

短期不确定性增加，商品市场波动或加大

投资观点：

报告日期 2025-07-06

- **海外：**1) 6月非农数据显示当前美国劳动力市场韧性较为明显，但考虑到6月数据中政府部门的占比较高，以及后续可能的下修，还需要保持对美国劳动力市场的观察。对美联储而言，虽然非农就业数据回升，但内部分歧的显现以及特朗普的施压，可能促使其提高降息灵活性，9月份降息的可能性尚存。2) 美国参众两院分别通过了“大而美”税收与支出法案。根据 Tax Foundation 测算，参议院版本的“大而美”法案将使美国 GDP 在十年内（2025-2034 年）平均增长 1.0%，长期 GDP 增加 1.2%。由于“大而美”法案主要对企业和富裕阶层减税，可能将拉大美国贫富差距。与此同时还将进一步提高美国债务水平，美国财政可持续性的担忧可能继续笼罩市场。3) 美国贸易谈判进入冲刺阶段，多方仍在紧密磋商。不过，特朗普在 7 月 4 日表示，他已经在 12 个国家的关税信函上签字，这些信函将于 7 月 7 日发出。他拒绝透露具体国家名单，但表示会在 7 日当天公布这 12 个国家。关于关税税率，特朗普提到这些信函中设定的税率从 10% 到 70% 不等。他特别强调最高税率可能达到 60% 或 70%。新关税计划于 8 月 1 日正式生效。
- **国内：**1) 中国 6 月官方制造业 PMI 49.7，较前值回升 0.2 个百分点。展望未来，国内经济发展的隐忧犹存，一是，外部环境仍然复杂：美国的对等关税暂停期将在 7 月 9 日到期，而美国与主要国家的经贸谈判进展缓慢，后续政策走向存在巨大的不确定，可能会对出口和企业生产带来影响；二是国内内需也存在转弱的风险，一方面，房地产市场再度出现量价齐跌的局面，对经济仍存在较大的拖累；另一方面，新兴产业压力突出，中国战略性新兴产业 PMI（EPMI）环比下降 3.1 个百分点至 47.9%，创年内新低。预计下半年仍有望推出新一轮的增量政策，重点集中在扩大内需，改善物价，具体情况需观察 7 月份重要会议的部署。
- **短期不确定性增加，商品市场波动或加大。**近期中美两大经济体经济均保持韧性，地缘政治风险则有所缓解，叠加美元指数走弱，带动市场风险偏好改善，商品市场迎来反弹，一是，国内 PMI 边际改善，供需同步回暖，价格指数回升，表明政策效果正在显现；二是，美国劳动力市场表现略好于预期，叠加“大而美”减税法案获得通过，未来经济或将受到进一步的提振，衰退风险下降；三是，中东地缘局势明显缓和，风险偏好得到改善；不过，美国关税暂缓期临近结束，但谈判进展缓慢，后续关税走向充满不确定性，可能对市场带来扰动，需要保持高度关注。

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】大宗商品短期或继续反弹，但品种间仍有分化 20250622
- 2、【ITF-宏观】市场情绪改善，商品市场或有所企稳 20250608
- 3、【ITF-宏观】多重因素扰动，商品市场或继续偏弱运行 20250602
- 4、【ITF-宏观】不确定性因素增多，大宗商品走势反复 20250525

1 海外形势分析

1.1 美国 6 月非农再超预期

当地时间 7 月 3 日，美国劳工统计局公布的数据显示，美国 6 月非农就业人口增加 14.7 万人，预期 10.6 万人，4 月和 5 月非农就业人数合计上修 1.6 万人；失业率录得 4.1%，低于预期 4.3% 和前值 4.2%。

1、新增非农就业再超市场预期，且前值小幅上修。6 月美国新增非农就业 14.7 万人，较 5 月份初值（13.9 万）回升，且大幅高于市场预期的 10.6 万。4 月、5 月新增非农就业累计上修 1.6 万，为 2025 年首次。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 14.97 万人，亦出现上行。结构上看，政府就业贡献了 6 月新增非农就业的将近 50%，主要是州和地方政府。私人部门方面，建筑业、零售业新增就业较 5 月上升较多。总体看，6 月非农数据显示当前美国劳动力市场韧性较为明显，但考虑到 6 月数据中政府部门的占比较高，以及后续可能的下修，还需要保持对美国劳动力市场的观察。

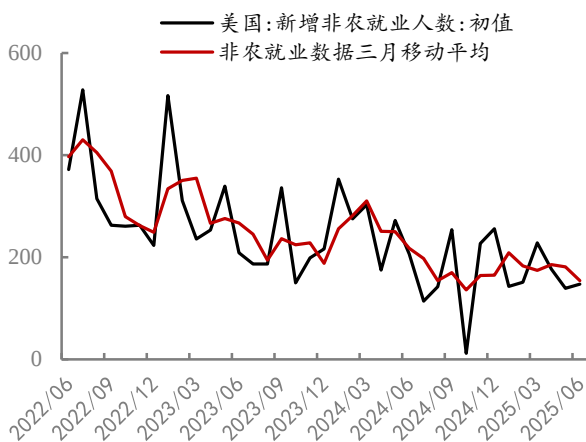
2、劳动参与率与失业率均下行、永久性失业占比略有回升。6 月美国劳动参与率录得约 62.3%，失业率约为 4.1%，两者均超预期下行，显示美国整体的就业情况边际略有好转，与非农就业数据的方向一致，均指向美国劳动力市场较有韧性。再来看失业率成因，相较于 5 月，6 月离职者、永久性失业占比有所上升，再就业者、完成临时工作占比有所下降，可能显示企业倾向于招聘经验丰富的员工，以应对后续可能的业务需要。

3、劳动力市场供需关系压力连续上行。从 JOLTS 数据来看，5 月份职位空缺数为 776.9 万人，较 4 月上升约 37.4 万人，职位空缺率为 4.6%，目前每个求职者对应约 1.1 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度连续 2 个月上行。同时，职工主动离职率录得 2.1%、解雇裁员率录得 1.1%，主动离职率与解雇裁员率变化与 4 月相反，我们认为，或显示美国企业与居民对经济前景的看法边际改善，带动劳动力需求提升。

对美联储而言，虽然非农就业数据回升，但内部分歧的显现以及特朗普的施压，可能促使其提高降息灵活性，9 月份降息的可能性尚存。在 6 月 FOMC 会议公布的点阵图中，美联储官员们仍认为 2025 年可能有 2 次降息，但对降息幅度的分歧较大，近期美联储官员的讲话更是将这一分歧显性化。结合本次 6 月非农数据、美联储内部分歧显性化以及特朗普对美联储降息的不断施压来看，我们认为美联储后续降息的灵活性将会提升，9 月份降息的可能性尚

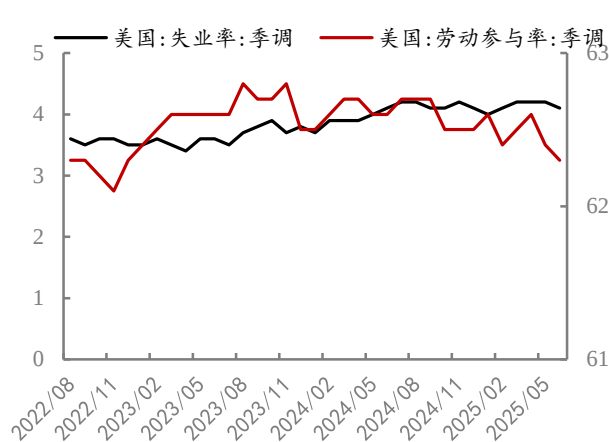
存。

图表 1、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 2、美国:失业率:季调



资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.2、美国减税方案获得通过

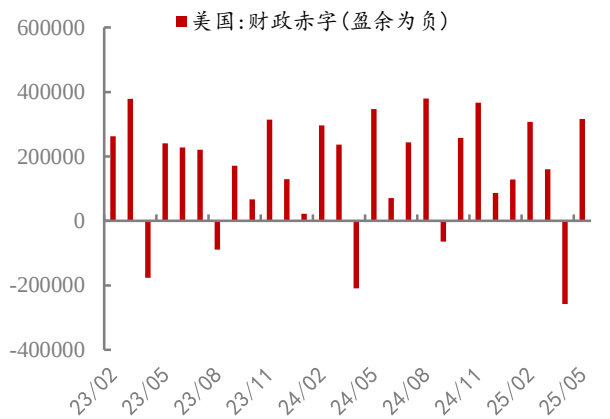
当地时间 7 月 1 日，美国国会参议院以 51 票赞成、50 票反对的表决结果通过“大而美”税收与支出法案。法案内容包括延长特朗普在第一个任期内于 2017 年通过的企业和个人减税措施，让小费和加班工资收入免于纳税，削减在医疗保险和营养补助项目的投入，同时授权在打击非法移民和国防方面提供数千亿美元资金等。

参议院版本和众议院版本的区别在于：1) 据美国国会预算办公室估算，十年内，众议院版本和参议院版本的法案将分别使美国赤字增加 2.8 万亿美元和近 3.3 万亿美元；2) 众议院版本的法案计划在未来 10 年内减税 4 万亿美元，并削减至少 1.5 万亿美元支出，而参议院版本的法案计划减税 4.5 万亿美元、削减支出 1.2 万亿美元，仅医疗补助一项就将削减近 1 万亿美元；3) 参议院版本的法案将州和地方税收（SALT）抵扣从 1 万美元提高到 4 万美元，但仅持续五年；4) 参议院版本的法案预计将美国债务上限进一步提高 5 万亿美元，高于此前众议院版本 4 万亿美元；5) 参议院版本删除了争议较大的 899 条款。当地时间 6 月 26 日，美国财长贝森特要求众议院议长迈克·约翰逊和参议院多数党领袖约翰·图恩从众议院和参议院版本的 OBBB 法案中删除“899 条款”（资本税）。此后，贝森特的呼声得到国会议员们积极回应，议员们表示将从税收立法草案中删除 899 条款。

当地时间 7 月 3 日，共和党掌控的众议院以微弱优势表决通过了参议院版本的“大而美”法案。7 月 4 日，特朗普正式签署该法案使其成为法律。根据 Tax Foundation 测算，参议院版本的“大而美”法案将使美国 GDP 在十年内（2025-2034 年）平均增长 1.0%，长期 GDP 增加 1.2%。

由于“大而美”法案主要对企业和富裕阶层减税，可能将拉大美国贫富差距。与此同时还将进一步提高美国债务水平，美国财政可持续性的担忧可能继续笼罩市场。

图表 3、美国:财政赤字(盈余为负)



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、美国:占 GDP 比重:一般政府总债务



资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.3、美国零售高位回落

当地时间 6 月 30 日，美国财长贝森特明确表示，美国将在截止日期前签署一系列新贸易协议，并称“最后一周将迎来密集协议公告”。当前谈判焦点集中于欧洲和日本：欧盟愿接受 10% 普遍关税但要求汽车、钢铁等关键行业豁免，日本则面临特朗普以大米进口问题为由的关税威胁。美国财政部长贝森特表示，最后期限前将出现“谈判高峰”，他警告，如果未达成协议，美国可能于 7 月 9 日零时起对进口商品征收最高 50% 的关税。

欧盟方面，欧盟一方面与美国加紧谈判进度希望达成协议，另一方面强调保护欧盟在数字法规、关键行业等领域的利益。同时为关税谈判破裂的可能做好反制准备，包括对价值 210 亿美元（7 月 14 日实施）和 950 亿美元的美国商品征收关税。目前欧盟内部对 7 月 9 日前达成谈判协议有不同声音，德国希望迅速达成协议以保护出口贸易，法国则主张拒绝不平衡的协议。据美媒消息，欧盟愿意接受美方提议中的 10% 普遍关税作为，但希望美国对医药、半导体等关键行业减低关税。美国已提供第一批协议草案，欧盟正进行评估，双方进入协议拟定阶段；

日本方面，当地时间 6 月 29 日，美国总统特朗普表示日本将不得不支付 25% 的汽车关税，30 日又在社交媒体上批评日本不接受美国出口的大米，威胁将对日本征收新关税。此前美日已进行七轮部长级关税谈判，目前双方尚未就达成协议取得实质性进展。是否取消 25% 的汽车关税，是美日贸易谈判的关键分歧点；

加拿大方面，当地时间 6 月 29 日，加拿大财政部在一份声明中宣布撤销针对美国科技企业 3% 数字服务税，以推进与美国的贸易谈判，以期在 7 月 21 日前达成协议。此前，美国总统特朗普在社交媒体上宣布，由于加拿大坚持对美国征收数字服务税，美国决定立即停止所有与加拿大的贸易谈判。

越南方面，7 月 3 日，美越贸易协议达成，美国对越南产品征收 20% 关税，针对转运商品加征 40% 关税；越南对美商品实施零关税，承诺减少非关税壁垒。目前美国与各国谈判依然艰难，乐观情形下美国可能与若干贸易伙伴达成协议，或者延期实施关税，但不排除特朗普再次选择极限施压，届时贸易紧张局势将升级，引发市场恐慌。

不过，特朗普在 7 月 4 日表示，他已经在 12 个国家的关税信函上签字，这些信函将于 7 月 7 日发出。他拒绝透露具体国家名单，但表示会在 7 日当天公布这 12 个国家。关于关税税率，特朗普提到这些信函中设定的税率从 10% 到 70% 不等。他特别强调最高税率可能达到 60% 或 70%。新关税计划于 8 月 1 日正式生效。

2 国内宏观形势分析

1.1 官方 PMI 边际改善，隐忧犹存

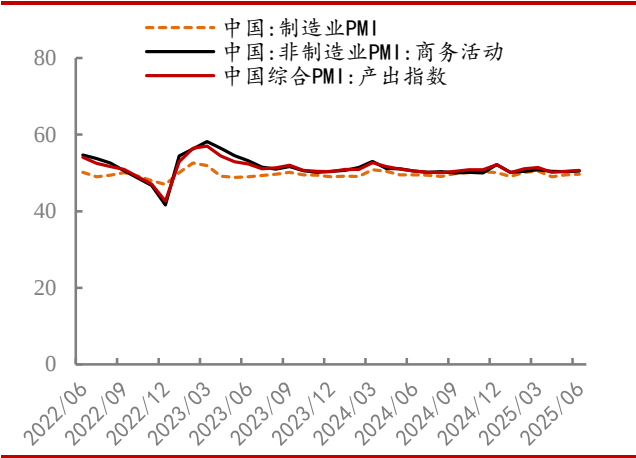
2025 年 6 月 30 日，国家统计局公布的数据显示，中国 6 月官方制造业 PMI 49.7，预期 49.7，前值 49.5。中国 6 月非制造业 PMI 50.5，预期 50.3，前值 50.3。中国 6 月综合 PMI 50.7，前值 50.4。

6 月制造业 PMI 数据边际改善，表明随着国内一揽子金融政策效果逐步显现，中美经贸关系出现缓和，国内经济整体上延续改善势头，供需同步回暖，价格指数有所回升，但制造业仍未摆脱收缩（PMI 指数仍处于荣枯线下方），小型企业与新兴产业压力突出，主要的矛盾仍然在于需求不足、价格疲软。

展望未来，国内经济发展的隐忧犹存，一是，外部环境仍然复杂：美国的对等关税暂停期将在 7 月 9 日到期，而美国与主要国家的经贸谈判进展缓慢，后续政策走向存在巨大的不确定，可能会对出口和企业生产带来影响；二是国内内需也存在转弱的风险，一方面，房地产市场再度出现量价齐跌的局面，对经济仍存在较大的拖累；另一方面，新兴产业压力突出，中国战略性新兴产业 PMI（EPMI）环比下降 3.1 个百分点至 47.9%，创年内新低。预计下半年仍有望推出新一轮的增量政策，重点集中在扩大内需，改善物价，具体情况需观察 7 月份

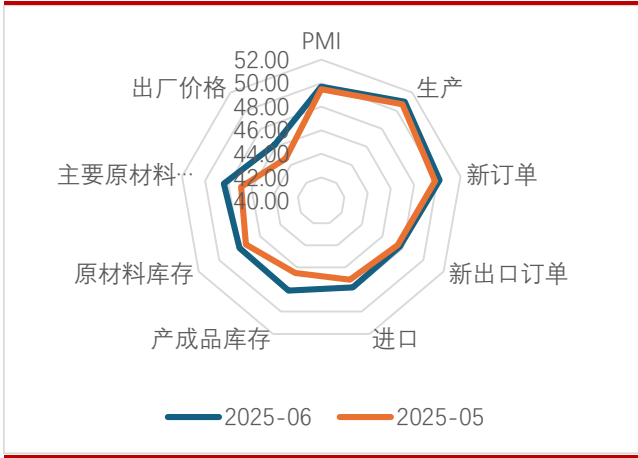
重要会议的部署。

图表 5、中国:制造业 PMI



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、中国:制造业 PMI 分项指标



资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.2 积极财政，持续发力

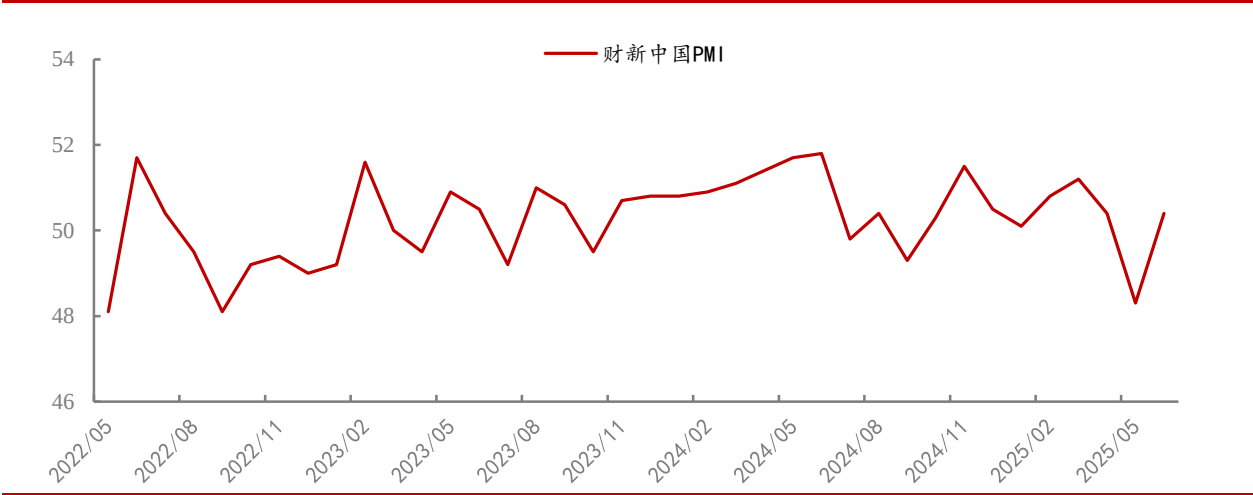
7月1日，标普全球公布的数据显示，中国6月财新制造业PMI为50.4，高于上月2.1个百分点，与4月持平，为2024年11月以来最高水平。6月财新PMI录得50.4，环比上升2.1个百分点，与4月持平，重回扩张区间。

分项数据呈现分化态势，生产指数和新订单指数回升至荣枯线以上，其中生产指数创七个月新高；新出口订单、就业及原材料购进价格指数虽仍处收缩区间，但较上月均有改善。企业经营行为趋于谨慎，受不确定性因素影响，采购量指数降至九个月新低，伴随生产加速，原材料库存指数从扩张区间回落至荣枯线，企业通过消耗库存满足订单需求，产成品库存指数同步进入收缩区间。出厂价格指数方面，受市场竞争加剧影响，该指数在收缩区间内降至五个月低点，与官方PMI出厂价格的上升趋势形成差异，或反映出中小企业在竞争环境下议价能力相对薄弱；生产经营预期指数虽处于扩张区间，但较上月下降且低于长期均值。外需层面，新出口订单指数降幅虽较5月收窄，但已连续三个月下滑，随着7月初欧美日等国与美国关税谈判截止日期临近，相关谈判结果存在不确定性，或对我国出口及转口贸易形成潜在压力。

政策端持续发力，4月中央政治局会议部署的科技创新、消费提振、外贸稳定等新兴政策工具或于下半年逐步落地，叠加地方专项债加速发行、超长期特别国债启动、消费品以旧换新资金即将下达，以及金融支持消费政策持续推进，预计将对内需形成有效支撑，后续制造

业景气度有望保持平稳运行态势。

图表 7、财新中国 PMI



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