国债期货周报

长债仍受风险偏好压制，观察关键位置博弈情况与月末资金面

作者：熊睿健

联系方式：020-88818020

从业资格：F03088018

投资咨询资格：Z0019608

广发期货APP

微信公众号

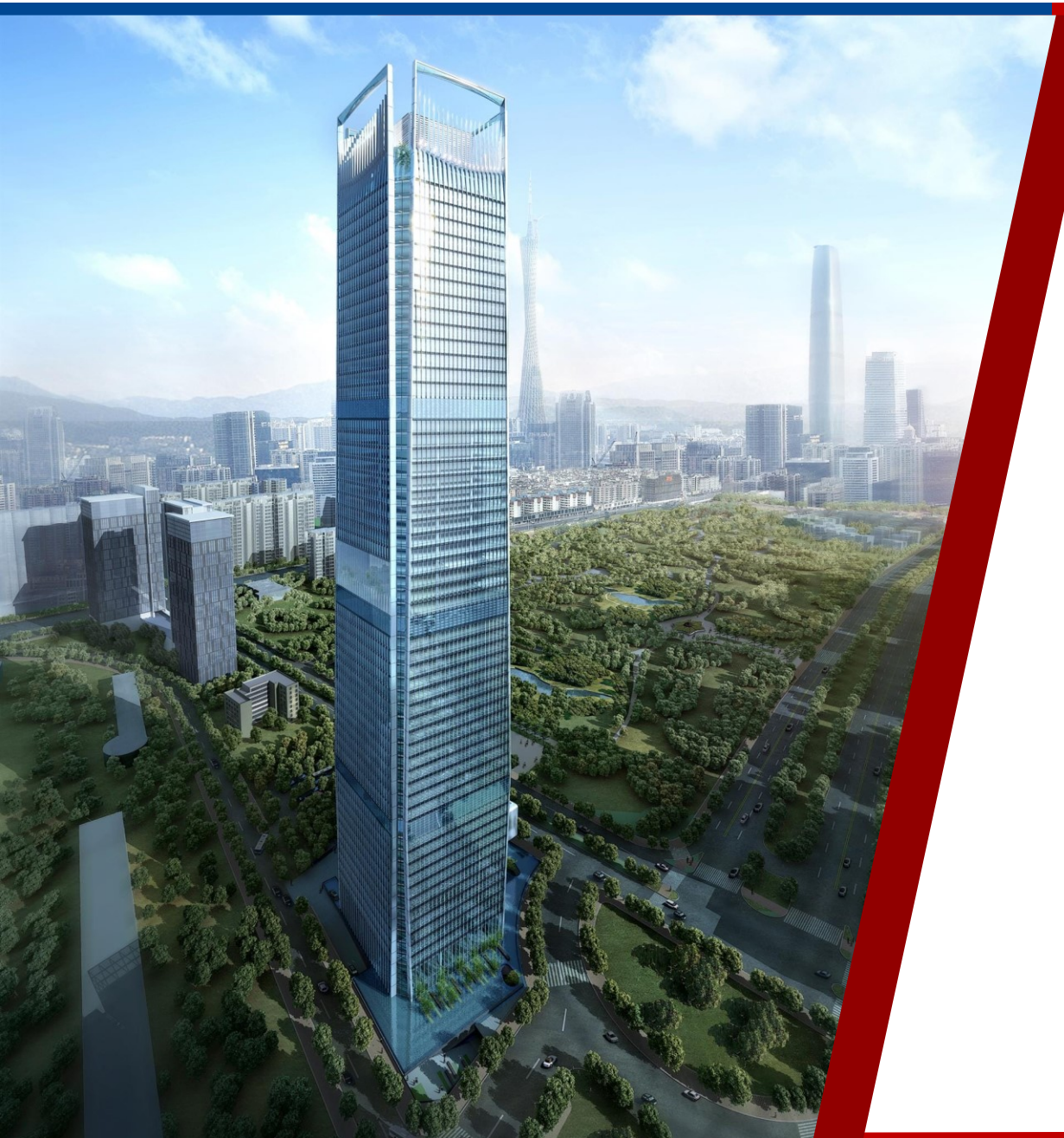
本报告中所有观点仅供参考，请务必阅读此报告倒数第二页的免责声明。

2025/8/23

本周观点

品种	主要观点	本周策略	上周策略
国债	• **资金面情况。**本周税期资金面超预期偏紧，税期过后资金力量并未明显回落，可能与公开市场操作资到期、银行负债压力抬升有关，不过央行在上周也很快抬升逆回购投放规模，并在周五公布8月MLF超额续作3000亿元，体现了央行对资金面的呵护态度，此外8月票据利率下行，信贷投放总量可能仍偏低。下周临近月末，资金利率波动预期季节性抬升，但是考虑到央行明显释放暖意、政府债净缴款下降，预计资金利率抬升幅度可能处于季节性偏低位。 • **9月美国降息预期上行，**8月22日，鲍威尔在Jackson Hole会议上发表演讲，表示短期内通胀风险上行，不过关税对价格的影响可能是一次性的，而就业市场存在下行风险。演讲发布后，市场对9月降息预期从不到80%升至90%附近。美国降息预期上行，可能带动短端美债利率下行。 • **国债期货行情展望**：当前美国降息预期抬升，也对全球流动性带来利好，对国内资产整体可能偏利好，如果短期强化股指多头情绪，可能继续对债市形成压制，尤其长债走势可能仍有颠簸。不过基于当前的基本面和央行呵护流动性的环境，我们仍认为本轮债市利率上行有顶，短期结合市场情况来看，10年期国债1.78%-1.8%可能是短期回调的顶部区间，对应T2512在107.4-107.6附近有支撑性，下周重点观察在关键点位的博弈情况，以及资金面波动情况。单边策略上建议短期保持观望，重点关注资金面变化。曲线策略上，考虑到长债可能仍有颠簸，短端央行呵护资金面确定性强，建议仍可适当参与做陡曲线。跨期价差方面，当前移仓接近尾声，09合约基差波动性明显减小，12合约净基差波动较大，导致跨期价差容易跟随单边行情波动，如果仍有下跌跨期价差不排除仍有走阔，不过考虑到当前长端品种2512合约基差偏高，一旦行情企稳跨期价差容易出现收敛。	• 当前美国降息预期抬升，也对全球流动性带来利好，对国内资产整体可能偏利好，如果短期强化股指多头情绪，可能继续对债市形成压制，尤其长债走势可能仍有颠簸。不过基于当前的基本面和央行呵护流动性的环境，我们仍认为本轮债市利率上行有顶，短期结合市场情况来看，10年期国债1.79%-1.8%可能是短期回调的顶部区间，对应T2509在107.7-107.8附近有支撑性，下周重点观察在关键点位的博弈情况，以及资金面波动情况。 • 单边策略上建议短期保持观望，重点关注资金面变化。曲线策略上，考虑到长债可能仍有颠簸，短端央行呵护资金面确定性强，建议仍可适当参与做陡曲线。跨期价差方面，当前移仓接近尾声，09合约基差波动性明显减小，12合约净基差波动较大，导致跨期价差容易跟随单边行情波动，如果仍有下跌跨期价差不排除仍有走阔，不过考虑到当前长端品种2512合约基差偏高，一旦行情企稳跨期价差容易出现收敛。	• 当前基本面数据来看，内需持续恢复偏慢，流动性总量维持偏宽松格局，但短期降息预期不强，对应债市多头驱动不强。另一方面股市持续走强带来风险偏好提升对债市情绪形成压制，风险偏好压制长债、资金宽松支撑短债的环境下，导致期限利差有所走阔。在内需减速的背景下，新一轮政策陆续出台，包括反内卷和服务消费刺激政策，或进入对内需和通胀的提振效果的观察期。短期在权益市场流动性牛市的压制下，债市或维持低位盘整，但由于资金利率维持低位，期限利差约束债市回调有限度，10年期国债利率如果回调至1.75%以上可能进入超调区间，观察T2509在108-108.2附近的支撑性。 • 单边策略上建议短期保持观望，重点关注资金面变化和新债发行定价情况。

数据来源：Wind 广发期货研究所



目录

01 国债期货行情

02 宏观基本面跟踪

03 政策面跟踪

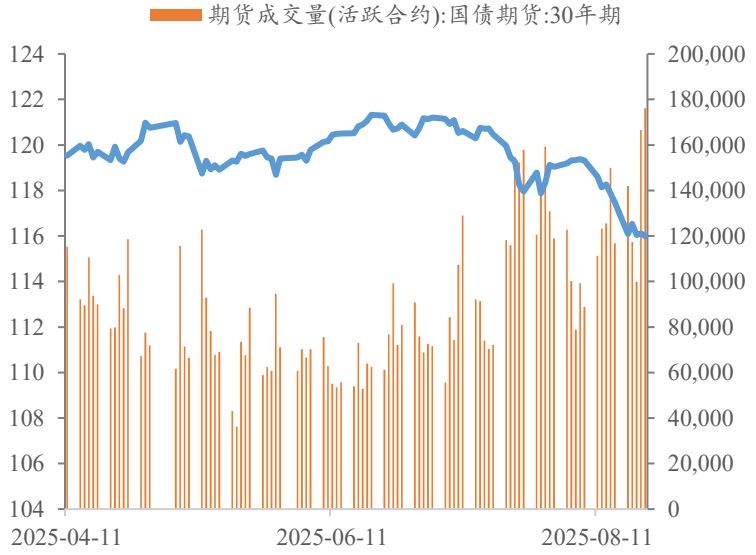
04 资金面跟踪

1

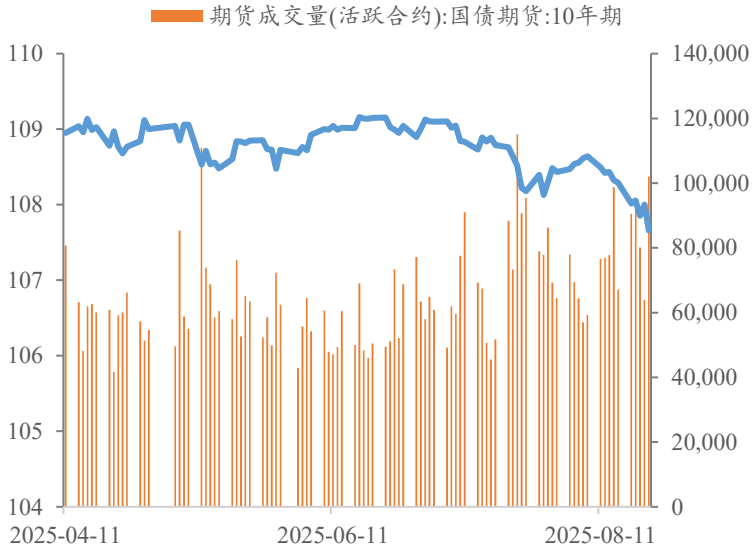
国债期货行情

国债期货主力合约走势

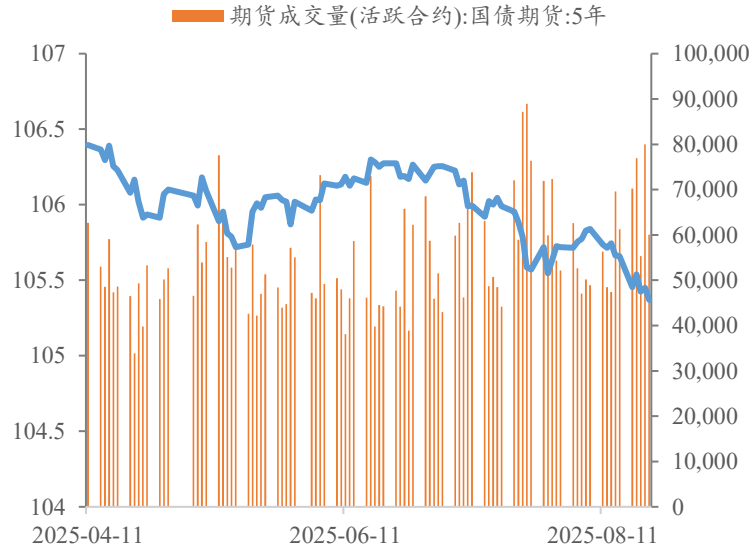
TL主力合约成交量价



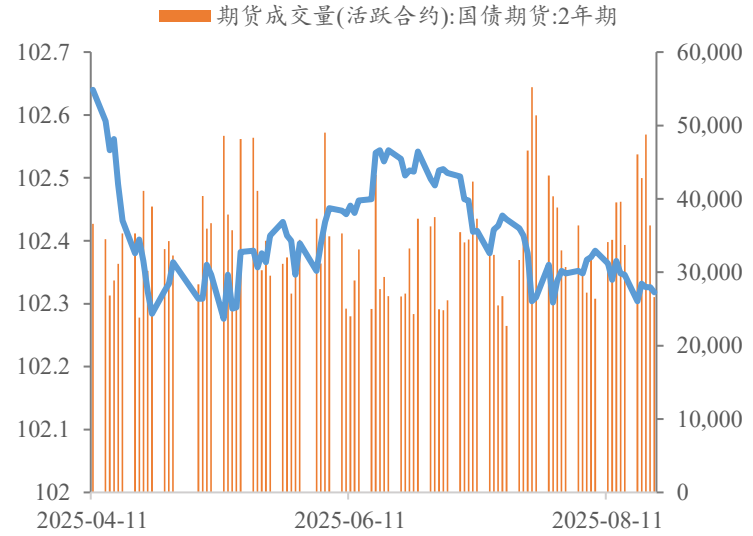
T主力合约成交量价



TF主力合约成交量价



TS主力合约成交量价

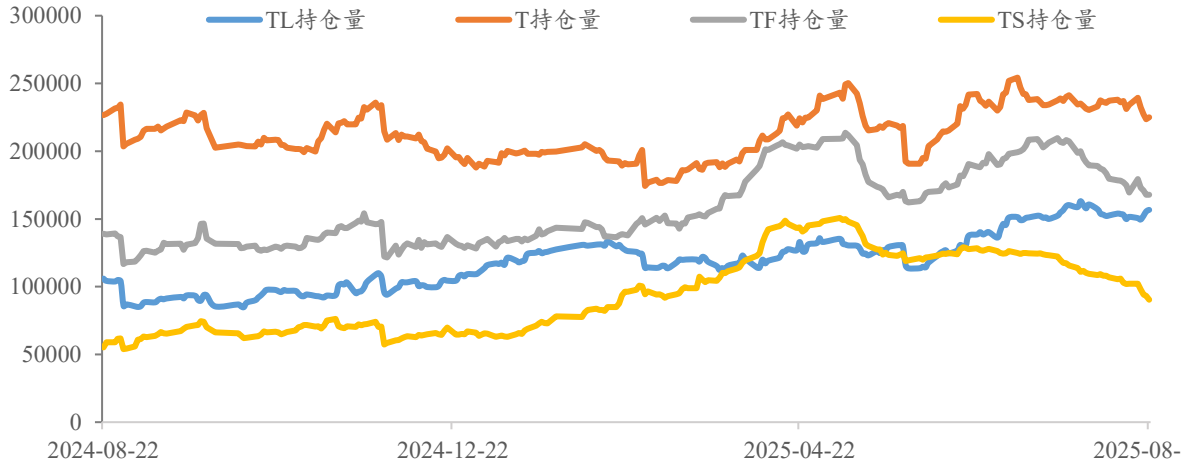


- 上周，30年期国债期货主力合约2509变化-0.88%至115.98，10年期国债期货主力合约2509变化-0.49%至107.66，5年期国债期货2509变化-0.27%至105.37，2年期国债期货2509价格变化-0.03%至102.32。

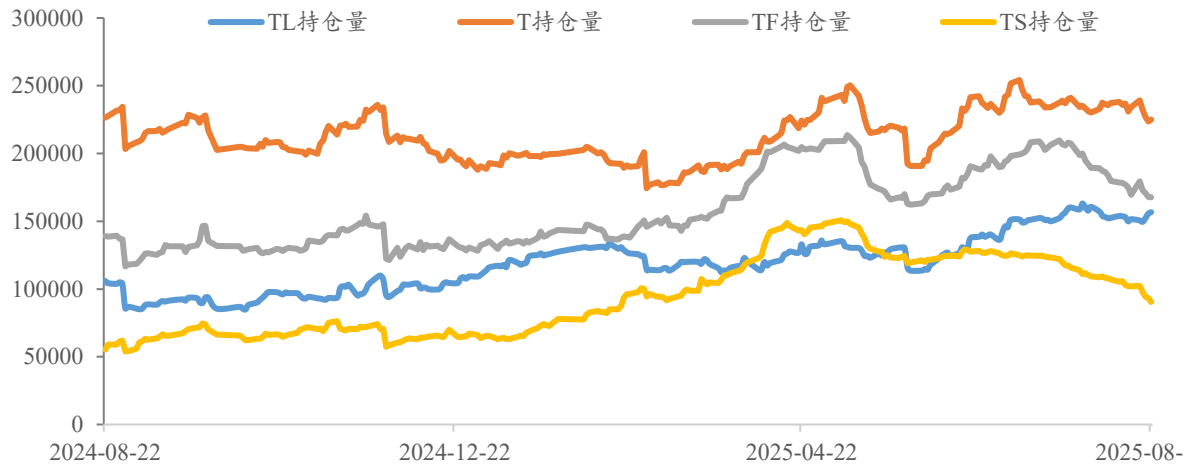
数据来源：Wind 广发期货研究所

国债期货成交持仓

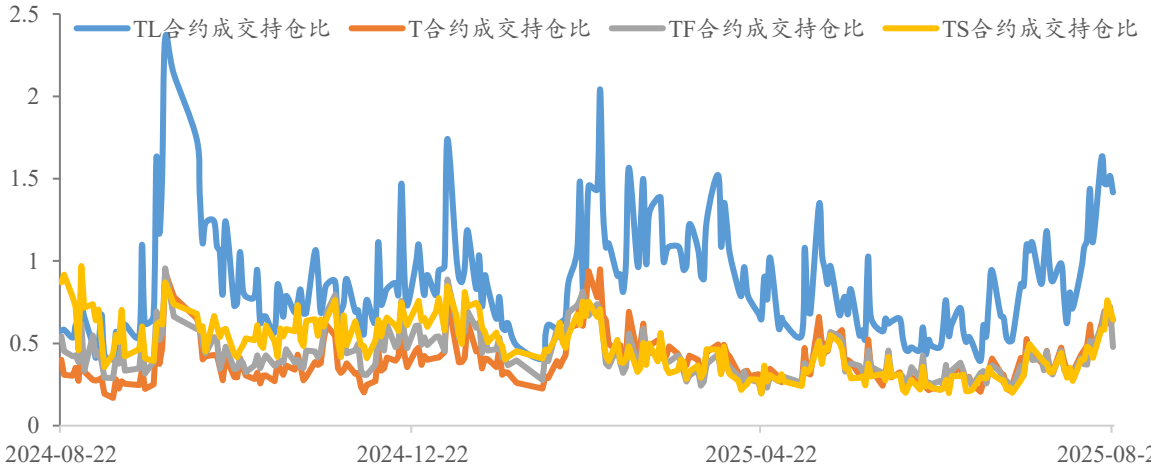
国债期货各品种持仓量



国债期货各品种成交量



国债期货各品种成交持仓比

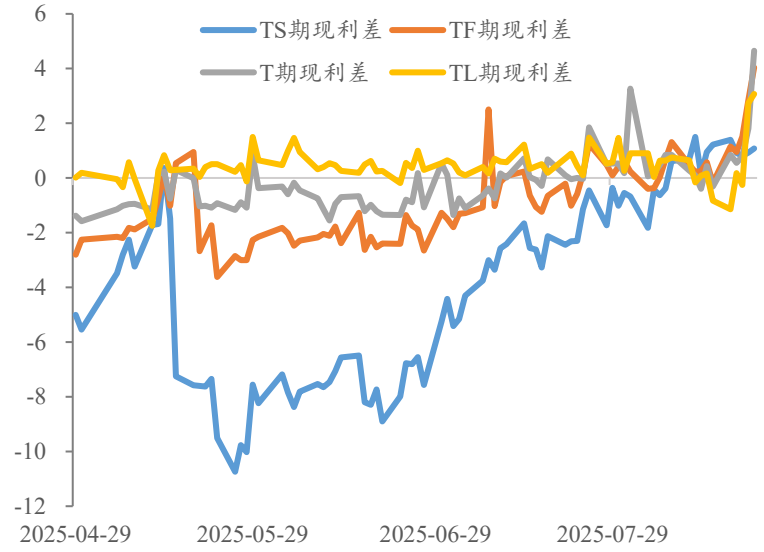


- 成交量方面，上周截至8月25日，30年期国债期货日均成交229,241手，较上周变化55119手，10年期国债期货日均成交146,952手，较上变化33231手，5年期国债期货日均成交手108,034手，较上周变化32227手，2年期国债期货日均成交62,523手，较上周变化17750手。本周国债期货成交量快速回升，可能临近关键支撑点位博弈资金增多。
- 持仓量方面，30年国债期货持仓量156,663手持仓，较上周变化-5156手。10年期国债期货共有224,965手持仓，较上周变化-9251手。5年期国债期货共有持167,756手，较上周变化-1850手。2年期国债期货共有持90,433手，较上周变化-11643手。上周国债期货各品种持仓下滑。可能与期债移仓换月以及投机资金离场有关。

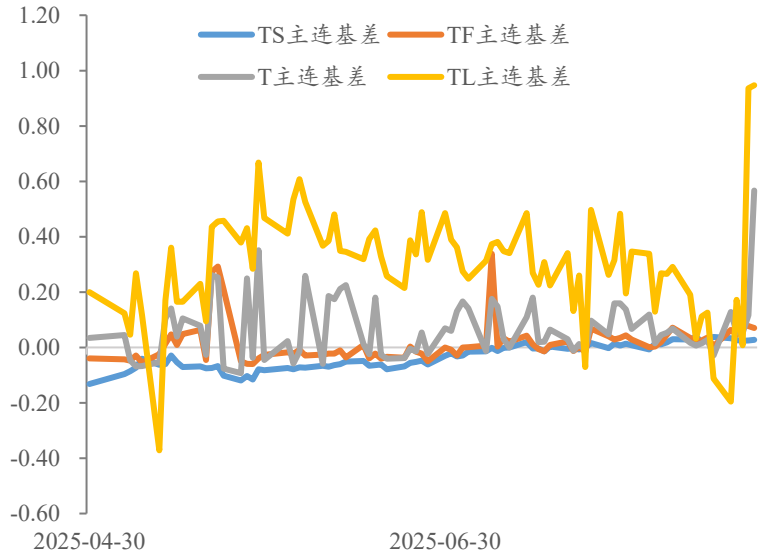
数据来源：Wind 广发期货研究所

国债期货期现指标

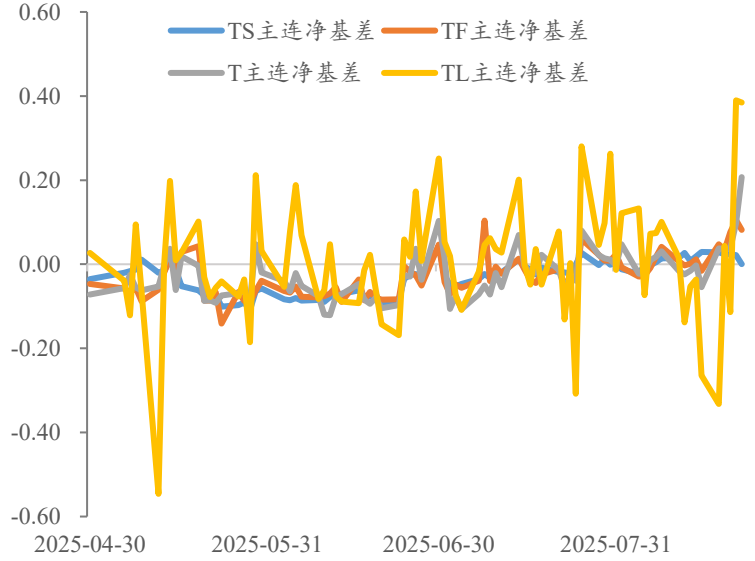
国债期货各品种期现利差



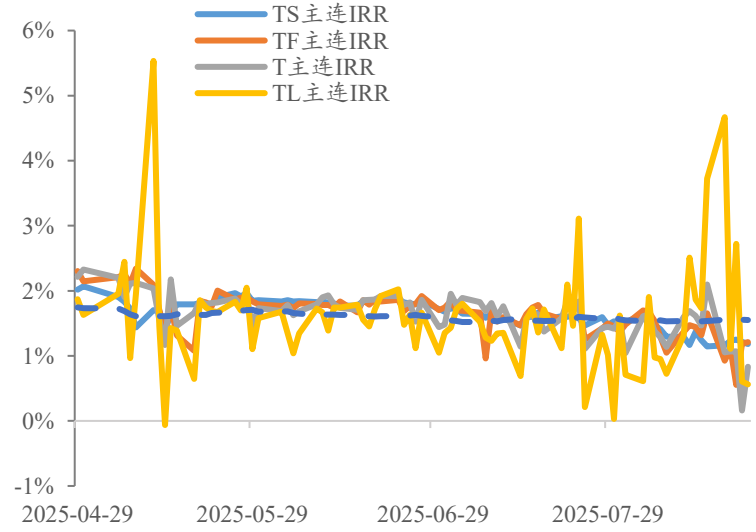
国债期货各品种主连基差



国债期货各品种主连净基差



国债期货各品种主连IRR



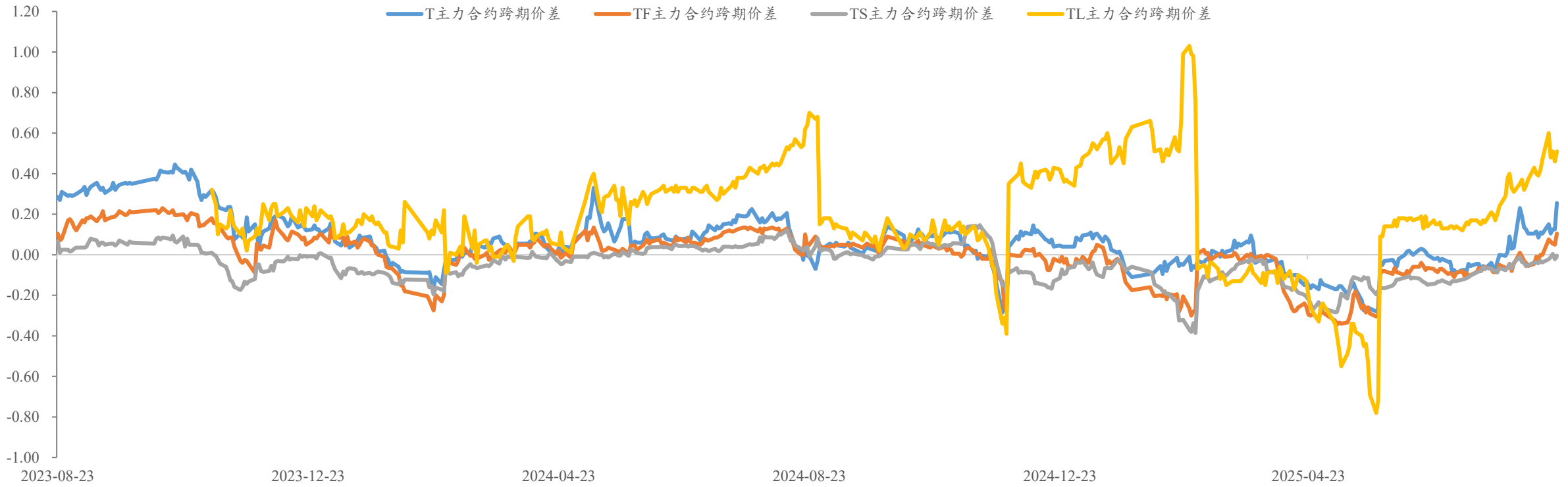
- 上周截至8月25日，TL2512、T2512、TF2512、TS2509基差分别为0.95、0.57、0.07、0.03，分别较上周变化0.46、0.13、0.11和-0.01；隐含利差分别为3.07BP、4.65BP、4.04BP、1.08BP，分别较上周变化2.378BP、2.46BP、3.43BP、-0.14BP。
- 各品种IRR分别为0.56%、0.83%、1.21%、1.18%，2512合约基差偏高，IRR偏低，正套暂不推荐，但如果想要博弈反弹，国债期货相对现货具有性价比。

数据来源：Wind 广发期货研究所

移仓与跨期价差跟踪

- 本轮TL、T、TF、TS合约2509-2512跨期价差当前值分别为0.51、0.26、0.1、0，分别较上周变化0.04，0.15，0.1，0.03。边际上各品种跨期价差多数略上升。
- 上周T合约跨期价差较为显著上行，可能主要与本周长债受到风险资产压制走弱、空头移仓力量较强有关，当前2509合约逐渐临近交割月，净基差波动减小收敛性更强，而2512合约净基差波动更高，在下跌环境下远月合约跌幅更大驱使跨期价差走阔。不过当前2512合约基差明显升高，如果行情出现企稳反弹，长端品种跨期价差也容易随着远月基差收敛而收窄。

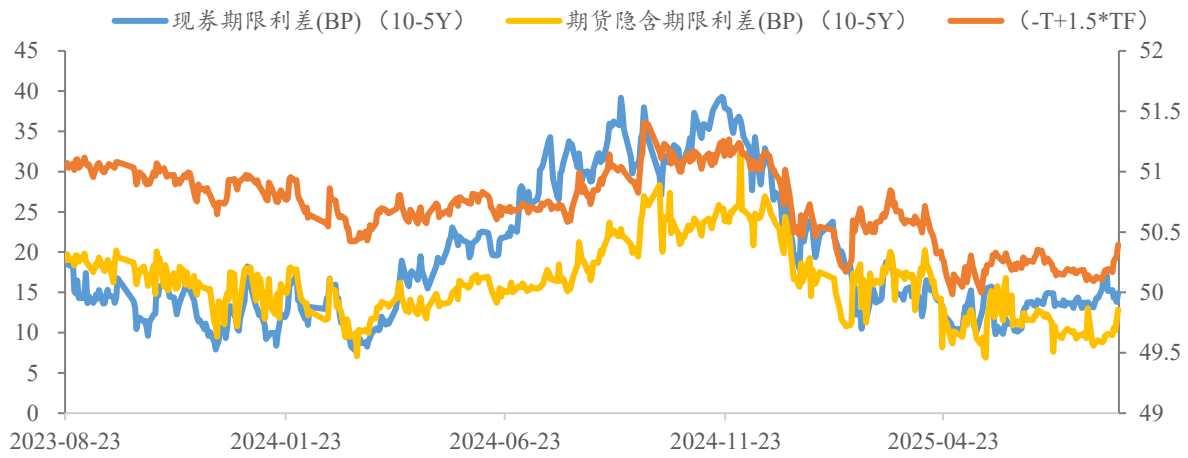
国债期货各品种跨期价差



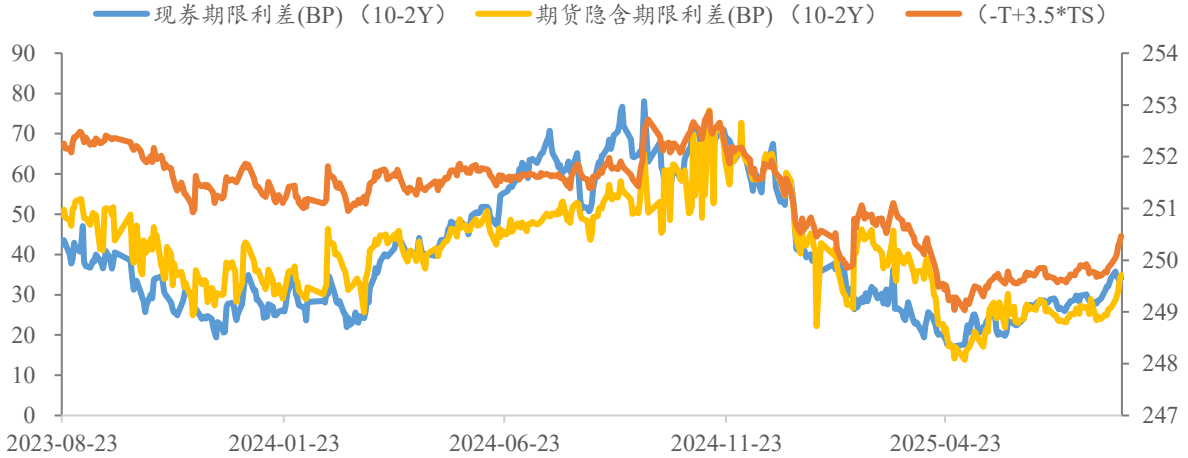
数据来源：Wind 广发期货研究所

国债期货跨品种价差

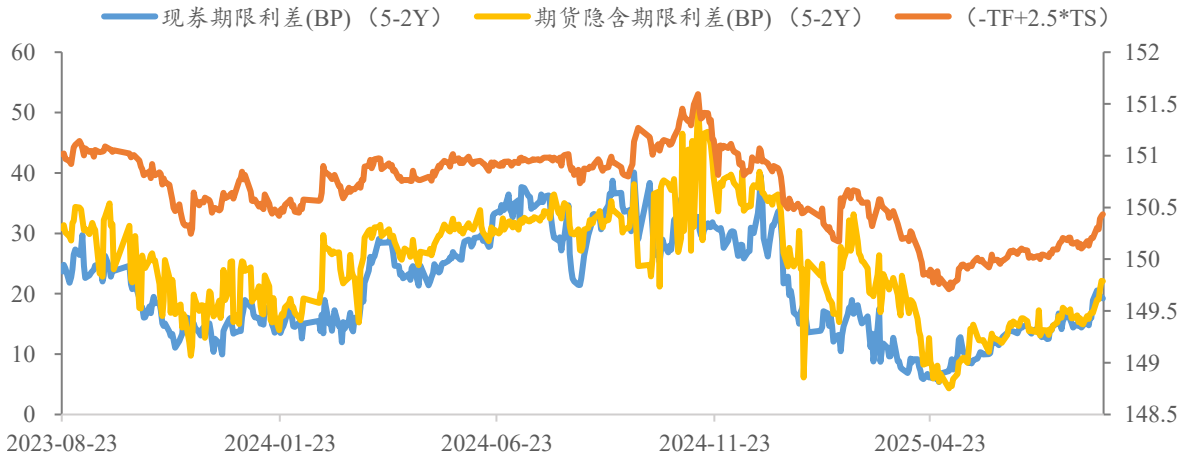
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（10-5Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（10-2Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（5-2Y）

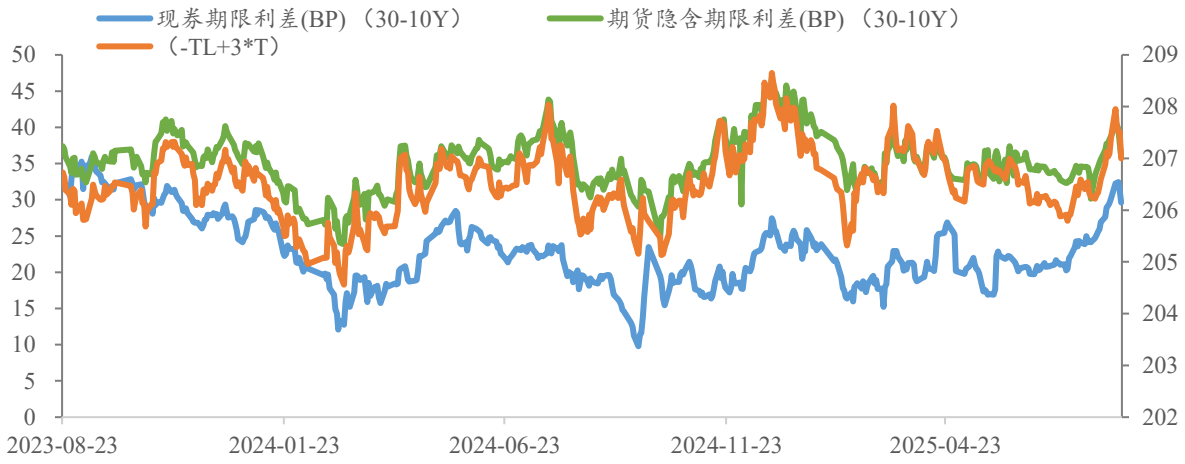


- 隐含期现利差方面，最新值，10-2Y利差达到34.94BP，较上周变化8.26BP，10-5Y利差达到12.86BP，较上周变化3.03BP，5-2Y利差达到22.07BP，较上周变化5.23BP。

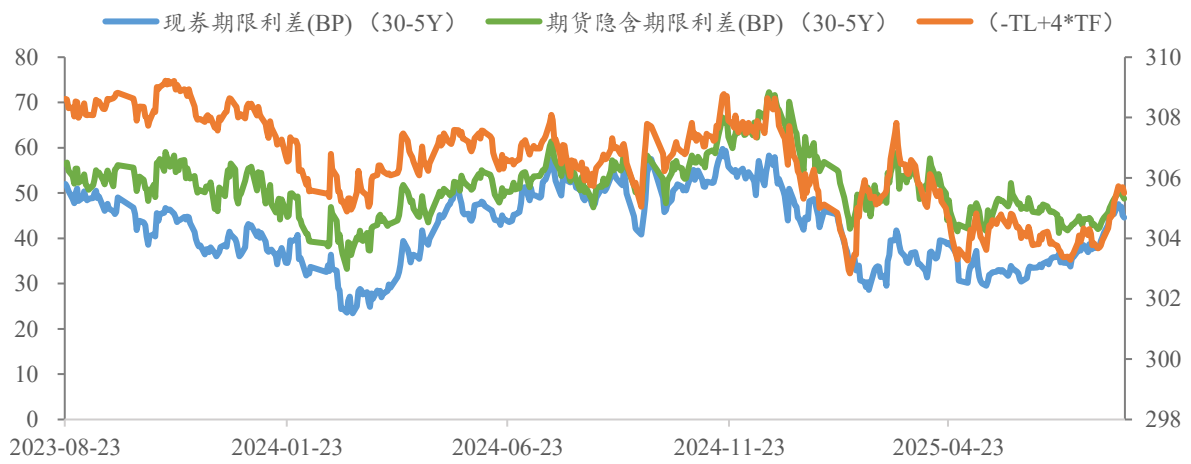
数据来源：Wind 广发期货研究所

国债期货跨品种价差

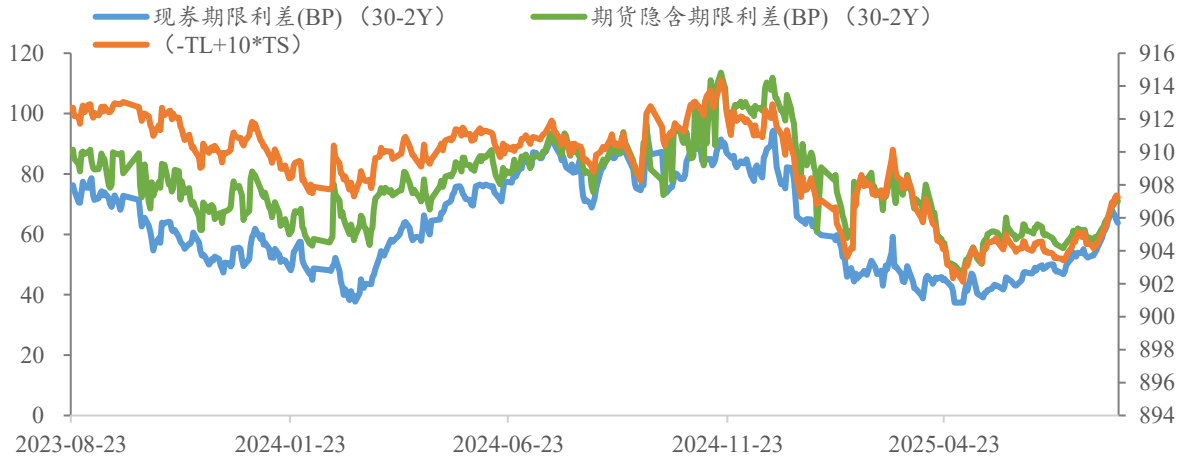
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-10Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-5Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-2Y）



- 隐含期现利差方面，上周30-10Y利差达到35.92BP，较上周变化-2.85BP，30-5Y利差达到48.78BP，较上周变化0.17BP，30-2Y利差达到70.85BP，较上周变化5.04BP。上周各品种间利差多数走阔，整体收益率曲线走陡峭。

数据来源：Wind 广发期货研究所

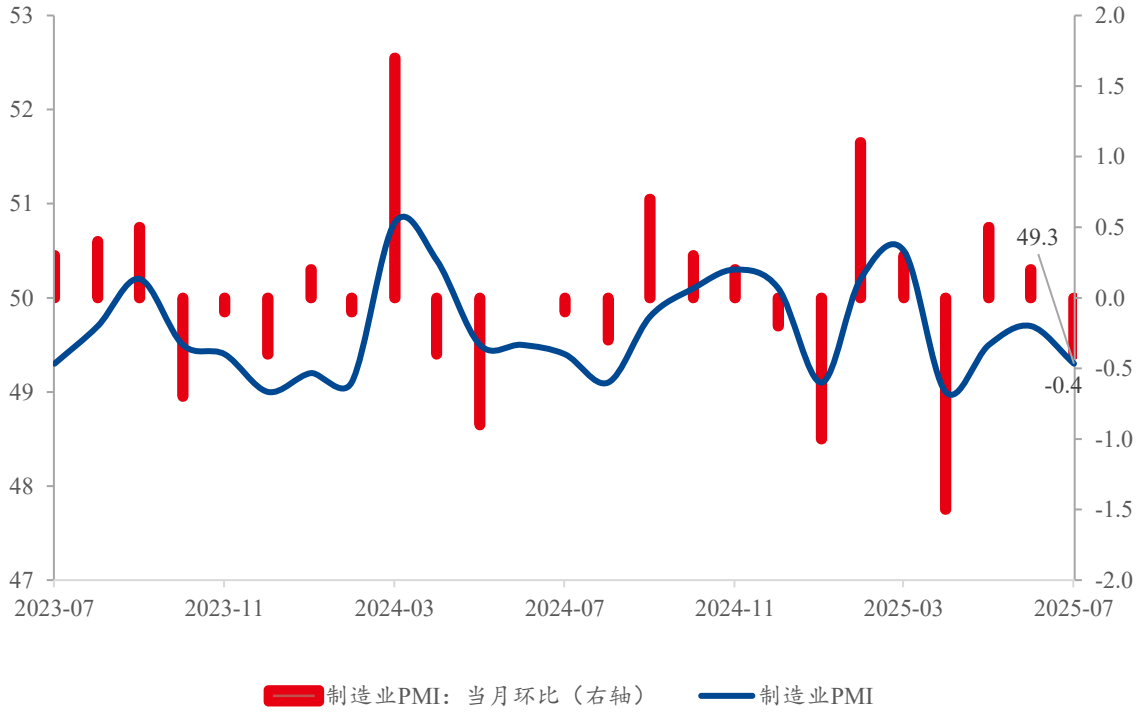
2

宏观基本面跟踪

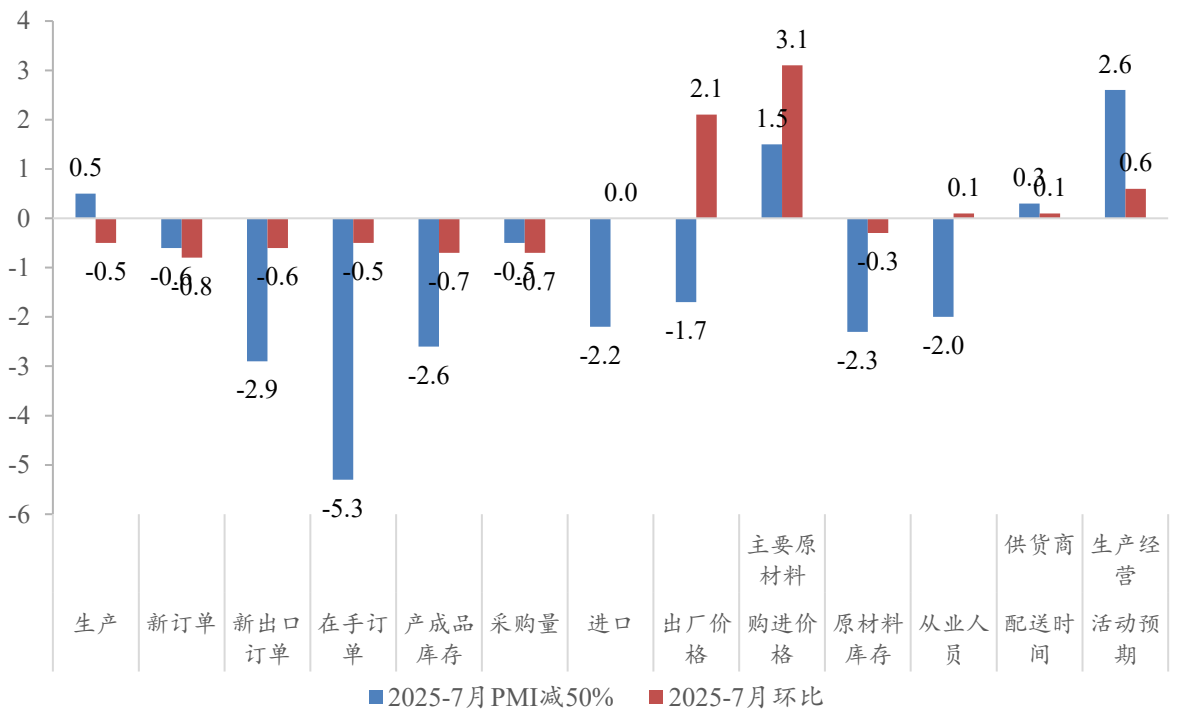
7月PMI边际下行

- 7月制造业PMI环比小幅下行0.4%至49.3。从分项来看，生产指数环比回落0.5%至50.5%，新订单指数环下降0.8%至49.4%，供需下滑是7月制造业PMI下降的主要因素。新出口订单环比回落0.4%至47.1%，指向前期抢出口可能透支订单，7月未能延续6月出口的增长。产成品库存指数环比回落0.7%至47.4%，处于荣枯线下，原材料库存环比回落0.3%至47.7%，处荣枯线下；原材料购进价格指数反弹3.1%至51.5%，回升至荣枯线以上，出厂价反弹2.1%至48.3%，价格上涨可能更多受到反内卷政策影响，均出现明显反弹，当月PPI预期也会回升。不过虽然7月原材料购进和出厂价格均有提升，但是企业库存、采购量均有降低，上游价格上涨对下游的传导可能受到需求制约，还需后续跟进观察。

制造业PMI及当月环比变化(%)



制造业PMI各分类指数当月值(-50%）与当月环比（%）

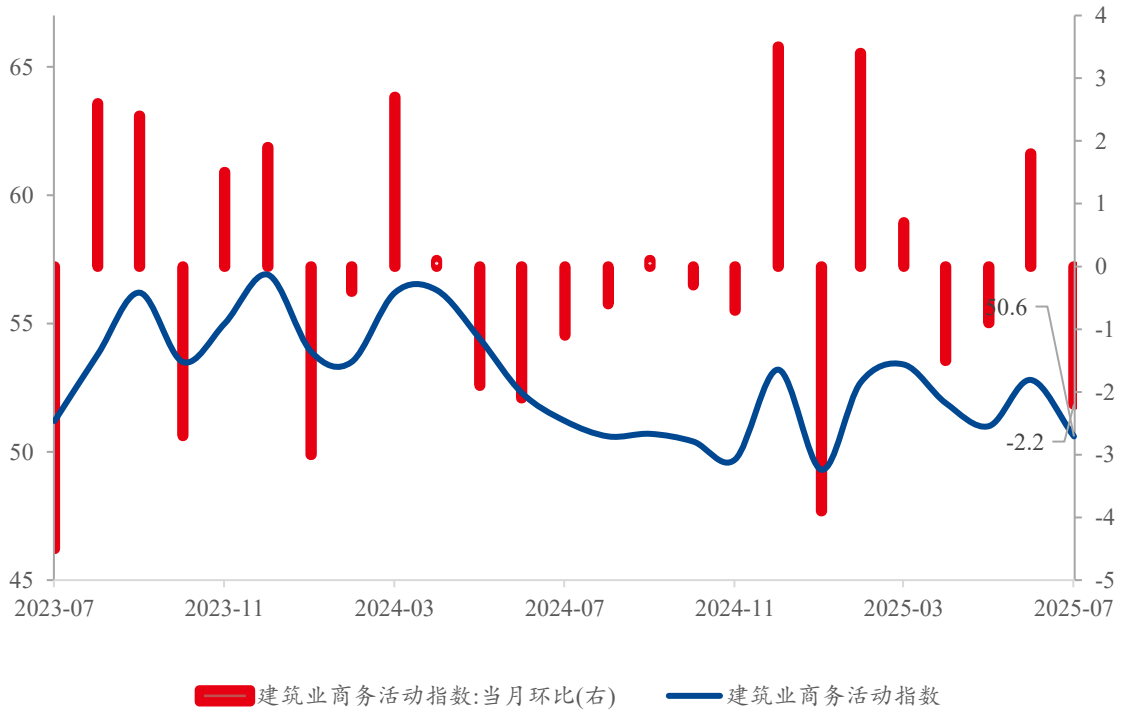


数据来源：Wind 广发期货研究所

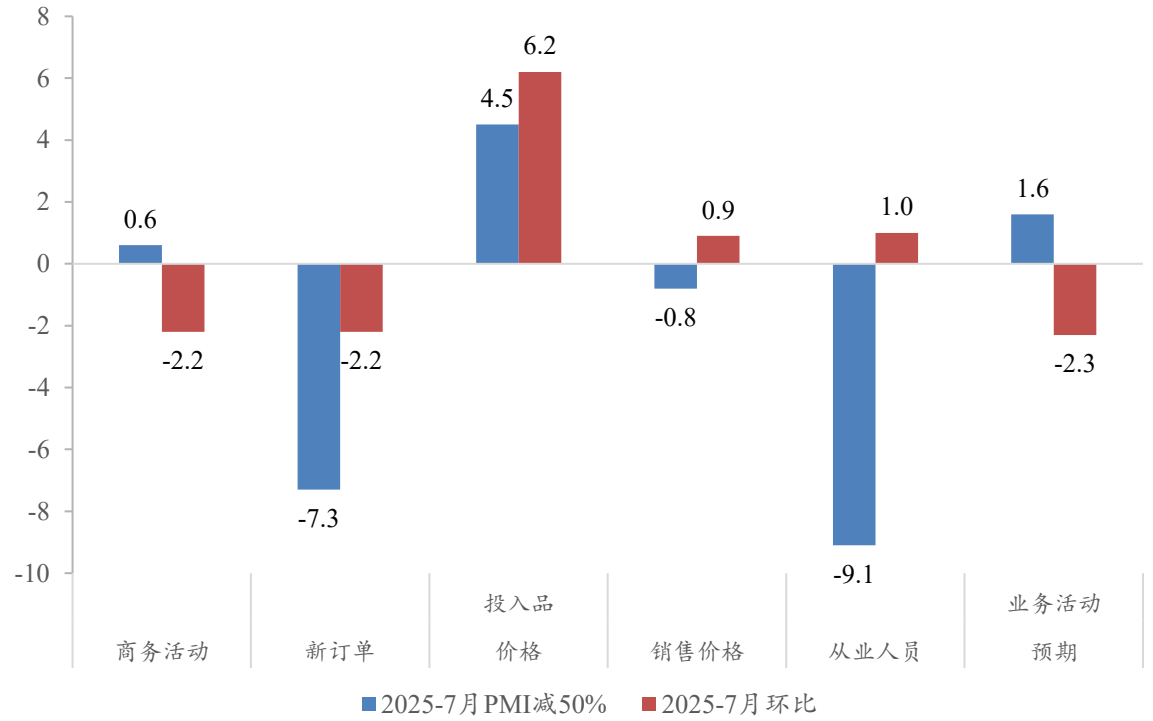
7月PMI边际下行

- 非制造业PMI50.1%，前值50.5%，回落0.5%。建筑业方面PMI指数回落2.2%至50.6%，分项中新订单环比回落2.2%至42.7%。建筑业订单、业务活动预期有不同程度回落，可能受到高温、暴雨洪涝灾害超预期影响。政治局会议提出推动“两重”项目落地，观察对建筑业景气度的带动作用。

建筑业PMI及当月环比变化(%)



建筑业PMI各分类指数当月值(-50%）与当月环比（%）

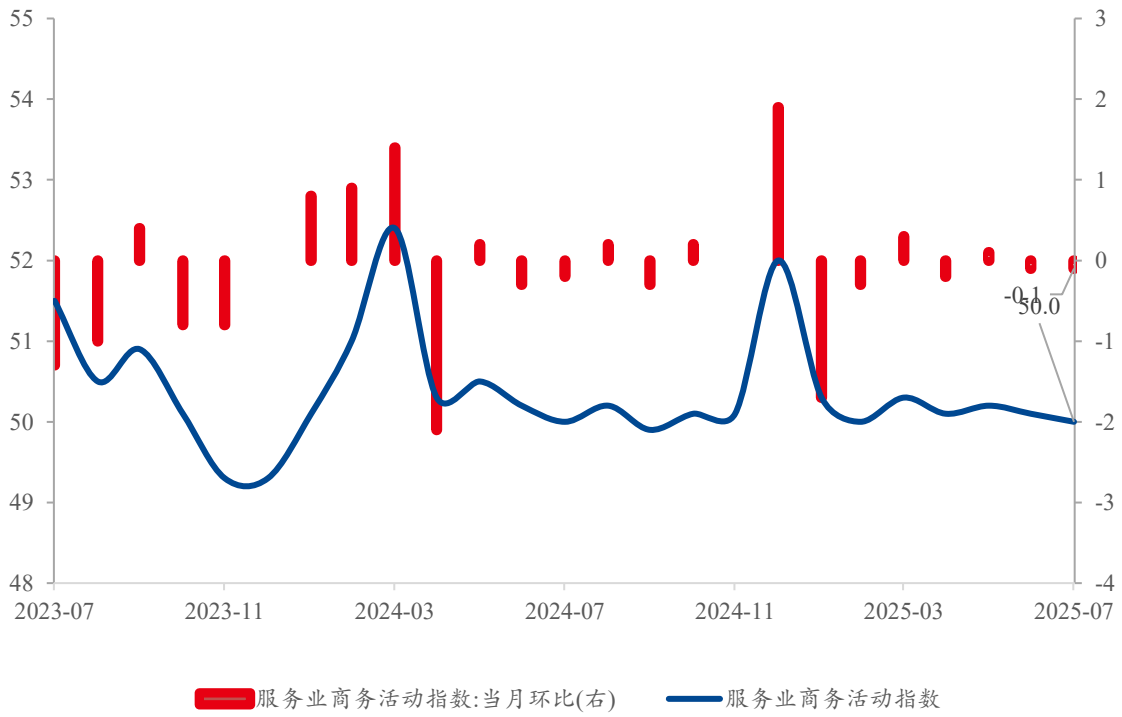


数据来源：Wind 广发期货研究所

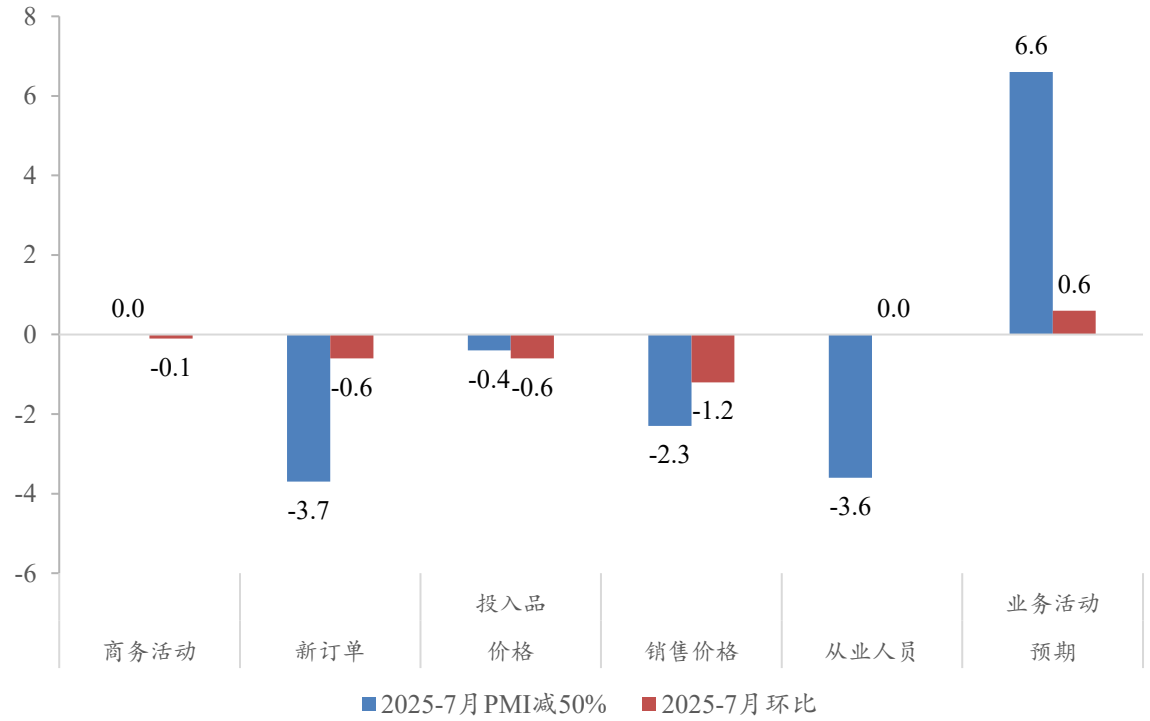
7月PMI边际下行

- 服务业方面，整体PMI指数环比回落0.1%至50%。新订单环比回落0.6%至46.3%，不过业务活动预期略有回升。整体变化不大。
- 整体来看，7月PMI边际回落可能有三方面影响，一是7月是淡季回落具有一定季节性因素，二是方面是6月对美出口修复带来的基数相对较高，三是部分地区高温、暴雨洪涝灾害的影响可能超出往年同期。

服务业PMI及当月环比变化(%)



服务业PMI各分类指数当月值(-50%）与当月环比（%）

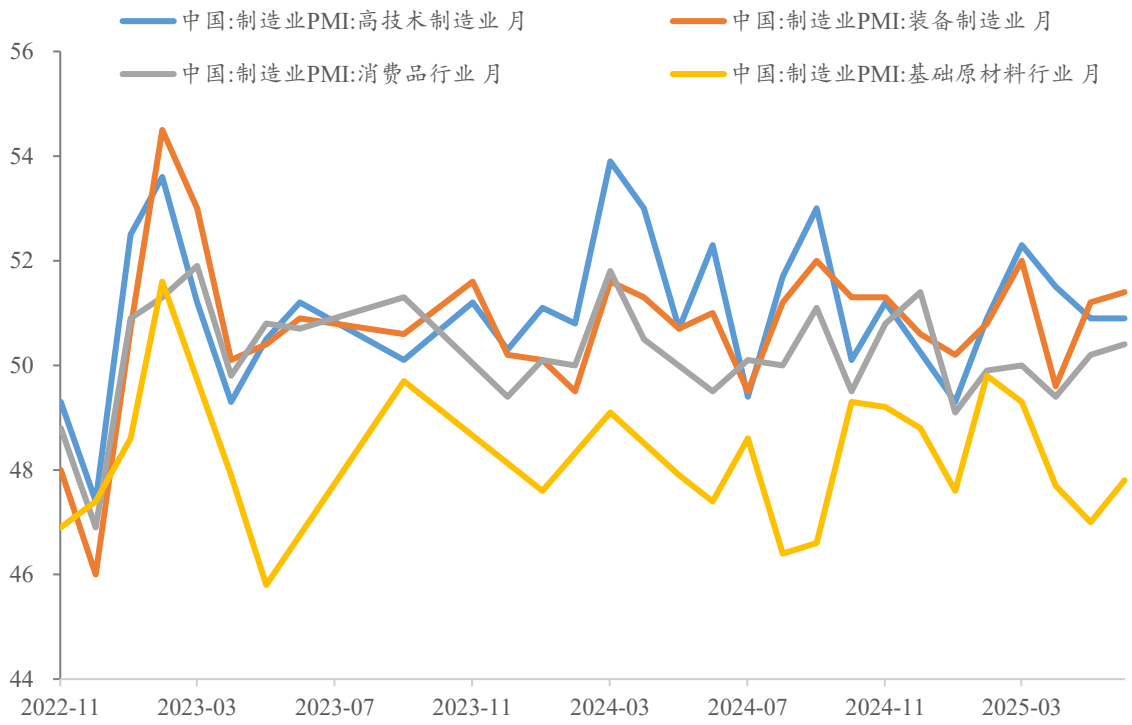


数据来源：Wind 广发期货研究所

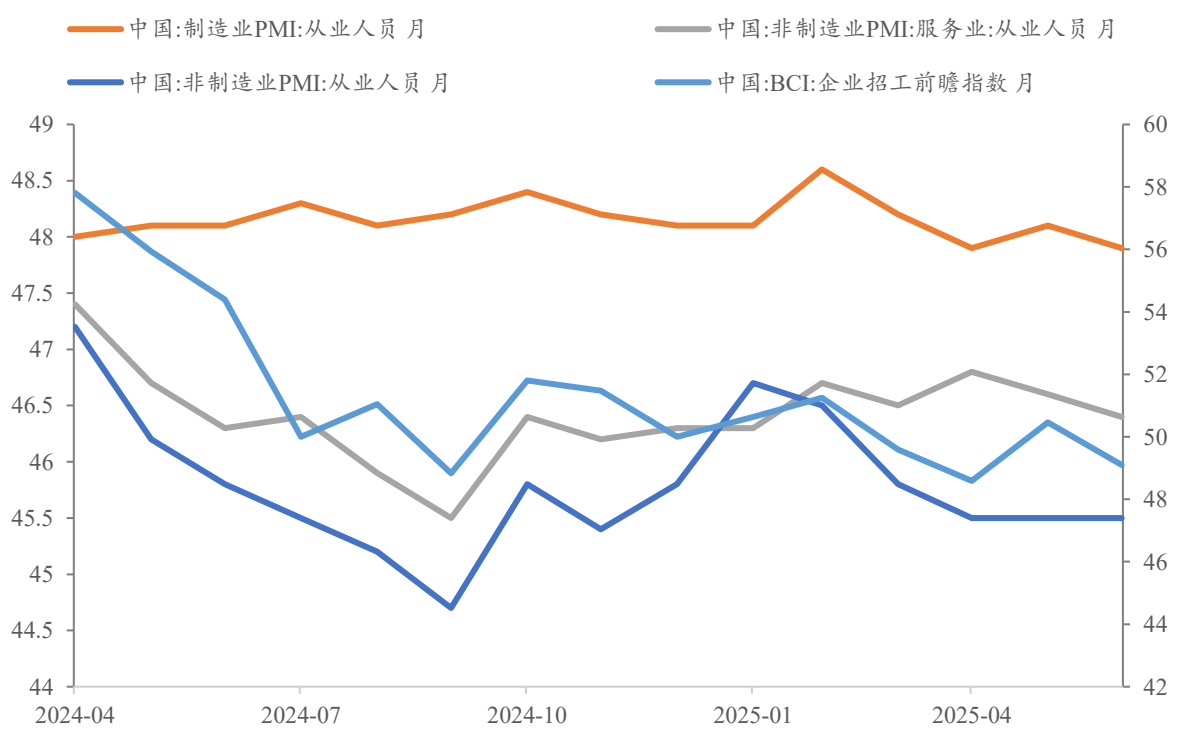
7月PMI边际下行

- 6月PMI绝对景气度并不高，从制造业行业看，高技术制造业可能受到一定反内卷影响，新能源车出现压缩生产、改善供求比的特征；油价短期反弹带动石油化工行业景气度回升；建筑业景气度有所改善。
- 6月就业、企业预期指标环比均有所下降，经济还是内生动能偏弱的态势仍不容忽视。

分行业PMI



就业指标

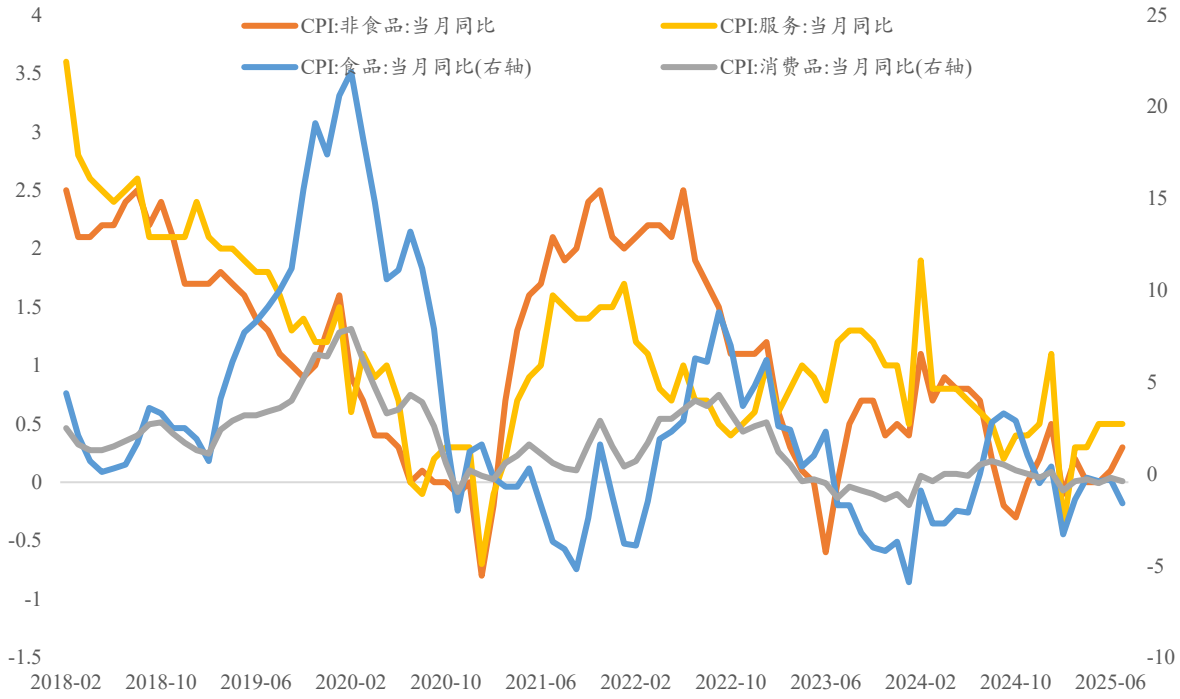


数据来源：Wind 广发期货研究所

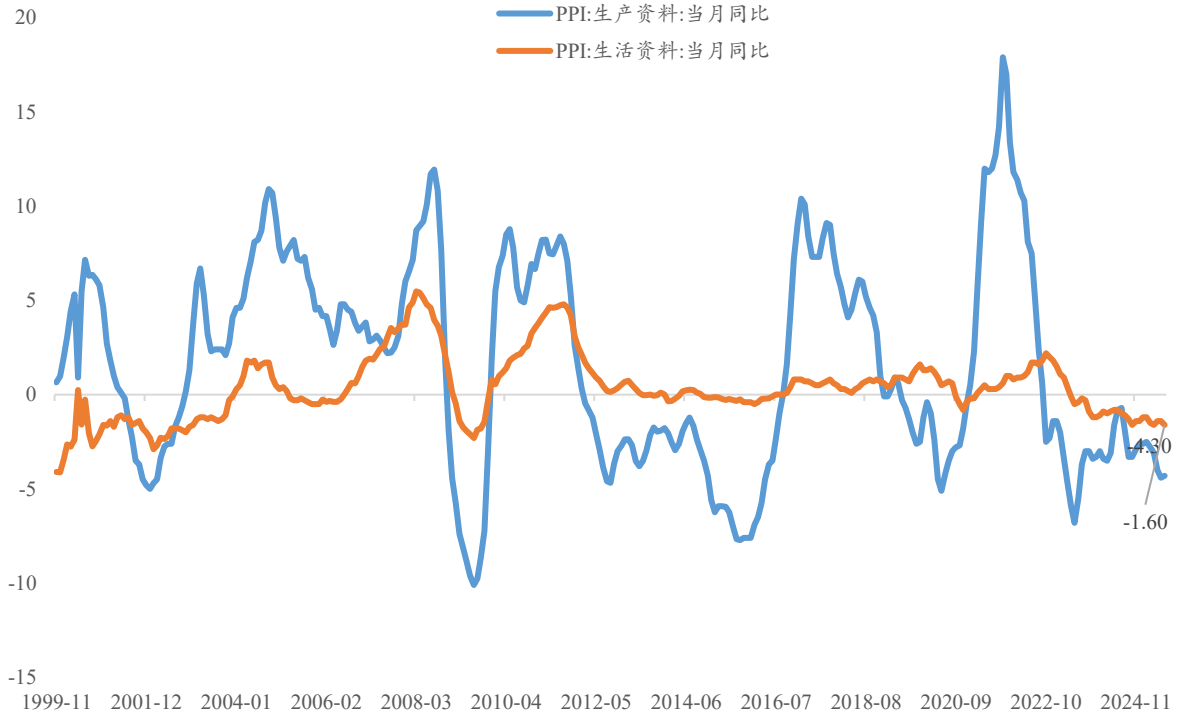
7月CPI回升PPI弱于预期

- 7月CPI同比0%，预期-0.1%，前值0.1%；核心CPI同比0.8%，前值0.7%；PPI同比-3.6%，预期-3.4%，前值-3.6%。**PPI低于预期**，同比走平、环比降幅收窄但仍弱于季节性，与PMI出厂价格、原材料购进价格走势背离，**可能与统计时点错位、价格传导时滞等因素有关**，往后看，随着“反内卷”的价格支撑效应进一步显现，8月PPI跌幅大概率有所收窄，但出口链价格走低、地产走弱、基建实物工作量不足等需求端制约仍在，预计年内PPI大概率难以趋势性转正。CPI环比0.4%，基本持平于21-24年同期均值0.38%，符合季节性。**拆分来看，CPI环比主要受服务与工业消费品支撑，而食品为拖累项。**暑期出行需求推动服务分项环比涨0.6%，工业消费品环比0.5%，拉动CPI环比涨约0.17%。食品表现弱于季节性，下跌0.2%，明显弱于季节性均值0.7%。

CPI分项同比变化



PPI分项同比变化

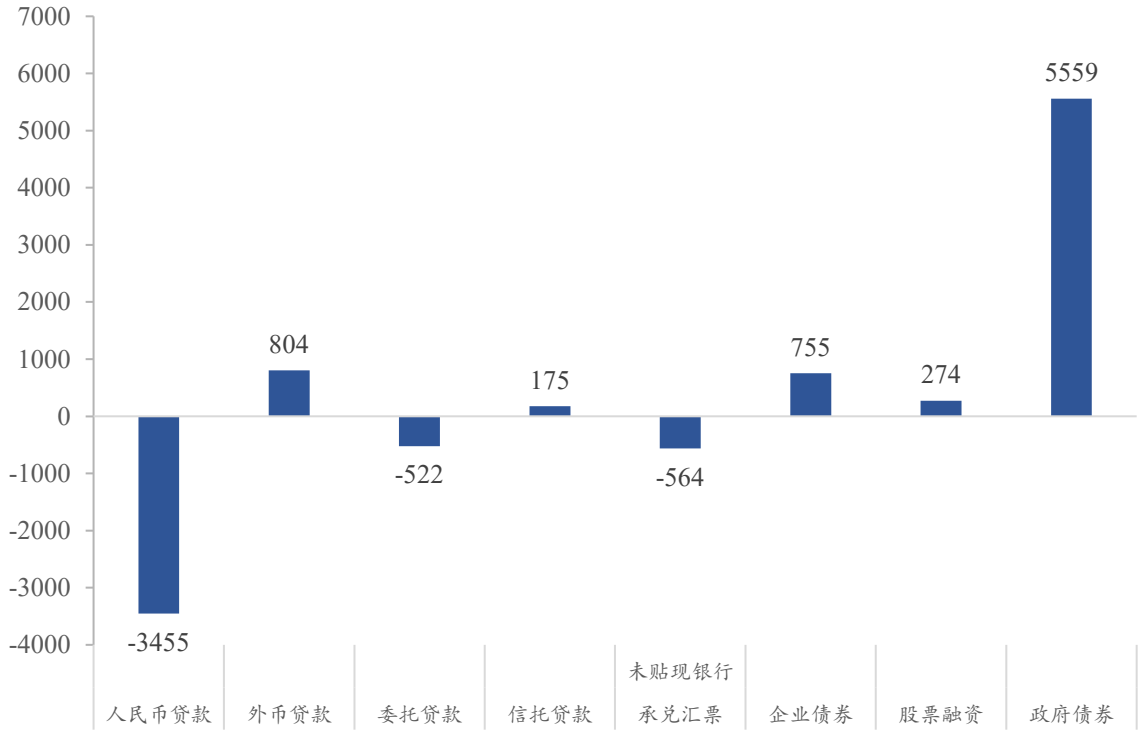


数据来源：Wind 广发期货研究所

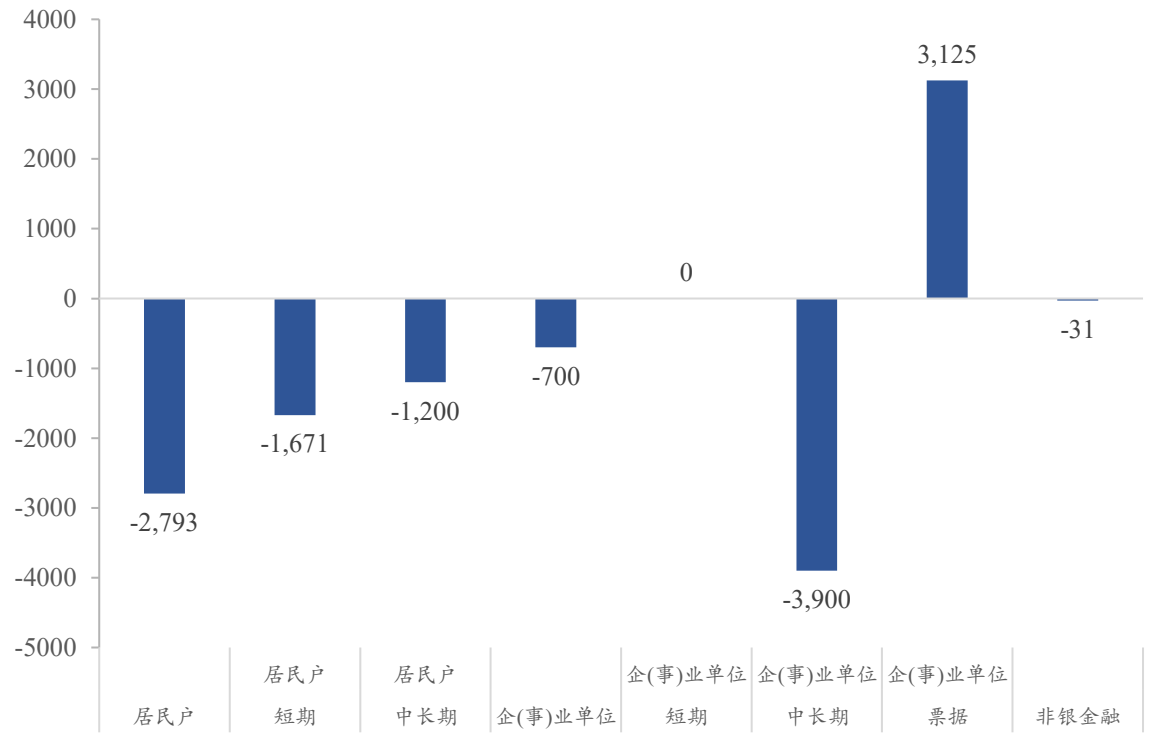
7月信贷同比走弱，M1增速抬升

- 7月份社融结构分化较大，新增政府债规模达到12440亿元，同比多增5559亿元，继续成为新增社融的重要拉动分项，不过，从基数效应来看，2024年8月政府债开始进入发行密集期，预期未来的8-9月新增政府债或成为社融的拖累分项。除此以外企业债券同比也录得正增，或得益于科创债新规。但是新增贷款同比负增3455亿元，对比金融口径与实际经济口径的新增信贷数据，二者差值再度扩大至3763亿元，反映新增金融机构贷款的占比较高，同时信贷结构也表现不佳，居民加杠杆意愿弱，短贷、中长贷均同比少增，可能与618后消费贷还款与提前偿还房贷有关，企业贷款贡献主要来自票据，中长期贷款同比少增3900亿元，指向实体企业信贷需求仍未恢复。从存款来看，M1同比增长5.6%，较上月提升，可能和2024年的禁止手工补息造成的低基数有关，7月居民部门新增存款减少1.1万亿，而非银机构存款增加2.1万亿，指向部分资金可能从居民存款流出，转向基金、资管等非银行金融机构，可能成为权益及债市的增量资金。
- 综合来看，7月信贷数据仍反映实体融资需求修复偏慢。

新增社融分项同比变化值（亿元）



新增人民币贷款分项同比变化值（亿元）

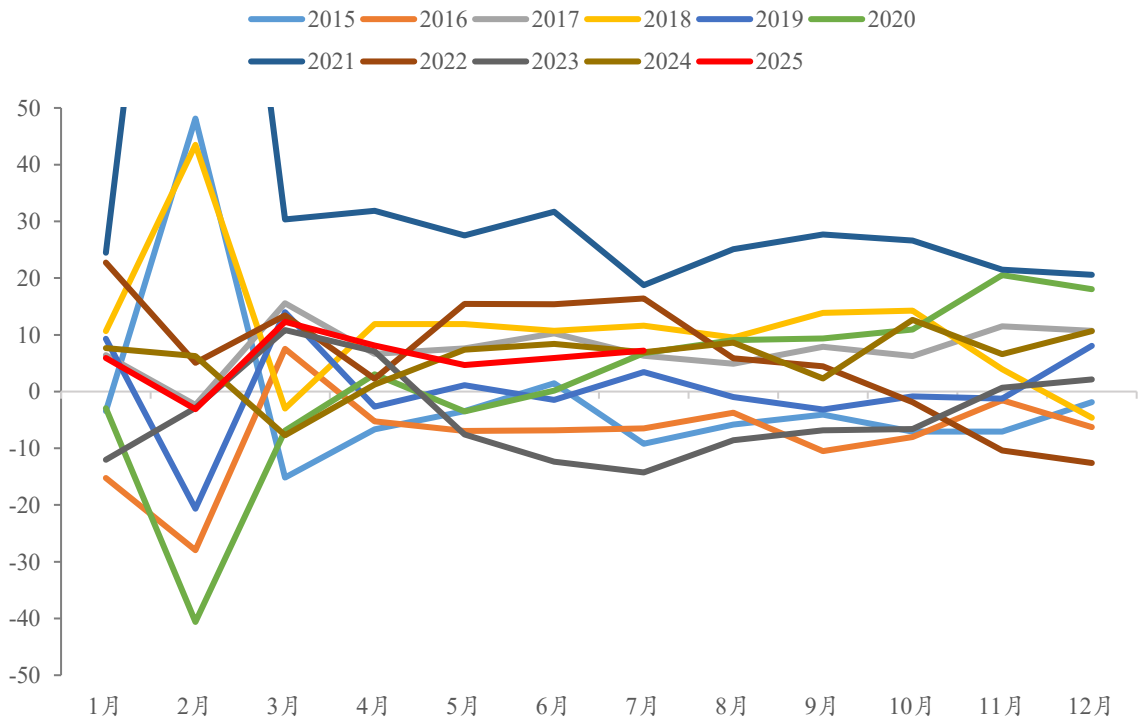


数据来源：Wind 广发期货研究所

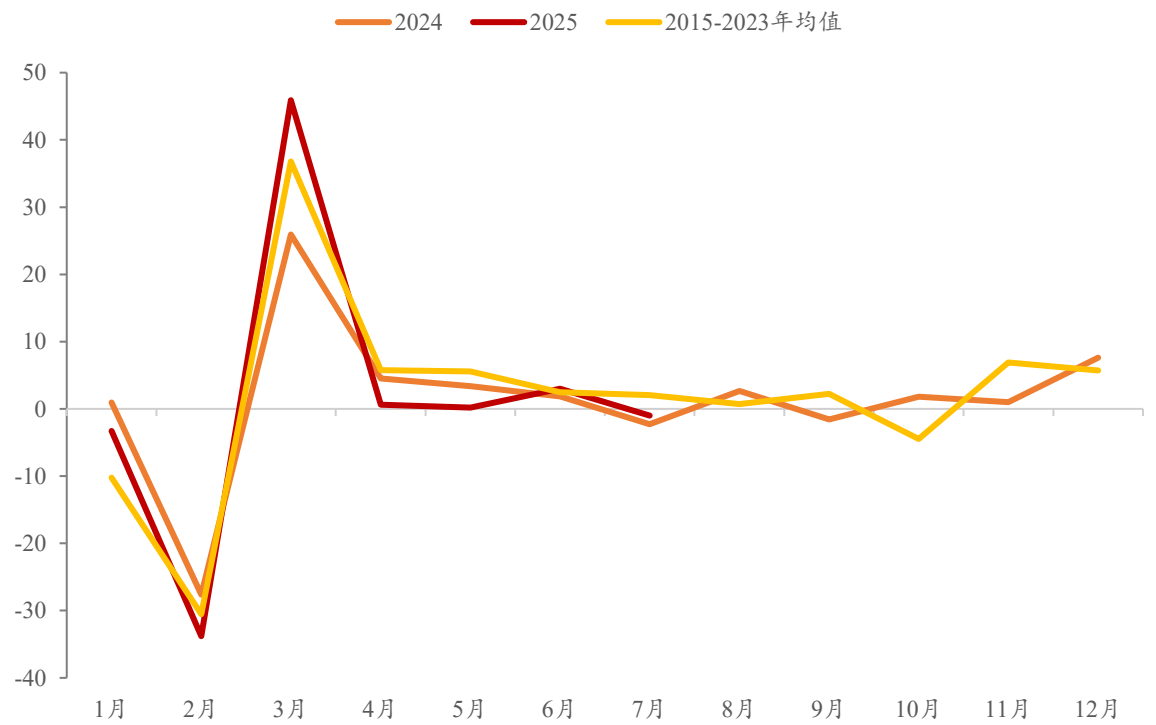
7月出口增速韧性延续

- 7月出口同比增长7.2%，高于市场预期的5.79%，前月5.9%；出口环比增速回落，位于-1%，高于2024年同期增速，低于2015年-2023年均值。

出口同比季节性



出口环比增速

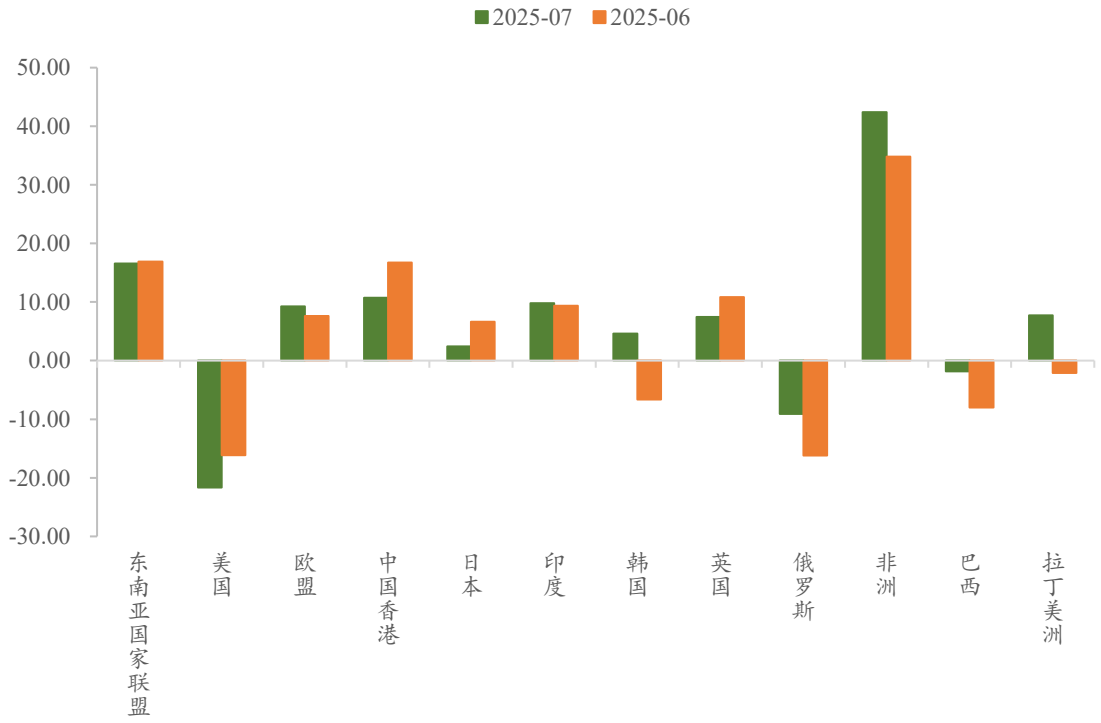


数据来源：Wind 广发期货研究所

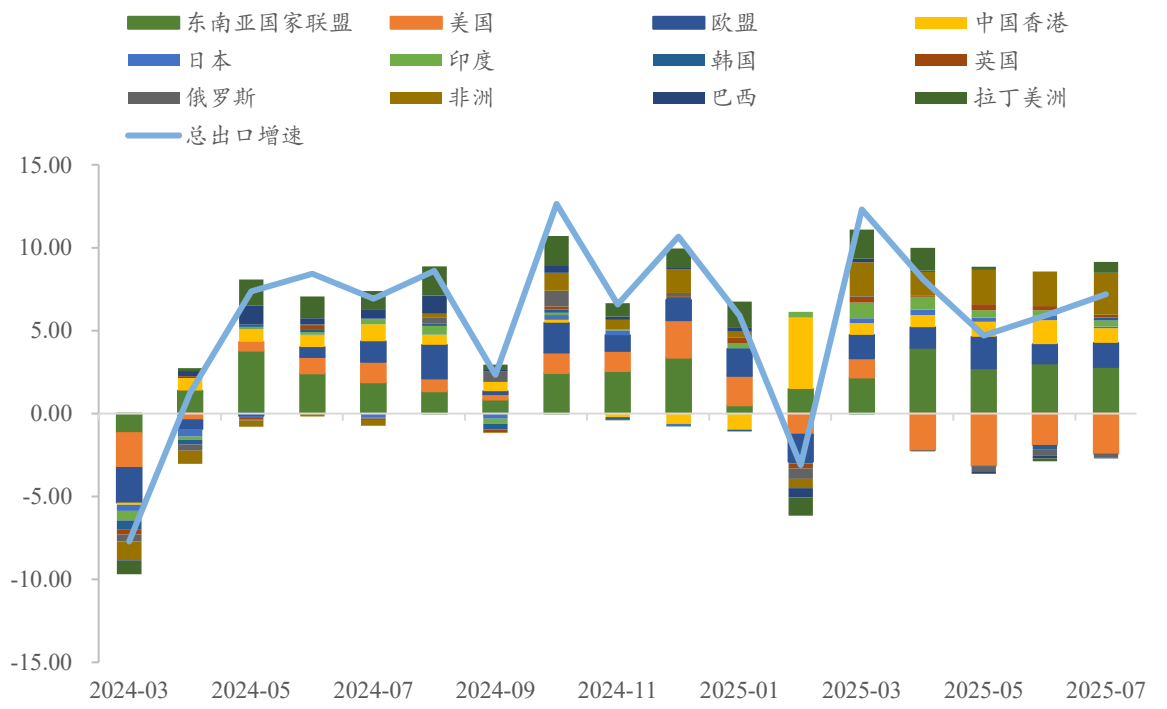
7月出口增速韧性延续

- 分国别和地区来看，欧盟、东盟和其他新兴市场是主要拉动，其中同比变化来看，对东盟、日本、英国的出口同比小幅放缓，对其他国家同比多数走高，或指向出口品竞争力较强，外需有韧性并不仅是东南亚转口拉动。对美出口继续放缓，同比为-21.6%。中美在瑞典斯德哥尔摩经贸会谈达成共识，双方将继续推动延长10%对等关税90天。接下来三个月，对美出口税率仍维持在40%+的水平，关税预期逐渐平稳，对美出口可能进入一个新的平衡阶段。
- 外围国家来看，7月韩国、越南出口均有回升，可能包含对8月1日美国关税不确定的抢出口应对。

对各国家/地区出口同比



对各国/地区出口对总出口同比拉动

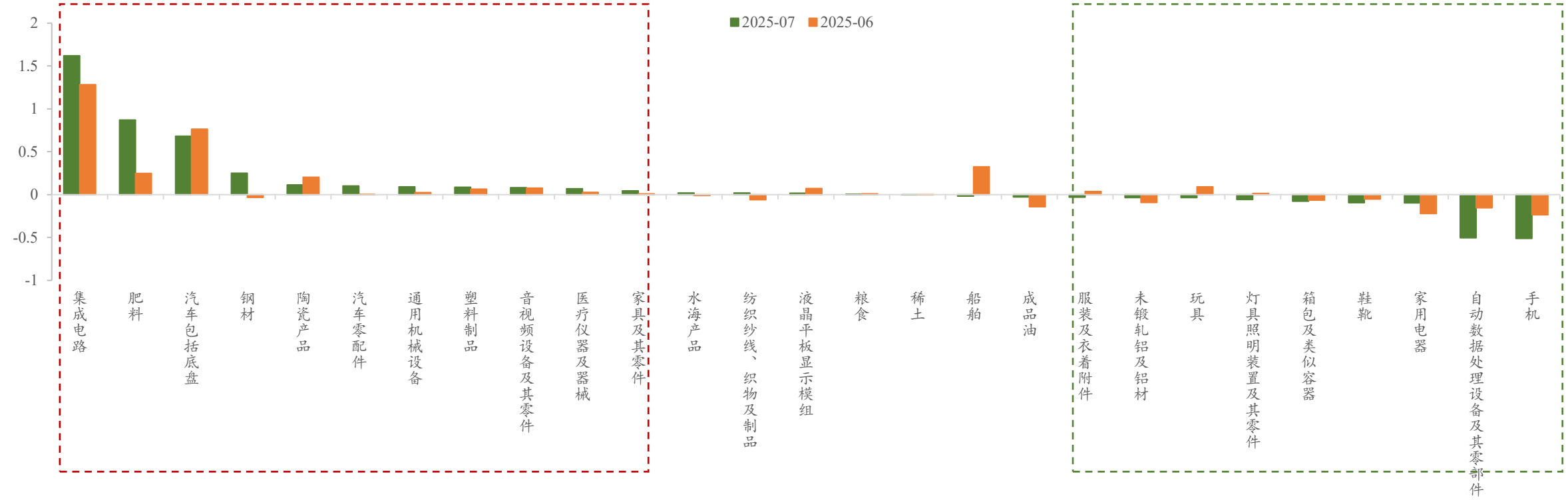


数据来源：Wind 广发期货研究所

7月出口增速韧性延续

- 分产品来看，从出口产品来看，钢材、肥料、成品油以及铝材出口增速明显反弹，对整体出口的拉动抬升。汽车、集成电路保持了较高的增速，同比分别为18.6%和29.2%，体现了产品需求的粘性高。而劳动密集型产品纺织、箱包、服装、玩具等增速均在低位，美元疲软带动人民币小幅被动升值，可能拖累了劳动密集型行业，机电产品和高新技术产品分别放缓0.6%、3.2%至8.1%、4.3%。
- **往后看出口韧性仍存，需要关注美国新一轮关税对全球贸易的冲击。**8月7日起美国对全球的平均关税税率进一步抬升，新增的40%转运关税可能冲击转口贸易，而且美国针对从俄罗斯进口石油的国家征收二次关税，对印度征收额外25%关税已落地，是否可能扩大到其他经济体，仍存不确定性，我国出口回落的可能性加大。不过中国出口商品的优势有望延续，出口失速的风险较低，三季度在基数效应下出口同比增速有望维持正增长，11-12月面临抢出口的高基数同比可能短暂回落。

分行业出口同比对总出口增速拉动

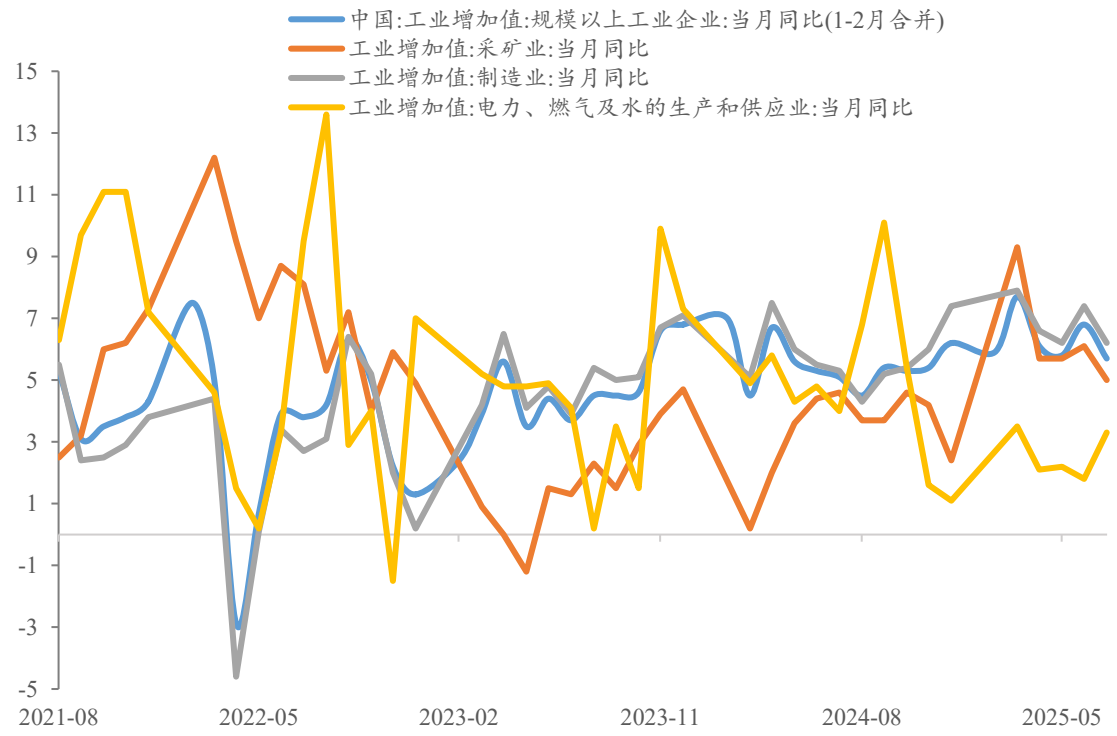


数据来源：Wind 广发期货研究所

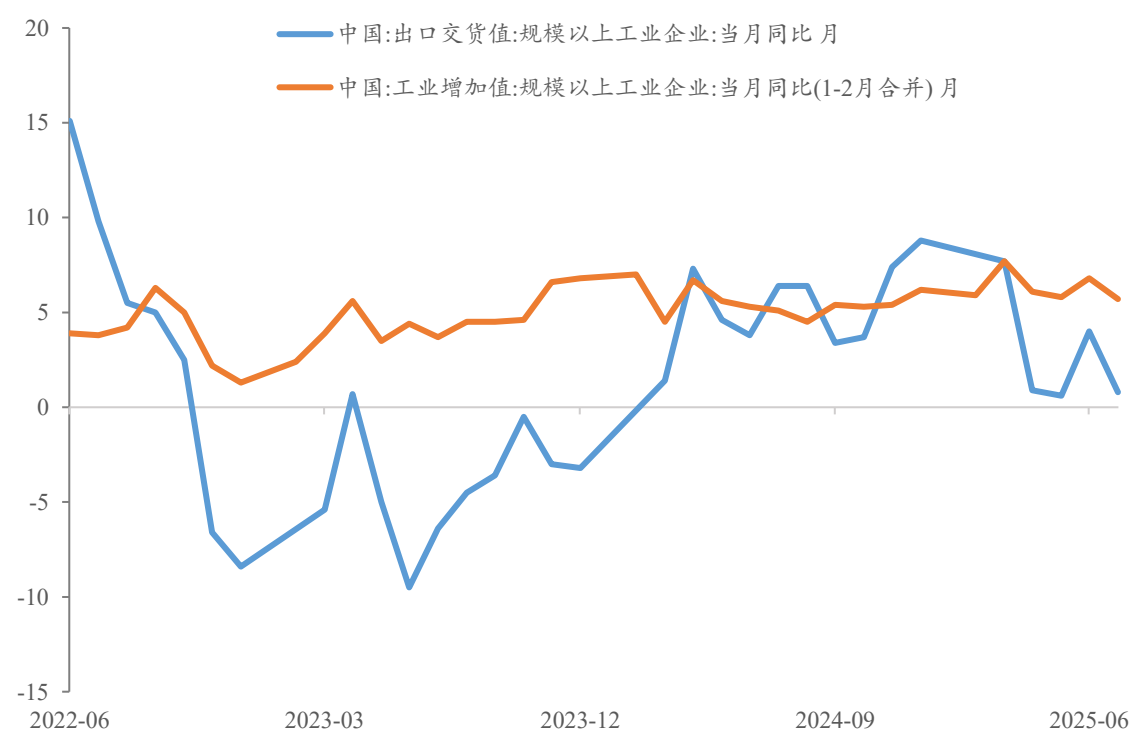
7月工业增加值回落

- 7月工业增加值同比5.7%，较前月变化-1.1%。出口交货值同比增长0.8%，较前月的4%明显回落，或带动工业增加值增速下滑。

工业增加值、采矿业、制造业、电力热力生产业增速（%）



工业部增加值和出口交货值增速（%）

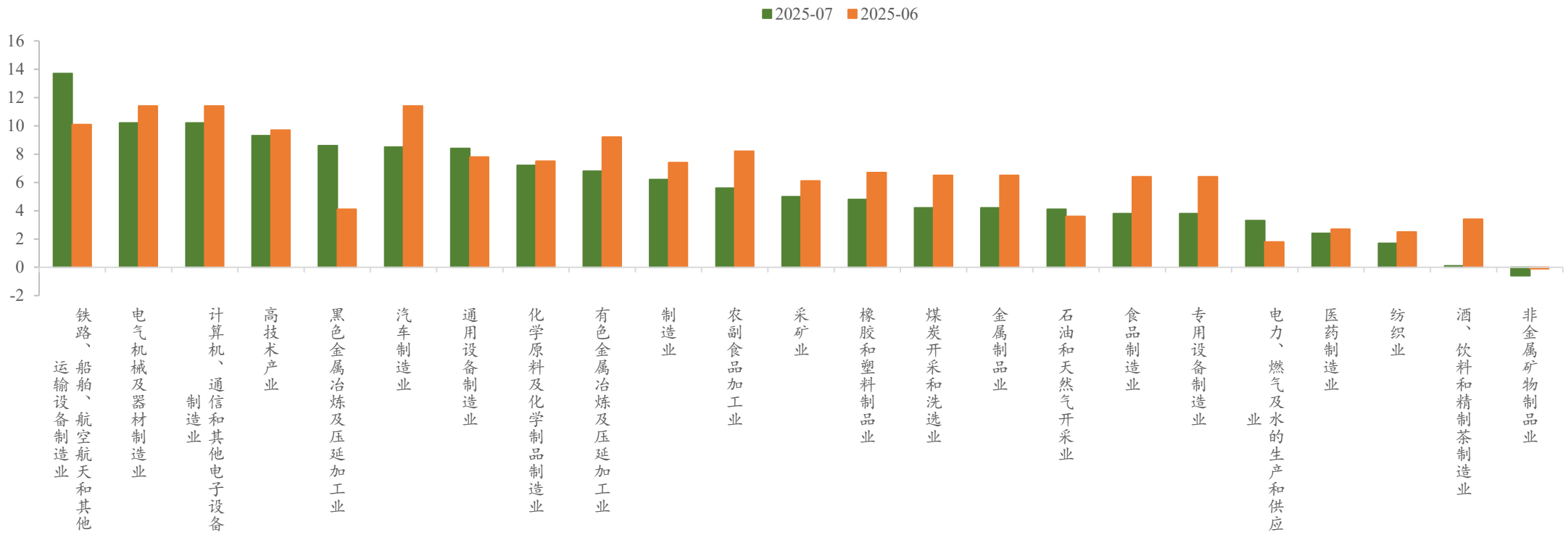


数据来源：Wind 广发期货研究所

7月工业增加值回落

- 分行业来看，制造业中还是铁路、船舶航空等运输设备、计算机通信、电气机械及器材制造、汽车等产业工业增加值增速绝对值较高。边际变化上来看，黑色金属冶炼压延加工、电力燃气及水的生产供应业、铁路传播航空运输设备制造业回升最多，可能与反内卷带动商品价格上涨助推钢材高炉开工回升以及夏季用电高峰有关。
- 从产品产量来看，“反内卷”相关行业产量较为分化，太阳能电池产量增速有所下降；汽车、水泥等领域变化不大；粗钢、钢材产量增速均略高于前值。整体来看，工业企业产销率有所上行初步显示出“反内卷”改善供需关系的效果。

分行业规模以上工业增加值同比增速（%）

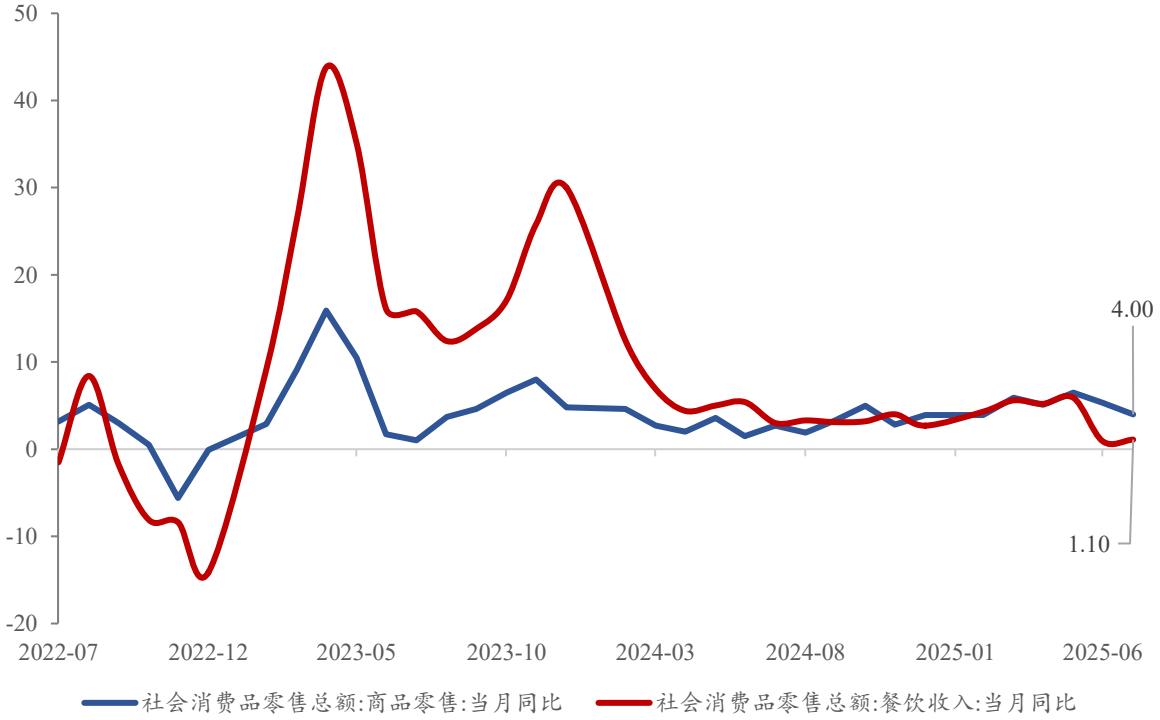


数据来源：Wind 广发期货研究所

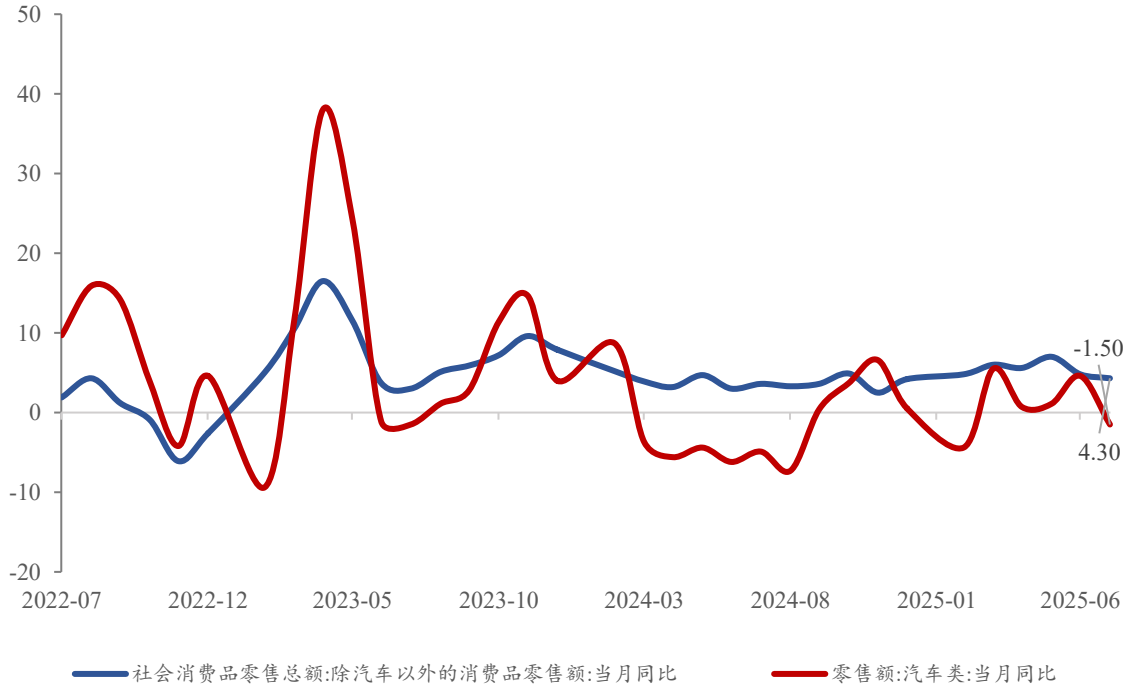
7月消费边际回落

- 7月社零同比3.7%，低于前值的4.8%，环比季调为-0.14%。
- 餐饮收入增速下滑，拖累社零增速。7月餐饮收入同比增速1.1%，较6月的0.9%略有回升，但是仍在低位。
- 汽车销售7月同比-1.5%，同比较上月回落6.1%，可能和反内卷约束以价换量的低价竞争有关。

餐饮收入与商品零售额同比增速（%）



汽车类和除汽车外零售额同比增速(%)

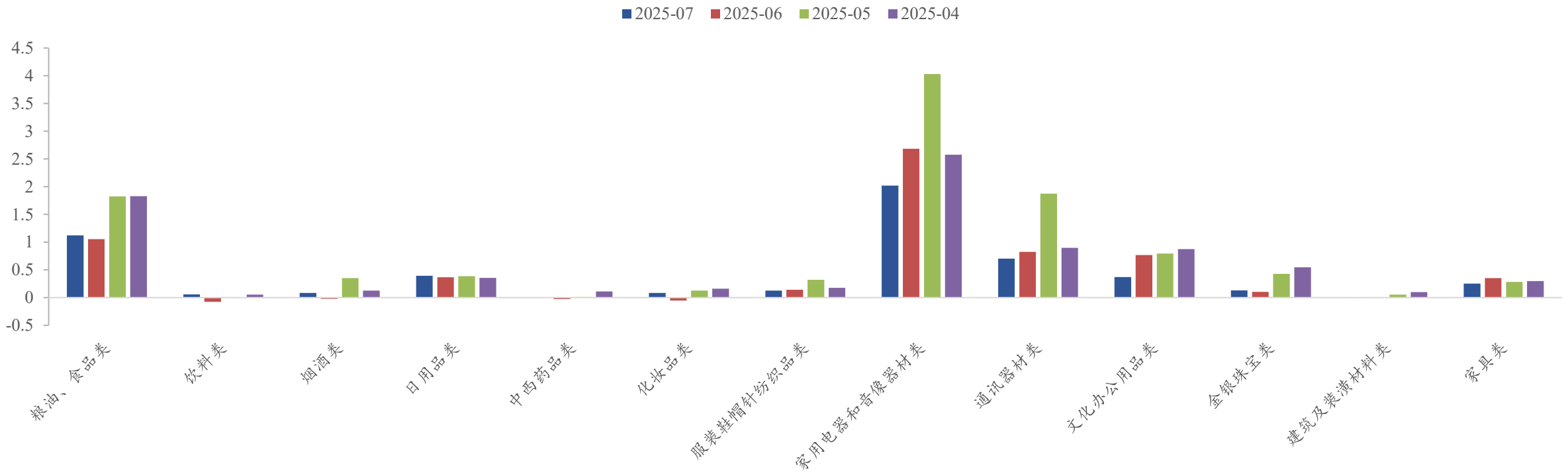


数据来源：Wind 广发期货研究所

7月消费边际回落

- 商品消费方面。“两新”利好的家电和通讯器材，绝对增速依然在高位，对商品消费起到主要拉动，但较上半年增速有所放缓，和需求刺激边际效应递减以及国补资金余额降低有关。日用品和金银珠宝增速有小幅加快。

分类型商品零售额同比对限额以上商品零售增速的拉动(%)



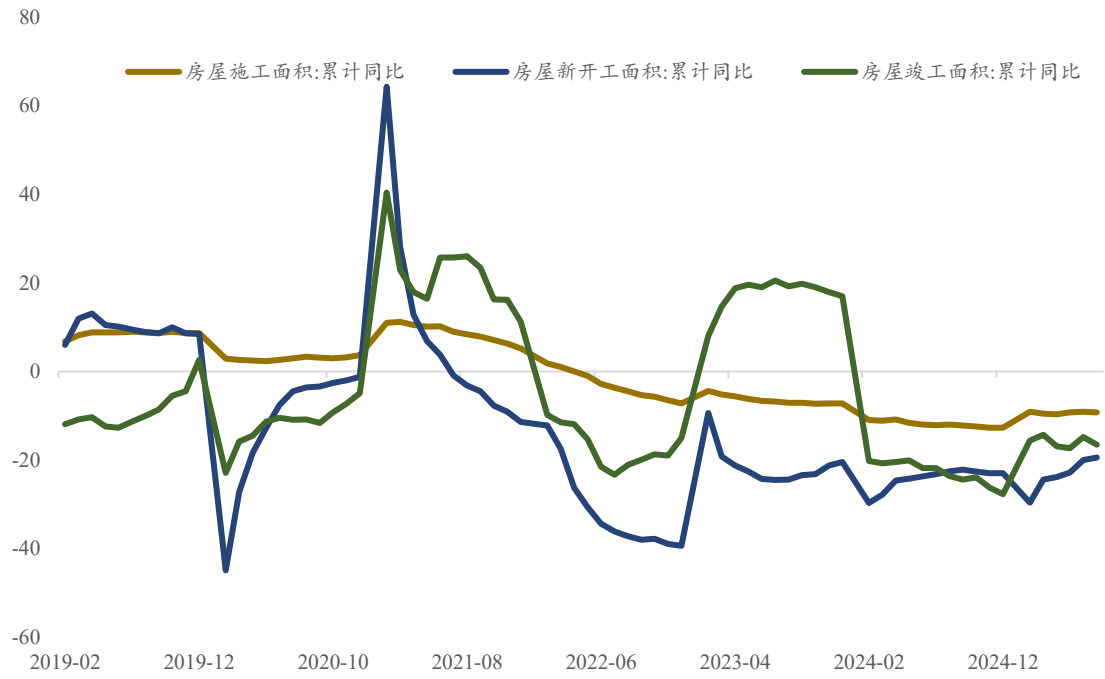
数据来源：Wind 广发期货研究所

7月固定资产投资增速继续放缓

- 7月固定资产投资累计同比1.6%，低于前值的2.8%，制造业、基建、地产投资单月均下滑明显。制造业可能受到基数抬升、设备更新资金增量驱动放缓以及重点行业“反内卷”影响，投资增速有所回落；基建回落，可能一方面受到高温多雨天气扰动，另一方面中央投资主导的水利投资、地方投资为主的公路、公共设施管理投资数据均边际下滑，可能指向相关项目启动有所滞后；地产领域数据在继续放缓的过程中，销售、新开工、施工、投资、资金到位均有不同程度下行，需要新一轮政策推动止跌回稳。
- 7月经济数据显示，消费、地方投资、地产均呈现回落，带动总量数据再放缓。新一轮接续性的内需刺激政策出台，近期主要集中在服务类消费领域，包括对居民个人消费贷款、服务业经营主体贷款进行贴息，预计将对消费逐步产生积极支撑；此外地方投资和地产托底政策的落地也很关键，三四季度需要扩大有效投资。

主要行业投资同比增速（%）

房地产开工、竣工同比增速（%）

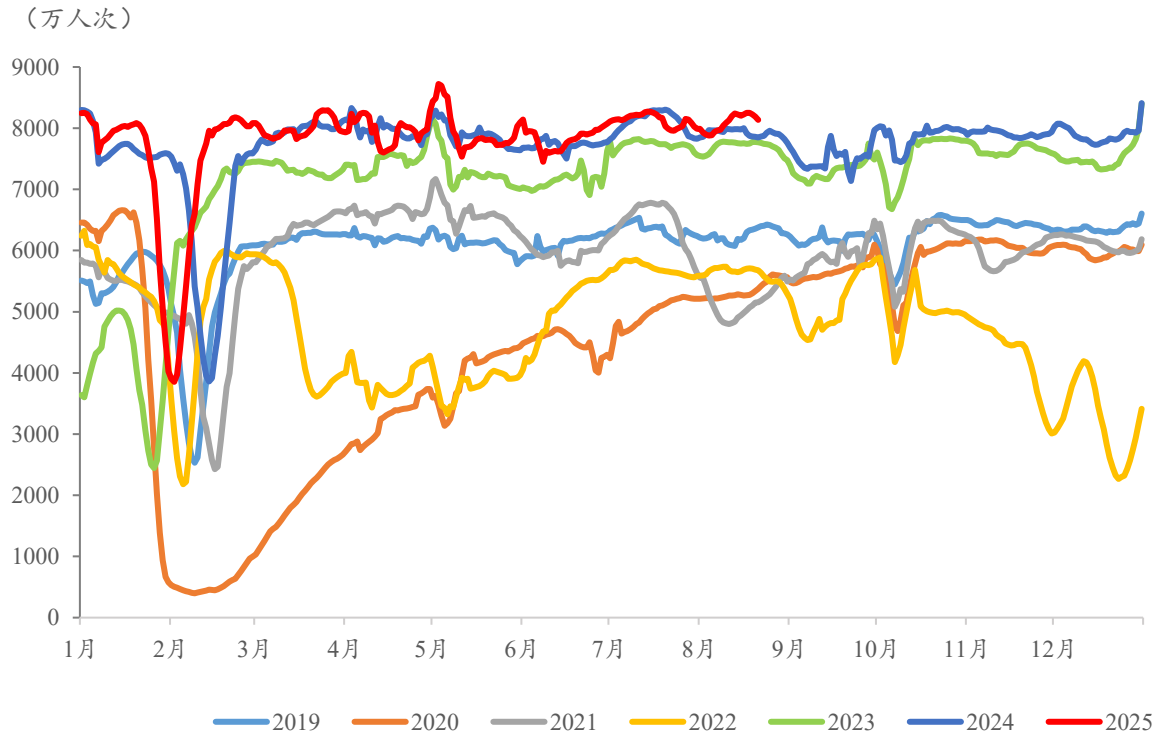


数据来源：Wind 广发期货研究所

消费高频数据：地产销售同比再度转弱，汽车销售具有一定韧性

- 地铁客运和执行航班数据为居民生活半径和出行指标，与消费和服务业活动存在关联，目前地铁客运量同比增速略有回落，航班数同比小幅正增，居民出行处于历史偏高位。
- 截至目前，8月主要城市地铁客运量日均环比增速-0.55%，同比增速2.24%，当前绝对值处在历史高位。
- 截至目前，8月国内执行航班数日均14741架次，环比增速1.89%，同比增速1.36%，较上月同环比增速略有回落，当前绝对值处在历史高位。

主要城市地铁客运量（7日移动平均）



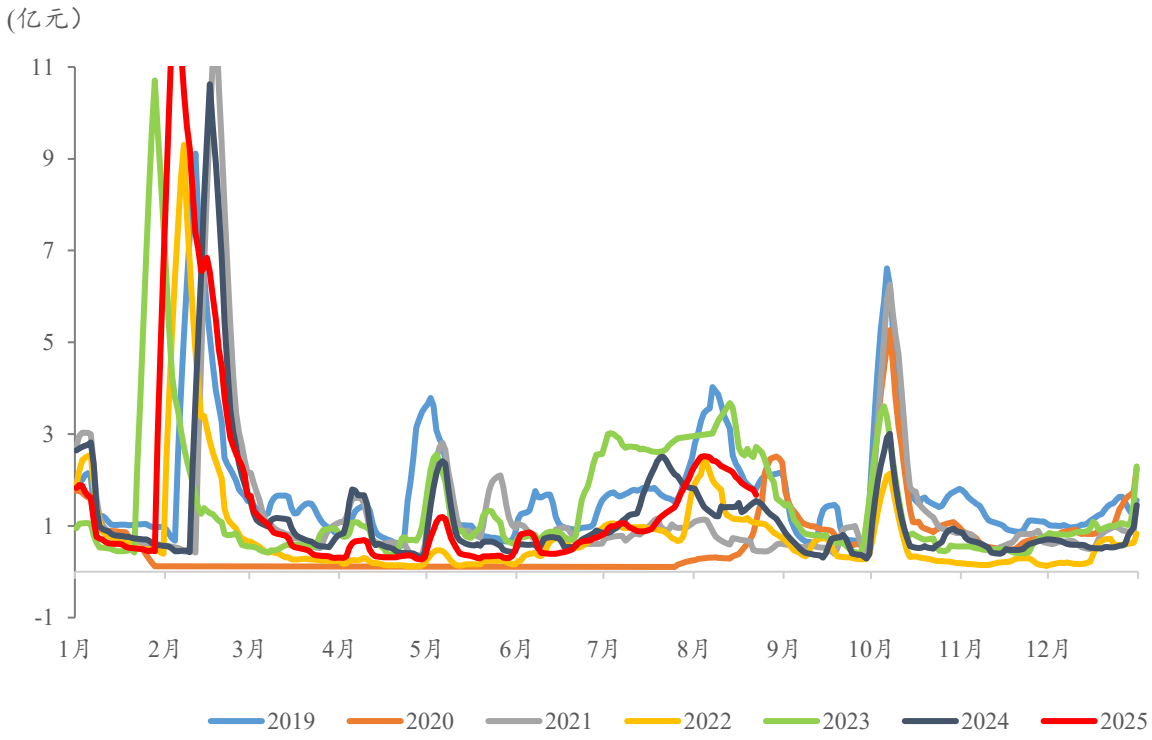
国内执行航班数

数据来源：Wind 广发期货研究所

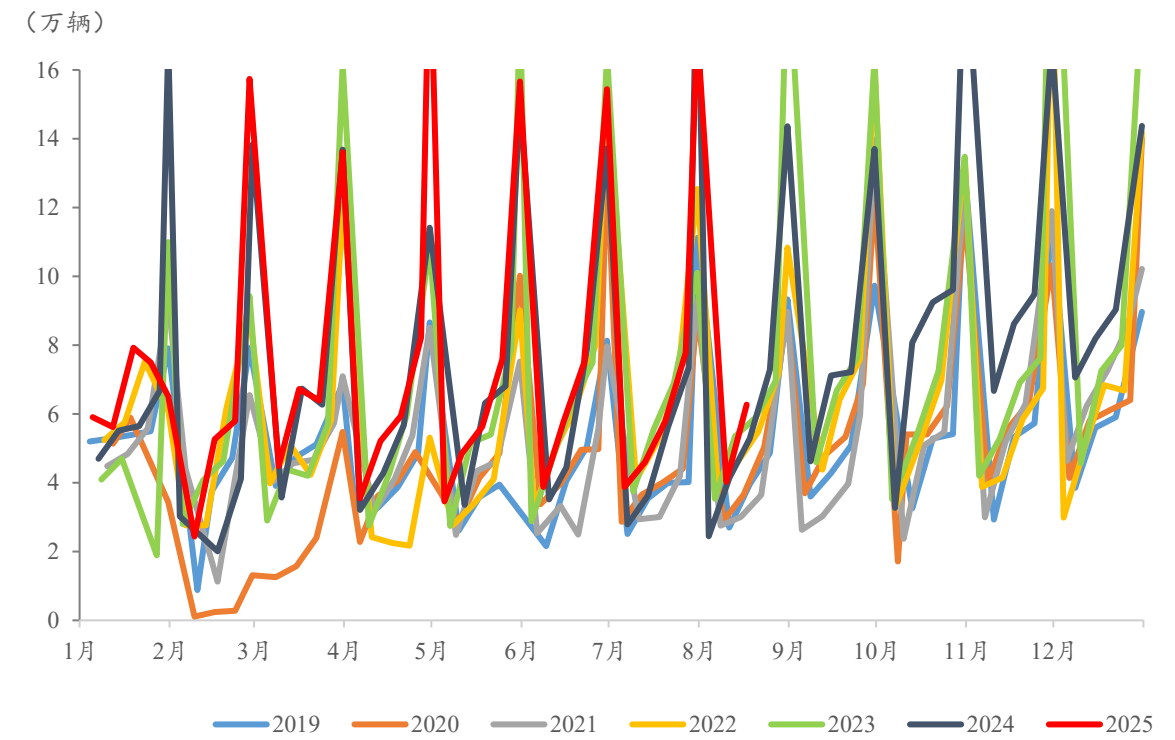
消费高频数据：地产销售同比再度转弱，汽车销售具有一定韧性

- 截至目前，8月电影票房均值20647万元，环比增速57.37%，同比去年同期增速50.27%，环比回落，同比大幅回升，目前绝对值处在历史中性偏高位区间。
- 8月乘用车销量均值5.2万辆，环比增速-15.78%，同比去年同期增速13.34%，同比维持正增长，绝对值处在历史高位，汽车销售量仍然具有韧性。

全国电影票房（7日移动平均）



乘用车销量：厂家零售

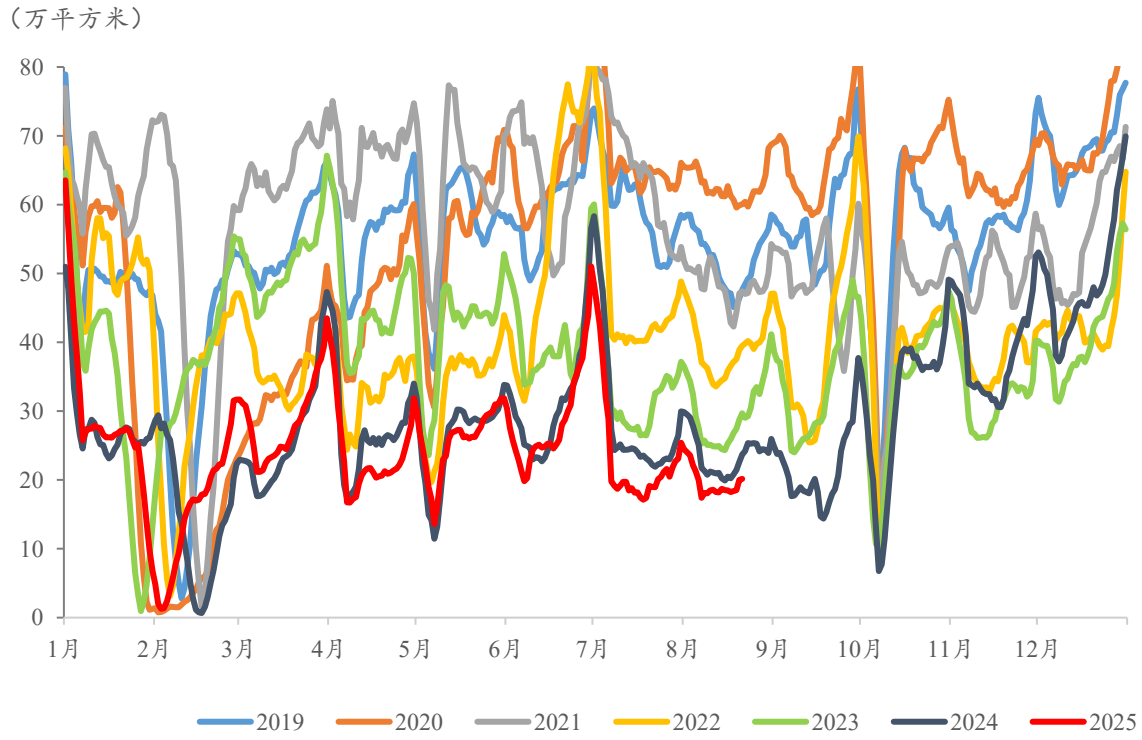


数据来源：Wind 广发期货研究所

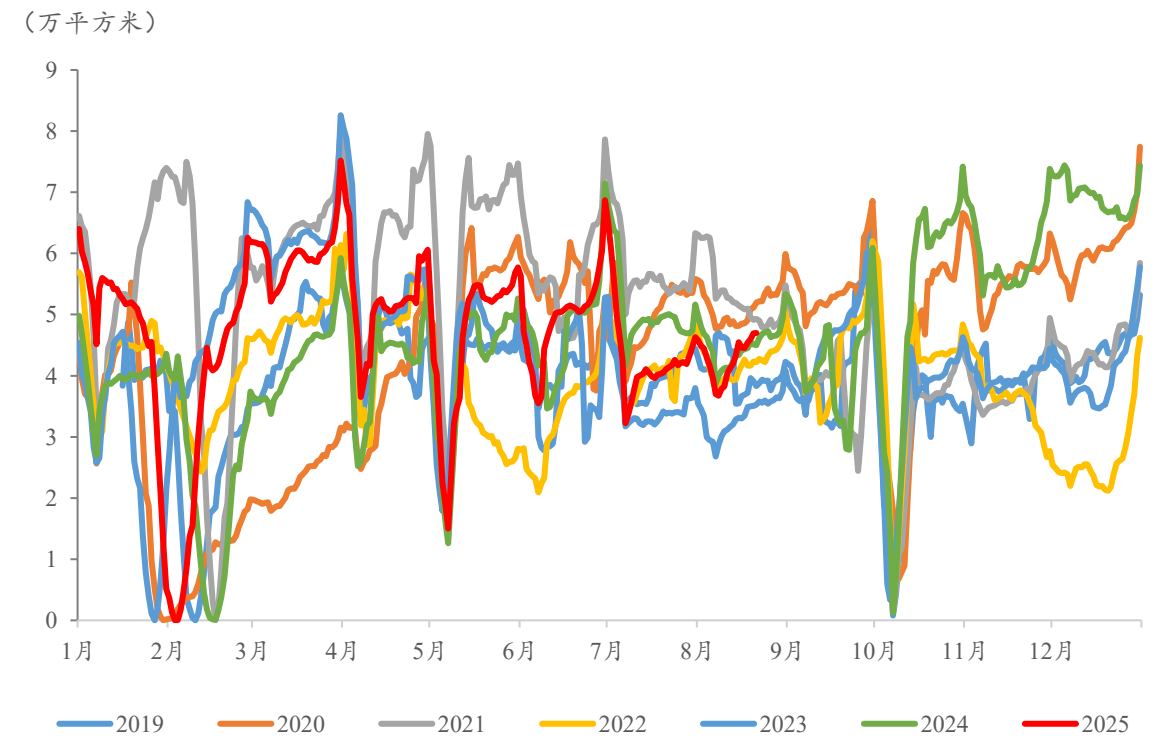
消费高频数据：地产销售同比再度转弱，汽车销售具有一定韧性

- 目前来看8月新房成交同比回落幅度有所加大，一线二手房销售量同比回落。
- 8月30大中商品房成交面积日均值18.76万平方米，环比增速-10.37%，同比去年同期增速-14.24%，同比降幅收窄，整体新房销售增速绝对值处于季节性低位。
- 8月北京二手房销售面积日均4.25万平方，环比增速2.83%，同比去年同期增速0.28%，同环比增速明显回升。后续关注进一步巩固房地产市场稳定的增量政策。

30大中城市商品房成交面积（7日移动平均）



北京二手房成交面积（7日移动平均）

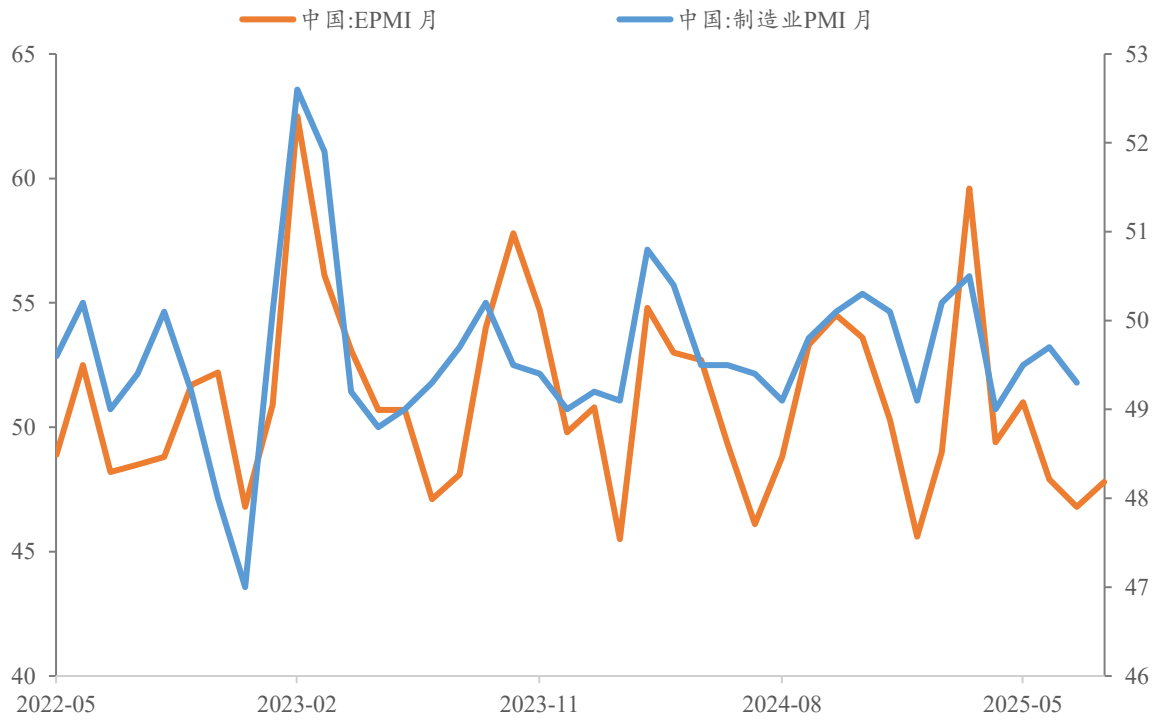


数据来源：Wind 广发期货研究所

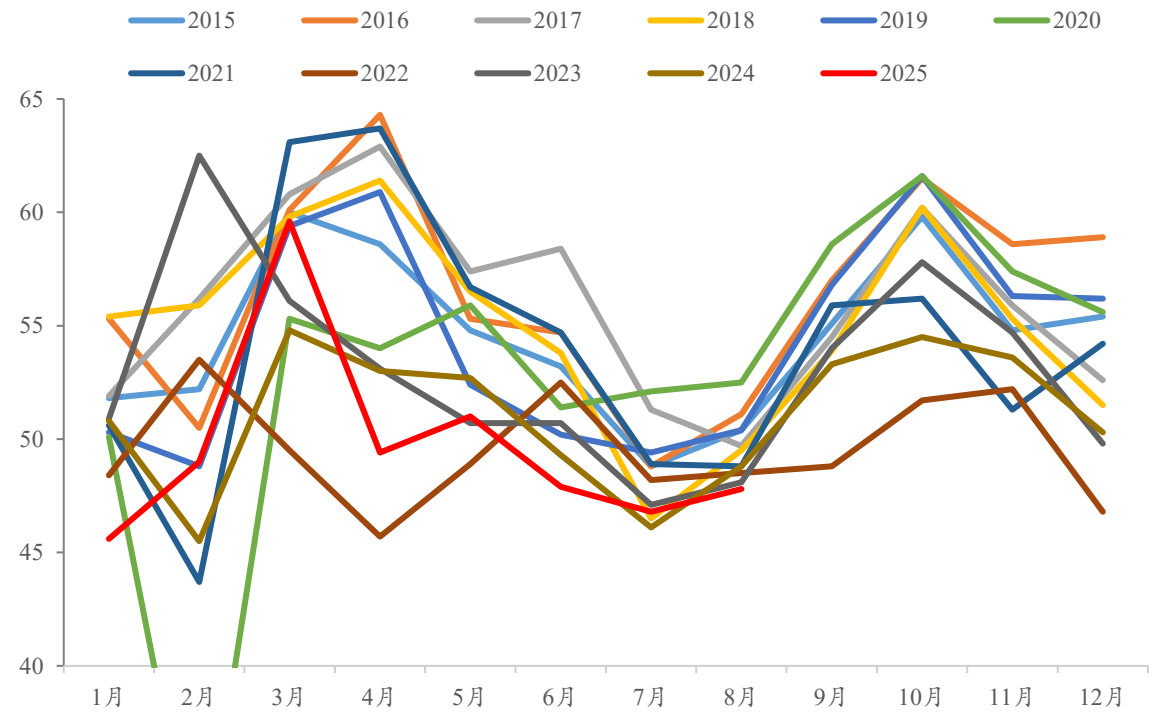
8月EPMI环比小幅上行

- 8月EPMI环比小幅上行1.0%。分项指标看，需求指标略有好转，“反内卷”背景下生产指标收敛，价格指标上行。8月产品订货、出口订货指标环比分别上行2.5%和2.8%，而生产指标环比-0.3%，“反内卷”下部分新兴产业生产收敛或是拖累生产和整体EPMI的主因；8月价格指标上行，8月新产业购进价格、销售价格环比分别上行5.3%和1.5%。

PMI&EPMI边际回落



EPMI季节性

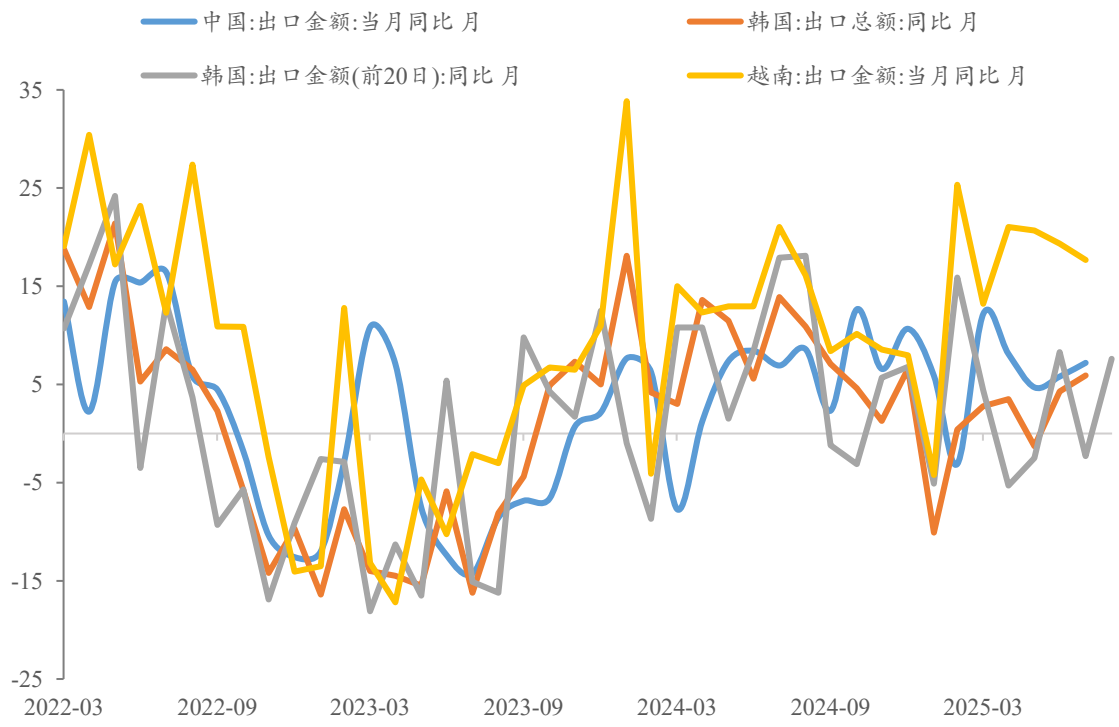


数据来源：Wind 广发期货研究所

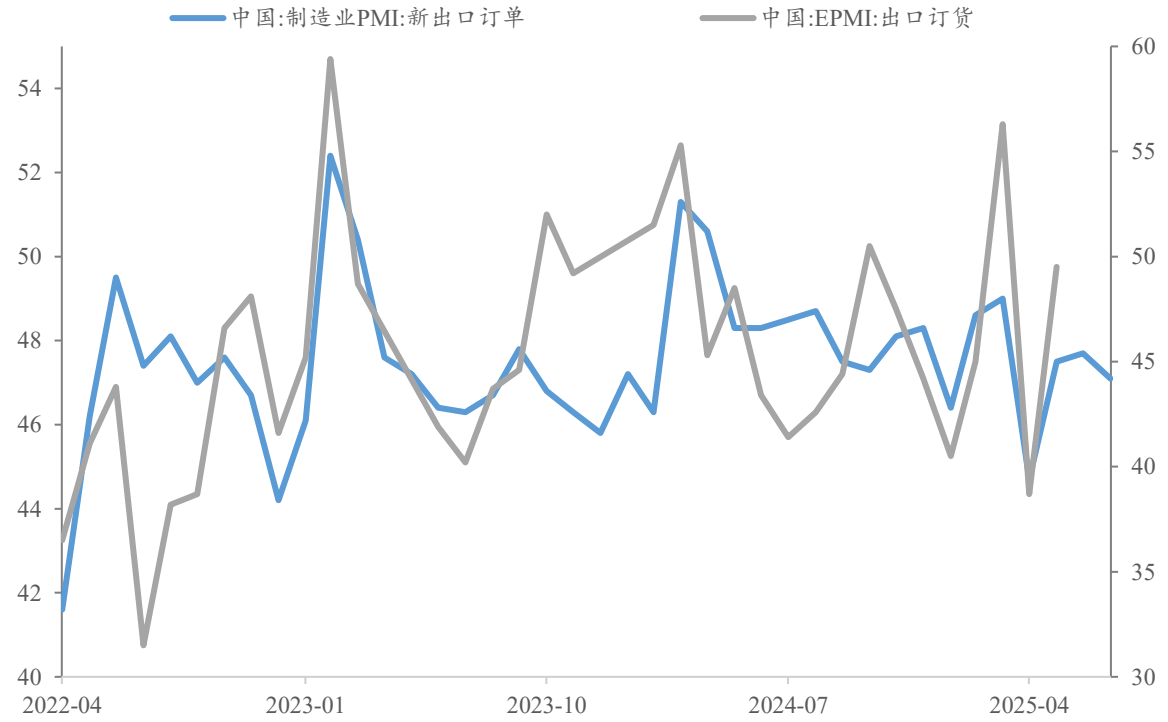
出口高频数据：抢转出口效应下，出口增速回落但具有韧性

- 8月韩国前20日出口同比7.6%，较上月-2.3%回升。
- 7月韩国出口同比5.9%，较上月4.3%回升；

韩国前20日、韩国、越南出口同比



PMI、EPMI出口订单指数

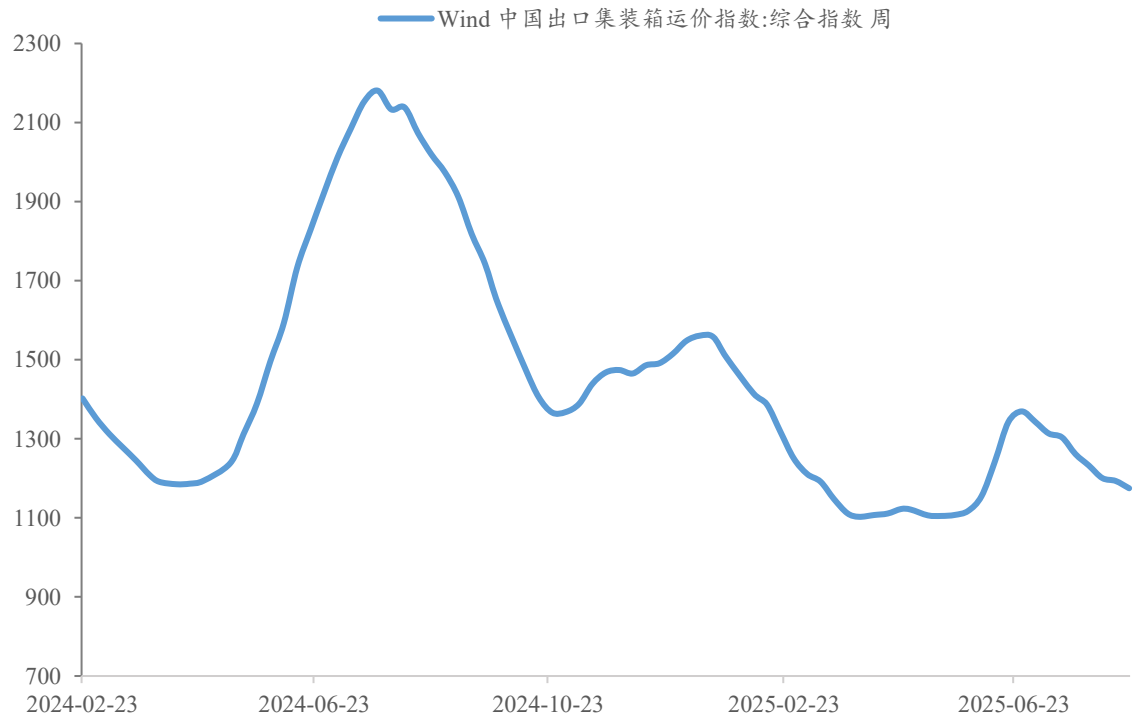


数据来源：Wind 广发期货研究所

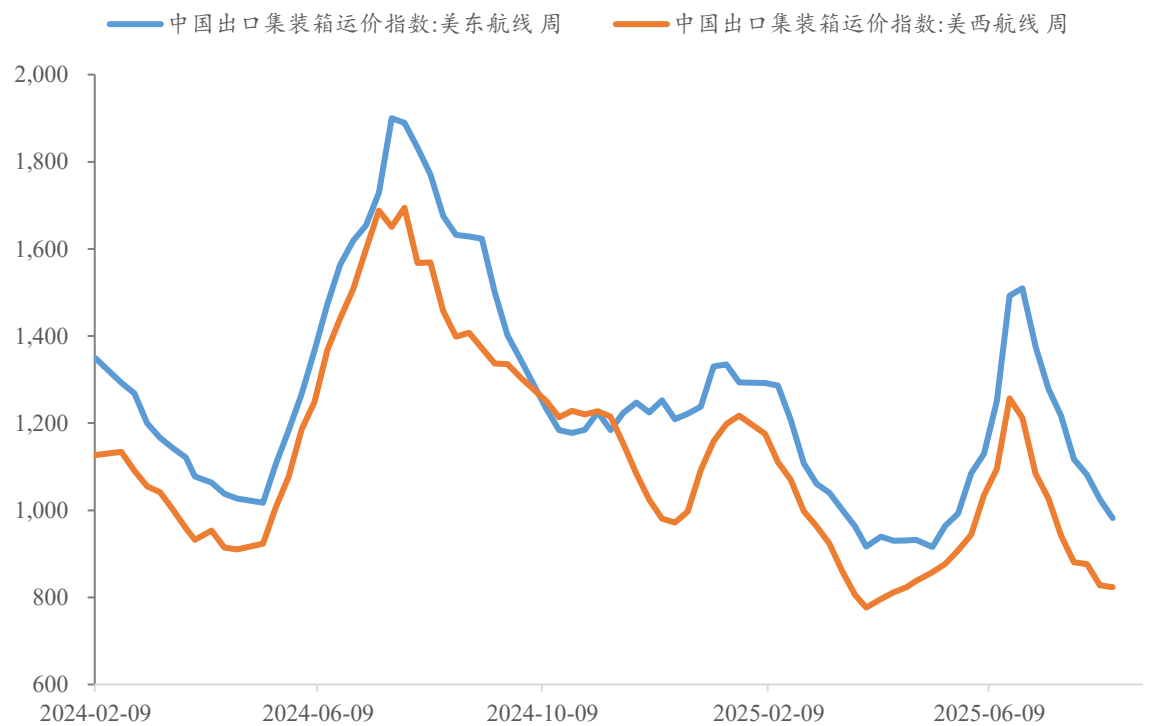
出口高频数据：抢转出口效应下，出口增速回落但具有韧性

- 8月出口集装箱运价指数环比-8.05%较上月2.19%下滑，进入8月运价整体有所下降。
- 8月美西和美东航线集装箱运价指数均值环比-17.45%、-14.34%，整体运价继续降低，印证近几个月对美出口持续负增。

中国出口集装箱运价指数



美西航线&美东航线集装箱运价指数

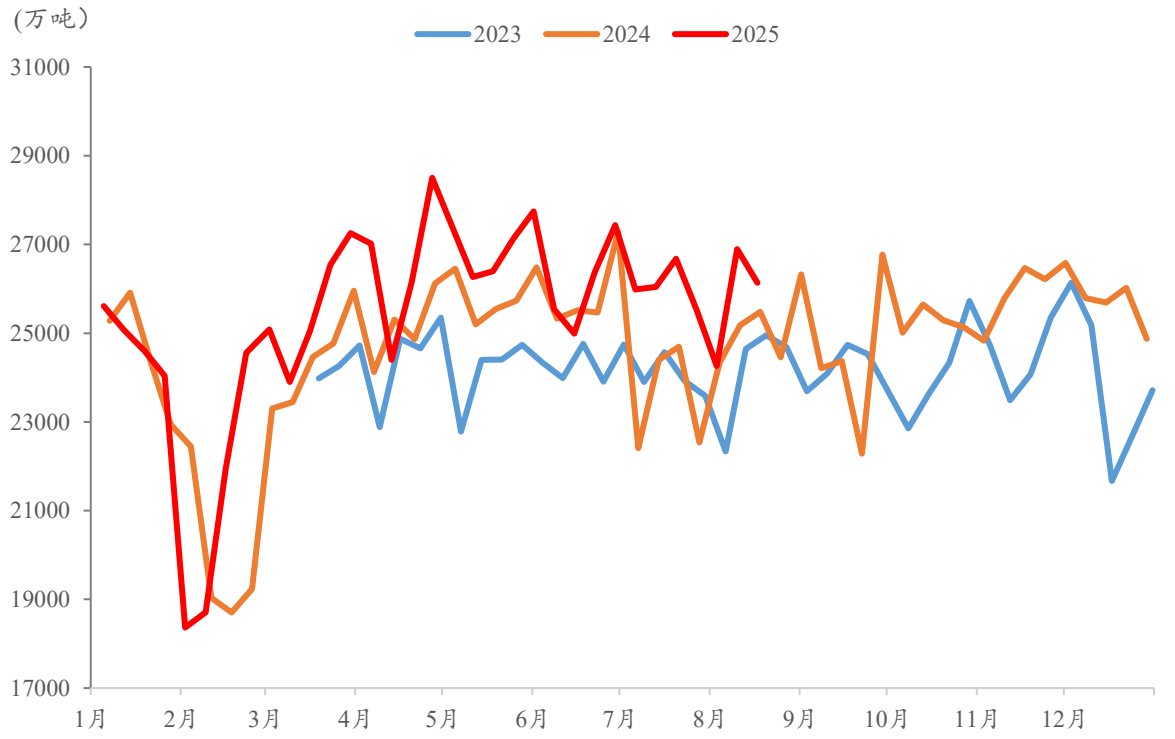


数据来源：Wind 广发期货研究所

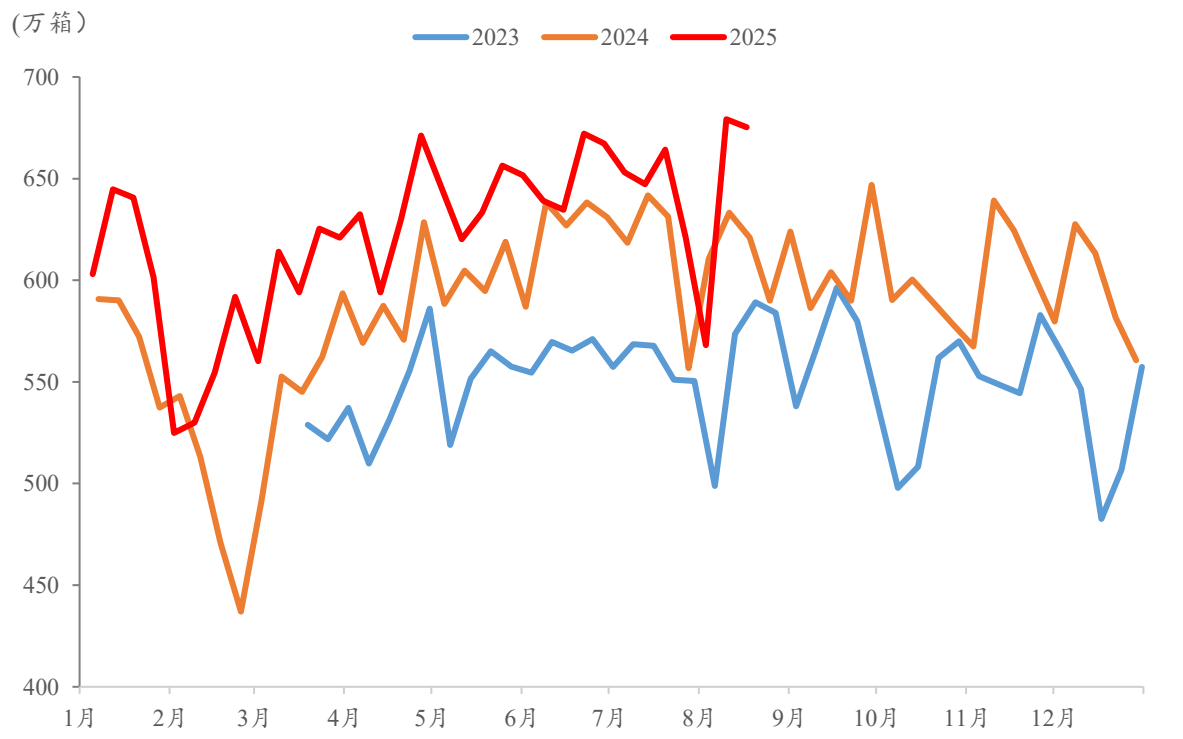
出口高频数据：抢转出口效应下，出口增速回落但具有韧性

- 从港口吞吐量来看，目前8月同比回升。
- 8月货物吞吐量周度均值为25762万吨，同比增长3.62%，较7月增速10.86%回落。
- 8月集装箱吞吐量周度均值640万箱，同比增长4.43%，较7月增速5.6%回落。

中国港口货物吞吐量（万吨）



中国港口集装箱货物吞吐量（万箱）

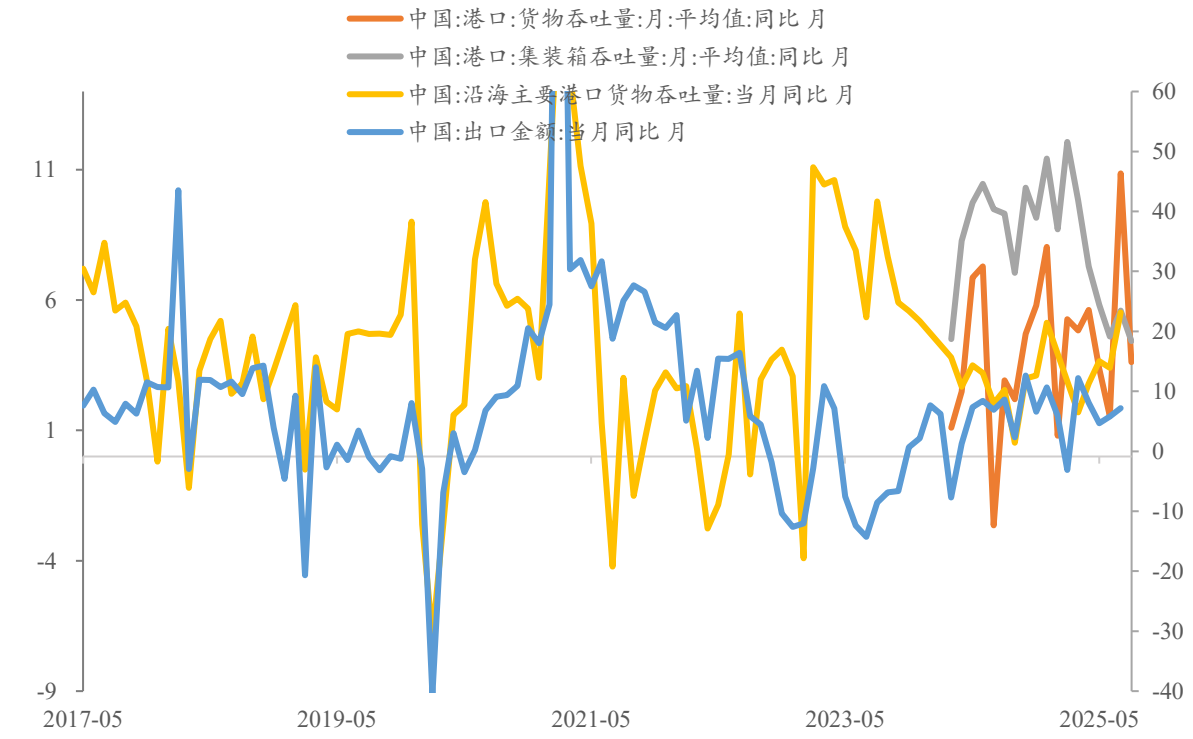


数据来源：Wind 广发期货研究所

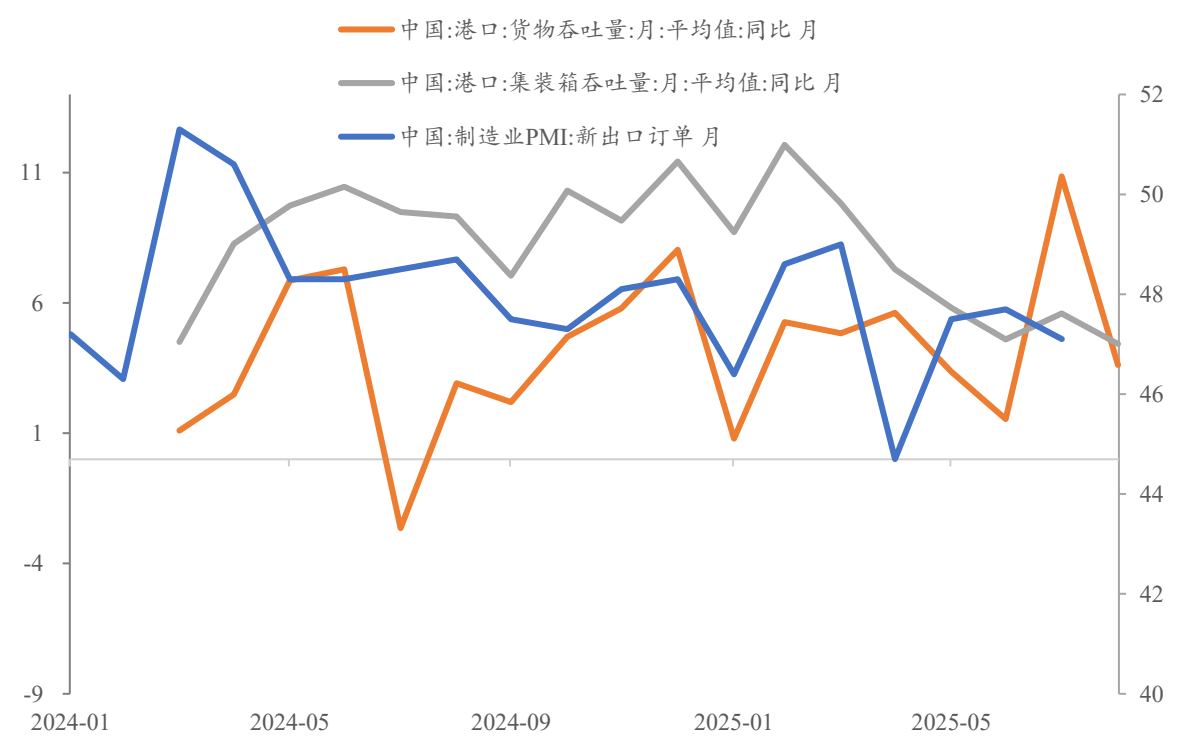
出口高频数据：抢转出口效应下，出口增速回落但具有韧性

- 长周期来看，沿海主要港口货3.62%、 4.43%，从港口货运同比看目前出口增速维持正增长，中国出口品需求具有粘性，产品仍然具有竞争力，24%关税继续延期3个月，预计三季度出口增速失速风险较低。

中国沿海货物吞吐量当月同比与出口同比具有一定同步性



港口货物吞吐量与集装箱吞吐量月均同比



数据来源：Wind 广发期货研究所

政策面跟踪

二季度货币政策执行报告

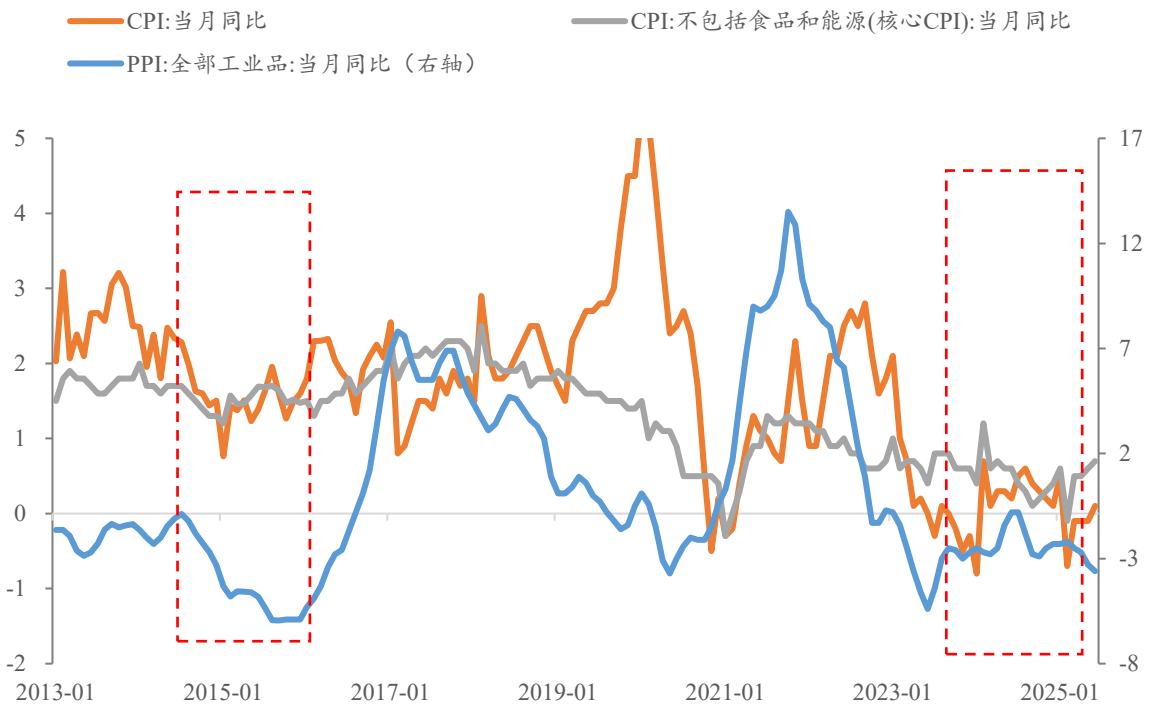
召开时间 主要内容	2025年8月15日 二季度货币政策执行报告	相关解读
经济形势	当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能减弱，贸易壁垒增多，主要经济体经济表现有所分化，我国经济运行依然面临不少风险挑战。同时，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，要保持战略定力，集中力量办好自己的事，推动事关中国式现代化全局的战略任务取得重大突破。	**1、政策基调**，二季度报告强调“保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性”，接下来的货币政策重点在“落实落细”，并持续营造适宜的金融环境。 **2、稳固信贷支持力度。**一季度报告中提及“加大信贷投放力度”，二季度报告则转变为“稳固信贷支持力度”或指向信贷总量重视程度减弱，可能结合流动性工具偏重结构调控。 **3、提及“防范资金空转”。**相比一季度报告，二季度货币政策报告重提“防范资金空转”，或指向当前经济增长压力相对缓和，流动性总量进一步宽松的必要性不强，更多可能转向提高资金使用效率。不过出于降成本和扩内需目的，叠加利率中枢平稳、稳外汇压力不强，当前资金中枢也不太可能出现类似一季度的提升。 **4、通胀方面**，二季度报告提及“一些行业领域存在低价过度竞争，外需也在收缩，加大了经济供需平衡压力”，指明整治低价竞争、促进消费提升等需求端政策的落地，是未来促进物价合理回升的主要政策思路。
工作基调	坚持稳中求进工作总基调……平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，**保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，强化宏观政策取向一致性，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，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**	
货币政策定调	落实落细适度宽松的货币政策。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，**持续营造适宜的金融环境。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。**	
存贷款利率	进一步完善利率调控框架，强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，持续强化利率政策的执行和监督，降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降……强化利率政策执行和监督，**适时开展对金融机构利率政策和自律约定执行情况的现场评估，提升金融机构利率定价能力**……畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转，把握好金融支持实体经济和保持自身健康性的平衡。	
流动性	强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏。密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕。**引导银行稳固信贷支持力度，保持金融总量合理增长**，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长和价格总水平预期目标相匹配，**持续营造适宜的金融环境**。	
结构性工具	发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，用好结构性货币政策工具，加力**支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸**	
支持实体	.着力提升重大战略、重点领域和薄弱环节的融资可得性和金融产品服务供需适配度……发挥科技创新和技术改造再贷款工具牵引带动作用，做好债券市场“科技板”工作……规范和丰富环境权益抵质押等绿色金融产品……持续跟踪金融支持民营和小微企业政策落实效果……开展好金融支持乡村全面振兴专项行动……实施好创业担保贷款、国家助学贷款政策，支持重点群体创业就业和就学……强化养老产业融资支持，丰富养老金融产品体系，推动金融支持消费政策落实落地	
外汇	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。	
房地产	**着力推动保障性住房再贷款等金融政策措施落地见效，**持续巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。	

数据来源：Wind 广发期货研究所

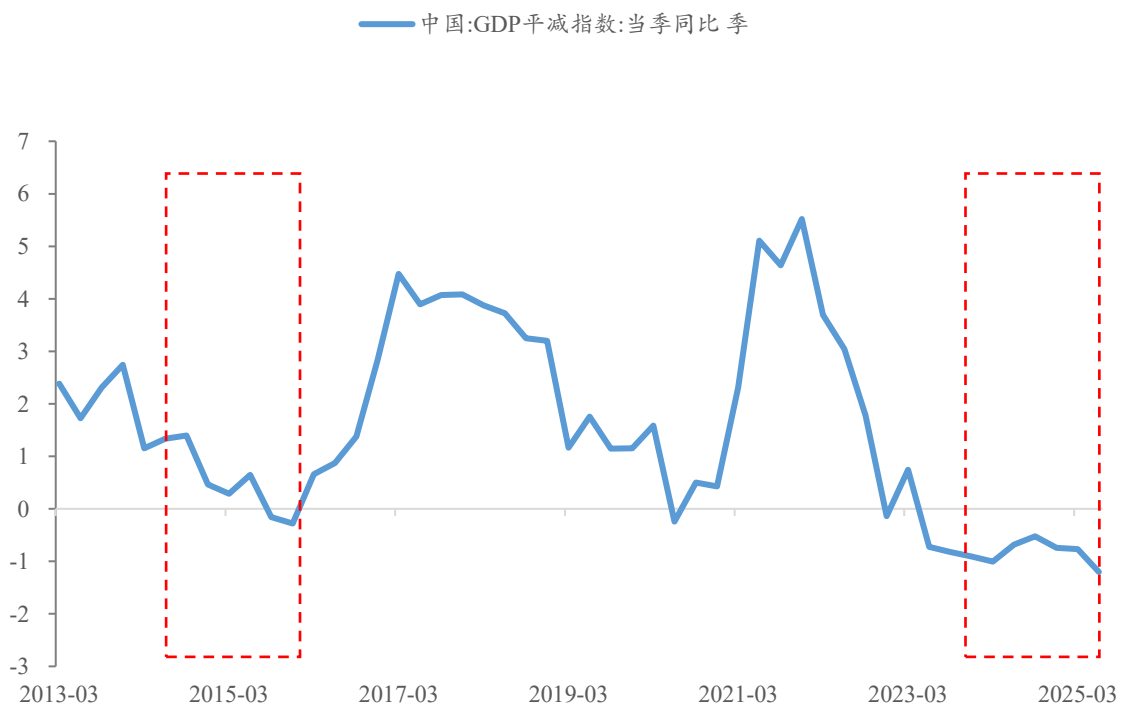
政策背景：2015年与2025年通胀水平对比

- 反内卷很容易让人联想到2015年的供给侧改革，均为行政手段引导产能出清，宏观背景具有一定的相似性。
- 2014-2015年期间PPI下滑、但CPI基本稳定。而本次是CPI与PPI双低。
- 2014-2015年期间GDP平减指数下滑但基本维持在正值，仅2015年三四季度转负，当前GDP平减指数已经连续11个季度处于负值状态，低通胀压力更强。

PPI、CPI与核心CPI



GDP平减指数

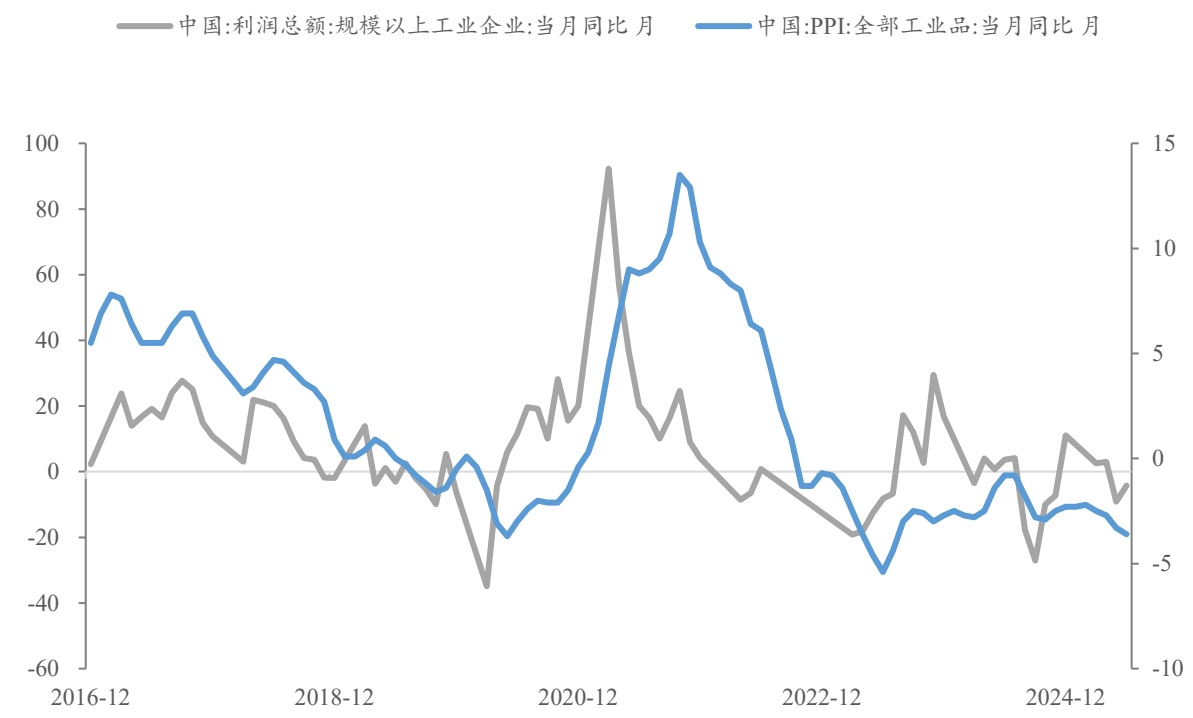


数据来源：Wind 广发期货研究所

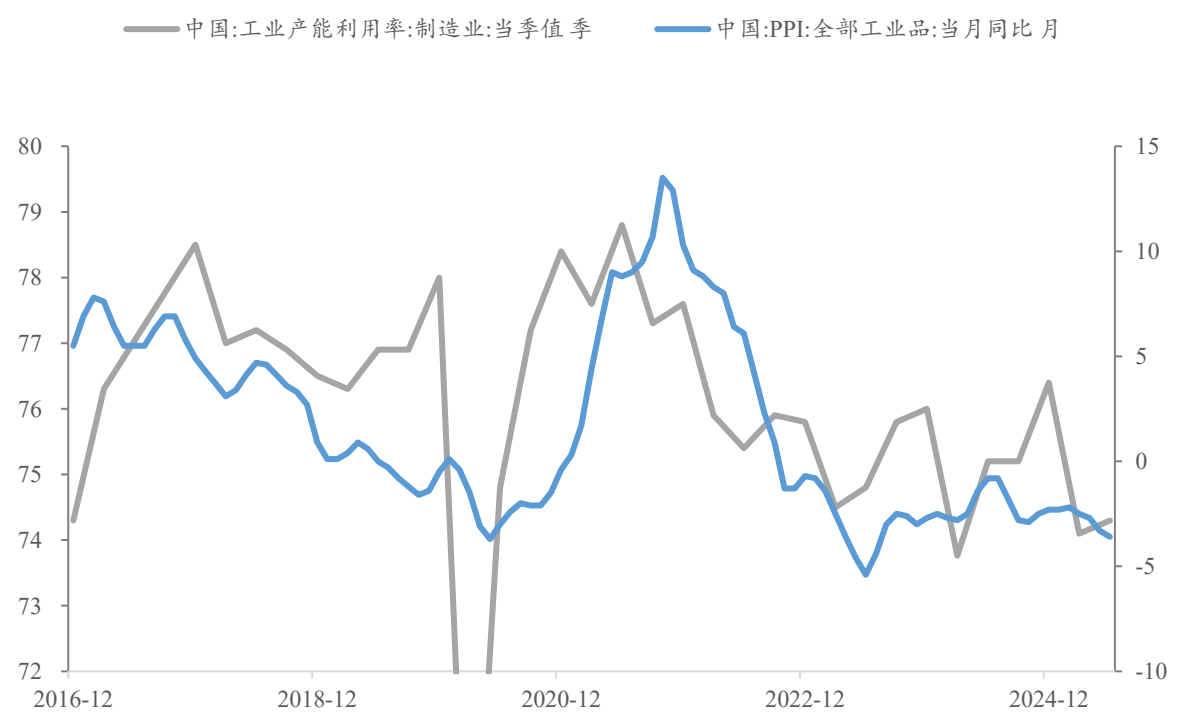
反内卷政策背景：内卷式竞争带来的危害

- **“内卷”有何危害？**在总需求扩张受限的环境下，行业竞争加剧，有的企业依靠补贴延续经营，有的企业通过价格竞争抢占市场份额，不同企业之间形成“囚徒困境”，最终导致产能扩张和价格战现象。**因此我们看到价格竞争导致企业利润降低甚至面临亏损，抑制行业创新，同时企业产能扩张带来产能利用率下滑。**
- **为什么市场化出清慢？**一般情况下企业如果利润下滑面临亏损，就可能选择主动减产，但目前由于行业补贴、金融低利率贷款、地方保护等原因，部分企业仍会维持生产，导致供求失衡、劣币驱逐良币，行业环境恶化。

PPI与工业企业利润增速



PPI与工业产能利用率



数据来源：Wind 广发期货研究所

反内卷政策推动：行政手段+行业自律，建设全国统一大市场

- 因此，本轮行业内卷的根源在于中央、地方、金融、行业、企业五个部门的诉求各不相同，激励相容机制需要理顺。

对象	措施
中央	行政指令短期可以助力纠偏，长期看还是要构建有利于经济循环畅通的制度体系。推出《中华人民共和国反不正当竞争法》，更加重视供求的平衡。
地方	地方政策保护助长产能扩张。尊重产业发展规律和区域特色，落实统一大市场要求，亟需通过财税体制改革来改变考核中重投资、重生产而轻消费等问题。
金融	相对偏低信贷审批门槛和信贷利率水平，容易助长供给过度。金融支持实体经济需要加强事前审核与事后监管，尊重商业规律。
行业	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。
企业	龙头企业承担主导角色，主动减产控产传递共识，过业务转型、技术进步、差异化等方式降低竞争程度，推动企业兼并与收购，优化行业结构（参考日本企业之间交叉持股的经验，使利益一致化）。

数据来源：Wind 广发期货研究所

反内卷政策梳理

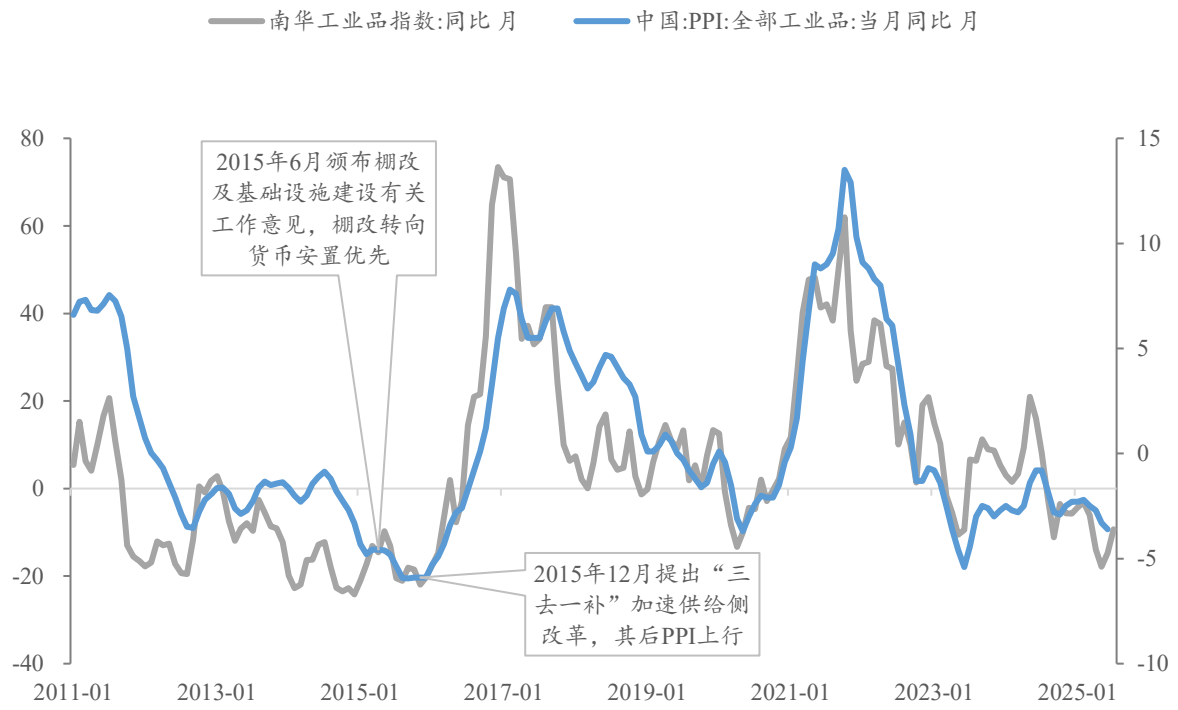
会议/行业	召开时间	2025年7月30日 主要内容	相关解读
中央政治局会议	2024/7	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，**畅通落后低效产能退出渠道**。	1、本轮行业内卷的根源在于中央、地方、金融、行业、企业五个部门的诉求各不相同，激励相容机制需要理顺。 2、反内卷涉及的行业多范围广，不仅包含中上游原材料行业，也包括光伏设备、汽车等新兴和中下游行业。各行业特征也具有差异，可能影响后续反内卷推进情况。
中央经济工作会议	2024/12	综合整治“内卷式”竞争，**规范地方政府和企业行为**	
两会政府工作报告	2025/3	**破除地方保护和市场分割**，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争	
发改委	2025/5	标本兼治**化解重点产业结构性矛盾**，促进产业健康发展和提质升级	
中央财经委会议	2025/7	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**；**规范政府采购和招标投标**，加强对中标结果的公平性审查；**规范地方招商引资**，加强招商引资信息披露	
中央政治局会议	2025/7	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**。	
光伏	2025/7	十大光伏玻璃厂商召开会议，决定自7月份起实施集体减产30%	
水泥	2025/7	中国水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》称，为深入贯彻工业和信息化部修订印发的《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》，严格落实相关政策，优化产业结构调整，进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”	
煤炭	2025/7	国家能源局印发了《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，针对8个重点省(区)煤矿生产情况展开核查工作，其中对2025年1-6月单月原煤产量超过公告产能10%的煤矿做停产处理	
汽车	2025/6	中国一汽、东风汽车、广汽集团、赛力斯、吉利汽车、比亚迪、小鹏汽车等头部车企集体宣布将供应商支付账期统一缩短至60天内	
建筑	2025/7	33家建筑类企业联合发出建筑行业“反内卷”倡议书，共同推动行业转型，摒弃“内卷式”竞争	

数据来源：Wind 广发期货研究所

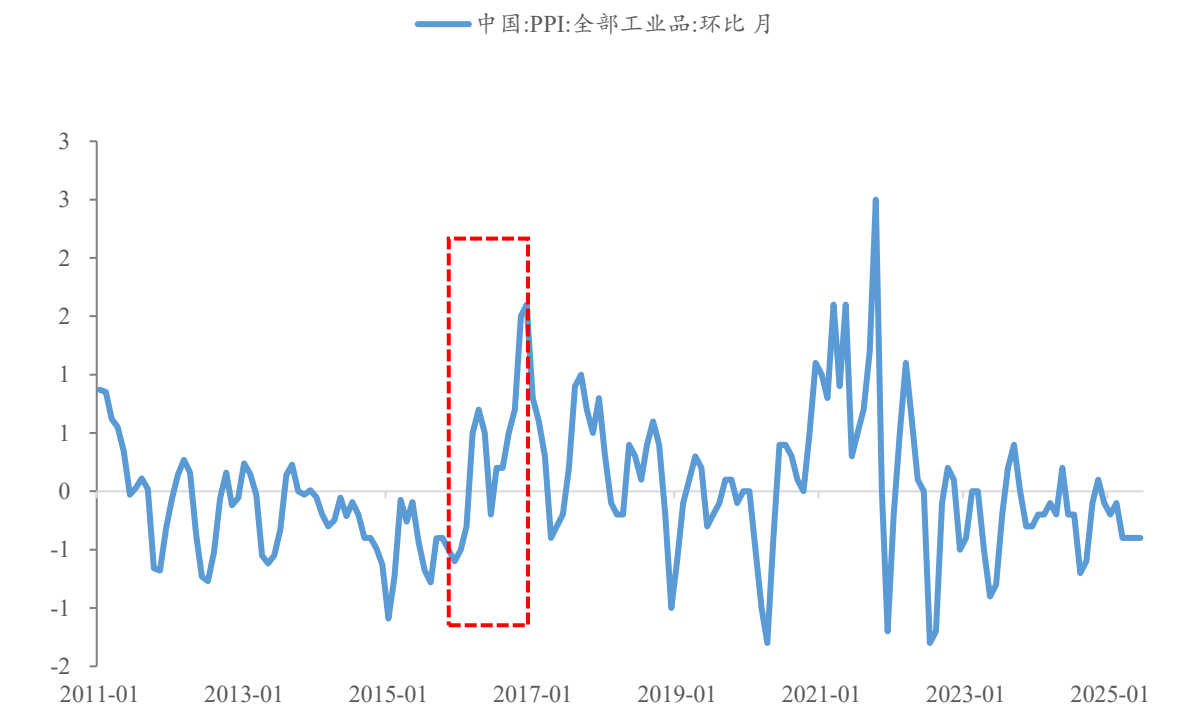
反内卷政策影响：预期PPI上行，不过年底前回正有存在难度

- 供给侧改革通过行政限产、关闭落后产能等方式推动钢铁、水泥、铝等行业的产能退出，同期2016年全年PPI较2015年的-5.2%上涨至1.4%。IMF实证研究发现（2018），供给侧减产可能解释PPI上涨的40%，而棚改货币化等需求端政策刺激带动的总需求回升是2016年中期以后PPI上行更为重要的驱动因素。
- 预期反内卷政策对PPI的拉动预期也比较直接，体现为相关工业品价格上涨-PPI上行传导。2025年6月PPI同比为-3.6%，我们测算要在今年年底之前PPI增速回升至0%以上，下半年PPI月均环比需要达到0.34%以上，对照2016年全年PPI环比呈现前低后高，上半年月均值0.12%，下半年月均0.78%，因此推算今年年内PPI大概率仍处于负值回升态势，年底前回正存在难度。

南华工业品指数&PPI



PPI环比增速

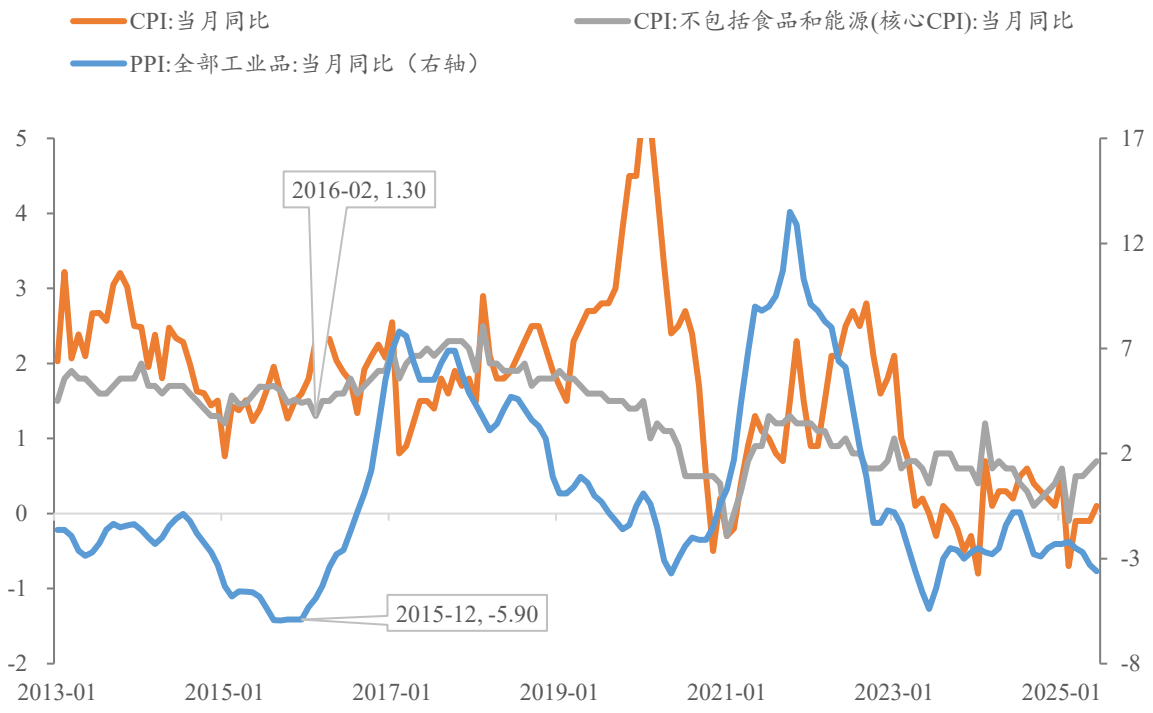


数据来源：Wind 广发期货研究所

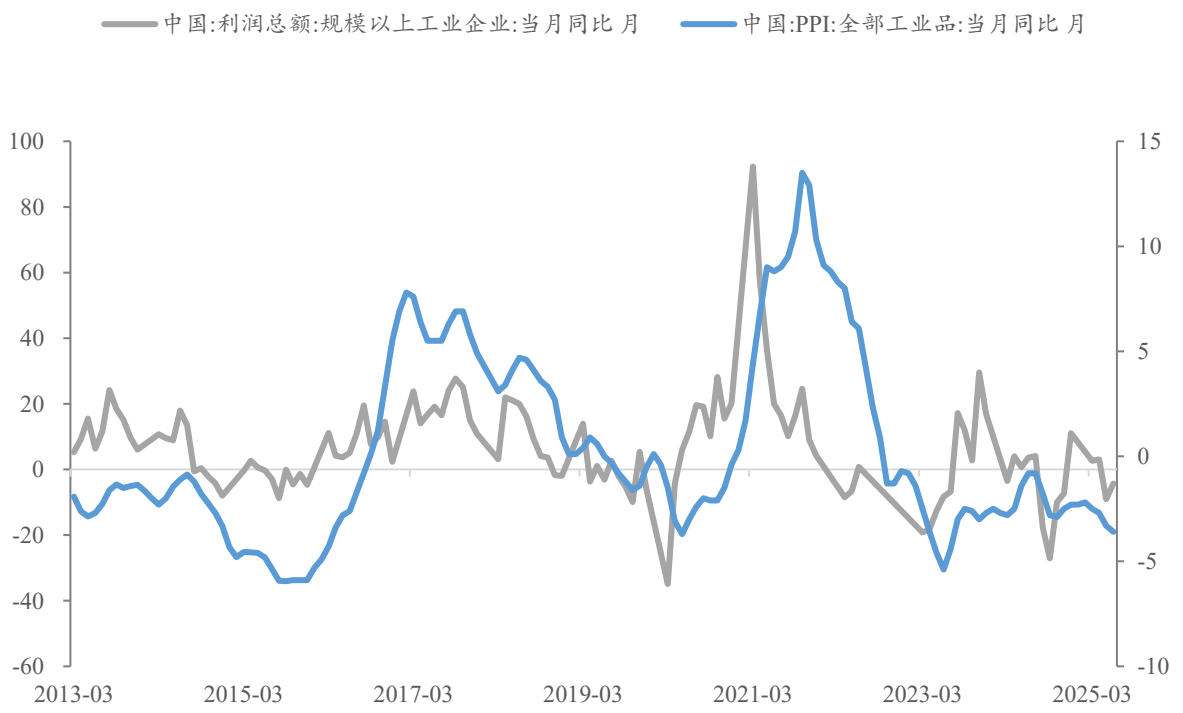
反内卷政策影响：对CPI和利润的传导可能相对滞后

- **一是需求端强度存在不确定性**，当前政策端尚未看到类似2015年棚改量级的增量政策，关税政策等外部环境不确定性也很高，微观主体预期还有一定惯性。
- **二是利润传导可能有所分化**，因为本轮反内卷不仅涉及上游行业，还包含中下游企业，上游行业的涨价对于中下游是成本抬升，会侵蚀中下游利润，而中下游的反内卷导致的产能下降会拖累上游利润，会影响利润传导。
- 因此，在终端需求有待强化的背景下，本轮工业品价格和PPI上行对利润和CPI的传导可能相对滞后。

PPI与CPI



PPI与工业企业利润增速

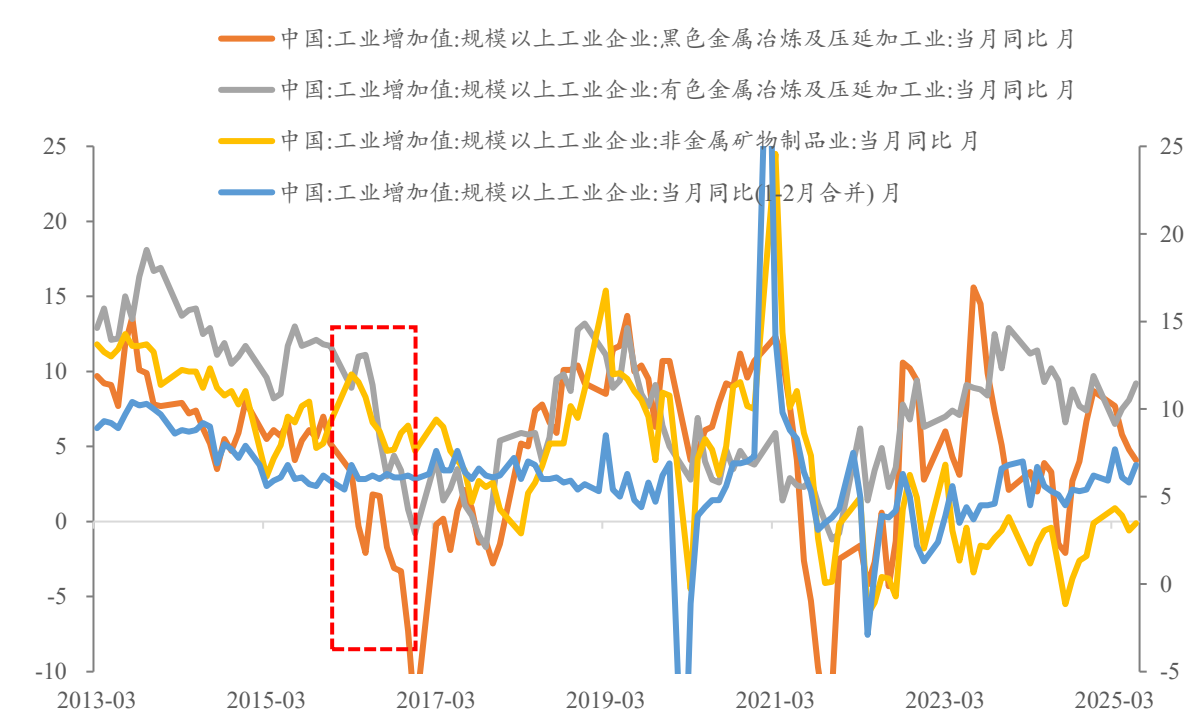


数据来源：Wind 广发期货研究所

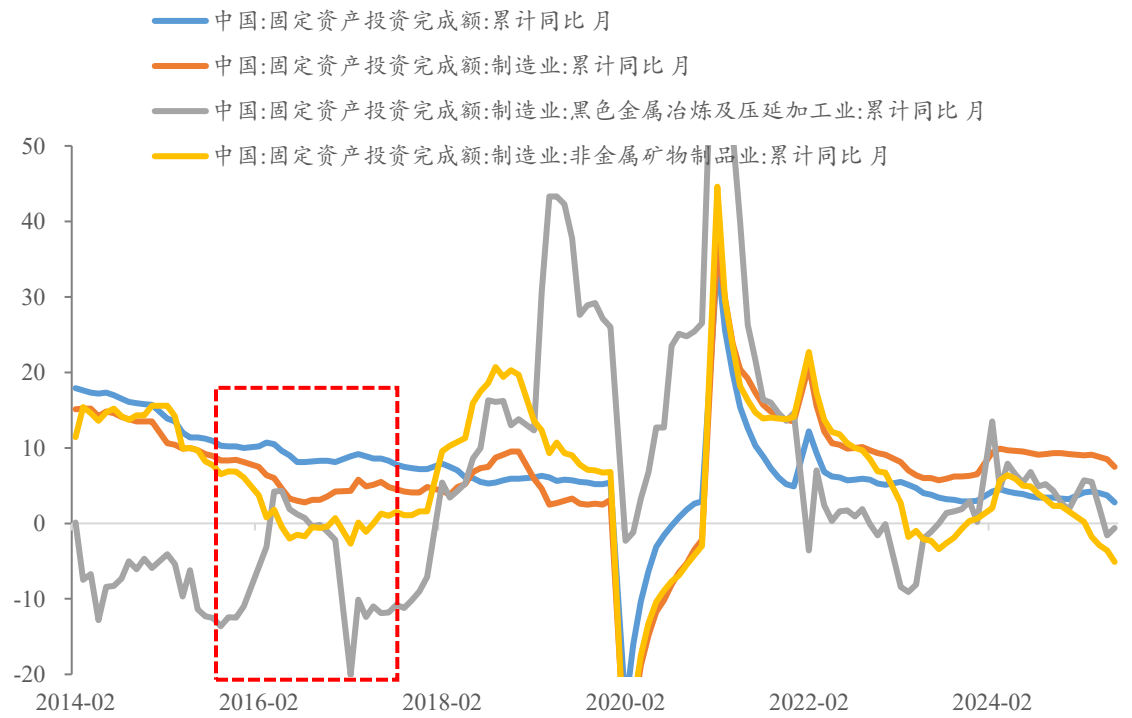
反内卷政策影响：短期可能对工业增加值和制造业投资形成压制

- **一是行业去产能等可能率先表现为对生产的拖累。**上一轮供给侧改革前期，黑色、有色、煤炭等行业的工业增加值明显下行。这一轮也可能通过相关行业工业增加值增速下滑拉动总体工增同比增速。
- **二是严控增量产能、兼并收购重组可能短期对制造业投资形成压制，**供给侧改革前期相关行业投资出现了边际下滑。

通胀增速



PPI与工业企业利润增速

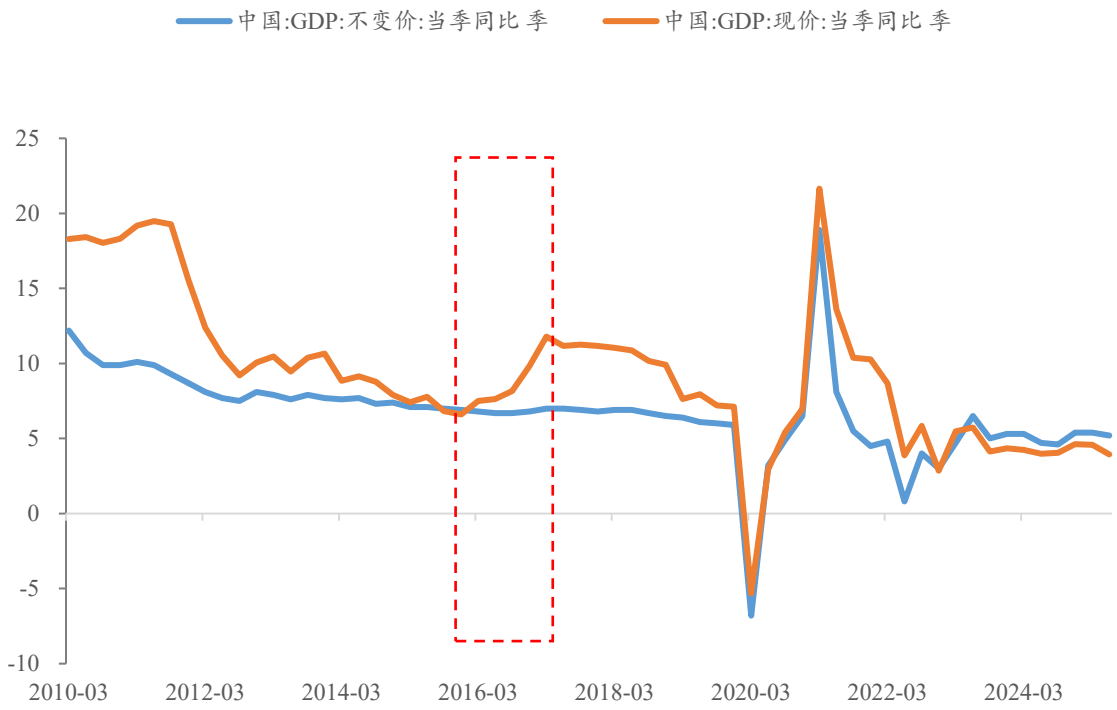


数据来源：Wind 广发期货研究所

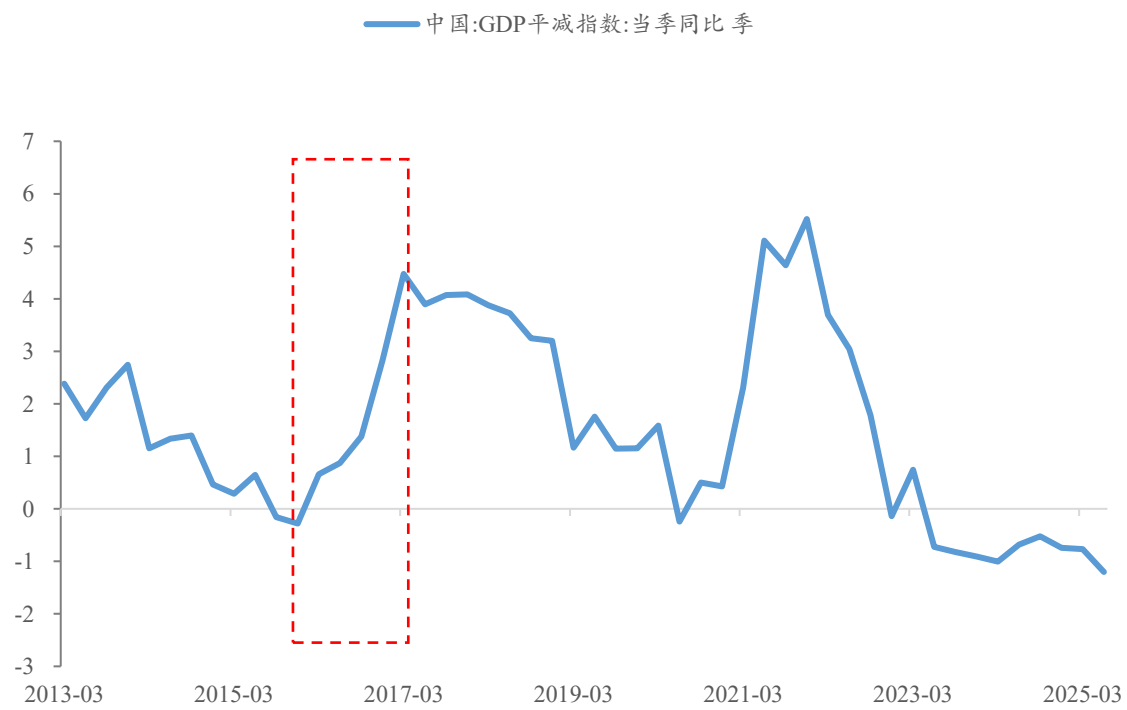
反内卷政策影响：名义GDP可能好转

- **总体而言，参考2015年宏观层面传导特点，本轮反内卷前期可能也是“价格筑底+生产回落”。**
- 二季度以后GDP平减指数或触底回升，但是整体价格弹性还有待观察，PPI的上行弹性相对好于CPI。
- 由于工业生产可能回落，实际GDP可能面临小幅下滑压力，但是名义GDP在通胀回升预期下有望抬升。

实际GDP与名义GDP



GDP平减指数



数据来源：Wind 广发期货研究所

7月政治局会议：巩固经济回升向好势头，治理企业无序竞争

召开时间 主要内容	2025年7月30日 中央政治局会议	相关解读
当前经济形势	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。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。**	1、经济形势：经济指标表现良好，用好发展机遇潜力和优势，巩固拓展经济回升向好势头。 2、工作基调新增提法“保证政策连续稳定性，增强灵活预见性” 3、宏观政策思路强调“落实落细”，强调存量政策落地提效，不过本次会议未提及增量政策，但未来可能“适时加力”。 **（1）财政政策方面：**加快政府债券发行使用，强调提高资金使用效率。 **（2）货币政策方面：**促进社会综合融资成本下行，货币政策保持宽松取向，降准降息仍有可能择机出台，结构性政策支持方向除了提及科技消费和外贸以外，新增小微企业。 4、宏观支持实体经济发力方向： **（1）促消费：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。**服务业投资可能会逐步加力，政府补贴可能从商品扩展到服务消费。 **（2）政府投资引领：**提及高质量推动“两重”建设，激发民间投资活力，扩大有效投资。体现政府投资引领的作用，政府支出有望加快。 **（3）房地产：**提及落实好中央城市工作会议精神，根据此前会议内容未来投资方向包括推进城中村和危旧房改造、加快老旧管线改造升级、统筹城市防洪体系和内涝治理。 **（4）反内卷：**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。目前来看较市场预期更温和，未强调低价竞争，政策层面或希望价格有序回升，也并非全面铺开，部分重点行业反内卷政策可能加快出台。
工作基调	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。	
宏观政策思路	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……支持经济大省发挥挑大梁作用。强化宏观政策取向一致性。	
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	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，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。	
扩内需	要有效释放内需潜力。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。	
房地产&资本市场	落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新。增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头。	
民生	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。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。	
防风险	要持续防范化解重点领域风险。积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序有效推进地方融资平台出清。	
对外开放	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。	
产业链	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发展。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。**	

数据来源：Wind 广发期货研究所

715城市工作会议

召开时间 主要内容	2025年7月15日 城市工作会议	相关解读
指导思想	认真践行**人民城市理念**，坚持稳中求进工作总基调，坚持因地制宜、分类指导，以建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市为目标，以推动城市高质量发展为主题，以坚持**城市内涵式发展**为主线，**以推进城市更新为重要抓手，大力推动城市结构优化、动能转换、品质提升、绿色转型、文脉赓续、治理增效**，牢牢守住城市安全底线，走出一条中国特色城市现代化新路子	**1、城市工作理念和目标与时俱进，更加践行“以人为本”的更高质量、更可持续的发展，为中长期定调。**会议提出，以建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市为目标 **2、“推进城市更新”成为城市工作的重要抓手：**大力推动城市结构优化、动能转换、品质提升、绿色转型、文脉赓续、治理增效。提及包括稳步推进城中村和危旧房改造、加快老旧管线改造升级、统筹城市防洪体系和内涝治理等城市改造投资方向。 **3、加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造。**意味着房地产政策不太会作为逆周期调节的刺激工具，坚持新发展模式更多或继续着眼于保障房供给调控，增强住房的可负担性。
政策定调	我国城镇化正**从快速增长期转向稳定发展期**，城市发展正**从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段**。城市工作要深刻把握、主动适应形势变化，转变城市发展理念，**更加注重以人为本；转变城市发展方式，更加注重集约高效**；转变城市发展动力，更加注重特色发展；转变城市工作重心，更加注重治理投入；转变城市工作方法，更加注重统筹协调。	
重点任务	一是着力**优化现代化城市体系**。着眼于提高城市对人口和经济社会发展的综合承载能力，发展组团式、网络化的现代化城市群和都市圈，分类推进以县城为重要载体的城镇化建设，继续推进农业转移人口市民化，促进大中小城市和小城镇协调发展，促进城乡融合发展。 二是着力**建设富有活力的创新城市**。精心培育创新生态，在发展新质生产力上不断取得突破；高质量开展城市更新，充分发挥城市在国内国际双循环中的枢纽作用。 三是着力**建设舒适便利的宜居城市**。坚持人口、产业、城镇、交通一体规划，优化城市空间结构；**加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造**；大力发展生活性服务业，提高公共服务水平，牢牢兜住民生底线。 四是着力**建设绿色低碳的美丽城市**。巩固生态环境治理成效，采取更有效措施解决城市空气治理、饮用水源地保护、新污染物治理等方面的问题，推动减污降碳扩绿协同增效，提升城市生物多样性。 五是着力**建设安全可靠的韧性城市**。**推进城市基础设施生命线安全工程建设，加快老旧管线改造升级**；严格限制超高层建筑，全面提升房屋安全保障水平；强化城市自然灾害防治，**统筹城市防洪体系和内涝治理**；加强社会治安整体防控，切实维护城市公共安全。 六是着力建设崇德向善的文明城市。完善历史文化保护传承体系，完善城市风貌管理制度，保护城市独特的历史文脉、人文地理、自然景观；加强城市文化软实力建设，提高市民文明素质。 七是着力建设便捷高效的智慧城市。创新城市治理的理念、模式、手段，用好市民服务热线等机制，高效解决群众急难愁盼问题。	

数据来源：Wind 广发期货研究所

二季度货币政策委员会例会

召开时间 主要内容	2025年6月27日 二季度货币政策委员会例会	相关解读
未来总基调	**把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系**，增强宏观政策协调配合，**用好用足存量政策，加力实施增量政策，充分释放政策效应**，扩大内需、稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。	1、**政策基调**，提出“把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系”供给端反内卷将继续推进，提振内需为第一要务。此外政策方面更加强调落实存量政策，短期出台大规模刺激政策的概率下降。 2、**货币政策：“灵活把握政策实施的力度和节奏”**短期降准降息的必要性或不强，将根据经济状况灵活调控。 3、**物价：促进合理回升。**延续此前提法。或从扩大需求、整治内供给端内卷式竞争等角度发力施为。 4、**结构性工具：除了支持科创和消费外，本次新增体积做好两重两新项目的融资支持。**或指向三季度政府投资有望发力，做好基建项目配套资金支持，或带动实物工作量提升。 5、**房地产：持续巩固房地产市场稳定态势。**未提及增量政策，重点可能在保持此前工作成果，巩固当前的稳定态势。后续继续推进点或在于收储和城市更新投资。
经济形势	我国经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战。	
国际形势	当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能减弱，贸易壁垒增多，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。	
工作基调	要实施好适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。	
货币政策定调	加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，**灵活把握政策实施的力度和节奏**。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。	
存贷款利率	强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。推动社会综合融资成本下降。从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。	
金融供给侧结构性改革	引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	
结构性工具	有效落实好各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇大文章”，**加力支持科技创新、提振消费，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持**。用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。	
支持实体	持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点。	
外汇	增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	
房地产	着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，**持续巩固房地产市场稳定态势**，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。	

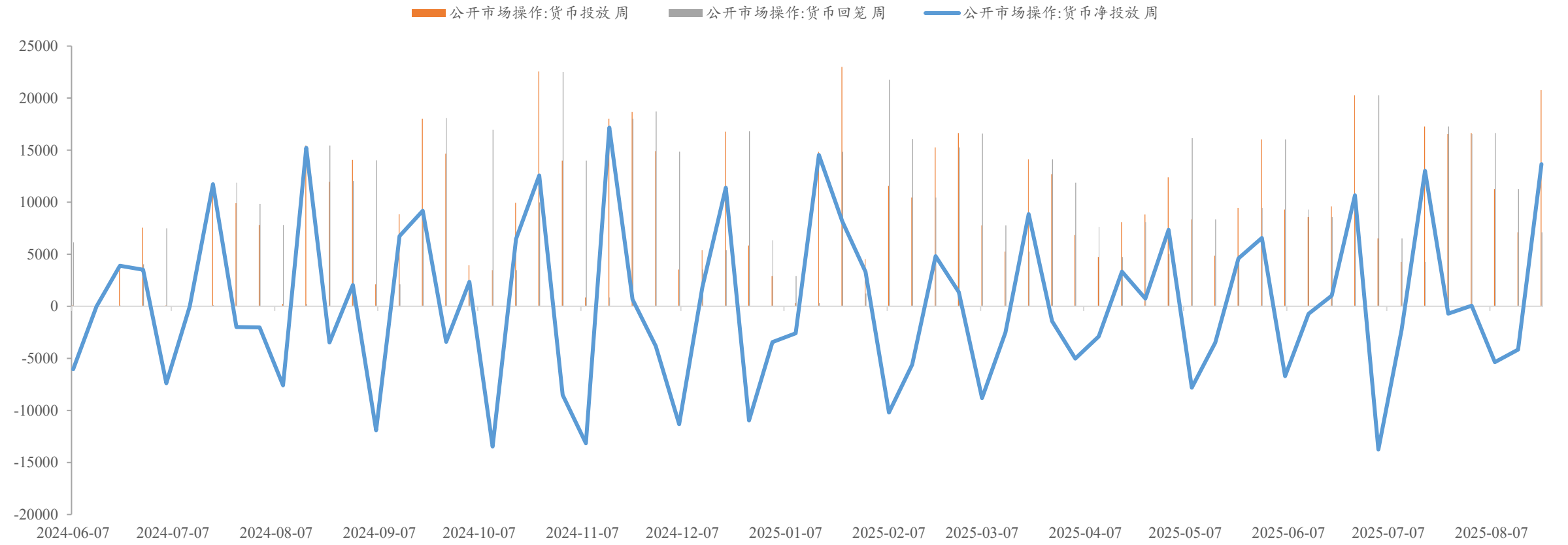
数据来源：Wind 广发期货研究所

资金面跟踪

公开市场操作

- 本周央行公开市场有7118亿元逆回购到期，进行了20770亿元逆回购投放，净投放12652亿元。
- 下周将有20770亿元逆回购到期。3000亿元MLF到期，并将进行6000亿元MLF投放，净投放3000亿元。
- 中长期资金部分，8月分别有4000亿元3个月期和5000亿元6个月期买断式逆回购到期，央行公布进行7000亿元3个月和5000亿元6个月买断式逆回购，本月买断式逆回购净投放3000亿元资金。

公开市场操作（亿元）

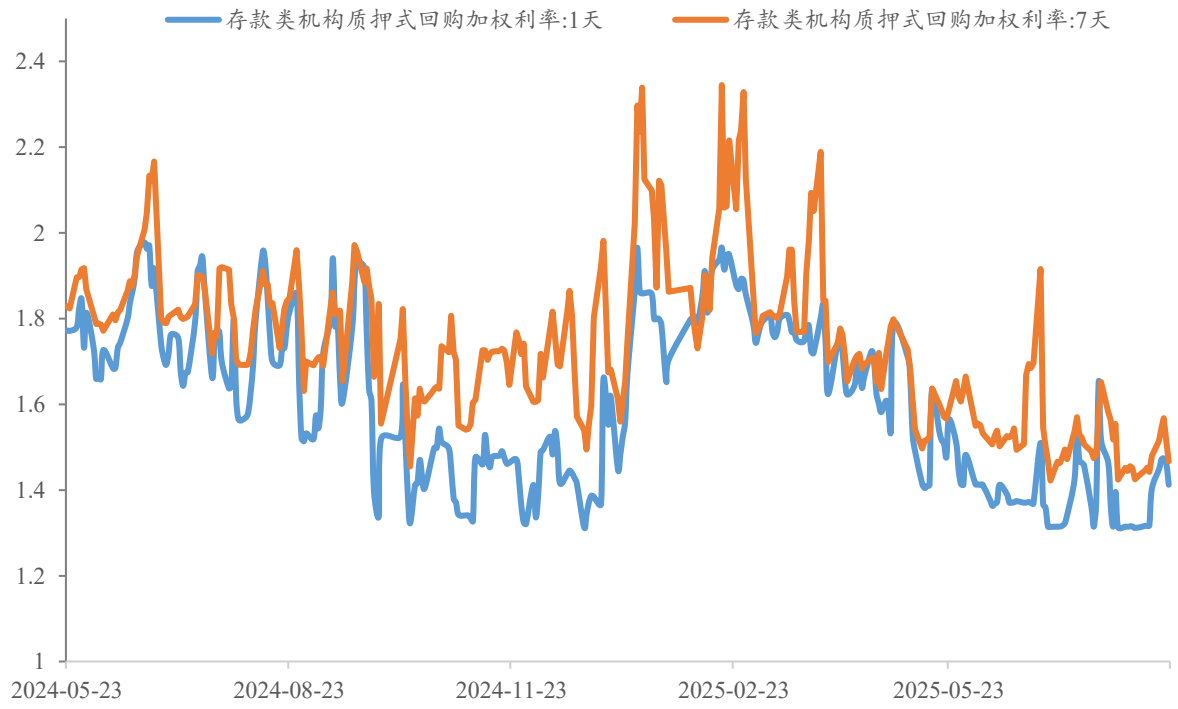


数据来源：Wind 广发期货研究所

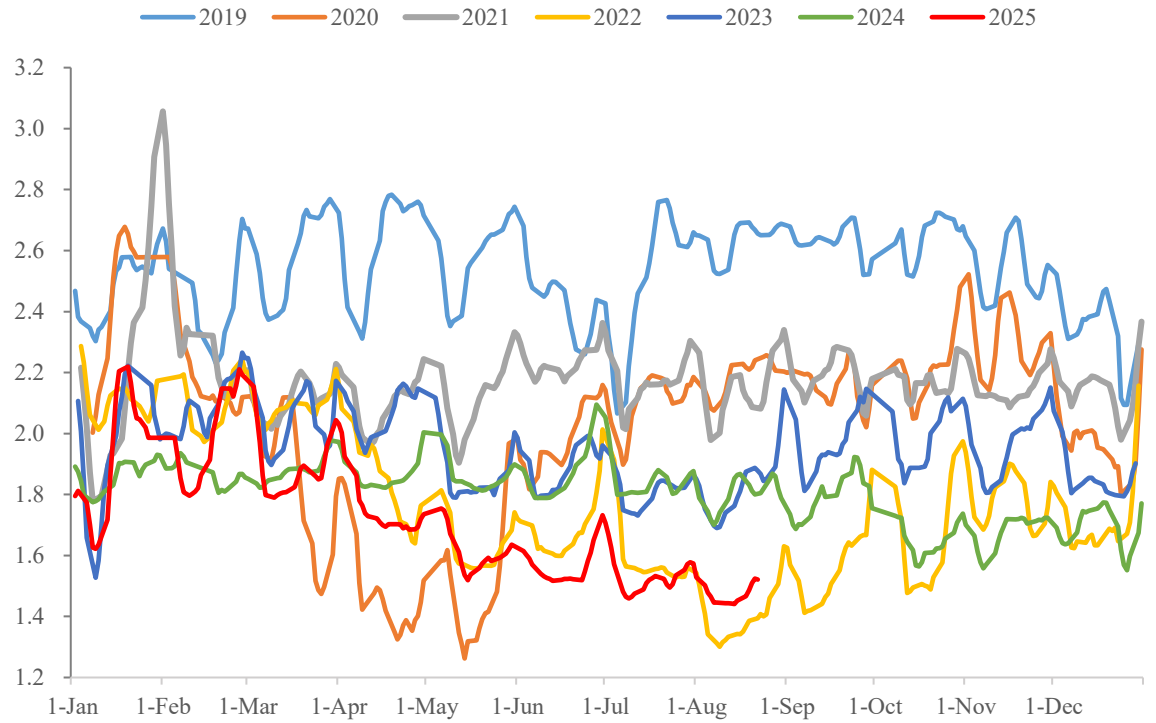
主要资金利率

- 截至8月25日，本周存款类机构质押式回购利率1天期均值为1.45%，较上周均值变化12BP，存款类机构质押式回购利率7天期均值为1.52%，较上周收盘变化6.9BP。税期资金利率边际提升，但央行增加中长期资金和逆回购投放，释放呵护态度，预计整体资金波动可控。

银行间市场存款类机构质押式回购利率（%）



银行间市场存款类机构质押式回购利率季节性（%）

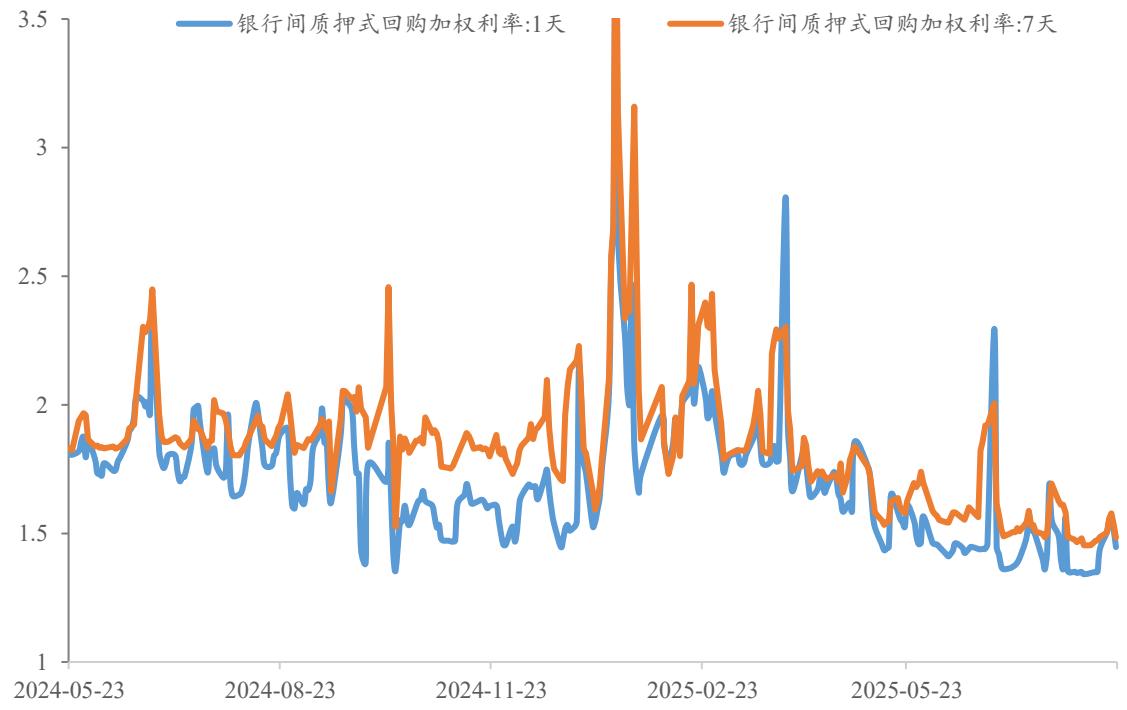


数据来源：Wind 广发期货研究所

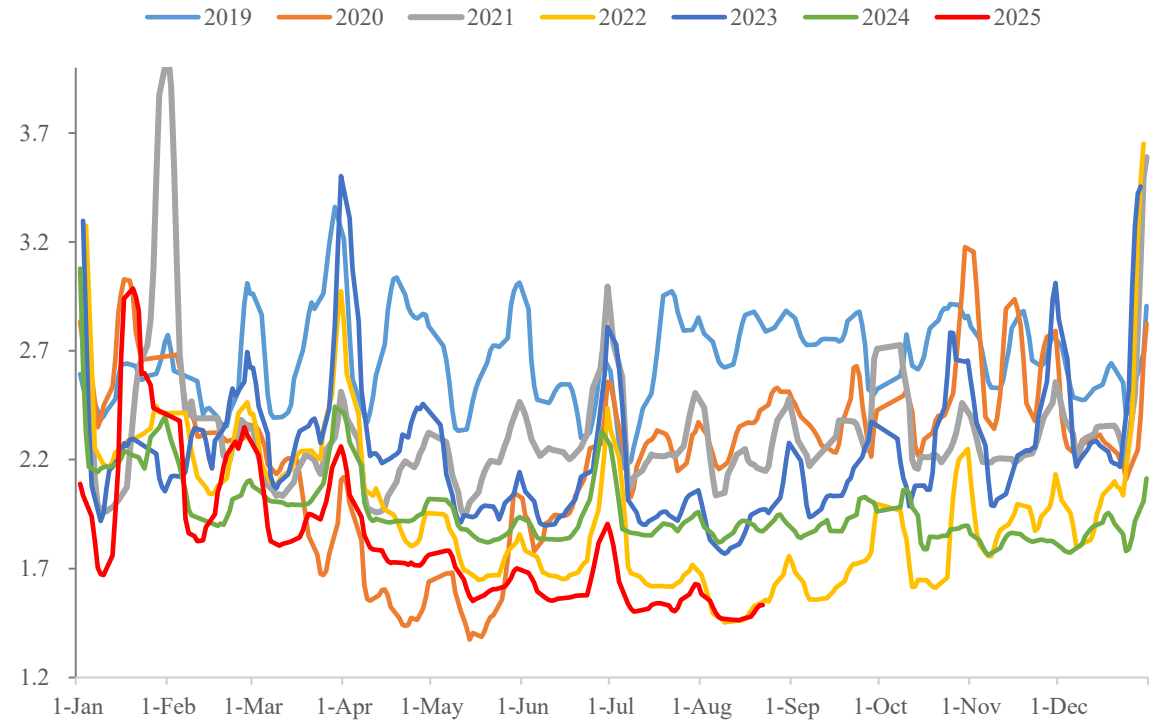
主要资金利率

- 截至8月25日，本周银行间质押式回购利率1天期均值为1.51%，较上周均值变14BP，银行间质押式回购利率7天期均值为1.53%，较上周均值变化6BP。

银行间市场质押式回购利率（%）



银行间市场质押式回购利率季节性（%）

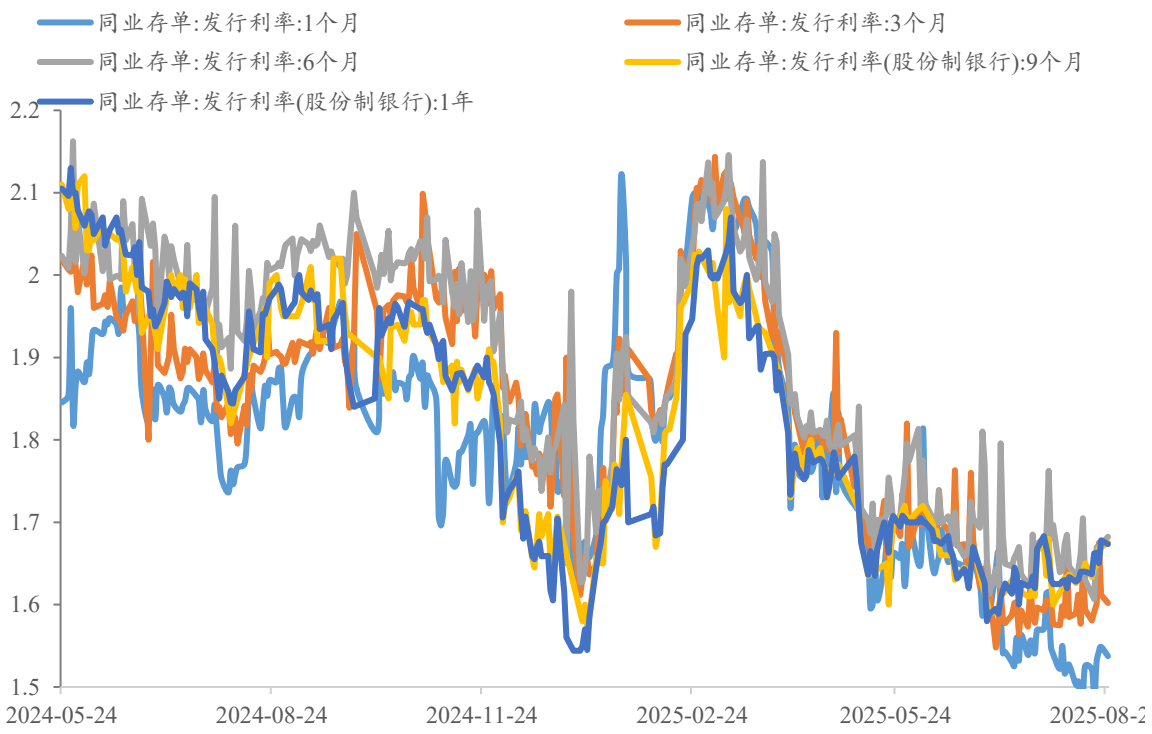


数据来源：Wind 广发期货研究所

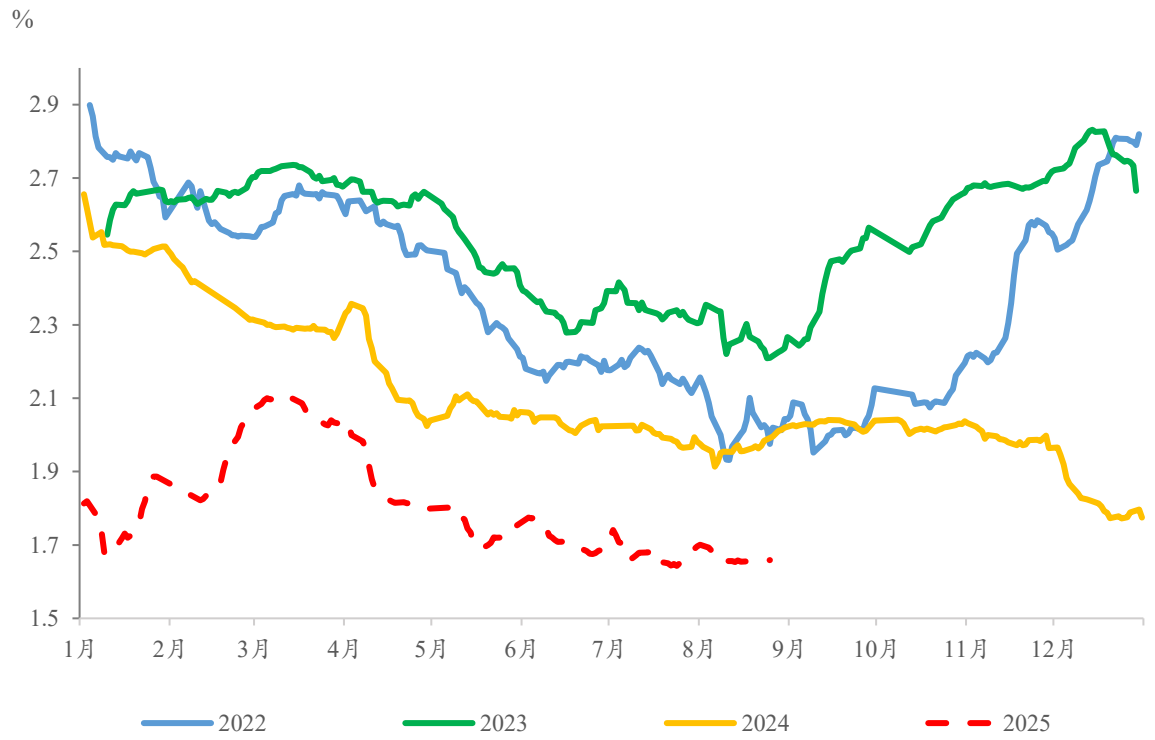
主要资金利率

- 本周同业存单发行利率多数上行，1M同业存单周均值及至1.52%，较上周变化2.4BP，3M同业存单发行利率均值及至1.61%，较上周变化0.97BP。6M同业存单利率均值1.65%，较上周持平。

同业存单利率（%）



6M同业存单季节性（5DMA）

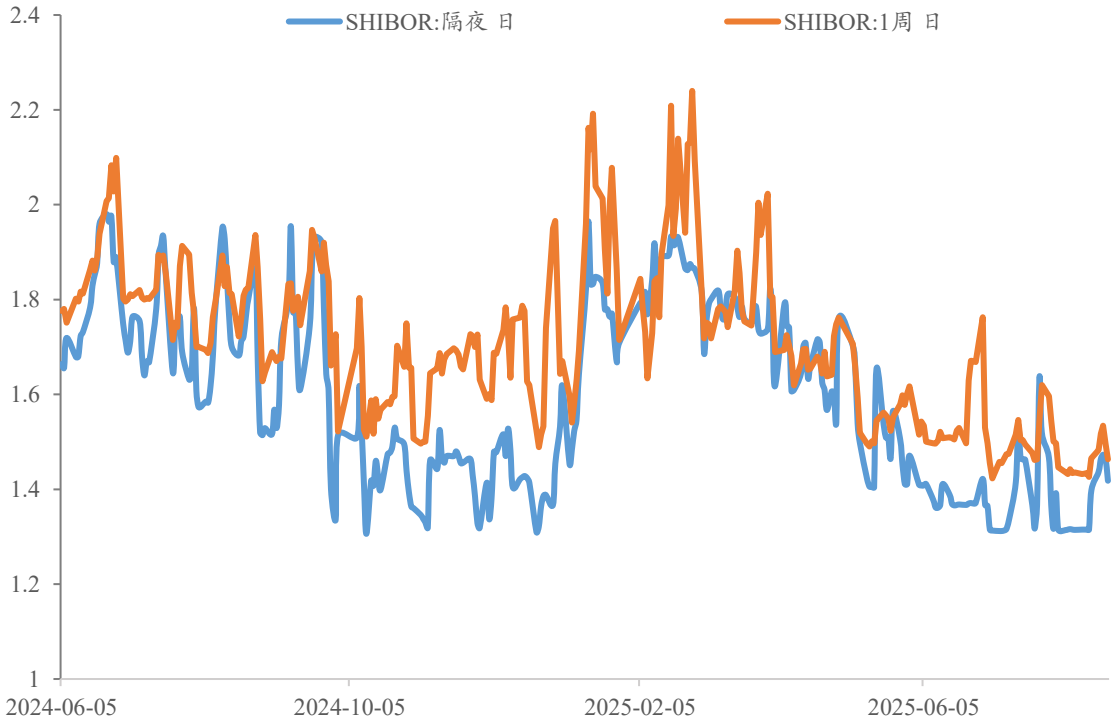


数据来源：Wind 广发期货研究所

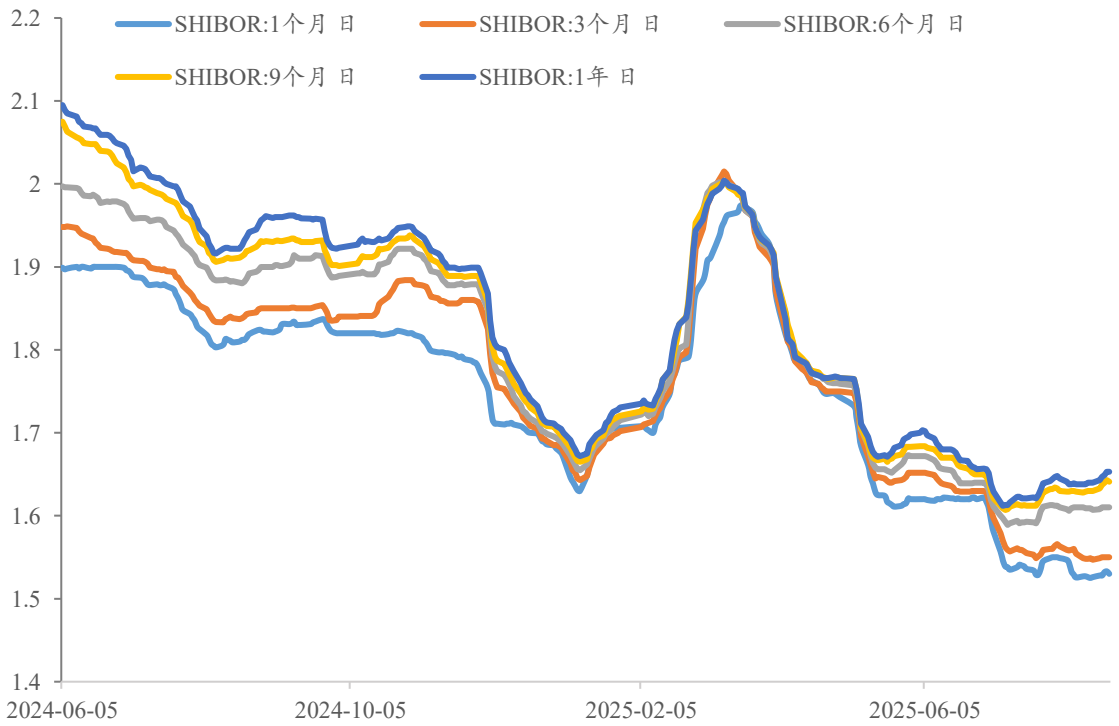
主要资金利率

- shibor利率，截至8月25日，上周隔夜和7天期利率均值分别变化11BP和6BP至1.45%和1.49%。3M利率均值及至1.55%，较上周变化0.16BP，6M利率均值及至1.61%，较上周变化0.08BP。上周shibor资金利率隔夜和7天期资金上行。

Shibor隔夜、7天期资金利率（%）



Shibor1M、3M、6M、9M、1Y资金利率（%）

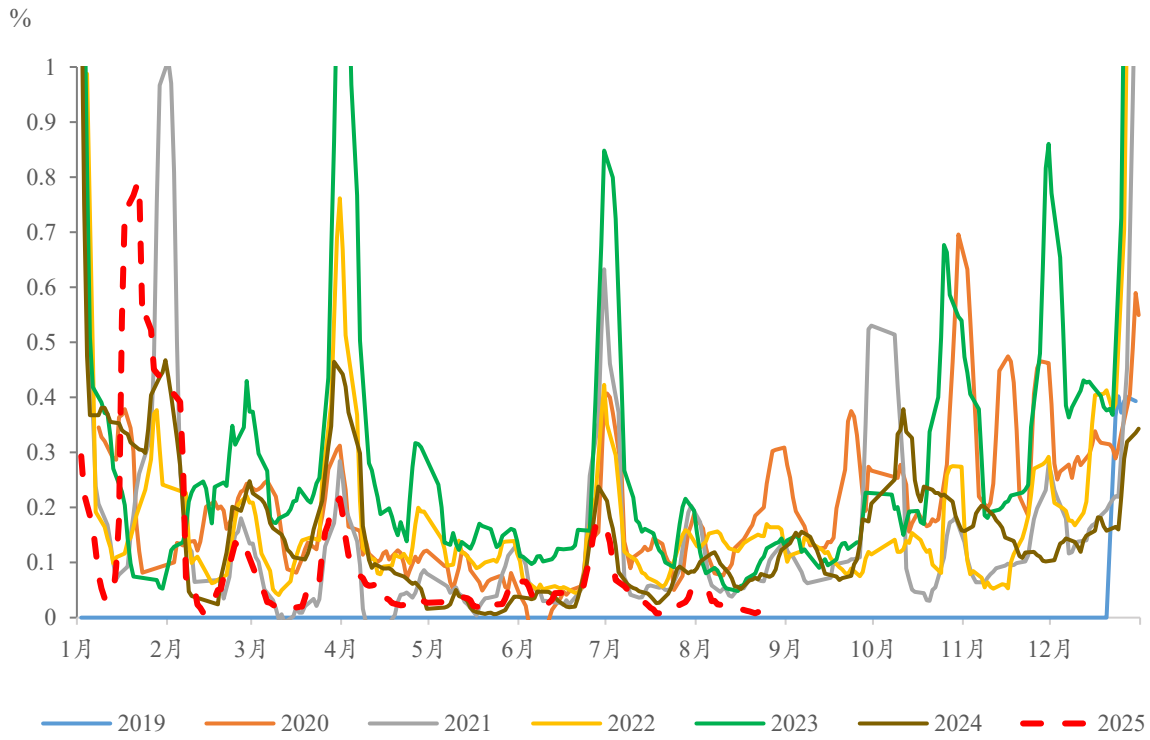


数据来源：Wind 广发期货研究所

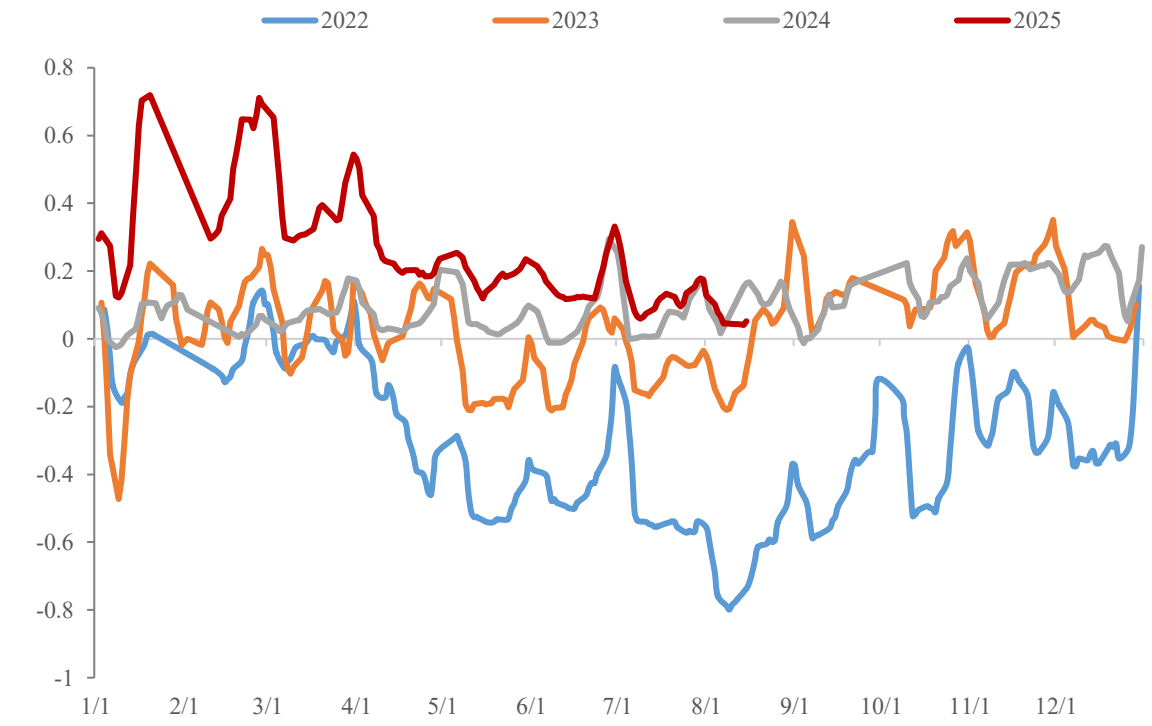
资金利差

- 8月初资金利率季节性下行，税期过后资金利率本周先下后上，DR007-OMO利差维持在（5BP，20BP）区间，R007-DR007利差也处于历史低位，资金分层很小。下周临近月末资金波动可能放大。

R007-DR007利差季节性（%）



DR007-OMO利差（%）



数据来源：Wind 广发期货研究所

免责声明

报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

数据来源：Wind、Mysteel、SMM、彭博、广发期货研究所

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

广发期货
GF FUTURES

感谢倾听
Thanks

本报告中所有观点仅供参考，请务必阅读此报告倒数第二页的免责声明。