



市場透視

2025年9月

中國9月製造業景氣水準繼續改善，大型企業PMI保持擴張，但中小型企業仍低於榮枯線。消費市場總體平穩，其中商品消費和服務消費均實現增長，新型消費和入境消費持續擴大，外貿韌性持續。整體港股市場基本面仍偏弱，但資金面進一步改善。隨著中國在AI領域的進展，市場情緒進一步升溫，尤其在科技板塊方面。海外經濟方面，美國9月初非農就業人數遭遇大幅下修，美聯儲於9月17日實施年內首次降息25個基點，海外的流動性進一步改善。白宮正式啟動政府“有序停擺”程式。歐洲央行則維持利率不變，並下調了遠期通脹預期。我們依舊聚焦中國自主科技能力的提升的相關板塊和標的，包括在科技硬體、AI、互聯網、創新藥等相關行業的投資機會；並重視反內卷的行業以及部分優質央國企等紅利資產。需注意美國經濟走弱超出預期的風險；中美貿易摩擦加劇的風險。

宏觀經濟

• 國內經濟

中國9月製造業PMI為49.8%，環比上升0.4個百分點，製造業景氣水準繼續改善。生產指數大幅上升1.1個百分點至51.9%，新訂單指數微升至49.7%。大型企業PMI為51.0%保持擴張，但中小型企業仍低於榮枯線。分行業看，建築業商務活動指數為49.3%，比上月上升0.2個百分點；服務業商務活動指數為50.1%，比上月下降0.4個百分點。從服務業行業看，郵政、電信廣播電視及衛星傳輸服務、貨幣金融服務等行業商務活動指數均位於60.0%以上高位景氣區間；餐飲、房地產、文化體育娛樂等行業商務活動指數均低於臨界點。8月國內通脹資料雖有亮點，但整體表現仍然偏弱。8月CPI同比-0.4%，低於市場預期的-0.2%，也低於前值的+0.0%；CPI環比+0.0%，較前值的+0.4%再度回落。8月核心CPI同比+0.9%，較前值的+0.8%繼續溫和改善；但核心CPI環比+0.0%，較上月的+0.4%有所回落。8月PPI同比-2.9%，較上月的-3.6%降幅縮窄。消費市場總體平穩，8月社會消費品零售總額達3.97萬億元，同比增長3.4%，其中商品消費和服務消費均實現增長，新型消費和入境消費持續擴大。外貿韌性持續，8月以美元計出口同比增長4.4%，進口增長1.3%，連續三個月實現雙增長，機電產品、積體電路和汽車出口表現亮眼。金融資料方面，8月末M2同比增長8.8%，社會融資規模存量同比增長8.8%。

• 海外經濟

美國9月初非農就業人數遭遇大幅下修，截至3月的一年間非農就業人數被下調91.1萬，每月平均少增加約7.6萬，為自2000年以來最大下修。8月CPI同比2.9%，核心CPI同比上漲6.6%，顯示通脹粘性。同時，首次申請失業金人數一度躍升至26.3萬人（近四年高點），遠超市場預期的23.5萬人。美聯儲於9月17日實施年內首次降息25個基點，將聯邦基金利率目標區間下調至4.00%-4.25%，聲明中強調就業下行風險增加而通脹壓力猶存。8月零售銷售環比超預期增長0.6%，非實體零售商、服裝店以及餐飲服務等領域的銷售增長是主要貢獻力量。9月ISM製造業PMI（49.1）仍處收縮區間，且月末因預算耗盡，白宮正式啟動政府“有序停擺”程式。歐洲央行則維持利率不變，並下調了遠期通脹預期。

政策措施

9月3日，財政部與中國人民銀行聯合會議強調財政與貨幣政策要協同配合，共同保障宏觀政策落地見效，推動債券市場平穩健康發展。9月10日，財政部部長藍佛安在報告預算執行情況時指出，下一步財政政策將全力支持穩就業穩外貿，並通過專項債券和已發行的7610億元超長期特別國債進一步推動政策落地。9月22日，貸款市場報價利率（LPR）連續第四個月維持不變。同日，國務院新聞辦公室在發佈會上強調，將完善貨幣與宏觀審慎雙支柱調控框架，並指出房貸政策每年為超5000萬戶家庭大幅減輕利息負擔。

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

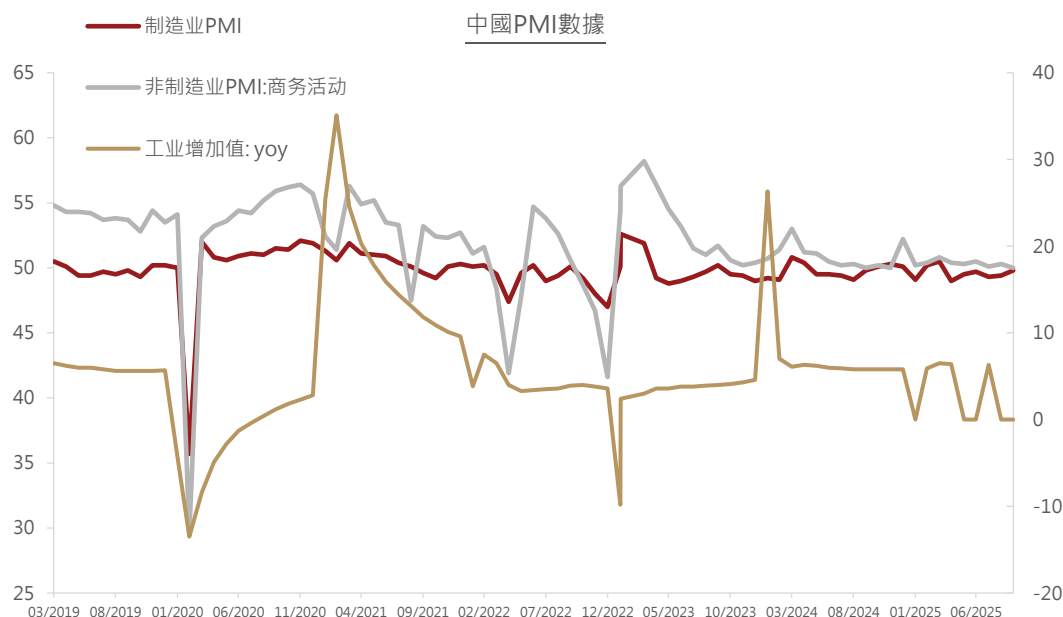
市場展望與行業配置

8月經濟資料整體表現進一步走弱，國內經濟仍處於築底期；南向資金加速流入，美聯儲9月降息後，海外的流動性進一步改善；整體港股市場基本面仍偏弱，但資金面進一步改善。隨著中國在AI領域的進展，市場情緒進一步升溫，尤其在科技板塊方面。但近期出現的中國對稀土領域加強管控，特朗普政府要對中國加征100%關稅及加強其他方面的管控，則很可能在短期打擊市場情緒，需要重點關注10月底的APEC峰會上的中美元首互動。但10月份的中央政治局會議及二十屆四中全會在即，市場依舊有維穩的預期。

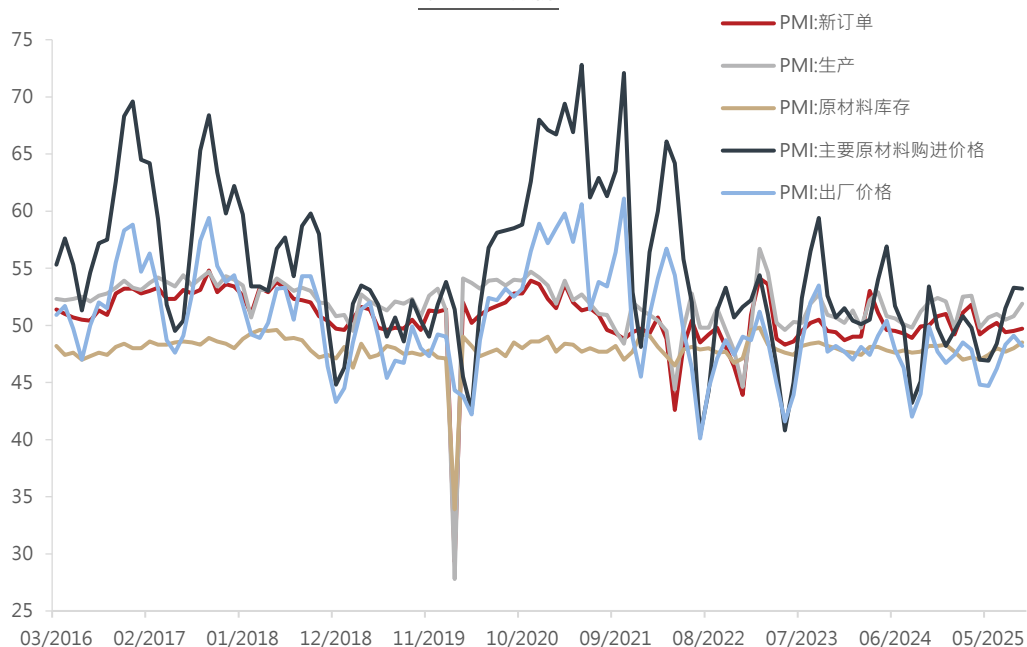
我們依舊聚焦中國自主科技能力的提升的相關板塊和標的，包括在科技硬體、AI、互聯網、創新藥等相關行業的投資機會；並重視反內卷的行業以及部分優質央國企等紅利資產。

風險點

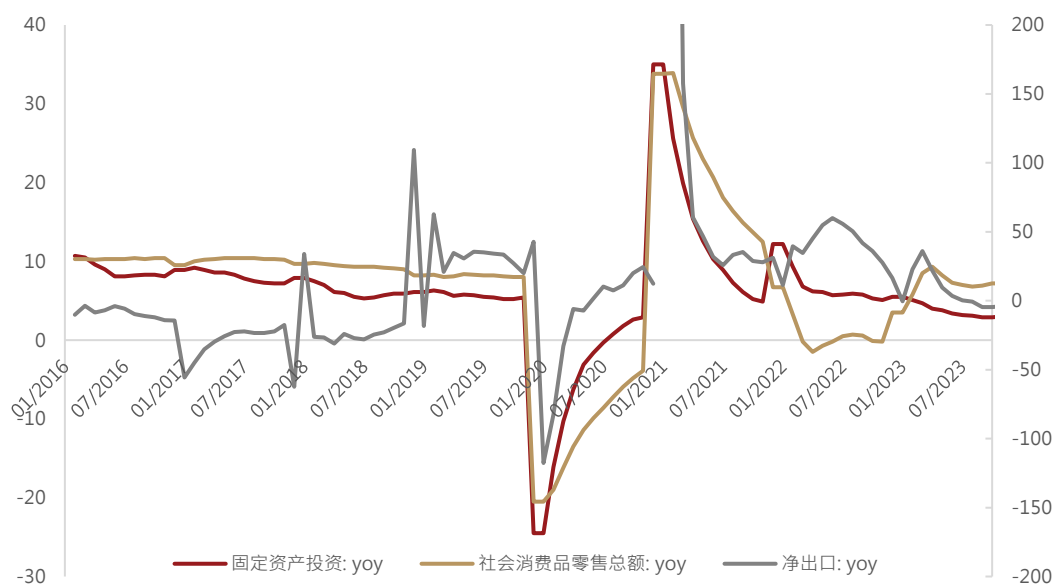
美國經濟走弱超出預期的風險；中美貿易摩擦加劇的風險。



中國PMI數據





中國經濟活動





9月市場情緒在降息交易的帶動下維持強勢。長端美債收益率在寬鬆交易的帶動下於月初大幅下行。美股在AI浪潮的帶動下繼續創下新高，黃金在實際利率下行，投資屬性提升的帶動下快速上漲，中國和日歐股市也表現良好，國際政策風險依然存在。9月美國經濟資料出現分化，美國勞動力市場出現了明顯放緩。美債收益率部分逆轉了8月的形態走勢，全月呈現牛平走勢。儘管我們不認為美國經濟會快速走弱，但短期需要警惕美股回檔帶來的風險偏好逆轉，此外政府停擺，中美關係，日本歐洲國內政治局勢的演化也會對市場產生較大影響。黃金和比特幣的走強表明投資人仍在不斷尋求除美元美債外的避險資產。我們整體對利率久期維持中性。信用債而言我們更為謹慎，當前估值水準基本處於歷史極值，我們傾向於提高評級，在犧牲一部分票息的前提下防範整體信用利差的走寬。當前我們更加關注個體信用對的挖掘以及其他存在價值的固收類資產的拓展，以分散組合風險。

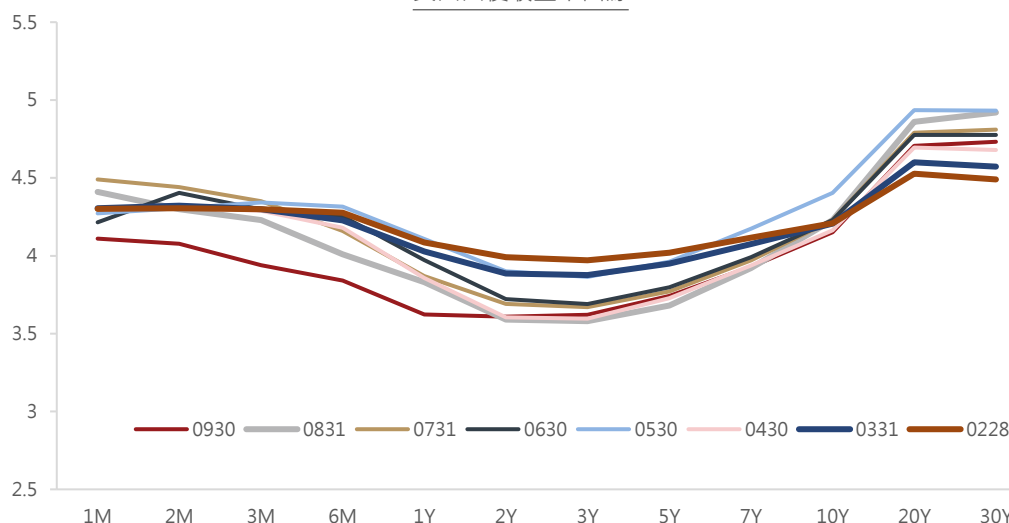
市場表現

9月市場情緒在降息交易的帶動下維持強勢，面對就業資料的走弱，美聯儲如預期降息25bp，鮑威爾表態延續了傑克遜霍爾會議中關注就業的措辭，點陣圖預測年內還將降息兩次。長端美債收益率在寬鬆交易的帶動下於月初大幅下行。大類資產方面，美股在AI浪潮的帶動下繼續創下新高，黃金在實際利率下行，投資屬性提升的帶動下快速上漲，中國和日歐股市也表現良好，國際政策風險依然存在。

	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

 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

美國國債收益率曲線





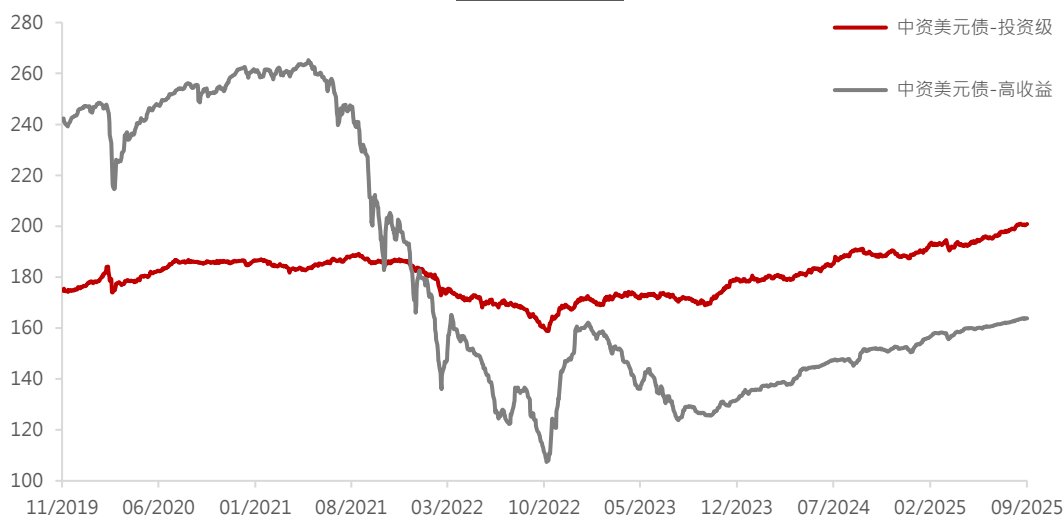
經濟資料

9月美國經濟資料出現分化，就業方面，儘管失業率並未明顯上行，但新增非農就業，職位空缺數指向美國勞動力市場出現了明顯放緩。通脹方面，8月美國CPI同比符合預期，環比略超預期，主因食品和能源漲價。而PPI明顯低於預期，表明短期通脹無憂，關稅對商品通脹影響有限。美國消費資料繼續維持強勁，2季度GDP消費上修，PCE消費環比增長超預期，零售資料也超預期，在財富效應支撐下，消費仍對經濟產生支撐。

美債收益率部分逆轉了8月的形態走勢，全月呈現牛平走勢。隨著降息定價逐步充分，短端利率趨於穩定，長端則在衰退擔憂的背景下收益率出現小幅回落。信用債方面，一級市場發行量同比增加，訂單需求強勁，持續的資金流入使得全球信用利差在上半月進一步壓縮創年內新低，中資美元債信用利差進一步壓縮，點心債表現與境內債出現一定分化。

主要CDX 指數	現值	一月變動	YTD變動	52周低點	52周高點
投資級 CDX	52	1	2	47	81
高收益 CDX	321	(0)	10	289	476
新興市場 CDX	148	3	(4)	150	230
主要債券指數					
亞洲美元公司債	504	0.9%	7.1%	446	485
中資美元債 投資級	236	1.0%	6.8%	210	228
中資美元債 高收益	198	0.1%	8.3%	163	192
美國投資級	3560	1.4%	7.0%	3171	3441
美國高收益	1842	0.8%	7.1%	1600	1756
新興市場公司債	498	1.0%	8.4%	433	473
全球投資級債券指數	500	0.7%	7.9%	450	490
全球1-3年投資級債券指數	188	0.3%	7.8%	170	184

中資美元債指數



市場展望與行業配置

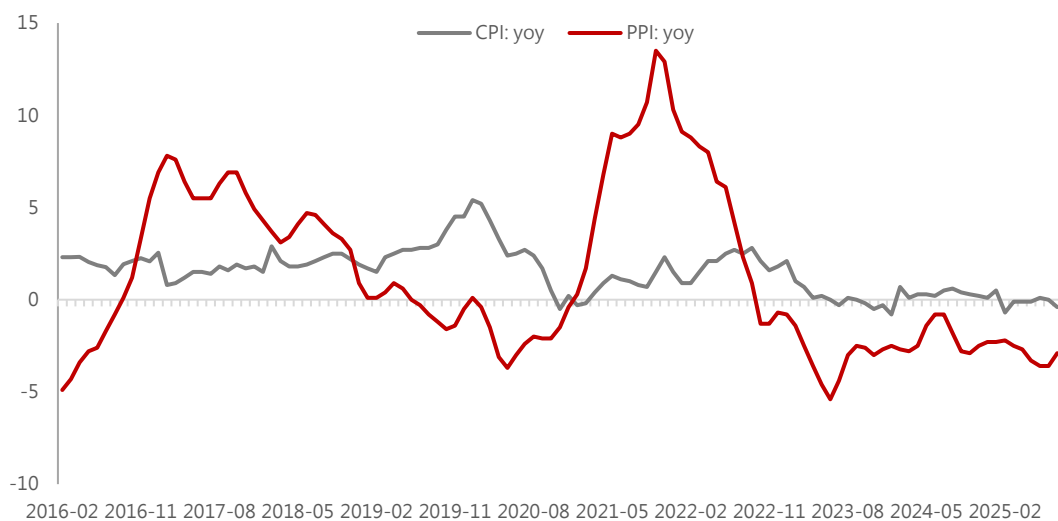
實體經濟的表現與資產價格出現了較為明顯的背離，在就業趨緩，實際利率走低，黃金暴漲的背景下跌票創下新高，信用利差不斷壓縮。AI革命，降息交易等積極因素強於地緣衝突，經濟走弱等風險。儘管我們不認為美國經濟會快速走弱，但短期需要警惕美股回檔帶來的風險偏好逆轉，此外政府停擺，中美關係，日本歐洲國內政治局勢的演化也會對市場產生較大影響。

黃金和比特幣的走強表明投資人仍在不斷尋求除美元美債外的避險資產。儘管9月以來長端美債的交易中樞有所下行，但在多個發達市場財政壓力，降息反身性的影響下進一步博弈美債利率快速下行的勝率和賠率均有限，我們整體對利率久期維持中性。信用債而言我們更為謹慎，當前估值水準基本處於歷史極值，我們傾向於提高評級，在犧牲一部分票息的前提下防範整體信用利差的走寬。當前我們更加關注個體信用對的挖掘以及其他存在價值的固收類資產的拓展，以分散組合風險。

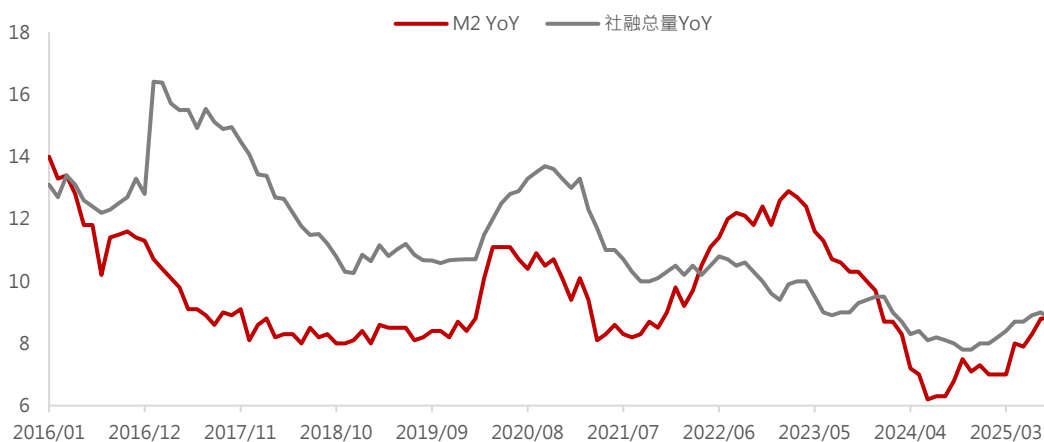
美國核心PCE



中國通脹資料



中國貨幣總量



免責聲明：

本資料僅供指定收件人之資訊及參考之用，並不構成對於任何證券或基金的買賣或進行任何交易之邀約或任何投資建議。本資料有關基金內容 (如有) 不適用於在限制該內容之發佈的區域居住之人士。任何人士均不得視本資料為構成購買或認購參與基金股份的要約或邀請，也不得在任何情況下使用基金認購協定，除非在相關司法管轄區內該邀約和分發是合法的。非香港投資者有責任遵守其相關司法管轄區的所有適用法律法規，然後繼續閱讀本資料所包含的資訊。

本資料所載之資訊僅反映現時市場狀況及華夏基金 (香港) 有限公司 ("本公司") 於編制資料當日的判斷，并不代表對個券或市場走勢的準確預測，而判斷亦可隨時因應個券或市場情況變化而更改，恕不另行通知。于製作本資料時，本公司依賴及假設公共媒介提供的資料的正確性及完整性。本公司認為本檔所載資料為可靠的；然而，本公司並不保證該資料的完整性及準確性。本公司或其聯營公司、董事及雇員概不對於本資料內所提供之資訊的任何錯誤或遺漏負上任何責任，且本公司不應就任何人士因依賴或使用該等資料而招致的任何損失負責。

投資涉及風險。過往業績不代表將來表現。基金價格及其收益可升可跌，概不能保證。投資價值亦可能受到匯率影響。投資者可能無法取回原本的投資金額。

本資料並未經香港證監會審閱。發佈人：華夏基金(香港)有限公司。在未經華夏基金(香港)有限公司同意前，不得複印，分發或複製本資料或本資料內任何部份內容給予預定收件人以外的任何人士。

香港花園道1號中銀大廈37樓

www.chinaamc.com.hk

華夏基金(香港)有限公司

關注我們: 華夏基金香港

電話: (852) 3406 8688

傳真: (852) 3406 8500

產品查詢及客戶服務

電郵: hkservice@chinaamc.com

電話: (852) 3406 8686

