

2025年8月1日

美国关税谈判进展顺利，国内“反内卷”如火如荼 ——宏观月度策略报告

分析师：

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758786

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

投资要点：

国内外宏观：海外宏观方面，由于美国与印尼、越南、日本、欧盟等经济体达成贸易协议，美国关税谈判进展良好，经济的不确定性明显降低，美国经济增长有所加快、通胀上升。美联储降息预期有所下降，市场预期降息次数下降到1-2次，美元短期整体低位震荡反弹，全球市场波动降低。短期由于欧美经济增长加快、商品需求继续改善以及关税成本上升，对能源、有色等国际大宗商品价格短期有一定的支撑。8月美国关税暂缓期到期，但是主要经济体与美国基本达成贸易协议，关税问题对市场的影响将明显降低。国内宏观方面，7月初，中央财经工作会议强调“反内卷”、落后产能的有序退出，国内十大行业稳增长政策出台以及十部门联合发布23条措施促进农产品消费，国内上游商品价格持续大幅上涨，下游消费品价格有望逐步止跌回暖，通胀预期明显提升。由于中美贸易谈判进展良好、美元指数低位震荡，人民币汇率压力缓解，但对对冲关税的影响，人民币汇率短期升值幅度不大。国内股市由于反内卷通胀预期上升、企业利润预期好转以及外部风险不确定性降低；指数整体进入反弹上行阶段。展望8月，关注中美贸易谈判进展、国内增量政策出台以及实施落地情况，国内经济基本面是否符合市场预期，关注国内消费、投资、基建和房地产实际开工情况。

供需：需求方面，当前国外商品需求因关税的不确定性降低而整体回升，对铜等有色金属以及原油等外需型商品价格受到支撑增强。国内商品需求仍旧偏弱，且由于外部风险缓解，政策支持力度减弱，需求有所下降，短期对黑色等内需型商品价格支撑减弱，中期关注三季度增量政策情况、中美贸易谈判进展、房地产政策效果和实际需求情况。**供给方面，**欧洲虽然工业生产由于能源成本较高、但需求回升加快，工业生产继续回升。美国需求由于关税原因内需订单继续回升，工业生产整体继续回升。国内供给方面，7月由于“反内卷”、国家推动落后产能的有序退出，以及部分行业环保限产等原因，建材、钢材、有色、化工开工率整体下降，但由于需求偏弱，供应整体较为充裕。但供给侧改革预期导致大宗商品价格大幅反弹。

大类资产配置：股市方面，外部冲击缓和，国内反内卷增强业绩预期以及增量政策陆续出台，股市短期持续上涨；**债市方面，**外部风险缓和、股市上涨，以及反内卷提升通胀预期，国内债券价格高位回调；**汇率方面，**美元偏弱，中美贸易有所缓和，人民币压力有所缓解。**大宗商品板块策略方面，**美元偏弱，欧美需求不确定性降低，以及国内反内卷，商品价格呈震荡反弹。其中，**能源板块，**国内外需求进入旺季以及欧美需求不确定性降低、OPEC+预期增产，油价短期震荡；**有色板块，**美元偏弱，欧美需求不确定性降低，以及国内反内卷，有色短期震荡反弹；**贵金属板块，**美元短期偏弱，关税谈判进展良好和避险需求减弱，贵金属短期高位震荡。**黑色板块，**需求偏弱、供给下降、反内卷以及环保限产，黑色短期震荡反弹。

风险因素：中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

正文目录

1. 宏观：美国关税谈判进展顺利，国内“反内卷”如火如荼	4
1.1. 美国通胀短期回升，通胀上行风险较大	4
1.2. 美国经济增长有所加快，仍具韧性	4
1.3. 美联储维持利率不变，降息预期下降	5
1.4. 国内“反内卷”如火如荼，关注中美贸易谈判进展	5
2. 需求：欧美商品需求放缓，国内需求整体偏弱	7
2.1. 海外商品需求整体放缓	7
2.2. 国内商品需求有所放缓	8
2.2.1. 房地产销售改善、投资持续偏弱	8
2.2.2. 基建投资大幅放缓	9
2.2.3. 制造业投资增速继续回落	10
2.3. 国内消费增速同比回落且低于市场预期	10
2.4. 6月出口超预期回升，贸易顺差创新高	11
3. 供给：欧美供应增速回升，国内供应端反内卷	13
3.1. 国外商品供应增速继续上升	13
3.2. 工业生产增速超预期大幅回升	13
3.3. 各行业开工整体下降	14
4. 2025年8月大类资产及商品策略	16
4.1. 2025年8月大类资产及商品板块策略	16
4.2. 2025年8月具体品种策略	16

图表目录

图 1 欧洲天然气和原油价格	4
图 2 美国 CPI 及分项构成	4
图 3 欧美经济景气情况	5
图 4 美国薪资和消费情况	5
图 5 美联储 7 月维持利率不变	5
图 6 欧央行 7 月维持利率不变	5
图 7 国内股市走势	6
图 8 人民币汇率走势	6
图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI	7
图 10 美国制造业及商品订单	7
图 11 美国房屋销售情况	7
图 12 美国房地产市场景气度	7
图 13 美国就业数据	8
图 14 美国个人商品消费支出	8
图 15 国内经济景气程度	8
图 16 经济增长驱动力	8
图 17 房地产投资及资金来源	9
图 18 房屋销售面积、销售额数据	9
图 19 房屋新开工、施工、竣工数据	9
图 20 国房景气指数	9
图 21 基建投资增速数据	10
图 22 建筑业景气度及订单	10
图 23 制造业投资数据	10
图 24 目前制造业处于主动降库阶段	10
图 25 社会零售总额同比数据	11
图 26 汽车及地产相关消费数据	11
图 27 中国进出口数据：以美元计	12
图 28 中国制造业 PMI 进出口分项	12
图 29 美国工业生产数据	13
图 30 欧洲工业生产数据	13
图 31 欧美制造业产出数据	13
图 32 美国处于补库阶段	13
图 33 国内工业生产	14
图 34 制造业生产 PMI	14
图 35 能源产量	14
图 36 钢材水泥等建材开工率	14
图 37 化工品开工率	15
图 38 有色金属产量	15

1. 宏观：美国关税谈判进展顺利，国内“反内卷”如火如荼

1.1. 美国通胀短期回升，通胀上行风险较大

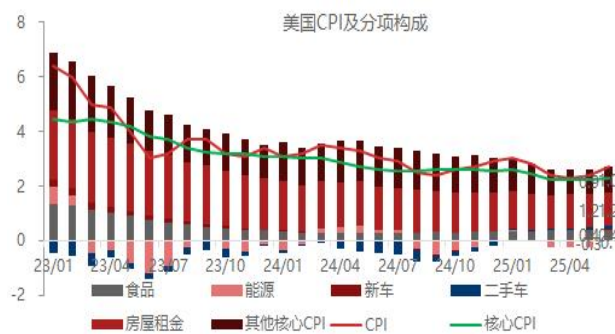
目前美国通胀整体继续上升，美国 6 月 CPI 同比升 2.7%，预期升 2.7%，前值升 2.3%；环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.1%；核心 CPI 同比升 2.9%，预期升 3.0%，前值升 2.8%；核心 CPI 环比升 0.2%，预期升 0.3%，前值升 0.1%。美国通胀回升但核心通胀低于预期。一方面，由于欧盟对俄罗斯发起第十八轮制裁，天然气供应受到一定的影响，以及需求短期较为稳定，天然气价格短期反弹。另一方面，OPEC+继续预期增产，全球经济增长受美国关税政策影响减弱，原油价格短期持稳；但由于能源价格中枢下移，欧美能源通胀整体有所下降。目前美国核心 CPI 由于房屋租金、服务业消费等核心 CPI 支撑维持较高水平，但整体回升但低于预期。在整体通胀 2.7% 中，能源和食品通胀共计贡献 0.3%，其中能源从 -0.3% 缩窄至 -0.1%。核心通胀方面，房屋租金维持不变，对通胀贡献为 1.2%，服务消费贡献上升 0.1% 至 1%，二手车维持 0.1% 不变。短期美国通胀回升，随着美国所谓关税政策导致美国进口商品价格预计在 6 月之后的通胀数据中逐步显现，美国通胀上行风险较大。

图 1 欧洲天然气和原油价格



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 2 美国 CPI 及分项构成



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 美国经济增长有所加快，仍具韧性

美国方面，美国 7 月标普全球制造业 PMI 初值 49.5，预期 52.7，6 月终值 52.9；服务业 PMI 初值 55.2，预期 53，6 月终值 52.9；综合 PMI 初值 54.6，6 月终值 52.9。美国 7 月制造业 PMI 超预期回落，但服务业 PMI 超预期回升，美国经济增长明显加快。就业方面，美国 6 月非农就业人口增 14.7 万，预期 11 万，前值 14.4 万，高于市场预期。失业率 4.1%，预期 4.3%，前值 4.2%，低于市场预期。平均时薪同比升 3.7%，预期 3.9%，前值 3.8%；环比升 0.2%，预期升 0.3%，前值 0.4%；薪资增速超预期下降。目前美国劳动力市场整体市场缓慢降温，但势头仍然强劲。就业--薪资--通胀螺旋上升循环依旧。消费方面，美国 7 月密歇根大学消费者信心指数录得 61.8，前值 60.7，6 月美国个人消费支出环比增长 0.3%，预期 0.4%，美国消费信心有所回升，消费增速有所加快，基本符合市场预期。

欧洲方面，欧元区 7 月制造业 PMI 初值 49.8，预期 49.7，6 月终值 49.5；服务业 PMI 初值 51.2，预期 50.7，6 月终值 50.5；综合 PMI 初值 51，预期 50.8，6 月终值 50.6；欧

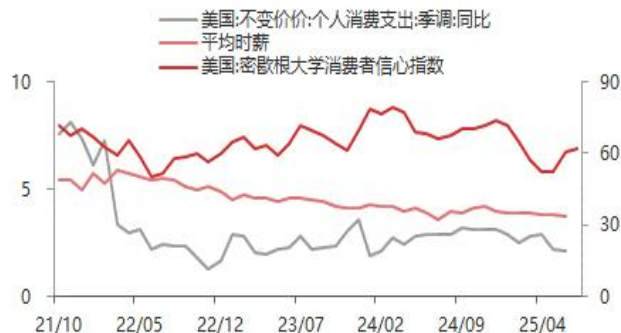
元区 7 月份 PMI 数据显示欧洲经济增速有所加快且好于市场预期。欧洲经济受美国关税影响较小，因此经济放缓弹性较低；随着美欧之间的贸易谈判达成协议，关税政策对欧洲经济的影响预计将进一步减弱。

图 3 欧美经济景气情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 4 美国薪资和消费情况



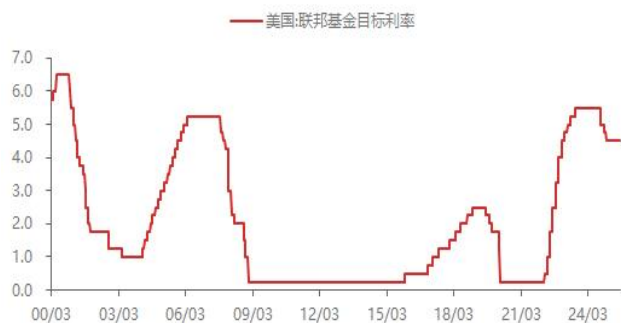
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.3. 美联储维持利率不变，降息预期下降

美联储方面，美联储 7 月议息会议同意将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.5% 之间。利率方面，当前政策立场处于有利位置；尚未就 9 月会议作出任何决定；无法在六周后依据 6 月点阵图来做决策，需要依赖数据。缩表方面，从 2025 年 4 月开始，每月国债缩减上限由 250 亿下降至 50 亿，MBS 缩减上限维持 350 亿不变。通胀方面，6 月核心 PCE 同比涨幅可能为 2.7%，整体 PCE 将同比上涨 2.5%；大多数长期通胀预期指标与美联储目标一致；通胀距离我们的目标比就业更远；预计通胀数据将受到更多关税影响。经济方面，经济处于稳固地位，指标显示经济增长放缓；不认为大而美法案特别刺激经济。就业前景方面，劳动力市场仍然处于平衡状态，下行风险显然存在。关税影响方面，大多数对有效关税税率的预估变化不大；合理推测关税对通胀的影响是短暂的；核心通胀中有 30% 或 40% 来自关税；现在评估关税影响为时尚早。

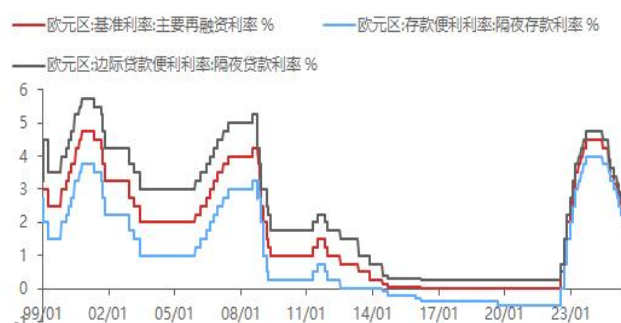
目前经济表现依然稳健，通胀有所上升，但关税影响尚未充分反映。美联储是否降息仍需要根据数据而定。目前由于美国经济和通胀回升导致美联储降息预期下降至不到两次，9 月降息的概率下降到 50% 以下。短期美元指数和美债收益率回升。

图 5 美联储 7 月维持利率不变



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 6 欧央行 7 月维持利率不变



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

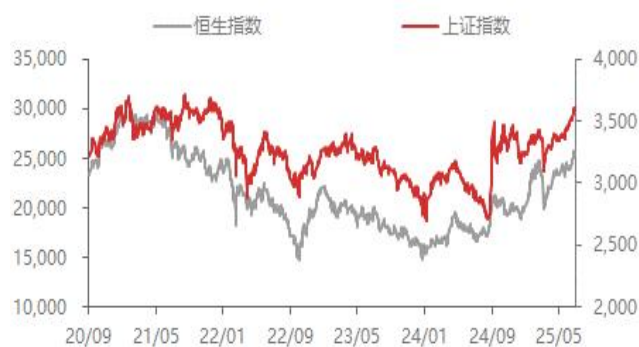
1.4. 国内“反内卷”如火如荼，关注中美贸易谈判进展

经济和政策方面，中国上半年经济增长好于预期，完成年内 5% 目标的压力不大；但是通胀持续低迷，行业“内卷”非常严重。7 月初，中央财经工作会议强调“反内卷”、落后产能的有序退出，国内十大行业稳增长政策出台以及十部门联合发布 23 条措施促进农产品消费，国内上游商品价格持续大幅上涨，下游消费品价格有望逐步止跌回暖，通胀预期明显提升；下半年在实际 GDP 增长可能放缓的情况下，通胀的提升有利于提升名义经济规模、企业的营收和利润，对经济和市场的支持作用增强。

汇率和股市方面，由于中美贸易谈判进展良好，以及美国 and 多个经济体达成贸易协议，全球经济的不确定性降低，美国国债收益率维持高位、美元指数低位震荡，人民币汇率压力大幅缓解，但为对冲关税的影响，人民币汇率短期升值幅度不大。国内股市由于通胀预期上升、企业利润预期好转以及外部风险不确定性降低；指数整体进入反弹上行阶段。

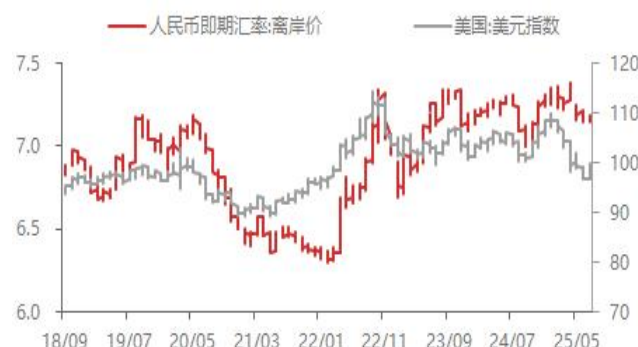
展望 2025 年 8 月，随着美国关税暂缓期到期，但是主要经济体与美国基本达成贸易协议，关税对国内经济和市场的冲击将显著减弱。关注中美贸易谈判进展、国内增量政策出台以及实施落地情况，国内经济基本面是否符合市场预期，关注国内消费、投资、基建和房地产实际开工情况。

图 7 国内股市走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 8 人民币汇率走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外宏观方面，由于美国与印尼、越南、日本、欧盟等经济体达成贸易协议，美国关税谈判进展良好，经济的不确定性明显降低，美国经济增长有所加快、通胀上升。美联储降息预期有所下降，市场预期降息次数下降到 1-2 次，美元短期整体低位震荡反弹，全球市场波动降低。短期由于欧美经济增长加快、商品需求继续改善以及关税成本上升，对能源、有色等国际大宗商品价格短期有一定的支撑。8 月美国关税暂缓期到期，但是主要经济体与美国基本达成贸易协议，关税问题对市场的影响将明显降低。国内宏观方面，7 月初，中央财经工作会议强调“反内卷”、落后产能的有序退出，国内十大行业稳增长政策出台以及十部门联合发布 23 条措施促进农产品消费，国内上游商品价格持续大幅上涨，下游消费品价格有望逐步止跌回暖，通胀预期明显提升。由于中美贸易谈判进展良好、美元指数低位震荡，人民币汇率压力缓解，但为对冲关税的影响，人民币汇率短期升值幅度不大。国内股市由于反内卷通胀预期上升、企业利润预期好转以及外部风险不确定性降低；指数整体进入反弹上行阶段。展望 8 月，关注中美贸易谈判进展、国内增量政策出台以及实施落地情况，国内经济基本面是否符合市场预期，关注国内消费、投资、基建和房地产实际开工情况。

2. 需求：欧美商品需求放缓，国内需求整体偏弱

2.1. 海外商品需求整体放缓

欧美商品需求整体放缓。制造业方面，美国 7 月 Markit 制造业 PMI 49.5%，较上月下降 3.4%；欧元区制造业 PMI 49.8%，较上月上升 0.3%；欧美制造业景气整体有所下降，商品需求有所放缓；欧美 7 月制造业新订单需求也有所放缓；但美国在谈判进展良好的情况下，短期补库动力减弱。房地产方面，7 月美国房贷利率处于整体维持高位，7 月美国住房市场指数为 33，前值 32，房地产景气度略有上升；新屋和成屋销售偏弱，对经济的拖累作用仍存。汽车方面，汽车贷款利率持续较高，汽车销售有所放缓。

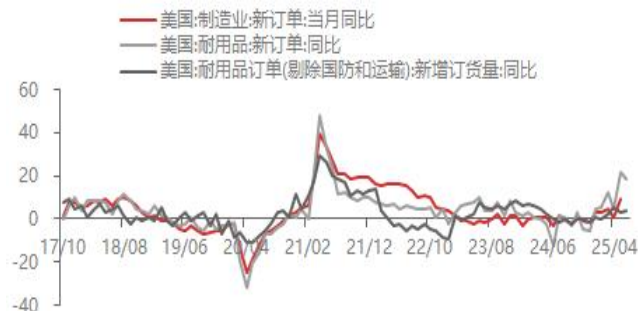
消费方面，美国 2024 年 6 月个人消费支出同比 4.8%，环比 0.3%。其中，耐用品环比-0.02%，同比 4.5%；非耐用品环比 0.73%，同比 3.1%。6 月零售环比 0.6%，增速回升，高于预期。美国消费支出短期有所加快，复合市场预期，其中服务消费加快，商品消费短期有所放缓。

图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI



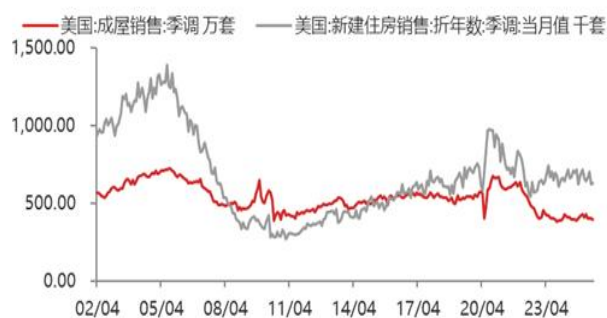
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 10 美国制造业及商品订单



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 11 美国房屋销售情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 12 美国房地产市场景气度



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 13 美国就业数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 14 美国个人商品消费支出

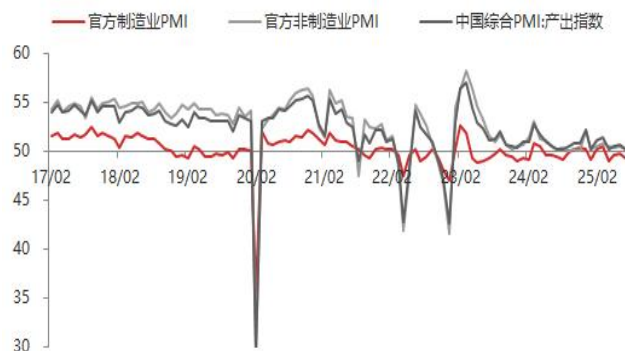


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2. 2. 国内商品需求有所放缓

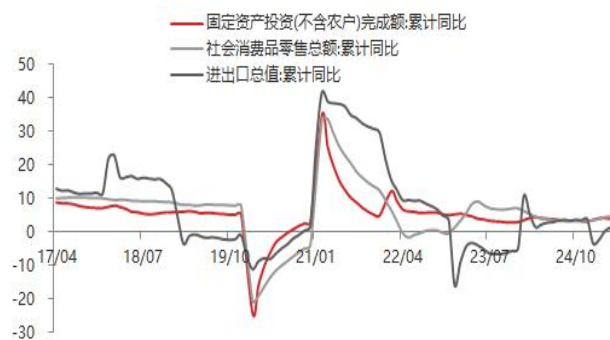
中国 7 月份制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 49.5%、50.3%和 50.4%，分别比上月上升 0.5、下降 0.1 和 上升 0.2 个百分点，三大指数均有所回落，但整体高于临界点，我国经济总体产出保持扩张。制造业 PMI 下降，商品需求有所放缓。从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中 1-6 月固定资产投资累计同比 2.8%，较 1-5 月下降 0.9%；消费同比增长 5.0%，较 1-5 月持平；1-6 月进出口同比上升 1.8%，较 1-5 月上升 0.5 个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，制造业和基建投资增速继续放缓但仍旧较高，房地产投资修复偏慢；外贸出口短期由于抢出口高于预期；消费有所放缓但仍旧较高，消费以及净出口对国内经济的拉动作用明显增强。

图 15 国内经济景气程度



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 16 经济增长驱动力



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2. 2. 1. 房地产销售改善、投资持续偏弱

6 月商品房销售面积同比增长-6.5%，降幅较前值扩大 2.0%，商品房销售额同比增长-11.5%，降幅较前值扩大 4.4%，主要由于去年“5.17 地产新政”形成的高基数效应所致。目前住房市场成交活跃度提升，销售环比有所好转。房地产开发资金来源方面，房地产开发资金来源方面，6 月当月同比增长-12.4%，与上月持平，资金来源压力仍旧较大；房地产开发投资当月同比增长-9.1%，收窄 1.4%，房地产投资由于需要严控增量、整体仍旧偏弱。6 月房地产新开工面积同比增长-9.5%，降幅较前值缩窄 9.2%；施工面积累计同比增长-9.1%，

降幅缩窄 0.2%；竣工面积同比增长-2.2%，降幅较前值缩窄 17%；施工端降幅明显缩窄。整体来看，6 月国房景气指数下降 0.11 至 93.60，房地产景气度小幅回落。

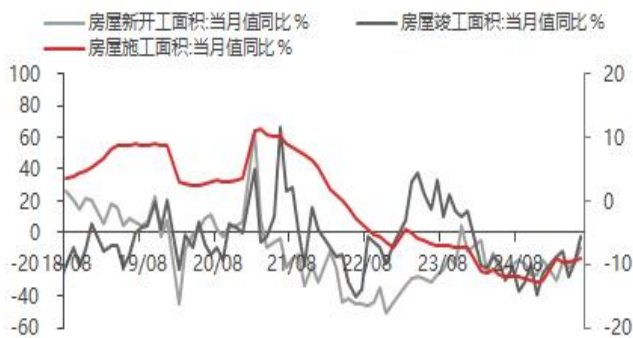
目前由于美国关税原因导致居民信心下降以及前期存量政策刺激效果边际减弱，房地产市场销售端有所放缓，房地产资金来源有所恶化，房地产投资由于需要严控增量、整体仍旧偏弱；房地产施工和竣工由于严控增量政策有所修复但仍旧较弱。鉴于当前地产市场回暖势头有所减弱当得情况，为巩固房地产市场止跌企稳的势头，5 月 8 日，央行下调公积金贷款利率 25BP 至 2.6%；5 月 20 日，下调 5 年期期 LPR 利率 10BP，房贷利率跟随下调；而且各地方陆续出台增量地产刺激政策；随着房地产增量政策的逐步落地，房地产销售端或继续修复改善，但是仍需继续关注二季度地产端的压力来自地产销售持续性二季度面临考验且销售向投资端传导还有较长时间。后续关注地产刺激政策效果的持续性。

图 17 房地产投资及资金来源

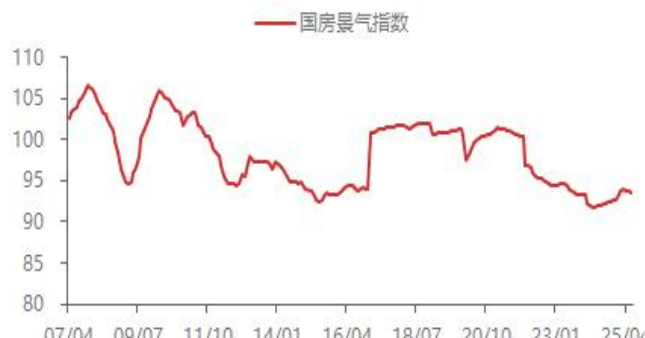

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 18 房屋销售面积、销售额数据


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 19 房屋新开工、施工、竣工数据


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 20 国房景气指数


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.2. 基建投资大幅放缓

6 月基建（全口径）投资当月同比 5.3%，前值 9.3%，较前值下降 4%，基建投资增速大幅放缓。虽然专项债发行进度加快，但由于高温和多雨天气影响，以及在外需较强的情况下，基建托底必要性减弱，基建投资增速大幅回落。政策方面，下半年在美国对中国加征关税以及美国补库减弱的情况下，预期外需会受到一定的影响。政策方面，国内政府支出力度在外需放缓的情况下会加强、基建对冲力度可能加强。而且财政支出的重点领域在于设备更

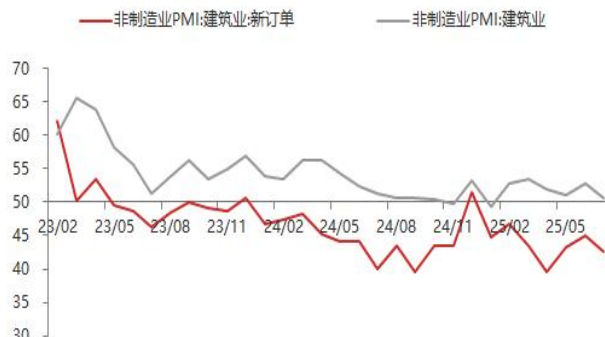
新、消费品以旧换新以及民生方面，相关领域财政支出将进一步增大，对国内经济的托底作用进一步增强。后期关注财政支出力度以及增量政策出台情况，房市恢复和土地成交情况以及基建资金到位情况。

图 21 基建投资增速数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 22 建筑业景气度及订单



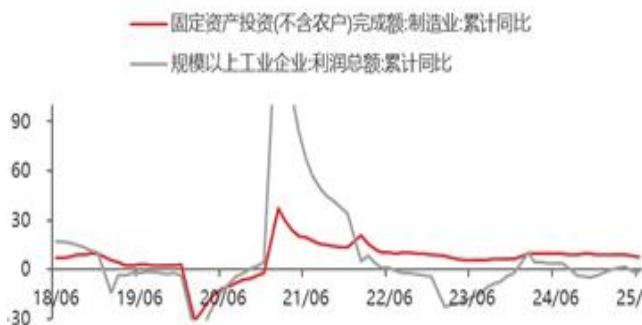
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.3. 制造业投资增速继续回落

国内制造业投资增速继续回落，6月制造业投资当月同比5.1%，前值7.8%，较前值下降2.7%，由于去年基数效应较高整体继续放缓。目前国家大力发展投资高科技行业，高科技行业整体维持高景气水平，专用设备、汽车业、计算机、通信等高技术产业投资依旧保持较高增速；而且大规模设备更新政策继续落地显效，制造业投资支撑较强。其中，存货投资方面，6月工业企业产成品存货同比3.1%，较下降0.4%，制造业短期处于主动降库阶段。资本开支投资方面，1-6月工业企业利润增速同比增长-1.8%，较上月下降0.7%，但同月同比利润降幅有所缩窄，企业业绩整体修复回升，对未来资本开支意愿逐步增强。

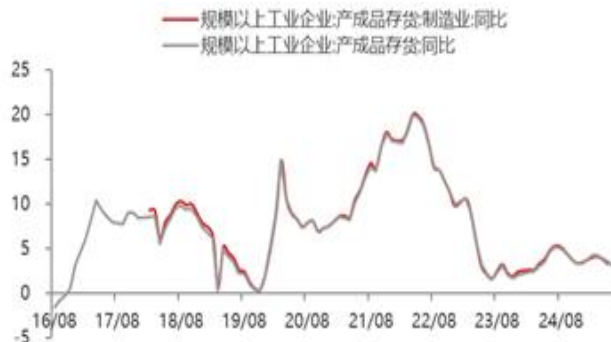
未来一方面随着国家的“反内卷”且推动落后产能有序退出，制造业企业利润有望逐步筑底回暖以及大规模设备更新政策继续施行落地，未来企业资本开支意愿可能上升，对制造业投资有一定的支撑；另一方面，目前由于下半年美国补库需求可能放缓，短期制造业投资动力有所减弱。

图 23 制造业投资数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 24 目前制造业处于主动降库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

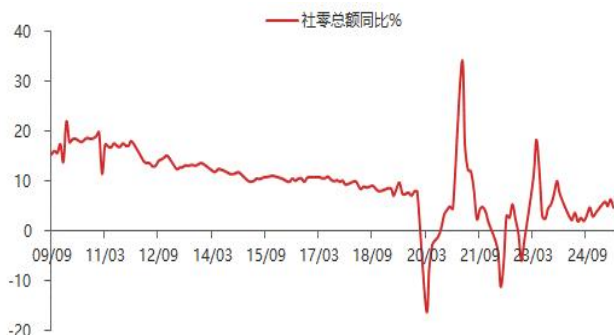
2.3. 国内消费增速同比回落且低于市场预期

6 月份，社会消费品零售总额同比增长 4.8%，预期 5.6%，前值 6.4%，较前值下降 1.6 个百分点且低于市场预期，主要由于今年 618 消费活动提前至 5 月导致 6 月消费被提前。

目前消费品以旧换新政策持续加力显效，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、汽车类、体育、娱乐用品类商品零售额分别增长 32.4%、28.7%、4.6%、9.5%，继续保持高速增长。

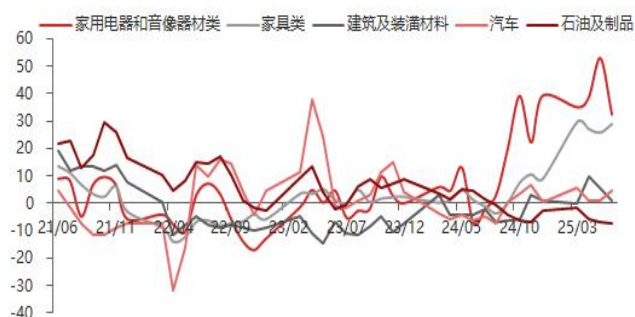
目前来看，短期消费品以旧换新政策持续加力显效，但是短期由于今年 618 消费活动提前以及房地产市场降温等因素导致消费增速回落且低于市场预期；后期随着国内消费刺激政策继续落地显效以及居民财富效应的回升，国内消费将继续保持恢复回升态势。

图 25 社会零售总额同比数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 26 汽车及地产相关消费数据



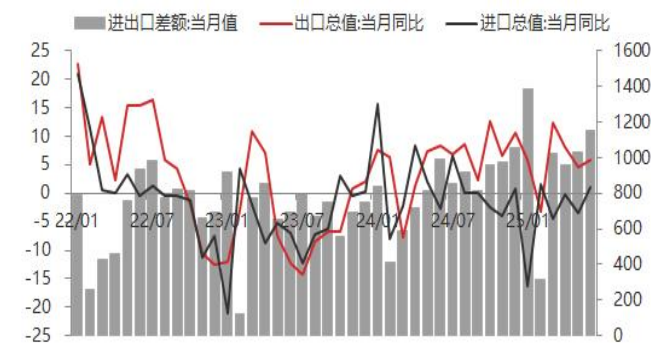
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.4. 6 月出口超预期回升，贸易顺差创新高

中国 2025 年 6 月进出口总额（以美元计）5355.96 亿美元，同比 3.9%，前值为 1.3%，上升 2.6%。其中，出口 3251.83 亿美元，同比上升 5.8%，预期 5%，前值上升 4.8%，上升 1.0%，出口好于市场预期；进口 2104.13 亿美元，同比上升 1.1%，预期上升 1.3%，前值下降 3.4%，上升 4.5%；贸易顺差 1147.7 亿美元，同比增长 16%，预期 1090 亿美元，前值 1032.2 亿美元。进出口订单方面，7 月新出口订单 47.1%，较上月下降 0.6%；进口订单 47.8%，较上月持平，进出口订单整体放缓。

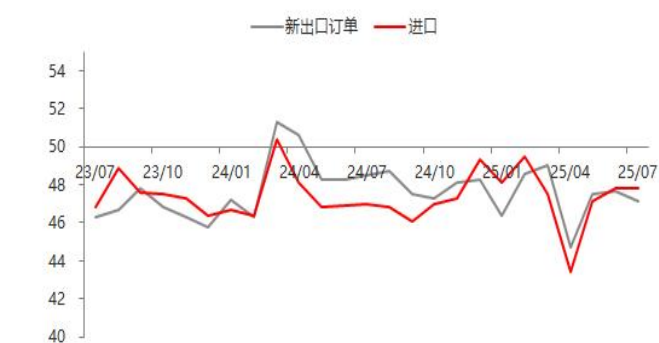
目前商品外需整体回升但抢转口和进口整体有所放缓、内需整体偏弱的局势导致国内顺差持续较大。未来随着中美贸易情况有所改善，以及短期美国抢进口仍存，预计出口将受到一定的支撑；而且对东盟及一带一路沿线国家转口出口增长以及新出口增长动能对国内整体出口仍有一定的支撑；需要持续关注中美贸易谈谈进展对中国出口的影响。进口由于国内财政货币政策逐步出台，需求预期有所提升；但是短期国内进入需求淡季，商品需求短期偏弱，预计进口增速继续维持低位，短期净出口对经济的拉动仍有一定的支撑。

图 27 中国进出口数据：以美元计



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 28 中国制造业 PMI 进出口分项



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，外需方面，海外经济整体有所加快，但由于美国关税谈判进展良好，经济的不确定性降低，欧美制造业景气及商品需求整体有所加快，商品消费增速整体继续回升；而且欧美以及中国财政支出预期明显增强，外需短期预期继续回暖，外需对大宗商品需求有一定的支撑。内需方面，制造业投资需求有所放缓，基建需求明显放慢；房地产投资持续偏弱，投资需求整体有所放缓；短期对螺纹、热卷等黑色金属，铝、锌、铜等有色金属、以及甲醇等部分化工商品价格的支撑减弱。对商品价格影响方面，当前国外商品需求因关税的不确定性降低而整体回升，对外需型大宗商品支撑增强，铜等有色金属以及原油等商品价格受到支撑增强。国内商品需求仍旧偏弱，且由于美国关税缓解，政策支持力度预期减弱，需求预期有所下降，短期对黑色等内需型商品价格支撑减弱，中期关注三季度增量政策情况、继续关注中美贸易谈判进展、房地产政策效果和实际需求情况。

3. 供给：欧美供应增速回升，国内供应端反内卷

3.1. 国外商品供应增速继续上升

工业生产方面，2024 年 6 月美国原材料、采矿业、制造业生产有所加快，产能利用率上升；但仍然不及需求增速。欧洲工业生产由于商品需求回暖而整体改善。7 月随着关税的不确定性降低，欧美工业生产整体有所加快。

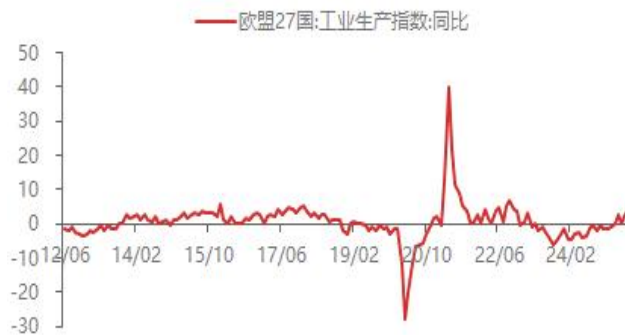
库存方面，美国商品需求因关税谈判进展良好而补库放缓，美国原材料和制造业补库动力减弱，对外需型商品价格支撑减弱。

图 29 美国工业生产数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 30 欧洲工业生产数据



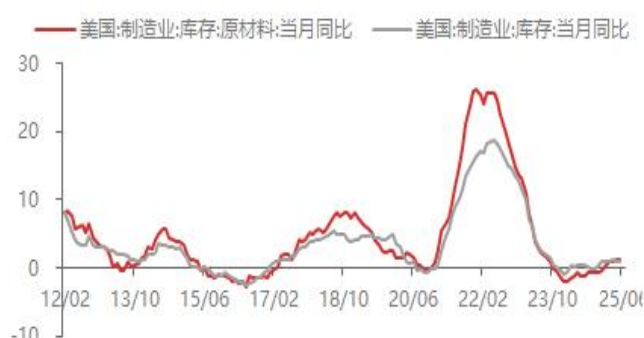
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 31 欧美制造业产出数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 32 美国处于补库阶段



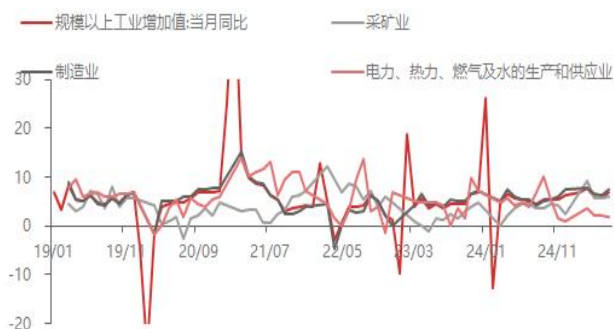
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.2. 工业生产增速超预期大幅回升

工业生产方面，6 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.8%，预期 5.6%，前值 5.8%，较前值上升 1.0 个百分点，远高于市场预期；主要由于外需短期强劲，工业企业开工率普遍上升，工业生产增速大幅回升且整体好于预期。分三大门类看，6 月份，采矿业增加值同比增长 6.1%，制造业增长 7.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.8%。由于季节性需求回升，煤炭等采矿业生产继续上升；制造业由于国外需求回升以及抢出口效应，制造业等工业生产增速进一步加快；汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，以及电气机械和器材制造业同比录得 11.4%、10.1%和 11.4%的大幅增长。下半年随着美国补库需求逐步减弱，国内工业生产增速整体可能有所回落但有望整体保持较高增速。7 月份，

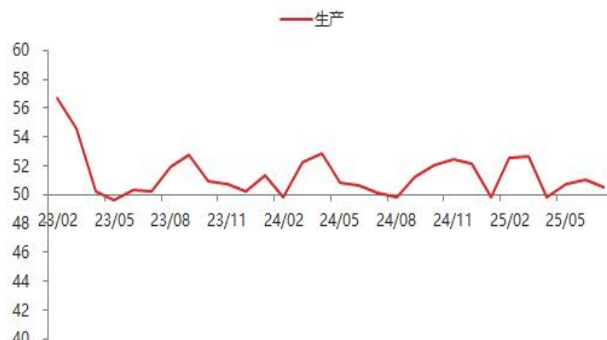
制造业生产 PMI50.5%，较前值下降 0.5%，制造业生产短期有所放缓；7 月随着国内外需求放缓，以及国内“反内卷”，工厂开工率整体下降，目前国内生产整体有所放缓。

图 33 国内工业生产



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 34 制造业生产 PMI

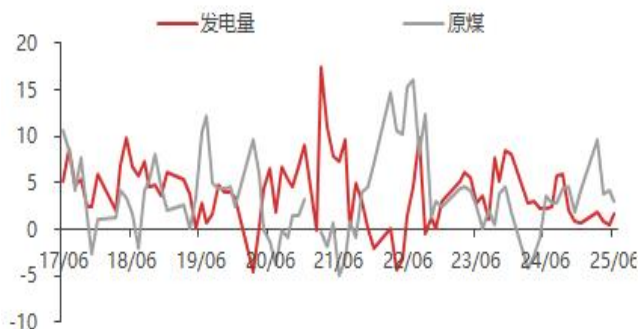


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.3. 各行业开工整体下降

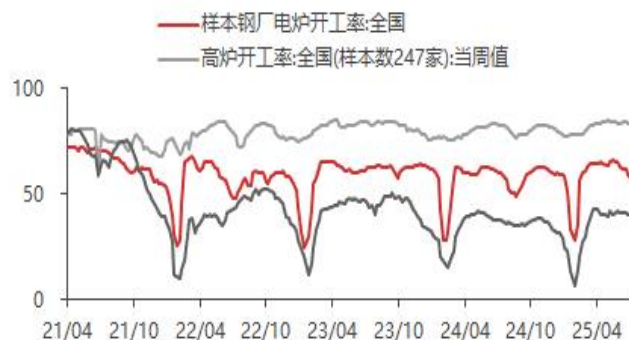
能源方面，6 月原煤产量同比 3.0%，较上月下降 1.2%；发电量同比 1.7%，较上月上升 1.2%。建材方面，6 月钢材产量同比 1.8%，下降 1.6%；水泥-5.3%，缩窄 2.8%；沥青 12.6%，上升 1.6%。7 月全国高炉、沥青开工率下降，供应整体小幅放缓。化工方面，6 月液化石油气-4.8%，较上月缩窄 2.3%；塑料制品 3.8%，上升 5.6%；7 月 PTA、纯碱、聚酯、PE、尿素开工率有所下降。有色方面，6 月十种有色金属同比 4.4%，上升 1.5%；铜材 6.8%，下降 6.6%。有色产量增速有所上升。国内供给方面，6 月建材、钢材、有色、化工开工率整体下降，供给整体有所放缓。

图 35 能源产量



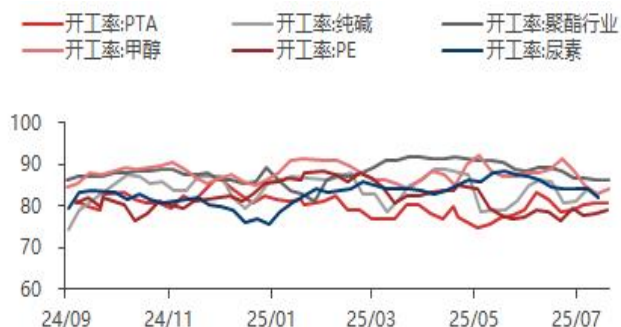
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 36 钢材水泥等建材开工率



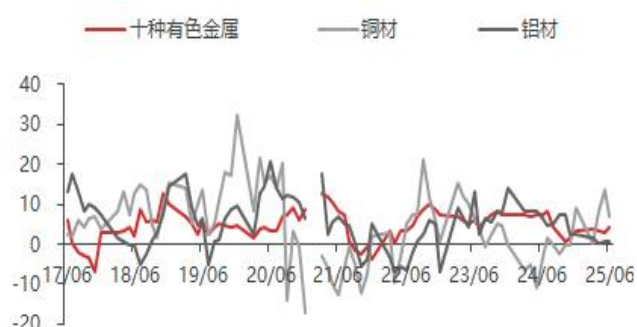
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 37 化工品开工率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 38 有色金属产量



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外供给方面，随着欧洲对俄罗斯实施第十八轮制裁，天然气供应受到影响加强，天然气价格短期有所回升；欧洲虽然工业生产由于能源成本较高、但需求回升加快，工业生产继续回升。美国需求由于关税原因内需订单继续回升，工业生产整体继续回升。国内供给方面，7月由于“反内卷”、国家推动落后产能的有序退出，以及部分行业环保限产等原因，建材、钢材、有色、化工开工率整体下降，供给整体下降，但由于需求仍旧偏弱，供应整体较为充裕。但是供给侧改革 2.0 预期导致大宗商品价格大幅反弹。对商品价格影响方面，能源方面，随着欧洲对俄罗斯实施第十八轮制裁，天然气供应受到影响加强，以及需求预期提升，天然气价格短期有所上涨；原油方面，OPEC+继续增产，但美元偏弱和美国关税谈判进展良好，对原油价格支撑增强、价格整体维持震荡运行。有色，美元短期偏弱，美国关税谈判进展良好以及美国对铜加征关税抬升成本，导致美国与非美有色商品价格价差拉大，非美有色商品价格整体震荡运行。建筑材料，短期需求仍旧偏弱，但供给侧改革 2.0 预期以及钢铁、水泥等开工率下降，价格短期大幅反弹且波动加大。化工，海外需求随着美国关税的不确定性降低而回升，而国内需求仍旧偏弱；但国内开工率有所下降，生产有所放缓，供给侧改革 2.0 预期，整体震荡反弹。

4. 2025 年 8 月大类资产及商品策略

4.1. 2025 年 8 月大类资产及商品板块策略

美国经济有所加快，通胀上行，美国关税谈判进展良好，全球不确定性降低，美联储降息预期整体下降，预期年内降息 1-2 次，美元整体低位震荡。国内经济增长稳健，外部冲击缓解，出口较强，但国内实际需求放缓。关注国内增量政策出台、存量政策落地情况、国内消费、投资、国内基建和房地产实际开工情况以及中美贸易谈判进展。

因此，股市方面，外部冲击缓和，国内反内卷增强业绩预期以及增量政策陆续出台，股市短期持续上涨；债市方面，外部风险缓和、股市上涨，以及反内卷提升通胀预期，国内债券价格高位回调；汇率方面，美元偏弱，中美贸易有所缓和，人民币压力有所缓解。大宗商品板块策略方面，美元偏弱，欧美需求不确定性降低，以及国内反内卷，商品价格呈震荡反弹。其中，能源板块，国内外需求进入旺季以及欧美需求不确定性降低、OPEC+预期增产，油价短期震荡；有色板块，美元偏弱，欧美需求不确定性降低，以及国内反内卷，有色短期震荡反弹；贵金属板块，美元短期偏弱，关税谈判进展良好和避险需求减弱，贵金属短期高位震荡。黑色板块，需求偏弱、供给下降、反内卷以及环保限产，黑色短期震荡反弹。

4.2. 2025 年 8 月具体品种策略

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	钢市回归基本面，价格或阶段性调整	1. 上半年重要宏观事件基本落地，下一轮宏观政策密集的阶段可能要到 9 月下旬。 2. 制造业和出口亦有边际走弱风险。 3. 限产或引发产业链阶段性负反馈。	淡季钢材需求超预期，宏观政策持续加码	单边策略：钢材价格或阶段性回调，螺纹 2601 合约关注 3150-3200 附近支撑，热卷 2601 关注 3250-3300 附近支撑
铁矿石	限产预期之下，矿石价格震荡偏弱	1. 下半年铁矿石供应回升较为确定，主流四大矿山之一的 FMG 上调了 2026 财年铁矿石发运目标。 2. 不论是基于政策还是高炉产能利用率数据，后续铁水产量阶段性下行概率较高，钢厂原料补库进程也有所放缓。	铁水日产量持续维持高位	单边：铁矿阶段性回调，2601 关注 710-730 附近支撑。
原油	现货弱势缓慢积累中，长期走弱不变，短期制裁风险仍存	1. 现货有一定走弱，柴油偏紧格局结束，旺季过半，接近交易淡季需求回落。 2. 原油成品油库存仍然低位。 3. 海外接近降息时点，短期价格。	俄罗斯及伊朗二级制裁落地	布油主力 73 以上逢高做空，注意制裁风险

PTA	下游开工低位持续, 短期低加工费或有降负风险, 价格下方上下空间均不大	1. 流通库存不断累积, 基差转至贴水, 8 月预计成交仍将维持一阶段弱势 2. 终端透支性囤库, 下游仍将面临累库压力, 以及低利润下开工继续偏低, PTA 需求将相对有限。	原油价格波动,	TA09 4700-5700 区间累购
乙二醇	存量供应仍有回升空间, 后期需求同样有回升预期, 价格缓慢上行	1. 8 月部分装置仍有回归预期, 供应有增量可能。 2. 终端需求存在季节性回暖可能, 进口或仍因海外装置开工问题保持低位。	产能存量装置短期回归, 下游需求长期走弱	EG09 4350-4650 区间累购
甲醇	震荡偏弱	1. 内地装置供应维持高位, 进口 8 月环比大幅上涨, 供应端压力增加。 2. 下游 MTO/MTP 装置有检修, 利润不佳和淡季影响下使得传统下游需求支撑有限。 3. 甲醇 8 月库存预计上涨。	进口, MTO 装置。宏观、原油、地缘政治, 政策风险等。	观望, 或关注 2509 合约反弹做空机会, 2601 合约回调后做多机会
聚烯烃	震荡偏弱	1. 原油价格偏弱, 聚烯烃成本略有下移。 2. 8 月新产能有投放计划, 检修旺季已过, 供应压力进一步提升。 3. 聚烯烃季节性需求淡季, 8 月中下补库存疑, 8 月底农膜需求或有起色。 4. 供应增加需求偏弱, 但需求端或因季节性提前启动的可能, 价格预计震荡偏弱。	装置、进出口。原油、宏观、地缘政治, 政策等	关注 09 合约做空机会。
铜	震荡偏弱	1. 虽然关税有所缓和, 但全球关税较之前大幅提升, 不利于全球经济增长。 2. 上半年铜旺盛需求能否持续等待考验, 光伏抢装结束, 以旧换新政策透支后期需求, 需求存在边际回落风险。 3. 美国铜库存高企, 透支后期进口需求, 非美地区供给增加。	铜矿紧缺程度超预期、关税缓和超预期	关注铜价做空机会
铝	震荡偏弱	1. 供应刚性, 产量维持高位, 云南扰动减少, 由于俄铝长单, 进口维持高位。 2. 海外铝冶炼厂复产预期。 3. 抢出口效应消退, 以及以旧换新政策透支未来需求, 需求边际转弱。	需求超预期、供应下降超预期	关注沪铝 09 合约 20300 元/吨一线支撑
锡	区间震荡	1. 缅甸佤邦已经复产, 后期关注复产进度, 矿端逐渐转松。 2. 国内冶炼减产不及预期, 开工率已经回升至之前水平。 3. 需求不佳, 锡焊料开工率处于低位, 光伏抢装结束, 6 月装机同比大幅下降。	缅甸佤邦锡矿复产进度不及预期	预计短期震荡, 上方承压
工业硅	震荡偏弱	1. 工业硅 25 年 7 月产量预估为 28.8 万吨, 环比 6 月下降 2-3 万吨, 保持低位平稳。 2. 下游有机硅出现大厂装置损失, 行业开工率下降;	反内卷政策风险、宏观风险	观望, 或关注价格回落后远月合约逢低布多的机会

		铝合金需求相对平稳；多晶硅开工率小幅提升。 3. 7月工业硅社会库存从高位缓慢去库。		
多晶硅	震荡偏弱	1. 7月产量预估为11万吨，环比增加约1.5万吨，开工率提升。 2. 下游硅片和电池片成功提价，但靠近终端的组件价格暂时未能调价，终端需求或有下滑压力。 3. 7月多晶硅库存稳定在30万吨，尚未实现有效去库。	反内卷政策风险、宏观风险	观望，或关注价格回落后远月合约逢低布多的机会
碳酸锂	震荡偏弱	1. 7月国内碳酸锂产量环比小幅上涨，7月进口量预计在1.8万吨左右。 2. 月内供需双增，需求增量超出预期，下游多提高长协及客供，散单需求较差钢需采购。 3. 碳酸锂社会库存143170吨，持续累库。	反内卷政策风险、宏观风险	观望，或关注反弹做空机会
黄金	震荡偏弱	1. 贸易不确定性下降，美国与欧洲、日本先后达成贸易协定，关税扰动降低，提振风险偏好。 2. 初请失业金人数连续六周下降，劳动力市场韧性再度被验证，美联储当月会议表态偏鹰，9月降息概率下行。 3. 美通胀数据尚未完全凸显关税冲击，经济数据有所回暖。	贸易谈判黑天鹅事件、地缘局势、就业数据不及预期	逢低做多，关注主力合约回调至关键位点的长线布局机会
白银	震荡偏弱	1. 美国与主要经济体基本达成贸易协议，白银避险属性趋弱。 2. 就业数据回暖，美联储9月降息概率下降，贵金属承压。 3. 当前金银比处于阶段性低位且较前期低点出现反弹，补涨逻辑支撑趋弱。 4. 制造业回暖，光伏、新能源产业回升，支撑白银需求侧。	美联储政策转向、贸易摩擦、通胀上行	观望为主，金银比阶段性低位，相较黄金配置价值趋弱
股指	偏强震荡	5. 中美关税暂缓期延长90天，关税风险降低。 6. 美国在半导体、大飞机等领域对中国的限制取消，中美博弈有所降温。 7. 人民币汇率贬值压力缓解。 4. 国内“反内卷”，通胀预期提升，有利于企业业绩的修复，市场进入震荡上涨阶段。	稳增长政策不及预期，流动性收紧超预期，地缘关系恶化超预期。	谨慎做多
大豆	区间偏弱	1. 现阶段CBOT大豆市场无明显天气升水表现。 2. 美豆一方面产区气象条件好，产情稳定、丰产预期强，另一方面且受南美大豆出口冲击影响、出口销售压力大、节奏慢。 3. 随着美豆丰产逐步兑现，预计8月或有更大的承压表现。	产区天气变化、中美大豆贸易关系	观望
豆菜粕	空	1. 国内8-9月进口到港月均至少1000万以上，油厂压力预期要高于去年，豆粕弱基差行情仍是主导。 2. 8月美豆低估值支撑存在，但丰产、集中上市季节性承压表现或依然他突破，且南美大豆结转库存高，对国内出口溢价空间相对有限。由此看，豆粕成本端预期也将走弱。	美豆及加拿大菜籽产区天气是主导油料及国内蛋白行情驱动的主要因素	M2509逢高空配

		3. 菜粕方面，国内油厂菜籽库存处于偏低水平，后期供应趋紧的担忧继续支撑豆菜粕价差维持在偏低水平。		
油脂	区间偏弱	1. 马来增产进展顺利，出口现实弱，但预期偏弱，旺季累库压力存在。 2. 国际油脂受生柴相关政策预期支撑明显，但外围原油及油料市场下行拖累或有增加。 3. 国内棕榈油集中到港、累库增加，且豆菜油淡季供需宽松、基差偏弱，对其也有额外压力。8月棕榈油进口利润倒挂、成本主导支撑仍在，连带相关油脂大区间行情稳定，但预期以偏弱行情为主。	6月美国生柴相关政策或明晰，能源价格及关税争端前景不明，三大油脂市场存在较大不确定性	SPC Y2509&P2509 逢低买入
生猪	区间震荡	1. 8月按正常产能逻辑，生猪出栏或增多，且近自生猪“反内卷”预期交易以来，唯一可能兑现的预期就是降重，虽有利于远期“库存”压力释放，但短期必然会承受额外压力。 2. 月中旬，随集中开学，终端消费回暖、压力或减轻。此外，目前政策引导价格平稳运行预期比较强，逢低挺价或也会普遍存在。	6月二育及集团场压栏导致供应压力或释放，现货承压下行方向不变，但节奏及预期预期偏差导致行情波动会有	LH2601 区间操作
玉米	区间震荡	1. 8月现货没太大波动，期货端新作玉米计价权重将逐步增加。 2. 我们对新作玉米开秤行情稍乐观，一方面政治局会议再提重要农产品要问价，另一方面旧作结转库存也低，8-9月不会出现去年同期进口集中到港冲击压力，而且9月-10月初不排除有天气升水。	6月小麦集中上市或拖累玉米价格，玉米预期支撑逻辑若发生变化，玉米区间承压空间或被放大。关注进口及增抛储等相关政策消息	C2601 逢低买入

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68756925

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn