

研报精选

2025年9月28日 第240期

宏观专栏

存款搬家走到哪了？

报告认为，存款搬家趋势延续，但步伐放缓。8月新口径M1同比增速较7月上升，而M2增速与7月持平，M1-M2剪刀差收窄，表明存款活期化趋势继续。8月非银存款继续同比多增5500亿元，但同比多增规模较7月有所下降，存款搬家的步伐放缓。

工企利润修复路径探究

报告认为，8月PPI首次实现年内环比止跌，初步释放物价企稳信号，但终端需求的增长动能偏弱。本轮产能治理强调依法依规，产能去化进度较稳，而需求刺激力度也较克制，价格修复较慢。

专题聚焦

多种因素导致投资增速下降

报告认为，固定资产投资增速下降的原因是多方面的，其中最主要的原因可能是优质项目不足。此外，数据调整、美国加征关税和反内卷相关政策可能对固定资产投资增速也有一定影响。

中美市场的驱动力与后劲

报告认为，从中美市场的驱动力为出发点，今年以来美股表现主要依托盈利，而A股港股的上涨则更多是估值主导，计入了较多流动性和对未来的预期，需要基本面来填补。

宏观专栏

存款搬家走到哪了？——货币流动性新形势（3）

在此前发布的报告《[居民存款搬家潜力几何](#)》中，我们测算了本轮居民存款向权益市场迁移的潜力，但这一过程并非一蹴而就，本篇报告从金融系统流动性迁移的角度针对存款搬家的进度进行追踪和探讨。

存款继续活化。8月新口径M1同比增速较7月上升0.4ppt至6.0%，而M2增速8.8%与7月持平，M1-M2剪刀差收窄，表明存款活期化趋势继续。8月居民定期存款及企业定期存款增速继续下行，我们认为定期存款增速下降主要与存款到期重定价后利率下降，以及资本市场表现活跃有关，定期存款到期后续存意愿降低。

存款搬家趋势延续，但步伐放缓。我们用非银存款同比变动刻画存款搬家的进度。非银存款的增加可能来自三方面：实体存款进入券商保证金和权益类产品账户；实体存款进入固收类产品账户；非银贷款创造存款。考虑到近几个月固收类资管产品增速持续下降，非银贷款增量规模较小，因此存款搬家进入权益市场可能是主要的原因。8月非银存款同比多增5500亿元，同比多增规模较7月（1.39万亿元）有所下降，但仍保持多增趋势。8月银行理财规模仅同比多增1400亿元左右，也证明存款向固收类产品搬家并非非银存款上升的主因。

资本市场表现活跃。从资本市场表现来看，8月A股日均成交额达到2.3万亿元，较7月继续增长29%；融资余额超过2.3万亿元，较7月增长21%；上交所新开户数量达到265万户，较7月增长35%，均表明资本市场由于存款搬家更为活跃。年初以来基金份额保持较快增长，相对于主动型基金，被动型基金份额增长更快，成为基金投资者资金入市的重要渠道。本轮股市上涨前，居民存款与A股总市值的比值位于210%左右的历史高位，经过股市上涨后仍位于157%的历史中等水平。

流动性充裕，但存款创造“后劲”不足。银行间流动性方面，我们测算的央行流动性投放规模在8月仍较为充裕，同比多投放0.4万亿元，在较为充裕的流动性环境下，银行间市场利率位于1.5%左右的较低水平。但另一方面，8月

央行对其他金融性公司债权净减少1100亿元，这一项目此前可能与央行对汇金的流动性支持有关，而8月在市场回暖背景下有所下降。

从广义流动性来看，8月实体存款规模增长1.7万亿元，同比少增约0.6万亿元，主要由于信贷和财政的存款创造效应减弱。一方面，信贷需求不强导致8月新增实体贷款同比少增0.4万亿元，另一方面由于财政发力前置导致政府债券同比少增0.3万亿元。

跨境资金回流步伐放缓。8月人民币汇率保持强势，显示出跨境资金流动对于国内流动性环境仍较为有利。银行累计代客结售汇规模（过去12个月）在今年6月以来转为顺差，为2023年以来首次，显示跨境资金回流和结汇规模上升。这部分资金转为境内存款后追求高收益，也可能成为入市资金。8月结售汇差额继续同比多增145亿美元，显示这一趋势仍在持续，但同比增幅相比6月和7月放缓，可能主要由于出口增速放缓（8月出口同比增长4.4%，相比7月的7.2%下降）。8月南向资金净买入约1030亿元，较7月的1241亿元小幅下降，表明境内资金溢出效应也有所减弱。

综合来看，我们跟踪的流动性指标显示存款搬家的趋势仍在继续演绎，体现为存款延续活化趋势、资本市场更为活跃，但搬家步伐略有放缓，主要由于三方面因素：首先，由于上半年财政和信贷货币投放较为前置，下半年存款创造“后劲”略显不足；其次，股市上涨后投资者分歧也在加大，存款向非银部门账户迁移速度减慢；最后，出口放缓的背景下结汇资金回流步伐也在放缓。另外，在市场回暖的背景下，央行对其他金融性公司债权也出现下降的迹象。向前看，以上因素可能使得存款搬家趋势并非一蹴而就，但从超额储蓄、定期存款重定价等角度估算的5-7万亿元存款搬家潜力仍在（参见《[居民存款搬家潜力几何](#)》），这一趋势可能在中期继续演绎。

以上观点来自：2025年9月21日中金公司研究部已发布的《存款搬家走到哪了？——货币流动性新形势（3）》

林英奇 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853

周基明 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521090005 SFC CE Ref: BTM336

许鸿明 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523080007 SFC CE Ref: BUX153

张帅帅 分析员 SAC 执业证书编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

宏观专栏

工企利润修复路径探究

去年下半年尤其是今年7月以来，政府在多行业展开对内卷式竞争的综合整治，旨在推动工业品价格回升、行业盈利修复和产业格局优化。今年8月，PPI首次实现年内环比止跌，初步释放物价企稳信号，但同期投资和商品消费明显放缓，反映终端需求的增长动能偏弱。我们认为，本轮产能治理强调依法依规，产能去化进度较稳，而需求刺激力度也较克制，价格修复较慢。

与2015-2017年供给侧结构性改革相比，本轮产能治理的特点主要体现为如下：

► 产能治理涵盖部分新兴产业（尤其是低端成熟产能），如光伏、新能源汽车等产业；

► 更加强调依法依规，通过能耗、碳排、质量、安全、环保、结构调整、布局优化、财税（如规范补贴政策、调整出口退税率¹）等政策多维度引导行业自律和产能优化；

► 更加注重通过完善基础制度从根本上降低产能无序扩张的可能，比如推动全国统一大市场建设，规范地方招商引资，打破地方保护主义，推动产能、产量、能耗、环保等指标跨区域转移以加速企业跨区域重组等；

► 需求侧虽有托底政策，但难以重演上一轮棚改+城投债务扩张驱动地产和基建投资大涨的情景，新兴行业需求也面临类似格局，以及贸易摩擦的挑战。

PPI的变动受哪些行业影响较大？结合规模以上工业子行业营收以及投入产出表的完全分配系数等数据，我们可估算出主要子行业价格变动对总体物价的影响力系数²，采矿业（主体为煤炭开采）、有色/黑色金属冶炼及压延、计

¹ 如2024年11月，财税部门发文宣布自2024年12月起，将光伏、电池等产品的出口退税率从13%降至9%，
<http://beijing.chinatax.gov.cn/bjswj/c104539/202412/97854d82102943d3bf01def3b2baead4.shtml>

² 影响力既包括了该行业产品价格直接上涨对PPI的影响，也包括该产品通过作为其他行业投入的原材料间接传导至PPI的影响，在这里我们假设上游产品成本变动能100%传导至下游，但在实际中传导程度往往低于100%，这取决于上下游各自的议价能力、上下游行业的产业集中度等诸多因素。

计算机通信和其他电子设备制造业、公用事业、化学原料和化学制品制造业的影响力较大。8月PPI环比从前月的-0.2%转为0.0%，其中煤炭及煤炭加工业、黑色金属冶炼及压延、废弃资源利用业、供水业的物价涨幅较大，其中供水并非是供给侧改革逻辑，而是在水资源费改税、相关征收标准和规范性提升后，全国主要城市自去年开始陆续调整自来水价格。

本轮工业品的价格修复，我们认为需关注供需两端各自的演变路径：

一是在供给侧层面，短期基于产量管控，长期则落脚于过剩低端落后老旧产能的退出，产能出清力度直接决定了价格修复的持续程度。目前针对煤炭、钢铁、建材、光伏、电池等领域的政策密度相对较高，如去年8月工信部暂停钢铁企业产能置换³、今年7月国家能源局在重点产煤省核查煤炭超产⁴、今年7月水泥协会要求水泥企业严格按照工信部要求补齐产能差额并依法依规按产能组织生产等⁵，从微观视角看，随着短期内产品产量得以有效管控，企业销售净利率（利润/营业收入）将企稳回升，但还需经过资产周转率改善即总体营收增长/产能出清，才能最终传导至企业的资产收益率（利润/总资产）改善。结合国家统计局发布的规模以上工业财务数据⁶，在短期指标销售净利率方面，目前有接近60%的行业所处的历史分位数低于40%，近期黑色金属冶炼及压延、光伏产业所在的电气机械及器材制造业、化纤制造业景气度有所回升，但仍处于较低历史分位数水平；在长期指标ROA方面，有接近70%行业的ROA处于历史分位数40%以下的水平，近期造纸、化纤、计算机通信和其他电子设备制造业有所回升，但本轮产能治理的重点行业并未有明显起色，可见产能层面的去化进度仍在初步开展中。

二是在需求侧层面，价格传导的顺畅程度最终取决于终端需求景气，8月经济动能走弱，年内是否加大刺激政策力度或一定程度影响价格传导。

► 去年9月以来超长期特别国债开始支持消费品的以旧换新，今年1H25、

³ https://www.miit.gov.cn/jgsj/ycls/wjfb/art/2024/art_bcae9b1682de4457b555b42c5f839f4f.html

⁴ <https://www.coalchina.org.cn/index.php?a=show&catid=83&id=158531>

⁵ <http://www.ccawz.com/chinacca/wenjian/241942.html>

⁶ 虽然规模以上工业的统计口径会不定期调整，但同期企业样本应该是一致的，因此我们利用截面数据计算企业的销售利润率、资产周转率以及资产收益率。

2H25分配额度分别为1620亿元、1380亿元，支持力度有所减弱，尤其4季度将面临去年同期的高基数挑战。考虑到耐用消费品更换周期通常长达数年，政策刺激效果将减弱，未来支持商品类消费的政策能否延续以及如何扩围，需要予以关注。

► 在消费刺激外，房地产、基建投资仍是稳增长的重要抓手，也是传统工业品的重要需求方。今年前8月，房地产和基建投资同比变动分别为-12.9%和+5.4%，8月单月均环比转弱（其中基建投资连续2个月同比负增），反映房地产市场尚未止跌企稳，满足一定收益的地方投资项目储备进度偏慢，政府财力部分用于化债，项目和资金不足以支持基建投资走强等现实。而今年7月雅下水电工程开工，但从基建投资结构看，国家级重大项目主要对基建起到托举作用，基建主体仍在地方政府，地方项目储备将很大程度限制基建企稳。向前展望，我们预计地产修复仍需要时间，而年内存量在建PPP项目若能有效重启、新型政策性金融工具落地，4季度基建投资有望企稳回升。

综合需求端政策，我们认为上游成本上涨程度也取决于中下游和终端需求的承受能力。针对大的周期品需求的回升，当前或处于磨底状态，不过细分行业或仍有阶段性、结构性需求支撑，例如今年钢铁出口需求仍在扩大，我们认为光伏领域随着136号文在地方的细则落地以及4季度欧洲在假期后装机需求的回升，装机需求或迎来边际回暖⁷。

以上观点来自：2025年9月23日中金公司研究部已发布的《工企利润修复路径探究》

邓巧锋 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

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

⁷ 受政策影响，今年前5月受光伏迎来抢装机行情，部分透支了年内投资，今年6-8月装机明显回落。其中《分布式光伏发电开发建设管理办法》规定，2025年5月1日前并网的工商业分布式项目可沿用“全额上网+补贴”模式；此后的新项目只能选择“自发自用/余电上网”模式；《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》（136号文）：明确以2025年6月1日作为新老项目分水岭，此前并网的存量项目可享受保底电价和优先消纳；此后的增量项目上网电价将完全通过市场化交易形成。

专题聚焦

多种因素导致投资增速下降

2025年1-8月固定资产投资累计同比0.5%，从2025年1-3月的高点4.2%已经连续五个月回落，且近期有加速回落迹象。分主要行业和企业类型来看，投资增速皆回落，可见并非由单一行业或企业类型完全贡献了固定资产投资增速的下降。

投资增速回落的原因是多方面的：从投资构成来看，1-8月建筑安装工程、设备工器具购置、其他费用累计分别拉动整体固定资产投资-0.6、2.1、-0.1个百分点，较1-3月分别下降2.7、0.4、0.5个百分点，可见近期固定资产投资增速下滑主要受建筑安装工程影响。**数据调整可能对投资增速回落有一定影响。**我们根据统计局公布的固定资产投资季调环比增速推算的7-8月固定资产投资季调同比增速分别为-0.4%、-0.8%，回落幅度小于我们根据固定资产投资绝对金额和累计同比推算的当月同比增速。此外，美国加征关税和反内卷相关政策可能对固定资产投资增速也有一定影响。

不过，固定资产投资增速下降最主要的原因可能是优质项目不足。在今年财政前置发力的背景下，固定资产投资“缺资金”的问题得到一定缓解，而更多转向“缺项目”因素主导。“十四五”规划进入收官阶段，新开工项目回落也符合历史规律。当然，中长期来看，企业是否进行投资归根结底取决于投资项目是否能够盈利。而近年来虽然融资成本不断下降，但是投资收益率降幅更为显著，影响了企业投资意愿。展望未来，我们预计，若新型政策性金融工具能在近期落地，四季度固定资产投资或得到一定支撑，而随着明年“十五五”规划的实施，“缺项目”因素可能得到进一步缓解，类似情形在2016年、2021年都有一定程度的体现。

以上观点来自：2025年9月23日中金公司研究部已发布的《多种因素导致投资增速下降》

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

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

专题聚焦

中美市场的驱动力与后劲

7-8月，相比A股尤其是“气势如虹”的科创板，港股一直不温不火原地踏步。但进入9月，情形为之一变，A股转为震荡，港股则在美联储宽松预期和AI互联网的加持下再度领先，恒生科技指数时隔半年后也终于突破3月底的高点。与此同时，美股也在美联储降息支持下再创新高。

我们此前一直提示：1)对美股不用悲观，并在8月初上调美股点位至乐观情形下6700点(《[美股风险溢价为何能如此低？](#)》)；2)港股要想有效向上突破：一是要靠整体盈利改善，这在8月基本面加速下行和政策再度发力之前难以看到；二是要靠互联网板块，因为港股主要大类板块中仅互联网的风险溢价还没到低位，且更有可能出现产业层面的催化。回头看，本轮市场突破也的确是靠互联网实现的(《[指数的“上限”在哪？](#)》)。与此同时，8月下旬美联储降息预期升温也是原因之一，是我们提示的“宽松交易”的历史固定剧本，因为除恒科外，日韩股市和黄金等也都新高(《[降息后会发生什么？兼论降息的历史经验](#)》)。相反，如果单纯靠A股情绪外溢导致的“填坑”式的补涨，即便有，往往也难以持续很久(《[当前行情下的港股操作策略](#)》)。

随着美联储降息落地，“宽松交易”可能暂告段落(《[美联储还能再降几次？](#)》)，港股恒科不仅追上A股，也填回了3月以来的跌幅，美股也再创新高。那接下来，中美三地市场谁将领先？空间有多少，后劲儿来自哪？哪些行业更具备价值？

市场的脉络与动力：一季度港股、二季度美股、三季度先A后港；美股靠盈利，港A靠估值

回顾今年以来的表现，我们可以发现中美三地市场出现以季度维度清晰的切换脉络。这三个市场之间，既有此消彼长的“跷跷板”效应，也有映射的联动（如美股AI龙头与A股算力股）。具体来看，

1) 一季度港股跑赢：DeepSeek“横空出世”引爆中国AI叙事，港股恒生科技领涨，涨幅一度超35%，成为当之无愧的领跑者，而美股龙头则因投资者担

忧算力过剩和应用落地缓慢而下挫；

2) 二季度美股跑赢：对等关税之后虽然中国市场也在修复，但美股尤其是科技龙头在超预期业绩、以及资本开支加速的推动下快速重返新高，尤其是M7大涨32%，其中英伟达涨幅接近68%，明显超过同期AH股，这也成为拉动A股算力映射表现的源头；反之恒生科技一直未能修复3月底的高点；

3) 7-9月A股跑赢：流动性与居民存款活化等叙事驱动，以及“中美映射”下的科创算力行情使得A股“后来者居上”，港股和美股在这一阶段反而都有些不温不火；

4) 9月后港股跑赢：“宽松交易”升温、美股AI龙头催化，港股互联网龙头在芯片领域突破，推动港股持续走强，再度领先。从7月起算，恒生指数累计涨幅已超同期上证指数，恒生科技也突破3月高点。

进一步细看中美三地市场的驱动力，也有不少差异：

► **驱动力：美股多靠盈利，中国更靠估值。**拆解今年以来中美两地指数的涨幅贡献，美股尽管估值不便宜，但无论是标普500（指数上涨13.3%，盈利贡献7.5%）还是纳斯达克（指数上涨17.2%，盈利贡献11.5%）均为盈利贡献占主导。与之相反，今年以来中国AH两地市场的涨幅则基本都是估值扩张贡献，例如贡献了恒指32%涨幅中的30%，更是贡献了恒生科技40%涨幅中的全部；

► **盈利趋势：美股上修，A股持平，港股下修。**美股近期盈利持续上修，2025年盈利预期11.3%，与指数涨幅基本相当；对比之下，港股反而下修，2025年盈利降至-3%；A股因基数影响，盈利预期基本持平，介于美股和港股之间；

► **估值分化：内部均有分化，但差异度不同。**当前标普500 22x和纳斯达克27x的动态P/E看似要明显高于A股沪深300的14x P/E与港股恒生指数的12x P/E，但结构上存在差异，且毕竟有盈利支撑。美股龙头估值更高，与小盘股罗素2000指数的28倍差异没那么大。相比之下，A股科创板估值则要远高于大盘，差异度更大。

估值的横向对比要考虑盈利能力。以龙头公司为例，虽然中国科技“十巨头”与新消费龙头的整体估值中位数（19x P/E）要明显低于美股“七姐妹”（31x

P/E)，但其ROE与净利润率也明显偏低，与其所能支撑的估值是匹配的，因此脱离基本面而单纯对比估值是没有意义的。

港股当前所处位置：情绪与技术指标已较为极致，外资也出现分歧

9月以来，港股再度领先，核心源于两大因素：一是美联储降息预期升温，推动“宽松交易”成为短期主线，港股更为受益；二是互联网板块受甲骨文等美股龙头催化重回焦点，叠加部分龙头芯片领域突破，再度点燃重估叙事。不过，经过近期快速上涨后，恒指与恒生科技的估值、情绪及技术指标均已处于高位，资金也出现分歧。

► 点位上，恒指自9月中旬站上26000点关口后，上周四一度突破27000点，创下2021年中旬以来新高；恒生科技则在多轮尝试后，突破年初“DeepSeek”行情时的年内高点，刷新2022年以来新高。今年港股结构行情特征突出，近期市场上涨主要由互联网贡献，其风险溢价已低于年初DeepSeek行情时水平，这与我们此前在《[指数的“上限”在哪？](#)》中提示的判断一致：若金融周期、新消费和创新药等大类板块维持不变，科技互联网重回3月底情绪水平，即可推动恒指站稳26000点。

► 估值层面，恒指当前12倍动态P/E已超出过去10年均值一倍标准差，恒生科技21倍的动态P/E也高于2022年以来均值。剔除无风险利率的历史差异，从风险溢价角度看更是如此，以当前南向资金成交占比为基准，按中债与美债35%/65%进行加权计算，恒指突破27000点时对应风险溢价为5.0%，接近棚改地产周期高点2018年初时的水平，超越年初DeepSeek行情，也突破2021年初恒生科技历史高点时的极值；恒生科技指数风险溢价达到1.2%，也是2023年底以来的最低水平。

► 技术指标显示，短期情绪较为极致。周三14日RSI一度升至71，市场再度超买，仅次于今年7月24日的74.5；卖空成交占比从8月底的16.3%快速降至12.8%，周二一度降至10.8%的7月下旬以来低位，出现明显的空头回补，表明空头力量大幅收缩。这些都显示，短期情绪热度较为极致。

► 外资出现一定分歧。EPFR数据显示，在连续四周流入A股后，本周海

外主动资金转为流出，同时也流出港股，其中全球市场及亚洲除日本市场的资金流出规模最大。美银美林9月全球和亚太《投资者调查》中亦有体现：相比8月，更多投资者（17%）愿意在市场反弹后获利了结，高于8月的7%；已经“满仓”的投资者比例也大幅高于上个月（13% vs. 8月3%）；亚太区域内，看好中国的投资者从上个月的23%降至-13%。

市场的“后劲儿”来自哪里？美股科技加顺周期修复；中国估值与情绪不低，仍关注结构

以中美三地市场的驱动力为出发点，今年以来美股虽然估值偏高会面临扰动，但表现主要依托盈利，而A股港股的上涨则更多是估值主导，计入了较多流动性和对未来的预期，需要基本面来填补。两者的共通之处，则在于AI结构的联动和映射。这一核心差异，也决定了三地市场后续走势的不同后劲。

► 对于美股，后劲主要看科技趋势延续叠加顺周期修复。第一，主要科技龙头上修资本开支指引，以及AI应用和订单不断落地，延续纳斯达克与AI龙头的预期，依然是交易主线，也是市场主要支撑；第二，美联储降息有助于推动房地产和传统顺周期板块修复，或使得行情往顺周期扩散，更为均衡；第三，10月新财年开始后“大美丽法案”效果集中体现，这三者构成了支撑美国增长和盈利修复的“三驾马车”。因此，美股整体方向依然是积极的，如果因为估值回调，可以提供更好的介入机会。结构上，科技板块（初期受益于流动性宽松，且AI资本开支持续加速）与顺周期板块（降息后有望逐步补涨）仍是重点关注方向，这也与我们在《[降息后会发生什么？兼论降息的历史经验](#)》发现的规律一致。

► 与美股不同，A股与港股的行情更多由情绪及估值共同驱动，行业结构上类似但更多以小盘为主。后劲大概率也面临两条路径选择：一是依托盈利改善发力，行情也可以向更多板块扩散——这依靠更多总量政策和宏观流动性推动整体基本面好转，进而可以“高切低”，实现宽度更广且持续更久的上涨；二则是延续当前微观流动性驱动的结构化行情，但高估值也会导致切换和波动。

1) 短期看，第一条路径实现的门槛较高。盈利改善需以宏观基本面转暖为前提，而近期数据却显示经济动能加速走弱：8月社零同比增长3.4%，增速

较7月放缓0.3个百分点，已连续3个月回落，北京更是大幅下滑11.4%；汽车等耐用消费品受以旧换新政策退坡影响增速下滑，四季度开始还将面临高基数；房地产销售延续疲弱，开发投资同比跌幅进一步扩大，北京二手房价格环比下跌1.2%，幅度也在70个大中城市中最大，即便8月初放开五环外限购。近期基本面加速走弱，是私人信用依然收缩与财政扩张放缓的必然结果：新增私人信贷需求已经有转弱迹象，去年9月开始的财政支出高基数和预算内四季度财政同比的发力空间收窄，如果政策维持当前力度的话，都意味着社融和整体宏观流动性在9月出现拐点（据中金宏观组测算，M1环比也可能转负⁸）。这意味着，行情往整体市场和更多板块扩散依然有难度，高度依赖政策发力，而发力的门槛要视关税和就业这两个变量，重点观察中美关税谈判（当前），四中全会（10月中旬），APEC会议（10月31日-11月1日），关税豁免截止（11月12日）几个时点。

2）第二条路径即延续微观流动性驱动的结构行情，但因为估值和情绪不低，所以也会出现切换导致的波动。海外美联储降息的确有帮助，但也前置体现，短期降息落地后反而可能暂缓，体现为降息后美元与长端美债利率回升、黄金回调的走势，印证了我们在《[美联储还能再降几次？](#)》中的判断。二级市场的微观流动性是主要动力，如非银存款和基金申购依然活跃，但对这些资金的判断更多是同步指标，如果新进入资金的预期收益因为市场震荡降低，也会反过来降低资金进入的速度，同时外资的分歧加大。因此，在这一环境下，市场依然将围绕预期较强的结构为主，如港股互联网，但因为结构主题估值经过前期上涨后估值也都上来了，也难免出现轮动切换导致的波动，如近期的创新药。

以上观点来自：2025年9月21日中金公司研究部已发布的《中美市场的驱动力与后劲》

刘刚 分析员 SAC 执业证书编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

张巍瀚 分析员 SAC 执业证书编号：S0080524010002 SFC CE Ref: BSV497

⁸ https://www.research.cicc.com/zh_CN/report?id=375832&entrance_source=ReportList

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.9.23 中国宏观热点速评：多种因素导致投资增速下降
2025.9.23 中国宏观热点速评：工企利润修复路径探究

策略及大宗商品

- 2025.9.25 有色金属：聚焦：矿端扰动再起，铜市失衡风险上升
2025.9.26 解读我国最新国家自主贡献：减排力度不降，彰显大国担当

固定收益

- 2025.9.22 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
2025.9.22 深度研究：美债市场格局变迁及分析框架——中金固收2025年债市宝典系列
2025.9.22 深度研究：韧性及低波的协同——中金固收2025年债市宝典系列之ABS分析框架
2025.9.23 信用债收益率跟踪周报：债市波动加大，中短端信用利差被动收窄
2025.9.24 深度研究：当稳定产生波动——中金固收2025年债市宝典系列之公募REITs策略分析框架
2025.9.24 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
2025.9.25 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
2025.9.25 专题研究：机构行为延续分化，商业银行大规模增持，而广义基金延续减持——2025年8月中债登、上清所债券托管数据点评
2025.9.26 专题研究：降息确认，把握配置——2025年四季度境外债市场展望
2025.9.26 深度研究：固收+智能体的基础与路径——中金固收2025年债市宝典系列之固收+策略框架

行业

- 2025.9.22 电力电气设备：电新双周报：电池龙头26年订单指引超预期，看好AIDC出海及新技术弹性
2025.9.22 主题研究：光伏周谈 | 产业链持续温和涨价，玻璃库存天数继续走低（25年第38周）
2025.9.22 主题研究：AI“探电”（十二）：Rubin或推动微通道液冷技术应用，液冷通胀逻辑再强化
2025.9.23 汽车及零部件：人形机器人追踪（13）：4Q25行业催化不断，坚定看好T链引领板块向上
2025.9.23 不动产与空间服务：周评#457：上周二手房销量同比增近一成

- 2025.9.23 银行：银行自营资产配置线索——上市银行1H25金融投资业务综述
- 2025.9.23 汽车及零部件：乘用车出海洞察#5：全球格局再重构，中国汽车深受受益
- 2025.9.24 银行：零售银行转型，还要继续吗？——1H25业绩回顾
- 2025.9.24 软件及服务：2Q25美股IaaS公司业绩回顾：产业供需构筑强业绩支撑，趋势确定性拐点已出现
- 2025.9.25 建材：行业印发稳增长工作方案，重视盈利水平有效提升
- 2025.9.25 不动产与空间服务：8月美国新房销售数据好于预期
- 2025.9.25 机械：人机系列03：量产背后的硬件创新
- 2025.9.26 通信设备：海外通信路演反馈：算力需求乐观，聚焦AI ASIC及AI网络相关标的
- 2025.9.26 公用事业：电力环保1H25回顾：市场高度关注电价及“十五五”规划，中期分红初见端倪
- 2025.9.26 消费：国庆出游景气度同比提升，消费有望延续回暖趋势
- 2025.9.26 软件及服务：2Q25美股SaaS公司业绩回顾：AI情绪边际进一步弱化



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