



2025 年 9 月 29 日

8 月 PCE 符合预期，国内反内卷持续推进

核心观点

- 海外方面，9月降息后披露的美国经济数据仍显韧劲：①二季度GDP终值年化季率上修至3.8%（前值3.3%），为近两年最快增速，主要受消费强劲和进口下滑推动；②首申人数大幅回落至21.8万人，创7月以来新低；③8月核心PCE同比录得2.9%，持平预期和前值，关税对通胀的冲击尚不显著，目前市场定价年内及2026年各降息2次。本周关注美国9月ISM PMI、ADP就业、非农就业，以及美国政府关门风险的演绎。
- 国内方面，近期各行业反内卷持续推进：①黑色、有色、建材、化工等行业均陆续出台2025-2026年稳增长工作方案，涉及优化产能、反内卷；②国资委要求带头坚决抵制“内卷式”竞争；③农业农村部强化生猪产能综合调控，切实做好保供稳价工作。1-8月工业企业利润同比增长0.9%，8月利润同比由7月-1.5%升至20.4%，主要受低基数及利润率改善推动。尽管当前需求恢复依旧偏弱，但反内卷政策落地正有序落地，供给收缩和秩序优化已开始形成实质约束力，中期有望推动价格企稳回升，为PPI触底反弹奠定基础。本周关注中国9月PMI。
- 风险因素：国内经济复苏不及预期，美国政治风险升温，全球贸易摩擦反复，美国经济降温风险。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84 号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

一、海外宏观

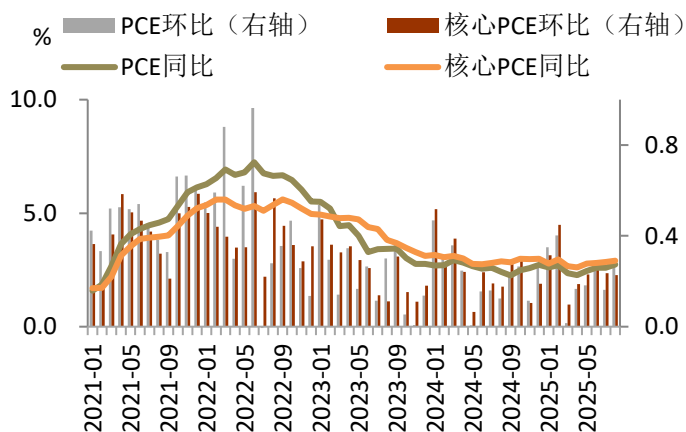
1、美国 8 月 PCE 符合预期、服务业小幅降温

8 月 PCE 符合预期。8 月美国 PCE 物价指数同比录得 2.7%，预期 2.7%，前值 2.6%；环比录得 0.3%，预期 0.3%，前值 0.2%。核心 PCE 同比录得 2.9%，预期 2.9%，前值上 2.9%；环比录得 0.2%，预期 0.2%，前值下修至 0.2%。数据整体符合预期，市场依旧定价年内及 2026 再各降息 2 次。

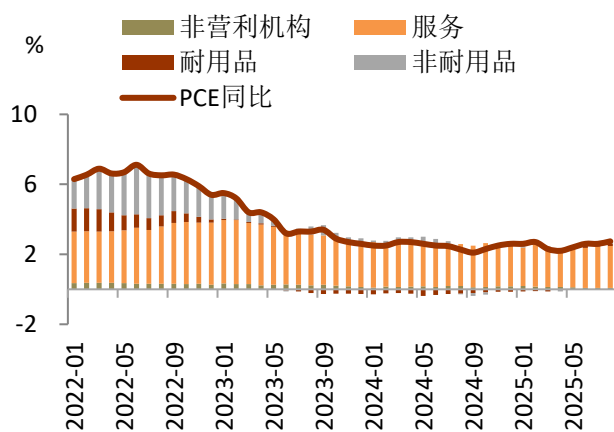
能源项转涨、食品项上行。8 月 PCE 能源项环比录得 0.8%，前值-1.1%，其中能源商品涨幅升至 1.6%，前值-1.7%，主要受汽油、燃油涨价导致；能源服务涨幅为-0.2%，前值-0.3%；食品项环比录得 0.5%，前值-0.1%。

核心商品走平、核心服务小幅降温。8 月核心 PCE 环比 0.2%，其中核心商品环比录得 0.2%，持平前值；核心服务环比录得-0.1%，前值 0.0%。商品项中，娱乐商品、家具家电继续降价，机动车、服饰等商品价格环比增长；服务项中，粘性较强的住房项环比升温，运输服务、餐饮住宿价格环比走强，医疗保健、休闲娱乐、金融保险降温。此外，美联储较为关注的超级核心通胀（剔除住房和能源项的 PCE 服务）同比回升至 3.4%，前值 3.29%；环比小幅回落至 0.33%，前值 0.32%。

图表 1 PCE 及核心 PCE 增速



图表 2 PCE 同比拉动项



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 美国 PCE 通胀分项

	环比			同比		
	2025年8月	2025年7月	2025年6月	2025年8月	2025年7月	2025年6月
PCE	0.3	0.2	0.3	2.7	2.6	2.6
核心PCE	0.8	-1.1	0.9	2.9	2.9	2.8
核心商品	0.2	0.2	0.3	1.1	1.1	1.0
核心服务	-0.1	0.0	0.4	3.5	3.4	3.4
食品和能源	0.6	-0.4	0.5	0.6	-0.4	0.5
食品	0.5	-0.1	0.3	2.2	1.8	2.0
能源	0.8	-1.1	0.9	-0.1	-1.9	-1.3
能源商品	1.6	-1.7	0.9	-5.9	-8.6	-7.7
能源服务	-0.2	-0.3	0.9	7.8	7.3	7.6
商品	0.1	-0.1	0.4	0.9	0.6	0.6
耐用品	-0.1	-0.1	0.5	1.2	1.1	1.0
机动车及零件	0.7	0.2	-0.4	2.6	1.9	1.2
家具和耐用家用设备	-0.1	0.1	1.3	2.1	2.3	1.9
娱乐商品和车辆	-1.7	-0.9	0.9	-1.8	-0.2	0.9
其他耐用品	2.0	0.5	0.2	2.8	0.1	-0.9
非耐用品	0.2	-0.1	0.4	0.7	0.3	0.4
食品饮料	0.5	-0.1	0.3	2.2	1.8	2.0
服装与鞋袜	0.2	0.0	0.4	-0.3	-0.2	-0.4
汽油和其他能源	1.6	-1.7	0.9	-5.9	-8.6	-7.7
其他非耐用品	-0.2	0.1	0.3	1.4	1.4	1.4
服务	0.3	0.3	0.2	3.6	3.5	3.5
住房与公用事业	0.3	0.2	0.3	4.3	4.3	4.4
租金支出	0.3	0.3	0.2	3.5	3.5	3.8
自有住房租金估算	0.4	0.3	0.3	4.0	4.1	4.1
电力和燃气	-0.2	-0.3	0.9	7.8	7.3	7.6
医疗保健	0.1	0.2	0.4	2.8	2.9	2.8
运输服务	0.9	0.3	0.0	4.4	3.8	3.5
休闲娱乐	-0.2	0.2	0.0	3.3	3.6	4.2
餐饮住宿	0.5	0.1	0.0	3.1	2.9	2.9
金融保险	0.6	1.2	0.5	5.3	5.1	4.8
其他服务	0.3	0.1	0.2	2.9	2.6	2.4

资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

二、国内宏观

1、8月工业企业利润回升

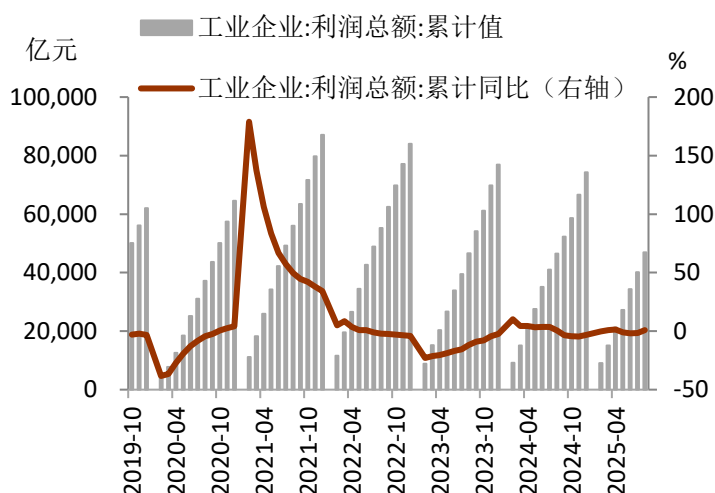
8月工业企业利润同比回升。2025年1-8月，工业企业实现营业收入89.62万亿元，同比录得2.3%；1-8月工业企业实现利润总额46929.7亿元，同比录得0.9%，受益于去年低基数及利润率的改善。分企业性质看，1-8月国有企业、股份制企业、外资企业、私营企业利润增速分别为-1.7%、1.1%、0.9%、3.3%。

中游原材料、下游消费利润显著改善。从行业来看，1-8月上游采选利润同比录得-30.4%，较前值-31.3%小幅好转；中游原材料利润同比录得13.4%，较前值6.9%显著好转；下游制造利润同比录得5.7%，几乎持平前值；下游消费制造同比录得2.5%，较前值-2.9%转正。

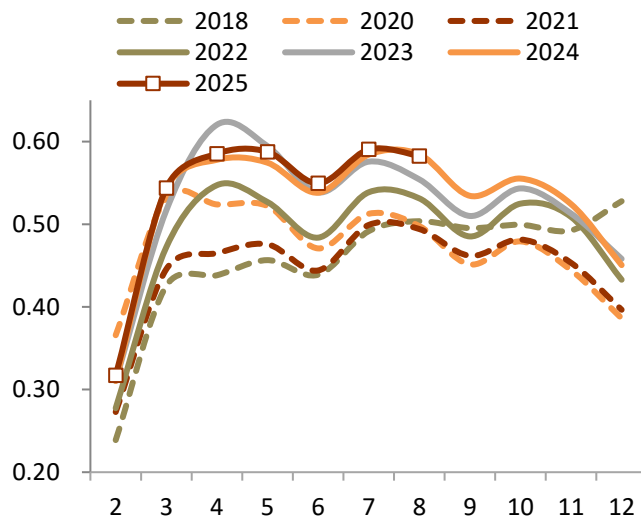
企业继续去库，利润率改善带动工业企业利润好转。2025年8月，工业企业产成品库存同比增速录得3.06%，前值3.10%，企业仍在去库；库销比录得58%，依旧处于历年同期偏高水平；产成品库存周转天数回升至20.5天，依旧处于近十年的高位，两者表明目前企业产销压力仍有待缓解。拆利润增速三因子，工业增加值贡献减少，PPI价格的拖累减少，利润率从前值-2.7%大幅上行至17.5%，7月反内卷政策顶层定调后，此前“量升价跌”的迹

象有所缓解。

图表 5 工业企业利润

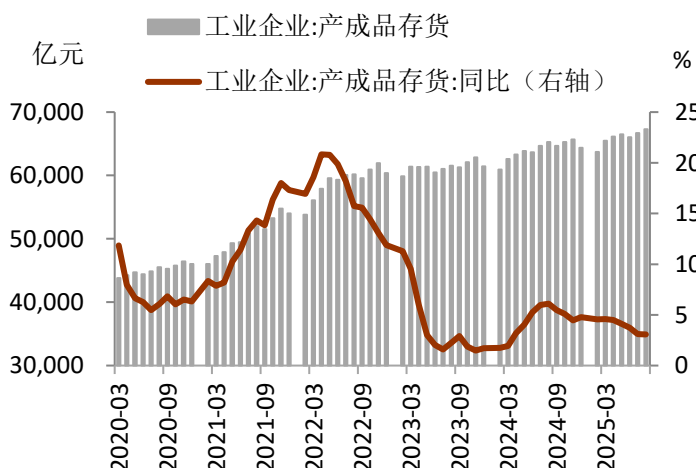


图表 5 工业企业产成品库销比

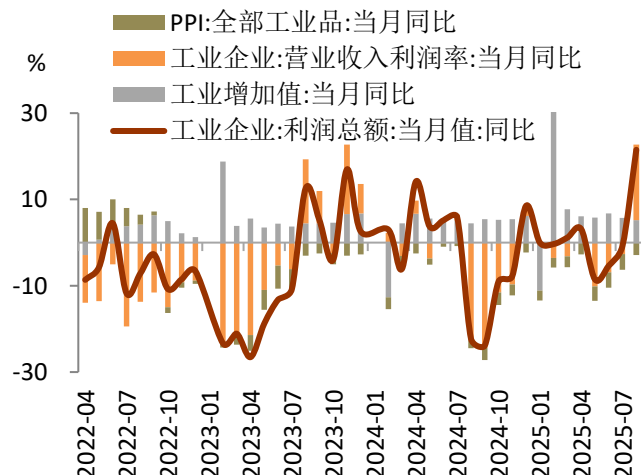


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 6 工业企业产成品存货



图表 7 工业企业利润驱动因素分解



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

三、大类资产表现

1、权益

图表 8 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	6224.91		0.25	2.18	25.65
	上证指数	3828.11		0.21	0.12	15.24
	深证成指	13209.00		1.06	6.17	29.43
	创业板指	3151.53		1.96	12.04	51.20
	上证50	2941.02		1.07	-0.12	10.74
	沪深300	4550.05		1.07	2.74	17.41
	中证500	7240.91		0.98	4.35	28.38
	中证1000	7397.59		-0.55	0.80	25.85
	科创50	1450.82		6.47	9.63	48.69
港股	恒生指数	26128.20		-1.57	4.19	30.25
	恒生科技	6195.11		-1.58	9.18	38.65
	恒生中国企业指数	9303.10		-1.79	3.97	27.62
海外	道琼斯工业指数	46247.29		-0.15	1.54	8.70
	纳斯达克指数	22484.07		-0.65	4.79	16.43
	标普500	6643.70		-0.31	2.84	12.96
	英国富时100	9284.83		0.74	1.06	13.60
	法国CAC40	7870.68		0.22	2.16	6.64
	德国DAX	23739.47		0.42	-0.68	19.24
	日经225	45354.99		0.69	5.44	12.91
	韩国综指	3386.05		-1.72	7.70	43.00

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、债券

图表 9 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	1.39		-1.79	1.92	28.40
	2年期国债收益率	1.52		3.07	11.18	35.49
	5年期国债收益率	1.63		1.70	-0.28	21.96
	10年期国债收益率	1.88		0.20	3.62	20.63
	10Y-1Y国债期限利差	0.49		1.99	1.70	7.27
	SHIBOR (7天)	1.50		1.30	-0.90	-46.50
	DR007	1.53		2.17	1.55	-44.89
	2年期美债收益率	3.63		6.00	4.00	-62.00
海外	5年期美债收益率	3.76		8.00	8.00	-62.00
	10年期美债收益率	4.20		6.00	-3.00	-38.00
	10Y-2Y美债期限利差	0.57		0.00	-7.00	24.00
	10年期德债收益率	2.76		3.00	5.00	37.00
	10年期法债收益率	3.57		1.30	5.80	37.50
	10年期意债收益率	3.61		4.10	-0.70	8.90
	10年期日债收益率	1.67		1.40	5.60	55.80

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品

图表 10 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	2,557.19		0.43	1.47	2.48
CRB商品指数	305.03		2.02	0.89	2.80
沪铜	82,470.00		3.37	3.98	11.61
上海螺纹钢	3,114.00		-1.39	-0.32	-6.49
COMEX黄金	3,789.80		2.27	7.78	43.50
COMEX白银	46.37		7.95	13.85	58.56
WTI原油	65.19		4.47	1.84	-9.10
ICE布油	68.82		4.21	1.99	-7.80
LME铜	10,205.00		2.16	3.06	16.39
LME铝	2,649.00		-0.84	1.28	3.82
CBOT豆粕	274.90		-3.20	-4.88	-13.25

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇

图表 11 外汇市场表现

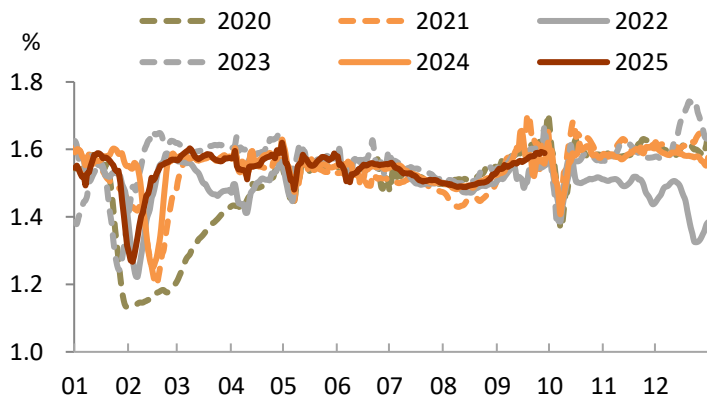
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.1345		0.31	0.02	-2.25
美元兑离岸人民币	7.1413		0.30	0.27	-2.67
欧元兑人民币	8.3275		-0.28	0.09	9.47
英镑兑人民币	9.5323		-0.66	-0.88	4.01
日元兑人民币	4.7670		-0.95	-1.76	2.03
美元指数	98.1926		0.55	0.35	-9.48

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

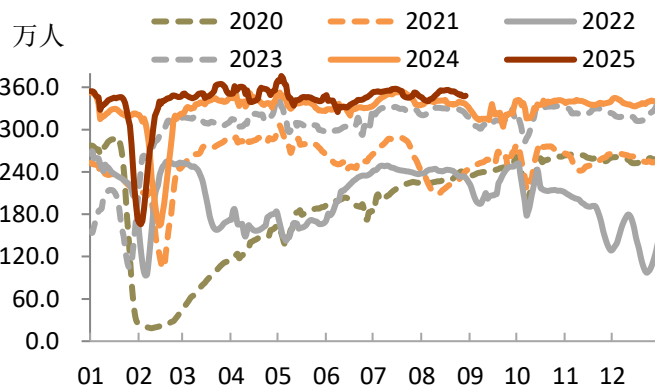
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 12 百城拥堵指数

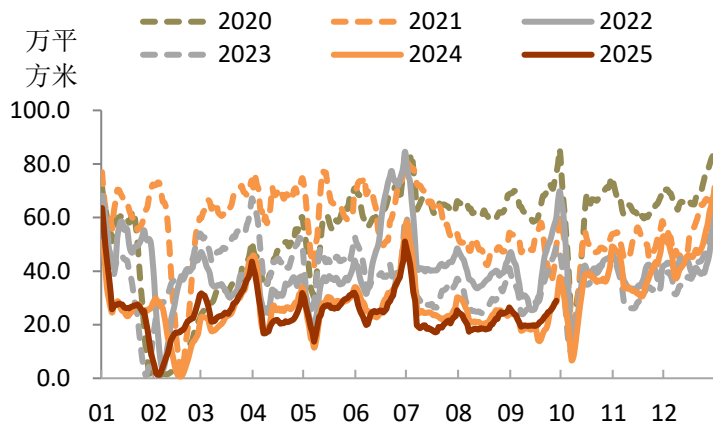


图表 13 23 城地铁客运量

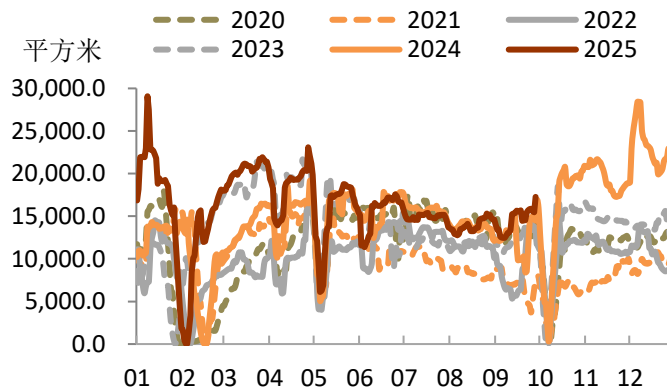


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 30 城商品房成交面积



图表 15 12 城二手房成交面积

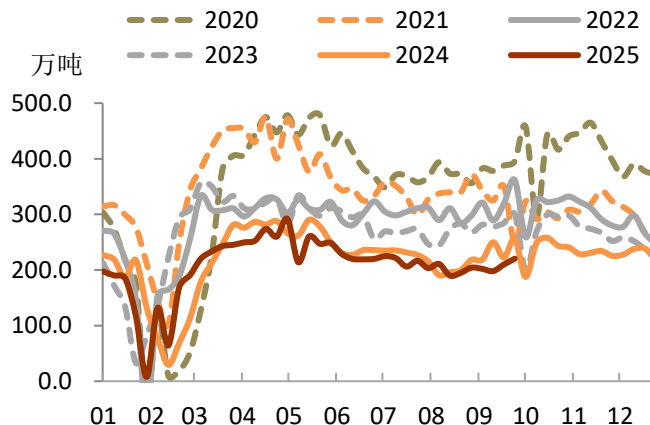


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 16 乘用车销量



图表 17 螺纹钢表观消费量

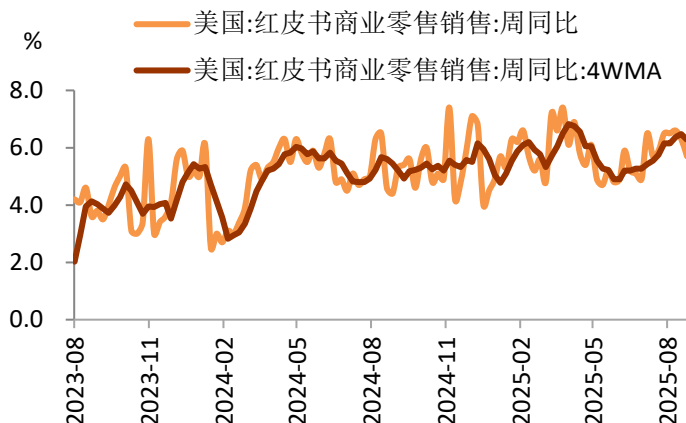


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

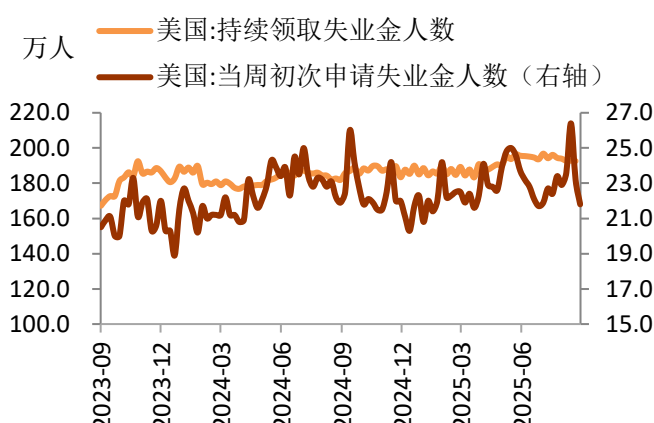
敬请参阅最后一页免责声明

2、海外

图表 18 红皮书商业零售销售

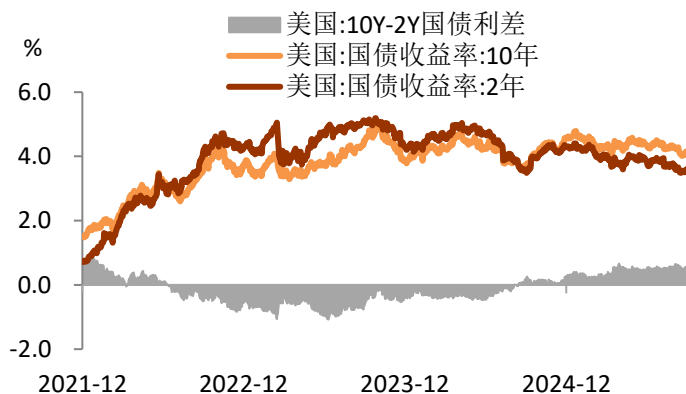


图表 19 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 20 美债利差倒挂幅度

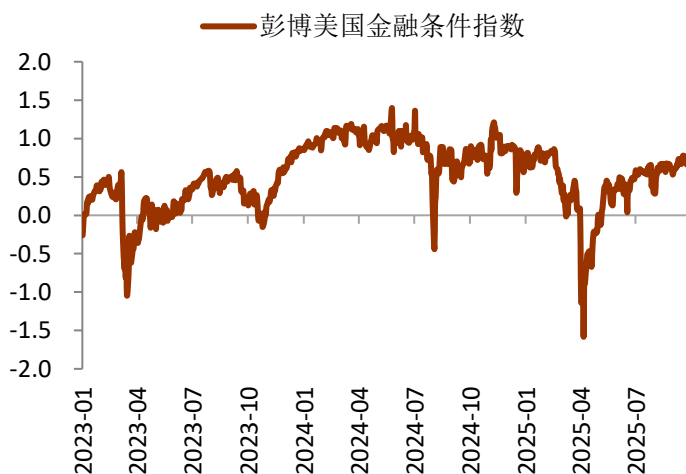


图表 21 FedWatch 利率变动概率

	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
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	89.3%	10.7%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	68.2%	29.3%	2.5%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.7%	53.5%	19.2%	1.6%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%	37.2%	39.4%	11.9%	0.9%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	16.4%	37.6%	33.4%	9.6%	0.7%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	10.1%	28.1%	35.3%	20.2%	4.7%	0.3%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	3.7%	15.1%	30.1%	31.1%	15.9%	3.5%	0.2%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.5%	7.6%	20.3%	30.5%	25.9%	11.6%	2.4%	0.2%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.3%	2.4%	9.5%	21.7%	29.8%	23.8%	10.3%	2.0%	0.1%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.3%	5.7%	15.2%	25.5%	27.0%	17.5%	6.4%	1.1%	0.1%	0.0%
2027/1/27	0.1%	1.0%	4.4%	12.5%	22.5%	26.6%	20.2%	9.6%	2.7%	0.4%	0.0%
2027/3/17	0.2%	1.3%	5.3%	13.6%	23.0%	25.9%	19.1%	8.9%	2.4%	0.3%	0.0%
2027/4/28	0.2%	1.2%	4.9%	12.7%	22.0%	25.6%	19.8%	10.0%	3.1%	0.6%	0.1%
2027/6/9	0.2%	1.1%	4.4%	11.7%	20.8%	25.1%	20.5%	11.2%	4.0%	0.9%	0.1%
2027/7/28	0.1%	0.8%	3.2%	9.1%	17.6%	23.6%	22.2%	14.5%	6.5%	2.0%	0.4%
2027/9/15	0.1%	0.8%	3.2%	9.1%	17.6%	23.6%	22.2%	14.5%	6.5%	2.0%	0.4%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 22 彭博美国金融条件指数



图表 23 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 24 重要经济数据及事件

日期	时间	数据	前值	预期
9月29日	17:00	欧元区9月工业景气指数	-10.3	-10.9
		欧元区9月经济景气指数	95.2	95.2
		欧元区9月服务业景气指数	3.6	3.7
		欧元区9月消费者信心指数终值	-14.9	-14.9
	22:00	美国8月成屋签约销售月率	-0.4	0.3
		美国8月末季调成屋签约销售指数年率	0.3	-
9月30日	9:30	中国9月官方制造业 PMI	49.4	49.7
		中国9月综合 PMI	50.5	-
	9:45	中国9月 RatingDog 制造业 PMI	50.5	50.3
		中国9月 RatingDog 服务业 PMI	53.0	-
	20:55	美国至9月26日当周红皮书商业零售销售年率	5.7	-
	21:00	美国7月 FHFA 房价指数月率	-0.2	-
		美国7月 S&P/CS20 座大城市末季调房价指数年率	2.1	1.7
	21:45	美国9月芝加哥 PMI	41.5	43.0
	22:00	美国8月 JOLTs 职位空缺(万人)	718.1	712.5
		美国9月谘商会消费者信心指数	97.4	96.0
10月1日	16:00	欧元区9月制造业 PMI 终值	49.5	49.5
		欧元区9月 CPI 年率初值	2.0	2.3
	17:00	欧元区9月 CPI 月率初值	0.1	-
		欧元区9月核心 CPI 年率初值	2.3	2.3
		欧元区9月核心 CPI 月率初值	0.3	-
	20:15	美国9月 ADP 就业人数(万人)	5.4	5.0
	21:45	美国9月标普全球制造业 PMI 终值	52.0	-
	22:00	美国9月 ISM 制造业 PMI	48.7	49.0
	22:00	美国8月营建支出月率	-0.1	-0.1
10月2日	17:00	欧元区8月失业率	6.2	6.2
	19:30	美国9月挑战者企业裁员人数(万人)	8.6	-
	20:30	美国至9月27日当周初请失业金人数(万人)	21.8	22.3
	22:00	美国8月工厂订单月率	-1.3	1.4
10月3日	16:00	欧元区9月服务业 PMI 终值	51.4	51.4
		欧元区9月综合 PMI 终值	51.2	51.2
	17:00	欧元区8月 PPI 月率	0.4	-
		欧元区8月 PPI 年率	0.2	-
	20:30	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
	21:45	美国9月标普全球服务业 PMI 终值	53.9	-

日期	时间	数据	前值	预期
		美国 9 月标普全球综合 PMI 终值	53.6	-
	22:00	美国 9 月 ISM 非制造业 PMI	52.0	51.8

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。