

政策思路转变 价格拖累名义增长将下降

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2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

6月经济数据显示，名义工增反弹，实际产出带动超过价格跌幅扩大拖累。产出继续修复，与PMI基本一致，外需对生产端负面影响暂时减弱。库存周期仍接近主动加，但转向被动加的风险有所放大。

固投表现弱预期。基建、制造业、地产投资均继续走弱，高基数产生明显影响。

基建投资增速回落主要是基数影响，实际增量超季节性。政府净融资6月对基建存较强支持。下半年基建受到支持不会减弱，资金投放节奏更加平滑，预计全年基建投资将维持平稳区间，仍是稳经济、对冲外部风险的重要抓手。

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。继续关注“两重两新”对制造业投资的支持，并需警惕外需风险。

地产行业资金链自下而上逻辑二季度后期加速转向。中央城市工作会议仍强调“棚改”，更多是存量优化，增量支持有限。地产环比或暂时持稳，同比压力将增加，尤其是四季度。

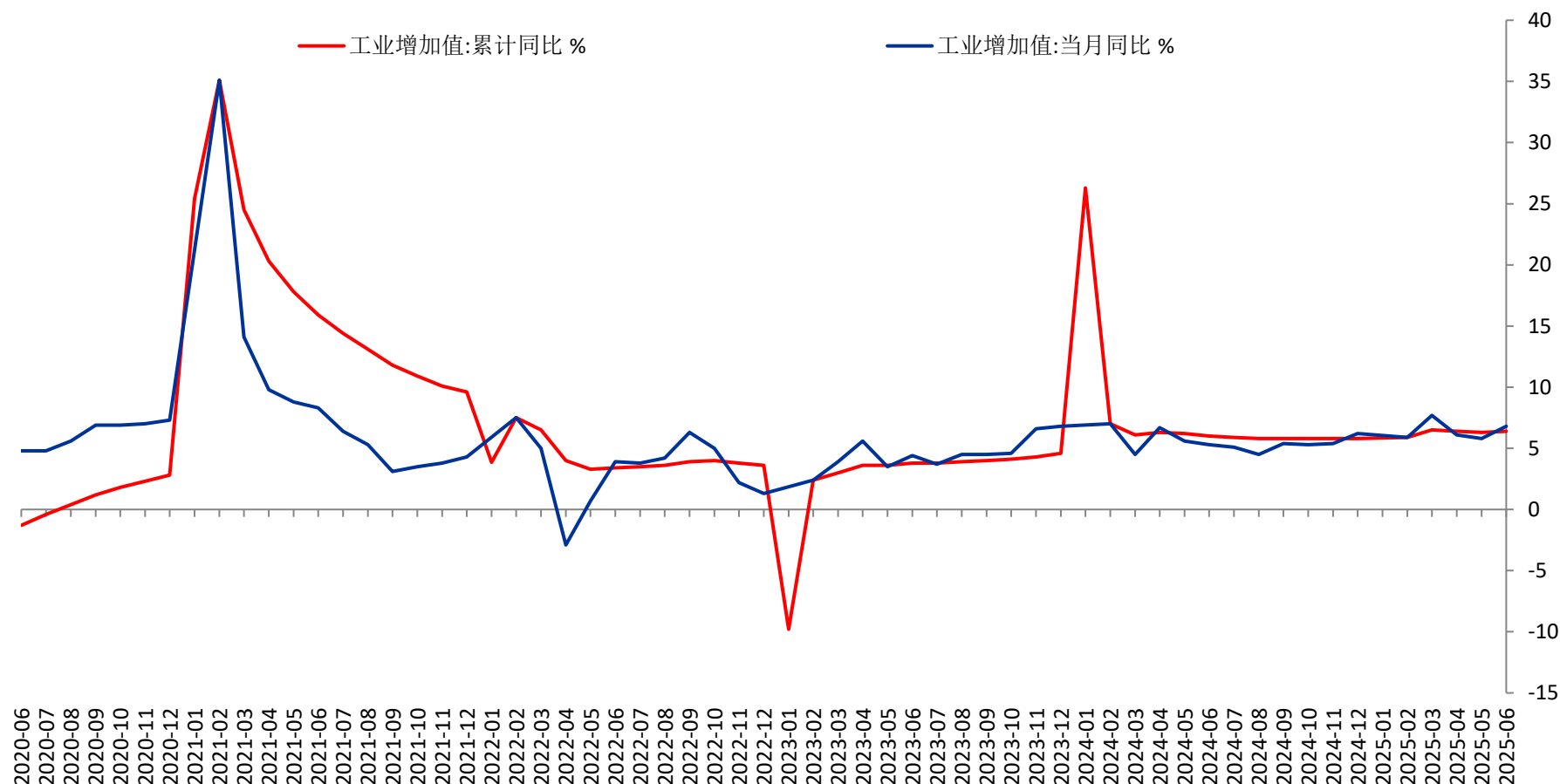
二季度以来消费放缓，受到收入约束，后期空间仍需关注政策，包括补贴重新发力节奏等，同时警惕高基数对同比的影响。从内生角度看，收入是否增长仍是决定长期消费趋势的关键，核心包括居民财务成本下降（降杠杆、降房贷利率）的收入被动改善，财产性收入（股市、地产等）的主动改善，工资性收入改善等三点。目前第一点实现，第二点稳定，第三点待体现。综合来看，去年四季度以来逻辑方向不变——政策宽松推动经济修复，外需波动扰乱经济短期节奏。但目前通缩困扰加大，是仅次于地产和海外的主要风险。往后看，消费、基建是稳经济因素，地产、外需则是风险，且外需风险下半年或进一步显性化。全年经济可能前高后低，中性预期下全年5%增速目标能实现。同时下半年政策重点将继续转向稳价格，重点行业“反内卷”，且范围可能继续扩大，关注7月末政治局会议政策影响。

- 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。

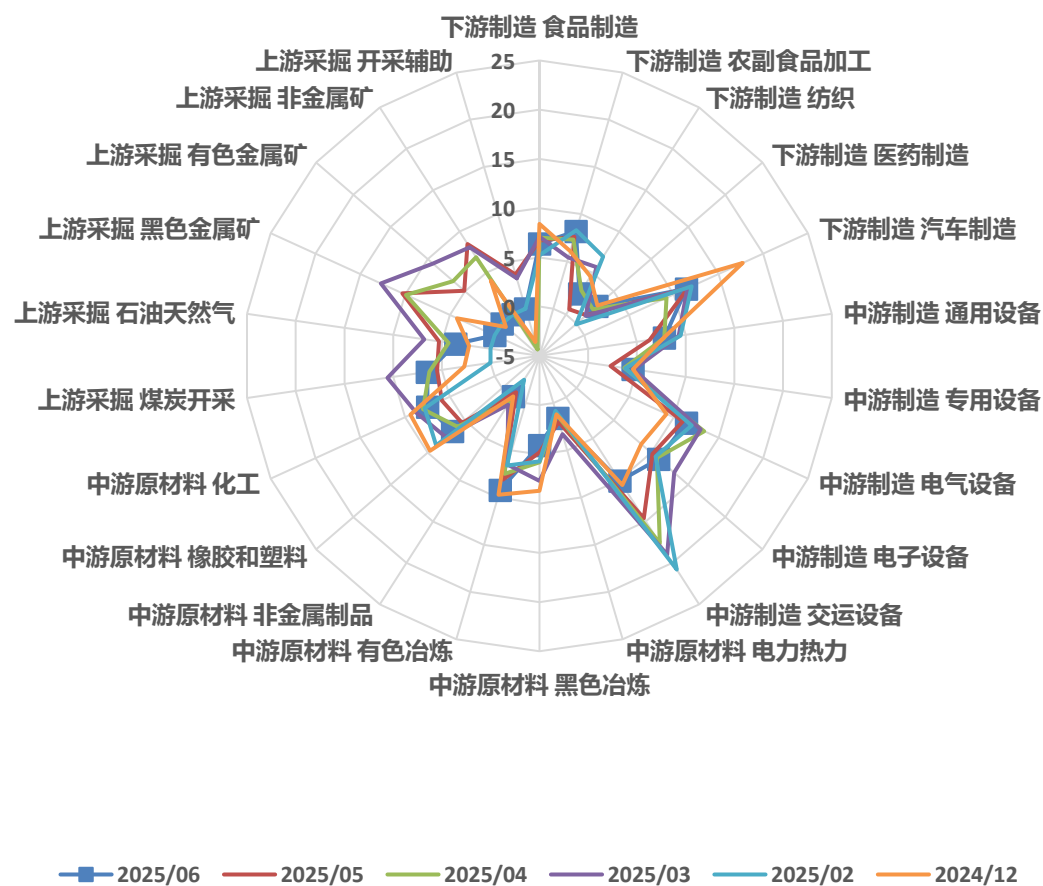
制造业	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2025年7月	49.3	50.5	49.4	47.1	47.4	51.5	47.7	48.0	50.3	44.7	47.8	49.5	48.3	52.6
最近10年分位数水平	16%	22%	20%	29%	62%	38%	36%	28%	63%	28%	42%	29%	37%	13%
5年均值	49.8	51.0	50.0	47.7	47.5	52.7	47.9	48.8	49.8	45.0	47.8	50.1	48.2	55.2
5年历史波动率	0.9	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

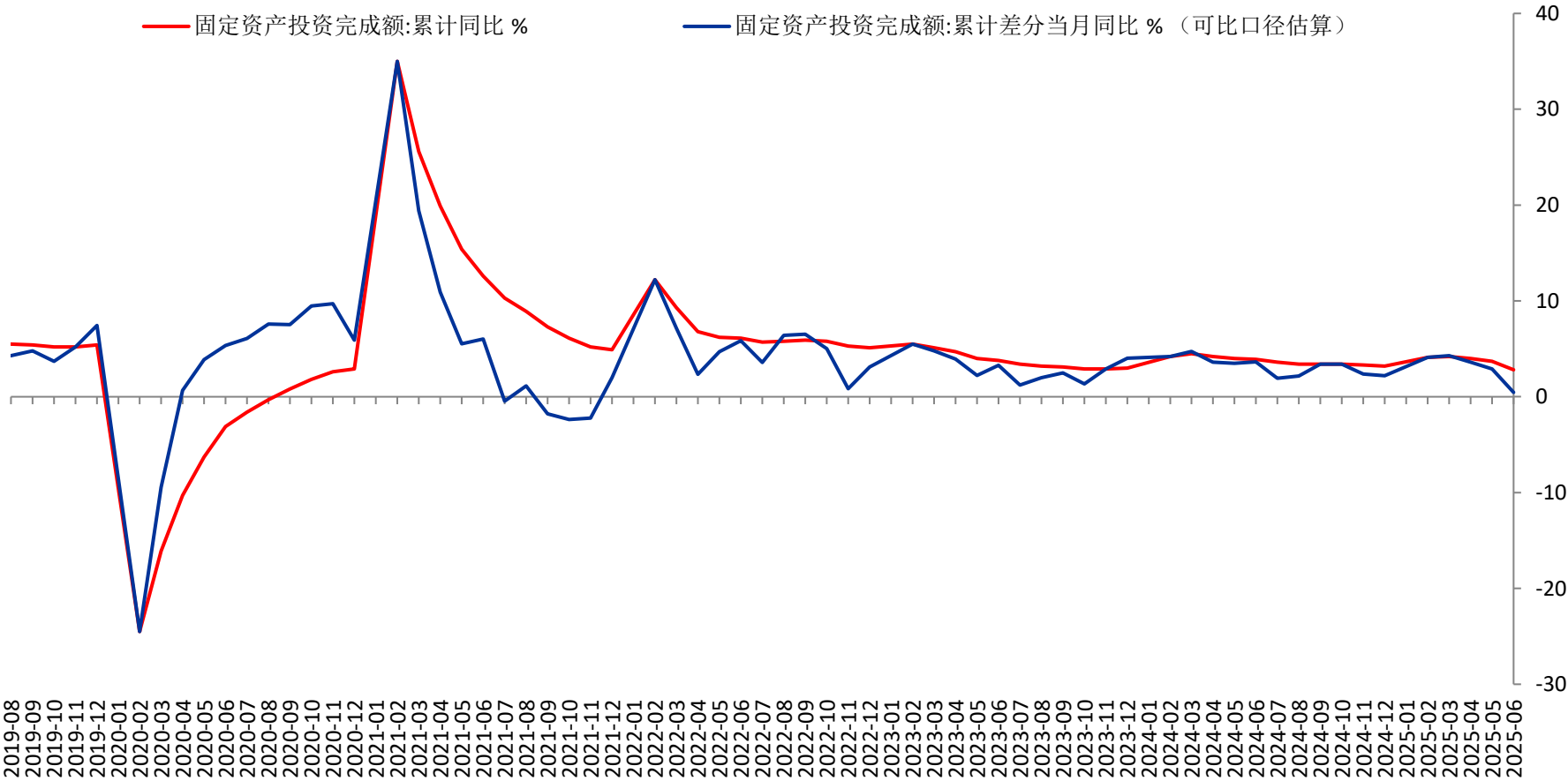
- 数据显示，中国6月规模以上工业增加值累计同比增速为6.4%，当月同比增速6.8%，较前值明显加快，表现明显好于预期。6月季调环比增速0.50%，较前值增速略有放缓。
- 我们通过计算得到的数据显示，6月名义工业增加值同比增速回升至3.2%。



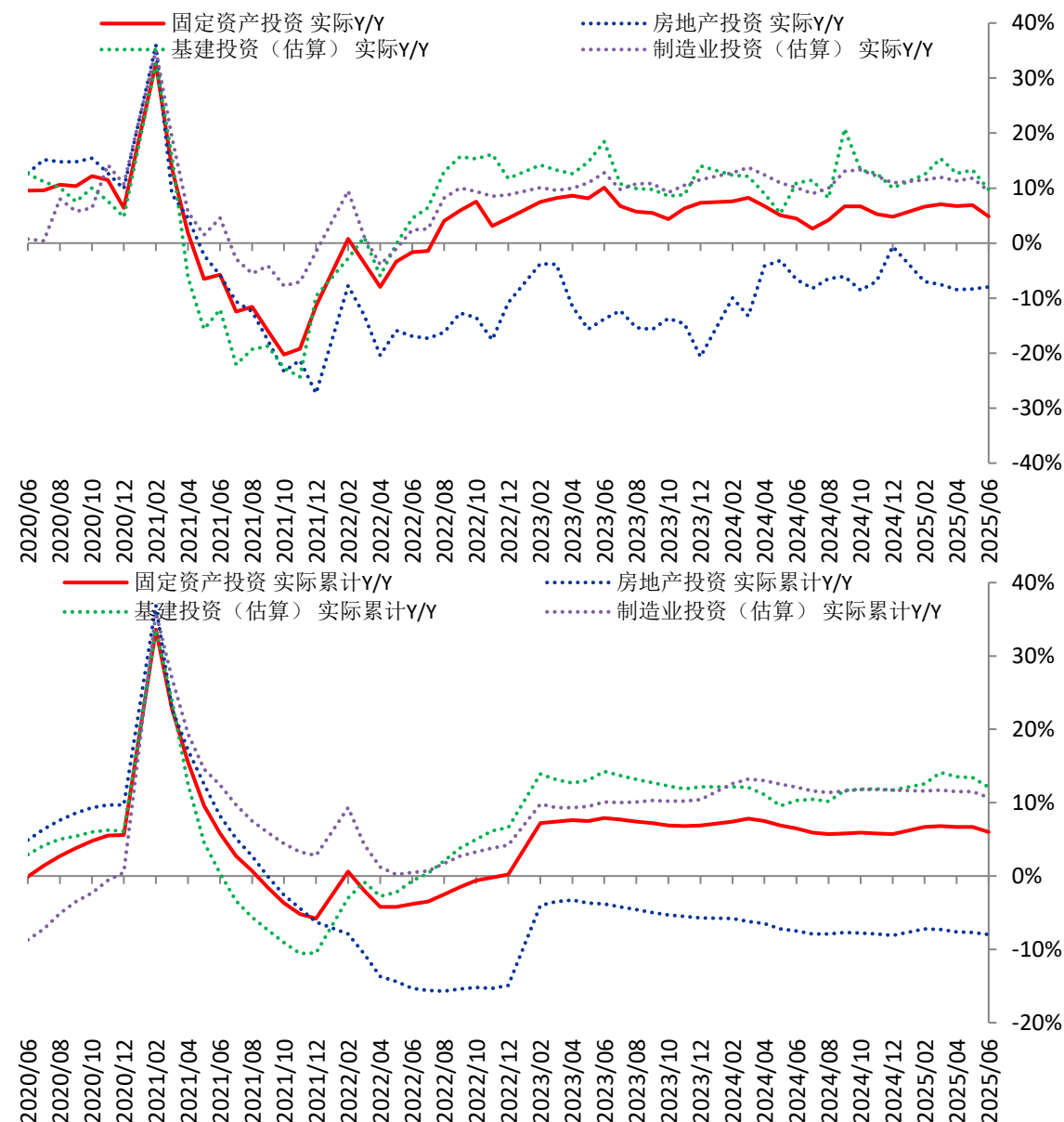
- 总体上看，6月名义工增反弹，实际产出带动超过价格跌幅扩大拖累。情况表明产出继续修复，与PMI基本一致，外需对生产端负面影响暂时减弱。
- 企业部门整体营收和利润改善速度反弹，但产销率继续下行并弱于季节性。出口交货值回升也反映外需有所反弹。内需影响下降。
- 主要行业产值来看。中游原材料行业、中游制造业、下游制造业多数出现改善，表现好于前期。主要原材料产量方面，乙烯、粗钢、水泥均刷新或接近年内低点，有色金属则维持强势。制造业产品方面，汽车、发电量继续上升，机床、工业机器人产量由降转升，后者继续刷新高位。集成电路产量刷新高位，手机产量加速反弹，电脑产量相对稳定。情况表明，地产对黑色等建材需求拖累不减（主动减产也有影响）。外需带动仍在，尤其反映在工业装备、电子产业链方面，尤其终端消费品产能外移对半导体上游带动不减。
- 我们认为，短期外需修复的作用再度超过内需，但海外仍存不确定性。国内反内卷政策下“减产保价”行业可能扩大。下一阶段产出焦点更多在价格修复方面。库存周期角度看，外部情况变动后，目前仍接近主动加，但转向被动加的风险有所放大（关税风险、需求透支、全球周期）。



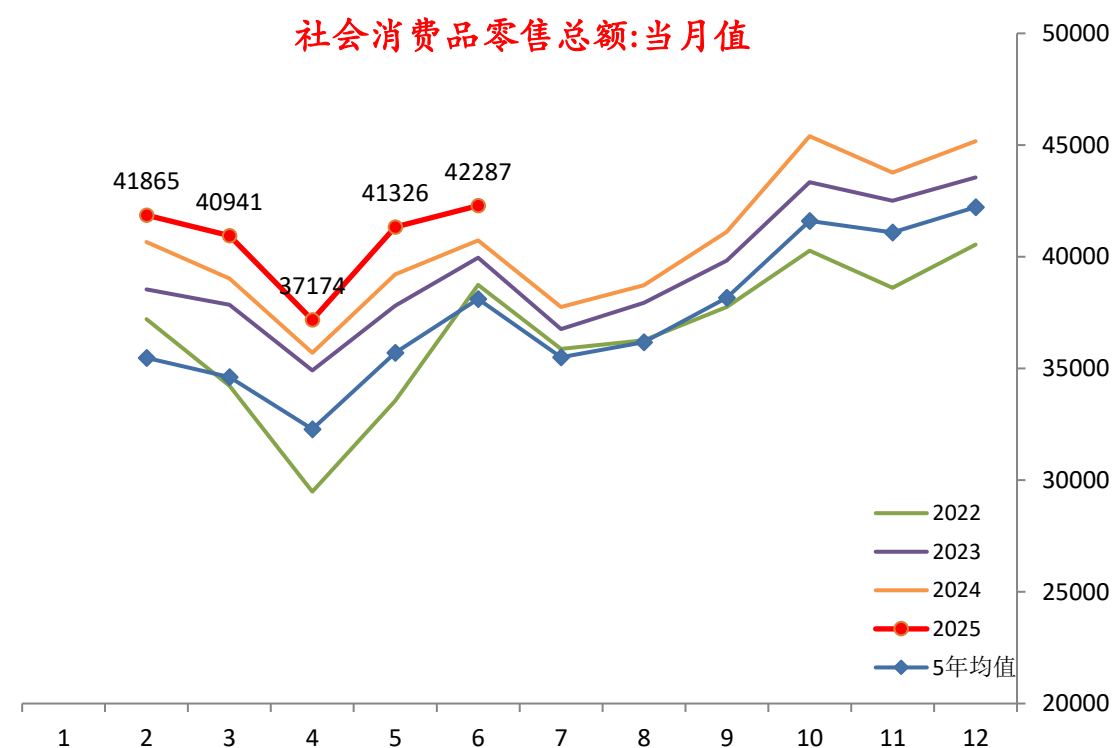
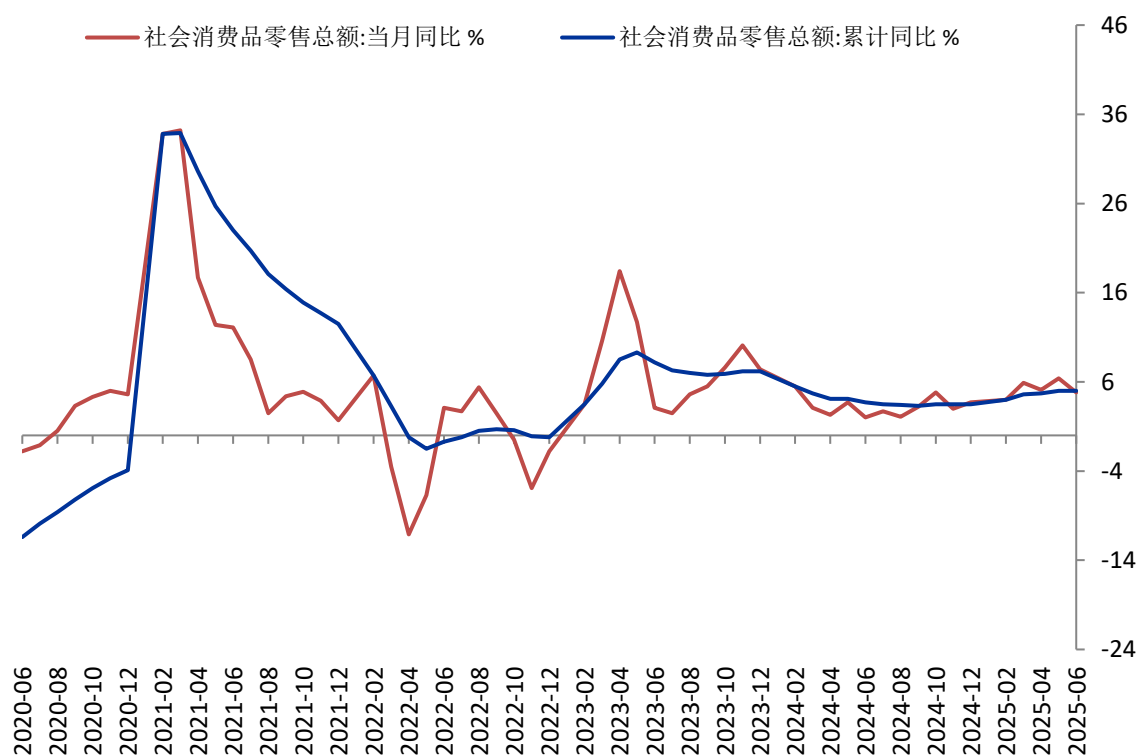
- 投资需求方面，6月城镇固定资产投资累计同比增长2.8%，较前值增速明显放缓。
- 分项中，6月房地产、基建、制造业投资累计同比增速分别为-11.20%、8.90%、7.50%，较前期值均继续走弱。



- 总体上看，6月固投表现弱预期。基建、制造业、地产投资均继续走弱，高基数产生明显影响。
- 基建投资增速回落主要是基数影响，实际增量超季节性。政府净融资6月对基建存较强支持。下半年发债重点从化债转向项目，基建受到支持不会减弱。且外需不确定性较大，基建有必要维持较强对冲力度。而资金投放节奏更加平滑，预计全年基建投资将维持平稳区间，仍是稳经济、对冲外部风险的重要抓手。
- 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。继续关注“两重两新”对制造业投资的支持，但需警惕外需风险对制造业投资的不利影响。
- 地产行业资金链自下而上逻辑二季度后期加速转向。中游资金面改善结束后，对上游带动力量下降，并在对市场信心造成负面影响。中央城市工作会议仍强调“棚改”，更多是存量优化，增量支持有限。环比来看地产或暂时维持稳定，但同比压力正在持续增加，尤其是四季度。长期看，人口回落、城市化转向平稳等影响下，地产难以重回上行周期。



- 消费方面，6月名义社会消费品零售总额累计同比维持5.0%增速不变，当月同比增速回落至4.80%，表现较预期偏低；季调环比角度看，6月名义社会消费品零售总额环比下滑0.16%。



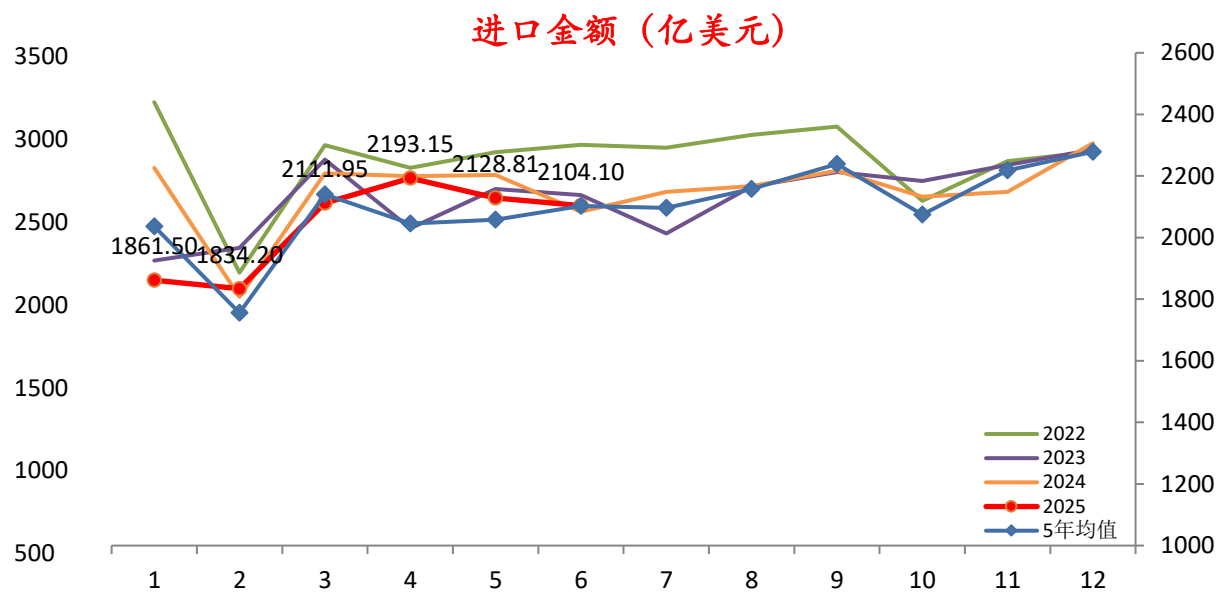
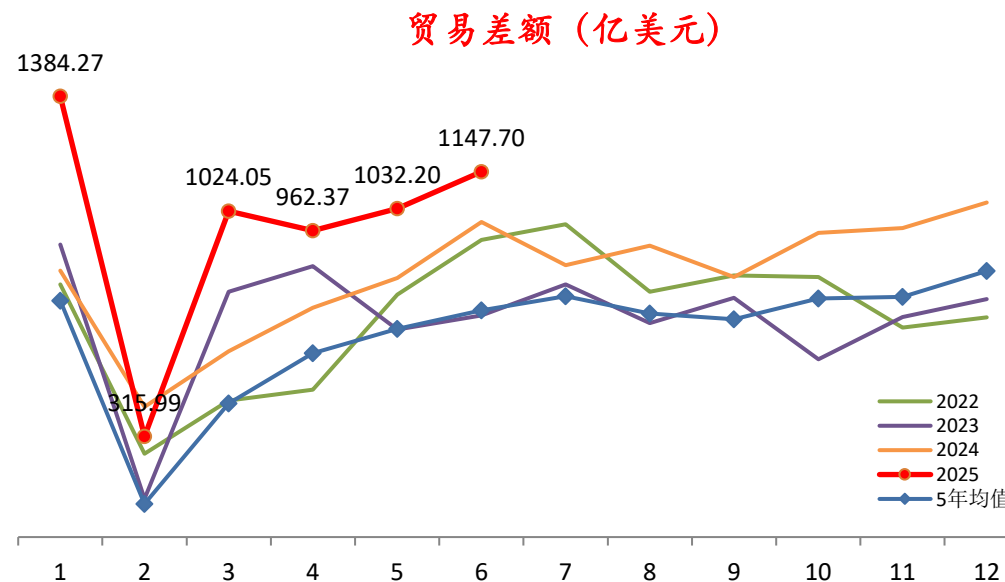
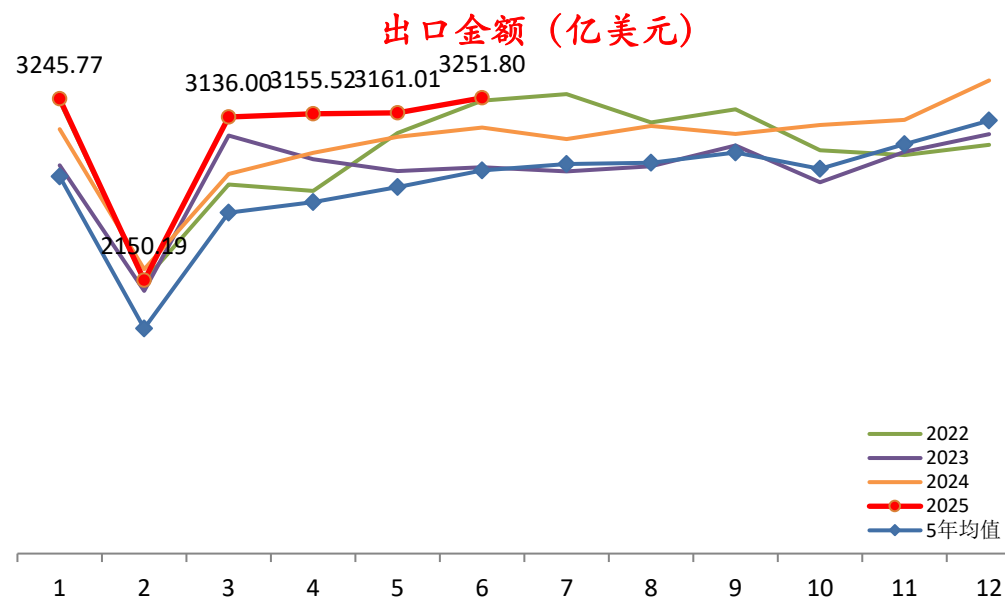
- 总体上看，6月社消受到多重因素影响表现偏弱，但年初以来的改善趋势未变。
- 消费总体和多数分项偏弱，尤其商品消费多从5月强势转为边际弱于季节性，包括多重影响：一是今年6·18消费季继续提前，抬高5月数据，“透支”6月需求。二是部分地区、品类消费补贴6月受到资金约束减弱，存在一定不利影响。三是房屋销售情况较弱，限制相关消费表现（尤其建材等）。四是商务消费可能受到公务消费限制影响偏弱。此外，输入性因素对能源商品消费金额有拖累。餐饮收入为代表的服务消费走弱，或与公务消费限制等因素有关，外卖平台补贴则可能存在支持。同时五一假期后有季节性回落因素。
- 二季度以来消费增速放缓，也受到收入增速放缓约束。后期加速空间仍以关注政策为主。一是消费补贴下半年重新发力（阶段性因素），二是公务消费限制“矫枉过正”将被纠正（短期因素）。此外，下半年尤其是四季度消费同比面临的高基数需关注。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		
2025-06	12.30	-0.60	7.30	2.90	22.20		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
2024-06	9.60	5.60	2.30	1.00	11.20	2.20	2.60	3.10	-1.20	-1.10	4.10	5.40	1.50

海关公布数据显示：

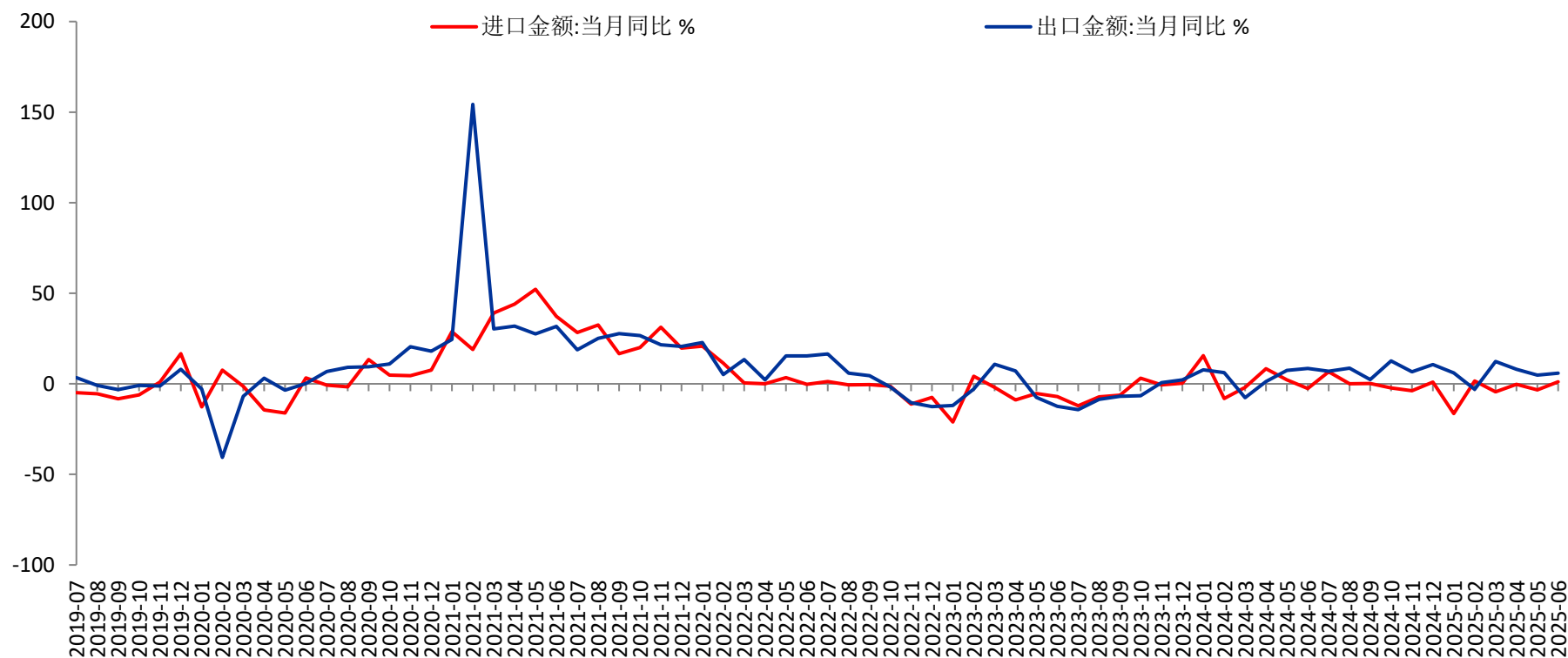
- 中国6月合计出口金额3251.80亿美元，同比增长5.8%，增速有所加快，并且好于预期的5.0%。
- 进口金额2104.10亿美元，同比增速反弹至1.10%，稍弱于市场预期的1.30%。
- 贸易顺差进一步上升至1147.7亿美元，维持千亿美元以上并刷新历史同期最高。

指标	2025/06	2025/05	2024/06
出口金额（亿美元）	3251.80	3161.01	3073.19
出口同比（%）	5.80	4.80	8.45
进口金额（亿美元）	2104.10	2128.81	2083.66
进口同比（%）	1.10	-3.40	-2.55
进出口金额（亿美元）	5356.00	5289.82	5156.85
贸易差额（亿美元）	1147.70	1032.20	989.52

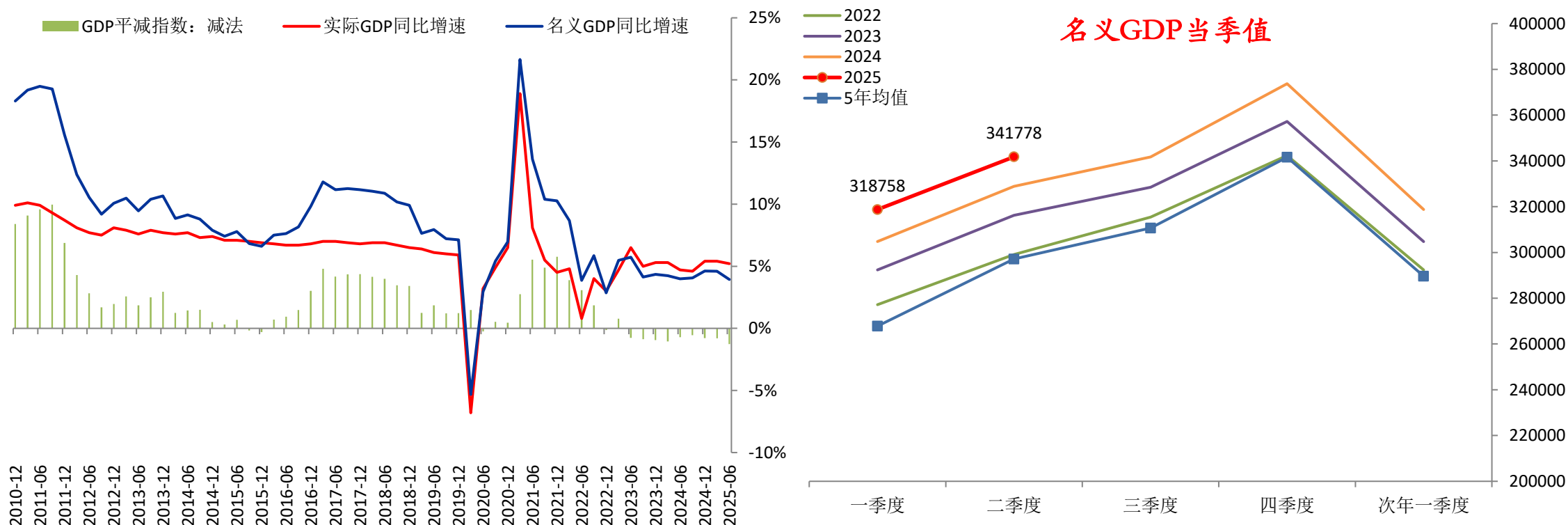


- 美元计价出口金额基本符合季节性表现，去年同期基数偏低对同比有一定影响，推动出口增速修复。
- 进口金额则仍在下行，基数大幅回落是推升同比增速的主要因素。
- 出口稳、进口降推升贸易差额上升，继续刷新历史同期最高记录。

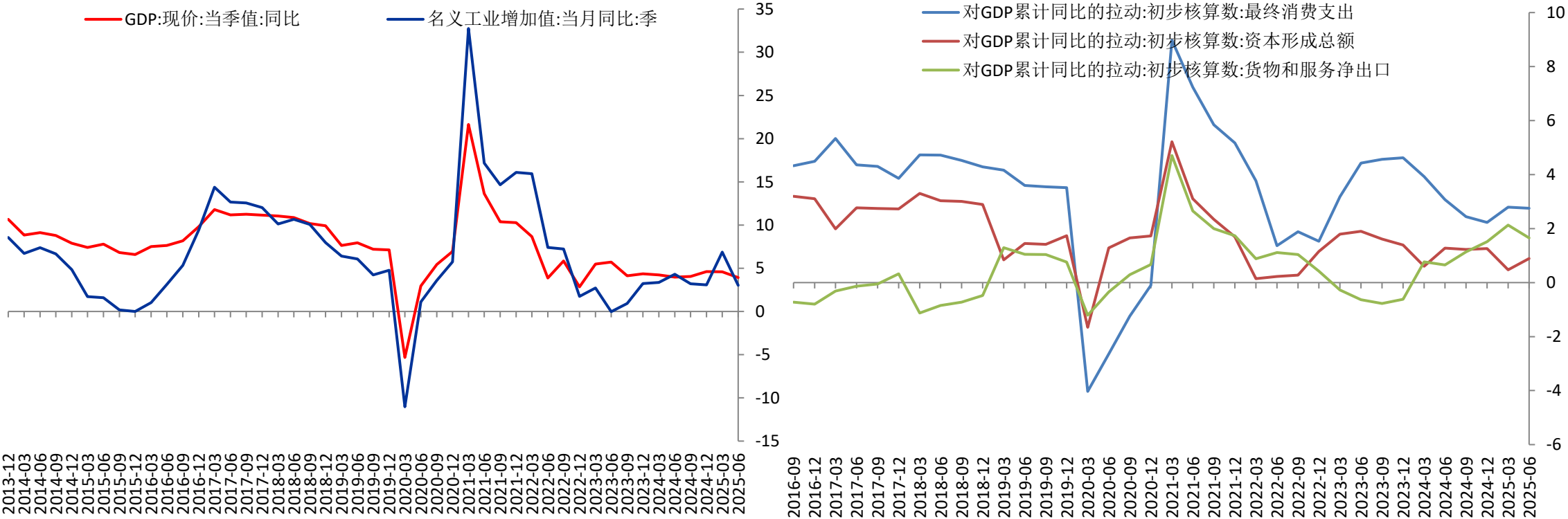
- 6月情况看，出口总体和分项情况与韩、越等外向型经济体出口增速上升或维持高位仍较接近，且主要出口国家PMI有所恢复，但与集装箱吞吐量、集装箱运价指数等有小幅背离。关税政策的反复变动仍是二季度以来出口金额波动的主要原因。5月中美双方达成协议后，6月国内外预防性补库虽未消除但动力减弱，且PMI新订单等指标表明，终端需求仍存在较大不确定性，因此出口短期恢复幅度有限。
- 我们依然强调，今年以来美国对华和对其他国家关税分别增加30%和10%，未来将继续影响出口。此前预防性加库存的表观需求前置存拖累后期出口隐忧。中长期看，全球经济仍存周期性下行压力和风险，且美国就业走弱对终端消费有潜在拖累，外需总体面临不确定性。因此即使出口短期有韧性，也不会改变稳需求政策延续甚至加码的可能。而8月中美关税谈判最终结果将是下一个市场焦点。



- 2025年二季度GDP同比增长5.2%，较一季度的5.4%放慢，但表现符合预期。上半年GDP累计增速5.3%，明显高于全年5.0%的增速目标。环比来看，二季度在一季度基础上基本维持高速增长，延续了开年以来经济稳定修复的趋势。
- 从名义值来看，明显不及实际增量。二季度名义GDP同比增长3.94%，明显慢于一季度的4.59%。GDP平减指数下降至-1.26%（一季度为-0.81%）。虽然产出增量维持强势，但通缩问题仍在继续恶化。这也是二季度后期决策层目光转向价格治理（“反内卷”等）的重要背景。



- 从结构上看，二季度对经济贡献最多的仍为消费，外需贡献度有所下降但绝对水平不低。投资贡献反弹。



- 去年四季度以来逻辑方向不变——政策宽松推动经济修复，外需波动扰乱经济短期节奏。但通缩问题仍存困扰，且逐步成为仅次于地产、海外的主要风险来源。
- 二季度情况表明，虽然消费占比回升，但距离历史高位仍有差距，消费刺激政策以及提升消费在GDP中的占比仍有空间，消费仍将是今年经济的重要支持。投资在基建投资带动稳中有增，未来主要风险仍是地产投资能否企稳。外需风险下半年或进一步显性化。从经济运行节奏上看，全年经济增速可能前高后低，除外需风险外基数影响将逐步扩大（尤其是四季度），但中性预期下全年经济完成5%增速目标概率不低。
- 我们预计下半年政策宽松环境不变，但政策重点正在从稳经济转向稳价格，重点行业“反内卷”，同时范围可能扩大，关注7月末政治局会议影响。下半年名义GDP增长的重点也将从增量带动转向价格稳定。

2025	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP同比 增速	5.40%	5.20%	5.40%	5.00%	5.24%
			5.10%	4.80%	5.11%
			4.80%	4.50%	4.95%
			4.50%	4.40%	4.84%
			4.20%	4.20%	4.71%

*典型情境下的2025年GDP增速水平，以及对应的全年GDP增速。



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，6月CPI基本符合预期，PPI则继续弱于预期，仍存在一定的通缩风险。CPI-PPI差值上升至3.7%，二者均值跌幅再度扩大至1.73%。预计二季度GDP平减指数下降至-1.3%左右。

6月食品仍对CPI存在负向影响，能源拖累程度明显减弱，消费品存在低基数影响，实质表现较稳定。服务也表现稳定，核心CPI或主要受到核心商品带动。

PPI方面，6月更大影响主要是地缘政治风险导致的原油价格大幅波动（短期反弹后冲高回落），以及国内“反内卷”政策影响下，大宗商品价格中枢有所回升。但对PPI影响存滞后性，7月可能继续显现。

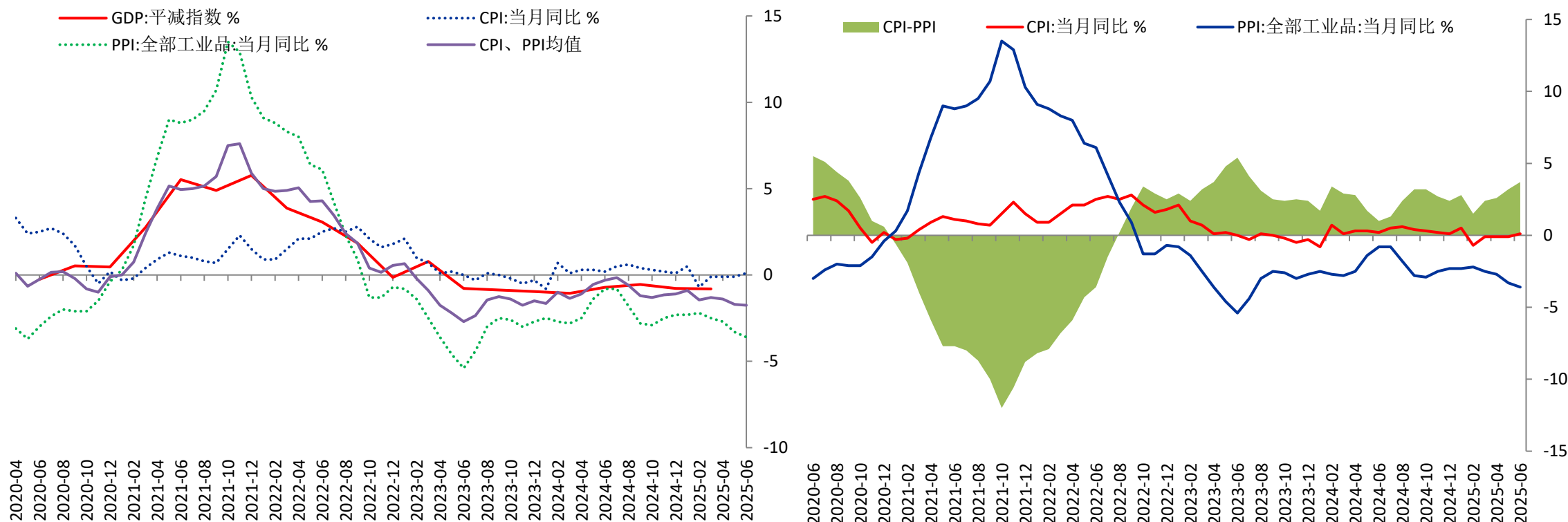
7月以来蔬菜涨幅偏低，猪肉仍有负面影响，食品新涨价动能仍不强。但非食品中，服装价格、汽柴油价格均出现大幅上涨态势，对CPI带动将明显上升。核心商品则仍需关注下半年开始后消费补贴力度。预计7月CPI环比出现明显回升，同比稳定在0%以上，核心CPI也稳中有升。长期来看，经济修复、消费复苏节奏将决定消费通胀尤其是核心CPI回升步伐。

PPI方面，7月大宗商品价格涨幅放缓，美国和其他国家贸易谈判存在不确定性，限制商品价格上涨高度。PPI新涨价因素再度减弱，但6月涨价的滞后性有正向影响。预计7月PPI环比跌幅可能收窄，叠加三季度低基数来看，同比跌幅将迎来改善窗口。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。

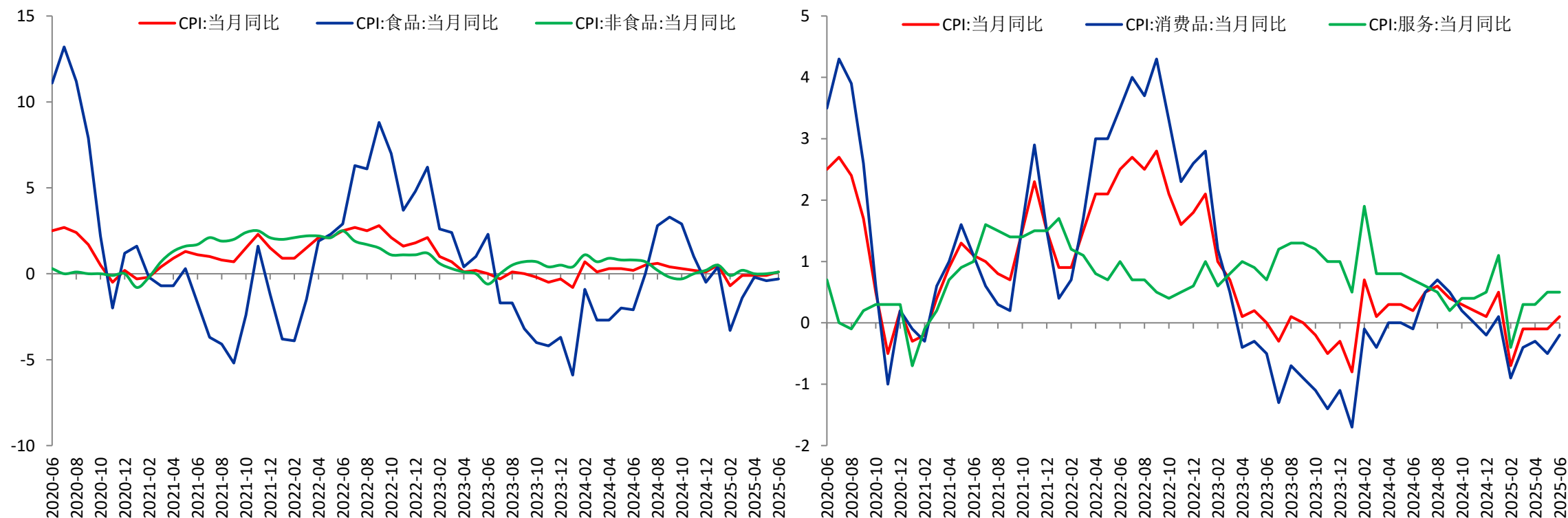
当前情况表明，持续的宽松政策正在带动上半年实际GDP增速维持强势（二季度可能仍高于5%），而通缩问题反而恶化，全球需求走弱叠加贸易风险的输入性因素存在影响。国内供需失衡是另一大因素。这也是6月开始决策层调控思路转向“反内卷”、整治恶性价格竞争的重要背景，且该政策对后期中下游商品价格存正向影响。此外，地产投资、输入性通缩仍是价格改善的关键。

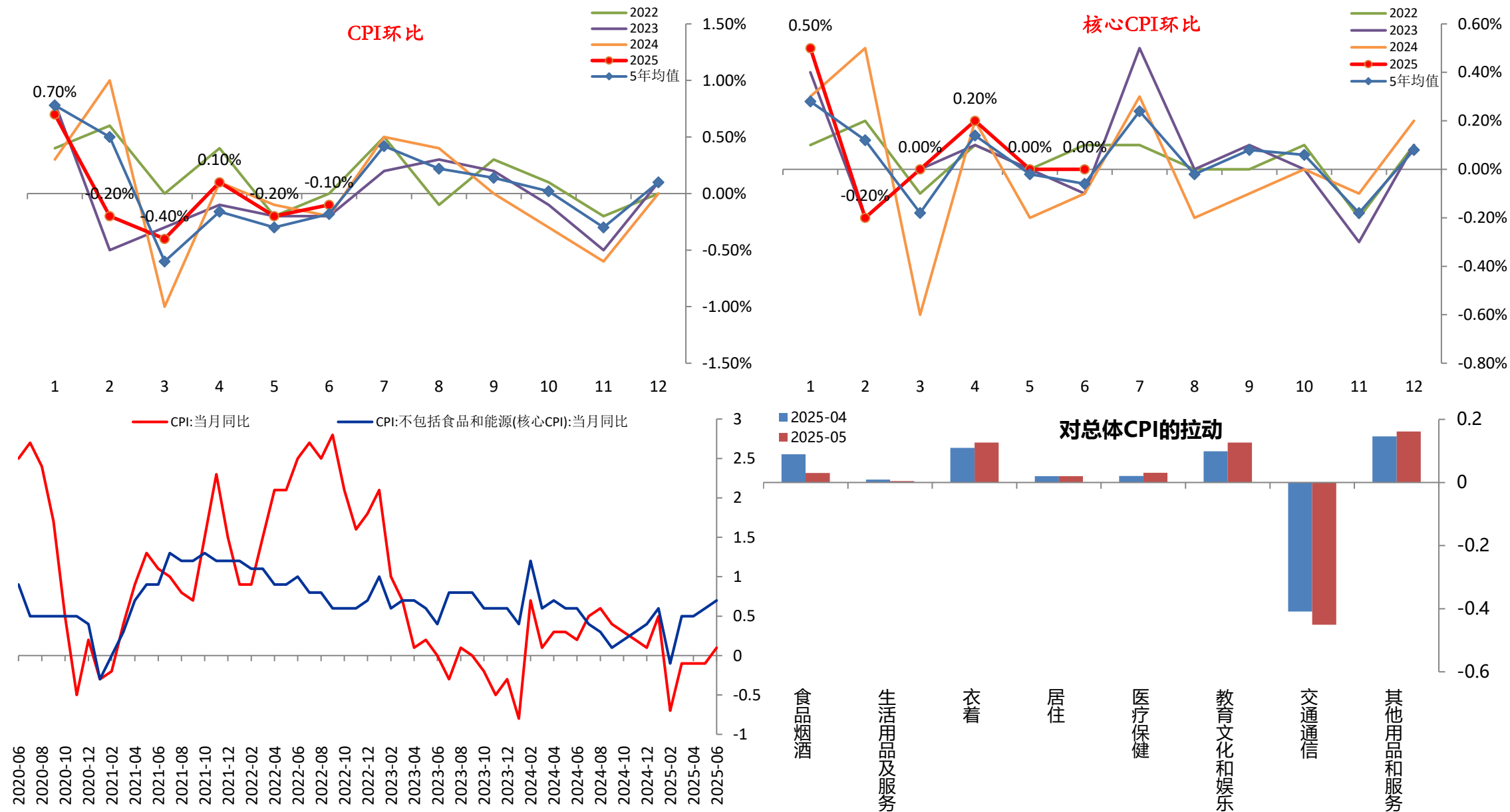
国家统计局公布的数据显示：

- 6月中国CPI同比增长0.1%，较前值有所反弹，表现略超市场预期；PPI同比增速继续下降至-3.6%，明显弱于预期的-3.2%，较前值-3.3%进一步下滑。
- 此外，核心CPI同比增速继续上行，升至0.7%。



- 总体CPI环比跌幅略收窄至0.1%，同时基数出现回落，同比增速因此改善至0.1%。
- 主要分项同比来看，食品跌幅收窄、非食品涨幅扩大，消费品跌幅收窄明显，服务增速不变，核心CPI增速继续加快。
- 环比来看，食品表现偏弱，非食品恢复至持平，消费品和服务表现基本持稳。
- 6月总体CPI和主要分项情况显示，食品仍存在负向影响，能源拖累程度明显减弱，消费品存在低基数影响，实质表现较稳定。服务也表现稳定，核心CPI或主要受到核心商品带动。

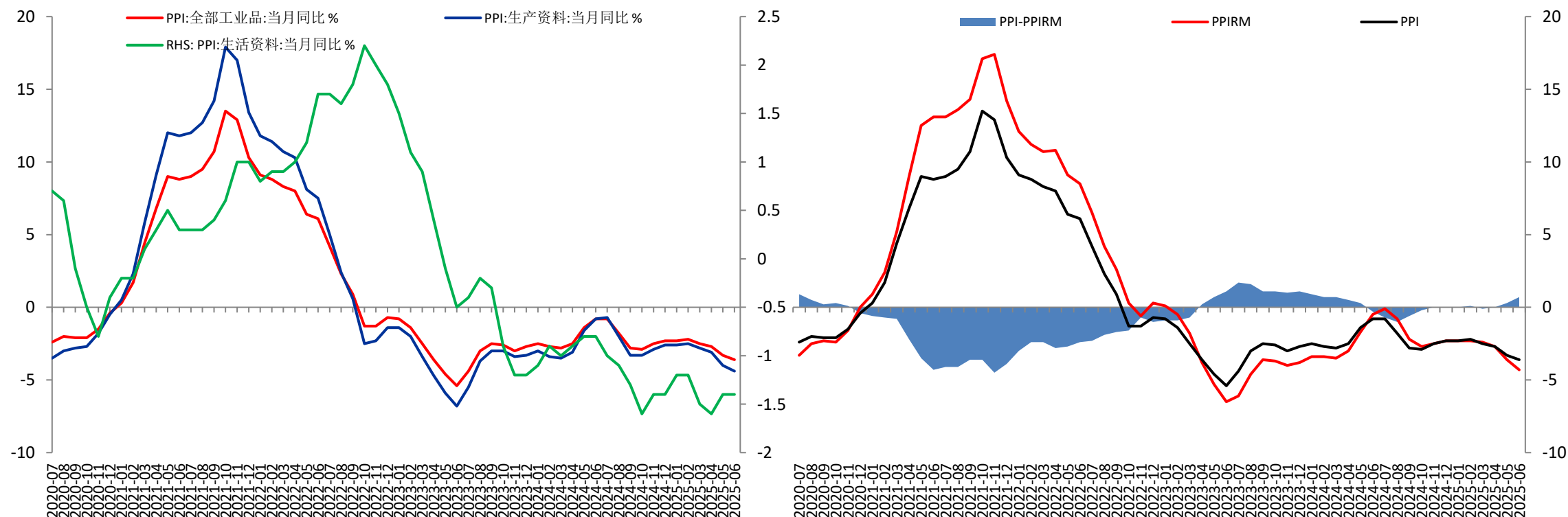




- 总体上看，6月CPI环比跌幅略收窄，叠加基数回落共同推动同比增速改善。结合大类分项看，食品仍存在负向影响，能源拖累程度明显减弱，消费品存在低基数影响，实质表现较稳定。服务也表现稳定，核心CPI或主要受到核心商品带动。
- 具体在食品方面，价格仍有分歧，但此前影响较大的生鲜食品分项暂时稳定，猪肉价格波动拖累程度相对上升。
- 非食品价格的三个主要逻辑略有变动。之前我们曾提示，5月核心商品CPI将承受的出口转内销压力逻辑，将随着中美达成初步关税协议松动，该情况正在得到验证。而油价短期正向带动是非食品另一支持因素。核心服务价格则继续围绕季节性波动，是稳定核心CPI的主要力量，但向上带动力不强。
- 7月以来情况显示，蔬菜涨幅偏低，猪肉仍有负面影响，食品新涨价动能仍不强。但非食品中，服装价格、汽柴油价格均出现大幅上涨态势，对CPI带动将明显上升。核心商品则仍需关注下半年开始后消费补贴力度。预计7月CPI环比出现明显回升，同比稳定在0%以上，核心CPI也稳中有升。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		0.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.07
食品		-0.3	-0.4	0.1	-0.4	-0.13
非食品		0.1	0.0	0.1	0.0	-0.03
核心CPI		0.7	0.6	0.1	0.0	0.07
消费品		-0.2	-0.5	0.3	-0.1	-0.13
服务		0.5	0.5	0.0	0.0	0.10
食品烟酒		0.1	0.1	0.0	-0.3	-0.10
:粮食		-1.2	-1.4	0.2	0.0	-0.10
:食用油		-1.8	-1.7	-0.1	-0.2	-0.17
:鲜菜		-0.4	-8.3	7.9	0.7	-2.33
:鲜果		6.1	5.5	0.6	-3.3	0.73
:畜肉类		-4.2	0.7	-4.9	-0.6	-0.30
:猪肉		-8.5	3.1	-11.6	-1.2	-1.17
:牛肉		2.7	-0.1	2.8	0.2	1.80
:羊肉		-1.8	-2.8	1.0	0.1	0.10
:水产品		3.4	2.5	0.9	0.7	0.90
:蛋类		-7.7	-3.5	-4.2	-2.9	-1.60
:奶类		-1.1	-1.5	0.4	0.2	-0.03
:烟草		0.1	0.2	-0.1	-0.1	-0.03
:酒类		-1.7	-2.0	0.3	-0.3	-0.20
衣着		1.6	1.5	0.1	-0.1	0.13
:服装		1.7	1.7	0.0	-0.1	0.13
:鞋类		1.1	0.8	0.3	-0.1	0.17
居住		0.1	0.1	0.0	0.0	0.00
:租房房租		-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.00
:水电燃料		0.4	0.3	0.1	0.1	0.07
生活用品及服务		0.7	0.1	0.6	0.2	-0.20
:家用器具		1.0	-0.2	1.2	0.0	-0.37
:家庭服务		1.7	1.7	0.0	0.0	0.03
交通和通信		-3.7	-4.3	0.6	0.0	-0.50
:交通工具		-2.8	-3.4	0.6	-0.4	-0.37
:交通工具用燃料		-10.8	-12.9	2.1	0.3	-1.80
:交通工具使用和维修		0.4	0.4	0.0	0.0	0.00
:通信工具		-0.3	0.7	-1.0	-0.2	-0.73
: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		1.0	0.9	0.1	-0.1	0.13
:教育服务		1.2	1.2	0.0	0.0	0.00
:旅游		0.8	0.9	-0.1	-0.8	1.03
医疗保健		0.4	0.3	0.1	0.1	0.13
:中药		-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.10
:西药		-1.3	-1.2	-0.1	-0.1	-0.20
:医疗服务		0.8	0.7	0.1	0.3	0.30
其他用品和服务		8.1	7.3	0.8	0.5	1.20

- PPI环比跌幅仍保持0.4%不变，与历史同期相比继续偏低，基数回落但贡献有限，同比增速继续弱于市场预期。价格对企业名义产出、营收和利润的同比负向影响仍在持续扩大。
- PPIRM跌幅大幅扩大至4.3%。PPI与PPIRM差值进一步上升至0.7%，上游行业相对下游利润下滑依然更明显。

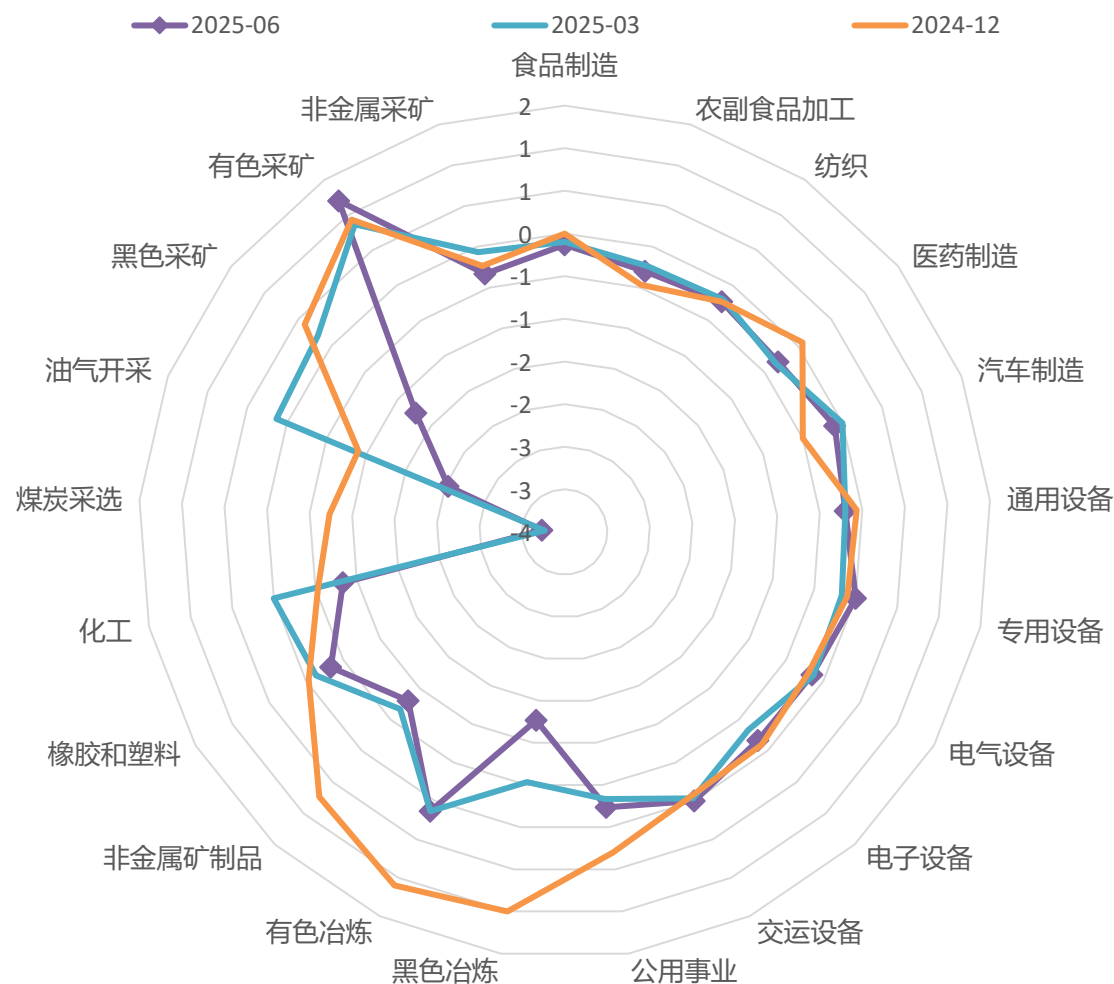


- 6月行业PPI延续多数走弱现状，上游行业表现多数进一步弱化，中游原材料行业走弱情况类似。中有何下游制造业仍延续分化格局，多数以负增长为主。
- 各产业链来看，得益于油价反弹、中枢回升，能化跌幅修复，但中游跌幅仍以扩大为主。有色产业链延续上行，但涨幅收窄，与铜等品种结构性影响有关。黑色产业链继续走弱、跌幅扩大，地产拖累仍不可忽视。设备制造业下跌，尤其是交运设备一年来首次负增长。消费品制造业分化，但汽车制造跌幅收窄。
- 此前中美初步达成初步贸易协议，关税风险暂时下降。6月更大影响主要是地缘政治风险导致的原油价格大幅波动（短期反弹后冲高回落），以及国内“反内卷”政策影响下，大宗商品价格中枢有所回升。但对PPI影响存滞后性，7月可能继续显现。此外，全球需求下行、国内地产投资走弱仍是主要拖累因素，需要持续关注。

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
2025-06	-1.10	-3.70	-2.50	-1.90	-2.20	-1.50			-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
2024-06	-1.10	-2.20	-0.70	-1.00	-2.30	-1.00	-0.70	-2.90	-2.10	0.00	-2.00	-2.10	11.50	-1.60	-2.10	-0.60	-1.60	8.00	5.90	17.00	-6.90

- PPI环比跌幅维持不变，高基数继续压低同比。价格对企业名义产出、营收和利润的同比负向影响仍在持续扩大。PPI与PPIRM差值进一步上升，上游行业相对下游利润下滑依然更明显。
- 此前中美初步达成初步贸易协议，关税风险暂时下降。6月更大影响主要是地缘政治风险导致的原油价格大幅波动（短期反弹后冲高回落），以及国内“反内卷”政策影响下，大宗商品价格中枢有所回升。但对PPI影响存滞后性，7月可能继续显现。
- 7月以来情况显示，大宗商品价格涨幅放缓，美国和其他国家贸易谈判存在不确定性，限制商品价格上行高度。PPI新涨价因素再度减弱，但6月涨价的滞后性有正向影响。预计7月PPI环比跌幅可能收窄，叠加三季度低基数来看，同比跌幅将迎来改善窗口。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。

官方PPI环比3MMA





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

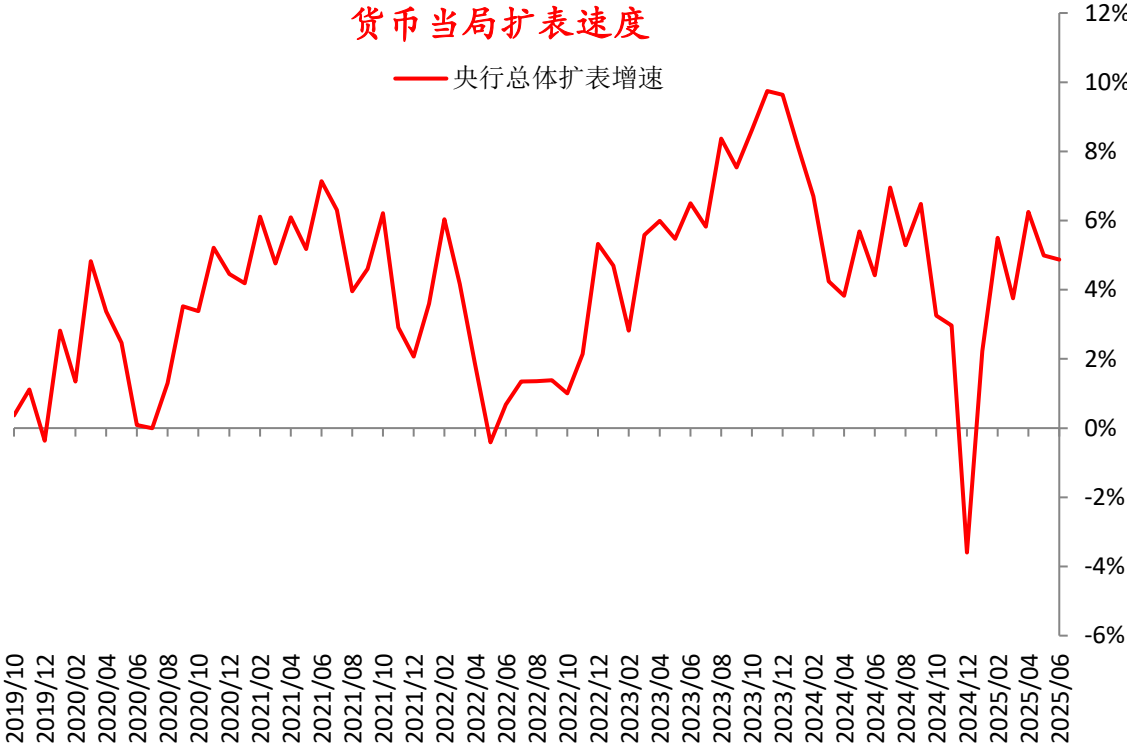
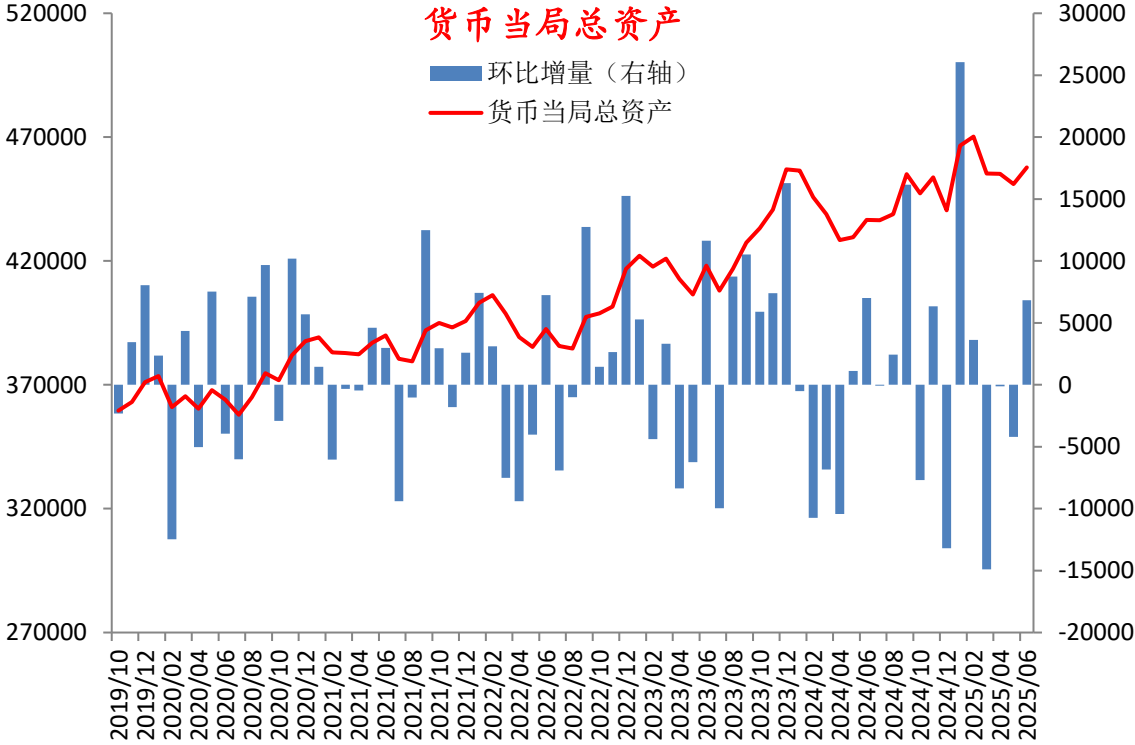
第四部分 汇率与商品市场波动

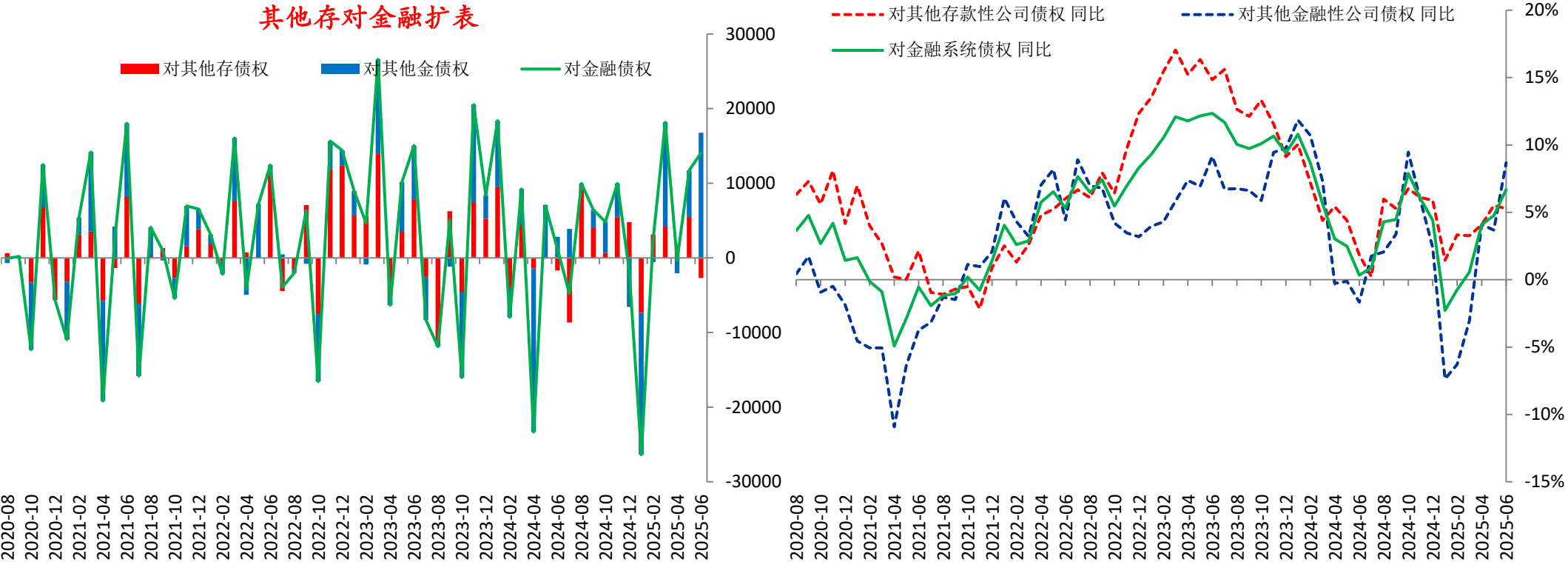
金融角度看，政府融资维持高位，对社融带动不减。虽然7月以来政府融资增速略有放慢，但预计后期将会恢复，财政支出对企业和居民流动性支持仍在。房屋销售对企业流动性仍然未出现改善，对流动性进入实体经济支持较弱。二季度广义社融增速总体回升，预计下半年反弹趋势不变，但高基数影响下反弹节奏可能减慢。

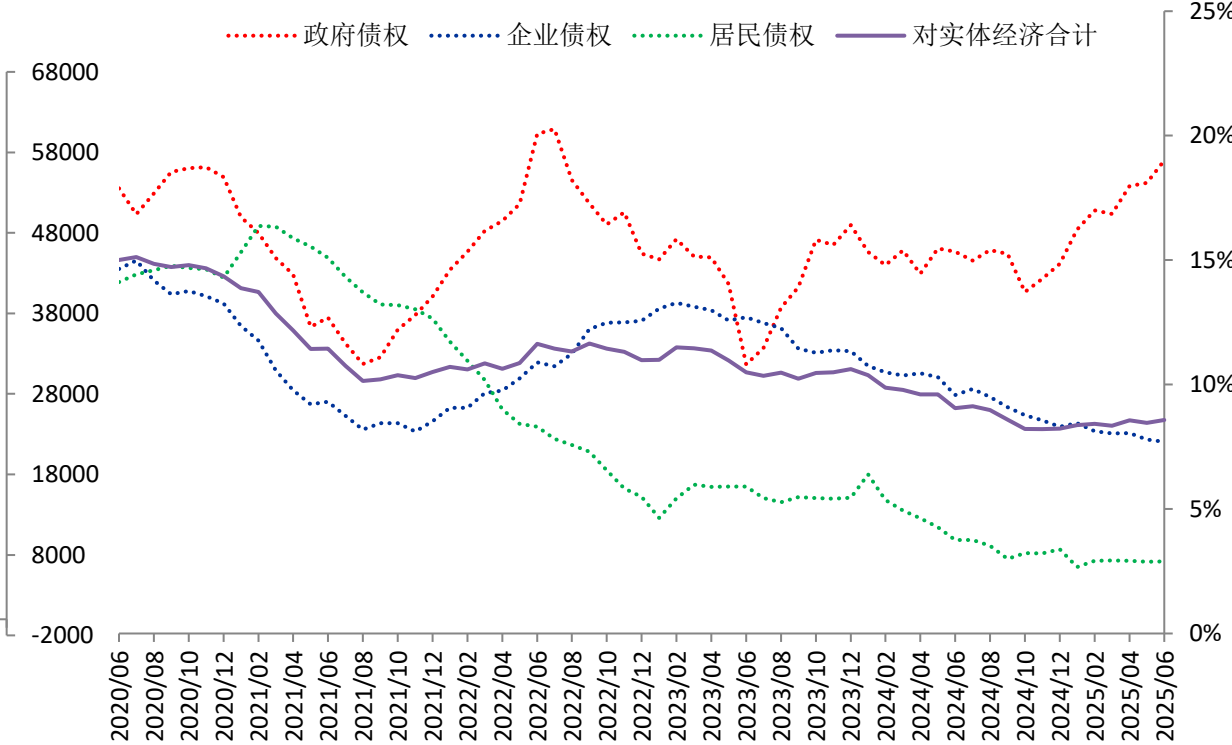
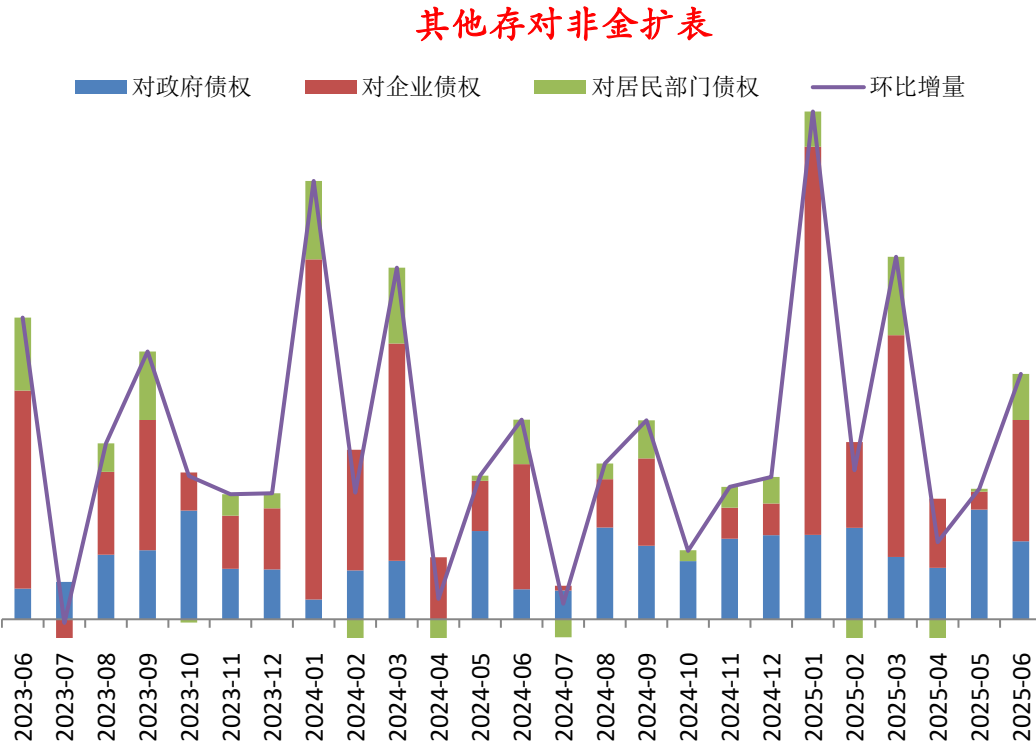
货币信贷增速差再度转向上，M2回升带动作用更强。跟随企业流动性增加、政府流动性继续进入其他部门，未来M2增速或继续上升。货币信贷增速差上升同时无风险收益率下降，二者未出现背离。经济基本面总体改善，消费、基建持稳，市场情绪好转，但几个关键风险项如外需、地产仍存，且通缩状况不利于名义产出。5月降息降准效果持续显现，也对利率形成压制。但7月开始“反内卷”政策持续发力，价格出现明显改善，名义产出短期将受到支持。且政府债务发行节奏不会明显放慢，无风险利率仍存在调整风险，需要持续警惕。政策效果初步显现后，再次全面宽松的可能性暂时下降。

财政方面，6月财政收入和支出同步放缓（均弱于季节性），前者出现小幅同比负增长，支出走弱则令财政赤字增量不足。财政收支改善速度继续放缓，外部风险暂时下降但国内价格降幅扩大，名义经济修复速度放慢对财政改善有一定不利影响。广义财政角度看，收支差额增长主要受到一次性因素带动（中央注资银行增加中央政府基金支出）。地产上游土地成交、溢价率略有改善，但房屋销售、资金约束下，土地出让金以及广义财政改善步伐仍承受压力。广义财政支出仍需关注预算内收支和政府融资情况，预计有所改善。

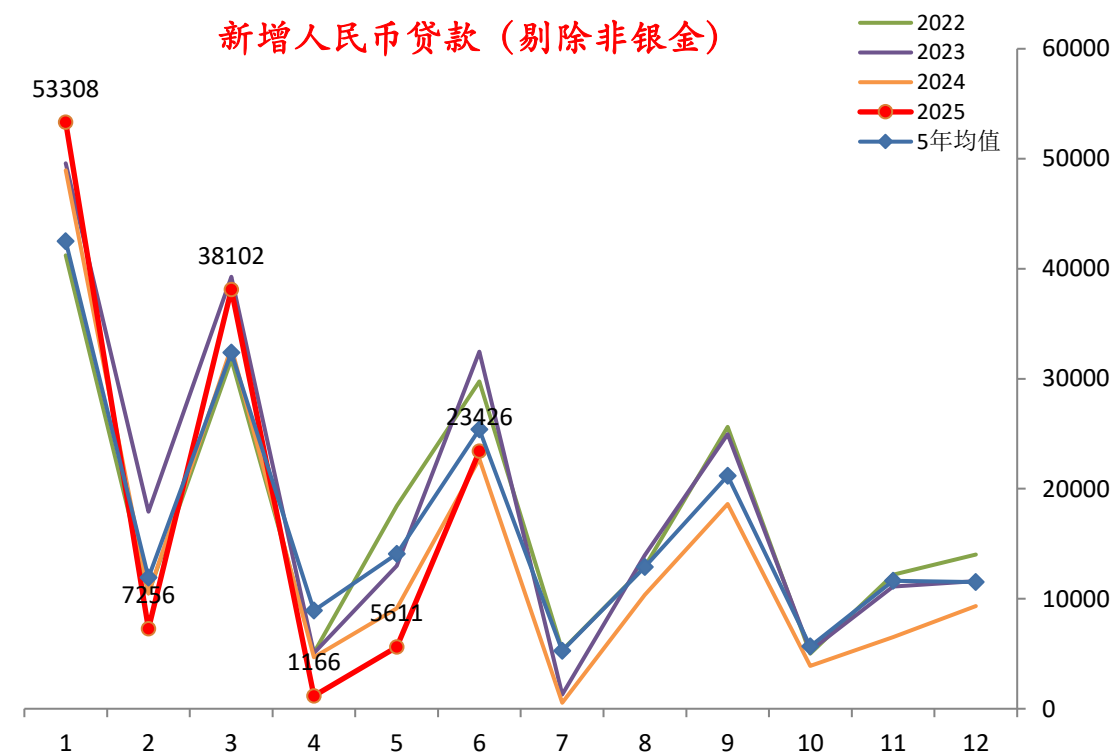
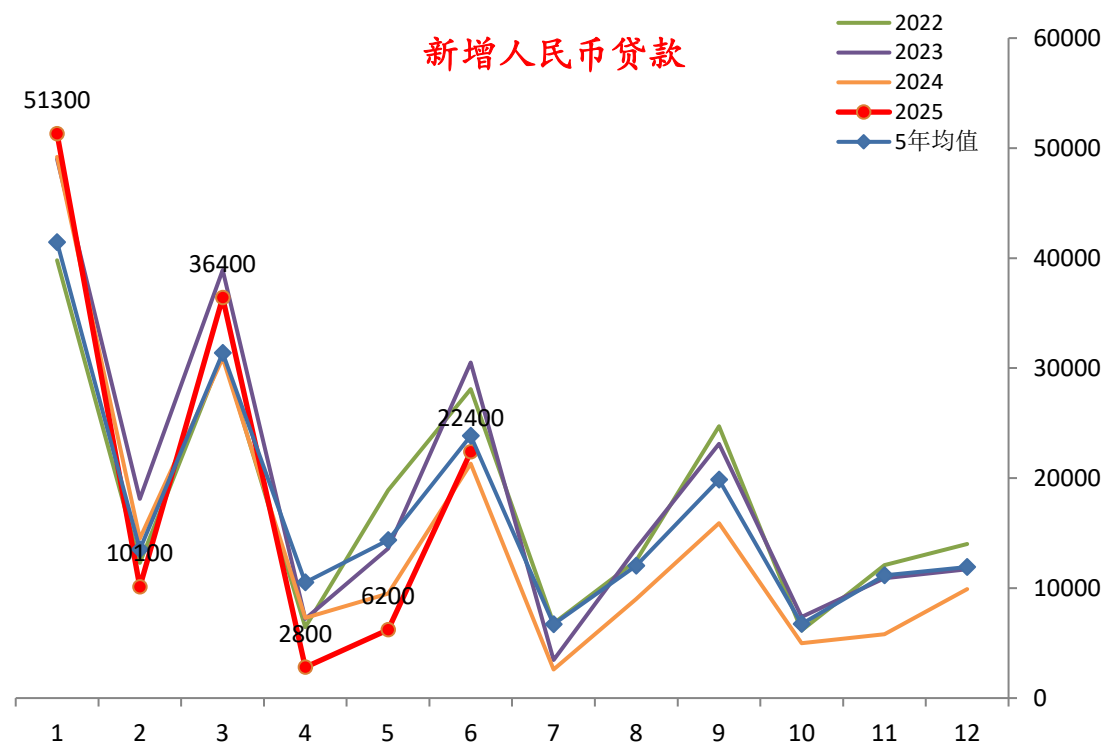
7月开始“反内卷”并且在中上游行业产品价格取得一定进展后，企业营收预计有所改善，并对狭义财政形成支持。但广义财政或继续受地产压力，主要依赖财政赤字和政府融资。未来支出除基建、消费补贴外，可关注民生方面定向补贴（育儿、文旅等）。

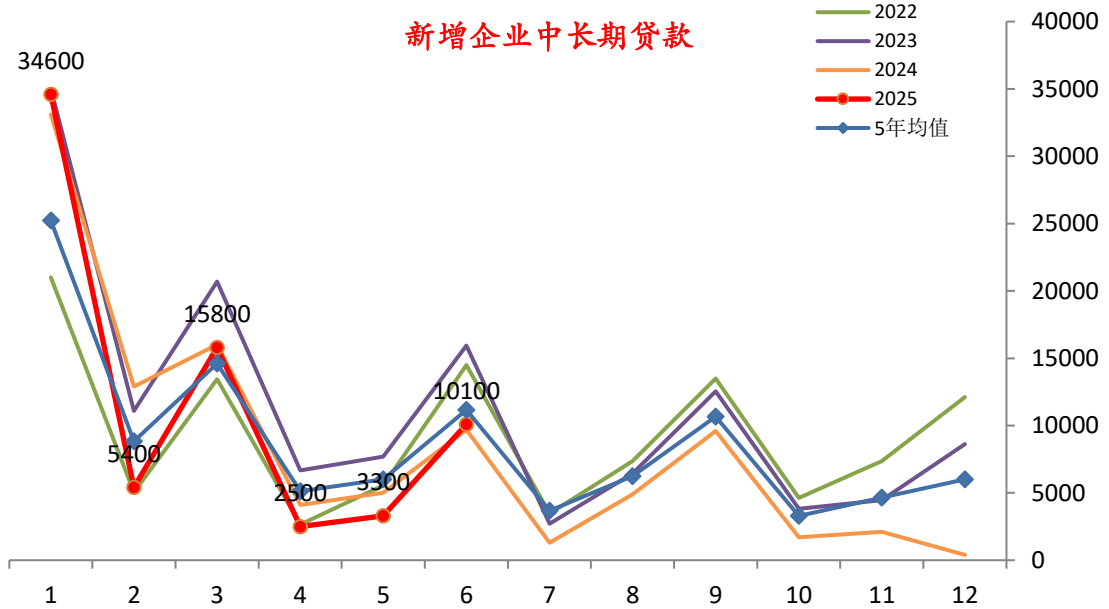
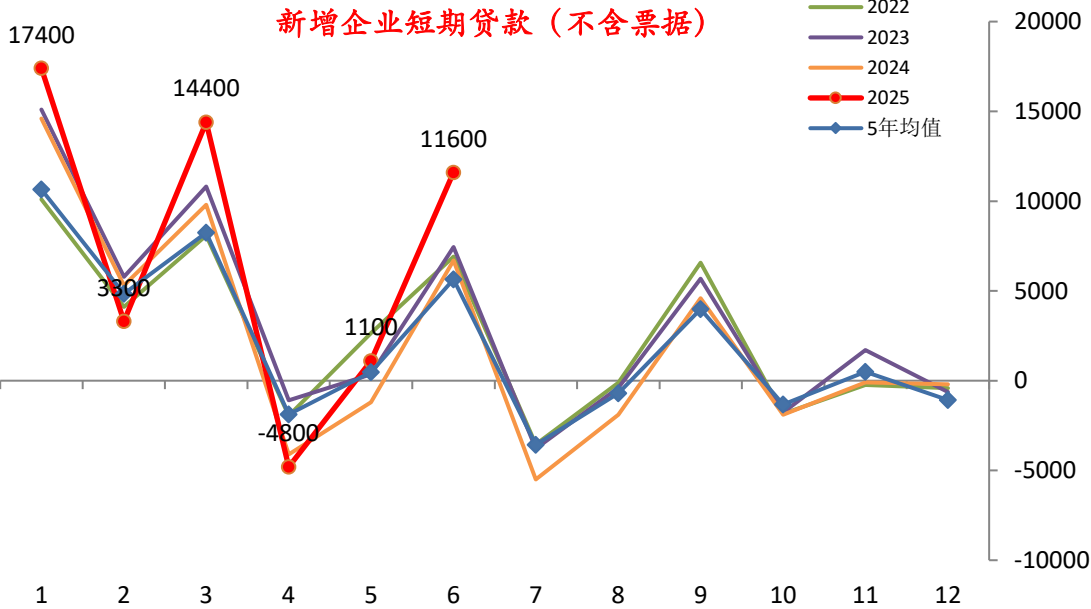
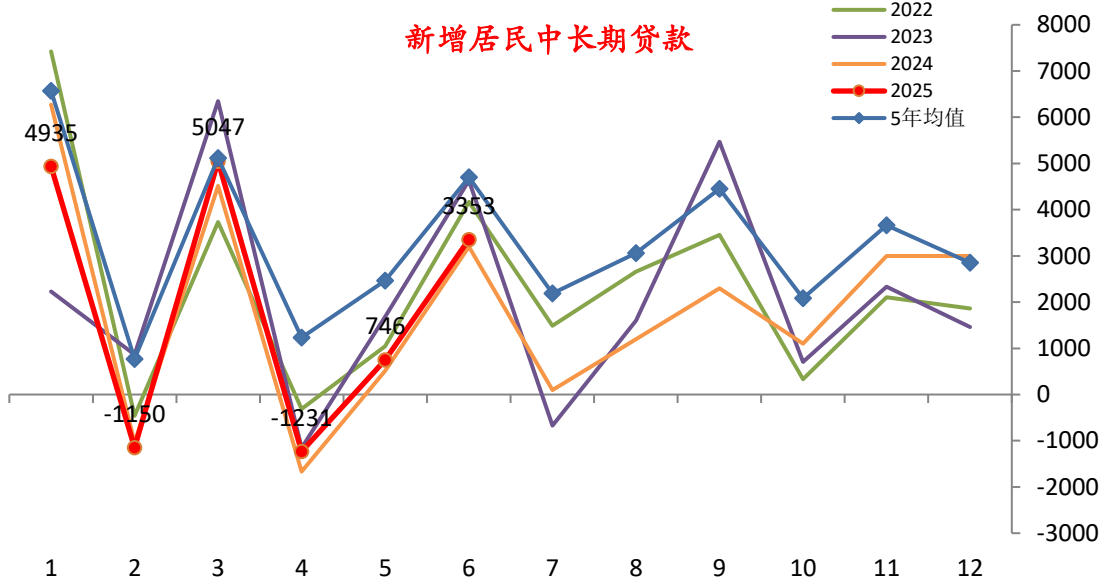
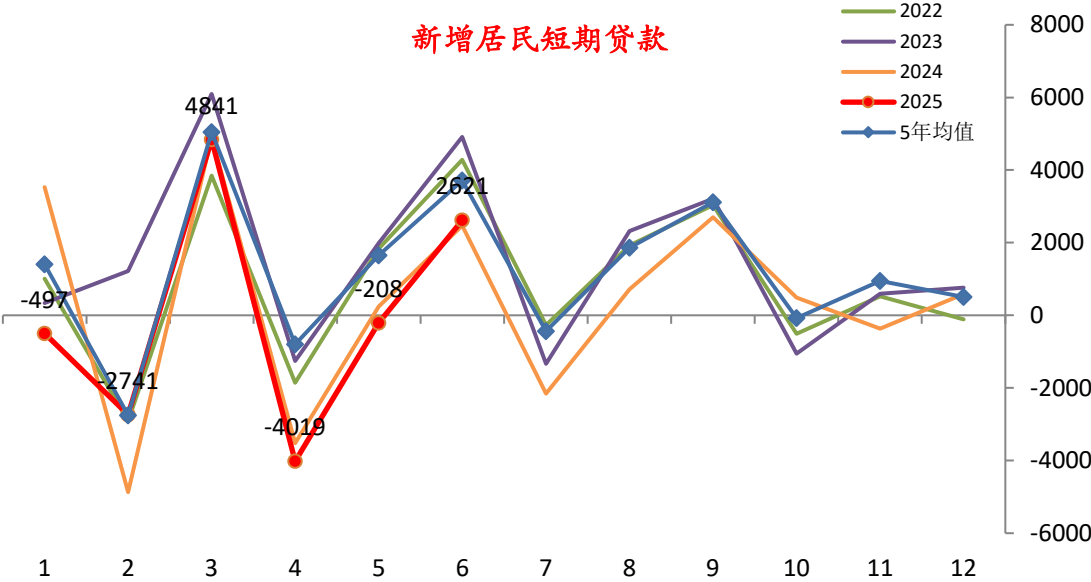


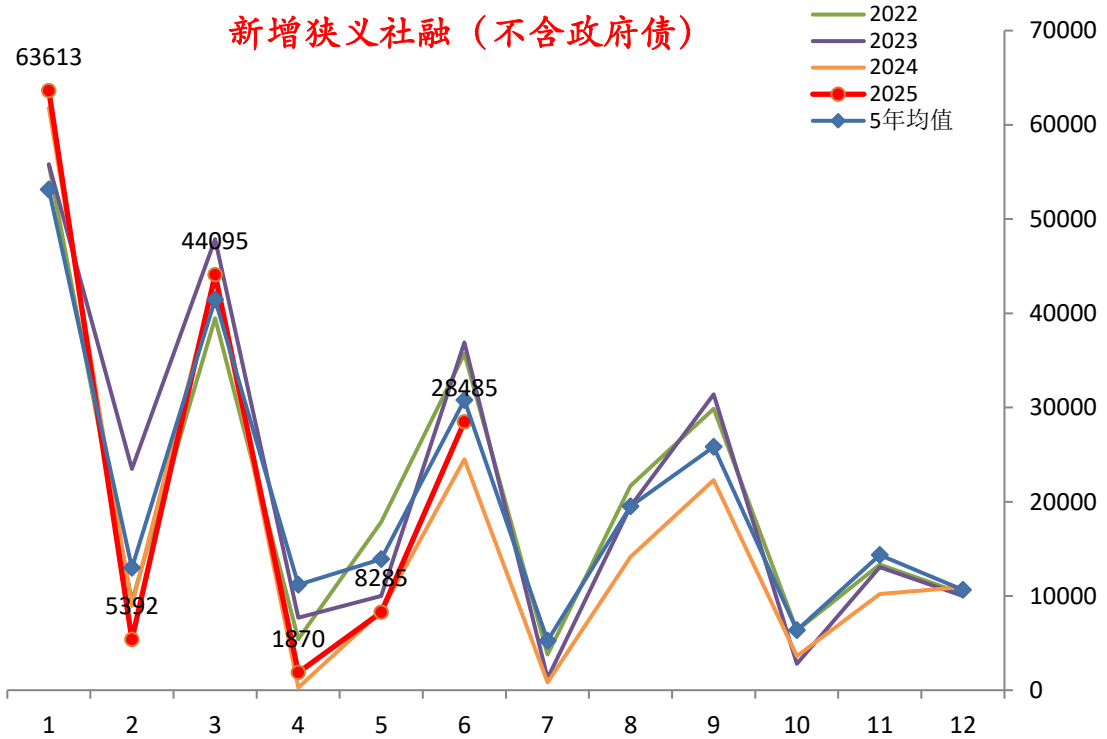
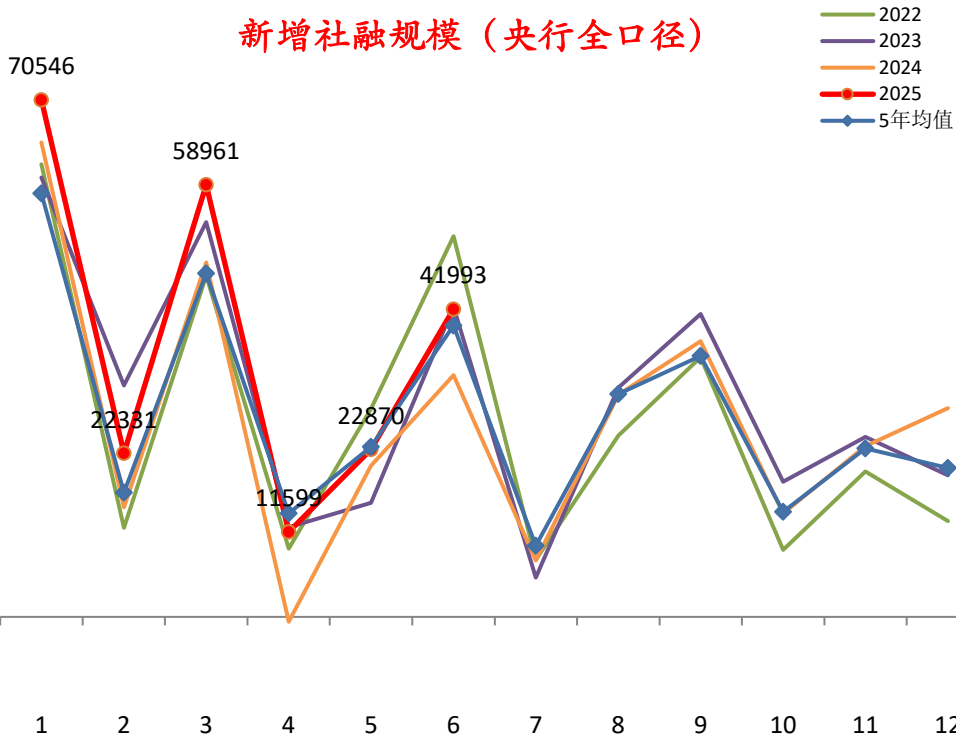




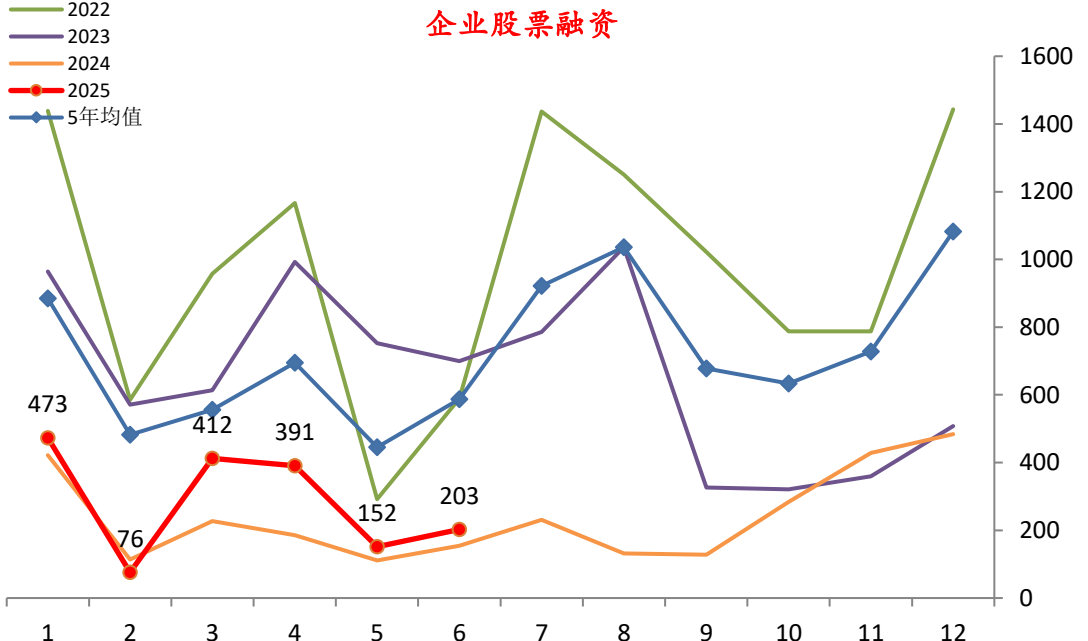
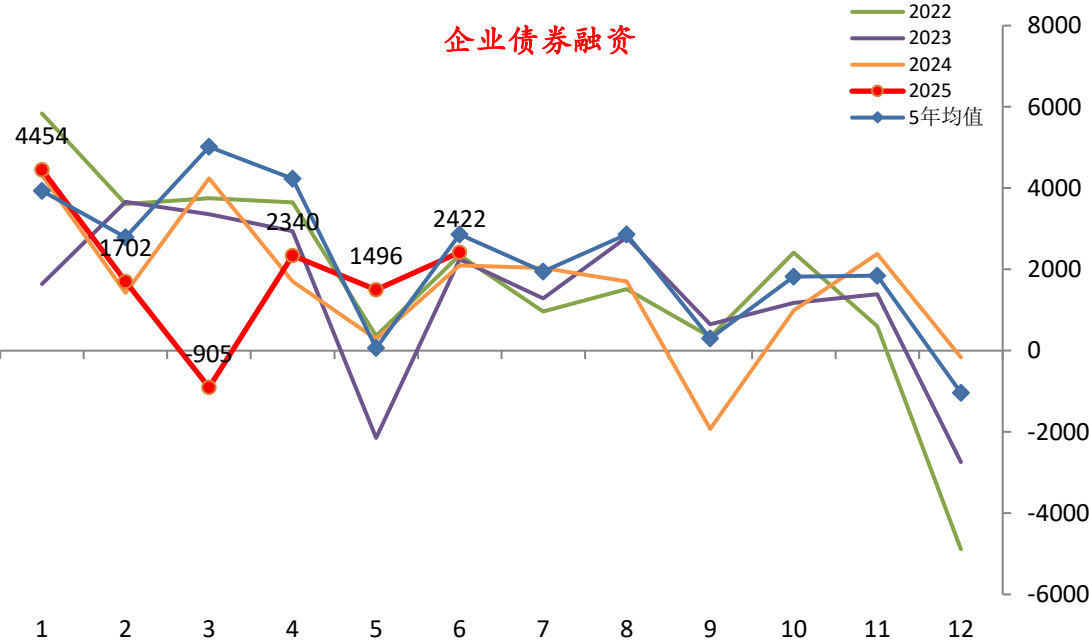
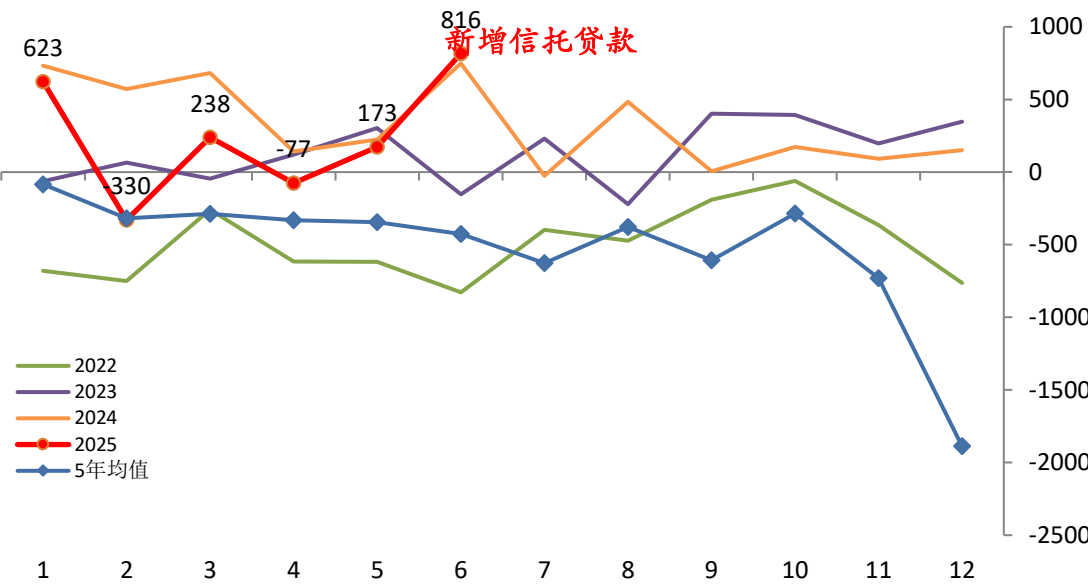
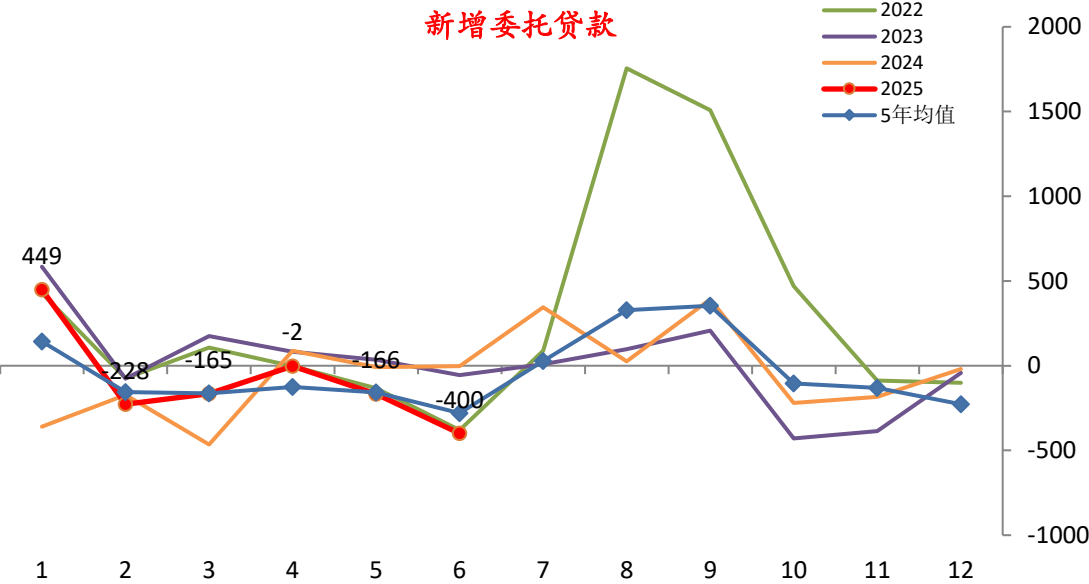
*均为同比，政府债权（红色）位于右轴，其他位于左轴

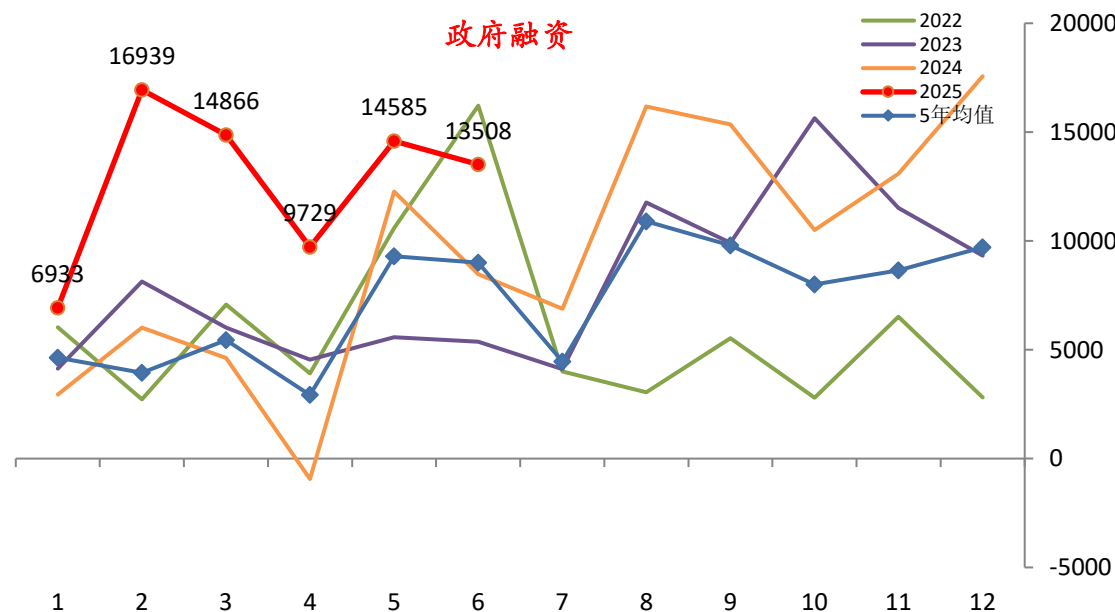
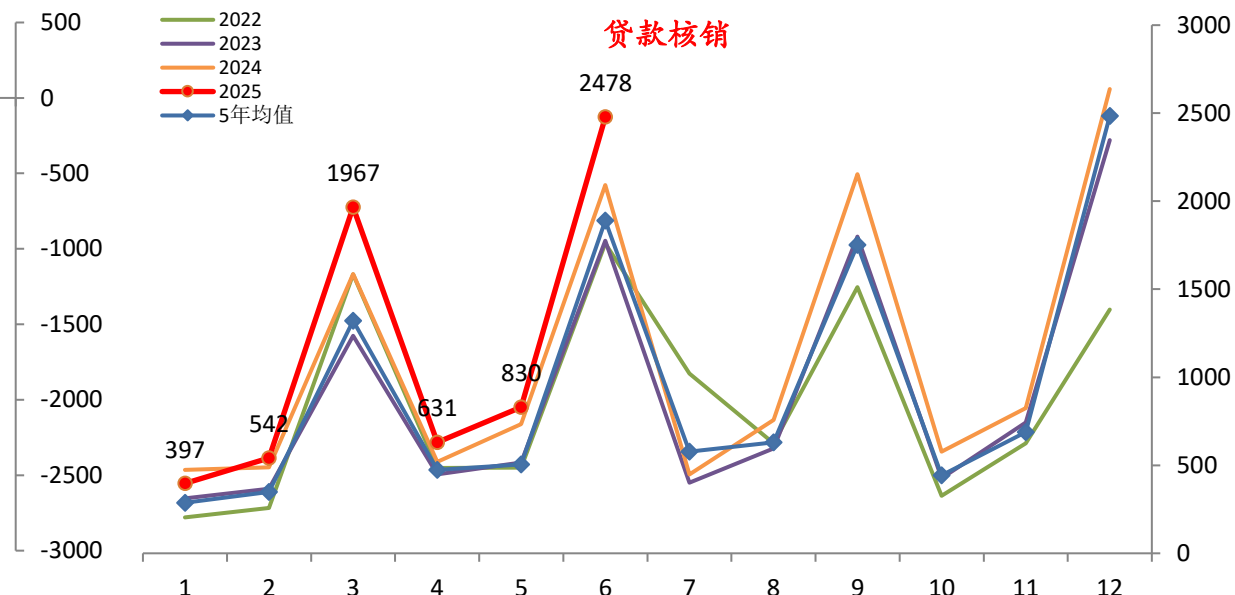
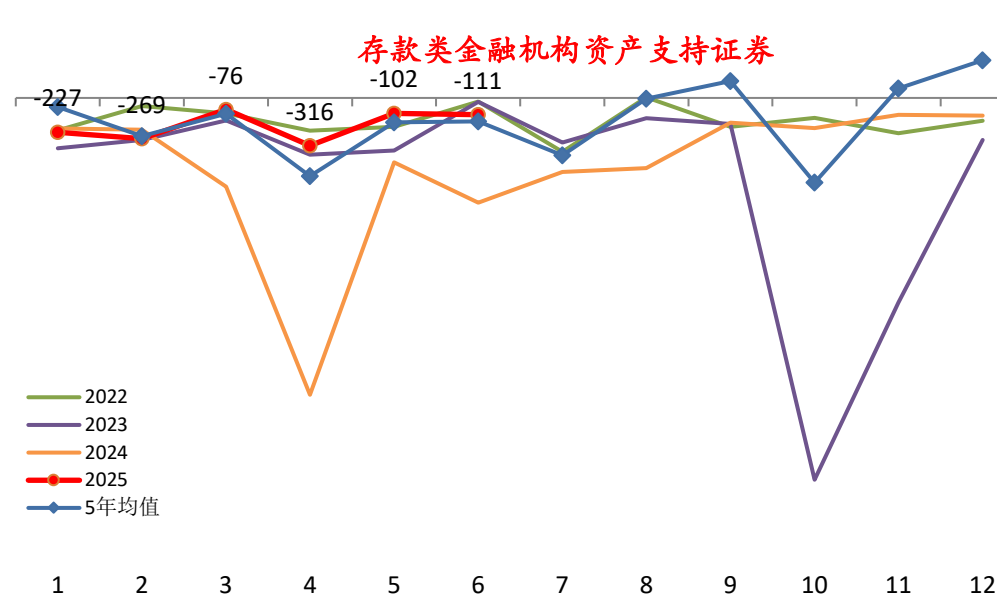




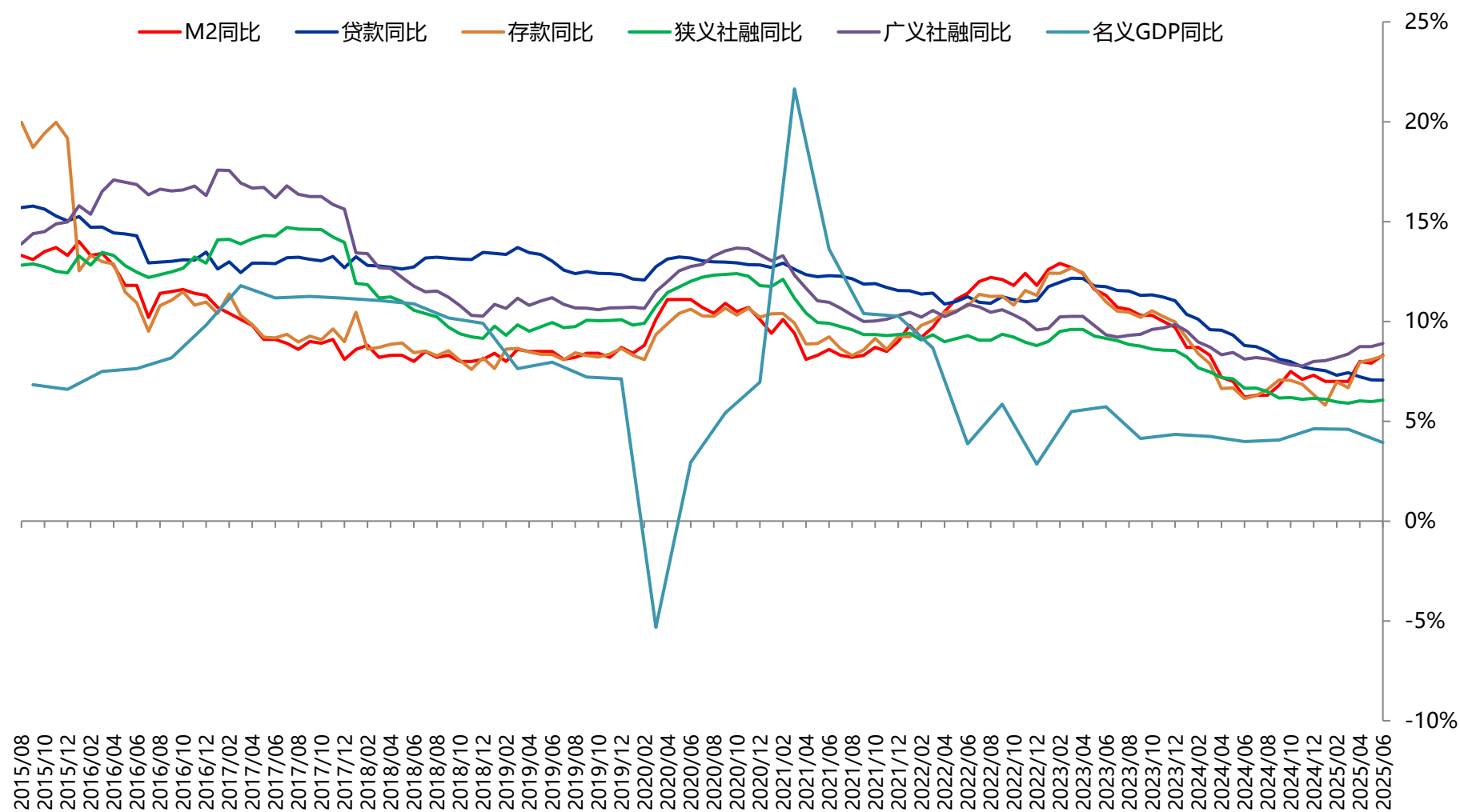


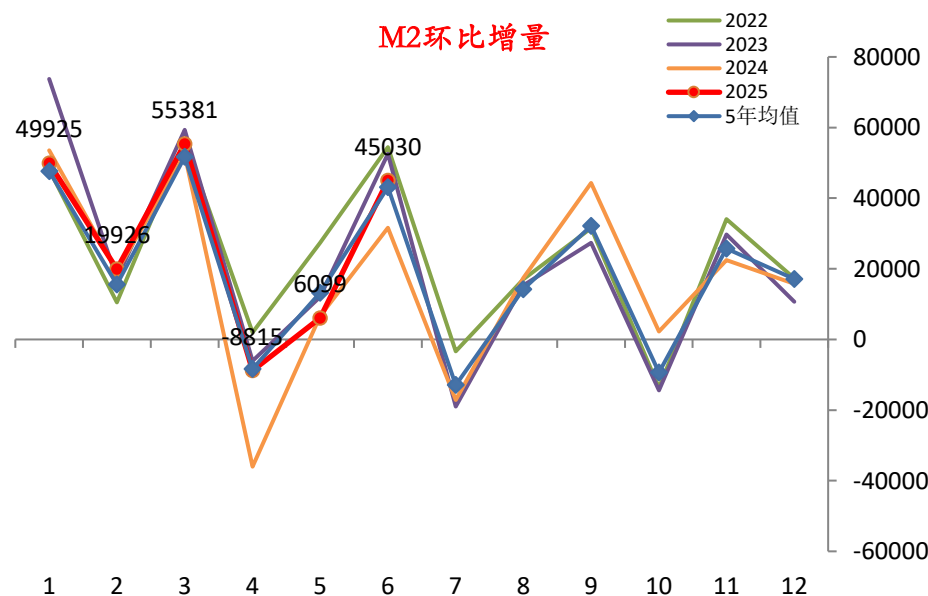
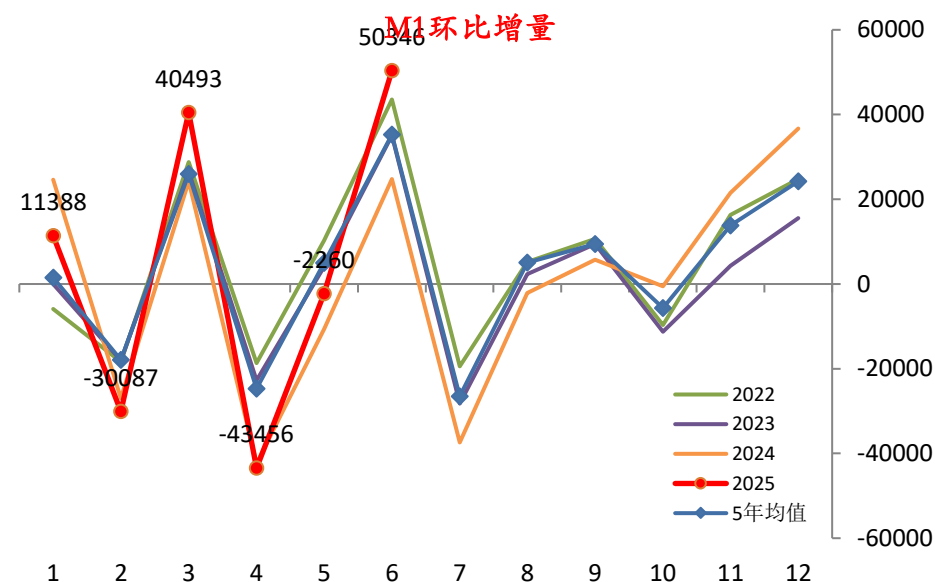
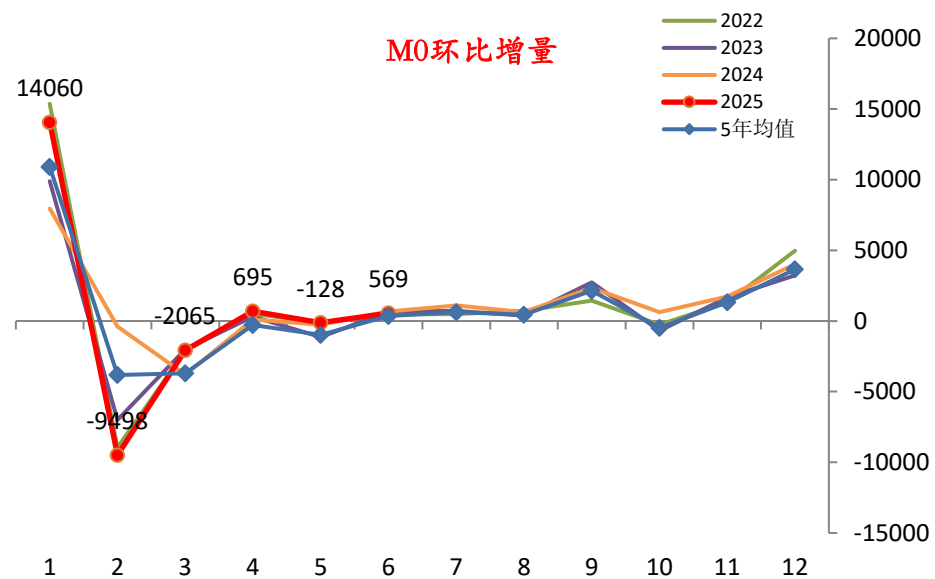
• 新口径下的社融可直接视作广义社融，狭义社融=广义社融-政府债



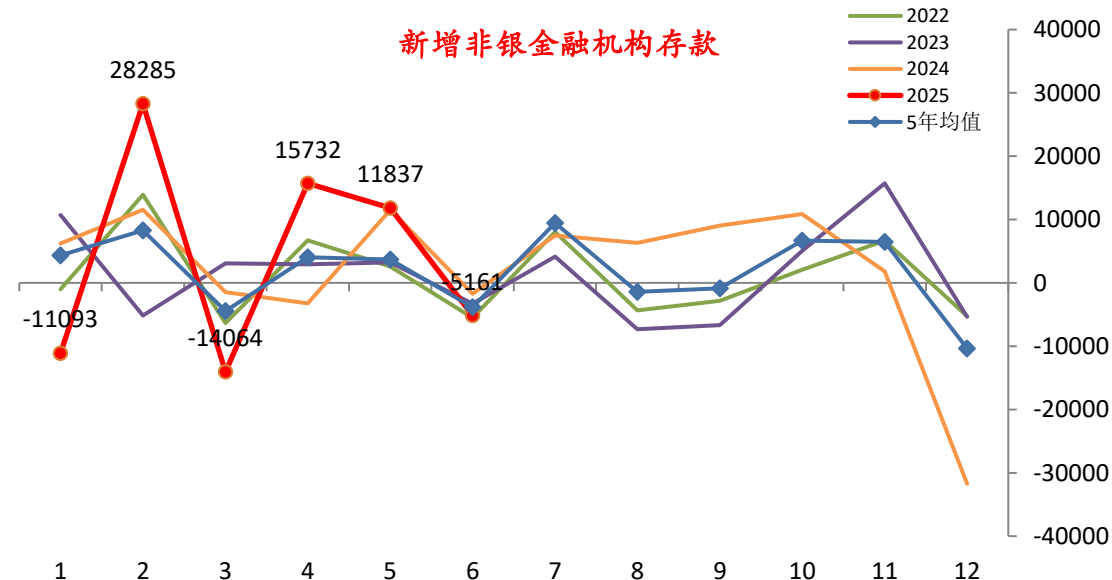
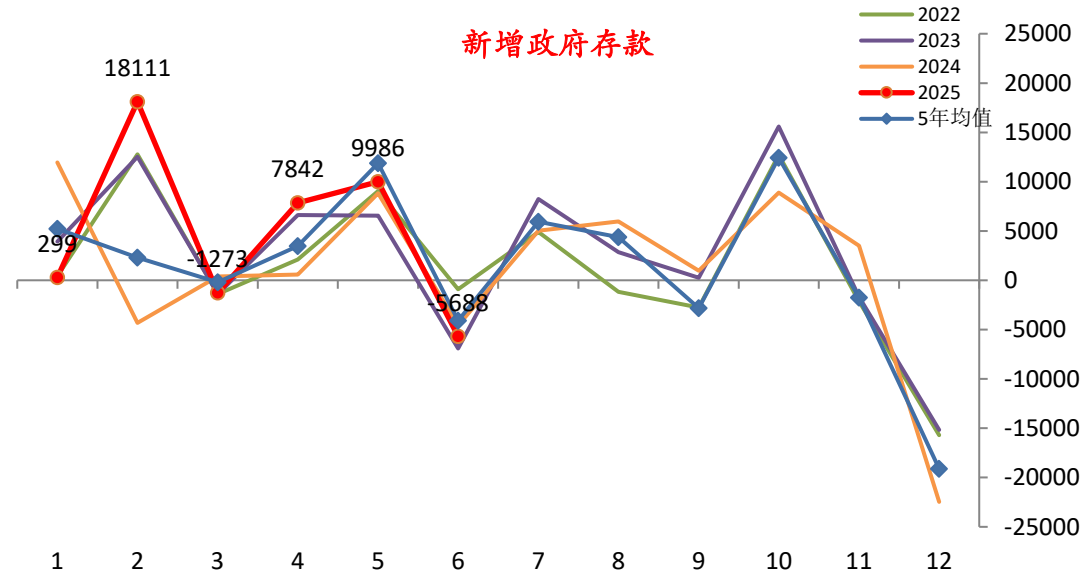
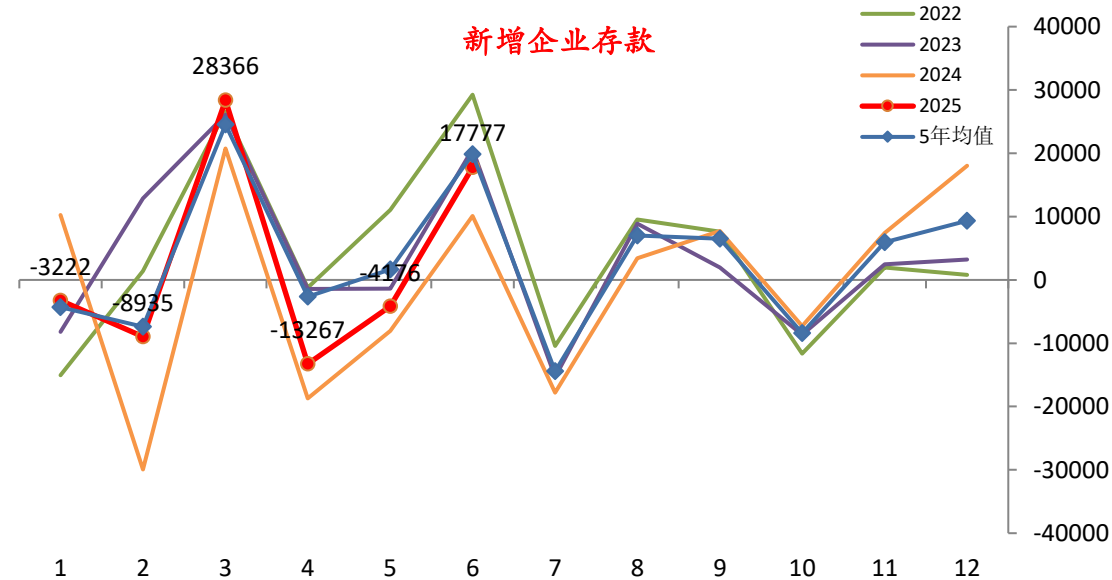
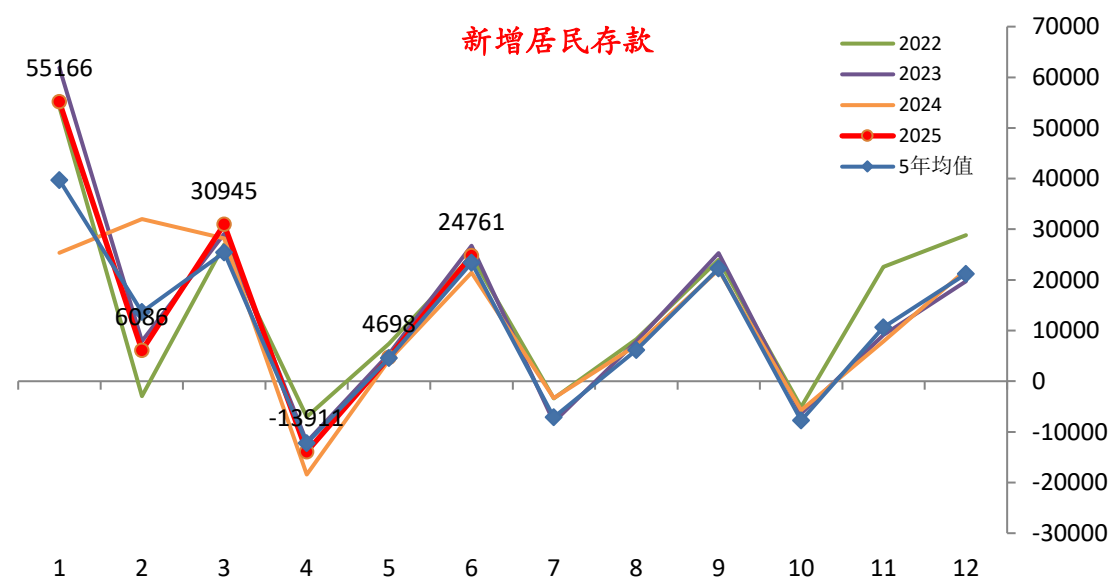


- 2019年12月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。指标数值为托管机构的托管面值。该数据与Wind中统计的国债+地方专项债+政府支持机构债略有差异。

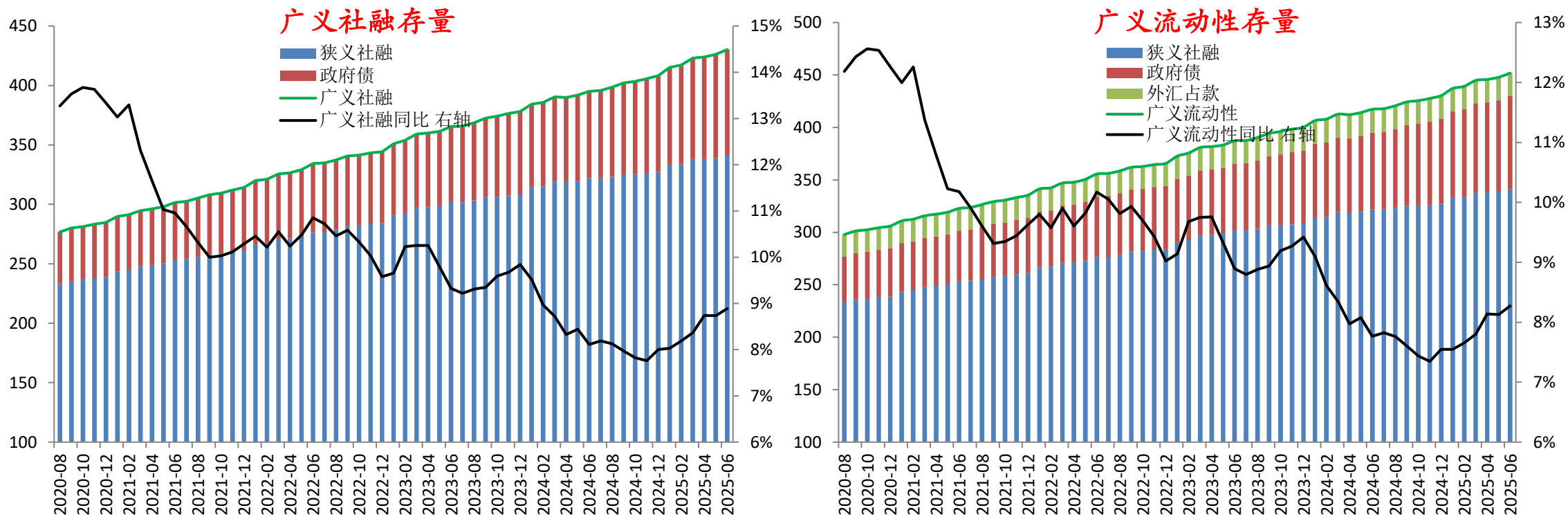




- 2022年12月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。
- 2025年1月起，M1将包含个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，成为实际上的“宽口径M1”。
- 上述M1计算依据：2024年1月后为官方数据，2023年12月前为原M1+居民活期+非金融机构存款。
- 如未特别说明，本报告涉及的M1存量、M1增量、M1环比、M1同比等历史数据，均按照上述口径进行计算。

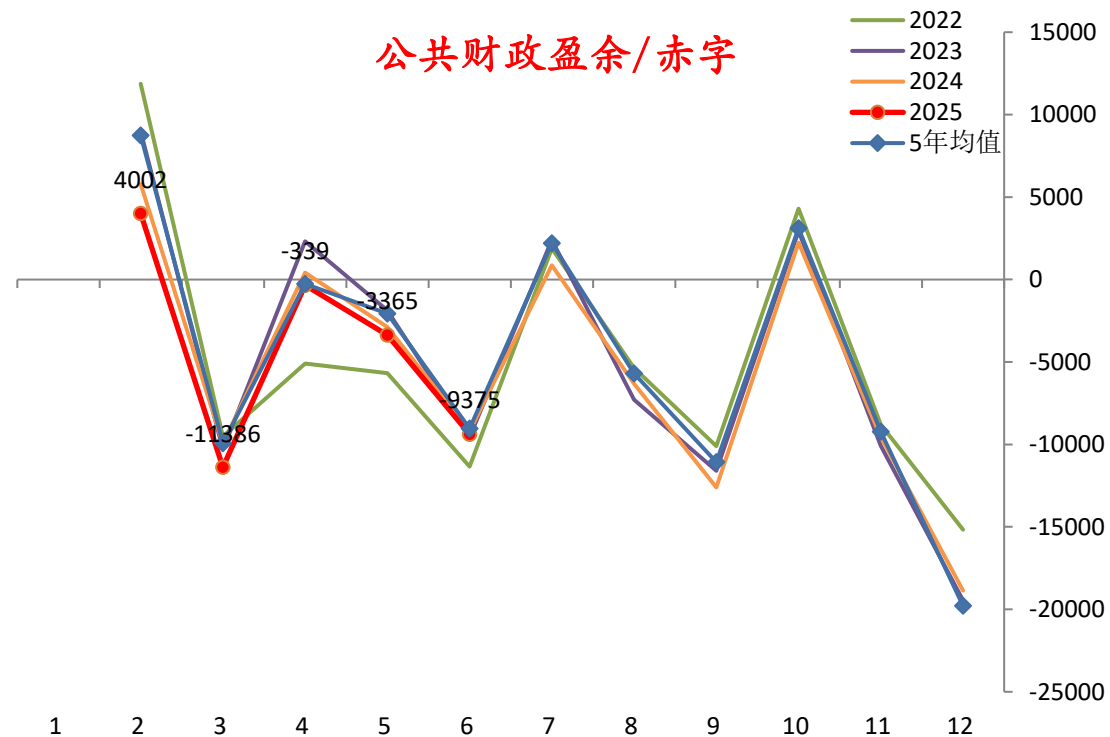
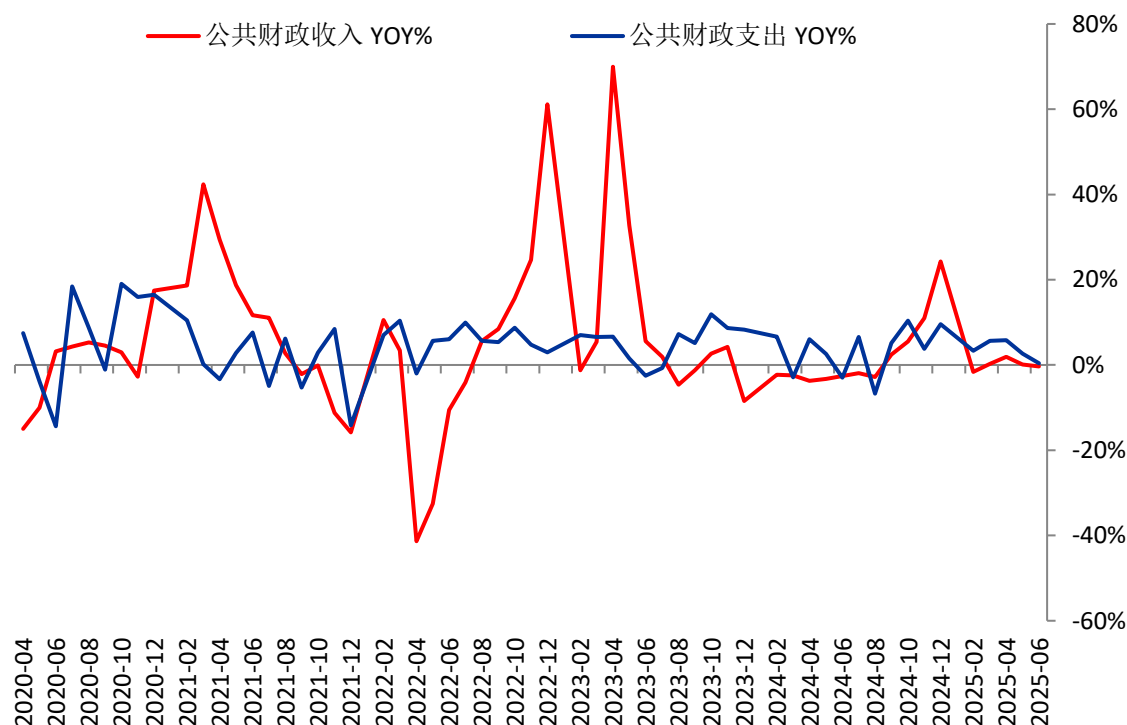


上图数据采用信贷收支表口径计算



- 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

- 6月全国公共财政收入同比增速继续回落，其中收入下降0.31%；支出同比增速进一步减速至0.38%。
- 边际上看，财政收支赤字金额弱于季节性。
- 财政收入和支出同步放缓（均弱于季节性），尤其是支出走弱令财政赤字增量不足，与6月基建、消费补贴等数据基本一致。



- 主要收入分项看，税收收入表现弱于季节性，非税收入则略超季节性。企业税收中，增值税和所得税均弱于季节性，但仍与去年趋势较接近。个人相关税收中，所得税符合季节性，消费税从偏低位置回升而略超季节性。外贸相关税收方面，进口环节增值税和消费税继续回落，关税也有所走弱，出口退税增量放慢，三者表现均弱于季节性。地产相关税收变动不大，其中城建维护税、土地增值税符合季节性，后者总量仍偏低。契税弱于季节性、房产税好于季节性。其他税收方面，资源税、印花税均弱于季节性，增量不多。车辆购置税小幅回升。
- 总体上看，外贸压力暂时缓和，但没有出现此前的大幅改善，因此进出口相关税收增长有限。生产层面税收相对稳定（增值税、所得税），可能与通缩环境下企业营收受到约束有关，且该问题也是“反内卷”政策的重要背景（即政府收入也需要“涨价”来改善）。此外，地产走弱对相关税收负面影响依然存在。

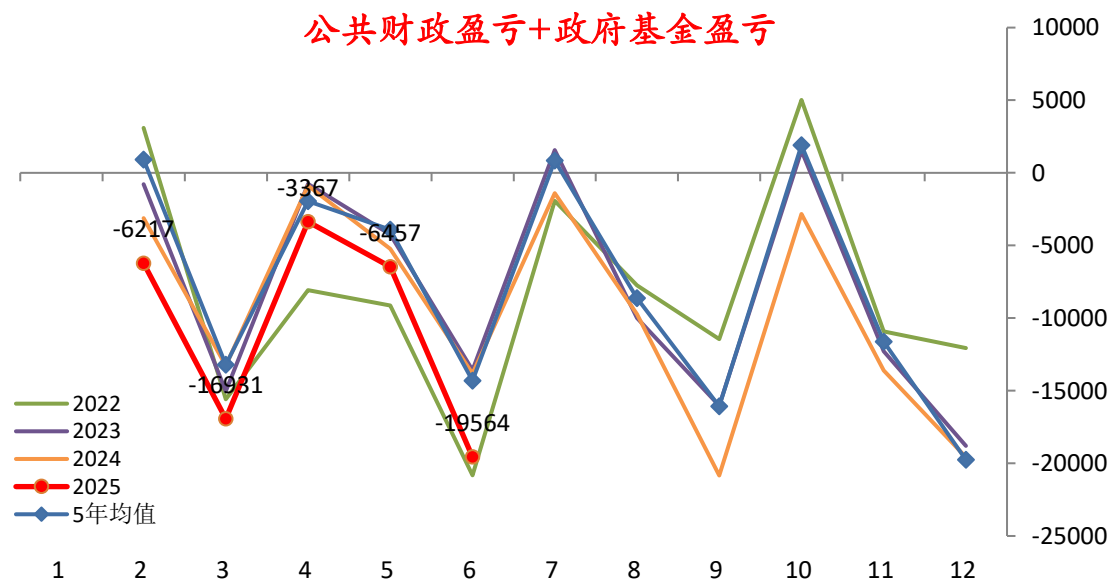
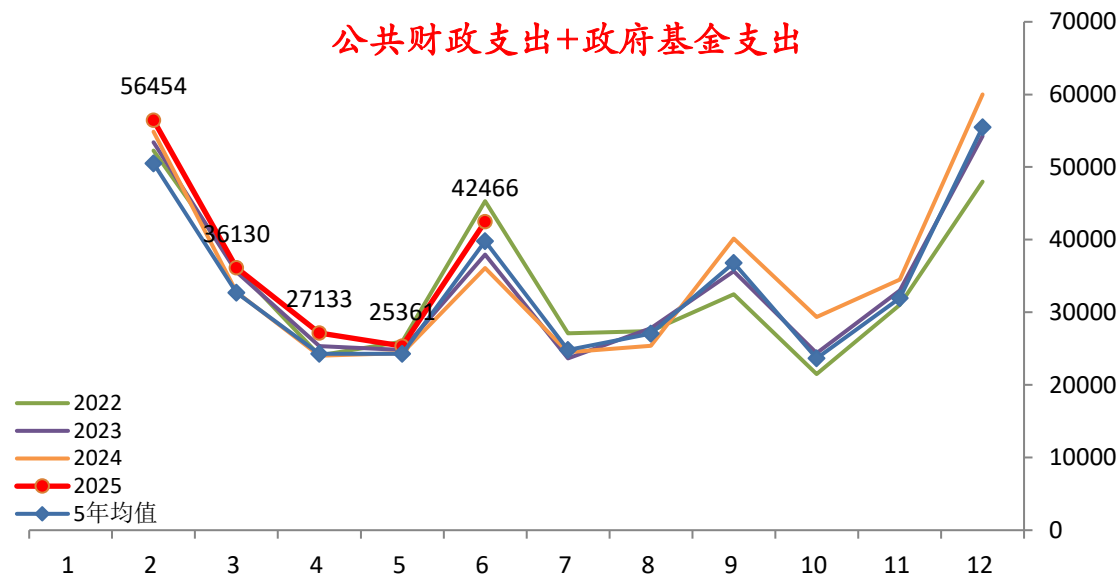
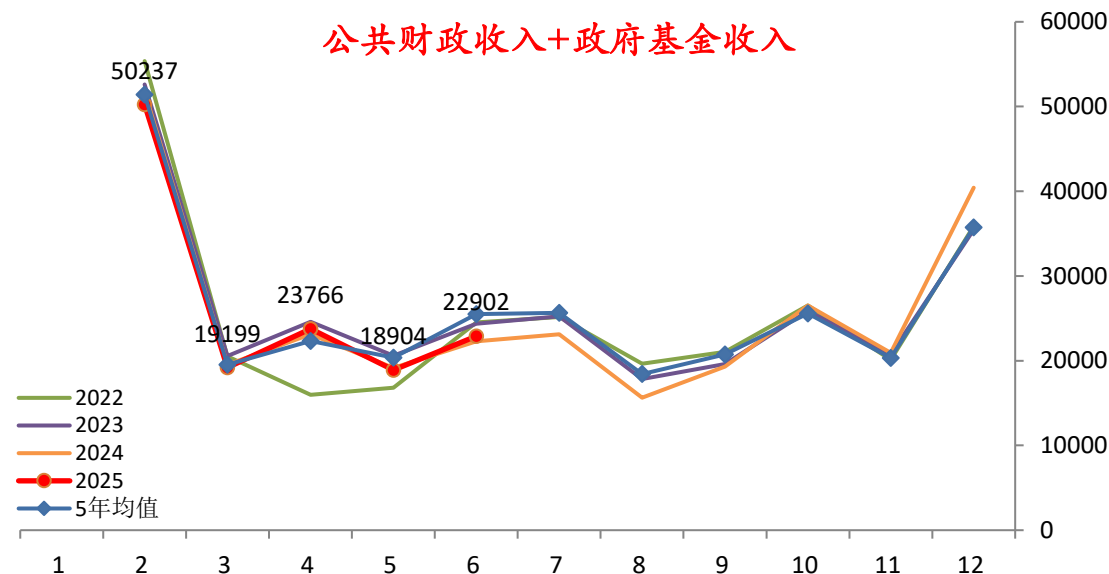
2025-06	当月值 (亿元)	当月同比	上月同比
公共财政收入	18943	-0.3%	0.1%
中央财政收入	7103	-1.8%	0.4%
地方本级财政收入	11840	0.6%	-0.1%
税收收入	13759	1.0%	0.6%
:国内增值税	5543	5.0%	6.1%
:国内消费税	1251	2.0%	0.4%
:进口环节增值税和消费税	1489	-4.3%	-6.2%
:外贸企业出口退税	-1866	-11.7%	-7.3%
:企业所得税	3084	2.7%	0.0%
:个人所得税	1373	6.8%	12.3%
:资源税	214	-15.4%	-6.7%
:城市维护建设税	381	3.0%	1.7%
:房产税	303	20.7%	9.5%
:关税	196	0.0%	1.9%
:契税	419	-7.5%	-18.9%
:车辆购置税	177	6.0%	-14.9%
:土地增值税	504	-20.3%	-22.3%
:城镇土地使用税	194	9.0%	7.7%
:耕地占用税	217	9.6%	1.1%
:环境保护税	14	40.0%	0.0%
:印花税	166	30.7%	17.7%
: :证券交易印花税	117	67.1%	33.0%
:其他税收	100	-2.0%	2.0%
非税收入	5184	-3.7%	-2.2%

2025-06	累计值 (亿元)	累计同比	累计占比
公共财政收入	115566	-0.3%	100.0%
中央财政收入	48589	-2.8%	42.0%
地方本级财政收入	66977	1.6%	58.0%
税收收入	92915	-1.2%	80.4%
:国内增值税	36393	2.8%	31.5%
:国内消费税	8980	1.7%	7.8%
:进口环节增值税和消费税	8729	-6.1%	7.6%
:外贸企业出口退税	-12702	11.6%	-11.0%
:企业所得税	24910	-1.9%	21.6%
:个人所得税	7945	8.0%	6.9%
:资源税	1438	-2.4%	1.2%
:城市维护建设税	2629	2.7%	2.3%
:房产税	2618	12.0%	2.3%
:关税	1094	-7.7%	0.9%
:契税	2368	-14.8%	2.0%
:车辆购置税	1014	-19.1%	0.9%
:土地增值税	2535	-17.5%	2.2%
:城镇土地使用税	1372	5.7%	1.2%
:耕地占用税	860	2.4%	0.7%
:环境保护税	141	16.5%	0.1%
:印花税	1953	19.7%	1.7%
: :证券交易印花税	785	54.2%	0.7%
:其他税收	638	0.6%	0.6%
非税收入	22651	3.7%	19.6%

- 主要支出分项分化结束，但呈现多数走弱态势。教育、卫生、城乡社区事务、交通运输、文旅传媒均弱于季节性，社保、农林水务、科学技术、节能环保符合季节性。
- 支出情况显示，基建相关分项仍以走弱为主，与6月经济数据表现一致，均受到资金面影响。7月政府融资和收入改善速度加快后，支出仍有保障。

2025-06	当月值 (亿元)	当月同比	上月同比
公共财政支出	28318	0.4%	2.6%
中央本级财政支出	4122	7.4%	11.0%
地方财政支出	24196	-0.7%	0.9%
:教育	4028	2.4%	3.5%
:科学技术	1181	18.1%	20.1%
:文化体育与传媒	356	3.2%	16.2%
:社会保障和就业	4450	8.2%	11.1%
:医疗卫生与计划生育	2108	5.6%	3.5%
:节能环保	549	5.8%	4.6%
:城乡社区事务	2113	-8.1%	-8.4%
:农林水事务	2931	-10.0%	-11.5%
:交通运输	1172	-12.7%	-3.0%
:债务付息	1165	-6.3%	4.4%

2025-06	累计值 (亿元)	累计同比	累计占比
公共财政支出	141271	3.4%	100.0%
中央本级财政支出	19914	9.0%	14.1%
地方财政支出	121357	2.6%	85.9%
:教育	21483	5.9%	15.2%
:科学技术	4790	9.2%	3.4%
:文化体育与传媒	1738	5.0%	1.2%
:社会保障和就业	24504	8.0%	17.3%
:医疗卫生与计划生育	11004	4.0%	7.8%
:节能环保	2556	5.9%	1.8%
:城乡社区事务	10036	-4.2%	7.1%
:农林水事务	10626	-7.8%	7.5%
:交通运输	5620	-3.1%	4.0%
:债务付息	6689	6.1%	4.7%



- 财政收支改善速度继续放缓，外部风险暂时下降但国内价格降幅扩大，名义经济修复速度放慢对财政改善有一定不利影响。
- 广义财政角度看，收支差额增长主要受到一次性因素带动（中央注资银行增加中央政府基金支出）。地产上游土地成交、溢价率略有改善，但房屋销售、资金约束下，土地出让金以及广义财政改善步伐仍承受压力。广义财政支出仍需关注预算内收支和政府融资情况，预计有所改善。
- 总体上看，6月财政积极程度暂时不足，支出多数回落，预算内财政收入、土地出让金收入、融资增量放慢均有影响。7月开始“反内卷”并且在中上游行业产品价格取得一定进展后，企业营收预计有所改善，并对狭义财政形成支持。但广义财政或继续受地产压力，主要依赖财政赤字和政府融资。未来支出除基建、消费补贴外，可关注民生方面定向补贴（育儿、文旅等），同时仍要警惕外需风险。

宏观背景

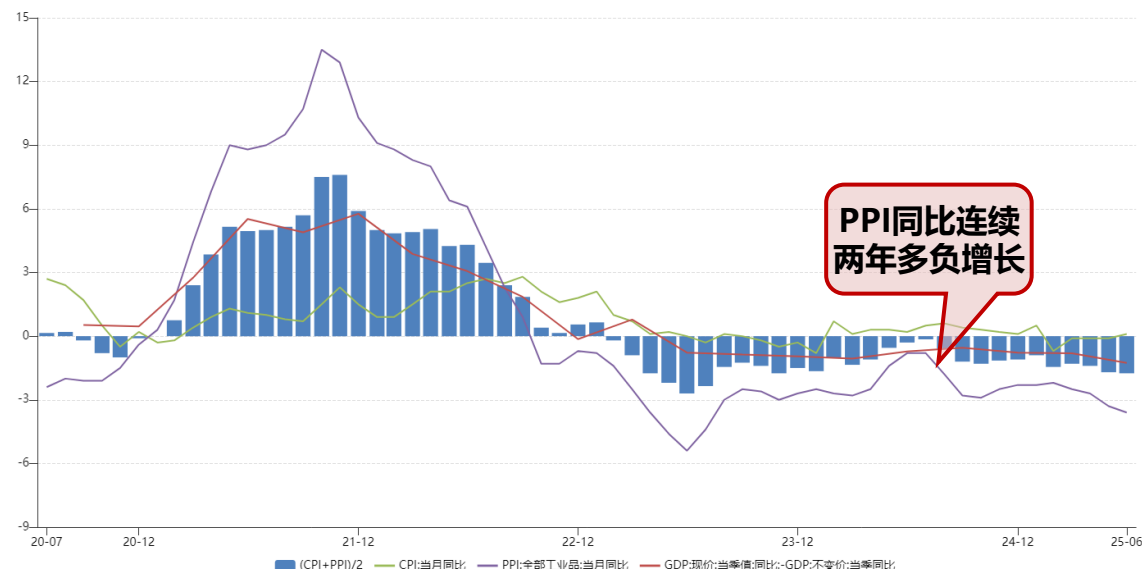
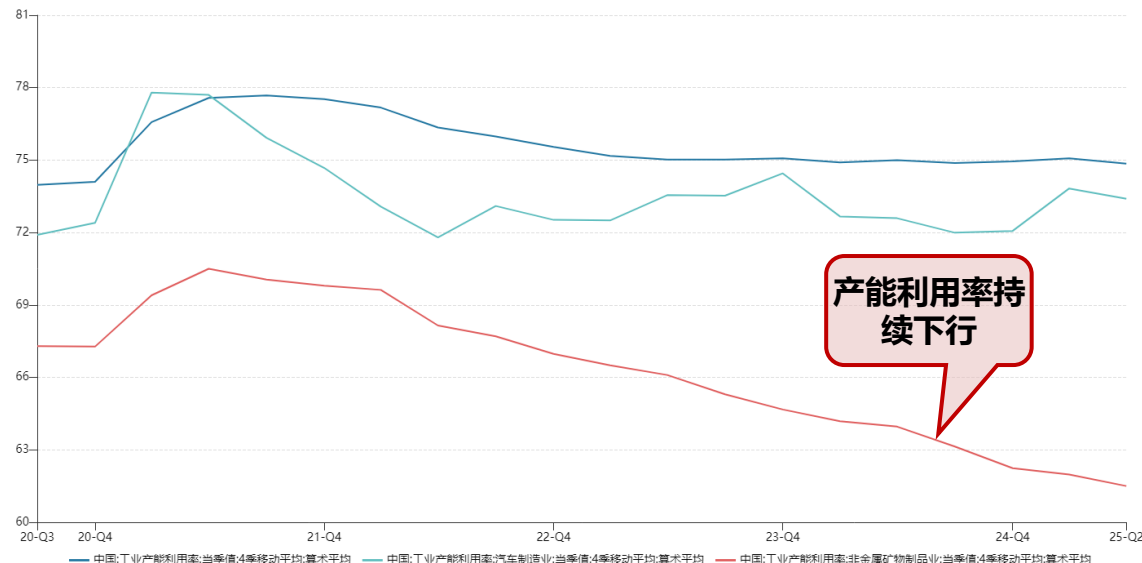
- 2025年以来供需结构性失衡加剧，**产能利用率持续下滑**（2025Q2降至74%，汽车制造业71.3%，非金属矿物制品62.3%）。
- **PPI连续两年多同比负增长**，名义产出持续承压，企业利润受到挤压，部分行业“低价竞争→利润下滑→创新乏力”恶性循环。
- 需求复苏乏力。居民收入增速放慢，**消费增长依赖补贴**，消费带动力量偏弱，未能消化增量供给。**外需风险持续放大**。

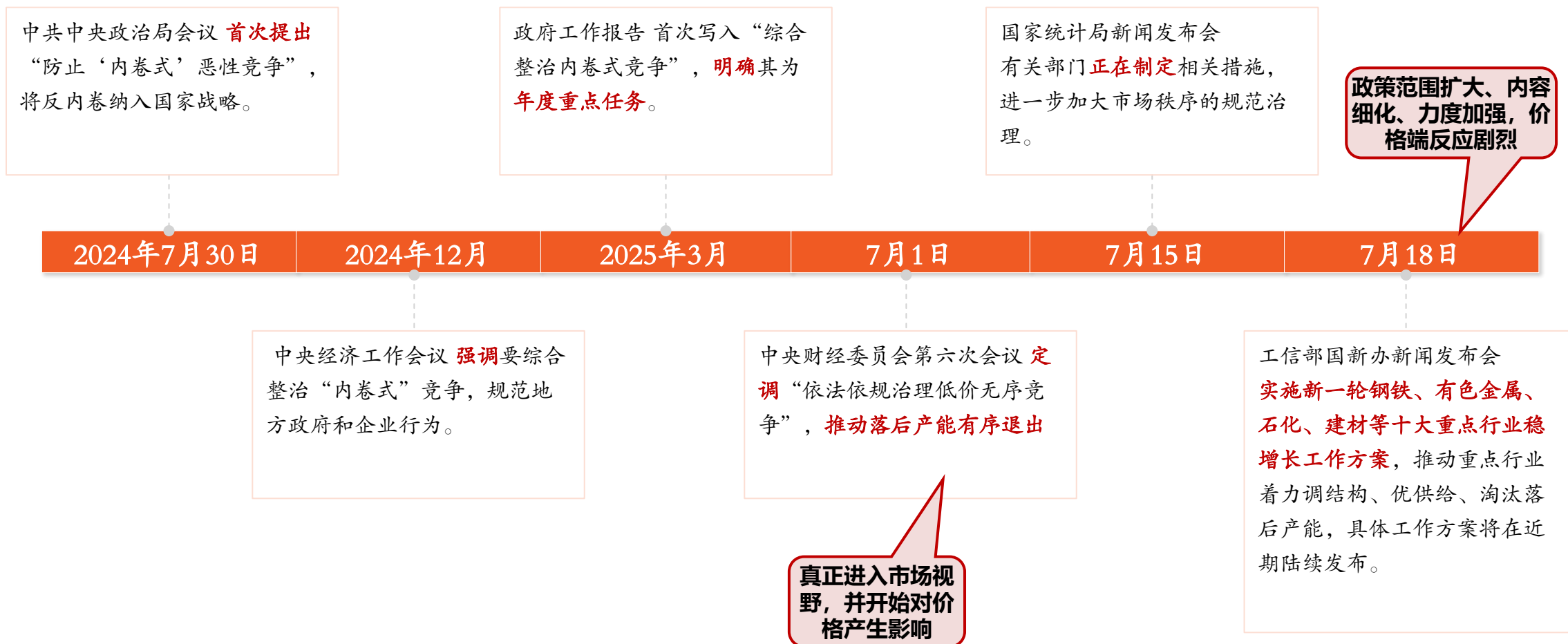
外部环境

- **全球需求周期性下行、贸易摩擦加剧**，出口承压，导致所谓“产能过剩”。
- 已完成技术革新的行业如光伏、新能源汽车，**产能按全球需求布局，但海外需求回落导致产能闲置**。该因素虽是基于全球地缘冲突，但确实已对竞争格局产生负向影响。

微观主体

- 企业陷入“**内卷性定价**”模式，技术升级的同时财务指标恶化。例如新能源汽车、光伏行业成本下降但利润走低，增产不增收，**不利于行业长期发展**。





“反内卷”聚焦的行业与调控目标								
行业	细分行业	盈利情况	产能利用率	内卷程度	当前供给变化情况	民企占比	集中度（CR5）	可能的政策路径
建材	水泥	头部赚钱，腰部微利	60%	温和	无新增产能，小幅去产能	50%民企，50%国企	40%（区域集中度高）	超产治理+碳配额约束
	浮法玻璃	头部微利，行业整体亏损	75%	较高	永久退出较少，冷修停产为主	高	40%左右	市场化为主，能耗标杆等或加速退出速度
	光伏玻璃	全行业亏损，部分亏损现金流	77%	严重	永久退出较少，冷修停产+自律减产	高	65%左右	控制新增基础上，存量政策也需发力
	玻纤	头部企业盈利接近中枢，二线企业盈亏平衡边缘	90%	较高	供给持续增加中，退出很少	80%国企，20%民企	80%	控制新增为主
	碳纤	民品全行业深度亏损	60%	较高	供给持续增加中，退出很少	70%国企，30%民企	95%以上	控制新增为主
	消费建材	历史较低分位数，部分行业亏损如防水	——	较高	部分行业出清明显如防水涂料等	高	较低	市场化
金属	钢铁	焦煤跌价助力盈利反弹，当前40%企业亏损现金流，但由于原料跌价带来的盈利改善不持续	50%~60%	严重	政策端严禁任何形式的新增产能，但表外产能较多且难以监管	50%民企、50%国企		短期限产量，长期去产能
化工	有机硅	除了头部企业外，行业基本亏到现金流	67%	严重	无新增产能	高	63%	行业自律，联合减产
	草甘膦	盈亏平衡	76%	较高	产能小幅增加	50%民企，50%国企	73%	行业自律，联合减产
	味精	盈利情况不好	82%	较高	无新增产能	高	85%	行业自律，联合减产
	PVC	亏损	79%	严重	产能小幅增加	50%民企，50%国企	23%	淘汰落后产能，能耗等
	纯碱	尾部亏损	80%	严重	产能小幅增加	50%民企，50%国企	55%	淘汰落后产能，能耗等
	涤纶长丝	头部有利润	86%	较高	产能小幅增加	高	96%	行业自律，联合减产
	工业硅	除头部外亏损	65%	较高	供给持续增加中	高	38%	市场化为主，能耗标杆等
石化	炼油	主营炼厂略有盈利，地方炼厂显著扩损	69%	严重	地炼整合退出，国营炼厂升级改造，仍有新增产能，政策执行进度不及预期	国企主导	较低	明确定义老旧装置年限标准，小装置产能标准，升级能效标准，确定产能出清时间节点
	乙烯	油头产能行业全部亏损只现金流，煤化工及气化工盈利较好	86%	严重	减油增化下产能快速增长，老旧小产能出清进度不及预期	国企主导	较低	明确定义老旧装置年限标准，小装置产能标准，升级能效标准，确定产能出清时间节点
	PTA	行业大幅亏损，亏损现金流水平	81%	严重	2024产能增速放缓，但仍有较多新增产能待投产	90%民企，10%国企	70%	市场化
	PX	行业略有盈利	80%	较高	未来新增产能较少	60%民企，40%国企	55%	控制新增为主
	聚酯瓶片	行业普遍亏损，接近现金流水平	77%	严重	头部企业联合减产，但效果有限	95%民企，5%国企	80%	市场化
煤炭	煤炭	历史较低分位数，部分焦煤企业陷入亏损	80%	较高	未来新增产能有限，供给端受安监影响	30%民企，70%国企	40%	收紧核增审批，安监力度加强
交运	快递	Q2盈利全面下滑，持续恶化	80%	严重	需求景气较高，产能持续投入	100%民企	75%	提升底价，纠治差异化派费
	航空	20-24年行业合计亏损接近2500亿	85%	严重	供给增速下降，但仍维持小个位数增长	85%国央企	83%	民航局控制时刻增量，国资委限制最低票价
建筑	钢结构	目前盈利处在历史低位	小企业较低	一般	小企业在逐步退出	较高	很低	受益反内卷带动的钢价上行
电力	火电	广东&广西普遍亏损，极个别盈利	不适用	严重	供给持续增加中，退出很少	95%国企，5%民企	较低	行业自律，约束售电公司(渠道商)“价格战”
光伏	硅料	全行业亏损，除头2家外都亏现金	30%~40%	严重	无新增产能，但存量产能未见退出	近100%	60%	硅料收并购；限制底部价格
	硅片	全行业亏损，亏现金附近	50%~60%	严重	无新增产能，但存量产能未见退出	近100%	70%	限制底部价格
	电池	全行业亏损，亏现金附近	50%~60%	严重	无新增产能，但存量产能未见退出	近100%	60%	限制底部价格；鼓励新技术
	组件	全行业亏损，亏现金附近	50%~60%	严重	无新增产能，但存量产能未见退出	近100%	60%	限制底部价格；鼓励新技术
汽车	乘用车	新能源车企普遍盈利性弱于油车时代	70%	较高	新产能建设放缓	自主70%、合资30%	40%	成本定价限制价格战
	汽车零部件	大部分企业被下游持续压价，盈利性持续下降	60%-70%	较高	各企业持续扩建产能中	民企居多	差异较大，成熟行业约50%以上	车企付款账期、限制超额降价
轻工	金属包装	二片罐微亏，三片罐盈利稳定	接近80%	严重	头部产能小幅增加，存量退出较少	70%+民企	80%左右	控制新增产能，行业联手提价
	造纸	文化纸头部有小几百盈利，箱瓦纸头部几十元微利，特种纸细分类别不一	60%左右	严重	近几年供给持续增加，退出较少	高	35%-40%	控制新增产能，行业联手提价
农业	养殖	行业自繁自养仍有利润，头部企业盈利较好	不适用	较高	近几年头部增产能、中小主体去产能	高	21%	减产能、降体重、禁二育

2015年供给侧改革



☐ 聚焦煤炭等大宗原料领域，产能过剩集中在上游（钢铁、煤炭、水泥）

☐ 需求端有货币化棚改配合，下游可接受成本抬升

☐ 外需有提振

☐ 重点任务（三去一降一补）：去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板

本轮反内卷政策



☐ 聚焦产能投放过快、陷入价格战的新兴产业为主（光伏、新能源汽车等）

☐ 内需不足，依赖促消费政策（以旧换新等），缺乏“棚改货币化”等强力需求端政策

☐ 关税政策扰动，外需存在风险

☐ 重点任务：全国统一大市场，治理“低价无序竞争”，推动“落后产能有序退出”，强化标准引领。

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”高质量发展工作的意见》

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。

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。

部分焦炭企业召开市场分析会，表示将尽快提涨价格。

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”政策开始落地
- 7月底中央政治局会议
- 8月11日90天关税缓冲到期

2025年Q4

- 提前下达明年财政增量
- 12月中央经济工作会议



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

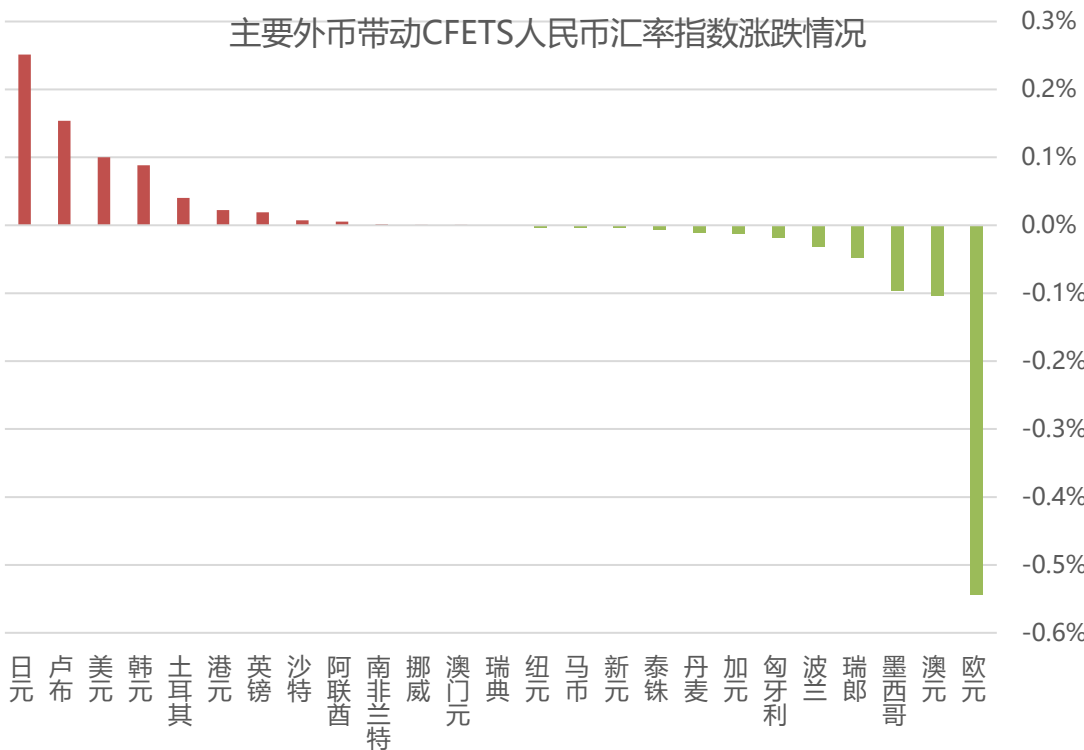
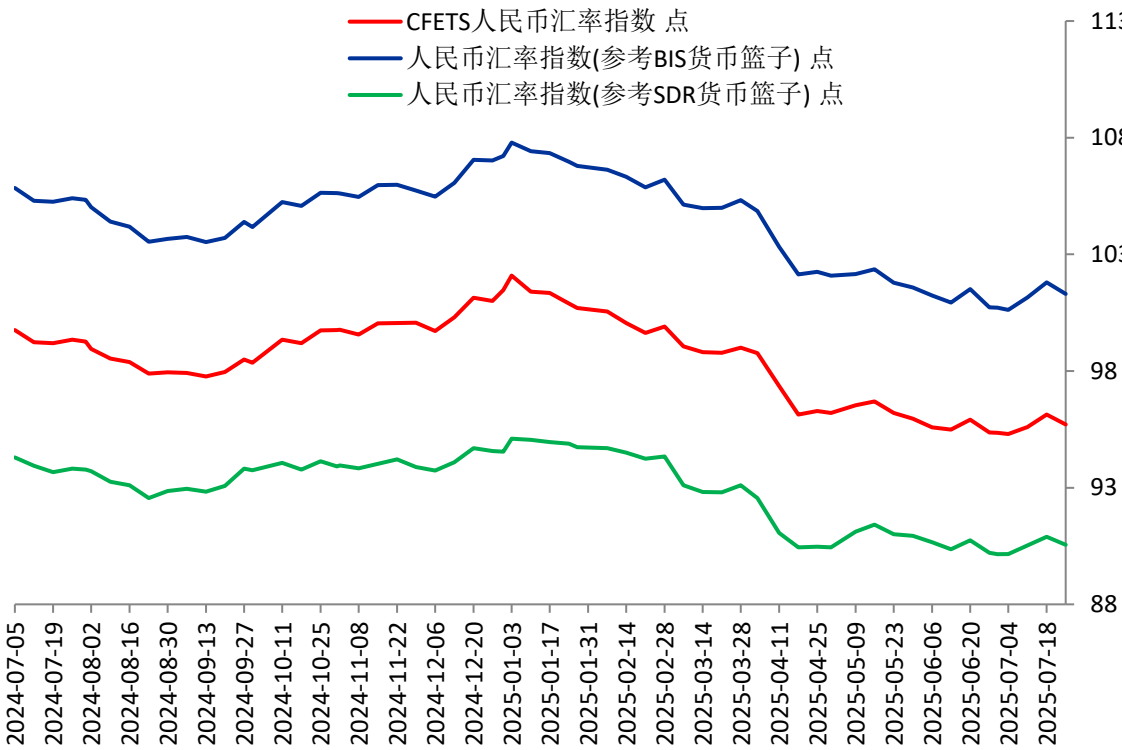
第四部分 汇率与商品市场波动

6月和7月，CFETS、BIS、SDR等篮子下主要人民币汇率指数均呈现震荡态势。从CFETS篮子来看，人民币相对主要货币表现不一，相对欧元、澳元、墨西哥元、瑞郎、波兰兹罗提贬值较多，相对日元、卢布、美元、韩元、土耳其元则有升值。

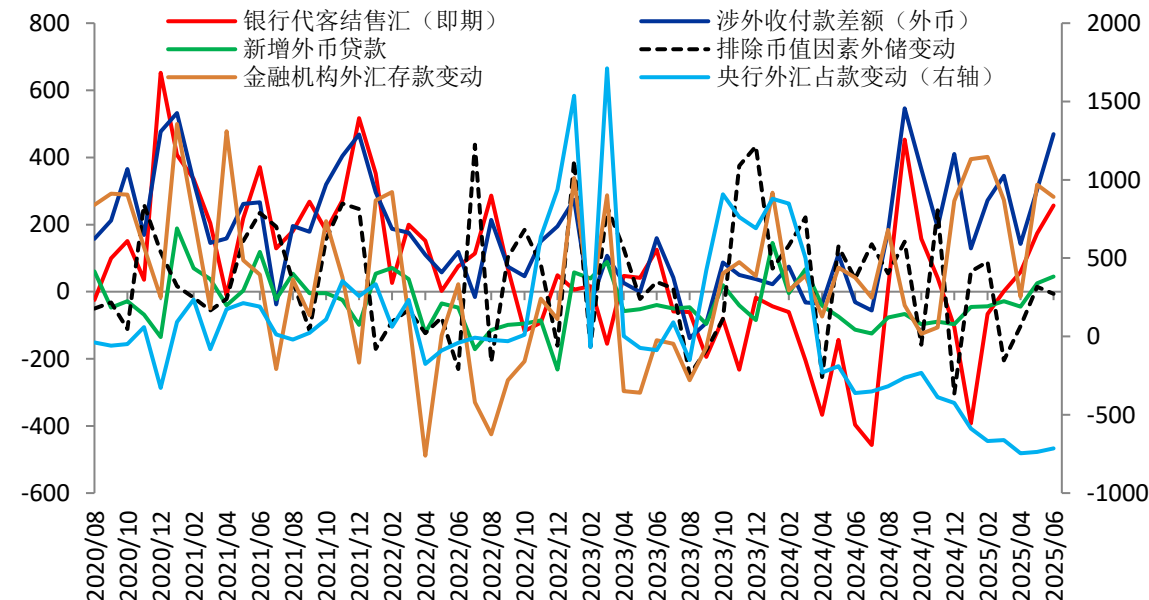
从政策角度看，6月以来央行稳汇率政策、双向可控波动目标不变。人民币对美元总体升值主要与美元走弱反推有关。随着关税问题对人民币汇率利空释放完毕，人民币重回震荡升值节奏。且央行稳汇率政策仍有效，尤其从6月中旬开始有再度引导人民币汇率走强意味。下半年美联储转向鸽派、再度降息可能性高，中美利差波动或转回有利于汇率稳定方向。地缘政治风险、中美贸易冲突等短期利空，以及需外需承压对经济的拖累间接影响汇率程度需关注。

7.43成为新关键低点后，如果短期风险偏好下行过多，仍不排除跌穿该位置可能。但中长期看汇率压力已经明显缓和，或重回震荡走势。上方高点则在6.97附近，汇率升值突破该位置可能性不大。

- 今年以来人民币汇率总体走弱，主要汇率指数回落为主。6月和7月，CFETS、BIS、SDR等篮子下主要人民币汇率指数均呈现震荡态势。从CFETS篮子来看，人民币相对主要货币表现不一，相对欧元、澳元、墨西哥元、瑞郎、波兰兹罗提贬值较多，相对日元、卢布、美元、韩元、土耳其元则则有升值。
- 从美元兑人民币汇率节奏上看，总体震荡升值，其中一季度基本维持震荡升值态势，二季度初期受到美国对华加征关税影响汇率短期大幅贬值至跌破7.37至7.43附近，随后又重回升值趋势直至7月。
- 从政策角度看，6月以来央行稳汇率政策、双向可控波动目标不变。人民币对美元总体升值主要与美元走弱反推有关。



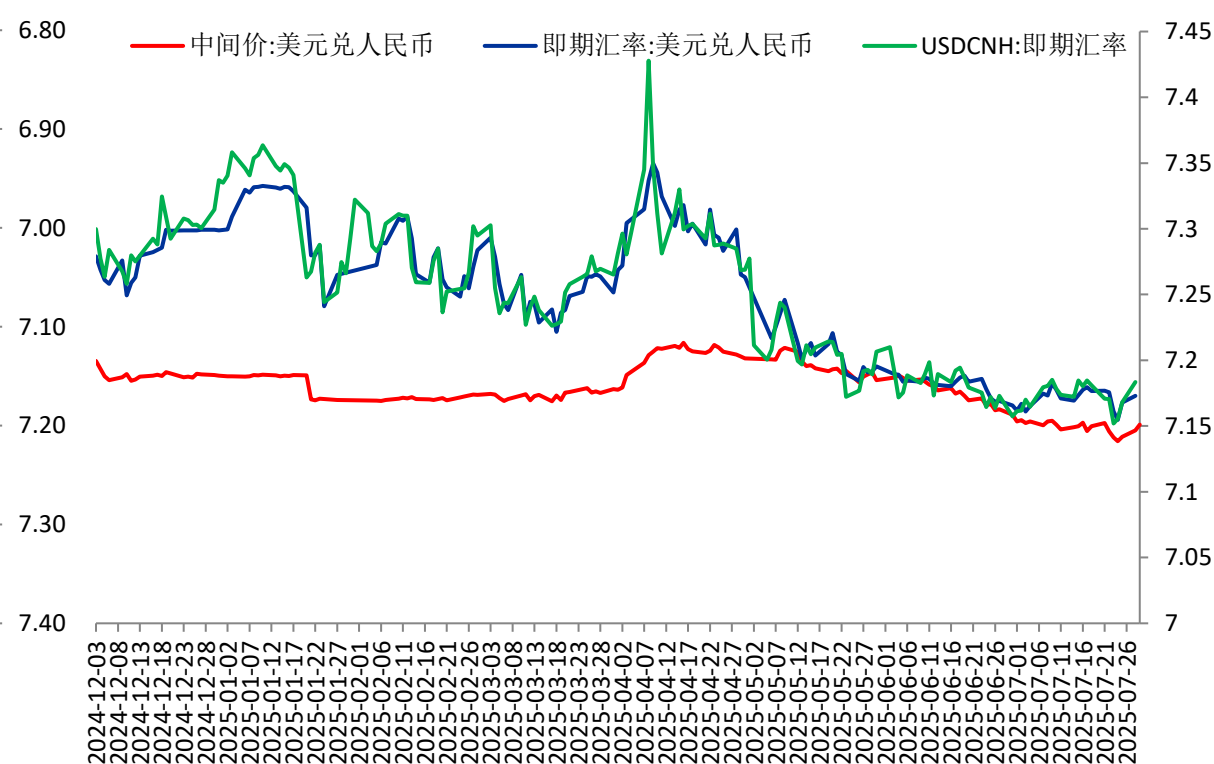
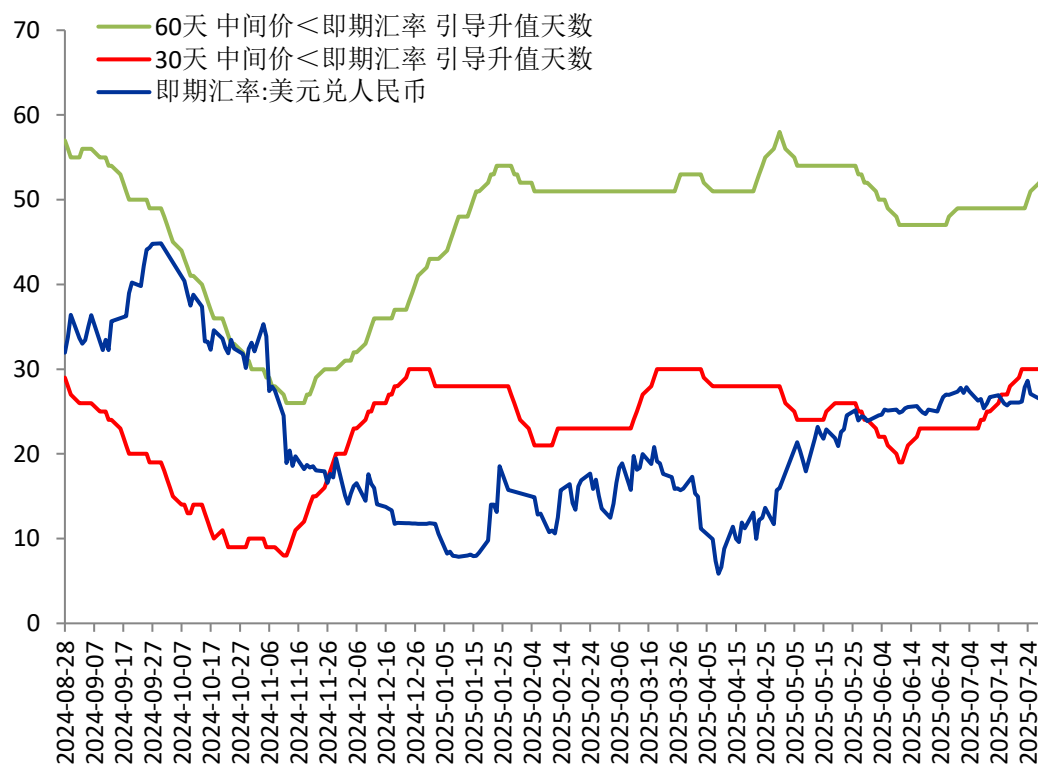
- 从基本面角度看，6月和7月中美主要经济指标预期差回升，美国经济相对中国韧性增强，与人民币汇率升值情况存在背离。
- 从外汇流动性来看，6月银行代客净结汇、涉外收付款净流入、新增外币贷款均有增长，外汇占款跌幅减小，外汇存款增量下降。情况表明，汇率连续震荡走升与净结汇与净流入相互影响，反应企业结汇更加积极，仍有助于汇率维持坚挺。



- 从影响因素上看，基本面差与汇率出现背离，同时中美利差基本持稳，也与人民币汇率表现存在差异，尤其是短端差异更明显。美联储鹰派达到极致后美债利率开始高位回落、国内利率反弹均有影响。
- 地缘政治风险变动对汇率产生的拖累暂时消除，反而随着中美谈判取得进展，对人民币汇率存在一定支持。
- 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。



- 随着关税问题对人民币汇率利空释放完毕，人民币重回震荡升值节奏。且央行稳汇率政策仍有效，尤其从6月中旬开始有再度引导人民币汇率走强意味。下半年美联储转向鸽派、再度降息可能性高，中美利差波动或转回有利于汇率稳定方向。地缘政治风险、中美贸易冲突等短期利空，以及需外需承压对经济的拖累间接影响汇率程度需关注。
- 7.43成为新关键低点后，如果短期风险偏好下行过多，仍不排除跌穿该位置可能。但中长期看汇率压力已经明显缓和，或重回震荡走势。上方高点则在6.97附近，汇率升值突破该位置可能性不大。



商品市场价格近期波动较大，影响因素发生明显变动。此前受到关税和贸易冲击为主，7月开始“反内卷”政策则产生更为显著的影响。

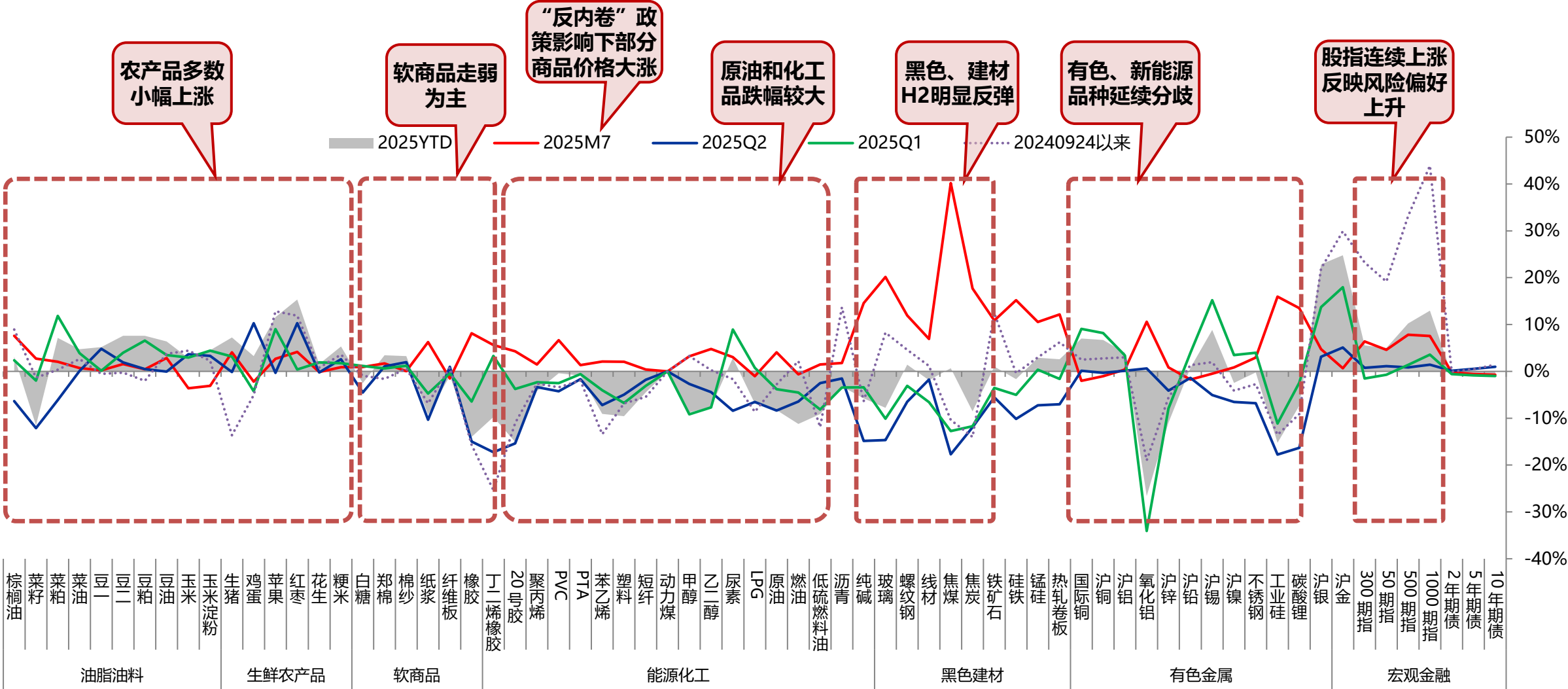
结构上看，内需定价品种表现强势，显然也与“反内卷”政策有关。其中黑色品种受到直接利好影响表现强势，尤其是焦煤、焦炭短期涨幅接近50%。碳酸锂、工业硅等前期持续走弱、跌幅较大的品种也强势反弹。而此前上涨较大的铜等有色金属品种回归平静。

原油和化工品也出现反弹，仍受到油价反弹的带动。但往后看，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。

农产品受到政策影响相对有限，仅有生猪等部分提及“反内卷”的品种出现上行，多数品种波动不大。同时豆系等受关税影响较大的品种回归平静。

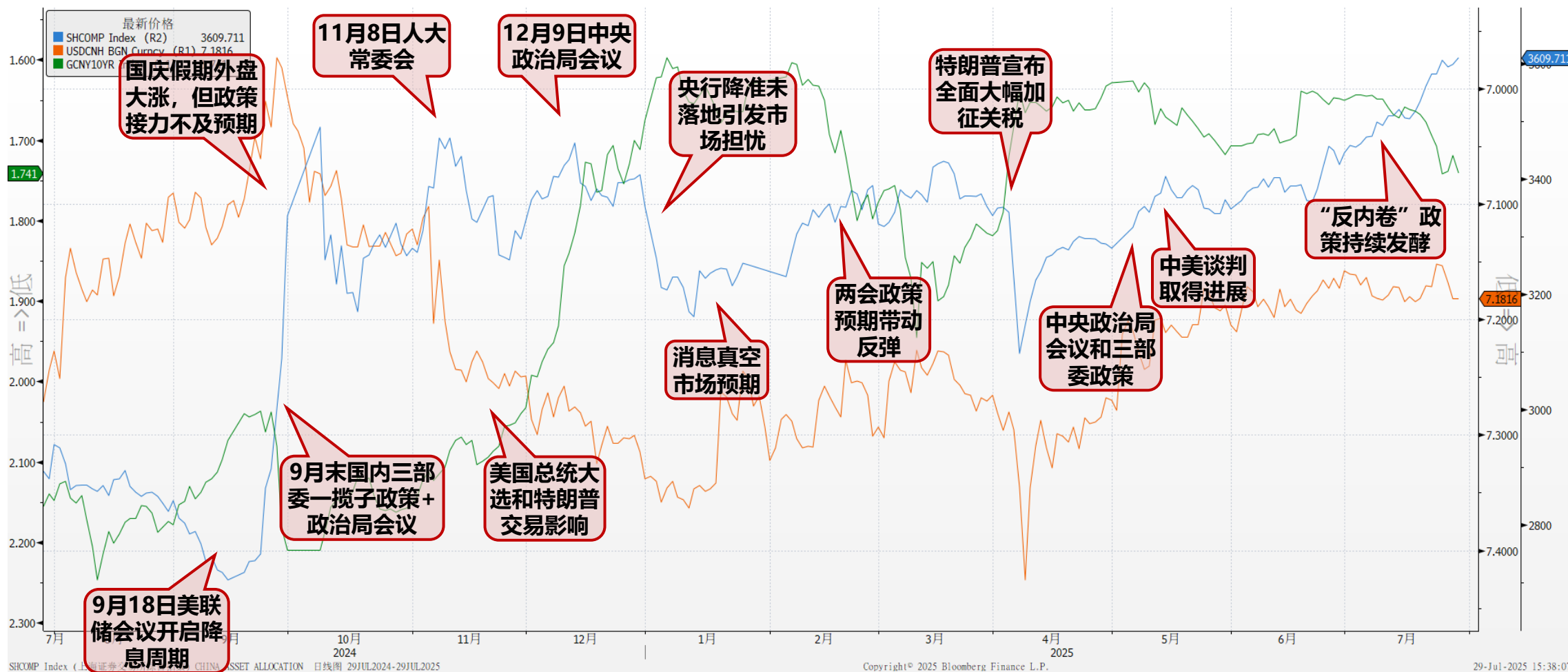
地缘政治风险缓和后，前期涨幅较大的贵金属尤其是黄金已经专项震荡，但白银跟随商品属性表现相对较好。

我们强调，此轮商品价格反弹上行，是受到政策和供给端影响为主，目前需求端尚无明显变动。此情景下，一方面即使需求不启动，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的情况下。



• 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8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。