累计同比	11.5	----	----	5.42
地产投资:累计同比	-13.45	----	----	-12.90
社会消费品零售总额:当月同比	3.4	----	----	3.40
出口金额:当月同比	5.6	----	----	4.40
进口金额:当月同比	1.4	----	----	1.30
社会融资规模:当月值	42000	----	----	25,668.00
社融规模:同比	8.95	----	----	8.80
人民币贷款:当月值	14500	----	----	5,900.00
人民币贷款:同比	7.2	----	----	6.60
M1:同比	5.8	----	----	6.00
M2:同比	8.5	----	----	8.80
CPI:当月同比	-0.15	----	----	-0.40
PPI:当月同比	-2.42	----	----	-2.90
1年存款利率(央行)	----	----	----	1.50
1年贷款利率(央行)	----	----	----	4.35
美元兑人民币汇率	7.05	7.12527	↗	7.18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 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)	----	----	----	3.80	----	----	-0.60	----	----	1.90	----	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	55.10	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	----	2.92	-2.75	-9.39	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	----	2.74	2.60	2.59	2.46	2.28	2.36	2.71	2.61	2.73	2.59	↗
核心PCE	----	2.91	2.85	2.81	2.78	2.61	2.67	2.97	2.78	2.99	2.98	↗
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 26 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。

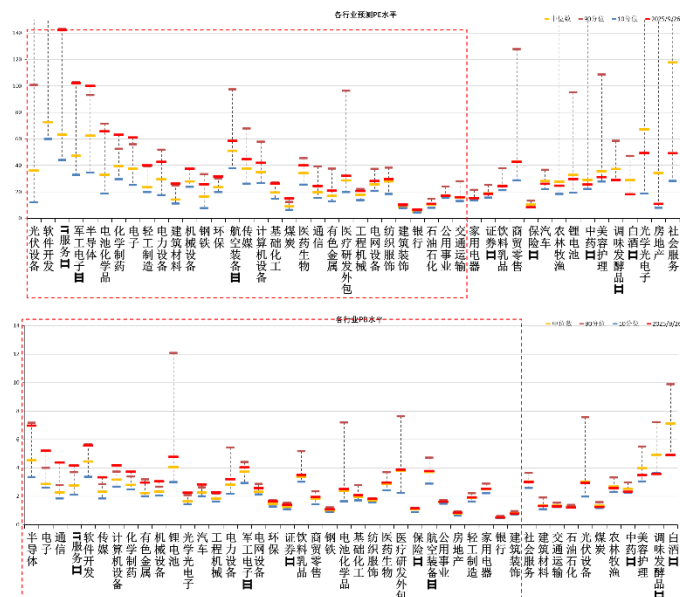
近期万得全 A 预测 PE16.89 倍，处于 80%分位水平，股权溢价率 2.48%，处于 32%分位水平。市场估值分位数位于偏高区间。

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	11.68	10.89	1.27	6.53	0.82	0.82	0.57	0.31
沪深300	14.04	12.21	1.46	5.08	0.82	0.79	0.65	0.33
中小板指	28.52	19.19	3.04	1.47	0.60	0.56	0.45	0.52
创业板指	44.17	28.55	5.50	0.23	0.60	0.61	0.62	0.53
中证500	34.45	23.00	2.29	0.86	1.00	0.97	1.00	0.14
万得全A	22.12	16.89	1.80	2.48	0.90	0.80	0.70	0.32

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	11.84	1.21	4.25	0.81	0.84	0.01
标普500	29.53	5.48	-0.81	0.83	1.00	0.07
纳斯达克指	43.00	7.26	-1.87	0.68	1.00	0.23
德国DAX	18.92	2.03	----	0.78	0.97	----
法国CAC40	18.00	2.01	----	0.71	0.93	----
英国富时100	19.99	2.03	----	0.82	1.00	----
韩国综合指	15.63	1.13	----	0.56	0.78	----
台湾加权指	20.51	1.84	----	0.71	0.05	----
日经225	20.75	2.21	----	0.67	0.99	----
胡志明指数	15.08	1.90	----	0.68	0.58	----
印度SENSEX	22.25	3.73	----	0.11	0.75	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 日.

分行业看，预测 PE 约 67%行业高于过去 5 年估值中位数，PB 方面约 74%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

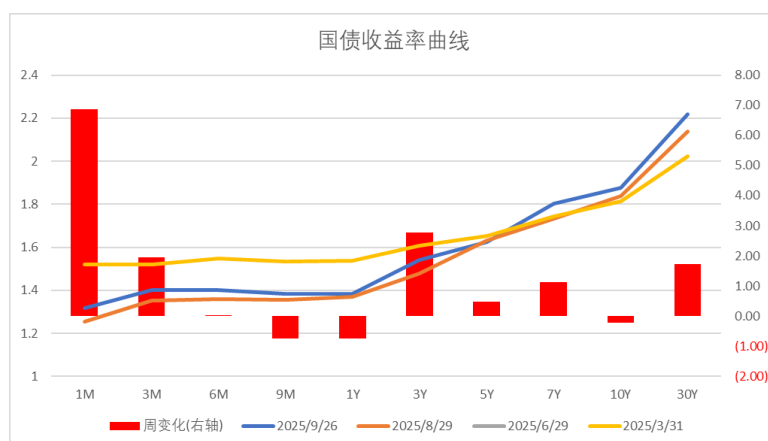


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 9 月 26 日. 分位数为过去 5 年。

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 26 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。