



经贸局势缓和，国内宏观韧性较强

核心观点

特朗普发动的对全球国家的关税战，提高了贸易成本，抑制了全球宏观需求。对美国而言，通胀上升、经济下行的滞胀风险上升。其一，进口商品将不可避免地价格上涨，并且在下半年通胀数据中逐渐体现。其二，财政压力限制政府支出、贸易壁垒阻断正常贸易需求导致的就业丢失，在就业数据逐渐体现。因此，美联储面临两难选择，短期内预计保持利率不变的谨慎态度。对欧洲而言，随着通胀水平达成 2% 中期目标，以及关税导致的不确定性仍存，欧洲央行宽松货币政策有所放缓。不过考虑到关税因素对经济需求的冲击以及未来欧盟在基础设施与国防领域的财政支出将有所扩张，因此后市欧洲央行仍存降息可能性。对日本而言，由于日本通胀指标回升较快，日本央行选择货币正常化，于今年 1 月启动加息周期。不过由于关税因素冲击出口需求，日本经济复苏势头受到一定压制，关税战以来日本央行保持利率不变。

由于政府债券加速发行、外贸企业抢出口、国补提振消费等积极因素，上半年宏观经济表现较强韧性，完成了 5% 的经济增长目标。不过内部有效需求不足的问题仍然存在，关税刺激下外需放缓，制造业 PMI 位于收缩区间，通胀数据持续下行，实体部门信贷需求表现偏弱，因此未来政策面仍需继续发挥托底作用。7 月以来反内卷政策持续推进，有望推动行业利润率修复以及促进价格指数回升。由于上半年宏观经济表现良好，下半年达成全年经济增长目标的压力有所减小，加上目前国外经贸局势趋于缓和，因此政策面大力加码的必要性有所下降。7 月政治局会议主要强调已有政策的落实，要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，发挥政策托底的作用，重点方向仍然在提振消费、扶持科技创新这两方面。未来的增量政策预计要等到 10 月份，需要关注二十大四中全会以及十五五规划的政策方向。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

姓名：龙奥明

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3035632

投资咨询证号：Z0014648

电话：0571-87006873

邮箱：longaoming@bcqhgs.com

报告日期：2025 年 7 月 30 日

作者声明：本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，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。

正文目录

1 国际宏观	4
1.1 美国经济：滞胀可能性上升，美联储利率持平的预期升温	4
1.2 欧洲经济：通胀表现平稳，降息节奏放缓	8
1.3 日本经济：通胀高位回落，加息节奏放缓	8
2 国内宏观	10
2.1 景气指数：6月制造业 PMI 表现回升	10
2.2 物价指数：6月通胀继续走弱	11
2.3 社融信贷：6月信贷数据表现偏弱	12
2.4 货币政策：LPR 利率连续 2 月持平	14
2.5 7月政治局会议主要强调已有政策的落实	15
3 总结	16

图表目录

图 1 美国消费者信心指数与通胀预期指数	4
图 2 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI	6
图 3 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI 重要分项	6
图 4 美国通胀数据显露出回升迹象	7
图 5 美国国债收益率基本持平	7
图 6 欧洲通胀基本持平	8
图 7 日本 CPI 有所回落，但仍处高位	9
图 8 日本国债收益率持续上升	9
图 9 制造业 PMI 表现回升	11
图 10 制造业 PMI 重要分项指标	11
图 11 CPI 表现偏弱	12
图 12 PPI 延续走弱趋势	12
图 13 社融增量数据	13
图 14 新增人民币贷款	13
图 15 企业部门新增中长期贷款	13
图 16 企业部门新增短期贷款	14
图 17 企业部门新增票据融资	14
图 18 居民部门新增中长期贷款	14
图 19 居民部门新增短期贷款	14
图 20 美元兑人民币汇率与中美利差	15
图 21 LPR 利率连续两个月持平	15

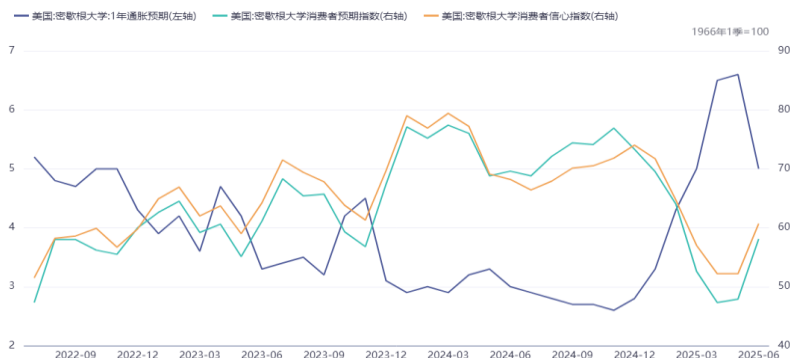
1 国际宏观

特朗普发动的对全球国家的关税战，提高了贸易成本，抑制了全球宏观需求。对美国而言，通胀上升、经济下行的滞胀风险上升。其一，进口商品将不可避免地价格上涨，并且在下半年通胀数据中逐渐体现。其二，财政压力限制政府支出、贸易壁垒阻断正常贸易需求导致的就业丢失，在就业数据逐渐体现。因此，美联储面临两难选择，短期内预计保持利率不变的谨慎态度。对欧洲而言，随着通胀水平达成 2% 中期目标，以及关税导致的不确定性仍存，欧洲央行宽松货币政策有所放缓。不过考虑到关税因素对经济需求的冲击以及未来欧盟在基础设施与国防领域的财政支出将有所扩张，因此后市欧洲央行仍存降息可能性。对日本而言，由于日本通胀指标回升较快，日本央行选择货币正常化，于今年 1 月启动加息周期。不过由于关税因素冲击出口需求，日本经济复苏势头受到一定压制，关税战以来日本央行保持利率不变。目前欧盟于日本均与美国达成贸易协议，后市关税的不确定性将明显降低，欧洲央行与日本央行的货币政策将回归至内部基本面，即欧洲央行降息节奏以及日本央行加息节奏有望延续。

1.1 美国经济：滞胀可能性上升，美联储利率持平的预期升温

虽然特朗普上任仅半年左右，但是特朗普非典型的经济政策对美国经济的影 响是不可忽视的。特朗普经济政策的核心可以概括为“海外加税，国内减税”，通过对海外进口商品加征巨额关税来补充因为国内减税造成的财政收入减少。暂且不论关税对所得税的替代是否合理，美国低端制造业的衰败是全球生产要素比较之后的结果，因为美国的制造业生产成本要远高于海外新兴经济体，因此即使关税保护限制海外商品的流入，美国传统制造业生产出的产品仍然不具备国际竞争优势，反而会因为关税成本转嫁给美国消费者而再度推升美国通胀，通胀压力最终会影响美国居民的消费预期。从消费者调查数据可以看到，自特朗普上台以来，消费者信心指数快速下行，而通胀预期指数则快速上升。6 月之后，美国对全球的关税谈判取得积极进展，关税冲击的担忧边际缓解，不过消费者信心指数仍处于低位，而通胀预期指数仍处于高位。

图 1 美国消费者信心指数与通胀预期指数



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

在关税方面，近期美日、美欧均在 8 月 1 日截止日期前达成贸易协议，美国对日本商品以及欧盟商品均征收 15% 的关税，不过协议还附带有日本及欧盟投资美国以及购买美国商品的条款。当地时间 7 月 28 日至 29 日，中美经贸会谈在瑞典斯德哥尔摩举行，根据会谈共识，双方将继续推动已暂停的美方对等关税 24% 部分以及中方反制措施如期展期 90 天。整体来看，特朗普的关税战对日本、欧盟基本奏效，一方面将关税税率提升以达到增加美国财政收入的目的，另一方面施压日本和欧盟增加对美国投资以及购买美国商品。15% 的关税可能已经达成特朗普的阶段性的目标，后续的美国关税水平将以 15% 为下限，当然不排除未来特朗普继续升级的可能性。

7 月初，特朗普政府强力推动的“大而美”法案在美国国会两院快速通过并签署成法。其核心内容包括延续 2017 年减税政策、削减医保、教育、营养计划等社会民生项目政府支出、增加债务上限 5 万亿美元。美国国会预算办公室估算，未来十年，该法案将使政府直接支出减少约 1.1 万亿美元，政府收入下降约 4.5 万亿美元，这意味着美国财政赤字将增加约 3.4 万亿美元。以 2024 年美国进口货物总额 3.3 万亿美元为基准粗略估算，要想利用关税收入抵消这 10 年产生的财政赤字，则需要关税税率不低于 10%，这从侧面说明了寄希望于恢复到 4 月特朗普发动关税战之前的状态是不现实的。

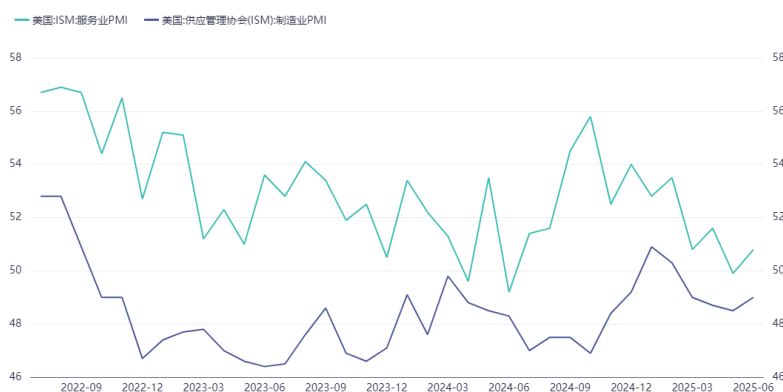
从前瞻性指标 PMI 来看，由于受到关税冲击，目前美国的经济具有陷入滞胀的风险。

由于订单和就业萎缩加剧，美国 6 月 ISM 制造业 PMI 指数为 49，连续四个月萎缩，美国制造业低迷的局面持续。与此同时，用于衡量原材料支付价格的指标显示出通胀略有加速的迹象。重要分项指数方面：新订单指数 46.4，预期 48.1，前值 47.6，订单量创下三个月来的最大降幅，并已连续五个月减少，可能反映出关税上升以及整体美国经济放缓。就业指数 45，降至三个月低点，预期 47.1，前值 46.8，就业指数已连续五个月处于收缩区间。物价支付指数 69.7，接近 2022 年 6 月以来的最高水平，预期 69.5，前值 69.4，原材料成本上升仍是制造商面临的问题。订单积压指数下降 2.8 个点至 44.3，为一一年来的最大跌幅，订单积压指数已连续 33 个月陷入收缩，创下历史纪录。进口和出口指标仍处于收缩状态，但下降速度有所放缓。需求疲软和积压订单减少以及就业人数减少表明企业在需求不足的情况下采取措施调整成本结构。

美国 6 月 ISM 服务业 PMI 指数 50.8，略高于预期的 50.6，5 月前值为 49.9，其中 5 月份是近一年来首次收缩。美国服务提供商在 6 月份扩张步伐缓慢，几乎没有增长，尽管商业活动和订单有所回升，但就业指数却出现了三个月来最大幅度的收缩。重要分项指数方面：商业活动指数在经历上月停滞，于 6 月重回扩张区间，该指标类似于制造业 PMI 中的产出指数。6 月订单数量也有所增长，但增长速度温和。由于积压订单以两年多来最快的速度减少，服务提供商正在调整员工人数，ISM 就业指数单月下降了 3.5 点至 47.2，这是过去四个

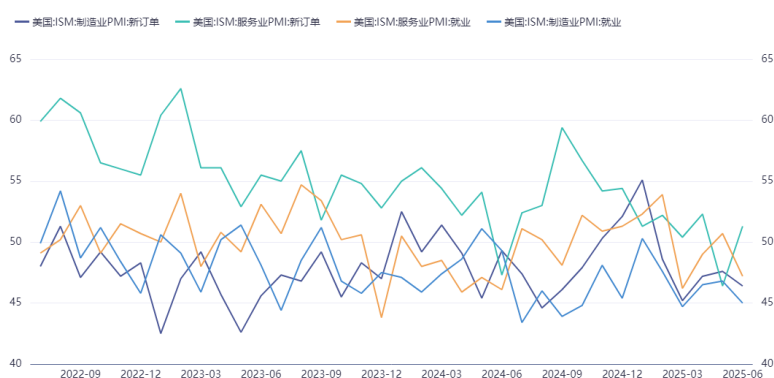
月中第三次出现收缩。用于材料和服务的价格指数有所下降，但仍接近 2022 年底以来的最高水平。服务提供商的库存在 6 月有所增加，而库存情绪指数从去年 7 月以来的最高点回落，尽管这表明认为库存过高的公司减少，但该指数仍是近一年以来的第二高。服务业 PMI 重回扩张区间是一个积极信号，但其分项指标也反映出经济增长放缓压力仍存，消费者和企业仍在应对特朗普政府提高关税等贸易政策的影响。6 月份价格压力依然高企，尽管疲软的需求和激烈的竞争在一定程度上抑制了价格上涨速度，使其较 5 月有所缓解，但由于广泛报告的关税相关成本上升，服务业收费价格的总体通胀率仍为两年多来第二高，可能在短期内推动消费者价格通胀上行。

图 2 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 3 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI 重要分项

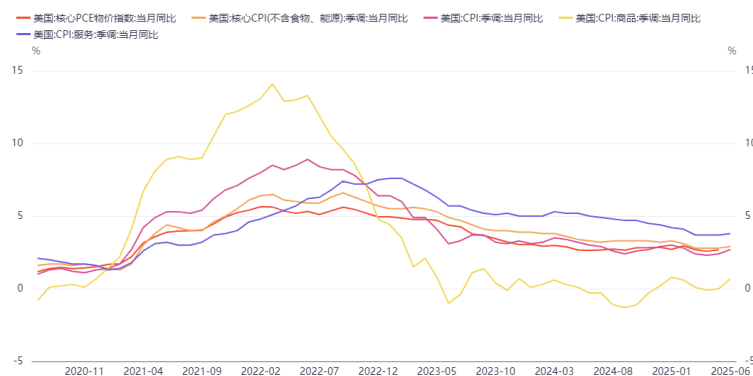


数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

通胀方面，尽管 6 月核心 CPI 月环比仅上涨 0.2%（低于预期），但 6 月 CPI 表面疲软掩盖结构性变化，核心商品价格出现自 2 月以来首次明显上涨，家庭用品、服装等受关税影响的品类价格大幅上涨。在核心商品上涨的同时，核心服务（比如住宿、机票等）价格下降，酒店住宿价格连续 4 个月下降，机票价格连续 5 个月下降，从银行的消费数据和机场安检人数可以看出需求正在放缓。这主要是因为关税传导节奏的关系，一方面前期进口商在去年底以来广泛存在

抢进口行为，关税战以来也是首先消耗库存，关税并未直接体现在终端商品价格上，另一方面关税不确定性下企业与居民部门的需求放缓也限制了价格的传导。但是随着库存的消耗，进口成本的上升不得不向下游传导，核心商品的物价水平开始上升，未来通胀回升的速度将进一步加快。若后续的核心 PCE 数据也如期走强，则美联储年内不降息的可能性将再度升温。

图 4 美国通胀数据显露出回升迹象



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

由于关税问题带来的就业下行与通胀上行风险并存，美联储货币政策陷入两难。一方面需要快速降息应对经济下行压力，另一方面需要保持谨慎的货币政策控制好通胀上升风险，因此美联储的决策取决于就业数据与通胀数据的相对表现。而需要充分评估就业和通胀，就需要持续跟踪观察数据，这就是今年以来美联储保持利率不变的主要原因。北京时间 7 月 31 日凌晨，美联储将公布议息会议决定，并由美联储主席召开新闻发布会。预计 7 月会议将“按兵不动”，但会为 9 月降息与否的可能性预留空间，并且强调需要关注关税的影响。从美债收益率来看，近期美债收益率基本持平，表明短期内美联储将“按兵不动”。

图 5 美国国债收益率基本持平



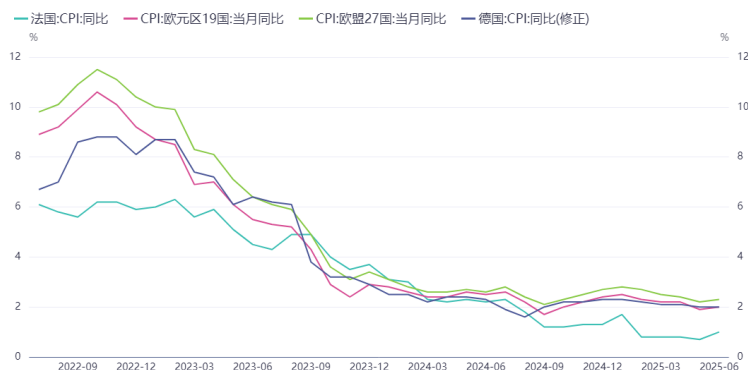
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

1.2 欧洲经济：通胀表现平稳，降息节奏放缓

2022 年俄乌冲突爆发以来，欧洲地区受到的冲击最为明显：第一，地缘政治环境恶化，援乌及国防开支剧增，民粹保守势力抬头，跨国资本开始流出欧洲地区；第二，缺失了俄罗斯的廉价能源，产业资本竞争优势下降，优势制造业产业纷纷布局海外。金融资本与优势产业资本的转移是 2022 年以来欧洲地区陷入增长乏力的主要因素。

7 月 24 日，欧洲央行公布利率决议显示，欧元区欧洲央行存款便利利率 2%，欧元区欧洲央行边际贷款利率 2.4%，欧元区欧洲央行主要再融资利率 2.15%，均保持不变。这是欧洲央行自 2024 年 6 月宣布降息以来八次下调利率之后保持不变。一方面，目前欧洲地区的通胀水平已经回归到 2% 的中期目标，目前薪资增速仍较高，进一步降息的必要性有所下降；另一方面，目前欧洲经济具备韧性，受贸易争端影响，未来经济环境依然异常不确定，因此欧洲央行在等待欧美经贸形势明朗化。由于经贸形势的不确定性加剧可能会削弱家庭和企业的信心，市场对贸易紧张局势的负面反应可能会对融资环境产生收紧影响。这些因素可能会进一步拖累经济前景。而通胀上行风险较低，加上未来欧盟在基础设施与国防领域的财政支出将有所扩张，因此后市欧洲央行仍存降息可能性。

图 6 欧洲通胀基本持平



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

1.3 日本经济：通胀高位回落，加息节奏放缓

7 月 22 日，美国与日本达成贸易协议：美国对日关税税率为 15% 及日本 5500 亿美元对美投资。美日关税协议显著缓解了日本制造业面临的关税压力，提升了明年春季工资谈判实现 4.5% 以上涨幅的可能性，为日本央行实现 2% 通胀目标创造了更有利条件。15% 的结果低于此前预期的可能面临的 25% 汽车关税与更

广泛的同等征税范围，处于日央行预期范围以内，这意味着日央行对经济前景的判断不需继续调整。

随着经济增速以及通胀数据回升，日本央行失去继续实行“负利率”的必要性，日本央行货币政策回归正常化。在今年1月日本央行首次加息，后续保持渐进加息的态度。日本央行表示未来政策将取决于经济、物价和市场状况，若未来的实际情况符合预期，将继续加息，调整货币宽松力度。通胀持续高企支持日本央行进一步加息的立场，但特朗普的关税政策，给全球经济前景蒙上一层阴影，也导致日本央行是否能继续加息变得不那么明确。加上目前日本产业在全球产业链特别是在新科技产业的竞争力有所不足，其经济持续增长的动能有所不足，未来或制约日本央行货币政策决策。

今年以来，日本国债收益率持续上升，反映出了市场对日本央行货币政策正常化的预期。目前，日本长债正面临日央行缩表、受资本要求驱动的寿险公司需求减弱以及市场对日本财政状况恶化担忧加剧的三重打击，其收益率飙升反应了国际投资者对其财政赤字的担忧。

图 7 日本 CPI 有所回落，但仍处高位



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 8 日本国债收益率持续上升



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

2 国内宏观

由于政府债券加速发行、外贸企业抢出口、国补提振消费等积极因素，上半年宏观经济表现较强韧性，完成了 5% 的经济增长目标。不过内部有效需求不足的问题仍然存在，关税刺激下外需放缓，制造业 PMI 位于收缩区间，通胀数据持续下行，实体部门信贷需求表现偏弱，因此未来政策面仍需继续发挥托底作用。7 月以来反内卷政策持续推进，有望推动行业利润率修复以及促进价格指数回升。

由于上半年宏观经济表现良好，下半年达成全年经济增长目标的压力有所减小，加上目前国外经贸局势趋于缓和，因此政策面大力加码的必要性有所下降。7 月政治局会议主要强调已有政策的落实，要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，发挥政策托底的作用，重点方向仍然在提振消费、扶持科技创新这两方面。未来的增量政策预计要等到 10 月份，需要关注二十大四中全会以及十五五规划的政策方向。

2.1 景气指数：6 月制造业 PMI 表现回升

6 月 30 日周一，国家统计局公布数据显示，6 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.7%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业景气水平继续改善。

从分项指标看，供需指数均位于扩张区间，价格指数回升。生产指数为 51.0%，比上月上升 0.3 个百分点，表明制造业企业生产活动加快。新订单指数为 50.2%，比上月上升 0.4 个百分点，表明制造业市场需求有所改善。原材料库存指数为 48.0%，比上月上升 0.6 个百分点，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量降幅继续收窄。从业人员指数为 47.9%，比上月下降 0.2 个百分点，表明制造业企业用工景气度小幅回落。供应商配送时间指数为 50.2%，比上月上升 0.2 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间较上月加快。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 48.4% 和 46.2%，均比上月上升 1.5 个百分点，制造业市场价格总体水平有所改善。

从企业规模看，大中型企业景气度提高。大型企业 PMI 为 51.2%，比上月上升 0.5 个百分点，继续位于扩张区间，对制造业整体支撑作用显著。

从行业分类看，三大重点行业继续扩张。装备制造业、高技术制造业和消费品行业 PMI 分别为 51.4%、50.9% 和 50.4%，均连续两个月位于扩张区间。

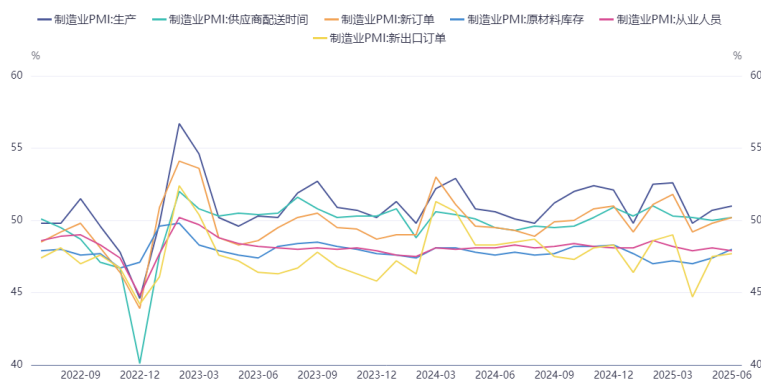
总的来说，在中美关税风险暂缓的背景下，制造业 PMI 指标表现较强韧性。不过未来外需面临较大不确定性，政策面需要提振内需，发挥托底作用，内需的稳健复苏是推动制造业 PMI 企稳回升的核心所在。短期内预计制造业 PMI 围绕荣枯线窄幅波动。

图 9 制造业 PMI 表现回升



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 10 制造业 PMI 重要分项指标



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

2.2 物价指数：6月通胀继续走弱

7月9日，国家统计局公布数据显示，2025年6月份，全国居民消费价格同比上涨0.1%，环比下降0.1%。全国工业生产者出厂价格同比下降3.6%，环比下降0.4%。

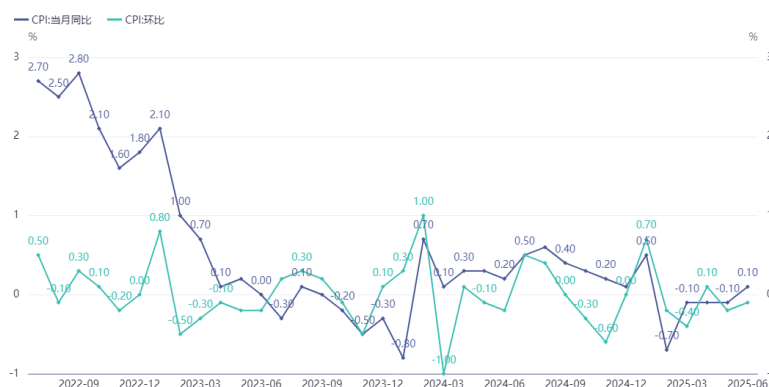
CPI方面，6月CPI由降转涨主要受工业消费品价格有所回升影响。工业消费品价格同比降幅由上月的1.0%收窄至0.5%，对CPI同比的下拉影响比上月减少约0.18个百分点。CPI环比下降0.1%，降幅比上月收窄0.1个百分点。食品价格降幅小于季节性。受高温、降雨较常年同期偏多影响，食品价格环比下降0.4%，降幅小于季节性水平0.5个百分点。工业消费品价格由降转涨。服务价格稳中有涨。

PPI方面，6月PPI继续走弱主要是受到原材料价格持续下降的影响。影响PPI环比下降的主要原因：一是国内部分原材料制造业价格季节性下行。二是绿电增加带动能源价格下降。三是一些出口占比较高的行业价格承压。受环比下降及对比基数变动影响，PPI同比降幅比上月扩大0.3个百分点，但随着各

项宏观政策加力实施，部分行业供需关系有所改善，价格呈企稳回升态势。一是全国统一大市场建设纵深推进带动部分行业价格同比降幅收窄。二是提振消费相关政策加力扩围带动部分生活资料价格同比回升。三是新动能积聚带动部分高技术行业价格同比上涨。尤其是7月反内卷政策推进以来，大宗商品迎来普涨，预计将在7月PPI数据中体现。

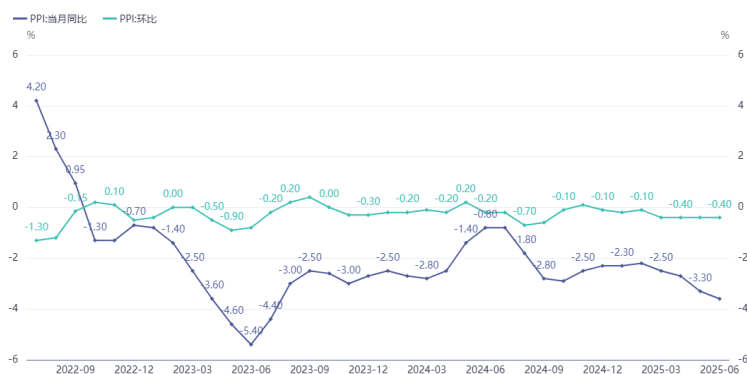
展望未来，随着促消费以及反内卷政策的推进，预计CPI与PPI将温和回升。外部关税冲击带来的需求放缓压力将由内部需求托底效果所抵消，总的宏观经济需求保持平稳运行。

图 11 CPI 表现偏弱



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 12 PPI 延续走弱趋势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

2.3 社融信贷：6月信贷数据表现偏弱

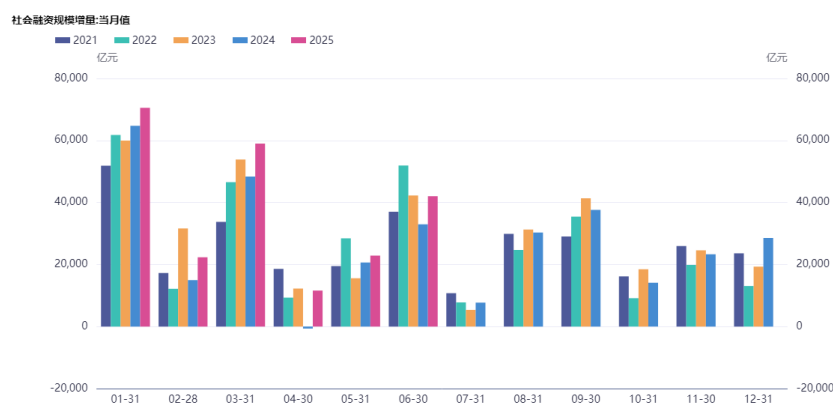
社融增量的主要贡献来自政府债券，政府债券的靠前发力使得上半年社融数据表现较强。2025年上半年社会融资规模增量累计为22.83万亿元，比上年同期多4.74万亿元。其中：对实体经济发放的人民币贷款增加12.74万亿元，同比多增2796亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少638亿元，同比多减558亿元；委托贷款减少513亿元，同比少减404亿元；信托贷款增

加 1443 亿元，同比少增 1655 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 557 亿元，同比少减 1808 亿元；企业债券净融资 1.15 万亿元，同比少 2562 亿元；政府债券净融资 7.66 万亿元，同比多 4.32 万亿元；非金融企业境内股票融资 1707 亿元，同比多 493 亿元。

新增人民币贷款表现先扬后抑，一季度企业与居民的信贷需求较强，特别是一季度商品房销售回暖带动居民房贷数据企稳回升，但进入二季度以后实体部门融资需求明显放缓，主要是受到关税战冲击导致企业需求前景与居民就业信心均受到负面影响。上半年人民币贷款增加 12.92 万亿元。分部门看，住户贷款增加 1.17 万亿元，其中，短期贷款减少 3 亿元，中长期贷款增加 1.17 万亿元；企（事）业单位贷款增加 11.57 万亿元，其中，短期贷款增加 4.3 万亿元，中长期贷款增加 7.17 万亿元，票据融资减少 464 亿元。

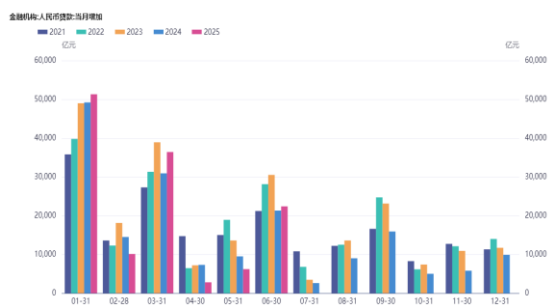
总的来说，外部需求放缓的背景下，内部有效需求偏弱导致在低利率水平下实体部门信贷需求仍偏弱。未来需要政策面提振内需，特别是利用财政政策对需求的拉动作用可以有效提振实体需求。

图 13 社融增量数据



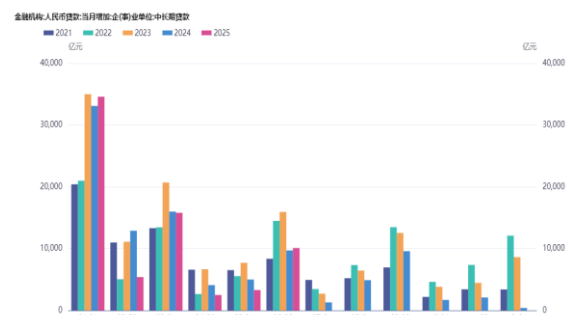
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 14 新增人民币贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 15 企业部门新增中长期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 16 企业部门新增短期贷款



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 17 企业部门新增票据融资



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 18 居民部门新增中长期贷款



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 19 居民部门新增短期贷款



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

2.4 货币政策：LPR 利率连续 2 月持平

在 5 月降息降准之后，6 月和 7 月的 LPR 利率保持不变，符合市场预期。这主要是因为从内部宏观经济以及外部汇率因素来看，短期内持续降息的紧迫性不强。

从宏观经济来看，随着 5 月 12 日中美达成日内瓦经贸共同宣言，中美经贸紧张的局势明显缓和。二季度国内宏观经济表现较强韧性，加上货币政策的局限性，持续降息反而会抑制实体部门信贷需求的及时释放，因此连续降息的必要性不强。

从汇率因素来看，特朗普上台之后推动关税战，美国通胀上升预期升温，美国货币政策调整面临压力，美联储传递出放缓降息步伐的明确信号。海外关税由紧急冲击演变为长期慢变量，且美联储降息窗口未至。如果 LPR 下降速度过快，将可能扩大中美利差，增加人民币汇率波动压力。

综合国内外因素来看，短期内降息的可能性不高。不过从 5 月 LPR 与大型商业银行存款利率的非对称调降可以看出，存款利率的超量下调，一方面可以

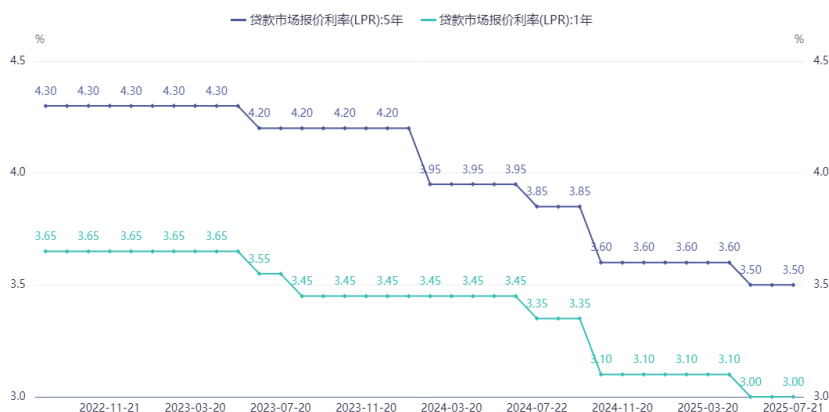
刺激存款转向消费和投资，另一方面也是降低银行负债成本，为未来 LPR 报价的进一步下调创造条件。预计降息的时间节点在 3 季度末或者四季度。

图 20 美元兑人民币汇率与中美利差



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 21 LPR 利率连续两个月持平



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

2.5 7 月政治局会议主要强调已有政策的落实

7 月 30 日，中央政治局召开会议，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

会议指出，宏观政策要持续发力、适时加力。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。兜牢基层“三保”底线。货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行。用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。支持经济大省发挥挑大梁作用。强化宏观政策取向一致性。

会议强调，要有效释放内需潜力。深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。在保障改善民生中扩大消费需求。高质量推动“两重”建设，激发民间投资活力，扩大有效投资。

会议指出，要坚定不移深化改革。坚持以科技创新引领新质生产力发展，加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新深度融合。纵深推进全国统一大市场建设，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。规范地方招商引资行为。坚持“两个毫

会议强调，要扩大高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘。帮助受冲击较大的外贸企业，强化融资支持，促进内外贸一体化发展。优化出口退税政策，高水平建设自贸试验区等开放平台。

会议指出，要持续防范化解重点领域风险。落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新。积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序有效推进地方融资平台出清。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。

总的来说，由于上半年宏观经济表现良好，下半年达成全年经济增长目标的压力有所减小，加上目前国外经贸局势趋于缓和，因此政策面大力加码的必要性有所下降。本次政治局会议主要强调已有政策的落实，要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，发挥政策托底的作用，重点方向仍然在提振消费、扶持科技创新这两方面。未来的增量政策预计要等到10月份，需要关注二十大四中全会以及十五五规划的政策方向。

3 总结

特朗普发动的对全球国家的关税战，提高了贸易成本，抑制了全球宏观需求。对美国而言，通胀上升、经济下行的滞胀风险上升。其一，进口商品将不可避免地价格上涨，并且在下半年通胀数据中逐渐体现。其二，财政压力限制政府支出、贸易壁垒阻断正常贸易需求导致的就业丢失，在就业数据逐渐体现。因此，美联储面临两难选择，短期内预计保持利率不变的谨慎态度。对欧洲而言，随着通胀水平达成2%中期目标，以及关税导致的不确定性仍存，欧洲央行宽松货币政策有所放缓。不过考虑到关税因素对经济需求的冲击以及未来欧盟在基础设施与国防领域的财政支出将有所扩张，因此后市欧洲央行仍存降息可能性。对日本而言，由于日本通胀指标回升较快，日本央行选择货币正常化，于今年1月启动加息周期。不过由于关税因素冲击出口需求，日本经济复苏势头受到一定压制，关税战以来日本央行保持利率不变。

由于政府债券加速发行、外贸企业抢出口、国补提振消费等积极因素，上半年宏观经济表现较强韧性，完成了5%的经济增长目标。不过内部有效需求不

足的问题仍然存在，关税刺激下外需放缓，制造业 PMI 位于收缩区间，通胀数据持续下行，实体部门信贷需求表现偏弱，因此未来政策面仍需继续发挥托底作用。7 月以来反内卷政策持续推进，有望推动行业利润率修复以及促进价格指数回升。由于上半年宏观经济表现良好，下半年达成全年经济增长目标的压力有所减小，加上目前国外经贸局势趋于缓和，因此政策面大力加码的必要性有所下降。7 月政治局会议主要强调已有政策的落实，要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，发挥政策托底的作用，重点方向仍然在提振消费、扶持科技创新这两方面。未来的增量政策预计要等到 10 月份，需要关注二十大四中全会以及十五五规划的政策方向。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

获取每日期货观点推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

免责条款

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。