南华期货宏观周报

——9月美国PCE符合预期，12月加息概率仍高

翟帅男 （投资咨询证号：Z0013395）
联系邮件：zaisuainan@nawaa.com
投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号

2026年10月31日

主要观点

海外方面，10月议息按兵不动，沃什表态未明显放鹰，市场解读偏鸽。9月PCE数据符合预期，但核心同比3.1%仍远高于目标，通胀未明显降温。油价在110美元附近波动，能源端通胀出现扩散迹象。三季度GDP显示经济韧性仍强，印证金融条件尚未明显收紧。12月加息概率小幅回落，但仍是基准情景。国内方面，央行贷款投向报告显示总量稳、结构弱。企业贷款靠短贷和票据冲量，固定资产与中长期贷款偏。结构性政策改善了重点领域融资状况，但未扭转企业投资扩张意愿和居民购房、消费意愿。10月制造业PMI降至49.3%，同样证实了经济延续“生产强、内需和投资偏弱”格局。资产方面， 股指短期大概率延续震荡磨底。中债短期偏多，但追高性价比较低。美债短期在避险支撑下明显走强。黄金短期偏弱、上行驱动不足。下周重点关注非农数据、美联储官员讲话、中期选举。

风险提示：地缘局势再度升级，美国非农超预期强劲、美联储官员超预期放鹰

本期看点

1. 央行三季度贷款数据透露出什么信号，企业内生投资与居民融资何时能实质修复？
2. 美联储10月按兵不动但沃什重构沟通框架，对加息路径有什么影响？
3. 美国9月PCE四项落预期但核心同比3.1%仍高、三季度GDP年化3.4%显强劲，后续怎么看？

第一章 一周市场感悟

本周海外主线围绕10月议息和PCE数据展开。10月议息如期按兵不动，沃什表态并未明显放鹰，PCE数据基本符号预期，12月加息概率小幅回落。国内则公布了三季度贷款结构和PMI数据，可以发现政策能改善重点领域融资可得性，却没能扭转企业内生投资扩张意愿和居民购房和消费意愿，结构性政策在总量的内需方面作用有限。

1.1 美国10月议息按兵不动，通胀符合预期但粘性较强

9月PCE同比3.6%、环比0.5%，核心同比3.1%、环比0.3%，四项都落在预期内，核心同比明显高于2%的目标，说明通胀没有缓和。趋势比单月读数更值得看，核心环比连续两个月0.3%，折年约3.7%，三个月年化从8月的2.2%升到2.9%附近；三季度整体年化2.1%、核心2.5%，低于二季度的5%和3.3%。季度均值在改善，三个月年化却在往上走，说明通胀压力在季度后半段重新出现。结构上，整体环比0.5%主要来自能源，汽油及其他能源商品环比涨9.2%，能源大类涨5.4%。霍尔木兹受阻和伊朗战事推高油价，再经运输和生产环节向下游传导，运输服务环比2.1%，可以看作这条路径传导的体现，这也是美联储最担忧的点。核心服务环比0.36%，剔除住房后约0.37%，住房本身0.3%，房租以外的服务价格仍在上涨。核心商品环比回到0.2%附近，关税和运费影响开始显现。

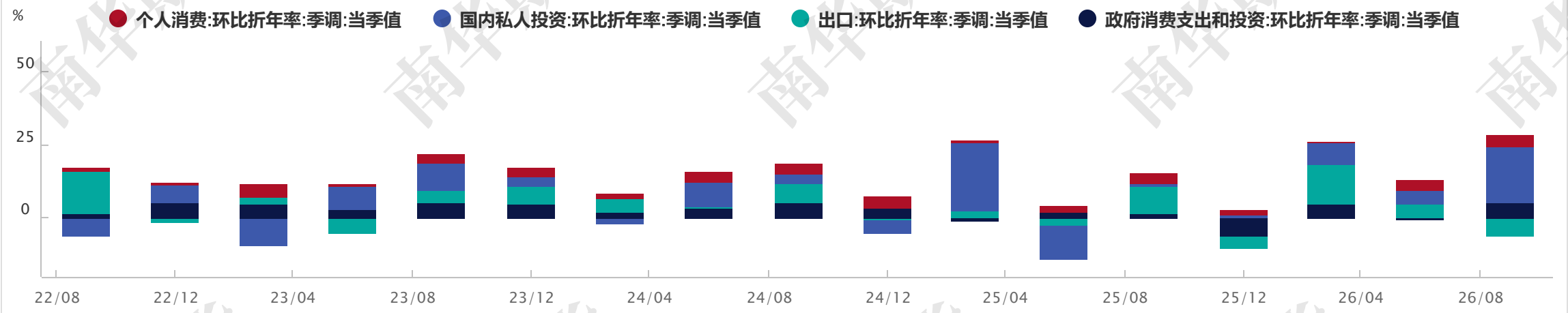
美国核心PCE同比和环比



source：*同花顺,南华研究*

经济方面，GDP年化3.4%、为一年最快，初请失业金降到19.4万、接近六十年低位，经济强劲叠加通胀3.1%，说明当前利率水平还够不上紧缩，沃什关于金融条件尚未紧缩的判断得到印证，12月加息概率目前在7成左右。消费端有一个隐忧，9月名义消费支出环比0.5%，与物价涨幅持平，实际消费几乎没有增长，个人收入只增0.2%，储蓄率降到3.8%、近四年最低，居民靠消耗储蓄维持支出，这种支撑难以持续，能源若继续推高物价，消费回落会比数据显示的更快。市场反应整体平淡，数据没有明显超市场预期、加息预期也早已计入。往后关键仍是油价，霍尔木兹若持续受阻、能源把运输和核心商品价格继续往上推，通胀压力继续升温，12月收紧的概率很高；反过来，如果局势缓解、油价快速回落，运输服务和核心商品的涨价会最先缓解，通胀粘性也有松动空间。

美国GDP个人消费、国内私人投资、出口、政府消费支出和投资环比折年率情况

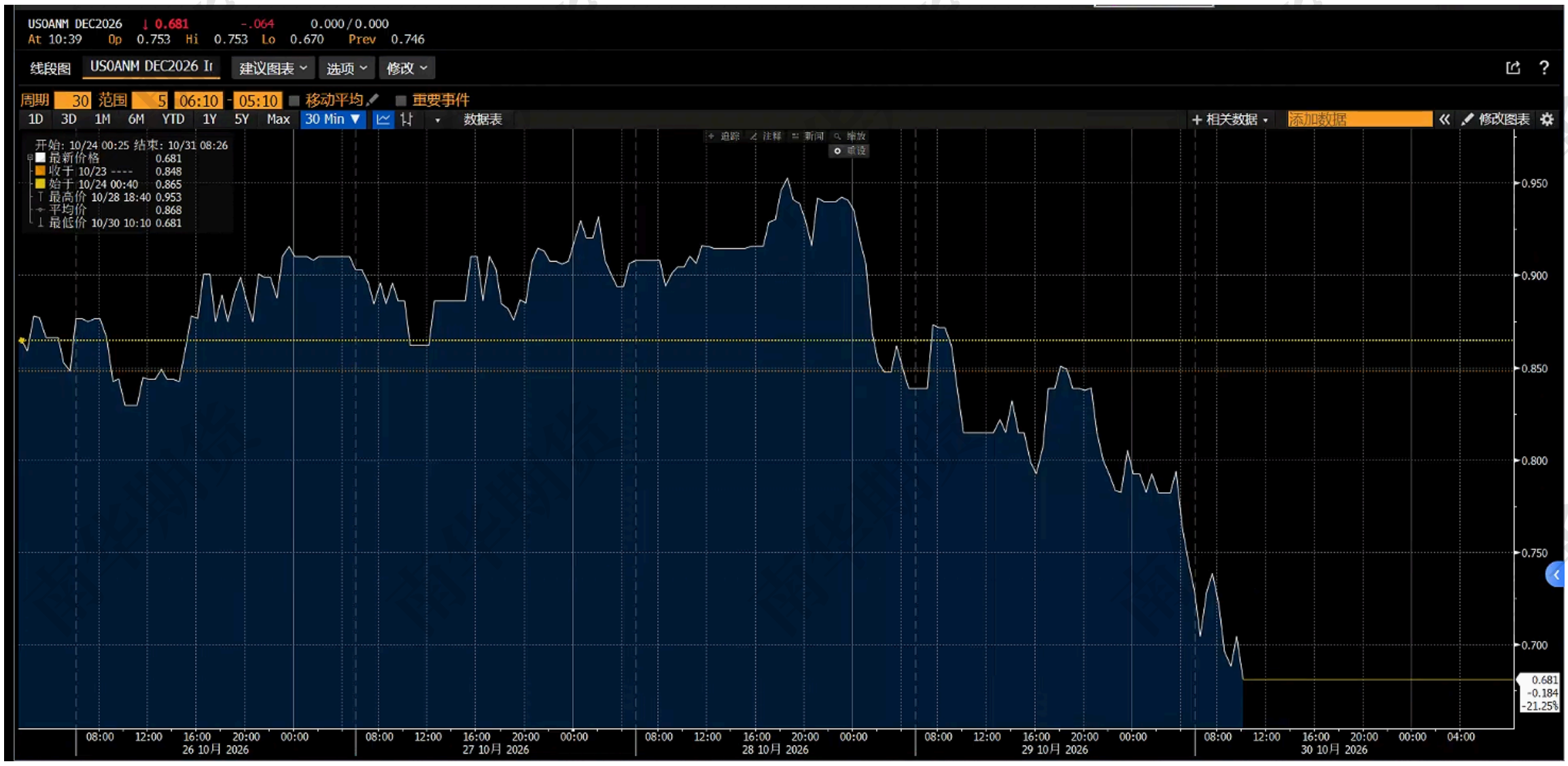


source：*同花顺,南华研究*

美联储10月会议以10比2维持利率在3.75%至4.00%，结果和市场此前九成以上的按兵不动预期一致，超预期的点在于沃什会后发言。声明两处微调方向相反，经济增长评价从“稳健”上调为“强劲”、给继续紧缩背书，同时删掉了9月那句加息“将支持通胀更及时回归目标”、改成“需积累更多信息再定立场”，等于承认增长够强还会继续加息、但时点先拖到看数据。沃什发布会把沟通转向做得更彻底，明确拒绝前瞻指引、说不要预设会议结果，并确认“9月加息以来金融与信贷条件已收紧、但还谈不上紧缩”，等于亲口承认长端收益率站上5%已经替政策层干了一部分收紧的活，所以10月不必再加息。他还撇清政治方面的影响、称两天会议里没人提选举。会议还有一个结构性变化，沃什宣布从2027年起调整FOMC安排，2027年有1次、2028年有2次会议只做宏观战略讨论、不投票不发布声明，利率决策会议实质减少，美联储给自己留出更多不强制表态的窗口，和拒绝前瞻指引形成一套组合拳。

市场反应克制，因不加息这一结果早被市场定价，真正影响资产的是12月加息预期和长端逻辑。10年期美债收益率小幅走升、黄金微涨、美元小跌，整体变动温和。沃什表态后市场解读整体指向12月加息一次，后续观望等数据。目前12月加息仍是基准情景，唯一能推翻这条路径的还是油价。接下来重点关注未来两个月的CPI和PCE数据有没有趋势性回落；油价是通胀最核心的影响因素，中东风险一直没降温，若油价继续保持110美元附近，关注能源有没有向下游核心扩散的迹象；非农数据相对影响更小，除非就业超预期快速萎缩，否则很难对美联储紧缩造成限制。

美联储12月加息预期小幅回落

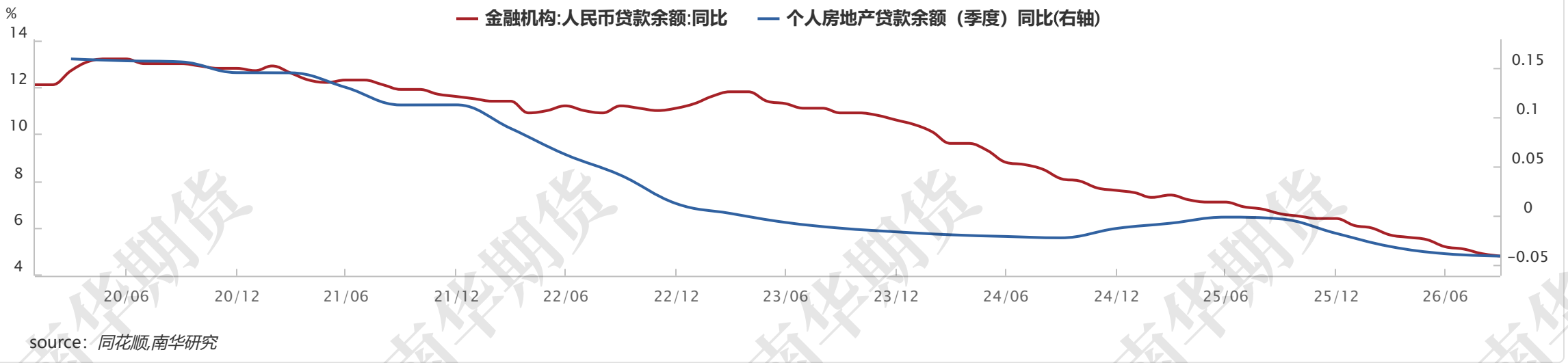


source：彭博 南华研究

1.2 国内宏观：结构性政策效果显现，但内需修复仍偏弱

国内方面，央行发布了三季度贷款结构数据，整体呈现出总量稳结构弱的特征。企事业单位贷款同比增长8.0%、高于各项贷款4.8%，总量有支撑，但短期贷款及票据融资增长11.8%、中长期仅6.0%，说明企业贷款增长更多是短期和票据冲量带动，中长期贷款表现偏弱。经营性贷款增长11.2%、固定资产仅2.4%，说明企业融资更多用于流动性周转和日常经营，而非大规模资本开支。真正高增的是科技型中小企业20.1%、高新技术企业17.2%和绿色贷款13.0%，是新动能和政策发力的叠加。房地产开发贷增速同比下降9.1%，个人住房贷款余额下降4.1%，不含个人住房贷款的消费性贷款余额下降2.8%，三项均负增长，说明房地产开发与销售两端同步收缩、居民仍在去杠杆且消费意愿偏弱，居民和房企的内生融资需求尚未实质性修复。三季度贷款数据可以明显看出结构性政策发力的成效，科技、绿色、普惠、养老、数字“五篇大文章”领域贷款增速全面跑赢各项贷款，相关工具利率下调也带动重点领域融资成本下降，说明结构性货币政策的精准滴灌引导是有效的。企业端融资需求有边际改善，但主要在短贷经营贷层面，尚未传导到投资需求扩张层面，后续关键看中长期贷款和固定资产贷款增速能否企稳回升。目前固定资产贷款增速偏低，房地产贷、居民房贷、消费贷明显负增长，说明政策能改善重点领域融资可得性，却没能扭转企业内生投资扩张意愿和居民购房和消费意愿，结构性政策在总量的内需方面作用有限。。

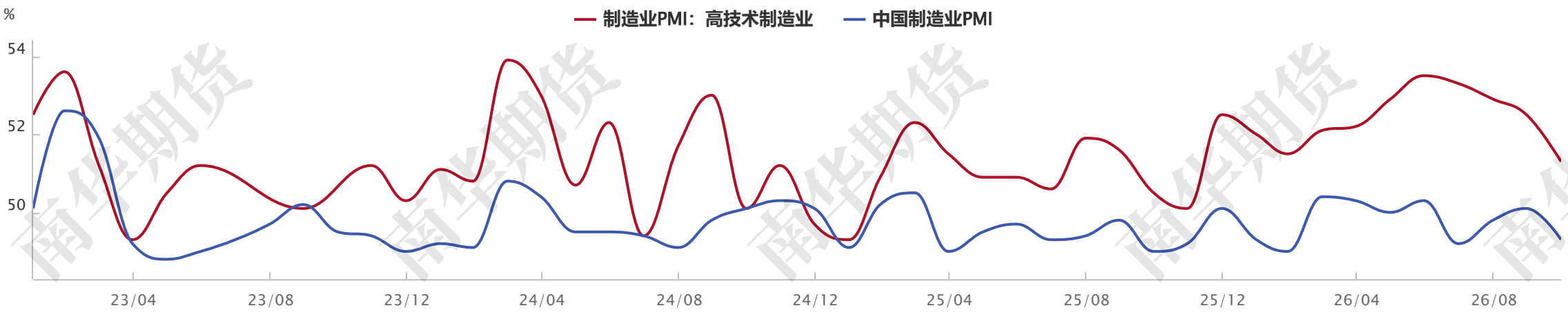
人民币贷款余额和个人房地产贷款余额同比



source：*同花顺,南华研究*

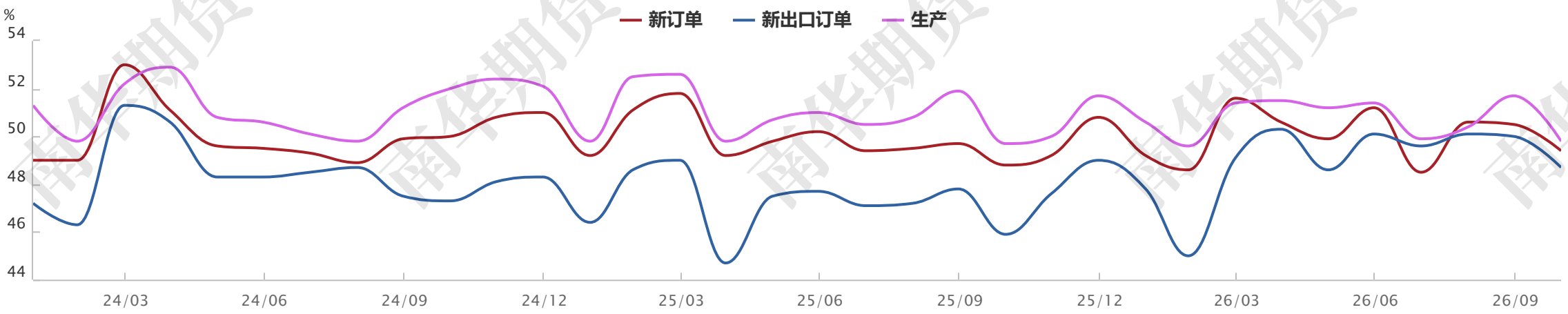
10月制造业PMI降至49.3%、比上月下降0.8个百分点，再次跌回荣枯线下方，非制造业商务活动指数49.7%、下降0.5个百分点，综合PMI产出指数49.7%、下降1.0个百分点，经济景气较上月明显降温。制造业内部，生产指数和新订单指数分别降至49.8%和49.4%，较上月放缓1.9个和1.1个百分点，供需两端同步走弱，新出口订单也降至48.7%。分规模看，大型企业PMI为50.2%仍在扩张区间，中、小型企业分别降至48.4%和47.5%，景气继续向头部集中。价格指数高位回落，主要原材料购进价格和出厂价格分别为56.8%和51.7%、较上月下降4.0个和2.3个百分点，不过石油煤炭加工等行业受油价推升仍位于60%以上。新动能保持扩张，高技术制造业和装备制造业PMI分别为51.3%和50.6%，是制造业主要的支撑。非制造业走弱的原因，主要是建筑业拖累、房屋建筑跌回收缩区间，反映地产投资相关需求持续拖累。景气度明显走弱一方面是因为国庆假期需求提前释放，另一方面也是内需不足的体现，需加大逆周期调节、扩大政府投资来扭转供强需弱。

制造业PMI：高技术制造业和中国制造业PMI



source：*同花顺,南华研究*

制造业PMI新订单、新出口订单与生产指数



source：*同花顺,南华研究*

....

第二章 大类资产配置展望与建议

美联储10月按兵不动，但PCE整体无降温，油价在110美元附近波动，能源端的通胀也出现扩散迹象，后续若通胀无法明显回落，则12月加息落地概率较高。国内方面则可以看出结构性货币政策发力的效果，但总量内需层面并无明显改善。周内宏观层面无明显转变，大类资产走势继续分化。关注下周的非农数据、美联储官员讲话和中期选举。

权益方面，近期A股延续弱势调整，周三在全球科技反弹和国内机构买盘的支撑下走强，但接下来两天反弹并未延续。近期A股持续回调是多重利空导致的，中东局势与美债长端等外部扰动仍在阶段性压制风险偏好，加

上AI叙事回调后的全球科技股共振回调，而国内宏观偏弱则进一步放大了波动。当前从估值角度来看已经跌出了价值，但由于持续大跌消磨了市场信心，很多量化和散户资金离场，信心修复需要时间，或者政策段发力提升大家信心。短期利空因素仍较多，海外流动性约束短期难解，叠加中期选举、中东局势和AI巨头财报引发的科技股抛售都对A股造成阶段性压制。而国内政策端发力偏缓，难以扭转当前悲观情绪。在成长估值消化完成前，红利与业绩确定性方向仍占优，指数层面的趋势性回暖要等量能信号确认。

中债方面，近期债市长端走强主要靠权益走弱带来的跷跷板效应与避险资金支撑，股市走弱令债的避险属性凸显，本周推出的债市稳定机制也消除了股市流出引发赎回踩踏、进而抛债的传导担忧。但目前债市利率点位已经很低，加上监管多次提示长端风险，不建议追多；若后续股市走出趋势性修复，债市将承压。美债方面，加息预期降温和AI信用担忧引发的避险买盘带动美债利率下行，另外法国国债遭抛售后资金流向美债，长期看财政压力和通胀风险并无解除，但短期避险情绪主动美债利率走低。

大宗商品方面，能化的核心主线仍是中东局势，目前和谈并无实质进展，且市场担忧中期选举后美对伊新一轮打击落地，油价短期易上难下，化工板块在成本推动和攻击扰动下持续走升，重点关注中期选举结果和美伊动态。贵金属目前震荡磨底，短期行情仍偏弱。加息周期前期的贵金属缺乏买盘支撑，叠加跨资产去杠杆的流动性冲击，一旦某些品种大跌触发流动性压力也会先抛售黄金变现。短期低位震荡，后续等待紧缩预期见顶或地缘缓和信号。其余品种方向不清晰，暂不展开。

.....

第三章 重点关注事件及数据

图：一周财经日历

月历 周历

‹ 上周 11-02 / 11-08 下周 ›

日期	重要数据公布	事件与假期
11/02 周一	美国制造业PMI	
11/03 周二	瑞士CPI 美国工厂订单	美联储古尔斯比讲话 澳洲联储利率决议 澳洲联储政策发布会 2026年美国中期选举 日本-文化日
11/04 周三	美国ADP就业 EIA原油周报 API原油周报 中国PMI 法国PMI 德国PMI 欧元区PMI 英国PMI 欧元区CPI初 欧元区CPI终 美国贸易帐 美国服务业PMI终 美国非制造业PMI	
11/05 周四	英国央行利率 美国初请 法国工业产出 瑞士失业率 欧元区PPI	英国央行利率决议 英国央行政策发布会 瑞士央行行长讲话 美联储巴尔金讲话 美联储哈玛克讲话 沙特公布原油官方售价
11/06 周五	美国非农 德国工业产出 法国贸易帐 欧元区零售销售 加拿大就业 美国消费者信心初	
11/07 周六	中国央行外汇储备 美国石油钻井	
11/08 周日		

南华期货

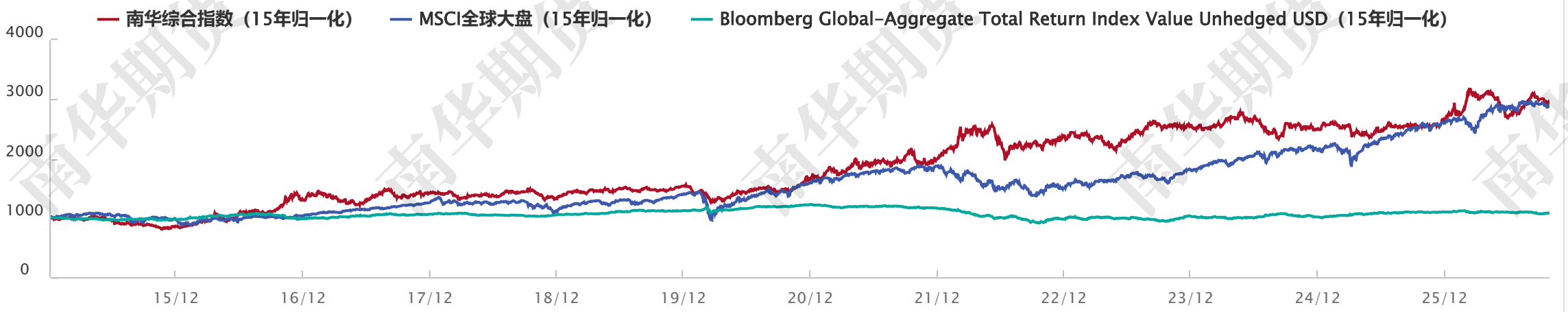


资料来源：彭博、金十、南华研究

.....

第四章 大类资产

全球大类资产走势图



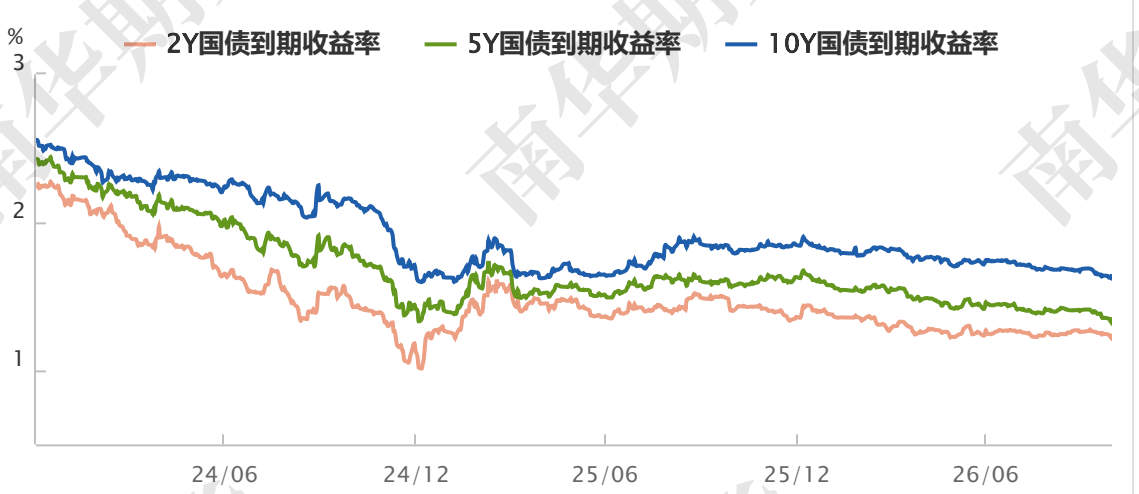
source：*wind,南华研究,彭博*

国内股指走势



source：*同花顺,南华研究,wind*

国内债市走势



source：*同花顺,南华研究,wind*

南华有色金属指数和工业品指数



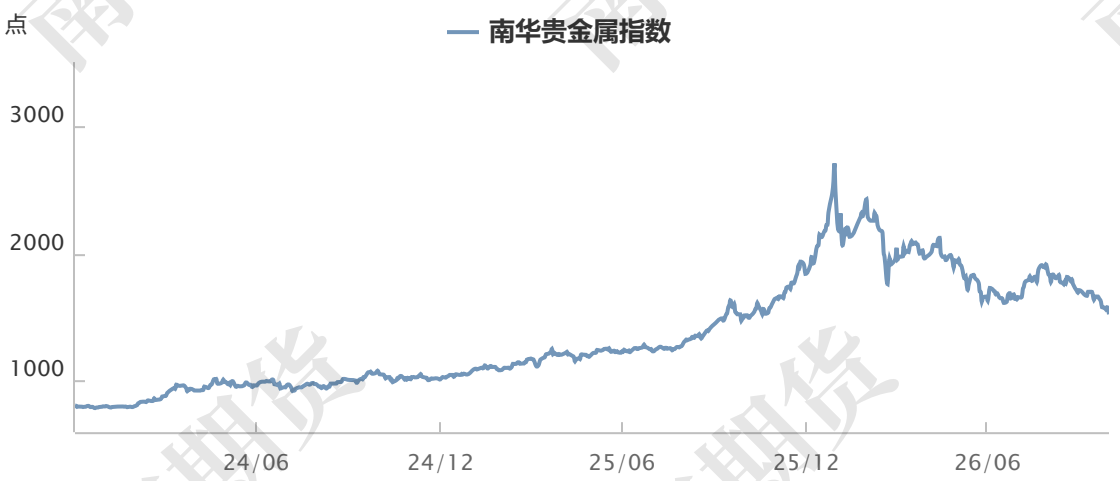
source：*wind,南华研究*

南华商品指数和工业品指数



source：*wind,南华研究*

南华贵金属指数



source：*同花顺,南华研究*

南华农产品指数



source：*wind,南华研究*

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093

南华期货APP　南华期货公众号　南华研究公众号

Bigger mind, Bigger fortune

智慧创造财富