

期货研究报告

金融研究

宏观月报

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

新一轮托底政策来临

报告日期：

2025 年 9 月 30 日

报告内容摘要：

◆**国内：**经济基本面偏冷，为完成经济增速目标，四季度政策仍需发力。当前 5000 亿新型政策性金融工具已官宣，其资金来源可以是央行，也可以是提高信贷额度或是直接给予发债额度。后续债务空间限额仍有一定概率释放。“反内卷”政策已在 PPI 和工业企业利润层面上体现出效果。但当前数据的回升也一定程度归功于去年的低基数，后续回升之路依然曲折。

◆**国外：**9 月美联储的降息操作可定性为预防性降息。明年美联储与市场之间有着明显的分歧。假如美联储依然是数据路径依赖的话，那么根据我们的判断，应是市场的定价出了问题。但由于美联储主席换届在即，特朗普任命下的新联储主席可能改变决策方法，因此暂时不好评判。9 月美联储独立性之争仍在持续，预计 10 月将继续保持。11 月美国最高法院将开始审议部分关税合法性问题，该事件可能在 10 月末或者 11 月初引起市场关注。此外，美国政府 10 月 1 日面临关门风险。但是否最终关门仍存变数。假如美国政府真的关门，此举恐影响经济数据发布，包括周五的非农。美国政府关门对于经济整体来说只是影响节奏，即影响关门当季 GDP 环比增速，提振下一季度环比增速。

◆大类资产走势展望

股	整体震荡为主，操作上逢低多
债	情绪偏弱
汇	区间震荡
黄金	操作上以多为主

◆**风险提示：**美国经济超预期走强 国内政策超预期

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

目录

一、 国内：新一轮托底政策来临.....	3
(一) 稳增长政策预期再起	3
(二) “反内卷”政策是否已起效?	4
二、 国外：明年美联储与市场存在明显分歧.....	4
三、 大类资产走势展望	6
(一) 股：整体震荡为主，操作上逢低多	6
(二) 债：情绪偏弱	6
(三) 人民币汇率保持震荡	7
(四) 黄金：操作上以偏多为主	8

表目录

表 1: GDP 环比增速变化（红色部分为预估）	3
表 2: 国债和地方债限额（万元）	3
表 3: 美联储 9 月 SEP	5
表 4: 联邦基金利率期货预示的降息预期	5

图目录

图 1: PPI 同比增速回升（%）	4
图 2: 工业企业利润同比增速暴涨（%）	4
图 3: PPI 环比增速季节性走势（%）	4
图 4: 工业企业营收利润率季节性走势（%）	4
图 5: 成长股表现更加强势	6
图 6: 9 月利率曲线呈现熊陡	7
图 7: 人民币汇率跟随美元指数	8
图 8: 央行操作再度回归中性	8

一、国内：新一轮托底政策来临

(一)稳增长政策预期再起

8 月经济数据普遍偏冷，消费继续走弱，生产低迷，投资承压。当前各大机构预期三季度 GDP 经济增速在 4.8% 左右，假如我们按照 4.8% 进行测算的话，预计四季度环比增速将要达到 9.94%。这个增速要求是偏高的。22-24 年，每年四季度都有政策的情况下，平均环比增速也只是 9.47%，因此，我们预计新的稳增长政策有必要出台。

表 1: GDP 环比增速变化（红色部分为预估）

	Q4	Q3	Q2	Q1
2025 年	9.94	5.48	5.50	-14.48
2024 年	10.12	5.91	5.69	-14.52
2023 年	9.30	5.98	6.31	-14.45
2022 年	8.99	7.48	4.53	-15.84
2021 年	9.95	4.22	8.73	-6.40
2020 年	10.35	6.18	22.40	-25.73
2019 年	8.70	4.39	10.63	-15.64
2018 年	8.77	4.49	10.98	-15.53
2017 年	8.91	4.71	11.02	-15.65

资料来源: Wind 信达期货研究所

未来稳增长政策可能从哪些方面入手？我们倾向于两个。第一，债务限额。22-24 年，我国不断利用债务限额空间为财政发力腾挪空间。今年地方政府拖欠账款问题较为突出，专项债用于还债的比例高于年前规划的 8000 亿。有必要的話，其实可以继续再在债务限额空间里做文章，譬如把明年的 2 万亿化债额度部分挪至今年。

第二，借助政策性银行，实现经济调控目标。市场预期的有 5000 亿新型政策性金融工具。目前发改委已官宣，并称将全部用于补充项目资本金，支持民营企业等深度参与“人工智能+”行动。新型政策性金融工具极有可能通过给政策性银行融资实现功能发挥。其资金来源可以是央行，也可以是提高信贷额度或是直接给予发债额度。

表 2: 国债和地方债限额（万元）

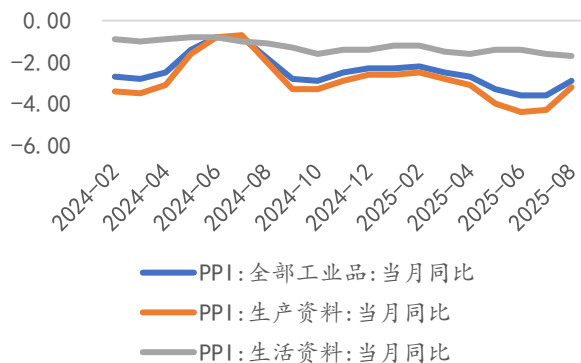
	国债余额	国债限额	国债限额空间	地方债余额	地方债限额	地方债限额空间	全部限额空间	国债新增限额	地方债新增债务限额
2016 年	12.01	12.59			17.19				
2017 年	13.48	14.14	0.66	16.47	18.82	2.35	3.01	1.55	1.63
2018 年	14.96	15.69	0.73	18.39	21.00	2.61	3.34	1.55	2.18
2019 年	16.80	17.52	0.72	21.31	24.08	2.77	3.49	1.83	3.08
2020 年	20.89	21.30	0.41	25.66	28.81	3.15	3.56	3.78	4.73
2021 年	23.27	24.05	0.78	30.47	33.28	2.81	3.59	2.75	4.47
2022 年	25.87	26.70	0.83	35.06	37.65	2.59	3.42	2.65	4.37
2023 年	30.03	30.86	0.83	40.74	42.17	1.43	2.26	4.16	4.52
2024 年	34.57	35.20	0.63	47.54	52.79	5.25	5.88	4.34	10.62

资料来源: Wind 信达期货研究所

(二) “反内卷”政策是否已起效？

七八月经济回踩，消费、投资、工业生产等数据普遍偏冷。“反内卷”政策并未提振三驾马车，但对 PPI 以及工业企业利润产生了一定影响。8 月 PPI 同比增速从 7 月的-3.6%提升至-2.9%。8 月工业企业利润同比增速从 7 月-1.5%暴涨至 20.4%。

图 1: PPI 同比增速回升 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 2: 工业企业利润同比增速暴涨 (%)

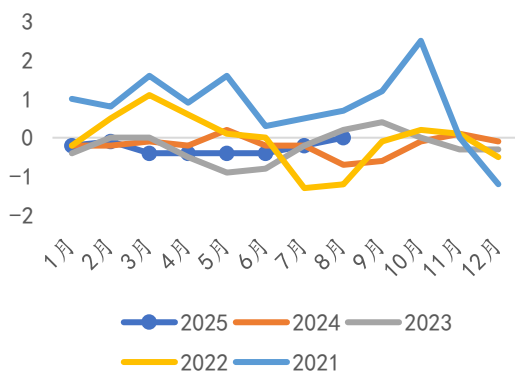


资料来源: Wind 信达期货研究所

剔除“反内卷”后，PPI 与工业企业利润同比增速双双回升的原因，还有去年的低基数。譬如 7、8 月是经济的至暗时刻，PPI 环比增速持续走弱，特别是 8 月份，环比下降 0.7%。只要 8 月份经济下行速度不要过于夸张，PPI 同比增速本就可以回升。

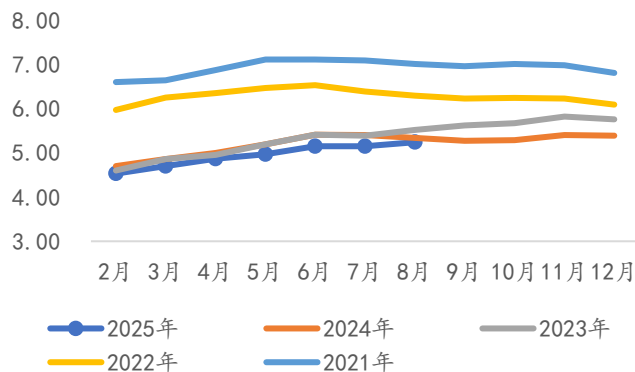
同理，工业企业利润同比增速可以拆分成三块，量（工业增加值）、价（PPI），以及营收利润率。8 月，量减价升，营收利润率回升。除去 PPI 对工业企业利润的正向作用外，营收利润率同比增速的回升也功不可没。营收利润率同比增速的回升一方面是“反内卷”政策的效果体现，另一方面也是由去年低基数造成的。

图 3: PPI 环比增速季节性走势 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 4: 工业企业营收利润率季节性走势 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

“反内卷”政策刚出台时，市场较为振奋，效果较好，但随着时间的推移，向下游转移成本的能力越来越受到经济本身的考验。7、8 月应属于初期，后期能否持续提振，仍需要观察。我们倾向于这一进程发生的速度会比较慢。

二、国外：明年美联储与市场存在明显分歧

9 月美联储降息如期落地，鲍威尔延续杰克逊霍尔会议时的风格，更加注重下行风险。但从点阵图上可以看到美联储对未来美国经济的表现其实比 6 月更加乐观了，因此可以看成类似 2019 年时的一次预防性降息。

表 3：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		
Memor: 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

根据 2019 年的经验，即使是预防式降息，美联储也可以连续 3 次下调联邦基金目标利率。因此当前市场预期年内 2 次降息不算夸张，在相对合理范围内。只是明年美联储与市场之间有着明显的分歧。按照 SEP 所示，明年末联邦基金目标利率在 3.4%，但市场预期明年末联邦基金目标利率将降至 3.06%。

假如美联储依然是数据路径依赖的话，那么根据我们的判断，应是市场的定价出了问题。但由于美联储主席换届在即，特朗普任命下的新联储主席可能改变决策方法，贝森特曾发文明确提出要改革美联储，所以一切还存变数。我们关注的就是年底前新的美联储提名人选是谁，他将怎样做决策。

表 4：联邦基金利率期货预示的降息预期

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
10/29/2025	-0.893	-89.3%	-0.223	3.873	0.250
12/10/2025	-1.658	-76.6%	-0.415	3.681	0.250
01/28/2026	-2.033	-37.4%	-0.508	3.588	0.250
03/18/2026	-2.464	-43.1%	-0.616	3.480	0.250
04/29/2026	-2.673	-20.9%	-0.668	3.427	0.250
06/17/2026	-3.230	-55.8%	-0.808	3.288	0.250
07/29/2026	-3.523	-29.2%	-0.881	3.215	0.250
09/16/2026	-3.852	-32.9%	-0.963	3.133	0.250
10/28/2026	-3.993	-14.1%	-0.998	3.097	0.250
12/09/2026	-4.132	-14.0%	-1.033	3.063	0.250
01/27/2027	-4.203	-7.0%	-1.051	3.045	0.250
03/17/2027	-4.389	-18.6%	-1.097	2.998	0.250
04/28/2027	-4.203	+18.6%	-1.051	3.045	0.250
06/09/2027	-3.997	+20.6%	-0.999	3.096	0.250
07/28/2027	-3.723	+27.4%	-0.931	3.165	0.250
09/15/2027	-3.719	+0.4%	-0.930	3.166	0.250
10/27/2027	-3.623	+9.6%	-0.906	3.190	0.250
12/08/2027	-3.680	-5.7%	-0.920	3.176	0.250
01/26/2028	-3.423	+25.7%	-0.856	3.240	0.250

资料来源：Bloomberg 信达期货研究所

9 月美联储独立性之争仍在持续。预计 10 月将继续保持。11 月美国最高法院将开始审议部分关税合法性问题，该事件可能在 10 月末或者 11 月初引起市场关注。

此外，美国政府 10 月 1 日面临关门风险。但是否最终关门仍存变数，历史上也存在最后一刻才达成的先例。假如美国政府真的关门，此举恐影响经济数据发布（包括周五的非农），可能引发市场一定的避险情绪（历史上的规律不稳定）。美国政府关门对于经济整体来说只是影响节奏，即影响关门当季 GDP 环比增速，提振下一季度环比增速。

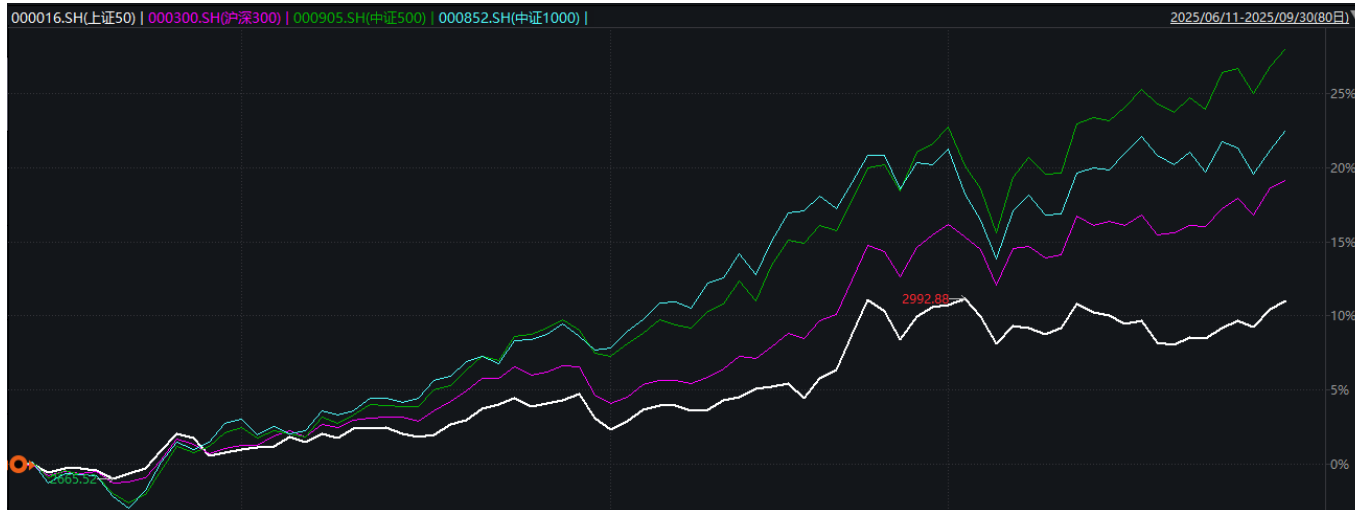
三、大类资产走势展望

(一)股：整体震荡为主，操作上逢低多

进入9月后，权益市场强势上行的趋势暂时被遏制，市场整体也趋向冷静，上证指数总体保持震荡态势。风格角度，成长风格领跑，中证1000>中证500>沪深300>上证50。

由于新的政策工具落地，10月可能还有一些新的措施，加之10月20-23日，中共二十届四中全会召开，审议十五五规划，尽管经济数据不佳，但市场风险偏好将得以维持。我们预期股市大方向仍向上，只是短期大盘可能保持震荡态势，操作上逢低多为主。

图 5：成长股表现更加强势

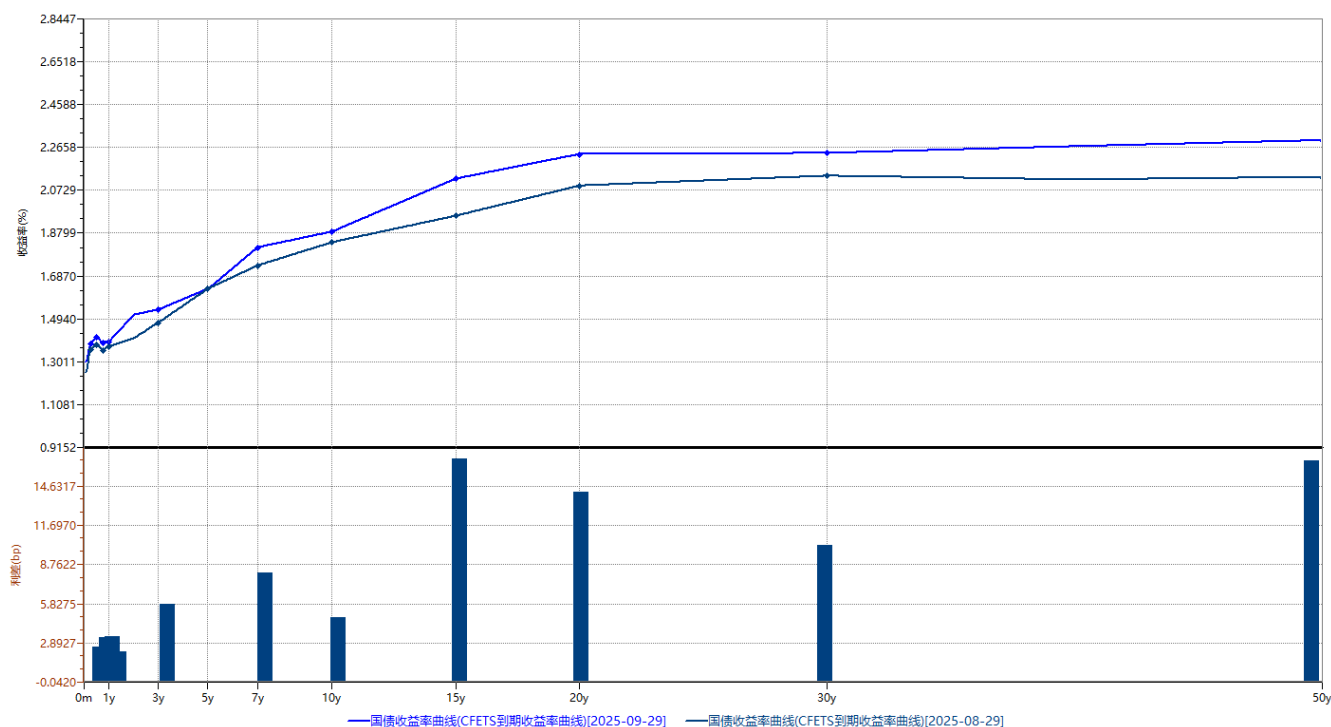


资料来源：Wind 信达期货研究所

(二)债：情绪偏弱

9月债市继续调整。基金费率征求意见稿、可能超预期的财政政策乃至可能的基金负债端赎回压力持续压制牌面，股市表现虽然不及8月，但整体乐观情绪犹存，也一定程度影响债市表现。目前整体空头情绪依然浓重。但央行呵护态度依旧，加之经济基本面依然偏弱，需要低利率加持，因此，我们的观点依然是整体看多，只是短期需保持谨慎。

图 6：9 月利率曲线呈现熊陡



资料来源：Wind 信达期货研究所

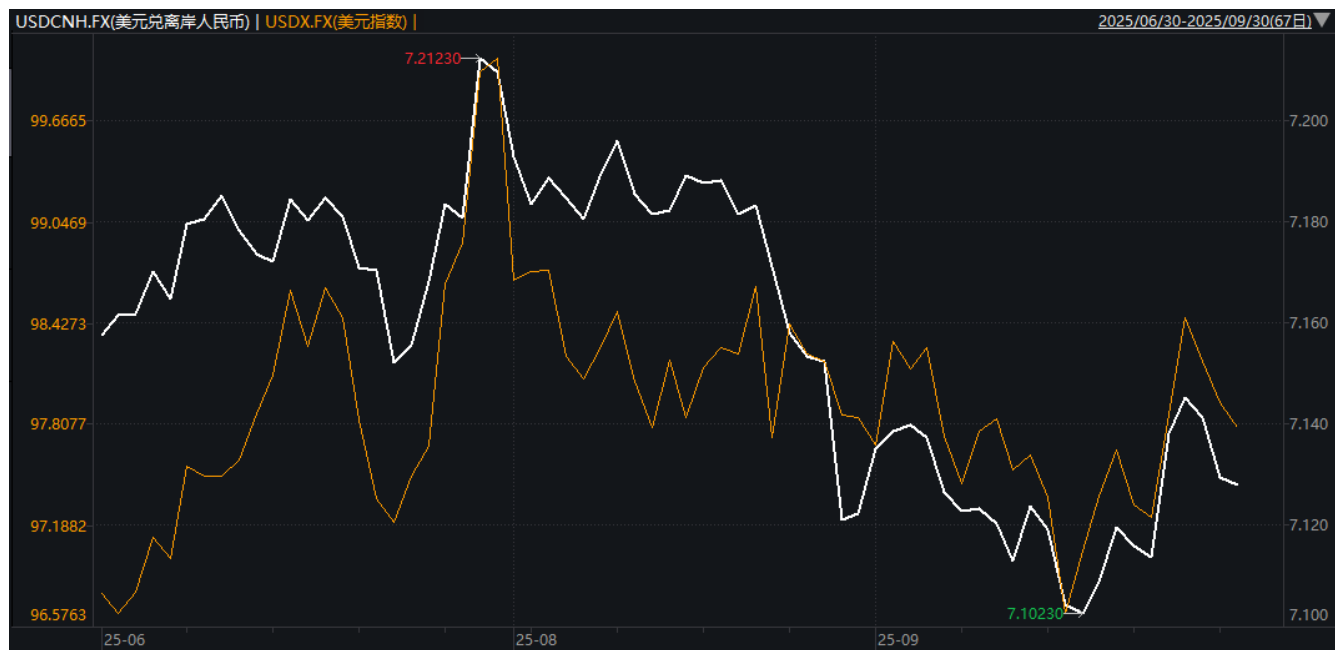
(三)人民币汇率保持震荡

进入 9 月后，人民币汇率的国内支撑因素弱化，主因央行操作趋于中性，不再像 8 月那样即使人民币保持升值趋势却还是继续指引升值方向。不过，经常项目（出口）支撑仍在，资本项目（权益市场）也有望继续支撑人民币。

美元指数依然是核心变量。9 月美联储降息落地后，美元指数呈现“买预期，卖现实”现象，美指略有反弹。但长期看，美指依然处于下行通道，只是过程相对曲折，因此人民币仍是升值趋势。

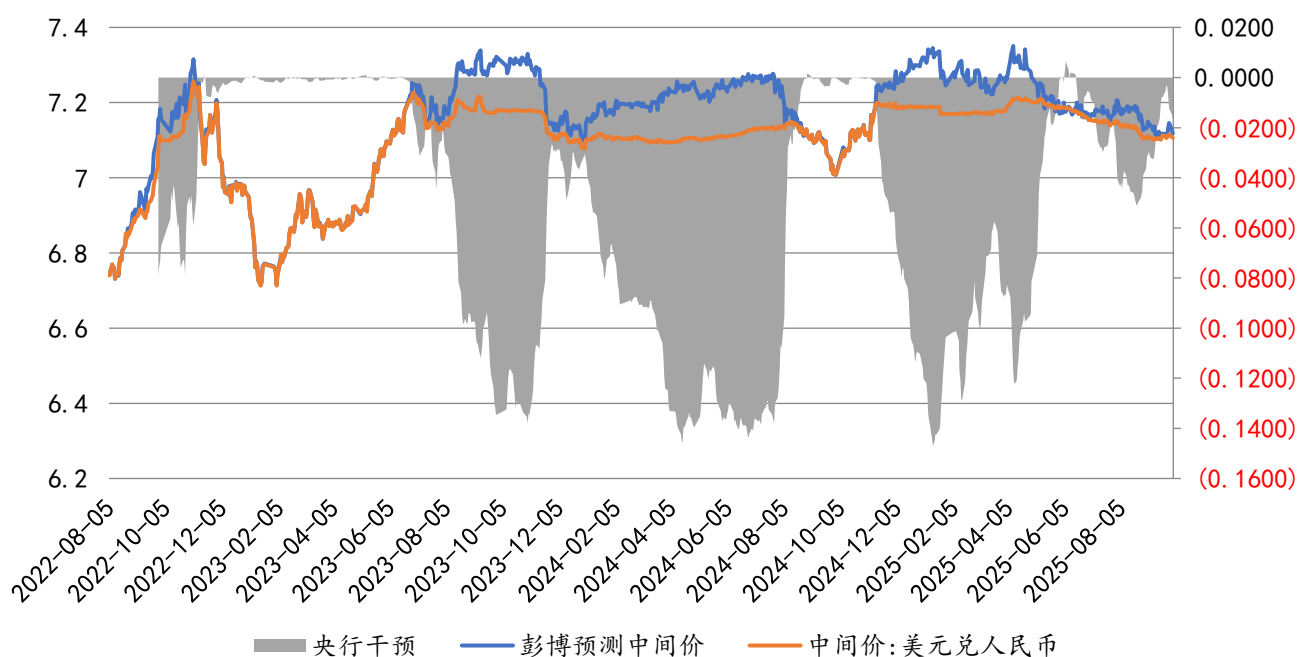
展望 10 月，我们预期美元指数整体偏弱震荡，人民币略有升值，幅度不大。

图 7：人民币汇率跟随美元指数



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：央行操作再度回归中性



资料来源：Bloomberg Wind 信达期货研究所

(四)黄金：操作上以偏多为主

9月，黄金再次强势发力。一方面美联储确实降息了，另一方面，地缘、美联储独立性、各国财政等问题都对金价形成支撑。黄金依然在上行通道中，建议15-20%仓位配置黄金多头，

请务必阅读正文之后的免责条款8

等待长期收益。

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