

宏观

中美会谈进展带动风险偏好上扬

2025 年 10 月 27 日

宏观周报（10 月第 4 周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@cscs.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) **权益：上周市场缩量上涨。**①市场方面，四中全会重要会议落地，科技等产业主线带动市场情绪，叠加中美会谈出现进展，市场情绪有所上扬。②基本面方面，三季度实际 GDP 同比增速为 4.8%，符合市场预期，名义 GDP 当季同比增速为 3.73%，实际-名义增速缺口从二季度 1.26 个百分点收窄至 1.07 个百分点，三季度产能利用率较二季度上行 0.6 个百分点至 74.6%，反映“反内卷”取得一定进展，价格拖累收窄。9 月边际数据上，生产端工增在 9 月秋季旺季影响下同比回升 6.5%，显著超预期，但消费、投资需求端继续减速，实际增长压力仍然较大。③中美关系方面，中美会谈出现进展，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。10 月 30 日至 11 月 1 日 APEC 第三十二次领导人非正式会议召开，市场对 APEC 会议期间中美元首会晤仍存预期。
- 2) **固收：上周收益率震荡上行。**①上周催化方面，中美关系趋向缓和，9 月底至 10 月初债市所交易的中美经贸关系恶化、降息预期有所回落，叠加股市情绪有所修复，债市重回震荡格局。②后期来看，中方何立峰总理与美方贝森特将在马来西亚会晤，两国元首 APEC 会议见面仍有预期，短期内中美关系大概率向积极方向演绎，且 5000 亿政策性金融工具以及 5000 亿地方债务结存限额或维稳固定资产投资增速，对四季度经济起到托底作用，基本面快速恶化可能性较小，货币政策不急于宽松，整体限制收益率下行空间，但短期风险偏好再次大幅回升的概率也不大，债市或重回震荡格局。
- 3) **海外：美股上涨、美债利率基本持平、美元指数下行、人民币升值、黄金下跌、油价上涨。**①中美贸易形势出现进展，市场情绪继续修复。美国 9 月 CPI 同比上涨 3%，低于市场预期，市场已经完全消化美联储年内剩余时间两次降息 25 个基点的预期。②美方表示预计将大幅加强对俄罗斯的制裁，同时美国上周 EIA 原油库存减少 96.1 万桶，供需两端利好推动油价上涨。另外欧盟轮值主席宣布欧盟各成员国已批准对俄罗斯实施第 19 轮制裁，黄金大幅回调后止跌。
- 4) **风险提示：**基本面超预期弱化、中美贸易形势超预期恶化。

正文目录

一、 市场宏观变量回顾 3

二、 上周宏观事件分析 4

 2.1 三季度经济数据符合预期，边际需求压力加大..... 4

三、 当周关注 7

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 工业增加值季调环比多年对比..... 5

Figure 3 固定资产投资增速变动 (%) 5

Figure 4 房地产相关增速变动 (%) 5

Figure 5 社零季调环比多年对比..... 6

Figure 6 社零总量及分项增速变动 (%) 6

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	宏观变量点评
权益	上周市场缩量上涨，周均成交额 17973 亿元，环比缩量 3955 亿元。上证指数 2.88%，深证成指 4.73%，创业板指 8.05%，万得全 A 3.47%；沪深 300 3.24%，小市值指数 4.16%；恒生指数 3.62%，恒生科技指数 5.20%。板块上，通信、电子、电力设备表现靠前，农林牧渔、食品饮料、美容护理表现靠后。风格上，成长好于价值、大盘好于小盘。	1) 市场方面，四中全会重要会议落地，科技等产业主线带动市场情绪，叠加中美会谈出现进展，市场情绪有所上扬。2) 基本面方面，三季度实际 GDP 同比增速为 4.8%，符合市场预期，名义 GDP 当季同比增速为 3.73%，实际-名义增速缺口从二季度 1.26 个百分点收窄至 1.07 个百分点，三季度产能利用率较二季度上行 0.6 个点至 74.6%，反映“反内卷”取得一定进展，价格拖累收窄。9 月边际数据上，生产端工增在 9 月秋季旺季影响下同比回升 6.5%，显著超预期，但消费、投资需求端继续减速，实际增长压力仍然较大。3) 中美关系方面，中美会谈出现进展，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。10 月 30 日至 11 月 1 日 APEC 第三十二次领导人非正式会议召开，市场对 APEC 会议期间中美元首会晤仍存预期。
固收	上周债市先跌后涨后延续下跌，全周下跌。全周 T2512 下跌 0.24%，TL2512 下跌 0.62%，TF2512 下跌 0.15%。现券来看，10 年国债活跃券上行 2.4bp，30 年国债活跃券上行 1.25bp，10 年国开上行 1.3bp，5 年国开上行 0.45bp，3 年国开上行 0.75bp，1 年国开上行 1.75bp。上周央行逆回购累计投放 8672 亿元，同期有 7891 亿元逆回购到期，实现净投放 781 亿元，资金面整体保持平稳。本周公开市场将有 8672 亿元逆回购到期及 5000 亿元 182 天期买断式逆回购到期，但央行将于 10 月 27 日开展 9000 亿元 1 年期中期借贷便利（MLF）操作，实现净投放 2000 亿元，预计资金面维持宽裕。	1) 上周催化方面，中美关系趋向缓和，9 月底至 10 月初债市所交易的中美经贸关系恶化、降息预期有所回落，叠加股市情绪有所修复，债市重回震荡格局。2) 后期来看，中方何立峰总理与美方贝森特将在马来西亚会晤，两国元首 APEC 会议见面仍有预期，短期内中美关系大概率向积极方向演绎，且 5000 亿政策性金融工具以及 5000 亿地方债务结存限额或维稳固定资产投资增速，对四季度经济起到托底作用，基本面快速恶化可能性较小，货币政策不急于宽松，整体限制收益率下行空间，但短期风险偏好再次大幅回升的概率也不大，债市或重回震荡格局。
海外及其他	上周道指涨 2.20%，标普 500 指数涨 1.92%，纳指涨 2.31%。美债方面，10 年美债收益率保持 4.01%，2 年期美债收益率上行 2bp 至 3.49%。汇率方面，美元指数周跌 0.38%报 98.9417，离岸人民币兑美元升值 7 个基点报 7.1262。大宗方面，NYMEX 原油涨 7.51%，COMEX 黄金期货跌 2.05%。	1) 中美贸易形势出现进展，市场情绪继续修复。美国 9 月 CPI 同比上涨 3%，低于市场预期，市场已经完全消化美联储年内剩余时间两次降息 25 个基点的预期。2) 美方表示预计将大幅加强对俄罗斯的制裁，同时美国上周 EIA 原油库存减少 96.1 万桶，供需两端利好推动油价上涨。另外欧盟轮值主席宣布欧盟各成员国已批准对俄罗斯实施第 19 轮制裁，黄金大幅回调后止跌。

资料来源：wind、世纪证券研究所

请务必阅读文末重要声明及免责条款

市场有风险 入市需谨慎

二、上周宏观事件分析

2.1 三季度经济数据符合预期，边际需求压力加大

事件：

2025 年三季度 GDP 同比 4.8%、预期 4.8%、前值 5.2%。

9 月，工业增加值当月同比 6.5%、预期 5.2%、前值 5.2%；

社零当月同比 3%、预期 3.1%、前值 3.4%；

固定资产投资累计同比-0.5%、预期 0%、前值 0.5%；房地产开发投资累计同比-13.9%、预期-13.4%、前值-12.9%；新建商品房销售面积累计同比-5.5%、前值-4.7%。

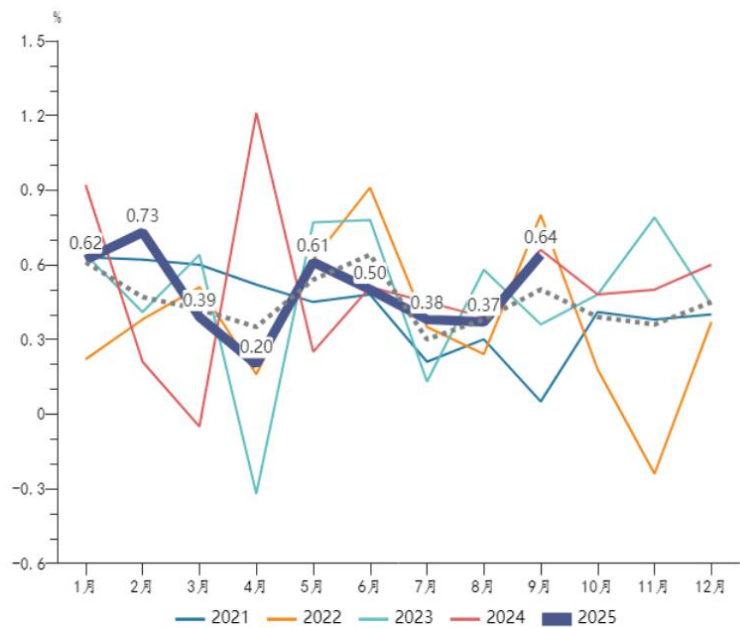
点评：

1) 从三季度 GDP 视角，三季度实际 GDP 同比增速为 4.8%，符合市场预期，名义 GDP 当季同比增速为 3.73%，实际-名义增速缺口从二季度 1.26 个百分点回落至 1.07 个百分点，反映价格拖累收窄。从三季度工业企业产能利用率来看，三季度产能利用率较二季度上行 0.6 个点至 74.6%，其中电气机械、汽车产能利用率环比上行明显，也反映“反内卷”的积极影响，但黑色、煤炭、非金属矿产能利用率率下滑，反映固定投资需求下滑的影响，名义增速回升的预期仍然受到实际增长的拖累。

从前三季度 GDP 推算，四季度 GDP 运行的压力线约在 4.6%左右，仍然具备一定的缓冲空间，近期财政 5000 亿新型政策性金融工具叠加 5000 亿地方债务结存限额下放，叠加后续提前批专项债的安排，对后续基建端以及部分制造业投资或将起到部分维稳作用，进一步政策加码空间相对有限。

2) 从 9 月边际数据来看，生产端工增在 9 月秋季旺季影响下同比回升 6.5%，显著超预期，但消费、投资需求端继续减速，社零增速受到两新退坡叠加地产下滑影响，而投资增速方面，制造业、地产、全口径基建单月降幅均有所扩大。整体而言，需求端除出口仍然表现出一定韧性外，整体压力加大，供需不平衡持续，随着后续四季度基数整体抬升，需求端同比回落压力加大。

Figure 2 工业增加值季调环比多年对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 固定资产投资增速变动 (%)

指标名称	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
固定资产投资:当月同比	-7.14	-7.07	-5.37	-0.15	2.74	3.54	4.30	4.10	2.11	2.29	3.40	3.40
固定资产投资:季调:环比	-0.07	-0.15	-0.64	-0.26	-0.10	-0.08	-0.55	-0.11	-0.18	-0.16	-0.49	0.80
基础设施建设:当月同比	-7.98	-6.43	-1.93	5.33	9.25	9.57	12.58	9.95	7.42	9.74	10.03	17.50
基础设施建设(不含电力):当月同比	-4.65	-5.85	-5.07	1.96	5.06	5.80	5.94	5.60	6.26	3.35	5.79	2.22
制造业投资:当月同比	-1.92	-1.30	-0.25	5.06	7.79	8.23	9.18	9.00	8.35	9.30	10.03	9.74

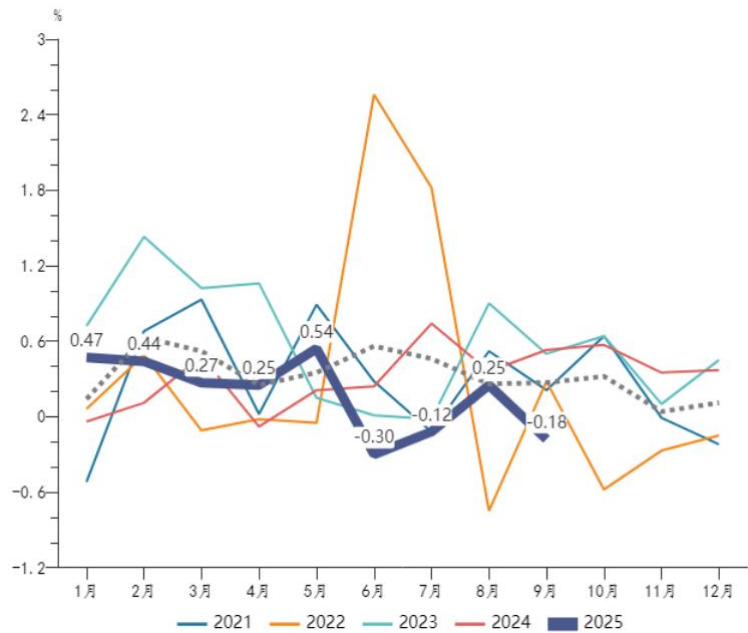
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 房地产相关增速变动 (%)

指标名称	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
房地产开发投资:当月同比	-21.27	-19.42	-17.03	-12.91	-11.97	-11.30	-10.02	-9.80	-13.63	-11.58	-12.32	-9.36
房屋新开工面积:当月同比	-14.39	-20.26	-15.40	-9.38	-19.23	-22.13	-18.16	-29.60	-23.00	-26.83	-26.69	-19.87
房屋竣工面积:当月同比	1.29	-21.44	-29.39	-1.79	-19.53	-27.91	-11.52	-15.60	-30.53	-38.78	-20.12	-31.43
房屋施工面积:累计同比	-9.40	-9.30	-9.20	-9.10	-9.20	-9.70	-9.50	-9.10	-12.70	-12.70	-12.40	-12.20
商品房销售面积:当月同比	-10.51	-10.57	-7.84	-5.45	-3.30	-2.11	-0.89	-5.10	-0.37	3.21	-1.62	-10.97
商品房销售额:当月同比	-11.81	-13.97	-14.11	-10.79	-6.02	-6.70	-1.61	-2.60	2.46	1.05	-1.08	-16.25

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 社零季调环比多年对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 社零总量及分项增速变动 (%)

消费	指标名称	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
总量	社零总额:当月同比	3.00	3.40	3.70	4.80	6.40	5.10	5.90	4.00	3.70	3.00	4.80	3.20
	社零总额:季调:环比	-0.18	0.25	-0.12	-0.30	0.54	0.25	0.27	0.44	0.37	0.35	0.57	0.53
必选	粮油、食品类	6.30	5.80	8.60	8.70	14.60	14.00	13.80	11.50	9.90	10.10	10.10	11.10
	饮料类	-0.80	2.80	2.70	-4.40	0.10	2.90	4.40	-2.60	-8.50	-4.30	-0.90	-0.70
	烟酒类	1.60	-2.30	2.70	-0.70	11.20	4.00	8.50	5.50	10.40	-3.10	-0.10	-0.70
	日用品类	6.80	7.70	8.20	7.80	8.00	7.60	8.80	5.70	6.30	1.30	8.50	3.00
	中西药品类	1.90	0.90	0.10	-0.70	0.30	2.60	1.40	2.50	-0.90	-2.70	1.40	5.40
可选	化妆品类	8.60	5.10	4.50	-2.30	4.40	7.20	1.10	4.40	0.80	-26.40	40.10	-4.50
	服装鞋帽针纺织品类	4.70	3.10	1.80	1.90	4.00	2.20	3.60	3.30	-0.30	-4.50	8.00	-0.40
	金银珠宝类	9.70	16.80	8.20	6.10	21.80	25.30	10.60	5.40	-1.00	-5.90	-2.70	-7.80
	体育、娱乐用品类	11.90	16.90	13.70	9.50	28.30	23.30	26.20	25.00	16.70	3.50	26.70	6.20
	文化办公用品类	6.20	14.20	13.80	24.40	30.50	33.50	21.50	21.80	9.10	-5.90	18.00	10.00
	通讯器材类	16.20	7.30	14.90	13.90	33.00	19.90	28.60	26.20	14.00	-7.70	14.40	12.30
地产相关	家具类	16.20	18.60	20.60	28.70	25.60	26.90	29.50	11.70	8.80	10.50	7.40	0.40
	家用电器和音像器材类	3.30	14.30	28.70	32.40	53.00	38.80	35.10	10.90	39.30	22.20	39.20	20.50
	建筑及装潢材料类	-0.10	-0.70	-0.50	1.00	5.80	9.70	-0.10	0.10	0.80	2.90	-5.80	-6.60
汽车	汽车类	1.60	0.80	-1.50	4.60	1.10	0.70	5.50	-4.40	0.50	6.60	3.70	0.40
石油	石油及制品类	-7.10	-8.00	-8.30	-7.30	-7.00	-5.70	-1.90	0.90	-2.80	-7.10	-6.60	-4.40
餐饮	餐饮	0.90	2.10	1.10	0.90	5.90	5.20	5.60	4.30	2.70	4.00	3.20	3.10

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

三、当周关注

日期	事件
10 月 27 日（周一）	09:30 中国 9 月工业企业利润:累计同比(%): 前值 0.90
10 月 30 日（周四）	02:00 美国 10 月美联储公布利率决议
10 月 31 日（周五）	09:30 中国 10 月官方制造业 PMI: 前值 49.80

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。