

期货研究报告

金融研究

宏观周报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

风险资产呈现震荡状态

报告日期：

2025年9月21日

报告内容摘要：

◆**国内：**经济“内弱外强”。继7月数据全面“崩塌”后，8月再度全面走弱。消费方面，社零同比增速降至3.4%，国补带来的消费热情逐步降温。基建、制造业、房地产全面下行，工业增加值增速再次走低，看不到托举的力量。经济越弱，政策预期越强，我们预期可能会有些托底的政策出来，但规模不会太大，毕竟上半年GDP增速高达5.3%。

◆**国外：**美联储预防性降息25bp，信息公布后，美指、美债利率均先跌后涨，黄金先升后降，呈现一定的“买消息，卖事实”现象。从美国经济表现来看，整体走弱，但速度依然比较缓慢。按照现在的走弱速度，每次议息会议降25bp已经是最鸽派的预期（若超出，可理解为定价不合理）。目前市场定价仍在合理范围内。由于美国经济仍在走弱过程中，美元仍是偏弱运行的概率较大。

◆**房地产高频跟踪：**地产政策继续发力下，30大中城市新房销售面积延续回升态势。分能级来看，一线城市新房销售面积回升，且高于2024年同期，二线城市新房销售低位徘徊，但高于去年同期，三线城市新房销售面积季节性走高。二手房方面，截至9月8日，挂牌价指数整体继续下跌，一、二、三线城市无一幸免。总体来看，随着以一线城市为代表的地产托底政策出台，新房销售面积整体延续改善势头。但二手房市场继续恶化。我们预期整体政策效果会有，但相对有限，地产整体趋势依然不容乐观。

◆**国债：**本周债市总体呈现震荡态势。资金面利率有所提高，受税期走款、政府债集中发行等因素影响，央行态度依然相对友好。8月经济数据全面承压，但债市基本没有什么反应，周五30年期国债发行利率高于二级市场，情绪面再次受影响，说明债市整体依然比较脆弱。展望后市，10年期国债利率调整至1.80%附近，已是相对高点。在经济基本面依然较弱，央行态度未转向前，债市基本面有利的逻辑未变，只是配置盘力量可能依然不如交易盘，债市仍需等待。

◆**风险提示：**国内政策超预期

目录

一、 国内经济“内弱外强”	3
(一) 全面的弱	3
(二) 股、商进入震荡阶段	4
二、 美联储如期降息，市场呈现“买消息，卖事实”	4
三、 房地产市场跟踪——新房销售继续回升	6
四、 国债：仍需等待	8

表目录

表 1: 美联储 9 月 SEP	5
------------------------	---

图目录

图 1: 社零当月同比增速连续 3 个月下降 (%)	3
图 2: 7 月社零环比增速偏弱 (%)	3
图 3: 固定资产投资增速快速下滑 (%)	3
图 4: 各分项均呈现快速下滑态势 (%)	3
图 5: 工业生产继续回落 (%)	4
图 6: 工业生产环比增速低于季节性 (%)	4
图 7: 南华商品指数仅提振两个工作日	4
图 8: 股市进入宽幅震荡格局	4
图 9: 美联储点阵图对比 (6 月 VS 9 月)	5
图 10: 30 城销售面积走高，高于 2024 年同期趋势 (7DMA)	6
图 11: 一线城市销售面积继续走高 (7DMA)	6
图 12: 二线城市销售面积低位徘徊，但高于去年同期 (7DMA)	7
图 13: 三线城市销售面积季节性回升 (7DMA)	7
图 14: 二手房挂牌价指数继续下跌	7
图 15: 一线城市挂牌价持续走低	7
图 16: 二线城市挂牌价指数继续走低	7
图 17: 三线城市挂牌价指数继续下行	7
图 18: 资金利率略有上升 (%)	8
图 19: 同业存单发行利率略有回升，但整体保持低位 (%)	8
图 20: 国债利率保持震荡	9

一、国内经济“内弱外强”

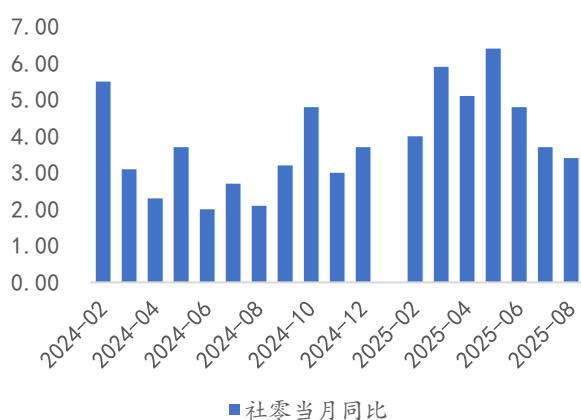
(一)全面的弱

继7月数据全面“崩塌”后，8月再度全面走弱。消费方面，社零同比增速降至3.4%，连续三个月下降，且还是在去年基数相对有利的基础上，环比增速也是低于5年均值，说明国补带来的消费热情逐步降温。假如没有新的政策举措，随着9月消费增速基数开始上升，社零数据恐低位徘徊。

固定资产方面，基建、制造业、房地产全面下行，工业增加值增速再次走低，环比增速也偏弱，看不到托举的力量。

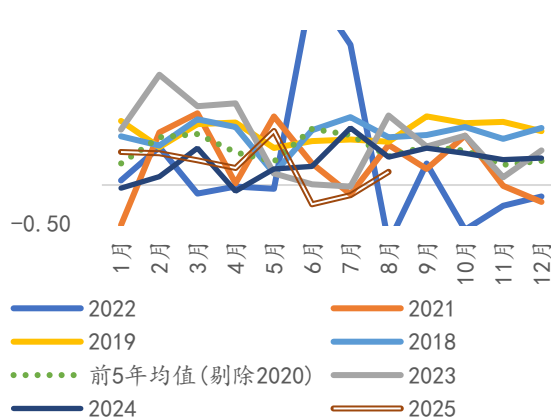
经济越弱，政策预期越强，我们预期可能会有些托底的政策出来，但规模不会太大，毕竟上半年GDP增速高达5.3%。

图 1：社零当月同比增速连续 3 个月下降（%）



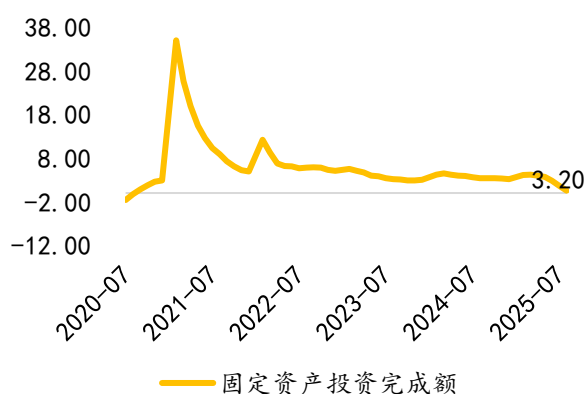
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 2：7 月社零环比增速偏弱（%）



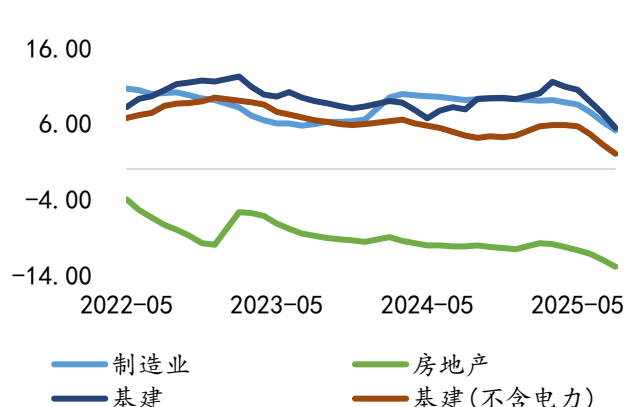
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 3：固定资产投资增速快速下滑（%）

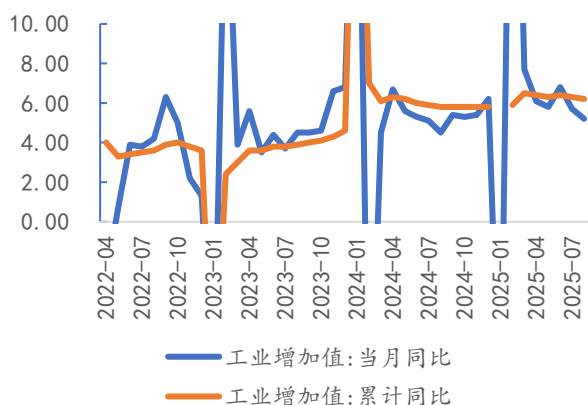


资料来源：Wind 信达期货研究所

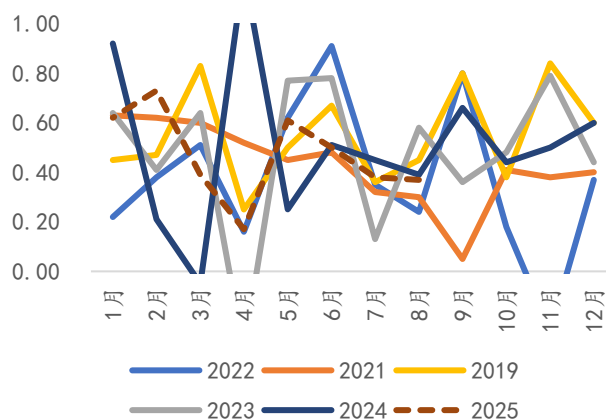
图 4：各分项均呈现快速下滑态势（%）



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 5：工业生产继续回落（%）


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 6：工业生产环比增速低于季节性（%）


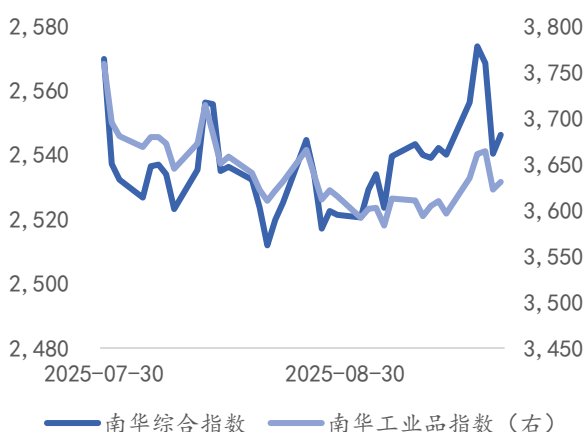
资料来源: Wind 信达期货研究所

（二）股、商进入震荡阶段

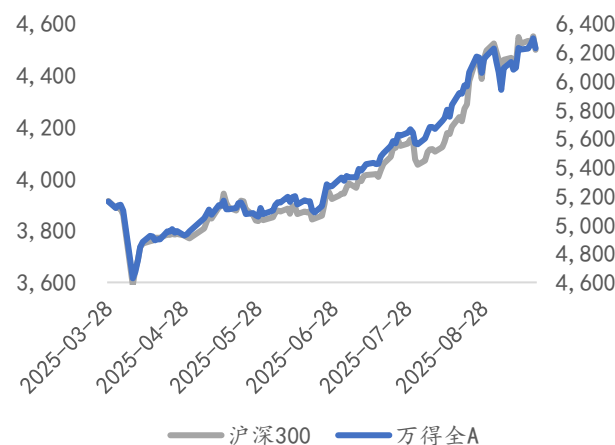
本周最重要的国内事件无疑是中美元首通电话。目前来看，双方谈判顺利的话，不排除特朗普访华的可能。外围政治方面依然偏向友好，有利于继续提振市场风险偏好。

其次是《求是网》发布习近平主席署名文章《纵深推进全国统一大市场建设》，里面提到要“着力整治企业低价无序竞争乱象”，即“反内卷”。确实，该消息一度提振商品市场，但也仅仅持续 2 个交易日，随后便开始回落。“反内卷”若停留在喊口号阶段，没有实质性措施的话，可能未来商品市场会对此类消息会越来越麻木。

继商品市场之后，股票市场也开始进入了宽幅震荡格局，等待新的催化剂。

图 7：南华商品指数仅提振两个工作日


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 8：股市进入宽幅震荡格局


资料来源: Wind 信达期货研究所

二、美联储如期降息，市场呈现“买消息，卖事实”

美联储 9 月议息会议如期降息 25bp，但看点更多在于 SEP 以及新闻发布会上鲍威尔的表述，我们认为可观察以下三点：

请务必阅读正文之后的免责条款4

1) 更加注重下行风险。以前美联储更加关注通胀风险，所以政策利率保持不变，以便观察关税对通胀的影响情况，但现在对经济数据的评估结果是，通胀的风险减弱，就业市场风险上升，通胀和就业的天平开始再平衡。

2) 一次预防性降息。美联储 9 月 SEP 中，今年 GDP 增长率预期是 1.6%，6 月时这一数据是 1.4%，上调 0.2 个百分点，说明美联储对今年的整体经济增速反倒是更加乐观了。在此情形下降息，可以理解成一次预防性降息，即美联储看到了走弱趋势，为了更好地稳经济而提前降息。

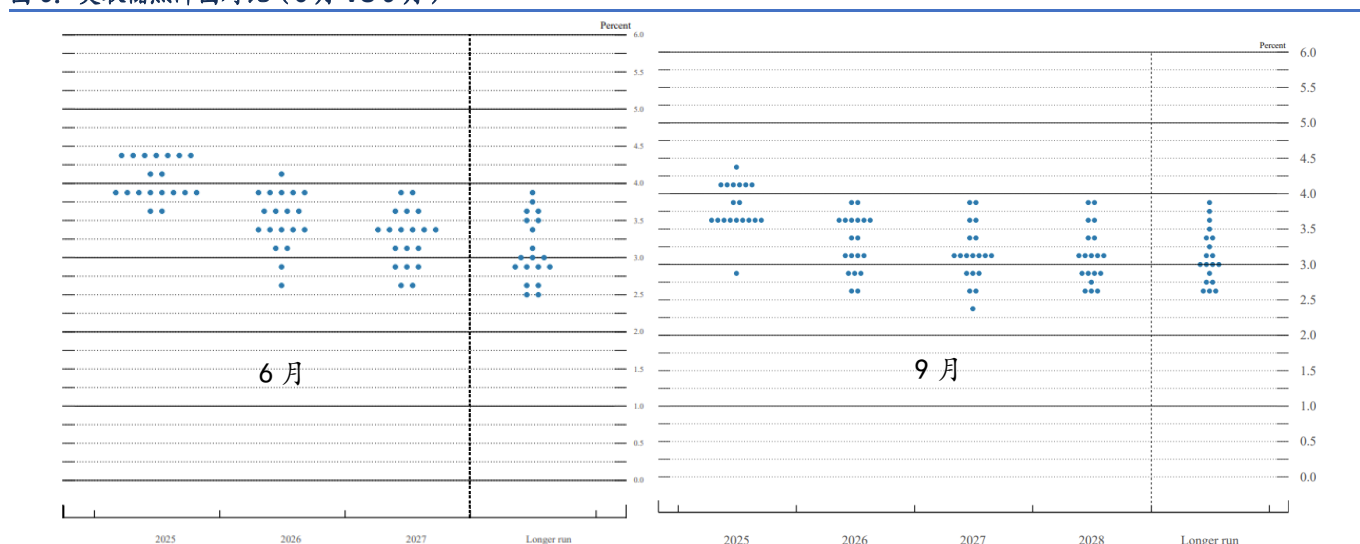
表 1: 美联储 9 月 SEP

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.3-2.0	1.5-2.6	1.7-2.7	1.6-2.6	1.7-2.5
June projection	1.4	1.6	1.8		1.8	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0		1.7-2.0	1.1-2.1	0.6-2.5	0.6-2.5		1.5-2.5
Unemployment rate	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
June projection	4.5	4.5	4.4		4.2	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6		4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.7	4.0-4.7		3.5-4.5
PCE inflation	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0	2.5-3.2	2.2-2.8	2.0-2.4	2.0	2.0
June projection	3.0	2.4	2.1		2.0	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2		2.0	2.5-3.3	2.1-3.1	2.0-2.8		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.6	2.1	2.0		3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0		2.7-3.4	2.2-2.9	2.0-2.4	2.0-2.2	
June projection	3.1	2.4	2.1			2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2			2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	2.9-4.4	2.6-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9
June projection	3.9	3.6	3.4		3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6		2.6-3.6	3.6-4.4	2.6-4.1	2.6-3.9		2.5-3.9

资料来源: Fed 信达期货研究所

3) 独立性依然受到冲击。尽管公布的预测内容不会标明单独一个投票者的预测结果，但从点针图来看，其实很容易看到特朗普新任命的理事 Miran 的观点。Miran 预测今年年末美联储政策利率应降至 2.9%，即还将迎来 125bp 的降息。但其他人员普遍认为年末利率在 3.5%-3.75% 以上，即年内最多将降息 2 次。且在答记者问时，但凡涉及特朗普、独立性等问题，鲍威尔的表情都比较耐人寻味，基本明确表示美联储的框架是基于最新数据，华盛顿那边是通过政治视角看待问题，所有事情都是通过它是否有助于或损害这个政党而定。

图 9: 美联储点阵图对比 (6 月 VS 9 月)



资料来源: Fed 信达期货研究所

此外，还有一些以前我们曾经提到过，这里又重新提到，且相对比较重要的点。

第一，基准情景是关税对通胀的影响将是相对短暂的，是一次性的价格水平变动。但也有可能通胀效应会更具持续性，这是一个需要评估和管理的风险。目前长期限通胀预期相对平稳。自四月以来，由于劳动力市场疲软，GDP 增长放缓，更高和更持久通胀的风险可能有所减小。

第二，就业市场的现状由供给和需求双双走弱，共同导致。失业率的上升表明需求放缓可能超过了供给的放缓。

第三，就业数据质量问题与低回复率和所谓的“生死模型”有关。改模型很困难，但他们一直在努力。第一个月回复率确实很低，但第二、第三个月仍然在收集，事实上到第三个月回复率已经很高了，数据也变得可靠了。目前的情形不是得不到数据，而是数据来的更晚了一些，这一点与之前沃勒演讲观点一致。

信息公布后，美指、美债利率均先跌后涨，黄金先升后降，呈现一定的“买消息，卖事实”现象。从美国经济表现来看，整体走弱，但速度依然比较缓慢。按照现在的走弱速度，每次议息会议降 25bp 已经是最鸽派的预期（若超出，可理解为定价不合理）。目前市场定价仍在合理范围内。

由于美国经济仍在走弱过程中，美元仍是偏弱运行的概率较大。

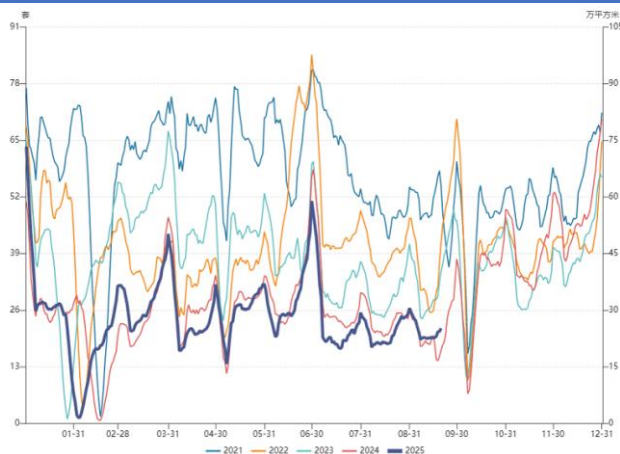
三、房地产市场跟踪——新房销售继续回升

高频数据方面，我们继续重点观察房地产。地产政策继续发力下，30 大中城市新房销售面积延续回升态势。分能级来看，一线城市新房销售面积回升，且高于 2024 年同期，二线城市新房销售低位徘徊，但高于去年同期，三线城市新房销售面积季节性走高。

二手房方面，截至 9 月 8 日，挂盘价指数整体继续下跌，一、二、三线城市无一幸免。

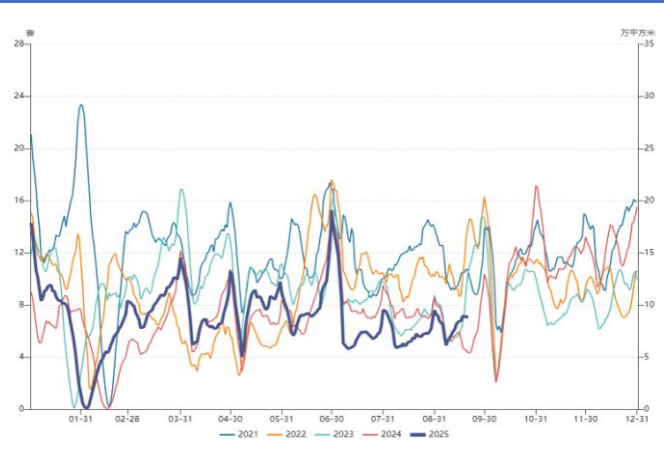
总体来看，随着以一线城市为代表的地产托底政策出台，新房销售面积整体延续改善势头。但二手房市场继续恶化。预期整体政策效果会有，但相对有限，地产整体趋势依然不容乐观。

图 10：30 城销售面积走高，高于 2024 年同期趋势（7DMA）

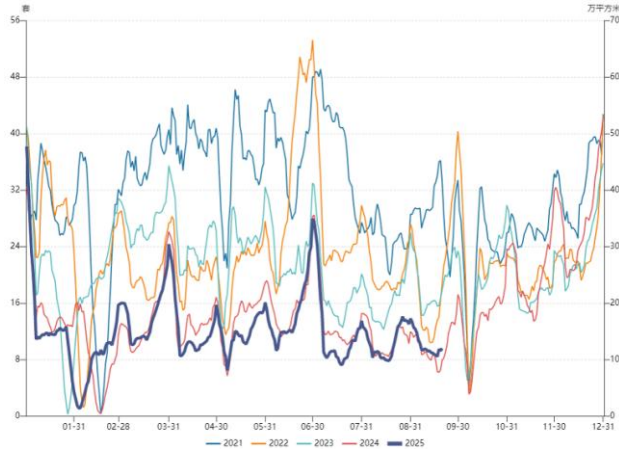


资料来源：Wind 信达期货研究所

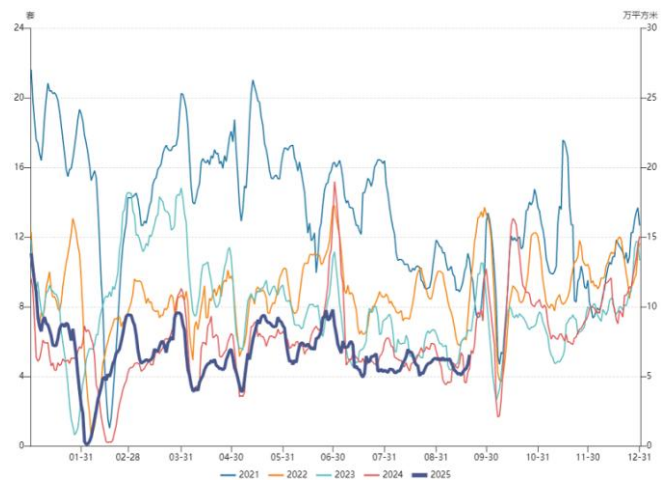
图 11：一线城市销售面积继续走高（7DMA）



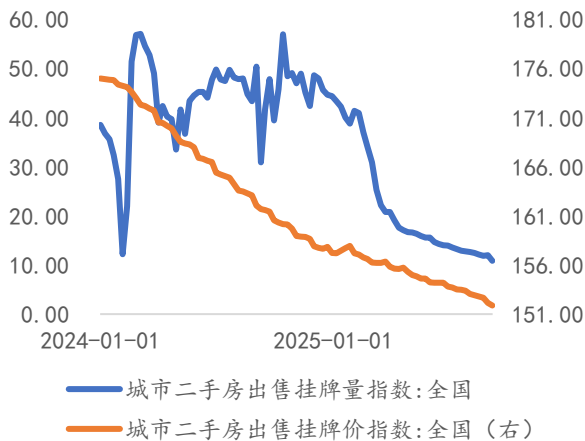
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 12: 二线城市销售面积低位徘徊, 但高于去年同期(7DMA)


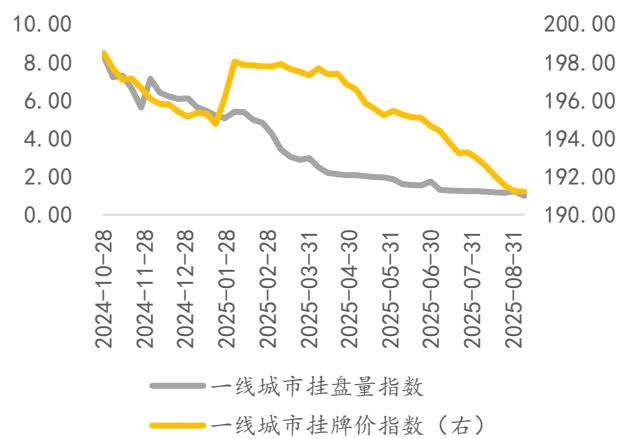
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 13: 三线城市销售面积季节性回升 (7DMA)


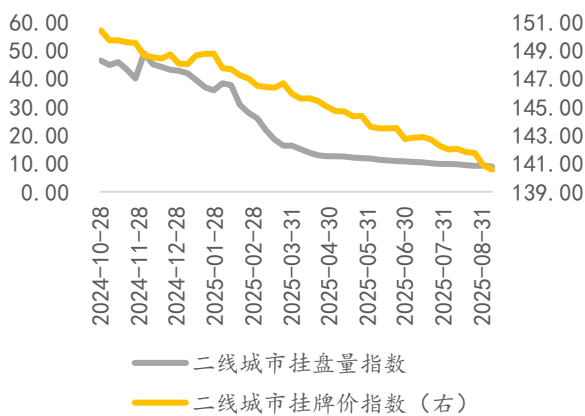
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 14: 二手房挂牌价指数继续下跌


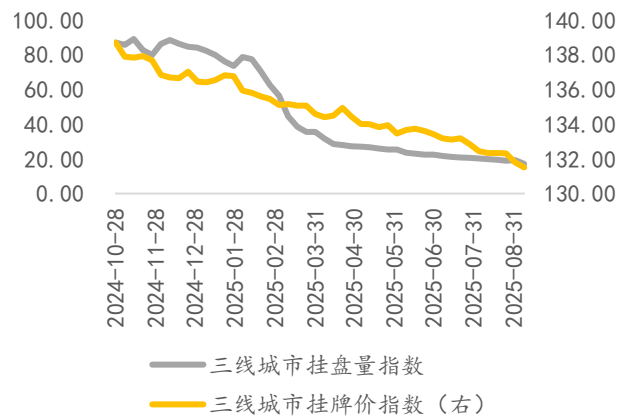
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 15: 一线城市挂牌价持续走低


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 16: 二线城市挂牌价指数继续走低


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 17: 三线城市挂牌价指数继续下行


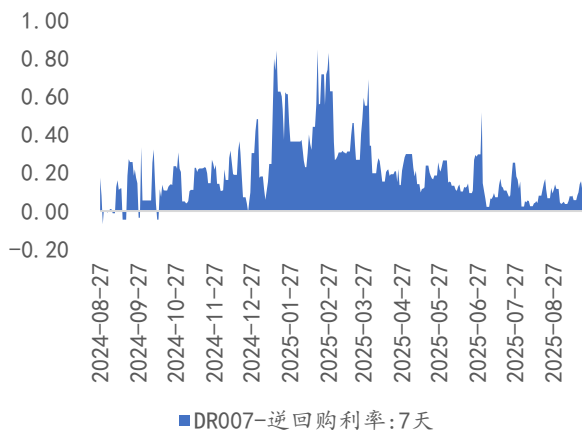
资料来源: Wind 信达期货研究所

四、国债：仍需等待

本周债市总体呈现震荡态势。资金面利率有所提高，受税期走款、政府债集中发行等因素影响，央行态度依然相对友好。8 月经济数据全面承压，但债市基本没有什么反应，周五 30 年期国债发行利率高于二级市场，情绪面再次受影响，说明债市整体依然比较脆弱。

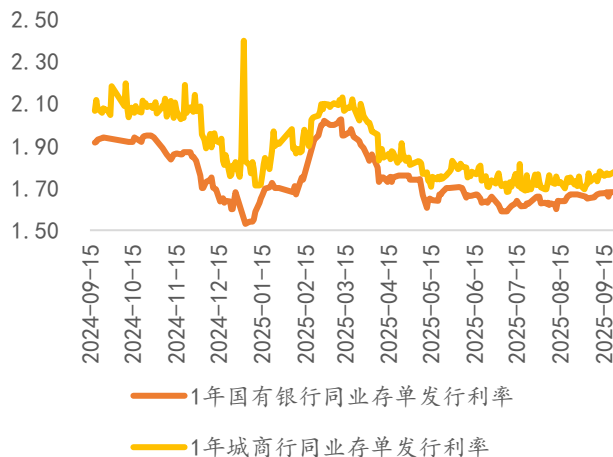
展望后市，10 年期国债利率调整至 1.80% 附近，已是相对高点。在经济基本面依然较弱，央行态度未转向前，债市基本面有利的逻辑未变，只是配置盘力量可能依然不如交易盘，债市仍需等待。

图 18: 资金利率略有上升 (%)



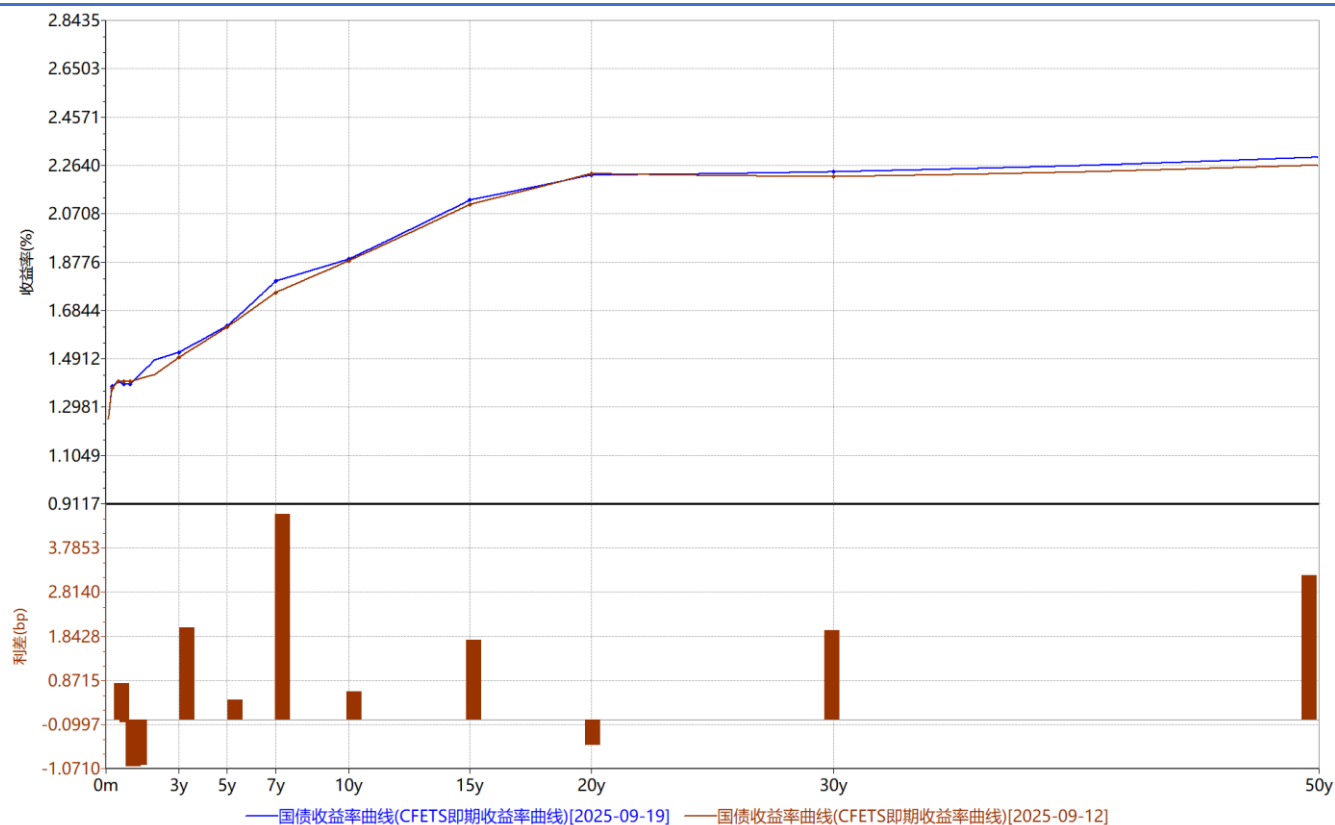
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 19: 同业存单发行利率略有回升，但整体保持低位 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 20: 国债利率保持震荡



资料来源: Wind 信达期货研究所

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

评级说明

走势评级	短期(1个月以内)	中短期(1-3个月)	中长期(3-6个月)	长期(6个月以上)
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅 -5%~+5%	振幅 -5%~+5%	振幅 -5%~+5%	振幅 -5%~+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为上海国际能源交易中心、广州期货交易所会员，为中国证券业协会观察员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

13家分公司 5家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
福建分公司、苏州分公司、四川分公司
宁波分公司、东北分公司、广东分公司
上海分公司、湖北分公司、山东分公司
上海浦东分公司

北京营业部、哈尔滨营业部

石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App

