



● 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：021-55007766-30516
邮箱：15721 @guosen.com.cn

中美新一轮经贸会谈。根据商务部7月23日的消息，经中美双方商定，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于7月27日至30日赴瑞典与美方举行经贸会谈。中美可能通过经贸谈判进一步达成协议，中国输美商品或将调整为44%-54%的税率，较其他经济体来看相对不高。当然，如果中美进一步降低关税水平，则好于预期。具体以官方消息为准。

“反内卷”重要窗口期。从当前时间点来看，目前市场对于“反内卷”相关政策落地的预期相对较高。首先，中观产业已有行动，对于落后产能的退出已经相关部署。其次，当前外部压力相对缓解，内部经济结构性矛盾仍在，更重要的是，国有企业利润相对承压，是整治“内卷式”竞争以及落后产能退出的重要窗口期。

上半年GDP高于全年预期目标。上半年GDP同比增长5.3%，好于预期，二季度顶住了压力；分季度看，一季度GDP同比增长5.4%，二季度增长5.2%。其中，6月规上工业增加值有所回升、同比增长6.8%，国有控股企业延续较好表现；6月社零增速相对回调、同比增长4.8%，内需总体表现积极；6月出口表现积极、同比增长5.9%，上半年出口总量恢复较好；固投增速延续回调，1-6月累计同比增长2.8%，房地产供给侧总体不佳、需求侧相对缓解。

物价结构性矛盾有望修复，广义财政支出增速再提升。财政收支方面，1-6月广义财政支出增速再提升、同比增长8.93%，政府债券发行延续提速，后期空间仍充足。货币供给方面，6月供给总量和结构性矛盾均有所改善，M1同比增长4.6%。物价水平方面，6月暂未显著好转，CPI同比微幅上涨0.1%，PPI同比跌幅再度扩大、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，6月官方制造业PMI略有回升至49.7%、财新制造业PMI回升至50.4%；新出口订单暂处相对低位的47.7%。

美联储短暂“偏鹰”，9月中旬以前美元指数或仍有上行空间。(1)北京时间7月31日凌晨，美联储将发布利率决议。预期，美联储本月将维持政策利率上限4.5%不变，9月18日或采取预防性降息。(2)美国经济基本面相对稳健，经济衰退风险显著降低，降息紧迫性总体缓解。

人行短期或维持总量政策不变，降息降准时机仍需观察美联储。近期，人民币资产受到关注。7月24日，在岸美元兑人民币年内再破7.15，最低录得7.1478，为2024年11月8日以来的最强水平。考虑到上半年我国出口总量恢复较好，出口压力相对缓解，人民币年内仍有望挑战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 7 月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
7 月 1 日	根据新华社的报道，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央财经委员会主任习近平 7 月 1 日上午主持召开中央财经委员会第六次会议，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。
7 月 3 日	(1) 根据新华社的报道，美国总统特朗普 2 日表示，美国已经与越南达成贸易协议。根据凤凰卫视 7 月 2 日的报道，特朗普在声明中写道，越南将对所有出口至美国的商品缴纳 20% 的关税，而对于转运的商品将缴纳 40% 的关税。(2) 根据参考消息 7 月 5 日的报道，柬埔寨政府 4 日宣布，已与美国在关税谈判中达成协议。双方将于近期发布关于对等关税的联合声明，但包括关税税率在内的具体协议内容尚不明朗。继越南之后，柬埔寨成为与特朗普政府达成关税协议的第二个东南亚国家。
7 月 3 日	(1) 根据 CCTV 国际时讯的报道，据美国彭博社今天(7 月 3 日)援引西门子公司消息证实，美国政府已解除对华芯片设计软件出口的许可证要求。西门子公司称，美国商务部已通知全球三大芯片设计软件供应商——新思科技、楷登电子和西门子，此前要求其在华业务必须申请政府许可的规定现已撤销。西门子公司表示已全面恢复中国客户对其软件和技术的访问权限，新思科技与楷登电子称正在逐步重启相关服务。(2) 根据环球网 7 月 4 日的报道，据路透社 7 月 3 日报道，一名消息人士透露，美国政府当天向美国通用电气航空航天公司表示，后者可以重启向中国商飞公司供应喷气发动机。
7 月 5 日	根据央视新闻的报道，当地时间 7 月 4 日，美国总统特朗普签署“大而美”税收和支出法案(简称“大而美”法案)，使其生效。美国国会众议院 3 日下午以 218 票赞成、214 票反对的表决结果通过了总统特朗普推动的“大而美”法案。该法案已于本月 1 日获参议院通过。美国国内担忧该法案将进一步加剧美国财政赤字与债务风险。
7 月 8 日	(1) 延长暂缓期。根据央视新闻 7 月 8 日的报道，当地时间 7 日，美国总统特朗普签署行政命令，延长所谓“对等关税”暂缓期，将实施时间从 7 月 9 日推迟到 8 月 1 日。(2) 日韩关税。当地时间 7 月 7 日，美国总统特朗普在社交媒体平台上发布了致日本首相石破茂、韩国总统李在明的信件，宣布美国将自 2025 年 8 月 1 日起对所有日本和韩国输美产品征收 25% 的关税。特朗普警告称，如果日韩两国以提高关税作为回应，美国也将在 25% 的基础上再提高同等额度的关税。(3) 马来西亚、南非等五国关税。当地时间 7 月 7 日，美国总统特朗普表示，美国将自 2025 年 8 月 1 日起对所有哈萨克斯坦和马来西亚的输美产品征收 25% 的关税，对所有南非输美产品征收 30% 关税，对所有老挝和缅甸的输美产品征收 40% 关税。特朗普表示，此项关税将独立于各类行业性关税。此外，任何试图通过第三国转运来规避该关税的做法，也将被征以更高的关税。(4) 印尼、波黑等七国的关税。当地时间 7 月 7 日，特朗普表示，美国将自 2025 年 8 月 1 日起对所有印度尼西亚的输美产品征收 32% 的关税，对所有波黑的输美产品征收 30% 关税，对所有孟加拉国和塞尔维亚的输美产品征收 35% 关税，对所有柬埔寨和泰国的输美产品征收 36% 关税，对所有突尼斯的输美产品征收 25% 的关税。
7 月 8 日	(1) 根据环球网 7 月 8 日的消息，据美国彭博社报道，美国财政部长贝森特当地时间 7 日表示，他预计将在未来几周内与中方官员会面，以推动中美在贸易及其他议题上的磋商。“我将在接下来几周某个时候与我的中国同行会面。”贝森特当天在接受美国消费者新闻与商业频道(CNBC)采访时表示，“我们此前在日内瓦、伦敦举行了很好的会谈，双方都秉持高度尊重的态度。”“若中方有意愿，美中双方可在更多领域开展合作。”贝森特表示，双方将



	讨论将合作范围从贸易扩展到其他领域。(2) 根据央视 7 月 11 日的报道, 7 月 11 日, 中共中央政治局委员、外交部长王毅在吉隆坡会见美国国务卿鲁比奥。双方就中美关系以及共同关心的问题交换了意见。
7 月 9 日	根据央视新闻的报道, 当地时间 8 日, 美国总统特朗普在内阁会议上表示, “我们很快将在医药领域宣布一些重要举措”。特朗普称: “我们会给相关企业大约一年到一年半的时间来调整, 之后他们将面临关税。”他补充说: “如果他们必须将药品和其他相关产品进口到国内, 关税将高达 200%。”此外, 特朗普表示考虑对进口到美国的铜征收 50% 的附加税。当地时间 9 日, 美国总统特朗普在社交媒体平台上宣布, 在收到一份严格的国家安全评估报告后, 他宣布美国对铜征收 50% 的关税, 自 2025 年 8 月 1 日起生效。
7 月 9 日	(1) 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。(2) 根据第一财经 7 月 12 日的报道, 一位美国政府官员表示, 符合“美墨加协定”的加拿大商品可能会免于此次征税, 但他也表示“最终决定尚未作出”。
7 月 10 日	(1) 根据外交部的消息, 2025 年 7 月 10 日, 中共中央政治局委员、外交部长王毅在吉隆坡出席中国—东盟外长会时介绍了双方合作丰硕成果。王毅表示, 中国—东盟自贸区 3.0 版谈判全面完成, 将于年内签署议定书。东盟—中国—海合会峰会开创跨区域合作新模式。(2) 根据商务部 7 月 11 日的消息, 7 月 7-10 日, 中国—瑞士自贸协定升级第二轮谈判在瑞士日内瓦举行。双方就货物贸易、服务贸易、投资、原产地规则、贸易便利化、竞争、环境与贸易、经济技术合作等议题开展深入讨论, 谈判取得积极进展。中国—瑞士自贸协定于 2013 年 7 月签署, 2014 年 7 月生效实施, 对促进中瑞双边贸易投资增长发挥了重要作用。中瑞双方于 2024 年 9 月启动自贸协定升级谈判, 并于 2025 年 3 月在京举行首轮谈判。
7 月 10 日	根据央视新闻的报道, 当地时间 7 月 9 日, 当地时间 7 月 9 日, 美国总统特朗普在社交媒体上发布了致文莱、阿尔及利亚、摩尔多瓦、伊拉克、菲律宾、斯里兰卡、利比亚和巴西的信件。特朗普称, 美国将自 2025 年 8 月 1 日起对菲律宾的产品征收 20% 的关税, 对文莱和摩尔多瓦的产品征收 25% 的关税, 对阿尔及利亚、伊拉克、斯里兰卡和利比亚的产品征收 30% 的关税, 对巴西的产品征收 50% 的关税。
7 月 11 日	根据财政部消息, 《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》(简称《办法》) 发布; 《办法》中经营效益类指标的“(国有) 资本保值增值率”由“当年度指标”调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合的考核方式。
7 月 12 日	根据央视新闻的报道, 当地时间 7 月 12 日, 美国总统特朗普在社交媒体平台“真实社交”上发布致墨西哥总统辛鲍姆和欧盟委员会主席冯德莱恩的信件, 宣布自 2025 年 8 月 1 日起, 美国将对来自墨西哥和欧盟的输美产品分别征收 30% 的关税。
7 月 15 日	根据央视新闻的报道, 美国英伟达公司创始人兼首席执行官黄仁勋今天在接受总台央视记者采访时透露, 美国已批准 H20 芯片销往中国。
7 月 16 日	根据参考消息的报道, 美国芯片公司超微半导体 (AMD) 称, 在美国宣布将批准销售后, 该公司计划重启向中国出口其 MI308 芯片。
7 月 16 日	根据环球网的消息, 据美国彭博社报道, 美国财政部部长贝森特当地时间 15 日在接受彭博电视台采访时表示, 原定于下月到来的中美关税休战截止日期具有灵活性, 市场参与者无需担心截止日期, 当前中美之间的谈判“态势良好”, 预计双方将在未来几周内举行会谈。“我告诉市场参与者, 不要担心 8 月 12 日这一日期。”贝森特说。彭博社称, 贝森特指的是美中双方于 5 月 12 日宣布的暂停加征部分关税 90 天的截止日期。
7 月 16 日	根据凤凰卫视的报道, 美国总统特朗普表示, 他与印尼达成协议, 将对该国商品征收 19% 的关税, 而这个东南亚国家同意取消对美国进口商品的所有关税, 并购买价值超过 190 亿美元的美国产品, 其中包括 50 架波音飞机。



7月16日	根据新华社的报道，国务院总理李强7月16日主持召开国务院常务会议，研究做强国内大循环重点政策举措落实工作，听取关于2024年度中央预算执行和其他财政收支审计查出问题初步整改情况的汇报，听取规范新能源汽车产业竞争秩序情况的汇报。会议指出，要着眼于推动新能源汽车产业高质量发展，针对该产业领域出现的各种非理性竞争现象，坚持远近结合、综合施策，切实规范新能源汽车产业竞争秩序。要加强成本调查和价格监测，强化产品生产一致性监督检查，督促重点车企落实好支付账期承诺。要着力健全规范竞争的长效机制，加强行业自律，更好发挥标准引领产业升级作用，引导企业通过科技创新、提升质量等增强竞争力。
7月16日	根据央视新闻的报道，央视记者当地时间16日获悉，一位白宫官员称，美国总统特朗普可能很快解雇美联储主席鲍威尔。另据《纽约时报》报道，特朗普已起草解雇美联储主席鲍威尔的信件。随后，美国总统特朗普在白宫表示，自己“极不可能”解雇美联储主席鲍威尔，但也补充称“不排除任何选项”。
7月18日	根据环球网7月18日的消息，据路透社等媒体报道，美国商务部当地时间7月17日认定中国进口石墨存在不公平补贴，决定对中国的阳极级石墨征收93.5%的初步反倾销税。石墨是电动车电池的关键材料。
7月18日	根据工业和信息化部消息，国新办就2025年上半年工业和信息化发展情况举行新闻发布会。一是筑牢工业经济基本盘。实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，具体工作方案将在近期陆续发布。二是着力提高发展质量。加快实施“人工智能+”行动，推动大模型在制造业重点行业落地部署，提升智能化水平。推进绿色低碳标准体系建设，加快动力电池等再生资源综合利用，夯实绿色化发展基础。三是持续培育发展动能。加快发展生物制造、低空产业。推动人形机器人、元宇宙、脑机接口等未来产业创新发展，超前布局新领域新赛道。四是不断优化发展环境。开展专项行动，加大工作力度，解决拖欠中小企业账款问题，减轻企业负担，切实增强企业获得感。
7月19日	根据央视的报道，当地时间7月18日，美国总统特朗普在白宫正式签署《指导与建立美国稳定币国家创新法案》（简称《天才法案》），标志着美国稳定币监管立法进入实施阶段。美国众议院17日以308票赞成、122票反对的结果，通过了这一法案，该法案旨在为“锚定”美元的稳定币制定监管框架。然而，该法案曾遭到部分人士的质疑和反对。一些民主党人认为，该法案未能为消费者、国家安全或金融稳定提供足够的保障，并指责特朗普家族与加密货币存在联系。
7月19日	根据新华社的报道，雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式7月19日上午在西藏自治区林芝市举行；工程将建设5座梯级电站，总投资约1.2万亿元。
7月22日	（1）根据凤凰卫视7月22日的报道，美国共和党众议员安娜·保利娜·卢娜致信司法部，请求后者考虑调查并起诉美联储主席杰罗姆·鲍威尔，因鲍威尔在国会作证时涉嫌作伪证。但是，司法部并无义务对上述指控展开调查。（2）根据央视新闻7月25日的报道，当地时间7月24日下午，美国总统特朗普前往美联储，考察美联储耗巨资的建设项目。美媒称这是将近20年来，美国总统首次正式造访美联储，此举是特朗普对美联储主席鲍威尔施压的升级。
7月23日	（1）美日经贸协议。根据央视新闻7月23日的报道，当地时间7月22日，美国总统特朗普通过社交媒体宣布美国与日本达成贸易协议，原定25%的“对等关税”税率将下调至15%，日本将向美国投资5500亿美元并放开大米等农产品市场。（2）美菲（菲律宾）经贸协议。根据央视新闻7月23日的报道，当地时间7月22日，美国总统特朗普在其社交媒体平台“真实社交”上发文称，当天，他在白宫会见到访的菲律宾总统马科斯，双方达成了贸易协议。特朗普称，将对菲律宾征收19%的关税。菲律宾将对美国开放市场，并实行零关税。
7月23日	（1）中美经贸会谈。根据商务部7月23日的消息，经中美双方商定，中共中央政治局委员、



	国务院副总理何立峰将于7月27日至30日赴瑞典与美方举行经贸会谈。(2)7月23日,环球网援引路透社、美联社报道,美国总统特朗普当地时间周二(22日)表示,他“可能在不久的将来”访问中国。
7月24日	(1)价格法修正草案。7月24日,国家发展改革委和市场监管总局关于《中华人民共和国价格法修正草案(征求意见稿)》公开征求意见的公告发布;完善低价倾销的认定标准,规范市场价格秩序,治理“内卷式”竞争。
7月24日	(1)欧洲央行利率决议。根据欧洲央行7月24日的消息,维持三大政策利率不变。(2)欧洲对美反制清单。根据新华社7月24日的报道,欧盟委员会发言人奥洛夫·吉尔24日表示,欧委会提出的对美商品反制清单已获成员国压倒性多数投票通过,将于25日在官方公报上刊登。吉尔说,欧盟已将原本的两个提案清单合并为一个简明清晰、一致性的清单。如果在8月7日之前欧美贸易谈判失败,这些反制措施将自动生效。
7月26日	根据央视的报道,当地时间25日,欧盟委员会主席冯德莱恩与美国总统特朗普举行电话会谈,围绕当前欧美贸易关系交换意见。当天早些时候,特朗普对外表示,美国与欧盟或将就关税谈判达成协议。

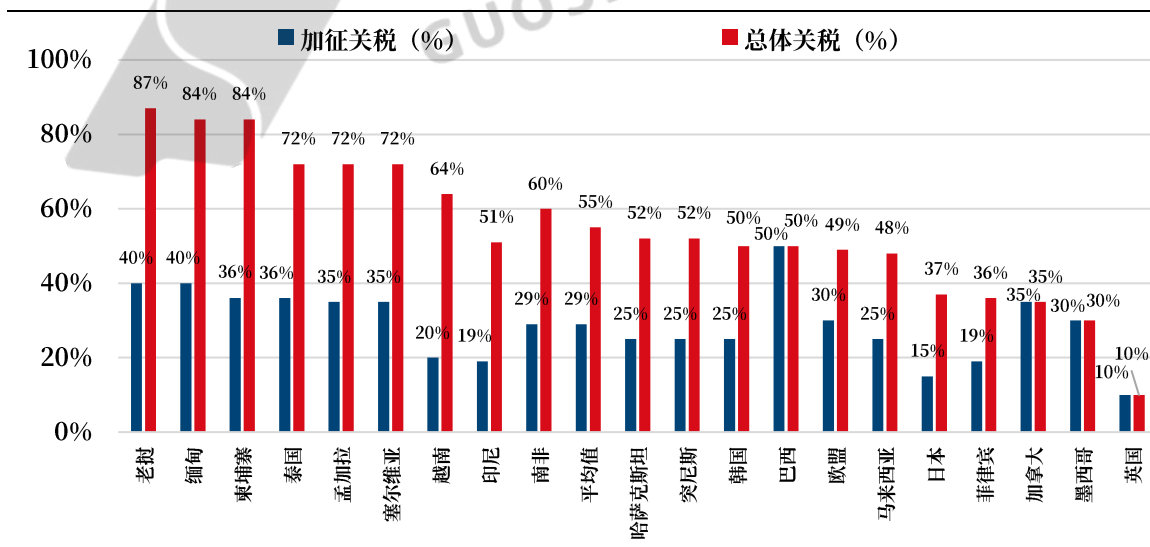
数据来源:新华社等、国信期货

二、中美关税政策

(一) 美国新一轮关税政策进展

根据美国白宫消息,自2025年7月8日以来,美国总统特朗普分别宣布了对欧盟、韩国、加拿大、墨西哥、巴西等众多贸易伙伴的新一轮关税政策,美国关税再度引起关注。

图1:美国对部分贸易伙伴新一轮关税政策



数据来源:美国白宫 国信期货

新一轮加征关税与4月2日“对等关税”差别不大,影响却相对较小。根据央视新闻7月8日的报道,当地时间7日,美国总统特朗普签署行政命令,延长所谓“对等关税”暂缓期,将实施时间从7月9日推迟到8月1日。截至7月27日,除俄罗斯外,美国共对27个贸易伙伴宣布了新一轮的关税,包括已经达成经贸协议的英国、越南、印尼、日本和菲律宾,新一轮加征的关税平均为29%;以上贸易伙伴在4月2日加征的“对等关税”税率平均为31%。因此,总体来说,新一轮加征关税与此前“对等关税”差别不大。



结合当前全球金融市场运行来看，美国新一轮加征关税的影响相对较小，暂未出现4月2日“对等关税”发布后全球金融市场大幅下挫的情景。当然，随着美国政府发布对其他贸易伙伴的关税，该影响或有所变化。并且，在8月1日前，部分美国贸易伙伴或妥协，以寻求与美国达成经贸协议。

亚洲经济体面临相对较高的关税。（1）截至7月27日，经过经贸会谈以及加征新一轮关税，部分美国贸易伙伴输美商品税率分别为老挝87%（加征40%）、缅甸84%（加征40%）、柬埔寨84%（加征36%）、泰国72%（加征36%）、南非60%（加征30%）、越南64%（加征20%）、印尼51%（加征19%）、巴西50%（加征50%）、韩国50%（加征25%）、欧盟49%（加征30%）、日本37%（加征15%）、菲律宾36%（加征19%）、加拿大35%（加征35%，暂不确定与“美墨加协定”关联）、墨西哥30%（加征30%，暂不确定与“美墨加协定”关联）、英国10%（加征10%）。因此，总体来看亚洲经济体或将面临相对较高的关税，其中老挝、缅甸、柬埔寨或将面临80%以上的关税。（2）7月16日，特朗普宣布与印尼达成经贸协议，将7月8日加征的32%的关税降至加征19%。7月23日，特朗普宣布与日本和菲律宾达成经贸协议；其中，美日之间，原定25%的“对等关税”税率将下调至15%，日本将向美国投资5500亿美元并放开大米等农产品市场；美菲之间，将对菲律宾征收19%的关税；菲律宾将对美国开放市场，并实行零关税。根据美日经贸协议，美国对日本加征后的关税税率为37%；美国对菲律宾“对等关税”税率由20%下调至19%，加征后的关税税率为36%。

表：中美关税政策

	时间	美方	中方
特朗普就任美国总统前	1月20日	美方对中国商品实际征收关税约20% 据美国白宫4月3日倒推为13%	中方对美国商品征收关税约12%
“对等关税”前	2月1日	美方对中国商品加征关税10% 征收关税23%	中方相应反制
	3月3日 -3月4日	美方对中国商品加征关税10% 征收关税33%	中方相应反制
“对等关税”后	4月3日 -4月4日	美方对中国商品加征关税34% “对等关税”34% 征收关税67%	中方对美国商品加征关税34%
	4月8日 -4月9日	美方对中国商品加征关税50% “对等关税”后累计加征84% 征收关税117%	中方对美国商品加征关税 由34%调整为84%
	4月10日 -4月11日	美方对中国商品再加征关税41% “对等关税”后累计加征125% 叠加“对等关税”前20%累计加征145% 征收关税158%	中方对美国商品加征关税 由84%调整为125%
经贸会谈后	5月12日	美方取消了共计91%的加征关税 美方暂停实施24%的“对等关税” “对等关税”由4月3日调整为10% 征收关税约43%	中方相应取消了91%的反制关税 相应暂停实施24%的反制关税 反制关税由4月4日调整为10%

数据来源：中国财政部 中国商务部 美国白宫

备注：税率为平均税率，征收关税水平为估计值

美国新一轮关税调整不包括中国。中美已于5月12日经过日内瓦经贸会谈，取得实质性进展，大幅降低双边关税水平。美方暂停实施24%的“对等关税”90天，中方也相应暂停实施24%的反制关税90天。



按时间推算，8月12日为暂停24%“对等关税”和反制关税的截止日期。目前，按照4月2日美国白宫公布的原有基础税率进行计算，中国输美商品税率为43%（实际税率或为50%左右），相较于其他经济体来说，总体关税税率相对不高。

（二）美国关税后期演绎

豁免时间点的调整与美国可能的谈判策略。首先，从目前来看，将“对等关税”豁免期由7月9日延后至8月1日，对于美国来说，可以提高其对外谈判的缓冲时间，以迫使尽可能多的贸易伙伴做出让步并与美国达成贸易协议。其次，8月12日为中美24%“对等关税”和反制关税期满的时间点。该时间点（8月12日）与美国延后“对等关税”时间点（8月1日）非常相近。因此，在8月1日前，如果美国其他贸易伙伴做出较大让步并与美国达成经贸协议，则美国与中国进行经贸谈判时的筹码则相对增加。

中美新一轮经贸会谈。（1）环球网7月23日援引路透社、美联社报道，美国总统特朗普当地时间周二（22日）表示，他“可能在不远的将来”访问中国。报道称，他当天在白宫椭圆形办公室会见来访的菲律宾总统马科斯时作出相关表态。（2）根据商务部7月23日的消息，经中美双方商定，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于7月27日至30日赴瑞典与美方举行经贸会谈。

中国输美商品关税的可能情景。中美新一轮经贸会谈，其中关税问题仍然是核心议题。假设经过经贸会谈，美国对中国输美商品的关税可能有以下四种情景。情景一，取消20%的芬太尼关税，并且取消24%的“对等关税”；其他条件不变的话，则中国输美商品税率为30%左右。情景二，保留并加征20%的芬太尼关税，但是，取消24%的“对等关税”。其他条件不变的话，则中国输美商品税率为50%左右。情景三，取消20%的芬太尼关税，但是，恢复并加征24%的“对等关税”。其他条件不变的话，则中国输美商品税率为54%左右。情景四，保留并加征20%的芬太尼关税，并且，恢复并加征24%的“对等关税”。其他条件不变的话，则中国输美商品税率为74%左右。以上情景仅为可能的假设，具体以中美经贸会谈以及官方消息为准。

表：后期中国输美商品关税的可能情景

	20%的芬太尼关税	24%的“对等关税”	中国商品输美税率	
当前税率	加征	暂缓	50%左右	
情景一	取消	取消	30%左右	好于预期
情景二	加征	取消	50%左右	符合预期
情景三	取消	加征	54%左右	
情景四	加征	加征	74%左右	不及预期

数据来源：国信期货

中美关税后期走向相对乐观。近日，美方分别解除了对华芯片设计软件、喷气发动机、英伟达公司H20芯片以及AMD公司MI308芯片的出口限制，中美贸易紧张局势进一步缓和。并且，7月15日美国财政部部长表示，无需担忧中美暂停加征部分关税截止日期（8月12日），双方谈判“态势良好”。总体来说，中美关税后期走向相对乐观。因此，中性判断，我们倾向于上文假设的情景二或情景三。也就是说，中美可能通过经贸谈判进一步达成协议，中国输美商品或将调整为44%-54%的税率，较其他经济体来看相对不高。当然，如果中美进一步降低关税水平，则好于预期。



三、我国经济基本面

(一) “反内卷”

2024 年中央经济工作会议指出，综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。2025 年《政府工作报告》也指出，加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。中国人民银行《2025 年第一季度中国货币政策执行报告》开设专栏，介绍了《实体经济供求关系及物价变动》并指出，从供给端看，部分行业领域存在过度竞争。

2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。

表：部分中观产业“反内卷”工作部署

日期	中观产业和“反内卷”工作部署
7 月 3 日	工业和信息化部组织召开第十五次制造企业座谈会，聚焦加快推动光伏产业高质量发展，听取光伏行业企业及行业协会情况介绍和意见建议；工业和信息化部党组书记、部长李乐成强调，聚焦重点难点，依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，实现健康、可持续发展。
7 月 14 日	中国煤炭运销协会表示，整治“内卷式”竞争，促进煤炭市场供需平衡。
7 月 15 日	中国钢铁工业协会在成都组织召开钢铁工业规划部长会，与会代表提出了建议；坚持严控增量与畅通退出。按照“严控增量、优化存量、兼并重组、畅通退出”工作方针，研究建立产能治理新机制，防范钢铁行业产能过剩风险持续加剧，着力破除“内卷式”竞争，维护钢铁行业健康有序的生存和发展环境。
7 月 18 日	国务院新闻办公室举行新闻发布会，介绍 2025 年上半年工业和信息化发展情况；工业和信息化部表示，实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，具体工作方案将在近期陆续发布。
7 月 24 日	国家发展改革委 市场监管总局关于《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》公开征求意见的公告发布；完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争。
7 月 23 日至 24 日	国务院国资委在京举办地方国资委负责人研讨班，总结上半年工作，交流做法经验，研究部署下一阶段重点任务。会议要求，要紧紧围绕“三个集中”，优化国有资产增量投向，调整存量结构，带头抵制“内卷式”竞争，加强重组整合，推动国有资本优化配置，形成新的国有资本布局结构。
7 月 25 日	为综合整治“内卷式”竞争，倡导合法、公平、诚信、正当、有序的行业竞争环境，内蒙古、宁夏、山西三地的主力大型锰系铁合金生产企业，正在召开近百人参加的“共筑健康生态，应对行业恶性内卷”专题研讨会。

数据来源：工业和信息化部等 国信期货

“反内卷”与落后产能退出的内在逻辑。可以看出，从整治“内卷式”竞争（俗称“反内卷”），到提示供给端过度竞争以及落后产能有序退出，内在逻辑都是需要通过调节和优化供给端，以达到提升产业竞争力的目的。对于国内宏观经济来说，还有助于价格水平的相对改善，进而缓解经济的结构性矛盾。



“反内卷”重要窗口期以及强调有序退出的重要性。从当前时间点来看，目前市场对于“反内卷”相关政策落地的预期相对较高。首先，中观产业已有行动，对于落后产能的退出已经相关部署。其次，当前外部压力相对缓解，内部经济结构性矛盾仍在，更重要的是，国有企业利润相对承压，是整治“内卷式”竞争以及落后产能退出的重要窗口期。当然，需要注意的是，落后产能的退出需要有序开展，避免对经济规模、税收和就业产生较大冲击。

（二）国内生产总值

上半年 GDP 好于预期，二季度顶住了压力。2025 年上半年，国内生产总值（GDP）66.05 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%。

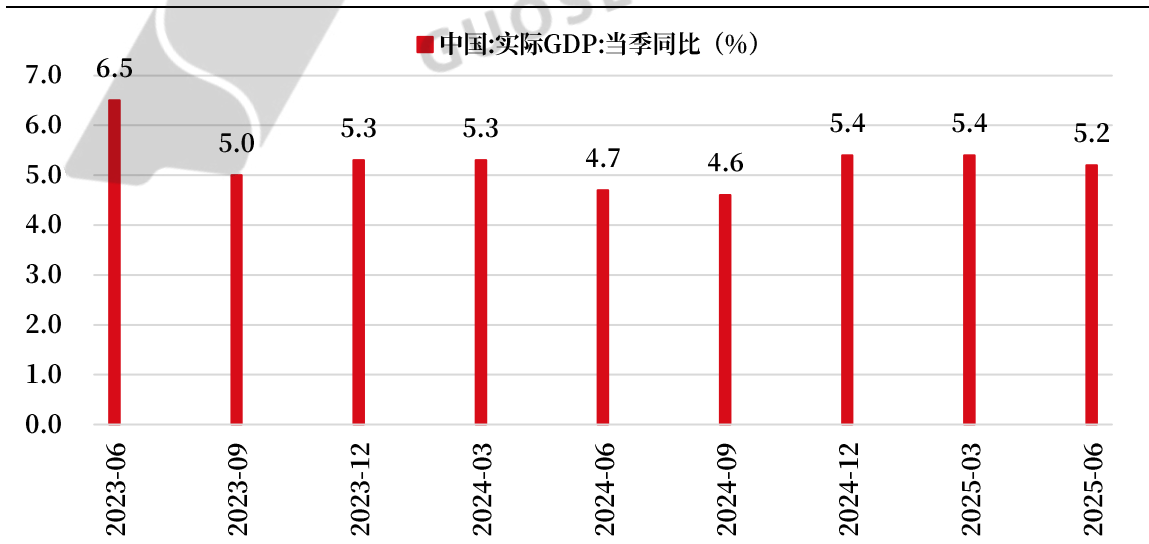
分产业看，第一产业增加值 3.12 万亿元，同比增长 3.7%；第二产业增加值 23.91 万亿元，增长 5.3%；第三产业增加值 39.03 万亿元，增长 5.5%。

分季度看，一季度 GDP 同比增长 5.4%，二季度增长 5.2%。从环比看，二季度国内生产总值增长 1.1%。

从三大需求对 GDP 的拉动来看，上半年“三驾马车”中，最终消费支出对经济增长贡献率 52%，资本形成总额贡献率 16.8%，货物和服务净出口贡献率 31.2%；其中，二季度最终消费支出对经济增长贡献率 52.3%，较一季度略有提升。

总体来看，一季度和二季度 GDP 增速均超全年 5.0%左右的目标，并且，在外部环境不利的冲击之下，二季度 GDP 增速表现好于预期，反映出我国经济的韧性较强，国内一系列宏观经济利好政策的效应逐步显现。

图 2：国内生产总值



数据来源：Choice 国信期货

（三）规上工业增加值

6 月规上工业增加值有所回升，国有控股企业延续较好表现。1-6 月，规模以上工业（简称“规上工业”）增加值同比增长 6.4%、相对稳健；其中 6 月同比增长 6.8%，较 5 月增速扩大 1.0 个百分点，有所回升。

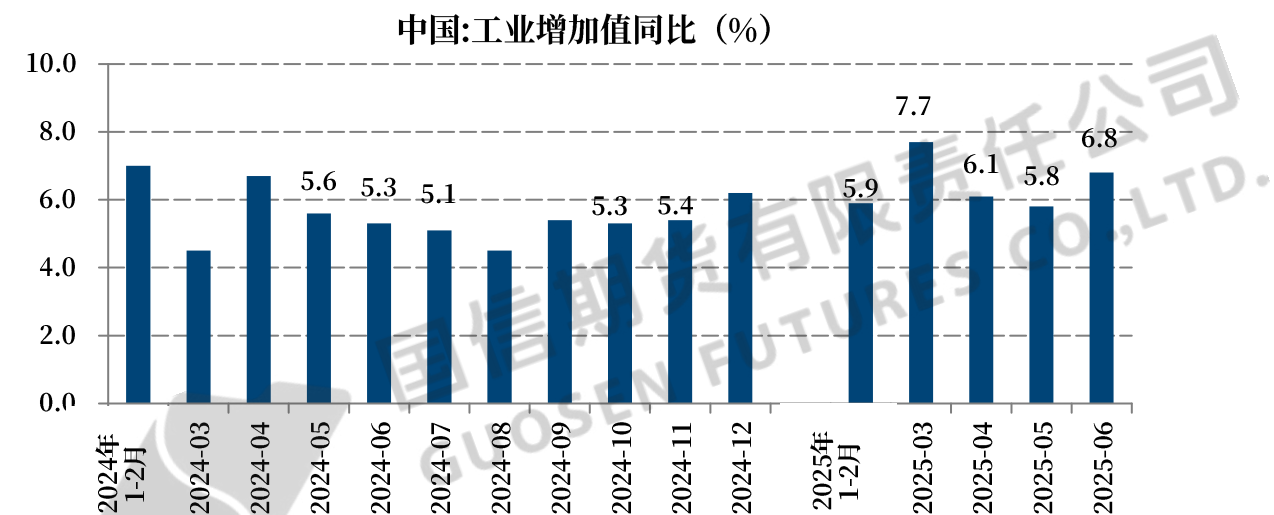


分三大门类看,6月,采矿业增加值同比增长6.1%,增速较5月扩大0.4个百分点;制造业增长7.4%,增速较5月扩大1.2个百分点;电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.8%,增速较5月回落0.4个百分点。

分经济类型看,6月,国有控股企业增加值同比增长5.7%,增速较5月扩大1.9个百分点;股份制企业增长7.1%,增速较5月扩大0.8个百分点;外商及港澳台投资企业增长5.5%,增速较5月扩大1.6个百分点;私营企业增长6.2%,增长较5月扩大0.3个百分点。

分主要制造业行业看,6月,17个制造业行业的规上工业增加值,同比上涨的为16个行业,仅有非金属矿物制品业1个行业下跌0.1%。其中,规上工业增加值涨幅居前的有,汽车制造业上涨11.4%,电气机械和器材制造业上涨11.4%,计算机、通信和其他电子设备制造业上涨11.0%,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业上涨10.1%。

图3:工业增加值



数据来源: Choice 国信期货

(四) 社会消费品零售

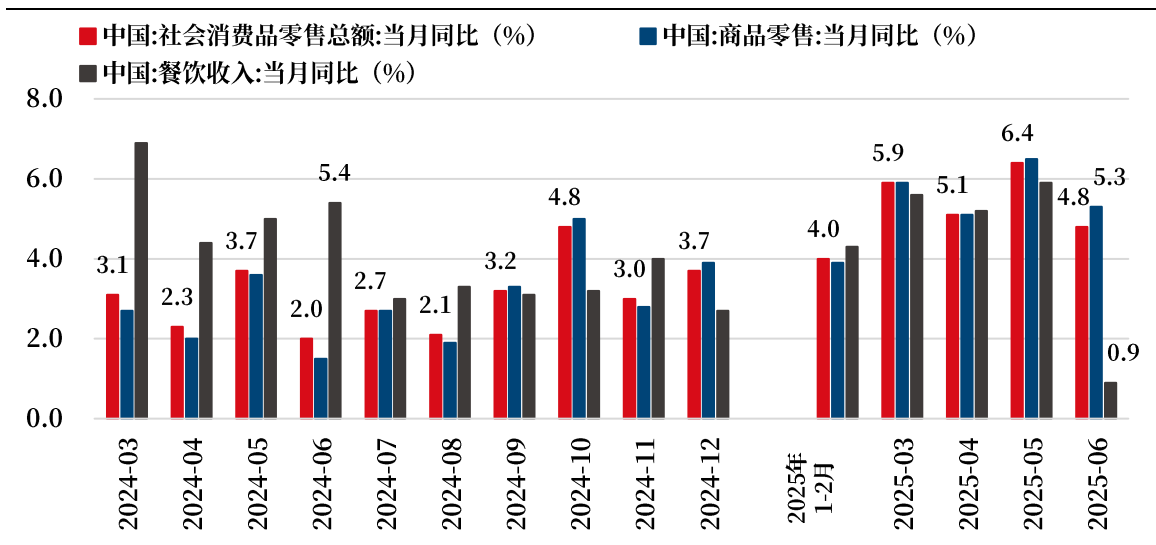
6月社零增速相对回调,内需总体表现积极。1-6月,社会消费品零售(简称“社零”)总额为24.55万亿元、同比增长5.0%,较去年同期有所恢复;其中,6月为4.23万亿元、同比增长4.8%,增速较5月回落1.6个百分点,相对回调。

按消费类型分,6月,商品零售同比增长5.3%,增速较5月回落1.2个百分点,增速较去年同期高3.8个百分点,商品零售表现相对稳健。6月,餐饮收入同比增长0.9%,增速较5月回调5.0个百分点,增速较去年同期低4.5个百分点,餐饮收入增速显著回调。

从商品零售的具体商品类型来看,6月同比涨幅居前的有,家用电器和音像器材类上涨32.4%,家具类上涨28.7%,文化办公用品类上涨24.4%。从商品零售的规模来看,6月销售额超过居前的商品类别有,汽车类销售额4638亿元、同比上涨4.6%,粮油、食品类销售额2050亿元、同比上涨8.7%,石油及制品类销售额1947亿元、同比下降7.3%。



图 4：社会消费品零售

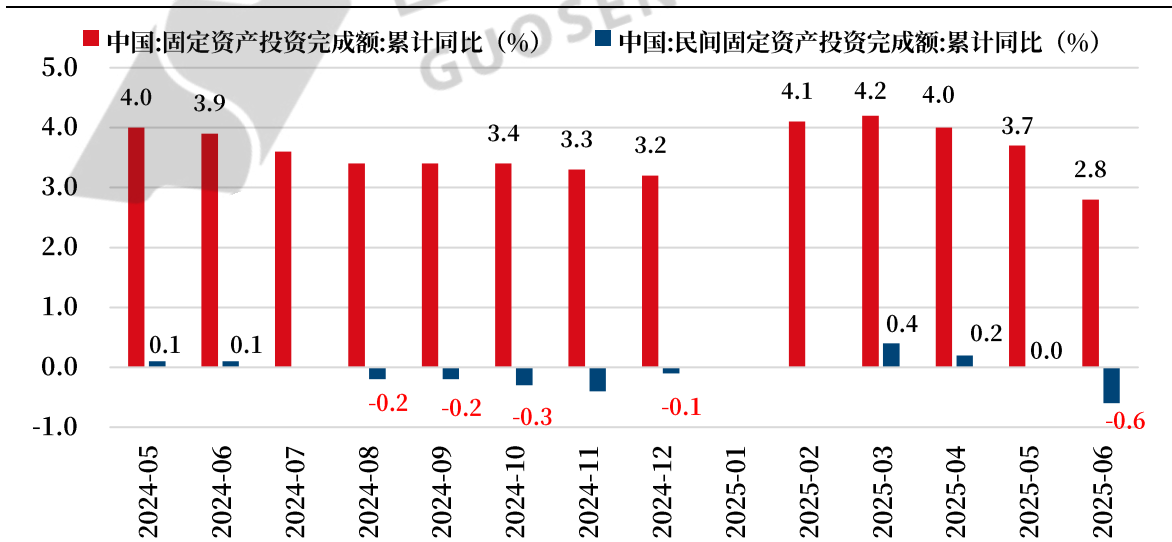


数据来源: Choice 国信期货

(五) 固定资产投资及房地产

固投增速延续回调，房地产供给侧总体不佳、需求侧相对缓解。1-6 月，全国固定资产投资（简称“固投”）24.87 万亿元，累计同比增长 2.8%，增速较 1-5 月收窄 0.9 个百分点，较去年同期收窄 1.1 个百分点。其中，今年 1-6 月民间固定资产投资（简称“民间投资”）同比下降 0.6，较 1-5 月回落 0.6 个百分点，较去年同期收窄 0.7 个百分点。

图 5：固定资产投资

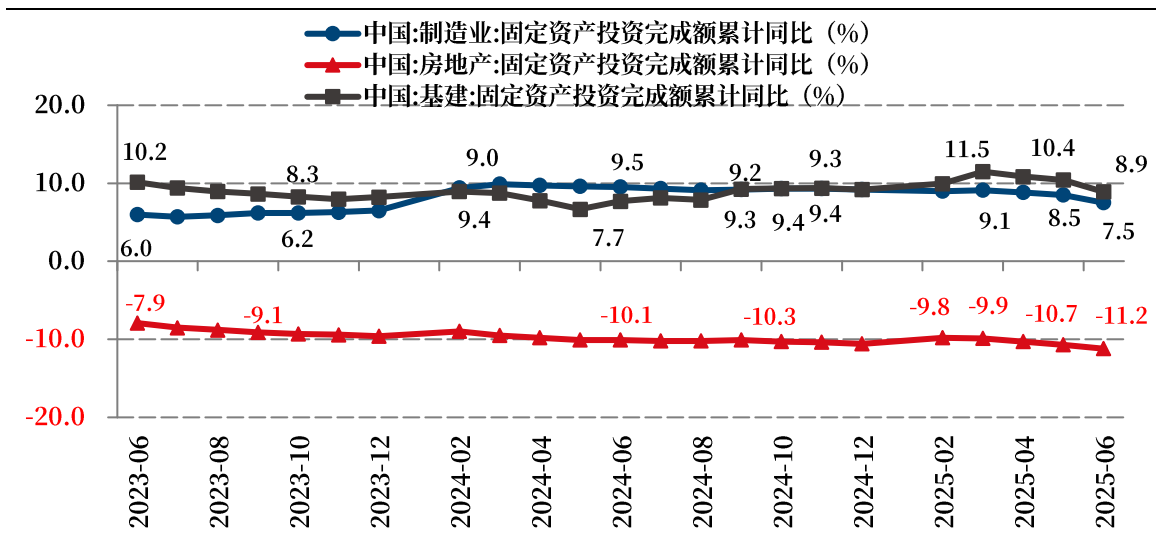


数据来源: Choice 国信期货

分三大产业来看，1-6 月，制造业投资累计同比增长 7.5%，增速较 1-5 月收窄 1.0 个百分点，较去年同期低 2.0 个百分点，略有回落；基础设施投资累计同比增长 8.9%，增速较 1-5 月收窄 1.5 个百分点，较去年同期加快 1.2 个百分点，相对回落；房地产开发投资累计同比下降 11.2%，跌幅较 1-5 月扩大 0.5 个百分点，较去年同期低 1.1 个百分点，仍然不佳。



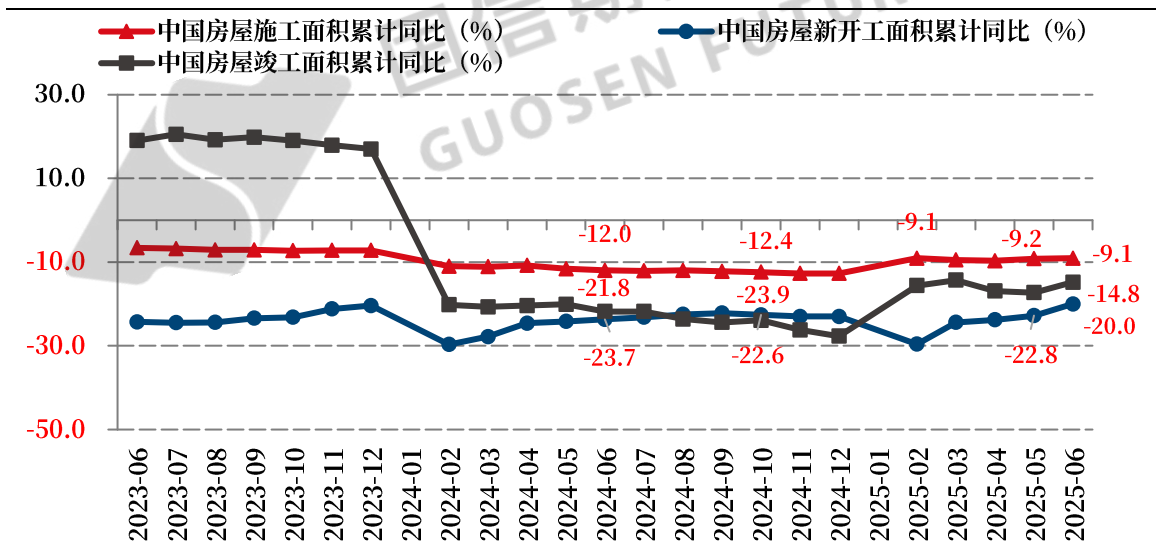
图 6：分行业固定资产投资



数据来源：Choice 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，1-6 月，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 9.1%；房屋新开工面积同比下降 20.0%；房屋竣工面积同比下降 14.8%；房地产开发企业到位资金同比下降 6.2%。（2）房地产需求侧压力相对缓解，1-6 月，新建商品房销售面积同比下降 3.5%；新建商品房销售额同比下降 5.5%；5 月末，商品房待售面积同比增长 4.1%。

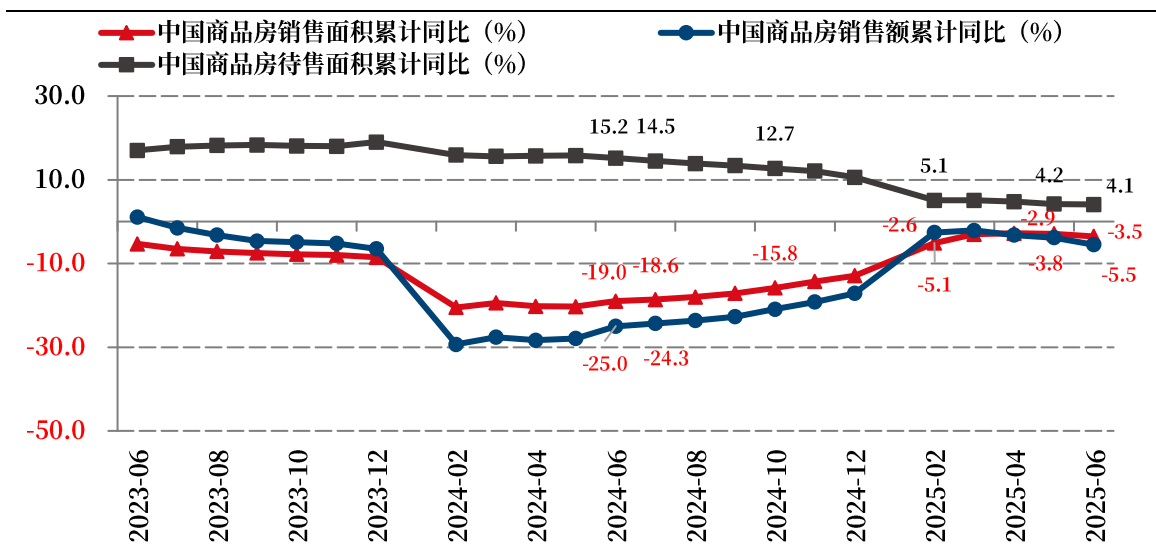
图 7：房地产施工、新开工和竣工



数据来源：Choice 国信期货



图 8：商品房销售面积、销售金额、待售面积

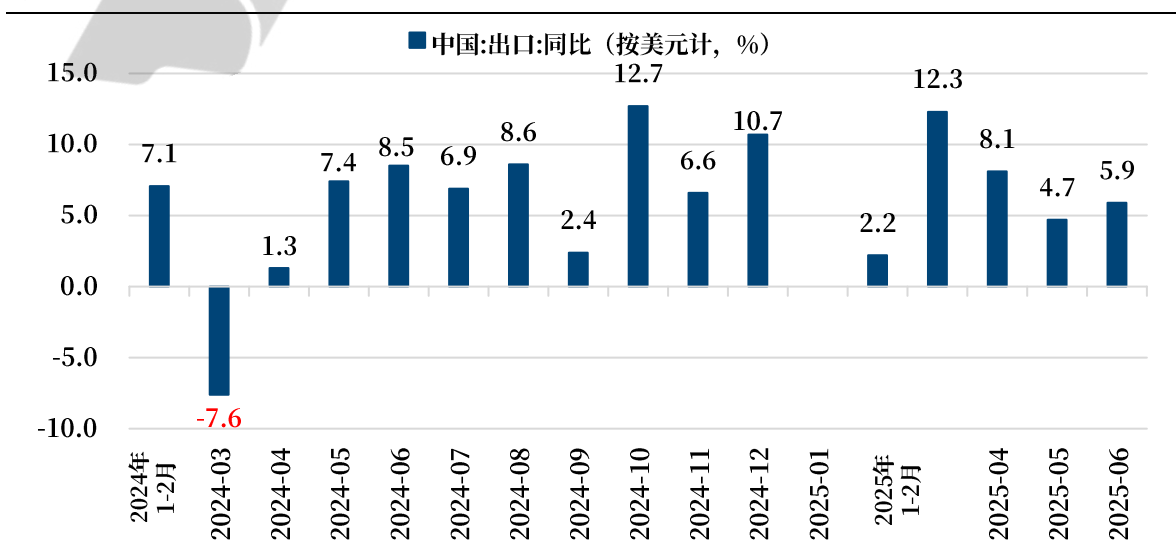


数据来源：Choice 国信期货

（六）进出口

6 月出口表现积极，出口总量恢复较好。以美元计，2025 年上半年出口总值 1.81 万亿美元、同比增长 5.9%，进口总值 1.22 万亿美元、同比下降 3.8%，进出口差额为顺差 5859 亿美元。2025 年上半年出口规模已经超近 3 年来当年同期水平，出口总量恢复较好。2025 年 6 月，出口总值 3252 亿美元、同比增长 5.9%，进口总值 2105 亿美元、同比增长 1.1%，进出口差额为顺差 1148 亿美元。上半年，我国外贸出口一度受到美国关税政策的冲击，此后，经过中美 5 月 12 日的经贸会谈，达成了经贸协议并大幅降低关税，上半年外贸出口总体恢复。近日，中美将开展新一轮经贸会谈，预计关税走向相对乐观。因此，下半年，我国外贸出口总体相对稳健。

图 9：出口



数据来源：Choice 国信期货

从总量来看，6 月出口表现积极，出口规模和增速均表现较好。从出口规模来看，按美元计，2022 年 6 月、2023 年 6 月、2024 年 6 月、2025 年 6 月出口金额分别为 3234 亿美元、2834 亿美元、3072 亿美元、



3252 亿美元，今年 6 月出口规模较往年同期逐步增长，总体恢复至 2022 年同期水平，连续 4 个月出口金额高于 3100 亿美元。从出口同比增速来看，按美元计，今年 6 月为增长 5.9%，增速较 5 月扩大 1.2 个百分点，尤其是在去年 6 月基数相对较高的基数上，6 月增速表现较为积极。根据官方制造业 PMI 来看，新出口订单指数在今年 1 至 6 月分别为 46.4%、48.6%、49.0%、44.7%、47.5%以及 47.7%，6 月新出口订单延续回升。

从地区来看，6 月对东盟和欧盟出口仍然维持较高增速；对美国出口跌幅显著收窄，但跌幅仍然较大。对东盟出口总额，按美元计，2025 年 6 月为 582 亿美元，同比增长 16.9%，对东盟出口维持较高增速。对欧盟出口总额，按美元计，2025 年 6 月为 492 亿美元，同比增长 7.6%，对欧盟出口增速相对回调，总体表现稳健。对美国出口总额，按美元计，2025 年 6 月为 382 亿美元，同比下降 16.1%，对美国出口增速较 5 月显著收窄，但是仍然延续大幅回落态势。

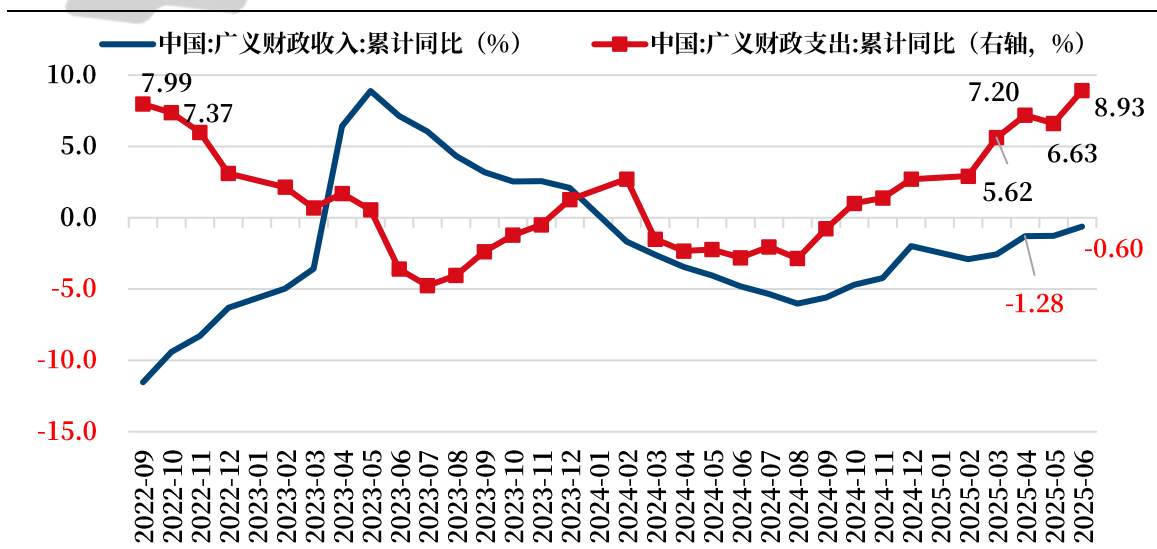
从商品类型来看，6 月集成电路和汽车保持较高出口规模和增速。6 月，按美元计，出口金额突破 100 亿美元的商品有 5 类；其中，自动数据处理设备及其零部件出口 177 亿美元，同比下跌 2.8%；集成电路出口 172 亿美元，同比增长 24.2%；服装及衣着附件出口 153 亿美元，同比增长 0.8%；纺织纱线、织物及其制品出口 120 亿美元，同比下跌 1.6%；汽车（包括底盘）出口 107 亿美元，同比增长 23.1%。2025 年 6 月出口增幅较好的商品还有，按美元计，肥料同比增长 59.3%，陶瓷产品同比增长 30.5%

四、我国宏观核心指标

（一）财政收支

1-6 月广义财政支出增速再提升，政府债券发行延续提速，后期空间仍充足。1-6 月，全国一般公共预算收入 11.56 万亿元、同比下降 0.3%，全国一般公共预算支出 14.13 万亿元、同比上涨 3.4%；全国政府性基金收入 1.94 万亿元、同比下降 2.4%，全国政府性基金支出 4.63 万亿元、同比上涨 30.00%；其中，国有土地使用权出让收入 1.43 万亿元、同比下降 6.5%。

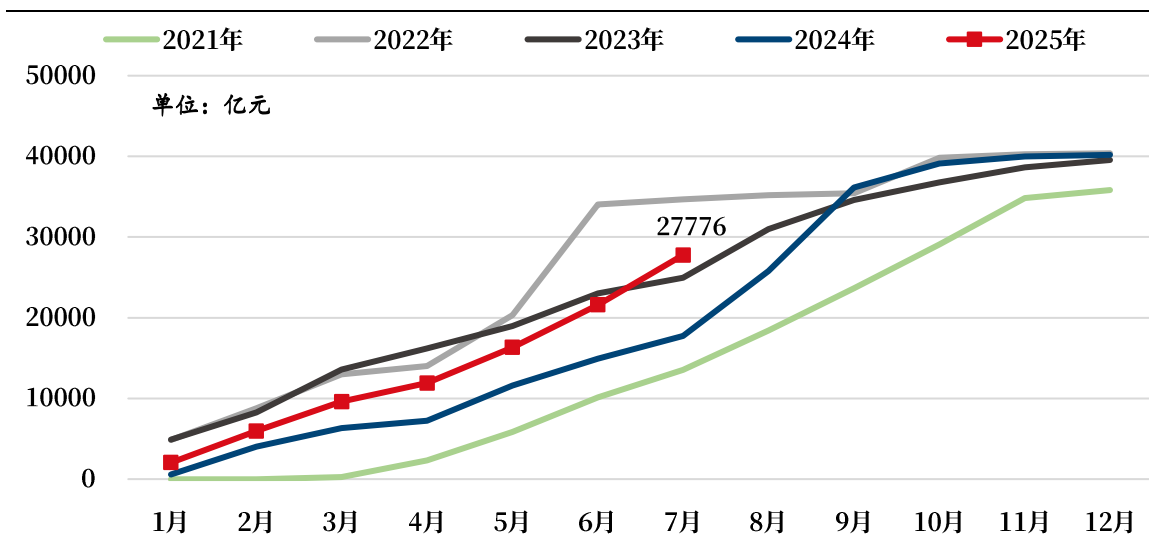
图 10：广义财政收支



数据来源: choice 国信期货



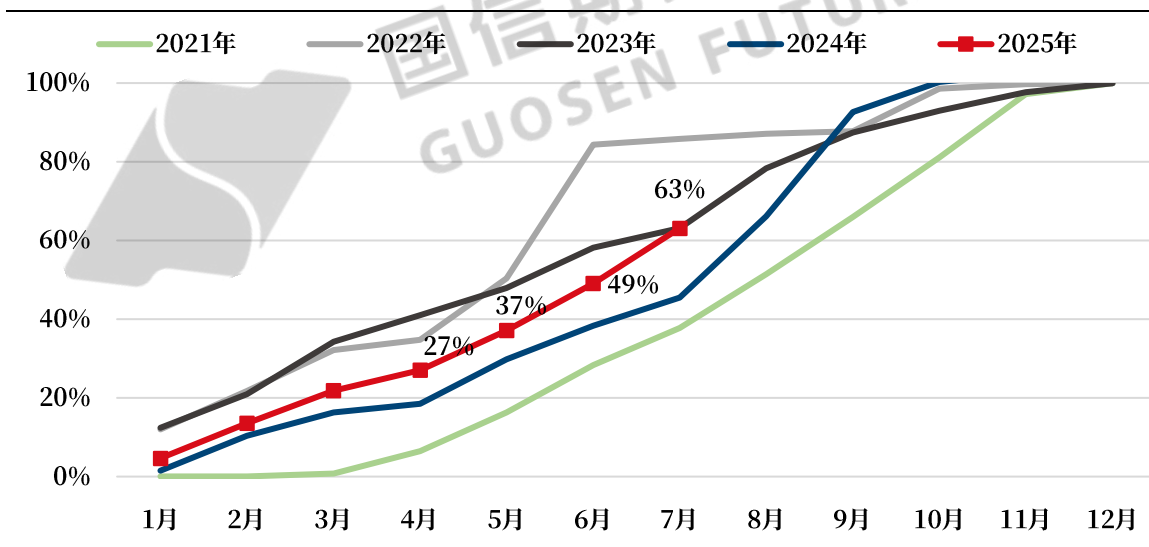
图 11：地方政府新增专项债发行规模（截至 7 月 27 日）



数据来源：Choice 国信期货

广义财政收支。根据以上数据进行合并计算，1-6 月，广义财政收入 13.50 万亿元、同比下降 0.60%，跌幅较 1-5 月收窄 0.67 个百分点、跌幅较去年同期收窄 4.22 个百分点；1-6 月，广义财政支出 18.75 万亿元、同比增长 8.93%，增幅较 1-5 月扩大 2.30 个百分点、增幅较去年同期加快 11.72 个百分点。1-6 月，广义财政支出增速再提升，维持较高增速。

图 12：地方政府新增专项债发行进度（截至 7 月 27 日）



数据来源：Choice 国信期货

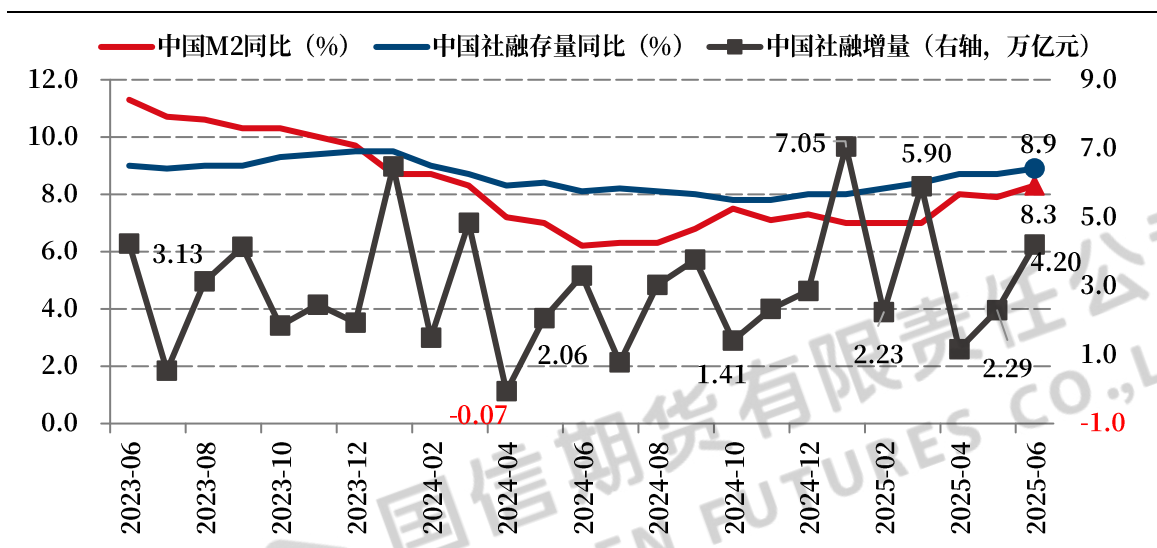
政府债券发行方面。截至 7 月 27 日，地方政府新增专项债发行延续提速。(1) 地方政府新增专项债，2025 年 1-7 月已经发行 2.24 万亿元，剩余 2.16 万亿元，发行进度 63%，该进度快于 2024 年 1-7 月的 46%，与 2023 年 1-7 月的持平，慢于 2022 年 1-7 月的 86%。(2) 超长期特别国债，在今年 4-7 月发行 5550 亿元，剩余 5390 亿元。(3) 注资特别国债，今年 4 月和 5 月合计发行 5000 亿元，发行完毕。



(二) 货币供给

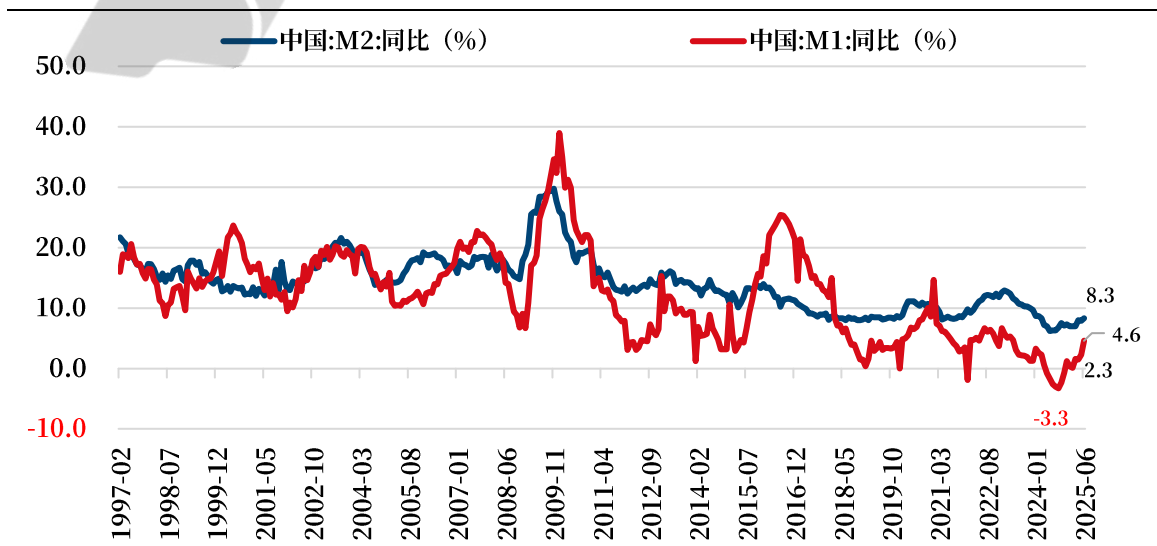
6月货币供给表现较好,供给总量和结构性矛盾均有所改善。(1)6月社融和货币供给。根据中国人民银行(简称“人行”)7月14日的数据,6月末,广义货币(M2)同比增长8.3%;狭义货币(M1)同比增长4.6%;流通中货币(M0)同比增长12.0%。6月末,社会融资规模存量(简称“社融存量”)同比增长8.9%;6月社会融资规模增量(简称“社融增量”)为4.20万亿元。(2)7月基础货币供给。根据中国人民银行7月14日的消息,为保持银行体系流动性充裕,2025年7月15日,中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展14000亿元买断式逆回购操作;其中,期限3个月(91天),操作量8000亿元;期限6个月(182天),操作量6000亿元。

图 13: 社融和 M2



数据来源: choice 国信期货

图 14: M1 和 M2



数据来源: choice 国信期货

总量方面,6月M2同比增速较5月扩大0.4个百分点,6月社融存量同比增速较5月扩大0.2个百分点。结构性方面,6月M1同比增速,较5月扩大2.3个百分点,为近2年以来的最高增速。社融增量方面,6月



社融增量录得季节性回暖，且表现好于去年同期水平；其中，新增人民币贷款表现较好，为 2.36 万亿元；政府债券发行相对稳定，为 1.35 万亿元。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较好，为 1.77 万亿元，高于去年同期水平。

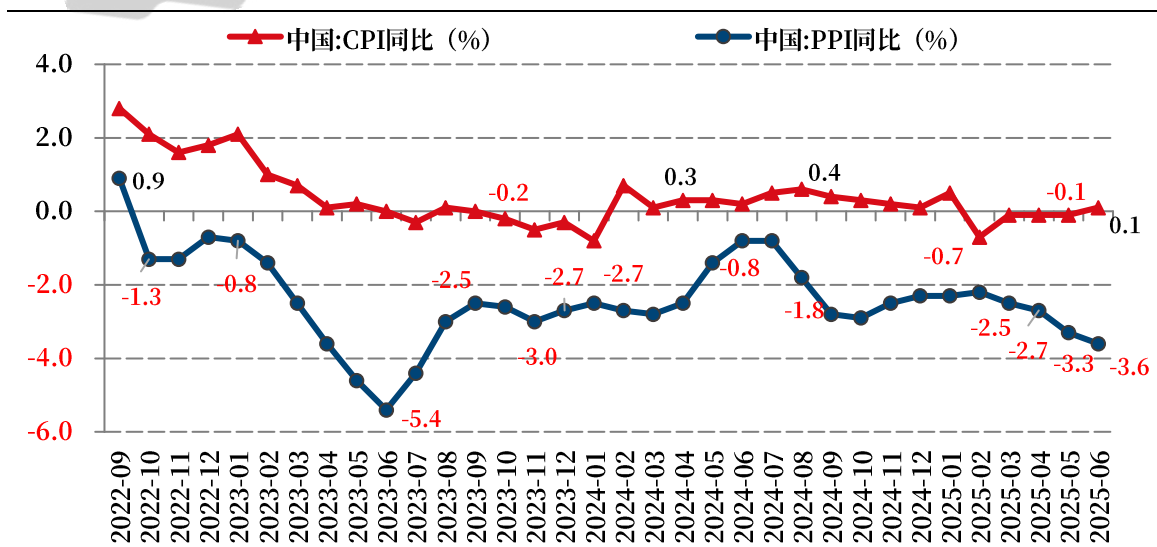
（三）物价水平

6 月物价水平暂未显著好转，CPI 同比微幅上涨，PPI 同比跌幅再度扩大。6 月全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 0.1%，由 5 月的下跌 0.1%回升 0.2 个百分点；6 月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下跌 3.6%，跌幅较 5 月扩大 0.3 个百分点。上半年，全国居民消费价格比上年同期下降 0.1%，工业生产者出厂价格比上年同期下降 2.8%。

CPI 同比中，鲜果价格向上拉动作用仍然突出，鲜菜价格向下拉动作用显著降低；猪肉价格同比年内首次转负，牛肉价格同比是 2023 年 2 月以来的首次转正。6 月，工业消费品价格同比降幅由上月的下降 1.0%收窄至下降 0.5%，对 CPI 同比的下拉影响比上月减少约 0.18 个百分点，带动 CPI 同比转正。6 月，PPI 同比跌幅再度扩大，续创 2023 年 8 月以来的新低；其中，生产资料价格影响 PPI 下降约 3.26 个百分点，向下拉动 PPI 的作用再度增大；生活资料价格影响 PPI 下降约 0.35 个百分点，向下拉动 PPI 作用相对不大。6 月，一般日用品价格涨幅略有扩大，耐用消费品价格跌幅延续收窄。

CPI 同比方面。6 月 CPI 同比上涨 0.1%，从 CPI 分大类来看，其他用品及服务上涨 8.1%、衣着上涨 1.6%、教育文化娱乐上涨 1.0%、生活用品及服务上涨 0.7%、医疗保健上涨 0.4、居住上涨 0.1%、食品烟酒上涨 0.1%；交通通信下跌 3.7%。食品中，鲜果价格上涨 6.1%，影响 CPI 上涨约 0.12 个百分点。但是，蛋类价格下降 7.7%，影响 CPI 下降约 0.05 个百分点；畜肉类价格下降 4.2%，影响 CPI 下降约 0.13 个百分点，其中猪肉价格下降 8.5%，影响 CPI 下降约 0.12 个百分点，猪肉价格同比年内首次转负。另一方面，6 月牛肉价格上涨 2.7%，牛肉价格同比是 2023 年 2 月以来的首次转正。6 月 CPI 各分项中，鲜果价格向上拉动作用仍然突出，鲜菜价格向下拉动作用显著降低。6 月，受中东地缘冲突影响，国际原油价格冲高回落、大幅波动，总体维持相对低位，CPI 交通通信大项下的交通工具用燃料，同比跌幅仍然维持 10%以上，对 CPI 向下拉动作用突出。

图 15：物价水平



数据来源：choice 国信期货

PPI 同比方面。6 月 PPI 同比下降 3.6%；分 PPI 的两个大项来看，6 月，生产资料价格同比下降 4.4%，



跌幅较5月扩大0.4个百分点，影响PPI下降约3.26个百分点，向下拉动PPI的作用再度增大。其中，采掘工业跌幅延续扩大，录得下跌13.2%，跌幅较5月扩大1.3个百分点；原材料工业录得下降5.5%，跌幅较5月扩大0.1个百分点；加工工业下跌3.2%，跌幅较5月扩大0.4个百分点。PPI两个大项的另一项为生活资料价格，6月PPI的生活资料价格同比下降1.4%，跌幅与5月相同，影响PPI下降约0.35个百分点，向下拉动PPI作用相对不大；其中，6月，一般日用品价格涨幅略有扩大、上涨0.8%，耐用消费品价格跌幅延续收窄、下跌2.7%。从PPI分行业来看，6月同比跌幅较大的行业有，煤炭开采和洗选业下跌21.8%，石油、煤炭及其他燃料加工业下跌13.5%，石油和天然气开采业下跌12.6%，黑色金属冶炼和压延加工业下跌11.3%；6月PPI同比涨幅居前的行业有，有色金属矿采选业上涨12.0%。

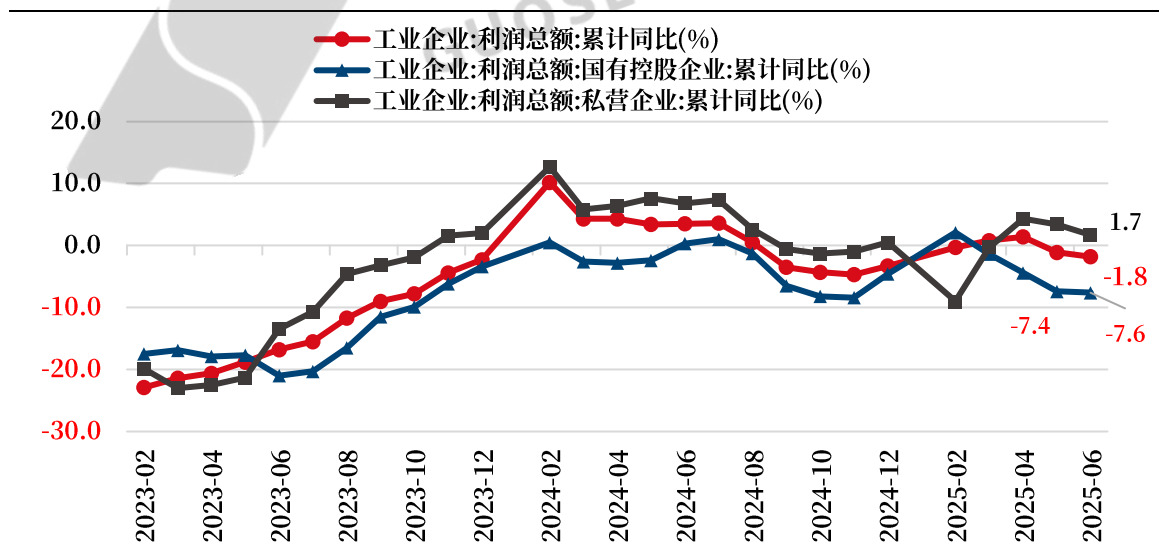
物价环比方面。6月CPI环比下降0.1%；其中，食品烟酒价格下跌0.3%，教育文化娱乐价格下降0.1%，衣着价格下跌0.1%；交通通信价格和居住价格持平；医疗保健价格均上涨0.1%，生活用品及服务价格上涨0.2%，其他用品及服务价格上涨0.5%。6月PPI环比下降0.4%；其中，生产资料价格下降0.6%，生活资料价格下降0.1%。

（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%。

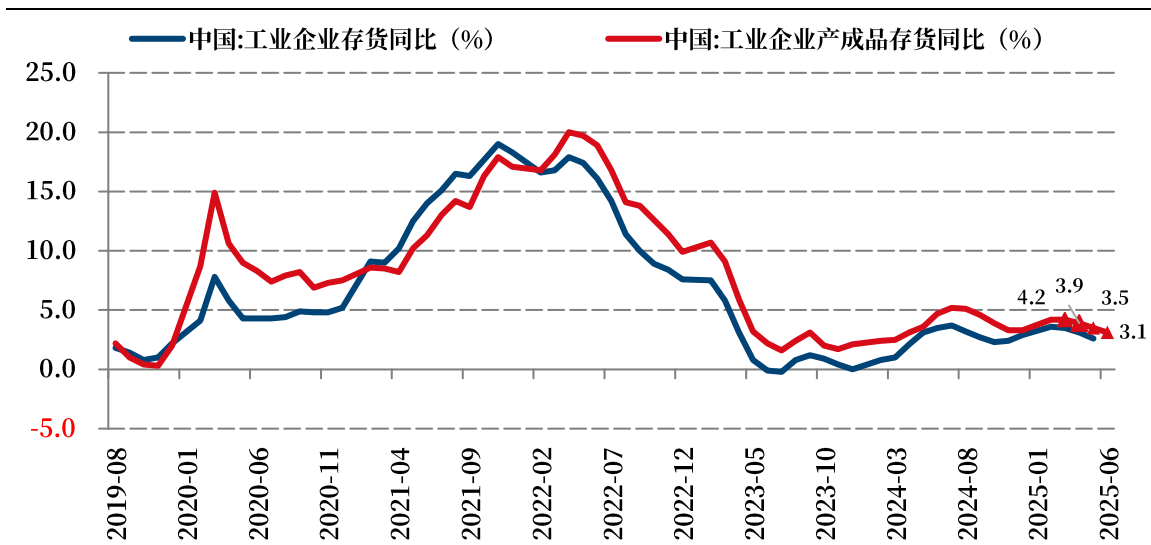
图 16：规上工业企业利润



数据来源：choice 国信期货



图 17：规上工业企业库存

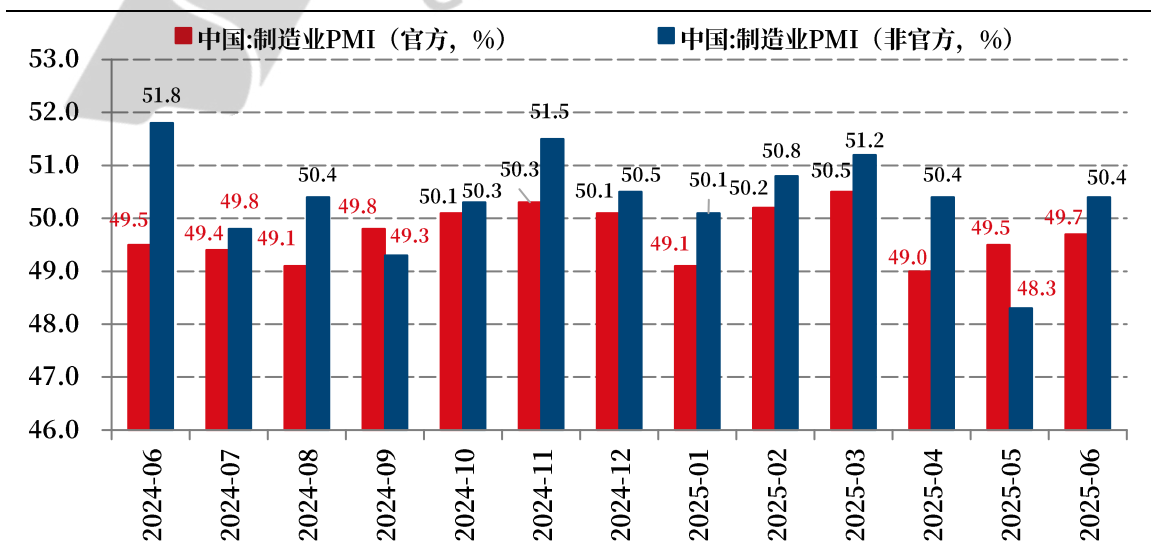


数据来源: choice 国信期货

(五) 制造业景气度

6月官方制造业PMI略有回升 新出口订单暂处相对低位。6月官方制造业PMI为49.7%，较5月的49.5%回升0.2个百分点，但是仍然处于收缩区间。从官方制造业PMI分类指数来看，6月，生产指数为51.0%，新订单指数为50.2%（新出口订单指数为47.7%），原材料库存指数为48.0%，从业人员指数为47.9%，供应商配送时间指数为50.2%。从非制造业商务活动指数来看，6月为50.5%，较5月的50.3%回升0.2个百分点，非制造业维持微幅扩张。此外，6月财新的非官方制造业PMI为50.4%，较5月的48.3%回升2.1个百分点，重回扩张区间。

图 18：制造业景气度



数据来源: choice 国信期货

综合来看，6月官方制造业PMI和非官方制造业PMI有所分歧，主要原因仍然来自样本的差异，反映出中小型企业受到的冲击或相对突出。更重要的是，由于5月非官方制造业PMI相对较弱，PMI为环比数据，进而为6月的回升相对显著。同时，6月官方制造业PMI仍处于收缩区间，但是，连续2个月小幅改



善，总体表现相对积极。

第一，新出口订单暂处相对低位，产成品库存相对回升。从官方制造业 PMI 五大分类指数来看，6 月，生产指数、新订单指数、供应商配送指数均回升至扩张水平，原材料库存指数和从业人员指数仍为收缩。其中，6 月新出口订单指数维持收缩、录得 47.7%，仍处于相对低位，反映出外贸企业订单暂未出现超预期改善，仍待后期修复；在手订单指数略有回升至 45.2%，反映外贸企业近期生产活动仍然相对活跃，中美大幅降低关税水平总体利好。

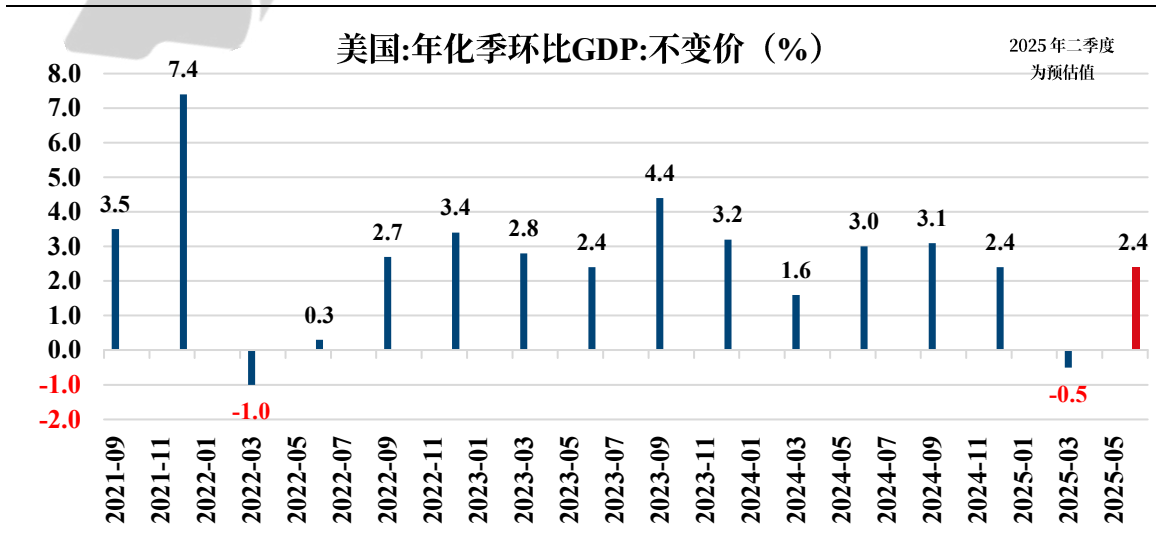
第二，小型企业表现不佳，仍有压力。分企业类型看官方制造业 PMI，6 月，大型企业延续回升至扩张区间 51.2%，较 5 月回升 0.5 个百分点；中型企业探底回升至 48.6%，较 5 月回升 1.1 个百分点；小型企业表现不佳为 47.3%，较 5 月下调 2.0 个百分点。

五、人民币汇率

（一）美元指数探底略有回升，美联储短暂“偏鹰”

美联储短暂“偏鹰”，独立性受到一定挑战。（1）北京时间 7 月 31 日凌晨，美联储将发布利率决议。预期，美联储将维持政策利率上限 4.5% 不变，美联储短期或仍然相对“偏鹰”。（2）近期，美联储独立性问题再度引起关注，市场担忧鲍威尔或因舆论压力选择主动辞职。7 月 22 日，美国共和党众议员安娜·保利娜·卢娜致信司法部，请求后者考虑调查并起诉美联储主席杰罗姆·鲍威尔，因鲍威尔在国会作证时涉嫌作伪证。但是，司法部并无义务对上述指控展开调查。7 月 25 日，美国总统特朗普前往美联储，考察美联储耗巨资的建设项目。美媒称这是将近 20 年来，美国总统首次正式造访美联储，此举是特朗普对美联储主席鲍威尔施压的升级。（3）美国新一轮关税政策，对美联储货币政策影响仍待观察，美国关税政策对美国物价水平的影响暂未明确显现。并且，考虑到特朗普政府对于关税政策的多变性，相关影响仍然存在不确定性。

图 19：美国 GDP



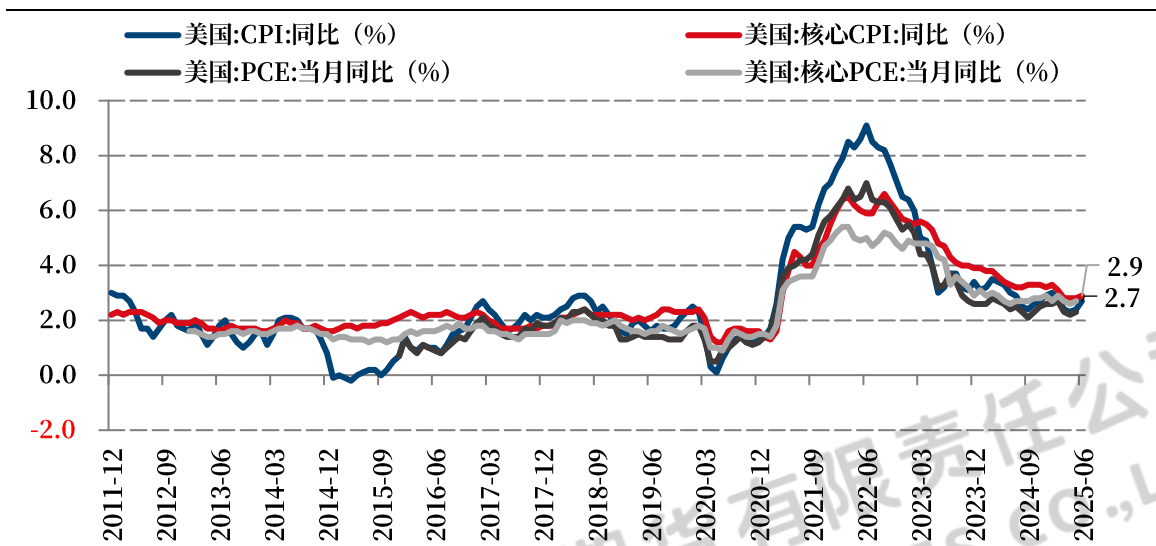
数据来源: choice 国信期货

美国经济基本面相对稳健，经济衰退风险显著降低。（1）根据美国亚特兰大联储 GDPnow 模型 7 月 18 日的预估，美国二季度实际 GDP 年化季环比或为 2.4%，较一季度显著回升。美国经济衰退的担忧显著降低。



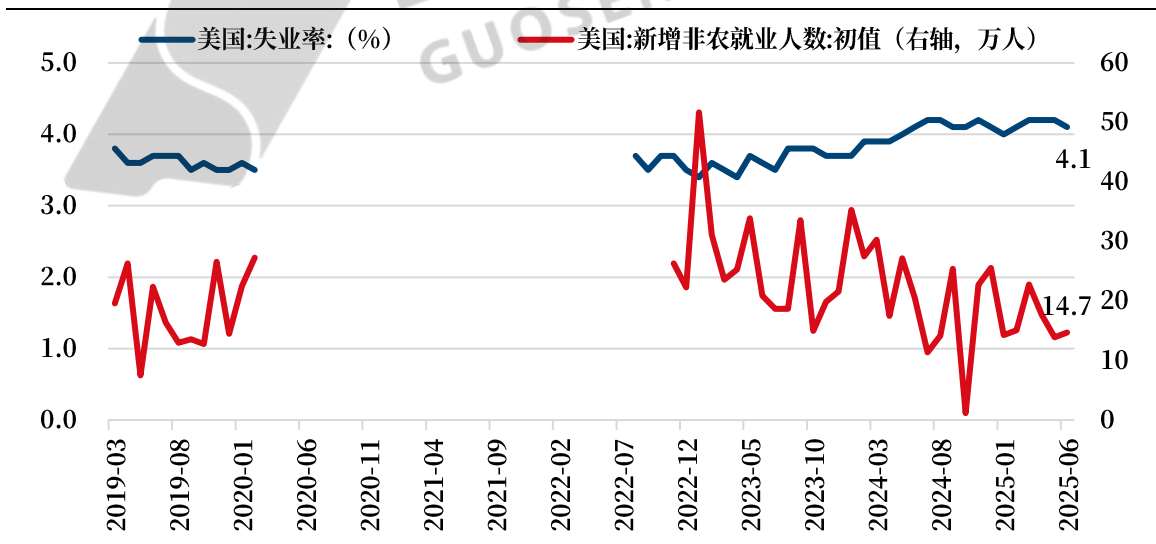
(2) 物价水平方面。根据美国劳工部的数据，美国 6 月 CPI 同比 2.7%、预期 2.6%、前值 2.4%；6 月核心 CPI 同比 2.9%、预期 2.9%、前值 2.8%。美国 6 月 CPI 略有上行，或与去年 6 月基数相对较低有关，美国关税政策对物价水平的影响暂不明确。(3) 劳动力市场方面。根据美国劳工部 7 月 3 日的数据，6 月非农就业人口新增 14.7 万人、预期 10.6 万人、前值由 13.9 万人修正为 14.4 万人；6 月失业率 4.1%、预期 4.3%、前值 4.2%。美国 6 月非农就业人口好于预期，并且失业率略有下行，反映出美国劳动力市场相对坚挺，弥补了 ADP 就业数据的不佳表现。

图 20：美国物价水平



数据来源: choice 国信期货

图 21：美国劳动力市场



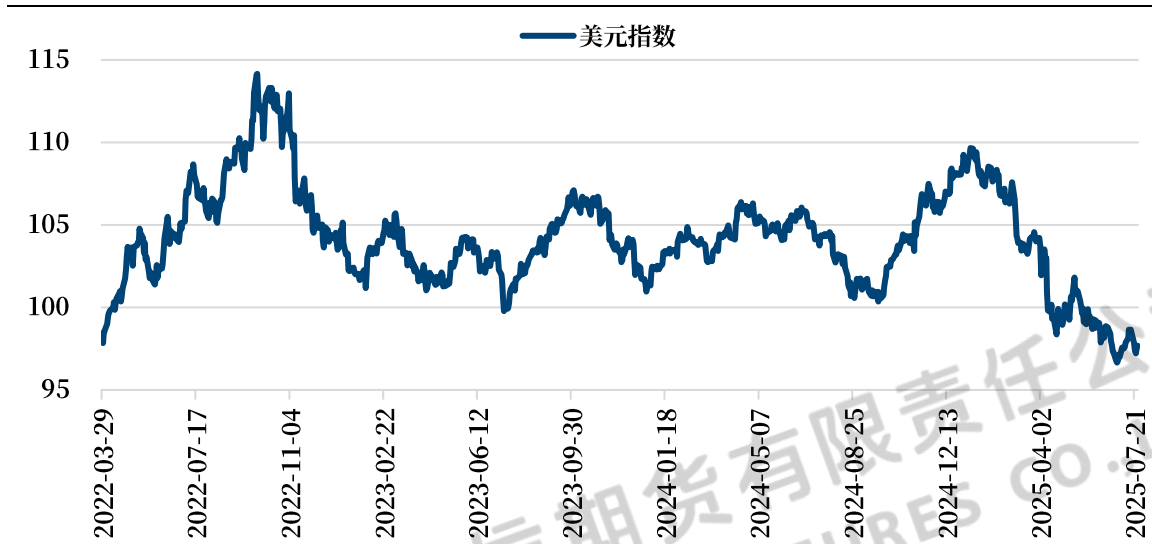
数据来源: choice 国信期货

后期展望。(1) 近期，美元指数探底后相对回升。7 月 1 日，美元指数最低录得 96.37，为 2022 年 2 月底以来的新低；随后相对回升。9 月 17 日，美元指数盘中录得 98.2926，为阶段性高点。但是，由于美国财政部美债发行暂未显著提速，叠加美国贸易伙伴对美债需求的相应降低，美元指数走势总体不强。(2) 7 月 19 日，美国总统特朗普在白宫正式签署《指导与建立美国稳定币国家创新法案》(简称《天才法案》)，标志着美国稳定币监管立法进入实施阶段。稳定币有其特定应用场景，可提升支付便捷性，但是，与美元



等法定货币仍然有显著区别。根据《天才法案》相关监管要求，发行稳定币需要美元或美国短期国债等流动资产支持，同时要求发行商每月披露稳定币储备明细，或增大美元或美债需求，有利于美元指数的相对走强。(3) 预计美联储本月将维持利率不变；9月18日或采取预防性降息。(4) 根据CME美元利率期货显示，截至北京时间7月27日，市场预计美联储7月31日降息的概率仅为4.1%；下一次降息时间为9月18日、概率64.5%，年内累计降息幅度或为50个基点。因此，至三季度末，美联储降息落地，美元指数或相对偏弱。(5) 总体来说，9月中旬以前，美元指数或仍有上行空间，上方或为105，至110有一定压力；至三季度末，或相对偏弱，下方或为95。

图 22：美元指数



数据来源：choice 国信期货

(二) 非美货币或震荡偏弱

欧元或震荡偏弱，四季度相对或相对偏强，关注美欧经贸会谈。(1) 7月24日，欧洲央行发布利率决议，维持三大政策利率不变。由于欧洲央行行长在6月表态，降息已经接近尾声，因此本次欧洲央行维持利率不变，符合预期。欧洲央行目前主要观察美欧经贸会谈结果以及美联储后期货币政策。(2) 7月24日，欧盟委员会发言人表示，欧委会提出的对美商品反制清单已获成员国压倒性多数投票通过，将于25日在官方公报上刊登。吉尔说，欧盟已将原本的两个提案清单合并为一个简明清晰、一致性的清单。如果在8月7日之前欧美贸易谈判失败，这些反制措施将自动生效。当然，美欧经贸会谈仍有不确定性。(3) 美欧经贸会谈(4) 近期欧元或震荡回调，至四季度或相对偏强。

英镑或震荡偏弱，四季度相对或相对偏强。(1) 英国已经与美国达成经贸协议，总体相对乐观。虽然保留了加征10%的“对等关税”，但是，美国对英国生产的钢铝制品以及某些衍生钢铝制品设定“最惠国”税率配额。(2) 近期，英镑高位回落，英镑兑美元由1.3789相对回调，围绕1.35震荡。(3) 预计，英国央行近期将维持利率不变，后期或将跟随美联储采取降息操作。近期英镑或震荡延续回调，至四季度或相对偏强。

日元或相对偏弱，日本央行年度或加息。(1) 7月23日，美国总统特朗普通过社交媒体宣布美国与日本达成贸易协议，原定25%的“对等关税”税率将下调至15%，日本将向美国投资5500亿美元并放开大米等农产品市场。根据美日经贸协议，美国对日本“对等关税”税率由25%下调至15%，加征后的关税税率为37%。日本“对等关税”下降，对日本经济相对利好。(2) 7月31日，日本央行将发布利率决议，预计日本央行将维持利率不变。(3) 近期，日元震荡相对偏弱，7月16日，美元兑日元最高至149.49；后期，至



日本央行加息前，日元或仍然相对偏弱。中性预计，日本央行或将于今年 12 月采取加息操作。

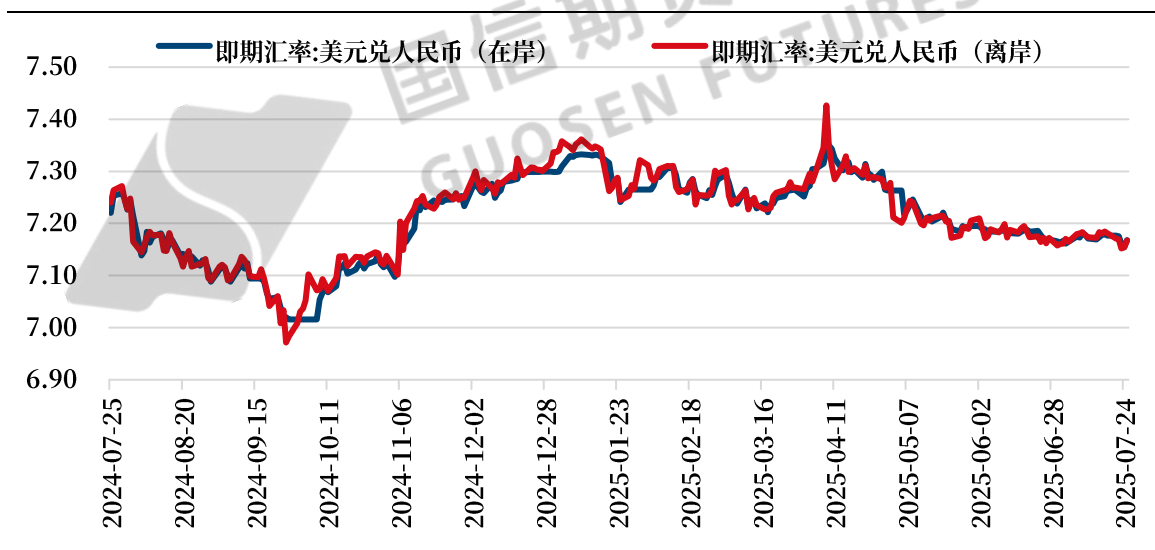
(三) 人民币再度升破 7.15，年内仍有望挑战 7.0

人行短期或维持总量政策不变，降息降准时机仍需观察美联储。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。虽然，目前物价水平仍然处于相对低位，随着“反内卷”工作的推进，有望带动物价水平相对回升，尤其是工业品价格。近期，人行或维持总量政策不变；后期仍需观察美联储货币政策操作。

基础货币投放相对平稳。(1) MLF。7 月 25 日，中国人民银行开展 4000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。考虑到 7 月 MLF 到期量 3000 亿元，因此，7 月 MLF 净投放量为 1000 亿元，略低于 6 月净投放量的 1180 亿元。(2) 买断式逆回购。7 月 15 日，中国人民银行开展 14000 亿元买断式逆回购操作；其中，期限 3 个月（91 天），操作量 8000 亿元；期限 6 个月（182 天），操作量 6000 亿元。考虑到 7 月有 1.2 万亿元买断逆回购到期，因此 7 月买断式逆回购净投放量为 2000 亿元，净投放量与 6 月持平；净投放量延续为 2025 年 2 月以来的新高。

后期展望。(1) 近期，人民币资产受到关注。根据 wind，7 月 24 日，在岸美元兑人民币年内再破 7.15，最低录得 7.1478，为 2024 年 11 月 8 日以来的最强水平。(2) 7 月 28 日至 29 日，中美将开展新一轮经贸会谈，中性预计，中美关税走向相对乐观。考虑到上半年我国出口总量恢复较好，出口压力相对缓解，人民币年内仍有望挑战 7.0。

图 23：人民币汇率



数据来源: choice 国信期货

六、总结

中美新一轮经贸会谈。(1) 7 月 23 日，美国总统特朗普表示，他“可能在不远的将来”访问中国。(2) 根据商务部 7 月 23 日的消息，经中美双方商定，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于 7 月 27 日至 30 日赴瑞典与美方举行经贸会谈。中美可能通过经贸谈判进一步达成协议，中国输美商品或将调整为 44%-54% 的税率，较其他经济体来看相对不高。当然，如果中美进一步降低关税水平，则好于预期。具体以官方消息为准。



“反内卷”重要窗口期。2025年7月1日，中央财经委员会第六次会议，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。从当前时间点来看，目前市场对于“反内卷”相关政策落地的预期相对较高。首先，中观产业已有行动，对于落后产能的退出已经相关部署。其次，当前外部压力相对缓解，内部经济结构性矛盾仍在，更重要的是，国有企业利润相对承压，是整治“内卷式”竞争以及落后产能退出的重要窗口期。

上半年 GDP 高于全年预期目标，出口恢复较好。上半年 GDP 同比增长 5.3%，好于预期，二季度顶住了压力；分季度看，一季度 GDP 同比增长 5.4%，二季度增长 5.2%。其中，6 月规上工业增加值有所回升、同比增长 6.8%，国有控股企业延续较好表现；6 月社零增速相对回调、同比增长 4.8%，内需总体表现积极；6 月出口表现积极、同比增长 5.9%，上半年出口总量恢复较好；固投增速延续回调，1-6 月累计同比增长 2.8%，房地产供给侧总体不佳、需求侧相对缓解。

物价结构性矛盾有望修复，广义财政支出增速再提升。财政收支方面，1-6 月广义财政支出增速再提升、同比增长 8.93%，政府债券发行延续提速，后期空间仍充足。货币供给方面，6 月货币供给表现较好，供给总量和结构性矛盾均有所改善，M1 同比增长 4.6%。物价水平方面，6 月物价水平暂未显著好转，CPI 同比微幅上涨 0.1%，PPI 同比跌幅再度扩大、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，6 月官方制造业 PMI 略有回升至 49.7%、财新制造业 PMI 回升至 50.4%；新出口订单暂处相对低位的 47.7%。

美联储短暂“偏鹰”，9 月中旬以前美元指数或仍有上行空间。（1）北京时间 7 月 31 日凌晨，美联储将发布利率决议。预期，美联储本月将维持政策利率上限 4.5% 不变，美联储短期或仍然相对“偏鹰”；9 月 18 日或采取预防性降息。（2）美国经济基本面相对稳健，经济衰退风险显著降低，降息紧迫性总体缓解。（3）美国新一轮关税政策，对美联储货币政策影响仍待观察，美国关税政策对美国物价水平的影响暂未明确显现。并且，考虑到特朗普政府对于关税政策的多变性，相关影响仍然存在不确定性。

人行短期或维持总量政策不变，降息降准时机仍需观察美联储。（1）近期，人民币资产受到关注。根据 wind，7 月 24 日，在岸美元兑人民币年内再破 7.15，最低录得 7.1478，为 2024 年 11 月 8 日以来的最强水平。（2）7 月 28 日至 29 日，中美将开展新一轮经贸会谈，中性预计，中美关税走向相对乐观。考虑到上半年我国出口总量恢复较好，出口压力相对缓解，人民币年内仍有望挑战 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。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.