

2025年10月9日

美联储降息靴子落地，提振全球风险偏好

——宏观月度策略报告

分析师：

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758786

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

投资要点：

国内外宏观：海外宏观方面，由于美国关税对经济影响的不确定性明显降低，美国经济增长明显加快，通胀温和上升，且由于美国就业市场放缓，美联储9月降息25BP，年内预计再降息2次，美元短期整体走弱，全球风险偏好上升。短期由于欧美经济增长加快、商品需求继续改善，对能源、有色等国际大宗商品价格短期有一定的支撑，四季度继续关注美联储货币政策变化以及经济、通胀情况对市场的影响。国内宏观方面，中国8月经济增长继续放缓；通胀持续低迷，但随着“反内卷”的推进以及国家在服务消费、民生等领域支出增强，国内通胀预期回升，企业利润改善，对经济和市场的支持作用增强。由于美国就业市场放缓，通胀温和上升，美联储降息25BP，美元指数整体走弱；此外，由于人民币资产持续升值，人民币汇率短期整体升值。国内股市由于通胀预期上升、企业利润预期回升、外部风险不确定性降低以及资金的持续流入；指数整体进入震荡上行阶段。展望四季度，关注中美贸易谈判进展、国内增量政策出台以及实施落地情况，国内经济基本面是否符合市场预期，关注国内消费、投资、基建和房地产实际开工情况。

供需：需求方面，当前国外商品需求因关税的不确定性降低而整体有所放缓，但需求韧性仍存，对外需型大宗商品仍有支撑，铜等有色金属以及原油等商品价格受到一定的支撑。国内商品需求仍旧偏弱，且由于美国关税缓解，政策支持力度短期减弱，需求短期继续下降，短期对黑色等内需型商品价格支撑减弱，中期关注四季度增量政策情况、继续关注中美贸易谈判进展、房地产政策效果和实际需求情况。**供给方面，**随着欧洲对俄罗斯实施第十九轮制裁，欧洲天然气供应受到影响加强，天然气价格短期有所回升；欧洲虽然工业生产由于能源成本较高、但需求回升加快，工业生产继续回升。美国需求由于关税影响减弱，订单放缓，工业生产整体有所放缓。国内供给方面，由于逐步进入传统消费旺季，需求预期回升，9月建材、钢材、有色、化工开工率整体上升，供给整体有所回升，但由于需求仍旧偏弱，供应整体较为充裕。但是“反内卷”持续深入导致大宗商品价格仍有一定的支撑。

大类资产配置：股市方面，外部冲击缓和，但国内政策支持预期增强以及资金流入，股市短期震荡偏强；债市方面，外部风险缓和、股市走强，央行货币政策“以我为主”，国内债券价格震荡回落；汇率方面，美元偏弱，中美贸易有所缓和，人民币整体升值。**大宗商品板块策略方面，**美元偏弱，欧美商品补库需求回升但国内需求偏弱，商品价格呈震荡走势。其中，**能源板块，**国内外需求预期持稳、OPEC+预期增产，但地缘风险上升，油价短期震荡；**有色板块，**美元偏弱，供应端扰动，欧美补库需求回升但国内需求偏弱，有色短期震荡偏强；**贵金属板块，**美元短期偏弱，地缘因素增加避险需求，贵金属短期高位偏强震荡。**黑色板块，**需求回升但仍偏弱、供给上升、库存高位，黑色短期震荡。

风险因素：中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

正文目录

1. 宏观：美联储降息靴子落地，国内风险偏好上升	4
1.1. 美国通胀温和上升，通胀上行风险仍存	4
1.2. 美国经济增长有所放缓，但仍具韧性	4
1.3. 美联储降息 25BP，年内预期再降息 2 次	5
1.4. 国内政策支持力度加大，风险偏好整体升温	6
2. 需求：欧美商品需求放缓，国内需求仍旧偏弱	6
2.1. 海外商品需求回升	6
2.2. 国内商品需求仍旧偏弱	8
2.2.1. 房地产市场持续疲弱	8
2.2.2. 基建投资大幅放缓，四季度关注财政支出情况	9
2.2.3. 制造业投资增速继续回落	10
2.3. 国内消费增速同比回落且低于市场预期	10
2.4. 外需保持韧性	11
3. 供给：欧美供应增速放缓，国内供应整体回升	12
3.1. 国外商品供应增速有所放缓	12
3.2. 工业生产增速有所下降	13
3.3. 各行业开工整体上升	13
4. 2025 年四季度大类资产及商品策略	14
4.1. 2025 年四季度大类资产及商品板块策略	14
4.2. 2025 年四季度具体品种策略	15

图表目录

图 1 欧洲天然气和原油价格	4
图 2 美国 CPI 及分项构成	4
图 3 欧美经济景气情况	5
图 4 美国薪资和消费情况	5
图 5 美联储 9 月降息 25BP	5
图 6 欧央行 9 月维持利率不变	5
图 7 国内股市走势	6
图 8 人民币汇率走势	6
图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI	7
图 10 美国制造业及商品订单	7
图 11 美国房屋销售情况	7
图 12 美国房地产市场景气度	7
图 13 美国就业数据	8
图 14 美国个人商品消费支出	8
图 15 国内经济景气程度	8
图 16 经济增长驱动力	8
图 17 房地产投资及资金来源	9
图 18 房屋销售面积、销售额数据	9
图 19 房屋新开工、施工、竣工数据	9
图 20 国房景气指数	9
图 21 基建投资增速数据	10
图 22 建筑业景气度及订单	10
图 23 制造业投资数据	10
图 24 目前制造业处于主动降库阶段	10
图 25 社会零售总额同比数据	11
图 26 汽车及地产相关消费数据	11
图 27 中国进出口数据：以美元计	12
图 28 中国制造业 PMI 进出口分项	12
图 29 美国工业生产数据	12
图 30 欧洲工业生产数据	12
图 31 欧美制造业产出数据	13
图 32 美国处于补库阶段	13
图 33 国内工业生产	13
图 34 制造业生产 PMI	13
图 35 能源产量	14
图 36 钢材水泥等建材开工率	14
图 37 化工品开工率	14
图 38 有色金属产量	14

1. 宏观：美联储降息靴子落地，国内风险偏好上升

1.1. 美国通胀温和上升，通胀上行风险仍存

目前美国通胀整体继续温和上升，美国 8 月 CPI 同比升 2.9%，预期升 2.9%，前值升 2.7%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.2%；核心 CPI 同比升 3.1%，预期升 3.1%，前值升 3.1%；核心 CPI 环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.3%。美国通胀温和回升。一方面，由于欧盟对俄罗斯发起第十九轮制裁，天然气供应受到一定的影响，以及需求短期较为稳定，天然气价格短期反弹。另一方面，OPEC+继续增产，全球经济增长受美国关税政策影响减弱以及地缘风险升温，原油价格短期持稳；但由于能源价格同比收窄，欧美能源通胀拖累整体有所下降。目前美国核心 CPI 由于房屋租金、服务业消费等核心 CPI 支撑维持较高水平，但整体回升且符合预期。在整体通胀 2.9% 中，能源和食品通胀共计贡献 0.4%，其中能源为 0%，上升 0.1%。核心通胀方面，房屋租金维持不变，对通胀贡献为 1.2%，服务消费贡献下降 0.1% 至 1.0%，二手车维持不变为 0.2%。短期随着美联储降息以及美国所谓对等关税政策落地导致美国进口商品价格对通胀的拉动作用预计将逐步显现，美国通胀上行风险仍存。

图 1 欧洲天然气和原油价格



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 2 美国 CPI 及分项构成



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 美国经济增长有所放缓，但仍具韧性

美国方面，经济景气方面，美国 9 月标普全球制造业 PMI 初值 52，预期 52，8 月终值 53；服务业 PMI 初值 53.9，预期 54，8 月终值 54.5；综合 PMI 初值 53.6，8 月终值 54.6。美国 8 月制造业 PMI 有所回落，服务业 PMI 小幅下降，美国经济增长有所放缓，但仍具韧性。就业方面，美国 8 月新增非农就业人数 2.2 万人，预期 7.5 万人，前值 7.9 万人；失业率 4.3%，预期 4.3%，前值 4.2%。美国就业市场明显放缓，失业率上升。平均时薪环比 0.3%，同比 3.7%。薪资增速有所放缓但依旧保持较高水平。数据表明，美国劳动力市场继续放缓。但就业--薪资--通胀螺旋上升循环依旧。消费方面，美国 9 月密歇根大学消费者信心指数录得 55.1，前值 58.2，8 月美国个人消费支出环比增长 0.6%，预期 0.5%，美国消费信心有所下降，但消费增速有所加快，基本符合市场预期。

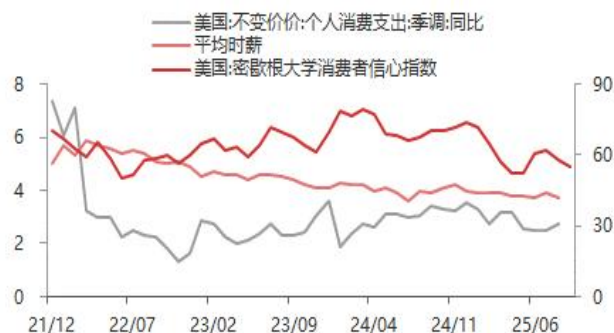
欧洲方面，欧元区 9 月制造业 PMI 初值 49.5，预期 50.7，8 月终值 50.7；服务业 PMI 初值 51.4，预期 50.5，8 月终值 50.5；综合 PMI 初值 51.2，预期 51.1，8 月终值 51；欧元区 9 月份 PMI 数据显示欧洲经济增速有所加快且好于市场预期。

图3 欧美经济景气情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图4 美国薪资和消费情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.3. 美联储降息 25BP，年内预期再降息 2 次

美联储方面，美联储9月议息会议同意将联邦基金利率目标区间维持在4.00%至4.25%之间，重启自去年12月以来暂停的降息步伐。利率方面，点阵图预计今年将再降息两次。一位官员预计年内将累计降息150个基点，一位官员（非票委）认为今年不应降息。2025、2026、2027年底联邦基金利率预期中值下调至3.6%、3.4%、3.1%。通胀方面，通胀近期有所上升，仍略微偏高。8月份整体PCE同比或上涨2.7%，核心PCE较去年同期上涨2.9%。通胀风险倾向上行。基准情景是关税对通胀的影响是短暂的。关税对核心PCE物价指数贡献0.3-0.4个百分点。经济方面，经济增速有所放缓，主要反映出消费者支出减速。关税转嫁至消费者的情况已经出现，但比预期的要小。劳动力市场面临下行风险。年度就业数据修订几乎完全符合预期，修订后的就业数据意味着劳动力市场不再稳固。

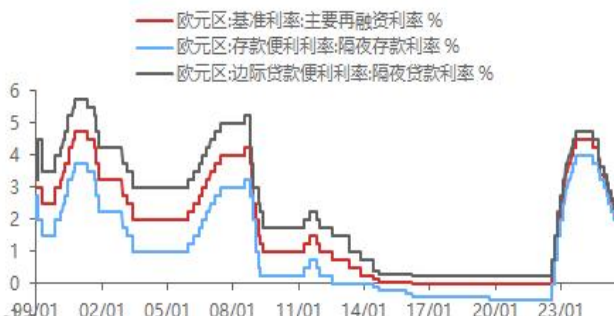
目前经济表现依然稳健，通胀温和上升，但利率的限制性以及关税影响导致就业市场放缓，美联储预计年内再降息2次；但是美联储主席鲍威尔在内的多位美联储官员释放风险管理式降息信号，表态略微偏鹰，缓解了短期快速降息的预期。短期美元指数和美债收益率反弹。

图5 美联储9月降息 25BP



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图6 欧央行9月维持利率不变



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

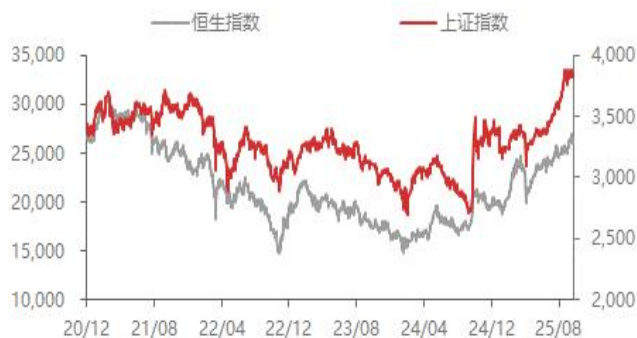
1.4. 国内政策支持力度加大，风险偏好整体升温

经济和政策方面，中国 8 月经济增长继续放缓；通胀持续低迷，但随着“反内卷”的推进以及国家在服务消费、民生等领域支出增强，国内通胀预期回升，企业利润改善，对经济和市场的支持作用增强。

汇率和股市方面，由于美国就业市场放缓，通胀温和上升，美联储降息 25BP，美元指数整体走弱；此外，由于人民币资产持续升值，人民币汇率短期整体升值。国内股市由于通胀预期上升、企业利润预期回升、外部风险不确定性降低以及资金的持续流入；指数整体进入震荡上行阶段。

展望 2025 年四季度，关注中美贸易谈判进展、国内增量政策出台以及实施落地情况，国内经济基本面是否符合市场预期，关注国内消费、投资、基建和房地产实际开工情况。

图 7 国内股市走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 8 人民币汇率走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外宏观方面，由于美国关税对经济影响的不确定性明显降低，美国经济增长明显加快，通胀温和上升，且由于美国就业市场放缓，美联储 9 月降息 25BP，年内预计再降息 2 次，美元短期整体走弱，全球风险偏好上升。短期由于欧美经济增长加快、商品需求继续改善，对能源、有色等国际大宗商品价格短期有一定的支撑，四季度继续关注美联储货币政策变化以及经济、通胀情况对市场的影响。国内宏观方面，中国 8 月经济增长继续放缓；通胀持续低迷，但随着“反内卷”的推进以及国家在服务消费、民生等领域支出增强，国内通胀预期回升，企业利润改善，对经济和市场的支持作用增强。由于美国就业市场放缓，通胀温和上升，美联储降息 25BP，美元指数整体走弱；此外，由于人民币资产持续升值，人民币汇率短期整体升值。国内股市由于通胀预期上升、企业利润预期回升、外部风险不确定性降低以及资金的持续流入；指数整体进入震荡上行阶段。展望四季度，关注中美贸易谈判进展、国内增量政策出台以及实施落地情况，国内经济基本面是否符合市场预期，关注国内消费、投资、基建和房地产实际开工情况。

2. 需求：欧美商品需求放缓，国内需求仍旧偏弱

2.1. 海外商品需求回升

海外商品需求增速有所放缓。制造业方面，美国 9 月制造业 PMI 52%，前值 53.3，较上月下降 1.3%；欧元区制造业 PMI 49.5%，较上月下降 1%；欧美制造业景气整体有所回落，商品需求增速有所放缓；欧美 9 月制造业新订单需求也有所放缓；但关税的不确定性降低的情况下，短期补库动力减弱。房地产方面，9 月美国房贷利率处于整体高位小幅回落，9 月美国住房市场指数为 32，前值 32，房地产景气度整体持平；新屋和成屋销售有所回暖，但对经济的拖累作用仍存。汽车方面，汽车贷款利率有所回落，汽车销售有所加快。

消费方面，美国 2024 年 7 月个人消费支出同比 4.7%，环比 0.5%。其中，耐用品环比 1.9%，同比 4.4%；非耐用品环比 0.1%，同比 2.9%。7 月零售环比 0.5%，增速回落 0.1%，低于预期。美国消费支出短期有所加快，符合市场预期，其中商品和服务消费均有所加快。

图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI



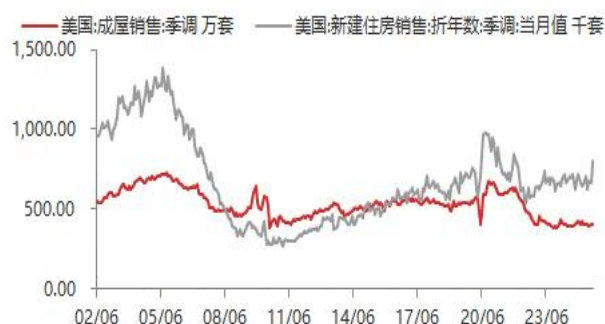
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 10 美国制造业及商品订单



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 11 美国房屋销售情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 12 美国房地产市场景气度



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 13 美国就业数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 14 美国个人商品消费支出

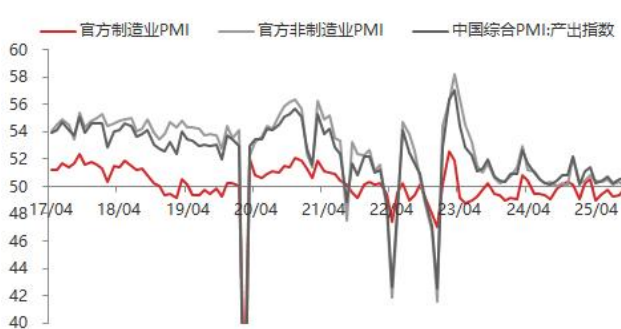


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2. 2. 国内商品需求仍旧偏弱

中国 9 月份制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 49.8%、50%和 50.6%，比上月上升 0.2、下降 0.3 和上升 0.1 个百分点，三大指数整体有所回升且高于临界点，我国经济总体产出保持扩张。制造业 PMI 小幅回升，商品需求略有加快但仍旧偏弱。从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车有所分化，其中 1-8 月固定资产投资累计同比 0.5%，增速回落 1.1 个百分点；消费同比增长 4.6%，较 7 月下降 0.2 个百分点；1-8 月进出口同比 2.5%，较 7 月上升 0.1 个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，制造业和基建投资增速继续放缓，房地产投资修复偏慢；外贸出口短期由于抢转口高于预期；消费有所放缓，消费以及净出口对国内经济的拉动作用仍旧较强。

图 15 国内经济景气程度



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 16 经济增长驱动力



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2. 2. 1. 房地产市场持续疲弱

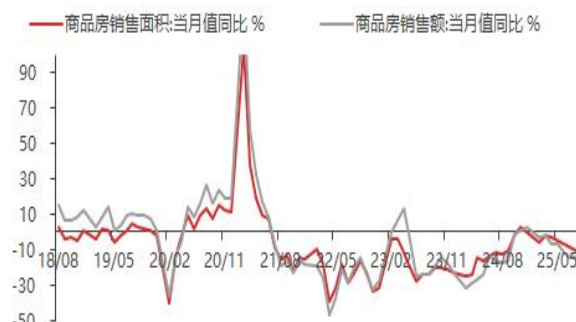
8 月商品房销售面积同比增长-11%，降幅较前值扩大 2.6 个百分点，商品房销售额同比增长-14.8%，降幅较前值扩大 0.7 个百分点，主要由于去年“5.17 地产新政”形成的高基数效应所致以及地产政策刺激效果减弱所致。房地产开发资金来源方面，8 月房地产开发资金来源当月同比增长-12.5%，降幅缩窄 2.8%，资金来源压力仍旧较大；房地产开发投资同比增长-19.9%，降幅较上月扩大 2.9%。投资由于需要严控增量、整体仍旧偏弱。8 月房地产新开工面积同比增长-19.8%，降幅较前值扩大 4.6 个百分点；施工面积累计同比增长-9.3%，

降幅扩大 0.1 个百分点；竣工面积同比增长-21.2%，降幅较前值缩窄 8.2 个百分点。新开工、施工端和竣工受房企资金问题仍旧较重和企业拿地情况不佳以及严控增量政策等原因整体仍然偏弱。整体来看，8 月国房景气指数下降 0.28 至 93.05，房地产景气度小幅回落。

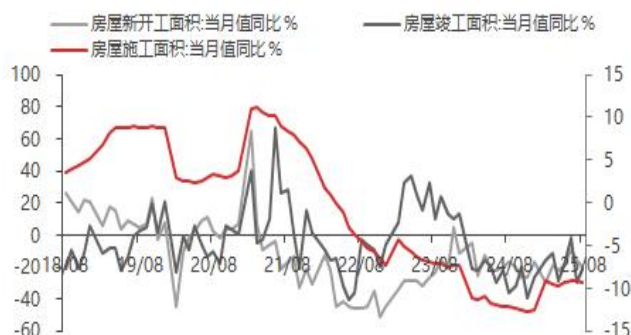
目前由于美国关税原因导致居民信心下降以及前期存量政策刺激效果边际减弱，房地产市场销售端有所放缓，房地产资金来源有所恶化，房地产投资由于需要严控增量、整体仍旧偏弱；房地产施工和竣工由于严控增量政策有所修复但仍旧较弱。

图 17 房地产投资及资金来源


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 18 房屋销售面积、销售额数据


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 19 房屋新开工、施工、竣工数据


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 20 国房景气指数


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.2. 基建投资大幅放缓，四季度关注财政支出情况

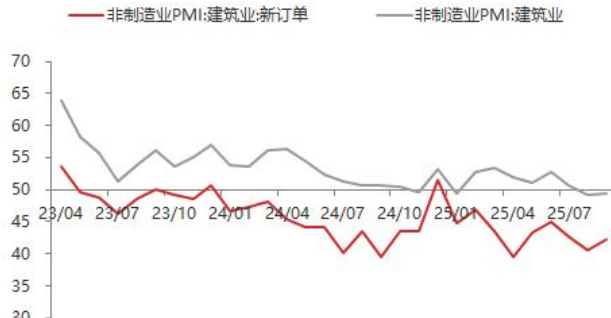
8 月基建投资当月同比-5.9%，前值-5.1%，降幅较前值扩大 0.8%，基建投资增速继续放缓。虽然专项债发行速度加快，但由于高温和多雨天气影响以及资金到位情况不佳，基建投资增速继续回落。政策方面，四季度在美国对中国加征关税以及美国补库减弱的情况下，预期外需会受到一定的影响。政策方面，国内政府支出力度在外需放缓的情况下会加强、基建对冲力度可能加强。而且财政支出的重点领域在于设备更新、消费品以旧换新以及民生方面，相关领域财政支出将进一步增大，对国内经济的托底作用进一步增强。后期关注财政支出力度以及增量政策出台情况，房市恢复和土地成交情况以及基建资金到位情况。

图 21 基建投资增速数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 22 建筑业景气度及订单



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.3. 制造业投资增速继续回落

8月制造业投资当月同比-1.3%，前值-0.3%，降幅较前值扩大1%，由于去年基数效应较高以及国内反内卷而整体大幅放缓。目前国家大力发展投资高科技行业，高科技行业整体维持高景气水平，专用设备、汽车业、计算机、通信等高技术产业投资依旧保持较高增速；而且大规模设备更新政策继续落地显效，制造业投资支撑较强。其中，存货投资方面，8月工业企业产成品存货同比2.3%，较上月回落0.7%，连续第五个月回落。制造业进入主动降库阶段。资本开支投资方面，1-8月工业企业利润同比增长0.9%，当月同比增长20.4%，利润继续回升，未来资本开支意愿有所上升。

未来一方面随着国家的“反内卷”且推动落后产能有序退出，制造业企业利润有望逐步筑底回暖以及大规模设备更新政策继续施行落地，未来企业资本开支意愿可能上升，对制造业投资有一定的支撑；另一方面，目前由于下半年美国补库需求可能放缓，短期制造业投资动力有所减弱。

图 23 制造业投资数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 24 目前制造业处于主动降库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

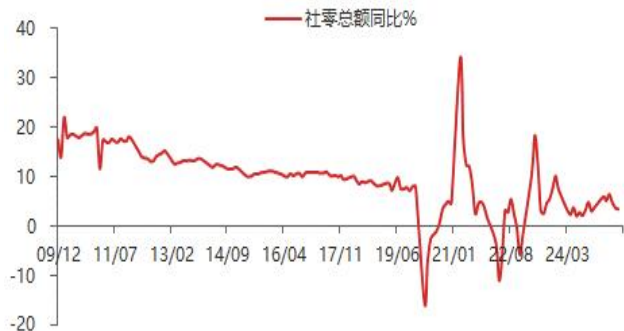
2.3. 国内消费增速同比回落且低于市场预期

8月份，社会消费品零售总额同比增长3.4%，预期3.9%，前值3.7%，较前值下降0.3个百分点且低于预期，主要由于消费者以旧换新补贴力度有所放缓。

目前消费品以旧换新政策效果有所减弱，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 14.3%、18.6%、0.8%、16.9%，增速有所回落，但服务消费有所回升。

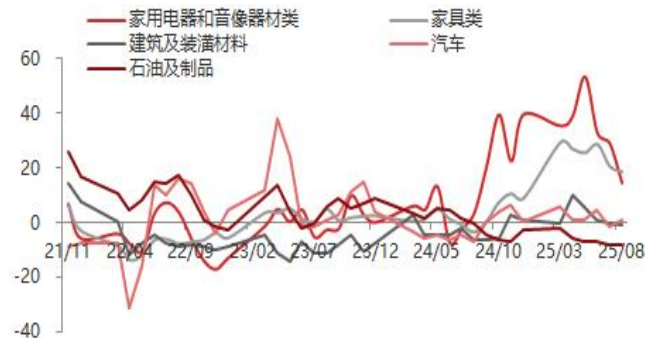
目前来看，短期消费品以旧换新政策效果减弱，但服务消费刺激力度有所增速，体育娱乐类消费继续回升；后期随着国内消费刺激政策继续落地显效以及居民财富效应的回升，国内消费将有所回暖。

图 25 社会零售总额同比数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 26 汽车及地产相关消费数据



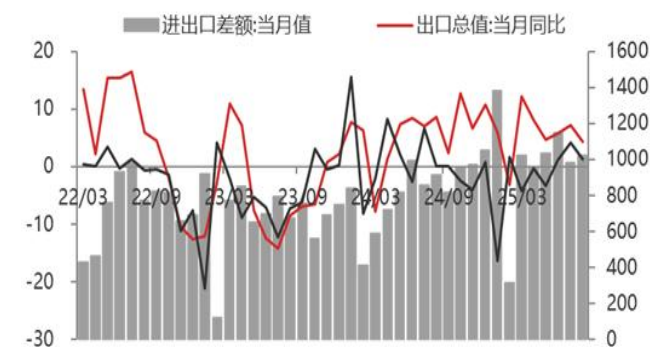
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.4. 外需保持韧性

中国 8 月进出口总额同比增长 3.1%，出口（以美元计）同比增长 4.4%，前值 7.2%；进口增 1.3%，前值 4.1%；贸易顺差 1023.29 亿美元，同比增长 11.77%，前值 982.45 亿美元。进出口订单方面，9 月新出口订单指数和进口指数分别为 47.8%和 48.1%，分别比上月上升 0.6%和 0.1%，表明目前外需由于外部需求回升，整体有所加快；内需由于受外部冲击影响减弱以及内需政策刺激加码，进口需求有所回升。

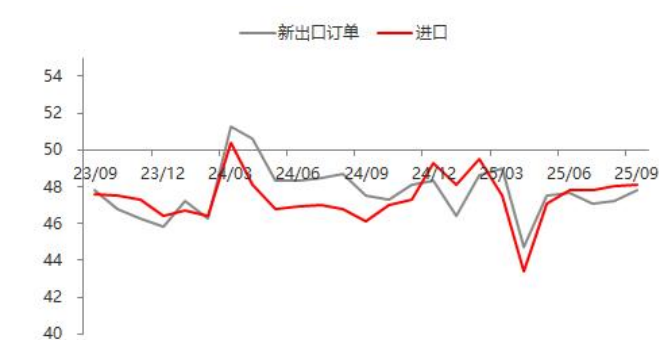
目前商品外需整体回升但转口和进口整体有所放缓、内需整体偏弱的局势导致国内顺差持续较大。未来随着海外需求回升，这从 7 月和 8 月欧美制造业 PMI 数据可以预期，预计出口将受到一定的支撑；而且对东盟及一带一路沿线国家转口出口增长以及新出口增长动能对国内整体出口仍有一定的支撑；需要持续关注中美贸易谈判进展对中国出口的影响。进口由于国内内需刺激政策逐步出台，需求预期有所提升；但是短期国内进入需求淡季，商品需求短期偏弱，预计进口增速继续维持低位，短期净出口对经济的拉动仍有一定的支撑。

图 27 中国进出口数据：以美元计



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 28 中国制造业 PMI 进出口分项



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，外需方面，海外经济增速整体有所放缓，由于美国关税对经济影响的不确定性明显降低，欧美制造业景气及商品需求整体有所放缓，商品消费增速整体有所放缓；但是欧美以及中国财政支出预期明显增强，外需短期预期继续回暖，外需对大宗商品需求有一定的支撑。内需方面，制造业投资需求继续放缓，基建需求继续放慢；房地产投资持续偏弱，投资需求整体继续放缓；短期对螺纹热卷等黑色金属，铝、锌、铜等有色金属、以及甲醇等部分化工商品价格的支撑减弱。对商品价格影响方面，当前国外商品需求因关税的不确定性降低而整体有所放缓，但需求韧性仍存，对外需型大宗商品仍有支撑，铜等有色金属以及原油等商品价格受到一定的支撑。国内商品需求仍旧偏弱，且由于美国关税缓解，政策支持力度短期减弱，需求短期继续下降，短期对黑色等内需型商品价格支撑减弱，中期关注四季度增量政策情况、继续关注中美贸易谈判进展、房地产政策效果和实际需求情况。

3. 供给：欧美供应增速放缓，国内供应整体回升

3.1. 国外商品供应增速有所放缓

工业生产方面，2024 年 8 月美国原材料、采矿业、制造业生产有所加快，产能利用率上升；但仍然不及需求增速。欧洲工业生产由于商品需求回暖而整体改善。9 月随着关税的不确定性降低，欧美工业生产整体有所放缓。

库存方面，美国商品需求因关税谈判进展良好而补库放缓，美国原材料和制造业补库动力减弱，对外需型商品价格支撑有所减弱。

图 29 美国工业生产数据



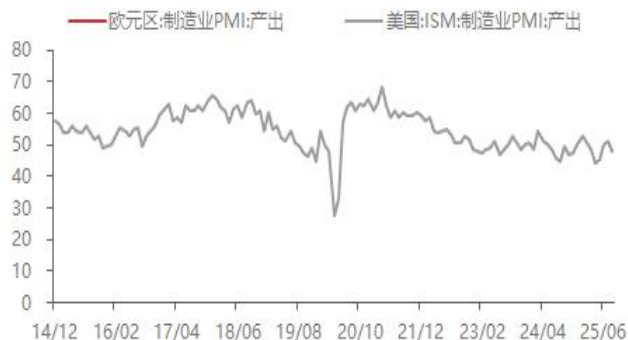
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 30 欧洲工业生产数据



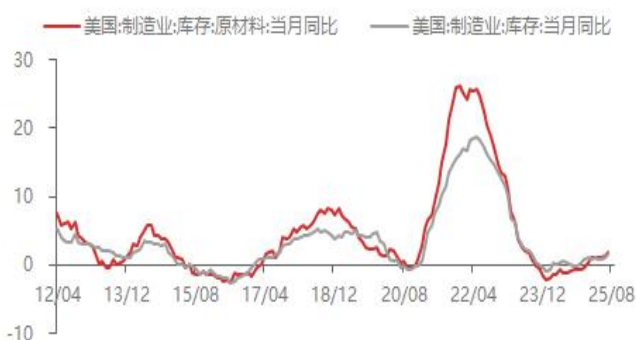
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 31 欧美制造业产出数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 32 美国处于补库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.2. 工业生产增速有所下降

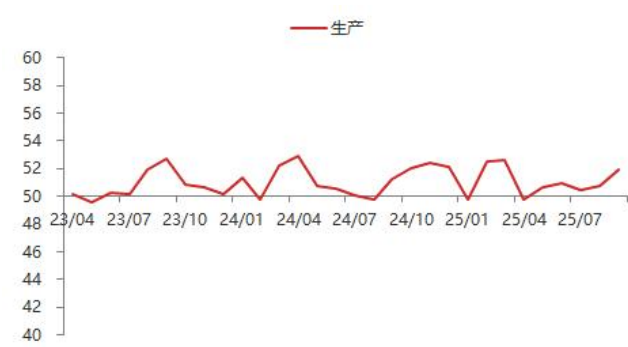
工业生产方面,8月份,全国规模以上工业增加值同比增长5.2%,预期5.7%,前值5.7%,较前值下降0.5个百分点,低于市场预期;主要由于外需仍旧较强,但国内反内卷以及环保限产,工业企业开工率有所回落,工业生产增速小幅下降但整体保持较高增速。分三大门类看,8月份,采矿业增加值同比增长5.1%,制造业增长5.7%,电力、热力、燃气及水生产和供应业增长2.4%。由于季节性需求回升,煤炭等采矿业生产保持较高增速;制造业由于国外需求仍旧较强以及抢出口效应,制造业等工业生产增速有所回落但仍旧较高;汽车制造业,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业,以及电气机械和器材制造业同比录得8.4%、12%和9.8%的大幅增长。四季度随着美国补库需求逐步减弱,国内工业生产增速整体可能有所回落但有望整体保持较高增速。9月制造业生产PMI 51.9%,较前值上升1.1%,制造业生产短期大幅回升;9月随着国内外需求整体回升,但国内“反内卷”,工厂开工率整体下降,目前国内生产整体有所放缓。

图 33 国内工业生产



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 34 制造业生产 PMI



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.3. 各行业开工整体上升

能源方面,8月原煤产量同比-3.2%,降幅较上月收窄0.6%;发电量同比1.6%,较上月下降1.5%。建材方面,8月钢材产量同比9.7%,上升3.3%;水泥-6.2%,降幅扩大0.6%;沥青17%,上升5.4%。9月全国高炉、沥青开工率上升,供应整体小幅回升。化工方面,8月液化石油气-0.8%,较上月缩窄0.9%;塑料制品-4.1%,下降5.8%;9月PTA、聚酯、

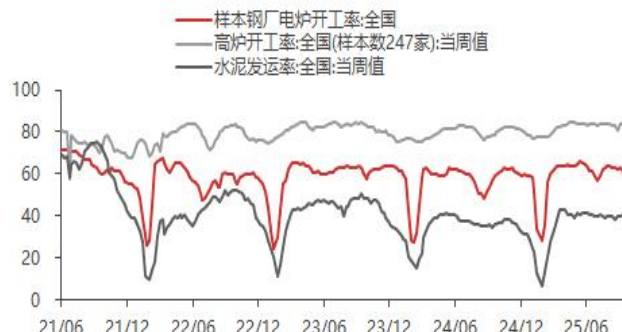
甲醇、纯碱开工率有所上升；尿素、PE 开工率有所下降。有色方面，8 月十种有色金属同比 3.8%，上升 1.6%；铜材 9.8%，上升 1.5%。有色产量增速有所上升。国内供给方面，9 月建材、钢材、有色、化工开工率整体上升，供给整体有所回升。

图 35 能源产量



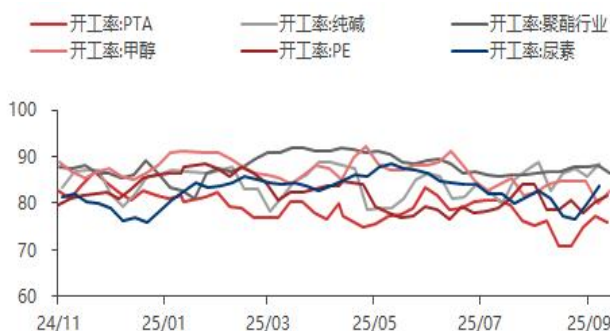
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 36 钢材水泥等建材开工率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 37 化工品开工率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 38 有色金属产量



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外供给方面，随着欧洲对俄罗斯实施第十九轮制裁，欧洲天然气供应受到影响加强，天然气价格短期有所回升；欧洲虽然工业生产由于能源成本较高、但需求回升加快，工业生产继续回升。美国需求由于关税影响减弱，订单放缓，工业生产整体有所放缓。国内供给方面，由于逐步进入传统消费旺季，需求预期回升，9 月建材、钢材、有色、化工开工率整体上升，供给整体有所回升，但由于需求仍旧偏弱，供应整体较为充裕。但是“反内卷”持续深入导致大宗商品价格仍有一定的支撑。对商品价格影响方面，能源方面，随着欧洲对俄罗斯实施第十九轮制裁，天然气供应受到影响加强，以及需求预期提升，天然气价格短期有所上涨；原油方面，OPEC+继续增产，但美元偏弱、欧美需求整体回升以及地缘风险上升，对原油价格支撑增强、价格整体维持震荡运行。有色，美元短期偏弱，供应端扰动，欧美需求回升，有色商品价格整体震荡偏强运行。建筑材料，短期需求仍旧偏弱，但反内卷持续深入，价格短期有所反弹。化工，海外需求回升，而国内需求仍旧偏弱；国内开工率有所回升，生产有所加快，整体震荡运行。

4. 2025 年四季度大类资产及商品策略

4.1. 2025 年四季度大类资产及商品板块策略

美国经济增长有所放缓，通胀温和上升，美联储降息 25BP，预期年内再降息 2 次，美元整体偏弱。国内经济增长放缓，外部冲击减缓，国内实际需求整体偏弱。关注国内增量政策出台、存量政策落地情况、国内消费、投资、国内基建和房地产实际开工情况以及中美贸易谈判进展。

因此，股市方面，外部冲击缓和，但国内政策支持预期增强以及资金流入，股市短期震荡偏强；债市方面，外部风险缓和、股市走强，央行货币政策“以我为主”，国内债券价格震荡回落；汇率方面，美元偏弱，中美贸易有所缓和，人民币整体升值。大宗商品板块策略方面，美元偏弱，欧美商品补库需求回升但国内需求偏弱，商品价格呈震荡走势。其中，能源板块，国内外需求预期持稳、OPEC+预期增产，但地缘风险上升，油价短期震荡；有色板块，美元偏弱，供应端扰动，欧美补库需求回升但国内需求偏弱，有色短期震荡偏强；贵金属板块，美元短期偏弱，地缘因素增加避险需求，贵金属短期高位偏强震荡。黑色板块，需求回升但仍偏弱、供给上升、库存高位，黑色短期震荡。

4. 2. 2025 年四季度具体品种策略

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	宏观预期支撑 VS 需求偏弱，10 月钢材市场或区间震荡	1. 钢厂利润虽有一定压缩，但不足以触发主动减产。 2. 采暖季之后，北方地区或有政策性限产可能，且限产预计以铁水端为主。 3. 10 月份宏观预期依然偏强。	需求走弱超预期，宏观政策未有加码	单边策略：螺纹、热卷以区间震荡思路对待
铁矿石	短期偏强，但仍有负反馈风险	1. 钢厂利润持续压缩，虽 10 月触发主动减产概率不大；但之后一旦钢厂进入亏损状态，11 月或有主动限产可能。 2. 力拓和 FMG 上调 2026 财年产量目标，西芒杜铁矿投产预计正常，四季度铁矿石供应大概率回升。	铁水日产量持续维持高位	单边：铁矿石短期偏强，中期价格重心继续下移，820-830 附近面临较大压力
原油	短期持稳，长期压力仍在	1 现货短期企稳，海外炼厂利润仍偏高。 2 欧柴仍较强，原油成品油库存仍偏低。 3 俄罗斯供应风险仍在，中东及南美地缘风险存续。	地缘风险兑现，宏观数据超预期	适当双买期权
PTA	短期压力仍存，关注原油成本支撑	1 加工费仍偏低，后期减停工风险仍在。 2 终端开工持续超预期低迷，下游开工存走低风险。	终端订单进一步走低，原油价格大幅波动	逢高偏空
乙二醇	短期上行驱动有限，维持震荡	1 终端开工大幅低于往年水平，存负反馈空间。 2 新投产预期仍在，后期供应压力仍然存在。	反内卷对投产装置造成影响，原料端原油和煤价出现较大波动	逢低偏多
甲醇	震荡偏强	1. 供应端预计将逐步恢复，但需关注冬季限气政策可能带来的制约；进口量受国际装置运行状况影响，预期出现收紧态势。	进口，MTO 装置。宏观、原油、地缘政治，政策风	价格预计先弱后强，逢低布局多单

		2. 需求端新增大型 MTO 装置计划投产, 将带来新的需求增长点。 3. 在进口减少与新增需求的共同作用下, 港口库存压力预计将逐步缓解。 4. 冬季用煤旺季将继续为甲醇价格提供底部支撑。	险等。	
聚烯烃	震荡偏弱	1. 原油价格偏弱, 聚烯烃成本略有下移。 2. 四季度新产能投放以及检修过后供应恢复, 整体偏宽松。 3. 聚烯烃季节性需求旺季过后库存压力预计逐渐增加。 4. 价格偏弱背景下挤压 MTO 利润。	装置、进出口。原油、宏观、地缘政治, 政策等	关注 01 合约反弹偏空机会。关注 PP-3MA 价差缩小机会
铜	高位震荡	1. 全球第二大铜矿一个项目停产, 影响 27 万吨, 加剧铜精矿偏紧态势。 2. 上半年铜旺盛需求能否持续等待考验, 光伏抢装结束, 以旧换新政策透支后期需求, 需求存在边际回落风险。 3. 美国对铜加征关税靴子落地, 美国铜库存高企, 透支后期进口需求, 非美地区供给增加。	铜矿紧缺程度超预期、美国经济走弱超预期	高位震荡, 上方关注 85000 一线压力, 下方支撑 78000 至 80000。
铝	区间震荡	1. 供应刚性, 产量维持高位, 云南扰动减少, 由于俄铝长单, 进口维持高位。 2. 海外铝冶炼厂复产预期。 3. 抢出口效应消退, 以及以旧换新政策透支未来需求, 需求边际转弱。 4. 铝社库去库不及预期, 四季度即使去库, 速度和幅度均偏低。	需求超预期、供应下降超预期	关注沪铝加权合约 21000 元/吨一线阻力
锡	震荡偏弱	1. 缅甸佤邦已经复产, 后期关注复产进度, 11 月后大量产出, 矿端逐渐转松。 2. 云南检修冶炼企业复产, 开工率回升。 3. 需求不佳, 锡焊料开工率处于低位, 光伏抢装结束, 8 月装机同比下降 55% 左右, 连续 3 个月同比大幅下降。	缅甸佤邦锡矿复产进度不及预期	预计短期震荡, 上方承压
工业硅	震荡偏强	1. 供给环比增加, 工业硅 9 月产量预计约 40 万吨。 2. 需求平稳, 下游有机硅行业开工率超过 70%; 铝合金需求相对平稳; 多晶硅开工率提升。 3. 库存高位平稳, 供应旺季暂未更进一步累库。	反内卷政策风险、宏观转冷风险	潜在政策驱动及成本支撑, 价格重心缓慢抬升, 逢低介入
多晶硅	高位震荡	1. 9 月多晶硅产量约 13 万吨, 10 月排产预计将下行。复投料现货价格 51500 元/吨。 2. 下游硅片和电池片价格小幅上涨, 组件集采价格达到 0.7 元/瓦以上, 但市场主流成交价反而小幅下滑。四季度光伏终端需求不乐观。 3. 最新库存约 27 万吨, 库存高位维持, 或转为累库。	反内卷政策风险、宏观风险	关注现货价格支撑, 等待政策驱动, 逢低介入
碳酸锂	震荡偏强	1. 9 月国内碳酸锂产量环比小幅增长, 约 8.7 万吨; 南美进口量预计增加。 2. 下游新能源汽车进入消费旺季, 锂盐下游持续补库; 储能方面, 海外储能需求爆发, 国内储能需求回	宏观风险、供给端扰动	下方有支撑, 等待驱动, 逢低布多

		升。 3. 碳酸锂社会库存约 13.7 万吨，缓慢去库。		
股指	偏强震荡	1. 美联储进入降息周期，国内流动性充裕。 2. 国内政策刺激力度和预期增强。 3. 人民币汇率持续升值。 4. 宏观向上驱动增强，市场进入震荡偏强阶段，波动或将有所加大。	稳增长政策不及预期，流动性收紧超预期，地缘关系恶化超预期。	谨慎做多
豆菜粕	多	4. 四季度油厂到港大豆收缩趋势不变，大豆及豆粕或维持去年同期去库斜率，且进口成本支撑相对稳定。 5. 随着豆粕成本驱动估值修复行情条件成熟，如果美豆后市行情稳中偏强，豆粕反弹行情可期。 6. 菜粕方面，进口菜粕受季节性冲击明显收缩，且国内菜籽库存见底，在澳菜籽补充进口到港之前，菜粕供需双弱，豆粕主导其主要行情。	注意中加、中美贸易关系发展，以及南通产区天气变化	M2601 逢低买入
油脂	区间震荡	1. 国内豆油高库存压力或缓解，但依然处于同期高位，供需或相对宽松，成本支撑稳定。 2. 四季度菜籽及菜油进口供应不足，在葵籽进口补充压榨及俄罗斯菜油出口季节性恢复之前，菜油高库存持续去化，价格易涨难跌。 3. 棕榈油，四季度产区处于减产周期，供需双弱，但产区库存持续偏低、挺价意愿强，且产地出口政策及美豆油相关生柴政策主导风险买盘也持续存在。 4. 整体看，油脂大局稳定，延续趋势性回调风险不高，区间震荡行情为主。	关注主贸易国家进出口相关政策动向	OI2601 逢低买入
生猪	空	1. 生猪供需过剩，猪价承压。现养殖端亏损程度不深，且亏损时间较短，主动去产能的现象并不明显，但去存栏较普遍。 2. 后期随着亏损加剧，且待冬至前后消费高峰旺季来临，预计二育补栏及养殖企业挺价心态将增加，猪价或才能有企稳反弹行情。	关注猪肉收储以及生猪产能调控政策	区间操作
玉米	区间震荡	1. 玉米旧作库存低，新季玉米开称价格高、盈利预期强，上市行情依然稳定。 2. 现阶段贸易商存粮主要关注 10 月中旬至 11 月集中上市期，市场普遍仍有价格季节性下行预期。 3. 期货端，主力对现货贴水幅度深，季节性利空预期充分，支撑强。	关注国储收购动态	C2601 逢低买入

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，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，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68756925

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn