

全球宏观分析与展望

2025年9月26日

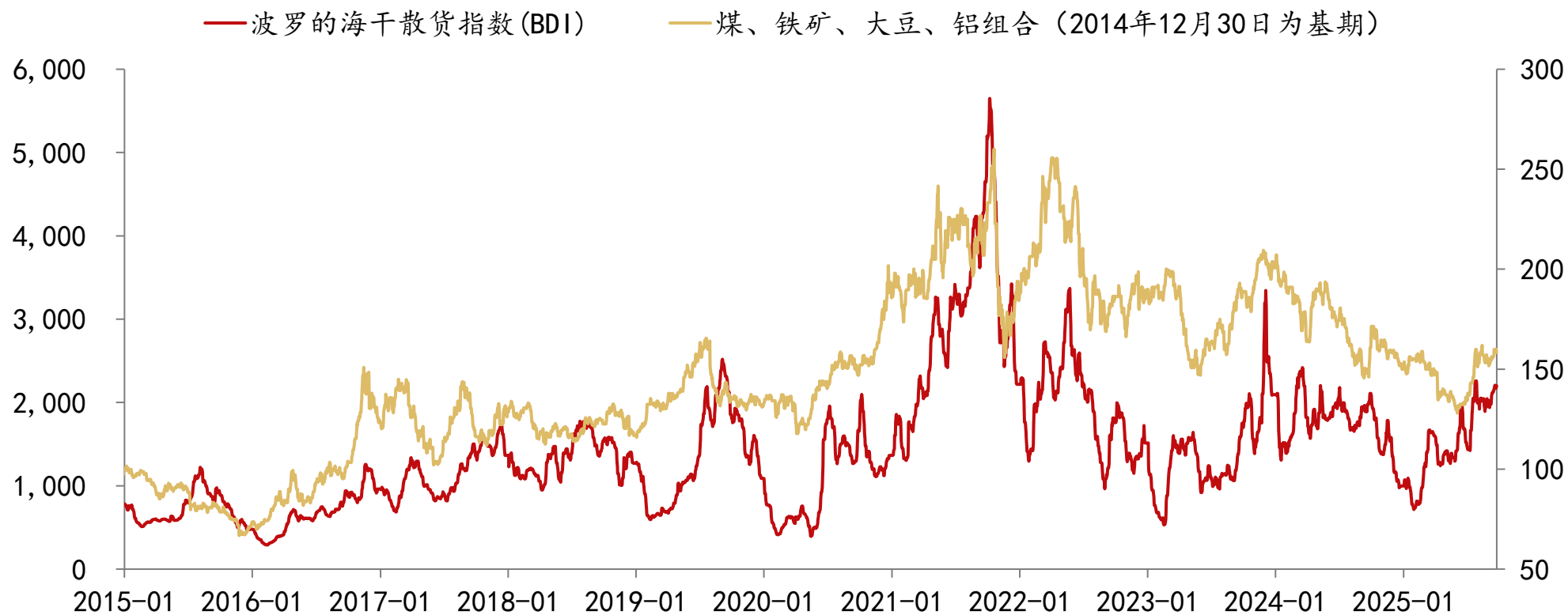
• 研究员-赵嘉瑜 • 联系电话: 13686866941

• zhaojiayu@cmschina.com.cn • 执业资格号: Z0016776

CMF  招商期货

I 结论：坚定看好！

- 全球财政货币罕见双扩张：全球财政扩张，商品价格上涨；预防性降息开启后，商品价格倾向于立刻涨。
- 中国“反内卷”助推通胀预期：以往的几次供给侧改革中，商品都是明显走强的。
- 商品中枢抬升，BDI中枢也会抬升。



*煤、铁矿、大豆、铝组合取期货主力结算价格，比重参考中国干散货进口比例

目录
contents

01 全球财政货币罕见同时扩张

02 中国“反内卷”助推通胀预期

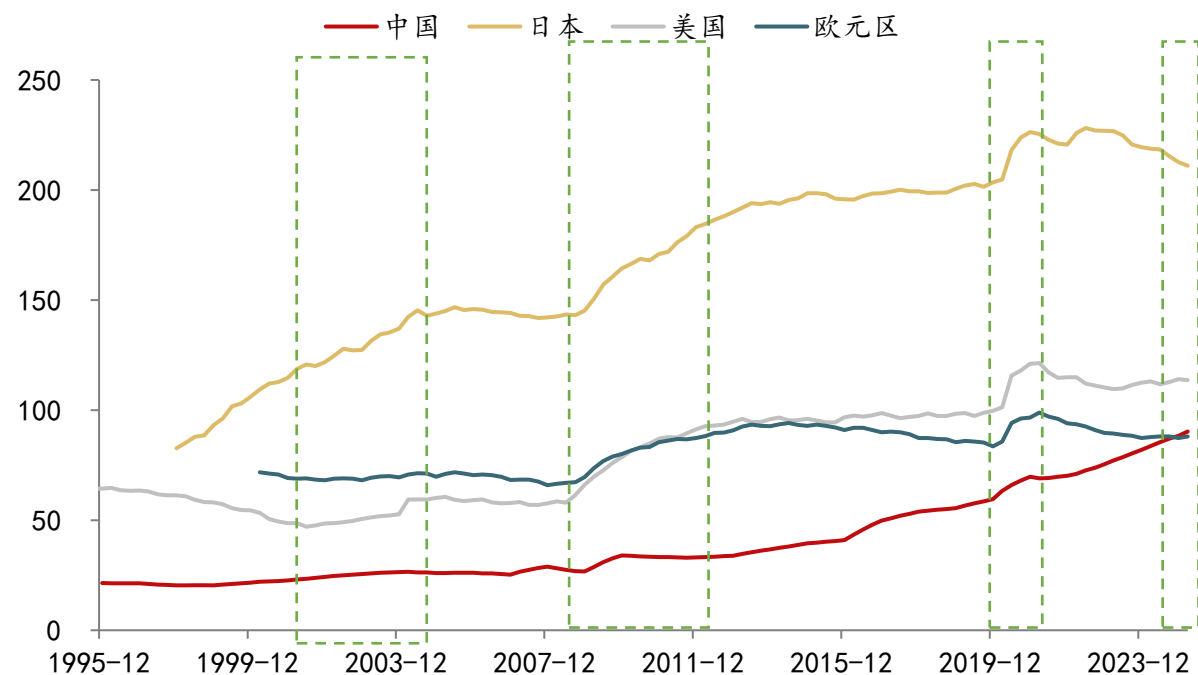
目录
contents

01 全球财政货币罕见同时扩张

02 中国“反内卷”助推通胀预期

- 2000年以来的全球财政扩张期（从政府杠杆的角度看）：2000-2004，2009-2011，2020-2021，2024-
- 全球财政的发力，通常对应商品的上涨

宏观杠杆率-政府部门



商品指数（指数点）



■ 预防性降息——商品上涨

回顾1995以来的历次降息周期，在降息周期后商品都有不错的表现。衰退型降息等降息周期后期商品上涨，预防性降息开启时即上涨。



1. 居民和企业杠杆率较高，财政决定了过去几年全球各国经济表现差异。

2. 为何中国出口年年好？为何还将继续好？

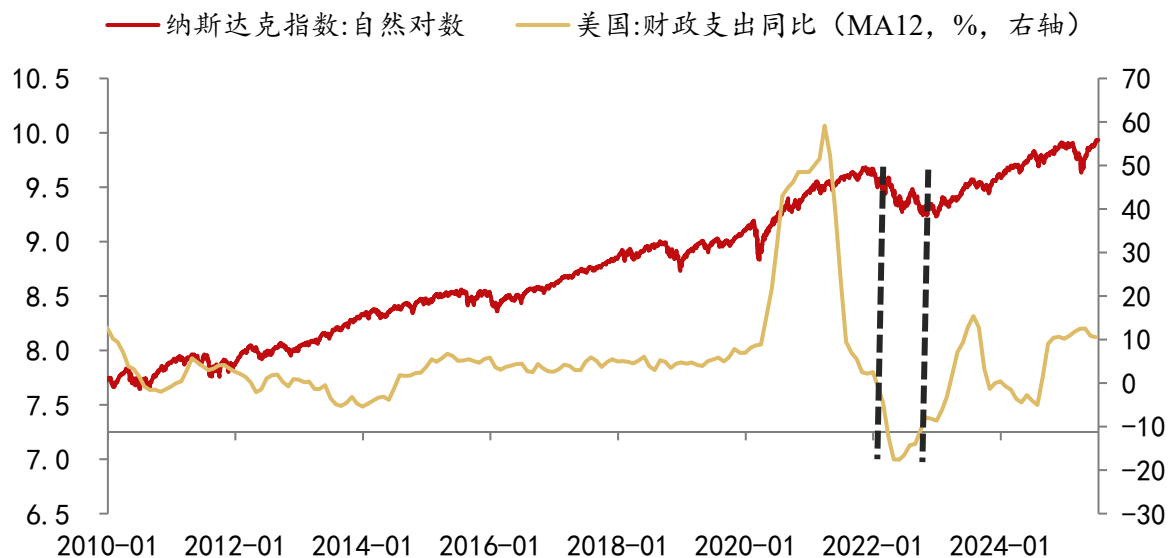
因为 $Y\text{ (GDP)} = C\text{ (消费)} + I\text{ (投资)} + G\text{ (政府支出)} + (X-M)\text{ (净出口)} = C\text{ (消费)} + S\text{ (储蓄)} + T\text{ (税收)}$

所以 $M - X\text{ (贸易赤字)} = (I - S)\text{ (储蓄-投资恒等式)} + (G - T)\text{ (财政赤字)}$

宏观杠杆率*	美国	中国	日本	欧元区	IMF风险线
居民部门	70.70	62.10	65.40	52.20	60.00
企业部门	75.20	142.50	116.70	102.10	90.00
政府部门	111.70	87.40	218.00	88.00	100.00

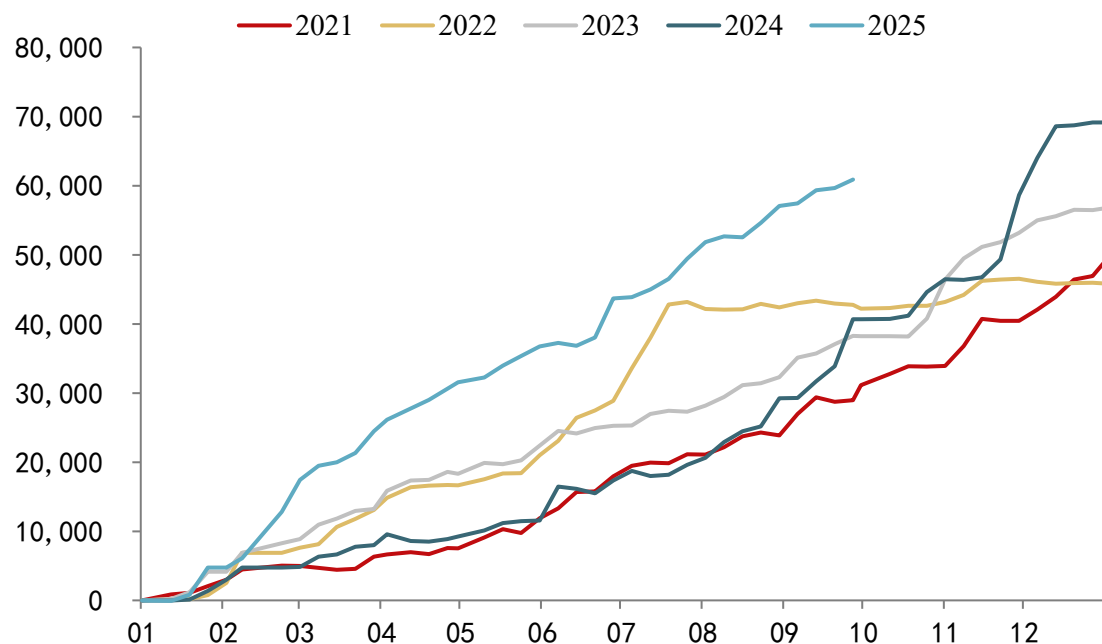
*数据为24年底国际清算银行口径，25年其数据可能有小幅修正。

I 从权益市场看财政扮演的角色

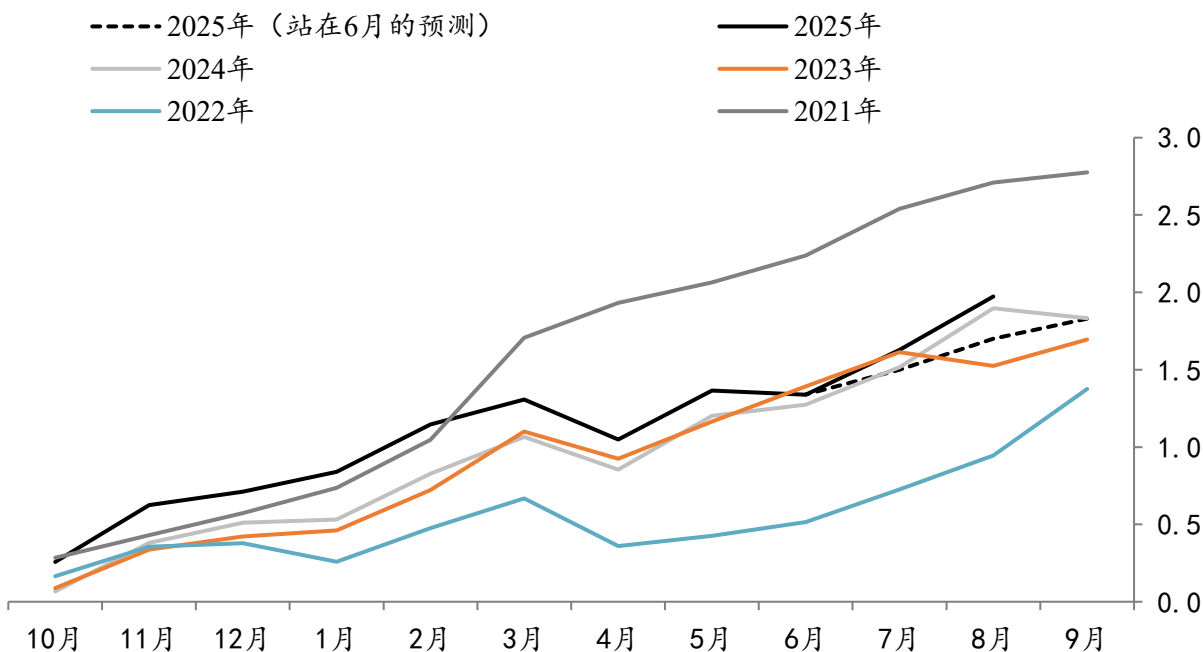


- 中国财政持续发力，美国财政超预期。
- 减税草案（“美丽大法案”，OBDD）签署后，后续年份继续增赤。

地方债累计净融资额（单位：亿元）

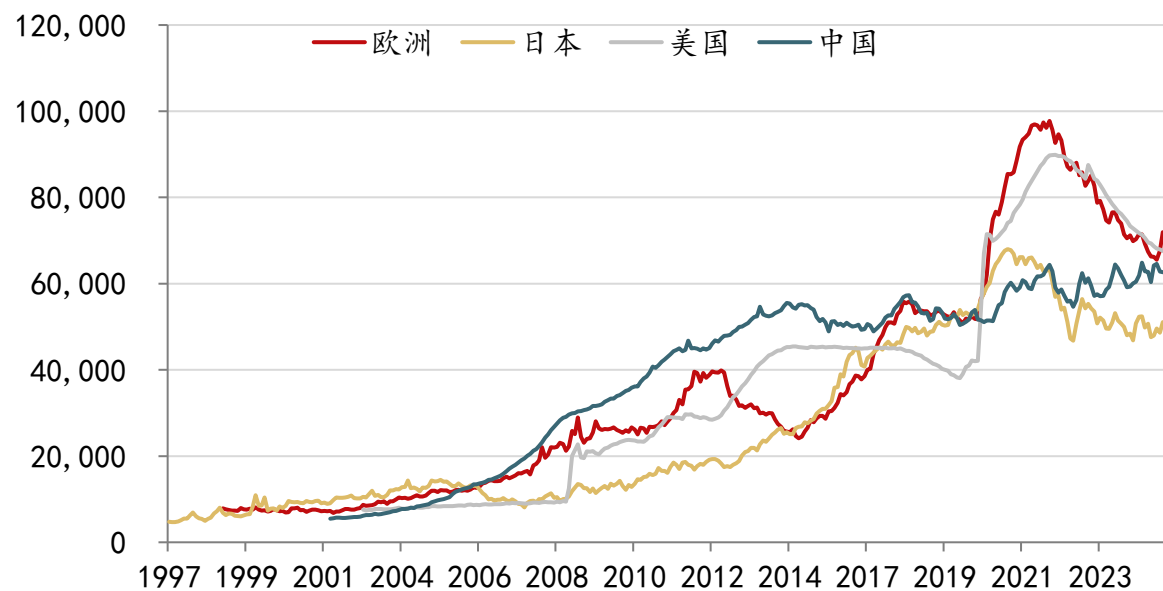


美国财政赤字（单位：万亿美元）

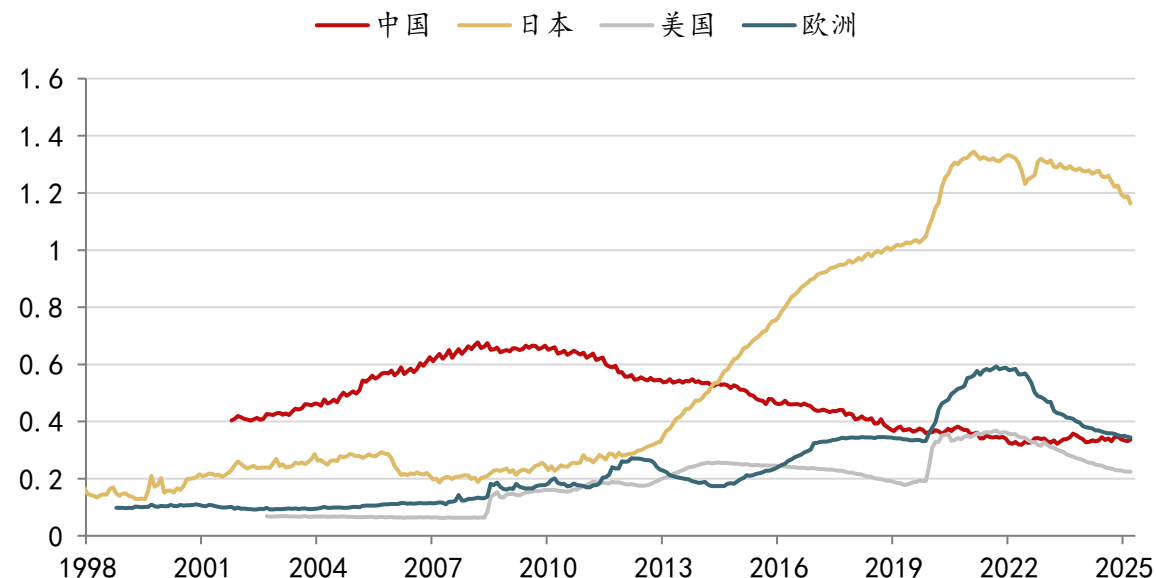


此外，全球货币也即将进入扩张期

央行在扩表



央行资产/GDP视角



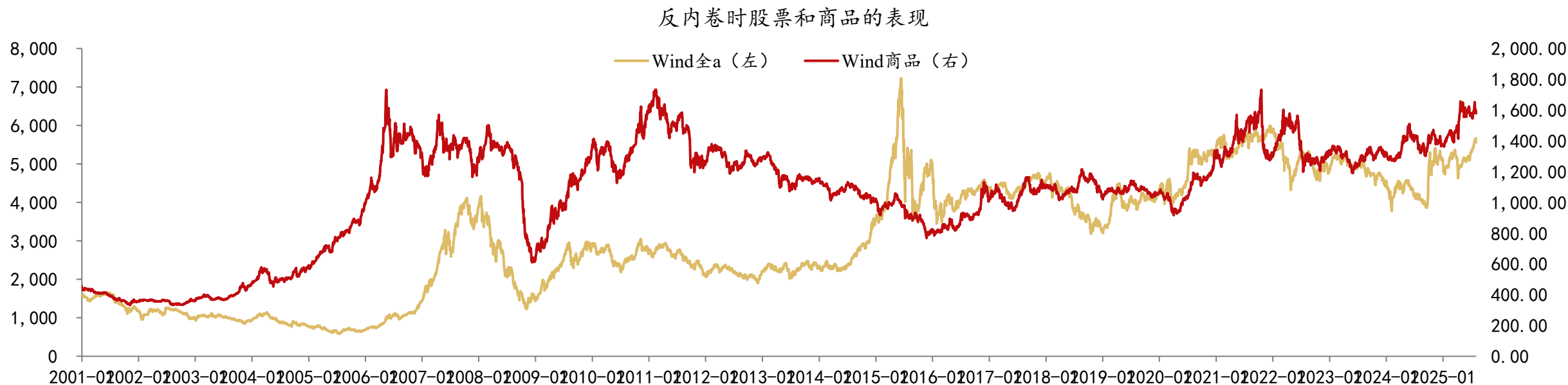
目录
contents

01 全球财政货币罕见同时扩张

02 中国“反内卷”助推通胀预期

I 历史上的“供给侧改革”——多数时候股商齐涨

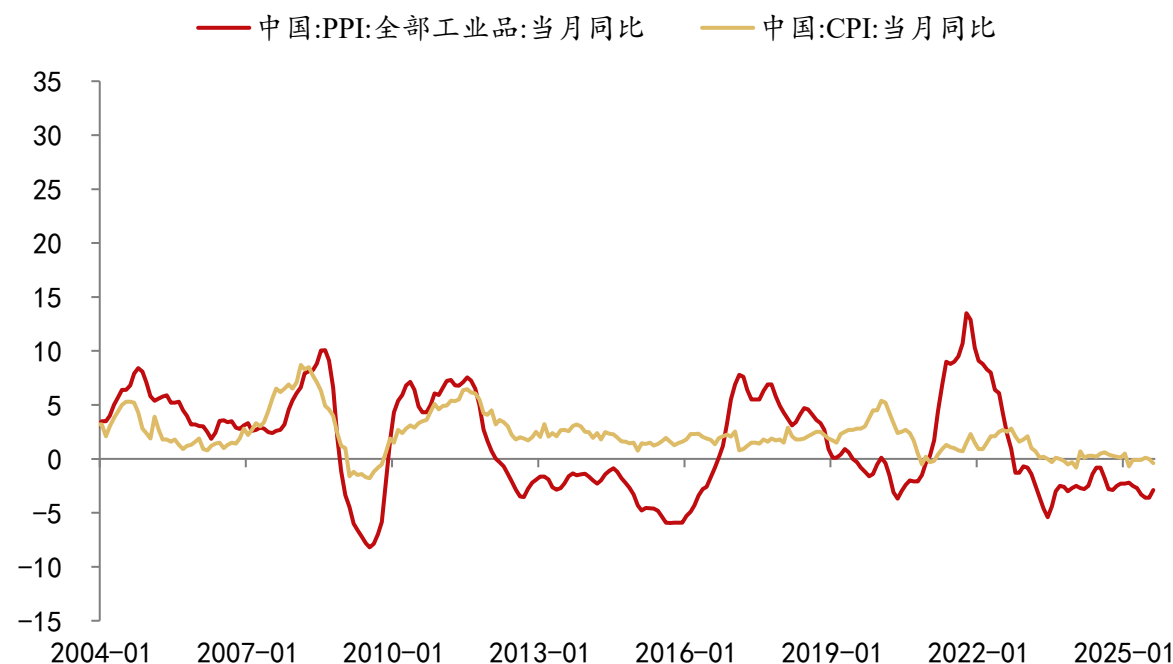
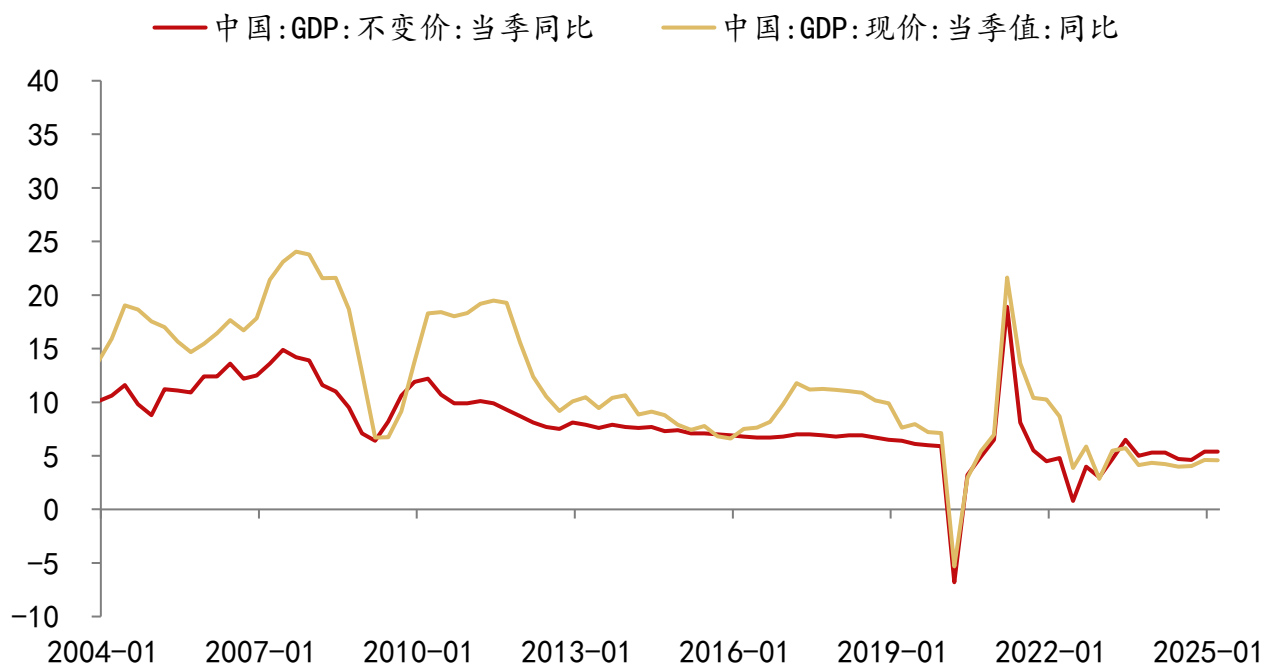
- 供给侧改革不只是作用在几个行业。重点是去分析本轮“反内卷”的强度。



	2010年8-11月	2016-2017	2021年1月-10月	2025年7月-9月23日
动力煤	7.77%	99.80%	185.23%	13.69%
铁矿	21.98%	74.12%	-24.92% (到7月最高点时为36.86%)	13.38%
大豆	23.68%	12.23%	-6.42%	-1.58%
铝	5.09%	34.98%	55.91%	-0.48%
万得商品	14.16%	34.78%	29.82%	12.97%
上证50	-0.35%	25.98%	-10.61%	7.65%
中证1000	23.16%	-27.62%	10.37%	16.55%

I 为何反内卷？——扭转“量增价降”，破除低质低价

- 财政解决了“量”的问题，不想通过货币解决“价”的问题，“反内卷”是行政性的价格引导辅以供给端一定程度的减量来实现“价”的上涨。
- 《求是》评论：卷价格后质量下降，还影响中国商品在海外的口碑。
- 反内卷是统一大市场框架下的一环，后者还包括破除地方保护、打破市场分割。如何看待统一大市场？企业的协同。



- 1. 需求的配合度不大够：1) 本次居民和企业杠杆很高，经济内生动能受限。2) 过往：21年抗疫优等生，16/17棚改，09/10 四万亿，04 中国入世后的大发展。
- 2. 通缩深度，15年：PPI连续45个月为负，最深-5.9%，本轮34个月，最深-3.6%。
- 3. 本轮原油暂时没有配合上涨。怎么看原油？

再往后看，通缩螺旋的解开要有多方配合。

1. 需求：1) 出口依旧是未来数年的经济引擎，换言之，中美贸易不能脱钩。2) 国内需求政策的拉动：城市棚改、农村公路条例、大基建项目（例如1.2万亿的雅江水电站项目）等，核心是财政给出多少增量。
2. 制度对供给和需求的拉动有所失衡：过去GDP生产法而非支出法核算，当下税制体系，都鼓励生产而非消费端：增值税地方留存50% vs 消费税地方零留存。

- 6. 29头版拉开“反内卷”序幕，9. 15领导人重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》

8月以来《人民日报》对“反内卷”描述节选

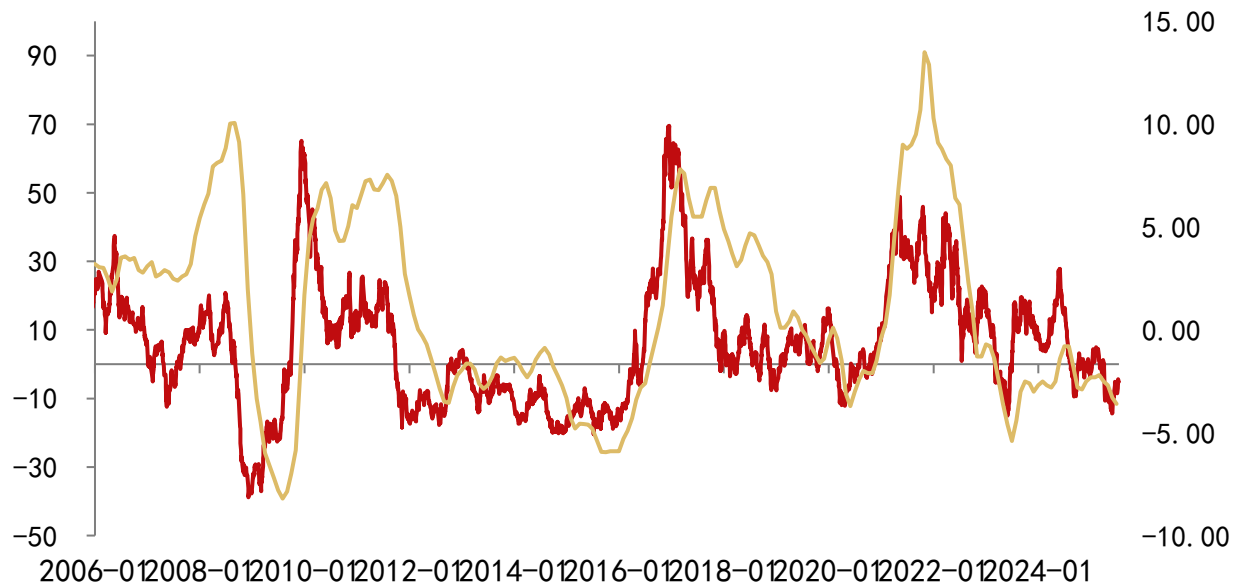
日期	版面	标题及作者	内容
8月22日	第9版-理论	《为纵深推进全国统一大市场建设提供支撑——推动市场竞争秩序持续优化》，吉林省委党校教授	不公平竞争扭曲了市场机制
	第13版-记者调查，全版	《破除“内卷式”竞争，迈向高质量发展》，本报记者 《反“内卷”需多方协同发力》，方敏	电商平台“仅退款”规则、眼镜配件转型升级摆脱低价、地方招商补贴拼优惠环境；企业、行业、政府三维度发力破除“内卷”
8月21日	第9版-理论	《依法依规治理企业无序竞争》，中国政法大学教授	
8月20日	头版转第9版-要闻	《上半年企业销售收入平稳增长》，本报记者	提到了汽车行业综合整治“内卷式”竞争
	第10版	《六部门部署进一步规范光伏产业竞争秩序》，新华社	六部门19日光伏产业座谈会
8月18日	第18版-财经	《金融业破除“内卷”靠什么》，葛孟超	公募业绩挂钩浮动费率，工行带头在银行业破“内卷”
8月14日	第19版-法治	《法治让平台竞争更理性》，金歆	通过优化制度来治理电商平台“内卷”
8月13日	第18版-产经	《以改革激发企业活力》，记者手记	钢铁行业“内卷式”竞争，武钢将价格竞争转向价值竞争，有力支撑了改革目标的实现
8月11日	第2版-要闻	《从“被动调整”到“主动预判”》，杨大鹏	加强政策协同整治平台经济
	第9版-理论	《经济迎难而上，运行稳中有进》，社科院工业经济研究所所长	
8月8日	第13版-记者调查，全版	《促进公平竞争，激发市场活力，为各类经营主体“破壁清障”》，本报记者	统一大市场的背景下提到了破除地方保护、打破市场分割、治理“内卷式”竞争
8月7日	头版头条	《以新发展理念为指引 加快构建新发展格局——习近平总书记引领中国经济高质量发展》，本报记者	“统一大市场”框架下的“整治无序竞争”也是新发展理念的重要一环
8月6日	头版头条	《战略叠加优势，如何变为发展胜势》，任平	提到了“统一大市场建设”和“依法依规治理企业无序竞争”
8月5日	头版转第6版	《把发展主动权牢牢掌握在自己手中——纵深推进全国统一大市场建设观察》，本报记者	在统一大市场的体系下提到了促进公平竞争
8月4日	第5版-评论	《“自己搭台、别人唱戏”的启示》，邹翔	产业链上下游合作打破“内卷”
	第10版-经济	《公平竞争，做大外卖“蛋糕”》，林丽鹂	8月1日，三大外卖平台发声共同呼吁规范行业竞争规范

I PPI同比确认见底，明年转正

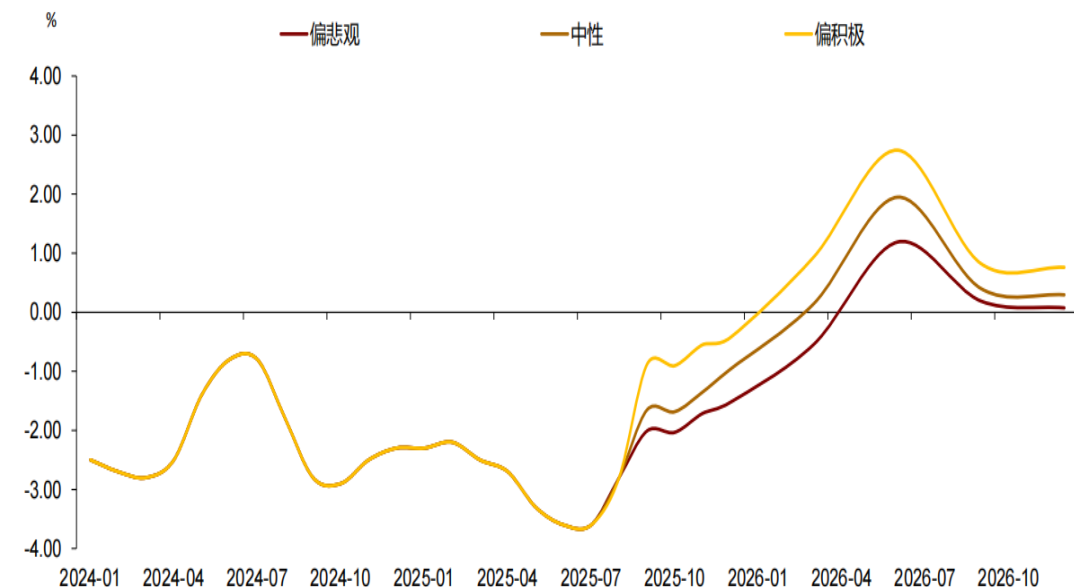
- 商品指数同比领先PPI同比大约2个月
- PPI同比确认见底了，明年会转正**

南华商品指数领先PPI

— 南华综合指数:同比 — 中国:PPI:全部工业品:当月同比



PPI同比预测

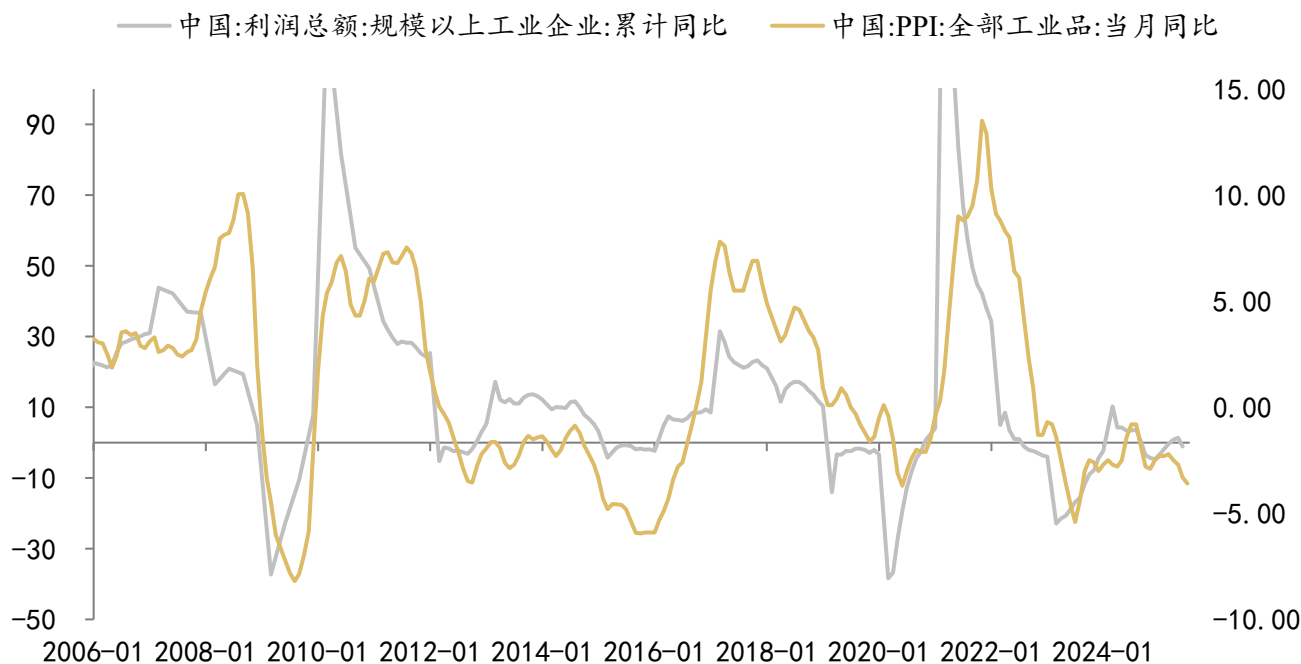


资料来源: Wind, 招商证券

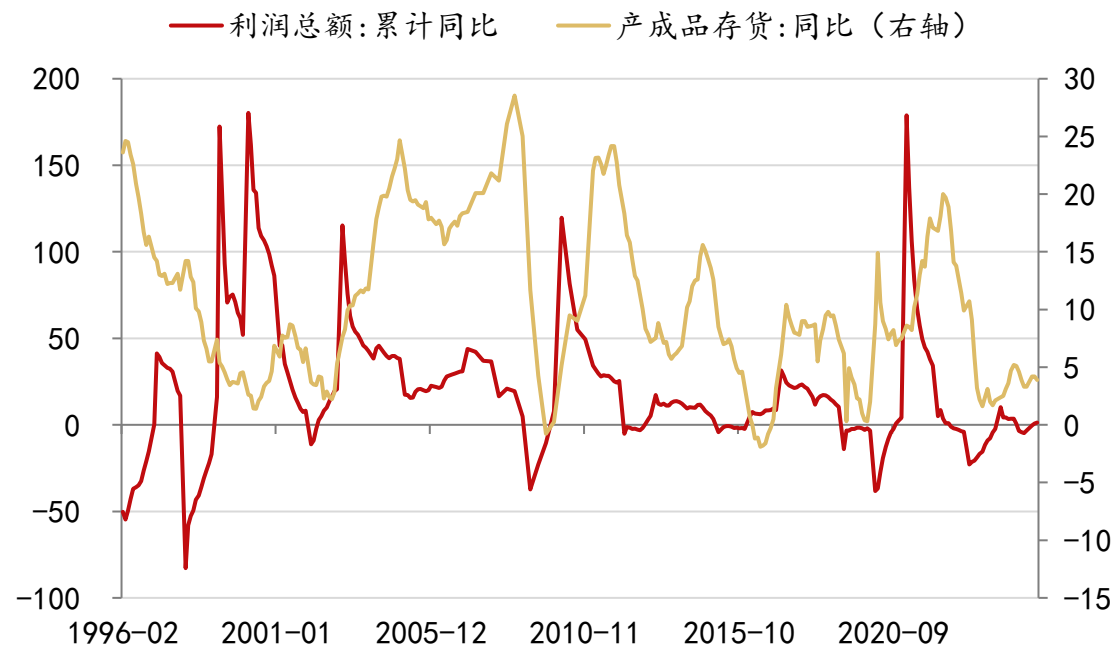
I 主动补库的周期有开启迹象

- PPI同比确认见底了，工业企业利润也基本上确定见底了
- 似乎有主动补库（利润增、库存增）的迹象

PPI和工企利润有见底迹象了



规上工业企业利润库存情况

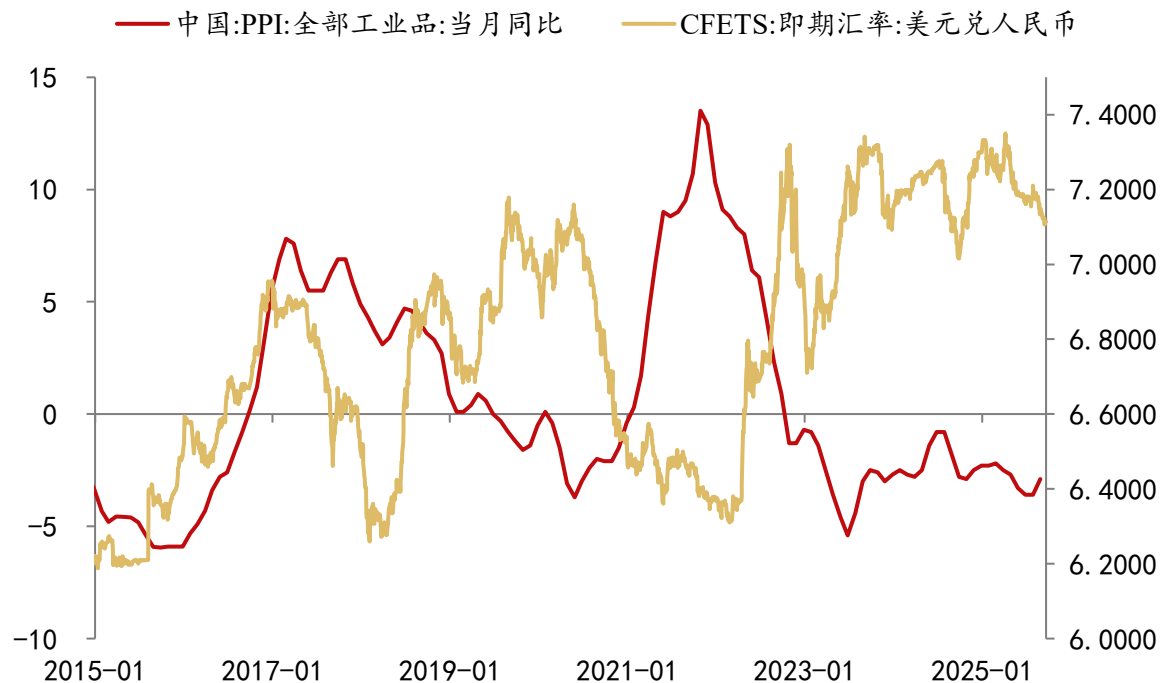


I PPI回升的延伸效应——人民币升值

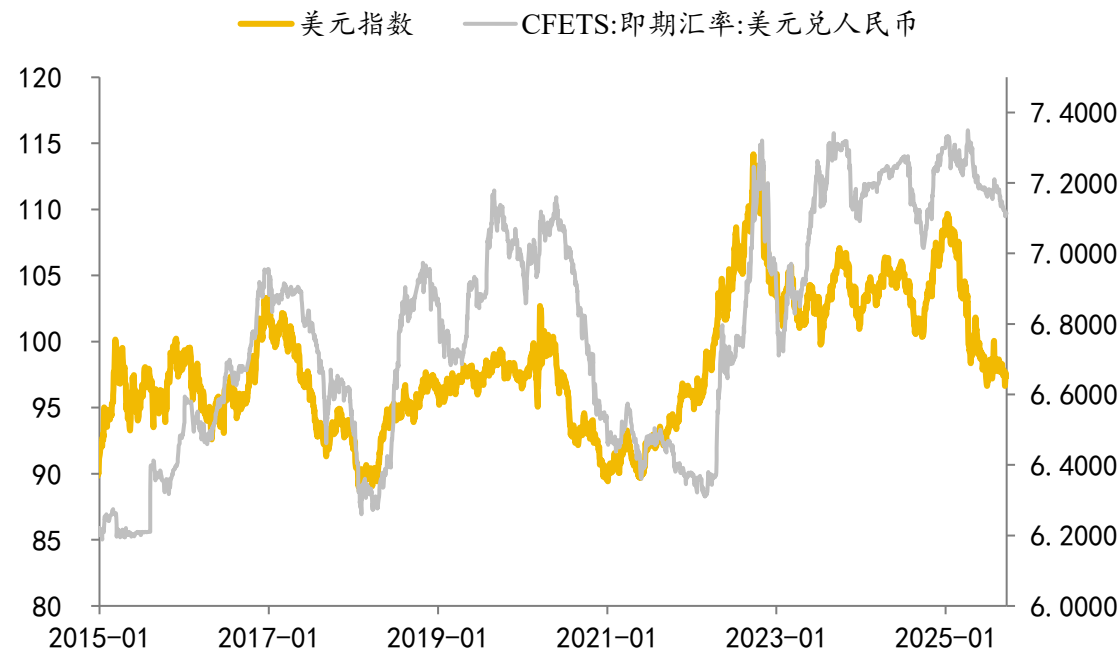
美元是确定走弱的

“通缩螺旋”压制了汇价，螺旋的解开对应了人民币的升值

国内经济定弹性



美元定方向



商品难以再回到“反内卷”前的低位

- 彼时，商品的叙事是“关税导致外需不振”+“国内供给结构性过剩”
- 随着中美贸易形势逐渐软化，“反内卷”的提出，商品确定了见底



I 商品处于低估值状态

同时，也要注意到低估值的

➤ 众多工业品价格薄利甚至亏损，价值投资正当时。

名称	90%成本分位	2025/9/17收盘价	盘面利润率	名称	90%成本分位	2025/9/17收盘价	盘面利润率
工业硅	12000	8965	-25.29%	沥青	3200, 动态跟随原油	3445	7.66%
豆粕	3776	3002	-20.50%	玉米	2000	2161	8.05%
豆油	9600	8366	-12.85%	生猪	12000	13000	8.33%
瓶片	6550	5868	-10.41%	铁矿石	730	804.5	10.21%
短纤	6850	6402	-6.54%	沪铜	73000	80560	10.36%
白糖	5700	5529	-3.00%	鸡蛋	2800	3116	11.29%
螺纹钢	3200	3168	-1.00%	焦煤	1100	1233	12.09%
PVC	5000	4973	-0.54%	玻璃	1100	1234	12.18%
热轧卷板	3400	3390	-0.29%	沪锌	19500	22280	14.26%
聚丙烯	7000	6982	-0.26%	20号胶	11000	12590	14.45%
乙二醇	4300	4297	-0.07%	原油	432.738	499.3	15.38%
苯乙烯	7000	7138	1.97%	苹果	7000	8272	18.17%
纸浆	4900	5042	2.90%	碳酸锂	62000	73640	18.77%
塑料	7000	7245	3.50%	甲醇	2000	2376	18.80%
沪铅	16500	17100	3.64%	豆二	3051	3679	20.58%
氧化铝	2824	2937	4.00%	纯碱	1100	1334	21.27%
玉米淀粉	2350	2453	4.38%	多晶硅	44000	53490	21.57%
棕榈油	9000	9424	4.71%	菜粕	2000	2460	23.00%
尿素	1600	1681	5.06%	烧碱	2100	2608	24.19%
丁二烯橡胶	11000	11590	5.36%	沪铝	16740	20910	24.91%
对二甲苯	6400	6772	5.81%	沪锡	210000	272540	29.78%
PTA	4400	4712	7.09%	橡胶	11000	15880	44.36%

数据来源：Wind、钢联、SMM、招商期货

研究员简介

赵嘉瑜：招商期货首席宏观策略分析师，金工与金融团队主管，负责宏观策略、资产配置及基本面量化，带队多次获得中金所优秀分析师团队称号。具有期货从业资格（证书编号：F3065666）和投资咨询从业资格（证书编号：Z0016776），美国纽约大学国际政治与国际经济硕士，上海交通大学经济学与法语双学士，曾在全球超大型经纪商Man Group工作。多次在《中美聚焦》、《中国能源报》、《澎湃新闻》、《上海证券报》、《期货日报》等媒体发文，并担任中国人民大学及哈尔滨工业大学（深圳）的客座讲师。

重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对他人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

招商期货有限公司

总部地址：深圳市福田区福华一路111号招商证券大厦16、17楼

CMF  招商期货

感谢聆听
Thank You



招商期货有限公司

总部地址：深圳市福田区福华一路111号招商证券大厦16、17楼

CMF  招商期货