



宏观策略报告—— 贸易局势缓和，市场风偏回暖

内容摘要:

国内方面，本月公布的经济数据整体继续放缓，且低于市场预期，内需仍旧表现不佳。供给端，国内产能治理持续推进，工业生产超预期回升。需求端，固定资产投资回落，其中基建投资增速整体放缓，制造业投资增速继续下降，房地产投资仍旧偏弱。消费增速受到国补和以旧换新政策退坡影响继续放缓。出口受益于外需回暖和较低基数出现反弹。10月公布的经济数据整体不及预期，对A股股指和内需型大宗商品支撑偏弱。政策面看，目前财政政策已通过提前下达2026年地方政府债务限额、推进新型政策性金融工具等举措托底经济，关注后续内需修复节奏。此外第二十届中央委员会第四次全体会议公报发布后股市反应积极，结合历史规律，股指预计表现优于内需型商品。

海外方面，美国经济仍保持扩张，通胀数据全面低于预期。经济数据方面，美国制造业10月PMI初值创两个月新高，连续第二个月处于荣枯线上方；服务业PMI初值为55.2创三个月新高，新订单增速为2024年底以来最快。美国9月通胀数据全面低于预期，其中CPI和核心CPI同比均上涨3%，低于市场预期缓和前值。货币政策方面，10月美联储如期降息25基点，同时决定于12月结束缩表，不过美联储主席鲍威尔称FOMC对12月是否继续降息分歧很大。降息预期下降，对贵金属的支撑减弱，但由于经济增长带来的需求增加，有色、能化等外需型商品价格仍有较强支撑。

各类资产配置建议:

债类：美债>国债；

权益类：美股>中国股市>港股

商品类：贵金属>黑色>有色>原油。

风险点：美国关税政策变动、海外市场波动、宏观经济下行、全球地缘政治冲突升级等

2025年10月31日

上海中期期货研究所

金融期货研发团队

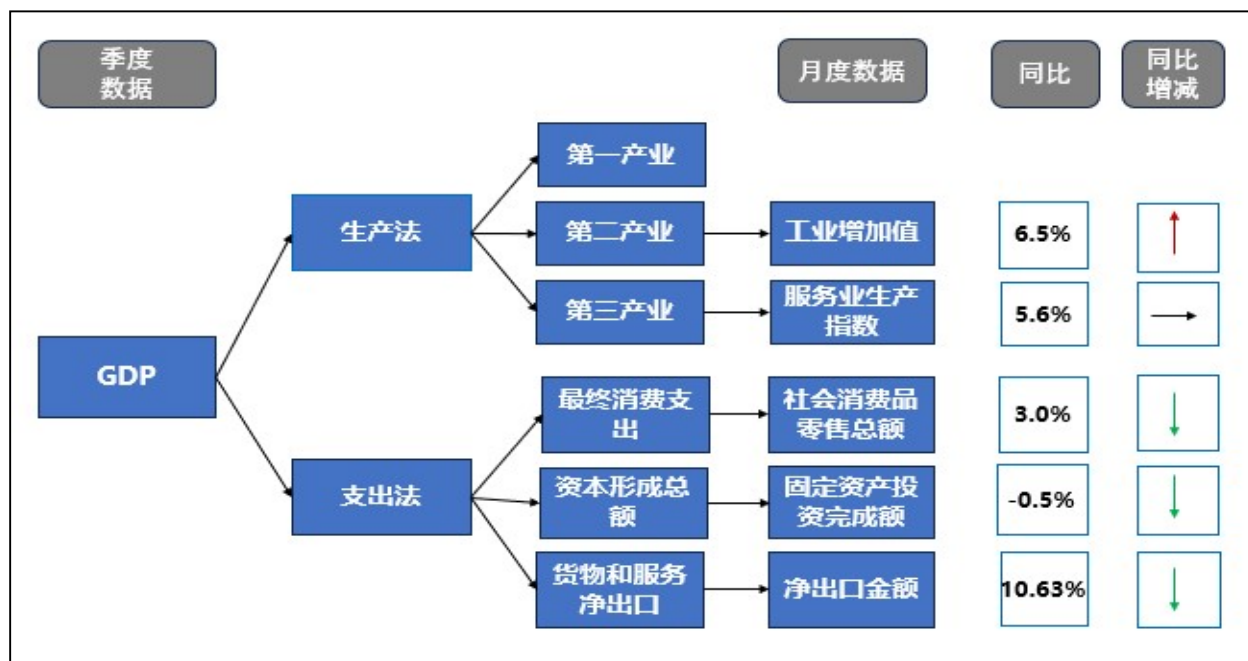
段恩文
Z0021487

主要因素分析:

一、国内经济状况概览

经济增长：本月公布的经济数据继续放缓，且低于市场预期，内需仍旧表现不佳。根据本月国家统计局公布的经济运行数据，2025 年 9 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.5%，高于市场预期的 5.0%，较前值 5.2%加快 1.3 个百分点。社会消费品零售总额同比增长 3.0%，持平于市场预期 3.0%，较前值 3.7%下降 0.7 个百分点。1-9 月固定资产投资同比-0.5%，低于市场预期 0.1%，较前值 0.5%下降 1.0 个百分点，其中 9 月基建投资当月同比-4.6%，降幅较前值-5.9%收窄 1.3 个百分点，制造业投资当月同比-1.9%，前值-1.3%，降幅较前值扩大 0.6 个百分点，房地产开发投资当月同比增长-21.3%，降幅较前值 20.0%扩大 1.3 个百分点。净出口 904.47 亿美元，同比增长 10.63%，低于预期 999.5 亿美元和前值 1023.29 亿美元。

图 1：主要经济数据逻辑



数据来源：iFind，上海中期

工业生产超预期回升，产能治理持续推进。2025 年 9 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.5%，高于市场预期的 5.0%，较前值 5.2%加快 1.3 个百分点。分三大门类看，9 月份，采矿业增加值同比增长 6.4%，制造业增长 7.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 0.6%。值得注意的是，“反内卷”政策或对部分行业生产造成一定干扰，黑色金属冶炼、电气机械等行业生产放缓。后续来看，四季度工业生产或仍将保持稳健增长，但由于外需放缓，重点行业产能治理持续推进，企业盈利

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

水平较低等因素仍将对部分行业形成制约。

图 1：工业增加值各分项变化（%）

指标名称	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09
煤炭开采和洗选业	1.70	2.10	2.30	2.30	2.50	2.60	2.60	5.40	7.30	7.00	6.70	6.60	6.20	6.10	6.10
石油和天然气开采业	2.40	2.80	2.90	2.80	3.10	3.30	3.30	0.90	3.00	3.30	3.70	3.70	3.70	3.90	4.40
农副食品加工业	2.10	1.90	1.60	1.40	1.40	1.40	1.70	2.20	8.30	7.20	7.20	7.30	7.50	7.20	6.90
食品制造业	5.40	5.60	5.80	5.60	5.40	5.50	5.80	5.20	5.90	6.20	6.20	6.30	5.90	5.40	5.50
酒、饮料和精制茶制造业	6.10	5.60	5.60	5.60	5.40	5.00	4.80	3.90	5.20	5.20	5.00	4.70	4.10	3.30	3.00
纺织业	5.30	5.40	5.20	5.30	5.10	5.10	5.10	7.00	6.50	5.50	4.40	4.10	3.70	3.40	3.20
化学原料和化学制品制造业	10.50	10.20	9.70	9.00	8.80	8.90	8.90	9.50	9.20	8.90	8.30	8.20	8.00	8.00	8.10
医药制造业	2.00	1.90	2.10	3.10	3.50	3.70	3.60	-0.10	0.40	0.80	0.90	1.30	1.40	1.60	2.10
橡胶和塑料制品业	9.50	9.20	8.60	8.40	8.30	8.20	8.30	8.90	8.40	7.80	7.20	7.10	6.80	6.30	6.20
非金属矿物制品业	0.10	-0.30	-1.00	-1.30	-1.40	-1.50	-1.40	-2.10	-0.90	-0.50	-0.60	-0.50	-0.50	-0.30	-0.30
黑色金属冶炼和压延加工业	4.80	3.90	3.20	3.10	3.20	3.60	4.00	5.70	6.40	6.20	6.00	5.60	6.00	6.10	5.70
有色金属冶炼和压延加工业	11.10	10.80	10.30	10.20	10.00	9.70	9.70	6.60	6.60	6.90	7.10	7.60	7.40	7.70	7.80
金属制品业	5.70	6.30	6.70	7.10	7.10	7.00	7.00	11.50	10.80	10.00	9.30	8.80	8.10	7.40	7.00
通用设备制造业	2.80	2.90	2.80	3.00	2.90	3.10	3.60	9.50	9.40	9.00	8.40	8.30	8.30	8.10	8.30
专用设备制造业	2.10	2.20	2.30	2.50	2.50	2.60	2.80	3.80	4.10	4.00	3.70	3.80	3.80	3.80	4.10
汽车制造业	9.80	9.00	8.40	7.90	7.70	8.10	9.10	12.00	11.80	11.20	11.20	11.30	10.90	10.50	11.20
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	11.60	11.80	11.90	12.10	11.30	10.90	10.90	20.80	20.00	19.40	18.40	16.60	16.20	15.60	14.80
电气机械和器材制造业	4.70	4.50	4.20	4.50	4.60	4.60	5.10	12.00	12.40	12.70	12.30	12.20	11.90	11.60	11.10
计算机、通信和其他电子设备制造业	13.30	13.40	13.10	12.80	12.60	12.20	11.80	10.60	11.50	11.30	11.10	11.10	10.90	10.80	10.90
电力、热力生产和供应业	5.80	5.40	5.60	6.10	6.00	5.60	5.20	0.80	1.60	1.50	1.60	1.60	1.90	2.00	1.80

数据来源：iFind，上海中期

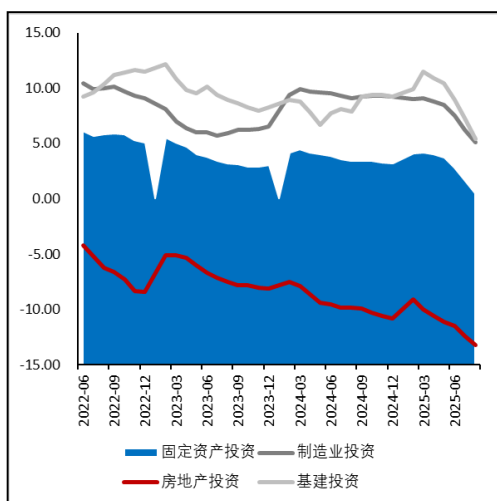
固定资产投资继续回落，地产投资仍旧偏弱。1-9 月固定资产投资同比-0.5%，低于市场预期 0.1%，较前值 0.5%下降 1.0 个百分点。基建投资方面，9 月基建投资当月同比-4.6%，降幅较前值-5.9%收窄 1.3 个百分点。目前财政增量资金已落地，包括 5,000 亿政策性金融工具、盘活 5,000 亿地方政府债务结存限额，以及靠前使用化债额度，基建投资增速有望回升。制造业投资方面，9 月制造业投资当月同比-1.9%，前值-1.3%，降幅较前值扩大 0.6 个百分点。企业资本开支能力和意愿不强，同时下半年外需放缓，短期制造业投资动力有所减弱。房地产投资方面，9 月房地产开发投资当月同比增长-21.3%，降幅较前值 20.0%扩大 1.3 个百分点。目前房地产景气度继续放缓，高频数据显示 10 月新房成交同比再度出现收缩，短期地产投资或继续下探。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

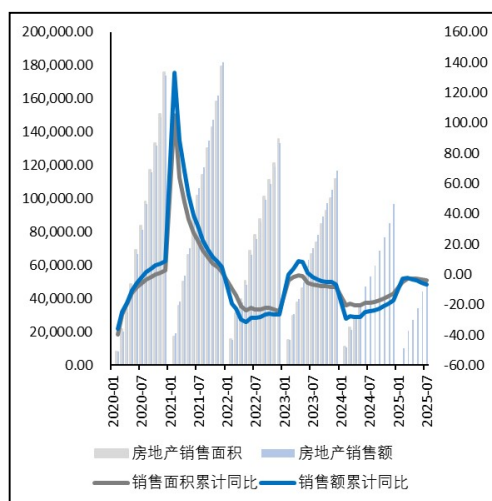
报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 4：固定资产投资及各分项同比增速（%）



数据来源：iFind，上海中期

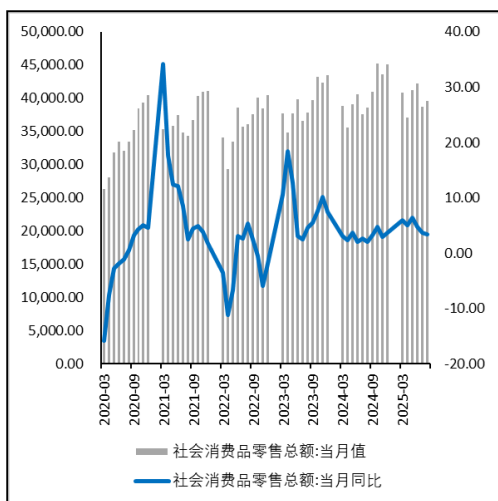
图 5：房地产销售数据



数据来源：iFind，上海中期

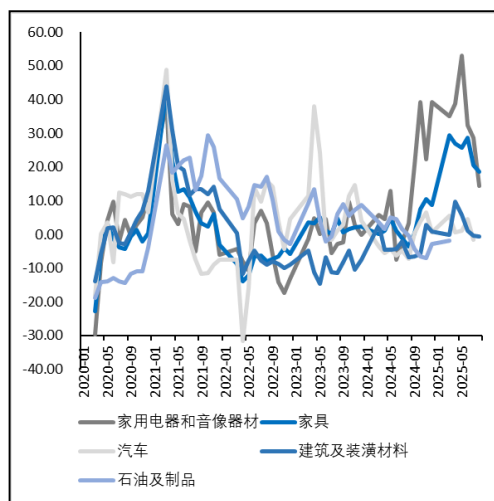
消费增速继续放缓，国补效果减弱。9 月社会消费品零售总额同比增长 3.0%，持平于市场预期 3.0%，较前值 3.7%下降 0.7 个百分点。9 月国内消费表现不佳，主要是由于受到国补和以旧换新政策退坡影响，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、汽车类、体育、娱乐用品类商品零售额分别增长 3.3%、16.2%、1.6%、11.9%。短期来看，四季度国补和以旧换新政策力度延续退坡，居民消费能力和期待长效政策托举，消费对经济增长的支撑作用仍待增强。后续居民消费的改善，需要关注国内促进服务消费的政策落地情况，以及居民财富效应是否出现回升。

图 6：社会消费零售总额数据



数据来源：iFind，上海中期

图 7：消费各分项当月增速（%）



数据来源：iFind，上海中期

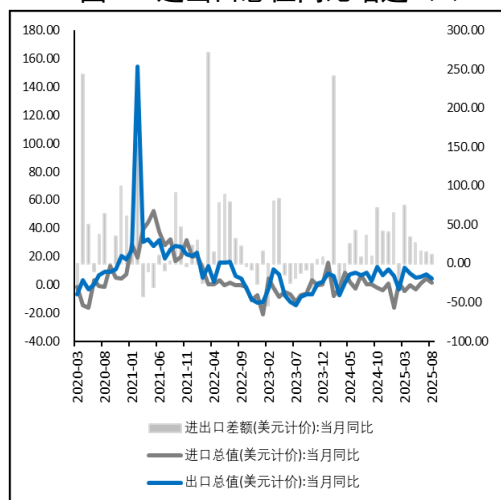
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

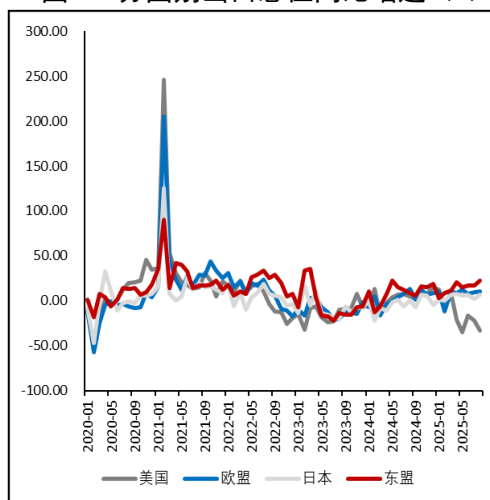
贸易顺差继续扩张，对美出口仍大幅收缩。9 月我国净出口 904.47 亿美元，同比增长 10.63%，低于预期 999.5 亿美元和前值 1023.29 亿美元。出口方面，以美元计价的同比增速为 8.3%，高于前值的 4.3%。9 月出口反弹主要有两方面原因，一是低基数影响，2024 年 9 月出口同比增速为 2.3%，为年内次低点；二是全球经济景气度保持复苏，9 月全球制造业 PMI 指数为 50.8%，新兴经济体景气度保持上行。分区域看，我国对非美地区出口同比增速上升至 14.9%，对美出口仍大幅收缩至-27%，降幅较 8 月的-33%有所收窄。后续来看，随着基数抬升，出口增速可能再度放缓，但出口对象的结构性转变有望提供一定支撑，同时中美双方领导人会面，前期贸易摩擦出现积极信号，预计全年出口可实现平稳收官，而四季度出口增速中枢稳中有降。

图 8：进出口总值同比增速（%）



数据来源：iFind，上海中期

图 9：分国别出口总值同比增速（%）



数据来源：iFind，上海中期

综合来看，本月公布的经济数据整体继续放缓，且低于市场预期，内需仍旧表现不佳。供给端，国内产能治理持续推进，工业生产超预期回升。需求端，固定资产投资回落，其中基建投资增速整体放缓，制造业投资增速继续下降，房地产投资仍旧偏弱。消费增速受到国补和以旧换新政策退坡影响继续放缓。出口受益于外需回暖和较低基数出现反弹。10 月公布的经济数据整体不及预期，对 A 股股指和内需型大宗商品支撑偏弱。政策面看，目前财政政策已通过提前下达 2026 年地方政府债务限额、推进新型政策性金融工具等举措托底经济，关注后续内需修复节奏。此外第二十届中央委员会第四次全体会议公报发布后股市反应积极，结合历史规律，股指预计表现优于内需型商品。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

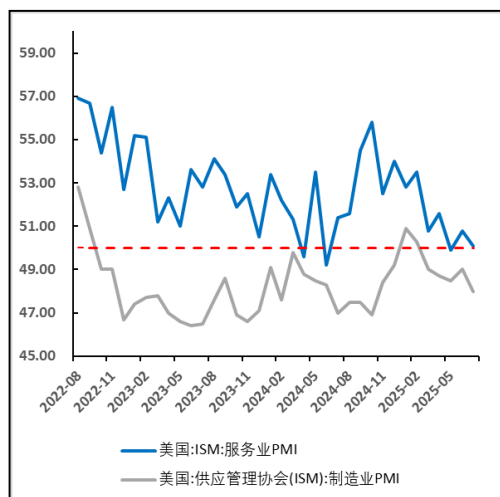
报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

二、海外经济数据及货币政策速览

对于海外经济的变化，我们主要选取频率较高的经济和通胀数据进行观察。主要根据在于通胀数据是一国央行制定货币政策的主要依据之一；经济数据则可以观测到主要国家及当前全球经济的发展阶段，对我们在宏观策略的选取上有一定的参考意义。

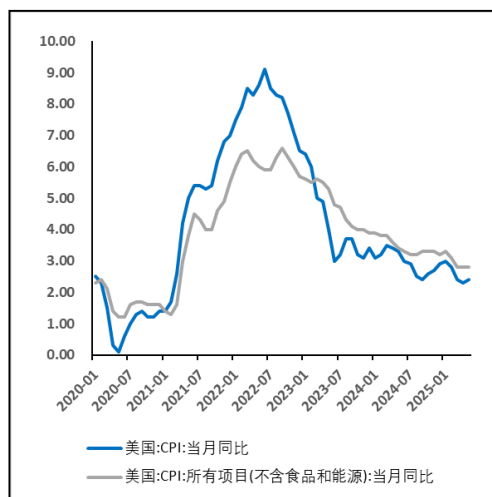
美国经济活动持续扩张，通胀数据全面低于预期。经济增长方面，美国制造业 10 月 PMI 初值为 52.2，高于预期 52，创两个月新高，连续第二个月处于荣枯线上方。服务业 PMI 初值为 55.2，高于预期 53.5，创三个月新高，新订单增速为 2024 年底以来最快。综合 PMI 初值为 54.8，高于预期 53.5，显示经济年化增速约 2.5%，与第三季度持平。通胀方面，美国 9 月通胀数据全面低于预期，其中 CPI 同比上涨 3%，低于市场预期的 3.1%，前值为 2.9%。核心 CPI 同比上涨 3%，低于市场预期的 3.1%，前值为 3.1%。环比看，美国 9 月 CPI 上涨 0.3%，低于市场预期的 0.4%，前值为 0.4%。核心 CPI 上涨 0.2%，低于市场预期的 0.3%，前值为 0.3%。

图 10：美国制造业 PMI 及服务业 PMI



数据来源：iFind，上海中期

图 11：美国 CPI 及核心 CPI



数据来源：iFind，上海中期

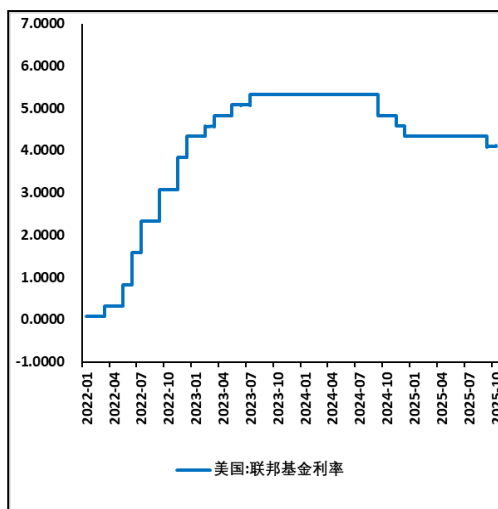
美联储如期降息 25 基点，但鲍威尔表态偏鹰。美东时间 10 月 29 日周三，美联储在货币政策委员会 FOMC 会后公布，将联邦基金利率的目标区间从 4.00% 至 4.25% 下调至 3.75% 至 4.00%，降幅 25 个基点。在上次会议今年内首次降息后，本次是联储一年来首次连续第二次 FOMC 会议降息。此外，委员会决定于 12 月 1 日结束对整体证券持有规模的缩减，即“结束缩表”。不过鲍威尔对经济形势的判断与 9 月相近，谈及 FOMC 对 12 月是否继续降息分歧很大，表示 12 月降息并非“板上钉钉”。根据 CME FedWatch，截止 10 月 31 日，市场预计下次会议降息的概率为 64.8%，年内降息次数为 1 次，年底利率为 3.50%-3.75%，下次降息日期为 2025 年 12 月 11 日。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

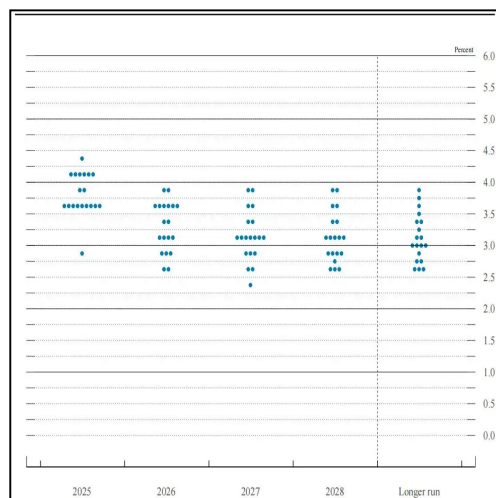
报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 12：美国：联邦基金利率



数据来源：FInD，上海中期

图 13：美联储 FOMC 点阵图



数据来源：FedWatch，上海中期

整体来看，美国经济仍保持扩张，通胀数据全面低于预期。经济数据方面，美国制造业 10 月 PMI 初值创两个月新高，连续第二个月处于荣枯线上方；服务业 PMI 初值为 55.2 创三个月新高，新订单增速为 2024 年底以来最快。美国 9 月通胀数据全面低于预期，其中 CPI 和核心 CPI 同比均上涨 3%，低于市场预期缓和前值。货币政策方面，10 月美联储如期降息 25 基点，同时决定于 12 月结束缩表，不过美联储主席鲍威尔称 FOMC 对 12 月是否继续降息分歧很大。降息预期下降，对贵金属的支撑减弱，但由于经济增长带来的需求增加，有色、能化等外需型商品价格仍有较强支撑。

三、全球金融市场概览

1、股市

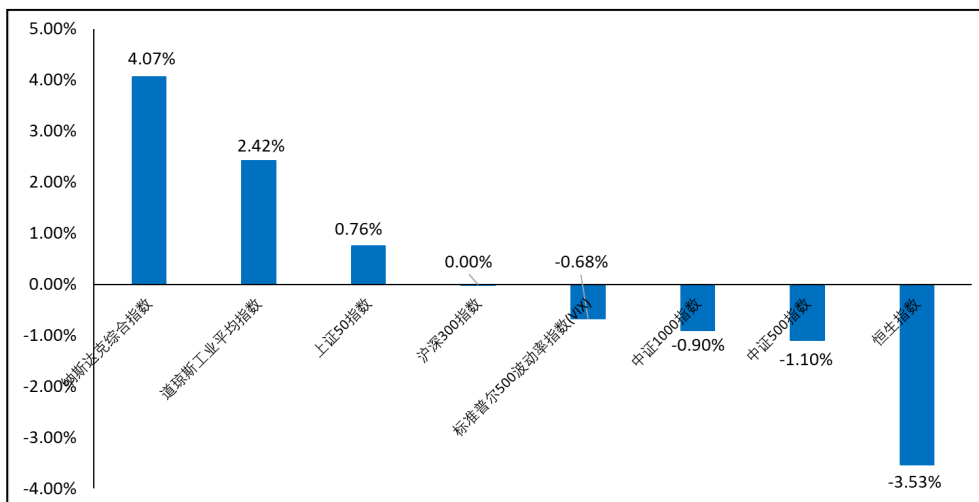
10 月，中美股市表现分化，美股整体保持强势，纳指连续创历史新高，而 A 股和港股则波动较为剧烈，科技板块领跌。美股方面，尽管鲍威尔淡化 12 月降息预期，但 CME 数据显示 12 月降息概率仍达 74.7%，市场流动性环境整体宽松。科技股估值修复空间仍存，特别是 AI 基础设施、云计算等细分领域，如 OpenAI 与博通合作开发自研 AI 芯片（预计 2026 年下半年开始部署），将为科技板块提供长期增长动力，预计美股短期以偏强震荡为主。A 股方面，随着中美会晤平稳落地，虽未超预期但释放我方释放出一些利多消息，考虑到短期沪指 4000 点为重要心理关口，多空双方博弈加大，预计以宽幅震荡为主。港股方面，南向资金 10 月累计净流入超 450 亿港元，但科技股仍遭外资抛售，显示内外资博弈加剧，预计短期表现弱于 A 股。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 14：10 月主要股票指数涨跌幅



数据来源：iFind，上海中期

2、债市

美债方面，10 月美债收益率呈现“先降后升”的波动特征，10 年期收益率在 4.0%-4.2% 区间震荡。短期内中期净发债有所增加，需警惕美债收益率曲线变平所带来的流动性风险。10 月中债收益率整体小幅下行，10 年期国债收益率月末稳定在 1.81%，较月初下行约 3BP。10 月 27 日，中国人民银行宣布恢复公开市场国债买卖操作，此举被视为债市破局的关键信号，引发市场收益率快速下行，但我们认为操作本质为货币政策工具灵活调节，非长期利率下行推手，预计国债收益率仍以窄幅震荡为主。

图 15：美债收益率 (%)

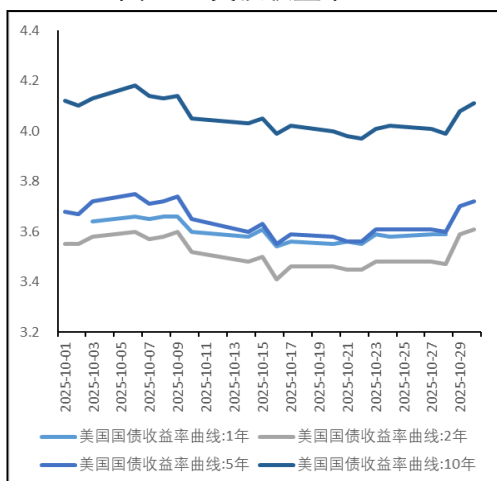
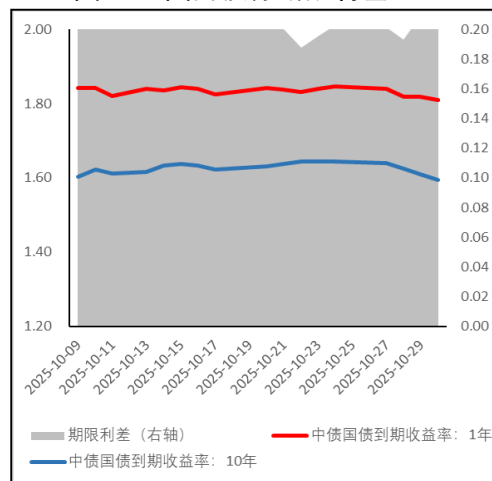


图 16：国内债券期限利差 (%)



风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

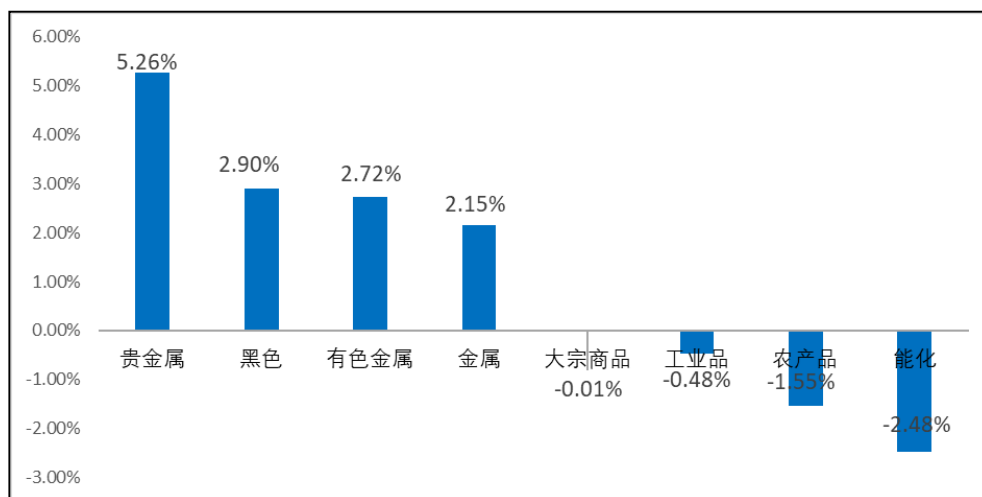
数据来源：iFind，上海中期

数据来源：iFind，上海中期

3、大宗商品

10 月，主要大宗商品品种表现分化，贵金属、黑色、有色上涨，农产品、能化则出现下跌。贵金属 10 月涨幅最高，月度收涨 5.26%，但目前宏观利好兑现，避险情绪降温，黄金暂无明显驱动。有色方面，铜除面临宏观和避险外，还面临基本面供需双弱，或出现小幅调整。原油方面，美国制裁俄罗斯石油企业，俄乌和谈前景黯淡。巴以冲突暂时停火，但停火协议执行陷入僵局矛盾频发。美伊核谈判停滞，制裁与反制持续升级，原油供应延续增长，需求有回落预期，建议密切关注地缘局势的变化。黑色方面，当前传统需求旺季已进入尾声，螺纹，热卷表需或已见顶，后续随着需求季节性走弱，钢材库存压力或进一步累积，预计钢材市场价格或震荡运行为主，关注后市钢材市场去库的持续性表现。

图 17：10 月主要大宗商品种类价格涨跌幅



数据来源：iFind，上海中期

总结与风险提示：

国内方面，本月公布的经济数据继续放缓，且低于市场预期，投资、消费、出口三架马车均表现不佳。供给端，国内产能治理持续推进，工业增加值增长小幅放缓。需求端，固定资产投资继续回落，其中制造业投资增速继续回落，基建投资增速短期大幅放缓，地产投资仍旧偏弱。出口增速回落且低于市场预期，对美出口增长继续下降。9 月公布的经济数据全面不及预期，对 A 股股指和内需型大宗商品支撑偏弱。政策方面，在外部冲击仍存以及内需持续放缓的情况下，三季度末和四季度继续出台增量刺激政策的概率增大，后续经济数据转暖下有望提振国内市场。重点关注 10 月召开的二十届四中全会，会议将研究“十五五”规划建议，预计提出更多宏观和产业政策。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

海外方面，美国经济仍保持扩张，9月Markit制造业、服务业PMI均出现小幅回落，但仍位于枯荣线上方。通胀水平符合预期，美国8月CPI同比增幅较前值小幅回升并持平预期，核心CPI同比增幅持平前值和预期。货币政策方面，美联储9月如期降息25个基点，将联邦基金利率下调至4.00%-4.25%，为年内首次降息，也是时隔9个月后重启降息。目前市场预计10月降息概率为87.7%，年内降息次数为2次。后续来看，虽然美国关税政策可能导致全球增长预期放缓，但由于美国经济数据出现放缓，叠加通胀温和上升，美联储降息预期持续升温，对有色、能化等外需型商品价格支撑增强。

各类资产配置建议：

债类：美债>国债；

权益类：美股>中国股市>港股

商品类：贵金属>黑色>有色>原油。

风险点：美国关税政策变动、海外市场波动、宏观经济下行、全球地缘政治冲突升级等

（执笔：上海中期研究所）

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。