

期货研究报告

金融研究

宏观月报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

渐趋理性

报告日期：

2025年8月3日

报告内容摘要：

◆国内：从拉动经济的三驾马车来看，基建和制造业一定程度上受政策影响较大，出口非内部主导，剩下的其实只有房地产和消费。地产尽管前期已经有非常多的政策去支持，但从政策定调来看，地产已逐步走向发展新模式，不再是政策刺激重点。消费是内生需求，政策相对较难左右，所以我们可以简单地去观察房地产和消费的走向，判断当前经济运行的位置。根据地产和消费的增速来看，我们认为经济最低迷的时候已经过去，未来看回升，但回升的路径依然曲折。

◆国外：随着特朗普陆续与主要国家关税协议的推进，市场风险偏好提升，加之美国经济数据显韧性，美元指数、美债利率和美股皆回升。但仔细研究的话，较好的数据背后都暗含隐忧，经济整体仍呈下行趋势。7月非农出台后，经济走弱叙事仍有可能主导市场，导致美元和美债利率走弱。

◆大类资产走势展望

股	警惕回落
债	利率依然有下的空间
汇	7.1-7.25 区间内震荡偏强
黄金	短期区间震荡

◆风险提示：美国经济超预期走强 国内政策超预期

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

目录

一、 国内：“反内卷”抬升经济预期	3
(一) 经济底部已现	3
(二) 反内卷政策重在需求端发力	5
二、 国外：市场选择性理解基本面	7
(一) 关税与美联储独立性扰动	7
(二) 美国经济显韧性，整体仍处下行通道	8
三、 大类资产走势展望	9
(一) 股：警惕回落	9
(二) 债：利率依然有下的空间	10
(三) 人民币汇率震荡偏强	11
(四) 黄金：短期区间震荡	11

表目录

表 1: 美国对等关税税率分布	7
-----------------------	---

图目录

图 1: 销售增速回升 (%)	3
图 2: 新开工面积增速回升	3
图 3: 施工面积增速回升	3
图 4: 净停工面积占比稳定	3
图 5: 国房景气指数已率先回升 (%)	4
图 6: 房地产开发投资额增速回升 (%)	4
图 7: 新建住房价格同比增速回升 (%)	4
图 8: 二手房增速回升 (%)	4
图 9: 社零增速已现 (%)	5
图 10: 限定最低价格后，供给需求变化	6
图 11: 淘汰落后产能的供需变化分析	6
图 12: “反内卷”关键在于推动需求曲线右移	6
图 13: 本轮下行期，只有居民部门降杠杆 (%)	7
图 14: 美国消费者信心回升	8
图 15: 7 月美国经济整体超预期	8
图 16: 美国私人部门拉动经济能力较弱 (%)	9
图 17: 7 月股市震荡走高	9
图 18: 股市上升的动力来自于风险溢价抬升	9
图 19: 资金利率维持在相对低位 (%)	10
图 20: 银行负债端压力维持在相对偏低位置 (%)	10
图 21: 7 月利率曲线整体上移	10

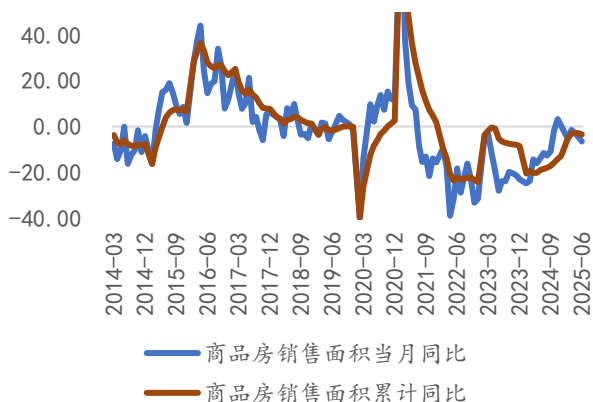
一、国内：“反内卷”抬升经济预期

(一)经济底部已现

从拉动经济的三驾马车来看，基建和制造业一定程度上受政策影响较大，出口非内部主导，剩下的其实只有房地产和消费。地产尽管前期已经有非常多的政策去支持，但从政策定调来看，地产已逐步走向发展新模式，不再是政策刺激重点。消费是内生需求，政策相对较难左右，所以我们可以简单地去观察房地产和消费的走向，判断当前经济运行的位置。

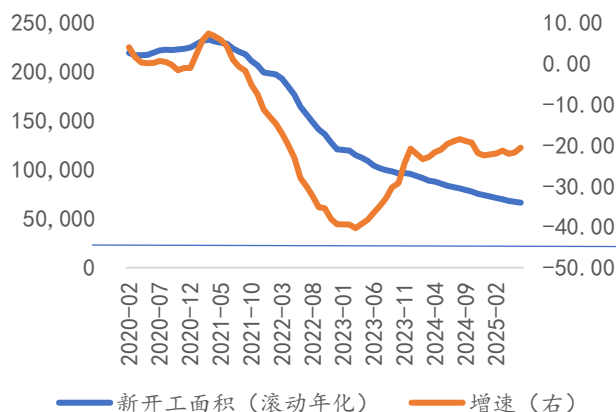
房地产方面，很多指标已经显示增速底已现。1) 销售端，去年2月商品房销售面积累计同比增速为-20.5%，当月同比增速为-24.9%，此后销售增速不断上升。年末，新房销售增速收敛至-12.9%。今年以来，销售增速仍在回升，5月累计同比增速已回升至-2.9%。2) 新开工面积，从增速来看，2023年已触底，2024年新开工面积（滚动年化）同比增速已稳定在-20%附近。2025年亦是。3) 施工面积，施工面积增速从目前看也有触底现象，最低点出现在2024年年末，为-11.9%，2025年以来有所回升，只是力度较弱。往后看，新进入的新开工面积和流出的竣工面积总量都比较小，对竣工面积影响更大的在于净停工面积。从目前情况来看，净停工面积占比基本稳定在2%左右，以此类推，预计施工面积增速也已筑底，只是回升动力稍弱。4) 国房景气指数，综合性指标——国房景气指数已触底回升，最低点出现在2024年1月。5) 房地产开发投资额，从剔除土地购置费的房地产开发投资额（滚动年化）增速来看，最低点出现在2024年3月，此后基本处于回升状态，2025年以来增速基本稳定在-10%左右。6) 房价，无论是新房还是二手房，房价当月同比增速尽管仍为负值，但正在缩小，没有特殊情况的话，房价下行速度已经探底。

图 1：销售增速回升（%）



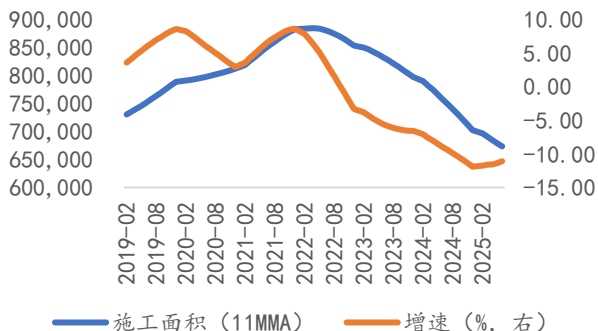
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 2：新开工面积增速回升



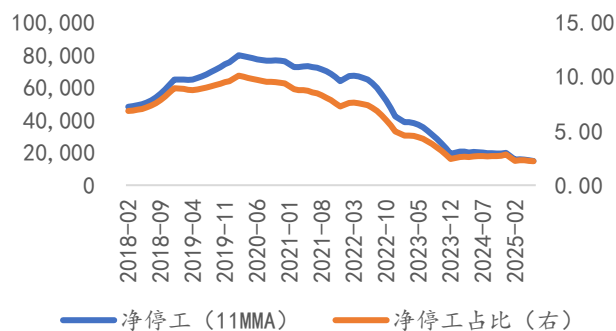
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 3：施工面积增速回升

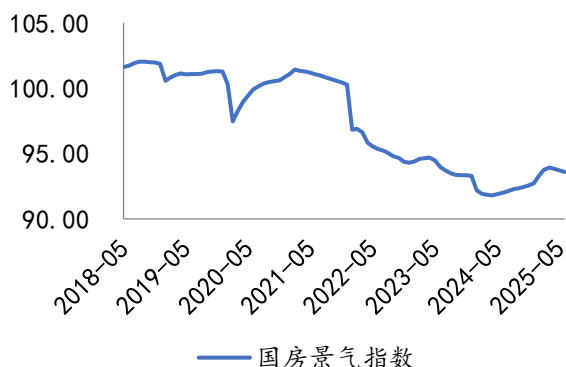


资料来源：Wind 信达期货研究所

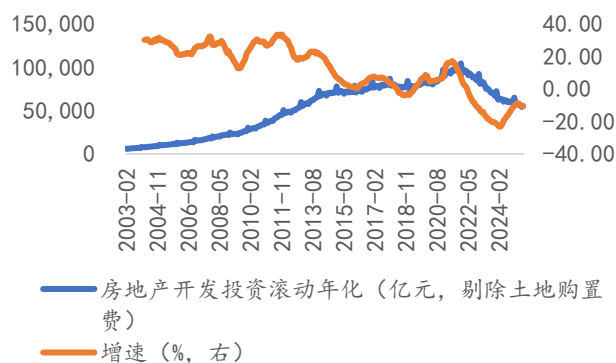
图 4：净停工面积占比稳定



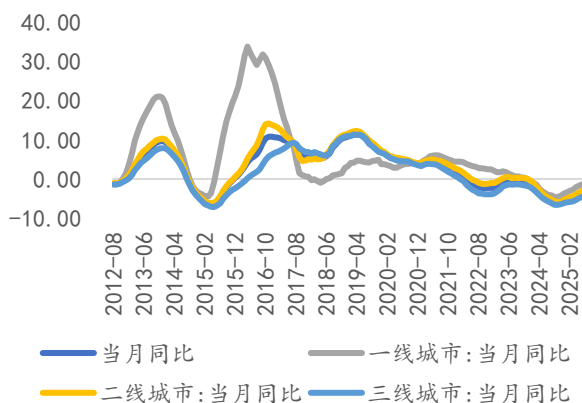
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 5：国房景气指数已率先回升（%）


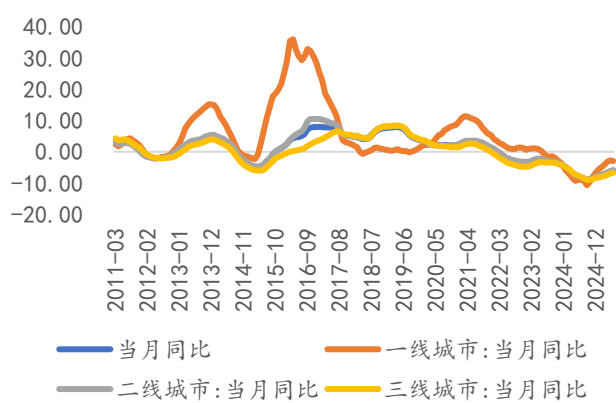
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 6：房地产开发投资额增速回升（%）


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 7：新建住房价格同比增速回升（%）


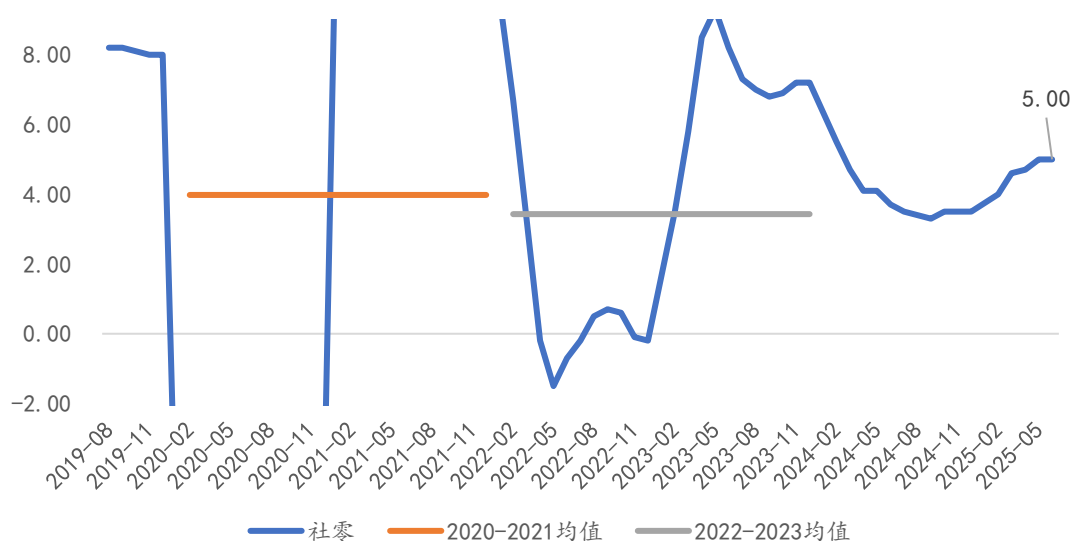
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：二手房增速回升（%）


资料来源：Wind 信达期货研究所

从消费角度来看，2020-2021 年间平均社零增速在 3.93%，2022-2023 年间平均社零增速为 3.43%，而 2024 年前 9 月，就是 924 政策还未体现在经济数据上时，社零累计同比增速为 3.3%。此后在“以旧换新”政策大力作用下，社零增速开始呈现回升状态。今年“以旧换新”政策加码，社零增速再次走高。由于政策还未发力前，社零增速降幅已经放缓，又叠加政策端发力，我们有理由相信这类消费类政策将持续，预计社零消费增速也已触底回升。

图 9: 社零增速已现 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

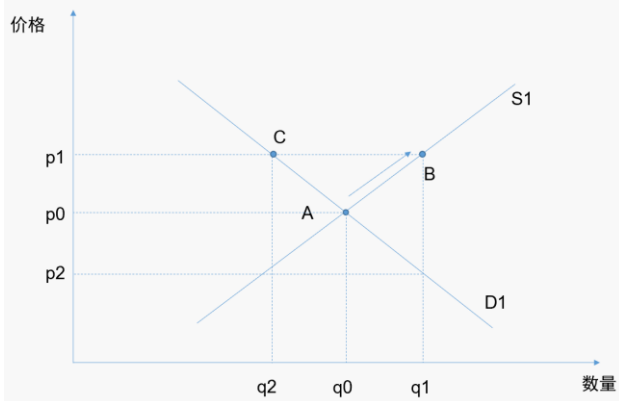
由此可见, 经济最差的情景基本上已经出现了, 现在只是等待回升的过程。

(二)反内卷政策重在需求端发力

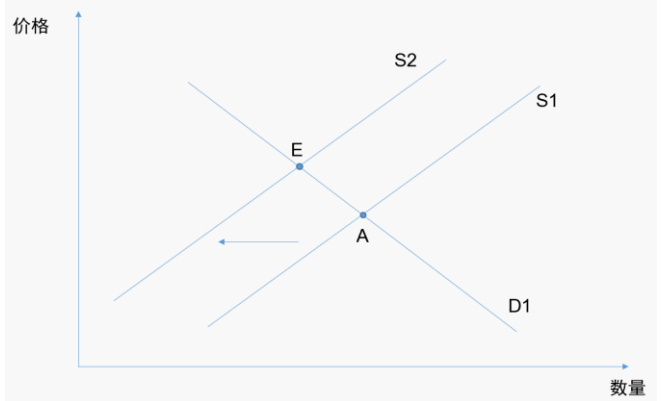
商品端当前的反内卷政策大致可以分成两类: 第一, 通过行业自律或者其他行政手段规定卖价必须不低于某种规则下的价格 (譬如完全成本价); 第二, 淘汰落后产能, 减少供给。

在第一种情况下, 强制规定价格不低于某种价格, 即在不改变其他条件情况下, 强行提高供给价格, 相当于将价格由 p_0 上移至 p_1 , 即供给曲线上的点由 A 上移至 B。此时, 在市场规模作用下, 按理说供给量也将由 q_0 上升至 q_1 , 但当价格抬升至 p_1 后, 需求量就缩减成 q_2 。可以很明显地看到, 在政策作用下, 供给量增加至 q_1 , 但需求量收缩至 q_2 。也就是说, 假如该政策无法严格约束企业行为, 那么造成的结果是产量越来越多, 与市场的需求量差距越来越大。企业可能在库存持续增加的情况下偷偷降价处理。这里非常考验政策的执行力。

第二种情况, 淘汰落后产能相当于驱动供给曲线左移。这里也有个执行力问题, 怎样能够保证企业乐意淘汰所谓的落后产能。此外, 还有个问题在于当供给曲线从 S_1 左移至 S_2 后, 需求不变的情况下, 均衡点从 A 转移至 E, 导致的结果就是价格回升, 但总需求也收缩, GDP 超预期下行, 我们是否能够承受得住?

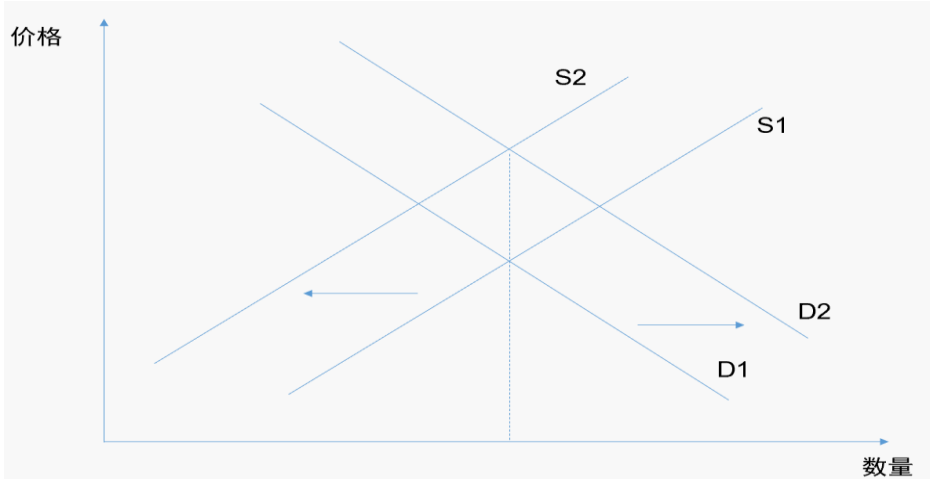
图 10: 限定最低价格后, 供给需求变化


资料来源: 信达期货研究所

图 11: 淘汰落后产能的供需变化分析


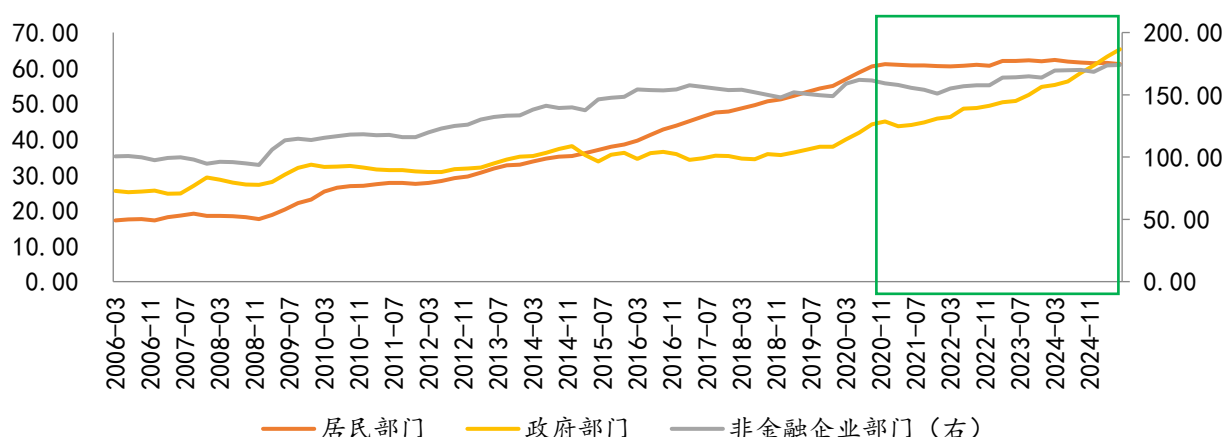
资料来源: 信达期货研究所

要让这些政策有效的唯一方式是推动需求曲线右移。当需求曲线右移时, 所有问题都将迎刃而解, 总需求不会下降, 供需不会不平衡, 物价也可以回升。需求端政策的作用点在于居民部门。当前企业和政府部门都在加杠杆, 只有居民部门停留在去杠杆进程中。何时居民部门开始持续性地稳杠杆甚至于加杠杆, 可能才是经济回升之时。此外, 通常而言, 作用于居民部门的政策需综合性考虑, 起效也相对较慢, 因此, 本轮经济处于底部徘徊的时间也会相对更长。

图 12: “反内卷”关键在于推动需求曲线右移


资料来源: 信达期货研究所

图 13: 本轮下行期, 只有居民部门降杠杆 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

二、国外：市场选择性理解基本面

(一)关税与美联储独立性扰动

美方与各国陆续达成关税协议, 形式上多是双方商定一个对等关税税率, 在此基础上其他国家同意向美方购买多少商品, 或者投资多少金额, 再加点其他条件。根据白宫最新公告, 新关税要到 8 月 7 日才会生效, 这为各国提供了另一个尝试谈判降低关税的时间窗口。随着特朗普陆续与主要国家关税协议的推进, 市场风险偏好提升。

表 1: 美国对等关税税率分布¹

国家和地区	调整后的对等关税	国家和地区	调整后的对等关税	国家和地区	调整后的对等关税	国家和地区	调整后的对等关税
阿富汗	15%	福克兰群岛	10%	马来西亚	19%	斯里兰卡	20%
阿尔及利亚	30%	斐济	15%	毛里求斯	15%	瑞士	39%
安哥拉	15%	加纳	15%	摩尔多瓦	25%	叙利亚	41%
孟加拉国	20%	圭亚那	15%	莫桑比克	15%	台湾	20%
玻利维亚	15%	冰岛	15%	缅甸	40%	泰国	19%
波黑	30%	印度	25%	纳米比亚	15%	特立尼达和多巴哥	15%
博茨瓦纳	15%	印度尼西亚	19%	瑙鲁	15%		
巴西	10%	伊拉克	35%	新西兰	15%	土耳其	15%
文莱	25%	以色列	15%	尼加拉瓜	18%	乌干达	15%
柬埔寨	19%	日本	15%	尼日利亚	15%	英国	10%

¹ 注: 欧盟关税税率将至少为 15%。目前适用更高的从价税率或等效税率的商品将继续按原有的更高税率征收。对未列入下表的大多数国家的最低关税税率设在 10%。被界定为转运以逃避更高税率的商品将被额外征税。包括中国、加拿大和墨西哥在内的一些经济体另行处理, 有其他命令。

喀麦隆	15%	约旦	15%	北马其顿	15%	瓦努阿图	15%
乍得	15%	哈萨克斯坦	25%	挪威	15%	委内瑞拉	15%
哥斯达黎加	15%	老挝	40%	巴基斯坦	19%	越南	20%
科特迪瓦	15%	莱索托	15%	巴布亚新几内亚	15%	赞比亚	15%
刚果民主共和国	15%	利比亚	30%	菲律宾	19%	津巴布韦	15%
厄瓜多尔	15%	列支敦士登	15%	塞尔维亚	35%		
赤道几内亚	15%	马达加斯加	15%	南非	30%		
欧盟**	15%	马拉维	15%	韩国	15%		

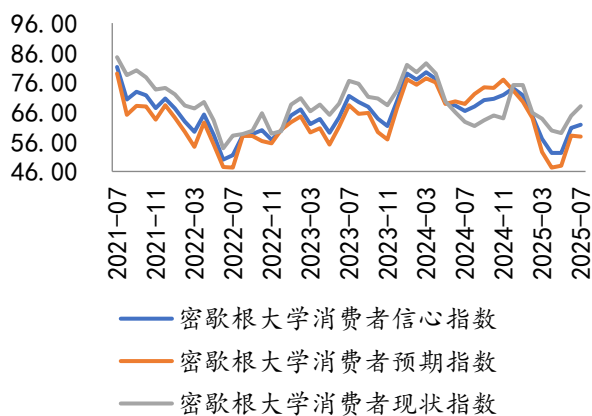
资料来源： 白宫 信达期货研究所

此外,特朗普喊话鲍威尔辞职不成,从美联储大楼翻修花费出发,尝试迫使鲍威尔主动离职。但鲍威尔不为所动。美联储独立性问题曾对市场有过扰动。

(二)美国经济显韧性，整体仍处下行通道

7月美国经济数据整体超预期，经济意外指数不断上升，消费者信心指数也是不断回升。美丽大法案及债务上限扰动过去后，市场主线回归到基本面主线，因此美元、美债利率乃至美股均走高。

图 14：美国消费者信心回升



资料来源：Wind 信达期货研究所

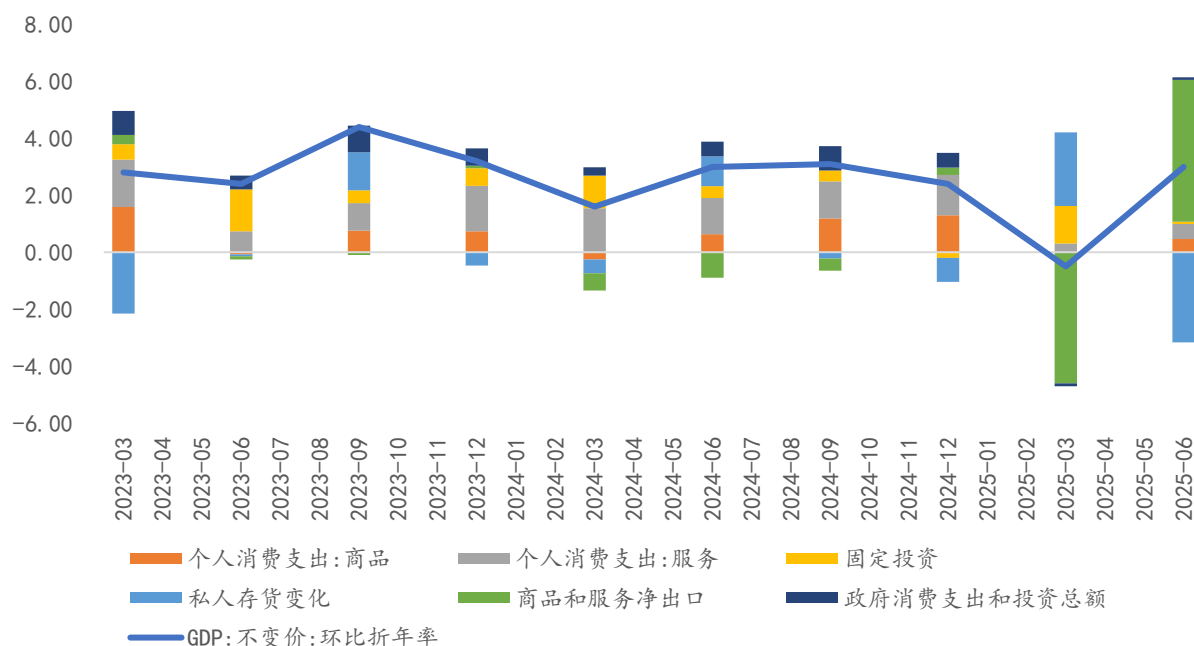
图 15：7月美国经济整体超预期



资料来源：Wind 信达期货研究所

但各方面瑕疵尽显。譬如6月非农新增就业人数主要依赖政府部门，私人部门尽显疲弱（7月非农就业人数全线崩塌），二季度GDP中私人消费环比折年率明显走弱。说明美国经济仍在走弱过程中。

图 16: 美国私人部门拉动经济能力较弱 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

三、大类资产走势展望

(一)股：警惕回落

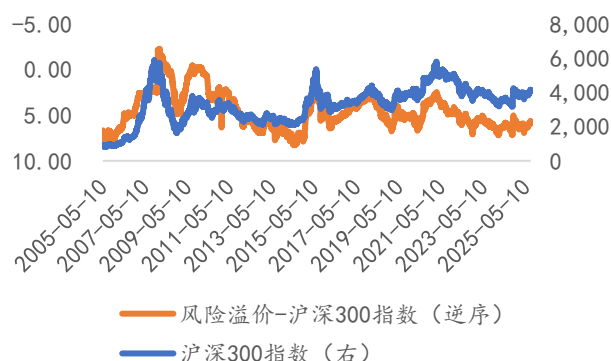
“反内卷”预期下，股市迎来新一轮上涨行情。从盈利和估值角度来看，盈利端仍然承压，股市的上涨主要来自于风险偏好的回升，更细节点，来自于风险溢价的回升。但“反内卷”的政策效应预计难以那么快发生，经济仍有可能在较低位磨，市场可以抢跑，但难以长时间脱离，尽管我们认为股市整体向上，但 8 月仍有回落风险。

图 17: 7 月股市震荡走高



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 18: 股市上升的动力来自于风险溢价抬升

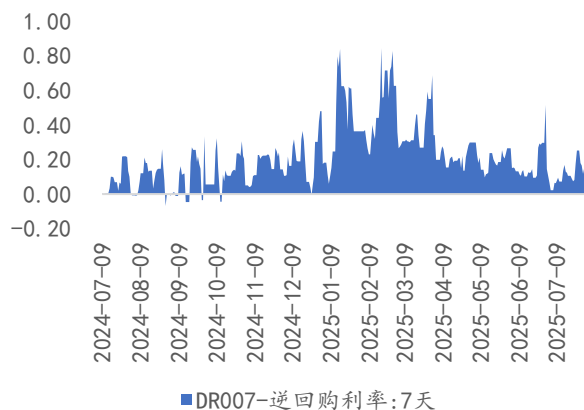


资料来源: Wind 信达期货研究所

(二)债：利率依然有下的空间

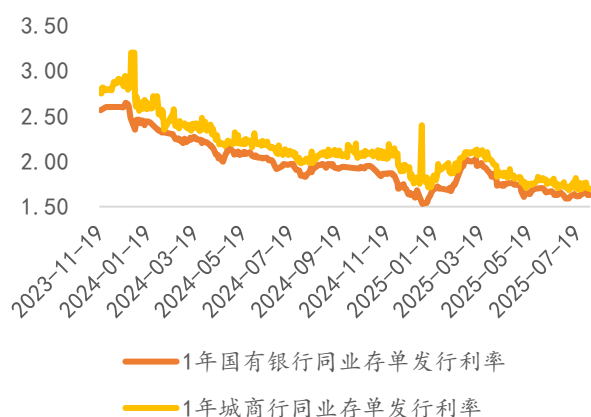
7月债市回调明显。看股做债、看商品做债成了主旋律。“反内卷”政策下，市场风险偏好大幅上升，债市大幅承压，10年期国债一度位于1.75%附近。但资金面，央行呵护态度持续。尽管经济底部可能已经出现，但需求端依然疲弱，“反内卷”政策也需要需求端政策配合，市场利率将保持低位。如今保险利率再次下调，我们预计下半年降准降息仍有希望。现在十债利率依然偏高，利率仍有下的空间。

图 19: 资金利率维持在相对低位 (%)



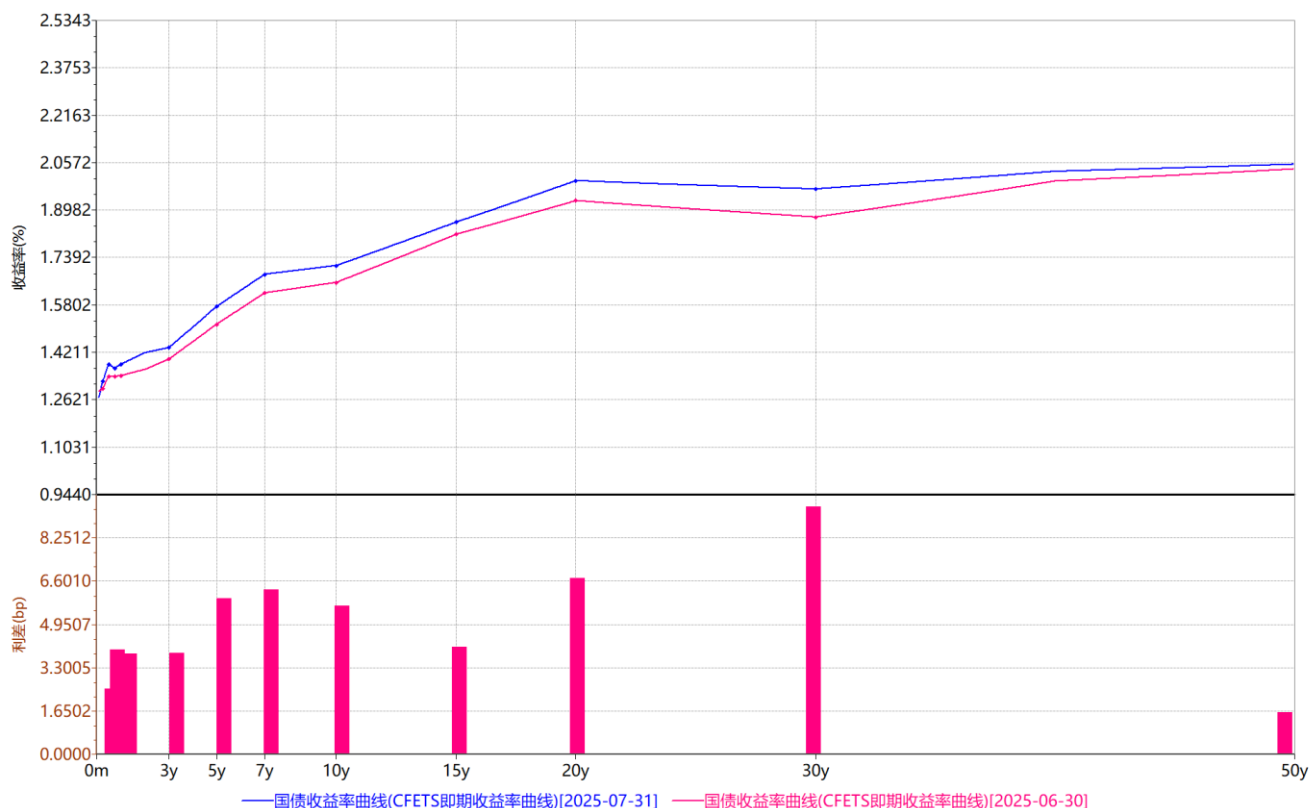
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 20: 银行负债端压力维持在相对偏低位置 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 21: 7月利率曲线整体上移



资料来源: Wind 信达期货研究所

(三)人民币汇率震荡偏强

7月非农数据崩塌下，美国经济韧性叙事再次转折。经济弱势趋势下，美元指数预计震荡偏弱。内需对于人民币的影响仍然较弱，人民币将继续跟随美指运行。美指震荡偏弱则意味着人民币整体震荡偏强。

(四)黄金：短期区间震荡

债务问题阶段性尘埃落定，关税扰动也在下降，但美元走弱趋势下，黄金仍有继续上升的动力。只是短期来看，黄金仍可能在积蓄力量，预期8月区间震荡。

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为上海国际能源交易中心、广州期货交易所会员，为中国证券业协会观察员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

13家分公司 5家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
福建分公司、苏州分公司、四川分公司
宁波分公司、东北分公司、广东分公司
上海分公司、湖北分公司、山东分公司
上海浦东分公司

北京营业部、哈尔滨营业部

石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App