



# 市场透视

2025年9月

中国9月制造业景气水平继续改善，大型企业PMI保持扩张，但中小型企业仍低于荣枯线。消费市场总体平稳，其中商品消费和服务消费均实现增长，新型消费和入境消费持续扩大，外贸韧性持续。整体港股市场基本面仍偏弱，但资金面进一步改善。随着中国在AI领域的进展，市场情绪进一步升温，尤其在科技板块方面。海外经济方面，美国9月初非农就业人数遭遇大幅下修，美联储于9月17日实施年内首次降息25个基点，海外的流动性进一步改善。白宫正式启动政府“有序停摆”程序。欧洲央行则维持利率不变，并下调了远期通胀预期。我们依旧聚焦中国自主科技能力的提升的相关板块和标的，包括在科技硬件、AI、互联网、创新药等相关行业的投资机会；并重视反内卷的行业以及部分优质央企国企等红利资产。需注意美国经济走弱超出预期的风险；中美贸易摩擦加剧的风险。

## 宏观经济

### • 国内经济

中国9月制造业PMI为49.8%，环比上升0.4个百分点，制造业景气水平继续改善。生产指数大幅上升1.1个百分点至51.9%，新订单指数微升至49.7%。大型企业PMI为51.0%保持扩张，但中小型企业仍低于荣枯线。分行业看，建筑业商务活动指数为49.3%，比上月上升0.2个百分点；服务业商务活动指数为50.1%，比上月下降0.4个百分点。从服务业行业看，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数均位于60.0%以上高位景气区间；餐饮、房地产、文化体育娱乐等行业商务活动指数均低于临界点。8月国内通胀数据虽有亮点，但整体表现仍然偏弱。8月CPI同比-0.4%，低于市场预期的-0.2%，也低于前值的+0.0%；CPI环比+0.0%，较前值的+0.4%再度回落。8月核心CPI同比+0.9%，较前值的+0.8%继续温和改善；但核心CPI环比+0.0%，较上月的+0.4%有所回落。8月PPI同比-2.9%，较上月的-3.6%降幅缩窄。消费市场总体平稳，8月社会消费品零售总额达3.97万亿元，同比增长3.4%，其中商品消费和服务消费均实现增长，新型消费和入境消费持续扩大。外贸韧性持续，8月以美元计出口同比增长4.4%，进口增长1.3%，连续三个月实现双增长，机电产品、集成电路和汽车出口表现亮眼。金融数据方面，8月末M2同比增长8.8%，社会融资规模存量同比增长8.8%。

### • 海外经济

美国9月初非农就业人数遭遇大幅下修，截至3月的一年间非农就业人数被下调91.1万，每月平均少增加约7.6万，为自2000年以来最大下修。8月CPI同比2.9%，核心CPI同比上涨6.6%，显示通胀粘性。同时，首次申请失业金人数一度跃升至26.3万人（近四年高点），远超市场预期的23.5万人。美联储于9月17日实施年内首次降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至4.00%-4.25%，声明中强调就业下行风险增加而通胀压力犹存。8月零售销售环比超预期增长0.6%，非实体零售商、服装店以及餐饮服务等领域的销售增长是主要贡献力量。9月ISM制造业PMI（49.1）仍处收缩区间，且月末因预算耗尽，白宫正式启动政府“有序停摆”程序。欧洲央行则维持利率不变，并下调了远期通胀预期。

## 政策措施

9月3日，财政部与中国人民银行联合会议强调财政与货币政策要协同配合，共同保障宏观政策落地见效，推动债券市场平稳健康发展。9月10日，财政部部长蓝佛安在报告预算执行情况时指出，下一步财政政策将全力支持稳就业稳外贸，并通过专项债券和已发行的7610亿元超长期特别国债进一步推动政策落地。9月22日，贷款市场报价利率（LPR）连续第四个月维持不变。同日，国务院新闻办公室在发布会上强调，将完善货币与宏观审慎双支柱调控框架，并指出房贷政策每年为超5000万户家庭大幅减轻利息负担。

大中华股指	收盘价 (9月30日)	单月变动 %	YTD变动 %	52周低点	52周高点	TICKER
沪深300指数	4640.69	3.20	17.94	3514.12	4647.57	SHSZ300 Index
MSCI中国指数	89.89	9.32	38.91	59.81	91.59	MXCN Index
香港恒生指数	26855.56	7.09	33.88	18671.49	27381.84	HSI Index
恒生中国企业指数	9555.33	6.79	31.08	6762.65	9770.21	HSCEI Index
全球股指						
标普500指数	6688.46	3.53	13.72	4835.04	6754.49	SPX Index
道琼斯工业指数	46397.89	1.87	9.06	36611.78	47049.64	DJI Index
纳斯达克综合指数	22660.01	5.61	17.34	14784.03	23006.07	CCMP Index
富时100指数	9350.43	1.78	14.41	7544.83	9516.83	UKX Index
德国DAX 30指数	23880.72	-0.09	19.95	18489.91	24639.10	DAX Index
日经225指数	44932.63	5.18	12.63	30792.74	48527.33	NKY Index

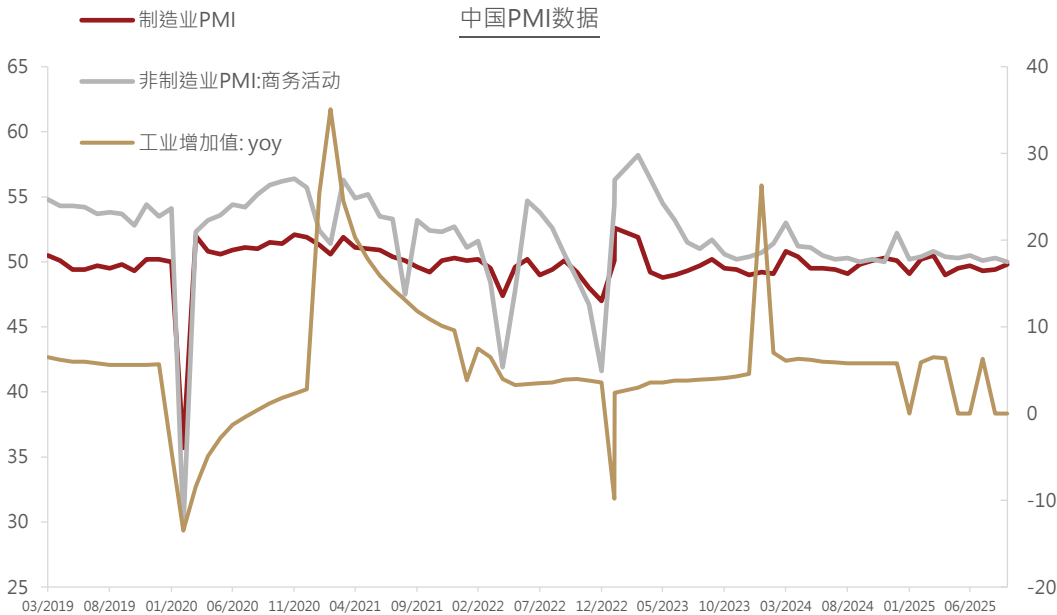
市场展望与行业配置

8月经济数据整体表现进一步走弱，国内经济仍处于筑底期；南向资金加速流入，美联储9月降息后，海外的流动性进一步改善；整体港股市场基本面仍偏弱，但资金面进一步改善。随着中国在AI领域的进展，市场情绪进一步升温，尤其在科技板块方面。但近期出现的中国对稀土领域加强管控，特朗普政府要对中国加征100%关税及加强其他方面的管控，则很可能在短期打击市场情绪，需要重点关注10月底的APEC峰会上的中美元首互动。但10月份的中央政治局会议及二十届四中全会在即，市场依旧有维稳的预期。

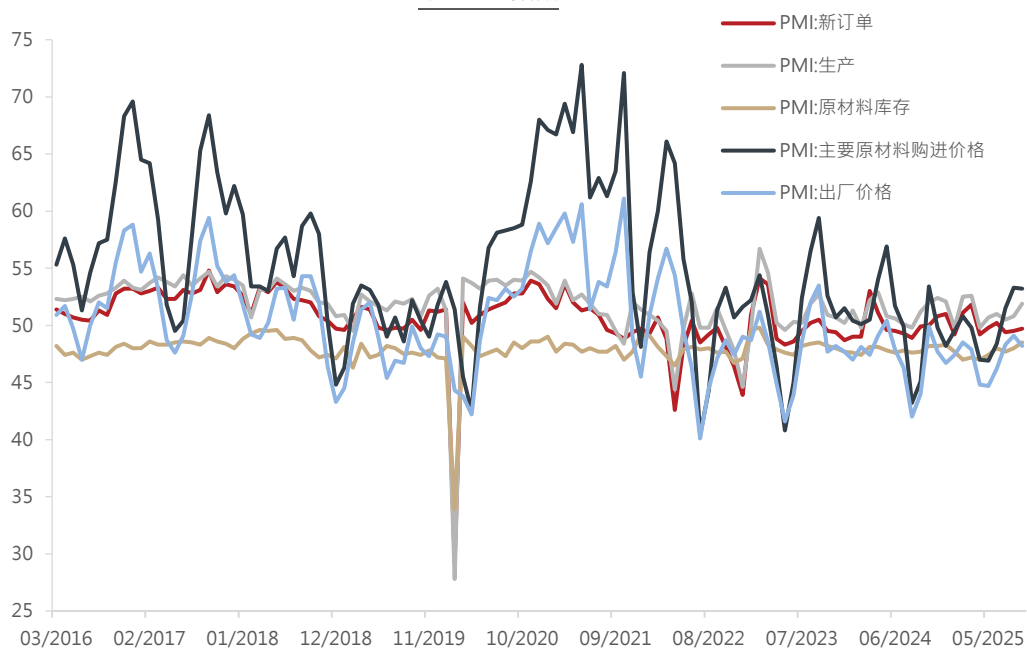
我们依旧聚焦中国自主科技能力的提升的相关板块和标的，包括在科技硬件、AI、互联网、创新药等相关行业的投资机会；并重视反内卷的行业以及部分优质央国企等红利资产。

风险点

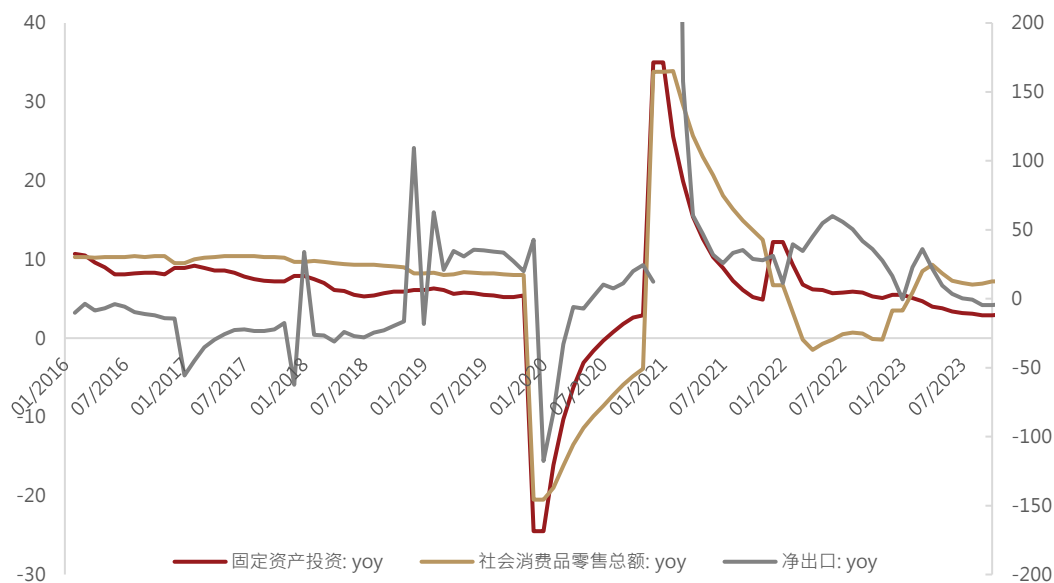
美国经济走弱超出预期的风险；中美贸易摩擦加剧的风险。



中国PMI数据




中国经济活动




9月市场情绪在降息交易的带动下维持强势。长端美债收益率在宽松交易的带动下于月初大幅下行。美股在AI浪潮的带动下继续创下新高，黄金在实际利率下行，投资属性提升的带动下快速上涨，中国和日欧股市也表现良好，国际政策风险依然存在。9月美国经济数据出现分化，美国劳动力市场出现了明显放缓。美债收益率部分逆转了8月的形态走势，全月呈现牛平走势。尽管我们不认为美国经济会快速走弱，但短期需要警惕美股回调带来的风险偏好逆转，此外政府停摆，中美关系，日本欧洲国内政治局势的演化也会对市场产生较大影响。黄金和比特币的走强表明投资人仍在不断寻求除美元美债外的避险资产。我们整体对利率久期维持中性。信用债而言我们更为谨慎，当前估值水平基本处于历史极值，我们倾向于提高评级，在牺牲一部分票息的前提下防范整体信用利差的走宽。当前我们更加关注个体信用对的挖掘以及其他存在价值的固收类资产的拓展，以分散组合风险。

## 市场表现

9月市场情绪在降息交易的带动下维持强势，面对就业数据的走弱，美联储如预期降息25bp，鲍威尔表态延续了杰克逊霍尔会议中关注就业的措辞，点阵图预测年内还将降息两次。长端美债收益率在宽松交易的带动下于月初大幅下行。大类资产方面，美股在AI浪潮的带动下继续创下新高，黄金在实际利率下行，投资属性提升的带动下快速上涨，中国和日欧股市也表现良好，国际政策风险依然存在。

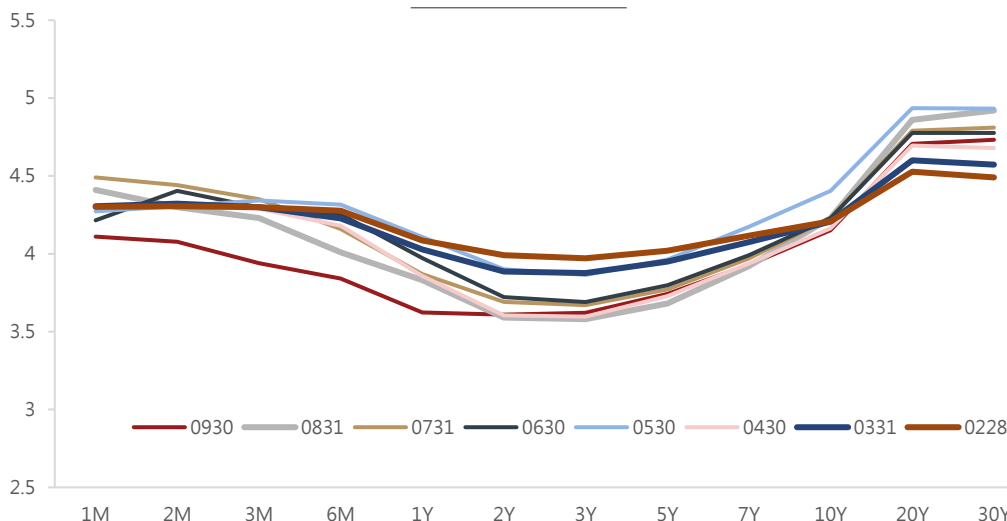


	20250930	20250829	20241231		20250930	20250829	20241231				
美国	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%	中国	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%
2Y	3.61	-1	-63	3.54	4.98	3Y	1.44	2	24	1.10	1.99
5Y	3.74	4	-64	3.40	4.65	5Y	1.61	-3	20	1.33	2.15
7Y	3.93	0	-55	3.50	4.70	7Y	1.77	2	20	1.50	2.30
10Y	4.15	-8	-42	3.62	4.79	10Y	1.87	9	20	1.60	2.32
30Y	4.73	-20	-5	3.93	4.97	30Y	2.26	18	32	1.81	2.58



	20250930	20250829	20241231		20250930	20250829	20241231				
日本	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%	德国	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%
2Y	0.94	7	34	0.28	0.89	2Y	2.02	8	-6	1.66	3.10
5Y	1.23	8	49	0.42	1.19	5Y	2.31	5	16	1.87	2.72
7Y	1.47	10	62	0.52	1.34	7Y	2.45	2	30	1.86	2.67
10Y	1.65	5	55	0.79	1.59	10Y	2.71	-1	34	2.03	2.90
30Y	3.15	-4	85	1.94	2.83	30Y	3.28	-6	68	2.27	3.20

美国国债收益率曲线







经济数据

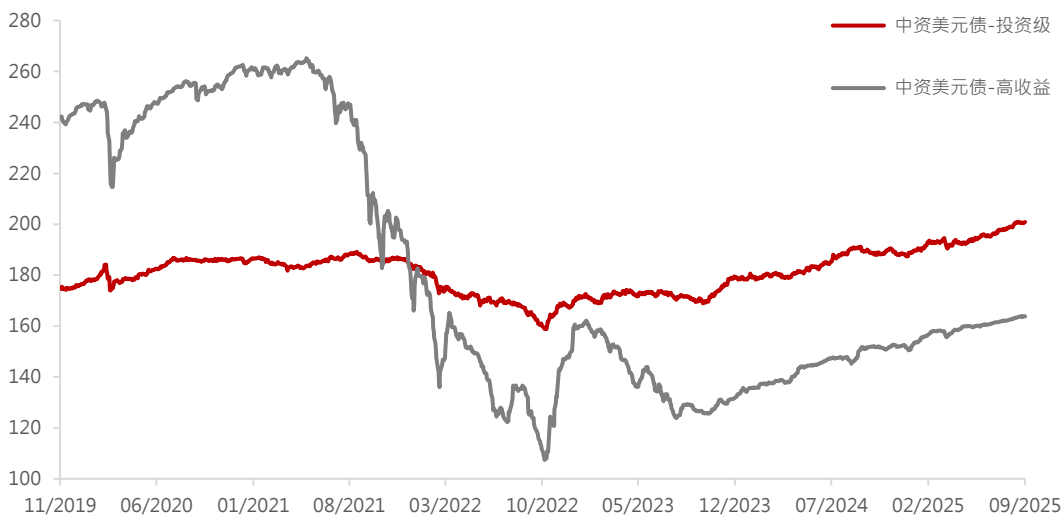
9月美国经济数据出现分化，就业方面，尽管失业率并未明显上行，但新增非农就业，职位空缺数指向美国劳动力市场出现了明显放缓。通胀方面，8月美国CPI同比符合预期，环比略超预期，主因食品和能源涨价。而PPI明显低于预期，表明短期通胀无忧，关税对商品通胀影响有限。美国消费数据继续维持强劲，2季度GDP消费上修，PCE消费环比增长超预期，零售数据也超预期，在财富效应支撑下，消费仍对经济产生支撑。

美债收益率部分逆转了8月的形态走势，全月呈现牛平走势。随着降息定价逐步充分，短端利率趋于稳定，长端则在衰退担忧的背景下收益率出现小幅回落。信用债方面，一级市场发行量同比增加，订单需求强劲，持续的资金流入使得全球信用利差在上半月进一步压缩创年内新低，中资美元债信用利差进一步压缩，点心债表现与境内债出现一定分化。

主要CDX 指数	现值	一月变动	YTD变动	52周低点	52周高点
投资级 CDX	52	1	2	47	81
高收益 CDX	321	(0)	10	289	476
新兴市场 CDX	148	3	(4)	150	230
主要债券指数					
亚洲美元公司债	504	0.9%	7.1%	446	485
中资美元债 投资级	236	1.0%	6.8%	210	228
中资美元债 高收益	198	0.1%	8.3%	163	192
美国投资级	3560	1.4%	7.0%	3171	3441
美国高收益	1842	0.8%	7.1%	1600	1756
新兴市场公司债	498	1.0%	8.4%	433	473
全球投资级债券指数	500	0.7%	7.9%	450	490
全球1-3年投资级债券指数	188	0.3%	7.8%	170	184

数据源：若未特别说明，本文件资料来自华夏基金(香港)、彭博、万得，截至2025年9月30日。数据显示仅供信息及参考用途，历史资料并不代表未来发展趋势。

中资美元债指数



## 市场展望与行业配置

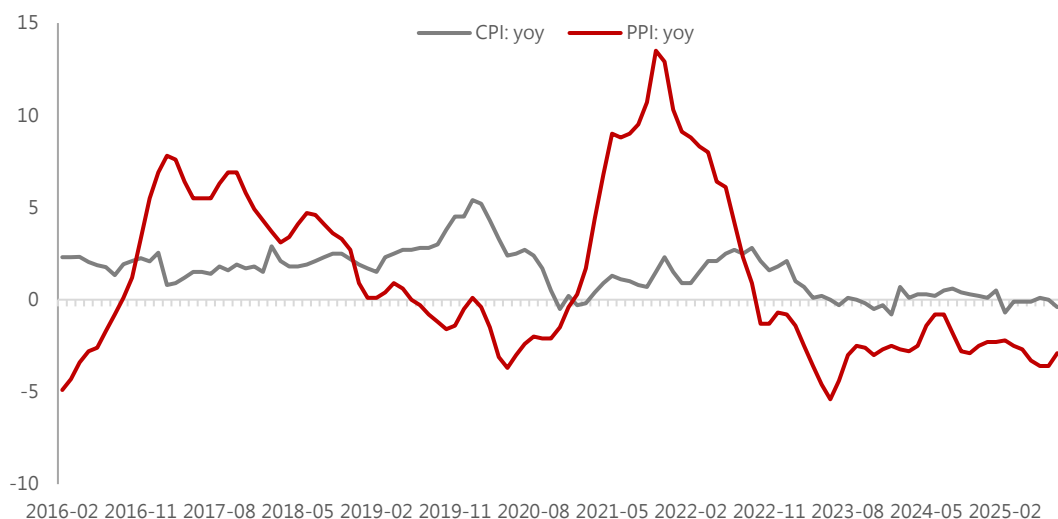
实体经济的表现与资产价格出现了较为明显的背离，在就业趋缓，实际利率走低，黄金暴涨的背景下股票创下新高，信用利差不断压缩。**AI**革命，降息交易等积极因素强于地缘冲突，经济走弱等风险。尽管我们不认为美国经济会快速走弱，但短期需要警惕美股回调带来的风险偏好逆转，此外政府停摆，中美关系，日本欧洲国内政治局势的演化也会对市场产生较大影响。

黄金和比特币的走强表明投资人仍在不断寻求除美元美债外的避险资产。尽管9月以来长端美债的交易中枢有所下行，但在多个发达市场财政压力，降息反身性的影响下进一步博弈美债利率快速下行的胜率和赔率均有限，我们整体对利率久期维持中性。信用债而言我们更为谨慎，当前估值水平基本处于历史极值，我们倾向于提高评级，在牺牲一部分票息的前提下防范整体信用利差的走宽。当前我们更加关注个体信用对的挖掘以及其他存在价值的固收类资产的拓展，以分散组合风险。

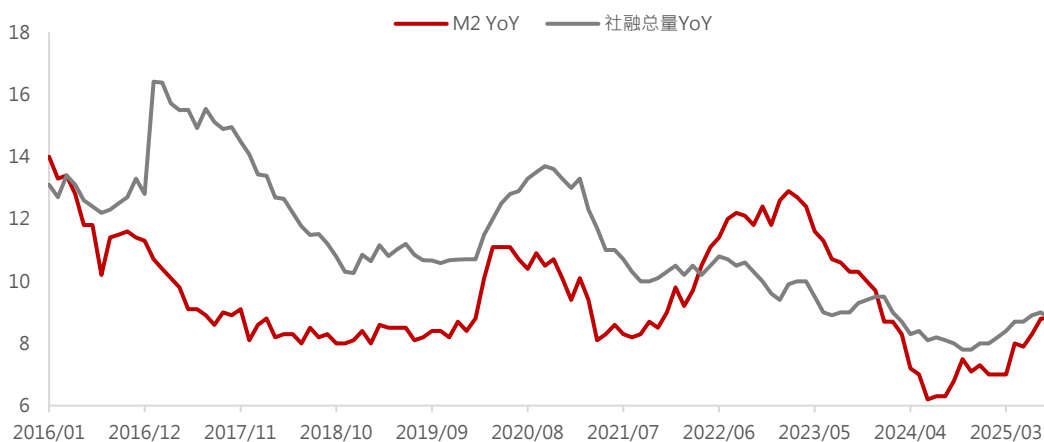
美国核心PCE



中国通胀数据



中国货币总量





免责声明：

本数据仅供指定收件人之信息及参考之用，并不构成对于任何证券或基金的买卖或进行任何交易之邀约或任何投资建议。本资料有关基金内容(如有)不适用于在限制该内容之发布的区域居住之人士。任何人士均不得视本资料为构成购买或认购参与基金股份的要约或邀请，也不得在任何情况下使用基金认购协议，除非在相关司法管辖区内该邀约和分发是合法的。非香港投资者有责任遵守其相关司法管辖区的所有适用法律法规，然后继续阅读本数据所包含的信息。

本数据所载之信息仅反映现时市场状况及华夏基金(香港)有限公司(“本公司”)于编制资料当日的判断，并不代表对个券或市场走势的准确预测，而判断亦可随时因应个券或市场情况变化而更改，恕不另行通知。于制作本资料时，本公司依赖及假设公共媒介提供的数据的正确性及完整性。本公司认为本文件所载资料为可靠的；然而，本公司并不保证该数据的完整性及准确性。本公司或其联营公司、董事及雇员概不对于本数据内所提供之信息的任何错误或遗漏负上任何责任，且本公司不应就任何人士因依赖或使用该等数据而招致的任何损失负责。

投资涉及风险。过往业绩不代表将来表现。基金价格及其收益可升可跌，概不能保证。投资价值亦可能受到汇率影响。投资者可能无法取回原本的投资金额。

本资料并未经香港证监会审阅。发布人：华夏基金(香港)有限公司。在未经华夏基金(香港)有限公司同意前，不得复印、分发或复制本数据或本数据内任何部份内容给予预定收件人以外的任何人士。

香港花园道1号中银大厦37楼

[www.chinaamc.com.hk](http://www.chinaamc.com.hk)

华夏基金(香港)有限公司

关注我们: 华夏基金香港

电话: (852) 3406 8688

传真: (852) 3406 8500

产品查询及客户服务

电邮: [hkservice@chinaamc.com](mailto:hkservice@chinaamc.com)

电话: (852) 3406 8686

