

期货研究报告

金融研究

宏观周报

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

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

市场可能面临的两重考验

报告日期：

2025年8月17日

报告内容摘要：

◆国内：7月经济内冷外热。消费、投资、工业增加值全面低于预期，人民币信贷20年来首次转负，M1同比增速上行更多是基数效应导致。出口高于预期，从高频数据来看，在上周走弱后本周集装箱货物吞吐量再度来到历史高点，可能预示着出口仍有韧性。

◆结合整体经济数据表现来看，市场仍处于抢跑阶段，未来情绪面的降温可能来自于两个方面：第一，9月商品需求旺季来临，商品走势将接受旺季需求检验，假如需求低迷，市场情绪可能回踩；第二，10月份将迎来三季报，按照当前的经济表现来看，三季度经济可能不太理想，进而反映在财报上，到时可能给市场浇上一盆冷水。

◆房地产高频跟踪：30大中城市新房销售面积继续季节性回落，持续低于2024年同期水平。分能级来看，一、二线城市新房销售面积均低于2024年同期水平，三线城市新房销售面积逆势走高，已高于2024年水平，但该现象能否持续有待观察。二手房方面，截至8月4日，挂盘价指数整体继续下跌，一、二、三线城市挂盘价指数无一幸免。总体来看，新房销售面积继续在近年历史最低位，二手房市场继续恶化。地产整体趋势依然不容乐观。

◆国债：本周债市再次大幅调整。资金面利率低位运行，央行本周续作5000亿6个月买断式逆回购，本月已累计净投放买断式逆回购3000亿元，继续呵护中期流动性。股市情绪面继续向上冲，交易盘资金边际减少下，债市对低迷的经济数据暂时性脱敏。但当前30年期国债利率已回升至2%以上，接近3月份高点，10年期国债利率再次调整至1.75%，来到7月底高点。由于实体经济持续低迷，内需依然偏弱，资金面仍需以呵护为主，加之广谱利率仍在下降，债市利率依然有下行需求，预计再次大幅调整的空间有限。

◆风险提示：国内政策超预期

目录

一、 7 月经济：外热内冷	3
(一) 人民币信贷负增长	3
(二) 消费、投资全线下跌	4
(三) 外需：出口高频数据再次回升	5
二、 市场可能面临的两重考验	5
三、 房地产政策效果跟踪——房地产市场继续表现低迷	6
四、 国债：继续调整空间有限	7

表目录

表 1: 7 月社融及分项	3
---------------------	---

图目录

图 1: 票据融资再创新高 (亿元)	3
图 2: 中长期贷款历史性负增长 (亿元)	3
图 3: 贷款需求再创新低 (%)	4
图 4: M1 同比增速回升 (%)	4
图 5: 消费增速从 6 月开始拐头向下 (%)	4
图 6: 社零分项当月同比增速表现 (%)	4
图 7: 固定资产投资增速大幅向下 (%)	5
图 8: 制造业、基建、房地产增速均回落 (%)	5
图 9: 集装箱吞吐量再次回升	5
图 10: 30 城销售面积低于 2024 年同期趋势 (7DMA)	6
图 11: 一线城市销售面积位于 2024 年下方 (7DMA)	6
图 12: 二线城市销售面积略低于 2024 年同期 (7DMA)	6
图 13: 三线城市销售面积逆势走高 (7DMA)	6
图 14: 二手房挂牌价指数继续下跌	7
图 15: 一线城市挂牌价持续走低	7
图 16: 二线城市挂牌价指数再次向下	7
图 17: 三线城市挂牌价指数继续下行	7
图 18: 资金利率保持宽松状态 (%)	8
图 19: 同业存单发行利率整体保持低位 (%)	8
图 20: 国债利率呈现熊陡	8

一、7 月经济：外热内冷

(一)人民币信贷负增长

7 月新增社融 11320 亿元，其中政府债券高达 12482 亿元，也就是说私人部门新增社融为负值。之前“政府部门强，私人部门弱”的格局在 7 月得到了更加夸张的演绎。

新增人民币贷款为-500 亿元，时隔 20 年再度转负。无论是企业部门还是居民部门都在还贷款。票据融资再创新高表明银行部门为信贷增长竭尽全力，但奈何信贷需求实在疲弱，央行调查显示 2025 年二季度，信贷需求再创新低，中长期贷款历史性负增长。

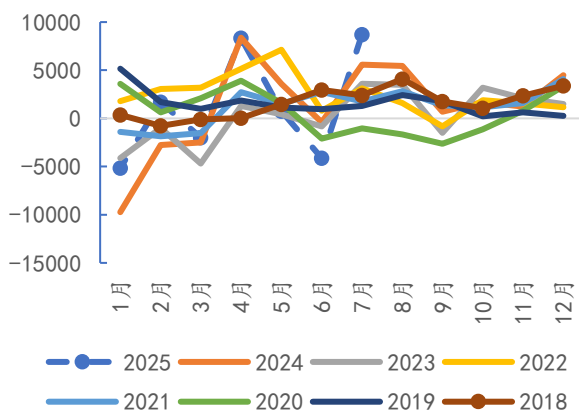
值得庆幸的是 M1 同比增速上升。但这里面干扰因素太多，譬如去年基数问题，去年 4 月手工补息政策下，存款搬家，M1 同比增速保持下行态势，并在 5 月转负，9 月录得最低值-3.3%。按照这个逻辑 M1 同比增速在 9 月（含）之前均将保持较好态势。

表 1：7 月社融及分项

指标 (亿元)	2025-07	占比 (%)	2025-06	占比 (%)	环比变化	去年同期	占比 (%)	同比变化	前5年均值	占比 (%)	绝对值变化
新增社融	11,320.00		41,993.00		(30673.00)	7,707.00		3613.00	9,707.60		1612.40
人民币贷款	-4,296.00	(37.95)	23,600.00	56.20	(27896.00)	-808.00	(10.48)	(3488.00)	4,451.20	85.85	(8747.20)
外币贷款	-87.00	(0.77)	325.00	0.77	(412.00)	-890.00	(11.55)	803.00	-593.60	(6.11)	506.60
委托贷款	8.00	0.07	-400.00	(0.95)	408.00	345.00	4.48	(337.00)	27.80	0.29	(19.80)
信托贷款	149.00	1.32	816.00	1.94	(667.00)	-26.00	(0.34)	175.00	-626.40	(6.45)	775.40
未贴现银行承兑汇票	-1,638.00	(14.47)	-1,899.00	(4.52)	261.00	-1,075.00	(13.95)	(563.00)	-1,845.60	(9.01)	207.60
企业债券融资	2,748.00	24.28	2,422.00	5.77	326.00	2,036.00	26.42	712.00	1,947.00	20.06	801.00
非金融企业境内股票融资	505.00	4.46	203.00	0.48	302.00	231.00	3.00	274.00	921.40	9.49	(416.40)
政府债券	12,482.00	110.27	13,508.00	32.17	(1026.00)	6,881.00	89.28	5601.00	4,453.40	45.88	8028.60
新增人民币贷款	-500.00		22,400.00		(22900.00)	2,600.00		(3100.00)	6715.2		(7215.20)
短期贷款及票据融资	-616.00	12.20	10,112.00	45.14	(10728.00)	-2,070.00	(79.62)	1454.00	-1,385.00	(20.62)	769.00
中长期贷款	-3,700.00	74.00	13,453.00	60.06	(17153.00)	1,400.00	53.85	(5100.00)	5,866.20	87.36	(9566.20)
居民贷款	-4,893.00	97.60	5,976.00	26.68	(10869.00)	-2,100.00	(80.87)	(2793.00)	1,749.40	26.05	(6642.40)
短期	-3,827.00	76.40	2,621.00	11.70	(6448.00)	-2,156.00	(82.82)	(1671.00)	-433.00	(6.45)	(3394.00)
中长期	-1,100.00	22.00	3,353.00	14.97	(4453.00)	100.00	3.85	(1200.00)	2,191.00	32.63	(3291.00)
非金融性公司及其他部门	600.00	(12.00)	17,700.00	79.02	(17100.00)	1,300.00	50.00	(700.00)	2,706.80	40.31	(2106.80)
短期	-5,500.00	110.00	11,600.00	51.79	(17100.00)	-5,500.00	##	0.00	-3,565.80	(53.00)	(1934.20)
中长期	-2,600.00	52.00	10,100.00	45.09	(12700.00)	1,300.00	50.00	(3900.00)	3,675.20	54.73	(6275.20)
票据融资	8,711.00	(17.20)	-4,109.00	(18.34)	12820.00	5,586.00	214.85	3125.00	2,613.80	38.92	6097.20
非银行业金融机构	2,026.00	(4.20)	-1,026.00	(4.58)	3052.00	2,057.00	79.12	(31.00)	1,441.40	21.46	584.60

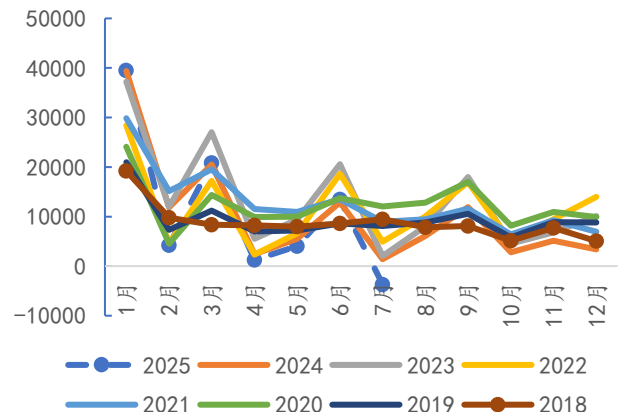
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 1：票据融资再创新高（亿元）

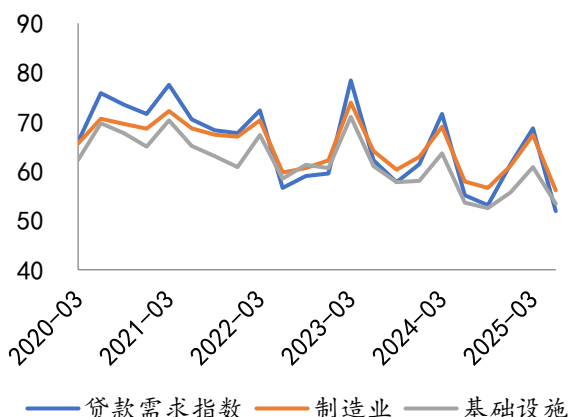


资料来源：Wind 信达期货研究所

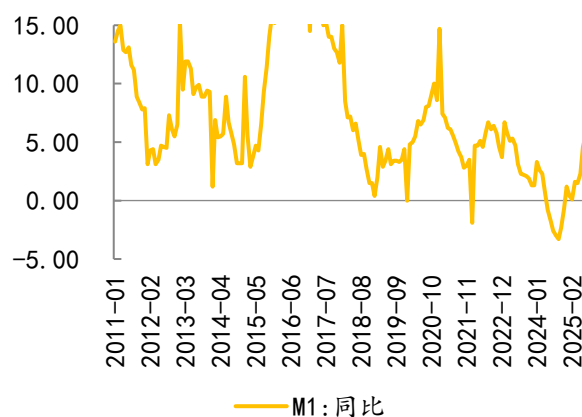
图 2：中长期贷款历史性负增长（亿元）



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 3：贷款需求再创新低（%）


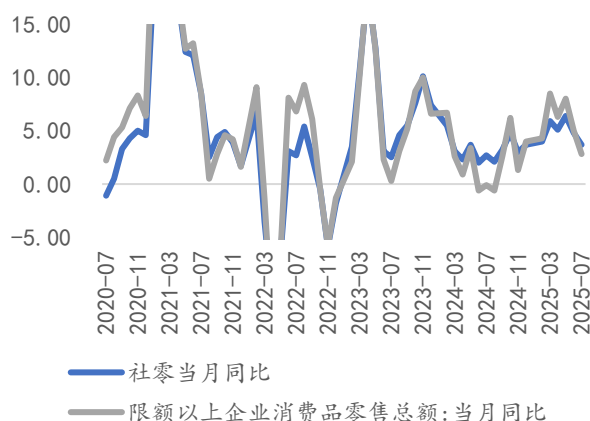
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 4：M1 同比增速回升（%）


资料来源：Wind 信达期货研究所

（二）消费、投资全线下跌

6 月社零当月同比增速下降至 3.7%，累计同比增速回落至 4.8%。限额以上分项来看，跟以旧换新政策相关的商品大多呈现较为明显的下行趋势，其余商品反而相对较多呈现持稳状态。发改委网站 7 月 31 日发布信息称已下达今年第三批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金。从时间来看，可能下发时间相对 7 月来说过晚，导致政策支撑力度不够。根据政策进程来看，8 月消费应该有一定起色。

图 5：消费增速从 6 月开始拐头向下（%）


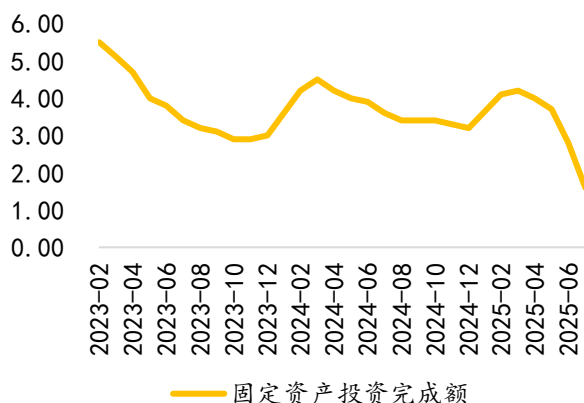
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 6：社零分项当月同比增速表现（%）

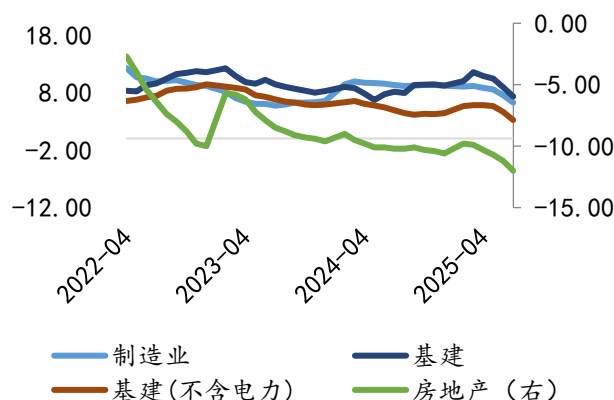
	粮油、食品类	饮料类	烟酒类	服装鞋帽、针、纺织品类	化妆品类	金银珠宝类
2025-07	8.60	2.70	2.70	1.80	4.50	8.20
2025-06	8.70	-4.40	-0.70	1.90	-2.30	6.10
2025-05	14.60	0.10	11.20	4.00	4.40	21.80
2025-04	14.00	2.90	4.00	2.20	7.20	25.30
	日用品类	体育、娱乐用品类	书报杂志类	家用电器和音像器材类	中西药品类	文化办公用品类
2025-07	8.20	13.70	-8.40	28.70	0.10	13.80
2025-06	7.80	9.50	-10.70	32.40	-0.70	24.40
2025-05	8.00	28.30	-8.40	53.00	0.30	30.50
2025-04	7.60	23.30	-8.50	38.80	2.60	33.50
	家具类	通讯器材类	石油及制品类	建筑及装潢材料类	汽车类	其他类
2025-07	20.60	14.90	-8.30	-0.50	-1.50	4.10
2025-06	28.70	13.90	-7.30	1.00	4.60	-2.30
2025-05	25.60	33.00	-7.00	5.80	1.10	4.10
2025-04	26.90	19.90	-5.70	9.70	0.70	5.80

资料来源：Wind 信达期货研究所

投资方面，7 月固定资产投资累计同比增速仅 1.7%，创 2020 年 9 月以来新低。三大项——制造业、基建和房地产全部下行。地产的颓势已有预兆，从各项高频数据来看，房地产近期确实呈现回落状态。但基建和制造业均呈现大幅回落状态，可能预示在上半年 5.3% 的 GDP 增速现实下，高层有意缓一缓。从当前政策节奏来看，三季度基建应该仍有支撑，预计 8 月会有所改观。

图 7：固定资产投资增速大幅向下（%）


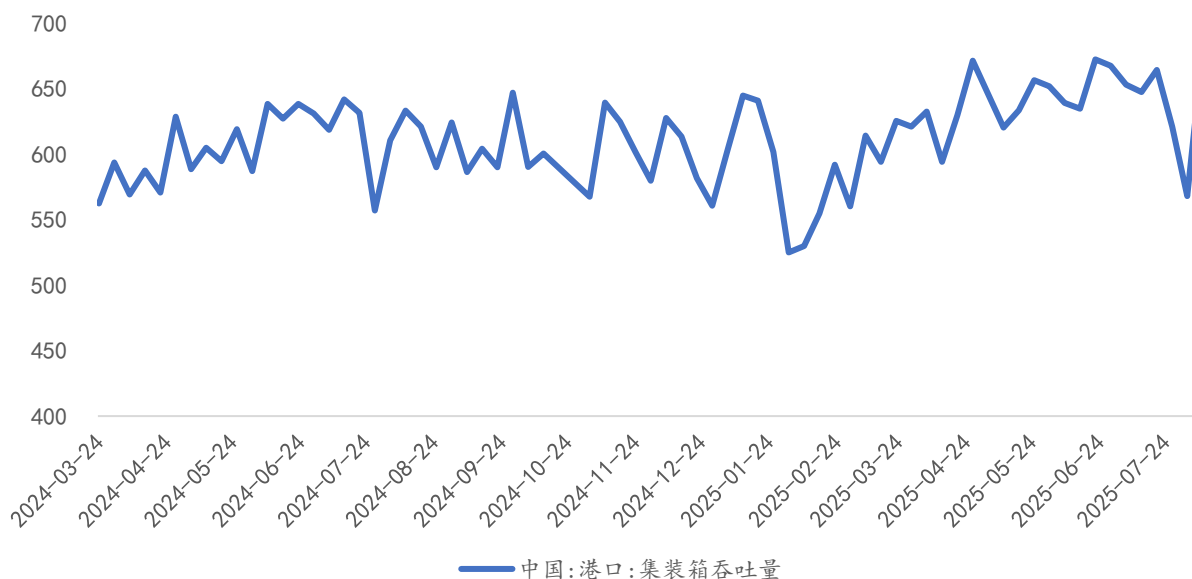
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：制造业、基建、房地产增速均回落（%）


资料来源：Wind 信达期货研究所

（三）外需：出口高频数据再次回升

上周我们提到过 8 月初，我们看到集装箱吞吐量呈现断崖式下滑态势，可继续关注，假如相关势头持续，可能意味着 8 月是拐点。但最近的数据显示集装箱吞吐量再次回升至历史至高水平，可能预示着 8 月出口可能还不是一个拐点。

图 9：集装箱吞吐量再次回升


资料来源：Wind 信达期货研究所

二、市场可能面临的两重考验

结合整体经济数据表现来看，市场仍处于抢跑阶段，未来情绪面的降温可能来自于两个方面：第一，9 月商品需求旺季来临，商品走势将接受旺季需求检验，假如需求低迷，市场情绪可能回踩；第二，10 月份将迎来三季报，按照当前的经济表现来看，三季度经济可能不太理想，进而反映在财报上，到时可能给市场浇上一盆冷水。

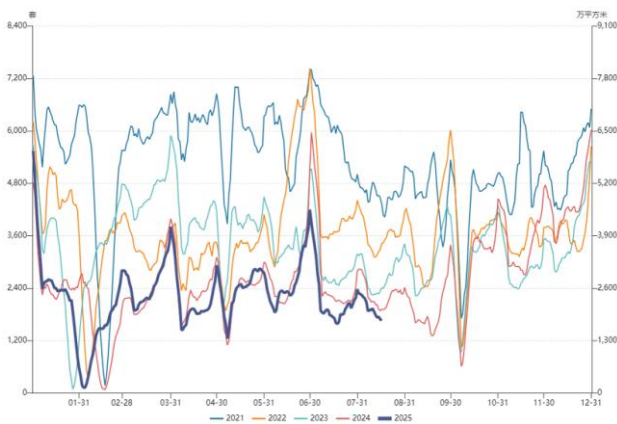
三、房地产政策效果跟踪——房地产市场继续表现低迷

高频数据方面，我们继续重点观察房地产。30大中城市新房销售面积继续季节性回落，持续低于2024年同期水平。分能级来看，一、二线城市新房销售面积均低于2024年同期水平，三线城市新房销售面积逆势走高，已高于2024年水平，但该现象能否持续有待观察。

二手房方面，截至8月4日，挂盘价指数整体继续下跌，一、二、三线城市挂盘价指数无一幸免。

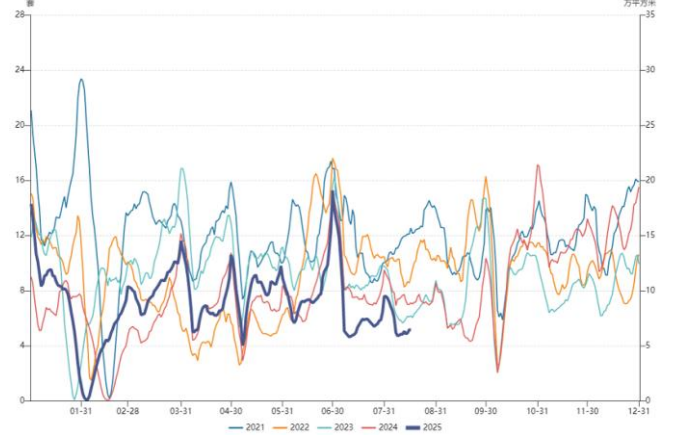
总体来看，新房销售面积继续在近年历史最低位，二手房市场继续恶化。地产整体趋势依然不容乐观。

图 10: 30 城销售面积低于 2024 年同期趋势 (7DMA)



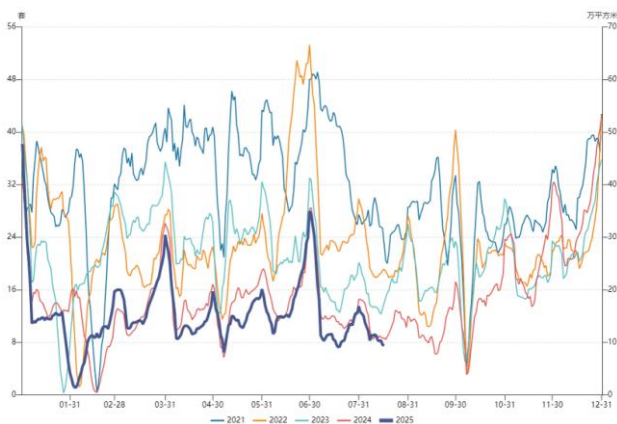
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 11: 一线城市销售面积位于 2024 年下方 (7DMA)



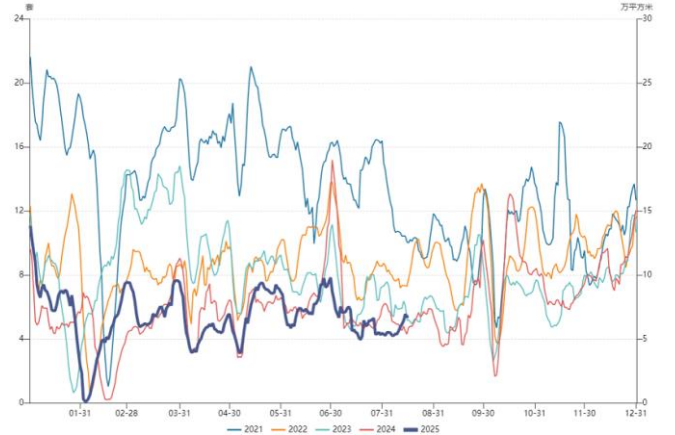
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 12: 二线城市销售面积略低于 2024 年同期 (7DMA)

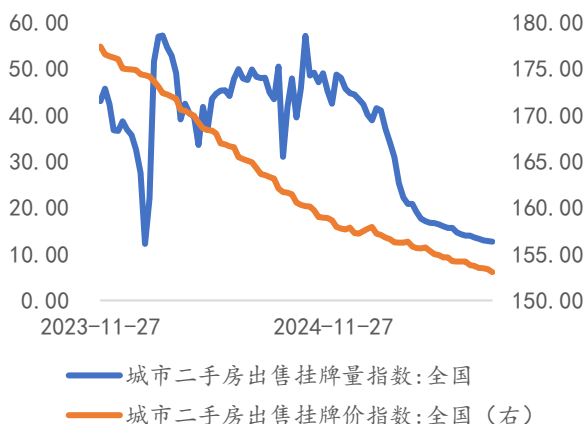


资料来源: Wind 信达期货研究所

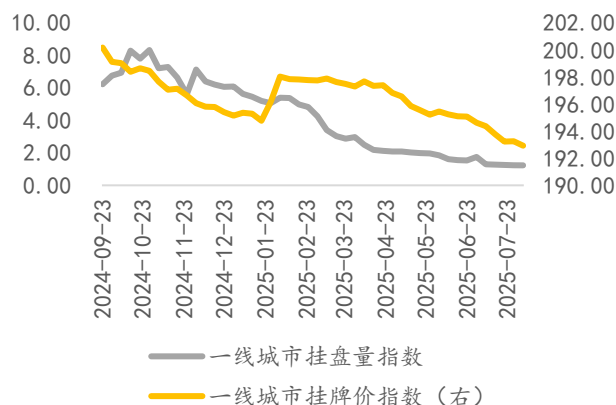
图 13: 三线城市销售面积逆势走高 (7DMA)



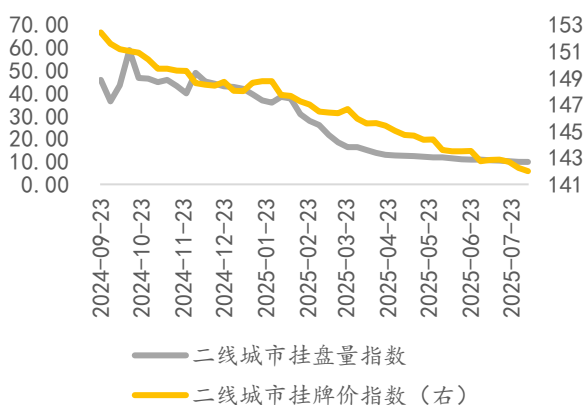
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 14：二手房挂牌价指数继续下跌


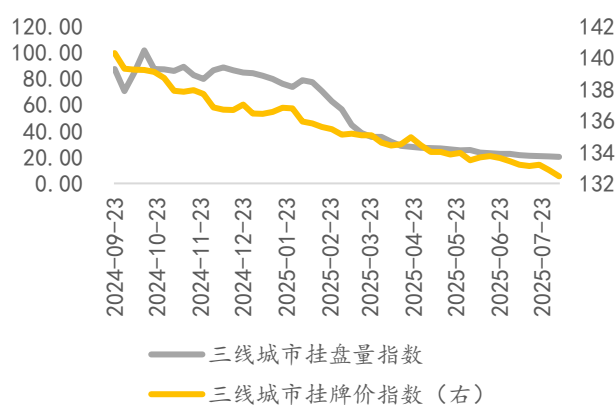
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 15：一线城市挂牌价持续走低


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 16：二线城市挂牌价指数再次向下


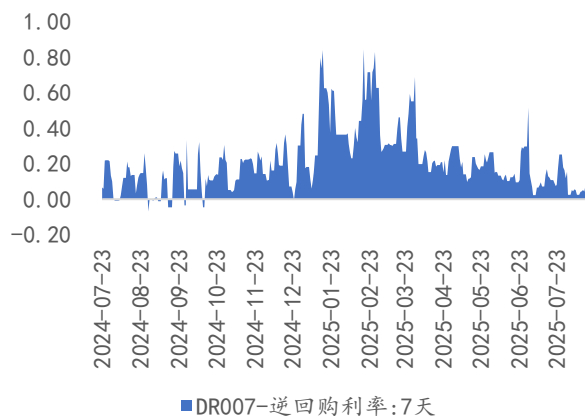
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 17：三线城市挂牌价指数继续下行


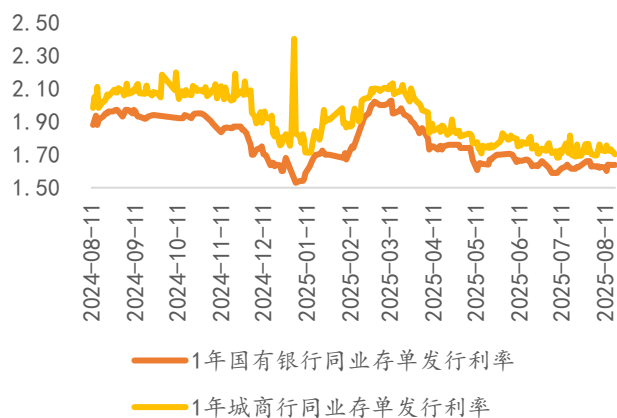
资料来源: Wind 信达期货研究所

四、国债：继续调整空间有限

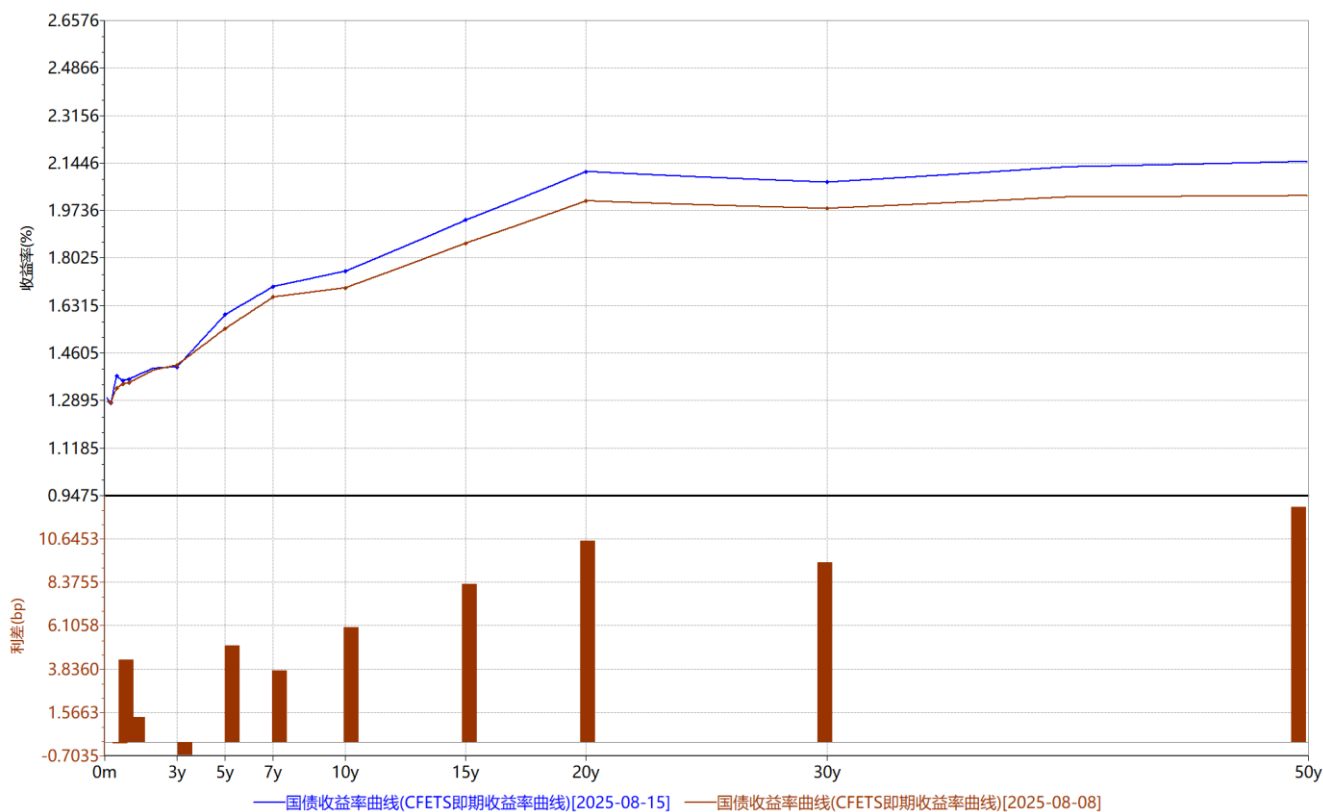
本周债市再次大幅调整。资金面利率低位运行，央行本周续作 5000 亿 6 个月买断式逆回购，本月已累计净投放买断式逆回购 3000 亿元，继续呵护中期流动性。股市情绪面继续向上冲，交易盘资金边际减少下，债市对低迷的经济数据暂时性脱敏。但当前 30 年期国债利率已回升至 2% 以上，接近 3 月份高点，10 年期国债利率再次调整至 1.75%，来到 7 月底高点。由于实体经济持续低迷，内需依然偏弱，资金面仍需以呵护为主，加之广谱利率仍在下降，债市利率依然有下行需求，预计再次大幅调整的空间有限。

图 18: 资金利率保持宽松状态 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 19: 同业存单发行利率整体保持低位 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 20: 国债利率呈现熊陡


资料来源: Wind 信达期货研究所

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。

评级说明

走势评级	短期(1-3个月)	中期(3-6个月)	长期(6-12个月)
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	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%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

【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

