



● 主要结论

国信期货交易咨询业务资格
证监许可【2012】116 号

分析师：张俊峰

从业资格号：F03115138

投资咨询号：Z0022483

电话：021-55007766-305163

邮箱：15721 @guosen. com. cn

中美马来西亚吉隆坡经贸会谈形成初步共识，总体相对乐观。根据新华社 10 月 26 日的报道，中国商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢 26 日说，双方的讨论包括众多的议题，比如双方各有关关注的出口管制议题，对等关税进一步延长暂停期问题，芬太尼关税和芬太尼禁毒合作问题，进一步扩大贸易问题，美方 301 船舶收费相关措施问题等等，中美双方就此进行了建设性的探讨，美方表达立场是强硬的，中方维护利益是坚定的。经过一天多的非常紧张的讨论，中美双方就上述这些议题建设性地探讨了一些妥善处理双方关注的方案，形成了初步共识。下一步各自将会履行内部报批程序。

前三季度 GDP 高于全年目标，三季度相对回调。2025 年前三季度，GDP 同比增长 5.2%。一季度 GDP 同比增长 5.4%，二季度增长 5.2%，三季度增长 4.8%。9 月规上工业增加值相对回升，同比增长 6.5%；9 月社零增幅延续收窄，同比增长 3.0%；9 月出口同比增长 8.3%，表现较好。1-9 月固投同比下降 0.5%，增速由正转负；民间固定资产投资同比下降 3.1%，跌幅延续扩大。

广义财政支出增速相对收窄，货币供给结构性矛盾延续改善。财政收支方面，1-9 月广义财政支出增速相对收窄、同比增长 7.92%。货币供给方面，9 月货币供给结构性矛盾延续改善、货币供给总量维持相对较好增速，M1 同比增长 7.2%。物价水平方面，9 月 CPI 同比跌幅略有收窄、同比下降 0.3%，PPI 同比跌幅连续 2 个月收窄、同比下降 2.3%。企业利润和库存方面，1-8 月，规上工业企业利润同比转正、增长 0.9%，与去年同期低基数有一定关联。

美联储大概率延续降息，美元指数或震荡偏弱。(1) 根据美国亚特兰大联储 GDPnow 模型 10 月 17 日的预估，美国三季度实际 GDP 年化季环比或为 3.9%，总体相对稳健。(2) 物价水平支持渐进降息。美国 9 月 CPI 同比 3.0%、预期 3.1%、前值 2.9%。(3) 劳动力市场支持降息。美国 9 月 ADP 就业人数萎缩 3.2 万人、预期 5.1 万人、前值由 5.4 万人修正为萎缩 0.3 万人。(4) 预计美联储 10 月 30 日延续小幅降息 25 个基点。(5) 总体来说美联储大概率延续降息，后期美元指数或相对偏弱，下方 95 仍有一定支撑。

人民币或震荡偏强，年内仍有望挑战 7.0。(1) 近期，人民币震荡偏弱。10 月 14 日，在岸美元兑人民币最高触及 7.1433。此后，围绕 7.12 上下震荡运行。(2) 人行降息降准或在四季度择机落地，预计有 0.1 个百分点的降息空间，有 0.25 个百分点的降准空间。(3) 美联储 10 月大概率延续降息，叠加近期 A 股震荡回升、人民币资产受到关注，且中美关税政策相对乐观，人民币或震荡偏强，在岸美元兑人民币近期或挑战 7.10，年内仍有望挑战 7.0。

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、重要会议和政策

表：2025 年 10 月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
10 月 1 日	根据新华社的报道，当地时间 10 月 1 日 0 时，美国联邦政府时隔近七年再度“停摆”。数十万联邦雇员将被迫无薪休假，部分公共服务或暂停、延迟，经济数据发布将受到影响。此前，美国两党因医保福利方面分歧，未能就新的临时拨款法案达成一致。
10 月 4 日	根据央视新闻的报道，当地时间 4 日下午，日本执政党自民党举行总裁选举计票。在第二轮投票中，前经济安全保障担当大臣高市早苗获得多数选票，当选自民党新任总裁，大概率将成为新一任日本首相。
10 月 6 日	根据央视新闻的报道，当地时间 10 月 6 日，法国总理勒科尔尼向总统马克龙递交辞呈，马克龙已接受辞呈。而这距离勒科尔尼被任命为总理还不满一个月。
10 月 9 日	(1) 根据央视新闻的报道，美国总统特朗普当地时间 8 日（北京时间 9 日）在社交平台发声称，以色列和巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）“均已签署加沙和平计划的第一阶段协议”。哈马斯随后发表声明证实已达成协议，以色列总理内塔尼亚胡则称，将召集内阁批准停火协议。(2) 根据央视新闻的报道，当地时间 9 日中午 12 时，第一阶段加沙停火协议正式生效。埃及开罗新闻电视台此前报道称，埃及、卡塔尔等斡旋方已宣布，新一轮加沙停火谈判就第一阶段所有条款与实施机制达成一致，协议最终版本正在起草中。
10 月 9 日	根据中国商务部的消息，《商务部 海关总署公告 2025 年第 57 号 公布对部分中重稀土相关物项实施出口管制的决定》《商务部 海关总署公告 2025 年第 56 号 公布对部分稀土设备和原辅料相关物项实施出口管制的决定》《商务部 海关总署公告 2025 年第 55 号 公布对超硬材料相关物项实施出口管制的决定》发布。
10 月 10 日	根据中国交通运输部的消息，《交通运输部关于对美船舶收取船舶特别港务费的公告》发布。
10 月 10 日	根据市场监管总局的消息，因高通公司收购 Autotalks 公司未依法申报经营者集中，涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》，市场监管总局依法对高通公司开展立案调查。
10 月 11 日	根据央视新闻的报道，当地时间 10 月 10 日晚，法国总统马克龙再次任命塞巴斯蒂安·勒科尔尼担任总理。勒科尔尼此前于 9 月 9 日被马克龙任命为总理，10 月 5 日组阁，10 月 6 日向马克龙请辞。6 日，在任仅 27 天、组阁未过 24 小时的勒科尔尼向马克龙辞职获批，成为法兰西第五共和国任期最短的总理，也是马克龙任内下台的第七名总理。媒体分析认为，近期法国政局动荡持续，反映出法国政治妥协缺失与经济增长疲软的困境下，内部矛盾的不断激化。
10 月 13 日	根据央视的报道，当地时间 10 月 13 日，美国、埃及、卡塔尔和土耳其在埃及沙姆沙伊赫签署了关于加沙停火协议的文件。由埃及主办的沙姆沙伊赫“和平峰会”当晚开幕。峰会由埃及总统塞西和美国总统特朗普共同主持。
10 月 14 日	根据中国商务部的消息，为反制美国对中国采取海事、物流和造船业 301 调查措施，经国家反外国制裁工作协调机制批准，现公布《关于对韩华海洋株式会社 5 家美国相关子公司采取反制措施的决定》，自 2025 年 10 月 14 日起施行。
10 月 16 日	根据央视新闻 10 月 17 日的报道，当地时间 16 日，俄罗斯总统普京和美国总统特朗普就乌克兰问题进行通话。特朗普 16 日在社交媒体发文说，他当天与普京进行了长时间通话，双方约定在匈牙利布达佩斯举行会晤。
10 月 16 日	根据央视新闻的报道，法国国民议会 16 日对两项针对政府的不信任动议进行了投票，动议最终都未获通过，政府未被议会推翻。
10 月 21 日	根据央视新闻的报道，10 月 21 日，商务部部长王文涛应约与荷兰经济大臣卡雷曼斯通话，双方围绕安世半导体等问题交换意见。王文涛表示，中方高度重视中荷经贸合作。荷方针对安



	世半导体采取的有关措施，严重影响全球产供应链稳定。中方敦促荷方从维护全球产供应链安全稳定的大局出发，秉持契约精神和市场化、法治化原则，尽快妥善解决问题，保护中国投资者合法权益，营造公平、透明、可预期的营商环境。卡雷曼斯表示，荷方高度重视荷中经贸关系，愿与中方密切沟通，为安世半导体问题寻找建设性的解决方案。
10月21日	根据新华社的报道，法国总统府21日发布一份多名欧洲领导人关于乌克兰问题的联合声明，称“强烈支持”美国总统特朗普在乌克兰问题上的立场，即俄罗斯与乌克兰立即停火，以当前战线作为谈判起点。声明写道：“我们依然坚持这一原则：国际边界不得通过武力改变。”声明称，将加大对俄罗斯施压，持续支持乌克兰。为此，联署这则声明的欧洲领导人正在制定方案，将利用被冻结的俄罗斯资产支援乌克兰。他们将于本周晚些时候举行相关会议。法国总统府的信息显示，乌克兰总统泽连斯基是联署声明的领导人之一，其他领导人包括欧盟委员会主席、欧洲理事会主席、法国总统、英国首相、德国总理、意大利总理、波兰总理、挪威首相、芬兰总统、丹麦首相等。日前，特朗普在社交媒体上发文说，他“强烈建议”俄乌达成协议，“应当就地停下”，“各自宣称胜利”。他还表示，俄乌应按当前战线“割裂”顿巴斯地区，划界停火、各自撤兵。美国媒体解读，按照特朗普的方案，顿巴斯地区大部分土地将交由俄罗斯控制。此外，根据央视新闻的报道，俄罗斯外交部长拉夫罗夫10月21日就俄乌冲突和俄美领导人会晤发表评论。他称，“立即停火”主张等同于无视冲突根源，且违背了俄美两国总统此前达成的共识。俄方坚持俄美领导人在阿拉斯加会晤中达成的关于乌克兰问题的立场。
10月21日	根据央视新闻的报道，日本自民党总裁高市早苗10月21日在临时国会众议院和参议院指名选举中均胜出，当选日本第104任首相。她也是日本首位女首相。
10月23日	(1) 根据央视的报道，当地时间10月22日，美国总统特朗普表示，他认为与俄罗斯总统普京会面“不合适”，所以取消了对普京在布达佩斯的会面。特朗普表示，他认为是时候对俄罗斯实施制裁了，他希望制裁不会持续太久。(2) 根据CCTV国际时讯的报道，当地时间10月22日，美国财政部长贝森特宣布美国制裁俄罗斯最大的两家石油企业，并敦促俄罗斯与乌克兰立即停火。这是美国总统特朗普第二任期内首次对俄罗斯实施新制裁措施。
10月23日	根据新华社的报道，中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，于2025年10月20日至23日在北京举行。
10月23日	根据中国商务部的消息，商务部新闻发言人就中美经贸磋商有关问题答记者问。有记者问：近日，何立峰副总理与美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔进行视频通话，双方同意尽快举行新一轮中美经贸磋商，请问商务部是否有进一步消息？答：经中美双方商定，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于10月24日至27日率团赴马来西亚与美方举行经贸磋商。双方将按照今年以来两国元首历次通话重要共识，就中美经贸关系中的重要问题进行磋商。
10月24日	根据央视新闻的报道，中共中央今天（24日）上午举行新闻发布会，介绍和解读党的二十届四中全会精神。国家发展改革委党组书记、主任郑栅洁介绍，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》提出统一市场基础制度规则，破除地方保护和市场分割，规范地方政府经济促进行为，统一市场监管执法，综合整治“内卷式”竞争等举措，将更加有力有效破除各种市场障碍。

数据来源：新华社等、国信期货

二、中美关税政策

近日，中美经贸摩擦再起引起市场关注，美国总统特朗普发表加征100%关税的声音，对全球金融市场



产生了较大冲击。随后，特朗普又改口，表示“无需担心中国，一切都会好起来的”。中美贸易摩擦再度引起市场关注。

（一）4月初至5月中旬，中美关税摩擦一度升级。

北京时间4月3日，当地时间4月2日，美国白宫发表声明称，特朗普将对所有国家征收10%的“基准关税”，该关税将于美国东部时间4月5日凌晨0时01分生效。此外，特朗普将对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”，该关税将于美国东部时间4月9日凌晨0时01分生效，所有其他国家将继续遵守原有的10%关税基准。声明还表示，对于加拿大和墨西哥，符合《美墨加贸易协定》的商品将继续获得豁免。其中，特朗普政府对中国输美商品加征34%的“对等关税”后，中国输美商品平均税率为67%。

北京时间4月10日，当地时间4月9日，美国总统特朗普宣称将对中国商品关税提高至125%，并立即生效，同时对未对美实施报复的国家暂停征税90天，临时下调税率至10%。此后，白宫官员澄清，特朗普所指的125%是“对等关税”，连同之前因芬太尼问题加征的两成关税，对中国征收的总关税是145%。

北京时间4月11日，根据中国财政部消息，《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》发布。调整《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》（税委会公告2025年第5号）规定的加征关税税率，由84%提高至125%。

表：中美关税政策

	时间	美方	中方
特朗普就任美国总统前	1月20日	实际关税约为20% 据美国白宫4月3日倒推为13%	中方对美国商品征收关税约12%
“对等关税”前	2月1日	美方对中国商品加征关税10% 征收关税23%	中方相应反制
	3月3日 -3月4日	美方对中国商品加征关税10% 征收关税33%	中方相应反制
“对等关税”后	4月3日 -4月4日	美方对中国商品加征关税34% “对等关税”34% 征收关税67%	中方对美国商品加征关税34%
	4月8日 -4月9日	美方对中国商品加征关税50% “对等关税”后累计加征84% 征收关税117%	中方对美国商品加征关税由34%调整为84%
	4月10日 -4月11日	美方对中国商品再加征关税41% “对等关税”后累计加征125% 叠加“对等关税”前20%累计加征145% 征收关税158%	中方对美国商品加征关税由84%调整为125%
5月瑞士日内瓦经贸会谈	5月12日	美方取消了共计91%的加征关税 美方暂停实施24%的“对等关税” “对等关税”由4月3日调整为10% 征收关税约43%	中方相应取消了91%的反制关税 相应暂停实施24%的反制关税 反制关税由4月4日调整为10%
6月英国伦敦经贸会谈	6月11日	就落实两国元首6月5日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致。	



7月瑞典斯德哥尔摩经贸会谈	7月30日	双方将继续推动已暂停的美方“对等关税”24%部分以及中方反制措施如期展期90天。
9月西班牙马德里经贸会谈	9月15日	就以合作方式妥善解决 TikTok 相关问题，减少投资障碍，促进有关经贸合作等达成了基本框架共识。
10月马来西亚经贸会谈	10月26日	中美双方就多项议题建设性地探讨了一些妥善处理双方关注的方案，形成了初步共识。

数据来源：中国财政部 中国商务部 美国白宫

备注：税率为平均税率，征收关税水平为估计值。

（二）5月12日至9月底，中美大幅降低关税并总体保持相对乐观态势。

中美日内瓦经贸会谈。根据商务部5月12日的消息，《中美日内瓦经贸会谈联合声明》发布，双方承诺将于2025年5月14日前采取相关措施，降低关税税率。具体来说，根据《商务部新闻发言人就中美日内瓦经贸会谈联合声明发表谈话》，本次中美经贸高层会谈取得实质性进展，大幅降低双边关税水平，美方取消了共计91%的加征关税，中方相应取消了91%的反制关税；美方暂停实施24%的“对等关税”，中方也相应暂停实施24%的反制关税。此后，中美展开多轮经贸会谈。

中美英国伦敦经贸会谈。根据央视新闻6月11日的报道，当地时间6月9日至10日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及商务部长卢特尼克、贸易代表格里尔在英国伦敦举行中美经贸磋商机制首次会议。双方进行了坦诚、深入的对话，就各自关心的经贸议题深入交换意见，就落实两国元首6月5日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展。

中美瑞典斯德哥尔摩经贸会谈。据新华社7月30日报道，当地时间7月28日至29日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及贸易代表格里尔在瑞典斯德哥尔摩举行中美经贸会谈。双方就中美经贸关系、宏观经济政策等双方共同关心的经贸议题开展了坦诚、深入、富有建设性的交流，回顾并肯定了中美日内瓦经贸会谈共识和伦敦框架落实情况。根据会谈共识，双方将继续推动已暂停的美方“对等关税”24%部分以及中方反制措施如期展期90天。

中美西班牙马德里经贸会谈。根据新华社9月15日的报道，中国商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢15日说，过去两天，中美双方在西班牙马德里举行会谈；本次会谈，双方围绕TikTok及中方有关关切进行了坦诚、深入交流，就以合作方式妥善解决TikTok相关问题，减少投资障碍，促进有关经贸合作等达成了基本框架共识。

中美马来西亚吉隆坡经贸会谈。根据新华社10月26日的报道，中国商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢26日说，双方的讨论包括众多的议题，比如双方各有关关注的出口管制议题，对等关税进一步延长暂停期问题，芬太尼关税和芬太尼禁毒合作问题，进一步扩大贸易问题，美方301船舶收费相关措施问题等等，中美双方就此进行了建设性的探讨，美方表达立场是强硬的，中方维护利益是坚定的。经过一天多的非常紧张的讨论，中美双方就上述这些议题建设性地探讨了一些妥善处理双方关注的方案，形成了初步共识。下一步各自将会履行内部报批程序。



三、我国经济基本面

(一) GDP

前三季度 GDP 高于全年目标，三季度相对回调。2025 年前三季度，国内生产总值（GDP）101.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。

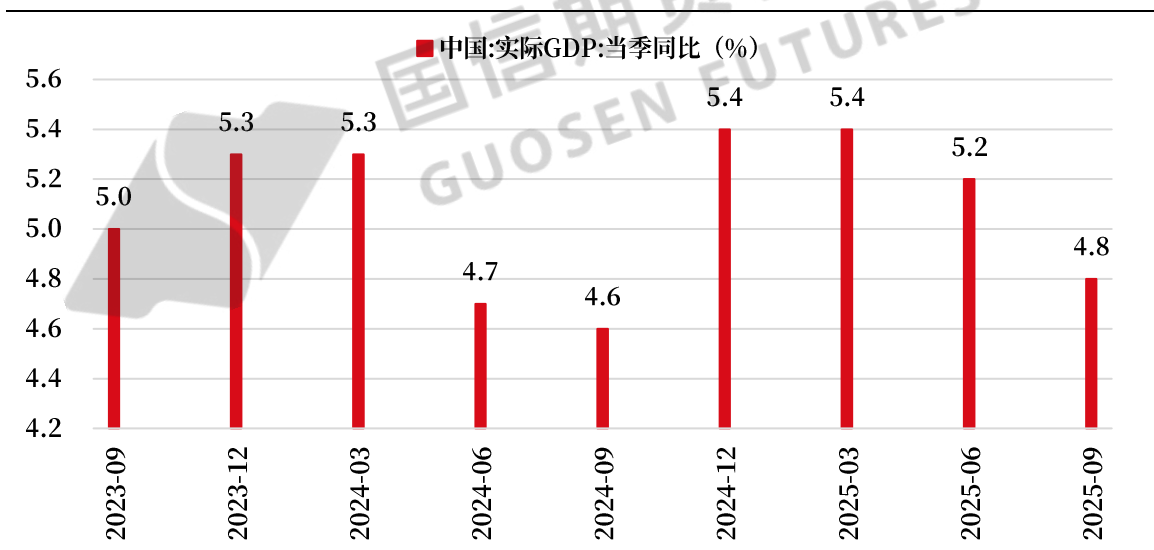
分产业看，前三季度，第一产业增加值 5.81 万亿元，同比增长 3.8%；第二产业增加值 36.40 万亿元，增长 4.9%；第三产业增加值 59.30 万亿元，增长 5.4%。

分季度看，一季度 GDP 同比增长 5.4%，二季度增长 5.2%，三季度增长 4.8%。从环比看，三季度国内生产总值增长 1.1%。

从三大需求对 GDP 的拉动来看，前三季度“三驾马车”中，最终消费支出对经济增长贡献率 53.5%，资本形成总额贡献率 17.5%，货物和服务净出口贡献率 29.0%；其中，三季度最终消费支出对经济增长贡献率 56.6%，较二季度提升 4.3 个百分点。

总体来看，一季度和二季度 GDP 增速均超全年 5.0% 左右的目标，三季度 GDP 增速相对回调，符合往年季节性调整情形。前三季度 GDP 为 5.2% 高于全年预期目标。

图 1：GDP



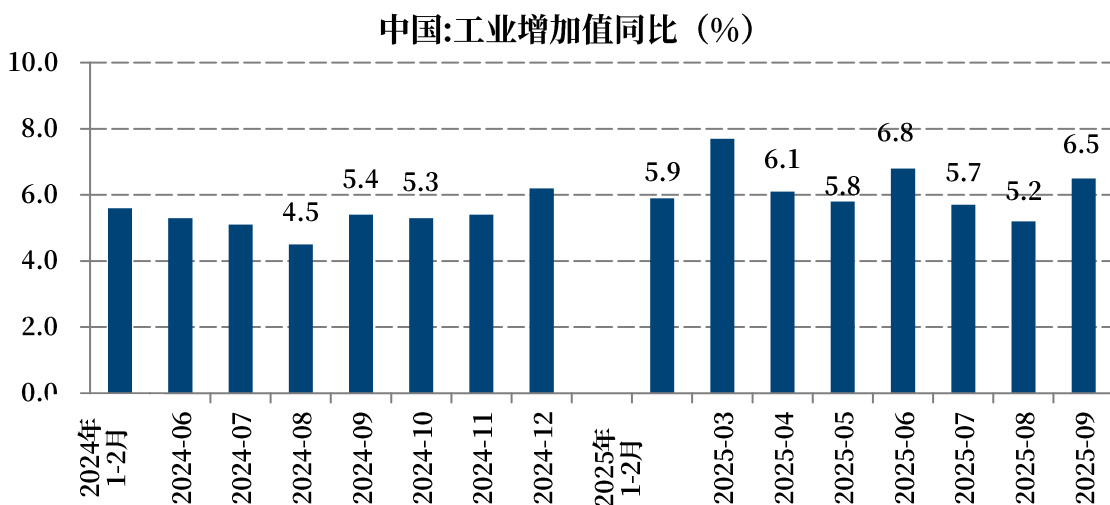
数据来源：Wind 国信期货

(二) 规上工业增加值

9 月规上工业增加值相对回升，总体稳健。9 月规模以上工业（简称“规上工业”）增加值同比增长 6.5%，较 8 月增幅扩大 1.3 个百分点，相对回升；较去年 9 月增速高 1.1 个百分点，工业增加值总体稳健。1-9 月，规上工业增加值同比增长 6.2%。



图 2：工业增加值



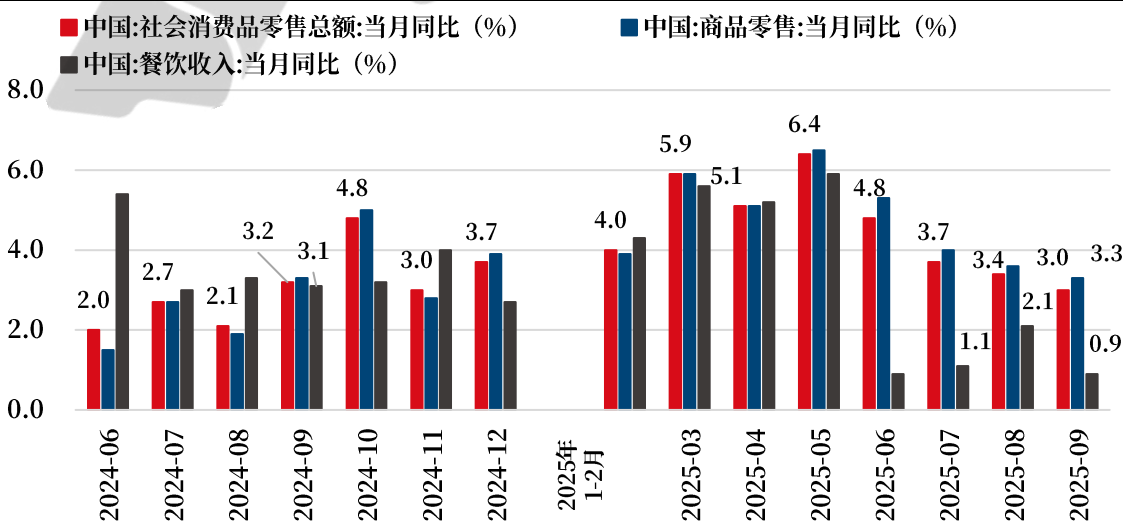
数据来源：Wind 国信期货

(三) 社会消费品零售

9月社零增幅延续收窄，商品零售有所回调。9月社会消费品零售（简称“社零”）总额为4.20万亿元、同比增长3.0%，较8月增幅收窄0.4个百分点。1-9月，社零总额同比增长4.5%，较去年同期高1.2个百分点。

按消费类型分，其中9月商品零售同比增长3.3%，增速较8月收窄0.3个百分点，增速与去年同期持平；9月餐饮收入同比增长0.9%，增速较8月收窄1.2个百分点。

图 3：社会消费品零售



数据来源：Wind 国信期货

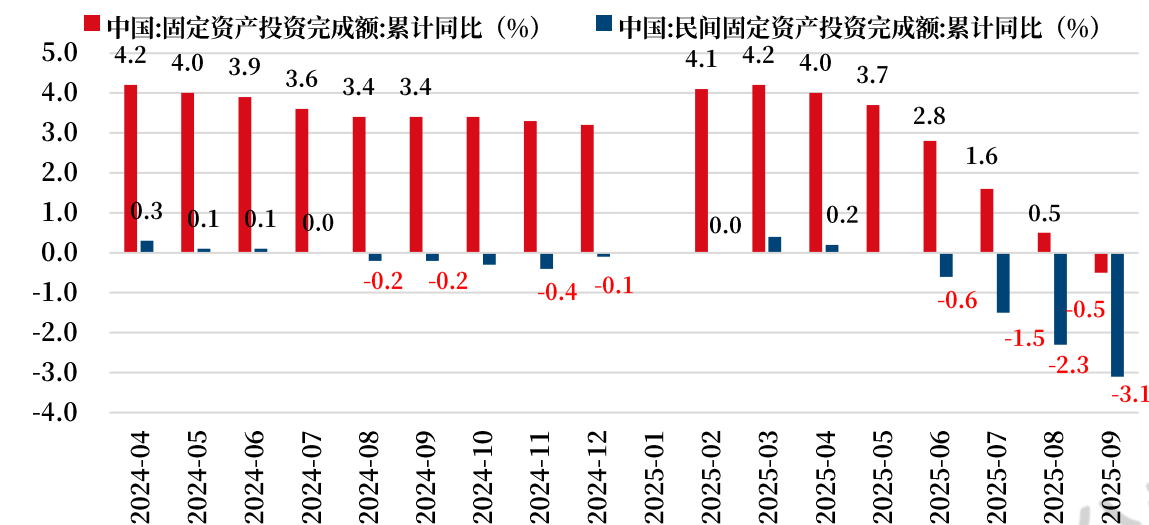
(四) 固定资产投资及房地产

1-9月固投延续回调，增速由正转负。1-9月全国固定资产投资（简称“固投”）为37.15万亿元、同



比下降 0.5%，是 2020 年 8 月以来增速再次转负。其中，1-9 月民间固定资产投资（简称“民间投资”）同比下降 3.1%，跌幅延续扩大。

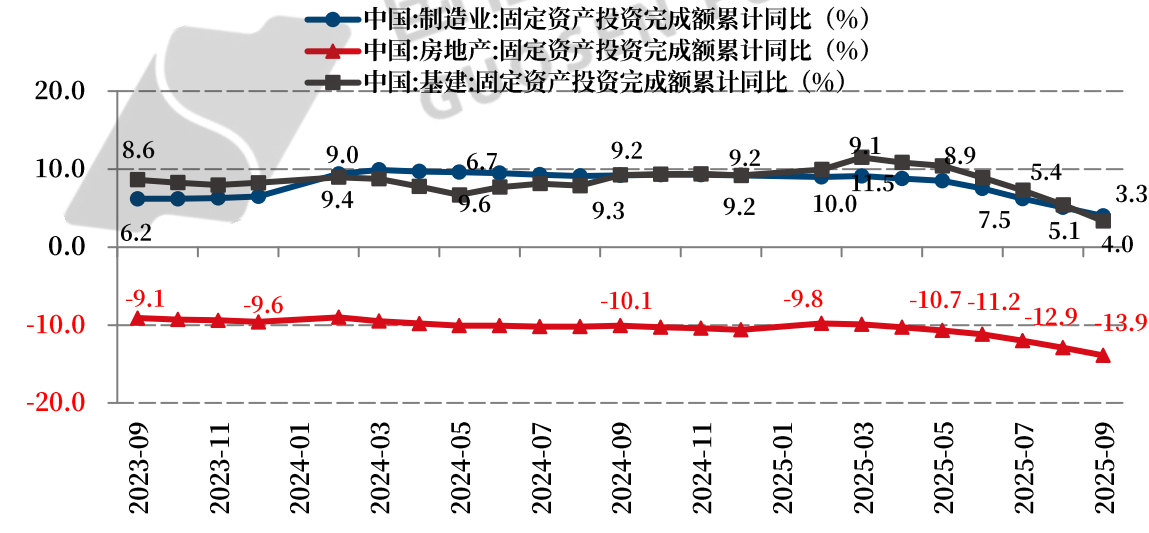
图 4：固定资产投资



数据来源：Wind 国信期货

分三大行业看，1-9 月，基础设施投资同比增长 3.3%、延续大幅回落，制造业投资增长 4.0%、延续大幅回落，房地产开发投资下降 13.9%、跌幅延续扩大。

图 5：分行业固定资产投资

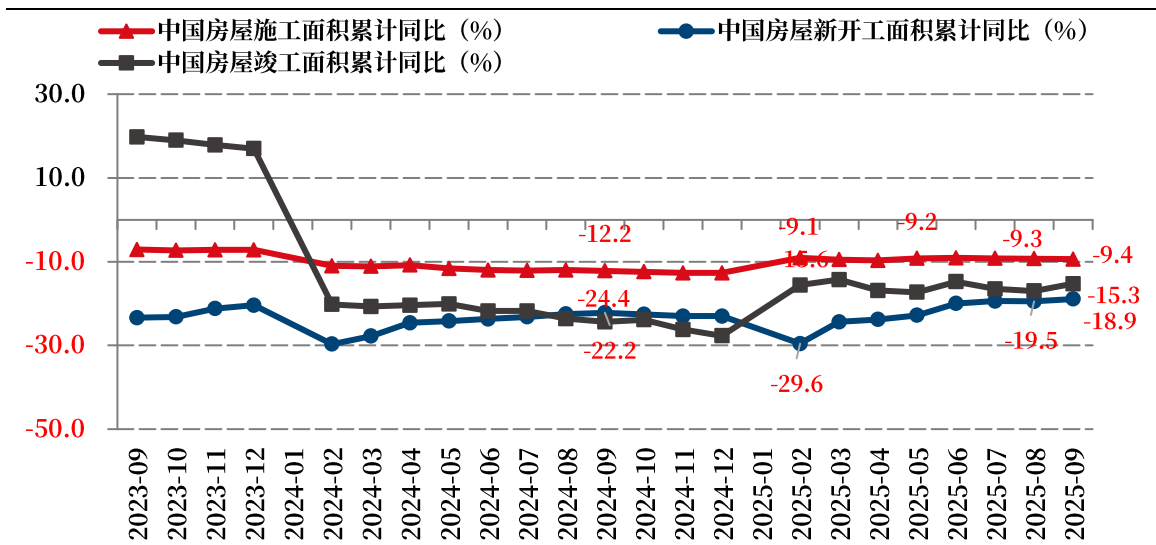


数据来源：Wind 国信期货

房地产供给侧延续不佳、需求侧相对缓解。（1）房地产供给侧方面延续不佳，1-9 月，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 9.4%；房屋新开工面积同比下降 18.9%；房屋竣工面积同比下降 15.3%；房地产开发企业到位资金同比下降 8.4%。（2）房地产需求侧压力相对缓解，1-9 月，新建商品房销售面积同比下降 5.5%；新建商品房销售额同比下降 7.9%；9 月末，商品房待售面积同比增长 3.6%。

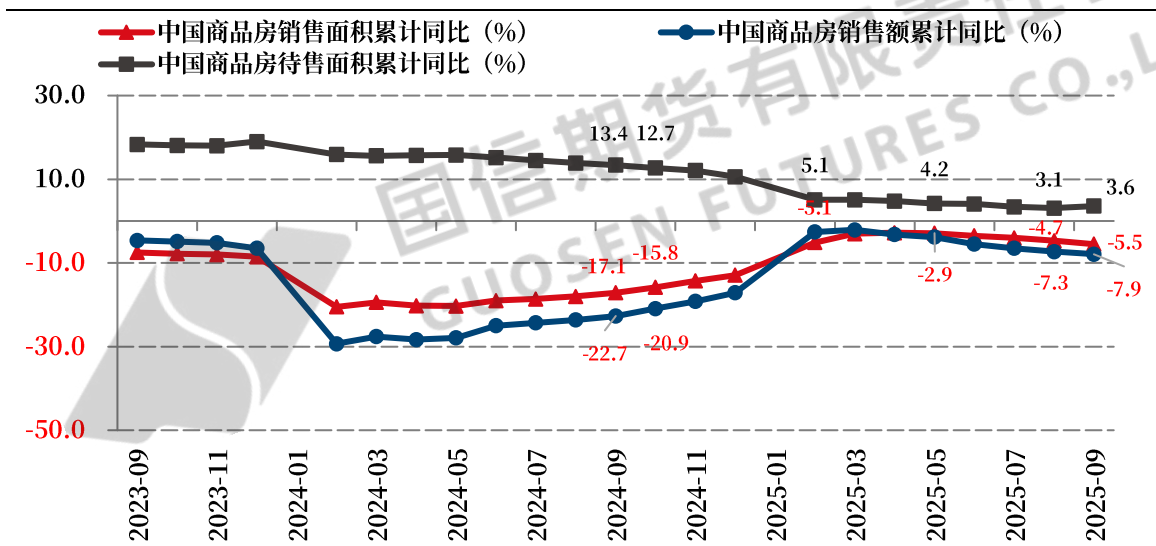


图 6：房地产施工、新开工和竣工



数据来源：Wind 国信期货

图 7：商品房销售面积、销售金额、待售面积



数据来源：Wind 国信期货

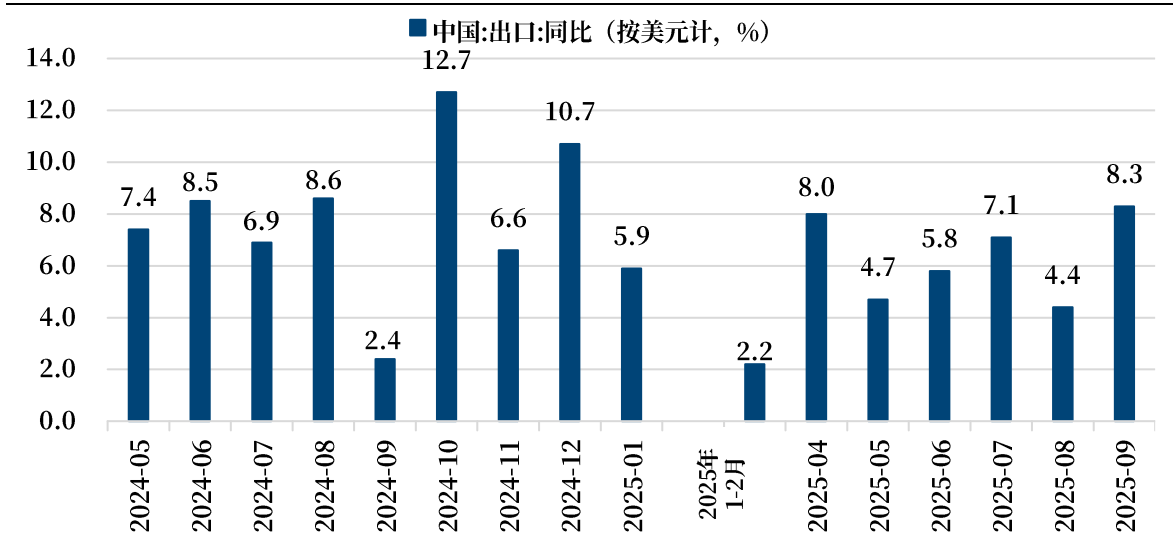
（五）进出口

9月出口大幅增长、维持高规模。按美元计，2025年9月全国进出口总值5666.8亿美元，同比增长7.9%；出口3285.7亿美元，同比增长8.3%；进口2381.2亿美元，同比增长7.4%；贸易顺差904.5亿美元。同时，1-9月出口总值2.78万亿美元，累计同比增长6.1%。

总量上，9月出口增速好于预期、与去年基数较低有一定关联，同时出口延续维持较高规模。从1-9月出口累计来看，累计增幅为6.1%，增幅较去年同期扩大1.6个百分点，较今年1-8月扩大0.2个百分点，总体稳健。



图 8：出口



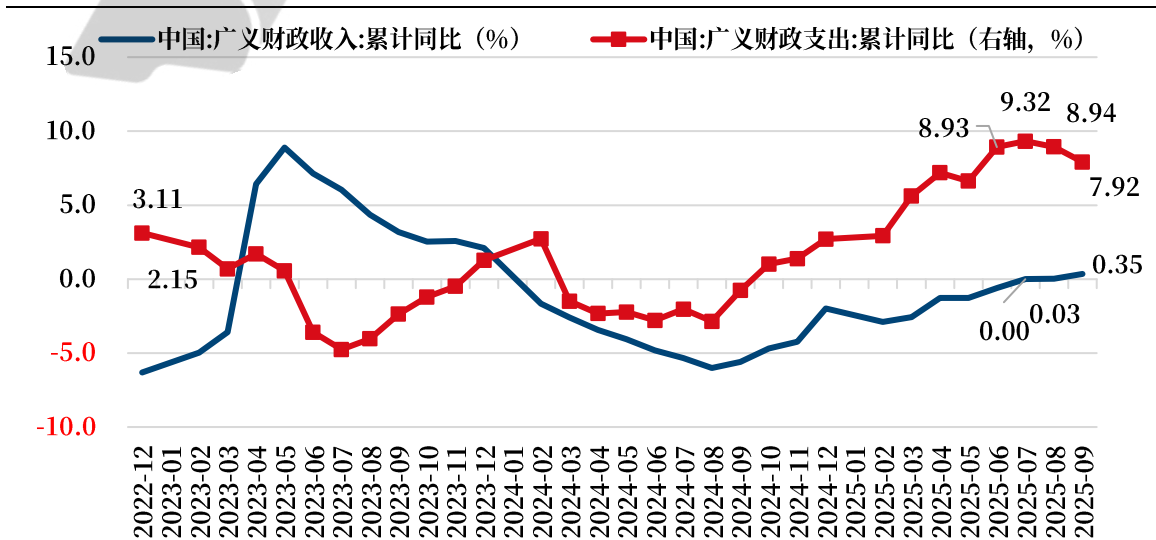
数据来源：Wind 国信期货

四、我国宏观核心指标

(一) 财政收支

1-9 月广义财政支出增速相对收窄，政府债券发行进入尾声，财政支出的边际作用相对降低。1-9 月，全国一般公共预算收入 16.39 万亿元、同比增长 0.5%，全国一般公共预算支出 20.81 万亿元、同比上涨 3.1%；全国政府性基金收入 3.07 万亿元、同比下降 0.5%，全国政府性基金支出 7.49 万亿元、同比上涨 23.90%；其中，国有土地使用权出让收入 2.23 万亿元、同比下降 4.2%。

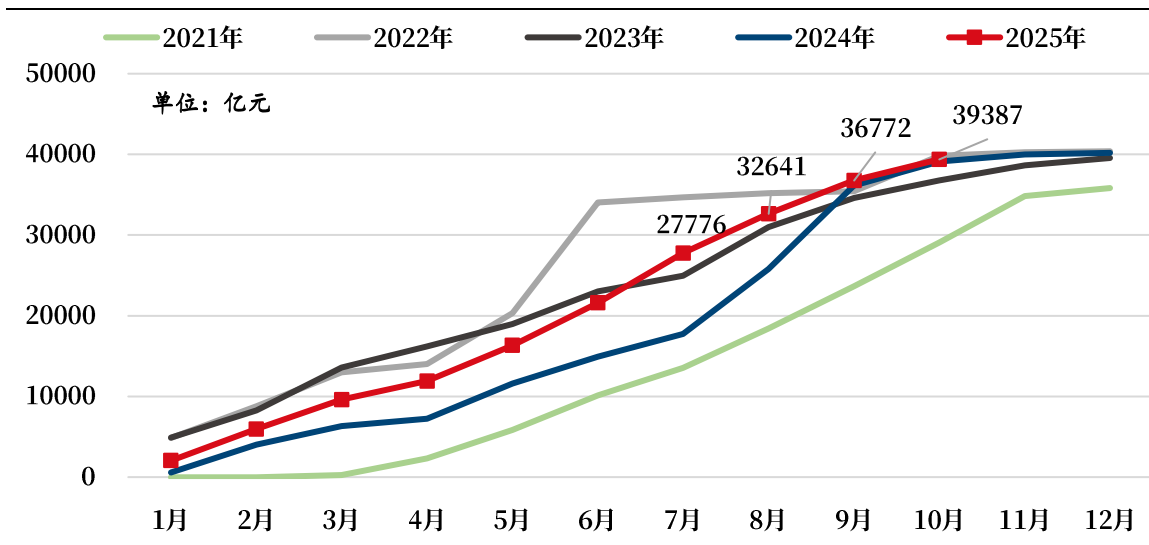
图 9：广义财政收支



数据来源：Wind 国信期货



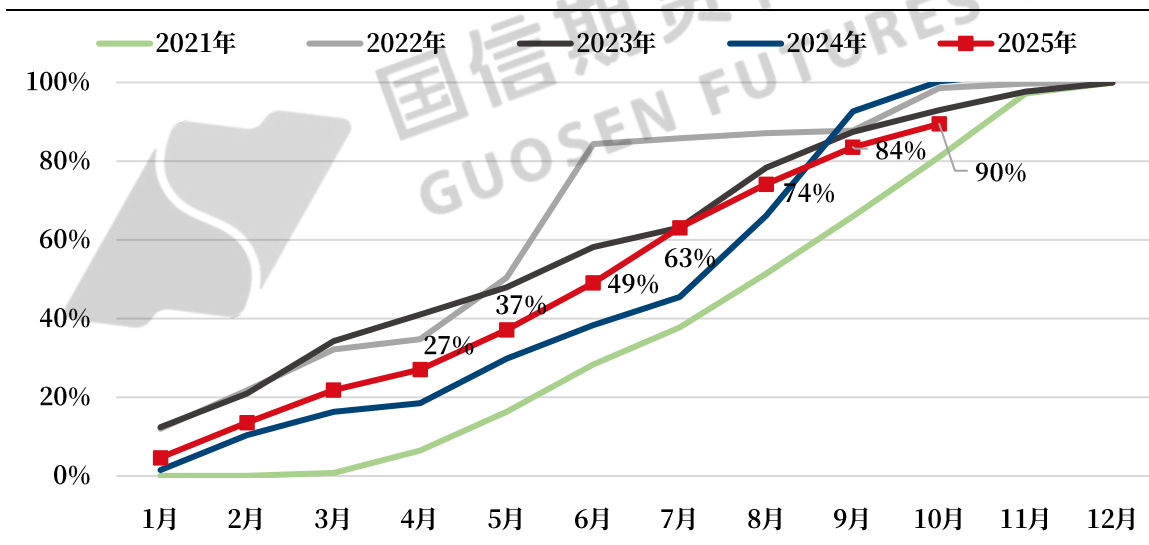
图 10：地方政府新增专项债发行规模（截至 10 月 24 日）



数据来源：Wind 国信期货

广义财政收支。根据以上数据进行合并计算，1-9 月，广义财政收入 19.46 万亿元、同比增长 0.35%，较 1-8 月扩大 0.32 个百分点；1-9 月，广义财政支出 28.30 万亿元、同比增长 7.92%，增幅较 1-8 月收窄 1.02 个百分点。1-9 月，广义财政支出增速相对回落。

图 11：地方政府新增专项债发行进度（截至 10 月 24 日）



数据来源：Wind 国信期货

政府债券发行方面。截至 10 月 24 日，地方政府新增专项债发行延续提速。(1) 地方政府新增专项债，2025 年 1-10 月已经发行 3.94 万亿元, 剩余 4613 亿元, 发行进度 90%, 该进度慢于 2024 年 1-10 月的 100%，慢于 2023 年 1-10 月的 93%。(2) 超长期特别国债，在今年 4-9 月共发行 13000 亿元，发行完毕。(3) 注资特别国债，今年 4 月和 5 月合计发行 5000 亿元，发行完毕。

政策适时加力。(1) **地方政府债务结存限额 5000 亿元。**10 月 17 日，财政部预算司一级巡视员、政府债务研究和评估中心主任李大伟在新闻发布会上表示，近期，为贯彻落实党中央国务院决策部署，结合当前财政经济运行情况，中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方。与去年相比，此次安



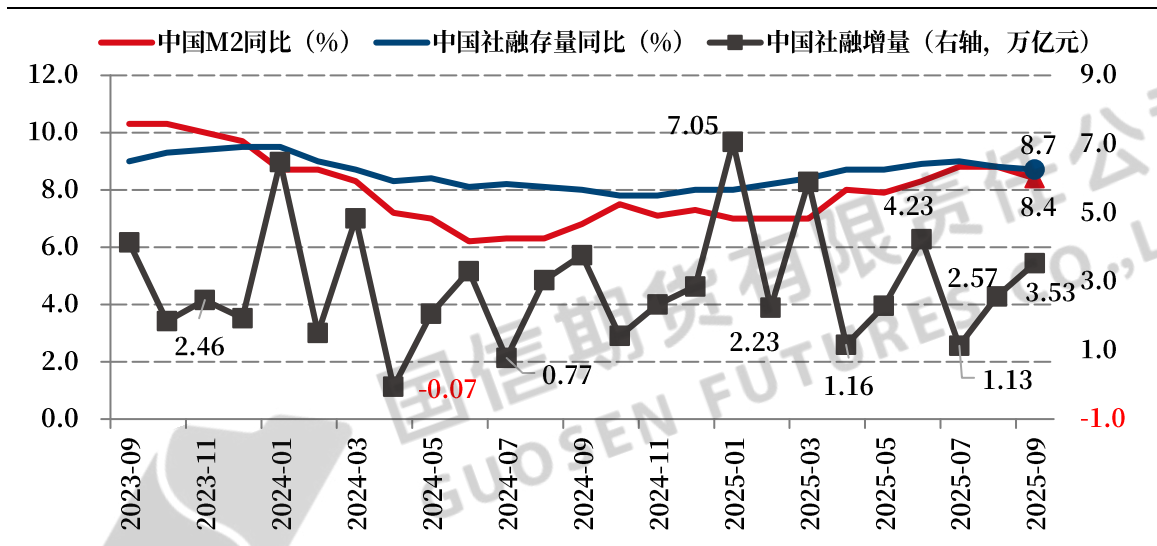
排结存限额有两方面特点：一是力度有增加，总规模较上年增加 1000 亿元；二是范围有拓展，今年的 5000 亿元除用于补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务，消化政府拖欠企业账款外，还安排额度用于经济大省符合条件的项目建设，精准支持扩大有效投资，更好发挥经济大省挑大梁的作用。

(2) 新型政策性金融工具 5000 亿元。9 月 29 日，国家发展改革委政策研究室副主任、委新闻发言人李超在新闻发布会上表示，新型政策性金融工具规模共 5000 亿元，全部用于补充项目资本金。

(二) 货币供给

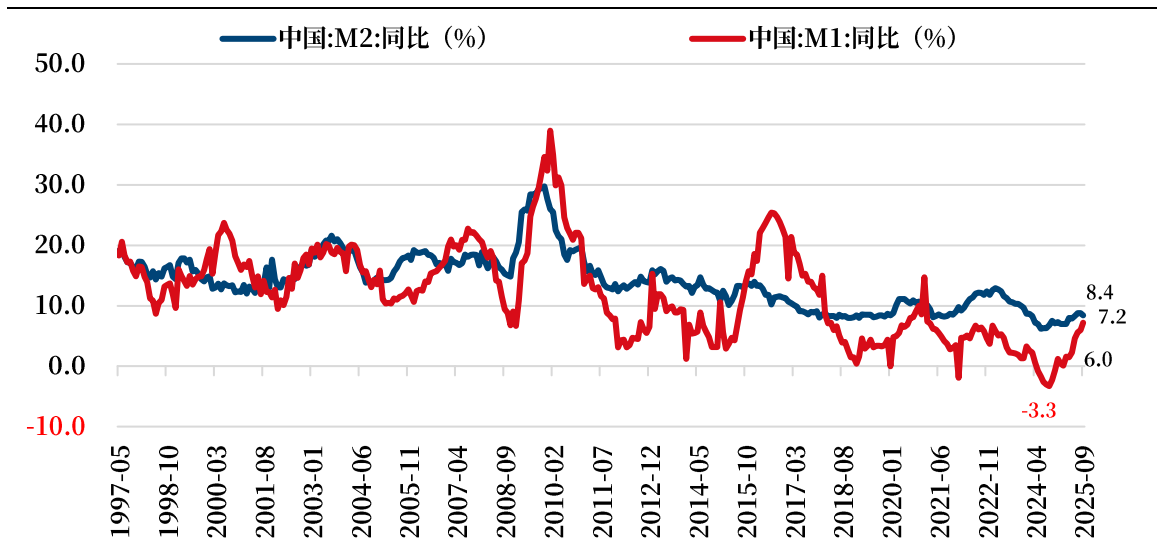
9 月货币供给结构性矛盾延续改善、货币供给总量维持相对较好增速。9 月末，广义货币（M2）同比增长 8.4%；狭义货币（M1）同比增长 7.2%；流通中货币（M0）同比增长 11.5%。9 月末，社会融资规模存量（简称“社融存量”）同比增长 8.7%；9 月社会融资规模增量（简称“社融增量”）为 3.53 万亿元。2025 年前三季度社融增量累计为 30.09 万亿元，比上年同期多 4.42 万亿元。

图 12：社融和 M2



数据来源：Wind 国信期货

图 13：M1 和 M2



数据来源：Wind 国信期货



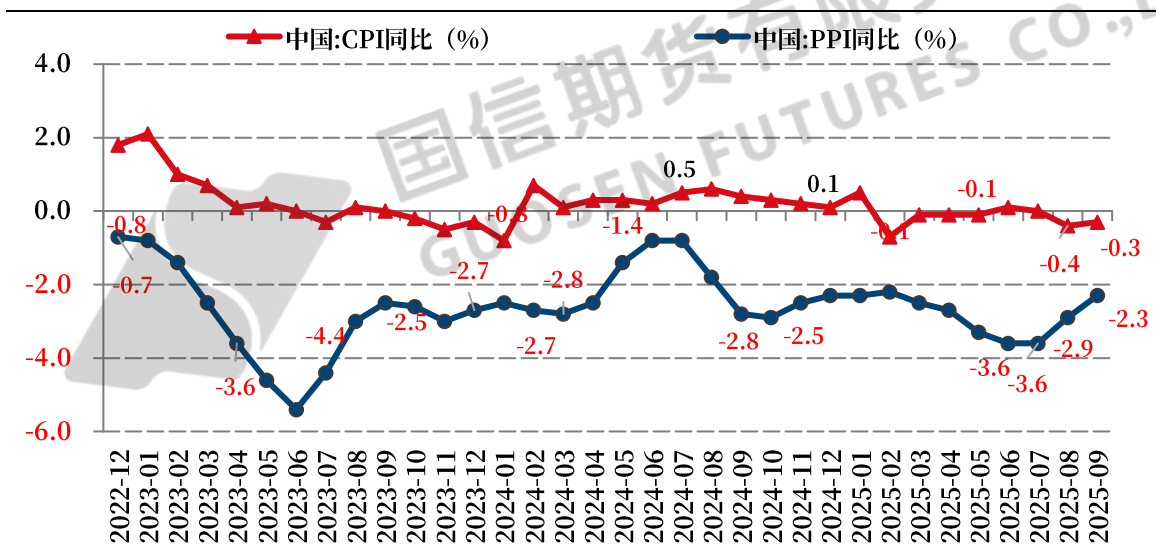
(1) 货币供给存量方面，9月M2同比增速较8月收窄0.4个百分点，9月社融存量同比增速较8月收窄0.1个百分点，总体维持相对较好增速。(2) 结构性方面，9月M1同比增速为7.2%，较8月扩大1.2个百分点，为2021年3月以来的最高增速，有助于物价水平的相对回升。(3) 社融增量方面，9月社融增量突破3万亿元，与去年同期基本持平；其中，今年9月人民币贷款新增1.61万亿元；政府债券发行延续稳定，为新增1.19万亿元。(4) 金融机构新增人民币贷款方面，今年9月录得新增1.29万亿元，较去年同期少增3000亿元，相对不佳、总体维持较高规模。其中，9月居民户新增人民币贷款录得3890亿元，较去年同期少增1110亿元；9月实体企业新增人民币贷款录得1.22万亿元，较去年同期少增2700亿元。

(三) 物价水平

9月物价水平结构性好转，CPI同比跌幅略有收窄，PPI同比跌幅连续2个月收窄。9月全国居民消费价格指数(CPI)同比下降0.3%，跌幅较8月收窄0.1个百分点；9月工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降2.3%，跌幅较8月收窄0.6个百分点。

CPI同比中，鲜菜价格下降13.7%，影响CPI下降约0.35个百分点；猪肉价格下降17.0%，影响CPI下降约0.26个百分点；鲜菜和猪肉价格向下拉动作用仍然较大。9月PPI同比中，生产资料价格下降2.4%，影响PPI下降约1.8个百分点，向下拉动作用较8月收窄0.6个百分点。此外，PPI中，9月耐用消费品价格同比下跌3.9%，跌幅仍然较大。

图 14：物价水平



数据来源：Wind 国信期货

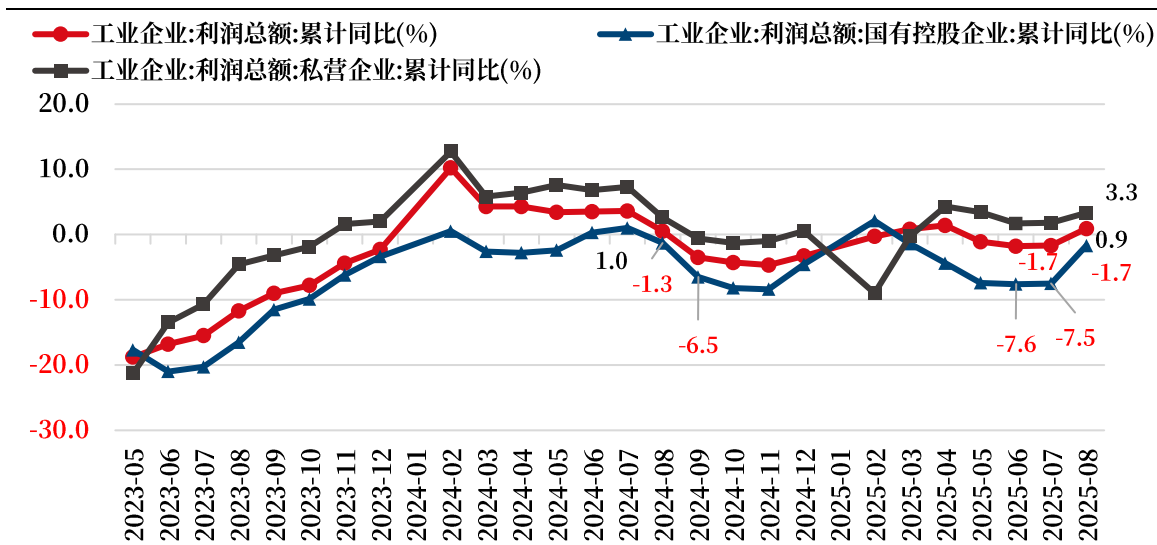
(四) 企业利润和库存

1-8月，规上工业企业利润同比转正，与去年同期低基数有一定关联；企业库存延续相对低位。1-8月全国规模以上工业企业（简称“规上工业企业”）实现利润总额4.69万亿元，同比增长0.9%，由跌转涨，较1-7月回升2.6个百分点。8月末，规上工业企业产成品存货（即库存），同比上涨2.3%，涨幅较7月末收窄0.1个百分点。

分企业类型来看，私营企业利润增速相对回升至增长3.3%，国有控股企业利润同比跌幅大幅收窄至下跌1.7%。分行业来看，制造业增速显著回升、录得增长7.4%，采矿业跌幅仍然较大、录得下跌30.6%，公用事业增速大幅回升、录得上涨9.4%。

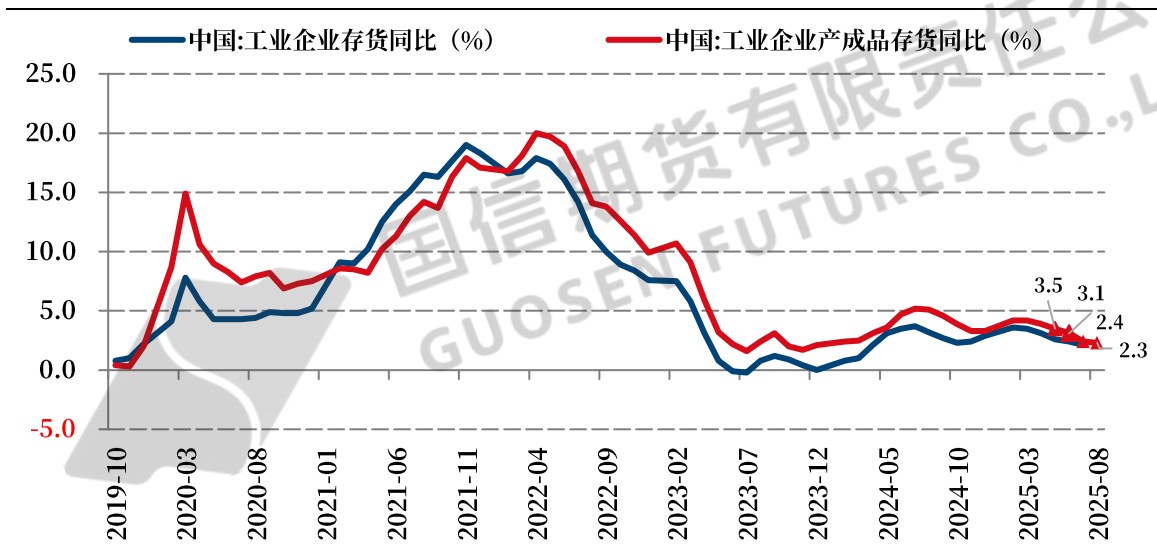


图 15：规上工业企业利润



数据来源：Wind 国信期货

图 16：规上工业企业库存



数据来源：Wind 国信期货

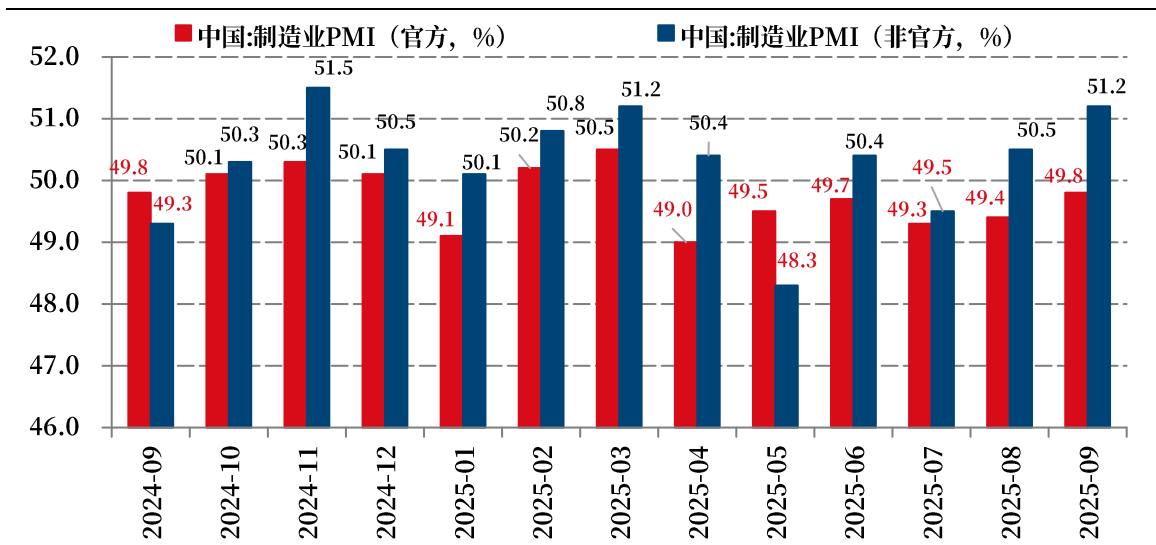
(五) 制造业景气度

9 月官方制造业 PMI 略有回升。9 官方制造业 PMI 为 49.8%，较 8 月的 49.4% 回升 0.4 个百分点，延续小幅回升态势，但是，已经连续 6 个月处于收缩区间。从官方制造业 PMI 分类指数来看，9 月，生产指数为 51.9%，新订单指数为 49.7%（新出口订单指数为 47.8%），原材料库存指数为 48.5%，从业人员指数为 48.5%，供应商配送时间指数为 50.8%。从非制造业商务活动指数来看，9 月为 50.0%，较 8 月的 50.3% 回落 0.3 个百分点，非制造业景气度相对回落。

9 月，生产指数表现较好，供应商配送时间指数相对稳健，新订单、原材料库存以及从业人员指数总体不佳。此外，新出口订单指数延续小幅回升，总体仍处于收缩区间。



图 17：制造业景气度



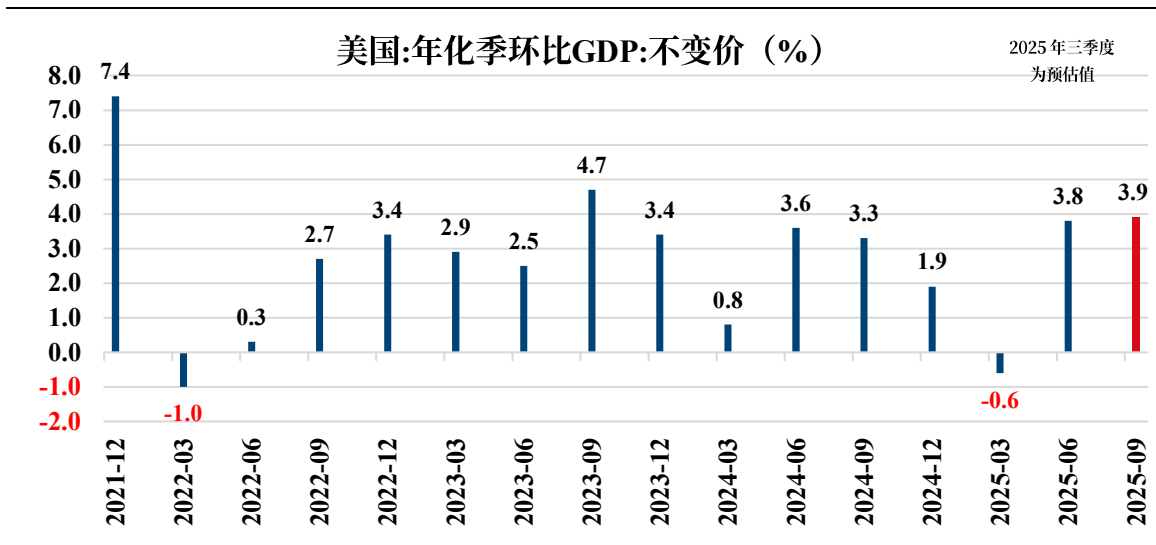
数据来源：Wind 国信期货

五、人民币汇率

(一) 美联储大概率延续降息，美元指数或震荡偏弱

美国物价暂未上行，劳动力市场存在衰退风险。(1) **GDP 相对稳健**。根据美国亚特兰大联储 GDPnow 模型 10 月 17 日的预估，美国三季度实际 GDP 年化季环比或为 3.9%，总体相对稳健。(2) **物价水平支持渐进降息**。根据美国劳工部的数据，美国 9 月 CPI 同比 3.0%、预期 3.1%、前值 2.9%；美国 9 月核心 CPI 同比 3.0%、预期 3.1%、前值 3.1%。美国 9 月 CPI 同比暂未显著上行，总体维持相对低位，为美联储 10 月降息扫除了障碍。(3) **劳动力市场支持降息**。根据美国 ADP 研究所的数据，美国 9 月 ADP 就业人数萎缩 3.2 万人、预期 5.1 万人、前值由 5.4 万人修正为萎缩 0.3 万人。美国 9 月 ADP 就业人数录得萎缩，表现较差，且前值由新增修正为萎缩，美国劳动力市场衰退风险进一步增加。考虑到 9 月非农就业数据暂未发布，市场对 ADP 就业数据的依赖性相对提高，增加了美联储货币政策后期将延续宽松的预期。

图 18：美国 GDP（2025 年 10 月 17 日）

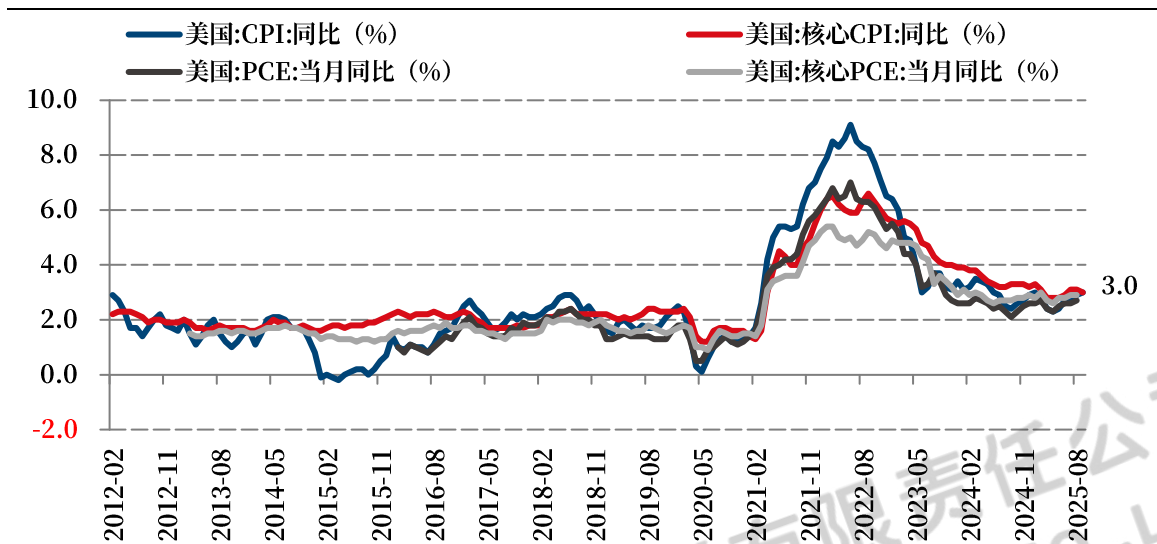


数据来源：Wind 国信期货



美联储计划停止“缩表”。根据美联储10月14日的消息，美联储主席鲍威尔发言表示，美国劳动力市场存在下行风险；并且在未来几个月，可能会停止“缩表”。美联储主席再次提示美国劳动力市场风险，进一步增加了美联储10月底降息的可能。关于未来停止“缩表”的表述，为美联储中长期货币政策安排，即数量型货币政策由相对紧缩转为相对中性，在此基础上，价格型货币政策的降息操作则相对灵活，中长期或以渐进式降息操作为主。

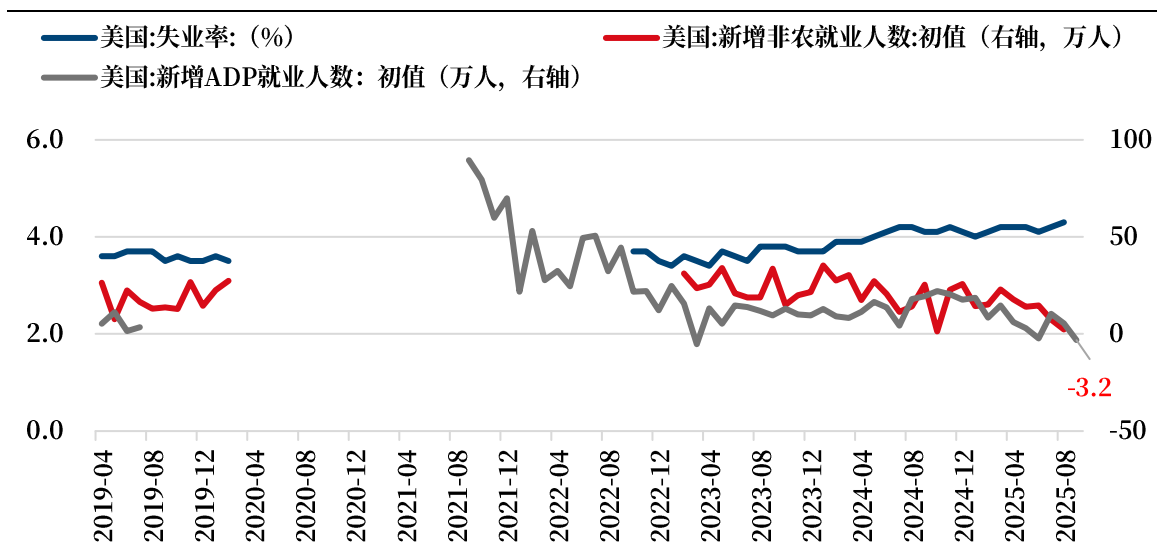
图 19：美国物价水平



数据来源：Wind 国信期货

后期展望。（1）近期，美元指数探底回升，相对偏强，主要与欧元、日元等非美货币相对偏弱有关。10 月 9 日，美元指数最高录得 99.5651，为 8 月初以来的高点。（2）预计美联储 10 月 30 日将延续小幅降息 25 个基点。根据 CME 美元利率期货显示，截至北京时间 10 月 26 日，市场预计美联储 10 月 30 日降息 25 个基点的概率为 98.3%；12 月 11 日再降息 25 个基点的概率为 91.1%，联邦基金目标利率上限或降至 3.75%。（3）因此，总体来说美联储大概率延续降息，后期美元指数或相对偏弱，下方 95 仍有一定支撑。

图 20：美国劳动力市场



数据来源：Wind 国信期货



图 21：美元指数



数据来源：Wind 国信期货

（二）人民币或震荡偏强，年内仍有望挑战 7.0

人行年内降息降准仍有空间，幅度或相对不大。上半年，人行降准降息均已落地，且供给总量和结构性矛盾均有所改善。其中，9 月 M1 同比增速为 7.2%，较 8 月扩大 1.2 个百分点，为 2021 年 3 月以来的最高增速，有助于物价水平的相对回升。随着美联储降息落地，人行降息降准或在四季度择机落地，但是，幅度相对不大。预计，人行年内仍有 0.1 个百分点的降息空间，有 0.25 个百分点的降准空间。并且，降准操作将与买断式逆回购以及 MLF 操作相对配合。

图 22：人民币汇率



数据来源：Wind 国信期货

10 月基础货币投放仍然为今年 2 月以来新高。(1) MLF。10 月 27 日，中国人民银行将开展 9000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。考虑到 10 月有 7000 亿元 MLF 到期，因此，10 月 MLF 净投放量为 2000 亿元。(2) 买断式逆回购。10 月 9 日和 10 月 15 日，中国人民银行分别开展 11000 亿元和 6000 亿元买断式逆回购操作，因此，10 月合计开展了 17000 亿元买断式逆回购操作。考虑到 10 月有 13000 亿元买断式逆回购到期，



因此，10月买断式逆回购净投放量为4000亿元，净投放量为今年3月以来的单月最高。**(3) 基础货币投放。**以上2种工具10月净投放量为6000亿元，净投放量与8月和9月持平，净投放量仍然为今年2月以来的新高，基础货币投放仍然宽松。

后期展望。(1) 近期，人民币震荡偏弱，或与其他非美货币（如欧元、日元）相对走弱有关。(2) 10月14日，在岸美元兑人民币最高触及7.1433。此后，人民币相对走强，围绕7.12上下震荡运行。(3) 考虑到美联储10月大概率延续降息，叠加近期A股震荡回升、人民币资产受到关注，且中美关税政策相对乐观，人民币或震荡偏强，在岸美元兑人民币近期或挑战7.10，年内仍有望挑战7.0。

六、总结

中美马来西亚吉隆坡经贸会谈形成初步共识，总体相对乐观。根据新华社10月26日的报道，中国商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢26日说，双方的讨论包括众多的议题，比如双方各有关关注的出口管制议题，对等关税进一步延长暂停期问题，芬太尼关税和芬太尼禁毒合作问题，进一步扩大贸易问题，美方301船舶收费相关措施问题等等，中美双方就此进行了建设性的探讨，美方表达立场是强硬的，中方维护利益是坚定的。经过一天多的非常紧张的讨论，中美双方就上述这些议题建设性地探讨了一些妥善处理双方关注的方案，形成了初步共识。下一步各自将会履行内部报批程序。

前三季度GDP高于全年目标，三季度相对回调。2025年前三季度，GDP同比增长5.2%。分季度看，一季度GDP同比增长5.4%，二季度增长5.2%，三季度增长4.8%。9月规上工业增加值相对回升，同比增长6.5%；9月社零增幅延续收窄，同比增长3.0%；9月出口同比增长8.3%，表现较好。1-9月固投同比下降0.5%，增速由正转负；其中，民间固定资产投资同比下降3.1%，跌幅延续扩大。

广义财政支出增速相对收窄，货币供给结构性矛盾延续改善。财政收支方面，1-9月广义财政支出增速相对收窄、同比增长7.92%，政府债券发行进入尾声，财政支出的边际作用相对降低。货币供给方面，9月货币供给结构性矛盾延续改善、货币供给总量维持相对较好增速，M1同比增长7.2%。物价水平方面，9月物价水平结构性好转，CPI同比跌幅略有收窄、同比下降0.3%，PPI同比跌幅连续2个月收窄、同比下降2.3%。企业利润和库存方面，1-8月，规上工业企业利润同比转正、增长0.9%，与去年同期低基数有一定关联；企业库存延续相对低位、同比上涨2.3%。制造业景气度方面，9月官方制造业PMI略有回升、录得49.8%，非官方制造业PMI录得51.2%；9月，生产指数表现较好，供应商配送时间指数相对稳健，新订单、原材料库存以及从业人员指数总体不佳。此外，新出口订单指数延续小幅回升，总体仍处于收缩区间。

美联储大概率延续降息，美元指数或震荡偏弱。(1) GDP相对稳健。根据美国亚特兰大联储GDPnow模型10月17日的预估，美国三季度实际GDP年化季环比或为3.9%，总体相对稳健。(2) 物价水平支持渐进降息。根据美国劳工部的数据，美国9月CPI同比3.0%、预期3.1%、前值2.9%；美国9月核心CPI同比3.0%、预期3.1%、前值3.1%。(3) 劳动力市场支持降息。根据美国ADP研究所的数据，美国9月ADP就业人数萎缩3.2万人、预期5.1万人、前值由5.4万人修正为萎缩0.3万人。美国9月ADP就业人数录得萎缩，表现较差，且前值由新增修正为萎缩，美国劳动力市场衰退风险进一步增加。(4) 预计美联储10月30日将延续小幅降息25个基点。根据CME美元利率期货显示，截至北京时间10月26日，市场预计美联储10月30日降息25个基点的概率为98.3%；12月11日再降息25个基点的概率为91.1%，联邦基金目标利率上限或降至3.75%。(5) 因此，总体来说美联储大概率延续降息，后期美元指数或相对偏弱，下方95仍有一定支撑。

人民币或震荡偏强，年内仍有望挑战7.0。(1) 近期，人民币震荡偏弱，或与其他非美货币（如欧元、



日元)相对走弱有关。(2) 10月14日,在岸美元兑人民币最高触及7.1433。此后,人民币相对走强,围绕7.12上下震荡运行。(3)随着美联储降息落地,人行降息降准或在四季度择机落地,但是,幅度相对不大。预计,人行年内仍有0.1个百分点的降息空间,有0.25个百分点的降准空间。并且,降准操作将与买断式逆回购以及MLF操作相对配合。(4)考虑到美联储10月大概率延续降息,叠加近期A股震荡回升、人民币资产受到关注,且中美关税政策相对乐观,人民币或震荡偏强,在岸美元兑人民币近期或挑战7.10,年内仍有望挑战7.0。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布,需注明出处为国信期货,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货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。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料,国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正,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。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断,仅供阅读者参考,不能作为投资研究决策的依据,不得被视为任何业务的邀约邀请或推介,也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议,也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果,均不可归因于本研究报告,均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。