

宏观经济宏观周报

价格回暖的热预期与冷现实

核心观点

为什么这次不一样？

本周公布的9月通胀数据带来了一丝暖意。核心CPI继续温和上行，PPI环比延续零增长，同比降幅进一步收窄。数据一出，市场关于“反内卷推动价格上涨”的讨论明显升温，甚至有观点乐观预期，工业品价格有望复刻2016-2017年的强势回升，明年中或更早PPI同比就可能转正。

然而，当我们仔细审视当下的经济图景，会发现历史很难简单重演。当前的经济基本面与八年前相比，已经发生了深刻的结构性变化。

首先，居民部门的“钱袋子”今非昔比。2016-2017年，居民杠杆率正处于持续上升趋势中，这意味着通过刺激政策（如房贷、消费贷）可以迅速点燃需求。但如今，居民杠杆率已在高位走平，加杠杆空间极其有限。普通家庭面对的不确定性增加，消费和投资行为都更趋谨慎。

其次，总需求的“窟窿”比当年大得多。彼时，需求缺口相对有限，政策刺激如同“推一把”就能见效。而当前，供需失衡的范围更广、程度更深，从传统制造业到部分新兴产业都面临产能过剩压力。要填平这个更大的需求缺口，难度不可同日而语。

最后，问题的复杂性已不可同日而语。2016年的供给侧结构性改革，主要集中在煤炭、钢铁等少数传统行业。而今天，“内卷”现象已从传统制造业扩散到光伏、新能源甚至部分高科技领域，产能治理的涉及面更广，利益纠葛更复杂，解决的进程注定会更加漫长。

那么，出路在哪里？从政策导向来看，当前政策的重心或已经发生了根本性转变。过去是鼓励居民“借钱花”来快速拉升需求；现在则需要从收入分配改革入手，配合政府支出结构优化，实实在在地提升居民的消费能力和信心，逐步修复资产负债表。这是一个“先修路，再通车”的过程——只有等到居民部门重新积累了健康加杠杆的能力，持续的价格回升才拥有坚实的需求基础。

在此之前，我们或许应对价格回升的路径保持多一分耐心。价格的走势更可能是一个降幅收窄、逐步企稳的“L型”过程，而非快速的“V型”反转。经济的回暖，需要更多时间来培育更深层的力量。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

经济研究·宏观周报

证券分析师：李智能

0755-22940456

lizn@guosen.com.cn

S0980516060001

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

证券分析师：田地

0755-81982035

tiandi2@guosen.com.cn

S0980524090003

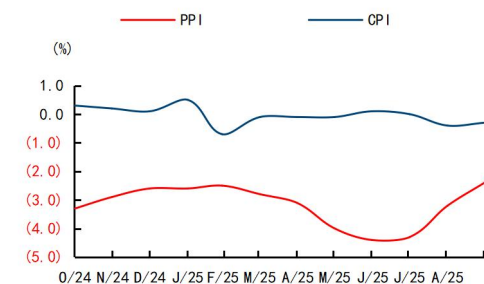
联系人：王奕群

wangyiqun1@guosen.com.cn

基础数据

固定资产投资累计同比	0.50
社零总额当月同比	3.40
出口当月同比	8.30
M2	8.40

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-高频指标继续提示经济回暖》——2025-09-28
- 《政府债周报-四季度地方债发行计划已披露七千三百亿》——2025-09-25
- 《宏观经济宏观周报-高频指标出现回暖信号》——2025-09-21
- 《政府债周报-2万亿化债再融资债即将发完》——2025-09-19
- 《宏观经济宏观周报-高频指标走势仍然偏弱》——2025-09-14

内容目录

思考：价格回暖的热预期与冷现实	4
生产：机电生产景气继续上升	4
消费：总体平稳，结构分化	5
进出口：全球外需恢复节奏偏缓	6
财政：新增 5000 亿地方财力支撑经济	7
货币：债市加杠杆意愿下降但仍处于高位	8
房地产：下行压力仍然较大	9
风险提示	11

图表目录

图1：螺纹钢指向房地产投资仍偏弱	5
图2：中厚板与沥青指向基建投资延续高景气	5
图3：冷轧板指向机电产品的生产景气继续上升	5
图4：PTA 指向纺织服装和包装领域的生产景气有所回落	5
图5：市内流动：一线城市地铁	6
图6：商品消费：物流投递	6
图7：服务消费：电影票房	6
图8：大宗消费：汽车销量	6
图9：中国港口货物吞吐量	7
图10：出口集装箱运价指数	7
图11：中国航线运力投放情况	7
图12：外贸恐慌指数与美股波动率指数	7
图13：广义赤字与财政支出	8
图14：广义赤字进度	8
图15：赤字工具余额	8
图16：特殊新增专项债发行	8
图17：DR007 与逆回购利率差值指向货币宽松	9
图18：存单与逆回购利率差值亦指向货币宽松	9
图19：OMO 存量金额回落但略高于过去两年同期均值	9
图20：银行间待购回债券余额回落且低于过去两年同期均值	9
图21：一手房成交	10
图22：二手房成交	10
图23：土地成交	10
图24：中原经理指数	10

思考：价格回暖的热预期与冷现实

本周公布的9月通胀数据带来了一丝暖意。核心CPI继续温和上行，PPI环比延续零增长，同比降幅进一步收窄。数据一出，市场关于“反内卷推动价格上涨”的讨论明显升温，甚至有观点乐观预期，工业品价格有望复刻2016-2017年的强势回升，明年中或更早PPI同比就可能转正。

然而，当我们仔细审视当下的经济图景，会发现历史很难简单重演。当前的经济基本面与八年前相比，已经发生了深刻的结构性变化。

首先，居民部门的“钱袋子”今非昔比。2016-2017年，居民杠杆率正处于持续上升趋势中，这意味着通过刺激政策（如房贷、消费贷）可以迅速点燃需求。但如今，居民杠杆率已在高位走平，加杠杆空间极其有限。普通家庭面对的不确定性增加，消费和投资行为都更趋谨慎。

其次，总需求的“窟窿”比当年大得多。彼时，需求缺口相对有限，政策刺激如同“推一把”就能见效。而当前，供需失衡的范围更广、程度更深，从传统制造业到部分新兴产业都面临产能过剩压力。要填平这个更大的需求缺口，难度不可同日而语。

最后，问题的复杂性已不可同日而语。2016年的供给侧结构性改革，主要集中在煤炭、钢铁等少数传统行业。而今天，“内卷”现象已从传统制造业扩散到光伏、新能源甚至部分高科技领域，产能治理的涉及面更广，利益纠葛更复杂，解决的进程注定会更加漫长。

那么，出路在哪里？从政策导向来看，当前政策的重心或已经发生了根本性转变。过去是鼓励居民“借钱花”来快速拉升需求；现在则需要从收入分配改革入手，配合政府支出结构优化，实实在在地提升居民的消费能力和信心，逐步修复资产负债表。这是一个“先修路，再通车”的过程——只有等到居民部门重新积累了健康加杠杆的能力，持续的价格回升才拥有坚实的需求基础。

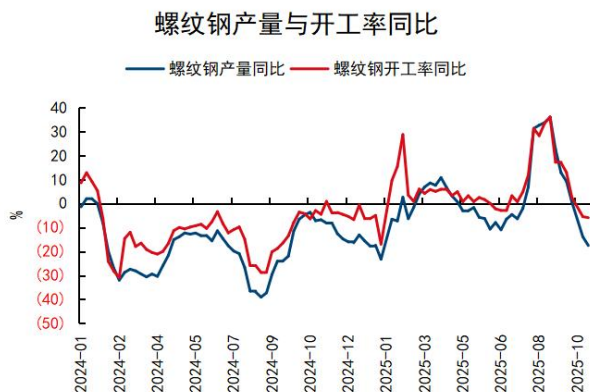
在此之前，我们或许应对价格回升的路径保持多一分耐心。价格的走势更可能是一个降幅收窄、逐步企稳的“L型”过程，而非快速的“V型”反转。经济的回暖，需要更多时间来培育更深层的力量。

生产：机电生产景气继续上升

本周，与房地产投资相关的螺纹钢产量同比降幅进一步扩大，库存同比小幅回落但仍然处于历史高位；与基建投资相关的中厚板产量同比小幅回落但仍处于高位，沥青开工率同比高位进一步反弹；与机电产品生产相关的冷轧板产量和库存同比均继续上升；与纺织服装和包装领域生产相关的PTA产量和库存天数同比处于较低水平且均有所回落。

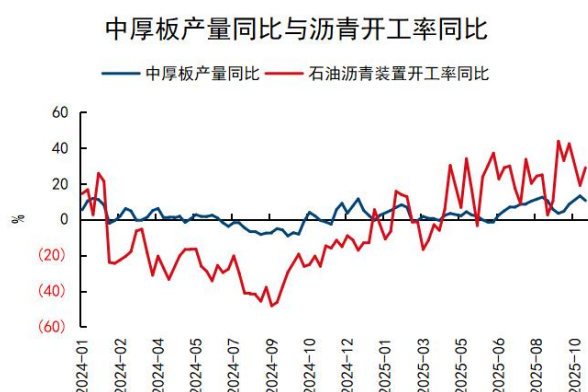
上述生产高频数据指向本周房地产投资仍偏弱、基建投资延续高景气、机电产品的生产景气继续上升、纺织服装和包装领域的生产景气有所回落。

图1：螺纹钢指向房地产投资仍偏弱



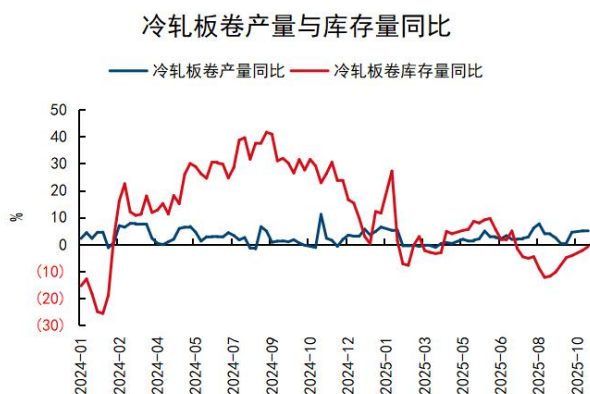
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中厚板与沥青指向基建投资延续高景气



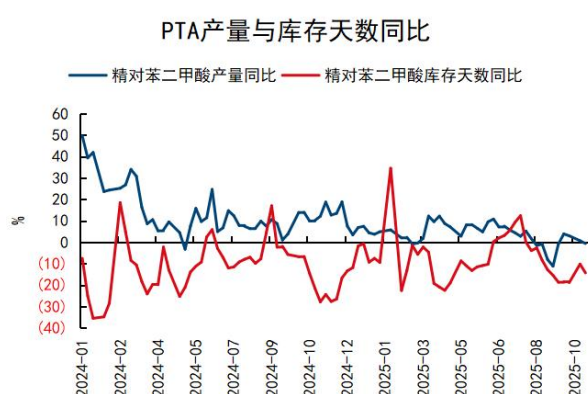
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：冷轧板指向机电产品的生产景气继续上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：PTA 指向纺织服装和包装领域的生产景气有所回落



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

消费：总体平稳，结构分化

近期高频数据显示，消费总体运行平稳，但内部结构有所分化。

市内出行数据总体稳定，从一线城市地铁流量观察，随着“双节”后居民返城，地铁流量迅速回升，滚动一周（10月8日-14日）日均流量约3673.9万亿，较去年同期的3847.9万人回落4.5%，与去年假期结束较早，且与周末较难衔接有一定关系。

从反映商业活动和消费的物流高频数据看，今年中枢较去年同期整体有肉眼可见的上移，但从节后（10月6日-12日）开始，“双十一”等消费旺季预热阶段似乎起步弱于去年（同比-5.1%），是否因前期消费补贴有所透支，仍需观察后续数据。

此外，从电影和汽车两者观察：电影票房数据表现偏弱，但不必然反映居民服务消费水平，总体可能受国庆档影片数量和火热程度影响更多。汽车销售表现亮眼，创近年同期最好水平，仍需观察是否受国补等政策节奏扰动。从中枢水平看，年初至今（10月12日）较去年同期约增加8.5%。

图5: 市内流动: 一线城市地铁



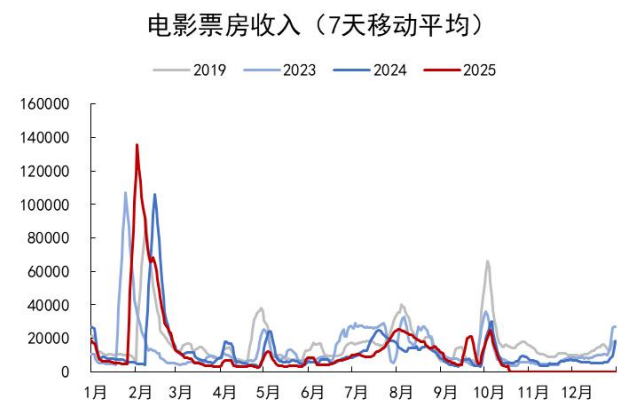
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 商品消费: 物流投递



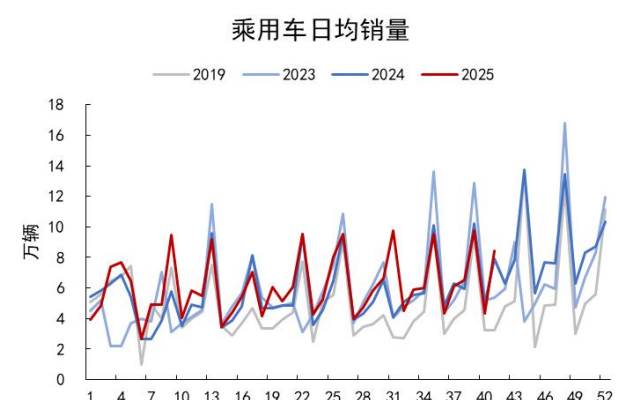
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 服务消费: 电影票房



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 大宗消费: 汽车销量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

进出口: 全球外需恢复节奏偏缓

近期高频数据显示, 外贸运行整体保持平稳, 但内部结构出现了阶段性调整。10月上旬, 港口吞吐量分别录得 2.72 亿吨与 2.49 亿吨, 表现出常规波动特征。

出口运价指数自 7 月以来持续下行, 说明海外市场的运输价格重心正在下移, 企业议价空间收窄。反映全球外需恢复节奏偏缓 (需求偏缓), 也体现运力扩张与航线恢复带来的价格走势 (供给充足)。

从运力配置看, 节前对美东、美西及欧洲航线的投放形成小高峰, 主要对应欧美年末购物旺季 (“黑五” “圣诞节”) 的集中出货。进入 10 月后, 东南亚、非洲、日韩航线的运力投放增加, 显示运力开始向新兴市场与区域贸易链转移。

谷歌 “贸易” 词条热度升至 85, 逼近年内高点 (4 月 6 日达到的 100), 反映中美经贸摩擦再起下的全球舆情回暖与预期升温。与情绪高点相呼应的是股市的恐慌 VIX 指数有上升态势明显。

图9：中国港口货物吞吐量

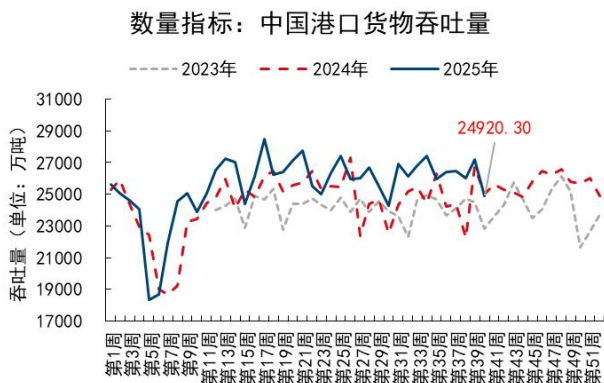


图10：出口集装箱运价指数

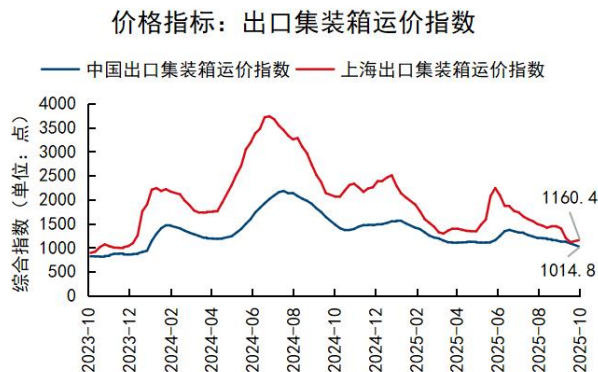


图11：中国航线运力投放情况

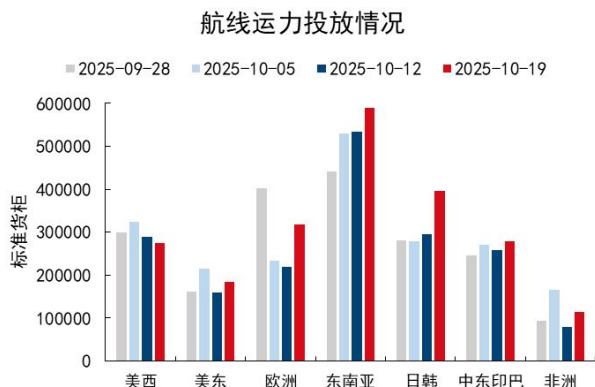


图12：外贸恐慌指数与美股波动率指数



财政：新增 5000 亿地方财力支撑经济

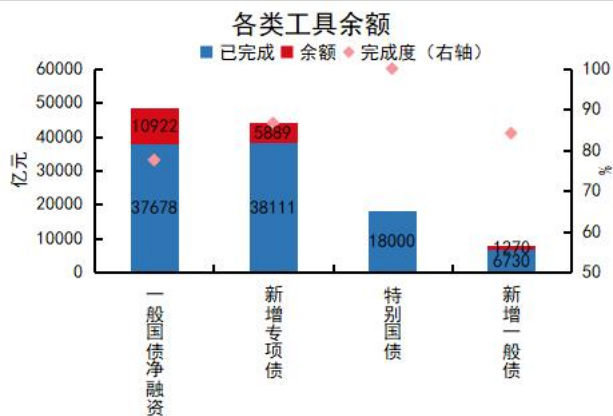
广义赤字（国债净融资+新增地方债发行）第 42 周（10/13-10/19）367 亿，第 43 周（10/20-10/26）826 亿。截至第 42 周（10/13-10/19）广义赤字累计 10 万亿，进度 84.1%，已经落后于去年同期。近几个月广义赤字融资速度下滑，导致广义财政支出累计增速掉头向下。

到下周新增专项债发行 3.8 万亿，余额约六千亿，其中 1.2 万亿为特殊新增专项债，土地储备专项债约 3800 亿。1.8 万亿特别国债和 2 万亿化债再融资专项债已基本发行完毕，到下周全年的一般国债净融资理论余额剩下约 1.1 万亿。

对于四季度来说，5000 亿政策性金融工具和 5000 亿地方债结存限额的落地使用将有效提振经济。10 月 17 日财政部新闻发布会宣布，中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿下达地方。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，总规模较上年的 4000 亿增加 1000 亿；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。此前理论上年底的地方债限额空间约为 3.3 万亿，包括 2026 年的 2 万亿化债再融

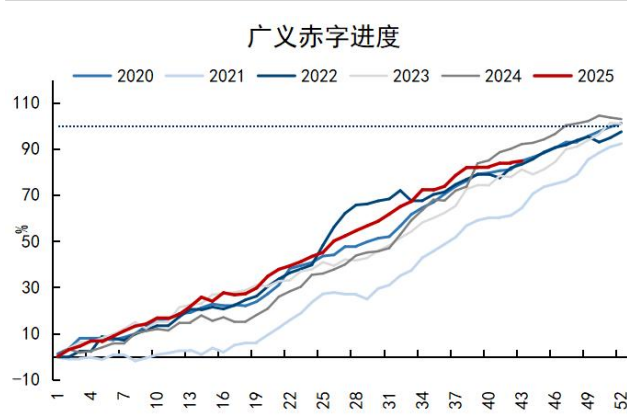
资债限额和 1.3 万亿的正常限额，此次使用后到年底预计正常限额将收缩至不到 8000 亿。

图13: 广义赤字与财政支出



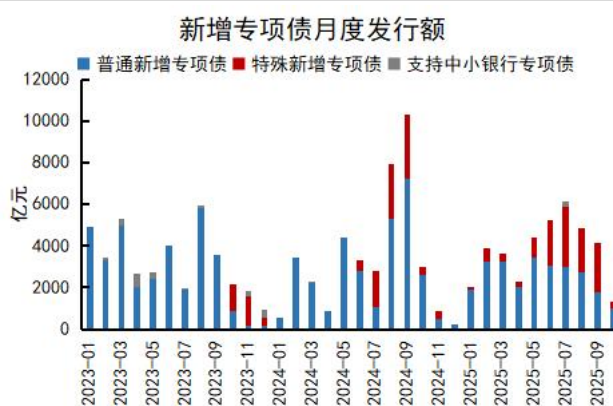
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 广义赤字进度



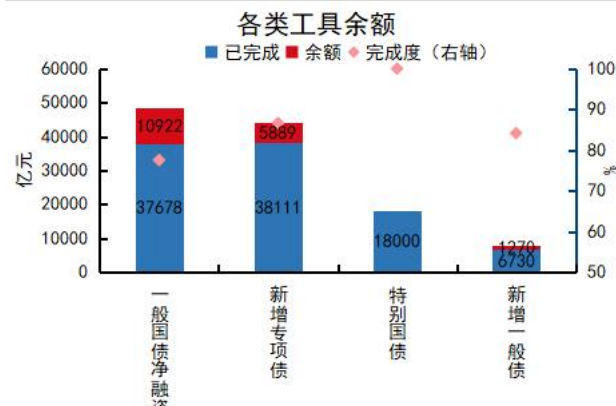
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 赤字工具余额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 特殊新增专项债发行



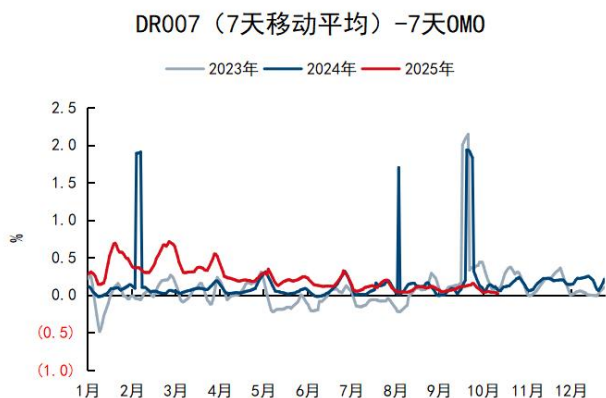
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

货币：债市加杠杆意愿下降但仍处于高位

本周，DR007 与逆回购利率差值处于低位且继续小幅回落；1 年同月存单与逆回购利率差值小幅扩张但亦处于历史较低水平；OMO 存量金额季节性回落，本周存量金额高于 2023 年同期水平但低于 2024 年同期水平，略高于过去两年同期均值；银行间待购回债券余额亦季节性回落，本周余额高于 2023 年同期水平但低于 2024 年同期水平，低于过去两年同期均值。

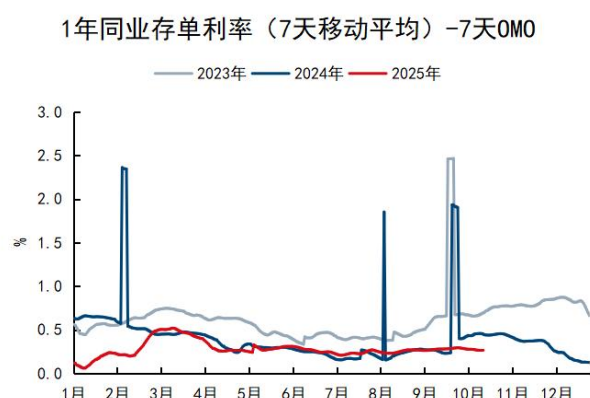
上述生产高频数据指向本周货币市场延续宽松格局，在买断式逆回购维持净投放的背景下央行 OMO 投放较去年略有缩量，债券市场的加杠杆意愿有所下降但仍然处于较高水平。

图17: DR007 与逆回购利率差值指向货币宽松



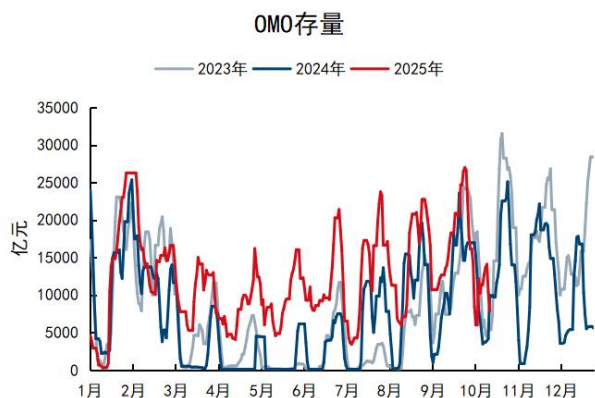
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 存单与逆回购利率差值亦指向货币宽松



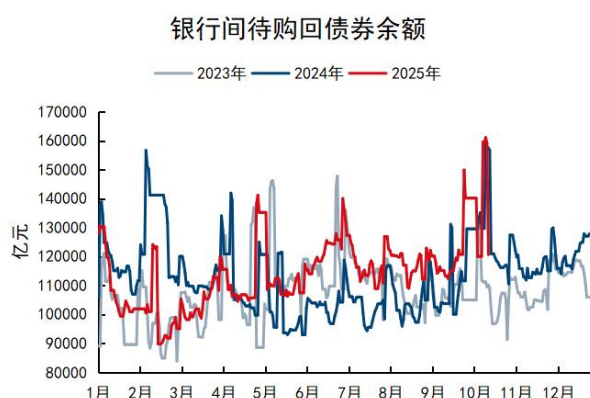
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: OMO 存量金额回落但略高于过去两年同期均值



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 银行间待购回债券余额回落且低于过去两年同期均值



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

房地产：下行压力仍然较大

从房地产交易数据来看，30 大中城市商品房成交套数继续低位运行，国庆后的季节性反弹斜率也显著较往年变平。18 城二手房成交则相对较好，仅次于 2024 年同期水平。

从土地市场数据来看，土地成交面积未见明显起色，国庆后的季节性反弹斜率较平。

高频数据均显示出房价仍有较大下行压力。

图21：一手房成交

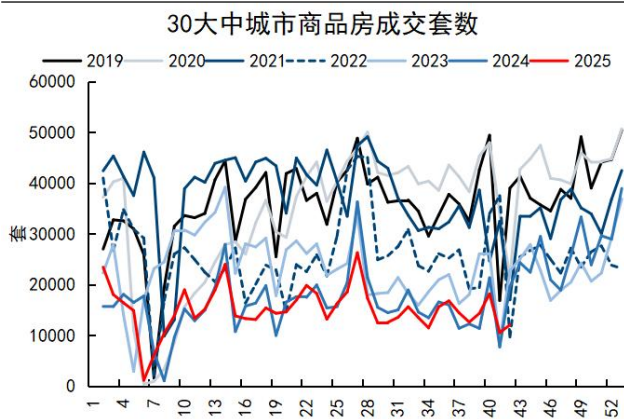


图22：二手房成交

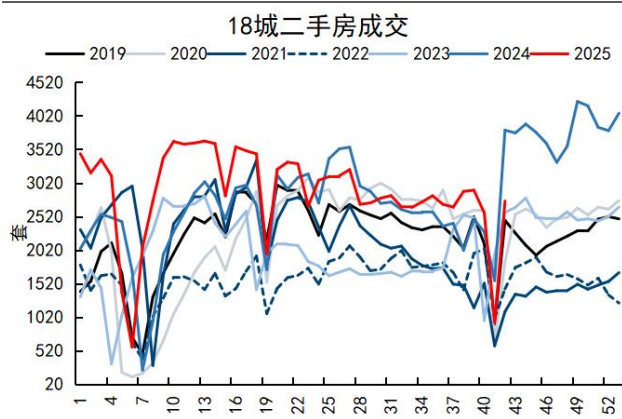


图23：土地成交

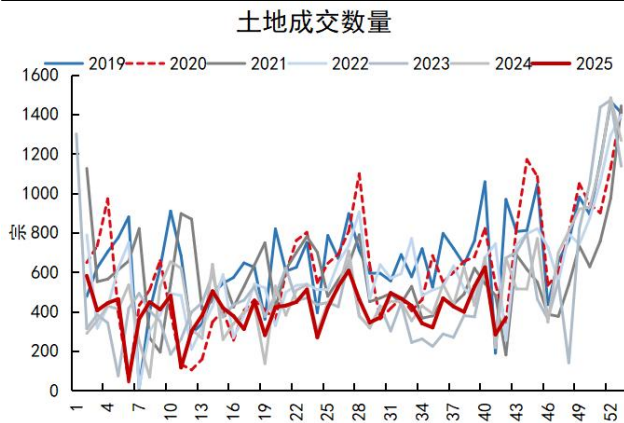
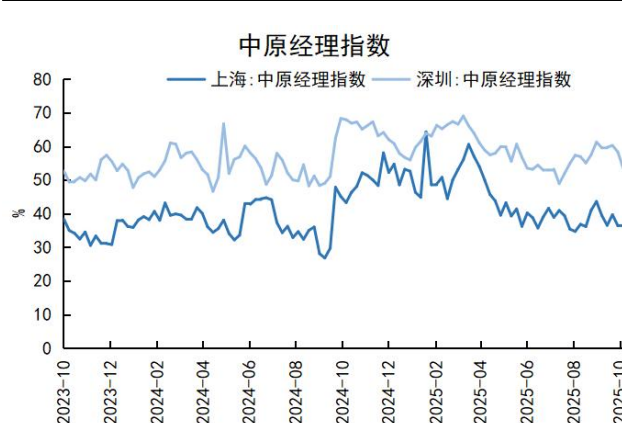


图24：中原经理指数



风险提示

海外市场动荡，存在不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032