



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

冠通期货-宏观2025年四季报

美联储降息重启与反内卷 有望催生出一轮大宗商品的结构性牛市



研究咨询部：王 静

执业资格证号：F0235424/Z0000771



报告时间：2025年9月29日

本公司具备期货交易咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gtfutures.com.cn

核心观点--回顾2025年宏观经济与资产表现

2025年，世界在动荡中，正式进入特朗普2.0时代。美国对外关税贸易战开打，对等关税重创全球，更搅动美国资本市场；对内整顿清算驱赶移民，加剧两党斗争，引发多地游行动乱；同时，推动大漂亮法案，扩张财政给“富人”减税为“资本”松绑，提振美股却动摇着美国的信用根基，美债遭到穆迪下调信用评级，美元跌至年内新低，美债利率震荡高企。与此同时，中国“针锋相对”奉陪到底，强硬对等反制多次谈判迎来转机，关税大幅下调，稀土出口管制更是掐住“七寸”，中美博弈从被动应对转为主动出击。一季度DeepSeek震撼问世哪吒闹海，扭转了国内的悲观预期，演绎出了一轮科技股行情，东升西降的宏大叙事。二季度，从关税大战的硬钢到底，再到印巴冲突中的军事实力，稀土管制的主动出击，把悲观预期转换为乐观情绪，在反复无常的特朗普给世界带来连续不断地不确定性中，中国的稳定如一则为全球持续注入稳定的力量，彰显出中国的稳韧。下半年，降息交易叠加反内卷主题，股市与商品上演新一轮的火爆行情，流动性的充裕是基础，反内卷和AI科技投资为上行驱动，纵然经济数据有所式微，但却难以压制市场乐观的情绪，从而呈现出强预期弱现实的风格特征。9月，伴随着美联储降息25BP如期落地，市场对于前期过度乐观的预期进行定价的久违，主导资本市场的全球宏观逻辑——降息交易也将迎来切换。

从大类资产表现来看，2025年内，全球降息周期遭遇特朗普关税冲击，大类资产表现震荡分化，呈现出典型的股强商弱的风格特征。全球股市悉数收涨，亚太股市涨幅居前，美股屡创新高A股十年新高，成长风格表现更优，科技主题突出亮眼；全球汇市降息预期叠加美国信用的弱化，美元指数大幅走低，推升非美货币全线走强，欧元涨幅居前；大宗商品方面，CRB商品指数小幅收涨，但大宗内部分化严重，但风格特征不甚明显，贵金属延续强势白银领涨商品，有色金属涨跌互现，锡铜大幅收涨，锌镍逆势收跌；农产品多数收跌，但豆油涨超20%表现抢眼。最值得关注的宏观因子的变化就是美元指数的大幅下挫，创下自1973年以来同期的最差表现，其核心逻辑在于全球主要央行货币政策的显著错位。

核心观点-展望四季度宏观经济

展望四季度，全球视角下，伴随着本轮降息周期的重启，美国经济大概率走向复苏，资本市场的宏观交易逻辑料将逐步从降息交易切换到复苏交易。眼下，降息刚刚落地，市场还在消化着预期，对于未来的展望蕴藏分歧，主导的逻辑仍未清晰。宏观数据喜忧参半，高频指向软着陆，失业率则警示着衰退的逼近，更成为影响美联储决策的重要依据。大漂亮法案之下，未来美国的财政扩张是经济韧性的重要支撑，叠加降息对于传统产业的利好，有望避免美国滑向衰退的泥潭迎来经济的复苏。不过，关税风波仍未平息，经贸摩擦对于经济的损伤对于通胀的刺激都将在四季度显现，而特朗普对于美联储独立性实质性的干预，也令未来的降息路径更易生变，超预期的宽松则可能加剧通胀的问题。因此，对于充满分歧与矛盾的四季度，美国经济的通胀向上确定性较高，降息之后增长上行是大概率，对应着经济将走向复苏，继而带动全球经济的回暖。

国内视角看，2025年以来，国内市场呈现出强预期弱现实的风格特征，新经济改善预期，老经济拖累现实。数据来看，弱复苏的中国经济，延续着结构上“五弱一韧”的特征——消费弱，投资弱，信贷弱、物价弱，利率弱，出口韧。“五弱一韧”的实质是内需弱外需韧，内需的弱主要在于地产的拖累，外需之韧核心来自内外价格的缩与涨。四季度中国增长的韧性——外需将遭遇逆风，关键挑战来自于特朗普上任后所发起的贸易战的猛烈攻击，抢出口效应退潮后的透支恐将日益显示出关税对出口的影响。与此同时，国内需求不足的问题依旧严峻，地产拖累加剧之下，经济增长承压，消费放缓物价仍旧低迷，生产与投资增速的下滑，市场寄望于政府部门的逆周期政策发力，反内卷逻辑由此应运而生，且已然成为主导国内宏观交易的重要主线。强预期温暖资本市场，信心提振改善投资预期，降息交易下流动性的充裕叠加反内卷所形成的上行驱动，支撑着风险资产的火热，A股上演水牛行情与商品上板块轮转。美联储9月降息落地之后，国内政策对冲预期破灭，市场转为关注经济基本面的成色，乐观情绪回落，资产价格调整，强预期向弱现实收敛。新的宏观交易逻辑酝酿之中，国内经济的现实依旧弱势，外需逆风财政减弱投资失速造成需求的承压，经济增速大概率是前高后低的走势，市场密切关注反内卷的落地和执行情况，经济的修复与政策的力度。

核心观点-资产配置

投资就是在充满不确定性的环境中寻找稀缺的相对确定性。

美联储重启降息之后，美国经济的前景关乎世界经济复苏的强弱，影响着后续美联储的利率决策。充满分歧与矛盾的未来，纵然市场仍有分歧，究竟是走向复苏还是落入滞胀泥潭，甚至是跌进衰退的漩涡，但降息的窗口已然打开，四季度的全球货币宽松环境基本确定。

因此，全球资产配置上，美国经济复苏的预期叠加降息后半程宽松的流动性，整体将会提振投资者的风险偏好，美元与美债利率先抑后扬，权益资产与大宗商品更为受益，美国等发达经济体股市料将优于新兴市场的表现，大宗商品的表现则将分化，降息与经济复苏共振之下，白银和铜的投资机会值得关注。风险上，则要注意美国经济复苏力度不及预期，市场对衰退的担忧重燃之下，对于身处历史高位的美股的打击，最终让美国经济落入滞胀的泥潭。

对于黄金，美联储降息再次开启，短期虽然降息落地带来一定的获利了结，但长期而言，降息周期中的黄金相对其他大类资产更具韧性。与此同时，世界的动荡和中美的博弈，仍将提升黄金的安全配置需求。四季度，趁着黄金的回调，适当增配将是个不错的选择。

国内而言，弱复苏与全球货币宽松的宏观环境下，特朗普的反复无常料将难改，中美的博弈竞争也会持续，全球的不确定性与世界的动乱不断蔓延扩散，不断下行的美元避险属性弱化，稳定的人民币将彰显出吸引力，与此同时，对冲经济下行压力，宽松预期依旧可期，多空因素交织之下，人民币汇率震荡走升稳韧为主；赚钱效应之下，股市和商品期货市场有望持续吸引资金的青睐，资金流动性充裕之下，有望在四季度延续火热。值得关注的是，美联储的重启降息与反内卷可能催生出一轮新的结构性商品牛市行情。

核心观点-大宗商品的结构性牛市

四季度，美联储的重启降息与反内卷可能催生出一轮新的结构性商品牛市行情，对于分化的大宗商品而言，重点关注的事，降息之后切换至复苏交易则利好白银与铜；国内经济若超预期转弱则提振政策对冲预期，强化反内卷，利好焦煤和新能源品种。

当前的大宗商品，从CRB商品指数的角度上来说，整体仍处在2020年以来的这轮四十年一遇的超级大牛市的回落行情之中，起因是世纪疫情所造成的全球供应链的冲击与主要经济体为对冲疫情所造成的经济衰退，而采取的天量货币放水，回落则源于疫后供应链的修复，以及为应对商品牛市所造成的通胀而采取的货币紧缩。值得注意的是，本轮大宗商品价格的回落，呈现出明显的分化，有些创出了历史新高，还有些商品则一度跌穿了疫情期间的低点。黄金、铜等国际定价商品坚挺强势，原油等能化品种的震荡承压，以及煤炭、钢材等国内定价商品的羸弱探底，映射在宏观经济数据上则表现为美国等发达经济体的通胀韧性，以及中国连续34个月为负的PPI所反映出来的通缩困境。其背后，所折射的时代背景，则是因为当前我们正处在一个中美博弈政经秩序重塑，叠加经济新旧动能转换的复杂时期。

回顾1970年以来的几轮大宗商品超级牛市，无论是1970s的石油危机、2000年的中国工业化还是2020年世纪疫情后的全球央行大放水，其共同点都是需求、供给、货币三大驱动力的强烈共振，推动了所有商品的普涨快涨。与过去相比，当前的宏观背景已发生根本变化--需求端缺乏中国城镇化式的单一爆发点，转而依赖绿色转型对铜等特定金属的拉动；供给端虽因长期投资不足而脆弱，但受地缘政治扰动更大，国内为了应对通缩而提出的反内卷，则有望在某些重点行业特定品种上催化出牛市行情，比如焦煤、新能源品种等；货币端，美联储9月虽然如期降息了25BP，但确是一场“风控式降息”，而且与“继续缩表”并行，远非危机式的全面大放水，因此，更多会作用在一些利率和流动性更加敏感的金融属性强的品种上，诸如白银、黄金和铜等。因此，期待全面普涨的超级牛市并不现实，更可能呈现“结构性分化”格局。



我们正处在百年未有之大变局 2025年内市场回顾

PEST宏观环境分析—

百年大变局之下，战国时代到来，特朗普反复无常，中美多维度博弈

Political政治

从G2到G0

有人喝酒吃肉：印度、墨西哥
有人彷徨挨揍：乌克兰。。。还有人首鼠两端，有人抢着出头
从俄乌战争到印巴冲突，再到伊以战争，政治外交和军事上的天平在朝着有利我们的局面日益迈进，军事上的DeepSeek时刻，美国在全球的战略收缩，韩德等国领导人的切换，走向战国时代的世界日益强化着并彰显出多极化与分裂化特征。

Economic经济

从复苏到滞胀

全球经贸格局正在重塑，世界产业链与供应链的迁移，供需错配，运输障碍，带来全球经济的分化，总量上普遍面临增长的压力，结构上表现为不同区域间的冷热不均，滞胀和衰退，通胀与通缩同时上演，从而导致政策选择的差异，利率水平的差异又衍生出美元潮汐，货币汇率波动加剧，各种危机此起彼伏，考验着各国政府与人民。

Social社会文化

从崇拜到祛魅

单边主义、国家主义、右倾思潮、学运活动等问题在世界各地上演，并让越来越多“个性”与“偏激”的领袖人物上台执政，强调本国安全，加剧扩展地区冲突。2024多国大选年之后，以美国特朗普为首的多国右倾主义政党的上台，更为世界注入了更多的不确定性，加速战国时代的到来。中国则伴随着小红书对账、六代机试飞、DeepSeek震撼和哪吒闹海的火爆等一系列事件之后，对美西方祛魅，强化民族与传统文化的自信心。

Technological技术

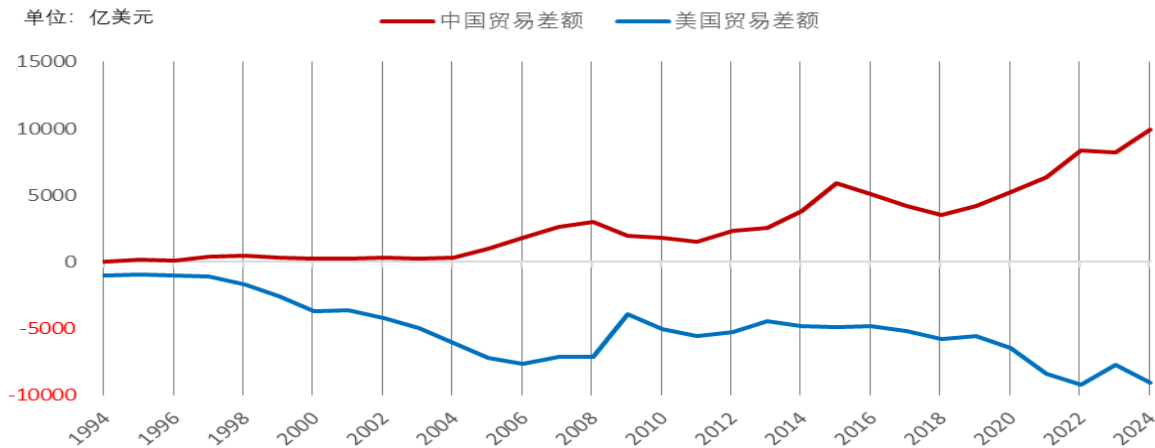
科技迎来DeepSeek时刻

人工智能AI让投资者畅想第四次工业革命，技术的创新将美国从衰退的泥潭中拖出，带来美国科技股的狂欢，强化着美元回流的虹吸效应；随着中国DeepSeek的震撼问世与技术开源，一美独秀的格局出现反转，叠加欧洲不惜一切的财政计划，中欧资产的吸引力大幅提升，全球流动性方向逆转，东升西落的叙事传播演绎。

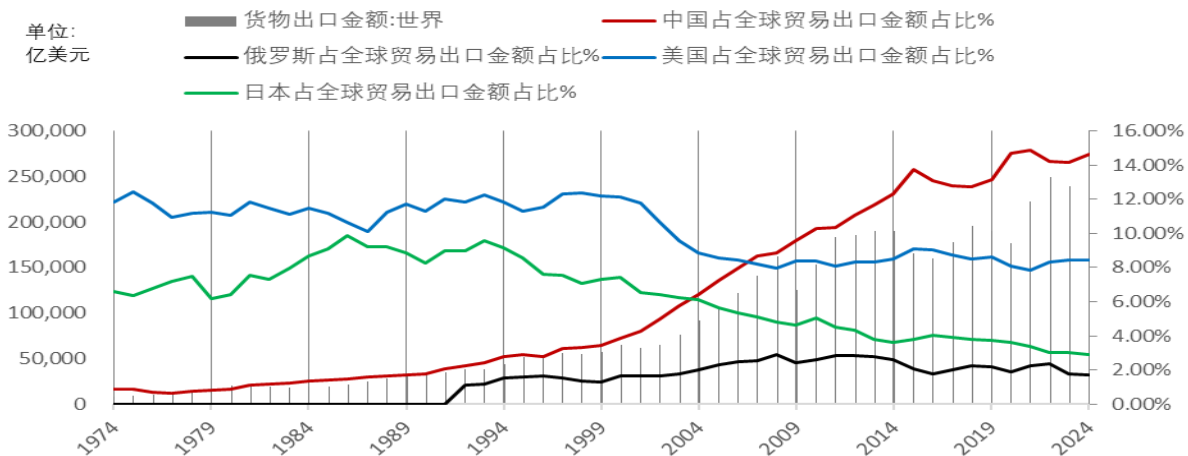
全球政经格局日益从全球化走向多极化

百年未有之大变局下, 全球政经格局日益从全球化走向多极化, 大宗商品的产业链与供给链正在重构。2025年, 全球正式进入特朗普2.0时代。世界政经大事络绎不绝, 特朗普借对等关税棒打全球, 俄乌与伊以战争引燃军事冲突, 资本市场剧烈波动。面对第四次工业革命的来临, 步入G0世界, 走向战国时代的全球, 充满了动荡与不确定性, 改变着人民的生活方式和投资交易的传统范式。

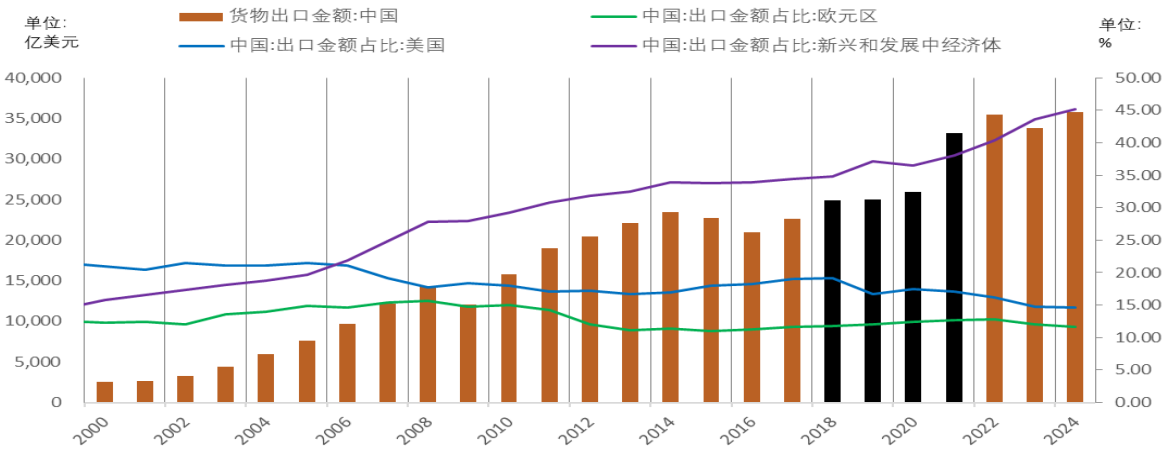
中美对外贸易差额的合久必分, 分久必合



全球主要出口国占比变化



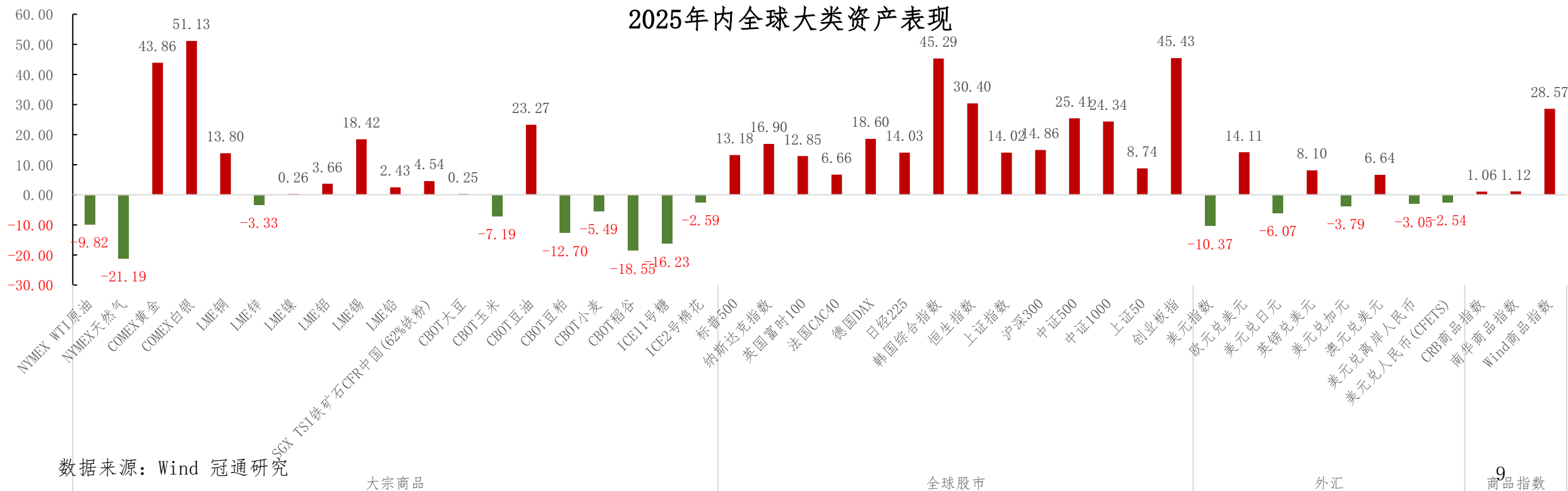
中国出口国别结构变化



2025年内全球大类资产表现：股强商弱，成长更优，美元弱非美强

2025年，全球降息周期遭遇特朗普关税冲击，大类资产表现震荡分化，呈现出典型的股强商弱的风格特征。

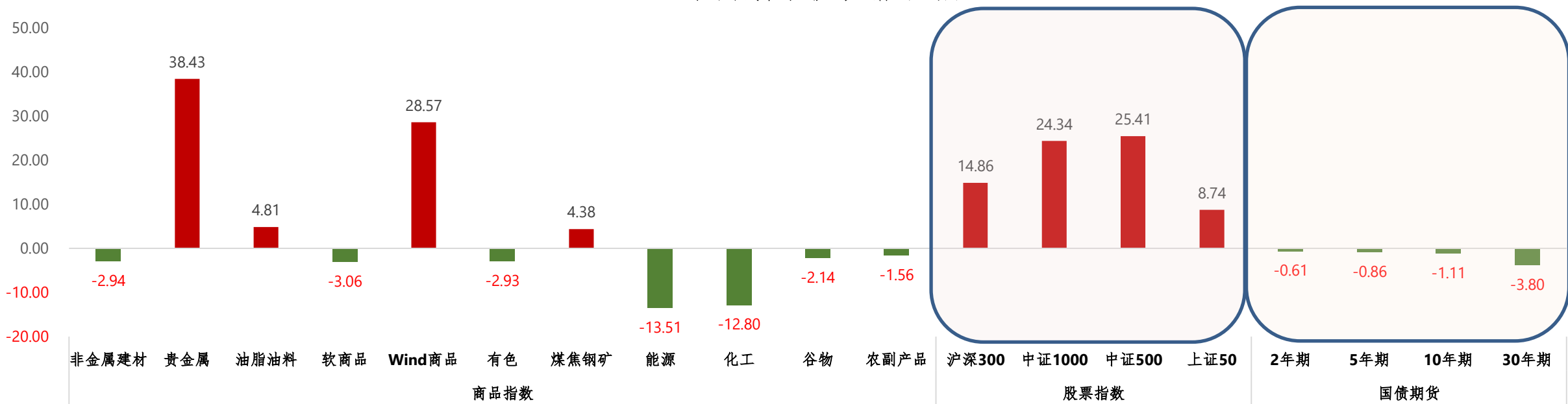
- 权益资产：全球股市悉数收涨，亚太股市涨幅居前，美股屡创新高A股十年新高，成长风格表现更优，科技主题突出亮眼；
- 全球汇市：降息预期叠加美国信用的弱化，美元指数大幅走低，推升非美货币全线走强，欧元涨幅居前；
- 大宗商品：CRB商品指数小幅收涨，但大宗内部分化严重，但风格特征不甚明显，贵金属延续强势白银领涨商品，有色金属涨跌互现，锡铜大幅收涨，锌则逆势收跌；农产品多数收跌，但豆油涨超20%表现抢眼。



2025年内国内期货：股强债弱，商品分化，贵金属一枝独秀

2025年内，从国内期货市场各大板块的表现来看，主要股指全线大幅收涨，成长型更强；国债期货悉数收跌长债最弱；商品大类板块的收益表现来看，wind商品指数大涨超过20%，不同板块间分化明显，贵金属板块大涨超过30%夺冠，油脂油料板块涨幅紧随其后，煤焦钢矿板块先抑后扬反内卷行情驱动下收涨；油价的大跌拖累能源与化工板块，二者联袂下跌超过10%；与此同时，国内定价的黑色产业链上的非金属建材依旧遭受着经济现实弱的压制而明显收跌，农产品相关的商品大类板块，除了油脂油料之外，全线收跌，软商品板块领跌。

2025年内期市板块涨跌幅

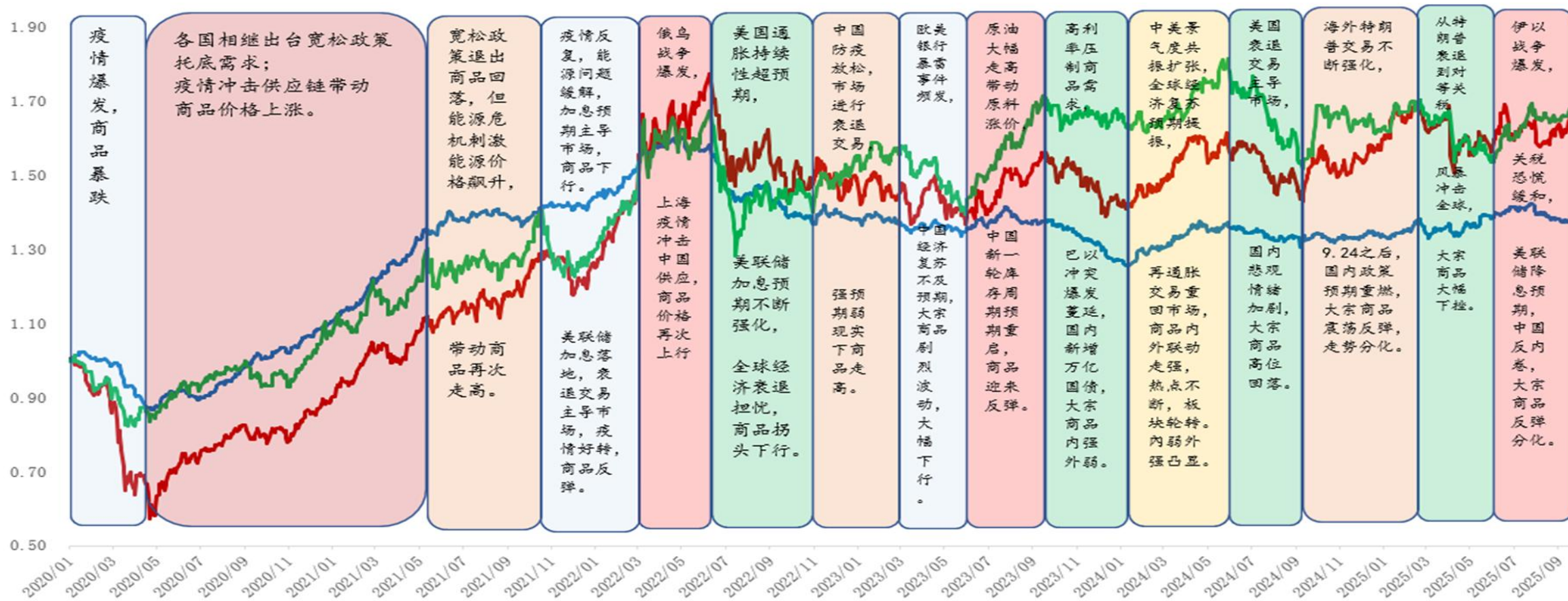


数据来源：Wind 冠通研究

2025年内大宗商品的震荡反复：关税冲击、降息交易与反内卷主导

本轮大宗商品行情复盘

— CRB商品指数 — CRB综合现货 — 南华商品指数



2025年灵魂三问

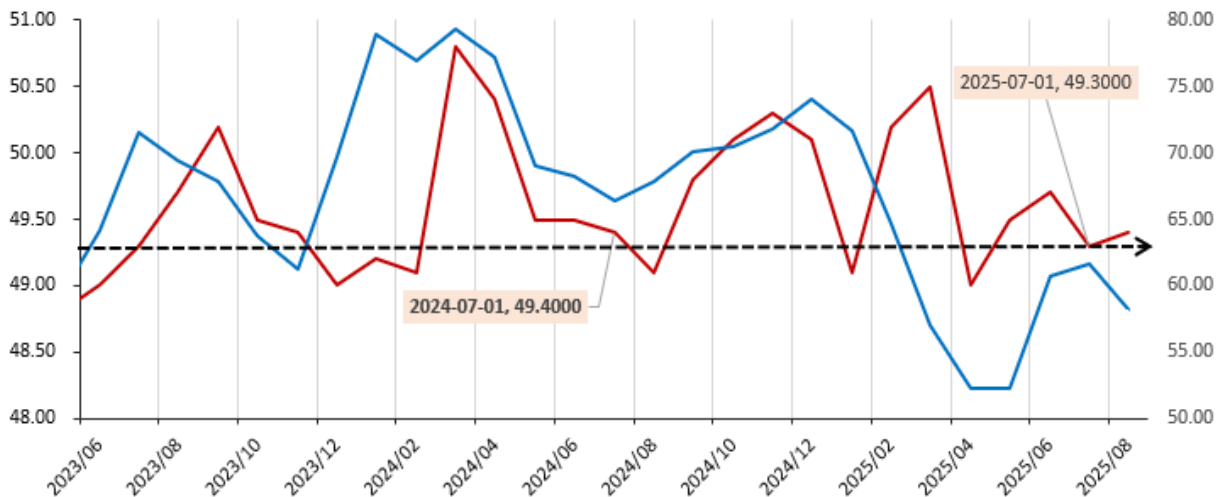
- 不是说特朗普的对等关税暴击全球经济吗，为啥美股还能创新高呢？
- 都说生意难做经济一般，可A股咋能就站上3800创十年新高了呢；
- 库存高企货难卖需求明显不行，可有些商品怎么就说涨就涨，还能涨成那样呢？

预期与现实

- 资产价格是经济在金融市场的映射，相对于现实，更加反映的是投资者预期。宏观数据与微观感受之温差，源于预期和现实的劈叉收敛；
- 近年来，宏观数据变化相对平稳，但市场预期波动较大，继而映射在资本市场上，表现为资产价格的大起大落，特别是国内尤为明显；
- 7月PMI为49.3，2024年7月PMI为49.4，二者相差无几，但股市则天壤之别，核心变化在于预期的转变！

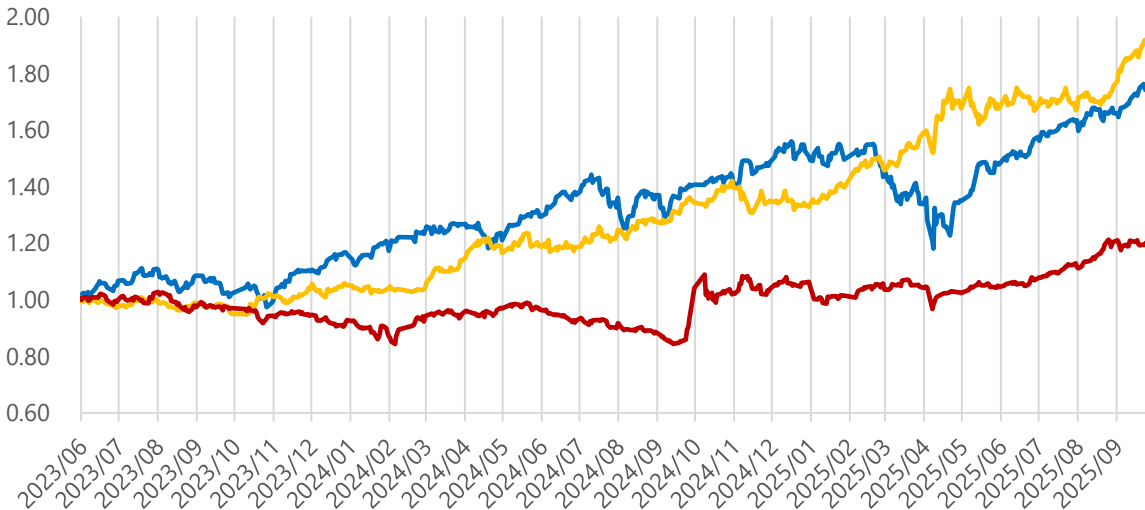
中国制造业PMI与美国消费者信心指数

— 中国制造业PMI — 美国密歇根大学消费者信心指数：右轴



黄金、美股和A股2023年6月以来收益走势图

— 纳斯达克指数 — 伦敦金现 — 上证指数



美股的“牛”VS中房的“熊”恰是财富效应的AB面

作为核心资产，美股与中房分别是美国与中国居民家庭资产配置的重要组成部分，更与企业和政府部门的“资源配置”密切相关，因此，二者的价格走势牵动着居民的投资与消费，更影响着两国经济的强弱，具有明显的财富效应。前两年，美股的走“牛”VS中房的变“熊”恰是财富效应的AB面，在中美两国起到截然相反的影响，继而带来了“体感”的冷暖与信心的强弱。

加杠杆-紧货币扩财政

通过政府部门加杠杆的形式，加息高利率叠加国际形势的动荡，加速美元的回流，支撑美元资产的坚挺，但也带来了巨大的政府债务负担。

降杠杆-AI科技革命推升美股

AI科技革命推升美股屡创新高，直接融资受益叠加政府的补贴帮助企业降杠杆，但要警惕关税战对企业经营的影响和冲击，以及中国科技爆发所带来的挑战。

低杠杆-财富效应接棒超额储蓄

美国居民强劲的消费支出是支撑经济韧性的重要因素，源于疫情期间积累的超额储蓄，现由财富效应接棒，因此与美股走势高度相关。



高杠杆-间接融资为主，产能过剩

产能过剩、地产拖累、行业分化，高收入行业遭受打击，关税冲击下的抢出口效应，“出海”优于“出口”。金融行业强监管在出清，成本端有所压降，但投资端面临资产荒难题。

去杠杆-提前还贷消费降级

房产占据家庭资产配置的大头，房价只涨不跌的神话破灭，居民提前还贷主动降杠杆，消费降级，国内需求不足与资产荒的根源。股市走强所形成的赚钱效应加速居民存款搬家。

加杠杆-以反内卷促改革，侧重科技与消费

从货币政策为主转向财政为主货币配合的模式，明确走向中央主动加杠杆道路。9.24一揽子政策组合拳之下，国内信心触底反弹，坚定走向高质量发展之路。

预期为何扭转？如何发生变化？

➤ 2024年9月（机会）

美联储开启降息，

中国9.24一揽子政策力挽狂澜；

➤ 2025年1月（祛魅）

DeepSeek问世，哪吒闹海火爆，
中美资产重估，东升西降叙事；

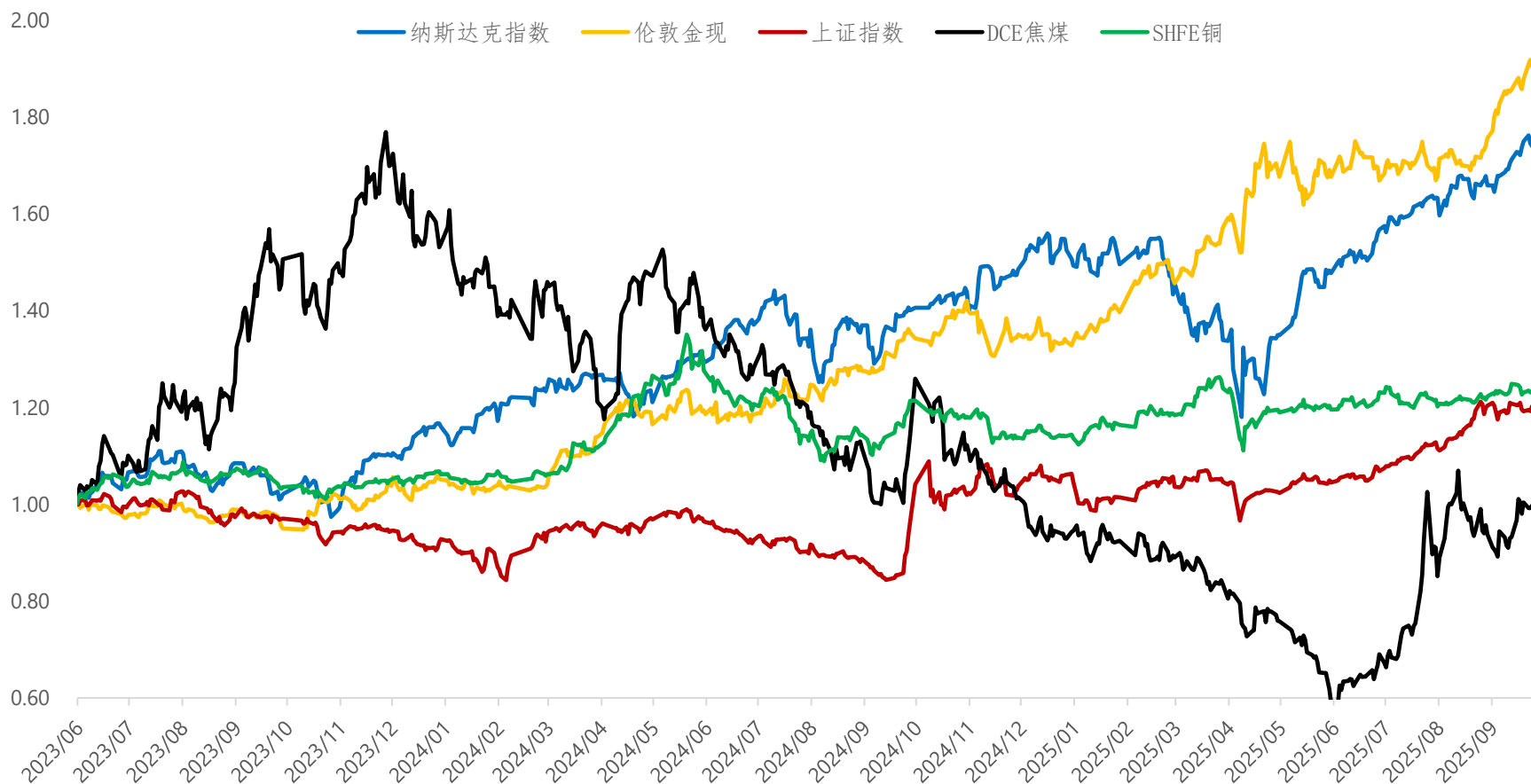
➤ 2025年4月（底气）

特朗普对等关税暴击全球，
中国对等反制，政治博弈、政策
反复、市场动荡、资产分化；

➤ 2025年7月（供给）

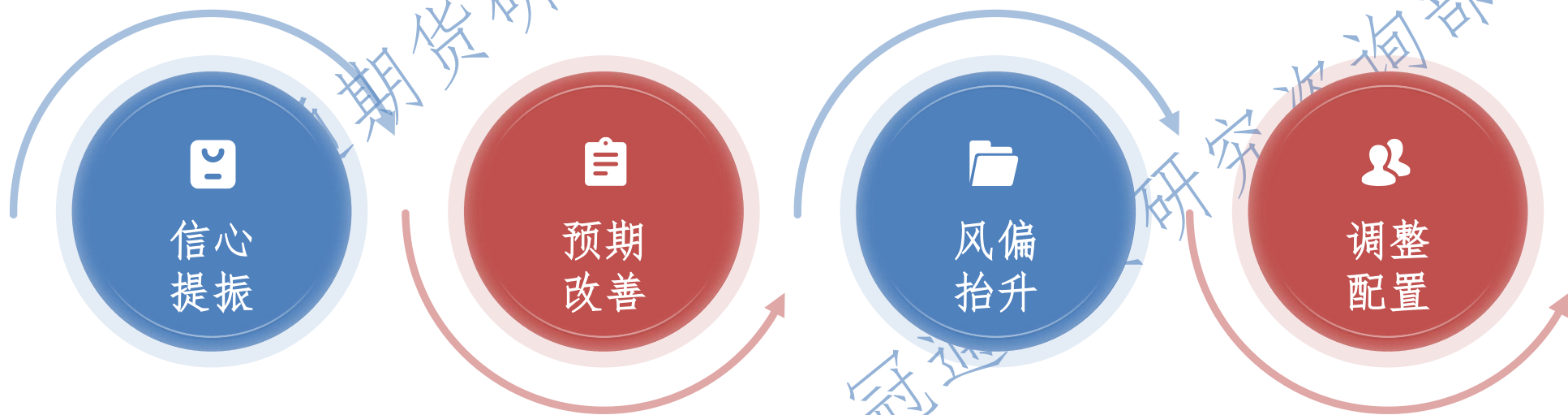
“反内卷”交易主导国内。

重要资产价格2023年6月以来收益走势图



- 资产荒之下，伴随着对西方的祛魅，科技的突破与文化的自信，市场信心提振，继而改善预期，低估的中国资产迎来重估，投资者风险偏好抬升，在资产配置上进行调整。
- 股市的强劲表现，投资者疤痕效应转向赚钱效应，形成居民的存款搬家。
- 国内居民存款搬家，整体呈现出从实物资产转向金融资产，减少安全资产（债券固收、黄金）增加风险资产（股市权益与商品期货）。

2025年内 A股强势 的底层逻辑



祛魅



重估



全球经济的复苏遭受关税冲击而承压，
货币宽松是主旋律但节奏各异

2025年宏观视角——中美为主线，日欧是隐线，中东导火线

走向战国时代的世界则更加彰显出多极化的市场风格，继而在宏观的观测视角上需要扩展。中美为主线，G2主导全球市场；日欧是隐线，牵引着资金的轮转；中东导火线，不时引爆动乱，点燃投资者的避险情绪。

	美国	中国	欧德	日本	关键指标
增长	特朗普的反复无常 软数据的差好转 PK 硬数据的韧变差	强预期弱现实 外需抢出口透支 地产拖累加剧	经济景气度 的好转承压	增长乏力 景气度收缩	OECD领先指数 PMI、就业、花旗经 济意外指数等
通胀	滞胀 一直忧虑迟迟未到	CPI低位徘徊 PPI触底反弹	通胀回落但 仍不低	通胀回落但 仍高企	CPI&PPI 通胀预期 商品价格
政策	对等关税VS减税法案 美联储的掣肘与踌躇 货币政策框架的调整 降息如期落地降息交易切换	财政扩张前置 货币适度宽松 市场关注政策力度	降息周期接近尾声 8000亿欧元财政扩张 国防开支增加	货币不自主， 央行难加息但缩表	利率 债务 赤字
资产	美股创出历史新高 美元指数重拾弱势 美债利率高位回落	股市强劲房价下挫 国债期货震荡回落 商品活跃波动分化 人民币汇率稳韧走升	股市高位震荡、 国债收益率飙升、 欧元大涨	日元先升后贬 国债收益率稳升 日经指数强势新高	股指、汇率、国债收 益率、商品价格等

全球与国内经济怎么看——关税战放缓全球经济复苏，数据上有转弱风险

《世界经济展望》增长率预测

(实际GDP, 年百分数变化)	预测值		
	2024	2025	2026
全球产出	3.3	3.0	3.1
发达经济体	1.8	1.5	1.6
美国	2.8	1.9	2.0
欧元区	0.9	1.0	1.2
德国	-0.2	0.1	0.9
法国	1.1	0.6	1.0
意大利	0.7	0.5	0.8
西班牙	3.2	2.5	1.8
日本	0.2	0.7	0.5
英国	1.1	1.2	1.4
加拿大	1.6	1.6	1.9
其他发达经济体	2.2	1.6	2.1
新兴市场和发展中经济体	4.3	4.1	4.0
亚洲新兴市场和发展中经济体	5.3	5.1	4.7
中国	5.0	4.8	4.2
印度	6.5	6.4	6.4
欧洲新兴市场和发展中经济体	3.5	1.8	2.2
俄罗斯	4.3	0.9	1.0
拉丁美洲和加勒比地区	2.4	2.2	2.4
巴西	3.4	2.3	2.1
墨西哥	1.4	0.2	1.4
中东和中亚	2.4	3.4	3.5
沙特阿拉伯	2.0	3.6	3.9
撒哈拉以南非洲	4.0	4.0	4.3
尼日利亚	3.4	3.4	3.2

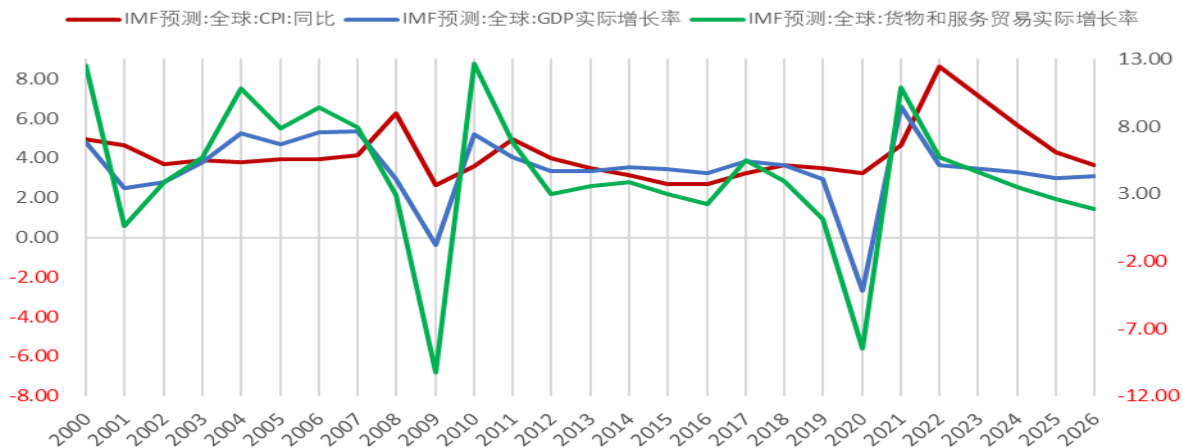
7月29日, 国际货币基金组织 (IMF) 发布题为《持续不确定性下的脆弱韧性》的7月世界经济展望更新, 上调全球经济增长展望的同时, IMF也警告称目前全球经济仍较为脆弱。

- ✓ IMF预计今明两年的全球经济增长率为3.0%和3.1%, 分别较4月的预测调高了0.2和0.1个百分点。需要强调的是, 即便有所上调, 2025年的全球经济增长仍要慢于去年的3.3%, 反映**美国关税对全球经济的拖累**。
- ✓ 主要经济体方面, IMF将**中国**2025年的增长率较4月预期上调了0.8个百分点, 达到**4.8%**。调整的主要原因, 是为了反映2025年上半年中国经济活动强于预期, 且中美实际关税仍比4月预期的低很多。与此同时, 尽管中国对美国的出口下降, 但被对其他国家的强劲销售所抵消。受到财政措施的支持, 消费也在一定程度上对经济增长作出贡献。
- ✓ 在最新报告中, IMF对**美国**今明两年的经济增长展望为**1.9%**和2%。而**欧元区**近两年的经济增长预期也上调至**1%**和1.2%。需要指出的是, 这份报告并未涉及欧美之间初步达成的贸易协议, 美国将对几乎所有欧洲进口商品征收15%的关税, 势将对双边经济都造成拖累。报告同时指出, 受到关税影响, 预计**美国通胀将在2026年仍高于2%的目标**。
- ✓ IMF首席经济学家皮埃尔-奥利维尔·古兰沙解读称: “尽管贸易冲击最终可能没有最初担心得那么严重, 但其规模依然可观, 而且越来越多的证据显示, 这正在损害全球经济, 当前的贸易环境仍然岌岌可危。”报告指出, 全球增长预计将放缓, 因贸易相关扭曲带来的明显韧性正在减弱。即使关税水平相较基线假设保持不变, 且未引入新的保护主义措施, 持续高企的贸易政策不确定性也可能开始对经济活动产生更大影响。IMF还特别强调, **模糊且多变的环境需要央行发出明确且一致的信息, 并保护央行独立性, 这不仅体现在法律层面, 更体现在实际操作中。**

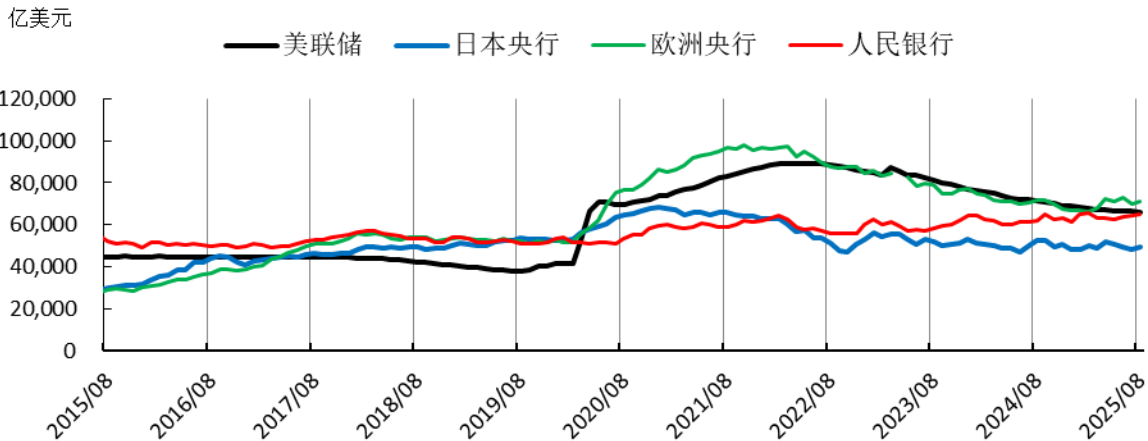
全球经济复苏之路遭遇关贸冲击

2025年, 世界在动荡中, 正式进入特朗普2.0时代。美国对外关税贸易战开打, 对等关税重创全球, 更搅动美国资本市场; 对内整顿清算驱赶移民, 加剧两党斗争, 引发多地游行动乱; 同时, 推动大漂亮法案, 扩张财政给“富人”减税为“资本”松绑, 提振美股却动摇着美国的信用根基, 美债遭到穆迪下调信用评级, 美元跌至年内新低, 美债利率震荡高企。与此同时, 中国“针锋相对”奉陪到底, 强硬对等反制多次谈判迎来转机, 关税大幅下调, 稀土出口管制更是掐住“七寸”, 中美博弈从被动应对转为主动出击。一季度DeepSeek震撼问世哪吒闹海, 扭转了国内的悲观预期, 演绎出了一轮科技股行情, 东升西降的宏大叙事。二季度, 从关税大战的硬钢到底, 再到印巴冲突中的军事实力, 稀土管制的主动出击, 把悲观预期转换为乐观情绪, 在反复无常的特朗普给世界带来连续不断地不确定性中, 中国的稳定如一则为全球持续注入稳定的力量, 彰显出中国的稳韧。下半年, 降息交易叠加反内卷主题, 股市与商品上演新一轮的火爆行情, 流动性的充裕是基础, 反内卷和AI科技投资为上行驱动, 纵然经济数据有所式微, 但却难以压制市场乐观的情绪, 从而呈现出强预期弱现实的风格特征。9月, 伴随着美联储降息25BP如期落地, 美国经济的韧性在降息的利好下有望走出衰退泥潭迎来复苏, 主导资本市场的全球宏观逻辑——降息交易, 也将迎来切换。

全球经济、通胀与贸易 (IMF预测%)

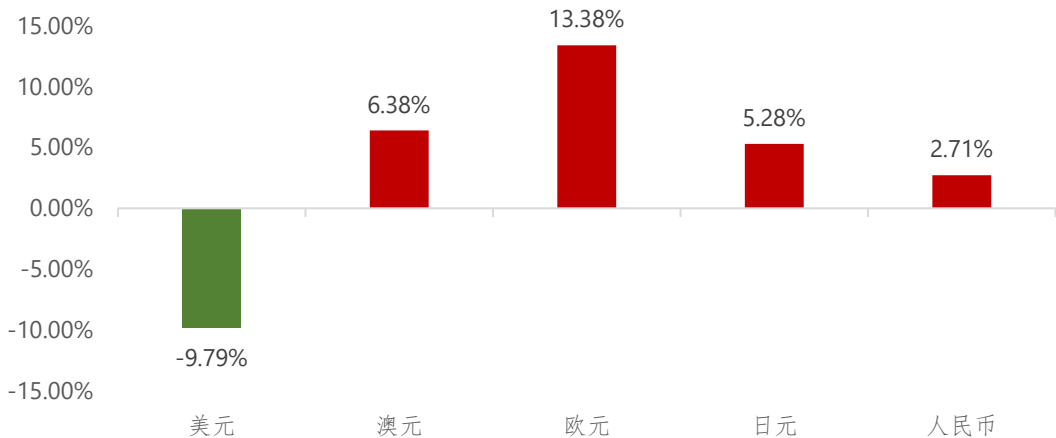


全球主要央行资产负债表



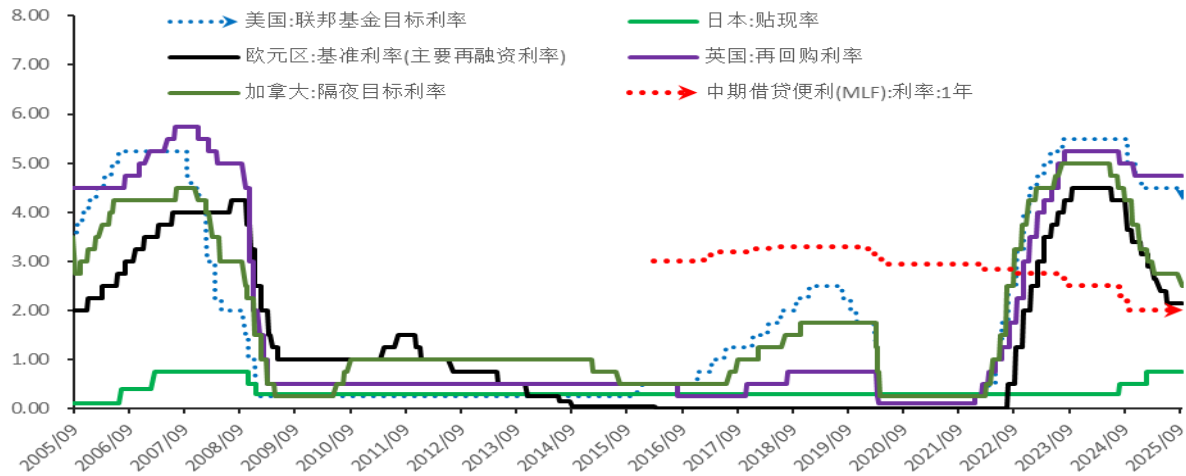
全球央行货币政策错位, 美元大跌之下非美货币普遍大涨

2025年内全球主要货币涨跌幅



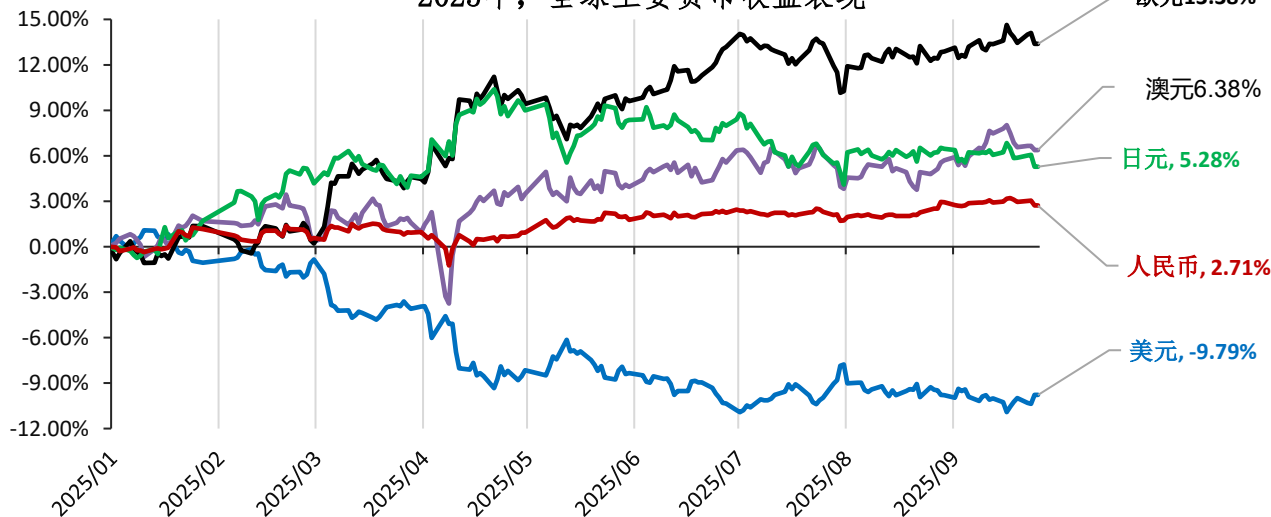
2025年以来, 美元指数经历了显著下跌, 创下自1973年以来同期的最差表现, 其核心逻辑在于全球主要央行货币政策的显著错位。市场预期美联储为应对国内经济增长放缓与债务风险, 将开启比预期更早、更快的降息周期。与此同时, 欧元区等主要经济体在自身经济呈现韧性之际, 其央行的降息步伐则相对谨慎甚至滞后。这种“美松欧紧”或“美快欧慢”的货币政策节奏差, 直接导致美元与欧元等主要货币的利差迅速收窄, 削弱了美元资产的息差优势。国际资本因此从美元资产流出, 重新配置到收益率相对更高或更稳定的非美资产, 这种跨境资本流动方向的逆转, 构成了打压美元指数的直接力量。

全球主要经济体基准利率水平%



数据来源: Wind 冠通研究

2025年, 全球主要货币收益表现





美国经济韧性滞胀，美联储重启降息， 特朗普的干预恐将扰动降息路径

美国经济韧性滞胀，美联储重启降息，特朗普的干预恐将扰动降息路径

换杠杆

忧通胀

高利率

强增长



特朗普2.0的折腾

想做啥？



- **对内减税**
- 对外加税
- 贸易大战
- 驱赶移民
- 斡旋俄乌
- 打击胡赛
- 对内整顿
- “盟友收费”

为了啥？



- 战略收缩
- 对付中国
- 缩减开支
- 兑现承诺
- 美国优先
- 制造业回流
- 撤出欧洲
- 聚焦中东

做了啥？



- 对等关税
- 驱赶移民
- 斡旋俄乌
- 打击胡赛
- DOGE整顿
- 威逼鲍威尔
- 插手中东乱局
- 美丽大法案
- 天才法案稳定币

啥结果？



- 特朗普衰退
- 美元大挫美债高企
- 美股重回高位
- 民调支持大升
- 欧洲安保自主
- 中国针锋相对
- 盟友寒心难谈
- 国内地方动乱
- 美联储硬刚

还有啥？



- 俄乌未决
- FED未从
- 中国奉陪
- 对内减税
- 增兵中东
- 暂停关税后的谈判反复

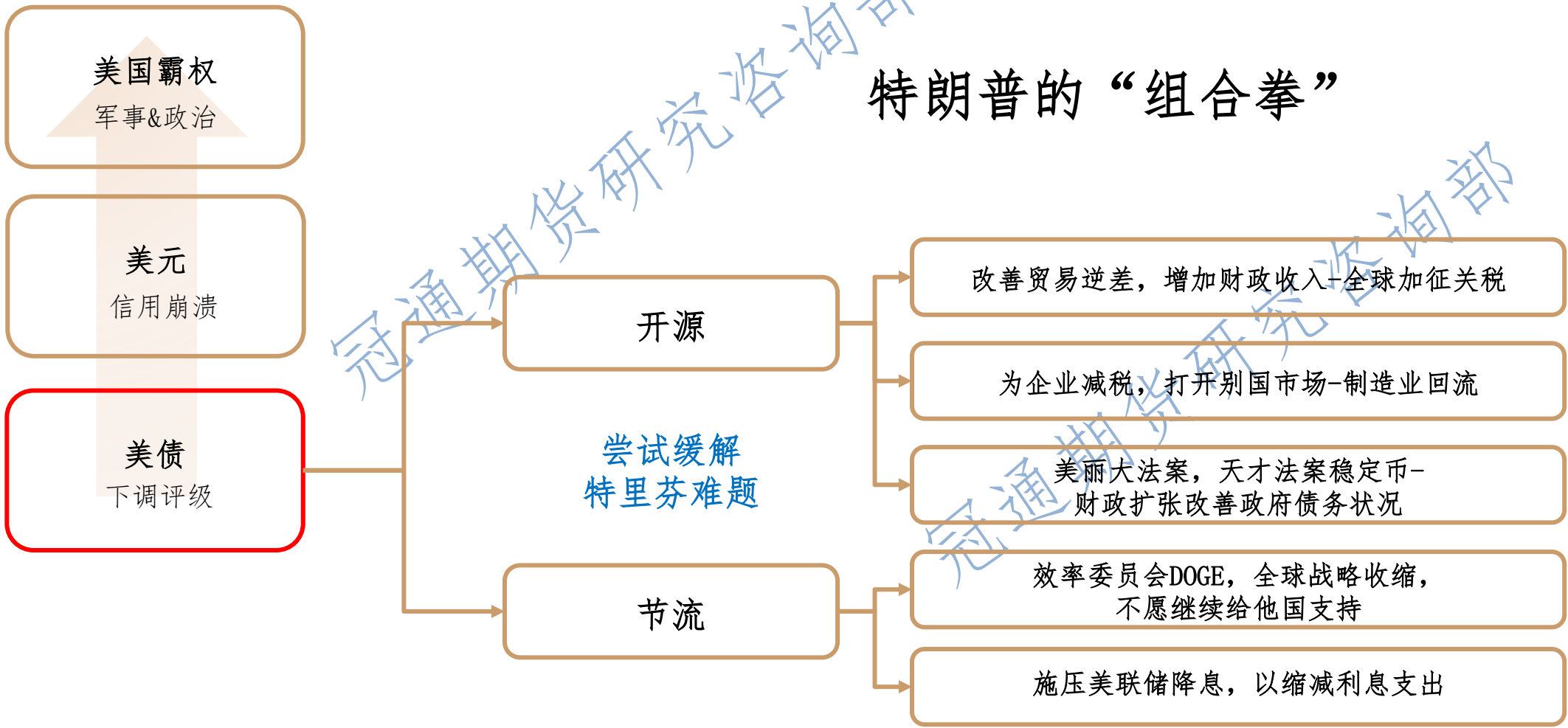
可能啥？



- 倒逼美联储降息
- 俄乌难了结？
- 中东陷泥潭？
- 贸易的反制？
- 施加关税的冲击显现

特朗普2.0的实质

特朗普的“组合拳”

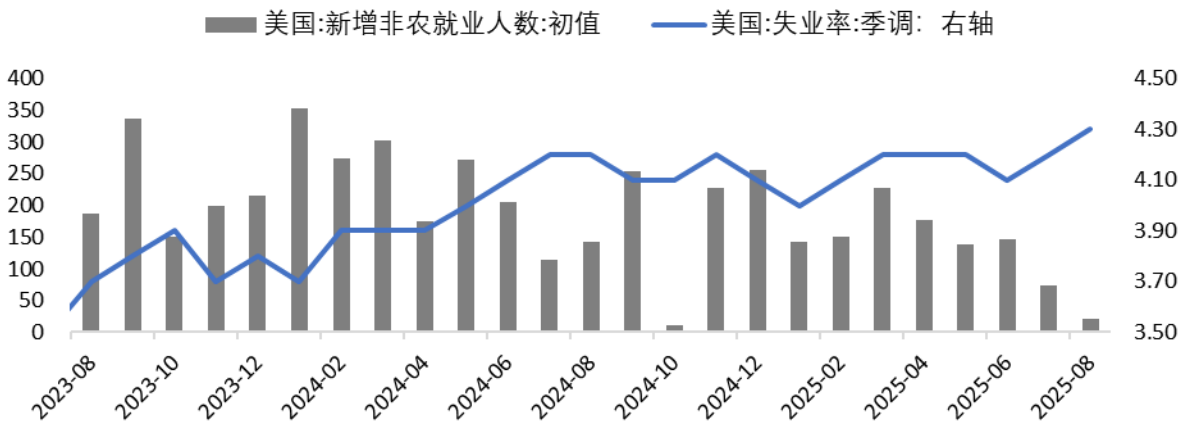


美国经济：制造业与服务业景气度分化，就业暴雷、通胀反弹，滞胀大概率，消费者信心触底回升

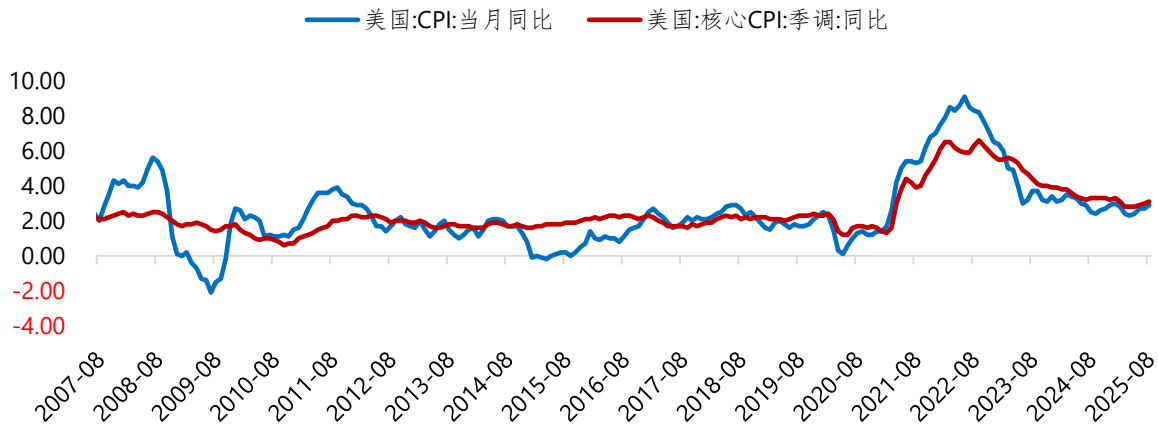
美国制造业与服务业PMI



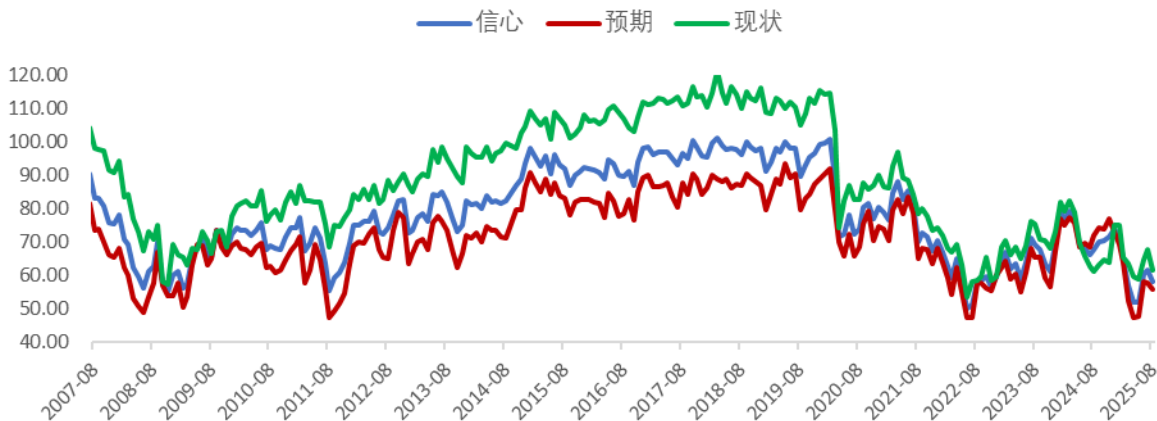
美国新增非农就业人数(千人)与失业率%



美国CPI与核心CPI%



美国密歇根消费者信心指数



美国经济强弱与美股表现息息相关, 财富效应支撑经济韧性

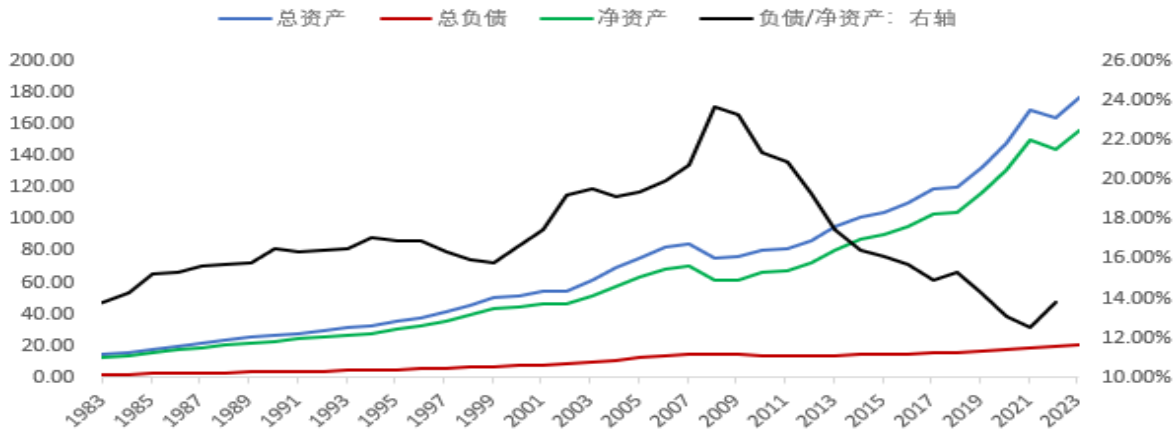
从美国居民部门的资产负债表来看, 总量上, 美国居民部门的资产状况较为健康, 净资产占总资产的比例超过88%, 总负债/净资产的比例虽有所抬升, 但仍处在历史相对低位; 结构上, 美国居民家庭资产配置在金融资产上的比例较高(超过2/3), 其中以股票和投资基金与养老金为主, 非金融资产则主要是房地产占比接近30%。因此, 美国居民部门的资产健康状况与美国股市的表现高度相关。2023年以来, 美股的强劲与美国房价的走高所带来的财富效应, 尤其是美股的气贯长虹, 日渐成为支撑美国居民消费支出的重要力量。

同时, 需要注意的是财富效应的反面, 一旦美股高位转跌, 也将大幅损害美国居民部门的消费能力, 继而拖累美国经济增长。

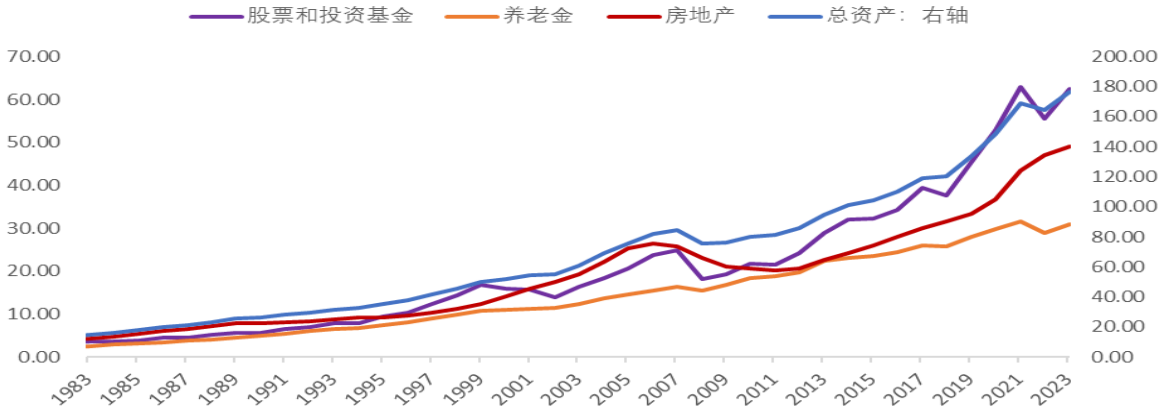
美国居民部门资产负债表		
项目 (单位: 万亿美元)	占比	2023-12-31
总资产		176.74
金融资产	67.23%	118.83
股票和投资基金	35.40%	62.58
养老金	17.52%	30.96
其他金融资产	14.31%	25.29
非金融资产	32.77%	57.91
房地产	27.78%	49.09
其他非金融资产	4.99%	8.82
总负债	11.62%	20.53
净资产	88.38%	156.21

数据来源: Wind 冠通研究

美国居民部门资产负债表 (万亿美元)

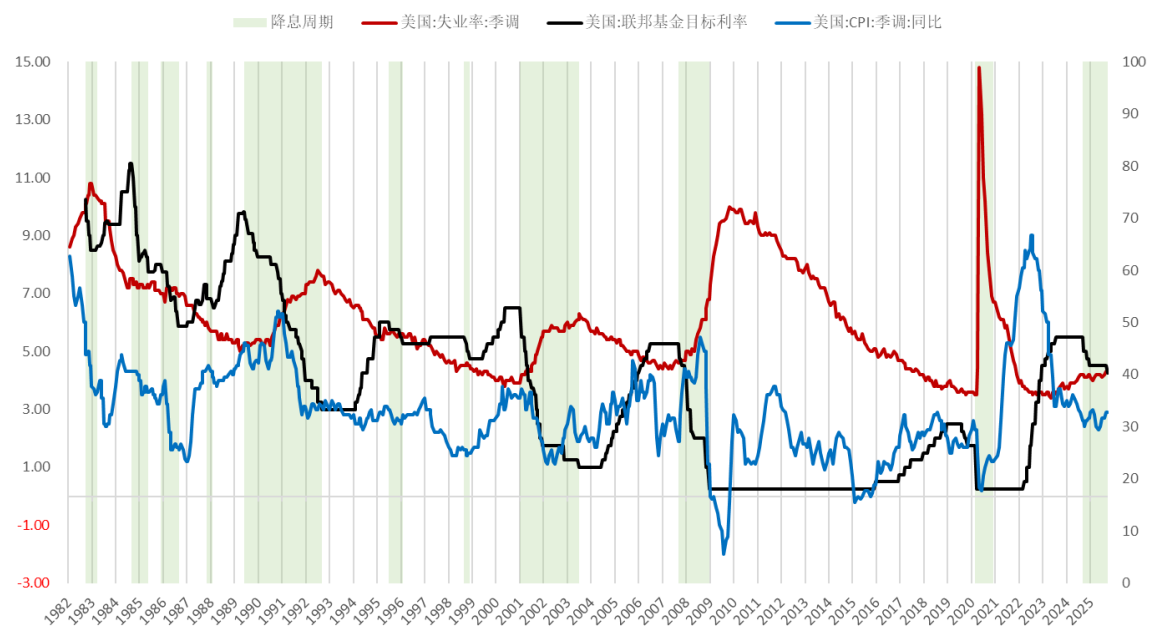


美国居民部门的主要资产变动趋势 (万亿美元)

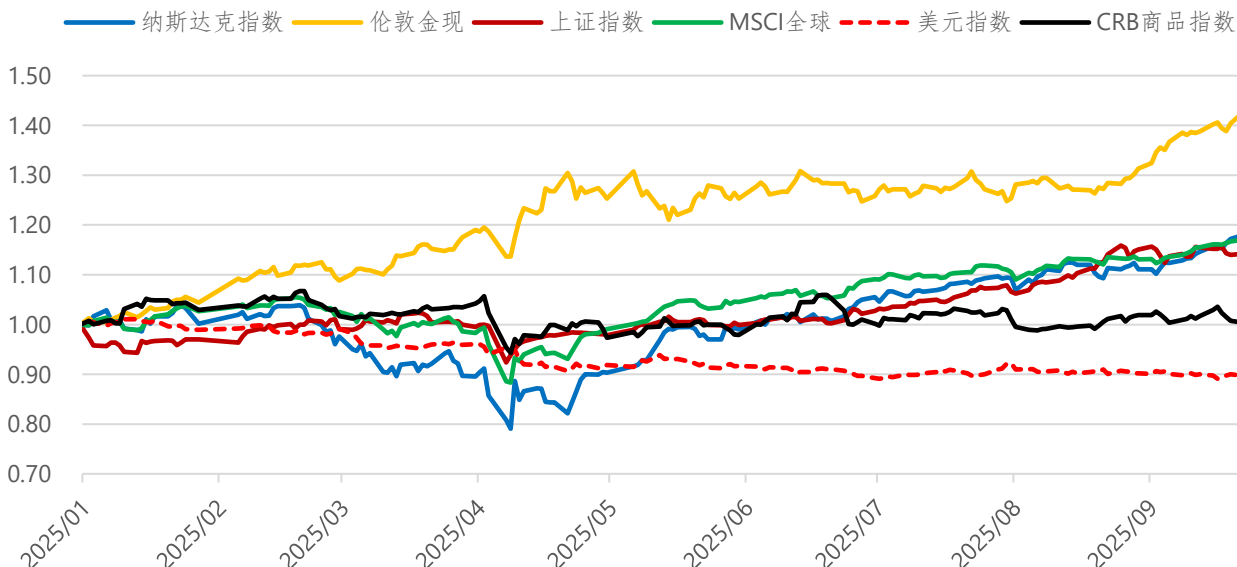


降息交易主导全球资本市场，风险资产价格获益

2025年下半年以来，海外降息交易总体主导市场，流动性的宽松支撑着风险资产多数收涨。一度沉寂的黄金王者归来，美股屡创历史新高，国内A股也突破了近十年的高点，唯有美元指数一路下行，创下自1973年以来同期的最差表现。然而，热闹的背后蕴含着矛盾，恰如股票市场的强劲与经济数据的颓弱之劈叉。9月FOMC会议，美联储正式公告降息25bp，这一轮的降息周期重新开启，降息交易也日渐落幕。



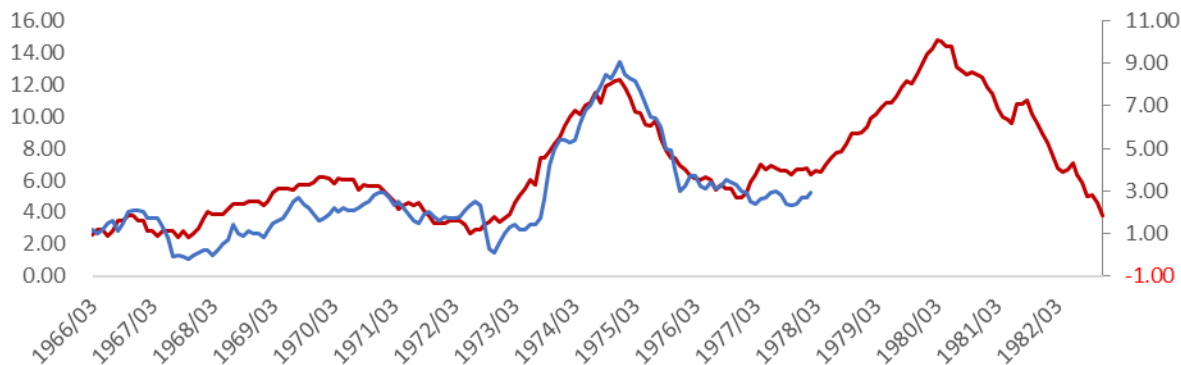
重要资产价格2025年内收益走势图



关税战强化通胀韧性, 美联储独立性遭受实质性挑战, 未来落入滞胀的风险仍存

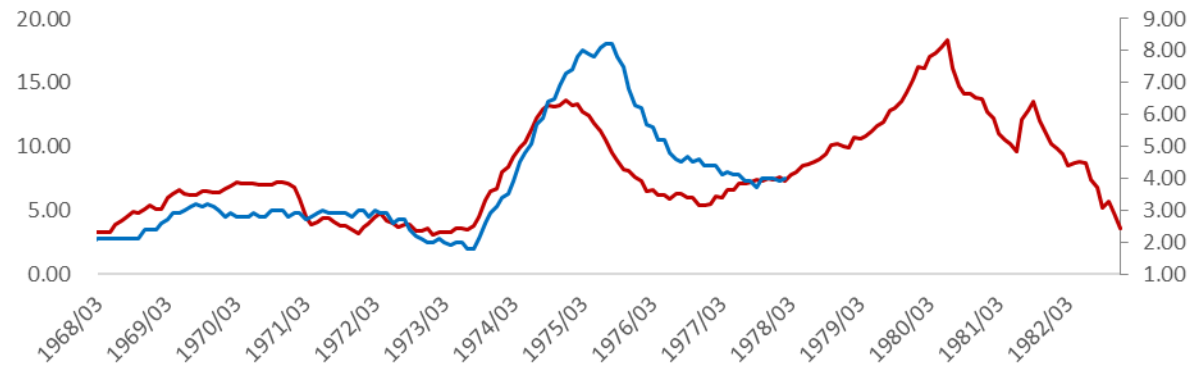
大滞胀时期与当前的对比: CPI

— 美国:CPI:同比 — 当前CPI: 右轴



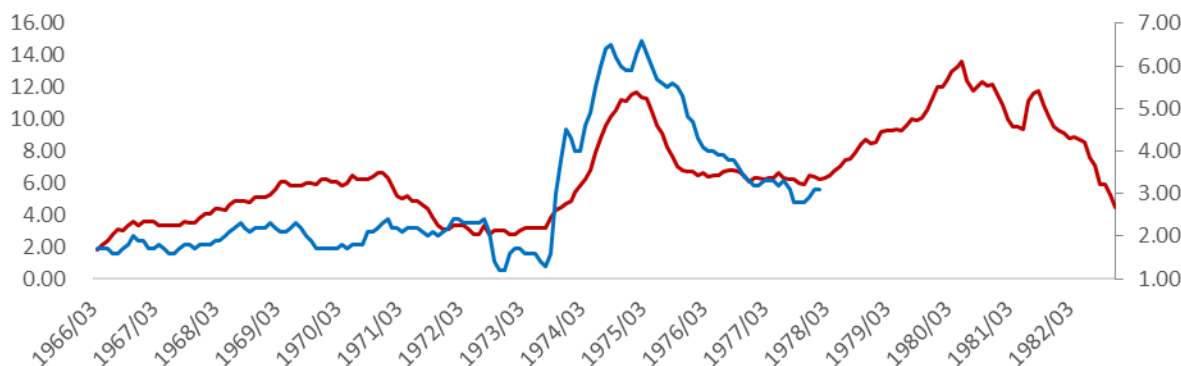
大滞胀时期与当前的对比: CPI住宅

— 美国:CPI:住宅:同比 — 当前CPI:住宅: 右轴



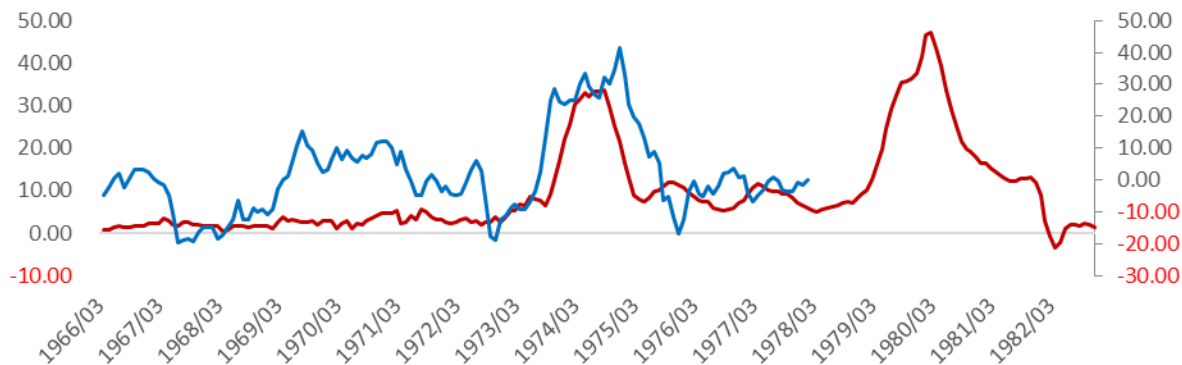
大滞胀时期与当前的对比: 核心CPI

— 美国:核心CPI:同比 — 当前核心CPI: 右轴



大滞胀时期与当前的对比: CPI能源

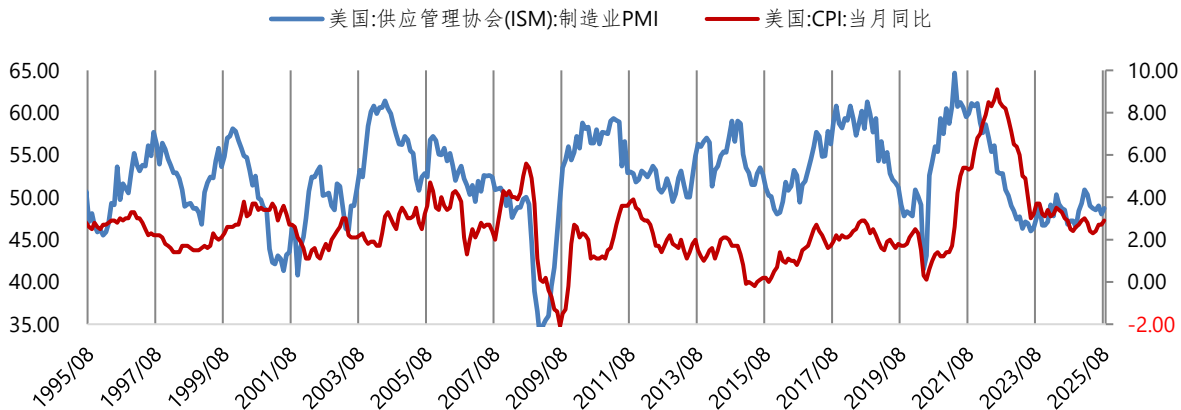
— 美国:CPI:能源:同比 — 当前CPI:能源: 右轴



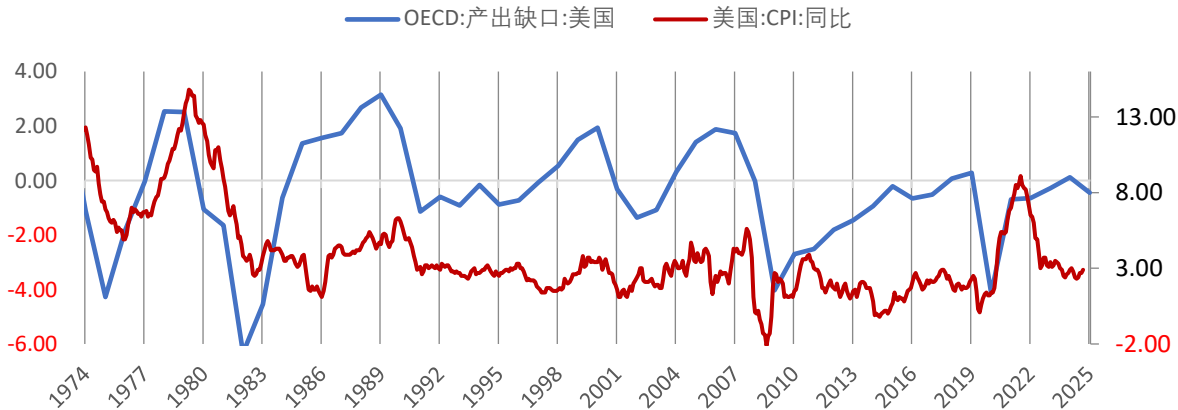
美国视角下的2025年四季度资产配置：权益与商品受益，关注白银和铜

2025年四季度, 伴随着本轮降息周期的重启, 美国经济大概率走向复苏, 资本市场的宏观交易逻辑料将逐步从降息交易切换到复苏交易。眼下, 降息刚刚落地, 市场还在消化着预期, 对于未来的展望蕴藏分歧, 主导的逻辑仍未清晰。宏观数据喜忧参半, 高频指向软着陆, 失业率则警示着衰退的逼近, 更成为影响美联储决策的重要依据。大漂亮法案之下, 未来美国的财政扩张是经济韧性的关键支撑, 叠加降息对于传统产业的利好, 有望避免美国滑向衰退的泥潭迎来经济的复苏。不过, 关税风波仍未平息, 经贸摩擦对于经济的损伤对于通胀的刺激都将在四季度显现, 而特朗普对于美联储独立性实质性的干预, 也令未来的降息路径更易生变, 超预期的宽松则可能加剧通胀的问题。因此, 对于充满分歧与矛盾的四季度, 美国经济的通胀向上确定性较高, 降息之后增长上行是大概率, 对应着经济将走向复苏, 继而带动全球经济的回暖。因此资产配置上, 经济复苏叠加降息后半程宽松的流动性, 将会提振投资者的风险偏好, 美元与美债利率先抑后扬, 权益资产与大宗商品更为受益, 美国等发达经济体股市料将优于新兴市场的表现, 大宗商品的表现则将分化, 降息与经济复苏共振之下, 白银和铜的投资机会值得关注。风险上, 则要注意美国经济复苏力度不及预期, 市场对衰退的担忧重燃之下, 对于身处历史高位的美股的打击, 最终让美国经济落入滞胀的泥潭。

美国制造业PMI与通胀



美林时钟：美国



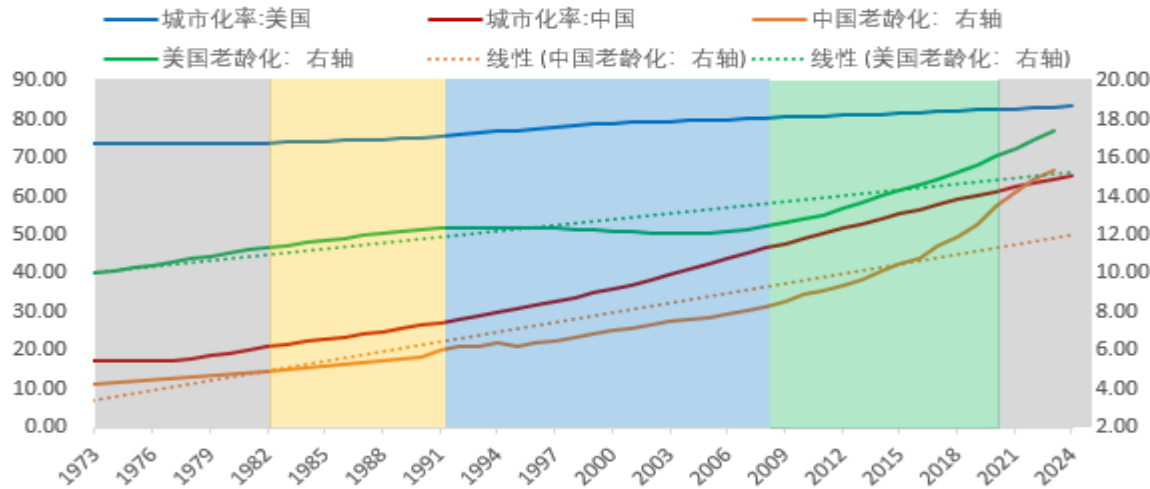


中国经济内忧外困奋力破局，
科技军事DEEPSEEK时刻，强预期遭遇弱现实

中国经济内忧外困奋力破局,科技军事DeepSeek时刻,强预期遭遇弱现实

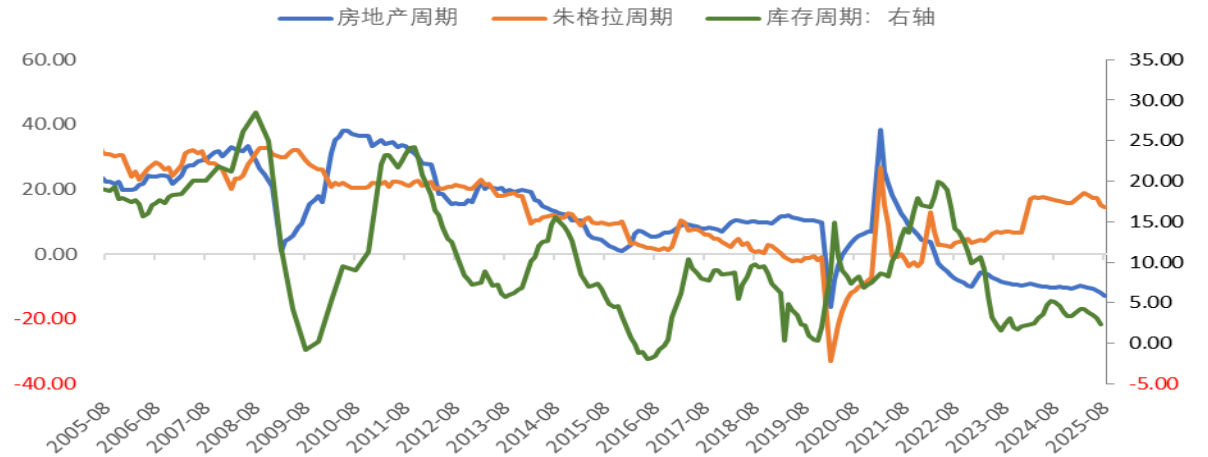
2025年以来,国内市场呈现出强预期弱现实的风格特征,新经济改善预期,老经济拖累现实。年内,中国经济的内忧外困加剧奋力破局,多周期共振下行施压需求,DeepSeek破局时来运转,应对关税贸易博弈硬刚反制,军事上的震撼增强底气,国内悲观预期扭转乐观延续。只是,经济的现实依旧遭受着地产等传统经济颓势的拖累,新老经济增速表现出的分化,映射出2025年内国内强预期弱现实的风格特征。三月,两会召开全年经济目标落地,更为全年经济工作定下稳的基调。中央扩赤字加杠杆,宏观政策的积极有为,提振消费专项行动计划下发,多措并举稳住楼市。四月以来,对外应对美国的贸易战:积极应对不甘示弱,采取针锋相对策略,人民币汇率稳韧坚挺震荡走升。7月至今,关税冲击缓和,美联储降息预期升温,国内反内卷如火如荼, A股强劲上扬创出十年新高。

中国VS美国:城镇化率与老龄化

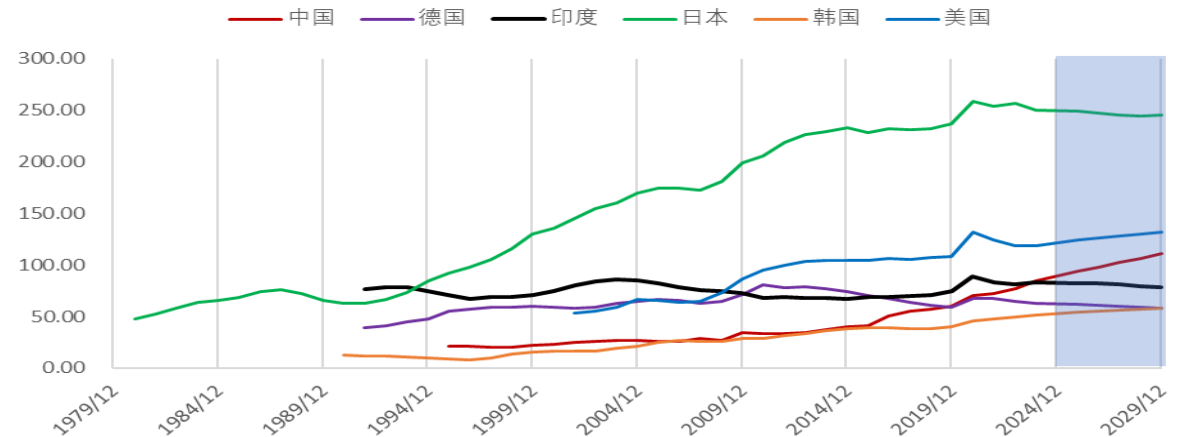


数据来源: Wind 冠通研究

三周期叠加: 中国



IMF预测: 一般政府总债务占GDP比重



中国经济内忧外困奋力破局，科技军事DeepSeek时刻，强预期遭遇弱现实

“加”杠杆

“待”通胀

稳增长

“高”利率

中国经济

居民部门

- 三年疫情损伤居民家庭负债表，疤痕效应进一步提升家庭的预防性储蓄（改变人们的消费倾向与投资偏好）；
- 本就不多的居民储蓄大量配置在房产，房价下跌加剧债务负担，资产荒之下提前还贷，居民主动降杠杆，加剧地产的下行；消费不足与降级压抑经济内生动力，有效需求不足叠加部分行业产能过剩令企业盈利收缩。
- 伴随着股市的走强，赚钱效应下居民存款搬家，增配权益。

政府部门

- 去年政策力度不及预期，传统政策失效，货币政策遭遇流动性陷阱，9.24之后，重磅政策接连出台，扭转悲观预期；
- 地产失速影响卖地收入，地方债暴雷层出不穷，担忧金融稳定，政府一揽子化债方案试图阻断恶性循环，部分城市房价下跌加速，地产对于经济增长的拖累加剧；
- 中央加杠杆之路已然开始，关税贸易战之下财政扩张前置；
- 货币政策适度宽松，一致性与灵活性相结合，更加注重资本市场预期管理的作用，预留政策空间给潜在外部冲击。

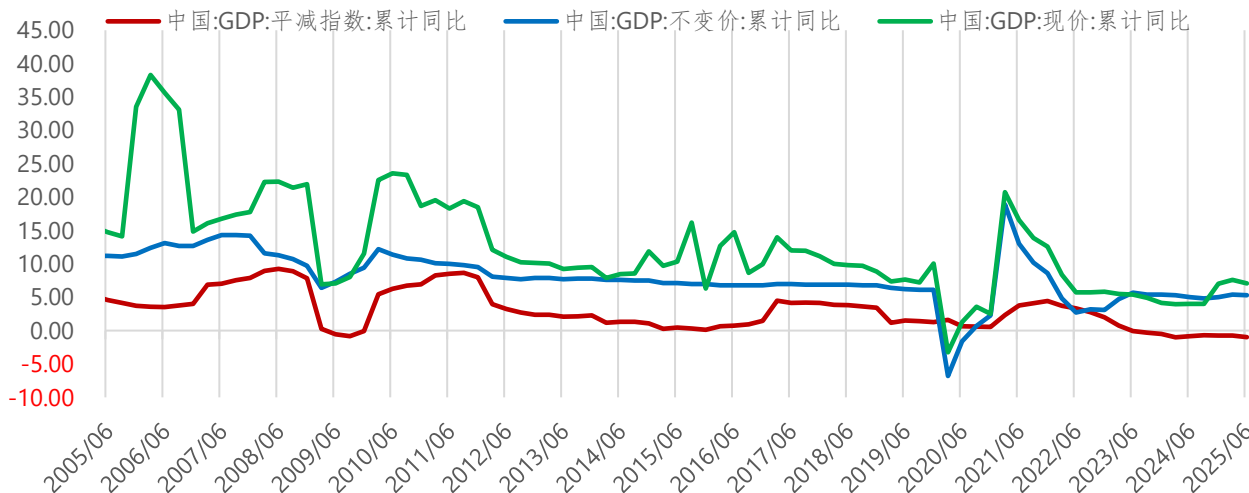
企业部门

- 间接融资为主导导致杠杆率一直在高位，关税风暴冲击制造业景气度转冷，不过企业经营预期不差生产动能提升，但物价依旧羸弱，PPI是重要的追踪信号；
- 产能过剩，地产拖累、行业分化。科技突破扭转悲观预期，新经济与老经济表现分化，抢出口透支效应下外需未来料将承压。
- 反内卷之下，不少产业陆续出台相关政策措施，刺激价格的触底回升，但现实端的需求仍旧相对低迷。

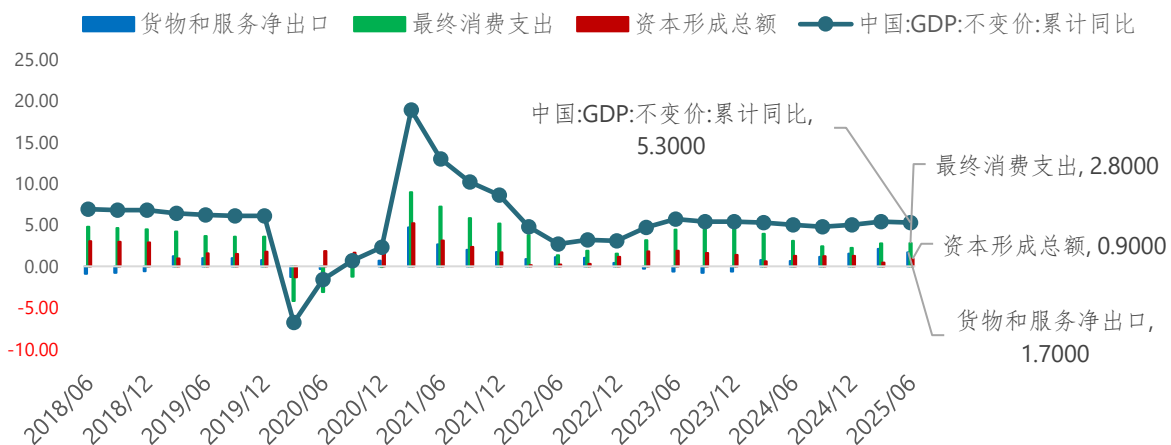
2025年国内宏观：前高后低弱复苏，地产拖累投资放缓，产消稳健，出口韧性

指标	预期差	2025-08F	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	近一年变动趋势
GDP:当季(%)		--	--	--	5.20	--	--	5.40	--	--	5.40	--	--	4.60	
GDP:累计(%)		--	--	--	5.30	--	--	5.40	--	--	5.00	--	--	4.80	
工业增加值(%)	✚ -0.55	5.75	5.20	5.70	6.80	5.80	6.10	7.70	5.90	--	6.20	5.40	5.30	5.40	
固定资产投资:累计(%)	✚ -0.79	1.29	0.50	1.60	2.80	3.70	4.00	4.20	4.10	--	3.20	3.30	3.40	3.40	
固定资产投资:制造业:累计(%)	✚ -0.33	5.43	5.10	6.20	7.50	8.50	8.80	9.10	9.00	--	9.20	9.30	9.30	9.20	
固定资产投资:基础设施建设:累计(%)	✚ -0.02	5.44	5.42	7.29	8.90	10.42	10.85	11.50	9.95	--	9.19	9.39	9.35	9.26	
固定资产投资:房地产开发:累计(%)	✚ -0.50	-12.40	-12.90	-12.00	-11.20	-10.70	-10.30	-9.90	-9.80	--	-10.60	-10.40	-10.30	-10.10	
社会消费品零售(%)	✚ -0.42	3.82	3.40	3.70	4.80	6.40	5.10	5.90	4.00	--	3.70	3.00	4.80	3.20	
进口(%)	✚ -1.96	3.26	1.30	4.10	1.10	-3.40	-0.30	-4.30	1.60	-16.30	0.84	-4.03	-2.38	0.13	
出口(%)	✚ -1.52	5.92	4.40	7.20	5.80	4.70	8.10	12.20	-3.10	5.90	10.67	6.58	12.64	2.33	
贸易差额(亿美元)	✚ 20.01	1003.29	1023.30	982.45	1145.97	1030.79	959.84	1022.40	312.79	1380.91	1051.76	973.26	957.17	817.57	
中国制造业采购经理指数(PMI)	✚ 0.15	49.25	49.40	49.30	49.70	49.50	49.00	50.50	50.20	49.10	50.10	50.30	50.10	49.80	
中国非制造业采购经理指数	✚ 0.20	50.10	50.30	50.10	50.50	50.30	50.40	50.80	50.40	50.20	52.20	50.00	50.20	50.00	
CPI(%)	✚ -0.20	-0.20	-0.40	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40	
PPI(%)	✚ -0.02	-2.88	-2.90	-3.60	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50	-2.90	-2.80	
核心CPI(%)		--	0.90	0.80	0.70	0.60	0.50	0.50	-0.10	0.60	0.40	0.30	0.20	0.10	
M1(%)	✚ 0.13	5.87	6.00	5.60	4.60	2.30	1.50	1.60	0.10	0.40	1.20	-0.70	-2.30	-3.30	
M2(%)	✚ 0.12	8.68	8.80	8.80	8.30	7.90	8.00	7.00	7.00	7.00	7.30	7.10	7.50	6.80	
人民币贷款:新增(亿元)	✚ 86.25	5813.75	5900.00	-500.00	22400.00	6200.00	2800.00	36400.00	10100.00	51300.00	9900.00	5800.00	5000.00	15900.00	
人民币贷款(%)	✚ -0.02	6.82	6.80	6.90	7.10	7.10	7.20	7.40	7.30	7.50	7.60	7.70	8.00	8.10	
社会融资规模:新增(亿元)	✚ 819.67	24873.33	25693.00	11320.00	42251.00	22899.00	11599.00	58961.00	22331.00	70546.00	28537.00	23288.00	14120.00	37635.00	
社会融资规模存量(%)	✚ -0.05	8.85	8.80	9.00	8.90	8.70	8.70	8.40	8.20	8.00	8.00	7.80	7.80	8.00	
城镇调查失业率(%)	✚ 0.05	5.25	5.30	5.20	5.00	5.00	5.10	5.20	5.40	5.20	5.10	5.00	5.00	5.10	

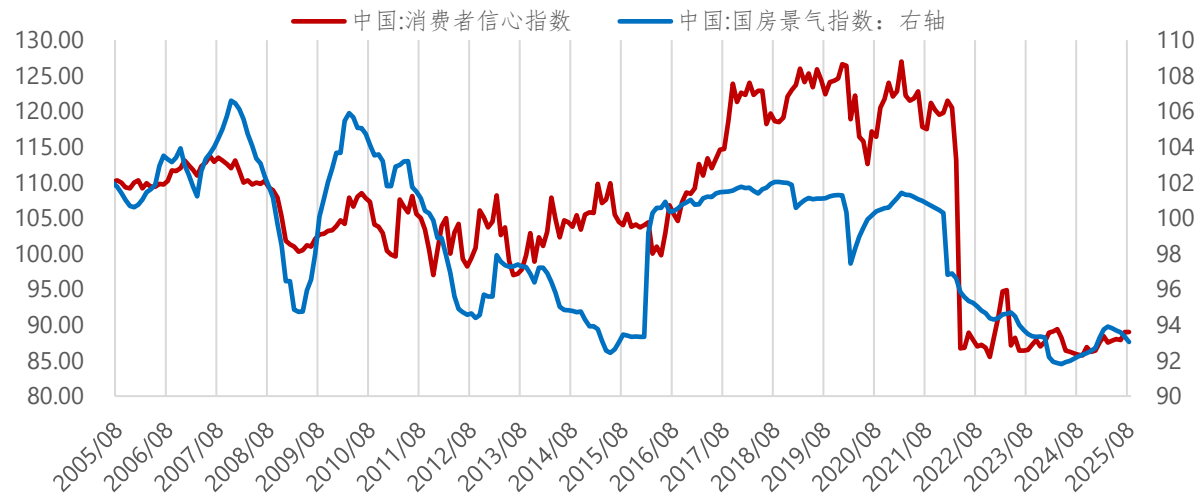
中国经济：出口强韧，产消稳健，投资降速，物价低迷，行业分化



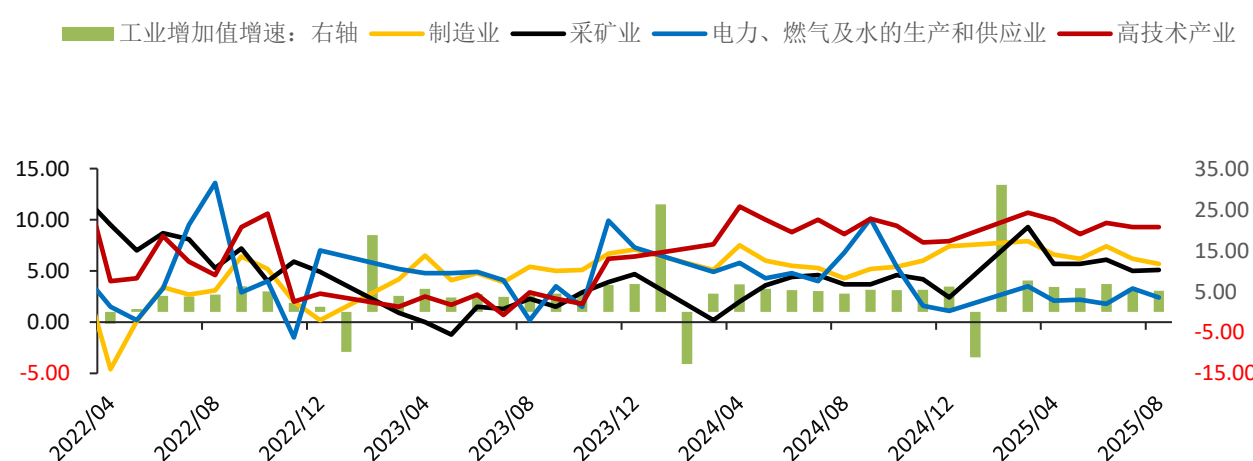
对GDP累计同比的拉动



数据来源: Wind 冠通研究



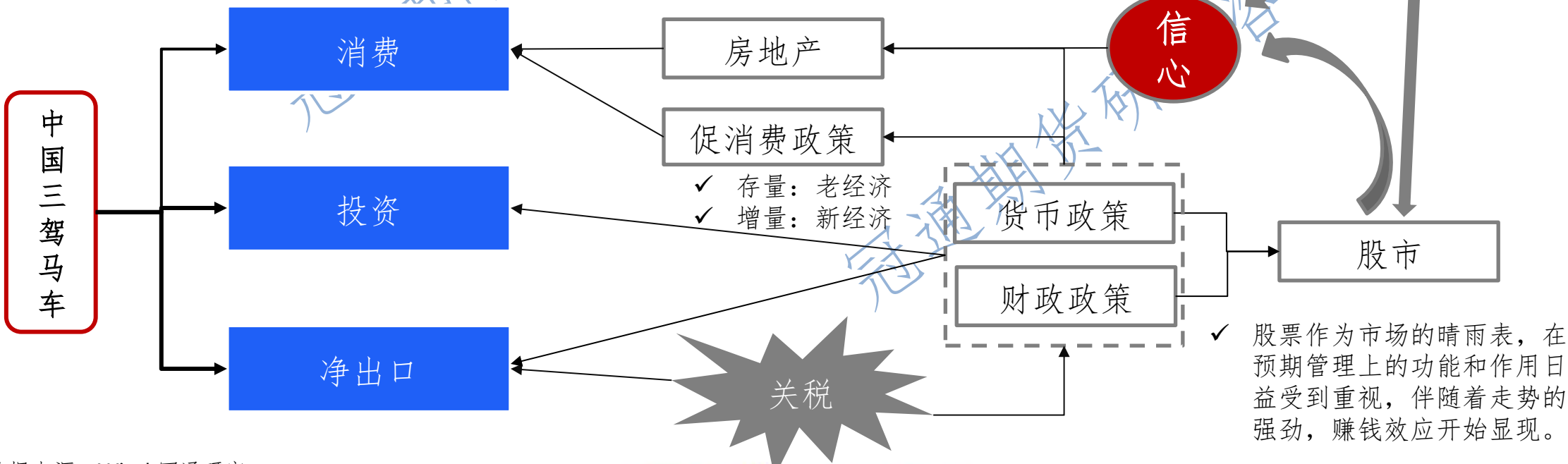
分行业规模以上工业增加值增速%



中国经济内忧外困加剧，DeepSeek破局时来运转，新老经济分化，中央扩赤字

2025年以来，国内市场呈现出强预期弱现实的风格特征，新经济改善预期，老经济拖累现实。2025年中国经济的内忧外困加剧，多周期共振下行施压需求，DeepSeek破局时来运转，哪吒闹海文化自信，政府抓住机遇提振民心，悲观预期扭转；动荡的世界，中国经济的稳健，让投资者感受到稳稳的幸福，科技的破局，对西方的祛魅，带来中国资产价值重估，恒指年内涨幅傲视全球。只是，经济的现实依旧遭受着地产等传统经济颓势的拖累，新老经济增速表现出的分化，映射出2025年内国内强预期弱现实的风格特征。

- ✓ 中国人大部分的资产分布在房子上，房地产不景气，居民财富资产缩小，大家对市场信心不足，特别是对长期经济前景的预期是相对悲观的，这影响着企业的投资倾向和消费偏好



内忧--地产对于经济的拖累 在多个维度影响

需求
不足

流动性陷阱

传统的货币信用框架失效，资金空转与信贷崩塌，政策转向财政+货币，防风险中“去地产化”是主线。地方财政坍塌，更产生出负外部性恶化营商环境。

政策

“挤出效应”弱化

地产退潮之下，挤出效应弱化，制造业的产能过剩，源于供需双向，供给端，国内融资环境改善叠加政策倾斜，需求端则明显需求不足。

产能过剩

收入预期较差

“大城市”白领消费降级-继高收入的互联网与教培行业的重创之后，地产相关的信托理财暴雷频发，强监管之下金融行业也遭遇严查；
“小镇青年”工作难找--卖地收入骤降之下的地方财政普遍承压，不少事业单位缩编减员，中小城市中“高收入”群体风光锐减，居民收入预期大幅转差。

消费降级

地产拖累

“资产荒”下投资难

“高收益”的地产及其相关金融产品相继暴雷，居民与金融机构均面临着资产荒的困境，倒逼着居民提前还贷主动降杠杆。同时，政府的基金投资也源于“缺资产”而落实进度缓慢。

资金空转

供给大于需求

地产及其相关产业链的拖累之下，国内出现明显的有效需求不足问题，叠加生产端的相对旺盛，生产动能下降，产需缺口收缩，因此物价低迷。下游抵抗高价，上游资源品涨价，中间加工品利润压缩，产业竞争加剧，行业内卷严重。

物价低迷

外困--美债高利率对于国内经济的压制虽然趋缓，但贸易战的大棒重拳袭来



- 外资回流美国
- 人民币汇率承压
- 进口成本提升
- 引爆地产违约，带来系列问题
- 资本管制央行干预，外汇储备减少
- 掣肘国内政策效用，加剧资金空转
- 股市承受基本面与资本面的双重打压，继而表现尤其疲弱，中美股市的冰火两重天打击投资者信心

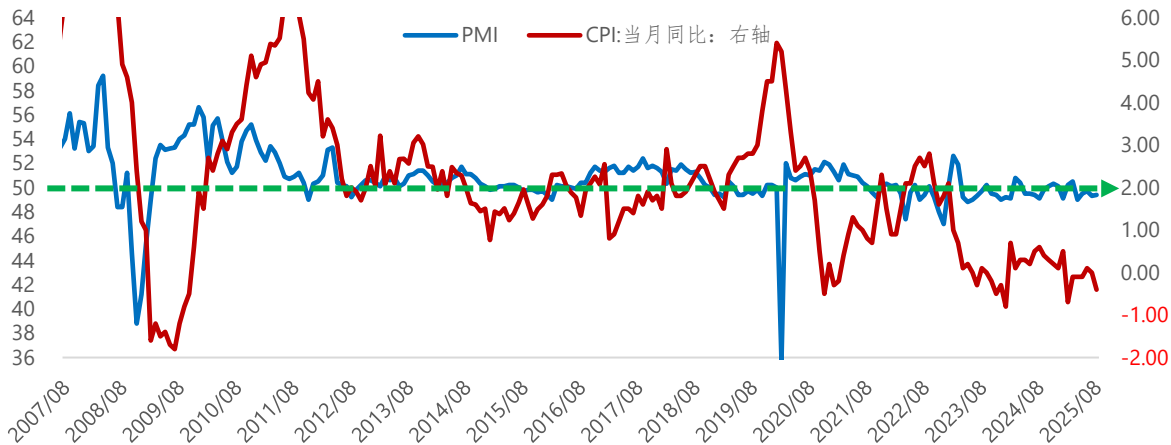
- 外需减弱、贸易摩擦加剧——抢出口透支，下半年压力加重
- 许多国家货币大幅贬值，资本外逃引发政治经济动荡，甚至引发军事冲突
- 高利率对美国经济自身的压制效应显现，“衰退交易”一度引爆美股，关税的影响也在宏观数据上日益显现。

2024年四季度，新一轮降息周期开启，美债利率下行，压制国内经济的外困因素多数边际趋缓；

不过，2025年特朗普的反复，中美贸易战的博弈，加剧着外困的显著性和复杂性，下半年抢出口透支效应下，外需压力加重。

弱复苏的中国经济：五弱一韧的出口料将遭遇贸易战逆风，内忧外困加剧

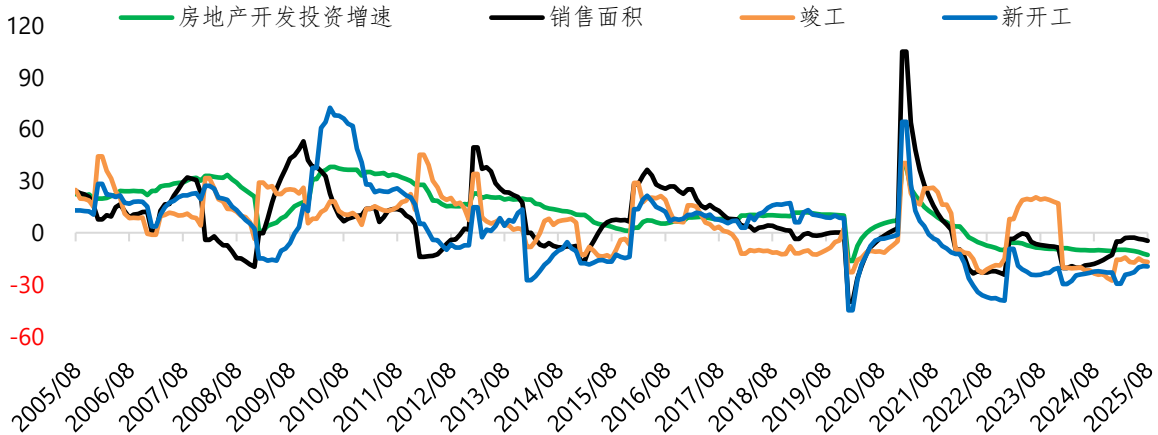
中国经济景气与通胀



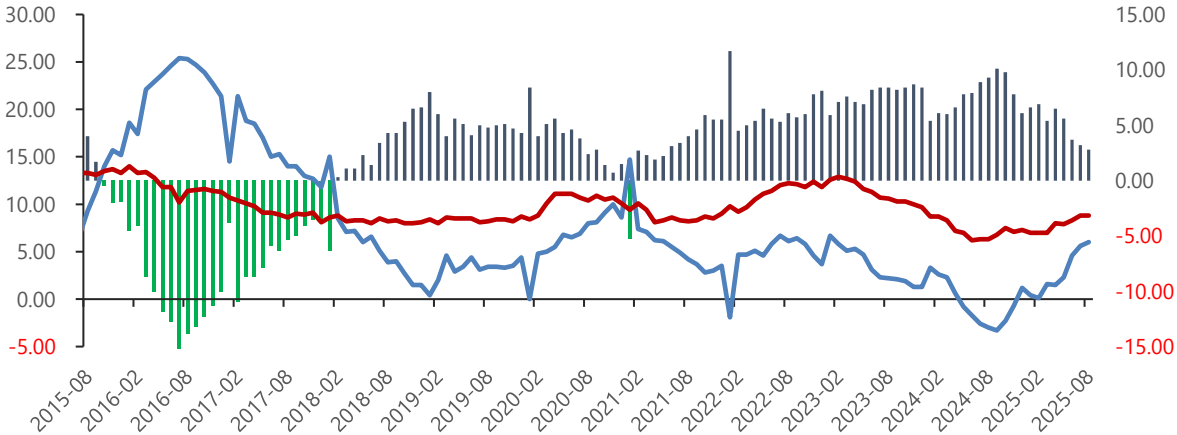
2025年以来,弱复苏的中国经济,延续着结构上“五弱一韧”的特征——消费弱,投资弱,信贷弱、物价弱,利率弱,出口韧。“五弱一韧”的实质是内需弱外需韧,内需的弱主要在于地产的拖累,外需之韧核心来自内外价格的缩与涨。

2025四季度中国增长的韧性——外需将遭遇逆风,直接冲击来自于特朗普上任后所发起的贸易战的猛烈攻击,抢出口效应退潮后的透支恐将日益显示出关税对出口的影响,间接则受累于全球贸易摩擦加剧下世界经济增速放缓,继而导致的需求下降。与此同时,国内需求不足的问题依旧严峻,地产拖累加剧之下,经济增长承压,居民与企业部门的压抑,市场寄望于政府部门的逆周期政策发力,反内卷逻辑由此应运而生。

主要地产相关经济指标近二十年走势图%



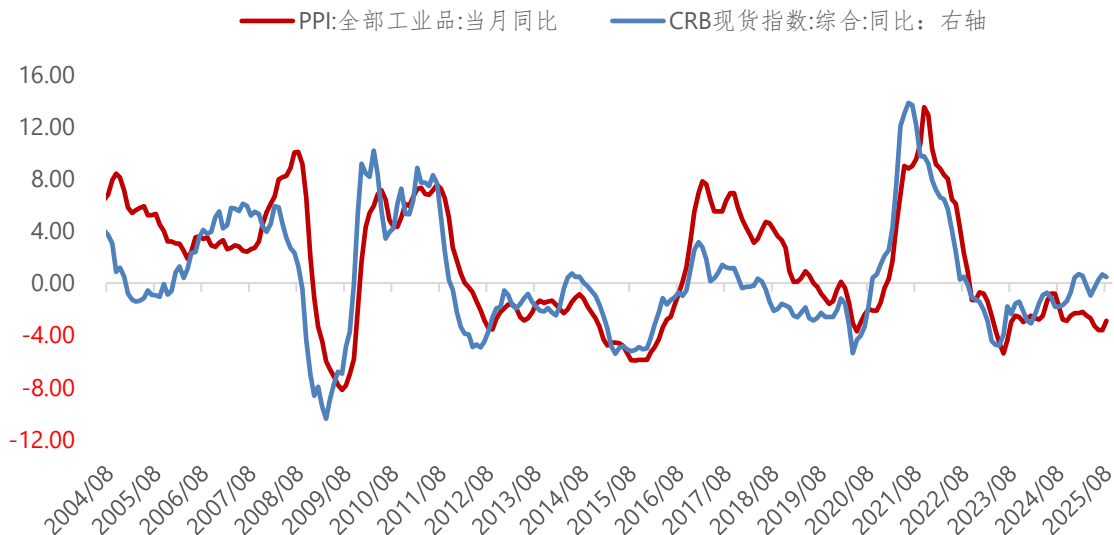
M2-M1增速%: 右轴 M1同比% M2同比%



经济复苏追踪的关键宏观指标在于物价,特别是PPI

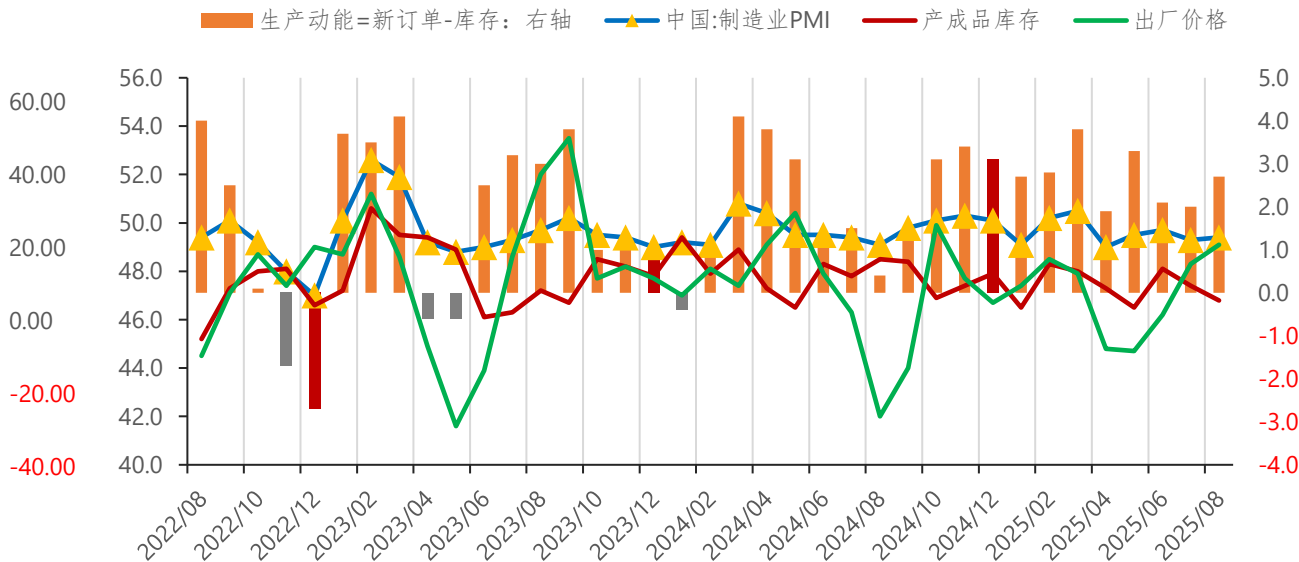
2025年以来,中国经济增长结构上所呈现出的“五弱一韧”特征延续,实质是内需弱外需韧,内需的弱主要在于地产的拖累,外需之韧核心来自内外价格的缩与涨,追踪研判的关键宏观指标在于物价,特别是PPI。经验上看,海外CRB价格指数的回升,国内生产动能的提振,一般会领先于PPI;同时,价格的抬升,带动全社会用电量和工业企业利润增速的走高。

CRB现货综指领先于中国PPI



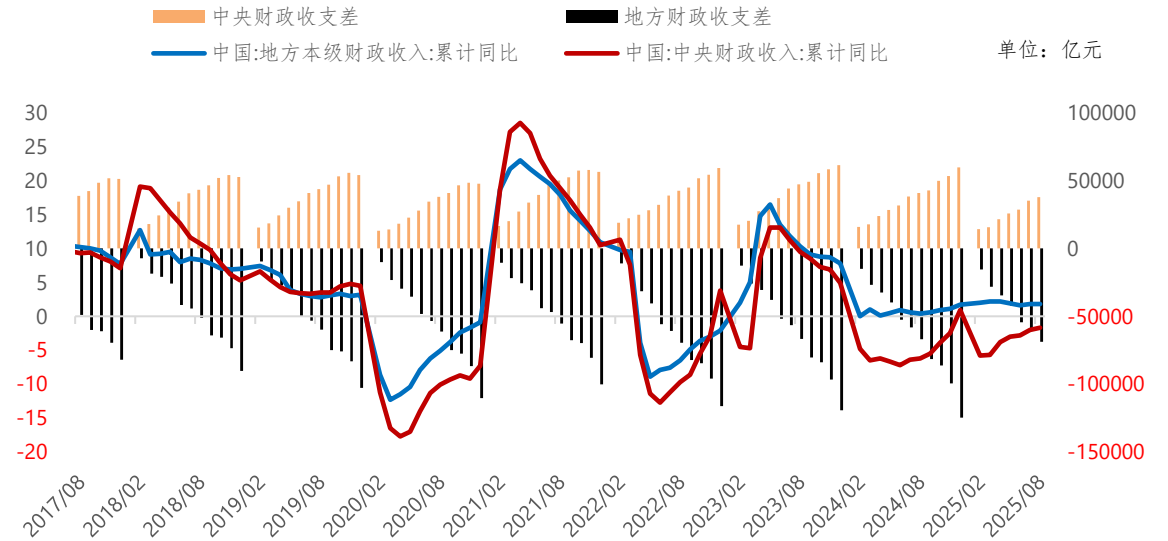
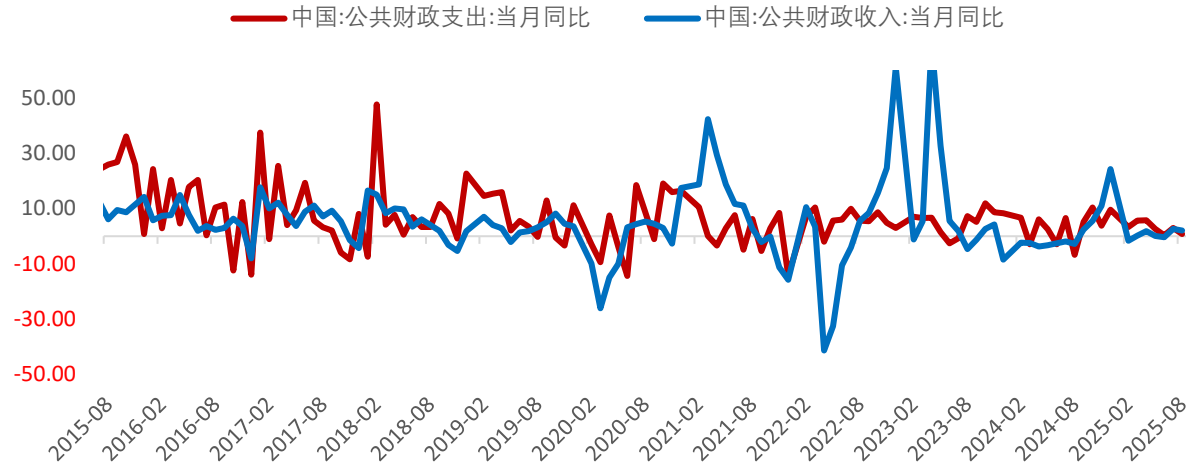
数据来源: Wind 冠通研究

PMI视角下的企业库存与价格

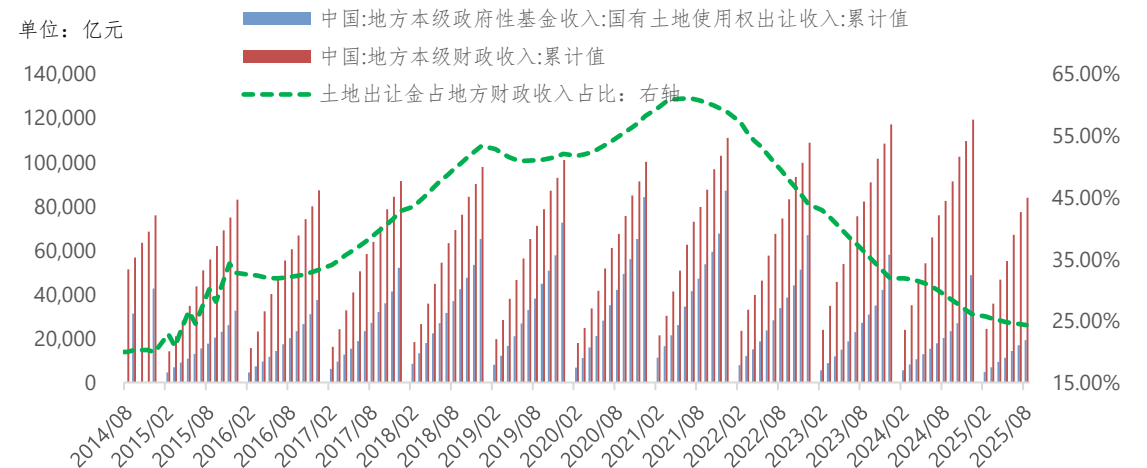
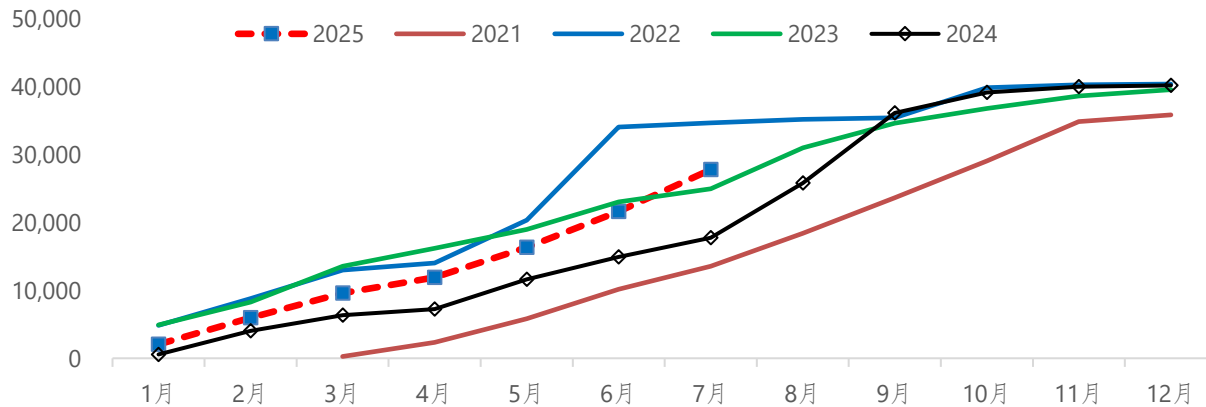


财政发力前置,但仍受累于地方财政的塌陷,源于土地财政的没落

公共财政收入与支出增速%

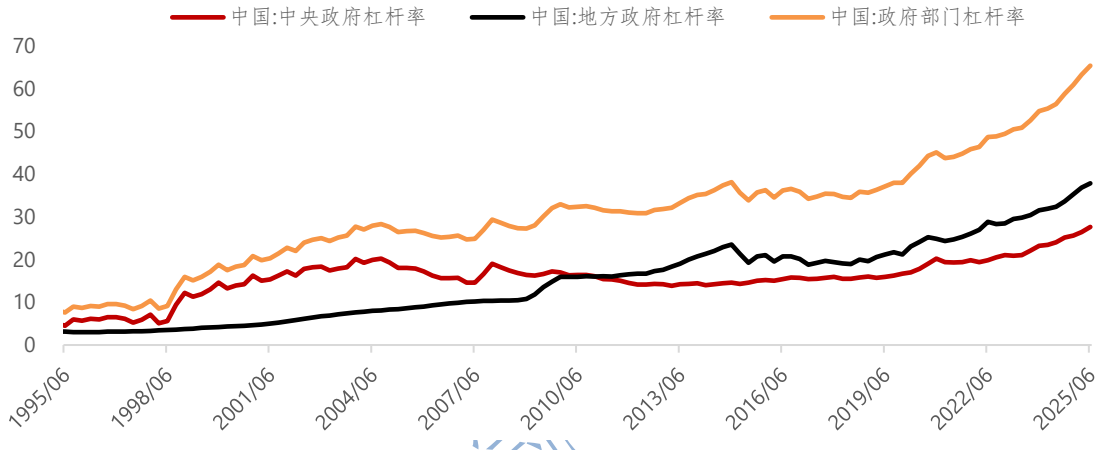


专项债发行节奏前置 (亿元)

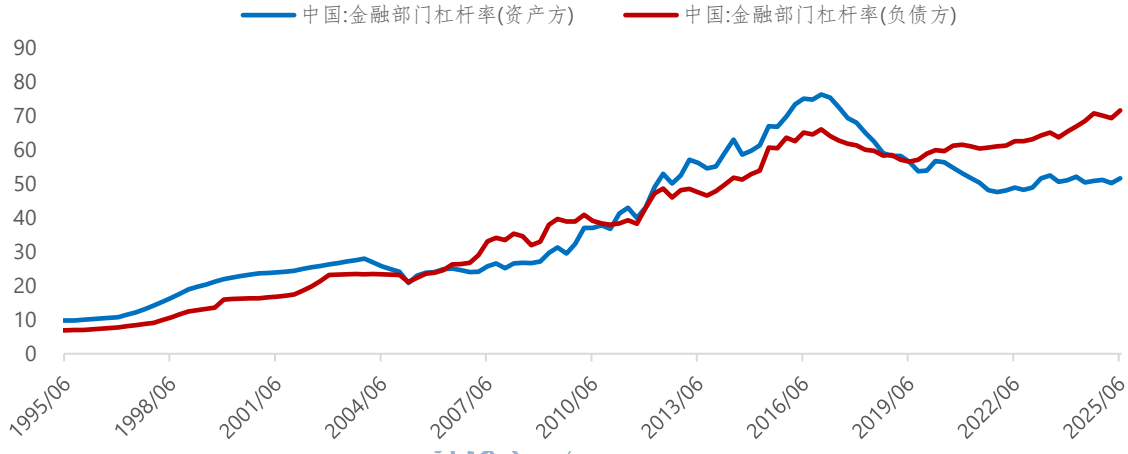


伴随着土地财政的没落, 地方财政面临着巨大的化债压力

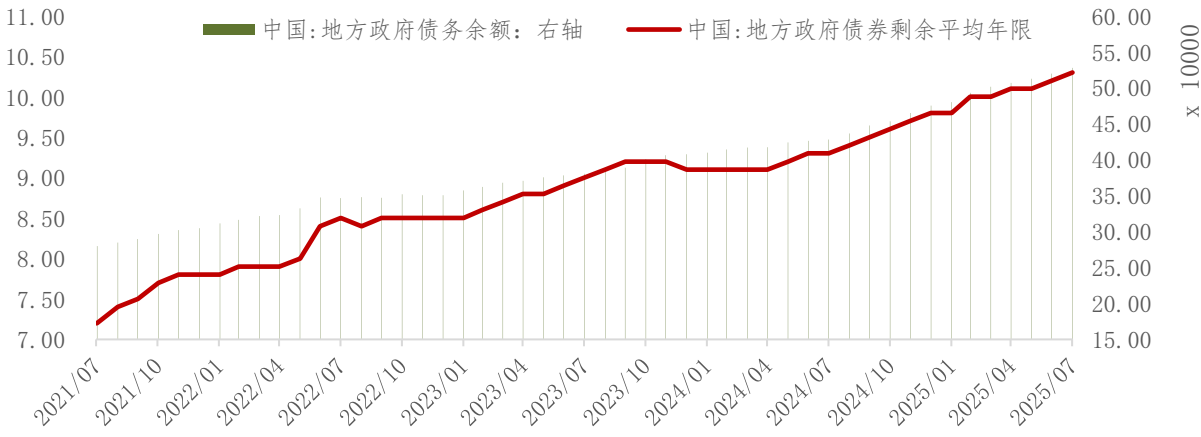
国内政府部门的杠杆主要加在地方政府, 中央加杠杆仍有较大空间



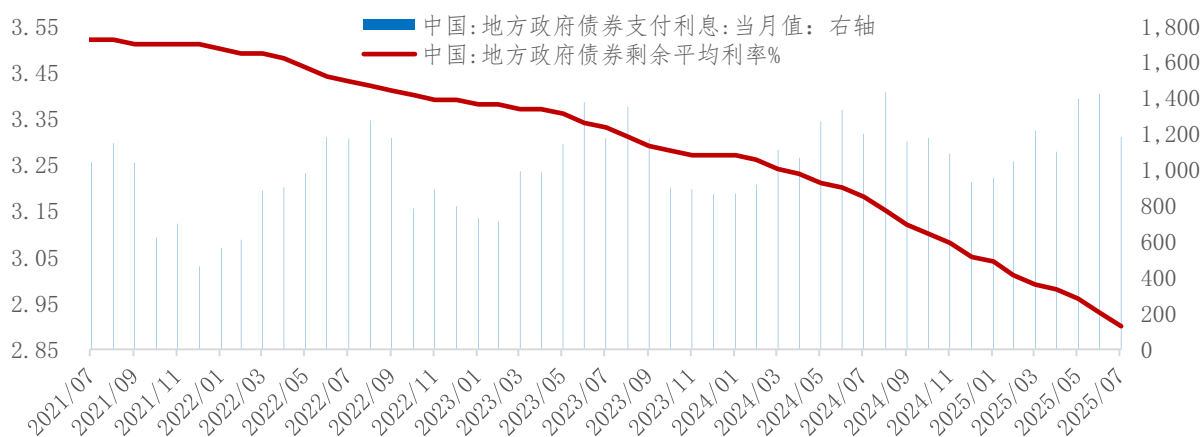
2017年资管新规以来, 金融部门资产方大幅去杠杆



地方政府债务余额 (单位: 亿元)

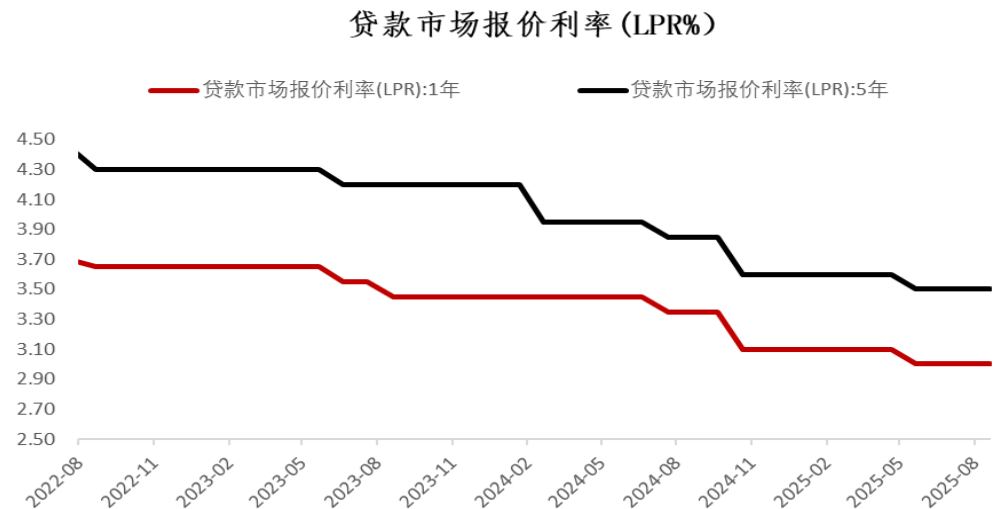
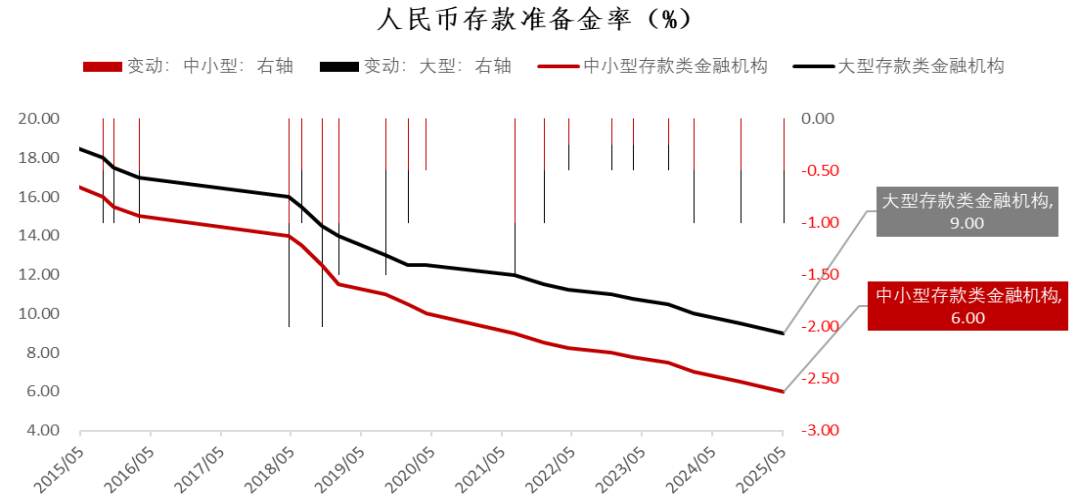


地方政府债务每月支付利息 (单位: 亿元)



货币政策：适度宽松为基调，降准降息落地

- 央行：5月8日起下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。中国人民银行决定，自2025年5月8日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.1%和2.6%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.525%和3.075%。
- 中国人民银行决定下调再贷款利率0.25个百分点。中国人民银行决定：自2025年5月7日起，下调再贷款利率0.25个百分点。下调后，3个月、6个月和1年期支农支小再贷款利率分别为1.2%、1.4%和1.5%，抵押补充贷款利率为2.0%，专项结构性货币政策工具利率为1.5%。
- 中国人民银行从2025年5月8日起，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.50%调整为1.40%。公开市场14天期逆回购和临时正、逆回购的操作利率继续在公开市场7天期逆回购操作利率上加减点确定，加减点幅度保持不变。
- 中国人民银行宣布，自5月15日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），下调汽车金融公司和金融租赁公司存款准备金率5个百分点。
- 5月20日，新一期贷款市场报价利率（LPR）出炉，1年期和5年期以上LPR双双下降10个基点，1年期LPR降至3%，5年期以上LPR降至3.5%。这是LPR年内首降，将进一步降低企业、居民融资成本，提振市场信心，支持实体经济稳定增长。



货币政策主要集中在5.7“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”

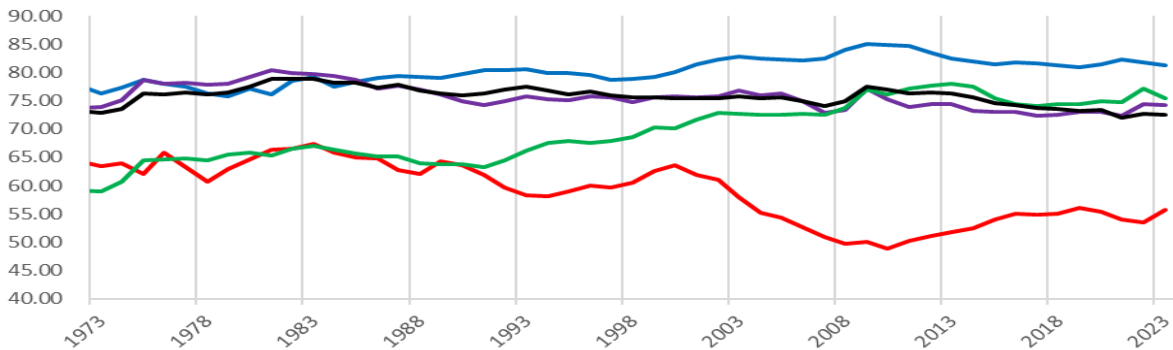
5月7日，国新办就“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况举行新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清出席并回答记者提问。会上，央行宣布推出包括降准降息在内的三大类共十项举措；金融监管总局将推出八项增量政策，包括完善房地产系列融资制度、扩大险资长期投资试点范围等；证监会提出将突出服务新质生产力发展的重要着力点，大力推动中长期资金入市等。就货币政策工具调整、降准降息、优化两项支持资本市场的工具、稳楼市稳股市、应对关税冲击、科技金融发展、公募基金改革等热点话题，三部委在发布会上作了回应。

- 1、央行推出一揽子货币政策措施，包括降准降息在内的三大类共十项措施。
- 2、金融监管总局将推出八项增量政策，包括完善房地产系列融资制度等。
- 3、证监会突出服务新质生产力发展的重要着力点、大力推动中长期资金入市。
- 4、宣布降准降息：政策利率、个人住房公积金贷款利率分别下调0.1、0.25个百分点。
- 5、优化两项支持资本市场的工具：总额度8000亿元合并使用，参与机构扩围至40家，贷款最长期限延长到3年。
- 6、稳楼市稳股市：完善房地产系列融资制度、鼓励保险公司加大入市力度。
- 7、应对美国加征关税冲击：应贷尽贷、应续尽续，对受影响上市公司增强监管包容度。
- 8、支持科技金融发展：债券市场“科技板”相关政策和准备工作已经基本就绪，创设科技创新债券风险分担工具。
- 9、将发布《推动公募基金高质量发展行动方案》：改革基金运营模式、扭转基金公司“旱涝保收”的现象。

提振消费，亟待降息以减缓有房家庭的还债压力，释放消费潜力

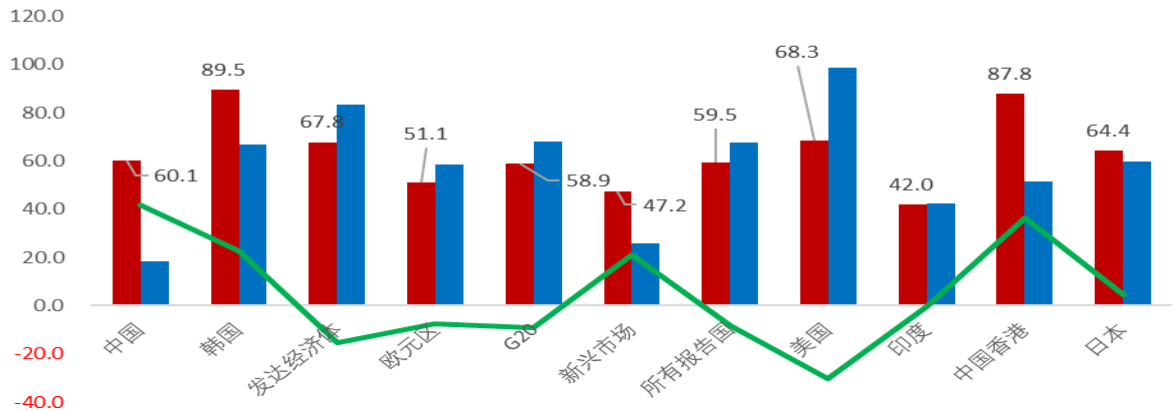
最终消费支出占GDP比重%

— 中国 — 美国 — 德国 — 日本 — 欧元区



2008年金融危机以来，全球主要国家杠杆率变动对比%

■ 2025/3/31 ■ 2008/3/31 — 杠杆率变动



数据来源：wind 冠通研究 央行《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》

中国居民家庭资产分布结构中房产占6成

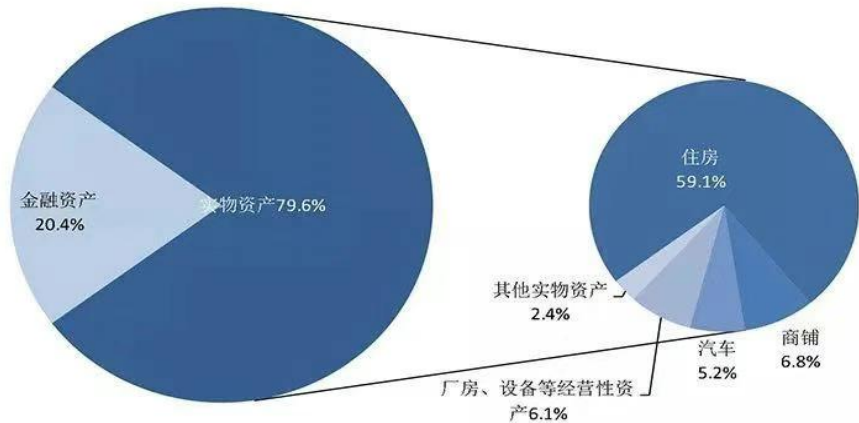
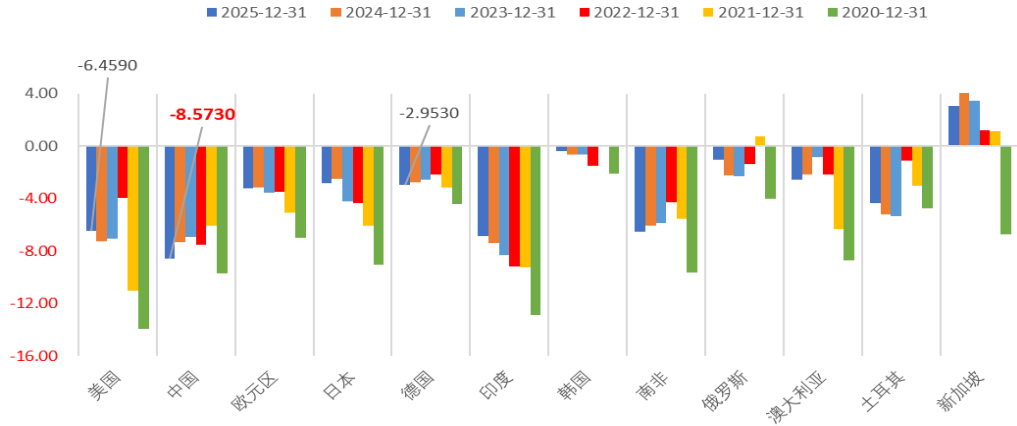


表 6 家庭资产负债率的分布情况

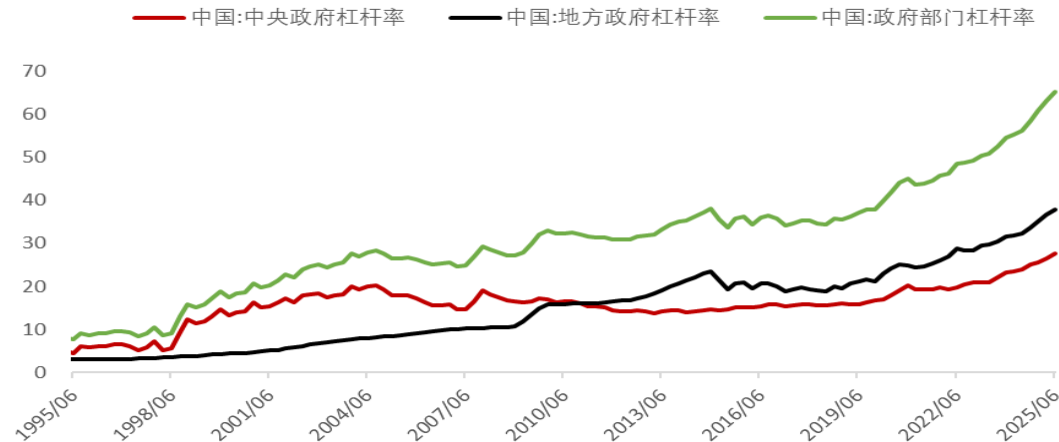
资产规模	家庭占比 (%)	有负债家庭占比 (%)	平均资产负债率 (%)	有负债家庭的平均资产负债率 (%)
0~10 万元	2.5	29.0	30.7	111.0
10 万~50 万元	8.8	32.9	8.9	26.2
50 万~100 万元	19.0	51.8	13.1	25.0
100 万~200 万元	27.8	59.8	12.8	21.3
200 万~500 万元	27.5	63.3	10.8	17.0
500 万~1000 万元	9.2	63.6	9.0	14.2
元				
1000 万元以上	5.2	62.1	6.1	9.9

增长困境之下,对债务的观念扭转后,财政前置发力加力

IMF预测:全球主要经济体一般政府赤字/盈余占GDP比例%



国内政府部门的杠杆主要加在地方政府,中央加杠杆仍有较大空间

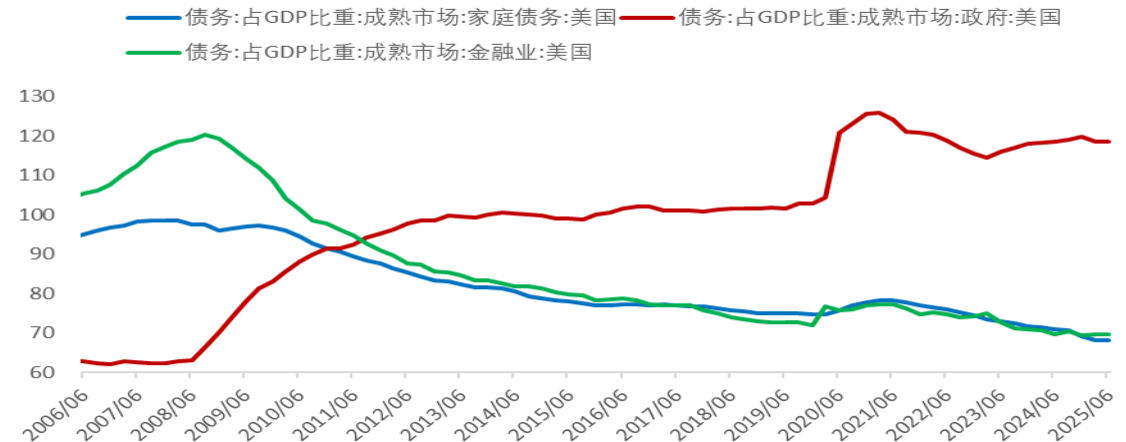


数据来源: Wind 冠通研究

地产拖累之下,经济增长承压,居民与企业部门的压抑,市场寄望于政府部门的逆周期政策发力。然而,源于很长一段时间的“土地财政”模式,地产下行同时造成了土地财政的没落坍塌,继而带来了地方政府沉重的化债压力,更弱化了财政政策的效用。

2025年内,周期下行增长困境之下,财政前置发力加力,表征着官方对债务传统观念的转变。参照美国,在经济遭遇增长困境之下,政府债务扩张实施逆周期调整政策去对冲增长下行压力,继而托底经济,甚至“变向”帮助企业 and 居民部门去杠杆,改善居民资产负债表,固本培元,增强经济体的自身活性,有利于防范系统性风险,帮助本国经济走出低谷推动经济之复苏。

美国政府部门债务的大幅扩张,帮助企业和居民部门去杠杆



国内政策--更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，反内卷

7月30日，政治局会议召开，定调下半年宏观政策，并明确了十五五规划期间的战略主张与发展思路。面对下半年的诸多风险与挑战，宏观政策上持续发力适时加力，充分释放政策效应；战略上，扩内需、稳增长和促改革并重，以稳中求进的工作基调，贯彻新发展理念，构建新发展格局。

冠通期货热点评论

—中共中央政治局会议新闻稿解读重点与要点评论

发布时间：2025年7月30日

中共中央政治局7月30日召开会议，决定今年10月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，主要议程是：中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。

会议指出，“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发展的关键时期，我国发展环境面临深刻复杂变化，战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多，同时我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，中国特色社会主义制度优势、超大规模市场优势、完整产业体系优势、丰富人才资源优势更加彰显，要保持战略定力，增强必胜信心，积极识变应变求变，集中力量办好自己的事，在激烈国际竞争中赢得战略主动，推动事关中国式现代化全局的战略任务取得重大突破。

会议强调，“十五五”时期经济社会发展要坚持马克思主义、毛泽东思想、邓小平理论、“三个代表”重要思想、科学发展观，全面贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，围绕全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标，以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴的中心任务，完整准确全面贯彻新发展理念，坚持稳中求进工作总基调，统筹推进“五位一体”总体布局，协调推进“四个全面”战略布局，加快构建新发展格局，统筹国内国际两个大局，统筹发展和安全，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，推动人的全面发展、全体人民共同富裕迈出坚实步伐，确保基本实现社会主义现代化取得决定性进展。

会议认为，今年以来，在以习近平总书记为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门积极作为、攻坚克难，如果实施更加积极有力的宏观政策，我国经济运行稳中有进，高质量发展取得新成效，主要经济指标表现良好，新质生产力积极发展，改革开放不断深化，重点领域风险有力有效防范化解，民生兜底保障进一步加强，我国经济展现强大活力和韧性。

会议指出，当前我国经济运行依然面临不少风险挑战，要正确把握形势，增强忧患意识，坚持底线思维，用好发展机遇、潜力和优势，巩固拓展经济回升向好势头。

会议强调，做好下半年经济工作，要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，着力稳就业、稳

王静
研究制定十五五规划

王静
对十五五期间的形势研判和我们的战略主张——保持战略定力，增强必胜信心，识变应变求变，办好自己的事，赢得战略主动，推动中国式现代化。

王静
十五五期间的总体发展基调——贯彻新发展理念，稳中求进的工作思路，“五位一体”（经济、政治、文化、社会、生态文明建设）和“四个全面”（全面建设社会主义现代化国家、全面深化改革、全面依法治国、全面从严治党）的战略布局，国内国际双循环，统筹发展和安全，经济质的有效提升和量的合理增长。

王静
对当前的形势研判——稳中有进、稳中向好

企业、稳市场、稳预期，有力促进国内国际双循环，努力完成全年经济社会发展目标任务，实现“十四五”圆满收官。

会议指出，宏观政策要持续发力、适时加力。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。兜牢基层“三保”底线。货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行。用好各项结构性货币政策工具，全力支持科技创新、提振消费、金融企业、稳定外贸等。支持经济大省发挥挑大梁作用。强化宏观政策取向一致性。

会议强调，要有放得开内需潜力，深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。在保障改善民生中扩大消费需求。高质量推动“两重”建设，激发民间投资活力，扩大有效投资。

会议指出，要坚定不移深化改革。坚持以科技创新引领新质生产力发展，加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新深度融合。纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法保障民营企业平等竞争。推进重点行业产能治理，规范地方招商引资产行为。坚持“两个毫不动摇”，激发各类经营主体活力。

会议强调，要扩大高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘，帮助受冲击较大的外贸企业，强化融资支持，促进内外贸一体化发展。优化出口退税政策，高水平建设自贸试验区等开放平台。

会议指出，要持续防范化解重点领域风险，落实好中央工作会议精神，高质量开展城市更新，积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序推进地方融资平台出清，增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回升向好势头。

会议强调，要扎实做好民生保障工作，突出就业优先政策导向，促进高校毕业生、退役军人、农民工等重点群体就业，落实好惠民政策，健全分层分类社会救助体系。夯实“三农”基础，推动粮食和重要农产品价格保持在合理水平。巩固拓展脱贫攻坚成果，确保不发生规模性返贫致贫。始终把人民群众生命安全放在第一位，加强安全生产和食品安全监管，全力做好防汛应急抢险救灾，保障迎峰度夏期间能源电力供应。做好“十五五”规划编制工作。

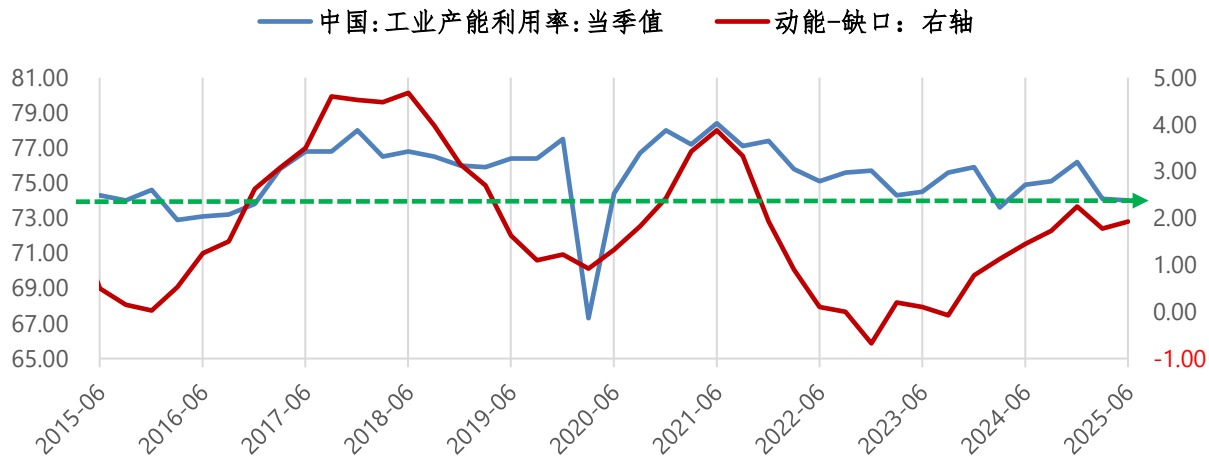
会议指出，要充分调动各方面积极性。领导干部要树立和践行正确政绩观，按照新发展理念做好经济工作。企业家要勇立潮头，以优质产品和服务赢得市场竞争主动。各地区各部门要全面落实党中央决策部署，用好深入贯彻中央八项规定精神学习教育成果，为高质量发展提供强大动能。

会议还研究了其他事项。

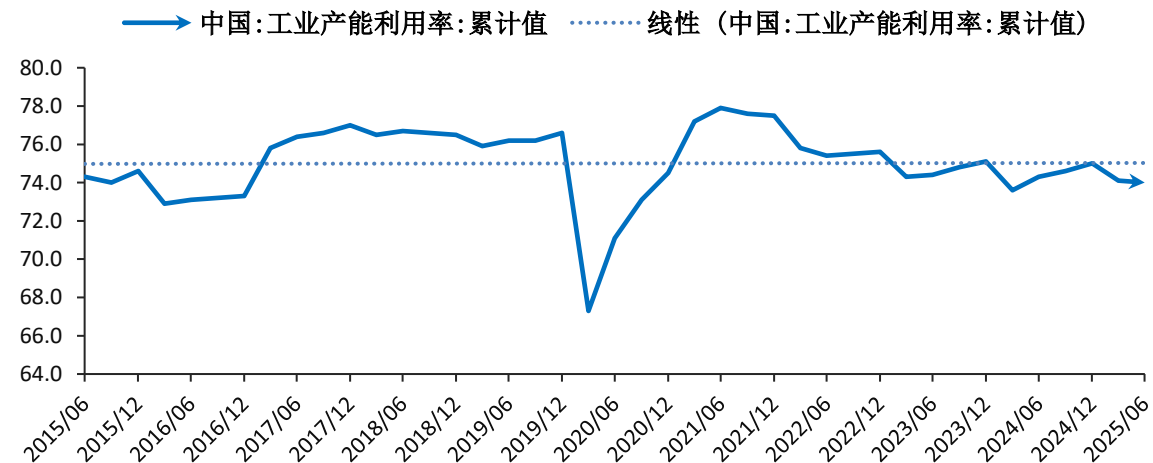
王静
下半年宏观政策基调——持续发力适时加力，释放政策效应。更加积极的财政政策，加快政府债券发行使用，提高资金使用效率，兜牢基层“三保”底线。货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行（降成本），结构性工具凸显政策精准点-科技创新、提振消费、金融企业和稳定外贸等。

王静
防风险方面，提出要“有力有序推进化解地方融资平台出清，积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务”；资本市场的稳定一项固本向好的势头。

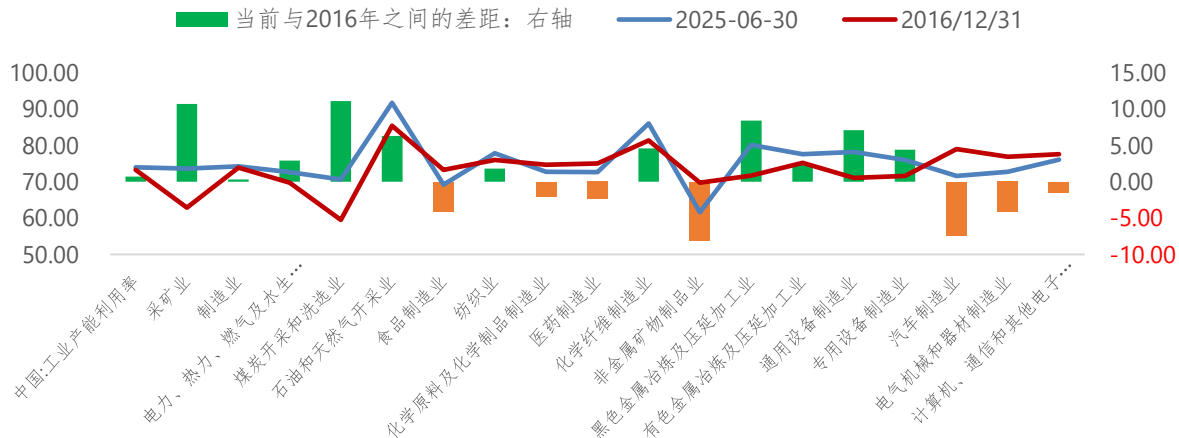
内忧外困中寻求经济之转型, 反内卷政策应运而生



物价羸弱除了需求端的承压, 也表征着供给端的过剩问题。纵向来看, 当下中国的工业产能利用率自2021年下半年以来震荡下降, 基本回落到了2016年水平。横向比较, 相对于2016年时期, 汽车、非金属矿物制品、计算机通信和食品制造业的产能利用率水平明显偏低。2025年, 国内经济社会发展的全面绿色转型, 有望在部分产能过剩行业的供给侧改革中, 给投资带来结构性机会。



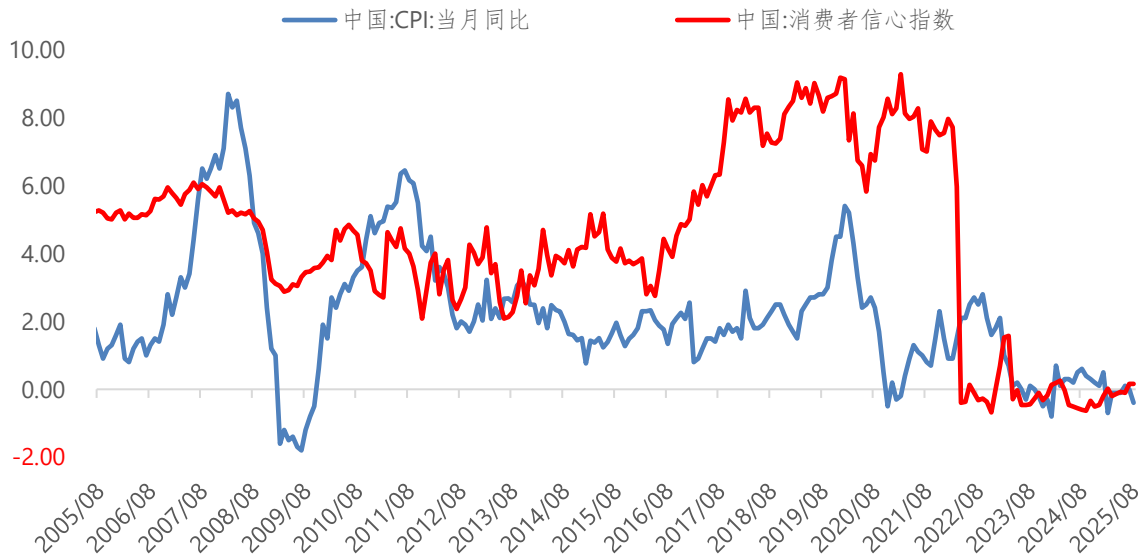
当前国内工业产能利用率与2016年变动对比%



四季度仍需关注国内经济的修复与政策的力度

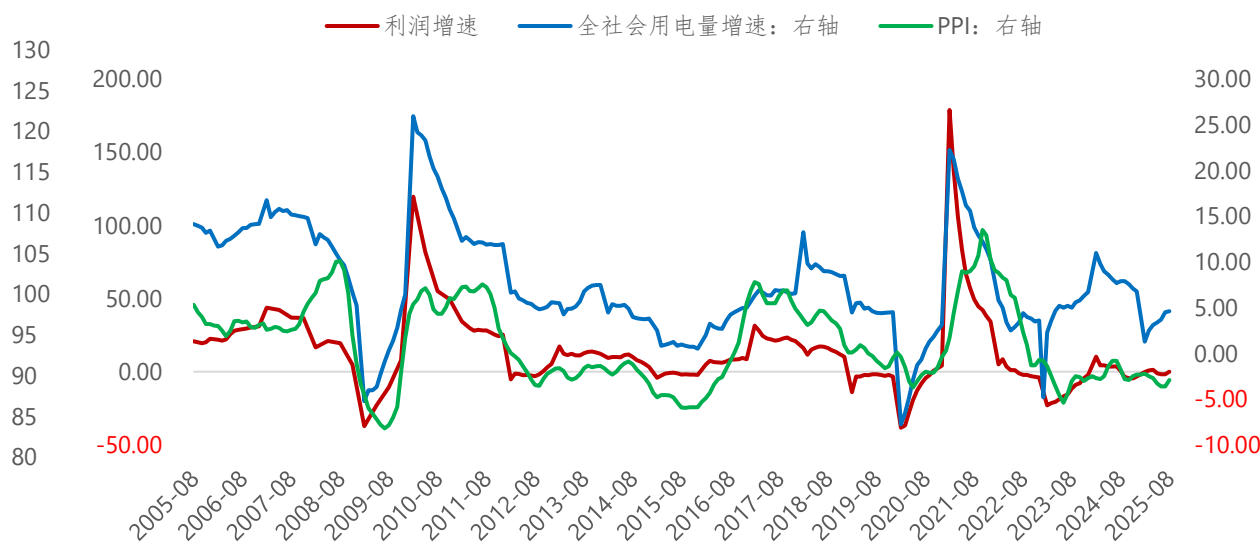
2025年内,国内市场呈现出典型的强预期弱现实风格,信心提振改善投资预期,降息交易下流动性的充裕叠加反内卷所形成的上行驱动,支撑着风险资产的火热,A股上演水牛行情与商品上板块轮转。美联储9月降息落地之后,国内政策对冲预期破灭,市场转为关注经济基本面的成色,乐观情绪回落,资产价格调整,强预期向弱现实收敛。新的宏观交易逻辑酝酿之中,国内经济的现实依旧弱势,外需逆风财政减弱投资失速造成需求的承压,经济增速大概率是前高后低的走势,市场密切关注经济的修复与政策的力度。

中国通胀与消费者信心指数



数据来源: Wind 冠通研究

PPI与全社会用电量、工业企业利润增速(单位: %)





中国政策对冲：降息，仍将是国内对冲内忧外困的首选措施

降息！

促进国内物价稳步回升

股价—已涨；
房价—探底；
物价—待涨。

降低国内高企的资金成本

- 降低企业的融资成本，提升企业盈利水平；
- 降低居民的还贷压力，提振国人消费潜力；
- 压低购房的资金成本，助推稳定国内房市；



中美博弈下，强民心最重

当出现内忧外困加剧恶化的情形时，超预期快速的大幅降息，让国人看到政府以银行让利于民的态度，有助于在博弈下稳定内部民心，安抚市场情绪，传递针锋相对的决心。

降息可能带来短期汇率贬值压力

- 短期：降息将带来汇率的贬值，有利于出口企业对冲贸易战的打压；美联储重启降息后，全球宽松的环境下，国内降息所造成的贬值压力相对较小，甚至不贬反升；
- 长期：降息助推国内经济基本面的改善，构筑人民币稳韧的基础。



美联储重启降息， 全球宏观交易逻辑切换

9月FOMC会议如期降息25BP, 年内料将再降息至少两次

美东时间9月17日周三, 美联储在货币政策委员会FOMC会后公布, 联邦基金利率的目标区间从4.25%至4.5%降至4.00%至4.25%, 降幅25个基点。这是美联储今年开年以来九个月内首次决定降息。本次投票的共12名FOMC委员中, 有11人都支持降息25个基点, 只有一人投了反对票。持异议的是本周稍早刚刚获得提名确认的新理事米兰 (Stephen Miran)。他倾向于降息50个基点。而上次会议中, 有两人对暂停降息的决议投了反对票, 分别是美联储理事沃勒, 以及特朗普提名的美联储负责金融监管副主席鲍曼。他们当时都主张降息25个基点。本次会上, 沃勒和鲍曼都继续这一降幅的主张, 并未像米兰那样激进。会后公布的会议声明中, 美联储主要调整了就业方面的表述, 特别提到就业下行的风险增加。更新的利率预期体现出, 多数联储决策者预计的今年降息次数由6月公布的两次提高到三次, 即在本周降息后, 还会有两次25个基点的降息。

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2025

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.3-2.0	1.5-2.6	1.7-2.7	1.6-2.6	1.7-2.5
June projection	1.4	1.6	1.8		1.8	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0		1.7-2.0	1.1-2.1	0.6-2.5	0.6-2.5		1.5-2.5
Unemployment rate	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
June projection	4.5	4.5	4.4		4.2	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6		4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.7	4.0-4.7		3.5-4.5
PCE inflation	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0	2.5-3.2	2.2-2.8	2.0-2.4	2.0	2.0
June projection	3.0	2.4	2.1		2.0	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2		2.0	2.5-3.3	2.1-3.1	2.0-2.8		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.6	2.1	2.0		3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0		2.7-3.4	2.2-2.9	2.0-2.4	2.0-2.2	
June projection	3.1	2.4	2.1			2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2			2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	2.9-4.4	2.6-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9
June projection	3.9	3.6	3.4		3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6		2.6-3.6	3.6-4.4	2.6-4.1	2.6-3.9		2.5-3.9

注: 数据均来源于美联储、冠通研究

6月点阵图

For release at 2:00 p.m., EDT, June 18, 2025

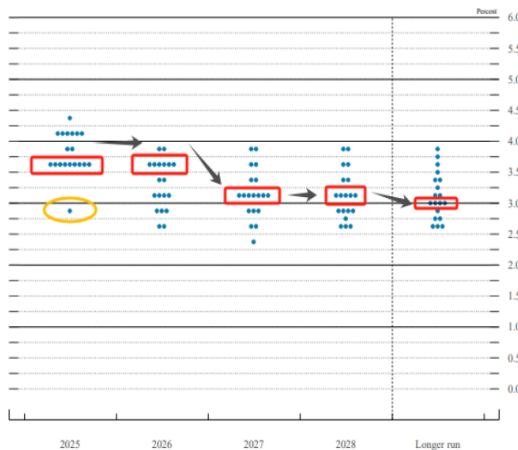
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



9月点阵图

For release at 2:00 p.m., EDT, September 17, 2025

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



鲍威尔称之为“风控式”降息，更加关注就业数据的下行风险

鲍威尔发言要点

- 货币政策：是一种风险管理类型的降息。FOMC对降息50个基点呼声的支持并不多。
- 点阵图：极为罕见的经济局势导致联储利率预测分歧大。
- 劳动力市场：经过修订的就业数据意味着，劳动力市场不再那么稳固。失业率仍然偏低，但已经上扬；就业人口增幅已经放缓，下行风险加重，就业市场指标表明下行风险是实质性的。人工智能（AI）可能是招聘放缓的原因之一。
- 通胀：关税通胀的传导机制已经放缓，影响的力度也更小。“关税通胀顽固地存在”的可能性降低。预计美国8月PCE通胀率同比上升2.7%，预计核心PCE同比上升2.9%。预计服务业将继续存在反通胀现象。长期通胀预期像磐石一样稳固。
- 美联储独立性：美联储坚定致力维持自身独立性。如果讨论美联储理事库克与美国总统特朗普之间的官司，那将是不合适的；不会针对美国财长贝森特的批评置评、未如他所呼吁的承诺联储内审，但暗示联储可能进一步裁员。在追求双重职责方面，FOMC仍然是团结一致。
- 关税：关税对核心PCE通胀数据造成0.3-0.4个百分点的“贡献”。



9月FOMC会议的投票结果，仅有米兰1人投反对票，一定程度上缓解了市场对于美联储独立性的担忧，但长期隐忧仍存

9月FOMC会议之前，特朗普政府对美联储的政治干预达到了新高度，可能引发该机构历史上最复杂的投票格局。

- ▶ 特朗普在库格勒辞职后迅速任命其经济顾问Miran为美联储理事，后者与特朗普在利率政策上立场一致，米兰参与9月16日开始为期两天的美联储会议，并成为投下反对票的唯一人员。Miran仅将任职至1月底，之后特朗普将安排永久性替代人选。
- ▶ 与此同时，特朗普试图以涉嫌抵押贷款欺诈为由解雇理事Cook的努力被上诉法院阻止，使其得以参与本次投票。



美国国会

监督整个联邦储备系统
及其下属实体

美联储体系



联邦公开市场委员会 (FOMC)

由理事会所有成员和5位联储银行行长共同组成，负责制定货币政策目标



美联储理事会

联邦政府的独立机构



地区联储储备银行

联储政策的具体执行者，受理事会监督

序号	姓名	职位	总体货币政策立场	9月会议态度预期	投票结果
1	鲍威尔 Jerome H. Powell	主席&理事	中立	降息25BP	支持降息25BP
2	杰佛逊 Philip N. Jefferson	副主席&理事	中立	降息25BP	支持降息25BP
3	沃勒 Christopher J. Waller	理事	大鸽派 7月会议主张降息	降息50BP	支持降息25BP
4	鲍曼 Michelle W. Bowman	理事	大鸽派 7月会议主张降息	降息50BP	支持降息25BP
5	巴尔 Michael S. Barr	理事	中立	降息25BP	支持降息25BP
6	库克 Lisa D. Cook	理事	鸽派	态度强硬，甚至加息 遭受政治干预	支持降息25BP
7	米兰Miran 接替库格勒Adriana D. Kugler	理事	最鸽派	降息50BP “临危受命”	反对降息25BP 建议降息50BP
8	威廉姆斯 John C. Williams	纽约联储主席 永久票委	鹰派	维持不变	支持降息25BP
9	古尔斯比 Austan D. Goolsbee	芝加哥联储主席	鹰派	维持不变	支持降息25BP
10	柯林斯 Susan M. Collins	波士顿联储主席	中立	降息25BP	支持降息25BP
11	穆萨莱姆 Alberto G. Musalem	圣路易斯联储主席	鹰派	维持不变	支持降息25BP
12	施密德 Jeffrey R. Schmid	堪萨斯城联储主席	鹰派	维持不变	支持降息25BP

数据来源：Wind 冠通研究

9月FOMC会议结果明“鸽” 实“鹰”，市场更多是前期资产价格过度定价所带来的调整

从全球来看，市场的反应，更多的是一个重大事件落地之后，实际结果不及预期的反应，主要是过度定价的回吐。诸如黄金美股的冲高回落，美元的先抑后扬等等。从国内来看，降息后多个交易日，出现股债商的三杀，背后反应的是对政策预期的破灭。

很长一段时间，国内市场的风格特征是强预期弱现实，纵然8月宏观数据开始转弱，但股市持续坚挺，其背后有两大支持：一方面是美联储降息下全球流动性的宽松，形成“水牛”；另一方面，是存在着一定的困境反转下的政策对冲之预期（经济数据差，那么就会出台刺激政策来稳增长）。然而，美联储降息25BP的结果，表征着美元资产仍具吸引力，美国经济仍有韧性，那么资金能够进一步增配人民币资产的增量就有限了；同时，投资者在进行资产配置的时候，也会更加注重基本面，经济现实的差就会逐步反映到国内资产价格上；再者，国内宽松的空间收窄，缺少美国经济衰退的叙事，上半年经济成绩不错，即便是下半年有所转弱，但全年完成目标的难度应该不大，因而，我们也没有太大的动力去出台对冲政策了，那么，政策预期的破灭，回归基本面成色之后，市场过度乐观的预期开始调整，继而引发股债商三杀。

	市场预期	实际决议	预期差
9月FOMC	降25BP， 很多人押注降息50BP	降25BP	基本符合预期， 但不及少数人的降息幅度
2025年内降息路径	6月点阵图 降息两次，中位数3.9%	9月点阵图 降息三次，中位数3.6%	剔除掉米兰的大幅降息态度，多数票委仍旧 是降息两次的态度为主
2026年内降息路径	6月点阵图中位数3.6%， 市场预期再降2次	9月点阵图 再降息一次，中位数3.4%	不及预期
2027年内降息路径	6月点阵图 中位数3.4%	9月点阵图 再降息一次，中位数3.1%	降息速度与幅度略显不及预期
长期利率中值	3%	3%	基本符合预期
鲍威尔态度	中性，支持降息25BP	支持降息25BP，但强调了对于就业 市场下行风险的关注	比预期更显得鹰派
美联储独立性	遭遇巨大挑战，内部四方乱斗， 期待一场内斗大戏	只有米兰1人独舞反对，整体显得较 为团结，缓解了市场对于美联储独 立性的担忧	不及预期的“平淡”，长期隐忧仍存

美联储重启降息之后，全球多家央行跟进 宽松是主旋律，但各国的节奏不同

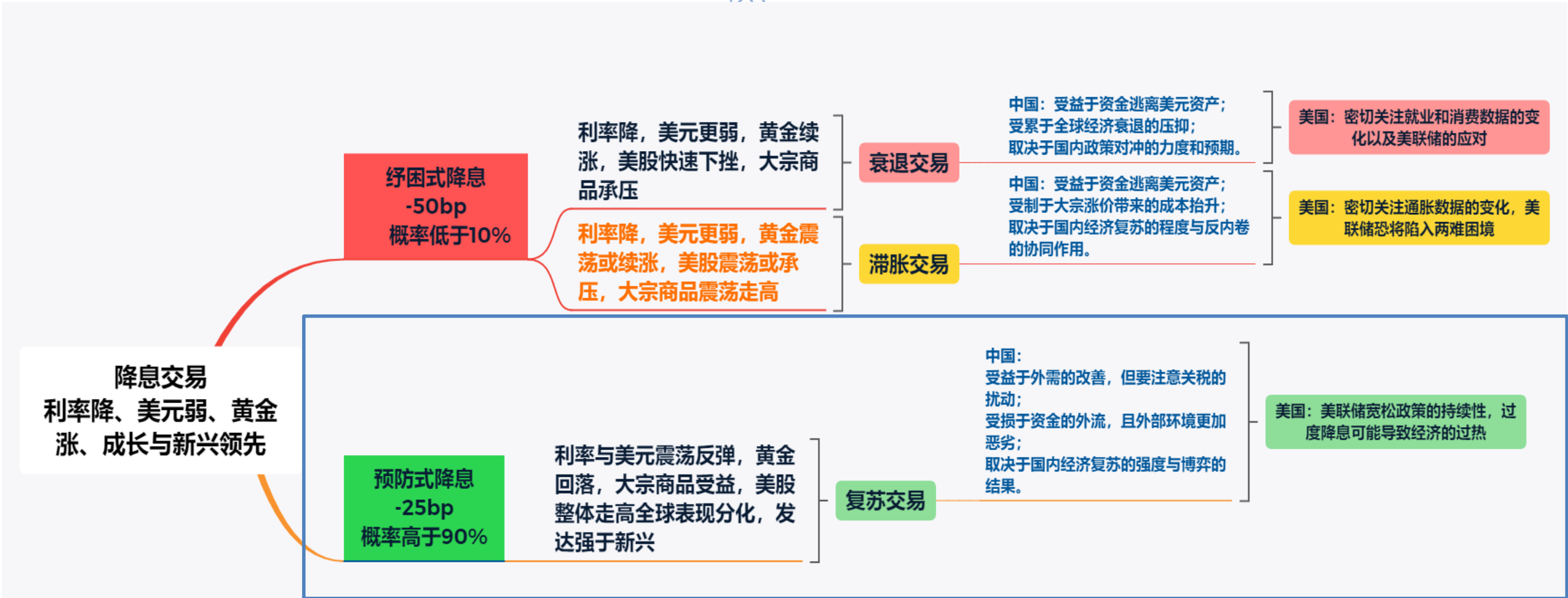
全球主要经济体的货币政策主旋律都是宽松的，但自身状况不同因而节奏各异。北美（美联储、加拿大央行）以及部分亚洲经济体（如印尼）倾向于宽松，以应对经济放缓或支持增长；英国因通胀压力选择按兵不动，日本在通胀与经济增长间权衡，选择观望。巴西则因国内通胀压力和维护本币稳定的需要，维持高利率。

日期（北京时间）	央行	利率决议	关键原因/背景
9月17日	加拿大央行	降息25个基点，至2.5%	经济面临下行压力，二季度GDP萎缩1.5%，8月失业率升至九年新高，且贸易不确定性增加。
9月17日	印尼央行	降息25个基点，至4.75%	旨在通胀温和、本币稳定的背景下提振经济增长，这是其2025年以来的第五次降息。
9月18日	美联储	降息25个基点，至4.00%-4.25%	就业市场下行风险上升，经济增长放缓，这是其自去年12月以来首次降息。
9月18日	英国央行	维持利率在4.0% 不变	通胀可能在本月触及4%，尽管预期其将回落至2%的目标，但仍需保持警惕。
9月18日	香港金管局	同步降息25基点，基本利率至4.5%	因应美联储降息，根据预设公式调整。
9月18日	挪威央行	降息25个基点，至4.0%	符合市场预期，这是其三个月内的第二次降息。
9月19日	日本央行	维持政策利率在0.5% 不变	政治不确定性抑制了货币政策正常化的紧迫性，经济数据喜忧参半（通胀高于目标但出口下滑）。
9月17日	巴西央行	维持基准利率在15% 不变	就业市场强劲（7月失业率降至5.6%），需在“相当长一段时期内”保持高利率以确保通胀回归目标。

各国不同的节奏

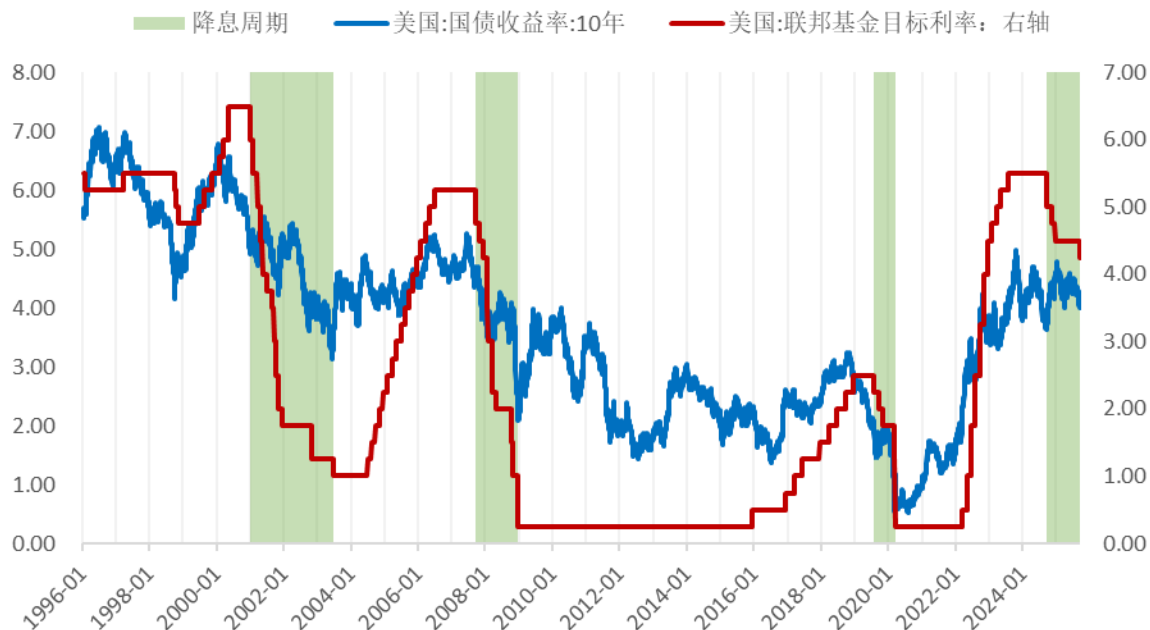
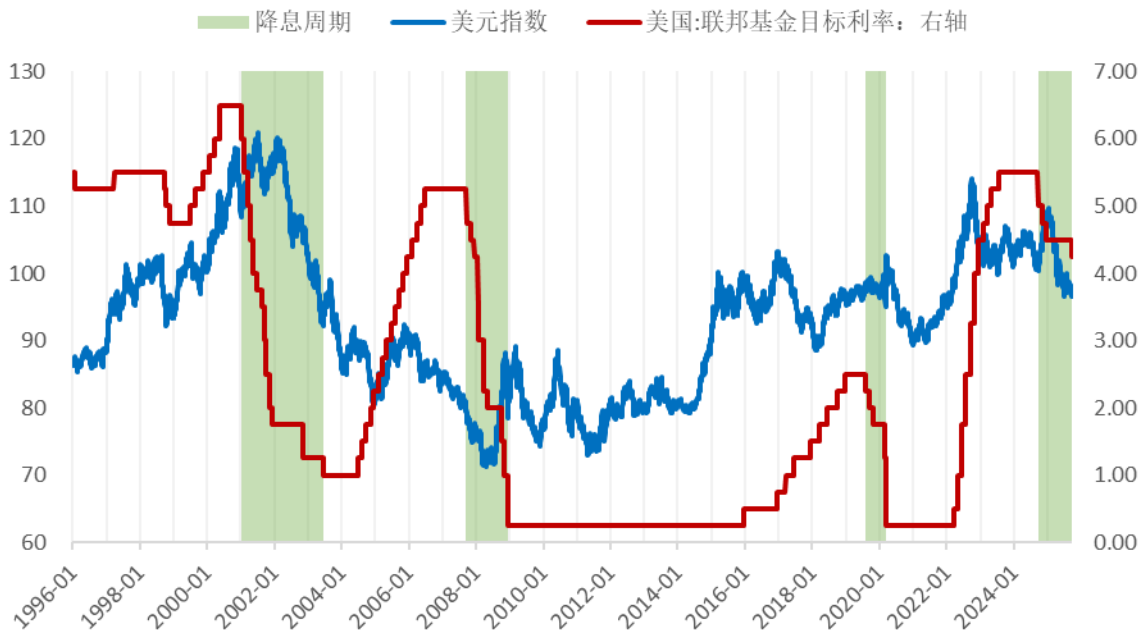
- 欧洲央行：此前已连续第二次将关键利率维持在2%，市场认为其加息周期已接近尾声。
- 瑞士国家银行：已于6月将关键利率降至0%。市场预计其9月25日的会议将维持利率不变。
- 澳大利亚储备银行：自2月以来已累计降息75个基点，市场预计今年可能还有一次降息。
- 瑞典央行：市场预计其9月23日的会议将维持利率不变。

9月降息之后，市场宏观逻辑恐将切换， 从降息交易转向复苏交易的概率较大



降息后的美元：先弱后强，基本面改善后有望小幅反弹

- 短期的走弱反映的是降息所导致的利率的走低，继而带来美元的承压；后续震荡之后的走向则取决于经济基本面的表现；
- 同时，未来一段时间美联储的降息路径，将会给其他经济体创造出更加宽松的货币环境，引发一些国家央行跟进降息，从而为全球资本市场提供一个相对充裕的流动性，这将支撑风险资产价格。
- 历轮“预防式”降息后美元都走强，如果本轮降息若能较快推动需求改善和基本面修复，美元同样有小幅走强基础。一旦美元重新走强，则要注意美元资产对于全球流动性的虹吸效应，恐将打压其他地区资产的吸引力，特别是新兴市场，造成分化。



降息后的大宗商品：过度计价降息预期，靴子落地后引发获利回吐 长期趋势向好

- “降息周期”中的大宗商品走势略有不同，相似之处在于降息过程中往往会出现大宗商品的见顶回落，只是见顶的时机有所不同，有时在开启降息之际，有时出现在降息中后程。此外，降息结束前普遍会出现大宗商品的触底回升。
- 原油在“降息周期”中剧烈波动明显承压，降息周期中所伴随的经济衰退带来的需求疲弱，拖累油价快速下行或是创出多年来的低位价格。
- 当下，降息进程过半暂停之后重启，大宗商品走势震荡，原油低位徘徊。



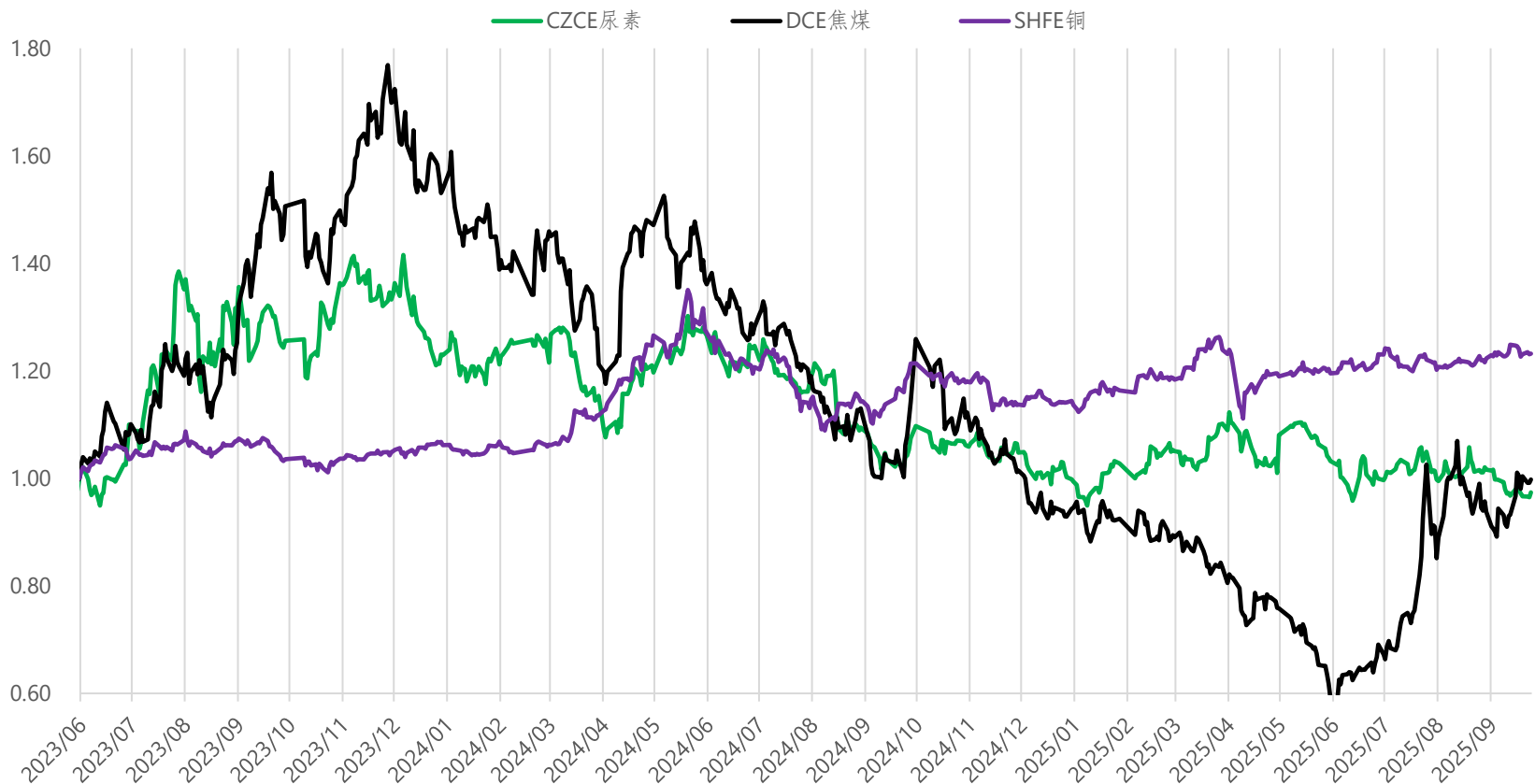


国内商品 反内卷仍旧是主导逻辑

反内卷行情的逻辑——低估值+政策预期所形成的供给驱动

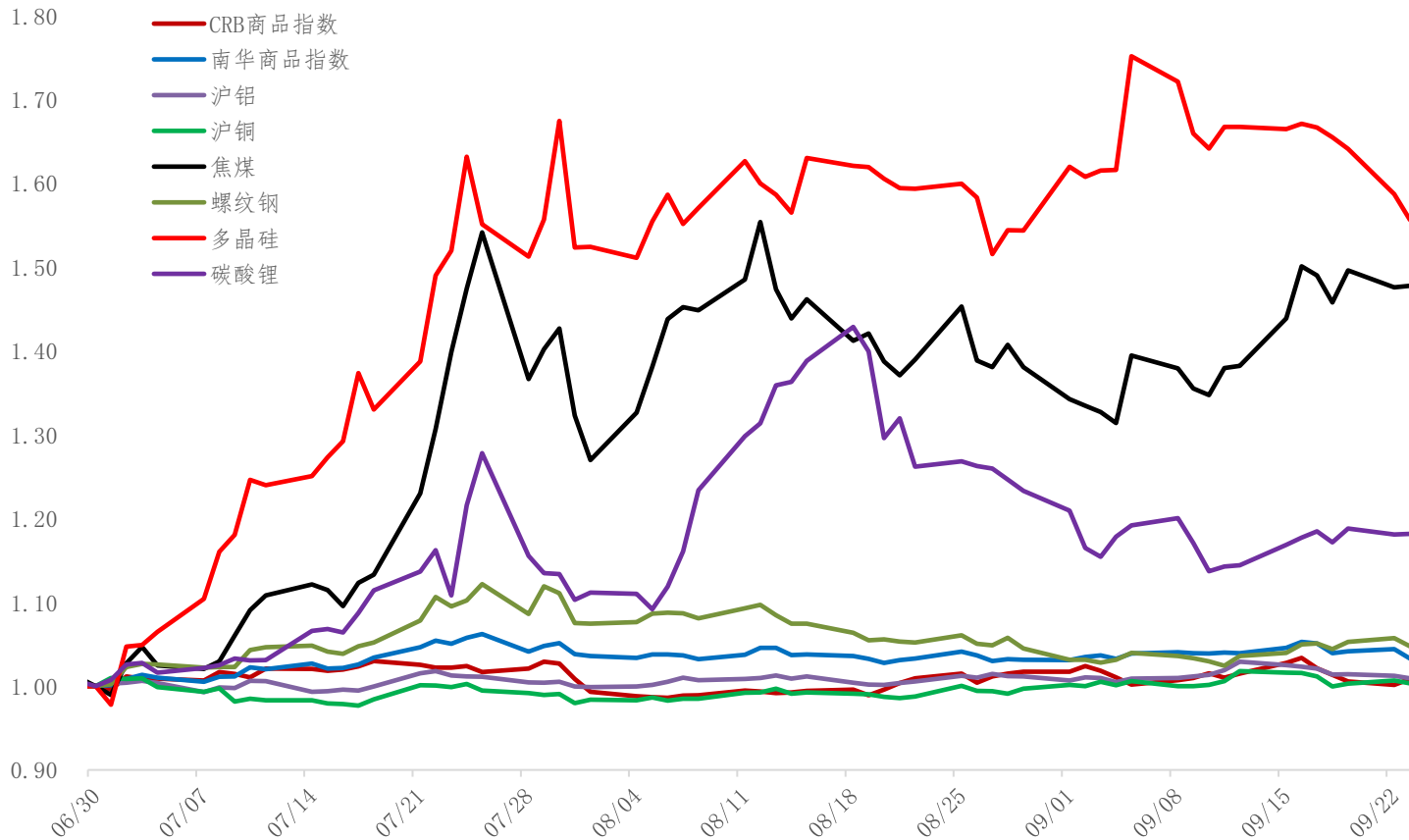
- 关税冲击施压全球经济，造成需求端的压抑；
- 国内定价商品的相对低估，资产荒之下，投资驱动的逻辑在于“供给冲击”；
- 高层定调，重大会议前夕，让市场嗅到了供给侧的政策预期；
- 连续34个月为负的PPI，打破低物价循环成为货币政策的重要考量；
- “反内卷”的内涵，指向中国经济坚定转型高质量发展的新格局；
- 政府、行协、产业企业联动发力。

尿素、铜和焦煤2023年6月以来收益走势图



反内卷行情还会继续演绎吗？

主要大宗商品自2025年7月以来收益走势



下半年以来，“反内卷”行情成为主导市场的宏观逻辑主线，周期股在股市演绎和商品的狂欢在期市上演，资本市场的强预期弱现实风格之下，A股大盘时隔十年再次站上3800点，商品内强外弱特征明显，热点轮转不断扩散。

这一轮商品的行情，始于6月底7月初，基础在于绝对价格的低估值，行情驱动的主线在“反内卷”，目前来看，有望演绎成新一轮的供给侧改革。

宏观上看，6月底7月初财经委会议定调，启动了本轮“反内卷”行情，7月中二季度宏观数据的边际转弱，连续34个月为负的PPI让市场愈加坚定高层对于扭转通缩的决心，令投资者强化了政策预期。随后，雅鲁藏布江下游水电工程的开工，工信部十大行业稳增长方案的陆续出台，二者从供需两端印证了投资者的部分政策预期，共振强化了反内卷行情的演绎。只是，短期过快的上涨引来风控措施，商品市场行情降温，乐观的预期与疲弱的需求带来预期和现实的博弈，其背后PK的是对“反内卷”的理解。

内卷

■ 什么是“内卷式”竞争？

概括其一般特征，是指经济主体为了维持市场地位或争夺有限市场，不断投入大量精力和资源，却没有带来整体收益增长的恶性竞争现象。有大企业“卷”小企业，有平台企业“卷”平台内经营者，还有“卷”产能、“卷”价格、“卷”同行的，结果却是多败俱伤，严重影响经济高质量发展。

企业行为

一是低价竞争，在有的行业，企业产品性能、品质、售后服务等方面高度雷同，企业主要依赖价格战获取市场份额，以超低价甚至低于成本价销售；

二是同质化竞争，有的企业忽视对产业规律和自身实力的考量，盲目追逐所谓的热点跟风扩产，导致行业内重复建设严重，缺乏差异化竞争优势；

三是宣传营销“逐底竞争”，一些企业在广告、渠道推广等方面投入大量资源，而产品质量和服务却未相应提升，市场竞争陷入只重宣传、不重品质的不良循环。

地方政府

一是为招引企业、培育产业，人为制造政策洼地，违规实施税费、补贴、用地等不公平非普惠的优惠政策，导致无序竞争；

二是不顾地方产业基础和资源禀赋情况，盲目上马新兴产业、重点产业，造成行业内大量重复建设和生产过剩；

三是为保护本地市场、扶持本地企业，设置或明或暗的市场壁垒，区别对待各类企业，破坏公平竞争秩序。

7.30政治局会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化，依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。上述三条措施，在7月初中央财经委第六次会议上都已经提到，可以概括为“反内卷”三支箭。

内卷的危害

■ “内卷式”竞争的危害

市场竞争是有条件、有范围的。市场竞争有利于提高资源配置效率，可一旦竞争过了头、越了界，演变成无序“内卷”，就会扭曲市场机制、破坏市场公平，造成诸多负面影响。



宏观层面，“内卷式”竞争使落后产能挤出先进产能，抑制社会创新活力，扭曲资源配置效率，导致市场淘汰机制失灵，造成社会资源的巨大浪费，特别是有的地方不计成本追逐短期经济增长，还可能带来严重债务风险和发展不可持续问题。



中观层面，各种无序竞争行为导致行业利润率大幅下降，破坏整个行业生态。比如，有的企业利用优势地位通过垫资施工、延后支付账款、用非现金结算等手段降低成本。有媒体对国内部分新能源车企统计发现，其账期均值超过170天，部分车企的账期甚至超过240天。又如，有的头部平台通过制定“仅退款”、过度补贴等规则抢夺市场份额，实际是把压力转嫁给广大商铺。这些行为挤压了产业链上下游利润空间，严重影响企业再生产与研发投入，也影响整个行业发展后劲。



➤ 微观层面，低价恶性竞争等行为将导致企业压缩必要生产成本、降低产品质量，出现“劣币驱逐良币”现象，最终会损害消费者利益。

“内卷式”竞争将各类主体禁锢在低价低质、没有效益的竞争中，突破了市场竞争的边界和底线，扰乱了市场秩序，任其发展将贻害无穷。

当前，我国一些新兴行业深受“内卷式”竞争困扰，如果得不到及时有效整治，不仅会损害企业信誉和品牌形象，阻碍企业“走出去”，也将迟滞我国技术创新、产业升级和高质量发展。我们要深刻吸取历史教训，及时有效加以整治，避免重蹈覆辙。

内卷式竞争的形成

■ “内卷式”竞争是怎么形成的？

作为当前经济发展中的突出现象，“内卷式”竞争的形成原因具有多维性和复杂性，涉及企业、行业、政府多个方面，既有经济发展和技术进步等规律性因素，也有深层次体制机制问题，还有经济主体的路径依赖等原因，是多种因素综合形成的。

1

宏观经济层面存在供需失衡问题。“内卷”的一个重要原因在于**供需矛盾突出，供大于求**。经过几十年发展，我国已成为世界第一制造业大国，具有全球最完整、规模最大的工业体系，形成了强大的生产能力。**与强大的供给能力相比，当前我国国内有效需求不足问题突出，居民消费能力和意愿不足，消费需求不振，有效投资增长偏弱**等问题明显。同时，由于全球经济增速放缓、单边主义和贸易保护主义加剧，**外部需求面临较大不确定性**。宏观层面的供需失衡，集中表现为**部分行业需求疲软、产能过剩**，导致**现有企业为了生存不得不在有限的市场空间内进行竞争**。

2

新兴行业出现供需结构性矛盾。与过去恶性竞争主要集中在钢铁、水泥、轻工产品等传统产业不同，**当前一个突出现象是，光伏、锂电池、新能源汽车、电商平台等新兴行业也深陷其中**，究其根源，这与技术和产业发展规律有着密切关系。从历次科技革命和产业变革看，新技术、新业态、新模式的涌现，会吸引大量投资进入相关产业并可能带来**过度投资问题**。在新兴技术和产业发展初期，往往存在不确定的多种技术路线，每种路线都会吸引相应的投资，导致技术迭代更新过程中产能扩张速度超过需求释放速度。并且技术和产业的发展具有周期性，随着技术和产业发展进入成熟期，市场逐渐饱和，而一段时间内企业在产品功能、生产工艺、服务模式等方面会趋于雷同，很难形成代际差异，**部分企业就会采取降低价格等方式进行竞争**。

3

维护公平竞争环境的体制机制不健全。市场经济的有效运行，需要更好发挥政府作用。但由于**政府缺位越位等行为**时有发生，很大程度上影响公平竞争市场环境的形成。一是有的地方政绩考核机制不完善，导致政绩观、发展观错位，为了追求短期经济增长而搞地方保护、市场分割、恶性比拼招商引资政策等，妨碍资源要素高效流动。二是**法律法规和监管体制机制不健全**，特别是随着新技术新业态新模式快速发展，市场边界不断拓展，与之匹配的监管措施尚未跟上，给一些企业铤而走险突破底线以可乘之机。三是**市场出清机制不健全**，由于破产重整制度不完善，加上有的地方政府行政力量干预，导致一些**本该淘汰的落后和过剩产能不能及时退出，部分企业“活不好、死不了”**，影响了产业重组和资源利用效率的提高。

4

发展模式路径依赖和短期主义倾向明显。改革开放以来，我国市场规模快速扩大，但城乡居民收入水平长期总体不高，对价格较为敏感，让不少企业习惯于**依赖价格竞争开拓市场**，注重追逐短期利益。我国正在整体迈向高收入国家，消费者需求日益多元化、个性化，消费需求不断升级，对企业产品的质量、品质都有了更高要求。一些企业在面对市场压力时，仍然倾向于采取传统竞争方式，对创新投入不足，忽视品牌建设、服务提升等，难以适应市场环境变化，行业内部竞争持续加剧。

内卷如何“反”-多管齐下，综合整治

■ 如何有效整治“内卷式”竞争？

整治“内卷式”竞争是一项复杂的系统性工程，不可能一蹴而就、一招制胜，需要遵循经济规律，汇集各方力量，多管齐下，综合整治。

供需两侧协同发力，促进总供给和总需求动态平衡。供需不匹配、不平衡是导致“内卷式”竞争的重要原因。这就要求整治

“内卷式”竞争必须供需两侧协同发力、协调配合，既要做大市场空间，也要提高供给质量。要把扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡。

规范政府行为，促进有效市场和有为政府更好结合。

习近平总书记指出，政府行为越规范，市场作用就越有效。“内卷式”竞争是市场失灵现象的体现。

综合整治“内卷式”竞争，根本上要着眼于构建高水平社会主义市场经济体制，形成既“放得活”又“管得住”的经济秩序。

02

www.gtftures.com.cn

强化行业自律，提高行业和企业反“内卷”的自觉性。

行业自律是经营主体在市场竞争中自发形成的一种自我约束机制，是规范企业行为、维护市场秩序、促进行业健康发展的重要保障。

03

内卷如何“反”-供需两侧协同发力

■ 供需两侧协同发力，促进总供给和总需求动态平衡。

供需不匹配、不平衡是导致“内卷式”竞争的重要原因。这就要求整治“内卷式”竞争必须供需两侧协同发力、协调配合，既要做大市场空间，也要提高供给质量。要把扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡。



居民消费需求不振是国内需求不足的突出症结，要加快补上消费不足的短板，建立和完善扩大居民消费的长效机制，深挖潜力提振消费，推动大宗消费更新升级，激发服务消费潜力，放大新型消费带动效应。



持续深化供给侧结构性改革，推动供给体系和效率明显提升，以高质量的供给适应满足不断升级的需求。



海外市场蕴含巨大发展机遇和空间，要持续扩大高水平对外开放，完善企业“走出去”保障机制，培育外贸发展新动能，拓展外贸新空间。

内卷如何“反”-有效市场和有为政府相结合

■ 规范政府行为，促进有效市场和有为政府更好结合。

习近平总书记指出，政府行为越规范，市场作用就越有效。“内卷式”竞争是市场失灵现象的体现。综合整治“内卷式”竞争，根本上要着眼于构建高水平社会主义市场经济体制，形成既“放得活”又“管得住”的经济秩序。

各级政府特别是一些地方政府要坚持有所为、有所不为，转变政府职能，树立正确政绩观，树立算大账、全国一盘棋理念，实施好《公平竞争审查条例》，落实好《全国统一大市场建设指引（试行）》，坚决破除地方保护和市场分割，推动要素资源在全国范围内高效配置；着力规范地方政府招商引资行为，将招商引资工作重点从拼政策优惠转变到优化营商环境、提高服务水平上来，**严禁违法违规给予政策优惠行为**，形成规范招商、良性招商新模式。

各地要立足自身条件，遵循产业发展规律，优化产业布局，因地制宜发展新质生产力，**避免在新兴产业发展中出现“内卷式”竞争**。公平竞争、优胜劣汰的市场秩序，是有效发挥市场机制活力和作用的内在要求。要完善产权保护、市场准入、公平竞争、社会信用等市场经济基础制度，创新监管手段，强化监管和质量标准，实施好《中华人民共和国反不正当竞争法》，严厉打击恶意比价、虚假宣传、互黑互踩等市场乱象，加强对**平台“内卷式”竞争的治理**，规范竞争秩序。

通过**企业整合重组**形成适度竞争的产业组织体系，是调整优化产业结构、形成市场良性竞争的重要途径。要完善市场出清机制，坚持依靠市场机制鼓励企业纵向整合与横向兼并，提高有关产业集中度，推动市场有效出清。

内卷如何“反”-行业自律提高企业自觉性

■ 强化行业自律，提高行业和企业反“内卷”的自觉性。

行业自律是经营主体在市场竞争中自发形成的一种自我约束机制，是规范企业行为、维护市场秩序、促进行业健康发展的重要保障。

综合整治“内卷式”竞争要从**强化行业自律**做起，发挥行业协会作用，倡导合法、公平、诚信、正当、有序的行业竞争，完善传统产业行业协会职能，补上新兴业态行业组织空位，**通过制定行业标准和规则**，规范市场行为，形成广泛共识，遏制恶性竞争。

强化企业特别是**链主企业**社会责任，引导企业增强抵制不正当竞争行为的自觉性，推动形成良性的产业链上下游协同关系。**技术创新、产业升级**是企业打开市场空间、防止低水平同质竞争的根本出路。

“链主企业”是产业链主导企业的简称，通常是指在整个产业链中占据优势地位，对整个产业链大部分企业的资源和应用具有较强的直接或间接影响力，且对整个产业链的价值实现予以高度关注，肩负着提升整个产业链绩效重任的核心企业。

要大力**弘扬企业家精神**，引导广大企业积极顺应市场变化，着力提升创新能力，努力开辟新赛道、拓展新市场。

“反内卷”的贯彻落实

2024年7月30日，习近平总书记主持中共中央政治局会议，会议首次提出要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争，同年12月，总书记出席中央经济工作会议。会议强调，综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。

2025年3月5日，十四届全国人大三次会议开幕当天，习近平总书记参加他所在的江苏代表团审议时强调，要深化要素市场化配置改革，主动破除“内卷式”竞争。

2025年7月中财委会议，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，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。

2025年7月18日工业和信息化部召开新闻发布会，将实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，具体工作方案将在近期陆续发布。

2025年7月24日发改委和市场监管总局起草了《价格法修正草案（征求意见稿）》并向公众公开征求意见，此次修正草案一是规范市场价格秩序，明确低价倾销认定标准，并加强成本监审，为治理“内卷式”竞争价格战提供法律依据。二是“完善政府定价机制”不局限于基准价+浮动、从定水平到定机制、在听证之外增加征求意见和问卷调查，政府定价将更灵活反映市场供求。

2025年7月30日政治局会议，纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。

2025年，9月16日出版的第18期《求是》杂志发表习总书记的重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。文章强调，建设全国统一大市场，是党中央作出的重大决策，不仅是构建新发展格局推动高质量发展的需要，而且是赢得国际竞争主动权的需要。我国作为全球第二大消费市场，必须把全国统一大市场建设好，增强我们从容应对风险挑战的底气。

实际上，中国近期掀起的“反内卷”浪潮，已从政策倡导走向行业实践，多个领域密集出台措施整治“低价倾销”等恶性竞争现象。

国内重要会议有关“反内卷”政策的表述

2024年7月政治局会议	首次提出防止“内卷式恶性竞争”，标志着高层对该问题的正式定性。
2024年12月中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025年3月《政府工作报告》	将“综合整治内卷式竞争”纳入年度关键任务，政策层级进一步提升。
2025年4月政治局会议	大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序。
2025年7月中财委会议	纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，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
2025年7月16日国务院常务会议	聚焦新能源汽车产业，提出加强成本调查、价格监测和生产一致性检查三大措施，标志着反内卷政策进入行业精细化实施阶段。
2025年7月18日工业和信息化部召开新闻发布会	将实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，具体工作方案将在近期陆续发布。
2025年7月18日工信部、发改委、市场监管总局三部门联合召开新能源汽车行业座谈会	部署网络乱象整治、质量监督抽检等具体工作，政策落地速度显著加快。
2025年7月23日中共中央在中南海召开党外人士座谈会	有力提振消费、破除“内卷”，畅通国内大循环，促进国内国际双循环；全国工商联要引导民营经济人士坚守主业、做强实业，坚定不移走高质量发展之路。
2025年7月24日发改委和市场监管总局起草了《价格法修正草案（征求意见稿）》并向公众公开征求意见	此次修正草案一是规范市场价格秩序，明确低价倾销认定标准，并加强成本监审，为治理“内卷式”竞争价格战提供法律依据。二是“完善政府定价机制”不局限于基准价+浮动、从定水平到定机制、在听证之外增加征求意见和问卷调查，政府定价将更灵活反映市场供求。
2025年7月30日政治局会议	纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。
2025年9月16日出版的第18期《求是》杂志发表习总书记的重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。	文章强调，建设全国统一大市场，是党中央作出的重大决策，不仅是构建新发展格局推动高质量发展的需要，而且是赢得国际竞争主动权的需要。我国作为全球第二大消费市场，必须把全国统一大市场建设好，增强我们从容应对风险挑战的底气。

《求是》杂志发表习总书记重要文章，高层定调彰显战略决心，反内卷行情再起

9月16日出版的第18期《求是》杂志发表习总书记的重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。文章发表后，求是网陆续发表十多篇评论文章，全面多方位解读纵深推进全国统一大市场建设的要义，彰显高层的战略决心。

《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》

新华社 国家发展改革委 2025年09月15日 15:12 北京

点击“国家发展改革委”关注官方账号

新华社北京9月15日电 9月16日出版的第18期《求是》杂志将发表中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。

文章强调，建设全国统一大市场，是党中央作出的重大决策，不仅是构建新发展格局、推动高质量发展的需要，而且是赢得国际竞争主动权的需要。我国作为全球第二大消费市场，必须把全国统一大市场建设好，增强我们从容应对风险挑战的底气。

文章指出，纵深推进全国统一大市场建设，基本要求是“五统一、一开放”。“五统一”，就是统一市场基础制度，特别是实现产权保护、公平竞争、质量标准等制度的统一；统一市场基础设施，打通物流、资金流、信息流，健全现代商贸流通体系；统一政府行为尺度，地方在推动经济发展特别是招商引资时，哪些能干哪些不能干有明确规矩，不能各行其是；统一市场监管执法，明确市场监管行政处罚裁量基准，一把尺子量到底；统一要素资源市场，促进自由流动、高效配置，减少资源错配和闲置浪费。“一开放”，就是持续扩大开放，实行对内对外开放联通，不搞封闭运行。

文章指出，要聚焦重点难点，下决心清除障碍。第一，着力整治企业低价无序竞争乱象。“内卷”重灾区，要依法依规有效治理，更好发挥行业协会自律作用，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。第二，着力整治政府采购招标乱象，重点整治最低价中标、以次充好、利益勾连等突出问题，规范政府采购和招标投标，加强对中标结果公平性审查。第三，着力整治地方招商引资乱象，要制定全国统一的地方招商引资行为清单，明确鼓励 and 禁止的具体行为，加强招商引资信息披露。第四，着力推动内外资一体化发展，畅通出口转内销路径，提高国内国际标准一致性，培育一批内外贸优质企业。第五，着力补齐法规制度短板，持续开展规范涉企执法专项行动，健全有利于市场统一的财税体制、统计核算制度和信用体系。第六，着力纠正政绩观偏差，完善高质量发展考核体系和干部政绩考核评价体系。

求是网关于《纵深推进全国统一大市场建设》系列文章的论述		
发表时间	文章主题	关键内容要点
20250915	习近平：纵深推进全国统一大市场建设	建设全国统一大市场的战略考量，提出“五统一、一开放”基本要求，即统一市场基础制度、统一市场基础设施、统一政府行为尺度、统一市场监管执法、统一要素资源市场和持续扩大对内对外开放
20250915	《求是》杂志编辑部：怎么理解纵深推进全国统一大市场建设	
20250916	中共中央国家发展和改革委员会党组：坚定落实纵深推进全国统一大市场建设各项部署	
20250916	深刻认识统一市场基础制度	统一市场基础制度，是纵深推进全国统一大市场建设的首要任务。
20250918	金句 建设全国统一大市场要做到“六个着力”	
20250919	促进有效市场和有为政府更好结合	
20250919	建设统一大市场，“两只手”如何各展其长	有效市场，有为政府
20250920	地方发展如何融入“全国一盘棋”	
20250921	全国统一大市场不能关起门来搞	持续扩大对内对外开放
20250921	为什么要纵深推进全国统一大市场建设？	构建新发展格局、推动高质量发展的题中之义；进一步全面深化改革、构建高水平社会主义市场经济体制的迫切需要；有效应对外部风险挑战、赢得国际竞争主动权的战略举措。
20250922	深刻把握纵深推进全国统一大市场建设的基本要求	“五统一、一开放”
20250922	建设全国统一大市场既是攻坚战也是持久战	
20250922	推进统一市场基础制度，要坚持完善制度规则体系	
20250923	“六个着力”，破解全国统一大市场建设的突出问题	着力整治企业低价无序竞争乱象、着力整治政府采购招标乱象、着力整治地方招商引资乱象、着力推动内外资一体化发展、着力补齐法规制度短板、着力纠正政绩观偏差
20250923	推进统一市场基础制度，要强化执行和监管规则的统一	着力整治企业低价无序竞争乱象、着力整治政府采购招标乱象、着力整治地方招商引资乱象、着力推动内外资一体化发展、着力补齐法规制度短板、着力纠正政绩观偏差
20250924	推进统一市场基础制度，要大力推进协同配套体系建设	统一市场基础制度，是纵深推进全国统一大市场建设的首要任务。

“反内卷”与2015年的“供给侧改革”有相似之处，但差异更多

“反内卷”是2025年下半年以来重要的政策主线，在价格信号始终疲弱背景下，近期政策强度不断提升。6月29日人民日报头版评价反内卷。7月1日财经委会议指出，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**。当下的反内卷行动，与上一轮15年商品供给侧改革还有具有较大的不同的。

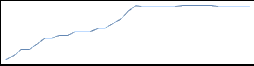
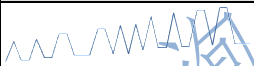
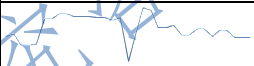
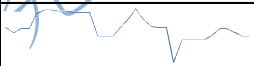
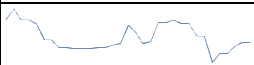
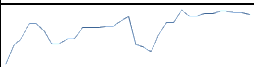
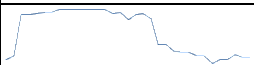
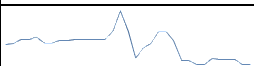
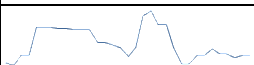
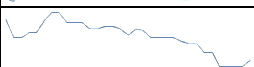
相似之处

- 都面临产能过剩：
均需通过去产能实现供需再平衡。
- 都涉及PPI负增长问题
均希望通过政策推动价格回升。
- 都强调“优胜劣汰”
推动落后产能退出，支持优质企业发展。

本轮“反内卷”政策与2015年供给侧改革的差异

维度	2015年供给侧改革	本轮“反内卷”政策
背景	供需结构性错配	有效需求不足
行业重点	上游资源类（钢铁、煤炭、水泥）	中下游制造业（光伏、新能源车、锂电池）
企业性质	国企为主	民企占比高
政策手段	行政命令为主（关停、限产）	法治化、市场化、行业自律
需求侧配合	棚改货币化、基建投资拉动	目前尚未明确大规模需求刺激，可能是以雅下水电工程之类的重大投资为主
全球化背景	外部环境相对稳定	贸易壁垒增多（欧美对光伏、电车限制）

当前与2015年的宏观背景之异同

主要宏观经济指标对比（当前VS2015年）										
宏观经济指标	单位	趋势	2025-09-25	2024年中	2015年底	2014年底	当前与2015年差异	当前与2024年中差异	2015与2014年变化	2014年之后走势
中国:杠杆率:居民部门	%	居民部门从加杠杆转向去杠杆	60.10	60.40	38.10	35.00	22.00	-0.30	3.10	
中国:杠杆率(按名义价值计):政府部门	%	政府部门延续加杠杆之路	90.30	85.40	40.90	39.50	49.40	4.90	1.40	
中国:GDP:现价:累计值(预估)	亿元	GDP总量较2015年翻番	660535.80	639599.40	702511.50	655782.90	-41975.70	26936.40	46728.60	
中国:GDP:不变价:累计同比	%	GDP增速从高速增长至中速	5.30	5.00	7.00	7.50	-1.70	0.30	-0.50	
中国:工业产能利用率:累计值	%	产能利用率都在低位	74.00	74.30	74.60	75.40	-0.60	-0.30	-0.80	
中国:制造业PMI	%	制造业景气度偏冷	49.40	49.50	49.70	50.10	-0.30	-0.10	-0.40	
中国:M2:同比	%	货币供应量增速放缓到10%以下	8.80	6.20	13.30	12.20	-4.50	2.60	1.10	
中间价:美元兑人民币	/	人民币从贬值转向升值	7.11	7.13	6.49	6.12	0.62	-0.02	0.37	
中国:国房景气指数	/	地产景气度低迷	93.05	91.99	93.34	93.93	-0.29	1.06	-0.59	
中国:CPI:当月同比	%	消费品物价疲弱更加明显	-0.40	0.20	1.60	1.51	-2.00	-0.60	0.09	
中国:PPI:全部工业品:当月同比	%	PPI近一年跌幅更大	-2.90	-0.80	-5.90	-3.32	3.00	-2.10	-2.58	
中国:国债收益率:10年	%	国债收益率大幅下降	1.92	2.21	2.84	#	-0.92	-0.28	#	
中国:占总人口比重:城镇人口(城镇化率)	%	城镇化率仍在路上	67.00	66.16	57.33	55.75	9.67	0.84	1.58	

相似之处

- 物价低迷，当前更甚；
- 产能利用率均处低位；
- 制造业景气度的偏冷；
- 地产景气度异常低迷；
- 政府部门延续加杠杆；
- 城镇化率仍处上升路。

不同地方

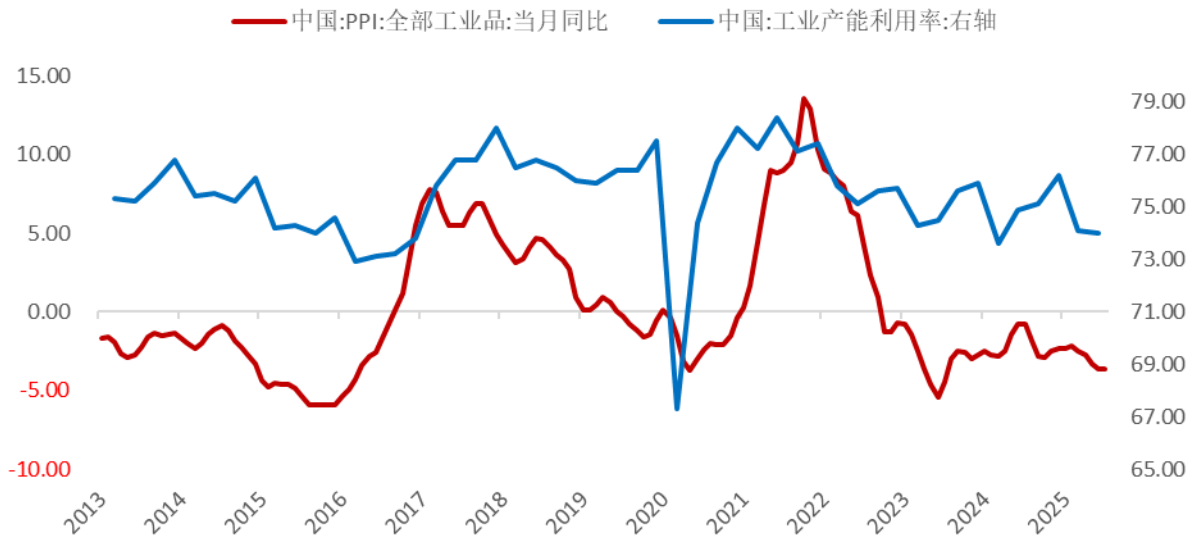
- GDP增速从高增转中速；
- 居民部门转向去杠杆；
- 人民币贬值转为升值；
- 国债收益率降为低利。

“反内卷”的本质

“反内卷”是大国博弈背景下,应对外部产能过剩指责和内部迈向高质量发展格局之路的必然抉择,需要看到其战略决心和意义;

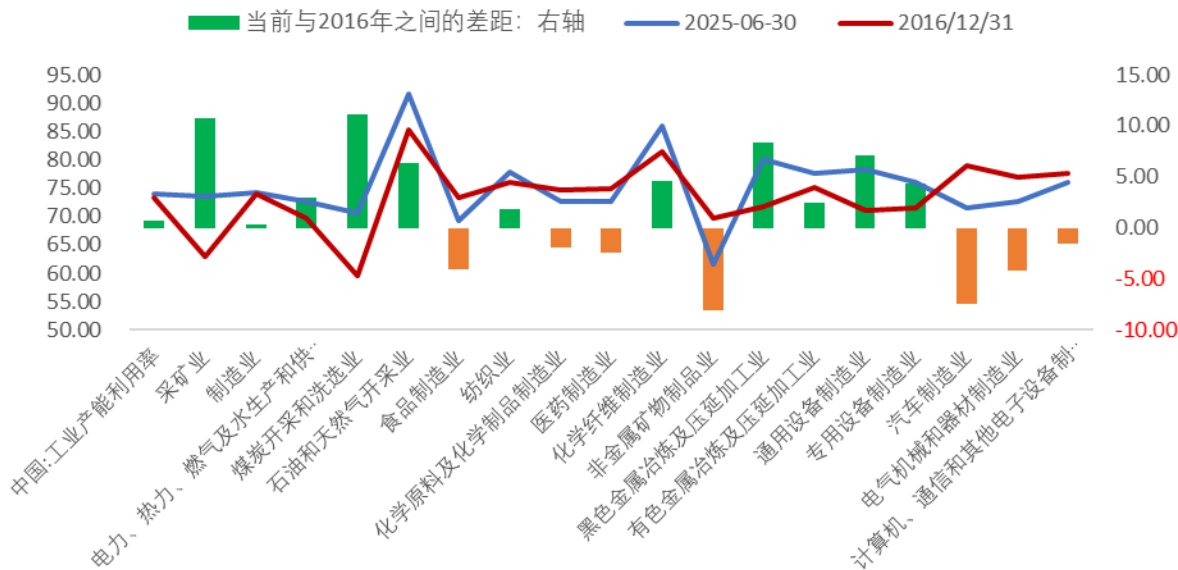
- 博弈维度--通过构建“非对称相互依赖”,突破西方技术封锁与规则遏制,重塑全球竞争话语权。
- 宏观维度--推动经济从“规模扩张”转向“价值跃迁”,以法治化治理化解产能过剩,重构“创新投入-市场溢价”的发展范式。
- 中观维度--产业从零和博弈转向协同进化,通过标准输出实现全球化价值分配。
- 微观维度--企业竞争逻辑升维,以技术卡位替代价格厮杀,通过“技术许可+本地生产”模式获取可持续收益;
- 个人视角--反内卷解放个体创造力,转向高质量成长赛道。

工业产能利用率与PPI%



数据来源: Wind 冠通研究

当前国内工业产能利用率与2016年变动对比%



“反内卷”的逻辑与抓手

高层推动的“反内卷”和“全国统一大市场”建设，本质上是通过法规和政策引导，纠正市场失灵，加速优胜劣汰，重塑竞争格局。其核心逻辑是从“量的扩张”转向“质的提升”，主要路径如下：

➤ 治理低价无序竞争，托底物价水平

政策直接针对“低价倾销”、“劣币驱逐良币”等行为，旨在减少无效供给，缓解价格下行压力。8月PPI环比止跌转平，部分就受益于“反内卷”政策推升价格预期及部分行业供需关系改善，这有助于修复企业利润空间。

➤ 推动设备更新和技术改造，提升效率（朱格拉周期）

强力推动大规模设备更新（反映在设备工器具购置投资高速增长），不仅是短期刺激，更旨在强制企业提升技术水平和生产效率。设备更新升级有助于降低长期生产成本、提高产品质量和附加值，是企业跳出“成本-价格”竞争陷阱的关键，这实际上是在利用朱格拉周期对抗产能过剩周期。

➤ 优化供给结构，淘汰落后产能

通过环保、质量、安全等标准，依法依规淘汰落后产能，为先进产能腾出市场空间和资源。这有助于整体提升产能利用率和行业集中度，优势企业的盈利能力和投资能力恢复后，有望带动产业链升级。

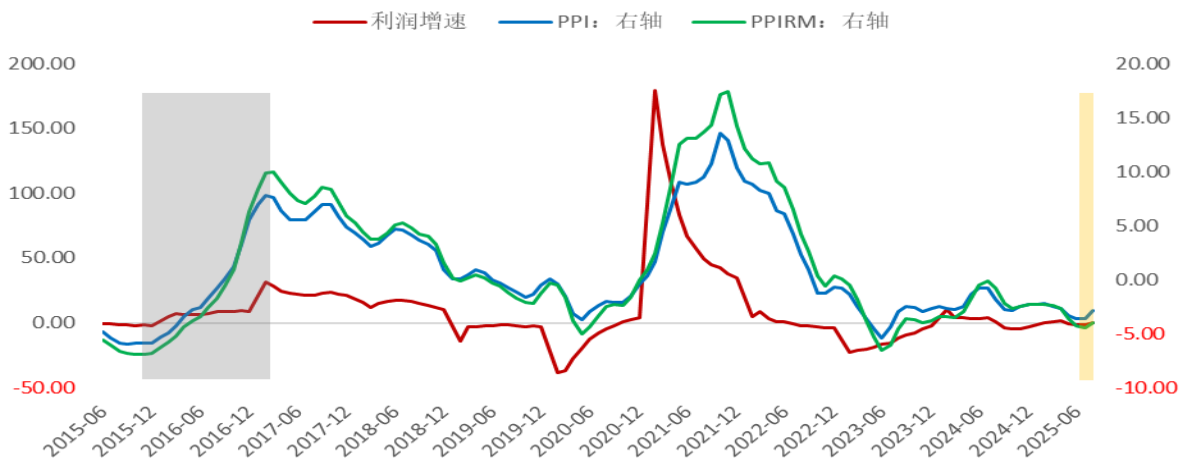
➤ 刺激有效需求，创造新的市场空间

通过“以旧换新”等政策，直接刺激家电、汽车等商品消费，消化高质量产品，为优质供给创造市场。

“反内卷”政策的效果

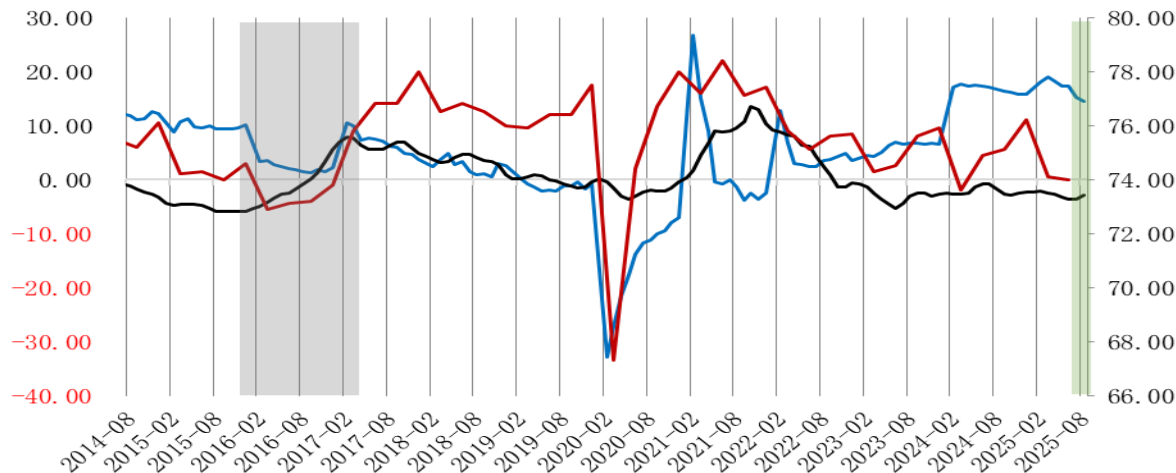
- 价格层面：8月PPI环比结束连续8个月下降态势，转为持平，同比降幅也出现收窄，这可能是需求温和改善和政策预期共同作用的结果。
- 投资层面：设备工器具购置投资增速虽然保持高增长，但从二季度开始拐头转降，投资增速的下降减缓了供给端的压力。
- 利润与活力：1-7月规模以上工业企业利润增速为-1.7%，连续第三个月负增；同时，工业产能利用率快速下降，当前在74%的历史低位运行。
- 反内卷行动任重道远。。。

工业企业利润增速与PPI、PPIRM (%)



数据来源：Wind 冠通研究

朱格拉周期 PPI 工业产能利用率：右轴



“反内卷”对市场的影响路径

股市

短期: 政策预期推动相关行业板块情绪回暖, 光伏、锂电、钢铁等指数出现反弹。

中长期: 若产能出清顺利, 龙头企业盈利改善, ROE提升, 股价有支撑; 若需求侧政策未能配合, 盈利改善可持续性存疑, 股市反应可能较为谨慎。

行业分化: 集中度高、技术领先的企业更受益; 中小、低效企业面临退出压力。

商品

短期: 政策预期推动商品价格快速反弹, 多晶硅、焦煤等。

中长期: 供给收缩 → 价格中枢上移; 但需求是否跟进是关键变量, 若需求疲软, 价格反弹难以持续。

品种差异: 光伏链情绪驱动强, 波动大; 黑色系受地产端需求拖累, 主要表现在焦煤上; 锂电池材料需看新能源车销量与出口情况。

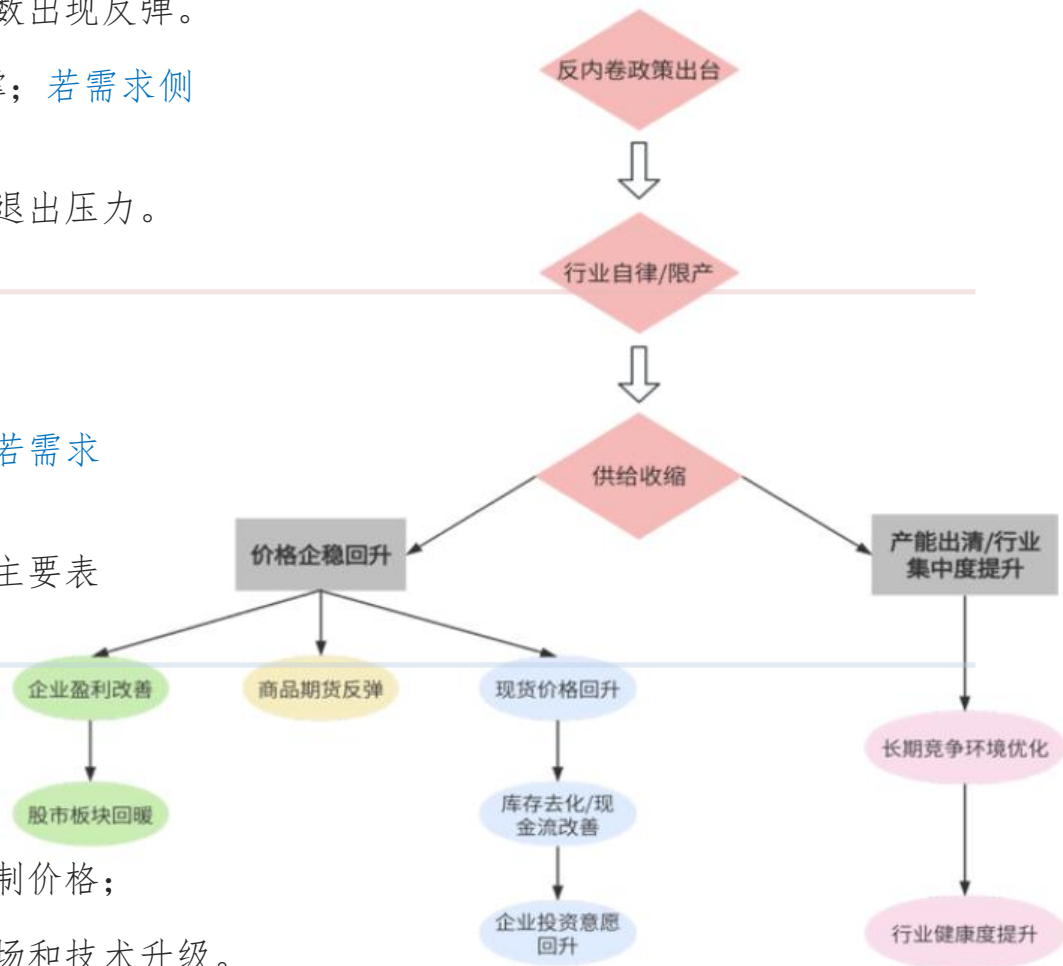
产业

行业洗牌加速: 落后产能退出, 行业集中度提升;

价格战缓解: 企业从“以价换量”转向“以质取胜”;

库存去化: 若需求回暖, 库存压力缓解; 若需求仍弱, 高库存仍将压制价格;

出口导向行业 (如光伏、电车): 需应对海外贸易壁垒, 转向高端市场和技术升级。



2025年四季度大类资产配置

人民币汇率：美元承压之下，人民币稳韧为主；

固定收益：多空交织之下，震荡反复；

权益资产：先抑后扬长期向好；

黄金：冲高回落，长期依旧向好

大宗商品：美联储的重启降息与反内卷可能催生出一轮新的结构性商品牛市行情，重点看好白银、铜、焦煤和新能源品种。

人民币汇率震荡走升，稳韧为主

2025年以来，人民币汇率波动加大，一波三折震荡走升。新年伊始，特朗普的胜选叠加美元的强势，对冲贸易战需求下，投资者对于人民币承压走贬的预期盛行，而国内稳汇率的决心坚定，人民币中间价与离岸价的劈叉大幅走扩。然而，1月下旬以来，随着美元指数的高位回落，国内预期改善信心提振人民币走升，特别是离岸人民币明显升值，而中间价依然是巍然不动稳如钟，继而表现为人民币离岸价与中间价劈叉的收敛，表征着人民币贬值的压力大幅宣泄。

二季度，对等关税来袭，人民币快速大幅贬值应对关税风暴，几番较量之下，中国强硬反制有条不紊的应对给投资者注入稳定的信心，同时伴随着美元的进一步下行以及中美两次谈判，一举扭转被动的局势，市场对于关税大战的恐慌情绪缓解，人民币快速转贬为升。年中以来，在中东局势恶化，全球动荡之中，人民币汇率的稳韧更是向世界传递出稳定的力量。

2023年6月以来，美元指数与人民币汇率走势



数据来源: Wind 冠通研究

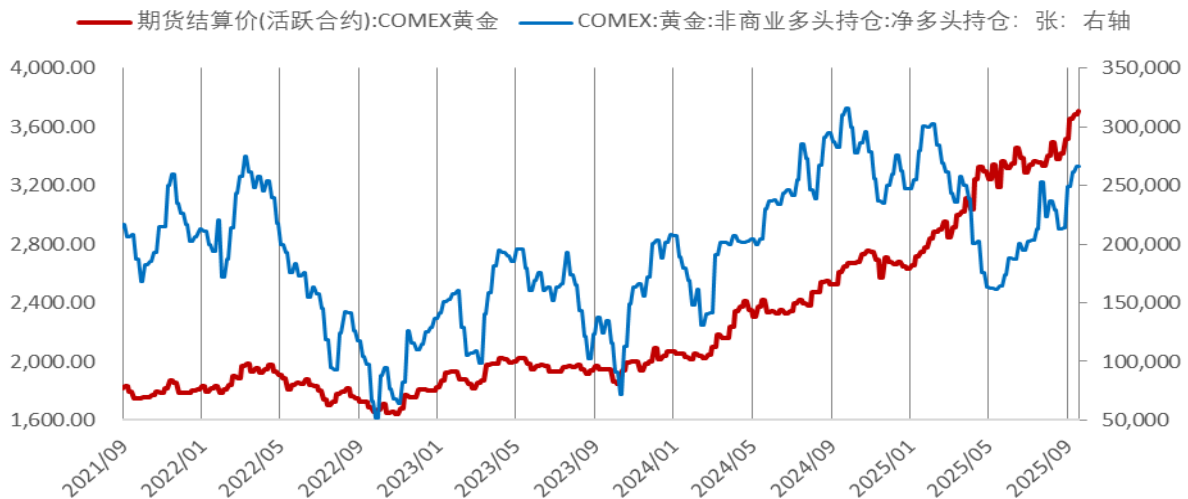
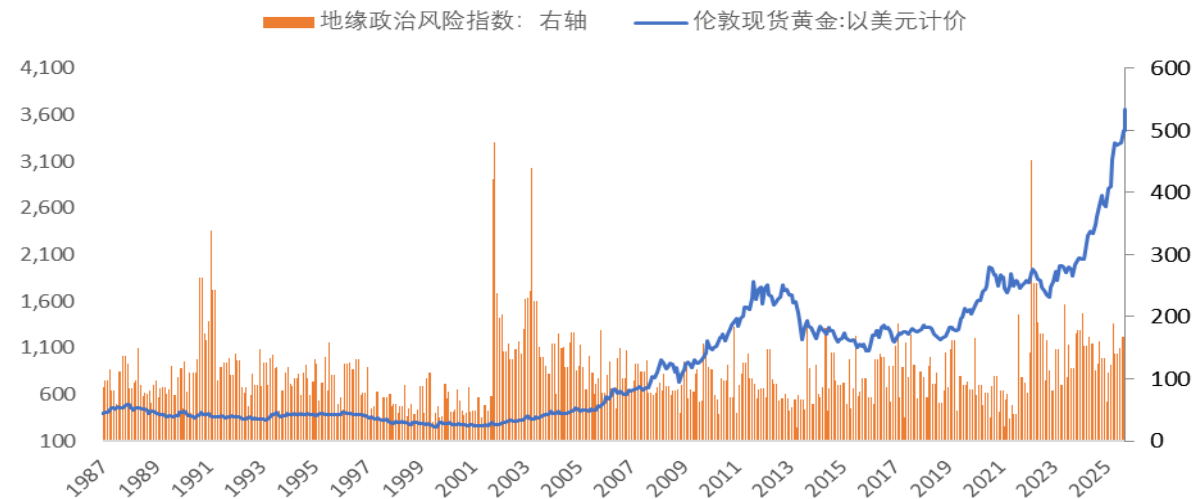
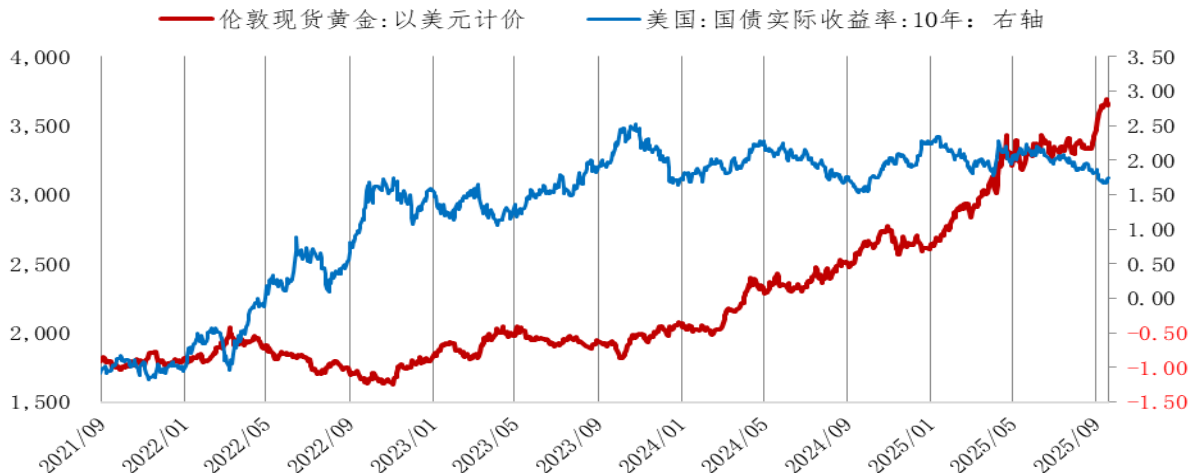
www.gtfutures.com.cn

展望四季度，特朗普的反复无常料将难改，中美的博弈竞争也会持续，全球的不确定性与世界的动乱不断蔓延扩散，不断下行的美元避险属性弱化，稳定的人民币将彰显出吸引力；与此同时，对冲经济下行压力，宽松预期依旧可期，多空因素交织之下，人民币汇率震荡走升稳韧为主。央行表示，“坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。”

黄金——长期向好：世界动荡，利率下行，安全诉求，基金增仓

乱世储黄金。三年大疫之后，全球政经秩序在动荡中重塑，美国大举发债对于美元信用的弱化，俄乌战争后西方国家对俄罗斯的制裁，让各国央行对黄金的价值进行重估。与此同时，疫后疤痕效应下人民对安全资产的偏爱也令黄金的光芒大放异彩，近两年相对于其他资产的优异表现，则进一步强化了黄金的赚钱效应，吸引更多资金的青睐。

如今，美联储降息再次开启，短期虽然降息落地带来一定的获利了结，但长期而言，降息周期中的黄金相对其他大类资产更具韧性。与此同时，世界的动荡和中美的博弈，仍将提升黄金的安全配置需求。四季度，趁着黄金的回调，适当增配将是个不错的选择。



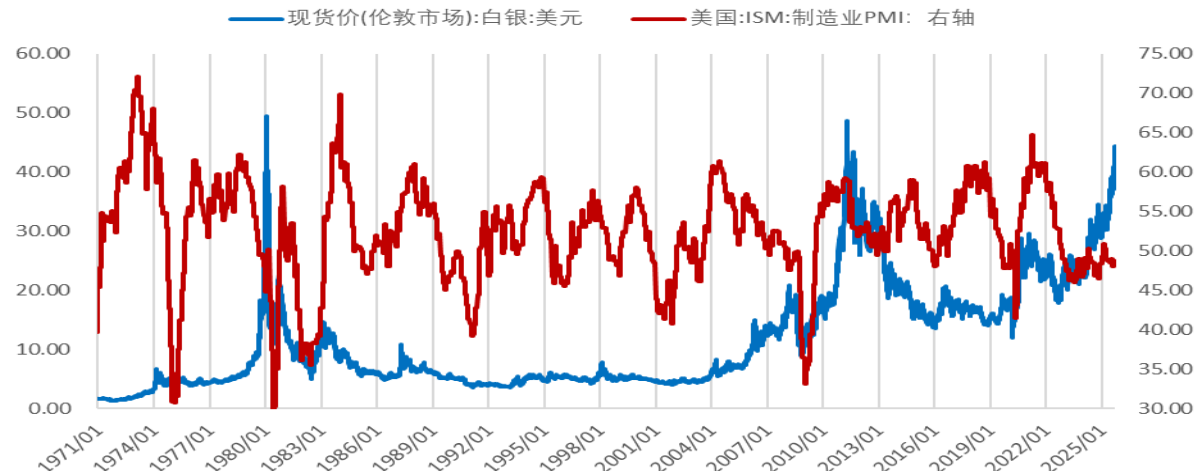
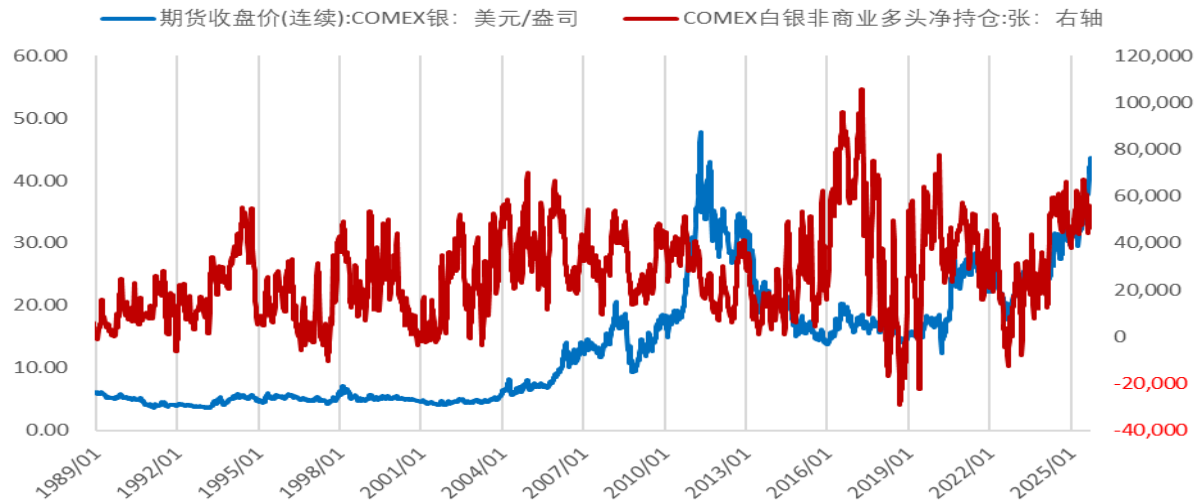
白银--双重受益：降息提振，经济复苏，金银比修复，基金增仓

对于白银而言，四季度很可能取得比黄金更加优异的表现，其核心驱动在于降息和复苏的双重收益，叠加金银比的修复，以及投机资金的多头积极增仓。当然，这有赖于降息之后美国经济复苏的强弱，基于美国在利率下调之后刺激经济增长的回升，转向复苏交易逻辑。

风险在于，美国经济增长不及预期，特别是通胀再起之后美联储转鹰，则将令白银遭受双倍利空的打压。



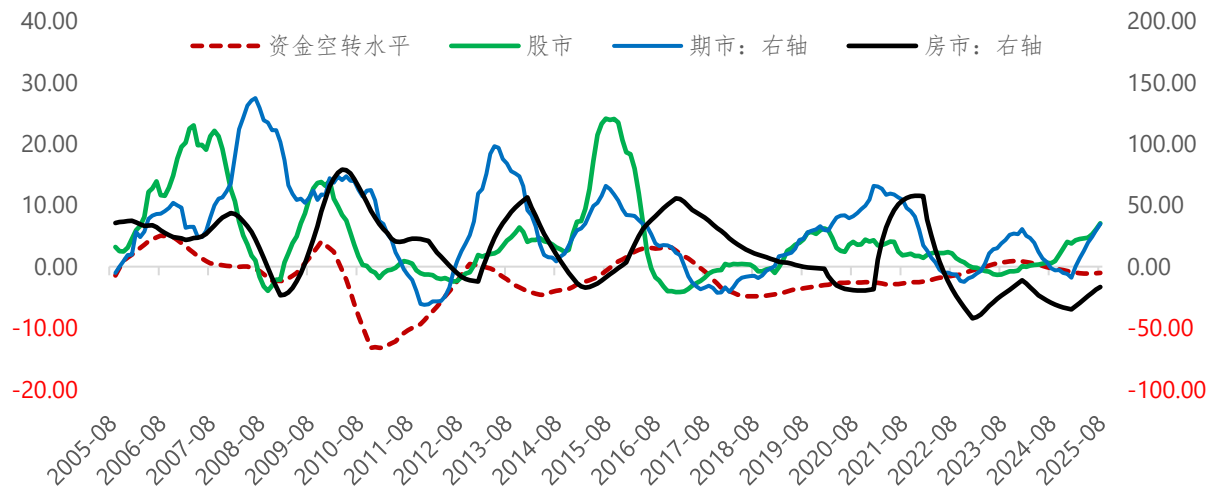
数据来源: Wind 冠通研究



2025年四季度，赚钱效应下，资金青睐股市和商品

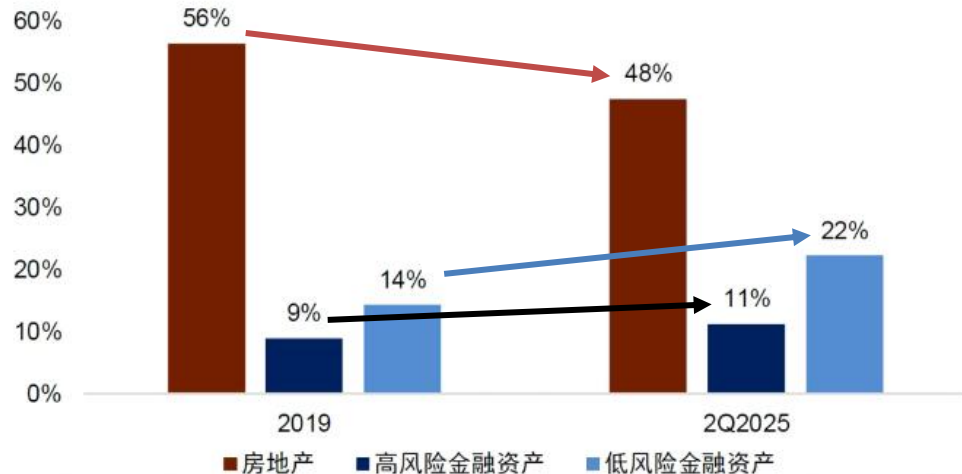
前两年，疫后的疤痕效应，与美债高利率的压制之下，国内股市楼市的低迷，对于国内投资者而言，一直面临着严重的资产荒困境，大量资金被迫配置在收益较低但相对稳定的债券资产上，继而形成了持续两年的债牛行情。同时，避险资产黄金的亮眼表现也吸引着大量资金的配置。去年9.24以后，悲观预期扭转，大量资金流入股市，充裕的流动性支撑着股市的活跃度，今年春节左右，DeepSeek的问世，不仅提振了国内的乐观情绪，更引发了中国资产的重估。清明前后，对等关税来袭，中国强硬反制，几番较量之下，历经三场中美谈判，一举扭转被动的局势，国内市场信心不断强化，投资者风险偏好抬升，股市表现强势，一举创出十年新高，年内收益更是超过美股。同时，商品期货市场热点不断板块轮转，资金青睐。然而，形成鲜明对比的则是，国债期货高位回落资金流出，房市则也延续着多年以来的低迷。赚钱效应之下，股市和商品期货市场有望持续吸引资金的青睐，资金流动性充裕之下，有望在四季度延续火热。

资金空转水平与股市、房市、期市成交量变动关系



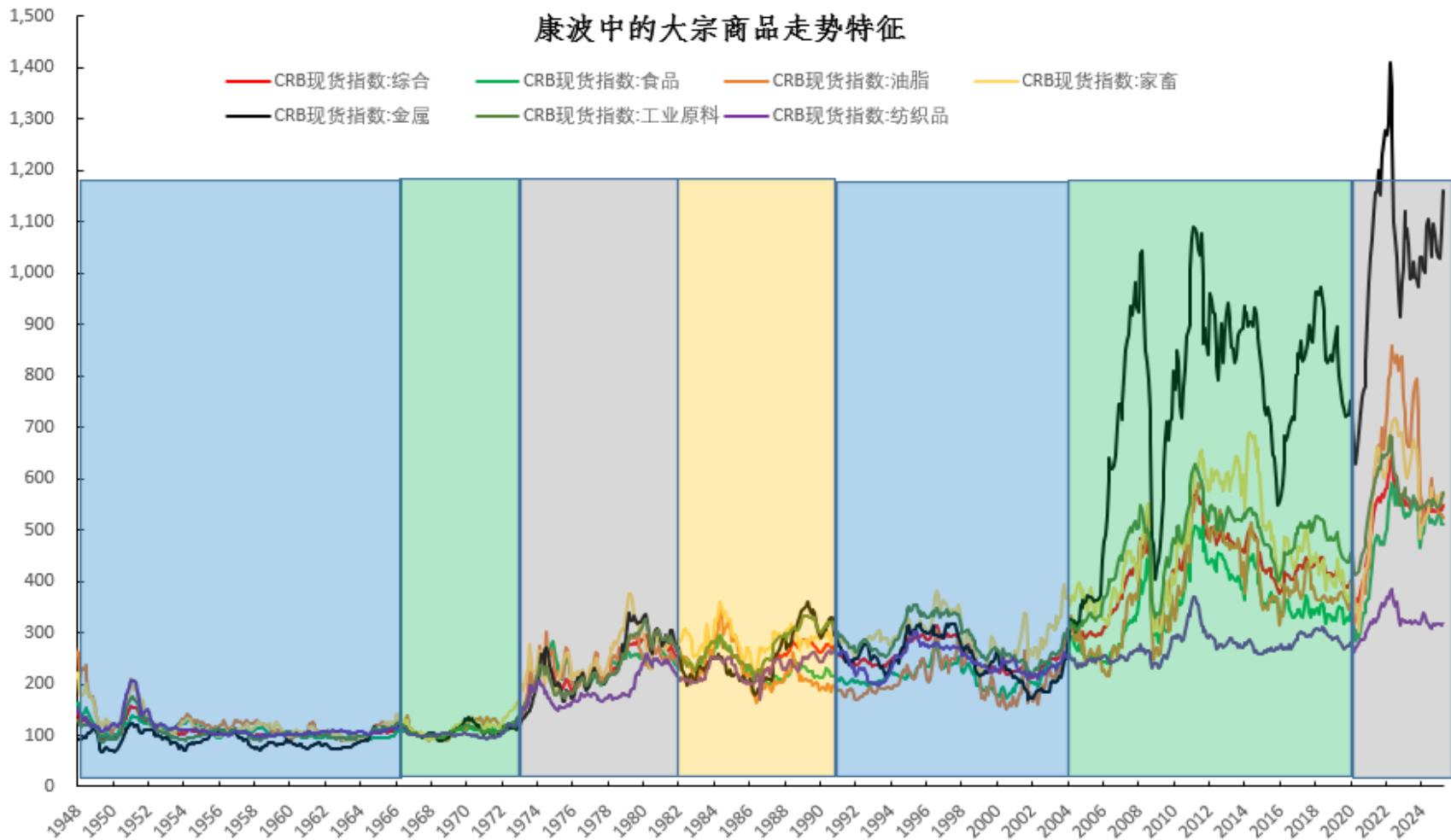
数据来源: Wind 冠通研究

占城镇家庭总资产的比例



资料来源: Wind, 人民银行, 中金公司研究部

当前正处在几十年一遇的大宗商品牛市的回落行情之中

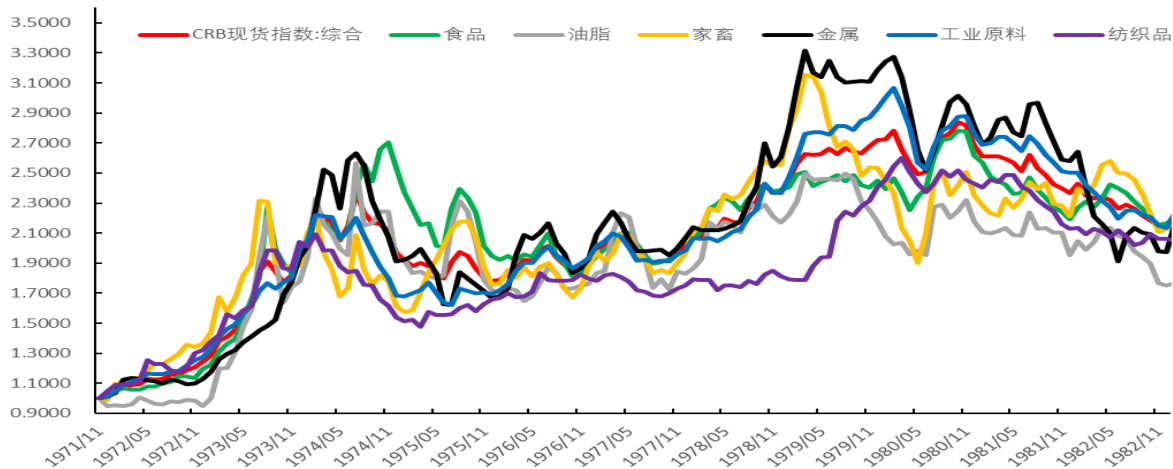


当前的大宗商品，从CRB商品指数的角度来看，整体仍处在2020年以来的这轮四十年一遇的超级大牛市的回落行情之中，起因是世纪疫情所造成的全球供应链的冲击与主要经济体为对冲疫情所造成的经济衰退，而采取的天量货币放水，回落则源于疫后供应链的修复，以及为应对商品牛市所造成的通胀而采取的货币紧缩。

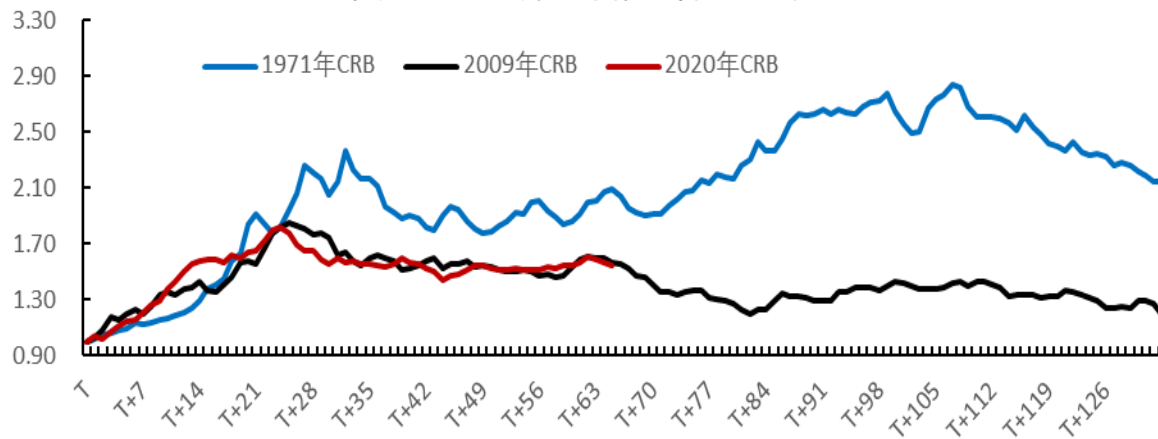
但要注意的是，本轮大宗商品价格的回落，呈现出明显的分化，有些创出了历史新高，还有些商品则一度跌穿了疫情期间的低点。黄金、铜等国际定价商品坚挺强势，原油等能化品种的震荡承压，以及煤炭、钢材等国内定价商品的羸弱探底，映射在宏观经济数据上则表现为美国等发达经济体的通胀韧性，以及中国连续34个月为负的PPI所反映出来的通缩困境。其背后，所折射的时代背景，则是因为当前我们正处在一个中美博弈政经秩序重塑，叠加经济新旧动能转换的复杂时期。

本轮大宗商品行情, 与历史上康波萧条和衰退期的走势特征颇为相似

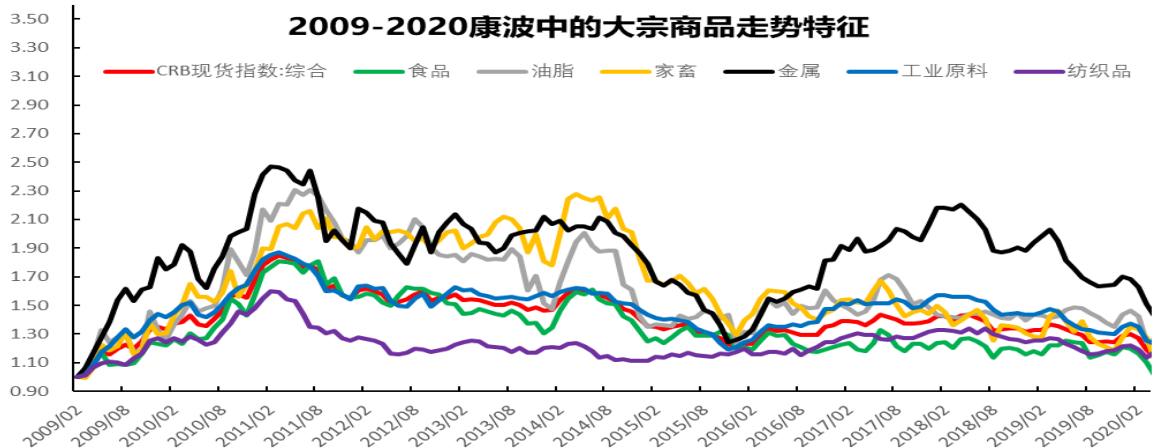
1971-1982康波中的大宗商品走势特征



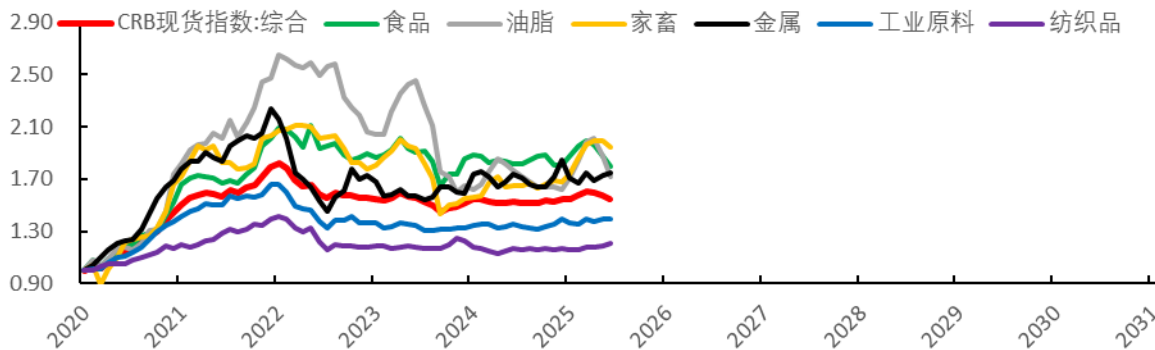
康波中的CRB商品指数走势特征对比



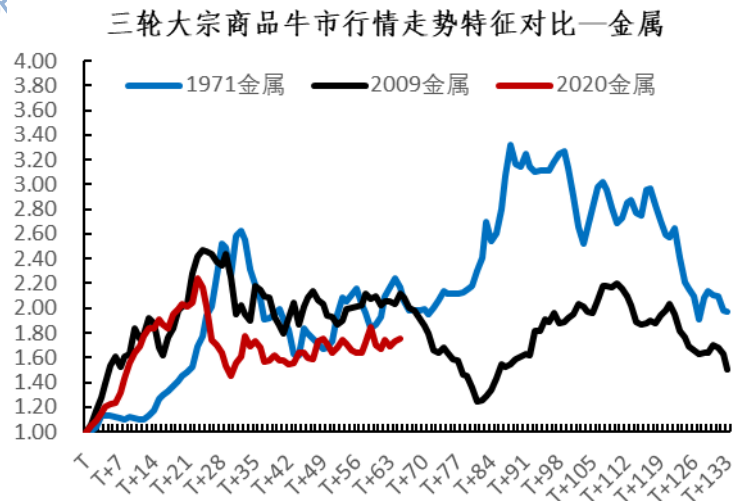
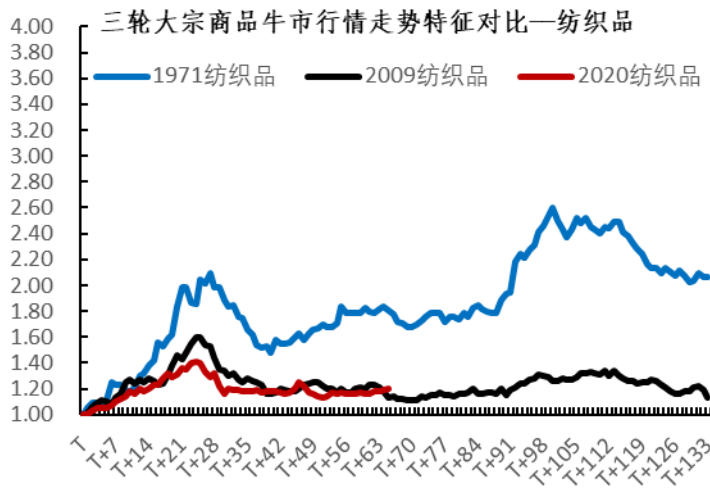
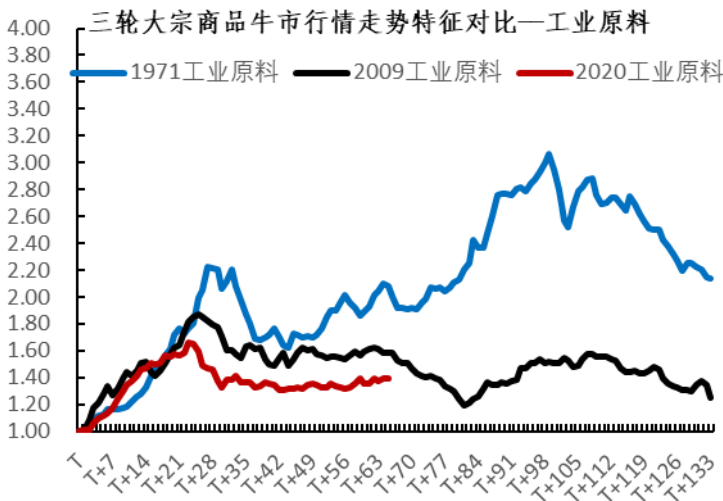
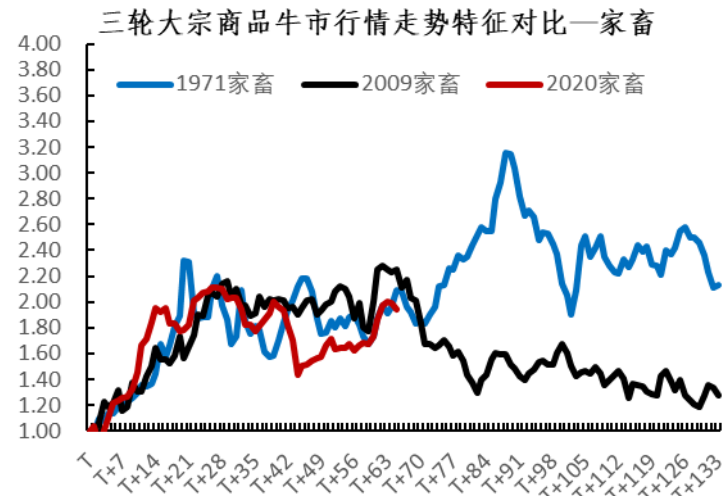
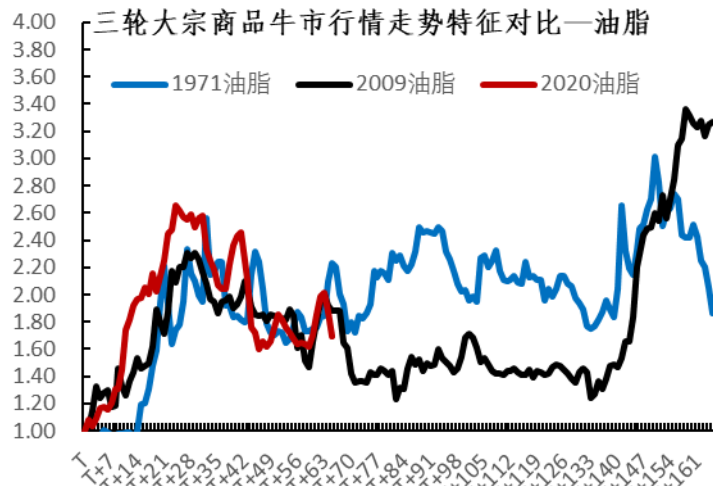
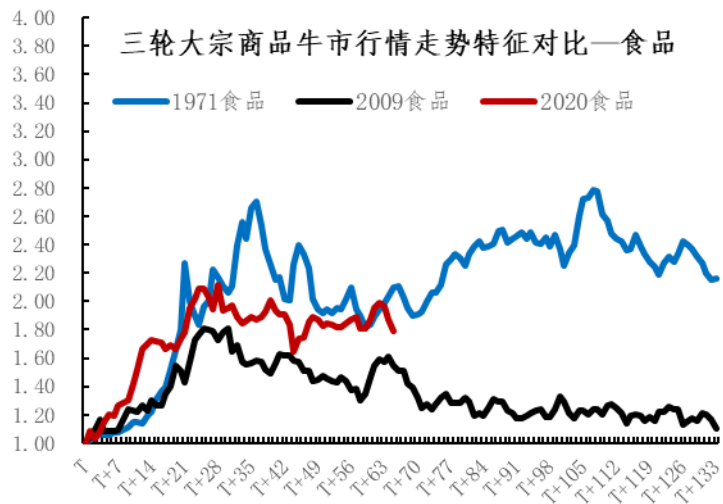
2009-2020康波中的大宗商品走势特征



2020-2031康波中的大宗商品走势特征



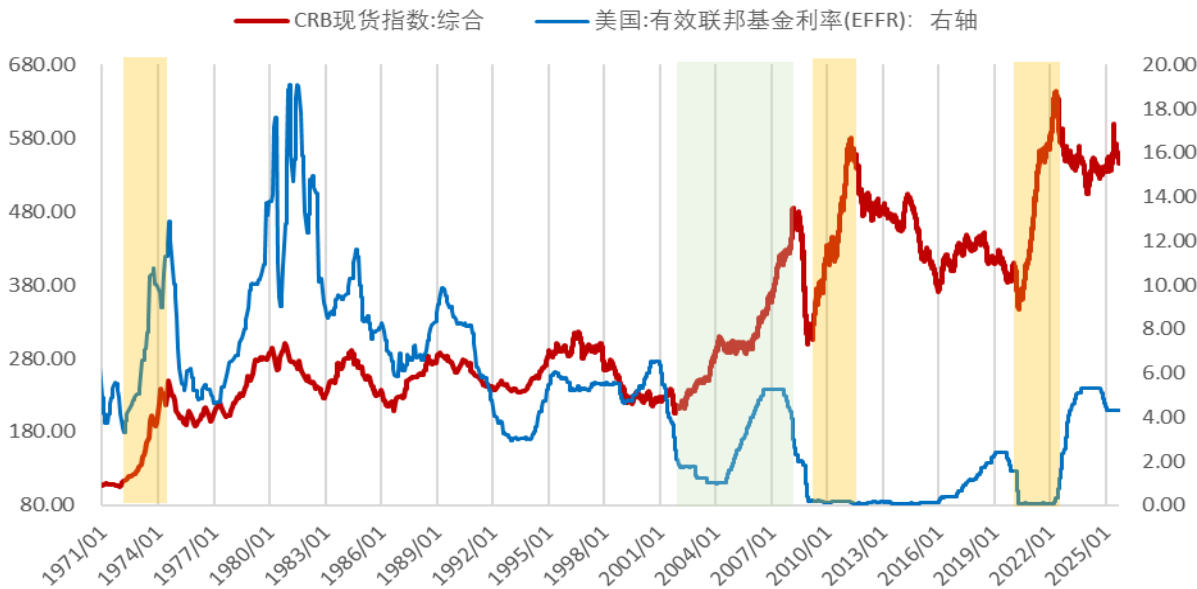
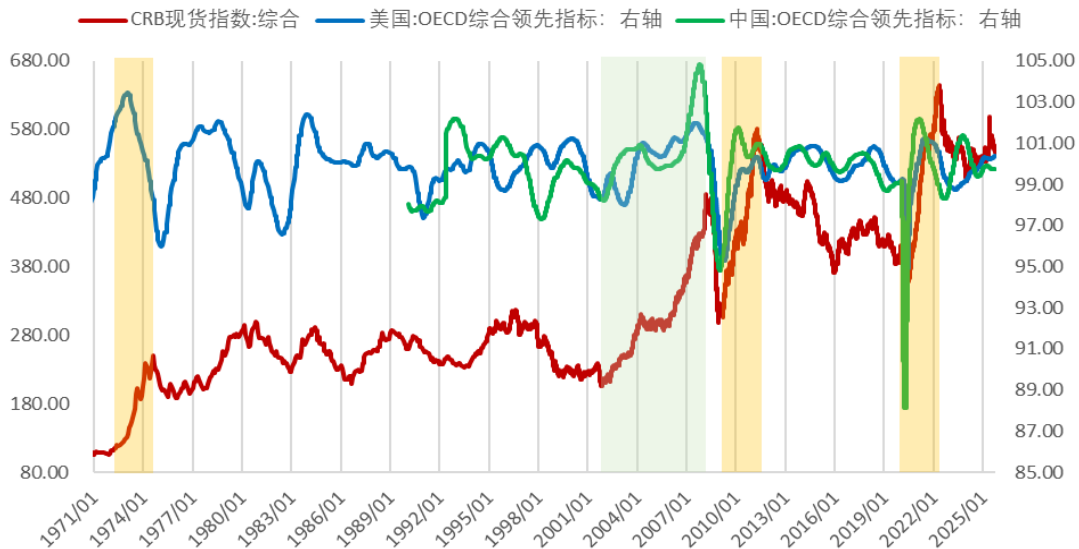
行至当下, 本轮大宗商品各板块指数走到了哪里?



美联储的重启降息与反内卷可能催生出一轮新的结构性商品牛市行情

回顾1970年以来的几轮大宗商品超级牛市,无论是1970s的石油危机、2000年的中国工业化还是2020年世纪疫情后的全球央行大放水,其共同点都是需求、供给、货币三大驱动力的强烈共振,推动了所有商品的普涨快涨。

与过去相比,当前的宏观背景已发生根本变化--需求端缺乏中国城镇化式的单一爆发点,转而依赖绿色转型对铜等特定金属的拉动;供给端虽因长期投资不足而脆弱,但受地缘政治扰动更大,国内为了应对通缩而提出的反内卷,则有望在某些重点行业特定品种上催化出牛市行情,比如焦煤、新能源品种等;货币端,美联储9月虽然如期降息了25BP,但确是一场“风控式降息”,而且与“继续缩表”并行,远非危机式的全面大放水,因此,更多会作用在一些利率和流动性更加敏感的金融属性强的品种上,诸如白银、黄金和铜等。因此,期待全面普涨的超级牛市并不现实,更可能呈现“结构性分化”格局。

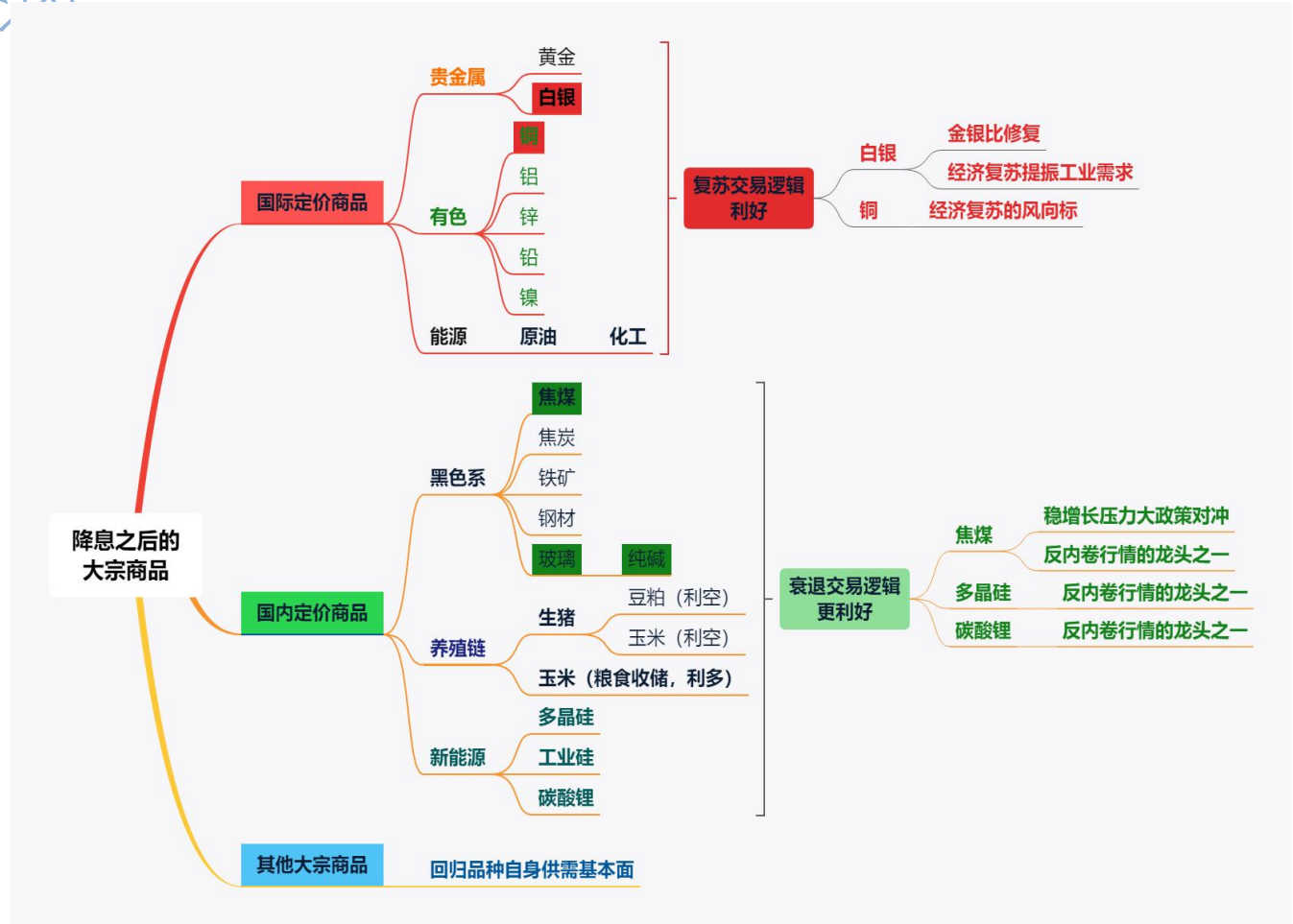


数据来源: Wind 冠通研究

分化的大宗商品：降息之后切换至复苏交易则利好白银与铜； 国内经济若超预期转弱则提振政策对冲预期，强化反内卷，利好焦煤和新能源品种

美联储降息对大宗商品影响的传导机制

- 利率渠道：降息直接降低持有不生息资产（如黄金）的机会成本，这使得黄金等贵金属的吸引力上升。
- 美元汇率渠道：降息通常会导致美元贬值（美元指数已跌至2022年2月以来最低水平）。由于大多数大宗商品以美元计价，美元贬值使得其他货币购买这些商品更便宜，从而支撑大宗商品价格。
- 宏观经济与流动性渠道：降息向市场注入流动性，可能提振经济增长预期和通胀预期。若经济能实现“软着陆”，前景的改善会对部分大宗商品（如工业金属）形成支撑。同时，全球流动性改善也可能刺激投机性资金流入大宗商品市场。
- 市场心理与预期渠道：大宗商品市场常有“买预期，卖事实”的现象。价格在降息预期升温时上涨，而在政策落地后可能因获利了结而短期回调。例如本次降息后，黄金价格就出现了冲高回落。



风险点：

- 俄乌战争与中东、亚太地缘形势的加剧与扩大；
- 中美关税贸易冲突升级；
- 美元阶段性反弹带来的部分新兴市场汇率的异常波动；
- 美国经济复苏不及预期引发衰退担忧，继而施压全球经济；
- 特朗普对美联储独立性的干预加剧，引发投资者的恐慌，或者是美联储超预期的降息速度与幅度。

分析师介绍：

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，上期所优秀宏观分析师，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展期货衍生品与风险管理培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号：F0235424

期货交易咨询资格编号：Z0000771

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢