

多空因素交织，商品或继续震荡运行

投资观点：

报告日期 2025-09-07

- **海外：**1) 一方面，从美国经济走势来看，无论是从新增就业、失业率、薪资增速、制造业 PMI 就业等指标来看，美国劳动力市场降温相对明显，几乎呈现全面走软的态势，意味着美国经济走弱的风险正在上升。另一方面，从美联储政策走向来看，在 8 月的 Jackson Hole 会议上，美联储主席鲍威尔表示就业市场下行的风险正在上升，因此需要调整货币政策立场，暗示 9 月将开启降息。从 8 月非农就业数据来看，9 月大概率将会进行降息，但降息幅度并不确定，8 月通胀数据将会成为美联储 9 月降息幅度的关键。从美联储最关心的通胀指标 PCE 来看，7 月 PCE 的同比上升 2.6%，核心 PCE 同比上升约 2.9%，均有加速迹象，美联储在 9 月或较难再度降息 50bp，更可能会选择连续降息 25bp。2) 8 月 ISM 制造业 PMI 录得 48.7%，连续第六个月低于荣枯线 50%。相比之下，服务业表现强劲，8 月 ISM 服务业 PMI 升至 52%，高于预期 51%和前值 50.1%，为六个月来最快扩张，订单增长创一年新高。总体来看，8 月的 ISM 制造业 PMI 描绘了一幅复杂且充满矛盾的图景：需求端（新订单）初现暖意，但生产端和就业端依然寒意阵阵，企业信心不足，观望情绪浓厚。
- **国内：**1) 国企股权划转加速，社保基金可持续性增强。9 月 2 日，财政部、税务总局联合发布关于划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理税收政策的通知，在增值税、企业所得税和印花税上支持社保基金的长期可持续发展。2) 政策引领电子信息制造业转型，推动科技创新和产业创新加速融合。9 月 4 日，工信部、市场监管总局发布《电子信息制造业 2025-2026 年稳增长行动方案》，提出了针对电子信息制造业中计算机、光伏制造和服务器产业等多个领域的发展路线，制定了电子信息制造业 2025-2026 年稳增长行动方案。
- **多空因素交织，商品或继续震荡运行。**海外方面，无论是从新增就业、失业率、薪资增速、制造业 PMI 就业等指标来看，美国劳动力市场降温相对明显，美国经济走弱的风险明显上升。但与此同时，美联储降息年内降息的概率大幅上升，预计年内将会有 50BP 的降息空间，美元指数走弱有助于提振市场的风险偏好。国内方面，“金九”旺季弱于预期，需求尚未有明显的改善，商品基本面仍面临较大的压力。不过，稳增长政策加码、“反内卷”政策有望持续推出等宏观预期仍对商品有所支撑。预计在多空因素作用下，大宗商品或继续震荡运行。

宏观

专题报告

分析师：郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

国贸商品指数



数据来源：国贸期货

往期相关报告

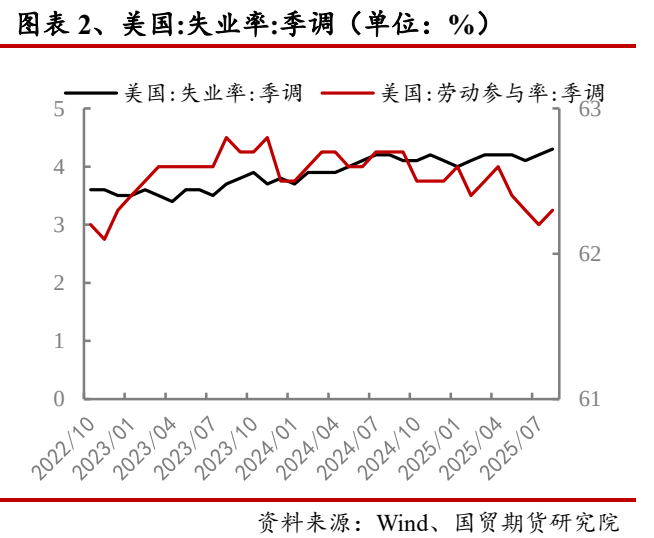
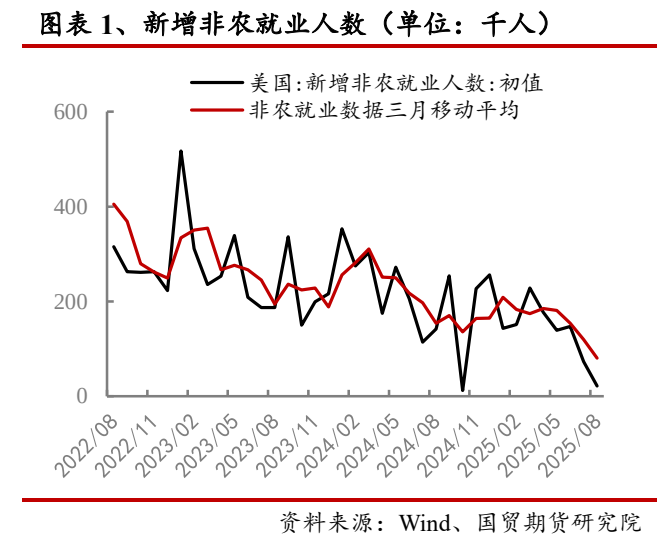
- 1、【ITF-宏观】预期与现实的博弈，商品短期震荡波动 20250901
- 2、【ITF-宏观】市场情绪改善，大宗商品或再迎反弹 20250824
- 3、【ITF-宏观】多空因素交织，商品或继续震荡 20250817
- 4、【ITF-宏观】市场情绪仍有反复，商品或震荡运行 20250810

1 海外形势分析

1.1 美国：非农明显降温

当地时间 9 月 5 日美国劳工部公布数据显示：美国 8 月新增非农就业 2.2 万，低于预期值 7.5 万；7 月数据由 7.3 万上修至 7.9 万，6 月数据由 1.4 万下修至-1.3 万，前两月合计下修 2.1 万。失业率 4.3%，符合预期，略高于前值 4.2%，是 2021 年 11 月以来最高。劳动参与率 62.3%，略高于预期值和前值 62.2%。每周平均工时 34.2 小时，持平前值，低于预期值 34.3 小时。平均时薪环比 0.3%，与预期值、前值、过去 12 个月均值持平。

此外，7 月 JOLTS 职位空缺降至 718.1 万，创 2024 年 9 月以来新低，裁员人数小幅上升，就业转换周期延长，建筑业解雇人数增加。ADP 数据显示，8 月新增就业 5.4 万人，远低于预期 6.5 万人，较上月修正后的 10.6 万人大幅放缓。



- 1、从美国经济走势来看，无论是从新增就业、失业率、薪资增速、制造业 PMI 就业等指标来看，美国劳动力市场降温相对明显，几乎呈现全面走软的态势。从这个角度看，美国经济走弱的风险明显上升。
- 2、从美联储政策走向来看，在 8 月的 Jackson Hole 会议上，美联储主席鲍威尔表示就业市场下行的风险正在上升，因此需要调整货币政策立场，暗示 9 月将开启降息。从 8 月非农就业数据来看，9 月大概率将会进行降息，但降息幅度并不确定，8 月通胀数据将会成为美联储 9 月降息幅度的关键。从美联储最关心的通胀指标 PCE 来看，7 月 PCE 的同比上升 2.6%，核心 PCE 同比上升约 2.9%，均有加速迹象，美联储在 9 月或较难再度降息 50bp，更可能会选择连续降息 25bp。

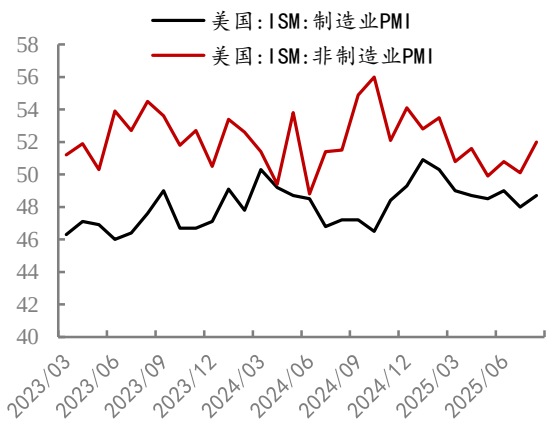
1.2、美国制造业与服务业 PMI 指数走势分化

美国制造业与服务业走势分化。8 月 ISM 制造业 PMI 录得 48.7%，连续第六个月低于荣枯线 50%。其中产出下降拖累显著，但新订单指数自年初以来首次回到扩张区间，价格指数降至 2 月以来低点，显示关税冲击带来的价格波动逐渐减退。相比之下，服务业表现强劲，8 月 ISM 服务业 PMI 升至 52%，高于预期 51%和前值 50.1%，为六个月来最快扩张，订单增长创一年新高。

从结构上来看，1) 新订单回暖：新订单指数大幅上升 4.3 个百分点至 51.4，这是自 2025 年年初以来首次回归扩张区间，并且创下去年年初以来的最大单月涨幅。2) 生产与就业疲软：与新订单的亮眼表现相反，产出指数下降 3.6 个百分点至 47.8，是三个月来首次重新跌入收缩区间。就业指数虽小幅回升至 43.8，但仍处于历史较低水平，表明制造商在招聘方面非常谨慎。这二者是拖累 PMI 的主要因素。3) 价格压力略有缓解，但仍处高位：物价支付指数下降至 63.7，是今年 2 月以来的最低水平，且为连续第二个月下降。这表明关税等带来的输入性价格压力有所缓和。不过，该指数绝对值仍较高，说明成本压力持续存在。

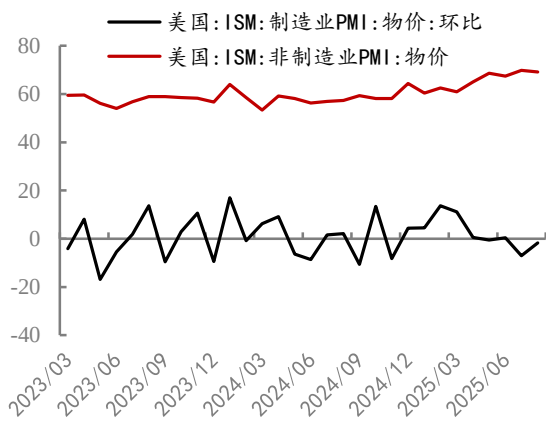
总体来看，8 月的 ISM 制造业 PMI 描绘了一幅复杂且充满矛盾的图景：需求端（新订单）初现暖意，但生产端和就业端依然寒意阵阵，企业信心不足，观望情绪浓厚。

图表 3、美国:ISM:制造业 PMI



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、美国:ISM:制造业 PMI:物价



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2 国内宏观形势分析

1.1 国企股权划转加速，社保基金可持续性增强

9 月 2 日，财政部、税务总局联合发布关于划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管

理税收政策的通知。通知指出，对承接主体在运用划转的国有股权和现金收益投资过程中，贷款服务取得的全部利息及利息性质的收入和金融商品转让收入，免征增值税；将转让划转的国有股权及现金收益投资取得的收入，作为企业所得税不征税收入；承接主体转让划转的非上市公司国有股权，免征承接主体应缴纳的印花税；对承接主体转让划转的上市公司国有股权，以及运用现金收益买卖证券应缴纳的证券交易印花税，实行先征后返。

早在 2017 年，国务院印发《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》，首次明确将中央和地方国有及国有控股大中型企业、金融机构 10% 的国有股权，划转至社保基金会和地方相关承接主体。2019 年 9 月，五部门印发《关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》，在试点基础上全面推开划转工作，划转工作进入加速落实阶段。社保基金会数据显示，自 2018 年首批国有股权划转以来，社保基金会共收到 93 家中央企业和中央金融机构的划转国有股权。

截至 2024 年底，划转的国有股权账面价值 2.1 万亿元，2024 年度收取划转企业分红 264.22 亿元，累计收取分红 1116.06 亿元。此次税收政策是此前政策的延续和深化，有助于进一步壮大我国社保基金规模。后续可重点关注包括医疗器械、创新药、健康保险等契合社保基金投资大主题的赛道。

1.2 政策引领电子信息制造业转型，推动科技创新和产业创新加速融合

9 月 4 日，两部门联合印发《电子信息制造业 2025-2026 年稳增长行动方案》(下称《方案》)，提出未来两年我国电子信息制造业的发展指引。在工作举措方面，《方案》提出促进产业转型升级、促进国内外市场经济循环和融合科技创新与产业创新三方面的举措。在 2025-2026 年的目标方面，预期规模以上计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速在 7% 左右，加上锂电池、光伏及元器件制造等相关领域后电子信息制造业年均营收增速达到 5% 以上；到 2026 年，预期实现营收规模和出口比例在 41 个工业大类中保持首位，5 个省份的电子信息制造业营收过万亿，服务器产业规模超过 4000 亿元，75 英寸及以上彩色电视机国内市场渗透率超过 40%，个人计算机、手机向智能化、高端化迈进。

根据《中国电子产业供应链发展报告(2025)》数据，2024 年我国电子信息制造业市场规模约为 21.59 万亿元，同比增长 6.1%。信息化、数字化发展加速，消费电子、汽车电子等产品市场需求旺盛，带动行业不断上行。据电子商务服务网统计，2024 年我国规模以上电子信息制造业增加值同比增长 11.8%，分地区来看，我国东部地区、中部地区规模以上电子信息

制造业营业收入保持了较高增速，同比增长 10.1%和 6.2%；京津冀地区规模以上电子信息制造业实现营业收入 8878 亿元，同比增长 17.8%，增速领先全国。出口方面，2024 年规模以上电子信息制造业出口交货值同比增长 2.2%，较 1-11 月提高 0.9 个百分点。随着人工智能、5G、物联网等技术的进一步融合应用，电子制造业预计将继续保持增长态势，并向更高端、更智能、更绿色的方向发展。

附:品种观点评价体系

观点评级	短期（1 个月以内）	中期（1-3 个月）	长期（3 个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31 号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎