

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

PPI 回升高度恐有限

报告日期：

2025年8月11日

报告内容摘要：

◆国内：7月中国出口同比增长7.2%，远超wind一致预期5.8%。按照历史经验，出口金额累计增速与新出口订单指数年化均值趋势上保持一致，但近期二者有所分化，可能还是“抢出口”的影响。从高频数据来看，7月集装箱吞吐量仍在走高，对应出口数据继续走高。但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。

◆供给侧改革对PPI环比增速影响已出现，7月PPI环比增速已较6月回升了0.2个百分点。但PPI同比增速未有变化。去年8月PPI环比大幅下挫至-0.7%，假如今年8月商品价格可以撑住，不呈现大幅下降趋势，那么8月PPI同比增速就会呈现回升态势。但回升的幅度个人还是相对悲观。上游涨价后，越向下越难传导，还是需要整体需求端的回暖去配合。目前真正呈现出价格回升态势的只有采掘端和原料端，此二者占比可能只有25%左右。

◆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、三线城市新房销售面积均低于2024年同期水平，二线城市新房销售面积基本持平于去年。目前一二三线城市新房销售面积均在近年最低位置徘徊。二手房方面，截至7月28日，挂盘价指数整体继续下跌。其中一线城市挂盘价指数小幅回升，二三线城市继续下跌。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、国内经济数据跟踪	3
(一) 出口超预期	3
(二) 供给侧改革暂未传导至 PPI	3
二、房地产政策效果跟踪——房地产市场继续表现低迷	4
三、国债：政策扰动降温，债市保持震荡态势	6

表目录

表 1: PPI 同比及环比表现 (%)	4
----------------------------	---

图目录

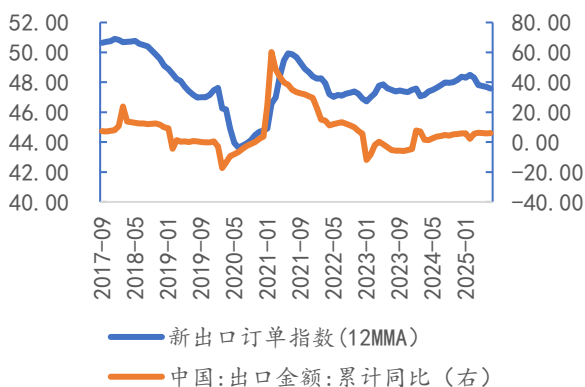
图 1: 按照往年规则，出口应该开始下行	3
图 2: 对东盟、欧盟出口保持韧性 (%)	3
图 3: 8 月初，集装箱吞吐量断崖下行	3
图 4: PPI 环比已有回升 (%)	4
图 5: PPI 同比增速未有变化 (%)	4
图 6: 30 城销售面积低于 2024 年同期趋势 (7DMA)	5
图 7: 一线城市销售面积位于 2024 年下方 (7DMA)	5
图 8: 二线城市销售面积基本持平于 2024 年同期 (7DMA)	5
图 9: 三线城市销售面积显著低于 2024 年同期 (7DMA)	5
图 10: 二手房挂牌价指数继续下跌	5
图 11: 一线城市挂牌价跌破前期低点	5
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: 资金利率回落 (%)	6
图 15: 同业存单发行利率整体回落 (%)	6
图 16: 利率整体保持震荡态势	7

一、国内经济数据跟踪

(一)出口超预期

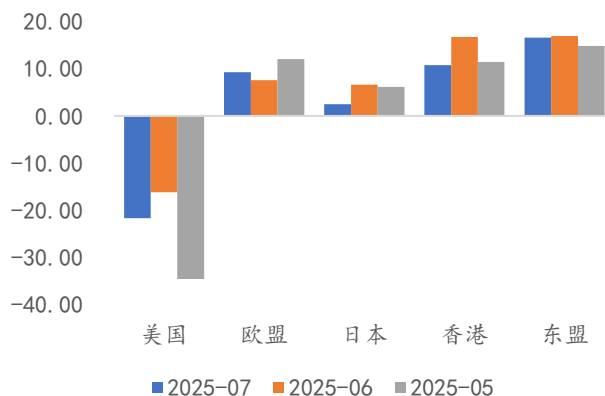
7月中国出口总值3217.8亿美元，同比增长7.2%，远超wind一致预期5.8%。按照历史经验，出口金额累计增速与新出口订单指数年化均值趋势上保持一致，但近期二者有所分化，可能还是“抢出口”的影响。分国别来看，对美国出口延续下滑态势，但对欧盟和东盟等国（地区）维持强韧性，说明我国完备的工业体系、积极开拓美国以外市场等行为发挥了作用。从高频数据来看，7月集装箱吞吐量仍在走高，对应出口数据继续走高。但8月初，我们看到集装箱吞吐量呈现断崖式下滑态势，可继续关注，假如相关势头持续，可能意味着8月是拐点。

图 1：按照往年规则，出口应该开始下行



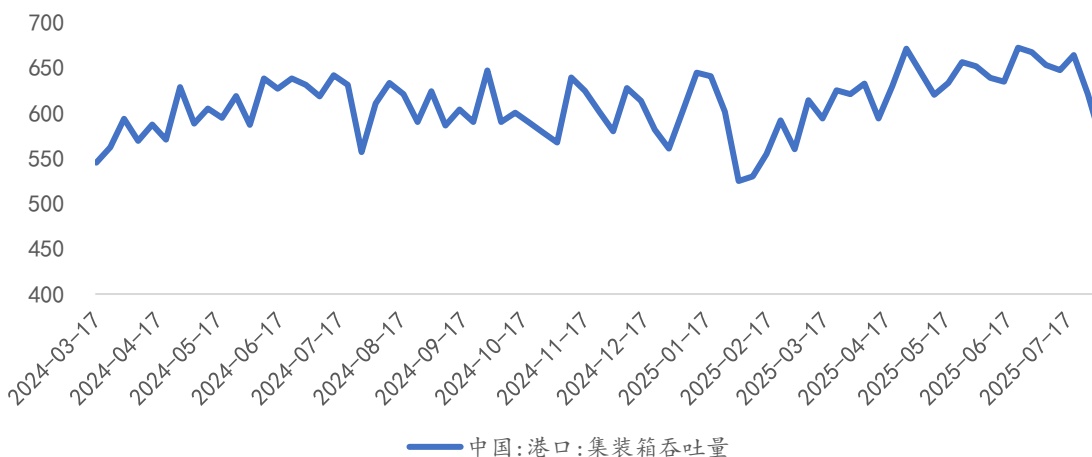
资料来源：信达期货研究所

图 2：对东盟、欧盟出口保持韧性（%）



资料来源：信达期货研究所

图 3：8月初，集装箱吞吐量断崖下行



资料来源：Wind 信达期货研究所

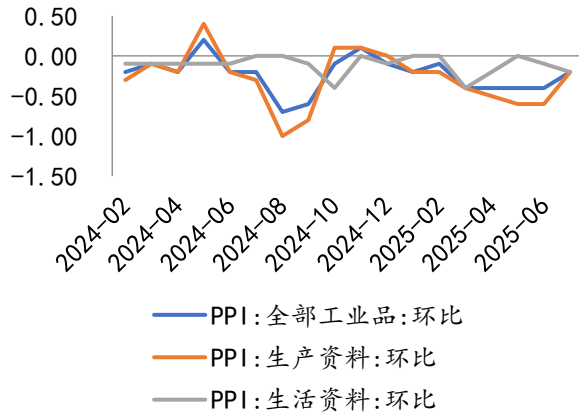
(二)供给侧改革暂未传导至 PPI

供给侧改革预期下，双焦、双硅以及碳酸锂等商品大涨，但 7 月 PPI 同比依然录得-3.6%，与 6 月持平。究其原因，还是基数问题导致。同比是连续 12 个月的环比累积，去年 7 月，

请务必阅读正文之后的免责条款3

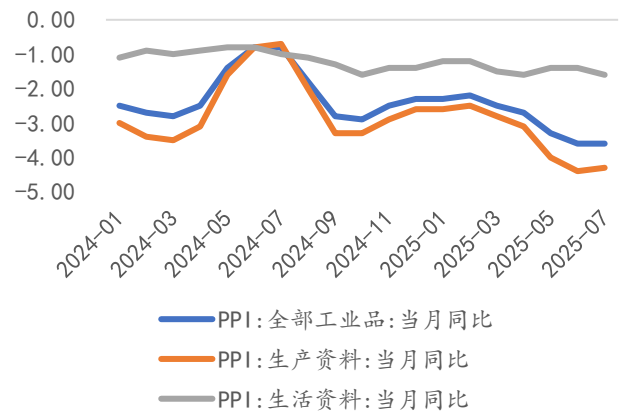
PPI 环比增速为-0.2%，刚好与今年 7 月持平，因此，PPI 同比增速未有变化。但从环比增速来看，7 月 PPI 环比增速已较 6 月回升了 0.2 个百分点。去年 8 月 PPI 环比大幅下挫至-0.7%，假如今年 8 月商品价格可以撑住，不呈现大幅下降趋势，那么 8 月 PPI 同比增速就会呈现回升态势。

图 4: PPI 环比已有回升 (%)



资料来源: 信达期货研究所

图 5: PPI 同比增速未有变化 (%)



资料来源: 信达期货研究所

但回升的幅度个人还是相对悲观。在 PPI 的构成中，生产资料占比可能在 75%左右，生活资料占比大概是 25%左右。我们看到由于下游需求的问题，生活资料环比增速依然在下滑，生产资料方面，加工端回暖也相对有限，而加工端占比可能高达 50%左右。也就是说上游涨价后，越向下越难传导，还是需要整体需求端的回暖去配合。目前真正呈现出价格回升态势的只有采掘端和原料端，此二者占比可能只有 25%左右。

表 1: PPI 同比及环比表现 (%)

单位: %	环比增速					同比增速				
	2025年7月	2025年6月	2025年5月	较前值变化	环比贡献率	2025年7月	2025年6月	2025年5月	较前值变化	同比贡献率
PPI	-0.2	-0.4	-0.4	0.2	-	-3.6	-3.6	-3.3	0.0	-
生产资料	-0.2	-0.6	-0.6	0.4	0.3	-4.3	-4.4	-4.0	0.1	0.1
采掘	-0.2	-1.2	-2.5	1.0	0.0	-14.0	-13.2	-11.9	-0.8	0.0
原料	-0.1	-0.7	-0.9	0.6	0.1	-5.4	-5.5	-5.4	0.1	0.0
加工	-0.3	-0.5	-0.3	0.2	0.1	-3.1	-3.2	-2.8	0.1	0.1
生活资料	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-1.6	-1.4	-1.4	-0.2	0.0
食品	0.0	-0.3	-0.1	0.3	0.0	-1.8	-2.0	-1.4	0.2	0.0
衣着	-0.1	0.0	0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.2	0.0
一般日用品	-0.2	0.1	0.1	-0.3	0.0	0.6	0.8	0.6	-0.2	0.0
耐用消费品	-0.6	-0.1	0.1	-0.5	0.0	-3.5	-2.7	-3.3	-0.8	-0.1

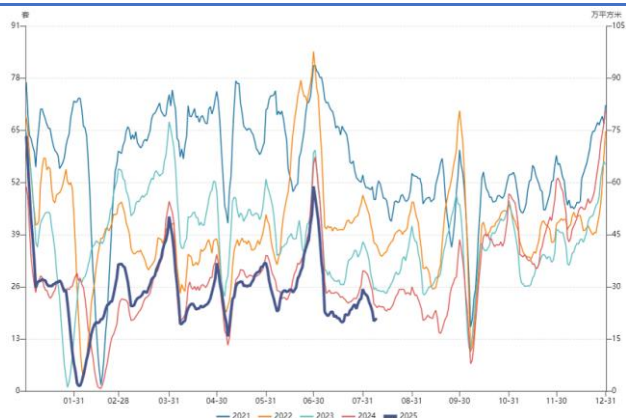
资料来源: Wind 信达期货研究所

二、房地产政策效果跟踪——房地产市场继续表现低迷

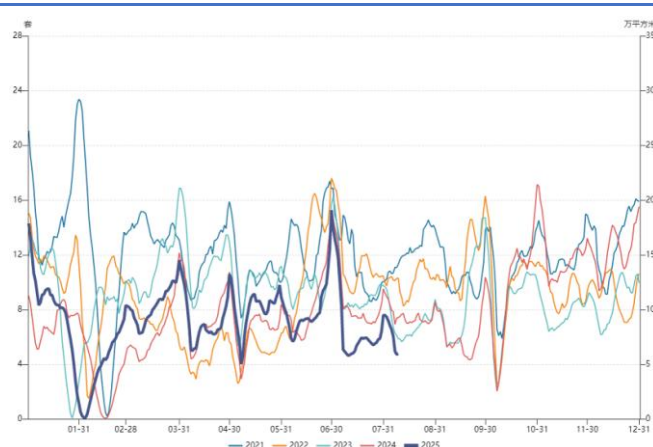
高频数据方面，我们继续重点观察房地产。30 大中城市新房销售面积继续季节性回落，持续低于 2024 年同期水平。分能级来看，一、三线城市新房销售面积均低于 2024 年同期水平，二线城市新房销售面积基本持平于去年。目前一、二、三线城市新房销售面积均在近年最低位置徘徊。

二手房方面，截至 7 月 28 日，挂盘价指数整体继续下跌。其中一线城市挂盘价指数小幅回升，二、三线城市继续下跌。

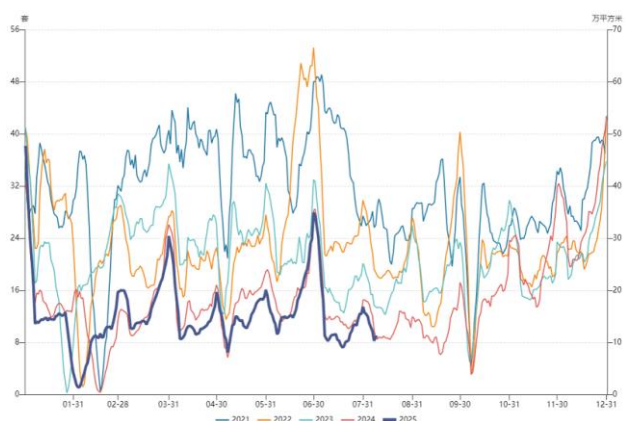
总体来看，新房销售面积继续在近年历史最低位，二手房市场继续恶化。地产整体趋势依然不容乐观。

图 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）


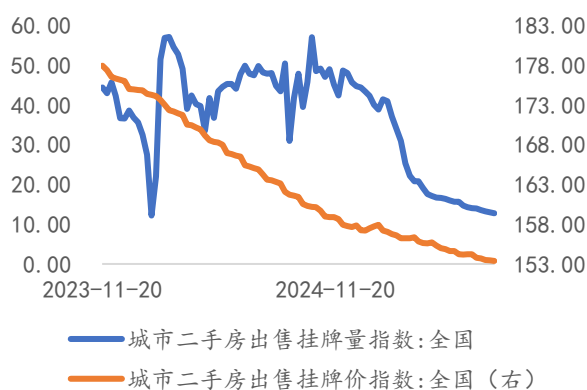
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：二线城市销售面积基本持平于 2024 年同期（7DMA）


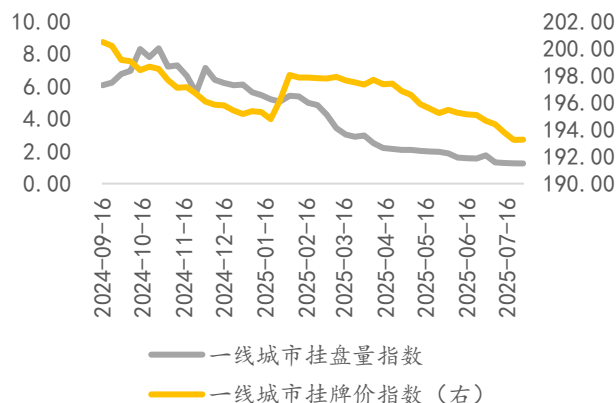
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 9：三线城市销售面积显著低于 2024 年同期（7DMA）

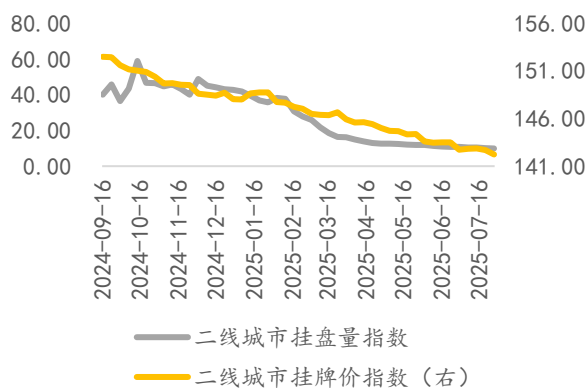

资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：二手房挂牌价指数继续下跌


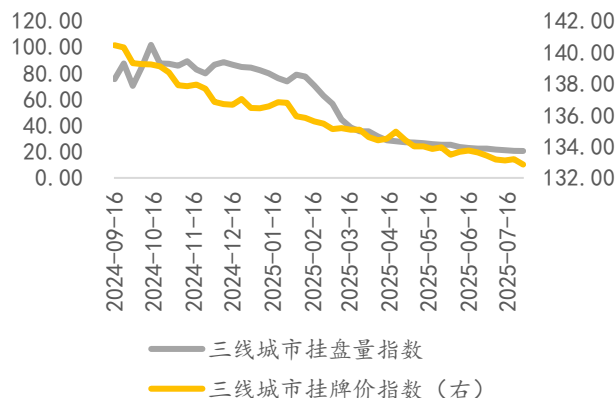
资料来源：Wind 信达期货研究所

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

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

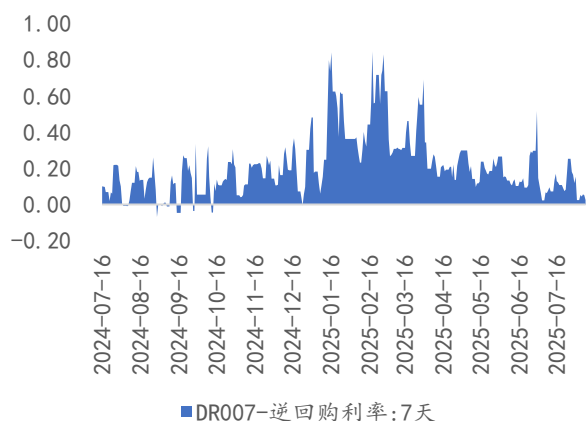
图 13: 三线城市挂牌价指数继续下行


资料来源: Wind 信达期货研究所

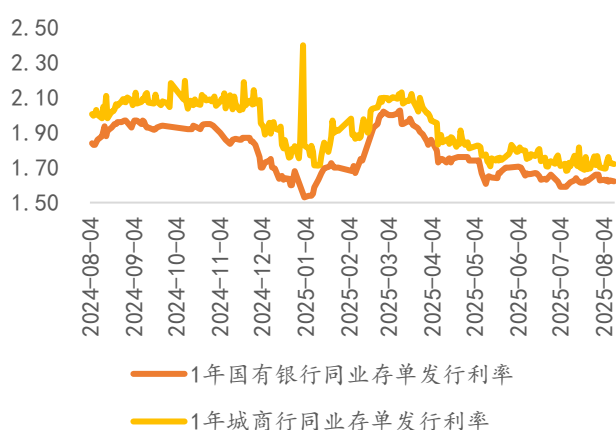
三、国债：政策扰动降温，债市保持震荡态势

本周债市相对企稳。资金面利率低位运行，大行融出量较大，央行公告开展 7000 亿元 3 个月（91 天）买断式逆回购操作，净投放 3000 亿元，再度释放显性呵护信号。供给侧改革带来的上冲行情本周延续相对降温态势，债券市场受到的冲击也不明显，但由于政策预期带来的经济回升预期仍无法证伪，债市保持震荡态势。

展望后市，我们继续整体看多，短期看震荡。资金面利率可能继续保持相对低位，央行继续呈现呵护态度。扰动持续来自于股市和商品市场。由于风险偏好上升，投向债市的资金边际减少，月内在政策时不时出台，但整体效果又无法验证下，债市可能保持震荡态势。至于未来是向上还是向下，我们认为利率继续向下的概率相对较大，对于政策效果的考验仍需要时间。

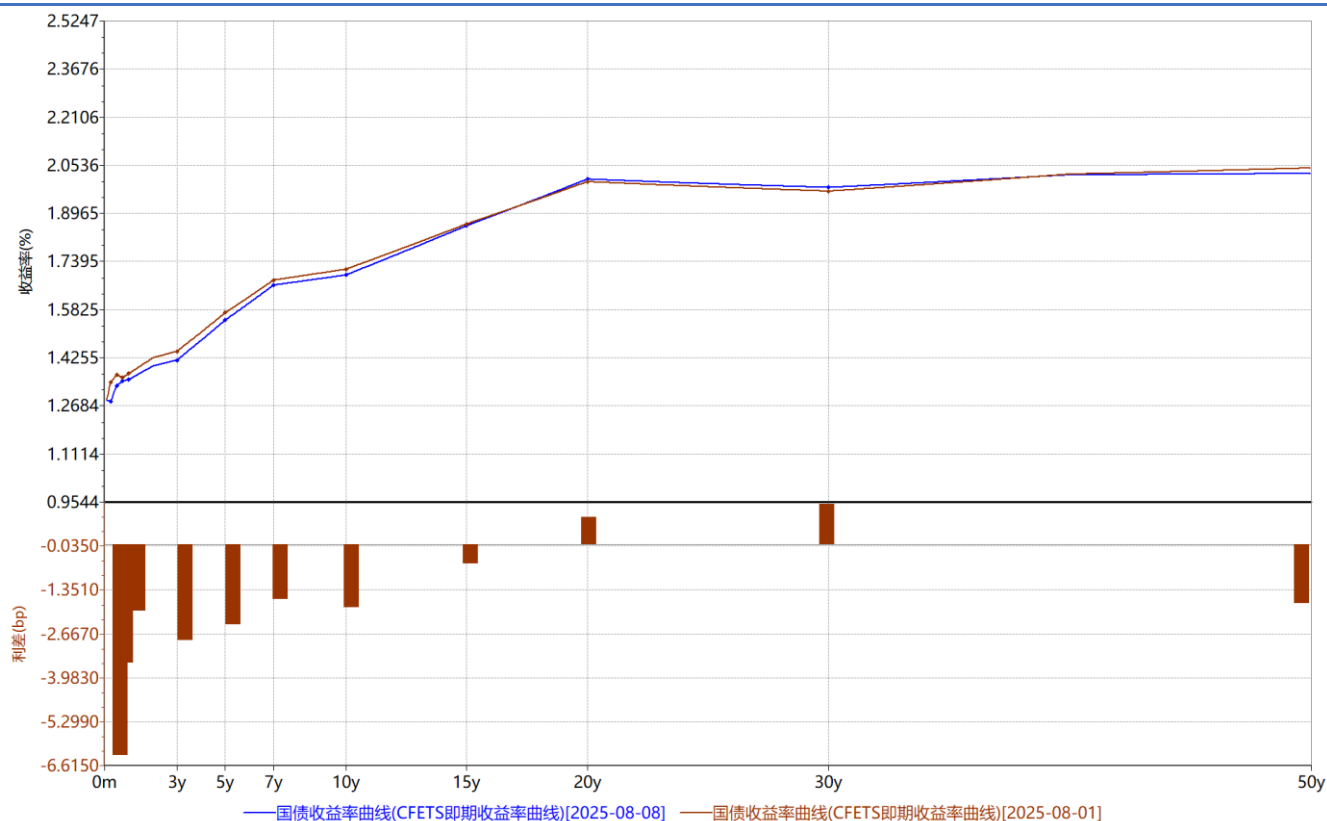
图 14: 资金利率回落 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 15: 同业存单发行利率整体回落 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 16: 利率整体保持震荡态势



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(1-3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

