



2025 年 11 月 17 日

美联储 12 月降息预期收敛，

国内 10 月经济数据降温

核心观点

- 海外方面，特朗普政府将牛肉、咖啡、水果等百余种常见农产品剔除出“对等关税”清单，意在缓解民众对生活成本和通胀的强烈不满。美联储内部则再现明显分歧，鹰派集中警告通胀改善或停滞，反对12月继续降息，市场目前仅定价12月约54%的降息概率。预计随着政府停摆结束，市场焦点将重新回到经济基本面，本周重点关注美国9月非农就业与11月PMI等关键数据。
- 国内方面，10月经济数据延续降温，消费、投资、工业生产同比增速分别回落至2.9%、-11.2%、4.9%，既受到去年高基数影响，也反映政策效用边际递减，经济内生动能弹性偏弱，四季度增长压力上升。目前政策重心正由短期托底转向中期衔接，周五国务院强调以供需适配增强消费动能，推动产品升级与场景创新；财政部提出“十五五”期间财政力度需“给足”，在合理确定赤字率和举债规模的基础上加强逆周期与跨周期调节；证监会则加快谋划“十五五”资本市场战略，以提升市场韧性、稳健性和制度吸引力，为明年稳增长提前布局。A股短期或仍有新高，但需警惕后续调整风险，不宜追高。中长期而言，流动性宽松与基本面筑底的共振阶段已进入后半程，逢低布局仍具性价比。短期债市或重新聚焦基本面，维持偏强震荡格局。
- 风险因素：美国经济降温风险，全球地缘政治风险，国内经济复苏及政策不及预期。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84 号

李婷

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

何天

从业资格号：F03120615

投资咨询号：Z0022965

焦鹏飞

从业资格号：F03122184

投资咨询号：Z0023260

一、海外宏观

1、美国政府结束长达六周的停摆

美国政府停摆在 11 月 11 日后出现关键转折，参众两院先后通过临时拨款法案并提交总统签署，结束了长达 43 天、创纪录的关门。临时拨款法案是在年度预算未获通过时，按上一财年的支出水平为政府短期提供运作资金，通常仅维持数周至数月。本次法案的有效期延长至 2026 年 1 月 30 日。

根据国会预算办公室测算，六周停摆将使四季度 GDP 年化增速下调约 1.5%，政府重启后，一季度数据或出现技术性反弹，增速回升至约 2.2%。后续需重点关注两方面：一是统计机构将发布补发时间表，就业、通胀、GDP 等关键数据将集中落地，短期内可能加大市场波动；二是临时拨款法案到期前若两党仍难以完成剩余预算的谈判，政府再度停摆的风险依旧存在。换言之，本轮停摆虽已结束，但政治僵局并未根本缓解，中期不确定性仍需警惕。

图表 1 美国政府停摆影响情景估计

	Q4 2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
Four-week shutdown					
Effect on the annualized quarterly growth rate of real GDP (percentage points)	-1.0	1.4	-0.3	-0.1	*
Effect on real GDP (billions of 2025 dollars)	-18	9	2	1	**
Cumulative effect on real GDP (billions of 2025 dollars)	-18	-10	-7	-7	-7
Six-week shutdown					
Effect on the annualized quarterly growth rate of real GDP (percentage points)	-1.5	2.2	-0.5	-0.1	-0.1
Effect on real GDP (billions of 2025 dollars)	-28	13	4	1	**
Cumulative effect on real GDP (billions of 2025 dollars)	-28	-15	-11	-10	-11
Eight-week shutdown					
Effect on the annualized quarterly growth rate of real GDP (percentage points)	-2.0	3.1	-0.7	-0.2	-0.1
Effect on real GDP (billions of 2025 dollars)	-39	19	5	1	-1
Cumulative effect on real GDP (billions of 2025 dollars)	-39	-20	-15	-14	-14

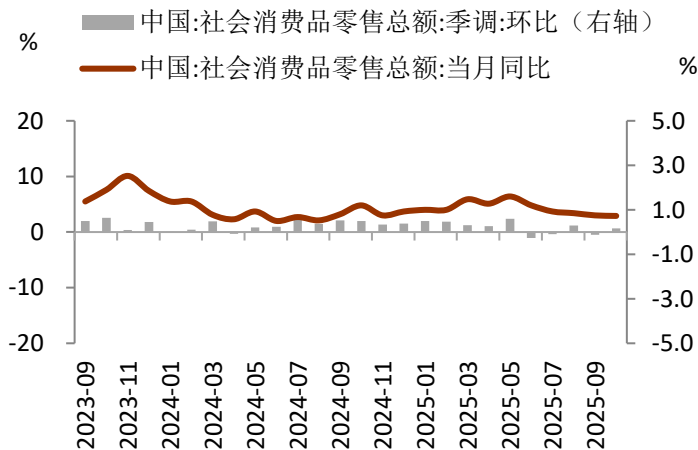
资料来源：Congressional Budget Office，铜冠金源期货

二、国内宏观

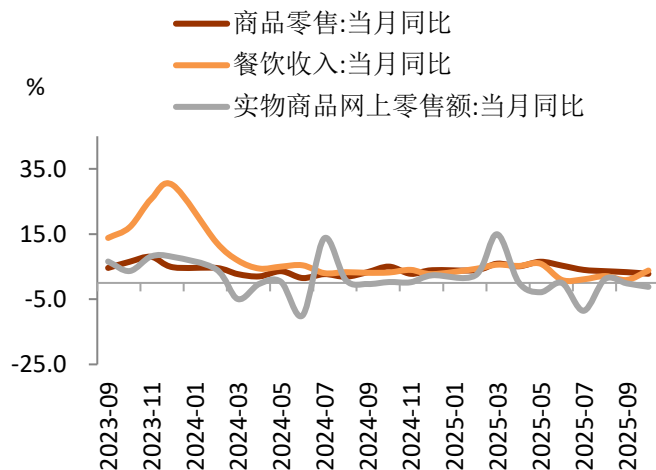
1、10 月经济数据全面降温

10 月社零进一步走弱，高基数叠加消费政策效用衰减。10 月社会消费品零售总额同比录得 2.9%，预期 2.7%，前值 3.0%，环比 0.16% 弱于历年同期水平。分品类看，商品零售同比录得 2.8%，前值 3.3%；餐饮收入同比录得 3.8%，前值 0.9%；网上零售同比录得 -1.21%，前值 -0.15%。分行业来看，金银珠宝、通讯、文体等品类增速领先，汽车、建材、家电跌幅靠后，既受去年 Q4 高基数影响，也反映地产链疲弱与“以旧换新”刺激效应递减，相关消费在前期透支后动能趋弱。

图表 2 社会消费品零售总额

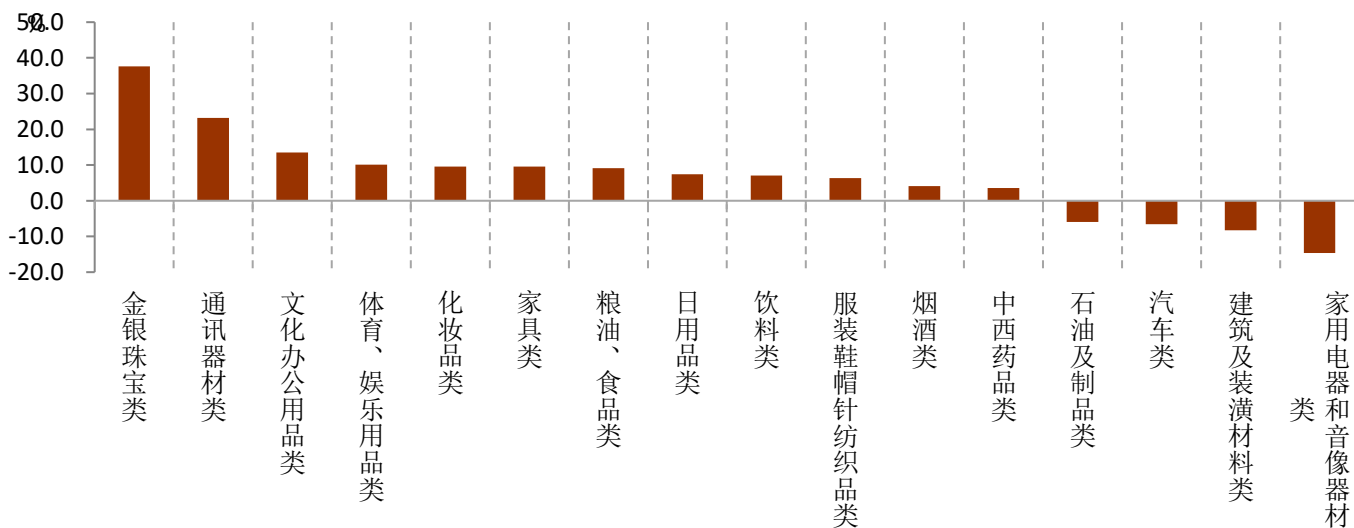


图表 3 商品及服务消费当月同比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 4 各行业零售额同比增速

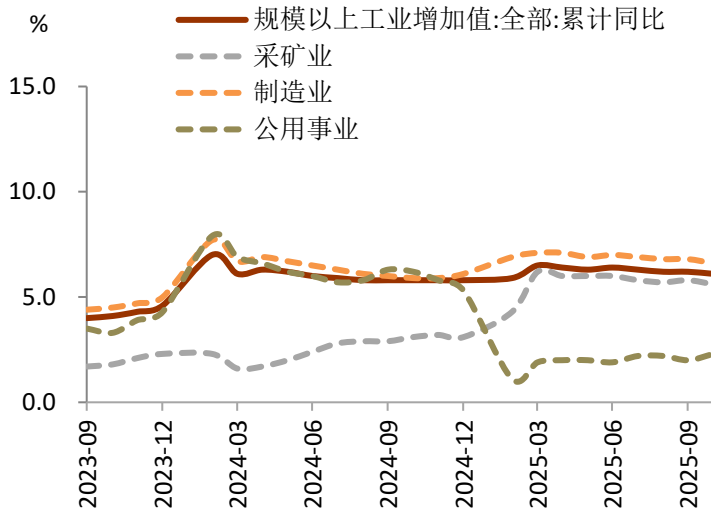


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

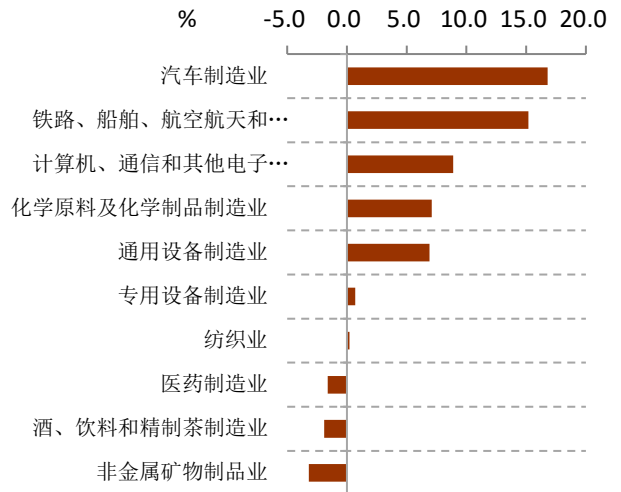
敬请参阅最后一页免责声明

工业生产整体弱于预期。10月工业增加值同比增速录得4.9%，预期5.5%，前值6.5%。其中，采矿业、制造业当月同比显著走弱至4.5%、4.9%，公共事业上行至5.4%。分行业看，10月份41个工业大类行业中29个行业增加值同比增长，增长广度收缩，其中汽车制造、铁路船舶制造、计算机通信等行业增幅较大，医药、饮料和非金属制造业偏弱。

图表5 工业增加值同比增速



图表6 10月工业增加值细分行业同比增速

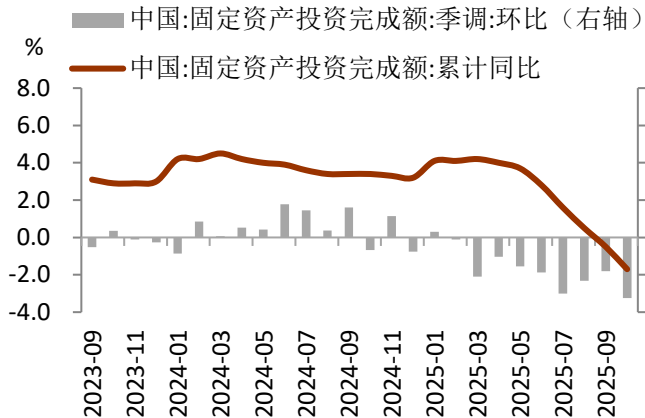


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

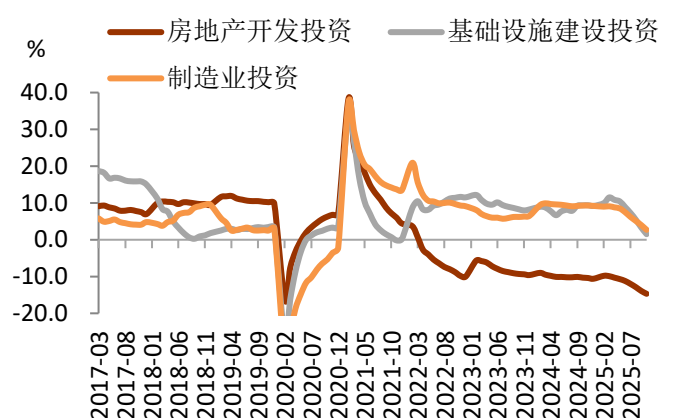
固定资产投资显著不及预期，地产、制造业、基建持续走弱。10月固定资产投资累计同比增长-1.7%，预期-0.8%，前值-0.5%。其中，制造业投资累计同比录得2.7%，前值4.0%；基建投资累计同比录得1.5%，前值3.3%；地产投资累计同比录得-14.7%，前值-13.9%。10月民间投资累计同比增速录得-4.5%、较前值-3.1%进一步回落，固定资产投资所占比重录得49.6%，处于历年同期低位，反映民营部门投资意愿持续偏弱。

地产链仍在走弱，销售疲弱、投资收缩、房企资金承压。10月商品房销售面积录得6147万平方米，从绝对值看处于近十几年低位，同比增速较9月大幅走弱至-19.6%、再创年内低点。10月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比增速分别为-19.8%、-9.4%、-16.9%，跌幅尚未收敛；房企到位资金累计同比-9.7%尚未止跌，受商品房销售乏力拖累。

图表 7 固定资产投资同比、环比增速

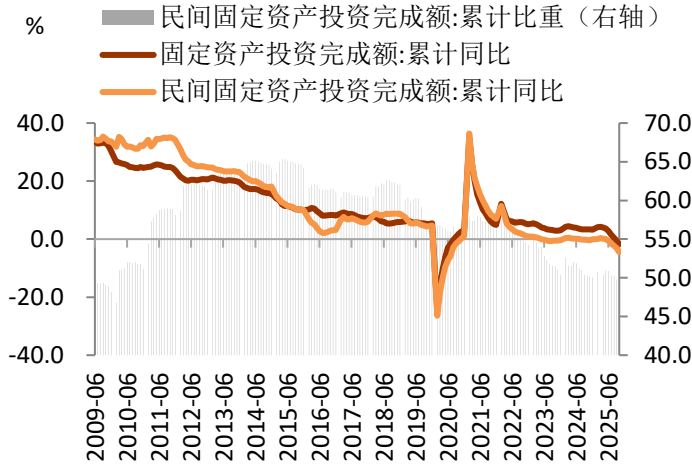


图表 8 固定资产投资各分项累计同比增速

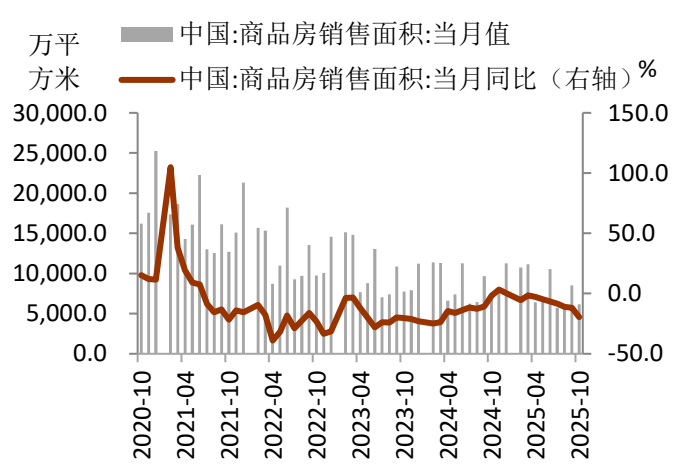


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 民间固定资产投资累计同比及其占比



图表 10 商品房销售面积



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

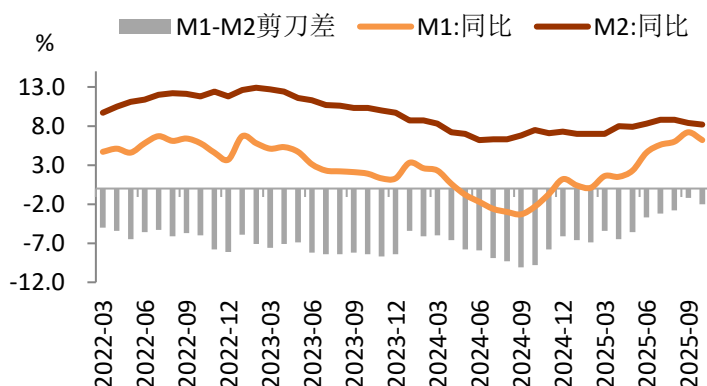
2、10 月金融数据降温，总量与结构双双走弱

社融同比多增，政府债与人民币贷款为主要支撑。10 月社融新增 8150 亿元，同比少增 5970 亿元，弱于市场预期。其中，**政府债券**当月新增 4893 亿元，同比少增 5602 亿元，政府债融资集中于上半年、下半年起显著退坡；**人民币贷款**当月新增-201 亿元，同比少增 3166 亿元，结合 10 月票据利率持续下行来看，实体部门的信贷需求依旧偏弱；直接融资方面，**企业债券**当月新增 2500 亿元，同比多增 1513 亿元；**股票融资**当月新增 696 亿元，同比多增 412 亿元；**外币贷款和非标融资**（委托贷款、信托贷款、未贴现承汇）表现分化，共计同比多增 867 亿元。

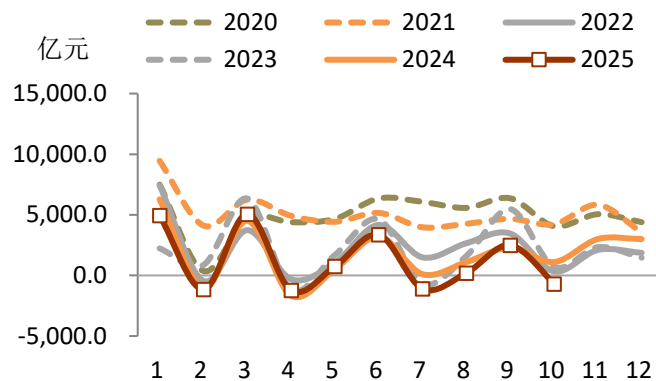
居民、企业信贷结构均偏弱。10月新增人民币贷款2200亿元，同比少增2800亿元。其中，居民部门贷款当月新增-3566亿元，其中短贷-2866亿元、中长贷-700亿元，两者分别同比少增3356亿元、3800亿元，两者均处于历年同期低位、指向居民消费、地产均在四季度边际走弱。企业部门贷款当月新增3406亿元，其中短贷-1900亿元、中长贷300亿元、票据融资5006亿元，三者分别同比多增0亿元、-1400亿元、3312亿元，中长贷、短贷均处于历年同期低位，而票据融资好于季节性，表明企业内生信贷需求仍未有显著起色。

M1-M2剪刀差修复暂缓。10月M0同比录得10.6%，前值11.5%；M1同比录得6.2%，预期7.0%，前值7.2%；M2同比录得8.2%，预期8.1%，前值8.4%。M1-M2剪刀差结束连续5月回升态势、回落至-2.0%。

图表 11 M1-M2 增速剪刀差



图表 12 居民中长期贷款



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 13 10月金融数据各分项

	2025年10月		2025年9月		2025年8月	
	当月新增	同比多增	当月新增	同比多增	当月新增	同比多增
社融	8150	-5970	35299	-2336	25660	-4663
人民币贷款	-201	-3166	16081	-3661	6253	-4158
外币贷款	-200	510	-129	351	-91	521
委托贷款	1653	1872	283	-109	-165	-190
信托贷款	155	-17	62	56	350	-134
未贴现银行承兑汇票	-2894	-1498	3234	1922	1973	1322
企业债券	2500	1513	136	2062	1338	-365
非金融企业境内股票融资	696	412	499	371	456	324
政府债券	4893	-5602	11893	-3464	13672	-2505
信贷	2200	-2800	12900	-3000	5900	-3100
居民部门	-3566	-5156	3890	-1110	303	-1597
短期贷款	-2866	-3356	1421	-1279	105	-611
中长期贷款	-700	-1800	2500	200	200	-1000
企业部门	3406	1912	12200	-2700	5900	-2500
短期贷款	-1900	0	7100	2500	700	2600
中长期贷款	300	-1400	9100	-500	4700	-200
票据融资	5006	3312	-4026	-4712	531	-4920
社融同比增速	8.5		8.7		8.8	
社融同比增速（剔除政府债券）	5.9		5.9		5.9	
信贷同比增速	6.5		6.6		6.8	
M0同比增速	10.6		11.5		11.7	
M1同比增速	6.2		7.2		6.0	
M2同比增速	8.2		8.4		8.8	

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

三、大类资产表现

1、权益

图表 14 权益市场表现

	指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
A股	万得全A	6356.50		-0.47	0.01	26.39
	上证指数	3990.49		-0.18	0.44	18.51
	深证成指	13216.03		-1.40	-1.32	26.76
	创业板指	3111.51		-3.01	-2.58	44.99
	上证50	3038.43		0.00	0.02	12.19
	沪深300	4628.14		-1.08	-0.92	16.85
	中证500	7235.46		-1.26	-1.30	26.37
	中证1000	7502.76		-0.52	0.22	26.27
	科创50	1361.23		-3.85	-4.34	36.92
港股	恒生指数	26572.46		1.26	2.57	32.47
	恒生科技	5812.80		-0.42	-1.61	30.10
	恒生中国企业指数	9397.96		1.41	2.50	28.92
海外	道琼斯工业指数	47147.48		0.34	-0.87	10.82
	纳斯达克指数	22900.59		-0.45	-3.47	18.59
	标普500	6734.11		0.08	-1.55	14.49
	英国富时100	9698.37		0.16	-0.19	18.66
	法国CAC40	8170.09		2.77	0.60	10.69
	德国DAX	23876.55		1.30	-0.34	19.93
	日经225	50376.53		0.20	-3.88	26.27
	韩国综指	4011.57		1.46	-0.44	70.42

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、债券

图表 15 债券市场表现

	指标	现价 (%)	上周走势	上周涨跌幅 (BP)	本月涨跌幅 (BP)	年初至今涨跌幅 (BP)
国内	1年期国债收益率	1.41		0.86	-5.29	30.69
	2年期国债收益率	1.43		-0.16	-5.29	26.91
	5年期国债收益率	1.58		-0.57	-2.55	17.61
	10年期国债收益率	1.81		-0.09	-2.40	13.94
	10Y-1Y国债期限利差	0.40		-0.95	2.89	-16.15
	SHIBOR (7天)	1.47		4.60	-7.40	-49.80
	DR007	1.47		5.43	-11.45	-51.39
海外	2年期美债收益率	3.62		7.00	14.00	-63.00
	5年期美债收益率	3.74		7.00	13.00	-64.00
	10年期美债收益率	4.14		3.00	13.00	-44.00
	10Y-2Y美债期限利差	0.52		-4.00	1.00	19.00
	10年期德债收益率	2.71		4.00	7.00	32.00
	10年期法债收益率	3.46		-0.50	4.00	26.10
	10年期意债收益率	3.47		3.50	6.90	-1.40
	10年期日债收益率	1.71		2.60	3.10	60.30

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品

图表 16 商品市场表现

指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
南华商品指数	2,548.80		0.87	0.12	1.82
CRB商品指数	302.35		0.48	-0.06	1.90
沪铜	86,900.00		1.11	-0.87	17.35
上海螺纹钢	3,053.00		0.56	-0.39	-10.39
COMEX黄金	4,084.40		1.86	2.20	48.00
COMEX白银	50.40		4.69	4.65	65.33
WTI原油	59.95		0.18	-1.69	-7.10
ICE布油	64.29		1.04	-0.74	-4.27
LME铜	10,846.00		1.21	-0.38	23.70
LME铝	2,858.50		0.37	-0.88	12.03
CBOT豆粕	321.70		1.45	0.03	-7.81

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇

图表 17 外汇市场表现

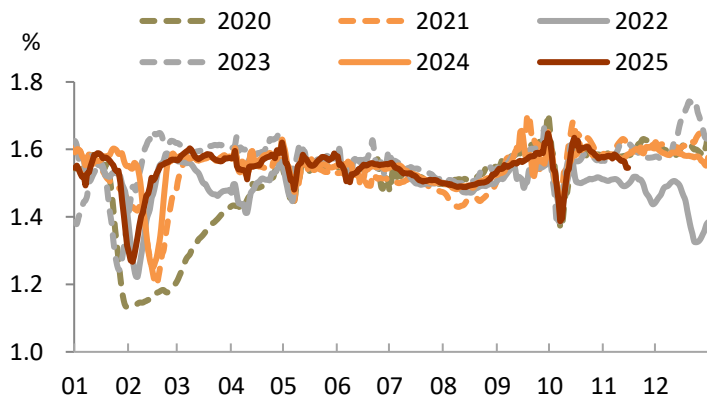
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.10		-0.31	-0.13	-2.71
美元兑离岸人民币	7.10		-0.35	-0.31	-3.23
欧元兑人民币	8.26		0.12	0.63	8.61
英镑兑人民币	9.34		-0.43	0.09	1.91
日元兑人民币	4.59		-1.36	-0.77	-1.79
美元指数	99.28		-0.26	-0.45	-8.48

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

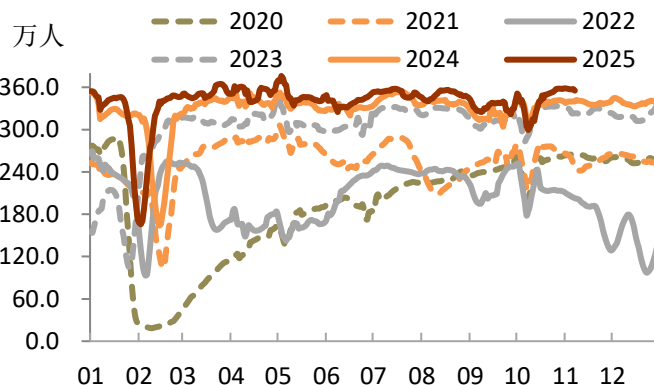
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 18 百城拥堵指数

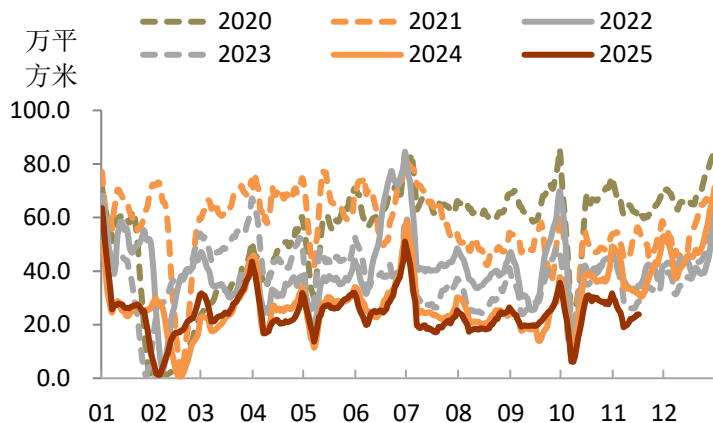


图表 19 23 城地铁客运量

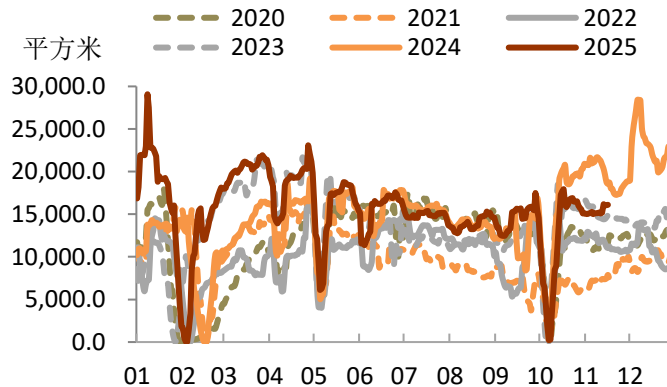


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 20 30 城商品房成交面积

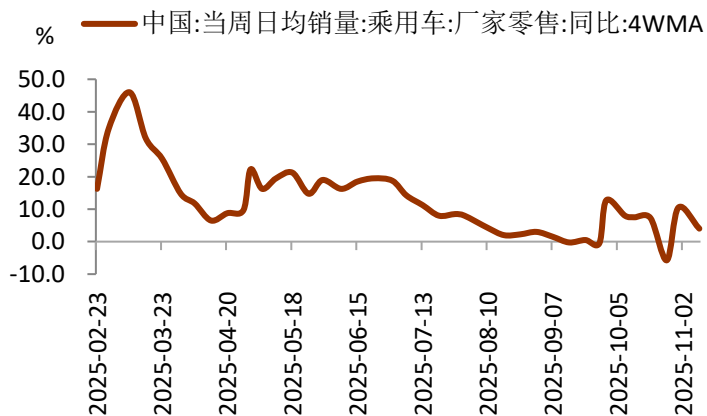


图表 21 12 城二手房成交面积

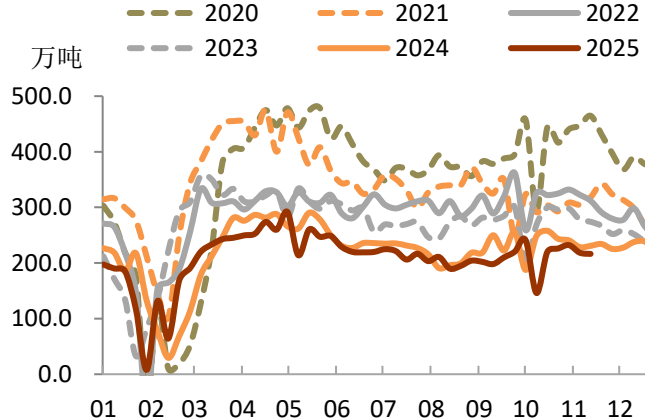


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 22 乘用车销量



图表 23 螺纹钢表观消费量

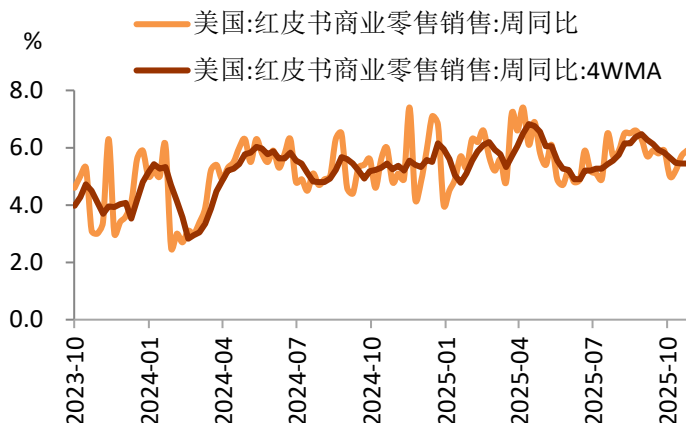


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

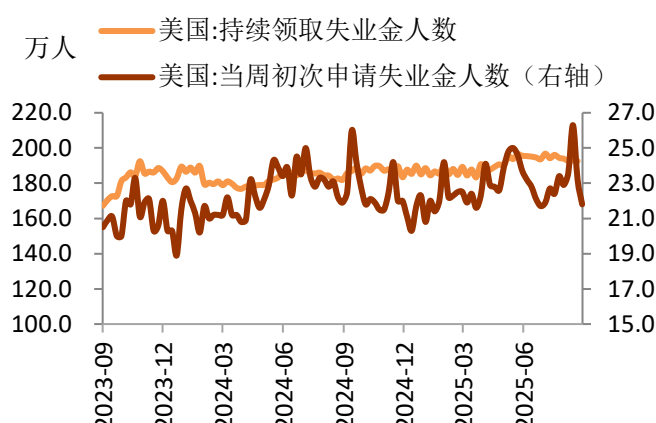
敬请参阅最后一页免责声明

2、海外

图表 24 红皮书商业零售销售

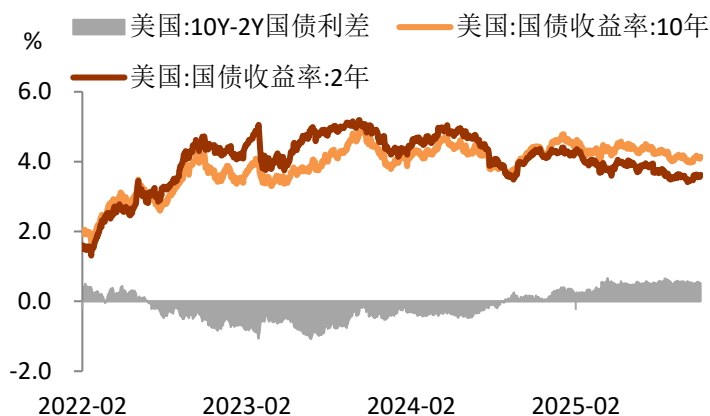


图表 25 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 26 美债利差倒挂幅度

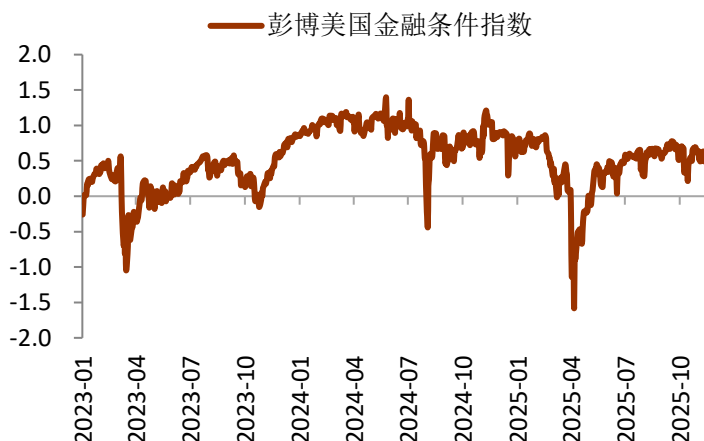


图表 27 FedWatch 利率变动概率

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/12/10				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	43.6%	56.4%	0.0%	0.0%
2026/11/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.4%	48.7%	33.9%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	30.3%	42.6%	20.0%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	13.4%	33.6%	36.5%	14.6%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	8.8%	25.5%	35.3%	23.4%	5.9%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	14.5%	28.8%	31.3%	17.4%	3.9%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.7%	7.8%	20.0%	29.8%	26.0%	12.2%	2.4%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.4%	2.8%	10.1%	21.8%	29.1%	23.4%	10.4%	1.9%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.9%	4.2%	12.4%	23.2%	28.0%	20.9%	8.8%	1.6%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.2%	1.1%	4.7%	13.0%	23.5%	27.6%	20.2%	8.3%	1.5%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.2%	1.4%	5.4%	13.9%	23.8%	26.9%	19.2%	7.8%	1.3%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.5%	2.3%	7.3%	16.1%	24.5%	25.2%	16.6%	6.3%	1.0%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.3%	1.7%	5.6%	13.1%	21.6%	25.0%	19.6%	9.9%	2.9%	0.4%	0.0%
2027/7/28	0.3%	1.5%	5.0%	11.9%	20.3%	24.4%	20.4%	11.4%	4.0%	0.7%	0.1%
2027/9/15	0.3%	1.5%	5.0%	11.9%	20.2%	24.4%	20.4%	11.4%	4.0%	0.8%	0.1%
2027/10/27	0.3%	1.4%	4.6%	11.2%	19.5%	24.0%	20.8%	12.3%	4.7%	1.1%	0.1%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 28 彭博美国金融条件指数



图表 29 彭博欧元区金融条件指数



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

五、本周重要经济数据及事件

图表 30 重要经济数据及事件

日期	时间	数据	前值	预期
11 月 17 日	21:30	美国 11 月纽约联储制造业指数	10.7	6.7
	23:00	美国 8 月营建支出月率	-0.1	-0.1
11 月 18 日	22:15	美国 10 月工业产出月率	-	0.0
		美国 10 月产能利用率	77.3	-
		美国 10 月制造业产出月率	-	0.1
		美国 10 月制造业产能利用率	-	-
	23:00	美国 11 月 NAHB 房地产市场指数	37.0	37.0
		美国 8 月工厂订单月率	-1.3	1.4
		美国 8 月扣除国防的工厂订单月率	-1.1	-
		美国 8 月扣除运输的工厂订单月率	0.6	0.3
11 月 19 日	17:00	欧元区 9 月季调后经常帐(亿欧元)	119.0	-
		欧元区 9 月末季调经常帐(亿欧元)	130.0	-
	18:00	欧元区 10 月 CPI 年率终值	2.1	2.1
		欧元区 10 月 CPI 月率终值	0.2	0.2
	21:30	美国 10 月新屋开工总数年化(万户)	130.7	132.8
		美国 10 月营建许可总数(万户)	-	-
		美国 8 月贸易帐(亿美元)	-783.0	-610.0
11 月 20 日	21:30	美国 9 月失业率	4.3	4.3
		美国 9 月季调后非农就业人口(万人)	2.2	5.0
		美国至 11 月 15 日当周初请失业金人数(万人)	-	22.5
		美国 9 月平均每小时工资年率	3.7	3.7
		美国 9 月平均每小时工资月率	0.3	0.3
		美国 11 月费城联储制造业指数	-12.8	2.0
11 月 21 日	17:00	欧元区 11 月制造业 PMI 初值	50.0	50.2
		欧元区 11 月服务业 PMI 初值	53.0	53.0
	21:30	美国 9 月实际收入月率	-0.1	-
	22:45	美国 11 月标普全球制造业 PMI 初值	52.5	52.0
		美国 11 月标普全球服务业 PMI 初值	54.8	54.8
	23:00	美国 11 月密歇根大学消费者信心指数终值	50.3	50.4
		美国 11 月一年期通胀率预期终值	4.7	-
		美国 11 月五至十年期通胀率预期终值	3.6	-

数据来源：金十数据，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 9 楼 910、911 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。