

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

如何看“反内卷”？

报告日期：

2025年7月28日

报告内容摘要：

◆**国内：**当前促使各大商品上涨的政策主要有两种，分别是规定最低价格和淘汰落后产能。但二者都面临政策执行力和总需求收缩问题。与2015年相比，当前“内卷”部门集中在中下游，政策执行力相对较差，终端需求也更加疲弱。终端需求的疲弱更多体现在居民部门，当前企业和政府部门仍在加杠杆。“反内卷”的核心在于提需求，重点提高居民部门的需求。由于居民部门的需求提振相对较难，预计本轮经济底部徘徊时间也相对较长。

◆**房地产高频跟踪：**30大中城市新房销售面积开始回升，但仍低于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略高于去年。目前二三线城市均有回升，但一线城市仍逆季节性向下。二手房方面，截至7月14日，挂盘价指数整体继续下跌。其中一线城市挂盘价指数突破前期低点，二线城市略有回升，三线城市继续下跌。总体来看，新房销售面积环比略有改善，二手房市场继续恶化。地产整体趋势依然不容乐观。

◆**国债：**本周债市面临较大幅度调整。供给侧改革预期下，股市和商品市场风险偏好明显上扬，作为避险资产的债市情绪明显降温。展望后市，债市配置价值凸显。本周10年期国债利率一度升至1.75%，当前仍在1.73%附近。供给侧改革仍停留在预期炒作阶段，更为重要的需求侧措施还未出台，从当前的政策力度来看，扭转经济疲弱的可能性较小。下半年，伴随着降准降息的落地，资产荒有可能进一步演化，债市利率仍有希望突破前低。

◆**风险提示：**国内政策超预期

目录

一、 如何看“反内卷”？	3
(一) 当前商品市场“反内卷”政策的理论分析	3
(二) 与 2015 年供给侧改革的比较	3
(三) “反内卷”核心还是在于促需求	4
二、 房地产政策效果跟踪——二三线城市边际表现好于一线	5
三、 国债：风险偏好上升，债市承压	6

图目录

图 1: 限定最低价格后，供给需求变化	3
图 2: 淘汰落后产能的供需变化分析	3
图 3: 当前产能过剩行业更偏向终端消费	4
图 4: 当前居民部门开始降杠杆	4
图 5: “反内卷”关键在于推动需求曲线右移	4
图 6: 30 城销售面积低于 2024 年同期趋势（7DMA）	5
图 7: 一线城市销售面积位于 2024 年下方（7DMA）	5
图 8: 二线城市销售面积低于 2024 年同期（7DMA）	5
图 9: 三线城市销售面积低于 2024 年同期（7DMA）	5
图 10: 二手房挂牌价指数继续下跌	5
图 11: 一线城市挂牌价跌破前期低点	5
图 12: 二线城市挂牌价指数略有上升	6
图 13: 三线城市挂牌价指数继续下行	6
图 14: 资金利率抬升（%）	6
图 15: 同业存单发行利率略有上升（%）	6
图 16: 利率曲线整体上移	7

一、如何看“反内卷”？

(一)当前商品市场“反内卷”政策的理论分析

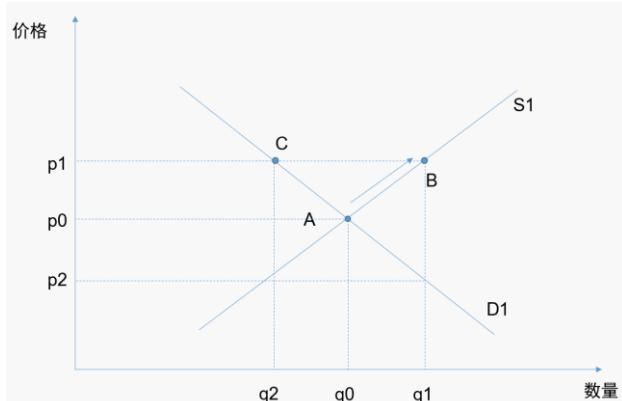
本周市场行情仍围绕“反内卷”做文章。资金面已经先行，未来行情能否持续的关键还是在于现实能够跟上。那么现实能否跟上就得衡量这些政策的效果。

从经济学角度来看，当前促使各大商品上涨的信息指向两种场景：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。这里非常考验政策的执行力。

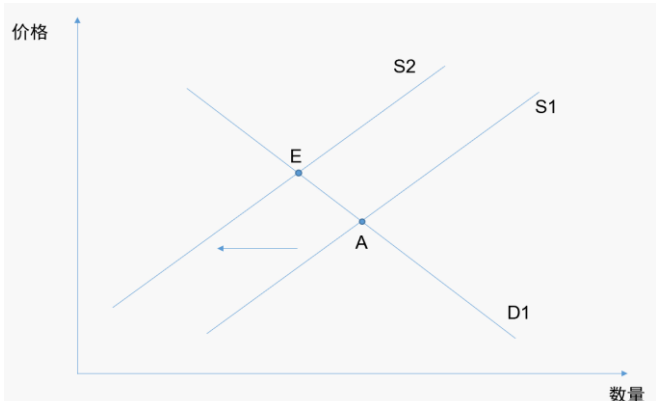
第二种情况，淘汰落后产能相当于驱动供给曲线左移。这里也有个执行力问题，怎样能够保证企业乐意淘汰所谓的落后产能。此外，还有个问题在于当供给曲线从 S_1 左移至 S_2 后，需求不变的情况下，均衡点从 A 转移至 E，导致的结果就是价格回升，但总需求也收缩，我们是否能够承受得住？

图 1：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 2：淘汰落后产能的供需变化分析



资料来源：信达期货研究所

(二)与 2015 年供给侧改革的比较

众所周知，2015 年的供给侧改革是比较成功的，当前能否复制？我们认为比较难。

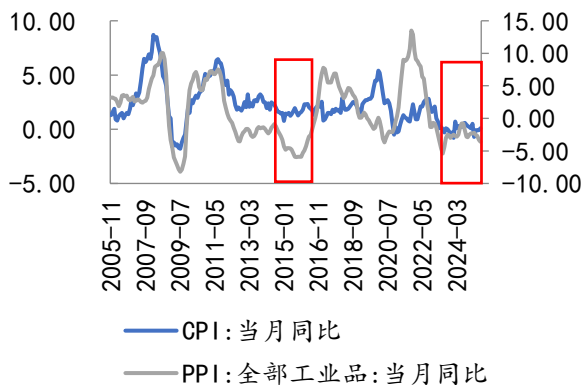
第一，产能过剩行业结构不一样。2015 年 PPI 同比增速远低于 CPI。当时 PPI 同比增速多落在 -4% 或者更低，从 PPI 角度来看，通缩严重性比现在更甚。另一方面，2015 年时 CPI 同比值基本都在 1.2% 以上，相比于当前低于 1% 的通胀率好得多。说明 2015 年供给过剩部门更多集中在上游，当前则集中在中下游，更加偏向终端消费。上游企业多以国企为主，政策执行力好，中下游行业多以民企、中小企业为主，政策执行力相对较差。因此无论是第一种情况下的 A 转移至 B，或是第二种情况下的 A 转移至 E，实现起来都比较困难。

第二，终端需求条件不一样。如前所述，现在的 CPI 远低于 2015 年，说明终端的接受程度更差，即需求更差。分部门来看，问题主要出现在居民部门。2015 年那一轮，企业和政府

请务必阅读正文之后的免责条款3

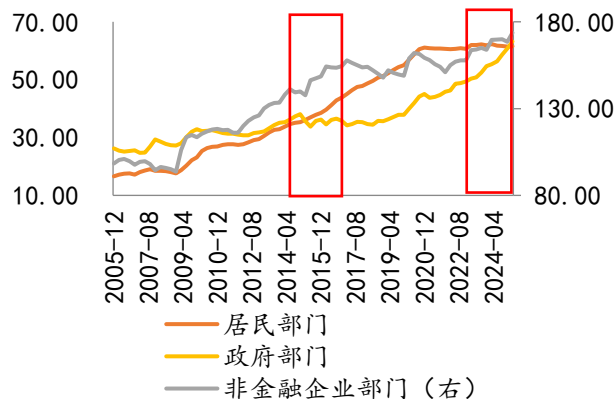
部门都曾去杠杆，但居民部门持续加杠杆，说明居民部门的终端消费力仍在，刺激政策也相对更加容易有效。但当前，企业和政府部门仍在加杠杆，居民部门疫情后明显加杠杆能力受限，近期开始去杠杆。任何产品最终的消费者主要集中在居民部门，当居民部门开始去杠杆，那么终端消费能力自然下行。这种情况下，需求刺激政策奏效的难度也在降低。

图 3：当前产能过剩行业更偏向终端消费



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 4：当前居民部门开始降杠杆



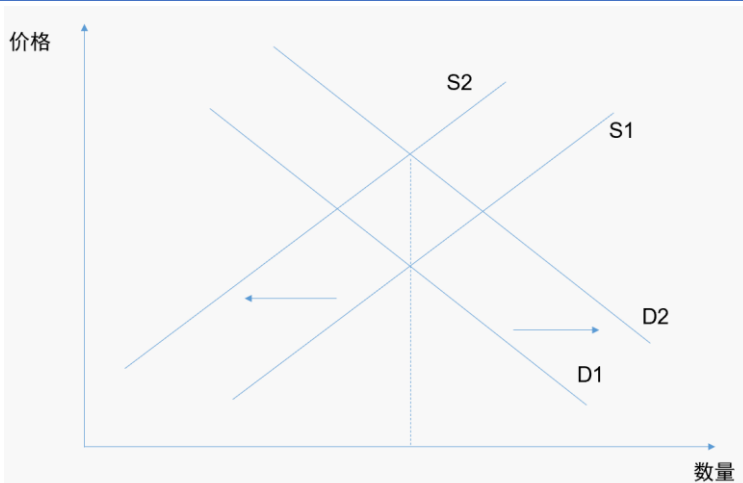
资料来源：Wind 信达期货研究所

（三）“反内卷”核心还是在于促需求

如我们之前所说，设定最低价格抑或淘汰落后产能都面临政策执行力问题，即使政策执行到位，那么也面临需求收缩问题，需求收缩也意味着经济增速下降，这种代价怕是我们难以承受的。因此，要想政策发挥作用，核心还是在于如何增加需求，促使需求曲线右移。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 5：“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

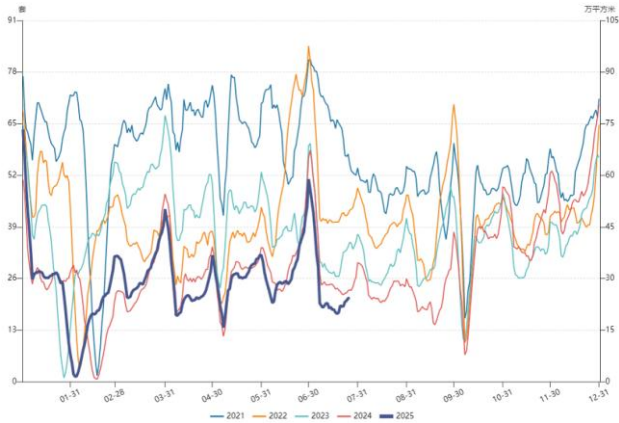
二、房地产政策效果跟踪——二三线城市边际表现好于一线

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开始回升，但仍低于 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略高于去年。目前二三线城市均有回升，但一线城市仍逆季节性向下。

二手房方面，截至 7 月 14 日，挂盘价指数整体继续下跌。其中一线城市挂盘价指数突破前期低点，二线城市略有回升，三线城市继续下跌。

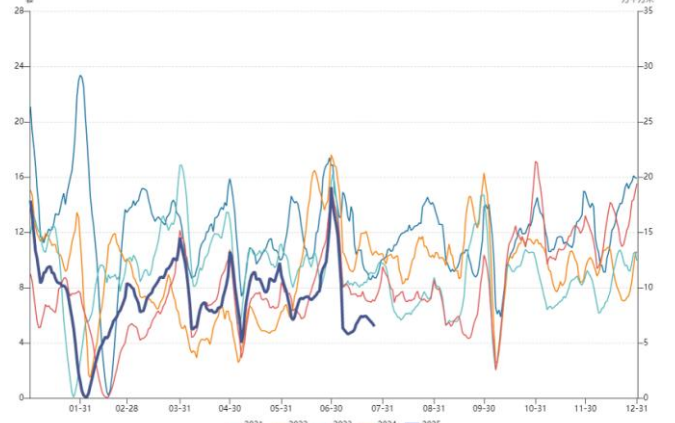
总体来看，新房销售面积环比略有改善，二手房市场继续恶化。地产整体趋势依然不容乐观。

图 6：30 城销售面积低于 2024 年同期趋势（7DMA）



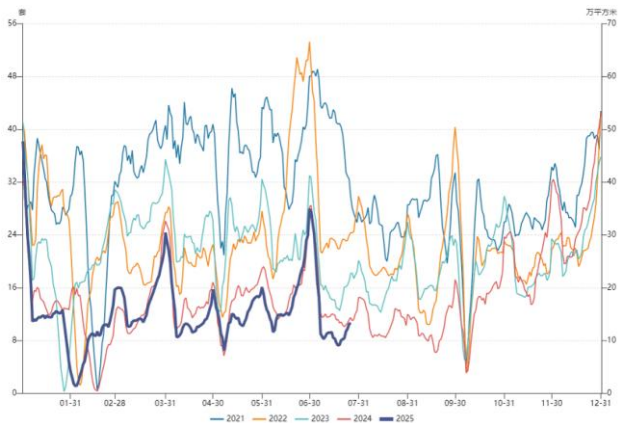
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 7：一线城市销售面积位于 2024 年下方（7DMA）



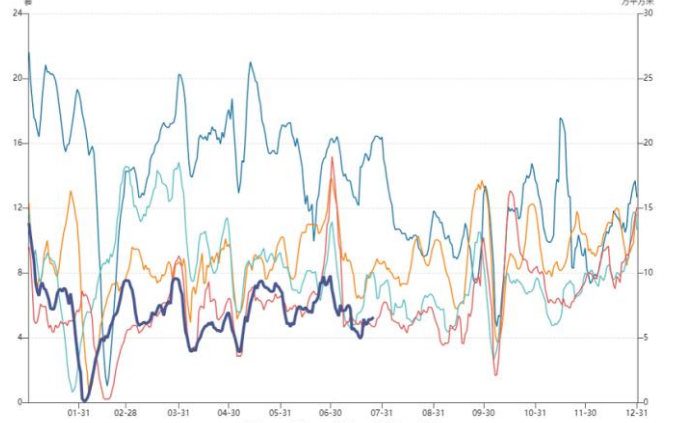
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：二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

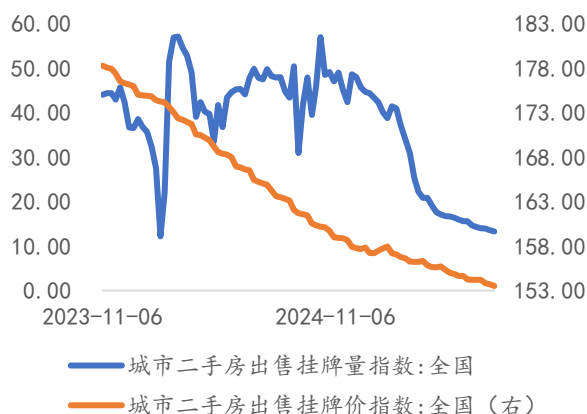
图 9：三线城市销售面积低于 2024 年同期（7DMA）



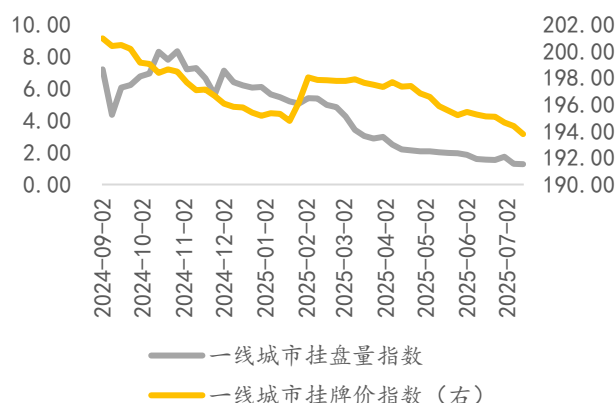
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：二手房挂牌价指数继续下跌

图 11：一线城市挂牌价跌破前期低点

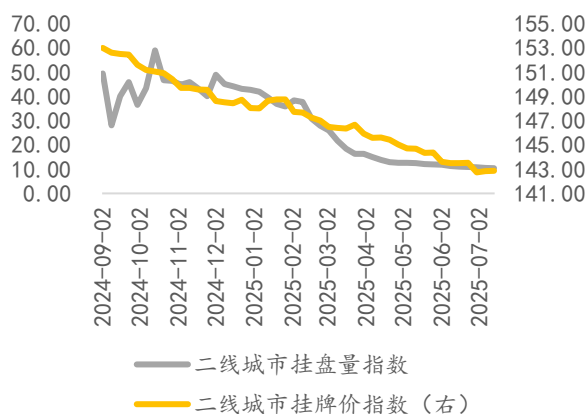


资料来源: Wind 信达期货研究所



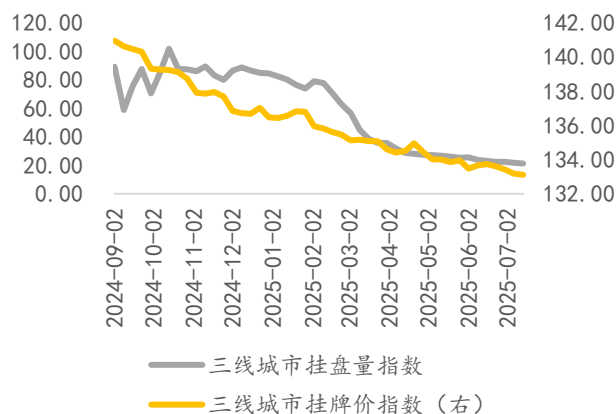
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 12: 二线城市挂牌价指数略有上升



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 13: 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

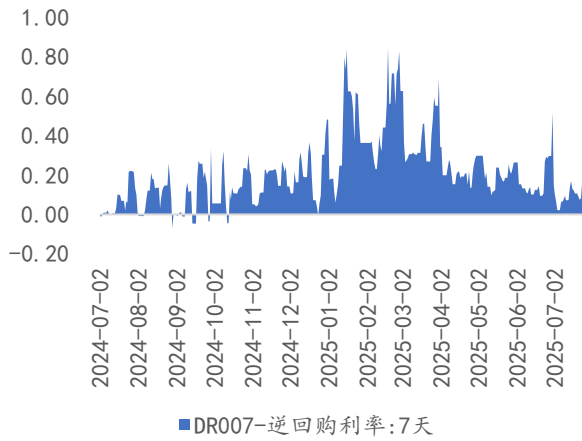
三、国债：风险偏好上升，债市承压

本周债市面临较大幅度调整。供给侧改革预期下，股市和商品市场风险偏好明显上扬，作为避险资产的债市情绪明显降温。资金面上，尽管整体资金利率较上周有所上升，但央行极尽呵护态度，MLF 本月净投放 1000 亿，买断式逆回购本月净投放 2000 亿。

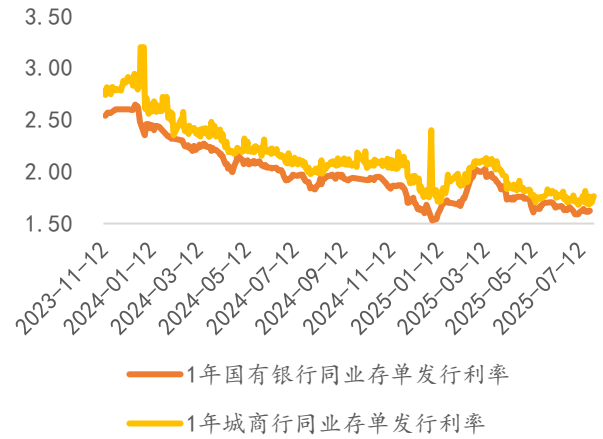
展望后市，债市配置价值凸显。本周 10 年期国债利率一度升至 1.75%，当前仍在 1.73% 附近。供给侧改革仍停留在预期炒作阶段，更为重要的需求侧措施还未出台，从当前的政策力度来看，扭转经济疲弱的可能性较小。下半年，伴随着降准降息的落地，资产荒有可能进一步演化，债市利率仍有希望突破前低。

图 14: 资金利率抬升 (%)

图 15: 同业存单发行利率略有上升 (%)

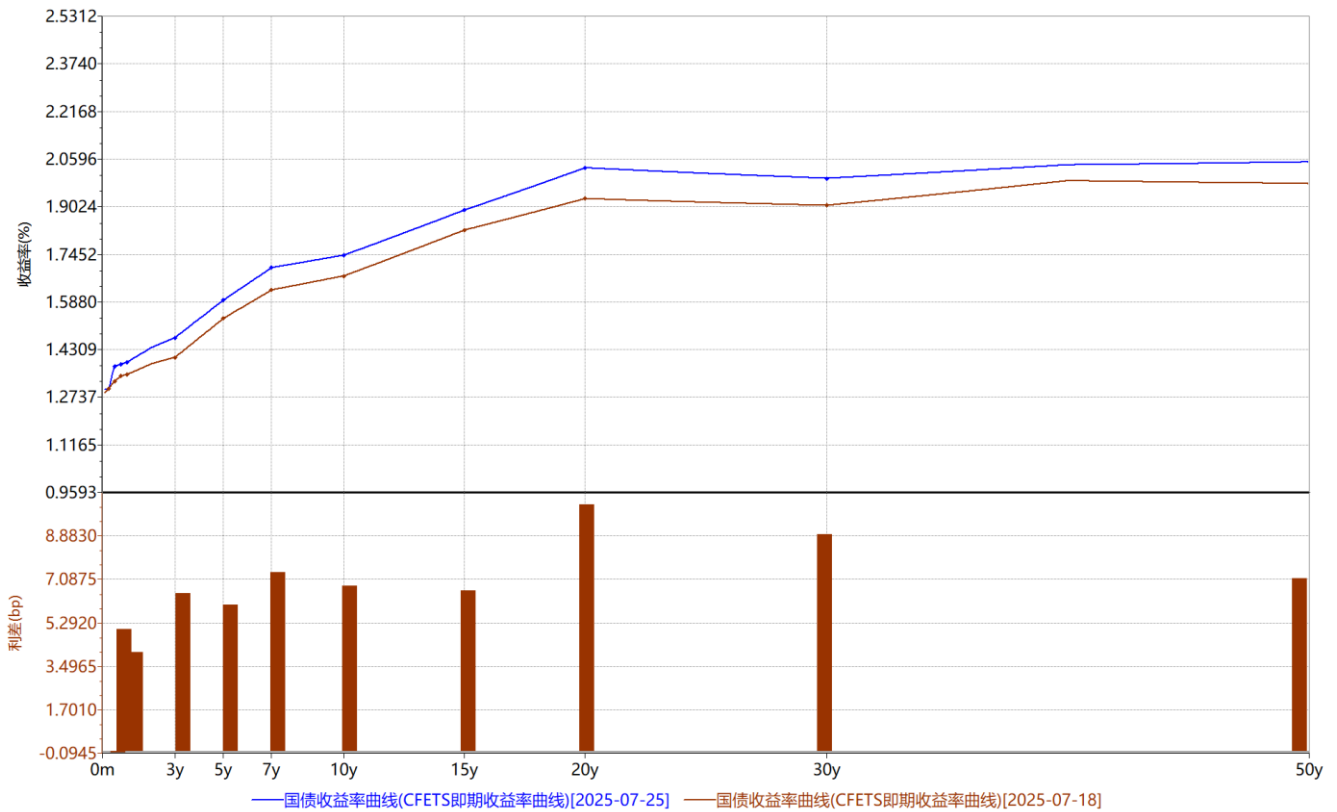


资料来源: Wind 信达期货研究所



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 16: 利率曲线整体上移



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

