



● 主要结论

国信期货交易咨询业务资格
证监许可【2012】116号

分析师：张俊峰

从业资格号：F03115138

投资咨询号：Z0022483

电话：021-55007766-305163

邮箱：15721 @guosen.com.cn

美国新一轮“对等关税”生效，中美关税相对乐观。当地时间7月31日，美国总统特朗普签署行政令，确定了对多个国家和地区征收的“对等关税”税率。近期，美国与多个贸易伙伴先后达成经贸协议。从总体关税来看，中国输美商品的关税相对不高。8月12日，中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，自8月12日起美方继续暂停实施24%的对等关税90天，中美关税走向相对乐观。下一轮24%“对等关税”的截止日期为11月10日。

7月出口表现较好、固投相对不佳、社零有所回调。7月规模以上工业增加值，同比增长5.7%，有所回调；较去年7月增速仍然高0.6个百分点，总体稳健。7月社会消费品零售总额同比增长3.7%，有所回调。7月出口同比增长7.2%，表现较好。1-7月固投同比增长1.6%，相对不佳；其中，民间固定资产投资同比下降1.5%，跌幅再度扩大。

广义财政支出延续提速，货币供给存量和结构性矛盾延续改善。财政收支方面，1-7月广义财政支出增速持续提升、同比增长9.32%，地方政府新增专项债发行进度70%，财政支撑作用突出。货币供给方面，7月货币供给存量和结构性矛盾延续改善，货币供给增量存在季节性回调，M1同比增长5.6%。物价水平方面，7月物价水平暂未显著好转，CPI同比持平，PPI同比跌幅仍然没有显著收窄、同比下跌3.6%。

美元指数冲高回落，美联储9月大概率降息。(1) 物价水平并非降息障碍。美国7月CPI同比2.7%，7月核心CPI同比3.1%。(2) 劳动力市场支持降息。美国农工部大幅下修前期数据，其中，6月的初值14.7万人下修至1.4万人，5月的初值13.9万人下修至1.9万人。可以看出，根据修订后的新增非农数据，5月和6月新增非农就业几乎停滞。(3) 当地时间8月22日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上表示，当前形势暗示就业增长面临下行风险，风险平衡点的变化可能要求调整政策；美联储对降息持开放态度。(4) 根据CME美元利率期货显示，截至北京时间8月24日，市场预计美联储9月18日降息25个基点的概率为75.0%；年内累计降息幅度或为50个基点。(5) 总体来说，后期美元指数或相对偏弱，下方95仍有一定支撑。

人行总量政策短期或维持不变，年内降息降准仍有空间。(1) 近期，人民币震荡偏强，但总体并不强势，或与美债收益率相对上行有关。(2) 考虑到美联储9月大概率降息，叠加近期人民币资产受到关注，且中美关税政策相对乐观，人民币或延续震荡偏强，在岸美元兑人民币近期或挑战7.15，年内仍有望挑战7.0。

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、重要会议和政策

表：2025 年 8 月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
8 月 1 日	(1) 美国“对等关税”。根据央视新闻 8 月 1 日的报道，当地时间 7 月 31 日，美国总统特朗普签署行政令，确定了对多个国家和地区征收的“对等关税”税率，具体税率从 10%至 41%不等。此次行政令设 7 天缓冲期，将于 8 月 7 日零时生效。其中，叙利亚被征收的“对等关税”税率最高，定为 41%；缅甸、老挝为 40%，瑞士为 39%，阿尔及利亚为 30%，印度 25%，越南为 20%，菲律宾、泰国、柬埔寨为 19%；巴西、英国关税最低，定为 10%；多数国家及地区的关税税率定为 15%，包括日本、韩国、以色列、土耳其；针对欧盟国家，若商品现行关税低于 15%，将补足至 15%；高于 15%的不再追加。行政令还表示，未列明国家统一适用 10%的关税税率。此外，如有国家或地区通过第三地转运方式规避关税，其商品将被征收 40%的转运税。 (2) 当天稍早前，白宫还表示，特朗普已签署行政令，将对加拿大的关税税率从 25%上调至 35%，将于 8 月 1 日生效。(3) 当地时间 7 月 31 日，美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”上发文称，他与墨西哥总统辛鲍姆进行了电话交谈。特朗普表示，与墨西哥达成协议的复杂性与其他国家达成协议有所不同，双方同意延长两国的协议 90 天，即墨西哥将继续支付 25%的芬太尼关税、25%的汽车关税以及 50%的钢铁、铝和铜关税。
8 月 1 日	根据美国农工部数据，美国 7 月非农就业人口新增 7.3 万人、预期 10.4 万人。美国 7 月失业率 4.2%、预期 4.2%、前值 4.1%。
8 月 2 日	根据央视新闻的报道，当地时间 8 月 1 日，美国总统特朗普下令解雇劳工部下属的劳工统计局局长。
8 月 4 日	根据《金融时报》的报道，近期有纳税人收到了税务部门通知，告知其需要依法办理境外所得申报并缴纳相应税款。“根据我国个人所得税法，个人股票交易所得属于财产转让所得，应当适用 20%的税率按次征收。其中，个人在境内二级市场的股票交易所得暂免征收个人所得税；在境外直接进行股票交易所得没有免税规定，需要在取得所得的次年申报纳税。”吉林财经大学税务学院院长张巍解释说。
8 月 5 日	根据中国人民银行的新闻，中国人民银行等七部门联合印发《关于金融支持新型工业化的指导意见》。
8 月 6 日	(1) 美日关税。根据新华社 8 月 6 日的消息，据《日本经济新闻》网站报道，日本时间 6 日上午，正在美国访问的日本经济再生大臣赤泽亮正对记者表示，美国方面公布的 8 月 7 日开始征收关税的官方公告与此前日美双方达成的协议不一致，将使日本面临更高关税，日本要求美方予以纠正。赤泽亮正表示，此前与美方反复确认，针对现有税率低于 15%的商品，在 8 月税率提高后总税率应为 15%。而美国政府日前发布的公告显示，日本已被征税商品需在现有税率之上再加 15%，内容与协议不符，对日本不利。根据新华社 8 月 8 日的报道，日本广播协会、《日本经济新闻》网站等多家媒体报道，正在美国访问的日本经济再生大臣赤泽亮正当地时间 8 月 7 日在华盛顿对记者表示，美方已承诺修改行政令，将日本纳入“税收减轻”对象，并退还 7 日起叠加征收的关税，届时一并下调对日本汽车及零部件的关税。不过，赤泽同时表示修改行政令的时间“由美方判断”。此间舆论认为，美方是否真的会修改仍存悬念。只能说在这场关税纠纷中，日方从美方又得到一个口头承诺。(2) 美印关税。根据央视新闻 8 月 6 日的报道，当地时间 8 月 6 日，白宫称，美国总统特朗普签署行政命令，对来自印度的商品加征 25%的额外关税，以回应印度继续“直接或间接进口俄罗斯石油”。根据行政命令，以上关税税率适用于本命令日期 21 天之后进口的货物，即 8 月 27 日之后。
8 月 7 日	根据英国央行的消息，将政策利率由 4.25%降至 4.0%，即降息 25 个基点。英国央行以上结果，



	经过了历史上首次的两轮投票，反映出委员之间存在较大分歧。第一轮中，4人支持降息25个基点，4人主张维持利率不变，1人（Alan Taylor）支持降息50个基点；结果形成4-4-1的“僵局”。第二轮中，Taylor转而支持降息25个基点，从而以5-4的结果通过降息决议。
8月8日	北京市住房和城乡建设委员会、北京住房公积金管理中心联合印发《关于进一步优化调整本市房地产相关政策的通知》（简称《通知》），自2025年8月9日起施行。《通知》明确，符合本市商品住房购买条件的居民家庭（包括本市户籍居民家庭、在本市连续缴纳社会保险或个人所得税达到相关年限的非本市户籍居民家庭），在五环外购买商品住房（含新建商品住房和二手住房）不限套数；加大住房公积金贷款支持力度。
8月12日	根据新华社的消息，中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》。美方承诺继续调整对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征关税的措施，自8月12日起继续暂停实施24%的对等关税90天。中方自8月12日起继续暂停实施24%对美加征关税以及有关非关税反制措施90天。
8月12日	（1）服务业贷款贴息。根据财政部8月12日的消息，关于印发《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》的通知发布。（2）个人消费贷款贴息。根据财政部8月12日的消息，关于印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》的通知发布。
8月16日	根据央视新闻的报道，当地时间8月15日，美国特朗普政府宣布扩大对钢铁和铝进口征收50%关税的范围，将数百种衍生产品纳入加征关税清单。美国商务部在当天晚间发布的《联邦公报》公告中表示，工业与安全局已将407个产品编码加入《美国协调关税表》，这些产品将因所含钢铁和铝成分而被加征额外关税。公告称，这些产品中非钢铁和铝的部分，将适用特朗普总统对特定国家商品所征收的关税税率。扩大的关税清单将于8月18日正式生效。
8月16日	根据央视新闻的报道，当地时间8月15日，美国总统特朗普和俄罗斯总统普京在美国阿拉斯加州安克雷奇举行联合新闻发布会。特朗普表示，和普京的会议非常富有成效，许多事项已达成一致，只剩下少数几个未解决的点，“双方尚未达成（协议），但（当下）有很好的机会”。特朗普还表示，他与俄罗斯总统普京基本达成共识，认为俄乌冲突将以领土交换以及美国对乌克兰提供某种形式的安全保障作为结束方式。
8月18日	根据新华社的报道，国务院总理李强8月18日主持召开国务院第九次全体会议。李强强调，持续激发消费潜力，系统清理消费领域限制性措施，加快培育壮大服务消费、新型消费等新增长点。加力扩大有效投资，发挥重大工程引领带动作用，适应需求变化更多投资于人、服务于民生，积极促进民间投资。采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势，结合城市更新推进城中村和危旧房改造，多管齐下释放改善性需求。
8月18日	根据央视新闻的报道，当地时间8月18日，美国总统特朗普在白宫与到访的欧洲领导人举行多边会晤。除特朗普与乌克兰总统泽连斯基外，与会者包括欧盟委员会主席冯德莱恩、法国总统马克龙、德国总理默茨、英国首相斯塔默、意大利总理梅洛尼、芬兰总统斯图布以及北约秘书长吕特。特朗普在会晤时表示，到目前为止，这一天非常成功。美方将努力推进美国、乌克兰和俄罗斯之间的三边会晤。特朗普称，与会方谈及了包括安全保障在内的敏感问题。俄罗斯同意接受安全保障，而“美国将考虑由谁来做什么”。目前还需要讨论可能的领土交换事宜。他表示，最终的和平协议是可以实现的，并可以在不久的将来实现。泽连斯基表示，美国在安全问题上发出强烈信号很重要。特朗普将尝试组织美俄乌三边会谈，并将在三边会谈上讨论领土问题。
8月20日	根据央视的报道，当地时间8月19日，美国商务部宣布，将407个产品类别纳入钢铁和铝关税清单，适用税率为50%。商务部声明称，此次新增清单涵盖范围广泛，包括风力涡轮机及其部件、移动起重机、铁路车辆、家具、压缩机与泵类设备等数百种产品。特朗普政府已多次强调要扩大钢铝关税覆盖范围，以保护国内制造业并遏制进口依赖。此前，美国商务部15日晚间发布公告表示，工业与安全局已将407个产品编码加入《美国协调关税表》。公告称，



	这些产品中非钢铁和铝的部分，将适用特朗普总统对特定国家商品所征收的关税税率。扩大的关税清单将于8月18日正式生效。
8月20日	根据环球网的报道，外交部发言人毛宁主持8月20日例行记者会。会上有外媒记者提问称：美国财政部长贝森特在接受媒体采访时表示，美国对目前对华征收关税水平感到满意。这被认为是特朗普政府希望在11月关税期限到期之前与中国保持冷静的信号。外交部对此有何评论？毛宁对此表示，具体问题建议你向中方的主管部门了解。我想说的是，希望美方能够同中方一道，按照两国元首通话达成的重要共识，发挥好中美经贸磋商机制的作用，在平等、尊重、互惠的基础上争取积极成果。
8月21日	根据央视新闻的报道，当地时间8月21日，美国白宫发表与欧盟的联合声明称，美国与欧盟已就一项贸易协定的框架达成一致。欧盟方面随后也发表了联合声明。
8月22日	根据央视新闻的报道，当地时间8月22日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上表示，当前形势暗示就业增长面临下行风险，风险平衡点的变化可能要求调整政策。鲍威尔称，美联储对降息持开放态度。鲍威尔在讲话中暗示尽管当前通胀上行风险依然存在，但美联储仍可能在未来数月降息。

数据来源：新华社等、国信期货

二、美国关税政策

根据央视新闻8月1日的报道，当地时间7月31日，美国总统特朗普签署行政令，确定了对多个国家和地区征收的“对等关税”税率，具体税率从10%至41%不等。此次行政令设7天缓冲期，新一轮“对等关税”已于8月7日零时生效。“对等关税”为加征关税，输美商品的总体关税，还要加上美国总统特朗普就任前的关税。美国所谓“对等关税”分为4月2日和7月31日两轮，目前执行7月31日的“对等关税”，两轮关税不叠加。

（一）经贸协议

近期，美国与多个贸易伙伴先后达成经贸协议，包括中美、美欧、美英、美日、美韩、美印（印尼）、美越以及美墨（墨西哥）。此外，日方对美日经贸协议以及“对等关税”有异议。

（1）中美经贸协议。根据新华社8月12日的消息，中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明。中华人民共和国政府（“中国”）和美利坚合众国政府（“美国”），忆及2025年5月12日达成的中美日内瓦经贸会谈联合声明（“日内瓦联合声明”）；以及考虑到双方2025年6月9至10日伦敦会谈和2025年7月28至29日斯德哥尔摩会谈；双方忆及日内瓦联合声明下所作承诺，并同意于2025年8月12日前采取以下举措：一、美国将继续修改2025年4月2日第14257号行政令中规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征从价关税的实施，自2025年8月12日起再次暂停实施24%的关税90天，同时保留按该行政令规定对这些商品加征的剩余10%的关税。二、中国将继续（一）修改税委会公告2025年第4号规定的对美国商品加征的从价关税的实施，自2025年8月12日起再次暂停实施24%的关税90天，同时保留对这些商品加征的剩余10%的关税；并（二）根据日内瓦联合声明的商定，采取或者维持必要措施，暂停或取消针对美国的非关税反制措施。因此，下一轮24%“对等关税”的截止日期为11月10日。

（2）美欧经贸协议。近期，美欧经贸协议存在两个较为重要的节点和信息发布，两次信息的主要变化是，欧盟取消了美国所有工业产品的关税，并对部分美国农产品提高优惠市场准入，同时增加了购买价值400亿美元的美国人工智能芯片，还将大幅增加从美国采购军事和国防装备；美国则明确了欧盟大部分输美商品的关税以15%作为上限，不叠加基础关税。



首先，根据央视新闻 7 月 26 日的报道，当地时间 7 月 27 日，美国总统特朗普表示，美国已与欧盟达成新贸易协议，对欧盟输美商品征收 15% 的关税。特朗普表示，欧盟将比此前增加对美国投资 6000 亿美元，欧盟将购买美国军事装备，并将购买价值 7500 亿美元的美国能源产品。欧盟委员会主席冯德莱恩表示，15% 税率是欧委会能够达成的最佳结果。

其次，根据央视新闻 8 月 21 日的报道，当地时间 8 月 21 日，美国白宫发表与欧盟的联合声明称，美国与欧盟已就一项贸易协定的框架达成一致。欧盟方面随后也发表了联合声明。(1) 白宫的声明中明确显示，欧盟将取消对美国所有工业产品的关税，并对包括坚果、乳制品、新鲜及加工果蔬产品、加工食品、种子、大豆油及肉类产品等在内的美国水产品及农产品提供优惠市场准入。此外，欧盟承诺采购至少价值 400 亿美元的美人工智能芯片用于欧洲数据中心的建设。声明预计，在 2028 年前，欧洲企业将在美国战略性领域额外投资 6000 亿美元。欧盟还计划大幅增加从美国采购军事和国防装备。(2) 细则还规定，美国对大多数欧盟商品征收关税税率将不超过 15%，涵盖汽车、药品、半导体芯片和木材。

(二) 额外关税

(1) **美加(加拿大)关税。**根据央视新闻的报道，当地时间 7 月 10 日，美国总统特朗普宣布，将自 8 月 1 日起，对自加拿大进口的商品征收 35% 关税。本次以解决非法药物为名进行调整。

(2) **美印关税。**根据央视新闻 7 月 30 日的报道，美国总统特朗普当地时间 7 月 30 日通过社交媒体宣布，将从 8 月 1 日起对印度输美商品征收 25% 的关税并实施其他“惩罚”。根据央视新闻 8 月 6 日的报道，当地时间 8 月 6 日，白宫称，美国总统特朗普签署行政命令，对来自印度的商品加征 25% 的额外关税，以回应印度继续“直接或间接进口俄罗斯石油”。根据行政命令，以上关税税率适用于本命令日期 21 天之后进口的货物，即 8 月 27 日之后。目前，印度输美商品的总关税达到 76%。其中，26% 为特朗普就任前的印度输美商品关税，25% 为 8 月 7 日生效的“对等关税”，25% 为 8 月 27 日之后输美商品的额外关税。

(3) **美巴(巴西)关税。**但是，当地时间 7 月 30 日，由于特朗普另外签署了行政命令，对巴西的关税水平累计达到 50%，其中对巴西的“对等关税”为 10%。

(三) 总体关税

美国贸易伙伴输美商品的总体关税，以美国总统特朗普就任前的关税为基础，叠加加征 7 月 31 日的“对等关税”。其中，截至北京时间 8 月 24 日，美国部分贸易伙伴关税情况如下：

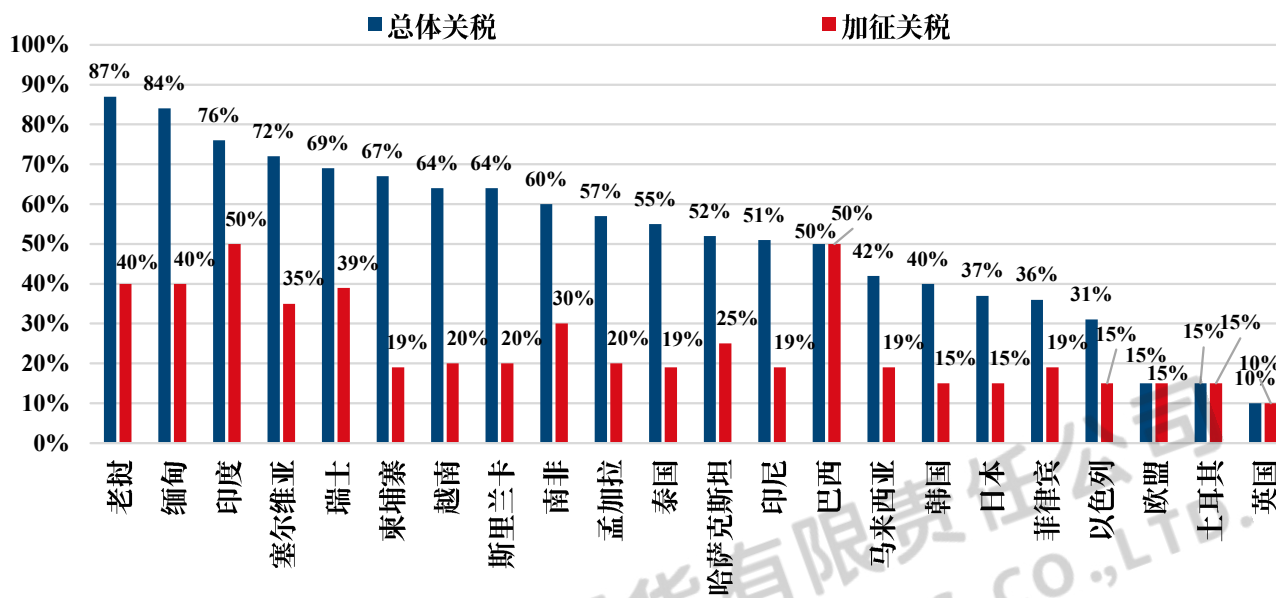
1. 中国总体关税 43%，其中“对等关税”10%，芬太尼关税 20%，基础关税 13%。
2. 欧盟总体关税 15%，其中“对等关税”15%。
3. 加拿大总体关税 35%，其中“对等关税”0%、额外关税为 35%。
4. 日本总体关税 37%，其中“对等关税”15%、基础关税 22%。
5. 韩国总体关税 40%，其中“对等关税”15%、基础关税 25%。
6. 巴西总体关税 50%，其中“对等关税”10%、额外关税 40%。
7. 印尼总体关税 51%，其中“对等关税”19%、基础关税 32%。



8.印度总体关税 75%，其中“对等关税” 25%、基础关税为 26%、惩罚关税 25%。

因此，结合以上情况，从总体关税来看，中国输美商品的关税（按美国白宫 4 月 2 日公布的基础关税进行计算）相对不高。

图 1：美国部分贸易伙伴关税情况



数据来源：美国白宫 国信期货

美国特朗普政府的关税政策，体现出非传统意义上的贸易保护手段，更具有特朗普本人的特点。在特朗普上一个总统任期，其同样使用关税政策开展对外谈判以谋求相关利益。美国特朗普政府的关税政策，以平衡美国贸易赤字为由，并征收额外关税、惩罚关税等多个名目，甚至对单个商品或行业加征关税。因此，关税政策只是美国特朗普政府对外谈判的筹码，关税税率、关税范围、加征名目等重要内容可视情形随意调整。应该说，在特朗普剩下的三年多的总统任期内，关税政策仍将成为其重要的对外谈判筹码之一，后期大概率仍将继续使用，尤其是针对单个商品或行业的关税。

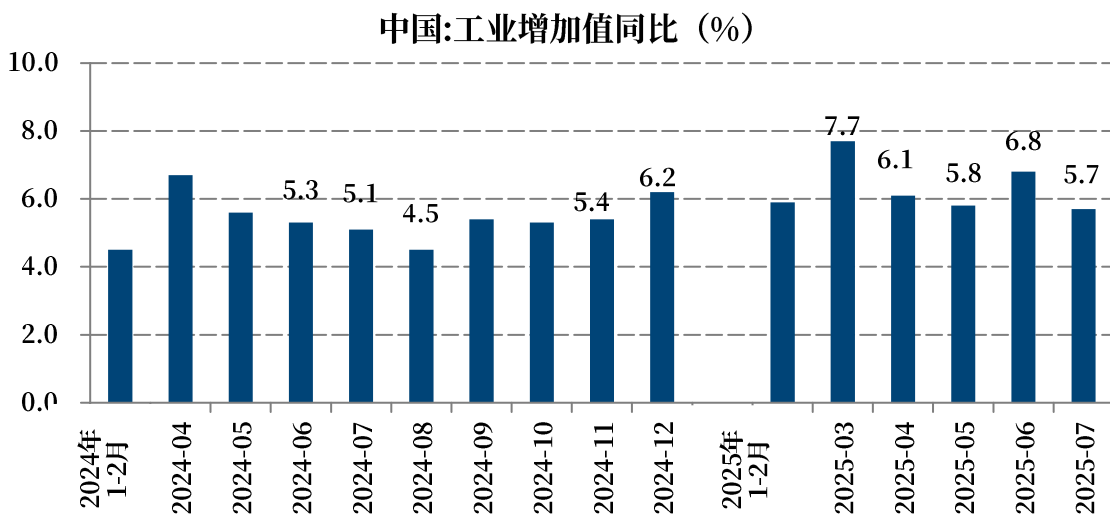
三、我国经济基本面

（一）规上工业增加值

7 月规上工业增加值总体稳健。7 月规模以上工业（简称“规上工业”）增加值同比增长 5.7%，较 6 月增幅收窄 1.1 个百分点，有所回调；较去年 7 月增速仍然高 0.6 个百分点，因此，工业增加值总体稳健。



图2：工业增加值



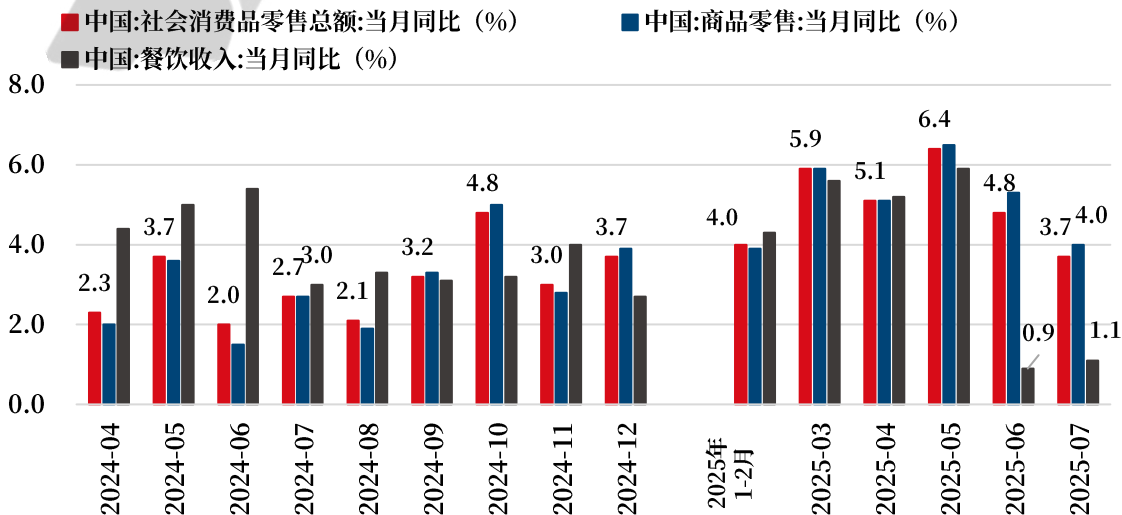
数据来源：Wind 国信期货

(二) 社会消费品零售

7月社零增幅收窄。7月社会消费品零售（简称“社零”）总额为3.88万亿元、同比增长3.7%，较6月增幅收窄1.1个百分点。

按消费类型分，其中7月商品零售同比增长4.0%，增速较6月收窄1.3个百分点，增速较去年同期扩大1.3个百分点，今年7月商品零售仍然是社零总额增长的主力。餐饮收入同比增长1.1%，增速较6月扩大0.2个百分点，但是增速仍然较低。需要注意的是，7月商品零售弥补了餐饮收入的相对低增速。

图3：社会消费品零售



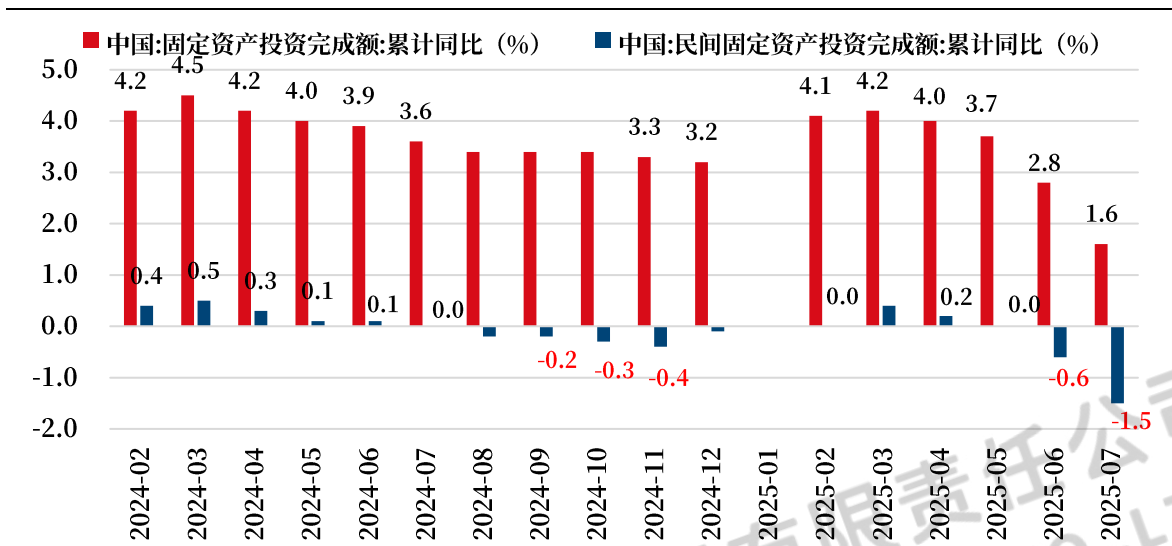
数据来源：Wind 国信期货



(三) 固定资产投资及房地产

1-7月固投延续回调。1-7月全国固定资产投资（简称“固投”）为28.82万亿元、同比增长1.6%，增速较1-6月收窄1.2个百分点；其中，民间固定资产投资（简称“民间投资”）同比下降1.5%，跌幅再度扩大。

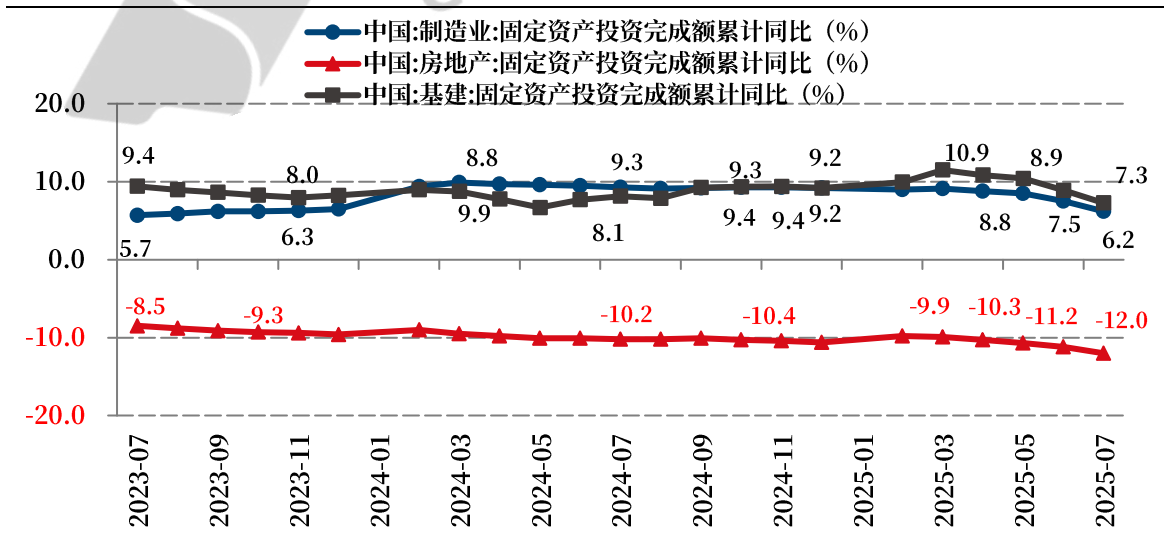
图4：固定资产投资



数据来源：Wind 国信期货

分三大行业看，1-7月，基础设施投资同比增长7.3%、延续回落，制造业投资增长6.2%、延续回落，房地产开发投资下降12.0%、跌幅延续扩大。

图5：分行业固定资产投资



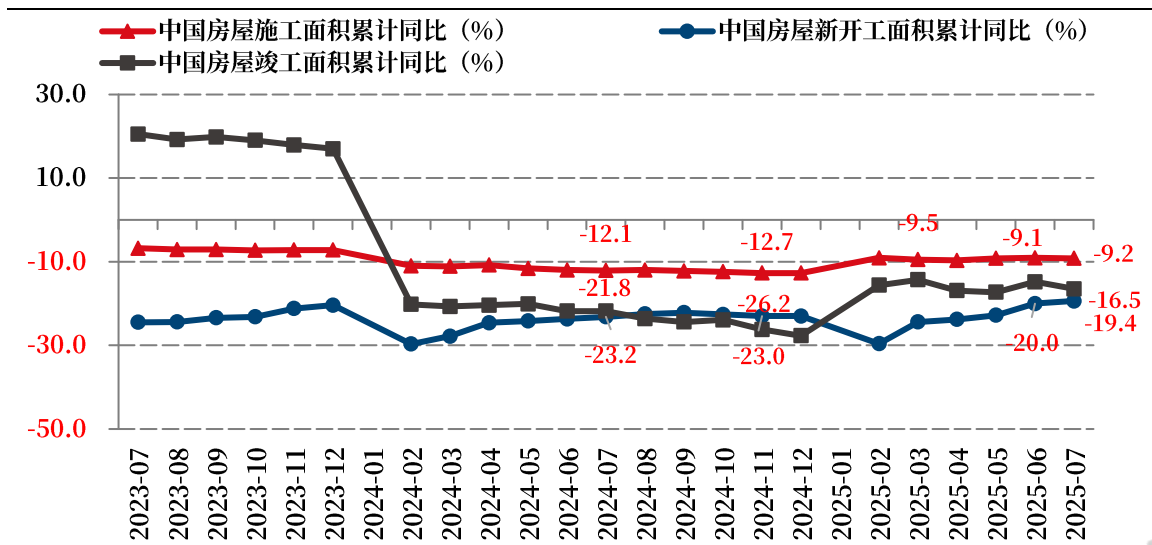
数据来源：Wind 国信期货

房地产供给侧总体不佳、需求侧相对缓解。（1）房地产供给侧方面总体不佳，1-7月，房地产开发企业房屋施工面积同比下降9.2%；房屋新开工面积同比下降19.4%；房屋竣工面积同比下降16.5%；房地产开发企业到位资金同比下降7.5%。（2）房地产需求侧压力维持相对缓解，1-7月，新建商品房销售面积同



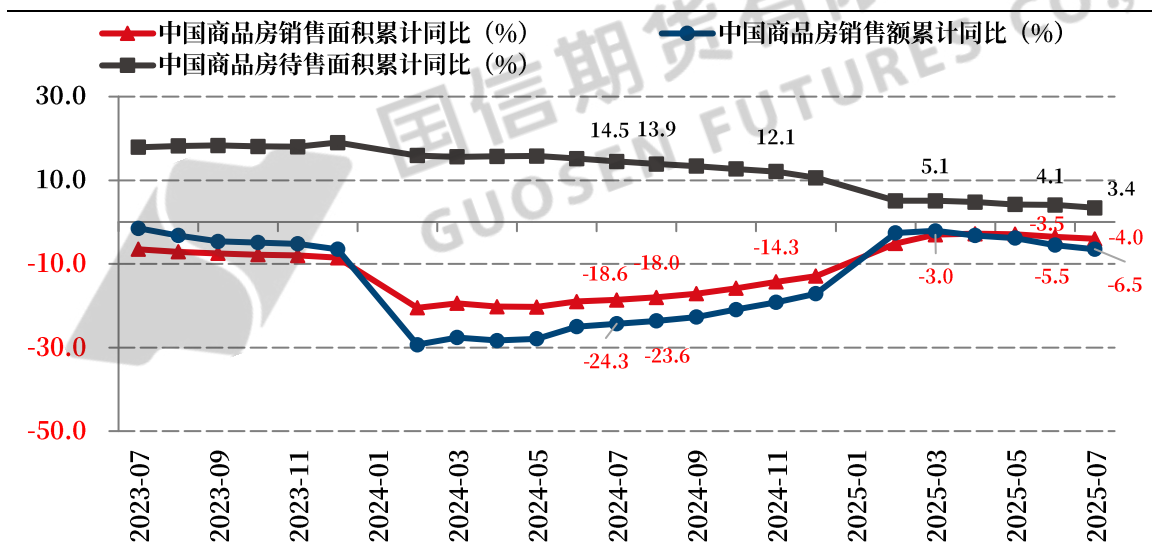
比下降 4.0%；新建商品房销售额同比下降 6.5%；5 月末，商品房待售面积同比增长 3.4%。

图 6：房地产施工、新开工和竣工



数据来源：Wind 国信期货

图 7：商品房销售面积、销售金额、待售面积



数据来源：Wind 国信期货

（四）进出口

7 月出口表现较好。按美元计，2025 年 7 月全国进出口总值 5453.2 亿美元，同比增长 5.9%；出口 3217.8 亿美元，同比增长 7.2%；进口 2235.4 亿美元，同比增长 4.1%；贸易顺差 982.4 亿美元。

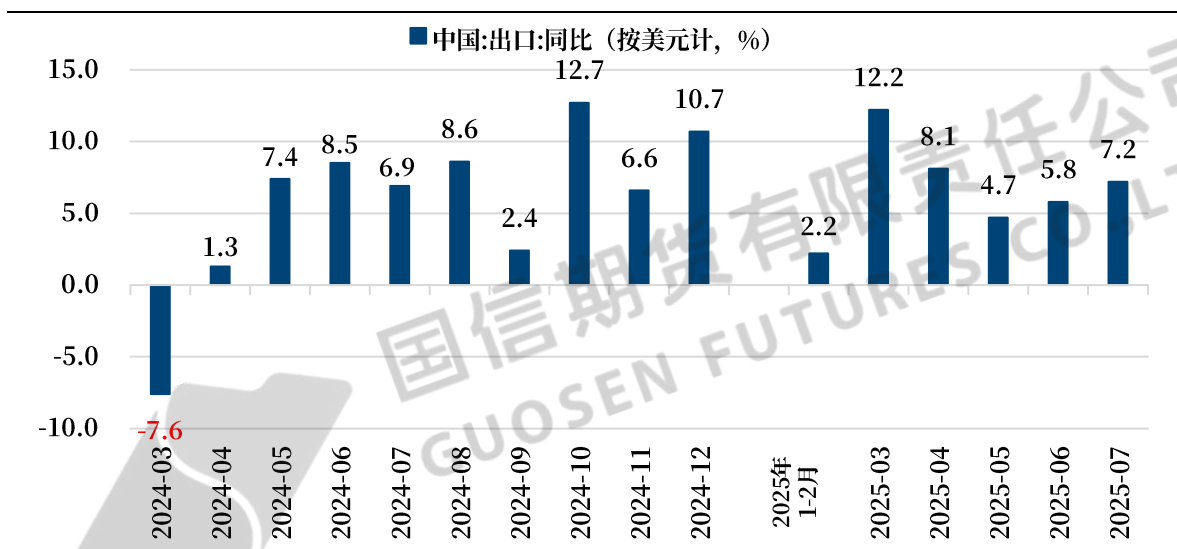
综合来说，总量上，7 月出口保持稳定上行，出口规模和增速均维持较好表现。从地区来看，7 月对东盟和欧盟出口仍然维持较高增速，同比分别增长 16.6%和 9.2%；对美国出口跌幅再度扩大，同比下跌 21.7%。从商品类型来看，7 月集成电路和汽车仍然保持较高出口规模和增速，分别增长 29.2%和 18.6%。



8月12日，中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，自8月12日起美方继续暂停实施24%的对等关税90天，中美关税走向相对乐观。下一轮24%“对等关税”的截止日期为11月10日。8月20日，美国商务部宣布，将407个产品类别纳入钢铁和铝关税清单，适用税率为50%。美国商务部声明称，此次新增清单涵盖范围广泛，包括风力涡轮机及其部件、移动起重机、铁路车辆、家具、压缩机与泵类设备等数百种产品。此前，美国商务部15日晚间发布公告表示，工业与安全局已将407个产品编码加入《美国协调关税表》，公告称，这些产品中非钢铁和铝的部分，将适用特朗普总统对特定国家商品所征收的关税税率。扩大的关税清单于8月18日正式生效。

美方扩大钢铝衍生品覆盖范围和税率，总体影响相对可控。原因1，钢铝衍生品关税为单独关税，适用税率为50%，不是加征关税；原因2，当前中国输美商品的平均税率为43%，实际或为50%，与钢铝衍生品关税税率相当；原因3，今年4月以来，中国对美出口已经出现大幅下滑，相关税率提高的边际影响相对不大；原因4，钢铝衍生品的调整，并非仅针对中国输美商品，并未显著削弱中国商品竞争力。当然，钢铝衍生品关税或造成美国国内相关需求的一定下滑。

图8：出口



数据来源：Wind 国信期货

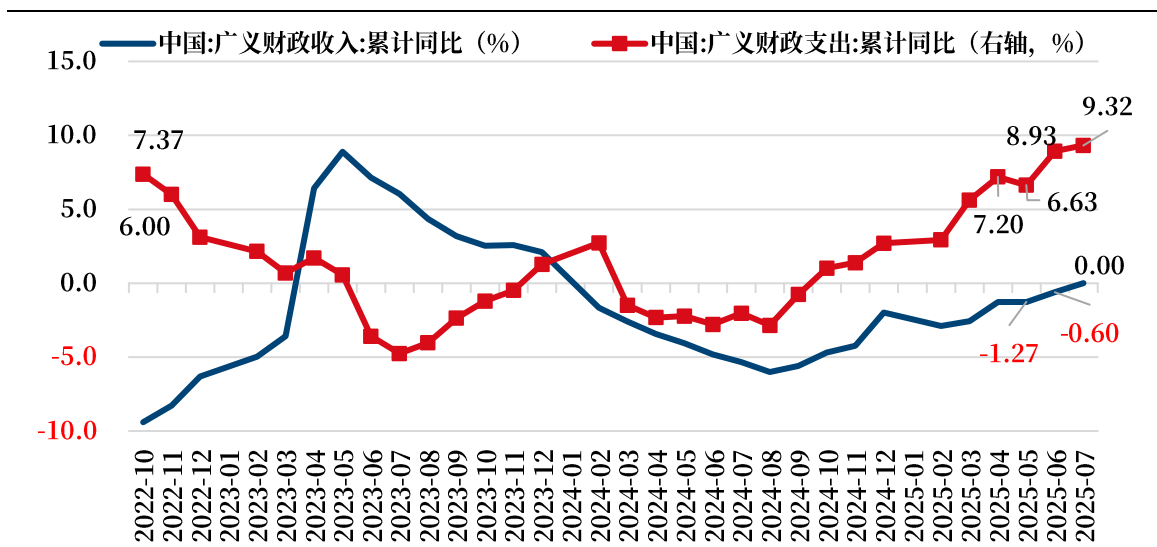
四、我国宏观核心指标

（一）财政收支

1-7月广义财政支出增速延续提升，政府债券发行再提速，财政支撑作用突出。1-7月，全国一般公共预算收入13.58万亿元、同比增长0.1%，全国一般公共预算支出16.07万亿元、同比上涨3.4%；全国政府性基金收入2.31万亿元、同比下降0.7%，全国政府性基金支出5.43万亿元、同比上涨31.70%；其中，国有土地使用权出让收入1.70万亿元、同比下降4.6%。

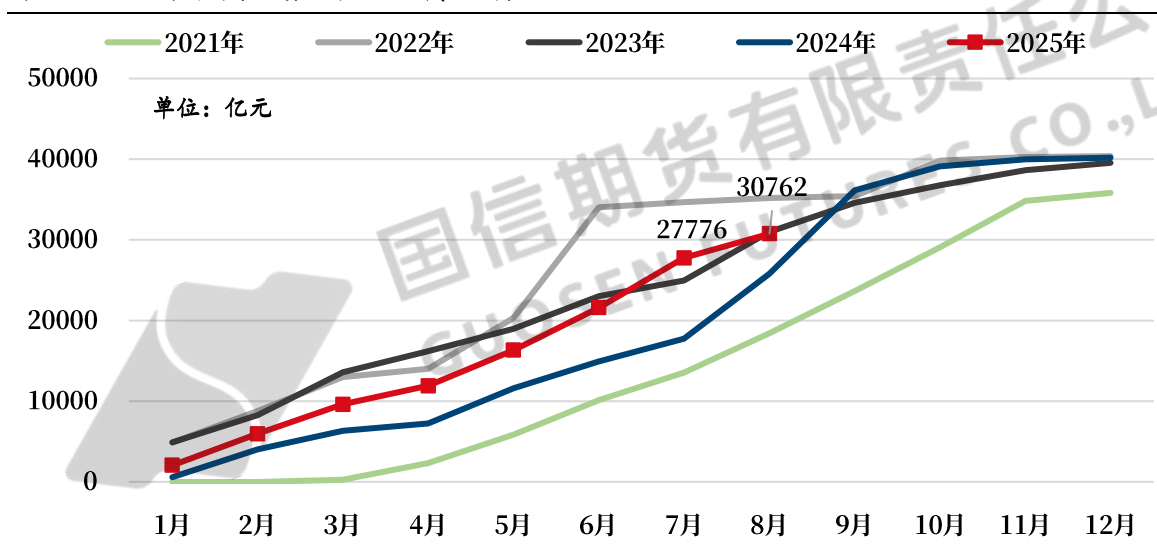


图 9：广义财政收支



数据来源: Wind 国信期货

图 10：地方政府新增专项债发行规模（截至 8 月 19 日）

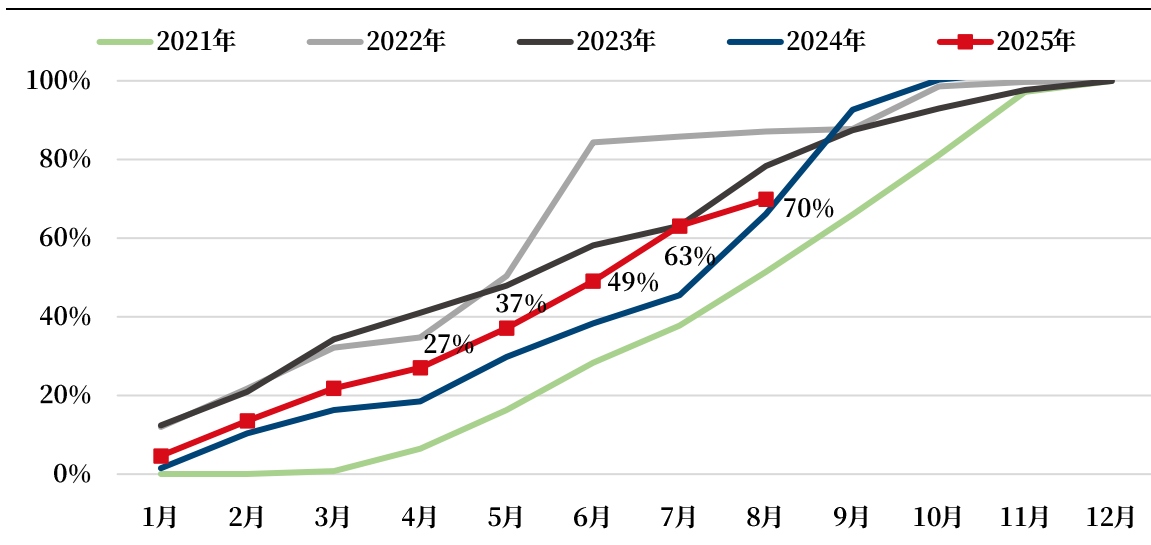


数据来源: Wind 国信期货

广义财政收支。根据以上数据进行合并计算，1-7 月，广义财政收入 15.90 万亿元、同比持平，较 1-6 月由负转正、较去年同期收窄 5.35 个百分点；1-7 月，广义财政支出 21.50 万亿元、同比增长 9.32%，增幅较 1-6 月扩大 0.39 个百分点、增幅较去年同期加快 11.35 个百分点。1-7 月，广义财政支出增速再提升，维持较高增速。



图 11：地方政府新增专项债发行进度（截至 8 月 19 日）



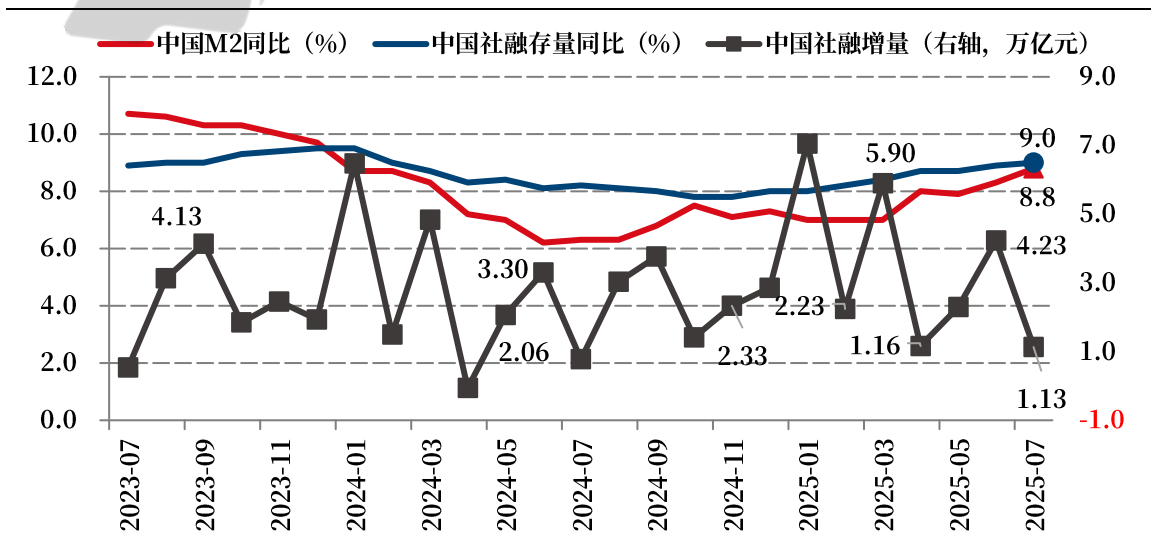
数据来源：Wind 国信期货

政府债券发行方面。截至 8 月 19 日，地方政府新增专项债发行延续提速。（1）地方政府新增专项债，2025 年 1-8 月已经发行 3.08 万亿元，剩余 1.32 万亿元，发行进度 70%，该进度快于 2024 年 1-8 月的 66%，慢于 2023 年 1-8 月的 78%，慢于 2022 年 1-8 月的 87%。（2）超长期特别国债，在今年 4-8 月发行 9960 亿元，剩余 3040 亿元。（3）注资特别国债，今年 4 月和 5 月合计发行 5000 亿元，发行完毕。

（二）货币供给

7 月货币供给存量和结构性矛盾延续改善，货币供给增量存在季节性回调。7 月末，广义货币（M2）同比增长 8.8%；狭义货币（M1）同比增长 5.6%；流通中货币（M0）同比增长 11.8%。7 月末，社会融资规模存量（简称“社融存量”）同比增长 9.0%；7 月社会融资规模增量（简称“社融增量”）为 1.16 万亿元。

图 12：社融和 M2



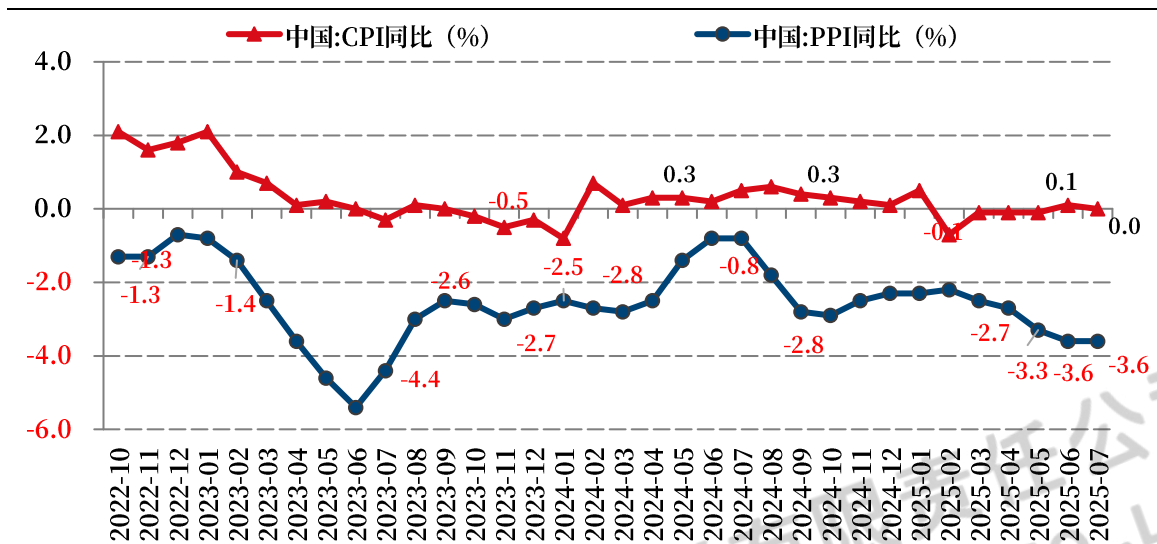
数据来源：Wind 国信期货

（1）货币供给存量方面，7 月 M2 同比增速较 6 月扩大 0.5 个百分点，7 月社融存量同比增速较 6 月扩



大 0.1 个百分点。(2) 结构性方面, 7 月 M1 同比增速较 6 月扩大 1.0 百分点, 为近 2 年多以来的最高增速。(3) 社融增量方面, 7 月社融增量季节性回落, 或与 6 月的相对回暖有关, 7 月社融增量较去年同期仍然多增 3864 亿元; 其中, 新增人民币贷款表现相对不佳, 为收缩 4263 亿元; 政府债券发行相对稳定, 为新增 1.24 万亿元。(4) 金融机构新增人民币贷款方面, 实体企业新增人民币贷款表现不佳, 季节性回落为新增 600 亿元; 居民户收缩 4893 亿元。

图 13: M1 和 M2

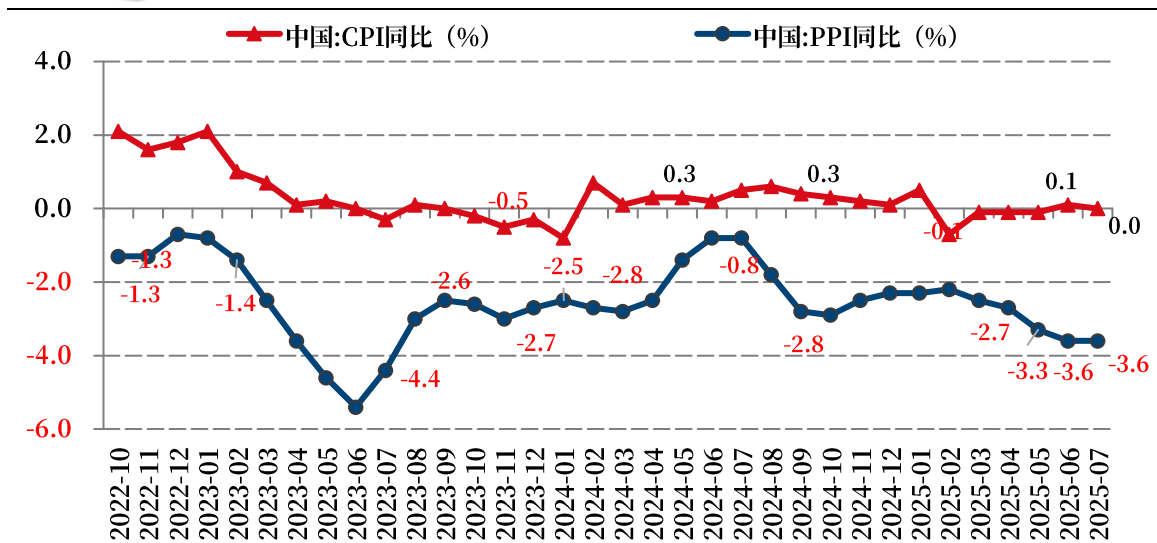


数据来源: Wind 国信期货

(三) 物价水平

7 月物价水平暂未显著好转, CPI 同比持平, PPI 同比跌幅仍然没有显著收窄。7 月全国居民消费价格指数 (CPI) 同比持平, 由 6 月的上涨 0.1% 下跌 0.1 个百分点; 7 月工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比下跌 3.6%, 跌幅与 6 月相同。

图 14: 物价水平



数据来源: Wind 国信期货



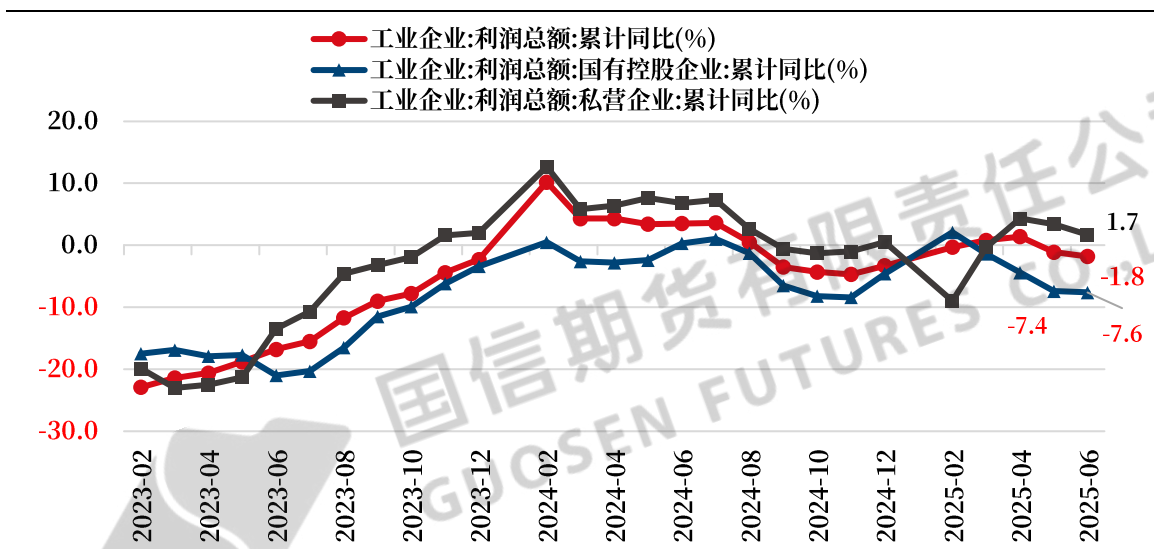
CPI 同比中，鲜菜价格下降 7.6%，影响 CPI 下降约 0.16 个百分点；猪肉价格下降 9.5%，影响 CPI 下降约 0.13 个百分点；向下拉动作用相对突出。PPI 同比中，生产资料价格影响 PPI 下降约 3.2 个百分点，向下拉动 PPI 的作用仍然较大。

（四）企业利润和库存

规上工业企业利润同比延续下跌，企业库存仍处于相对低位。1-6 月全国规模以上工业企业（简称“规上工业企业”）实现利润总额 3.44 万亿元，同比下降 1.8%，降幅较 1-5 月扩大 0.7 个百分点。6 月末，规上工业企业产成品存货（即库存），同比上涨 3.1%，涨幅较 5 月末收窄 0.4 个百分点。

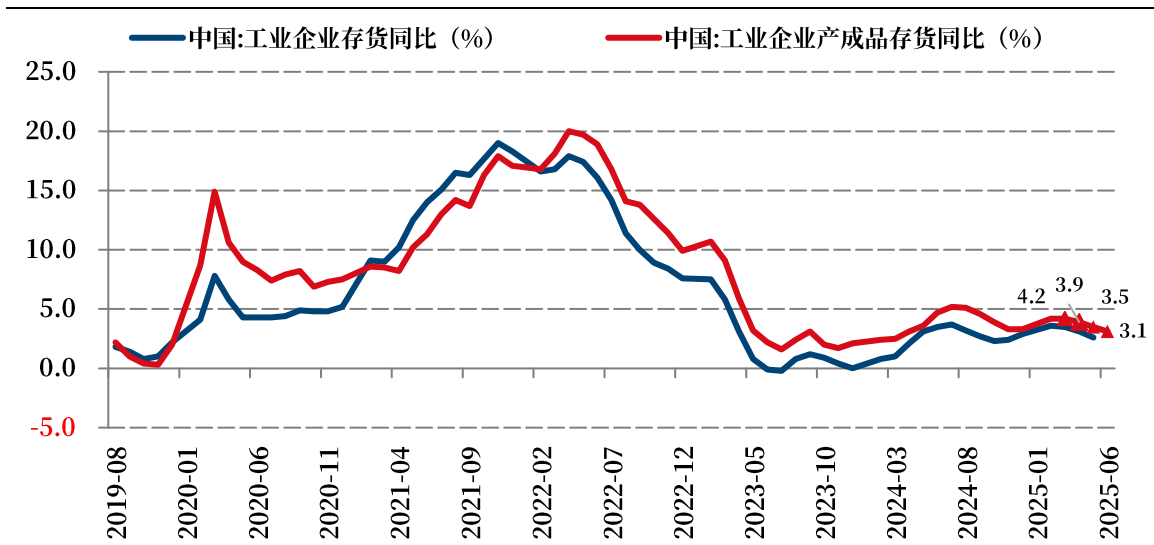
分企业类型来看，私营企业利润增速维持小幅增长、录得增长 1.7%，国有控股企业利润同比跌幅延续扩大、录得下跌 7.6%。分行业来看，制造业增速略有回调、录得增长 4.5%，采矿业跌幅再度扩大、录得下跌 30.3%，公用事业维持小幅增长、录得上涨 3.3%。

图 15：规上工业企业利润



数据来源：Wind 国信期货

图 16：规上工业企业库存



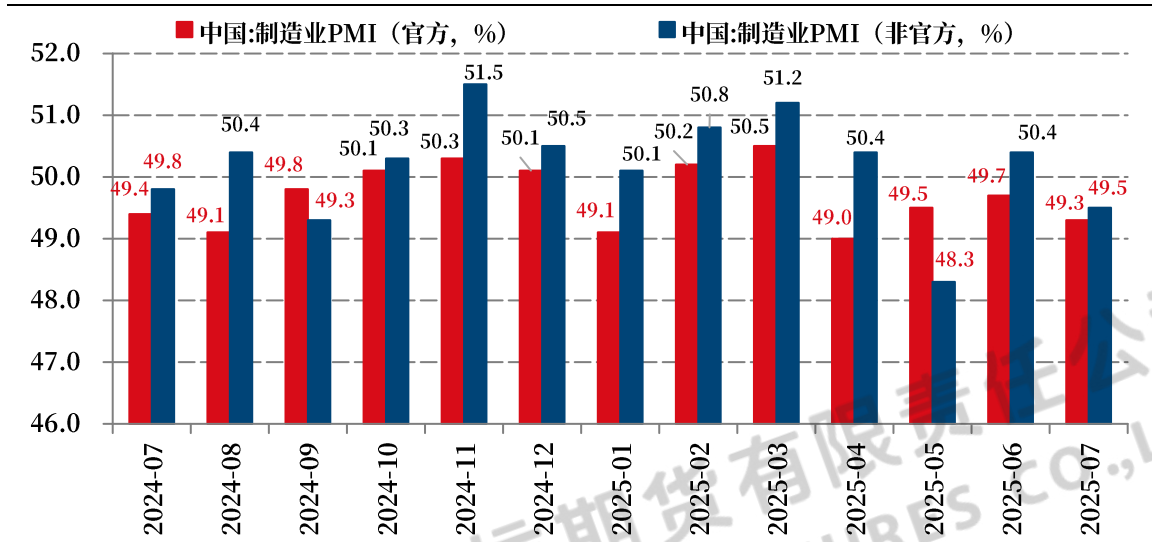
数据来源：Wind 国信期货



(五) 制造业景气度

7月官方制造业PMI相对不佳，原因或是季节性因素及生产指数回调。7月官方制造业PMI为49.3%，较6月的49.7%回落0.4个百分点，连续4个月处于收缩区间。从官方制造业PMI分类指数来看，7月，生产指数为50.5%，新订单指数为49.4%（新出口订单指数为47.1%），原材料库存指数为47.7%，从业人员指数为48.0%，供应商配送时间指数为50.3%。从非制造业商务活动指数来看，7月为50.1%，较6月的50.5%回落0.4个百分点，非制造业维持微幅扩张。

图 17：制造业景气度



数据来源：Wind 国信期货

五、人民币汇率

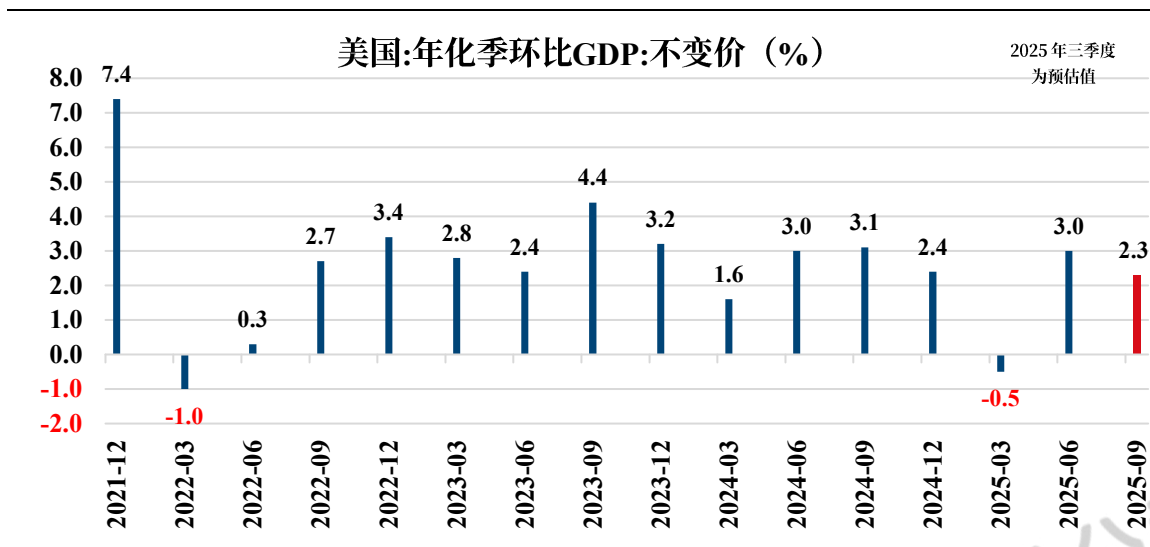
(一) 美元指数冲高回落，美联储9月大概率降息

美国经济相对稳健，劳动力市场衰退风险再度引发担忧。(1) **GDP 相对稳健**。根据美国亚特兰大联储GDPnow模型8月19日的预估，美国三季度实际GDP年化季环比或为2.3%，总体相对稳健。(2) **物价水平并非降息障碍**。根据美国劳工部的数据，美国7月CPI同比2.7%、预期2.8、前值2.7%；7月核心CPI同比3.1%、预期3.0%、前值2.9%；美国7月PPI同比3.3%、预期2.5%、前值2.4%；7月核心PPI同比3.7%、预期3.0%、前值2.6%。美国CPI暂未显著上行，进一步增大了美联储9月降息的概率。7月美国PPI同比相对上行，但是，考虑到7月CPI同比为2.7%，因此美国7月物价水平总体仍然不高。(3) **劳动力市场支持降息**。根据美国农工部数据，美国7月非农就业人口新增7.3万人、预期10.4万人；美国7月失业率4.2%、预期4.2%、前值4.1%。7月非农数据不及预期，且美国农工部大幅下修前期数据。其中，6月的初值14.7万人下修至1.4万人，5月的初值13.9万人下修至1.9万人，3月的初值22.8万人下修至12.0万人；如果以2025年1-6月数据来看，将初值的98.5万人下修至52.4万人，下修后的数据仅为初值的53.2%。可以看出，根据修订后的新增非农数据，5月和6月新增就业几乎停滞，将显著增大美联储降息可能。从历史过往看，非农数据也曾大幅修订，但是，本次下修幅度之大实属罕见，尤其是正值美国关税政策扰动全球经济之际，美国劳动力市场的波动或将对全球经济和宏观政策均产生一定干扰。因此，非农数据的参考性和权威性受到挑战。(4) 根据央视新闻的报道，当地时间8月22日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上表示，当前形势暗示就业增长面临下行风险，风险平衡点的变化可能要求调整政策。鲍威尔称，美联储对降息持开放态度。鲍威尔在讲话中暗示尽管当前通胀上行风险依然存在，但美联储仍可能



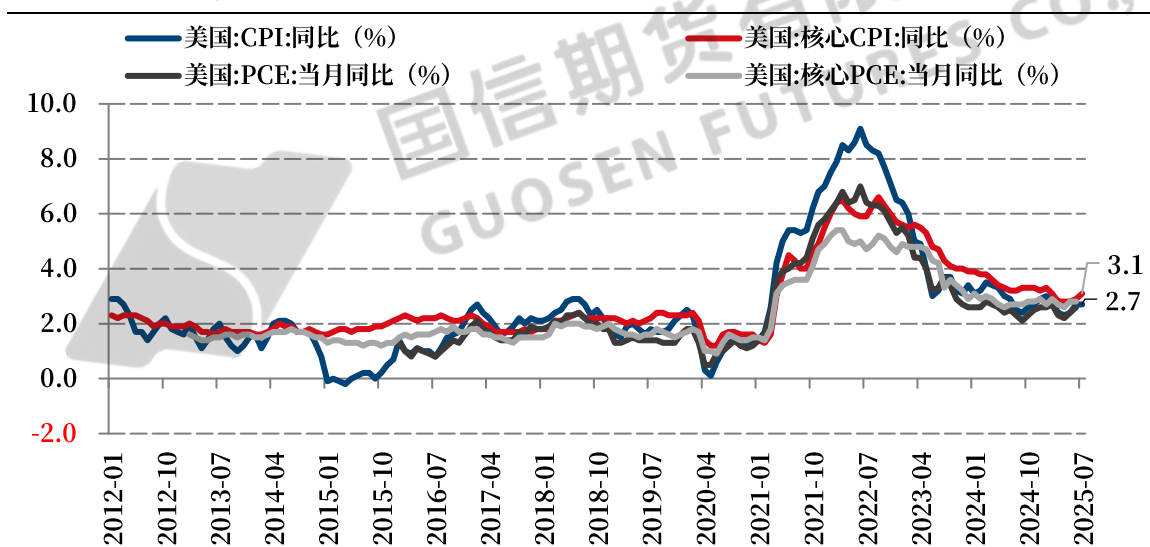
在未来数月降息。鲍威尔发表“鸽派”表态，正是因为美国劳工部意外大幅下修今年5月和6月美国新增非农就业数据。

图 18：美国 GDP



数据来源：Wind 国信期货

图 19：美国物价水平

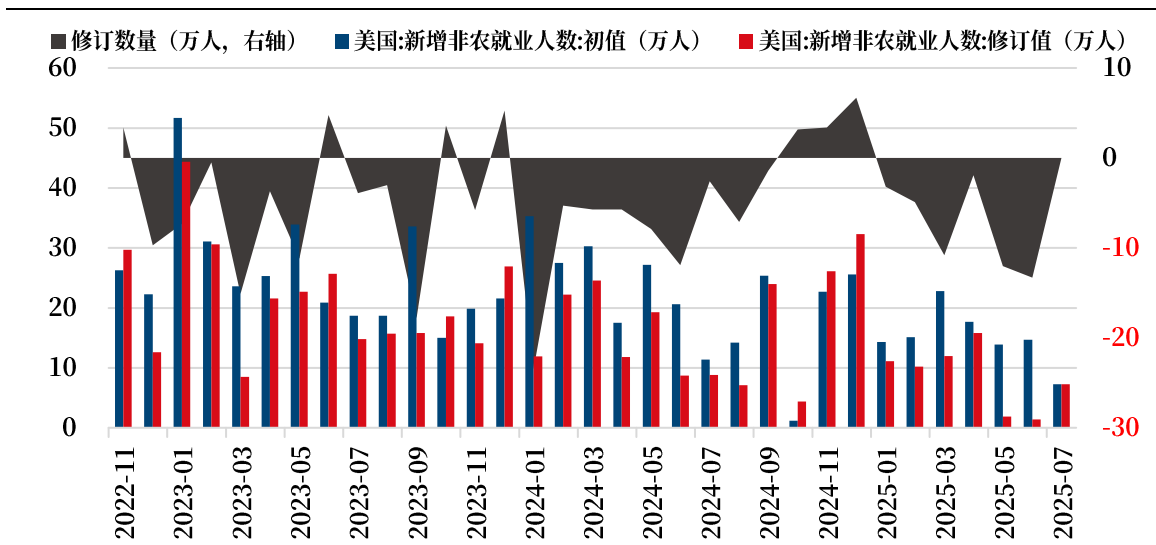


数据来源：Wind 国信期货

后期展望。(1) 近期，美元指数冲高后相对回落。8月1日，美元指数最高录得100.2588，为3个月以来的高点；随后，受非农数据大幅下修的冲击，美元指数相对回调。8月22日，鲍威尔发表“鸽派”表态后，当日美元指数跌破98.0整数关口，跌幅一度超1.0%。(2) 预计美联储9月18日将小幅降息25个基点。根据CME美元利率期货显示，截至北京时间8月24日，市场预计美联储9月18日降息25个基点的概率为75.0%；年内累计降息幅度或为50个基点。因此，9月中下旬，美联储降息落地，美元指数或相对偏弱。(3) 需要注意的是，由于此前《大而美法案》的通过，美国债务上限得以提高，在9月18日前，如果美国财政部大幅增加国债发行，将有利于美债收益率的上行。(4) 总体来说，后期美元指数或相对偏弱，下方95仍有一定支撑。

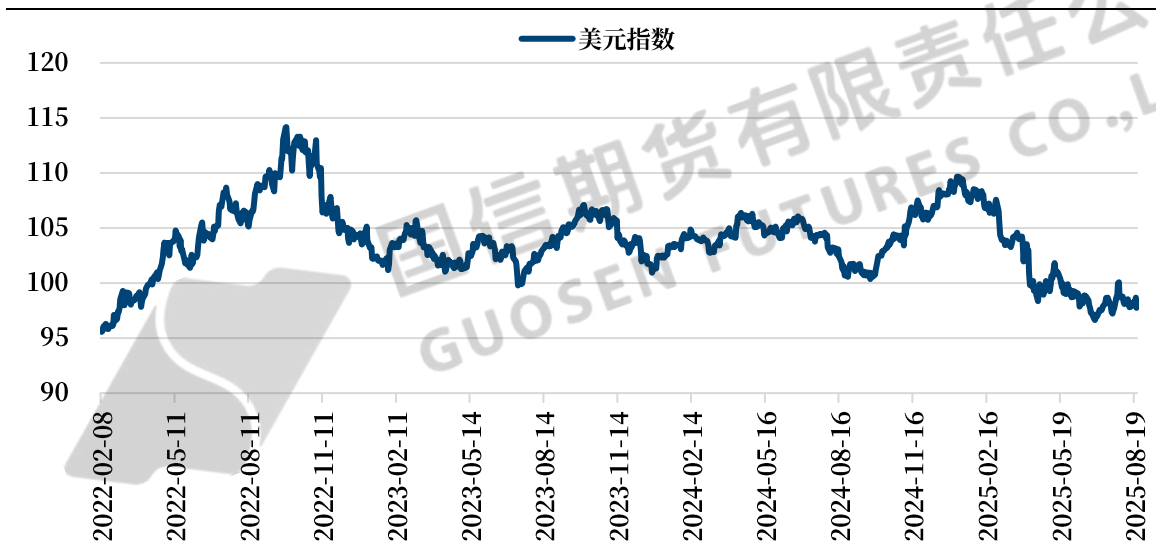


图 20：美国劳动力市场



数据来源：Wind 国信期货

图 21：美元指数



数据来源：Wind 国信期货

（二）人民币或震荡偏强，年内仍有望挑战 7.0

人行总量政策短期或维持不变，年内降息降准仍有空间。上半年，人行降准降息均已落地，且供给总量和结构性矛盾均有所改善，尤其是 7 月 M1 同比增长 5.6%，为近 2 年新高，有助于后期物价水平的相对改善。

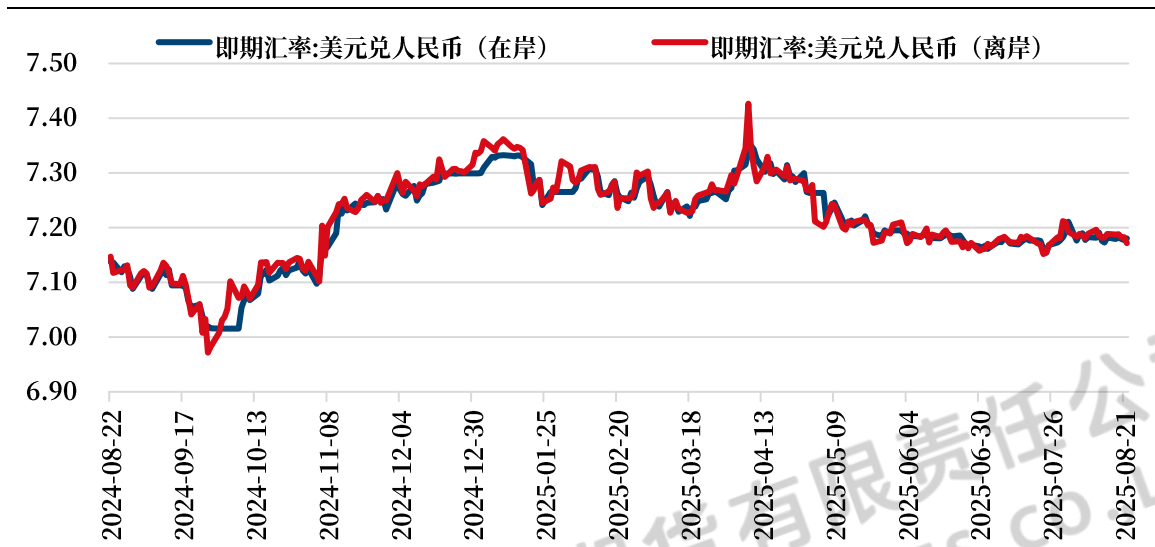
8 月基础货币投放创今年 2 月以来新高。（1）**MLF**。8 月 25 日，中国人民银行将开展 6000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。考虑到 8 月有 3000 亿元 MLF 到期，因此，8 月 MLF 净投放量为 3000 亿元，净投放量高于 6 月的 1180 亿元以及 7 月的 1000 亿元。（2）**买断式逆回购**。8 月 8 日和 8 月 15 日，中国人民银行分别开展 7000 亿元和 5000 亿元买断式逆回购操作，因此，8 月合计开展了 1.2 万亿元买断式逆回购操作。考虑到 8 月有 9000 亿元买断式逆回购到期，因此，8 月买断式逆回购净投放量为 3000 亿元，净投放量为今年 3 月以来的单月最高。（3）**基础货币投放**。以上 2 种工具 8 月净投放量为 6000 亿元，净投放量为今年



2月以来的新高。

后期展望。(1) 近期，人民币震荡偏强，但总体并不强势，或与美债收益率相对上行有关。(2) 8月1日，在岸美元兑人民币最高触及7.2144。此后，人民币相对走强，围绕7.18上下震荡运行。(3) 考虑到美联储9月大概率降息，叠加近期人民币资产受到关注，且中美关税政策相对乐观，人民币或延续震荡偏强，在岸美元兑人民币近期或挑战7.15，年内仍有望挑战7.0。

图 22：人民币汇率



数据来源：Wind 国信期货

六、总结

美国新一轮“对等关税”生效，中美关税相对乐观。根据央视新闻8月1日的报道，当地时间7月31日，美国总统特朗普签署行政令，确定了对多个国家和地区征收的“对等关税”税率，具体税率从10%至41%不等。美国所谓“对等关税”分为4月2日和7月31日两轮，目前执行7月31日的“对等关税”，两轮关税不叠加；“对等关税”为加征关税。近期，美国与多个贸易伙伴先后达成经贸协议，包括中美、美欧、美英、美日、美韩、美印（印尼）、美越以及美墨（墨西哥）。美国贸易伙伴输美商品的总体关税，以美国总统特朗普就任前的关税为基础，叠加加征7月31日的“对等关税”。从总体关税来看，中国输美商品的关税相对不高。8月12日，中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，自8月12日起美方继续暂停实施24%的对等关税90天，中美关税走向相对乐观。下一轮24%“对等关税”的截止日期为11月10日。

7月出口表现较好、固投相对不佳、社零有所回调。7月规模以上工业增加值，同比增长5.7%，有所回调；较去年7月增速仍然高0.6个百分点，总体稳健。7月社会消费品零售总额同比增长3.7%，有所回调。7月出口同比增长7.2%，表现较好。1-7月固投同比增长1.6%，相对不佳；其中，民间固定资产投资同比下降1.5%，跌幅再度扩大。

广义财政支出延续提速，货币供给存量和结构性矛盾延续改善。财政收支方面，1-7月广义财政支出增速延续提升、同比增长9.32%，地方政府新增专项债发行进度70%，财政支撑作用突出。货币供给方面，7月货币供给存量和结构性矛盾延续改善，货币供给增量存在季节性回调，M1同比增长5.6%。物价水平方面，7月物价水平暂未显著好转，CPI同比持平，PPI同比跌幅仍然没有显著收窄、同比下跌3.6%。企业利



润和库存方面，1-6月，规上工业企业利润同比延续下跌、同比下降1.8%，企业库存仍处于相对低位、同比上涨3.1%。制造业景气度方面，7月制造业PMI相对不佳，官方制造业PMI录得49.3%、非官方制造业PMI录得49.5%，原因或是季节性因素及生产指数回调；7月新出口订单仍然处于相对低位的47.1%。

美元指数冲高回落，美联储9月大概率降息。（1）GDP相对稳健。根据美国亚特兰大联储GDPnow模型8月19日的预估，美国三季度实际GDP年化季环比或为2.3%，总体相对稳健。（2）物价水平并非降息障碍。美国7月CPI同比2.7%，7月核心CPI同比3.1%。（3）劳动力市场支持降息。7月非农数据不及预期，且美国劳工部大幅下修前期数据。其中，6月的初值14.7万人下修至1.4万人，5月的初值13.9万人下修至1.9万人。可以看出，根据修订后的新增非农数据，5月和6月新增非农就业几乎停滞，将显著增大美联储降息可能。虽然美国经济相对稳健，但是劳动力市场衰退风险再度引发担忧。（4）当地时间8月22日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上表示，当前形势暗示就业增长面临下行风险，风险平衡点的变化可能要求调整政策。鲍威尔称，美联储对降息持开放态度。鲍威尔发表“鸽派”表态，正是因为美国劳工部意外大幅下修今年5月和6月美国新增非农就业数据。（5）预计美联储9月18日将小幅降息25个基点。根据CME美元利率期货显示，截至北京时间8月24日，市场预计美联储9月18日降息25个基点的概率为75.0%；年内累计降息幅度或为50个基点。（6）总体来说，后期美元指数或相对偏弱，下方95仍有一定支撑。

人行总量政策短期或维持不变，年内降息降准仍有空间。（1）近期，人民币震荡偏强，但总体并不强势，或与美债收益率相对上行有关。（2）8月1日，在岸美元兑人民币最高触及7.2144。此后，人民币相对走强，围绕7.18上下震荡运行。（3）考虑到美联储9月大概率降息，叠加近期人民币资产受到关注，且中美关税政策相对乐观，人民币或延续震荡偏强，在岸美元兑人民币近期或挑战7.15，年内仍有望挑战7.0。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。