

短期情绪反复，商品高位波动加大

投资观点：

报告日期 2025-08-03

● **海外：**1) 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。2) 美国 FOMC 会议连续第五次会议维持利率不变。此前金融市场普遍预期央行将在9月降息，但鲍威尔认为经济未来面临的部分风险有所上升，并对此表示“下结论为时尚早”，被解读为鹰派表态。3) 美国二季度实际 GDP 环比大幅回升同比持平于 2.0%，其中居民消费、非住宅投资增长势头较为强劲，净出口逆差收窄，呈现出超预期的总体韧性。4) 7月非农数据显示美国劳动力市场正在走软，且下行斜率较陡，失业率后续也可能进一步走高，美国经济走弱的风险提升。考虑到特朗普驱逐非法移民行动持续进行，8月失业率或进一步走高。此外，7月密歇根大学消费者预期、信心终值均较初值下行。综合看，美国经济走弱的风险确在提升。对美联储而言，其降息压力有所加大，后续关注后续鲍威尔的表态。

● **国内：**1) 7月制造业 PMI 指数再度回落，除价格指数外，其他大多数分项指标均走弱。结合高频数据看，7月地产销售跌幅扩大，出口继续回落，都表明当前经济压力有所加大，这可能与前期“抢出口”透支效应、前期金融政策刺激效果减弱等因素有关。我们在前期的报告中一再提示，尽管上半年经济取得了超预期的增长，但隐忧犹存，下半年仍有下行的压力，政策面有望保持连续性，转向的可能性不大。2) 政治局会议强调政策连续性和稳定性、落实落细。逆周期政策力度短期内预计不会进一步加码，更多是前期政策持续推进。不过政策重心也尚未从稳增长转向防风险，发展新质生产力、促消费、防内卷、稳外贸是下半年经济工作的四个重心。

● **短期情绪反复，商品高位波动加大。**海外方面，一是美国确定了对多个国家和地区征收新对等关税税率，并于8月7日正式生效，二是美联储基调偏鹰，降息预期存在反复，三是美国非农数据大幅下滑，经济转弱风险提升；国内方面，尽管上半年经济取得了超预期的增长，但7月 PMI 数据显示下半年仍有下行的压力。从7月政治局会议的基调来看，短期将更注重既有政策的落实，后续应会有新政策、但并非强刺激、更可能是“托而不举”，一旦形势恶化也会很快出台增量政策，继续关注经贸领域的谈判进展。另外，本轮反内卷并非供给侧改革 2.0，政策预期有所降温，且在交易所相继提保、限仓、提示风险等指引下，反内卷交易或持续降温。

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】短期警惕“反内卷交易”情绪过热 20250727
- 2、【ITF-宏观】宏观情绪进一步改善，大宗商品持续反弹 20250720
- 3、【ITF-宏观】宏观情绪改善，商品市场延续反弹 20250713
- 4、【ITF-宏观】短期不确定性增加，商品市场波动或加大 20250706

1 海外形势分析

1.1 美国关税大限至

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。

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、美联储按兵不动

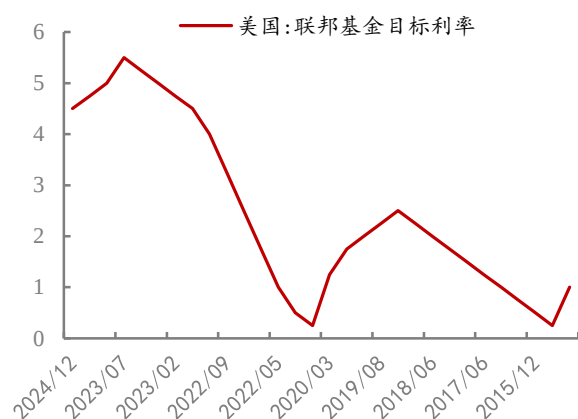
当地时间 7 月 31 日，美国联邦公开市场委员会以 9 票赞成，2 票反对，连续第五次会议维持利率在 4.25%-4.50% 区间不变。

同日，鲍威尔表示，尽管金融市场普遍预期央行将在 9 月降息，但目前对此下结论仍为时过早。出于考虑关税与通胀对利率的影响，在下次政策会议前的这段时间，美联储将“持续评估各项经济指标”。此前金融市场普遍预期央行将在 9 月降息，但鲍威尔认为经济未来面临的部分风险有所上升，并对此表示“下结论为时尚早”。

通胀方面，鲍威尔认为通胀朝着 2% 这一目标回落的过程已经过半，服务通胀显著放慢，商品通胀正在上升，且仍面临长期住房供应短缺问题；就业方面，并没有看到就业市场走弱，就业市场仍然是平衡的，许多就业指标与一年前的情况类似，失业率仍处于较低水平。

美联储决议公布后，9 月降息概率从会议前的 68% 断崖式跌至 40%，10 月降息概率滑落至 80%。资产价格走势上，短期美债收益率短线跳水，美股震荡后小幅走高，现货黄金维持超 0.7% 的跌幅，报 3303 美元。

图表 2、美国:联邦基金目标利率



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 3、美国:国债收益率



资料来源：Wind、国贸期货研究院

值得注意的是，此前公开表态希望 7 月降息的两位理事鲍曼与沃勒投下反对票，内部意见明显分歧，这是自 1993 年以来，首次有多位美联储理事在利率决策中表达异议。下一场关键政策信号预计将出现在 8 月下旬的怀俄明州杰克逊霍尔年会，届时鲍威尔预计将发表重要

讲话。后续若美国通胀压力增大，且就业市场保持稳定，下一次降息的时点可能将推迟至今年四季度。

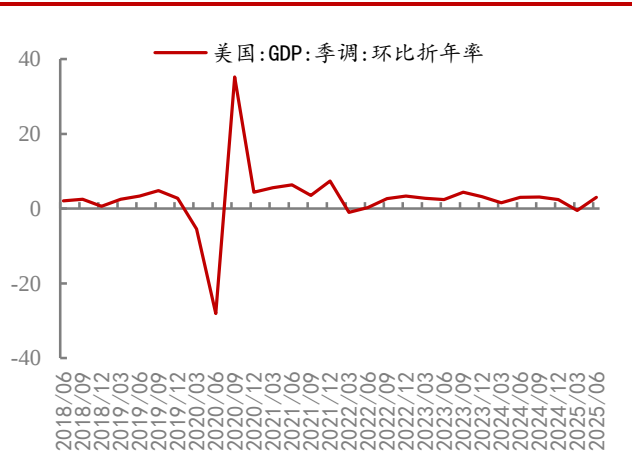
1.3、美国:二季度经济呈现韧性

美国二季度实际 GDP 环比大幅回升同比持平于 2.0%，其中居民消费、非住宅投资增长势头较为强劲，净出口逆差收窄，呈现出超预期的总体韧性。

据当地时间 7 月 30 日公布的最新数据，美国 25Q2 实际 GDP 同比持平于 2.0%，季调环比 Q1 大幅回升 0.9 个百分点至 0.7%，呈现出需求侧较好的韧性，数据公布后美元指数当即大幅上行。

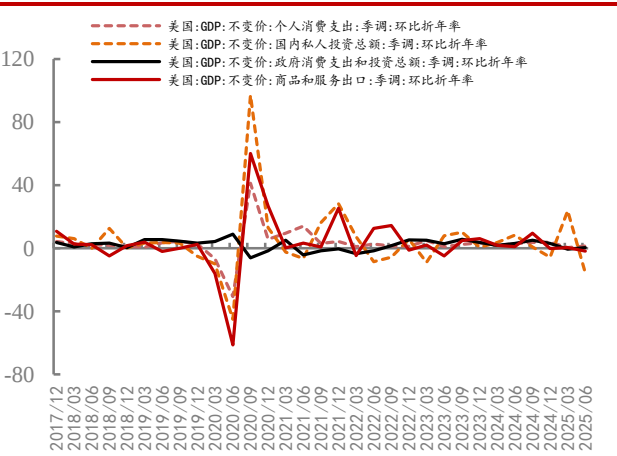
从需求侧贡献结构来看，净出口逆差显著收窄是超预期的主要原因，由于美国二季度对主要贸易伙伴普遍实施较低的缓和期关税，居民因关税恐慌而产生的囤积商品情绪逐步消退，净出口对美国实际 GDP 的贡献从-1.7 个百分点大幅改善至 0，净出口与库存变动合计拖累显著缩窄，对应美国本土工业生产趋于加快。此外，高基数背景下 Q2 美国居民消费支出对实际 GDP 同比增长的贡献仍达到 1.6 个百分点，仅较低基数的 Q1 小幅回落 0.3 个百分点，显示美国居民总体消费需求稳定于较为强劲的增速区间，前期关税对消费的冲击不大。投资方面，相对较高的利率水平对美国房地产市场需求形成限制，住宅投资仍然低迷；非住宅投资内部结构分化加剧，建筑同比加速回落，而与制造业产能密切相关的设备投资同比增长 7.0%，维持于阶段性较高增长区间。

图表 4、美国:GDP:季调:环比折年率



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 5、美国:GDP:分项走势 (单位: %)



资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.4、美国：非农就业数据大幅回落

当地时间 8 月 1 日，美国劳工部公布 2025 年 7 月非农数据：美国 7 月新增非农就业 7.3 万，低于预期值 11 万；6 月数据由 14.7 万下修至 1.4 万，5 月数据由 14.4 万下修至 1.9 万，两月合计下修 25.8 万。失业率 4.2%，符合预期，略高于前值 4.1%。平均时薪环比 0.3%，与预期和过去 12 个月均值持平，高于前值 0.2%。

新增非农就业超预期下行，且前值大幅下修。7 月美国新增非农就业较 6 月份初值下降较多，且低于市场预期。5 月、6 月累计大幅下修 25.8 万，较为罕见。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 3.5 万人，下行斜率趋陡，美国劳动力市场出现了较为明显的降温。结构上看，私人部门方面，商品制造减少了 1.3 万就业，教育和保健服务、零售业新增就业较 6 月上升较多。政府就业在 7 月减少了 1.0 万，与 6 月相反。总体看，即使抛开 5、6 月数据的大幅下修，7 月非农就业数据亦显示当前美国劳动力市场出现了较大下行。而 7 月政府就业的减少，亦说明 6 月份的政府新增就业大幅上行存在一定的透支效应，后续可能持续减少。

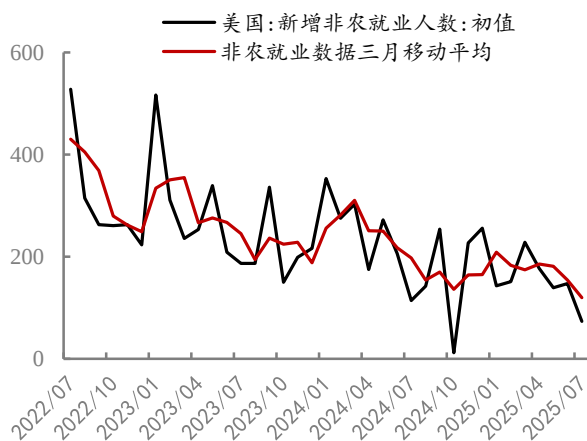
劳动参与率与失业率分化、永久性失业占比有所回落。7 月美国劳动参与率录得约 62.2%，失业率约为 4.2%。与 6 月相比，劳动参与率下降的同时失业率上行，意味着美国劳动力市场降温迹象明显，与非农就业数据相一致。此外，7 月首次就业者、暂时性失业者占比有所上升，永久性失业、离职者、再就业者占比有所下降。可能显示企业倾向于招聘/挽留经验丰富的员工，但对劳动力的需求相对较低。

劳动力市场供需关系压力边际回落。从 JOLTS 数据来看，6 月份职位空缺数为 743.7 万人，较 5 月下降约 27.5 万人，职位空缺率为 4.4%，目前每个求职者对应约 1.03 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度再度下行。同时，职工主动离职率与解雇裁员率与 5 月份持平，或显示在 6 月美国企业虽然面临经济前景的不确定性，但倾向于挽留现有员工，劳动者亦倾向于留在现有企业，劳动力市场整体波动相对较小。

综合来看，7 月非农数据显示美国劳动力市场正在走软，且下行斜率较陡，失业率后续也可能进一步走高，美国经济走弱的风险提升。无论是从新增就业、劳动参与率、制造业 PMI 就业等指标来看，均呈现出较为明显的回落态势，美国劳动力市场确在走软，且整体的下行斜率相对较陡。考虑到特朗普驱逐非法移民行动持续进行，8 月失业率或进一步走高。此外，7 月密歇根大学消费者预期、信心终值均较初值下行。综合看，美国经济走弱的风险确在提升。对美联储而言，其降息压力有所加大。随着非农就业数据的大幅下修且不及预期，美联储降息的压力预计有所上升，但通胀才是目前美联储降息最大的制约。且美联储主席鲍威尔主要

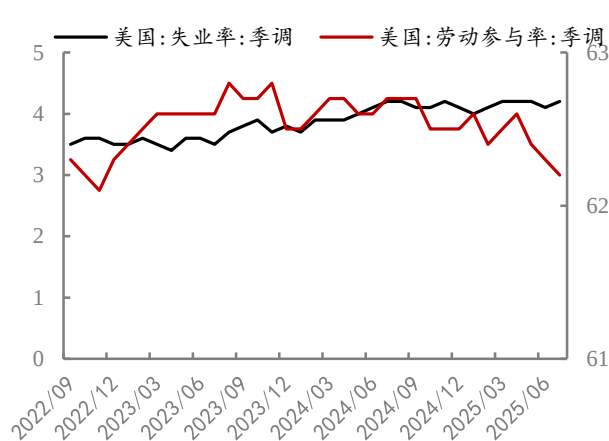
关注的就业指标是失业率，而 7 月失业率尚未出现明显上行。后续关注 8 月 JacksonHole 会议上鲍威尔的表态。

图表 6、新增非农就业人数（单位：千人）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 7、美国:失业率:季调



资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.5、日本：日本央行按兵不动

日本央行维持利率不变，上调今年通胀和经济预期当地时间 7 月 31 日，日本央行以 9-0 的投票结果通过最新利率决议，维持利率在 0.5% 不变，符合市场预期。该行在声明中重申，目前日本实际利率处于极低水平，如果经济和物价展望实现，将会加息。

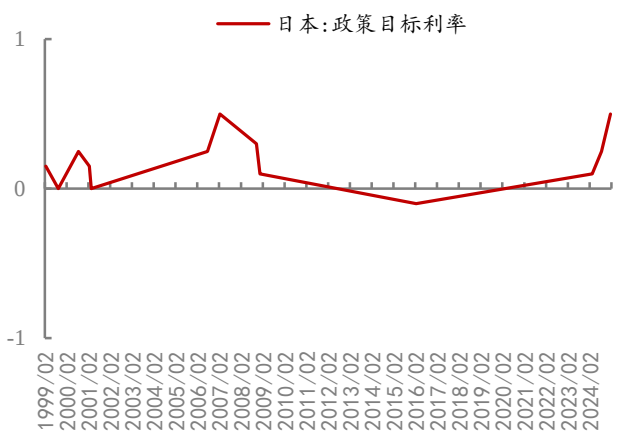
在同时公布的季度展望报告中，日央行上调了对今年通胀的展望，将 2025 财年核心 CPI 预期值从 2.2% 上调至 2.7%，2026 财年核心 CPI 预期值从 1.7% 上调至为 1.8%。或主要受到大米价格上涨的影响，食品价格上涨可能通过改变家庭情绪和通胀预期，对核心 CPI 通胀产生第二轮影响。经济预测方面，日央行预计 2025 财年 GDP 预期为 0.6%，此前为 0.5%，将 2026 财年 GDP 预期值持平于 0.7%。日央行认为，近期美国和欧洲的财政扩张可能会推动全球经济复苏。

日本央行行长植田和男召开新闻发布会，表示如果经济和物价走势符合预测，将继续加息。他强调，将密切关注通胀上行风险，不会等到基础通胀率稳定在 2% 左右再加息，而是取决于基础通胀率达到该水平的可能性。汇率方面，植田和男认为目前日元汇率并未大幅偏离日本央行的预期，不会对物价前景有重大影响。尽管美日已达成贸易政策，但植田和男仍强调贸易局势存在不确定性，基础通胀率仍低于该行 2% 的目标。然而，植田和男强调，紧缩的货币对需求驱动型通胀有效，但当前通胀现在是由供应侧因素驱动的，不是需求侧，冲淡一部分短期加息预期。尽管调整前景预期暗示日本央行距离下一次加息更加接近，但任何有关

时间点的明确信息并未释放。

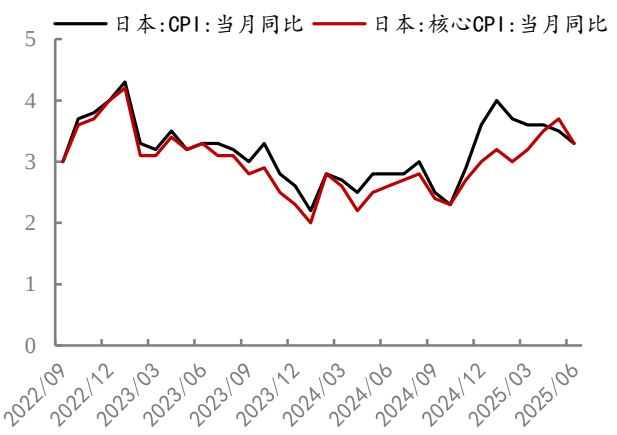
7月，日本东京（不含新鲜食品）消费者价格指数同比上涨 2.9%，较 6 月的 3.1% 回落 0.2 个百分点，扣除能源价格后的核心通胀指标仍同比上涨 3.1%，与上月持平。之后随着成本推动因素逐步消退，劳动力等成本转嫁能力将成为通胀可持续性的关键。

图表 8、日本:政策目标利率（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 9、日本通胀数据（单位：%）



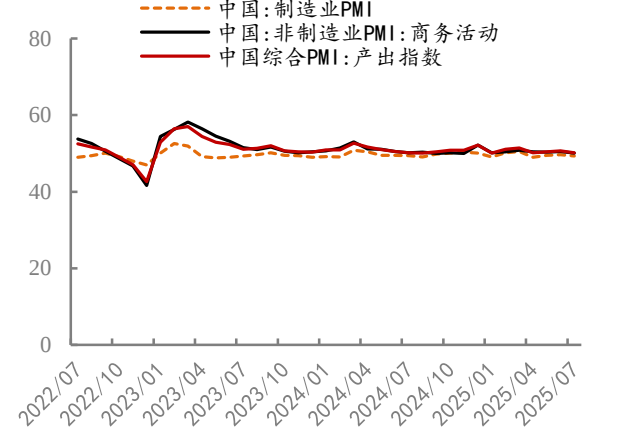
资料来源：Wind、国贸期货研究院

2 国内宏观形势分析

1.1 PMI 小幅回落，经济压力仍存

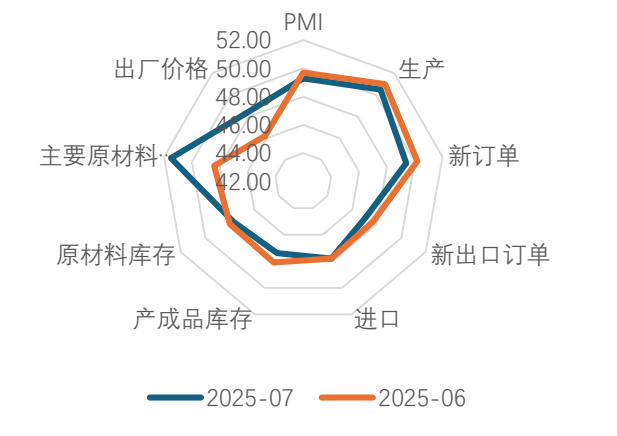
国家统计局公布的数据显示，中国 7 月官方制造业 PMI 49.3，预期 49.7，前值 49.7。中国 7 月非制造业 PMI 50.1，预期 50.2，前值 50.5。中国 7 月综合 PMI 50.2，前值 50.7。

图表 10、中国:制造业 PMI



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 11、PMI 分项指标



资料来源：Wind、国贸期货研究院

综合来看，7月制造业PMI指数再度回落，除价格指数外，其他大多数分项指标均走弱。结合高频数据看，7月地产销售跌幅扩大，出口继续回落，都表明当前经济压力有所加大，这可能与前期“抢出口”透支效应、前期金融政策刺激效果减弱等因素有关。

我们在前期的报告中一再提示，尽管上半年经济取得了超预期的增长，但隐忧犹存，下半年仍有下行的压力，政策面有望保持连续性，转向的可能性不大。从 7 月政治局会议的基调来看，短期将更注重既有政策的落实，后续应会有新政策、但并非强刺激、更可能是“托而不举”，一旦形势恶化也会很快出台增量政策，继续关注经贸领域的谈判进展。

1.2 政治局会议部署下半年经济工作

7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议，分析研究当前经济形势、部署下半年经济工作。“落实落细”、“提振消费”、“治理无序竞争”等表述值得重点关注。整体上看，政治局会议强调政策连续性和稳定性、落实落细。逆周期政策力度短期内预计不会进一步加码，更多是前期政策持续推进。不过政策重心也尚未从稳增长转向防风险，发展新质生产力、促消费、防内卷、稳外贸是下半年经济工作的四个重心。

图表 12、2025 年 7 月政治局会议主要内容与 2025 年 4 月政治局会议内容对比

时间	2025 年 7 月	2025 年 4 月
形势展望	我国经济运行稳中有进，高质量发展取得新成效。主要经济指标表现良好，新质生产力积极发展，改革开放不断深化，重点领域风险有力有效防范化解，民生兜底保障进一步加强，我国经济展现强大活力和韧性。当前我国经济运行依然面临不少风险挑战，要正确把握形势，增强忧患意识，坚持底线思维，用好发展机遇、潜力和优势，巩固拓展经济回升向好势头。	经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。同时，我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大。要强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作。
工作思路	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性。	坚持稳中求进工作总基调，统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。
	宏观政策要持续发力、适时加力。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。	要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。
	着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有力促进国内国际双循环，努力完成全年经济社会发展目标任务，实现“十四五”圆满收官。	要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面。
财政政策	加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。兜牢基层“三保”底线。	用好用足更加积极的财政政策；加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。
货币政策	货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资	用好用足适度宽松的货币政策；适时降准降

	成本下行。用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。强化宏观政策取向一致性。	息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。强化政策取向一致性。
扩内需	要有效释放内需潜力。深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。在保障改善民生中扩大消费需求。高质量推动“两重”建设，激发民间投资活力，扩大有效投资。	要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。尽快清理消费领域限制性措施，设立服务消费与养老再贷款。加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。
防风险	要持续防范化解重点领域风险。积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序有效推进地方融资平台出清。	要持续用力防范化解重点领域风险。继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。
民生就业	要扎实做好民生保障工作。突出就业优先政策导向，促进高校毕业生、退役军人、农民工等重点群体就业。夯实“三农”基础，推动粮食和重要农产品价格保持在合理水平。	要着力保民生。对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。
地产	落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新。	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。
资本市场	增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头。	持续稳定和活跃资本市场。

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