

美国通胀低于预期，国内出口存韧性

国贸期货 宏观金融研究中心 2025-06-16

郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

01

PART ONE

主要观点



影响因素	主要逻辑
回顾	本周国内大宗商品继续反弹，其中，工业品多数回升，农产品大幅走高。主因是以色列和伊朗爆发大规模冲突，中东局势明显升级，国际油价大幅反弹，带动国际大宗商品纷纷反弹。此外，中美达成框架协议、中国经济保持韧性（进出口、社融等）、美国通胀低于预期提振降息预期等，也都有助于改善市场的风险偏好。
海外	1) 中美经贸磋商机制首次会议在英国伦敦成功举行，双方就落实两国元首6月5日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展。2) 美国劳工统计局公布5月CPI数据全线低于预期，总体CPI同比上涨2.4%，环比上涨0.1%；核心CPI同比持平于2.8%，环比仅升0.1%，连续第四个月低于预期。数据公布后，利率互换市场押注美联储9月前降息概率跃升至75%，全年降息预期维持两次（约45基点）。特朗普随即施压美联储“降息100基点”以削减债务利息，但联储内部仍存在分歧。我们认为近年美国经济软着陆概率依然较大，美联储可能于四季度降息，建议关注后续公布的美国5月零售数据。3) 美国密歇根大学6月消费者信心指数初值为60.5，环比增长15.9%，创2024年1月以来最大单月涨幅。通胀预期：1年期通胀预期5.1%（前值6.6%），环比下降1.5个百分点，创2001年10月以来最大降幅。5年期通胀预期4.1%（前值4.2%），微幅回落。4) 中东局势陡然恶化 ，6月13日凌晨，以色列出动超200架战机（含F-35隐身战机），发射330余枚精确制导弹药，对伊朗境内25个以上目标实施多轮打击。伊朗随后发起一系列报复行动，国际油价大幅飙升，黄金价格大涨。
国内	1) 6月社融新增22894亿，增速8.7%（前值8.7%）；新增人民币贷款6200亿，增速7.1%（前值7.2%）；M2同比增长7.9%（前值8.0%），M1增速2.3%（前值1.5%）。金融数据喜忧参半，总体来看政府部门仍是实体部门融资的主力，居民部门贷款意愿依然疲弱，企业部门贷款总量同比减少，但结构有所改善。货币方面，无论是月初央行提前投放1万亿买断式逆回购，还是月中买断式逆回购追加投放，都在以实际行动引导货币宽松，叠加重启国债买卖预期的发酵，资本市场有望迎来顺风环境。2) 以美元计价，出口同比4.8%、预期6.2%、前值8.1%；进口同比-3.4%、预期0.3%、前值-0.2%。5月出口同比有所回落，主要受“抢出口”现象退坡和同期基数走高的双重影响；5月进口增速有所回落，主要受大宗商品进口回落所拖累。展望未来，5月在“抢转口”的支撑下，我国出口延续了韧性特征，我们预计短期内出口有望继续保持一定韧性，一方面，随着对美运力调整到位后，在暂停24%对等关税时期的对美“抢出口”或将逐步体现；另一方面，我国对东盟出口动能仍不弱，短期内会有一定支撑。但是下半年看，出口仍然面临压力，主因是美国关税谈判进展缓慢，后续走势充满不确定性。
大宗商品观点	多个因素的扰动，商品市场短期或继续反弹。一是，中美之间达成了框架协议，关税战出现缓和的势头，美国也有意延长对多数国家90天的关税暂缓期，有助于缓解市场的担忧；二是，美国经济预期出现改善，通胀预期则出现回落，为后续美联储降息打开空间，有助于改善市场情绪；三是，中东局势陡然恶化，以色列与伊朗之间爆发激烈冲突，（一旦伊朗真的关闭霍尔木兹海峡）可能对原油供应造成巨大影响，对全球供应链、大宗商品价格都将带来巨大的影响。

02

PART TWO

海外形势分析



1.1、中美伦敦磋商达成原则一致

- 当地时间6月9日至10日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及商务部长卢特尼克、贸易代表格里尔在英国伦敦举行中美经贸磋商机制首次会议。双方进行了坦诚、深入的对话，就各自关心的经贸议题深入交换意见，就落实两国元首6月5日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展。
- 5月份，中美在日内瓦举行经贸高层会谈，双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，宣布暂停部分对等关税90天，并达成多项共识。6月5日晚，国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话，习近平主席指出双方要用好已经建立的经贸磋商机制，秉持平等态度，尊重各自关切，争取双赢结果。本次在英国伦敦举行中美经贸磋商机制首次会议结束后，何立峰表示，中方对中美经贸问题的态度和立场是明确的、一贯的。中美经贸关系的本质是互利共赢，中美在经贸领域合则两利、斗则俱伤。贸易战没有赢家，中方不愿打，但也不怕打。下一步，双方要按照两国元首通话达成的重要共识和要求，进一步发挥好中美经贸磋商机制作用，不断增进共识、减少误解、加强合作。
- 我国出口来说，前期美国的抢进口、中国的抢出口基本已经告一段落，5月我国出口同比增长4.8%，增速回落3.3个百分点，小幅低于市场预期，但仍保持一定韧性。在7月份之前我国或仍有抢出口的窗口期，但由于去年同期国内出口的基数走高，下半年我们可能会看到出口增速进入下行通道中，后续继续关注中美谈判的进展。

5月12日

中美日内瓦会谈，签署联合声明，
下调报复性关税

6月5日

中美元首通话达成共识

6月9-10日

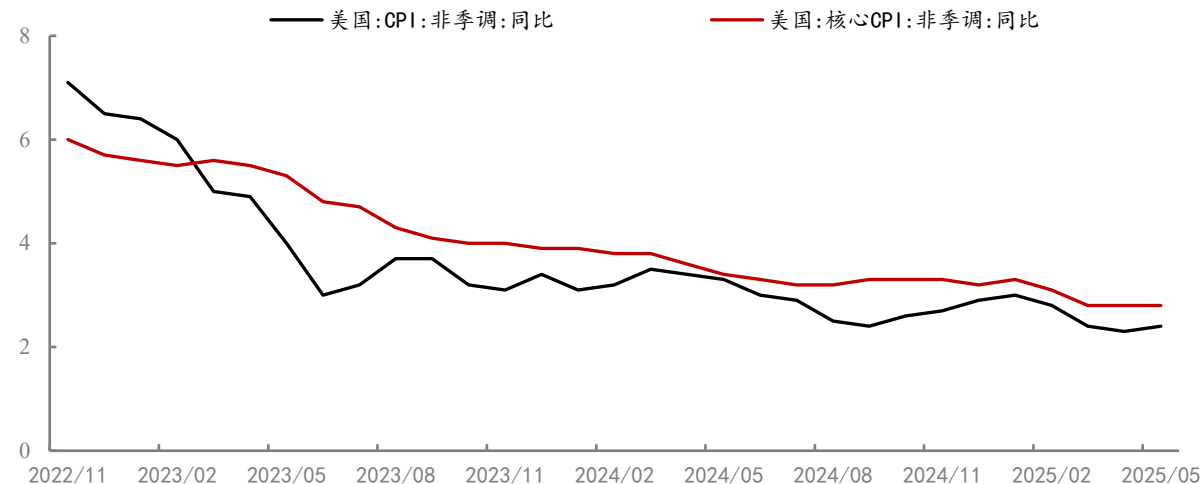
伦敦首次机制会议，就落实两国
元首通话共识及日内瓦经贸会谈
成果的措施框架达成原则一致



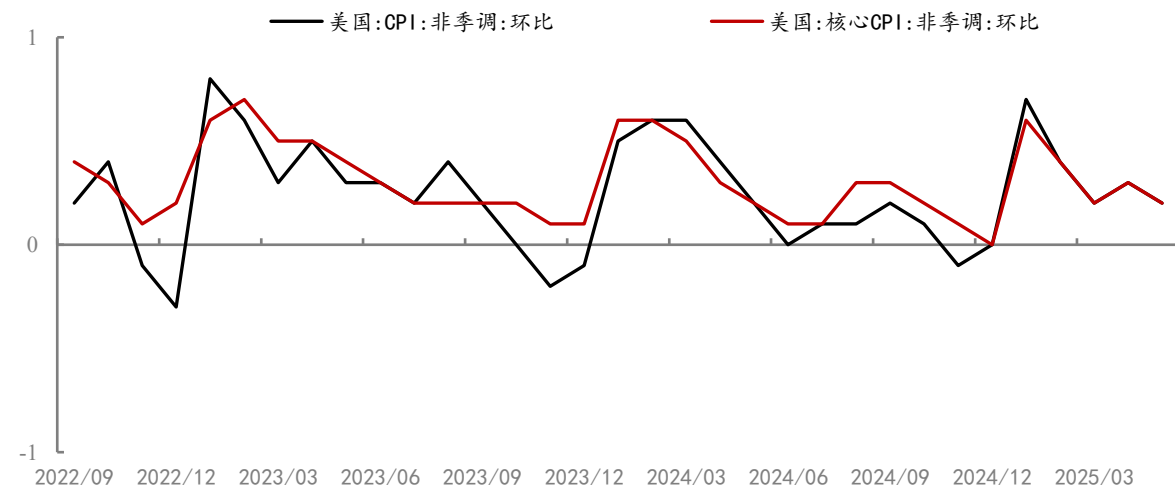
1.2、美国：5月CPI全线低于市场预期

- 当地时间6月11日，美国劳工统计局公布5月CPI数据全线低于预期，总体CPI同比上涨2.4%（前值+2.3%，预期+2.5%），环比上涨0.1%（前值+0.2%，预期+0.2%）；核心CPI同比持平于2.8%（持平前值，预期+2.9%），环比仅升0.1%（前值+0.2%，预期+0.3%），连续第四个月低于预期。
- 数据表明，特朗普政府4月初实施的全面关税政策尚未传导至消费端，能源价格环比下跌1%（汽油跌2.6%）主导整体通胀放缓，而预期受关税冲击的汽车、服装价格不升反降、家电等关税敏感品类小幅上涨，反映零售商仍在消耗关税生效前囤积的库存，且需求疲软抑制企业提价动力。从实际的情况来看，关税对通胀的影响似乎存在滞后，可能是因为：一是企业提前备货缓冲成本压力，沃尔玛等巨头计划6月起逐步提价；二是关税政策反复调整加剧观望情绪，企业选择短期承担部分成本；三是汽车等耐用品需求因提前透支而疲软，削弱价格转嫁能力。
- 市场影响：数据公布后，利率互换市场押注美联储9月前降息概率跃升至75%，全年降息预期维持两次（约45基点）。特朗普随即施压美联储“降息100基点”以削减债务利息，但联储内部部分官员认为属“一次性冲击”可忽略，圣路易斯联储主席穆萨勒姆则警告可能引发“持续性通胀”，政策观望期将延长。目前关税对美国通胀的影响暂未显现，或与此前企业库存囤积、居民消费趋弱有关，进口价格向下游传导受阻。我们认为近年美国经济软着陆概率依然较大，美联储可能于四季度降息，建议关注后续公布的美国5月零售数据。

美国通胀同比增速（单位：%）



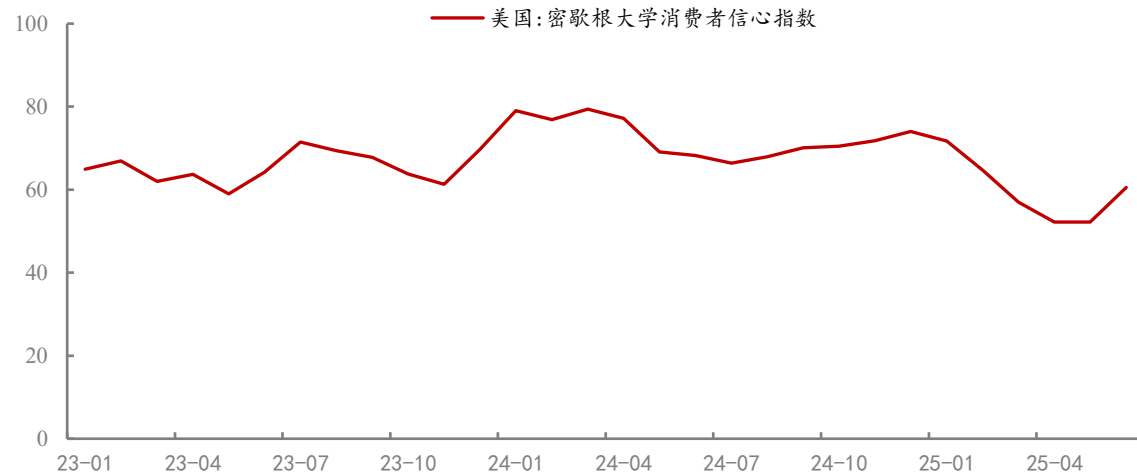
美国通胀环比增速（单位：%）



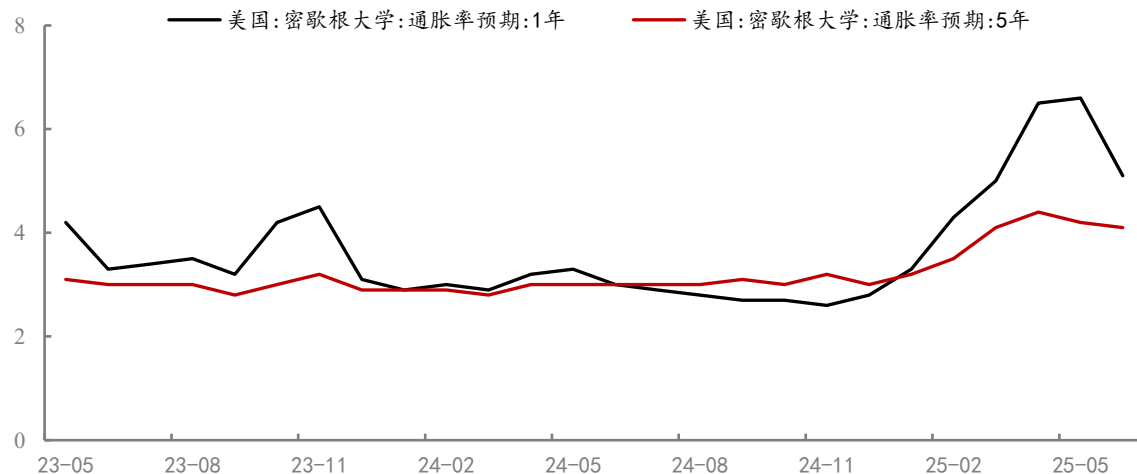
1.3、美国：信心指数回升、通胀预期回落

- 美国密歇根大学6月消费者信心指数初值为60.5（前值52.2），环比增长15.9%，创2024年1月以来最大单月涨幅。
- 通胀预期：1年期通胀预期5.1%（前值6.6%），环比下降1.5个百分点，创2001年10月以来最大降幅。5年期通胀预期4.1%（前值4.2%），微幅回落。
- 1) 关税政策压力缓解：
 - 特朗普政府4月宣布的“极高关税”曾导致消费者信心跌至1980年以来最低（5月52.2），但6月暂停加征90天关税、调整对华关税政策，实际关税税率从27%峰值降至14%，缓解了市场恐慌。调查负责人Joanne Hsu指出，消费者已从“政策波动冲击中平静下来”。
- 2) 通胀担忧显著降温：短期通胀预期（5.1%）超预期回落，与6月CPI数据（环比+0.1%）形成呼应，强化了“通胀可控”的预期。此前5月短期通胀预期曾达6.6%，加剧滞胀风险担忧。
- 3) 跨群体普遍改善：共和党人信心升至2020年10月以来最高，民主党及无党派人士信心亦回升至三个月高位。各年龄、收入、地域群体均现改善，反映乐观情绪扩散。
- 综合来看，关税暂缓+通胀预期回落驱动信心超预期反弹，短期经济压力缓解。不过，未来仍有隐忧，绝对信心仍弱、地缘冲突及关税豁免到期可能令反弹脆弱。未来两月需紧盯油价走势、关税传导效应及硬经济数据（如零售销售、就业），以确认复苏持续性。

美国:密歇根大学消费者信心指数



美国:密歇根大学:通胀率预期 (单位: %)



2、中东局势走然升级

- 1、6月13日凌晨，以色列出动超200架战机（含F-35隐身战机），发射330余枚精确制导弹药，对伊朗境内25个以上目标实施多轮打击。重点目标：1) 核设施：伊斯法罕省纳坦兹铀浓缩厂遭钻地弹重点打击，现场大火（辐射水平暂未异常）。2) 军事指挥层：革命卫队总部（德黑兰）、弹道导弹基地及防空系统被摧毁。3) “斩首行动”：革命卫队总司令萨拉米、武装部队总参谋长巴盖里及至少6名核科学家确认死亡。
- 2、伊朗的报复行动。1) 第一阶段反击：6月13日下午，伊朗向以色列发射超100架无人机及弹道导弹，部分突破“铁穹”拦截系统，造成以色列境内建筑损毁、21人受伤（含2人重伤）。2) 威胁升级：宣称将封锁霍尔木兹海峡（全球30%石油运输通道），并警告打击以色列迪莫纳核设施。动员“抵抗之弧”：胡塞武装、黎巴嫩真主党或同步发动袭击，形成多线作战。
- 3、全球经济震荡，1) 能源市场：布伦特原油单日暴涨8%至94美元/桶，创18个月新高；若霍尔木兹海峡被封锁，油价或突破150美元。2) 金融市场：全球股市普跌，黄金价格突破3400美元/盎司；新兴市场面临资本外流与货币贬值风险。3) 供应链危机：石化原料短缺威胁全球半导体产业链。

期货结算价(连续):布伦特原油



期货收盘价(连续):COMEX黄金



03

PART THREE

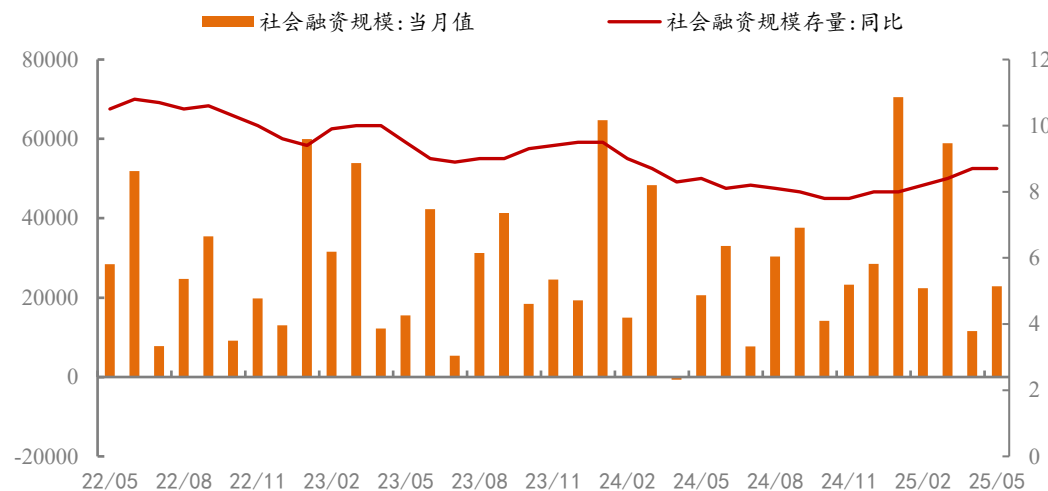
国内形势分析



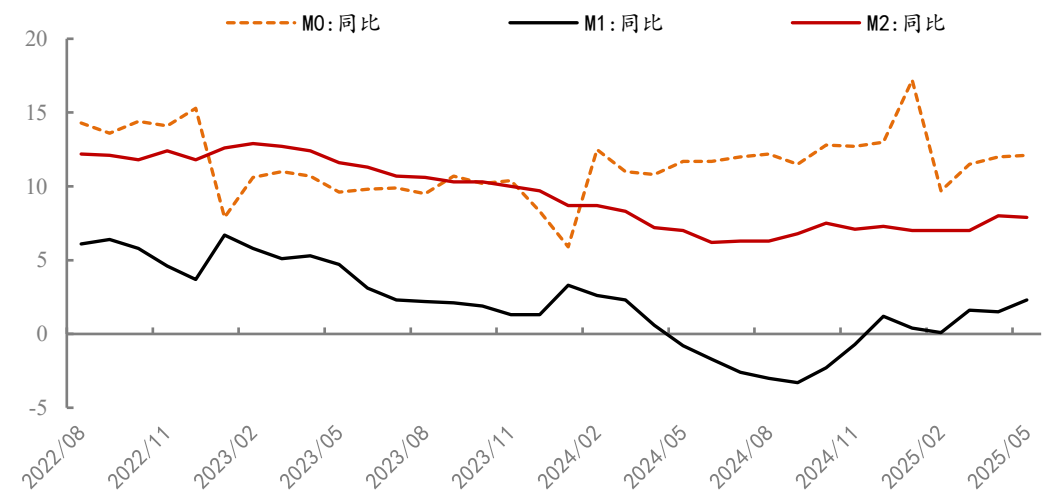
1、金融数据：喜忧参半

- 人民银行6月13日公布的最新金融数据显示：1) 社融新增22894亿，增速8.7%（前值8.7%）；2) 新增人民币贷款6200亿，增速7.1%（前值7.2%）；3) M2同比增长7.9%（前值8.0%），M1增速2.3%（前值1.5%）。
- 1、新增人民币贷款6200亿，同比少增3300亿。从贷款主体来看，居民与企业信贷均出现下滑，非银金融机构贷款同比多增。1) 居民端，短期信贷新增-208亿，连续第二个月负增长；中长期贷款新增746亿，说明房地产市场交易平稳，一二手房市场分化明显。2) 企业端，尽管总量同比少增2100亿，但结构有所改善。其中，企业短期贷款新增1100亿，中长期贷款3300亿。一方面反映90天关税暂缓期间，企业生产恢复动力；另一方面反映企业预期仍有待增强。
- 2、社融新增2.29万亿，增速8.7%，环比持平。分项上，社融口径下的信贷新增5960亿，同比少增约2200亿；政府债新增1.46万亿，同比多增约2400亿。其中，国债净融资约9402亿（上年同期约6913亿），地方债净融资约5546亿（上年同期约6349亿）。实体信贷与政府债券合计贡献了当月新增社融的90%，结构上，政府债的贡献率较上年同期提高5个百分点至64%，实体信贷的贡献率则较上年同期下降了14个百分点至26%。
- 3、M2增速环比走弱0.1个百分点至7.9%，但M1增速却较上月大幅提升0.8个百分点至2.3%。M1的走强，一方面与该月企业生产动力增强有关，另一方面则受“化债”进程下企业存款增多的影响。
- 金融数据喜忧参半，总体来看政府部门仍是实体部门融资的主力，居民部门贷款意愿依然疲弱，企业部门贷款总量同比减少，但结构有所改善。货币方面，无论是月初央行提前投放1万亿买断式逆回购，还是月中买断式逆回购追加投放，都在以实际行动引导货币宽松，叠加重启国债买卖预期的发酵，资本市场有望迎来顺风环境。

社融增速情况



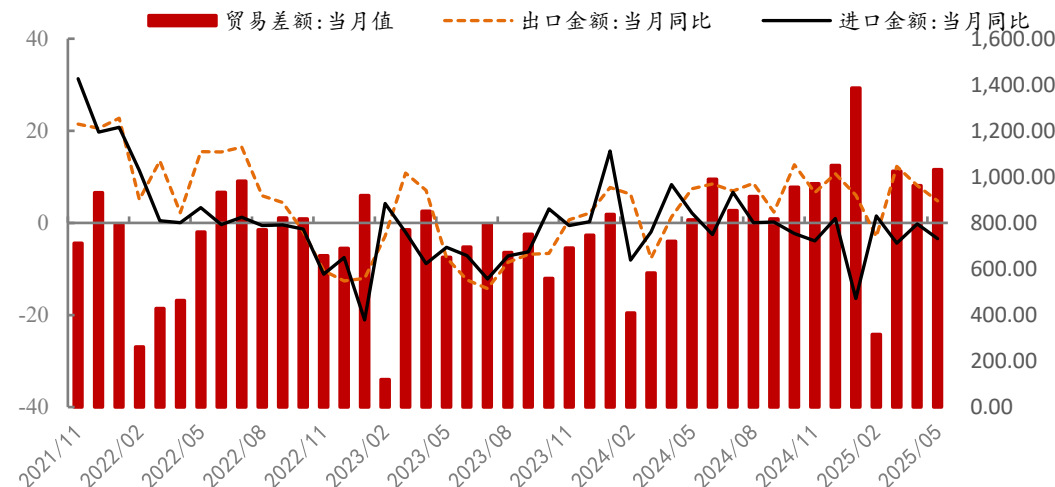
货币增速 (单位: %)



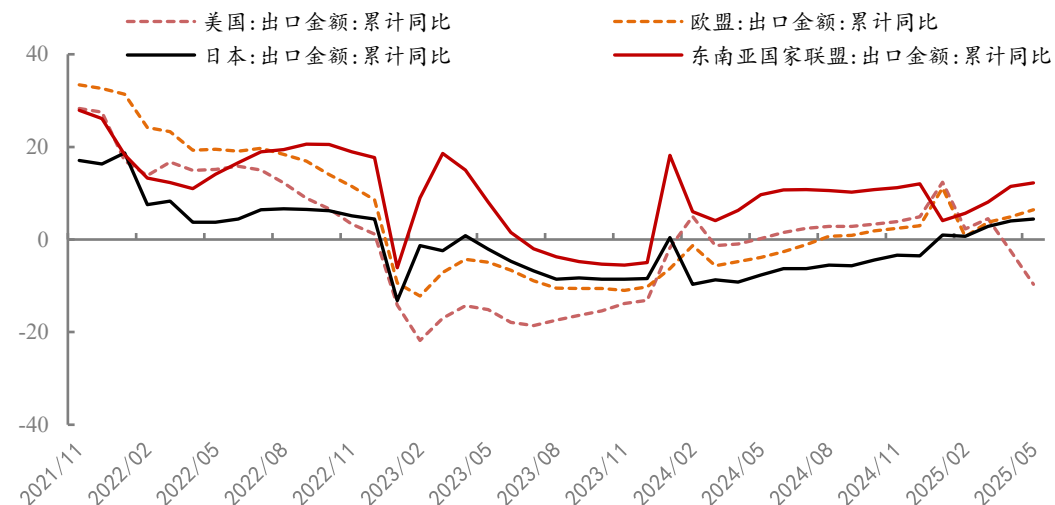
2、外贸数据解读：出口短期保持韧性

- 6月9日，海关公布5月进出口数据，以美元计价，出口同比4.8%、预期6.2%、前值8.1%；进口同比-3.4%、预期0.3%、前值-0.2%。
- 1、出口方面，5月出口同比有所回落，主要受“抢出口”现象退坡和同期基数走高的双重影响。5月出口同比较4月回落3.3个百分点至4.8%。从出口国别来看，5月对东盟回落6.0个百分点至15.1%、对印度回落9.2个百分点至12.7%，这或显示此前我国通过新兴经济体“抢出口”的现象有所退坡。5月我国对美出口同比继续回落13.5个百分点至-34.4%，但对美“抢出口”的“新力量”已有线索。玩具（+5.4pct至-1.1%）、服装（+3.7pct至2.5%）对美出口占比较高的商品增速回升。同时，5月下旬美自中集装箱预定量和义乌小商品出口价格也明显反弹，预计反映在6月对美出口数据中。此外，5月出口回落也受到同期基数走高影响。
- 2、进口方面，5月进口增速有所回落，主要受大宗商品进口回落所拖累。5月进口（美元计价）同比回落-3.2pct至-3.4%。具体来看，机电产品进口增速较上月有小幅回升（+0.1pct至5.5%）。大宗商品进口有所回落。进口数量方面，铜（-18.6pct至5.8%）、原油（-8.2pct至-0.8%）、铁矿石（-5.1pct至-3.8%）均有所回落，反映国内投资需求尤其是传统基建明显回落。
- 展望未来，5月，在“抢转口”的支撑下，我国出口延续了韧性特征，我们预计短期内出口有望继续保持一定韧性，一方面，随着对美运力调整到位后，在暂停24%对等关税时期的对美“抢出口”或将逐步体现；另一方面，我国对东盟出口动能仍不弱，短期内会有一定支撑。但是下半年看，出口仍然面临压力，一方面，特朗普关税政策在下半年仍存在变动：一是美国对其他贸易伙伴的关税豁免期限将至，后续可能会对东南亚等地区恢复较高对等关税，二是针对中国的24%对等关税的豁免或将在8月到期，三是当前获豁免的电脑及半导体零部件等20余类商品的关税法案或于11月出台。这均会对我国出口造成一定扰动。另一方面，上半年集中“抢出口”和“抢转口”或已透支下半年需求，后续出口或承压。

中国进出口同比增速（单位：%）



对主要贸易伙伴的累计出口增速（单位：%）



- (1) 《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》推出，消费、养老等多领域或迎发展新机遇。6月9日，为进一步保障和改善民生，着力解决群众急难愁盼，推动民生建设更加公平均衡、普悉、可及，中办、因办印发《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》。《意见》标志着我国民生保障体系正从“兜底型”向“发展型”跃迁。《意见》内容主要从增强社会保障公平性、据高基本公共服务均衡性、扩大基础民生服务普惠性和提升多样化社会服务可及性四大维度重塑民生保障体系。《意见》明确“全面取消在就业地参加社会保险的户籍限制”这将有助于促进劳动力自由流动，平衡区域发展，企业端将获得更多跨区域企业合作机会从而增加营收水平，人才端将获得更多就业机会从而增加收入水平；同时，《意见》也明确“合理确定调整最低生活保障标准，与城乡居民人均消费支出相挂钩：完善最低工资标准调整机制，合理提高最低工资标准”。2024年全国居民人均消费支出28227元，城镇居民人均消费支出 34557亿元，农村居民人均消费支出19280元，而2024年全国大部分地区月最低工资标准处在 1500-2700元区间，对应年收入约18000-32400元。合理调整低保标准与居民消费支出挂钩，将增强低收入群体的消费能力，刺激消费市场。
- (2) “一老一小” 政策加速推进，多产业迎发展机遇。6月10日，财政部社会保障司负责人葛志昊在国新办新闻发布会上表示，在“一老一小”服务方面，财政部积极配合有关部门完善养老育幼服务体系，推进社区支持的居家养老服务，加强失能老年人照护服务，促进普惠托育服务高质量发展，抓紧建立实施育儿补贴制度，有关工作正在加快推进，确保更好满足人民群众对“一老一小”方面的服务需求。“一小”方面，育儿补贴制度有关进度加快，有利于缓解家庭育儿资金压力，母婴消费领域有望迎来需求释放。2023年我国母婴市场规模（消费规模）达到40505亿元，同比增长7.86%。育儿补贴制度通过增加家庭可支配收入，或能刺激母婴产品消费升级。南昌上线母婴消费券首月，母婴用品成交额同比激增134%，其中奶粉品类增速达292%，婴童寝居品类增长113%，但需注意地方阶段性消费券与全国普惠性补贴制度在力度和形式上或存在差异；此外，辅助生殖与儿童教育行业存在政策弹性，育儿补贴或带动生育意愿的提升，这将间接促使辅助生殖服务需求增加。在儿童教育方面，早教机构的营收有望增长，当前我国双职工家庭占比超90%，但是现有托育机构仅能满足不足10%的0-3岁婴幼儿需求，预计2030年中国婴幼儿托育市场规模将达到23223.1亿元。“一老”方面，随着政策推动社区支持的居家养老服务发展，养老服务运营企业迎来扩张机遇。从资金投入看，2019 - 2024年，全国财政用于养老服务和老年人福利方面的支出超5600亿元，年均增长11%，其中中央财政通过多种预算渠道安排资金超1500亿元。《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》提出，到2025年，乡镇（街道）层面区域养老服务中心建有率要达到60%，构建“一刻钟”居家养老服务圈。在此背景下，社区养老服务行业将迎来快速发展机会；同时，养老医疗器械需求也将伴随失能老年人数量增加而增长，截至2023年底，我国失能老年人约3500万，占全体老年人的11.6%，2035年或将达到4600万；此外，养老机器人也将成为养老服务中重要的一环。

04

PART FOUR

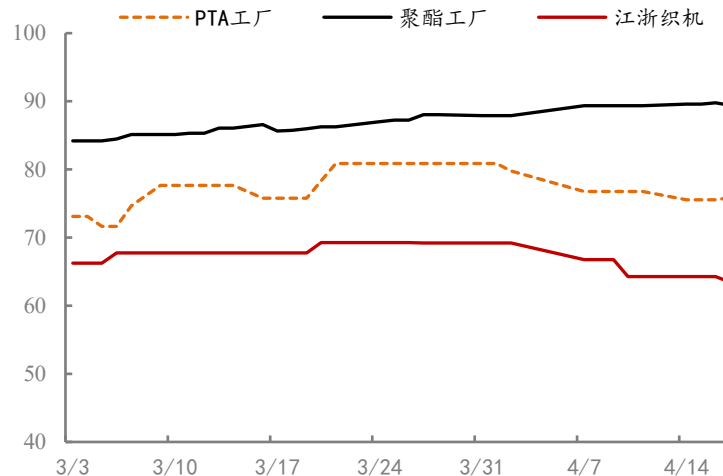
高频数据跟踪



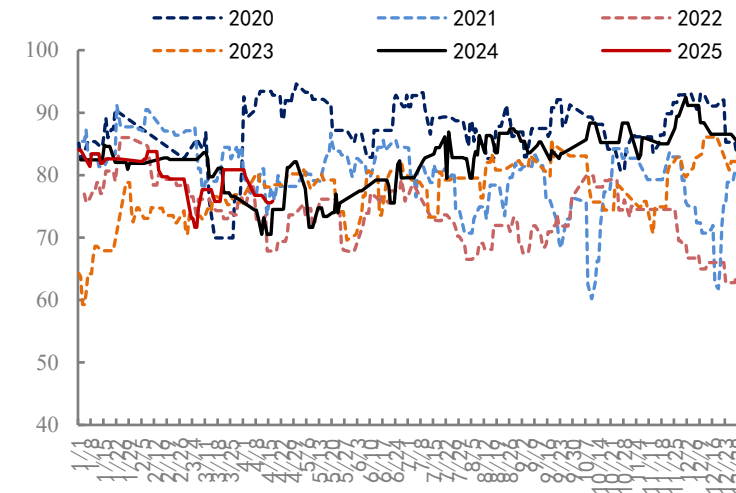
1、生产端：工业生产基本平稳

- **化工：生产负荷保持平稳，产品价格均出现回落。**需求方面，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至6月13日，PTA价格小幅反弹，涤纶POY价格、聚酯切片价格均出现下跌。生产端，本周PTA产业链负荷率保持平稳，其中，PTA开工率持稳于76%，聚酯工厂负荷率持稳于89%，江浙织机负荷率持稳于64%。
- **钢铁：生产小幅回落，需求有所放缓。**本周全国高炉开工率小幅回落至83.39%。进入淡季，终端需求有所放缓。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回落，表需小幅回落，库存小幅去化。

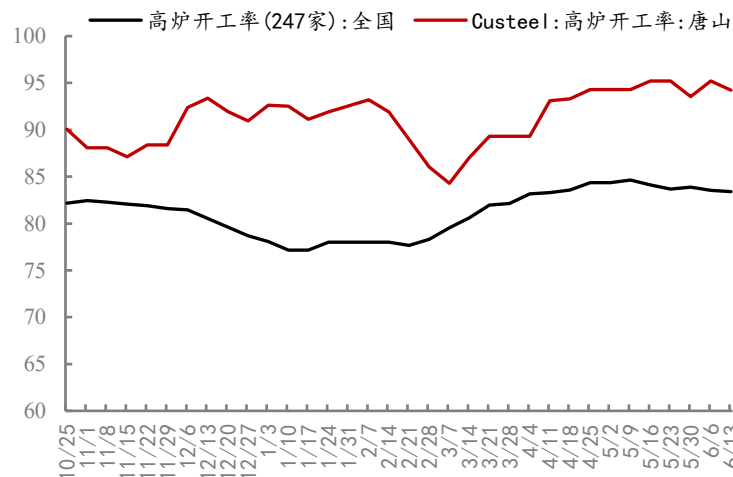
PTA产业链负荷率 (单位: %)



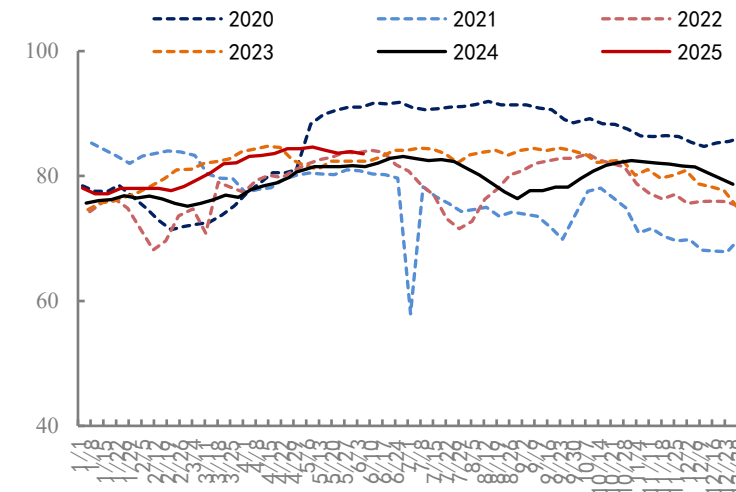
PTA工厂负荷率 (单位: %)



高炉开工率 (单位: %)



高炉开工率(247家):全国 (单位: %)

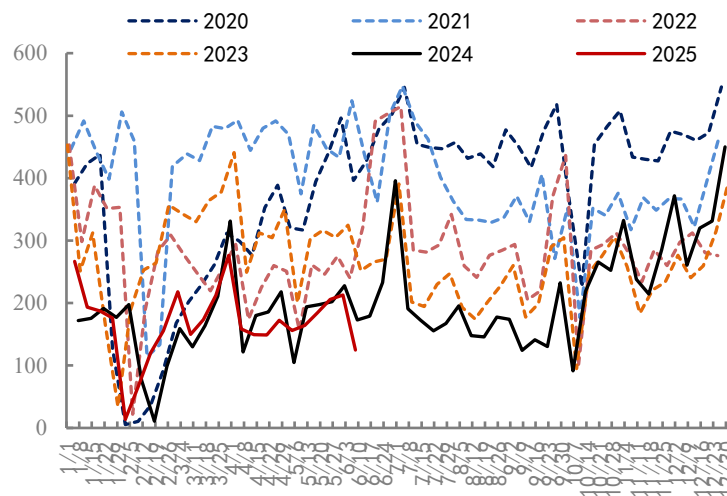


2、需求端：房地产销售周环比上升，乘用车零售同比增长

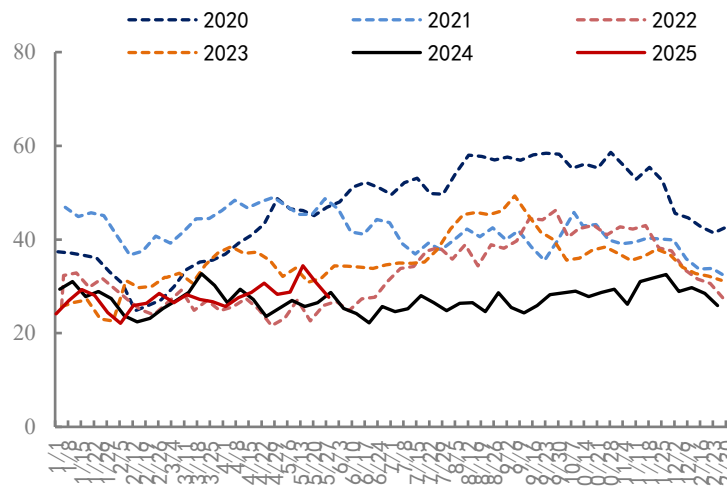
ITG 国贸期货

- 房地产销售周环比上升，乘用车日均零售销量同比增长。
- 房地产销售面积周环比上升。截至6月12日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比上升43.96%；一线城市、二线城市和三线城市成交面积周环比分别上升47.24%、42.71%和42.99%。
- 乘用车日均零售销量同比增长。6月第一周全国乘用车市场日均零售4.3万辆，同比去年6月同期增长19%，较上月同期下降12%；6月1-8日，全国乘用车市场零售34.3万辆，同比去年6月同期增长19%，较上月同期下降12%。今年以来累计零售915.9万辆，同比增长10%。

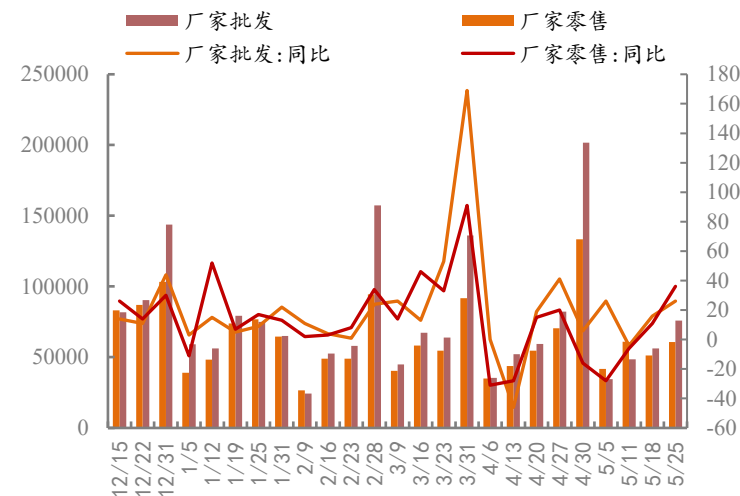
30大中城市:商品房成交面积 (单位: 万平方米)



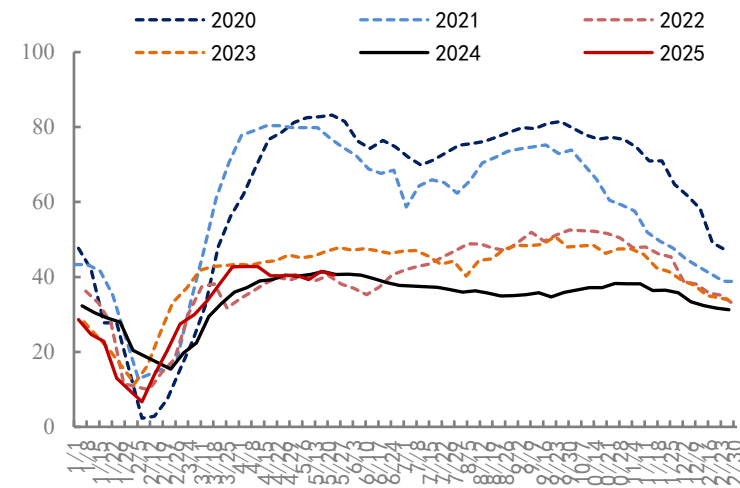
中国:开工率:石油沥青装置 (单位: %)



当周日均销量:乘用车 (单位: 辆, %)



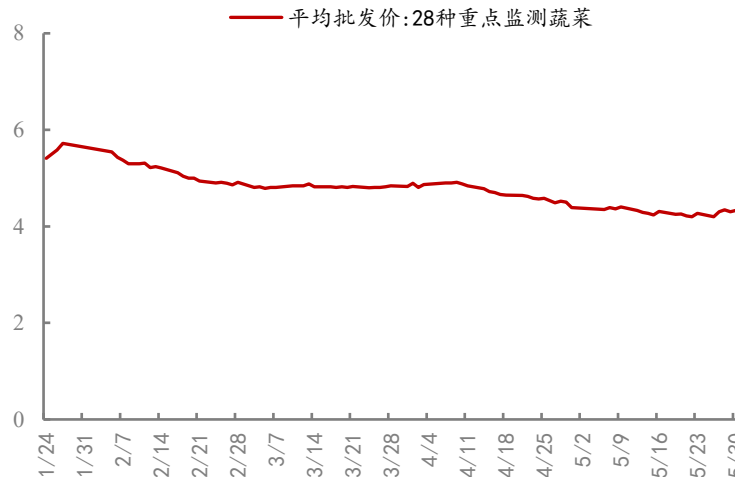
中国:发运率:水泥:当周值 (单位: %)



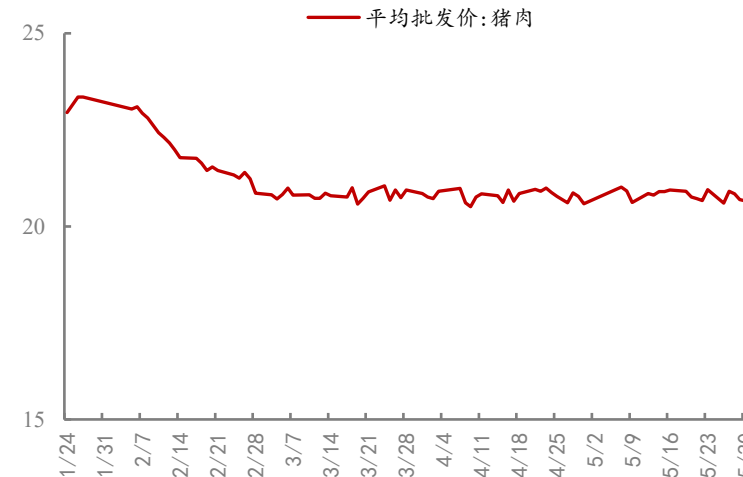
3、物价走势

- (1) 本周食品价格多数下跌。本周（截至6月13日）蔬菜均价环比小幅下跌0.05%，猪肉均价环比下跌1.48%，农产品批发价格200指数环比小幅下跌0.25%，水果价格环比下跌2.01%。

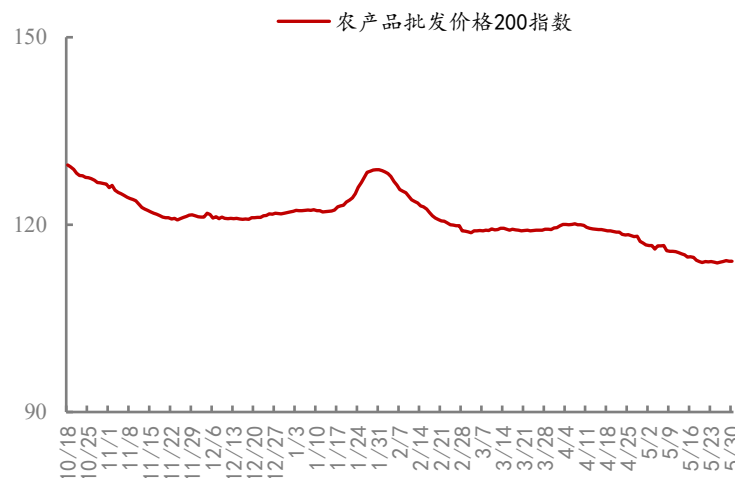
蔬菜价格 (单位: 元/公斤)



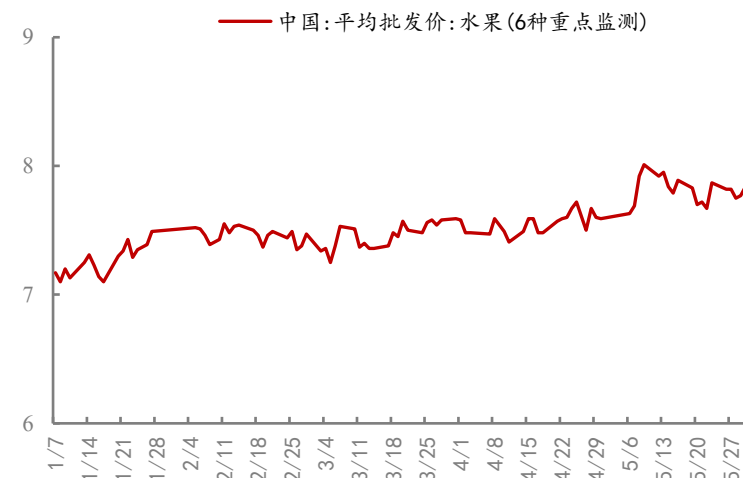
猪肉价格 (单位: 元/公斤)



农产品批发价格200指数



水果价格 (单位: 元/公斤)



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

ITG 国贸期货

感谢您的观看

THANKS FOR YOUR TIME

