

2025 年 10 月 08 日

美国政府关门推涨黄金，国内消费“量”仍好于“价”

宏观研究团队

——国庆海内外要闻

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● 全球宏观要闻：美国政府陷关门危机，日本或将迎女首相

- 1、美国政府再度陷入关门危机。当地时间 10 月 1 日凌晨，由于美国两党就 2026 财年预算问题未能达成一致，美国政府时隔 7 年后再度关门，两党此次争议的焦点在《平价医疗法案》的补贴问题，目前已进入第 2 周，但影响或可控。
- 2、高市早苗当选自民党总裁，或成为日本首任女首相。10 月 4 日，高市早苗成功当选日本自民党总裁，预计其将成为日本首任女首相。从其经济政策等主张来看，高市早苗主张财政扩张和政治右倾立场，对日股形成利多，日元和日债偏空。
- 3、法国总理勒科尔尼“闪电”辞职。法国总理勒科尔尼 10 月 6 日向法国总统马克龙递交辞呈，称其履行总理职责的条件已不再满足。这距离其上任仅有 27 天，显示出法国目前面临严重的政治和财政危机，负面影响或将持续。
- 4、以色列宣布接受美国提出的结束冲突“20 点计划”。特朗普 9 月 29 日宣称以色列已接受美方提出的结束加沙冲突的“20 点计划”，哈马斯称研究后回复。

● 全球经济：美国小非农新增为负，欧日经济边际转弱

- 1、美国 9 月 ADP 新增就业为负，8 月职位空缺维持低位。9 月美国 ADP 新增就业人数录得-3.2 万人，不及市场预期的 5.1 万人，且较 8 月初值的 5.4 万人大幅下降。8 月职位空缺数及空缺率亦处于历史较低区间，美国劳动力市场仍疲软。
- 2、美国 9 月制造业 PMI 略有回升，欧元区、日本略有下滑。美国 9 月 ISM 制造业 PMI 较 8 月回升 0.4 个百分点至 49.1%，但仍处荣枯线下。欧元区与日本 9 月制造业 PMI 分别较 8 月下降 0.9、1.2 个百分点至 49.8%、48.5%，表现偏弱。

● 国内政策经济：政策性金融工具落地，钟才文署名文章讨论经济发展方向

- 1、中共中央政治局 9 月 29 日召开会议，会议决定，中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议于 10 月 20 日至 23 日在北京召开。中共中央政治局听取了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》稿在党内外一定范围征求意见的情况报告。
- 2、国家发展改革委在 9 月份新闻发布会上表示，新型政策性金融工具规模共 5000 亿元，全部用于补充项目资本金。发改委正在会同有关方面，督促各地方推动项目加快开工建设，尽快形成更多实物工作量。
- 3、央行货币政策委员会 Q3 例会于 9 月 23 日召开。会议建议加强货币政策调控，提高前瞻性、针对性、有效性，抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应。
- 4、《人民日报》连续五天刊发“钟才文”署名评论。产业转型升级不是一个齐头并进的过程，不同区域、行业、群体会出现分化，宏观数据同部分微观主体感受会有“温差”。中国宏观政策在保持财政、货币等宏观政策连续性稳定性基础上，根据形势变化适时、适度调整政策力度和方向，调整注重长周期和战略考量。
- 5、9 月 PMI 数据：制造业景气度小幅回升但弱于季节性，供给好于需求。工业原材料价格环比回落，结合高频数据预计 9 月 PPI 环比可能在 -0.2% 左右，同比在 -2.3% 左右。分类型来看，大型企业保持高景气、小型企业自低位改善。5000 亿政策性金融工具正式落地，基建投资短期仍承压但后续有望筑底回升。服务业 PMI 小幅下行，暑期效应消退拖累居民出行相关消费。

● 国庆高频跟踪：国内消费“量”仍好于“价”，出入境旅游明显回暖

- 1、消费场景与人流表现：(1)国内旅游，从 8 省市数据来看，2025 年国庆期间游客人次同比增速在 10-20% 区间，但人均支出同比普遍为负增长；(2)电影市场明显走弱，收入、人次、票价分别较 2019 年同期下降 61%、60%、2%；(3)全社会跨区域流动量较 2019 年增长近 3 成，其中小客车、铁路、公路、水路、民航分别较 2019 年同期变动 +66.5%、+29.7%、-45.5%、-20.4%、+25.5%；(4)交运价格端延续修复，测算国庆假期国内经济舱票价分别较 2019、2024 年同期增长 0.5%、9.2%。(5)百度迁徙指数创新高，出入境旅游明显回暖。假期全国口岸日均出入境人员将超过 200 万人次、较 2024 年同期增长 14.3%。
- 2、地产成交方面，受同期基数提升影响，最近两周(9 月 23 日至 10 月 6 日)新建房与二手房成交同比边际回落；出口方面，根据高频数据指引，9 月出口同比或在 +7%~+9% 左右。

大类资产：全球股市、黄金上涨，原油下跌。

● 风险提示：国内政策不及预期，关税战反复超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《9 月出口或仍有强韧性——宏观经济专题》-2025.9.29

《低基数与反内卷共振修复利润——兼评 8 月企业利润数据》-2025.9.27

《“十五五”规划企业座谈会召开——宏观经济专题》-2025.9.22

目 录

1、 全球宏观要闻：美国政府陷关门危机，日本或将迎女首相.....	4
1.1、 美国政府再度陷入关门危机	4
1.2、 高市早苗当选自民党总裁，或将成为日本首任女首相.....	5
1.3、 法国总理勒科尔尼“闪电”辞职	5
1.4、 以色列宣布接受美国提出的结束冲突“20点计划”	6
2、 全球经济：美国小非农新增为负，欧日经济边际转弱.....	6
2.1、 美国9月ADP新增就业为负，8月职位空缺维持低位.....	6
2.1.1、 美国9月ADP新增就业为负，美国就业市场压力或仍较大.....	6
2.1.2、 美国8月职位空缺维持低位.....	7
2.2、 美国9月制造业PMI略有回升，欧元区、日本略有下滑.....	7
3、 国内政策：政策性金融工具即将落地：“钟才文”署名文章讨论经济发展方向.....	8
3.1、 政治局召开会议听取“十五五”征求意见稿.....	8
3.2、 新型政策性金融工具5000亿元全部用于补充项目资本金.....	8
3.3、 央行三季度货币政策例会召开，表述略有调整.....	9
3.4、 人民日报连续5天刊发“钟才文”署名文章.....	9
4、 国内经济：PMI小幅改善，“金九”成色低于季节性.....	10
4.1、 制造业：景气度小幅回升但弱于季节性.....	10
4.2、 非制造业：政策性金融工具有望提振基建，服务业景气度回落.....	11
5、 国庆高频跟踪：消费场景“量”仍好于“价”，出入境游明显回暖.....	13
5.1、 消费场景“量”仍好于“价”，出入境游明显回暖.....	13
5.2、 地产成交：基数提升，同比回落	15
5.3、 出口：9月出口或仍有强韧性	16
6、 大类资产：全球股市、黄金上涨，原油下跌.....	17
7、 风险提示	18

图表目录

图 1： 9月美国ADP新增就业人数为负	6
图 2： 8月职位空缺数、空缺率基本稳定	7
图 3： 8月员工离职率、裁员率均下行	7
图 4： 美国9月制造业PMI略有回升	8
图 5： 欧元区与日本9月制造业PMI边际下行	8
图 6： 9月制造业PMI分项小幅回升	11
图 7： 9月小型企业PMI低位回升	11
图 8： 9月BCI指数升至荣枯线上.....	11
图 9： 9月建筑业PMI小幅改善	12
图 10： 9月专项债发行小幅降速	12
图 11： 9月服务业PMI走弱	12
图 12： 2025年国庆消费“量”仍好于“价”	13
图 13： 国庆档票房收入约为2019年同期的39%	14
图 14： 国庆档票价接近持平2019年同期	14
图 15： 全社会跨区域流动量超过2019年近3成.....	14
图 16： 国内机票均价温和修复	15

图 17: 国庆期间, 百度地图迁徙指数创新高.....	15
图 18: 国际航班延续恢复	15
图 19: 最近两周新建住房成交面积同比由正转负	16
图 20: 一线城市新建住房成交同比涨幅收窄	16
图 21: 截至 9 月 22 日, 二手房出售挂牌价指数延续回落	16
图 22: 最近两周北京二手房成交同比涨幅收窄	16
图 23: 多指标模型指向 9 月出口同比在+7.0%左右	17
图 24: 上海装载集装箱船数量同比指向 9 月出口同比在+9%左右	17
表 1: 美国政府关门大多因为财政预算问题未达成一致	5
表 2: 三季度与二季度货币政策例会内容对比	9
表 3: 全球各类资产十一假期表现	18

1、全球宏观要闻：美国政府陷关门危机，日本或将迎女首相

1.1、美国政府再度陷入关门危机

当地时间 10 月 1 日凌晨，由于美国两党就 2026 财年预算问题未能达成一致，美国政府时隔 7 年后再度关门，这也是特朗普两届任期内的第 3 次政府关门。从争议内容来看，两党此次争议的焦点在《平价医疗法案》（Affordable Care Act）的补贴问题。民主党人希望可以将一项在 2025 年底到期的医保补贴与 2026 财年政府拨款捆绑在一起，避免选民的医保费用大幅上升。目前共和党人表示愿意就这一问题进行谈判，但需要民主党人投票重启政府。众议院议长约翰逊（Mike Johnson）则坚称参议院必须要接受众议院前期通过的、可将政府资金延长至 11 月中旬的法案，否众议院将继续放假。

历史上来看，美国政府关门并不罕见，如特朗普政府分别在 2018 年 1 月、12 月两次关门，后一次是更是长达 34 天。影响上来看，在美国政府关门后，数十万联邦政府员工被迫休假，这意味着相关的公共服务将会停止。虽说“必需”的公共服务仍将会保留，但根据 CRFB 的资料，如社会保障和医疗保险的申请、环境和食品检查、国家公园（旅游业）、航空旅行、国税局、SNAP（补充营养援助计划）等等都会受到直接的影响¹，从而造成社会运行的秩序混乱。如本次政府关门就造成美国 9 月非农数据推迟发布，甚至可能对 9 月 CPI 等数据的发布也造成影响，进而对金融市场的决策造成一定程度的影响。不过如果仅看对经济的影响，根据美国国会预算办公室（CBO）的研究²，在 2018 年 12 月 22 日至 2019 年 1 月 25 日的政府关门期间，美国联邦政府推迟了约 180 亿美元的政府支出。而且由于经济活动减少，美国 2018 年 4 季度、2019 年 1 季度的 GDP 中有大概 30 亿美元无法恢复，约占 2019 年整个 GDP 的 0.2%，整体影响相对可控。

¹ <https://www.crfb.org/papers/government-shutdowns-qa-everything-you-should-know#whatservicesaffected>

² <https://www.cbo.gov/publication/54937>

表1：美国政府关门大多因为财政预算问题未达成一致

政府关门时间	总统	众议院	参议院	争论事项
1981.11.20-23	里根	民主党	共和党	当前意义上的第一次政府关门，里根要求削减国内支出，并承诺否决任何未包括至少一半削减金额的法案。但众议院坚持大幅削减国防开支，并增加自身和公务员队伍的工资。
1982.9.30-10.2	里根	民主党	共和党	国会错过了为政府提供资金的全面支出法案采取行动的最后期限。
1984.10.3-5	里根	民主党	共和党	众议院民主党人正在推动一些白宫反对的条款，包括扩大对有受抚养子女的家庭的援助等。
1986.10.16-18	里根	民主党	共和党	10月3日的支出延期到期，迫使政府关门。最终国会放弃了犯罪法案、民权法案和供水项目这三个问题，而里根总统则保留了他的犯罪一揽子计划。
1990.10.05-09	老布什	民主党	民主党	老布什承诺否决任何未附带削减赤字计划的持续决议。众议院试图推翻他的否决，但失败了，迫使政府关门，数百万工人被迫休假。
1995.11.13-19	克林顿	共和党	共和党	国会向克林顿提交了一项持续决议，包括提高医疗保险保费、取消环境法规以及要求在七年内平衡预算。克林顿否决了该法案，政府关门。
1995.12.15-1996.01.06	克林顿	共和党	共和党	共和党人要求克林顿使用国会预算办公室的财政预算，但遭到了克林顿的拒绝，从而导致政府关门。
2013.09.30-10.17	奥巴马	共和党	民主党	国会就奥巴马医改方案存在分歧，导致拨款法案无法顺利通过，并最终导致政府关门。
2018.01.19-22	特朗普	共和党	共和党	共和党和民主党未能就将儿童入境暂缓遣返计划（DACA）受益人的移民保护纳入支出法案达成一致。
2018.12.21-2019.01.25	特朗普	民主党	共和党	双方就边境墙的资金支出事宜无法达成一致，最终造成目前为止时长最长的一次政府关门。

资料来源：VOX、U.S. House of Representatives、开源证券研究所

1.2、高市早苗当选自民党总裁，或将成为日本首任女首相

10月4日，日本前经济安全保障担当大臣高市早苗成功当选日本自民党总裁，由于现在自民党为日本执政党，预计其将成为日本首任女首相。从其经济政策等主张来看，高市早苗主张财政扩张和政治右倾立场，在其当选后的发布会上，称需要迅速采取措施应对通胀，不排除下调消费税，并考虑见效快的价格调控措施。也将履行与美国达成的双边贸易协定，并且将会与日本央行密切合作，保持政策一致性，促进日本经济增长。

从上述主张不难看出，高市早苗的政策举措与日本已故首相安倍晋三较为相似。虽然目前日本在内政外交上面临较多挑战，但如果高市早苗上述的政策得以实施，则市场将会面临日本财政的相对扩张，日债收益率和日元或将承压，日本股市或将有所表现。因此10月6日日经指数大幅上涨4.75%，美元兑日元升破150。

1.3、法国总理勒科尔尼“闪电”辞职

据新华社报道，法国总理勒科尔尼6日向法国总统马克龙递交辞呈，称由于国内政党斗争激烈，没有办法就财政预算和社会保障预算达成共识，其履行总理职责的条件已不再满足。这距离其上任仅有27天，也是马克龙总统任内下台的第7位总理。目前马克龙已经批准其辞职，但要求其与各政党展开为期两天的“最后谈判”，

从而维护国家稳定。法国媒体认为其辞职的导火索是 10 月 5 日公布的新政府内阁名单引发争议，导致反对派强烈批评。但其背后的更深层次原因在于，随着 2027 年法国总统大选的临近，各党派竞争激烈，在面对严峻的财政赤字问题时，均不愿做出削减预算决策，以获得选民支持。目前来看法国政治局势乱局或仍将持续，对法国总统马克龙而言，其无论是任命新总理亦或解散议会重新选举，均面临非常大的挑战，对法国金融市场的负面影响或也将持续。

1.4、以色列宣布接受美国提出的结束冲突“20 点计划”

据新华社报道，美国总统特朗普 9 月 29 日宣称，在与以色列总理内塔尼亚胡会谈后，以色列已经接受美方提出的结束加沙冲突的“20 点计划”。计划主要内容包括：停火后 72 小时内释放所有被扣押人员（以色列将释放 250 名被判无期徒刑的巴勒斯坦在押人员，本轮冲突爆发后被拘留的 1700 名加沙人），将立即对加沙地带恢复人道主义援助，组建一个技术官僚、无政治色彩的巴勒斯坦临时过渡治理委员会进行地区管理等。目前哈马斯称将会对方案进行研究后答复，以色列则称如果哈马斯拒绝，以色列将“自行完成既定目标”。目前美国提出的方案能否为双方接受仍存在较多不确定性。

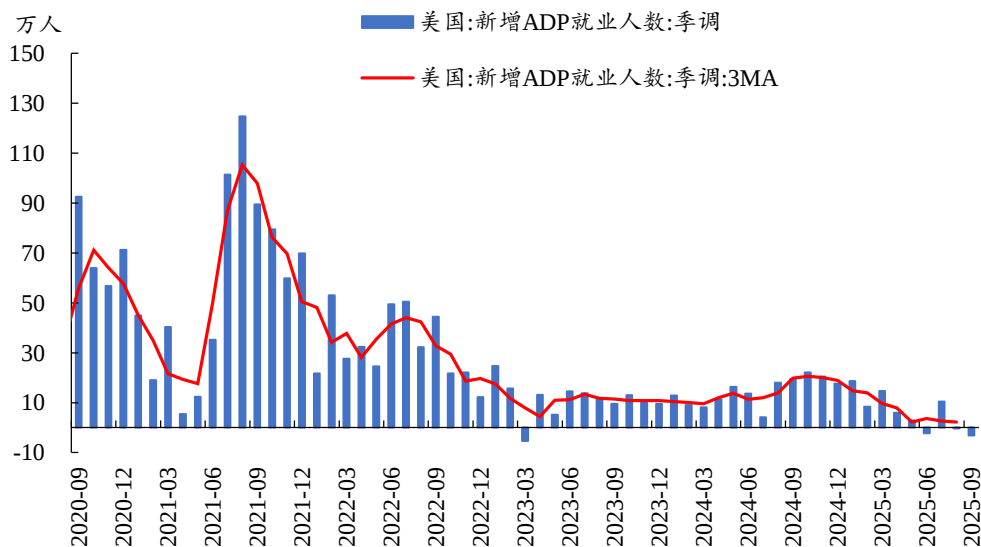
2、全球经济：美国小非农新增为负，欧日经济边际转弱

2.1、美国 9 月 ADP 新增就业为负，8 月职位空缺维持低位

2.1.1、美国 9 月 ADP 新增就业为负，美国就业市场压力或仍较大

由于 9 月非农就业数据因美国政府关门无法发布，市场对美国劳动力市场数据的关注转向有小非农之称的 ADP 就业。数据上来看，9 月美国 ADP 新增就业人数录得-3.2 万人，不及市场预期的 5.1 万人，且较 8 月初值的 5.4 万人大幅下降。8 月新增就业亦下修至-0.3 万人，带动 3 个月移动平均值进一步降至 2.3 万人，美国劳动力市场整体仍然处于低迷状态，压力仍然较大。

图1：9 月美国 ADP 新增就业人数为负

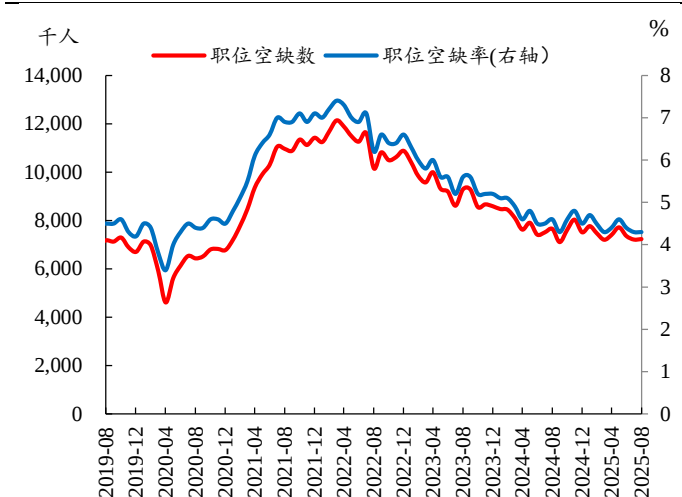


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.2、美国 8 月职位空缺维持低位

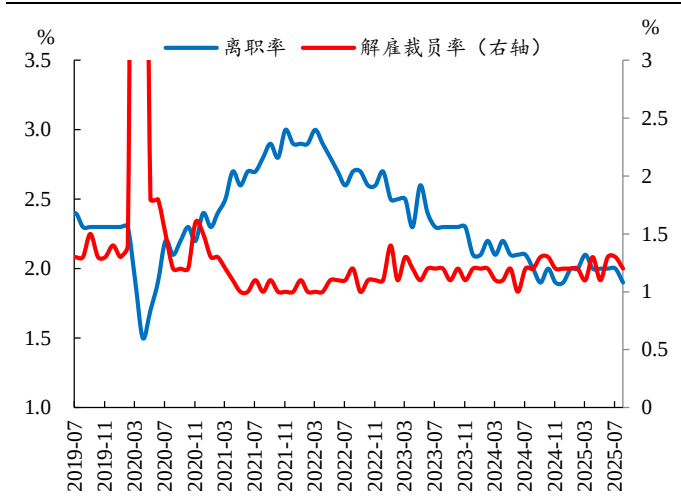
从 JOLTS 数据来看，8 月份职位空缺数为 722.7 万人，较 7 月上升约 1.9 万人，职位空缺率为 4.3%，整体较 7 月变化不大，美国劳动力市场的供需紧张程度并未有所提升。同时，职工主动离职率录得 1.9%、解雇裁员率录得 1.2%，主动离职率与解雇裁员率均较 7 月有所下降，我们认为，可能是企业和员工在经济不确定性较高的当下，均选择了保守行动，减少不必要的求职/招聘成本。但总体来看，美国劳动力市场仍然相对脆弱。

图2：8 月职位空缺数、空缺率基本稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：8 月员工离职率、裁员率均下行

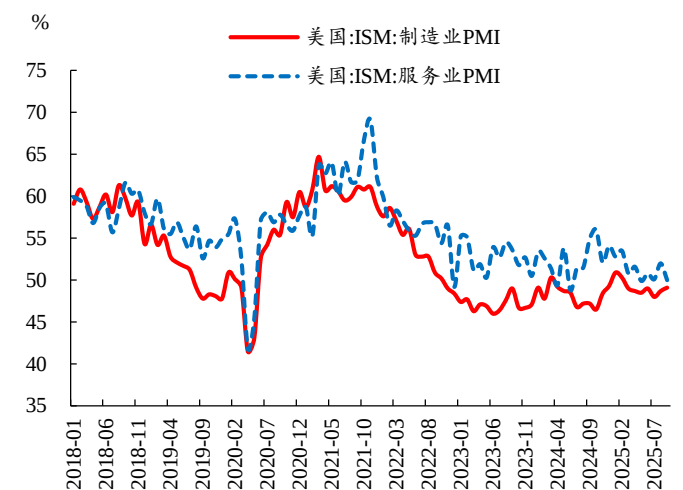


数据来源：Wind、开源证券研究所

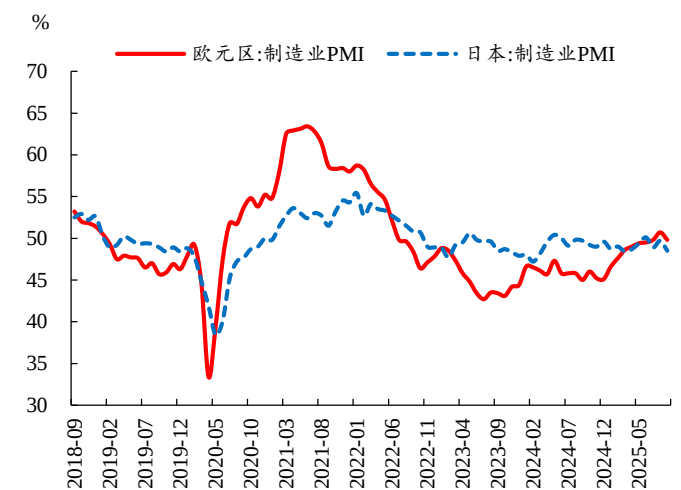
2.2、美国 9 月制造业 PMI 略有回升，欧元区、日本略有下滑

虽然劳动力市场相对承压，但美国 9 月 ISM 制造业 PMI 相较于 8 月回升 0.4 个百分点至 49.1%，连续 3 个月上升，但仍处于 50% 荣枯线以下。而更重要的服务业方面，9 月美国 ISM 服务业 PMI 录得 50%，但较 8 月下降 2 个百分点，边际下滑，但总体仍未跌破荣枯线，美国经济显现出了一定的韧性。

欧元区方面，9 月欧元区制造业 PMI 录得 49.8%，较 8 月下降 0.9 个百分点，且再度跌入荣枯线下方。虽然 2025 年初德国宣布了较为激进的财政刺激计划，叠加欧央行降息，推动了欧元区经济的边际好转。但如前所述，由于欧元区另一主要经济体法国政局紊乱，或对欧元区经济带来持续的负面影响。日本方面，9 月日本 PMI 制造业录得 48.5%，较 8 月下降 1.2 个百分点，且持续处于荣枯线下方，或显示关税的冲击仍在持续，后续需观察新首相上台后的经济政策，是否会对日本经济带来一定程度的刺激。

图4：美国9月制造业PMI略有回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：欧元区与日本9月制造业PMI边际下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、国内政策：政策性金融工具即将落地；“钟才文”署名文章讨论经济发展方向

3.1、政治局召开会议听取“十五五”征求意见稿

中共中央政治局9月29日召开会议，研究制定国民经济和社会发展第十五个五年规划重大问题。会议决定，中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议于10月20日至23日在北京召开。中共中央政治局听取了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》稿在党内外一定范围征求意见的情况报告。

会议强调，“十五五”时期经济社会发展必须坚持党的全面领导；坚持人民至上，尊重人民主体地位，让现代化建设成果更多更公平惠及全体人民；坚持高质量发展，以新发展理念引领发展，因地制宜发展新质生产力，推动经济持续健康发展和社会全面进步；坚持全面深化改革，扩大高水平开放，持续增强发展动力和社会活力；坚持有效市场和有为政府相结合，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用；坚持统筹发展和安全，强化底线思维，有效防范化解各类风险，以新安全格局保障新发展格局。

3.2、新型政策性金融工具 5000 亿元全部用于补充项目资本金

9月29日，国家发展改革委召开9月份新闻发布会。发改委表示，为贯彻落实党中央、国务院决策部署，促进金融更好服务实体经济，推动扩大有效投资，会同有关方面积极推进新型政策性金融工具有关工作。**新型政策性金融工具规模共 5000 亿元，全部用于补充项目资本金。**

国家发改委正在会同有关方面，抓紧将新型政策性金融工具资金投放到具体项目，后续将督促各地方推动项目加快开工建设，尽快形成更多实物工作量，推动扩

大有效投资，促进经济平稳健康发展。

3.3、央行三季度货币政策例会召开，表述略有调整

央行 9 月 26 日晚间披露，中国人民银行货币政策委员会 2025 年第三季度例会于 9 月 23 日召开。会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议加强货币政策调控，提高前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏，抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应。**本次例会政策基调从“实施”转向“落实”，强调主动有为。**与二季度例会相比，新增“抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应”的表述，这意味着未来一段时间货币政策的重点仍是落实已出台的政策。宏观政策实施也删去了“用好用足存量、加力实施增量政策”的表述。面临的挑战方面，三季度删去了“风险隐患较多”的表述，经济运行的定调由“呈现向好态势”调整为“稳中有进”，对经济形势的判断略弱于二季度。

表2：三季度与二季度货币政策例会内容对比

	二季度	三季度
经济形势	经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、物价持续低位运行风险隐患较多等困难和挑战。	经济运行 稳中有进 ，社会信心持续提振，高质量发展取得新成效，但仍面临国内需求不足、物价低位运行等困难和挑战。
货币政策	实施好适度宽松的货币政策，加强逆周期调节。	落实落细 适度宽松的货币政策，加强逆周期调节。
经济和物价目标	保持经济稳定增长和物价处于合理水平。	促进 经济稳定增长和物价处于合理水平。
宏观政策	增强宏观政策协调配合，用好用足存量政策，加力实施增量政策。	增强宏观政策协调配合， 保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性。

资料来源：人民银行、开源证券研究所

3.4、人民日报连续 5 天刊发“钟才文”署名文章

9 月 30 日起，《人民日报》连续五天刊发“钟才文”署名评论，关注中国经济这一核心议题，对当前经济形势进行权威解读，凝聚社会共识，指引未来发展方向。

9 月 30 日的首篇评论《从全球视角看新时代中国经济的跨越与蝶变》指出，中国经济始终保持战略定力，坚持高质量发展不动摇，着力构建新发展格局，走出了一条与世界其他主要经济体形成鲜明对比的稳健发展之路。

10 月 1 日，《深刻认识中国经济长期稳定发展的内在逻辑》系统总结了支撑中国经济行稳致远的六大要素：坚持党的领导；理论体系与时俱进、不断创新；战略规划引领和有效宏观调控相结合；坚持以人民为中心的发展思想、充分调动各方面积极性；社会主义市场经济适应生产力发展需要；超大规模市场和创新驱动发展相互促进、良性循环。

10 月 2 日的评论《科学客观看待我国当前经济发展态势》直面我国经济形势中

的分化，指出看经济要坚持两点论，用好辩证法。总的看，我国经济形有分化、势在向好、未来可期。评论指出，产业转型升级不是一个齐头并进的过程，不是“齐步走”，而是有快有慢、有先有后，不同区域、行业、群体会出现分化，宏观数据同部分微观主体感受会有“温差”。对此，我们要全面看待，不能因为部分经营主体感受不好就否定整体经济形势，不能“只见树木、不见森林”。同时，我们要通过改革发力、政策给力，着力缩小“温差”，努力让广大人民群众享受发展红利。

10月3日，评论《中国经济转型升级蕴含重大机遇》指出中国从不缺乏投资机会和市场空间，中国经济加快转型升级，蕴含产业升级、科技创新与人才红利、消费扩容升级、传统与新型基础设施建设、新型城镇化与城市更新、保障和改善民生等六大机遇，将为世界各国带来前所未有的重大机遇。

10月4日，《人民日报》最新一篇“钟才文”专论题为《全面认识把握中国经济高质量发展的确定性》，明确指出中国经济高质量发展的确定性来源于中国在中国在发展战略、宏观政策、市场潜力、市场空间、发展韧性以及投资环境等方面。评论指出，我国先后制定并实施了14个五年规划（计划），不求毕其功于一役，而是一茬接着一茬干，芝麻开花节节高。无论外部环境如何复杂多变，中国的宏观政策始终坚持稳中求进工作总基调，坚持遵循经济规律，在保持财政、货币等宏观政策连续性稳定性基础上，根据形势变化适时、适度调整政策力度和方向。宏观政策调整注重长周期和战略考量，而不只是看眼前短期利益、局部利益。

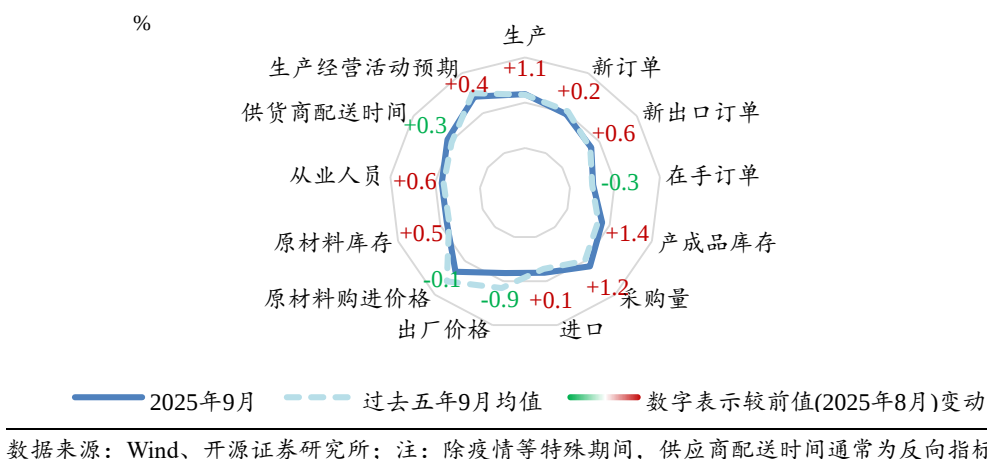
4、国内经济：PMI小幅改善，“金九”成色低于季节性

事件：2025年9月官方制造业PMI 49.8%，预期49.7%，前值49.4%；官方非制造业PMI 50.0%，预期50.2%，前值50.3%。

4.1、制造业：景气度小幅回升但弱于季节性

(1)制造业景气度小幅回升但弱于季节性，供给好于需求。9月制造业PMI为49.8%，环比回升了0.4个百分点但仍处荣枯线下，且稍弱于季节性规律（过去五年9月均值为50.2%，较8月平均+0.4个百分点）。生产端，PMI生产分项上行1.1个百分点至51.9%，自5月以来持续位于荣枯线上；需求端，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别改善了0.2、0.6、0.1个百分点至49.7%、47.8%、48.1%；分行业来看，食品及酒饮料精制茶、汽车、交运设备等行业的供需指数较高，木材加工及家具、油煤燃料、非金属矿物制品等行业偏弱。

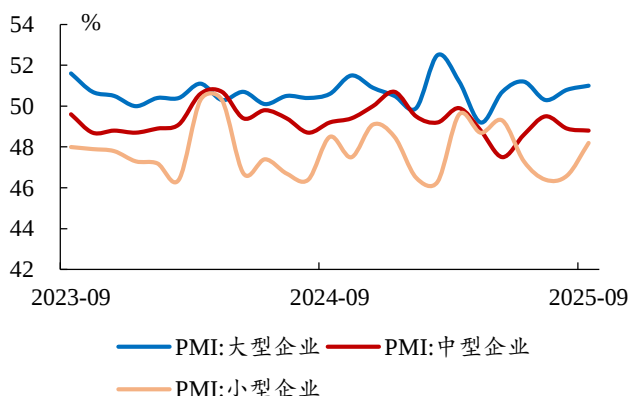
图6：9月制造业PMI分项小幅回升



(2)工业原材料价格环比回落，结合高频数据预计9月PPI同比约-2.3%。9月PMI原材料购进价格与PMI出厂价格分别为53.2%、48.2%，较前值分别回落了0.1、0.9个百分点。高频指标显示，截至9月19日的生产资料价格指数环比回落0.7%，截至9月30日的南华工业品指数环比回落1.0%，CRB工业原料现货指数环比回升0.7%，我们预计9月PPI环比可能在-0.2%左右，同比在-2.3%左右，较前值回升。

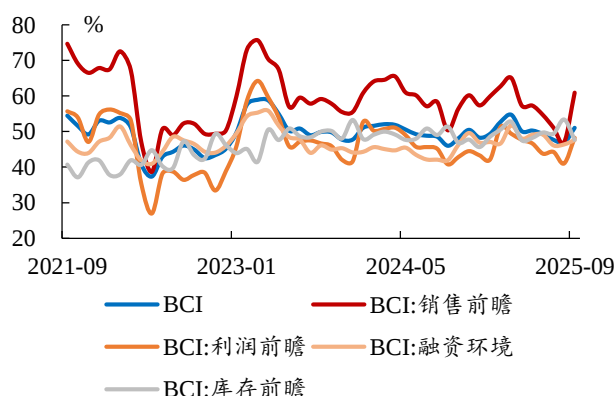
(3)分类型来看，大型企业保持高景气、小型企业低位回升。9月大型、中型、小型企业PMI分别为51.0%、48.8%、48.2%，分别较前值变动了+0.2、-0.1、+1.6个百分点。表征民企景气度的BCI指数改善了4.2个百分点至51.1%，销售前瞻、消费品价格前瞻等分项贡献较大。

图7：9月小型企业PMI低位回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：9月BCI指数升至荣枯线上



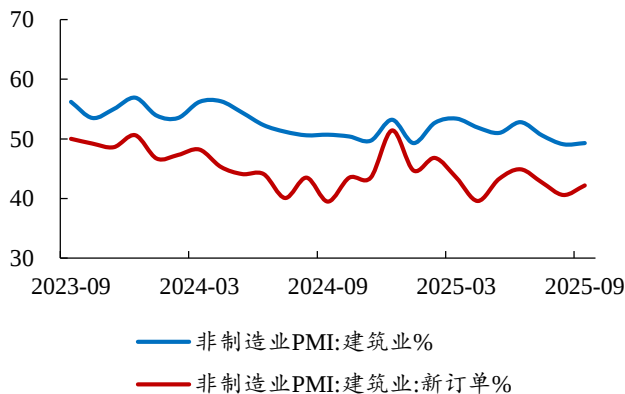
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、非制造业：政策性金融工具有望提振基建，服务业景气度回落

(1)建筑业：5000亿政策性金融工具正式落地，基建投资或筑底回升。9月建筑业PMI回升0.2个百分点至49.3%，表征预期的新订单指数低位回升。实物工作量

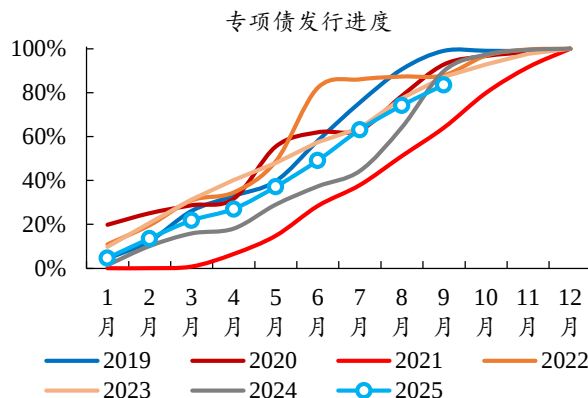
方面，9月石油沥青开工显著改善，水泥磨机运转率相对平稳；资金端，截至9月30日专项债发行进度约83.6%，进度有所放缓。往后看，9月29日发改委新闻发布会指出“积极推进5000亿元新型政策性金融工具，全部用于补充项目资本金”，后续将推动项目加快开工建设、有望较快形成更多实物工作量”，因此基建增速短期仍承压但后续有望筑底回升。

图9：9月建筑业PMI小幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

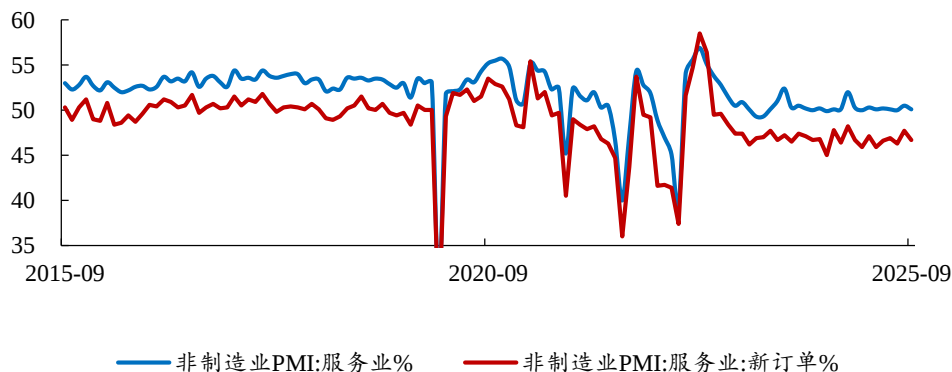
图10：9月专项债发行小幅降速



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)服务业小幅下行：9月服务业PMI为50.1%、较前值下行0.4个百分点，服务业新订单下行1.0个百分点至46.7%。分行业来看，暑期效应消退拖累居民出行相关消费，餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数落至临界点以下。

图11：9月服务业PMI走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、国庆高频跟踪：消费场景“量”仍好于“价”，出入境游明显回暖

5.1、消费场景“量”仍好于“价”，出入境游明显回暖

图12：2025 年国庆消费“量”仍好于“价”

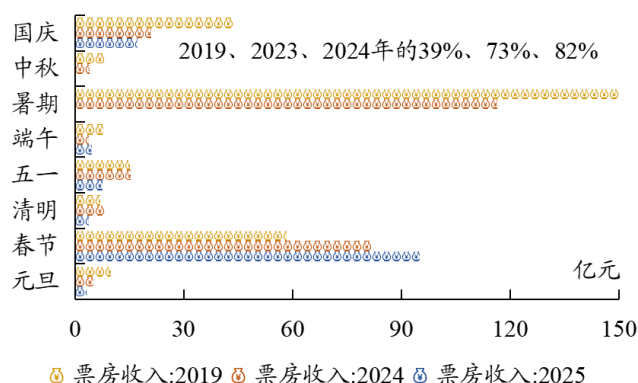
场景	细项	口径	2025	较2019同期增长	较2024同期增长
国内游：游客收入	四川省(前4日)	各省市文旅厅			5.4%
	内蒙古(前6日)				10.3%
	辽宁省(前6日)				18.1%
	吉林省(前3日)				10.3%
	福建省(前3日)				18.4%
国内游：游客人次	四川省(前4日)	各省市文旅厅			10.4%
	内蒙古(前6日)				9.8%
	上海市(前4日)				23.7%
	辽宁省(前6日)				17.6%
	吉林省(前3日)				16.0%
	福建省(前3日)				21.3%
	湖北省(前4日)				12.0%
	广东省(前4日)				4.9%
国内游：人均支出	四川省(前4日)	各省市文旅厅			-4.5%
	内蒙古(前6日)				0.5%
	辽宁省(前6日)				0.4%
	吉林省(前3日)				-4.9%
	福建省(前3日)				-2.4%
餐饮零售	重点零售和餐饮企业销售额(前4日)	商务部			3.3%
	重点步行街（商圈）营业额(前4日)				4.0%
	重点步行街（商圈）客流量(前4日)				4.2%
出入境游	出境游订单量	春秋旅游			30.0%
	日均出入境人员(万人)	国家移民管理局	200.00	1.0%	14.3%
观影	收入(亿元)	猫眼	17.26	-60.5%	-18.0%
	人次(亿人)	猫眼	0.48	-59.7%	-9.7%
	票价(元)	猫眼	36.70	-2.1%	-9.2%
出行	全社会跨区域流动量(亿人)	交通部	18.33	30.6%	5.2%
	小客车流动量(亿人)	交通部	14.73	66.5%	6.1%
	营运性客运量(即老口径,亿人)	交通部	3.59	-30.7%	1.8%
	铁路(亿人)	交通部	1.13	29.7%	1.5%
	公路(亿人)	交通部	2.23	-45.5%	1.6%
	水路(亿人)	交通部	0.10	-20.4%	8.8%
	民航(亿人)	交通部	0.14	25.5%	2.9%
	国内机票价格(元)	航班管家	804.00	0.5%	9.2%

数据来源：文旅部、国家移民管理局、商务部、猫眼、交通部、航班管家、开源证券研究所

(1)旅游：由于文旅部的全国数据尚未发布，从8省市数据来看，2025 年国庆期间游客人次同比增速在 10-20%区间，但人均支出同比普遍为负增长。

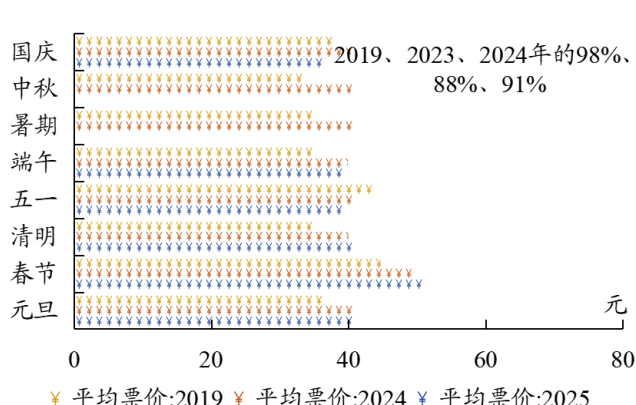
(2)电影：国庆档票房表现不佳。国庆档前7天电影总票房为17.26亿元、大幅低于往年平均水平。若均按前7天计，票房仅为2019、2023、2024年同期的39%、73%、82%，观影人次相应为40%、83%、90%；票价表现相对稍好，为2019、2023、2024年同期的98%、88%、91%。

图13: 国庆档票房收入约为 2019 年同期的 39%



数据来源: Wind、猫眼电影、开源证券研究所

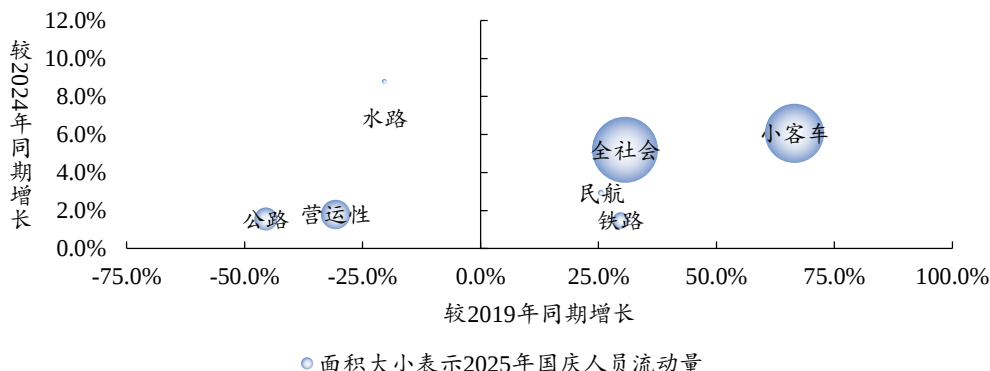
图14: 国庆档票价接近持平 2019 年同期



数据来源: Wind、猫眼电影、开源证券研究所

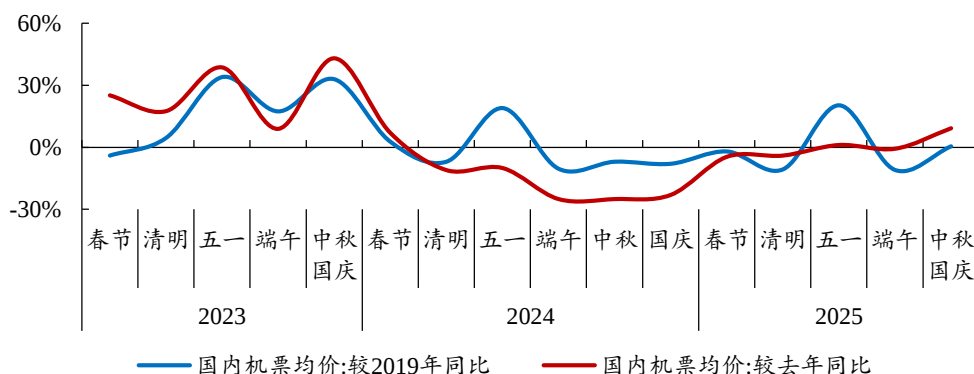
(3)全社会跨区域流动量超过 2019 年近 3 成: 根据交通部数据, 10 月 1 日至 10 月 6 日, 全社会跨区域人员流动量累计 18.33 亿人次, 比 2019 年、2024 年同期分别增长 30.6%、5.2%, 其中小客车、铁路、公路、水路、民航分别较 2019 年同期变动 +66.5%、+29.7%、-45.5%、-20.4%、+25.5%。

图15: 全社会跨区域流动量超过 2019 年近 3 成



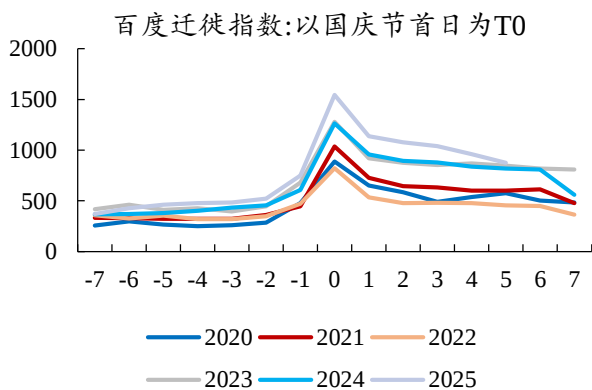
数据来源: 交通部、开源证券研究所; 注: 具体时间为 2025 年 10 月 1 日-6 日。

(4)交运价格端有边际改善趋势。2023 年国内航线机票均价受益于放开后量的回暖而有小幅修复, 但 2024 年以来进入下行通道, 同比降幅在 10%-20% 区间。好的方面在于 2025 年以来呈现修复态势, 截至 9 月 28 日“国庆”假期国内机票(含税)均价在 804 元左右, 我们测算分别较 2019、2024 年同期增长 0.5%、9.2%。

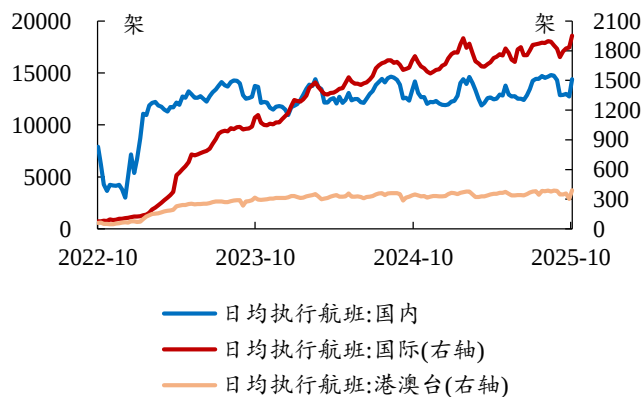
图16：国内机票均价温和修复


数据来源：去哪儿、航班管家、携程、开源证券研究所

(5)百度迁徙指数创新高，入境经济明显回暖。国庆期间（10月1日至10月6日），全国百度迁徙指数平均为1105、较2024年同期提高了17.3%，并创下历年新高。国庆期间，国内、国外、港澳台日均执行航班分别为14407、1952、391次，受益于离境退税和免签调整等政策，国家移民管理局预测假期全国口岸日均出入境人员将达200万人次、较2024年同期增长14.3%。

图17：国庆期间，百度地图迁徙指数创新高


数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

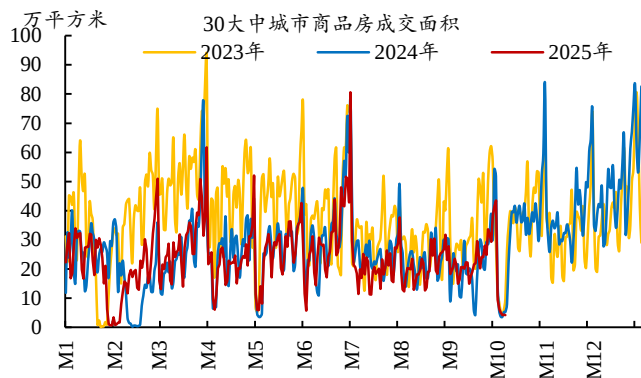
图18：国际航班延续恢复


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、地产成交：基数提升，同比回落

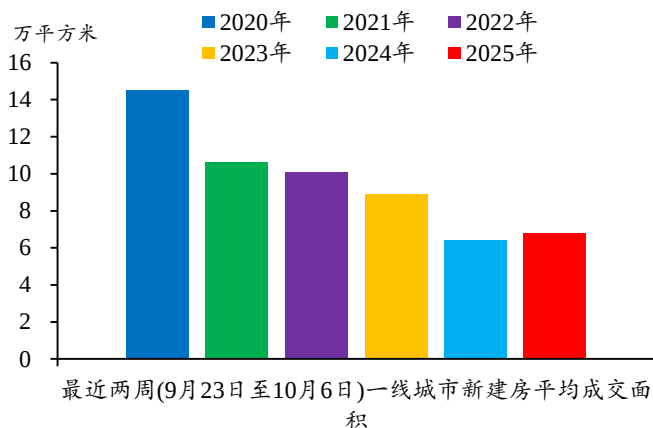
新建房成交同比由正转负。最近两周（9月23日至10月6日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升1%，较2023、2024年同期分别变动-24%、-6%，同比由正转负，主因2024年同期基数提升。一线城市成交面积同比涨幅收窄，较2023、2024年分别变动-24%、+6%。

图19：最近两周新建住房成交面积同比由正转负



数据来源：Wind、开源证券研究所

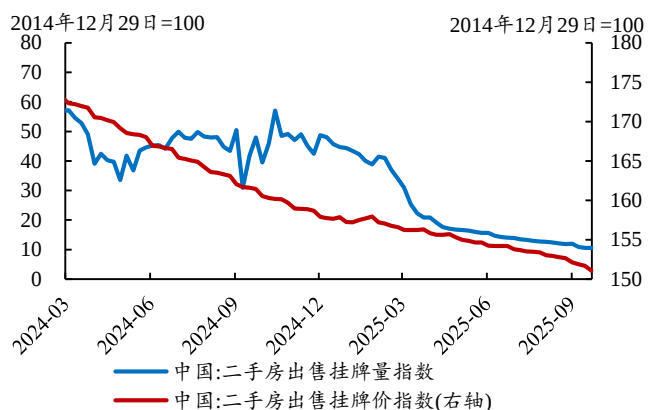
图20：一线城市新建住房成交同比涨幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

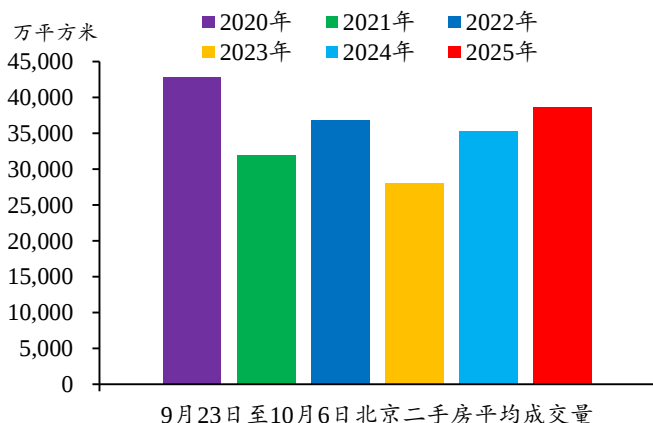
二手房成交量同比表现转弱。价格方面，截至9月22日，二手房出售挂牌价指数环比延续回落；成交量方面，最近两周(9月15日至9月28日)，同样受基数提升影响，北京、上海、深圳二手房成交同比表现转弱，较2024年同期分别同比+9%、-3%、+24%。

图21：截至9月22日，二手房出售挂牌价指数延续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：最近两周北京二手房成交同比涨幅收窄

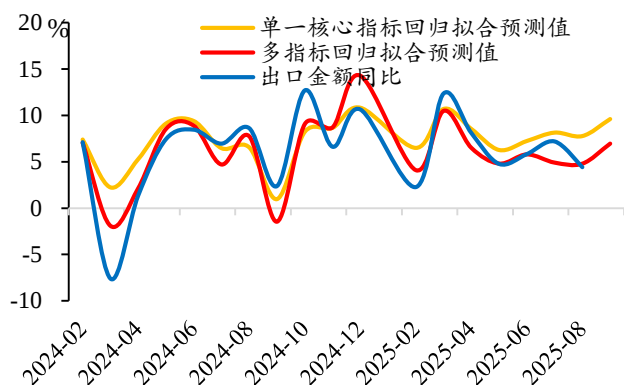


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3、出口：9月出口或仍有强韧性

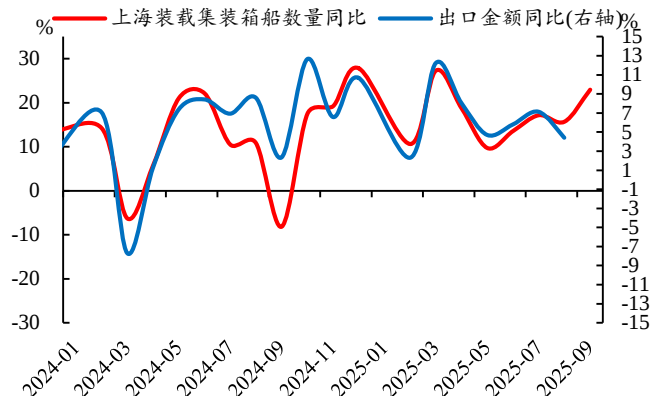
9月前28日港口吞吐量较2024年同期同比+7.3%，较8月(+5.9%)回升；多指标模型下，9月出口同比+7.0%左右；不考虑模型的上海装载集装箱船数量同比指向出口同比在+9%左右。

图23：多指标模型指向 9 月出口同比在+7.0%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：上海装载集装箱船数量同比指向 9 月出口同比在+9%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、大类资产：全球股市、黄金上涨，原油下跌

十一假期期间(09.30-10.06)，全球股市大多上涨。其中日经225指数上涨6.44%，领跑全球。德国DAX指数、纳斯达克中国科技指数涨幅均超过2%，其他主要股指涨幅也大多超过1%。

商品方面，有色金属大多录得可观涨幅，但能源商品大多录得一定跌幅。受美国政府关门、法国政局动荡影响，COMEX黄金上涨约3.5%，目前已站稳3950美元/盎司。WTI原油下跌2.77%至61.69美元/桶。美债、英债、日债收益率均有一定幅度上行，或担心各国财政开支问题，但总体保持平稳。

汇率方面，美元指数有一定幅度上行，升破98。或主因美元兑欧元上涨较多，目前美元兑日元已升破150，人民币汇率则小幅贬值，基本与美元升值幅度同步。

表3：全球各类资产十一假期表现

资产类别	9月29日	10月6日	涨跌幅	资产类别	9月29日	10月6日	涨跌幅
股票				金属			
纳斯达克综合指数	22591.15	22941.67	1.55%	COMEX 黄金（美元/盎司）	3823.50	3957.00	3.49%
标普 500 指数	6661.21	6740.28	1.19%	COMEX 白银（美元/盎司）	46.63	48.010	2.96%
道琼斯工业指数	46316.07	46694.97	0.82%	NYMEX 铂金（美元/盎司）	1632.30	1659.30	1.65%
德国 DAX 指数	23745.06	24378.29	2.67%	NYMEX 钯金（美元/盎司）	1291.00	1349.00	4.49%
法国 CAC40 指数	7880.87	7971.78	1.15%	LME 铜（美元/公吨）	10428.50	10652.50	2.15%
英国富时 100 指数	9299.84	9479.14	1.93%	LME 铝（美元/公吨）	2670.50	2716.00	1.70%
日经 225 指数	45043.75	47944.76	6.44%	LME 锌（美元/公吨）	2937.00	3004.50	2.30%
恒生指数	26622.88	26957.77	1.26%				
纳斯达克中国科技指数	2214.50	2320.45	4.78%				
债券				工业品			
10Y 美债收益率	4.15%	4.18%	3bp	WTI 原油（美元/桶）	63.45	61.69	-2.77%
10Y 德债收益率	2.72%	2.72%	0bp	布伦特原油（美元/桶）	67.97	65.47	-3.68%
10Y 英债收益率	4.70%	4.72%	2bp	NYMEX 天然气（美元/百万英热单位）	3.275	3.400	3.82%
10Y 日债收益率	1.66%	1.68%	2bp				
外汇				农产品			
离岸美元兑人民币	7.12942	7.14213	0.18%	CBOT 大豆（美分/蒲式耳）	1010.50	1017.75	0.72%
美元指数	97.93	98.10	0.18%	CBOT 玉米（美分/蒲式耳）	421.50	421.75	0.06%
欧元兑美元	1.1728	1.1712	-0.13%	CBOT 小麦（美分/蒲式耳）	519.50	512.75	-1.30%
英镑兑美元	1.3432	1.3484	0.39%	NYBOT 棉花（美元/磅）	63.62	63.62	0.00%
美元兑日元	148.61	150.368	1.18%	NYBOT 糖（美元/磅）	15.92	16.78	5.40%

数据来源：Wind、开源证券研究所，注：因数据可得性，英债数据截至 10 月 2 日。

7、风险提示

- (1)国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。
- (2)关税战反复超预期：如果关税战再度超预期升温，那么可能加大出口下行压力。
- (3)美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn