

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

国内反内卷，美国 OBBB 法案落地

报告日期：

2025 年 7 月 6 日

报告内容摘要：

◆国内：反内卷”对商品影响可能相对有限，与 2015 年供给侧改革不可同日而语，原因如下：1）供给侧改革应与内需提振政策并驾齐驱，当前需求端无法承接；2）下游更可能是供给侧改革的对象，消费者是直接的承接对象，对于需求冲击更加明显。下游的供给也是上游的需求，不利于上游大宗商品价格企稳回升，与 2015 年的结果可能截然相反；3）从官方表态来看，整体态度也较为温和。所谓的“供给侧改革”更多是“反内卷式竞争”。

◆国外：根据 CFRB 测算，到 2034 年，OBBB 法案将增加 4.1 万亿美元赤字，比此前众议院通过的版本多 1.1 万亿。假如临时措施永久化的话，这个额度将提升至 5.5 万亿。此前方案出来后，市场已有预期，当前应该影响不大。由于 OBBB 法案同时将美国联邦债务上限提高 5 万亿美元，财政部可重启国债发行，快速补充 TGA 余额，避免政府停摆。根据以往经验 TGA 余额预计补充至 8000 亿美元附近，相较当前，预计还需补充 4300 亿美元左右。财政部部长贝森特曾表示倾向于通过增发短期国库券补充 TGA，而非长期国债，因此对美债影响可能也不大。

◆房地产高频跟踪：30 大中城市新房销售季节性回落，同比来看，仍处季节性最低水平。二手房方面，一线城市挂盘价指数已接近前期低点。

◆国债：跨季后，央行大幅净回笼，资金面也呈现继续宽松模式。短端利率大幅下调，但中长端利率继续持稳。大型商业银行/政策性银行近期持续买入偏短端国债。“资产荒”现象略有体现，信用利差已经压缩至非常低的水平。下周债券发行量不大，供应压力较小，假如资金面继续保持宽松的话，短期债市保持震荡甚至利率继续下行的概率较大。我们仍然预期年内利率有望破新低。

◆风险提示：国内经济超预期走强

目录

一、 国内反内卷，美国 OBBB 法案落地.....	3
(一) “反内卷”不同于 2015 年供给侧改革	3
(二) OBBB 法案险过关，美债影响预计不大	3
二、 房地产政策效果跟踪——新房销售季节性回落	5
三、 国债：跨季后资金面转松，短债上扬明显	7

表目录

表 1: OBBB 法案对美国债务的影响分析	4
------------------------------	---

图目录

图 1: 当前工业产能利用率处于较低水平 (%)	3
图 2: 下游行业产能利用率较低 (%)	3
图 3: OBBB 法案将在 2026 年和 2027 年大幅提高赤字	4
图 4: TGA 账户余额预计补充至 8000 亿美元水平左右 (百万美元)	5
图 5: 30 城销售面积低于 2024 年同期趋势 (7DMA)	6
图 6: 一线城市销售面积位于 2024 年下方 (7DMA)	6
图 7: 二线城市销售面积低于 2024 年同期 (7DMA)	6
图 8: 三线城市销售面积远低于 2024 年同期 (7DMA)	6
图 9: 二手房挂牌价指数持平于前一周	6
图 10: 一线城市挂牌价继续向下	6
图 11: 二线城市挂牌价指数略有回升	7
图 12: 三线城市挂牌价指数继续下行	7
图 13: 资金利率呈现非常宽松状态 (%)	7
图 14: 同业存单发行利率下行 (%)	7
图 15: 利率震荡回落	8

一、国内反内卷，美国 OBBB 法案落地

(一)“反内卷”不同于 2015 年供给侧改革

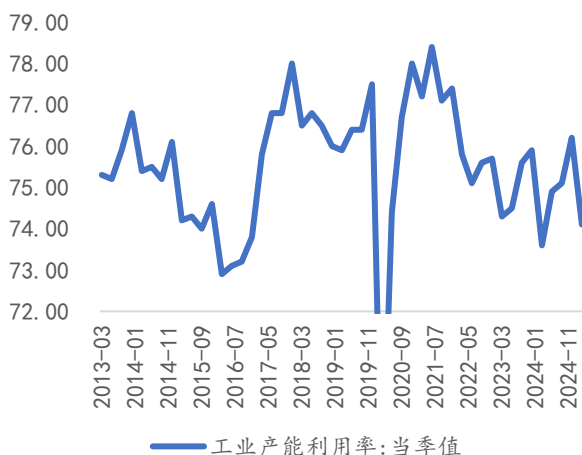
“反内卷”对商品影响可能相对有限，与 2015 年供给侧改革不可同日而语。

首先，供给侧改革应与内需提振政策并驾齐驱。2015 年的供给侧改革伴随着货币化棚改一道进行，而且货币化改革力度较大，房地产在此以后也是有了明显起色，需求端得到明显提振，供给侧改革带来的价格上行才有了需求接纳的基础。如今，内需找不到明显的助推力，外需又面临关税问题，此时若掀起大规模供给侧改革，需求端可能无法承受。

其次，哪些行业面临供给侧改革？理论上来说，产能利用率越低的行业，供给过剩问题越突出。相比于 2015 年，如今供需矛盾较为突出的问题集中在下游。下游若进行供给侧改革，那么消费者是直接的承接对象，对于需求冲击更加明显。此外，下游的供给也是上游的需求，不利于上游大宗商品价格企稳回升，与 2015 年的结果可能截然相反。

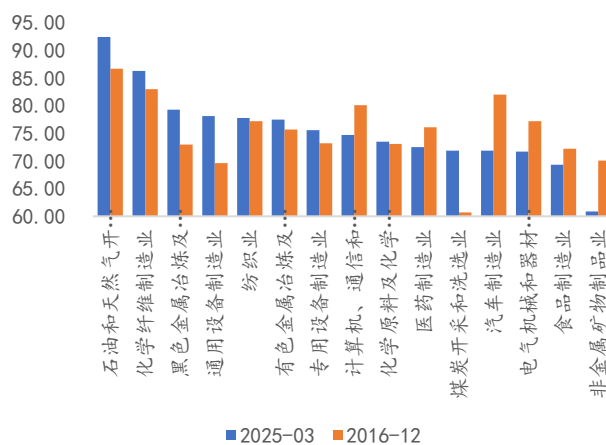
最后，从官方表态来看，整体态度也较为温和。2015 年中央经济工作会议用了较多文字阐述供给侧结构性改革，但如今中央财经委会议是要推进全国统一大市场建设，“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”。所谓的“供给侧改革”更多是“反内卷式竞争”。《求是》杂志发布的《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》里面提到，整治“反内卷式竞争”需要三方面进行，第一，供需两侧协同发力，促进总供给和总需求动态平衡；第二，规范政府行为，促进有效市场和有为政府更好结合；第三，强化行业自律，提高行业和企业反“内卷”的自觉性。

图 1：当前工业产能利用率处于较低水平（%）



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 2：下游行业产能利用率较低（%）



资料来源：Wind 信达期货研究所

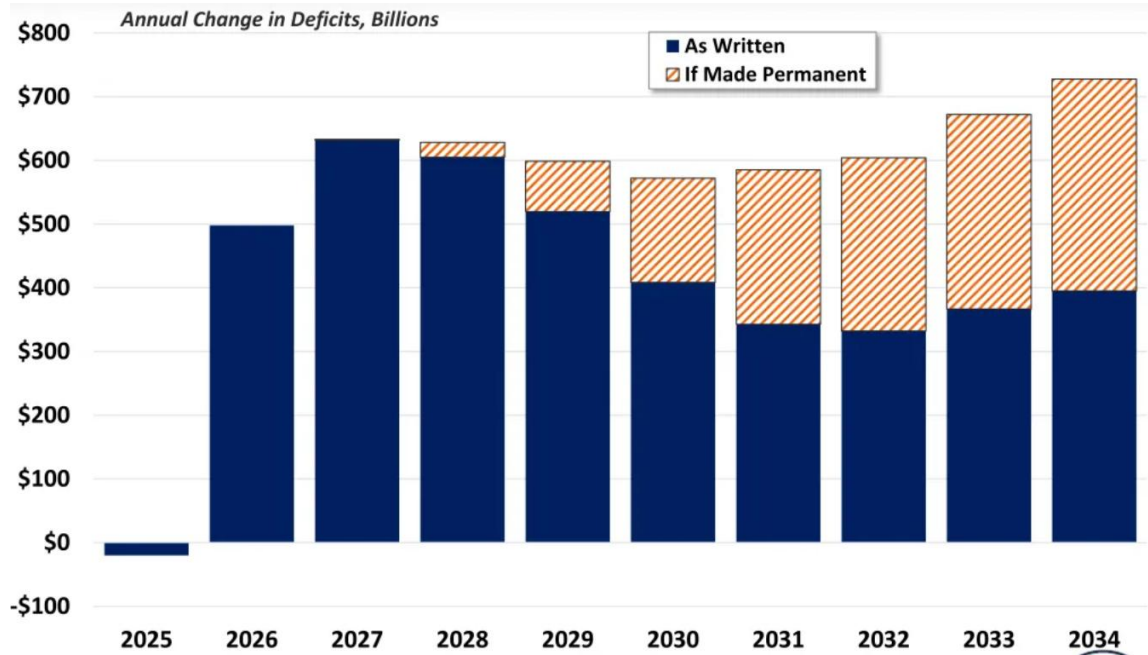
(二)OBBB 法案险过关，美债影响预计不大

OBBB 法案目前正式通过众议院，在特朗普签字后已正式生效。根据 CFRB 测算，到 2034 年，此法案将增加 4.1 万亿美元赤字，比此前众议院通过的版本多 1.1 万亿。假如临时措施永久化的话，这个额度将提升至 5.5 万亿。

由于减税措施的存在，整体赤字呈现前高后低特征，2026 年预计增加 5000 亿美元，2027 年则提升至 6000 亿美元以上。但假如减税措施剔除，或者其他增加赤字方案永久化，那么赤字增幅将一直保持在高位。

对于美债来说，此前方案出来后，市场已有预期，当前应该影响不大。

图 3: OBBB 法案将在 2026 年和 2027 年大幅提高赤字



资料来源: CFRB 信达期货研究所

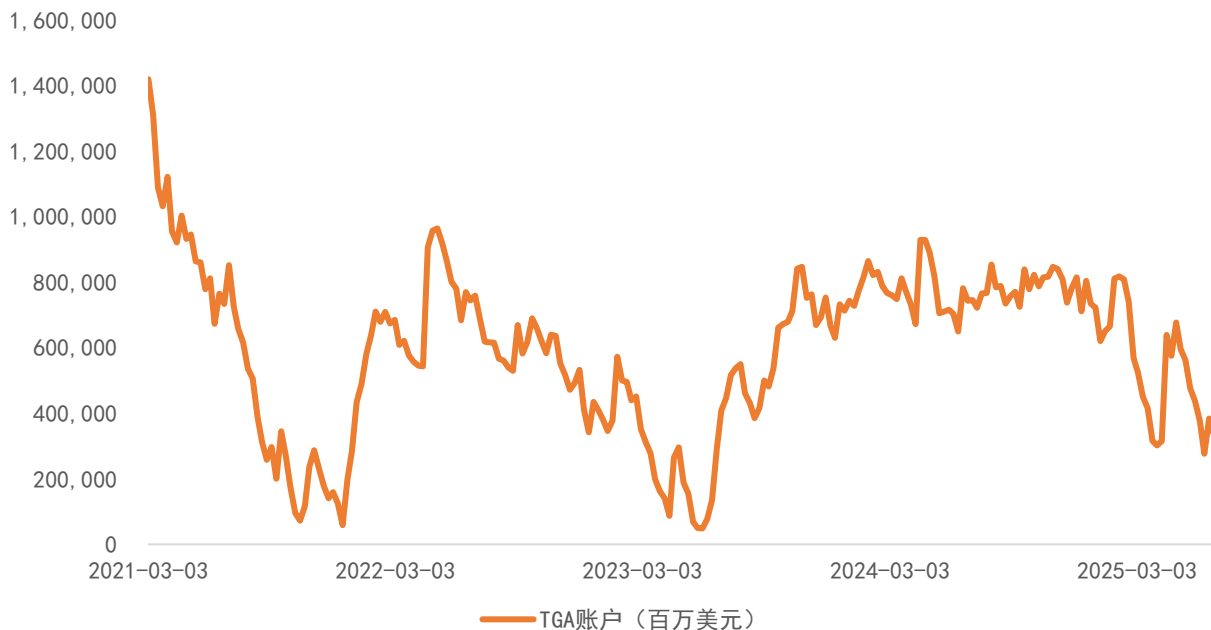
表 1: OBBB 法案对美国债务的影响分析

标题	赤字增加 (-) / 减少 (2025-2034 财年)	
	按照法案内容执行	假如永久化
金融	-3.466 亿美元	-4.305 亿美元
武装部队	-1500 亿美元	-4310 亿美元
国土安全部	-1290 亿美元	-2140 亿美元
司法	-90 亿美元	-760 亿美元
银行业	20 亿美元	20 亿美元
环境与公共工程	30 亿美元	30 亿美元
能源与自然资源	270 亿美元	270 亿美元
商业、科学和交通	440 亿美元	420 亿美元
农业	1,200 亿美元	1,200 亿美元
帮助	3070 亿美元	3070 亿美元
相互作用	-30 亿美元	-30 亿美元
最后一刻添加	~-1000 亿美元	~-1000 亿美元
小计, 主要赤字影响	-3.4 万亿美元	-4.7 万亿美元
利息	-0.7 万亿美元	-0.8 万亿美元
总债务影响	-4.1 万亿美元	-5.5 万亿美元

资料来源: CFRB 信达期货研究所

OBBB 法案同时将美国联邦债务上限提高 5 万亿美元，总额增至 41 万亿美元。这一调整直接缓解了 TGA 账户的流动性危机。此前美国两党政策中心预测，若无债务上限调整，TGA 可能在 2025 年 8 月 15 日前耗尽，引发技术性违约风险。债务上限提升后，财政部可重启国债发行（尤其是短期国库券），快速补充 TGA 余额，避免政府停摆。根据以往经验 TGA 余额预计补充至 8000 亿美元附近，相较当前，预计还需补充 4300 亿美元左右。财政部部长贝森特曾表示倾向于通过增发短期国库券补充 TGA，而非长期国债，因此对美债影响可能也不大。

图 4: TGA 账户余额预计补充至 8000 亿美元水平左右 (百万美元)



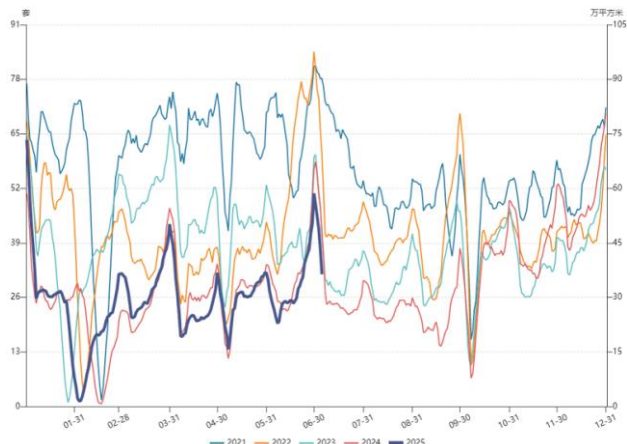
资料来源: Wind 信达期货研究所

二、房地产政策效果跟踪——新房销售季节性回落

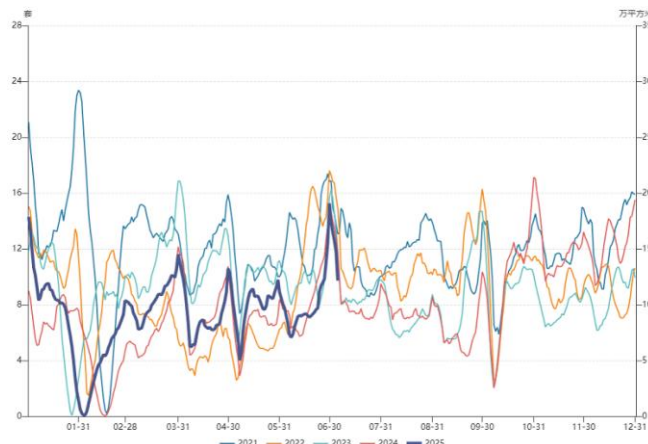
高频数据方面，我们继续重点观察房地产。30 大中城市新房销售面积顺着季节性规律上升又回落，但整体依然不及 2024 年水平，特别是三线城市，远不及 2024 水平。

二手房方面，截至 6 月 23 日，挂盘价指数持平于前一周。其中，一线城市和三线城市挂盘价指数小幅下降，二线城市略有回升。值得注意的是，一线城市挂盘价指数已接近前期低点。

总体来看，新房销售季节性回落，同比来看，仍处季节性最低水平。

图 5：30 城销售面积低于 2024 年同期趋势（7DMA）


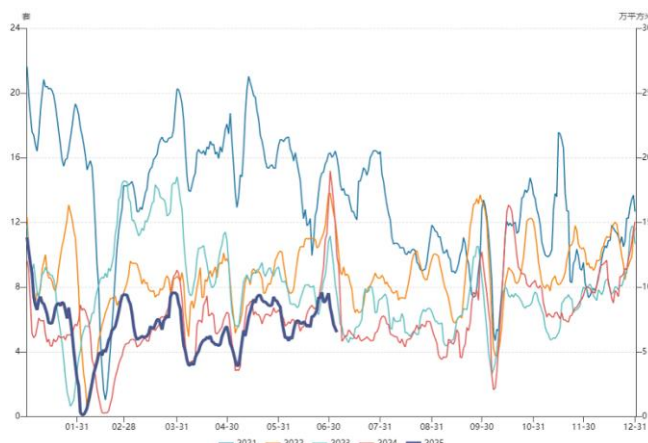
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 6：一线城市销售面积位于 2024 年下方（7DMA）


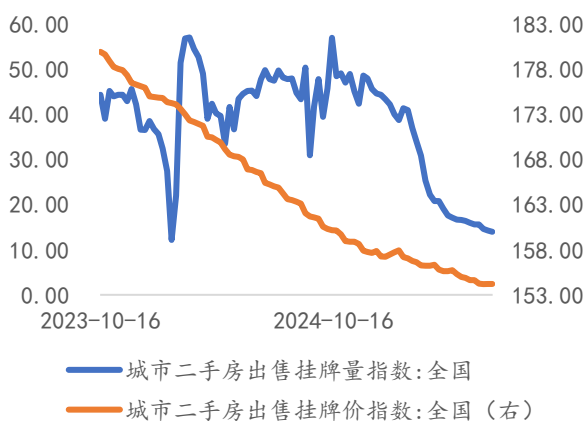
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 7：二线城市销售面积低于 2024 年同期（7DMA）

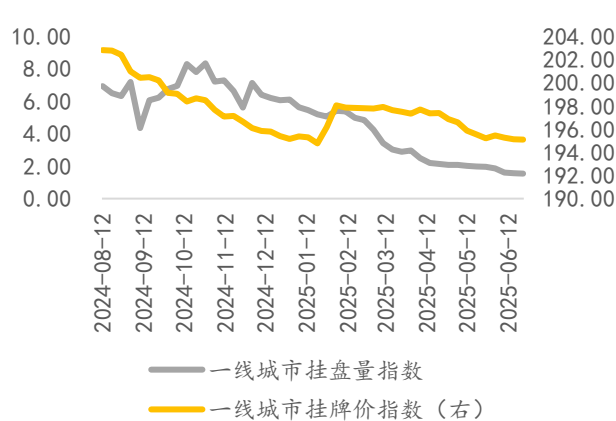

资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：三线城市销售面积远低于 2024 年同期（7DMA）


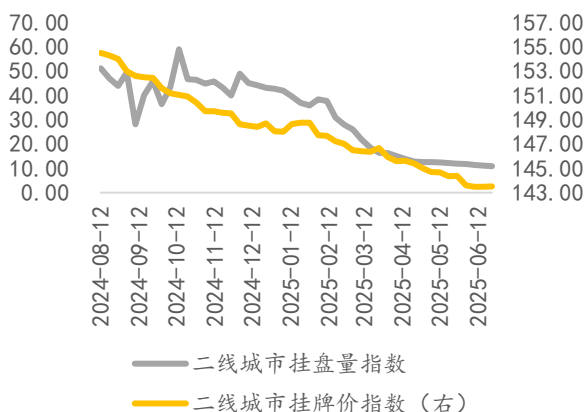
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 9：二手房挂牌价指数持平于前一周


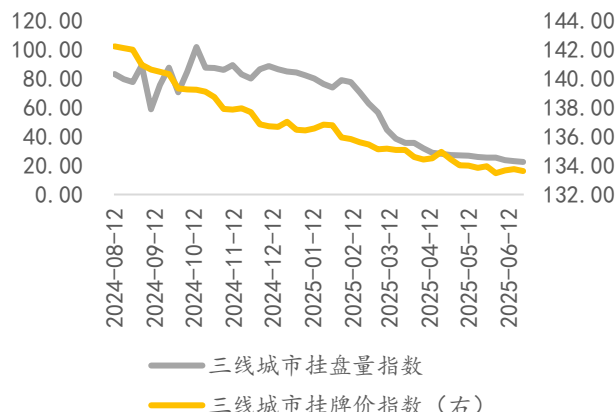
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：一线城市挂牌价继续向下


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 11: 二线城市挂牌价指数略有回升


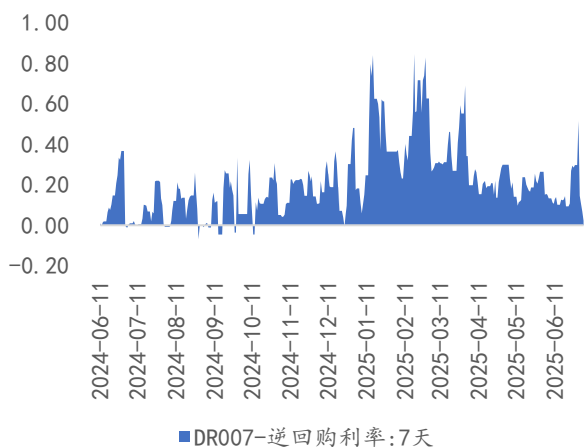
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 12: 三线城市挂牌价指数继续下行


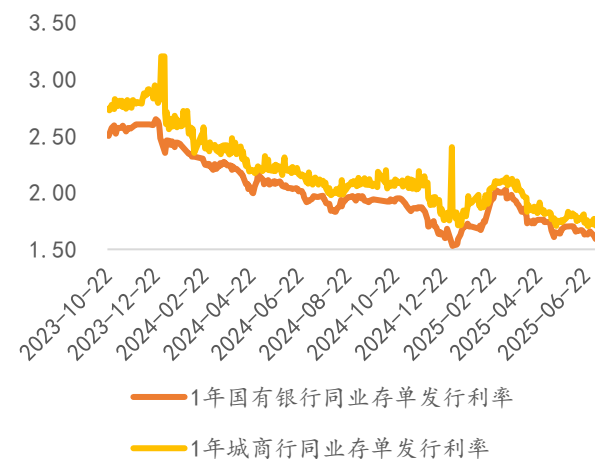
资料来源: Wind 信达期货研究所

三、国债：跨季后资金面转松，短债上扬明显

跨季后，央行大幅净回笼，资金面也呈现继续宽松模式。短端利率大幅下调，但中长端利率继续持稳。大型商业银行/政策性银行近期持续买入偏短端国债。“资产荒”现象略有体现，信用利差已经压缩至非常低的水平。下周债券发行量不大，供应压力较小，假如资金面继续保持宽松的话，短期债市保持震荡甚至利率继续下行的概率较大。我们仍然预期年内利率有望破新低。

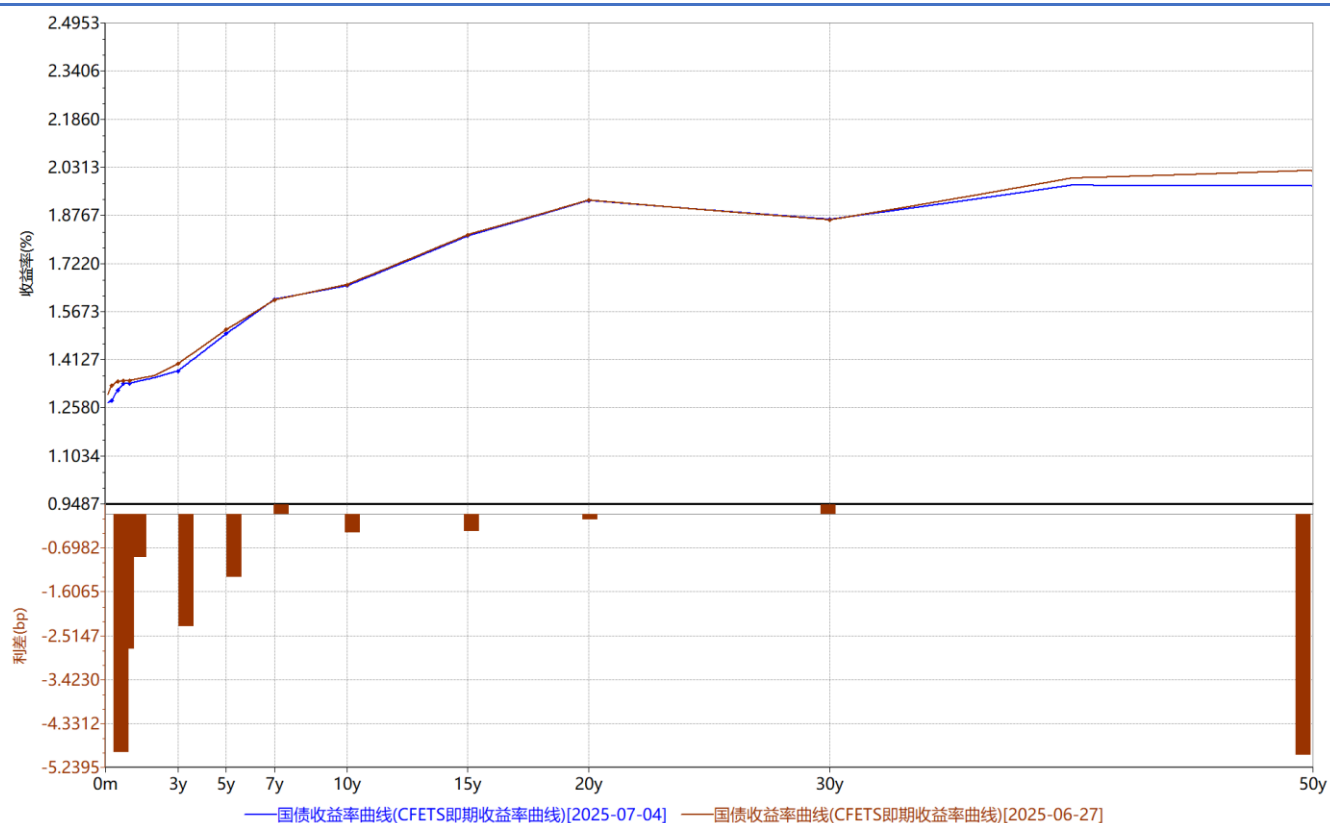
图 13: 资金利率呈现非常宽松状态(%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 14: 同业存单发行利率下行(%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 15: 利率震荡回落



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

