



【鑫期汇】本轮商品大涨成因及下半年展望0723

从7月初以来，国内商品市场整体出现了大幅上涨行情，部分商品涨幅剧烈，如多晶硅涨幅接近35%，焦煤上涨接近30%，玻璃上涨接近25%等等，本文总结此轮商品大涨的成因并做中期展望，本文也是根据7月14日和7月21日的路演内容以及7月份两篇发表在公众号上的政策分析报告总结所得。

一、7月份商品大幅上涨的成因

1、重要会议和重要政策

1) 7月1日习近平总书记主持召开中央财经委员会第六次会议，研究纵深推进全国统一大市场建设等问题，此次会议的内容涉及落后产能有序退出等主题。

差不多在十年前即2015年11月10日，习近平主持的中央财经小组（中央财经委的前身）提出了“供给侧改革”，内容包括“三去一降一补”，即去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，当年的供给侧改革1.0政策主要涉及煤炭、钢铁、电解铝、石化等行业，会议召开后，市场并没有马上出现快速反应，部分国内基本面主导的商品甚至再创了历史新低，如当时的螺纹主力1505合约从小幅反弹至1800以上后持续下跌，直至1616附近，而近月的螺纹1501合约跌至1500附近，螺纹真正的底部出现在11月底12月初，而当年最先出现较大反映的是后期相对表现比较平淡的电解铝，受11月下旬国内8大铝厂联合减产的消息提振，铝价在跌破万元整数关后出现了强劲反弹，2016年全年涨幅最大的商品板块是钢铁和煤炭。2016年文华煤炭商品指数上涨最高接近200%，其中焦炭指数上涨最高超过260%，焦煤指数最高上涨超220%，动力煤指数最高上涨超130%。文华商品钢铁指数上涨超过100%，螺纹指数上涨最高超110%。



	2015. 12. 31	2016. 12. 30	涨跌幅
焦炭	642.5	1538.5	139.46%
焦煤	566	1178	108.13%
锰硅	3816	6952	82.18%
橡胶	10555	18375	74.09%
热卷	1950	3311	69.79%
铁矿石	321	541.5	68.69%
螺纹钢	1786	2865	60.41%
甲醇	1736	2729	57.20%
沪锡	93320	146530	57.02%
聚乙烯	5785	8788	51.91%
玻璃	833	1222	46.70%
沥青	1874	2738	46.10%
硅铁	3740	5196	38.93%
沪铅	13120	17620	34.30%
棉花	11410	15045	31.86%
PVC	4845	6205	28.07%
菜籽油	5704	7264	27.35%
棕榈油	4860	6174	27.04%
油菜籽	3971	4969	25.13%
沪银	3288	4107	24.91%
沪铜	36540	45520	24.58%
塑料	7940	9860	24.18%
PTA	4458	5450	22.25%
豆油	5720	6988	22.17%
沪镍	70330	85530	21.61%
豆二	3302	4014	21.56%
白糖	5685	6886	21.13%
菜籽粕	1908	2310	21.07%
沪金	226.05	271.4	20.06%
沪铝	10845	12865	18.63%
豆一	3605	4274	18.56%
豆粕	2381	2807	17.89%
鸡蛋	3274	3457	5.59%
胶合板	83.3	85.8	3.00%
沪锌	13430	12345	-8.08%
淀粉	2003	1794	-10.43%
玉米	1836	1525	-16.94%

表1:2016年国内商品涨跌幅排名 数据来源文华财经 华鑫期货研究所

此次会议确实有诸多与2015年供给侧改革相似的地方，如顶层定位方面，两次会议都是习近平亲自主持的中央财经委/财经领导小组会议（财经领导小组是中央财经委前身）。目标一致方面，都是为了解决当时经济运行的突出矛盾，最终指向“高质量发展”和“提升全球竞争力”。手段方面，都把“落后产能有序退出”作为重要抓手，2015年用“去产能”，2025年用“反内卷+



统一大市场”。本次的会议内容更为广泛，以下是我们总结的两次会议的不同点，在行情进入修复阶段的后期，更需要关注需求端如何发力。

维度	2015年11月10日：供给侧结构性改革	2025年7月1日：纵深推进全国统一大市场
核心矛盾	传统上游行业（钢铁、煤炭、水泥等）严重产能过剩	多行业（光伏、新能源车、储能、电商等）“内卷式”低价竞争，供需失衡
政策工具	行政命令为主：设定去产能硬指标、环保督察、限产、督查问责	制度+市场+法治：统一大市场“五统一、一开放”、公平竞争审查、行业自律、标准提升
实施范围	集中在钢铁煤炭行业，国企占主导	覆盖传统与新兴行业，民企占比高、就业容量大
政策周期	2016—2017年“攻坚战”，2~3年完成主要任务	定位为“长期制度性建设”，预计持续5年以上
配套领域	棚改货币化、专项建设基金等需求侧托底	规范地方招商引资、政府采购、内外贸一体化、海洋经济等更广领域

表2：两次会议的比较 数据来源 公开新闻 华鑫期货研究所

2) 中央城市会议

2025年7月14日至15日在北京召开了中央城市会议。会议总结了新时代以来我国城市发展成就，指出我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。新中国成立以来，加上此次，一共召开了五次中央城市会议，上一次是2015年。两次会议均由习近平总书记主持，体现“顶层设计”分量。两次会议均处于新一轮五年规划的开局时点。



维度	2015 年会议	2025 年会议
城镇化阶段判断	处于“快速增长期”，每年提高 1 个百分点以上	首次明确“从快速增长期转入稳定发展期”，预计“十五五”末城镇化率接近 70%
主要矛盾	城市扩张过快带来的“城市病”：交通拥堵、空气污染、城中村、棚改欠账	存量时代“内卷”风险：产业同质化、房地产高库存、人口老龄化、极端气候冲击
任务抓手	①大规模棚改、保障房建设 ②海绵城市试点 ③控制特大城市人口规模	①“高质量城市更新”替代棚改 ②建设“韧性城市”——生命线工程、防洪排涝、气候适应性 ③“分类推进以县城为载体的城镇化”
空间策略	严控超大城市，发展城市群、都市圈	在继续优化城市群的同时，首次将“有潜力的中西部县城”纳入国家战略，形成城市群—县城“双轮驱动”
地产表述	“大力推进”棚改及保障房，解决居住“有没有”	“高质量城市更新”，重点转向老旧小区改造、保障性住房建设、房屋安全体检，解决“好不好”

表3：两次城市会议的比较 数据来源 公开新闻 华鑫期货研究所

显然此次会议涉及的范围更广，从2015年“增量扩张”转向2025年“存量优化+县域城镇化”，覆盖城市群—都市圈—县城—社区四级体系。在原有“宜居”基础上叠加“韧性”“安全”“双碳”，形成多目标治理。由行政主导的棚改转向“法治+市场+技术”组合的城市更新与风险治理。用一句话概括：2015年解决“快而乱”的增量问题，2025年解决“多而弱”的存量与安全问题。此次城市工作七个方面的重点任务，包括优化现代化城市体系（如发展组团式、网络化的城市群和都市圈，推进以县城为载体的城镇化建设）、建设创新城市、宜居城市（如加快构建房地产发展新模式，推进城中村和危旧房改造）、美丽城市、韧性城市、文明城市及智慧城市，而非



简单的城市增量，而增量更多与钢铁、水泥的消费有关。对资产价格影响而言，需更关注与城市发展存量问题有关的资产标的，包括商品和相关个股。

3) 7月17日国常会召开

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，“做强国内大循环”定位为推动经济行稳致远的战略之举，未来将深入实施“提振消费”专项行动，优化消费品“以旧换新”政策；扩大新质生产力、新兴服务业等领域投资，释放内需潜力；聚焦堵点卡点，提高政策精准度，加强部门协同，帮助地方和企业解决实际困难。

4) 7月18日晚工信部发声

将实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调整结构、优化供给，淘汰落后产能。

5) 超级大工程启动

2025年7月19日上午，雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式在西藏自治区林芝市米林水电站坝址举行。李强总理出席仪式并宣布工程正式开工，标志着这项总投资约1.2万亿元的“超级工程”全面启动，规划建设5座梯级电站，总装机容量预计达7000万至8100万千瓦，年发电量约3000亿千瓦时，相当于3个三峡水电站。计划2030年部分机组发电，2035年全面投产，总周期约10~15年。此项超级工程，为西藏年均带来数千亿元经济增量，人均GDP有望提升近3万元，配套交通、生态修复等衍生投资，推动边疆基础设施升级和区域协调发展建成后将成为全球最大水电站，显著提升中国清洁能源占比，助力“双碳”目标。

阶段	时间段	对制造业 PMI (综合)	对 PPI (同比)	主要传导链条
建设高峰	2026-2030	+0.6 ~ +1.0 点	+0.3 ~ +0.5 pct	水泥、钢材、设备
建设尾声	2031-2035	+0.2 ~ +0.4 点	+0.1 ~ +0.2 pct	安装、调试、备件
全面运营	2035 以后	-0.1 ~ 0 点	-0.1 ~ -0.3 pct	电价下行、成本节约

表4：雅下水电站建设周期 数据来源 公开新闻 华鑫期货研究所

6) 总结



7月以来3个涉及顶层设计的会议以及工信部发声和超级大工程的启动，对商品特别是国内基本面主导的工业品的供给和需求两端都有提振作用，对相关商品和股市中的相关个股均产生了明显影响。7月1日会议召开后，交易情绪快速升温，市场先期启动、从月初至今，最强品种是多晶硅，涨幅遥遥领先，而多晶硅也是工业行业中产能利用率不足40%的品种之一。

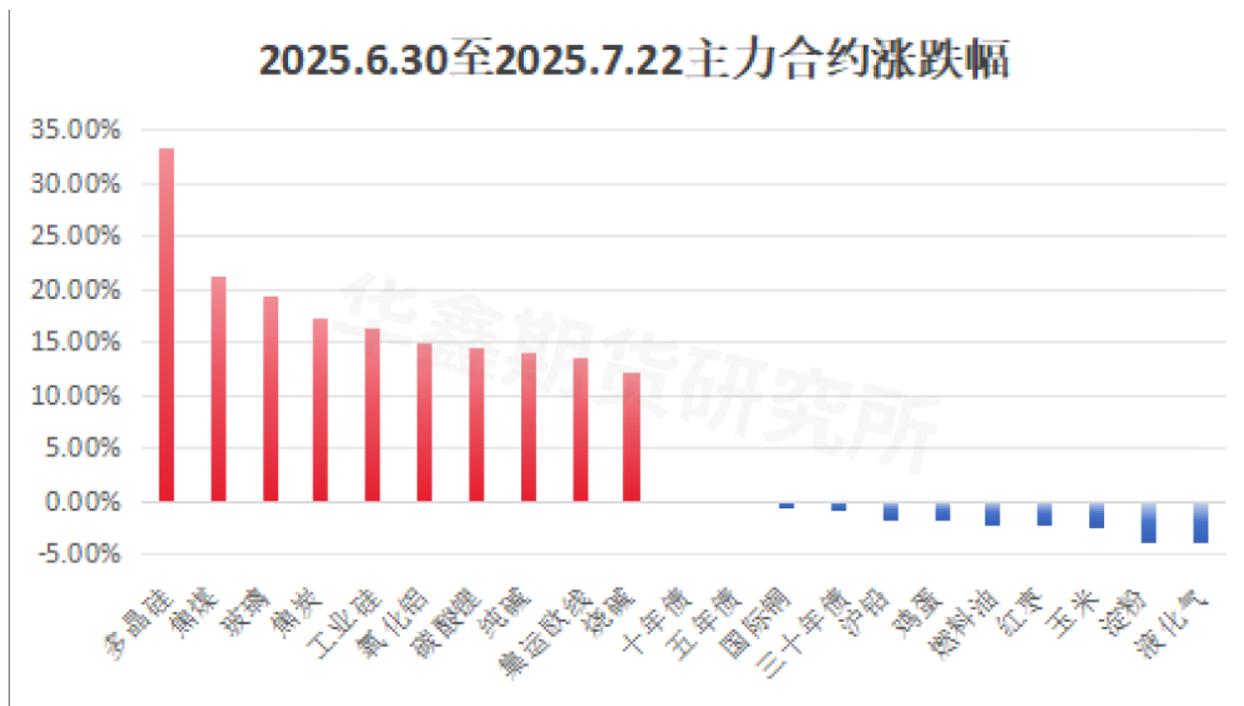


图1：涨幅统计 数据来源文华财经 华鑫期货研究所



图2：产能利用率 数据来源MS 华鑫期货研究所



2, 经济回暖信号加持本轮反弹

1) GDP增速好于预期

7月份公布的2025年上半年中国国内生产总值（GDP）同比增长5.3%。分季度来看，一季度同比增长5.4%，二季度增长5.2%。分产业来看，第一产业增加值同比增长3.7%，第二产业增长5.3%，第三产业增长5.5%。以上数据好于市场预期。

2) 内需好转但有反复，外需表现韧性，且出口产品优化

内需：6月份，社会消费品零售总额42287亿元，同比增长4.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额37649亿元，增长4.8%。1—6月份，社会消费品零售总额245458亿元，同比增长5.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额221990亿元，增长5.5%。6月社零数据增速回落，部分由于“618消费”前置和去年基数高，后期在提振消费措施不减的大背景下，下半年国内社零仍有望回升。

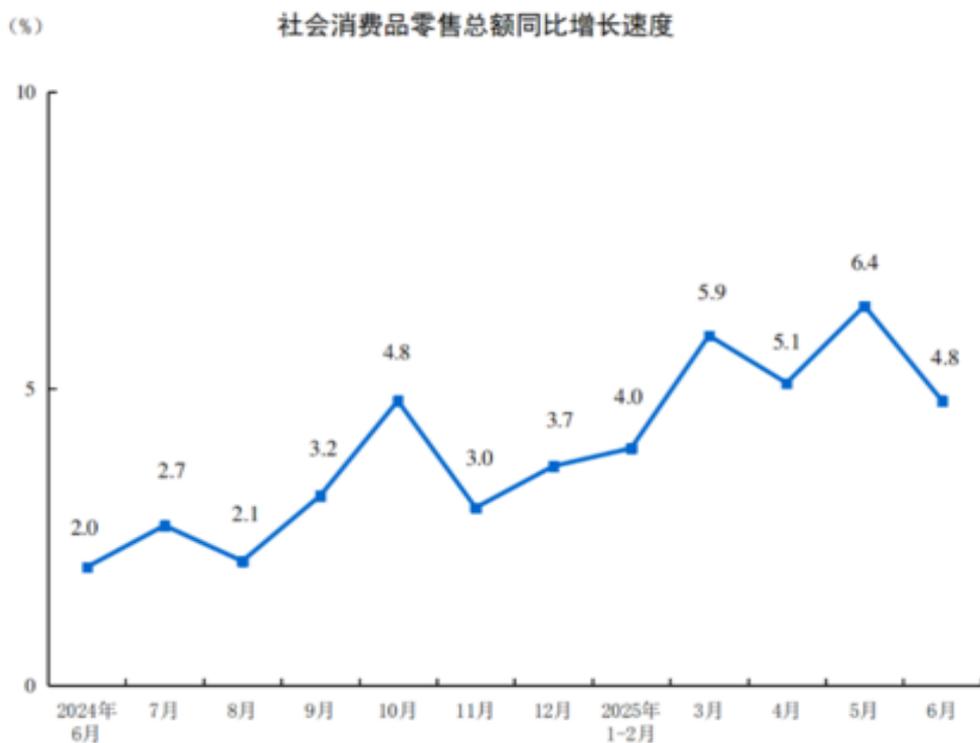


图3：社零 数据来源统计局

出口（外需）：以美元计：6月进出口总值5356.0亿美元，同比增长3.9%；出口3251.8亿美元，同比增长5.8%；进口2104.1亿美元，同比增长1.1%；贸易顺差1147.7亿美元，为历史次高。主要出口地区和出口产品均出现了结构优化的现象从这一点而言，后期我国的外贸将体现出较强的韧性。

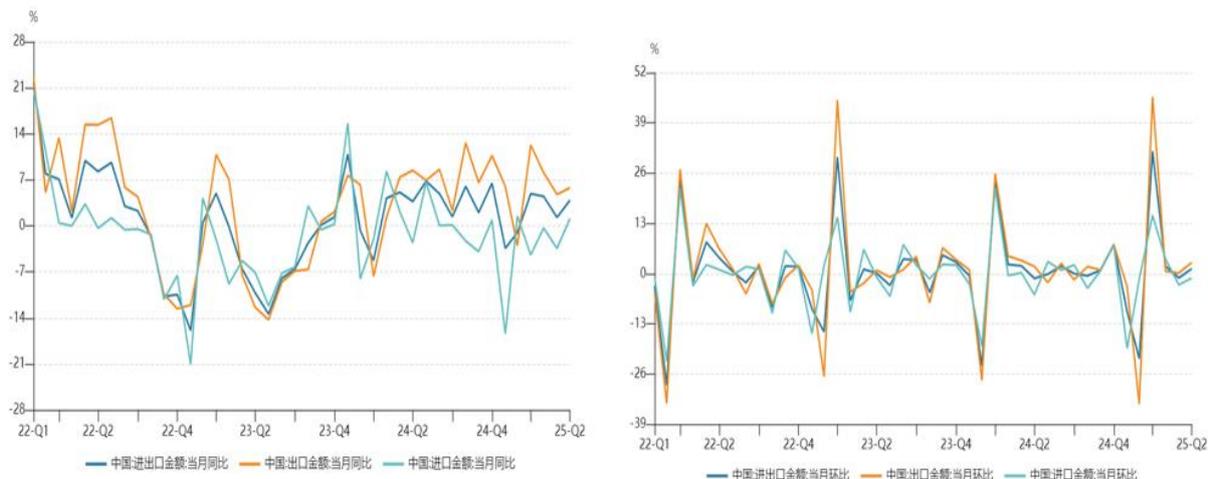


图4：国内出口同比和环比 数据来源统计局

2025年1-6月，中国大陆外贸出口按主要国别/地区较2024年、2017年的变化

排序	国家/地区	2025H1份额	2024全年份额	2017全年份额	2025H1 - 2024	2025H1 - 2017
1	东盟	17.9 %	16.4 %	12.3 %	+1.5	+5.6
2	欧盟27国	14.2 %	14.4 %	16.4 %	-0.2	-2.2
3	美国	10.8 %	14.7 %	19.0 %	-3.9	-8.2
4	非洲	6.1 %	5.0 %	4.2 %	+1.1	+1.9
5	拉丁美洲	7.9 %	7.7 %	5.8 %	+0.2	+2.1
6	日本	4.0 %	4.2 %	6.1 %	-0.2	-2.1
7	韩国	3.9 %	4.1 %	4.5 %	-0.2	-0.6
8	印度	3.8 %	3.4 %	3.0 %	+0.4	+0.8
9	俄罗斯	2.9 %	3.2 %	1.9 %	-0.3	+1.0
10	中国香港	6.8 %	8.1 %	12.3 %	-1.3	-5.5
11	中国大陆出口总额	100 %	100 %	100 %	—	—

表4：出口数据 数据来源 WIND 华鑫期货研究所



主要出口产品的结构变化

类别	出口额	同比增速	占出口总额比重	与去年同期比重变化
机电产品 (含高端装备)	7.8 万亿元	+9.5%	60.0%	↑ 1.2 个百分点
新能源汽车	约 1,870 亿元	+16% (量)	≈ 1.4%	↑ 0.2 个百分点
光伏组件	约 1,260 亿元	+13% (量)	≈ 1.0%	↑ 0.1 个百分点
锂电池	约 1,460 亿元	+69%	≈ 1.1%	↑ 0.4 个百分点
“新三样” 合计	约 4,590 亿元	+12.7%	≈ 3.5%	↑ 0.7 个百分点
七类劳动密集型产品	1.5 万亿元	+7%	≈ 11.6%	↓ 0.4 个百分点
——其中：纺织品	约 5,800 亿元	+6%	≈ 4.5%	↓ 0.2 个百分点
——其中：家具	约 1,600 亿元	+4%	≈ 1.2%	↓ 0.1 个百分点

表5：出口产品 数据来源 WIND 华鑫期货研究所

3) 6 月 CPI 同比转正 PPI 同比继跌

6 月数据显示几个特点：CPI 同比转正；核心 CPI 回升较快；PPI 偏弱，同比新低。这里需要主要的是几点，其一是未来生猪价格对食品价格的影响，生猪价格与生猪供给呈较强负相关性，而生猪供给又与能繁母猪的存栏量有关，目前国内能繁母猪的存栏量 4042 万头，高于去年农业农村部规划 3900 万头，更远高于能繁母猪存栏量的绿色区域的下限（3900 万头*92%=3588 万头），一旦国内启动能繁母猪的去化，叠加生猪低价，容易形成新的猪周期，生猪价格启动，对下半年 CPI 形成正面影响。而 6 月 PPI 虽然延续弱势，但由于 7 月大部分工业品均处于涨势，料 7 月 PPI 环比将转正，PPI 同比跌幅也将大幅收敛。

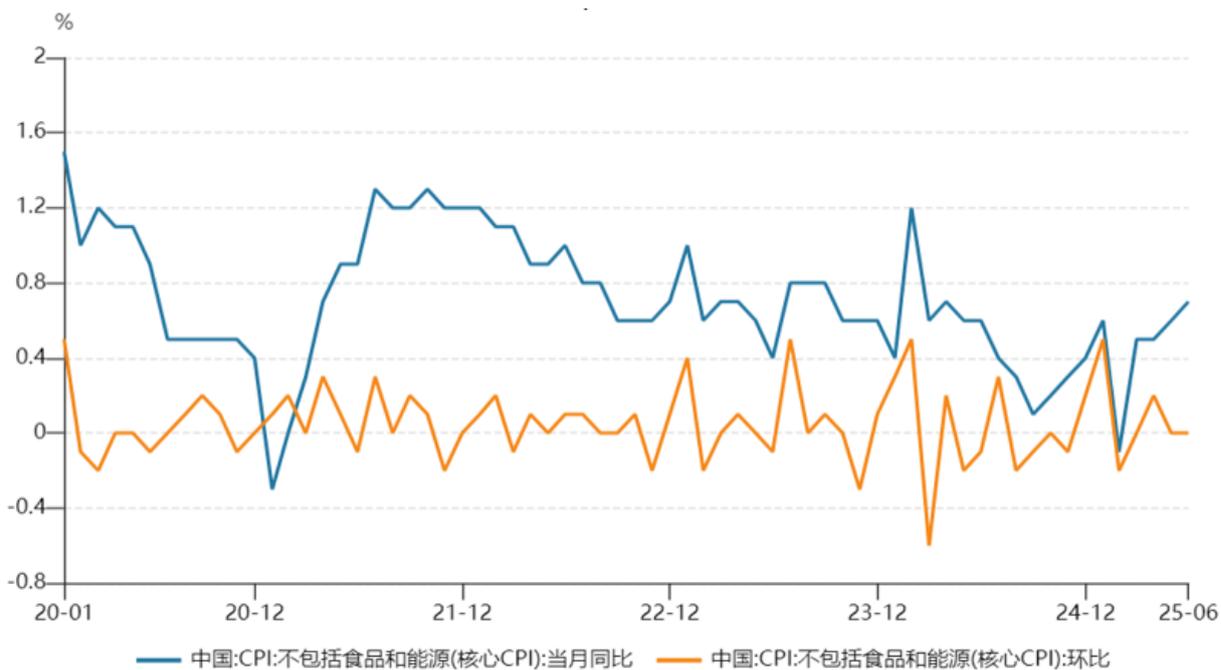


图5：我国核心CPI同比和环比 数据来源WIND 华鑫期货研究所

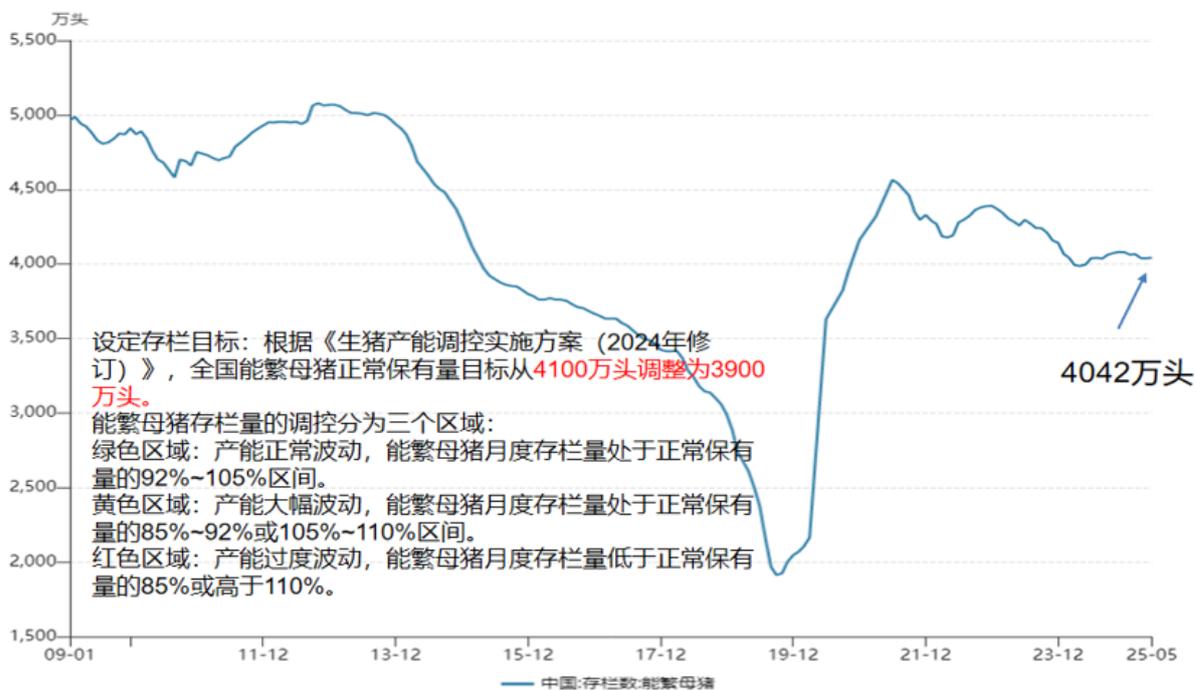


图6：国内能繁母猪存栏量 数据来源WIND 华鑫期货研究所

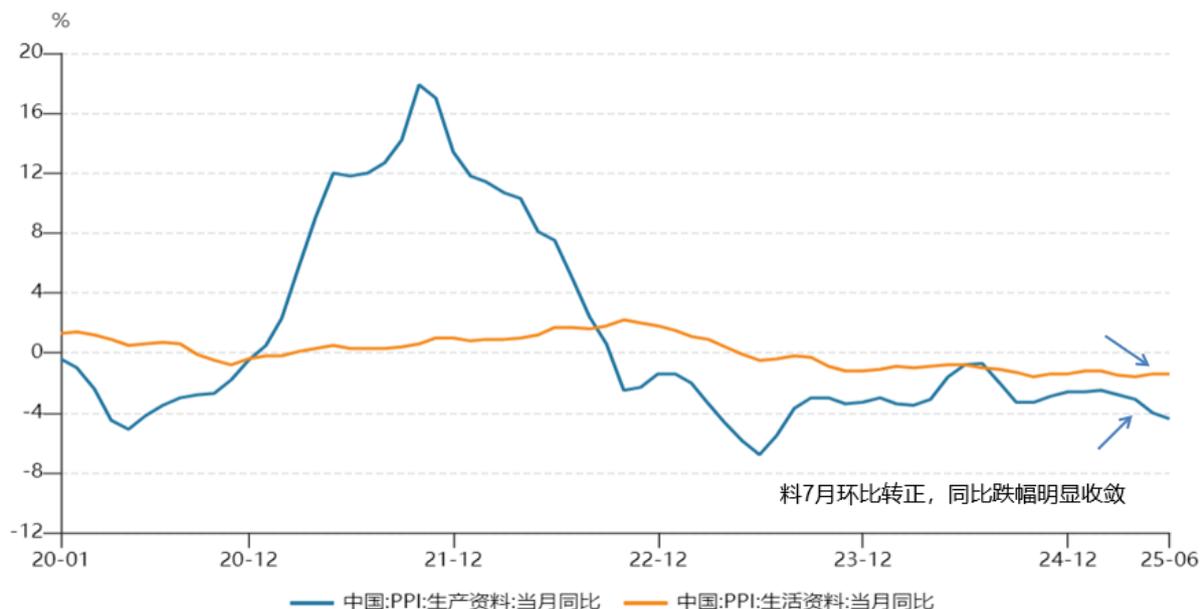


图7: PPI同比和环比 数据来源WIND 华鑫期货研究所

4) 6月制造业 PMI 继续回暖

6月底公布的我国6月制造业 PMI 继续回暖，虽未收复50，但需求和供给的新订单和生产指数均已回至50之上，四大行业中，高技术制造业、消费品行业和装备制造业均稳定在50之上，而之前较弱的基础原材料行业也出现了明显反弹，由于7月工业品大幅上涨，料7月数据也将继续改善。略有不足的是，大中小型企业制造业继续分化，小型企业景气复苏仍不尽理想，预计后期宏观政策仍将不会放松。

指标名称	环比	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02
中国:制造业PMI	0.2	49.70	49.50	49.00	50.50	50.20
新订单	0.4	50.20	49.80	49.20	51.80	51.10
生产	0.3	51.00	50.70	49.80	52.60	52.50
新出口订单	0.2	47.70	47.50	44.70	49.00	48.60
产成品库存	1.6	48.10	46.50	47.30	48.00	48.30
出厂价格	1.5	46.20	44.70	44.80	47.90	48.50
原材料库存	0.6	48.00	47.40	47.00	47.20	47.00
小型企业	-2.0	47.30	49.30	48.70	49.60	46.30
企业 中型企业	1.1	48.60	47.50	48.80	49.90	49.20
大型企业	0.5	51.20	50.70	49.20	51.20	49.30

数据来源: wind 华鑫期货研究所

指标名称	环比	2025-06	2025-05	2025-04
高技术制造业	0.00	50.90	50.90	51.50
消费品行业	0.20	50.40	50.20	49.40
装备制造业	0.20	51.40	51.20	49.60
基础原材料行业	0.80	47.80	47.00	47.00

数据来源: wind 华鑫期货研究所

表6: 我国制造业 PMI 数据来源 WIND 华鑫期货研究所

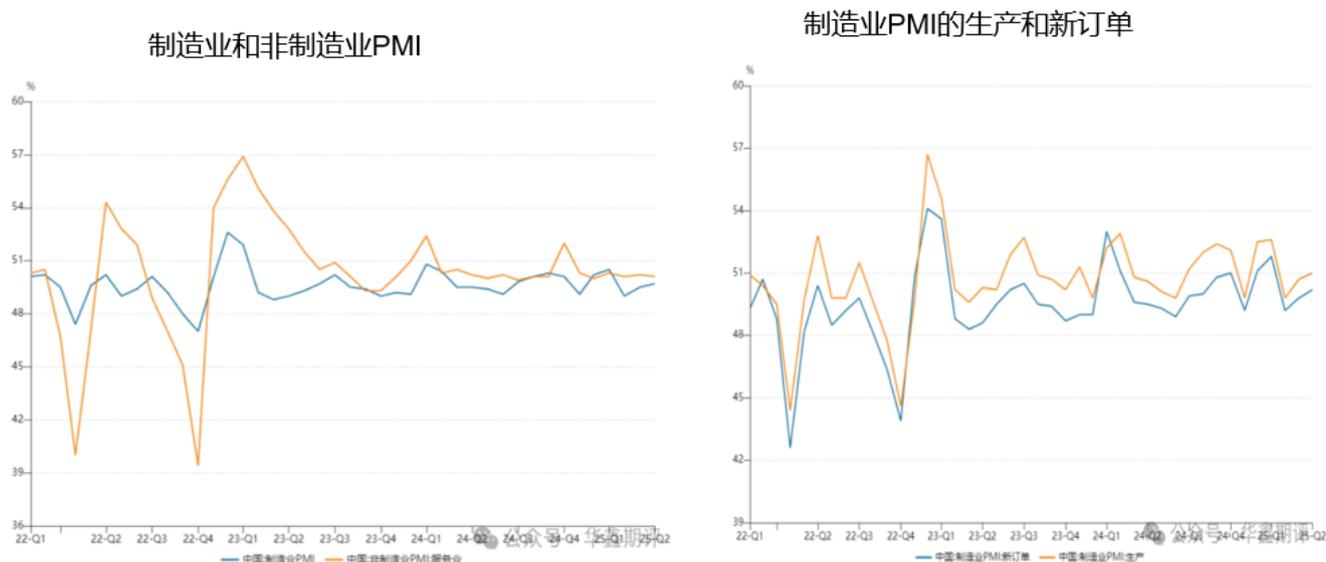


图8：我国制造业PMI 数据来源WIND 华鑫期货研究所

5) 金融数据继续改善 特别是 M1

7月中旬公布的6月金融数据整体改善中，包括 M1、M2、社融和人民币贷款等，特别是 M1 增速回升明显快于 M2，M1 与 M2 的剪刀差继续收敛，M1（活期存款）是企业随时可动用的“活钱”，其增速回升说明企业开始把钱从“定期理财”转回“活期账户”，生产经营回暖的直接证据之一。

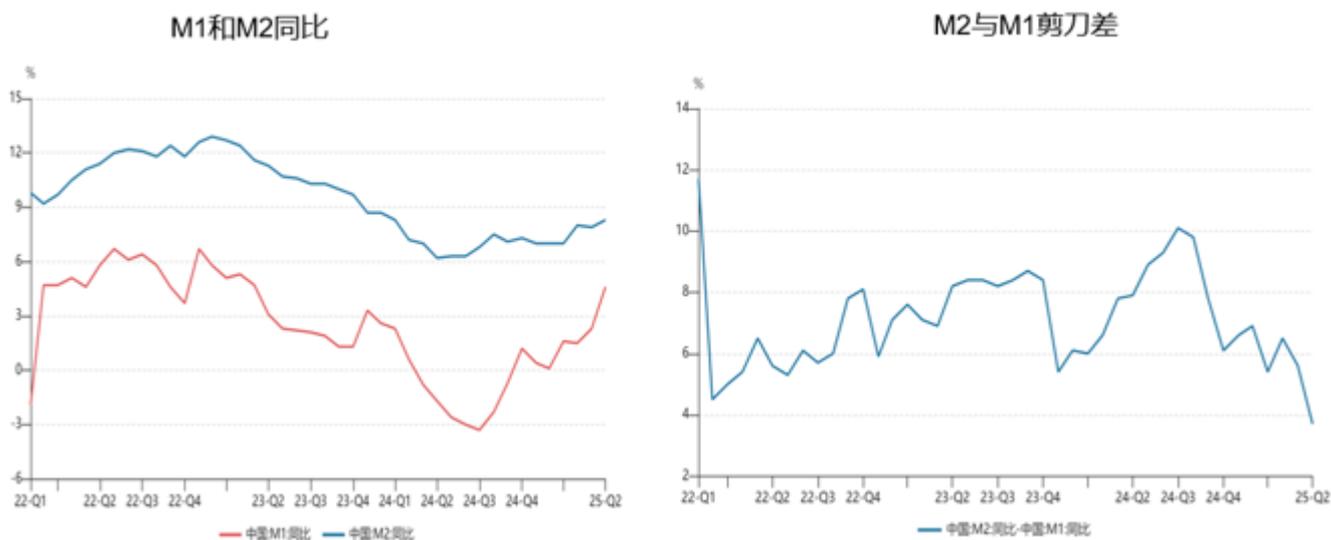


图9：我国M1和M2 数据来源WIND 华鑫期货研究所

6) 6月经济和金融数据总结



经历了4月初美国超预期关税战和诸多外部不确定因素，我国完成了一次极限压力测试。国内经济面显示韧性，部分关键经济和金融指标出现了改善现象，如制造业 PMI 和 M1，房地产仍是拖累项，但负面影响减弱，这得益于中国经济的转型，这些积极的因素，也是触发7月商品特别是工业品大幅上涨的重要原因之一。

3、商品处于低估值

华鑫期货 主力合约期货价格历史百分位比较 2025/06/30				华鑫期货 主力合约期货价格历史百分位比较 2025/07/22							
纯碱	1.24%	纸浆	23.88%	豆粕	48.29%	碳酸锂	7.81%	聚丙烯	29.28%	铁矿石	50.26%
碳酸锂	1.91%	500股指	25.18%	沪铅	48.34%	纯碱	9.01%	氧化铝	29.62%	豆粕	52.45%
PVC	5.39%	对二甲苯	25.67%	棕榈油	49.32%	PVC	9.53%	豆油	32.15%	沪锌	53.53%
不锈钢	7.10%	沪镍	26.39%	燃料油	51.26%	不锈钢	9.54%	乙二醇	32.78%	300股指	53.75%
烧碱	7.31%	聚丙烯	27.69%	沪锌	51.87%	生猪	11.03%	纸浆	32.82%	淀粉	54.97%
生猪	8.24%	热卷	28.66%	20号胶	56.50%	花生	11.87%	LU燃油	33.25%	棕榈油	56.08%
玻璃	8.60%	乙二醇	28.90%	淀粉	58.31%	焦煤	16.62%	甲醇	34.25%	沪锡	59.85%
焦煤	10.03%	螺纹钢	30.04%	沥青	59.05%	集运欧线	16.77%	工业硅	34.83%	沥青	60.42%
氧化铝	11.20%	豆油	31.20%	沪锡	59.72%	硅铁	17.20%	液化气	35.14%	玉米	62.49%
尿素	11.80%	甲醇	31.43%	白糖	62.68%	棉花	17.35%	热卷	35.67%	白糖	63.01%
花生	12.30%	菜籽粕	32.76%	1000股指	62.85%	尿素	17.43%	鸡蛋	36.02%	20号胶	64.26%
工业硅	13.50%	LU燃油	33.25%	玉米	65.39%	塑料	17.66%	螺纹钢	36.80%	国际铜	73.97%
硅铁	13.56%	鸡蛋	34.20%	沪铝	72.06%	PTA	18.06%	烧碱	37.56%	1000股指	74.01%
红枣	14.53%	苹果	36.12%	国际铜	75.08%	玻璃	18.90%	菜籽油	38.29%	沪铝	74.16%
BR橡胶	14.70%	菜籽油	37.71%	二国债	84.04%	短纤	21.06%	菜籽粕	38.91%	二国债	81.83%
棉花	15.41%	50股指	38.90%	沪铜	87.95%	橡胶	23.51%	苹果	39.08%	沪铜	87.78%
塑料	16.72%	铁矿石	40.26%	沪金	90.04%	红枣	24.02%	50股指	43.52%	三国债	89.64%
PTA	18.11%	液化气	40.52%	三国债	93.35%	锰硅	25.73%	苯乙烯	43.79%	沪金	92.55%
焦炭	20.35%	苯乙烯	41.09%	五国债	94.87%	BR橡胶	25.83%	沪铅	45.93%	五国债	93.17%
橡胶	20.62%	豆一	46.28%	沪银	95.81%	焦炭	27.63%	豆二	47.29%	十国债	94.87%
集运欧线	20.94%	原油	47.15%	十国债	96.31%	对二甲苯	27.73%	豆一	48.34%	沪银	99.23%
锰硅	22.01%	豆二	47.29%			沪镍	27.78%	原油	48.38%		
短纤	23.17%	300股指	48.05%			500股指	28.66%	燃料油	49.21%		

注：底色标蓝的品种表示上市时间不超过3年该值的参考价值需要打折
制表：华鑫期货研究所

6月30日国内主要商品的历史百分位

7月22日国内主要商品的历史百分位

表7-8: 商品历史百分位 数据来源 WIND 华鑫期货研究所

经历连续下跌，国内商品特别是工业品的估值偏低，一旦出现利好，较为容易触发向上的价格弹性。而估值也包括相对估值、绝对估值、行业利润等指标，相对估值即商品之间的比较，绝对估值即该标的与自身历史走势的比较，行业利润越低甚至行业亏损也代表了其商品估值偏低。

4、外围环境缓和

4月份美国政府发动超预期关税战引发市场地震，之后逐步缓和，虽然近期也有余波，但作用有边际效用递减的现象，无法对金融市场包括商品市场产生负面影响。

二、本轮走势的展望

1、2025年和2015年的比较

2025年与2015年相似的地方



维度	2015年	2025年
经济周期	底部	底部
政策主线	供给侧改革	统一大市场建设
核心问题	产能过剩、企业亏损	产能过剩、内卷竞争
政策手段	去产能、去库存、去杠杆	淘汰落后产能、规范市场
市场特征	价格下跌、企业出清	价格下跌、行业洗牌
改革目标	重构供需关系、产业升级	高质量发展、要素市场化

表9：2015年和2025年相同点 数据来源公开新闻 华鑫期货研究所

2015年与2025年的差异

维度	2015年	2025年	差异
人口结构	劳动年龄人口开始下降，老龄化率 10.5%	老龄化率 19% 以上，出生率再腰斩	需求曲线左移更陡峭
全球化环境	全球化顶峰，出口量增价稳	全球化退潮，出口“去美化”、区域化	外需天花板压低
债务空间	宏观杠杆 240%，居民/企业加杠杆空间大	杠杆 300% 左右，地方政府与房企债务逼近极限	政策刺激“剂量”边际递减
产业动能	传统产业（钢铁、水泥、煤炭）过剩	新质生产力（新能源、AI、储能）快速崛起，但占比仍小	旧动能“去产能” vs 新动能“待接棒”

表10：2015年和2025年差异 数据来源公开新闻 华鑫期货研究所

2015年供给侧改革重在“去产能、去库存、去杠杆”，通过行政手段与市场机制结合，推动传统产业出清。2025年统一大市场建设更强调制度性改革，推动要素自由流动、规范市场竞争，打破地方保护、强调“高质量发展”与“新质生产力”的培育。2025年是中国在“新发展阶段”对2015年供给侧改革经验的延续与深化，两者在宏观背景、政策逻辑和市场特征上具有一定的相似性，均体现出在经济周期底部推动结构性改革的政策意图，但也有诸多不同，如改革方向等。2015是“周期低谷+政策加杠杆”的经典复苏模板；而2025是“结构换挡+债务天花板+全球化退潮”的复杂均衡，供给侧改革2.0后，或有相关的需求侧政策出现，可关注7月下旬的中央政治局经济工作会议。而映射到本轮商品的行情，或先从供给端入手，如产能利用率和行业利润率双低的品种或先启动，而随着市场整体修复行情全面展开，市场的第二阶段将着重于需求端。



2, 今年下半年还有哪些关注点

中美补库周期能否在今年三季度后逐步出现，是值得投资者关注的。

中国方面：当前库存周期已接近底部，去库阶段基本结束，部分行业（如新能源上游、家电、汽车）已开始进入补库阶段，但整体仍处于“磨底”阶段，补库节奏偏缓。

美国方面：美国库存周期已接近去化尾声，制造商和批发商的库存增速处于历史低位，多个细分行业库存已出现回升迹象。

维度	美国	中国	联动效应
库存周期	去库尾声，补库初期	去库结束，补库启动中	共振补库有望拉动大宗商品、制造业需求
货币政策	降息周期中，节奏趋缓	降息、降准周期持续宽松	中美利差收窄，人民币汇率压力缓解，资本流动改善
经济周期	增长放缓但软着陆	底部修复，结构转型中	外部需求改善+内部政策托底，有望形成“双轮驱动”

表11 中美补库周期 数据 华鑫期货研究所

后期投资者有必要对中美库存、库销比、PPI、PMI、制造业投资增速、美国企业资本开支等数据进行密切跟踪。2025年下半年中美补库中期共振存在一定的可能性，但整体补库力度需重点关注。美国补库需求受到利率水平和消费需求的双重制约，中国补库需求则受到内需政策刺激和外需放缓的双重影响。全球经济回暖和政策刺激有望为补库提供一定的支持，但关税不确定性和前期需求透支等因素将对补库力度产生一定的抑制作用。



我国入世以来，中美几次大级别的补库共振

时期	共振级别	中美双方库存状态	驱动背景
2002Q4 - 2004Q4	强共振	主动补库（中）+ 主动补库（美）	中国加入 WTO 后出口井喷；美国房地产繁荣+超低利率
2009Q1 - 2011Q2	超强共振	主动补库（中）+ 主动补库（美）	中国“四万亿”刺激；美国 QE1+QE2，全球需求同步回暖
2014	弱共振	主动补库（中）+ 主动补库（美）	中国“二次刺激”+地产放松；美国第三、四轮 QE；但持续时间仅半年左右
2016Q4 - 2018Q2	中等共振	主动补库（中）+ 主动补库（美）	中国供给侧改革推动价格修复；美国特朗普减税+基建预期
2020Q2 - 2022Q1	超强共振	主动补库（中）+ 主动补库（美）	疫后全球财政货币大宽松；美国直接补贴居民，中国出口订单爆满

注：2023年四季度至2024年上半年，中美弱共振，国内被动补库

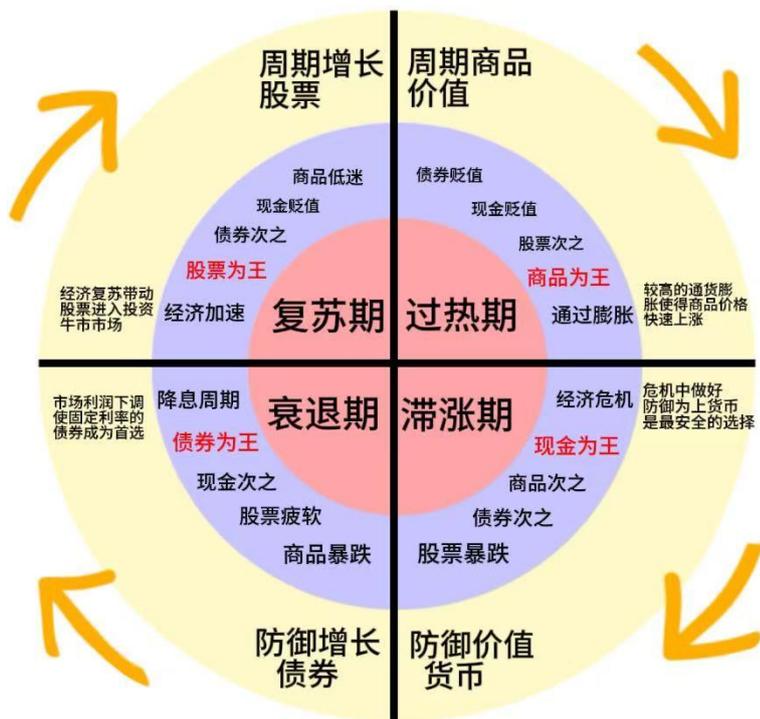
表12 入世以来中美补库周期强共振 数据来源公开新闻 华鑫期货研究所



图10，美国库存数据 数据来源 WIND 华鑫期货研究所

3, 美林时钟

目前国内经济处于美林时钟的哪个阶段？从去年以来政策、经济金融数据分析，目前国内或已处于经济复苏的初期阶段，股票配置优先，而若 CPI 预期回升叠加经济复苏，后期商品价格也将出现积极表现，商品优选也将逐步提上日程。



数据来源：公开资料整理 华鑫期货研究所



注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或者转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究创造价值”的理念，深谙“见微知著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章孜海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@bhxqh.com

公众号·华鑫期评

华鑫期货有限公司

地址：上海市黄浦区福州路666号21、22楼

邮编：200001

电话：400-186-8822

华鑫期货



华鑫期评

