

实际产出放慢 但价格将支持名义增长改善

方正中期研究院 宏观金融与航运团队 李彦森 F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

2025年8月30日



CONTENT 目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

产出方面，7月名义工增同比放缓，实际产出走弱拖超过价格跌幅保持不变，与PMI等数据情况一致，海外需求放缓，“反内卷”政策约束显效，供需关系改善。当前更接近被动加到主动去阶段。

7月固投明显走弱。基建、制造业、地产全面超预期下滑。尤其是基建投资大幅回落较为意外，6月和7月初政府净融资保持高位，但7月天气存在影响。8月存回升可能，9月则面临高基数，同比将会承压。

制造业投资整体逻辑不变。但“反内卷”政策并不有利于企业追加产能投资，且“挤出效应”影响依然存在。继续关注“两重”支持并警惕外需风险。

地产资金链走弱逻辑延续。政策层面仍强调“棚改”等存量优化措施，增量支持有限。环比来看地产短期明显走弱后，可能暂时维持稳定或边际反弹，但同比压力仍较大，尤其是四季度。

社消同比继续走弱受环比影响较大。下半年以来“反内卷”政策不可忽视，或导致消费品（尤其是商品）价格优惠下降甚至涨价而抑制需求。消费政策向消费贷扩展，提振作用值得观察。此外，未来四季度消费同比高基数不利于同比读数。从内生角度看，收入是否增长仍是决定长期消费趋势的关键。

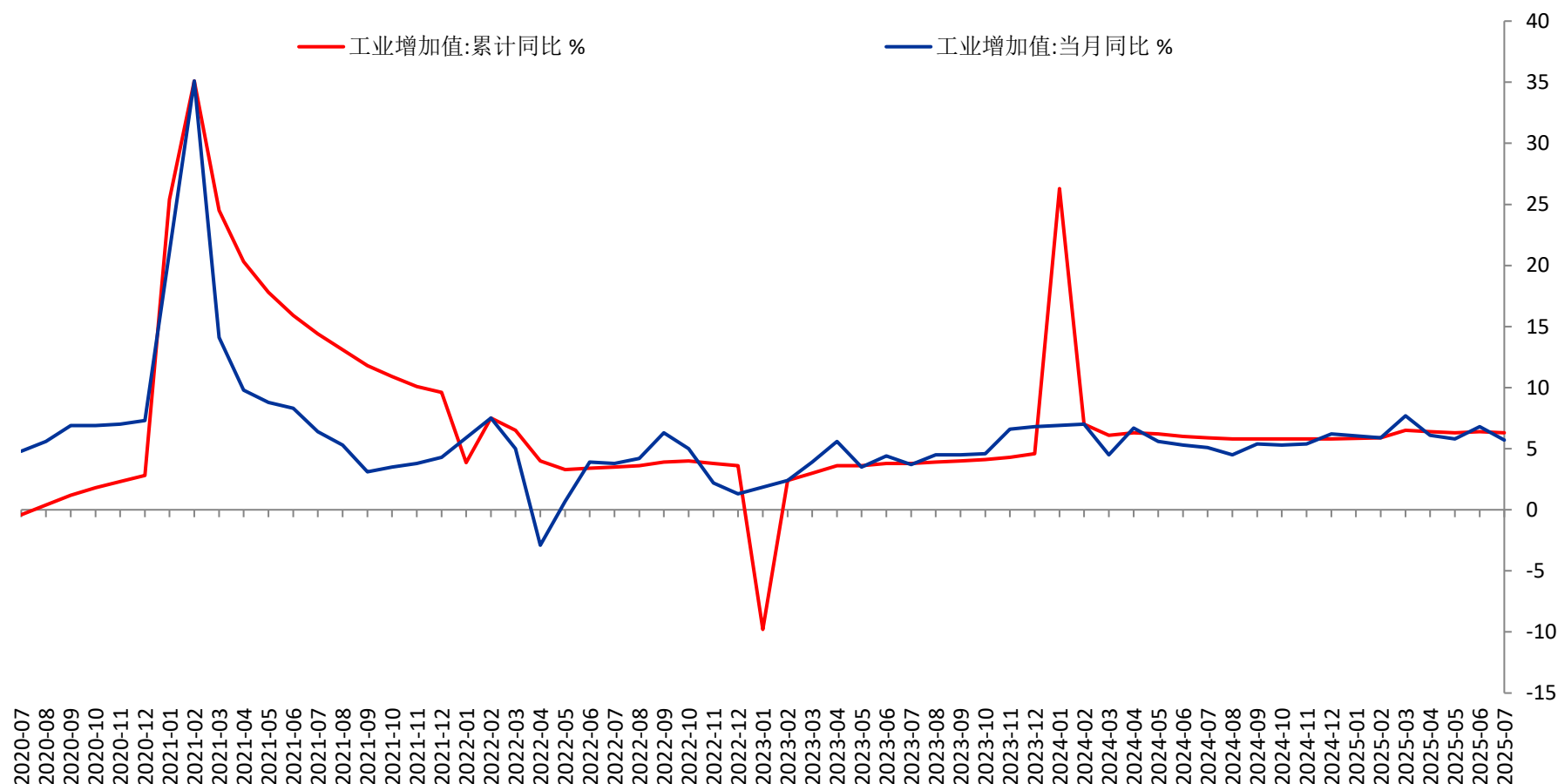
综合来看，外需波动扰乱经济短期节奏情况缓和，国内政策宽松推动经济修复步伐放慢，且政策重点转向价格治理，短期仍有影响。往后看，消费、基建是稳经济因素，地产、外需则是风险，且外需风险仍将逐步显性化。三季度焦点将在价格修复程度能否盖过产出走弱影响，预计名义增速维持稳定。中性预期下全年5%增速目标能实现，且再通胀逐步加速。

- 7月中国官方制造业、非制造业、综合PMI均下降，表现弱于预期，其中制造业PMI连续4个月位于荣枯线下。
- 中美贸易紧张缓和的窗口期下“抢出口”“抢转口”等因素支持力度持续下降，结合需求前置、全球经济周期等问题，**外需仍面临压力**。国内**“反内卷”直接调控供给、价格，间接影响需求端**，影响未来产出情况。当前外需依然弱于内需，**总供给超过总需求程度将有所缓和**。
- 库存周期方面，产品净需求、原材料净需求均回落；产成品库存、原材料库存均下降；需求降幅超过产出；原材料价格和出厂价格明显反弹。结合其他指标看，**库存周期接近被动加或主动去，但价格指标偏离较多（政策因素）**。
- “反内卷”政策对价格支持显著，前期跌幅较大的原材料价格均大幅反弹，同时原油等外需定价品种价格中枢回升也有贡献。**预计7月PPI和PPIRM环比将有小幅上涨，新涨价动力增强**，名义产出承压幅度显著下降。
- 非制造业中，建筑业PMI明显走弱，统计局称含有**极端天气**如持续高温、暴雨洪涝灾害等影响。除此之外，我们判断**二季度地产销售开始走弱后，回款、资金压力上升对上游负面影响开始显现**（尤其体现在新订单）。**基建投资资金到位可能受到6月项目融资增量减速影响**。服务业PMI变动不大，但也已经接近荣枯线，可能与**出口相关配套生产性服务开始受到影响**有关。此外，**服务业价格走弱或与延续至7月的外卖价格战等因素存在关联**。
- 总体上看，7月官方制造业和非制造业PMI改善趋势均放慢。外需带动力度继续下降，内需短期受资金投放不足影响，后期将重回增长。“反内卷”政策影响下，供需失衡情况将有所改善，但反应在**PMI中不利于产出指标表现**。我们仍强调**下半年增量回落的同时，价格修复对名义增长支持上升，有助于企业、政府收入体感改善**。而需求是否启动仍然有待观察。

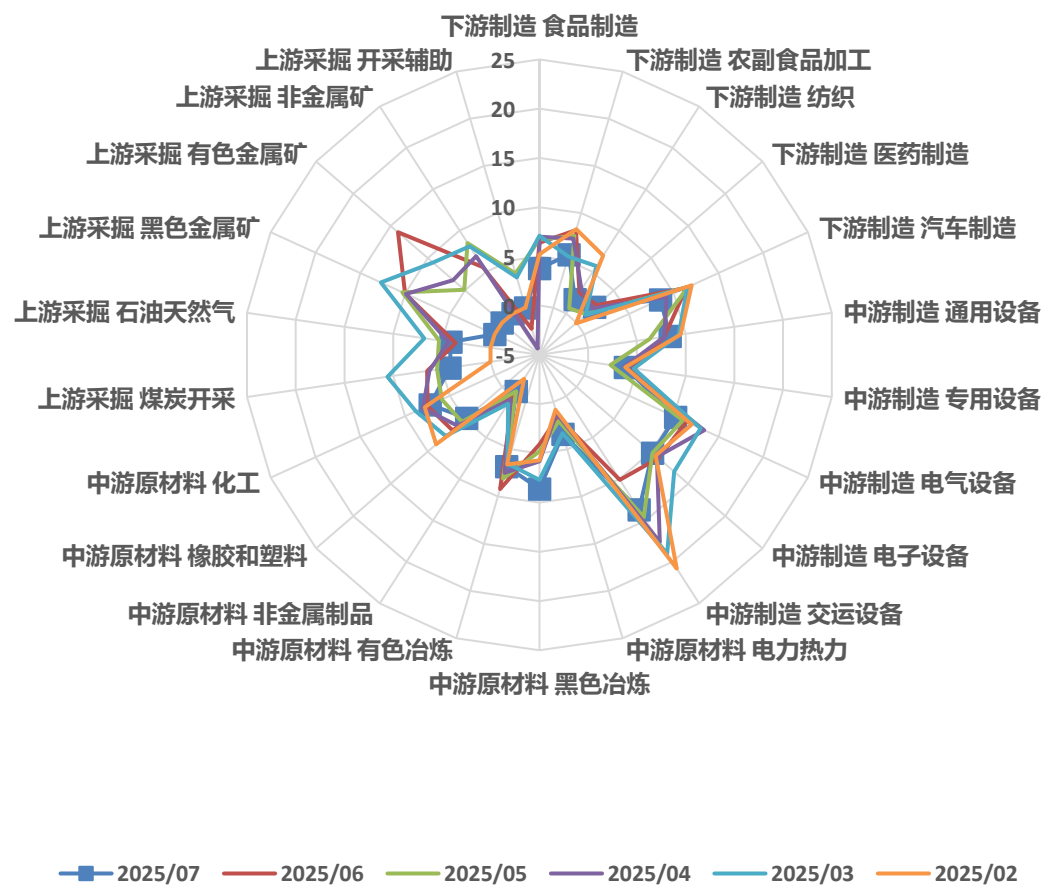
制造业	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2025年7月	49.3	50.5	49.4	47.1	47.4	51.5	47.7	48.0	50.3	44.7	47.8	49.5	48.3	52.6
最近10年分位数水平	16%	22%	20%	29%	62%	38%	36%	28%	63%	28%	42%	29%	37%	13%
5年均值	49.8	51.0	50.0	47.7	47.5	52.7	47.9	48.8	49.8	45.0	47.8	50.1	48.2	55.2
5年历史波动率	0.9	1.7	1.3	0.9	0.7	8.6	0.2	0.6	0.7	1.4	1.3	1.5	5.4	2.7
上月数值	49.7	51.0	50.2	47.7	48.1	48.4	48.0	47.9	50.2	45.2	47.8	50.2	46.2	52.0
本月与上月差值	-0.4	-0.5	-0.8	-0.6	-0.7	3.1	-0.3	0.1	0.1	-0.5	0.0	-0.7	2.1	0.6
5年环比平均	-0.3	-0.9	-0.3	0.7	0.1	-0.6	0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1
5年环比历史波动率	0.6	1.2	1.1	3.0	0.6	7.0	0.4	0.2	0.8	0.9	0.4	0.8	0.9	0.4

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

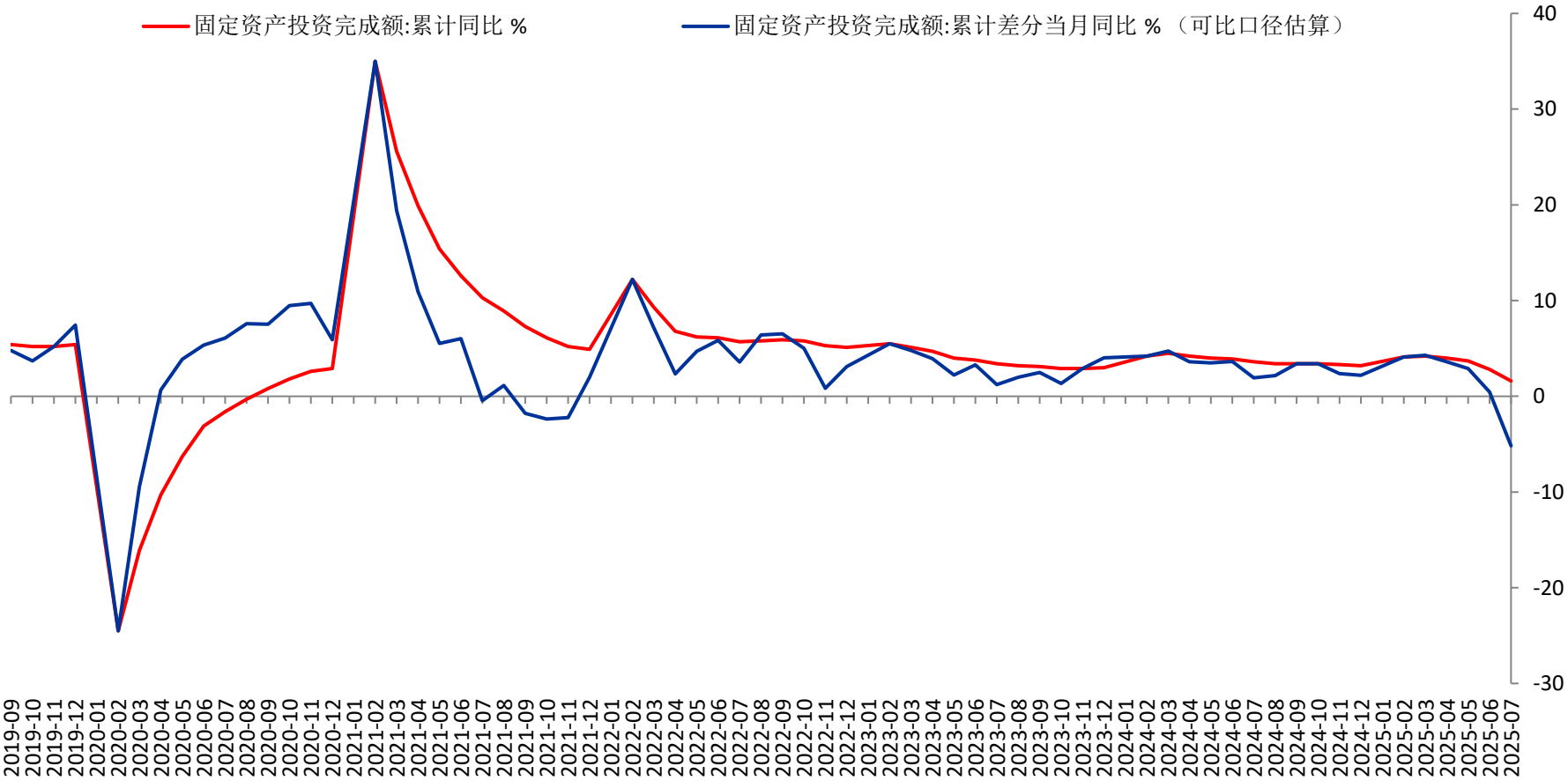
- 数据显示，中国7月规模以上工业增加值累计同比增速为6.3%，当月同比增速5.7%，较前值出现明显下滑，表现也弱于预期。7月季调环比增速也下降至0.38%。
- 我们通过计算得到的数据显示，7月名义工业增加值同比增速大幅下行至2.1%。



- 总体上看，7月名义工增同比放缓，实际产出走弱拖超过价格跌幅保持不变。企业部门整体营收和利润改善速度暂时减慢，但产销率明显超季节性上升至年内次高点，出口交货值季节性回落。
- 主要行业产值看。中游原材料、中游加工组装、下游制造业变动不一，多数行业有所放缓。主要原材料产量方面，乙烯明显上升，粗钢、水泥、十种有色金属产量均下降。制造业产品方面，汽车、工业机器人弱于季节性，发电量、金属切削机床超季节性。集成电路继续刷新历史高位。手机、电脑产量回落程度略超季节性。情况表明，“反内卷”政策对部分原材料行业产生一定约束。但半导体更多仍受到外部贸易风险缓和的窗口期带动。
- 情况表明，产出增速确实有所减慢，与PMI等数据情况一致，海外需求总体放缓，同时“反内卷”政策初步显效，供需关系有所改善。但也意味着实际产出加速空间受限。关税风险、需求透支、全球周期下外需不确定性不可忽视。库存周期角度看，更接近被动加到主动去阶段。



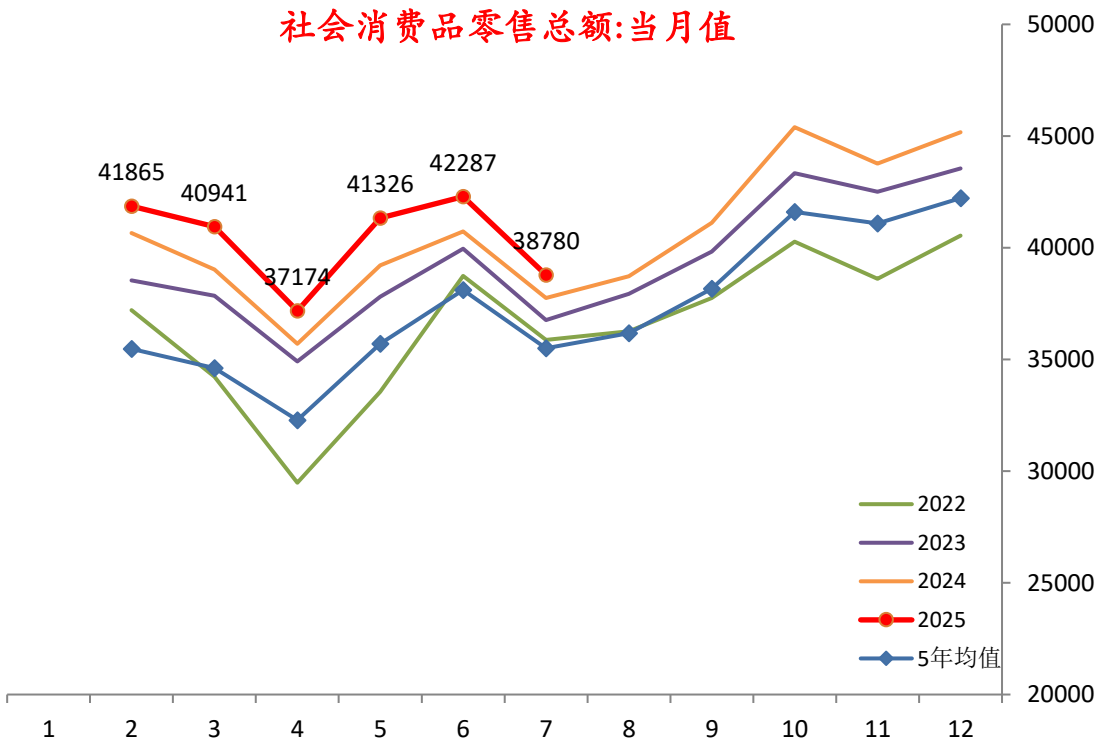
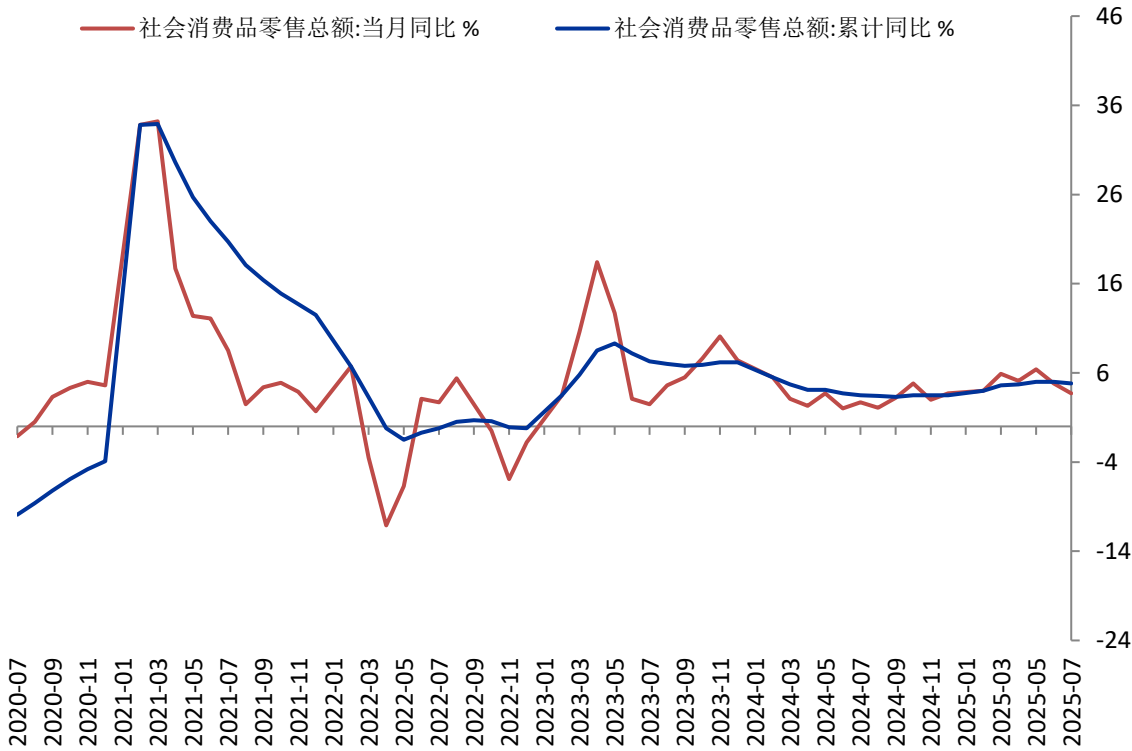
- 投资需求方面，7月城镇固定资产投资累计同比增长1.6%，较前值增速继续明显放缓。
- 分项中，7月房地产、基建、制造业投资累计同比增速分别为-12.00%、7.29%、6.20%，较前期值均继续走弱。



- 总体上看，7月固投明显走弱。基建、制造业、地产全面超预期下滑。
- 基建投资大幅回落较为意外，6月和7月初政府净融资保持高位应有利于基建投资增长，7月全国多高温、降雨或存在影响。下半年发债重点仍在项目端（专项债等），基建资金仍受到支持。且外需不确定性仍较大，基建投资有必要维持一定对冲力度，8月存回升可能。9月则面临高基数，同比将会承压。
- 制造业投资受经济转型、产业调整和升级影响，整体维持稳定逻辑不变。货币政策宽松以及行政调控加大资金支持、降低融资成本，也有利于制造业投资的流动性增量。但“反内卷”政策并不有利于企业追加产能投资，且“挤出效应”影响依然存在。继续关注“两重”支持并警惕外需风险。
- 房屋销售二季度转向弱势后持续至今，地产资金链逻辑二季度后期加速转向。中游资金面改善结束，对上游带动转为压力，并对市场信心造成负面影响。政策层面仍强调“棚改”等存量优化措施，增量支持有限。环比来看地产短期明显走弱后，可能暂时维持稳定或边际反弹，但同比压力仍较大，尤其是四季度。



- 消费方面，7月名义社会消费品零售总额累计同比下降至4.8%，当月同比增速回落至3.7%，表现仍弱于预期；季调环比角度看，7月名义社会消费品零售总额环比延续负增长，下滑0.14%。



- 总体上看，7月社消同比继续走弱受环比增量弱于季节性影响较大。
- 消费总体和多数分项走弱，服务消费受暑期以及外卖补贴支持相对较强，商品消费拖累负向影响较多。商品中必需品消费多数持稳。改善型消费和大型耐用品消费则有所走弱，一方面和消费补贴资金到位速度变慢、“反内卷”下降价优惠减弱有关，如汽车消费弱于季节性。另外前期促销季提前透支需求仍存影响。同时，房屋销售走弱对相关商品拖累、公务消费限制对部分商务属性强的商品影响不改。与上游商品和输入性因素相关性较高的消费品价格回落拖累则下降。
- 下半年以来“反内卷”政策对消费的影响不可忽视，逻辑可能是价格优惠力度下降甚至涨价对需求的打击，这一点仍需要警惕。消费补贴政策节奏仍需关注，政策开始向消费贷扩展后提振作用值得观察（尤其是大型耐用品）。此外，未来四季度消费同比高基数不利于同比读数。从内生角度看，收入是否增长仍是决定长期消费趋势的关键，核心包括居民财务成本下降（降杠杆、降房贷利率）的收入被动改善，财产性收入（股市、地产等）的主动改善，工资性收入改善等三点。目前第一点实现，第二点稳定，第三点待体现。长期来看，人口增量、年龄结构是制约消费总量、改变消费习惯、影响消费结构和消费升级进程的关键因素。

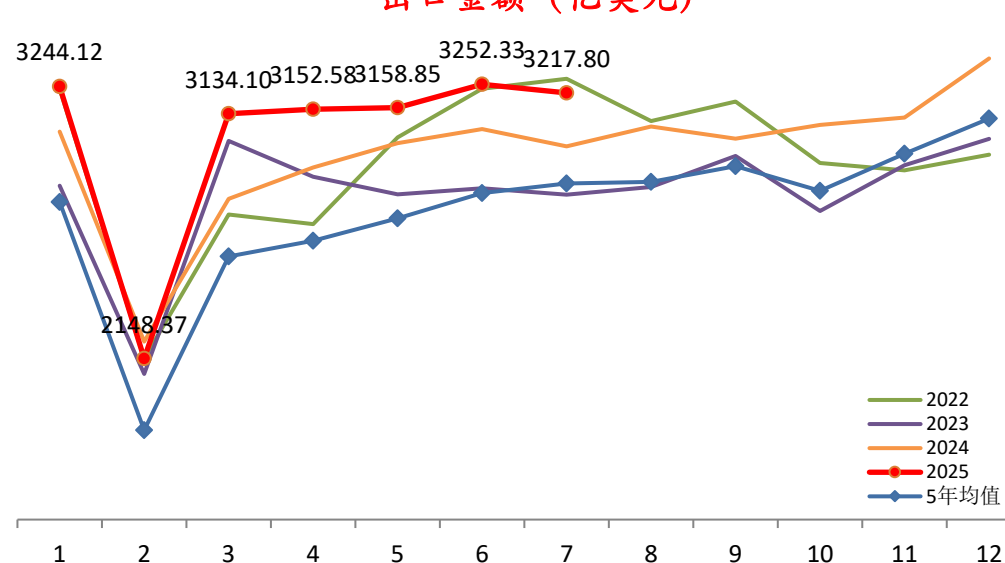
官方累计同比	必需品消费			改善性消费			地产系消费			汽车系消费		餐饮消费	商品零售
	粮油食品	饮料	日用品	化妆品	文娱用品	书报杂志	家具	家电	建筑材料	汽车	石油及制品		
2025-07	11.80	-0.20	7.40	3.10	21.10		22.60	30.40	2.20	0.40	-4.10	1.10	4.00
2025-06	12.30	-0.60	7.30	2.90	22.20	-4.10	22.90	30.70	2.60	0.80	-3.40	0.90	5.30
2025-05	13.00	0.20	7.20	4.10	25.70	-2.30	21.40	30.20	3.00	-0.10	-2.60	5.90	6.50
2025-04	12.60	0.30	7.00	4.00	24.90	-0.70	20.20	23.90	2.30	-0.50	-1.40	5.20	5.10
2025-03	12.20	-0.50	6.80	3.20	25.40	2.00	18.10	19.30	0.00	-0.80	-0.10	5.60	5.90
2025-02	11.50	-2.60	5.70	4.40	25.00	1.20	11.70	10.90	0.10	-4.40	0.90	4.30	3.90
2024-12	9.90	2.10	3.00	-1.10	11.10	-1.60	3.60	12.30	-2.00	-0.50	0.30	2.70	3.90
2024-11	9.90	3.20	2.70	-1.30	10.50	-0.20	2.90	9.60	-2.30	-0.70	0.60	4.00	2.80
2024-10	9.90	3.90	2.90	3.00	11.50	1.20	1.90	7.80	-3.00	-1.50	1.30	3.20	5.00
2024-09	9.90	4.50	2.20	-1.00	9.70	1.90	1.10	4.40	-2.60	-2.10	2.30	3.10	3.30
2024-08	9.70	5.30	2.20	-0.50	10.10	1.30	1.30	2.50	-2.00	-2.40	3.20	3.30	1.90
2024-07	9.60	5.60	2.30	0.30	11.10	1.70	2.00	2.30	-1.30	-1.70	3.80	3.00	2.70

海关公布数据显示：

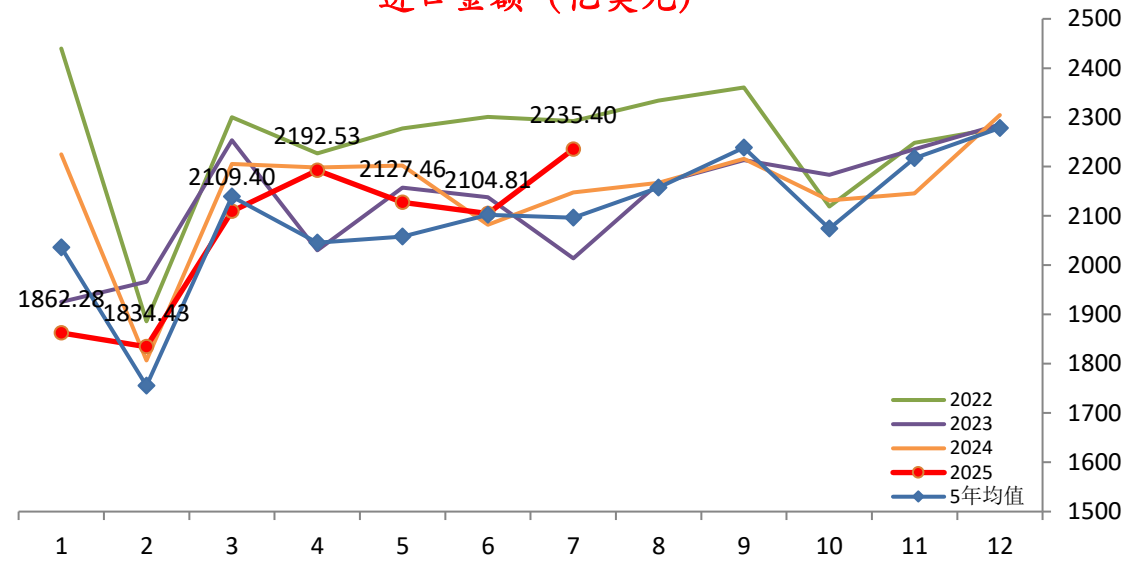
- 中国7月合计出口金额3217.80亿美元，同比增长7.2%，增速较前一月加快。
- 进口金额2235.40亿美元，同比增速也上升至4.10%。
- 贸易顺差降至982.40亿美元，较前值有明显下降，但仍处于历史同期最高位附近。

指标	2025/07	2025/06	2024/07
出口金额（亿美元）	3217.80	3252.33	3002.24
出口同比（%）	7.20	5.90	6.93
进口金额（亿美元）	2235.40	2104.81	2147.44
进口同比（%）	4.10	1.10	6.63
进出口金额（亿美元）	5453.20	5357.14	5149.68
贸易差额（亿美元）	982.40	1147.51	854.79

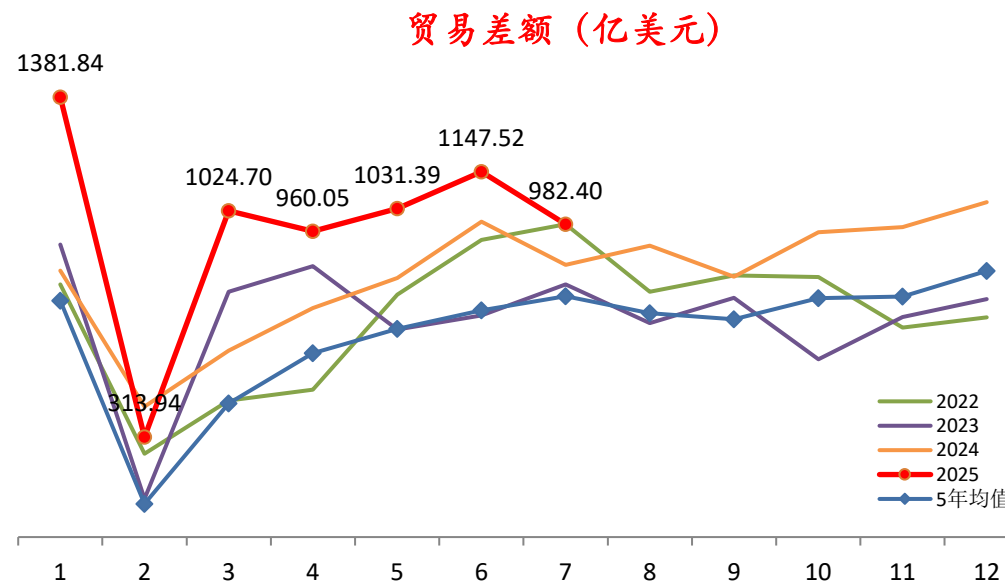
出口金额 (亿美元)



进口金额 (亿美元)

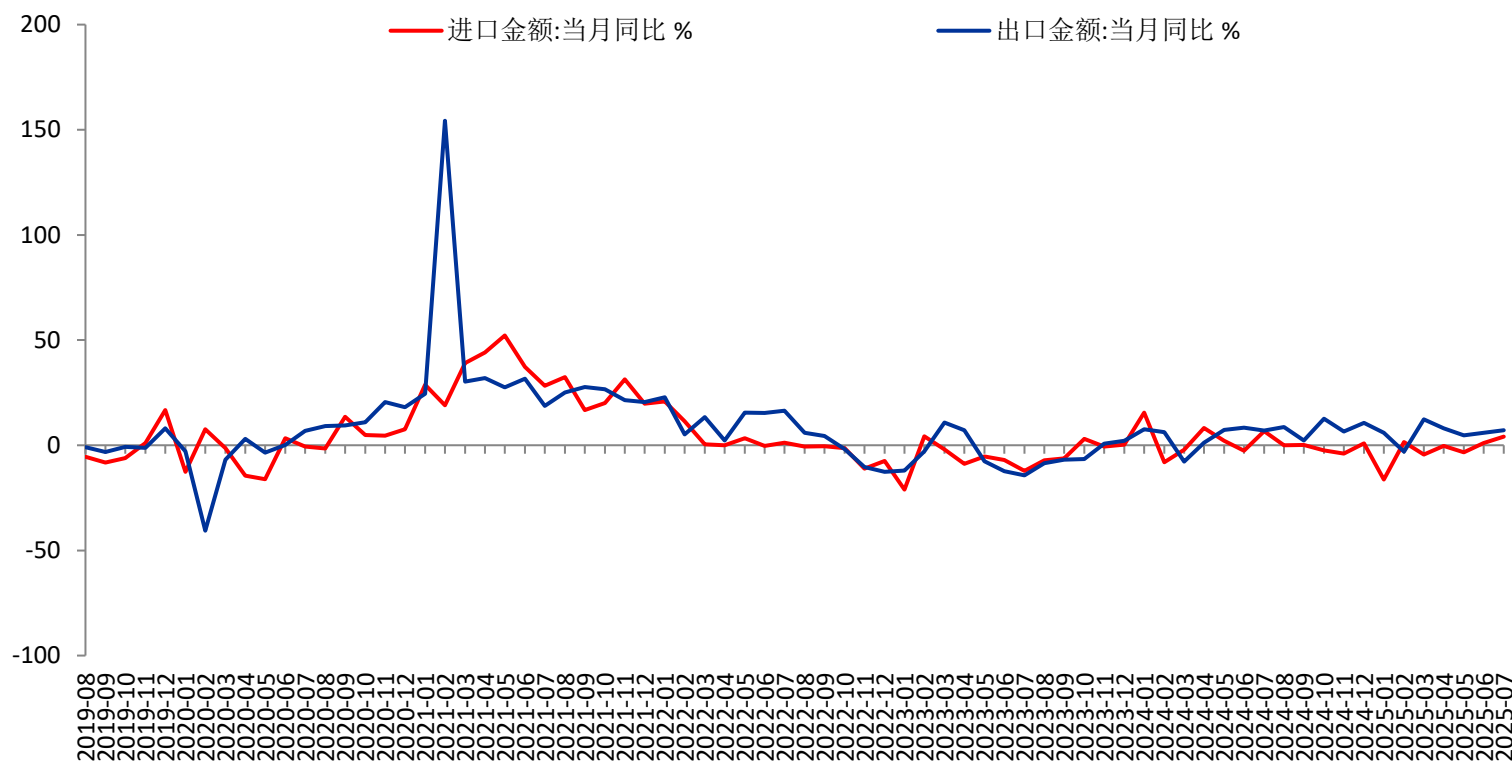


贸易差额 (亿美元)



- 美元计价出口金额弱于季节性，去年同期基数偏低对同比影响明显增加，是出口同比加速的主要原因。
- 进口金额大幅反弹，抵消基数回升的影响，推动大幅回落是推升同比增速的主要因素。
- 出口回落、进口大增，令贸易顺差明显下降，但仍处于历史同期最高位附近。

- 7月情况显示，出口总体情况与其他外向经济体出口存在一定差异（7月其他国家对美抢出口），且主要出口国家7月PMI下降，集装箱吞吐量也有下降，与出口仍存在一定背离。关税政策对中国出口影响暂时下降（关税减免延长至11月）。同时终端需求仍存在不确定性，出口短期暂无修复态势。
- 我们依然强调，今年以来美国对华和对其他国家关税分别增加30%和10%，未来将继续影响出口。前期预防性加库存的表观需求前置对后期出口拖累的隐忧仍在。中长期看，全球经济仍存周期性下行压力和风险，且美国就业走弱对终端消费拖累可能增加，外需总体仍存不确定性。“反内卷”暂时降温后，关注需求端政策节奏，以及加码可能性。外部焦点将转向美国对他国关税落地的间接影响，以及11月前中美关税谈判情况。





CONTENT 目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

综合来看，7月CPI、PPI均弱于预期，通缩风险缓和程度有限。CPI-PPI差值小幅下降至3.6%，二者均值跌幅扩大至1.80%。但结合政策看，预计三季度GDP平减指数将有所上行。

7月食品对CPI拖累增加，生鲜食品多数下跌。“反内卷”政策带动下游消费品和非食品价格上涨，超过核心服务对核心CPI产生明显带动。

PPI同样受“反内卷”政策影响，大宗商品价格中枢明显回升，但对PPI影响存滞后性，未来仍有待显现。且从行业角度看，更多集中在新能源等行业，未来行业PPI总体改善下分化可能增加。

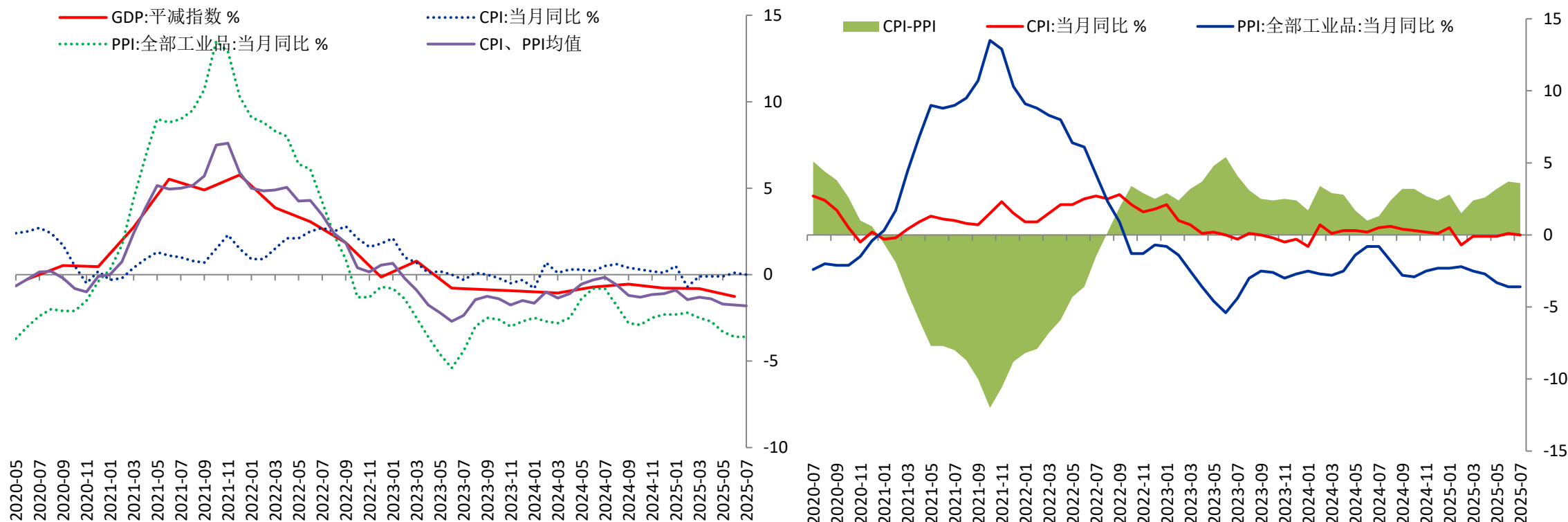
8月以来情况显示，蔬菜、水果价格仍不及季节性，猪肉价格再度下跌，主要分项均面临高基数问题。非食品中油价涨幅放慢，服装价格涨幅相对较高。核心商品涨价可能维持，但核心服务季节性回落。预计8月CPI环比涨幅减小，同比可能再度小幅负增长。长期来看，经济修复、消费复苏节奏将决定消费通胀尤其是核心CPI回升步伐。

8月以来大宗商品价格中枢仍继续抬升，尤其受“反内卷”政策影响较大的焦煤焦炭、碳酸锂、工业硅等品种，对PPI结构性支持作用或进一步上升。预计8月PPI环比跌幅继续收窄或呈现正增长，叠加基数明显回落来看，同比跌幅或显著收窄。长期来看，全球经济、政策尤其国内需求修复节奏，以及商品供给波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。

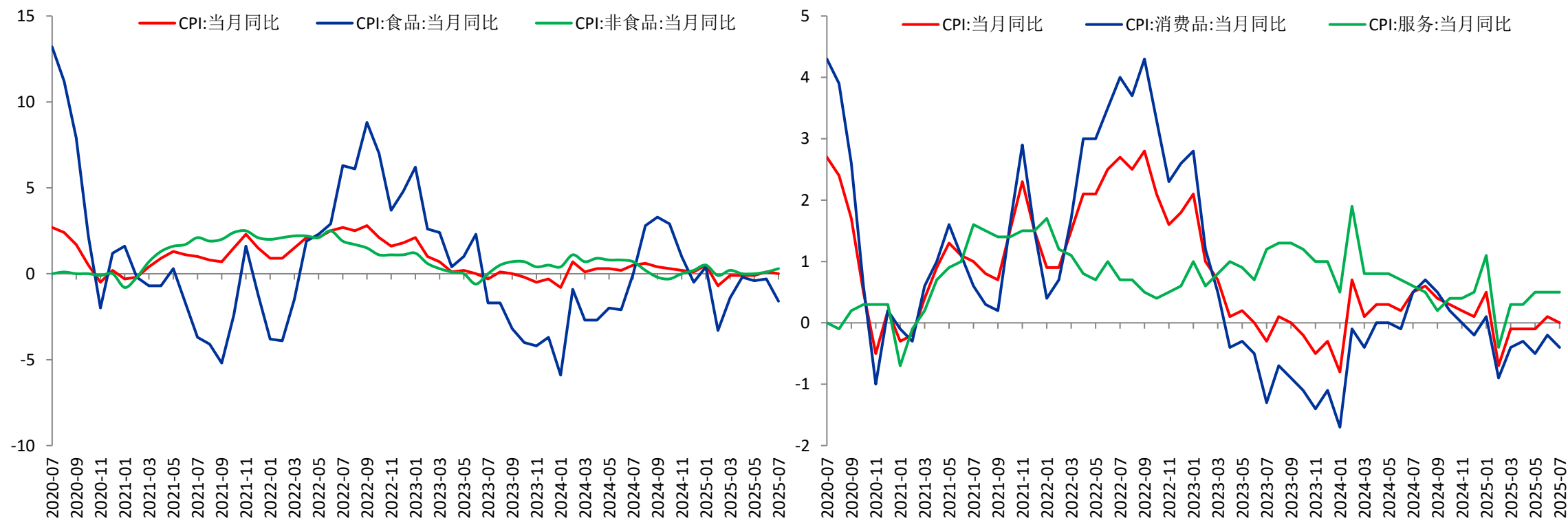
“反内卷”政策初步显效后，未来对商品价格影响将进一步扩大，尤其支持PPI表现。三季度新涨价因素叠加低基数，再通胀步伐将会加速，对GDP平减指数形成明显提振，有利于名义增长表现。

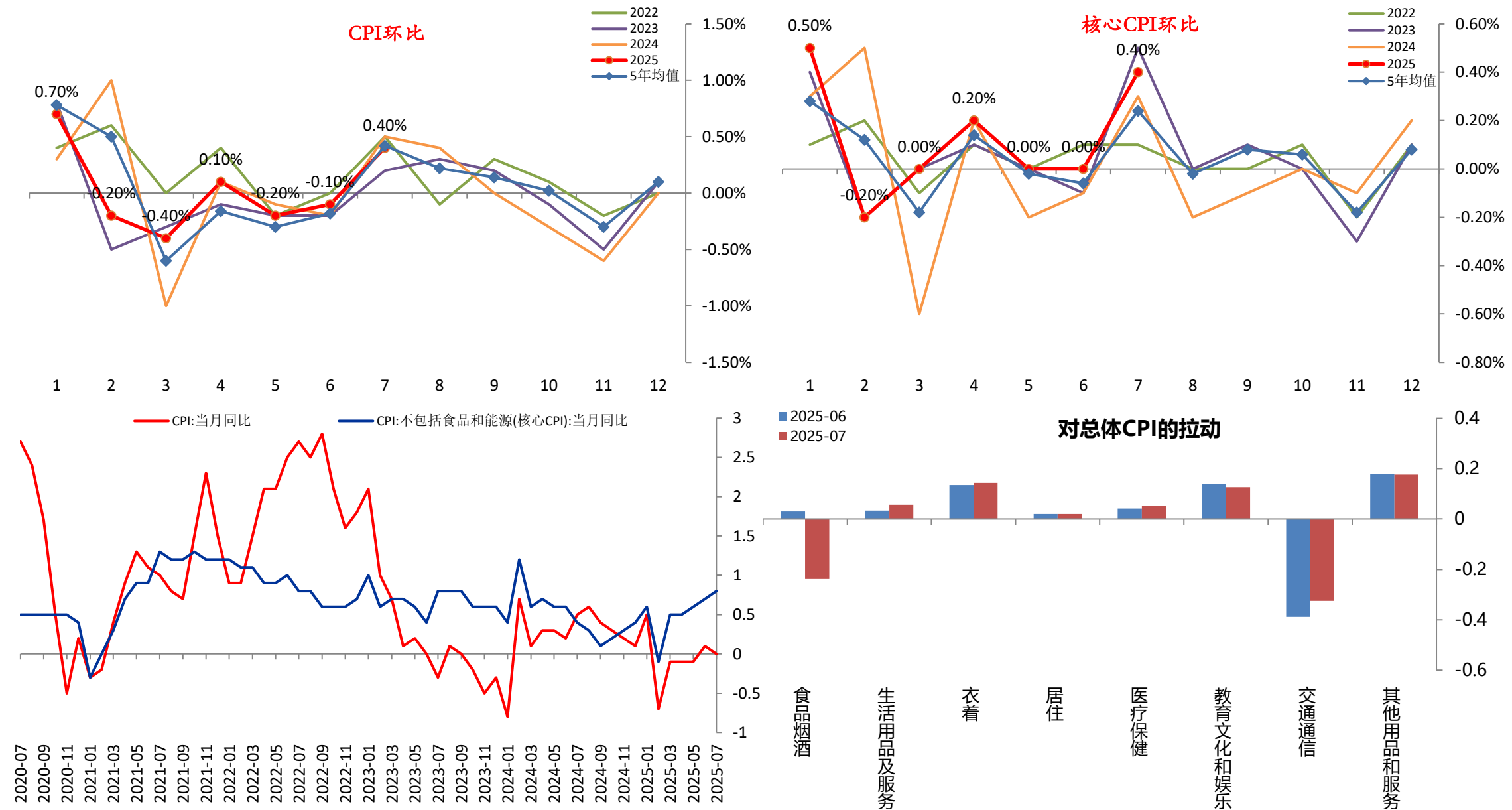
国家统计局公布的数据显示：

- 7月中国CPI同比增速为0%，较前值增速放缓，但表现略超市场预期；PPI同比增速维持-3.6%的地位，弱于预期的-3.3%。
- 此外，核心CPI同比增速继续上行至0.8%。



- 总体CPI环比由跌转涨上行0.4%，同时基数也明显回升，同比增速因此放缓至0%。
- 主要分项同比来看，食品跌幅明显扩大，非食品涨幅扩大，消费品跌幅增加，服务增速仍维持不变，核心CPI增速继续小幅加速。
- 环比来看，食品明显弱于季节性，非食品季节性上升，消费品上行弱于季节性，服务则超过季节性。
- 7月总体CPI和主要分项情况显示，食品负向影响扩大，能源商品、核心商品、核心服务均有一定正向影响，服务消费也呈现季节性增长。核心CPI同时受到核心商品、核心服务带动。

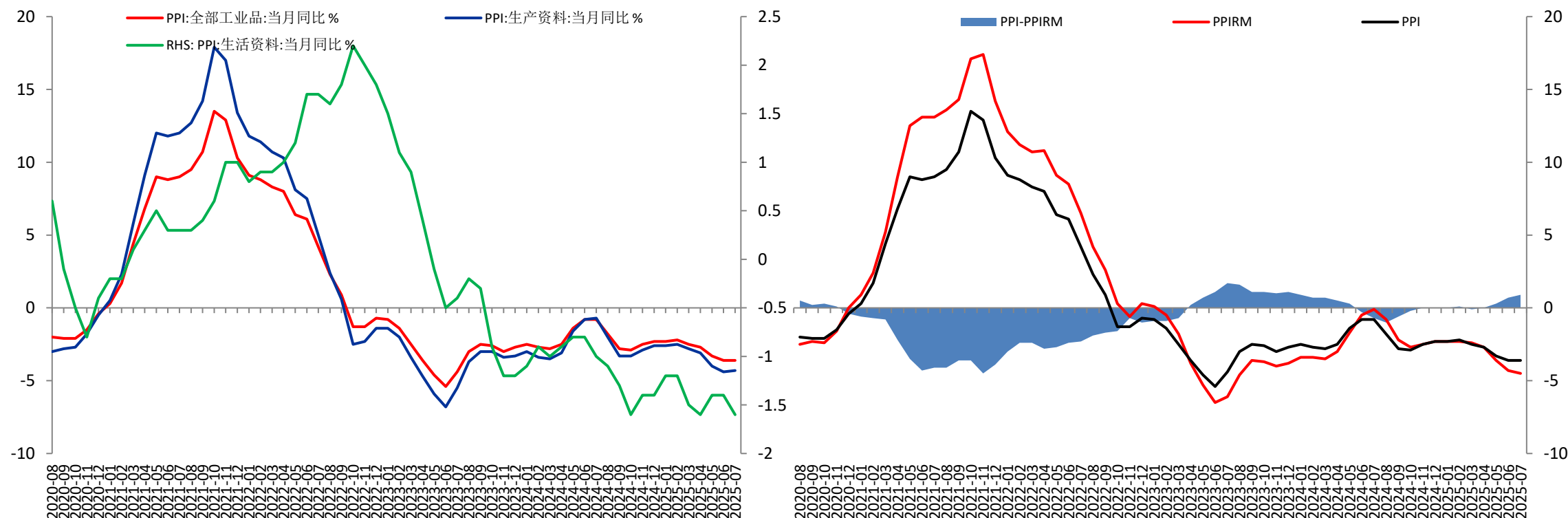




- 总体上看，7月CPI环比上行但且不及基数明显回升，同比因此放缓。结合大类分项看，食品负向影响扩大，能源商品、核心商品、核心服务均有一定正向影响，服务消费也呈现季节性增长。核心CPI同时受到核心商品、核心服务带动。
- 食品价格分歧加大，其中猪肉价格受到“反内卷”政策影响反弹，鲜果鲜菜仍然偏弱，是食品价格主要拖累。
- “反内卷”政策对下游消费品行业价格影响是导致非食品价格上涨的主要增量因素。暂时成为超过核心服务价格，对核心CPI产生更明显带动的主要力量。
- 8月以来情况显示，蔬菜、水果价格仍不及季节性，猪肉价格再度下跌，主要分项均面临高基数问题。非食品中油价涨幅放慢，服装价格涨幅相对较高。核心商品涨价可能维持，但核心服务季节性回落。预计8月CPI环比涨幅减小，同比可能再度小幅负增长。长期来看，经济修复、消费复苏节奏将决定消费通胀尤其是核心CPI回升步伐。

CPI分项	单位: %	当月同比	上月同比	同比变动	环比	环比3MMA
总体CPI		0.0	0.1	-0.1	0.4	0.03
食品		-1.6	-0.3	-1.3	-0.2	-0.27
非食品		0.3	0.1	0.2	0.5	0.10
核心CPI		0.8	0.7	0.1	0.4	0.13
消费品		-0.4	-0.2	-0.2	0.2	-0.07
服务		0.5	0.5	0.0	0.6	0.20
食品烟酒		-0.8	0.1	-0.9	-0.1	-0.20
:粮食		-1.0	-1.2	0.2	0.0	-0.07
:食用油		-1.4	-1.8	0.4	-0.1	-0.13
:鲜菜		-7.6	-0.4	-7.2	1.3	-1.30
:鲜果		2.8	6.1	-3.3	-3.4	-1.13
:畜肉类		-4.6	-4.2	-0.4	0.4	-0.13
:猪肉		-9.5	-8.5	-1.0	0.9	-0.33
:牛肉		3.6	2.7	0.9	0.0	0.50
:羊肉		-1.4	-1.8	0.4	-0.1	-0.03
:水产品		3.4	3.4	0.0	0.4	0.63
:蛋类		-11.2	-7.7	-3.5	-0.3	-1.37
:奶类		-1.3	-1.1	-0.2	-0.3	-0.13
:烟草		0.1	0.1	0.0	0.0	-0.03
:酒类		-1.9	-1.7	-0.2	0.0	-0.20
衣着		1.7	1.6	0.1	-0.3	0.07
:服装		1.8	1.7	0.1	-0.3	0.07
:鞋类		1.2	1.1	0.1	-0.4	0.03
居住		0.1	0.1	0.0	0.1	0.03
:租房房租		-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.03
:水电燃料		0.5	0.4	0.1	0.1	0.07
生活用品及服务		1.2	0.7	0.5	0.8	0.07
:家用器具		2.8	1.0	1.8	2.2	0.37
:家庭服务		1.7	1.7	0.0	0.1	0.07
交通和通信		-3.1	-3.7	0.6	1.5	0.10
:交通工具		-2.1	-2.8	0.7	0.0	-0.27
:交通工具用燃料		-9.0	-10.8	1.8	3.5	0.03
:交通工具使用和维修		0.3	0.4	-0.1	0.0	0.00
:通信工具		0.1	-0.3	0.4	0.3	-0.20
:通信服务		0.0	0.0	0.0	0.0	0.00
:邮政服务		-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.00
教育文化和娱乐		0.9	1.0	-0.1	1.3	0.43
:教育服务		1.1	1.2	-0.1	0.0	0.00
:旅游		0.5	0.8	-0.3	9.1	3.03
医疗保健		0.5	0.4	0.1	0.2	0.13
:中药		-0.6	-0.1	-0.5	-0.5	-0.23
:西药		-1.2	-1.3	0.1	0.0	-0.17
:医疗服务		1.1	0.8	0.3	0.3	0.30
其他用品和服务		8.0	8.1	-0.1	0.9	0.70

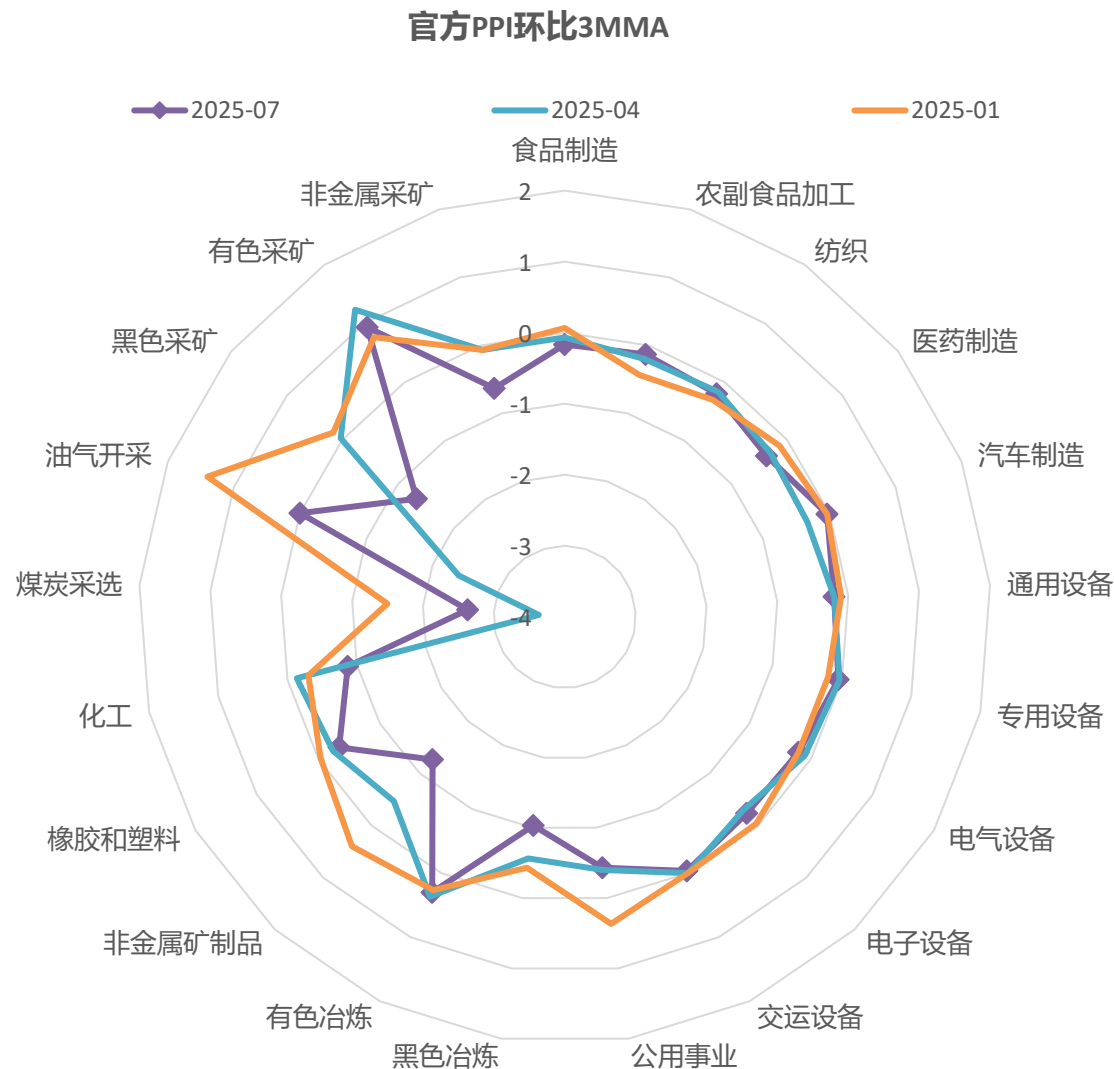
- PPI环比跌幅收窄至-0.2%，与历史同期相比差异不大，基数暂时平稳，同比增速则弱于市场预期。价格对企业名义产出、营收和利润的同比影响减弱，后期或仍存在正向影响。
- PPIRM跌幅则继续扩大至4.5%。PPI与PPIRM差值上升至0.9%，上游行业相对下游利润下滑依然更明显。



- 7月行业PPI变动不一，多数仍在走弱，尤其是中上游行业跌幅多有所扩大。中下游行业分化格局不变，且大部分行业PPI仍为负增长。
- 产业链角度看。油价反弹节奏放慢后，油气开采跌幅不变，橡胶和塑料、化工等跌幅继续扩大。黑色产业链表现稍好，主要是中游冶炼加工跌幅收窄，但上游黑色金属开采跌幅扩大。有色表现依然最好，尤其是中游有色加工涨幅扩大。狭义制造业表现不佳，交运设备跌幅进一步扩大，仅有农副食品加工跌幅收窄。
- 中美关税风险以及地缘政治风险导致的原油价格大幅波动结束后，外部因素对价格的影响暂时下降。国内“反内卷”政策带动大宗商品价格中枢明显回升，但对PPI影响存滞后性，未来仍有待显现。且从行业角度看，更多集中在新能源等行业，未来行业PPI总体改善下分化可能增加。

官方PPI同比	下游行业					中游行业												上游行业				
						加工组装					原材料											
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	
2025-07	-1.10	-3.30	-2.70	-2.40	-2.70	-1.60			-2.40	-0.30	-1.70	-10.00	2.20	-2.10	-2.50	-6.50	-23.00	-12.60	-9.10	11.10	-5.00	
2025-06	-1.10	-3.70	-2.50	-1.90	-2.20	-1.50	-1.30	-2.40	-2.30	-0.10	-1.30	-11.30	0.90	-1.30	-2.20	-6.10	-21.80	-12.60	-8.80	12.00	-4.30	
2025-05	-1.00	-2.80	-2.60	-2.00	-3.10	-1.30	-1.30	-2.20	-2.20	0.00	-1.50	-10.20	2.30	-0.60	-1.80	-5.30	-18.20	-17.30	-7.00	14.80	-2.70	
2025-04	-0.90	-3.20	-2.50	-1.60	-3.30	-1.30	-1.30	-1.30	-2.40	0.10	-1.50	-8.60	6.40	-0.10	-1.80	-4.10	-15.20	-14.20	-6.30	19.00	-2.40	
2025-03	-1.10	-3.20	-2.30	-1.30	-3.40	-1.40	-1.40	-1.30	-2.40	0.00	-1.80	-10.00	9.40	-0.40	-1.50	-3.60	-14.90	-8.50	-10.90	21.20	-3.40	
2025-02	-1.70	-4.20	-2.10	-1.00	-3.10	-1.30	-1.20	-1.20	-1.80	0.40	-0.80	-10.60	9.50	-0.20	-1.40	-3.60	-12.50	-3.30	-13.20	21.20	-3.50	
2025-01	-1.80	-4.30	-1.70	-1.10	-3.10	-1.20	-1.60	-1.60	-1.80	0.20	-1.50	-10.70	9.30	-0.20	-1.40	-4.00	-10.10	-1.30	-13.70	18.90	-3.00	
2024-12	-1.60	-4.30	-1.70	-0.50	-3.80	-1.00	-1.20	-2.10	-1.90	0.10	-0.70	-9.50	10.00	-0.30	-1.60	-4.80	-8.00	-6.20	-11.40	19.10	-3.00	
2024-11	-1.80	-4.70	-1.90	-0.90	-3.10	-1.10	-1.20	-2.40	-2.50	0.20	-0.90	-8.20	9.70	-0.50	-1.80	-5.00	-6.30	-12.50	-9.10	18.50	-3.40	
2024-10	-1.80	-5.00	-1.80	-1.10	-3.10	-1.00	-1.20	-2.70	-2.90	0.20	-1.80	-7.50	8.30	0.10	-1.90	-5.60	-5.60	-14.60	-7.70	16.30	-4.70	
2024-09	-1.60	-4.90	-1.50	-1.20	-2.30	-1.00	-1.00	-3.10	-2.80	0.50	-2.20	-11.10	5.90	1.20	-1.70	-4.10	-2.60	-10.10	-6.50	15.90	-5.10	
2024-08	-1.50	-4.00	-1.10	-0.90	-2.20	-1.00	-0.80	-3.00	-2.40	0.60	-2.20	-8.00	7.60	0.90	-1.80	-1.20	-0.10	-3.30	0.70	17.10	-5.10	
2024-07	-1.10	-2.70	-0.80	-1.20	-2.10	-1.10	-0.80	-2.80	-2.60	0.50	-1.90	-3.70	10.60	0.10	-1.90	0.30	0.30	6.70	3.80	18.10	-5.60	

- PPI环比跌幅收窄且基数平稳，同比增速维持不变弱于市场预期。价格对企业名义产出、营收和利润同比影响减弱。PPI与PPIRM差值继续上升，上游行业相对下游利润下滑依然更明显。
- 中美关税风险缓和以及地缘政治风险导致油价波动结束，外部因素对价格影响下降。国内“反内卷”政策带动大宗商品价格中枢明显回升，但对PPI影响存滞后性，未来仍有待显现。且从行业角度看，更多集中在新能源等行业，未来行业PPI总体改善下分化可能增加。
- 7月“反内卷”政策对PPI影响已显现，但行业相对集中且存在滞后性，影响程度有限。8月以来大宗商品价格中枢仍继续抬升，尤其受“反内卷”政策影响较大的焦煤焦炭、碳酸锂、工业硅等品种，对PPI结构性支持作用或进一步上升。预计8月PPI环比跌幅继续收窄或呈现正增长，叠加基数明显回落来看，同比跌幅或显著收窄。长期来看，全球经济、政策尤其国内需求修复节奏，以及商品供给波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。





CONTENT 目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

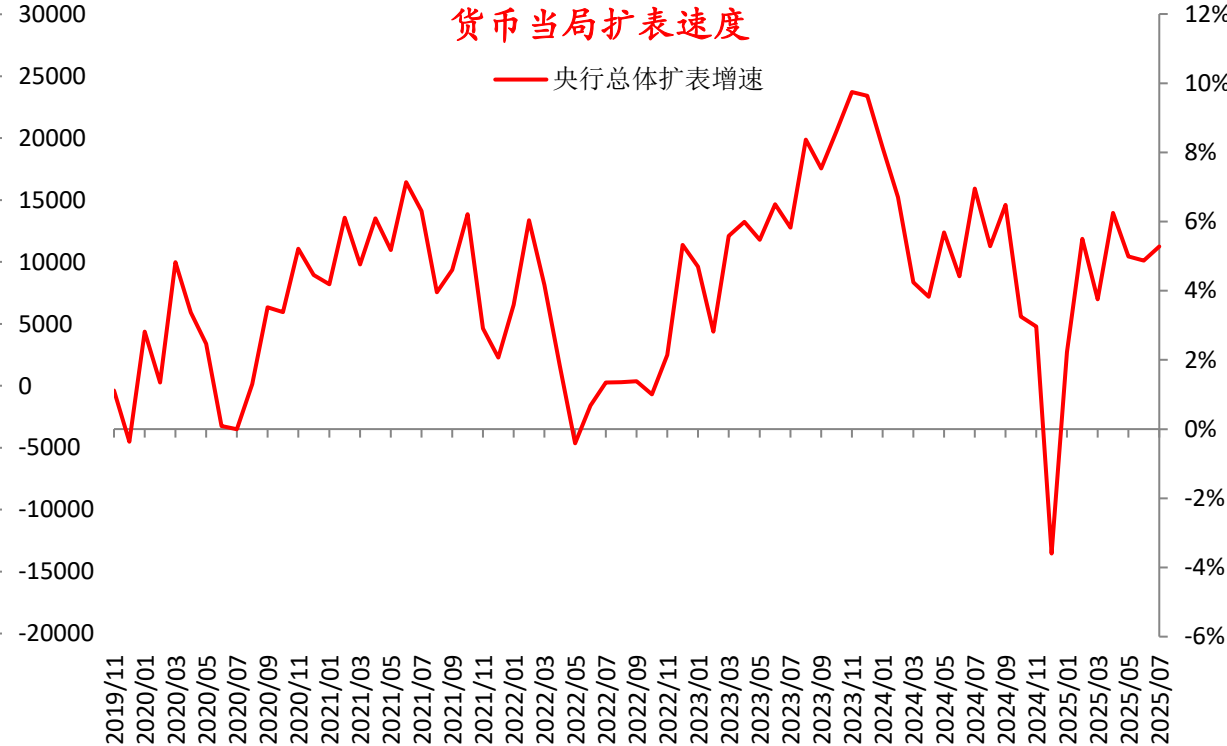
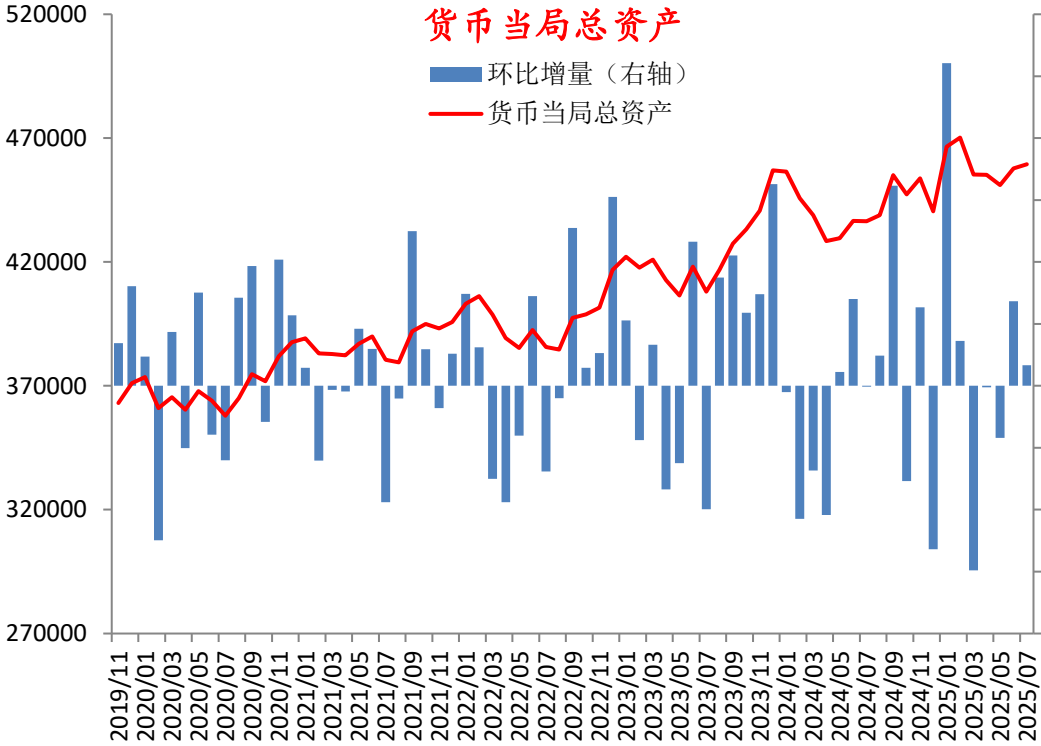
金融角度看，7月政府融资继续高增长，对社融是主要带动，该趋势已经延续至8月初。后期财政支出加速对企业和居民流动性支持仍在。房屋销售对企业流动性支持进一步转弱，对流动性进入实体经济形成拖累不变。年初以来广义社融增速持续回升，下半年或维持该态势，但高基数影响下反弹节奏可能减慢，尤其是年底。

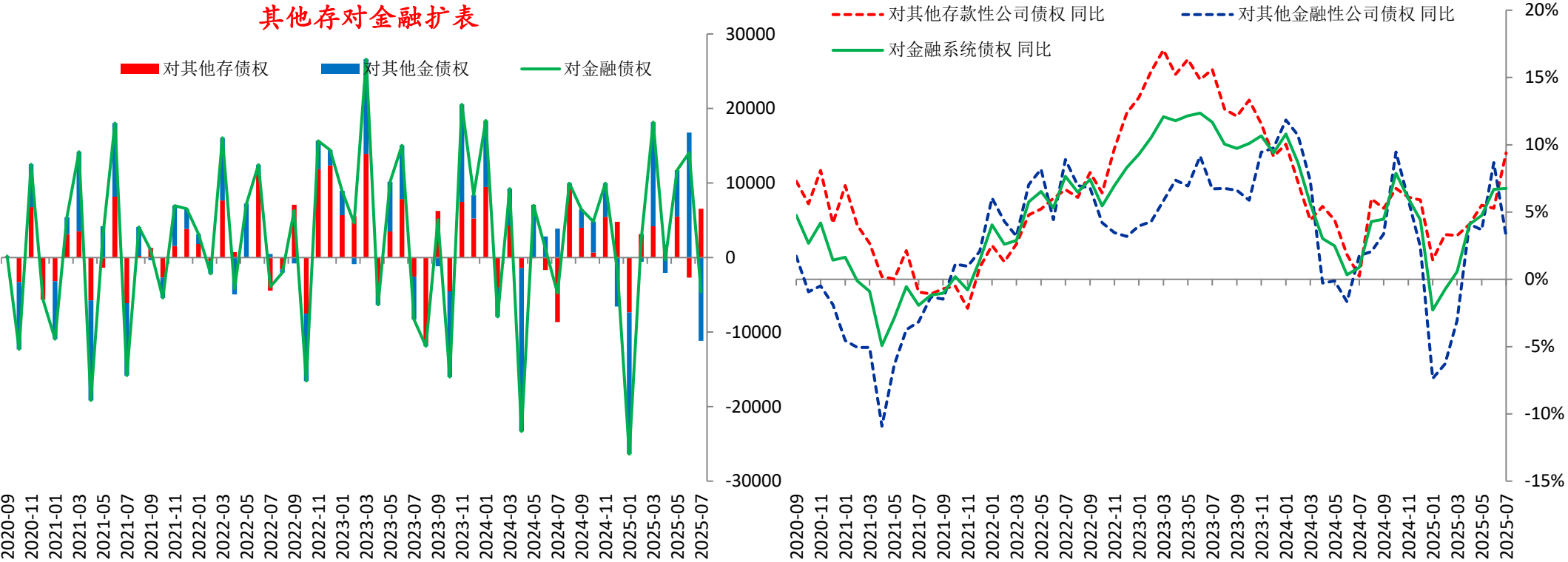
货币信贷增速差继续上升，表现也好于季节性，M2回升带动作用仍较强。跟随政府流动性继续进入其他部门，未来M2增速或继续上升。货币信贷增速差上升同时无风险收益率上升，二者再度背离，且该情况8月加剧。经济基本面总体改善，消费、基建持稳，外需、地产仍存风险。通缩受“反内卷”政策支持而修复有利于名义产出改善，并提振市场情绪，对无风险收益率形成压制。且政府债务发行节奏不会明显放慢，预计未来无风险利率仍将承受一定压力，需要持续警惕。政策效果初步显现后，再次全面宽松的可能性暂时下降，后续关注海外风险以及国内需求影响程度。

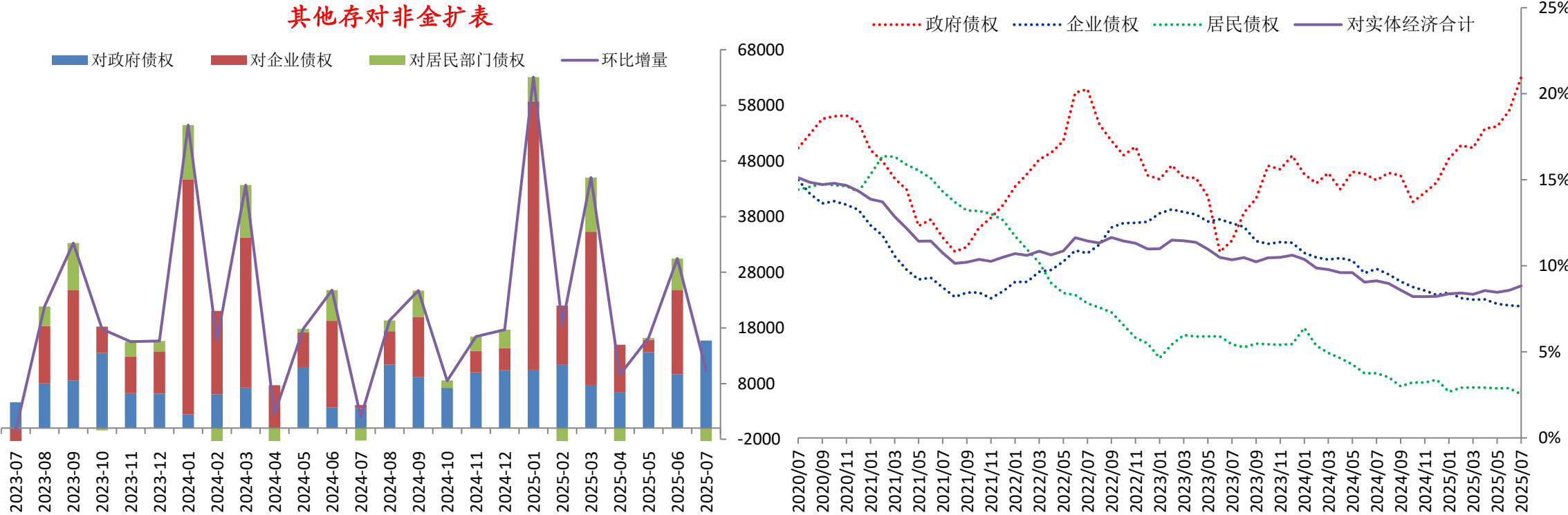
财政方面，7月财政状况有所恢复，收入和支出同步改善，财政盈余略偏低显示财政支出仍保持一定规模。“反内卷”提振价格对稳财政起到积极作用。

广义财政角度看，除中央政府基金波动影响外，收支差额主要是地方净支出较高带动。但土地出让金收入仍在低位，限制广义财政尤其是土地出让金安排支出的增长。广义财政支出仍需关注预算内收支和政府融资，预计主要是前者会有所改善。

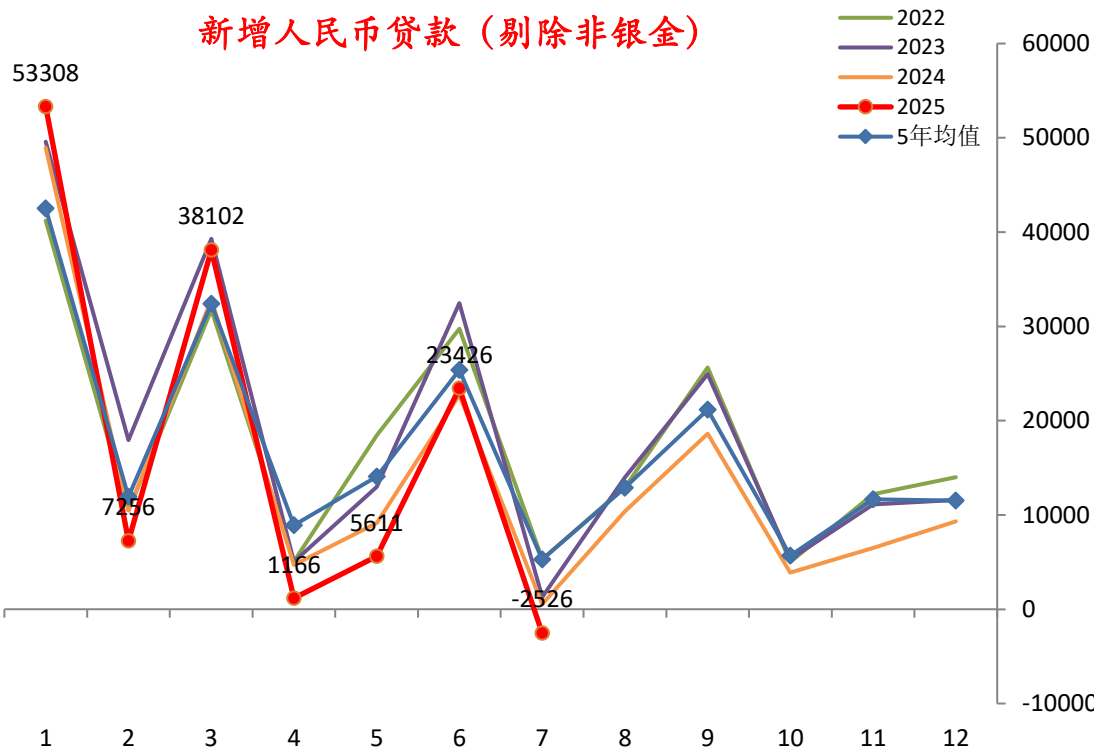
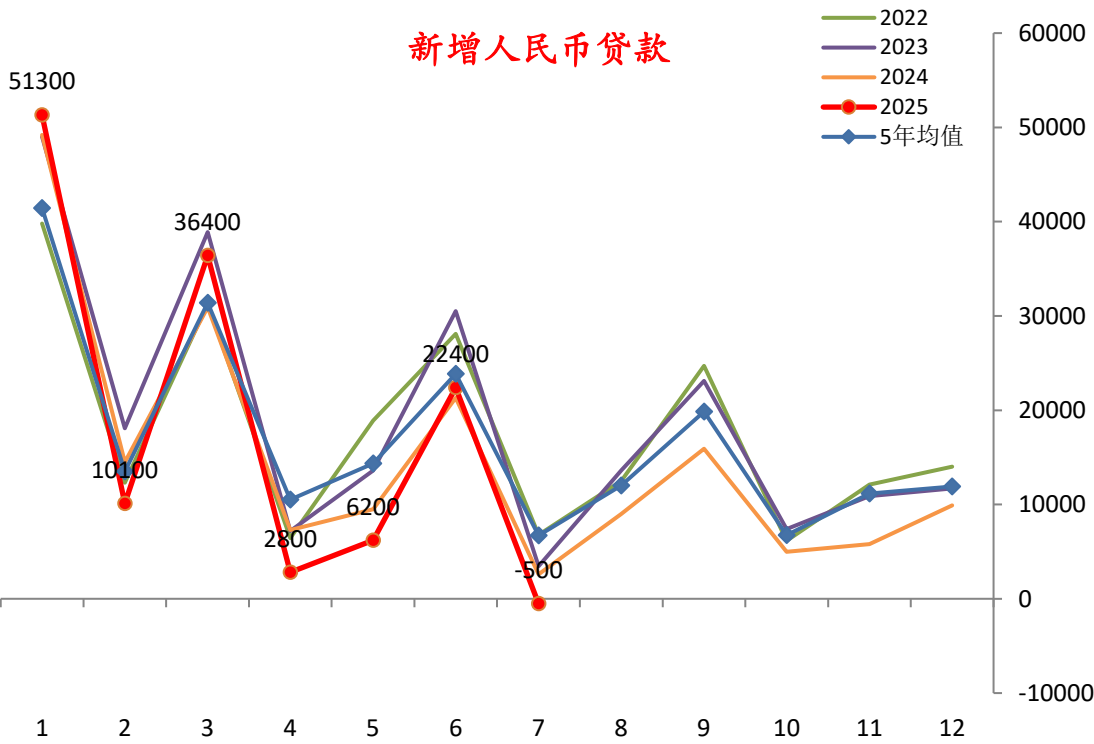
总体上看，7月财政积极程度上升，支出受到收入改善带动，预算内收支初步形成向上的正反馈。预计“反内卷”政策效果将会延续，企业营收改善并对狭义财政仍有支持。但土地出让金收入仍维持弱势，广义财政或受压，并依赖政府融资。往后看，重大基建项目开工、“两重”资金拨付等将带动广义财政支出增加。狭义财政内生性修复、广义财政外生性增长将近期财政端的主要特点。

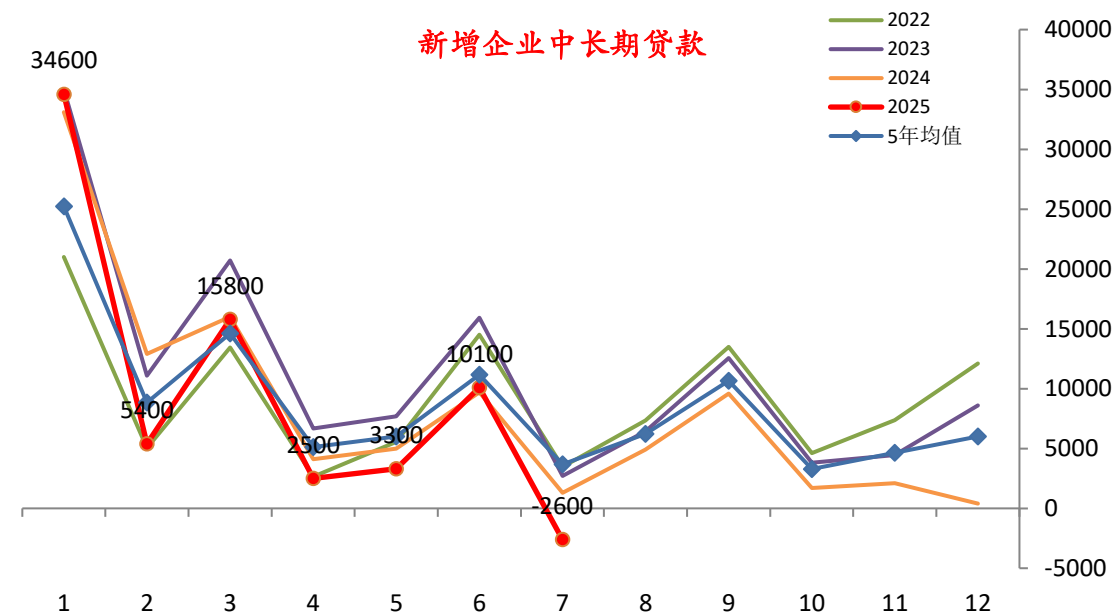
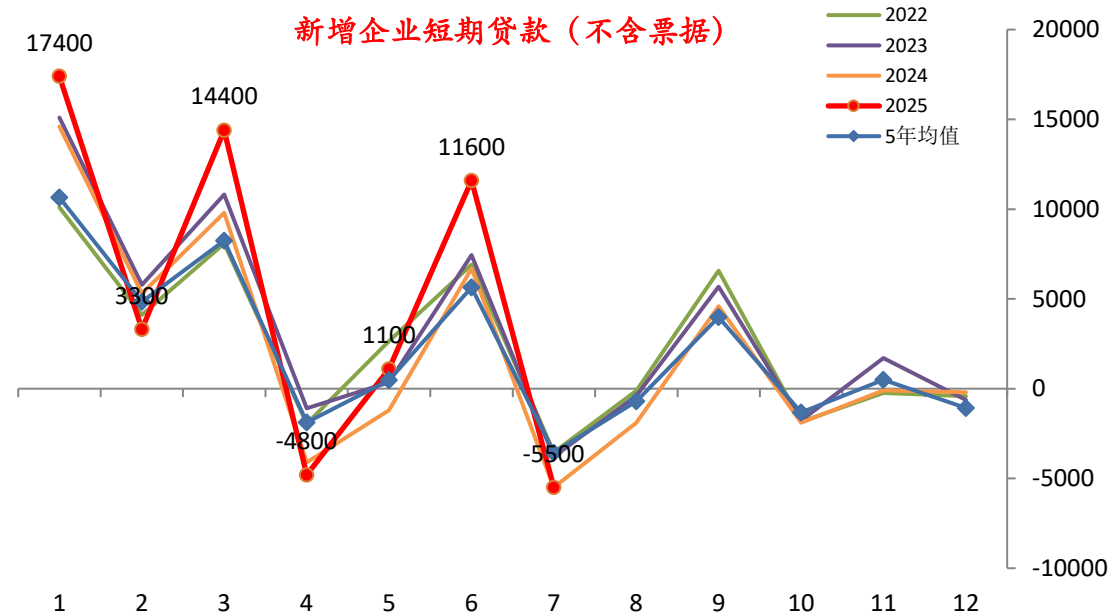
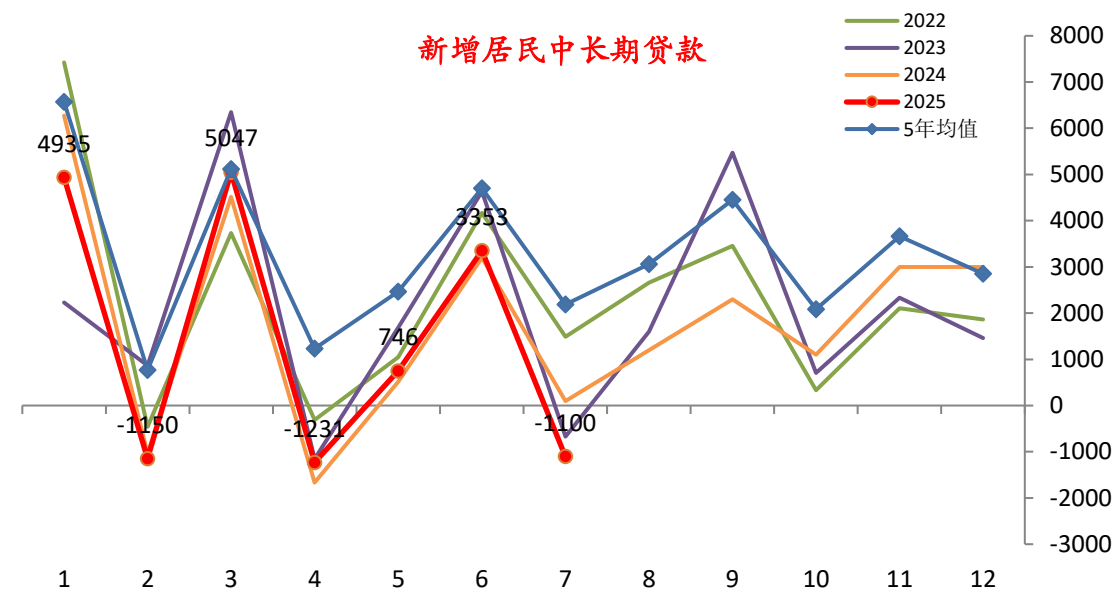
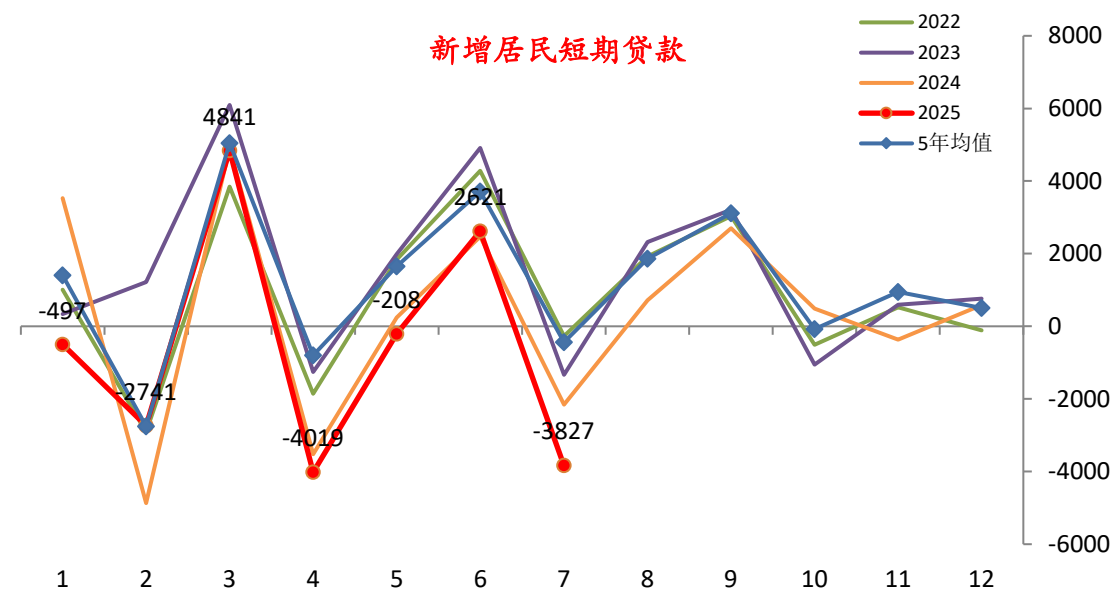


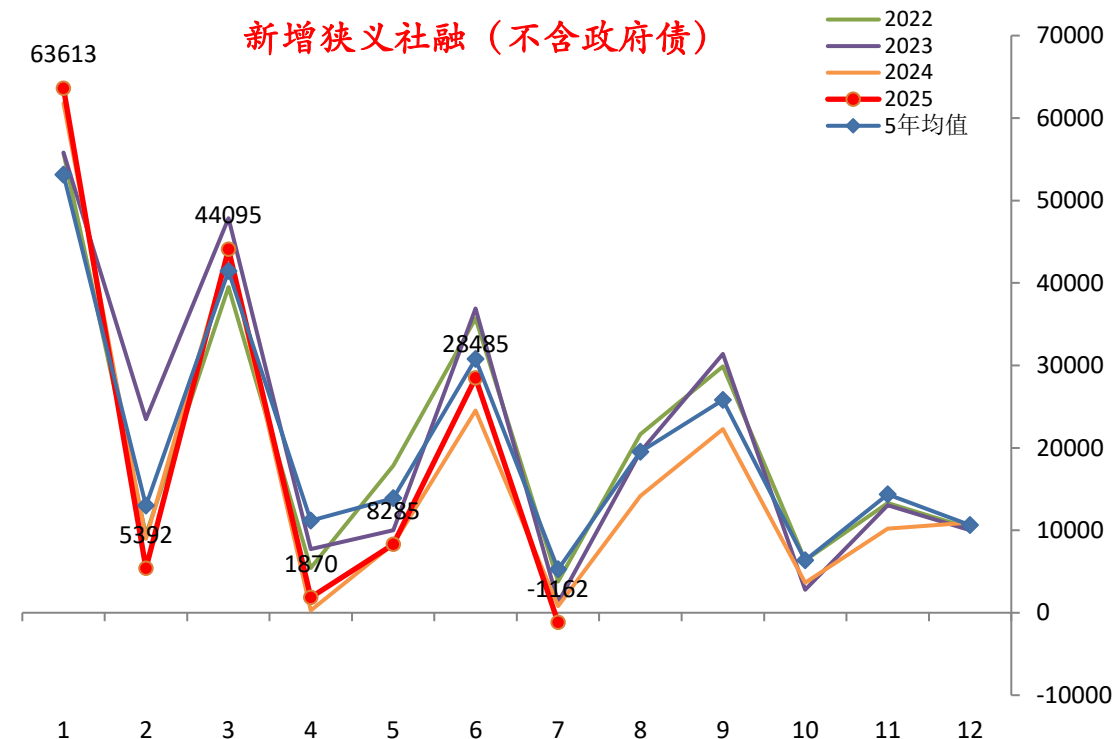
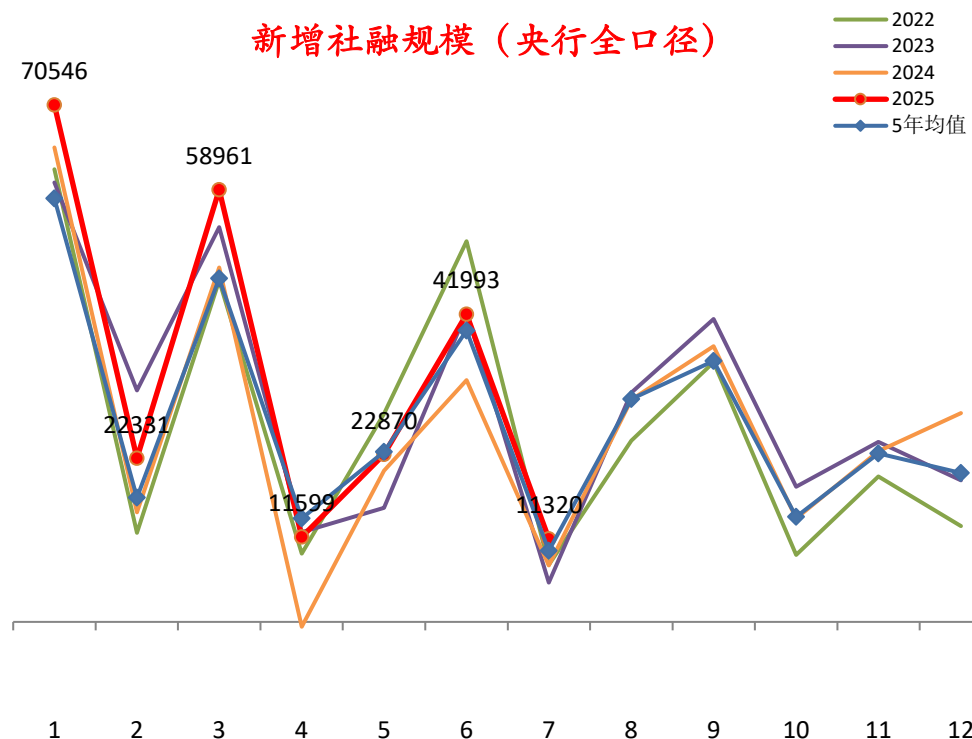




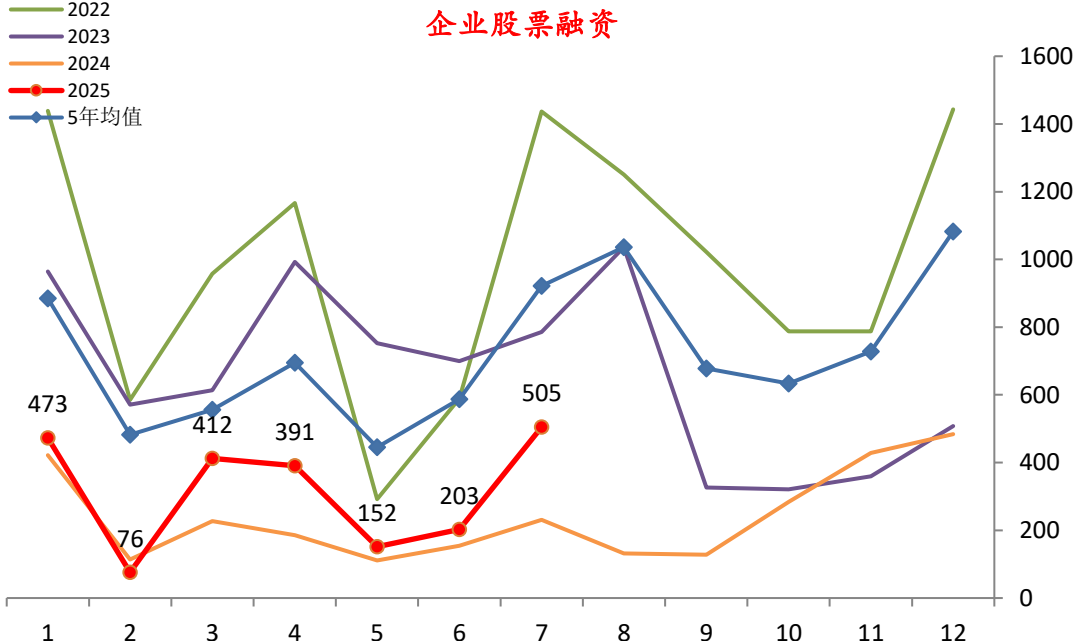
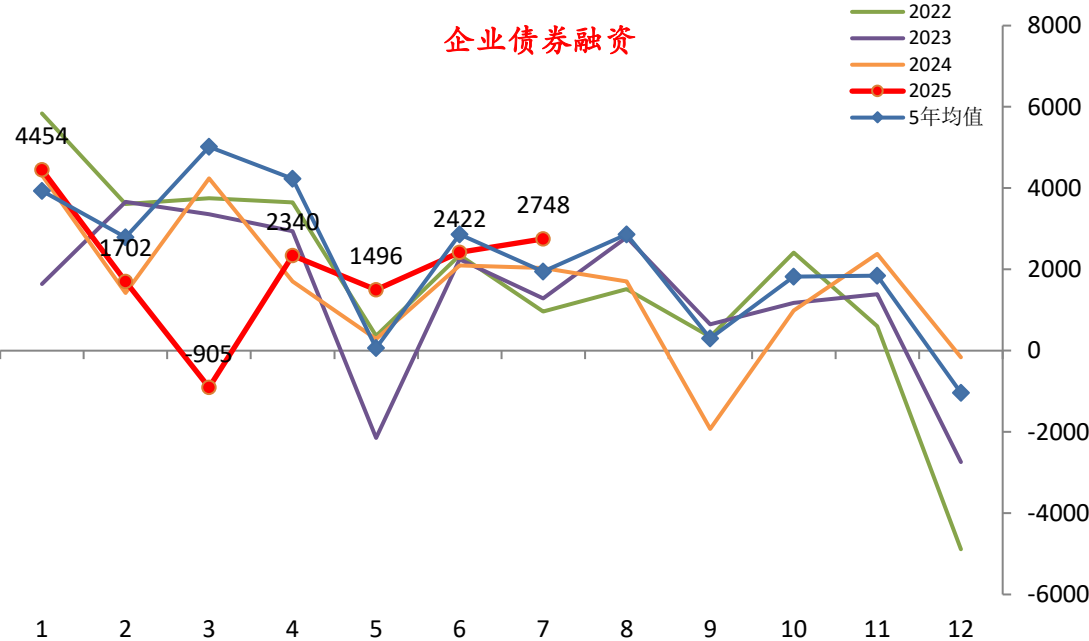
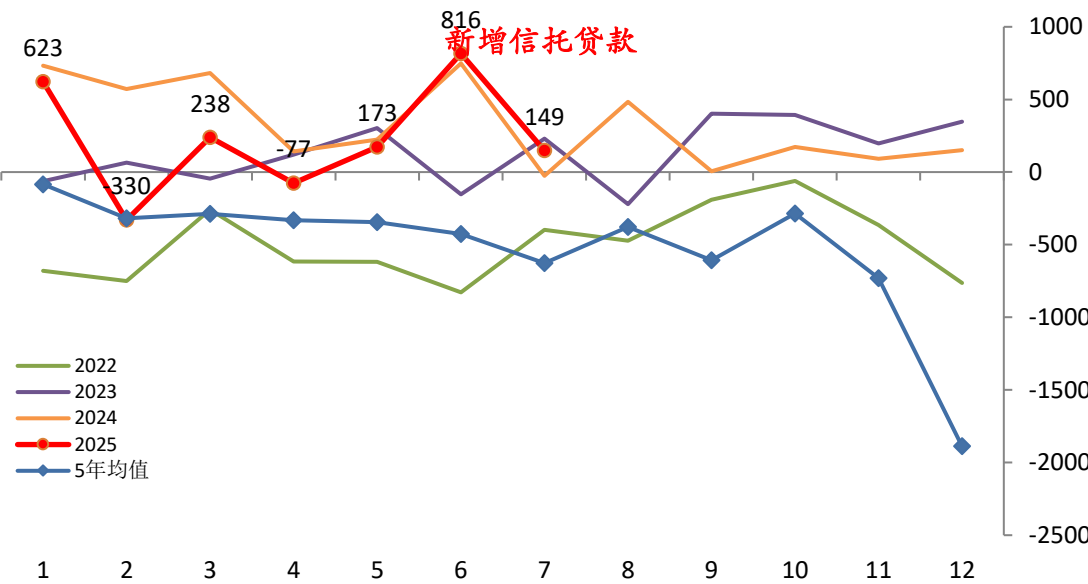
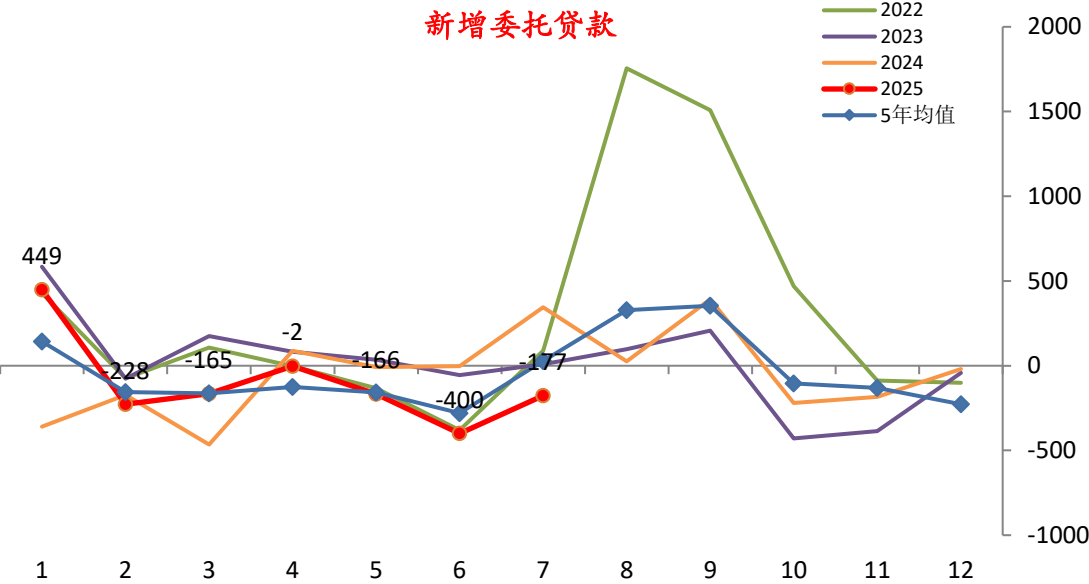
*均为同比，政府债权（红色）位于右轴，其他位于左轴

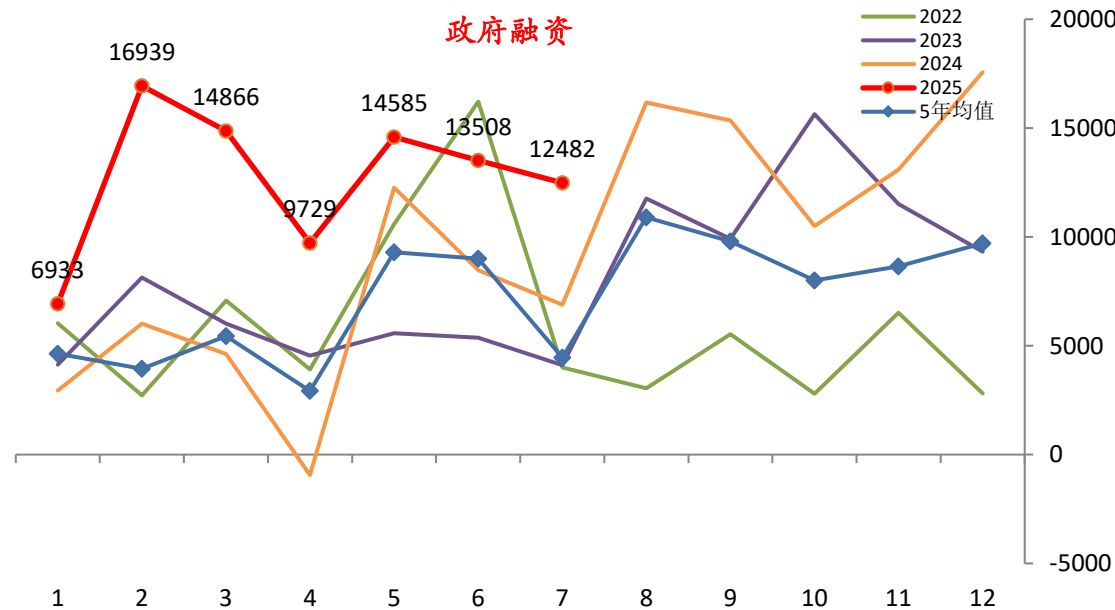
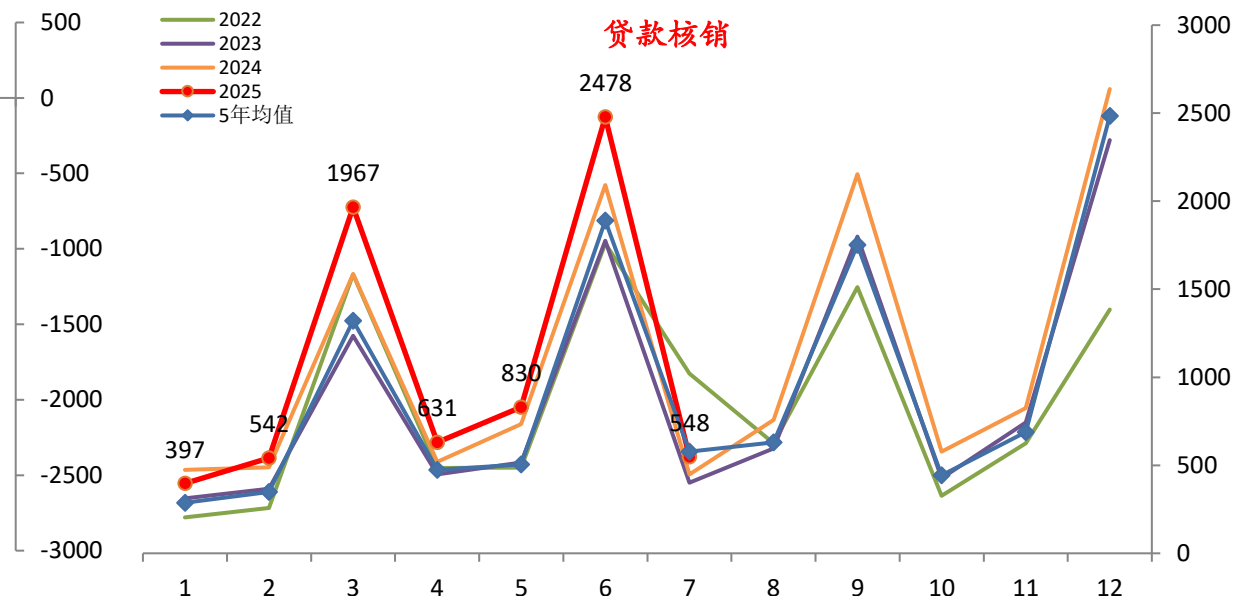
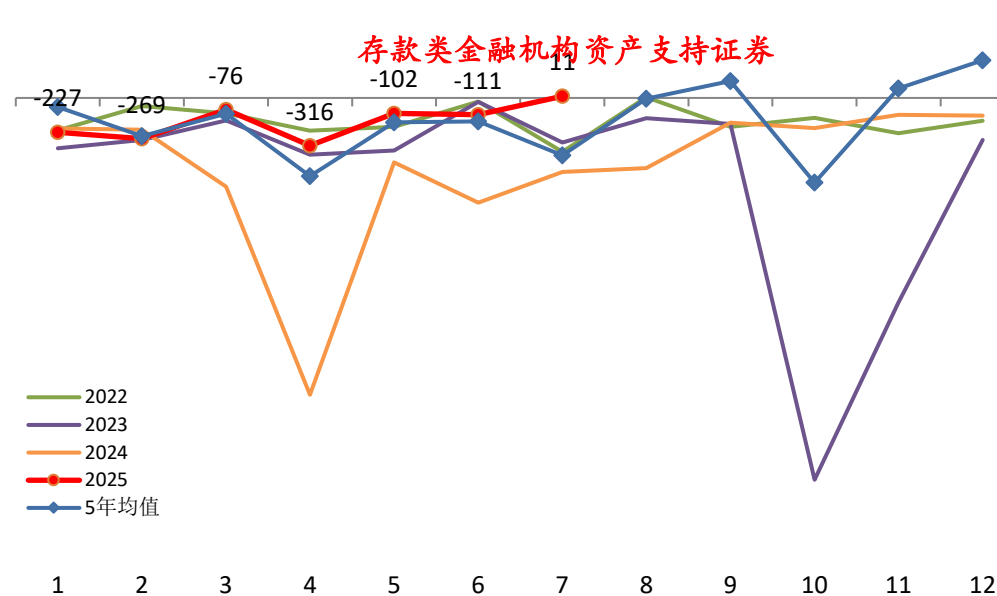




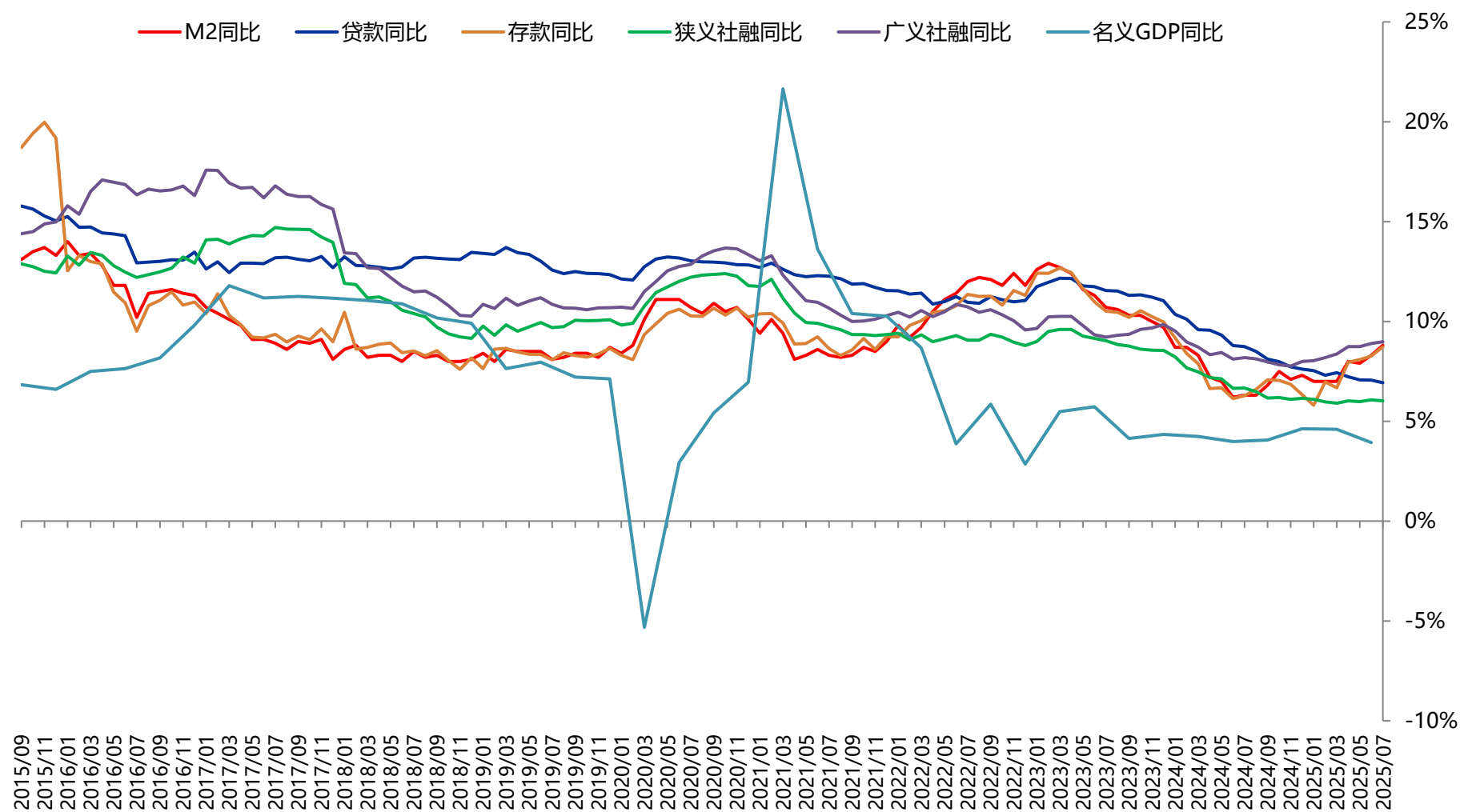


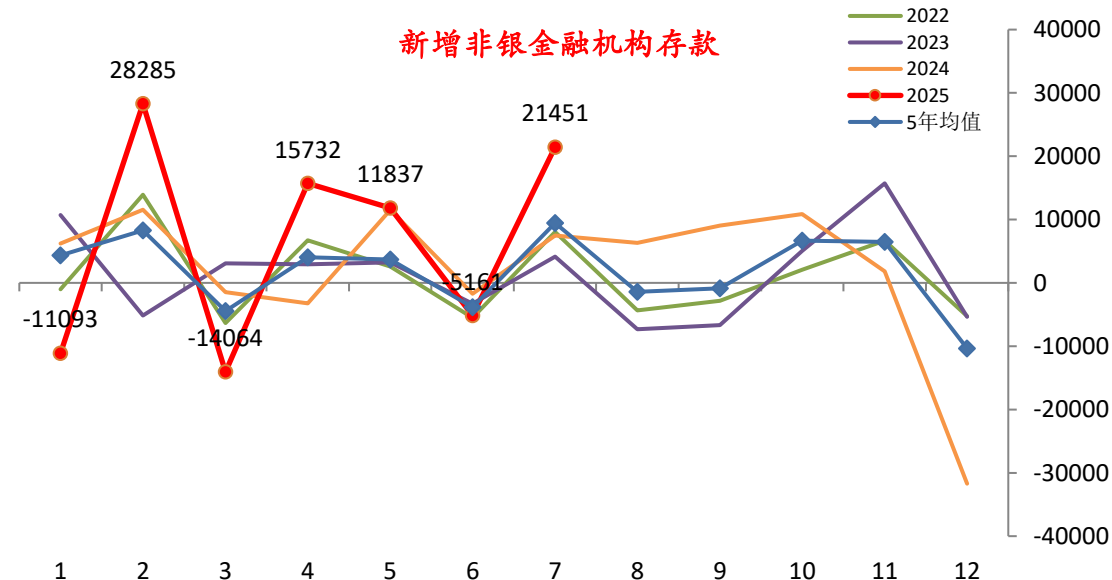
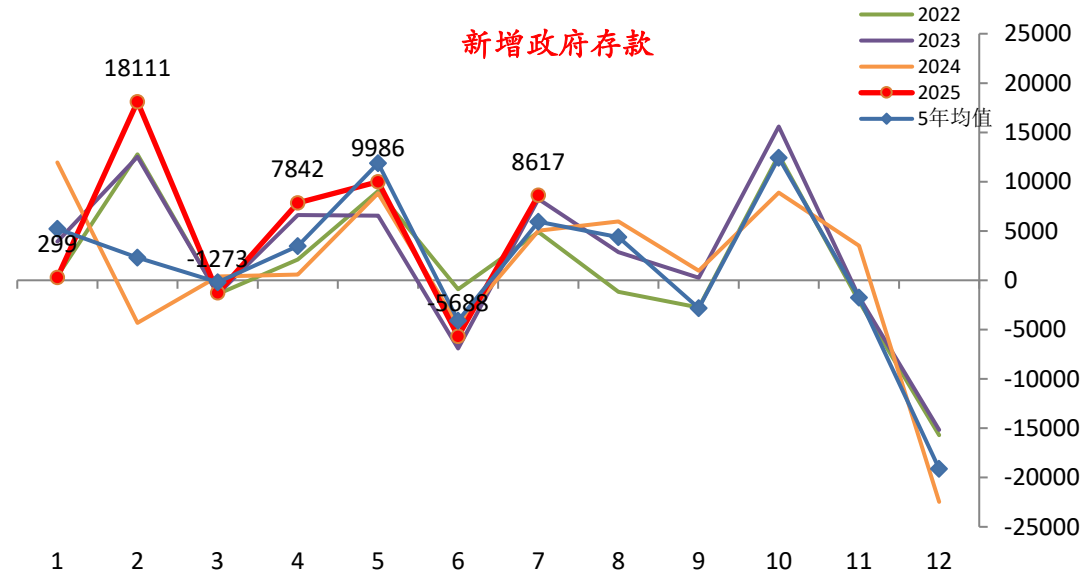
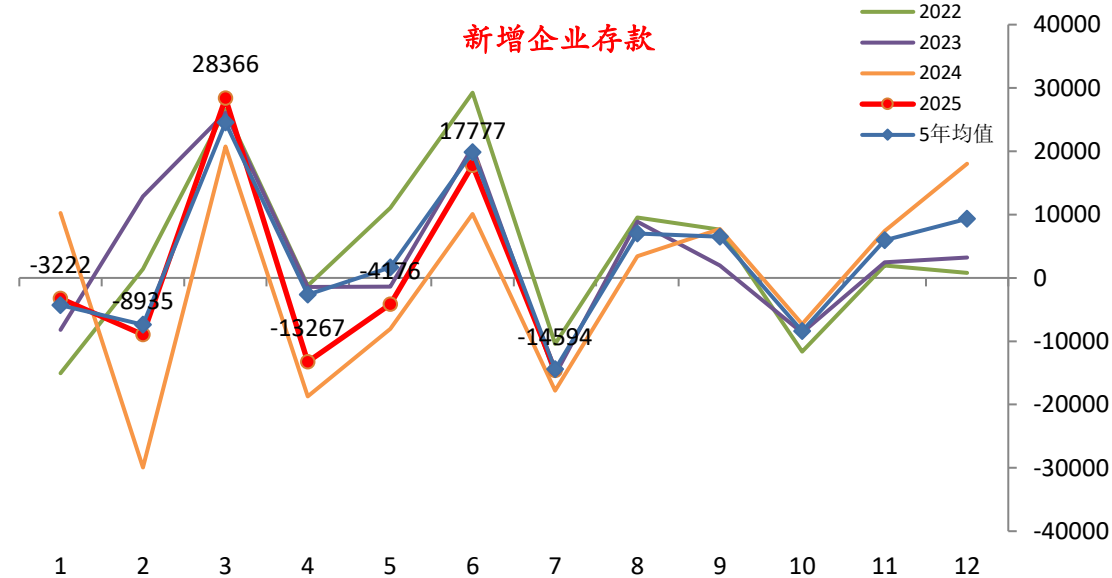
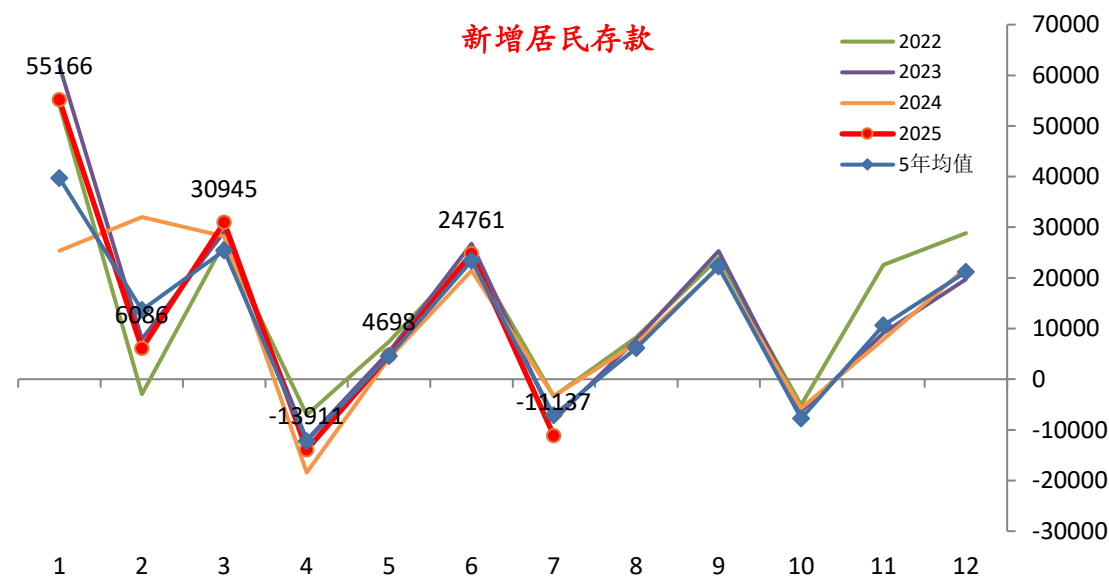
- 新口径下的社融可直接视作广义社融，狭义社融=广义社融-政府债



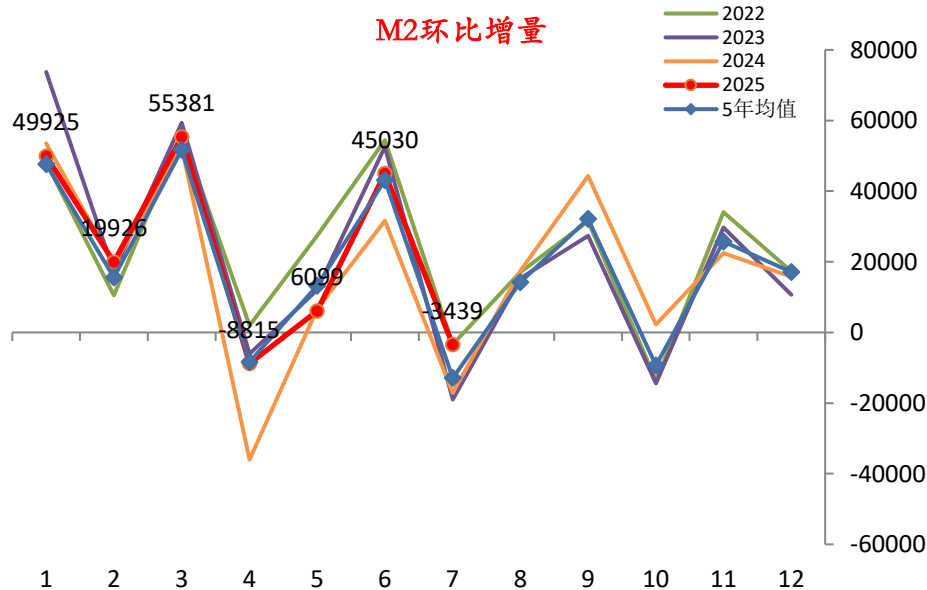
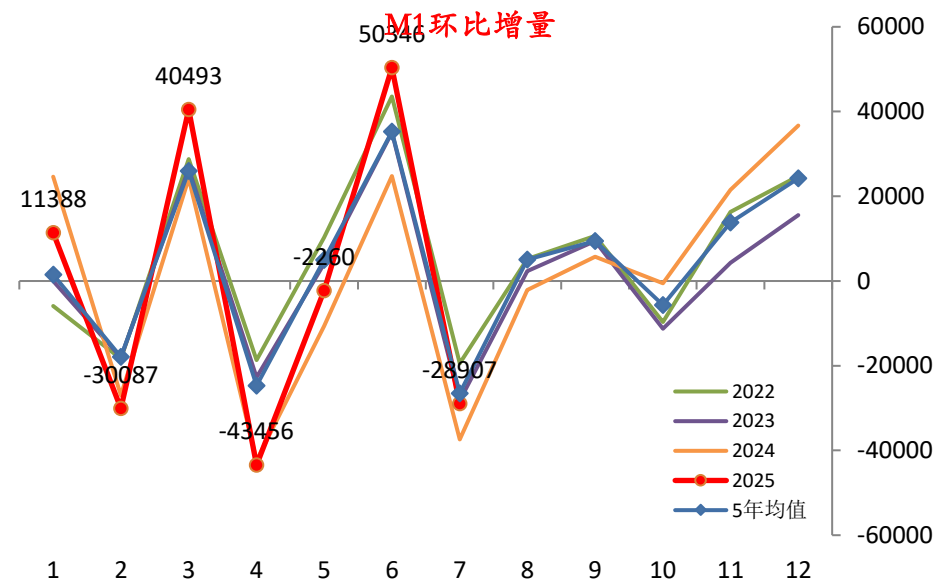
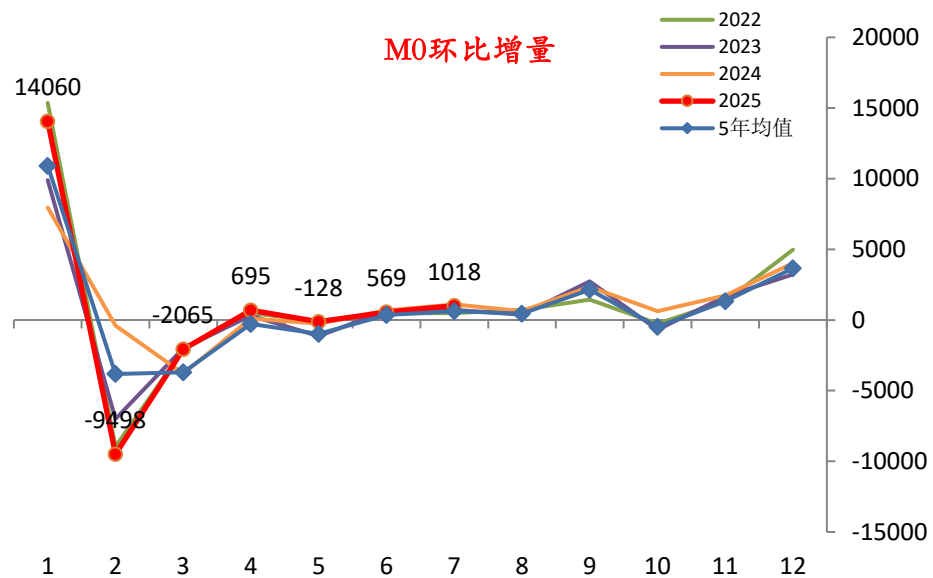


- 2019年12月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。指标数值为托管机构的托管面值。该数据与Wind中统计的国债+地方专项债+政府支持机构债略有差异。

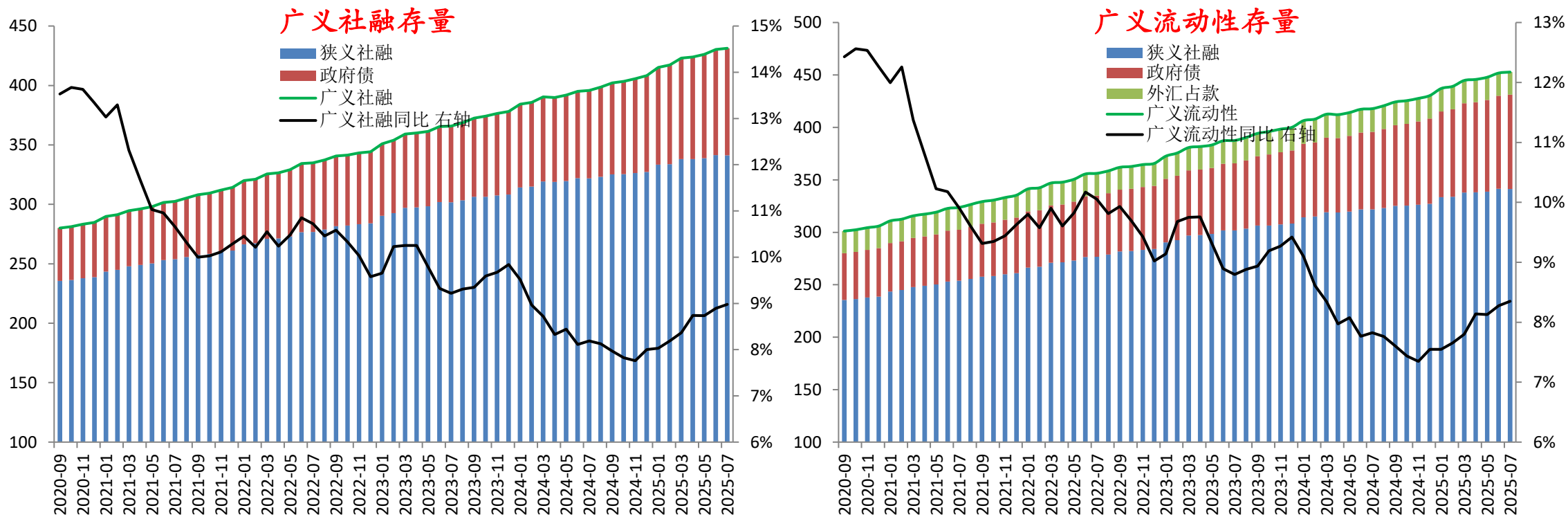




上图数据采用信贷收支表口径计算

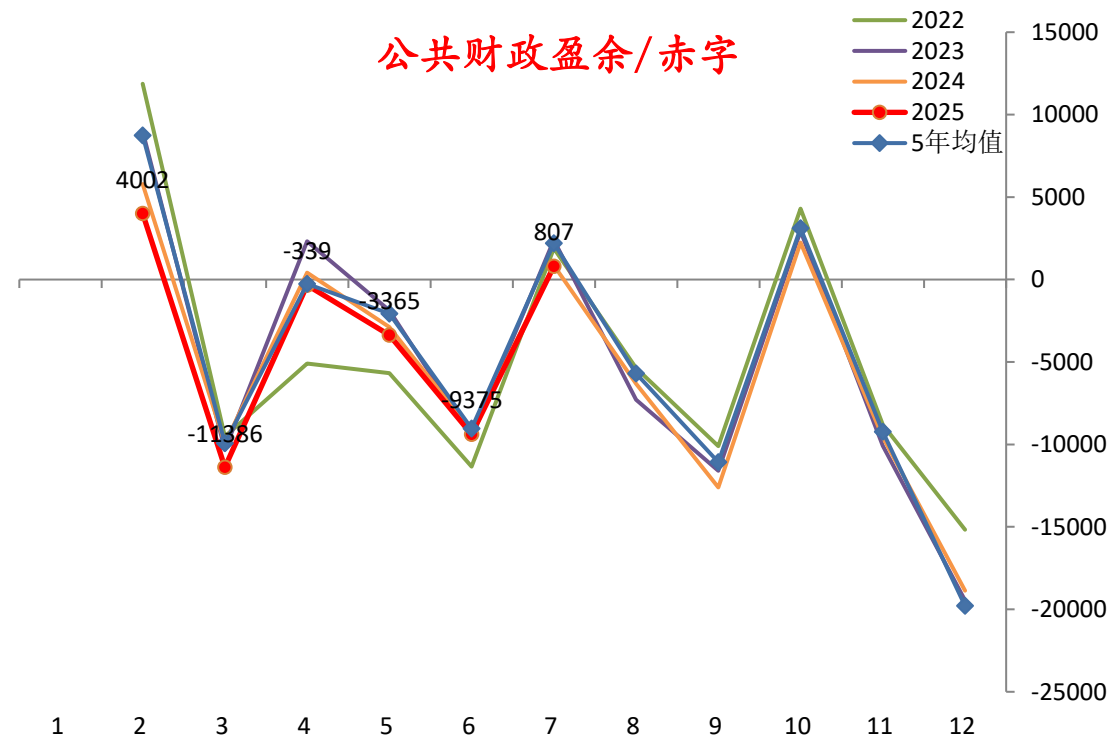
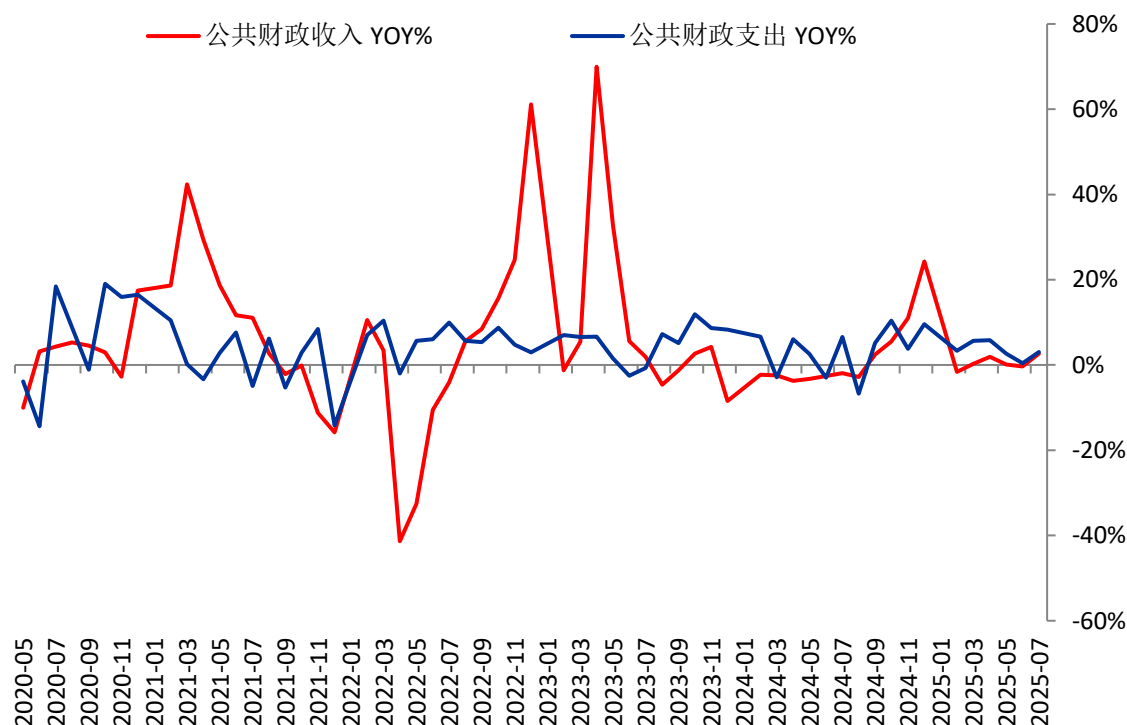


- 2022年12月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。
- 2025年1月起，M1将包含个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，成为实际上的“宽口径M1”。
- 上述M1计算依据：2024年1月后为官方数据，2023年12月前为原M1+居民活期+非金融机构存款。
- 如未特别说明，本报告涉及的M1存量、M1增量、M1环比、M1同比等历史数据，均按照上述口径进行计算。



- 2019年12月央行口径调整后（绝对数量和口径调整前可能有差异）：
- 2017年之后，广义社融存量=央行口径社融存量
- 2017年之前，广义社融存量=央行狭义社融存量+政府债券托管量
- 广义流动性=广义社融存量+外汇占款

- 7月全国公共财政收入和支出同比增速均有所反弹，二者分别上升至2.65%和3.04%。
- 边际上看，财政收支差额反弹，呈现盈余状态，但幅度弱于季节性。
- 财政收入和支出同步改善，财政盈余略偏低显示财政支出仍保持一定规模。



- 主要收入分项看，税收收入低位回升表现超季节性，非税收入则从高位回落。企业税收中，增值税符合季节性，所得税低位回升超季节性。个人相关税收中，所得税和消费税均符合季节性。外贸相关税收方面，进口环节增值税和消费税、关税均从低位回升，出口退税则有所减少。地产相关税收相对平稳，城建维护税、契税、土地增值税均符合季节性，房产税略超季节性。其他税收方面，资源税大幅超季节性上升，印花税也明显超季节性增长，车辆购置税维持低位符合季节性。
- 总体上看，生产层面税收依然保持稳定，虽然价格反弹，但实际增长也放缓，产出名义增量并无明显变动。但“反内卷”政策对上游产生较大影响，如资源税等方面。外贸相关税收变动显然与7月进口强、出口弱的季节性波动有关。同时证券市场交易明显活跃且价格上涨，对印花税产生明显带动。

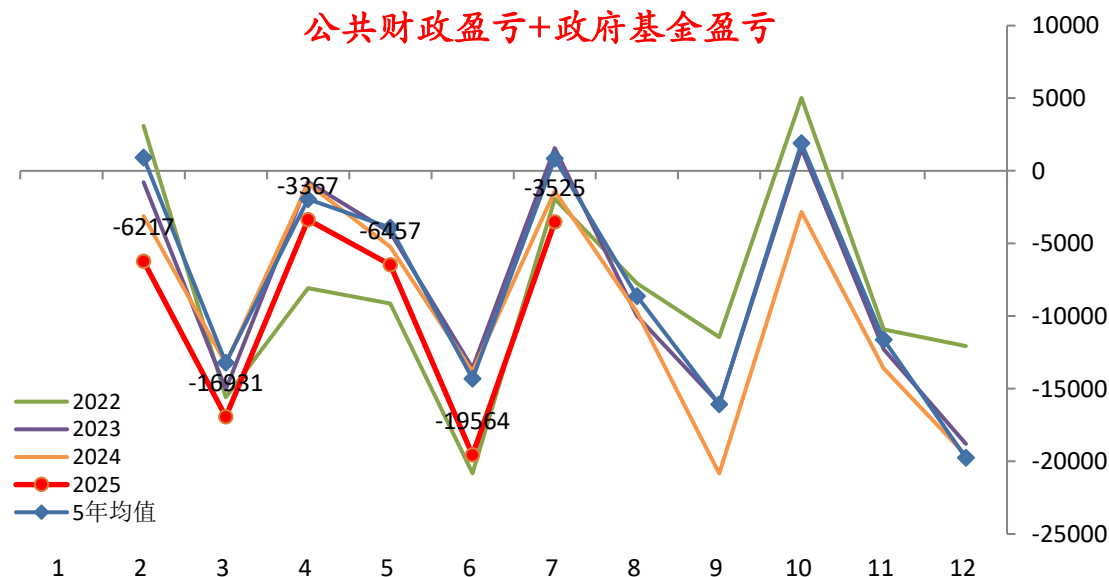
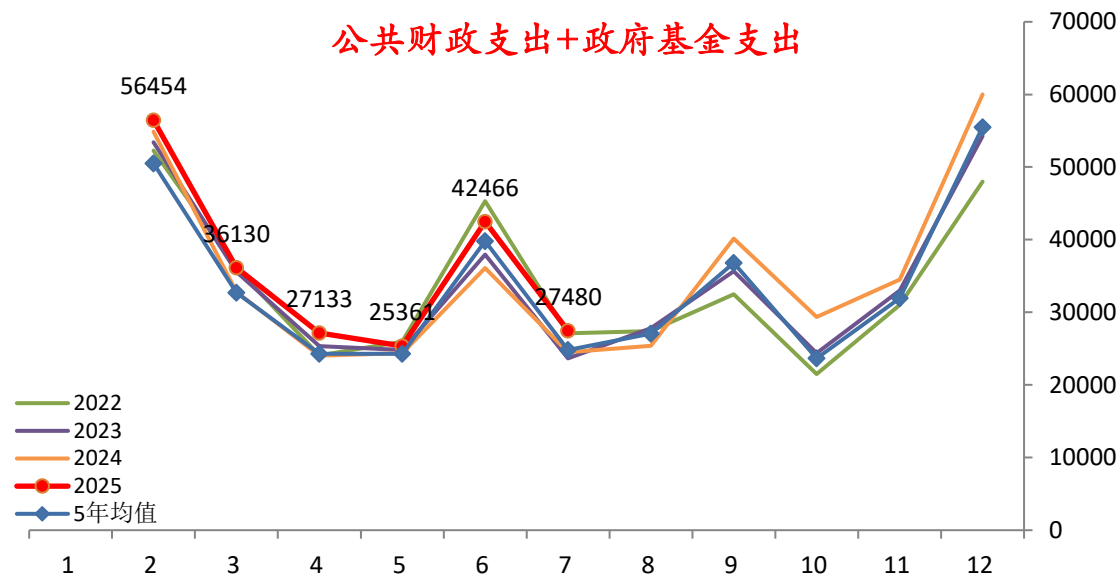
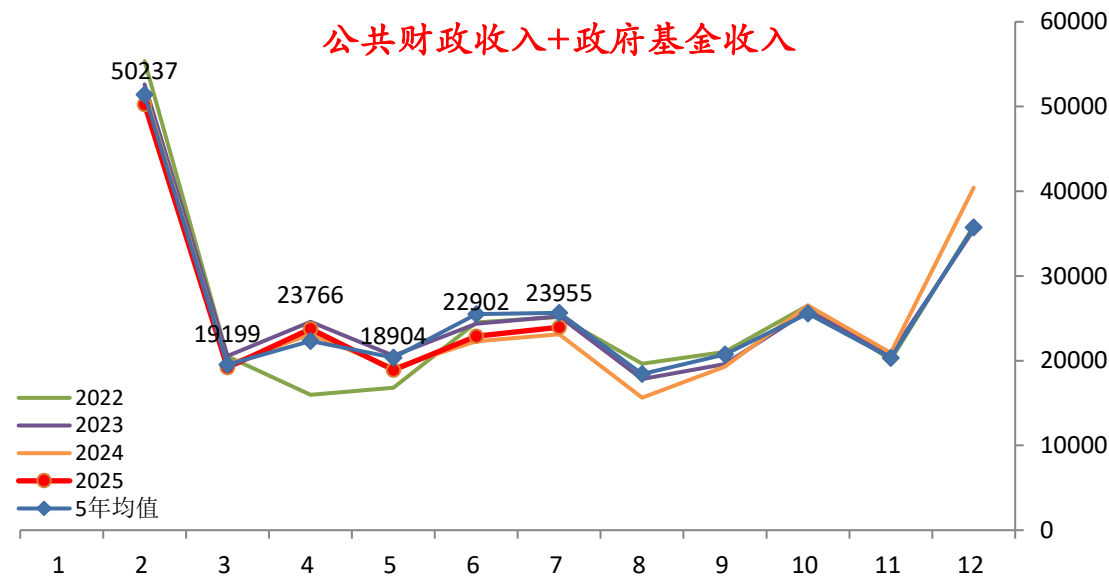
2025-07	当月值 (亿元)	当月同比	上月同比
公共财政收入	20273	2.6%	-0.3%
中央财政收入	9949	2.2%	-1.8%
地方本级财政收入	10324	3.1%	0.6%
税收收入	18018	5.0%	1.0%
:国内增值税	6158	4.3%	5.0%
:国内消费税	1233	5.4%	2.0%
:进口环节增值税和消费税	1571	-5.9%	-4.3%
:外贸企业出口退税	-1363	5.6%	-11.7%
:企业所得税	5656	6.4%	2.7%
:个人所得税	1334	13.9%	6.8%
:资源税	309	2.3%	-15.4%
:城市维护建设税	476	3.0%	3.0%
:房产税	583	7.8%	20.7%
:关税	222	0.0%	0.0%
:契税	326	-16.4%	-7.5%
:车辆购置税	169	-13.8%	6.0%
:土地增值税	251	-20.1%	-20.3%
:城镇土地使用税	281	6.4%	9.0%
:耕地占用税	58	16.0%	9.6%
:环境保护税	49	2.1%	40.0%
:印花税	606	24.2%	30.7%
: :证券交易印花税	151	125.4%	67.1%
:其他税收	99	3.1%	-2.0%
非税收入	2255	-12.9%	-3.7%

2025-07	累计值 (亿元)	累计同比	累计占比
公共财政收入	135839	0.1%	100.0%
中央财政收入	58538	-2.0%	43.1%
地方本级财政收入	77301	1.8%	56.9%
税收收入	110933	-0.3%	81.7%
:国内增值税	42551	3.0%	31.3%
:国内消费税	10213	2.1%	7.5%
:进口环节增值税和消费税	10300	-6.1%	7.6%
:外贸企业出口退税	-14065	9.7%	-10.4%
:企业所得税	30566	-0.4%	22.5%
:个人所得税	9279	8.8%	6.8%
:资源税	1747	-1.6%	1.3%
:城市维护建设税	3105	2.7%	2.3%
:房产税	3201	11.2%	2.4%
:关税	1316	-6.5%	1.0%
:契税	2694	-15.0%	2.0%
:车辆购置税	1183	-18.4%	0.9%
:土地增值税	2786	-17.8%	2.1%
:城镇土地使用税	1653	5.8%	1.2%
:耕地占用税	918	3.1%	0.7%
:环境保护税	190	12.4%	0.1%
:印花税	2559	20.7%	1.9%
: :证券交易印花税	936	62.5%	0.7%
:其他税收	737	1.0%	0.5%
非税收入	24906	2.0%	18.3%

- 主要支出分项多数好转。教育、卫生健康、城乡社区事务、农林水务、交通运输、文旅传媒、节能环保支出表现均超季节性。社保支出符合季节性。科学技术支出稍弱于季节性。
- 支出总体和分项的好转显然与收入改善有关，预计该情况将会延续，结合政府融资加速来看，支出以及支出对需求带动均有保障。

2025-07	当月值 (亿元)	当月同比	上月同比
公共财政支出	19466	3.0%	0.4%
中央本级财政支出	3413	7.4%	7.4%
地方财政支出	16053	2.2%	-0.7%
:教育	2955	4.6%	2.4%
:科学技术	540	-30.5%	18.1%
:文化体育与传媒	274	7.0%	3.2%
:社会保障和就业	3117	13.1%	8.2%
:医疗卫生与计划生育	1398	14.2%	5.6%
:节能环保	393	-5.3%	5.8%
:城乡社区事务	1149	2.9%	-8.1%
:农林水事务	1697	-6.9%	-10.0%
:交通运输	720	-5.5%	-12.7%
:债务付息	884	8.9%	-6.3%

2025-07	累计值 (亿元)	累计同比	累计占比
公共财政支出	160737	3.4%	100.0%
中央本级财政支出	23327	8.8%	14.5%
地方财政支出	137410	2.5%	85.5%
:教育	24438	5.7%	15.2%
:科学技术	5330	3.2%	3.3%
:文化体育与传媒	2012	5.3%	1.3%
:社会保障和就业	27621	8.5%	17.2%
:医疗卫生与计划生育	12402	5.1%	7.7%
:节能环保	2949	4.3%	1.8%
:城乡社区事务	11185	-3.5%	7.0%
:农林水事务	12323	-7.7%	7.7%
:交通运输	6340	-3.3%	3.9%
:债务付息	7573	6.4%	4.7%



- 财政状况有所恢复，收入和支出同步改善，财政盈余略偏低显示财政支出仍保持一定规模。“反内卷”提振价格对稳财政起到积极作用。
- 总体上看，7月财政积极程度上升，支出受到收入改善带动，预算内收支初步形成向上的正反馈。预计“反内卷”政策效果将会延续，企业营收改善并对狭义财政仍有支持。但土地出让金收入仍维持弱势，广义财政或受压，并依赖政府融资。往后看，重大基建项目开工、“两重”资金拨付等将带动广义财政支出增加。狭义财政内生性修复、广义财政外生性增长将近期财政端的主要特点。

7月工信部推动光伏、钢铁等行业签署产能自律协议，强制限产并淘汰落后产能。

中国水泥协会：《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展的意见》

工信部组织14家光伏行业企业及光伏行业协会座谈会，多家光伏龙头表态“反内卷”，多家企业官宣减产；

多家钢铁企业表示收到减排限产通知，力求通过限产摆脱“内卷式”竞争的困境。

中汽协表示严防“内卷外溢”，反内卷治理工作不断深入。

部分焦炭企业召开市场分析会，表示将尽快提涨价格。

国家邮政局强调完善邮政快递领域市场制度规则，旗帜鲜明反对“内卷式”竞争。

市场监管总局7月18日约谈美团、饿了么、京东，要求“杜绝非理性促销”。

中期协8月1日发布《期货公司经纪业务不正当竞争行为管理规则（征求意见稿）》，禁止“低于成本收费”等

总体形势与政策基调

- “经济运行稳中有进” “主要经济指标表现良好，新质生产力积极发展” “经济展现强大活力和韧性” 对应的是上半年GDP同比增长5.3%，尤其部分新质生产力行业实现10%左右增长，显示出**明显更加积极的态度**。
- 因中美之间已开始关税、贸易谈判，风险明显缓和，因此对**海外风险未提及**（删掉“底线思维” “备足预案”等）。同时四稳措辞不变（稳就业、稳企业、稳市场、稳预期），并再提及“双循环”。政策方向由**对冲海外冲击转向治理国内问题**。

财政和货币政策

- “宏观政策要持续发力、适时加力”** 定调政策宽松方向不变，同时强调**“落实落细”** 现有政策，**全面宽松重要性或下降**（但可关注Q4经济压力上升阶段）。
- 财政政策方面，“更加积极的财政政策” **“加快政府债券发行使用，提高资金使用效率”**。相较于4月会议，强调资金使用效率意味着从**融资到投放资金周期将更快**。（我们预计下半年政府融资重点仍在专项债等项目融资方面，对基建存在支持作用）
- 货币政策方面要求“适度宽松的货币政策”（提法不变）。同时“货币政策要保持流动性充裕，**促进社会综合融资成本下行**”，前者对应政府融资下稳定流动性供给，后者则**暗示仍存在降息可能性（尤其是LPR）**。

其他工作要求

- 关于“反内卷”政策，有三处提及分别是**“推动市场竞争秩序持续优化” “依法依规治理企业无序竞争” “推进重点行业产能治理”**。从措辞上看，较此前的**少了“低价”，产能的“退出”改为“治理”，措辞相对更加温和**，更关注市场化（而非以涨价为目的），有一定**为卷“反内卷”政策降温**的意味。
- 消费方面，要求**“深入实施提振消费专项行动” “培育服务消费新的增长点”**。上半年消费对经济贡献有所上升，预计**下半年消费仍有空间**，对服务消费措辞变动不大。“在保障改善民生中扩大消费需求”则与近期全国性育儿补贴政策一致。
- 楼市提及不多，仅有“落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新”，**未明确提及具体措施**。（4月会议曾直接提到城改旧改和存量房收购）
- 资本市场和股市方面，提及“增强国内资本市场的吸引力和包容性” **“巩固资本市场回稳向好势头”**。（**稳住了，继续稳住**）

市场预期与反应

- 此次会议对**需求端提及不足**，一定程度上弱于预期，未来仍需关注。**市场焦点或从供给（反内卷）转向需求**。
- 消息公布前后股指、商品市场热点品种回落，期债明显上涨**。但随后股指、商品价格反弹收复大部分跌幅，期债价格小幅回落。
- 基于政策利多出尽效应，**短线仍需警惕风险资产价格调整**。

美联储政策转向给出国内宽松空间

2024年9月

- 24日三部委一揽子政策（全面降息降准、全面调降存量房贷利率，全面调降购房首付比例，互换便利和再贷款）
- 26日中央政治局会议（态度根本转变，“战略定力”）

2024年Q4

- 10月政策：8日发改委、12日财政部、17日住建部
- 11月政策：8日人大常委会（6万亿地方专项债限额增量、8000亿*5年新增专项债专项额度）
- 12月9日中央政治局会议&12月12日中央经济工作会议

2025年Q1

- 3月4日、5日“两会”和《政府工作报告》
- 主要经济目标符合预期
- 财政政策宽松程度符合预期

海外：特朗普发起关税战

2025年Q2

- 中央政治局会议弱于预期
- 三部委一揽子会议略超预期
- 进入政策“观望期”和“落地期”
- “反内卷”，抑制通缩

2025年Q3

- “反内卷”政策大幅发力
- 7月中央政治局会议
- 需求端政策？

2025年Q4

- 关税缓冲到期延长（8月初→11月初）
- 提前下达明年财政增量
- 12月中央经济工作会议（和政治局会议）



CONTENT 目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

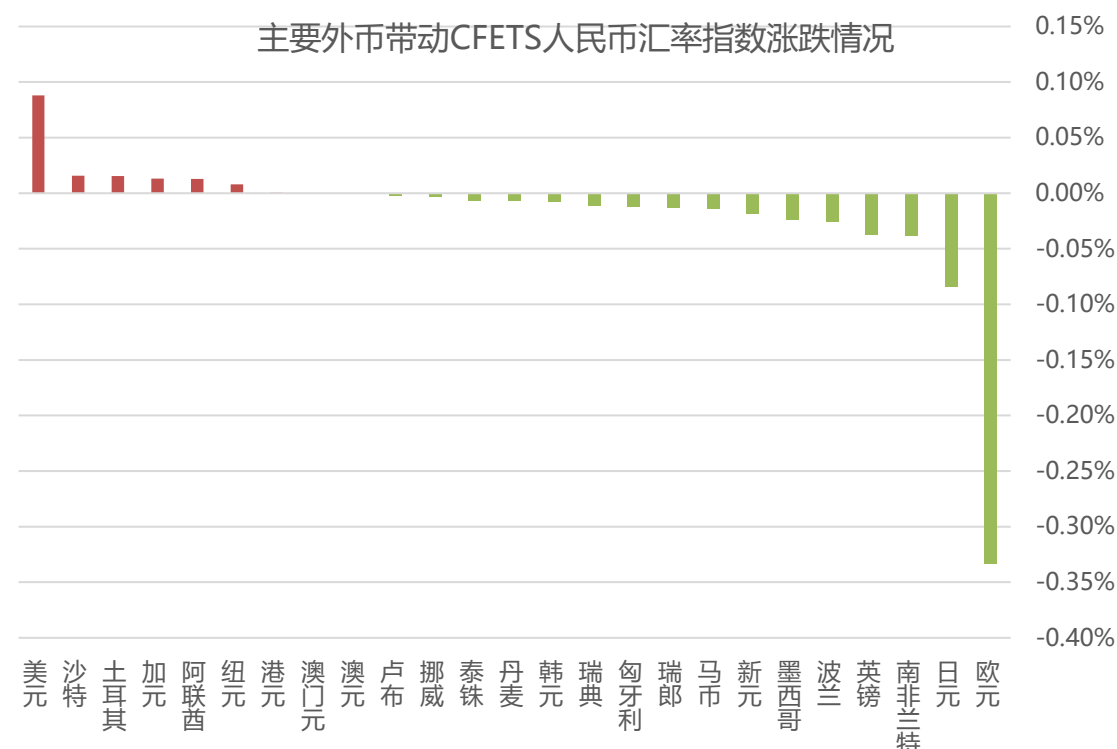
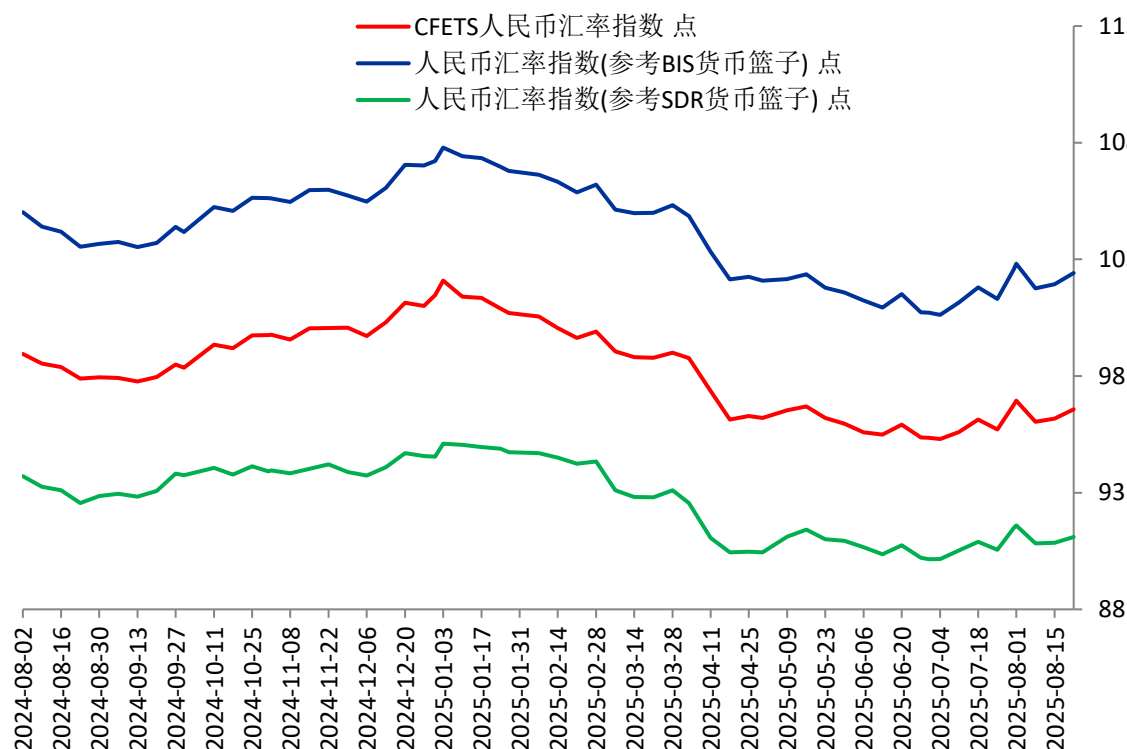
8月以来，CFETS、BIS、SDR等篮子下主要人民币汇率指数全面上升。从美元兑人民币汇率节奏上看，近一个月持续震荡升值，月初和月末升值幅度相对更大。经历连续升值之后，美元兑人民币汇率已经来到7.14附近的阶段性高位。

影响因素中，基本面差与汇率背离，中美利差则继续上升，美元指数震荡总体走弱，显然近期中美利率和利差扰动是汇率变化的主要原因，特别临近月末美联储主席鸽派发言后该情况强化。

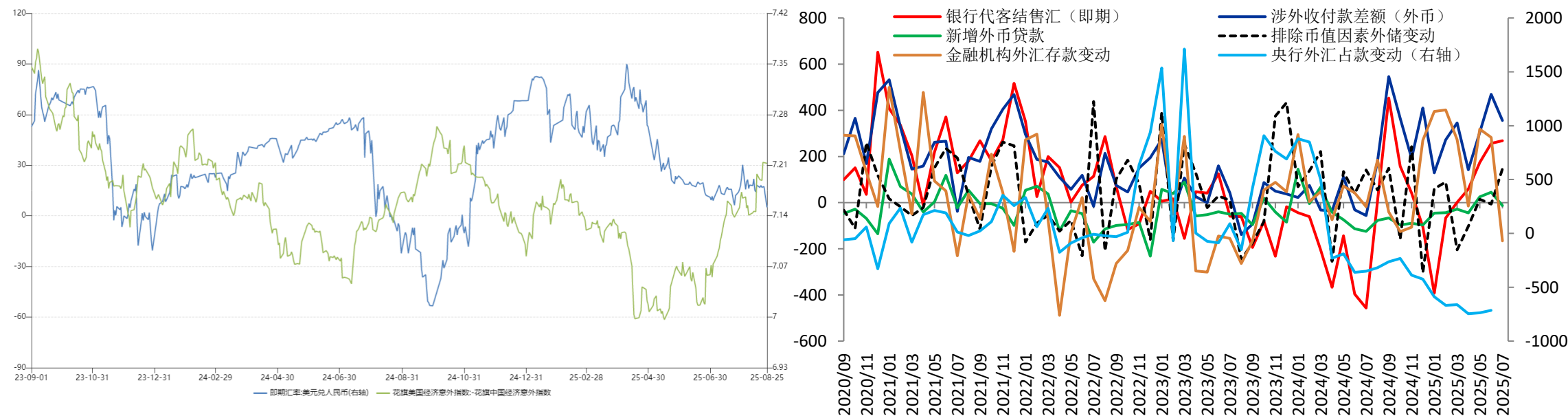
从政策角度看，央行稳汇率政策、双向可控波动目标不变，实质上则有引导升值的作用。同时美元走弱的反推效应仍是汇率升值主要原因。美联储转向鸽派、再度降息可能性高，中美利差波动将转回有利于汇率走强方向。地缘政治风险、中美贸易冲突等短期利空结束，但外需风险对经济和汇率影响仍需关注。

我们认为，人民币汇率将继续震荡偏强节奏。中长期看汇率压力明显缓和。7.43仍是关键地点，上方高点则在6.97附近，但汇率迅速升值并突破该位置可能性不大。

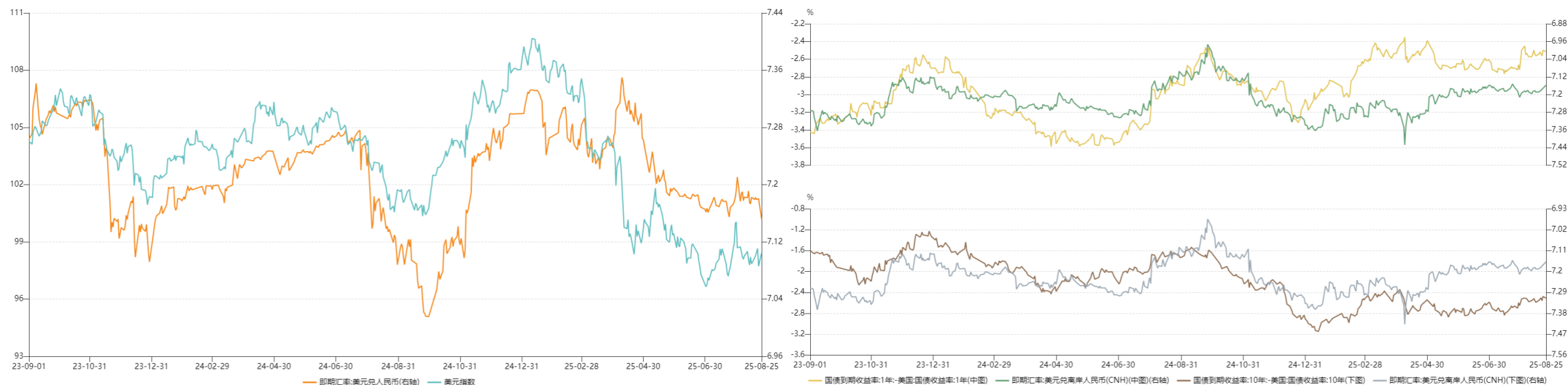
- 下半年以来，人民币汇率总体呈现升值走势，主要汇率指数均走强。8月以来，CFETS、BIS、SDR等篮子下主要人民币汇率指数全面上升。从CFETS篮子来看，人民币相对主要货币表现不一，相对欧元、日元、南非兰特、英镑、波兰兹罗提贬值较多，相对美元、沙特第纳尔、土耳其里拉、加拿大元、阿联酋迪拉姆升值。
- 从美元兑人民币汇率节奏上看，近一个月持续震荡升值，月初和月末升值幅度相对更大。经历连续升值之后，美元兑人民币汇率已经来到7.14附近的阶段性高位。



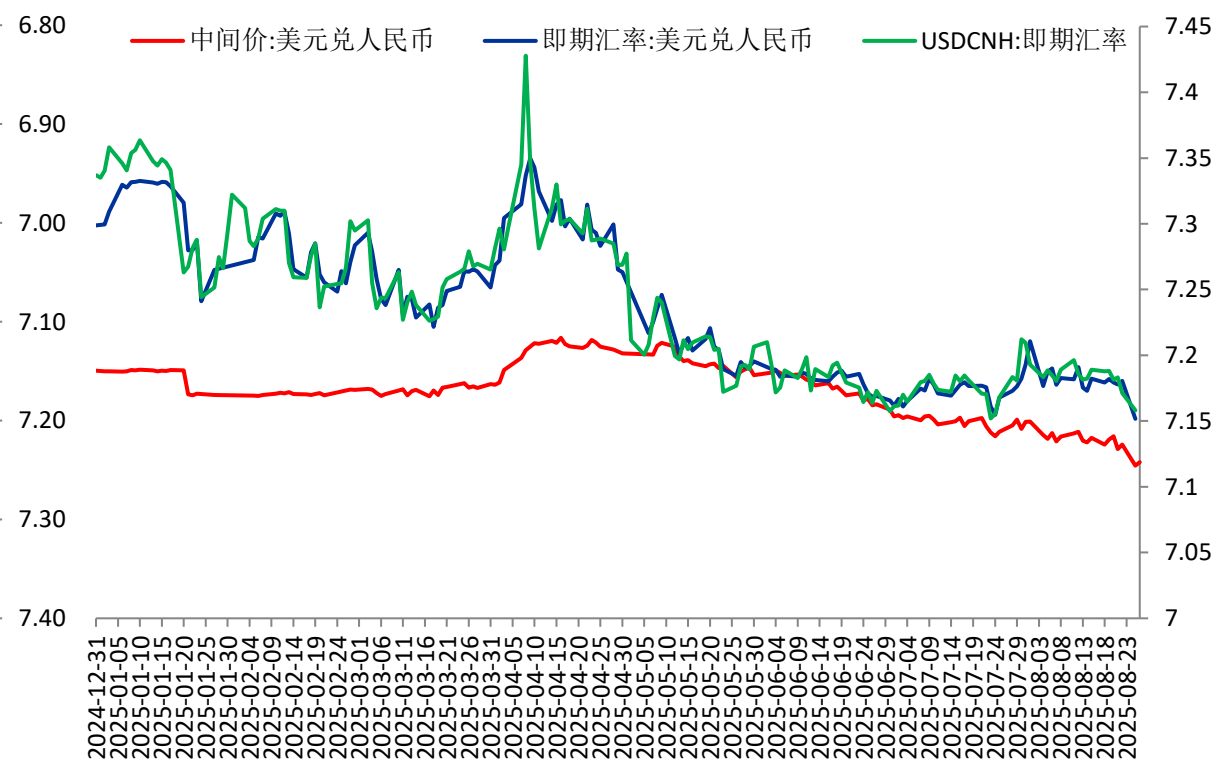
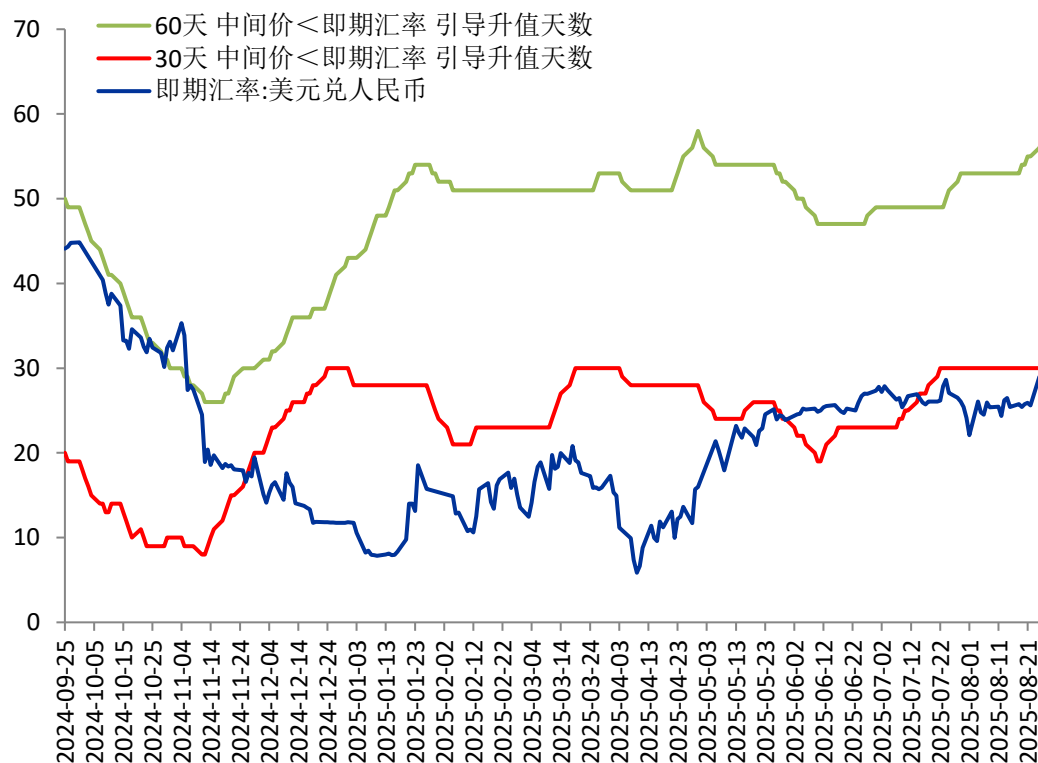
- 从基本面角度看，8月中美主要经济指标预期差继续上升，美国经济相对中国表现更强，与人民币汇率升值的背离延续。
- 从外汇流动性来看，8月银行代客净结汇小幅增加，但涉外收付款净流入下降，新增外币贷款、金融机构外币存款均下降，外汇占款跌幅变动不大。情况表明，汇率延续震荡走升态势之下，企业结汇依然积极，反向帮助汇率坚挺。



- 影响因素中，基本面差与汇率背离，中美利差则继续上升，美元指数震荡总体走弱，显然近期中美利率和利差扰动是汇率变化的主要原因，特别临近月末美联储主席鸽派发言后该情况强化。
- 地缘政治风险变动相对有限，暂时没有对汇率产生影响。未来仍需关注中美谈判情况。
- 长期来看，美元信用受到损伤的影响依然存在，这是人民币长期支持因素。



- 从政策角度看，央行稳汇率政策、双向可控波动目标不变，实质上则有引导升值的作用。同时美元走弱的反推效应仍是汇率升值主要原因。美联储转向鸽派、再度降息可能性高，中美利差波动将转回有利于汇率走强方向。地缘政治风险、中美贸易冲突等短期利空结束，但外需风险对经济和汇率影响仍需关注。
- 我们认为，人民币汇率将继续震荡偏强节奏。中长期看汇率压力明显缓和。7.43仍是关键地点，上方高点则在6.97附近，但汇率迅速升值并突破该位置可能性不大。

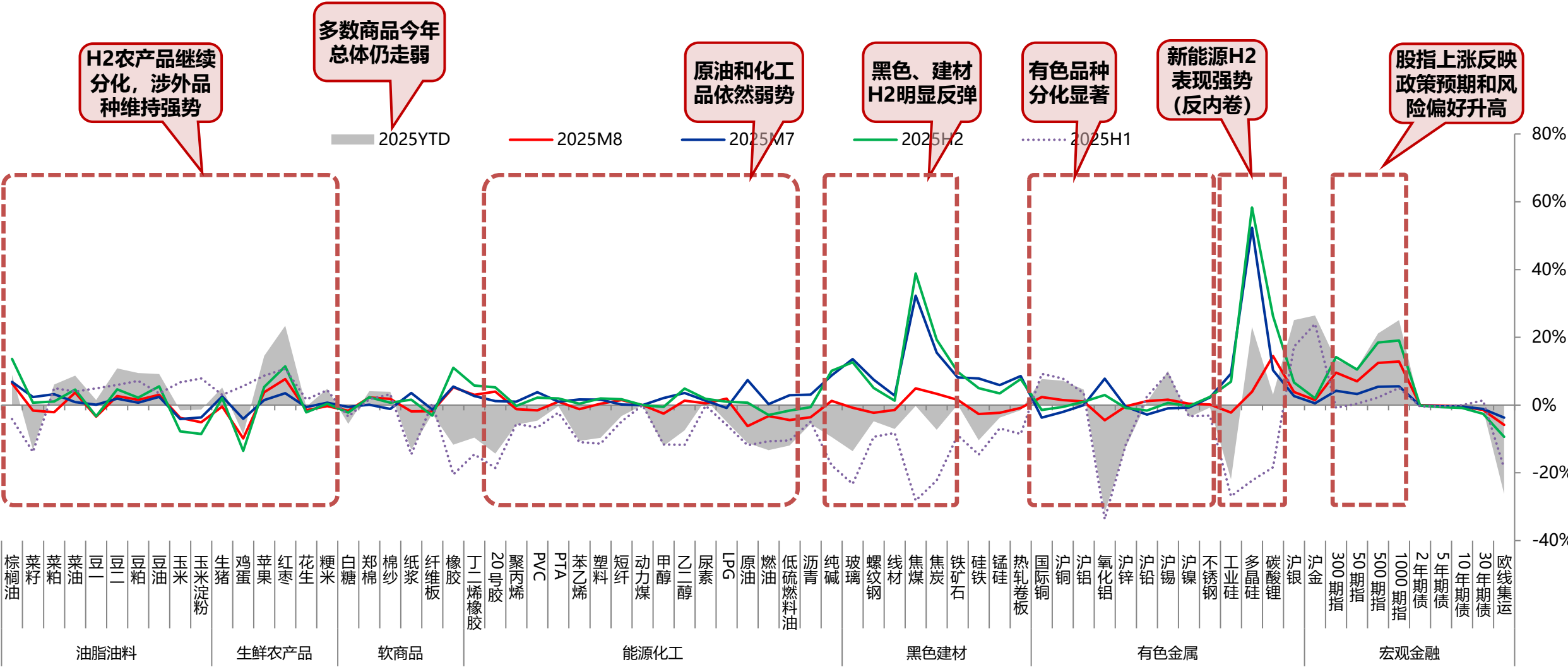


8月关税和贸易暂未产生新的冲击，“反内卷”政策有所冷却后，商品市场波动幅度有所下降，价格向基本面回归。结构上看，品种分化依然存在，但分化幅度明显下降。此前受到“反内卷”政策影响较大的黑色跌幅明显下降，下游建材出现走弱。新能源品种类似但相对仍较为强势，尤其是碳酸锂绝对涨幅依然较大。

全球定价的有色、能化上游品种波动相对小。往后看，中东国家增产、美国通过油价压低国内通胀、全球需求走弱影响下，仍看不到油价持续上涨的动力，需要继续警惕油价和下油化工品重心回落风险。

农产品受到国内政策影响仍有限，天气对部分品种影响上升。同时豆系等受关税影响较大的品种仍有海外供给炒作空间。地缘政治风险缓和，贵金属尤其是黄金延续震荡，白银跟随商品属性表现相对较好。后期贵金属仍有强势表现空间。

从近期情况看，“反内卷”带动的商品价格反弹上行基本结束。不排除未来部分行业出台新的反内卷政策，但系统性影响程度已经显著下降。虽然目前需求端尚无明显变动，但即使需求不启动，供给推升的价格上涨不证伪即难以再度下跌乃至跌穿前低，结合去年9月需求端政策看，商品市场阶段性底部已经形成。另一方面如果需求端政策跟随出台，则商品价格仍有进一步反弹空间，且可能呈现更全面的上涨，但需要注意需求证伪风险，尤其是目前全球经济周期仍未扭转向上。因此商品市场整体地位震荡、部分品种向上波动的空间加大情况不变。



• 数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

- 国内：中央政治局会议和中央经济工作会议（12月中旬）——“两会”（3月初）——中央政治局会议和三部委一揽子政策（4月末5月初）——中央政治局会议（7月末）
- 海外：美国新总统就职（1月20日）——美联储会议（1月30日）——美联储会议（3月19日）——特朗普加关税（4月上旬）——美联储会议（5月8日）——关税暂缓至11月





谢 谢！

方正中期期货有限公司

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层

- 本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。