



光期研究 见微知著

宏观周报：关税风云再起，避险情绪升温

2025年10月12日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

关税风云再起，避险情绪升温

要点

中美关系变化对金融市场的边际影响在弱化，10月10日海外金融市场波动明显小于4月。一方面，本次关税预期上升幅度明显不及4月。此外，市场于特朗普后续加关税的行为已有预判。此外，国内对外部不确定性充分认识，对内政策保持定力。从9月30日到10月7日，《人民日报》推出了连续八篇署名“钟才文”的专论文章。旨在强化社会各方对当前经济形势和未来发展趋势的共识，为十五五规划建议的出台打好舆论基础。

中国9月官方制造业PMI 49.8，景气水平继续改善。产需指数均有回升，生产指数为51.9，比上月上升1.1个百分点，升至近6个月高点，制造业生产活动较为活跃；新订单指数为49.7，比上月上升0.2个百分点，市场需求景气度有所改善。值得关注的是同日一起公布的标普制造业PMI录得51.2，明显好于预期值50.2。如何理解中采PMI和标普PMI表现的差异？统计局公布的中采PMI和标普PMI统计样本不同，中采PMI更加综合，而标普PMI更多反映中小外贸型企业生产经营情况。中采PMI分项中，9月小型企业景气度回升幅度更高。小型企业PMI为48.2，比上月上升1.6个百分点；大型企业PMI为51.0，比上月上升0.2个百分点；中型企业PMI为48.8，比上月略降0.1个百分点。此外，中采新出口订单47.8，较上个月回升0.6个百分点。小型企业景气度改善更多以及出口形势的好转，使得标普PMI表现优于中采PMI。

9月份，非制造业商务活动指数为50.0，比上月下降0.3个百分点。其中服务业商务活动指数保持扩张。服务业商务活动指数为50.1，继续位于扩张区间。同时，受暑期效应消退影响，与居民出行消费密切相关的餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数落至临界点以下。建筑业商务活动指数小幅回升。建筑业商务活动指数为49.3，比上月上升0.2个百分点，弱于季节性，表明投资行业仍然表现偏弱。

对于PMI，有一个边际的变化值得关注。中国正在经历从投资拉动转向消费拉动的经济再平衡的过程，消费持续发力，尤其是服务消费成为新的增长引擎。所以之前从制造业PMI去推演经济的表现、政策的出台预期，要转变为更加关注服务业PMI的表现。如果服务业PMI表现不佳，政策仍有加码的空间。

宏观经济数据总览

图表：宏观经济数据总览

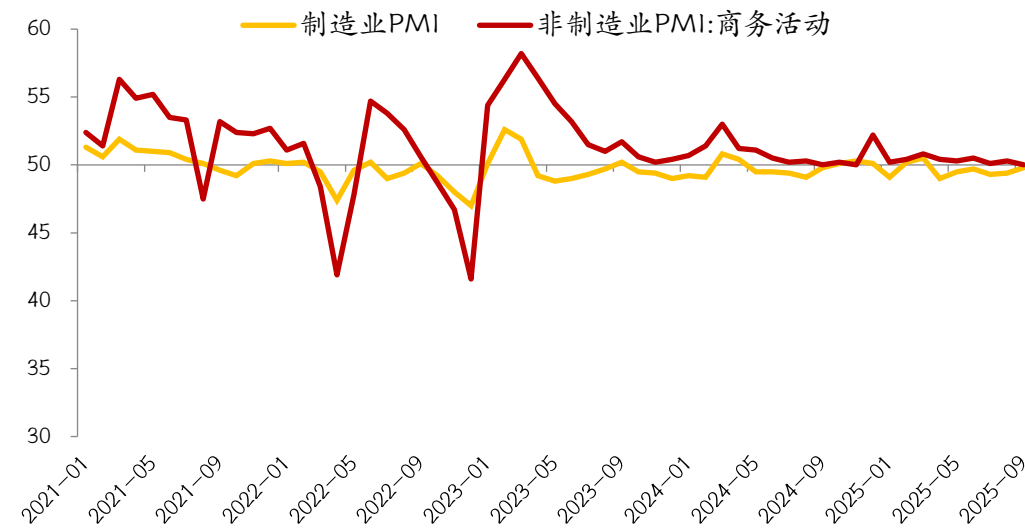
宏观指标		2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
GDP (%)	当季						5.40			5.40			4.60	
工业增加值 (%)	当月	5.20	5.70	6.80	5.80	6.10	7.70	5.90		6.20	5.40	5.30	5.40	4.50
社零 (%)	当月	3.40	3.70	4.80	6.40	5.10	5.90	4.00		3.50	3.00	4.80	3.20	2.10
固定资产投资 (%)	累计	0.50	1.60	2.80	3.70	4.00	4.20	4.10		3.20	3.30	3.40	3.40	3.40
制造业投资 (%)	累计	5.10	6.20	7.50	8.50	8.80	9.10	9.00		9.20	9.30	9.30	9.20	9.10
基建投资 (%)	累计	2.00	3.20	4.60	5.60	5.80	5.80	5.60		4.40	4.20	4.30	4.10	4.40
房地产投资 (%)	累计	-12.90	-12.00	·	-10.70	-10.30	-9.90	-9.80		-10.60	-10.40	-10.30	-10.10	-10.20
出口 (%)	当月	4.40	7.20	5.80	4.80	8.10	12.40	-3.00		10.70	6.70	12.70	2.40	8.70
CPI (%)	当月	-0.40	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40	0.60
PPI (%)	当月	-2.90	-3.60	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50	-2.90	-2.80	-1.80
社融 (%)		8.80	9.00	8.90	8.70	8.70	8.40	8.20	8.00	8.00	7.80	7.80	8.00	8.10
人民币贷款 (%)		6.60	6.80	7.00	7.00	7.10	7.20	7.10	7.20	7.20	7.40	7.70	7.80	8.10
M1 (%)		6.00	5.60	4.60	2.30	1.50	1.60	0.10	0.40	1.20	-0.70	-2.30	-3.30	-3.00
M2 (%)		8.80	8.80	8.30	7.90	8.00	7.00	7.00	7.00	7.30	7.10	7.50	6.80	6.30

资料来源：Wind，光大期货研究所

1.重要经济数据

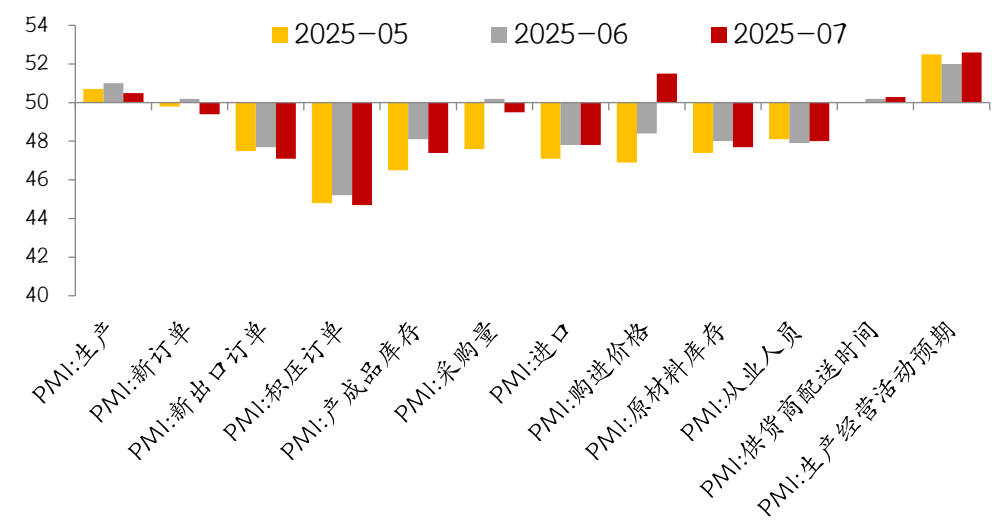
9月景气水平继续改善

图表：PMI（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：PMI分项（单位：%）

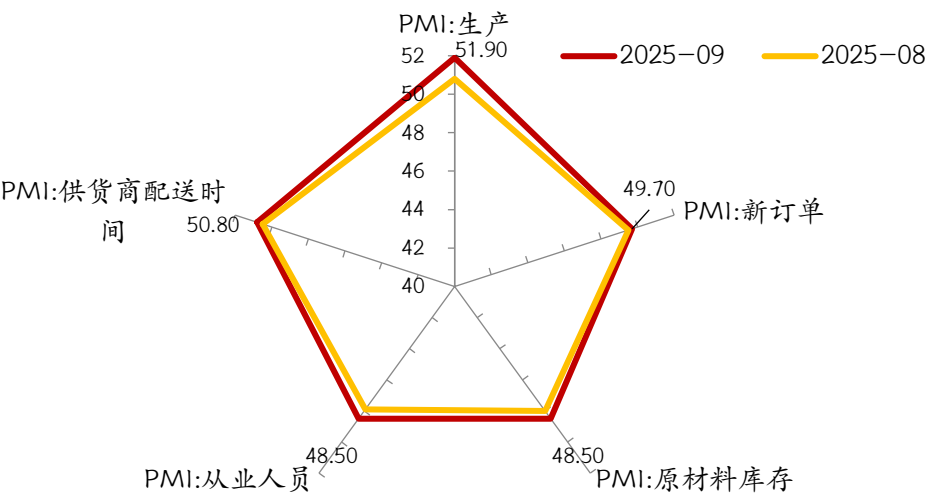


资料来源：Wind，光大期货研究所

中国9月官方制造业PMI 49.8，预期49.7，前值49.4。中国9月非制造业PMI 50.0，预期50.2，前值50.3。中国9月综合PMI 50.5，前值50.2。整体来看，9月景气水平继续改善。产需指数均有回升，生产指数为51.9，比上月上升1.1个百分点，升至近6个月高点，制造业生产活动较为活跃；新订单指数为49.7，比上月上升0.2个百分点，市场需求景气度有所改善。

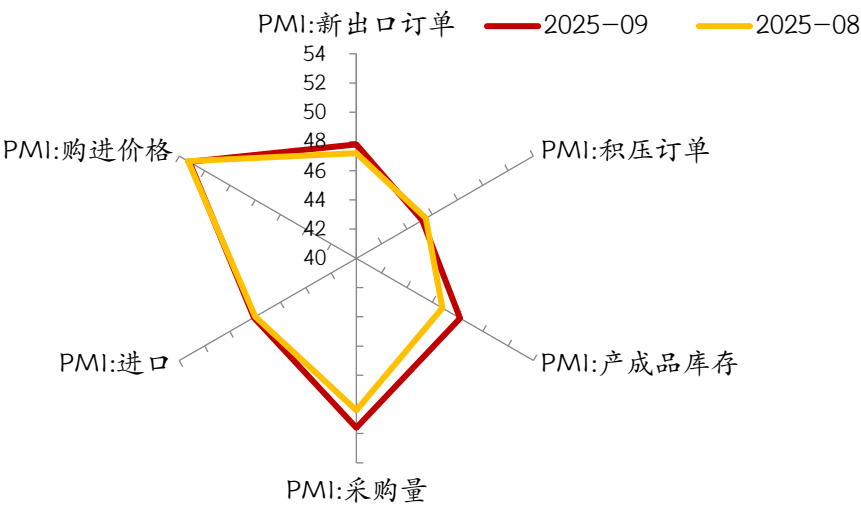
分项来看，产需指数均有回升

图表：PMI分项（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：PMI分项（单位：%）

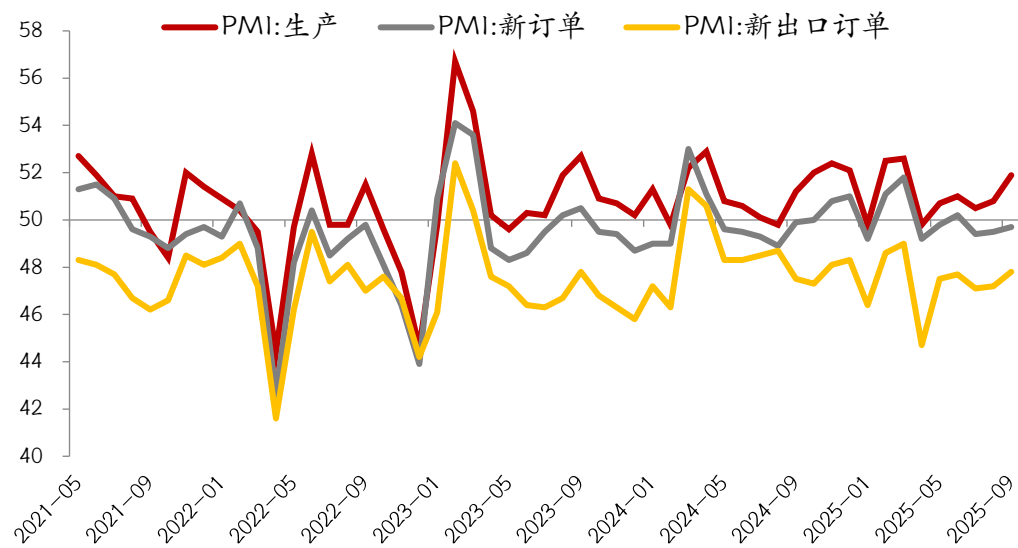


资料来源：Wind，光大期货研究所

值得关注的是同日一起公布的标普制造业PMI录得51.2，明显好于预期值50.2。如何理解中采PMI和标普PMI表现的差异？统计局公布的中采PMI和标普PMI统计样本不同，中采PMI更加综合，而标普PMI更多反映中小外贸型企业生产经营情况。中采PMI分项中，9月小型企业景气度回升幅度更高。小型企业PMI为48.2，比上月上升1.6个百分点；大型企业PMI为51.0，比上月上升0.2个百分点；中型企业PMI为48.8，比上月略降0.1个百分点。此外，中采新出口订单47.8，较上个月回升0.6个百分点。小型企业景气度改善更多以及出口形势的好转，使得标普PMI表现优于中采PMI。

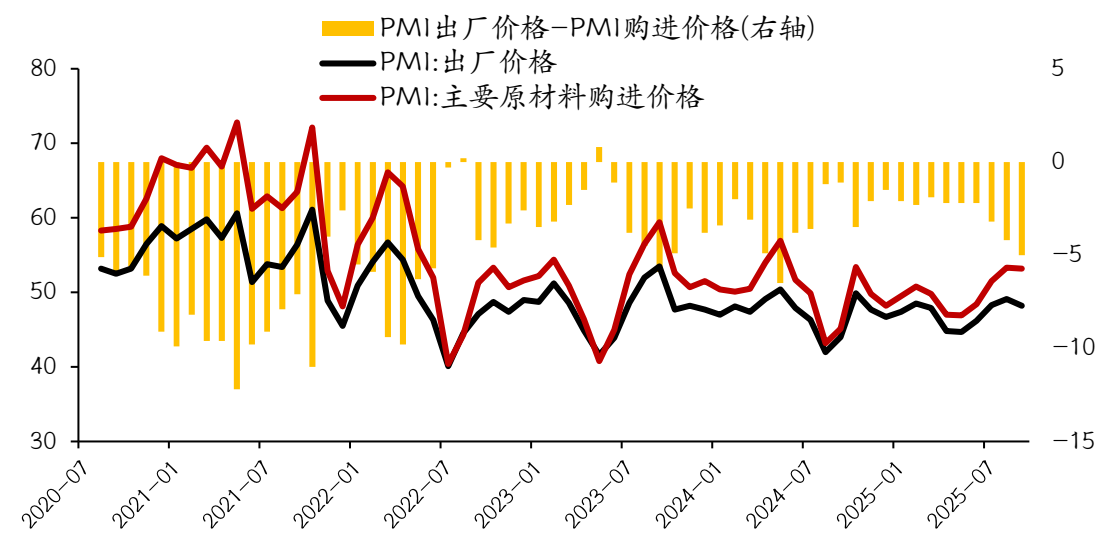
价格指数表现平稳

图表：PMI分项（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

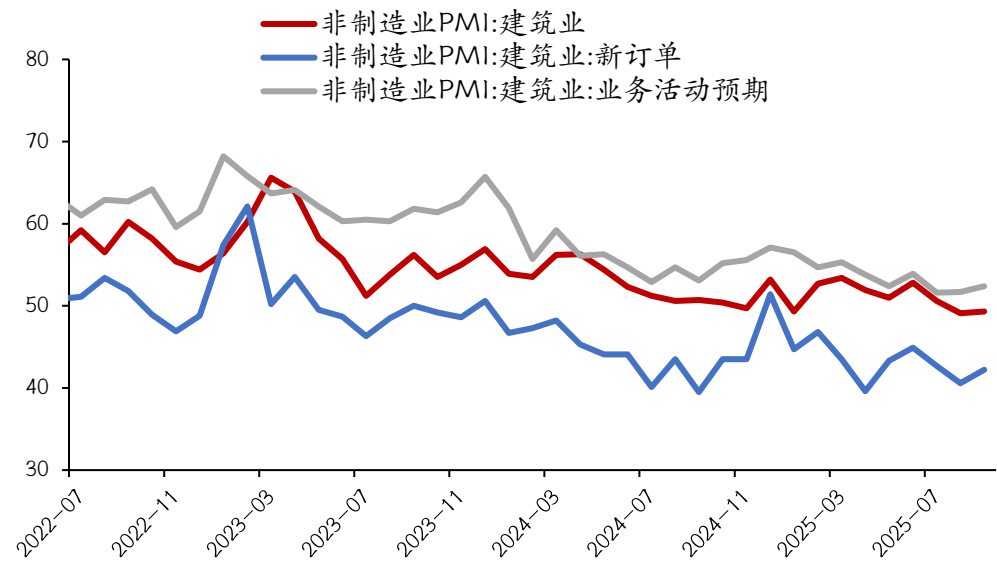
图表：PMI分项（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

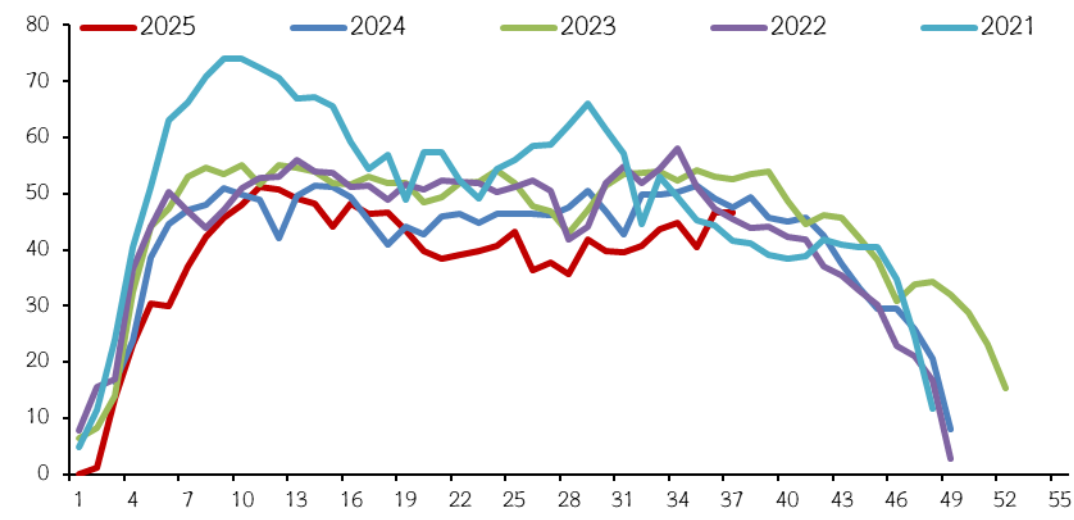
建筑业景气度偏弱

图表：PMI分项（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：全国水泥磨机运转率（横坐标为春节后第n周）（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

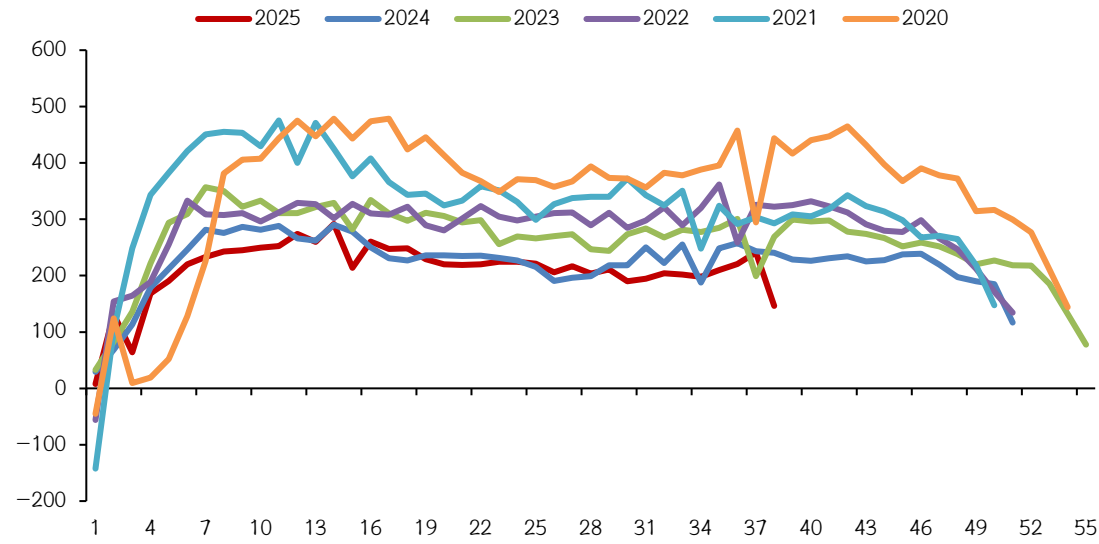
9月份，非制造业商务活动指数为50.0，比上月下降0.3个百分点。其中服务业商务活动指数保持扩张。服务业商务活动指数为50.1，继续位于扩张区间。同时，受暑期效应消退影响，与居民出行消费密切相关的餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数落至临界点以下。建筑业商务活动指数小幅回升。建筑业商务活动指数为49.3，比上月上升0.2个百分点，弱于季节性，表明投资行业仍然表现偏弱。

对于PMI，有一个边际的变化值得关注。中国正在经历从投资拉动转向消费拉动的经济再平衡的过程，消费持续发力，尤其是服务消费成为新的增长引擎。所以之前从制造业PMI去推演经济的表现、政策的出台预期，要转变为更加关注服务业PMI的表现。如果服务业PMI表现不佳，政策仍有加码的空间。

2.实体经济高频

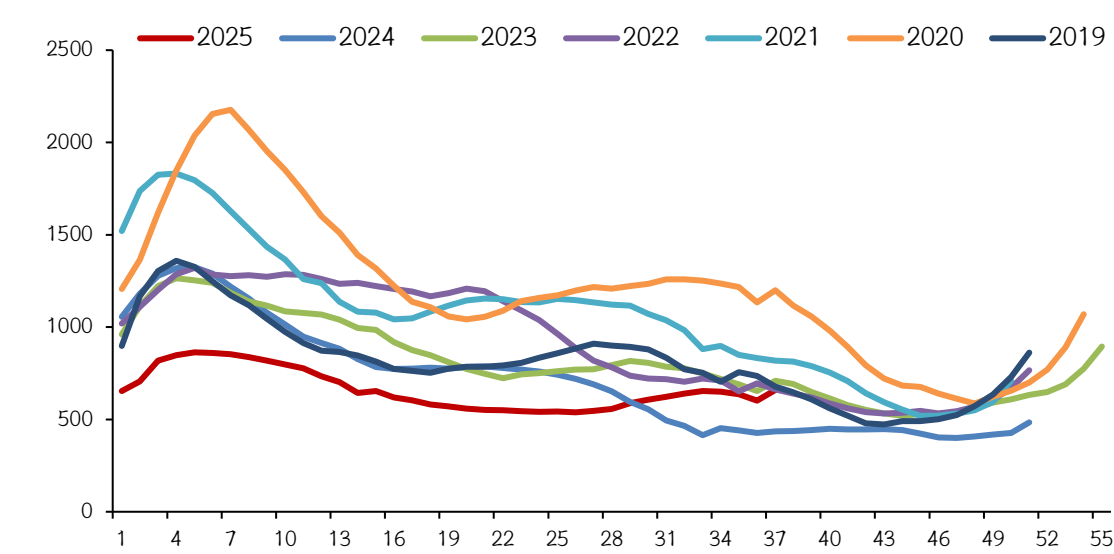
钢材表需大幅回落

图表：螺纹表需(横坐标为春节后第n周)（单位：万吨）



资料来源：iFinD, mysteel, 光大期货研究所

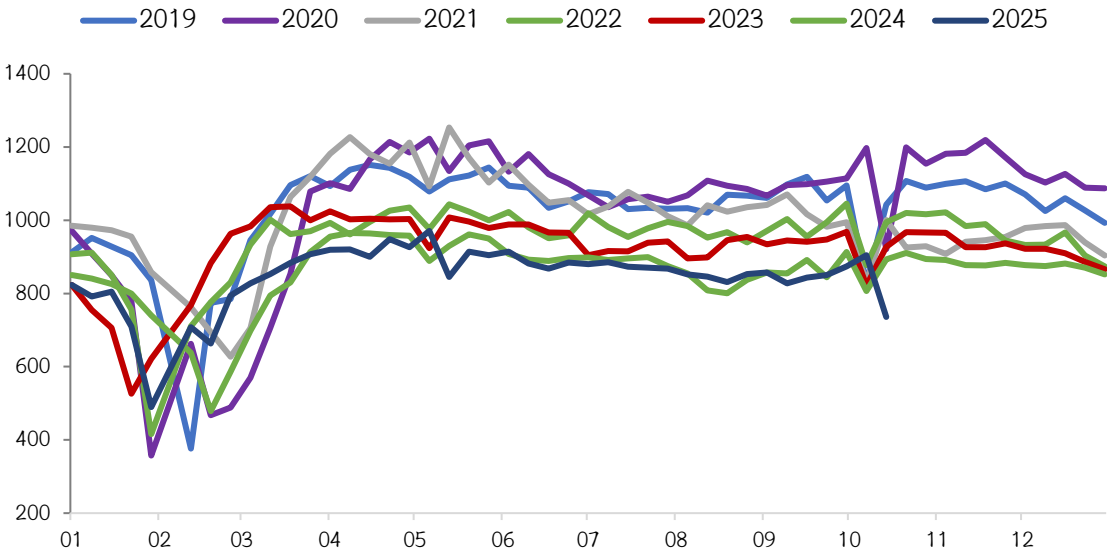
图表：螺纹厂库+社库(横坐标为春节后第n周)（单位：万吨）



资料来源：iFinD, mysteel, 光大期货研究所

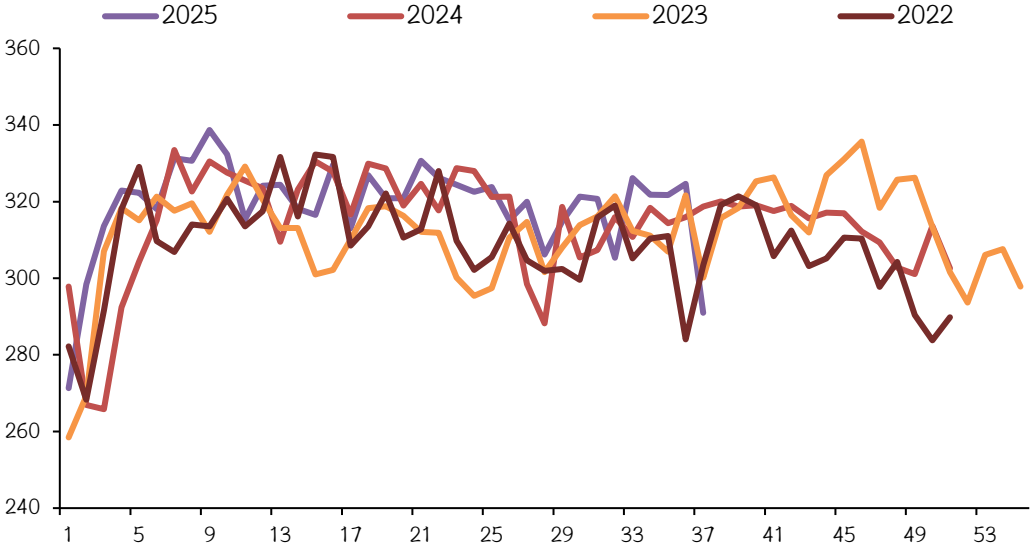
五大品种表需大幅回落

图表：五大品种钢材周度表观消费量（单位：万吨）



资料来源：iFinD, mysteel, 光大期货研究所

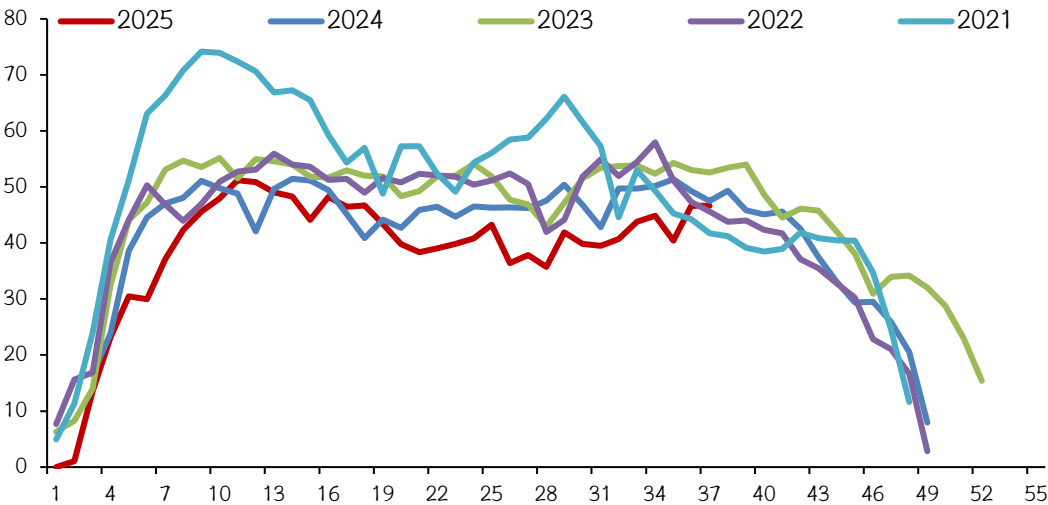
图表：热轧板卷周度表观消费量（单位：万吨）



资料来源：iFinD, mysteel, 光大期货研究所

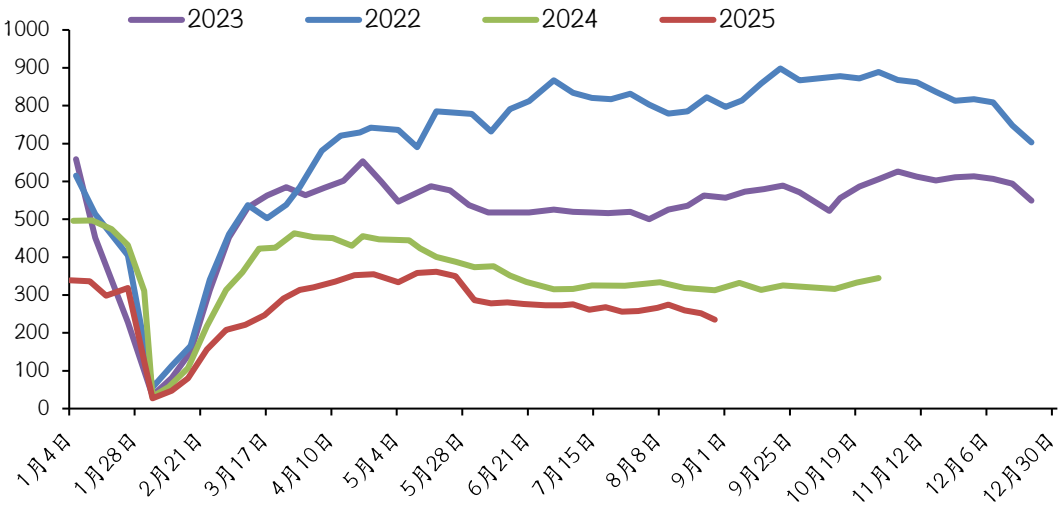
水泥磨机开工负荷平稳

图表：全国水泥磨机运转率(横坐标为春节后第n周)（单位：%）



资料来源：卓创资讯，光大期货研究所

图表：水泥出库量（经农历调整）（单位：万吨）

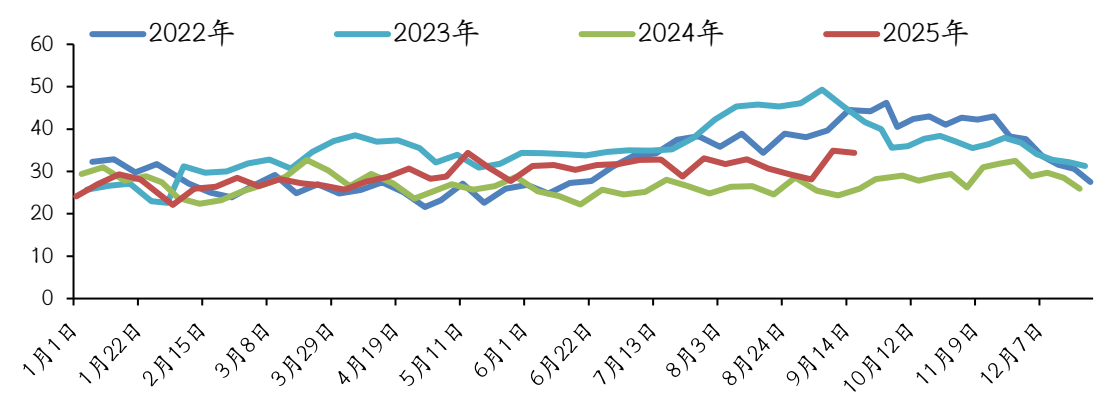


资料来源：百年建筑网，光大期货研究所

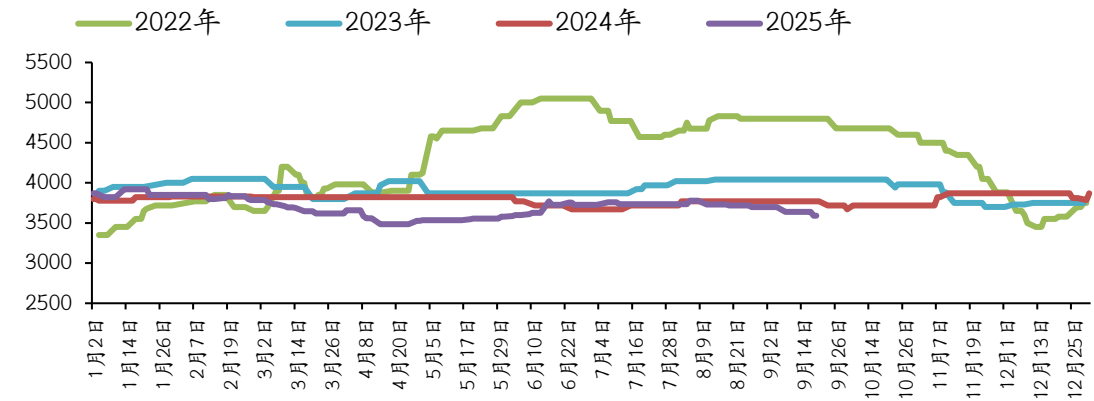
卓创对62个主要城市的监测数据显示，与上周相比，本期磨机开工负荷有明显回升。全国水泥磨机开工负荷均值46.62%，较上周上升6.19个百分点，由降转升。天气影响减弱，雨水天气普遍结束，水泥需求出现恢复性增长，但总体还是偏弱。

沥青出货量平稳

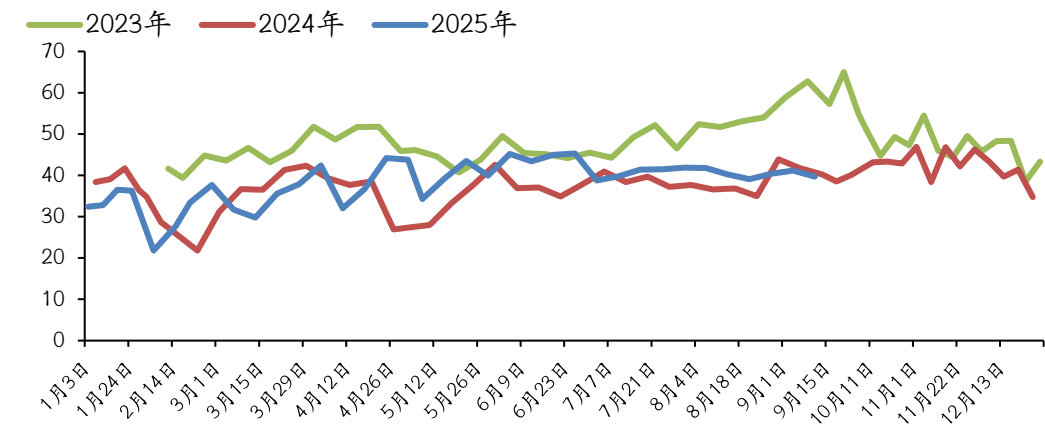
图表：沥青开工率（单位：%）



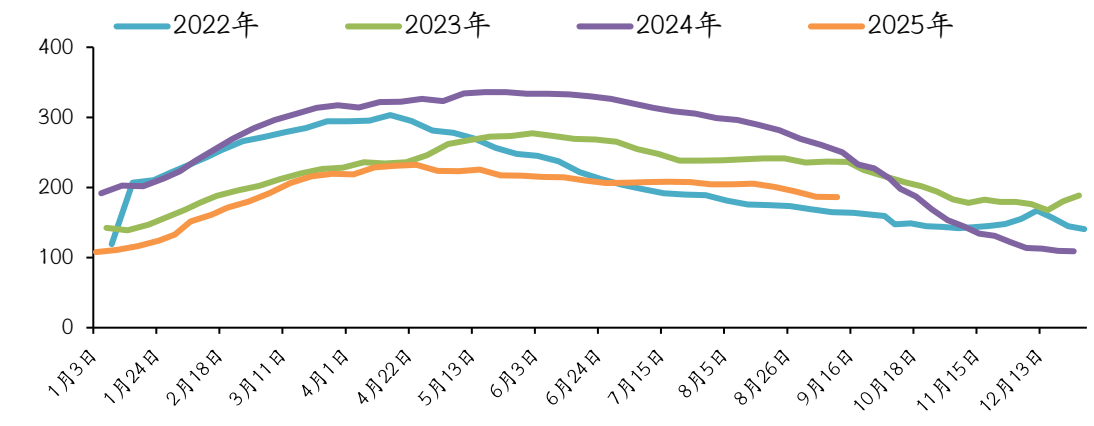
图表：华东重交价格（单位：元/吨）



图表：沥青出货量（单位：万吨）



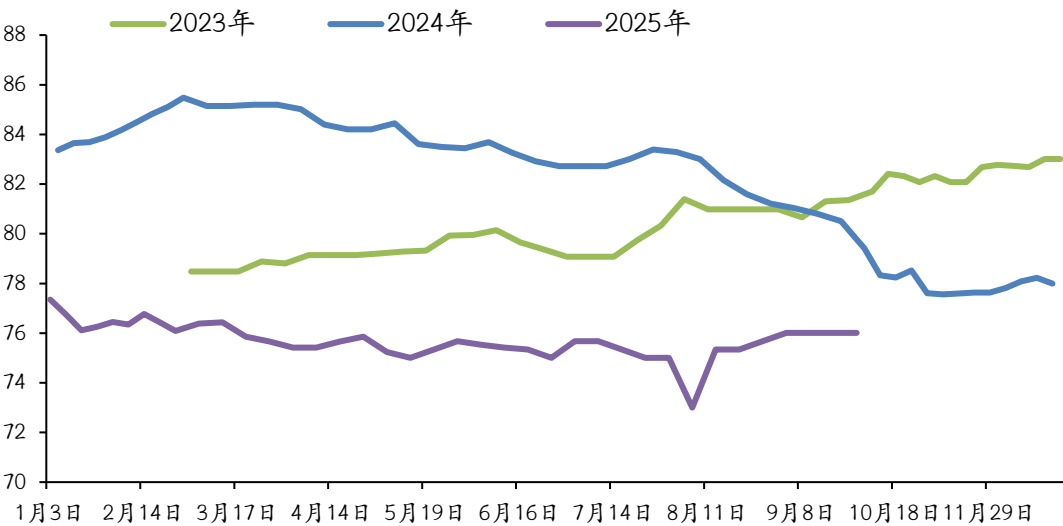
图表：沥青库存厂库+社库（单位：万吨）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

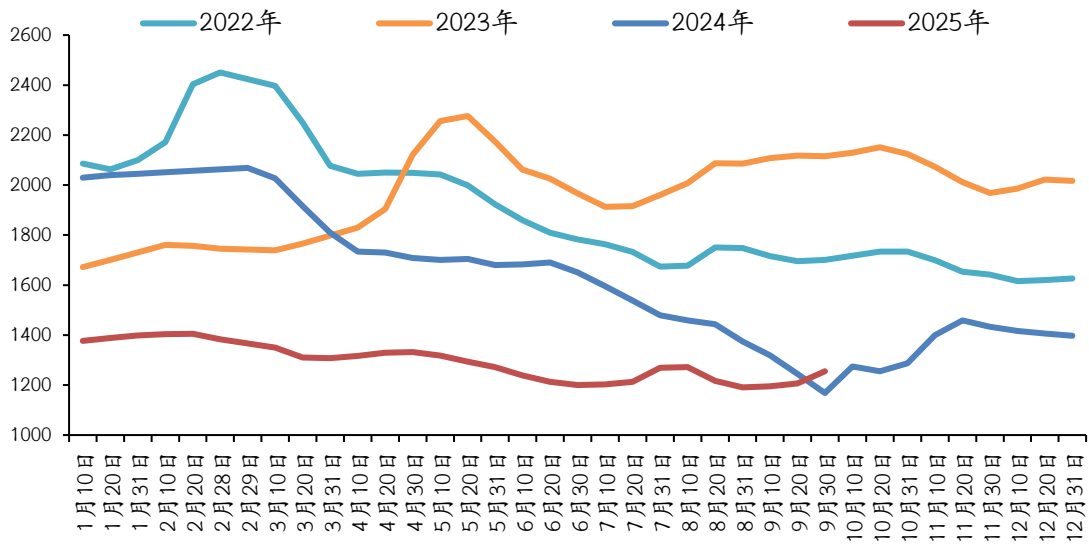
浮法平板玻璃产能平稳

图表：浮法平板玻璃产能利用率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

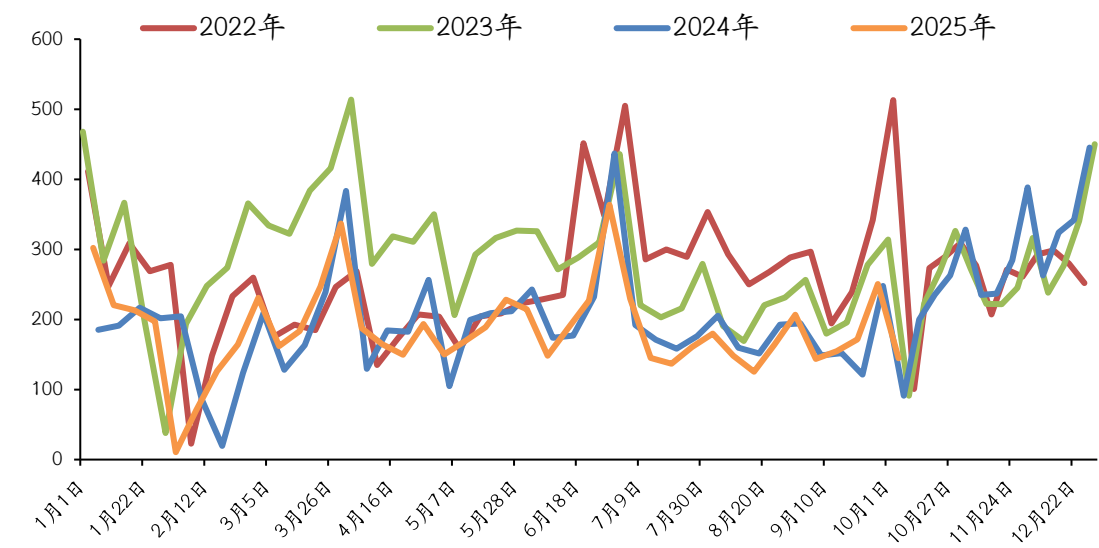
图表：浮法平板玻璃价格（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

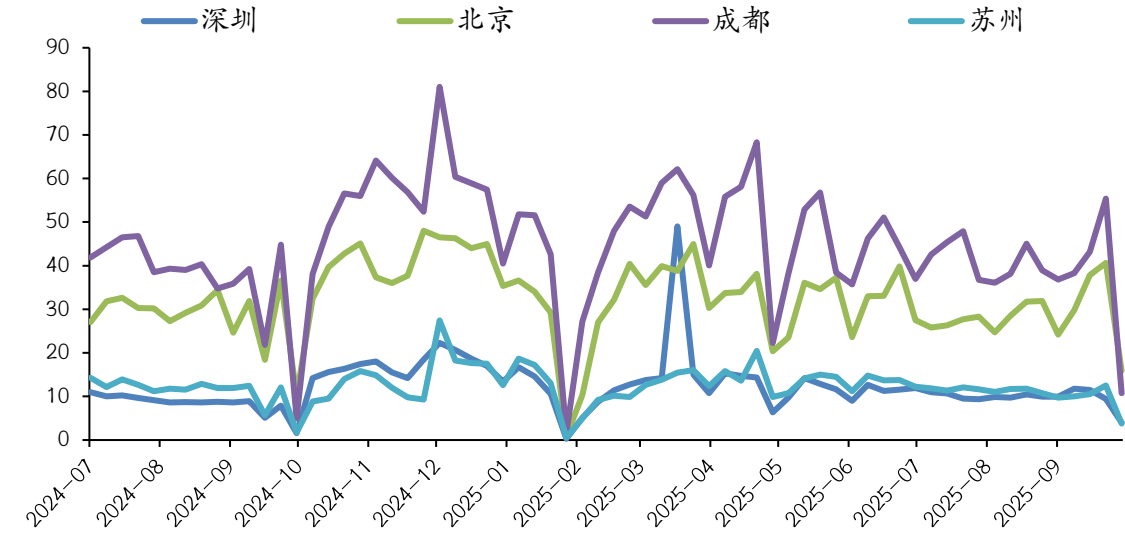
30城商品房成交面积偏弱

图表：30城商品房成交面积（单位：万平方米）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

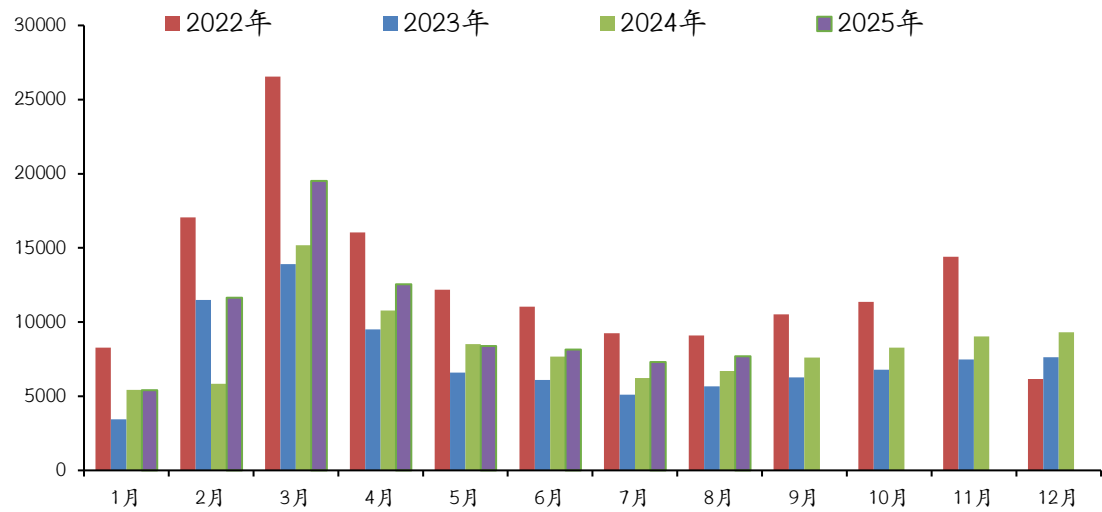
图表：主要城市二手房住宅成交（单位：万平方米）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

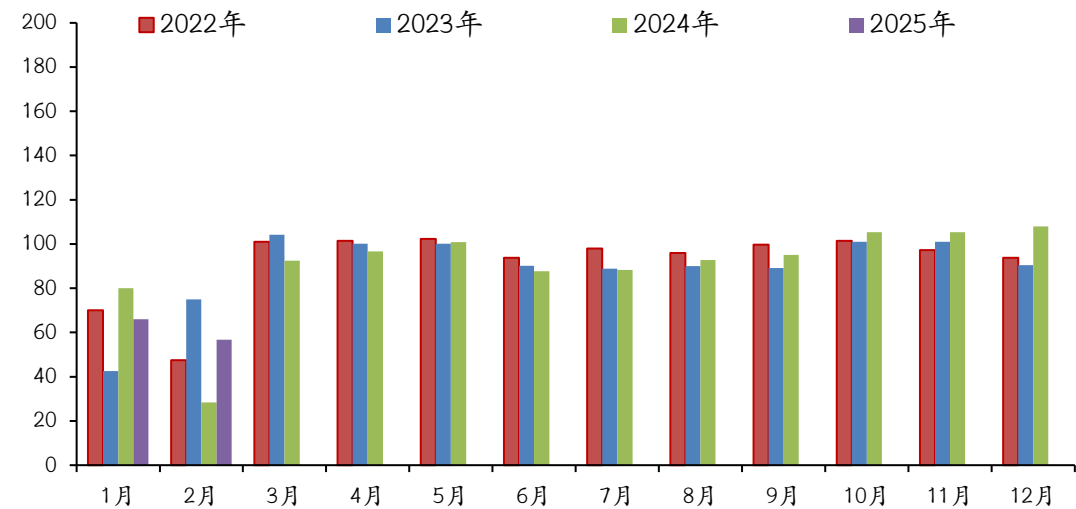
2025年8月，挖掘机主要制造企业销售各类挖掘机16523台，同比增长12.8%

图表：主要企业液压挖掘机内销销量（单位：辆）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：中国小松挖掘机开工小时数（单位：小时/月）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

2025年8月，挖掘机主要制造企业销售各类挖掘机16523台，同比增长12.8%。其中国内销量7685台，同比增长14.8%；出口量8838台，同比增长11.1%。

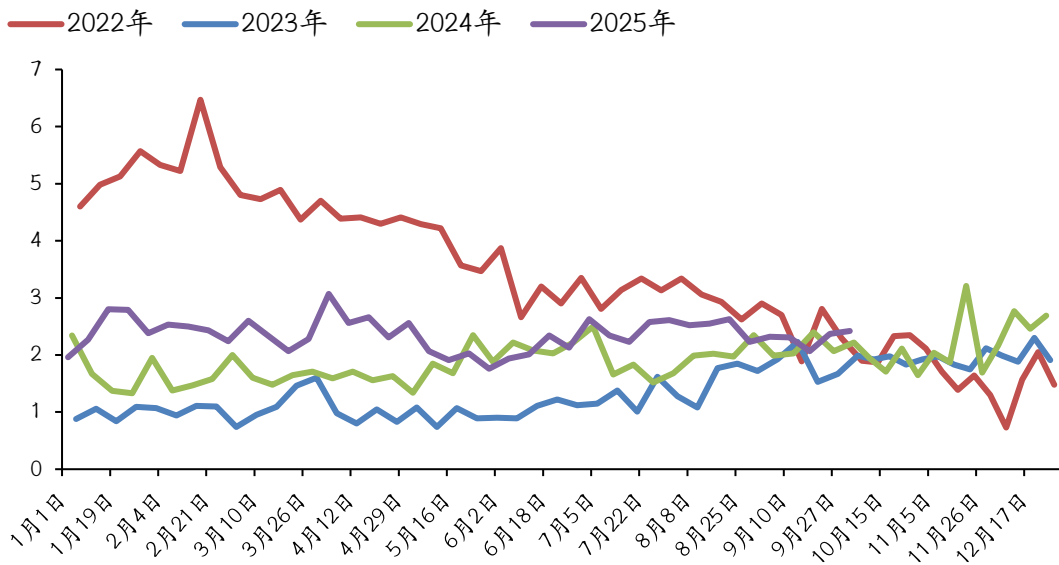
美国粗钢产量平稳

图表：美国:经济活动指数（单位：点）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

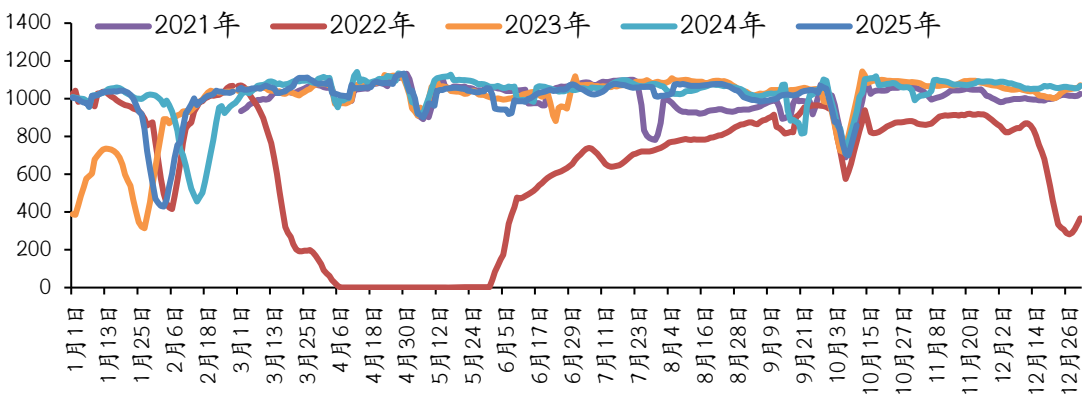
图表：美国粗钢产量（单位：万短吨）



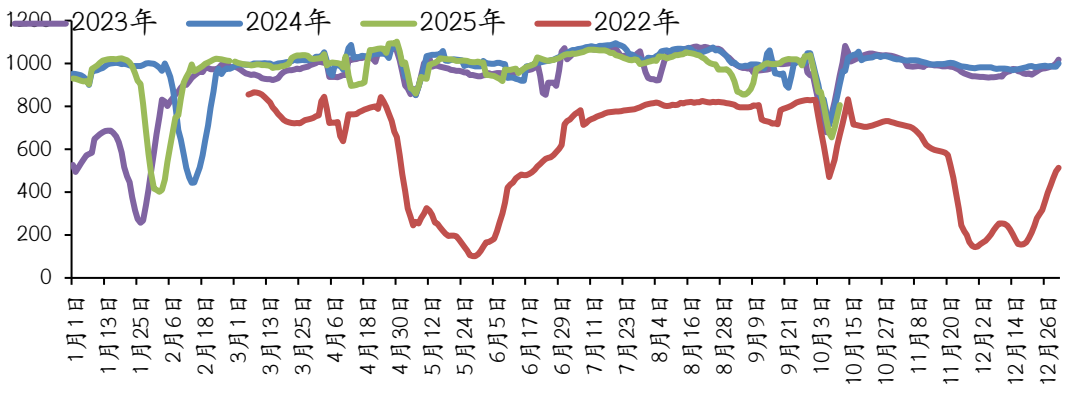
资料来源：iFinD，光大期货研究所

一线城市地铁客运量节后回升

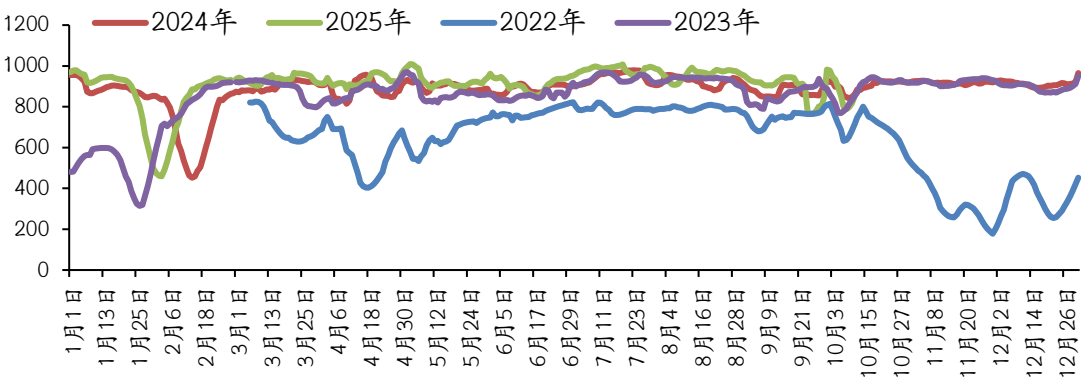
图表：上海地铁客运量（单位：万人）



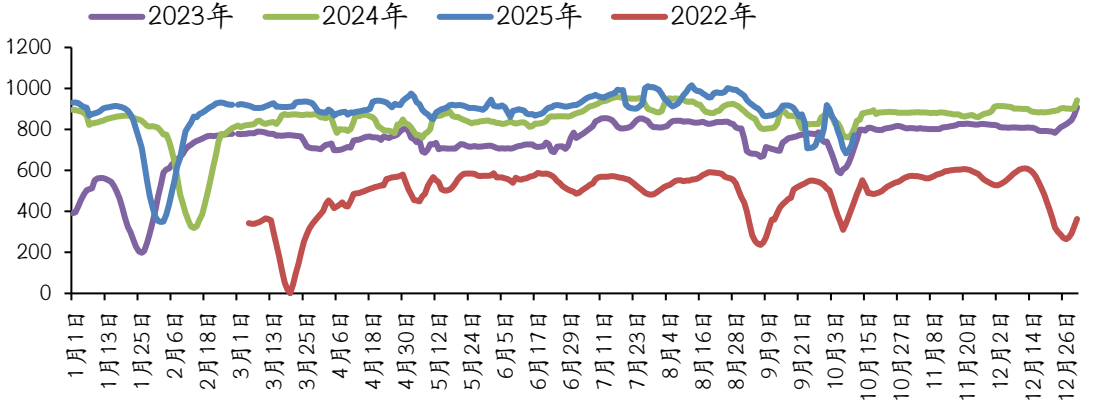
图表：北京地铁客运量（单位：万人）



图表：深圳地铁客运量（单位：万人）



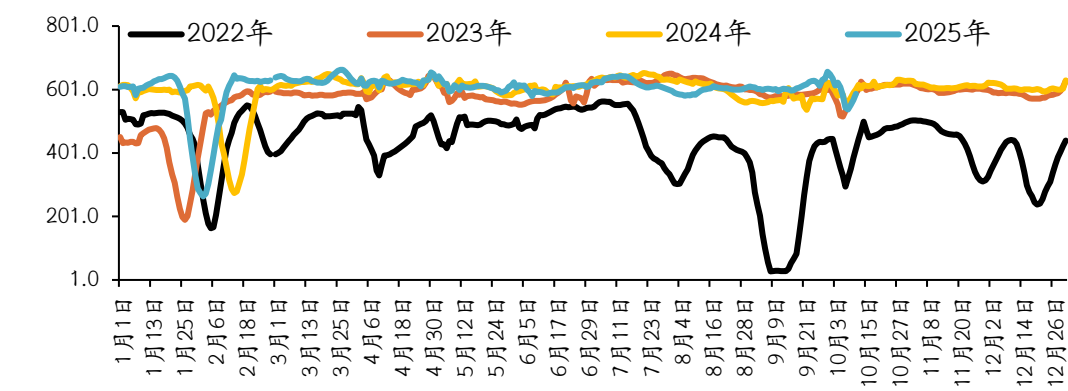
图表：广州地铁客运量（单位：万人）



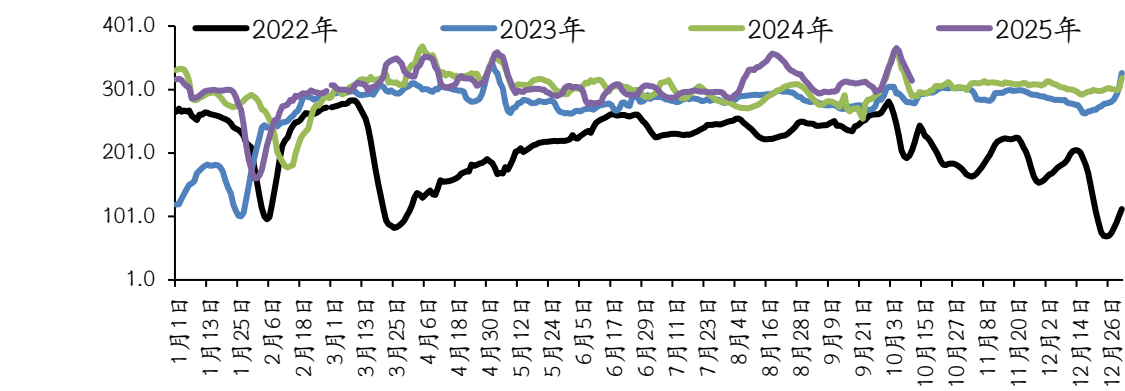
资料来源：iFinD，光大期货研究所

主要二线城市地铁客运量节后回升

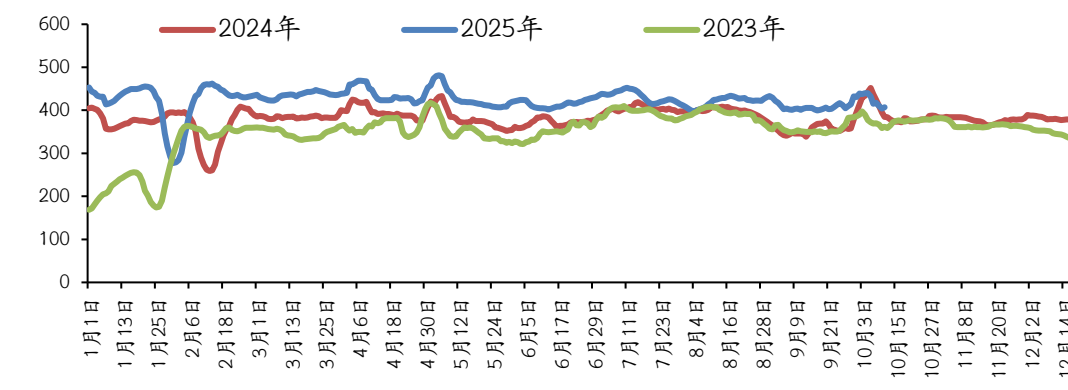
图表：成都地铁客运量（单位：万人）



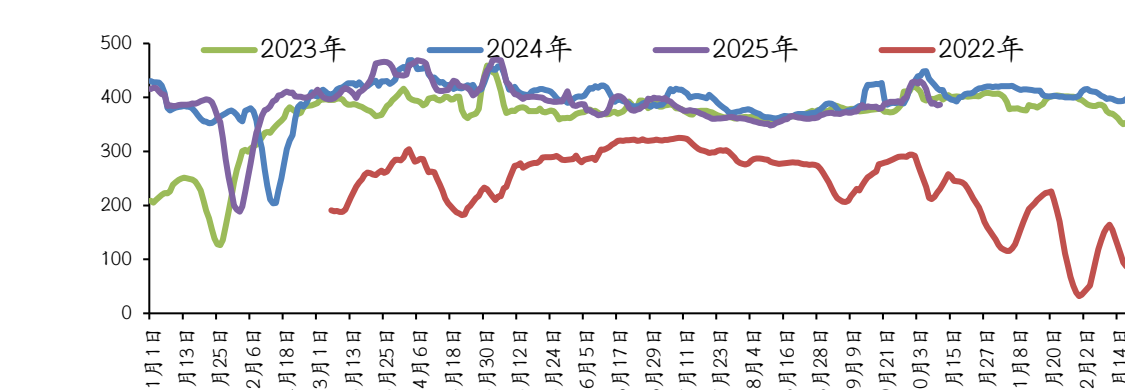
图表：南京地铁客运量（单位：万人）



图表：西安地铁客运量（单位：万人）



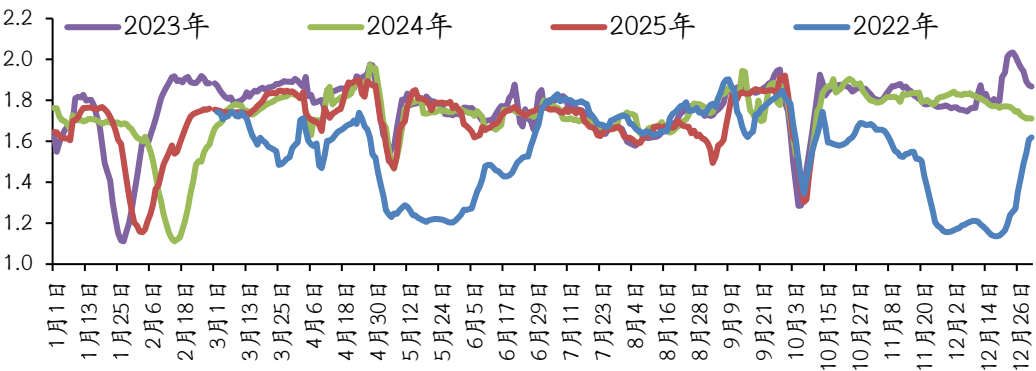
图表：武汉地铁客运量（单位：万人）



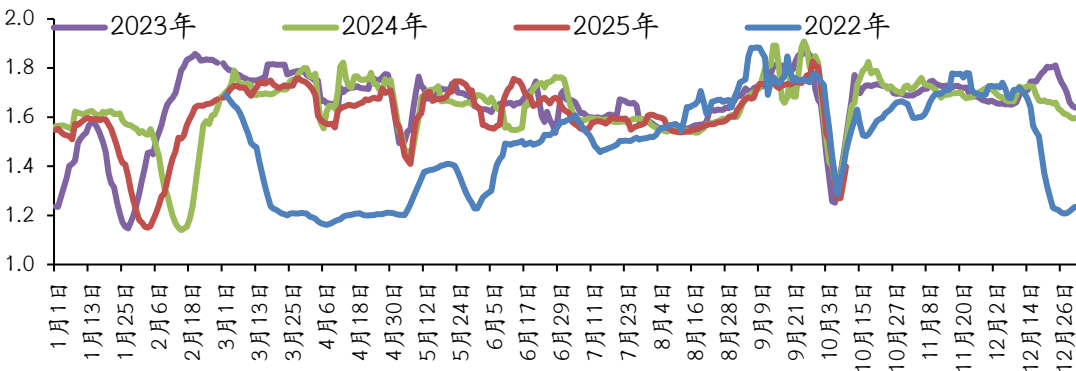
资料来源：iFinD，光大期货研究所

一线城市拥堵延时指数节后回升

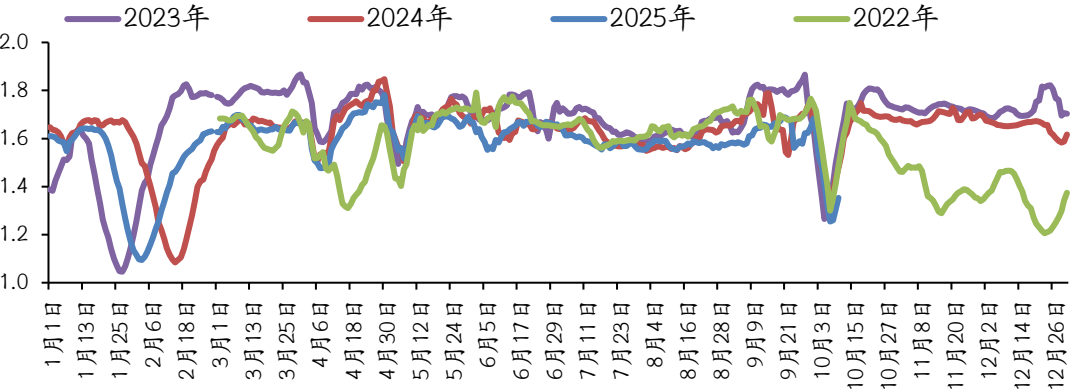
图表：北京拥堵延时指数（单位：点）



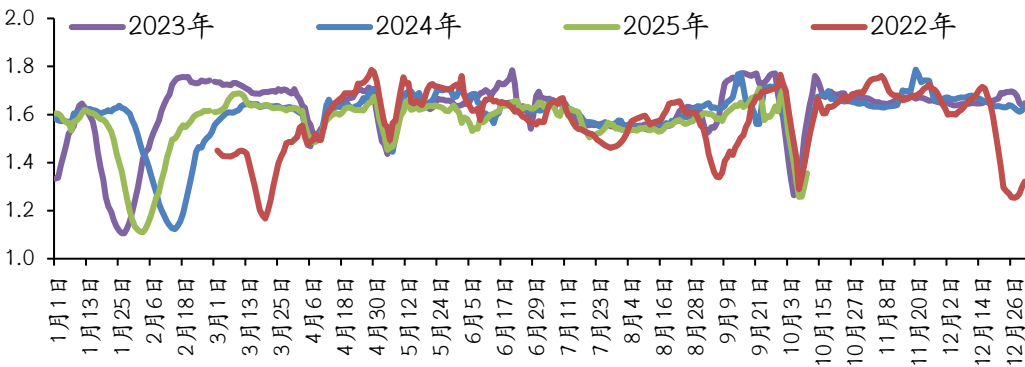
图表：上海拥堵延时指数（单位：点）



图表：广州拥堵延时指数（单位：点）



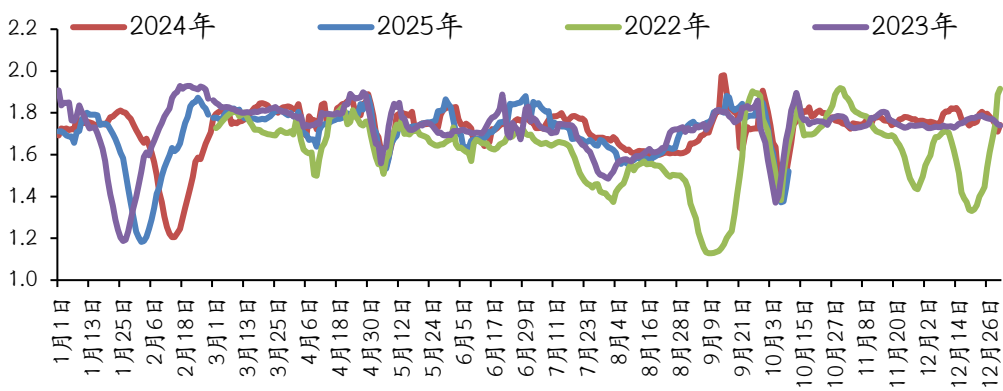
图表：深圳拥堵延时指数（单位：点）



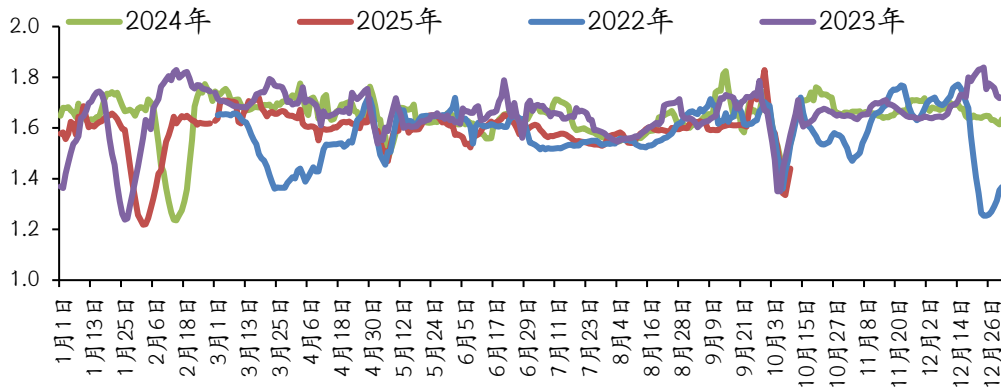
资料来源：iFinD，光大期货研究所

主要二线城市拥堵延时指数节后回升

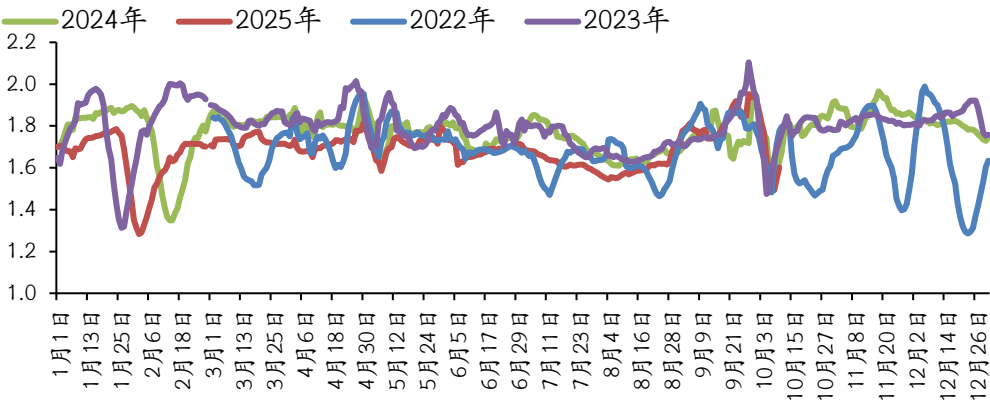
图表：成都拥堵延时指数（单位：点）



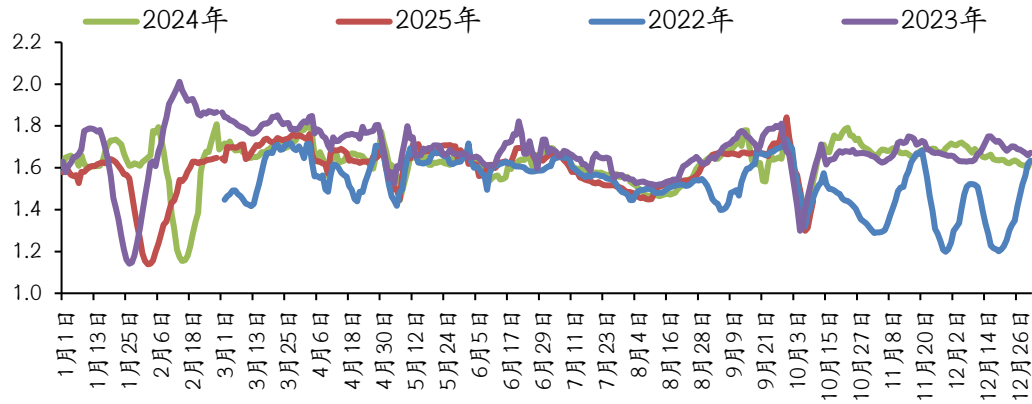
图表：南京拥堵延时指数（单位：点）



图表：西安拥堵延时指数（单位：点）



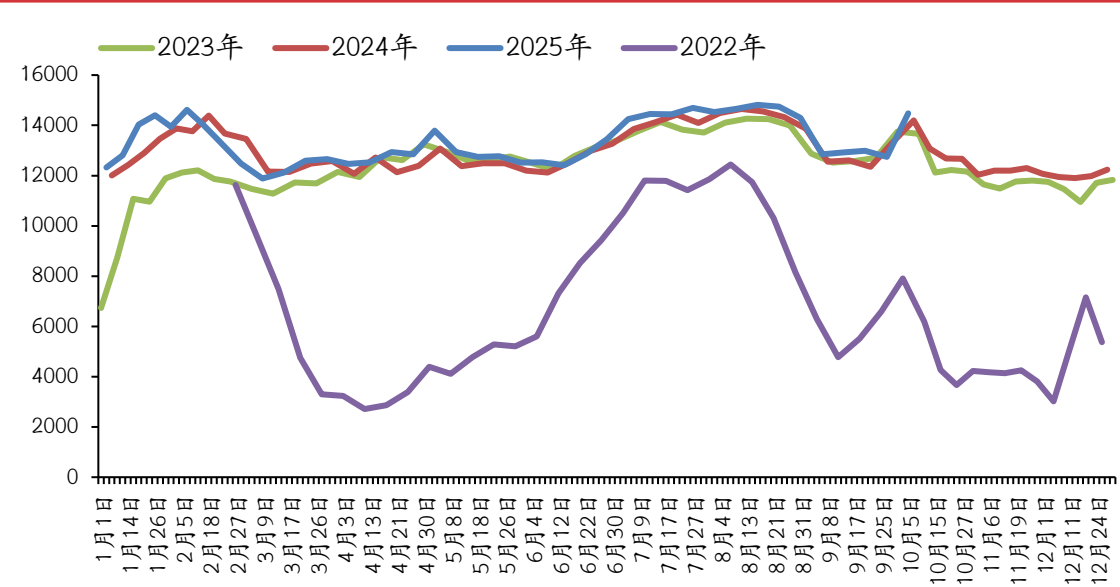
图表：武汉拥堵延时指数（单位：点）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

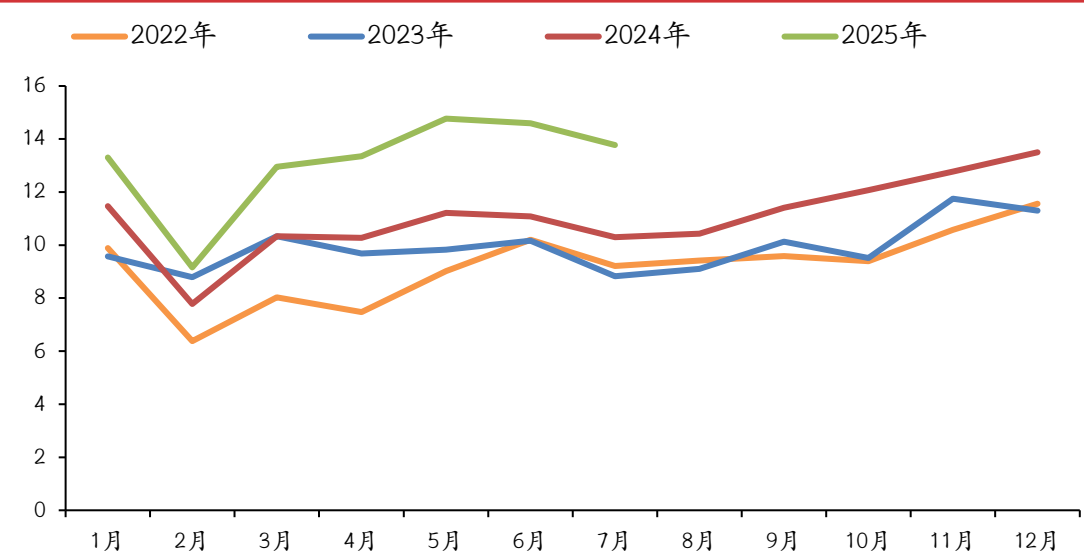
国内航班执行数高于去年同期水平

图表：执行航班数:中国：国内航班（不含港澳台）：周平均（单位：班次）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

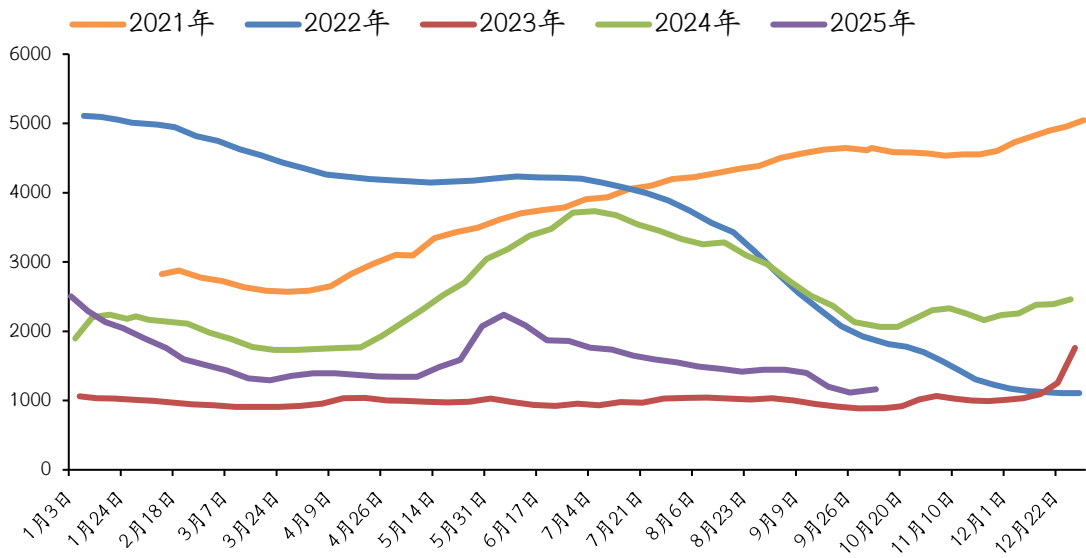
图表：顺丰速运快递业务量（单位：亿票）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

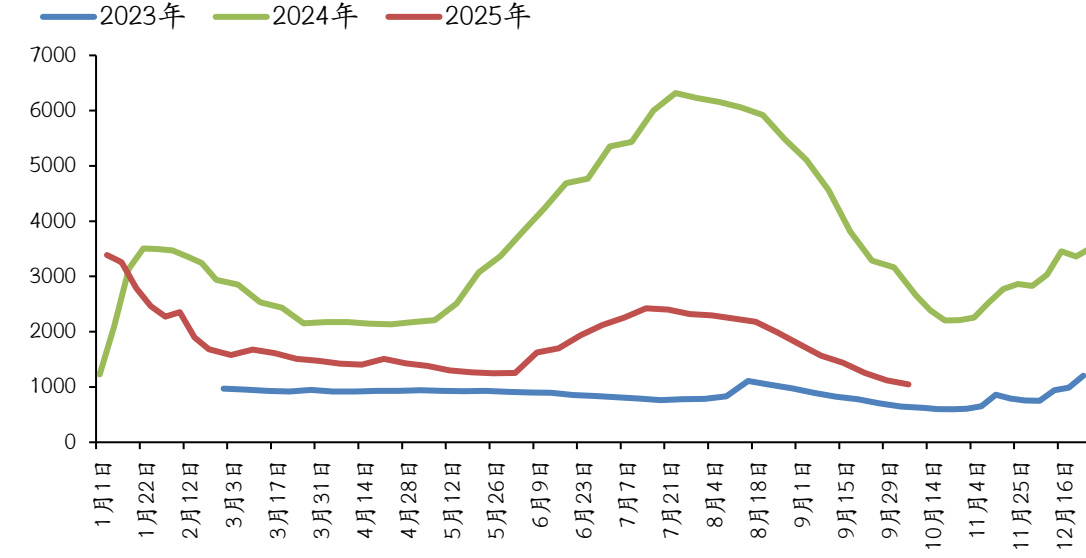
欧洲航线集装箱运价指数回落

图表：SCFI:综合指数（单位：点）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

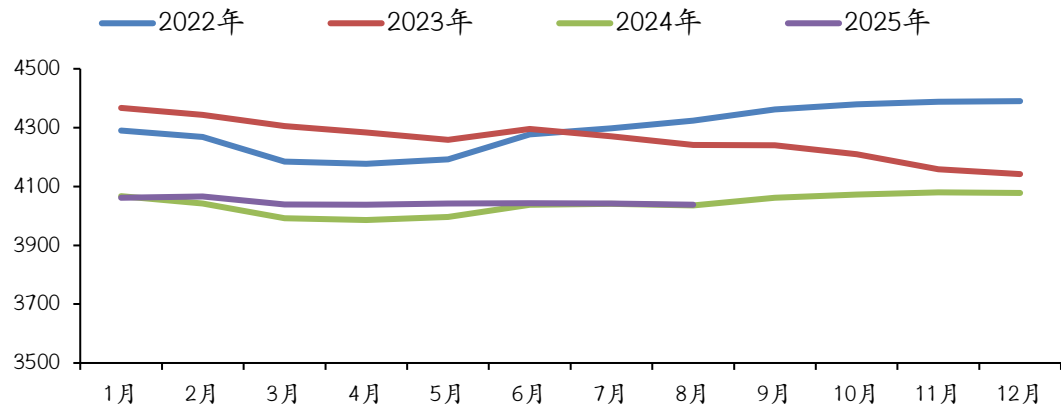
图表：SCFIS:欧洲航线(基本港)（单位：点）



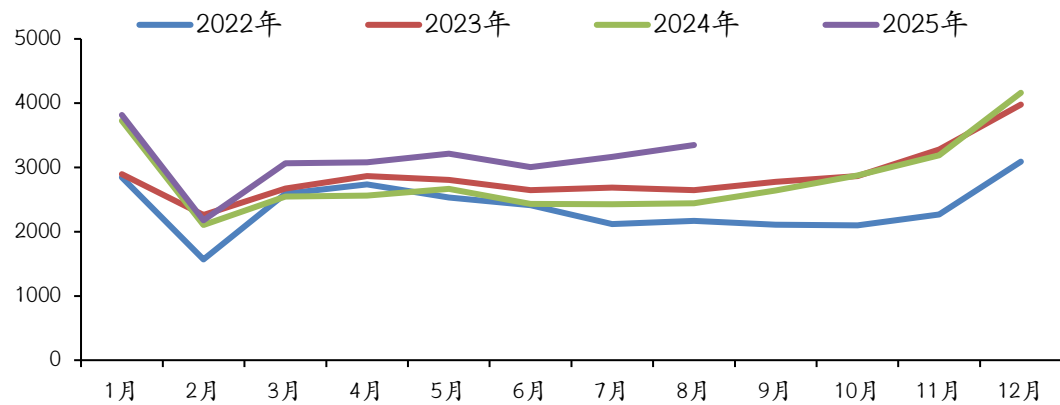
资料来源：iFinD，光大期货研究所

生猪屠宰环比回升

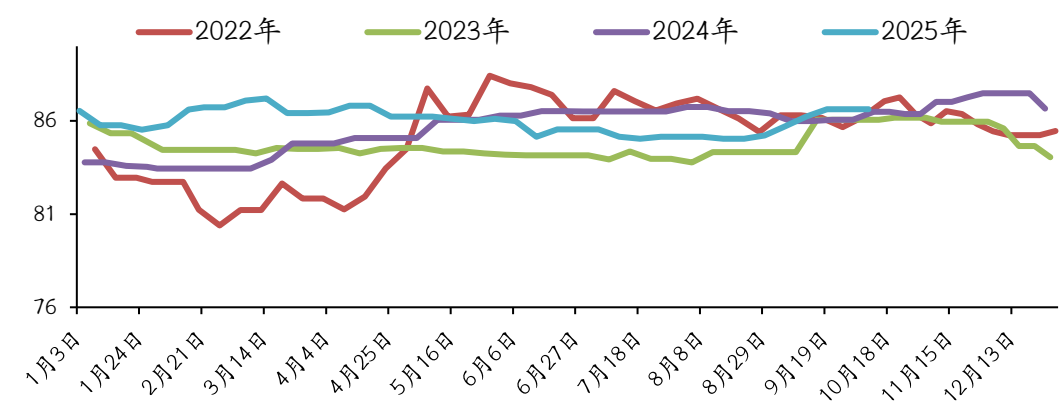
图表：全国能繁母猪存栏（单位：万头）



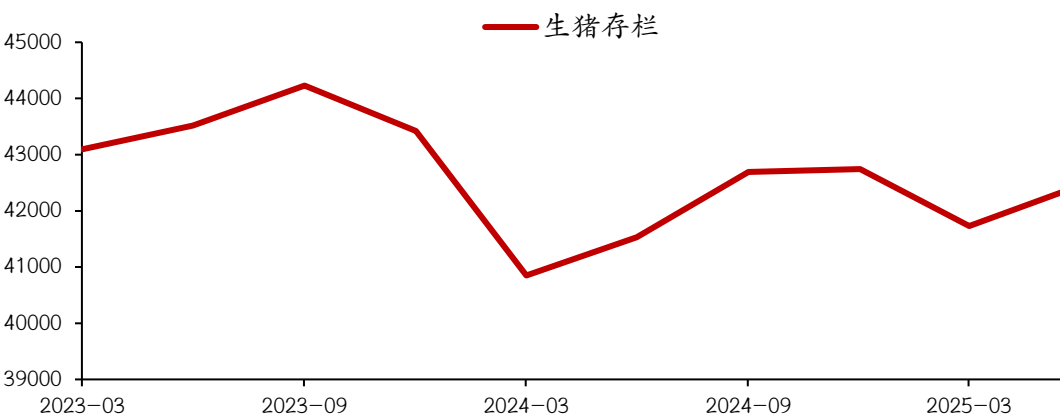
图表：全国：生猪定点屠宰企业屠宰量（单位：万头）



图表：宰后均重：白条猪肉(瘦肉型)：山东（单位：公斤）



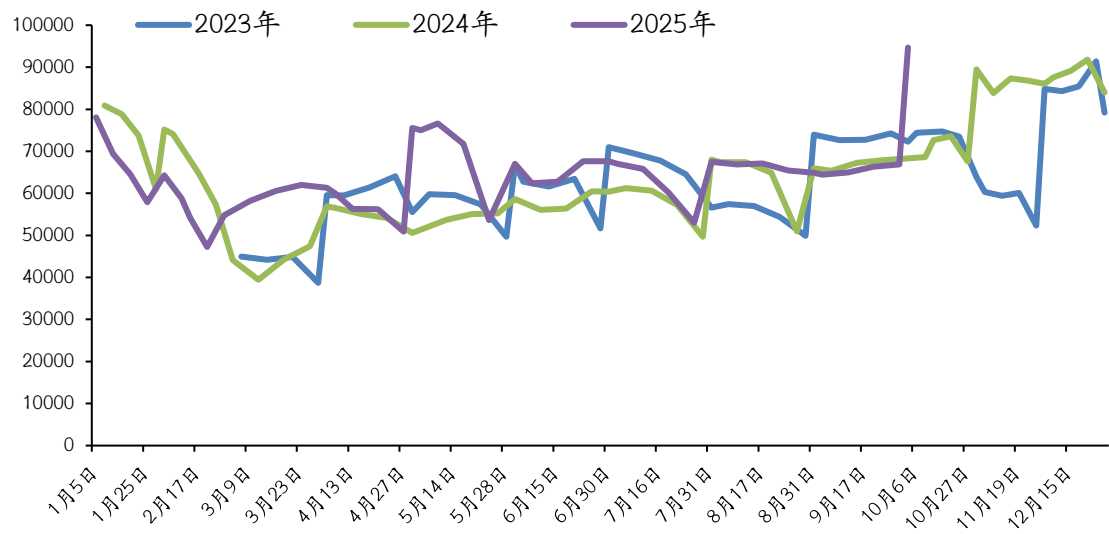
图表：全国生猪存栏量（单位：万头）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

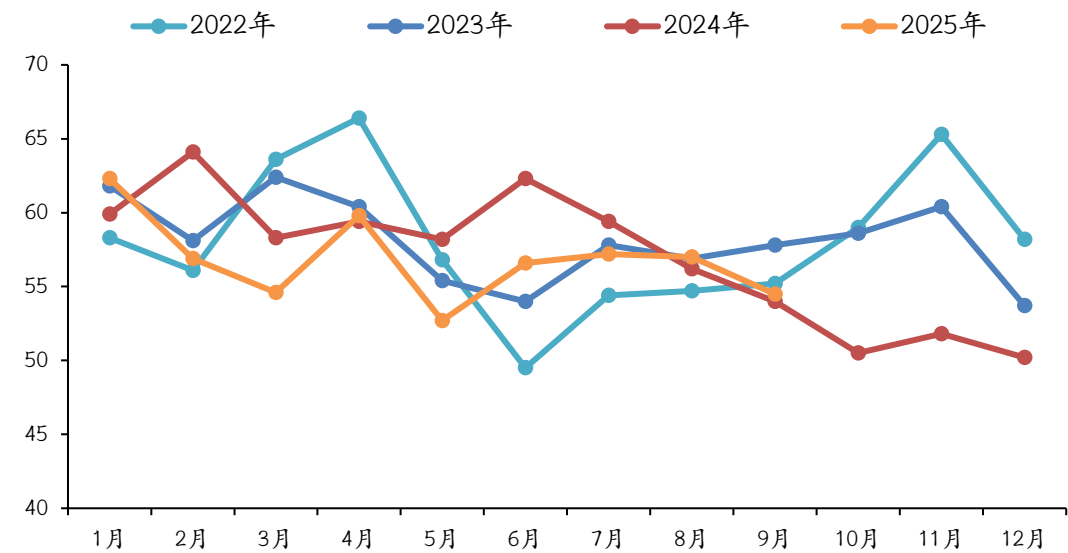
乘用车销量假期加速放量

图表：乘用车当周日均销量（单位：辆）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

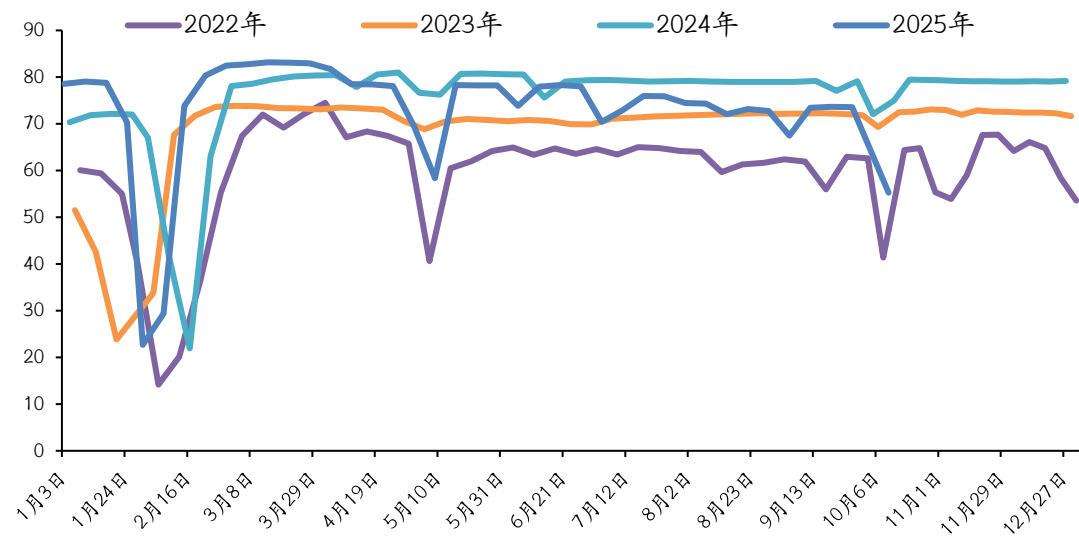
图表：汽车库存预警指数（单位：点）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

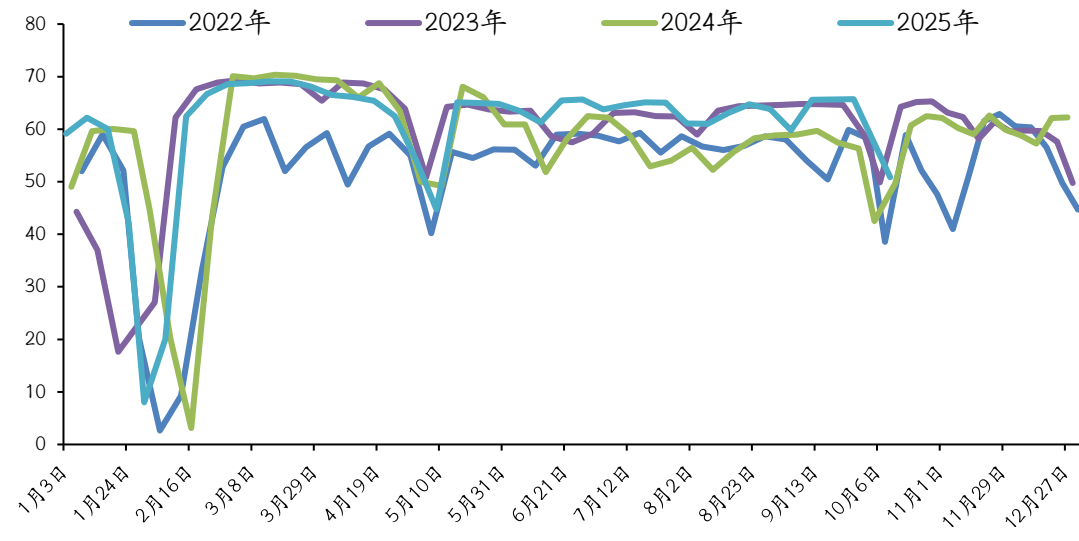
半钢胎开工率受假期影响下滑

图表：半钢胎开工率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：全钢胎开工率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

分析师介绍

- 于洁，上海外国语大学金融硕士，历任混沌天成期货宏观分析师，现任光大期货宏观分析师。期货从业资格号：F03088671；期货交易咨询资格号：Z0016642。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。