

下半年需求顺周期偏弱，政策呈现“易松难紧”的格局。短期顺周期的情绪拖累仍不容忽视，长期通胀上行风险值得关注。海外核心是货币主导的通胀预期，需要看到美联储顺利重启宽松周期，黄金、原油、有色相对受益。国内的核心是供给侧政策，参考 2015 年：1、供给侧减产明显的板块涨幅更大，如 2015 年的黑色板块；2、产业利润也有所改善，中下游受益较上游更明显。本轮关注黑色板块、新能源金属等板块。

宏观组研究报告

通胀预期的兑现路径探讨

本期分析研究员



徐闻宇

从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454



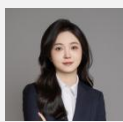
蔡劭立

从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617



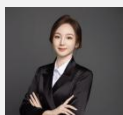
高聪

从业资格号：F3063338
投资咨询号：Z0016648



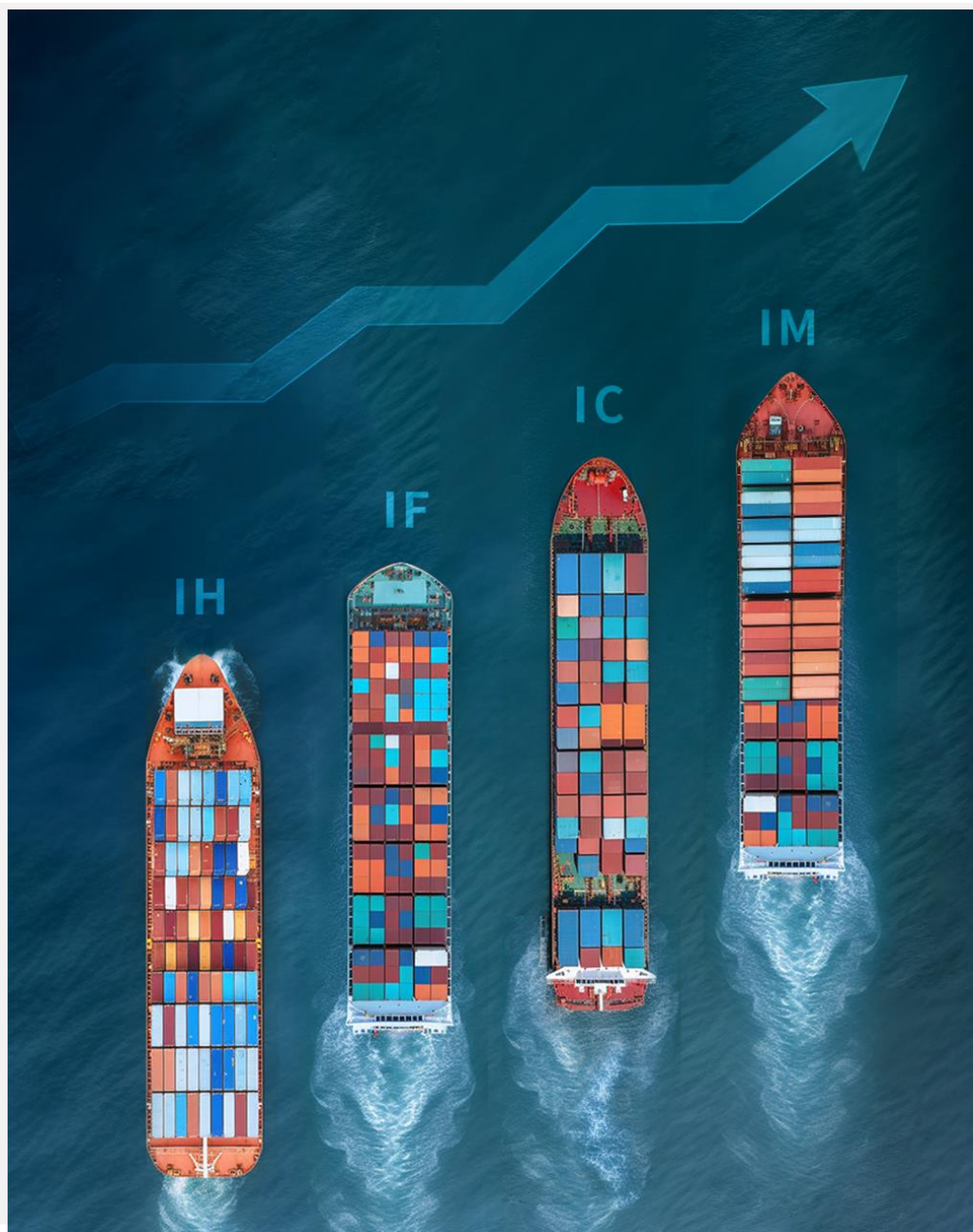
汪雅航

从业资格号：F03099648
投资咨询号：Z0019185



朱思谋

从业资格号：F03142856



通胀预期的兑现路径探讨

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

邮箱: xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

蔡劭立

电话: 0755-23887993

邮箱: caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

高聪

电话: 021-60828524

邮箱: gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

汪雅航

邮箱: wangyahang@htfc.com

从业资格号: F03099648

投资咨询号: Z0019185

联系人

朱思谋

邮箱: zhusimou@htfc.com

从业资格号: F03142856

陈昊宇

邮箱: chenghaoyu@htfc.com

从业资格号: F03130939

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

短期顺周期的情绪拖累仍不容忽视,长期通胀上行风险值得关注。海外核心是货币主导的通胀预期,需要看到美联储顺利重启宽松周期,黄金、原油、有色相对受益。国内的核心是供给侧政策,参考 2015 年:1、供给侧减产明显的板块涨幅更大,如 2015 年的黑色板块;2、产业利润也有所改善,中下游受益较上游更明显。本轮关注黑色板块、新能源金属等板块。

核心观点

■ 宏观

下半年需求顺周期偏弱,政策“易松难紧”。基于相对温和的货币政策和供给侧政策假设下。7 月重点关注政策预期,宏观上偏暖色调。7 月-9 月政策未明显转松下,美国仍存在流动性的风险,叠加“对等关税”的威胁,宏观存在压力。9 月后关注扩财政和通胀的传导。

■ 中观

从政策文件和行业自律的内容来看,当前综合整治“内卷式”竞争可以关注钢铁、炼油、合成氨、水泥、电解铝、数据中心、煤电、光伏、锂电池、新能源汽车、电商等行业。

■ 微观

海外核心是货币主导的通胀预期,需要看到美联储顺利重启宽松周期,黄金、原油相对受益。有色供给受限,同样值得重点关注。

国内的核心是供给侧政策,参考 2015 年:1、供给侧减产明显的板块涨幅更大,如 2015 年的黑色板块;2、产业利润也有所改善,中下游受益较上游更明显。本轮关注黑色板块、新能源金属等过剩计价相对充分的板块。

■ 风险

地缘政治风险(能源板块上行风险);全球经济超预期下行(风险资产下行风险);美联储超预期收紧(风险资产下行风险);海外流动性风险冲击(风险资产下行风险)。

目录

通胀预期的兑现路径探讨	2
策略摘要	2
核心观点	2
宏观：需求顺周期偏弱，政策“易松难紧”	4
中观：通胀预期的兑现路径探讨	8
近两年综合整治“内卷式”竞争的政策思路	9
商品：关注超跌板块和供给受限板块	11

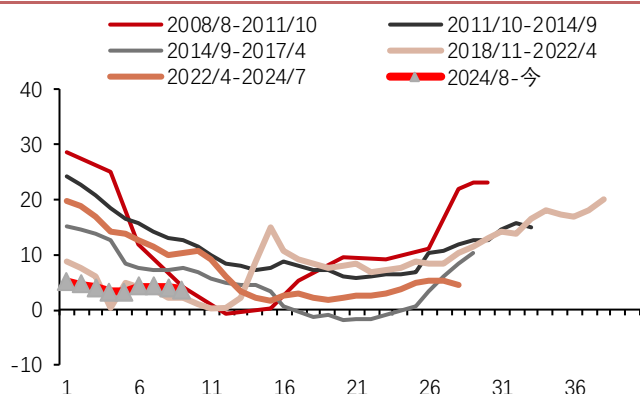
图表

图 1：中国工业企业产成品库存累计同比 单位：%	4
图 2：美国制造业存货量同比 单位：%	4
图 3：美国制造业建造支出 单位：百万美元	4
图 4：中国设备工器具购置累计同比 单位：%	4
图 5：全球主要央行基准利率的变动 单位：%	5
图 6：5 月 7 日国新办新闻发布会的主要内容 单位：%	6
图 7：特朗普和部分国家“对等关税”的谈判跟踪	7
图 8：下半年宏观情境的推演	8
图 9：2025 年 7 月 1 日中央财经委会议和 2025 年会议对比	9
图 10：近两年综合整治“内卷式”竞争的主要文件	10
图 11：《2024-2025 年节能降碳行动方案》的主要内容	11
图 12：石油行业资本支出和油价 单位：百亿美元_左，美元/桶_右	12
图 13：中国主要大宗商品出口依存度 单位：%	12
图 14：黑色金属行业资本支出 单位：百万美元	12
图 15：铁矿资本开支和产量同比增速 单位：%	12
图 16：基本金属行业资本支出 单位：百万美元	13
图 17：铜资本开支和产量同比增速 单位：%	13
图 18：化工行业资本支出 单位：百万美元	13
图 19：建材行业资本支出 单位：百万美元	13
图 20：美国历史上各类资产表现	14
图 21：2015 年供给侧改革复盘	15

宏观：需求顺周期偏弱，政策“易松难紧”

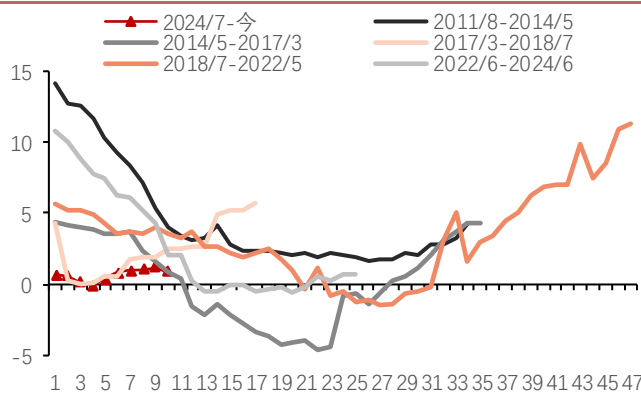
下半年全球的顺周期需求仍面临下行压力。2024 年 11 月-2025 年 4 月“抢出口”支撑中美补库：截至 5 月的总量库存数据来看，中美库存周期已经重新转入去库。随着全球关税博弈的加剧，全球将重回去库周期，根据中国过去 3 轮 15.6 个月的平均去库时长推算，以及中间近 5 个月抢出口的“透支”，本轮去库周期或将延续至 2025 年年底，后续重点关注主动去库和被动去库的转折。美国过去三轮的平均去库时长则为 14.6 个月。

图 1：中国工业企业产成品库存累计同比 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：美国制造业存货量同比 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

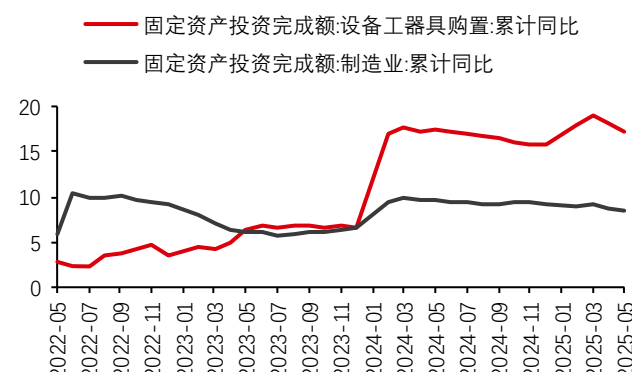
设备投资周期仍偏弱。尽管 2025 年特朗普主张“制造业回流”，高举关税战旗帜，但结合美国制造业建造支出，和美国 6 月非农中的制造业新增就业仍维持负增长，不难看出美国所主张的回流并未体现。中国同样也在政府“大规模设备更新”政策的推动下，中国的设备工器具投资也有所回升，但若后续加大治理“内卷式竞争”，后续设备投资回升的持续性仍将面临考验，更多会呈现行业分化的局面。

图 3：美国制造业建造支出 | 单位：百万美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：中国设备工器具购置累计同比 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

全球货币“易松难紧”+中美共振扩财政。为了应对经济下行压力以及外部的关税压力,2025 年各国纷纷加码财政政策,7 月 4 日美国正式通过“大漂亮”法案,美国国会预算办公室(CBO)估计,该法案将使得美国赤字未来十年内增加 3.4 万亿美元。为了满足政府发债的资金需求以及降低过高的利息支出,全球央行“易松难紧”。7 月 2 日,对于 7 月 FOMC 会议,鲍威尔拒绝做出预测,并未明确否认 7 月。他表示,如果不是担心关税可能破坏美联储近年来压制通胀的最后阶段,美联储今年很可能会继续逐步降息。

图 5: 全球主要央行基准利率的变动 | 单位: %

	2025年						2024年												2023年							
	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	最新值	12M变化	衍生品25年12月变动计价
美国							-0.25	-0.25		-0.50														4.5	-1	-65.1bp
欧元区	-0.25		-0.25	-0.25	-0.25		-0.25		-0.25	-0.60			-0.25									0.25	0.25	2.15	-2.1	-25bp
日本						0.25					0.15					0.20								0.5	0.4	+14bp
英国		-0.25			-0.25			-0.25			-0.25												0.25	4.25	-1	
加拿大				-0.25		-0.25	-0.50		-0.50	-0.25		-0.25	-0.25											3	-2	-33.7bp
澳大利亚		-0.25			-0.25															0.25				3.85	-0.5	
新西兰		-0.25	-0.25		-0.50			-0.50	-0.50		-0.25													3.25	-2.25	
瑞典				-0.25	-0.25	-0.25	-0.50	-0.50	-0.25	-0.25			-0.25									0.25		2.25	-1.5	
瑞士	-0.25			-0.25			-0.50			-0.25			-0.25			-0.25								0	-1.25	
挪威	-0.25																		0.25		0.25	0.25	4.25	-0.25		
中国		-0.10						-0.25				-0.10												3	-0.45	
中国香港							-0.25	-0.25		-0.50														4.75	-1	
韩国		-0.25			-0.25			-0.25	-0.25															2.5	-1	
印度	-0.50		-0.25		-0.25																			5.5	-1	
印尼		-0.25				-0.25				-0.25					0.25						0.25			5.5	-0.75	
泰国			-0.25		-0.25				-0.25													0.25	0.25	1.75	-0.75	
马来西亚																								3	0	
菲律宾	-0.25		-0.25				-0.25						-0.50								0.25			5.75	-0.75	
巴西	0.25	0.50		1.00		1.00	1.00	0.50		0.25			-0.25		-0.50	-0.50		-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	15	4.5		
俄罗斯	-1.00								2.00	1.00	2.00							1.00		2.00	1.00	3.50	20	4		
墨西哥	-0.50	-0.50		-0.50	-0.50		-0.25	-0.25		-0.25	-0.25					-0.25							8	-3		
土耳其							-2.50									5.00		2.50	2.50	5.00	5.00	5.00	7.50	47.5	-2.5	
南非		0.20			-0.25			-0.25		-0.25														7.7	-0.55	
智利							-0.25		-0.25	-0.25			-0.25	-0.50	-0.75		-1.00		-0.75		-0.50	-0.75	5	-0.75		
阿根廷						-3	-3	-5						-20	-20	-20			-33		15	21	29	-11		

数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

国内财政、货币双管齐下,“市场底”明确。5 月 7 日,“一行一局一会”出台一揽子金融政策提振经济,央行推出三大类共十项货币政策措施,包括降准 0.5 个百分点,降低政策利率 0.1 个百分点,创设新的政策工具等;金融监管总局将推出八项增量政策,涉房地产金融、险资入市、稳外贸等;证监会表示将“持续稳定和活跃资本市场”,稳步推进市场对外开放。此外,去年 9 月 24 日人大会议安排了 6 万亿元债务限额(2024-2026 分三年安排);叠加从 2024 年开始,连续五年每年 8000 亿的专项债化债额度;以及 2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元如到期偿还,在 2028 年之

前，地方需消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元。

图 6：5 月 7 日国新办新闻发布会的主要内容 | 单位：%

对比维度	2025 年 5 月 7 日会议政策	2024 年 9 月 24 日 会议政策
会议背景	2025年5月7日，举行的国新办新闻发布会上，中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证监会监督管理委员会负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场预期”有关情况，并答记者问。	2024年9月24日，国新办新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清介绍金融支持经济高质量发展有关情况，并答记者问。
央行货币政策数量型	1.降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元。 2.完善存款准备金制度，阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率，从目前的5%调降至0%。	1.降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元，同时预告年内二次降准0.25 - 0.5 个百分点的可能性。 (2024年9月27日，央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。)
央行货币政策价格型	1.下调政策利率0.1个百分点，公开市场7天期逆回购操作利率从1.5%调降至1.4%，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约0.1个百分点。 2.下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点，包括：各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，均从目前的1.75%降至1.5%；抵押补充贷款（PSL）利率从目前的2.25%降至2%。 3.降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限的利率同步调整。	1.降低中央银行的政策利率，即7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点，从目前的1.7%调降至1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。 (2024年9月27日，央行将公开市场7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点。) 2.引导商业银行将存量房贷利率降至新发房贷利率附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右。将全国层面的二套房贷最低首付比例由25%下调到15%，统一首套房和二套房的房贷最低首付比例。
央行货币政策结构型	1.增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的5000亿元增加至8000亿元。 2.设立5000亿元“服务消费与养老再贷款”，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持。 3.增加支农支小再贷款额度3000亿元，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放。 4.优化两项支持资本市场的货币政策工具，将证券、基金、保险公司互换便利5000亿元和股票回购增持再贷款3000亿元额度合并使用，总额度8000亿元。 5.创设科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本再贷款资金，可购买科技创新债券，并与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化的增信措施，分担债券的部分违约损失风险，为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长期限科创债券融资提供支持。	1.创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，首期互换便利操作规模5000亿元，未来可视情况扩大规模；创设股票回购、增持专项再贷款，首期规模3000亿，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。 2.将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。 3.在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力，必要时人民银行可提供再贷款支持。
证监会政策	证监会全力巩固市场维稳向好势头，稳步推进市场对外开放： 1.全力巩固市场维稳向好的势头，动态完善应对各类外部风险攻击的工作预案，全力支持中央汇金公司发挥类平准基金作用。 2.将进一步出台深化科创板、创业板改革措施，在市场层次、投资者保护等增强制度包容性、适应性。 3.将发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，优化主动权益类基金收费模式，扭转基金公司“旱涝保收”的现象。 4.正抓紧修订上市公司重大资产重组管理办法，进一步完善并购6条的配套措施，以更大力度支持上市公司并购重组。 5.强化多层次资本市场产品和服务，鼓励符合条件的境内企业依法依规赴境外上市，增强全球市场的拓展能力。 6.加强双多边的跨境监管合作，塑造稳定、透明、可预期的监管环境，维护企业在境外市场的正当利益，支持优质中概股回归内地和香港市场。 7.坚定不移推进市场高水平对外开放，进一步完善对外开放格局，稳步推进一系列对外开放的务实举措，稳步推进人民币交易柜台纳入港股通。 8.美国关税政策冲击全球经贸秩序，上市公司经营不可避免受到影响。有信心、有条件、有能力实现中国股市的稳定健康发展。	证监会鼓励长钱入市、并购重组，两部《意见》将出台： 1.推动中长期资金入市，重点提出三方面举措：一是大力发展权益类公募基金。二是完善“长钱长投”的制度环境。三是持续改善资本市场生态。 2.促进并购重组六条举措：研究制定了并购六条，也就是《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，坚持市场化方向，更好发挥资本市场在并购重组中的主渠道作用，意见的主要内容包括：大力支持上市公司向新质生产力方向转型升级，积极鼓励上市公司加强产业整合；进一步提高监管包容度，下大力气提升重组市场交易效率。 3.研究制定了上市公司市值管理指引，近期公开征求意见。

数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

全球民粹主义风波不断。7 月 4 日，美国总统特朗普再度发出关税威胁，重申将于 7 月 4 日开始向贸易伙伴发出有关关税税率的信函。特朗普表示，到 7 月 9 日，关税税率可能从 60%-70%到 10%-20%。各国将于 8 月 1 日开始支付新关税。在我们跟踪的 15 个重点国家及地区中，对美贸易谈判呈现差异化格局：英美已敲定贸易协议一般条款；中美确认伦敦框架细节；印美因汽车零部件税分歧陷入僵局；加美力争 7 月 21 日之前达成协议；欧美预计 7 月限期前谈妥且欧盟已备反制措施；日美谈判因美方拒让汽车关税难有突破；韩、墨、越、泰等国正加速推进谈判。现距离特朗普“对等关税”90 天暂停期截止日（7 月 9 日）仅剩 10 天，除已签署的两项协议框架外，美与主要贸易伙伴谈判均无突破。美政府对是否延期态度反复。

图 7：特朗普和部分国家“对等关税”的谈判跟踪

国家	日期	详情	措施
澳大利亚	6月8日	澳贸易部长法雷尔称，美对澳关税不合理，澳方要求取消全部而非部分关税，并表示将拓展与其他国家自贸协定以降低对美市场依赖。	谈判
	6月25日	澳大利亚总理阿尔巴尼斯未出席北约峰会，由副总理兼国防部长马尔斯特代为出席，致使澳美领导人未会面。6月25日，澳国库部长查默斯称，已与美国财长贝森特就税收、关税和全球增长等议题会谈，且通膨方面进展超预期。	
印度	6月5-10日	美国谈判代表团对印度为期一周的访问于6月10日结束。双方已就降低杏仁、开心果等农产品进口关税初步达成共识，在海关流程优化和贸易便利化措施以扩大数字贸易方面也达成重要共识。不过，印度拒绝开放小麦、乳制品和玉米市场，要求美国取消10%基准关税，寻求钢铁出口50%关税豁免，均遭美方反对。双方预计本月底前签署初步协议，计划于2025年9月或10月敲定首批双边贸易协定框架。	谈判
	6月16日	印度贸易部官员表示，印美的双边贸易协议谈判正在取得进展，双方坚持在2025年秋季之前签署协议的时间表，且计划在7月9日前签署临时协议。	
加拿大	6月26-27日	印度官员称，印度与美国贸易谈判在7月9日最后期限前陷入僵局，二者在汽车零部件税问题上存在分歧；而美国方面称即将与其达成协议。	反制
	4月8日	加拿大财政部8日宣布，对所有不符合“美国-墨西哥-加拿大协定”（美墨加协定）的美国进口汽车对等征收25%关税措施将于美国东部时间9日零时1分生效。	
	6月5日	卡尼称，加方暂不回应美钢铝关税翻倍，将通过“密集磋商”解决贸易问题。两国领导人正秘密会谈以制定贸易与安全协议框架。	
	6月12日	两国领导人办公室已交换了一份协议草案文件，核心内容是加拿大在安全领域做出重大承诺，以换取美国取消特朗普上任以来对加拿大施加的所有关税。	
	6月16日	G7峰会双方就构建加美新型经济和安全关系的关键问题交换意见。两国领导人同意在未来30天内推进谈判以达成贸易协议。	
欧盟	6月19-20日	卡尼宣布支持本土钢铝行业，将实施钢铁和铝材进口配额限制，于7月21日调整对美钢铝产品反制关税，反倾销措施程度取决于美加新经济协议谈判进展。	谈判
	6月27日	因不满加拿大坚持将对美征收数字服务税，美国总统特朗普表示，决定立即终止与加拿大的所有贸易谈判，并将在未来一周内公布对加拿大的新关税。	
	6月30日	加拿大已取消数字服务税，以推进与美国的贸易谈判。加拿大总理卡尼和美国总统特朗普将恢复贸易谈判，以期在2025年7月21日之前达成一项协议。	
	5月25日	特朗普称磋商“无进展”并威胁6月1日起对欧征50%关税，后经与冯德莱恩通话将期限延至7月9日，冯德莱恩表示欧方已准备好快速推进谈判。	
	5月31日	欧盟对美提高钢铝关税表态遭并扣反制，已批210亿欧元追加清单，另备950亿欧元追加清单，若磋商未果，措施将于7月14日生效。	
韩国	6月26-27日	欧盟和美国有信心在7月最后期限前达成关税协议，以避免贸易升级，冯德莱恩称特朗普政府本周分享了新提案。欧盟正寻求互利协议并评估结果以决定可接受的不对称程度。冯德莱恩称已准备好与美国达成协议，同时为无法与其达成协议的可能做准备，所有选择都摆在桌面上。	谈判
	6月28日	特朗普指责，欧洲在贸易问题上一直都非常态度强硬。美国财长贝森特表示，与欧盟国家就数字税进行了讨论。	
	4月24日	美韩举行“2+2”会谈，达成贸易“7月一揽子计划”共识。韩国代总统韩德洙称，与美国会谈的重点是贸易平衡、造船和液化天然气。	
	6月28日	韩国新任贸易部长访美，与美国商务部长卢特尼克、贸易代表格里尔等会谈后于周五结束行程。韩方呼吁达成“互惠互利”贸易协议，期望将相互关税、汽车与钢铁等重点产品关税及未来可能的惩罚性关税纳入协商。不过，美方在部分领域保持保留态度，尤其对韩方“一揽子协商”意向未明确表态。	
	6月30日	韩国和美国正在协调韩国总统李明在7月21日开始的访美行程。两国一致认为有必要尽快安排李明和特朗普举行面对面会晤。	
英国	5月8日	英国和美国已经就关税贸易协议条款达成一致。双方签署美英贸易协议《美英经济繁荣协议（EPD）》。	取得初步进展
	6月3日	特朗普正式签署将钢铝关税升至50%，声明表示，美国从英国进口的钢铝关税仍将维持在25%。自2025年7月9日起，美方可根据《环境政策声明》的条款调整适用的关税税率，并制定钢铝的进口配额。如果英国被认定为未遵守《环境政策声明》的相关规定，则可适用关税税率提高至50%。	
	6月16日	美英宣布达成贸易协议一般条款，内容有：美国对英汽车进口设每年10万辆、10%关税的配额；英方承诺满足美对钢铝产品供应链安全及生产设施所有权的要求，美方将据此对英钢铝及衍生品设“最惠国”税率配额；双方建立航空航天产品免关税贸易，美废除此前三项针对英航空航天业的关税行政命令。	
中国	5月12日	中美经贸高层会谈10日至11日在瑞士日内瓦举行。中美双方于5月12日发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》：美方取消共计91%加征关税，中方相应取消91%反制关税；美方暂停实施24%“对等关税”，中方也相应暂停实施24%反制关税。	取得初步进展
	6月5日	中美国家领导人互通电话，两国元首同意双方团队继续落实好日内瓦共识，尽快举行新一轮会谈。商务部发言人表示，稀土相关物项具有军民两用属性，实施出口管制符合国际通行做法，已依法批准一定数量的合规申请。	
	6月9-10日	中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及商务部长卢特尼克、贸易代表格里尔在伦敦举行中美经贸磋商机制的首次会议。双方就落实两国元首6月5日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展。	
日本	6月27日	中国商务部表示，近日中美双方进一步确认了伦敦框架细节，中方将依法审批符合条件的管制物项出口申请，美方将相应取消对华一系列限制性措施。	谈判
	6月21日	日本取消与美国的“2+2”安全会谈，原因是华盛顿要求增加国防开支，一位日本高级官员表示，取消7月1日会议的决定也与7月20日的参议院选举有关。	
	6月27日	赤泽亮正27日上午在华盛顿与美国商务部长卢特尼克举行了日美第七次关税谈判，但并未在达成协议方面取得实质性进展。日本方面将汽车关税作为最优先课题，但据悉美方对取消关税或大幅下调税率态度消极，达成协议的前景仍不明朗。赤泽亮正延长访美行程，以便与美方进一步展开贸易谈判。	
	6月29日	特朗普重申对日本车不满，暗示不会在向进口车加征25%关税的问题上做出让步，关税谈判进展艰难。	
	5月27日	墨西哥经济部长埃布拉德表示，墨西哥预计将在今年第四季度初正式开始对与美国和加拿大的三边贸易协定进行计划中的审查。	
墨西哥	6月4-5日	墨西哥经济部长称本周请求美豁免钢铁关税至50%，周五赴华盛顿会谈。若美方不豁免将启动“B计划”，并希望达成和英国一样的钢铁关税协议。	谈判
	6月18日	墨西哥总统辛鲍姆表示，已与美国总统特朗普进行电话会谈。据悉，辛鲍姆在会谈中向特朗普提议推动一项“全面协议”，以共同解决安全、移民和贸易问题。辛鲍姆同时透露，墨西哥经	
	6月25日	济部长埃布拉德将赴美推动贸易议题磋商，同时与美方聚焦安全及移民问题。	
以色列	6月25日	美国与墨西哥正加紧就钢铁贸易协议展开磋商，核心内容是设定进口配额，允许部分墨西哥钢铁以较低税率进入美国市场，以缓解美国钢铁制造商的压力。	
新加坡	4月8日	内塔尼亚胡宣称，讨论了关税问题，即将消除与美国的贸易逆差和贸易壁垒。内塔尼亚胡在会谈后对媒体表示，以方将尽快消除对美贸易赤字。	谈判
	5月16日	新加坡副总理兼贸易部长陈勇于5月16日表示，新加坡正在与美国进行谈判，争取新加坡对美国药品出口的零关税。（陈勇此前称，药品占新加坡对美国出口的10%以上，这是新加坡的主要担忧。）同时，双方的讨论还涉及确保两国之间半导体的持续供应。	
	6月7日	结束美国访问的新加坡外交部长维文表示，新加坡与美国的关税谈判目前仍处于初期阶段，距离明确美国关税政策的最终形式还有一段时期。维文强调，美国对新加坡存在贸易顺差，新加坡甚至不应被征收基准关税，他已多次向美国官员明确这一态度。	
越南	6月5日	面对特朗普政府本周三的“最后通牒”，越南抢在截止时间前递交贸易谈判文件，展现协商的“决心和诚意”，双方表示同意加快谈判进程。	谈判
	6月9-12日	越南第三轮贸易谈判，在半导体合作和打击非法转运方面取得进展，但在供应链去中国化和钢铝关税等核心议题上仍有分歧。	
	6月20日	越南与美国于周四晚上举行一轮线上贸易谈判。越南商务部长要求美国审查越南关税和主要出口产品的市场准入，并希望共同制定符合全球供应链的商品原产地实用规则。越南副总理表示，越南寻求维护与美国的和谐贸易关系。	
委内瑞拉	6月25日	越南总理表示，越美关税谈判预计将在不到两周内看到积极成果。他重申越南政府正在与美国谈判以确保本国利益，同时又不损害其他国家的利益。	宽松
	4月10日	委内瑞拉国民议会表决通过了经济紧急法令，以应对美国对委实施的制裁和关税措施。美国政府4月2日宣布将对委内瑞拉进口的商品加征“对等关税”，还对进口委内瑞拉石油和天然气的国家征收25%的“二级关税”。	
	5月16日	委内瑞拉副总统罗德里格斯表示，美国政府主导的对委封锁已累计实施1039项单边强制措施，石油行业是受制裁影响最严重的领域。	
印度尼西亚	6月3日	印尼高级经济部长称，印尼承诺在定于6月在华盛顿举行的第二轮谈判之前，提供针对美国商品的优惠关税清单，并加快谈判进程以避免美方加征关税。	谈判
	6月30日	印尼放宽10种大宗商品的进口规定，放宽进口措施涵盖林业产品、塑料材料和部分化肥。印尼表示，随后将推出更多放松管制的计划。印尼已向美国提出联合投资印尼关键矿产“棕地项目”的建议，作为双方关税谈判的一部分。	
泰国	5月14日	泰国已于5月8日起便通过泰国商业部部长披猜向美国贸易代表办公室（USTR）美国贸易代表贾森·格里尔先生提交提案。包括合作促成泰美经济伙伴关系、加大自美进口商品、开放泰国农产品市场、打击假冒原产地行为、促进泰国对外投资等5项重要内容。美国财政部长对提议表现出了积极态度。	谈判

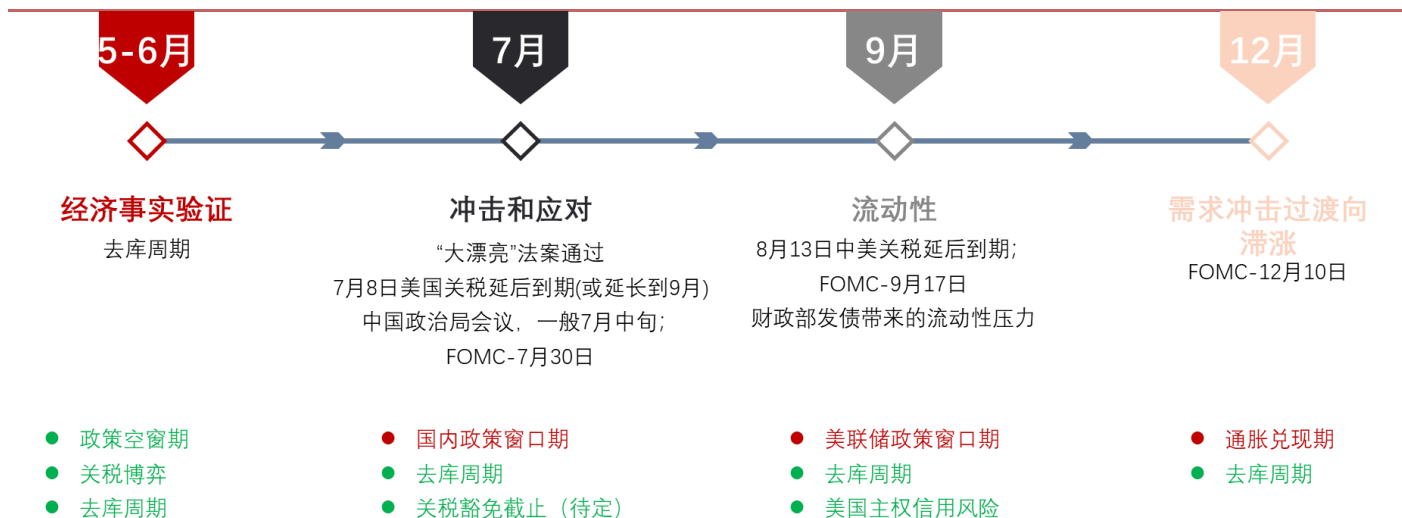
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

下半年的沙盘推演来看。基于相对温和的货币政策和供给侧政策假设下。7月重点关注政策预期，宏观上偏暖色调。7月中旬关注国内政策预期的窗口期——7月中旬的政治局会议。此外还需要关注美联储7月超预期降息的可能性。

7月-9月政策未明显转松下，美国仍存在流动性的风险，叠加“对等关税”的威胁，宏观存在压力。在“大漂亮”法案通过后，由于美债政府债务上限得到了提到，年内的信用风险得到缓解，但美债大幅发行带来的市场流动性紧张问题仍未从根源解决，因此美国在7-9月仍会面临流动性风险考验，以及“对等关税”重新执行和去库周期的拖累。

9 月后关注扩财政和通胀的传导。9 月到 12 月期间，前期的财政和关税开始形成对通胀的抬升压力，或者前期的压力倒逼央行加码宽松，进而带来货币通胀的传导信号。

图 8：下半年宏观情境的推演



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

中观：通胀预期的兑现路径探讨

宏观通胀预期再起。7 月 4 日，美国众议院投票，按 218-214 票通过“大漂亮”税收和支出法案，后续将移交给总统特朗普签字为法律。该法案的通过正式宣告了美国从上半年“紧财政预期+货币中性”的阶段转向政策“易松难紧”的阶段。同时，国内中央财经委会议提出“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”，市场通胀交易再升温。

但本轮通胀交易并非一帆风顺。海外核心是货币主导的通胀预期，但美国 6 月非农数据超预期下，美联储重启宽松的道路仍不顺畅，叠加“大漂亮”法案通过，但财政部发债仍会吸纳市场流动性，下半年美国流动性风险的冲击程度大幅削减但并非完全消除。而国内的核心是供给侧，但本轮财经委会议和 2015 年的会议存在明显区别，7 月 1 日会议的主题是“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”，2015 年会议的主题是“研究经济结构性改革和城市工作”，后续等待更多行业压产的细则政策才有望进一步确定通胀交易的主线。因此我们下文重点讨论本轮通胀预期可能的兑现路径。

图 9：2025 年 7 月 1 日中央财经委会议和 2025 年会议对比

会议	中央财经领导小组第十一次会议	中央财经委员会第六次会议
时间	2025年11月10日	2025年7月1日
主题	研究经济结构性改革和城市工作	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。
政策定位	习近平发表重要讲话强调，推进经济结构性改革，是贯彻落实党的十八届五中全会精神的一个重要重要举措。要牢固树立和贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，适应经济发展新常态，坚持稳中求进，坚持改革开放，实行宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的政策，战略上坚持持久战，战术上打好歼灭战，在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力，推动我国社会生产力水平实现整体跃升。	习近平在会上发表重要讲话强调，建设全国统一大市场是构建新发展格局、推动高质量发展的需要，要认真落实党中央部署，加强协调配合，形成推进合力。推进中国式现代化必须推动海洋经济高质量发展，走出一条具有中国特色的向海图强之路。 会议指出，纵深推进全国统一大市场建设，基本要求是“五统一、一开放”，即统一市场基础制度、统一市场基础设施、统一政府行为尺度、统一市场监管执法、统一要素资源市场，持续扩大对内对外开放。
具体要求	推进经济结构性改革，要针对突出问题、抓住关键点。要促进过剩产能有效化解，促进产业优化重组。要降低成本，帮助企业保持竞争优势。要化解房地产库存，促进房地产业持续发展。要防范化解金融风险，加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者权益得到充分保护的股票市场。 推进经济结构性改革，要坚持解放和发展社会生产力，坚持以经济建设为中心不动摇，坚持五位一体总体布局。要坚持社会主义市场经济改革方向，使市场在资源配置中起决定性作用，调动各方面积极性，发挥企业家在推动经济发展中的重要作用，充分发挥创新人才和各级干部的积极性、主动性、创造性。 做好城市工作，首先要认识、尊重、顺应城市发展规律，端正城市发展指导思想。要推进农民市民化，加快提高户籍人口城镇化率。要增强城市宜居性，引导调控城市规模，优化城市空间布局，加强市政基础设施建设，保护历史文化遗产。要改革完善城市规划，改革规划管理体制。要改革城市管理体制，理顺各部门职责分工，提高城市管理水平，落实责任主体。要加强城市安全监管，建立专业化、职业化的救灾救援队伍。	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；规范政府采购和招标投标，加强对中标结果的公平性审查；规范地方招商引资，加强招商引资信息披露；着力推动内外贸一体化发展，畅通出口转内销路径，培育一批内外贸优质企业；持续开展规范涉企执法专项行动，健全有利于市场统一的财税体制、统计核算制度和信用体系；引导干部树立和践行正确政绩观，完善高质量发展考核体系和干部政绩考核评价体系。 推动海洋经济高质量发展，要更加注重创新驱动，更加注重高效协同，更加注重产业更新，更加注重人海和谐，更加注重合作共赢。 推动海洋经济高质量发展，要加强顶层设计，加大政策支持力度，鼓励引导社会资本积极参与发展海洋经济。要提高海洋科技自主创新能力，强化海洋战略科技力量，培育发展海洋科技领军企业和专精特新中小企业。要做优做强做大大海洋产业，推动海上风电规范有序建设，发展现代化远洋捕捞，发展海洋生物医药、生物制品，打造海洋特色文化和旅游目的地，推动海运业高质量发展。要加强海湾经济发展规划研究，有序推进沿海港口群优化整合。要加强海洋生态环境保护，接续实施重点海域综合治理，积极推进海域分层立体利用，探索开展海洋碳汇核算。要深度参与全球海洋治理，加强全球海洋科研调查、防灾减灾、蓝色经济合作。

数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

近两年综合整治“内卷式”竞争的政策思路

从政策文件和行业自律的内容来看，当前综合整治“内卷式”竞争可以关注钢铁、炼油、合成氨、水泥、电解铝、数据中心、煤电、光伏、锂电池、新能源汽车、电商等行业。

首先，近两年备受关注的涉及节能降碳的政策文件主要有 2024 年 5 月 29 日国务院公布的《2024—2025 年节能降碳行动方案》，以及 2025 年 3 月 14 日发改委公布的《关于 2024 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展规划草案的报告》。前者从节能和碳排放的角度，通过行业专项行动计划限制粗钢、铝、铜、硅、锂、玻璃、水泥等大宗商品的新增产能。后者提及钢铁、炼油、合成氨、水泥、电解铝、数据中心、煤电等重点行业实施节能降碳，但并未提出具体的指标要求。

其次，在 7 月 1 日中央财经委会议提及“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”前后，共有汽车、光伏玻璃、钢铁、水泥等行业先后开启限产/减产或行业自律性倡议等行动。

最后，7 月 1 日求是杂志的文章《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》中，提到“内卷式”竞争的形成原因，包括宏观经济层面存在供需失衡问题、新兴行业出现供需结构性矛盾、维护公平竞争环境的体制机制不健全、发展模式路径依赖和短期主义倾向明显，并提及光伏、锂电池、新能源汽车、电商

平台等新兴行业。文章还提出供需两侧协同发力、规范政府行为、强化行业自律等综合整治思路。

图 10：近两年综合整治“内卷式”竞争的主要文件

时间	文件名称	机构/部委	政策内容
2024/5/29	《2024—2025 年节能降碳行动方案》	国务院	提出 2024 年单位 GDP 能耗降低 2/5%、二氧化碳排放降低 3/9%，2025 年非化石能源消费占比达 20% 的目标。部署工业、建筑、交通等十大领域节能降碳任务，包括淘汰 35 蒸吨 / 小时及以下燃煤锅炉、推进建筑光伏一体化、推广新能源汽车等。强化节能审查和碳排放评价，将绿证交易与节能降碳政策衔接，推动重点用能单位化石能源消费预算管理。
2025/1/7	《全国统一大市场建设指引（试行）》	国家发展改革委等部门	明确“五统一、一开放”基本要求，即统一市场基础制度、基础设施、政府行为尺度、监管执法、要素资源市场，持续扩大开放。从“要求做的”“禁止做的”“鼓励做的”三个维度提出具体措施，包括破除地方保护、规范政府采购和招商引资、清理废除妨碍统一市场的规定做法，并要求 2025 年底前基本消除国家公路网省际瓶颈路段。
2025/3/1	2025 年政府工作报告	国务院	提出“纵深推进全国统一大市场建设，综合整治内卷式竞争”，要求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、要素配置等卡点堵点。强调扩大高水平对外开放，对所有同中国建交的最不发达国家产品全面给予零关税待遇，推动内外贸一体化发展。
2025/3/14	关于2024年国民经济和社会发展计划执行情况与2025年国民经济和社会发展计划草案的报告	发改委	3月13日，国家发改委发布关于2024年国民经济和社会发展计划执行情况与2025年国民经济和社会发展计划草案的报告，其中，2024年修订钢铁、水泥、玻璃等行业产能置换实施办法，推动落后低效产能稳步退出;在钢铁、炼油、合成氨、水泥、电解铝、数据中心、煤电等重点行业实施节能降碳专项行动，粗钢、电解铝、水泥熟料、平板玻璃等单位产品综合能耗均处于世界领先水平;大力发展循环经济，出台加快构建废弃物循环利用体系的意见，分品类推进废钢铁、废有色金属、退役动力电池、建筑垃圾等废弃物循环利用。
2025/6/27	新修订《反不正当竞争法》	全国人大常委会	新增规范“内卷式”竞争专条，禁止平台强制商家低价销售商品，引入公平竞争审查制度，要求地方政府在出台政策前进行公平竞争审查。明确对“低于成本销售”行为的处罚标准（罚款 5 万 - 200 万元），并完善数据算法、虚假交易等新型不正当竞争行为的规制。
2025/7/1	中央财经委员会第六次会议	中共中央	提出纵深推进全国统一大市场建设的“五统一、一开放”要求，首次将“统一政府行为尺度”作为核心任务。强调依法治理企业低价无序竞争，推动落后产能（包括锂电、光伏、新能源汽车等行业）有序退出，规范政府采购和招商引资，加强对中标结果公平性审查。要求畅通出口转内销路径，培育内外贸优质企业，持续开展规范涉企执法专项行动，完善高质量发展考核体系。
风电/光伏/储能			
2024/10/14	防止行业“内卷式”恶性竞争专题座谈会	中国光伏协会	座谈会核心目标是推动行业自律（尤其反低价倾销）、建立优胜劣汰机制、出清过剩产能。与会企业家强烈认同需要结束恶性竞争，呼吁头部企业带头减产，并一致认为必须走向深度合作（产业链、创新等）才能实现共赢。同时，他们强烈呼吁政府介入，进行国家层面的统筹规划和政策引导，以加速行业整合和健康有序发展。
2024/10/16	中国风电行业维护市场竞争环境自律公约	金风科技、远景能源等12家风电企业	《自律公约》明确，将重点解决低价恶性竞争、对竞争对手的恶意诋毁、明显有失公平的合同条款等问题。公约通过制定有效的程序和细则，成立公约执行管理委员会和纪律监督委员会，依法制定低价恶性竞争行为的认定标准及罚则，依现行法律法规来规范市场竞争中的各类行为，重点解决低价恶性竞争、对竞争对手的恶意诋毁、明显有失公平的合同条款等问题。
2025/2/10	新型储能制造业高质量发展行动方案	工业和信息化部等八部门	规范地方招商引资法规制度,推动建立全国统一大市场。加强锂电池行业规范管理,落实新型储能企业产品质量主体责任,健全质量管理体系,加强新型储能产品质量监督。加强对专利侵权、市场垄断等违法违规行为的预防和惩治。化解行业“内卷”现象，维护健康公平市场环境。鼓励第三方机构、行业组织等积极发挥监督作用，建立正向引导市场的合作机制。
2025/6/19	“限产保价”主题	中国光伏行业协会	中国光伏行业协会表示，三季度光伏将加大减产力度，开工比例预计环比降低10%-15%，以应对供需失衡、价格波动和业绩亏损的压力。同时，“低于成本销售”严控政策落地。
2025/6/29	光伏玻璃行业自律减产	福莱特等国内头部光伏玻璃企业	国内头部光伏玻璃企业计划自7月开始集体减产30%，此外部分玻璃企业堵口计划开始增多，预计后续国内光伏玻璃供应量将快速下滑，国内供需失衡的状况将获得改善，预计7月国内玻璃产量将下降至45GW左右。
新能源汽车			
2025/5/31	关于维护公平竞争秩序，促进行业健康发展的倡议	中国汽车工业协会	发出四项核心倡议，核心是反对恶性竞争、倡导公平秩序：1/所有企业严格遵从公平竞争原则，依法依规开展经营活动；2/优势企业不为垄断市场，挤压其他主体生存空间，损害其他经营者合法权益；3/企业在依法降价处理商品以外，不以低于成本的价格倾销商品，不进行诱导消费者的虚假宣传，扰乱市场秩序，损害行业和消费者根本利益；4/所有企业应对照国家相关法律法规进行自查整改。
2025/6/1	修订后的《保障中小企业款项支付条例》	国务院	为回应2025年6月1日起施行的修订后《保障中小企业款项支付条例》，17家车企集体承诺不拖欠供应商账期，供应商支付账期不超过60天等。
钢铁			
2024/5/27	钢铁行业节能降碳专项行动计划	国家发展改革委等部门	计划主要目标：到 2025 年底，钢铁行业高炉、转炉工序单位产品能耗分别比 2023 年降低 1%以上，电炉冶炼单位产品能耗比 2023 年降低 2% 以上，吨钢综合能耗比 2023 年降低 2%以上，余热余压余能自发电率比 2023 年提高 3 个百分点以上。2024—2025 年，通过实施钢铁行业节能降碳改造和用能设备更新形成节能量约 2000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 5300 万吨。
2024/8/20	工业和信息化部办公厅关于暂停钢铁产能置换工作的通知	工业和信息化部办公厅	政策要点：（1）产能置换暂停：各地区自 2024 年 8 月 23 日起，暂停公示、公告新的钢铁产能置换方案（2）产能置换办法修订：工业和信息化部将会同有关方面加快研究修订钢铁产能置换办法，进一步健全完善产能置换政策，广泛征求有关方面的意见建议后印发实施
水泥			
2024/5/27	水泥行业节能降碳专项行动计划	国家发展改革委等部门	计划主要目标：到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3/7%。2024—2025 年，通过实施水泥行业节能降碳改造和用能设备更新 形成节能量约 500 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1300 万吨。
2025/7/1	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	中国水泥协会	提出各企业要严格按照主管部门备案文件，逐条逐项核查自身熟料生产线的备案产能与实际产能差异情况等，依法依规按备案日产能和年产能组织生产。
化纤			
2024/12/18	涤纶长丝行业高质量发展倡议书	中国化学纤维工业协会涤纶长丝分会	面对复杂形势，行业倡议：坚定信心，顺势而为，依托转型韧性应对需求不足；强化合作共赢，通过协同研发与资源共享提升整体竞争力；理性投资，聚焦产能升级，避免低水平重复建设；以创新驱动替代规模扩张，提升产品技术含量与附加值；坚决抵制内卷式竞争，维护市场秩序；发挥龙头引领作用，推动装备国产化与国际化供应链布局；加速数字化、绿色化转型，培育新质生产力，筑牢高质量发展根基。

数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

《2024—2025 年节能降碳行动方案》。该方案是于 2024 年 5 月 29 日国务院公布。强调重点控制化石能源消费，强化碳排放强度管理。从**能耗、碳排放**两个方面限制对应粗钢、铝、铜、硅、锂、玻璃、水泥等大宗商品的新增产能。

图 11：《2024-2025 年节能降碳行动方案》的主要内容

政策要求	品种	品种	单吨耗电	产量(万吨)	耗电
到2025年底，电炉钢产量占粗钢总产量比例力增提升至 15% ，废钢利用率达到 3亿吨 。 2024-2025年，钢铁行业节能降碳改造形成节约能量约 2000万吨标准煤 ，减排二氧化碳约 5300万吨	钢材	黑色	500	106477	53238500
	动力煤	黑色	25	390200	9755000
	硅铁	黑色	8200	538	4411600
	锰硅	黑色	4200	1021	4288200
	铁矿石	黑色	100	24784	2478400
	焦炭	黑色	45	47116	2120220
	热轧	黑色	88	19063	1677544
	不锈钢	黑色	500	3000	1500000
	焦煤	黑色	25	48510	1212750
	冷轧	黑色	160	6972	1115520
到2025年底，再生金属供应占比达到 24% 以上，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比达到 30% ；铜、铅、锌冶炼能效标杆水平以上产能占比达到 50% ；有色金属行业能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。2024—2025年，有色金属行业节能降碳改造形成节约能量约 500万吨标准煤 、减排二氧化碳约 1300万吨 。	玻璃	黑色	85	4729	401965
	锌	有色	3500	640	2240000
	铜	有色	1000	1002	1002000
	铅	有色	800	640	512000
	镍	有色	4000	81	324000
	镍	有色	10000		
	工业硅	有色	12000		
	铝	有色	13500	3708	50058000
	电石(PVC原料)	化工	3400	2758	9377200
	乙二醇(合成气制)	化工	1100	5198	5717800
到2025年底，炼油、乙烯、合成氨、电石行业能效标杆水平以上产能占比超过 30% ，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。2024—2025年，石化化工行业节能降碳改造形成节约能量约 4000万吨标准煤 、减排二氧化碳约 1.1亿吨 。	苯乙烯	化工	3600	999	3596400
	甲醇	化工	375	6935	2600625
	PTA	化工	470	4950	2326500
	聚丙烯	化工	800	2554	2043200
	聚乙烯	化工	800	2032	1625600
	尿素	化工	250	5373	1343250
	乙二醇(石脑油制)	化工	190	5198	987620
	PVC	化工	450	2081	936450
	纯碱	化工	175	2812	492100
	天然橡胶	化工	10	1000	10000

数据来源：《2024-2025 年节能降碳行动方案》 华泰期货研究院

商品：关注超跌板块和供给受限板块

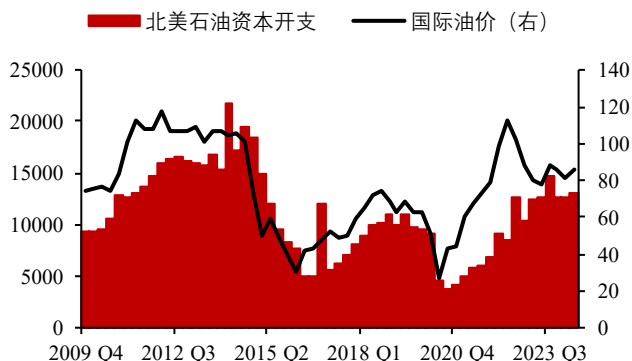
资本开支情况

资本开支是指在企业的经营活动中，供长期使用的、其经济寿命将经历许多会计期间的资产如：固定资产、无形资产、递延资产等都要作为资本开支。该数据主要来自上市公司公开财报，以及主要生产商的产能或者开矿计划。综合来看，有色的资本开支放缓，黑色、化工、能源的资本开支增长，农产品的单产和种植面积都面临瓶颈。

分板块来看，原油的资本开支有所增长。俄乌冲突以来，海外多家石油和天然气巨头大幅提高了资本支出，2023 年开始进入平稳阶段。北美地区，2024

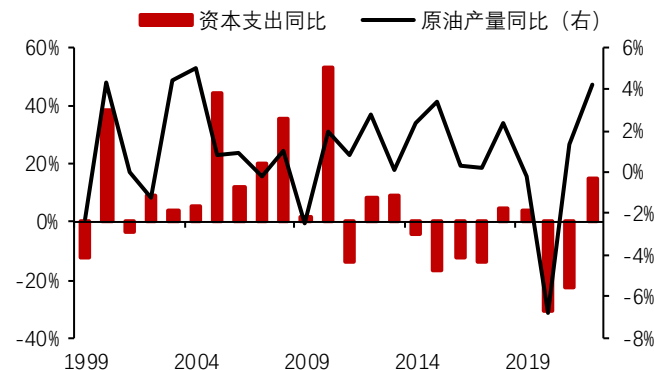
年上半年石油资本开支 258 亿元，同比增长 3.4%。预计 2024 年全球石油公司资本开支达到 5258 亿美元，较 2023 年增长 4%。。结合微观数据验证来看，原油资本开支对产量的影响基本同步。

图 12：石油行业资本支出和油价 | 单位：百亿美元_左，美元/桶_右



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

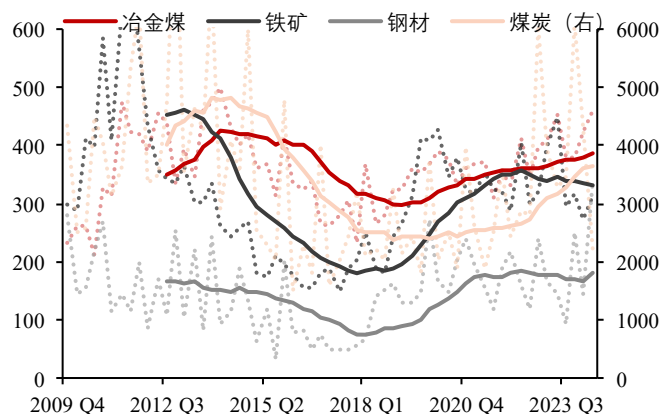
图 13：中国主要大宗商品出口依存度 | 单位：%



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

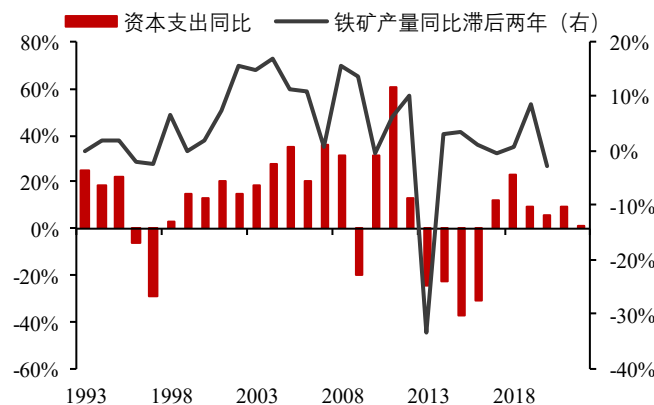
上游商品开支自 2011 年全球金融监管加强开始，工业金属资本开支收缩；2017 年开始逐步回升，但斜率远低于此前。黑色：出现分化，煤炭、冶金煤延续回升态势，铁矿回落；有色：2020 年以来，铜、钨、锌的资本开支扩张斜率快于镍、铝、铅。从微观数据验证来看，铜矿资本开支对产量的影响领先五年，对应 2025 年铜矿供应偏紧，铁矿资本开支对产量的影响领先 2 年，预示明年铁矿产量将有小幅增长。化工板块整体的资本开支持续扩张，主要是亚太地区开支增长的驱动。

图 14：黑色金属行业资本支出 | 单位：百万美元



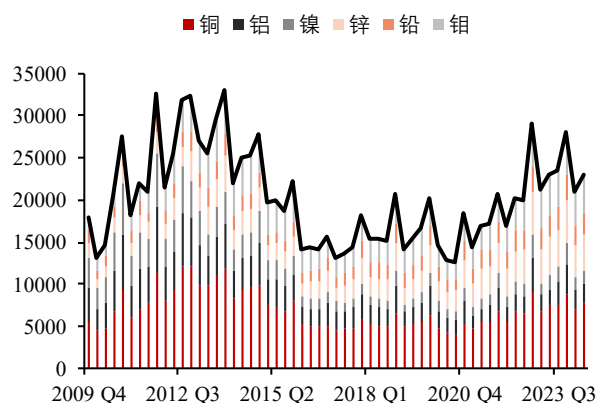
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 15：铁矿资本开支和产量同比增速 | 单位：%



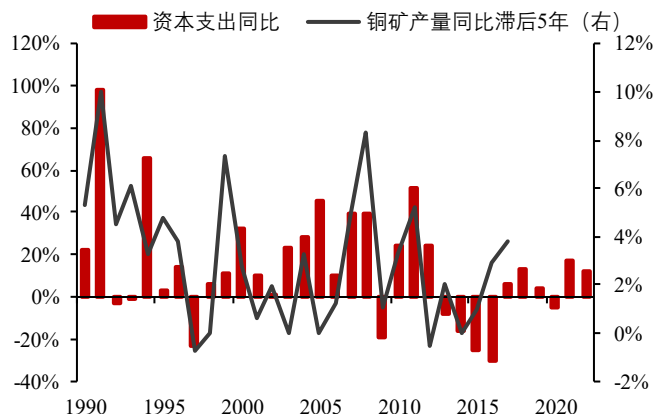
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 16：基本金属行业资本支出 | 单位：百万美元



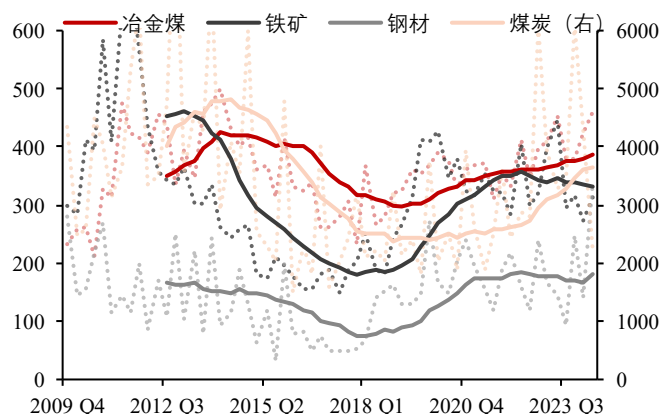
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 17：铜资本开支和产量同比增速 | 单位：%



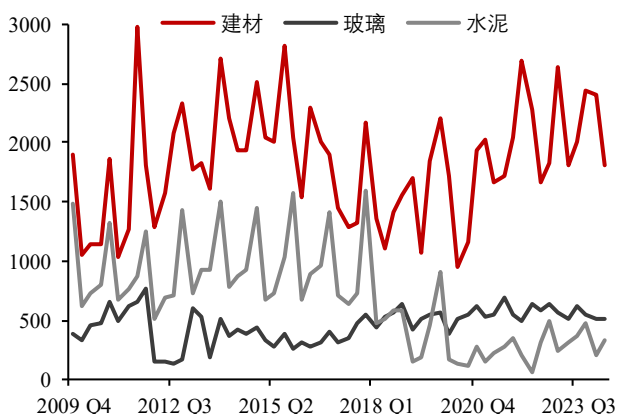
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 18：化工行业资本支出 | 单位：百万美元



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 19：建材行业资本支出 | 单位：百万美元



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

通胀预期的兑现路径探讨

类滞胀的海外情境

政策的“易松难紧”叠加基本面的去库周期，我们认为海外的宏观情境更符合“类滞胀”的特征，即经济走平同时通胀上升的背景。为了分析类滞胀下大类资产表现，我们选取历史上美国 PMI 持续下行，但单月跌幅小于 3（剔除衰退），同时 CPI 不小于 3% 的阶段。从历史来看，类滞胀阶段下各类资产分化严重，上涨概率围绕在 50% 左右，我们认为这一结果可能主要受两个因素影响：一是阶段分化仍不够细致，CPI 不小于 3% 的阶段筛选下包含了通胀见顶回落，又或者主要央行加息等滞胀阶段末期因素，二是不同的类滞胀阶段有不同的驱动因素，可能来自油价、粮价、猪价等不同驱动因子。

图 20：美国历史上各类资产表现

	美元指数	纳指	道指	10Y 美 债利率 绝对变化	CRB 综 合	CRB 食 品	CRB 油 脂	CRB 家 畜	CRB 金 属	CRB 工 业原料	CRB 纺 织品	黄金	原油
2011/3-2 011/10	0.66%	-3.48%	-2.96%	-1.3	-11.30 %	-6.85%	-5.75%	-3.56%	-17.87 %	-14.26 %	-17.19 %	19.67%	-2.17%
2007/10- 2008/10	11.82%	-39.81 %	-33.06 %	-0.47	-19.89 %	-2.09%	-14.53 %	-11.51 %	-50.75 %	-30.28 %	-13.00 %	-7.44%	-19.64 %
2005/10- 2006/6	-4.94%	3.93%	7.19%	0.57	13.03%	2.48%	-13.73 %	-2.88%	68.22%	20.96%	-3.38%	30.32%	16.61%
2004/5-2 005/4	-5.08%	-3.28%	0.04%	-0.45	0.89%	-7.51%	-6.53%	6.42%	14.69%	7.14%	0.93%	10.79%	29.92%
2000/1-2 001/5	12.98%	-44.03 %	2.80%	-1.12	1.26%	15.59%	10.63%	14.79%	-19.85 %	-7.61%	-2.54%	-3.84%	-7.53%
1990/4-1 991/1	-11.98 %	-1.40%	3.00%	-1.01	-6.36%	-8.34%	0.21%	-2.98%	-10.51 %	-5.45%	1.12%	-0.48%	33.53%
1987/10- 1989/8	9.19%	45.17%	37.31%	-0.62	9.52%	4.85%	-4.04%	1.18%	23.77%	12.62%	10.37%	-23.25 %	-2.66%
1984/1-1 985/5	9.11%	8.33%	7.77%	-1.39	-12.11 %	-9.34%	-9.49%	-15.20 %	-15.05 %	-12.60 %	-13.51 %	-15.99 %	-4.77%
1978/11- 1979/11	-3.80%	25.78%	2.92%	1.52	13.06%	0.97%	1.88%	-0.43%	22.15%	21.13%	25.21%	114.92 %	97.37%
1986/5-1 977/9	-3.80%	14.55%	-13.14 %	-0.55	-0.35%	-1.85%	6.84%	2.26%	-3.51%	0.69%	-1.77%	22.75%	11.14%
1973/12- 1974/7	-1.81%	21.31%	-24.08 %	0.99	21.31%	22.51%	44.29%	11.18%	35.77%	10.22%	-9.26%	38.98%	72.87%
1968/2-1 969/11			15.75%	1.73	15.75%	15.99%	22.42%	34.25%	16.87%	15.63%	3.20%	1.14%	
平均涨跌 幅	1.12%	2.46%	0.29%	-0.175	2.07%	2.20%	2.68%	2.79%	5.33%	1.52%	-1.65%	15.63%	20.42%
上涨概率 ¹	45.45%	54.55%	66.67%	33.33%	58.33%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	58.33%	41.67%	58.33%	54.55%

数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

2015 年供给侧改革复盘

2015 年 11 月 10 日，在中央财经领导小组第十一次会议上首次提出“供给侧结构性改革”，强调在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，提高体系质量与效率，提高生产力水平。2015 年 12 月 18 日至 21 日的中央经济工作会议，进一步明确推进供给侧结构性改革，首次明确“三去一降一补”五大任务：1、去产能：化解钢铁、煤炭等过剩产能；2、去库存：重点解决房地产库存；3、去杠杆：降低企业债务风险；4、降成本：减轻企业税

¹ 上涨概率=上涨的样本个数/总样本个数*100%

费、融资等负担；5、补短板：加强基础设施、民生保障等领域。

2015 年供给侧改革具体要求：1）煤炭：去产能持续三年左右（2016-2018 年）。2016 年年初订的目标是，“用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右”。2016 年当年目标是去产能 2.5 亿吨，实际去产能超过 2.9 亿吨。2017 年目标是“退出煤炭产能 1.5 亿吨以上。”2018 年目标是，“今年再退出煤炭产能 1.5 亿吨左右”。2）钢铁：去产能持续三年左右（2016-2018 年）。2016 年年初订的目标是，“从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿-1.5 亿吨。

从对商品影响来看：1、供给侧减产明显的板块涨幅更大，如 2015 年的黑色板块；2、产业利润也有所改善，中下游受益较上游更明显。

图 21：2015 年供给侧改革复盘



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道 1 号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层 1001-1004、1011-1016 房