

冠通期货研究报告

--11月宏观经济月度报告

发布日期：2025年10月27日

冠通期货研究咨询部

分析师：王静

执业证书号：F0235424/Z0000771

投资有风险，入市需谨慎，本公司具备期货交易咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

宏观分析

10月，资本市场波动加剧，风险资产先抑后扬普遍收涨。海外，特朗普突然对上加征100%关税，市场进行“TACO交易”，西方努力斡旋俄乌，但和平的曙光一波三折。美国政府停摆，重磅宏观数据暂停发布，降息预期则在美联储9月重启降息后的迷航中探索，整体延续着10月和12月连续降息的宽松路径。投资者风险偏好回落，金银高位大幅回调，波动率VIX震荡反复，全球主要股市多数收涨，BDI小跌，日本新首相提振宽松预期强力打压日元，继而支撑美元小幅反弹，非美货币走贬，大宗商品涨多跌少。国内，三季度经济数据转弱，政策对冲力度加强，举世瞩目的四中全会胜利召开，市场热议十五五规划，并试图从中探索未来的投资机会。国内，三季度经济数据转弱，政策对冲力度加强，举世瞩目的四中全会胜利召开，市场热议十五五规划，并试图从中探索未来的投资机会。10月，国内期货市场呈现出明显的分化特征，股债商均是涨跌互现的格局。四大股指风格切换涨跌互现，成长股表现明显弱于价值股，A股大盘在4000点遭遇卖压，叠加关税风云再起，股指纷纷技术性回调。国债期货涨跌互现，结构上近弱远强，与股市呈现出明显的跷跷板效应；大宗商品行情内部分化更为显著，尤其表现在工业品内部，Wind商品指数收涨，10个板块中多数收涨有7个板块收涨。贵金属延续着强势，农产品触底回暖，有色小幅收涨，原油价格下挫收跌拖累整个能化板块的疲弱；国内，反内卷行情进入到新的阶段，市场关注行业政策的执行力度，焦煤的强势支撑煤焦钢矿板块大幅收涨，非金属建材则大跌。

最近，最值得关注的宏观问题在于金价从历史高位的大幅回调。原因上可以归因为以下三点，俄乌结束曙光的再现带来避险情绪的消退，美元的反弹走高施压金价和近期金价增速过快引发的技术性回调。在笔者看来，国庆节后金银的联袂快速拉涨本就显得牵强，也与其他大类资产走势逻辑相悖，其背后的确有非理性泡沫化的成分，从机构行为的角度上来解释更为有力——近段时间以来，金价“近乎抛物线式”的上涨导致技术性超买，最终触发了大规模获利了结与程序化抛售。为了深入分析次轮金价的下跌，笔者汇总了2000年以来黄金价格单日跌幅排名前十的原因和影响，尝试总结共性与规律，发现引发金价大跌的因素无外乎：美元强势，货币政策收紧，央行抛售，避险情绪降温，阶段性高位的技术性回调。就本次而言，2025年10月21日金银价格大跌，主要是由于地缘政治风险缓和削弱了避险需求，叠加此前金价“近乎抛物线式”上涨导致技术性超买，最终触发了大规模获利了结与程序化抛售，与历史情境有诸多形似之处。在黄金的波澜壮阔的历史长河中，本轮金价行情亦可谓史诗级的上涨。1970s至今，黄金共经历三轮大牛市，分别是1970-1980年、2001年-2012年与2016年到现在，2022年11月以来加速上扬。彼时，恰遇中国防疫放开，全球对美国经济衰退担忧最甚之际，伴随着AI科技革命的突然爆发，黄金与美国科技股共涨起舞。推升本轮金价上行的主导因素主要在于四个方面——“美元信用的弱化”、“降息预期的强化”、“疤痕效应下的配置需求”和“赚钱效应后的投资需求”，而这些因素，在当下的宏观环境而言，多数都未发生重大改变。因此，行情来看，黄金短期因短期增速过快而导致技术性调整，长期来看，本轮支撑金价强势的主要驱动依旧坚实，美元信用弱化的共识和疤痕效应下央行配置的刚性需求，都是支撑金价长期表现坚挺的坚实基础。历史高位的大跌加剧价格的波动，对于投资者而言，以资产配置思路对待黄金将是良策。

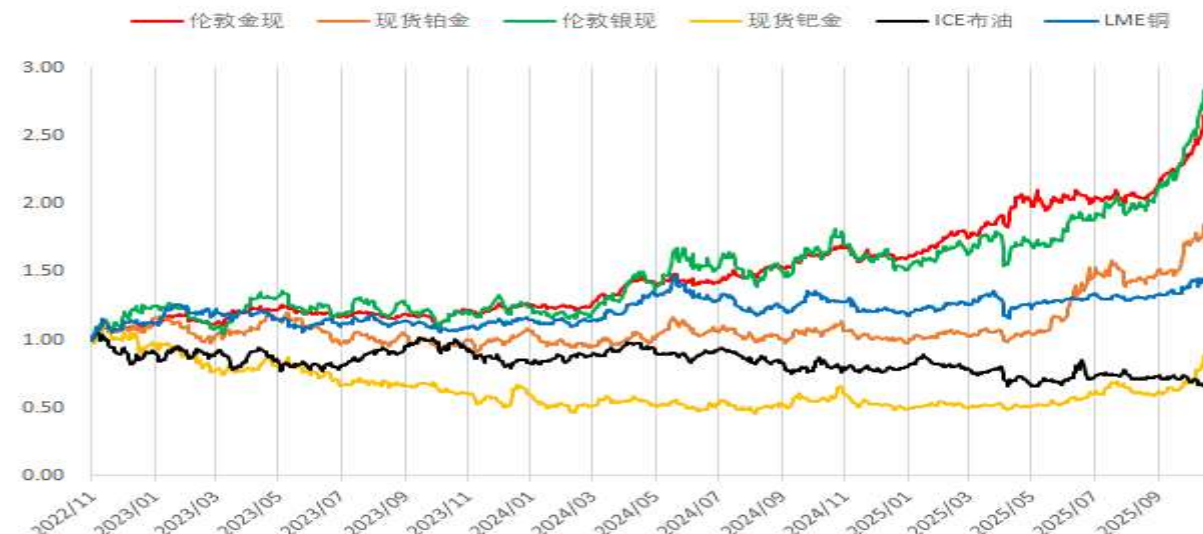
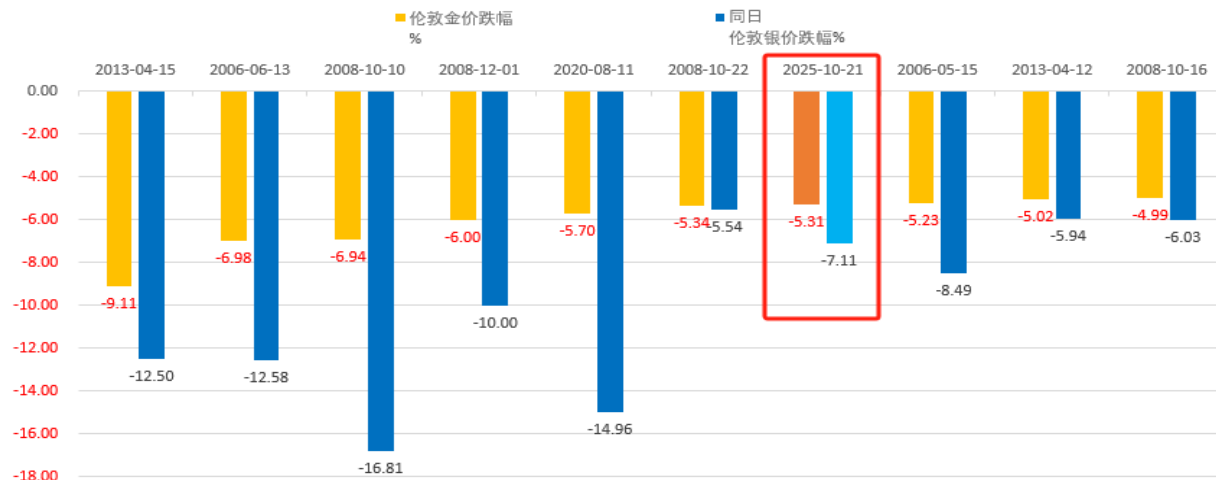
金价从历史高位大幅回调

10月21日，国际金价突然大跌，伦敦现货金当日跌幅高达-5.31%，伦敦现货银价更是暴跌-7.11%，给涨势如虹的贵金属市场破了一盆冷水，更是引发全球关注一度登上微博热搜。

首先，市场最好奇的是什么原因引发了金价的大跌？这个问题令不少分析师都倍感尴尬，这次金价的大跌仿佛一场突袭，有点超预期。回头来看，综合市场各方的解释，可以归因为以下三点，俄乌结束曙光的再现带来避险情绪的消退，美元的反弹走高施压金价和近期金价涨速过快引发的技术性回调。在笔者看来，国庆节后金银的联袂快速拉涨本就显得牵强，也与其他大类资产走势逻辑相悖，其背后的确有非理性泡沫化的成分，从机构行为的角度上来解释更为有力——近段时间以来，金价“近乎抛物线式”的上涨导致技术性超买，最终触发了大规模获利了结与程序化抛售。

其次，以史观今，本次金价的大跌属于什么水平？笔者整理了伦敦现货金价的历史每日涨跌幅数据，10月21日金价-5.31%的跌幅确实不小，特别是2000年以来的数据来看，这次的下跌可以排进跌幅榜的前十名，位居第七名，而其他跌幅超过本次的情况往往都发生在“危机时刻”，诸如2008年金融危机和2020年的世纪疫情期间。不过，拉长时间来看，在更长的视角之下，这次的跌幅则不那么显眼了，1970年以来单日跌幅仅排名第37名。很有意思的一点规律是，每次金价的大跌基本多伴随着银价更大幅度的下挫。

2000年以来金价跌幅榜%



注：数据均来源于Wind、冠通研究

投资有风险，入市需谨慎。

历史上金价单日大跌原因与影响的共性总结

笔者汇总了2000年以来黄金价格单日跌幅排名前十的原因和影响，尝试总结共性与规律。纵观这些暴跌，可以总结出三条核心规律：

- 1、实际利率与货币政策是黄金最核心的定价锚，几乎所有暴跌都与利率预期突变或流动性环境骤变相关；
- 2、在真正的系统性风险中往往是泥沙俱下，黄金的避险属性可能短期失效，呈现“现金为王”特征；
- 3、当价格处于历史高位时，任何风吹草动都可能触发技术性抛售，使跌幅在程序化交易加持下被放大。

简单来说，引发金价大跌的因素无外乎：美元强势，货币政策收紧，央行抛售，避险情绪降温，阶段性高位的技术性回调。

就本次而言，2025年10月21日金银价格大跌，主要是由于地缘政治风险缓和削弱了避险需求，叠加此前金价"近乎抛物线式"上涨导致技术性超买，最终触发了大规模获利了结与程序化抛售，与历史情境有诸多形似之处。

2000年以来 金价跌幅榜	日期	伦敦金价跌幅 %	同日 伦敦银价跌幅%	下跌的原因和影响
第一名	2013-04-15	-9.1065	-12.4952	2013年4月15日的金银暴跌，是一场由宏观政策转向预期（QE缩减）作为基础，欧债危机担忧（塞浦路斯售金）作为导火事，并通过超前的技术面现代交易程序（算法交易、止损单）被急剧放大的完美风暴。它标志着黄金长达十二年牛市的正式终结，并开启了此后数年的震荡下行通道。
第二名	2006-06-13	-6.9839	-12.5798	2006年6月13日的金银大跌，是一次典型的“宏观驱动型”暴跌。其核心逻辑链条非常清晰：强劲的英国通胀数据→市场预期美联储及全球央行将更激进地加息→美元走强，实际利率预期上升→持有黄金的吸引力骤降→黄金大规模流出全球市场→价格暴跌。 与2013年和2020年的暴跌不同，这次下跌并非源于牛市末期的获利了结或技术性回调，而是发生在全球央行集体对抗通胀的紧缩周期之中，充分体现了黄金作为无息资产对利率的高度敏感性。
第三名	2008-10-10	-6.9422	-16.8112	2008年10月10日金银价格大跌，其核心原因是雷曼兄弟倒闭引发的全球美元流动性危机，迫使机构抛售一切可变现资产（包括黄金）以换取现金求生，导致黄金短期避险属性失灵。其影响是此次暴跌揭示了在系统性风险中“现金为王”的法则，并为随后美联储开启量化宽松，催生黄金史上最大牛市埋下了伏笔。
第四名	2008-12-01	-6.0021	-10.0000	2008年12月1日金银价格大跌，是因为市场对美联储刚宣布的史无前例量化宽松政策作出“利好出尽”反应。极度恐慌的投资者认定经济衰退的深度将压倒货币放水效应，通胀预期瞬间扼杀了黄金的抗通胀属性。这不仅标志着金融危机中“现金为王”的逻辑被暂时打破，也为后续黄金在流动性危机缓解后开启十年牛市完成了最后一次压力测试。
第五名	2020-08-11	-5.6984	-14.9655	2020年8月11日的暴跌，本质上是金价已反映所有利好预期后，被实际利率反弹和疫苗消息这两个“好消息”所触发的教科书式的获利了结。它深刻地揭示了一个规律：当所有人都站在同一边时，危险极易隐藏。即便在央行大放水即通胀牛市背景下，资产价格也不可能只涨不跌。而这次大幅回调正是市场的内在调整机制。这次回调也为黄金之后在51000-52000美元之间构筑新的震荡区间奠定了基础。
第六名	2008-10-22	-5.3392	-5.5391	2008年10月22日金银大跌是流动性危机与通胀恐慌的二次发酵：被挤的企业财报和全球经济正走向深度衰退，迫使机构继续抛售黄金换取美元现金。这场暴跌彻底暴露了传统避险资产在系统性风险中的脆弱性，并推动市场形成“现金为王+英镑避险”的极端防御模式。
第七名	2025-10-21	-5.3110	-7.1106	2025年10月21日金银价格大跌，主要是由于地缘政治风险缓和削弱了避险需求，叠加此前金价"近乎抛物线式"上涨导致技术性超买，最终触发了大规模获利了结与程序化抛售，此次暴跌幅度吓人，但多数机构认为这仅是长期牛市中的技术性调整，黄金的长期看涨逻辑并未改变。
第八名	2006-05-15	-5.2322	-8.4899	2006年5月15日金银价格大跌，其核心原因是市场对全球通胀升温的担忧引发美联储及其他主要央行更为激进的加息预期，导致美元走强及持有无息黄金的机会成本激增，迫使投机资金大规模撤离商品市场。这次暴跌提前预示了全球货币政策从宽松转向紧缩的重大拐点，并终结了贵金属年初的强劲涨势，使其进入为期数月的震荡整理阶段。
第九名	2013-04-12	-5.0242	-5.9398	2013年4月12日金银价格大跌，直接原因是塞浦路斯抛售黄金储备的新闻引爆市场对欧洲央行集体售金的恐慌。叠加美国经济增长强劲强化美联储缩减QE预期，最终技术破位触发史诗级程序化抛盘。这场暴跌不仅彻底击溃了连续12年的黄金牛市，更彻底改写了市场对黄金“终极避险资产”属性的认知，引发全球实物金抢购潮与金融资本撤离的史诗级分化。
第十名	2008-10-16	-4.9947	-6.0253	2008年10月16日金银暴跌是此前流动性危机的延续与深化。在全球衰退数据加剧通胀恐慌的背景下，机构为求生存继续无差别抛售黄金换取美元。这不仅彻底颠覆了黄金作为长期避险资产的共识，其极端波动性也迫使各国监管机构直面金融体系的系统性崩溃风险，从而加速了全球联合救市政策的出台。

本轮黄金行情如何演绎与上行驱动如何？

在黄金的波澜壮阔的历史长河中，本轮金价行情亦可谓史诗级的上涨。1970s至今，黄金共经历三轮大牛市，分别是1970-1980年、2001年-2012年与2016年到现在，2022年11月以来加速上扬。彼时，恰遇中国防疫放开，全球对美国经济衰退担忧最甚之际，伴随着AI科技革命的突然爆发，黄金与美国科技股共涨起舞。



2025年以来，金价加速上行，先是1-4月恰逢特朗普上台后挥舞关税大棒，美债美元的信用恐慌加剧推升金价；之后5-8月，伴随着投资者风险偏好和市场情绪的修复，市场惊叹于美国经济数据的韧性，避险需求弱化叠加降息预期强化，金价高位回落区间震荡。

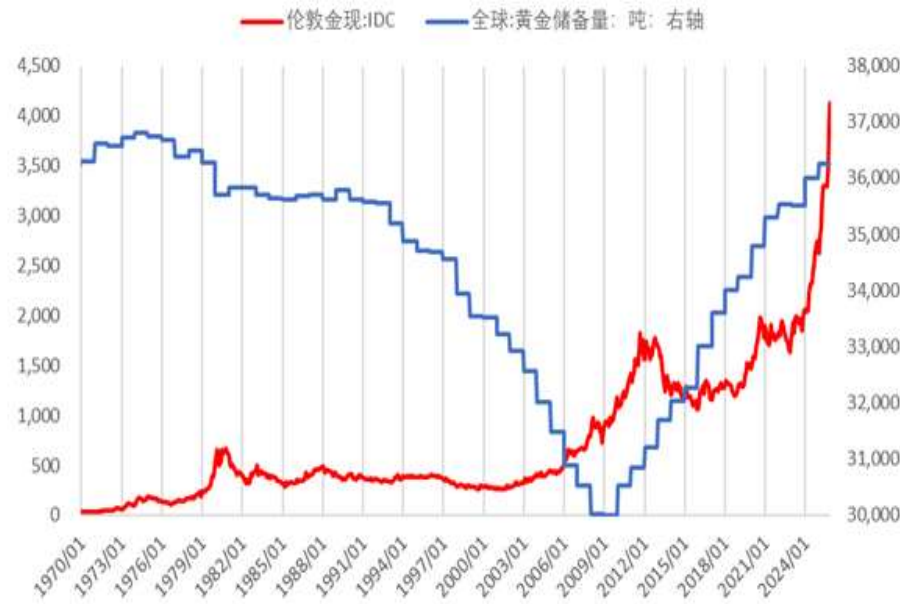
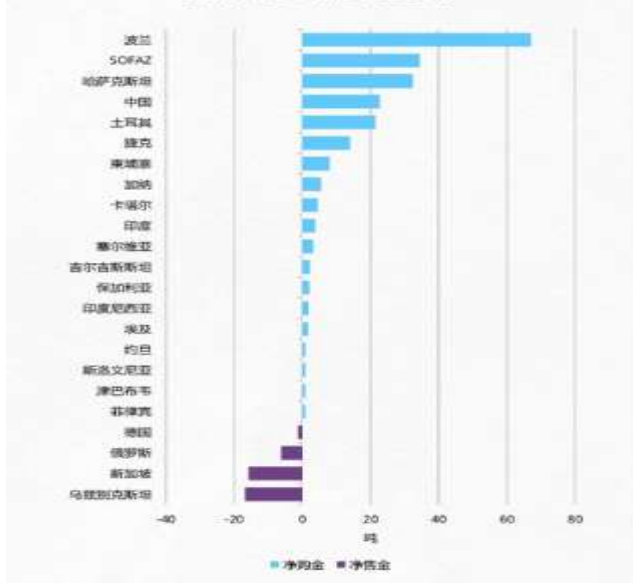
梳理下来，推升本轮金价上行的主导因素主要在于四个方面——“美元信用的弱化”、“降息预期的强化”、“疤痕效应下的配置需求”和“赚钱效应后的投资需求”。9月至今而言，金价加速拉涨，突破4000元/盎司之后屡创新高，并带动白银和铂钯等贵金属齐涨上扬，收益表现明显跑赢铜和油等大宗商品，持续吸引投资者的关注。其背后的主要驱动而言，赚钱效应后的投资需求成为关键推手。

当前宏观环境对于支撑金价的宏观驱动而言，发生了变化吗？

“美元信用弱化”是奠定金价上行通道的长期基础，大国博弈之下，美债规模的持续扩张，特朗普上台以来贯彻的美国优先战略，美联储独立性遭受的实质性挑战等等都在不断彰显着美元信用的弱化；“降息预期的强化”是未来一段时间影响金价的重要因素。9月美联储重启降息，美联储内部人员的变动，特朗普的不断施压，都在指向着未来美国基准利率的逐步下行，这将利好黄金；

“赚钱效应后的投资需求”，既是9月以来黄金“抛物线式上涨”的主要推手，也是金价短期大幅回调的罪魁祸首，历史高位的高处不胜寒，巨额涨幅的获利了结，短期技术性回调需求理所应当，每逢千元整数关口的反复也是历史常有。只是，黄金的“指数化投资”与各种程序化、高杠杆交易的增多，加剧了价格的波动。

尽管近期暂停购金，波兰国家银行仍维持着年初至今最大黄金买家的地位
各央行年初至今净购金/售金量（吨）



“疤痕效应下的配置需求”是金价走势坚挺的重要支撑。三年大疫之后，地缘冲突的反复上演，无论是各国央行，亦或是个人投资者，对安全资产的偏爱令黄金的光芒大放异彩，加大购金力度与配置需求。根据世界黄金协会的最新统计统计，2025年8月，全球官方黄金储备净增19吨，在上月基础上实现强劲反弹，特别是中国人民银行连续10个月增持黄金，总持仓已稳步突破2,300吨，哈萨克斯坦国家银行连续第六个月购金，总持仓现达316吨。波兰国家银行更是将外汇储备中的黄金占比目标从20%上调至30%，截至8月底波兰累计净购金67吨，黄金总持仓达515吨，占外汇储备的22%，成为全球2025年初至今最大净买家。由此可以看出，央行增配黄金的刚性需求依旧强劲。

黄金在历史高位大跌之后，投资者要如何应对？

行情来看，黄金短期因短期增速过快而导致技术性调整，长期来看，本轮支撑金价强势的主要驱动依旧坚实，美元信用弱化的共识和疤痕效应下央行配置的刚性需求，都是支撑金价长期表现坚挺的坚实基础。历史高位的大跌加剧价格的波动，对于投资者而言，以资产配置思路对待黄金将是良策。



IMF：上调全球经济增长速，但强调全球经济变化不定，未来前景依然黯淡

国际货币基金组织（IMF）和世界银行秋季年会18日在美国首都华盛顿落幕。其间，IMF发布了最新一期《世界经济展望报告》，预计2025年世界经济将增长3.2%，较今年7月预测值上调0.2个百分点；2026年将增长3.1%，与7月预测值持平。IMF指出，上调预期缘于进口商因美国关税政策而提前囤货、大多数国家努力维护全球贸易体系的开放与稳定等因素，同时强调世界经济仍较脆弱，关税冲击正进一步削弱全球经济增长前景。



报告将新兴市场和发展中经济体今年经济增速较7月预测值上调0.1个百分点至4.2%，同时将发达经济体今年经济增速上调0.1个百分点至1.6%。报告认为，亚太地区仍将是全球增长的主要引擎，今明两年对全球增长的贡献率约为60%。IMF亚太部主任斯里尼瓦桑表示，亚洲各经济体有机会从转向以国内需求为主的增长模式中获益。在加强区域内部一体化的情况下，在中期内，亚洲整体经济增长将加速提高，其中一些经济体尤其是开放程度更高、与全球供应链联系紧密的国家将受益更多。报告还关注到人工智能快速发展带来的增长机遇，估计人工智能每年将拉动世界经济增长0.1%至0.8%。

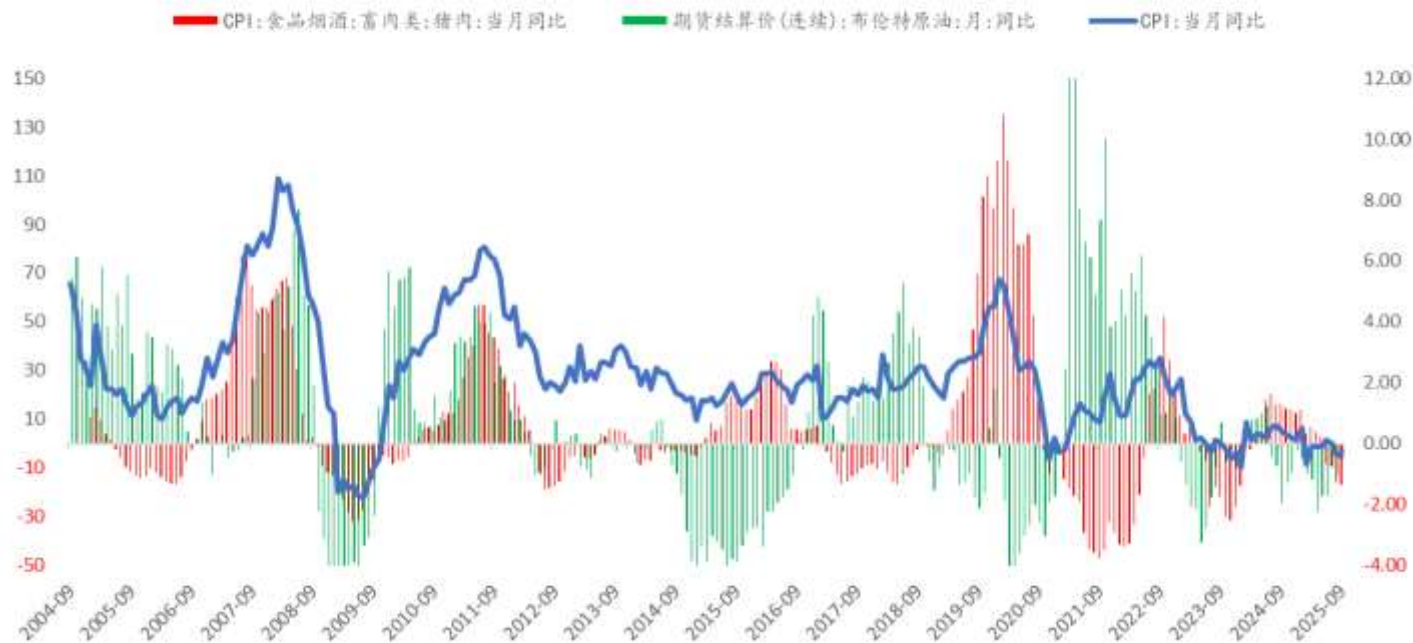
报告同时指出，全球经济增长依然低迷，贸易政策不确定性正在抑制消费和投资，且公共债务高企并持续上升，同时国防开支增加、人口老龄化以及利率上升对公共财政造成了额外压力。预计到2029年，全球公共债务规模将突破全球国内生产总值的100%。

IMF敦促各经济体应致力于确保债务可持续性，消除贸易政策不确定性，并加强合作以减少贸易和投资壁垒，同时加大力度开展结构性改革，包括促进劳动力流动、加强数字经济投资等，以提振经济增长前景。

CPI与PPI双双降幅收窄，降息等货币宽松政策可期

10月15日，国家统计局公布数据显示，中国9月CPI同比-0.3%，预期-0.14%，前值-0.4%，环比上涨0.1%；扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.0%，涨幅连续第5个月扩大。中国9月PPI同比-2.3%，预期-2.41%，前值-2.9%，环比继续持平。工业生产者购进价格PPIRM同比下降3.1%，降幅比上月收窄0.9个百分点，环比上涨0.1%。

“猪油共振”下行拖累CPI



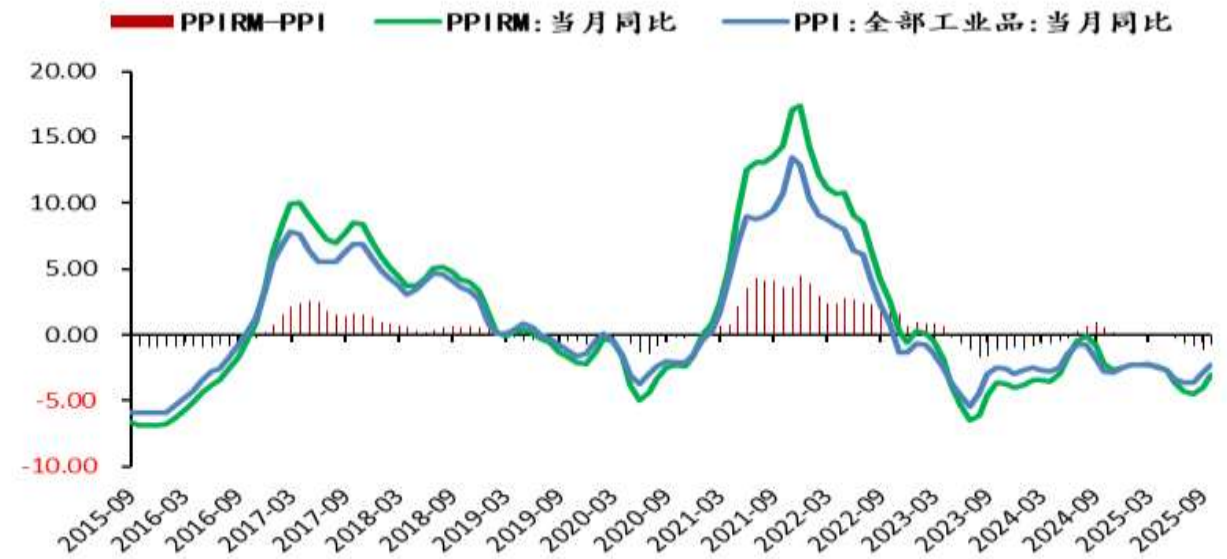
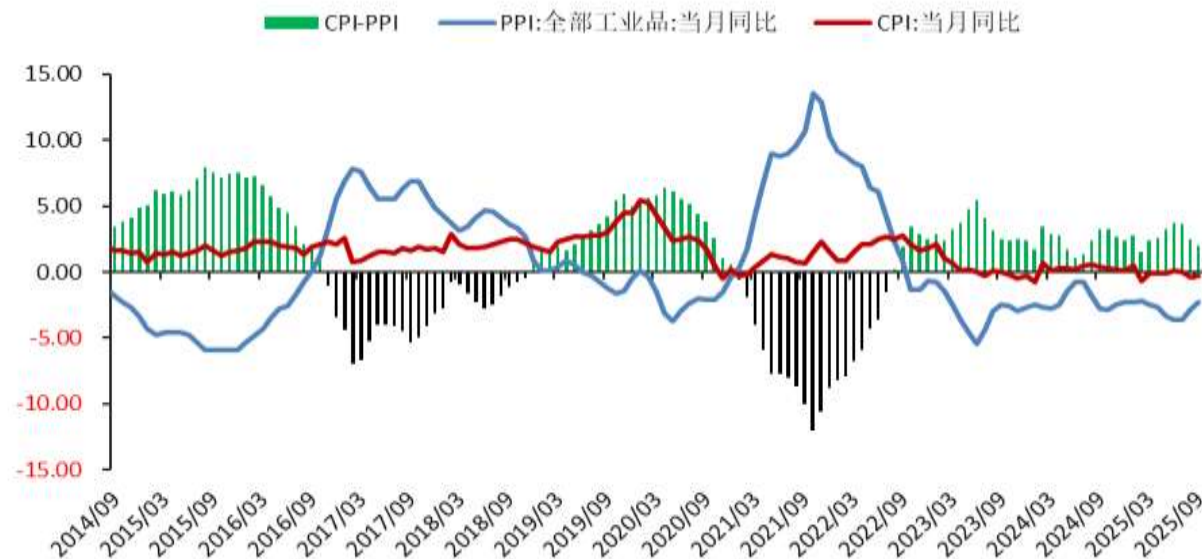
价格信号往往是经济的先行指标。国内经济促进物价稳步回升的努力初见成效，但猪价和油价的低迷拖累，叠加高基数带来的翘尾因素，CPI连续两个月负增，仍需更多政策提振。从基数效应看，CPI明显承压PPI则相对受益，9月CPI的翘尾因素为-0.9，与8月持平，是CPI连续两个月为负的重要原因；9月PPI的翘尾因素为-0.1，较8月的-0.7和7月的-1.39连续大幅收窄，并支撑PPI连续两个月降速收窄回升。

此外，从影响物价的关键因素来看，“猪油共振”持续拖累，CPI同比自8月开始转负之后再次收负；虽然PPI连续36个月负增，但PPI负增收窄拐点确认；传导机制上看，本轮价格的下行传导为，上游原料成本PPIRM的下跌，拖累PPI下行，继而传导至CPI的疲软。反内卷政策之下，工业品价格止跌企稳，PPIRM与PPI双双于7月见底，8月触底反弹，9月确认拐点延续反弹。

CPI与PPI双双降幅收窄，降息等货币宽松政策可期

从利润的角度来看，生产端利润率虽然增幅放缓但延续盈利，而下游消费的利润水平则加速下行。一方面，宏观利润率CPI-PPI为2%，从6月的年内高点3.7%，先后回落到7月的3.6%，8月的2.5%和9月的2%，价格的下行与利润的回落，彰显出国内供大于求的宏观供给格局特征依旧。另一方面，生产利润率PPI-PPIRM自3月触底之后，连续半年整体回升，表明生产企业利润水平的提振。生产端的回暖与消费端的疲软与PMI相关数据的表现相互印证。

通胀是经济中微观主体感受最为直接的指标数据，价格往往也是经济的先行指标。商品价格，尤其是PPI，对于中国这个“全球生产”中心而言，信号意义巨大，且与投资者对于经济的“体感”密切相关，更是反内卷政策效果的关键检验指标。当前，市场对于政策端发力的预期也在踌躇反复，纷繁复杂的问题背后，关键在于提振市场物价水平，扭转价格持续下行的趋势。近日，中美关税贸易摩擦再次升级，外部宏观环境恶化，国内经济稳增长的诉求增加，随着美联储9月重启降息，货币宽松的掣肘松绑，适度宽松的货币环境基调下央行的再次降息值得期待。

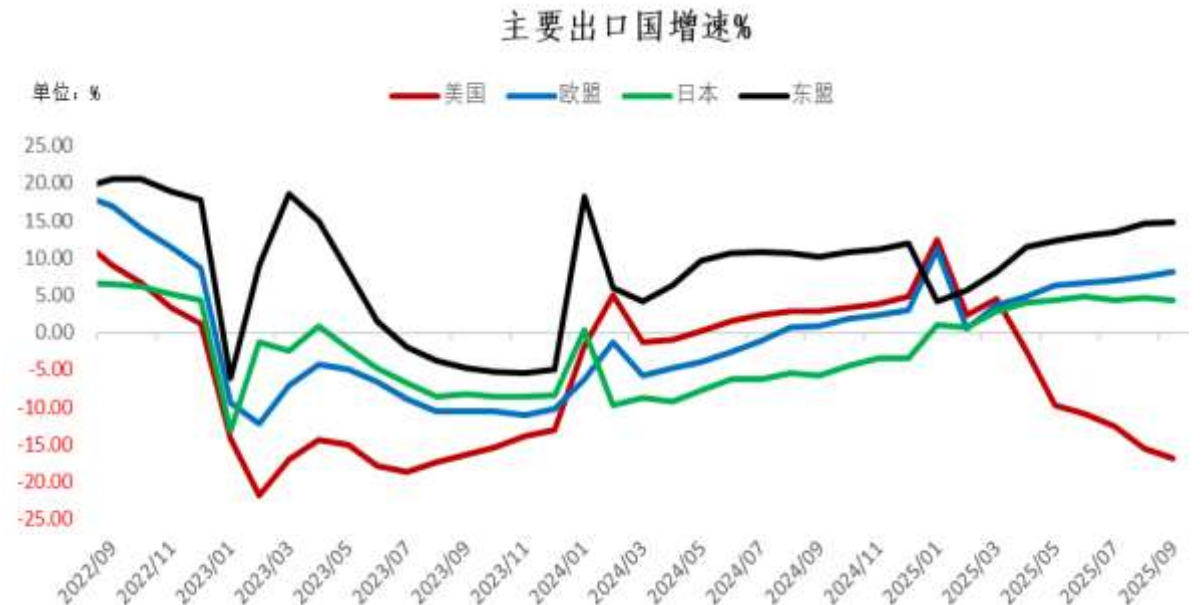
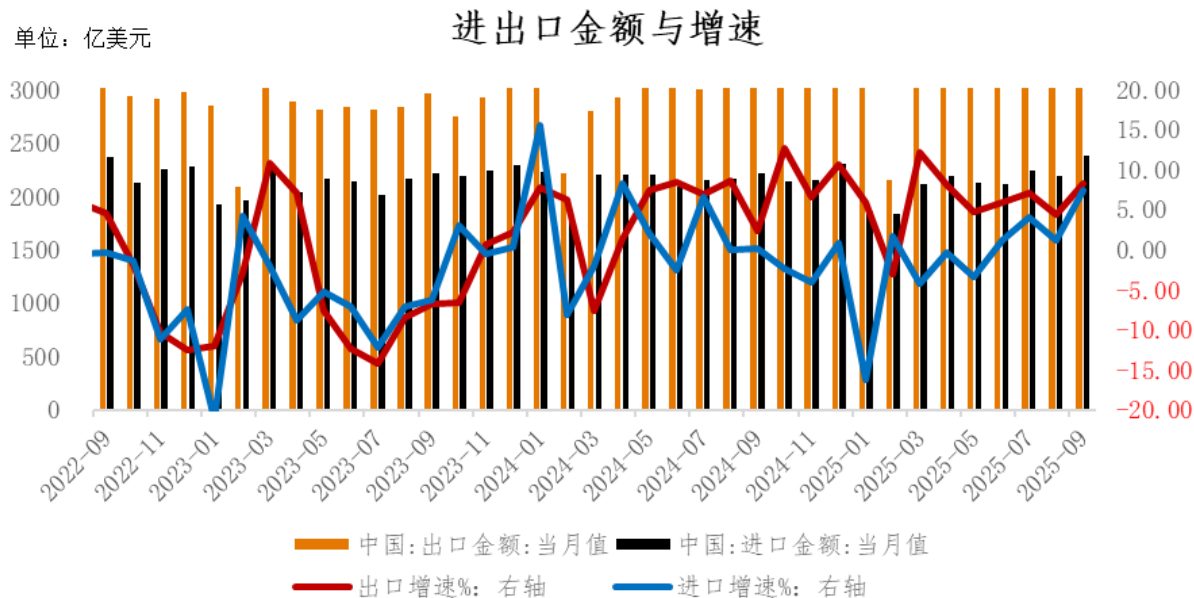


注：数据均来源于Wind、冠通研究

投资有风险，入市需谨慎。

9月出口数据超预期，对美暴跌非美大增

10月13日，海关总署公布9月外贸数据。以美元计，9月中国进出口总值5666.8亿美元，同比增长7.9%；出口总值3285.7亿美元，同比增长8.3%；进口总值2381.2亿美元，同比增长7.4%；贸易顺差904.5亿美元。前三季度，中国进出口总值4.68万亿美元，同比增长3.1%；出口总值2.78万亿美元，同比增长6.1%；进口总值1.90万亿美元，同比下降1.1%。



前三季度宏观经济数据

指标		预期差	2025-09F	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	近一年变动趋势			
GDP: 当季(%)	📈 0.04	4.76	4.80	--	--		5.20	--	--	5.40	--	--	5.40	--	--				
GDP: 累计(%)	📈 0.40	4.80	5.20	--	--		5.30	--	--	5.40	--	--	5.00	--	--				
工业增加值(%)	📈 1.27	5.23	6.50	5.20	5.70		6.80	5.80	6.10	7.70	5.90	--	6.20	5.40	5.30				
固定资产投资: 累计(%)	📉 -0.53	0.03	-0.50	0.50	1.60		2.80	3.70	4.00	4.20	4.10	--	3.20	3.30	3.40				
固定资产投资: 制造业: 累计(%)	📉 -0.65	4.65	4.00	5.10	6.20		7.50	8.50	8.80	9.10	9.00	--	9.20	9.30	9.30				
固定资产投资: 基础设施建设: 累计(%)	📈 0.07	3.27	3.34	5.42	7.29		8.90	10.42	10.85	11.50	9.95	--	9.19	9.39	9.35				
固定资产投资: 房地产开发: 累计(%)	📉 -0.52	-13.38	-13.90	-12.90	-12.00		-11.20	-10.70	-10.30	-9.90	-9.80	--	-10.60	-10.40	-10.30				
社会消费品零售(%)	📉 -0.11	3.11	3.00	3.40	3.70		4.80	6.40	5.10	5.90	4.00	--	3.70	3.00	4.80				
进口(%)	📈 5.94	1.46	7.40	1.20	4.10		1.10	-3.40	-0.30	-4.30	1.60	-16.30	0.84	-4.03	-2.38				
出口(%)	📈 2.36	5.94	8.30	4.30	7.10		5.80	4.70	8.00	12.20	-3.10	5.90	10.67	6.58	12.64				
贸易差额(亿美元)	📉 -59.76	964.23	904.47	1022.57	979.22		1144.14	1028.90	959.34	1020.21	311.58	1380.40	1051.76	973.26	957.17				
中国制造业采购经理指数(PMI)	📈 0.20	49.60	49.80	49.40	49.30		49.70	49.50	49.00	50.50	50.20	49.10	50.10	50.30	50.10				
中国非制造业采购经理指数		--	50.00	50.30	50.10		50.50	50.30	50.40	50.80	50.40	50.20	52.20	50.00	50.20				
CPI(%)	📉 -0.15	-0.15	-0.30	-0.40	0.00		0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30				
PPI(%)	📈 0.10	-2.40	-2.30	-2.90	-3.60		-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50	-2.90				
核心CPI(%)		--	1.00	0.90	0.80		0.70	0.60	0.50	0.50	-0.10	0.60	0.40	0.30	0.20				
M1(%)	📈 1.20	6.00	7.20	6.00	5.60		4.60	2.30	1.50	1.60	0.10	0.40	1.20	-0.70	-2.30				
M2(%)	📉 -0.11	8.51	8.40	8.80	8.80		8.30	7.90	8.00	7.00	7.00	7.00	7.30	7.10	7.50				
人民币贷款: 新增(亿元)	📉 -1000.00	13900.00	12900.00	5900.00	-500.00		22400.00	6200.00	2800.00	36400.00	10100.00	51300.00	9900.00	5800.00	5000.00				
人民币贷款(%)	📉 -0.08	6.68	6.60	6.80	6.90		7.10	7.10	7.20	7.40	7.30	7.50	7.60	7.70	8.00				
社会融资规模: 新增(亿元)	📈 2610.00	32686.00	35296.00	25660.00	11307.00		42251.00	22899.00	11599.00	58961.00	22331.00	70546.00	28537.00	23288.00	14120.00				
社会融资规模存量(%)	📈 0.07	8.63	8.70	8.80	9.00		8.90	8.70	8.70	8.40	8.20	8.00	8.00	7.80	7.80				
城镇调查失业率(%)	📉 -0.05	5.25	5.20	5.30	5.20		5.00	5.00	5.10	5.20	5.40	5.20	5.10	5.00	5.00				

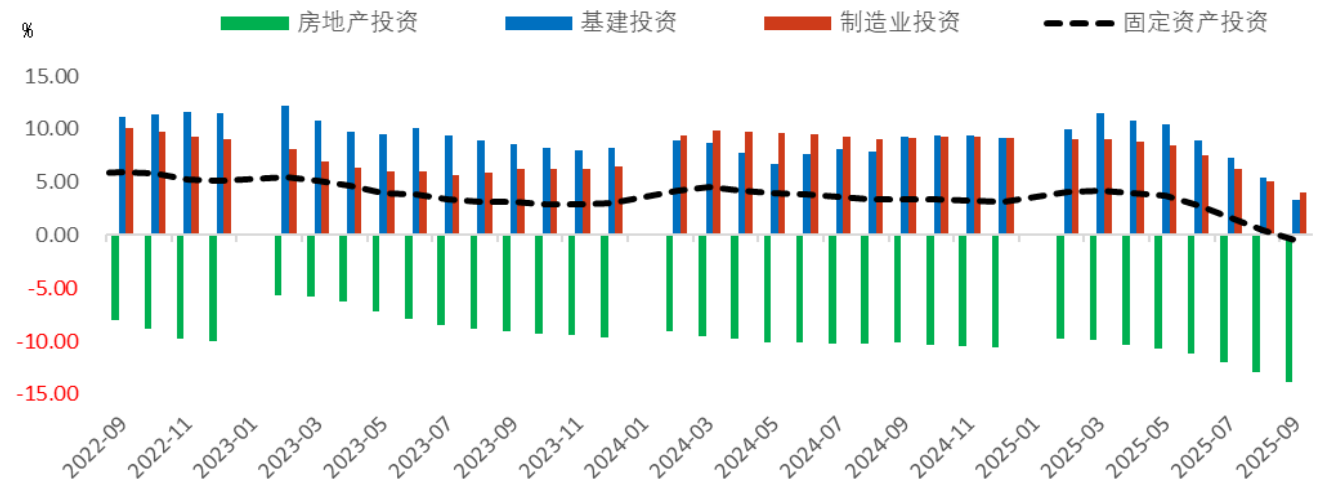
注：数据均来源于Wind、冠通研究

前三季度宏观经济数据：增长韧性超预期，地产的拖累依旧严峻

2025年10月20日，国家统计局发布2025年前三季度与9月宏观经济数据。前三季度，我国GDP为1015036亿元，按不变价格计算，同比增长5.2%。三季度，我国GDP为354500亿元，按不变价格计算，同比增长4.8%。其中，第一产业增加值26889亿元，同比增长4.0%，对经济增长的贡献率为7.0%；第二产业增加值124970亿元，同比增长4.2%，对经济增长的贡献率为31.3%；第三产业增加值202641亿元，同比增长5.4%，对经济增长的贡献率为61.8%。从环比看，经季节因素调整后，三季度GDP环比增长1.1%，比二季度回升0.1个百分点。

前三季度，资本形成总额对经济增长贡献率为17.5%，拉动GDP增长0.9个百分点。其中，三季度资本形成总额对经济增长贡献率为18.9%，拉动GDP增长0.9个百分点。前三季度，基础设施投资同比增长1.1%，拉动全部投资增长0.2个百分点，其中，互联网和相关服务业投资增长20.6%，水上运输业投资增长12.8%，铁路运输业投资增长4.2%。基础设施民间投资增长7.0%，占全部基础设施投资的比重为20.0%，比去年同期提高1.1个百分点；其中，水利管理业民间投资增长42.4%，航空运输业民间投资增长24.4%。

1—9月份，全国房地产开发投资67706亿元，同比下降13.9%；其中，住宅投资52046亿元，下降12.9%。1—9月份，房地产开发企业房屋施工面积648580万平方米，同比下降9.4%。其中，住宅施工面积452165万平方米，下降9.7%。房屋新开工面积45399万平方米，下降18.9%。其中，住宅新开工面积33273万平方米，下降18.3%。房屋竣工面积31129万平方米，下降15.3%。其中，住宅竣工面积22228万平方米，下降17.1%。



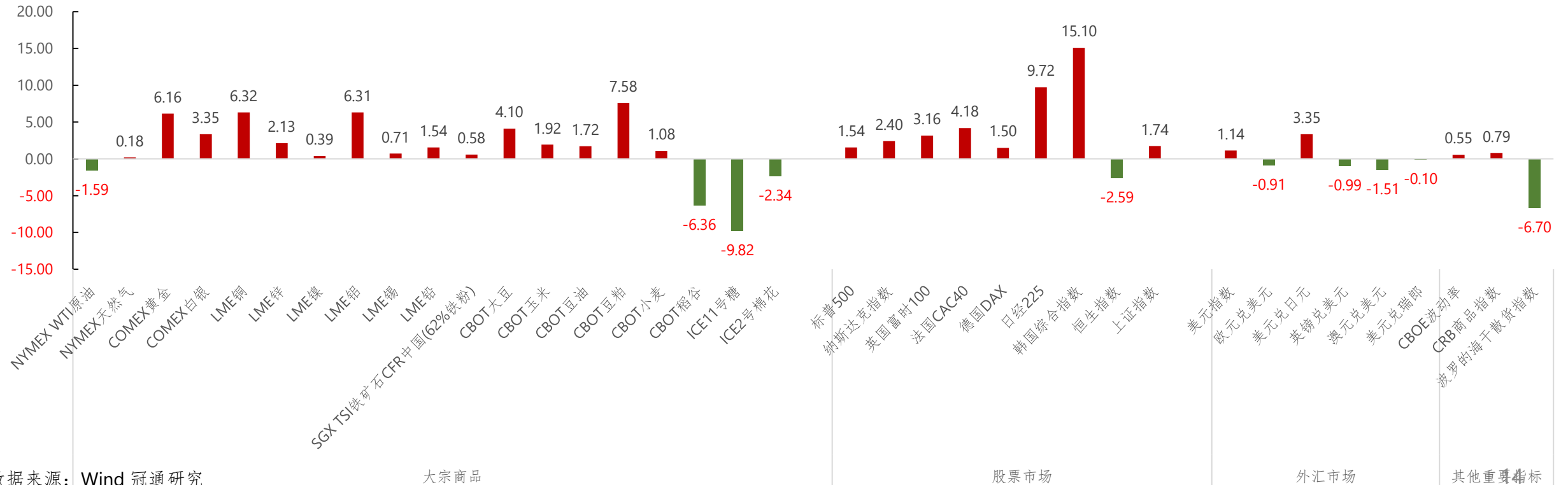
注：数据均来源于Wind、冠通研究

投资有风险，入市需谨慎。

全球大类资产表现

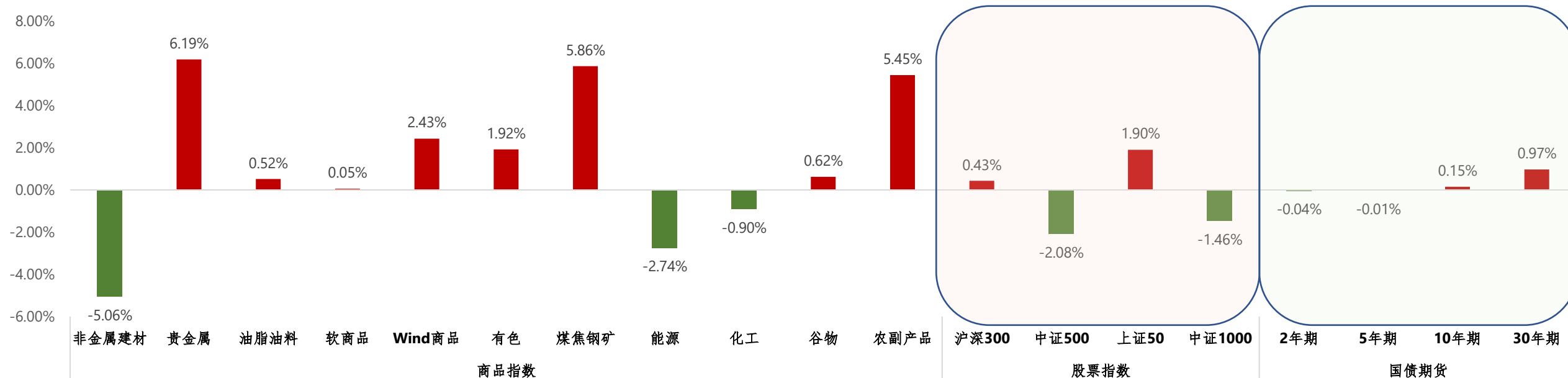
10月，资本市场波动加剧，风险资产先抑后扬普遍收涨。海外，特朗普突然对上加征100%关税，市场进行“TACO交易”，西方努力斡旋俄乌，但和平的曙光一波三折。美国政府停摆，重磅宏观数据暂停发布，降息预期则在美联储9月重启降息后的迷航中探索，整体延续着10月和12月连续降息的宽松路径。投资者风险偏好回落，金银高位大幅回调，波动率VIX震荡反复，全球主要股市多数收涨，BDI小跌，日本新首相提振宽松预期强力打压日元，继而支撑美元小幅反弹，非美货币走贬，大宗商品涨多跌少。国内，三季度经济数据转弱，政策对冲力度加强，举世瞩目的四中全会胜利召开，市场热议十五五规划，并试图从中探索未来的投资机会。

全球大类资产月度表现%



国内期货市场表现

本月期市板块涨跌幅

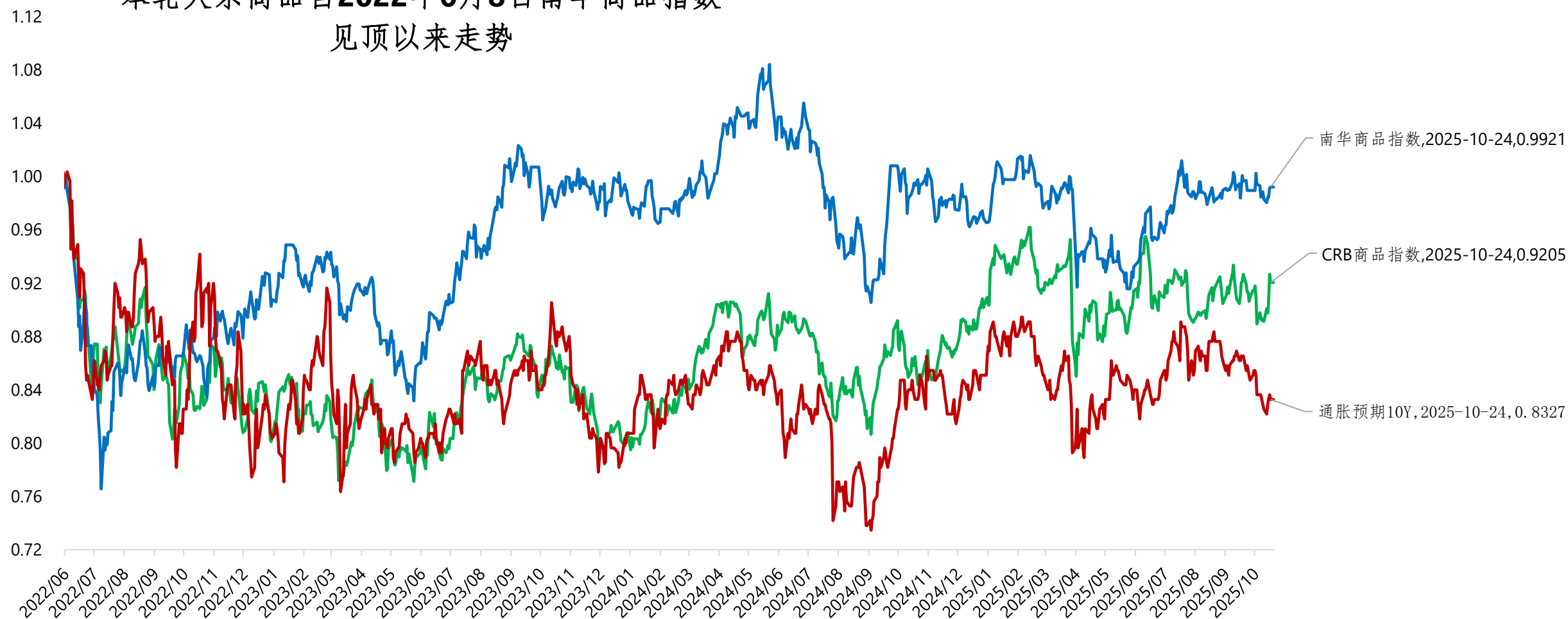


10月，国内期货市场呈现出明显的分化特征，股债商均是涨跌互现的格局。四大股指风格切换涨跌互现，成长股表现明显弱于价值股，A股大盘在4000点遭遇卖压，叠加关税风云再起，股指纷纷技术性回调。国债期货涨跌互现，结构上近弱远强，与股市呈现出明显的跷跷板效应；大宗商品行情内部分化更为显著，尤其表现在工业品内部，Wind商品指数收涨，10个板块中多数收涨有7个板块收涨。贵金属延续着强势，农产品触底回暖，有色小幅收涨，原油价格下挫收跌拖累整个能化板块的疲弱；国内，反内卷行情进入到新的阶段，市场关注行业政策的执行力度，焦煤的强势支撑煤焦钢矿板块大幅收涨，非金属建材则大跌。



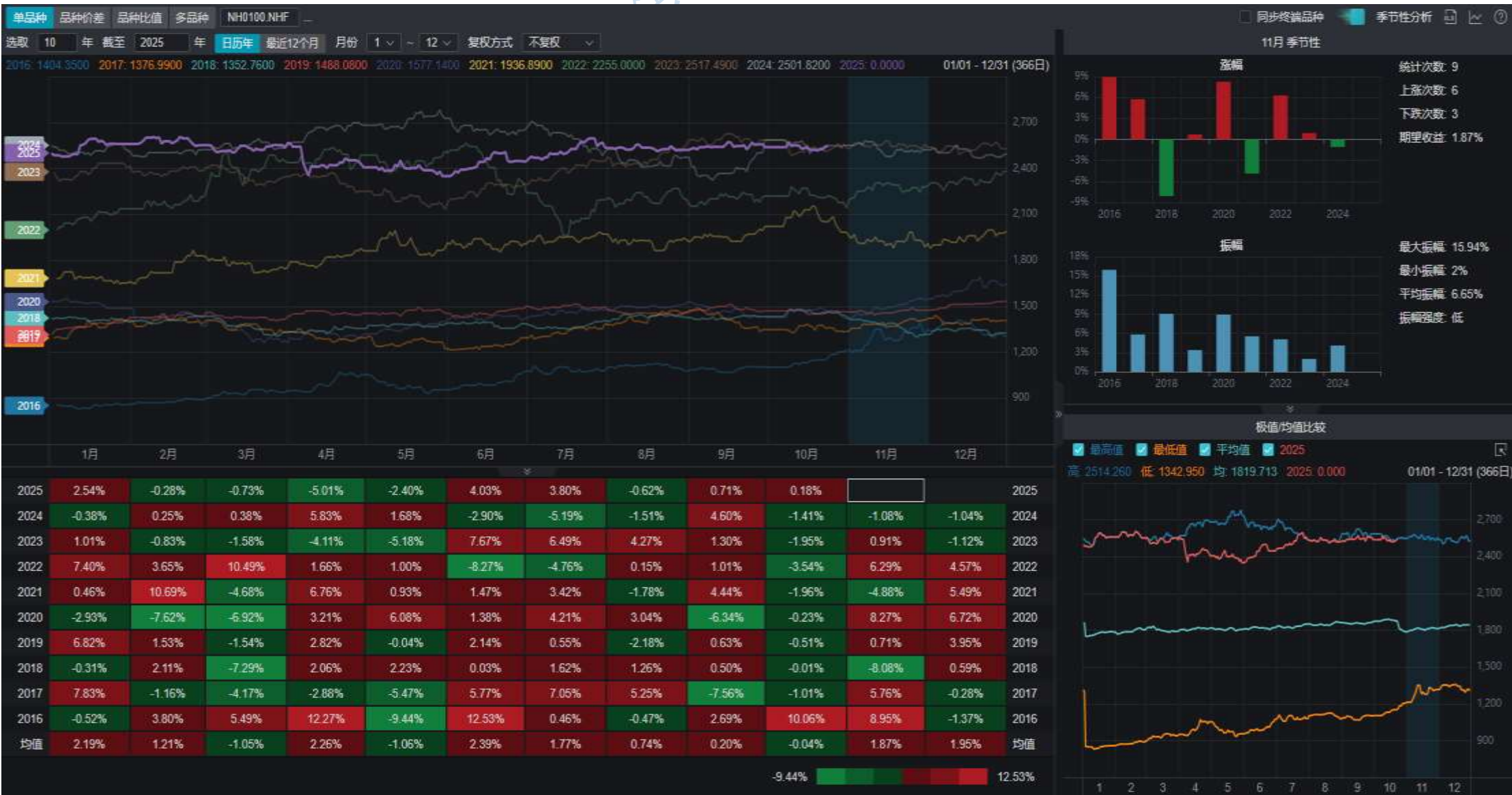
大宗商品指数走势——“反内卷”降温，大宗商品高位回落

本轮大宗商品自**2022年6月8日**南华商品指数
见顶以来走势



南华商品指数季节性特征——近十年来看，11月收涨概率略大

- 从近十年的南华商品指数季节性特征来看，11月涨跌幅均值为1.87%，上涨的次数大幅高于下跌的次数（9次中占6次），并且上涨的幅度明显高于跌幅；
- 从当前南华指数所处的历史位置来看，处于绝对的价格高位。
- 统计意义上讲，11月潜在收跌的概率略高。

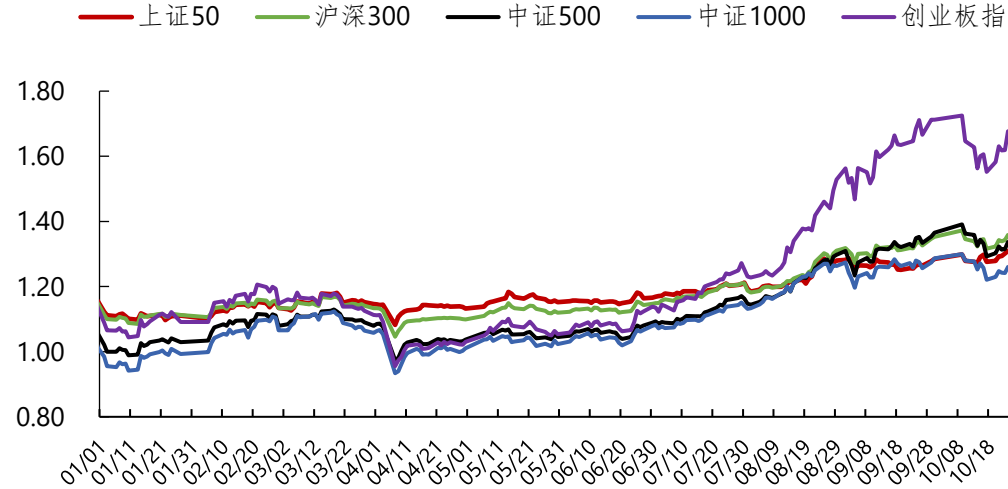


股指表现——高位回落，估值承压，股指ERP回升，市场情绪并不悲观

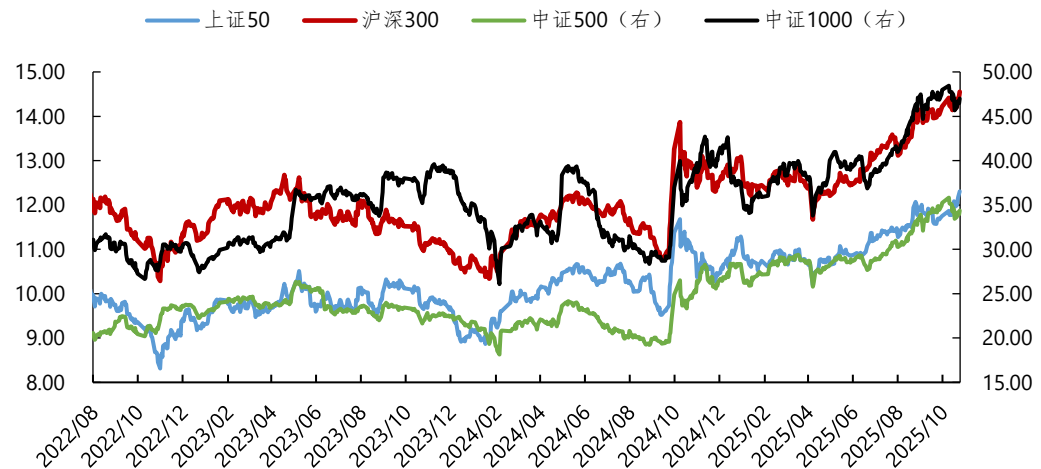
万得全A



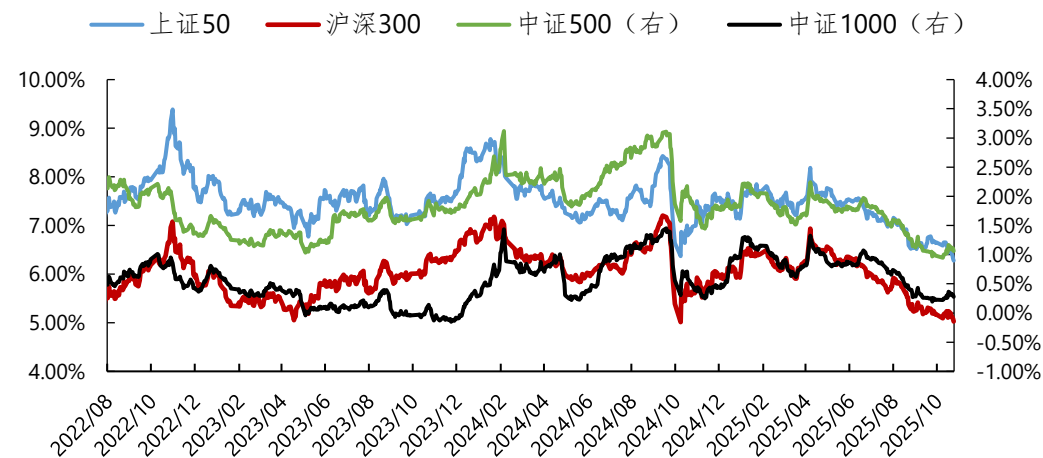
股票指数2025年以来收益表现



股指市盈率PE (TTM)



股指风险溢价ERP



➤ 10月，股市遭遇技术性回调，主要股指风格切换涨跌互现，市场风格特征上，价值股相对于成长股表现抗跌；

➤ 估值上看，四大股指的市盈率PE (TTM) 明显承压；

➤ 四大股指的风险溢价ERP触底反弹；

➤ 市场情绪并不悲观。

全球经济表现--景气程度：制造业与服务业联袂转弱，信心指数分化

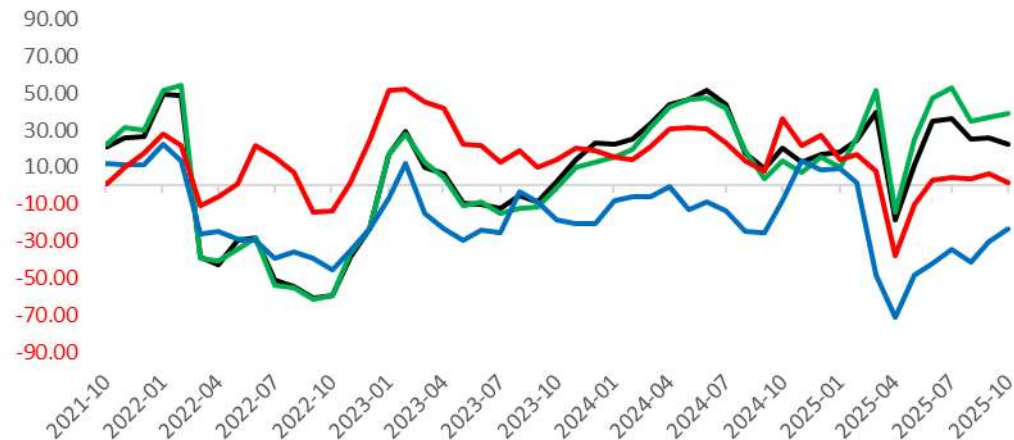
摩根大通全球PMI

综合PMI 服务业PMI 制造业PMI



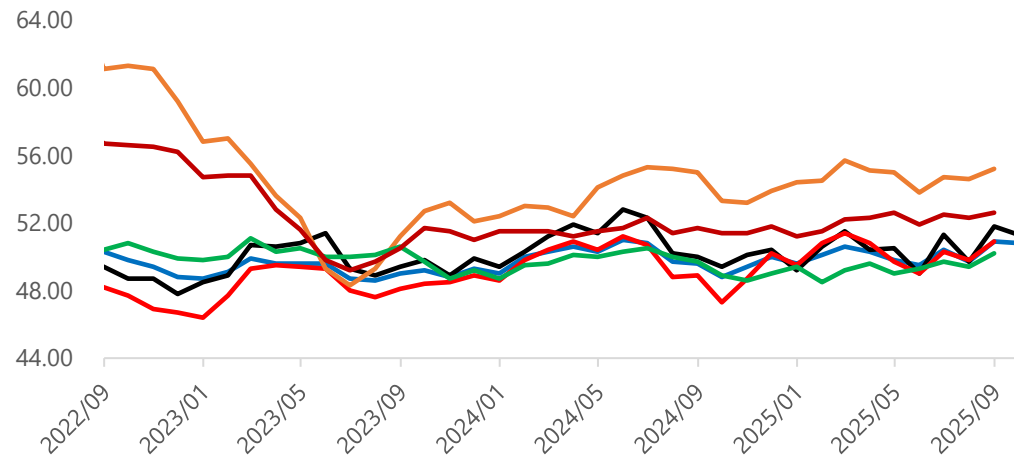
ZEW经济景气指数

欧元区 德国 美国 中国



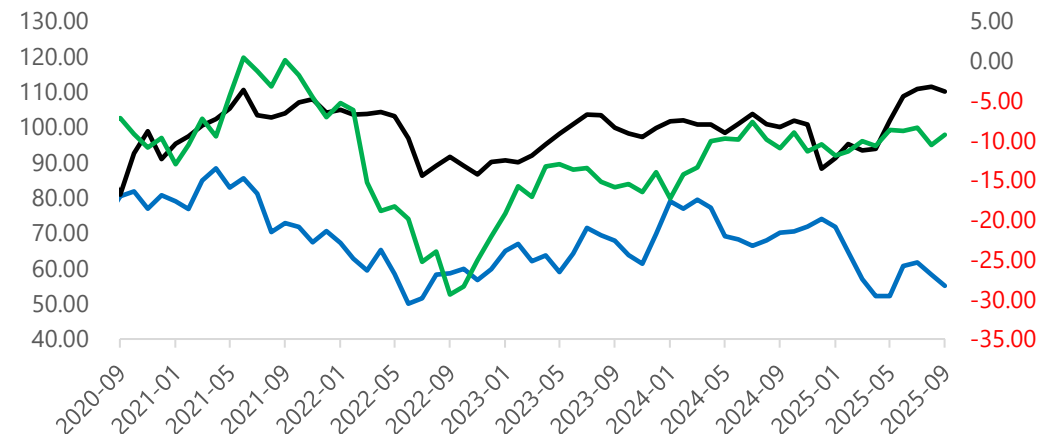
摩根大通全球制造业PMI

PMI 产出 新订单 投入价格 就业 产出价格



消费者信心指数

美国 韩国 德国:右轴



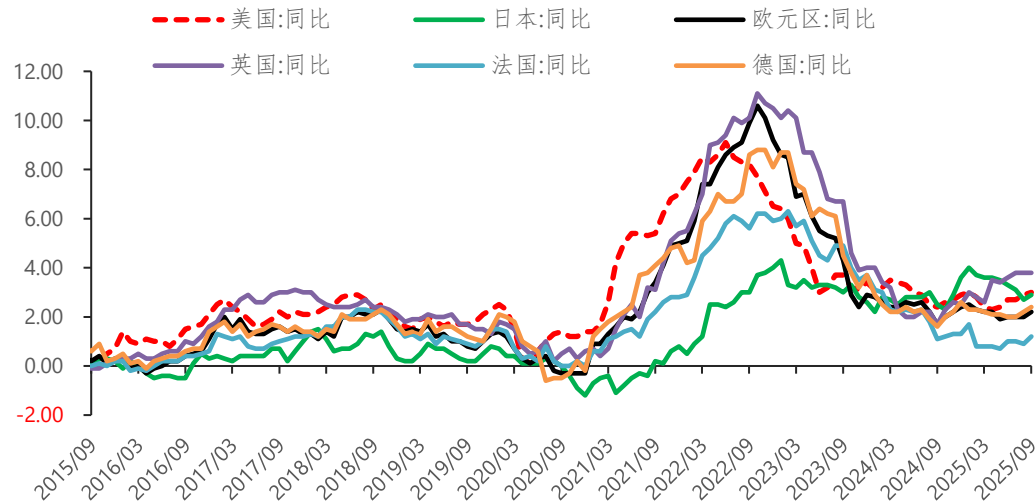
➤ 全球经济景气度出现转弱，摩根大通全球综合PMI拐头下行，且服务业与制造业联袂转弱；

➤ 主要经济体ZEW经济景气指数表现分化，德国与美国反弹，而中欧则有所下行；

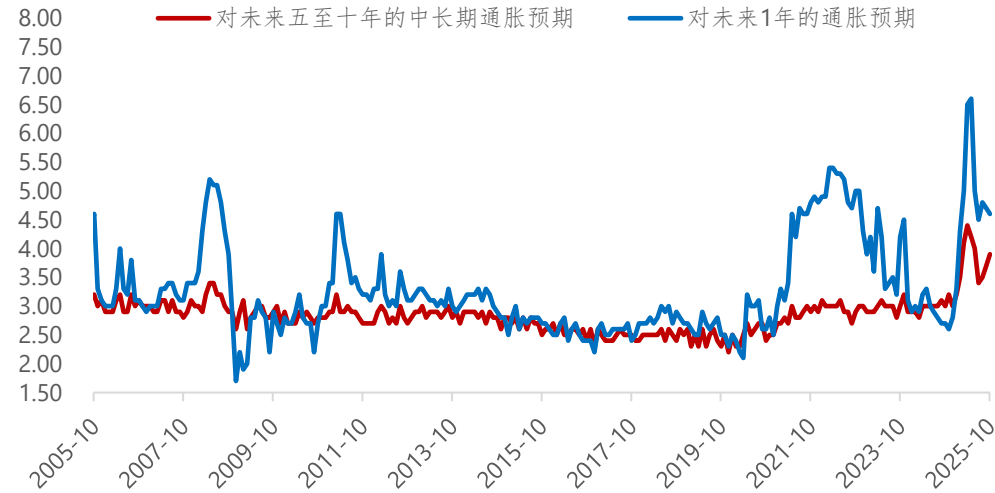
➤ 主要经济体的消费者信心指数整体承压，韩国高位拐头，美国低位二次探底，德国则相对平稳。

全球经济表现--通胀：数据上重新抬头，预期和现实出现劈叉

主要经济体CPI%



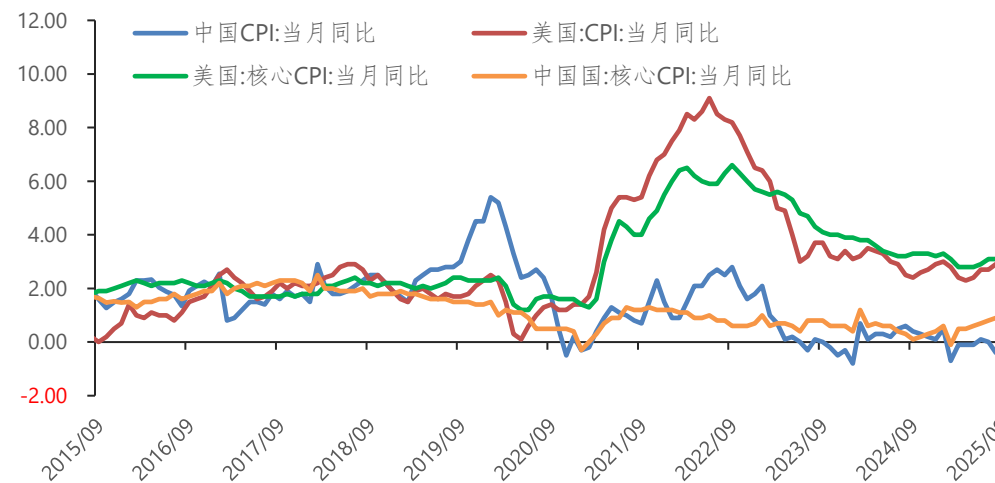
美国:密歇根大学通胀预期%



美国国债隐含通胀预期近期走势图%



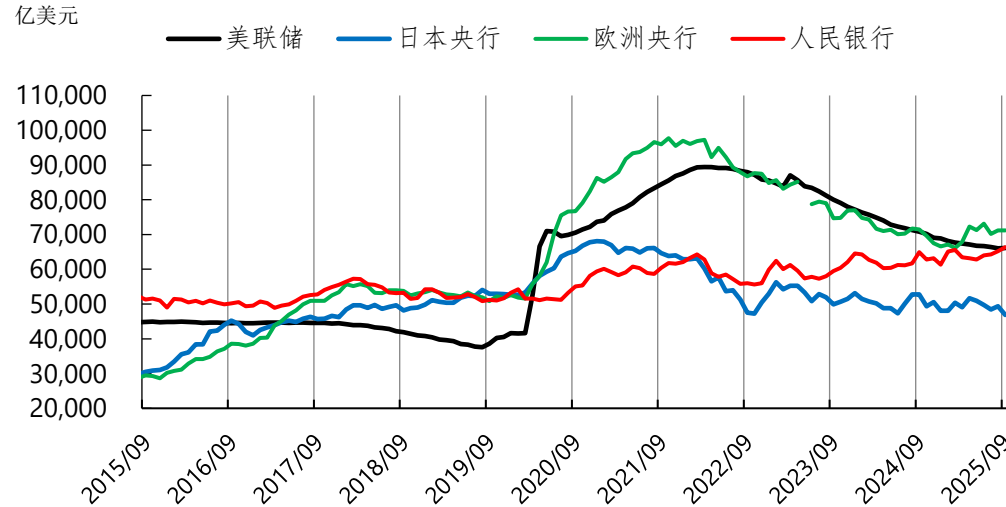
中美通胀对比%



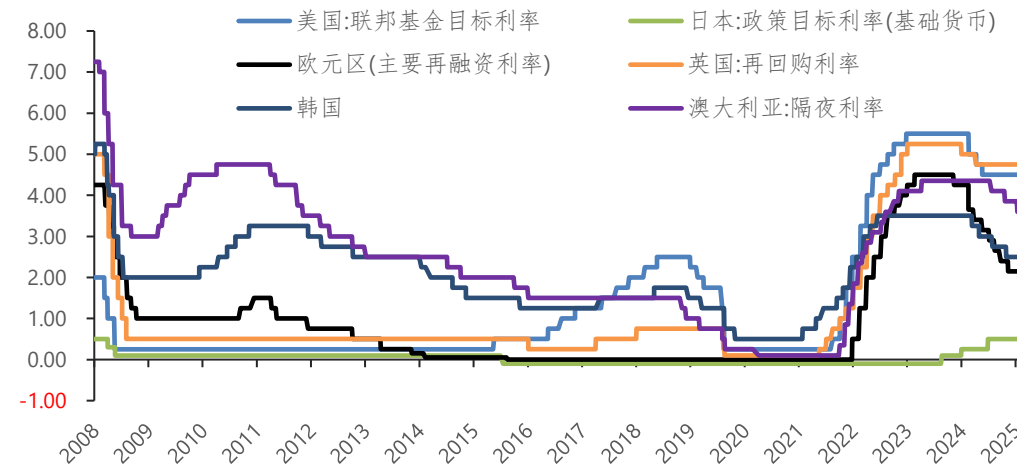
- 主要经济体经济通胀重新抬头，美欧通胀幅度更大，日本通胀高位回落；
- 密歇根大学的通胀预期中长期和短期指标双双高位拐头后小幅反弹；
- 国债市场隐含的通胀预期震荡回落；
- 中美CPI依旧是天壤之别相差甚远，美国的通胀韧性十足，中国反内卷之下核心通胀持续反弹。

全球经济表现--金融条件：日、美央行延续缩表，欧洲央行扩表转缩，中国央行重新扩表

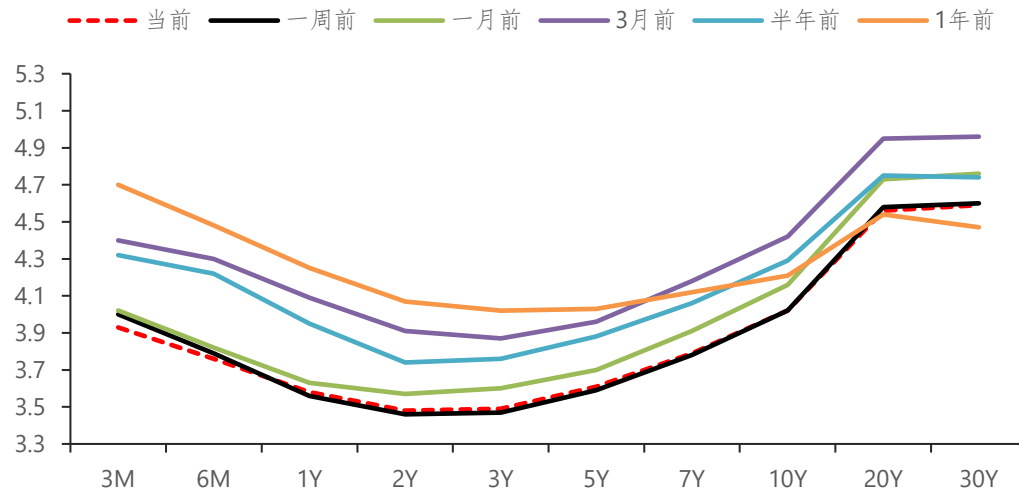
全球主要央行资产负债表



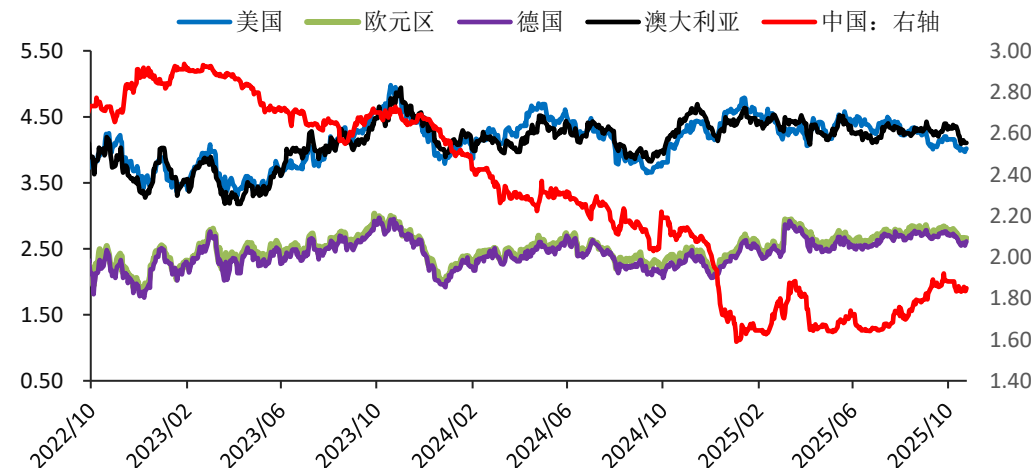
全球主要经济体基准利率%



美国国债收益率曲线



全球主要经济体十年期国债收益率走势图

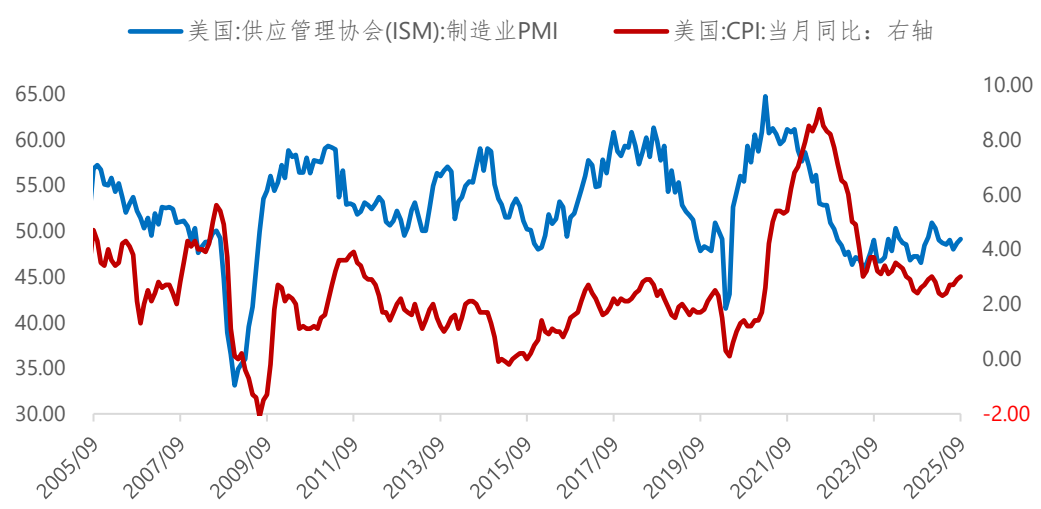


- 美联储9月重启降息，主要经济体经济基准利率多数下调，日美央行资产负债表联袂收缩，但欧洲央行的降息扩表则转向缩表；
- 发达经济体国债收益率普遍震荡回落，中国则从历史低位震荡反弹承压；
- 美债收益率震荡走低，期限结构呈现“牛陡”。

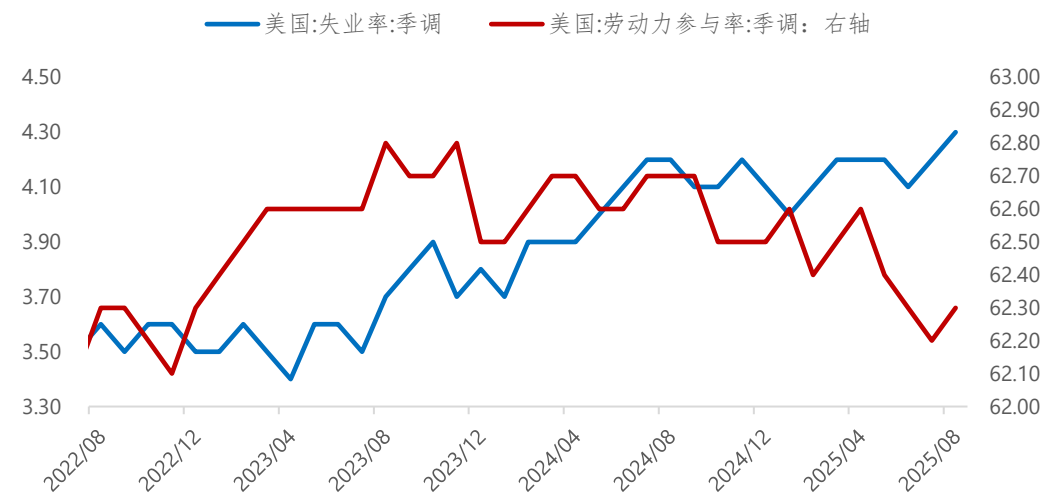


全球经济表现—美国：政府停摆就业数据暂停发布，通胀反弹，信心指数回落

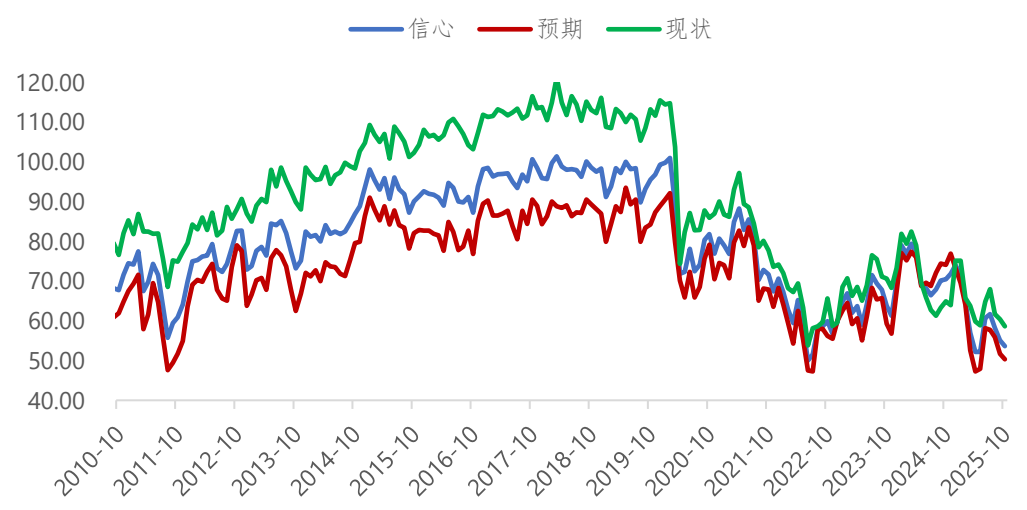
美国经济景气与通胀



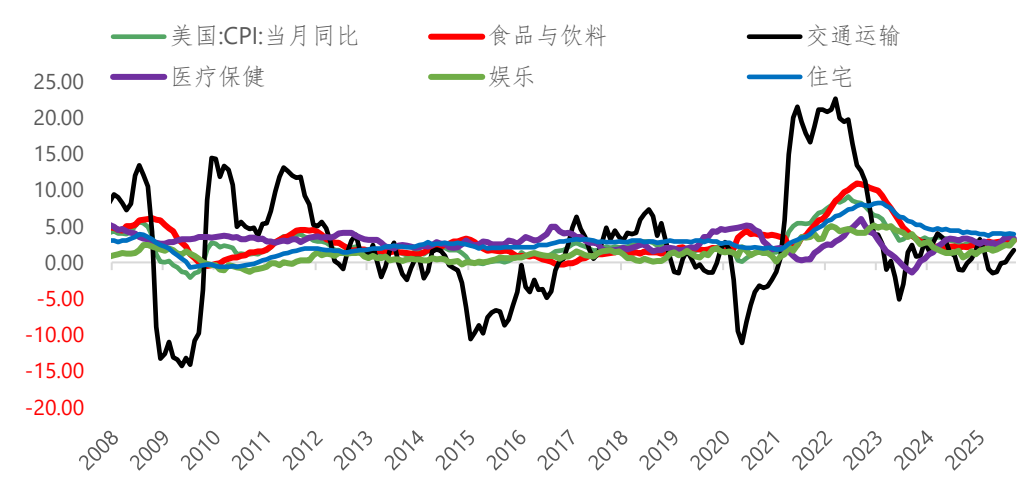
美国失业率与劳动参与率%



美国密歇根消费者信心指数



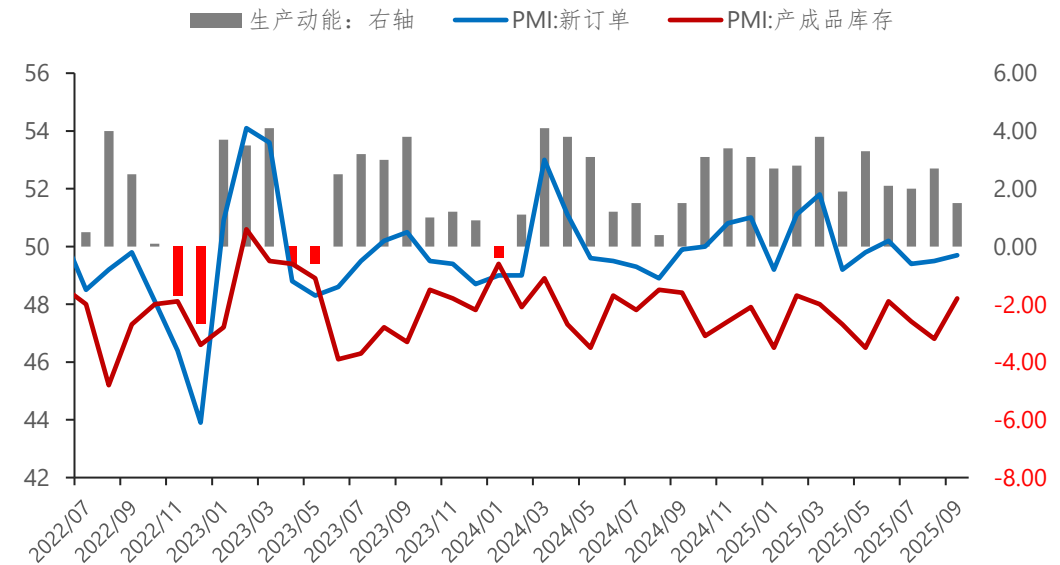
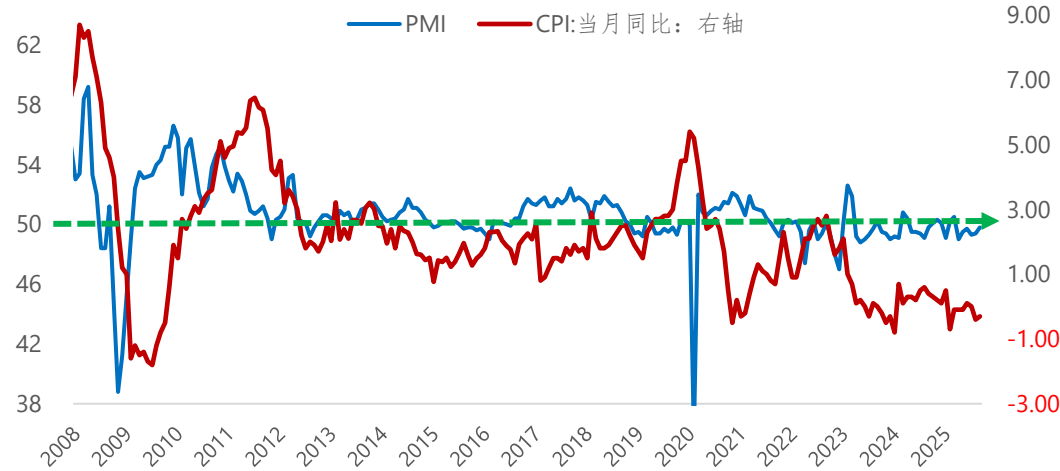
美国CPI分项表现%



- 美国经济景气度依旧疲弱，通胀则韧性反弹，制造业PMI仍在收缩区间低位震荡；
- 就业数据因政府停摆而暂停发布；
- 消费者信心指数触底回升后转跌，无论是现状还是信心与预期，消费者虽从极度悲观中走出但仍显低迷；
- 美国的通胀数据反弹，逐步显现关税的影响。

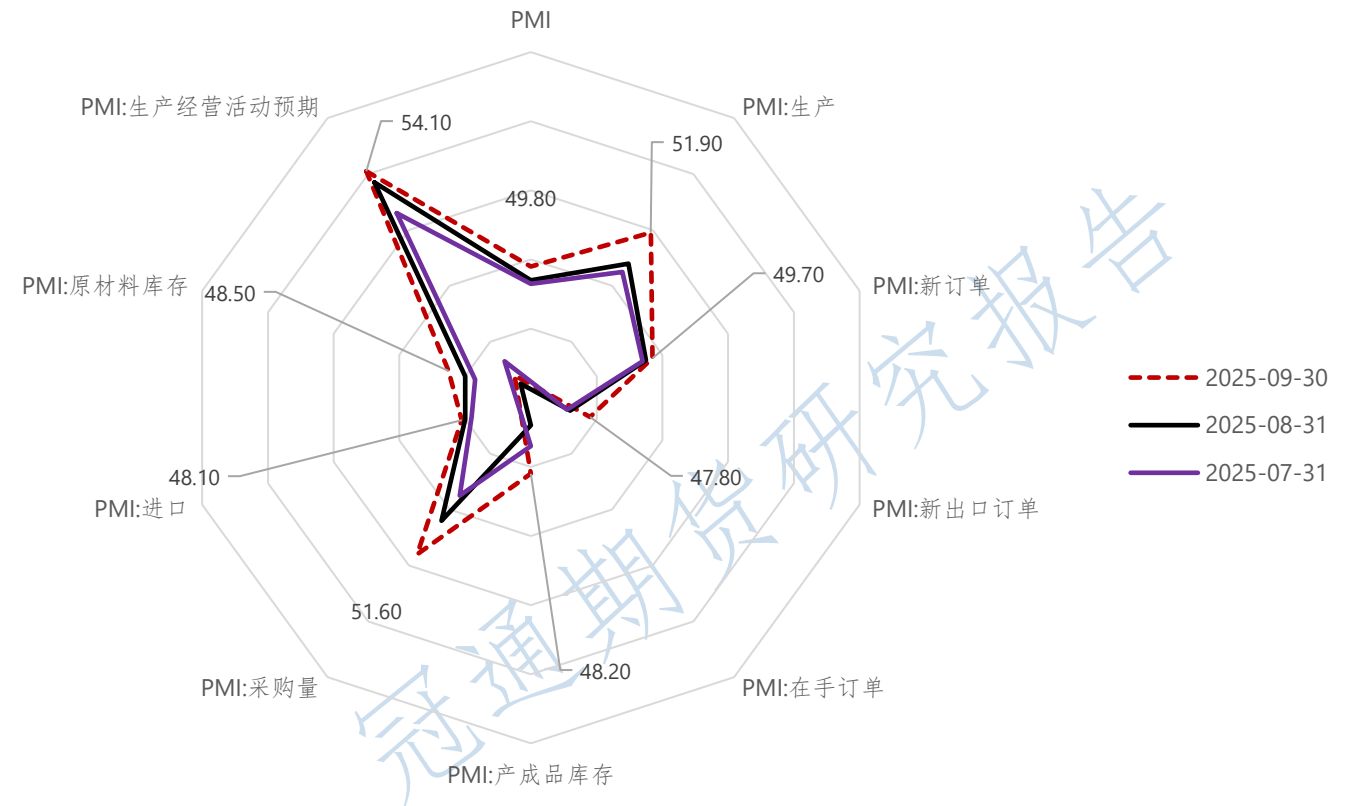
中国经济表现--经济景气：制造业景气度继续改善，生产动能回落，生产经营活动预期依旧乐观

中国经济景气与通胀



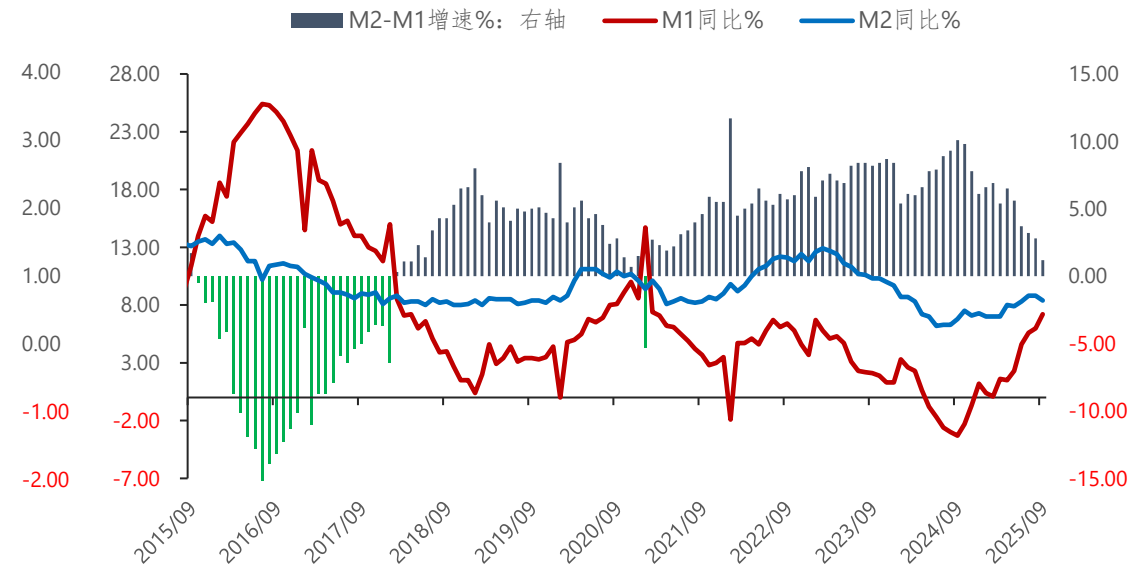
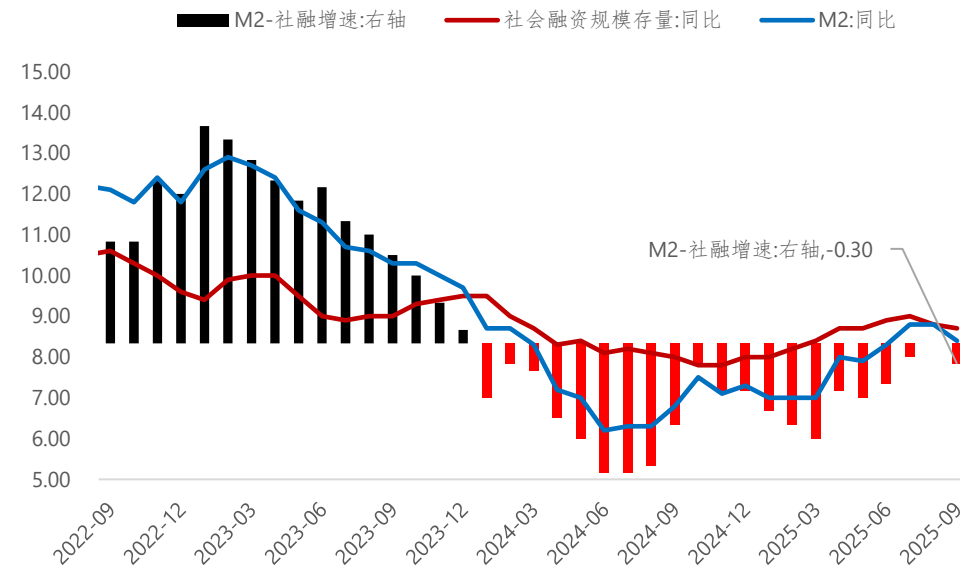
数据来源：Wind冠通研究

- 9月份，制造业采购经理指数（PMI）为**49.8%**，比上月上升**0.4**个百分点，制造业景气水平继续改善。非制造业商务活动指数为**50.0%**，比上月下降**0.3**个百分点，位于临界点，非制造业业务总量总体稳定。综合PMI产出指数为**50.6%**，比上月上升**0.1**个百分点，持续高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体扩张继续加快。

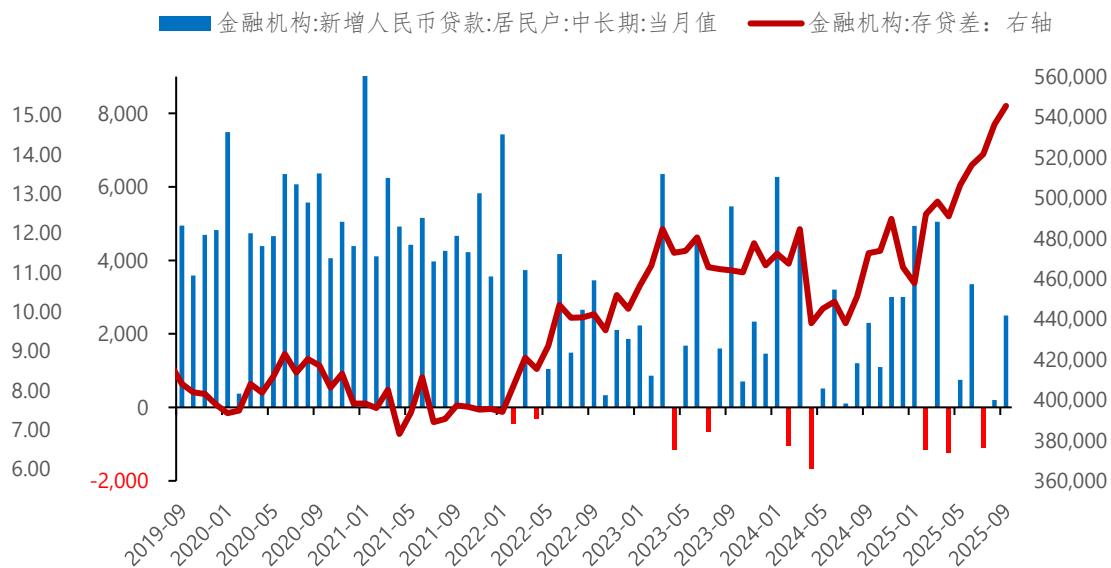
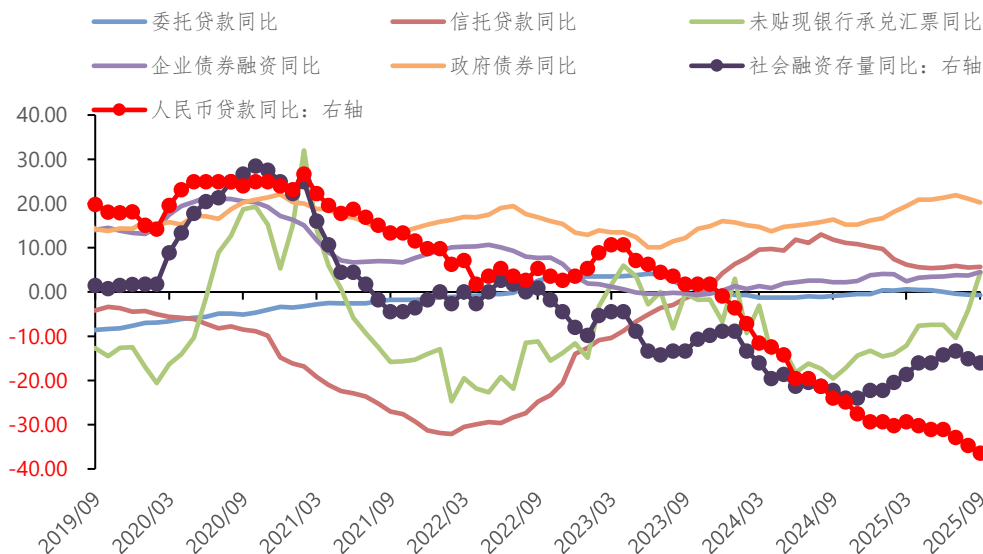


投资有风险，入市需谨慎。

国内经济表现--宏观流动性：M2增速拐头下行，M1增速延续上扬，增速差收敛

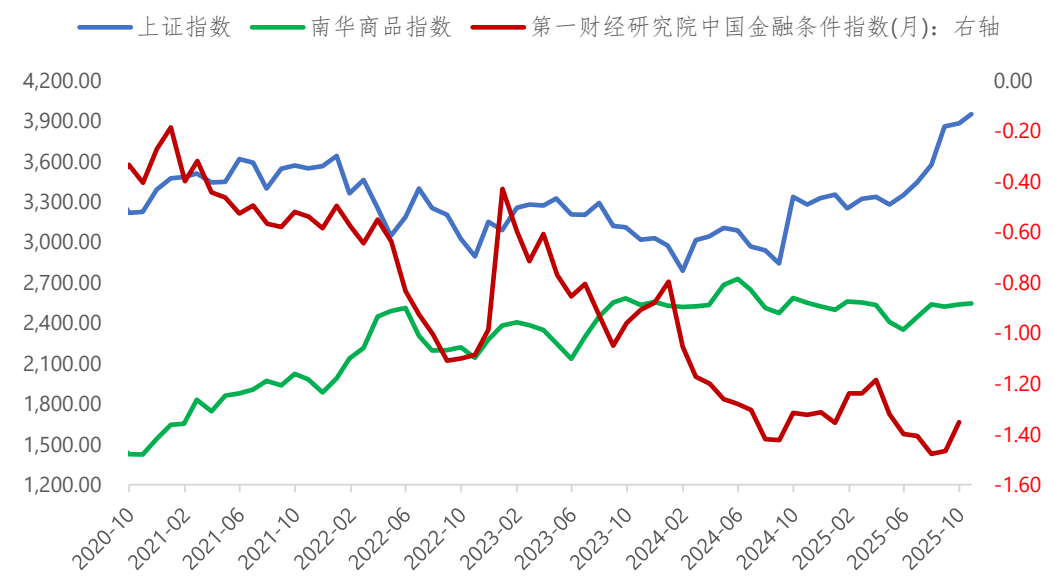
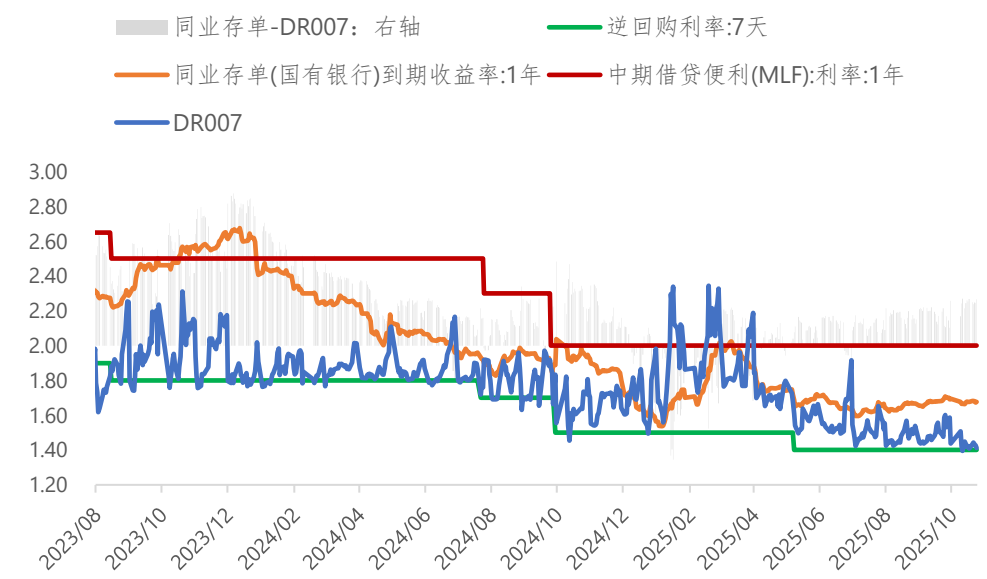
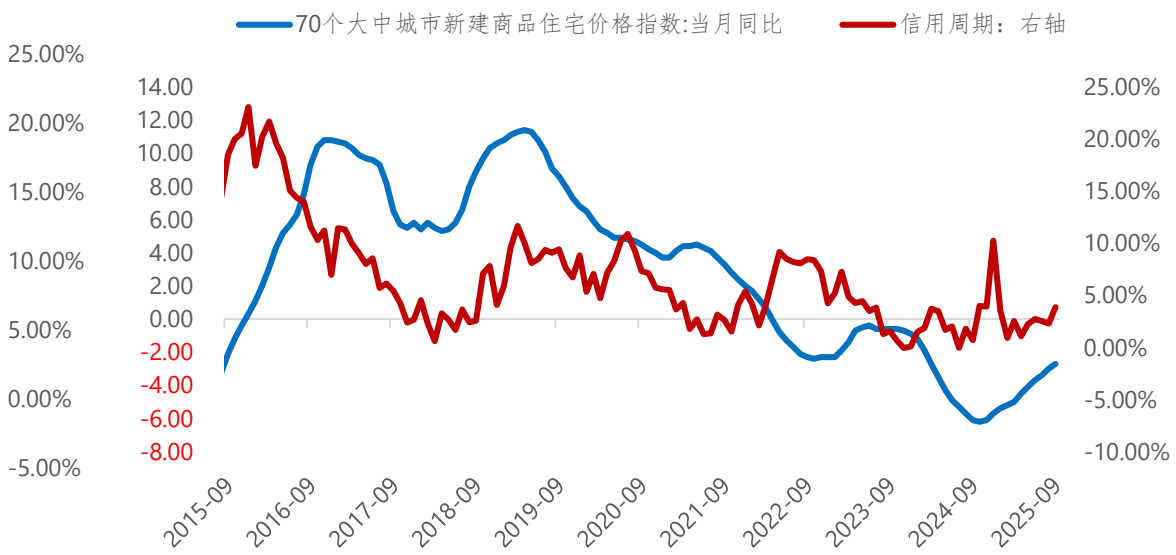
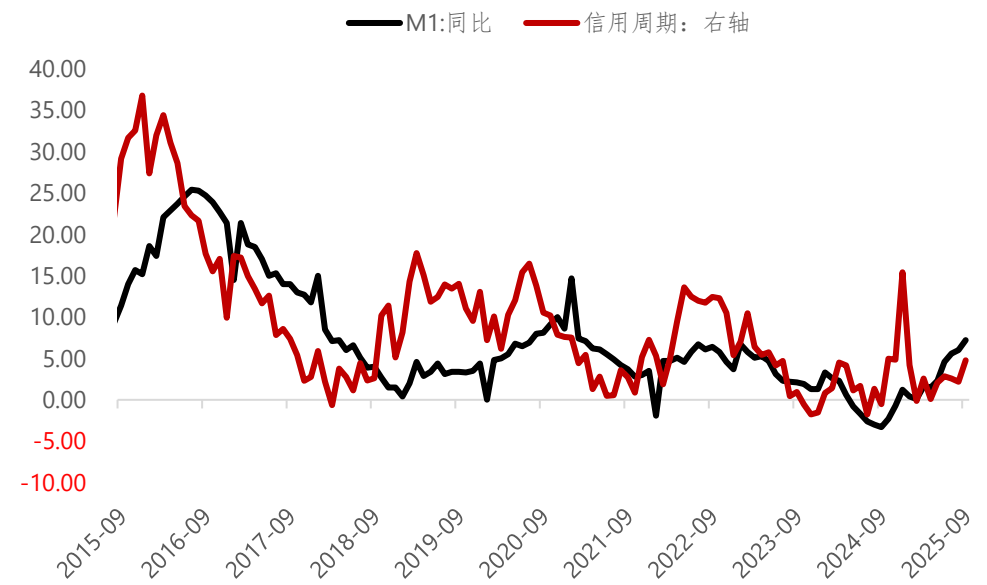


- M2增速拐头下行，社融增速同样走低，M2-社融增速差再次负向走扩；
- M1增速延续上扬，M2-M1增速差加速收窄，逼近0轴；



- 人民币贷款增速不断探底，融资需求低迷且依旧是政府主导，居民中长期贷款再次转正，金融机构存贷差走扩并再创新高。

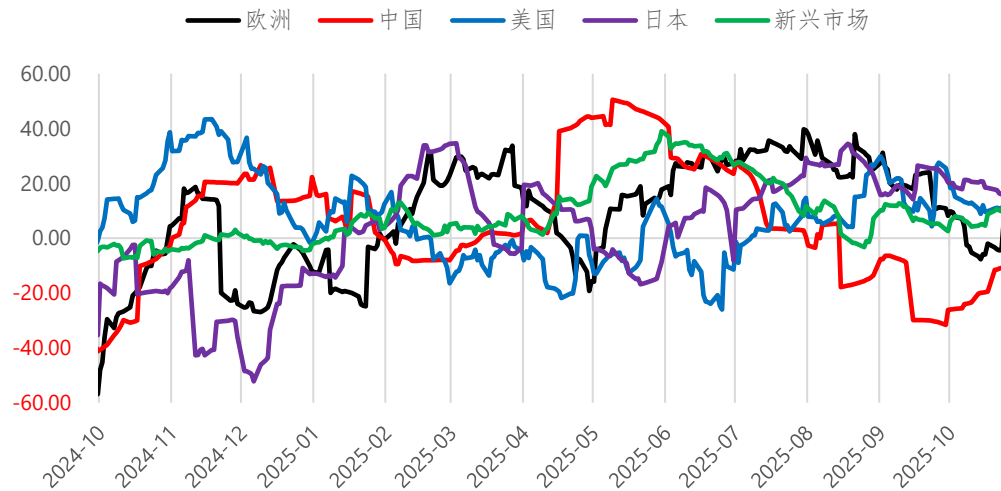
国内经济表现--宏观流动性：M1增速的回升带动信用周期的开启，金融条件小幅收紧，资金利率低位运行，风险资产承压回落。



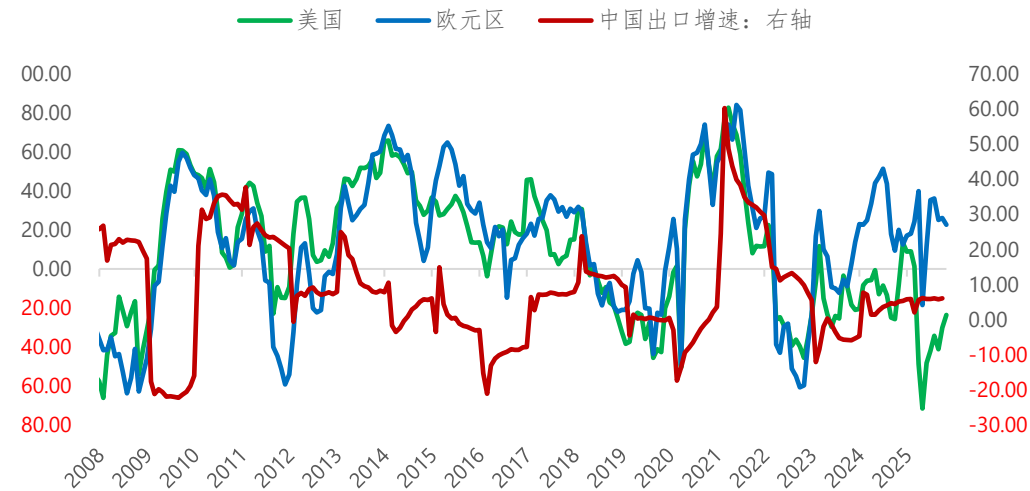
- M1增速的回升带动信用周期的开启，房价增速低位延续回升仍旧为负；
- 资金利率低位运行，同业存单利率走势震荡，DR007探底；
- 金融条件指数上扬，商品震荡承压，股市增速放缓。

外需--出口：花旗经济意外指数中国大幅回暖，美欧下行，中国出口增速韧性超预期。

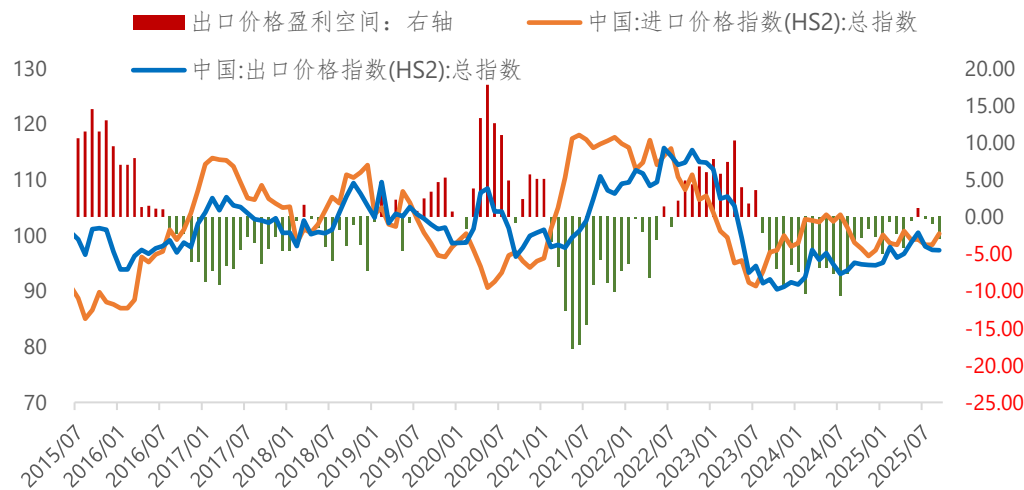
花旗经济意外指数



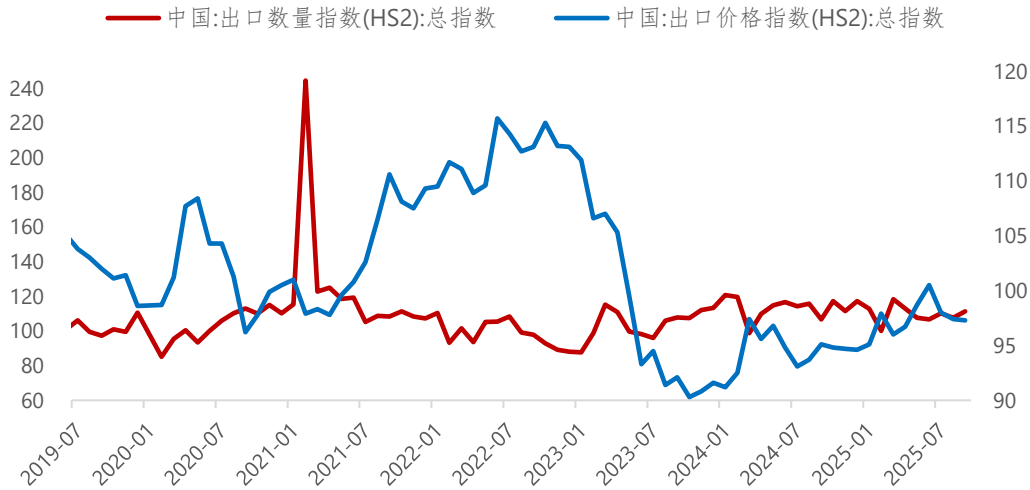
中国出口增速与美欧日的经济景气度



出口价格盈利空间



出口数量与出口价格指数对比



- 中国经济景气度大幅回暖，国内出口增速延续韧性，中国外需的压力隐忧仍存；
- 进出口价格指数双双回落，出口盈利空间负值走扩，出口数量也是承压回落；
- 高频的花旗经济意外指数来看，各国表现劈叉分化；中国与新兴市场大幅转暖，美欧的超预期下降，日本则不再那么超预期的好，表征着市场对经济前景预期之矛盾。

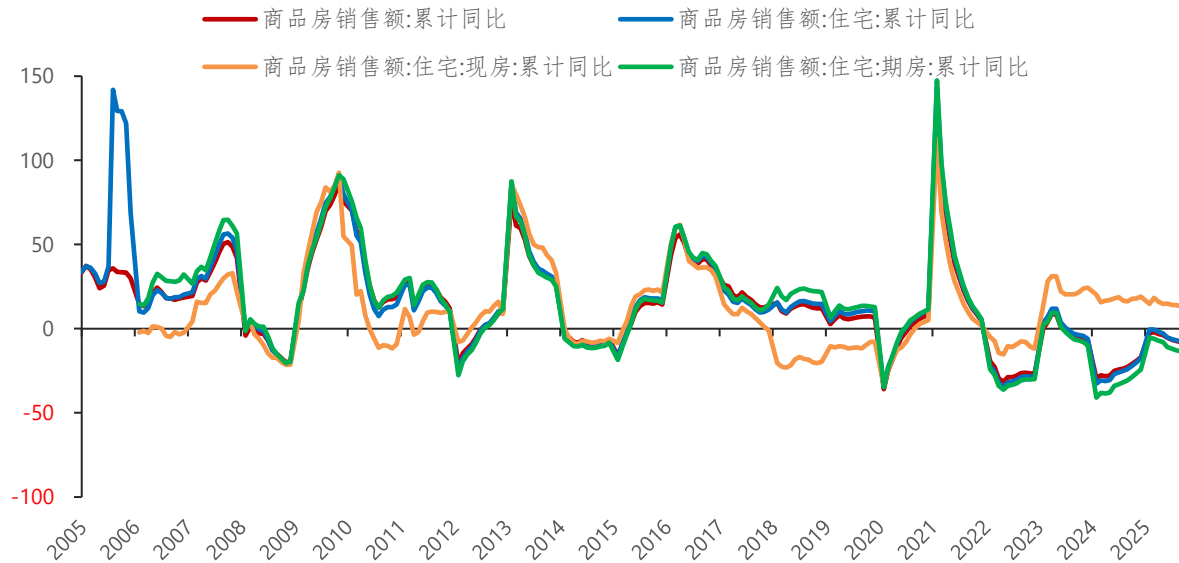
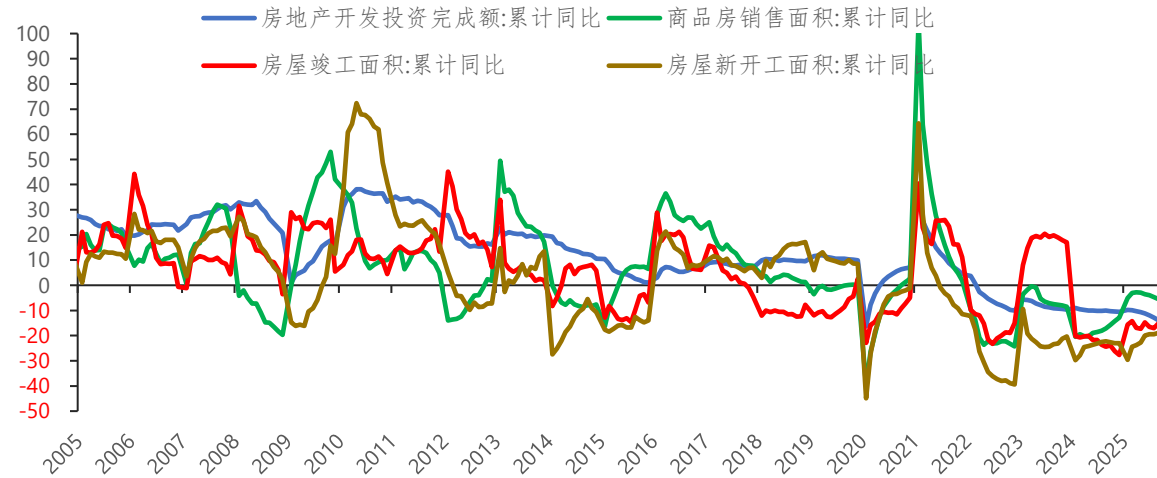


内需--投资：

地产拖累加剧，多个分项指标虽有所分化，但整体都仍旧负增，特别是销售面积和房地产开发增速同比加速下行；高频的全国商品房销售数据仍显低迷。

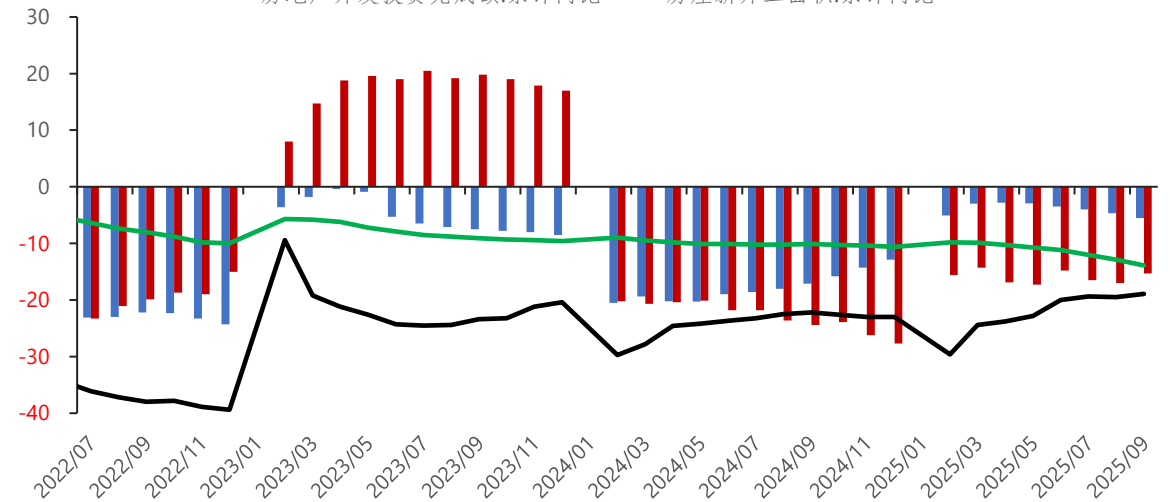
分析师王静：F0235424/Z0000771
投资有风险，入市须谨慎。

房地产投资各项增速%

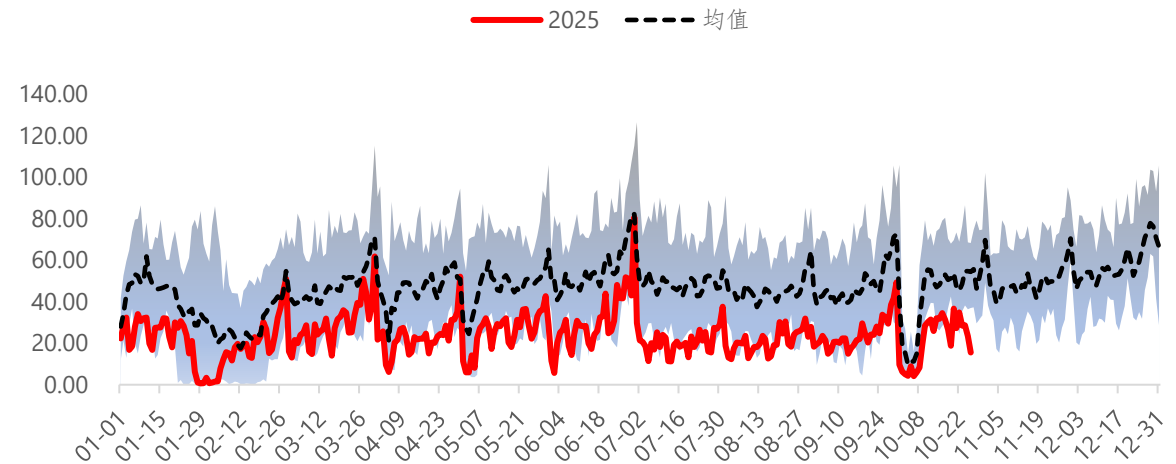


数据来源：Wind冠通研究

商品房销售面积:累计同比
房屋竣工面积:累计同比
房地产开发投资完成额:累计同比
房屋新开工面积:累计同比



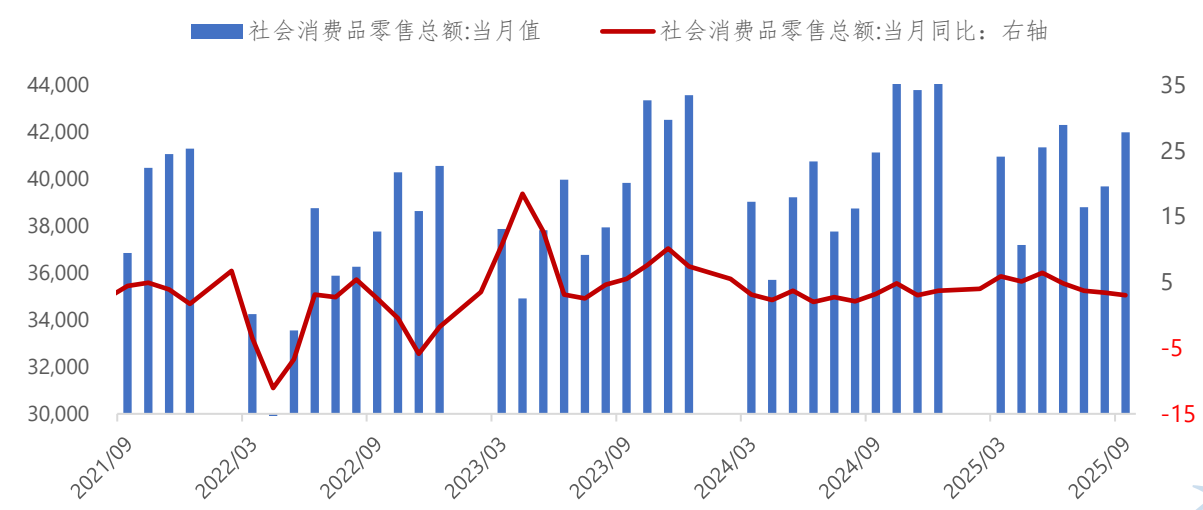
全国商品房成交面积季节性走势图（单位：万平方米）



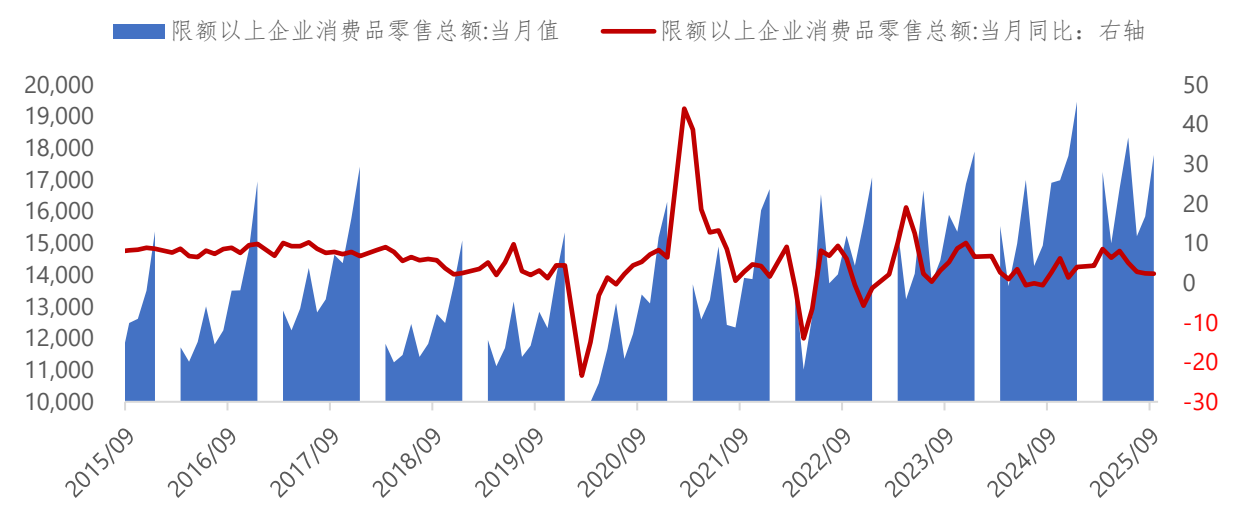
投资有风险，入市需谨慎。

内需--消费：消费增速持续回落，暑期结束出行数据多数下跌，居民收入增速平稳走弱

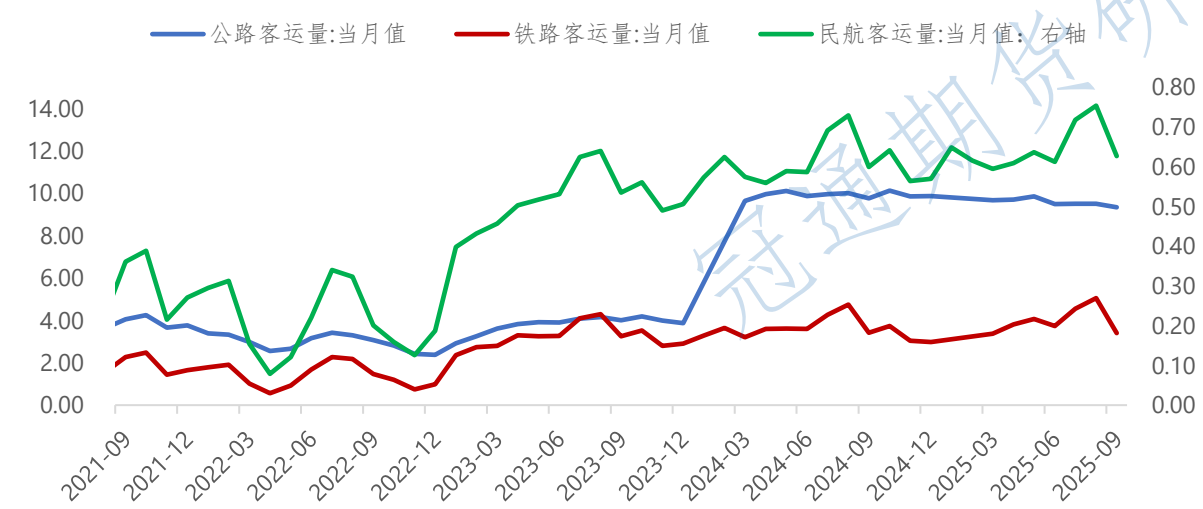
社会消费品零售总额（亿元）



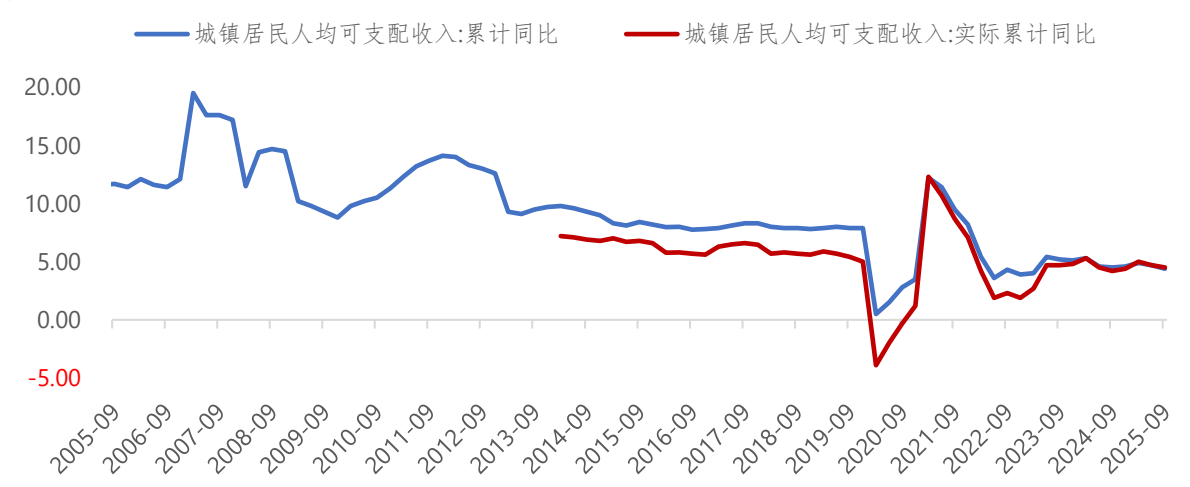
限额以上企业消费品零售总额（亿元）



客运量：当月值（亿人）

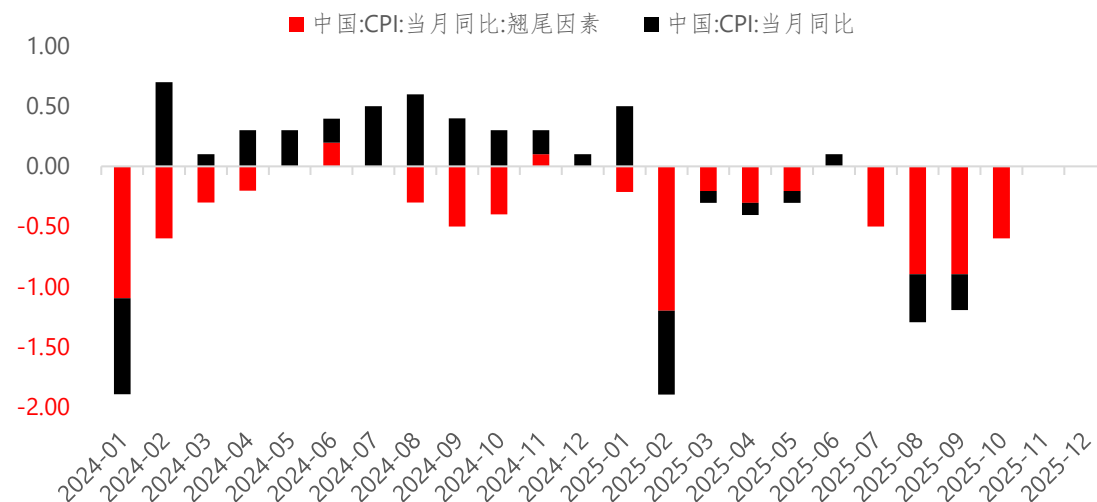


城镇居民人均可支配收入%

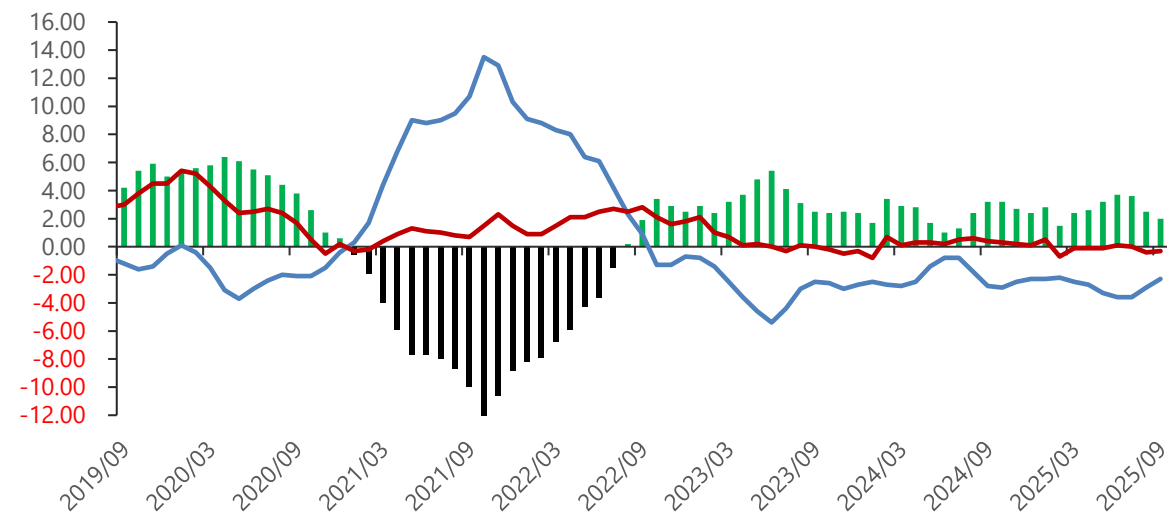


通胀：CPI负增，PPI跌速收敛，宏观利润率CPI-PPI回落，反内卷的持续有望推动国内的再通胀

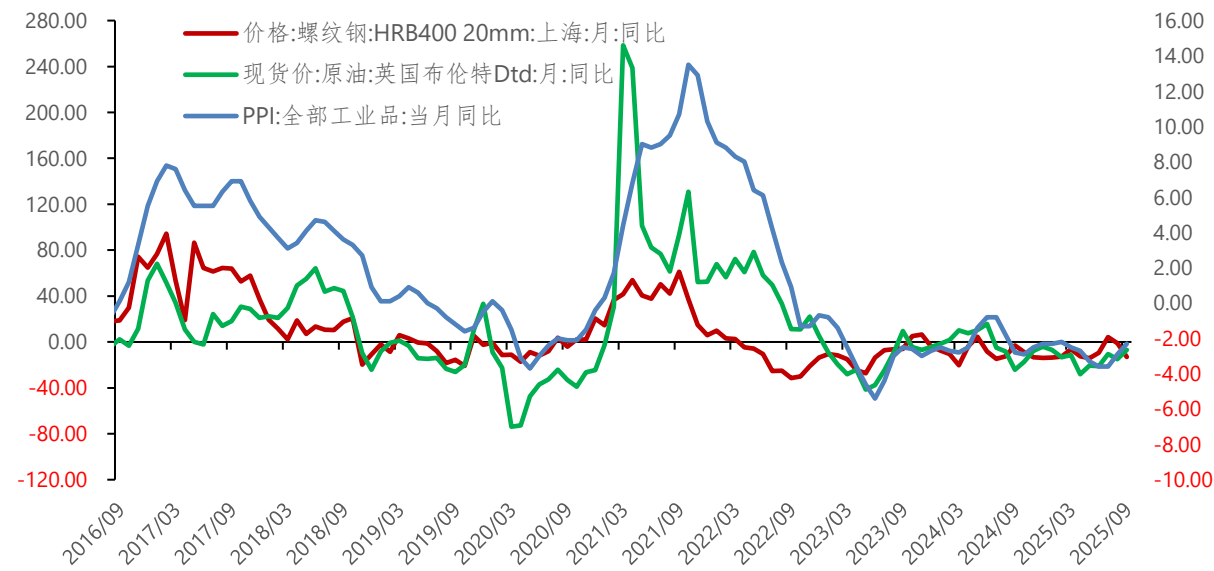
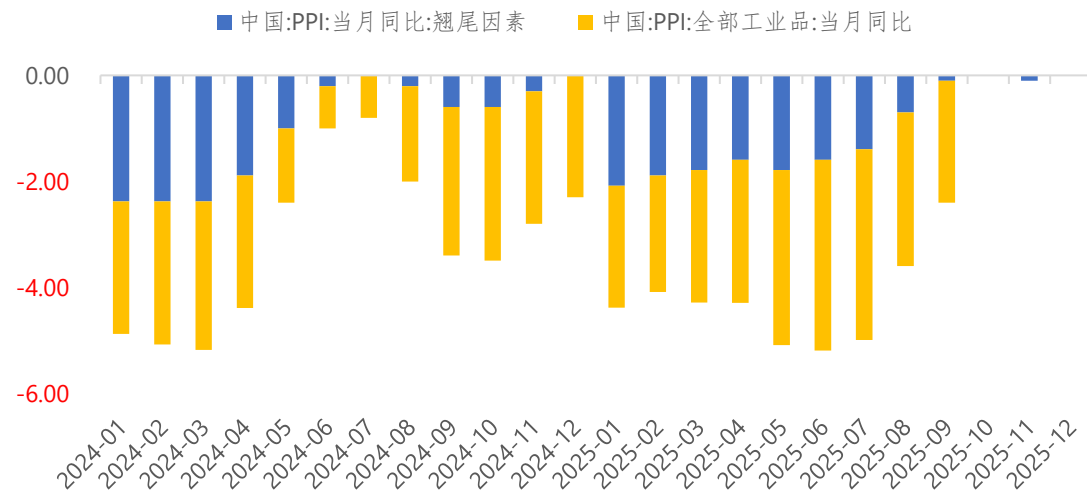
CPI翘尾因素



CPI-PPI PPI:全部工业品:当月同比 CPI:当月同比



PPI翘尾因素

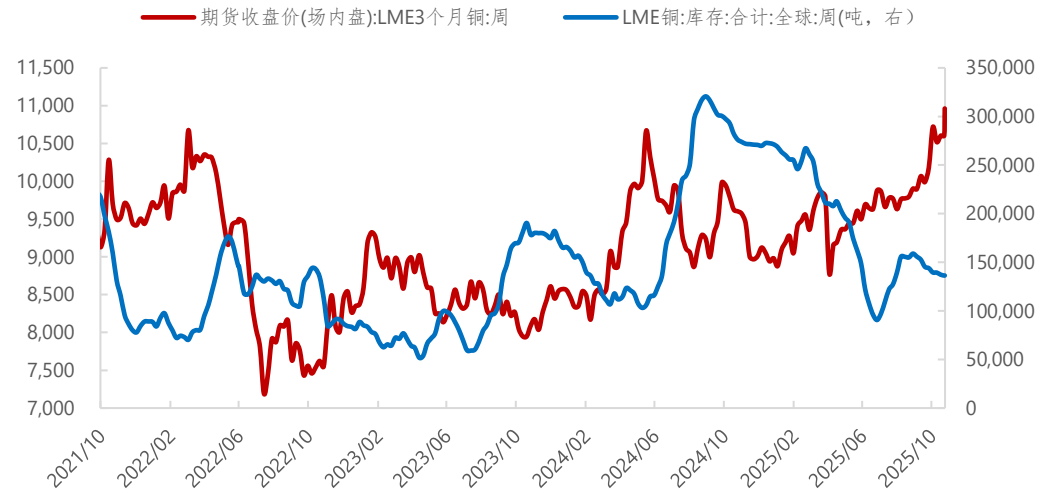


中观行业： 油价跌价累库，铜价高涨去库，钢价震荡下行开工高位，焦煤延续反弹

原油



铜



钢材



焦煤



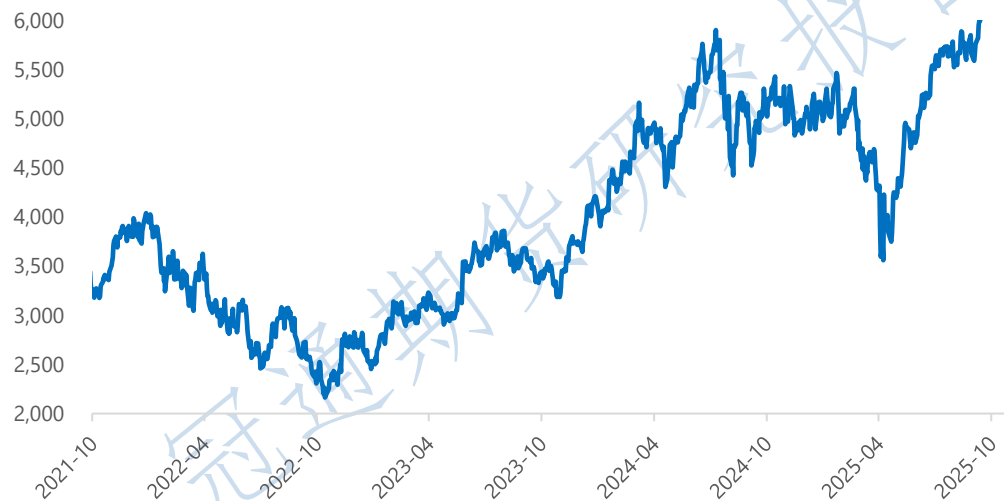
- 钢材价格震荡下行，高炉开工率平稳维持在高位；
- 原油价格大幅走低，库存小幅增加；
- 铜价强势上扬，开始出现去库；
- 焦煤价格延续反弹。



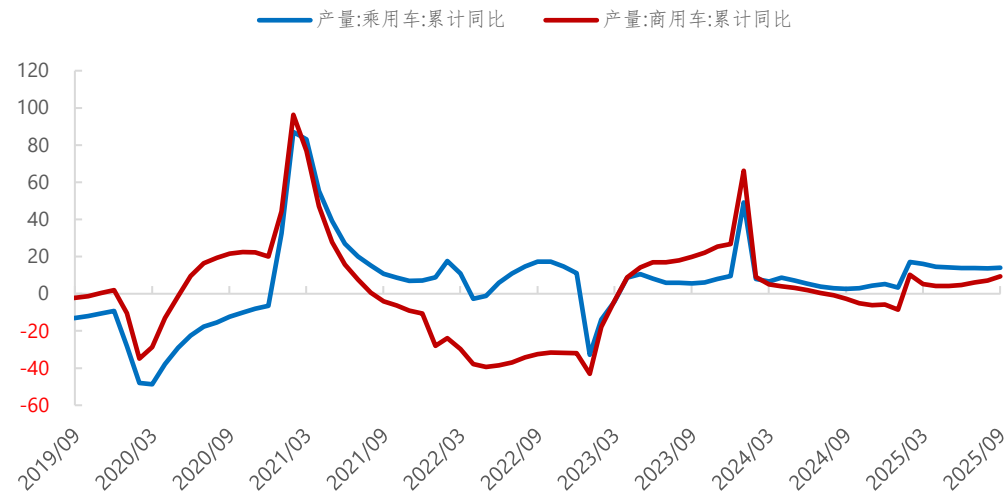
中观行业

分析师王静：F0235424/Z0000771
投资有风险，入市须谨慎。

费城半导体指数



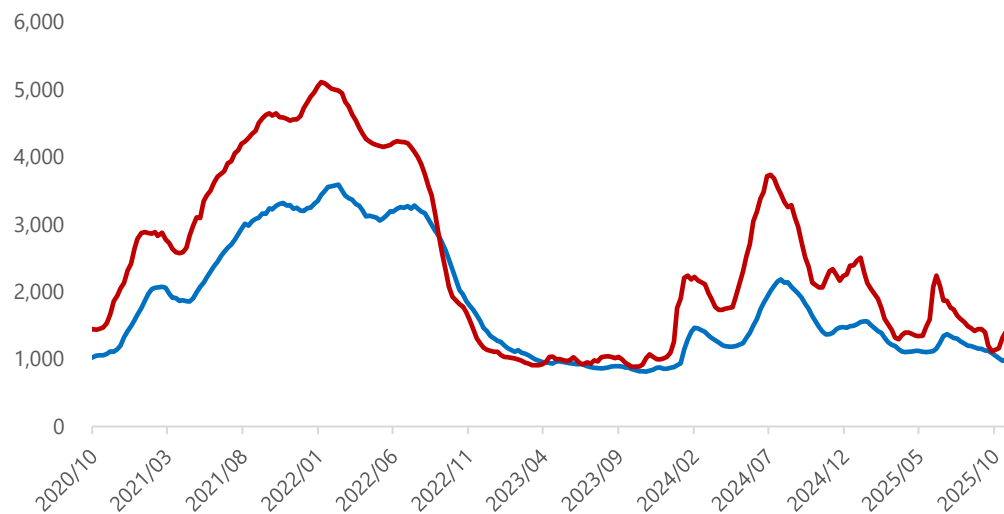
汽车



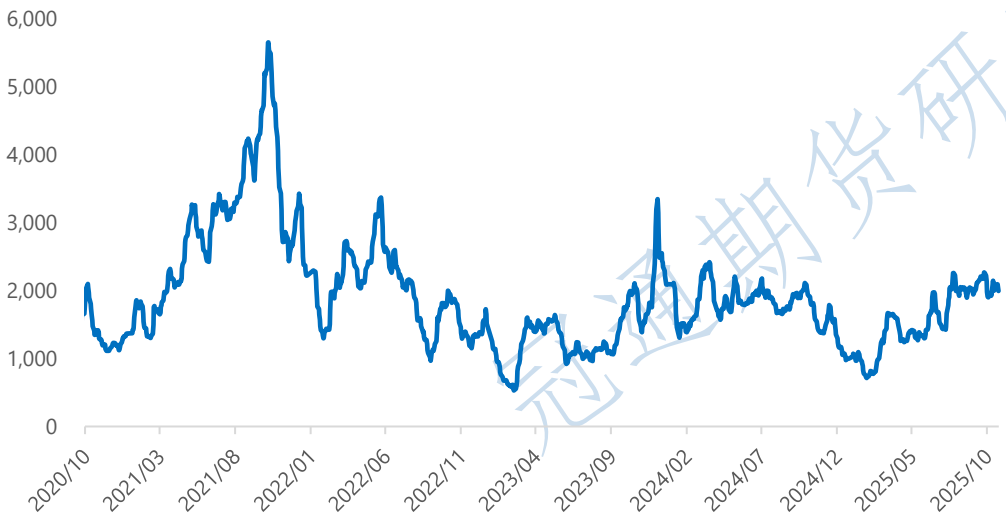
➤ 费城半导体指数再创历史新高；

➤ 国内运价指数整体弱势SCFI有触底迹象，BDI走势震荡；

— CCFI:综合指数 — SCFI:综合指数



— 波罗的海干散货指数(BDI)



➤ 汽车产量增速表现平稳，商用车增速抬头。

免责声明

本报告发布机构

——冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

注:本报告中宏观经济资讯与资本市场信息，来源于国家统计局、万得资讯、华尔街见闻、财联社、美联储、IMF等机构与财经媒体。

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

THANKYOU