



渝农商理财
CQRC WEALTH MANAGEMENT

季度市场分析报告

2025 年第三季度



一、海外宏观环境

三季度，海外宏观经济表现呈现分化态势。美国经济在高利率环境下，增长面临一定压力，但就业市场相对稳定，失业率维持在较低水平。欧元区经济整体增长较为温和，但也受高通胀和能源成本问题制约，制造业面临成本上升和需求下降的双重压力，老牌国家如德国、法国等经济增长动力不足，不过服务业仍有一定韧性。

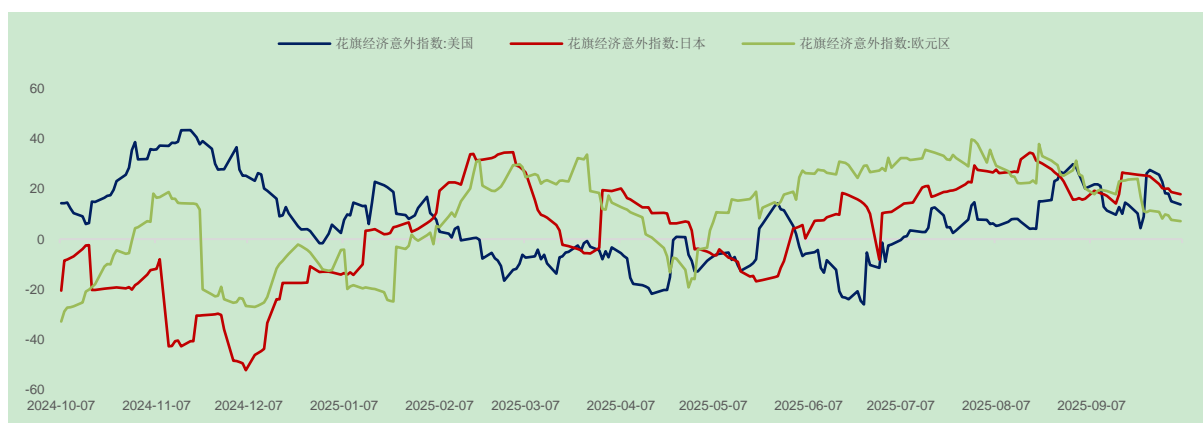
7月，美欧贸易摩擦升级，特朗普政府贸易政策持续成为焦点，其对欧盟、墨西哥加征关税以及威胁对日韩等征收关税举措，导致全球供应链风险加大，增加了贸易伙伴的出口成本。欧盟7月PPI同比下降2.1%，能源价格回落对缓解通胀压力起到了积极作用，同时欧洲央行宣布8月起加速缩表，每月减持300亿欧元资产。花旗美国经济意外指数达14.7，显示美国经济好于预期且边际走强。花旗欧洲、日本经济意外指数分别为39.3、29.3，6月末为27.3、-8.2，显示欧洲经济好于预期且边际走强。7月美国制造业、服务业PMI指数分别为48.0%、50.1%，较上月分别-1.0、-0.7pct，PMI数据有所回落。

8月，海外欧洲方面，欧元区经济在面临较大压力，制造业和服务业PMI初值均低于预期，显示出经济增长乏力，其中德国和意大利经济环比萎缩，主要受对美出口受挫拖累。美国方面，8月制造业采购经理人指数初值降至47.5，为2020年6月以来新低，显示出制造业的疲软态势，但服务业PMI初值升至51.3，仍保持一定韧性。此外，美国8月非农部门新增就业岗位18.7万个，失业率为3.8%，劳动力市场虽有所降温但仍保持相对稳定。花旗美国经济意外指数达26.2，

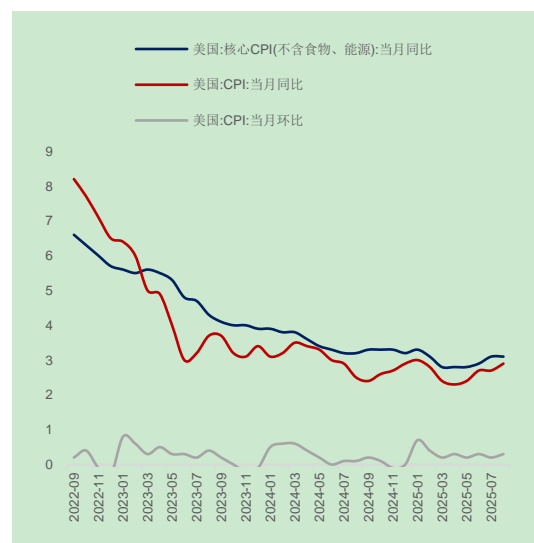
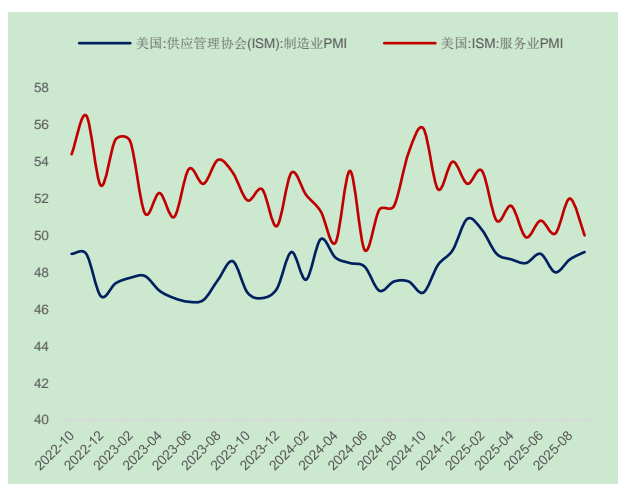
欧洲、日本经济意外指数分别为 25.2、22.9，7 月末为 39.3、29.3，显示欧日经济好于预期但边际走弱。

9 月，经合组织上调全球经济增长预期，显示对经济复苏的乐观态度，但主要经济体表现分化，欧盟下调增长预期，其企业盈利与就业数据疲软。美联储于 9 月 22 日如期宣布降息 25 个基点，将联邦基金利率调至略高于 4% 的水平，同时上调 2026 年经济增长与通胀预测中值。美元指数受降息预期推动跌至 97.75 的五周新低，较 8 月初高点下跌超 2%。花旗美国经济意外指数达 22.8（8 月末 26.2），显示美国经济好于预期但边际走弱。

图：各国花旗经济意外指数



图：美国 PMI 和 CPI (%)



二、国内宏观环境

三季度，国内宏观经济延续稳中有进。三季度国内生产总值同比增长 4.8%，环比增长 1.1%。其中，第一产业增加值同比增长 4.0%，第二产业增长 4.2%，工业生产稳定恢复，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，高技术制造业表现亮眼。第三产业增长 5.4%，服务业持续向好，信息传输、软件和信息技术服务业增加值增长 11.7%。物价有所改善，核心 CPI 同比涨幅持续扩大，PPI 降幅连续 2 个月收窄。国际收支保持总体平衡，货物进出口总额同比增长 6.0%，外汇储备连续 2 个月增加。

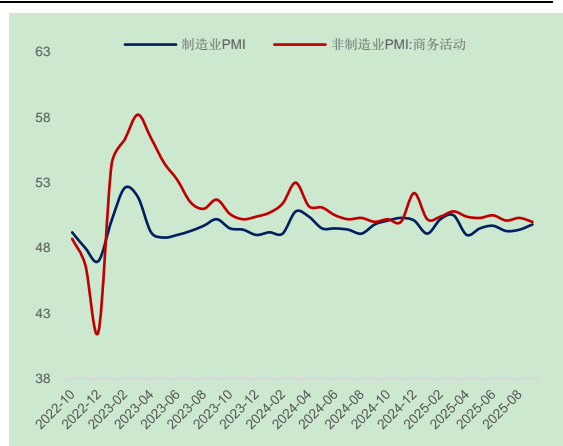
7 月，规模以上工业企业增加值累计同比增速略有回落，价格方面，7 月 CPI 同比增速略有回升，PPI 同比增速走平。投资方面，7 月固投累计增速延续回落；地产方面，7 月商品房销售面积增速连续 3 个月回落，70 个大中城市二手住宅房价指数延续回升，但其中一线城市房价连续 2 个月回落；消费方面，7 月社零累计同比增速环比回落；7 月进出口增速回升。制造业 PMI 环比-0.4pct 至 49.3%，仍处收缩区间，新订单较上月-0.8pct 至 49.4%，生产环比-0.5pct 至 50.5%，原材料库存环比-0.3pct 至 47.7%。从价格指标来看，7 月原材料购进价格指数、出厂价格指数均有所回升，原材料购进价格指数环比+3.1pct，出厂价格指数环比+2.1pct。非制造业 PMI 环比-0.4pct 至 50.1%，其中，服务业、建筑业 PMI 环比-0.1pct、-2.2pct 至 50.0%、50.6%。7 月制造业 PMI 回落、价格延续修复。

8 月，制造业回升、价格延续修复。8 月制造业 PMI 环比+0.1pct 至 49.4%，仍处收缩区间，新订单较上月+0.1pct 至 49.5%，生产环比+0.3pct 至 50.8%，原

材料库存环比+0.3pct 至 48.0%。从价格指标来看，8 月原材料购进价格指数、出厂价格指数均延续回升，原材料购进价格指数环比+1.8pct，出厂价格指数环比+0.8pct。非制造业 PMI 环比+0.2pct 至 50.3%，服务业、建筑业 PMI 环比+0.5pct、-1.5pct 至 50.5%、49.1%。

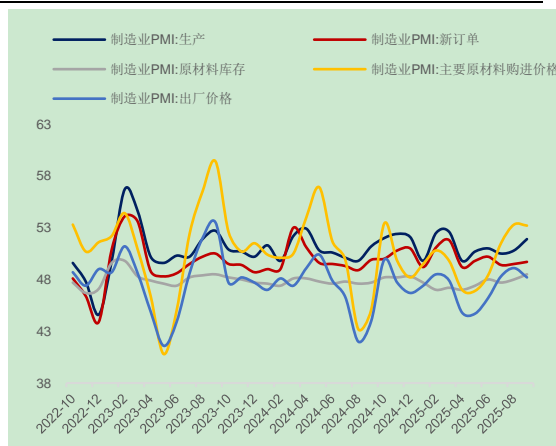
9 月，国内制造业 PMI 回升但价格指数走弱，9 月制造业 PMI 环比+0.4pct 至 49.8%，仍处收缩区间，非制造业 PMI 环比-0.3pct 至 50.0%。新订单较上月+0.2pct 至 49.7%，生产环比+1.1pct 至 51.9%，原材料库存环比+0.5pct 至 48.5%。9 月原材料购进价格指数、出厂价格指数回落，原材料购进价格指数环比-0.1pct，出厂价格指数环比-0.9pct。非制造业方面，服务业、建筑业 PMI 环比-0.4pct、+0.2pct 至 50.1%、49.3%。

图：PMI 情况



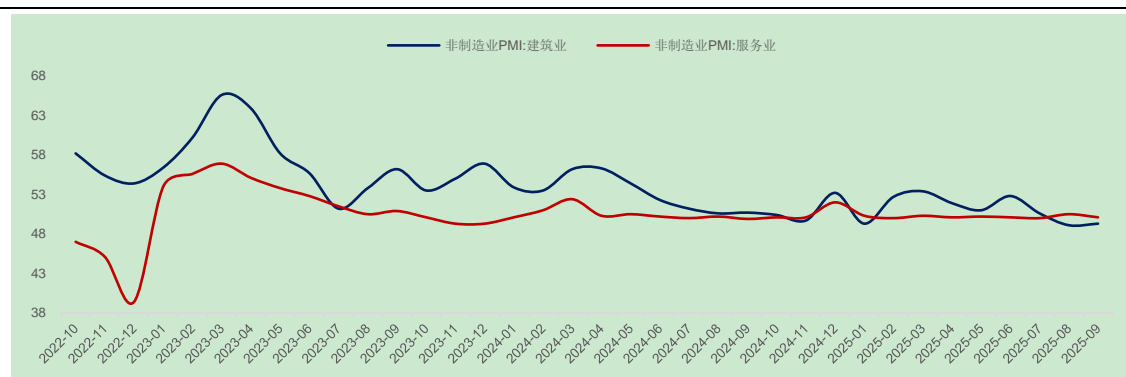
资料来源：国家统计局

图：PMI 分项情况



资料来源：国家统计局

图：非制造业 PMI 分项



资料来源：国家统计局

三、国内权益市场

三季度，国内权益市场表现较好，上证指数、深证成指和创业板指均录得两位数涨幅，在全球主要股指中表现突出。科技板块成为市场热点，通信、电子、电力设备等行业涨幅居前，科技主题基金规模和收益齐升，投资者风险偏好提升，科技主线成为市场的重要驱动力，推动市场成交量大幅放大，三季度沪深两市单日成交额多次突破 2 万亿元。

7 月，市场行业涨跌互现，其中钢铁、医药、建筑材料行业表现靠前，银行、公用事业、交运行业表现靠后。风格方面，小盘成长风格表现较好，宽基指数中创业板指表现较好。本月全 A 日均成交额 16336 亿元，6 月为 13360 亿元，成交额在 7 月有所回升。7 月宽基净流入-782 亿，6 月为-167 亿元，7 月两融净流入 1339 亿，6 月为 491 亿元，宽基净流出边际增加，而两融净流入金额回升，成交量提升以及两融的流入或一定程度上支撑了小盘成长风格的强势，体现了流动性充裕、市场风险偏好提升。

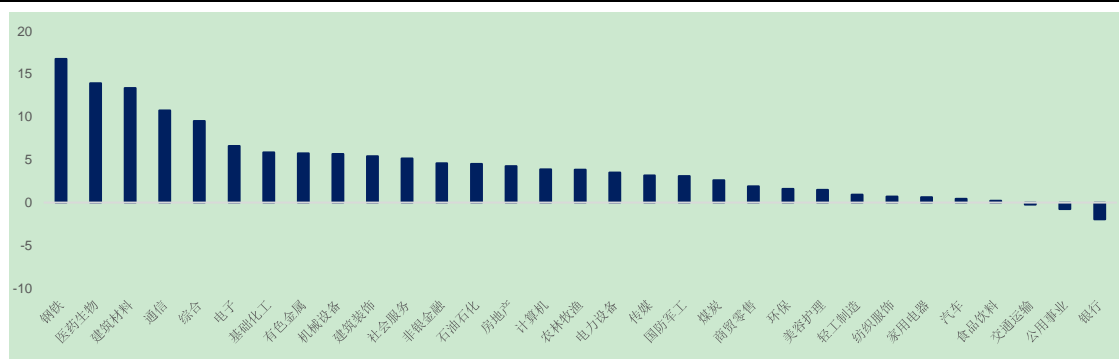
8 月，市场 31 个行业涨跌互现，其中通信、电子、综合行业表现靠前，银行、煤炭、钢铁行业表现靠后。风格方面，小盘成长风格表现较好，宽基指数中创业板指表现较好。全 A 日均成交额 23053 亿元，7 月为 16336 亿元，成交额在

8月有所回升。8月宽基净流入-571亿，7月为-782亿元，8月两融净流入2755亿，7月为1339亿元，宽基净流出边际减弱，而两融净流入金额继续回升，成交量提升以及两融的流入或一定程度上支撑了小盘成长风格的强势。

9月，权益市场上涨，大盘成长风格表现较好。9月申万一级行业中，31个行业涨跌互现，其中电新、有色、电子行业表现靠前，军工、银行、非银行业表现靠后。风格方面，大盘成长风格表现较好，宽基指数中创业板指表现较好。本月全A日均成交额24146亿元，8月为23053亿元，成交额延续回升。9月宽基净流入-252亿，8月为-571亿元，9月两融净流入1328亿，8月为2755亿元，宽基净流出速度减弱，两融净流入边际减少，成交量提升、宽基流出速度减弱以及两融的流入等流动性支撑了大盘9月的上行。

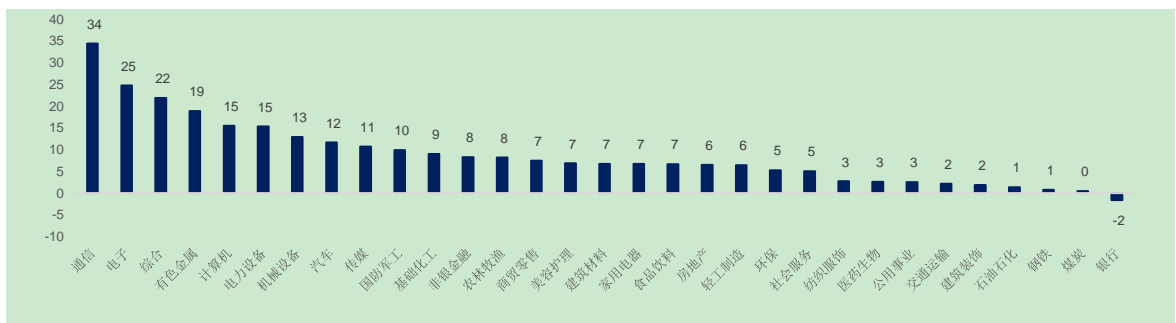
当前，建议关注宽基指数的恒指，行业上，中长期银行、保险存在估值修复空间，此外建议关注港股互联网（AI应用）、反内卷供给收缩相关行业、破净&并购重组竞争格局优化相关国央企。

图：7月一级行业涨跌幅（%）

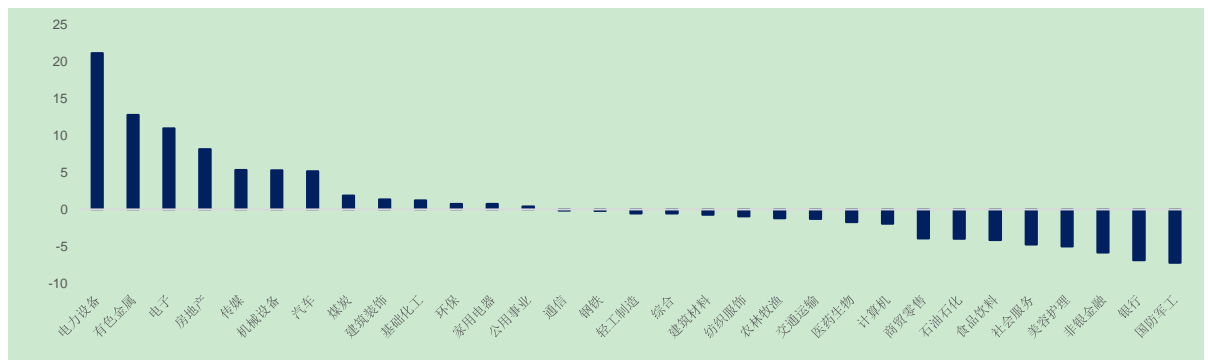


资料来源：iFind

图：8月一级行业涨跌幅（%）

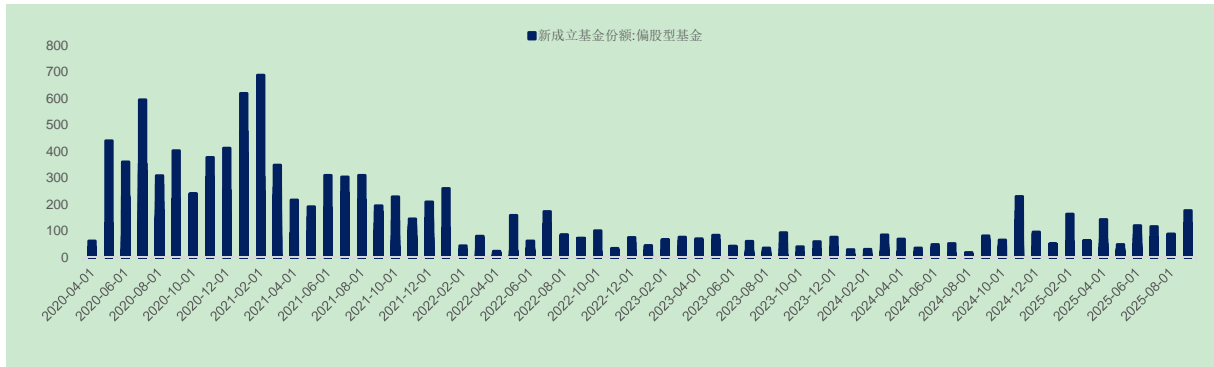


图：9月一级行业涨跌幅 (%)



资料来源：iFinD

图：新成立偏股型基金份额变化趋势 (亿份)



资料来源：iFinD

四、国内债券市场

三季度，国内债券市场整体呈现收益率震荡上行，收益率曲线呈N形走势，3年期国债收益率上行12bp，10年期国债收益率从1.64%上行至1.86%，10年期国开债收益率从1.68%上行至2.037%，30年期国债收益率上行约39.5BP。信用

债收益率也普遍上行，1-3Y AAA 城投收益率上行约 4-21bp，1-3Y AA+城投收益率上行约 4-24bp，1-3Y AA 城投收益率上行 7-25bp，信用利差被动收窄，低等级、短期限信用利差收窄更为明显。整体来看，债券市场在三季度面临权益市场上涨、资金利率波动等因素影响，整体表现弱于权益市场，但信用债相对更具韧性。

国开债收益率						国债收益率					
	期限	2025/9/30	2025/7/1	变动	分位数		期限	2025/9/30	2025/7/1	变动	分位数
	国开债	1Y	1.600	1.470	13.0		14%	国债	1Y	1.365	1.338
	3Y	1.780	1.566	21.4	17%		3Y	1.520	1.399	12.2	17%
	5Y	1.801	1.576	22.5	17%		5Y	1.604	1.508	9.6	13%
	7Y	1.968	1.726	24.2	17%		7Y	1.773	1.610	16.4	15%
	10Y	2.037	1.681	35.6	17%		10Y	1.861	1.643	21.7	16%
	15Y	2.232	1.879	35.4	19%		15Y	2.103	1.795	30.8	17%
	20Y	2.302	1.933	36.9	19%		20Y	2.222	1.900	32.2	18%
	30Y	2.364	2.029	33.5	21%		30Y	2.246	1.852	39.5	19%

城投债	期限	收益率				信用利差			
		2025/9/30	2025/7/1	变动	分位数	2025/9/30	2025/7/1	变动	分位数
AAA	1Y	1.77	1.73	4	10%	17	26	-9	2%
	3Y	2.04	1.84	21	16%	26	27	-1	19%
	5Y	2.24	1.90	34	21%	44	33	11	45%
	7Y	2.43	1.97	46	26%	46	25	22	60%
	10Y	2.54	2.07	47	25%	50	39	11	40%
	15Y	2.62	2.08	54	26%	39	20	19	40%
	20Y	2.65	2.13	52	26%	35	20	15	31%
AA+	30Y	2.67	2.19	48	23%	31	17	14	26%
	1Y	1.81	1.77	4	9%	21	30	-9	2%
	3Y	2.12	1.88	24	17%	34	31	3	18%
	5Y	2.32	1.95	37	21%	52	38	14	29%
	7Y	2.51	2.08	43	25%	54	36	19	36%
	10Y	2.66	2.17	49	24%	62	49	13	28%
	15Y	2.72	2.25	47	23%	49	37	12	23%
AA	20Y	2.77	2.30	47	24%	47	37	10	22%
	30Y	2.79	2.36	43	22%	43	34	9	13%
	1Y	1.89	1.82	7	9%	29	35	-6	5%
	3Y	2.21	1.95	25	17%	43	39	4	16%
	5Y	2.54	2.12	42	26%	74	54	19	34%
	7Y	2.73	2.29	44	26%	76	57	20	34%
	10Y	2.88	2.45	43	24%	84	77	7	22%
AA(2)	1Y	1.95	1.87	8	9%	35	40	-5	6%
	3Y	2.33	2.03	30	19%	55	47	8	17%
	5Y	2.63	2.31	32	22%	82	73	9	22%
AA-	1Y	2.03	1.95	7	8%	43	48	-6	4%
	3Y	2.61	2.24	37	20%	83	67	15	17%
	5Y	3.02	2.82	20	10%	121	124	-3	10%

7月，在宏观经济和流动性环境的共同作用下，债券市场收益率先上后下，月初，跨季之后资金价格全面走低，中短端债券收益率先下行，带动长债震荡走强。但随后股市持续上涨，对长债形成压制，债券收益率开始上行。7月中旬，随着大宗商品交易情绪高涨，主要工业品期货价格显著上涨，市场风险偏好改善，债市受到冲击，收益率进一步上行。7月下旬至月底，在行业反内卷、大型水利工程启动、中美关系缓和等诸多消息带动下，股市和商品市场表现强劲，债券市场调整压力加大，利率连续上行。月末随着商品价格的回落以及政治局会议的召开，债市情绪逐步企稳，债券收益率向下修复。

8月，权益市场持续升温，资金分流压力加大，“股债跷跷板”效应继续，导致债券市场需求减少。此外，中美继续暂停实施24%的关税税率90天，降低了债券的避险需求。最后，财政部、国家税务总局恢复征收国债、地方债、金融债利息收入增值税，对部分券种产生了影响。在宏观经济和流动性环境的共同作用下，债券市场收益率整体上行。其中，一级市场发行规模较大，共发行各类债券74281.4亿元，但发行数量和规模同比有所减少。二级市场交投活跃度降温，信用债交易显著收缩。国债收益率曲线形态为熊陡变化，其中超长端品种表现最为弱势，30年期国债收益率月内最大上行幅度超15bp。

9月，当月债市整体震荡调整，呈现熊陡，长端与超长端利率波动较大，利率债曲线陡峭化上移，30年期国债收益率累计上行约10BP，50年期国债收益率上行幅度超7BP，10年期国债活跃券收益率周中多次突破1.8%，月末10年期国债收益率收于1.7990%，全月累计变动不大。短端利率相对稳定，1年期同业存单收益率仅上行1BP。9月，央行持续释放呵护信号对冲了部分压力，全月

公开市场净投放超 7200 亿,通过 14 天期逆回购与 MLF 放量续作稳定跨季资金面, DR007 月均值降至 1.55%, 流动性保持合理充裕。

债市展望。下季度,预计国内债市继续呈现震荡格局,趋势性机会有限但结构性修复空间仍在。一方面,经济基本面虽有修复但尚未出现明显拐点,财政政策的发力节奏和力度适中,经济增长虽有修复但尚未出现明显拐点,货币政策继续维持适度宽松,资金面整体偏宽松。另一方面,权益市场波动、政策预期变化以及债券供给节奏等因素仍可能带来扰动,部分资金从债市流向权益,对债市形成一定压力。四季度国债和地方债的发行节奏仍需关注,建议投资者继续以票息策略为主,关注政策信号与节奏,精选高性价比的中短久期、高等级信用债,灵活把握波段机会。更长的维度,组合仍有必要保持一定的流动性,每逢收益率高位可适度提升仓位。

免责声明:

本投资报告的信息来源于公开资料,仅供投资者参考,不构成任何投资建议或承诺。