



● 主要结论

国信期货交易咨询业务资格
证监许可【2012】116号

分析师：张俊峰

从业资格号：F03115138

投资咨询号：Z0022483

电话：021-55007766-305163

邮箱：15721@guosen.com.cn

中美元首通话，中美西班牙经贸会谈相对积极。根据新华社的报道，9月19日晚，国家主席习近平同美国总统特朗普普通电话，就当前中美关系和共同关心的问题坦诚深入交换意见，就下阶段中美关系稳定发展作出战略指引。9月15日，中美双方就以合作方式妥善解决 TikTok 问题达成了基本框架共识。2025 年亚太经合组织领导人非正式会议，将于 10 月 31 日在韩国举行。考虑到，新一轮中美暂停实施 24% 关税的截止日期为 11 月 10 日，因此，在中美元首可能会面的背景下，后期中美关税走向相对乐观。

8 月出口小幅增长维持高规模、固投增速延续回调、社零增速有所收窄。8 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.2%，较 7 月增幅收窄 0.5 个百分点；较去年 8 月增速仍然高 0.7 个百分点，总体稳健。8 月社零总额同比增长 3.4%，增幅较 7 月收窄 0.3 个百分点，增幅有所收窄。8 月出口小幅增长、同比增长 4.4%，总体维持高规模。1-8 月固投增速延续回调、同比增长 0.5%；其中，1-8 月民间投资同比下降 2.3%，跌幅再度扩大。

广义财政支出维持较高增速，货币供给存量和结构性矛盾再度改善。财政收支方面，1-8 月广义财政支出维持较高增速、同比增长 8.94%。货币供给方面，8 月货币供给结构性矛盾再度改善，社融增量相对回升，M1 同比增长 6.0%。物价水平方面，8 月物价水平相对好转，CPI 同比略有回落、同比下降 0.4%，PPI 同比跌幅显著收窄、同比下降 2.9%。企业利润和库存方面，1-8 月规上工业企业利润同比转正、同比增长 0.9%，企业库存延续相对低位、同比上涨 2.3%。制造业景气度，8 月官方制造业 PMI 暂未显著好转、录得 49.4%。

美联储 9 月降息落地，美元指数探底回升。(1) 美联储 9 月降息落地，维持“缩表”计划不变。根据美联储 9 月 18 日的消息，将联邦基金目标利率，由 4.25%-4.50% 下调至 4.0%-4.25%，即降息 25 个基点。(2) 美国经济表现较好，劳动力市场仍然支持降息。(3) 本次议息会议的点阵图显示，多数美联储委员们预计，2025 年内还有 2 次合计 50 个基点的降息，联邦基金目标利率将下降至 3.5%-3.75%。同时，根据 CME 美元利率期货显示，截至北京时间 9 月 28 日，市场预计，美联储年内还有 2 次合计 50 个基点的降息空间。

人行总量政策短期或维持不变，年内降息降准仍有空间，幅度或相对不大。(1) 近期，随着美联储降息落地后，人民币探底回升、先强后弱。(2) 考虑到美联储年内仍然维持相对宽松，叠加近期人民币资产受到关注，且中美关税政策相对乐观，人民币或延续震荡偏强，在岸美元兑人民币 10 月或挑战 7.10，年内仍有望挑战 7.0。

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、重要会议和政策

表：2025 年 9 月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
9 月 2 日	(1) 美债收益率。根据 wind, 9 月 2 日, 美国 10 年期国债收益率最高录得 4.30%; 美国 30 年期国债收益率最高录得 4.997%。(2) 英国、法国、德国国债收益率。根据 wind, 9 月 2 日, 英国 30 年期国债收益率录得 5.70%, 续创 1998 年 4 月以来的新高; 德国 30 年期国债收益率录得 3.40%, 续创 2011 年 11 月以来的新高; 法国 30 年期国债收益率录得 4.50%, 续创 2009 年 6 月以来的新高。
9 月 3 日	根据中国商务部的消息, 商务部公告 2025 年第 48 号, 公布对原产于美国的进口相关截止波长位移单模光纤反规避调查的裁决。商务部裁定, 美国光纤生产商和出口商通过改变贸易模式的方式向中国出口相关截止波长位移单模光纤(G.654.C 光纤), 不具有充分的商业合理性, 削弱了现行反倾销措施的实施效果, 构成了对原产于美国的进口非色散位移单模光纤反倾销措施的规避。自 2025 年 9 月 4 日起, 将原产于美国的进口非色散位移单模光纤现行反倾销税率适用于原产于美国的进口相关截止波长位移单模光纤。对各公司征收的反倾销税税率如下, 康宁公司 37.9%, OFS-费特有限责任公司 33.3%, 德拉克通信美国公司 78.2%, 其他美国公司 78.2%。
9 月 4 日	根据中国工业和信息化部、国家市场监督管理总局关于印发《电子信息制造业 2025—2026 年稳增长行动方案》通知发布。
9 月 5 日	根据央视新闻的报道, 当地时间 9 月 4 日, 白宫发表声明表示, 美国总统特朗普签署行政命令, 正式实施美日贸易协议。声明表示, 根据该协定, 美国将对几乎所有进入美国的日本进口产品征收 15% 的基准关税。此前已征收较高关税的日本进口产品不会被双重征税, 而此前税率低于 15% 的商品将调整至新税率。同时对汽车及汽车零部件、航空航天产品、非专利药品以及美国境内无法自然获取或生产的自然资源实施单独的行业特定待遇。声明还表示, 日本将为美国制造业、航空航天、农业、食品、能源、汽车和工业品生产商提供关键领域市场准入的突破性开放。日本政府正致力于加快实施“最低准入”大米计划, 将美国大米采购量增加 75%, 并购买包括玉米、大豆、化肥、生物乙醇以及其他美国产品在内的美国农产品, 总额达每年 80 亿美元。声明称, 日本政府还致力于允许在日本销售美国制造并获得美国安全认证的乘用车, 且无需额外测试。此外, 日本将购买美国制造的商用飞机以及美国国防设备。日本政府同意向美国投资 5500 亿美元。
9 月 5 日	根据深圳市住房和建设局消息, 《深圳市住房和建设局 中国人民银行深圳市分行关于进一步优化调整本市房地产政策措施的通知》发布, 进一步优化调整房地产政策措施。
9 月 5 日	根据央视新闻的报道, 当地时间 9 月 5 日, 美国移民和海关执法局(ICE)联合多家联邦机构在佐治亚州一家现代汽车工厂展开大规模执法行动, 共拘捕 475 名疑似非法居留并工作的移民, 其中多数为韩国国籍。此次突击针对该州最大投资项目之一——韩国现代汽车价值 76 亿美元的电动车生产基地及其在建电池工厂, 导致相关施工一度中断。美国国土安全部表示, 执法行动属“正在进行的刑事调查”的一部分, 涉及非法用工及其他严重联邦犯罪。韩国外交部已派员赴现场, 并敦促美方保障韩公民的合法权益。现代汽车与合作伙伴 LG 新能源方面表示正全面配合调查。
9 月 9 日	根据央视新闻的报道, 法国总理贝鲁领导的政府在国民议会 8 日举行的信任投票中未获通过, 贝鲁将代表政府向总统马克龙递交辞呈。
9 月 11 日	欧洲央行利率决议。根据欧洲央行 9 月 11 日的消息, 维持三大政策利率不变。
9 月 12 日	(1) 美国商务部滥用出口管制。根据中国商务部消息, 商务部新闻发言人就美将我多家实体



	列入出口管制“实体清单”事答记者问。有记者问：我们注意到美东时间 2025 年 9 月 12 日，美商务部宣布将多家中国实体列入出口管制“实体清单”。答：中方注意到，美国商务部泛化国家安全、滥用出口管制，对半导体、生物科技、航空航天、商贸物流等领域多家中国实体实施制裁。美方假借维护国际秩序和国家安全之名，行单边、霸凌主义之实，将一己私利凌驾于他国发展权利之上，打压遏制包括中国在内的各国企业，破坏其他国家之间正常的商业往来，严重扭曲全球市场，损害企业合法权益，破坏全球供应链产业链安全稳定，中方对此坚决反对。（2）中国商务部对美发起反歧视立案调查和反倾销立案调查。根据中国商务部消息，《商务部公告 2025 年第 50 号 公布就美国对华集成电路领域相关措施发起反歧视立案调查》以及《商务部公告 2025 年第 27 号 公布对原产于美国的进口相关模拟芯片发起反倾销立案调查》发布。
9 月 12 日	（1）根据中国工业和信息化部、市场监管总局、国家能源局关于印发《电力装备行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》的通知发布。（2）根据中国工业和信息化部、市场监管总局等八部门关于印发《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》的通知发布。
9 月 15 日	（1）中美西班牙经贸会谈。根据新华社的报道，中国商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢 15 日说，过去两天，中美双方在西班牙马德里举行会谈；本次会谈，双方围绕 TikTok 及中方有关关切进行了坦诚、深入交流，就以合作方式妥善解决 TikTok 相关问题，减少投资障碍，促进有关经贸合作等达成了基本框架共识。（2）对英伟达实施进一步调查。根据国家市场监督管理总局的消息。近日，经初步调查，英伟达公司违反《中华人民共和国反垄断法》和《市场监督管理总局关于附加限制性条件批准英伟达公司收购迈络思科技有限公司股权案反垄断审查决定的公告》，市场监督管理总局依法决定对其实施进一步调查。
9 月 16 日	根据央视新闻的报道，当地时间 9 月 15 日，美国特朗普政府发布消息称，对日本汽车的进口关税将从美国东部时间 16 日 0 时 1 分（日本时间 16 日 13 时 1 分）起，下调至 15%。
9 月 17 日	根据加拿大央行 9 月 17 日的消息，将政策利率由 2.75% 下调至 2.5%，即降息 25 个基点。
9 月 18 日	根据美联储的消息，将联邦基金目标利率，由 4.25%-4.50% 下调至 4.0%-4.25%，即降息 25 个基点。美联储上一次降息时间是 2024 年 12 月 19 日，降息 25 个基点，此后维持利率不变。
9 月 18 日	根据央视新闻的报道，美国最高法院将于 11 月 5 日听取有关特朗普政府关税合法性的辩论。
9 月 18 日	根据英国央行的消息，维持政策利率 4.0% 不变；从今年 10 月开始的 12 个月内，资产负债表将缩减（“缩表”）700 亿英镑，低于目前每年约 1000 亿英镑的规模。并且，英国央行行长表示，降息周期尚未结束。
9 月 18 日	根据中国工业和信息化部、市场监管总局、自然资源部、生态环境部、商务部、市场监管总局关于印发《轻工业稳增长工作方案（2025—2026 年）》的通知发布。
9 月 19 日	根据日本央行的消息，维持政策利率 0.5% 不变；同时，每年将出售约 3300 亿日元 ETFs，以及每年出售约 50 亿日元的 J-REITs。
9 月 22 日	根据中国工业和信息化部、市场监管总局、自然资源部、生态环境部、商务部、市场监管总局关于印发《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》的通知发布。
9 月 25 日	根据中国工业和信息化部、市场监管总局等 7 部门关于印发《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》的通知发布。
9 月 25 日	根据中国商务部的消息，《商务部公告 2025 年第 51 号 公布将 3 家美国实体列入出口管制管控名单决定》《商务部公告 2025 年第 52 号 公布对原产于墨西哥和美国的进口碧根果发起反倾销立案调查的公告》《商务部公告 2025 年第 53 号 公布对墨西哥相关涉华限制措施进行贸易投资壁垒调查》。
9 月 25 日	根据央视的报道，当地时间 9 月 24 日，美国特朗普政府发布正式公告，实施美国与欧盟达成的贸易协议，确认自 8 月 1 日起，对欧盟进口汽车及汽车产品征收 15% 的关税。此外，文件还



	列出了对某些药物化合物、飞机零部件及其他进口商品的关税豁免。7月27日，美国总统特朗普表示，美国已与欧盟达成新贸易协议，对欧盟输美商品征收15%的关税。欧盟委员会主席冯德莱恩称，15%税率是欧委会能够达成的最佳结果。
9月26日	根据央视新闻的报道，当地时间9月25日，美国总统特朗普在其社交媒体“真实社交”宣布，自10月1日起，美国将对多类进口产品实施新一轮高额关税。措施包括：对厨房橱柜、浴室洗手台及相关建材征收50%关税，对进口家具征收30%关税，对专利及品牌药品加征100%关税。特朗普当天还宣布，自10月1日起将对所有进口重型卡车加征25%关税。

数据来源：中国商务部等、国信期货

二、中美关税政策

中美经贸协议。根据新华社8月12日的消息，中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明。中华人民共和国政府（“中国”）和美利坚合众国政府（“美国”），忆及2025年5月12日达成的中美日内瓦经贸会谈联合声明（“日内瓦联合声明”）；以及考虑到双方2025年6月9至10日伦敦会谈和2025年7月28至29日斯德哥尔摩会谈；双方忆及日内瓦联合声明下所作承诺，并同意于2025年8月12日前采取以下举措：一、美国将继续修改2025年4月2日第14257号行政令中规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征从价关税的实施，自2025年8月12日起再次暂停实施24%的关税90天，同时保留按该行政令规定对这些商品加征的剩余10%的关税。二、中国将继续（一）修改税委会公告2025年第4号规定的对美国商品加征的从价关税的实施，自2025年8月12日起再次暂停实施24%的关税90天，同时保留对这些商品加征的剩余10%的关税；并（二）根据日内瓦联合声明的商定，采取或者维持必要措施，暂停或取消针对美国的非关税反制措施。因此，下一轮24%“对等关税”的截止日期为11月10日。

中美西班牙经贸会谈，会谈氛围相对积极。根据新华社的报道，中国商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢15日说，过去两天，中美双方在西班牙马德里举行会谈；本次会谈，双方围绕TikTok及中方有关关切进行了坦诚、深入交流，就以合作方式妥善解决TikTok相关问题，减少投资障碍，促进有关经贸合作等达成了基本框架共识。

中美元首通话。根据新华社的报道，9月19日晚，国家主席习近平同美国总统特朗普通电话，就当前中美关系和共同关心的问题坦诚深入交换意见，就下阶段中美关系稳定发展作出战略指引。通话是务实、积极、建设性的。习近平强调，中美关系十分重要。中美完全可以相互成就、共同繁荣，造福两国、惠及世界。要实现这个愿景，双方都要相向而行、付出努力，实现相互尊重、和平共处、合作共赢。特朗普表示，中美关系是世界上最重要的双边关系，两国合作可以做成很多有利于世界和平稳定的大事，美方希望同中方保持长期、良好的伟大关系。美方希望促进两国经贸合作，将支持双方团队磋商，妥善解决TikTok问题。美方愿同中方一道努力维护世界和平。

2025年亚太经合组织领导人非正式会议。根据中国外交部的消息，2025年9月22日外交部发言人郭嘉昆主持例行记者会。彭博社记者：特朗普总统表示将在亚太经合组织领导人非正式会议期间同习近平主席会面，并对双方在敲定TikTok协议上取得的进展表示赞赏。除了已经公布的消息稿，发言人能否提供更多信息？两国元首是否将在亚太经合组织领导人非正式会议期间会面？能否介绍更多TikTok协议的细节？郭嘉昆：元首外交对中美关系发挥着不可替代的战略引领作用，中美两国元首保持着密切的沟通和交往。关于你提到的具体问题，中美双方正在沟通之中，我目前没有可以提供的信息。（1）2025年亚太经合组织领导人非正式会议，将于10月31日在韩国举行。（2）考虑到，新一轮中美暂停实施24%关税的截止日期为11月10日，因此，在中美元首可能会面的背景下，后期中美关税走向相对乐观。

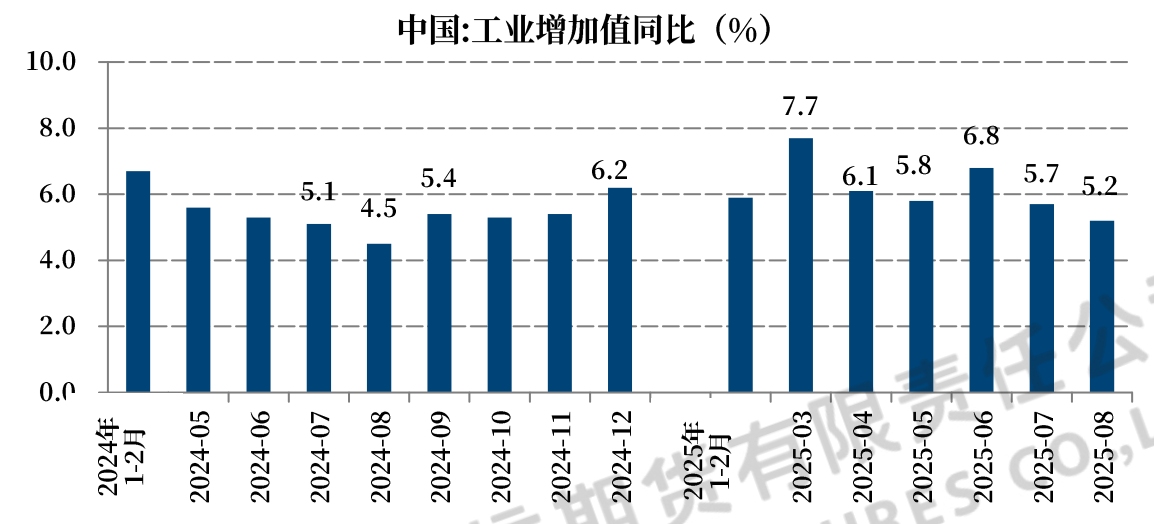


三、我国经济基本面

(一) 规上工业增加值

8月规模以上工业增加值增幅略有收窄。8月，规模以上工业（简称“规上工业”）增加值同比实际增长5.2%，较7月增幅收窄0.5个百分点；较去年8月增速仍然高0.7个百分点，总体稳健。

图1：规上工业增加值

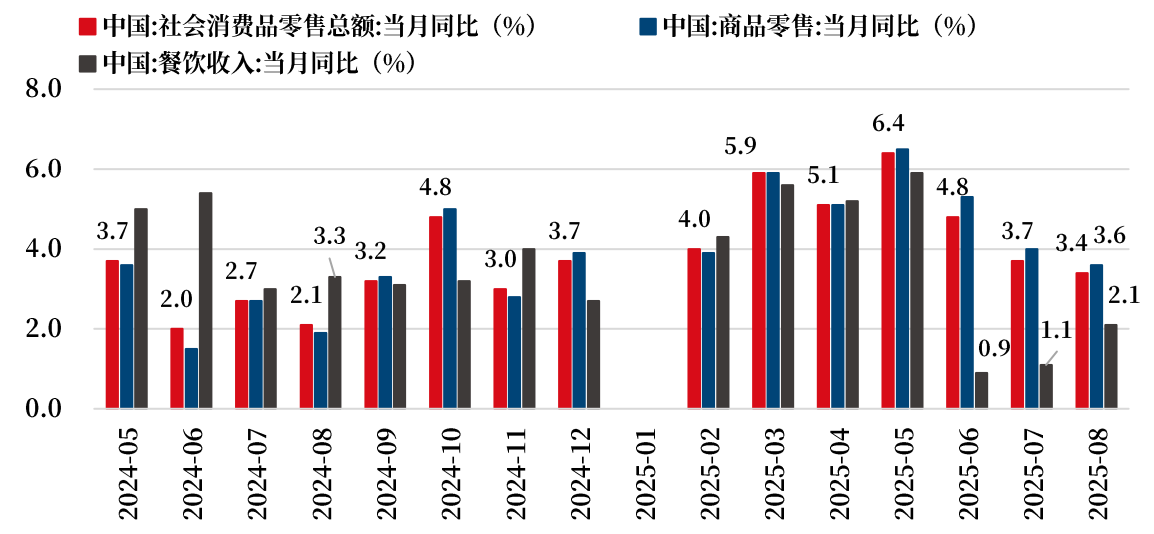


数据来源：Wind 国信期货

(二) 社会消费品零售

8月社零增幅有所收窄。8月，社会消费品零售（简称“社零”）总额为3.97万亿元、同比增长3.4%，增幅较7月收窄0.3个百分点。

图2：社会消费品零售



数据来源：Wind 国信期货

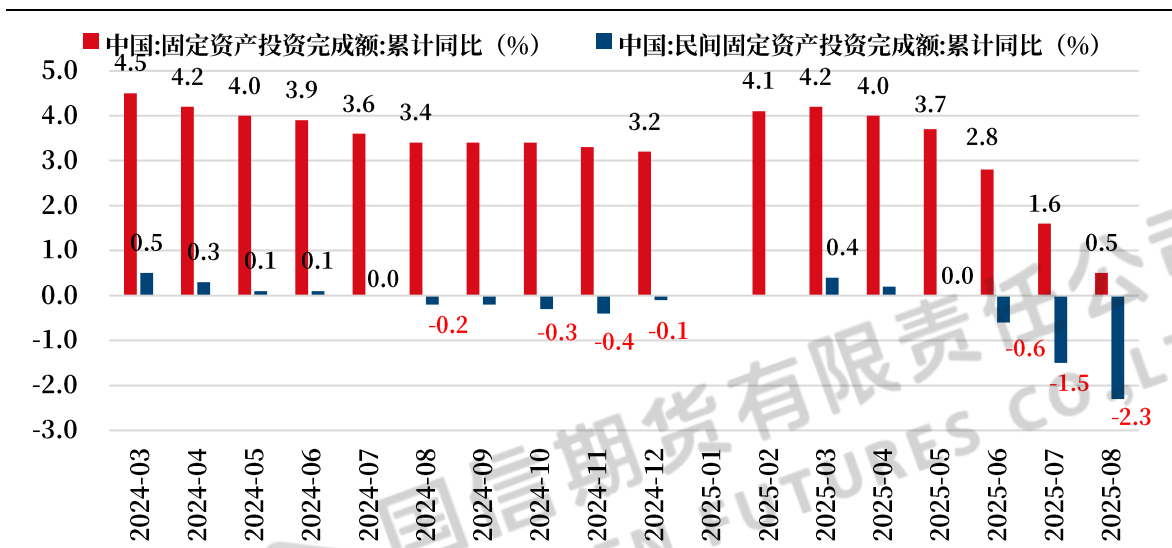


按消费类型分，其中8月商品零售同比增长3.6%，增速较7月收窄0.4个百分点，增速较去年同期扩大1.7个百分点，今年8月商品零售仍然是社零总额增长的主力。8月餐饮收入同比增长2.1%，增速较7月扩大1.0个百分点，增速有所回升，增速较去年同期低1.2个百分点。

(三) 固定资产投资及房地产

1-8月固投增速延续回调。1-8月，全国固定资产投资(简称“固投”)为32.61万亿元、同比增长0.5%，增速较1-7月收窄1.1个百分点；其中，1-8月民间固定资产投资(简称“民间投资”)同比下降2.3%，跌幅再度扩大。

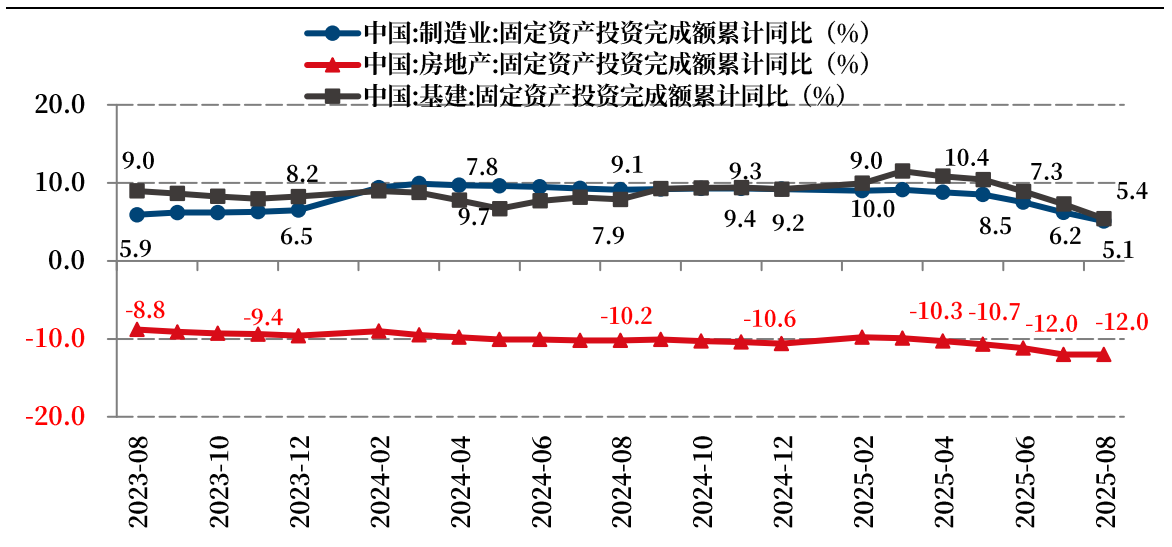
图3：固定资产投资



数据来源：Wind 国信期货

分行业看，1-8月，基础设施投资同比增长5.4%、增幅延续收窄，制造业投资增长5.1%、增幅再度收窄，房地产开发投资下降12.9%、跌幅再度扩大。

图4：分行业固定资产投资

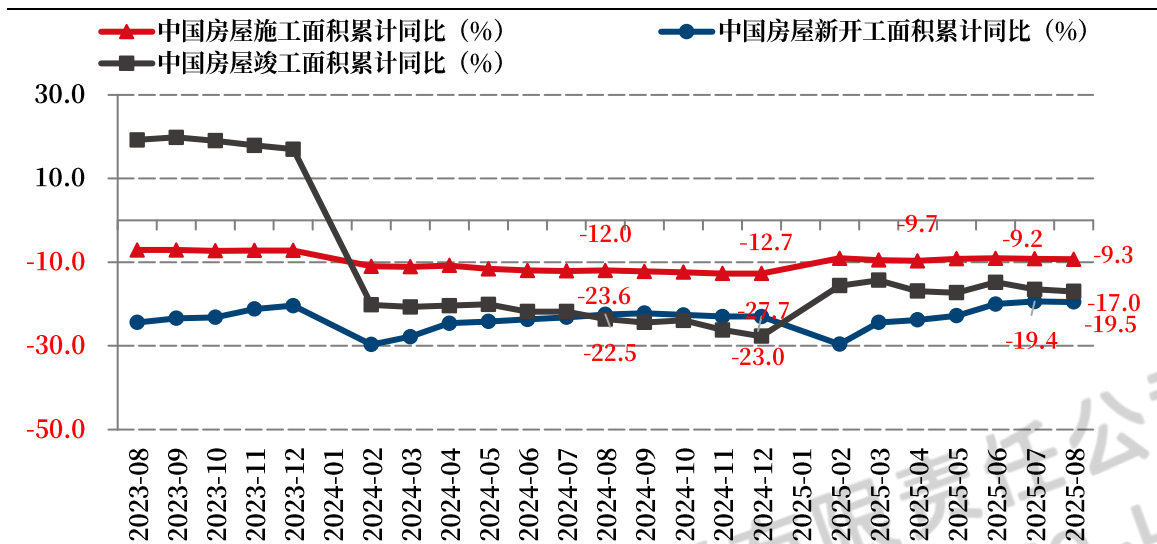


数据来源：Wind 国信期货



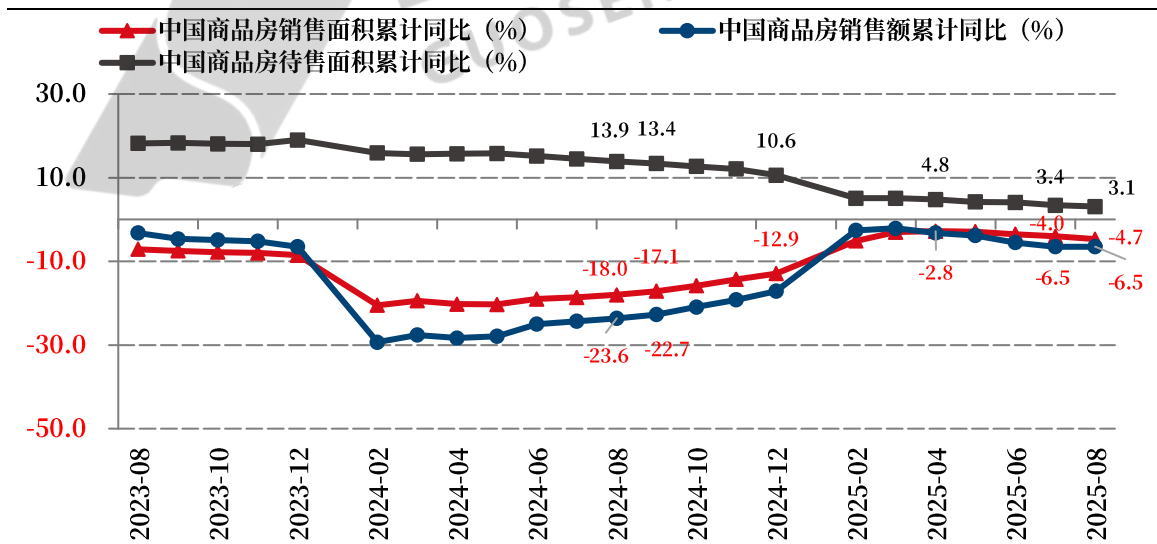
房地产供给侧总体仍然不佳、需求侧相对缓解。(1) 房地产供给侧方面总体不佳, 1-8 月, 房地产开发企业房屋施工面积同比下降 9.3%; 房屋新开工面积同比下降 19.5%; 房屋竣工面积同比下降 17.0%; 房地产开发企业到位资金同比下降 8.0%。(2) 房地产需求侧压力维持相对缓解, 1-8 月, 新建商品房销售面积同比下降 4.7%; 新建商品房销售额同比下降 7.3%; 8 月末, 商品房待售面积 76169 万平方米, 比 7 月末减少 317 万平方米。

图 5: 房地产施工、新开工和竣工



数据来源: Wind 国信期货

图 6: 商品房销售面积、销售金额、待售面积



数据来源: Wind 国信期货

(四) 进出口

8 月出口小幅增长, 总体维持高规模。根据海关总署数据, 按美元计, 8 月全国进出口总值 5412.9 亿美元, 同比增长 3.1%; 出口 3218.1 亿美元, 同比增长 4.4%; 进口 2194.8 亿美元, 同比增长 1.3%; 贸易顺差 1023.3 亿美元。总量上, 8 月出口录得小幅增长、总体维持高规模。从 1-8 月出口累计来看, 累计增

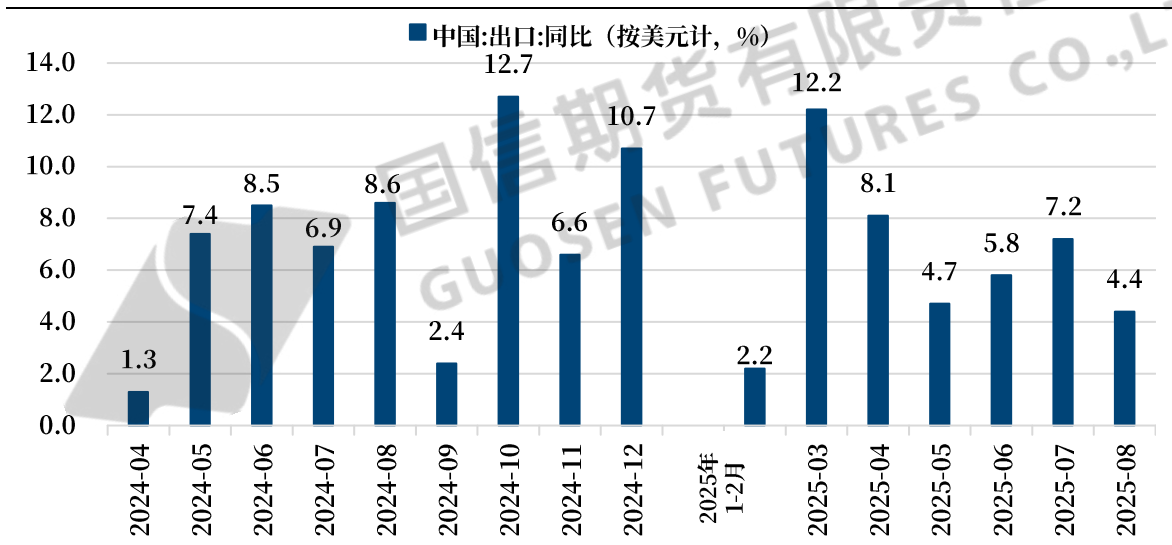


幅为 5.9%，增幅较去年同期扩大 1.22 个百分点，较今年 1-7 月收窄 0.2 个百分点，总体稳健。

从出口规模来看，按美元计，2022 年 8 月、2023 年 8 月、2024 年 8 月、2025 年 8 月出口金额分别为 3104 亿美元、2838 亿美元、3082 美元、3218 亿美元，因此，今年 8 月出口仍保持较高规模。从月度情况来看，已经连续 6 个月，单月出口金额高于 3100 亿美元。从出口同比增速来看，按美元计，今年 8 月为增长 4.4%，增速较 7 月收窄 2.8 个百分点，8 月出口小幅增长，或与今年 7 月表现较好以及去年 8 月基数相对较高均有关联。从 1-8 月出口累计规模来看，为 2.45 万亿美元，累计增幅为 5.9%，增幅较去年同期扩大 1.22 个百分点，较今年 1-7 月收窄 0.2 个百分点。从官方制造业 PMI 来看，新出口订单指数在今年 4 月至 8 月分别为 44.7%、47.5%、47.7%、47.1%以及 47.2%，保持相对回升态势，但是总体相对偏低，对出口改善产生一定制约。

从地区来看，8 月对东盟和欧盟出口仍然维持较高增速；对美国出口跌幅延续扩大。对东盟出口总额，按美元计，2025 年 8 月为 571 亿美元，同比增长 22.5%，增速较 7 月扩大 5.9 个百分点，对东盟出口维持较高增速。对欧盟出口总额，按美元计，2025 年 8 月为 517 亿美元，同比增长 10.4%，增速较 7 月扩大 1.1 个百分点，对欧盟出口增速延续回升，总体维持稳步增长。对美国出口总额，按美元计，2025 年 8 月为 316 亿美元，同比下降 33.1%，跌幅较 7 月再次扩大 11.5 个百分点，仍然延续大幅下行态势。同时，2025 年 1-8 月，按美元计，对东盟、欧盟和美国出口累计同比为增长 14.6%、增长 7.5%以及下跌 15.5%。

图 7：出口



数据来源：Wind 国信期货

四、我国宏观核心指标

（一）财政收支

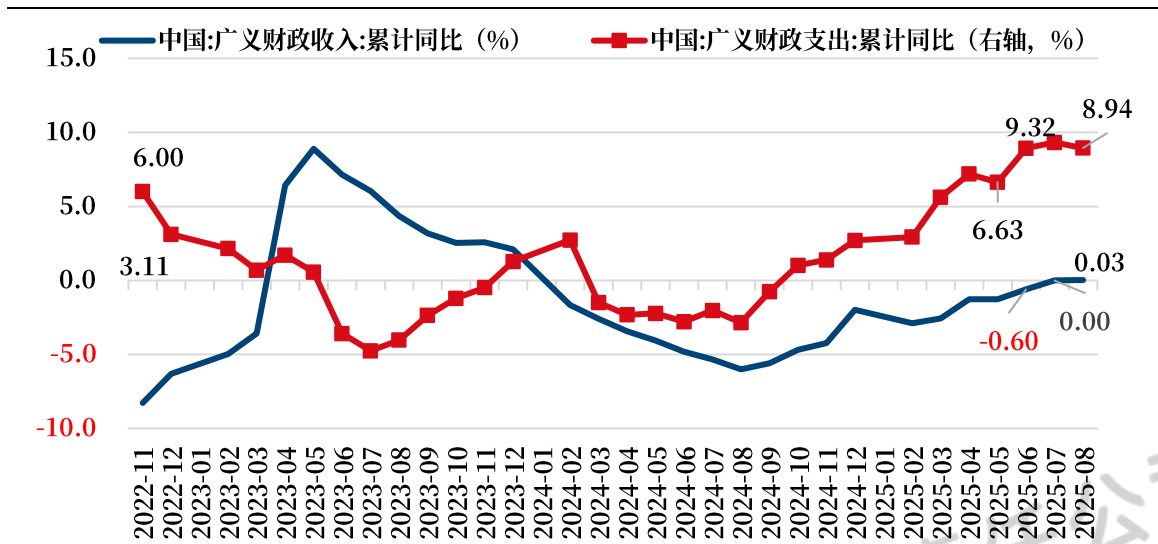
1-8 月广义财政支出维持较高增速，政府支出边际效应相对降低。1-8 月，全国一般公共预算收入 14.82 万亿元、同比增长 0.3%，全国一般公共预算支出 17.93 万亿元、同比上涨 3.1%；全国政府性基金收入 2.64 万亿元、同比下降 1.4%，全国政府性基金支出 6.26 万亿元、同比上涨 30.0%；其中，国有土地使用权出让收入 1.93 万亿元、同比下降 4.7%。

根据以上中国 1-8 月财政收支数据进行合并计算，1-8 月，广义财政收入 17.46 万亿元、同比增长 0.03%，



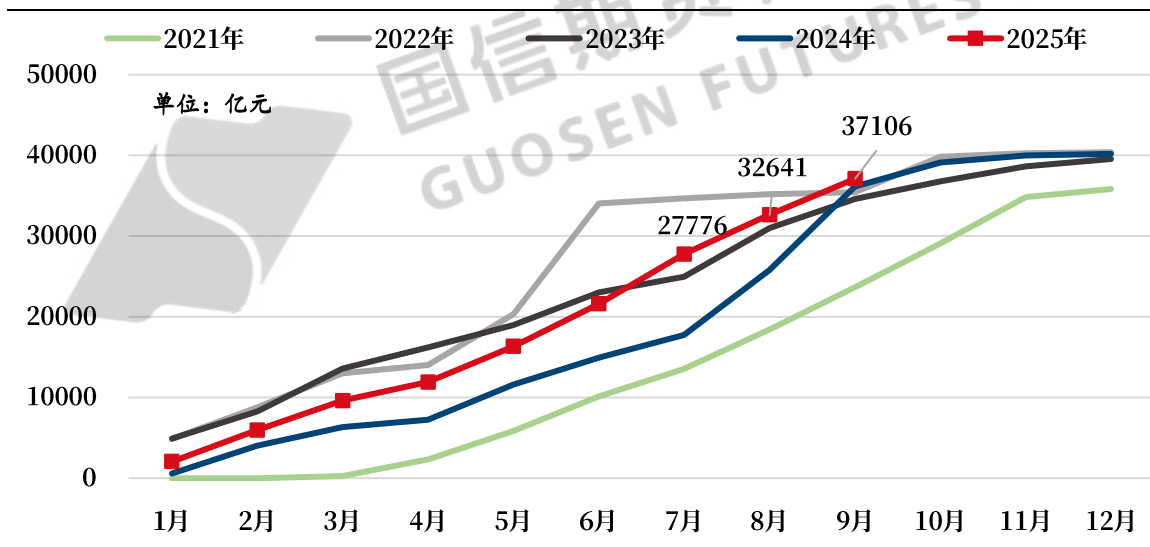
增幅较 1-7 月扩大 0.03 个百分点、较去年同期扩大 6.04 个百分点；1-8 月，广义财政支出 24.19 万亿元、同比增长 8.94%，增幅较 1-7 月收窄 0.38 个百分点、较去年同期扩大 11.80 个百分点。1-8 月，广义财政支出继续维持较高增速和规模。

图 8：广义财政收支



数据来源：Wind 国信期货

图 9：地方政府新增专项债发行规模

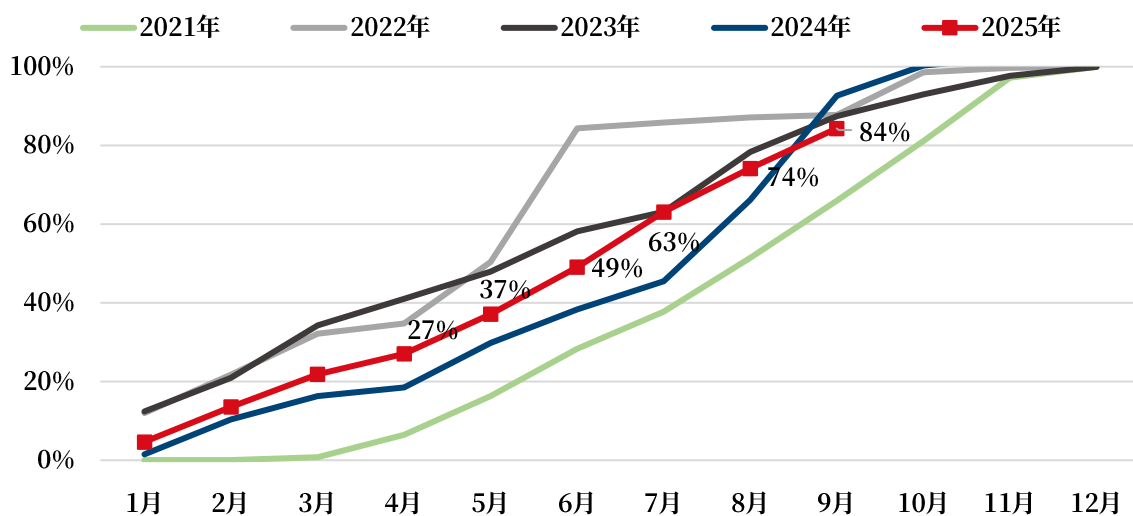


数据来源：Wind 国信期货

政府债券发行方面。截至 9 月 26 日，地方政府新增专项债发行进度超 80%，超长期特别国债发行进度 95%。（1）地方政府新增专项债，2025 年 1-9 月已经发行 3.71 万亿元，剩余约 6900 亿元，发行进度 84%，该进度慢于 2024 年 1-9 月的 93%，与 2023 年以及 2022 年同期进度相近。（2）超长期特别国债，在今年 4-9 月共发行 12300 亿元，剩余 700 亿元，发行进度 95%。（3）注资特别国债，今年 4 月和 5 月合计发行 5000 亿元，发行完毕。



图 10：地方政府新增专项债发行进度

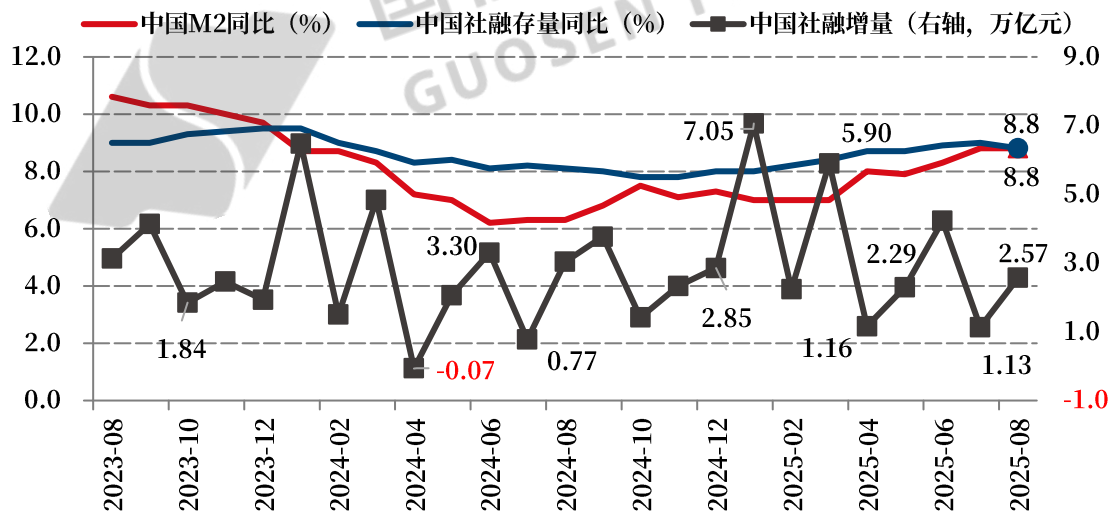


数据来源：Wind 国信期货

(二) 货币供给

8月货币供给结构性矛盾再度改善，社融增量相对回升。8月末，广义货币（M2）同比增长8.8%；狭义货币（M1）同比增长6.0%；流通中货币（M0）同比增长11.7%。8月末，社会融资规模存量（简称“社融存量”）同比增长8.8%；8月社会融资规模增量（简称“社融增量”）为2.57万亿元。

图 11：社融和 M2

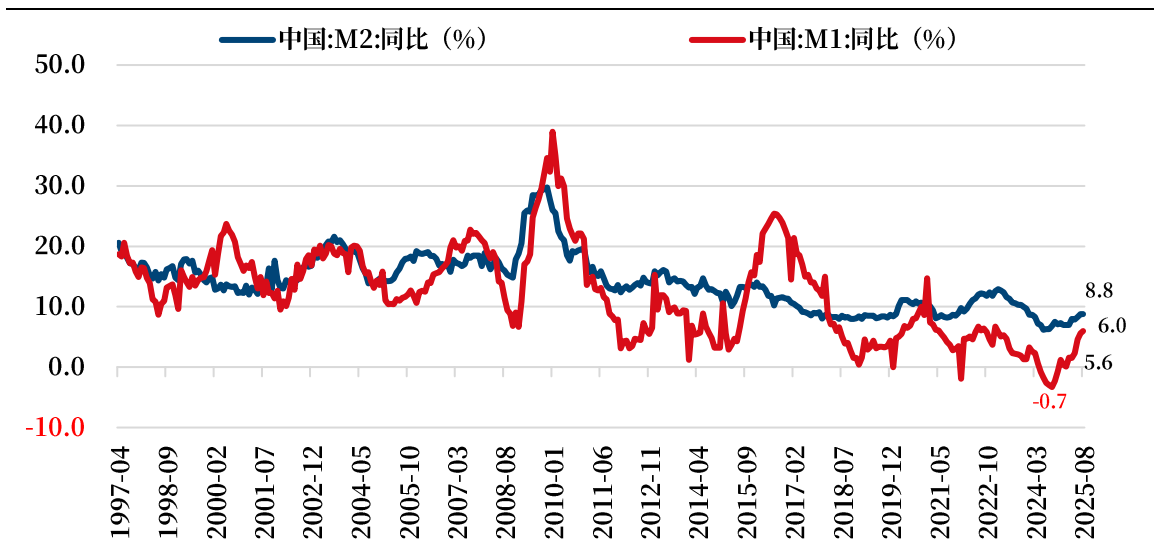


数据来源：Wind 国信期货

(1) 货币供给存量方面，8月M2同比增速与7月持平，8月社融存量同比增速较7月回落0.2个百分点。(2) 结构性方面，8月M1同比增速较7月扩大0.4个百分点，延续录得近两年半以来的最高增速。(3) 社融增量方面，8月社融增量较7月相对多增1.44万亿元，较去年同期少增4630亿元；其中，今年8月人民币贷款新增6233亿元；政府债券发行延续稳定，为新增1.37万亿元。(4) 金融机构新增人民币贷款方面，8月实体企业新增人民币贷款较7月显著回升、录得5900亿元，尤其中长期贷款回升幅度较大；居民户新增人民币贷款由7月收缩4893亿元，转为8月微幅增长303亿元。



图 12: M1 和 M2



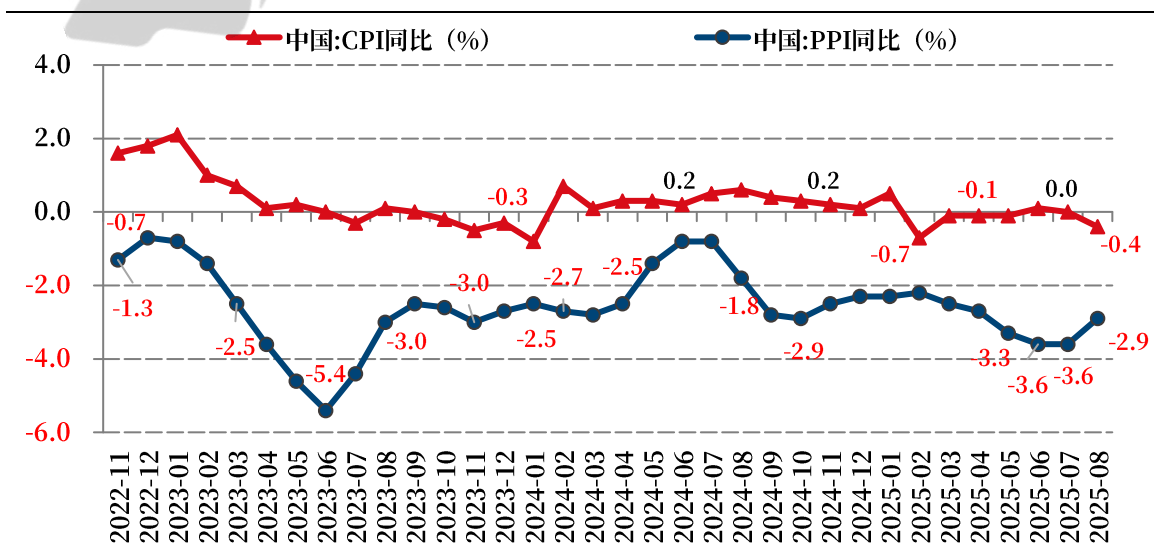
数据来源: Wind 国信期货

(三) 物价水平

8 月物价水平相对好转, CPI 同比略有回落, PPI 同比跌幅显著收窄。8 月全国居民消费价格指数 (CPI) 同比下降 0.4%, 由 7 月同比持平转为下跌; 8 月工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比下降 2.9%, 跌幅较 7 月收窄 0.7 个百分点。

CPI 同比中, 鲜菜价格下降 15.2%, 影响 CPI 下降约 0.37 个百分点; 猪肉价格下降 16.1%, 影响 CPI 下降约 0.24 个百分点; 鲜菜和猪肉价格向下拉动作用有所增大。8 月 PPI 同比中, 生产资料价格下降 3.2%, 影响 PPI 下降约 2.4 个百分点, 向下拉动作用较 7 月收窄 0.8 个百分点。此外, PPI 中, 8 月耐用消费品价格同比下跌 3.7%, 跌幅暂未收窄。

图 13: 物价水平



数据来源: Wind 国信期货

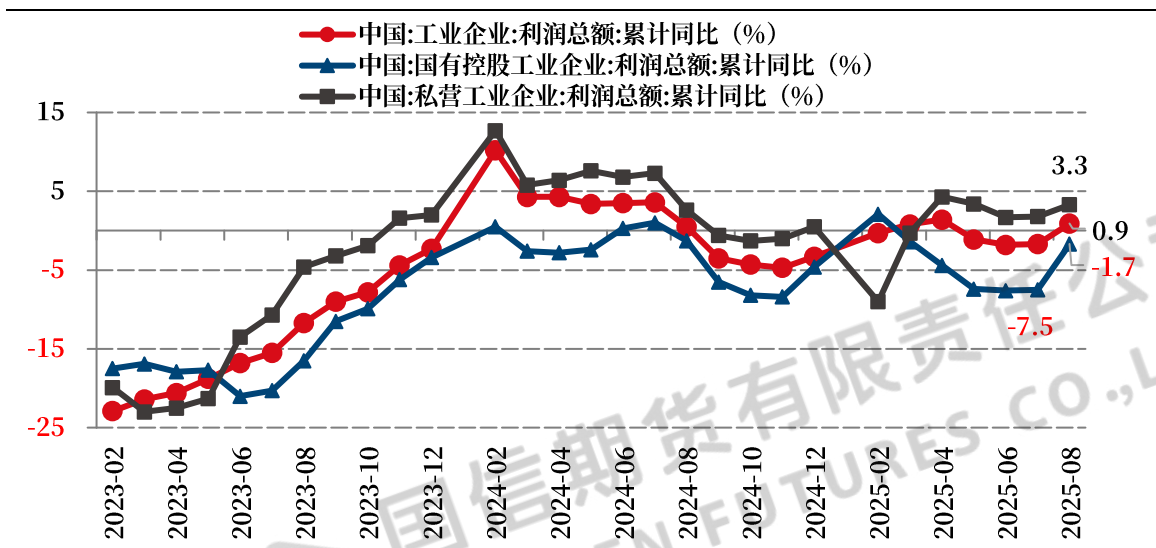


(四) 企业利润和库存

1-8月规上工业企业利润同比转正，企业库存延续相对低位。1-8月全国规模以上工业企业（简称“规上工业企业”）实现利润总额4.69万亿元，同比增长0.9%，由跌转涨，较1-7月回升2.6个百分点。8月末，规上工业企业产成品存货（即库存），同比上涨2.3%，涨幅较7月末收窄0.1个百分点。

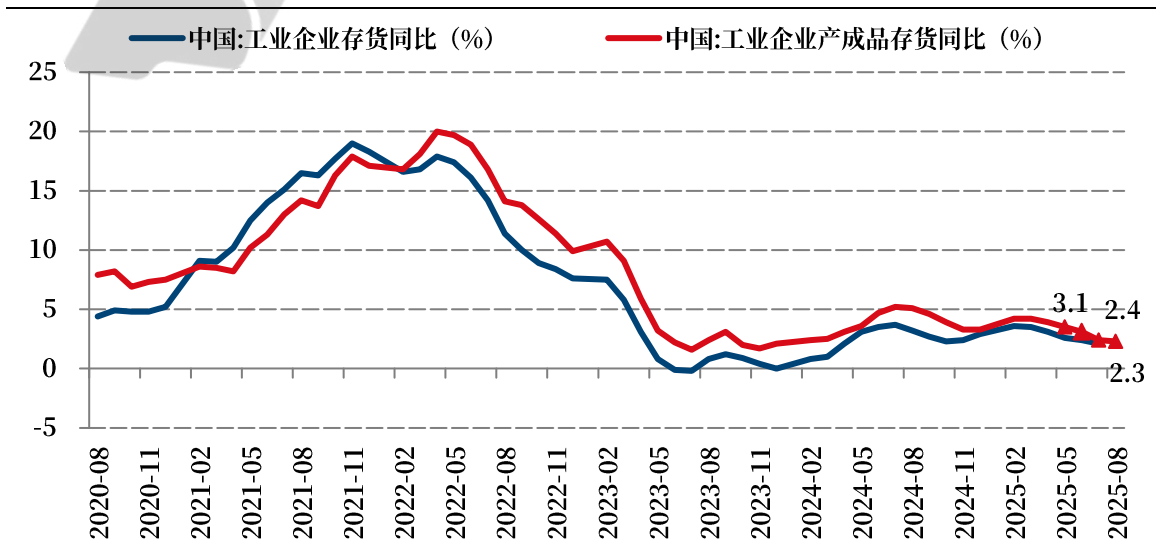
分企业类型来看，私营企业利润增速相对回升至增长3.3%，国有控股工业企业利润同比跌幅大幅收窄至下跌1.7%。分行业来看，制造业增速显著回升、录得增长7.4%，采矿业跌幅仍然较大、录得下跌30.6%，公用事业增速大幅回升、录得上涨9.4%。

图 14：利润



数据来源：Wind 国信期货

图 15：库存



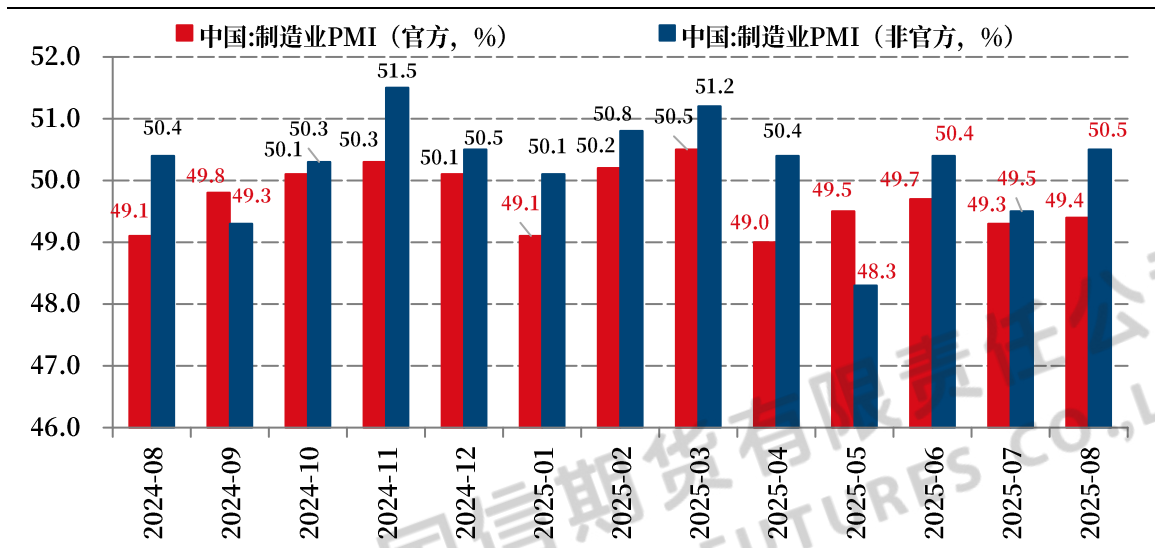
数据来源：Wind 国信期货



(五) 制造业景气度

8月官方制造业PMI 暂未显著好转。8月官方制造业PMI为49.4%，较7月的49.3%回升0.1个百分点，连续5个月处于收缩区间。从官方制造业PMI分类指数来看，8月，生产指数为50.8%，新订单指数为49.5%（新出口订单指数为47.2%），原材料库存指数为48.0%，从业人员指数为47.9%，供应商配送时间指数为50.5%。从非制造业商务活动指数来看，8月为50.3%，较7月的50.1%回升0.2个百分点，非制造业维持微幅扩张。虽然生产指数有所回升，但是，原材料库存指数和从业人员指数仍然不高，尤其新订单指数和新出口订单指数仍然处于收缩区间，带动PMI相对不佳。

图 16：制造业 PMI



数据来源：Wind 国信期货

五、人民币汇率

(一) 美联储9月降息落地，美元指数探底回升

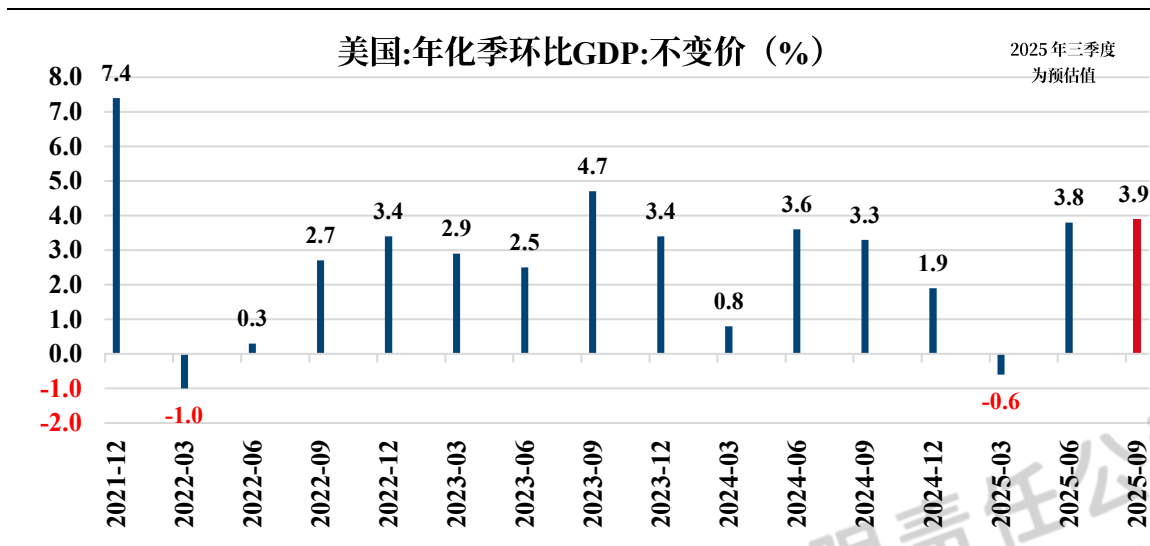
美国经济表现较好，劳动力市场仍然支持降息。(1) **GDP表现较好。**根据美国国家经济分析局9月25日的的数据，美国二季度实际GDP年化季环比终值3.8%、预期3.3%、修订值3.3%。美国二季度GDP终值表现好于预期。根据美国亚特兰大联储GDPnow模型9月26日的预估，美国三季度实际GDP年化季环比或为3.9%。(2) **物价水平并非降息障碍。**根据美国劳工部9月11日的的数据，美国8月CPI同比2.9%、预期2.9%、前值2.7%，美国8月核心CPI同比3.1%、预期3.1%、前值3.1%。美国8月CPI同比略有上行，总体相对温和，物价水平不是美联储后期降息操作的障碍。(3) **劳动力市场仍然支持降息。**根据美国劳工部9月5日数据，美国8月新增非农就业人口2.2万人、预期7.5万人、前值由7.3万人修正为7.9万人；美国8月失业率4.3%、预期4.3%、前值4.2%。美国8月新增非农大幅不及预期，表现较差，虽然7月新增非农略有上修，但是，考虑到此前对5月和6月新增非农数据的大幅下修，反映出美国劳动力市场存在衰退风险。根据美国ADP研究所9月4日的的数据，美国8月新增ADP就业人数5.4万人、预期6.8万人、前值由10.4万人修正为10.6万人，美国8月新增ADP就业人数不及预期，且较前值有较大幅度下滑，进一步验证了美国劳动力市场存在衰退风险。

美联储9月降息落地，维持“缩表”计划不变。根据美联储9月18日的消息，将联邦基金目标利率，由4.25%-4.50%下调至4.0%-4.25%，即降息25个基点。美联储上一次降息时间是2024年12月19日，降



息 25 个基点，此后维持利率不变。(1) 美联储降息 25 个基点，符合预期。(2) 美联储降息后，美元指数大幅回调后相对拉升，或与前期市场对于美联储降息 25 个基点已经有所计价有关。根据 wind，9 月 17 日隔夜美元指数盘中最低录得 96.2179，为 2022 年 2 月底以来的新低。(3) 美联储维持“缩表”计划不变，每个月缩减 50 亿美元国债以及缩减 350 亿美元抵押贷款支持证券（MBS）。

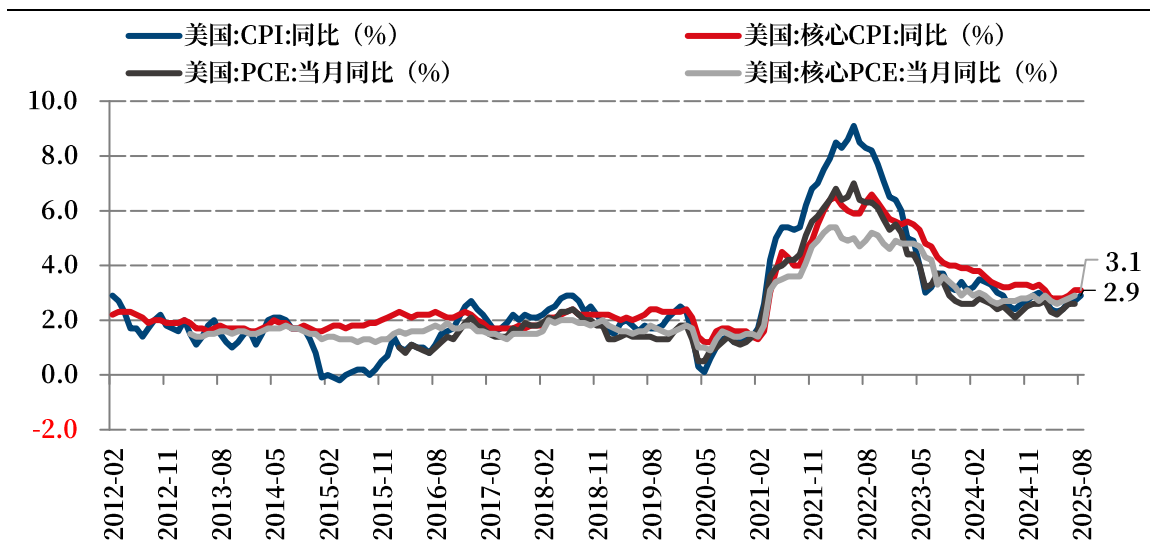
图 17：美国 GDP



数据来源：Wind 国信期货

美联储处于两难境地，总体仍然相对宽松。当地时间 9 月 23 日，根据美联储的消息，美联储主席鲍威尔就美国经济前景发表讲话时表示，“最近几个月，风险平衡已经发生变化”“近期，通胀风险倾向于上行，就业风险倾向于下行——这是一个具有挑战性的局面。双向风险意味着没有无风险的道路。”当前美国劳动力市场存在衰退风险，但是，美国关税政策对物价水平的影响暂未完全显现，美联储货币政策处在相对两难的境地。综合来看，美国劳动力市场衰退的风险盖过了物价水平上行的风险，考虑到美联储仍然执行相对紧缩的“缩表”政策，为美联储在相对宽松的降息操作上提供了一定选择空间。因此，就鲍威尔的讲话来看，其对货币政策仍然持相对宽松的态度。

图 18：美国物价水平

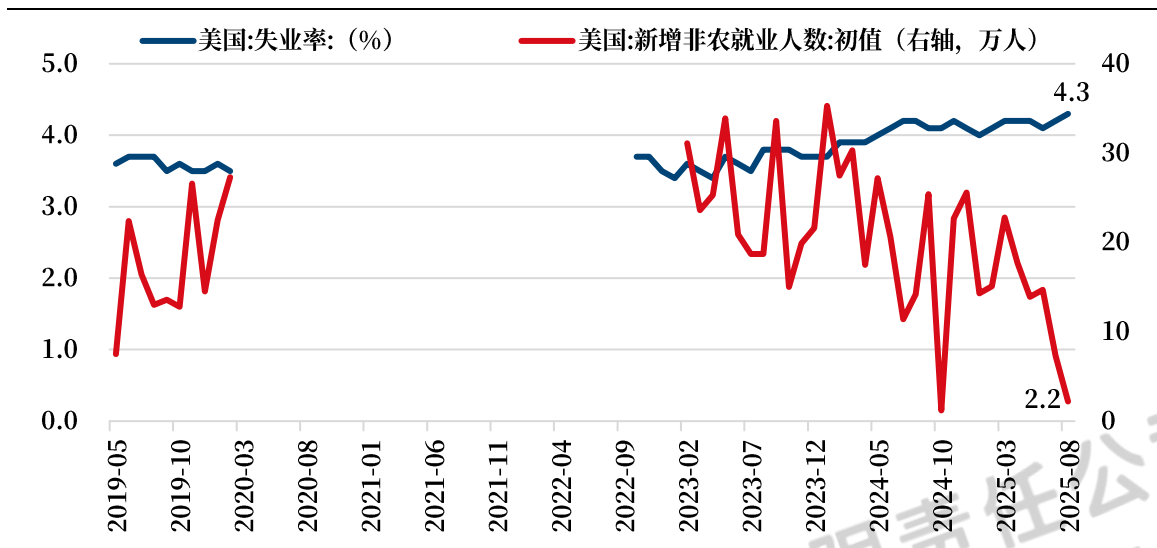


数据来源：Wind 国信期货



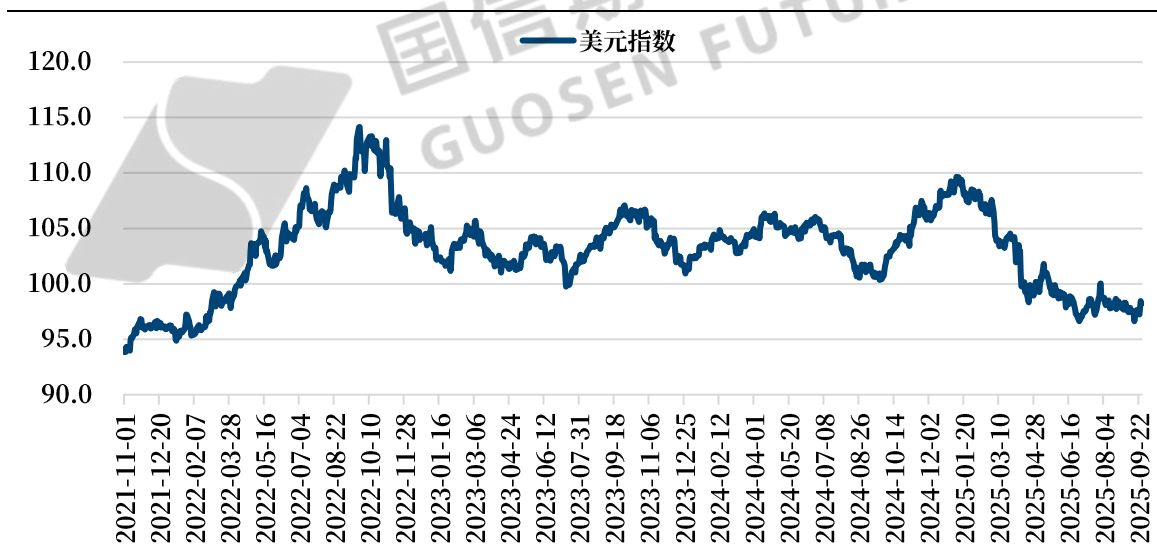
后期展望。(1) 美联储 2025 年内还有两次议息会议，利率决议发布时间分别是北京时间 10 月 30 日和 12 月 11 日。本次议息会议的点阵图显示，多数美联储委员们预计，2025 年内还有 2 次合计 50 个基点的降息，联邦基金目标利率将下降至 3.5%-3.75%。同时，根据 CME 美元利率期货显示，截至北京时间 9 月 28 日，市场预计，美联储年内还有 2 次合计 50 个基点的降息空间。

图 19：美国劳动力市场



数据来源：Wind 国信期货

图 20：美元指数



数据来源：Wind 国信期货

(二) 人民币维持震荡偏强，年内仍有望挑战 7.0

人行总量政策短期或维持不变，年内降息降准仍有空间，幅度或相对不大。上半年，人行降准降息均已落地，且供给总量和结构性矛盾延续改善。8 月 M1 同比增长 6.0%，为近两年半以来的新高，有助于物价水平的相对改善。

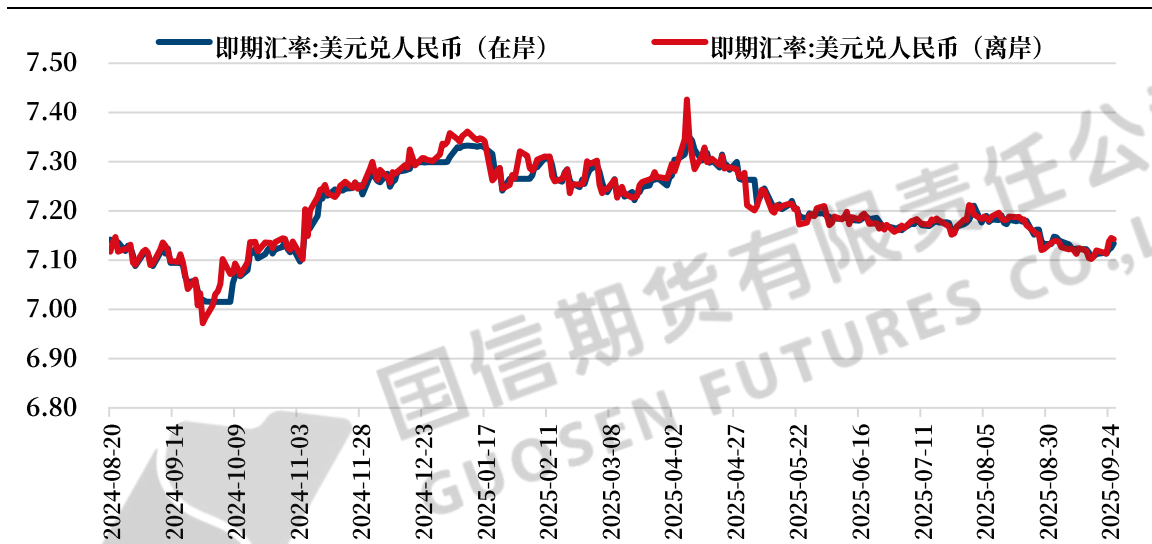
9 月基础货币投放延续录得今年 2 月以来新高。(1) MLF。9 月 25 日，中国人民银行以固定数量、利率



招标、多重价位中标方式开展 6000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。考虑到 9 月有 3000 亿元 MLF 到期，因此，9 月 MLF 净投放量为 3000 亿元。(2) **买断式逆回购**。9 月 5 日和 9 月 12 日，中国人民银行分别开展 10000 亿元和 6000 亿元买断式逆回购操作，因此，9 月合计开展了 1.6 万亿元买断式逆回购操作。考虑到 9 月有 1.3 万亿元买断式逆回购到期，因此，9 月买断式逆回购净投放量为 3000 亿元，因此，9 月买断式逆回购净投放量为 3000 亿元，规模与 8 月持平，净投放量为今年 3 月以来的单月最高。(3) **基础货币投放**。以上 2 种工具 9 月净投放量为 6000 亿元，净投放量为今年 2 月以来的新高，基础货币投放延续宽松。

后期展望。(1) 近期，随着美联储降息落地后，人民币探底回升、先强后弱。(2) 根据 wind，人民币延续升值，9 月 17 日，在岸美元兑人民币盘中最低录得 7.1019，离岸美元兑人民币盘中最低录得 7.0850，均为 2024 年 10 月中旬以来的最强水平。随后相对走贬。(3) 考虑到美联储年内仍然维持相对宽松，叠加近期人民币资产受到关注，且中美关税政策相对乐观，人民币或延续震荡偏强，在岸美元兑人民币 10 月或挑战 7.10，年内仍有望挑战 7.0。

图 21：人民币汇率



数据来源：Wind 国信期货

六、总结

中美元首通话，中美西班牙经贸会谈相对积极。根据新华社的报道，9 月 19 日晚，国家主席习近平同美国总统特朗普通电话，就当前中美关系和共同关心的问题坦诚深入交换意见，就下阶段中美关系稳定发展作出战略指引。根据新华社的报道，中国商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢 9 月 15 日表示，中美双方就以合作方式妥善解决 TikTok 问题、减少投资障碍、促进有关经贸合作等达成了基本框架共识。2025 年亚太经合组织领导人非正式会议，将于 10 月 31 日在韩国举行。考虑到，新一轮中美暂停实施 24% 关税的截止日期为 11 月 10 日，因此，在中美元首可能会面的背景下，后期中美关税走向相对乐观。

8 月出口小幅增长维持高规模、固投增速延续回调、社零增速有所收窄。8 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.2%，较 7 月增幅收窄 0.5 个百分点；较去年 8 月增速仍然高 0.7 个百分点，总体稳健。8 月社零总额同比增长 3.4%，增幅较 7 月收窄 0.3 个百分点，增幅有所收窄。8 月出口小幅增长、同比增长 4.4%，总体维持高规模。1-8 月固投增速延续回调、同比增长 0.5%；其中，1-8 月民间投资同比下降 2.3%，跌幅再度扩大。



广义财政支出维持较高增速，货币供给存量和结构性矛盾再度改善。财政收支方面，1-8 月广义财政支出维持较高增速、同比增长 8.94%，政府支出边际效应或相对降低；截至 9 月 26 日，地方政府新增专项债发行进度超 80%，超长期特别国债发行进度 95%。货币供给方面，8 月货币供给结构性矛盾再度改善，社融增量相对回升，M1 同比增长 6.0%。物价水平方面，8 月物价水平相对好转，CPI 同比略有回落、同比下降 0.4%，PPI 同比跌幅显著收窄、同比下降 2.9%。企业利润和库存方面，1-8 月规上工业企业利润同比转正、同比增长 0.9%，企业库存延续相对低位、同比上涨 2.3%。制造业景气度方面，8 月官方制造业 PMI 暂未显著好转、录得 49.4%，较 7 月的 49.3% 回升 0.1 个百分点，连续 5 个月处于收缩区间。

美联储 9 月降息落地，美元指数探底回升。（1）美联储 9 月降息落地，维持“缩表”计划不变。根据美联储 9 月 18 日的消息，将联邦基金目标利率，由 4.25%-4.50% 下调至 4.0%-4.25%，即降息 25 个基点。（2）美国经济表现较好，劳动力市场仍然支持降息。美国二季度实际 GDP 年化季环比终值 3.8%、预期 3.3%、修订值 3.3%，表现好于预期。物价水平并非降息障碍，美国 8 月 CPI 同比 2.9%、预期 2.9%、前值 2.7%。美国 8 月 CPI 同比略有上行，总体相对温和，物价水平不是美联储后期降息操作的障碍。劳动力市场仍然支持降息。美国 8 月新增非农就业人口 2.2 万人、预期 7.5 万人、前值由 7.3 万人修正为 7.9 万人；美国 8 月失业率 4.3%、预期 4.3%、前值 4.2%。美国 8 月新增非农大幅不及预期，表现较差。（3）美联储 2025 年内还有两次议息会议。本次议息会议的点阵图显示，多数美联储委员们预计，2025 年内还有 2 次合计 50 个基点的降息，联邦基金目标利率将下降至 3.5%-3.75%。同时，根据 CME 美元利率期货显示，截至北京时间 9 月 28 日，市场预计，美联储年内还有 2 次合计 50 个基点的降息空间。

人行总量政策短期或维持不变，年内降息降准仍有空间，幅度或相对不大。（1）近期，随着美联储降息落地后，人民币探底回升、先强后弱。（2）根据 wind，人民币延续升值，9 月 17 日，在岸美元兑人民币盘中最低录得 7.1019，离岸美元兑人民币盘中最低录得 7.0850，均为 2024 年 10 月中旬以来的最强水平。随后相对走贬。（3）考虑到美联储年内仍然维持相对宽松，叠加近期人民币资产受到关注，且中美关税政策相对乐观，人民币或延续震荡偏强，在岸美元兑人民币 10 月或挑战 7.10，年内仍有望挑战 7.0。



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.