



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

宏观与大宗商品周报

冠通期货研究咨询部王静

执业资格证书编号：F0235424/Z0000771

2025年7月21日

投资有风险，入市需谨慎，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.gt futures.com.cn

核心观点

最近，资本市场风险偏好延续积极，风险资产价格普遍收涨。海外，美国的关税与特朗普的内斗对资本市场的影响日渐平淡，地缘的动荡与冲突虽层出不穷但却难起波澜。美国通胀数据开始反应关税的冲击，但核心CPI的涨幅不及预期因而对美联储降息预期的扰动不甚明显。全球主要股市震荡反复多数收涨，BDI指数连续大涨，美元小幅反弹，非美货币整体承压，大宗商品涨跌互现；国内，“反内卷”行情延续，周期股的演绎在股市和期货市场上联袂上演，A股大盘站稳了3500点，商品市场上内强外弱的强预期弱现实风格特征强化，同时也开始出现了扩散。国内债市多数下挫近强远弱、股指普涨格局，商品大类板块普遍收涨；股市普涨格局，成长型风格的涨幅明显高于价值型股指，大盘站稳3500，市场风险偏好抬升，交易情绪活跃；国内商品大类板块涨跌互现Wind商品指数周度涨跌幅1.84%，10个商品大类板块指数中8个收涨2个收跌。具体商品大类表现来看，延续着内强外弱的风格特征，除了有色和非金属建材板块逆势收跌之外，其他商品悉数收涨，油脂油料、煤焦钢矿和能源板块涨幅居前，市场的强预期弱现实、内外定价商品的强弱转换风格强化。

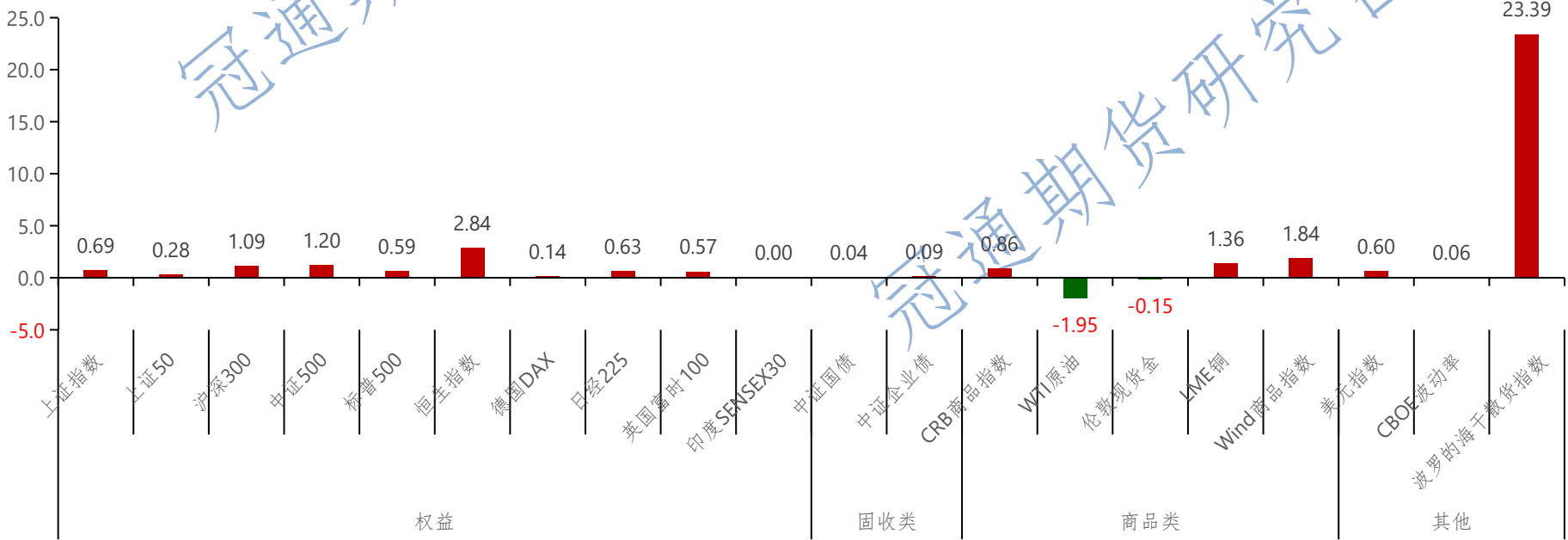
当前，国内商品与股市交易的宏观逻辑主线在于反内卷行情的延续。上周初发布的二季度宏观数据来看，总量有韧性而边际在转弱，地产拖累依旧，出口遭遇挑战，消费挑起大梁，价格的低迷加剧。投资端市场开始畅想，政策预期之下，反内卷行情延续。从最新的国内物价数据折射出中国经济面临内生性通缩风险，PPI连续33个月负增长持续深度下跌，导致企业盈利恶化，进而抑制工资增长和就业，最终传导至消费端形成负反馈循环。尤其值得警惕的是，这种通缩压力与“内卷式竞争”形成恶性互动：产能过剩→价格战→利润萎缩→研发投入不足→产品低端化→进一步产能过剩。为了破解上述通缩螺旋，加之今年货币政策的一项重要目标就是要促进物价的企稳回升，因而，6月PPI数据之差，与地产的“困境反转”共振，在7月底会议前，市场对于政策存在较强的预期，继而令投资者强化了对于“反内卷”行情的交易逻辑。上周五“工信部十大行业稳增长方案即将出台”给反内卷行情再添一把火，叠加周末雅鲁藏布江下游水电工程的开工，二者共振一起再一次强化了反内卷行情的演绎。当下，十大行业稳增长方案出台的背景在于当下面临的挑战，应对挑战的思路在于稳增长和促转型，二者相辅相成并驾齐驱。稳增长是为了巩固基础，抓手则是十大重点行业稳增长的方案和要求重点工业大省的挑大梁。促转型表现为两条路径，一是着力提高发展质量，方向在于产业的高端化、智能化和绿色化；二是持续培育发展动能，组织实施国家科技重大专项和国家重点研发计划，开展专项行动，培育新产业、打造新动能，加快发展生物制造、低空产业。推动人形机器人、元宇宙、脑机接口等未来产业创新发展，超前布局新领域新赛道。同时，为了实现稳增长和促转型工作的实施，则要不断优化发展环境。开展专项行动，解决拖欠中小企业账款问题，减轻企业负担，切实增强企业获得感。强化标准的作用，支撑引领技术进步和产业优化升级，加强产能监测预警，推动行业自律，优化发展生态，坚定企业发展信心。

综合来看，工信部十大行业稳增长方案的即将出台，在政策上明确了本轮反内卷行情的方向，印证并强化了投资者的预期，雅鲁藏布江下游水电工程的开工则在需求上弥补了市场对于本轮“供给侧改革”缺乏类似于棚改这样的需求端拉动的担忧，继而能够进一步打开投资者的想象空间，进一步推升行情，不过，也要注意经济转型的诉求之下，对于现有产业“稳增长”的调整思路明显之不同，政策执行上会更加侧重于调结构、优供给和淘汰落后产能。同时，不同产业和产能的分布之背后还存在着地方之间的拉扯。最终，能够真的淘汰掉的产能的量恐怕有限，最终落地的方案可能恐难超预期。因而，在行情走势上，料将一波三折，热点板块和品种也将快速轮转的风格特征。对于投资策略上，一方面是在本轮反内卷行情还在发酵延伸的过程中，不宜逆势；另一方面，在市场极度乐观之际，要注意控制风险，警惕价格的快速回调。

大类资产

最近，资本市场风险偏好延续积极，风险资产价格普遍收涨。海外，美国的关税与特朗普的内斗对资本市场的影响日渐平淡，地缘的动荡与冲突虽层出不穷但却难起波澜。美国通胀数据开始反应关税的冲击，但核心CPI的涨幅不及预期因而对美联储降息预期的扰动不甚明显。全球主要股市震荡反复多数收涨，BDI指数连续大涨，美元小幅反弹，非美货币整体承压，大宗商品涨跌互现；国内，“反内卷”行情延续，周期股的演绎在股市和期货市场上联袂上演，A股大盘站稳了3500点，商品市场上内强外弱的强预期弱现实风格特征强化，同时也开始出现了扩散，10个商品大类板块指数中8个收涨。值得一提的是，上周末雅鲁藏布江下游水电工程的开工，与工信部十大行业稳增长方案的即将出台，二者共振一起强化了反内卷行情的演绎，大宗商品的热点行情不断，国内定价的商品，特别是工业品迎来了久违的普涨格局。

全球大类资产周内涨跌幅%

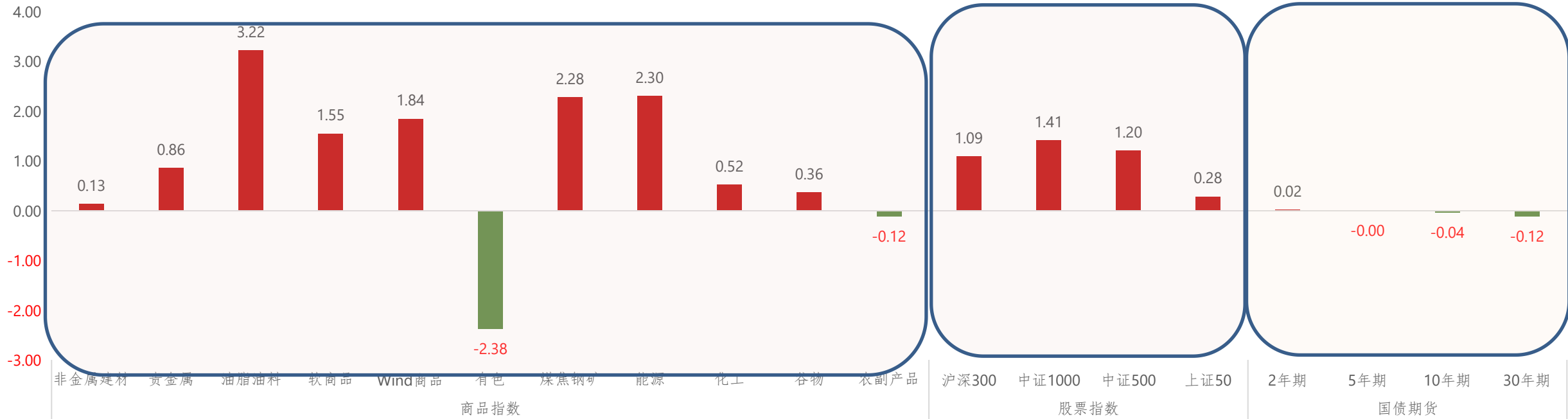


注：数据均来源于Wind、冠通研究

板块速递

- 国内债市多数下挫近强远弱、股指普涨格局，商品大类板块普遍收涨；
- 股市普涨格局，成长型风格的涨幅明显高于价值型股指，大盘站稳3500，市场风险偏好抬升，交易情绪活跃；
- 国内商品大类板块涨跌互现Wind商品指数周度涨跌幅1.84%，10个商品大类板块指数中8个收涨2个收跌。具体商品大类表现来看，延续着内强外弱的风格特征，除了有色和非金属建材板块逆势收跌之外，其他商品悉数收涨，油脂油料、煤焦钢矿和能源板块涨幅居前，市场的强预期弱现实，内外定价商品的强弱转换风格强化。

上周期市板块涨跌幅



注：数据均来源于Wind、冠通研究

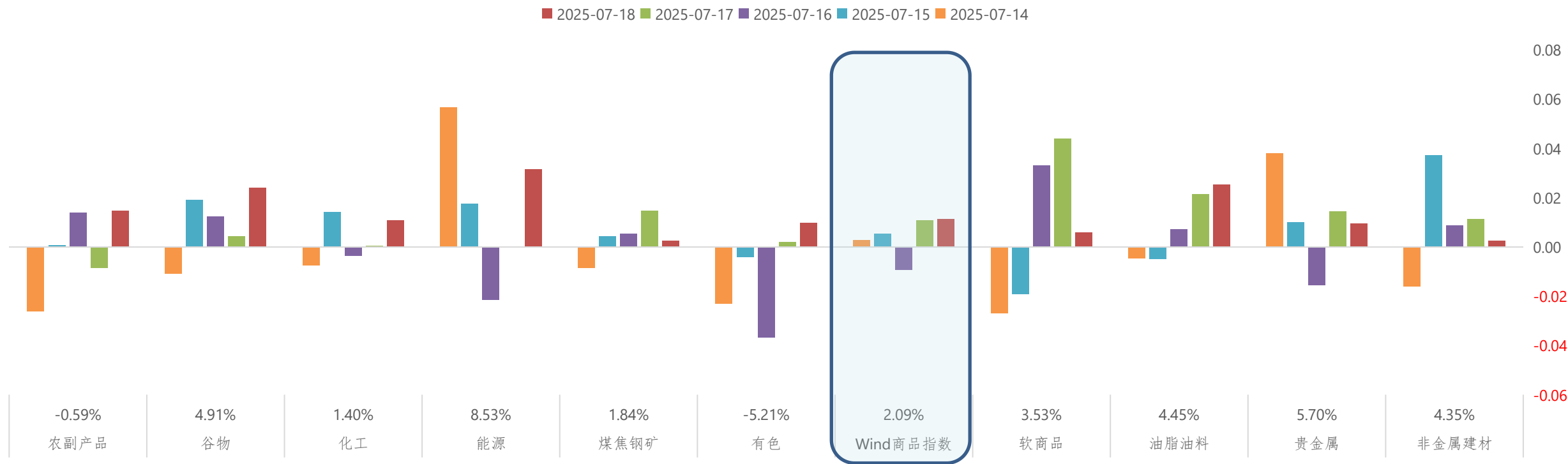
资金流向

上周，商品期货市场资金整体小幅流入；

资金流入板块上，能源、贵金属、谷物、油脂油料、非金属建材和软商品板块较为明显；

资金流出的板块上，有色和农副产品板块资金的流出最为明显值得注意。

近一周商品期货板块资金变动率（%）

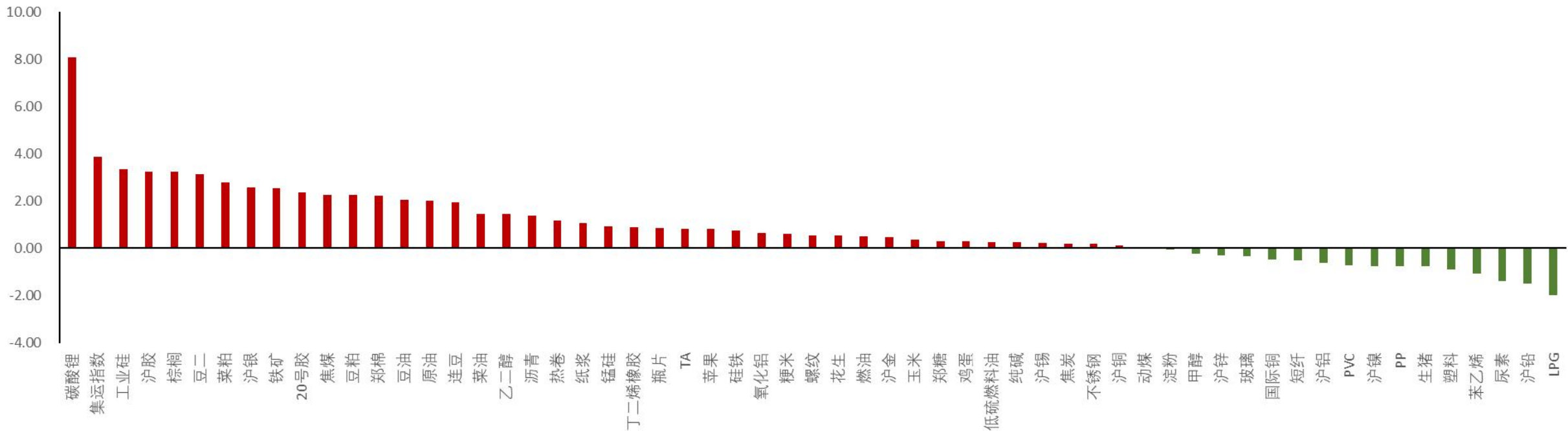


注：数据均来源于Wind、冠通研究

品种表现

最近一周,国内主要商品期货多数收涨,从商品期货具体品种指数表现来看,上涨居前的商品期货品种为**碳酸锂、集运指数与工业硅**;跌幅居前的商品期货品种为**LPG、沪铅和尿素**。

上周商品期货品种涨跌幅(%)



注:数据均来源于Wind、冠通研究

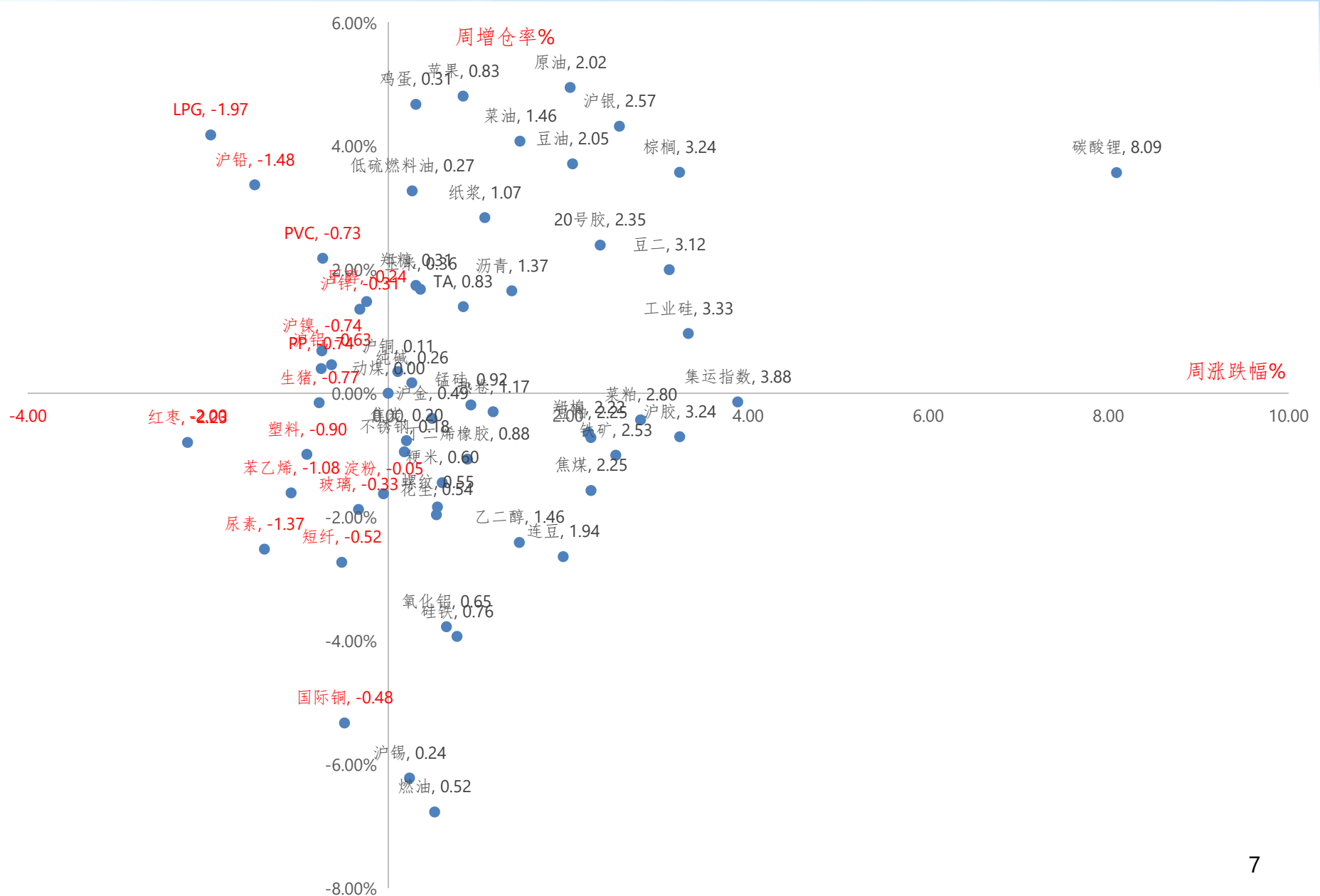


慎初為行為冠 逐鹿得人則通

市场情绪

上周，从量价配合的角度来看：

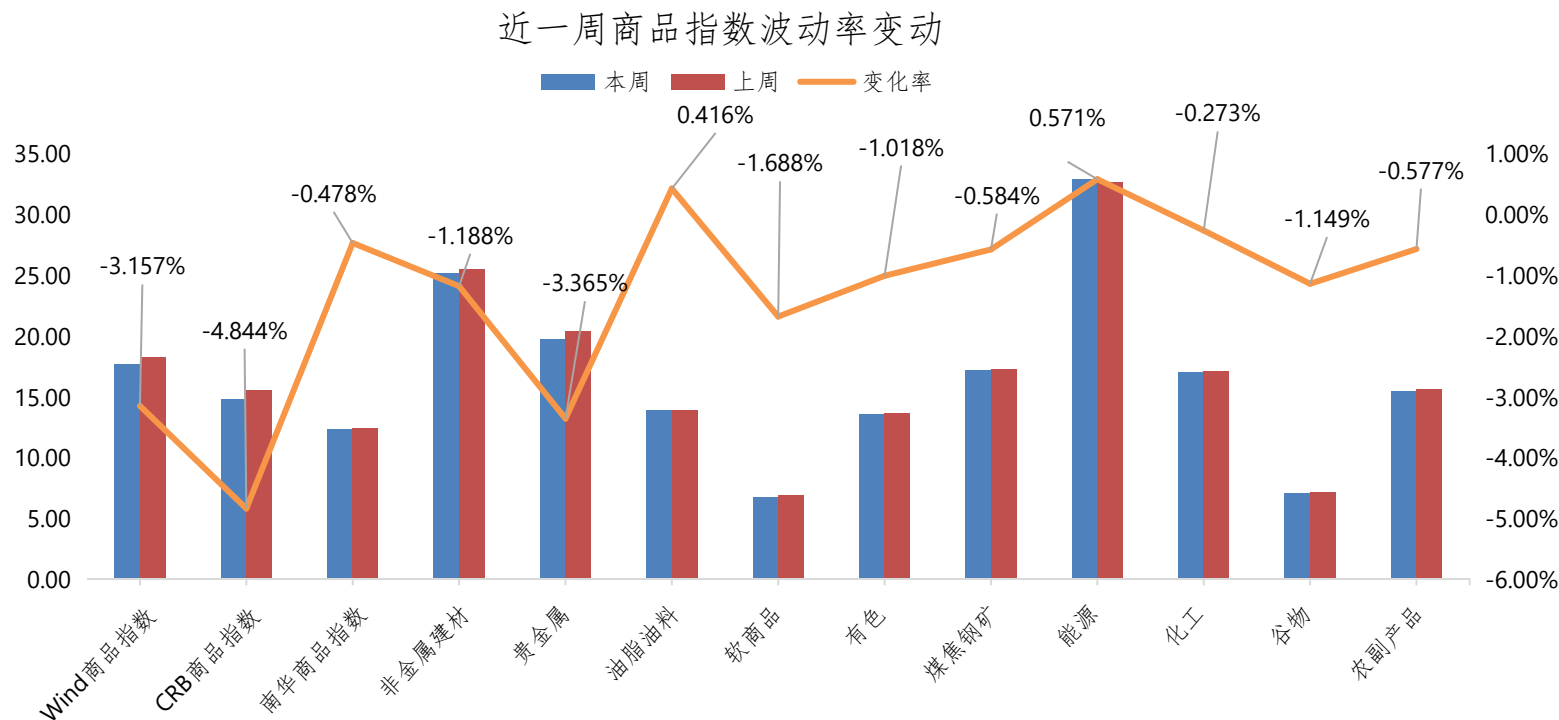
- 出现明显增仓上行的商品期货品种多个，值得关注的是碳酸锂、工业硅和棕榈；
- 出现明显增仓下行的商品期货品种很多，值得关注的是LPG、沪铅和PVC。
- 值得重点关注！



注：数据均来源于Wind、冠通研究

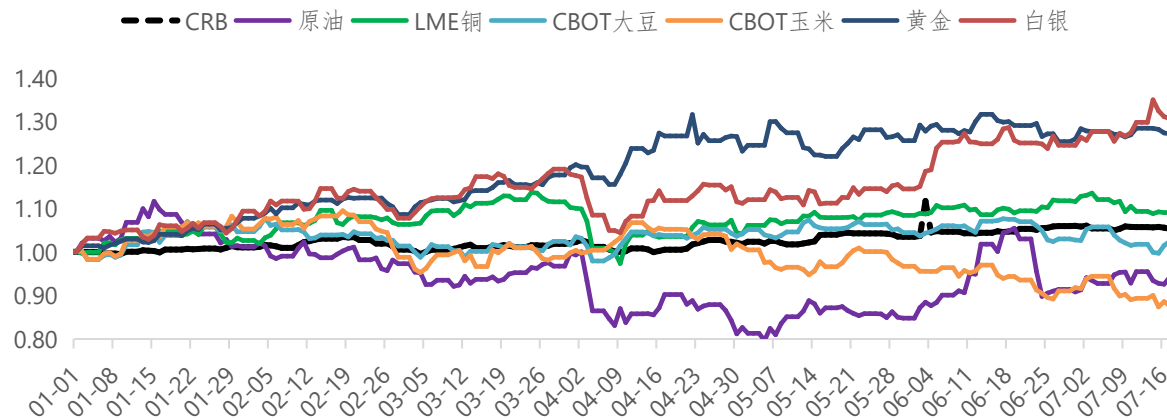
波动特征

上周,国际CRB商品指数的波动率大幅下行,国内的Wind商品指数与南华商品指数波动率也都联袂下挫;分板块来看,商品期货大类板块的波动率多数下降,贵金属、软商品和非金属建材、谷物板块大幅降波,能源和油脂油料板块则逆势升波最为明显。

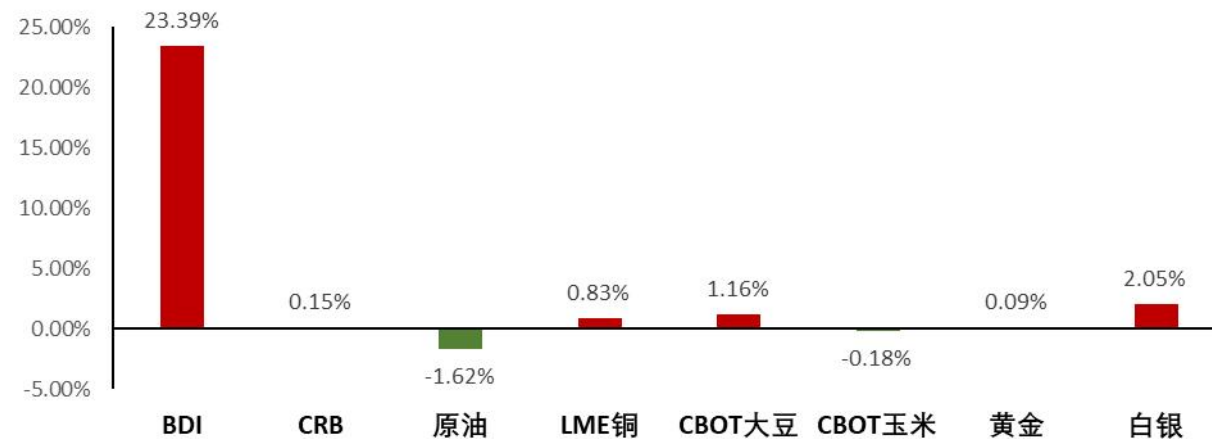


数据追踪——国际主要商品多数收涨, BDI再次飙升, 铜豆与白银上涨, 原油玉米收跌, 金价震荡收平, 金银比回落

国际主要大宗商品2025年内收益表现



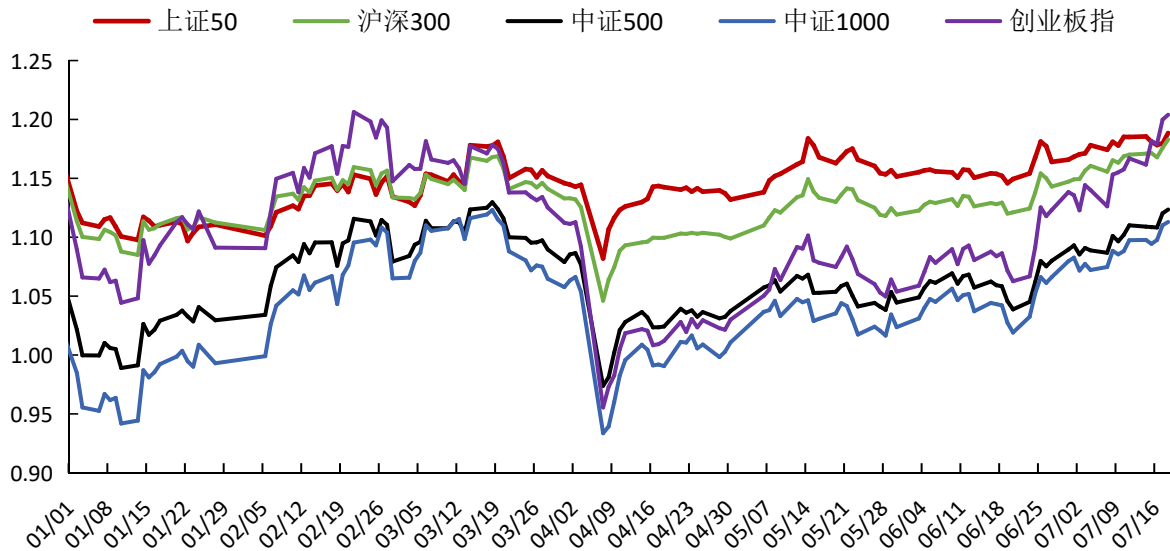
近一周主要国际大宗商品涨跌幅(%)



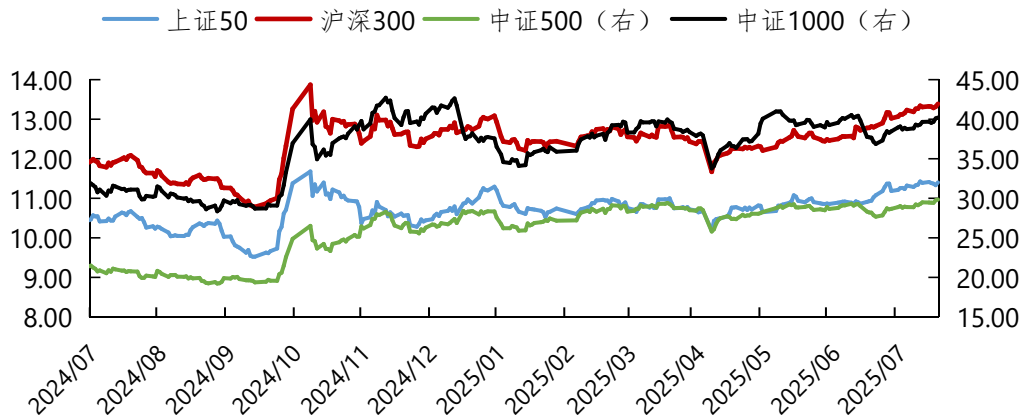
宏观逻辑—股指悉数震荡上扬，估值集体抬升，风险溢价ERP承压

- 上一周，国内四大股指全线上扬，风格上看，成长股与价值股表现联袂走高，市场情绪明显回暖；
- 股指的估值集体抬升，风险溢价ERP整体承压。

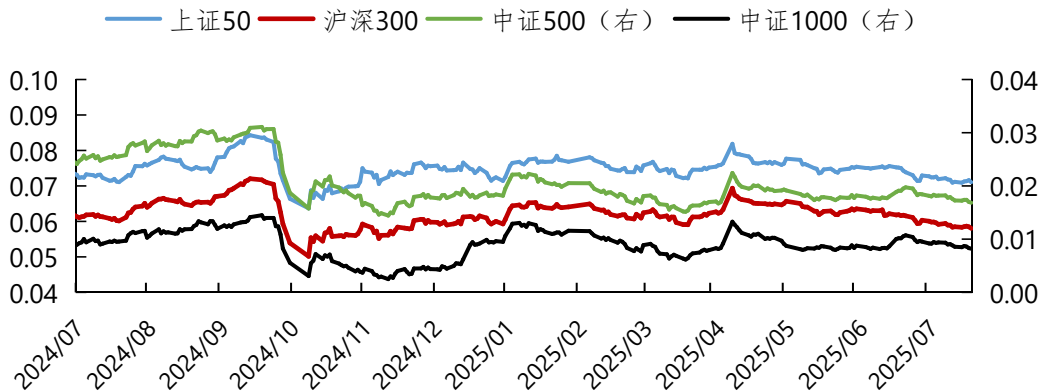
股票指数2025年内收益表现



股指市盈率PE (TTM)



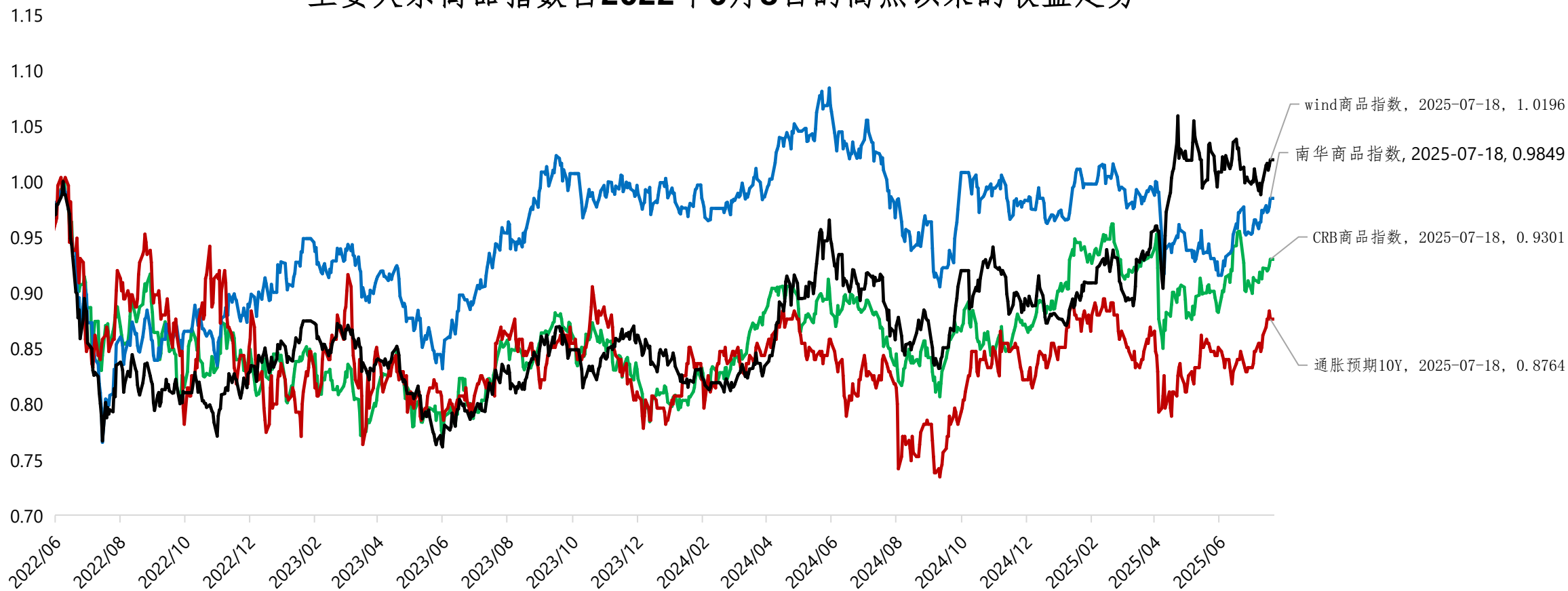
主要股指风险溢价



宏观逻辑——大宗商品价格指数震荡走高，通胀预期回升，预期和现实联袂上扬

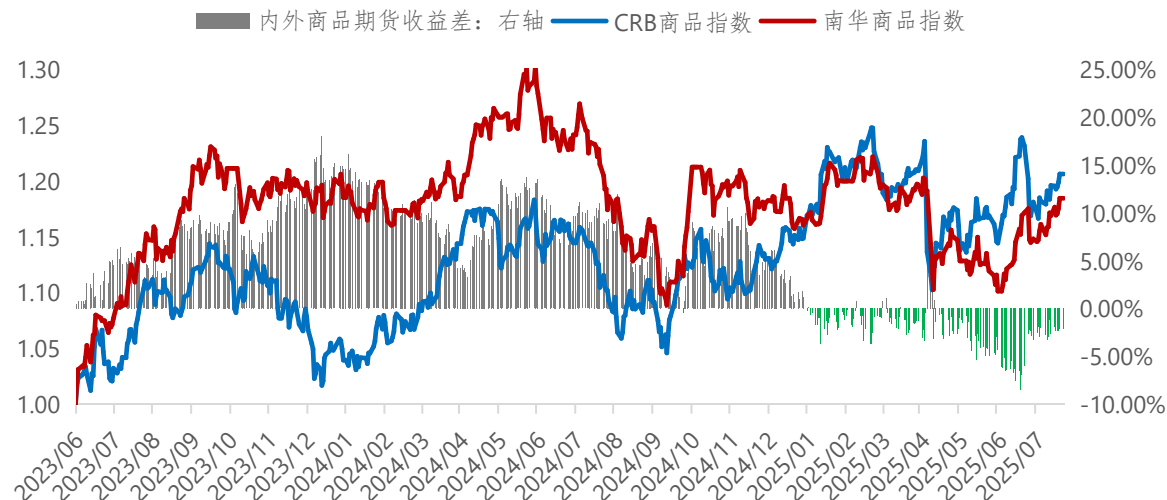
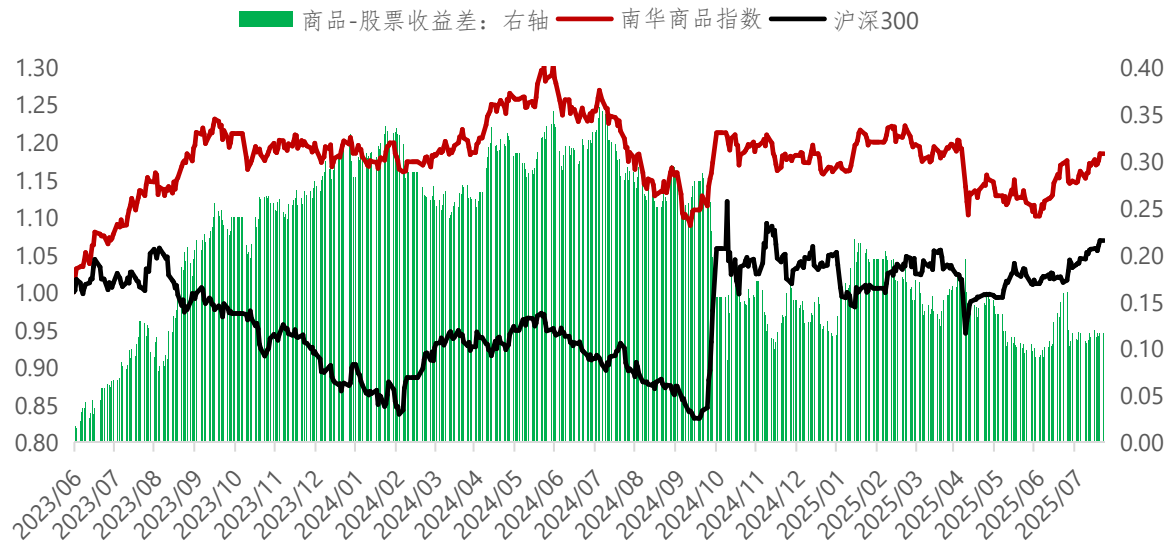
✍

主要大宗商品指数自**2022年6月8日**的高点以来的收益走势



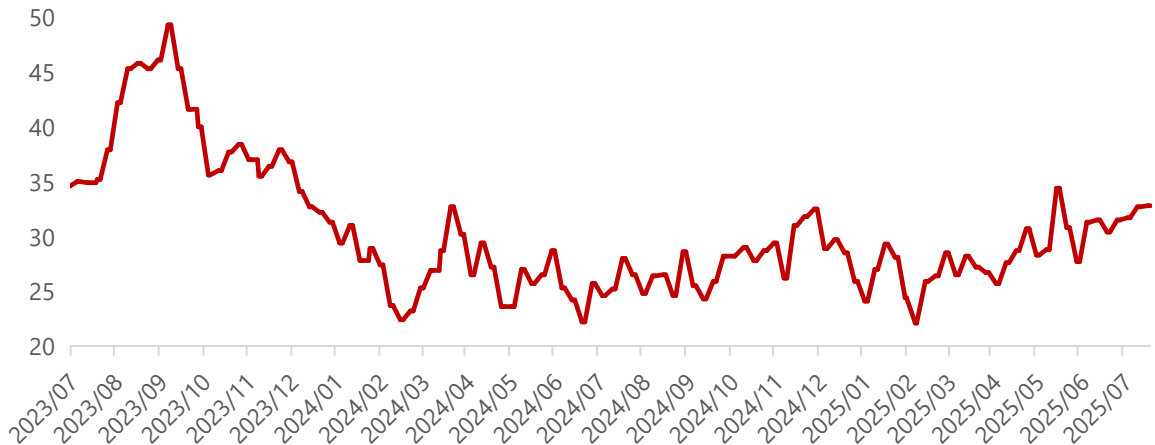
股市与商品的“资金跷跷板”效应与商品的内外盘价差

- 上一周，股市与商品联袂走高，商品-股票收益差变动不大；
- 从商品的内外强弱风格来看，南华商品指数和CRB商品指数走势均是震荡上扬，国内定价的商品表现更为强势，内外商品期货收益差变动不大。“反内卷”行情延续，在商品与股市上均有所表现，股期联动之下，两个市场的“资金跷跷板”效应不甚明显，同时，商品的内强外弱风格日趋强化。

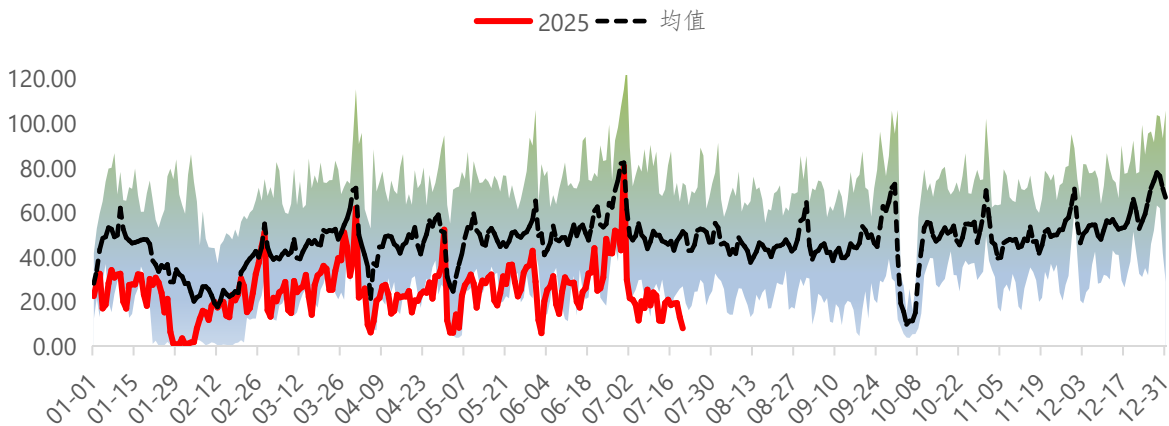


数据追踪——沥青开工率平稳,地产销售持续弱势,运价小幅回落,短期资金利率反弹后震荡

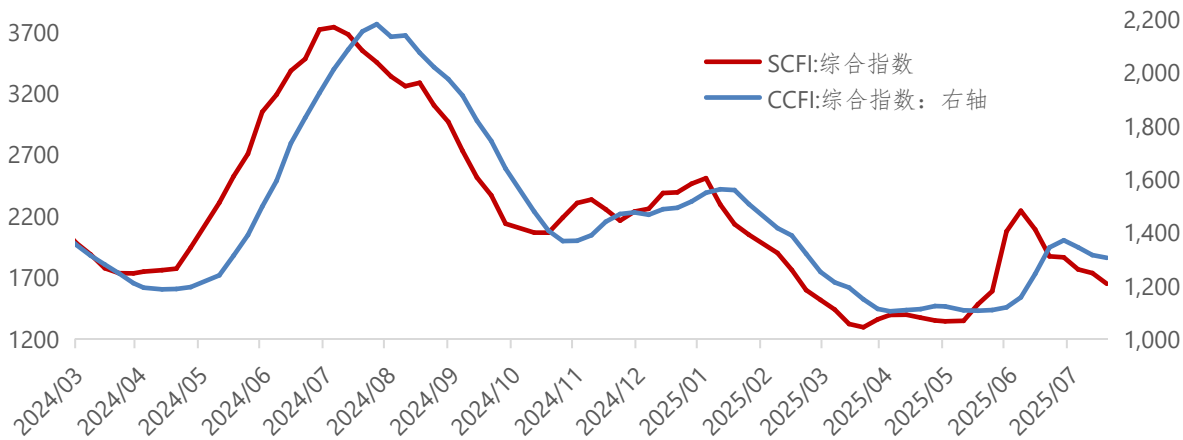
—— 开工率:石油沥青装置



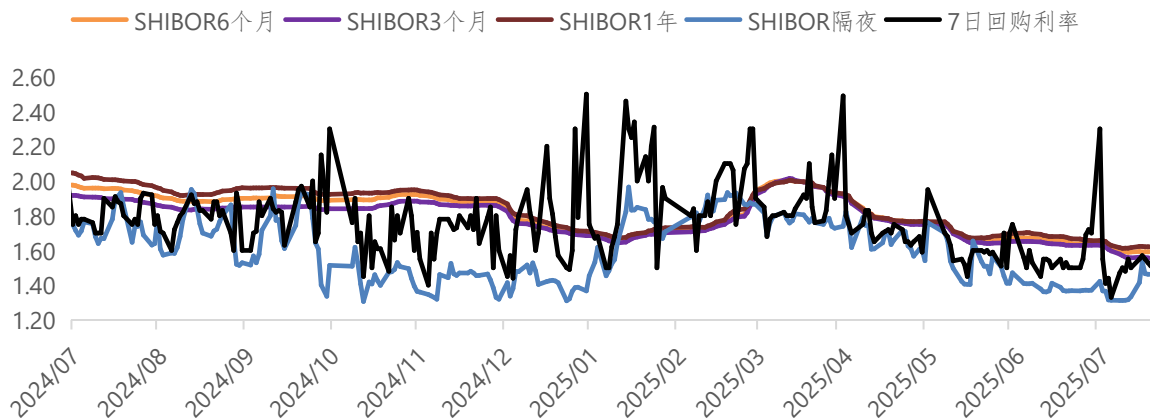
全国商品房成交面积季节性走势图 (单位:万平方米)



国内出口运价指数

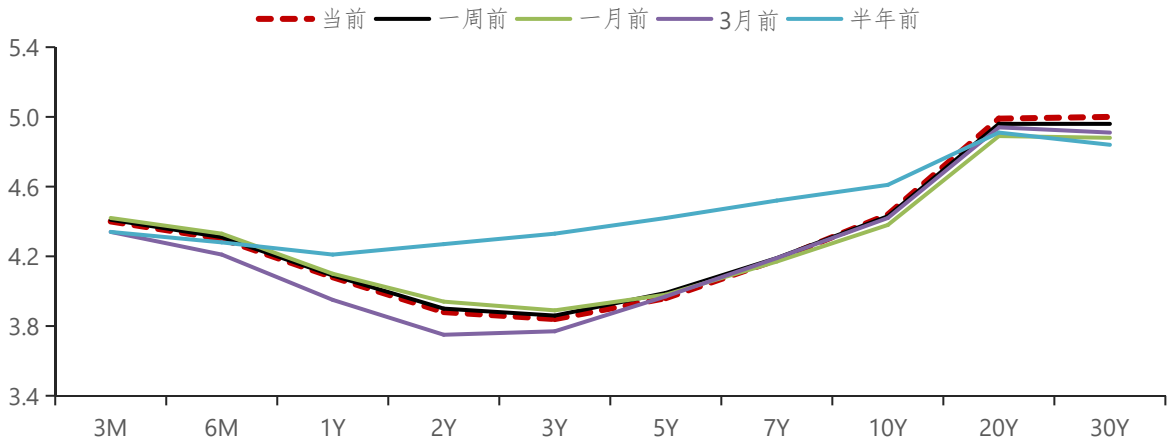


国内货币市场资金利率

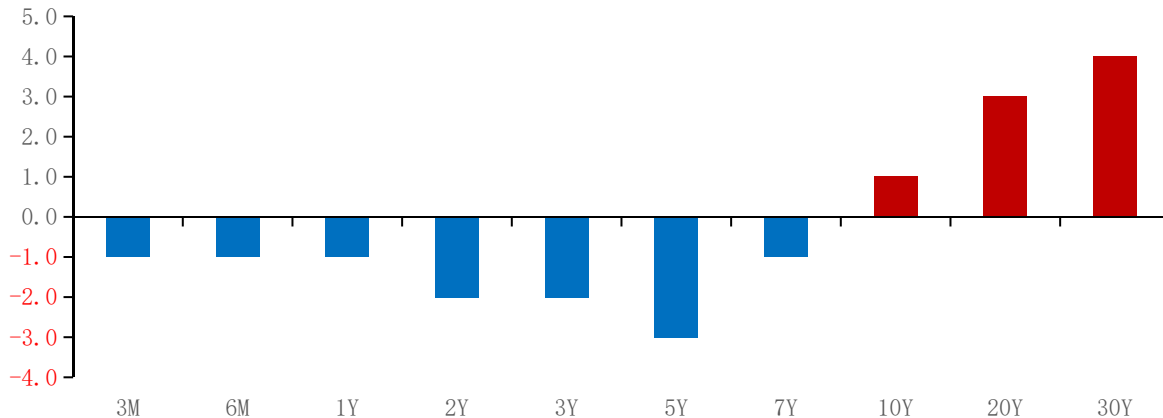


宏观逻辑——美债收益率近弱远强, 期限结构进一步陡峭化, 期限利差平稳, 实际利率与金价均是高位震荡

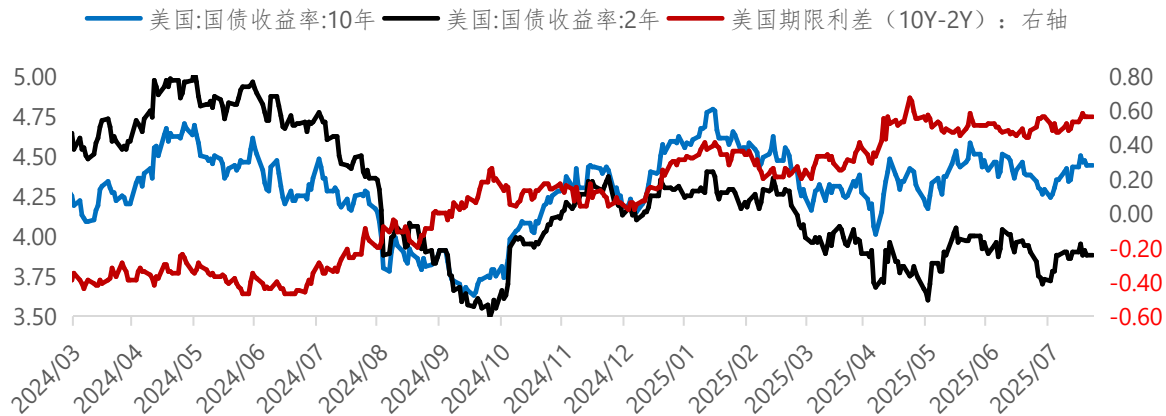
美国国债收益率曲线%



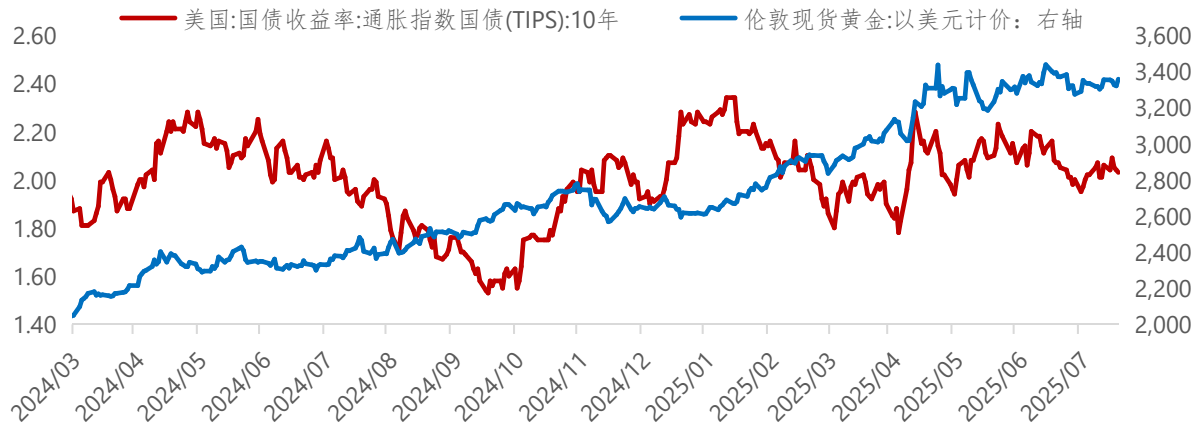
美国国债周收益率变化 (BP)



美国期限利差 (10Y-2Y) %



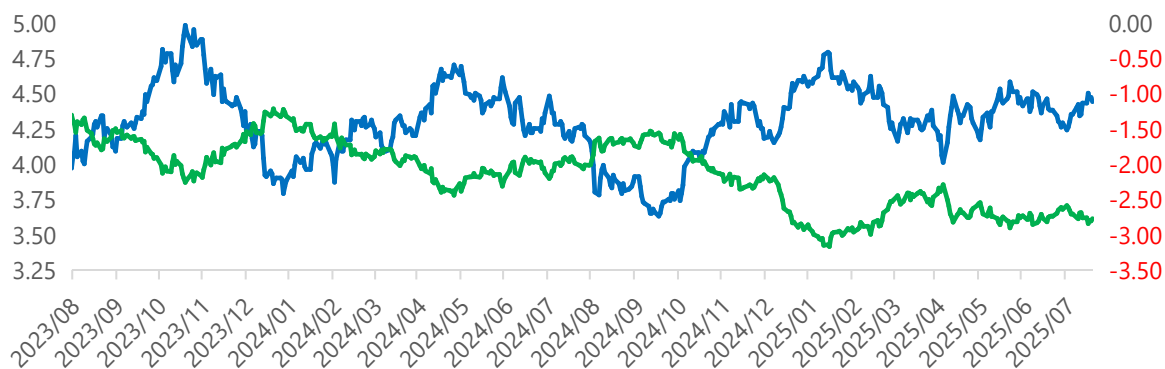
美债实际收益率与金价



数据追踪——美债利率小升,中美利差承压,通胀预期大幅回升,金融条件宽松,美元反弹后震荡,人民币走势稳韧

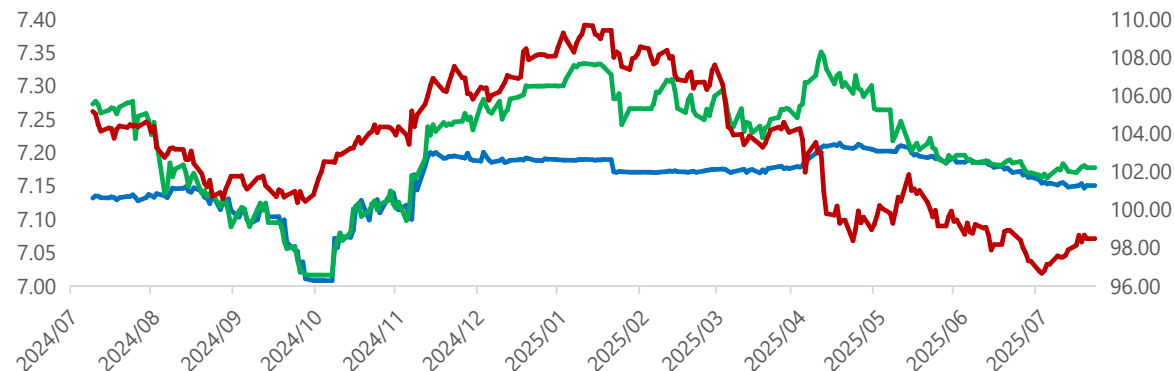
中美利差 (10Y) %

— 美国:国债收益率:10年 — 中美利差10Y: 右轴



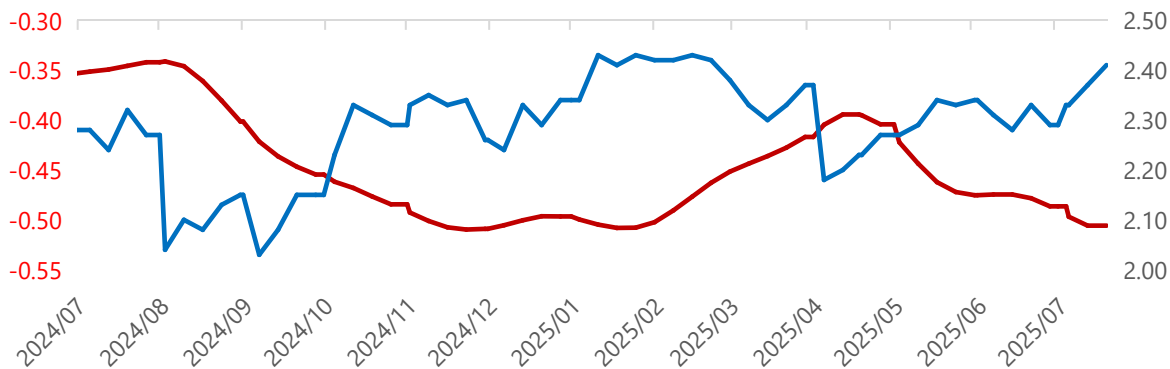
美元指数与人民币汇率

— 中国:中间价:美元兑人民币 — 即期汇率:美元兑人民币 — 美元指数: 右轴



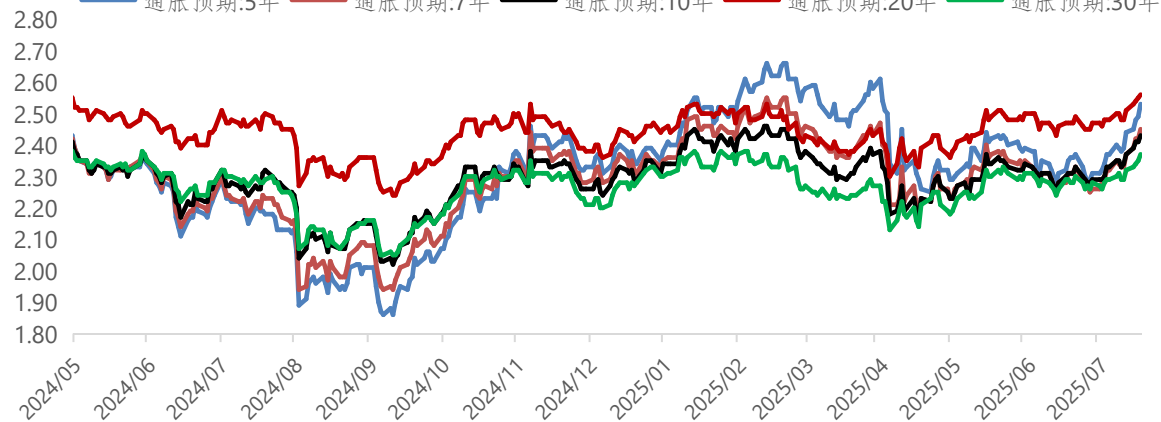
美国:芝加哥联储全国金融状况指数与通胀预期

— 美国:芝加哥联储调整后的全国金融状况指数(周) — 通胀预期: 右轴



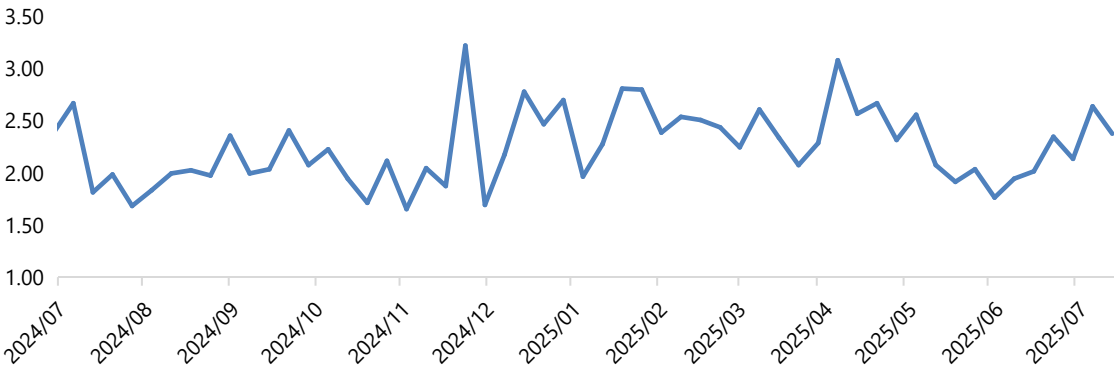
美国国债隐含通胀预期近期走势图%

— 通胀预期:5年 — 通胀预期:7年 — 通胀预期:10年 — 通胀预期:20年 — 通胀预期:30年

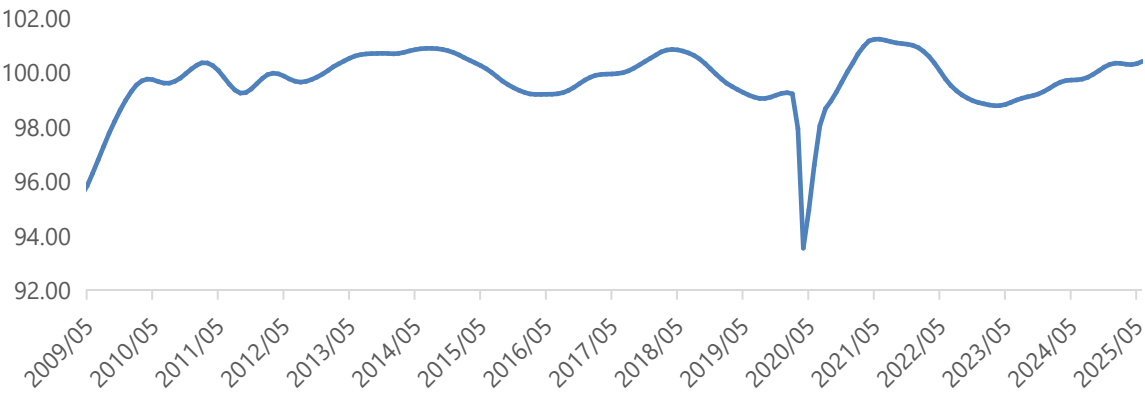


宏观逻辑——美国高频“衰退指标”走势劈叉,关税对经济的冲击不甚明显,美债利差10Y-3M在0上下摆动。

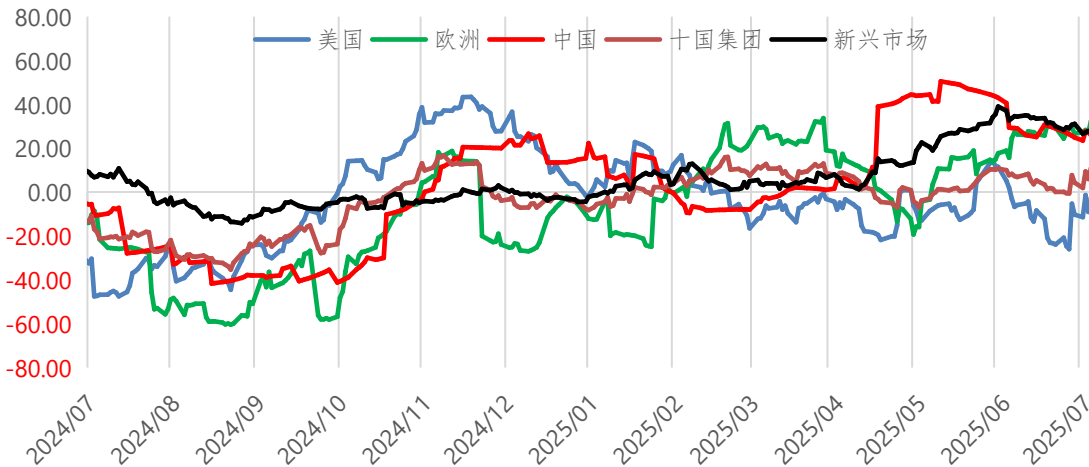
美国:周度经济指数走势图



OECD综合领先指标:美国



花旗经济意外指数(%)



美债10Y-3M利差走势图



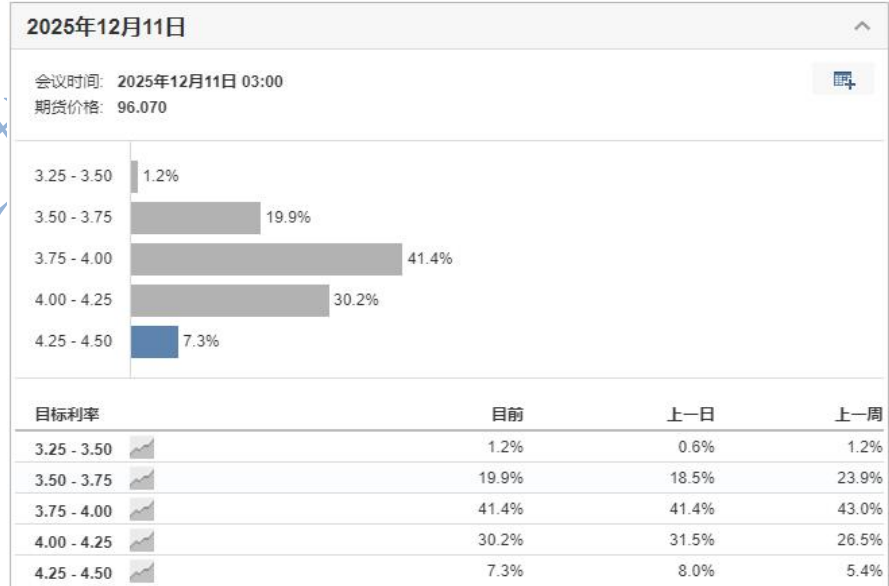
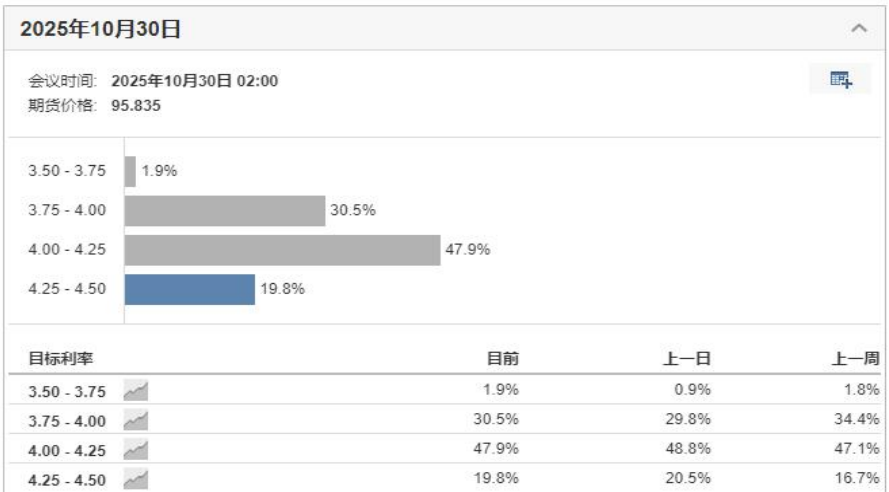
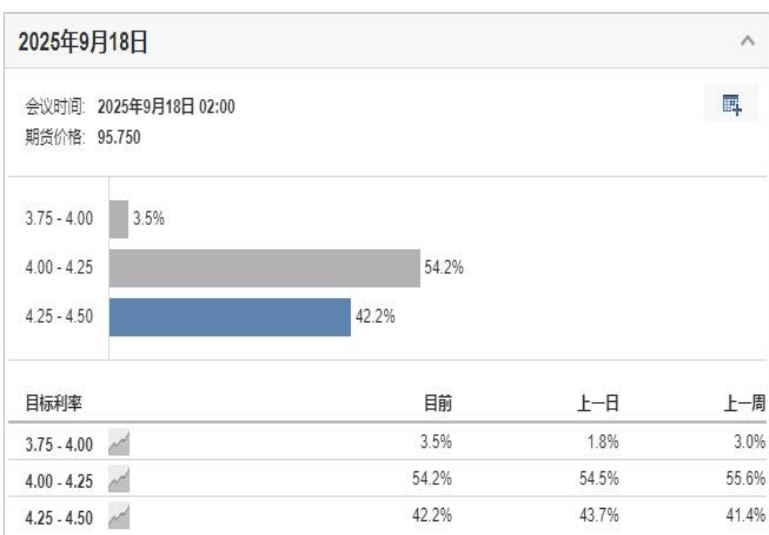
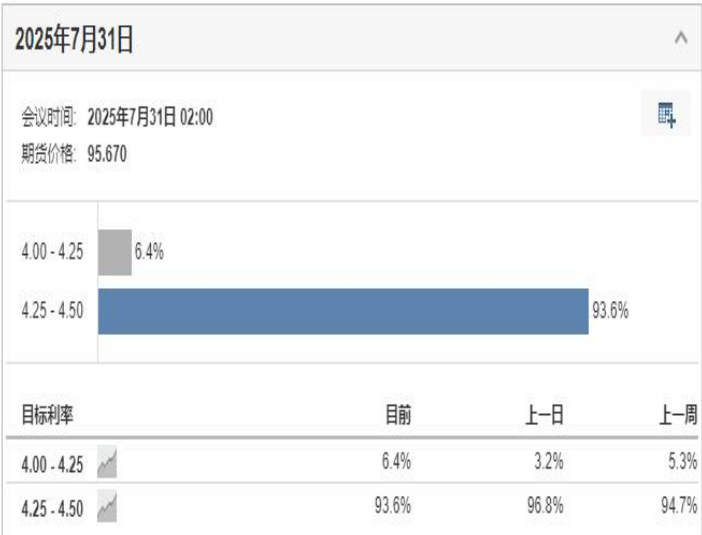
当该差值为负时,美国经济一般在4-6个季度内衰退。

注:数据均来源于Wind、冠通研究

美联储降息预期：7月按兵不动，9月开始降息，10或12月继续降息，年内降50bp

CME的FedWatch工具显示：

美联储7月维持利率在4.25-4.5%不变的概率分别为93.6%，相较于一周前的94.7%而言，降息预期概率微降。9月开始降息，但概率不高，10或12月继续降息，年内降息2次50bp的预期概率最高，概率为41.4%。

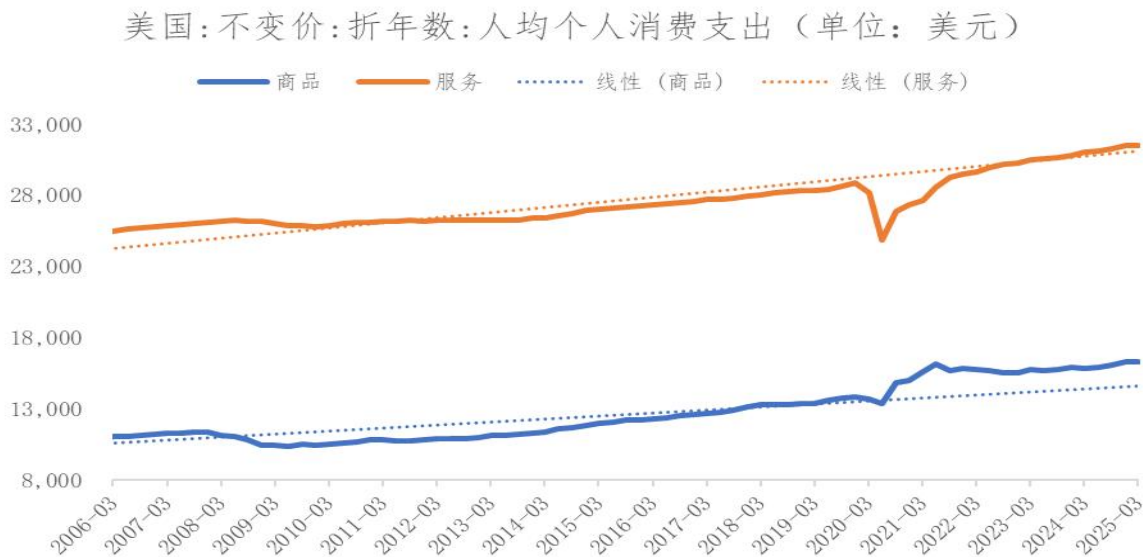


数据来源：英为财经 冠通研究

美国6月CPI数据重新拐头上行

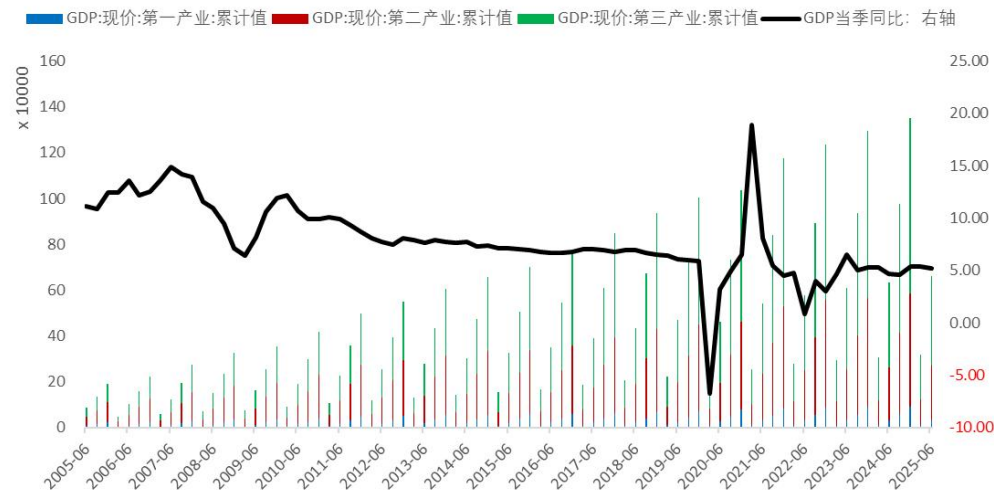
北京时间7月15日晚间，美国劳工部发布了美国6月份消费者物价指数（CPI）数据。数据显示，6月份美国CPI同比增长2.7%，略高于市场预期的2.6%水平，也高于5月份的2.4%水平，为2月份以来最大同比涨幅。当月美国CPI环比增长0.3%，符合市场预期，高于5月份的0.1%水平，也是继今年1月份CPI环比涨幅达0.5%后，2025年第二高的环比涨幅。

在剔除波动较大的食品和能源价格后，6月份美国核心CPI环比涨幅达0.2%，较5月份环比涨幅0.1%有所加速。6月份美国核心CPI同比涨幅为2.9%，略低于市场预期的3%水平。从数据可以看出，虽然6月份美国整体CPI有所升温，但是核心CPI增速较为温和。值得注意的是，部分商品价格上涨，显示美国关税政策对商品价格的影响开始显现。例如，家具项价格指数6月份环比上涨1%，较5月份环比涨幅0.3%进一步加速。不过，6月份美国二手车价格指数环比下降0.7%（5月份为环比下降0.5%）、新车价格指数环比下降0.3%，都阻碍了6月份美国核心CPI的上涨。



2025上半年国内宏观经济数据

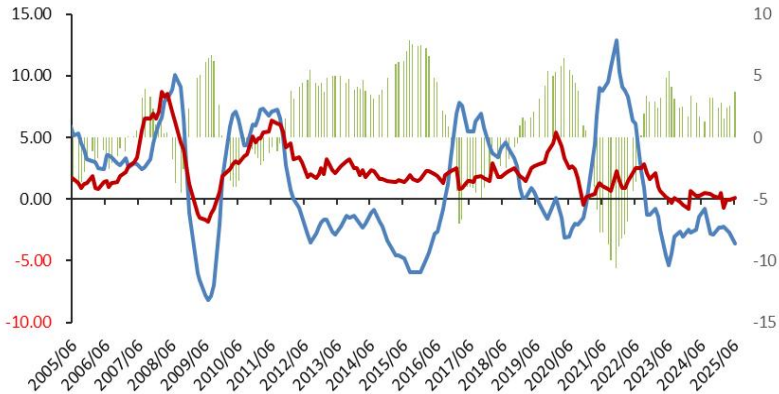
- 2025年7月15日,国家统计局发布2025年上半年与6月宏观经济数据,上半年国民经济迎难而上、稳中向好。初步核算,上半年国内生产总值660536亿元,按不变价格计算,同比增长5.3%。分产业看,第一产业增加值31172亿元,同比增长3.7%;第二产业增加值239050亿元,增长5.3%;第三产业增加值390314亿元,增长5.5%。分季度看,一季度国内生产总值同比增长5.4%,二季度增长5.2%。从环比看,二季度国内生产总值增长1.1%。
- 二季度宏观数据总量有韧性而边际在转弱,地产拖累依旧,出口遭遇挑战,消费挑起大梁,价格的低迷加剧。投资端市场开始畅想,政策预期之下,反内卷行情延续。



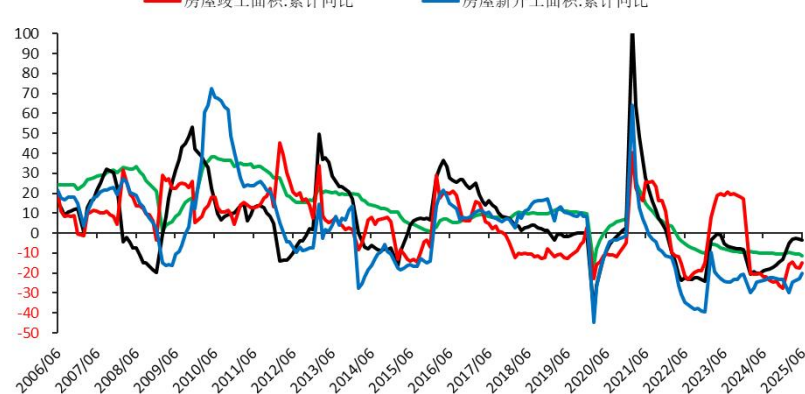
对GDP累计同比的拉动%



CPI-PPI: 右轴 PPI:全部工业品:当月同比 CPI:当月同比



房地产开发投资完成额:累计同比 商品房销售面积:累计同比 房屋竣工面积:累计同比 房屋新开工面积:累计同比

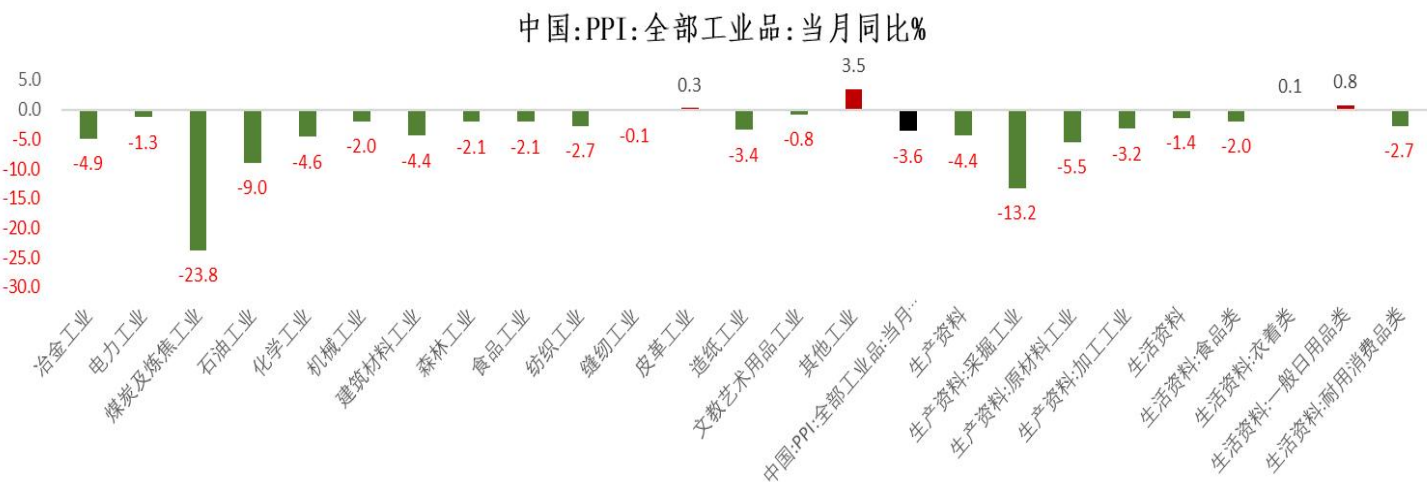
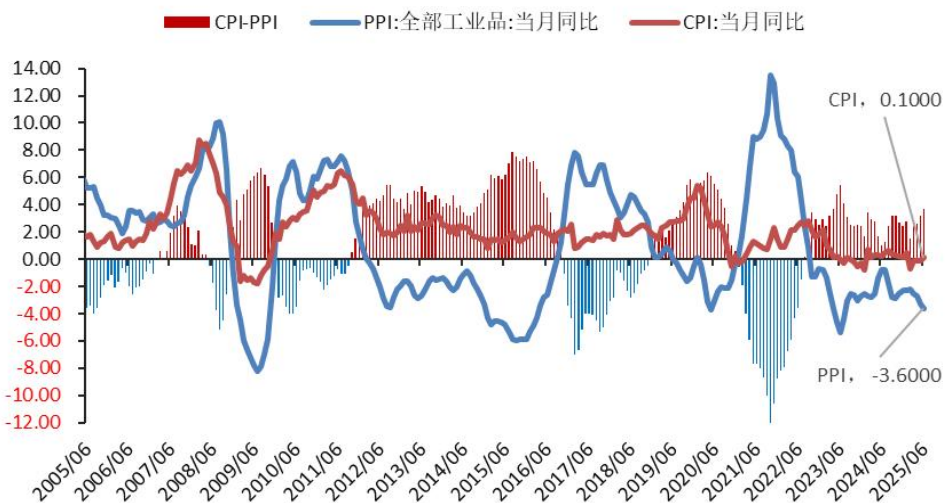


连续33个月处于负值的PPI, 强化了市场对于“反内卷”的交易逻辑

根据国家统计局数据, 6月CPI同比微涨0.1%, 结束了连续三个月的负增长, 但PPI同比降幅却扩大至-3.6%, 连续33个月处于负值区间。这种CPI与PPI的持续背离, 揭示了当前中国经济面临的通缩压力具有复杂的结构性根源。6月PPI同比降幅扩大0.3个百分点至-3.6%, 环比下降0.4%, 工业生产者购进价格(PPIRM)降幅更大(-4.3%), 表明上游原材料行业面临更严峻的价格压力。中上游行业价格普跌, 煤炭开采和洗选业价格同比下降3.4%, 煤炭加工业价格暴跌5.5%; 黑色金属冶炼和压延加工业价格下降1.8%, 非金属矿物制品业价格下降1.4%。三重压力叠加, 产能过剩压力——光伏行业产能利用率不足50%, 钢铁、水泥等传统行业面临供给过剩; 需求不足压力——房地产投资疲软(1-5月开发投资同比下降9.4%)导致建筑材料需求萎缩; 外部冲击压力——全球贸易放缓叠加美国关税政策影响, 计算机通信、电器机械等出口导向行业价格环比下降0.4%和0.2%。

当前的物价数据折射出中国经济面临内生性通缩风险, PPI连续33个月负增长持续深度下跌, 导致企业盈利恶化, 进而抑制工资增长和就业, 最终传导至消费端形成负反馈循环。尤其值得警惕的是, 这种通缩压力与“内卷式竞争”形成恶性互动: 产能过剩→价格战→利润萎缩→研发投入不足→产品低端化→进一步产能过剩。

为了破解上述通缩螺旋, 加之今年货币政策的一项重要目标就是要促进物价的企稳回升, 因而, 6月PPI数据之差, 与地产的“困境反转”共振, 在7月底会议前, 市场对于政策存在较强的预期, 继而令投资者强化了对于“反内卷”行情的交易逻辑。



“工信部十大行业稳增长方案即将出台”，给反内卷行情再添一把火

7月18日，工业和信息化部总工程师谢少锋在国新办新闻发布会上表示，下一步，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。支持重点工业大省发挥“挑大梁”作用，包括落实支持政策、培育新增长点、促进产业转型、提高运行质效、应对外部风险等方面，加大工作力度，夯实工业经济稳定运行基础。

从新闻发布会的实录报道来看，上半年，工业和信息化事业发展态势良好，新型工业化加快推进，企业创新活力不断释放，高质量发展取得积极成效，呈现出“向稳、向新、向优”的特点，但是下半年想要保持工业经济平稳运行和高质量发展仍面临不少挑战，外部不确定性需加强应对、产业结构性矛盾需妥善化解，因而，下一步将在巩固基础、提升质量、培育动能、优化环境等方面持续发力。重点抓好两大行动，推动装备制造业高质量发展：一是实施新一轮稳增长行动。近期将印发机械、汽车、电力装备等行业稳增长工作方案，提升优质供给能力，优化行业发展环境，推动行业实现质的有效提升和量的合理增长。二是实施智能化绿色化转型升级行动。印发汽车行业数字化转型实施方案，落实机械和电力装备2个行业数字化转型实施方案、绿色航空和船舶制造业绿色发展纲要，加快发展智能装备、梯度培育智能工厂、建设智慧服务场景，持续提升装备制造数智化、绿色化水平。



由此可以看出，工信部的十大行业稳增长方案出台的背景在于当下面临的挑战，应对挑战的思路在于稳增长和促转型，二者相辅相成并驾齐驱。稳增长是为了巩固基础，抓手则是十大重点行业稳增长的方案和要求重点工业大省的挑大梁。促转型表现为两条路径，一是着力提高发展质量，方向在于产业的高端化、智能化和绿色化；二是持续培育发展动能，组织实施国家科技重大专项和国家重点研发计划，开展专项行动，培育新产业、打造新动能，加快发展生物制造、低空产业。推动人形机器人、元宇宙、脑机接口等未来产业创新发展，超前布局新领域新赛道。同时，为了实现稳增长和促转型工作的实施，则要不断优化发展环境。开展专项行动，解决拖欠中小企业账款问题，减轻企业负担，切实增强企业获得感。强化标准的作用，支撑引领技术进步和产业优化升级，加强产能监测预警，推动行业自律，优化发展生态，坚定企业发展信心。值得一提的是，这场发布会明确了本轮反内卷行情的方向，印证并强化了投资者的预期，同时也要注意经济转型的诉求之下，对于现有产业“稳增长”的调整思路之不同，侧重于调结构、优供给和淘汰落后产能。

雅鲁藏布江下游水电工程开工

据媒体报道，雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式7月19日上午在西藏自治区林芝市举行。中共中央政治局常委、国务院总理李强出席开工仪式，并宣布工程正式开工。雅鲁藏布江下游水电工程的正式开工（2025年7月19日于西藏林芝），标志着这项酝酿已久的世纪工程进入实施阶段。

项目于2024年12月获国务院正式核准，由中国新组建的中央企业集团——中国雅江集团（国务院国资委直属）负责统筹建设运营。工程总投资达1.2万亿元人民币，规划建设5座梯级电站，总装机容量高达6000万千瓦（相当于3个三峡电站），预计年发电量约3000亿千瓦时，足以满足3亿人的年用电需求。

该工程是国家战略的关键落子，意义远超水电开发本身。该工程是国家能源安全与“双碳”目标关键支撑，年发电量预估占全国目前总用电量的4.5%左右，可替代约9000万吨标准煤，减少二氧化碳排放约3亿吨，为实现国家“双碳”目标（特别是2035年清洁能源目标）提供重大助力。同时，还是中国边疆发展与区域平衡核心引擎，带动上下游相关产业形成百万级别的间接就业机会。项目投运后，每年可为西藏自治区新增财政收入约200亿元。工程强力带动川藏铁路、高等级公路等基础设施建设，彻底改变墨脱等地区的交通“孤岛”状态，大幅加速藏东南地区融入全国统一大市场 and 经济发展大循环。工程还具有特殊的水资源调控与地缘战略主动权，构建“环喜马拉雅能源互联网”奠定核心基础，未来有望向尼泊尔、孟加拉国等南亚国家输送绿色电力，提升区域影响力，平衡地缘政治格局。

从投资上看，雅鲁藏布江下游水电工程是国家“反内卷”战略下集中资源投向关键性、引领性基础设施的典范。其开工建设不仅具有重大的国家能源安全、边疆发展和地缘战略价值，也将深刻影响资本市场，短期内，有望强力提振区域建材（水泥、钢材、铜铝等）、工程施工领域的景气度；中长期上看，料将驱动高端装备制造、特高压输变电设备，并重塑有色金属（铜铝）需求格局，牵引高耗能产业布局向清洁能源富集区转移。宏观上，在当前强调避免低效重复建设、聚焦战略型基础设施的“反内卷”政策导向下，雅江水电工程料将成为标杆性项目，1.2万亿元的巨额集中投入清洁能源领域，有效对冲传统行业（如房地产）投资下行的压力，创造长期经济增长新引擎。

雅鲁藏布江下游水电工程的开工，与工信部十大行业稳增长方案的即将出台，二者共振一起强化了反内卷行情的演绎，大宗商品的热点行情不断，国内定价的商品，特别是工业品迎来了久违的普涨格局。



本周关注

- 周一（7月21日）：中国1年期/5年期贷款市场报价利率、日本股市休市
- 周二（7月22日）：欧洲央行公布银行贷款调查报告、美联储主席鲍威尔与监管副主席鲍曼在大型银行资本框架综合审查会议上发言
- 周三（7月23日）：欧元区7月消费者信心指数、特朗普或发表人工智能专题讲话
- 周四（7月24日）：欧洲央行公布利率决议&拉加德记者会、欧元区PMI
- 周五（7月25日）：日本7月东京CPI、俄罗斯央行公布利率决议

分析师介绍：

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、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金融期货培训，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