

## 多空因素交织，商品或继续震荡

### 投资观点：

报告日期 2025-08-17

- **海外：**1) 美国7月CPI同比增长2.7%，略低于预期的2.8%；核心CPI同比增长3.1%，略高于预期的增长3%。CPI数据公布后，市场对美联储在9月会议上降息的预期迅速升温，交易数据显示预计降息概率达95%。不过，稍晚公布的美国7月PPI增速同比超市场预期，使得降息预期出现反复。综合来看7月CPI数据为美联储降息提供了空间，但PPI数据又给降息增添了变数，仍需关注8月下旬鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上的表态。2) 美国财长贝森特在接受彭博社采访时表示，当前利率水平“限制性过强”，认为基准利率应下调150-175个基点，预测美联储可能在未来数月启动一系列降息，其中9月或将率先实施50个基点的“补偿性”降息。除恶化的就业数据和温和的通胀数据外，在美国白宫频繁施压、美联储主席更换等预期下，市场对美联储降息的预期持续升温。
- **国内：**1) 7月经济增长动能有所转弱，供需两端均有不同程度的下行。展望未来，8月国补资金到位后，社零增速估计会有所反弹；极端天气影响消退后，基建投资增速及整体投资增速都将低位回升；但出口动能减弱、反内卷推进，8月工业生产增速可能还会小幅下行。此外，房地产的拖累仍然较大，8月的经济增长动能有可能延续偏弱状态。总而言之，当前中国经济在外部冲击下展现韧性的同时，有效需求不足依然是下半年经济运行的风险与挑战。我们预计三季度末或四季度初，宏观政策有可能推出新的增量政策，包括财政加力、货币宽松，以及更大力度推动房地产市场止跌回稳等。2) 8月12日，中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明公布，宣布自即日起再次暂停实施针对彼此商品的24%关税，为期90天。
- **多空因素交织，商品或继续震荡。**海外方面，一是美国对等关税正式生效，后续需要关注“232”特定行业关税的变化；二是，美俄首脑会谈，虽然没有达成协议，但缓和了地缘局势；三是，除恶化的就业数据和温和的通胀数据外，在美国白宫频繁施压、美联储主席更换等预期下，市场对美联储降息的预期持续升温。国内方面，一是，7月经济数据表现偏弱，投资、消费等多项指标均出现回落，表明经济增长动能有所转弱，后续需关注新的增量政策出台节奏；二是，反内卷行动将继续推进，但实际效果有待验证，预期或仍有反复。

### 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】市场情绪仍有反复，商品或震荡运行 20250810
- 2、【ITF-宏观】短期情绪反复，商品高位波动加大 20250803
- 3、【ITF-宏观】短期警惕“反内卷交易”情绪过热 20250727
- 4、【ITF-宏观】宏观情绪进一步改善，大宗商品持续反弹 20250720

# 1 海外形势分析

## 1.1 美俄首脑会谈备受关注

当地时间 8 月 15 日美俄首脑在美国阿拉斯加安克雷奇举行会谈。这是自 2021 年 6 月普京与拜登会面以来，美俄领导人首次面对面会谈，也是普京近十年来首次踏足美国领土。地点选在阿拉斯加埃尔门多夫-理查森军事基地，毗邻二战苏美飞行员纪念公墓，象征历史合作。

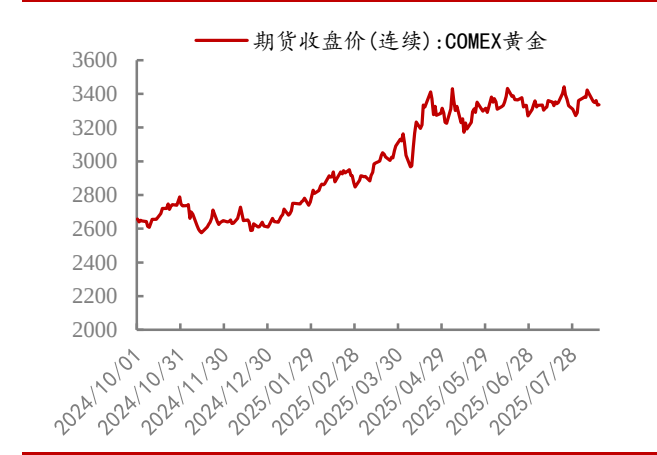
本轮会谈的核心议题是乌克兰问题。根据海外媒体的报道，关于双方的立场：1) 普京强调需解决冲突根源（如北约东扩），要求承认俄对顿涅茨克等四地的控制，但暗示可能缩减领土要求（如仅确保顿巴斯）。他称美方努力“积极且真诚”，同意保障乌克兰安全。2) 特朗普提出“领土交换”方案（乌放弃俄占区换取停火），承诺“为乌克兰拿回部分领土”，并威胁对俄贸易伙伴（如印度）实施二级制裁。会后称将致电泽连斯基通报进展。

特朗普与普京在阿拉斯加安克雷奇会谈双方虽未达成协议但在许多事项上达成一致。普京称与特朗普建立非常好的直接联系，并真诚希望俄乌冲突结束，认为下次会晤可以在莫斯科举行。特朗普则表示与普京在很多事项上达成一致，剩余少数未解决的问题，并将与北约和乌克兰交流会晤情况。

整体而言，此次会谈虽未达成实质协议，但为美俄关系解冻提供窗口。后续美俄乌三方会谈能否启动、欧洲如何介入，以及战场态势是否升级，将成为观察停火可行性的关键指标。

市场对此次会谈的反应暂时有限，但有机构担忧黄金等避险资产短期遭到抛售。

图表 1、期货收盘价(连续):COMEX 黄金



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、期货结算价(连续):布伦特原油



资料来源：Wind、国贸期货研究院

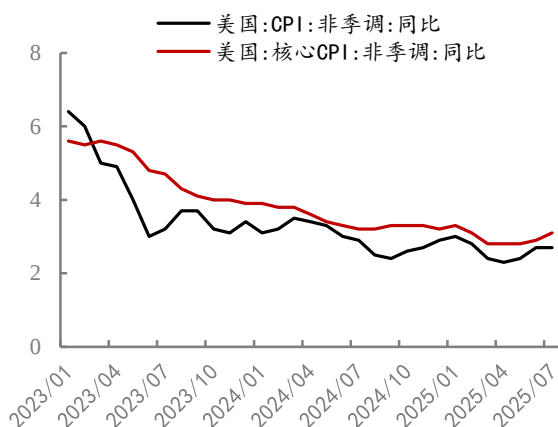
## 1.2、美国 7 月通胀温和上涨

当地时间 8 月 12 日，美国劳工统计局公布数据显示，7 月 CPI 同比增长 2.7%，与上月持平，略低于预期的 2.8%；环比增长 0.2%，较前值 0.3%略有放缓，符合预期。剔除食品和能源的核心 CPI 同比增长 3.1%，略高于预期的增长 3%，前值为增长 2.9%；环比增长 0.3%，符合预期，创 1 月以来新高，前值为增长 0.2%。另外，当地时间 14 日，美国 7 月份 PPI 增速同比录得 3.3%（预期 2.9%），环比 0.9%，达到 3 年以来的最高水平。

数据显示，住房成本是推动 CPI 上涨的主要因素之一，食品价格相对稳定，而能源价格的大幅降低，对抑制整体通胀起到重要缓冲作用，核心 CPI 的上涨则主要来自服务业驱动。CPI 数据公布后，市场对美联储在 9 月会议上降息的预期迅速升温，交易数据显示预计降息概率达 95%。当地时间 14 日，美国 7 月份 PPI 增速同比超市场预期，服务业成本上涨 1.1%，为 2022 年 3 月以来最大增幅，批发和零售利润率跃升 2%，机械与设备批发领涨。不包括食品和能源的商品价格上涨 0.4%。

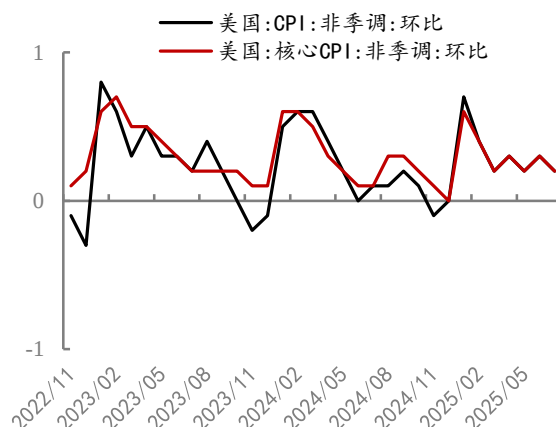
数据公布后，CME 工具显示，期货市场交易者预计的 9 月降息概率从周三的 100%降至不足 91%；三大美股指低开；对近期利率前景更敏感的两年期美债收益率抹平降幅转升；美元指数脱离两周来低位，黄金跌幅扩大；两大加密货币比特币和以太坊加速跌离周四稍早所创的高位。综合来看，7 月 CPI 数据为美联储降息提供了空间，但 PPI 数据又给降息增添了变数，仍需关注 8 月下旬鲍威尔在杰克逊霍尔 (JacksonHole) 全球央行年会上的表态。

图表 3、美国通胀同比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、美国通胀环比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

## 1.3、美国财长喊话美联储 9 月降息 50bp

当地时间 8 月 13 日，美国财长贝森特在接受彭博社采访时表示，当前利率水平“限制性过

强”，认为基准利率应下调 150-175 个基点，预测美联储可能在未来数月启动一系列降息，其中 9 月或将率先实施 50 个基点的“补偿性”降息。

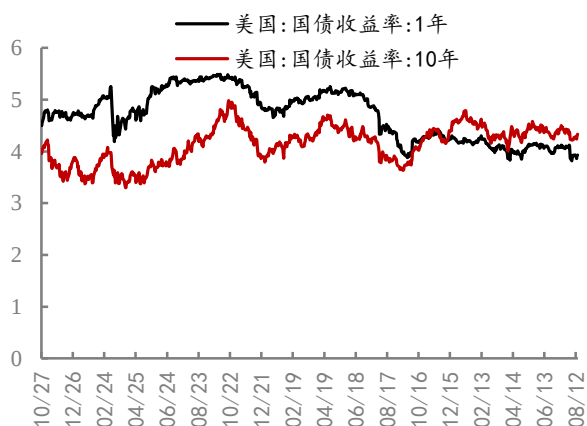
贝森特强调，关税引发的价格上涨可能只是一次性价格上涨，并表示通胀压力相对温和。在令人失望的非农就业报告公布之后，市场不断押注美联储将在 9 月份降息，根据芝加哥商品交易所(CME)的 FedWatch 工具，市场目前预计美联储在 9 月中旬召开下次会议时降息 25 个基点的可能性为 89.4%。

在提到美联储主席的人选时，贝森特提到，他们将撒下一张囊括 10-11 人的“大网”。据美国政府官员透露，特朗普政府正在考虑可以接替美联储主席鲍威尔的 11 位候选人，其中包括三位此前未被公开提名的人选。鲍威尔的任期将于 2026 年 5 月任期届满。财政部长贝森特将面试所有候选人，逐步缩减名单后向总统提交最终人选名单供其决定。

此外，贝森特批评日本央行在应对通胀问题上明显“行动太慢(behind the curve)”，需要通过加息来控制物价。贝森特还强调，日本和德国的收益率攀升带来了“明确的外溢效应”，美国国债收益率正受到包括日本和德国在内的海外市场动向影响，形成一种“全球现象”。

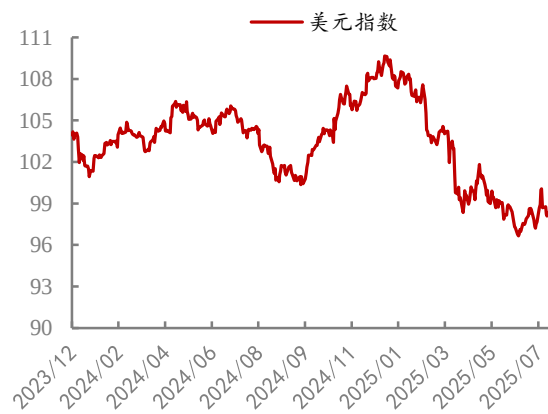
除恶化的就业数据和温和的通胀数据外，在美国白宫频繁施压、美联储主席更换等预期下，市场对美联储降息的预期持续升温，美国 10 年期国信收益率已从 5 月高位 4.6%下滑至 4.2%左右，2 年期国债收益率也从 5 月高位 4%回落至 3.6%左右，市场流动性改善，美股也保持上涨态势，美元 7 月之后走势偏震荡，8 月以来有所贬值。

图表 5、美国:国债收益率（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、美元指数



资料来源：Wind、国贸期货研究院

#### 1.4、OPEC 上调石油需求预测，IEA 则认为将供应过剩

当地时间8月12日，OPEC8月份月度市场报告中表示，2026年全球石油需求将增长138万桶/日，高于此前预测的128万桶/日。2025年的需求增长预期仍维持129万桶/日不变。该机构称，经合组织(OECD)国家2026年原油需求量预计增长20万桶/日，非经合组织国家原油需求量则预计增长120万桶/日；2026年非OPEC+石油供应增长预测下调，跌幅为10万桶/日至60万桶/日。

OPEC上调了对明年全球石油需求的预测，同时下调了对美国及其它非合作宣言(非OPEC+)产油国供应增长的预期，预示着未来市场原油供应或趋紧。其月度报告表明，随着需求前景改善及非合作宣言产油国供应增长减缓，OPEC+将更顺利地推进增产计划，以进一步夺回全球原油市场份额。OPEC+成员国的石油供应量预计将在2026年增加约63万桶/日，低于7月预测的73万桶/日。

8月，OPEC+同意从9月起将石油产量提高54.7万桶/日，而OPEC8月5日的报告显示，7月OPEC+实际增产33.5万桶/日，低于该联盟内部来自8个成员国承诺的41.1万桶/日增产目标。8月13日，国际能源署(IEA)发布月度报告，随着OPEC+加快恢复闲置产能，以及美洲地区产量持续增长，全球供应正大幅膨胀。石油库存在6月份已达到46个月以来的高点。与此同时，今明两年需求增长速度已放缓至不足2023年一半的水平，导致市场基本面严重失衡。后续在OPEC+增产、全球经济不确定性增大背景下，国际油价或延续震荡态势。

图表7、国际油价走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

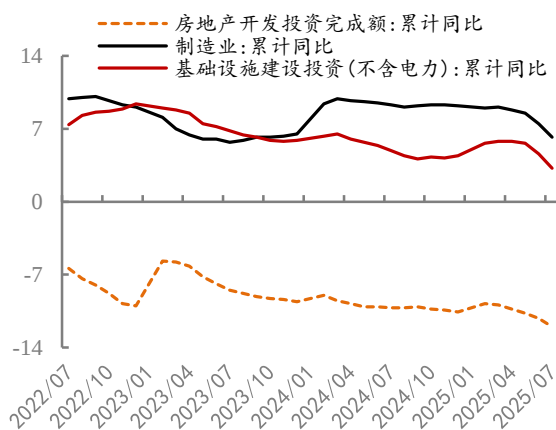
## 2 国内宏观形势分析

### 1.1 经济增长动能有所转弱

(1) 生产端：中国 7 月规模以上工业增加值同比 5.7%，预期 5.9%，前值 6.80%。1-7 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.3%，前值 6.4%。

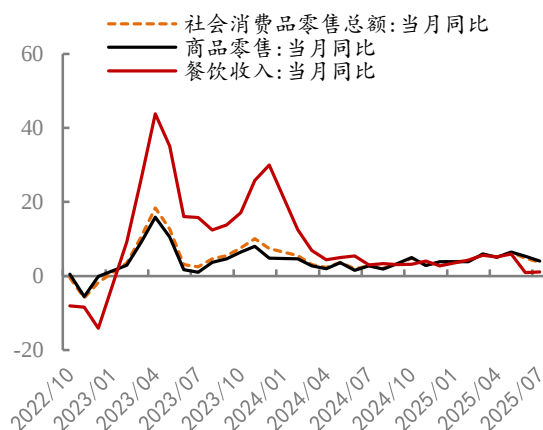
(2) 需求端：1) 固定资产投资增速继续回落。中国 1-7 月城镇固定资产投资同比 1.6%，预期 2.7%，前值 2.80%。其中，制造业投资同比增长 6.2%，涨幅较前值回落 1.3 个百分点；房地产开发投资同比下降 12.0%，降幅较前值扩大 0.8 个百分点；基础设施投资（不含电力）同比增长 3.2%，涨幅较前值回落 1.4 个百分点。2) 社会消费增速继续回落。中国 7 月社会消费品零售总额同比 3.7%，预期 4.6%，前值 4.80%。1-7 月份，社会消费品零售总额同比增长 4.8%，涨幅收窄 0.2 个百分点。从环比上来看，中国 7 月社会消费品零售总额环比 -0.14%，前值-0.16%。

图表 8、固定资产投资累计增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 9、社会消费品零售总额（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

7 月经济增长动能有所转弱，供需两端均有不同程度的下行。一是，受极端天气、外部环境变化等因素的影响，国内固定资产投资继续下行；二是，国补资金拨付节奏（前期资金用完而新资金尚未拨付）导致消费进一步下滑至 3.7%；三是，受国内总需求转弱的影响，工业生产继续放缓至 5.7%。

展望未来，8 月国补资金到位后，社零增速估计会有所反弹；极端天气影响消退后，基建投资增速及整体投资增速都将低位回升；但出口动能减弱、反内卷推进，8 月工业生产增速可能还会小幅下行。此外，房地产的拖累仍然较大，8 月的经济增长动能有可能延续偏弱状态。总而言之，当前中国经济在外部冲击下展现韧性的同时，有效需求不足依然是下半年经济运

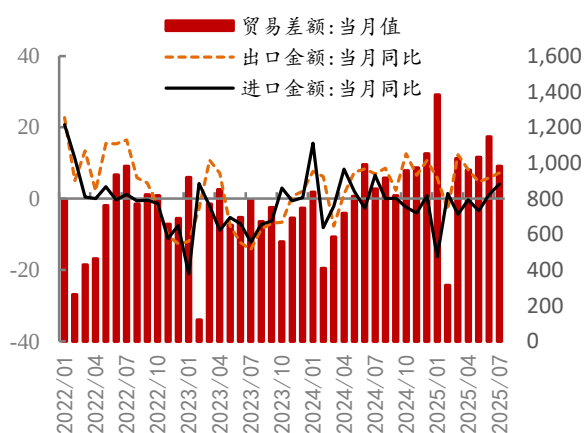
行的风险与挑战。我们预计三季度末或四季度初，宏观政策有可能推出新的增量政策，包括财政加力、货币宽松，以及更大力度推动房地产市场止跌回稳等。

## 1.2 中美发表联合声明，就关税继续暂停达成共识

8月12日，中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明公布，宣布自即日起再次暂停实施针对彼此商品的24%关税，为期90天。同时，双方保留对相关商品加征的剩余10%关税。

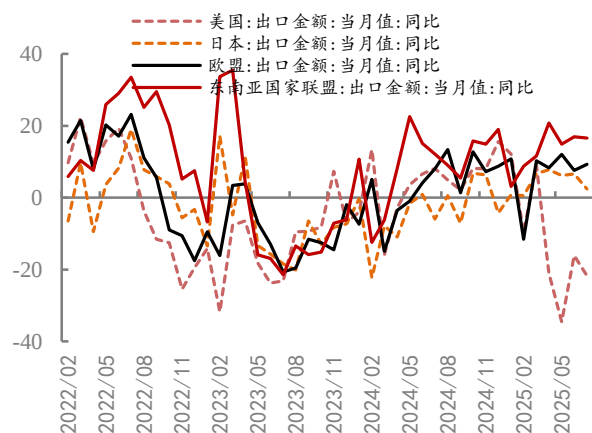
中美双方同意于2025年8月12日前采取以下举措：一、美国将继续修改2025年4月2日第14257号行政令中规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征从价关税的实施，自2025年8月12日起再次暂停实施24%的关税90天，同时保留按该行政令规定对这些商品加征的剩余10%的关税。二、中国将继续(一)修改税委会公告2025年第4号规定的对美国商品加征的从价关税的实施，自2025年8月12日起再次暂停实施24%的关税90天，同时保留对这些商品加征的剩余10%的关税；并(二)根据日内瓦联合声明的商定，采取或者维持必要措施，暂停或取消针对美国的非关税反制措施。

图表 10、中国进出口同比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 11、对主要贸易伙伴的当月出口增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

中美此前举行过多轮会谈，包括2025年5月12日达成的中美日内瓦经贸会谈联合声明、6月9至10日伦敦会谈，以及7月28至29日斯德哥尔摩会谈等。中美此次斯德哥尔摩经贸会谈联合声明释放出缓和信号，声明中，美国同意修改2025年4月发布的第14257号行政令，暂停对包括香港和澳门商品在内的中国商品24%关税执行期90天，保留剩余10%的关税；中国亦作出对等回应，暂停对美国商品24%关税执行，并保留10%部分，同时根据日内瓦联合声明，继续采取或维持必要措施暂停非关税反制措施。这表明双方对彼此施加的高额关税措施都愿意保持一定幅度的松绑，此举有助缓解贸易壁垒带来的企业经营压力，尤其是制造业

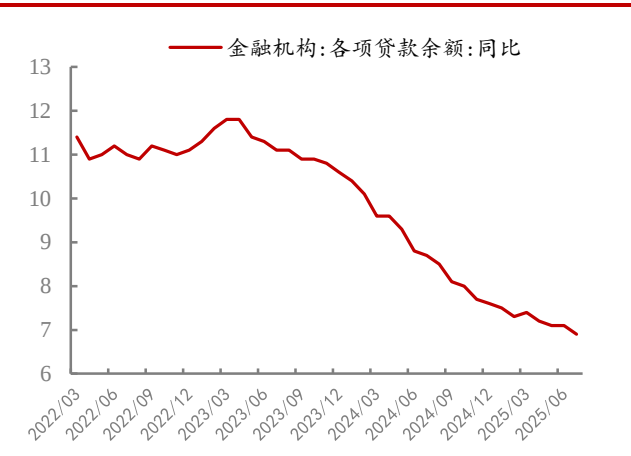
和出口企业的成本负担。

1.3 三部门印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》

8 月 12 日，财政部、中国人民银行、金融监管总局印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，明确 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 8 月 31 日期间，居民个人使用贷款经办机构发放的个人消费贷款(不含信用卡业务)中实际用于消费，且贷款经办机构可通过贷款发放账户等识别借款人相关消费交易信息的部分，可按规定享受贴息政策。

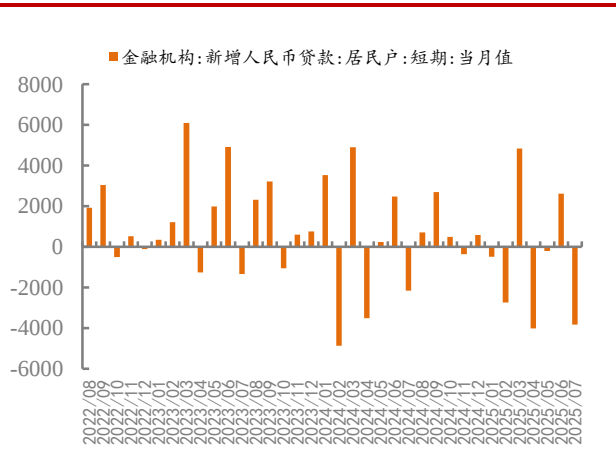
《方案》明确了贴息的支持范围，2025 年 9 月 1 日至 2026 年 8 月 31 日期间居民个人使用贷款经办机构发放的个人消费贷款(不含信用卡业务)中实际用于消费，且贷款经办机构可通过贷款发放账户等识别借款人相关消费交易信息的部分，可按规定享受贴息政策。关于贴息标准，《方案》规定，年贴息比例为 1 个百分点(按符合条件的实际用于消费的个人消费贷款本金计算)，且最高不超过贷款合同利率的 50%，中央财政、省级财政分别承担贴息资金的 90%、10%。贷款利率需要符合相应利率自律约定。同时，《方案》鼓励地方财政部门结合实际情况对其他经营个人消费贷款业务的金融机构给予财政贴息支持，扩大政策覆盖面。

图表 11、中国:金融机构贷款余额同比增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 12、居民短期贷款需求偏弱（单位：亿元）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

该方案主要针对真正用于消费的贷款进行补贴，避免补贴浪费在非消费用途上，精准针对性强，有助于降低居民借款成本，提高消费意愿。此前，央行支持服务消费和养老等领域的再贷款机制，以及延长个人消费贷款期限至七年等举措，为消费金融构建了更完善支撑体系，多项政策利好叠加，有望带动家电更新、汽车购置、旅游文娱等消费领域的借贷需求回升。消费是拉动我国经济增长的主动力，上半年最终消费支出贡献率为 52.0%，较一季度提高 0.3 个百分点。上半年，我国社会消费品零售总额同比增长 5.0%，增速比一季度加快 0.4 个

百分点。上半年国内消费主要受“以旧换新”政策支持，下半年消费贷财政贴息有望继续支撑国内消费，并有望带动居民消费信贷回升。

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