



反内卷交易降温

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

sunyongle@gjzq.com.cn

反内卷交易降温

7 月重点关注反内卷交易退潮，7 月受反内卷预期等因素影响，大宗商品期货价格大幅上行。多晶硅率先拉开此次大宗商品价格上行趋势，但是到了 7 月最后一周，在政策引导下，反内卷交易明显降温。

另外，7 月 PMI 环比回落 0.4 个百分点至 49.3%，经济景气度相比 6 月有所回落，预计各项经济数据增速会低于 6 月。

关税方面，相比于 5 月主要国家的现行税率，8 月即将落地的对等关税大幅上行，在远期没有更高关税的预期下，贸易商或从前期的抢出口转为消化库存。

7 月政府债继续同比多增，并对社融增速形成显著支撑。

风险提示

雅鲁藏布江水电工程等超长期项目面临成本超支、工期延误或环境社会争议等潜在挑战

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致出口波动及企业利润下滑等风险

全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营



一、反内卷交易退潮

7月受反内卷预期等因素影响，大宗商品期货价格大幅上行。多晶硅率先拉开此次大宗商品价格上行趋势，在7月第二周大涨15.5%，领涨各大版块，此后玻璃、焦煤等商品陆续领涨，第三周玻璃大涨26.2%领涨，第四周焦煤大涨32.5%。但是到了7月最后一周，在政策引导下，反内卷交易明显降温，前期大幅上涨的商品纷纷大跌。其中焦煤、碳酸锂、工业硅、玻璃环比分别下滑21.2%、13.7%、12.2%，领跌各大版块。有色金属如铝、锌等受此次反内卷交易影响较小，月内波动较小。

图表1：2025年7月主要大宗商品期货价格变动趋势（单位：%）

指标名称	7月第五周	7月四周	7月第三周	7月二周	7月第一周
焦煤	-21.2	32.5	-4.6	9.2	1.3
碳酸锂	-13.7	13.6	11.1	-1.2	0.7
工业硅	-12.2	11.5	2.7	4.6	0.4
玻璃	-11.6	3.2	26.2	1.6	2.4
硅铁	-7.3	12.1	0.0	0.2	-1.3
锰硅	-7.0	10.2	0.7	2.2	-0.2
氧化铝	-6.6	8.8	-1.2	1.3	2.1
白银	-5.0	1.3	2.3	1.4	1.4
焦炭	-5.0	11.8	15.3	0.0	-2.6
镍	-3.8	3.1	-0.7	-0.7	1.5
热轧卷板	-3.3	6.1	2.0	1.4	1.6
多晶硅	-3.1	15.2	8.2	15.5	5.4
螺纹钢	-3.0	6.1	-1.7	1.6	2.8
锡	-2.6	2.7	0.3	-1.2	-0.6
锌	-2.4	2.4	-0.2	-0.5	-0.2
铁矿石	-1.5	2.2	5.3	-3.2	6.9
铅	-1.4	0.6	-1.3	-1.1	1.0
阴极铜	-1.0	1.0	-0.2	-1.8	-0.1
铝	-0.9	1.0	-1.3	0.1	0.2
黄金	-0.9	0.0	0.5	-0.3	0.9
线材	0.0	0.0	-4.3	0.0	0.5
布伦特原油	1.7	-1.2	-2.0	3.1	1.8

来源：iFind，国金证券研究所（注：工业硅期货与金属硅现货价格并列，多晶硅为现货参考价）

二、7月经济指标预测

7月PMI环比回落0.4个百分点至49.3%，经济景气度相比6月有所回落。按照7月高频数据和PMI指数估算，7月PPI同比增速或在-3.3%左右，略高于6月的-3.6%。CPI同比受去年基数特别是食品项的高基数影响或下滑至-0.2%左右。

出口方面，7月高频数据显示中国整体出口维持韧性但在高额关税下，中国对美出口或再度回落，预计7月中转和非美地区的出口需求将继续支持出口同比企稳在4.3%左右。但是需要关注7月中国出口新订单指数再度回落，8月美国即将征收更高的关税，后续中国出口或明显承压。消费考虑到以旧换新力度的小幅退坡，我们预计社零增速或在4.6%左右。生产方面，高频数据显示生产小幅回落，预计工业增加值同比在5.8%左右。在政府债的支撑下，预计7月社融进一步上行至9.1%。7月地产销售景气度继续偏弱，预计固投增速企稳2.8%，但地产增速下滑。


图表2：七月经济数据预测（单位：%）

指标		2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025年7月（E）	较前值
当季值	当季GDP	4.6		3.9				
	实际GDP	5.4		5.2				
当月同比	PMI	50.2	50.5	49.0	49.5	49.7	49.3	-0.4
	工业增加值	31.0	7.7	6.1	5.8	6.8	5.8	-1.0
	社会消费品零售	4.0	5.9	5.1	6.4	4.8	4.6	-0.2
	出口（美元）	-3.1	12.3	8.1	4.7	5.9	4.3	-1.6
	CPI	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.2	-0.3
	PPI	-2.2	-2.5	-2.7	-3.3	-3.6	-3.3	0.3
	M2	7.0	7.0	8.0	7.9	8.3	8.2	-0.1
	存量社融	8.2	8.4	8.7	8.7	8.9	9.1	0.2
累计同比	固定资产投资	4.1	4.2	4.0	3.7	2.8	2.8	0.0
	房地产投资	-9.8	-9.9	-10.3	-10.7	-11.2	-11.5	-0.3
	制造业	9.0	9.1	8.8	8.5	7.5	7.6	0.1
	基建	10.0	11.5	10.9	10.4	8.9	9.0	0.1
当月值	新增实体信贷（亿元）	10100.0	36400.0	2800.0	6200.0	22400.0	2500.0	

来源：wind、国金证券研究所

三、美国对外关税维持高位

当地时间7月31日，白宫发布行政令，对部分国家重新设定“对等关税”税率标准，至此除中国外，大部分地区将面临更高的税率。此次对等关税，大致分为几档：

最优税率为10%，主要是盟友国家/美国贸易顺差国/未列明小国，如英国、巴西享有10%税率；

次优税率为15%，主要是与美国达成协议或对美有小规模商品贸易顺差的国家，欧盟、韩国、日本都在这一档；

中等税率在20%左右，东盟大多数国家在这一档，越南、马来西亚、泰国、菲律宾分别面临20%、19%、19%、19%的关税；

惩罚税率在20%以上，主要贸易国家中，加拿大、墨西哥、印度分别面临35%、25%、25%关税。

此次对等关税在8月7日生效，其中对加拿大关税在8月1日生效。同时行政令规定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。

此外，美国宣布自8月1日起对进口半成品铜产品和铜含量高的衍生产品征收50%的普遍关税。铜原料及废铜不受第232条款关税或对等关税的限制。

相比于5月主要国家的现行税率，8月即将落地的对等关税大幅上行，在远期没有更高关税的预期下，贸易商或从前期的抢出口转为消化库存。



图表3：美国对主要贸易伙伴征收关税税率（单位：%）

Country	平均关税					目标税率与5月税率差异
	2024	2025-04	2025-05	变动	8月1日	
欧盟	1.2%	4.1%	6.7%	5.5%	15.0%	8.3%
墨西哥	0.2%	4.1%	4.3%	4.1%	25.0%	20.7%
中国	10.9%	38.6%	48.2%	37.4%	—	—
加拿大	0.1%	2.3%	1.9%	1.8%	35.0%	33.1%
日本	1.5%	9.3%	14.1%	12.6%	15.0%	0.9%
越南	3.8%	4.8%	7.0%	3.3%	20.0%	13.0%
韩国	0.2%	5.7%	12.3%	12.1%	15.0%	2.7%
印度	2.4%	3.9%	6.3%	3.9%	25.0%	18.7%
英国	1.0%	6.2%	6.9%	5.9%	10.0%	3.1%
马来西亚	0.6%	2.2%	4.0%	3.3%	19.0%	15.0%
新加坡	0.1%	0.9%	2.2%	2.2%	10.0%	7.8%
印度尼西亚	4.9%	6.3%	8.2%	3.3%	19.0%	10.8%
澳大利亚	0.1%	1.1%	4.1%	3.9%	10.0%	5.9%
南非	0.3%	1.0%	1.5%	1.3%	30.0%	28.5%
柬埔寨	7.0%	8.9%	12.0%	4.9%	19.0%	7.0%
孟加拉国	15.1%	15.9%	19.1%	4.0%	20.0%	0.9%
哈萨克斯坦	0.6%	1.8%	1.0%	0.4%	25.0%	24.0%
突尼斯	2.1%	4.5%	9.5%	7.4%	25.0%	15.5%
老挝	5.1%	3.4%	15.2%	10.0%	40.0%	24.8%
波斯尼亚和黑塞哥维那	2.9%	5.1%	11.0%	8.2%	30.0%	19.0%

来源：Dataweb, WhiteHouse, RFI, 国金证券研究所

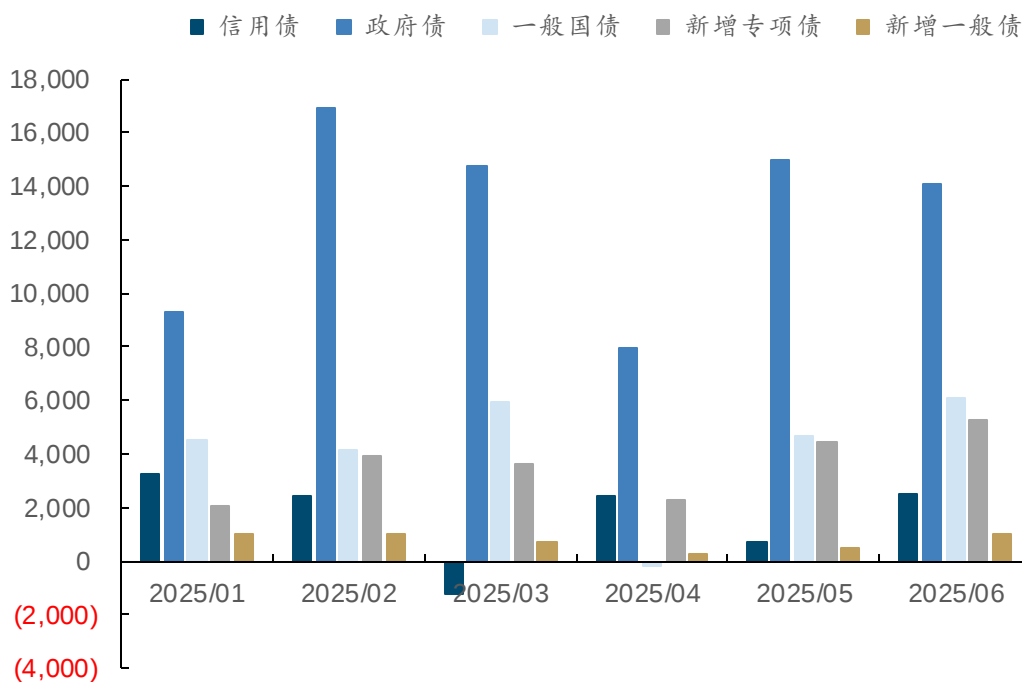
四、政府债发行进度略有下降

7月政府债发行略有下降，wind口径政府债发行2.4万亿，前值2.8万亿，净融资1.25万亿，前值1.41万亿元，净融资同比多增6322亿元。其中一般国债、特别国债、新增专项债、特殊再融资专项债、新增一般债6月净融资规模分别为6092、970、5271、1668、1010亿元。

截至2025年7月末，wind口径下政府债净融资规模9.0万亿，发行进度为65.3%（今年新增政府债包括特殊再融资专项债，规模为13.86万亿）。其中，一般国债、特别国债、新增专项债、特殊再融资专项债、新增一般债的累计发行进度为56.8%、58.9%、63.1%、94.1%、67.3%。从单月发行进度来看，专项债发行节奏提速，特别国债、地方政府专项债当月发行进度为11.4%、14.0%，均高于6月（特别国债5.4%、地方政府专项债12.0%）。

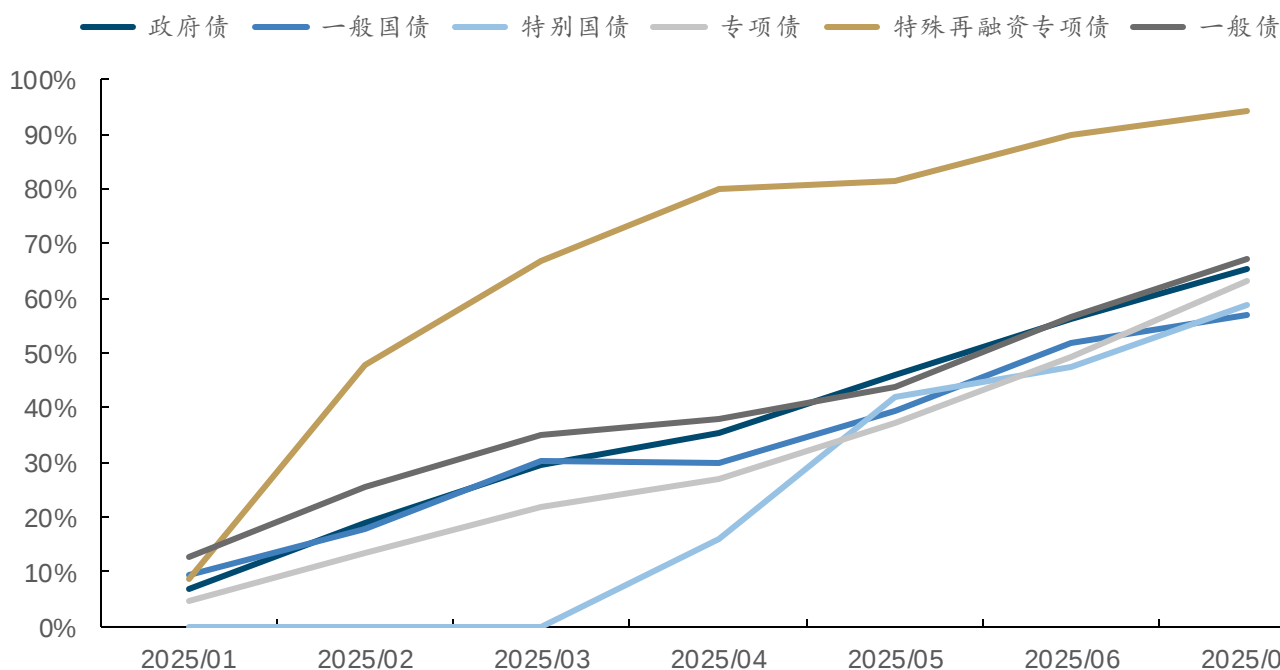


图表4：2025年1-7月中国债券发行额度（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表5：2025年1-7月中国债券发行进度（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

雅鲁藏布江水电工程等超长期项目面临成本超支、工期延误或环境社会争议等潜在挑战
中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致出口波动及企业利润下滑等风险



全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究