



三季度宏观经济指标边际走弱

摘要：

三季度，关税问题对全球宏观的扰动暂缓，不过其长期影响将持续影响全球经贸分工与合作。8 月份美国与日本、欧洲相继达成协议，美国对日本商品以及欧盟商品均征收 15% 的关税，不过协议还附带有日本及欧盟投资美国以及购买美国商品的条款。8 月 12 日，中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，中美就 24% 关税继续暂停 90 天达成共识。对美国而言，虽然通胀数据表现短期可控，但是加征关税令通胀存在长期上行压力。近期美国就业数据表现脆弱性，加上特朗普政治施压美联储降息，美债收益率下行，美联储降息预期上升，美联储 9 月如期降息 25BP，标志着美联储由“控通胀”转向“稳就业”。对欧洲而言，随着通胀趋缓，欧洲央行宽松政策有所放缓。不过考虑到美对欧洲加征关税对欧洲出口需求的负面冲击仍存以及未来欧盟在基础设施与国防领域的财政支出将有所扩张，因此后市欧洲央行仍存降息可能性。对日本而言，近期日本通胀指标回落较快，考虑到关税冲击日本出口，日本央行加息节奏放缓。不过日本国债收益率持续上升，随着关税问题逐步落地，未来日本加息节奏有望延续。

三季度，国内宏观经济指标边际走弱。8 月制造业 PMI 仍然位于收缩区间，通胀指标仍然表现偏弱，实体部门的信贷数据表现仍较弱，消费与投资增速边际放缓，这表明国内有效需求不足的问题仍存。这一方面是由于上半年经济增速目标完成度较好，下半年政策加码的必要性较弱，三季度政策面增量力度相对偏弱；另一方面是因为上半年出口表现强韧性，抢出口效应减弱之后下半年出口方面增速放缓。目前国内货币政策侧重于结构性宽松，侧重于提振消费和扶持科技创新，LPR 利率自 5 月调降以来持续保持不变，但四季度降息预期仍存。财政政策方面提出扩大服务消费，积极扩大内需，预计未来服务消费将成为提振内需的重要抓手。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

姓名：龙奥明

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3035632

投资咨询证号：Z0014648

电话：0571-87006873

邮箱：longaoming@bcqhgs.com

报告日期：2025 年 9 月 24 日

作者声明：本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

正文目录

1 国际宏观	4
1.1 美国经济：美联储由“控通胀”转向“稳就业”	4
1.2 欧洲经济：通胀表现平稳，降息预期放缓	7
1.3 日本经济：通胀高位回落，加息预期仍存	8
2 国内宏观	9
2.1 景气指数：制造业 PMI 位于收缩区间	9
2.2 物价指数：通胀有所企稳，但表现仍较弱	11
2.3 社融信贷：信贷数据表现偏弱	13
2.4 消费与投资：消费增速放缓，固投增速放缓	14
2.5 货币政策：LPR 利率连续保持不变，未来仍有宽松空间	16
2.6 财政政策：扩大服务消费，全面扩大内需	17
3 总结	18

图表目录

图 1 美国消费者信心指数下滑，通胀预期上升.....	5
图 2 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI	5
图 3 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI 重要分项	6
图 4 美国商品 CPI 快速回升.....	6
图 5 美国国债收益率.....	7
图 6 欧洲通胀基本持平.....	8
图 7 日本通胀高位回落.....	9
图 8 日本国债收益率.....	9
图 9 制造业 PMI 位于收缩区间.....	10
图 10 制造业 PMI 的主要分项指标.....	11
图 11 CPI 表现偏弱.....	12
图 12 PPI 表现偏弱.....	12
图 13 社融增量	13
图 14 新增人民币贷款.....	14
图 15 企业部门新增中长期贷款.....	14
图 16 企业部门新增短期贷款.....	14
图 17 企业部门新增票据融资.....	14
图 18 居民部门新增中长期贷款.....	14
图 19 居民部门新增短期贷款.....	14
图 20 社会消费品零售	15
图 21 固定资产投资	16
图 22 中美利差与人民币兑美元汇率.....	17
图 23 LPR 利率	17

1 国际宏观

三季度，关税问题对全球宏观的扰动暂缓，不过其长期影响将持续影响全球经贸分工与合作。8 月份美国与日本、欧洲相继达成协议，美国对日本商品以及欧盟商品均征收 15% 的关税，不过协议还附带有日本及欧盟投资美国以及购买美国商品的条款。8 月 12 日，中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，中美就 24% 关税继续暂停 90 天达成共识。对美国而言，虽然通胀数据表现短期可控，但是加征关税令通胀存在长期上行压力。近期美国就业数据表现脆弱性，加上特朗普政治施压美联储降息，美债收益率下行，美联储降息预期上升，美联储 9 月如期降息 25BP，标志着美联储由“控通胀”转向“稳就业”。对欧洲而言，随着通胀趋缓，欧洲央行宽松政策有所放缓。不过考虑到美对欧洲加征关税对欧洲出口需求的负面冲击仍存以及未来欧盟在基础设施与国防领域的财政支出将有所扩张，因此后市欧洲央行仍存降息可能性。对日本而言，近期日本通胀指标回落较快，考虑到关税冲击日本出口，日本央行加息节奏放缓。不过日本国债收益率持续上升，随着关税问题逐步落地，未来日本加息节奏有望延续。

1.1 美国经济：美联储由“控通胀”转向“稳就业”

特朗普非典型的经济政策对美国经济造成的不确定性影响较为深远。特朗普经济政策的核心可以概括为“海外加税，国内减税”，通过对海外进口商品加征巨额关税来补充因为国内减税造成的财政收入减少。目前特朗普的关税政策和减税政策都已经进入实际执行阶段，美国对全球主要经济体的关税普遍上升至 15% 以上，给美国政府带来了较大的关税收入增长，但是关税收入仍然无法完全覆盖因“大而美”法案减税措施造成的所得税收入的下降，因为高关税导致的进口商品价格上涨会抑制消费需求，进而抑制长期经济增长潜力。从消费者调查数据可以看到，自特朗普上台以来，消费者信心指数快速下行，而通胀预期指数则快速上升。6 月之后，美国对全球的关税谈判逐渐取得实质性进展，关税冲击的担忧边际缓解，不过消费者信心指数仍处于低位，而通胀预期指数仍处于高位。

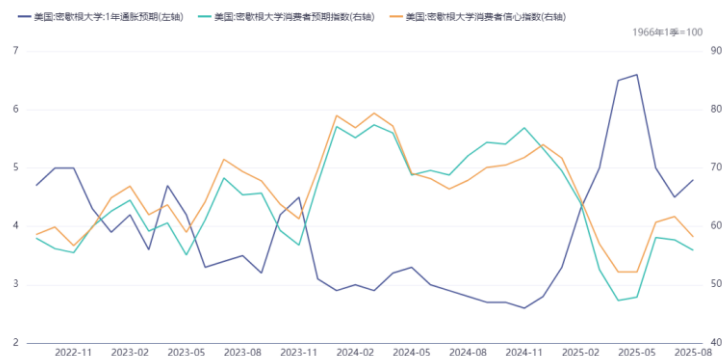
从前瞻性指标 PMI 来看，ISM 制造业 PMI 继续收缩，ISM 服务业 PMI 快速扩张。

9 月 2 日，ISM 公布的数据显示，美国制造业活动在 8 月连续第六个月收缩，原因是产出下降，显示制造业仍深陷困境。重要分项指数方面：新订单指数 51.4，预期 48，前值 47.1。这是新订单指数自今年年初以来首次扩张，单月大幅跃升 4.3 点，为去年年初以来的最大涨幅。产出指数下滑 3.6 点至 47.8，三个月来首次重新跌入收缩区间。就业指数 43.8，略有上升，但仍处于自疫情以来最疲弱的水平之一，预期 45，前值 43.4。物价支付指数 63.7，预期 65，前值 64.8。虽然价格指数仍处高位，但已是 2 月以来的最低水平，这是 7 月下降 4.9 点之后的再次下降，表明关税引发的价格波动正在减退。积压订单以更快速度减少，这在一定程度上解释了疲弱的就业数据。制造业 PMI 的表现凸显

了美国制造商面临的多重矛盾：一方面因进口关税上调而仍承受更高成本；另一方面，制造业仍从稳健的企业投资和有韧性的家庭需求中受益；再一方面，制造商需要应对特朗普政府不均衡推出贸易政策所导致的供应链中断。

9月4日，ISM公布的数据显示，8月份，美国服务业活动以六个月来最快的速度扩张，主要受近一年以来订单的最强劲增长推动。重要分项指数方面：新订单指数跃升5.7点至56，为去年9月以来的最大增幅。与ISM制造业PMI产出指标相对应的商业活动指数升至五个月高点55。虽然支付价格指数有所回落，但8月的读数为69.2，是自2022年底以来的第二高水平，反映了关税的影响。上个月该价格分项指数创2022年10月以来的最高水平。就业指数几乎未变，维持在46.5，连续第三个月收缩，也是疫情以来最弱的读数之一。积压订单指标降至2009年以来最低水平，这在一定程度上解释了为什么服务业提供商无意急于增加员工。由于对美国政府政策造成的不确定性和需求下降以及随之而来的价格压力上升的担忧日益加剧，企业对未来一年前景的乐观情绪已降至过去三年来的最低水平之一。投入成本的进一步大幅上涨加剧了通胀担忧，这导致服务平均费用再次大幅上涨。未来几个月经济增长面临一些下行风险，同时通胀面临上行风险，因为进口关税会影响商品和服务的价格。

图 1 美国消费者信心指数下滑，通胀预期上升



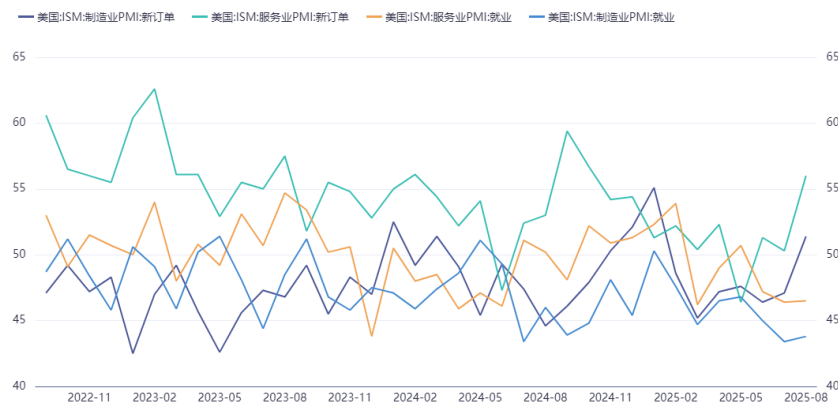
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 2 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

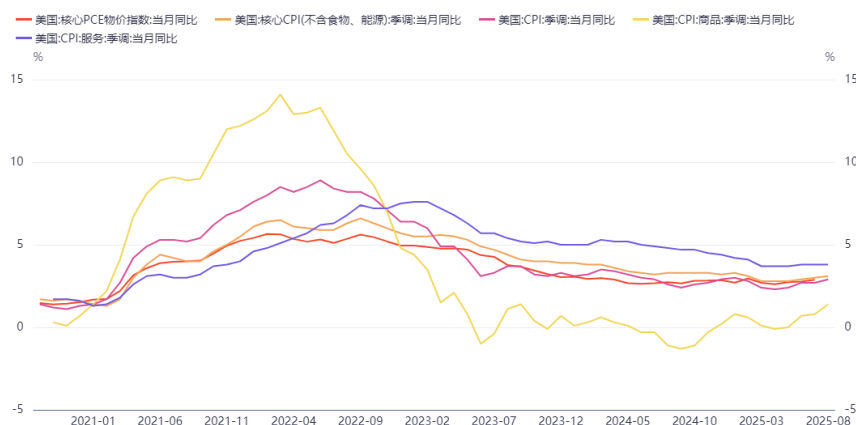
图 3 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI 重要分项



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

通胀方面，美国 8 月 CPI 同比 2.9%，持平预期，较前值 2.7% 小幅回升。美国 8 月 CPI 环比 0.4%，略高于预期的 0.3%，前值 0.2%。美国 8 月核心 CPI 同比 3.1%，环比 0.3%，均持平预期和前值。8 月通胀数据意外温和，并未显示出此前市场担忧的关税措施所引发的失控性通胀，与此同时，当周初请失业金人数的意外跃升，共同描绘了一幅通胀降温、就业放缓的经济图景。通胀上行压力处于可控范围内，这主要是因为关税传导节奏的关系。一方面，广泛的豁免措施令实际关税水平提升幅度有限；另一方面，企业与居民部门的需求放缓也限制了价格的传导。当然，美国劳工统计局在 8 月 CPI 数据中，由于人手不足和在部分地区暂停数据收集，估算比例上升至 36% 的历史新高，估算方法的过度使用以及整体价格报价数量的下降，也引发了市场对通胀数据可信度的质疑。

图 4 美国商品 CPI 快速回升



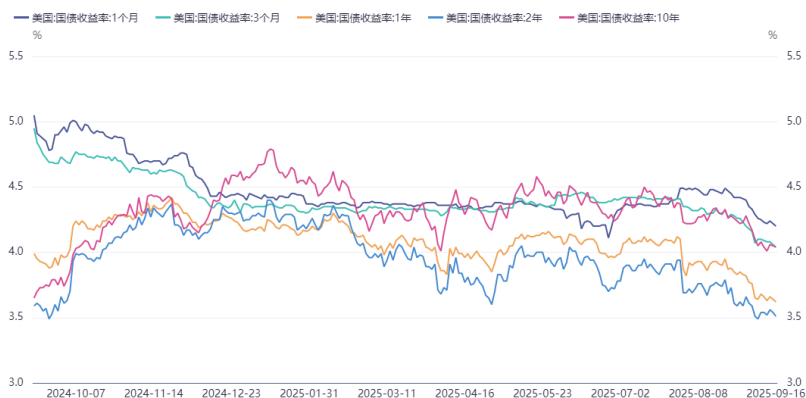
数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

由于关税问题带来的就业下行与通胀上行风险并存，美联储货币政策陷入两难。一方面需要快速降息应对经济下行压力，另一方面需要保持谨慎的货币政策控制好通胀上升风险。不过短期内通胀上行压力相对较小，反而 PMI 显示

的就业数据体现脆弱性。由于招聘活动如此低迷，即使是相对温和的裁员增加，也可能迅速打破这种脆弱的平衡，让美国经济陷入就业流失的螺旋式下降，因此美联储降息的必要性上升。

9月18日凌晨，美联储在货币政策委员会 FOMC 会后公布，联邦基金利率的目标区间从 4.25%至 4.5%降至 4.00%至 4.25%，降幅 25 个基点。这是美联储今年开年以来九个月内首次决定降息。联储自去年 9 月到 12 月连续三次会议降息，本周再度行动后，本轮宽松周期的合计降息降幅达 125 个基点。本次会议的降息决定完全在投资者意料之中。在会后公布的会议声明中，美联储主要调整了就业方面的表述，删除了劳动力市场稳健的说辞，增加了就业增长放缓和失业率略升的表述。更新的利率预期表明多数联储决策者预计的今年降息次数由 6 月公布的两次提高到三次，这意味着联储将在 10 月和 12 月的今年剩余两次会议上连续降息，美联储的工作重心由“控通胀”转向“稳就业”。

图 5 美国国债收益率



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

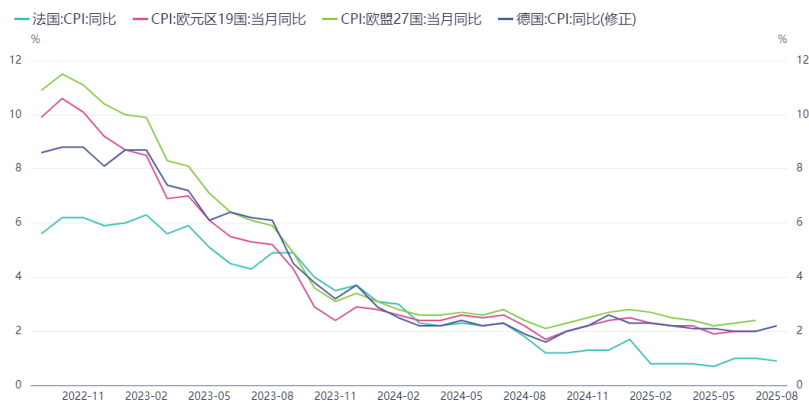
1.2 欧洲经济：通胀表现平稳，降息预期放缓

欧洲地区经济增速放缓，主要来自于两方面：一方面，俄乌危机以来欧洲地区地缘环境恶化，加上失去了廉价能源，产业竞争力下降，产业资本外流；另一方面，特朗普上台以来，对欧洲实施关税战，虽然最终双方达成协议，但是欧洲付出了大额对美投资的代价，而且仍需面临 15%的关税，这将对欧洲的出口造成实质冲击。

欧洲地区的通胀水平趋于缓和，欧洲央行货币宽松的节奏放缓。9月11日，欧央行公布利率决议，继续按兵不动，欧洲央行将存款机制利率维持在 2%不变，符合市场预期，主要再融资利率和边际贷款利率维持在 2.15%和 2.40%不变。此前欧洲央行自 2024 年 6 月宣布降息以来连续七次会议降息，但从七月开始暂停降息。欧央行重申，欧洲央行并未对特定的利率路径做出预先承诺，将采取数据依赖和逐次会议的方式，来决定适当的货币政策立场。本次欧洲央行会

议下调了 2027 年通胀预期,预计总体通胀率降至 1.9%,核心通胀率降至 1.8%。考虑到关税对欧洲出口的冲击将逐渐体现,经济存下行压力,而通胀上行风险较低,加上未来欧盟在基础设施与国防领域的财政支出将有所扩张,因此后市欧洲央行仍存降息可能性。

图 6 欧洲通胀基本持平



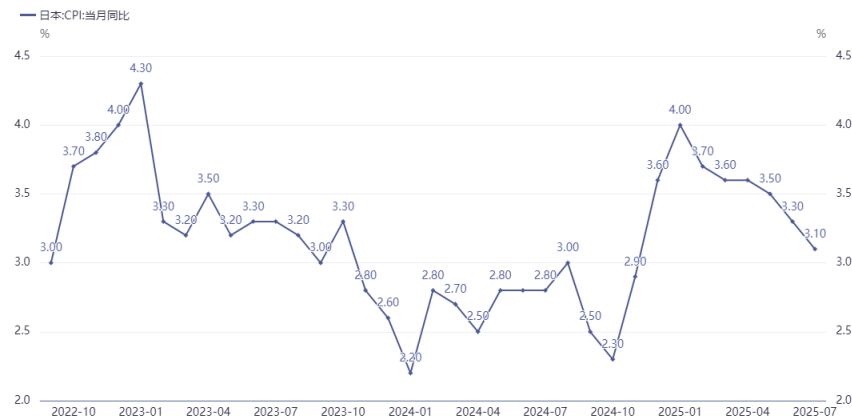
数据来源: iFinD、宝城期货金融研究所

1.3 日本经济：通胀高位回落，加息预期仍存

数据显示,日本的消费者通胀率已经连续三年多超过央行 2% 的目标。然而,日本央行在行动上一一直保持谨慎,部分原因在于担忧美国关税政策可能对经济增长造成损害。随着日本与美国达成贸易协议,未来日本央行的货币政策将逐渐回归到自身基本面。近期日本通胀有所回落,但是 7 月日本 CPI 同比仍然位于 3% 以上的较高水平,而日本目前的基准利率仅为 0.5%,通胀居高不下的背景下日本央行将继续加息操作。因为实际利率严重为负,通胀率高于目标水平,而且有稳定的工资增长作为支撑。

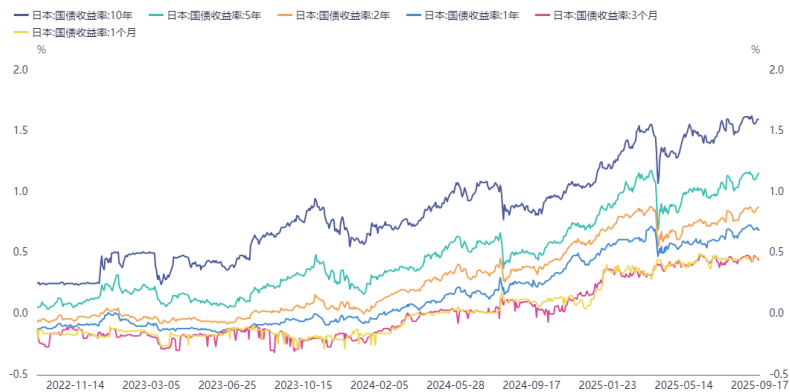
今年以来,日本国债收益率持续上升,主要受到央行缩表、寿险公司购债需求减弱、财政状况担忧加剧的共同影响,反映了市场对日本央行加息预期的持续升温。近期日本首相辞职带来政治不确定性,且美日达成贸易协议之后关税的冲击影响将逐渐显现,日本央行将继续观察新政府政策及美方关税影响,以判断加息时机。9 月 19 日,日本央行货币政策会议将把利率维持在 0.5% 不变,因为官员们仍在评估美国加征关税对日本国内及全球经济造成的影响。日本央行的政策委员会接下来还将在 10 月和 12 月召开会议,在经济增长符合预期,通胀居高不下的背景下,日本央行将继续推动加息政策。

图 7 日本通胀高位回落



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 8 日本国债收益率



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

2 国内宏观

三季度，国内宏观经济指标边际走弱。8 月制造业 PMI 仍然位于收缩区间，通胀指标仍然表现偏弱，实体部门的信贷数据表现仍较弱，消费与投资增速边际放缓，这表明国内有效需求不足的问题仍存。这一方面是由于上半年经济增速目标完成度较好，下半年政策加码的必要性较弱，三季度政策面增量力度相对偏弱；另一方面是因为上半年出口表现强韧性，抢出口效应减弱之后下半年出口方面增速放缓。目前国内货币政策侧重于结构性宽松，侧重于提振消费和扶持科技创新，LPR 利率自 5 月调降以来持续保持不变，但四季度降息预期仍存。财政政策方面提出扩大服务消费，积极扩大内需，预计未来服务消费将成为提振内需的重要抓手。

2.1 景气指数：制造业 PMI 位于收缩区间

8 月份，制造业 PMI 为 49.4%，比上月上升 0.1 个百分点，制造业景气水平有所改善，不过仍然位于收缩区间。

受“反内卷”政策的影响，价格总体水平继续改善，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 53.3%和 49.1%，比上月上升 1.8 和 0.8 个百分点，连续三个月回升，这与 8 月 PPI 数据止跌的情况相吻合。

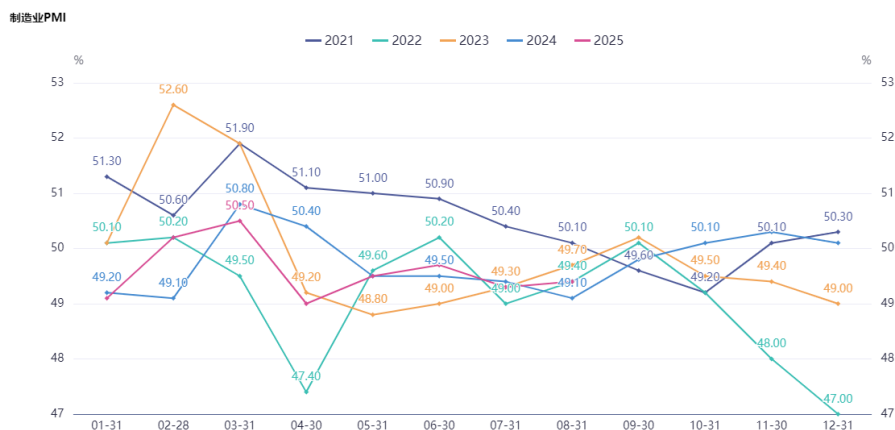
从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.8%，比上月上升 0.5 个百分点，高于临界点；中型企业 PMI 为 48.9%，比上月下降 0.6 个百分点，低于临界点；小型企业 PMI 为 46.6%，比上月上升 0.2 个百分点，低于临界点。

从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和供应商配送时间指数均高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。生产指数为 50.8%，比上月上升 0.3 个百分点，表明制造业生产扩张加快。新订单指数为 49.5%，比上月上升 0.1 个百分点，表明制造业市场需求景气水平略有改善。原材料库存指数为 48.0%，比上月上升 0.3 个百分点，仍低于临界点，表明制造业主要原材料库存量降幅收窄。从业人员指数为 47.9%，比上月下降 0.1 个百分点，表明制造业企业用工景气度略有回落。供应商配送时间指数为 50.5%，比上月上升 0.2 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间持续加快。

从行业分布看，医药、计算机通信电子设备等行业生产指数和新订单指数均明显高于制造业总体，供需较快释放；纺织服装服饰、木材加工及家具、化学原料及化学制品等行业两个指数均低于临界点，供需仍显不足。

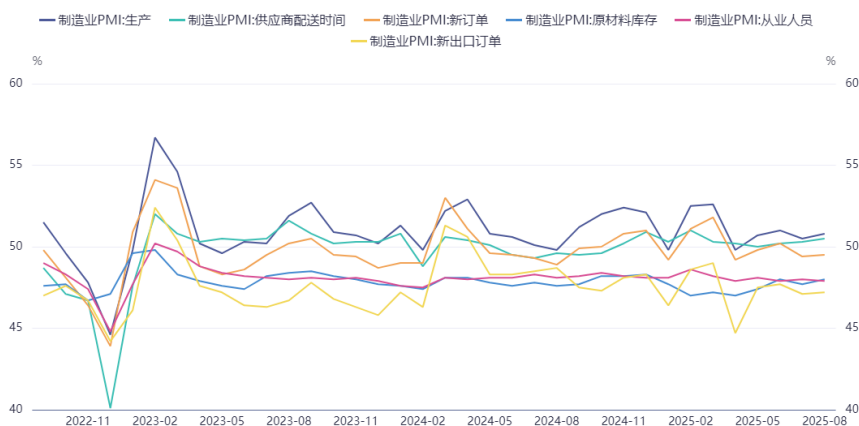
总的来说，在中美关税风险暂缓的背景下，制造业 PMI 指标表现较强韧性。不过抢出口效应之后未来外需冲击将逐渐体现，政策面需要提振内需，发挥托底作用，因此内需的稳健复苏是推动制造业 PMI 企稳回升的核心所在。而内需有效需求不足的问题仍存，预计制造业 PMI 短期内围绕荣枯线窄幅波动。

图 9 制造业 PMI 位于收缩区间



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 10 制造业 PMI 的主要分项指标



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

2.2 物价指数：通胀有所企稳，但表现仍较弱

8 月份，消费市场运行总体平稳，居民消费价格指数（CPI）环比持平，同比下降 0.4%。工业生产者出厂价格指数（PPI）环比由上月下降 0.2% 转为持平；同比下降 2.9%，降幅比上月收窄 0.7 个百分点，为今年 3 月份以来首次收窄。

CPI 同比由正转负，主要是上年同期高温多雨天气导致对比基数走高叠加本月食品价格涨幅低于季节性水平所致。本月食品价格环比上涨 0.5%，涨幅低于季节性水平约 1.1 个百分点，其中猪肉、鸡蛋、鲜果价格变动均弱于季节性。食品价格同比下降 4.3%，降幅比上月扩大 2.7 个百分点，对 CPI 同比的下拉影响比上月增加约 0.51 个百分点，高于 CPI 同比降幅。其中，猪肉、鲜菜和鸡蛋价格同比分别下降 16.1%、15.2% 和 14.2%，降幅比上月分别扩大 6.6 个、7.6 个和 1.3 个百分点，鲜果价格同比由上月上涨 2.8% 转为下降 3.7%，上述四项对 CPI 同比的下拉影响比上月增加约 0.47 个百分点。

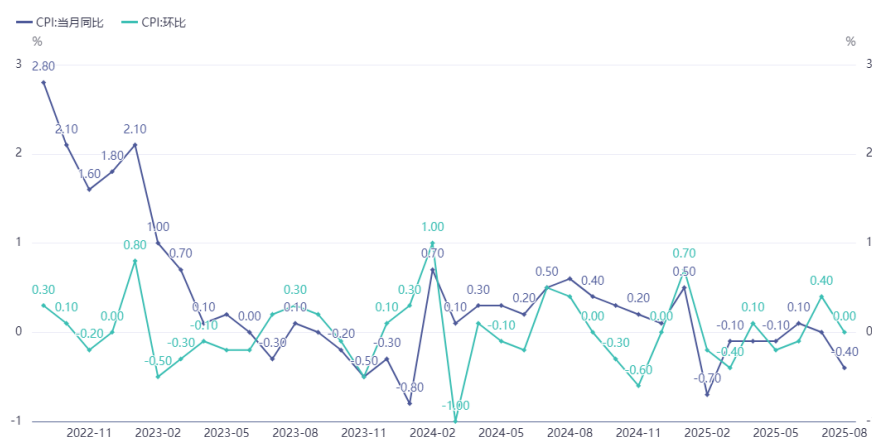
随着扩内需促消费政策持续显效以及国际金价大幅上升带来的影响，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.9%，涨幅连续第 4 个月扩大。8 月扩内需促消费政策持续显效，其中家用器具、文娱耐用消费品价格同比涨幅分别扩大至 4.6% 和 2.4%，燃油小汽车同比降幅也明显收缩。此外，国际金价上涨也带动金饰品和铂金饰品价格同比大幅回升。金饰品和铂金饰品价格同比分别上涨 36.7% 和 29.8%，合计影响 CPI 同比上涨约 0.22 个百分点。

PPI 同比跌幅收窄，主要是上年低基数效应以及“反内卷”政策推行对上游价格的影响。随着去年 9 月基数进一步大幅降低，预计届时将继续为 PPI 同比改善提供动力，推动 PPI 同比跌幅继续收窄，甚至转正。煤炭加工、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、光伏设备及元器件制造、新能源车整车制造价格同比降幅比上月分别收窄 10.3 个、6.0 个、3.2 个、2.8 个和 0.6 个百分点，对 PPI 同比的下拉影响比上月减少约 0.50 个百分点，是 PPI 同比降幅收窄的主要原因

PPI 环比结束连续 8 个月下行态势，由上月下降 0.2% 转为持平。一是供需关系改善影响部分能源和原材料行业价格环比由降转涨。煤炭加工价格由上月下降 4.7% 转为上涨 9.7%，煤炭开采和洗选业价格由下降 1.5% 转为上涨 2.8%，黑色金属冶炼和压延加工业价格由下降 0.3% 转为上涨 1.9%，玻璃制造价格由下降 1.5% 转为上涨 0.1%，电力热力生产和供应业价格由下降 0.9% 转为上涨 0.1%。二是输入性因素影响国内石油和部分有色金属行业价格环比回落。国际有色金属价格高位震荡，国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.6 个百分点，其中金冶炼、铝冶炼价格均上涨 0.2%，铜冶炼价格下降 1.1%。国际油价下行带动国内石油开采、精炼石油产品制造价格分别下降 1.4% 和 0.6%。

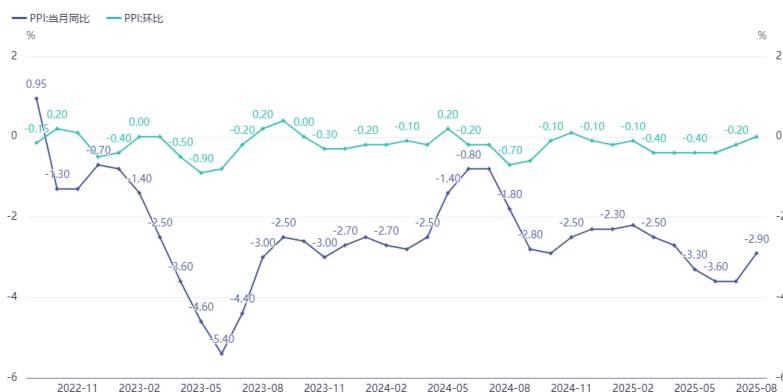
展望未来，随着促消费以及“反内卷”政策的持续推进，预计 CPI 与 PPI 将温和回升，目前通胀企稳的态势有望延续。外部关税冲击带来的需求放缓压力将由内部需求托底效果所抵消，总的宏观经济需求保持平稳运行。

图 11 CPI 表现偏弱



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 12 PPI 表现偏弱



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

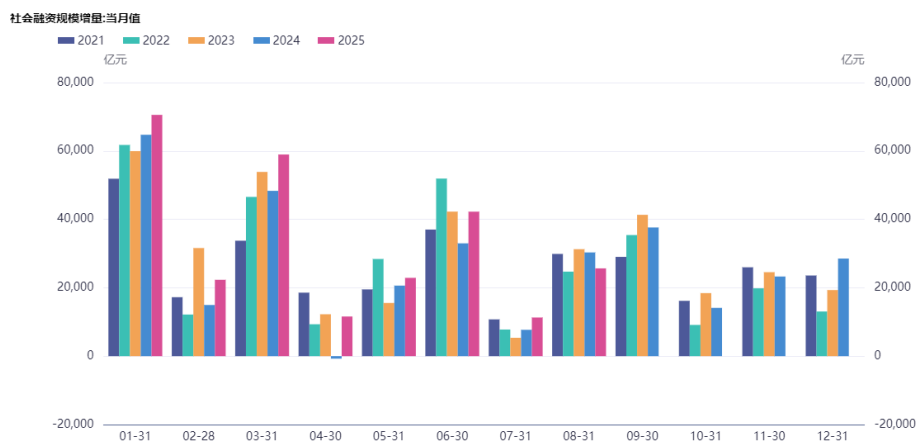
2.3 社融信贷：信贷数据表现偏弱

今年前 7 个月社融增量的主要贡献来自政府债券，但 8 月政府债券的支撑作用有所减弱。8 月社会融资增量 25693 亿元，同比少增 4630 亿元，社融余额同比从 7 月的 9.0% 降至 8.8%，8 月实体信贷投放同比继续减少，加上政府债券融资同比也转为少增，社会融资同比明显少增，社融余额同比增速也转为下行。去年四季度以来财政政策持续发力，政府债券融资保持较快增长，政府债券余额同比从去年 10 月的 15.2% 持续升至今年 7 月的 21.1%，在私人部门融资持续偏弱背景下，这有效支撑了社会融资的改善，社融余额同比从去年 10 月的 7.8% 升至今年 7 月的 9.0%。今年两会预算安排的新增债务总规模同比增长是有限的，前期财政政策发力透支了预算安排，8 月政府债券融资同比开始转向少增，并拖累社融余额同比增速转向下降，9 月以后高基数因素或更多显现，社融余额同比增速仍面临下行压力。

实体部门信贷方面，8 月新增人民币贷款 5900 亿元，同比少增 3100 亿元，居民和企业贷款均保持弱势。8 月居民贷款增加 303 亿元，同比少增 1597 亿元，其中短贷、中长期贷款分别增加 105 亿元和 200 亿元，同比少增 611 亿元和 1000 亿元，反映居民部门消费、按揭等贷款需求不足；企业贷款增加 5900 亿元，同比少增 2500 亿元，票据融资、短贷、中长期贷款分别增加 531 亿元、700 亿元和 4700 亿元，分别同比少增 200 亿元、多增 2600 亿元以及少增 4920 亿元，整体上表现为中长期贷款增长放缓，短期贷款与票据融资快速回落。

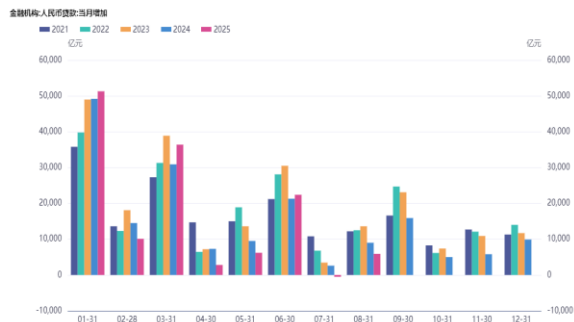
总的来说，外部需求放缓的背景下，内部有效需求偏弱导致在低利率水平下实体部门信贷需求仍偏弱。未来需要提振内需政策持续出台，特别是利用财政政策对需求的拉动作用来提振实体需求。

图 13 社融增量



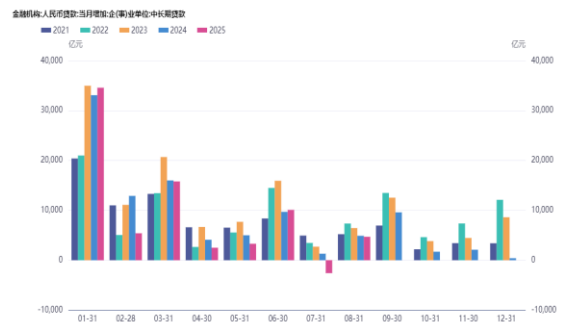
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 14 新增人民币贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 15 企业部门新增中长期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 16 企业部门新增短期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 17 企业部门新增票据融资



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 18 居民部门新增中长期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 19 居民部门新增短期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

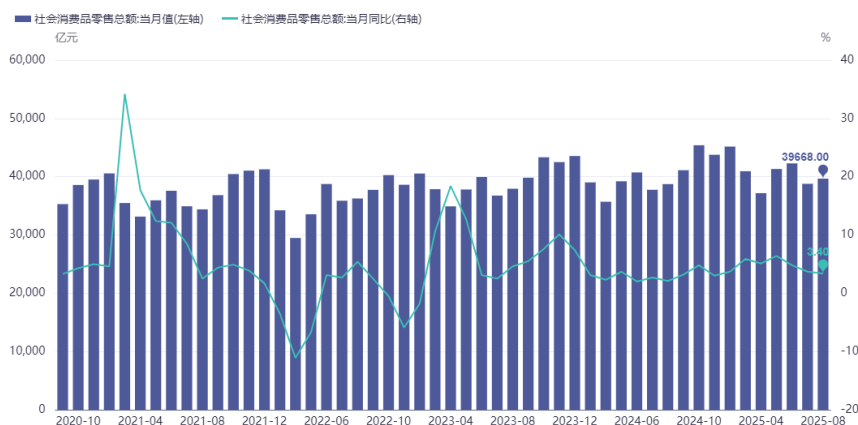
2.4 消费与投资：消费增速放缓，固投增速放缓

9月15日，国家统计局发布数据显示，8月份，社会消费品零售总额39668亿元，同比增长3.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额35575亿元，增长3.7%。8月社零总额同比增速下行至3.4%，已经是连续三个月增幅收窄，这或说明以旧换新的政策效应开始走弱。7月消费端已受“以旧换新”补贴节奏放

缓与汽车零售转负的拖累，8月这一趋势延续，显示耐用品透支效应和居民收入预期偏弱的双重压力。当前，第三批消费品以旧换新政策资金下达，第四批资金也将在10月下达，有望持续支撑消费数据表现较强韧性。不过，受部分地区国补资金退坡影响，8月份限额以上单位家具类、家用电器类、文化办公用品类、通讯器材类、建筑装潢类商品零售额分别增长18.6%、14.3%、14.2%、7.3%、-0.7%，除文化办公用品类外，增速均较上月有所回落。展望未来，消费的持续复苏有赖于补贴范围持续扩容，但更加依赖于居民收入预期的修复。需要注意消费补贴带来的需求前置效应，明年或出现消费数据回落的可能性。

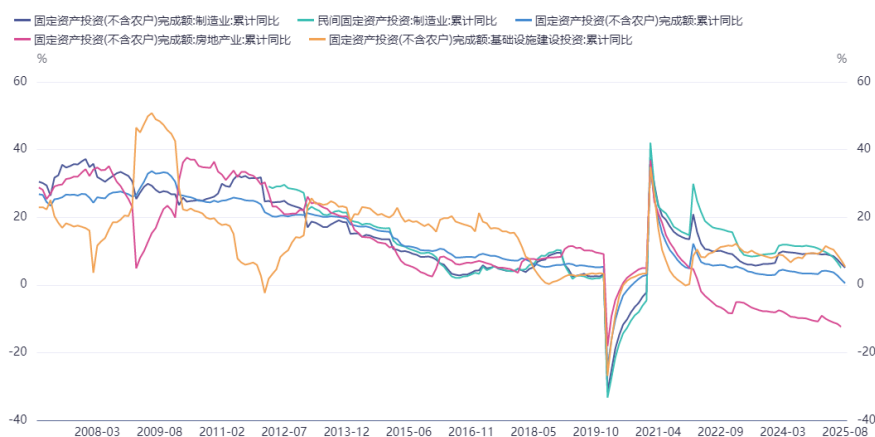
9月15日，国家统计局发布数据显示，1-8月份，全国固定资产投资(不含农户)326111亿元，同比增长0.5%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长4.2%。分领域看，基础设施投资同比增长2.0%，制造业投资增长5.1%，房地产开发投资下降12.9%。房地产行业延续下行周期，全国新建商品房销售面积57304万平方米，同比下降4.7%；新建商品房销售额55015亿元，下降7.3%。政府投资趋缓，主要受到财政预算靠前发力的影响，8月专项债额度边际减弱，这在社融数据里面有所体现。制造业投资保持较强支撑作用，特别是高技术产业投资旺盛，信息服务业，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资同比分别增长34.1%、28.0%、12.6%。展望未来，四季度末专项债额度提前发力能够起到较强托底作用，房地产投资仍处于下行周期，投资端的主要贡献还将是来高新制造业。

图 20 社会消费品零售



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 21 固定资产投资



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

2.5 货币政策：LPR 利率连续保持不变，未来仍有宽松空间

在 5 月降息降准之后，LPR 利率连续 4 个月保持不变，符合市场预期。这主要是因为从内部宏观经济以及外部汇率因素来看，短期内持续降息的紧迫性不强。

从宏观经济来看，中美经贸紧张局势明显缓和，国内宏观经济表现较强韧性，加上货币政策的局限性，持续降息反而会抑制实体部门信贷需求的及时释放，因此短期降息的必要性不强。不过随着三季度宏观经济数据走弱，四季度宏观政策协同发力，降息预期仍存。

从汇率因素来看，特朗普关税战对美国经济的不确定上升，美国经济下行压力显现，为应对可能的就业下行压力，美联储 9 月启动降息 25BP，预计年内还有 2 次降息。中美利差明显缩窄，人民币汇率端压力大大减弱。

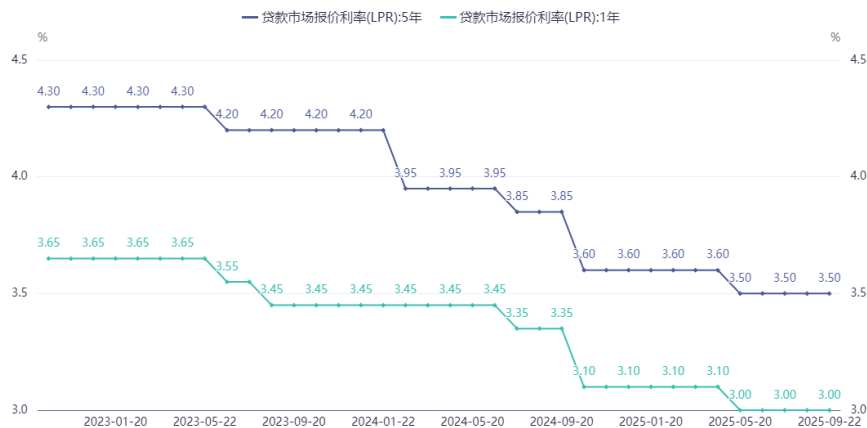
综合国内外因素来看，短期内全面降息的可能性不高，以结构性信贷政策为主，偏向提振消费和扶持科技创新领域。不过从 5 月以来 LPR 与大型商业银行存款利率的非对称调降可以看出，存款利率的超额下调，一方面可以刺激存款转向消费和投资，另一方面也是降低银行负债成本，为四季度 LPR 的调降预留空间。

图 22 中美利差与人民币兑美元汇率



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 23 LPR 利率



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

2.6 财政政策：扩大服务消费，全面扩大内需

9月5日,商务部等9部门联合印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》,从培育服务消费促进平台、丰富高品质服务供给等五大方向推出19条具体举措。这些举措与今年3月中办、国办印发的《提振消费专项行动方案》精准衔接,清晰呈现出我国促消费政策“从整体提振到重点突破、从供给侧调整到需求侧挖掘”的扩围脉络。

相关数据显示,我国居民服务消费支出占人均消费支出比重已达46.1%,预计2030年占比将突破50%,迈入服务型消费社会。服务消费不仅覆盖餐饮、旅游、家政等劳动密集型传统行业,更与数字经济、绿色经济等新经济形态深度融合。扩大服务消费,既能直接带动传统服务业复苏升级,又能催生智慧养老、在线文娱、沉浸式旅游等新业态,为经济增长开辟新空间、培育新动能。

今年 1 至 8 月，文体休闲服务类、旅游咨询租赁服务类、交通出行服务类零售额等均实现两位数增长，说明服务消费是全方位扩大内需的重要支撑。

3 总结

三季度，关税问题对全球宏观的扰动暂缓，不过其长期影响将持续影响全球经贸分工与合作。8 月份美国与日本、欧洲相继达成协议，美国对日本商品以及欧盟商品均征收 15% 的关税，不过协议还附带有日本及欧盟投资美国以及购买美国商品的条款。8 月 12 日，中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，中美就 24% 关税继续暂停 90 天达成共识。对美国而言，虽然通胀数据表现短期可控，但是加征关税令通胀存在长期上行压力。近期美国就业数据表现脆弱性，加上特朗普政治施压美联储降息，美债收益率下行，美联储降息预期上升，美联储 9 月如期降息 25BP，标志着美联储由“控通胀”转向“稳就业”。对欧洲而言，随着通胀趋缓，欧洲央行宽松政策有所放缓。不过考虑到美对欧洲加征关税对欧洲出口需求的负面冲击仍存以及未来欧盟在基础设施与国防领域的财政支出将有所扩张，因此后市欧洲央行仍存降息可能性。对日本而言，近期日本通胀指标回落较快，考虑到关税冲击日本出口，日本央行加息节奏放缓。不过日本国债收益率持续上升，随着关税问题逐步落地，未来日本加息节奏有望延续。

三季度，国内宏观经济指标边际走弱。8 月制造业 PMI 仍然位于收缩区间，通胀指标仍然表现偏弱，实体部门的信贷数据表现仍较弱，消费与投资增速边际放缓，这表明国内有效需求不足的问题仍存。这一方面是由于上半年经济增速目标完成度较好，下半年政策加码的必要性较弱，三季度政策面增量力度相对偏弱；另一方面是因为上半年出口表现强韧性，抢出口效应减弱之后下半年出口方面增速放缓。目前国内货币政策侧重于结构性宽松，侧重于提振消费和扶持科技创新，LPR 利率自 5 月调降以来持续保持不变，但四季度降息预期仍存。财政政策方面提出扩大服务消费，积极扩大内需，预计未来服务消费将成为提振内需的重要抓手。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

获取每日期货观点推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

免责条款

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。