



金银迭创新高，M1 继续上行

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

sunyongle@gjzq.com.cn

金银迭创新高，M1 继续上行

本周 A 股市场风格切换。上证 50、沪深 300、中证 500 本周分别下跌 0.24%、2.22%、5.17%，银行、煤炭板块领涨，电子、传媒等 TMT 板块跌幅居前。

9 月以来，贵金属价格进入快速上涨期。伦敦现货金价 10 月 17 日盘中突破 4378 美元的新高，白银亦逼近 53 美元。短期内，受美联储降息预期升温、中美贸易紧张、美国政府停摆、银行信贷暴雷事件等多重因素驱动，避险情绪主导贵金属市场。

关注后续政府债与政策性金融工具的配合以及三季度经济增速，如果经济增速承压，相关措施或加速扩量推进。简单估算，政策性金融工具+结存限额对经济拉动或在 0.3 个百分点左右。

9 月核心 CPI 同比 1%，其中服务同比 0.6%，持平 8 月，预计核心商品 CPI 同比 1.5%，创 2021 年以来新高。

9 月出口同比在低基数下大幅上行，非洲、东盟是中国出口维持高位的主要支撑。

M1 同比增速上行 1.2 个百分点至 7.2%，除基数效应外，M1 环比增长 1.9 万亿，高于过去 5 年均值近 1 万亿，实体部门资金活化水平提高。

风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致出口波动及企业利润下滑等风险加大

全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营

关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及对经济的影响



A 股风格切换，金银迭创新高

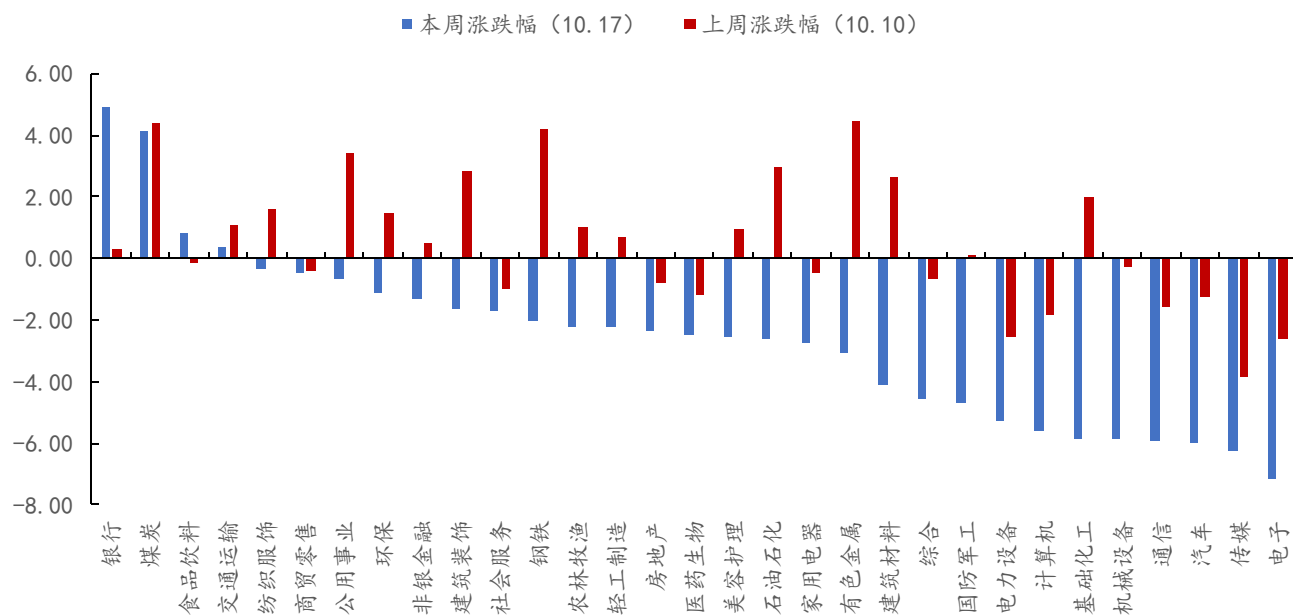
本周 A 股市场风格切换。上证 50、沪深 300、中证 500 本周分别下跌 0.24%、2.22%、5.17%，银行、煤炭板块领涨，电子、传媒等 TMT 板块跌幅居前。

9 月以来，贵金属价格进入快速上涨期。截至 10 月 17 日，沪金、沪银价格相比于 8 月末分别上涨 27.3%、30.5%，盘中沪金价格一度超过 1000 元/克。但是周五晚盘，沪金、沪银价格分别回落 1.3%、3.9%，价格边际回落。

伦敦现货金价 10 月 17 日盘中突破 4378 美元的新高，白银亦逼近 53 美元。短期内，受美联储降息预期升温、中美贸易紧张、美国政府停摆、银行信贷暴雷事件等多重因素驱动，避险情绪主导贵金属市场，全球最大黄金 ETF“标普 SPDR 黄金 ETF”过去 10 个交易日累计流入 32.3 吨。

中长期来看，黄金是混沌的定价，本轮黄金上行或尚未见顶。但短期来看，黄金在短期大幅上行后或进入震荡阶段。

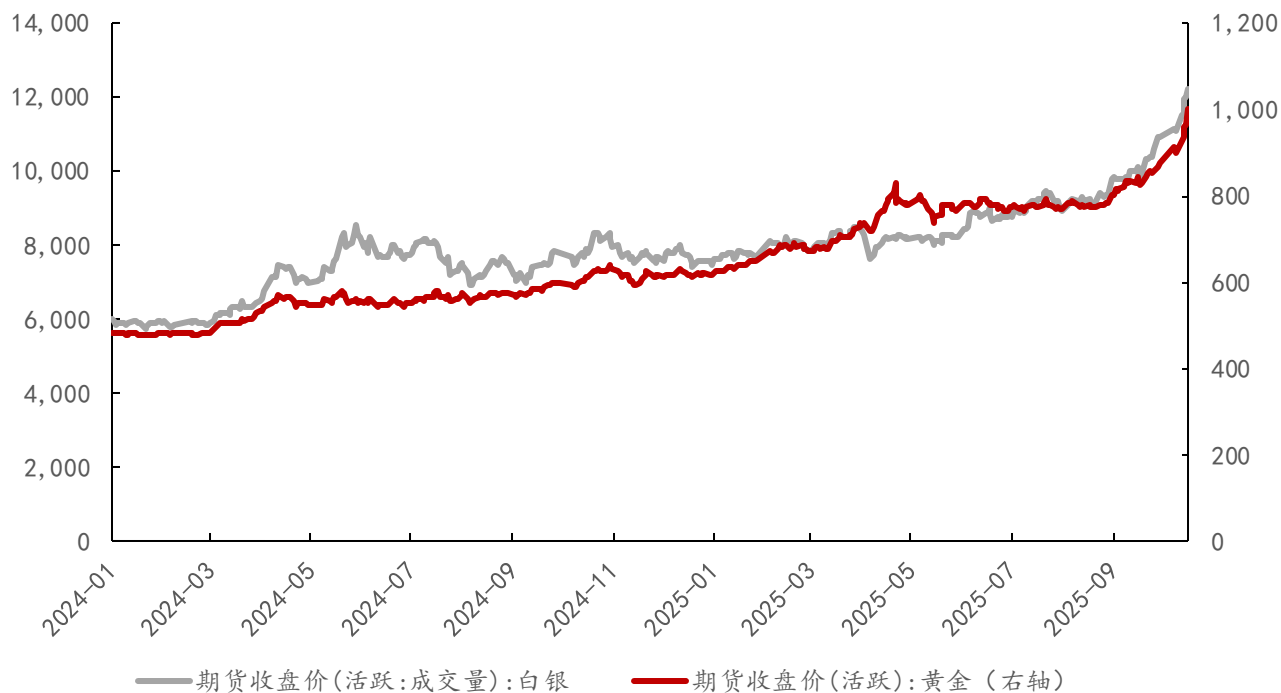
图表1：A 股市场风格切换



来源：wind，国金证券研究所

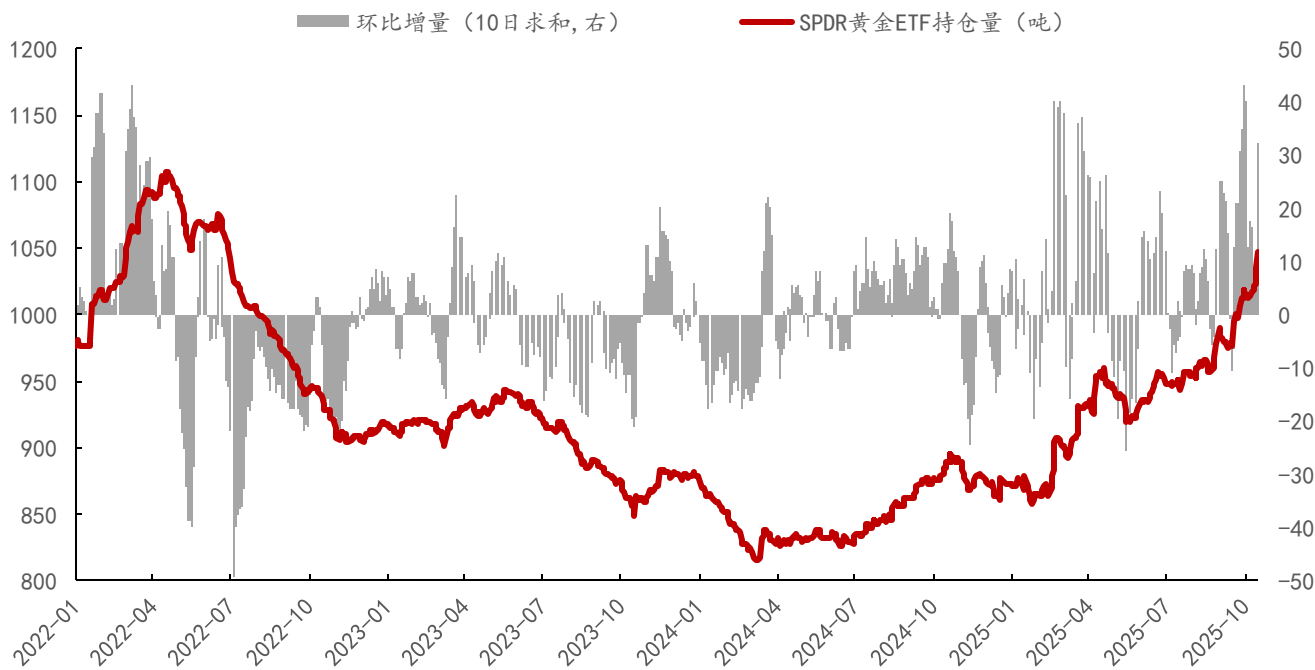


图表2：金价表现（单位：元/克）



来源：wind，国金证券研究所

图表3：SPDR 黄金ETF 日度持有量、环比增量（单位：吨）



来源：wind，国金证券研究所



政府债务结存限额怎么看

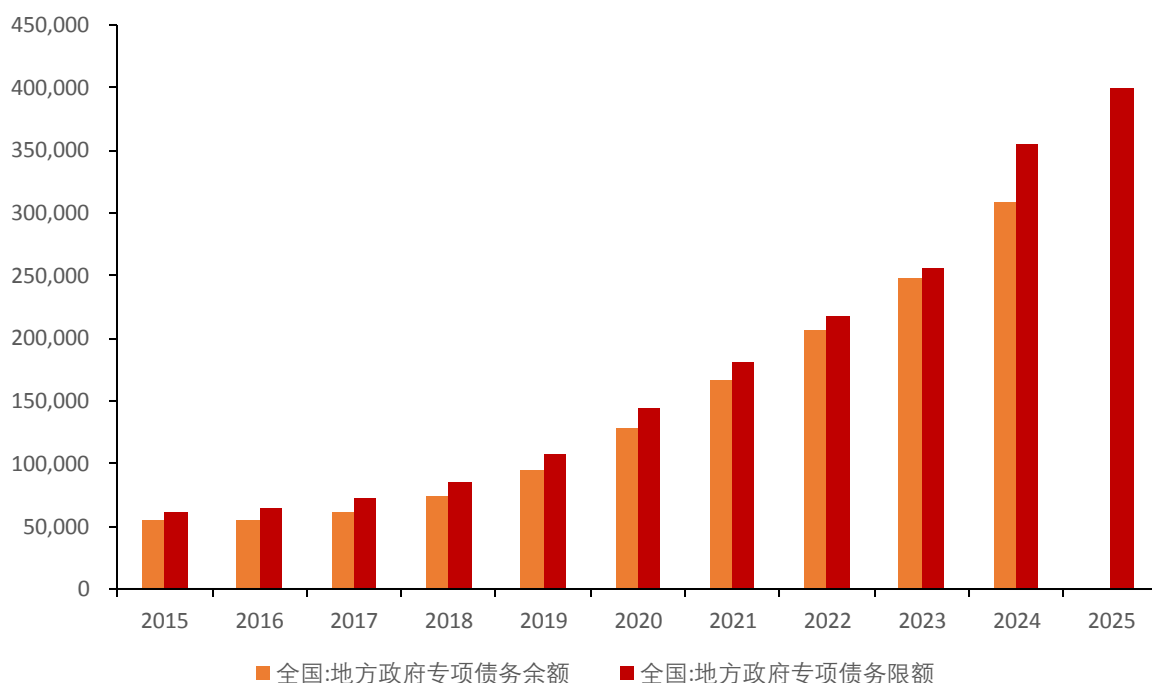
近期中央从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方。因审批流程简单，近年来政府多次动用政府债限额以弥补财政资金缺口。如 2022 年、2024 年分别动用 5000、4000 亿地方政府结存限额。2024 年动用国债结存限额。

考虑到今年政府债发行节奏整体靠前，年末经济存在一定压力，此时动用地方债结存限额有助于缓和财政收支压力（前三季度广义财政收入增速仅 0.35%，财政缺口较大），助力经济平稳运行并支撑社融增速。

资金使用用途上，此次资金用于化债和经济大省项目建设，或更偏向于化债，算是结合了 2022、2024 年的使用经验。如 2022 年因为经济压力，政府债结存限额优先支持在建项目，要求推动年内形成更多实物工作量，并不太涉及化债。关注后续政府债与政策性金融工具的配合以及三季度经济增速，如果经济增速承压，相关措施或加速扩量推进。简单估算，政策性金融工具+结存限额对经济拉动或在 0.3 个百分点左右。

2024 年末，扣除掉化债专项债后，地方政府债结存限额为 1.3 万亿。2024 年国债结存限额为 0.6 万亿，不排除今年末国债也使用结存限额的可能。

图表4：政府债务限额（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

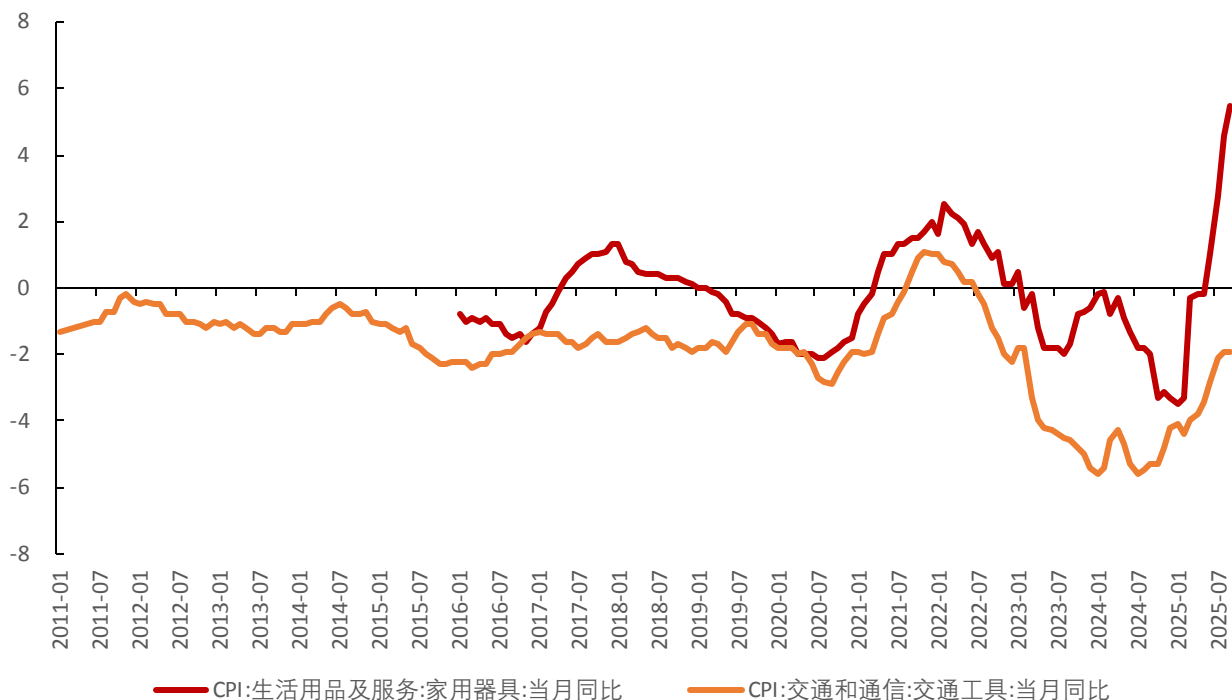
核心 CPI 上行能否持续

9 月核心 CPI 同比 1%，其中服务同比 0.6%，持平 8 月，预计核心商品 CPI 同比 1.5%，创 2021 年以来新高。一是黄金支撑，按照黄金价格估算，黄金首饰对 CPI 拉动或在 0.26 个百分点左右，10 月金价进一步上行将支持后续核心 CPI 表现。二是以旧换新商品价格持续上行。其中家用器具同比进一步上行至 5.5%，创近年来新高。随着多地以旧换新政策力度减弱，关注后续相关商品消费增速与价格变化。

PPI 同比-2.3%，环比 0%。估算新涨价因素、翘尾因素分别为-2.1、-0.1%，翘尾因素降幅收窄 0.6 个百分点是本月 PPI 同比好转的主因。分行业来看，受益于反内卷政策稳步推进、产品供需错配现象缓和，上游价格表现明显强于中下游，9 月黑色金属、煤炭等商品价格好转带动上游 PPI 同比降幅收窄 0.6 个百分点。下游价格则持续维持低位，虽然部分商品价格好转，但是 PPI 生活资料价格环比进一步回落至-0.2%。关注后续政策对 PPI 的影响。



图表5：以旧换新商品价格创新高（单位：%）

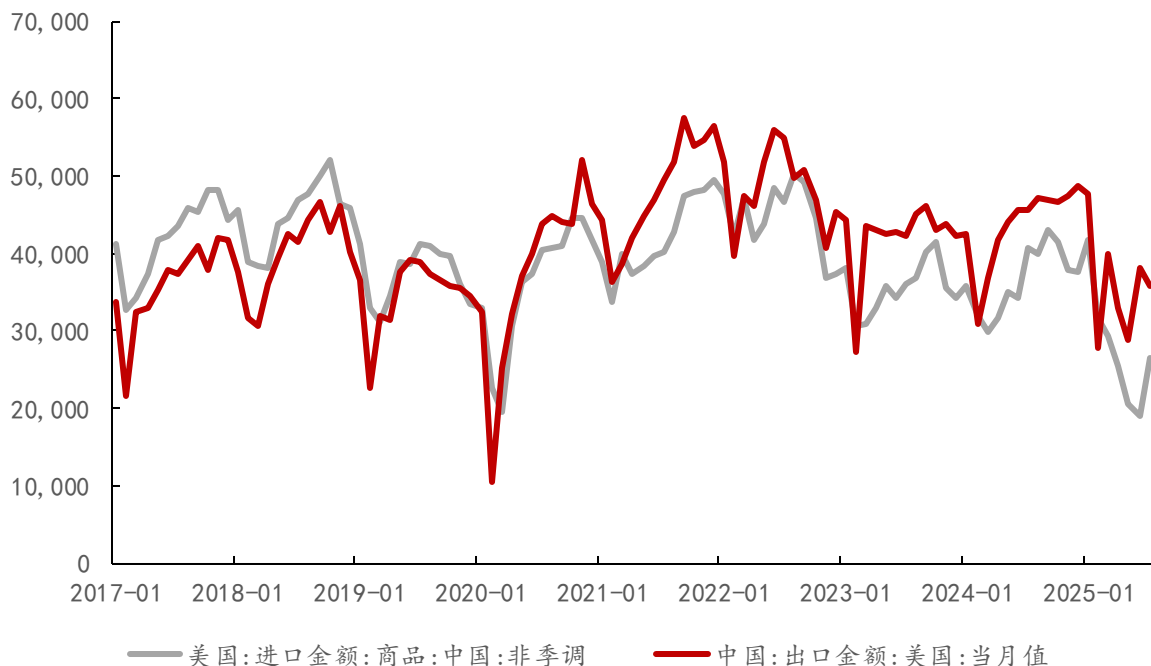


来源：乘联分会，国金证券研究所

中美进出口数据差异扩大

9月出口同比在低基数下大幅上行，非洲、东盟是中国出口维持高位的主要支撑。值得关注的是，随着美国对中国加征关税进一步提高，今年中国对美国出口数据与美国自中国进口数据的差距进一步走扩，1-7月，中国对美出口金额高于美国自中国进口金额576亿美元，差距相比于去年同期增长19.7%。

图表6：中美口径下的进出口金额差距正在扩大（单位：百万美元）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

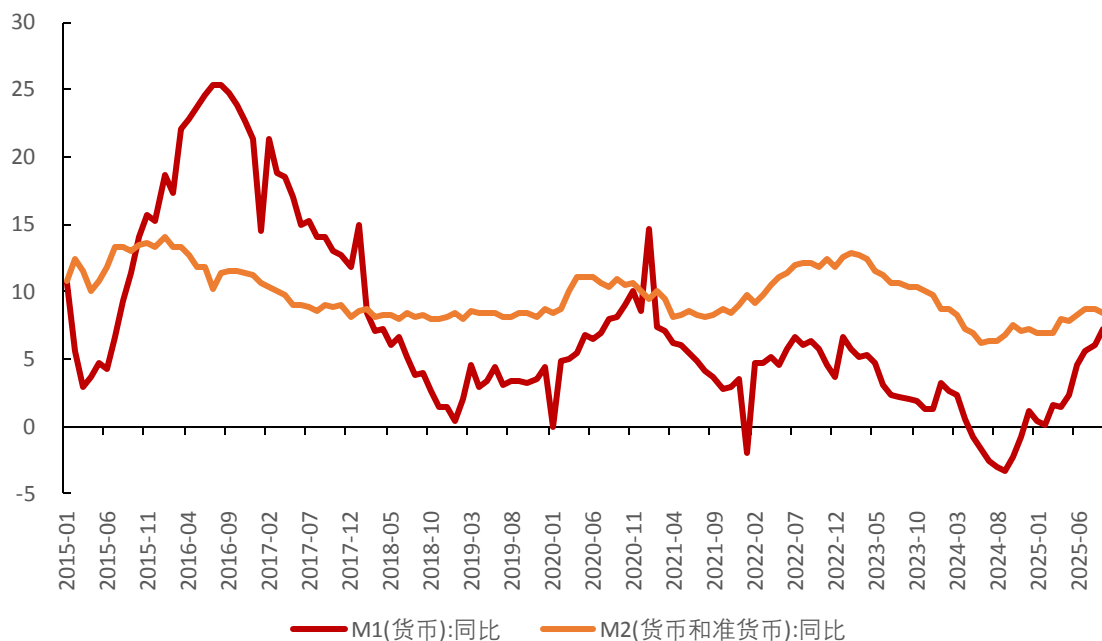


M1 同比好转的成色如何

M1 同比增速上行 1.2 个百分点至 7.2%，除基数效应外，M1 环比增长 1.9 万亿，高于过去 5 年均值近 1 万亿，实体部门资金活化水平提高。一是临近假期，为了便于旅游，居民部门存款活期化或赎回部分理财资产用于旅游；二是随着政策性金融工具等落地，财政资金下发带动企业活期存款走高；三是受益于政策发力等，企业预期或在边际好转，最后考虑到人民币汇率不弱，预计实体部门还在继续结汇。往后来看，随着基数对 M1 的支撑快速走弱，预计 10 月 M1 增速或将下行。

在连续数月同比多增后，本月非银存款减少 1 万亿，同比多减 1.9 万亿。考虑到 9 月新开户同比多增 60%、股市表现较好等，非银存款减少并不意味着存款搬家结束。存款减少可能与长假前，部分投资者适度止盈，或者非银机构其他行为有关。

图表7: M1 同比 (单位: %)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所


图表8：1-9月资金流向（单位：百万美元）

资金来源	实体部门贷款	企业债券	非标	财政净支出	外汇	合计
2024-07	123,800	16,100	-941	37,733	-11,972	164,720
2024-08	134,200	17,800	220	47,472	-12,058	187,634
2024-09	153,913	15,884	1,931	68,307	-8,646	231,389
2025-07	123,067	14,257	-1,293	56,061	-185	191,907
2025-08	129,320	15,595	865	67,279	860	213,919
2025-09	145,401	15,731	4,444	88,395	1800 (E)	255,771
资金去向	居民存款	其中，定期及其他存款	非金融企业存款	其中，定期及其他存款	取现	金融投资
2024-07	89,400	87,667	-32,300	16,051	5,396	102,225
2024-08	96,500	95,293	-28,800	23,559	6,028	113,906
2024-09	118,500	110,065	-21,100	30,970	8,385	125,604
2025-07	96,600	91,643	3,109	5,309	4,651	87,548
2025-08	97,700	95,162	6,106	8,034	5,208	104,905
2025-09	127,300	106,935	15,300	11,335	7,619	105,552

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致后续企业利润下滑等风险加大
 全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营
 关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及对经济的影响



特别声明：

国金证券股份有限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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究