

期货研究报告

金融研究

宏观周报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

市场风险偏好有望受到提振

报告日期：

2025年10月26日

报告内容摘要：

◆国内：三季度GDP同比增速下滑至4.8%，符合预期。今年前三季度GDP累计同比增速达到5.2%，这也意味着四季度当季同比增速需达到4.6%，环比增速需达到9.89%才能完成全年经济任务目标。尽管去年四季度基数非常高，但在5000亿新型政策性金融工具乃至5000亿地方政府债务结存限额下放情况下，预计完成难度不大。

◆本周公报内容已出。相比十九届五中全会公报，二十届四中全会公报中更加注重经济建设，不仅追求质的有效提升，还有量的合理增长。对未来形势的判断上也更加强调风险与挑战，详见《越困难越要以经济建设为中心》。预计下周会出“十五五”规划《建议》全文，此处会有更具体的政策部署措施。在《建议》出炉的当天，一份总书记关于《建议》的说明会提供一些细节。以上所有内容均为定性分析。关于“十五五”时期的一些定量指标预计将在明年3月公布。

◆中美吉隆坡谈判落下帷幕，从目前已出的信息看，谈判尽管较为艰辛，但有了一个好的开头，不排除APEC会议期间中美领导人会晤的可能，可进一步关注。预计中美谈判的乐观消息可能一定程度提振市场情绪。

◆房地产高频跟踪：30大中城市新房销售面积季节性回升后再次回落，且整体与过往季节性水平差距拉大。分能级来看，一线城市较为疲弱，远低于历年季节性水平，二线城市上周与去年基本持平但本周开始低于去年水平，三线城市延续2023年水平走势。二手房方面，截至10月13日，挂盘价指数整体继续下跌，一、二、三线城市无一幸免。近期二三线城市挂盘价指数下行速度加快。总体来看，尽管新政后，新房销售有所提振，但国庆假期及之后整体不佳，二手房挂盘价指数加速恶化。我们预期未来整体政策仍会有，但相对有限，地产整体趋势依然不容乐观。

◆国债：本周债市总体震荡偏弱。影响因素主要有以下三点：1)中美博弈下股市风险偏好回升；2)债市降准降息和央行重启购债概率预期抬升；3)基金赎回费率新规讨论较为热烈。展望后市，由于十五五规划建议即将出台，加之中美谈判传递出乐观信息，股市风险偏好可能回升，从而令债市承压。但正因资金利率一直保持在低位，且降准降息乃至重启购债预期愈发浓厚，债市受到股市影响的程度预计相对减弱，下周可能震荡为主。

◆风险提示：中美摩擦升级超预期、国内经济超预期走强

目录

一、 市场风险偏好有望提振	3
(一) 国内生产回升支撑经济	3
(二) 美国核心通胀放缓	4
(三) 小结	5
二、 房地产市场跟踪——新房销售继续远低于季节性	6
三、 国债：震荡为主	7

表目录

表 1: 美国 CPI 及分项表现	5
-------------------------	---

图目录

图 1: 三季度 GDP 当季同比增速为 4.8% (%)	3
图 2: 要完成全年增速目标四季度环比增速要求较高 (%)	3
图 3: 社零当月同比增速连续 4 个月下行 (%)	3
图 4: 以旧换新分项消费增速大幅下行 (%)	3
图 5: 固定资产投资累计同比增速转负 (%)	4
图 6: 生产回升 (%)	4
图 7: 基建和制造业累计同比增速持续下行 (%)	4
图 8: 房地产投资增速跌幅加深 (%)	4
图 9: 核心 CPI 放缓 (%)	5
图 10: 核心商品增速持稳, 核心服务增速下行 (%)	5
图 11: 30 城销售面积低于 2024 年同期趋势 (7DMA)	6
图 12: 一线城市销售面积低于历年水平 (7DMA)	6
图 13: 二线城市销售面积基本持平于去年同期 (7DMA)	6
图 14: 三线城市销售面积基本持平于 2023 年同期 (7DMA)	6
图 15: 二手房挂牌价指数继续下跌	7
图 16: 一线城市挂牌价持续走低	7
图 17: 二线城市挂牌价指数继续走低	7
图 18: 三线城市挂牌价指数下行速度加快	7
图 19: 资金利率保持低位 (%)	8
图 20: 同业存单发行利率较低 (%)	8
图 21: 国债利率略有上升	8

一、市场风险偏好有望提振

(一)国内生产回升支撑经济

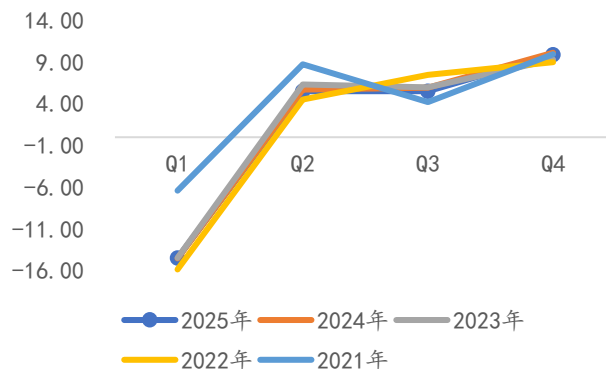
三季度 GDP 同比增速下滑至 4.8%，符合预期。今年前三季度 GDP 累计同比增速达到 5.2%，这也意味着四季度当季同比增速需达到 4.6%，环比增速需达到 9.89% 才能完成全年经济任务目标。尽管去年四季度基数非常高，但在 5000 亿新型政策性金融工具乃至 5000 亿地方政府债务结存限额下放情况下，预计完成难度不大。

图 1：三季度 GDP 当季同比增速为 4.8% (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 2：要完成全年增速目标四季度环比增速要求较高 (%)



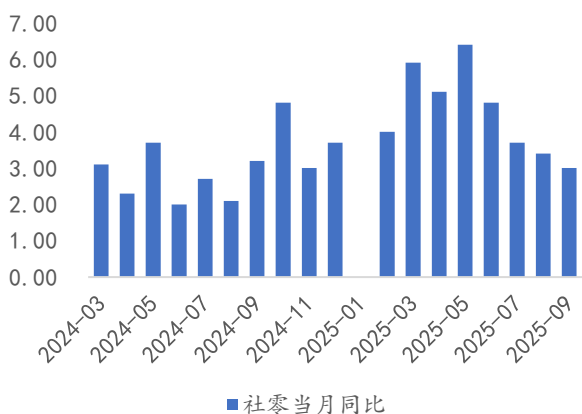
资料来源: Wind 信达期货研究所

单月份来看，9 月社零走低，投资转负，出口保持韧性，生产走高。7、8 月份，社零、投资、生产全线回落，9 月我们终于看到生产的回升来支撑经济了。当然外需依然相对维持强势。

分项而言，9 月社零当月同比增速下行至 3%，较 8 月放缓 0.4 个百分点。一方面跟基数有关，去年 9 月社零同比增速较 8 月上升 1.1 个百分点，另一方面也跟内需疲软，补贴不足有关，可以看到以旧换新相关产品增速明显下行。由于下个月基数再次上升，加之内需和补贴问题不太可能出现明显改善，预计 10 月同比增速仍有可能继续下行。

投资端，9 月固定资产投资累计同比增速回落 1 个百分点至 -0.5%。其中，基建、制造业、房地产全线下滑。根据高频数据来看，地产可能在 10 月仍难有起色，但在政策发力下，基建、制造业有望开始支撑经济。

图 3：社零当月同比增速连续 4 个月下行 (%)

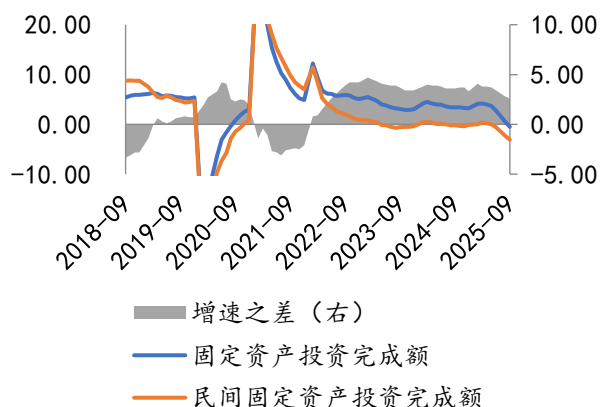


资料来源: Wind 信达期货研究所

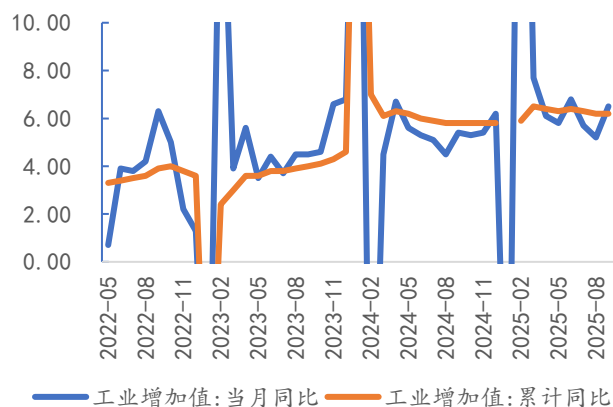
图 4：以旧换新分项消费增速大幅下行 (%)

	粮油、食品类	饮料类	烟酒类	服装鞋帽、针、纺织品类	化妆品类	金银珠宝类
2025-09	6.30	-0.80	1.60	4.70	8.60	9.70
2025-08	5.80	2.80	-2.30	3.10	5.10	16.80
2025-07	8.60	2.70	2.70	1.80	4.50	8.20
2025-06	8.70	-4.40	-0.70	1.90	-2.30	6.10
	日用品类	体育、娱乐用品类	书报杂志类	家用电器和音像器材类	中西药品类	文化办公用品类
2025-09	6.80	11.90	-8.40	3.30	1.90	6.20
2025-08	7.70	16.90	11.90	14.30	0.90	14.20
2025-07	8.20	13.70	-6.60	28.70	0.10	13.80
2025-06	7.80	9.50	-10.70	32.40	-0.70	24.40
	家具类	通讯器材类	石油及制品类	建筑及装潢材料类	汽车类	其他类
2025-09	16.20	16.20	-7.10	-0.10	1.60	4.10
2025-08	18.60	7.30	-8.00	-0.70	0.80	-0.40
2025-07	20.60	14.90	-8.30	-0.50	-1.50	1.80
2025-06	28.70	13.90	-7.30	1.00	4.60	-2.30

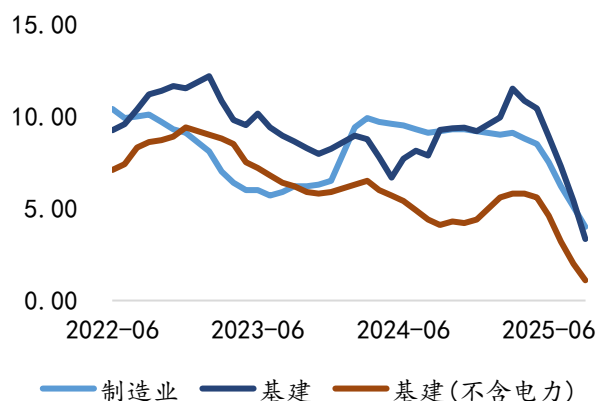
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 5: 固定资产投资累计同比增速转负 (%)


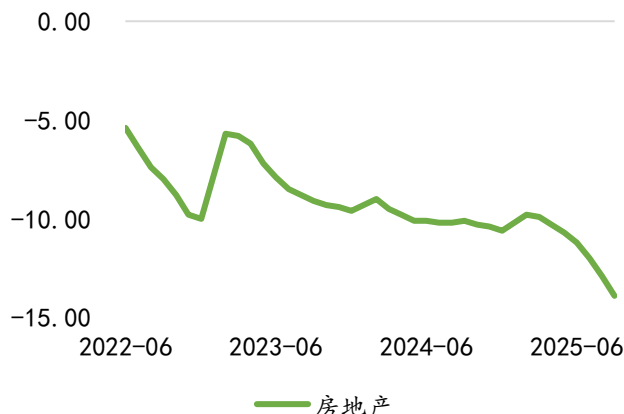
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 6: 生产回升 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 7: 基建和制造业累计同比增速持续下行 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 8: 房地产投资增速跌幅加深 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

(二)美国核心通胀放缓

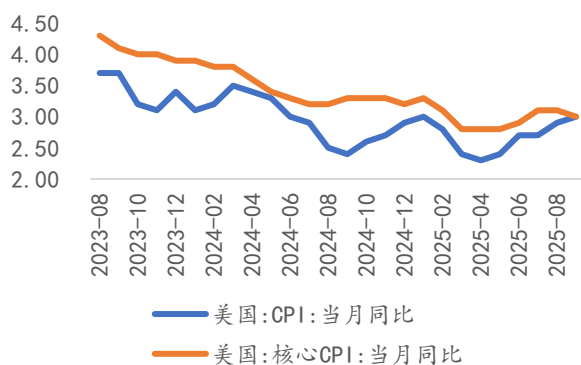
美国 9 月 CPI 同比上涨 3.0%，较 8 月上升 0.1 个百分点，剔除波动较大的食品和能源价格后，核心 CPI 同比上涨 3.0%，较 8 月回落 0.1 个百分点。这是美国联邦政府关门后，官方发布的首份经济数据，也为 10 月美联储降息扫清了通胀上的阻碍。

从分项来看，上升的推动力量主要来自于能源。食品、核心商品、核心服务全线下跌。关税对通胀的影响基本在美联储预估范围内。

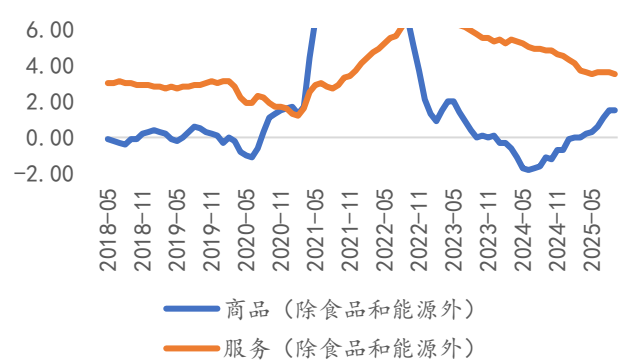
表 1：美国 CPI 及分项表现

单位：%	环比增速				同比增速			
	2025年9月	2025年8月	上月环比变化	本月环比变化	2025年9月	2025年8月	上月同比变化	本月同比变化
CPI	0.3	0.4	0.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	-0.1
食品	0.2	0.5	0.5	-0.3	3.1	3.2	0.3	-0.1
家庭食品	0.3	0.6	0.7	-0.3	2.7	2.7	0.5	0.0
肉禽鱼蛋	0.3	1.0	0.8	-0.7	5.2	5.6	0.3	-0.4
水果蔬菜	0.0	1.6	1.6	-1.6	1.3	1.9	1.6	-0.6
非家庭食品	0.1	0.3	0.0	-0.2	3.7	3.9	0.0	-0.2
能源	1.5	0.7	1.8	0.8	2.9	0.4	1.7	2.5
能源商品	3.8	1.7	3.6	2.1	-0.4	-6.2	2.7	5.8
能源服务	-0.7	-0.2	0.1	-0.5	6.5	7.8	0.5	-1.3
核心CPI（除食品和能源外）	0.2	0.3	0.0	-0.1	3.0	3.1	0.1	-0.1
商品（除食品和能源外）	0.2	0.3	0.1	-0.1	1.5	1.5	0.4	0.0
服装	0.7	0.5	0.4	0.2	0.0	0.3	0.4	-0.3
新车	0.2	0.3	0.3	-0.1	0.8	0.7	0.3	0.1
二手车	-0.4	1.0	0.5	-1.4	5.1	6.0	1.2	-0.9
医疗保健商品	-0.1	-0.3	-0.4	0.2	0.7	0.0	-0.1	0.7
酒精饮料	0.2	0.6	0.5	-0.4	2.0	1.9	0.5	0.1
烟草	0.6	1.0	0.7	-0.4	6.9	6.3	-0.2	0.6
服务（除食品和能源外）	0.2	0.3	-0.1	-0.1	3.5	3.6	0.0	-0.1
住房	0.2	0.4	0.2	-0.2	3.5	3.6	0.0	-0.1
主要住所租金	0.2	0.3	0.0	-0.1	3.4	3.5	0.0	-0.1
业主房等价租金	0.1	0.4	0.1	-0.3	3.8	4.0	-0.1	-0.2
医疗服务	-0.1	0.3	0.1	-0.4	2.4	3.5	0.4	-1.1
运输服务	0.3	1.0	0.2	-0.7	2.7	3.7	0.2	-1.0
特殊统计类别								
除居所外	0.4	0.4	0.2	0.0	2.7	2.5	0.3	0.2
除食品、居所外	0.4	0.3	0.1	0.1	2.6	2.4	0.4	0.2
除食品、居所、能源、二手车和卡车外	0.3	0.2	-0.2	0.1	2.5	2.5	0.1	0.0
商品	0.5	0.5	0.5	0.0	1.9	1.4	0.6	0.5
服务	0.2	0.3	0.0	-0.1	3.6	3.8	0.0	-0.2
耐用品	0.3	0.4	0.0	-0.1	1.8	1.9	0.7	-0.1
非耐用品	1.0	0.6	0.8	0.2	2.0	1.1	0.6	0.9

资料来源：Wind 信达期货研究所

图 9：核心 CPI 放缓（%）


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：核心商品增速持稳，核心服务增速下行（%）


资料来源：Wind 信达期货研究所

（三）小结

本周公报内容已出。相比十九届五中全会公报，二十届四中全会公报中更加注重经济建设，不仅追求质的有效提升，还有量的合理增长。对未来形势的判断上也更加强调风险与挑战，详见《越困难越要以经济建设为中心》。下周预计会出“十五五”规划《建议》全文，此处会有更具体的政策部署措施。在《建议》出炉的当天，一份总书记关于《建议》的说明会提供一些细节。以上所有内容均为定性分析。关于“十五五”时期的一些定量指标预计将在明年3月公布。

中美吉隆坡谈判落下帷幕，从目前已出的信息看，谈判尽管较为艰辛，但有了一个好的开头，不排除 APEC 会议期间中美领导人会晤的可能，进一步关注。预计中美谈判的乐观消息可能一定程度提振市场情绪。

请务必阅读正文之后的免责条款5

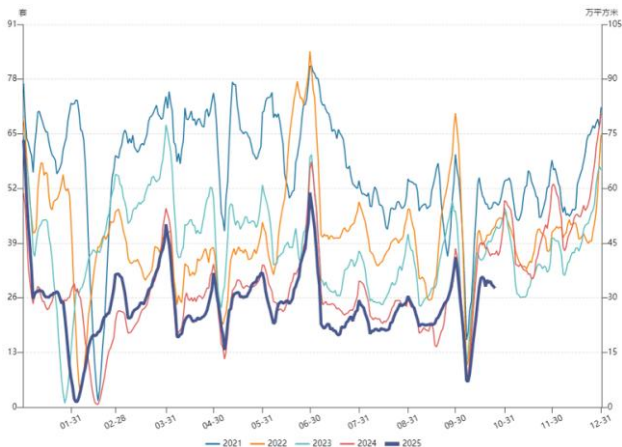
二、房地产市场跟踪——新房销售继续远低于季节性

高频数据方面，我们继续重点观察房地产。30 大中城市新房销售面积季节性回升后再次回落，且整体与过往季节性水平差距拉大。分能级来看，一线城市较为疲弱，远低于历年季节性水平，二线城市上周与去年基本持平但本周开始低于去年水平，三线城市延续 2023 年水平走势。

二手房方面，截至 10 月 13 日，挂盘价指数整体继续下跌，一、二、三线城市无一幸免。近期二三线城市挂盘价指数下行速度加快。

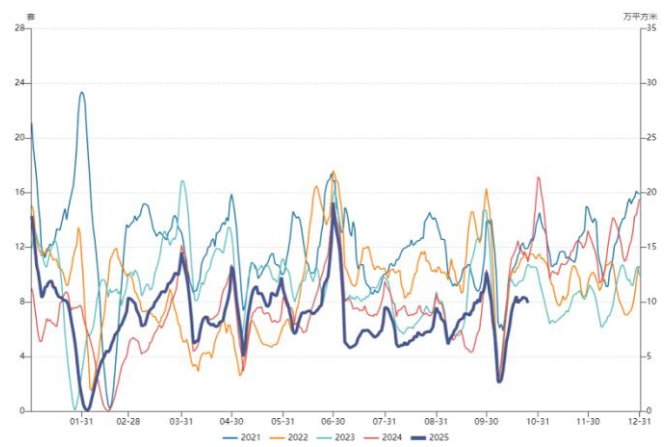
总体来看，尽管新政后，新房销售有所提振，但国庆假期及之后整体不佳，二手房挂盘价指数加速恶化。我们预期未来整体政策仍会有，但相对有限，地产整体趋势依然不容乐观。

图 11: 30 城销售面积低于 2024 年同期趋势 (7DMA)



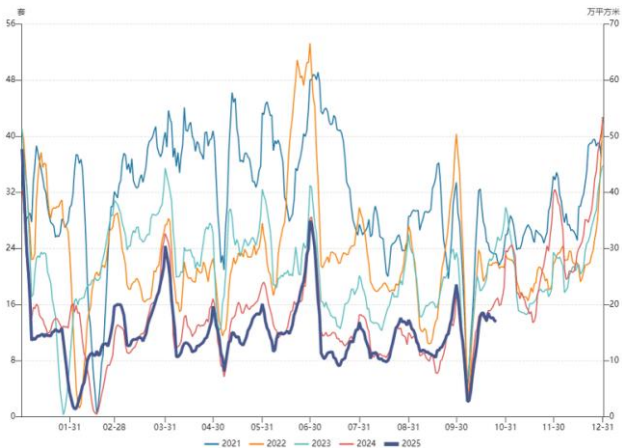
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 12: 一线城市销售面积低于历年水平 (7DMA)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 13: 二线城市销售面积基本持平于去年同期 (7DMA)

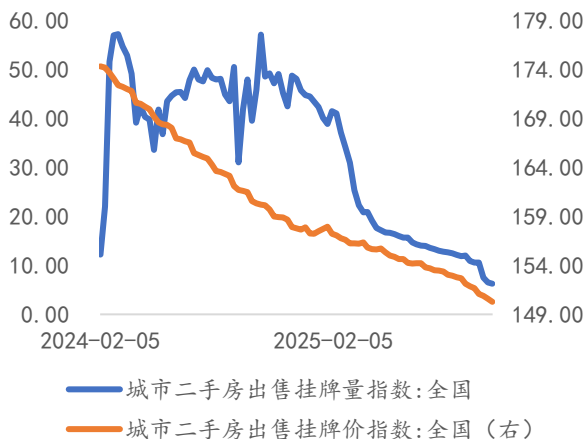


资料来源: Wind 信达期货研究所

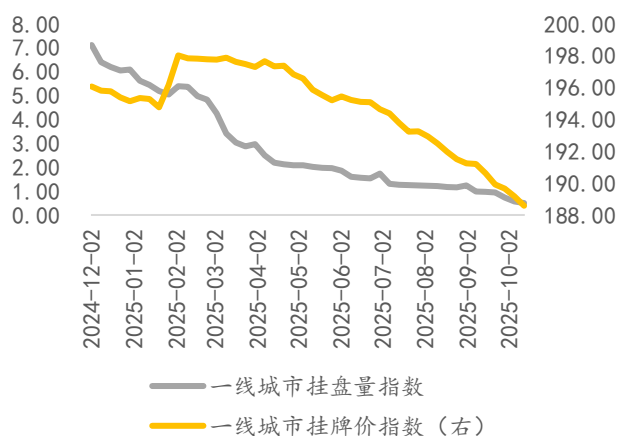
图 14: 三线城市销售面积基本持平于 2023 年同期 (7DMA)



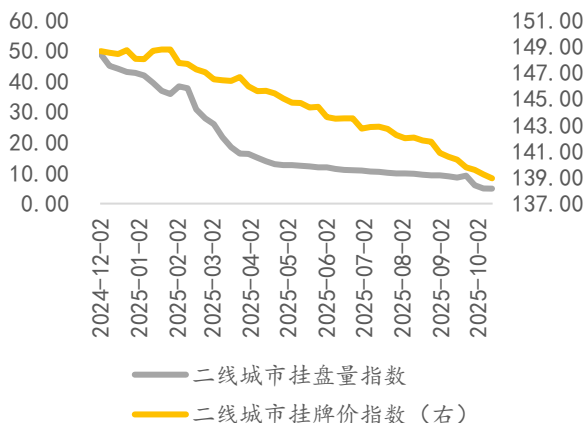
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 15：二手房挂牌价指数继续下跌


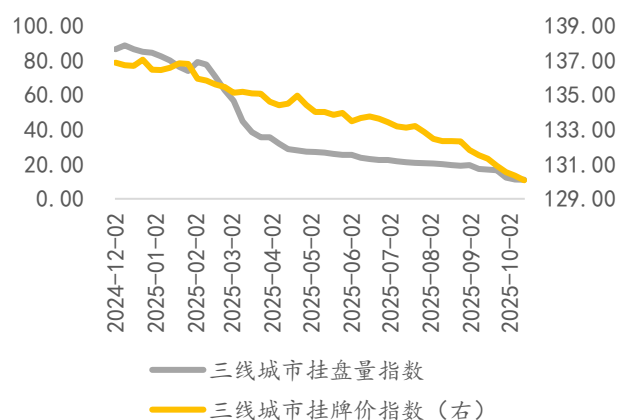
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 16：一线城市挂牌价持续走低


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 17：二线城市挂牌价指数继续走低


资料来源：Wind 信达期货研究所

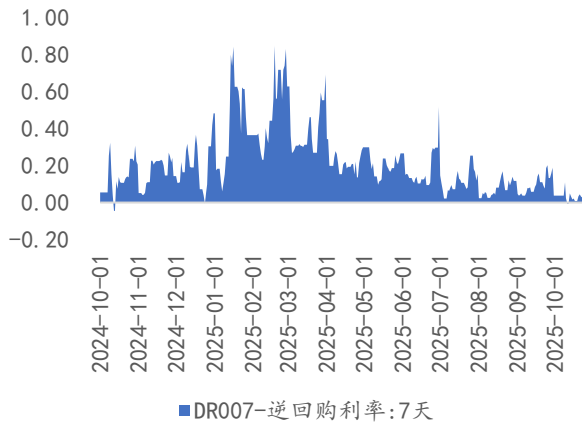
图 18：三线城市挂牌价指数下行速度加快


资料来源：Wind 信达期货研究所

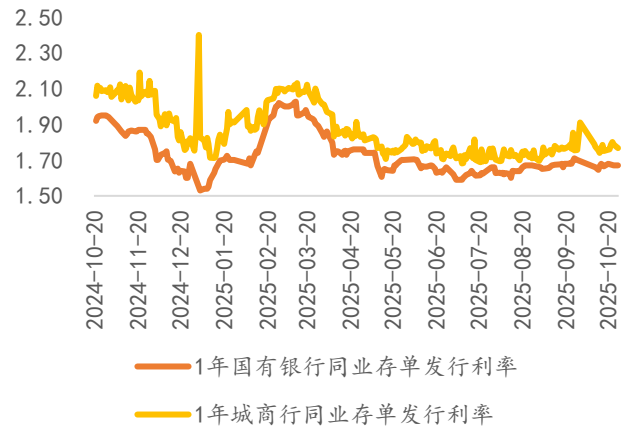
三、国债：震荡为主

本周债市总体震荡偏弱。影响因素主要有以下三点：1) 中美博弈下股市风险偏好回升；2) 债市降准降息和央行重启购债概率预期抬升；3) 基金赎回费率新规讨论较为热烈。

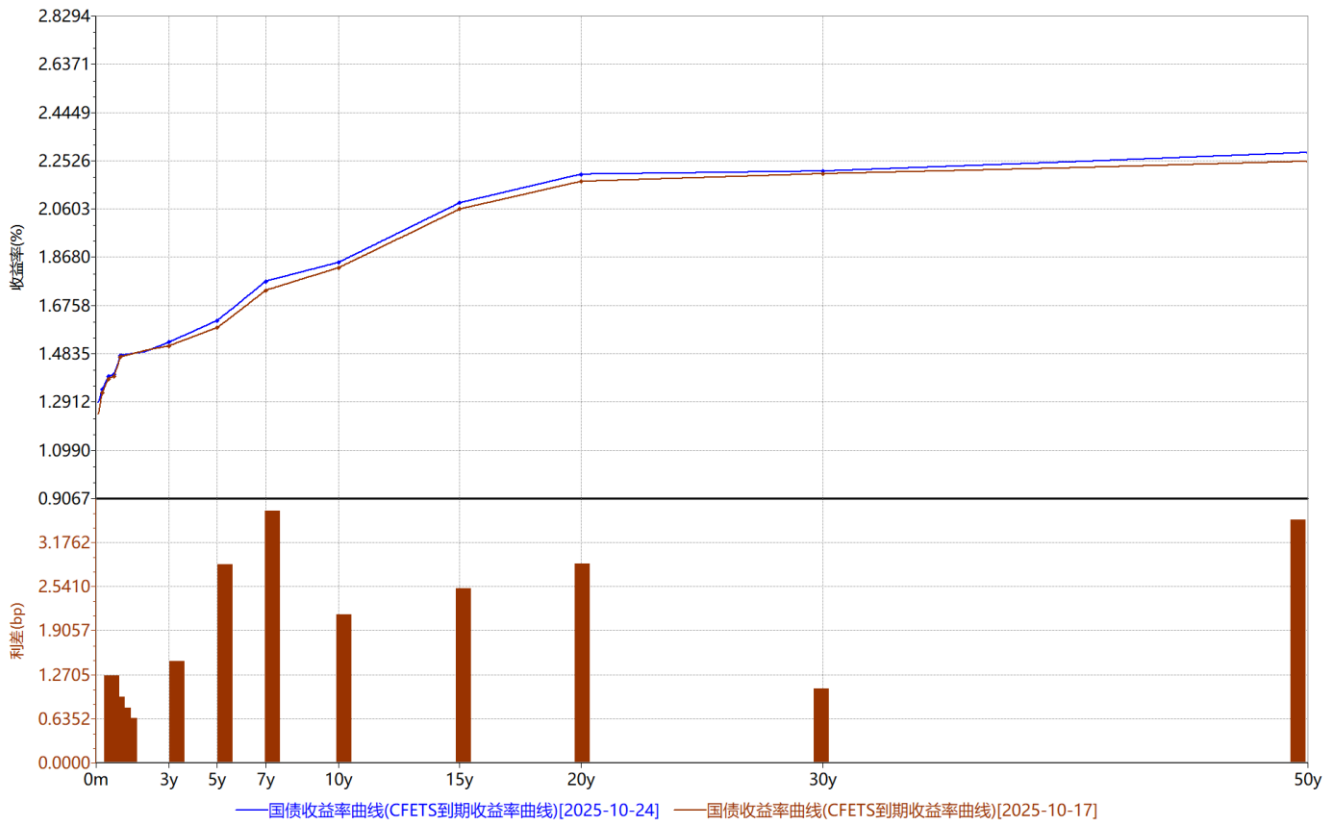
展望后市，由于十五五规划建议即将出台，加之中美谈判传递出乐观信息，股市风险偏好可能回升，从而令债市承压。但正因资金利率一直保持在低位，且降准降息乃至重启购债预期愈发浓厚，债市受到股市影响的程度预计相对减弱，下周可能震荡为主。

图 19: 资金利率保持低位 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 20: 同业存单发行利率较低 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 21: 国债利率略有上升


资料来源: Wind 信达期货研究所

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

评级说明

走势评级	短期(1个月以内)	中短期(1-3个月)	中长期(3-6个月)	长期(6个月以上)
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅 -5%~+5%	振幅 -5%~+5%	振幅 -5%~+5%	振幅 -5%~+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为上海国际能源交易中心、广州期货交易所会员，为中国证券业协会观察员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

13家分公司 5家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
福建分公司、苏州分公司、四川分公司
宁波分公司、东北分公司、广东分公司
上海分公司、湖北分公司、山东分公司
上海浦东分公司

北京营业部、哈尔滨营业部

石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App