

衍生无限未来

全球宏观及大类资产配置周报

东证衍生品研究院 宏观策略组

2025年8月25日

目录

一、宏观脉络追踪

二、全球大类资产走势一览

三、大类资产周度展望

——贵金属、外汇、美股、A股、国债

四、全球宏观经济数据跟踪

一、宏观脉络追踪

宏观脉络追踪

本周市场围绕降息交易展开博弈，周中市场普遍担忧鲍威尔会在全球央行年会上的论调维持谨慎，为近期的降息交易降温，但最终周五鲍威尔的讲话意外鸽派，首先强调就业市场的下行风险正在不断积累，一旦显现将会带来失业率的快速抬升，而关税对通胀的影响更有可能是短期一次性的，当前双重风险更加倾向于就业走弱，其次放弃了平均通胀制，转向更加灵活的货币政策，为后续政策调整铺路，释放9月降息信号。尽管美联储内部分歧仍然很大，但转向鸽派的声音正在增加，叠加特朗普持续施压，短期美联储已经非常接近降息，市场也已充分定价9月降息和年内两次降息。不过考虑到美国经济的韧性以及通胀中枢的上移，中期美联储降息空间受限，未来货币政策路径仍存变数。

近期国内处于数据和政策的空窗期，尽管宏观基本面修复有限，但股市已基本脱离基本面定价，上周围绕芯片自主可控以及海外算力链条进行炒作，同时海外释放流动性宽松信号，预计近期仍将支撑国内风险偏好维持高位。

二、全球大类资产走势一览

全球大类资产走势一览——权益市场

- 本周全球风险偏好维持高位，全球股市多数上涨。发达国家中，标普500涨0.3%，英国富时100涨2%，日经225跌1.7%；新兴市场中，上证综指涨3.5%，香港恒生指数涨0.3%，台湾加权指数跌2.3%，越南胡志明指数涨1%，印度SENSEX指数涨0.9%，墨西哥MXX指数涨1.6%。
- MSCI全球指数中多数国家录得上涨，降息预期升温支撑全球市场风险偏好，发达>全球>前沿>新兴。

全球权益市场走势

	截至2025/08/22	近三个月走势	近一周涨跌幅	当月涨跌幅	年初至今涨跌幅
发达国家	标普500		0.27%	2.01%	9.95%
	德国DAX		0.02%	1.24%	22.37%
	日经225		-1.72%	3.81%	6.86%
	英国富时100		2.00%	2.06%	14.05%
	法国CAC40指数		0.58%	2.54%	7.98%
	韩国KOSPI综合指数		-1.76%	-2.36%	32.06%
	加拿大标普/TSX指数		1.53%	3.94%	14.58%
	标普澳证200指数		0.32%	2.57%	9.91%
新兴市场	上证综指		3.49%	7.07%	14.14%
	香港恒生指数		0.27%	2.28%	26.32%
	台湾加权指数		-2.34%	0.94%	3.17%
	墨西哥MXX指数		1.55%	3.18%	19.62%
	印度SENSEX30指数		0.88%	0.15%	4.05%
	越南胡志明指数		0.95%	9.51%	29.89%
	巴西IBOVESPA指数		1.19%	3.68%	14.70%
	沙特全指		-0.28%	-0.49%	-9.72%
MSCI指数	MSCI全球		0.34%	2.76%	13.54%
	MSCI发达市场		0.44%	2.86%	13.08%
	MSCI新兴市场		-0.46%	1.88%	17.77%
	MSCI前沿市场		-0.24%	5.11%	30.98%

资料来源：Wind

全球大类资产走势一览——外汇市场

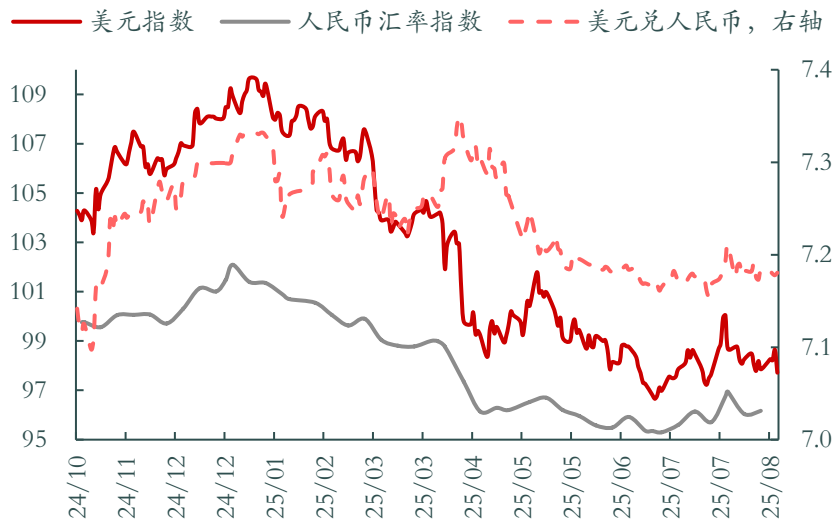
衍生无限未来

- 美元指数继续回落，最终录得97.7，较上周贬值0.12%，多数货币兑美元小幅升值。人民币汇率指数持平前值，在岸人民币兑美元汇率震荡运行，离岸人民币兑美元升值0.25%。墨西哥比索升值0.8%，巴西雷亚尔贬值0.5%，越南盾贬值0.2%，印度卢比升值0.2%。欧元升值0.15%，日元升值0.15%，英镑贬值0.2%，加元贬值0.07%，澳元贬值0.25%。

全球主要国家货币走势

全球主要国家货币汇率				
		2025/8/22	2025/8/15	周度涨跌幅
	美元指数	97.7	97.8	-0.12%
	人民币汇率指数	96.2	96.2	0.00%
新兴市场	美元兑在岸人民币	7.2	7.2	-0.03%
	美元兑离岸人民币	7.2	7.2	-0.25%
	美元兑墨西哥比索	18.6	18.7	-0.84%
	美元兑雷亚尔	5.4	5.4	0.45%
	美元兑越南盾	26,305.0	26,245.0	0.23%
	美元兑泰铢	32.4	32.5	-0.27%
	美元兑印度卢比	87.3	87.5	-0.21%
发达国家	美元兑韩元	1,384.2	1,389.1	-0.35%
	美元兑欧元	0.9	0.9	-0.15%
	美元兑日元	146.9	147.2	-0.15%
	美元兑澳元	1.5	1.5	0.25%
	美元兑加元	1.4	1.4	0.07%
	美元兑英镑	0.7	0.7	0.23%

美元和人民币走势



资料来源：Wind

全球大类资产走势一览——债券市场

衍生无限未来

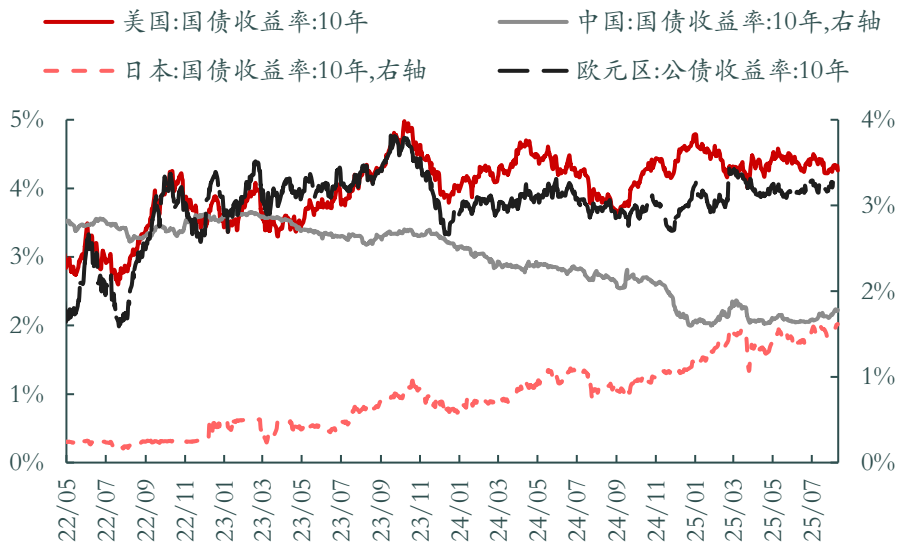
- 全球主要国家十年期国债收益率震荡运行，新兴市场上涨幅度更大。发达国家中，美债收益率下跌7bp至4.26%，日本国债收益率上行4bp至1.62%，德国国债收益率下行6bp。新兴市场国家中，中国国债上行4bp至1.78%，巴西国债收益率上行27bp，印度国债收益率上行15bp，越南国债收益率上行11bp。

全球主要国家国债收益率走势

全球主要国家十年期国债收益率				
	国家	2025/8/22	2025/8/15	涨跌幅, bp
发达国家	美国	4.26%	4.33%	-7
	欧元区	2.77%	2.79%	-2
	日本	1.62%	1.57%	4
	英国	4.69%	4.68%	1
	德国	2.72%	2.78%	-6
	新加坡	1.87%	1.85%	2
新兴市场	中国	1.78%	1.75%	4
	印度	6.55%	6.40%	15
	巴西	14.07%	13.80%	27
	越南	3.67%	3.56%	11
	印尼	6.37%	6.39%	-2

资料来源: Wind

中、美、日、欧元区国债收益率走势

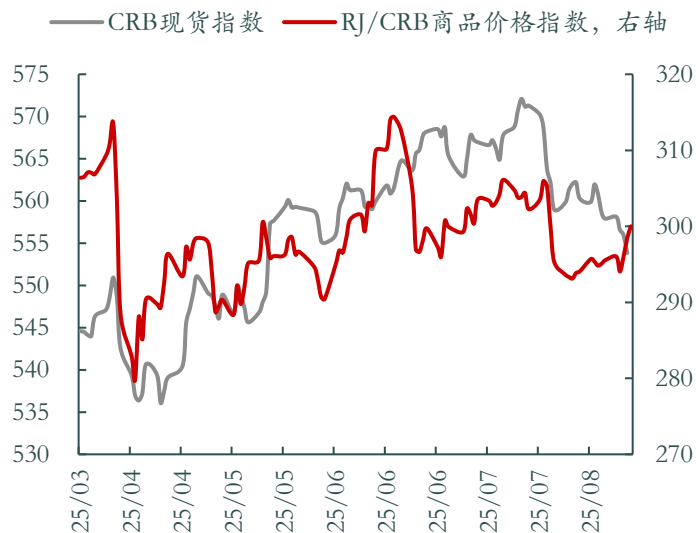


全球大类资产走势一览——商品市场

衍生无限未来

- 本周全球商品市场边际回暖，现货指数表现偏弱。原油涨1%至63.8美元/桶。降息预期升温提振金属板块，LME铜涨0.37%，LME铝涨0.73%，贵金属板块走高，COMEX黄金涨1%，白银涨2.26%。农产品板块表现偏强，大豆上涨1.5%，玉米上涨1.5%。国内商品市场走弱，螺纹钢跌2.2%，铁矿石跌0.8%。
- 国内商品市场反内卷情绪消退，各板块均录得下跌，其中跌幅黑色>有色>工业品>农产品>能化>贵金属。

CRB商品指数走势

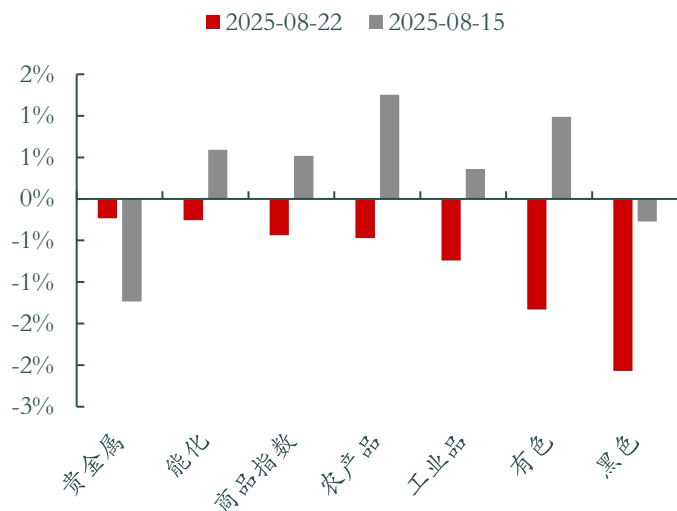


资料来源: Wind

主要品种商品周度涨跌幅

品种	最新价格 (2025/8/22)	周度涨跌幅
LME铜 美元/吨	9796.5	0.37%
LME铝 美元/吨	2622.0	0.73%
COMEX黄金 美元/金衡盎司	3417.2	1.05%
COMEX白银 美元/金衡盎司	38.9	2.26%
NYMEX WTI原油 美元/桶	63.8	1.00%
NYMEX天然气 美元/百万英热单位	2.8	-4.17%
CBOT大豆 美分/蒲式尔	1058.3	1.49%
CBOT玉米 美分/蒲式尔	411.8	1.48%
SHFE螺纹钢 元/吨	3119.0	-2.16%
DCE铁矿石 元/吨	770.0	-0.77%
INE集运指数(欧线) 指数点	1309.0	-4.70%

南华商品期货指数周度涨跌幅



三、大类资产周度展望

——贵金属、外汇、美股、A股、国债

大类资产配置建议

衍生无限未来

资产类别	评级	投资建议
黄金	震荡偏弱	鲍威尔发表鸽派讲话，市场完成9月降息的定价，黄金仍未摆脱震荡格局，还需等待更多经济数据或地缘冲突。
美元	看跌	鲍威尔央行年会表态远超预期鸽派，美元走弱。
美股	震荡偏强	本周美股出现轮动，科技股表现偏弱，资金流向受益于降息的板块，周期和小盘股表现强劲，降息预期将继续支撑近期市场风险偏好维持高位。下周即将公布英伟达财报以及7月PCE数据，当前的资金轮动和降息交易持续性将经受检验。
A股	震荡	周五晚鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上讲话放鸽，流动性宽松预期或再度给风险偏好添一把火，短期内股指多头格局维系。同时需要关注中报季部分超涨公司的风险。
国债	震荡偏弱	展望下周，市场处于数据和政策的空窗期内，资金面和权益市场表现将主导债券走势，预计债市震荡偏弱。

大类资产周度展望——贵金属

周度观点：

杰克逊霍尔全球央行年会上鲍威尔的表态超预期鸽派，市场风险偏好受到降息预期强化的提振而走强，市场完成了对9月降息25bp以及年内降息两次的定价。美联储货币政策框架有所调整，五年前的平均通胀目标制已经不再适用，疫情后的这五年美国通胀持续高于2%目标，货币政策已经不再受到有效利率偏低的限制。从长期来看，美国通胀水平的抬升意味着后续的降息空间有限，但短期鲍威尔表态鸽派的地方在于对就业市场走弱的判断为9月降息打开大门。8月美国制造业PMI和服务业PMI好于预期，但关税对通胀的拉升作用开始体现，短期金价延续区间震荡状态，尚不具备突破上涨动能。

黄金价格走势



数据来源：Wind

大类资产周度展望——贵金属

- 实际利率回落至1.85%，10年期美债收益率止跌回落至4.25%，市场已经完成了对9月降息25bp的计价，PMI数据显示美国通胀上行风险增加，叠加风险偏好维持高位，美债收益率仍有上行空间，美债收益率曲线逐渐陡峭化，对金价构成压制。
- 美元指数震荡收跌，人民币震荡收涨，沪金延续折价状态。国内本身黄金供需并不紧张，期现套利交易推动上期所黄金库存增加，叠加股市情绪高涨，资金小幅流出黄金板块，沪金延续震荡走势。

数据来源：Wind、Bloomberg

美国实际利率与伦敦金价



沪金与内外价差

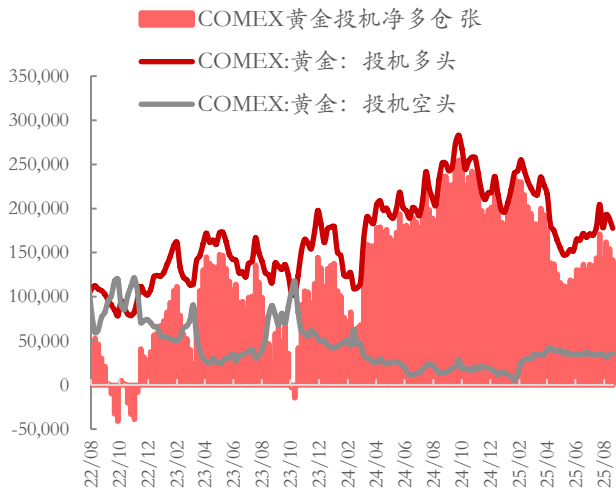


大类资产周度展望——贵金属

- Comex黄金期货投机净多仓小幅下降至14.1万手，SPDR黄金ETF持有量小幅流出，海外市场风险偏好维持高位，经济尚未衰退时降息预期的强化更加利多股市。沪金持仓回落至40万手出头，库存持续增加，主要是国内期现套利交易所致，沪金缺乏突破上涨动力。
- 白银震荡收涨，表现略好于黄金，金银比价回落至88，国内工业品反内卷行情明显降温，工业属性难以给到白银持续支撑，预计白银较难突破前高，需要注意回调风险。

数据来源：Wind、Bloomberg

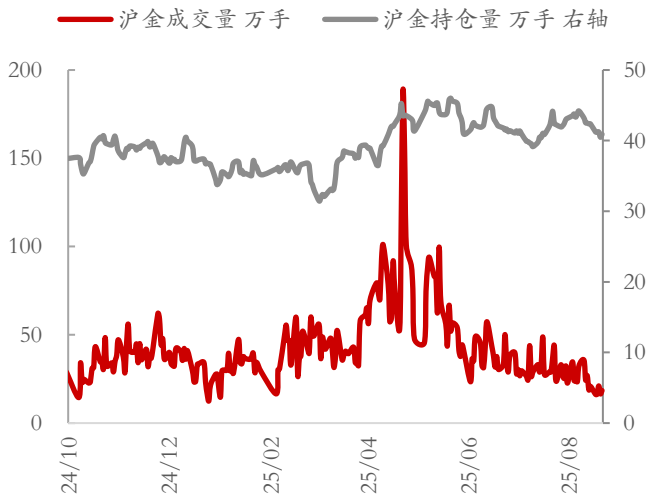
Comex黄金期货投机持仓



SPDR黄金ETF持有量



沪金期货持仓量和成交量



金银比价



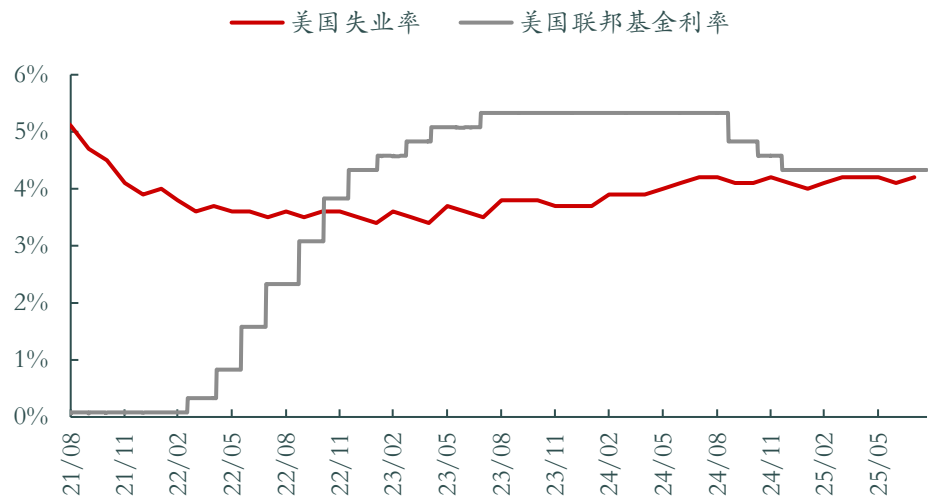
大类资产周度展望——外汇

衍生无限未来

周度观点：

本周市场属于非常重要的一周。因为美联储主席鲍威尔在央行年会上的发言，市场普遍预计鲍威尔表态偏向鹰派，但是鲍威尔的发言明显远超市场预期，发言非常鸽派。很明显鲍威尔的重点在于失业率的上升，因此美联储的政策重点回到了失业率上。鲍威尔强调劳动力市场在走弱，虽然劳动力市场维持平衡，但是这是由于供需双弱导致的，这种不寻常的局面意味着，一旦风险上升，失业率有可能迅速上升。与此同时，GDP增速在25年上半年上半仅有1.2%，远低于24年同期2.5%，表明了居民消费降低。整体来看，鲍威尔着重强调经济的弱。对于通胀，鲍威尔阐述了通胀上升的局面，但是重点却是鲍威尔认为通胀的上升是“一次性”的冲击，那么我们认为即使通胀未来走高，美联储也会更加容忍通胀而不是要抑制通胀。对于这种继续走高的通胀，鲍威尔认为劳动力市场的走弱，导致实际收入降低，会抵消通胀，而这很有可能发生。劳动力市场走弱和高通胀抵消了，鲍威尔的表态简直是极致鸽派。当然，如果通胀预期持续上升怎么办，目前通胀预期维持稳定，所以不必担心这个问题。综合整体状况，鲍威尔认为目前通胀风险在上升，但是失业率风险也在上升，我们预计美联储政策重点转向失业率，因此结果不言而喻。本次还有一个央行货币政策框架的改变，但是显然央行货币政策框架改变并不明显，美联储放弃了平均目标通胀机制，转向更加灵活的锚定2%的框架。整体来看，鲍威尔的表态彻底改变了市场对于美联储降息节奏的预期，我们认为美联储9月降息速度甚至可能加速，美元指数趋势性走弱不可避免。

政策利率居高不下，失业率抬升风险加大



降息预期升温，美元和美债收益率回落



资料来源：Bloomberg

大类资产周度展望——美股

周度观点：

本周初市场预计鲍威尔在全球央行年会上可能继续维持谨慎论调，前期涨幅较高的科技板块率先出现回调，市场情绪转向谨慎。但周五鲍威尔表态意外偏鸽，一方面强调就业下行风险正在加大，而关税造成持续恶性通胀的可能有限，双重风险更倾向于就业下行风险，另一方面回归灵活的货币框架，更是为调整货币政策立场铺垫，发言后市场风险偏好回升，收回周内跌幅。降息预期下预计近期美股仍将震荡偏强运行，关注下周英伟达财报和7月PCE数据。

美国三大股指年初至今累积涨跌幅

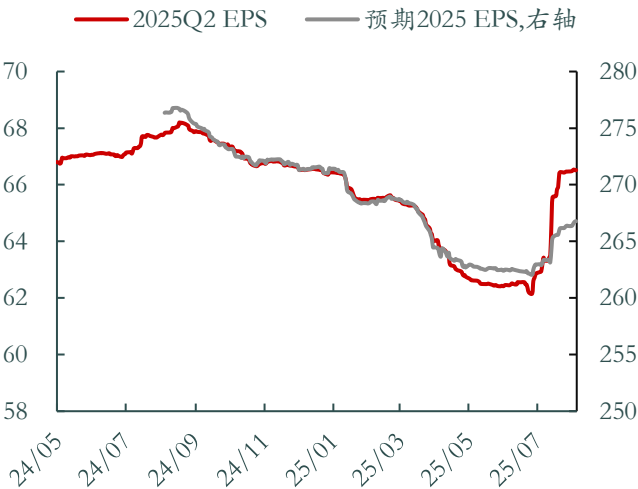


资料来源：Factset

大类资产周度展望——美股

- 就板块而言，能源、房地产、金融和材料涨幅均超过2%，仅有信息科技和通信板块录得下跌。
- 美股二季度财报表现强劲，目前已有90%的公司公布二季度业绩，其中81%的公司业绩超出预期，这个比例高于近5年和近10年均值，超出预期的平均幅度为8.4%，目前盈利增速达到11.6%，自7月以来，医疗保健、可选消费、信息技术和通信服务行业是指数盈利上升的最大推动力，支撑指数的强劲表现。
- 机构投资者持回升，波动率指数维持年内低位，市场风险偏好仍然维持高位。

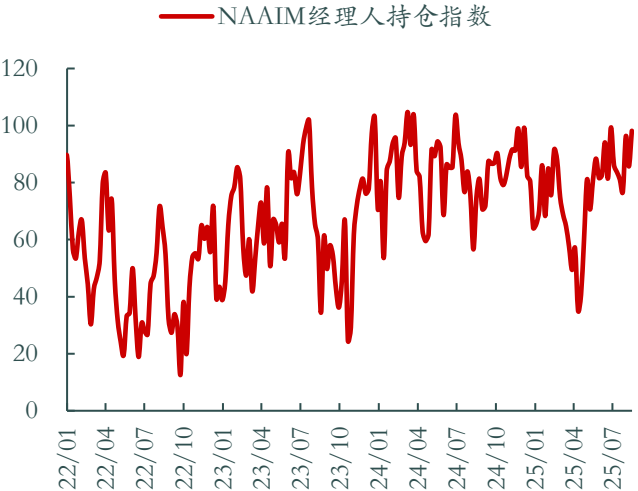
标普500盈利预期



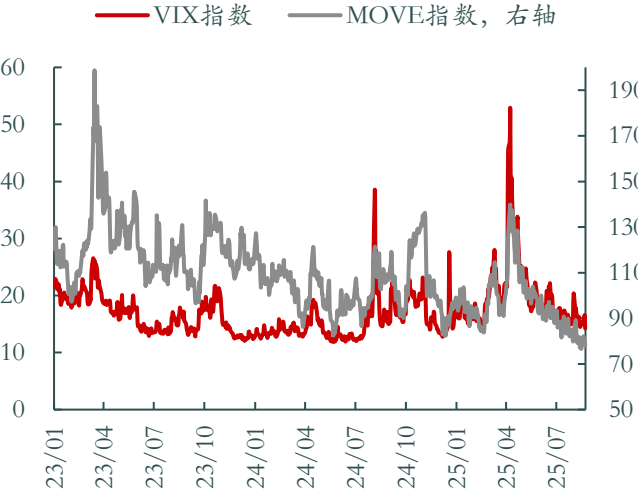
美国三大股指静态估值水平



基金经理仓位水平



标普500波动率指数



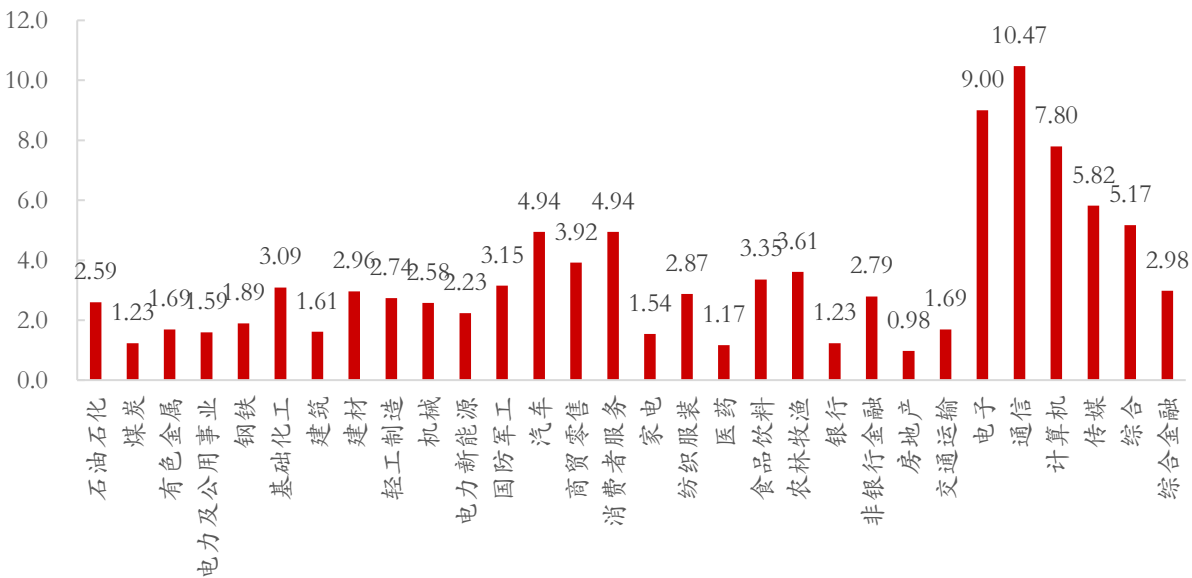
资料来源：Factset

大类资产周度展望——A股

周度观点：

本周A股中信一级行业中共30个上涨（上周22个），0个下跌（上周8个）。领涨行业为通信（+10.47%），跑输最多的行业为房地产（+0.98%）。

中国A股中信一级行业周涨跌幅(% Local)

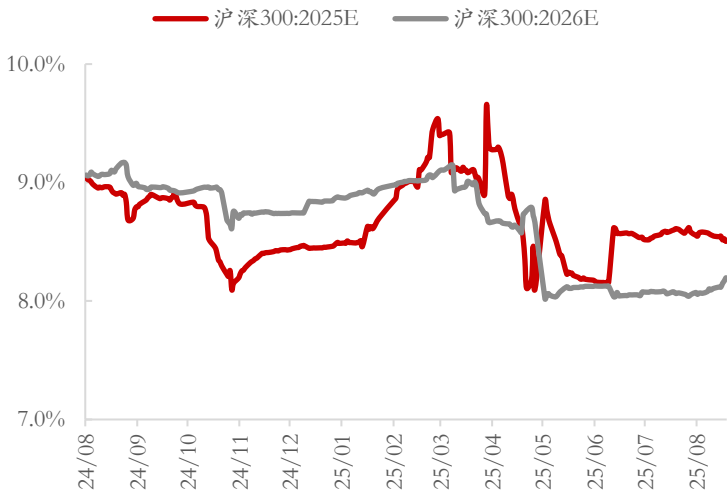


资料来源：Wind

大类资产周度展望——A股

- 本周全球股市震荡，但中国股市气势如虹。沪指一路突破2021年的高点3731后，随即上行突破3800点，已经来到历史第三高的位置。
- 同时成交额也来到日均2.5万亿的水平，市场情绪如火如荼，盘面呈多点开花态势。当前“牛市预期”已经凝结了较多共识，短期内基本面虽有压力，但股市并不对此做更多定价。

沪深300预测盈利增速



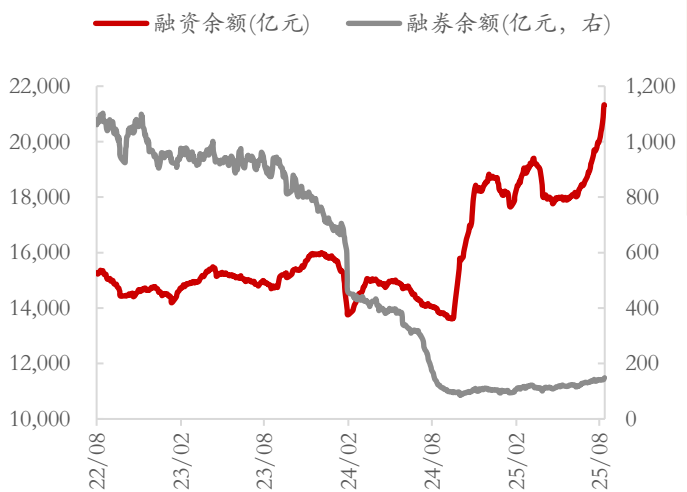
沪深300 ERP



北向日均成交额



融资融券余额



资料来源: Wind

大类资产周度展望——国债

周度观点：

展望下周，市场处于数据和政策的空窗期内，资金面和权益市场表现将主导债券走势，预计债市依旧偏弱。近期央行呵护市场流动性的态度依然是确定的，但税期、跨月等重要时间节点，资金面仍会存在着边际收敛的动力。美联储9月降息的概率较高，国内降息、宽货币的预期也有升温的基础，但在资金利率中枢难下台阶的背景下，降息预期升温更利多股市。当前股市对于利多消息是更为敏感的，后续阅兵、美联储降息等利多消息较多，预计股市还将偏强运行。当前利率调整的幅度并不高，和股市相比，做多债市的性价比有限，债市能否对股市完全脱敏尚需观察。

本周国债收益率走势

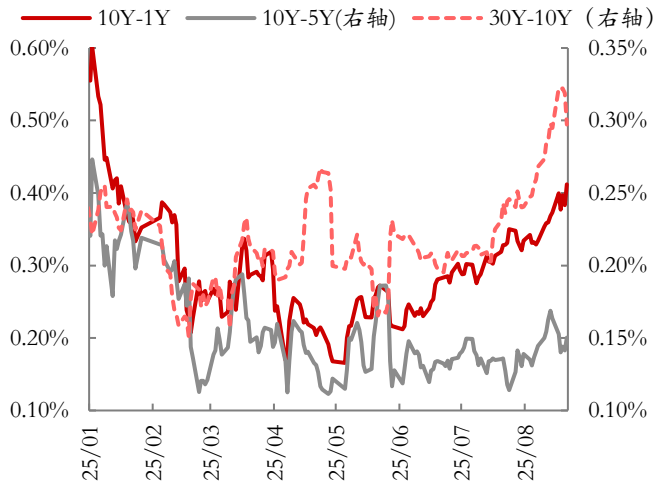


资料来源：Wind

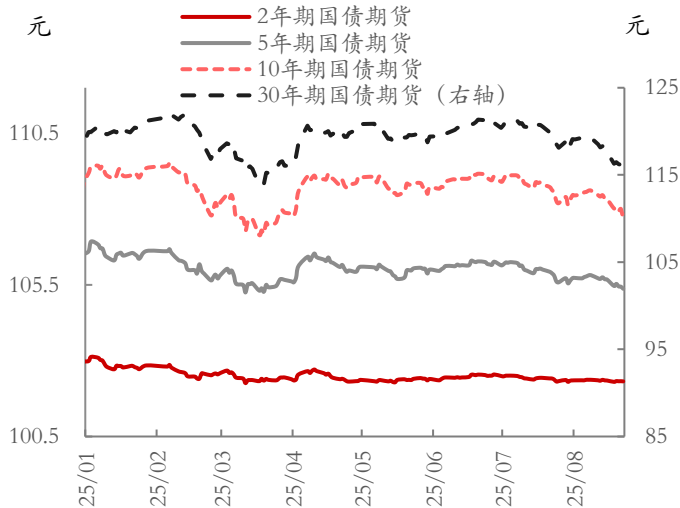
大类资产周度展望——国债

- 国债10Y-1Y利差走阔3.88bp至41.2bp，10Y-5Y利差收窄1.32bp至15.02bp，30Y-10Y利差走阔0.24bp至29.73bp。
- 截至8月22日收盘，两年、五年、十年和三十年期国债期货2512合约结算价分别为102.318、105.370、107.655和115.900元，分别较上周末变动-0.066、-0.300、-0.570和-1.310元。
- 2年、5年、10年和30年期国债期货本周持仓量分别为95576、171776、229431和152922手，分别较上周末变化-8070、-3907、-5818和+514手。

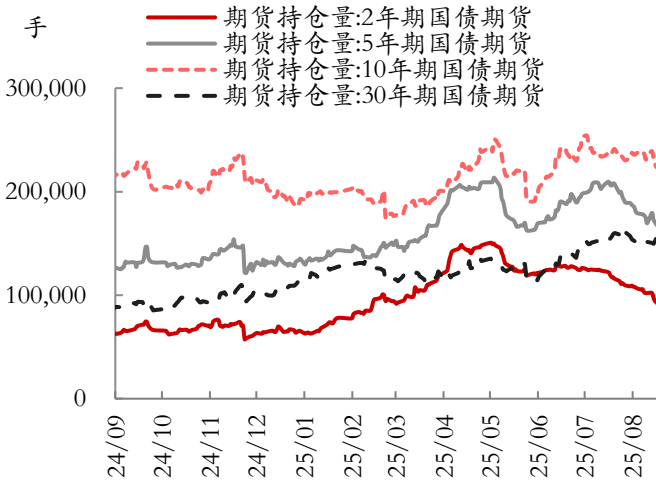
国债收益率曲线结构



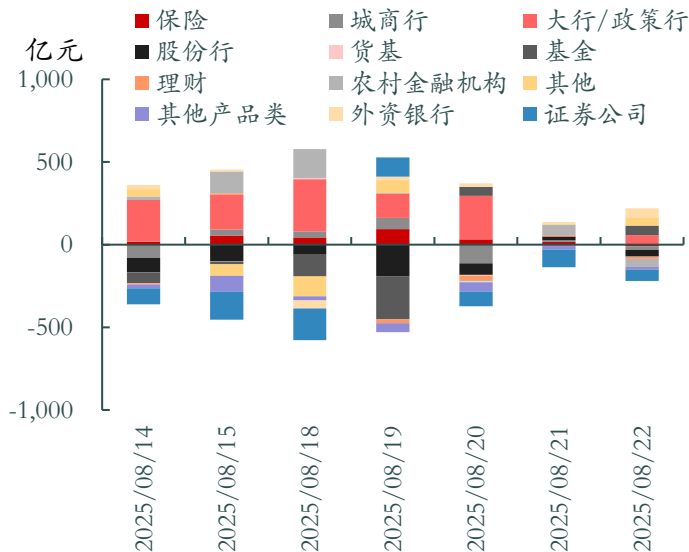
国债期货市场走势



期货总持仓量



国债现券分机构净买卖时序



资料来源: Wind

四、全球宏观经济数据跟踪

海外高频经济数据跟踪

- GDPNow模型对Q3增速估计值回落至2.26%，红皮书零售销售同比增速回升至5.9%，仍未大幅偏离5%的平均水平。
- 本周原油价格小幅回升，美俄地缘政治风险边际缓和，经济数据维持韧性，市场通胀预期维持稳定。
- 首申人数录得23.5万人，续申人数再度回落至197.2万人，续申人数维持高位表明失业时间正在延长，就业市场继续走弱。

GDPNow模型估算GDP增速



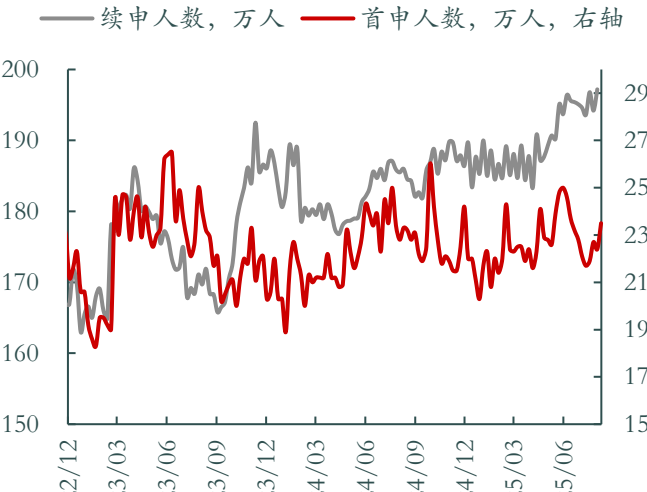
红皮书零售指数同比增速小幅回落



原油价格与市场远期通胀预期



美国失业金申领人数



资料来源：iFind

- 银行准备金额维持3.3万亿，TGA账户余额小幅回升至5261亿，隔夜逆回购规模回升至363亿，市场流动性维持稳定。
- 波动率指数回落至年内低点，企业利差低位运行，高收益率企业债利差小幅回升，投资级企业债利差维持低位，金融市场流动性仍然充裕。
- 鲍威尔发言认为就业市场下行风险正在积累，而通胀更有可能是短期一次性风险，灵活的货币政策框架下表态偏鸽，市场降息预期升温，目前基本定价9月降息和年内两次降息。

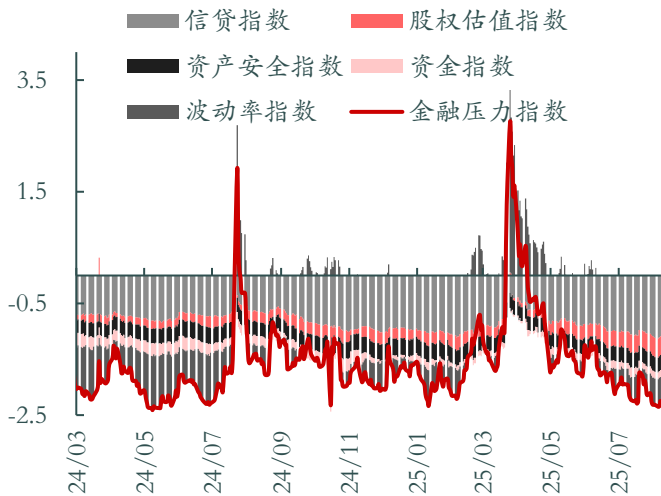
美国银行间系统流动性



高收益企业债利差



金融市场流动性指数



市场降息预期

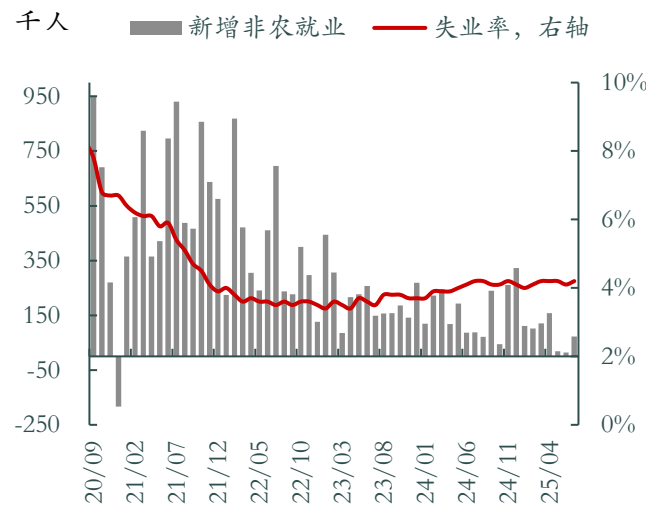
会议时间	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17				0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	75.00%	25.00%
2025/10/29	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	35.30%	51.50%	13.20%
2025/12/10	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	25.40%	46.90%	24.00%	3.70%
2026/1/28	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.70%	34.40%	37.30%	15.50%	2.20%
2026/3/18	0.00%	0.00%	0.00%	5.60%	23.20%	35.90%	25.70%	8.40%	1.20%
2026/4/29	0.00%	0.00%	1.90%	11.50%	27.40%	32.60%	20.00%	6.00%	0.50%

资料来源：iFind

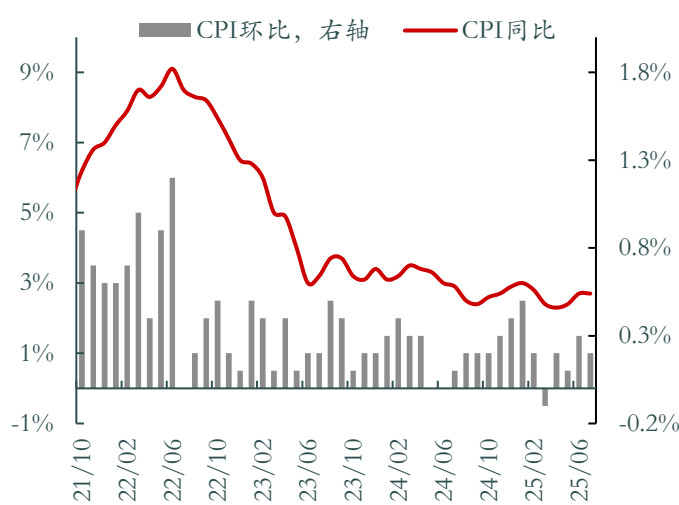
海外高频经济数据跟踪

- 美国7月CPI同比增长2.7%，略低于预期2.8%，环比增长0.2%符合预期。核心CPI同比增长3.1%，高于预期3%，环比增长0.3%符合预期。就分项而言，核心商品分项物价水平继续抬升，二手车、家具和服饰同比增速抬升；核心服务粘性较强，房租、医疗服务和机票环比增速提升；能源价格的大幅回落对冲整体CPI上行压力。
- 美国7月PPI同比增长3.3%，环比增长0.9%，远超预期和前值。核心PPI环比增长0.9%，同比增长3.7%，同样较前值大幅抬升。就分项而言，核心商品分项温和抬升，服务分项环比增速抬升，主要有贸易服务和金融服务贡献，贸易服务分项由于采用价差确定涨跌幅，本身波动较大，但服务通胀的回升意味着美国核心通胀粘性仍然较强，通胀难以快速回落。

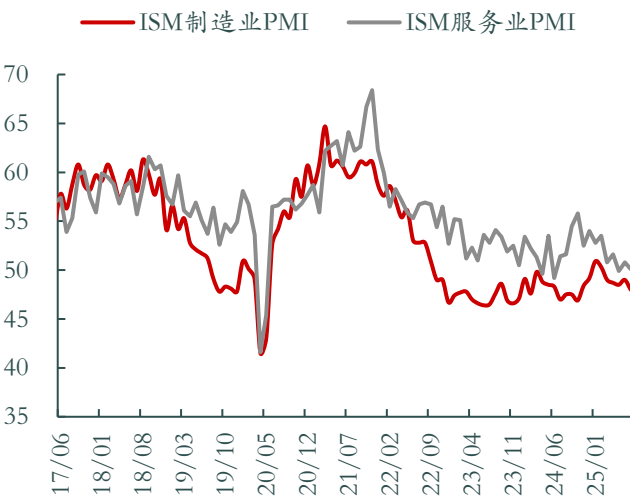
7月非农新增就业7.3万，前值大幅下修



7月CPI小幅回升，商品价格有所抬升



7月制造业PMI回落至48



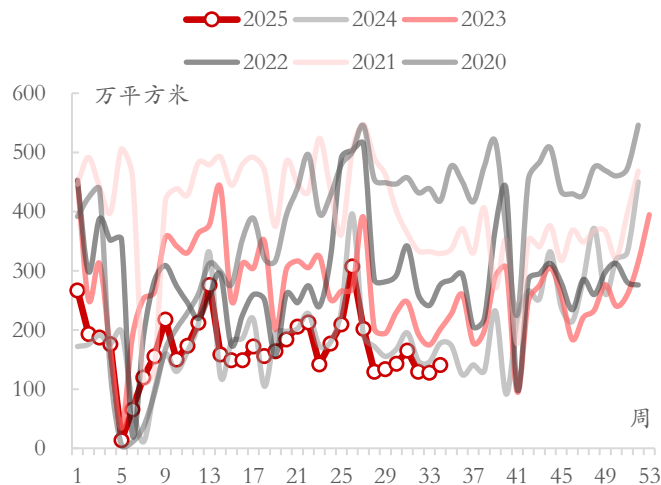
6月PCE同比增速录得4.6%



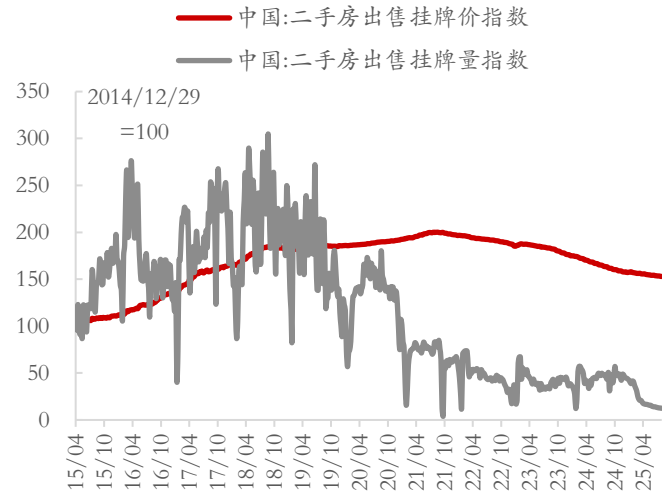
资料来源：iFind

- 地产成交依旧疲弱。同时需注意近期国常会提到更大力度促进房地产止跌回稳，后续政策落地效果仍需跟踪。

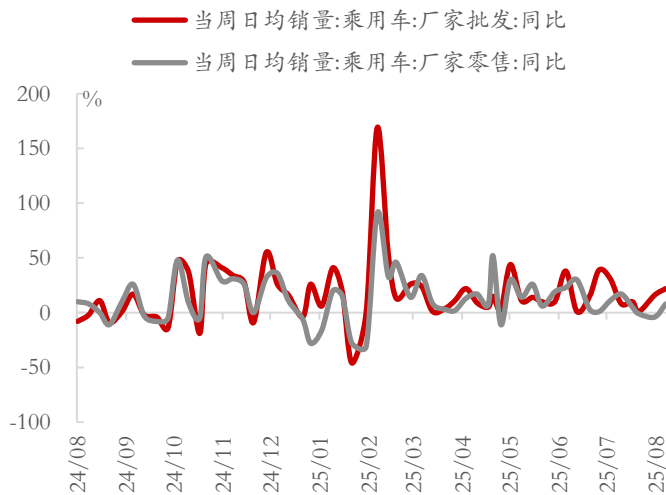
30大中城市一手房成交面积



全国二手房挂牌量和挂牌价



乘用车销量同比增速



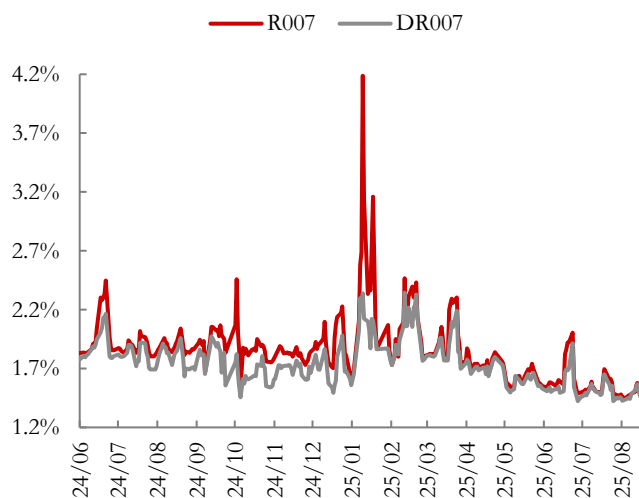
出口高频数据跟踪: 港口集装箱吞吐量



资料来源: Wind

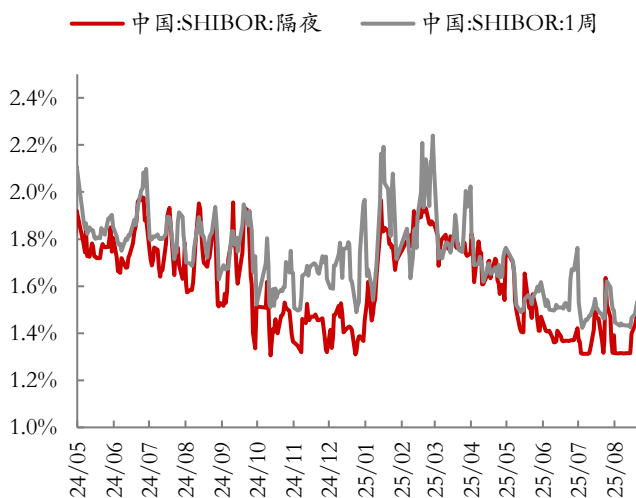
- 资金利率方面，截至8月22日收盘，R007、DR007、SHIBOR隔夜和SHIBOR1周分别为1.48%、1.47%、1.42%和1.46%，分别较上周末收盘变动-1.91、-3.67、+2.00和-0.20bp。
- 回购交易方面，本周银行间质押式回购日均成交量为7.13万亿元，比上周（8.15万亿元）少1.02万亿元，隔夜占比为87.75%，略低于前一周（89.82%）水平。

质押回购利率走势

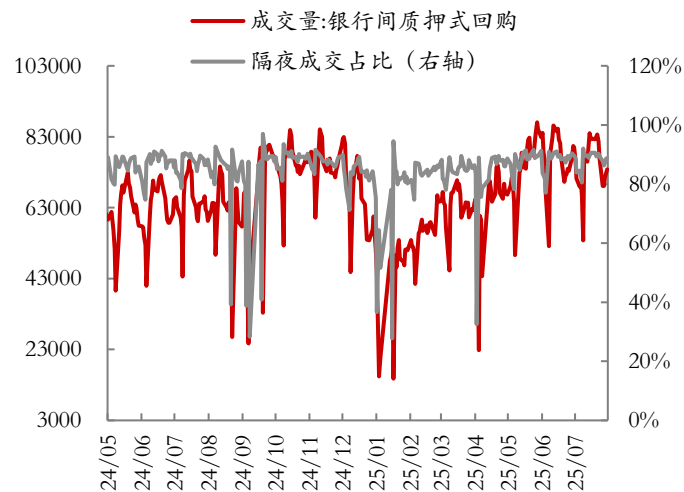


资料来源：Wind

银行间同业拆借利率走势



银行间质押式回购成交量



- 7月经济数据普遍走弱，尤其是内需加速收敛。私人部门内生性修复动能不足；政策思路重在调结构、托底政策相对不多是内需走弱的两个原因。具体来看：1）1-7月固定资产投资增速录得1.6%，前值2.8%，预期值2.68%。房地产、基建和制造业三大分项投资增速均较前值下降。2）居民收入-消费的正向循环尚未形成，随着政策力度边际下降，7月社零增速录得3.7%，较前值下降1.1个百分点。需求侧的疲弱正在向供给端传导，叠加“反内卷”政策逐渐推进，7月工增同比录得5.7%，较前值下降1.1个百分点。不过总体来看，工增同比读数仍要明显高于消费、投资，供强需弱格局仍然存在。

7月经济指标一览

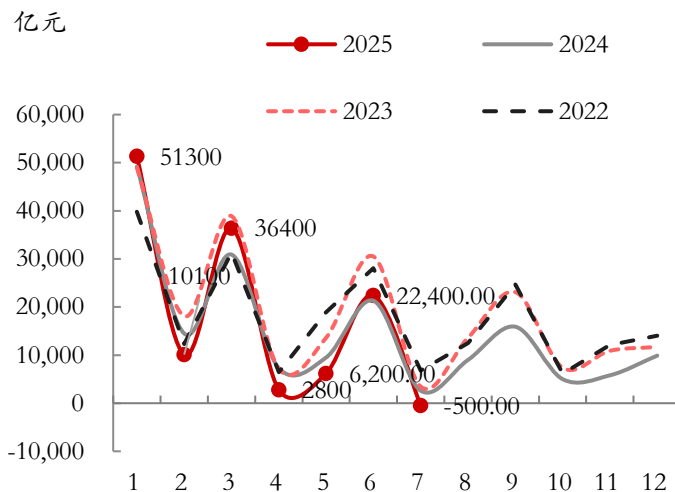
	指标	环比	25/07	25/06	25/05	25/04	25/03	25/02	25/01	24/12	24/11	走势图
生产	工业增加值: 当月同比	1.1	5.7	6.8	5.8	6.1	7.7	31.0	-11.1	6.2	5.4	
	服务业生产指数: 当月同比	-0.2	5.8	6.0	6.2	6.0	6.3	#N/A	#N/A	6.5	6.1	
投资	固定资产投资: 累计同比	1.2	1.6	2.8	3.7	4.0	4.2	4.1	#N/A	3.2	3.3	
	制造业: 累计同比	1.3	6.2	7.5	8.5	8.8	9.1	9.0	#N/A	9.2	9.3	
	制造业: 当月同比	5.3	-0.3	5.1	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	8.3	9.3	
	基建: 累计同比	1.6	7.3	8.9	10.4	10.9	11.5	10.0	#N/A	9.2	9.4	
	基建: 当月同比	7.3	-1.9	5.3	9.2	9.6	12.6	9.9	#N/A	7.4	9.7	
	地产开发投资: 累计同比	-0.8	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8	#N/A	-10.6	-10.4	
消费	社零: 当月同比	1.1	3.7	4.8	6.4	5.1	5.9	4.0	#N/A	3.7	3.0	
	商品: 当月同比	1.3	4.0	5.3	6.5	5.1	5.9	3.9	#N/A	3.9	2.8	
	餐饮: 当月同比	0.2	1.1	0.9	5.9	5.2	5.6	4.3	#N/A	2.7	4.0	
进出口	出口: 当月同比	1.3	7.2	5.9	4.7	8.1	12.3	-3.1	5.9	10.7	6.6	
	进口: 当月同比	3.0	4.1	1.1	-3.4	-0.3	-4.4	1.5	-16.3	0.8	-4.0	
就业	城镇调查失业率	0.2	5.2	5.0	5.0	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0	
	31个大城市城镇调查失业率	0.2	5.2	5.0	5.0	5.1	5.2	5.2	5.1	5.0	5.0	

7月地产指标一览

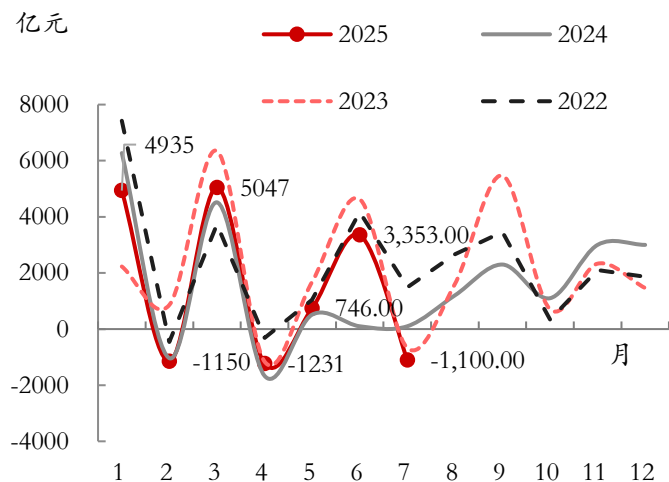
分类	指标 (%)	变化	25/07	25/06	25/05	25/04	25/03	25/02	24/12	24/11	走势图
房企资金来源	合计: 累计同比	-1.3	-7.5	-6.2	-5.3	-4.1	-3.7	-3.6	-17.0	-18.0	
	国内贷款: 累计同比	-0.5	0.1	0.6	-1.7	0.8	-2.3	-6.1	-6.1	-6.2	
	自筹资金: 累计同比	-1.3	-8.5	-7.2	-7.2	-6.8	-5.8	-2.1	-11.6	-11.0	
	其他资金: 定金及预收款: 累计同比	-2.4	-9.9	-7.5	-5.0	-3.0	-1.1	-0.9	-23.0	-25.2	
	其他资金: 个人按揭贷款: 累计同比	2.1	-9.3	-11.4	-8.5	-8.5	-7.0	-11.7	-27.9	-30.4	
销售	商品房销售面积: 累计同比	-0.5	-4.0	-3.5	-2.9	-2.8	-3.0	-5.1	-12.9	-14.3	
	商品房销售额: 累计同比	-1.1	-6.5	-5.5	-3.8	-3.2	-2.1	-2.6	-17.1	-19.2	
投资	竣工面积: 累计同比	-1.7	-16.5	-14.8	-17.3	-16.9	-14.3	-15.6	-27.7	-26.2	
	施工面积: 累计同比	-0.1	-9.2	-9.1	-9.2	-9.7	-9.5	-9.1	-12.7	-12.7	
	新开工面积: 累计同比	0.3	-19.4	-20.0	-22.8	-23.8	-24.4	-29.6	-23.0	-23.0	
	开发投资完成额: 累计同比	-0.8	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8	-10.6	-10.4	

- 7月金融数据走势分化，M1、M2增速超市场预期，新增信贷数据明显偏弱。金融数据的分化并不矛盾，私人部门主动增加贷款的意愿仍然是较弱的，但财政部门积极发债、支出、创造存款；化债等政策改善了企业的现金流，企业账期缩短，这也有助于改善M1。政策逐渐开始呵护需求侧，不过力度相对较为温和，预期短期内金融数据难有明显改善；从基数的角度来看，M1同比增速应在9月见顶。权益市场关注的是政策态度而非经济基本面，预计强风险偏好能够持续。

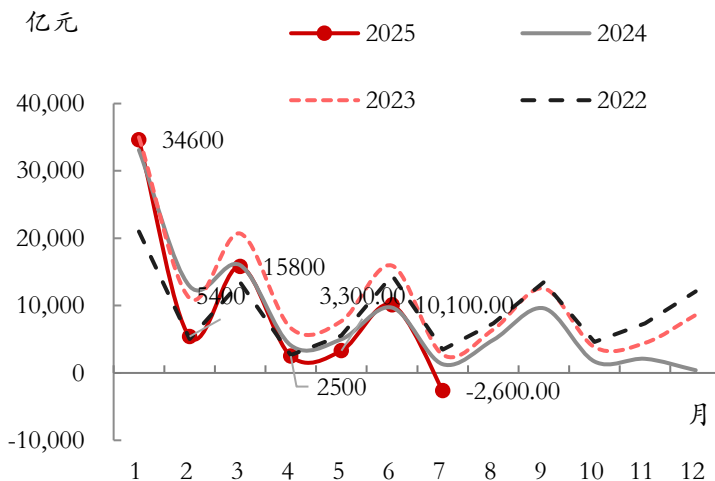
7月新增人民币信贷



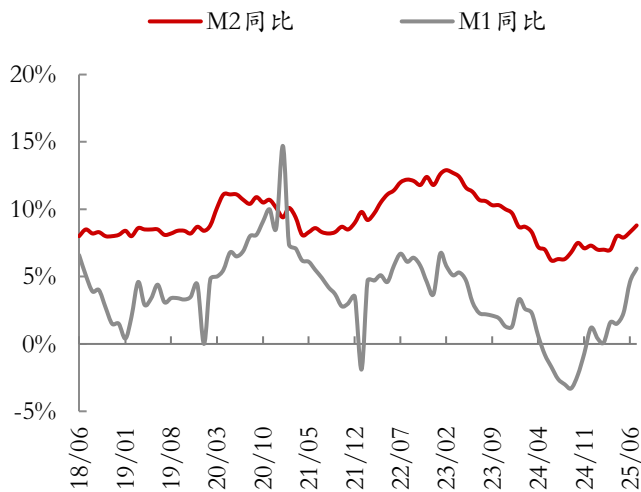
7月居民部门中长贷



7月企业单位中长期贷款

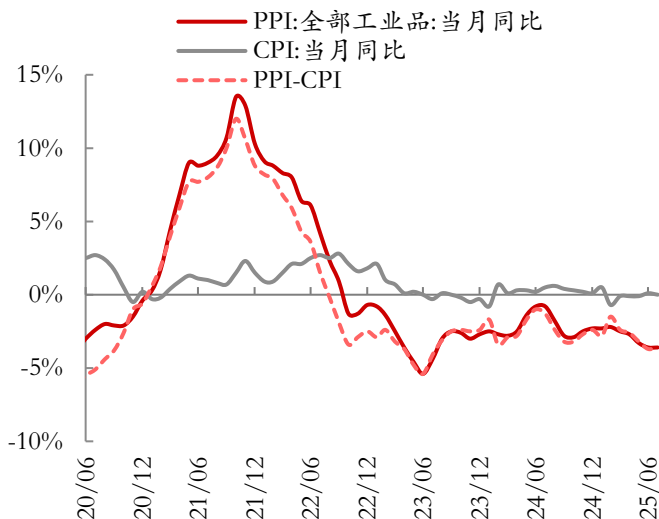


M1增速上升



- 7月PPI同比增速为-3.6%，前值为-3.6%，预期为-3.44%；PPI环比增速为-0.2%，较前值上升0.2个百分点。反内卷行情虽导致部分上涨大宗商品涨价，但终端需求疲弱的问题相对明显，尚不能有效拉动PPI。
- 7月CPI同比增速为0.0%，前值为0.1%，预期值为-0.12%；核心CPI同比增速为0.8%，前值0.7%；CPI环比增速为0.4%，前值为-0.1%，基本符合季节性平均水平；核心CPI为0.4%，前值0.0%，基本符合季节性平均水平。终端需求尚无强劲改善，个别分项的改善可持续性仍需观察，CPI表现依旧偏弱。
- 虽然反内卷政策的确导致7月大宗商品涨价，但终端需求相对疲弱的问题尚未改善，涨价尚未能传导至下游。我国的确较为重视物价问题，后续也会出台更多政策提振物价，但在供强于求这一大背景不发生改变的情况下，物价的回升之路将是相对波折的。

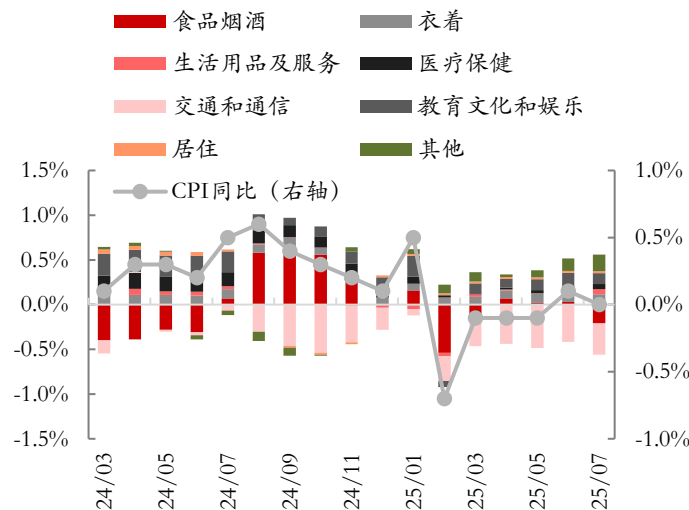
7月PPI表现疲弱，CPI超出预期



新房销售增速领先PPI2-3季度



7月各分项对于CPI同比的拉动

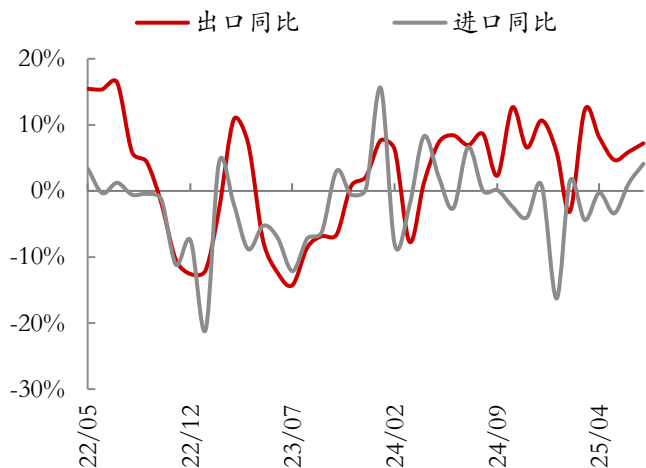


能繁母猪存栏同比vsCPI猪价

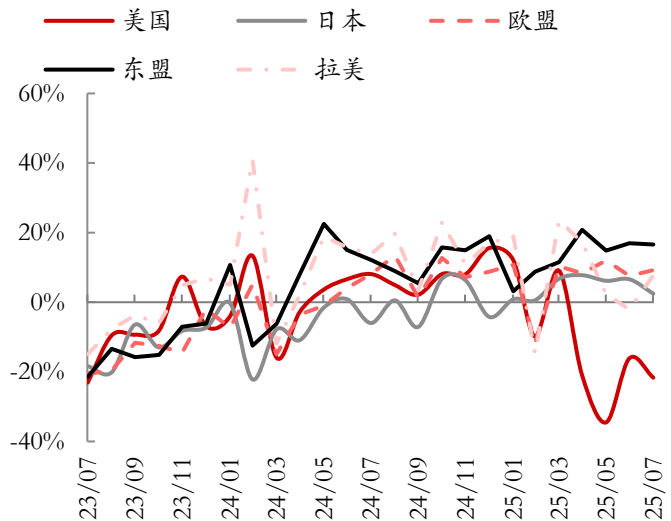


- 7月出口增速录得7.2%，预期5.79%，前值5.9%。出口增速超预期的原因是多方面的，抢转口的确仍在继续，但也要看到低基数、物价上涨对于出口增速的拉动。实际上7月全球制造业PMI下降，我国出口金额也是较前值下降的。
- 7月进口增速录得4.1%，预期值0.3%，前值1.1%。国内需求未见显著好转，进口增速超预期应是我国对部分品种的需求上升以及物价上涨导致的。
- 展望未来，出口强劲增长的可持续性存疑。前期抢转口会透支后续出口需求，另外中美贸易谈判的结果或也存在变数。进口增速的变化主要由国内需求的变化决定，若国内需求修复节奏偏慢，进口增速也难以持续增长。

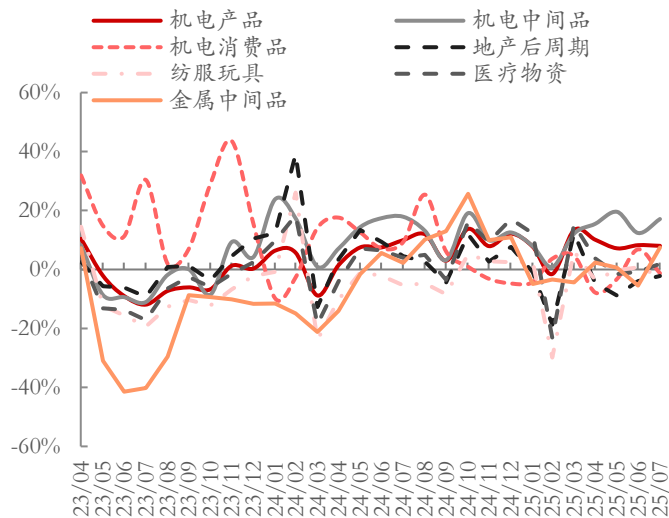
7月进出口同比增速大超预期



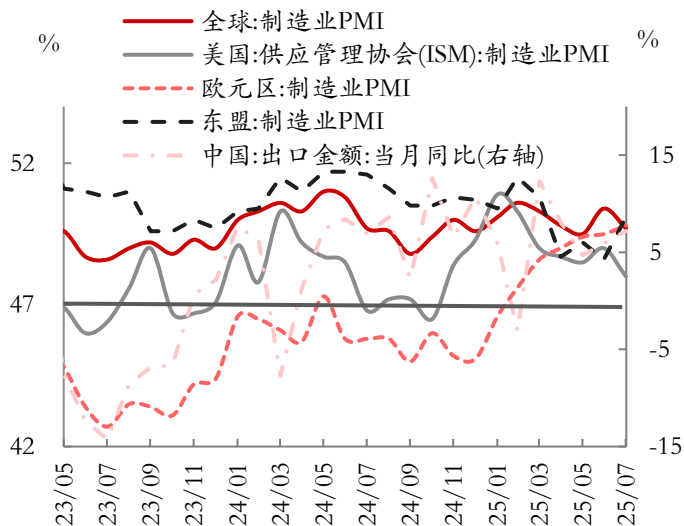
重点地区出口增速



重点商品出口增速



各国PMI vs 出口增速



全球财经事件日历（2025. 8. 25-2025. 8. 31）

衍生无限未来

日期	国家	公布时间	数据及事件	预期	前值
周一	美国	22:00	美国7月新屋销售总数年化(万户)	63	62.7
	美国	22:30	美国8月达拉斯联储商业活动指数	-	0.9
周二	美国	20:30	美国7月耐用品订单月率	-4%	-9.4%
	美国	21:00	美国6月FHFA房价指数年率	-	2.8%
	美国	21:00	美国6月S&P/CS20座大城市未季调房价指数年率	2.2%	2.79%
	美国	22:00	美国8月谘商会消费者信心指数美国8月谘商会消费者信心指数	96.4	97.2
周三	中国	9:30	中国7月规模以上工业企业利润年率	-	-4.3%
周四	欧元区	17:00	欧元区8月经济景气指数	96	95.8
	欧元区	17:00	欧元区8月工业景气指数	-10	-10.4
	美国	22:00	美国7月成屋签约销售指数月率	-0.1%	-0.8%
周五	日本	7:30	日本7月失业率	2.5%	2.5%
	日本	7:30	日本8月东京CPI年率	2.6%	2.9%
	美国	20:30	美国7月个人支出月率	0.5%	0.3%
	美国	20:30	美国7月PCE物价指数年率	2.6%	2.6%
	美国	20:30	美国7月核心PCE物价指数年率	2.9%	2.8%

分析师承诺

元涛 徐颖 王培丞 张粲东 周佳慧

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS