光期研究 见微知著

宏观月报:美国中期选举增加了后续财政政策的不确定性

于洁

2026年11月1日

光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

目 录

1.海外宏观经济

2.国内宏观经济

2.1 10月官方PMI

2.2 9月经济数据

2.3 社融信贷、通胀

2.4 财政收支、LPR

3.下周重点关注

宏观：美国中期选举增加了后续财政政策的不确定性

要 点

一、海外宏观：中期选举增加了后续财政政策的不确定性

美国经济增长仍具韧性，但内需与投资驱动特征更加明显，中期选举增加了后续财政政策的不确定性。美国第三季度GDP初值按年化环比增长3.4%，高于第二季度的2.2%，其中投资、消费和政府支出均对经济增长形成支撑，私人部门国内最终销售增长4.9%，反映内需仍然较为强劲；但出口有所下降，经济增长对国内需求的依赖有所上升。价格方面，第三季度PCE价格指数和核心PCE价格指数分别按年化环比增长2.1%和2.5%，较第二季度有所放缓，但美联储仍认为通胀处于较高水平。11月3日美国中期选举将决定国会两院控制权，截至10月31日，市场预测模型显示民主党控制众议院和参议院的概率分别为93%和72%，民主党在两院均占据相对优势。若民主党取得国会控制权，特朗普政府后续减税、财政支出及贸易政策的推进可能受到更多制约，国会两党在财政预算及债务问题上的博弈也可能增加政策不确定性。

美债收益率虽从前期高位回落，但货币政策预期并未转向宽松，当前市场呈现经济增长韧性、加息预期与避险需求并存的格局。10月28日美联储议息会议维持联邦基金利率在3.75%—4.00%不变，但投票结果为10:2，两名委员主张加息25个基点，美联储同时将经济活动评价上调至强劲，并强调通胀仍处于较高水平，政策立场整体偏鹰派。FedWatch显示，市场对12月会议加息25个基点至4.00%—4.25%的概率升至70.7%，维持利率不变的概率为29.3%，加息仍是当前主要定价情景，但对2027年后续加息路径的预期相对分散。近期美债收益率回落，一方面受到科技股调整、AI资本开支回报担忧升温带来的避险需求支撑，另一方面也反映前期收益率上行后的阶段性修正，并不意味着市场已经转向宽松预期。总体来看，后续美债走势仍取决于通胀数据、美联储政策信号及中期选举后财政政策走向，若加息预期持续升温，短端收益率仍面临上行压力，而财政赤字与国债供给压力则可能限制长端收益率的下行空间。

二、国内宏观：10月制造业PMI超季节回落

中国10月官方制造业PMI49.3，前值50.1。非制造业PMI49.7，前值50.2。综合 PMI49.7，前值50.7。三大指数同步回落，制造业PMI 环比下降0.8个百分点，重返荣枯线下方，经济景气水平较上月回落。从季节性看，近5年10月制造业 PMI 环比均值为-0.5 个百分点，本月回落0.8 个百分点，回落幅度超季节性0.3个百分点，属于超季节回落，而非单纯的季节性波动，主要受到金九旺季的订单透支叠加外需扰动。

要 点

供需两端均有放缓。生产指数49.8、新订单指数49.4，分别较上月下降1.9和1.1个百分点，生产端回落幅度更大，产需剪刀差由9月的-1.2收窄至-0.4，需求端的相对韧性有所显现。行业层面，铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备产需指数均位于53%以上，高端制造活跃度高。价格指数高位回落：主要原材料购进价格指数56.8、出厂价格指数51.7，分别较上月下降4.0和2.3个百分点，受部分有色金属等大宗商品价格下行影响，但仍位于扩张区间、涨幅收窄；石油煤炭加工、化纤橡胶塑料等行业价格指数仍处60%以上高位，油价上行支撑尚存。结构上，新动能保持较快增长，传统行业景气回落。高技术制造业PMI51.3、装备制造业PMI50.6，继续高于临界点，新质生产力延续扩张态势；消费品行业PMI 48.8、高耗能行业PMI47.3，分别较上月下降1.9和0.7个百分点，双双回落。高技术-高耗能剪刀差由9月的4.5收窄至4.0。

非制造业整体49.7，较上月回落0.5 个百分点。服务业商务活动指数50.0，恰好位于临界点："十一" 假期出行消费相关的铁路运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数回升明显且处于扩张区间。建筑业商务活动指数48.0，较上月大幅回落 2.3 个百分点、重回荣枯线下方。

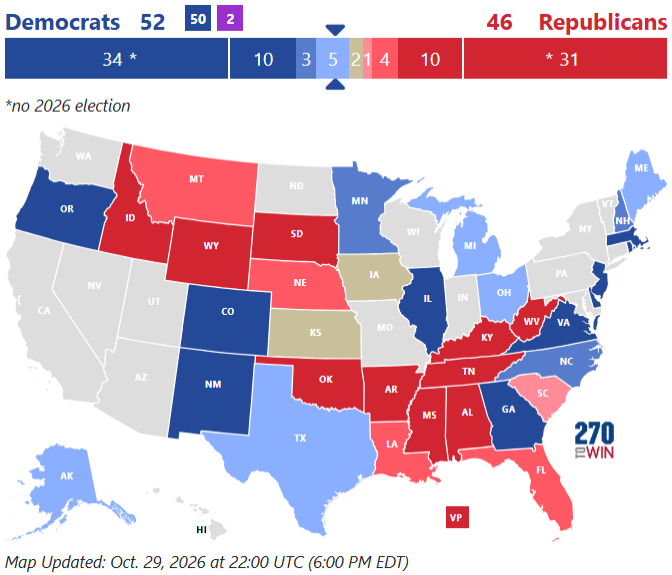
整体来看，10月 PMI 回落幅度超季节性，需求提前释放的透支效应、外需不确定性、大宗商品价格高位回落是三大拖累，景气再回荣枯线下方，四季度开局偏弱。前三季度GDP同比增长4.6%，已落入全年4.5%—5%的预期目标区间，增长底线压力边际缓解。根据2025年不变价季度权重计算，四季度仅需实现约4.24%的同比增速即可完成全年4.5%的增长底线目标；若要触及5%的目标上沿，则四季度增速需达到6%左右。叠加PPI冲高、汇率平衡等多重约束，四季度出台加码的总量型超预期政策的概率相对偏低，政策重心正逐步从“逆周期总量加码”转向“存量政策落地见效”，增量政策更多以结构性、定向型工具的形式推进，而非全面宽松式的强刺激。

下周重点关注：中国人大常委会、美国中期选举、10月非农报告

1.海外宏观经济

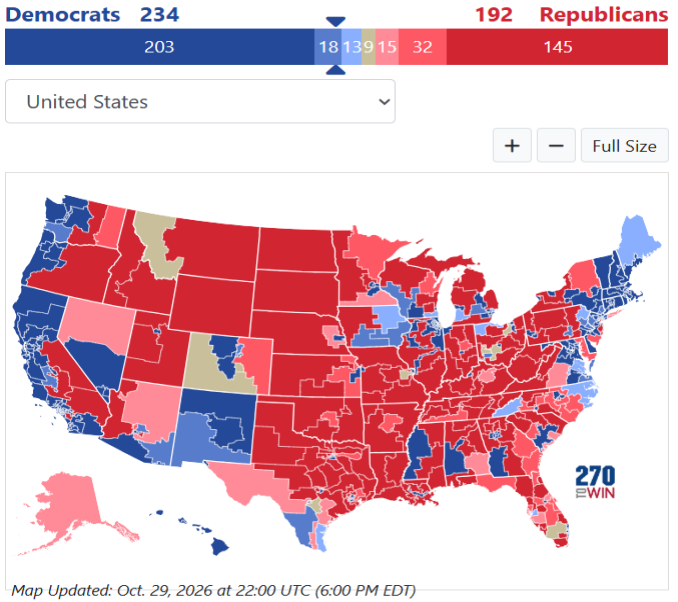
民主党众议院控制权概率为94%，参议院控制权概率为69%

图表：参议院评级地图



资料来源：270toWin

图表：众议院评级地图



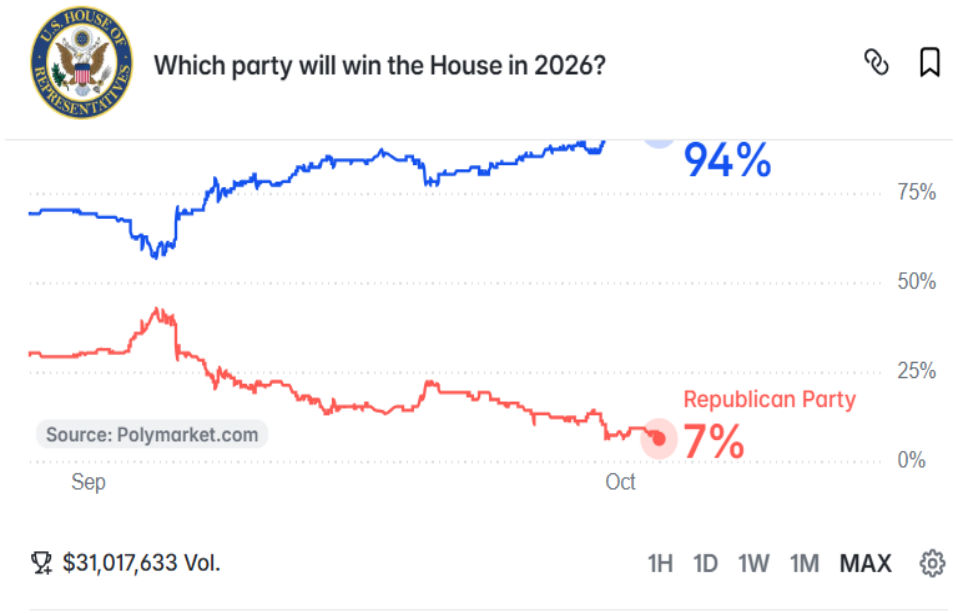
资料来源：270toWin

众议院方面，270toWin数据显示，民主党获评占优的席位为234席，共和党为192席，另有9席处于摇摆状态。民主党占优席位数高于218席的多数门槛16席。10月30日采集的Polymarket数据显示，民主党控制众议院的概率为94%，共和党为7%。

参议院方面，270toWin数据显示，民主党阵营占优及未改选席位合计52席，共和党为46席，另有2席处于摇摆状态，分别位于艾奥瓦和堪萨斯州。得克萨斯州被列为民主党占优席位。若各席位按当前评级结果兑现，民主党阵营席位数将高于51席的多数门槛1席。

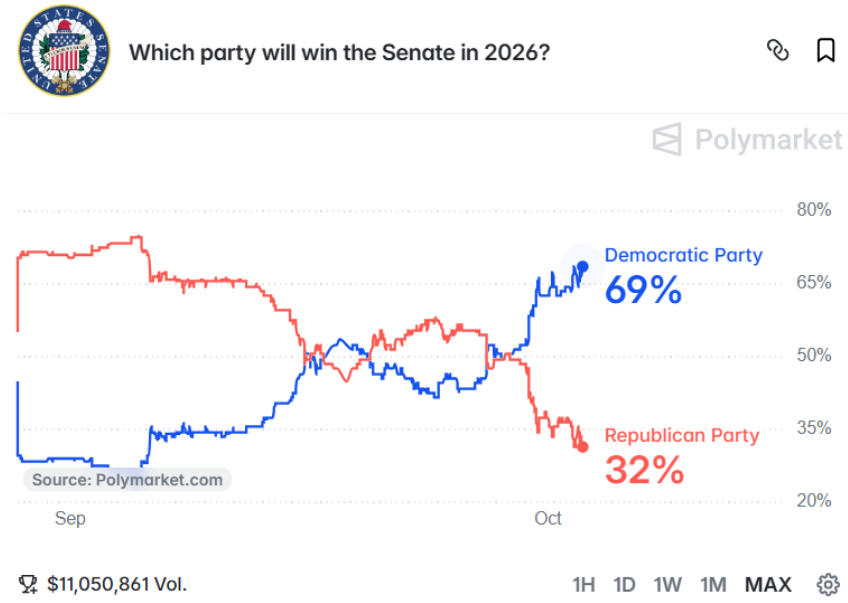
民主党控制众议院的市场概率仍高于参议院

图表：众院控制权概率走势



资料来源： Polymarket

图表：参院控制权概率走势



资料来源：Polymarket

参议院控制权的市场概率近期回升。10月30日采集的Polymarket数据显示，民主党控制参议院的概率为69%，共和党为32%。民主党控制众议院的市场概率仍高于参议院。

后续重点关注参议院2个摇摆州及得克萨斯州的评级变化、众议院9个摇摆选区的选情，以及两院控制权概率的调整。

10月美联储议息会议结束后，市场对后续利率路径的预期明显偏向紧缩

图表：美联储利率预期

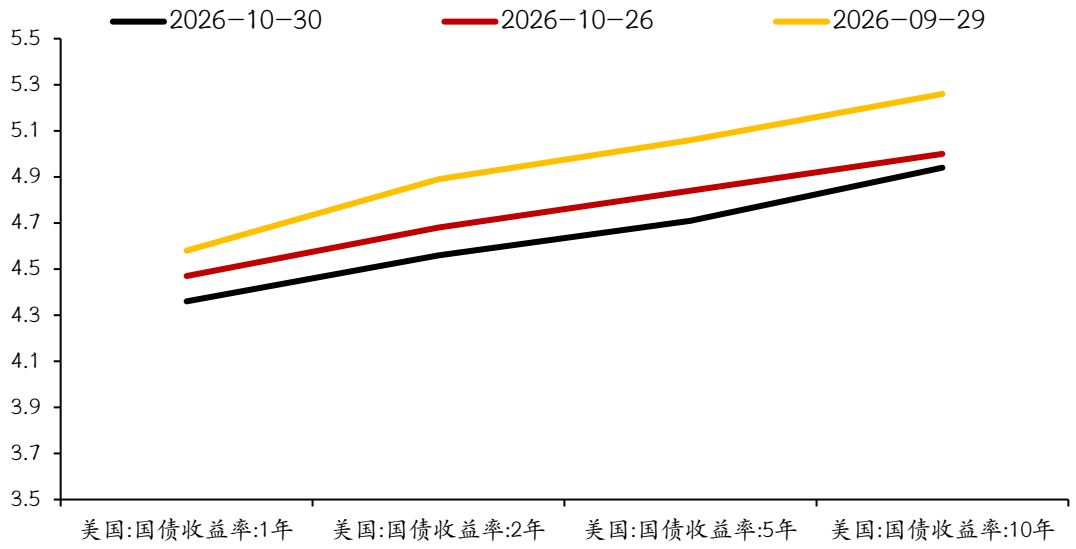
	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2026/12/9	0.0%	29.3%	70.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2027/1/27	0.0%	21.9%	60.3%	17.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	10.4%	40.2%	40.0%	9.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	7.8%	32.5%	40.1%	17.2%	2.4%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	5.2%	24.3%	37.6%	24.8%	7.3%	0.8%	0.0%
2027/7/28	0.0%	4.7%	22.6%	36.4%	25.9%	8.9%	1.4%	0.1%
2027/9/15	0.0%	4.2%	20.8%	35.0%	27.0%	10.6%	2.1%	0.2%
2027/10/27	0.1%	4.6%	21.1%	34.8%	26.6%	10.4%	2.1%	0.2%
2027/12/8	0.5%	6.0%	22.2%	34.1%	25.3%	9.8%	1.9%	0.2%

资料来源：CME fedwatch tool

10月美联储议息会议结束后，市场对后续利率路径的预期明显偏向紧缩。CME FedWatch显示，12月9日会议加息25个基点至4.00%—4.25%的概率升至70.7%，维持当前3.75%—4.00%利率区间的概率为29.3%，市场已经将12月再次加息作为主要定价情景。2027年1月，加息至4.25%—4.50%的概率为17.9%；到2027年3月，该概率进一步升至40.0%。这表明市场不仅在交易年内再次加息，也开始计入2027年继续收紧货币政策的可能性。

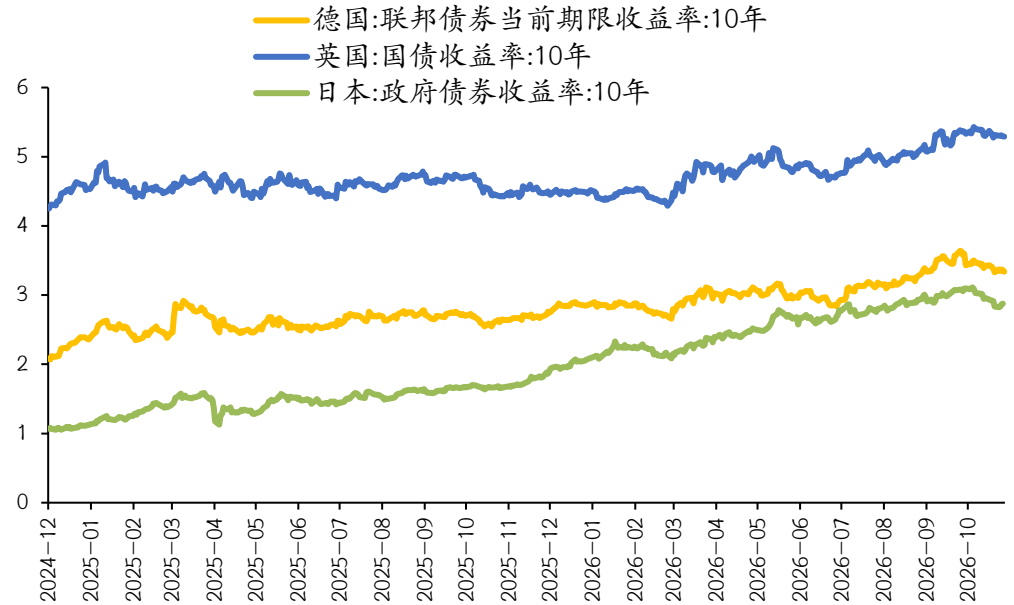
近期美国国债收益率整体延续回落态势

图表：美国国债收益率（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：德英日10年期国债收益率（单位：%）



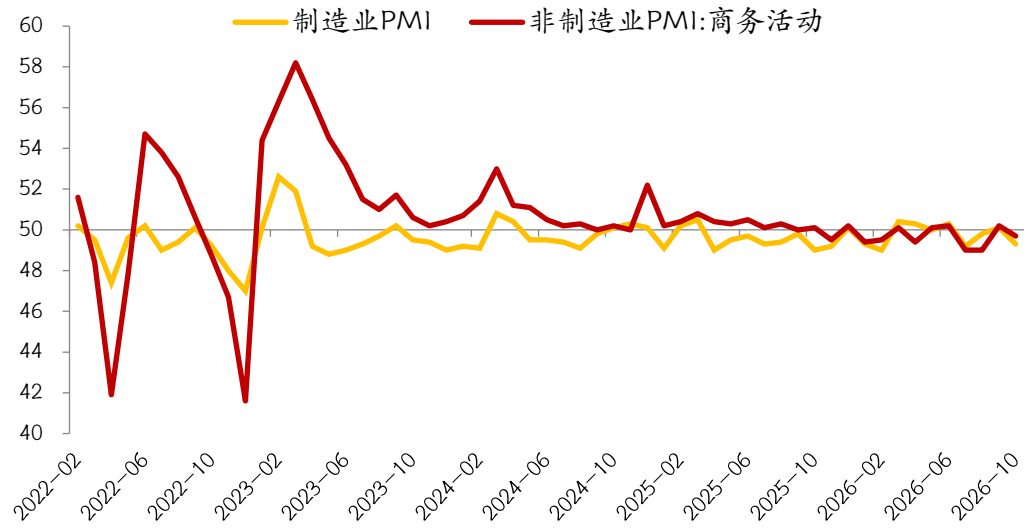
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

截至10月30日，美国国债收益率整体延续回落态势，债券价格相应回升。从影响因素来看，一方面，近期科技股调整、市场对AI产业投资回报及企业资本开支可持续性的担忧上升，推动避险资金流入美债；另一方面，10月28日美联储议息会议维持利率在3.75%—4.00%不变，但两名委员主张加息，政策基调仍偏鹰派，市场对12月再次加息仍有较高预期，因此本轮收益率下行并非货币政策转向宽松所致。此外，美国财政赤字、国债供给压力以及通胀黏性仍对长端利率形成支撑。总体来看，近期美债收益率回落主要反映避险需求增强与前期利率上行后的阶段性修正，当前市场呈现货币政策偏紧与避险需求上升并存的格局，后续收益率走势仍取决于通胀数据、美联储政策信号及市场风险偏好的变化。

2.1 10月官方PMI

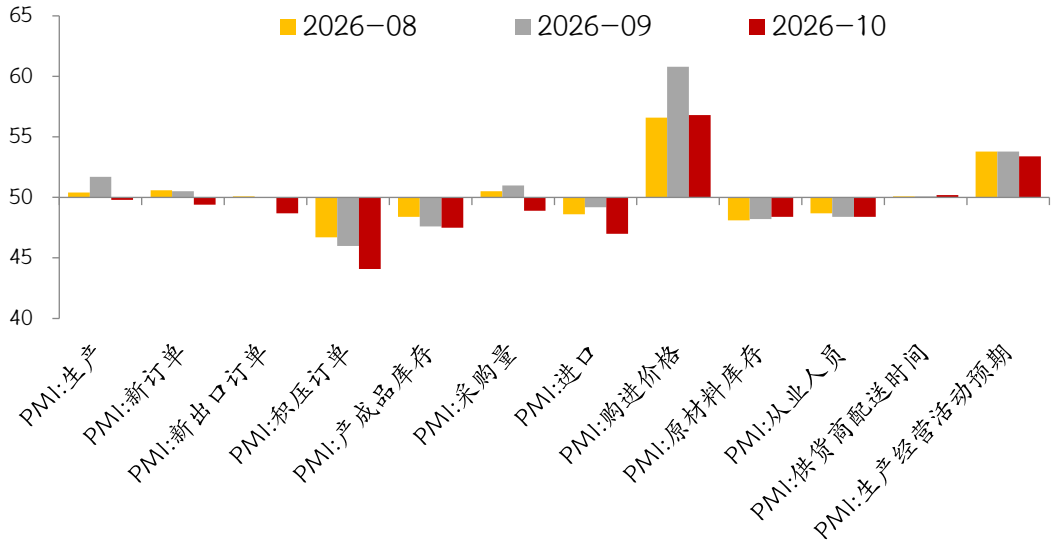
10月制造业PMI超季节回落

图表：PMI（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：PMI分项（单位：%）

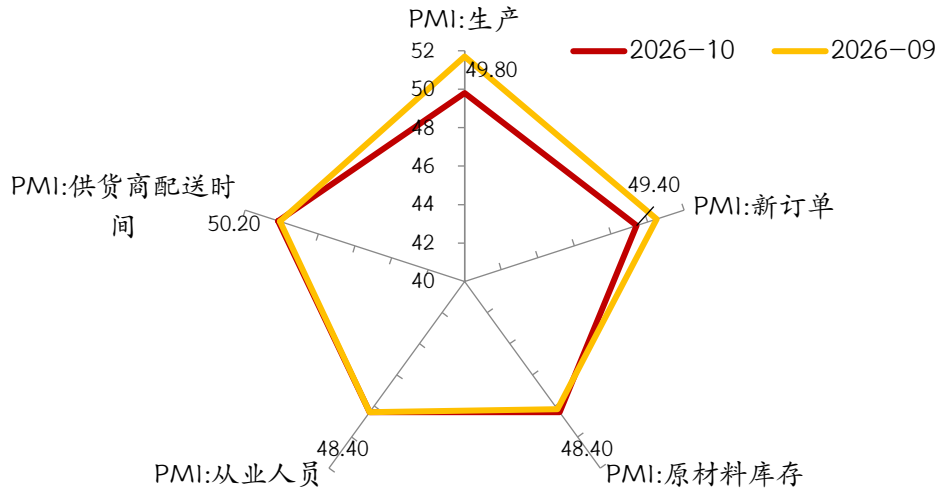


资料来源：Wind，光大期货研究所

中国10月官方制造业PMI49.3，前值50.1。非制造业PMI49.7，前值50.2。综合PMI49.7，前值50.7。三大指数同步回落，制造业PMI 环比下降0.8个百分点，重返荣枯线下方，经济景气水平较上月回落。从季节性看，近 5 年10 月制造业 PMI 环比均值为-0.5 个百分点，本月回落0.8 个百分点，回落幅度超季节性0.3 个百分点，属于超季节回落，而非单纯的季节性波动，主要受到金九旺季的订单透支叠加外需扰动。

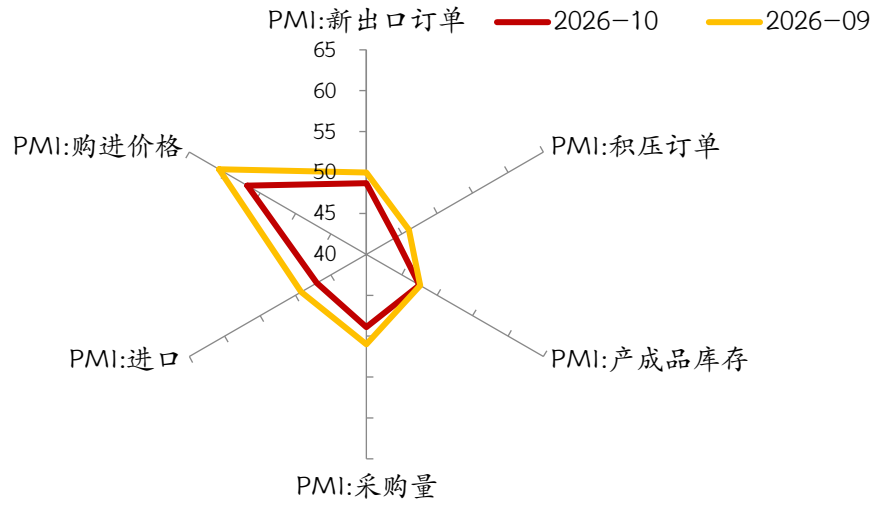
供需两端均有放缓

图表：PMI分项（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：PMI分项（单位：%）

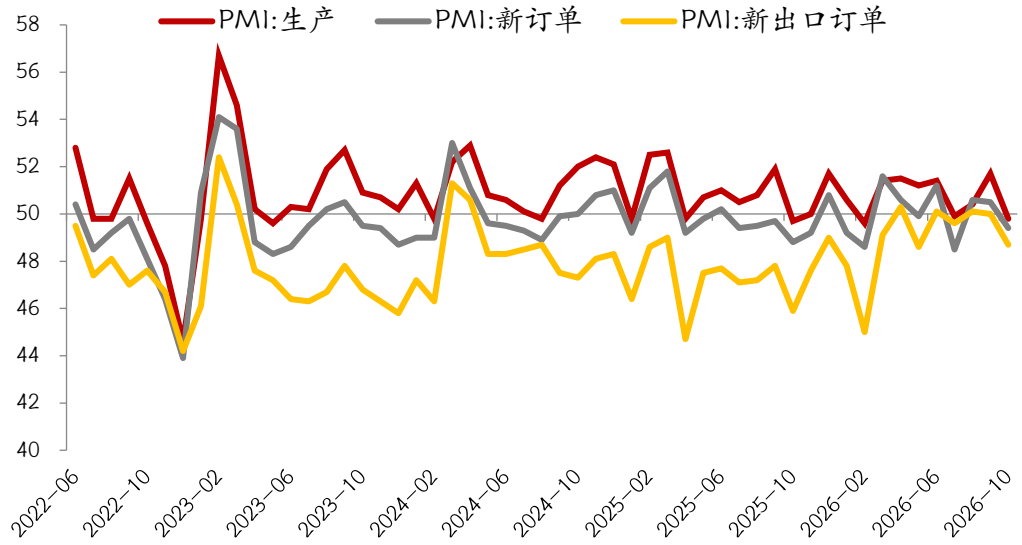


资料来源：Wind，光大期货研究所

供需两端均有放缓。生产指数 49.8、新订单指数 49.4，分别较上月下降 1.9 和 1.1 个百分点，生产端回落幅度更大，产需剪刀差由 9 月的－1.2 收窄至－0.4，需求端的相对韧性有所显现。行业层面，铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备产需指数均位于 53%以上，高端制造活跃度高。价格指数高位回落：主要原材料购进价格指数 56.8、出厂价格指数 51.7，分别较上月下降 4.0 和 2.3 个百分点，受部分有色金属等大宗商品价格下行影响，但仍位于扩张区间、涨幅收窄；石油煤炭加工、化纤橡胶塑料等行业价格指数仍处 60%以上高位，油价上行支撑尚存。

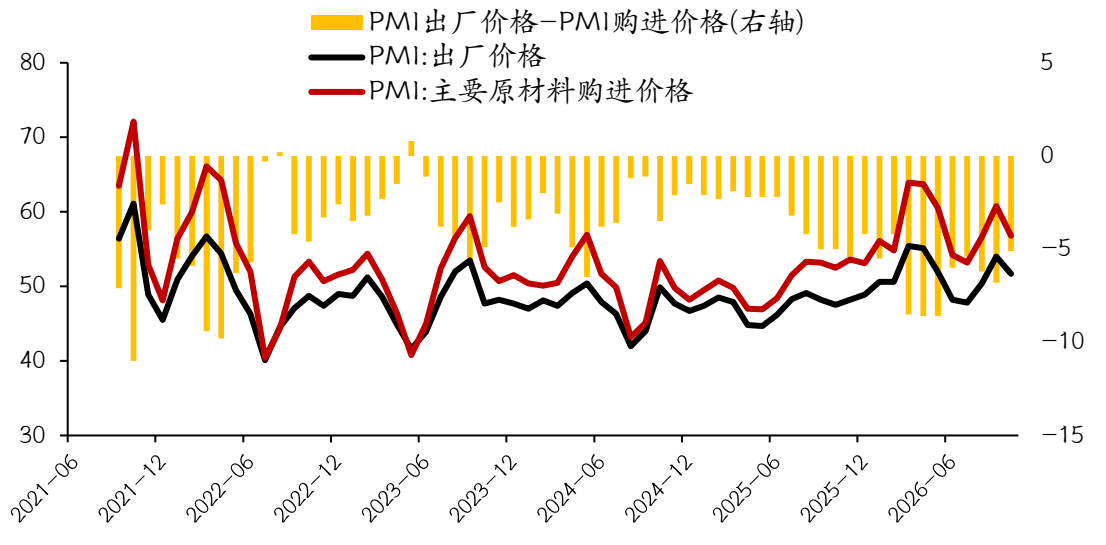
新动能保持较快增长，传统行业景气回落

图表：PMI分项（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：PMI分项（单位：%）

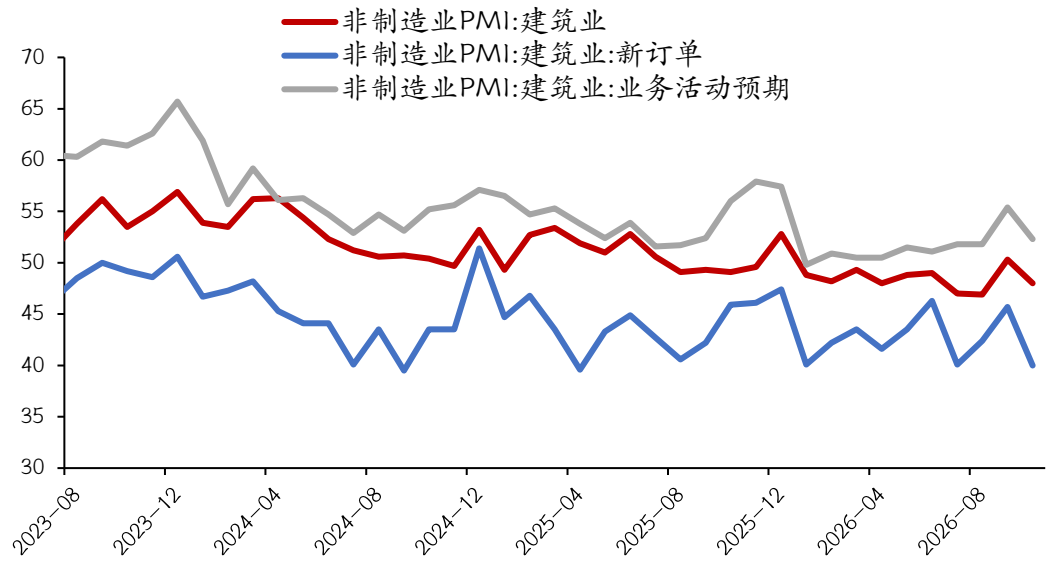


资料来源：Wind，光大期货研究所

结构上，新动能保持较快增长，传统行业景气回落。高技术制造业 PMI 51.3、装备制造业 PMI 50.6，继续高于临界点，新质生产力延续扩张态势；消费品行业 PMI 48.8、高耗能行业 PMI 47.3，分别较上月下降 1.9 和 0.7 个百分点，双双回落。高技术-高耗能剪刀差由 9 月的 4.5 收窄至 4.0。

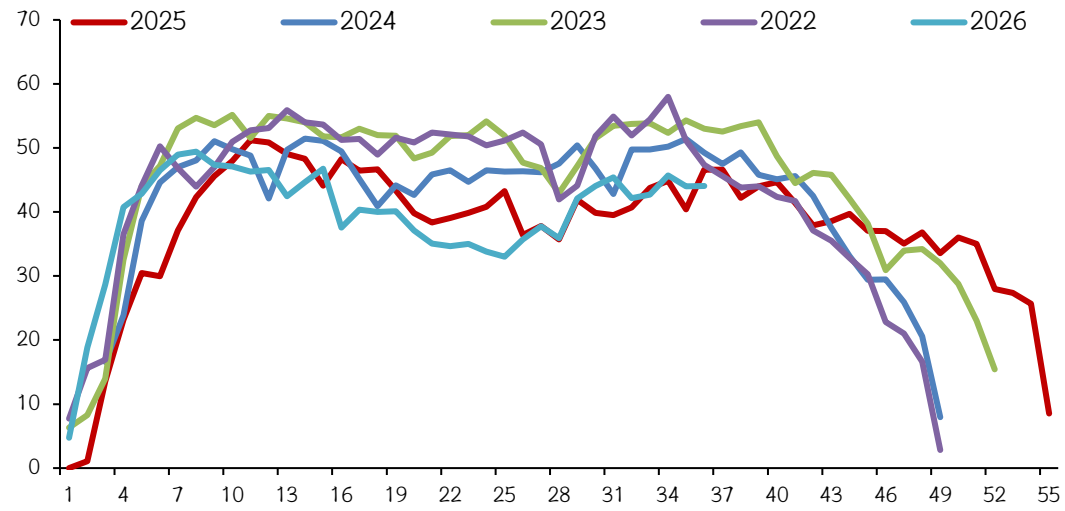
建筑业商务活动指数 48.0，较上月大幅回落 2.3 个百分点、重回荣枯线下方

图表：PMI分项（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：全国水泥磨机运转率（横坐标为春节后第n周）（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

非制造业整体 49.7，较上月回落 0.5 个百分点。服务业商务活动指数 50.0，恰好位于临界点："十一" 假期出行消费相关的铁路运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数回升明显且处于扩张区间。建筑业商务活动指数 48.0，较上月大幅回落 2.3 个百分点、重回荣枯线下方。

整体来看，10 月 PMI 回落幅度超季节性，需求提前释放的透支效应、外需不确定性、大宗商品价格高位回落是三大拖累，景气再回荣枯线下方，四季度开局偏弱。前三季度GDP同比增长4.6%，已落入全年4.5%—5%的预期目标区间，增长底线压力边际缓解。根据2025年不变价季度权重计算，四季度仅需实现约4.24%的同比增速即可完成全年4.5%的增长底线目标；若要触及5%的目标上沿，则四季度增速需达到6%左右。

叠加PPI冲高、汇率平衡等多重约束，四季度出台加码的总量型超预期政策的概率相对偏低，政策重心正逐步从“逆周期总量加码”转向“存量政策落地见效”，增量政策更多以结构性、定向型工具的形式推进，而非全面宽松式的强刺激。

2.2 9月经济数据

宏观经济数据总览

图表：宏观经济数据总览

宏观指标		2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09
GDP（%）	当季	4.50			4.30			5.00			4.50			4.80
工业增加值（%）	当月	5.50	5.20	4.50	5.30	4.50	4.10	5.70	6.30	-	5.20	4.80	4.90	6.50
社零（%）	当月	1.10	0.40	0.60	1.00	-0.60	0.20	1.70	2.80	-	0.90	1.30	2.90	3.00
固定资产投资（%）	累计	-7.20	-7.20	-6.70	-5.70	-4.10	-1.60	1.70	1.80	-	-3.80	-2.60	-1.70	-0.50
制造业投资（%）	累计	-2.10	-2.30	-1.70	-1.20	-0.40	1.20	4.10	3.10	-	0.60	1.90	2.70	4.00
基建投资（%）	累计	-4.20	-4.00	-3.60	-2.40	0.60	4.30	8.90	11.40	-	-1.48	0.13	1.51	3.34
房地产投资（%）	累计	-20.60	-19.90	-19.20	-18.00	-16.20	-13.70	-11.20	-11.10	-	-17.50	-16.00	-14.90	-14.00
出口（%）（1-2月合并）	当月	36.30	25.00	23.90	27.00	19.40	14.10	2.50	21.80	-	6.60	5.90	-1.20	8.20
CPI（%）	当月	0.90	0.80	0.50	1.00	1.20	1.20	1.00	1.30	0.20	0.80	0.70	0.20	-0.30
PPI（%）	当月	5.00	3.80	3.50	4.10	3.90	2.80	0.50	-0.90	-1.40	-1.90	-2.20	-2.10	-2.30
社融（%）		7.10	7.20	7.40	7.40	7.70	7.80	7.90	8.20	8.20	8.30	8.50	8.50	8.70
人民币贷款（%）		4.80	4.90	5.10	5.20	5.50	5.60	5.70	6.00	6.10	6.40	6.40	6.50	6.60
M1（%）		3.20	4.10	4.00	4.00	5.50	5.00	5.10	5.90	4.90	3.80	4.90	6.20	7.20
M2（%）		7.20	7.50	7.70	8.00	8.60	8.60	8.50	9.00	9.00	8.50	8.00	8.20	8.40

资料来源：Wind，光大期货研究所

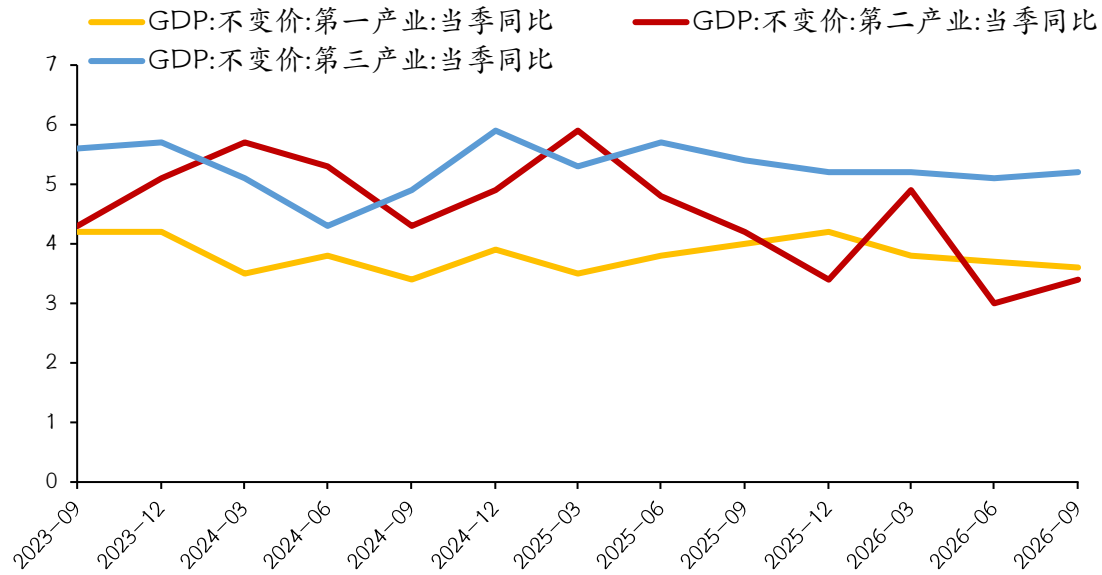
前三季度GDP同比增长4.6%，三季度增速回升至4.5%

图表：GDP当季同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：分产业GDP同比增速（单位：%）

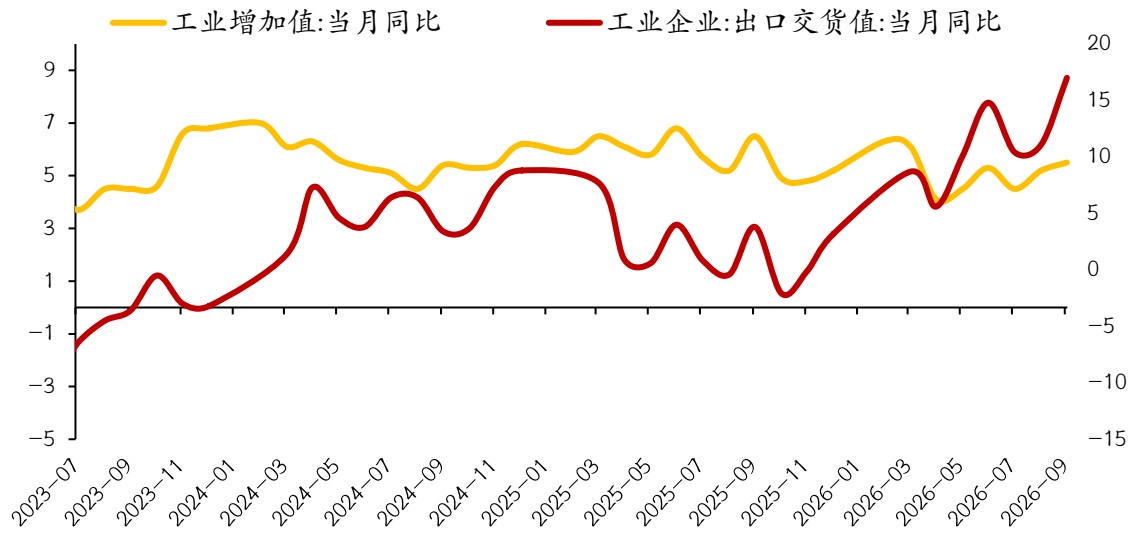


资料来源：Wind，光大期货研究所

初步核算，前三季度国内生产总值按不变价格计算同比增长 4.6%。分季度看，一季度增长 5.0%，二季度增长 4.3%，三季度增长 4.5%，三季度较二季度回升 0.2 个百分点，环比增长 1.2%。分产业看，第一产业增长 3.7%，第二产业增长 3.8%，第三产业增长 5.2%，第三产业继续是经济增长的主要拉动力。对照政府工作报告全年 4.5%—5% 的预期增长目标，前三季度 4.6% 的累计增速已位于目标区间内。从季度节奏看，三季度经济在出口和工业生产带动下出现边际企稳，但内需不足、房地产深度调整等制约因素仍在，四季度要争取更好结果仍需宏观政策继续加力。

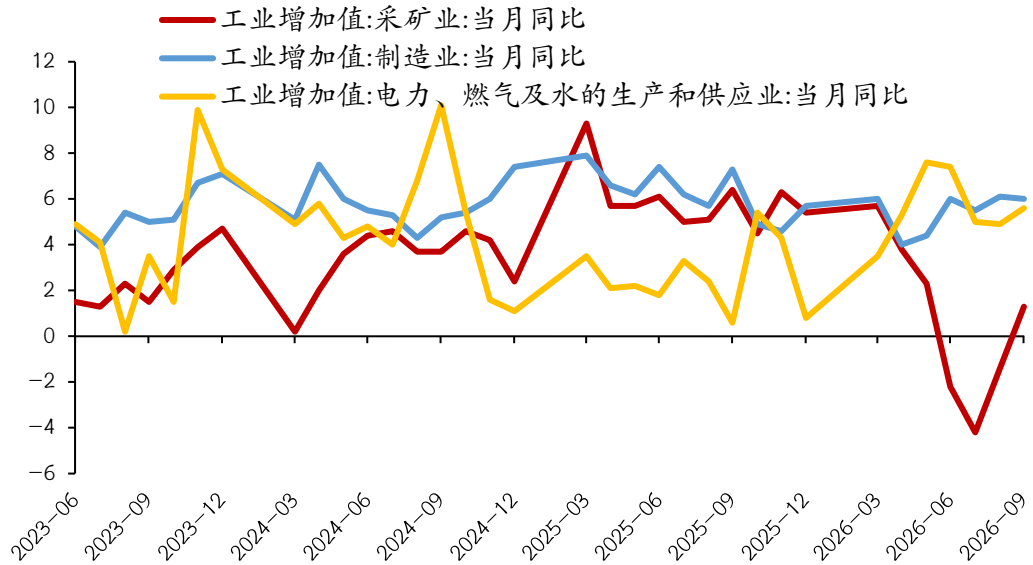
工业生产增速继续回升，出口交货值增速加快至17%

图表：工业增加值和出口交货值同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：工业增加值分项同比（单位：%）

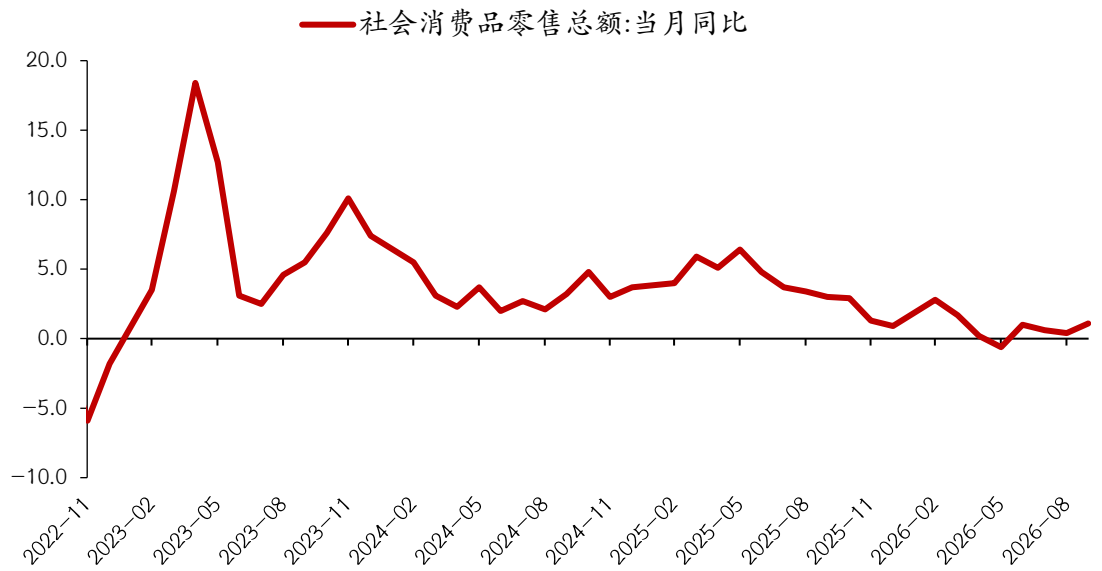


资料来源：Wind，光大期货研究所

9月规模以上工业增加值同比增长5.5%，较上月加快0.3个百分点，环比增长0.61%；1—9月累计增长5.3%。分三大门类看，采矿业增加值由降转增，同比增长1.3%；制造业增长6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.6%。新动能支撑持续，装备制造业1—9月增加值增长10.2%，高技术制造业9月增长15.3%、1—9月增长14.3%；3D打印设备、锂离子电池、工业机器人产量1—9月分别增长62.5%、39.5%、29.1%。外需大幅走高，9月工业企业出口交货值同比名义增长17.0%，增速较8月的11.1%明显加快，1—9月累计增长10.7%。但传统行业仍偏弱，钢材产量下降3.8%，水泥下降5.3%，原油加工量下降8.4%，非金属矿物制品业下降2.4%，新旧动能分化延续。

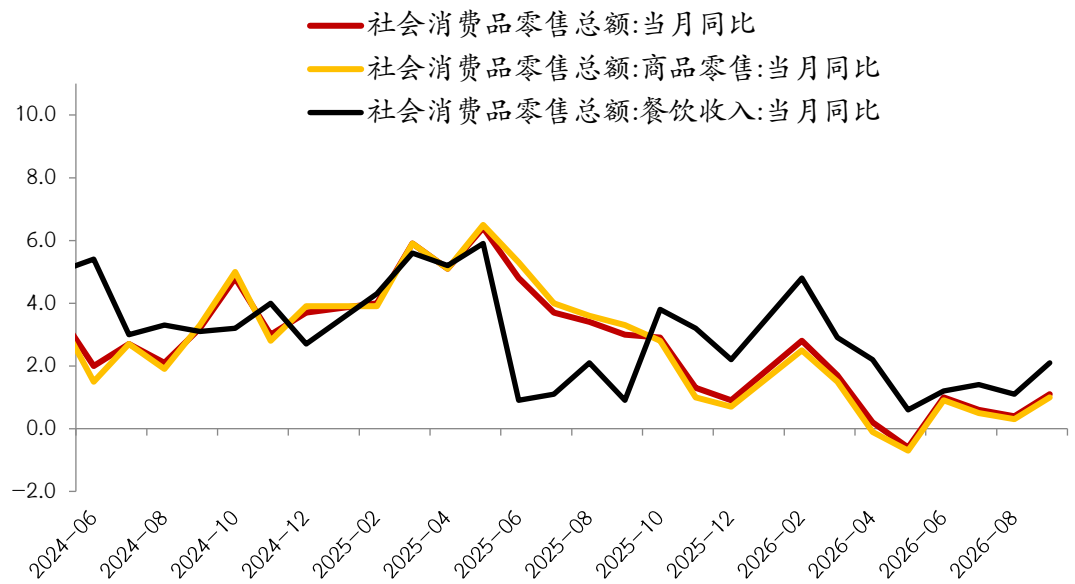
9月社零同比增长1.1%，消费增速回暖

图表：社零当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：社零分项当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

9月社会消费品零售总额同比增长 1.1%，较8月的0.4% 回升0.7个百分点，环比增长0.35%；1—9 月累计增长 1.1%。按消费类型分，9 月商品零售额增长 1.0%，餐饮收入增长 2.1%，餐饮继续快于商品零售。整体看，9 月消费数据较前两月明显改善，但主要受低基数和中秋国庆假期错位因素影响，商品零售整体仍偏弱，居民消费意愿和能力修复仍需时间。

剔除汽车后社零增长3.9%，汽车类消费仍是主要拖累项

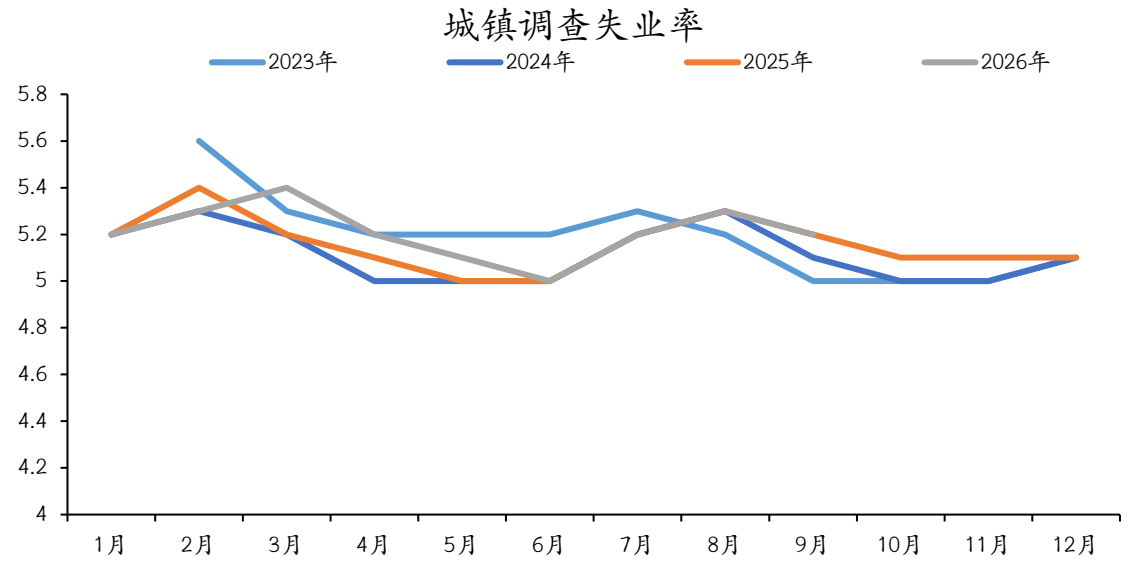
图表：社零分项同比增速（单位：%）

	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09
粮油、食品类	6.70	4.00	5.30	7.90	1.90	4.10	9.50	10.20	3.90	6.10	9.10	6.30
饮料类	5.00	4.90	3.50	5.80	6.10	3.60	8.20	6.00	1.70	2.90	7.10	-0.80
烟酒类	13.80	12.50	6.00	12.10	4.80	11.70	7.70	19.10	-2.90	-3.40	4.10	1.60
服装鞋帽针纺织品类	1.20	-0.50	-1.00	3.90	3.80	3.60	7.00	10.40	0.60	3.50	6.30	4.70
化妆品类	5.40	4.90	6.80	12.60	2.50	4.70	8.30	4.50	8.80	6.10	9.60	8.60
金银珠宝类	-9.60	-17.50	-10.10	-3.40	-8.90	-21.30	11.70	13.00	5.90	8.50	37.60	9.70
日用品类	4.10	1.80	1.80	3.90	1.60	3.50	4.60	6.60	3.70	-0.80	7.40	6.80
家用电器和音像器材类	1.90	2.30	-1.90	-8.70	-15.60	-15.10	-5.00	3.30	-18.70	-19.40	-14.60	3.30
中西药品类	5.00	4.80	6.70	4.40	4.00	4.20	5.70	0.70	1.20	4.90	3.60	1.90
文化办公用品类	7.90	5.80	7.40	12.70	-1.50	-6.90	15.00	5.80	9.20	11.70	13.50	6.20
家具类	-3.00	-7.90	-8.80	-6.60	-8.70	-10.40	-8.70	8.80	-2.20	-3.80	9.60	16.20
通讯器材类	31.10	27.30	20.40	16.50	0.70	6.20	27.30	17.80	20.90	20.60	23.20	16.20
石油及制品类	-0.80	-7.00	-7.60	-5.10	-3.20	-6.50	0.10	-9.70	-11.00	-8.00	-5.90	-7.10
建筑及装潢材料类	-9.20	-11.80	-14.20	-10.50	-13.60	-13.80	-9.00	-2.20	-11.80	-17.00	-8.30	-0.10
汽车类	-21.20	-18.50	-17.00	-16.10	-16.10	-15.30	-11.80	-7.30	-5.00	-8.30	-6.60	1.60

资料来源：Wind，光大期货研究所

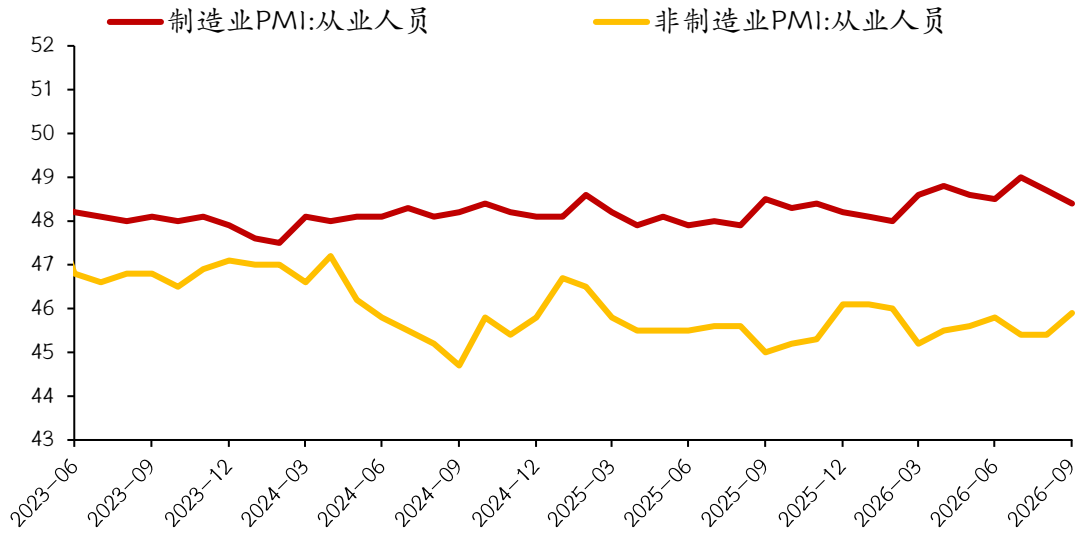
9月城镇调查失业率回落至5.2%

图表：城镇调查失业率（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

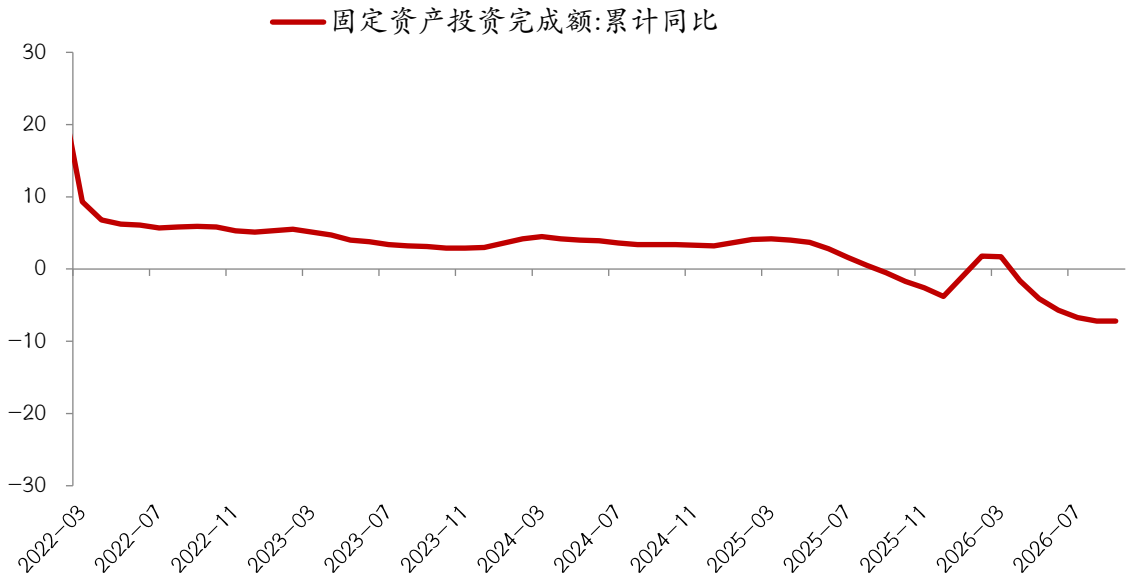
图表：PMI从业人员指数（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

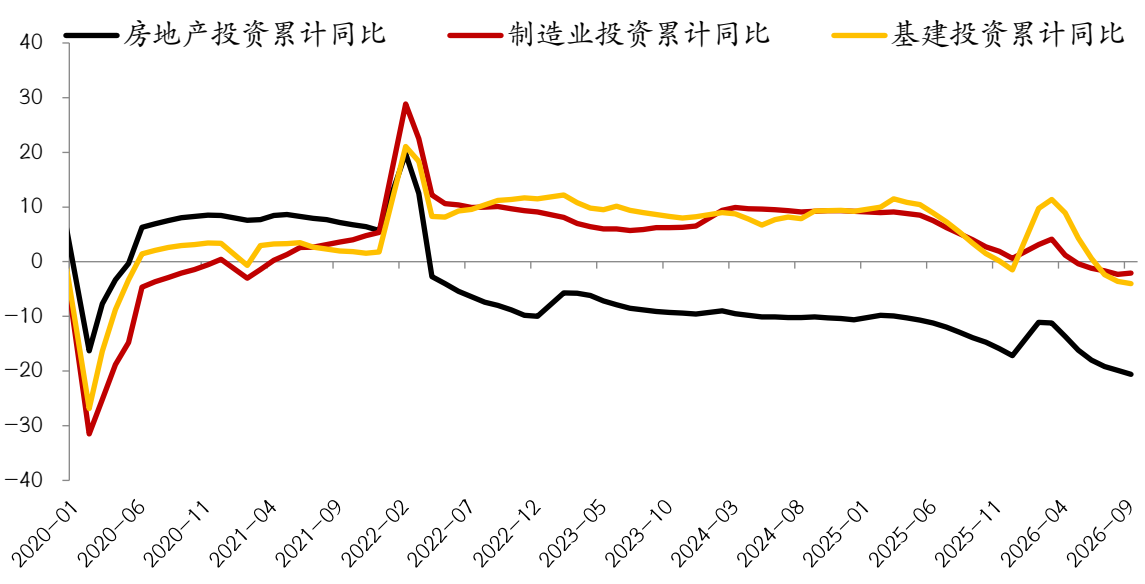
固定资产投资累计降幅持平，高技术产业投资保持增长

图表：固定资产投资完成额同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：固定资产投资完成额分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

1—9月全国固定资产投资（不含农户）334115亿元，同比下降7.2%；9月环比增长0.07%，由负转正。分领域看，房地产开发投资下降20.6%，制造业投资下降2.1%，基础设施投资下降4.2%，传统投资动能整体仍弱。投资内部新动能保持增长，高技术产业投资同比增长4.9%，其中信息服务业投资增长20.2%，航空、航天器及设备制造业投资增长12.5%，电子及通信设备制造业投资增长7.6%。但民间固定资产投资下降10.4%，降幅较1—8月的10.1%继续扩大，投资内生动力仍显不足，新动能量级尚不足以完全对冲传统投资下行。

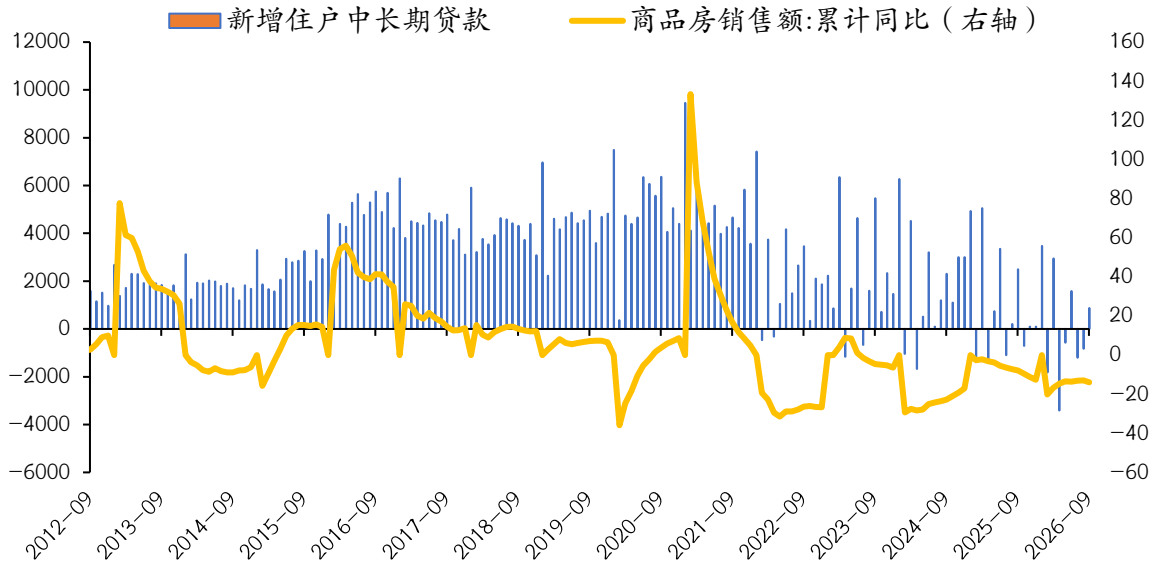
1—9月商品房销售面积同比下降13.2%，二手房成交占比持续过半

图表：商品房销售面积当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：商品房销售额和新增住户中长期贷款（单位：亿元，%）

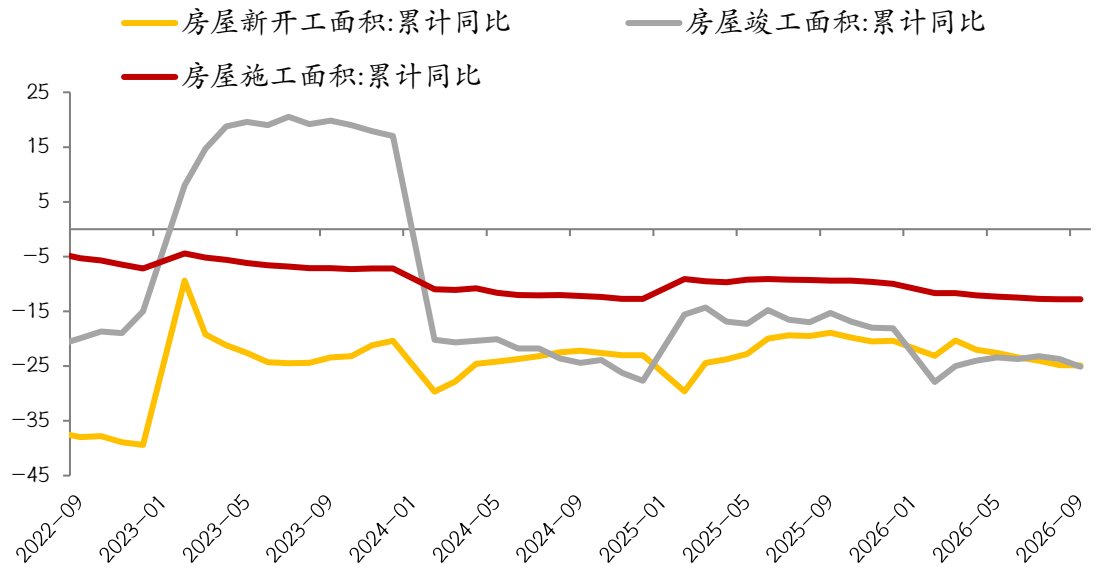


资料来源：Wind，光大期货研究所

1—9月新建商品房销售面积同比下降13.2%，降幅较1—8月的12.1%扩大1.1个百分点；二手房交易保持活跃，1—9月二手房交易网签面积同比增长10.7%，二手房在整个商品房成交中的占比持续保持在50%以上，市场结构继续向存量房倾斜。但新房销售降幅再度扩大，反映居民购房意愿仍偏弱，新房去化压力仍然较大，房地产销售端尚未出现趋势性企稳。

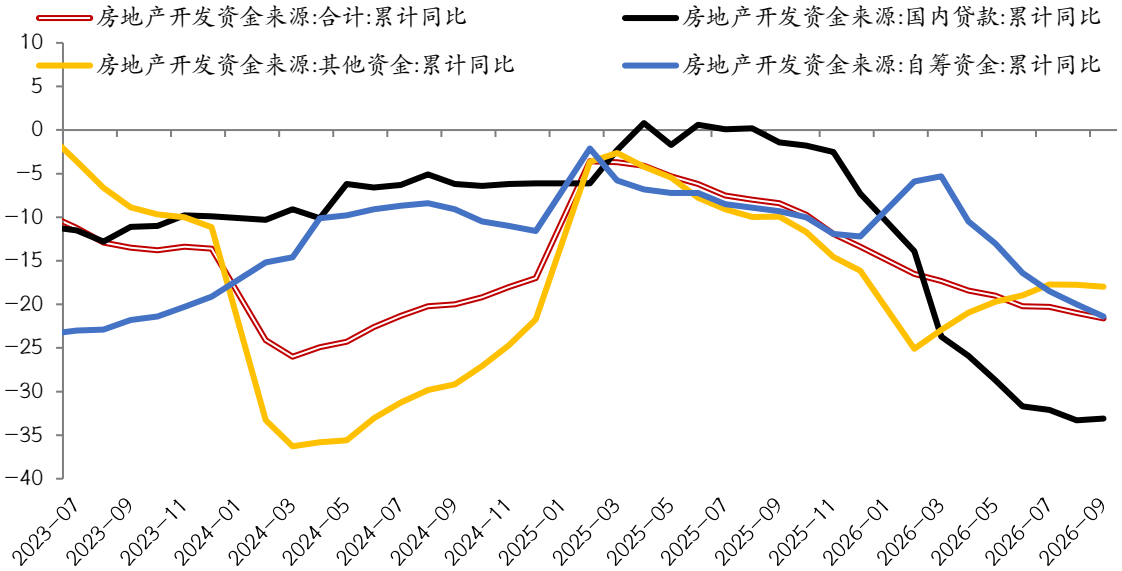
房地产开发投资降幅扩大至20.6%，行业仍处调整阶段

图表：房地产投资分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：房地产开发投资完成额同比（单位：%）

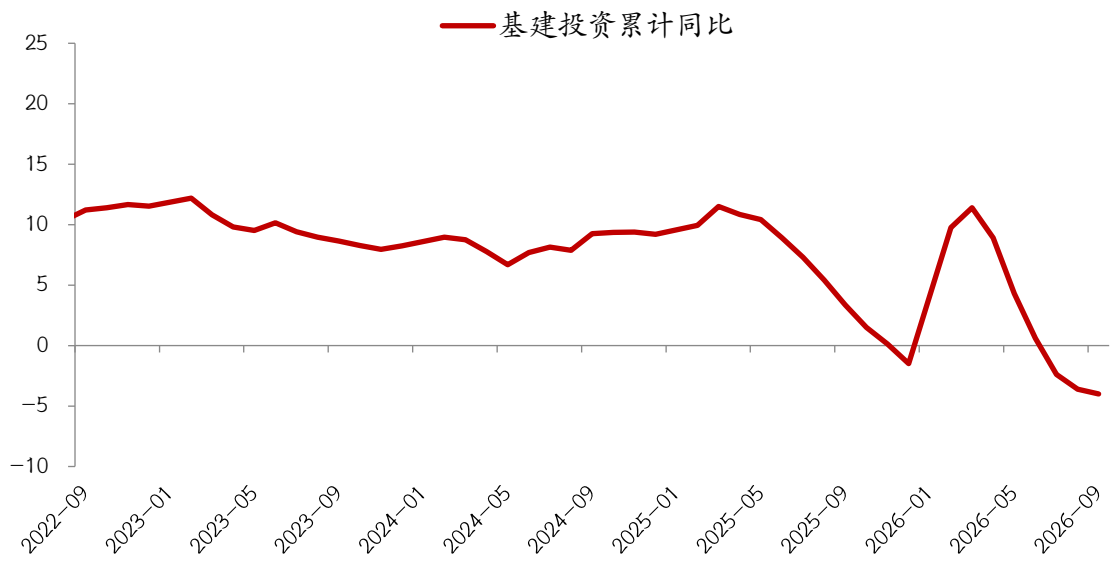


资料来源：Wind，光大期货研究所

1—9月全国房地产开发投资 同比下降20.6%，降幅较1—8月的19.9% 扩大0.7个百分点。房地产开发投资、销售和新开工均延续同比下降，行业整体仍处于调整阶段。房企资金来源和拿地开工意愿仍然偏弱，短期投资下行压力仍大。尽管二手房成交保持活跃、一二手房合计网签量近期边际改善，但商品住宅开发投资尚未出现企稳信号，政策效果传导至投资端仍需时日。

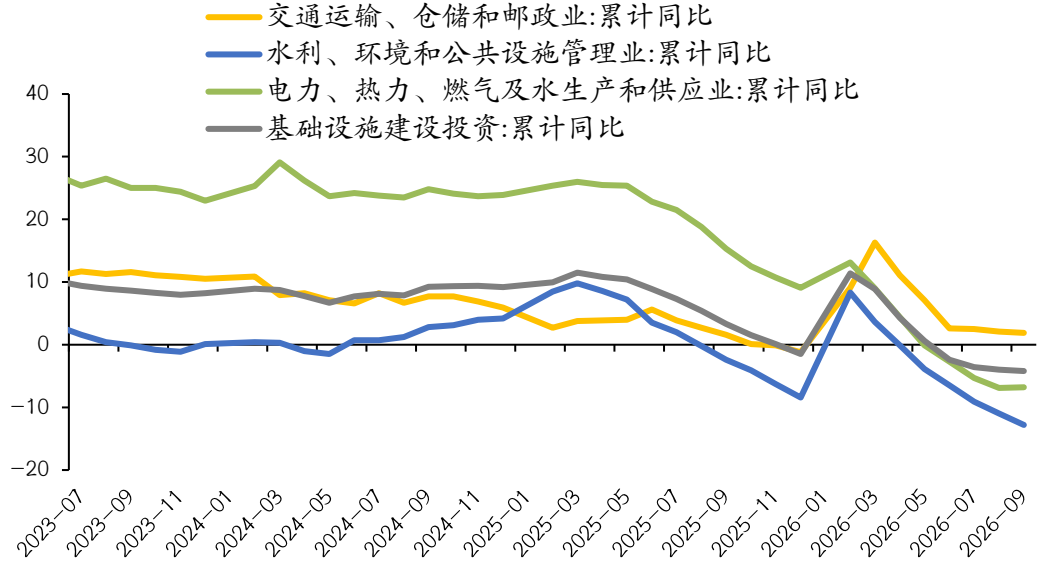
基建投资降幅扩至4.2%，信息传输及交通投资保持增长

图表：基建投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：基建分项同比（单位：%）

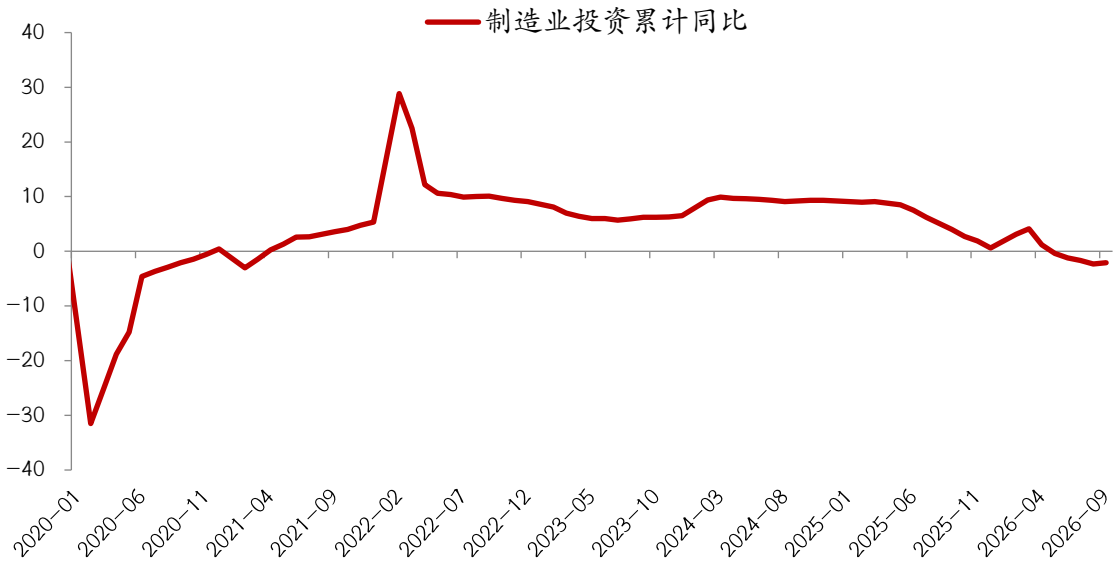


资料来源：Wind，光大期货研究所

1—9月基础设施投资同比下降4.2%，降幅较1—8月的4.0%微扩0.2个百分点。分行业看，新基建及交通枢纽领域保持较快增长，信息传输业投资增长30.8%，航空运输业投资增长13.8%，水上运输业投资增长13.5%。但传统基建领域仍承压，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资下降6.8%，水利、环境和公共设施管理等领域投资偏弱。整体看，基建投资呈现“新基建强、传统基建弱”的结构性分化。

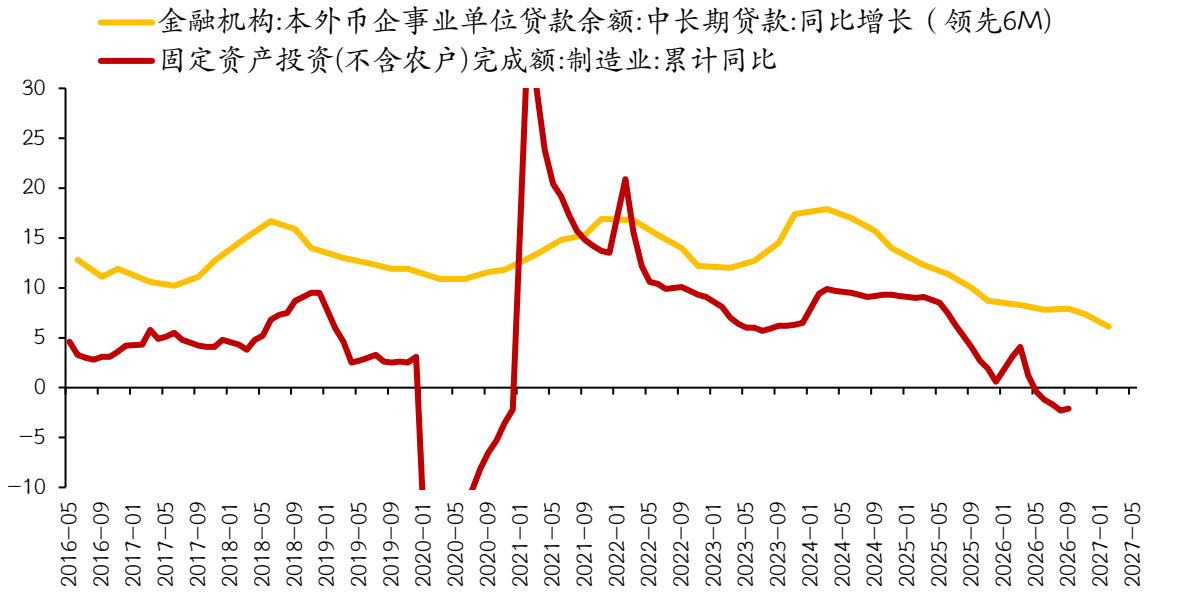
制造业投资降幅收窄至2.1%，装备制造与高技术领域保持增长

图表：制造业投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：制造业投资和企业中长期贷款同比（单位：%）



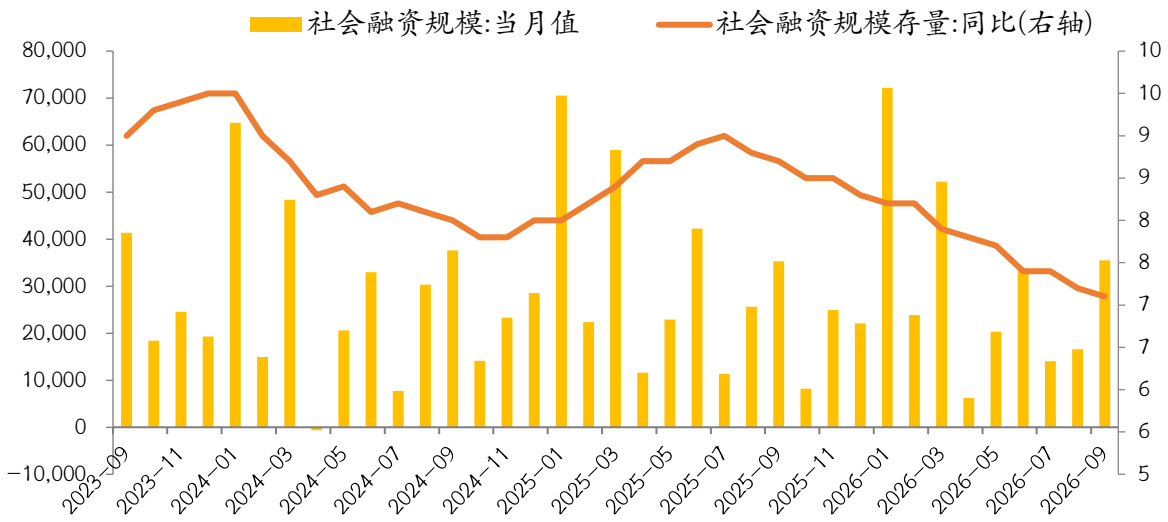
资料来源：Wind，光大期货研究所

1—9月制造业投资同比下降2.1%，降幅较1—8月的 2.3%收窄 0.2个百分点。制造业投资内部结构继续分化，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增长15.8%，但汽车制造业投资下降 6.3%，食品制造业下降 10.3%，化学原料和化学制品制造业下降 7.5%，传统制造业投资仍承压。整体看，制造业投资“K 型分化”延续，产业升级相关领域投资保持增长，但传统制造业投资下行仍拖累整体，制造业投资企稳尚需等待外需和地产链需求回暖。

2.3 社融信贷、通胀

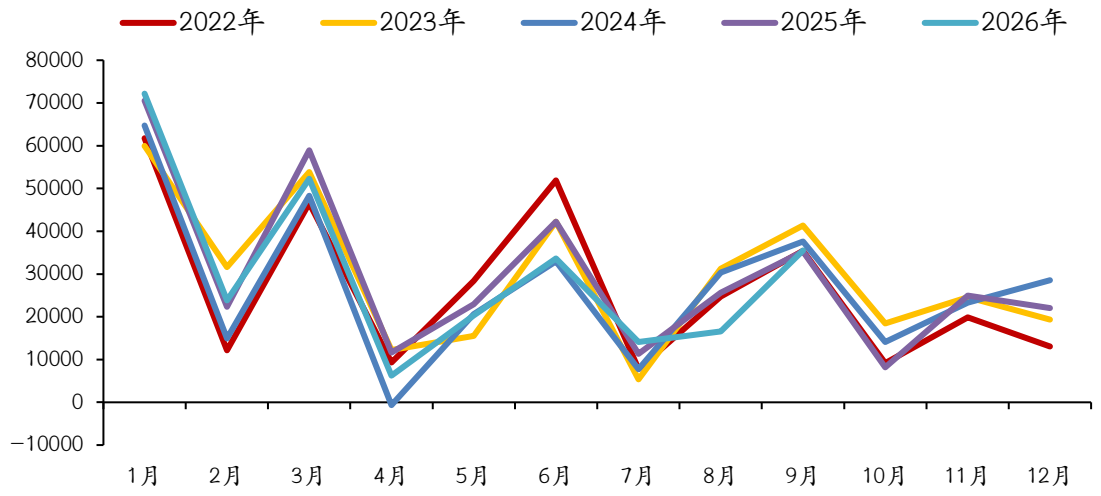
内生融资需求偏弱的格局延续

图表：社融规模及存量增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：社会融资规模：当月值（单位：亿元）

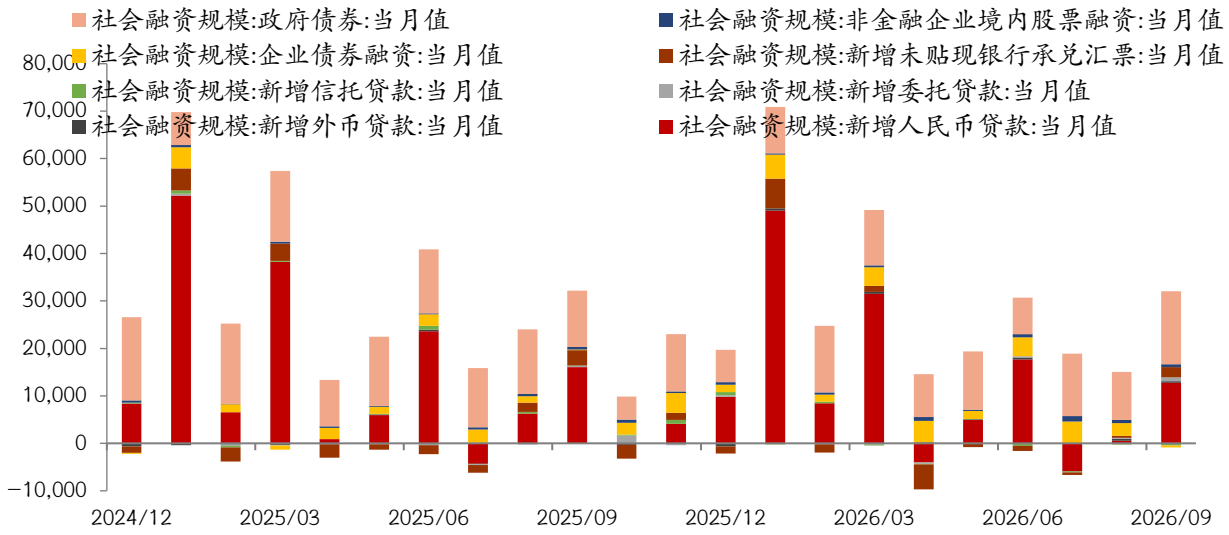


资料来源：Wind，光大期货研究所

中国9月份社会融资规模增加35491亿元人民币，比上年同期多增192亿元。金融机构人民币贷款增加10800亿元，同比少增2100亿元。社融存量和社融口径人民币贷款存量同比增速分别为7.1%、4.8%，较上月分别回落0.1和0.2个百分点。M2同比增长7.2%，较上月回落0.3个百分点；M1同比增长3.2%，较上月回落0.9个百分点。货币增速仍高于社融和贷款增速，但M1大幅回落，企业活期存款增长乏力，内生融资需求偏弱的格局尚未根本改变。

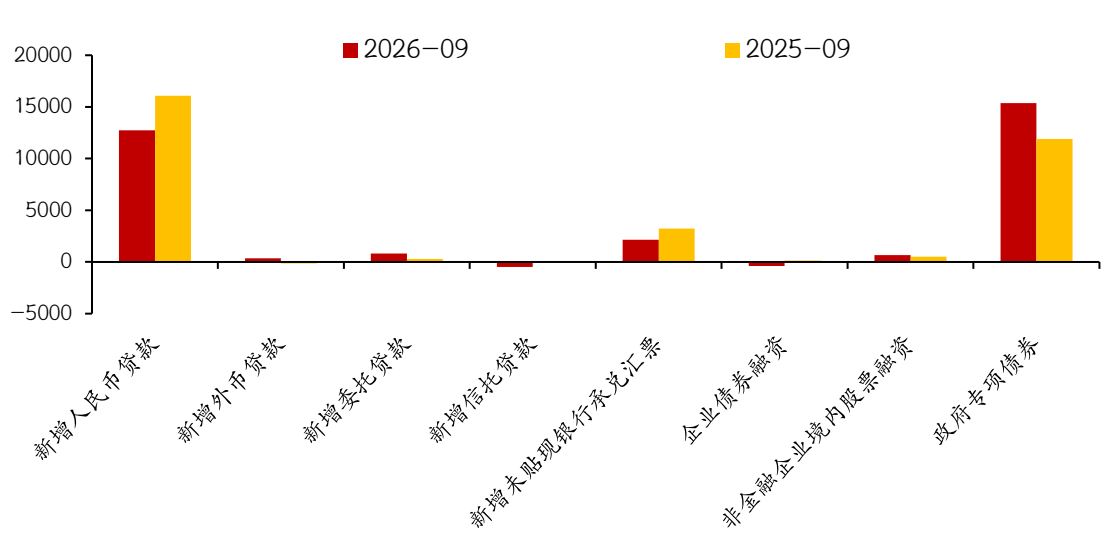
社融同比基本持平主要靠政府债券多增支撑，人民币贷款和企业债券仍是主要拖累

图表：新增社融规模细分拉动项（单位：亿元



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：新增社融分项和去年同期对比（单位：亿元）

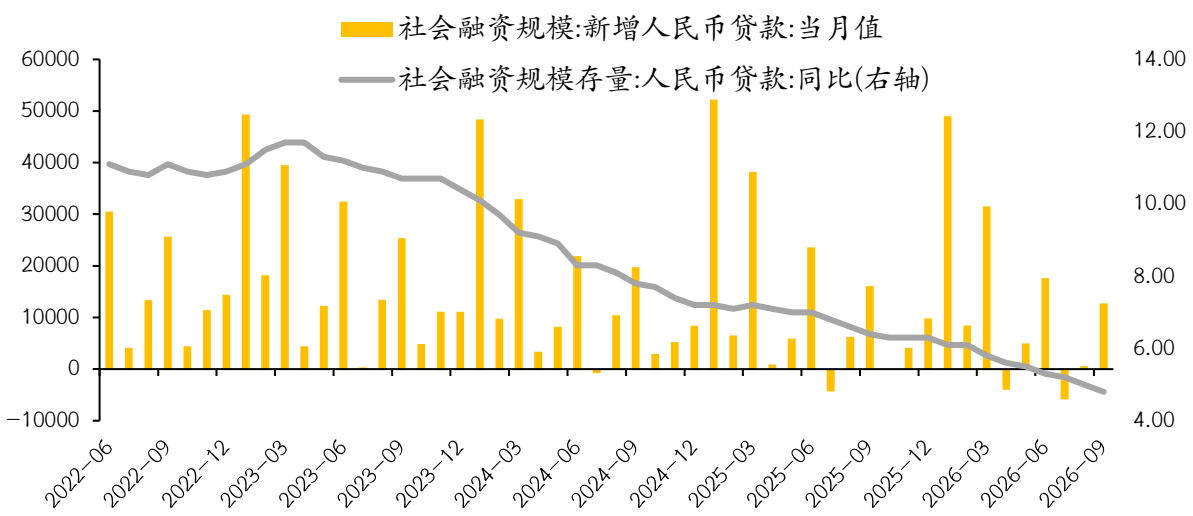


资料来源：Wind，光大期货研究所

社融同比基本持平主要靠政府债券多增支撑，人民币贷款和企业债券仍是主要拖累。9月对实体经济发放的人民币贷款增加12739亿元，同比少增3342亿元；政府债券净融资15331亿元，同比多增3438亿元，占当月新增社融的43.2%。9月专项债发行冲刺，政府债券供给集中释放。企业债券净融资-425亿元，去年同期为+136亿元，同比少增561亿元，直接融资从8月的多增1349亿转为净减少，是社融的另一拖累。整体来看，剔除政府债券后社融仍同比少增约3200亿元，社融扩张仍高度依赖政府部门融资，私人部门信用扩张动力不足。

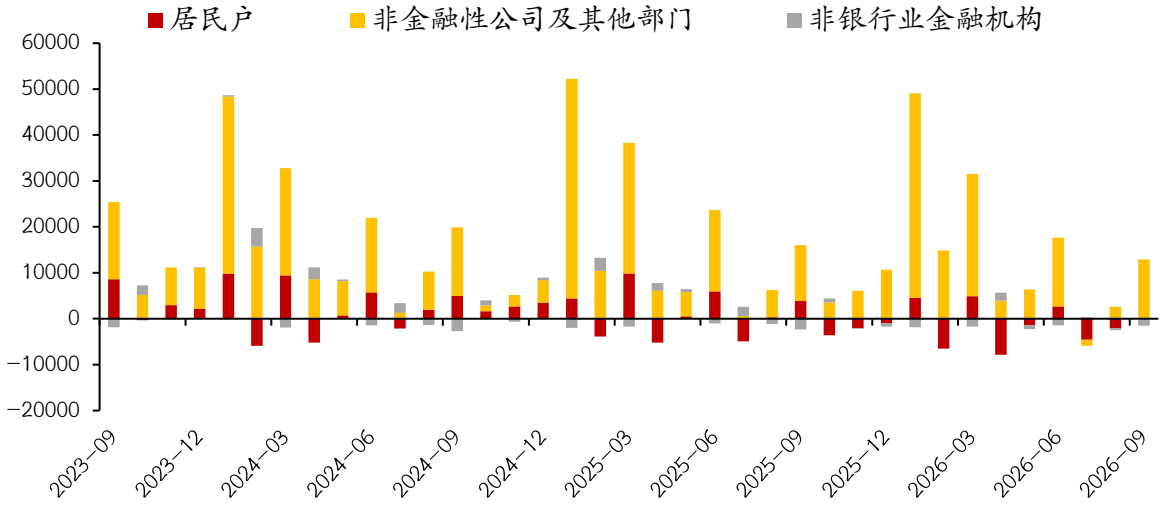
居民部门加杠杆意愿依然不足

图表：新增人民币贷款及同比（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：人民币贷款当月新增细分（亿元）



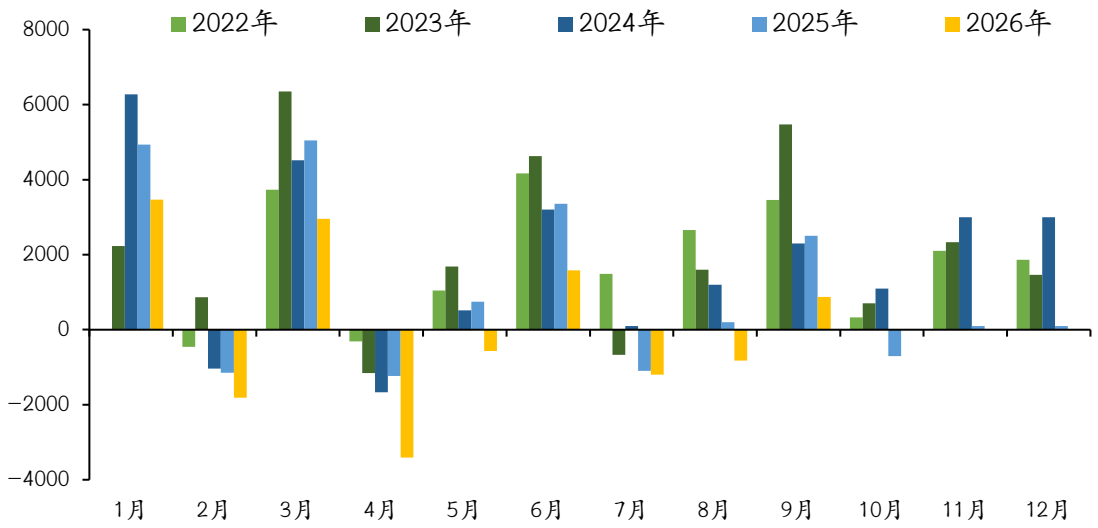
资料来源：Wind，光大期货研究所

人民币贷款分项来看，住户贷款持平于0亿元，同比少增3890亿元。其中，住户短期贷款减少900亿元，同比少增2321亿元；住户中长期贷款增加874亿元，同比少增1626亿元。住户贷款较8月（-2029亿）明显改善，中长期贷款时隔多月转正，但同比仍大幅少增，居民部门加杠杆意愿依然不足。8月末地产新政满月后按揭需求回暖力度有限，住房相关信用修复仍需观察。

企业贷款增加12900亿元，同比多增700亿元。其中，中长期贷款增加8900亿元，同比少增200亿元，较8月少增1500亿元大幅收窄；短期贷款增加4600亿元，同比少增2500亿元；票据融资减少500亿元，同比多增3526亿元，但主要受去年同期票据大幅到期（-4026亿）的低基数影响，并非银行主动冲量，实际票据净减少500亿，较8月（+1000亿）已明显收敛。将企业贷款与企业债券融资合并观察，两项合计增加12475亿元，同比多增139亿元，企业债从8月的多增转为少增，对贷款的对冲作用消失，合并口径仅勉强持平。

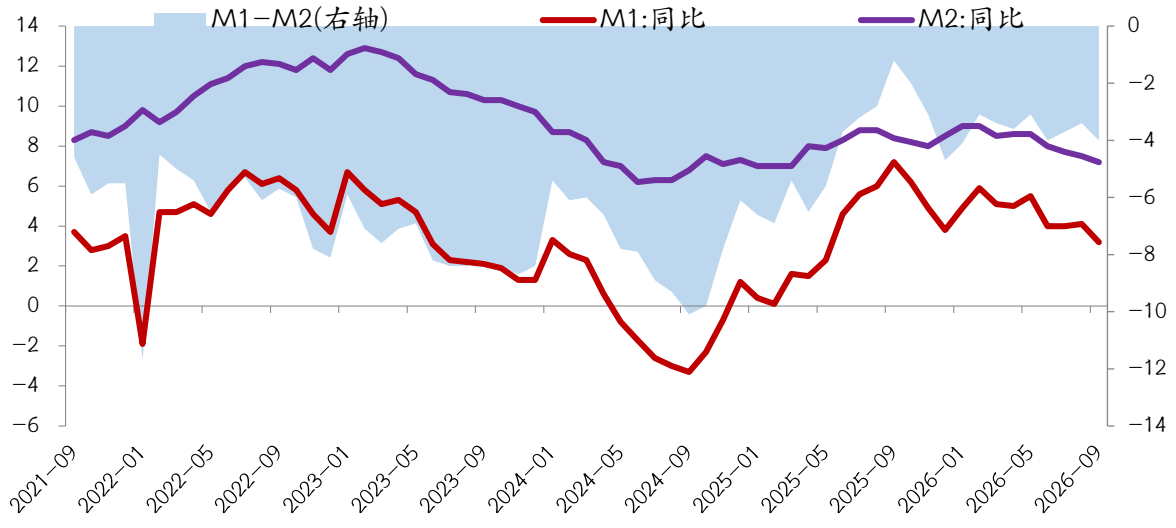
货币增长快于信用扩张的格局延续

图表：新增住户中长期贷款（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：M1和M2剪刀差（单位：%）



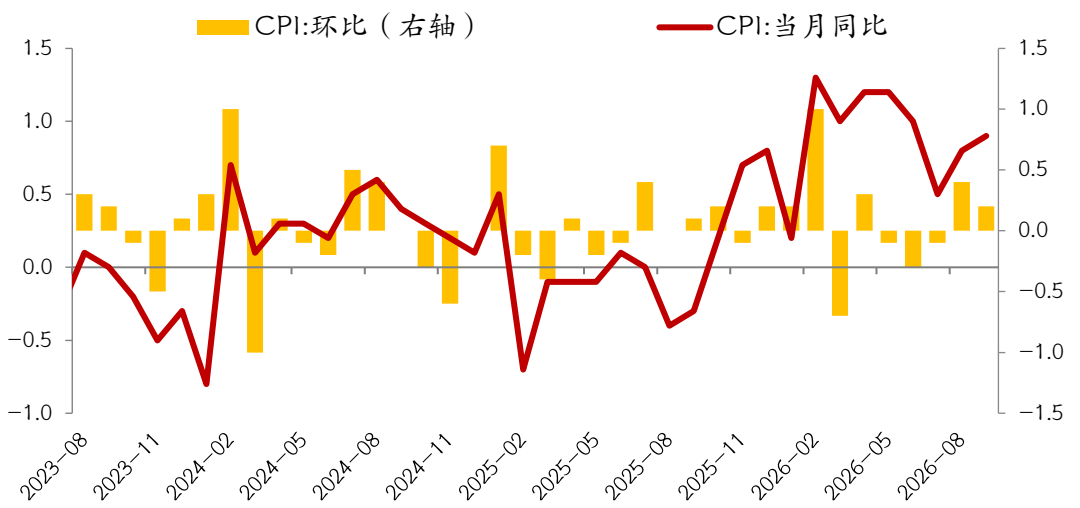
资料来源：Wind，光大期货研究所

货币供应方面，M2与M1增速差由8月的3.4个百分点扩大至4.0个百分点，其中M1增速回落0.9个百分点是主要贡献，M2增速回落贡献0.3个百分点，剪刀差重新扩大。M1同比3.2%较上月大幅回落0.9个百分点，企业活期存款增长乏力，货币活化程度不升反降。M2同比7.2%，回落0.3个百分点，季末非银存款波动及政府债缴款对M2形成阶段性扰动。M2增速仍高于社融和实体人民币贷款增速，两组增速差均较上月略有走阔，货币增长快于信用扩张的格局延续。

整体来看，9月金融数据呈现政府债券独撑社融总量、企业中长贷边际企稳、居民信用仍深度收缩、M1大幅回落的特征。社融表面持平，但私人部门贷款和债券融资仍弱，经济内生修复动力不足。弱信用对债市形成基本面支撑，但9月政府债集中发行带来的供给压力及季末资金面扰动仍是主要变量。政策层面，企业中长贷企稳是积极信号，但M1大幅回落和居民贷款持续收缩表明需求不足仍是主要矛盾。降准方面，9月政府债集中发行已落地，后续若流动性回归宽松则降准紧迫性下降；降息仍受汇率和输入性通胀约束，择机推进。

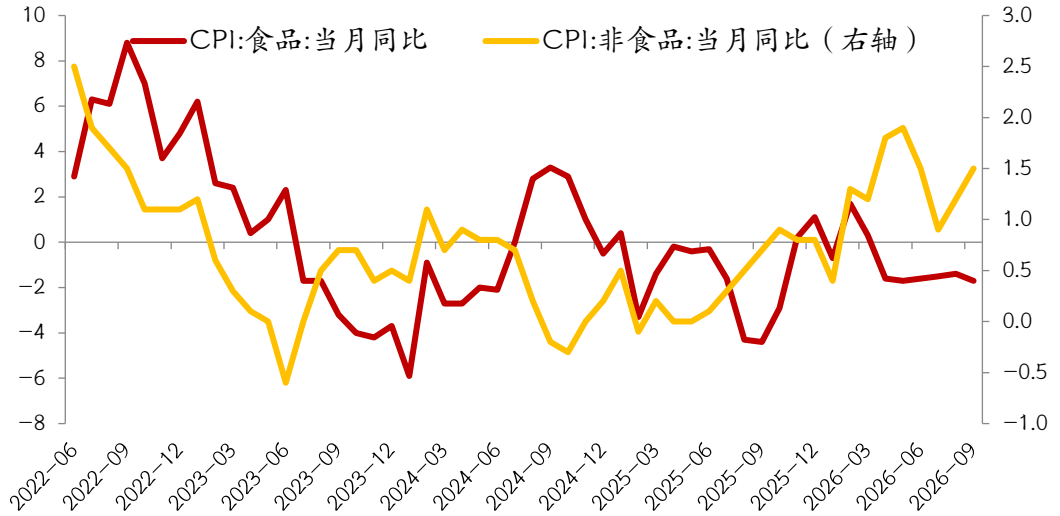
中国9月CPI同比上涨0.9%，较上月扩大0.1个百分点

图表：CPI环比和同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：CPI食品同比和CPI非食品同比（单位：%）

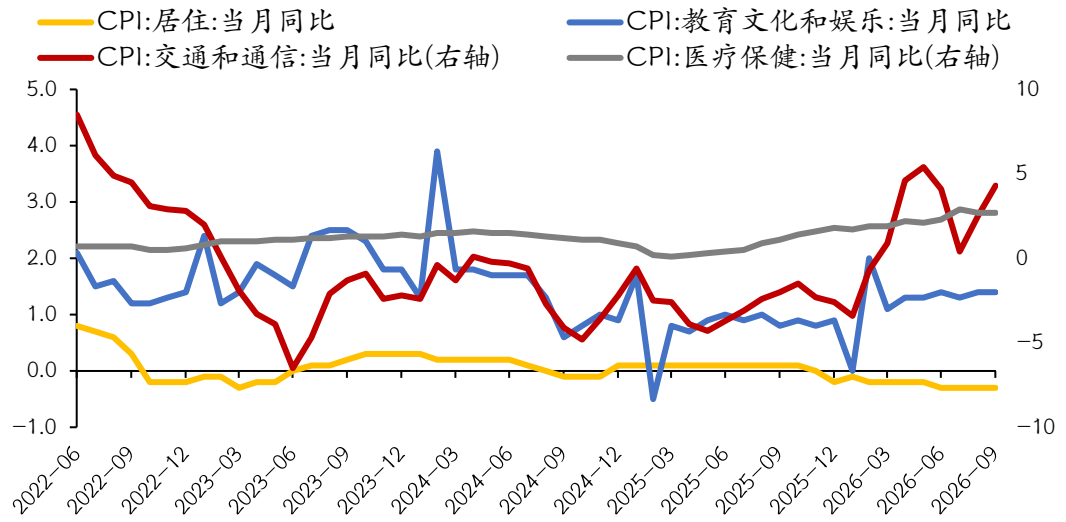


资料来源：Wind，光大期货研究所

中国9月CPI同比上涨0.9%，较上月扩大0.1个百分点；环比上涨0.2%，涨幅回落0.2个百分点；核心CPI同比1.0%，与上月持平。PPI同比上涨5.0%，较上月大幅扩大1.2个百分点，环比上涨1.2%，涨幅扩大0.8个百分点，同比、环比涨幅均扩大。

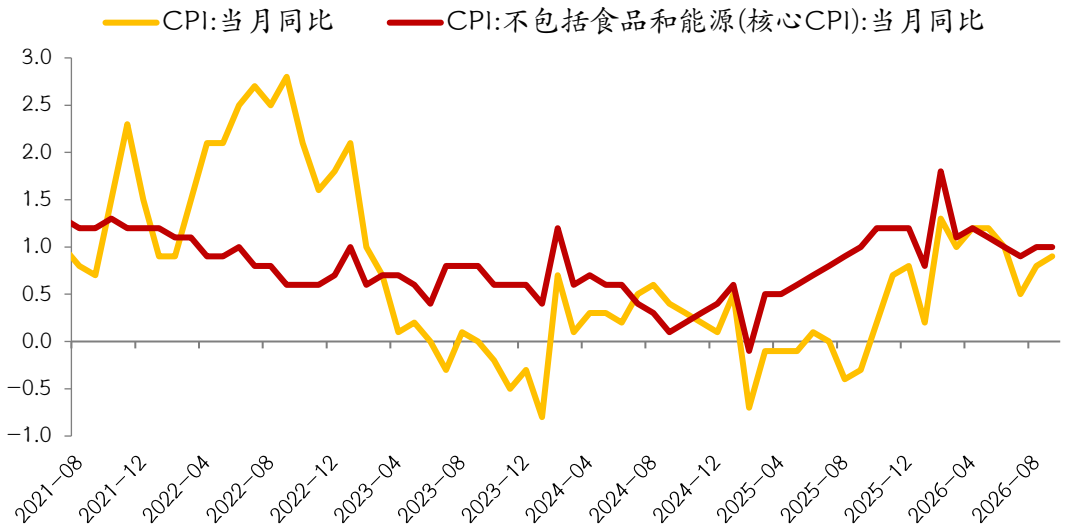
CPI整体温和，结构上“能源与电子强、食品与出行弱”

图表：CPI分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：CPI和核心CPI同比（单位：%）

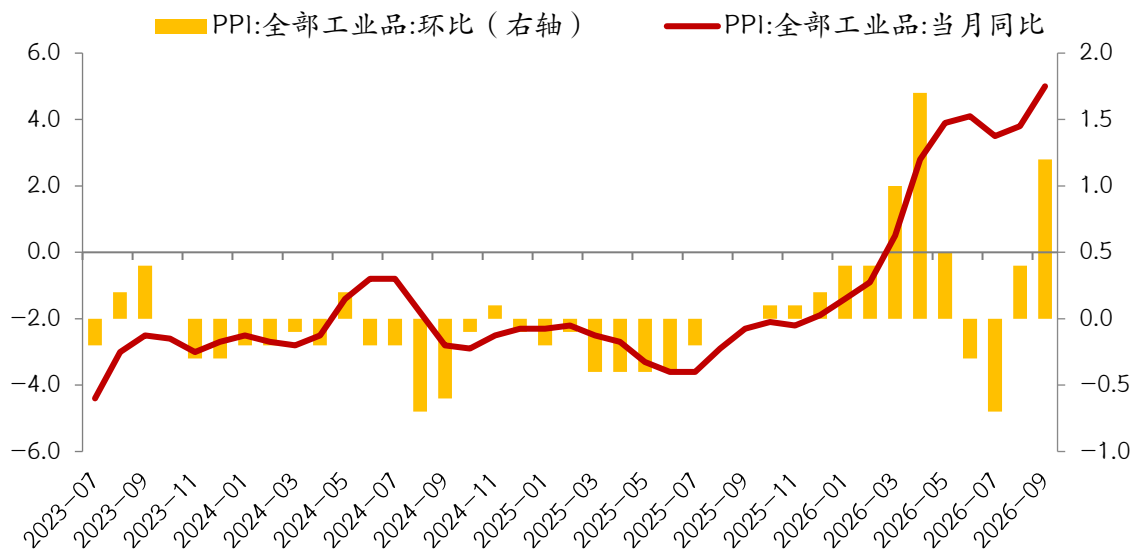


资料来源：Wind，光大期货研究所

CPI整体温和，结构上“能源与电子强、食品与出行弱”。环比看，服务价格由涨转跌0.2%——暑假结束飞机票、宾馆住宿、旅行社收费分别下降8.7%、7.0%、6.0%，合计拖累CPI环比约0.12个百分点；食品价格上涨0.4%，与上月持平，低于季节性水平0.8个百分点，鲜菜、猪肉、鸡蛋、鲜果涨幅0.5%-2.3%，水产品因休渔期结束价格回落；工业消费品上涨0.7%，受成本走高带动移动电话机、计算机、数据存储设备等电子品类上涨1.5%-3.7%。同比看，汽油价格大涨16.6%（涨幅扩大7.3个百分点），单独拉动CPI同比约0.47个百分点，能源价格涨幅由4.1%扩大至7.3%；电子链涨价延续强势，数据存储设备、平板电脑、计算机同比分别上涨46.7%、23.6%、21.8%，AI与算力链条对CPI的传导在物价端逐步显现；食品价格下降1.7%，降幅扩大0.3个百分点，猪肉、鲜菜分别下降10.0%和8.1%，食品通缩延续。核心CPI同比1.0%持平，需求端修复依然温和，内生涨价动能不强。

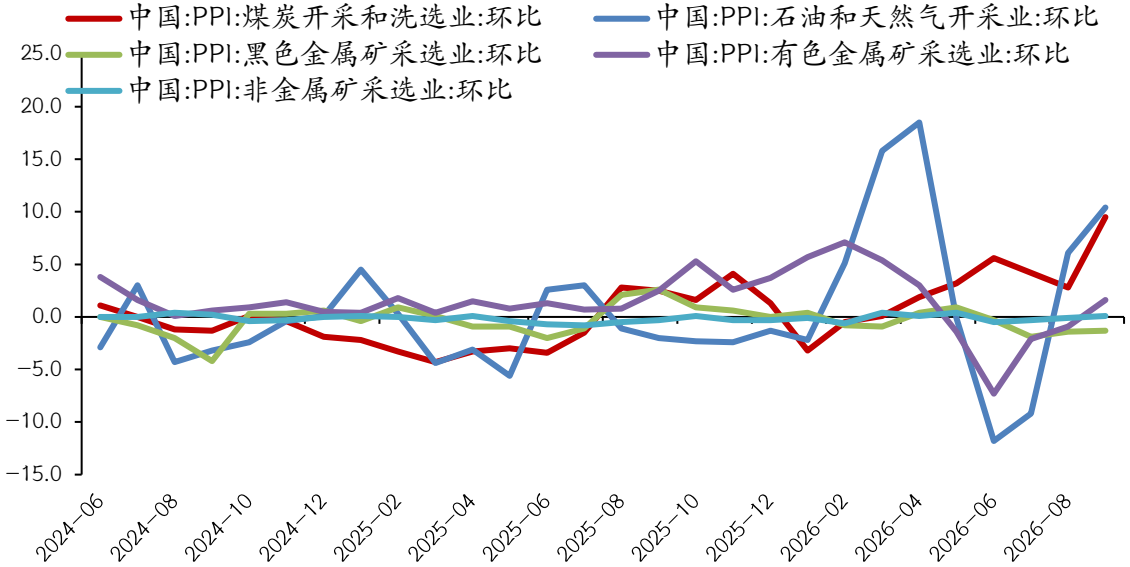
PPI大幅超预期，环比+1.2%由三股力量驱动

图表：PPI当月同比和环比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：PPI部分分项环比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

PPI大幅超预期，环比+1.2%由三股力量驱动：一是国际原油、有色金属价格上行，石油开采、精炼石油制造、有机化学原料价格分别上涨14.5%、7.4%和5.4%，5个上游行业合计影响PPI环比约0.63个百分点；二是冬季供暖备煤需求增加、主产矿区供应阶段性偏紧、国际煤价上涨预期共振，煤炭开采、煤炭加工价格分别大涨9.5%和13.6%，叠加钢材水泥需求回升，非金属矿物制品业价格连降7个月后转涨0.3%；三是AI、算电协同带动电气机械、计算机通信电子价格均上涨0.4%。同比看，煤炭开采+35.3%、油气开采+24.5%、有色冶炼+21.4%领涨，8个上游行业合计上拉PPI同比5.42个百分点；而汽车、电力热力、医药、酒饮料等下游行业仍在下行，PPI内部“上游资源上涨、下游需求通缩”的K型分化进一步放大，中下游利润继续被挤压。这与9月PMI购进价格指数升至60.8、出厂价格54.0相互印证。

主要通胀分项数据

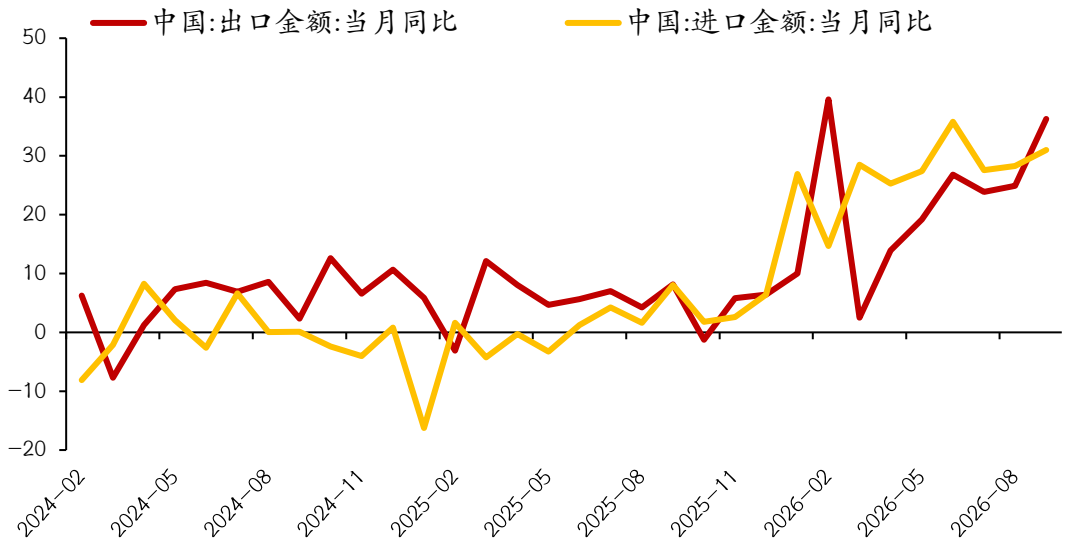
指标名称	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10
CPI:当月同比	0.90	0.80	0.50	1.00	1.20	1.20	1.00	1.30	0.20	0.80	0.70	0.20
CPI:环比	0.20	0.40	-0.10	-0.30	-0.10	0.30	-0.70	1.00	0.20	0.20	-0.10	0.20
不包括食品和能源(核心CPI):当月同比	1.00	1.00	0.90	1.00	1.10	1.20	1.10	1.80	0.80	1.20	1.20	1.20
消费品:当月同比	1.00	0.80	0.20	1.10	1.60	1.40	1.30	1.10	0.30	1.00	0.60	-0.20
服务:当月同比	0.80	0.80	0.70	0.80	0.80	0.90	0.80	1.60	0.10	0.60	0.70	0.80
食品烟酒:当月同比	-0.90	-0.70	-0.80	-0.80	-0.90	-0.80	0.40	1.40	-0.20	0.80	0.30	-1.60
食品烟酒:畜肉类:猪肉:当月同比	-10.00	-11.80	-13.30	-15.90	-16.10	-15.20	-11.50	-8.60	-13.70	-14.60	-15.00	-16.00
居住:当月同比	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.10	-0.20	0.00	0.10
生活用品及服务:当月同比	0.20	0.70	0.80	1.30	1.80	1.40	1.50	2.80	2.60	2.20	2.10	1.90
生活用品及服务:家用器具:当月同比	-1.80	-0.90	0.20	2.20	3.40	2.60	2.40	5.30	6.60	5.90	4.90	5.00
交通和通信:当月同比	4.30	2.50	0.40	4.10	5.40	4.60	0.90	-0.70	-3.40	-2.60	-2.30	-1.50
教育文化和娱乐:当月同比	1.40	1.40	1.30	1.40	1.30	1.30	1.10	2.00	0.00	0.90	0.80	0.90
教育文化和娱乐:旅游:当月同比	3.50	2.70	2.20	4.50	4.30	4.00	3.20	11.70	-6.60	2.10	2.00	2.10
医疗保健:当月同比	2.70	2.70	2.90	2.30	2.10	2.20	1.90	1.90	1.70	1.80	1.60	1.40
其他用品和服务:当月同比	5.90	7.30	5.80	6.60	9.90	11.00	13.50	15.40	13.20	17.40	14.20	12.80
金饰品:当月同比	22.50	33.60	24.60	28.10	39.00	46.90	65.80	0.00	77.40	68.50	58.40	50.30
PPI:当月同比	5.00	3.80	3.50	4.10	3.90	2.80	0.50	-0.90	-1.40	-1.90	-2.20	-2.10
PPI:环比	1.20	0.40	-0.70	-0.30	0.50	1.70	1.00	0.40	0.40	0.20	0.10	0.10
煤炭开采和洗选业:当月同比	35.30	26.60	27.10	20.60	10.00	3.10	-2.20	-7.00	-9.80	-8.90	-11.80	-15.60
石油和天然气开采业:当月同比	24.50	10.50	3.20	16.80	35.70	28.60	5.20	-12.90	-16.70	-11.50	-10.30	-8.40
黑色金属矿采选业:当月同比	-3.40	1.10	4.70	5.20	3.30	1.30	0.10	1.00	3.00	1.80	2.40	2.10
有色金属矿采选业:当月同比	21.40	21.10	22.60	25.50	36.50	38.90	36.40	30.20	22.70	24.00	20.20	18.90
非金属矿采选业:当月同比	-1.60	-2.20	-2.60	-3.30	-3.40	-4.10	-4.20	-5.00	-4.60	-3.40	-3.10	-3.10
汽车制造业:当月同比	-2.00	-2.20	-2.30	-2.10	-2.00	-2.00	-2.50	-2.40	-2.50	-1.90	-2.30	-2.30

政策上，本轮PPI上行主要由输入性与供给端驱动（油价、煤价、冬储），并非终端需求拉动，与CPI温和、核心通胀持平形成“物价结构性分化”格局——总量货币政策效果有限、且受制于PPI高位，宽松空间受限；9月30日央行仅下调PSL利率（1.75%→1.5%），延续“总量克制、结构优先”。展望四季度：PPI方面，若国际油价维持高位、冬储煤需求延续，10月同比或仍处高位，但去年同期基数逐步抬升，叠加油价冲高后回落风险，PPI同比大概率高位见顶、逐月回落；CPI方面，食品弱于季节性、猪肉产能仍过剩，核心通胀温和回升但大幅上行基础不具备。

资料来源：Wind，光大期货研究所

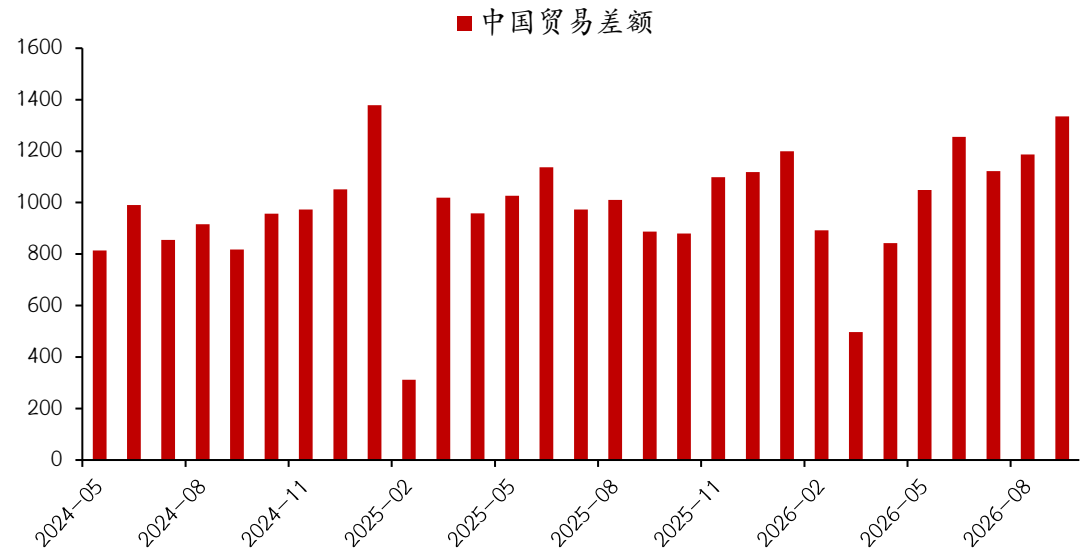
中国9月出口同比增长36.3%，较8月25.0%明显抬升，外需景气进一步走强

图表：中国进出口金额同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：中国贸易差额（单位：亿美元）



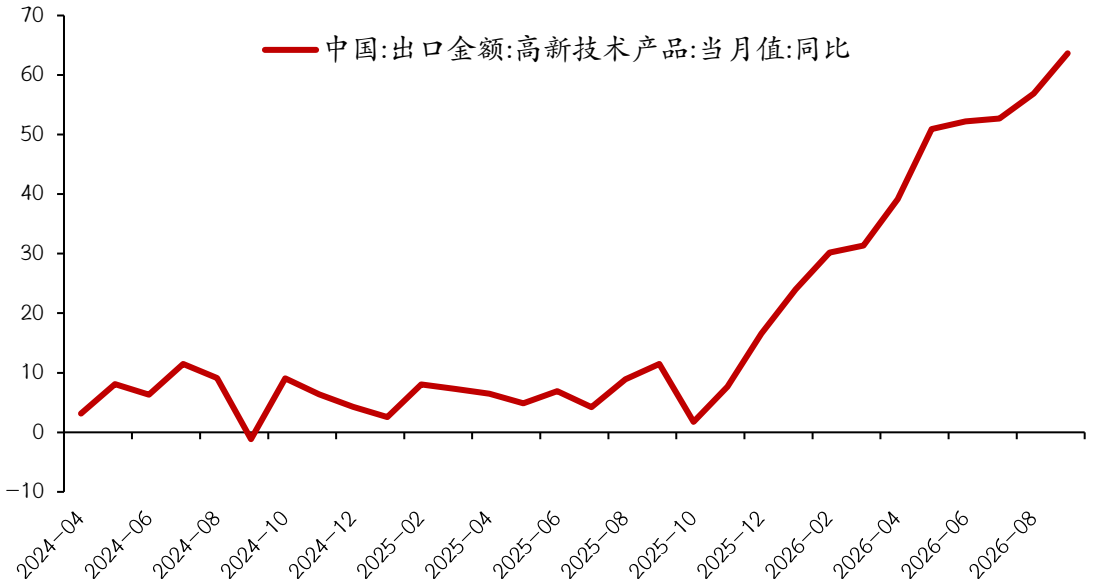
资料来源：Wind，光大期货研究所

按美元计，中国9月出口同比增长36.3%，较8月25.0%明显抬升，外需景气进一步走强；进口同比增长31.0%，较8月28.2%小幅上行。当月贸易顺差1335.3亿美元，前值1190.9亿美元，顺差规模大幅扩张，创阶段新高，维持历史高位区间。按人民币计，中国9月出口同比增长29.6%，进口同比增长24.6%，贸易顺差9059.7亿元人民币。

从国别来看，新兴市场与亚洲产业链需求延续高增，欧美发达经济体增速较8月显著修复，区域出口分化格局进一步收敛。按美元计，9月当月，对韩国（+68.1%）、东盟（+52.2%）、中国香港（+51.0%）、俄罗斯（+51.0%）、印度（+47.8%）、美国（+39.5%）出口同比维持30%以上高增，构成出口核心支撑；英国（+28.9%）、欧盟（+25.2%）、日本（+15.8%）增速较8月大幅改善。对比8月边际变化，亚洲与新兴市场延续高景气，欧美出口增速显著上行，其中欧盟、英国增速较8月分别抬升18.6、21.3个百分点，对美出口提升5.1个百分点。

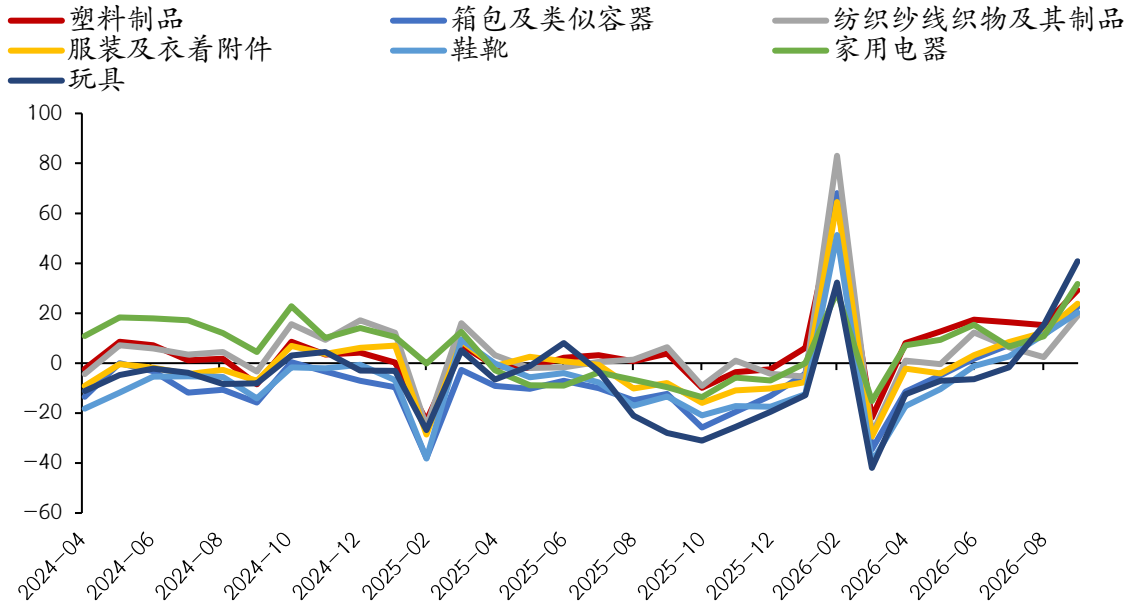
从商品类别来看，按美元计，9月当月出口高增依旧由机电、高新技术产品主导

图表：高新技术产品出口同比（%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：主要劳动密集型产品出口同比（%）

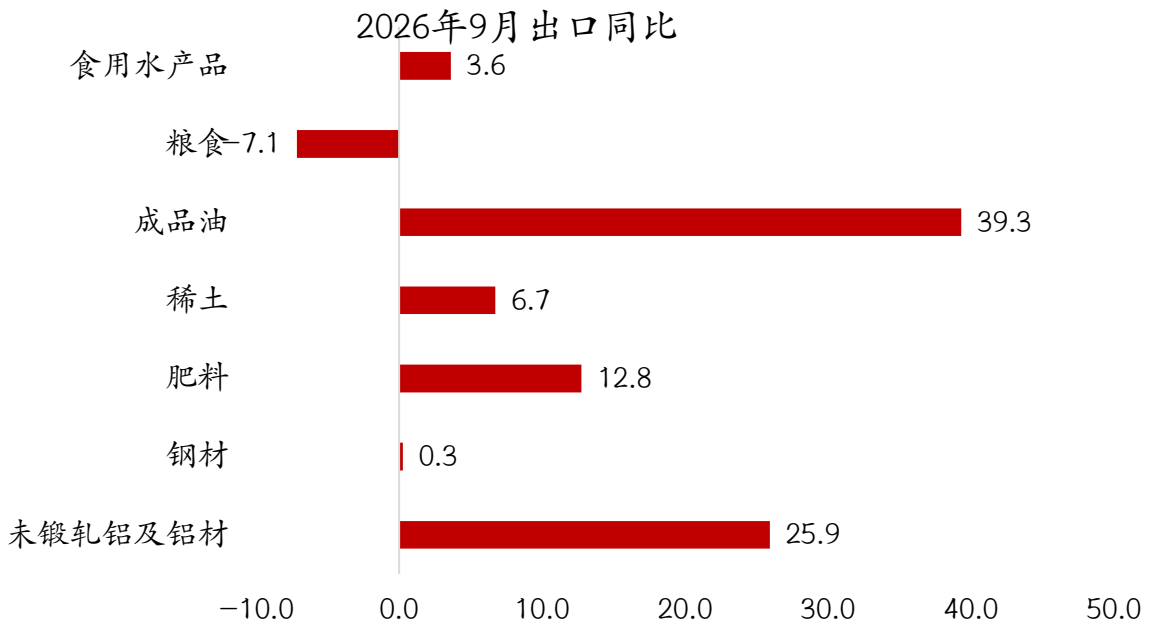


资料来源：Wind，光大期货研究所

从商品类别来看，按美元计，9月当月出口高增依旧由机电、高新技术产品主导，当月增速较8月进一步抬升：机电产品整体金额当月+33.0%、高新技术产品金额当月+63.6%，景气度继续上行。细分品类呈现结构性分化，集成电路9月当月出口数量同比增加1.0%，金额同比增长136.0%，出口金额的高增速几乎完全由价格驱动。汽车9月当月出货量+56.3%、出口金额+62.0%，量价同比较8月明显反弹，海外新能源汽车需求持续释放。劳动密集型出口进入圣诞订单收尾阶段，新兴市场需求继续托底：9月当月出口塑料制品金额+29.2%、纺织纱线+19.0%、服装+23.8%、家用电器+31.7%。

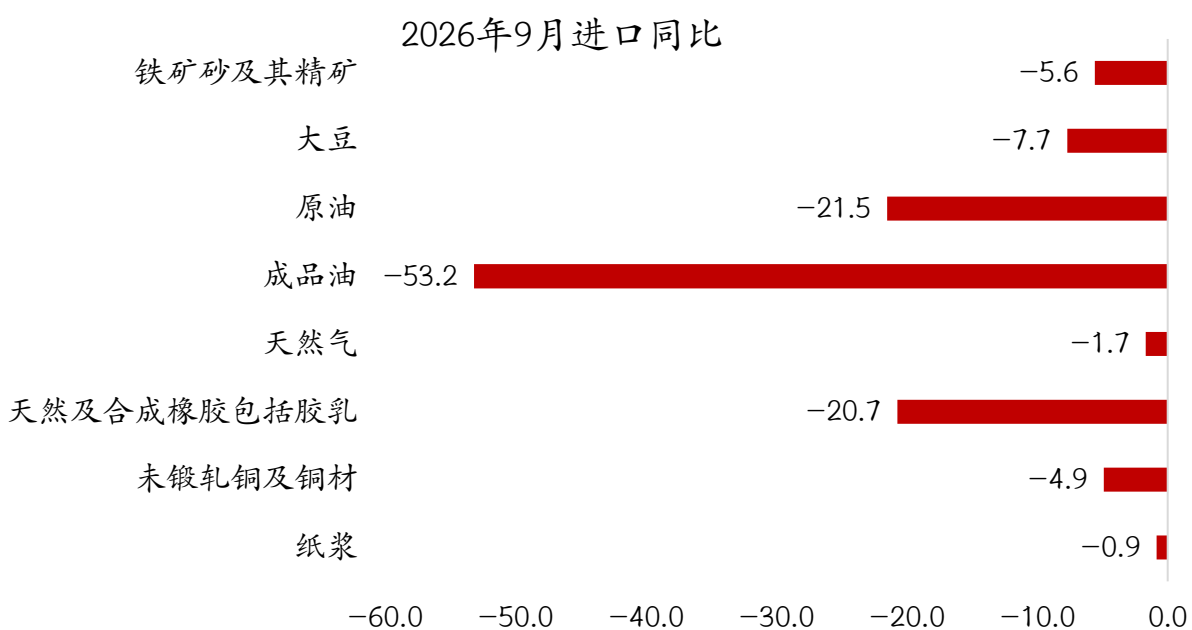
主要大宗商品进出口情况

图表：主要大宗商品出口数量同比（%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：主要大宗商品进口数量同比（%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

9月进出口数据显示外需景气进一步上行，出口产品K型分化继续收敛。出口高增主要由机电、高新技术、汽车等高端制造拉动，高端制造出海景气得到持续验证；需要注意的是集成电路订单实物量接近停滞，增长主要是价格推动；进口端读数继续走强，大宗商品实物进口边际修复但整体仍偏弱，国内工业内需呈现弱修复特征，经济“外强内弱”格局有所缓和但未扭转。贸易顺差大幅扩张，对人民币汇率形成较强的基本面支撑。

2.4 财政收支、LPR

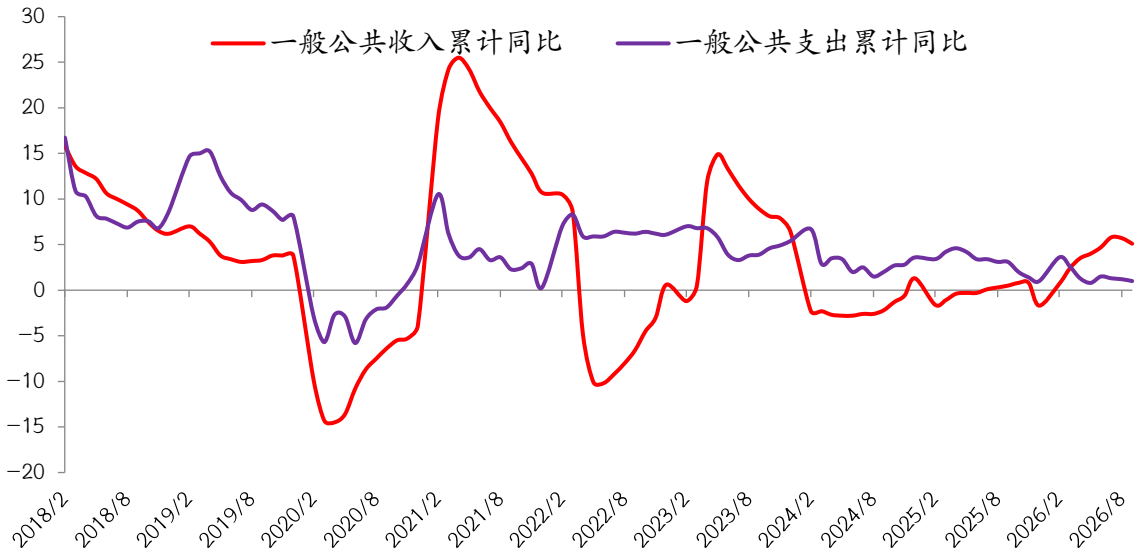
财政收入靠税收、支出保刚性、土地财政持续承压

图表：财政收支情况（单位：亿元，%）

2026年1-9月财政收支情况（亿元、%）					
		增速			增速
一般预算收入	156,633	5.7%	一般预算支出	210,199	1.0%
税收收入	129,104	6.6%	民生相关	88,098	3.8%
增值税	50,179	5.9%	基建相关	40,817	-4.4%
消费税	11,111	-3.6%	政府性基金收入	25,010	-18.6%
企业所得税	33,786	7.3%	国有土地使用权出让收入	16,087	-27.9%
个人所得税	12,080	14.5%	政府性基金支出	62,754	-16.2%
地产相关税	11,393	-5.0%	国有土地使用权出让支出	25,565	-18.5%
非税收收入	27,529	1.5%			

资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：一般公共收入和支出同比（单位：%）

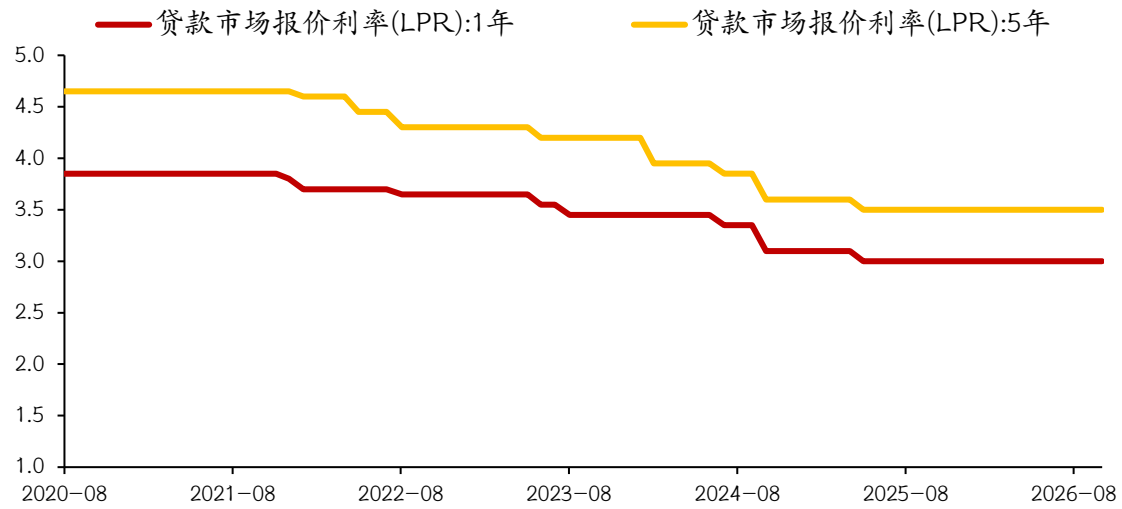


资料来源：Wind，光大期货研究所

收入端，前三季度全国一般公共预算收入172292亿元，同比增长5.1%。其中，全国税收收入同比增长6.1%，非税收入同比增长1.2%，收入结构向好。政府性基金预算是最大压力项，前三季度全国政府性基金预算收入25010亿元，同比下降18.6%。其中国有土地使用权出让收入16087亿元，同比下降27.9%。支出端，前三季度，全国一般公共预算支出210199亿元，同比增长1%。其中民生相关领域支出增长3.8%，基建支出相关增速-4.4%，支出持续向民生领域倾斜。整体来看，财政收入端结构性亮点突出，但地方财力、土地财政压力仍是核心矛盾；支出端稳民生托底不动摇，整体财政呈现“收入靠税收、支出保刚性、土地财政持续承压”的格局。

9月LPR报价维持不变

图表：LPR（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

9月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新贷款市场报价利率（LPR）：1年期LPR为3.0%，5年期以上LPR为3.5%，均与上月持平。这是LPR自2025年5月两个期限品种同步下调10个基点以来，连续16个月维持不变。

3.下周重点关注：中国人大常委会、美国中期选举、10月非农报告

日期	重要数据 / 事件
11 月 2 日 星期一	1、中国 10 月财新制造业 PMI（09:45） 2、十四届全国人大常委会第二十五次会议开幕（11 月 2-6 日，审议金融法草案二审、金融工作情况报告） 3、美国 9 月营建支出（22:00） 4、美国 10 月 ISM 制造业 PMI（23:00）
11 月 3 日 星期二	1、美国中期选举（决定国会两院控制权） 2、美国 9 月 JOLTs 职位空缺（22:00） 3、美国 9 月工厂订单（23:00）
11 月 4 日 星期三	1、中国 10 月财新服务业 PMI（09:45） 2、美国 10 月 ADP 就业人数（21:15） 3、美国 10 月 ISM 非制造业 PMI（23:00）
11 月 5 日 星期四	1、美国三季度非农生产率及单位劳动力成本初值（21:30） 2、美国截至 10 月 31 日当周初请失业金人数（21:30） 3、第九届中国国际进口博览会开幕（上海）
11 月 6 日 星期五	1、美国 10 月非农就业报告（21:30） 2、美国 11 月密歇根大学消费者信心指数初值（23:00）

分析师介绍

- 于洁，上海外国语大学金融硕士，现任光大期货宏观分析师。期货从业资格号：F03088671；期货交易咨询资格号：Z0016642。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222　　传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979　　邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。