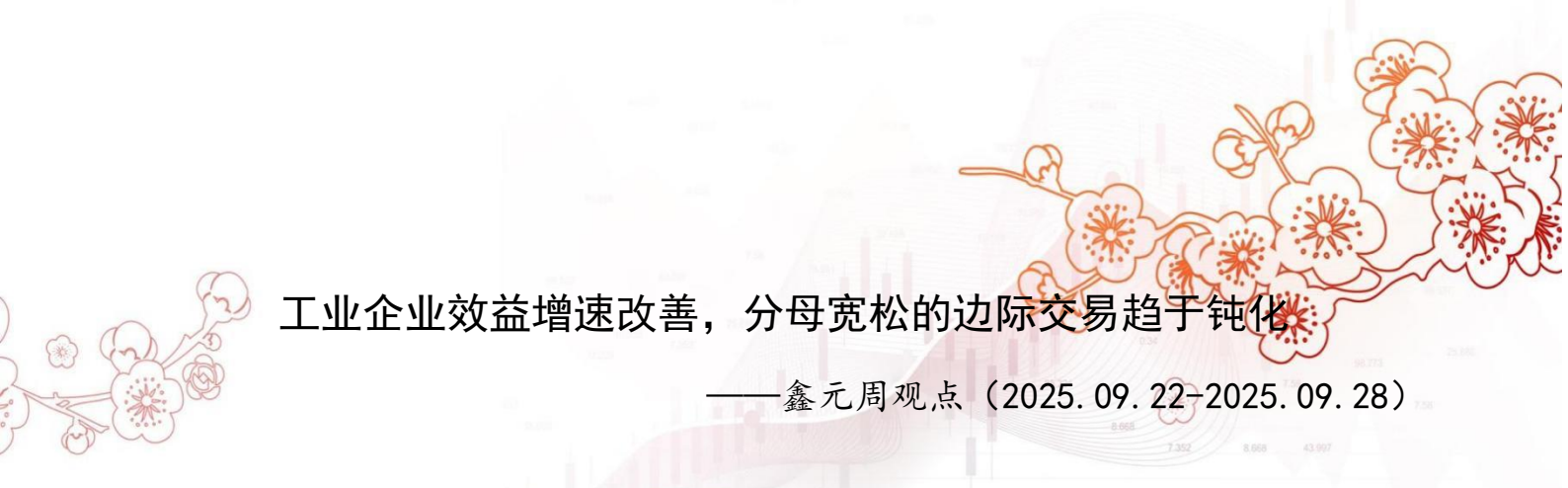




工业企业效益增速改善，分母宽松的边际交易趋于钝化

——鑫元周观点（2025.09.22-2025.09.28）

一、核心观点

宏观方面，9月27日，国家统计局公布数据显示，1-8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额46929.7亿元，同比增长0.9%，较1—7月份回升2.6个百分点。其中，8月份规模以上工业企业利润同比增长20.4%，较7月份改善21.9个百分点，主要受宏观政策发力显效、全国统一大市场纵深推进，叠加去年同期低基数等多重因素影响。目前，国际环境变数仍多，需求不足、价格下降等制约因素仍然存在，工业企业效益稳步恢复的基础还需继续巩固。

权益市场方面，继续关注四季度财政政策的重点方向：地产收储、养老补贴、消费补贴的落地情况。国内稳增长政策储备充足。本周权益策略建议：仓位维持在中高仓位。海外降息落地，叠加国内股债再平衡下的分母结构性宽松，权益市场流动性充裕，流动性宽松的定价基本完成，但风偏不会显著下降。市场会呈现短期脉冲式的多空震荡，需要借助一定的高抛低吸操作；继续围绕现有的结构性分子景气展开，应避免扩散。配置策略仍维持哑铃策略。行业选择上，1）美联储降息带来流动性的确定性宽松，中美贸易谈判以及两国元首通话符合温和改善的预期，外资对于中国市场的配置将继续提升，港股受益，继续看好港股互联网。2）结构性分子景气稀缺，关注：海外算力、国产算力、储能、固态电池、机器人、游戏等行业中的景气个股。3）降息落地，有色金属行业短期利好兑现，但中长期看，调整是买入的机会。包括黄金白银，铜铝锡锌等大宗工业金属，以及钴锂等为主的能源金属，依然是值得配置的方向。

固收市场方面，本周债市围绕央行净投放、央行发布会以及股债跷跷板交易，债市历经短暂修复后大幅调整，多空博弈激烈，曲线呈现“熊平陡峭化”特征。周初央行重启14天逆回购呵护跨季资金面，市场情绪迎来支撑，债市小幅下行，随着发布会的进行，市场预期落空，债市走出短线下跌行情后回归震荡。周中，央行连续三日未公告14天逆回购操作，资金情绪趋紧，叠加对基金赎回新规的担忧，债市空头氛围浓郁，TL合约一度跌破114价位、创年内新低，10Y国债收益率更是升破1.83%。周尾，14天期逆回购重现叠加市场传来护盘利

好，情绪逐步企稳，债市止跌回升，演绎修复行情。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化 2bp、0bp、0bp 收于 2.22%、1.88%、1.39%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 2bp、0bp 收于 34bp、49bp。本周债市呈现多空交织的震荡行情，一方面股市的降波周期下现实的交易权重在增加，股债跷跷板的效应在边际走弱，而另一方面临近季末叠加上公募新规带来的赎回扰动，机构行为的难以预测放大了市场的波动。展望来看，看股做债依然是债市主线，即便当前现实偏弱利好债市，只要股市不言顶，债市大方向还是看弱。节奏上预计短多中空，短多的理由在于央行呵护债市态度明确，预计跨季后资金面回归正均衡，而随着股市步入高位震荡区间以及 9 月底后机构行为压制的减弱，配置盘的入场意愿在增加。中期级别偏空的理由在于，十五五规划以及全球 AI 产业带动长期需求向上的叙事短期难以证伪，美国降息周期下对股市相对友好的宏观环境仍在持续，风险偏好改善下国内债市资金会持续流向股市。短期 10y 国债 1.8%以上赔率明显，抄底博反弹建议控制好仓位，关注月底的政治局会议以及 PMI 数据。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国家主席习近平在联合国气候变化峰会发表视频致辞。习近平宣布中国新一轮国家自主贡献：到 2035 年，中国全经济范围温室气体净排放量比峰值下降 7%~10%，力争做得更好。非化石能源消费占能源消费总量的比重达到 30%以上，风电和太阳能发电总装机容量达到 2020 年的 6 倍以上、力争达到 36 亿千瓦，森林蓄积量达到 240 亿立方米以上，新能源汽车成为新销售车辆的主流，全国碳排放权交易市场覆盖主要高排放行业，气候适应型社会基本建成。

国务院总理李强出席全球发展倡议高级别会议并致辞指出，中国作为负责任的发展中大国，在世贸组织当前和未来谈判中，将不寻求新的特殊和差别待遇。商务部召开新闻吹风会介绍，这是中方坚定维护多边贸易体制、积极落实全球发展倡议和全球治理倡议的重要举措，必将为促进全球贸易投资自由化便利化注入强心剂。商务部强调，中国仍然是世界上最大的发展中国家，中国发展中国家的地位和身份没有改变。

在 2025 年云栖大会上，阿里巴巴宣布与英伟达开展 Physical AI 合作。阿里巴巴集团董事兼 CEO 吴泳铭表示，大模型将是下一代的操作系统，AI Cloud 是下一代计算机，阿里正积极推进 3800 亿元的 AI 基础设施建设，并计划追加更大的投入。会上，阿里云一口气发布七款大模型产品，其中 Qwen3-Max 是阿里迄今为止规模最大、能力最强的模型。

国家统计局公布数据显示，1-8 月份，中国规模以上工业企业实现利润总额 46929.7 亿元，同比增长 0.9%。8 月份，规模以上工业企业利润同比由上月下降 1.5% 转为增长 20.4%。

“国产 GPU 第一股”摩尔线程科创板 IPO 成功过会。从 IPO 申请获受理到成功过会，摩尔线程用时仅 88 天，给市场传递了明确的信号。市场人士表示，科创板“1+6”改革政策发布后，科创板审核质效显著提升，反映出对科技创新企业的支持力度。

中基协发布数据显示，我国公募基金规模首次突破 36 万亿元大关，截至 8 月底达到 36.25 万亿元，单月猛增 1.18 万亿元。受益于股票市场上涨，股票型基金规模在 8 月增长近 6300 亿元，混合型基金增长超 3300 亿。

数字人民币国际运营中心正式运营，并推出三大业务平台——数字人民币跨境数字支付平台、数字人民币区块链服务平台及数字资产平台。央行副行长陆磊表示，目前已初步构建数字人民币跨境金融基础设施体系。

国新办举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会。央行行长潘功胜介绍，截至今年 6 月末，我国银行业总资产近 470 万亿元，位居世界第一；股票、债券市场规模位居世界第二；外汇储备规模连续 20 年位居世界第一。金融监管总局局长李云泽介绍，目前银行业保险业总资产超过 500 万亿元，5 年来年均增长 9%；信托、理财、保险资管机构管理资产近 100 万亿元；“白名单”项目贷款超过 7 万亿元，支持近 2000 万套住房建设交付。证监会主席吴清介绍，资本市场含“科”量进一步提升，目前 A 股科技板块市值占比超过 1/4；截至 8 月底，各类中长期资金合计持有 A 股流通市值约 21.4 万亿元，较“十三五”末增长 32%，外资持有 A 股市值 3.4 万亿元。外汇局局长朱鹤新介绍，7 月末境外机构和个人持有境内股票、债券、存贷款超 10 万亿元。

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。

央行货币政策委员会召开第三季度例会，研究下阶段货币政策主要思路。会议提出，建议加强货币政策调控，引导金融机构加大货币信贷投放力度。探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。

美国总统特朗普签署行政令，允许 TikTok 在美继续运营。美副总统万斯称 TikTok 公司估值约为 140 亿美元。外交部对此回应称，中方在 TikTok 问题上的立场是清楚的，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。

商务部发布公告，决定将扁平地球管理公司等 3 家美国实体列入出口管制管控名单，禁止两用物项对其出口，任何出口经营者不得违反上述规定。同时，将爱尔康公司等 3 家涉台军售美国实体列入不可靠实体清单，禁止上述企业从事与中国有关的进出口活动或在中国境内新增投资。

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。

商务部决定对墨西哥相关涉华限制措施启动贸易投资壁垒调查。本案的被调查措施为：墨西哥政府拟对中国等非自贸伙伴的产品提高进口关税税率的相关措施。此外，墨西哥近年来采取的其他涉及中国的贸易投资限制措施也在本次调查范围内。

（二）国内宏观

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。

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。美联储新晋理事米兰公开主张美联储迅速降息，以避免对美国经济造成损害。米兰警告称，当前的政策利率远高于他所估计的“中性”水平，正处于“高度限制性”的区间。美联储“可以通过一轮非常短暂的、每次 50 个基点的降息来达到目标”。

特朗普政府同意使用马斯克旗下 xAI 的人工智能模型。根据协议，联邦机构将能够以象征性费用 42 美分，获得包括 Grok 4 以及一款名为 Grok 4 Fast 的新型快速版本在内的模型。

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。

美国财长贝森特公开表达对美联储主席鲍威尔的不满，批评其未能为降息建立清晰的议程。贝森特称，当前的利率“限制性过强，需要下调”，并敦促美联储年底前降息 100-150 个

基点。

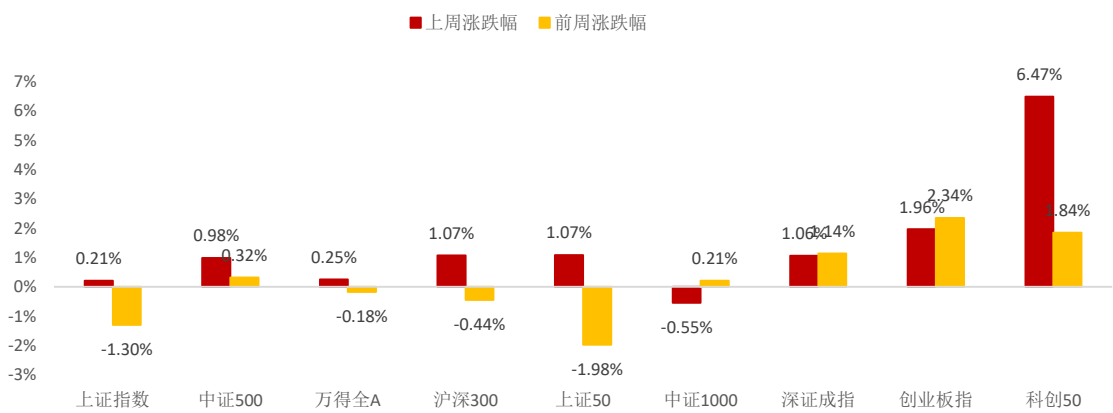
经合组织发布中期展望报告，预计 2025 年全球经济增速为 3.2%，较今年 6 月预测值上调 0.3 个百分点；2026 年全球经济增速预期维持在 2.9%。美国、欧元区、日本、英国今年经济增长预期获小幅上调

三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股宽基指数多数上涨。截至 9 月 26 日，科创 50 涨 6.47%，创业板指涨 1.96%，涨幅居前。从行业板块看，上周**电力设备、有色金属、电子**领涨，**社会服务、综合、商贸零售**领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2025/9/26	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	16.4	↑ 0.04	54.5	↑ 0.31	92.5%	98.0%	97.2%
深证成指	31.1	↑ 0.26	75.3	↑ 1.37	84.5%	91.7%	88.8%
上证 50	11.7	↑ 0.10	58.7	↑ 1.63	87.0%	86.9%	82.4%
沪深 300	14.0	↑ 0.08	62.8	↑ 0.98	82.8%	85.5%	80.5%
中证 500	34.5	↑ 0.26	66.2	↑ 0.89	79.7%	99.7%	99.6%
中证 1000	46.9	↓ 0.25	67.4	↓ 0.77	67.4%	89.6%	87.9%

创业板指	44.2	↑	0.77	43.4	↑	1.64	41.6%	51.3%	53.9%
科创 50	187.3	↑	10.79	99.8	↑	0.72	99.8%	99.8%	99.8%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	2025/9/26	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数		
农林牧渔(申万)	18.5	↓	0.36	8.74%	↓	1.46	8.7%	14.6%	19.8%
基础化工(申万)	28.5	↓	0.25	63.78%	↓	1.06	63.8%	88.0%	83.6%
钢铁(申万)	37.7	↓	0.36	79.20%	↓	0.13	79.2%	97.5%	96.7%
有色金属(申万)	24.8	↑	0.87	30.84%	↑	2.02	30.8%	51.4%	62.5%
电子(申万)	72.6	↑	2.48	94.03%	↑	2.18	94.0%	99.8%	99.7%
家用电器(申万)	14.7	↓	0.09	39.27%	↓	1.17	39.3%	44.5%	48.5%
食品饮料(申万)	21.0	↓	0.54	18.52%	↓	3.07	18.5%	10.4%	14.2%
纺织服饰(申万)	27.0	↓	0.72	60.53%	↓	1.28	60.5%	76.5%	71.0%
轻工制造(申万)	30.5	↓	0.83	58.14%	↓	2.38	58.1%	91.8%	88.8%
医药生物(申万)	38.9	↓	0.85	65.80%	↓	3.82	65.8%	78.7%	73.3%
公用事业(申万)	19.2	↑	0.06	35.93%	↑	0.66	35.9%	38.7%	45.5%
交通运输(申万)	16.6	↓	0.35	47.06%	↓	2.89	47.1%	59.2%	69.7%
房地产(申万)	68.1	↓	0.26	99.77%	↓	0.16	99.8%	99.6%	99.5%
商贸零售(申万)	40.7	↓	1.85	85.91%	↓	2.29	85.9%	98.4%	97.8%
社会服务(申万)	44.5	↓	2.83	42.96%	↓	5.94	43.0%	46.7%	27.5%
综合(申万)	54.4	↓	2.82	70.57%	↓	3.73	70.6%	82.5%	76.2%
建筑材料(申万)	28.9	↓	0.58	78.58%	↓	1.36	78.6%	97.5%	96.7%
建筑装饰(申万)	11.9	↓	0.19	67.01%	↓	1.10	67.0%	93.5%	98.9%
电力设备(申万)	40.8	↑	1.56	59.68%	↑	4.04	59.7%	77.9%	69.9%
国防军工(申万)	84.8	↓	0.35	72.79%	↓	0.30	72.8%	97.8%	97.1%
计算机(申万)	92.9	↓	0.18	94.52%	↓	0.25	94.5%	98.8%	98.4%
传媒(申万)	49.3	↑	0.20	73.11%	↑	0.45	73.1%	96.0%	94.5%
通信(申万)	47.1	↓	0.10	76.51%	↓	0.29	76.5%	97.3%	97.5%
银行(申万)	6.2	↓	0.02	43.55%	↓	0.68	43.6%	50.5%	66.4%
非银金融(申万)	14.5	↓	0.01	24.05%	↓	0.19	24.0%	28.5%	36.7%
汽车(申万)	31.1	↑	0.01	88.34%	↓	0.08	88.3%	81.9%	75.4%
机械设备(申万)	37.6	↓	0.28	70.73%	↓	0.31	70.7%	97.7%	98.9%
煤炭(申万)	15.6	↓	0.21	75.75%	↓	0.16	75.7%	99.7%	99.6%
石油石化(申万)	18.4	↓	0.03	55.89%	↓	0.29	55.9%	83.6%	87.4%
环保(申万)	26.9	↑	0.31	58.40%	↑	0.45	58.4%	96.3%	98.9%
美容护理(申万)	41.0	↓	0.96	59.43%	↓	1.64	59.4%	57.2%	42.2%

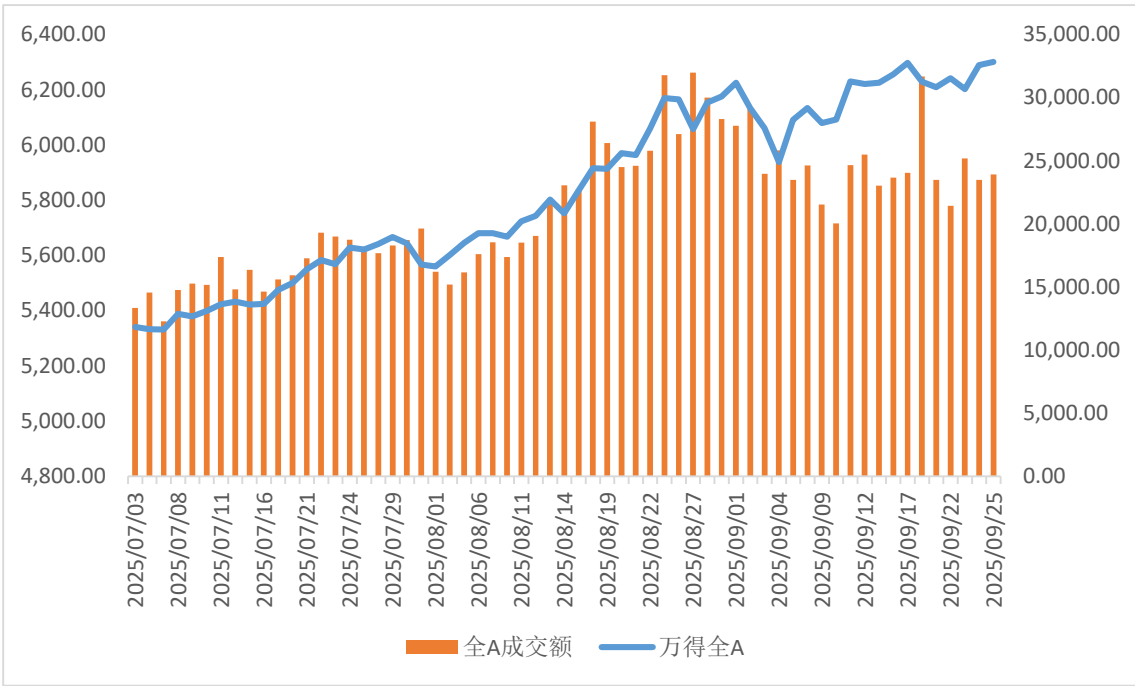
数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数估值多数上行，各行业估值涨跌不一。当前仍存在宽基指数估值水平在历史 50%分位数以下，未来存在一定估值提升空间。从行业板块看，上周电子、电力设备、有色金属估值上行最多，社会服务、综合、商贸零售下行最多。当前房地产、计算机、电子、汽车、商贸零售板块估值处于历史较高水平；农林牧渔、食品饮料、非银金融、有色金属、

公用事业板块估值处于历史较低水平。

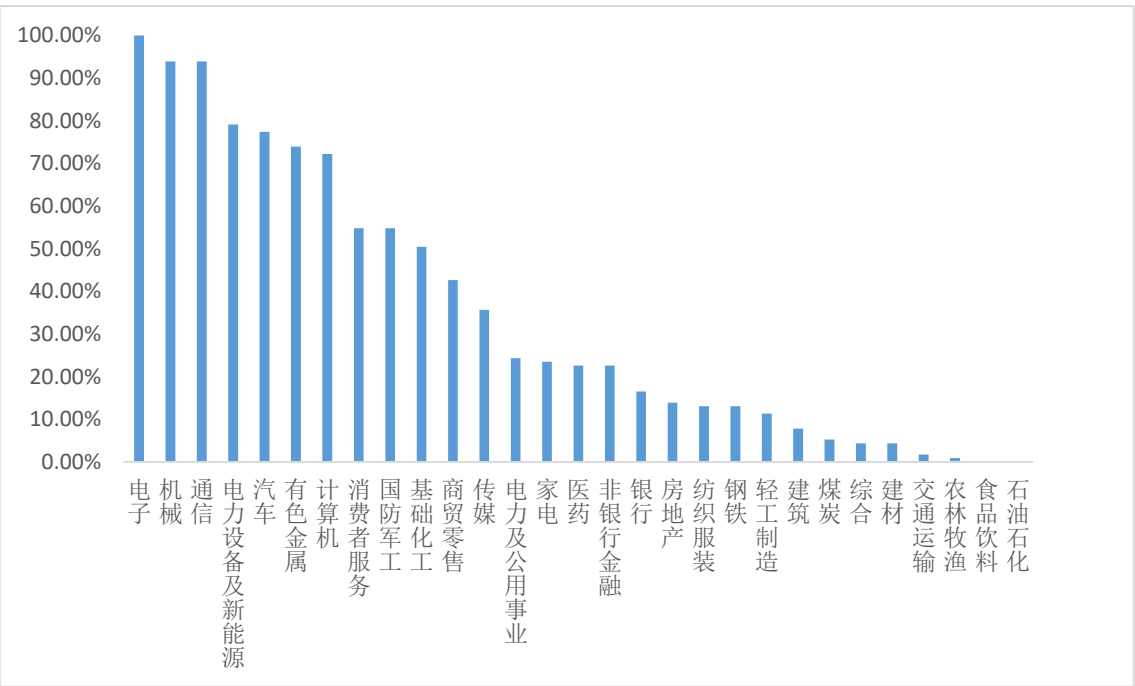
3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



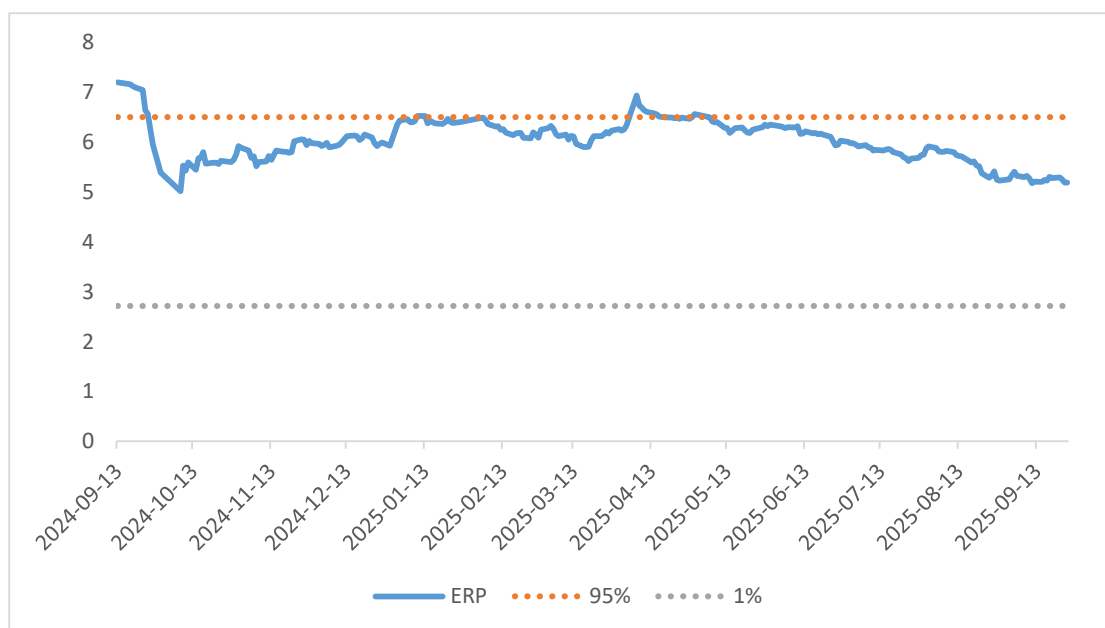
数据来源：Wind

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind

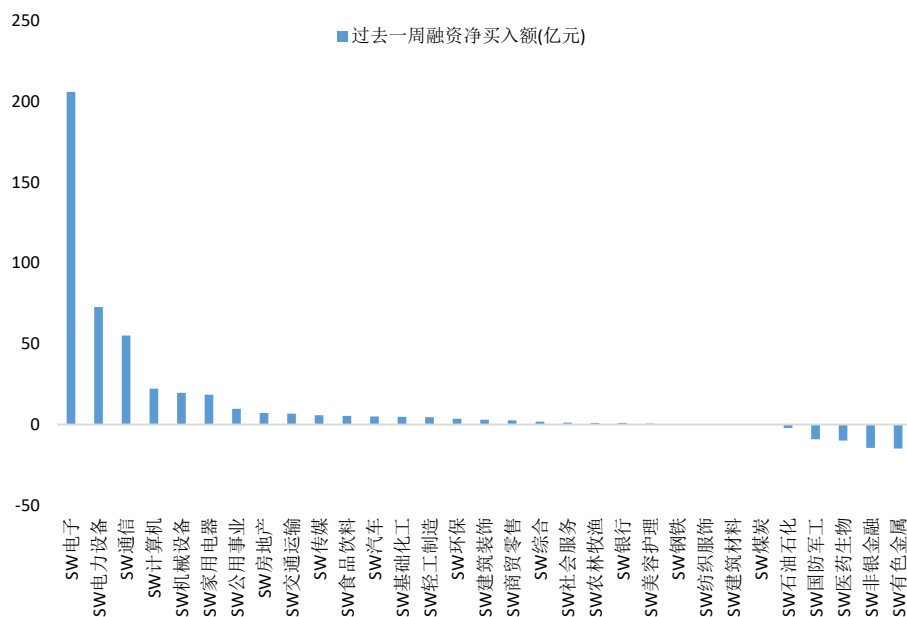
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，本周市场震荡上行。从行业拥挤度的角度，电子，机械，通信的拥挤度较高。

从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.19%，处于历史 46.77% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

4、权益市场资金

9 月 25 日，两融资金占比为 12.05%，9 月 19 日为 11.01%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至 9 月 26 日，本周融资净买入的前三行业为电子、电力设备、通信。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

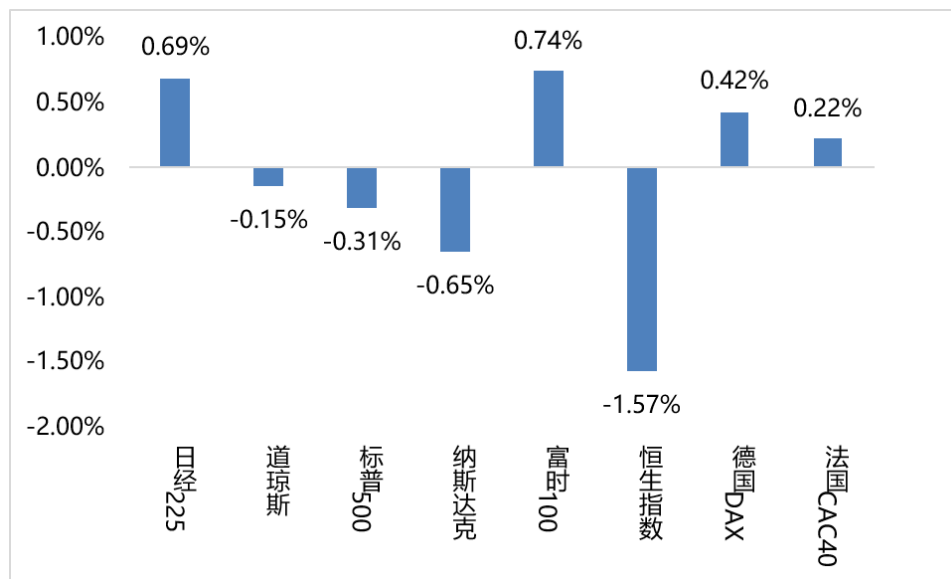


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指下跌 0.15%，标普 500 下跌 0.31%，纳指下跌 0.65%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.74%，德国上涨 0.42%，法国上涨 0.22%；亚太股市方面，日经指数上涨 0.69%，恒生指数下跌 1.57%。

图 11：上周海外主要指数涨跌



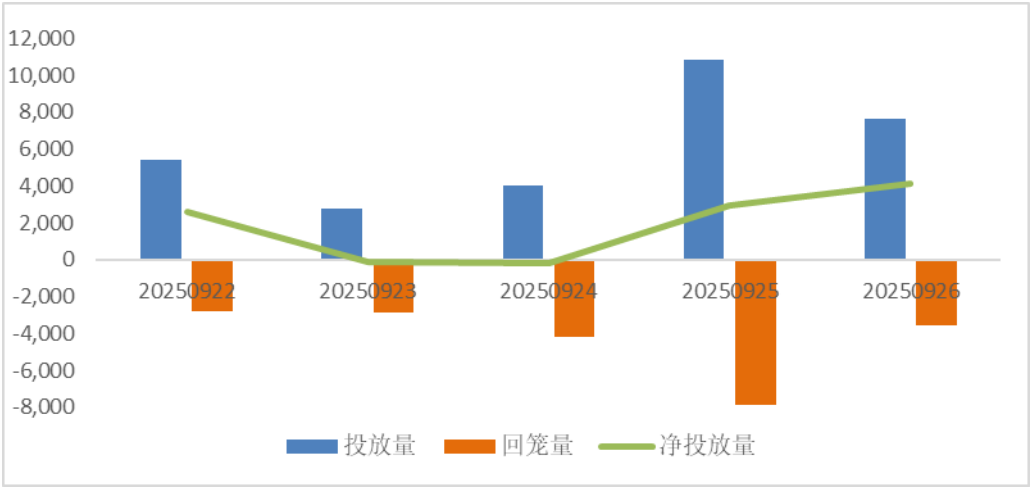
数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行共开展 24674 亿元逆回购操作和 6000 亿元 MLF 操作，因有

18268 亿元逆回购到期和 3000 亿元 MLF 到期，整体上实现净投放 9406 亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：9 月 29-10 月 10 日，国债计划发行 0 亿元，地方政府债计划发行 1174 亿元，整体净缴款 1882 亿元。

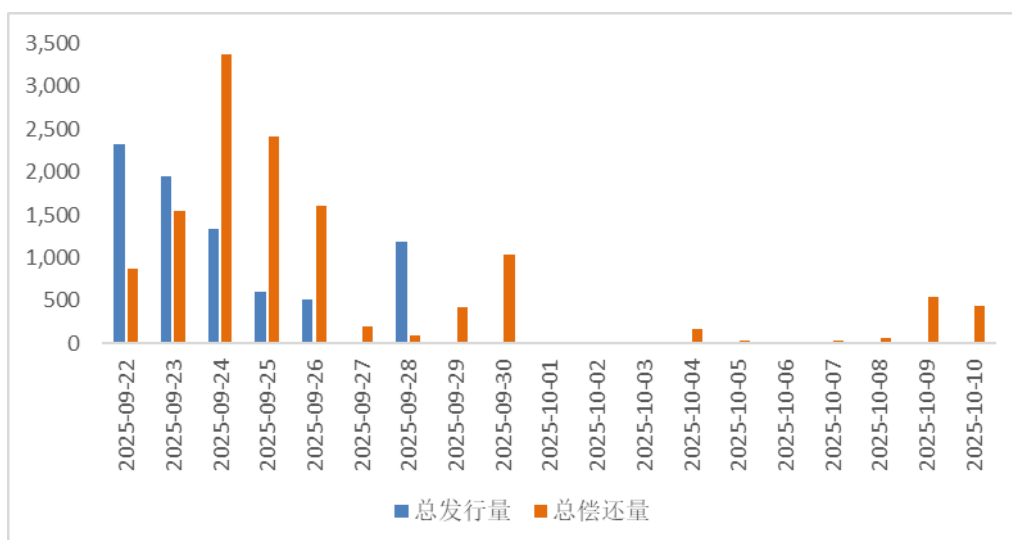
图：9 月 29 日-10 月 10 日政府债发行缴款

单位：亿元

	9 月 29 日		9 月 30 日		10 月 9 日		10 月 10 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	527	0	545	0	0	0	103
到期	0	284.99	0	0	0	40.49	461.38	86.8
缴款	1573	111	0	527	0	545	0	0
净缴款	1400		527		504		-548	

同业存单发行：本周（9 月 29-30 日）存单到期 1757 亿元，节后一周（10 月 9-10 日），存单到期 1320 亿元，到期压力均相对较低。

图：同业存单到期与发行

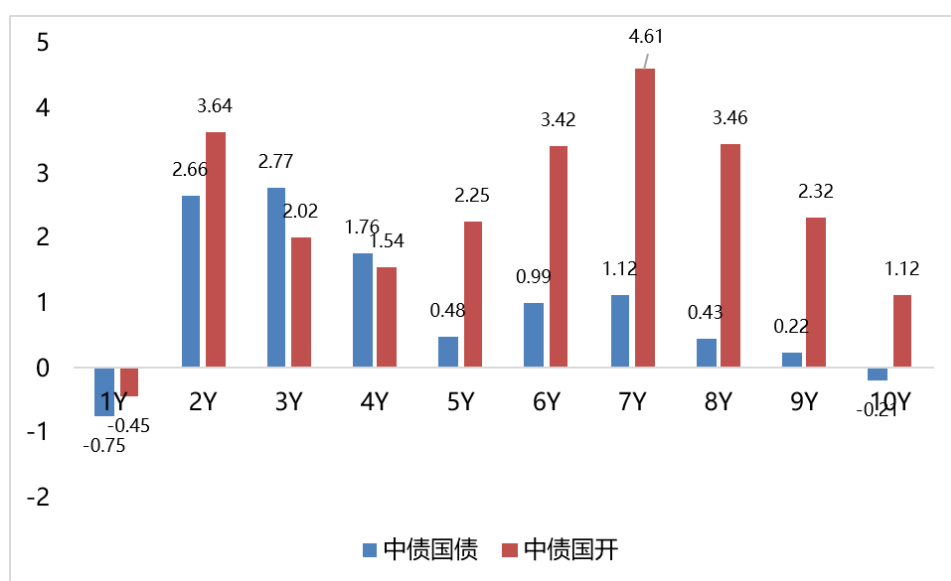


回购市场：上周资金价格涨跌不一，隔夜价格有所回落，7 天资金因跨季显著上行。周一央行通过 7 天和 14 天逆回购同时呵护市场，资金面转松；随后两天央行投放力度降低，单日小幅净回笼，且周三开始跨季，资金面转为收敛，资金利率上行。周五央行重新开展 14D 逆回购，叠加续作的 7D 逆回购，以应对持续抬升的资金价格，回购利率迅速下行。全周来看，R001、DR001 周均值均较前一周下行 5bp；R007、DR007 分别环比上行 10、2bp。

票据利率：上周临近季末时点，市场交投活跃度较前一周有所提升，主要大行降价进场配置，带动收口情绪释放，叠加部分非银搏跨月波段逐步建仓，买盘力量尚可。票源供给稳步攀升，一级市场供给突破两千亿元关口，卖盘出票意愿不断升温。供需相互博弈下，票价区间震荡，趋势上跌后回暖。

（三）债券市场

图 14：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	15.76	8.33	25.34	32.3
环比	3.52	-2.29	-0.69	-3.99
年初以来	-5.22	-2.74	9.82	1.9
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	25.24	15.27	18.45	46.84
2016 年以来分位数	22.76%	12.06%	84.66%	31.34%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差

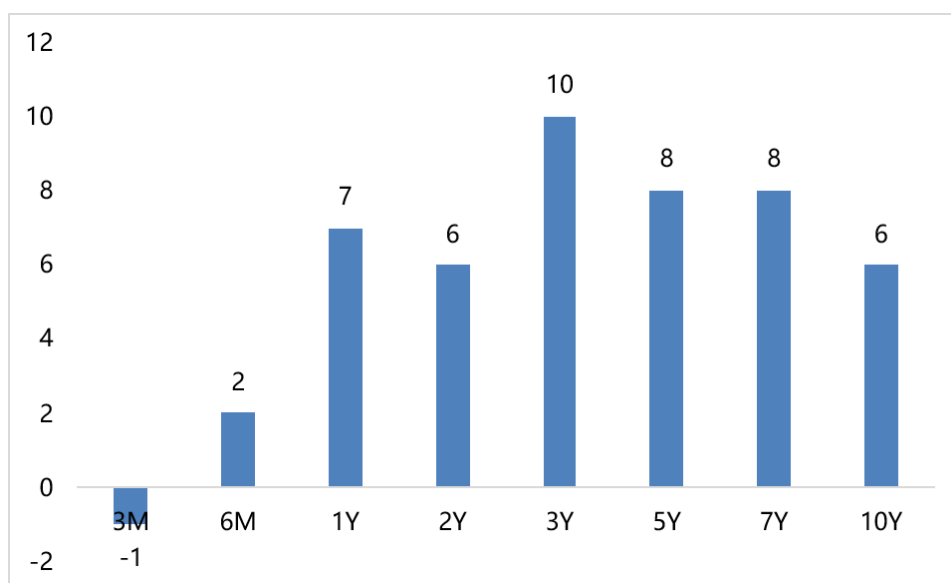
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	19.14	21.91	22.94	33.12	39.66
环比	5.74	2.84	4.78	7.41	7.49
年初以来	-13.2	-13.32	-14.32	-0.52	-5.46
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	12.13	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	44.01	35.43	37.85	42.00	43.45
2016 年以来分位数	2.83%	11.77%	10.83%	21.94%	34.62%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率多数上行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 0.75BP 至 1.3825，3 年期上行 2.77BP 至 1.5401，5 年期上行 0.48BP 至 1.6234，10 年期下行 0.21BP 至 1.8768。

长期限高等级票据信用利差整体走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 5.74BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.84BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 4.78BP。

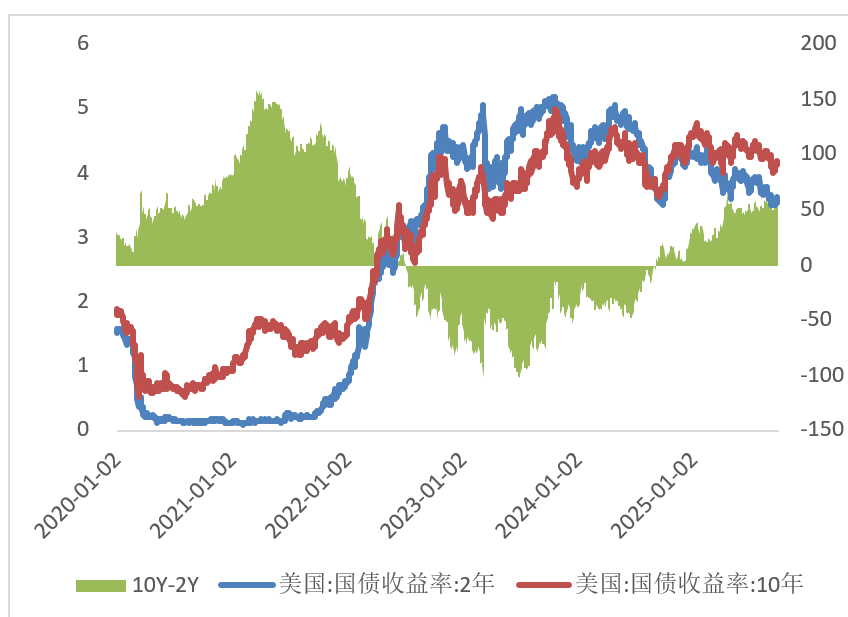
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率多数上行。上周 10 年期美债收益率上行 6BP，10 年期国债收益率下行 0.21BP，中美利差倒挂程度扩大。全周来看，1 年期美债收益率上行 7BP，3 年期美债收益率上行 10BP，10 年期美债收益率上行 6BP。

图 16：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

(四) 外汇市场

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数上涨 0.55%，在岸和离岸人民币汇率贬值，中间价贬值 0.03%，即期汇率贬值 0.31%，离岸人民币汇率贬值 0.30%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	98.1926	7.1152	7.1345	7.1413
对照日期	97.6519	7.1128	7.1125	7.1196
涨跌	0.55%	-0.03%	-0.31%	-0.30%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，向后看，8 月经济数据显示投资、消费等内需指标仍然承压，内需能否在政策牵引下得到修复，对于企业利润后续走势更为重要，建议关注二十届四中全会后新的宏观政策空间，尤其是四季度基本面和内需环境的变化。

（二）权益市场展望和策略

美国第二季度 GDP 增速上修至 3.8%，本周初请失业金人数降至 21.8 万人，显示了经济自身的韧性。这与去年 9 月美联储首次降息后的经济数据表现类似，即只要美联储表达了金融条件改善的意愿，经济数据容易边际向好，这也是为何美联储会在 9 月降息后，上调 2026 年的经济增长和通胀预期。

因此，在海外流动性宽松上，我们维持上周的两个观点：1) 不支持快速大幅的降息。2) 自 6 月底以来对于海外分母宽松的抢跑交易基本结束。分母宽松的边际交易趋于钝化，进一步的宽松需要海外分子给出更为显著的加速衰退迹象。

国内流动性继续宽松，内部股债存在切换。年内依然会有一次跟随全球央行宽松的降息（预计 10BP）。权益市场流动性充裕，权益市场中长期向好趋势不变。继续关注四季度财政政策的重点方向：地产收储、养老补贴、消费补贴的落地情况。国内稳增长政策储备充足。

本周权益策略建议：仓位维持在中高仓位。海外降息落地，叠加国内股债再平衡下的分母结构性宽松，权益市场流动性充裕，流动性宽松的定价基本完成，但风偏不会显著下降。市场会呈现短期脉冲式的多空震荡，需要借助一定的高抛低吸操作；继续围绕现有的结构性分子景气展开，应避免扩散。

配置策略仍维持哑铃策略。

行业选择上：1) 美联储降息带来流动性的确定性宽松，中美贸易谈判以及两国元首通话符合温和改善的预期，外资对于中国市场的配置将继续提升，港股受益，继续看好港股互联

网。2) 结构性分子景气稀缺，关注：海外算力、国产算力、储能、固态电池、机器人、游戏等行业中的景气个股。3) 降息落地，有色金属行业短期利好兑现，但中长期看，调整是买入的机会。包括黄金白银，铜铝锡锌等大宗工业金属，以及钴锂等为主的能源金属，依然是值得配置的方向。

(三) 债券市场展望和策略

看股做债是当前国内债市的主线，背后反映的是居民资产配置再平衡的过程，只要股市不言顶，就会不断驱动居民财富从债市流向股市，那么债市整体还是承压。近期下跌有债基赎回费率调整带来的影响，但本质上由于权益市场调整不深的情况下债市的情绪偏脆弱，对利空因素更为敏感。后续央行可能配合财政重启国债买卖，但预计对市场信号意义大于实际意义，核心还是看股市。权益市场 8 月以来的上涨行情反映的是市场预期的变化，政策层托底股市的表态、中美双宽松下宏观流动性的改善以及以新消费、创新药、AI 为代表的产业线索的涌现，共同塑造了这轮政策+流动性+产业趋势共振的牛市。

展望来看，通过抬升股市实现居民部门财产性收入是弥补工资性收入不足的重要途径，“924”活跃资本市场的大方向并没有发生根本性变化，政策的支持是确定性的。近期的金融数据表明居民部门资金流入股市才刚刚开始，在降息周期的推动下国内企业海外利润的回流也在进行的过程中，国内流动性也是相对宽松的。后续美联储降息以及即将落地的大美丽法案推动全球需求向上脉冲，唯一需要担心的可能是关税下通胀带来的降息预期摇摆。9 月份政治局会议、12 月的中央经济工作会议可能提及反内卷都会接力市场情绪，而十五五规划又会对市场提供新的产业线索，股市向上催化的利好因素偏多。

居民部门预期向好推动股市回暖进而作用于基本面，基本面再反馈到居民部门预期好转的螺旋式自我强化过程易拉长趋势行情，那么如同过去几年长债的表现一样，权益市场现阶段可能难言见顶。至于何时见顶，我们认为这取决于政策态度。当股债同时处在政策市的环境中时，重点关注央行的表态及动作、政策层对于股市的定调等。重回国内基本面方面，8 月经济数据整体符合市场预期，即弱内需的现状并没有改变，经济的内生性动能依然低迷。9 月份预计会看到信贷冲量见顶回落以及抢出口效应的减弱，但当前市场主线在外而不在内，这是当下股市讲预期的故事能否延续的关键。

策略方面，首先要明确的是在弱现实的环境中债市并没有反转基础，从股市到房价再到信贷的传导本身需要 1-2 年时间，如果股市走快牛+慢熊的逻辑，债市在风险偏好下行阶段依然有不错的资本利得收益，资金再平衡本身也是一个动态的过程，缺乏业绩支撑的股市在牛

市后期会不断驱动股市资金重新流回债市。但如果股市走慢牛的逻辑，债市的利率中枢可能会不断往上至一个新的股债平衡点位。从机构行为角度来看，规模增长最快的固收+产品也离不开资产配置的大部分需要投向债市。保险长端 2%利率上方可能是当前机构投资者心中配置盘的锚点，在市场巨幅波动时存在抄底机会。历史上看短期股市预计有 1-2 个月的缩量调整周期，当市场换手率达到极值分位后波动会明显增加，市场从分歧到形成新的共识需要时间，本轮换手率见顶回落预计在 10 月中下旬，底量在 1.5-2w 亿之间，在此期间债市预计有超跌反弹的机会，短期思路可以偏多，结构方面偏利率品种优先信用。