



通胀上涨阶段的上半场与下半场

市场分析

宏观

通胀预期认可度高，通胀事实有待传导。随着美联储重启宽松周期，国内温和推进“反内卷”，全球通胀预期交易明朗，在预期博弈阶段，全球股指、贵金属、部分有色金属表现较为突出。并且当下经济基本面仍不明朗，全球仍处于去库周期当中，国内经济仍在筑底，特朗普关税带来的不确定性仍存。通胀上涨阶段的下半场需求等待经济事实的配合，前期的宽松政策开始传导落地，重点关注当下价格偏低的原油，以及对应的有色和油脂油料板块，从库存周期推演，需求转折阶段或出现在明年一季度，后续关注经济事实的确认。

中观

强预期弱现实延续。国内8月经济压力边际增加，一是中国8月经济数据有所转弱，显现“工业缓、投资弱、消费淡”等特征；另一方面是外部关税压力有所增加，墨西哥拟对贸易伙伴加征关税。为了应对边际增加的外部压力，国内近期频提稳增长政策。9月26日，央行第三季度例会，表示“建议加强货币政策调控，提高前瞻性、针对性、有效性；充分释放政策效应”。关注节后政策预期，以及当下旺季不旺预期的修正可能。国家发改委表示，经济运行仍存挑战，将适时加力实施宏观政策，新型政策性金融工具规模共5000亿元。

关注季节性旺季成色。9月全国制造业PMI录得49.8，环比增长0.4，生产量回升1.1至51.9，新订单回升0.2至49.7；分行业来看，中间品、消费回升，原材料、设备较上月回落，消费领跑大类行业。值得提到的是，8月工业企业利润同比较7月的-1.5%大幅上行至20.4%，其中主要受到去年低基数提振，但也体现了反内卷政策逐步生效，股指受益。

微观

通胀上涨的上半场中，主要关注黄金、有色等板块。基本面来看，黑色板块仍受下游需求预期拖累，重点关注“反内卷”事实。有色板块长期供给受限仍未缓解，近期受到全球宽松预期提振。能源中期基本面供给偏宽松看待：OPEC+公告称，该组织八个产油国将在11月进一步增产13.7万桶/日。化工板块中，甲醇、PVC、烧碱、尿素等品种的“反内卷”空间也值得关注。农产品短期受关税和通胀预期驱动，尽管海外目前通胀上升路径更顺畅，但农产品仍需等待基本面呼应的信号，并且需要关注中美谈判带来的扰动。贵金属方面，美国政府关门叠加央行持续增持，我们认为黄金仍有望继续走强，关注关键位点的博弈。

策略

商品和股指期货：贵金属和工业品逢低多配。

风险

地缘政治风险（能源板块上行风险）；全球经济超预期下行（风险资产下行风险）；美联储超预期收紧（风险资产下行风险）；海外流动性风险冲击（风险资产下行风险）。

图表

图1：美国经济热力图	3
图2：欧洲经济热力图	3
图3：中国经济热力图	4
图4：中国库存周期	4
图5：美国库存周期	4
图6：花旗经济意外指数	4
图7：30大中城市商品房成交面积（周度）	4
图8：30大中城市城市商品房成交面积（日度）	5
图9：五大上市钢材消费量	5
图10：10Y中美国债利差	5
图11：2Y中美国债利差	5
图12：美元兑主要汇率周环比	6
图13：美元指数走势	6
图14：利率走廊	6

宏观经济

图1：美国经济热力图

增量的贡献（2024年对实际GDP同比贡献率）		指标名称	单位	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10
投资	26.1%	GDP:不变价:同比	%					2.08			2.02			2.40	
		Markit制造业PMI	%	52.00	53.00	49.80	52.90	52.00	50.20	50.20	52.70	51.20	49.40	49.70	48.50
		全部制造业:新增订单:当月同比	%			1.64	5.59	9.70	0.71	4.92	2.97	3.17	-1.84	-0.86	1.16
		成屋+新建住房销售	万套		480	467.4	460.6	466.7	470.6	468	491.2	475.2	500.8	484.5	465.1
就业		新增非农就业人数	万人		2.20	7.30	14.70	13.90	17.70	22.80	15.10	14.30	25.60	22.70	1.20
		失业率（色阶相反）	%		4.30	4.20	4.10	4.20	4.20	4.20	4.10	4.00	4.10	4.20	4.10
		非农职位空缺数	万人		722.7	720.8	735.7	771.2	739.5	720	748	776.2	750.8	803.1	761.5
通胀		CPI:当月同比	%		2.90	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00	2.90	2.70	2.60
		核心CPI:当月同比	%		3.10	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	3.30	3.20	3.30	3.30
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%		3.50	4.43	4.15	3.15	5.19	4.76	-0.14	5.07	4.66	4.03	4.84
		Markit服务业PMI	%	53.90	54.50	55.70	52.90	53.70	50.80	54.40	51.00	52.90	56.80	56.10	55.00
		个人可支配收入:同比	%		4.73	4.53	4.30	4.15	4.96	4.26	4.21	3.86	4.81	4.77	4.93
		个人消费支出:同比	%		5.55	5.18	4.79	4.67	5.19	5.24	5.27	5.50	5.80	5.66	5.53
财政	20.3%	财政收入:同比	%		12.32	2.46	12.91	14.70	9.53	10.71	9.33	7.54	5.85	9.80	-19.00
		财政支出:同比	%		0.36	9.67	-7.03	2.40	4.43	-7.12	6.35	28.58	-3.14	13.53	24.30
净出口	-13.9%	出口金额:同比	%				3.45	4.21	5.82	9.53	6.76	4.30	4.64	3.19	7.22
		进口金额:同比	%				2.58	-1.03	3.56	3.67	26.55	19.49	22.46	12.71	10.32

资料来源：华泰期货研究院

图2：欧洲经济热力图

	指标名称	单位	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10
	GDP:不变价:同比	%					1.30			1.40			1.30	
投资	工业信心指数	%	-10.30	-10.60	-10.50	-11.30	-10.20	-10.30	-10.00	-10.10	-11.40	-13.10	-10.70	-11.90
	营建产出:当月同比	%			3.60	2.10	3.50	4.10	-0.70	-0.10	0.80	-0.70	0.10	-2.10
	制造业PMI	%	49.80	50.70	49.80	49.50	49.40	49.00	48.60	47.60	46.60	45.10	45.20	46.00
就业	失业率（色阶相反）	%		5.90	5.90	6.00	6.00	5.90	6.00	5.90	6.00	5.90	5.80	5.90
消费	零售信心指数	%	-6.10	-5.10	-5.50	-6.30	-5.70	-7.00	-5.40	-3.50	-3.60	-3.00	-3.30	-5.70
	服务业PMI	%	51.30	50.50	51.00	50.50	49.70	50.10	51.00	50.20	51.30	51.60	49.50	51.60
通胀	CPI:当月同比	%	2.20	2.00	2.00	2.00	1.90	2.20	2.20	2.30	2.50	2.40	2.20	2.00
	核心CPI:当月同比	%	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	2.70	2.40	2.60	2.70	2.70	2.70	2.70
贸易	商品贸易进口:同比	%			1.23	6.93	-1.47	0.54	11.53	7.66	11.59	4.63	1.22	3.93
	商品贸易出口:同比	%			-0.51	0.48	0.54	-1.59	15.72	7.09	4.81	4.02	-1.56	1.63
信贷	银行部门信贷:同比	%		1.86	2.01	2.08	2.19	2.08	1.74	2.09	1.81	1.11	1.25	1.21
财政	财政盈余	亿欧元					-328.00	-235.00	-169.00	-214.00	-187.00	-250.00	-505.00	-397.00

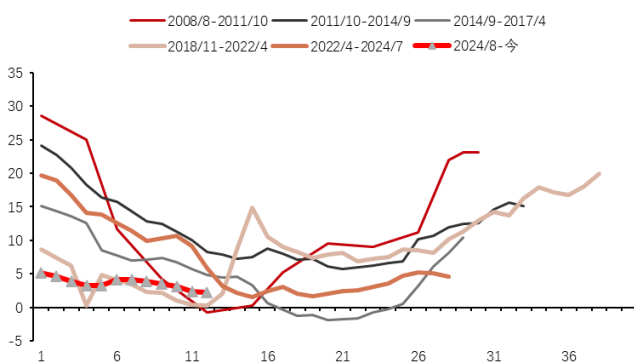
资料来源：华泰期货研究院

图3：中国经济热力图

增量的贡献（2024年对实际GDP同比贡献率）		指标名称	单位	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10
净出口	30.3%	GDP:不变价:当季同比	%				5.2			5.4				5.4	
		出口金额:累计同比	%		5.9	6.1	5.9	5.9	6.3	5.6	2.1	5.9	5.8	5.4	5.2
		进口金额:累计同比	%		-2.2	-2.7	-3.8	-4.8	-5.1	-6.9	-8.3	-16.3	1.1	1.1	1.7
投资	25.2%	固投:累计同比	%		0.5	1.6	2.8	3.7	4.0	4.2	4.1		3.2	3.3	3.4
		地产投资:累计同比	%		-12.9	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8		-10.6	-10.4	-10.3
		制造业投资:累计同比	%		5.1	6.2	7.5	8.5	8.8	9.1	9.0		9.2	9.3	9.3
		基建投资:累计同比	%		5.4	7.3	8.9	10.4	10.9	11.5	10.0		9.2	9.4	9.4
		制造业PMI	%	49.8	49.4	49.3	49.7	49.5	49	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1
消费	44.5%	社会零售:累计同比	%		4.6	4.8	5	5	4.7	4.6	4		3.5	3.5	3.5
		服务业PMI	%	50.1	50.5	50	50.1	50.2	50.1	50.3	50	50.3	52	50.1	50.1
		城镇调查失业率（色阶相反）	%		5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0
通胀		CPI:当月同比	%		-0.4	0	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3
金融		社会融资规模存量:同比	%		8.8	9	8.9	8.7	8.7	8.4	8.2	8	8	7.8	7.8
		金融机构:各项贷款余额:同比	%		6.8	6.9	7.1	7.1	7.2	7.4	7.3	7.5	7.6	7.7	8
财政		财政收入:累计同比	%		0.3	0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-1.1	-1.6		1.3	-0.6	-1.3
		财政支出:累计同比	%		3.1	3.4	3.4	4.2	4.6	4.2	3.4		3.6	2.8	2.7

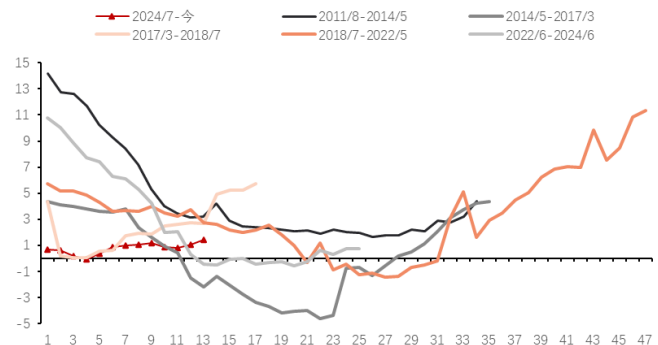
资料来源：华泰期货研究院

图4：中国库存周期



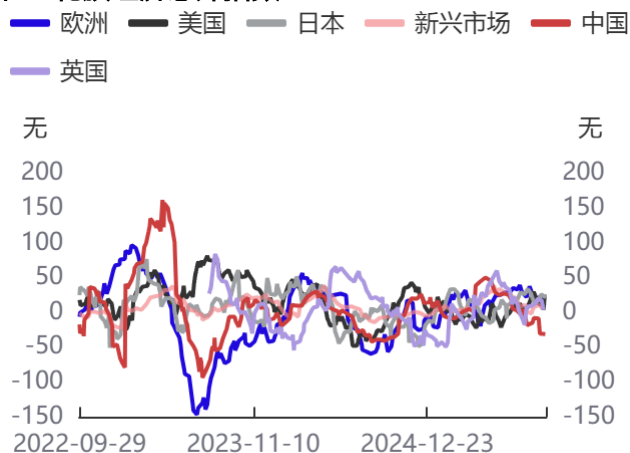
资料来源：华泰期货研究院

图5：美国库存周期



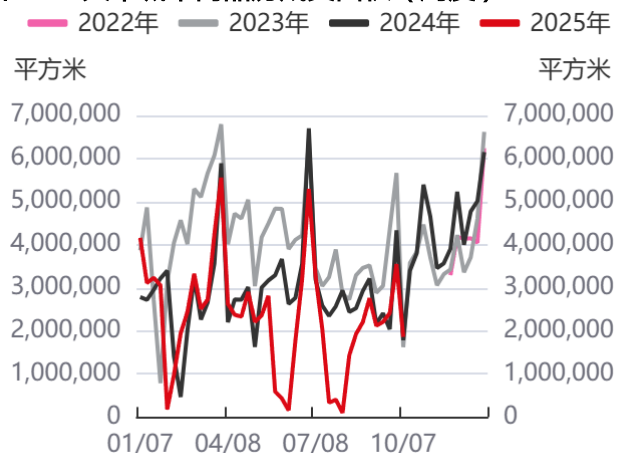
资料来源：华泰期货研究院

图6：花旗经济意外指数



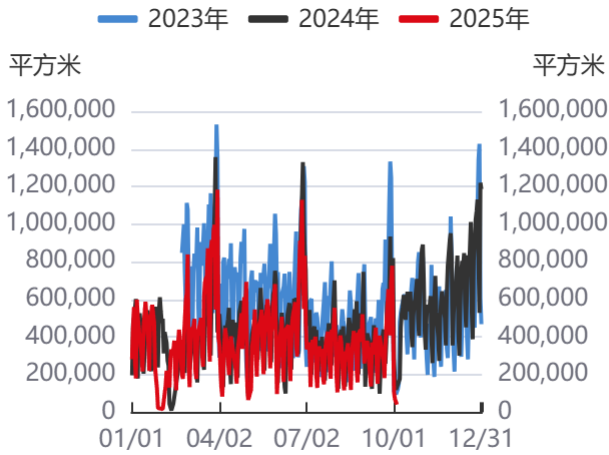
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图7：30大中城市商品房成交面积（周度）



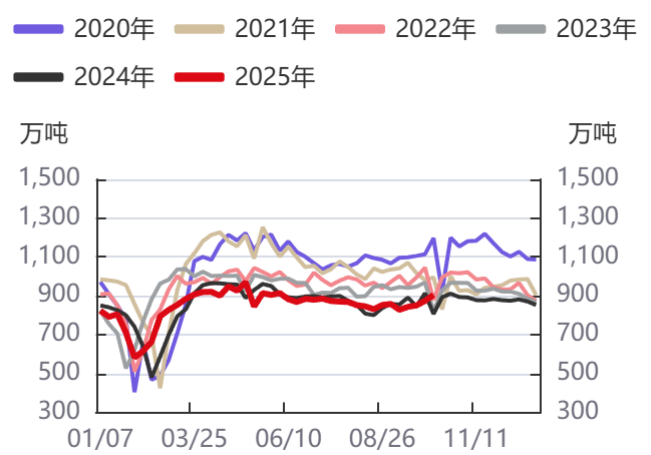
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图8：30大中城市商品房成交面积（日度）



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图9：五大上市钢材消费量

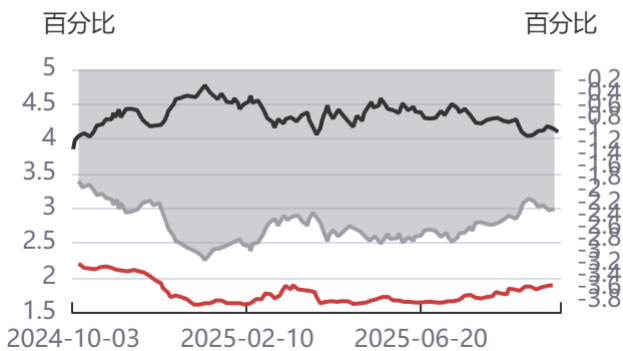


资料来源：同花顺，华泰期货研究院

利率

图10：10Y中美国债利差

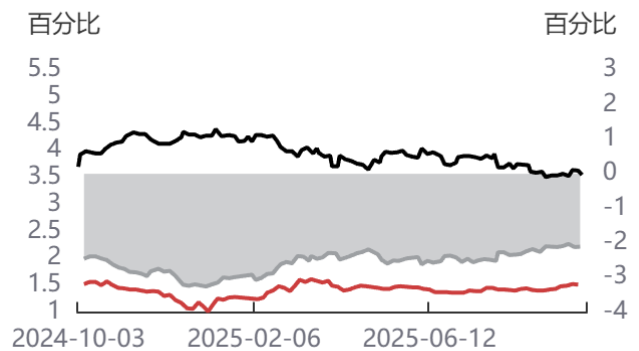
— 10Y中国国债利率(左轴) — 10Y美国国债利率(左轴)
— 10Y中-美国债利差(右轴)



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图11：2Y中美国债利差

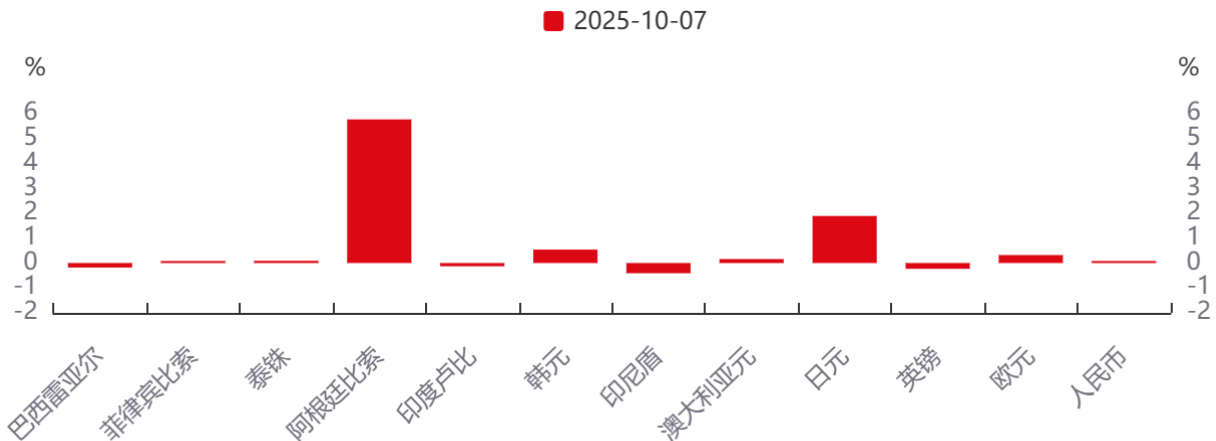
— 2Y美国国债利率(左轴) — 2Y中国国债利率(左轴)
— 2Y中-美国债利差(右轴)



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

外汇

图12：美元兑主要汇率周环比



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图13：美元指数走势



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图14：利率走廊



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

本期分析研究员

**蔡劭立**从业资格号: F3063489
投资咨询号: Z0014617**高聪**从业资格号: F3063338
投资咨询号: Z0016648**汪雅航**从业资格号: F03099648
投资咨询号: Z0019185

联系人

**朱风芹**

从业资格号: F03147242

**朱思谋**

从业资格号: F03142856

投资咨询业务资格:**证监许可【2011】1289号**

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华泰期货研究院”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编: 510000

电话: 400-6280-888

网址: www.htfc.com



华泰期货
HUATAI FUTURES



**华泰期货
研究院**
Huatai Futures Research Institute



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街1号10层1001-1004、1011-1016房