

研究员

姓名：李津文

从业资格号：

F0244287

投资咨询号：

Z0012495

2025 年 10 月份宏观经济报告**8 月份经济数据不乐观，但工业利润增幅成亮点**

中国 8 月居民消费价格指数（CPI）同比下降 0.4%，创下六个月来最大跌幅；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 2.9%，跌幅较上月有所收窄。整体通缩压力仍大，但 PPI 降幅收窄，显示反内卷初见成效，但仍需巩固。

2025 年 8 月末，广义货币（M2）余额 331.98 万亿元，同比增长 8.8%。狭义货币（M1）余额 111.23 万亿元，同比增长 6%。M2 与 M1 剪刀差进一步缩小，M1 增幅进一步提高，主要是股市持续转暖，大量定期存款转活期存款再进入股市。

8 月规模以上工业增加值同比增长 5.2%，低于预期的 5.6%。这是工业增速连续第二个月放缓，较 7 月回落 0.5 个百分点。

消费方面，8 月中国社会消费品零售总额同比增长 3.4%，同样不及预期的 3.8%。这是消费增速连续第三个月放缓，降至去年 12 月以来最低水平。

“三驾马车”之一的投资表现也欠佳。通常而言，基建是政府逆周期调节的最有效托底手段，经济困难时，基建就会出手。但今年前八个月，全国固定资产投资仅同比增长 0.5%；若不算冠病疫情暴

发的 2020 年，则是有记录以来最差表现。三季度，地方基建投资连续两个月出现负增长，7 月回落 2%，8 月广义基建更是回落至 -6.4%。

今年第二季度的 4、5 月份房地产确有回暖迹象，但进入第三季后，房地产数据全面向下，1—8 月份，全国房地产开发投资 60309 亿元，同比下降 12.9%。房屋新开工面积 39801 万平方米，下降 19.5%。房屋竣工面积 27694 万平方米，下降 17.0%。

8 月经济数据表现再度有所回落，实际上有多种原因，其中一个重要原因是政策刺激短暂退出引发的退潮效应。

今年一季度经济增长开门红，进入二季度，4 月份特朗普发动关税战，当时形势可谓“黑云压城城欲摧”，我国政府做了最困难的准备，也调动了一切资源来对冲关税战带来的冲击。专项债、地方债的前置发行，两重工程密集开工、设备更新和消费以旧换新各投入 1500 亿元，可谓十八般武器都用上了，但这种政策刺激具有窗口期效应，是将未来的消费潜力提前透支，不可能持续。一旦经济形势稍缓和，政策刺激退出，短期内需求就会呈现断崖式下跌的局面，这也导致 7、8 月份社零增速快速下滑。投资方面，上半年专项债和大项目资金到位充足，但进入 7、8 份进入空窗期，自然增速就下来了。

关税战引发的抢出口效应回落后也必然引发后面的滑坡期。

上半年为应对关税战，许多企业抢出口，将本应在下半年的出口提到上半年，这样下半年的压力自然会加大。8 月份对美出口为 -33% 的增长。虽然对东盟和欧盟加大了出口力度，但墨西哥在特朗普的要挟下要对中国加征关税，欧盟也在特朗普的施压下左右摇摆，这都使得四季度出口的压力依然很大。

政策方面来看，上半年政策发力，在内忧外患的背景下，上半年经济增长保持平稳，第一季度增长 5.4%，第二季度增长 5.2%，为全年完成经济增长目标打下了良好基础。但政策总体仍然不想大水漫灌，因为那样短期虽然有一定效果，但会构成重重隐患。因而 7 月政治局会议调子明显缓和，甚至未提房地产，这就说明政策上在稳增长、调结构和防风险之间保持着微妙的平衡。

但中国 8 月工业企业利润由上月的同比下降 1.5%，转为大增 20.4%，是四个月来首次增长，也是 2023 年 11 月以来最高。这一方面原因是去年基数太低，另一方面是反内卷政策正在取得效果，光伏、水泥、玻璃等大宗商品价格出现明显反弹，这是一个积极信号。如果这个趋势能保持，说明宏观经济的转暖正出现拐点，也为股市的走牛提供基本面的支撑。

三季度已经过去，四季度将进入全年收官阶段，四季度经济下行压力仍大，但有上半年经济增速的保底，加上不排除政策方面在第四季度再度适度发力，就如去年一般，最后全年完成经济发展整体目标仍然问题不大。但各行业差异很大，冰火两重天，这也是为什么经济总量指标向好，但微观体感各不相同。一方面是人工智能、机器人等新兴行业的风帆正举；另一方面是以房地产上下游产业链为代表的传统经济步履维艰。这恐怕也是经济发展进入到现阶段必然面临的，该发展的会进一步壮大，该出清的还是要顺适市场规律，经济结构的调整与产业升级会继续进行。

9 月美联储降息我国央行为何未跟？

美联储 9 月 18 日宣布降息 25 个基点，国内央行 2025 年 9 月 22 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%。均保

持不变。也就是央行未跟随美联储降息。

事实上，这也早有迹象可循，在此之前公布的 7 天逆回购利率未降，也就预示了 9 月可能利率按兵不动。

市场自然会联想到去年，9 月先是美联储降息 50 个基点，然后国内迎来了 9.24 政策大礼包，包括降息等一系列刺激举措出台，也引爆了市场。

但现在的情况和去年相比，情况又有所不同：

首先，去年 9 月，美联储一下子降息 50 个基点，给了国内更多的降息空间，而今年 9 月美联储只降息 25 个基点，力度不大，国内也没必要马上跟随。

其次，去年当时股市点位沪指在 2800 多点，现在是 3800 多点，整涨了 1000 点，目前股市也表现平稳，没必要马上降息刺激。

另外，美国降息，国内暂时不动，有利于中美利差缩小，人民币适当升值，吸引外资回流国内，对于国内股市、楼市有利。

最后，国内利率已在历史低位，一年期贷款利率仅 3%，银行净息差已降至 1.43% 的历史低位，已低于正常水平。为了让银行喘口气，马上也没必要降息。

但未来随着美联储持续降息，双方利差不断缩小，国内降息还是会进行的，10 月将成为一个重要观察点。因为市场预期美联储 10 月会再降息 25 个基点，不管美联储政策如何，我国央行政策是独立的，但也会结合外部环境综合考量。从三季度经济下行压力加大，保证完成全年经济指标的角度看，年内我国还是有可能再降一次息，但降息空间会小于美国，应该降 10 至 20 个基点左右，当然很可能是存贷款利率都要降，以保证银行的可持续经营。相对而言，降准的

空间更大，年内有可能再降 0.5 个百分点。

房地产市场金九难寻 银十也不乐观

以最新的 9 月份数据看：2025 年 9 月，全国 100 个城市新建住宅均价为 16926 元/平方米，环比微涨 0.09%，同比上涨 2.68%；二手住宅均价为 13381 元/平方米，环比下跌 0.74%，同比下跌 7.38%，二手房价格已连续 41 个月环比下跌，市场呈现新房结构性上涨与二手房持续下行的分化格局。

新房价格微涨，是因为在一、二线城市推出的所谓第 4 代房，设计更合理，得房率更高，配套更完善，相对于二手房优势明显，从而吸走了相当一部分改善性二手房的购买力，其实是一种变相的降价。但名义上未降价，同时一手房的量增价稳，对于房企和地方政府极为重要，也基本上达到了让房地产市场止跌回稳的要求。但对比之下，二手房劣势明显，抛售压力进一步增大。在 2025 年三季度，百城二手商品住宅的价格，累计下跌了 2.26%，跌幅与二季度相比，扩大了 0.14%。今年前三个季度，百城二手商品住宅的价格，累计下跌幅度为 5.79%。9 月份，在二手商品住宅方面，4 个一线城市的价格环比下跌了 0.60%、二线城市的价格环比下跌了 0.87%、三四线城市二手商品住宅的价格，环比下跌了 0.68%。

三季度一线城市均出台了放松限购的利好政策，9 月份又是传统的房地产交易旺季，但市场依然不振。金九不再，银十恐也难指望。因为房地产这一轮大调整是带有周期性的，在城市化率将见顶。人口进入负增长的大背景下，市场再重现往日全面上涨的盛景很难。

国家政策面也基本上不会支持房地产泡沫再起，降低对房地产的依赖，实

现经济转型是必然要走的路。政策对房地产基本思路是托而不举，守住不产生系统性金融风险的底线。

各地方房地产政策方面，只有北、上、深全面放开限购这个大招还未用，但一来北京、上海都是控制人口增长的，深圳也开始有收紧之势，不大可能全面放开限购，同时全面放开也会对全国市场形成一定的虹吸现象，不利于全国市场的稳定。而对于其它城市而言，基本该出的利好已基本都出了，剩下的就是恐怕交给市场，只有经济彻底回暖，就业和收入全面回升才会对房价形成真正意义上的支撑，而这需要时间。

股市强势整理 牛市仍在持续

相对于8月份国内A股各主要股指的暴涨，9月份股指进入了宽幅振荡，但总体仍呈现了强势，这与实体经济的相对偏冷形成了对照。

股市走牛，虽然很多人仍然认为是水牛，缺乏经济基本面的支持。但应注意到，这次股市的走牛，固然与政策面的支持与国家队无形之手控盘艺术高超有关，但从基本面也有其内在的逻辑与强大的生命力。股市目前的两大主线，一条线是硬科技，包括人工智能和半导体，前者是又一次引导人类未来的科技革命，后者是打破封锁，实现自主可控的重要抓手。从业绩方面而言，许多人工智能个股业绩都是大幅增长的，这说明并不只是概念炒作，而是科技新浪潮在实体经济中已得到了部分映射。即使是原来业绩产不好的半导体公司也多开始扭亏为盈，呈现出良好的发展势头。另一条线是有色金属，同样是有业绩支撑与上涨逻辑的。相对而言，其它传统经济的股票表现一般，这种分化形成的结构性牛市格局将会长期存在。10月将召开党的二十届四中全会，制定十五

五规划纲要，相信股市仍会热点纷呈，保持牛市格局。

黄金价格再创新高，牛市不言顶

9 月份黄金价格保持了继续上涨势头，十一国内长假期间外盘黄金价格更是创出每盎司 4000 美元的历史高位，风光无限。

这轮金价上涨的最重要驱动因素或者说是上涨逻辑主要有以下几点：

第一、黄金是天然的货币，它不能计息，但有持有成本，一般来说，当降息时，持有成本会下降，黄金价格会上涨。这里面更看重的是实际利率而不仅仅是名义利率的下降，以目前美国的情况看，美联储从去年 9 月开始降息，然后 12 月暂停，今年 9 月再度开始降息，并且大概率是新一轮降息的开始，与此同时，美国通胀仍很顽固，这样名义利率减去通胀率的实际利率就不断下降，这非常有利于金价的持续上涨。同时，美联储降息一般会导致美元走低，黄金以美元计价，这同样有利于金价的上涨。目前国际金价的定价权仍在美国，纽约金价上涨，国内黄金期货和现货价格也会同步上涨，反之亦然。

第二、黄金的避险属性。民间有句话，叫做“大炮一响，黄金万两”，还有句话“盛世收藏，乱世黄金”，都体现了黄金的避险属性。目前世界可谓进入了大争之世，各种矛盾与冲突此起彼伏，光热战今年就有俄乌冲突、巴以冲突、印巴冲突、以伊冲突，加上朝鲜半岛、台海、南海等热点地区的潜流涌动，以及特朗普上台以后在全世界发动的关税战，颠覆了世界格局。从以前对黄金价格的影响因素看，避险因素总是阶段性的，不成为主导因素，但自去年以来，世界格局大变，进入一个空前的动荡期，这也是黄金持续走强的一个重要背景。

第三、黄金作为国际储备货币的功能空前被重视，增加了对黄金的需求。

这一过程是和去美元化的背景相对映的。以前来看，各国的国际储备，美债占了大头，黄金作为天然货币也是国际储备的一部分，但不占主导地位。但从俄乌冲突以后，西方非法没收俄罗斯的外汇储备后，美元的信誉度开始下降，而美债不断超发，至目前已达 37 万亿，这进一步加剧了美元的信誉度贬值，因而各国央行均在不断增加购金的力度，减轻对美元的依赖。2025 年二季度全球黄金总需求同比增长 3%，至 1249 吨；以价值计，全球黄金总需求同比大幅跃升 45%，达到 1320 亿美元。各经济体央行仍是黄金需求的重要支柱，二季度全球官方黄金储备共计增加 166 吨。各国央行需求前景依然乐观。

第四、与加密货币间的竞争效应。黄金与加密货币有一定的竞争关系，由于黄金是天然的货币，但加密货币的需求却有很大的波动性。加密货币监管加强，需求减弱，黄金的需求就相应增加。

今年 9 月美联储虽只降息 25 个基点，但大概率进入一个新的降息周期。虽然美联储主席鲍威尔在降息的同时，一直弱化会持续降息，但这也只是其常用的预期管理，也就是说让市场对于降息预期不必过于激进。但事实上，9 月美联储会议上的点阵图显示，除 9 月降息外，年内还会再降两次，每次降息 25 个基点，10 月 25 日会召开美联储会议，市场预期降息概率在 90% 以上。点阵图显示，明年降息 1 次，市场一度有些失望，但明年 5 月美联储主席鲍威尔就将离任，特朗普极可能选一位鸽派的新美联储主席，因而明年加快降息仍可能性很大。中期来看，由于特朗普的不断施压，美联邦利率至少会降到 3% 的中性利率水平甚至更低，9 月降息后，目前的联邦利率水平是 4% 至 4.25%，未来还会有相当大的降息空间。不断降息，也会使美元走弱，加上地缘政治因素

和央行购金因素，金价至少在年内甚至明年上半年都会以振荡上行为主。

十一长假期间，由于因临时拨款法案未获美国两党一致通过，导致美国政府短期停摆，非农就业等重要数据暂未发布，但从这之前发布的就业数据看，就业市场仍不乐观，10月降息可能性仍很大，短期内也支撑了金价。

免责声明

本报告版权归财达期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为财达期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于财达期货有限公司及其研究员认为可信的公开资料，但并不保证这些信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。本公司将随时补充和更正有关信息，但是不保证及时发布。本公司不承担任何投资者因使用本报告产生的任何责任。

财达期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

总部地址：天津市和平区君隆广场 C 座 9 层

全国客户服务电话：4008-171-181

官方网站：<http://www.caidaqh.com>

