

研报精选

2025年9月21日 第239期

宏观专栏

需求仍在寻底中——8月经济数据点评

报告认为，8月经济数据显示需求继续回落，仍在寻底中。社零增长进一步放缓，结构上延续7月分项特征。固定资产投资环比降幅略有收窄，建筑安装工程仍是主要拖累项。生产端同比增速也继续回落，服务业好于工业。需求连续回落亟待增量政策加力。

美联储在供给症结下克制降息

美联储9月降息25个基点。报告预计，由于就业数据过于疲软，美联储或将于10月再次降息25个基点，但在这之后，通胀升温或将使降息的门槛越来越高，货币宽松的空间也将受限。

专题聚焦

对等关税后中美经济与市场比较

报告认为，美国政府实施对等关税后出现了一系列资产定价的反常现象，折射出全球经济格局正迎来一场大变革：美国政策不确定性推升滞胀风险，而中国凭借制造业韧性对冲外需冲击。

股市配置的空间

报告认为，金融周期调整后，安全资产占比可能系统性上升，而风险资产中，即使房价回到之前的高点，房地产在资产配置中占比也可能系统性下降，而股票资产占比可能系统性上升。

宏观专栏

需求仍在寻底中——8月经济数据点评

8月数据显示需求继续回落，仍在寻底中。社零增长进一步放缓，结构延续7月特征。固定资产投资环比降幅略有收窄，建筑安装工程仍是主要拖累项。生产端同比增速也继续回落，服务业好于工业。需求连续回落亟待增量政策加力。

8月，社零总额同比增长3.4%，增速较7月放缓0.3个百分点，连续3个月回落。从结构特征来看，8月社零延续了7月的分项特征：一方面，伴随财政支持力度减弱，以旧换新分项增速继续放缓，8月以旧换新类商品的限额以上零售额增速从5.0%下降至4.4%，其中不含汽车的以旧换新类商品零售额增速从19.4%下降到11.3%。餐饮消费增速从1.1%进一步小幅改善至2.1%，不过和1-5月累计5.0%的增速相比仍然偏低。高频数据显示，9月以来家电零售额、乘用车零售量都出现了单周的同比负增长，伴随以旧换新政策退坡和去年同期基数抬升，年内社零增长可能面临较大压力。

固定资产投资环比降幅略有收窄，建筑安装工程仍是主要拖累项。1-8月固定资产投资累计同比0.5%，较1-7月回落1.1个百分点，单月季调环比-0.2%（7月为-0.5%）。分方式来看，建筑安装工程仍然是主要拖累项，累计同比拖累固定资产投资1.6个百分点，较1-7月扩大1.0个百分点，而在大规模设备更新改造政策支撑下，设备工器具投资增速虽然也有所下降，但仍然是主要支撑项，累计同比拉动固定资产投资2.1个百分点，较1-7月下降0.1个百分点。

1-8月广义基建投资同比回落至5.4%（1-7月为7.3%），放缓幅度超预期。分项上，1-8月公用事业、交运、水利环保公共设施管理业分别同比+18.8%、+2.7%和-0.2%（1-7月为+21.5%、+13.9%和+2.0%），8月单月仅公用事业投资同比正增长，从7月的12.7%落至个位数的4.1%，水利环境和公共设施管理业投资同比则是下跌14.8%。公用事业放缓符合预期，就电力投资而言，上半年抢装行情透支、下半年组件价格小幅上行对近期光伏装机均有所抑制。而传统基建

投资连续2个月同比负增长，超我们预期，近期基建项目储备和增量资金方面确无变化，今年新增专项债中支持化债、补充政府性基金财力的发行规模超8000亿元，可能对基建投资资金带来挤占，年内新型政策性金融工具何时落地、对应项目的储备和成熟度如何，是影响4季度基建投资的重要因素，有待持续跟踪。

虽然大规模设备更新改造政策支撑，但是内需偏弱、外需不确定性和反内卷相关政策也影响部分制造业行业投资。1-8月制造业投资累计同比5.1%（1-7月为+6.2%）。已经公布数据的所有制造业行业1-8月累计同比增速皆较1-7月下降，交运设备、专用设备、有色金属、电子、医药等行业投资增速较1-7月下降较多，或更多受到内需偏弱、外需不确定性和反内卷相关政策等因素影响。展望未来，由于今年支持1880亿元超长期特别国债支持设备更新投资补助资金已经下达完毕¹，后续制造业投资仍需新型政策性金融工具等资金支撑。

房地产销售延续疲弱态势，开发投资同比跌幅走阔。8月新建商品房销售面积同比降幅走扩至-10.6%（7月为-7.8%），销售金额同比降幅基本持稳于-14.0%，新房销售均价反弹说明销售向头部城市集中，京沪苏琼等高线区域优化限购，30新房成交面积同比跌幅收窄至-9.9%（7月为-18.6%）。但中金同质性二手房价格指数环比仍在趋近去年9月低点（7月和8月分别为-1.8%和-1.7%），说明需求仍弱。尽管政策支持和债务重组推进下房企到位资金改善（同比降幅由-15.8%收窄至-11.9%），国内贷款、自筹资金、定金及预收款同比降幅均收窄，但个人按揭回落说明居民购房仍谨慎，同时新开工和施工面积同比跌幅走阔（由上月的-15.4%和-19.6%回落至-20.3%和-21.9%）、竣工加快（由-29.4%升至-21.4%）、拿地热度回落（300城土地成交面积、均价、价款同比回落至-30.4%、-7.5%和-35.7%）、开发投资放缓（由-17.0%降至-19.5%），说明房企开发端亦谨慎。

生产端同比增速也继续回落，服务业好于工业。8月工业增加值、服务业生产指数同比5.2%、5.6%（7月分别为5.7%、5.8%）。8月工业增加值季调环比

¹ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202508/content_7036400.htm

0.37%，基本与7月的0.38%持平。而8月出口交货值增速由正转负，同比-0.4%（7月为0.8%），叠加内需偏弱和部分行业反内卷，影响了工业增加值。分行业来看，高技术产业工业增加值增速保持平稳，同比9.3%，与7月持平；传统产业工业增加值增速下降，食品饮料、金属制品、黑色金属、橡胶塑料等行业工业增加值同比增速较7月下降较多。



以上观点来自：2025年9月16日中金公司研究部已发布的《需求仍在寻底中——8月经济数据点评》

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988
黄文静 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436
郑宇驰 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442
邓巧锋 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515
段玉柱 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521080004 SFC CE Ref: BWF061
潘治东 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124080025

宏观专栏

美联储在供给症结下克制降息

美联储9月降息25个基点，符合市场预期。美联储较好回应了市场的关切，但也保持了克制。此前期待的降息50个基点并未出现，决策者对于下一步降息存在较大分歧。往前看，由于就业数据过于疲软，我们预计联储或将于10月再次降息，但在这之后，通胀升温将使降息门槛越来越高，货币宽松空间也将受限。当前美国经济的症结并非需求不足，而是成本上升。过度的货币宽松非但无法解决就业问题，反而可能加剧通胀，使经济陷入“类滞胀”困境。

本次会议前，市场对于美联储降息有很高期待，由于劳动力市场疲软，投资者普遍认为美联储现在必须出手，以防止就业数据进一步下滑。

我们认为美联储较好回应了市场的关切，但也保持了克制。首先，从政策立场看，美联储如期降息，并将就业放缓作为降息的理由。货币政策声明称，决策者认为“就业方面的下行风险有所上升”，尽管他们也认为“通胀水平有所回升，且依然偏高”²。换句话说，就业市场放缓的担忧压倒了对通胀的顾虑，成为政策调整的直接推动力。

然而，市场此前期待的降息50个基点并未出现。从投票结果来看³，周二刚刚就任理事的米兰投下了反对票，因其主张应降息50个基点，这符合市场对其“特朗普传声筒”的预期。但此前在7月会议上倾向更早降息的沃勒和鲍曼，此次均未支持更大幅度的降息，这被视为“不够鸽派”。沃勒是下一届美联储主席的热门人选，鲍曼也是由特朗普所任命，他们的决策与米兰保持“距离”，有助于缓解市场对美联储独立性的担忧。

其次，从前瞻指引看，美联储年内可能进一步降息，但路径并不明朗⁴。点阵图显示，官员们对年底联邦基金利率的预测中值为3.6%，对应再降息两次。

² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20250917a.htm>

³ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20250917a.htm>

⁴ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcproptabl20250917.htm>

但进一步看，在19名写下利率预测的官员中，有一人主张年底前再降息125个基点（考虑到米兰本次支持降息50个基点，这个偏离数据点可能是米兰），另有9人认为再降息两次，还有9人认为只降息一次甚至不再降息。换言之，若剔除125个基点的极端预测，官员们的意见几乎对半分。这意味着年底前再降息一次概率更高，而降两次则更像“抛硬币”。

整体来看，此次美联储的决策与前瞻指引较为稳健。尽管内部意见分歧明显、博弈激烈，但鲍威尔依然保持了冷静的态度。与此同时，美联储没有表现出过度刺激的态度，而是继续用数据说话，这在一定程度上缓解了市场对其听命于总统的担忧，有助于市场稳定。鲍威尔在记者会上的表现同样克制沉稳，可以说，他已经尽力展现了联储的独立性与理性。

展望未来，我们预计由于就业数据过于疲软，美联储或将于10月再次降息25个基点，但在这之后，通胀升温或将使降息的门槛越来越高，货币宽松的空间也将受限。

我们认为，当前美国经济的症结不在需求侧，而在供给侧；主要问题并非需求不足，而是成本上升。一个证据是就业数据已经疲软，但消费仍保持韧性。如果是需求走弱所致，逻辑上应当先看到消费降温，随后才传导至就业，但现实却相反：关税推高企业成本，迫使企业缩减招聘，导致就业放缓，而消费作为就业的滞后指标暂未受到显著冲击。另一个观察是，就业增速下滑，但工资水平依然稳健，失业率也没有大幅上升。这背后是移民政策收紧造成劳动力供给下降，同时关税冲击压缩了劳动力需求，双重作用的结果。映射到宏观层面则表现为总供给下降，而总需求的调整则相对滞后，物价承受上行压力。第三个观察是，当前人工智能（AI）和加密货币等领域的热情依旧高涨，在局部可能已经出现了过度乐观、过度投资迹象。这使得短期需求仍受到支撑，但也意味着通胀面临上行压力。

过度的货币宽松非但无法解决就业问题，反而可能加剧通胀，使经济陷入“类滞胀”。我们不排除这样的情形：在关税与移民政策影响下，伴随着美联

储降息，通胀继续抬升，同时就业复苏缓慢，进一步形成“类滞胀”态势。当然，这种情景不会像上世纪70年代那样严重，但其长期性、结构性和隐蔽性，同样值得警惕。看远一点，在逆全球化和地缘经济博弈的大背景下，供给冲击或长期存在，这些冲击可能加剧经济周期与市场波动，给货币政策带来更多挑战。



以上观点来自：2025年9月18日中金公司研究部已发布的《美联储在供给症结下克制降息》

刘政宁 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

对等关税后中美经济与市场比较——从美元“不升反贬”看宏观范式转换

2025年4月美国政府实施对等关税后，全球资本市场呈现出与传统理论相悖的现象：作为加征关税国，美元汇率不升反贬，从4月初的104回落至98后维持低位。美债、美元的避险属性弱化，而中国资产和人民币彰显出相对韧性。

美元的反常疲弱牵动全球资产定价逻辑的转变：美国市场在关税初期一度经历“股债汇三杀”，美元和美债传统避险资产属性受到冲击，美股则在科技产业支撑下快速修复；中国资产显现出相对韧性，A股再创新高、人民币汇率稳中有升。

这一系列资产定价的反常现象，折射出全球经济格局正迎来一场大变革：美国政策不确定性推升滞胀风险，而中国凭借制造业韧性对冲外需冲击。更深层次上，这些变化共同指向国际货币秩序正由美元单一主导加速走向碎片化、多元化的新范式。

以上观点来自：2025年9月18日中金公司研究部已发布的《对等关税后中美经济与市场比较——从美元“不升反贬”看宏观范式转换》

缪延亮 分析员 SAC 执业证书编号：S0080525060005 SFC CE Ref: BTS724

项心力 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124060010

杨晓卿 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

专题聚焦

股市配置的空间

我们之前的研究指出，金融周期调整导致资产配置大幅变化，ROE改善之前股市会经历一个再配置带来的修复阶段，股市复苏可能经历“三步”，而经济周期调整后股市复苏可能与ROE基本同步。那么，金融周期调整到底对资产配置带来多大影响？

我们的分析显示，金融周期调整后，安全资产占比可能系统性上升，而风险资产中，即使房价回到之前的高点，房地产在资产配置中占比也可能系统性下降，而股票资产占比可能系统性上升。以1995到2021年期间经历过房地产大幅调整的大陆法系国家为例，与前期房价高点时期相比，这些国家居民配置的三大资产中，房价见顶后的第5年安全资产占比上升5个多百分点，房地产占比总体下降8个百分点左右，而股票资产占比上升3个百分点左右。房价见顶后的第6-10年，安全资产占比平均上升5个百分点左右，房地产占比总体下降10个百分点左右，股票资产占比上升5个百分点左右。当然，影响资产配置的因素比较复杂，各个经济体具体情况有差异。

我们认为，对中国而言，金融周期调整既反映经济增长模式的转变，也映射货币来源之变局。从增长模式来看，金融周期调整意味着科技创新和人口质量带来的效率提升对经济贡献加大。从货币来源看，信贷对货币的贡献下降而财政对货币的贡献上升，对资产的含义是安全资产占比上升。虽然货币增速总体放缓，但股市对货币的弹性上升，而楼市对货币的弹性下降，结果是股票在资产配置中占比可能上升，而楼市占比则下降。我国城镇家庭资产配置近几年已经出现这个现象。参考国际经验，这个现象可能持续较长一段时间。此外，货币之外的因素，比如股市分红率提升和长期资金入市也从中长期视角对股市带来支撑。不过，资产配置的变化未必是线性的，短期配置与其长期趋势可能会偏离，毕竟其影响因素既有周期性的也有结构性的。

从结构来看，货币变局反映资源配置优化，靠效率发展的板块相对更为受

益。我们的估算显示，中国房地产调整以来，代表性的新经济板块和出口较强的板块的ROE和ROA与传统板块已经分化，最近几个季度背离更为显著，而本轮股市反弹中估值也出现类似的分化。



以上观点来自：2025年9月14日中金公司研究部已发布的《股市配置的空间》

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

周彭 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

黄亚东 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

于文博 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523120009

段玉柱 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521080004 SFC CE Ref: BWF061

郑宇驰 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.9.15 联合解读：中金9月数说资产
- 2025.9.16 中国宏观热点速评：需求仍在寻底中——8月经济数据点评
- 2025.9.17 宏观探市：特朗普“大重置”下，看汇探股
- 2025.9.18 海外央行观察：美联储在供给症结下克制降息
- 2025.9.18 中国宏观专题报告：“十五五”的潜在政策动态
- 2025.9.19 中国图说中国宏观周报：产能整治推动税收修复——前8月财政收支数据点评

策略及大宗商品

- 大宗商品：数据观察：8月数据点评：中游加工韧性延续
- 2025.9.16 海外策略：降息后会发生什么？——兼论降息的历史经验
- 2025.9.18 海外策略：美联储还能再降几次？
- 2025.9.18 主题策略：对等关税后中美经济与市场比较——从美元“不升反贬”看宏观范式转换
- 2025.9.20 能源：专题研究：石油：非OPEC的攻守之变

固定收益

- 2025.9.15 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.9.15 简评：财政支撑放缓，经济走弱，有待货币政策进一步发力——2025年8月经济数据分析
- 2025.9.15 信用债收益率跟踪周报：上周债市走弱，本周关注修复机会
- 2025.9.15 中国房地产债券月报：8月房地产债券月报：一线城市放松限购，新房销售表现平淡
- 2025.9.16 深度研究：离岸人民币债券——人民币国际化的连接通道
- 2025.9.17 深度研究：信用海外掘金——中金固收2025年债市宝典系列之中资美元债&点心债市场和分析框架
- 2025.9.17 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.9.17 深度研究：低利率时代下的投资者行为和业务机会
- 2025.9.17 深度研究：利率衍生品：日益活跃的交易工具——中金固收2025年债市宝典系列
- 2025.9.18 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.9.19 简评：应流股份转债投资价值分析
- 2025.9.19 中国可转债策略周报：选项“C”和“D”——暨本月十大转债
- 2025.9.20 深度研究：全球降息周期下，中国债牛将回归——四季度中美经济及债市展望

行业

- 2025.9.15 科技硬件：光博会2025-消费电子篇：AR眼镜加速升级，汽车/IoT光学多点开花
- 2025.9.15 金融：积极因素显现，但需关注后续降费影响——2Q25基金保有量点评
- 2025.9.15 电力电气设备：AI“探电”（十）：ODCC大会见闻——产业百舸争流，技术百花齐放
- 2025.9.15 房地产：8月新房销售及房地产投资表现仍偏弱
- 2025.9.15 主题研究：光伏周谈Ⅰ“反内卷”有波折但仍值得期待，关注光伏企业第二增长曲线（25年第37周）
- 2025.9.15 建筑与工程：8月固投：压力环比扩大，关注需求变化
- 2025.9.15 可选消费：数说消费9月刊：消费信心创24年4月以来新高
- 2025.9.16 可选消费：8月社零同增3.4%，部分升级品类亮眼
- 2025.9.16 不动产与空间服务：周评#456：9月前两周二手房销量同比较8月基本走平
- 2025.9.16 基础材料：淡季需求延续弱势，关注行业格局优化机遇
- 2025.9.16 公用事业：绿电直连价格机制理顺，行业发展迎机遇
- 2025.9.16 化工：关注国内外政策走向，2027年后乙烯有望迎来拐点
- 2025.9.16 主题研究：政策托底，独立储能需求景气度可持续
- 2025.9.16 机械：从液到固，设备先行——固态电池工艺革新驱动价值重估
- 2025.9.17 东南亚研究：东南亚9月报告：宏观、互联网与消费
- 2025.9.17 科技硬件：具身智能系列（四）：机器人大模型，多模融智，硅基具升
- 2025.9.17 科技硬件：AI进化论（17）：解耦式推理创新，Rubin CPX驱动PCB市场迭代升级
- 2025.9.17 主题研究：多晶硅供给侧改革更进一步——新版《硅多晶和锗单位产品能源消耗限额》征求意见
- 2025.9.17 传媒互联网：线上平台2Q25回顾及展望：基本面+AI期权价值逻辑依然成立
- 2025.9.17 REITs：跨过香江：中国香港REITs投资手册
- 2025.9.17 可选消费：政策提振服务消费，看好IP、母婴、AI消费发展空间
- 2025.9.18 传媒互联网：扩大服务消费，有望提振OTA业绩
- 2025.9.18 旅游酒店及餐饮：扩大服务消费政策发布，关注供需潜力释放
- 2025.9.18 银行：关注供给侧改革与基金费改的机遇——上市银行1H25理财业务综述
- 2025.9.19 科技硬件：Meta发布AI眼镜新品，开启交互新时代
- 2025.9.19 汽车及零部件：汽车零部件+液冷专题一：数据中心液冷长坡厚雪，UQD迎放量机遇
- 2025.9.19 电力电气设备：AI“探电”（十一）：SST重塑未来AIDC供电架构

2025.9.19 传媒互联网：8月电商月报：线上实物零售稳健增长
2025.9.19 东南亚研究：东南亚9月报告：宏观、互联网与消费
2025.9.19 科技硬件：GPU+CPU强强联合，或将重塑市场格局
2025.9.19 博彩及奢侈品：2025年8月全球瑞士表出口额同比下滑16.5%



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn