

短期经济有所走弱 继续关注政策力度

方正中期研究院 宏观金融与航运团队 李彦森 F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

2026年8月31日

外需以及外需相关的供给强势不改，内需相关行业暂时维持弱势。库存周期或仍以主动加为主，但行业分化较为严重。天气因素带来短期不利影响，8月将有所改善。但下半年价格对名义增速上行支持力度可能下降，增量需求尤其是内需对供给的带动将迎来考验。经济数据连续走弱后，政策加码概率明显上升。

显然二季度再通胀加速受到短期输入性因素影响，且该因素目前来看已经难以持续，通胀继续加速的核心动能将转向需求。加库周期下外需持续显著改善后正转向持稳，内需改善幅度已成为再通胀主要增量影响。我们认为，经济周期、产业周期、供需节奏仍有利于价格稳定，但需求-价格正反馈力度尚不足，因此新涨价动能受限，再通胀步伐放慢正被验证。该因素对名义增长带动减弱，但预计不至产生拖累。政策方面，今年上半年经济总体改善，名义增速明显加快，但K型分化显著。二季度开始外需延续强势，但财政-内需链边际走弱，宏观流动性对大类资产的正向影响方向不一。往后看，年内名义增速或基本持稳，且社融增速在低基数影响下有望反弹，央行降息降准动力有限，流动性增速差对金融市场支持仍在。

上半年财政支出加速主要在一季度，二季度开始财政净支出节奏放慢，广义财政对经济的支持作用减弱。7月财政端呈现明显的收入增长快、支出增长慢的特征。往后来看，狭义财政内生性修复已经开始出现，且该特征仍将延续，有助于三季度支出加速。同时政府融资增量有所回升，未来增量资金投放落地是广义财政扩张的另一动能。但土地相关收入对地方政府支出能力的约束暂时不变，是广义财政增长的主要不确定性。但我们预计，新一轮财政扩张已经开始，后期对经济的带动力将逐步上升。

对于商品市场，外部地缘冲击带来的不确定性、美联储加息预期缓和，是影响8月大宗商品价格波动的主要因素。另外股票市场中科技、半导体板块调整后，市场对算力金属的预期下降也产生阶段性影响，但利空程度相对有限。同时农产品交易厄尔尼诺等天气因素的热情依然非常高。长期来看，全球经济周期转向、美联储和其他主要央行重回宽松、资源民族主义等因素的综合影响下，商品市场上行趋势不变。



CONTENT 目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

7月数据显示，产出、投资、消费全面走弱，内需尤其是基建、地产加速下降，新旧经济的K型分化仍在加大。

需求方面看。7月政府净融资有明显增长，理论上有助于基建投资反弹，但基建投资仍较弱，可能与资金落地速度较慢有关，背后不排除天气因素。往后看，无论资金还是政策已做好准备，8月基建存在修复可能性，且下半年基建基数整体偏低，同比读数下行空间有限。我们预计，基建对总投资和经济拖累将会减小。

货币政策宽松带来的低融资成本背景下，制造业投资受经济转型、产业调整和升级影响，整体维持稳定的长期逻辑不变。外贸对制造业投资存在较强拉动，新基建投资部分位于制造业投资口径下，均是上半年制造业投资维持强势的有利因素。同时，需求尤其是外需明显改善对制造业信心带动增强。7月制造业走弱，或主要是资本市场尤其半导体相关板块走弱对资本开支信心的短期不利作用。预计年内制造业投资存在反弹修复空间。

地产方面，近两年资金链自下而上走弱逻辑仍不变。上半年中游资金面收紧缓和的持续性不强，未能带动投资端。政策层面上半年仅以局部、定向调整为主，系统性政策不多。8月北京跟进放松地产限购政策后或有结构性修复，但难以出现系统性影响。我们认为，仍需继续关注市场信心能否修复、房价下行螺旋能否改善。行业阶段性底部概率上升，而具体节奏待确认。

消费方面，7月社消环比符合季节性，基数也变动不大，同比增速略微下降部分受到前值较高影响。8月暑期消费持稳、产出修复将有短期支持。但我们仍强调，居民收入是决定消费趋势的关键，核心包括居民财务成本下降（降杠杆、降房贷利率）的收入被动改善，财产性收入（股市、地产等）的主动改善，工资性收入改善三点。上半年居民收入增速连续小幅改善，作为后周期变量，可关注收入-消费正反馈情况，年内消费存在改善空间。

总体上看，外需以及外需相关的供给强势不改，内需相关行业暂时维持弱势。库存周期或仍以主动加为主，但行业分化较为严重。天气因素带来短期不利影响，8月将有所改善。但下半年价格对名义增速上行支持力度可能下降，增量需求尤其是内需对供给的带动将迎来考验。经济数据连续走弱后，政策加码概率明显上升。

- 数据显示，2026年下半年与上半年相比，经济增长逻辑改变，价格对名义增长带动下降，K型分化则依然显著。
- 7月情况显示，国内经济**供给强、需求缓、价格稳、库存增**。需求端短板仍在内需方面。**库存周期暂时维持加库阶段**。
- 通缩结束但**再通胀放慢**。一季度平减指数回升至0附近，二季度大幅上升至1.59%，下半年或维持稳定为主。

数据名称	单位	2024	2025	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07
实际GDP累计同比	%	5.00	5.00	--	5.20	--	--	5.00	--	--	5.00	--	--	4.70	--
名义GDP累计同比	%	4.16	3.99	--	4.04	--	--	3.99	--	--	4.94	--	--	5.43	--
工业增加值累计同比	%	5.80	5.90	6.20	6.20	6.10	6.00	5.90	--	6.30	6.10	5.60	5.40	5.40	5.30
制造业PMI	点	49.78	49.57	49.40	49.80	49.00	49.20	50.10	49.30	49.00	50.40	50.30	50.00	50.30	49.20
出口金额:累计同比	%	5.82	5.44	5.78	6.06	5.28	5.33	5.44	10.00	21.80	14.70	14.50	15.50	17.60	18.50
进口金额:累计同比	%	1.03	0.27	-2.06	-0.90	-0.63	-0.34	0.27	26.90	20.80	23.50	24.00	24.70	26.60	26.80
贸易差额:累计值	亿美元	9926	11802	7817	8704	9584	10682	11802	1202	2096	2596	3442	4493	5749	6872
固定资产投资:累计同比	%	3.20	-3.80	0.50	-0.50	-1.70	-2.60	-3.80	--	1.80	1.70	-1.60	-4.10	-5.70	-6.70
房地产投资:累计同比	%	-10.60	-17.20	-12.90	-13.90	-14.70	-15.90	-17.20	--	-11.10	-11.20	-13.70	-16.20	-18.00	-19.20
基建投资:累计同比	%	9.19	-1.48	5.42	3.34	1.51	0.13	-1.48	--	9.76	9.24	4.92	0.75	-2.41	-4.08
制造业投资:累计同比	%	9.20	0.60	5.10	4.00	2.70	1.90	0.60	--	3.10	4.10	1.20	-0.40	-1.20	-1.70
名义社会消费:累计同比	%	3.50	3.70	4.60	4.50	4.30	4.00	3.70	--	2.80	2.40	1.90	1.40	1.30	1.20
GDP平减指数累计同比	%	-0.80	-0.96	--	-1.10	--	--	-0.96	--	--	-0.06	--	--	0.70	--
CPI:累计同比	%	0.20	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.20	0.80	0.90	0.90	1.00	1.00	0.90
核心CPI:累计同比	%	0.50	0.70	0.50	0.60	0.70	0.70	0.70	0.80	1.30	1.20	1.20	1.20	1.20	1.10
PPI:累计同比	%	-2.20	-2.60	-2.90	-2.80	-2.70	-2.70	-2.60	-1.40	-1.20	-0.60	0.20	1.00	1.50	1.80
PPIRM:累计同比	%	-2.20	-3.00	-3.30	-3.20	-3.20	-3.10	-3.00	-1.40	-1.10	-0.50	0.50	1.60	2.40	2.80
M2:存量同比	%	7.30	8.50	8.80	8.40	8.20	8.00	8.50	9.00	9.00	8.50	8.60	8.60	8.00	7.70
贷款余额存量同比	%	7.60	6.40	6.80	6.60	6.50	6.40	6.40	6.10	6.00	5.70	5.60	5.50	5.20	5.10
社融规模存量同比	%	8.00	8.30	8.80	8.70	8.50	8.50	8.30	8.20	8.20	7.90	7.80	7.70	7.40	7.40

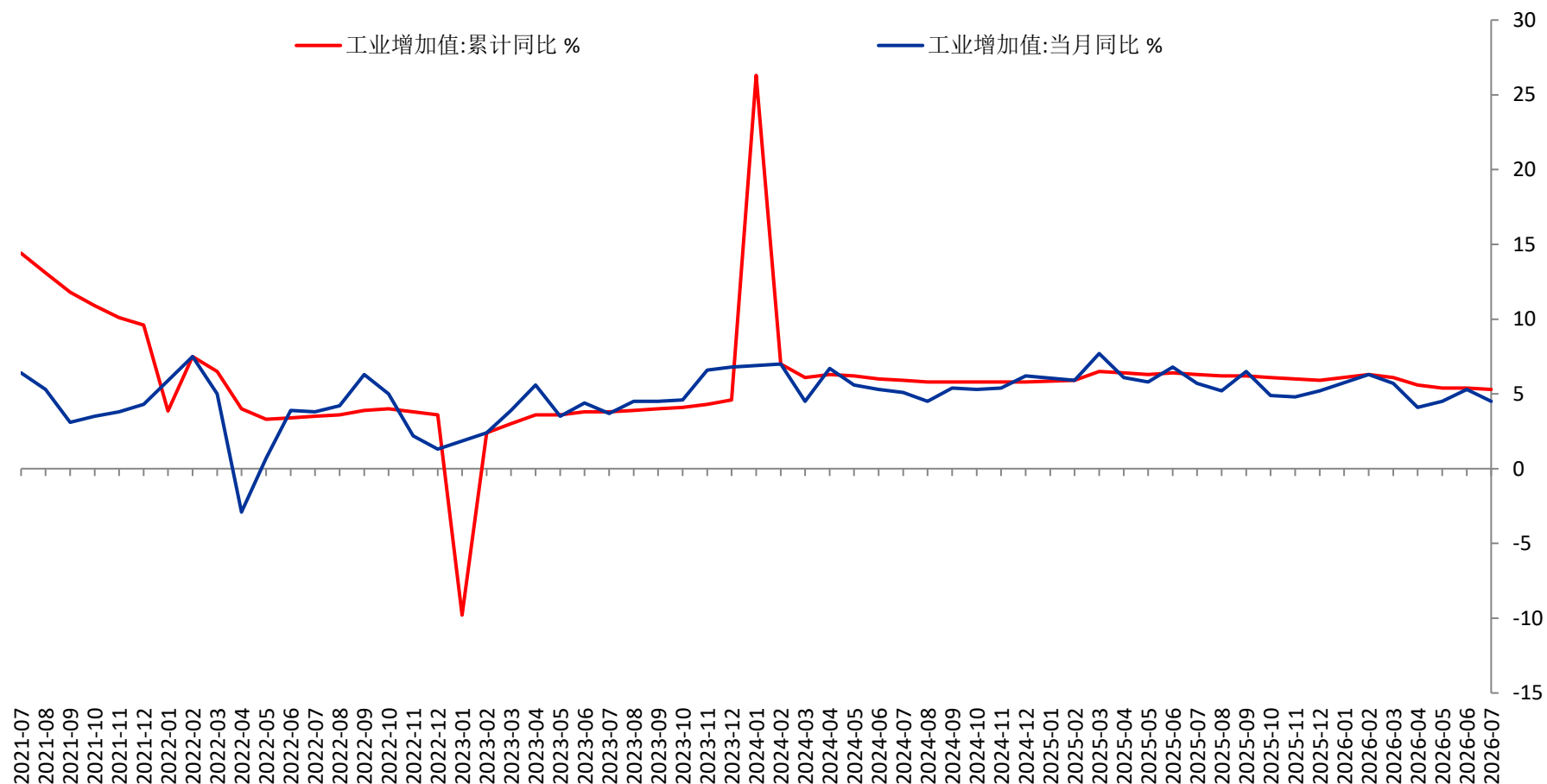
• 数据来源: Wind、ifind, 方正中期期货研究院整理

- 7月中国官方制造业、非制造业、综合PMI均走弱至荣枯线以下。
- 7月制造业出口订单虽也有走弱但程度相对有限，与韩国出口、集装箱吞吐量、货物吞吐量等数据表现一致，弱于出口运价，显示外需动能略有减弱。但内需再度出现明显下滑，可能也与天气因素有关。
- 库存周期方面，产品、原材料净需求均下行；产品库存回升、原材料库存下降；需求下降超过供给；原材料价格涨幅减缓、产成品价格跌幅扩大。情况表明，库存周期短期有重回被动加迹象，但近期多出现非典型波动，预计未来仍将回到主动加。
- 7月出厂价格、原材料价格指标继续下行为主，且跌至荣枯线以下，反映新涨价暂时转向新跌价。地缘政治风险带动国际油价反弹，但前期油价回落的滞后影响，以及其他方面价格走弱，大宗商品价格整体继续承压、重心下移，原材料短期新跌价因素增加。预计7月PPI和PPIRM环比增速可能继续小幅负增长。但在低基数效应下，同比能够维持稳定。
- 非制造业方面，7月高温、台风、洪水等气象灾害同样对建筑业供需均有负面影响，但建筑业预期保持上行。服务业则主要受到金融、资本市场、房地产相关服务影响。往后看，7月政治局会议已明确要求“加大逆周期调节力度”，8月天气影响减弱，叠加财政支持加大带动，基建或拉动建筑业修复，但地产情况仍需观察。服务业则有望在暑期文旅出行等带动下有所恢复。
- 总体上看，天气是7月PMI走弱的关键影响。地缘风险和国际油价上行也有供给冲击。我们认为，当前全球经济周期性修复，国内经济向高附加值产业升级等因素均有利于供需再平衡。因此后期供需改善方向不变，且需求仍是供给主要带动力。长周期来看，经济运行的40个月库存周期逻辑延续，此前下行走势已经缓和、周期底部特征显现，我们预计中长期加库存方向不变。

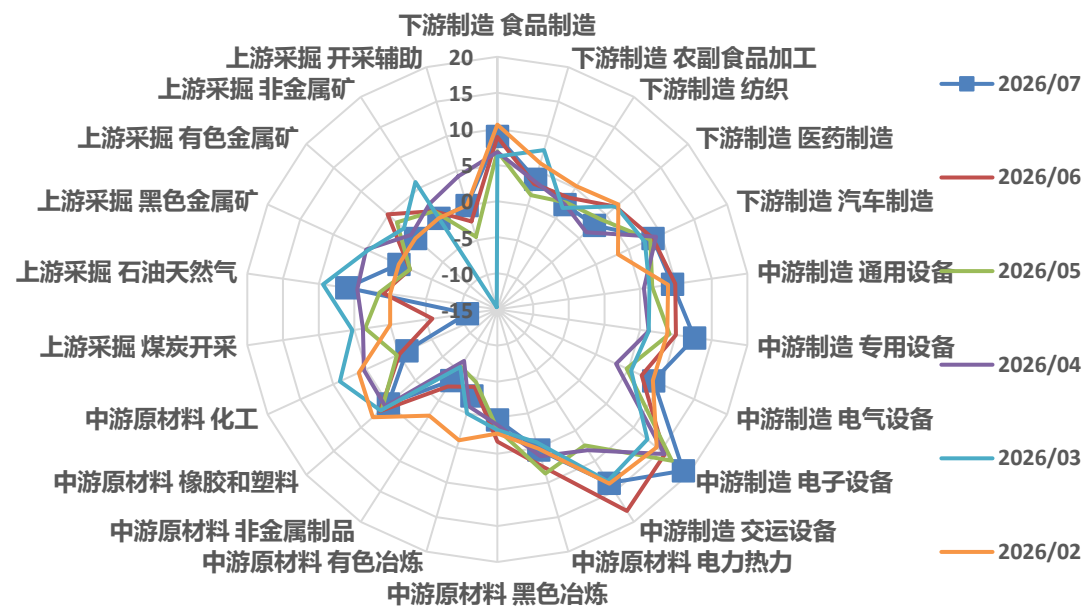
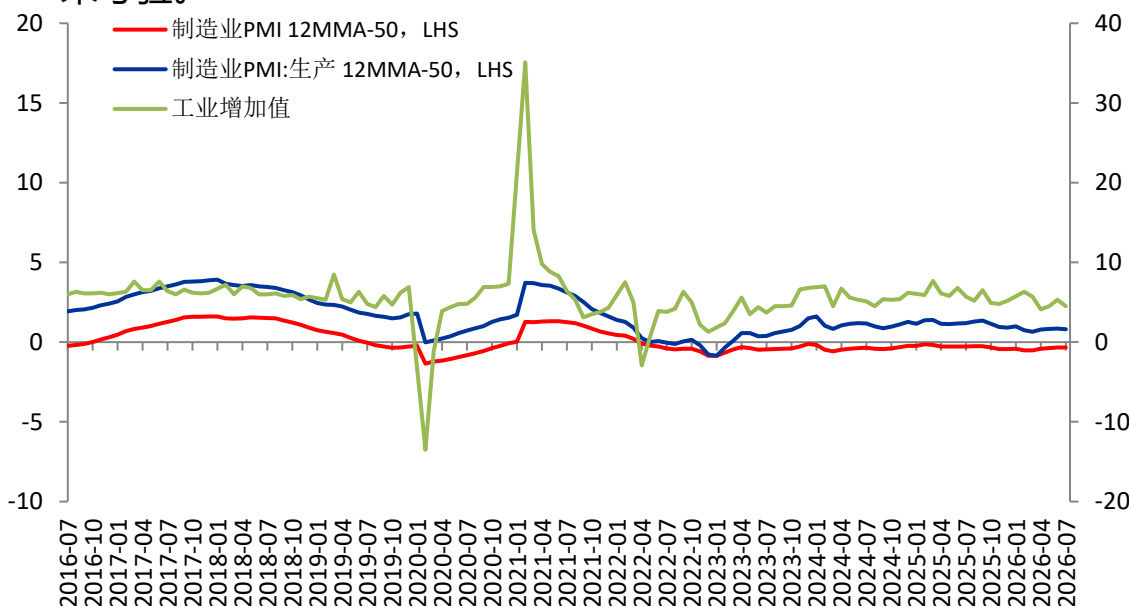
制造业	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2026年7月	49.2	49.9	48.5	49.6	48.6	53.2	48.3	49.0	49.5	45.8	47.5	49.4	47.8	54.1
最近10年分位数水平	13%	18%	7%	71%	87%	48%	68%	68%	28%	60%	37%	27%	29%	31%
5年均值	49.5	50.3	49.5	47.4	47.4	51.4	47.9	48.5	49.8	44.8	47.6	49.5	47.4	54.1
5年历史波动率	0.5	0.5	0.9	0.8	0.7	8.0	0.2	0.6	0.7	1.3	1.1	0.8	4.9	2.4
上月数值	50.3	51.4	51.2	50.1	47.7	54.2	48.4	48.5	49.9	47.1	49.6	51.4	48.2	54.3
本月与上月差值	-1.1	-1.5	-2.7	-0.5	0.9	-1.0	-0.1	0.5	-0.4	-1.3	-2.1	-2.0	-0.4	-0.2
5年环比平均	-0.4	-1.0	-0.5	-0.6	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.0	-0.4	-0.5	0.0	-0.4	-0.5
5年环比历史波动率	0.6	1.2	1.0	0.9	0.5	7.2	0.5	0.2	0.8	0.8	0.5	0.8	0.8	0.5

• 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

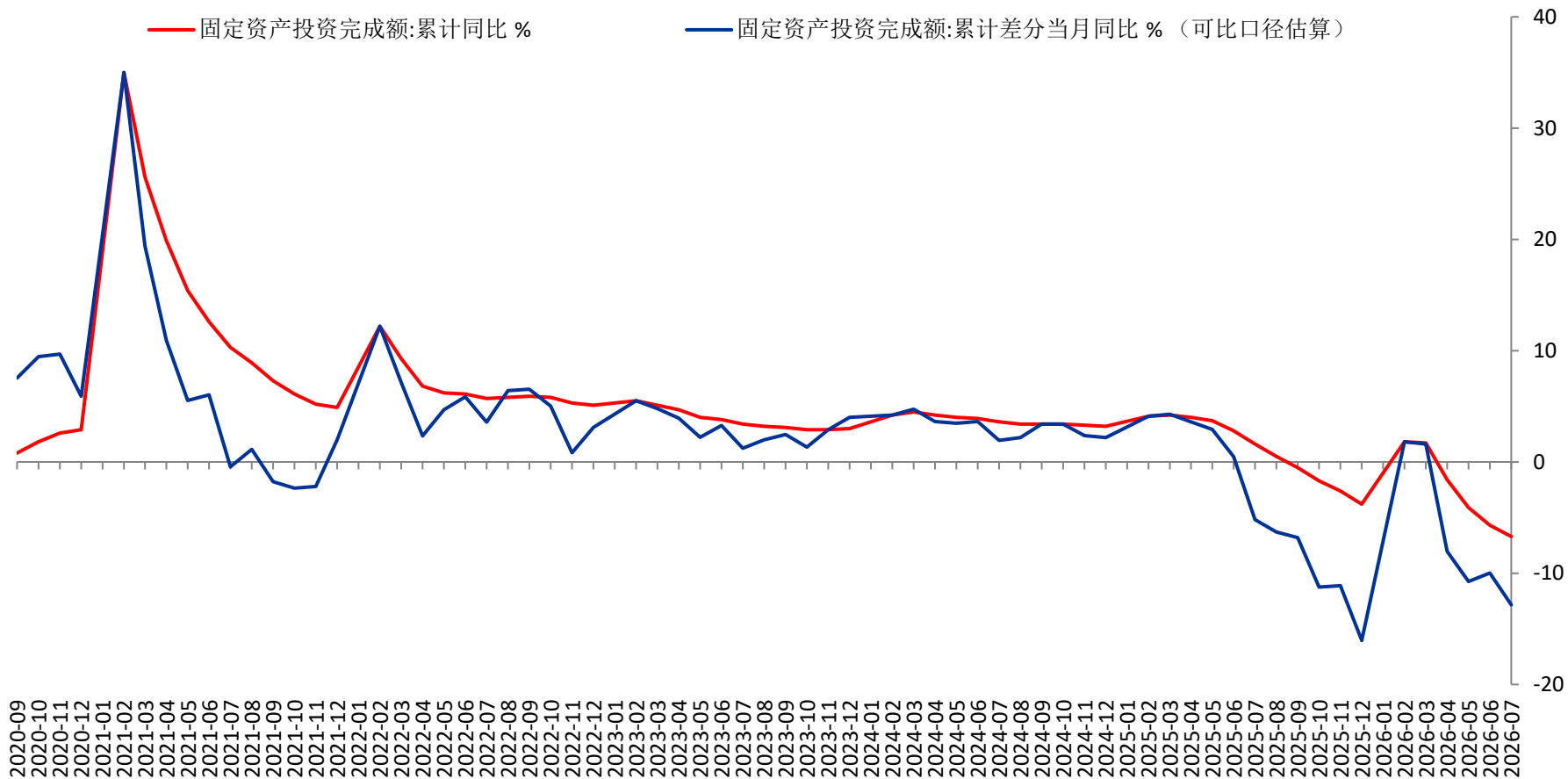
- 数据显示，中国7月规模以上工业增加值累计同比小幅下降至5.3%，当月同比增速明显回落至4.5%，表现弱于市场预期。7月季调环比增速也下降至0.11%。
- 我们通过计算得到的数据显示，7月名义工业增加值同比增速下降至4.5%，从此前的高位回落较多。



- 总体上看，名义工增同比大幅放缓，除PPI同比增速显著回落之外，实际工增放慢也存在较大影响。工增季调环比增速降至年内次低位。企业部门整体营收和利润显著放慢。
- 产销率不及季节性，出口交货值高位回落但绝对水平不低。上半年外需带动产出端量价齐升的逻辑，下半年开始有所减弱。从趋势上看，价格压力增加，未来增量带动力将明显减弱。
- 分项显示，产出总体基本稳定，半导体、工业装备、新能源制造业依然非常强势，装备制造业占比持续提升，高技术制造业增长加快，经济转型方向不变且速度仍较快。而基建和地产对上游原材料拖累不变。能化产业再次受到地缘风险影响。
- 情况表明，外需以及外需相关的供给强势不改，内需相关行业暂时维持弱势。库存周期或仍以主动加为主，但行业分化较为严重。天气因素带来短期不利影响，8月将有所改善。但下半年价格对名义增速上行支持力度可能下降，增量需求尤其是内需对供给的带动将迎来考验。

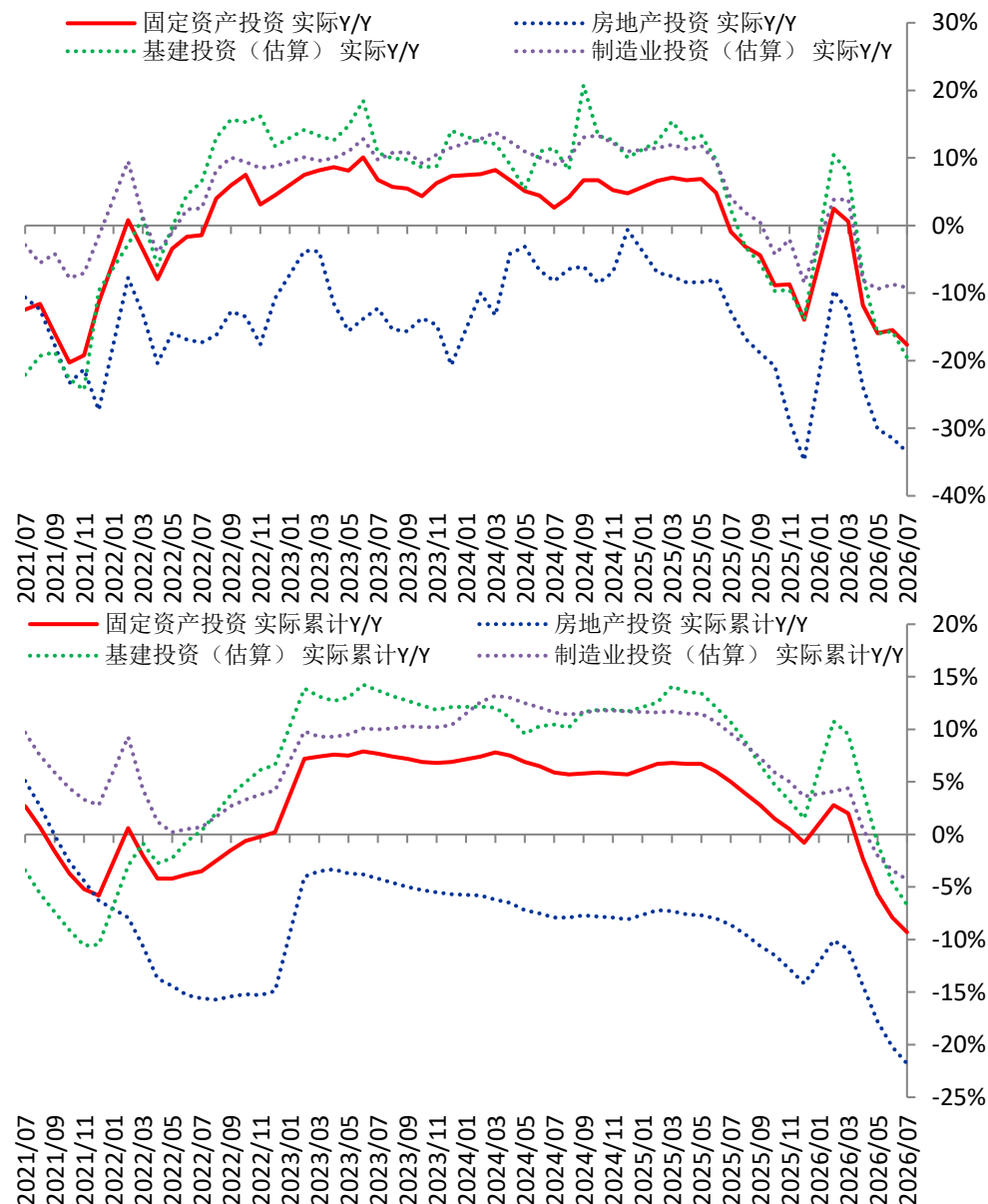


- 投资需求方面，7月城镇固定资产投资累计同比下降6.7%，降幅较此前继续扩大，且表现仍弱于预期。
- 分项中，7月房地产、基建、制造业投资累计同比增速分别为-19.20%、-4.08%、-1.70%，依然为全面减速态势。

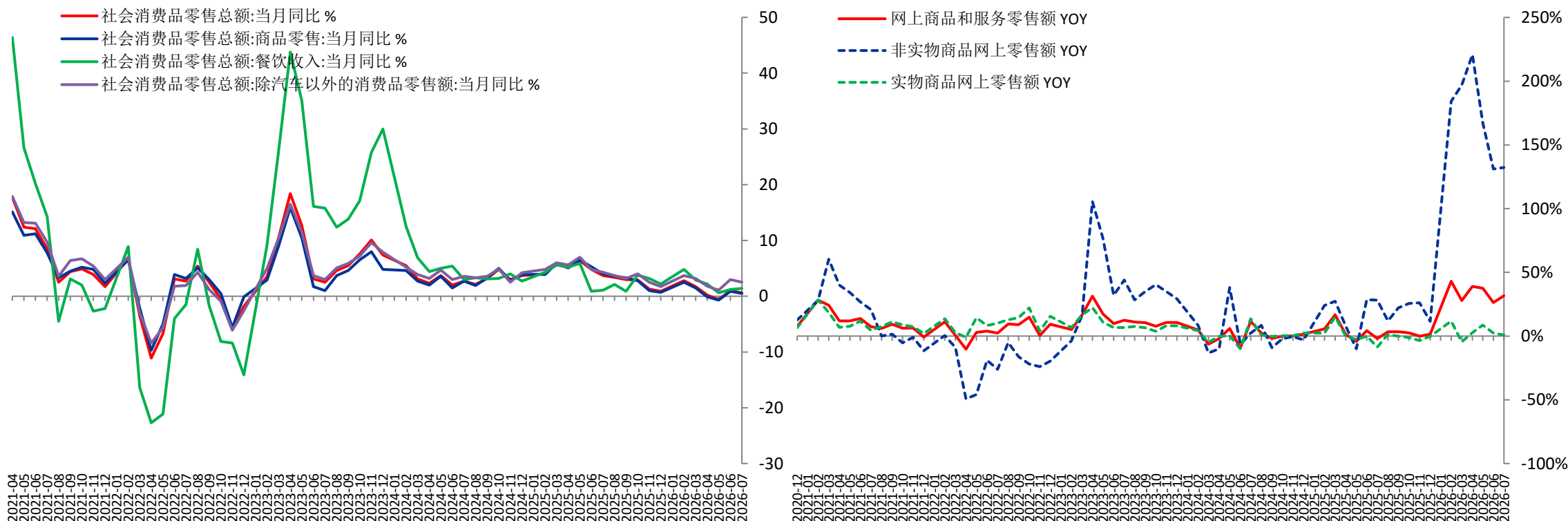


数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

- 总体上看，7月固投总体，以及其中基建、制造业、地产投资累计仍为全面减速态势，表现弱于预期。且主要投资分项当月同比跌幅也有扩大。
- 基建方面，7月政府净融资有明显增长，理论上有助于基建投资反弹，但基建投资仍较弱，可能与资金落地速度较慢有关，背后不排除天气因素。往后看，无论资金还是政策已做好准备，8月基建存在修复可能性，且下半年基建基数整体偏低，同比读数下行空间有限。我们预计，基建对总投资和经济拖累将会减小。
- 货币政策宽松带来的低融资成本背景下，制造业投资受经济转型、产业调整和升级影响，整体维持稳定的长期逻辑不变。外贸对制造业投资存在较强拉动，新基建投资部分位于制造业投资口径下，均是上半年制造业投资维持强势的有利因素。同时，需求尤其是外需明显改善对制造业信心带动增强。7月制造业走弱，或主要是资本市场尤其半导体相关板块走弱对资本开支信心的短期不利作用。预计年内制造业投资存在反弹修复空间。
- 地产方面，近两年资金链自下而上走弱逻辑仍不变。上半年中游资金面收紧缓和的持续性不强，未能带动投资端。政策层面上半年仅以局部、定向调整为主，系统性政策不多。8月北京跟进放松地产限购政策后或有结构性修复，但难以出现系统性影响。我们认为，仍需继续关注市场信心能否修复、房价下行螺旋能否改善。行业阶段性底部概率上升，而具体节奏仍有待确认。



- 7月社消环比符合季节性，基数也变动不大，同比增速略微下降部分受到前值较高影响。
- 大类分项中，商品零售增速放慢，但餐饮服务增速继续加快。边际上看，两者基本符合季节性，波动相对有限。网上消费增量则明显好于季节性，尤其是非实物商品消费。
- 7月消费总体变动不大，增速仍处于低位附近。我们预计，下半年商品消费补贴导致的高基数影响逐步减弱后，消费增速下行空间相对有限。短期油价反弹结束后，收入效应影响减弱，对服务消费冲击正在下降。



- 7月社消环比符合季节性，基数也变动不大，同比增速略微下降部分受到前值较高影响。
- 消费总体仍处于低位附近。我们预计，下半年商品消费补贴导致的高基数影响逐步减弱后，消费增速下行空间相对有限。短期油价反弹结束后，收入效应影响减弱，对服务消费冲击正在下降。
- 分项来看，呈现三个特点。一是商务属性强的消费多数偏弱，对应7月生产、投资的端走弱，背后也受到天气等外生逻辑影响。二是石油制品消费受到国际油价反弹影响而再度明显回落，地缘风险不确定性仍在。三是地产相关分项弱势不改，房屋销售再度走弱令引致需求减弱。
- 8月暑期消费持稳、产出修复将有短期支持。但我们仍强调，居民收入是决定消费趋势的关键，核心包括居民财务成本下降（降杠杆、降房贷利率）的收入被动改善，财产性收入（股市、地产等）的主动改善，工资性收入改善三点。上半年居民收入增速连续小幅改善，作为后周期变量，可关注收入-消费正反馈情况，年内消费存在改善空间。长期来看，人口增量、年龄结构是制约消费总量、改变消费习惯、影响消费结构和消费升级进程的关键因素。

官方累计同比	必需品消费			改善性消费			地产系消费			汽车系消费		餐饮消费	商品零售
	粮油食品	饮料	日用品	化妆品	文娱用品	书报杂志	家具	家电	建筑材料	汽车	石油及制品		
2026-07	7.20	5.60	4.10	6.30	-3.50		-4.50	-6.60	-9.50	-13.20	-5.90	1.40	0.50
2026-06	7.40	6.00	4.40	6.30	-2.40	-4.80	-3.70	-7.40	-8.80	-12.60	-5.70	1.20	0.90
2026-05	7.40	6.00	4.60	4.90	-2.40	-3.80	-3.00	-6.90	-8.40	-11.80	-5.80	0.60	-0.70
2026-04	8.60	6.00	5.40	5.60	-0.70	-4.00	-1.40	-4.00	-7.10	-10.60	-6.40	2.20	-0.10
2026-03	10.00	6.70	5.90	5.90	1.90	-2.20	1.90	0.00	-4.70	-9.10	-6.40	2.90	1.50
2026-02	10.20	6.00	6.60	4.50	4.10	-9.00	8.80	3.30	-2.20	-7.30	-9.70	4.80	2.50
2025-12	9.30	1.00	6.30	5.10	15.70	-2.40	14.60	11.00	-2.70	-1.50	-5.70	2.20	0.70
2025-11	9.90	1.00	6.50	4.80	16.40	-3.20	16.90	14.80	-1.50	-1.00	-5.20	3.20	1.00
2025-10	10.30	0.80	7.40	4.60	18.40	-3.60	19.90	20.10	0.50	-0.20	-5.00	3.80	2.80
2025-09	10.40	0.10	7.40	3.90	19.60	-3.70	21.30	25.30	1.60	0.60	-4.90	0.90	3.30
2025-08	11.00	0.20	7.40	3.30	20.60	-2.90	22.00	28.40	1.80	0.50	-4.60	2.10	3.60
2025-07	11.80	-0.20	7.40	3.10	21.10	-4.30	22.60	30.40	2.20	0.40	-4.10	1.10	4.00

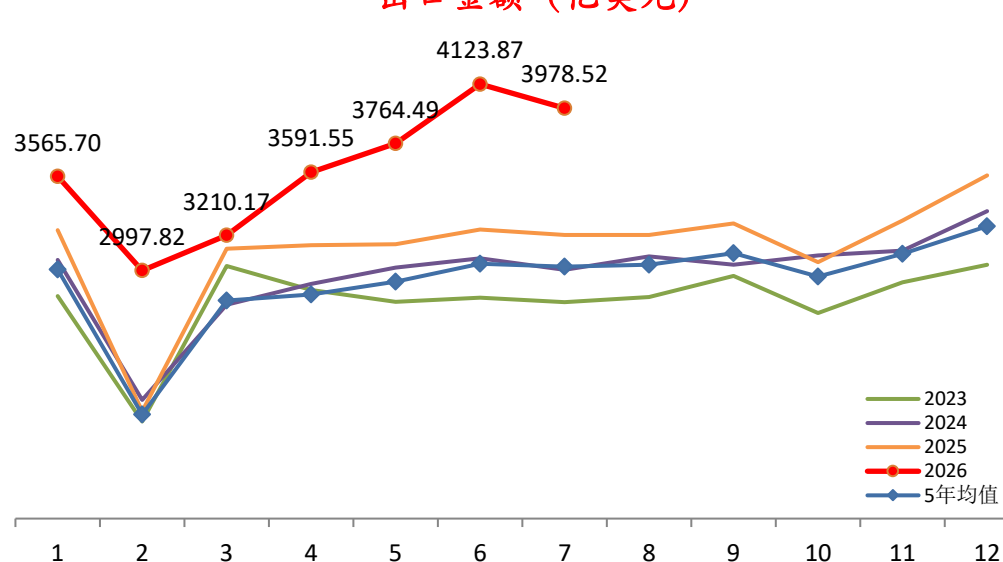
• 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

海关公布数据显示：

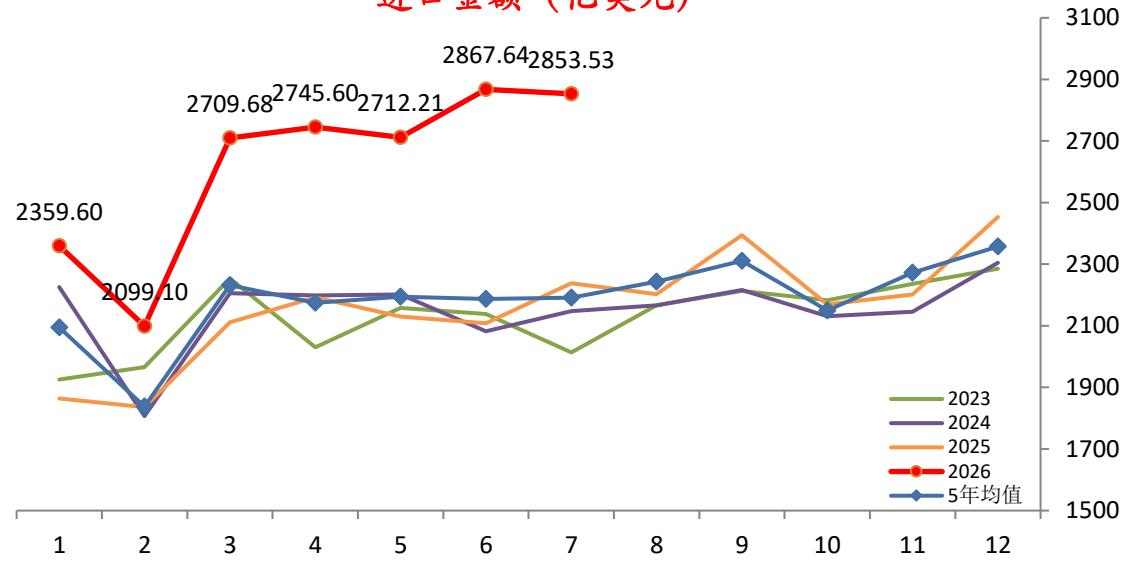
- 中国7月出口金额3978.52亿美元，同比增速从前期高位回落至23.9%，表现仍强于预期。
- 7月进口金额2853.53亿美元，同比增速也回落至27.5%，基本符合市场预期。
- 贸易顺差小幅下降至112.499亿美元。

指标	2026/07	2026/06	2025/07
出口金额（亿美元）	3978.52	4123.87	3212.16
出口同比（%）	23.90	27.00	6.99
进口金额（亿美元）	2853.53	2867.64	2238.43
进口同比（%）	27.50	36.00	4.24
进出口金额（亿美元）	6832.05	6991.51	5450.60
贸易差额（亿美元）	1124.99	1256.23	973.73

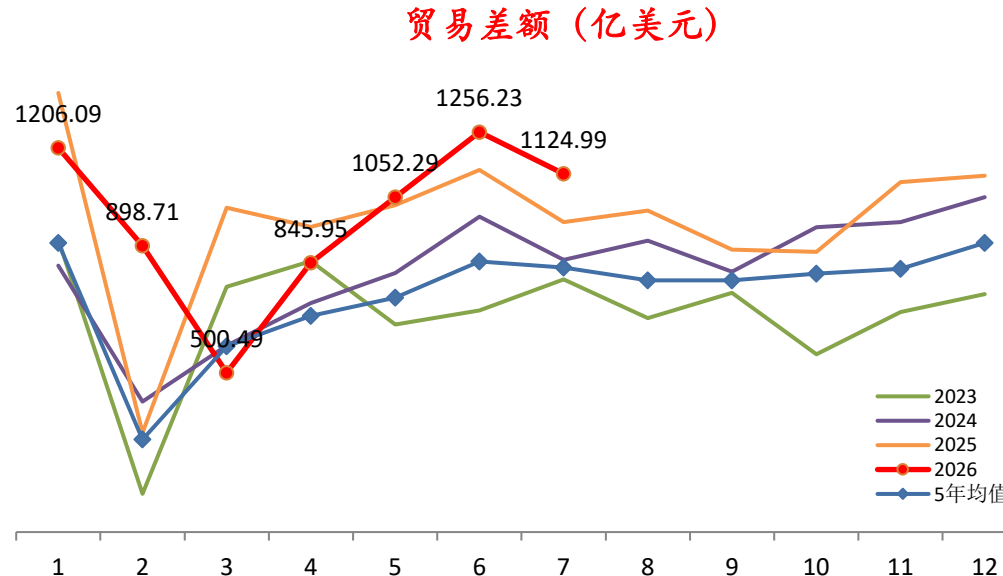
出口金额 (亿美元)



进口金额 (亿美元)



贸易差额 (亿美元)



- 美元计价出口金额回落，更多受到季节性因素影响，绝对增量仍极高，对同比增速的带动不变。
- 进口金额变动不大，仍处于高位附近，技术明显抬升令同比增速放缓相对更多。
- 进出口增量基本维持高位，增速也保持较快水平，进口回落较少是贸易顺差下降的主要原因。

- 出口方面，不同贸易方式中，一般贸易增速放缓，海关监管和保税区贸易增速继续高位回落，来进料加工装配贸易增速仍在加快，增量也刷新高位。主要大类产品出口方面，高新技术产品、劳动密集型产品增速小幅加快，机电产品增略有减慢。高新技术产品、机电产品同比、增量均维持高位。主要出口产品中，电脑设备、集成电路出口金额均继续增长，同比维持高位附近，手机符合季节性，家用电器从此前超季节性回落，汽车（含底盘）出口仍是上行态势。
- AI资本开支、算力需求逻辑不变，半导体产品对出口增量仍为最大贡献。但7月情况看，存储芯片增量相对较低，且价格上行节奏有所减慢，可能削弱半导体出口金额增长动能。而国内高新技术产业链优势持续增强，产品竞争力提升，整体正向影响不变。长期来看，中国产业升级、出口商品转型仍是大趋势，高附加值产品仍为主流方向（新能源、汽车、半导体）。

分类		项目	金额（亿美元）	同比		
				2026/07	2026/06	2025/07
出口	总计	--	3978.52	23.90%	27.00%	6.99%
	贸易方式	一般贸易	2493.35	16.90%	20.57%	8.97%
		来进料加工	809.72	37.57%	34.90%	0.43%
		海关监管和保税区	486.38	45.77%	53.55%	7.71%
	产品类型	高新技术产品	1192.50	52.67%	52.23%	4.25%
		机电产品	2591.97	33.81%	34.18%	8.02%
		劳动密集型产品	504.96	8.91%	8.03%	-0.02%
		自动数据处理设备及其零部件	311.12	57.26%	47.08%	-8.09%
		手机	95.57	26.63%	27.53%	-21.83%
		家用电器	88.54	6.63%	15.33%	-3.79%
		集成电路	387.39	116.57%	121.88%	29.16%
		汽车包括底盘和零配件	283.65	41.21%	47.67%	12.09%
	国家地区	发达国家（美国、欧元区、日本）	1141.35	16.10%	15.18%	-5.19%
		新兴国家（印度、巴西、俄罗斯、南非）	359.61	22.35%	36.01%	-0.57%
		亚太地区（香港、台湾、东盟、韩国）	1441.54	41.04%	42.30%	13.63%

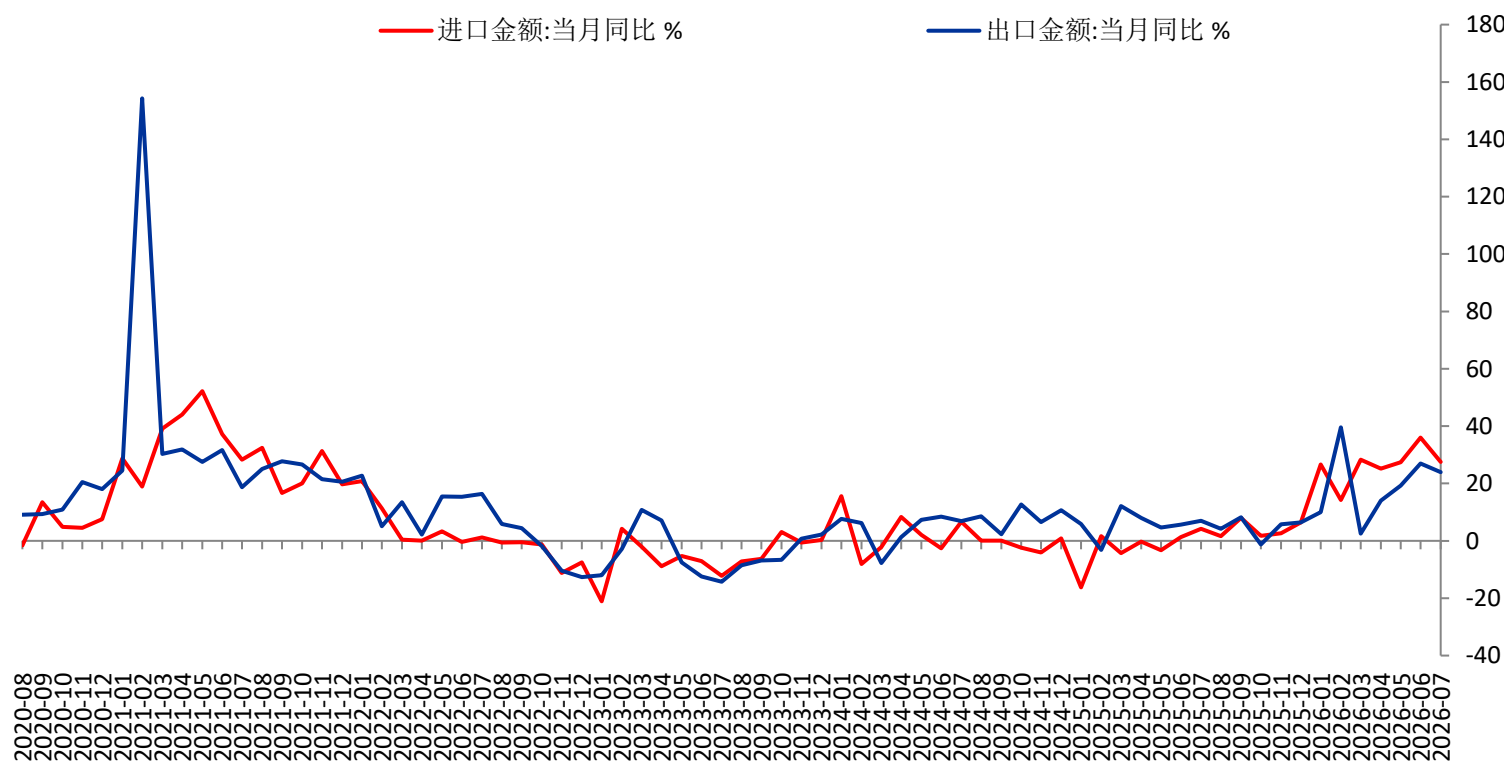
• 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

- 进口方面，不同贸易方式中，一般贸易、来进料加工装配贸易、海关监管和保税区贸易增速均放缓，但前两者表现均好于季节性，并继续刷新高位。工业原材料进口方面，大豆、铁矿、铜进口量高位回落，原油进口大幅反弹，初级塑料进口也有回升。工业中间品和制成品中，高新技术产品、机电产品进口增速维持高位附近，前者继续加速，二者增量刷新高点。其中电脑设备、集成电路、半导体元件均继续刷新纪录。汽车相关进口也小幅上升。
- 国内补库存、前期出口走强带动进口两大逻辑不变。能化相关商品的供给约束下降，进口增量明显上升，叠加油价反弹，对名义进口带动较强。同时大宗商品进口、价格也有全面走升迹象。

分类		项目	金额（亿美元）	同比		
				2026/07	2026/06	2025/07
进口	总计	--	2853.53	27.50%	36.00%	4.24%
	贸易方式	一般贸易	1617.89	21.80%	25.58%	1.04%
		来进料加工	577.89	46.80%	51.20%	9.64%
		海关监管和保税区	628.98	27.92%	52.80%	6.25%
	原材料	大豆（万吨）	1147.72	-1.65%	10.52%	18.48%
		原油（万吨）	3572.61	-24.31%	-41.33%	11.48%
		初级塑料（万吨）	138.10	-38.07%	-34.50%	-13.23%
		铁矿石（万吨）	10808.55	3.31%	6.36%	1.76%
		铜（万吨）	42.46	-11.54%	4.35%	9.09%
	工业品	高新技术产品	1141.40	58.82%	57.75%	7.76%
		机电产品	1327.80	46.00%	47.46%	2.74%
		自动数据处理设备及其零部件	205.66	193.80%	156.69%	-12.01%
		二极管及类似半导体器件	25.97	18.11%	16.58%	-2.58%
		集成电路	638.32	71.12%	72.32%	12.96%
		汽车包括底盘和零配件	35.69	-20.62%	-18.72%	-33.60%

• 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

- 总体上看，7月出口维持上半年以来的强势，外需对经济仍有较强带动。下游半导体出口与韩国等其他外向型经济体情况一致。集装箱吞吐量、港口货物吞吐量、国际海运价格等反映其他商品出口下降，或与台风等天气因素造成港口运输受阻有关。此外，主要贸易伙伴PMI均位于高位且延续上行趋势，显示出口具有一定后劲。
- 长期来看，全球经济周期转向上、贸易冲突风险减弱仍是下半年出口有利因素，AI等新质生产力需求带动全球资本开支增长则带来更强的结构性影响。预计年内出口仍是高位持稳、稳中有升局面，外需对经济将有明显拉动。人民币升值短期仍是J曲线效应正向影响为主。进口方面，国内补库动力正在增强，后续或超过价格因素，同时仍需继续关注地缘政治风险。后续政策焦点则仍在未来中美能否降低关税。





CONTENT 目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

综合来看，7月CPI、PPI涨幅均有放缓，二者均值小幅下降至2.0%，CPI-PPI差值下降至-3.0%，降幅有所收窄。预计三季度平减指数将从二季度的1.5%高位回落。

7月总体CPI和主要分项多走弱，尤其是商品相关分项，显然能源价格拖累明显。其他分项的增量影响相对有限。食品价格则仍是绝对影响最大。

PPI环比增速进一步放慢，同时基数开始上升，均拖累同比增速放慢。价格对企业整体名义产出、营收同比的绝对带动力量下降。

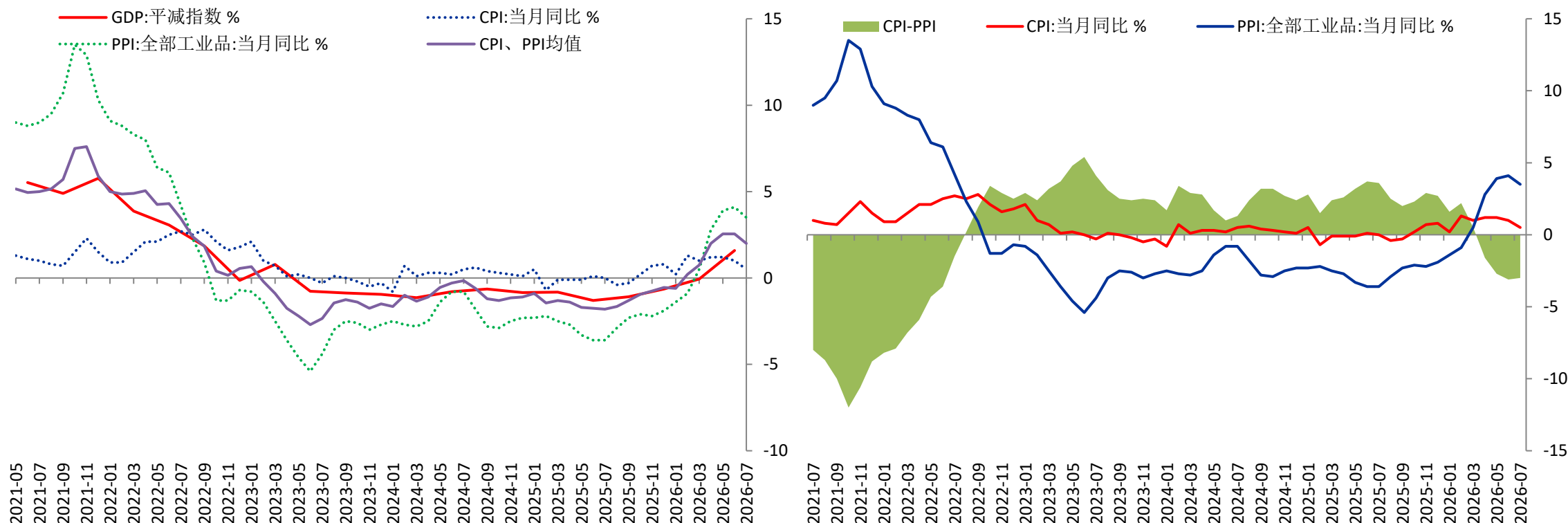
8月初以来情况显示，蔬菜价格涨幅扩大但猪肉价格涨幅减小，水果价格跌幅明显缩小，国内油价转为上涨走势。预计8月CPI环比好于季节性，且基数将回落，同比涨幅或小幅增加。但年内CPI和核心CPI或持稳为主。

PPI方面，大宗商品价格总体上行但结构分化，能化链走弱、金属多走升，PPI环比负增长幅度存收窄可能。但基数仍在抬升中，同比压力将进一步增加。往后看，PPI能否继续升高，新涨价因素将是主导。

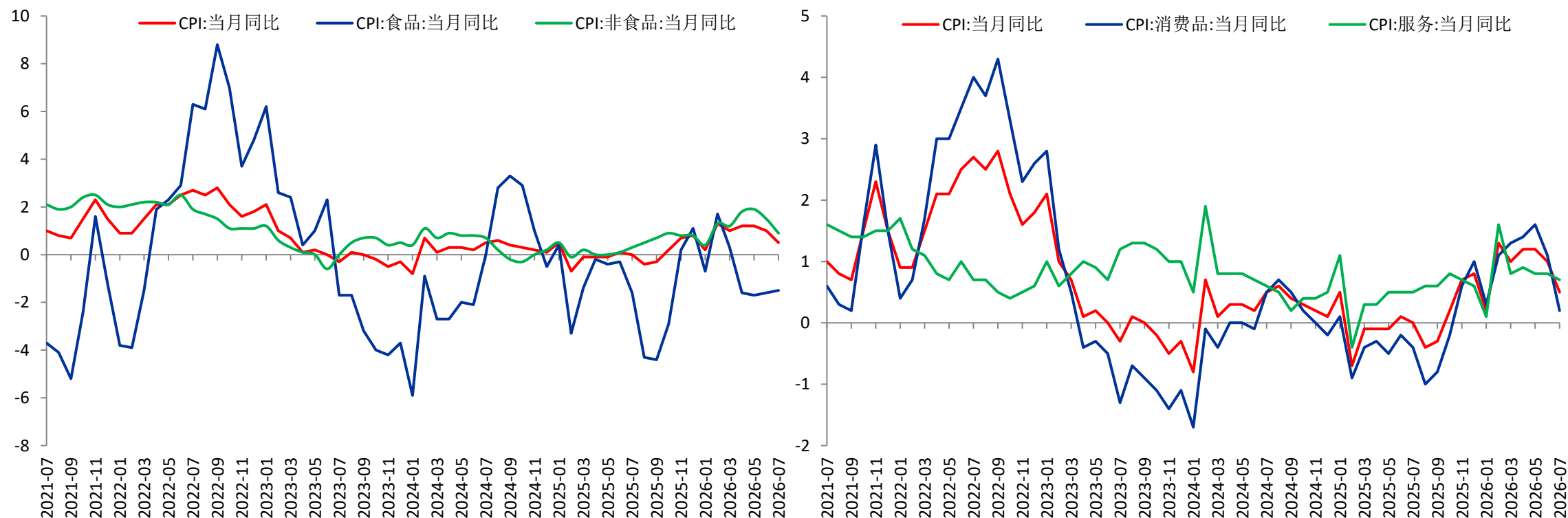
显然二季度再通胀加速受到短期输入性因素影响，且该因素目前来看已经难以持续，通胀继续加速的核心动能将转向需求。加库周期下外需持续显著改善后正转向持稳，内需改善幅度已成为再通胀主要增量影响。我们认为，经济周期、产业周期、供需节奏仍有利于价格稳定，但需求-价格正反馈力度尚不足，因此新涨价动能受限，再通胀步伐放慢正被验证。该因素对名义增长带动减弱，但预计不至产生拖累。

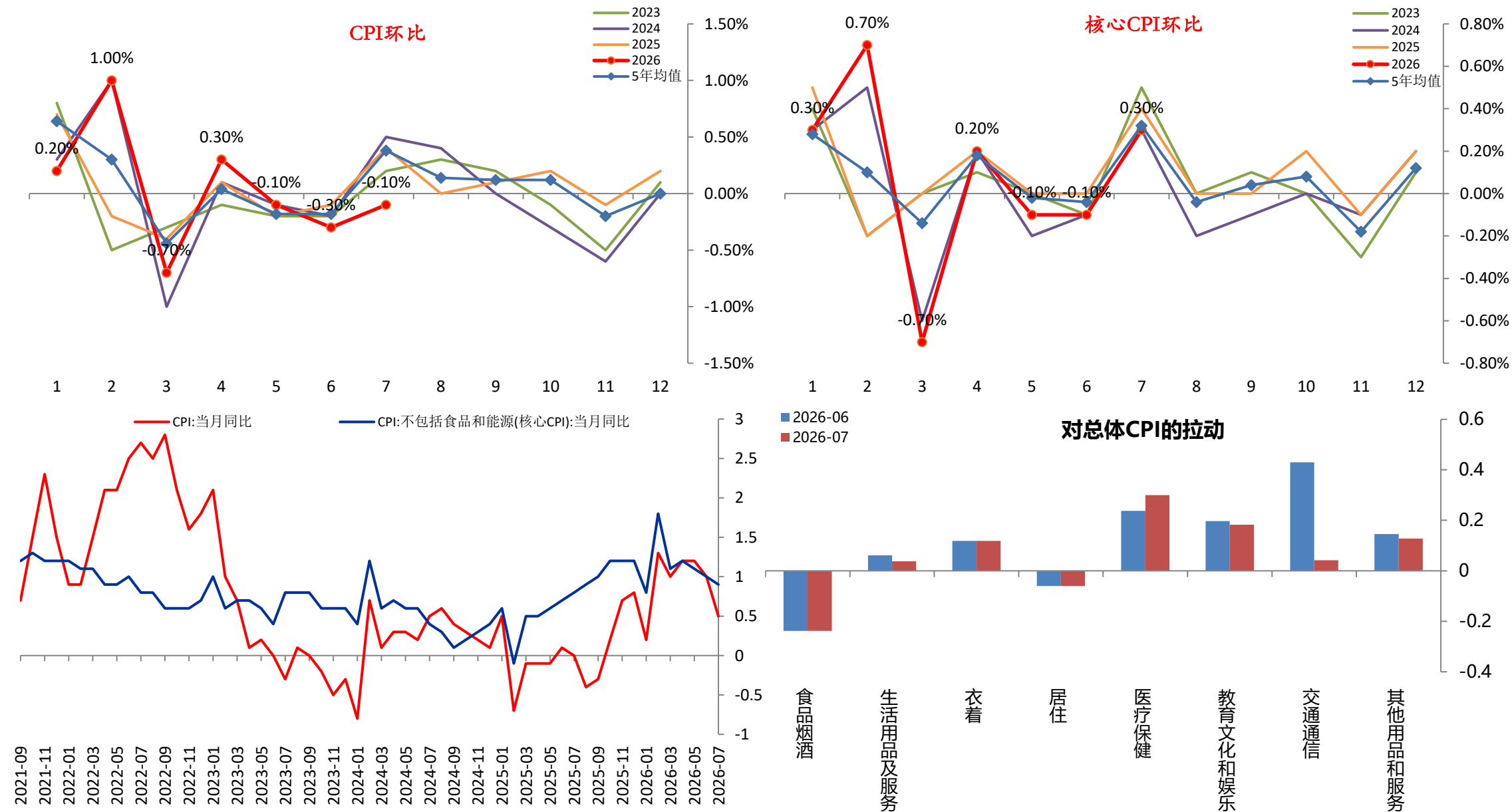
国家统计局公布的数据显示：

- 7月中国CPI同比增速回落至0.5%，略弱于市场预期的0.8%；PPI同比增速也回落至3.5%，弱于市场预期的3.8%。
- 此外，核心CPI同比增速继续小幅下降至0.9%，总体呈现上行放慢后的震荡小幅走弱状态。



- 总体CPI环比降幅收窄至-0.1%，明显不及季节性，同时基数季节性回升，同比增速因此放慢。
- 主要分项同比来看，食品跌幅略收窄，非食品、消费品涨幅明显放慢，服务、核心CPI小幅回落。
- 环比来看，食品涨幅不及季节性，非食品、消费品均弱于季节性，服务、核心CPI季节性上升。
- 7月总体CPI和主要分项多走弱，尤其是商品相关分项，显然能源价格拖累明显。其他分项的增量影响相对有限。食品价格则仍是绝对影响最大。



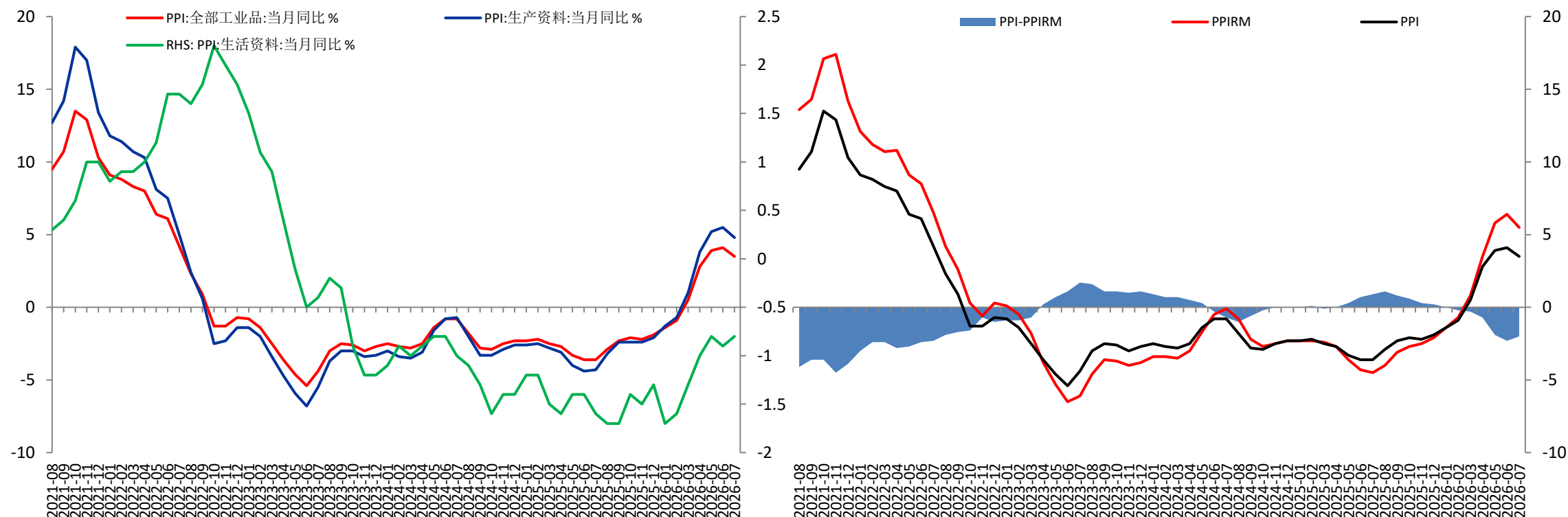


- 总体上看，7月CPI环比明显不及季节性，同时基数季节性回升，同比增速因此放慢。
- 总体CPI和主要分项多走弱，尤其是商品相关分项，显然能源价格拖累明显。其他分项的增量影响相对有限。食品价格则仍是绝对影响最大。
- 猪价上涨，成为7月食品、总体CPI的重要拉动力，鲜菜、鲜果一涨一跌影响抵消，其他分项则变动不大。
- 影响非食品的两条主要逻辑——油价、核心商品、核心服务中，输入性因素对国内油价以及非食品冲击继续大幅削弱。核心服务和核心商品价格变动均不大，以季节性波动为主。但核心商品尤其是电子消费品涨价或仍具有持续性。
- 8月初以来情况显示，蔬菜价格涨幅扩大但猪肉价格涨幅减小，水果价格跌幅明显缩小，国内油价转为上涨走势。预计8月CPI环比好于季节性，且基数将回落，同比涨幅或小幅增加。但年内CPI和核心CPI或持稳为主。长期来看，经济修复、消费复苏节奏和消费结构，将决定CPI尤其核心CPI回升步伐。

CPI分项	单位: %	当月同比	上月同比	同比变动	环比	环比3MMA
总体CPI		0.5	1.0	-0.5	-0.1	-0.17
食品		-1.5	-1.6	0.1	0.0	-0.27
非食品		0.9	1.5	-0.6	-0.1	-0.17
核心CPI		0.9	1.0	-0.1	0.3	0.03
消费品		0.2	1.1	-0.9	-0.6	-0.47
服务		0.7	0.8	-0.1	0.4	0.10
食品烟酒		-0.8	-0.8	0.0	0.0	-0.17
:粮食		-0.4	-0.5	0.1	0.1	-0.07
:食用油		-1.1	-1.1	0.0	-0.1	-0.17
:鲜菜		-0.3	-0.3	0.0	1.3	-1.10
:鲜果		-1.1	-0.7	-0.4	-3.8	-1.73
:畜肉类		-6.0	-7.3	1.3	1.9	0.20
:猪肉		-13.3	-15.9	2.6	4.1	0.57
:牛肉		4.5	4.2	0.3	0.3	0.40
:羊肉		6.2	6.0	0.2	0.0	-0.03
:水产品		-0.6	-0.4	-0.2	0.1	-0.17
:蛋类		14.4	16.0	-1.6	-1.7	3.03
:奶类		-1.5	-1.7	0.2	0.0	-0.17
:烟草		-0.7	-0.6	-0.1	-0.1	-0.10
:酒类		-3.0	-2.8	-0.2	-0.2	-0.23
衣着		1.4	1.4	0.0	-0.4	0.03
:服装		1.5	1.5	0.0	-0.4	0.03
:鞋类		0.9	1.0	-0.1	-0.5	-0.03
居住		-0.3	-0.3	0.0	0.0	-0.03
:租房房租		-0.6	-0.6	0.0	0.1	0.03
:水电燃料		0.5	0.5	0.0	0.0	0.00
生活用品及服务		0.8	1.3	-0.5	0.4	-0.07
:家用器具		0.2	2.2	-2.0	0.2	-0.37
:家庭服务		1.0	1.1	-0.1	0.0	0.07
交通和通信		0.4	4.1	-3.7	-2.2	-1.27
:交通工具		-1.3	-1.1	-0.2	-0.2	-0.33
:交通工具用燃料		0.8	15.3	-14.5	-9.8	-4.87
:交通工具使用和维修		0.5	0.5	0.0	0.1	0.03
:通信工具		8.3	7.6	0.7	1.0	1.07
:通信服务		0.1	0.1	0.0	0.0	0.00
:快递服务		-0.4	-0.5	0.1	0.0	-0.03
教育文化和娱乐		1.3	1.4	-0.1	1.0	0.33
:教育服务		0.6	0.6	0.0	0.0	0.00
:旅游		2.2	4.5	-2.3	6.6	2.33
医疗保健		2.9	2.3	0.6	0.8	0.33
:中药		-0.8	-1.3	0.5	0.0	-0.03
:西药		-1.5	-1.3	-0.2	-0.1	-0.07
:医疗服务		4.3	3.4	0.9	1.1	0.47
其他用品和服务		5.8	6.6	-0.8	0.0	-1.03

• 数据来源: Wind, 方正中期期货研究院整理

- PPI环比增速进一步放慢至-0.7%，同时基数开始上升，均拖累同比增速减慢。价格对企业整体名义产出、营收同比的绝对带动力量下降。
- PPIRM同比也下降至5.5%。PPI与PPIRM差值上升至-2.0%，生产者利润受到成本挤压程度减小，对中下游相对更加友好，符合此前预期。

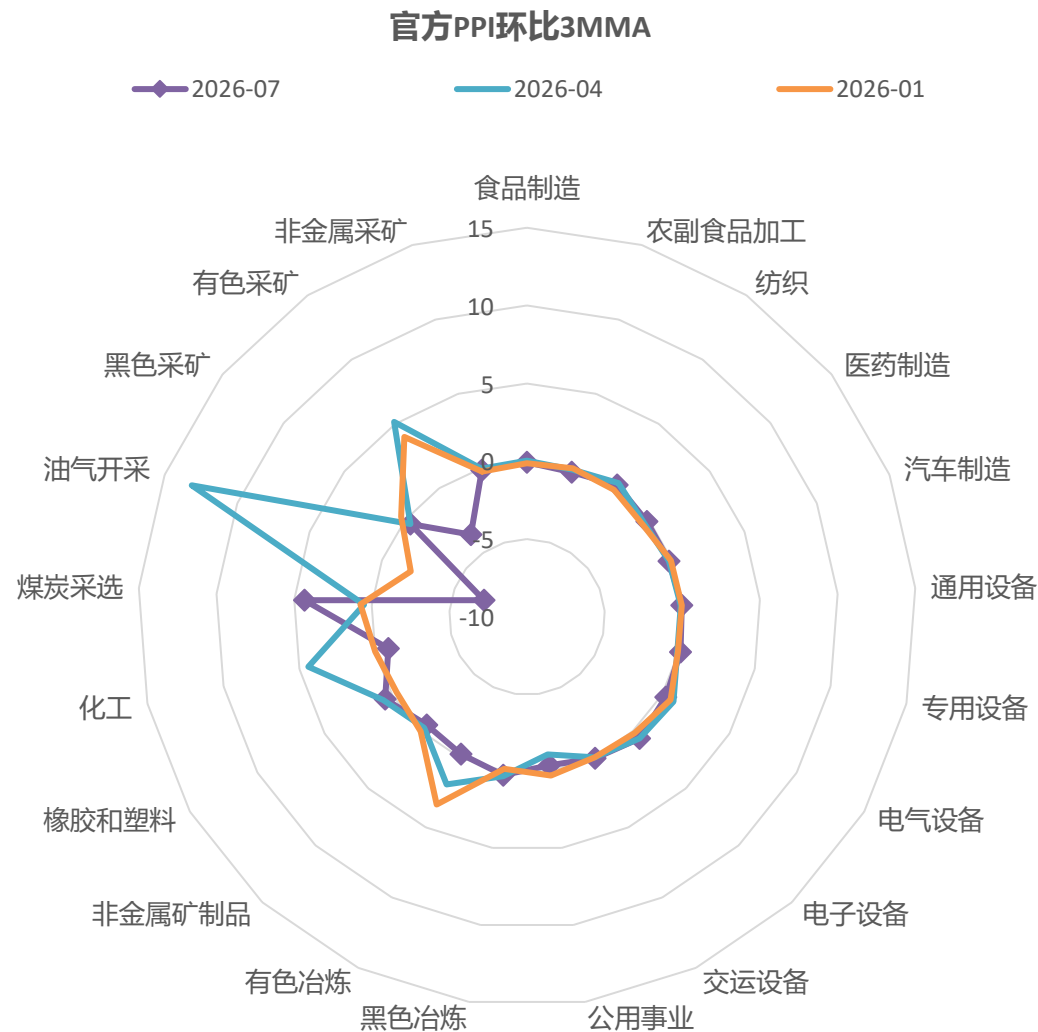


- 产业链角度看。油气开采增速继续明显回落，下游化工行业也有减慢，橡胶和塑料制品行业暂时维持不变，煤炭增速则进一步加速。有色产业链上行节奏变动，上游采选、中游冶炼加工增速均高位回落，但绝对增速仍较快。黑色产业链中，上游采选、中游冶炼加工修复步伐均略有放慢。狭义制造业增速仍延续改善节奏，其中电子设备制造涨幅继续加快，交运设备结束负增长。消费品制造业变动不一，食品、农副食品加工跌幅扩大，纺织涨幅加快，医药制造跌幅收窄，汽车跌幅扩大。
- 情况表明，7月行业PPI变动不一，下游继续分化，中上游则开始逐步收敛。上游价格向下游传导态势仍然延续，但随着上游涨价放慢其动能有所削弱。影响因素上看，地缘政治风险再现波动，但国际油价反弹尚未完全传导。半导体等行业在产能约束、AI资本开支需求增加双重逻辑下，价格延续上行走势不变。全球经济周期转向，尤其是外需改善有利于价格稳中有升，但内需对原材料带动仍有限。

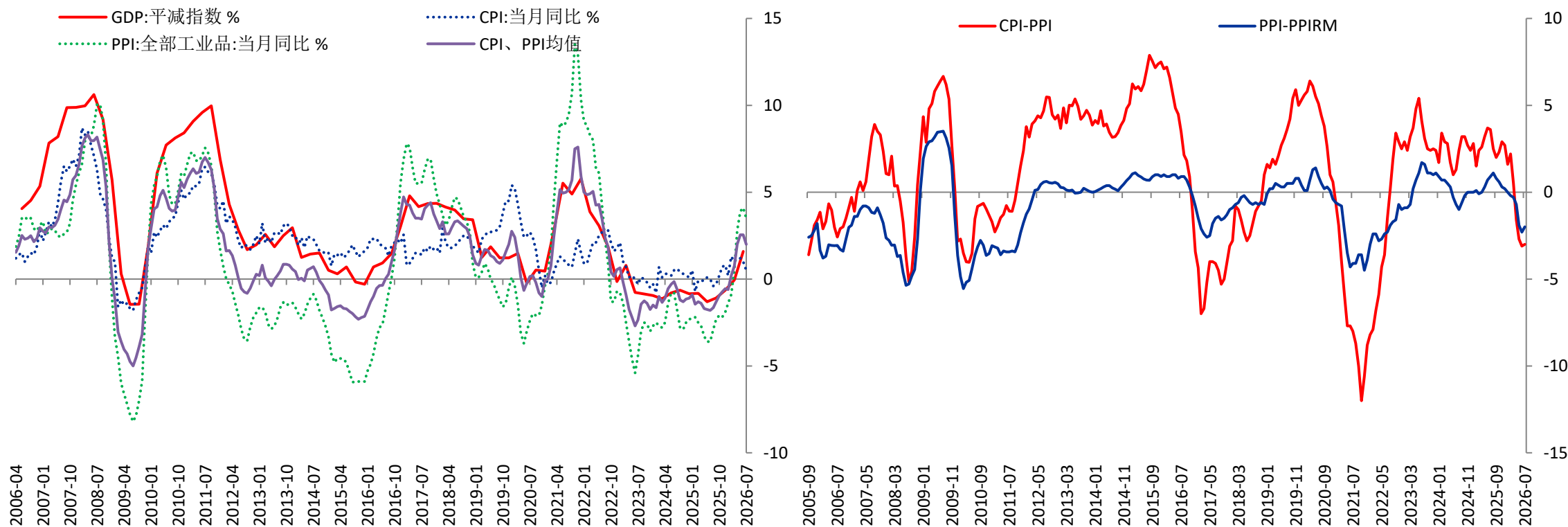
官方PPI同比	下游行业					中游行业											上游行业				
						加工组装					原材料										
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业
2026-07	-1.20	-1.30	1.70	-4.00	-2.30	-0.50			4.40	0.00	-4.00	2.70	20.20	-2.60	1.40	9.10	27.10	3.20	4.70	22.60	-3.90
2026-06	-1.00	-1.20	1.50	-4.50	-2.10	-0.70	-0.60	5.10	3.30	-0.20	-4.40	3.10	23.40	-3.30	1.40	11.30	20.60	16.80	5.20	25.50	-4.40
2026-05	-1.00	-1.40	1.10	-4.50	-2.00	-0.90	-0.80	4.50	2.10	-0.30	-4.40	1.00	24.00	-3.40	0.50	12.70	10.00	35.70	3.30	36.50	-5.10
2026-04	-1.60	-1.30	0.20	-4.70	-2.00	-1.00	-0.90	3.60	1.50	-0.30	-4.20	-1.10	22.50	-4.10	-1.30	8.90	3.10	28.60	1.30	38.90	-5.50
2026-03	-2.00	-1.50	-0.80	-4.60	-2.50	-1.20	-1.00	3.20	0.40	-0.10	-3.80	-2.50	22.40	-4.20	-3.40	-0.30	-2.20	5.20	0.10	36.40	-4.90
2026-02	-2.20	-1.50	-1.40	-4.70	-2.40	-1.10	-1.00	2.00	-0.90	-0.30	-5.50	-3.40	22.10	-5.00	-4.20	-3.70	-7.00	-12.90	1.00	30.20	-4.90
2026-01	-2.10	-1.60	-1.60	-4.40	-2.50	-1.30	-0.90	0.80	-1.60	-0.30	-2.30	-3.70	17.10	-4.60	-4.10	-5.00	-9.80	-16.70	3.00	22.70	-5.40
2025-12	-1.50	-1.80	-1.80	-3.90	-1.90	-1.70	-1.20	-0.50	-2.20	-0.30	-2.00	-4.70	10.80	-3.40	-3.30	-4.80	-8.90	-11.50	1.80	24.00	-6.80
2025-11	-1.20	-2.00	-2.00	-3.90	-2.30	-1.80	-1.30	-0.90	-2.10	-0.20	-2.00	-5.20	7.80	-3.10	-3.20	-5.20	-11.80	-10.30	2.40	20.20	-6.40
2025-10	-1.10	-2.30	-2.20	-3.40	-2.30	-1.70	-2.10	-1.50	-2.00	-0.20	-1.50	-4.50	6.80	-3.10	-2.80	-5.00	-15.60	-8.40	2.10	18.90	-5.30
2025-09	-1.30	-2.60	-2.40	-3.00	-3.00	-1.80	-1.10	-1.80	-2.50	-0.30	-1.70	-0.60	6.50	-3.60	-2.70	-5.20	-16.80	-8.60	1.50	13.90	-5.00
2025-08	-1.20	-2.90	-2.40	-2.90	-2.70	-1.70	-1.30	-2.10	-2.40	-0.50	-1.60	-4.00	4.80	-3.10	-2.60	-5.70	-19.80	-9.70	-5.30	11.80	-5.40
2025-07	-1.10	-3.30	-2.70	-2.40	-2.70	-1.60	-1.20	-2.40	-2.40	-0.30	-1.70	-10.00	2.20	-2.10	-2.50	-6.50	-23.00	-12.60	-9.10	11.10	-5.00

数据来源：Wind，方正中期期货研究院整理

- PPI环比增速进一步放慢，同时基数开始上升，均拖累同比增速放慢。价格对企业整体名义产出、营收同比的绝对带动力量下降。
- PPIRM同比也下降。PPI与PPIRM差值则上升，生产者利润受到成本挤压程度减小，对中下游相对更加友好，符合此前预期。
- 行业PPI改善为主，但行业分化再度加大。上游价格向下游传导态势仍较明显。影响因素上看，地缘政治风险消除后，国际油价已经明显回落，对能化行业价格拉动力显著下降。半导体等行业受到供不应求影响，价格延续上行走势不变，产能约束下叠加AI资本开支带来的需求，其价格上行走势或仍将持续。全球经济周期转向，内需、外需改善，有利于价格稳定。但上半年阶段性供给冲击结束后，上游价格支持力度或下降。后期生产者价格或走向绝对增速转稳，行业分化减弱方向，而由上向上传导趋势不变。
- 8月初以来大宗商品价格总体上行但结构分化，能化链走弱、金属多走升，PPI环比负增长幅度收窄可能。但基数仍在抬升中，同比压力将进一步增加。往后看，PPI能否继续升高，新涨价因素将是主导。长期来看，全球经济、政策尤其国内需求修复节奏，以及商品供给波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。



- 综合来看，7月CPI、PPI涨幅均有放缓，二者均值小幅下降至2.0%，CPI-PPI差值下降至-3.0%，降幅有所收窄。预计三季度平减指数将从二季度的1.5%高位回落。
- 显然二季度再通胀加速受到短期输入性因素影响，且该因素目前来看已经难以持续，通胀继续加速的核心动能将转向需求。加库周期下外需持续显著改善后正转向持稳，内需改善幅度已成为再通胀主要增量影响。我们认为，经济周期、产业周期、供需节奏仍有利于价格稳定，但需求-价格正反馈力度尚不足，因此新涨价动能受限，再通胀步伐放慢正被验证。该因素对名义增长带动减弱，但预计不至产生拖累。





CONTENT 目录

第一部分 经济基本面与宏观供需

第二部分 价格水平变动情况

第三部分 货币与财政政策

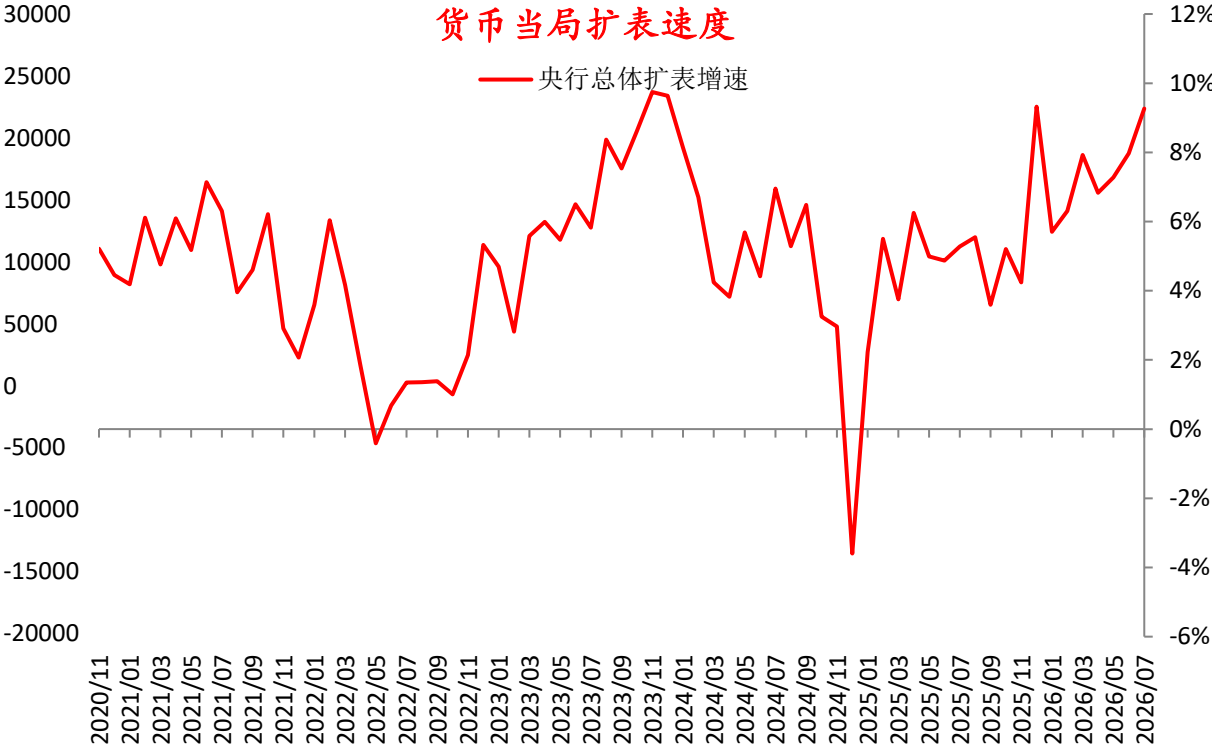
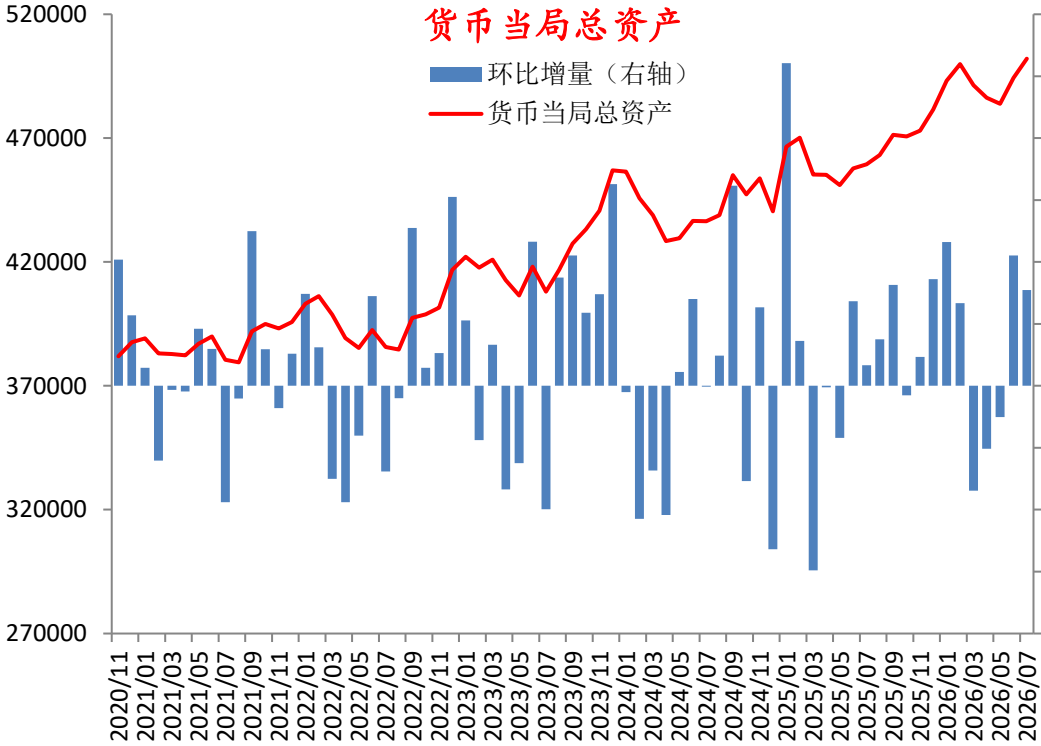
第四部分 汇率与商品市场波动

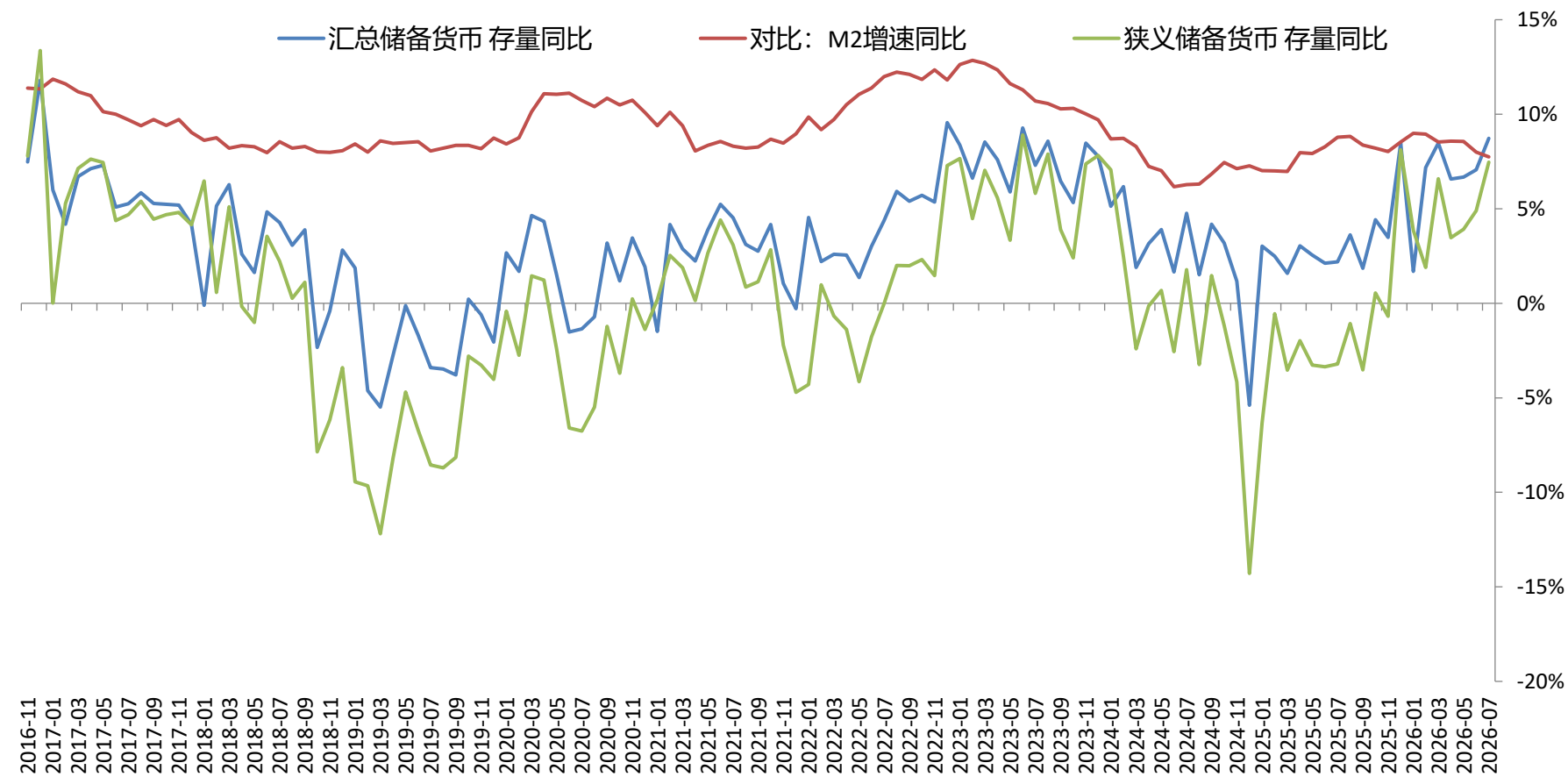
金融角度看，7月融资情况有所改善，且呈现表内弱、表外强的特征。企业短期经营流动性仍不缺乏，但总体情况不如上半年，且长期资本开支仍偏弱。居民部门长期流动性下行方向仍不变，居民部门房贷净还款、去杠杆缩表情形仍在演绎。政府融资大幅回升是社融的主要带动。股票融资明显增长则与半导体行业大型IPO有关。

广义社融增速反弹，政府融资增量回升是最主要带动。货币信贷增速差继续回落，增量差也季节性下行。边际上看，社融好转超过M2，流动性流向实体经济超过虚拟经济，但主要是政府方向且尚未落地，因此实体经济实际受到支持不足。货币信贷增速差下行，与无风险收益率下行、股票市场指数下行均无背离。后期关注8月政府主导资金投放后，增量流动性的影响幅度。

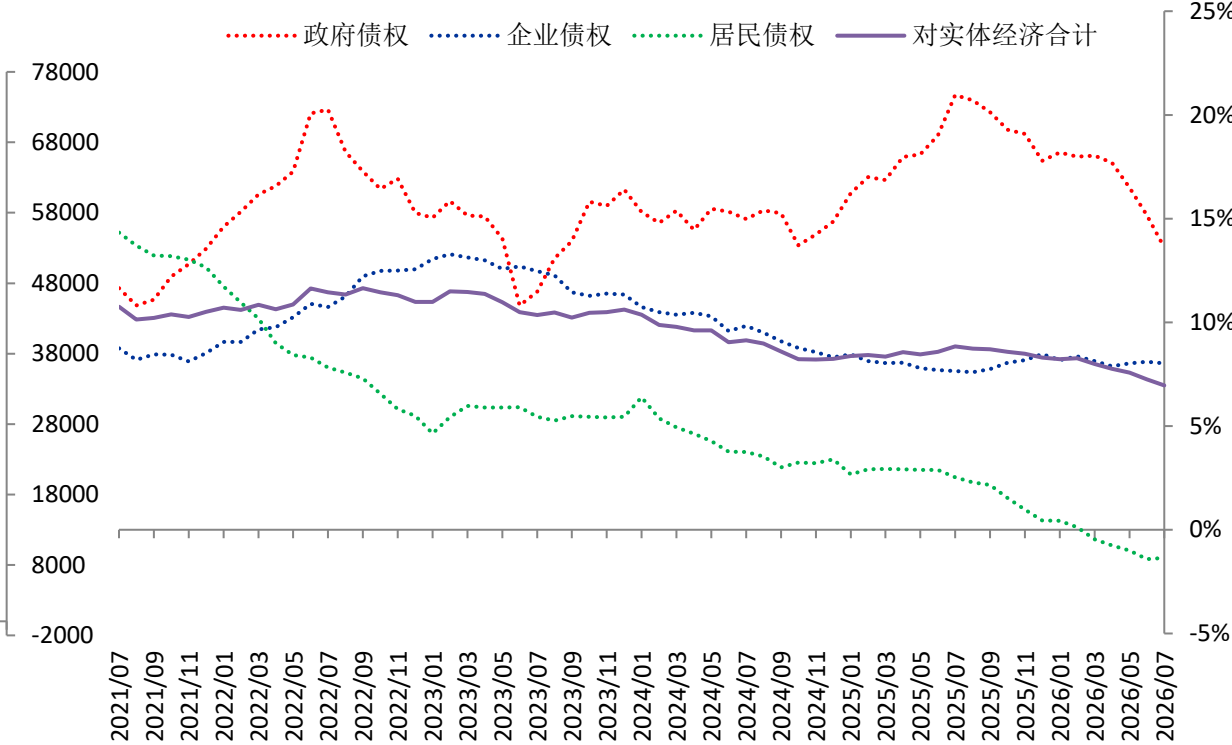
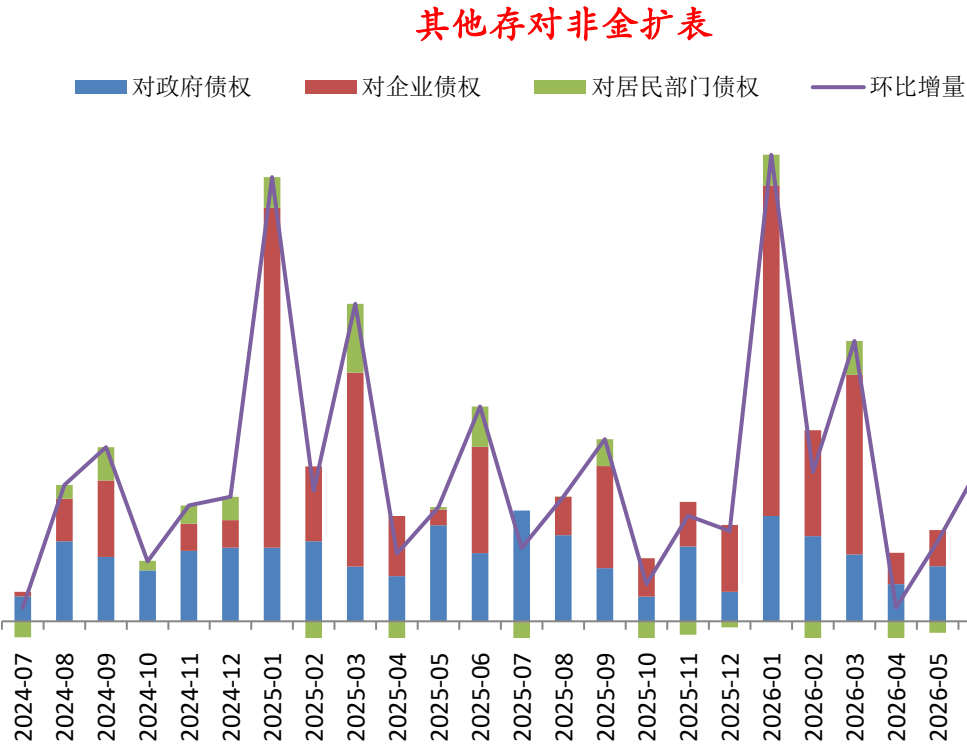
今年上半年经济总体改善，名义增速明显加快，但K型分化显著。二季度开始外需延续强势，但财政-内需链边际走弱，宏观流动性对大类资产的正向影响方向不一。往后看，年内名义增速或基本持稳，且社融增速在低基数影响下有望反弹，央行降息降准动力有限，流动性增速差对金融市场支持仍在。

上半年财政支出加速主要在一季度，二季度开始财政净支出节奏放慢，广义财政对经济的支持作用减弱。7月财政端呈现明显的收入增长快、支出增长慢的特征。往后来看，狭义财政内生性修复已经开始出现，且该特征仍将延续，有助于三季度支出加速。同时政府融资增量有所回升，未来增量资金投放落地是广义财政扩张的另一动能。但土地相关收入对地方政府支出能力的约束暂时不变，是广义财政增长的主要不确定性。但我们预计，新一轮财政扩张已经开始，后期对经济的带动力将逐步上升。

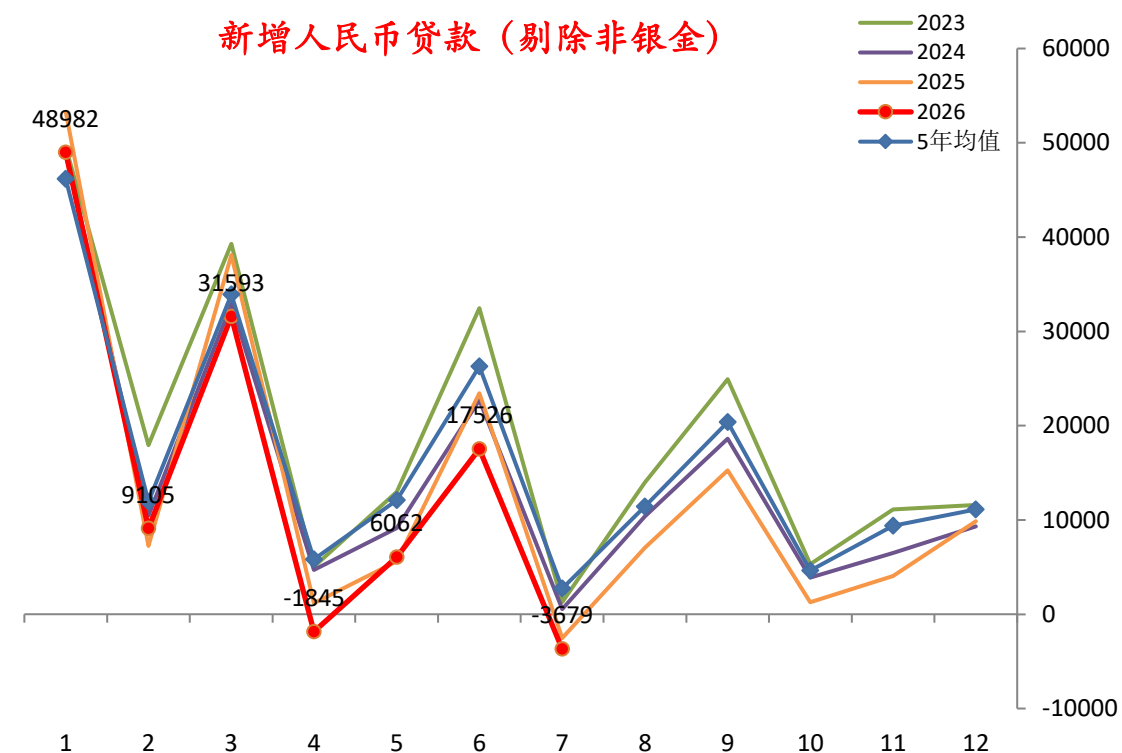
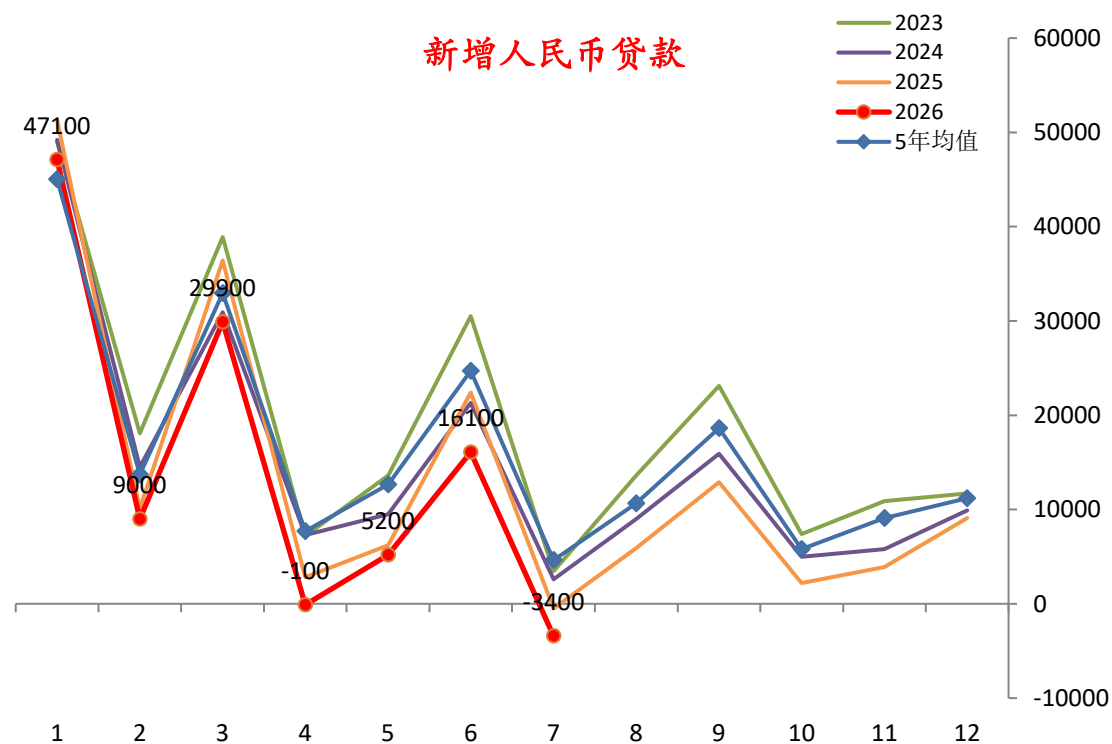


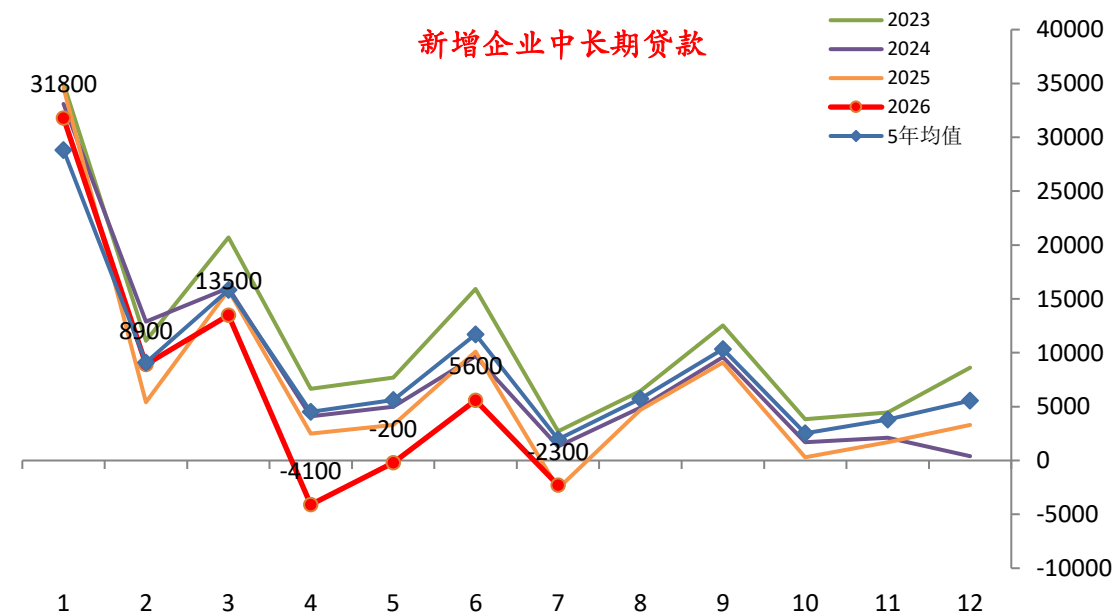
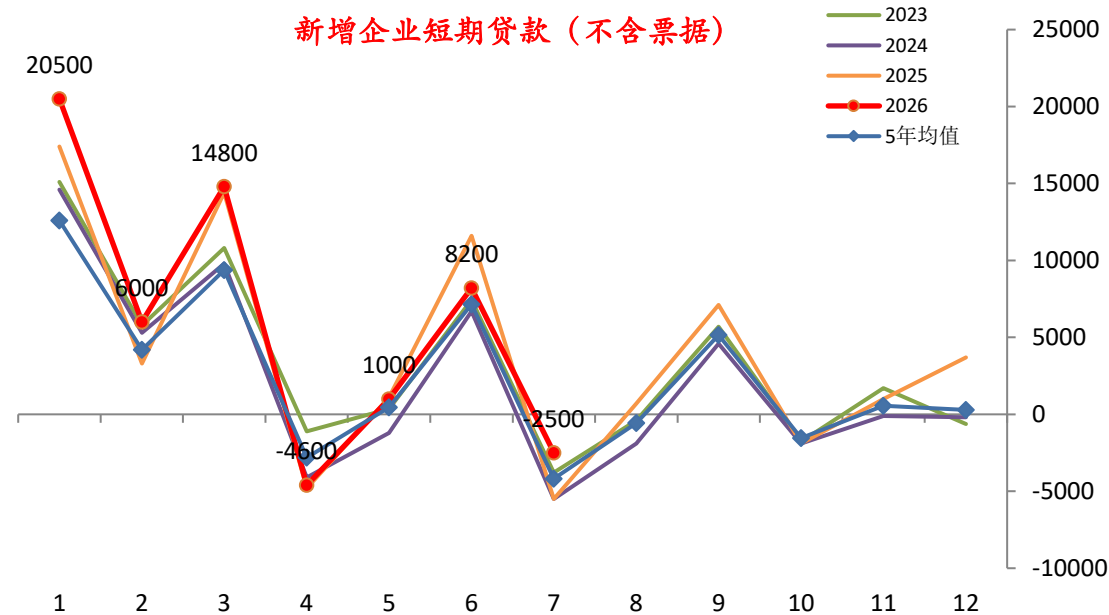
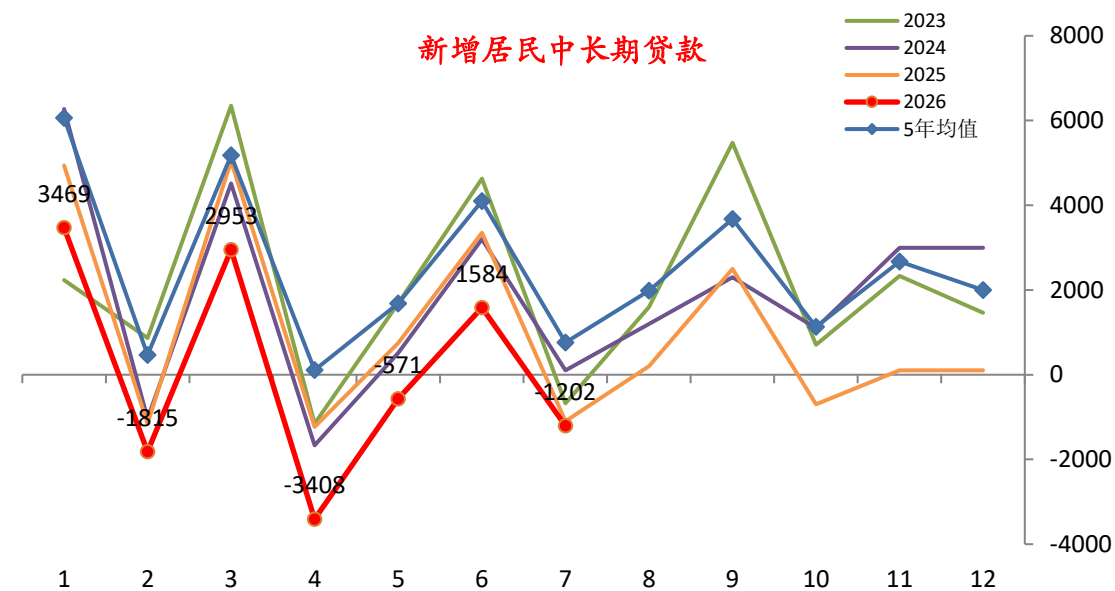
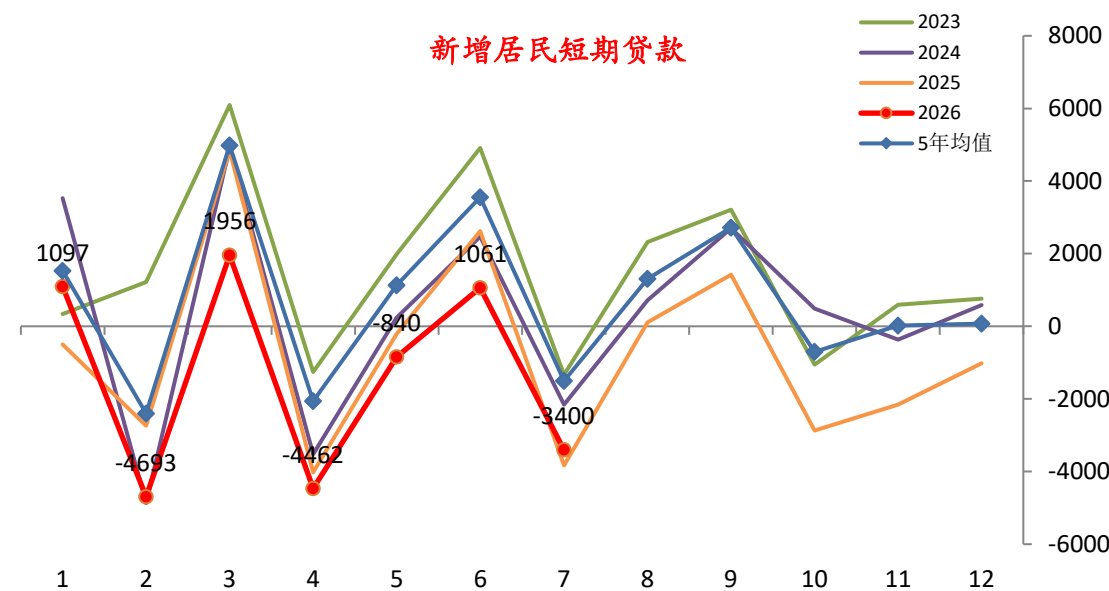


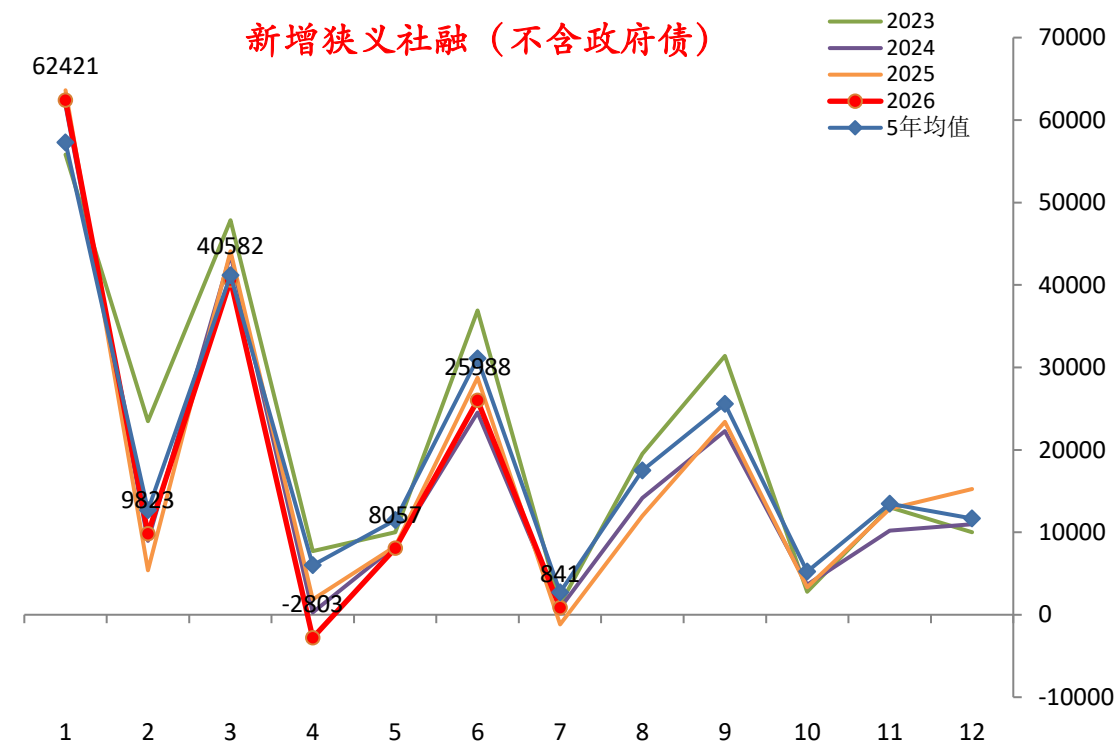
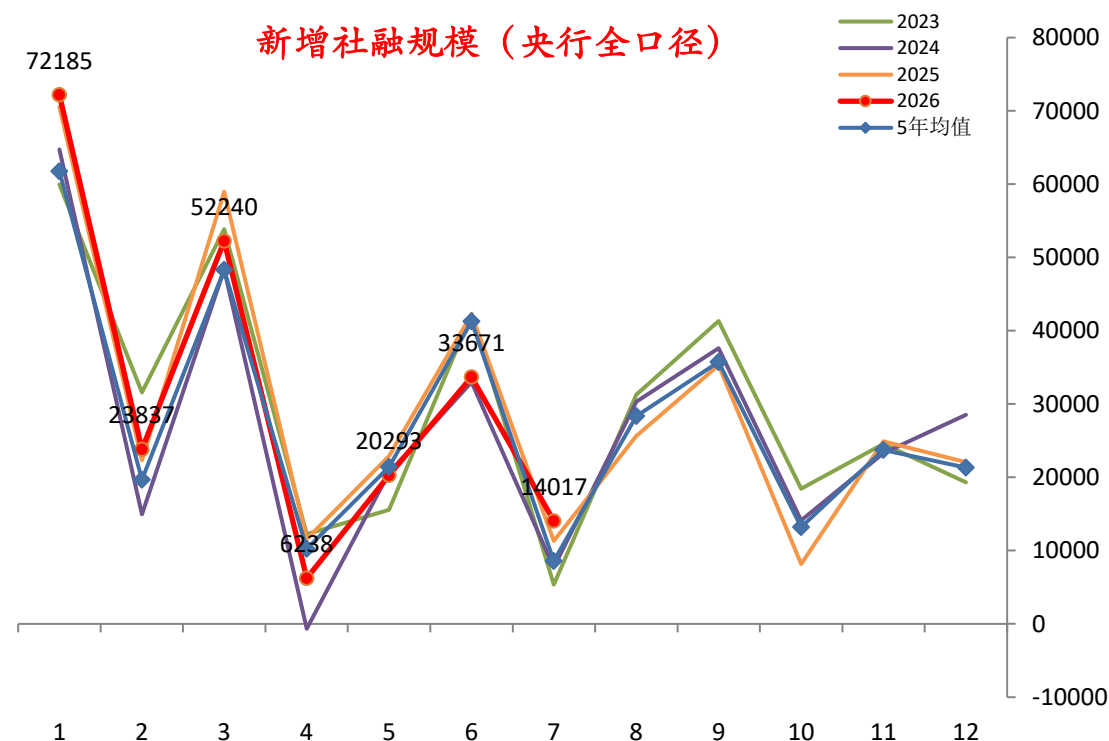
- 汇总储备货币=外汇占款+央行常规工具+政府存款+国外净资产+其他
- 狭义储备货币= 汇总储备货币- 现金- 非金存款- 其他存款性公司存款



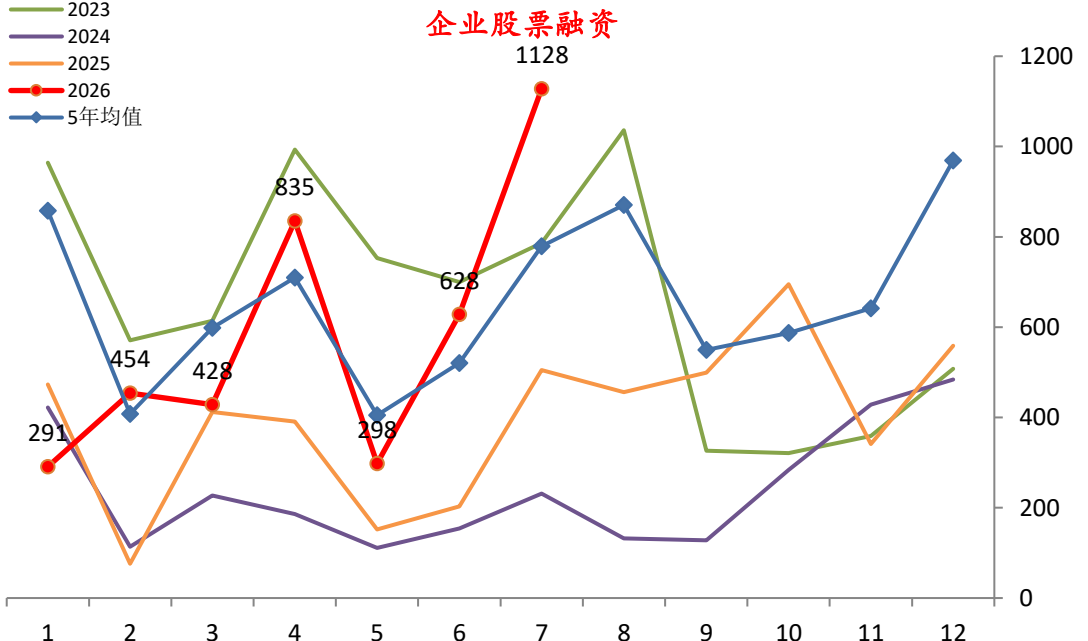
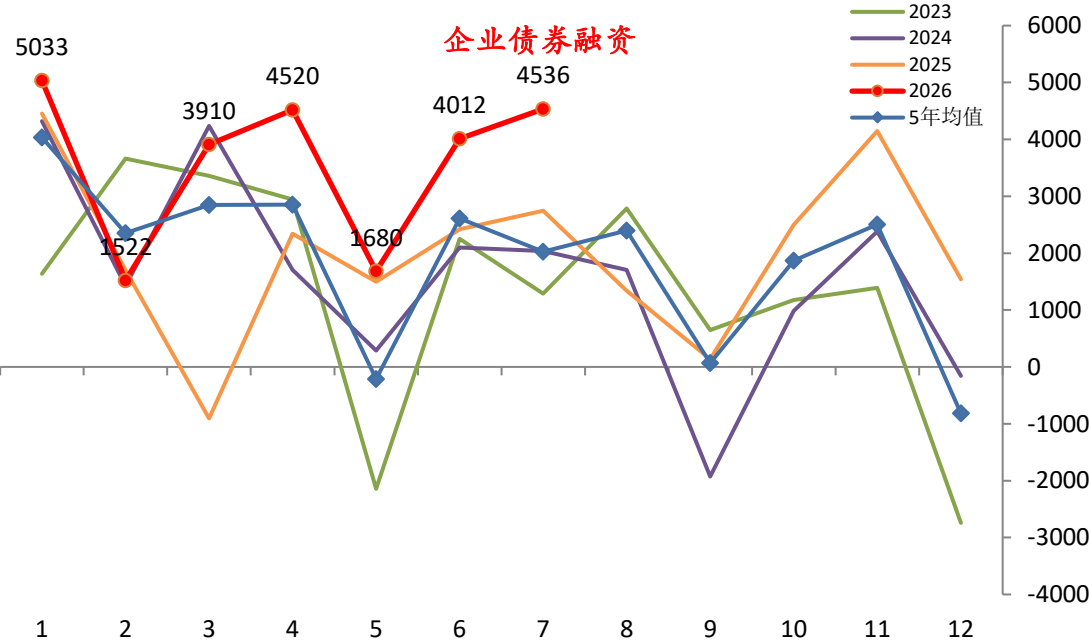
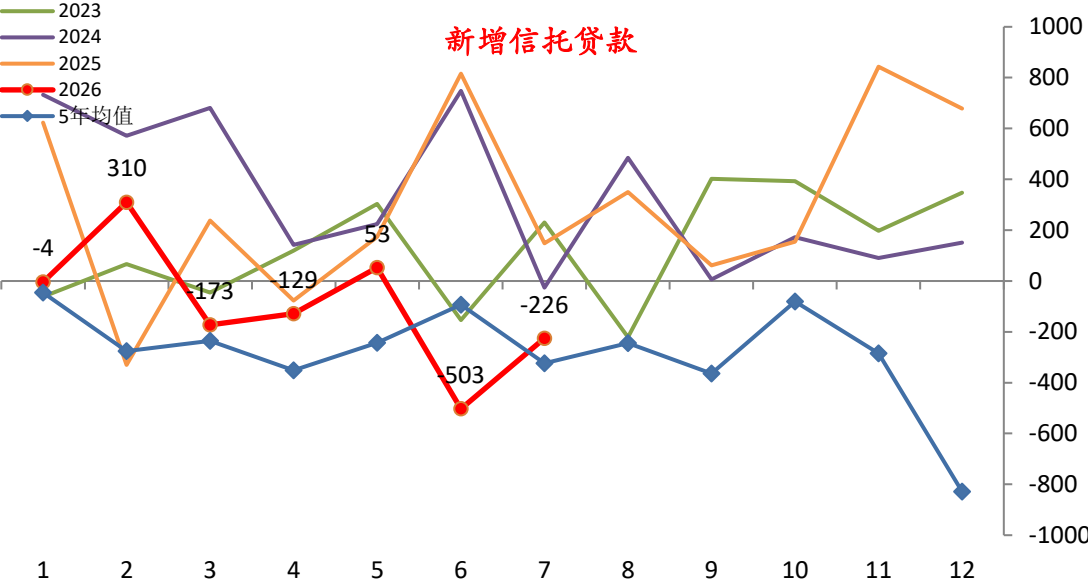
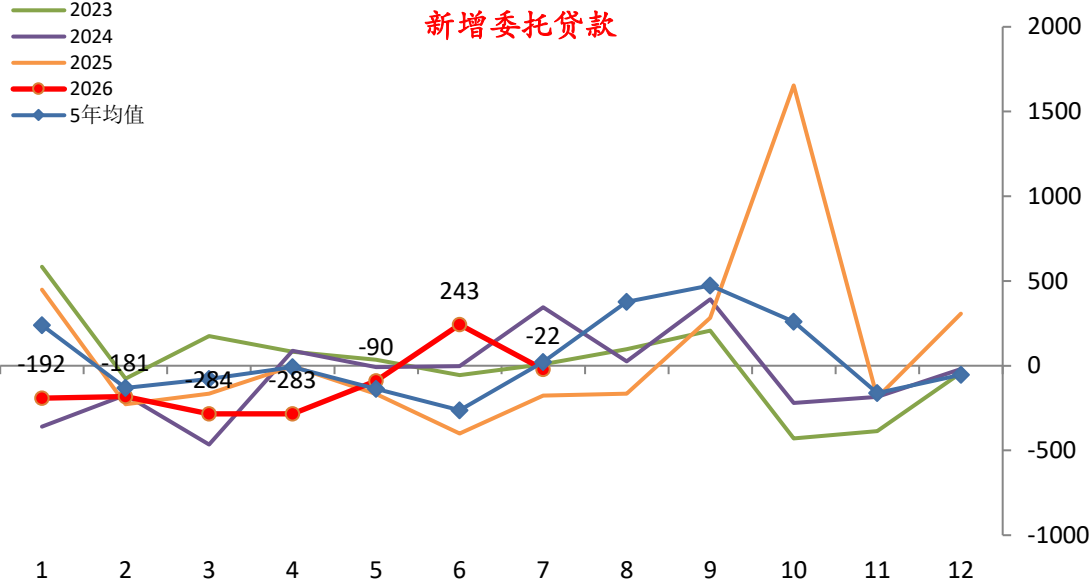
*均为同比，政府债权（红色）位于右轴，其他位于左轴

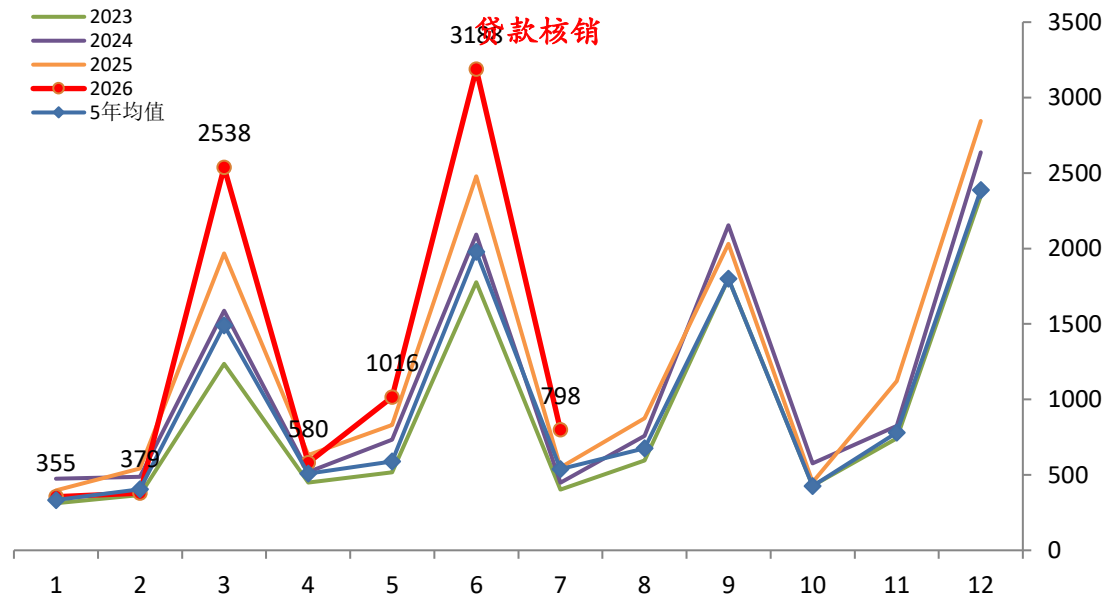
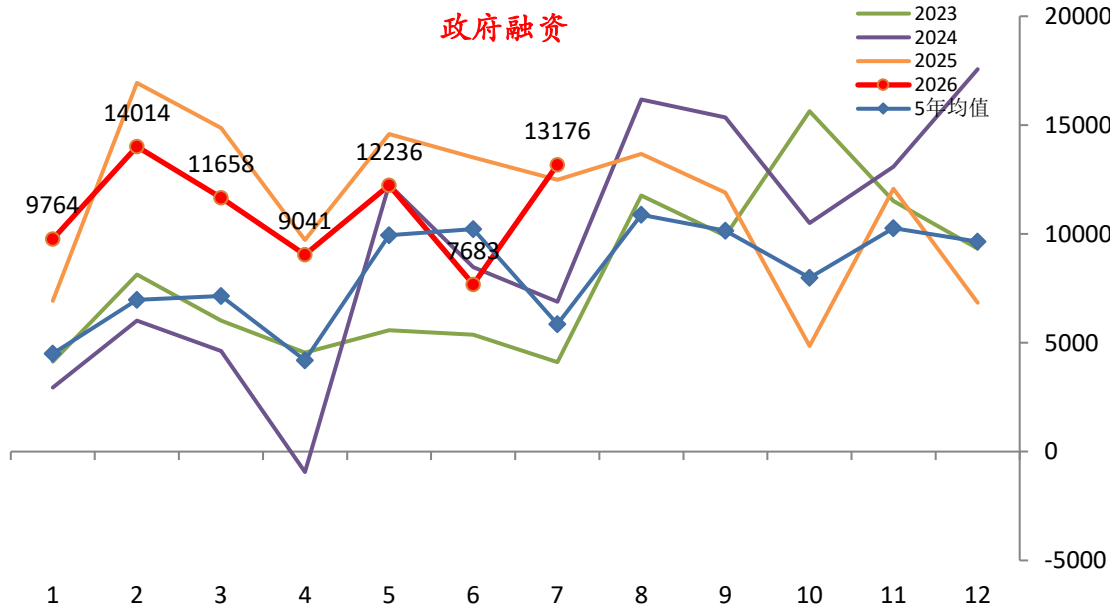
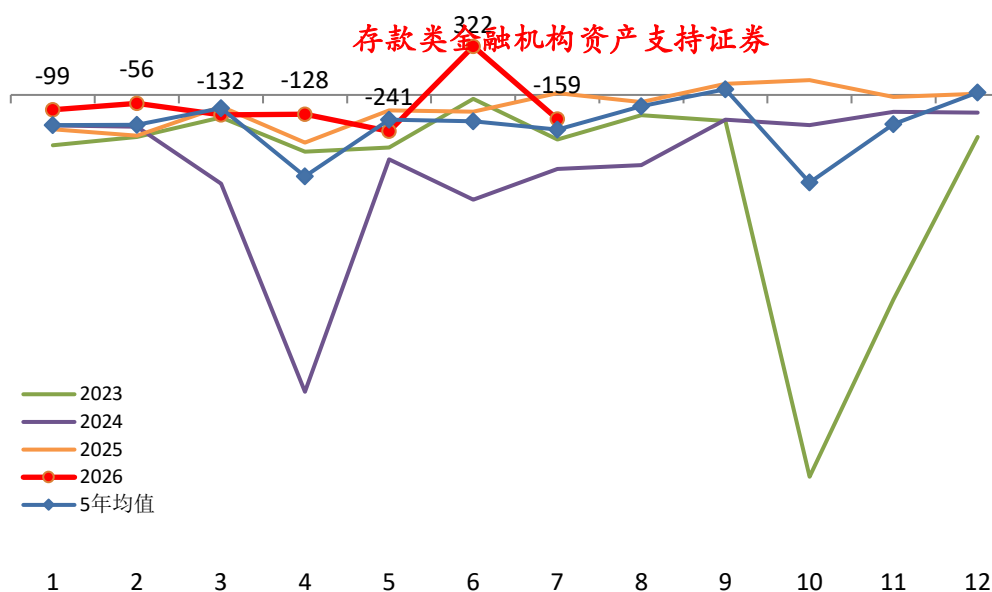




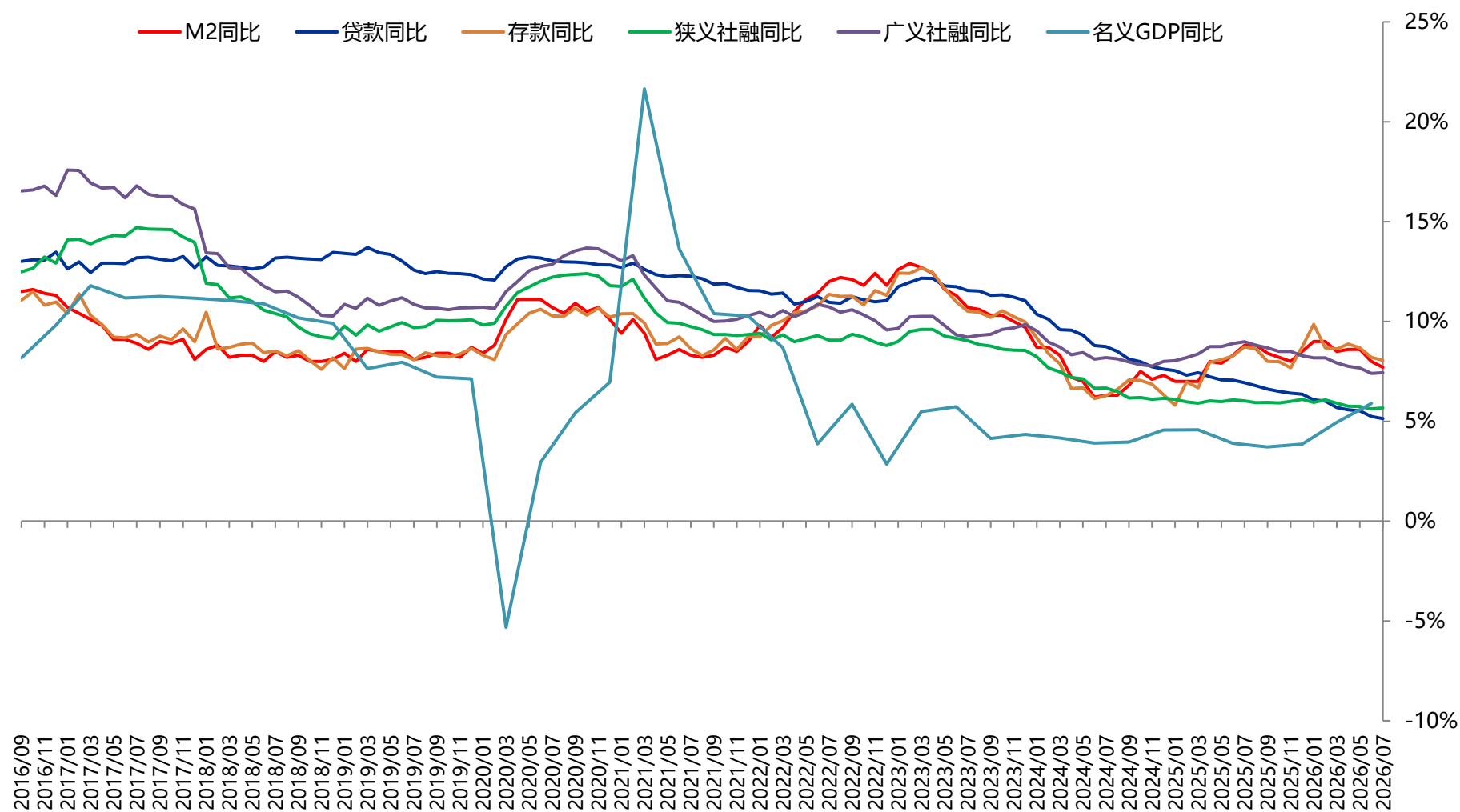


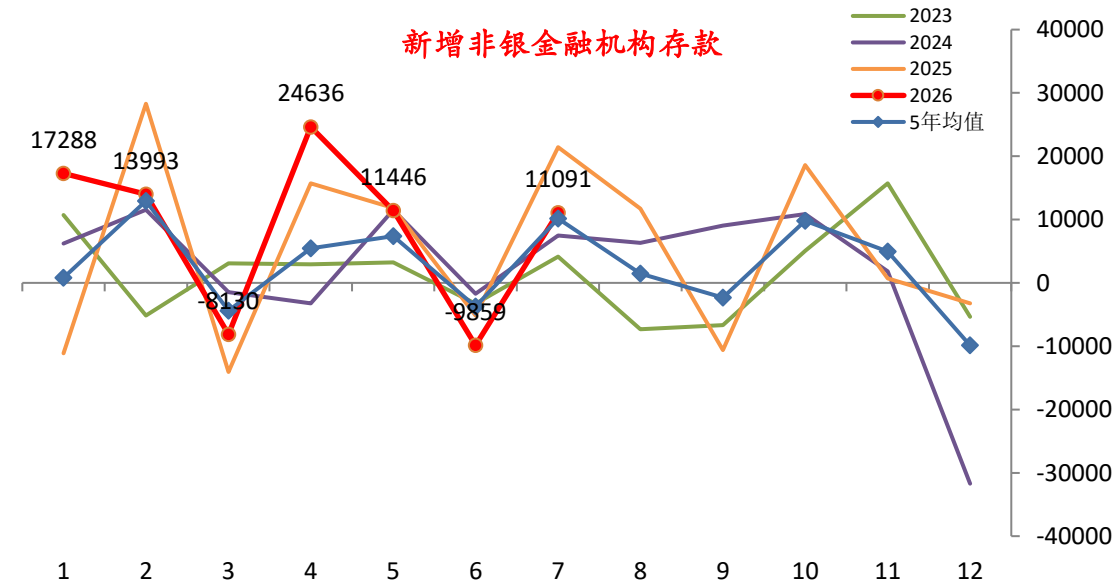
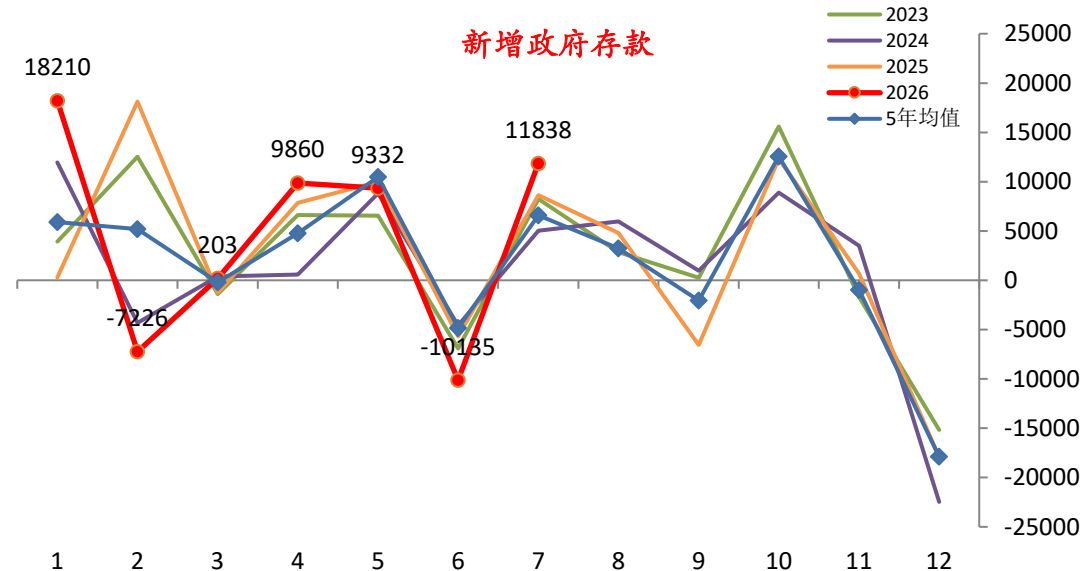
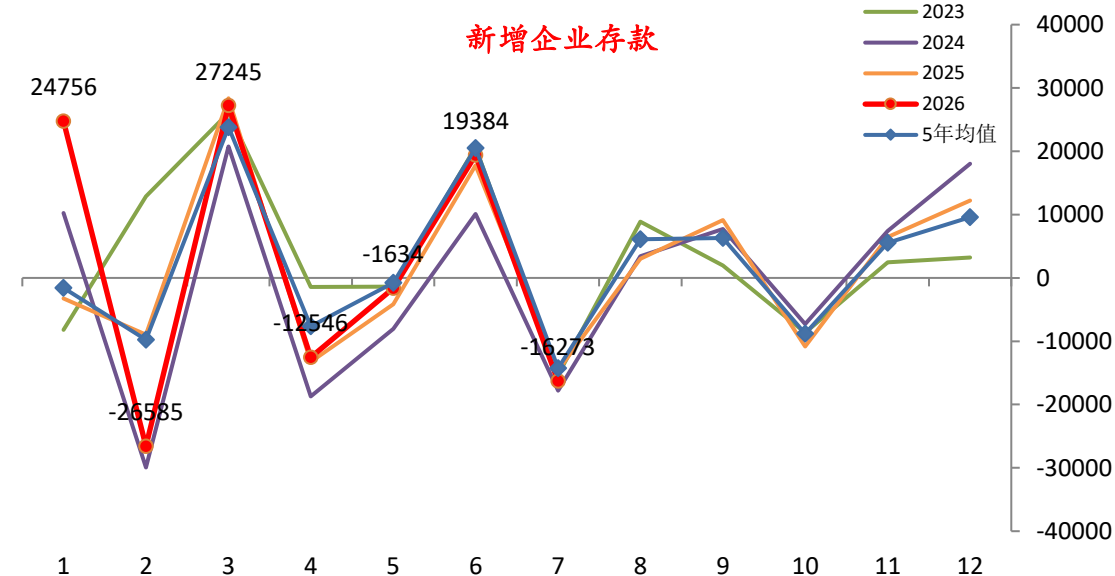
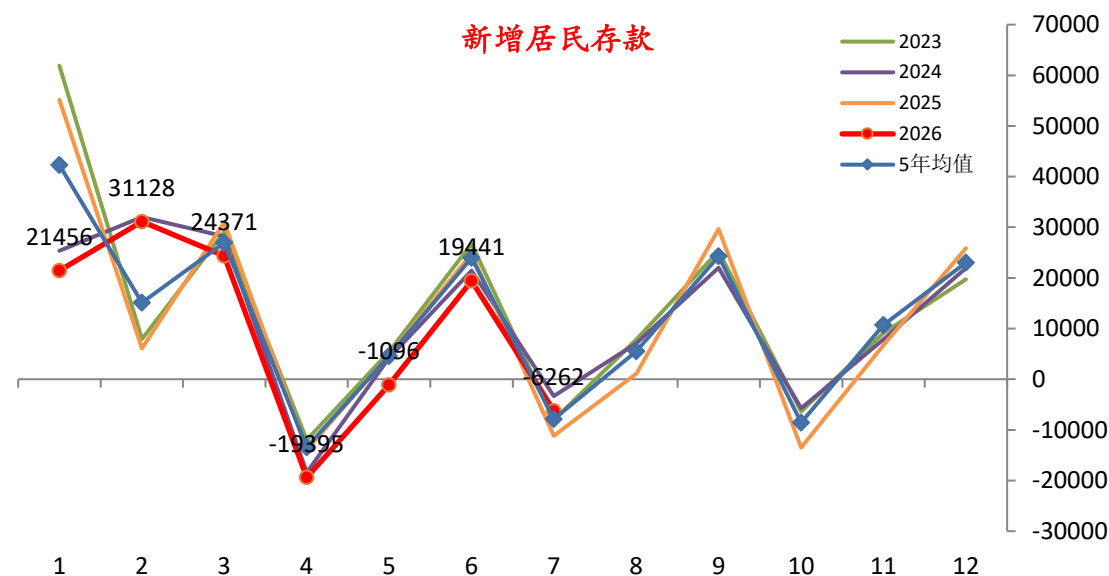
- 新口径下的社融可直接视作广义社融，狭义社融=广义社融-政府债



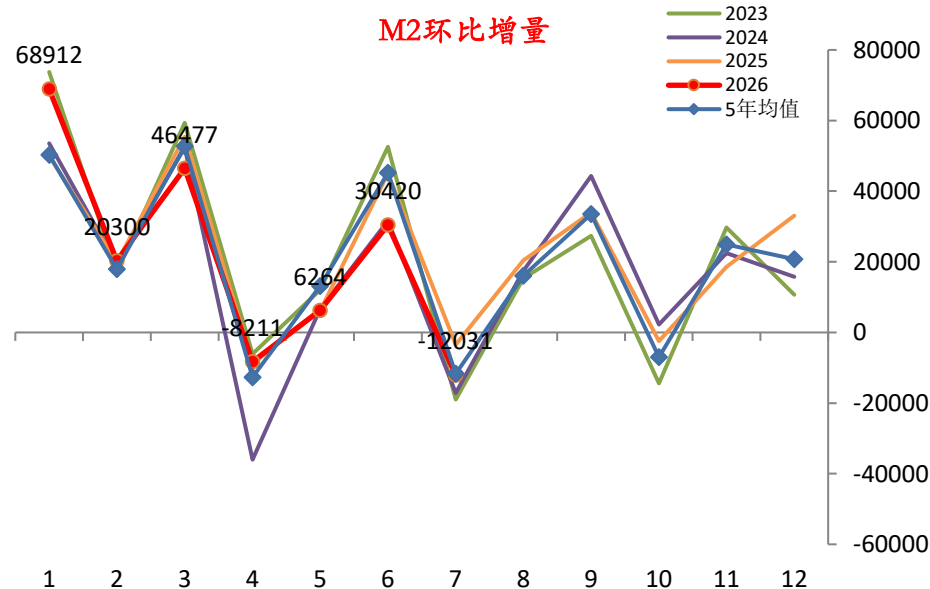
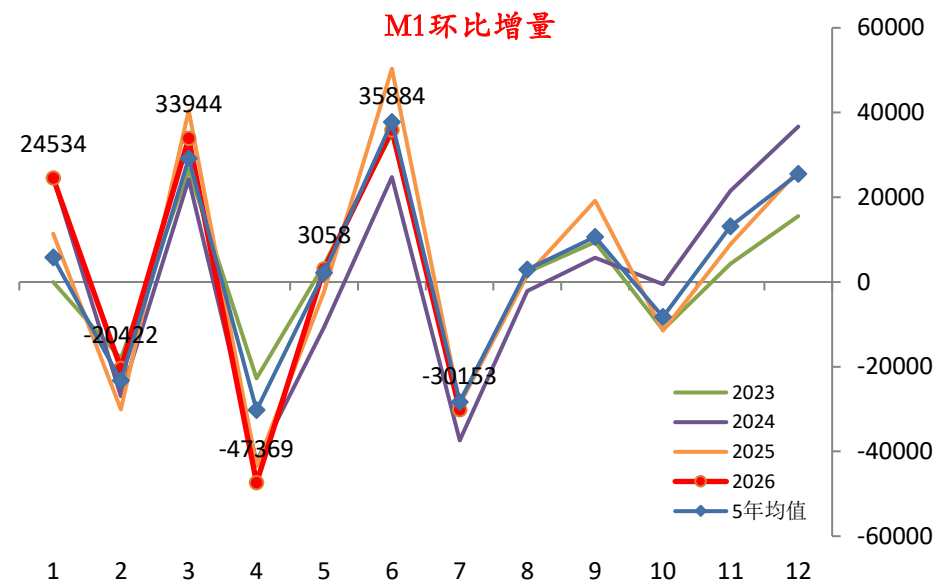
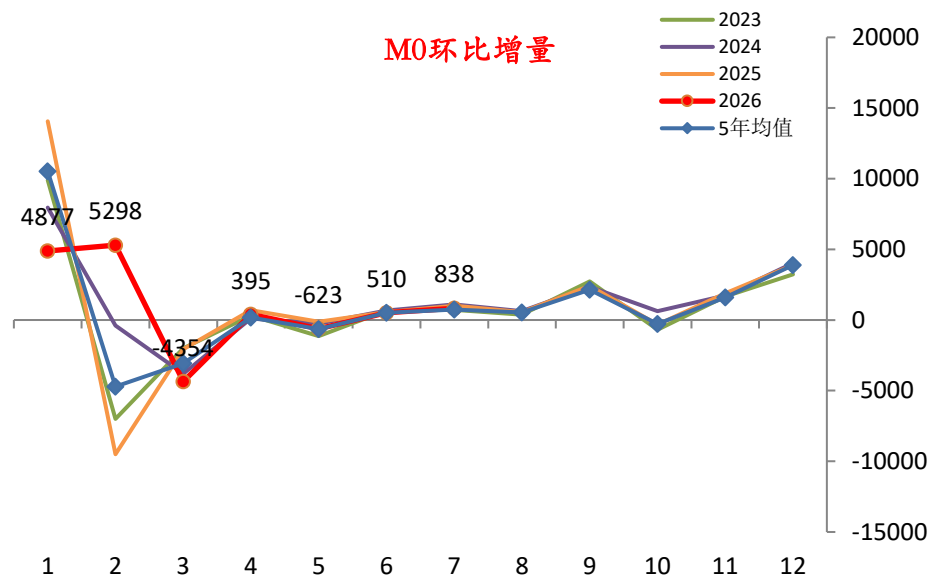


- 2019年12月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。指标数值为托管机构的托管面值。该数据与Wind中统计的国债+地方专项债+政府支持机构债略有差异。

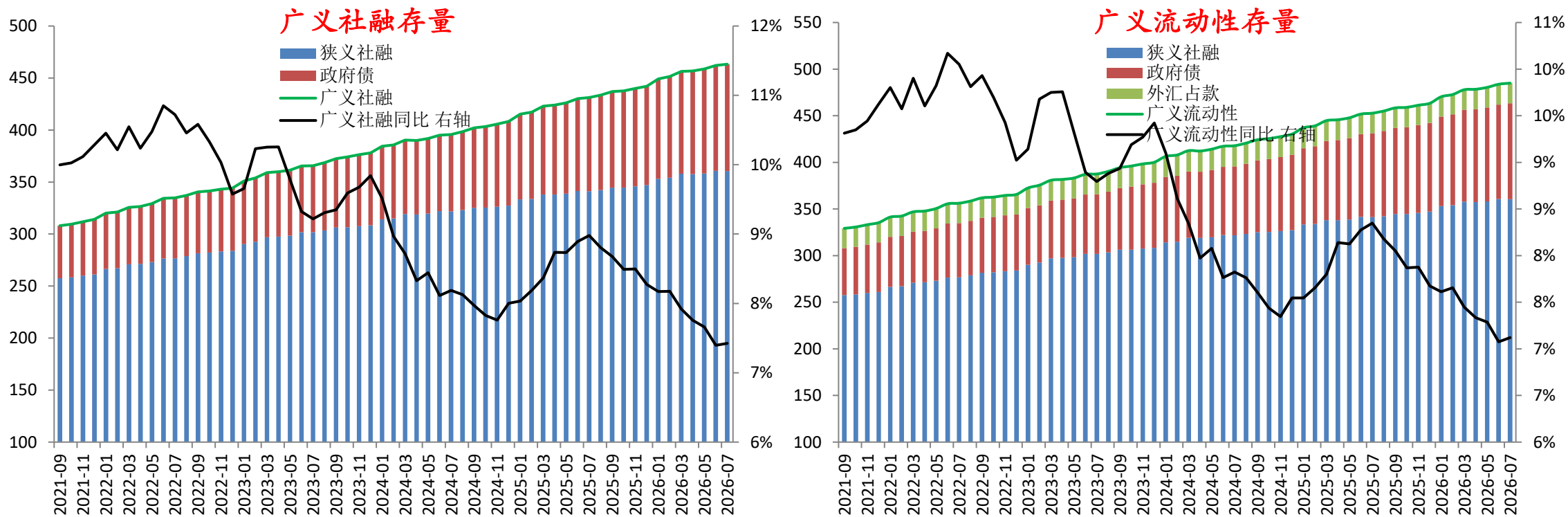




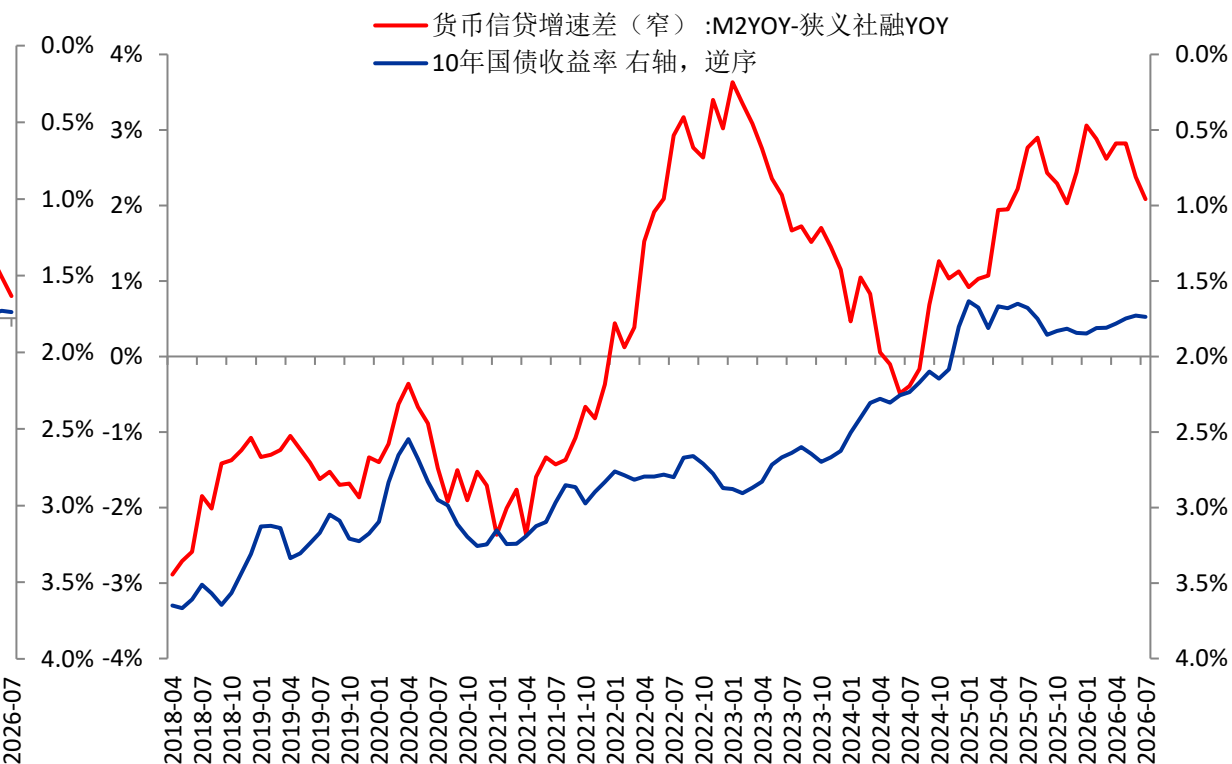
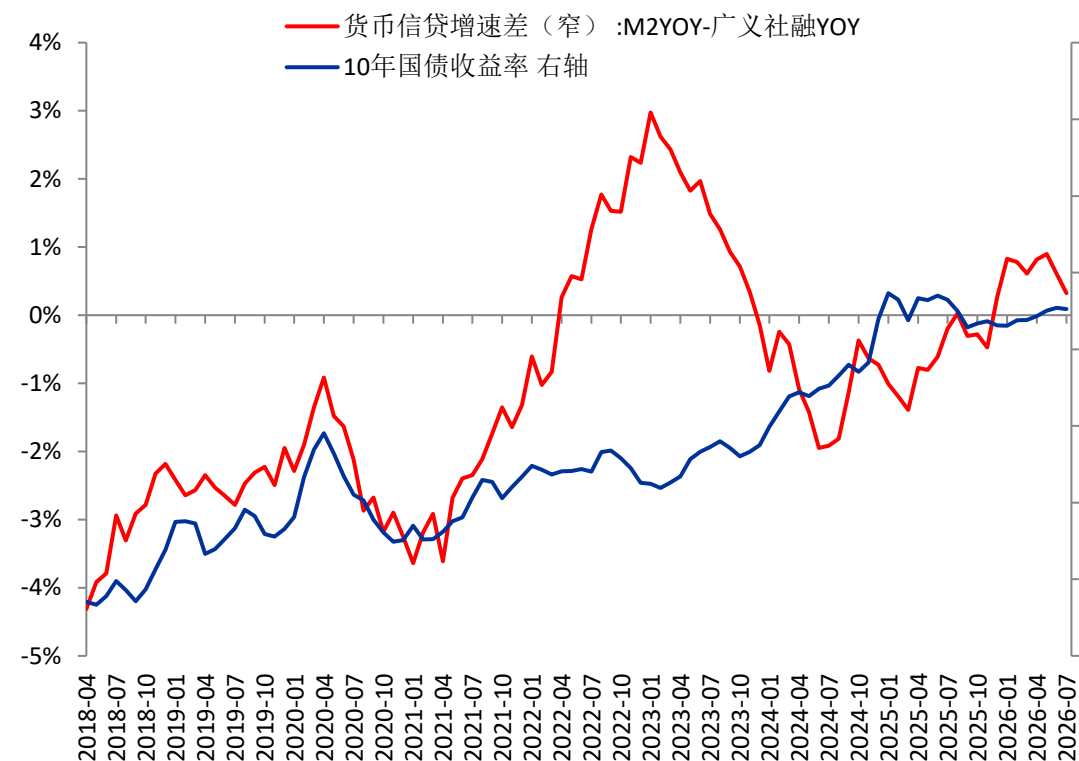
上图数据采用信贷收支表口径计算

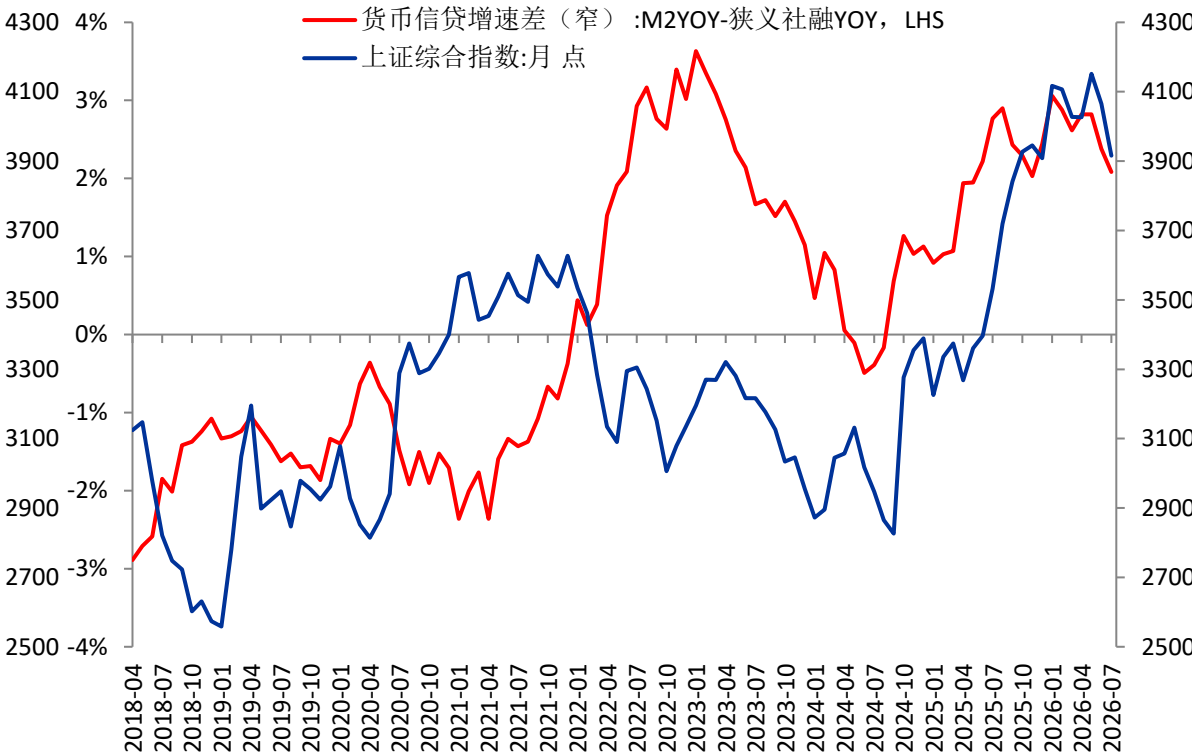
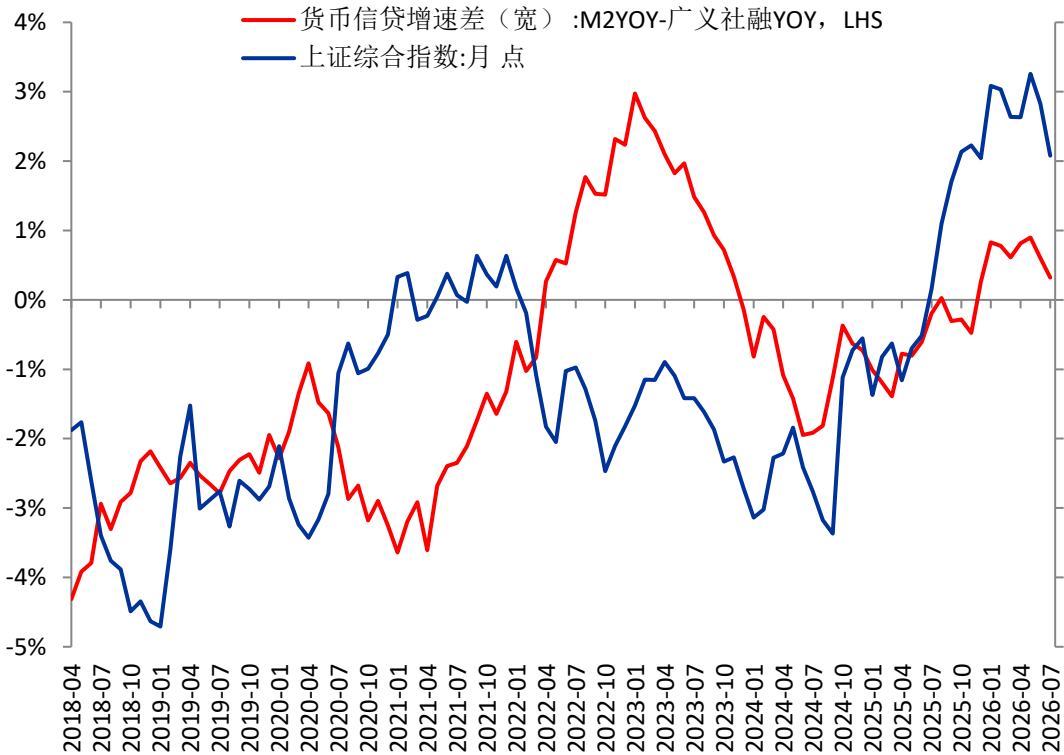


- 2022年12月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。
- 2025年1月起，M1将包含个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，成为实际上的“宽口径M1”。
- 上述M1计算依据：2024年1月后为官方数据，2023年12月前为原M1+居民活期+非金融机构存款。
- 如未特别说明，本报告涉及的M1存量、M1增量、M1环比、M1同比等历史数据，均按照上述口径进行计算。

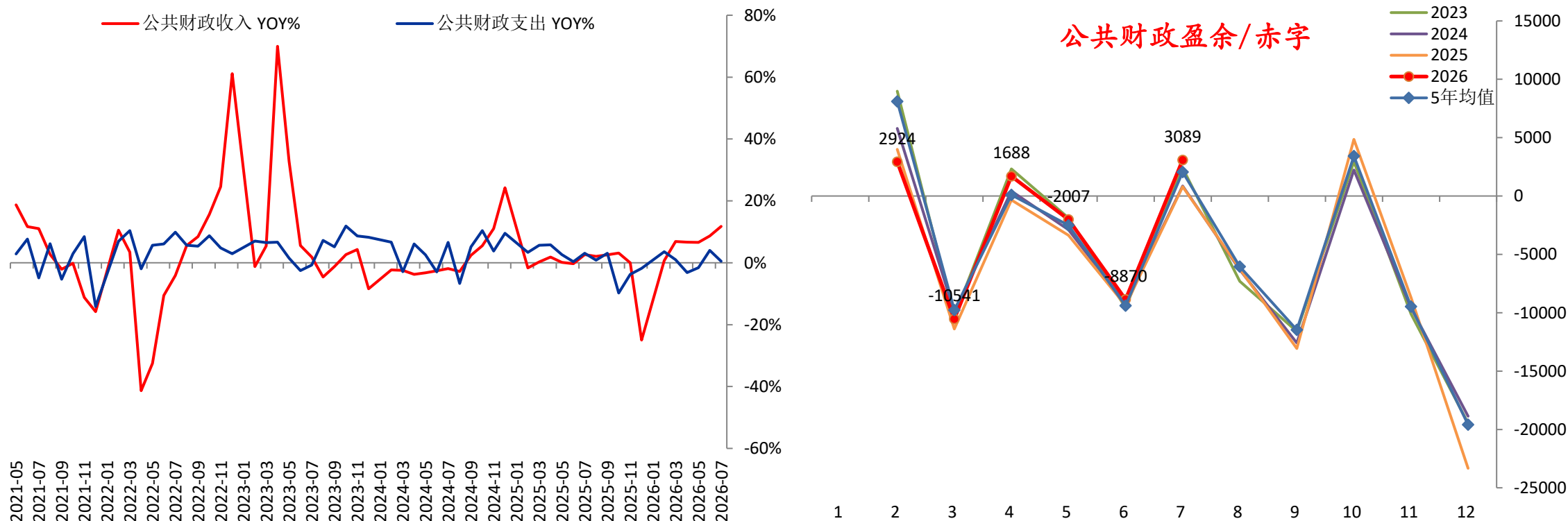


- 2019年12月央行口径调整后（绝对数量和口径调整前可能有差异）：
- 2017年之后，广义社融存量=央行口径社融存量
- 2017年之前，广义社融存量=央行狭义社融存量+政府债券托管量
- 广义流动性=广义社融存量+外汇占款





- 7月全国公共财政收入累计增速上升至5.78%，支出累计增速小幅放慢至1.34%。7月当月财政收入增速大幅加快至11.72%，支出增速则下降至0.48%。
- 边际上看，财政收入、支出均超季节性，尤其是财政收入超季节性明显，财政盈余也超过季节性表现。
- 财政端呈现收入增长明显超过支出的特点，是财政盈余超季节性的主要原因。其中中央财政收入强势相对更加明显。



- 主要收入分项看，税收收入明显超季节性，非税收入则弱于季节性。企业税收中，增值税符合季节性，所得税明显好于季节性。个人税收中，所得税、消费税均超季节性增长，后者一定程度上弥补二季度偏低量。外贸相关税收中，进口环节增值税、关税、出口退税均基本符合季节性。地产相关税收方面，城建维护税、契税、土地增值税基本符合季节性，房产税略好于季节性。其他税收中，资源税、印花税超季节性，车辆购置税从5年均值附近回落而弱于季节性。
- 总体上看，税收分项延续分化，但增量方向不同。其中生产相关税收尤其是企业所得税明显增长，前期价涨、量稳、外需动能支持显现，但后期进一步增长空间可能下降，需转向增量对企业营收、利润的带动。个人和消费相关税收明显改善，但消费更多是回补前期缺量。出口高位转稳后，相关税收变动不大。地产税收维持弱势，行业拖累不变。资源税、印花税或分别跟随商品价格、资本市场成交增长。

2026-07	当月值 (亿元)	当月同比	上月同比
公共财政收入	22649	11.7%	8.7%
中央财政收入	11617	16.8%	18.1%
地方本级财政收入	11032	6.9%	3.0%
税收收入	20516	13.9%	10.8%
:国内增值税	6568	6.7%	4.9%
:国内消费税	1311	6.3%	-5.3%
:进口环节增值税和消费税	1811	15.3%	18.7%
:外贸企业出口退税	-1413	-3.7%	-11.9%
:企业所得税	6889	21.8%	29.7%
:个人所得税	1680	25.9%	17.0%
:资源税	360	16.5%	26.6%
:城市维护建设税	507	6.5%	3.9%
:房产税	633	8.6%	-4.3%
:关税	206	-7.2%	3.1%
:契税	284	-12.9%	-14.6%
:车辆购置税	184	8.9%	18.6%
:土地增值税	213	-15.1%	-19.8%
:城镇土地使用税	302	7.5%	-3.1%
:耕地占用税	51	-12.1%	-10.1%
:环境保护税	51	4.1%	64.3%
:印花税	778	28.4%	96.4%
:证券交易印花税	315	108.6%	145.3%
:其他税收	101	2.0%	-2.0%
非税收入	2133	-5.4%	2.9%

2026-07	累计值 (亿元)	累计同比	累计占比
公共财政收入	143696	5.8%	100.0%
中央财政收入	63857	9.1%	44.4%
地方本级财政收入	79839	3.3%	55.6%
税收收入	118381	6.7%	82.4%
:国内增值税	45149	6.1%	31.4%
:国内消费税	9984	-2.2%	6.9%
:进口环节增值税和消费税	11569	12.3%	8.1%
:外贸企业出口退税	-14800	5.2%	-10.3%
:企业所得税	32769	7.2%	22.8%
:个人所得税	10662	14.9%	7.4%
:资源税	1964	12.4%	1.4%
:城市维护建设税	3237	4.3%	2.3%
:房产税	3415	6.7%	2.4%
:关税	1356	3.0%	0.9%
:契税	2303	-14.5%	1.6%
:车辆购置税	1337	13.0%	0.9%
:土地增值税	2359	-15.3%	1.6%
:城镇土地使用税	1710	3.4%	1.2%
:耕地占用税	881	-4.0%	0.6%
:环境保护税	218	14.7%	0.2%
:印花税	3530	37.9%	2.5%
:证券交易印花税	1864	99.1%	1.3%
:其他税收	738	0.1%	0.5%
非税收入	25315	1.6%	17.6%

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

- 主要支出分项方面。其中教育、社保、卫生、城乡社区事务、科技、文旅传媒、节能环保支出基本符合季节性，农林水务、交通运输超季节性，因前值偏低。
- 支出分项有所变动，尤其是部分基建相关分项开始恢复，预算内支出出现增长，但总体基建增量不足可能与广义基建支出放量不多有关。收入加速好转则为后期支出奠定基础。

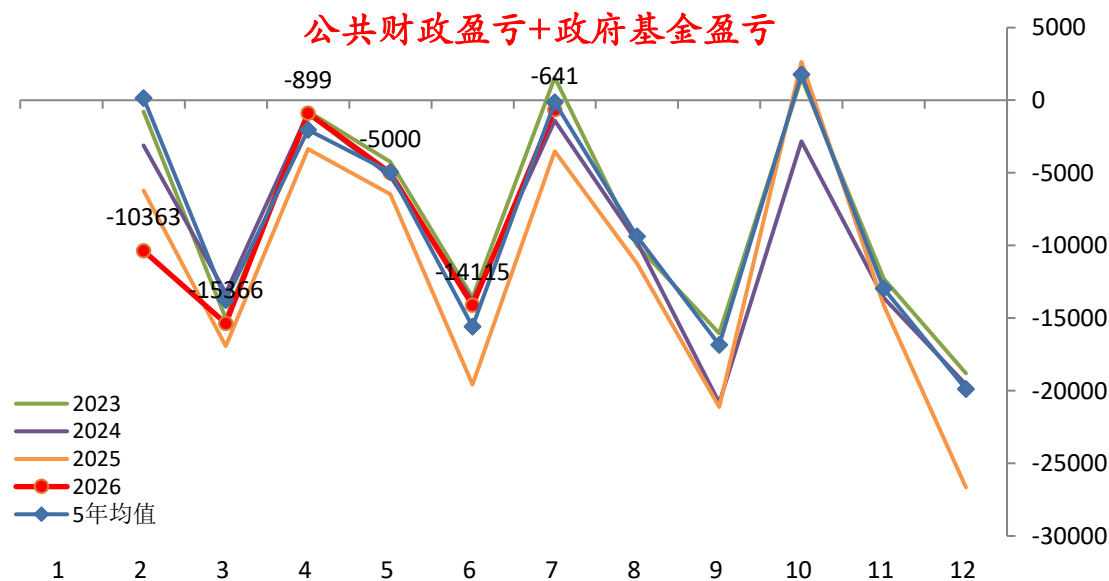
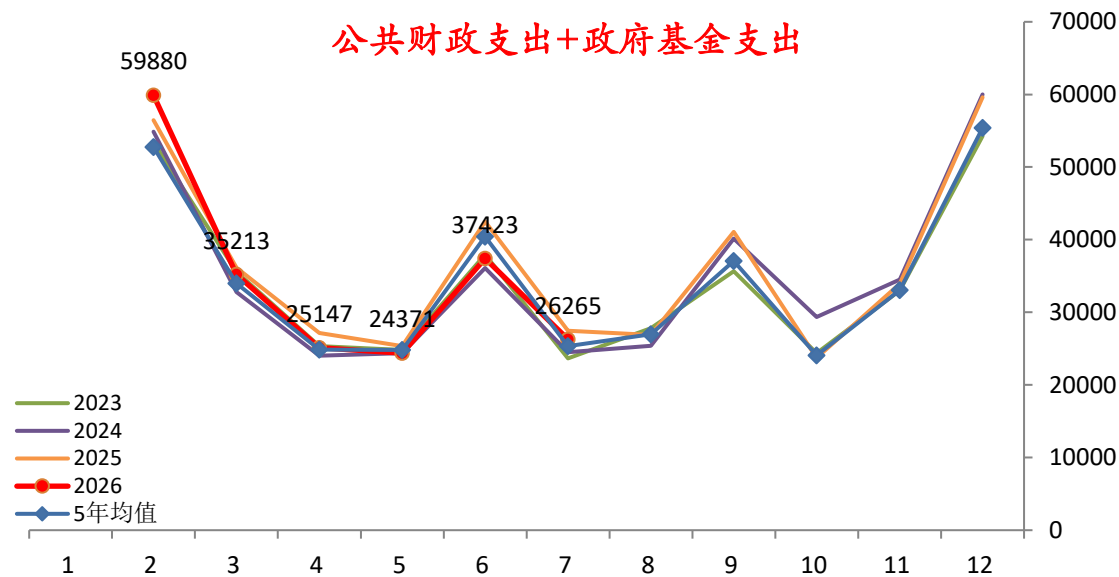
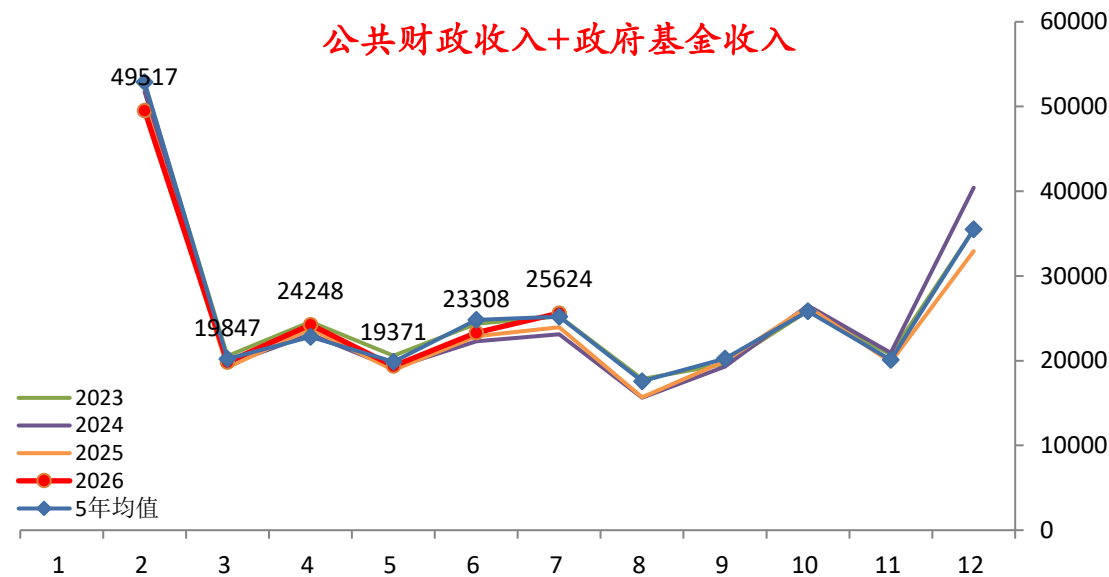
2026-07	当月值 (亿元)	当月同比	上月同比
公共财政支出	19560	0.5%	4.0%
中央本级财政支出	3565	4.5%	6.8%
地方财政支出	15995	-0.4%	3.5%
:教育	2998	1.5%	5.4%
:科学技术	554	2.6%	2.6%
:文化体育与传媒	247	-9.9%	-1.1%
:社会保障和就业	3188	2.3%	13.2%
:医疗卫生与计划生育	1422	1.7%	8.8%
:节能环保	304	-22.6%	-15.7%
:城乡社区事务	1026	-10.7%	0.0%
:农林水事务	1775	4.6%	-1.8%
:交通运输	710	-1.4%	1.7%
:债务付息	975	10.3%	1.5%

2026-07	累计值 (亿元)	累计同比	累计占比
公共财政支出	162889	1.3%	100.0%
中央本级财政支出	24783	6.2%	15.2%
地方财政支出	138106	0.5%	84.8%
:教育	24606	0.7%	15.1%
:科学技术	5408	1.5%	3.3%
:文化体育与传媒	1873	-6.9%	1.1%
:社会保障和就业	29548	7.0%	18.1%
:医疗卫生与计划生育	13613	9.8%	8.4%
:节能环保	2598	-11.9%	1.6%
:城乡社区事务	10864	-2.9%	6.7%
:农林水事务	11489	-6.8%	7.1%
:交通运输	6182	-2.5%	3.8%
:债务付息	7966	5.2%	4.9%

- 政府基金收入跌幅继续收窄，其中地方政府基金收入拖累下降，单中央政府基金收入再度负增长。支出方面，中央和地方政府基金支出负增长幅度均有下降。
- 边际上看，地方、中央政府性基金收入均小幅上升，总体基本稳定，中央和地方政府基金支出全面下行。
- 政府基金同样呈现收入增长、支出下降态势。尤其是地方政府基金在转移支付动能减弱后，土地出让收入仍维持低位，第二本账受到的预算外约束暂时不变。

2026年7月 单位：亿元	当月值	当月同比	上月同比	累计值	累计同比	累计占比
全国政府性基金收入	2975	-19.2%	-31.1%	18219	-21.2%	100.0%
：中央政府性基金收入	375	-11.3%	9.2%	2772	6.8%	15.2%
：地方本级政府性基金收入	2600	-20.2%	-34.8%	15447	-24.8%	84.8%
：国有土地使用权出让收入	1953	-27.1%	-42.1%	11731	-30.8%	64.4%
全国政府性基金支出	6705	-16.3%	-43.7%	45410	-16.4%	100%
：中央本级政府性基金支出	480	-40.1%	-89.2%	2719	-61.8%	6.0%
：地方政府性基金支出	6225	-13.7%	-16.2%	42691	-9.5%	94.0%
：国有土地使用权出让金收入安排的支出	2369	-20.3%	-27.9%	19474	-17.4%	42.9%
全国政府性基金收支差额	-3730	13.9%	48.5%	-27191	87.3%	100.0%
：中央政府性基金收支差额	-105	72.2%	95.6%	53	-1.2%	-0.2%
：地方本级政府性基金收支差额	-3625	8.3%	3.3%	-27244	102.2%	100.2%
：国有土地使用权出让金收支差额	-416	-42.5%	-0.7%	-7743	116.9%	28.5%

• 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



- 总体上看，上半年财政支出加速主要在一季度，二季度开始财政净支出节奏放慢，广义财政对经济的支持作用减弱。7月财政端呈现明显的收入增长快、支出增长慢的特征。往后来看，狭义财政内生性修复已经开始出现，且该特征仍将延续，有助于三季度支出加速。同时政府融资增量有所回升，未来增量资金投放落地是广义财政扩张的另一动能。但土地相关收入对地方政府支出能力的约束暂时不变，是广义财政增长的主要不确定性。但我们预计，新一轮财政扩张已经开始，后期对经济的带动力将逐步上升。

- 基本思路不变，财政政策主导、先行，货币政策配合、补充。
- H1：政策克制，货币政策无全面宽松，财政政策中性偏紧。
- H2：全面宽松概率仍不高，关注Q3财政阶段性宽松。





CONTENT 目录

第一部分 经济基本面与宏观供需

第二部分 价格水平变动情况

第三部分 货币与财政政策

第四部分 汇率与商品市场波动

8月情况显示，人民币汇率总体略有走弱，CFETS、BIS、SDR等篮子下主要人民币汇率指数全面下降。但相对美元仍然升值。从美元兑人民币汇率节奏上看，8月呈现持续升值，且下半月升值速度加快的态势。截止8月25日刷新年内高点6.7179，也是2023年初以来最高位。

中美经济预期差正向影响不变。企业结汇力量减弱但仍为正，且净收款力量增强。外汇占款小幅下降则显示前期央行干预汇率力度下降，或与升值步伐放缓有关。

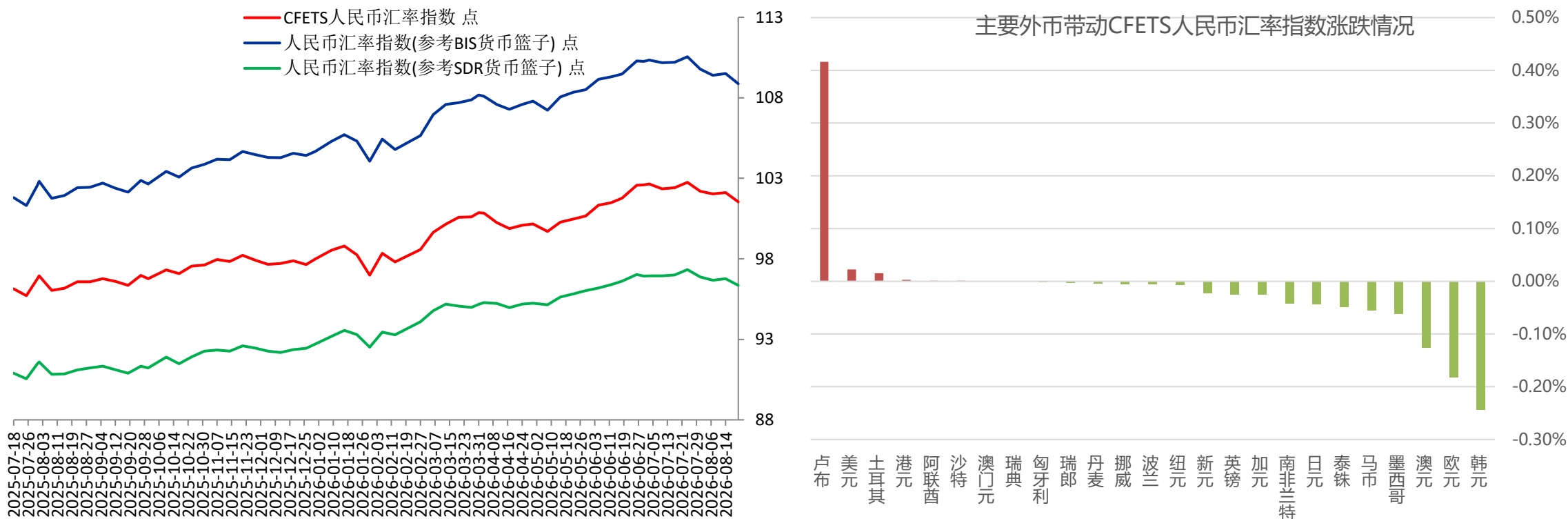
美元指数从高位大幅走弱，是人民币升值的重要推动力，背后与美债风险发酵有关。长期来看，美元信用受损影响依然将会持续存在，仍是人民币升值的重要长期支持因素。

政策方面，央行稳汇率政策、双向可控波动目标不变。中间价定价机制尝试压制汇率升值的总体方向未改。

后期来看，美联储加息预期下降、美元高位回落、净结汇趋势影响下，人民币或延续震荡升值走势。美债风险释放后短期人民币汇率可能短期回落。此外，关注国际油价和美联储政策变动影响。

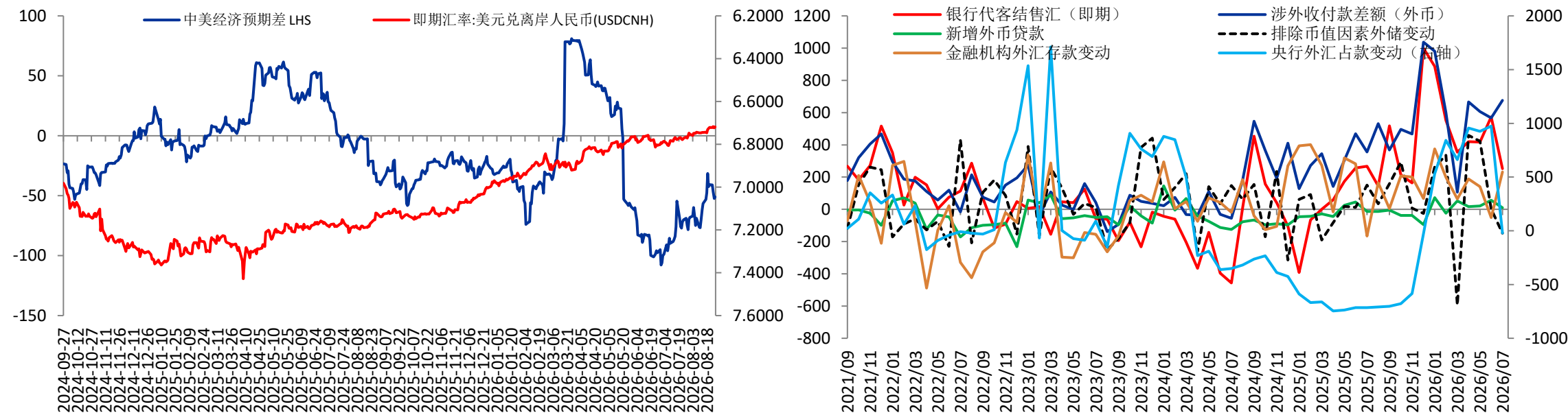
我们认为，后期人民币汇率将延续震荡升值格局，年内高点或位于6.70附近，且不排除未来上调可能性。

- 8月情况显示，人民币汇率总体略有走弱，CFETS、BIS、SDR等篮子下主要人民币汇率指数全面下降。但相对美元仍然升值。CFETS篮子来看，人民币相对主要货币多数走弱。其中相对韩元、欧元、澳元、泰铢、墨西哥元走弱较多，对卢布、土耳其里拉、美元升值。
- 从美元兑人民币汇率节奏上看，8月呈现持续升值，且下半月升值速度加快的态势。截止8月25日刷新年内高点6.7179，也是2023年初以来最高位。

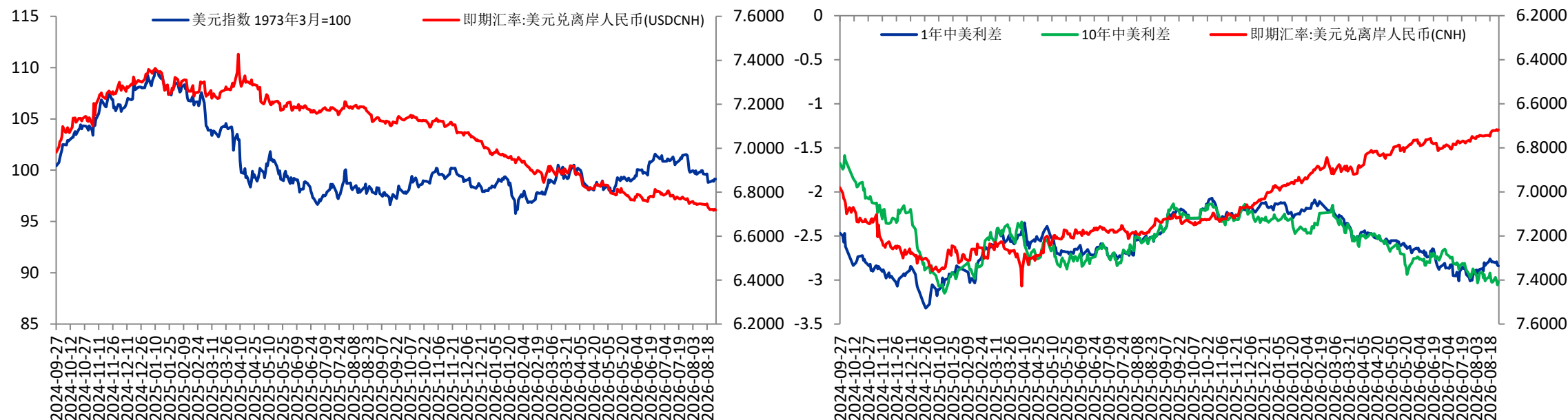


数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

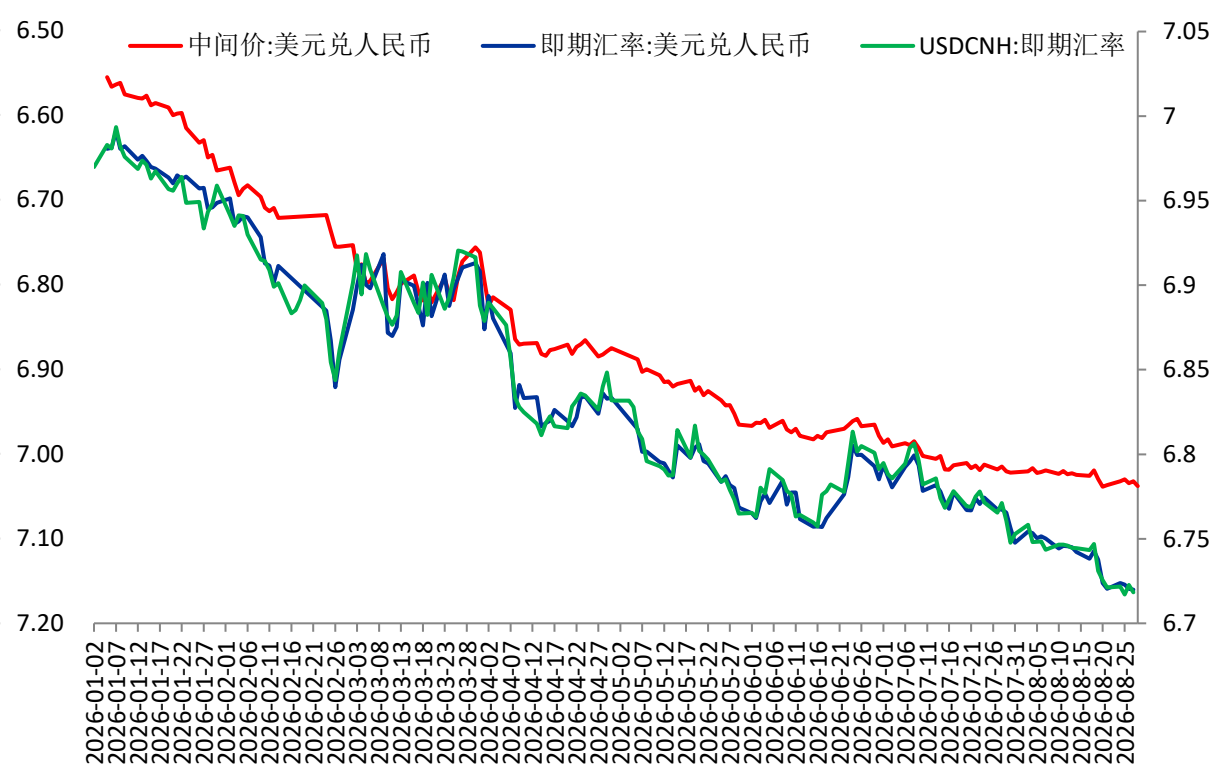
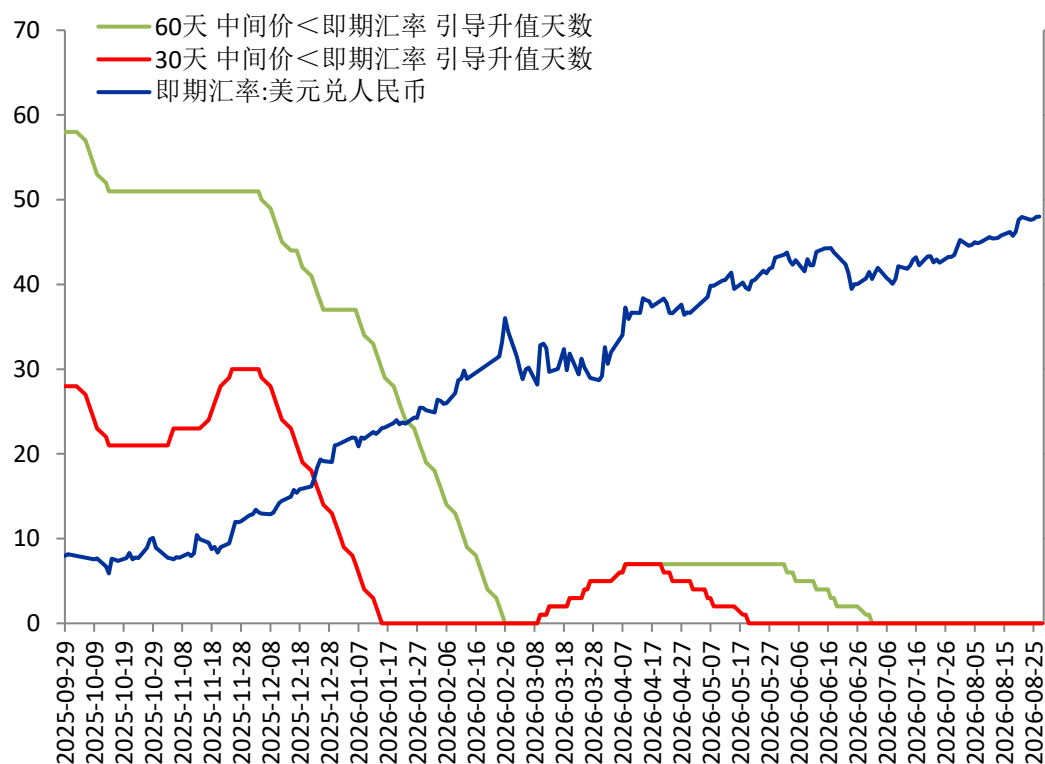
- 从基本面角度看，8月以来中美主要经济指标预期差上升为主，中国经济表现依然相对更超预期。
- 从外汇流动性来看，7月银行代客净结汇、外币贷款减少，涉外净收款、外汇存款上升。外汇占款、外储变动小幅负增长。
- 情况表明，中美经济预期差正向影响不变。企业结汇力量减弱但仍为正，且净收款力量增强。外汇占款小幅下降则显示前期央行干预汇率力度下降，或与升值步伐放缓有关。



- 直接影响因素中，7月和8月人民币汇率与美元指数继续呈现强度相关。利差与汇率关联仍不强，但短端利差上升带来小幅正向影响，长端利差继续与与汇率走势背离。
- 地缘政治风险再度小幅上升，但避险情绪对汇率影响有限，为影响汇率升值步伐。
- 8月以来美元指数从高位大幅走弱，是人民币升值的重要推动力，背后与美债风险发酵有关。长期来看，美元信用受损影响依然将会持续存在，仍是人民币升值的重要长期支持因素。



- 政策方面，央行稳汇率政策、双向可控波动目标不变。中间价定价机制尝试压制汇率升值的总体方向未改。
- 后期来看，美联储加息预期下降、美元高位回落、净结汇趋势影响下，人民币或延续震荡升值走势。美债风险释放后短期人民币汇率可能短期回落。此外，关注国际油价和美联储政策变动影响。
- 我们认为，后期人民币汇率将延续震荡升值格局，年内高点或位于6.70附近，且不排除未来上调可能性。



8月商品价格多数出现上行走势，板块间分化减小，板块内分化仍明显。

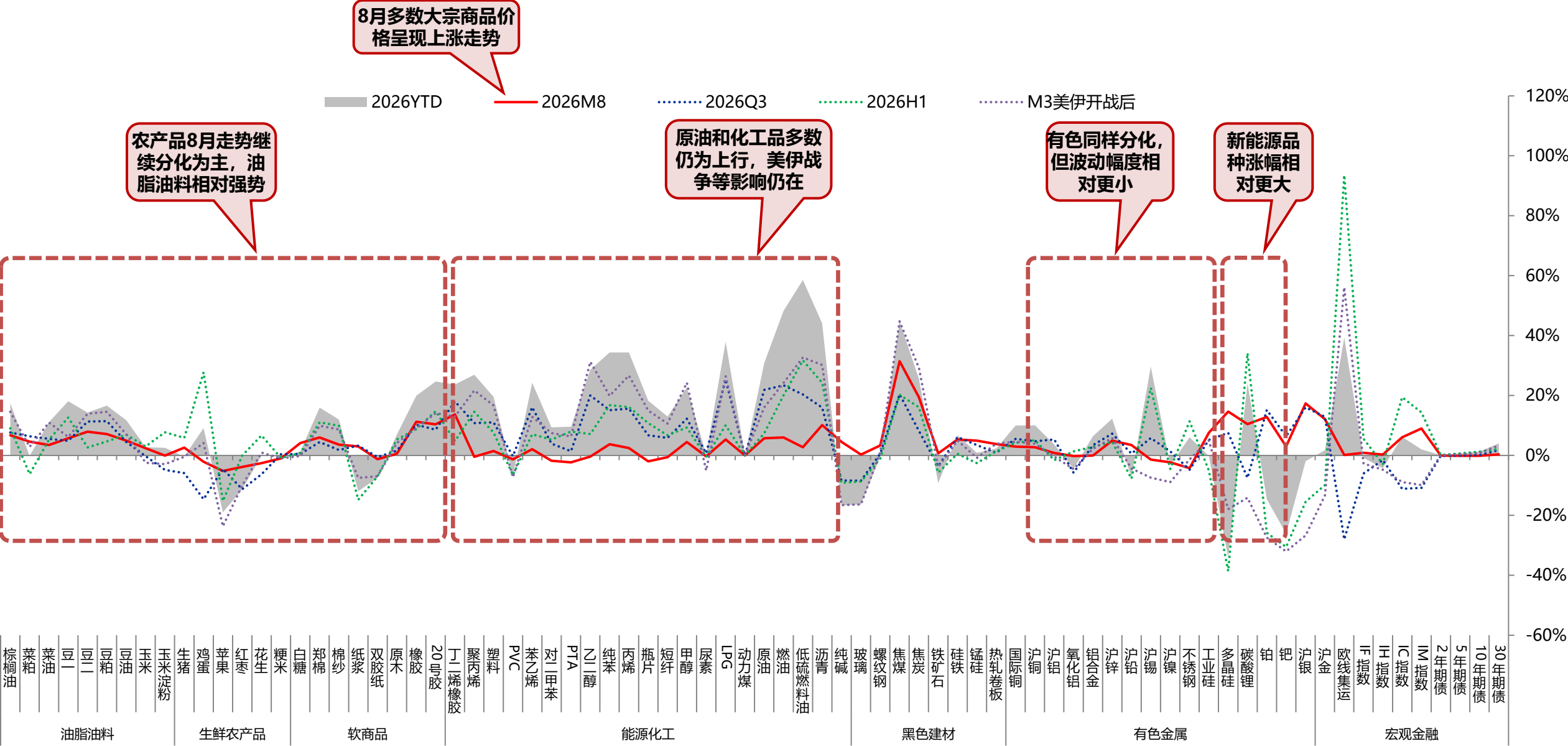
有色板块涨跌互现，且总体波动并不明显。铜呈现高位震荡走势，铝则为震荡反弹。新能源品同样好转，碳酸锂、多晶硅均为震荡反弹走势。金银等贵金属涨幅相对明显。市场对美联储政策转向宽松预期增加，是推动广义有色全面上涨的重要原因。

能化行业品种同样呈现上行走势。地缘政治风险再现波动，美伊战争不确定性仍在，推升原油和下游能化商品价格，且上游原油等品种涨幅相对更加明显、下游表现相对弱勢的特征不变。后期仍需关注中东地缘局势，该因素仍是能化板块最主要影响。

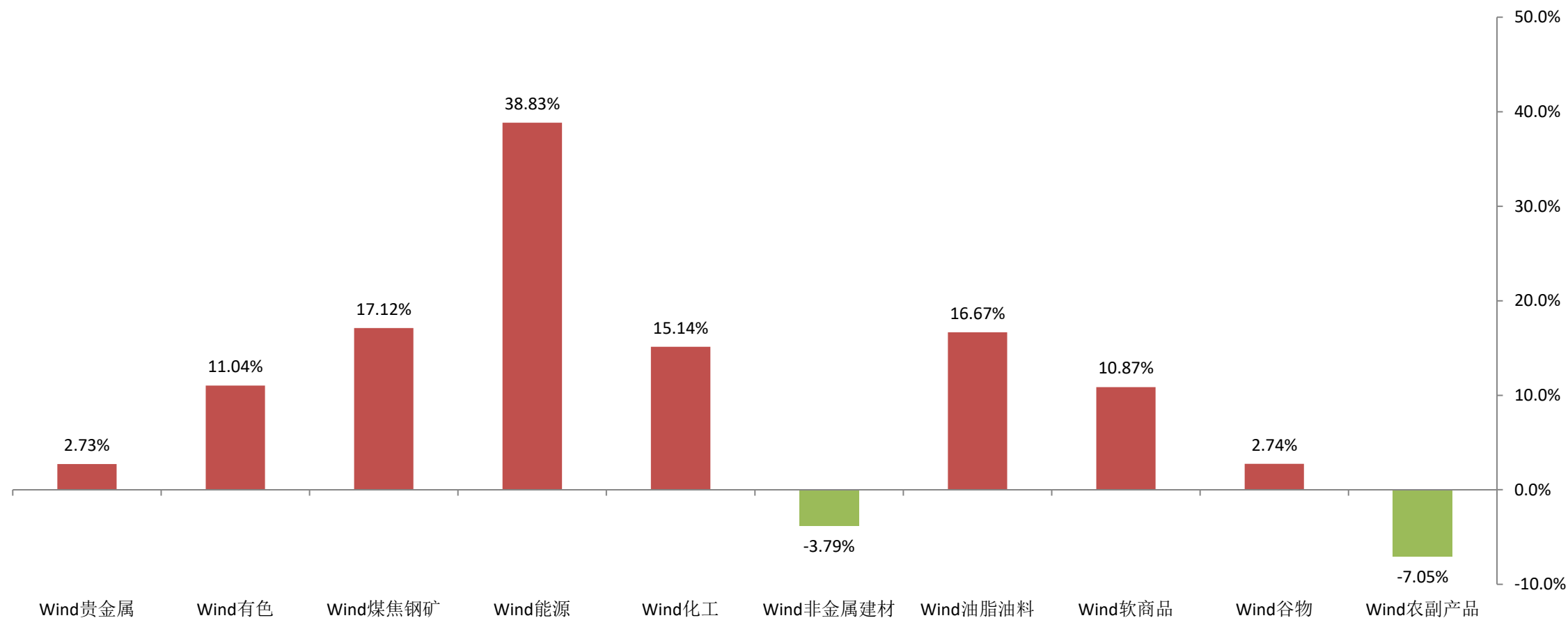
黑色品种多数小幅上涨，但炉料端焦煤焦炭涨幅巨大，与供给端受到安全生产约束、进口受到蒙煤通关放慢等约束有关。而地产走弱、基建偏慢、政策冷淡等对需求的持续不利影响仍在。后期可关注基建修复对价格提振的程度。

农产品板块内部延续分化。其中生鲜类农产品跌幅较大，但生猪价格明显反弹，油脂、油料类品种则呈现上涨走势。

总体上看，外部地缘冲击带来的不确定性、美联储加息预期缓和，是影响8月大宗商品价格波动的主要因素。另外股票市场中科技、半导体板块调整后，市场对算力金属的预期下降也产生阶段性影响，但利空程度相对有限。同时农产品交易厄尔尼诺等天气因素的热情依然非常高。长期来看，全球经济周期转向、美联储和其他主要央行重回宽松、资源民族主义等因素的综合影响下，商品市场上行趋势不变。



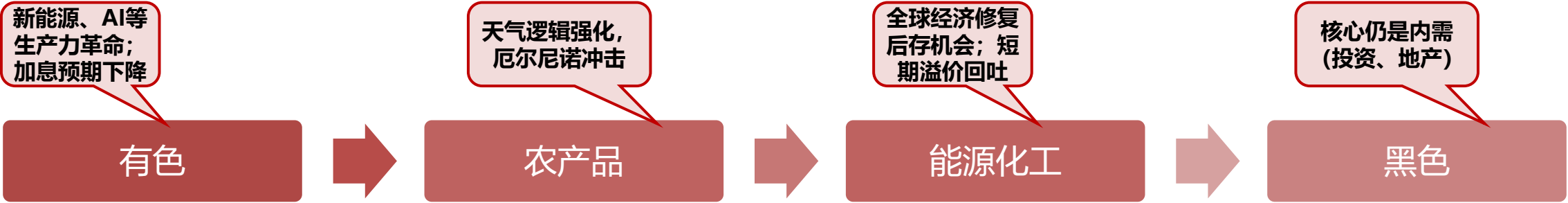
• 数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理



- 上图为以2025-12-31为基期，重新指数化后的涨跌幅和涨跌幅差。
- 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

- 2026H1大类资产分化加大，且均维持高波动率。生产革命长期叙事不变，贸易环境、地缘政治、美联储政策预期产生阶段影响。下半年经济周期、美联储政策、地缘政治风险，将继续产生影响。
- 预计**股指>商品、贵金属>债券**。

大类资产逻辑	股票	商品	债券	贵金属、虚拟币
全球经济修复	利多	利多	利空	中偏空
海外货币回稳	中偏多	中偏多	中偏多	中偏多
国内财政宽松	中性	中性	中性	影响小
地缘政治风险	中偏空	中偏空	中性	中性
综合	宽幅震荡、中枢上行、行业分化	震荡反弹、中枢回升	高位震荡、阶段调整	震荡反弹、高波动





谢 谢！

方正中期期货有限公司

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层

- 本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，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，须注明出处为方正中期期货有限公司。