

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

重点关注四中全会及中美进展

报告日期：

2025 年 10 月 20 日

报告内容摘要：

◆国内：反内卷效果甚微，PPI 和 M1 同比增速回升均与基数低有关，重点看 10 月经济数据表现。9 月出口维持韧性，展望四季度，伴随着基数的升高，即使出口韧性仍存，出口增速也将明显下行。从高频数据来看，本身 10 月出口量可能也相对 9 月有所下滑。当前新型政策性金融工具陆续投放，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。四季度经济环比增速将有明显回升。

◆下周备受关注的四中全会将召开，我们预期会议重点将聚焦在新兴科技领域，供应链安全，解决“卡脖子”问题，全国统一大市场建设，经济结构转型（从投资向消费的平衡），财政体制改革等问题。重点关注闭幕当天发布的四中全会《公报》。此外我们还要关注之后发布的“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》的说明会提供进一步说明。

◆本周中美交锋仍在持续。10 月底 11 月初是至关重要的节点，中美领导原本预期在 10 月 31 日-11 月 1 日的 APEC 峰会期间（或之前）见面，11 月 1 日又是美国开始征收 100%关税的开始日。12 月 1 日我国开始实施新的稀土出口管制措施。假如两国元首未能在 10 月底 11 月初会面，100%关税开始加征，预计将对市场形成进一步打击。之后则关注 12 月 1 日这个节点。整体来看，我们认为尽管两国的摩擦是长期的，但短期双方均想要通过升级来提高谈判筹码，本意并不是脱钩。

◆房地产高频跟踪：30 大中城市新房销售面积季节性回升，但整体远低于过往季节性水平。分能级来看，一线城市较为疲弱，二线城市与去年基本持平，三线城市高于 2023 年水平。二手房方面，截至 10 月 6 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：本周债市总体呈现震荡态势。中美间来回交锋，市场避险情绪有所升温，股市回落，债市迎来回血期。展望后市，尽管我们预期贸易战迎来的调整不深，但只要股市投资机会减少，对债市就是利好，预计整体震荡偏强。当前基本面上，流动性保持充裕，资金利率较低，经济基本面维持疲软状态，最大的风险可能仍在于股市表现。

◆风险提示：中美摩擦升级超预期、国内经济超预期走强

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

目录

一、 下周重点关注四中全会及中美进展	3
(一) 反内卷效果甚微，国内经济依然低迷	3
(二) 十五五规划、中美关系	5
二、 房地产市场跟踪——新房销售远低于季节性	5
三、 国债：继续偏强运行	7

表目录

表 1: PPI 连续两个月环比增速为 0	3
表 2: 国内社融及信贷表现	5

图目录

图 1: 去年 9 月出口基数较低 (%)	3
图 2: 10 月出口增速可能有所下滑 (%)	3
图 3: CPI 与 PPI (%)	4
图 4: 去年 9 月 PPI 基数较低 (%)	4
图 5: MI 同比增速继续走高 (%)	4
图 6: 30 城销售面积低于 2024 年同期趋势 (7DMA)	6
图 7: 一线城市销售面积低于历年水平 (7DMA)	6
图 8: 二线城市销售面积基本持平于去年同期 (7DMA)	6
图 9: 三线城市销售面积 gao 与 2023 年同期 (7DMA)	6
图 10: 二手房挂牌价指数继续下跌	6
图 11: 一线城市挂牌价持续走低	6
图 12: 二线城市挂牌价指数继续走低	7
图 13: 三线城市挂牌价指数下行速度加快	7
图 14: 资金利率保持低位 (%)	7
图 15: 同业存单发行利率下行 (%)	7
图 16: 国债利率继续下行	8

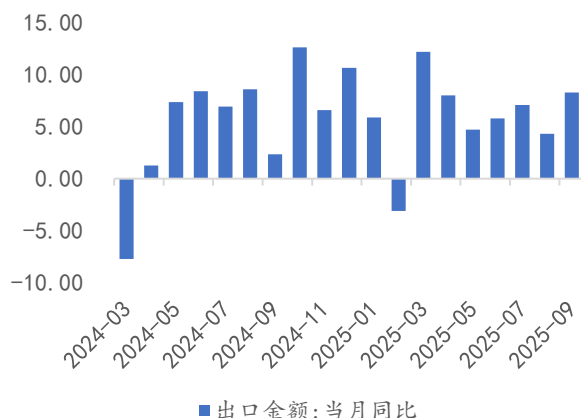
一、下周重点关注四中全会及中美进展

(一)反内卷效果甚微，国内经济依然低迷

9月出口同比增长8.3%，较8月回升4个百分点，说明出口并未开始下行，继续保持韧性。9月出口的高增一方面与基数有关，另一方面也与国内健全的工业体系，国内企业积极开拓非洲、一带一路等新的出口地需求有关。

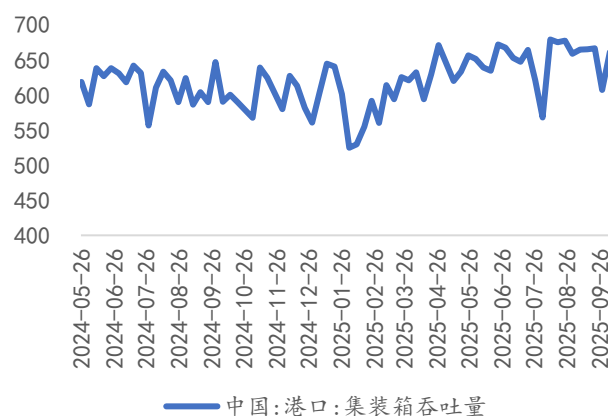
展望四季度，伴随着基数的升高，即使出口韧性仍存，出口增速也将明显下行。从高频数据来看，本身10月出口量可能也相对9月有所下滑。

图 1：去年 9 月出口基数较低 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 2：10 月出口增速可能有所下滑 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

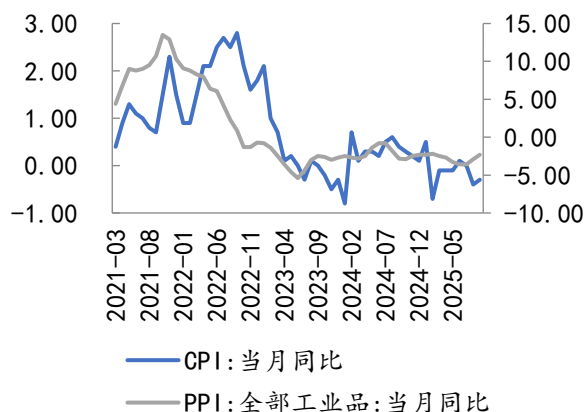
自 7 月反内卷热潮兴起后，市场对其效果充满期待。但从 PPI 表现来看，其效果甚微。9 月 PPI 环比增速再次为 0，没有进一步改善。从分布来看，生产资料整体环比增速也不再走高，其中采掘业增速有所回落，但继续保持较高速度，偏下游点的原料也不再上涨，加工业则开始环比下行。反内卷其实一直都未能传导至生活资料端，生活资料环比持续下行。

当前 PPI 同比增速已连续五个月回升，8 月回升 0.7 个百分点，9 月回升 0.6 个百分点。但由 PPI 定基指数表现可知，价格并未有太多变化，波动可能主要还是来自基数问题，去年 8 月和 9 月，PPI 定基指数均有大幅下降。去年 10 月数据开始企稳，基数效应会明显减弱，因此今年 10 月份的经济数据表现才更为关键。

表 1：PPI 连续两个月环比增速为 0

单位: %	环比增速				
	2025年9月	2025年8月	2025年7月	较前值变化	环比贡献率
PPI	0.0	0.0	-0.2	0.0	-
生产资料	0.0	0.1	-0.2	-0.1	-0.1
采掘	1.2	1.3	-0.2	-0.1	0.0
原料	0.0	0.2	-0.1	-0.2	0.0
加工	-0.1	0.0	-0.3	-0.1	-0.1
生活资料	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	0.0
食品	-0.1	0.1	0.0	-0.2	0.0
衣着	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
一般日用品	0.2	-0.2	-0.2	0.4	0.0
耐用消费品	-0.4	-0.3	-0.6	-0.1	0.0

资料来源: Wind 信达期货研究所

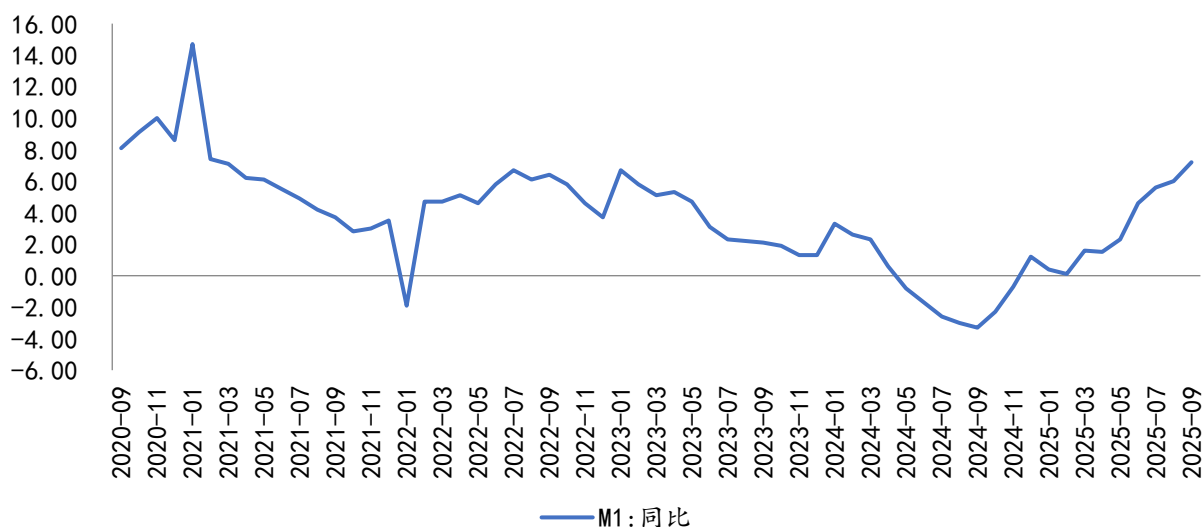
图 3: CPI 与 PPI (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 4: 去年 9 月 PPI 基数较低 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

M1 同比增速也面临基数问题。去年 9 月是历史最低点，今年 9 月 M1 同比增速继续上行也属正常。与 PPI 一样关键还是看四季度走向。从社融及信贷表现来看，国内经济仍显疲弱。当前新型政策性金融工具陆续投放，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。今年 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作用。四季度经济环比增速将有明显回升。

图 5: M1 同比增速继续走高 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

表 2：国内社融及信贷表现

指标 (亿元)	2025-09	占比 (%)	2025-08	占比 (%)	环比变化	去年同期	占比 (%)	同比变化	前5年均值	占比 (%)	绝对值变化
新增社融	35,296.00		25,660.00		9636.00	37,635.00		(2339.00)	35,618.20		(322.20)
人民币贷款	16,081.00	45.56	6,253.00	24.37	9828.00	19,742.00	52.46	(3661.00)	21,544.60	60.49	(5463.60)
外币贷款	-129.00	(0.37)	-91.00	(0.35)	(38.00)	-480.00	(1.28)	351.00	-419.40	(1.18)	290.40
委托贷款	8.00	0.02	-165.00	(0.64)	173.00	392.00	1.04	(384.00)	353.80	0.99	(345.80)
信托贷款	62.00	0.18	350.00	1.36	(288.00)	6.00	0.02	56.00	-608.00	(1.71)	670.00
未贴现银行承兑汇票	3,234.00	9.16	1,973.00	7.69	1261.00	1,312.00	3.49	1922.00	1,071.60	3.01	2162.40
企业债券融资	136.00	0.39	1,338.00	5.21	(1202.00)	-1,926.00	(5.12)	2062.00	304.40	0.85	(168.40)
非金融企业境内股票融资	499.00	1.41	456.00	1.78	43.00	128.00	0.34	371.00	677.80	1.90	(178.80)
政府债券	11,893.00	33.70	13,672.00	53.28	(1779.00)	15,357.00	40.81	(3464.00)	9,798.40	27.51	2094.60
新增人民币贷款	12,900.00		5,900.00		7000.00	15,900.00		(3000.00)	19860		(6960.00)
短期贷款及票据融资	4,495.00	34.84	1,336.00	22.64	3159.00	7,986.00	50.23	(3491.00)	6,519.80	32.83	(2024.80)
中长期贷款	11,600.00	89.92	4,900.00	83.05	6700.00	11,900.00	74.84	(300.00)	15,103.00	76.05	(3503.00)
居民贷款	3,890.00	30.16	303.00	5.14	3587.00	5,000.00	31.45	(1110.00)	7,516.20	37.85	(3626.20)
短期	1,421.00	11.02	105.00	1.78	1316.00	2,700.00	16.98	(1279.00)	3,113.20	15.68	(1692.20)
中长期	2,500.00	19.38	200.00	3.39	2300.00	2,300.00	14.47	200.00	4,451.00	22.41	(1951.00)
非金融性公司及其他部门	12,200.00	94.57	5,900.00	100.00	6300.00	14,900.00	93.71	(2700.00)	14,033.60	70.66	(1833.60)
短期	7,100.00	55.04	700.00	11.86	6400.00	4,600.00	28.93	2500.00	3,990.60	20.09	3109.40
中长期	9,100.00	70.54	4,700.00	79.66	4400.00	9,600.00	60.38	(500.00)	10,652.00	53.64	(1552.00)
票据融资	-4,026.00	(31.21)	531.00	9.00	(4557.00)	686.00	4.31	(4712.00)	-584.00	(2.94)	(3442.00)
非银行业金融机构	-2,348.00	(18.20)	-1,130.00	(19.15)	(1218.00)	-2,704.00	(17.01)	356.00	-1,311.80	(6.61)	(1036.20)

资料来源: Wind 信达期货研究所

(二)十五五规划、中美关系

下周备受关注的四中全会将召开，我们预期会议重点将聚焦在新兴科技领域，供应链安全，解决“卡脖子”问题，全国统一大市场建设，经济结构转型（从投资向消费的平衡），财政体制改革等问题。重点关注闭幕当天发布的四中全会《公报》，从中可一探究竟。此外我们还要关注之后发布的“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》的说明会提供进一步说明。

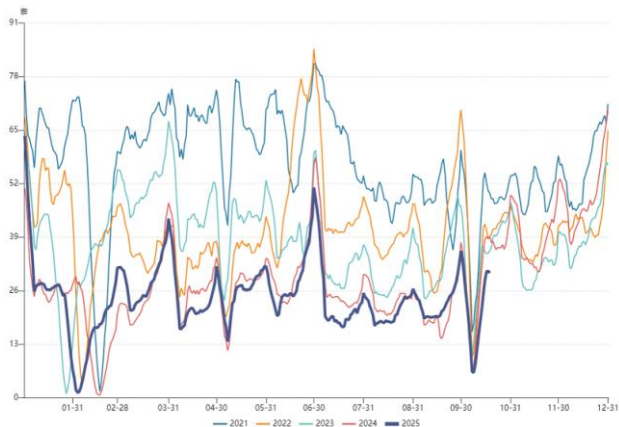
本周中美交锋仍在持续。10月底11月初是至关重要的节点，中美领导原本预期在10月31日-11月1日的APEC峰会期间（或之前）见面，11月1日又是美国开始征收100%关税的开始日。2025年12月1日我国开始实施新的稀土出口管制措施。假如两国元首未能在10月底11月初会面，100%关税开始加征，预计将对市场形成进一步打击。之后则关注12月1日这个节点。整体来看，我们认为尽管两国的摩擦是长期的，但短期双方均想要通过升级来提高谈判筹码，本意并不是脱钩。

二、房地产市场跟踪——新房销售远低于季节性

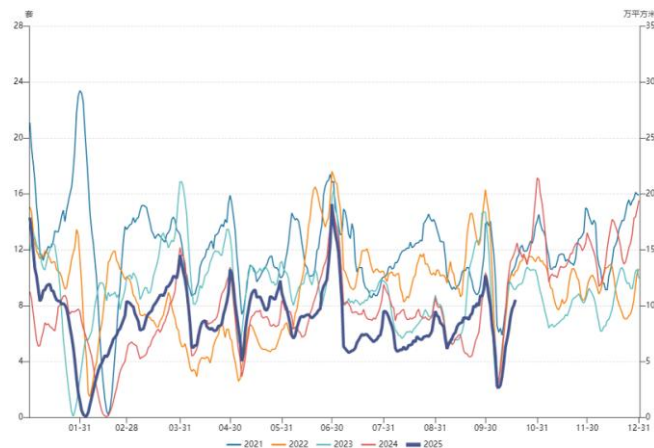
高频数据方面，我们继续重点观察房地产。30大中城市新房销售面积季节性回升，但整体远低于过往季节性水平。分能级来看，一线城市较为疲弱，二线城市与去年基本持平，三项城市高于2023年水平。

二手房方面，截至10月6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。

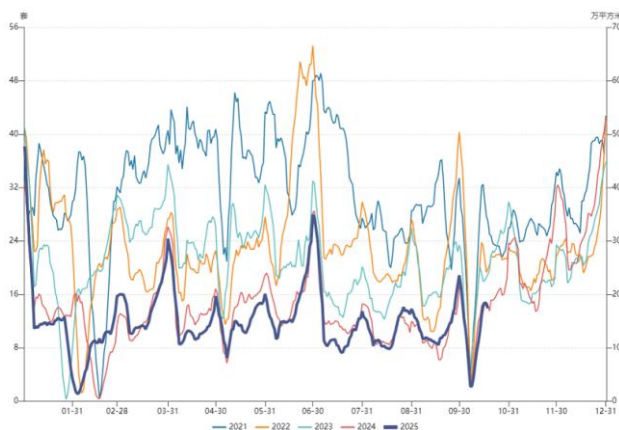
总体来看，尽管新政后，新房销售有所提振，但国庆假期及之后整体不佳，二手房挂盘价指数加速恶化。我们预期未来整体政策仍会有，但相对有限，地产整体趋势依然不容乐观。

图 6：30 城销售面积低于 2024 年同期趋势（7DMA）


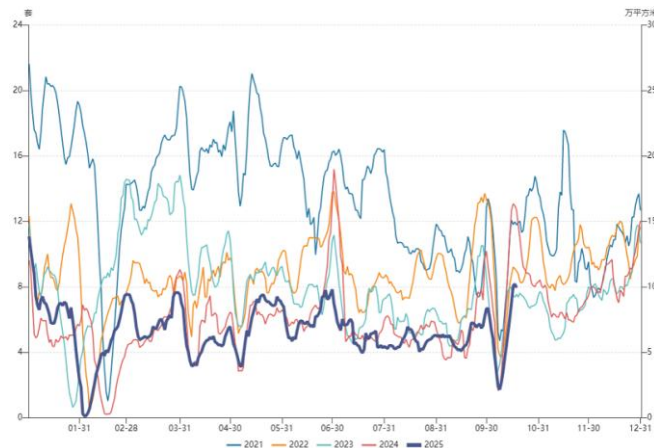
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 7：一线城市销售面积低于历年水平（7DMA）


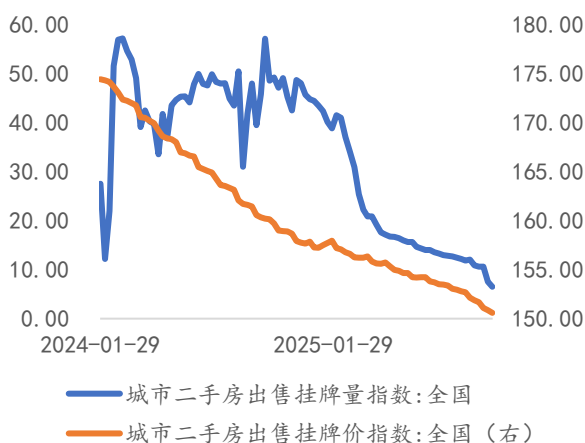
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：二线城市销售面积基本持平于去年同期（7DMA）


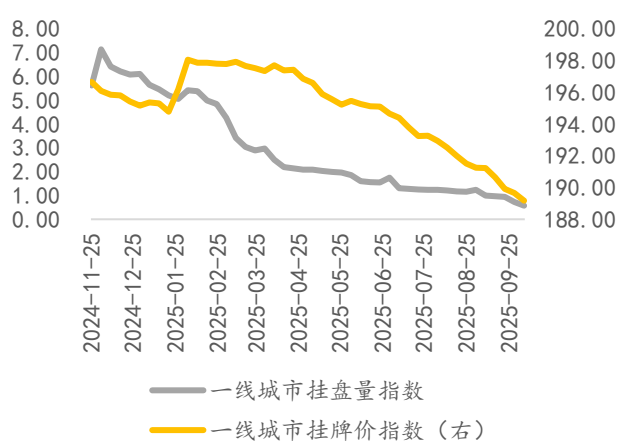
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 9：三线城市销售面积高与 2023 年同期（7DMA）


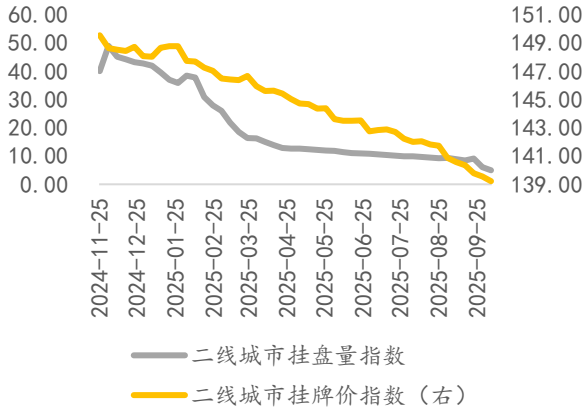
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：二手房挂牌价指数继续下跌


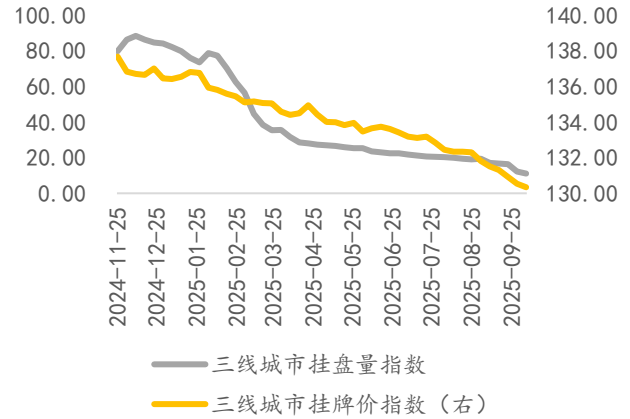
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 11：一线城市挂牌价持续走低


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 12: 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

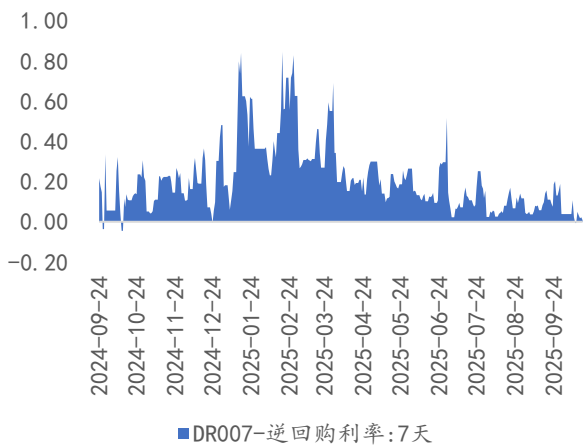
图 13: 三线城市挂牌价指数下行速度加快


资料来源: Wind 信达期货研究所

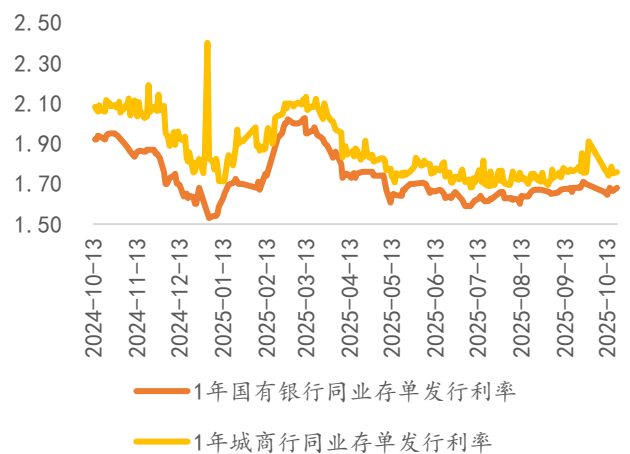
三、国债：继续偏强运行

本周债市总体呈现震荡态势。中美间来回交锋，市场避险情绪有所升温，股市回落，债市迎来回血期。

展望后市，尽管我们预期贸易战迎来的调整不深，但只要股市投资机会减少，对债市就是利好，预计整体震荡偏强。当前基本面上，流动性保持充裕，资金利率较低，经济基本面维持疲软状态，最大的风险可能仍在于股市表现。

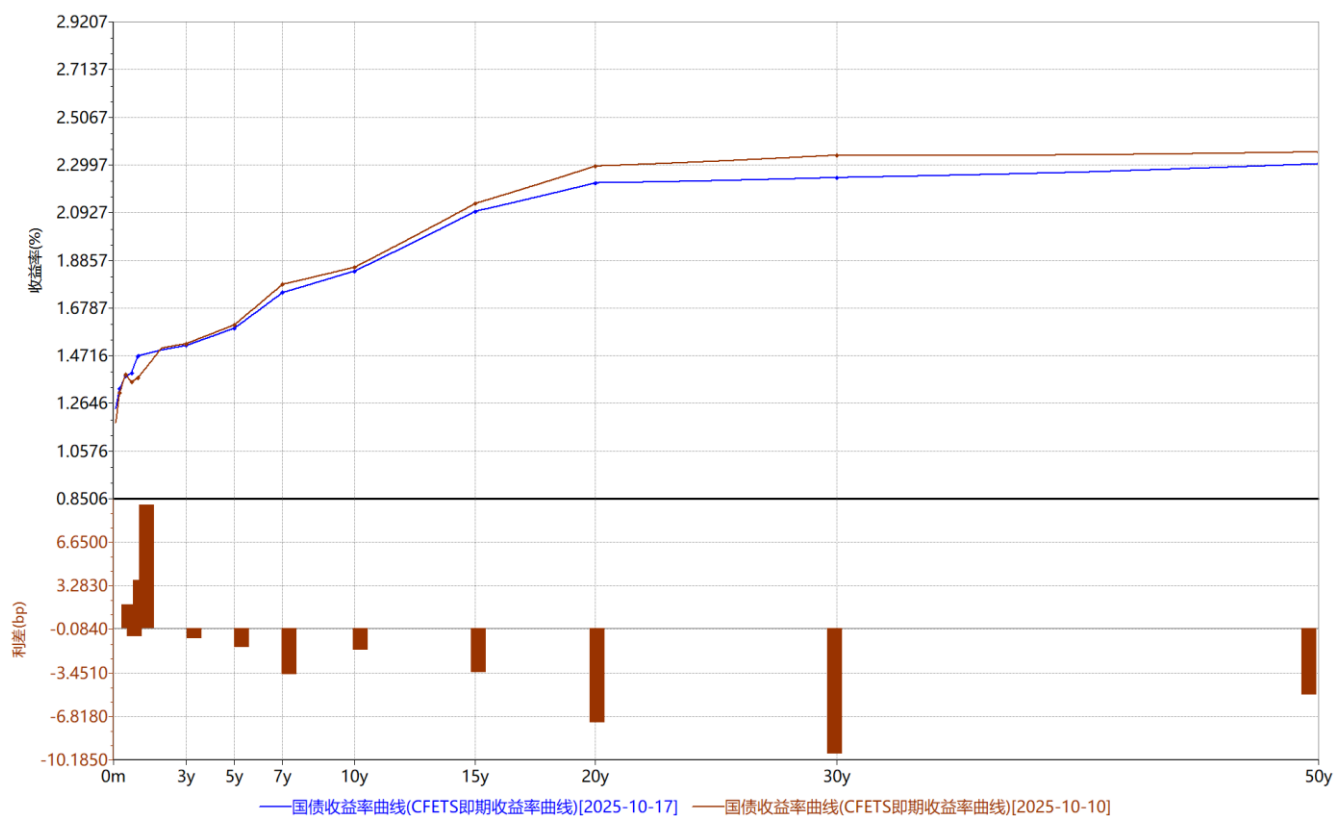
图 14: 资金利率保持低位(%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 15: 同业存单发行利率下行(%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 16: 国债利率继续下行



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