

市场情绪仍有反复，商品或震荡运行

投资观点：

报告日期 2025-08-10

- **海外：**1) 美国“对等关税”正式生效，中美单独实施 90 天缓冲期，非美发达经济体或将面临更大的出口冲击，同时新关税形势对我国出口影响路径也较为复杂，出口不确定性仍存，全球产业链重塑加速启动。后续 232 行业关税可关注半导体、药品、关键矿物。2) 美国 7 月 ISM 服务业指数仅为 50.1，不仅低于市场预期的 51.5，也低于前值的 50.8。该指数相较于 6 月下降 0.7，连续第二个月处于扩张区间。5 月该指数显示出近一年来的首次收缩，本次 ISM 服务业 PMI 已接近 5 月的低点，也接近 2024 年 6 月以来的最低水平。3) 当地时间周三，三位美联储官员密集发声，释放出降息信号。此外库格勒的提前离任为特朗普通过任命理事推动降息，或将直接提升其对利率政策的影响力，叠加近期美联储官员的言论，市场对美联储 9 月降息的预期增强。
- **国内：**1) 7 月按美元计出口同比增速从 6 月的 5.9% 反弹至 7.2%；进口同比增速从 6 月的 1.1% 回升至 4.1%，触及年内新高，并带动 7 月贸易顺差小幅收窄至 982 亿美元。展望未来，尽管出口增长超预期且中美贸易局势缓和，但下半年出口端仍然面临放缓压力。首先，今年美国对华关税仍维持在较高水平；其次，“抢出口”将出现较为明显的回落效应；第三，经第三国转运的对美转口贸易将面临 40% 惩罚性关税的冲击；第四，美国现已暂停全球低价值货物的最低限度免税待遇，小额包裹免税红利宣告结束。2) 中国 7 月 CPI 同比 0%，预期 -0.1%，前值 0.10%。中国 7 月 PPI 同比 -3.6%，预期 -3.3%，前值 -3.60%。7 月通胀数据整体延续核心 CPI 稳定修复、PPI 持续磨底的特征。展望未来，有利因素增多，CPI 或有改善，但仍将低位运行；预计 PPI 的修复并非一蹴而就，而是逐步温和改善，年内转正的难度仍然较大。
- **短期市场情绪仍有反复，预计商品震荡运行。**海外方面，一是美国对等关税正式生效，预计将对全球产业链、供应链和贸易格局带来较大的变化；二是，非农等数据表明美国经济下行压力有所加大，同时特朗普不断施压美联储，9 月降息的概率明显提升，或提振市场情绪；三是，地缘政治因素，美俄领导人确认即将会面，可能加速俄乌冲突的解决。国内方面，中国出口保持了较强的韧性，主因是对非美地区出口出现了增长，但下半年出口仍有较大的压力，扩内需政策仍有发力的必要性；此外，反内卷是下半年的重点工作，对市场仍有阶段性的影响。关注点：一是中美经贸关系变化（8 月 12 日到期后是否延长、会否达成贸易协议）；二是俄乌领导人会面情况。

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】短期情绪反复，商品高位波动加大 20250803
- 2、【ITF-宏观】短期警惕“反内卷交易”情绪过热 20250727
- 3、【ITF-宏观】宏观情绪进一步改善，大宗商品持续反弹 20250720
- 4、【ITF-宏观】宏观情绪改善，商品市场延续反弹 20250713

1 海外形势分析

1.1 美国对等关税正式生效

当地时间 7 月 31 日，特朗普签署“进一步修改对等关税税率”行政令，确定了对多个国家和地区征收的 10%~41%不等的新对等关税税率，并于 8 月 7 日正式生效。

特朗普新对等关税的主要内容：1) 10%~41%不等的新对等关税税率适用于 70 个国家和地区，未提及的国家依旧征收 10%的基础关税税率。2) 8 月 7 日正式生效，但货物在 8 月 7 日前货物已在装货港装船或在进入美国之前以最终运输方式转运的商品除外，对 10 月 5 日前进入消费或从保税仓库提取用于消费的货物按此前行政令征收额外从价关税。3) 任何试图通过第三国转运来规避该关税的做法将被征 40%的惩罚性税率，不允许减轻或减免对被发现为逃避适用关税而转运的处罚。

当地时间 8 月 4 日，美国总统特朗普在社交媒体上发布声明，指责印度大量购买俄罗斯石油并转售以牟利，宣称将大幅提高对印度出口美国商品的关税。此前 8 月 1 日，美国已对印度输美商品实施了 25%的基本关税。

图表 1、美国 7.31 公布最新对等关税税率清单

税率	经济体
0%	欧盟：第一栏关税税率>15%的商品
10%	巴西、福克兰群岛、英国
15%	阿富汗、安哥拉、玻利维亚、喀麦隆、日本、韩国、纽西兰、约旦、以色列、冰岛、土耳其、挪威、委内瑞拉等
18%	尼加拉瓜
19%	柬埔寨、印尼、马来西亚、巴基斯坦、菲律宾、泰国
20%	孟加拉国、斯里兰卡、台湾、越南
25%	文莱、印度、哈萨克斯坦、摩尔多瓦、印度尼西亚
30%	阿尔及利亚、利比亚、南非
35%	伊拉克、塞尔维亚
39%	瑞士
40%	老挝、缅甸
41%	叙利亚

资料来源：Wind、国贸期货研究院

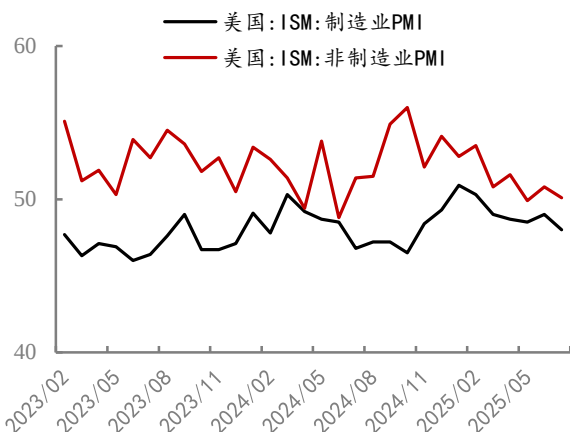
后续关税的关注点：1) 关税战依旧是反复拉扯的过程。关税谈判的阶段性进展部分减轻了美国所面临的压力，能够对未达成谈判的国家进行更大力度的施压，因此美国不希望真正

结束关税战，反复拉扯有利于更多地要价。2) 中墨芬太尼关税有短期豁免或下调的可能性，但需要付出其他对价。6月中旬以来中美、中墨在芬太尼问题上合作加快，但美国似乎希望获得更多对价，不排除短期豁免或下调的可能性。3) 232 行业关税可关注半导体、药品、关键矿物。今年3-7月美国陆续发起包括铜、木材、半导体、药品、卡车、关键矿物、飞机、多晶硅等行业的 232 调查，后续的重点可能在半导体、药品、关键矿物。

1.2、美国 ISM PMI 服务业指数回落

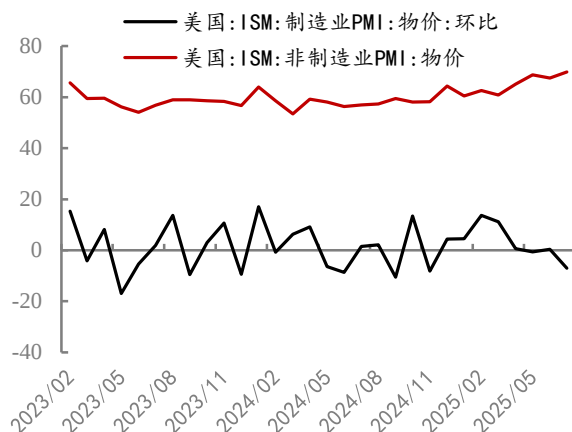
美国 7 月 ISM 服务业指数仅为 50.1，不仅低于市场预期的 51.5，也低于前值的 50.8。该指数相较于 6 月下降 0.7，连续第二个月处于扩张区间。5 月该指数显示出近一年来的首次收缩，本次 ISM 服务业 PMI 已接近 5 月的低点，也接近 2024 年 6 月以来的最低水平。

图表 2、美国:ISM:制造业 PMI



资料来源: Wind、国贸期货研究院

图表 3、美国:ISM:非制造业 PMI:物价



资料来源: Wind、国贸期货研究院

7 月 ISM PMI 指数表明经济增长因季节性因素和天气因素放缓，服务业活动增长几乎陷入停滞。包括运输和仓储、批发贸易、金融和保险等在内的 11 个行业在 7 月份报告了增长，比 6 月份多了一个。细分指标来看，就业指数从 6 月的 47.2 下降至 46.4，为 2025 年 3 月以来最低值，凸显劳动力市场疲软现状；衡量原材料与服务的价格指数从 67.5 上涨至 69.9，继续维持高位，达 2022 年 10 月以来最高水平，企业采购成本进一步加剧；这两个指标显示服务业因总成本压力增大而减少用工需求，并警告美国经济存在滞胀风险；新订单指数从 51.3 下跌至 50.3，显示服务需求扩张放缓。积压订单从 42.4 增长至 44.3。虽仍低于荣枯线，但收缩速度放缓，为近三个月以来最高水平；新出口和进口订单指数均由 6 月的扩张急剧转为收缩，新出口指数大幅下跌至 47.9，进口指数暴跌至 45.9，跌幅分别达到 3.2 和 5.8，显示关税战紧张局势对全球贸易造成负面影响。

总体观察，制造业信心下降叠加服务业信心表减，未来几个月美国经济或面临转弱风险。

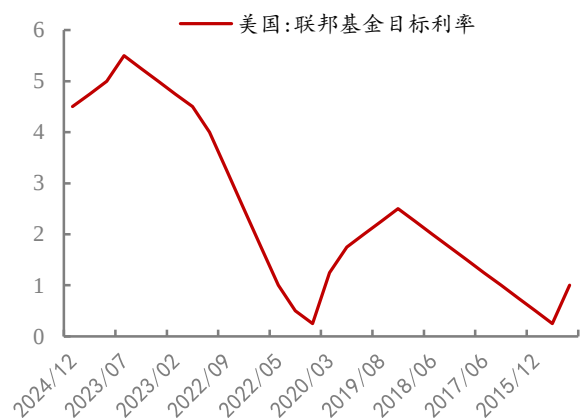
1.3、美国:美联储9月降息预期升高

当地时间8月5日，美国总统特朗普在接受媒体采访时，围绕美联储主席人选发表讲话。特朗普在采访中称已将潜在的美联储主席候选人范围缩小到四人，并特别提到现任国家经济委员会主任凯文哈塞特和前美联储理事凯文沃什是“非常不错”的人选。他同时表示，美国财政部长贝森特想继续留在财政部，所以不在候选名单中。

美联储上周五宣布现任理事库格勒将辞去其在美联储理事会的职务，8月8日生效。库格勒原定任期到2026年1月31日，美联储主席鲍威尔的任期将在2026年5月结束。库格勒的提前离任为特朗普通过任命理事推动降息，并在鲍威尔任期结束后提名新任主席提供了制度通道。特朗普近期对美联储的批评再度升级，在多个场合公开指责美联储的决定拖累美国经济增长，鲍威尔降息太晚推升政府和企业的融资成本。

此前，美国劳工统计局公布的7月份就业数据疲软，同时大幅下修了5、6月份就业数据，加剧了市场对经济放缓的担忧。当地时间周三，三位美联储官员密集发声，释放出降息信号。美联储理事库克表示非农数据不容乐观，或是经济转折点来临；旧金山联储主席戴利和明尼阿波利斯联储主席卡什卡利也就利率调整发声，表示降息时机已临近。此次特朗普提名理事，或将直接提升其对利率政策的影响力，叠加近期美联储官员的言论，市场对美联储9月降息的预期增强。

图表 4、美国:联邦基金目标利率



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 5、美国:国债收益率



资料来源：Wind、国贸期货研究院

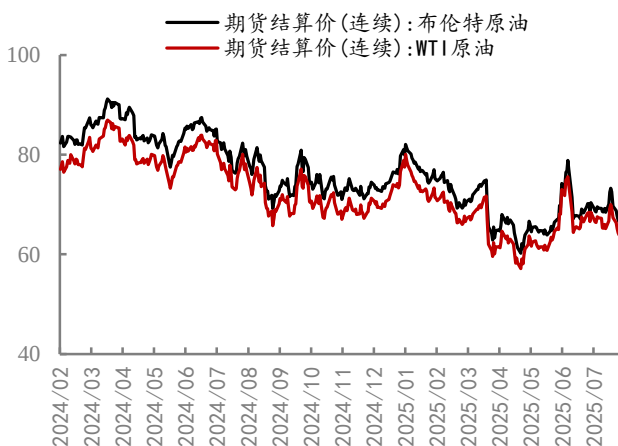
1.4、OPEC+宣布9月再度大幅增产

当地时间 8 月 3 日，石油输出国组织(OPEC)及其盟友组成的 OPEC+宣布，决定自 9 月起日均增产 54.8 万桶。OPEC+在声明中称，增产决定“基于全球稳定经济前景和当前健康的市场基本面，体现在较低的全球原油库存水平。”

2023 年 11 月沙特等八个核心成员国宣布 220 万桶 1 日自愿减产措施，此后多次延期。今年 4 月 OPEC+宣布撤销该减产协议，从此前持续的产量限制转向积极增产，随后在 5 月、6 月和 7 月分别增产 41.1 万桶/日，8 月份增产 54.8 万桶/日。9 月份起再次增产 54.8 万桶/日后，将完全回撤 220 万桶/日的自愿减产措施，回撤的进度比最初计划提前了一年。夏季石油需求的旺盛吸收了此前增产的原油，稳定住了增产后的市场价格，但今年以来布伦特原油价格仍下跌了约 7%(截至 8 月 4 日)。

根据国际能源署(IEA)预测，四季度原油供应将出现 200 万桶/日的供给过剩，叠加全球经济复苏脚步放缓，将对油价造成压力。高盛等机构预测，今年年底布伦特原油期货价格可能下探至 60 美元区间，2026 年或进一步下降。目前，OPEC+仍有另一项 2023 年起搁置的 166 万桶/日的减产计划，或 2026 年底才能完全重启。预计此次增产后，OPEC+将持续观望市场状况，包括美洲石油产量的增长态势和全球市场份额波动。在四季度原油供应过剩，叠加美国贸易政策不确定性影响下，原油市场或将维持震荡偏弱格局。

图表 6、国际油价走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

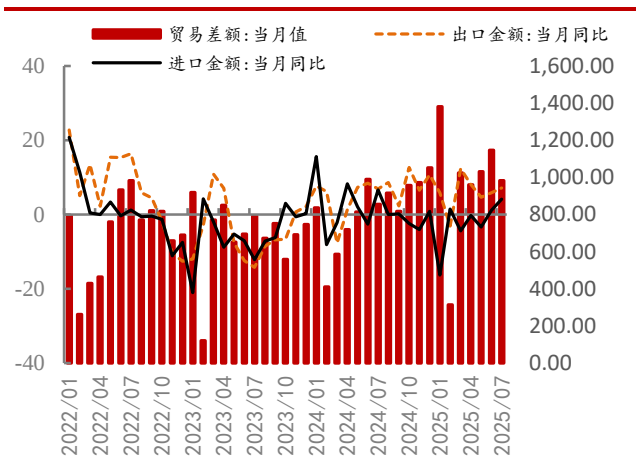
2 国内宏观形势分析

1.1 7月进出口增速双双加快

7月按美元计出口同比增速从6月的5.9%反弹至7.2%（彭博一致预期：5.6%）；进口同比增速从6月的1.1%回升至4.1%（彭博一致预期：-1.0%），触及年内新高，并带动7月贸易顺差小幅收窄至982亿美元。分目的地看，中国对美出口同比增速继6月改善至-16.6%后，7月又再度回落至-21.6%，或表明关税暂缓带来的提振有所消退，这与从集装箱订舱量和运价数据所观察到的趋势相符。相比之下，7月中国对欧盟、澳大利亚、加拿大和韩国等其他发达市场的出口则普遍改善。进口方面，原油、铜和大豆等原材料进口量加快增长成为主要推动力。

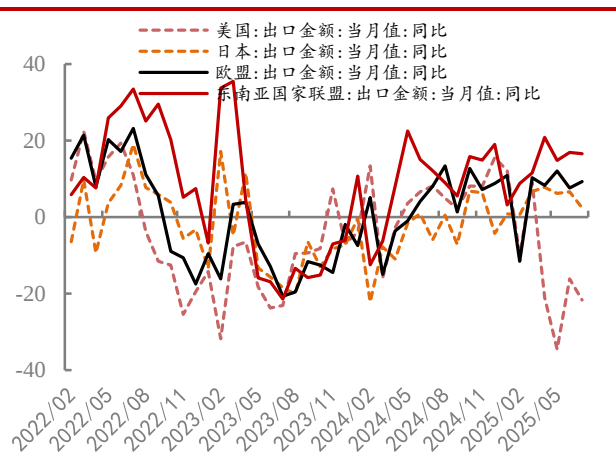
展望未来，尽管出口增长超预期且中美贸易局势缓和，但下半年出口端仍然面临放缓压力。首先，今年美国对华关税仍维持在较高水平；而且即便税率经过调整，美国对所有贸易伙伴统一加征高额“对等关税”仍可能重创全球供应链并对中国出口形成抑制；其次，从夏季集装箱运价逆季节性下跌及对美集装箱订舱量加速下滑来看，预计去年末以来的多轮“抢出口”后将出现较为明显的回落效应；第三，经第三国转运的对美转口贸易将面临40%惩罚性关税的冲击；第四，美国现已暂停全球低价值货物的最低限度免税待遇，小额包裹免税红利宣告结束。

图表 7、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 8、对主要贸易伙伴的当月出口增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.2 政治局会议部署下半年经济工作

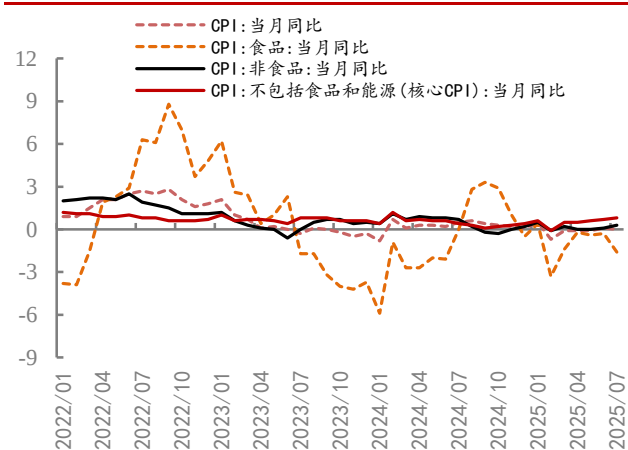
（1）国家统计局8月9日公布的数据显示，中国7月CPI同比0%，预期-0.1%，前值0.10%。中国7月CPI环比0.4%，预期0.3%，前值-0.1%。中国7月PPI同比-3.6%，预期-

3.3%，前值-3.60%。中国 7 月 PPI 环比-0.2%，前值-0.4%。

(2) CPI 或有改善，但仍将低位运行。7 月 CPI 同比增速由前值的 0.1% 回落至持平，CPI 整体上仍在 0 附近徘徊。一方面，食品价格偏弱导致 CPI 同比回落；另一方面，金价走高、服务消费需求旺盛以及“反内卷”共同带动核心 CPI 连续改善。展望未来，有利因素增多，CPI 或有改善，但仍将低位运行。一是猪价稳中有降，食品价格整体稳定。7 月下旬农业农村部召开生猪产业高质量发展座谈会，会议要求合理淘汰能繁母猪，适当调减能繁母猪存栏。考虑到猪养殖自去年 5 月份以来已连续 14 个月盈利，民营企业大幅淘汰母猪产能成全友商的概率不大，淘汰母猪将是长期缓慢的过程，短期内生猪供给压力依然很大。二是供应过剩与需求增长乏力构成主要挑战，国际油价继续承压，从而拖累能源分项的通胀。三是治理企业低价无序竞争力度加大有助 PPI 回升，但向 CPI 传导效果仍有待观察。四是消费内生动能偏弱，核心 CPI 修复空间有限。

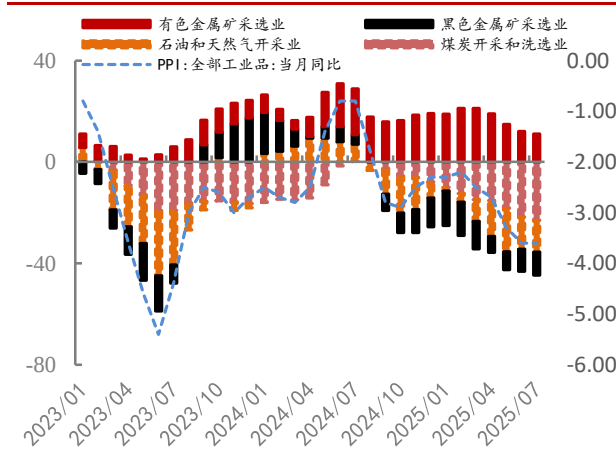
(3) PPI 降幅或收窄，但转正难度仍大。PPI 同比跌幅持平于阶段性低点，环比跌幅较前月有所收窄，除了体现“反内卷”的治理成效外，投资需求偏弱预计将对 PPI 修复节奏起到压制。一方面，在“反内卷”治理低价无序竞争的明确要求下，与上游工业品价格关联度更高的煤炭开采及洗选业和黑色金属冶炼等价格环比有所改善；但另一方面，当前我国投资需求仍在持续受化债阶段严控新增隐债的压制，加之房地产市场仍未筑底，预计 PPI 的修复并非一蹴而就，而是逐步温和改善，年内转正的难度仍然较大。

图表 9、CPI 同比增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 10、PPI 同比增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

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