

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

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

情绪降温

报告日期：

2025年9月2日

报告内容摘要：

◆国内：经济基本面偏冷，尽管最低迷的时期已经出现，但回升之路依然曲折。“反内卷”政策推动下，企业保持主动去库状态，更多地当作去库存的好机会，而不是追加投资、积极生产以应对未来的需求增长。价格方面，受中下游需求影响，企业无法将原材料涨价压力大量传导至中下游。

◆国外：鲍威尔在杰克逊霍尔会议上表述转鸽，不出意外的话，9月降息25bp基本可以确定。库克事件暴露出美联储独立性进一步减弱。从鲍威尔乃至库克身上，我们可以看到特朗普想要插手美联储促成大幅降息的决心。正常情况下，斯蒂芬·米兰将在9月会议前上任。加上沃勒和鲍曼两位，那么特朗普的跟从者已高达3位。美联储向来追求和谐，7月议息会议2张反对票创下38年来首次“双反对票”纪录。如今3票在握，其实反对势力已经大大增强。加上明年5月鲍威尔任期结束，新的美联储主席上任，降息幅度可能更多受到政治扰动，超出经济正常所需幅度。

◆大类资产走势展望

股	警惕回踩风险，整体依然看多
债	利率依然有下的空间
汇	区间震荡
黄金	操作上以多为主

◆风险提示：美国经济超预期走强 国内政策超预期

目录

一、 “反内卷”进入冷静期.....	3
(一) 经济基本面偏冷	3
(二) 主动去库存阶段	3
(三) 中下游价格上涨接受度低.....	4
二、 国外：鲍威尔转鸽，美联储独立性受扰动	5
三、 大类资产走势展望	6
(一) 股：警惕回踩风险	6
(二) 债：利率依然有下的空间	7
(三) 人民币汇率保持震荡	8
(四) 黄金：操作上以偏多为主。	9

表目录

表 1: 7月经济数据回踩	3
表 2: 生产资料环比涨幅远高于生活资料 (%)	4

图目录

图 1: 当前依然处于去库阶段 (%)	3
图 2: 企业经营压力较大 (%)	4
图 3: 商品已回落	5
图 4: 9月降息 25bp 概率为 88.6%	6
图 5: 风险溢价不高	7
图 6: 换手率也未到疯狂水平	7
图 7: 资金利率维持在相对低位 (%)	7
图 8: 银行负债端压力维持在相对偏低位置 (%)	7
图 9: 8月利率曲线呈现熊陡	8
图 10: 央行罕见在升值期继续拉升人民币	9
图 11: 黄金上行突破动力弱于 4 月	10
图 12: 美盘主导黄金升值走势	10

一、“反内卷”进入冷静期

(一)经济基本面偏冷

“反内卷”自7月初正式启动，目前已有两个月，经济数据已出台一个月。我们可以观察一下初步效果。

实体经济方面，效果还未体现。7月经济数据普遍回落，只有出口还处在高位，从高频数据来看，8月出口应该依然表现不错。

表 1: 7月经济数据回眸

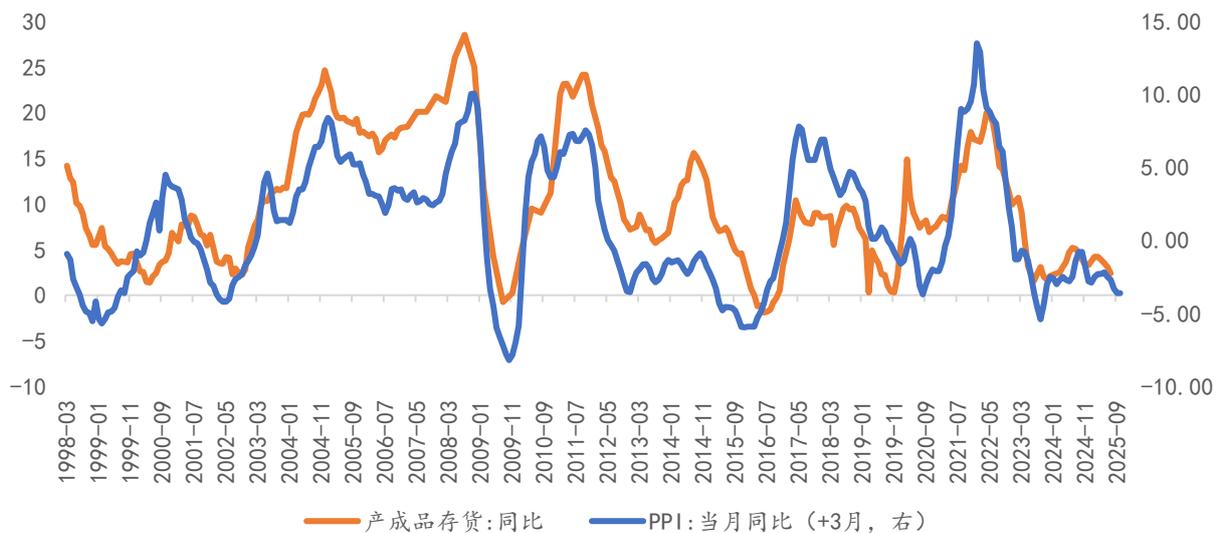
指标名称	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07
制造业PMI	49.30	49.70	49.50	49.00	50.50	50.20	49.10	50.10	50.30	50.10	49.80	49.10	49.40
非制造业PMI	50.10	50.50	50.30	50.40	50.80	50.40	50.20	52.20	50.00	50.20	50.00	50.30	50.20
出口金额:当月同比(%)	7.20	5.80	4.70	8.10	12.40	-3.00	6.00	10.63	6.61	12.68	2.40	8.70	7.00
CPI:当月同比(%)	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40	0.60	0.50
PPI:当月同比(%)	-3.60	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50	-2.90	-2.80	-1.80	-0.80
社融当月值(亿元)	11,320.00	42,251.00	22,870.00	11,591.00	58,894.00	22,375.00	70,546.00	28,507.00	23,288.00	14,120.00	37,635.00	30,323.00	7,707.00
新增人民币贷款:当月值(亿元)	-500.00	22,400.00	6,200.00	2,800.00	36,400.00	10,100.00	51,300.00	9,900.00	5,800.00	5,000.00	15,900.00	9,000.00	2,600.00
工业增加值:当月同比(%)	5.70	6.80	5.80	6.10	7.70	5.90		6.20	5.40	5.30	5.40	4.50	5.10
社零当月同比(%)	3.70	4.80	6.40	5.10	5.90	4.00		3.70	3.00	4.80	3.20	2.10	2.70
固定资产投资累计同比(%)	1.60	2.80	3.70	4.00	4.20	4.10		3.20	3.30	3.40	3.40	3.40	3.60
房地产投资累计同比(%)	-12.00	-11.20	-10.70	-10.30	-9.90	-9.80		-10.60	-10.40	-10.30	-10.10	-10.20	-10.20
制造业累计同比(%)	6.20	7.50	8.50	8.80	9.10	9.00		9.20	9.30	9.30	9.20	9.10	9.30
广义基建累计同比(%)	7.29	8.90	10.42	10.85	11.50	9.95		9.19	9.39	9.35	9.26	7.87	8.14
狭义基建累计同比(%)	3.20	4.60	5.60	5.80	5.80	5.60		4.40	4.20	4.30	4.10	4.40	4.90
工业企业利润总额:当月同比(%)	-1.50	-4.30	-9.10	3.00	2.60	-0.30		11.00	-7.30	-10.00	-27.10	-17.80	4.10

资料来源: Wind 信达期货研究所

(二)主动去库存阶段

从先行指标来看，工业企业产成品库存同比增速依然在下降，且未来几个月也将处于下降趋势。基于营收增速依然低迷，企业信心仍在低位，当前经济依然处于主动去库存阶段，即“反内卷”热潮下，企业更多地当作去库存的好机会，而不是追加投资、积极生产以应对未来的需求增长。

图 1: 当前依然处于去库阶段(%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

(三)中下游价格上涨接受度低

7月PPI环比增速-0.2%，已较6月提升0.2个百分点，但由于去年7月PPI环比增速也是-0.2%，导致PPI同比增速与6月持平。从8月大宗商品价格表现来看，8月PPI同比增速将出现较为明显的回升，但整体依然处于负增长区域。

分上下游来看，生产资料领域环比增速抬升0.4个百分点至-0.2%，生活资料环比增速较6月反而下降0.1个百分点，说明生活资料领域还未受到“反内卷”影响。细看生产资料内部，采掘业最为明显，环比增速回升1个百分点，原料端回升0.6个百分点，加工端仅回升0.2个百分点，与整体一致，说明中下游对上游价格上涨的接受度较低。

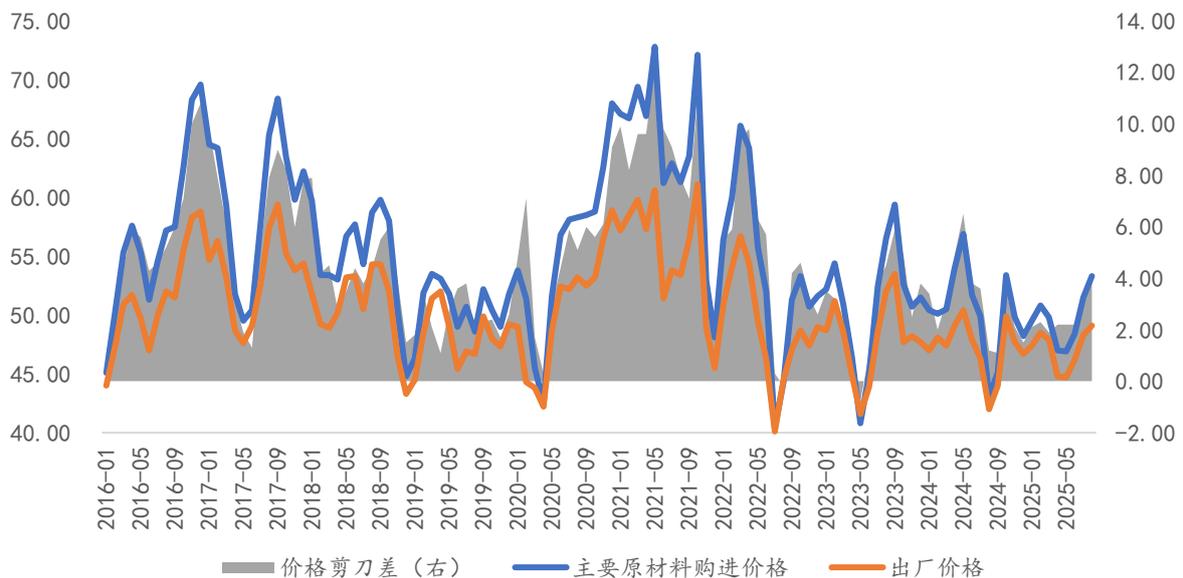
表 2：生产资料环比涨幅远高于生活资料（%）

单位：%	环比增速				
	2025年7月	2025年6月	2025年5月	较前值变化	环比贡献率
PPI	-0.2	-0.4	-0.4	0.2	-
生产资料	-0.2	-0.6	-0.6	0.4	0.3
采掘	-0.2	-1.2	-2.5	1.0	0.0
原料	-0.1	-0.7	-0.9	0.6	0.1
加工	-0.3	-0.5	-0.3	0.2	0.1
生活资料	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.0
食品	0.0	-0.3	-0.1	0.3	0.0
衣着	-0.1	0.0	0.2	-0.1	0.0
一般日用品	-0.2	0.1	0.1	-0.3	0.0
耐用消费品	-0.6	-0.1	0.1	-0.5	0.0

资料来源：Wind 信达期货研究所

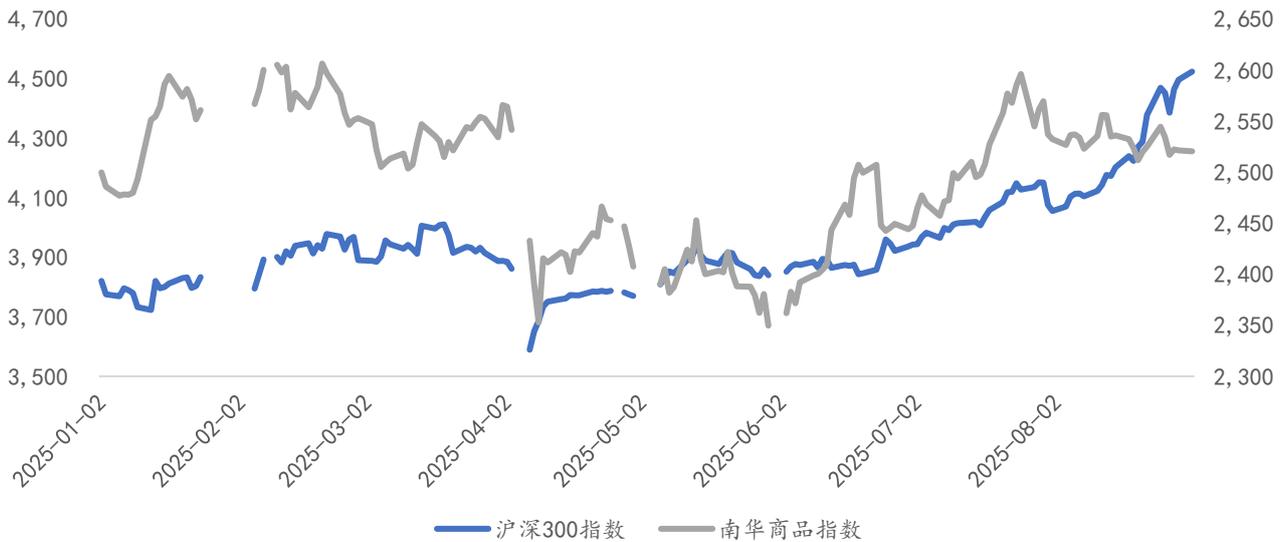
从PMI价格分来看，原材料涨价程度也是远大于出厂价格，说明受下游需求影响，企业无法将原材料涨价压力大量传导至中下游。

图 2：企业经营压力较大（%）



资料来源：Wind 信达期货研究所

从盘面来看，久期较短的南华商品指数在7月22日录得最高点，此后一路震荡走低。只是久期较长的股市仍在冲高。“反内卷”在商品市场已进入冷静期。

图 3: 商品已回落


资料来源: Wind 信达期货研究所

二、国外：鲍威尔转鸽，美联储独立性受扰动

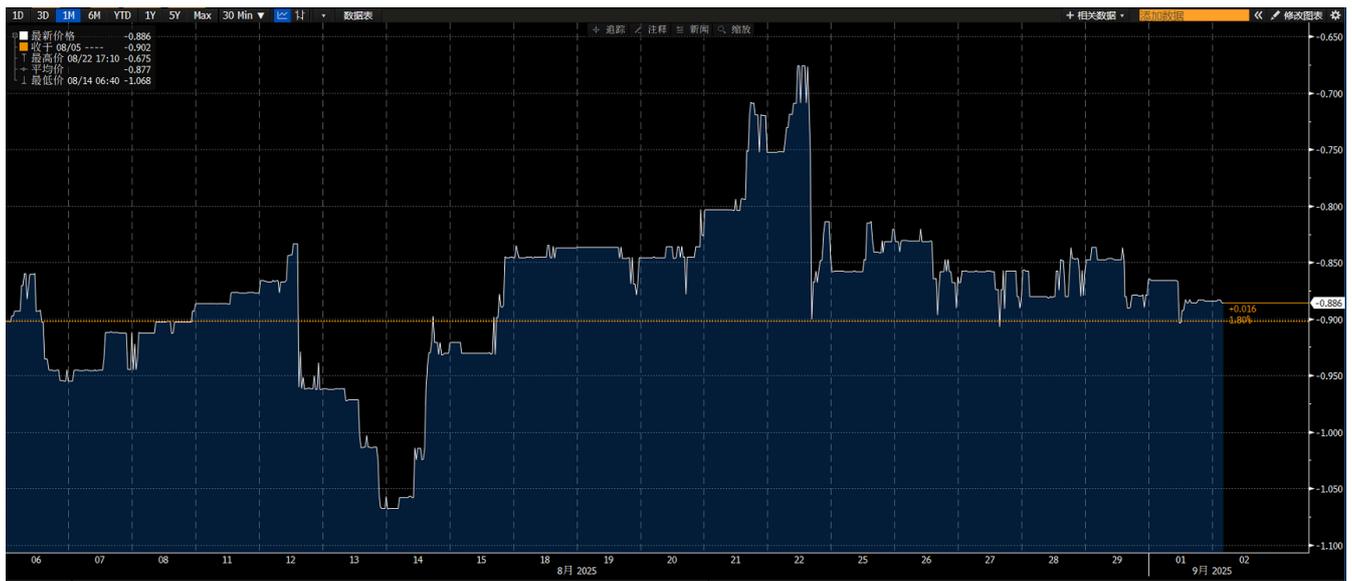
鲍威尔此前一直表态经济仍然稳健，关税对通胀的影响还需要评估，降息可以再等等。但在杰克逊霍尔全球央行年会上，鲍威尔的表态明显偏鸽，对就业和通胀都有了新的想法。

第一，就业趋弱，更加注重下行风险。鲍威尔认为就业的下行风险正在上升，如果这些风险成为现实，它们可能以裁员急剧增加和失业率上升的形式迅速显现。GDP 的部分放缓可能反映了供给或潜在产出增长的放缓。

第二，关税对通胀的影响已清晰可见，合理的基准情形是物价水平的一次性变动。之前鲍威尔在表达关税对通胀的影响时基准情形是物价的一次性变动，但还需要评估，现在很明显，影响的脉络已经清晰了。风险来自两种，物价上涨导致员工要求涨工资，这个情形在偏弱的就业市场不太可能发生。另一种则是通胀预期上行带动实际通胀上行，但现在长期通胀预期偏向稳定。

第三，暗示 9 月降息。鲍威尔表示在政策处于限制性区域的情况下，基线前景和不断变化的风险平衡可能需要我们调整政策立场，对 9 月降息松口。

因此，从鲍威尔的表态上可以看到，不出意外的话，9 月降息 25bp 基本可以确定。

图 4：9 月降息 25bp 概率为 88.6%


资料来源：Bloomberg 信达期货研究所

7 月特朗普质疑鲍威尔，尝试因美联储大楼翻新花费问题迫使鲍威尔主动离职，但鲍威尔不为所动。8 月，特朗普将目标锁定在美联储理事莉萨·库克身上。2025 年 8 月 25 日，特朗普以莉萨·库克 2021 年房贷申请中涉嫌“虚假陈述”（将两处房产均申报为主要住所）为由，宣布将其解雇。库克认为解雇“非法且无效”，于 8 月 28 日正式起诉特朗普，指控其无权解雇且程序违宪。美联储也发表声明支持库克，强调理事免职需“正当理由”。这是美联储 112 年历史上首次总统试图解雇理事。

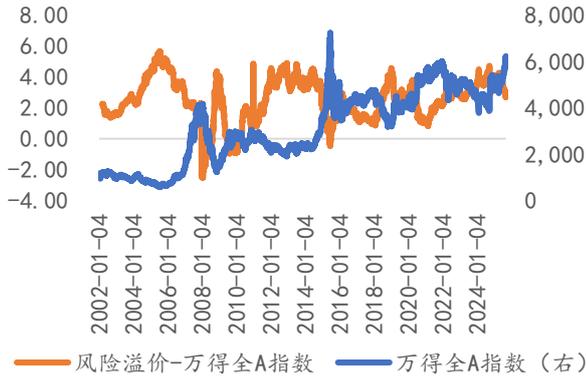
从鲍威尔乃至库克身上，我们可以看到特朗普想要插手美联储促成大幅降息的决心。正常情况下，斯蒂芬·米兰将在 9 月会议上上任。加上沃勒和鲍曼两位，那么特朗普的跟从者已高达 3 位。美联储向来追求和谐，7 月议息会议 2 张反对票创下 38 年来首次“双反对票”纪录。如今 3 票在握，其实反对势力已经大大增强。加上明年 5 月鲍威尔任期结束，新的美联储主席上任，降息幅度可能更多受到政治扰动，超出经济正常所需幅度。

三、大类资产走势展望

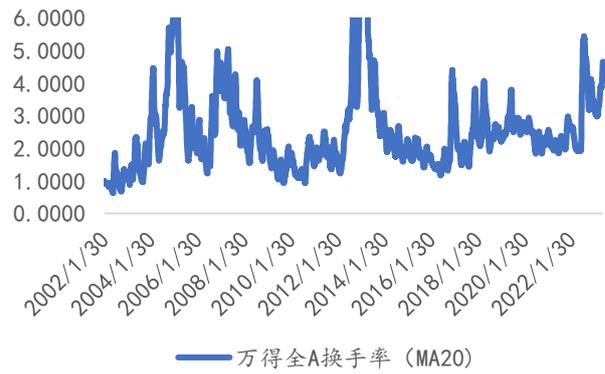
(一)股：警惕回踩风险

与我们预期不一致，8 月股市继续高歌猛进。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落。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。目前其实就是看多长时间市场会趋于理性。等待理性的过程可能还需要时间，还需要催化剂，因为从各项衡量市场疯狂程度的指标来看，当前市场并未进入狂热阶段，相对而言，还算理性，因此我们趋势上还是向上看。

催化剂主要看两个：第一，金九银十需求验证期。商品价格进入金九银十后，需求不及预期，可能继续趋弱，从而情绪扩散至股市；第二，10 月三季报发布期。“反内卷”行情主要起于 7 月，正好是三季度，假如三季报显示利润不佳，那么可能对风险偏好造成影响。

图 5: 风险溢价不高


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 6: 换手率也未到疯狂水平


资料来源: Wind 信达期货研究所

(二)债：利率依然有下的空间

8 月债市回调明显。看股做债整体有效，但灵敏度不及 7 月。“反内卷”政策下，市场风险偏好大幅上升，债市大幅承压，10 年期国债一度接近 1.8%。但资金面，央行呵护态度持续。MLF 和买断式逆回购均净投放 3000 亿元，合计 6000 亿元，呵护中期流动性。

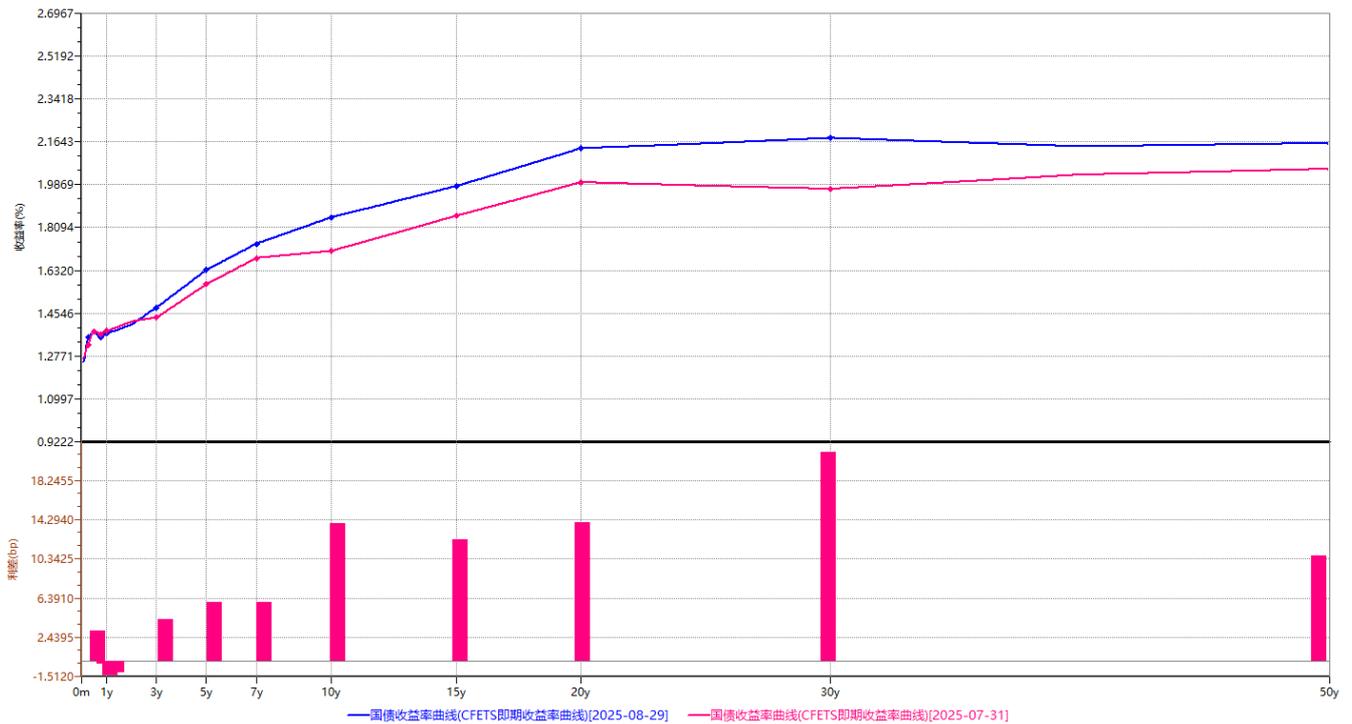
尽管经济底部可能已经出现，但需求端依然疲弱，“反内卷”政策也需要需求端政策配合，市场利率将保持低位。近期中小银行存款利率再次下调，二季度人民币贷款加权平均利率也继续下降，广谱利率仍在下行过程中，我们预计下半年降准降息仍有希望。现在十债利率依然偏高，利率仍有下的空间。

图 7: 资金利率维持在相对低位 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 8: 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 9：8 月利率曲线呈现熊陡


资料来源：Wind 信达期货研究所

(三)人民币 汇率保持震荡

8 月人民币汇率整体跟随美指运行，但在月底，人民币出现大幅升值情况。究其原因，可能是各项因素合力运行下，集中爆发的结果。

第一个因素来自于央行。尽管人民币已处于升值周期，但央行中间价继续指引升值方向。这种情况已持续一个月左右。

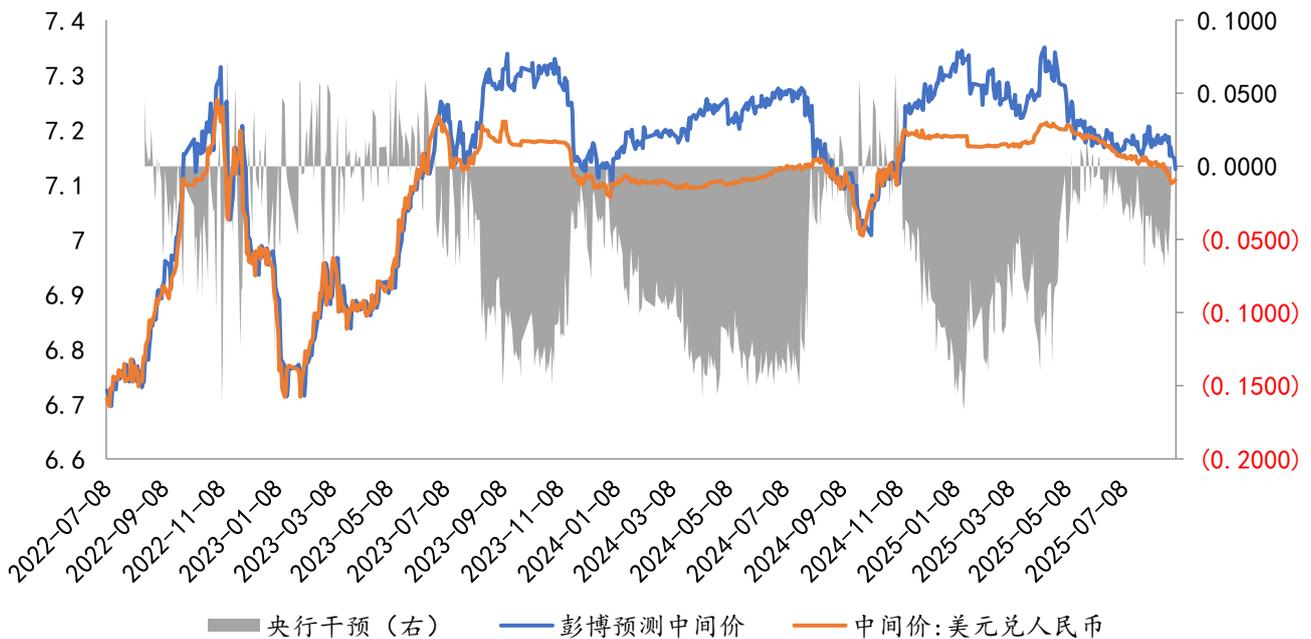
第二个因素来自于经常项目。出口预期走弱，但迟迟未走弱，大量结汇盘仍在积蓄力量。

第三个因素来自于资本项目。国内股市火热下，外资流入是大概率事件。

但这种现象能否持续，我们认为不太可能，国内经济疲弱下，人民币并没有大幅升值的基础。可能很多人担心结汇盘踩踏，但一旦出现这种情况，央行通常会通过某些代理人直接进场收美元，影响不至于过大。

展望 9 月，美元可能仍然保持震荡态势，人民币可能随之震荡，但假如震荡整体要选个方向，基于上述因素我们倾向于略微偏强。

图 10: 央行罕见在升值期继续拉升人民币



资料来源: Bloomberg 信达期货研究所

(四)黄金：操作上以偏多为主。

8 月底，黄金冲至区间上沿，问题在于能否形成 4 月的一波上涨行情。我们认为可能力度较弱，甚至于回归区间震荡状态。

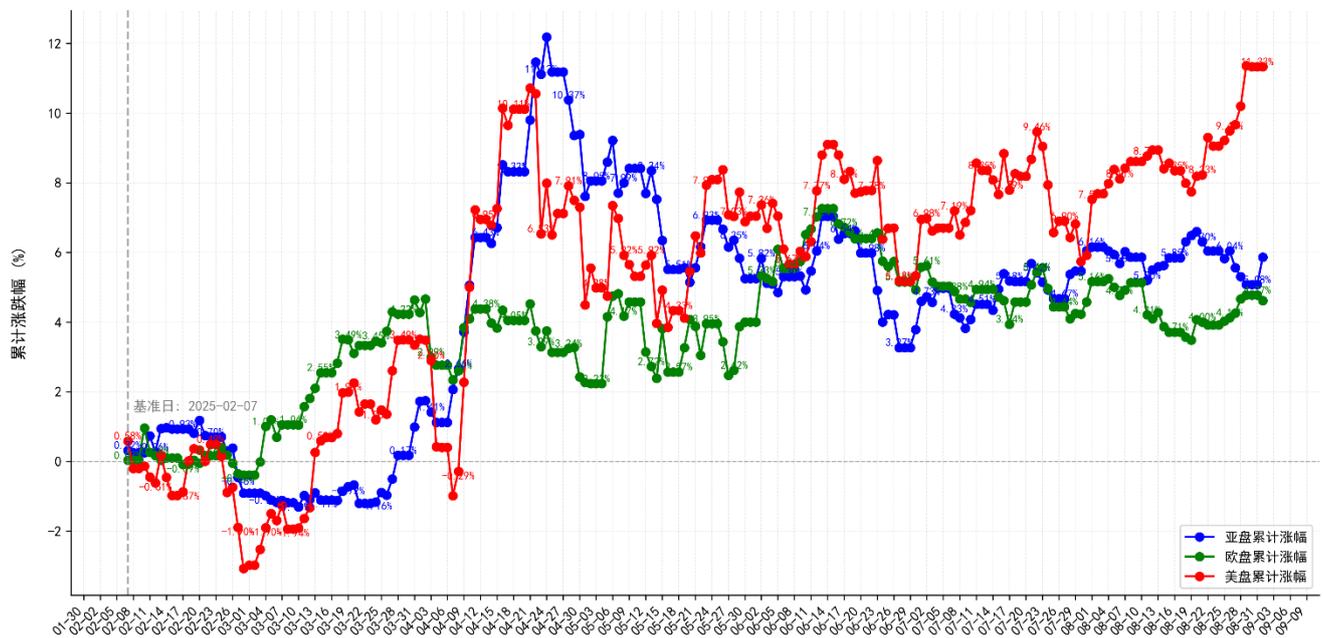
近期的黄金价格上涨更多来自于美联储独立性扰动，美元指数的走弱。但独立性问题可能不能和之前关税问题相媲美，9 月美元指数也不一定可以走出当前的震荡区间。美债名义利率依然处于区间震荡状态，未有明显下行动力，通胀预期可能上行，但预计幅度相对有限。除非 9 月美联储降息幅度超预期，不然市场应该已基本 price in。从买盘角度看，近期美盘力量较大，但欧盘和亚盘资金偏弱，在此情况下，黄金不一定能够录得大幅上涨。

上述判断基于全球市场未有大冲突的假设之上。假如市场对西方主要国家财政的担忧发酵，各国国债收益率大涨，美债收益率也大涨，可能引发黄金的大幅上行。

黄金操作上，我们大方向依然看多。建议 15-20%仓位配置黄金多头，等待长期收益。

图 11: 黄金上行突破动力弱于 4 月


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 12: 美盘主导黄金升值走势


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个月以内)	中短期(1-3个月)	中长期(3-6个月)	长期(6个月以上)
强烈看涨	上涨 15%以上	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%	上涨 5-15%
震荡	振幅 -5%~+5%	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%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	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