

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《出口韧性、“反内卷”，引领 PPI 边际改善》 - 2025.08.25

宏观研究

PPI 改善动能放缓与出口压力下的经济韧性

● 核心观点

从高频数据来看，工业生产或相对平稳，工业需求有所分化，或因 8 月和 9 月暴雨等极端天气影响，水利防护工程建设带动沥青需求回升，但有效需求不足尚未显著改善，螺纹钢库存上升，反制开工率回落，房地产销售环比回暖，入境流量加快转换为消费增量，海上丝绸之路我国港口集装箱运价指数显示，出口或存在边际放缓压力，整体来看，9 月经济运行或相对平稳。从高频数据，有几点边际变化值得关注：

一是短期 PPI 增速仍有望持续回升，支撑名义增速边际改善，但 PPI 回升动能边际放缓。7 月以来，“反内卷”政策持续升温，相关行业价格有所回升，PPI 同比增速跌幅收窄。值得注意的是，因有效需求不足问题尚未显著改善，供给端并未显著限产，如螺纹钢等行业因价格回升，库存有所回升，或加剧供需失衡问题，PPI 同比增速回升的可持续有待观察。短期“反内卷”政策并未降温，仍会支撑 PPI 同比增速仍会小幅回升，但四季度增速或边际放缓，预计年内 PPI 同比增速或难以回升至-2%水平之上。

二是短期出口或存在边际回落压力，关注“一带一路”沿线贸易合作趋强，特别是中欧合作。因美国关税政策影响，上半年我国存在较为明显“抢出口”行为，与此同时，美国圣诞采购季订单提前下达，预期四季度出口增速或存在边际放缓压力。但非美贸易合作有所加强，或在一定程度上对冲我国对美出口增速回落压力，如中欧合作有所增强，重点关注新疆、陕西等地区外贸，其中，2025 年 1 至 8 月，新疆外贸进出口总值 3563.1 亿元，同比增长 25.4%，连续 3 年跨越三个千亿元级台阶；1 月至 7 月，陕西进出口总值 2894.8 亿元，同比增长 9.6%，高出全国 6.1 个百分点，增速居全国第十位。

三是入境游热度不减，关注入境游转换为消费增量。在一系列政策红利的持续释放下，全国各地区入境游呈现出蓬勃发展的态势，未来入境游逐步转换为消费增量，且入境消费亦逐步从“政策驱动”向“价值驱动”转型，或成为支撑消费的重要因素。

● 风险提示：

海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

目录

1 资产表现.....	4
2 高频数据显示价格因素支撑平稳，PPI 改善动能放缓.....	4
2.1 30 大中城市商品房销售同环比转正，销售有所改善.....	4
2.2 工业需求有所分化，水利工程建设或有所加强.....	6
2.3 入境流量加快转换为消费增量.....	7
2.4 9 月外贸或小幅边际回落.....	8
2.5 生产或保持平稳.....	9
2.6 8 月 PPI 同比增速跌幅持续收窄，动能放缓.....	10
2.7 PPI 改善动能放缓，关注入境流量向消费增量转型.....	11
3 国内外宏观热点.....	12
3.1 国外宏观热点.....	12
3.2 国内宏观热点.....	21
风险提示.....	29

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	4
图表 2: 30 大中城市商品房成交面积:周度.....	5
图表 3: 30 大中城市商品房成交面积:周度:一线城市.....	5
图表 4: 30 大中城市商品房成交面积:周度:二线城市.....	5
图表 5: 30 大中城市商品房成交面积:周度:三线城市.....	5
图表 6: 100 大中城市成交土地占地面积(万平方米).....	6
图表 7: 100 大中城市成交土地溢价率(%).....	6
图表 8: 螺纹钢现货价格.....	7
图表 9: 螺纹钢主要钢厂开工率.....	7
图表 10: 石油沥青装置开工率.....	7
图表 11: 沥青库存水平.....	7
图表 12: 北京地铁客运量.....	8
图表 13: 上海地铁客运量.....	8
图表 14: 韩国出口.....	9
图表 15: 我国港口运价指数.....	9
图表 16: 高炉开工率.....	10
图表 17: 汽车半钢胎开工率.....	10
图表 18: PTA 开工率.....	10
图表 19: PTA 产业链负荷率:江浙织机.....	10
图表 20: PPI 同比与 PPI 生产资料同比高度相关(%).....	11
图表 21: PPI 同比与 PPI 生产资料同比(%).....	11
图表 22: PPI 生产资料同比与生产资料价格指数同比(%).....	11
图表 23: 生产资料价格指数(%).....	11

1 资产表现

9月第4周(9.20-9.26)，DR007和6个月同业存单(股份制银行)到期收益率小幅上行；国债市场方面，短端利率和长端利率小幅上升，利率曲线趋陡；全球主要经济体股票市场有所分化，国内股票市场上涨，纳斯达克指数、标普500小幅回落；商品市场价格分化，黄金、白银、原油等价格上涨，玉米、大豆等农产品价格下跌；外汇市场方面，美元指数小幅走高，人民币汇率亦小幅贬值。

图表1：大类资产价格变动一览

		单位	涨跌幅					年初至今	本周(9.20-9.26)
			202501	202502	202503	202504	202505		
货币市场 (bp)	DR007	%	-11.83	26.33	6.26	-39.02	-13.41	-44.99	2.17
	同业存单(股份制银行)到期 收益率:6M	%	21.33	27.79	-18.68	-14.96	-5.38	8.06	1.68
债券市场 (bp)	国债到期收益率:2年	%	9.03	17.46	14.12	-12.11	1.8	35.49	3.07
	国债到期收益率:10年	%	-4.11	9.59	9.12	-19.13	4.83	20.63	0.2
	美国:国债收益率:2年	%	-3	-23	-10	-29	29	-62	6
	美国:国债收益率:10年	%	0	-34	-1	-6	24	-38	6
股票市场	上证综指	点	-3.02%	2.16%	0.45%	-1.70%	2.09%	14.21%	0.21%
	深证成指	点	-2.48%	4.48%	-1.01%	-5.75%	1.42%	26.83%	1.06%
	创业板指	点	-3.63%	5.16%	-3.07%	-7.40%	2.32%	47.16%	1.96%
	科创50	点	-3.42%	12.95%	-5.20%	-1.01%	-3.50%	46.71%	6.47%
	恒生指数	点	0.82%	13.43%	0.78%	-4.33%	5.29%	30.25%	-1.57%
	纳斯达克综指	点	1.64%	-3.97%	-8.21%	0.85%	9.56%	16.43%	-0.65%
	标普500	点	2.70%	-1.42%	-5.75%	-0.76%	6.15%	12.96%	-0.31%
	日经225	点	-0.81%	-6.11%	-4.14%	1.20%	5.33%	13.69%	0.69%
	越南指数	点	-0.14%	3.19%	0.11%	-6.16%	8.67%	31.10%	0.13%
	印尼雅加达综指	点	0.41%	-11.80%	3.83%	3.93%	6.04%	14.40%	0.60%
	韩国KOSPI指数	点	4.91%	0.61%	-2.04%	3.04%	5.52%	41.12%	-1.72%
	巴黎CAC40指数	点	7.72%	2.03%	-3.96%	-2.53%	2.08%	6.64%	0.22%
大宗商品	伦敦富时100指数	点	6.13%	1.57%	-2.58%	-1.02%	3.27%	13.60%	0.74%
	COMEX黄金	美元/盎司	6.92%	1.37%	9.94%	4.97%	0.09%	42.12%	1.31%
	COMEX白银	美元/盎司	10.07%	-1.55%	9.53%	-5.79%	0.99%	58.39%	6.95%
	LME铜	美元/吨	2.80%	4.63%	3.31%	-4.85%	4.55%	16.30%	2.24%
	LME铝	美元/吨	3.24%	1.52%	-4.51%	-4.51%	1.66%	5.01%	-1.75%
	LME锌	美元/吨	-8.84%	2.10%	2.20%	-8.34%	1.47%	-1.31%	0.27%
	布伦特原油	美元/桶	2.84%	-4.66%	2.13%	-15.55%	1.24%	-6.04%	5.17%
	WTI原油	美元/桶	1.13%	-3.82%	2.47%	-18.56%	4.43%	-8.37%	4.85%
	CBOT大豆	美分/蒲式耳	4.63%	-3.16%	0.25%	1.97%	0.80%	1.58%	-1.17%
	CBOT玉米	美分/蒲式耳	5.23%	-6.16%	1.05%	2.02%	-5.03%	-8.12%	-0.65%
外汇市场	美元指数		0.03%	-0.88%	-3.14%	-4.37%	-0.20%	-9.48%	0.55%
	美元兑人民币(即期汇率)		-0.46%	0.26%	-0.44%	0.16%	-0.93%	-2.25%	0.31%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 高频数据显示价格因素支撑平稳，PPI 改善动能放缓

2.1 30大中城市商品房销售同环比转正，销售有所改善

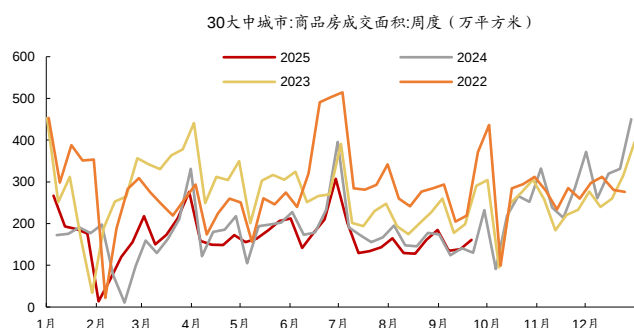
(1) 截至9月26日，30大中城市商品房销售回暖，同比和环比均转正。

从环比增速来看，9月商品房销售环比回升。截至9月26日，30大中城市商品房日均成交面积21.94万平方米，较8月同期日均成交面积增长11.39%。

其中，一线城市、二线城市和三线城市商品房日均成交面积分别为 6.55 万平方米、10.54 万平方米和 4.85 万平方米，较 8 月同期日均成交面积分别增长 24.05%、7.75%和 4.66%。

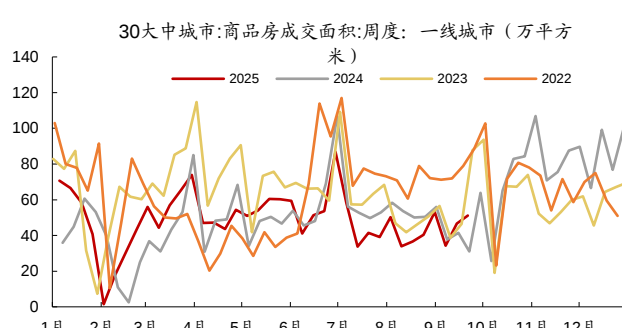
从同比增速来看，9 月商品房销售同比增速转正。截至 9 月 26 日，30 大中城市商品房日均成交面积较 2024 年同期增长 10.91%，增速由负转正，较 8 月同比增速-9.89%上升 20.8pct。其中，一线城市商品房日均成交面积较 2024 年同期增长 22.9%；二线城市商品房日均成交面积较 2024 年同期增长 12.8%；三线城市商品房成交面积较 2024 年同期增长-5.03%。

图表2：30 大中城市商品房成交面积:周度



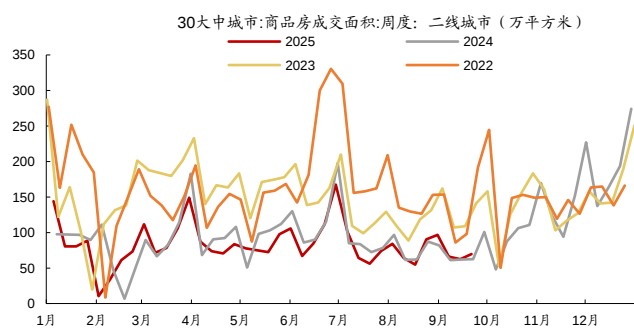
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：30 大中城市商品房成交面积:周度：一线城市



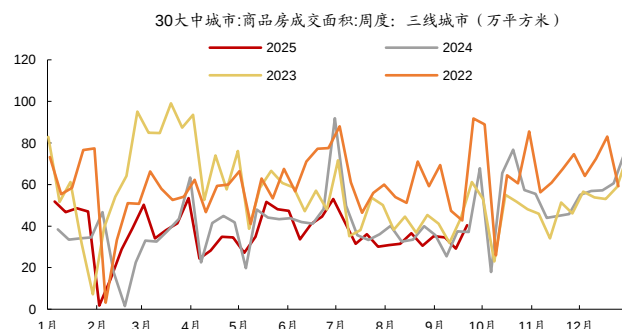
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表4：30 大中城市商品房成交面积:周度：二线城市



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表5：30 大中城市商品房成交面积:周度：三线城市



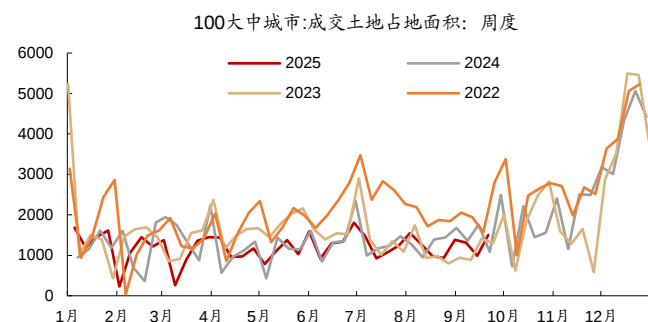
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

(2) 100 大中城市拿地环比回升，土地成交单价亦环比走强。

在成交土地面积方面，截至 9 月 21 日，100 大中城市周均成交土地面积 1266.94 万平方米，较 8 月同期上升 19.26%。其中，一线城市、二线城市和三线城市土地成交面积环比正增长。一线城市、二线城市和三线城市环比增速分别为 60.68%、27.3%和 13.73%。

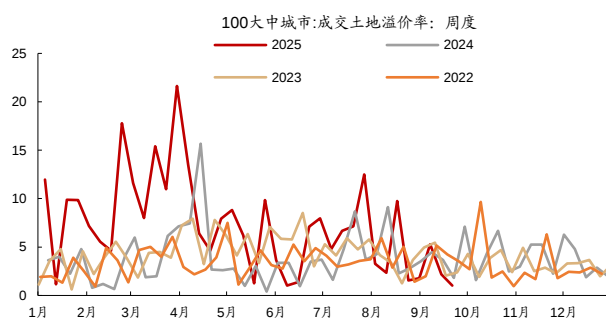
在成交土地单价方面，截至9月21日，9月成交土地单价为2988.99元/平方米，较8月同期上升52%。其中，一线城市、二线城市和三线城市成交土地面积均价环比增速分别为57.32%、60.67%和44.83%。

图表6：100大中城市成交土地占地面积（万平方米）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表7：100大中城市成交土地溢价率（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2.2 工业需求有所分化，水利工程建设或有所加强

（1）螺纹钢开工率放缓，库存走高。

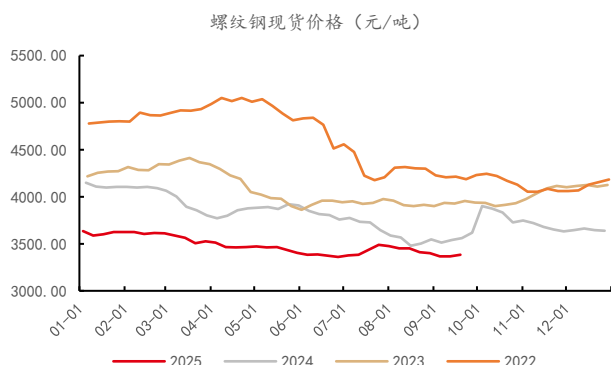
从开工率来看，截至9月26日，9月主要钢厂螺纹钢开工率周均为42.21%，较8月同期开工率下降1.65个百分点；从周度数据来看，9月螺纹钢开工率呈现逐周回落的特点；9月26日当周开工率为40.65%，较8月末低3.96pct。整体来看，螺纹钢开工率有所放缓。

从价格来看，螺纹钢价格环比小幅回落。截至9月19日，9月螺纹钢现货价格平均价格为3373元/吨，较8月同期下降1.88%。

从库存来看，截至9月26日，9月主要钢材品种库存合计均值为1095.29万吨，较8月同期上升7.59%。

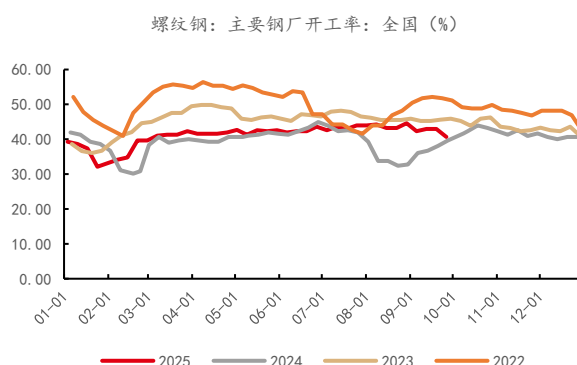
综上，或因“反内卷”政策影响，8月螺纹钢价格有所上升，推升生产回升，8月开工率走高，但有效需求不足问题尚未显著改善，8月和9月螺纹钢库存开始走高，进而反制生产，9月螺纹钢开工率逐步放缓。因此，在有效需求不足的背景下，若生产端并未实施强制减产行政指令，短期或推升钢铁价格，但供需难以实质改善，价格持续走高的可持续性有待观察。

图表8：螺纹钢现货价格



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表9：螺纹钢主要钢厂开工率

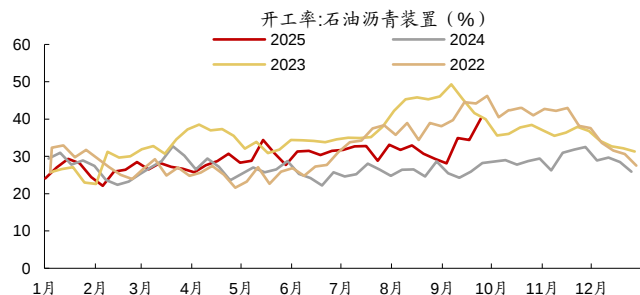


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

(2) 石油沥青库供给增加，库存下降，显示需求有所回暖。

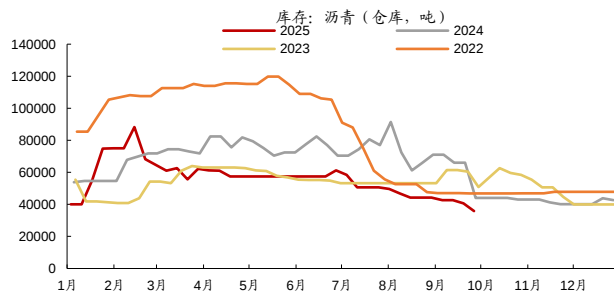
石油沥青装置开工率环比回升，库存环比走低，说明需求环比有所走高。截至9月24日，9月石油沥青装置平均开工率为36.47%，较8月同期平均开工率31.77%高4.7个百分点，高于2024年同期水平，较去年同期高10.33个百分点。截至9月26日，9月周度平均沥青库存为40396.75吨，环比下降9.95%。我们理解，8月和9月暴雨等极端天气影响，防水等水利设施建设有所加强，或带动需求较为明显回升。

图表10：石油沥青装置开工率



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表11：沥青库存水平



资料来源：同花顺, 中邮证券研究所

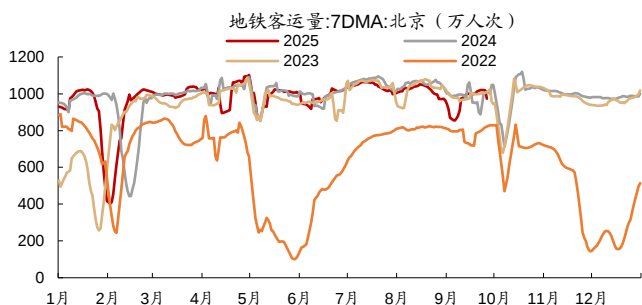
2.3 入境流量加快转换为消费增量

(1) 居民生活半径环比小幅回落，高于去年同期水平

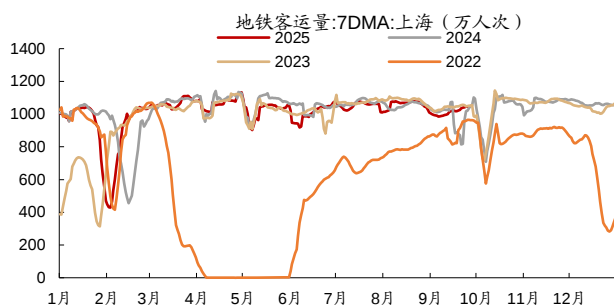
截至9月26日，9月北京、上海、广州、深圳日均地铁客运量合计为3753.38万人次，较去年同期上升1.98%；从环比增速来看，9月北京、上海、广州、深圳日均地铁客运量合计环比增长-3.98%。我们理解，9月居民出行半径环比走弱，

或是暑期游结束、开学季以及暴雨、高温等极端天气影响，但出行热度仍较高，高于去年同期水平。

图表12：北京地铁客运量



图表13：上海地铁客运量



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

(2) 9月汽车销售边际改善。

乘联分会发布数据，9月1-21日，全国乘用车市场零售119.1万辆，同比去年9月同期增长1%，较上月同期增长8%，今年以来累计零售1,595.5万辆，同比增长9%；9月1-21日，全国乘用车厂商批发130.7万辆，同比去年9月同期增长0%，较上月同期增长16%，今年以来累计批发1,934.9万辆，同比增长12%。

(3) 入境游热度不减，入境流量加快转换为消费增量

商务部最新数据显示，截至8月底，全国离境退税商店数量已突破1万家；今年前8个月，退税商品销售额同比增长97.5%，享受退税人数更是同比增长2.5倍。这些数字清晰地表明，“中国游”带火“中国购”，“入境流量”正加快转化为实实在在的“消费增量”。其中，北京海关数据显示，今年1月至8月，北京双枢纽机场验核离境退税申请单26819张，同比增长223.98%；验核申请单总金额8.32亿元，同比增长92.77%。

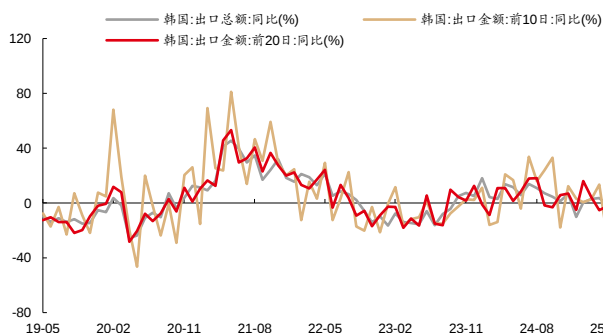
据俄新社报道，俄罗斯旅行规划服务平台OneTwoTrip透露，9月15日至21日，俄罗斯人预订赴华机票的数量较去年同期增长70%。与上周相比，在免签政策实施的首周，机票预订量和酒店预订量分别增长12%和20%。至于机票价格，在免签政策实施的头几天，平均价格较上周上涨了6%。OneTwoTrip平台表示，9月15日至21日，每位乘客的单程机票价格为31100卢布(约合人民币2640元)。

2.4 9月外贸或小幅边际回落

韩国出口增速边际回落。韩国 9 月前 20 天出口总额同比增长 13.5%，较 8 月同期增速降幅上升 6pct，但存在低基数影响，从两年复合增速来看，9 月韩国出口两年复合增速为 5.63%，较前值下降 7.05pct。

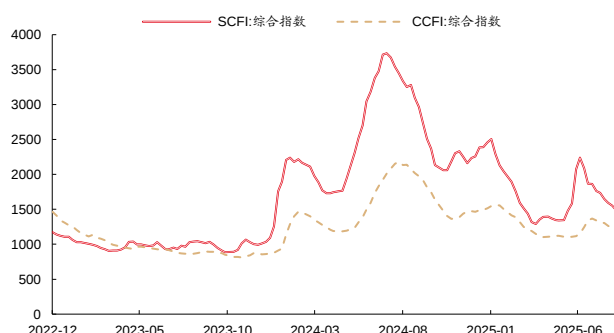
从海上丝路指数和我国港口集装箱运价指数来看，我国 9 月出口或存在小幅边际回落压力。（1）本周海上丝路指数需求有所放缓，综合指数继续下跌。9 月 26 日，宁波航运交易所发布的海上丝绸之路指数之宁波出口集装箱运价指数（NCFI）报收于 717.4 点，较上周下跌 8.5%。21 条航线中有 2 条航线运价指数上涨，19 条航线运价指数下跌。“海上丝绸之路”沿线地区主要港口中，3 个港口运价指数上涨，12 个港口运价指数下跌，1 个港口运价指数基本持平¹。（2）中国出口集装箱运价综合指数跌幅 2.9%。截至 9 月 26 日，上海出口集装箱运价指数报 1114.52 点。与上期相比，该指数跌 83.69 点。中国出口集装箱运价综合指数报 1087.41 点，与上期相比跌 2.9%。

图表14：韩国出口



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表15：我国港口运价指数



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2.5 生产或保持平稳

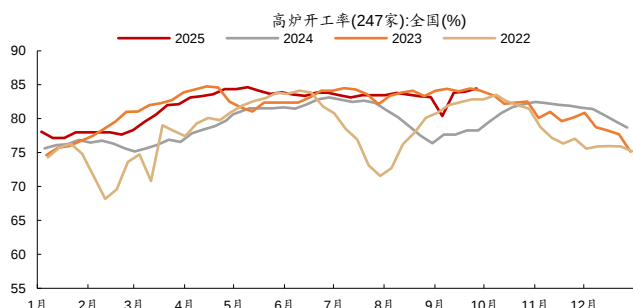
上游，全国高炉开工率逐周上升，六大发电集团日均耗煤环比回落。截至 9 月 26 日，9 月高炉开工率周度均值为 83.18%，较 8 月同期开工率回落 0.29 个百分点，但高炉开工率月内呈现逐周回升趋势；截至 9 月 21 日，9 月六大发电集团日均耗煤量为 88.83 万吨，较 8 月同期日均耗煤量下降 3.97%，背后或与螺纹钢开工率放缓有关。

中下游生产保持高景气度，汽车半钢胎开工率和 PTA 开工率环比增速转负。截至 9 月 25 日，9 月平均周度汽车轮胎（半钢胎）开工率为 72.04%，较 8 月同

¹ <https://www.cls.cn/detail/2157549>

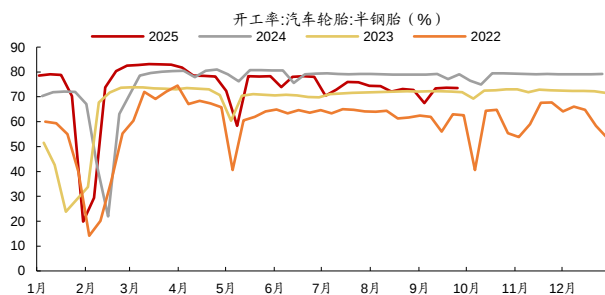
期平均开工率下降 1.04pct; 9 月平均周度汽车轮胎(全钢胎)开工率为 64.19%, 较 8 月同期平均开工率上升 1.01pct; 截至 9 月 25 日, PTA(国内)开工率为 74.69%, 较 8 月同期平均开工率下降 0.7pct。

图表16: 高炉开工率



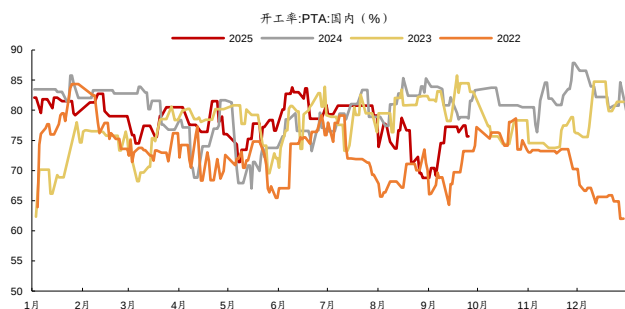
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表17: 汽车半钢胎开工率



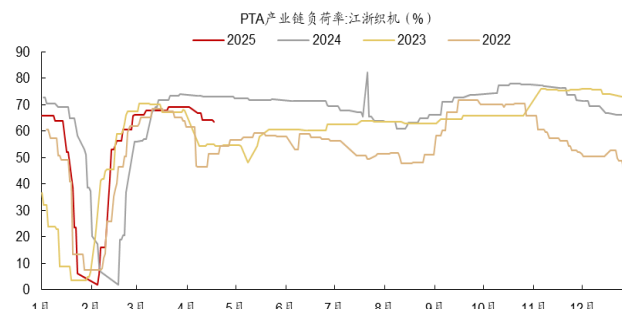
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表18: PTA 开工率



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表19: PTA 产业链负荷率: 江浙织机



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

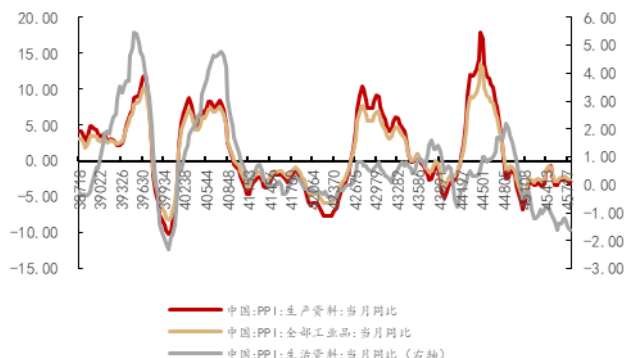
2.6 8 月 PPI 同比增速跌幅持续收窄, 动能放缓

从历史数据来看, PPI 当月同比增速与 PPI: 生产资料同比增速保持高度正相关, 相关系数为 0.7956, 两者拟合曲线的拟合优度为 0.9943, 这意味着生产资料价格同比增速变动可以前瞻指示 PPI 当月同比增速的趋势。而 PPI: 生产资料同比增速与生产资料价格指数同比增速保持正相关, 相关系数为 0.4214, 两者拟合曲线的拟合优度为 0.9639, 这意味着生产资料价格指数同比增速变动可以前瞻指示 PPI: 生产资料同比增速的趋势。因此, 可以通过观察生产资料价格指数来观察 PPI 同比增速变化。

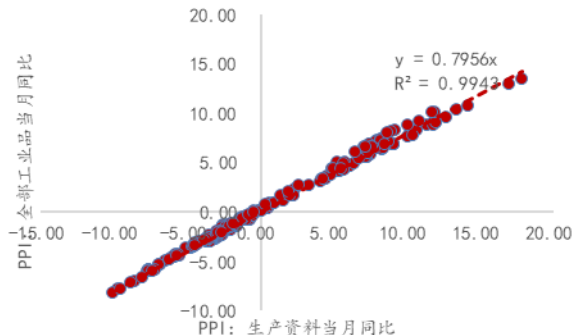
截至 9 月 19 日, 9 月生产资料价格指数平均值为 98.42, 较 8 月同期环比增长-0.74%, 较去年同期增长-4.76%, 同比增速较 8 月 4.91%回升 0.16pct, 当前

生产资料价格环比有所回落，但同比增速跌幅仍有所收窄，显示 PPI 回升动能边际放缓。按照上文拟合数据，预计 9 月 PPI 同比增速或在-2.6%左右。

图表20: PPI 同比与 PPI 生产资料同比高度相关 (%)



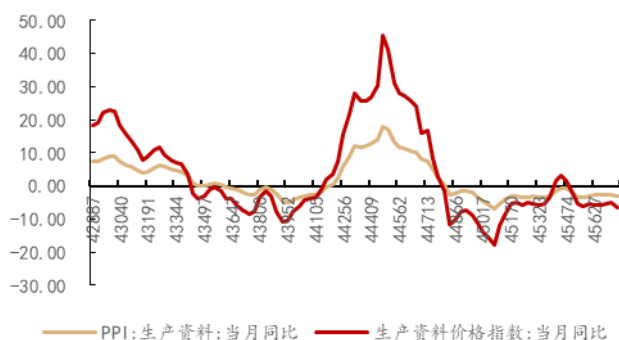
图表21: PPI 同比与 PPI 生产资料同比 (%)



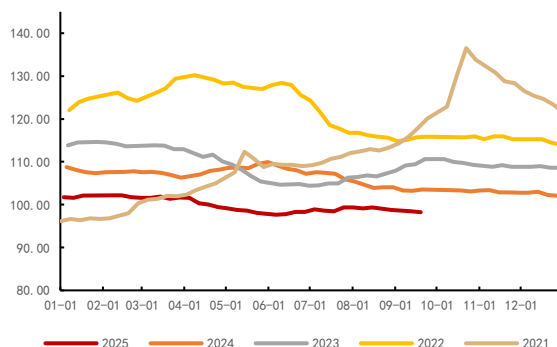
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表22: PPI 生产资料同比与生产资料价格指数同比 (%)



图表23: 生产资料价格指数 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

2.7 PPI 改善动能放缓，关注入境流量向消费增量转型

从高频数据来看，工业生产或相对平稳，工业需求有所分化，或因 8 月和 9 月暴雨等极端天气影响，水利防护工程建设带动沥青需求回升，但有效需求不足尚未显著改善，螺纹钢库存上升，反制开工率回落，房地产销售环比回暖，流量加快转换为消费增量，海上丝路指数和我国港口集装箱运价指数显示，出口或存在边际放缓压力，整体来看，9 月经济运行或相对平稳。从高频数据，有几点边际变化值得关注：

一是短期 PPI 增速仍有望持续回升，支撑名义增速边际改善，但 PPI 回升动能边际放缓。7 月以来，“反内卷”政策持续升温，相关行业价格有所回升，PPI 同比增速跌幅收窄。值得注意的是，因有效需求不足问题尚未显著改善，供给端

并未显著限产，如螺纹钢等行业因价格回升，库存有所回升，或加剧供需失衡问题，PPI 同比增速回升的可持续有待观察。短期“反内卷”政策并未降温，仍会支撑 PPI 同比增速仍会小幅回升，但四季度增速或边际放缓，预计年内 PPI 同比增速或难以回升至-2%水平之上。

二是短期出口或存在边际回落压力，关注“一带一路”沿线贸易合作趋强，特别是中欧合作。因美国关税政策影响，上半年我国存在较为明显“抢出口”行为，与此同时，美国圣诞采购季订单提前下达，预期四季度出口增速或存在边际放缓压力。但非美贸易合作有所加强，或在一定程度上对冲我国对美出口增速回落压力，如中欧合作有所增强，重点关注新疆、陕西等地区外贸，其中，2025 年 1 至 8 月，新疆外贸进出口总值 3563.1 亿元，同比增长 25.4%，连续 3 年跨越三个千亿元级台阶；1 月至 7 月，陕西进出口总值 2894.8 亿元，同比增长 9.6%，高出全国 6.1 个百分点，增速居全国第十位。

三是入境游热度不减，关注入境游转换为消费增量。在一系列政策红利的持续释放下，全国各地入境游呈现出蓬勃发展的态势，未来入境游逐步转换为消费增量，且入境消费亦逐步从“政策驱动”向“价值驱动”转型，或成为支撑消费的重要因素。

3 国内外宏观热点

3.1 国外宏观热点

美国 8 月核心 PCE 物价指数月率 0.2%，预期 0.20%，前值由 0.30%修正为 0.2%。美国 8 月核心 PCE 物价指数年率 2.9%，预期 2.90%，前值 2.90%。

<https://finance.eastmoney.com/a/202509263524952788.html>

鲁比奥：美国目前不倾向于对俄实施新制裁

美国国务卿马可·鲁比奥在接受采访时表示，鉴于美国的欧洲盟友仍在大量购买俄罗斯石油和天然气，美国目前不倾向于对俄罗斯实施新的制裁。鲁比奥称，总统特朗普“清楚自己有哪些选择，在某个时候，他将不得不让俄罗斯承担额外代价”。他同时指出：“特朗普也明确表示，在我们采取行动之前，欧洲需要先这么做。”鲁比奥在提及美国的欧洲盟友时补充道：“他们对我们提出

种种要求，然而欧洲一些国家仍在从俄罗斯购买大量石油和天然气。” 他最后表示：“因此，我认为欧洲盟友有必要采取行动。”

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844062642517041934&wfr=spider&for=pc>

美国 9 月标普全球制造业 PMI 初值 52，预期 52，前值 53；美国 9 月标普全球服务业 PMI 初值 53.9，预期 54，前值 54.5。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844062701617675696&wfr=spider&for=pc>

特朗普单方面宣布药品高额关税 欧美贸易协议再陷混乱

当地时间 26 日，欧盟委员会称已同意对美国药品关税设定 15% 的上限，为欧洲企业提供保障。但美国总统特朗普此前已于美国当地时间 25 日宣布，将自 10 月 1 日起对进口的所有品牌或专利药征收 15% 关税，再次令今年 8 月刚达成的美欧药品关税协议陷入混乱。特朗普在社交媒体平台发文称，若企业已在美国启动药品生产投资，可获得豁免。罗氏、诺华和阿斯利康等欧洲制药巨头已宣布在美扩张项目，理论上可能规避新关税。但大多数欧洲厂商面临新的关税壁垒。特朗普强调，所谓“破土动工”或“在建”项目将被视为免税条件。欧盟与美国此前明确同意统一征收 15% 关税，并将仿制药排除在外。欧洲舆论认为，特朗普此举不仅违背现有协议，也缺乏法律依据。总部位于布鲁塞尔的创新制药集团批评称，欧盟与美国“已经达成协议”，特朗普的反复动作严重损害政策稳定性。该集团总干事娜塔莉·莫尔强调，双方应专注于在不损害患者利益的前提下，寻找分担全球研发成本的合理方式。分析人士指出，特朗普正利用关税作为政治工具，迫使各国让步并抬高药品价格，这不仅威胁欧盟制药产业，也直接冲击患者的可负担性。当地时间 26 日，比利时制药联合会也发表声明说，该行业期待欧盟对特朗普宣布加税的决定做出回应。声明称，此项声明违反了欧盟与美国之间的协议，关税可能对包括比利时在内的多个欧盟国家产生重大影响。声明强调，目前的不确定性给欧洲的投资决策带来了压力。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844321376384549357&wfr=spider&for=pc>

美国将对重型卡车、厨柜和品牌及专利药品征收关税 10 月 1 日起实施

美国总统唐纳德·特朗普宣布针对重型卡车、厨柜和浴室柜以及软垫家具征收新的行业特定关税，进一步扩大通过提高进口税来提振国内产业的贸易议程。特朗普周四在 Truth Social 平台上发帖宣布，计划自 10 月 1 日起对进口重型卡

车征收 25% 的关税。他写道：“为了保护我们伟大的重型卡车制造商免受不公平的外部竞争，我将从 2025 年 10 月 1 日起对世界其他地区生产的所有‘重型（大型！）卡车’征收 25% 的关税。”“这样一来，我们伟大的大型卡车制造商，例如 Peterbilt、Kenworth、Freightliner、Mack Trucks 以及其他公司，将受到保护，免受外部干扰的冲击。”他补充道，“出于许多原因，我们需要我们的卡车企业保持财务健康强劲，但最重要的是，为了国家安全！”他还宣布对橱柜和浴室柜征收 50% 的关税，对软垫家具征收 30% 的关税，这两项关税也将于 10 月 1 日起生效。特朗普还表示，“我们将对任何品牌或专利药品征收 100% 的关税，除非相关公司正在美国兴建制药厂。”特朗普称关税将于 10 月 1 日起生效。特朗普表示，如果已经开始建厂，这些药品将免征关税。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844314967564281326&wfr=spider&for=pc>

美国经济增速创近两年最快步伐 受消费支出提振

美国经济在第二季度实现了近两年来最快增速，政府上修了此前对消费支出的估计值。美国经济分析局周四发布的报告显示，经通胀调整后的国内生产总值（衡量美国境内生产的商品和服务价值的指标）修正后折合年率增长 3.8%。这一增速高于此前报告的 3.3%，第一季度曾出现萎缩。该局同时发布了涵盖 2020 年初至 2025 年初 GDP 及相关数据的年度国民经济核算更新报告。尽管纳入了更新、更完整的数据来源，但该机构表示无法获取与公司及个人经营者纳税申报相关的某些统计数据。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844250502451279927&wfr=spider&for=pc>

美国至 9 月 20 日当周初请失业金人数 21.8 万人，预期 23.5 万人，前值由 23.1 万人修正为 23.2 万人。

https://www.cnfin.com/dz-lb/detail/20250925/4309762_1.html

存放在美联储的银行准备金跌破 3 万亿美元 美国财政部发债抽走流动性

美国金融体系内的流动性持续干涸，银行系统准备金已连续七周下挫，跌破 3 万亿美元。该准备金是美联储决定是否继续收缩资产负债表的一个关键因素。美联储周四公布的数据显示，截至 9 月 24 日当周，银行准备金减少约 210 亿美元，至 2999.7 万亿美元。这是截至 1 月 1 日当周以来的最低水平。在这一现象的背后，是美国财政部在债务上限于 7 月提高后加大力度发债，以重新积累现金

余额。这就抽走了其他美联储债务工具的流动性，例如隔夜逆回购 (RRP) 协议工具和银行准备金。但在 RRP 余额不值一提之际，商业银行存放在美联储的准备金一直在下降。外国银行持有的现金资产下降速度甚至比美国的银行还要快。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-09-26/doc-infruzvv5115553.shtml>

华尔街乐观押注：利率降幅将远超美联储预测

华尔街目前认为，美国利率下调的速度将快于美联储的预期。这一押注已经在提振经济和市场，因为它让美国人的借贷成本变得更低。期货市场的押注显示，投资者预计到明年底，美国基准利率将从当前的4%降至略低于3%的水平。这一预期较5月大幅修正：当时市场认为2026年底利率会降至3.5%左右。这一水平也低于大多数美联储官员的预测。其最新的“点阵图”显示，官员们预计明年底利率为3.4%，比投资者的预测少两次25个基点的降息。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1843819851114553321&wfr=spider&for=pc>

美国克利夫兰联储主席贝丝·哈马克周一表示，鉴于通胀率仍高于美联储2%的目标且持续存在，美联储在取消限制性货币政策方面需“非常谨慎”。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844010734037838292&wfr=spider&for=pc>

圣路易斯联储主席阿尔贝托·穆萨勒姆表示，作为应对劳动力市场疲软的一种保险措施，他支持美联储上周的降息决定。同时他也指出，在通胀依然偏高的情况下，该行进一步降息的空间有限。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844010734037838292&wfr=spider&for=pc>

亚特兰大联储主席博斯蒂克也表示，他对上周的降息感到满意，但今年没有太大必要进一步宽松，“我担心通胀已经长时间过高。因此，今天我不会支持更多降息。”

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844010734037838292&wfr=spider&for=pc>

美联储新任理事斯蒂芬·米兰周一也发表了讲话，但他展现出了强烈的鸽派倾向。他表示，目前利率水平过高，并呼吁未来数月应大幅、快速降息，以避免劳动力市场出现不必要的裁员潮。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844010734037838292&wfr=spider&for=pc>

鲍威尔：风险正趋于更平衡的状态。

北京时间 9 月 24 日凌晨，鲍威尔在罗德岛州普罗维登斯商会发表经济前景演讲，他表示，当前正面临通胀上行和就业下行的两面风险，这是一个有挑战的局面。假如降息幅度过大或速度过快，可能无法有效控制高通胀、让通胀持续高于美联储 2% 的目标，而假如货币紧缩维持太久，则可能无谓地拖累劳动力市场。鲍威尔指出，贸易、移民、财政和监管政策的重大变化对整体经济的影响仍有待观察。一个合理的基本情况是，关税政策对通胀的影响或将相对较短，价格水平变化或将是一次性的。鲍威尔进一步指出，“一次性”的波动并不意味着“立即发生”，可能会持续几个季度。他还强调，美联储必须密切关注关税可能带来的持续性影响，称要确保关税不会演变为持续性的通胀问题。

<https://mp.weixin.qq.com/s/hJVn0QeqGbC0gftDtbURg>

美联储古尔斯比：就业市场稳定 通胀目标仍为 2%

古尔斯比表示，当前货币政策处于“温和限制性”状态。他补充称，芝加哥联储对劳动力市场的分析显示，目前市场整体稳定——尽管招聘放缓，但裁员率处于低位。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844058675202948778&wfr=spider&for=pc>

美联储理事鲍曼：预计 2025 年共降息三次

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844070439945545553&wfr=spider&for=pc>

里士满联储行长 Barkin 称就业和通胀面临的风险有限

里士满联邦储备银行行长 Tom Barkin 表示，尽管失业率和通胀率均偏离了美国央行的目标，但他认为这两方面进一步恶化的风险有限。Barkin 周五接受采访时称，“我们正全力以赴实现平稳着陆，在通胀与失业之间寻求平衡。两项指标都朝着错误方向发展，但另一方面，恶化空间有限，我们只需在掌握更多信息后调整立场。”

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-09-26/doc-infrvstm6338030.shtml>

摩根大通美国国债客户调查显示空头占比跃升至 2 月 3 日以来最高

摩根大通截至 9 月 22 日当周的美国国债客户调查显示，空头占比上升 4 个百分点，多头占比上升 3 个百分点，而中性占比下降 7 个百分点。所有客户调查显示，空头占比创 2 月 3 日以来最高水平。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1842243969840569446&wfr=spider&for=pc>

美联储 10 月降息 25 个基点的概率为 93%

据 CME “美联储观察”：美联储 10 月维持利率不变的概率为 7%，降息 25 个基点的概率为 93%。美联储 12 月维持利率不变概率为 1.3%，累计降息 25 个基点的概率为 22.5%，累计降息 50 个基点的概率为 76.2%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844010734037838292&wfr=spider&for=pc>

英国 9 月制造业 PMI 初值 46.2，预期 47.1，前值 47。英国 9 月服务业 PMI 初值 51.9，预期 53.5，前值 54.2。英国 9 月综合 PMI 初值 51，预期 53，前值 53.5。

<https://finance.eastmoney.com/a/202509233521253853.html>

英国 8 月汽车产量创近 70 年新低

英国汽车制造商和贸易商协会 9 月 25 日发布数据显示，英国 8 月汽车产量创下自 1956 年以来同期最低水平，海外市场需求疲软和关税壁垒等为影响主因。数据显示，当月英国汽车总产量约为 3.87 万辆，同比下降 18.2%。其中，轿车产量约为 3.7 万辆，同比下降 10.2%；商用车仅生产 1621 辆，同比骤降 73.2%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844306338013550125&wfr=spider&for=pc>

英国央行行长贝利称有进一步降息的空间 消费者谨慎

英国央行行长安德鲁·贝利提出了可能进一步降息的前景，并警告称谨慎的英国人正减少外出就餐和购物。他表示，“利率仍有下行空间。但具体时机与降幅将取决于通胀回落的轨迹”，“当前尤其是劳动力市场已显露疲软迹象，就业数据也略有体现”。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844153916343049699&wfr=spider&for=pc>

德国 9 月制造业 PMI 初值 48.5，预期 50，前值 49.8。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844038987726897702&wfr=spider&for=pc>

法国 9 月制造业 PMI 初值 48.1，预期 50.1，前值 50.4。法国 9 月服务业 PMI 初值 48.9，预期 49.6，前值 49.8。法国 9 月综合 PMI 初值 48.4，预期 49.7，前值 49.8。

<https://finance.eastmoney.com/a/202509233521201336.html>

法国酝酿对富豪征收财富税

为削减财政赤字，法国政府正在考虑针对富豪征收 2% 的财富税。法国首富、法国奢侈品集团路威酩轩集团董事长贝尔纳·阿尔诺 9 月 21 日抨击提出该税收计划的法国经济学家加布里埃尔·祖克曼，称他是“想摧毁法国经济”的“伪学者”。这项拟议中的财富税被法国媒体称为“祖克曼税”，拟对持有 1 亿欧元（1 欧元约合 1.17 美元）以上财产的个人征收税率至少为 2% 的财富税。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1843963518071525126&wfr=spider&for=pc>

西班牙第二季度 GDP 年率终值 3.1%，预期 2.8%，前值 2.80%。季率终值 0.8%，预期 0.7%，前值 0.70%。

<https://caifuha0.eastmoney.com/news/20250926150746144754180>

欧盟与印尼敲定贸易协议 几乎所有商品关税将降至接近于零的水平

欧盟和印尼达成了一项贸易协议，将取消几乎所有商品的关税或将其降至接近零的水平，在美国总统唐纳德·特朗普试图颠覆全球贸易格局之际，欧盟与印尼加强了双边关系。欧盟贸易主管 Maros Sefcovic 在接受采访时表示，该协议还将取消对关键原材料交易的限制。他还补充道，该协议将为欧洲出口商节省约 6 亿欧元（7 亿美元）的关税。“我们确实正在开启一个意义重大的新篇章，” Sefcovic 说道，他于周一抵达印尼。“我们与印尼的贸易之前远远没有挖掘出潜力”，这个东南亚最大经济体比越南、菲律宾和泰国的总和还要大。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844010477769206677&wfr=spider&for=pc>

欧元区 9 月制造业 PMI 初值 49.5，预期 50.7，前值 50.7。欧元区 9 月综合 PMI 初值 51.2，预期 51.1，前值 51。欧元区 9 月服务业 PMI 初值 51.4，预期 50.5，前值 50.5。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844042258470210019&wfr=spider&for=pc>

欧元区 8 月欧洲央行 1 年 CPI 预期 2.8%，预期 2.5%，前值 2.60%。欧元区 8 月欧洲央行 3 年 CPI 预期 2.5%，预期 2.4%，前值 2.50%。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2025/09/26160253390152.shtml>

欧洲天然气价格攀升 交易员密切关注特朗普对俄下一步举措

欧洲天然气价格上涨，交易员们评估美国总统特朗普对俄罗斯的强硬言论可能如何影响欧洲地区的能源平衡。基准期货周四一度上涨 2%，抵消了前一日跌幅。总体而言，过去几周价格始终维持在窄幅区间内，地缘政治不确定性使交易

员不愿在任何方向进行大规模押注。欧洲将于 10 月 1 日正式进入供暖季，距今仅剩数日。尽管今年早些时候天然气库存曾创下异常低位，但欧洲已在努力积累充足储备。市场参与者正密切关注可能影响近期及长期供应的各类因素。

<https://finance.sina.com.cn/world/2025-09-25/doc-inftrinn1115946.shtml>

欧元区私营部门扩张速度达 16 个月以来最快 成员国表现分化

欧元区私营部门扩张速度创 16 个月来最快，德国服务业表现强劲抵消了法国下滑的影响。9 月份 S&P Global 编制的综合采购经理人指数从 8 月的 51 升至 51.2，进一步高于区分经济扩张与收缩的 50 临界点。此前分析师预测该指数将保持稳定。报告揭示了欧元区各国经济分化态势。因政府再度倒台及预算削减方案持续受阻，法国陷入困境。反观德国，服务业增速已达今年以来最高水平。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844043765139650430&wfr=spider&for=pc>

欧洲央行管委会成员 Nagel 淡化强势欧元损害出口的担忧

欧洲央行管委会成员 Joachim Nagel 淡化了关于欧元升值可能通过削弱竞争力而打击出口商的担忧。今年以来，欧元兑美元已上涨近 14%，但这位德国央行行长在周日的讲话中表示，更有意义的是将欧元的表现与更广泛的贸易伙伴进行比较，而这种分析显示升值幅度要小得多。“单纯关注欧元兑美元的涨幅会夸大本地出口经济所承受的压力，” Nagel 说，“总体而言，我对欧元当前的估值水平并不担心。”

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1843989248344721670&wfr=spider&for=pc>

日本再现大米涨价潮 零售价逼近历史最高值

日本农林水产省发布的数据显示，9 月 8 日至 9 月 14 日这一周，日本市场上一袋 5 公斤装大米均价为 4275 日元（约合 205.5 元人民币）。目前，日本米价连续三周上涨，逼近日本今年 5 月创下的每袋大米 4285 日元（约合 206 元人民币）这一有记录以来的历史最高值。2024 年夏季以来，受极端高温致大米歉收等因素影响，日本大米价格持续上涨。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844016237888726505&wfr=spider&for=pc>

日本超长期债券连续第八个月获外资净买入 持续时间创 2021 年以来最长

外国投资者继续为日本超长期国债的需求提供支撑，在 8 月份连续第八个月净买入，持续时间创 2021 年 3 月以来的最长。当月海外投资者净购入 20 年期、30 年期及 40 年期债券总额达 2,045 亿日元（14 亿美元），而 1-8 月累计净购入 9.489 万亿日元，创 2004 年以来同期新高。Okasan Securities 首席债券策略师 Naoya Hasegawa 指出，外国投资者买入超长期债券是因为他们认为这些债券被低估，且“预期日本央行未来加息将导致收益率曲线趋平”。日本证券业协会今日公布的场外债券交易数据显示，寿险公司净卖出 259 亿日元的超长期债券。信托银行 8 月净买入超长期债券的规模最大，达近 8000 亿日元，外国投资者位居第二。所有期限债券合计，外资净买入日本债券 1.017 万亿日元。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1840974500387164514&wfr=spider&for=pc>

日本 9 月制造业 PMI 降至六个月低点

日本 9 月综合 PMI 初值 51.1，前值 52。日本 9 月制造业 PMI 初值 48.4，前值 49.7。日本 9 月服务业 PMI 初值 53，前值 53.1。日本 9 月制造业活动以六个月来最快的速度下滑，主要受到新订单进一步下降的影响。标普全球日本制造业 PMI 9 月降至 48.4，进一步跌破 50 临界点，且为自 3 月以来的最低水平。制造业产出指数也降至六个月来的最低水平，新订单指数则创下五个月来的新低。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-09-24/doc-infrpwtw8484288.shtml>

前日本央行货币政策委员会成员预测，在植田和男领导下，日本央行可能会将利率上调至 1.5%。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/finance/2025/09/26152953389356.shtml>

韩国总统：若无保障措施，对美巨额投资将引发金融危机

韩国总统李在明近日在接受媒体专访时表示，如果政府在没有保障措施的情况下接受美国在贸易谈判中提出的要求，韩国经济可能会陷入不亚于 1997 年的金融危机。韩国和美国 7 月口头达成一项贸易协议，美国将降低特朗普总统对韩国商品征收的关税，交换条件包括韩国对美投资 3,500 亿美元。李在明指出，由于在如何处理投资问题上存在争议，双方尚未完成书面协议。“在没有设立货币互换的情况下，如果我们按照美国要求的方式提领 3,500 亿美元，并把这些现金全部投资到美国，韩国将面临 1997 年金融危机时的局面，”李在明透过翻译表示。

李在明周一即将访美，将在联合国大会上发表讲话，并将成为首位主持安理会会议的韩国总统。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1843918522815678376&wfr=spider&for=pc>

特朗普再向欧洲国家施压 要求停止购买俄罗斯石油

美国总统特朗普再次呼吁欧洲国家“停止购买”俄罗斯石油，并声称此举将推动美国进一步向普京施压以结束俄乌冲突。

<https://flash.jin10.com/detail/20250921100858584800>

韩国对美国的化妆品出口出现 31 个月来的首次下降

韩国贸易协会(Korea International Trade Association)的数据显示，8 月份韩国对美国的化妆品出口出现 31 个月来的首次下降。8 月份对美国的化妆品出口总额为 1.838 亿美元，同比下降 5.6%，这是自 2023 年 1 月以来首次同比下降。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-09-26/doc-infruvpv6707573.shtml>

达利欧对英美经济前景发出严厉警告：“我们正走向非常、非常黑暗的时期”

桥水创始人瑞·达利欧最近对美国和英国的未来发出严厉警告，称他对这两个国家的发展轨迹都不乐观，并认为“我们正走向非常、非常黑暗的时期”。达利欧在“CEO 日记”播客上解释说：“英国有财政问题，政府有债务问题，”由于巨大的财富和机会差距，社会正经历左翼和右翼之间的深刻分歧，导致人们对制度失去信任。英国也缺乏美国的创新文化和强大的资本市场，进一步阻碍了其前景。达利欧对美国的前景同样悲观，指出美国有严重的债务问题，其内部政治格局因财富和价值观的差距而危险地两极分化，使其制度本身处于危险之中。此外，达利欧认为美国正面临一场将决定未来世界秩序的技术战争。“技术战争的赢家将赢得所有战争，”达利欧说。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844012011592471369&wfr=spider&for=pc>

印度 8 月经济报告：如果关税不确定性持续存在，将对出口部门造成影响，并存在波及国内就业的风险。

<https://www.gold678.com/C/202509262015012469>

3.2 国内宏观热点

“专项债+专项贷款”协同发力地方清欠提速

发挥“偿还地方政府拖欠企业账款”功能的特殊新增专项债券今年累计发行规模已超过 1.2 万亿元，超出市场预期。与此同时，全国性商业银行专项贷款支持清欠工作陆续浮出水面，这体现了三季度以来，财政、金融工具合力“清欠”速度有明显加快。当前财政部已明确释放“靠前使用化债额度”的政策信号，随着“专项债+专项贷款”协同发力模式逐渐成熟，未来企业现金流压力将得到进一步缓解，因债务违约引发系统性风险的可能性也将进一步降低。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1843918935204602420&wfr=spider&for=pc>

一场 AI 与离岸人民币的“双向奔赴” 科技巨头扎堆发行点心债

点心债（在香港发行的人民币债券）正成为境内科技企业境外募资的重要选择。近日，腾讯、百度、美团等相继发行或计划发行离岸人民币债券，这不仅可以较低成本满足 AI 和云计算等巨额资本开支需求，也为离岸人民币市场注入新活力。业内人士表示，这一趋势或将重塑科技企业融资版图，并在丰富人民币资产供给的同时，加快人民币国际化进程。

http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202509/t20250922_2482953.shtml

刘烈宏：加快行业高质量数据集建设，加力投资数据产业

9 月 20 日，国家发展改革委党组成员、国家数据局局长刘烈宏出席在安徽合肥举办的 2025 世界制造业大会并致辞。刘烈宏强调，要加大数据领域的投入，制造业企业要像重视技术研发、设备更新一样重视数据资源的开发利用，在数据采集、存、算、管、用全过程增加投入力度，加快行业高质量数据集建设，赋能“人工智能+”在行业、在企业得到落地。要加力投资数据产业，积极培育数据资源、技术、服务、应用、安全、基础设施等各类型数据企业。要培育为优质数据付费的市场意识，像购买先进设备、引进高端技术一样，形成“为高质量数据付费”的共识，让数据在流动中使用、在使用中增值，真正形成数据供得出、流得动、用得好、保安全的良好局面。要共同防范和破除“内卷式”竞争，企业尤其是数智化能力强的龙头企业，要靠创新驱动和数据驱动来发展。

<https://www.yicai.com/news/102834171.html>

经济日报：别再搞一哄而上的“人工智能+”

经济日报发文称，近日印发的《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，再度引发社会对人工智能产业发展的高度关注。国家发展改革委相关负责人明确

表示，发展“人工智能+”必须坚决避免无序竞争、一哄而上。这为人工智能健康发展划定了“红线”，也要求各地和各行业因地制宜推进“人工智能+”。实践一再证明，新技术、新业态、新模式的涌现，需要足够多资源投入，但产能扩张速度一旦超过需求释放速度，反而容易抑制产业的良性发展，违背政策初衷。只有规模扩张的同时，在技术突破、应用落地和商业模式创新等关键环节厚植基础，产业才能更快步入可持续发展阶段。发展“人工智能+”同样需要坚持循序渐进、合理布局。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1843828565568736228&wfr=spider&for=pc>

经济日报：继续加大对新就业形态支持力度

各地围绕保市场主体、加强就业培训、创造工作岗位、劳动权益保障、公共就业服务等推出了一系列组合拳，企业也纷纷响应号召增加就业岗位，这将有效缓解就业市场压力。目前，我国数字经济快速发展，新经济、新业态、新模式对就业增量带动作用显著，未来我国就业市场扩大就业规模、提升就业质量仍有较大潜力。新就业形态、新职业等成为稳就业、保就业、促就业的重要保障。应继续加大对灵活就业、新就业形态的支持力度，破解灵活就业、新就业形态发展中遇到的体制、机制问题，利用数字技术与平台组织的力量扩大政策覆盖范围，提升政策有效性。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-09-23/doc-infrmtuw9392875.shtml>

潘功胜：人民币已成为我国对外收支第一大结算货币、全球前三大贸易融资货币和支付货币

中国人民银行行长潘功胜今日在国新办发布会上表示，金融业开放是我国整体改革开放事业的重要组成部分。“十四五”时期，人民银行按照中央的决策部署，主要有以下几方面进展。一是金融领域制度型开放稳步深化。拓展金融市场互联互通，优化沪深港通、债券通、互换通机制，便利更多投资者投资我国金融市场，提高金融市场国际化水平。二是人民币国际地位稳步上升。目前，人民币已成为我国对外收支第一大结算货币、全球前三大贸易融资货币和支付货币；在国际货币基金组织特别提款权（SDR）货币篮子中的权重位列第三。人民币国际地位稳步提升，是近二十年来国际货币体系变革中的一个重要特征。三是国际金融中心建设稳步推进。支持上海打造人民币资产全球配置中心、风险管理中

心。持续深化内地与香港金融合作，强化香港离岸人民币业务枢纽功能，巩固提升香港国际金融中心地位。四是营商环境更加友好包容。统筹推进跨境人民币和外汇管理改革，跨境贸易和投融资便利化水平大幅提升。不断提升跨境支付服务水平。基本建成多元化跨境支付体系，包括人民币跨境支付系统（CIPS）、商业银行行内跨境系统，中国银联、支付宝、微信支付等构建的跨境零售支付体系，同时，数字人民币在跨境支付中的作用也在发展之中，未来也很有潜力。优化金融数据跨境流动管理。五是开放格局下的金融风险防控能力不断增强。加强跨境金融风险的监测、评估和预警。推动构建更加公正合理的全球金融治理格局，推进全球宏观经济政策协调、全球和区域金融安全网建设。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1843951878960148002&wfr=spider&for=pc>

潘功胜：“十四五”期间地方政府融资平台债务风险水平大幅度收敛

9月22日，在介绍“十四五”时期金融业发展成就时，中国人民银行行长潘功胜在国新办新闻发布会上表示，“十四五”期间，在化解融资平台债务风险方面，人民银行推动地方政府统筹资金、资产、资源化解债务风险，剥离融资平台的政府融资功能，转型为市场化经营主体，引导金融机构通过债务重组降低融资平台流动性风险和利息负担，相关工作取得重要阶段性成效，融资平台数量下降超过60%，金融债务规模下降超过50%。总体上，地方政府融资平台债务风险水平大幅度收敛。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1843949362122031620&wfr=spider&for=pc>

钢铁行业未来两年目标确定：年均增长4% 严禁新增产能

今天，工业和信息化部等部门联合印发《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026年）》，明确未来两年钢铁行业增加值年均增长目标设定在4%左右。该方案以“稳增长、防内卷”为核心，为中国钢铁行业的结构性调整与高质量发展指明实施路径。《工作方案》提出，实施产能产量精准调控、推进钢铁企业分级分类管理，严禁新增产能，引导资源要素向优势企业集聚，通过产量调控促进优胜劣汰，实现供需动态平衡。专家表示，新方案确立的“设备更新”与“低碳转型”成为未来竞争的两大核心议题。根据方案，钢铁企业必须加速淘汰落后设备，尤其是老旧高炉、转炉等限制性生产装备。同时，方案明确要求，到2025年底，80%以上的钢铁产能完成超低排放改造。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1843927972742308806&wfr=spider&for=pc>

陕西省省长赵刚：中欧班列西安集结中心已开通国际干线 18 条、覆盖亚欧大陆全境

陕西省省长赵刚今日在 2025 欧亚经济论坛上表示，中欧班列西安集结中心已开通国际干线 18 条、覆盖亚欧大陆全境，核心指标稳居全国第一，上半年开行 3055 列、同比增长 28.8%。西安国际航空枢纽，已开通国际客运航线 60 条、全货运航线 16 条，上半年国际航班客运量、货运量分别增长 71%和 124.8%。我们持续提升枢纽的承载力、辐射力，推动港产港贸港城融合发展，引导外向度高的适铁、临空产业集聚发展。如今，中欧班列满载着汽车、光伏、家电等“陕西制造”横贯欧亚、走向世界。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844042663259271752&wfr=spider&for=pc>

本周海上丝路指数：节中需求疲软加剧 综合指数继续下跌

本周，宁波航运交易所发布的海上丝绸之路指数之宁波出口集装箱运价指数(NCFI)报收于 717.4 点，较上周下跌 8.5%。21 条航线中有 2 条航线运价指数上涨，19 条航线运价指数下跌。“海上丝绸之路”沿线地区主要港口中，3 个港口运价指数上涨，12 个港口运价指数下跌，1 个港口运价指数基本持平。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844322066910160246&wfr=spider&for=pc>

三部门：支持可在中国债券市场开展债券现券交易的境外机构投资者开展债券回购业务

中国人民银行、中国证监会、国家外汇局就境外机构投资者在中国债券市场开展债券回购业务有关事宜公告，进一步支持各类境外机构投资者开展债券回购业务，不仅有利于满足市场需求，进一步增强人民币债券资产吸引力，也有利于优化合格境外投资者制度，巩固提升香港国际金融中心地位，助力在岸离岸人民币市场协同发展。业务模式上，中国人民银行深入总结境内外回购市场实践，加强银行间市场债券回购机制和国际市场通行做法衔接，实现标的债券过户和可使用，为境外机构投资者开展债券回购业务提供更大便利，也有利于促进优化境内债券回购业务机制。下一步，中国人民银行、中国证监会、国家外汇局将继续深入贯彻落实党中央、国务院关于扩大对外开放的整体战略部署，坚持统筹金融开放和安全，会同有关各方持续完善各项机制安排，稳步推进中国债券市场高水平制度型开放。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844320970944667193&wfr=spider&for=pc>

国务院国资委召开国有企业经济运行座谈会：要带头坚决抵制“内卷式”竞争

国务院国资委主任张玉卓9月25日主持召开部分国有企业经济运行座谈会，了解企业经济运行情况、面临的困难挑战，聚焦稳电价、稳煤价、防止“内卷式”恶性竞争等，听取企业意见建议，进一步研究夯实企业高质量发展基础的政策举措。张玉卓指出，国务院国资委将进一步优化国有企业经济运行定期沟通交流机制，高度重视、认真研究企业提出的意见建议，积极协调解决实际问题，精准助企纾困促发展。张玉卓强调，保持战略定力，坚定不移办好自己的事，注重提升“五个价值”，更好助力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。要着力抓好稳健经营，锚定“一增一稳四提升”目标不放松，优化经营策略，注重向内挖潜，全力降本增效，提升经营效益。要着力优化投资结构，聚焦产业链强基补短、基础设施建设、能源资源保障等重点领域，做好项目对接和要素支撑，聚焦数字化绿色化升级和本质安全提升，加快推进设备更新改造，持续加强投向管控，动态优化投资布局，以高质量投资引领高价值增长。要带头坚决抵制“内卷式”竞争，坚定走差异化发展和品牌竞争路线，强化行业自律，引导行业健康、良性、可持续发展，构建竞合并存、开放共享的产业生态。要着力加强风险防范，进一步健全常态化风险监测预警机制，加强重点业务风险处置，坚决守住风险防控底线。

<https://finance.ifeng.com/c/8mxzHm0qVcm>

免签政策实施首周 俄预订赴华机票数量激增

据俄新社报道，俄罗斯旅行规划服务平台 OneTwoTrip 透露，9月15日至21日，俄罗斯人预订赴华机票的数量较去年同期增长70%。与上周相比，在免签政策实施的首周，机票预订量和酒店预订量分别增长20%和12%。至于机票价格，在免签政策实施的头几天，平均价格较上周上涨了6%。OneTwoTrip 平台表示，9月15日至21日，每位乘客的单程机票价格为31100卢布（约合人民币2640元）。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844309833758286359&wfr=spider&for=pc>

国家发改委：加快构建全国一体化算力网

国家发改委今日印发《关于加强数字经济创新型企业培育的若干措施》的通知，其中提到，加快构建全国一体化算力网，支持地方协同参与、共同建设，在国家统一标准指导下，推动全国算力资源有序池化，并网运行，打造集算力统筹

监测、统一调度、弹性供给、安全保障于一体的新型算力网基础设施。引导各类算力资源与数创企业需求高效精准对接，鼓励国家枢纽节点面向数创企业提供低成本、广覆盖、可靠安全的算力服务，降低算力使用门槛。

https://www.cnenergynews.cn/news/2025/09/26/detail_20250926236476.html

上海楼市新政满月 新房成交总量环比上涨 19%

8月25日，上海出台新一轮房地产市场调控政策，中指研究院上海数据总经理张文静表示，从成交数据来看，新政出台后首周，上海新房市场立即作出反应，网签成交出现明显小高峰，单周成交量环比增幅超过30%。随后三周市场逐步回归理性，成交量趋于平稳，但整体仍维持在较高水平。综合新政实施首月的数据表现，新房成交总量环比上涨19%，这一数据充分说明政策在短期内对市场产生了显著的拉动效应。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844291902389436257&wfr=spider&for=pc>

多个新一线城市正谋划激发改善性住房需求新政

8月份，国务院第九次全体会议强调“采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势”，而“北上深”也相继出台楼市新政，多维度惠及购房者。记者获悉，目前有多个新一线城市正研究房地产市场最新政策举措，进一步激发改善性住房需求，针对性加大购房支持，相关举措后续将陆续出台。其中，合肥正结合国家政策导向、房地产市场运行情况，会同有关部门统筹研究，谋划优化土地供应、持续推进“好房子”建设、强化片区城市功能提升与完善、优化公积金政策、稳定市场预期等方面优化相关政策举措。重庆相关部门正研究激发改善性住房需求、加大高品质住房供给等方面的政策举措，后期出台的政策将会在官网统一对外发布。成都将分类分片区因地制宜推动供需平衡，其中针对市场热度高、房地存量均较为欠缺的5+2区域，将加快土地供应；针对刚性需求吸引不足的新兴七区，将持续推动配套落地优质教育医疗等资源，促进刚性需求由二手住房向新兴七区新房转移。而佛山将对巩固房地产市场稳定态势、持续用力推动房地产市场止跌回稳方面的政策进行研究。南京将结合市场实际适时优化相关政策举措，加大多样化“好房子”上市供应。珠海将科学编制好“十五五”住房发展规划，进一步夯实各方主体对房地产发展的信心和预期。同时，在进一步激发改善性住房需求

方面，广州也将积极研究相关市场情况，落实相关工作要求，推动房地产市场平稳健康发展。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844290327370424654&wfr=spider&for=pc>

经济日报：扩大入境消费意义不止于消费

商务部最新数据显示，截至8月底，全国离境退税商店数量已突破1万家；今年前8个月，退税商品销售额同比增长97.5%，享受退税人数更是同比增长2.5倍。这些数字清晰地表明，“中国游”带火“中国购”，“入境流量”正加快转化为实实在在的“消费增量”。这是中国开放活力、经济实力和文化吸引力的综合体现。将“入境流量”转化为“消费增量”，还具有更深层的经济意义。在我国服务贸易结构中，入境消费是主要逆差来源之一，一方面反映了我国居民收入水平提高、出境旅游需求旺盛，另一方面也表明我国在吸引国际消费方面仍有较大提升空间。扩大入境消费，对于缓解我国服务贸易逆差、优化服务贸易结构、推动服务消费高质量发展具有重要作用。外国游客在中国境内的各类消费，直接拉动了服务贸易收入，同时倒逼国内服务业提升质量、优化环境，形成“近者悦远者来”的良性循环。扩大入境消费的意义远超旅游业本身。未来，随着我国服务贸易进一步开放与创新，入境消费有望成为重要的增长点。通过持续优化服务环境、丰富高品质服务供给、深化国际消费中心城市建设，我国服务贸易结构将逐步优化，服务消费的高质量发展也将为经济注入更多活力。

<https://finance.sina.cn/2025-09-26/detail-infrukxu6505708.d.html>

8部门：增加人工智能终端产品有效供给，释放人工智能手机、可穿戴设备等新产品消费潜力

近日，商务部等8部门联合印发《关于大力发展数字消费共创数字时代美好生活的指导意见》。《指导意见》指出，鼓励企业加速研发创新，增加人工智能终端产品有效供给，释放人工智能手机、电脑、智能机器人、可穿戴设备、桌面级3D打印设备等新产品消费潜力。加快智能家电、智能安防、视频照护系统等研发及互联互通。开展智能网联汽车准入和上路通行试点。培育建设新消费品牌，推动数字国潮等品牌创新发展。

<https://www.yicai.com/brief/102840569.html>

商务部等 8 部门联合印发《关于大力发展数字消费 共创数字时代美好生活的指导意见》

近日，商务部等 8 部门联合印发《关于大力发展数字消费 共创数字时代美好生活的指导意见》（以下简称《指导意见》）。《指导意见》全面贯彻落实党中央、国务院决策部署，发挥超大规模市场优势，扩大数字消费多元化供给，创新和丰富数字消费场景，促进数字消费更高水平供需动态平衡，激发和增强社会经济活力，共创数字时代美好生活。《指导意见》聚焦供需两侧协同发力，从 4 方面提出 14 项任务举措。一是丰富数字消费领域供给。扩大数字产品消费，提升数字服务消费，创新数字内容消费，拓展数字消费渠道，以数字消费新供给激发消费新需求。二是培育壮大数字消费经营主体。提升数字消费企业创新能力，赋能中小企业数字化发展，支持数字消费企业发展壮大，不断增强内生动力和创新活力。三是优化数字消费支撑体系。打造数字消费平台载体，完善快递物流配送体系，提升支付便利化水平，强化要素投入保障，加强财政金融支持，构建高效协同的数字消费生态体系，夯实数字消费发展基础。四是营造数字消费良好环境。开展消费促进活动，推动国际交流合作，促进规范健康发展，统筹促进与规范、国内与国际，以更优环境推动数字消费高质量发展。《指导意见》要求各有关单位充分认识数字消费在推动消费升级、扩大有效投资、促进产业创新方面的重要作用，加强组织领导、综合协调和政策保障，健全长效促进机制，及时总结推广创新举措、典型做法，推动各项措施落地见效。

<https://www.yicai.com/brief/102840569.html>

风险提示

海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048