

短期警惕“反内卷交易”情绪过热

投资观点:

报告日期 2025-07-27

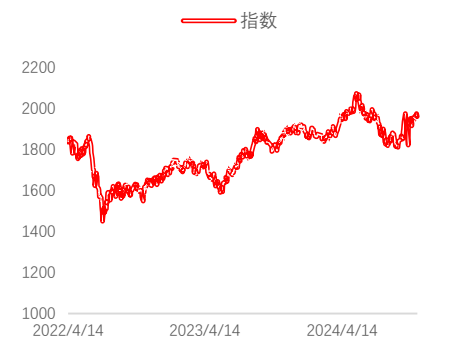
- **海外:** 1) 美国 7 月第三周初请失业人数再度下行 0.4 万人至仅 21.7 万人, 连续第六周下行, 创近十四周低位. 美国就业市场连续改善, 凸显当前关税对劳动力市场的冲击相当有限, 加之新一轮旨在对居民和企业进行大规模减税的财政扩张法案已经通过, 未来数月预计美国居民的薪资增速有望维持高位, 并向上支撑美国居民个人消费需求。2) 美国 6 月成屋销售总数年化 393 万户, 环比降幅达 2.7%, 远超预期的 0.7% 跌幅。这一数据不仅延续了自 2023 年以来的下行趋势, 更创下近一年来最大单月跌幅, 显示高利率环境对购房需求的压制仍在深化。3) 欧元区 7 月综合 PMI 初值升至 51, 创 11 个月新高并超预期, 主要受服务业加速扩张及制造业接近荣枯线的双重推动。欧洲央行宣布维持欧元区三大关键利率不变。这是欧洲央行自去年 6 月以来首次暂停降息。自 2024 年 6 月以来, 欧洲央行已经连续降息 8 次, 存款便利利率从 4% 降低至 2%, 此次暂停降息也在市场意料之内。4) 关税政策方面, 美国与日本、菲律宾和印尼达成贸易协定, 欧盟通过对美贸易反制清单以在谈判中有备无患。
- **国内:** 1) 2025 年 7 月 21 日贷款市场报价利率(LPR) 为 1 年期 LPR 为 3.0%, 5 年期以上 LPR 为 3.5%, 均维持不变。7 月 LPR 维持利率不变, 反映出当前货币政策仍处于观望阶段。不过, 下半年外部环境仍面临不确定性, 在提振内需、推进房地产市场止跌回稳的目标导向下, LPR 报价还有下调可能性。短期来看, LPR 的变动或仍以稳为主, 但若经济下行压力加大, 预计下半年 LPR 有进一步下行空间, 央行将根据形势灵活把握政策实施的力度和节奏。2) 反内卷政策持续升温, 市场呈现“反内卷交易”。农业农村部组织头部猪企召开推动生猪产业高质量发展座谈会, 国家能源局发布煤矿生产情况核查通知。市场持续呈现“反内卷交易”, 黑色系商品全线上涨, 新能源材料、有色金融等工业产品价格也多数上行。
- **短期警惕“反内卷交易”情绪过热。** 海外方面, 美国陆续与多国达成贸易协议, 对等关税税率均出现下调, 叠加美国国内经济数据表现稳健, 市场的风险偏好有所改善, 不过, 仍需关注中美、欧美之间的谈判进展; 国内方面, 反内卷政策持续升温, 市场呈现“反内卷交易”, 焦煤、多晶硅等品种多次出现涨停, 市场情绪短期可能存在过热的风险。展望后市, 在交易所相继提保、限仓、提示风险等指引下, 市场情绪或逐步回归理性, 更加关注反内卷政策对供给端的实际影响。

宏观

专题报告

分析师: 郑建鑫
从业资格证号: F3014717
投资咨询证号: Z0013223

国贸商品指数



数据来源: 国贸期货

往期相关报告

- 1、【ITF-宏观】宏观情绪进一步改善, 大宗商品持续反弹 20250720
- 2、【ITF-宏观】宏观情绪改善, 商品市场延续反弹 20250713
- 3、【ITF-宏观】短期不确定性增加, 商品市场波动或加大 20250706
- 4、【ITF-宏观】大宗商品短期或继续反弹, 但品种仍有分化 20250622

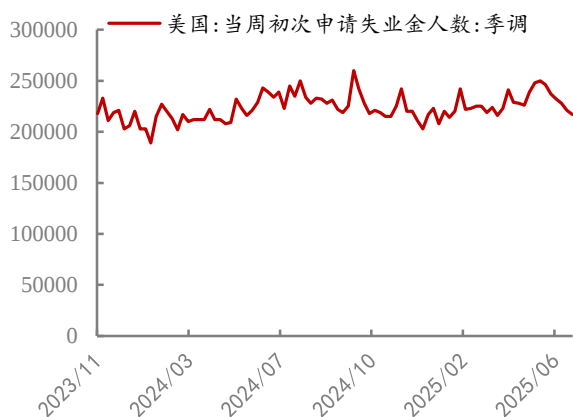
1 海外形势分析

1.1 美国:初请失业人数连续第六周下行

据当地时间 7 月 24 日公布的最新数据,美国 7 月第三周初请失业人数再度下行 0.4 万人至仅 21.7 万人,连续第六周下行,创近十四周低位;反映初请数据累计情况的续请失业金人数增幅也持续放缓,7 月第二周小幅增长 0.4 万人。

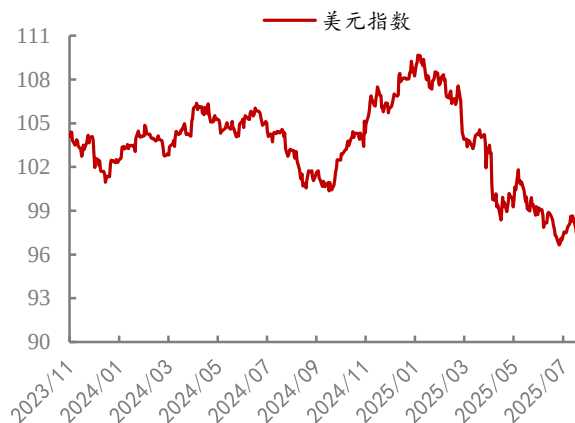
美国就业市场连续改善,凸显当前关税对劳动力市场的冲击相当有限,加之新一轮旨在对居民和企业进行大规模减税的财政扩张法案已经通过,未来数月预计美国居民的薪资增速有望维持高位,并向上支撑美国居民个人消费需求。7 月底即将召开的 FOMC 会议降息概率当前已被压降至极低,后续的降息空间也受到一定挤压。

图表 1、美国:当周初次申请失业金人数:季调



资料来源: Wind、国贸期货研究院

图表 2、美元指数



资料来源: Wind、国贸期货研究院

1.2、美国 6 月成屋销售超预期下滑

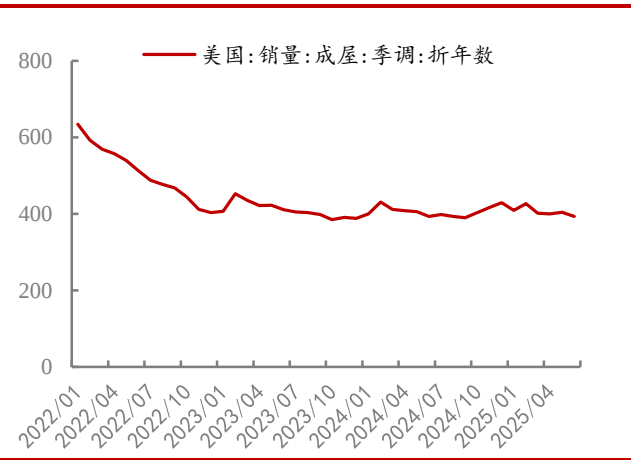
当地时间 7 月 23 日,据全美地产经纪商协会(NAR)数据,美国 6 月成屋销售总数年化 393 万户,低于修正后前值 404 万户及市场预期 400 万户,环比降幅达 2.7%,远超预期的 0.7%跌幅。这一数据不仅延续了自 2023 年以来的下行趋势,更创下近一年来最大单月跌幅,显示高利率环境对购房需求的压制仍在深化。

从驱动因素看,一方面,抵押贷款利率持续高位运行,6 月 30 年期固定利率平均达 6.79%,较疫情初期翻倍,导致购房月供成本激增,首次购房者占比仅 30%(历史均值为 40%),部分潜在买家退出市场;另一方面,成屋库存走高,6 月份现有房屋库存同比增加 15.9%,达到 153 万套,按 6 月份的销售速度计算,现有房屋库存需要 4.7 个月才能消化完毕,高于 1 年前

的 4 个月，但这并未能有效缓解整体市场的供需失衡，“利率锁定效应”继续限制成屋市场的供应。

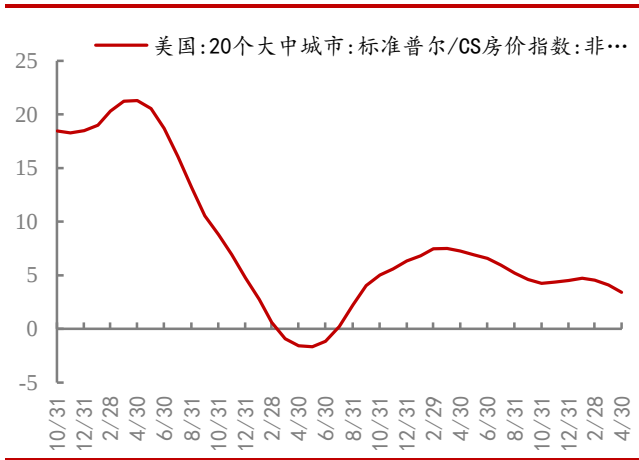
6 月成屋售价中位数同比上涨 2%至 43.53 万美元，连续第 24 个月上涨创历史次高，但高房价与高利率叠加使购房负担能力指数恶化至近十年最低。分区域来看，南部和西部人口密集地区销售下滑尤为明显，而东北部和中西部则因房价相对温和呈现韧性。从宏观经济走向来看，房地产市场占美国 GDP 比重约 15%-18%，地产销售持续疲软可能拖累整体经济增长，但后续仍需要市场利率大幅降低，才能解除“利率锁定效应”并提振美国地产市场。

图表 3、美国:销量:成屋:季调:折年数



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、美国:20 个大中城市:标准普尔/CS 房价指数:非季调:同比



资料来源：Wind、国贸期货研究院

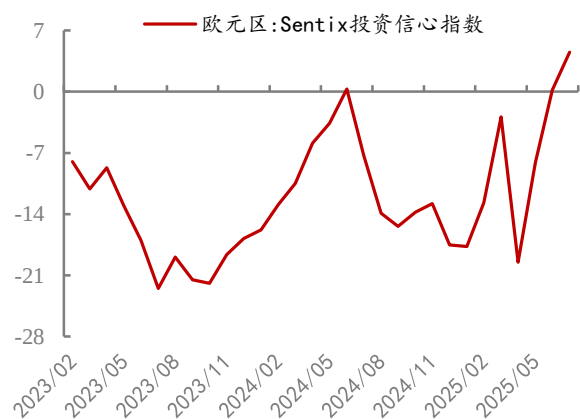
1.3、欧元区:7 月 PMI 超预期扩张，欧洲央行暂停降息

当地时间 7 月 24 日，S&P Global 与汉堡商业银行(HCOB)公布的数据显示，欧元区 7 月综合 PMI 初值升至 51，创 11 个月新高并超预期，主要受服务业加速扩张及制造业接近荣枯线的双重推动。

此次数据呈现三大积极信号，其一，新订单总量结束连续 13 个月收缩趋势，持平于 50 临界点，支撑两大产业产出延续增长；其二，就业五个月来首现扩张反映企业信心边际改善；其三，投入成本通胀降至五个月低点使企业得以在连续两月降价后维持产出价格稳定，缓解居民消费压力。尽管服务业 PMI 创年内次高，但增长动能高度集中于德法等核心经济体。分国家来看，德国服务业 PMI 回升至 50.1(预期 50)，新业务自 2024 年 8 月以来首次增长，企业信心显著增强；而法国服务业虽收缩放缓，连续 11 个月处于萎缩区间，且新订单以三个月最快速度下滑，就业萎缩持续深化。

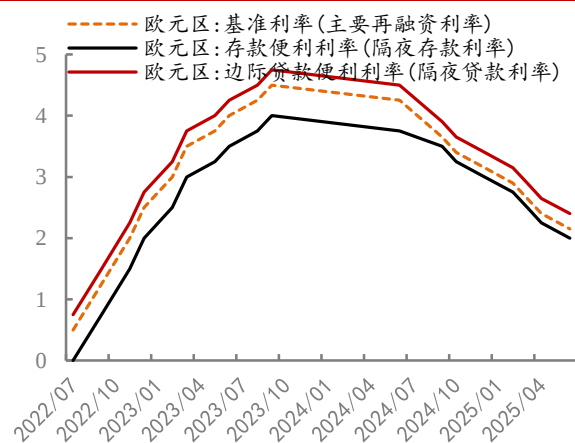
当地时间 7 月 24 日，欧洲央行宣布维持欧元区三大关键利率不变。这是欧洲央行自去年 6 月以来首次暂停降息。自 2024 年 6 月以来，欧洲央行已经连续降息 8 次，存款便利利率从 4% 降低至 2%，此次暂停降息也在市场意料之内。欧洲央行在声明中表示：“当前通胀率已达到 2% 的中期目标。在充满挑战的全球环境下，经济迄今整体表现出韧性。与此同时，环境依然极为不确定，尤其是由于贸易争端”。目前市场仍预期欧洲央行年内至少还有一次降息，部分投资者认为欧央行最终会将利率降至 1.5%，以应对通胀过度放缓的风险。若美欧贸易谈判破裂，欧洲经济可能继续承压，但如果贸易和地缘政治紧张局势得到解决，可能提振市场情绪。

图表 5、欧元区:Sentix 投资信心指数



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、欧元区:基准利率



资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.4、对等关税跟踪

当地时间 7 月 23 日，日本首相石破茂宣布，日美关税谈判已达成协议。核心条款如下：

1、关税调整：1) 美国对日关税。对等关税从原威胁的 25% 降至 15%，涵盖汽车、电子设备、农产品等主要出口商品；汽车关税结构：此前附加关税 25% 被减半至 12.5%，叠加原有 2.5% 基础关税，合计为 15%；例外领域：钢铁和铝的 50% 关税维持不变。2) 日本市场开放。农产品：打破数十年保护政策，将美国大米关税从 770% 降至 15%，并开放牛肉、猪肉市场；汽车：取消对美国卡车、SUV 的进口限制，允许美系车通过日本经销商网络销售。

2、5500 亿美元对美投资。日本承诺向美国汽车制造、能源（如阿拉斯加 LNG 项目）、半导体领域投资 5500 亿美元，其中美国获得 90% 的利润。投资形式包括政府系金融机构提供的贷款、担保或直接资金支持。

3、其他关键条款。无进口配额限制：日本输美汽车不设数量上限；供应链监管：日本车

企需向美国能源部实时传输生产数据，并定期提交供应链压力测试报告；经济安全例外：半导体、医药品等关键物资若未来被征关税，日本享有“非劣后待遇”。

美国与菲律宾协定：美国将对菲律宾商品征收 19%的关税（略低于之前威胁的 20%），而菲律宾则对美国商品实施零关税。

美国与印尼协定：美国将对印尼商品征收 19%的关税（低于之前威胁的 32%），印尼则对美国商品实施零关税。印尼还承诺取消 99%的关税壁垒，购买美国产品（包括 30 架波音飞机、150 亿美元能源产品和 45 亿美元农产品），并取消对美国商品的装运前检验要求。

图表 7、7 月关税信函与 4 月 2 日对等关税税率对比

国家/地区	4 月 2 日对等关税 (%)	8 月 1 日拟生效关税 (%)	税率变化 (%)
老挝	48%	40%	-8%
缅甸	44%	40%	-4%
柬埔寨	49%	36%	-13%
泰国	36%	36%	0%
孟加拉国	37%	35%	-2%
塞尔维亚	37%	35%	-2%
印度尼西亚	32%	32%	0%
波斯尼亚和黑塞哥维那	35%	30%	-5%
南非	30%	30%	0%
阿尔及利亚	30%	30%	0%
伊拉克	39%	30%	-9%
利比亚	31%	30%	-1%
斯里兰卡	44%	30%	-14%
日本	24%	25%	1%
哈萨克斯坦	27%	25%	-2%
马来西亚	24%	25%	1%
韩国	25%	25%	0%
突尼斯	28%	25%	-3%
文莱	24%	25%	1%
摩尔多瓦	31%	25%	-6%
菲律宾	17%	20%	3%
欧盟	20%	30%	10%
墨西哥	25%（芬太尼关税）	30%	5%

资料来源：Wind、国贸期货研究院

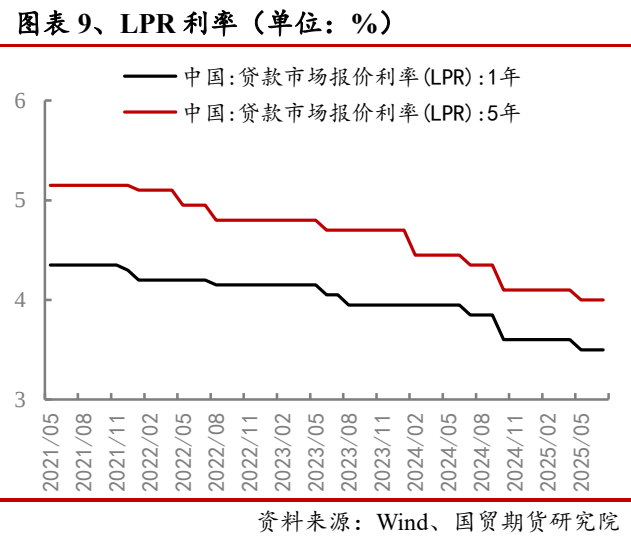
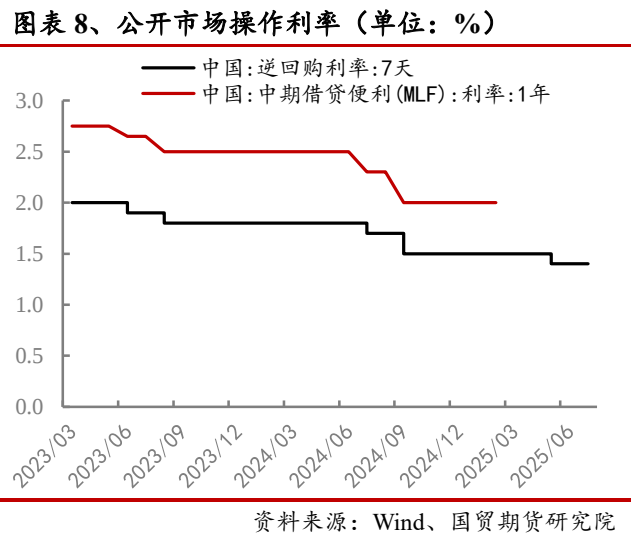
当地时间 7 月 21 日，欧盟贸易委员在华盛顿的谈判中被告知，美国总统特朗普期望获得更多让步，包括将大多数欧洲商品的基准关税从先前讨论的 10%提高至 15%或更高。而现行的 25%汽车关税预计将维持不变，并可能对药品征收 100%的关税。随着 8 月 1 日美国对欧关税最后期限临近，特朗普政府最新要价远超欧盟底线即基准关税从 10%升至 15%以上、维持 25%汽车关税且拒绝对药品 100%关税提供豁免导致谈判濒临破裂。欧盟贸易委员上周在华盛顿收到相互矛盾的信号表示，美国贸易代表暗示 10%关税仍可谈，而商务部长卢特尼克则要求更高税率，且美方明确拒绝欧盟“停止加征新关税”的核心诉求，理由是无法限制总统以“国家安全”名义发动 232 调查的权力。此举彻底激化矛盾，促使此前主张妥协的德国立场转向鹰派。

欧盟的反制预案中，短期或从关税报复，其已就绪两套方案，包括针对 210 亿欧元美国商品(暂停至 8 月 6 日)及 720 亿欧洲商品(含飞机、威士忌等)的加税清单，可迅速激活；中期或产业打击瞄准美国对欧年顺差达 1000 亿美元的服务业，拟限制科技巨头公共采购投标、加征数字税并收紧投资审查；终极“核选项”则是启用从未动用的《反胁迫工具》(ACT)，该机制允许欧盟 27 国以“合格多数决”授权对美国实施系统性制裁，涵盖服务贸易限制、知识产权保护削弱及关键市场准入封锁，直击美国科技、金融和制造业命脉。当前欧美之间的贸易谈判正处于关键阶段，双方在关税问题上存在显著分歧，未来的谈判前景仍不明朗。

2 国内宏观形势分析

1.1 7 月 LPR 报价持平，短期货币政策或以稳为主

7 月 21 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2025 年 7 月 21 日贷款市场报价利率(LPR)为：1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%。



7 月 LPR 维持利率不变，反映出当前货币政策仍处于观望阶段。5 月，LPR 年内首降，5 年期和 1 年期利率均下调 10 基点：1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%。6 月、7 月维持该报价不变。7 月 14 日，国新办举办新闻发布会，中国人民银行副行长邹明确表示将进一步加大逆周期调节力度，坚持适度宽松的货币政策取向，综合运用降准等货币政策工具，保持流动性充裕，加大中长期流动性支持，并发挥利率工具的调控作用。上半年经济稳中向好，货币政策宽松必要性不大。其按不变价计算，2025 年二季度国内 GDP 同比增长 5.2%，超过市场预期，较一季度回落 0.2 个百分点。但下半年，外部环境仍面临不确定性，在提振内

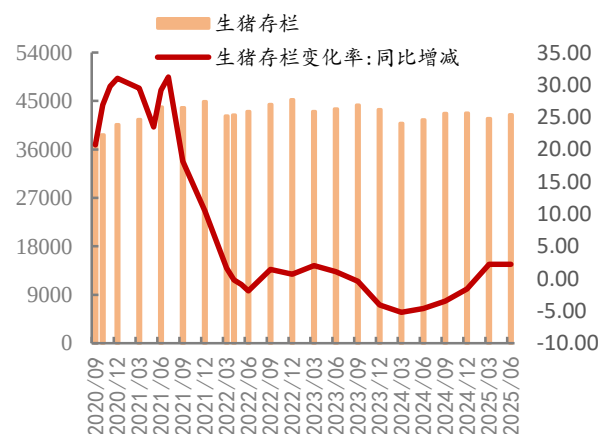
需、推进房地产市场止跌回稳的目标导向下，LPR 报价还有下调可能性。短期来看，LPR 的变动或仍以稳为主，但若经济下行压力加大，预计下半年 LPR 有进一步下行空间，央行将根据形势灵活把握政策实施的力度和节奏。

1.2 政策跟踪：推动生猪产业高质量发展座谈会召开

7 月 23 日，农业农村部畜牧兽医局在北京召开推动生猪产业高质量发展座谈会。会议将分析研判生猪生产形势，围绕全产业链高质量发展，听取企业、主产省份、专家和行业协会意见，提出推动产业高质量发展的措施建议。

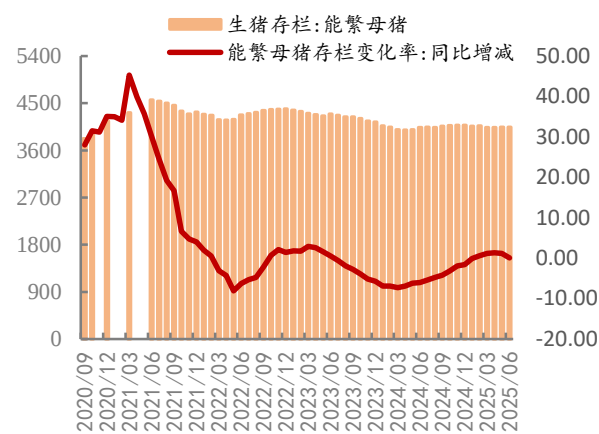
畜禽种业是畜牧业高质量发展的根基、畜产品稳产保供的重要保障，也是畜牧业核心竞争力的重要体现。本次座谈会不仅邀请牧原、新希望等头部生猪养殖企业，也邀请了双汇、金锣等大型屠宰加工企业，各企业围绕行业现状、发展需求和政策建议进行发言，从供给侧提升全产业链协同发展水平，加快推进生猪产业转型升级。生猪产业在农业里和反内卷相关度较高，无论从民生角度还是 CPI 角度，国家都希望把猪价控制在一个行业略有盈利的范围内。截止目前，2025 年中国猪肉平均批发价为 21.15 元/公斤，略低于 2024 年；能繁母猪存栏量在 4000 万头以上。

图表 10、生猪存栏（单位：万头，%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 11、能繁母猪存栏（单位：万头，%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

5 月底以来，政策调控密集出台，主要集中在“控产能+降体重+控二育”几个方面，6 月 10 日，农业农村部召开生猪生产调度会，提出要调减全国能繁母猪存栏 100 万头左右至 3950 万头，优化生猪生产、加大弱仔淘汰力度，释放了猪价维稳的政策信号，目前政策调控已初见成效。此时召开的座谈会，意在推动行业从“去产能”向“稳效益、提质量”过渡，政策关注点

开始从周期底部保供向中长期发展质量转移。7月以来环保政策再度收紧，尤其是南方水网地区，6月17日，湖南省生态环境厅、农业农村厅发布通知，要求严查畜禽养殖污染，集中三个月开展地毯式排查；7月3日，广西召开全区畜禽养殖污染治理工作视频调度会议，强调扎实开展畜禽养殖污染排查整治专项行动。行业近期监管趋严短期可能导致养殖户“抢出栏”以避免被监管清理，出现暂时性的供给增加，造成猪价下行压力；中长期来看有利于落后产能出清和生猪市场的平稳运行，后续猪价或有一定向上空间。

附：品种观点评价体系

观点评级	短期（1 个月以内）	中期（1-3 个月）	长期（3 个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31 号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也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。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎