



2025 年 9 月投资策略报告

-资金面保持宽松, 市场继续震荡上行

日期：2025 年 8 月 29 日

出具机构：股掌柜证券咨询有限公司

核心要点：

宏观面，就美国对等关税文，5月和8月的中美关税联合声明，确定2次90天暂缓期，中美贸易战持续缓和，就9月份而言，关税问题的影响明显减弱；而我国上半年整体经济发展状况良好，虽然7月份宏观经济数据偏弱，但婴幼儿补贴、消费贷款贴息以及2025年新型政策性金融工具即将落地，预期能够缓和下行压力。

市场面，国内资金方面大概率保持相对宽松状况，主要来源是长期资金入市和居民存款继续保持流向权益市场状态；且美联储9月大概率会进行年内首次降息，预期会推动我国利率下行，支撑资金面宽松。

基本面，上市公司半年报将在8月份完成公布，9月份处于空窗期。据Wind数据，我国工业增加值7月累计同比维持在6%之上，但6月的工业企业利润总额同比为-1.80%，主要是5、6月当月同比增速都为负值，预期7月份工业企业利润总额同比将继续保持负值状况，但绝对值有所收敛。

投资建议：短维度来看，预期9月份A股市场将依然能够保持宽幅震荡、逐级抬升的态势，建议关注：科技领域的AI算力；反内卷相关板块；雅鲁藏布江下游水电工程开工事件推动基建相关板块。



一、经济减速慢行，政策空间打开

国家统计局发布 7 月国民经济运行数据。供给端，全国规上工业增加值同比增长 5.7%（预期 5.8%），服务业生产指数当月同比增长 5.8%。需求端，固定资产投资累计增长 1.6%（预期 2.7%），其中，基建和制造业累计增速分别为 7.3%（预期 8.7%）和 6.2%（预期 7.2%），房地产投资累计同比-12%（预期-11.6%）。社会消费品零售总额同比增长 3.7%（预期 4.8%）。

受极端天气及供需两端多重因素影响，7 月我国经济减速慢行。结构上，外需走强，内需与生产同步放缓。人民币计价出口金额同比增长 8%，较 6 月上行 0.8pct，源于非美地区出口增长提速。内需全面放缓，7 月投资累计增速下行 1.2pct，社零和生产当月增速均下行 1.1pct。供给端，“反内卷”对部分行业的影响初现。价格上，供需再平衡进程缓慢，价格相应承压。除 CPI 通胀环比小幅回升 0.4%外，PPI 通胀、70 大中城市住宅成交价格环比均继续下降，其中二手住宅价格加速下探。

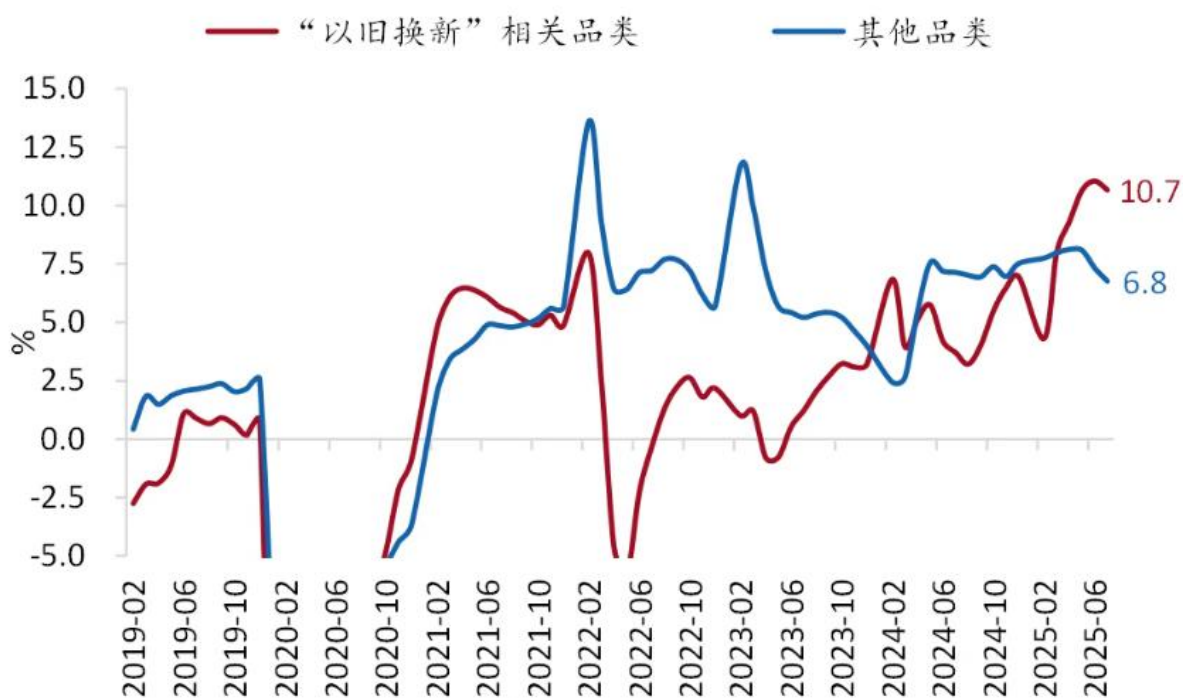
1.1 消费：短期多有扰动

7 月社零增速 3.7%，低于市场预期（4.8%），极端天气、价格竞争与政策效应等多项短期因素共振，居民收入与预期等长期因素仍待修复。商品消费增速继续下行 1.3pct 至 4%，呈现三点结构性特征。一是极端天气频发催生应急必需物资储备，高温天气下空调等家电需求仍具韧性。粮油商品（8.6%）和家电消费（28.7%）增速维持高位。二是国补重启效果减弱，补贴品类增速较上月下降 4.3pct 至 8.3%，与非补贴品类（3.1%）的增速差收窄至 5.2pct。



三是汽车销售量价分化，持续拖累零售额同比半年来再度转负。汽车销量同比增长 12%，与上月持平，零售额下降 1.5%，价格折扣持续侵蚀车企盈利。

限额以上商品零售额累计增速



资料来源：Wind

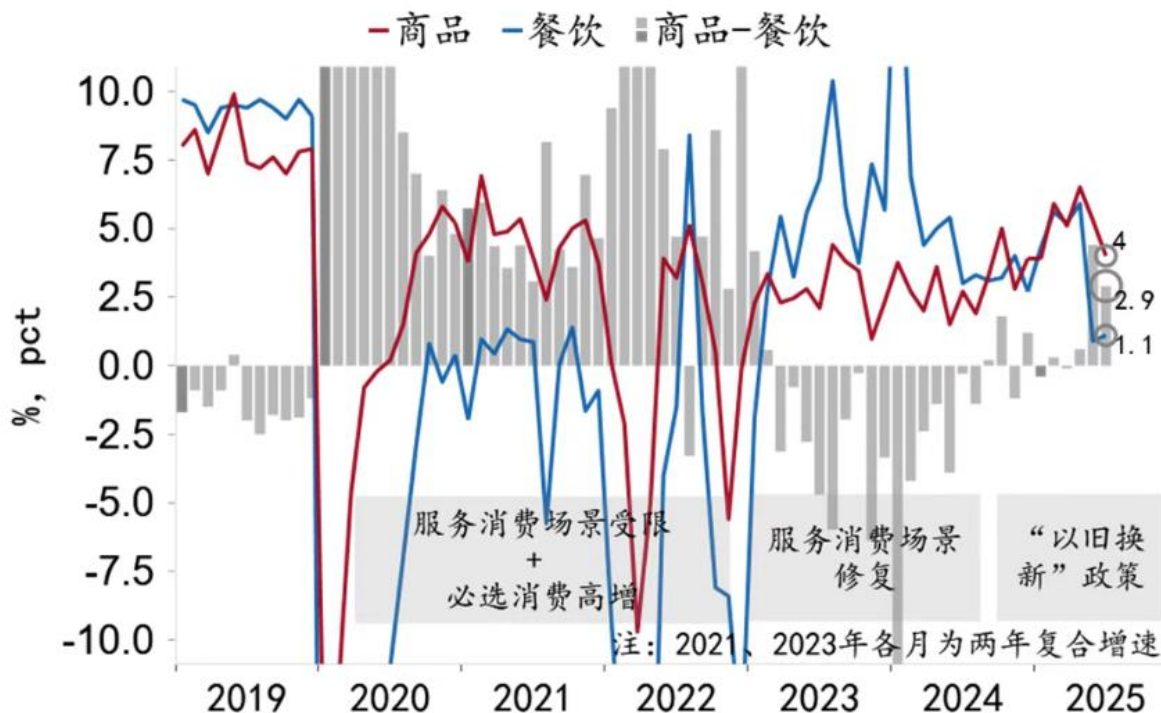
7月服务零售额累计增速微降 0.1pct 至 5.2%，假日文旅出行与餐饮服务消费增速分化。7月全国暑期文化和旅游消费季启动，发放 5.7 亿消费补贴，带动文体、旅游、交通等服务零售额保持较快增长。餐饮服务消费增速微升 0.2pct 至 1.1%，其中，社团餐饮消费受限，拖累限额以上餐饮下降 0.3%，延续收缩态势。多家平台企业日订单量连续突破新高后，线上餐饮价格竞争边际降温，市场监管总局约谈多家平台企业规范促销行为。

7月下旬以来，提振消费政策在居民减负、金融支持等多维度发力，政策效果仍待后续观察。前瞻地看，耐用品消费增速或持续放缓，餐饮消费仍处



低位，8月社零增长或偏慢。

商品和餐饮服务消费当月增速



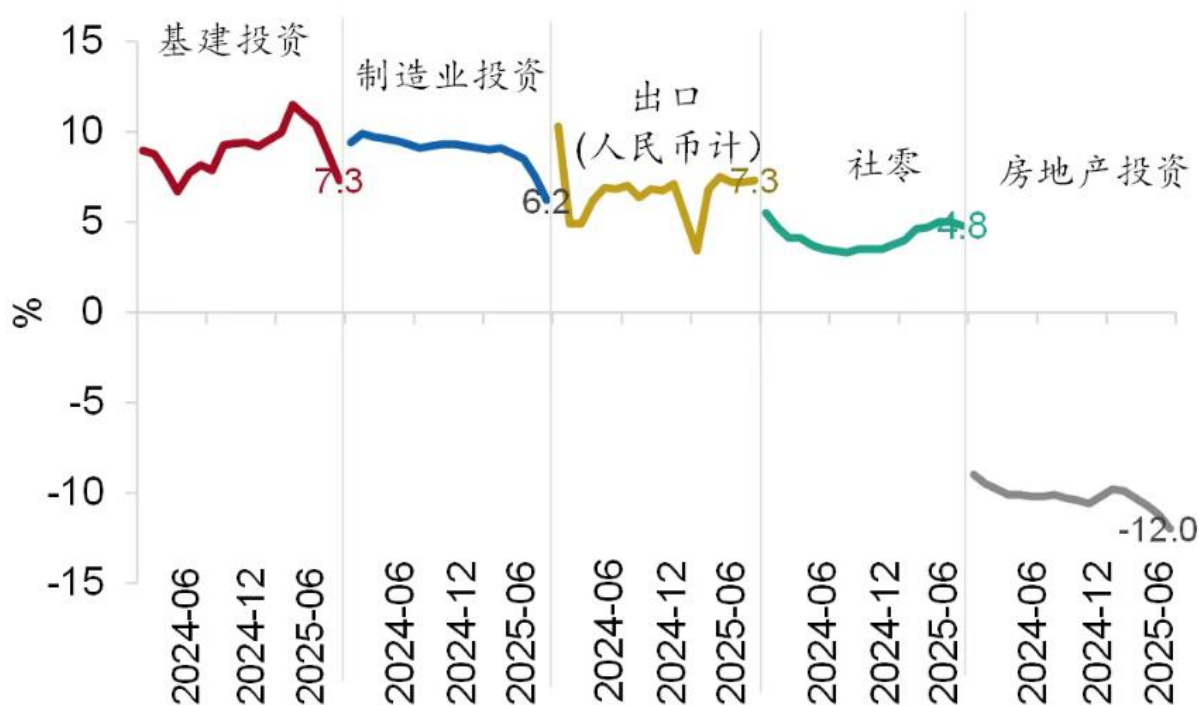
资料来源：Wind

1.2 固定资产投资：全面放缓

7月固定资产投资累计增长1.6%，较上月继续大幅下行1.2pct。其中，基建投资（7.3%）和制造业投资（6.2%）分别下行1.6pct和1.3pct，地产投资（-12%）持续下探。民间投资累计下降1.5%，较前值下行0.9pct。



出口、投资和消费累计同比(2025年7月)



资料来源: Wind

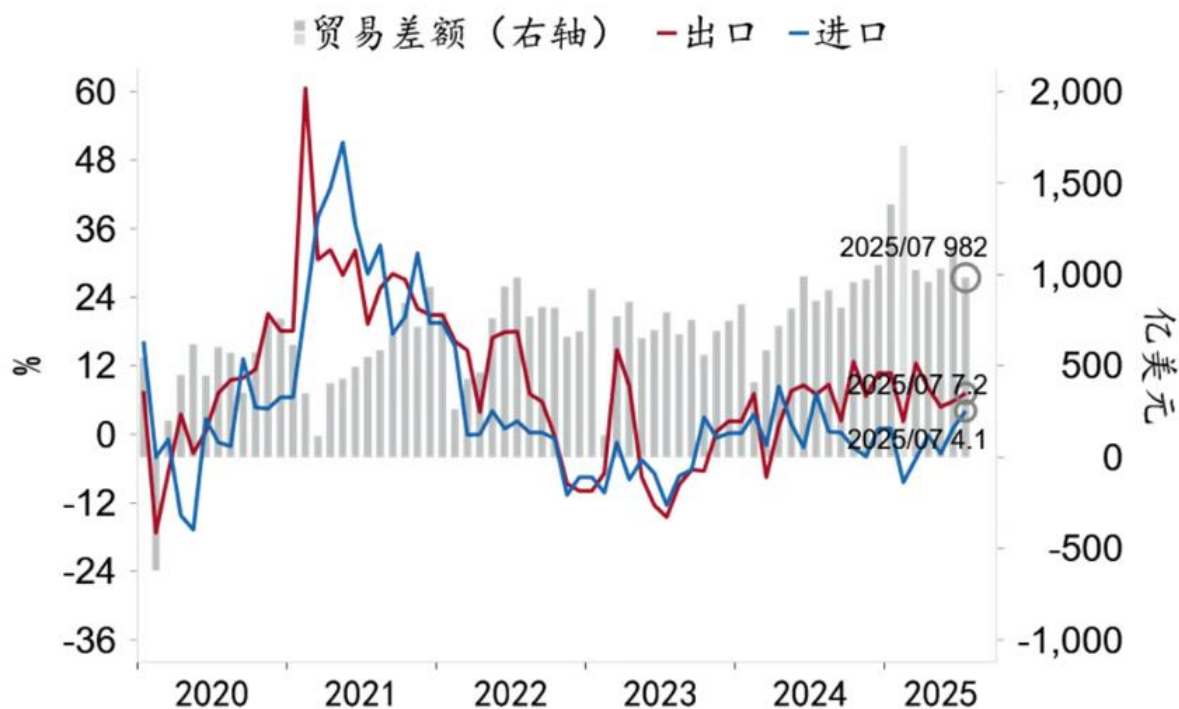
房地产销售投资增速持续下探。商品房销售面积和金额分别下降 7.8% 和 14.1%，降幅分别较 6 月扩大 2.3pct 和 3.3pct，单月销售均价走低至 2024 年 3 月以来最低位。房地产投资同比增速大幅下行 4.1pct 至 -17%，创 2023 年以来单月增速新低，规模仅为 6,922 亿，是年内次低值。销售端现房持续好于期房，体现在房企资金来源中定金及预收款下降 24.2%，而个人贷款增长 6.9%。土地购置持续好于建安投资。土地市场量价分化，百城土地成交总价增长 11%，面积下降 8.4%。新开工和竣工面积降幅扩张至 15.2% 和 29.5%，施工淡季与资金紧张共同拖累。前瞻地看，房地产销售投资仍将延续收缩，高频数据显示 8 月新房成交量价走弱，房企资金持续承压。北京率先开启核心城市限购政策优化，其他城市有望持续跟进。



1.3 进出口：增速上升，顺差扩张

7月进出口表现好于市场预期，同比增速连续第二个月提升。出口方面，以美元计价的同比增速升至7.2%。分区域看，对非美地区出口增长加速是主要支撑。对东盟（16.6%）保持高速增长，对欧盟（9.2%）、非洲、拉美、日韩等地出口均有加快。对美出口增速再度下行至-21.7%。分产品看，机电产品保持较快增长，其中传统电子产品如手机、自动数据处理设备降幅走阔，而汽车、集成电路等高端装备出口高速增长。高新技术产品和劳动密集型产品均有所放缓。进口方面，增速回升至4.1%，量价均有支撑。原油、成品油、铜、集成电路、医疗仪器的进口增速均有不同程度上升。7月贸易顺差982.4亿美元，同比扩张14.9%。

中国进出口当月同比及贸易差额



来源：招商银行研究院

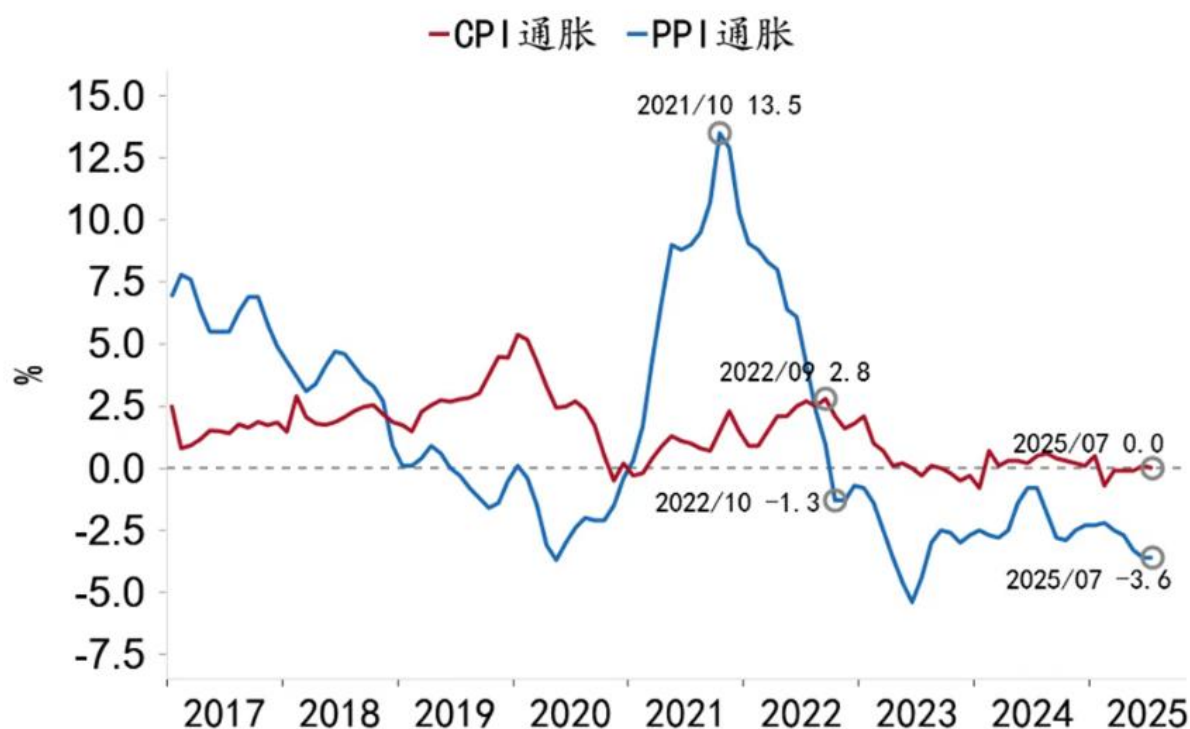


1.4 通胀：继续承压

7月价格下行压力不减。CPI通胀下降0.1pct至0，食品价格弱于季节性，核心CPI通胀上涨至0.8%，创2024年3月以来新高，其中旅游服务、交通工具、家用器具、通信工具等价格明显改善。PPI通胀持平于-3.6%，主要受建筑施工淡季、火电需求转弱与国际贸易不确定性较强等因素拖累。“反内卷”政策效果初显，煤炭开采、黑色加工、光伏元器件、水泥制造、锂电池行业价格降幅收窄0.1-1.9pct，合计对PPI环比的拖累减少0.14pct。

前瞻地看，随翘尾因素拖累减轻与“反内卷”推动供需改善，PPI通胀跌幅有望边际收敛；提振消费政策加码支撑下，CPI通胀或温和改善。

中国通胀



资料来源：Wind

前瞻地看，外需不确定性边际上升，内需不足仍待政策托举。近期多项



提振需求政策加速落地，政策效果或逐步显现。7月末中央政治局会议部署宏观调控政策“持续发力、适时加力”，增量政策或视8-9月经济运行情况出台。

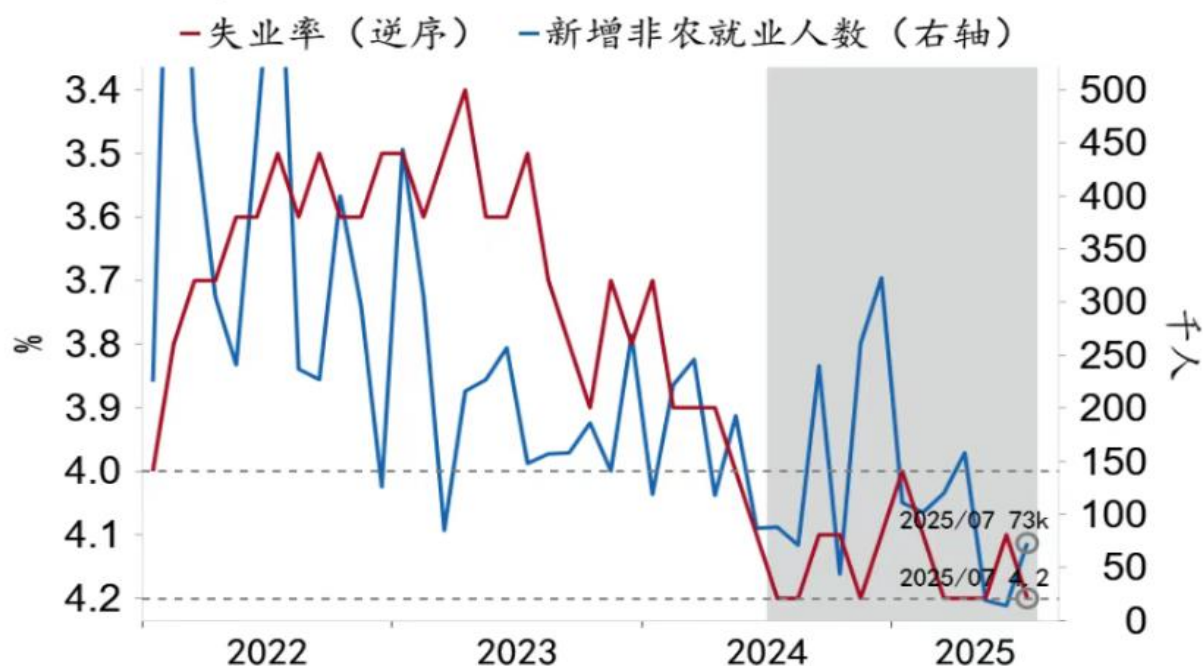
二、走向“宽松”，美联储9月重启降息

2.1 宏观研判：立场转鸽

鲍威尔首次明确鸽派立场，指出“风险平衡似乎正在转变”，未来就业走势的基准情形是“下行风险”，通胀走势的基准情形是“暂时性通胀”。

现阶段的充分就业来自供给与需求同步收缩带来的“奇特平衡”，前瞻地看仍有大幅下行风险。其中供给收缩来自移民政策的变化，需求收缩则来自经济放缓，两者同步收缩之下新增就业显著下行但失业率保持稳定。鲍威尔没有给出就业存在大幅下行风险的明确理由，基于其分析框架判断，应该是担忧需求出现非线性收缩。

美国失业率与新增非农就业



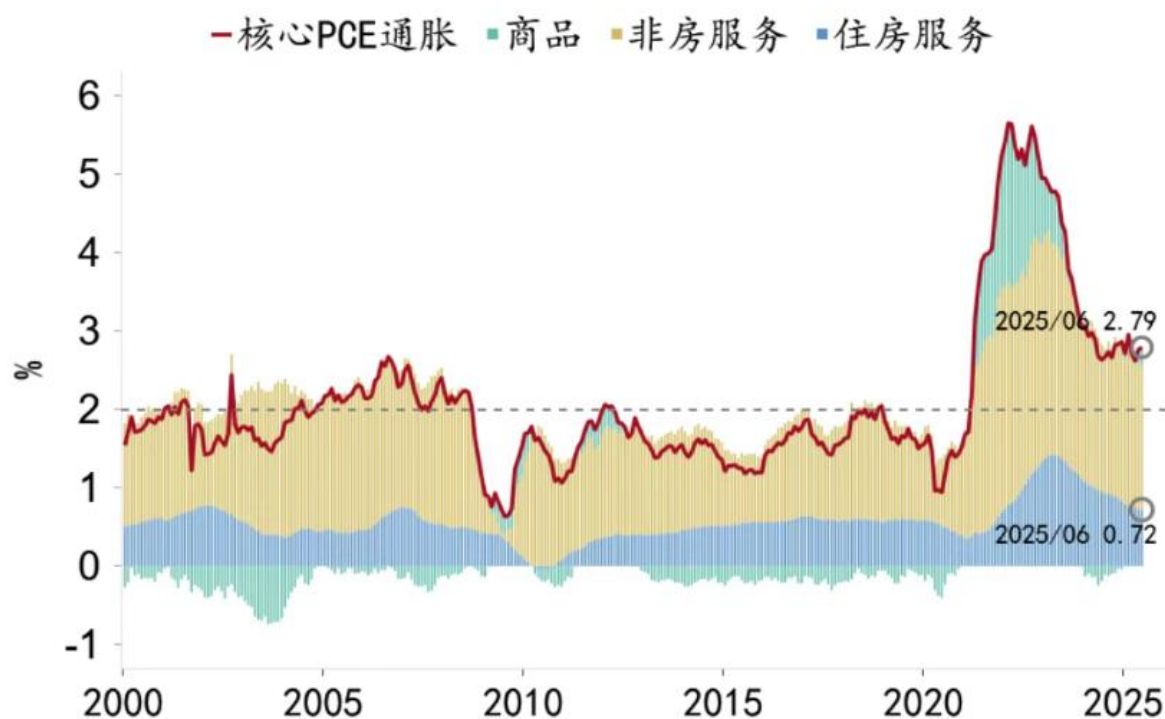


来源：Wind

关税对通胀的推升更可能是一次性的，发生“工资-物价”螺旋及长期预期脱锚的概率不高。由于就业市场面临下行压力，“工资-物价”螺旋很难成型。尽管家庭和企业仍然存在广泛的通胀担忧，但基于市场和调查指标看，长期通胀预期仍被锚定在长期目标（2%）附近。从结构看，住房服务通胀处于下降趋势，一定程度抵消了其它服务通胀略微过热的影响。商品通胀在关税影响下再度上行，但对整体通胀的影响非常有限。

住房服务通胀持续下行

美国核心PCE通胀及拆分



来源：招商银行研究院

鲍威尔同时指出，经济增速已经显著下降，可能反映了供给或潜在产出的放缓。今年上半年实际 GDP 增速已经放缓至 1.2%，较 2024 年水平（2.5%）



折半，很大程度来自消费扩张的放缓。

2.2 货币政策：重启降息

鲍威尔给出明确降息信号，指出政策仍然处于限制性区域，未来可能需要调整政策立场。未来政策变化取决于“经济前景及风险平衡”，这意味着只要“就业下行风险”与“暂时性通胀”两大基准情形没有变化，美联储就会重启降息。

美联储对货币政策框架做出两点调整，以适应“低通胀，低利率”时代的终结。

一是取消通胀补偿策略，不再刻意容忍一段时间内更高的通胀。在此前框架中，由于通胀长期低于 2%，美联储会在通胀修复至 2% 上方后继续保持宽松政策以巩固通胀修复成果。

二是从单方面关注“充分就业”转向同时关注就业过热及过冷。在此前框架中，由于通胀长期低迷，美联储无需关注就业过热带来的“工资-物价”螺旋风险。

2.3 影响及前瞻：货币政策重回宽松

美联储将于 9 月重启降息，但不宜高估未来降息幅度与斜率。预计合计降息 3-4 次（75-100bp），终点利率位于 3.5% 附近，其中年内降息 2-3 次，年底利率位于 3.75% 附近。

随着美联储重启降息，叠加《大而美法案》逐步展现扩张性效果，美国宏观政策将步入“双宽松”阶段，经济及就业很可能再度转强。“非线性转冷”可能成为鲍威尔“自我终结的预言”，同时也成为美联储进一步降息的阻力。



与此同时，通胀再度上行可能威胁明年 11 月中期选举，特朗普或将在降息问题上态度软化，转向“宽财政，稳货币”的宏观政策组合。宽财政负责推动经济增长及改善居民部门财务状况，稳货币负责控制通胀。站在当前时点评估，即使住房服务通胀和商品通胀全部跌至 0，其它服务通胀也足以将核心 PCE 通胀稳定在 2%水平，如若经济再度转强，通胀形势显然不容乐观。

三、如何看待 A 股创 10 年新高

截至目前，上证指数站稳 3800 点，创 10 年新高。自去年 9 月 24 日以来，A 股市场呈现出显著的 N 字型上升走势。当前的 N 字型第三阶段（4-8 月）的上升行情，超出较多投资者预期，我们从以下三个维度剖析上涨原因，并对 A 股大盘和结构进行展望。

3.1 本轮牛市的三方面逻辑

第一，基本面预期差的驱动。4 月份市场普遍高估了关税战对经济和通胀的冲击，当时市场主流观点认为中国经济增速将下行，通缩格局将加重。然而，5 月中美谈判启动，7 月反内卷政策落地，同时大型基建项目推进，通缩预期明显改善。4-8 月显著的基本面预期差，推动了市场风险偏好逐步提升。



4-8 月基本面预期差产生较大变化

基本面预期差

7月：反内卷

5月：中美谈判

4月：关税战

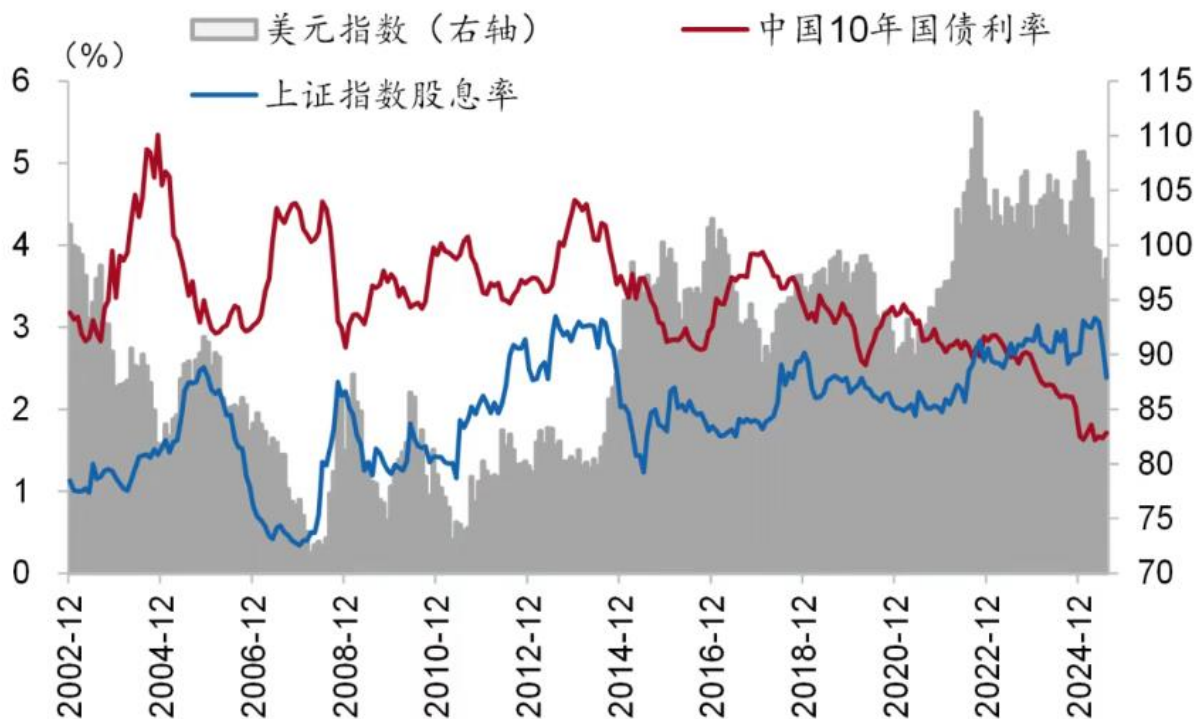
资料来源：Wind

第二，流动性宽松的推动。当前中美均处于货币政策宽松周期，国内低利率环境下资产荒现象凸显，权益配置需求提升；海外弱美元格局促使全球资金向新兴市场再平衡。今年 M1 增速持续上行也印证了企业与居民资金的活跃性（图 2）。



图2：两大流动性来源：低利率资产荒+弱美元

低利率资产荒与弱美元环境



资料来源：Wind

第三，市场情绪的助力。7月市场向上突破后形成了一定的动量效应，两融资金不断创新高，逼近2015年大牛市时的高峰。7月份企业和居民的定期存款下滑，而非银存款大幅上行，存款搬家现象初见端倪。

3.2 对A股大盘的趋势判断

当前影响A股大势的三大关键因子，呈现流动性偏多、企业盈利和估值偏中性的格局。流动性方面，M1增速仍在上行，领先指标中美加权利率对A股的指向中性略偏利好（图3）。企业盈利方面，反内卷政策的落地执行虽有利于物价企稳改善，但供需两端均受约束，预计物价修复斜率较为平缓，下半年名义经济增速将大致与过往两年持平，A股业绩增速修复空间有限。估



值方面，当前上证指数市盈率 10 年分位数为 89%，市净率分位数为 53%，股息率分位数为 56%，指数虽创 10 年新高，但估值并不算贵。

图3：领先指标中美加权利率对A股中性偏多

中美加权利率对A股的领先指引



来源：招商银行研究院

综合考虑，近期尚无利空事件，A 股短期或仍能震荡上行，行情的主要推动力为流动性。中期若通缩具备粘性，行情或有调整风险（表 1）。本轮行情与历史上的“水牛”行情较为相似（图 4）。后续需要关注的风险：第一是通缩能否真实改善，第二是弱美元环境是否可持续，第三是行情持续上涨后的监管态度。



表1：历轮牛市持续的时间基本不少于2年

历轮牛市	上证综指			深证综指		
	牛市起点	牛市终点	上涨月数	牛市起点	牛市终点	上涨月数
第1轮	1999-05	2001-06	25	1999-05	2001-05	24
第2轮	2005-06	2007-10	28	2005-07	2008-01	30
第3轮	2008-10	2009-08	10	2008-11	2010-11	24
第4轮	2013-06	2015-06	24	2012-12	2015-06	30
第5轮	2016-01	2018-01	24	-	-	-
第6轮	2019-01	2021-02	25	2018-10	2021-12	39

图4：“水牛”三要素：利率快下+经济缓下+叙事催化

历史上的水牛行情



来源：招商银行研究院



四、九月行情预测及行业配置建议

4.1 对 A 股结构的趋势判断

自 7 月反内卷政策宣布以来，市场宏观交易逻辑已转变为经济预期修复与流动性充裕并存。在此背景下，市场风险偏好显著提升，小盘股和科技股表现强劲，而银行等偏稳健的红利股则相对弱势。这种风格表现在去年 9 月第一段的上升行情中已有体现（图 5）。当前的风格切换与历史轮动规律高度契合，若以经济预期和流动性为坐标轴划分四个象限，可清晰洞察结构轮动的历史规律，如下图所示（图 6）。

图5：风格特征：红利稳健上行，小盘科技大幅上行

主要风格板块涨跌幅

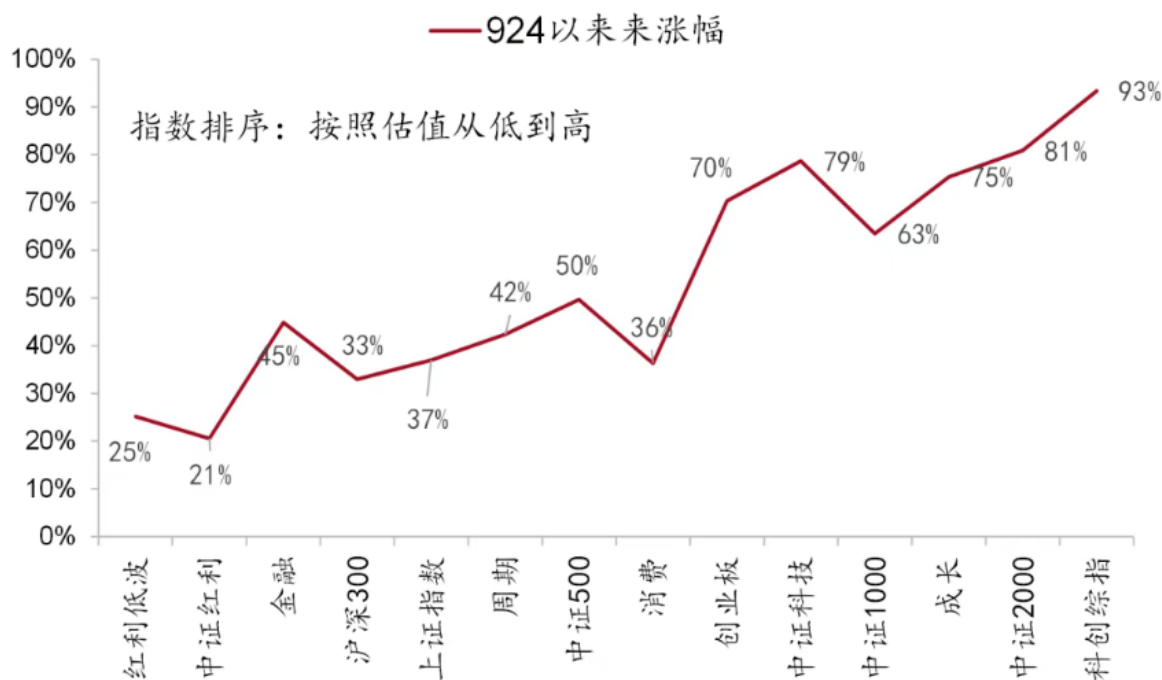
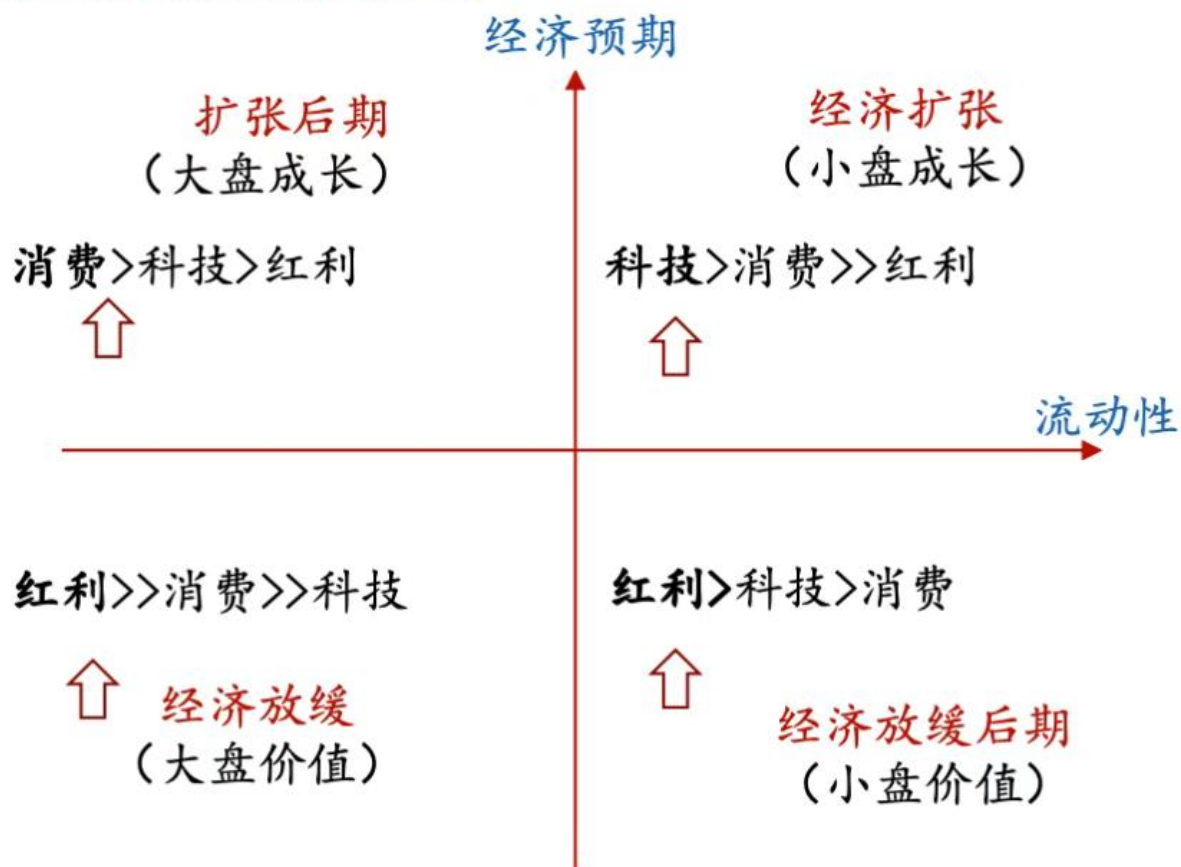




图6：交易逻辑从第四象限切换至第一象限



来源：招商银行研究院

当前市场交易逻辑已经从第四象限的经济放缓后期切换至第一象限的经济扩张期。第一象限的典型特征是小盘股和科技股表现强劲，消费股紧随其后，而红利股则相对弱势。我们认为，这种趋势有望在短期内延续。但如果后续通缩压力持续存在，市场交易逻辑可能会重新回到第四象限的经济放缓后期。

综合考虑，在结构配置方面，可以将红利股作为稳健底仓，科技股和小盘股作为进攻性配置，而估值相对低位的消费股也可作为辅助性配置，以平衡风险和收益。



4.29 月行业配置建议：反内卷与中报业绩

短维度来看，预期 9 月份 A 股市场将依然能够保持宽幅震荡、逐级抬升的态势，建议关注：科技领域的 AI 算力；反内卷相关板块；雅鲁藏布江下游水电工程开工事件推动基建相关板块。

1、算力：国产替代加速与与技术突破共振

DeepSeek V3.1 的发布标志着国产 AI 模型在推理效率与硬件适配领域实现关键突破。DeepSeek V3.1 发布标志国产大模型与芯片生态突破，其采用的 UE8M0 FP8 格式专为下一代国产芯片设计，解决了与英伟达 FP8 标准的兼容性问题，打破了对英伟达 FP8 标准的依赖，推动国产算力生态自主化。叠加英伟达 H20 芯片停产，国内算力替代需求迫切。继续推荐国产算力板块。

2、反内卷深化：供给优化与需求刺激共振

（1）光伏多部委联合召开光伏产业座谈会。2025 年 8 月 19 日，工业和信息化部联合中央社会工作部、国家发展改革委等六部门召开的光伏产业座谈会，进一步规范光伏产业竞争秩序。会议要求各方加强产业调控、遏制低价无序竞争、规范产品质量和加强行业自律。2025 年 8 月 22 日，中国光伏协会发布关于进一步加强行业自律的倡议，表示将共同维护公平竞争、优胜劣汰的市场秩序。锂电回收业反内卷持续发力，供给端以及需求端有所改善

（2）多行业推进反内卷。多地快递行业协会发布反内卷声明，呼吁“反内卷”，推动行业从“低价换量”转向“高质量发展”。中国航协发布自律公约反内卷公约要求各企业严格遵守价格法、反不正当竞争法等相关法律规定，杜绝以排挤竞争对手为目的的恶性竞争行为。



3、反内卷深化：供给优化与需求刺激共振

7月19日，李强总理出席雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式，该项目总投资约1.2万亿元，单体规模空前，预计该项目具备较高技术门槛及地域壁垒，将带来建筑建材多个环节需求高弹性增长，看好与之相关的地基处理、民爆、水泥、工程承包等环节相关标的。



【免责声明】

本报告仅供股掌柜证券投资咨询有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告或推荐交易。本报告的信息来源于已公开的市场交易资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“股掌柜证券咨询”，且不得



本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。报告所引用信息和数据均来源于公开资料，股掌柜证券咨询力求报告内容和引用资料及数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与股掌柜证券投资咨询有限公司无关。本报告版权归股掌柜证券咨询所有，为非公开资料，仅供股掌柜证券投资咨询有限公司客户使用。未经股掌柜证券咨询书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。股掌柜证券咨询保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利