

美国非农好于预期，中国财新PMI继续回落

国贸期货 宏观金融研究中心 2025-06-09

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	本周国内大宗商品探底回升，小幅反弹，其中，工业品探底回升，农产品小幅震荡。主因一是，随着价格的持续走弱，黑色系供给端减产消息扰动增多，空头止盈带动盘面反弹；二是，地缘政治因素反复，国际油价有所回升；三是，关税战缓和带动基本金属上涨。
海外	1) 美国5月ISM制造业PMI指数为48.5，不及预期和前值。订单量连续第四个月萎缩，进口指数创2009年以来新低，出口指数创五年新低，物价支付指数仍高企。5月美国ISM制造业PMI连续第三个月萎缩，创2023年11月以来新低，凸显行业整体动能持续弱化。2) 美国5月新增非农就业13.9万人，高于预期；5月失业率4.2%，与预期持平；本次非农数据高于预期，失业率也未上行，就业市场依旧稳健，由于关税潜在的通胀作用，美联储大概率将会继续观望，6月FOMC会议上美联储会保持现有的利率水平不变。基准情形下，美联储或将于4季度开启降息，全年降息1-2次，降息幅度则有可能超过25bp。3) 当地时间6月5日，欧洲央行将三大关键利率下调25个基点，符合市场预期。由于欧洲央行对通胀率的指引下调，市场对今年欧洲央行继续降息的预期升温。
国内	1) 中国5月财新制造业PMI 48.3，较4月前值（50.4）下降2.1个百分点，为2024年10月来首次跌至临界点以下；5日公布数据显示，5月财新服务业PMI录得51.1，较4月上升0.4个百分点。短期内中美关税边际缓和或对我国进出口形势改善形成支撑，但鉴于关税政策仍存在较高不确定性，后续仍可能对我国进出口贸易产生扰动。此外，官方PMI生产指数止跌回升，而财新PMI生产指数下降，或表明在关税战期间大型企业风险偏好更高，当中美贸易摩擦阶段性缓和时更倾向于参与出口”。2) 中证报头版文章报道，综合考虑内外部因素，业内人士认为，货币政策在“适度宽松”的方向上还有发力空间，中国人民银行将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏，保持流动性合理充裕。
大宗商品观点	市场情绪改善，商品市场或有所企稳。一是，关税战存在缓和的迹象，近期中美之间的互动增多，第二轮经贸会谈将于6月9日在伦敦举行，若能达成双方都满意的协议，将提振市场情绪，改善经济发展预期；二是，过去两个月的数据表明，当前关税水平尚不足以导致美国经济发生衰退，后续重点关注关税谈判进展和“大美丽法案”能否通过参议院；三是，俄乌局势短期难以看到实质性的改善、伊朗核协议存在较大分歧，表明当前的地缘政治局势仍然复杂，对大宗商品存在扰动。

02

PART TWO

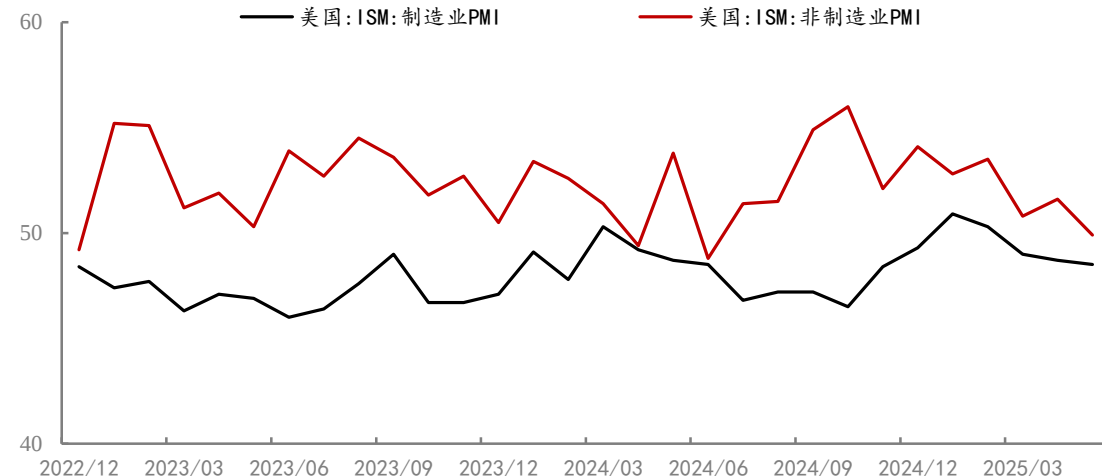
海外形势分析



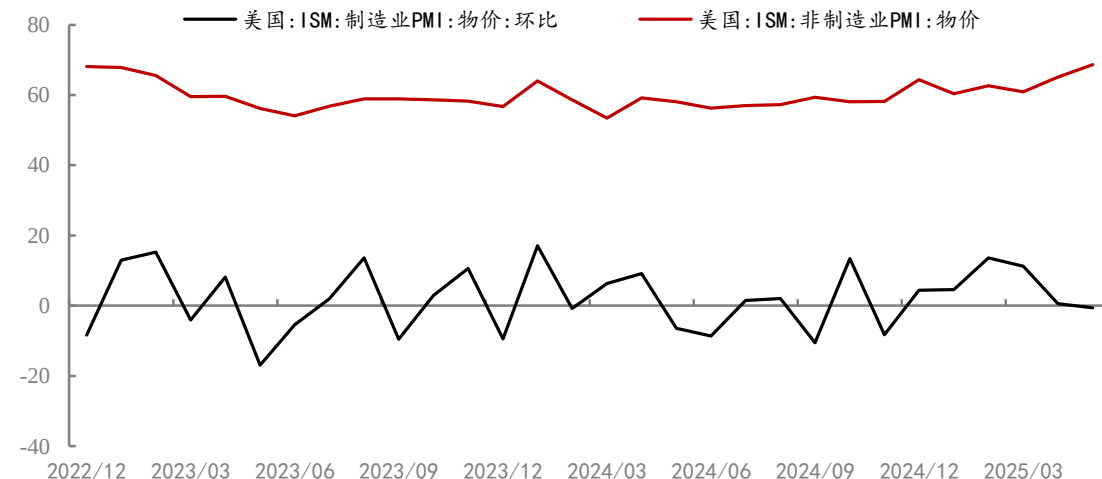
1.1、美国ISM制造业PMI连续三月萎缩

- 当地时间6月2日，根据美国供应管理协会（ISM）发布的官方数据，美国5月ISM制造业PMI指数为48.5，不及预期和前值。订单量连续第四个月萎缩，进口指数创2009年以来新低，出口指数创五年新低，物价支付指数仍高企。
- 5月美国ISM制造业PMI连续第三个月萎缩，创2023年11月以来新低，凸显行业整体动能持续弱化。核心矛盾集中于三个方面：一是，全球供应链遭遇历史性冲击。进口指数单月暴跌7.2点至39.9，创2009年金融危机后最低水平，而出口指数同步跌至五年谷底。这一断崖式下滑直接印证了特朗普政府关税政策的破坏性影响——对比今年年初企业“抢进口”行为，当前进口收缩反映贸易商已转向防御性策略。供应链紊乱进一步体现为供应商交付指数攀升至2022年6月以来峰值，采购经理面临空前交付延迟困境；二是，滞胀风险实质性升温。需求端持续恶化，新订单指数连续第四个月萎缩，但积压订单降幅收窄至2022年9月以来最缓，暗示生产活动被动放缓。与此同时，成本压力顽固高企，物价支付指数仅微降至69.4，连续6个月位于65上方，表明原材料涨价持续挤压中下游利润空间。这种“弱需求+高成本”组合已触发典型滞胀信号，尤其对纸制品、木材等七个进口依赖型行业造成毁灭性打击，而石油、塑料等资源类行业因通胀传导受益逆势扩张；三是，数据背离揭示深层隐忧。标普全球公布的美国5月制造业PMI终值虽升至52.0，但增长主要由企业“恐慌性补库”驱动。
- 另外，当地时间6月4日，ISM公布的数据显示，美国5月ISM服务业PMI指数49.9，大幅不及预期的52，4月前值为51.6，将近一年来首次陷入萎缩。其中，新订单指标大幅下跌5.9点，为2024年6月以来最大降幅，支付价格指数跳升至68.7，为2022年11月以来最高。ISM服务业PMI指数萎缩主要反映服务业企业普遍面临的不确定性，企业倾向于推迟或减少订单，直到关税影响更加明确。

美国:ISM:PMI指数



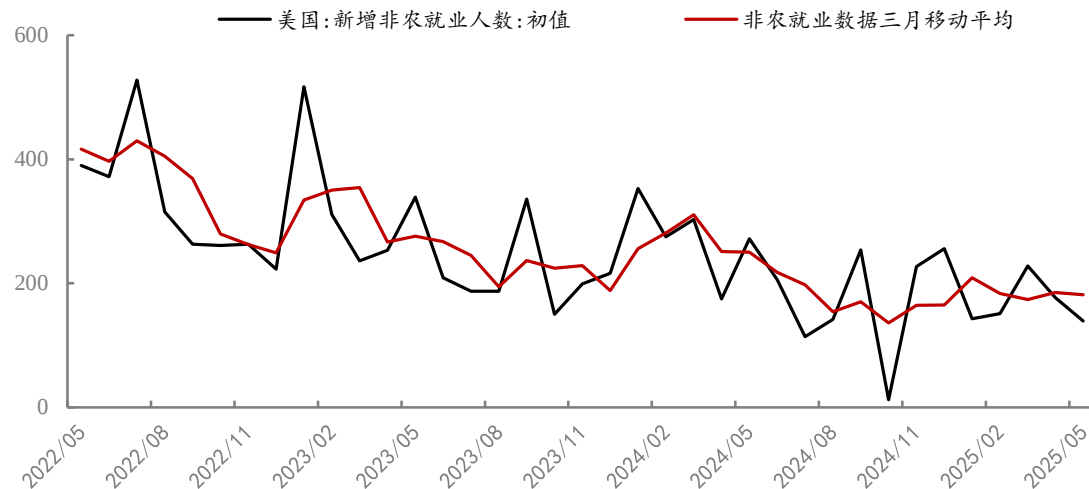
美国:ISM:非制造业PMI:物价



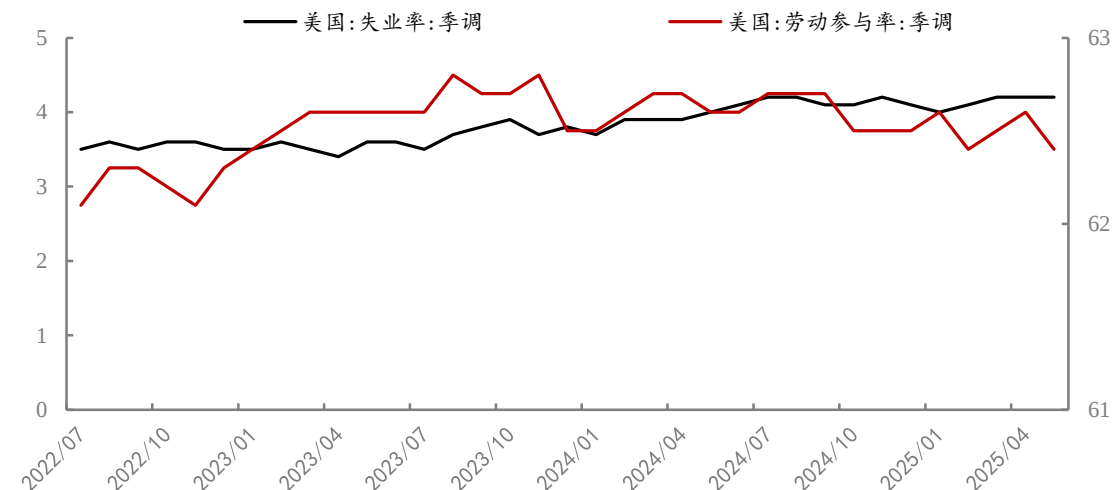
1.2、美国非农就业数据好于预期

- 根据美国劳工部6月6日公布数据，新增非农就业13.9万人，预期13.0万人，前值由17.7万人修正为14.7万人；5月失业率4.2%，预期4.2%，前值4.2%；平均时薪同比升3.9%，预期升3.7%，前值由升3.8%修正至升3.9%。
- 1) 新增非农就业略超市场预期。5月新增非农13.9万人，高于预期的12.6万人。趋势上看，近3个月平均新增就业13.53万人，较2024年底已经有较大幅度下行；结构上看，私人服务新增就业贡献了5月新增就业的全部，其中运输仓储业、休闲和酒店业就业上升较多，政府部门就业录得负值。虽然5月非农数据相对较好，但3、4月就业数据的再度大幅下修，可能意味着5月数据也将面临不小的下修，就业市场总体或并未超过预期。
- 2) 劳动参与率下行较多、失业率、永久性失业占比基本稳定。失业率虽然在劳动参与率下行时保持相对平稳，但总体仍处于缓慢上行的趋势中，值得我们持续关注。再来看失业率成因，相较于4月，5月首次就业者、再就业者占比有所上升，离职者、完成临时工作占比有所下降。此外，因经济原因从事兼职工作的人员数量再度下滑。5月永久性失业者占比基本平稳，可能显示企业倾向于稳住现有员工，以应对后续的不确定性。
- 3) 劳动力市场供需关系压力边际上行。从JOLTS数据来看，4月份职位空缺数为739.1万人，较3月上升约19.1万人，职位空缺率为4.4%，目前每个求职者对应约1.02个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际上行。同时，职工主动离职率录得2.0%、解雇裁员率录得1.3%，主动离职率与解雇裁员率走势分化，我们认为，可能是在不确定性较高的4月，企业选择加大裁员力度，而员工则选择减少离职。
- 4) 美国就业数据仍有隐忧，美联储或将保持观望。由于关税潜在的通胀作用，非农就业数据的平稳，在劳动力市场没有出现较大下行压力的情况下，其大概率将会继续观望，6月FOMC会议上美联储会保持现有的利率水平不变。基准情形下，美联储或将于4季度开启降息，全年降息1-2次，降息幅度则有可能超过25bp。

新增非农就业人数（单位：千人）



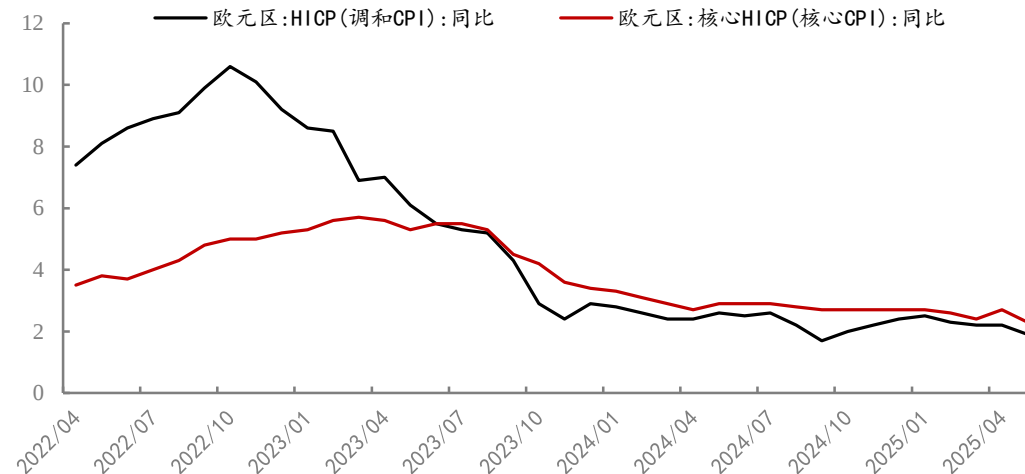
美国:失业率:季调



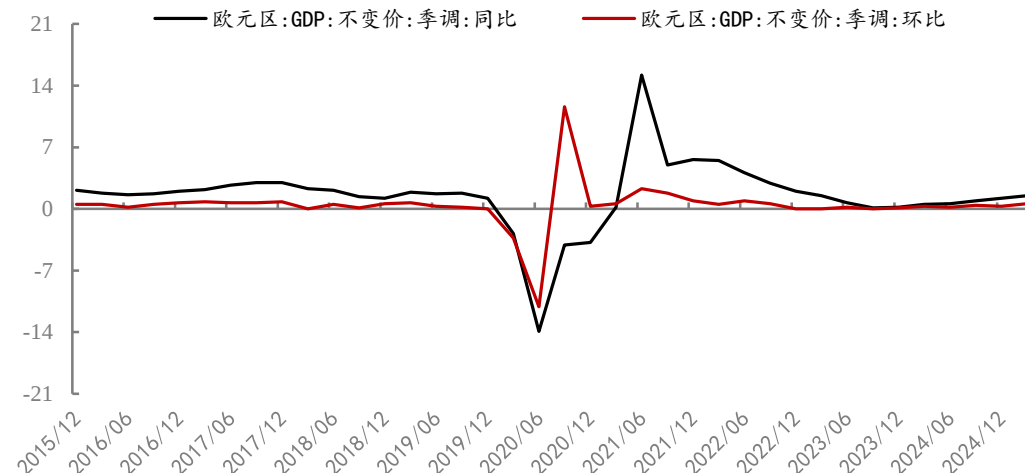
2.1、欧元区：5月通胀超预期回落

- 当地时间6月3日，欧盟统计局公布数据显示，欧元区5月调和CPI同比初值为1.9%，为八个月来首次低于欧央行2%目标水平，也是2021年中期以来仅有的第二次，且略低于预期2%和前值2.2%。环比初值0%，持平预期，前值为0.6%。
- 1) 欧元区5月调和CPI同比初值降至1.9%，八个月来首次跌破欧央行2%目标，核心通胀同步降温至2.3%，其中服务业价格涨幅骤降至3.2%，成为拖累通胀的主因。这一变化部分受复活节时间错位影响，但更关键的是工资增长显著放缓，缓解了劳动密集型行业的成本压力。
- 2) 数据公布后，市场对欧央行6月5日降息25个基点的预期进一步巩固，欧元兑美元小幅走软至1.1408附近，且交易员押注年内或再降息一次。然而，政策路径的分歧与外部风险正在积聚。一方面，通胀超预期回落加剧了通缩担忧，部分分析师预测通胀率可能在2025年内持续低于目标，直至2026年才回升；另一方面，欧央行内部对后续行动的共识正在瓦解。鸽派主张延续宽松以支持疲软经济，而鹰派则警惕中期通胀风险，尤其是欧洲国防和基建支出激增、美国潜在关税冲击可能推高成本。贸易局势成为核心变量，若7月9日前美欧未能就关税问题达成协议，美国对欧盟商品的关税税率可能从10%飙升至50%，此举将重创欧元区出口并可能迫使欧央行扩大宽松。短期政策与长期风险的平衡愈发艰难。尽管失业率持稳于6.2%的历史低位，但2025年工资增幅预计低于2%目标所需水平体现薪资增长前景黯淡，而消费者通胀预期却逆势创14个月新高升至3.1%，凸显预期管理困境。

欧元区:HICP(调和CPI):同比 (单位: %)



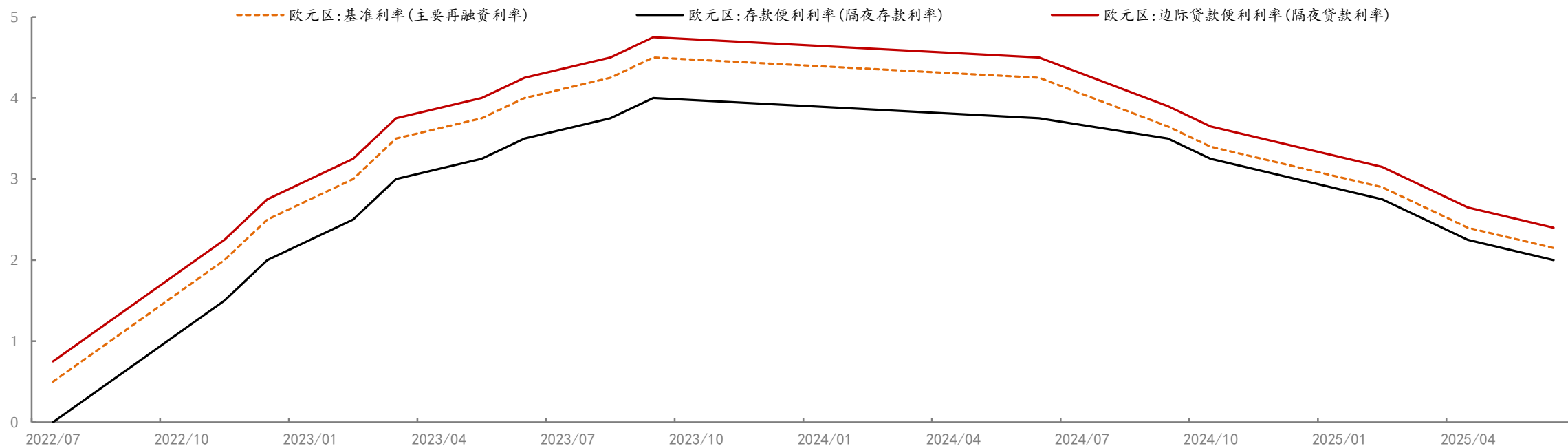
欧元区:GDP:不变价:季调:同比 (单位: %)



2.2、欧元区：欧央行如期降息25bp

- 当地时间6月5日，欧洲央行将三大关键利率下调25个基点，符合市场预期。其中，存款利率下调至2.0%，边际贷款利率下调至2.40%，主要再融资利率下调至2.15%，均符合市场预期。这是欧洲央行2024年6月以来的第八次降息。
- 经济预测方面，欧洲央行预计2025年GDP增速为0.9%，此前预计为0.9%，预计2026年GDP增速为1.1%，此前预计为1.2%，预计2027年GDP增速为1.3%，此前预计为1.3%；
- 通胀率预测方面，欧洲央行预计2025年通胀率为2%，此前预测为2.3%，预计2026年通胀率为1.6%，此前预测为1.9%，预计2027年通胀率为2%，此前预测为2%，预计2025年核心CPI增速为2.4%，此前预计为2.2%，预计2026年核心CPI增速为1.9%，此前预计为2.0%，预计2027年核心CPI增速为1.9%，此前预计为1.9%。
- 由于欧洲央行对通胀率的指引下调，市场对今年欧洲央行继续降息的预期升温。

欧元区三大政策利率



03

PART THREE

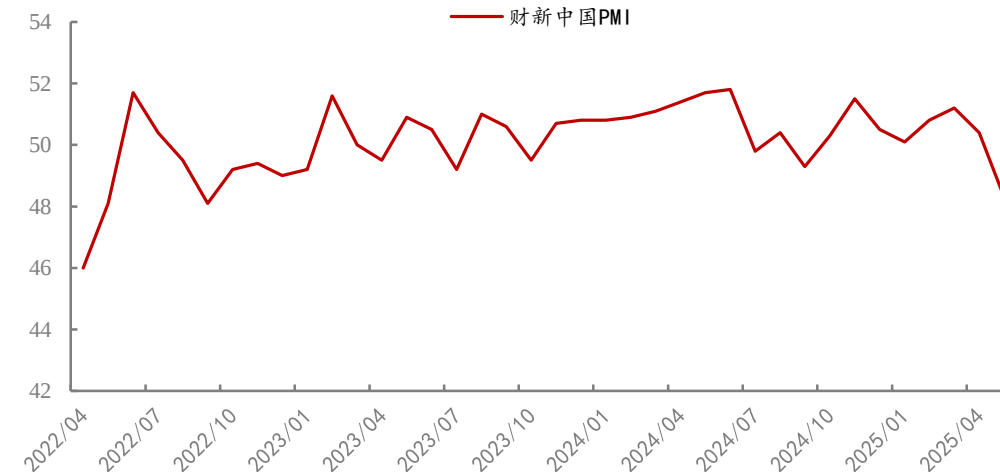
国内形势分析



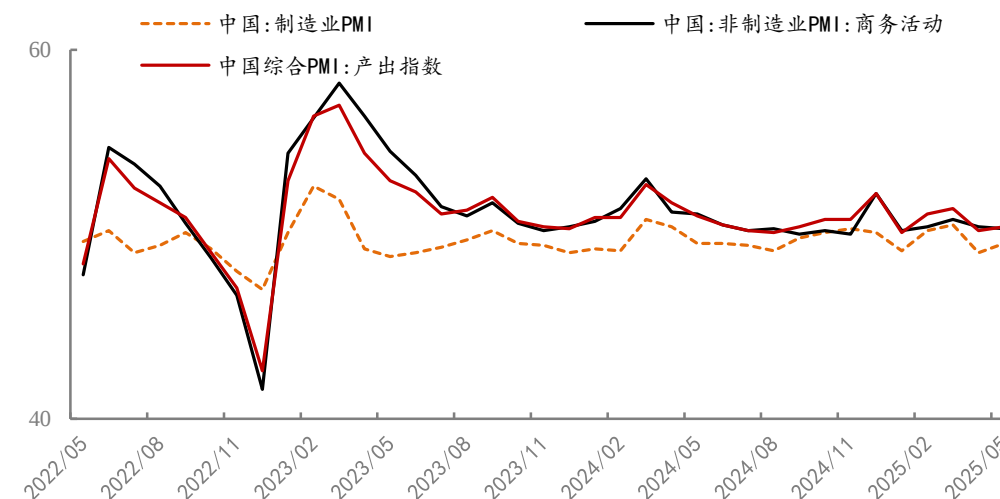
1、财新制造业5月PMI发出放缓信号

- 6月3日，标普全球公布的数据显示，中国5月财新制造业PMI 48.3，较4月前值（50.4）下降2.1个百分点，为2024年10月来首次跌至临界点以下；5日公布数据显示，5月财新服务业PMI录得51.1，较4月上升0.4个百分点。
- 5月财新中国制造业PMI 48.3，是近八个月来首次跌入收缩区间，且为2022年10月以来的指数最低值。从分项数据看，5月市场景气度转差，供给和需求均转为明显收缩。需求端，新订单指数跌至荣枯线以下，且为2022年10月来最低；生产端，生产指数亦结束了此前持续一年半的扩张，降至2022年12月以来最低。美国关税冲击导致的外需低迷或是供求收缩的重要原因，5月“抢出口”趋势或弱于特朗普1.0关税战的关税政策落地前的窗口期，新出口订单指数续刷新2023年8月以来最低点，其中投资品供需下降幅度较其他品类更加明显，进一步表明出口企业或因担心外需萎缩而削减设备更新和产能扩张。5月美国关税出现多次反转，企业家对未来发展的乐观情绪有所升温，生产经营预期指数继续位于扩张区间，并从4月该指数历史第三低值反弹近3个百分点。短期内中美关税边际缓和或对我国进出口形势改善形成支撑，但鉴于关税政策仍存在较高不确定性，后续仍可能对我国进出口贸易产生扰动。
- 此外，官方PMI生产指数止跌回升，而财新PMI生产指数下降，或表明在关税战期间大型企业风险偏好更高，当中美贸易摩擦阶段性缓和时更倾向于参与出口”。官方PMI数据也印证了这一情况，5月大型企业PMI回升至扩张区间，而中小型企业PMI已分别连续5个月和13个月处于收缩状态。
- 另外，5月财新服务业PMI数据与官方服务业PMI数据趋势一致，均显示服务业处于扩张区间，且经营扩张速度正在加快。从分项数据看，与制造业不同，服务业呈现出供需扩张加速态势。受节日假期消费及政策拉动等因素影响，服务业需求释放回暖信号。

财新中国PMI



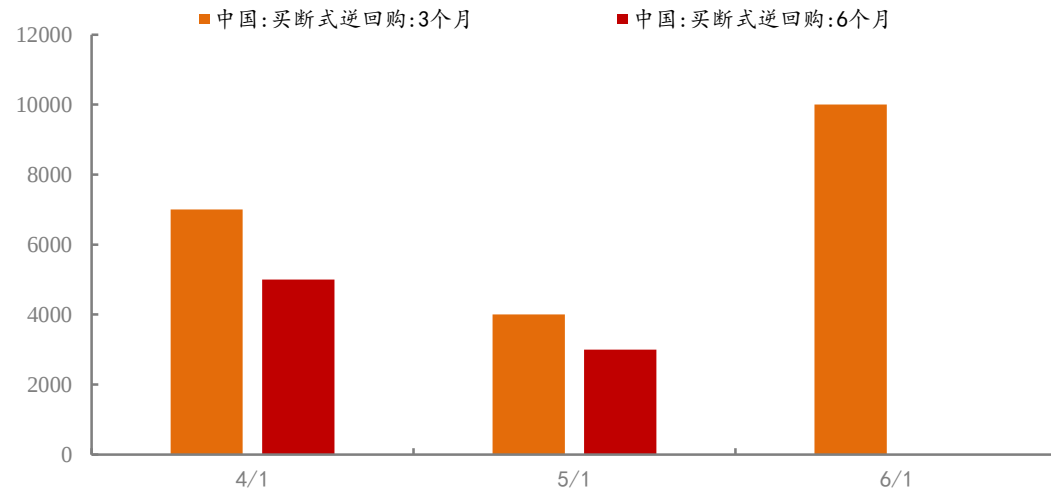
中国:制造业PMI



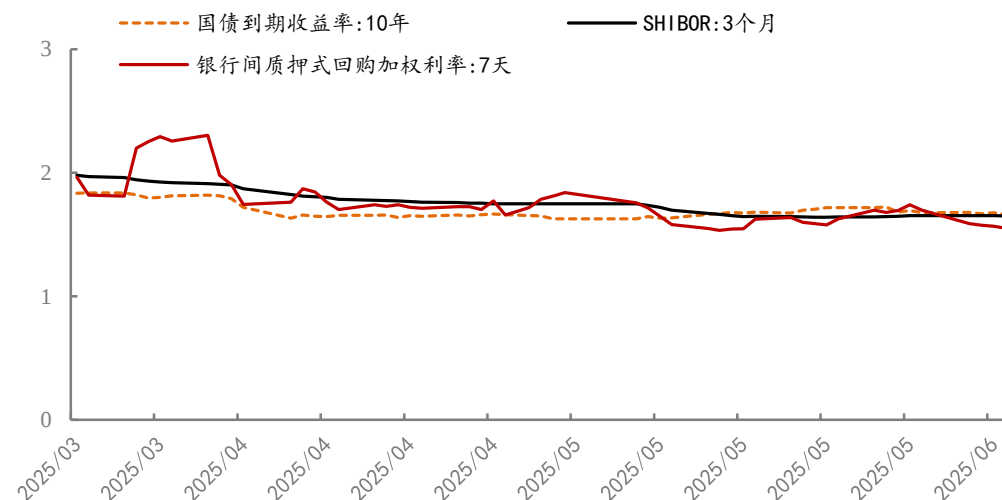
2、市场流动性有望保持合理充裕

- 6月4日，中证报头版文章报道，综合考虑内外部因素，业内人士认为，货币政策在“适度宽松”的方向上还有发力空间，中国人民银行将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏，保持流动性合理充裕。
- 当前国内流动性环境呈现“总量充裕、结构优化”的特征。2025年一季度M2同比增长7%，社会融资规模存量同比增长8.2%，显示基础货币投放保持相对合理节奏。5月降准释放1万亿元长期流动性，叠加MLF加量续作和买断式逆回购操作，央行通过“降准+中期工具+短期操作”的组合拳，构建了多层次流动性供给体系。5月，银行间市场利率中枢下移，DR007平均值较4月平均值下行14BP至1.6%，反映资金面整体宽松。当前央行动性管理正从“量价齐松”转向“精准滴灌”。结构性工具持续发力，5月7日整体结构性工具扩容1.1万亿元，其中包括新增5000亿元支持“两新”政策的科技创新和技术改造再贷款，新增3000亿元支农支小再贷款以支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放，新增5000亿元服务消费与养老再贷款以引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持，通过结构性工具引导资金流向实体经济薄弱环节，精准匹配经济转型升级的融资需求。
- 展望6月，虽然财政支出有望对资金面形成主要支撑，但是压力仍然存在，首先6月将发行6期附息国债、7期贴现国债和2只储蓄国债，此外，还将续发3只超长期特别国债和新发1只，虽然整体政府债预期到期规模较5月增加5564.9亿元，但整体政府债供给压力仍存，其次存款利率下调或引发的“存款搬家”效应，可能推升存单利率并加大银行中长期负债压力，这或成为央行可能在货币政策“适度宽松”的方向上继续发力的部分动因，通过持续为银行体系补充合理充裕流动性，保障信贷投放对经济回升向好的支持力度。
- 6月5日，央行发布公告称，将于6月6日以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展10000亿元买断式逆回购操作，期限为3个月(91天)。央行此举打破月末公告当月买断式逆回购操作惯例，于月初公告大规模买断式逆回购操作，或与近月银行同业存单到期规模持续处于高峰期有关。总体而言，下半年在央行的精准调控下，市场流动性有望保持合理充裕。

中国:买断式逆回购 (单位: 亿元)



市场利率走势 (单位: %)



- 6月3日，工业和信息化部党组书记、部长李乐成主持召开会议，从夯实产业基础、塑造应用优势、强化标准引领、壮大产业生态、统筹发展和安全五大方面系统部署人工智能与新型工业化融合发展路径，旨在通过战略协同与生态构建，推动制造业智能化转型，提升国际竞争力。
- 会议明确要从战略规划、政策标准、技术创新、场景应用、安全治理等多维度协同推进，具体来看：一是夯实产业基础，强化算力供给与行业大模型布局，完善数据集与软硬件适配；二是推动大模型在制造业场景落地，加速生产全流程智能化转型；三是分级分类制定标准，强化政府与市场协同；四是培育企业生态，支持中小企业创新，建设开源社区与财税激励体系；五是统筹发展与安全，加强技术攻关与伦理治理。
- 这一部署既是落实国家“人工智能+”战略的关键举措，也是应对全球工业竞争加剧的必然选择。从背景看，一方面，我国制造业面临资源约束趋紧、国际技术封锁等压力，亟需通过人工智能技术提升全要素生产率；另一方面，北京、广东等地已率先出台智能工厂补贴、算力基建扶持等政策，中央与地方形成政策联动效应。
- 此举或将在多层面产生影响，产业层面，人工智能将从单点应用转向全产业链渗透，推动制造业从规模竞争转向质量与效率竞争；经济层面，政策倾斜或将引导万亿级社会资本进入人工智能赛道，加速技术商业化进程，同时通过中小企业赋能培育新经济增长点；国际竞争层面，通过主导行业标准制定与开源生态建设，有望打破西方在工业软件、高端装备领域的技术垄断，重塑全球工业智能化规则。
- 同时，政策实行需要注意以下挑战：技术层面，工业场景对人工智能模型的可靠性、实时性要求极高，行业知识库缺失可能制约专用大模型落地；数据层面，跨企业数据共享机制尚未成熟，“数据孤岛”或延缓协同创新进程；伦理层面，生成式人工智能引发的知识产权争议、工业数据泄露风险需通过立法与监管跟进化解。
- 近年来，我国制造业高端化、智能化、绿色化水平显著提升，已培育421家国家智能制造示范工厂，建设超4000家5G工厂。重点工业企业数字化研发设计工具普及率已达到80.1%、关键工序数控化率达到62.9%。未来随着“人工智能+制造”行动逐步落地，有望改变我国工业发展范式,提高工业生产效率，为新型工业化带来新的活力。

04

PART FOUR

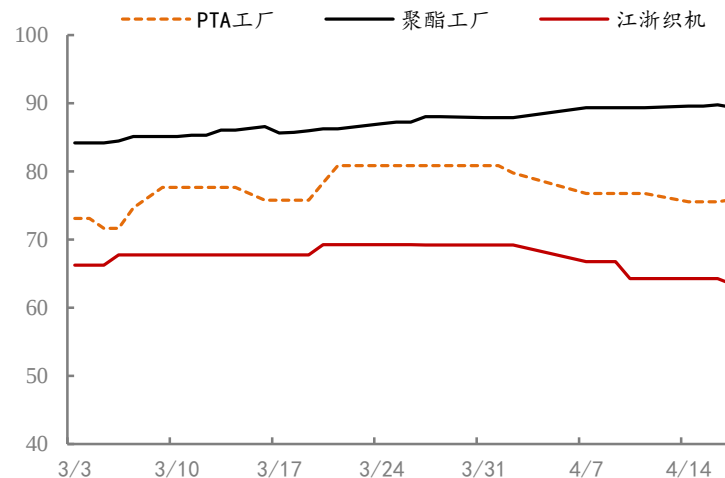
高频数据跟踪



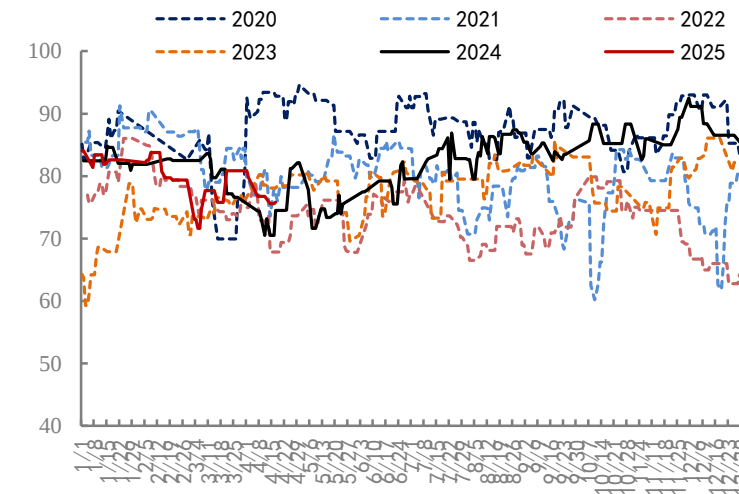
1、生产端：工业生产基本平稳

- 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6日，涤纶POY价格、PTA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83.54%。进入淡季，终端需求有所放缓。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需小幅改善，库存小幅去化。

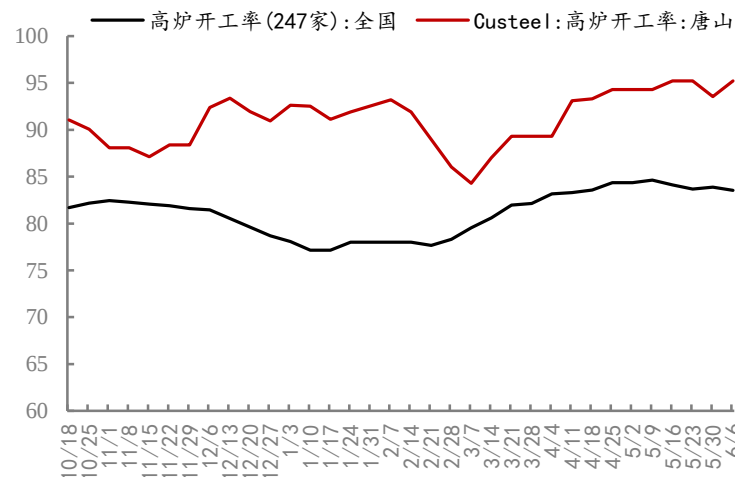
PTA产业链负荷率（单位：%）



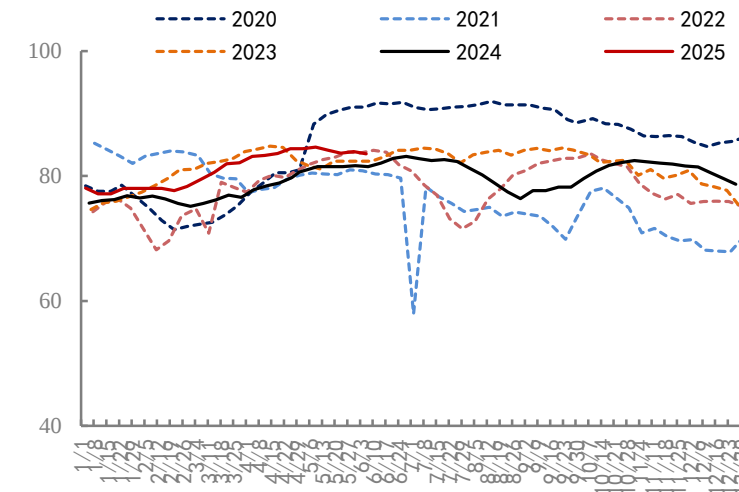
PTA工厂负荷率（单位：%）



高炉开工率（单位：%）



高炉开工率(247家):全国（单位：%）

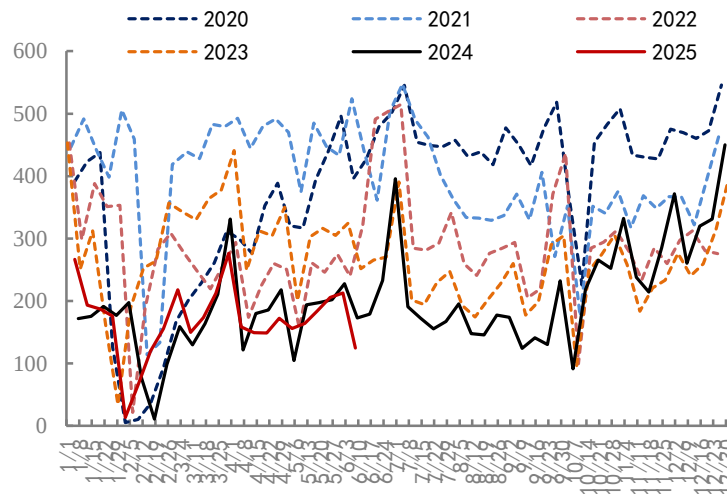


2、需求端：房地产销售周环比下降，乘用车零售同比增长

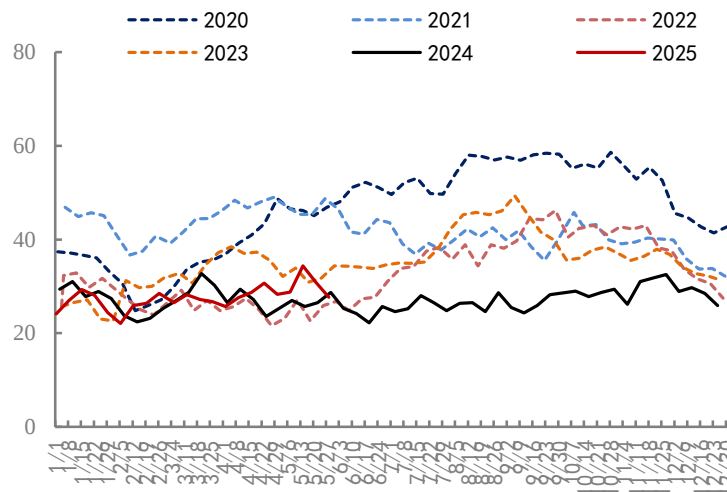
ITG 国贸期货

- 房地产销售周环比下降，乘用车日均零售销量同比增长。
- 房地产销售周环比下降。截至6月5日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比下降40.21%，一线城市成交面积周环比下降38.68%，二线城市成交面积周环比下降40.12%，三线城市成交面积周环比下降42.05%。
- 乘用车日均零售销量同比增长。5月第五周全国乘用车市场日均零售9.5万辆，同比去年5月同期增长6%，较上月同期下降7%。5月1-31日，全国乘用车市场零售193万辆，同比去年5月增长13%，较上月增长10%，今年以来累计零售880.2万辆，同比增长9%。

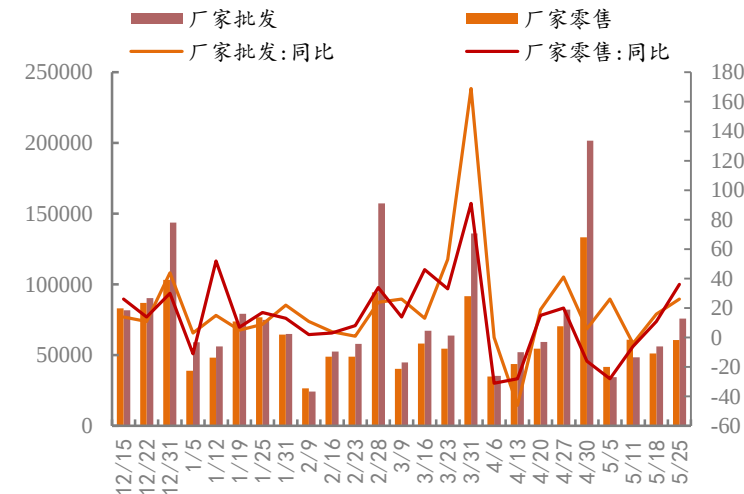
30大中城市:商品房成交面积 (单位: 万平方米)



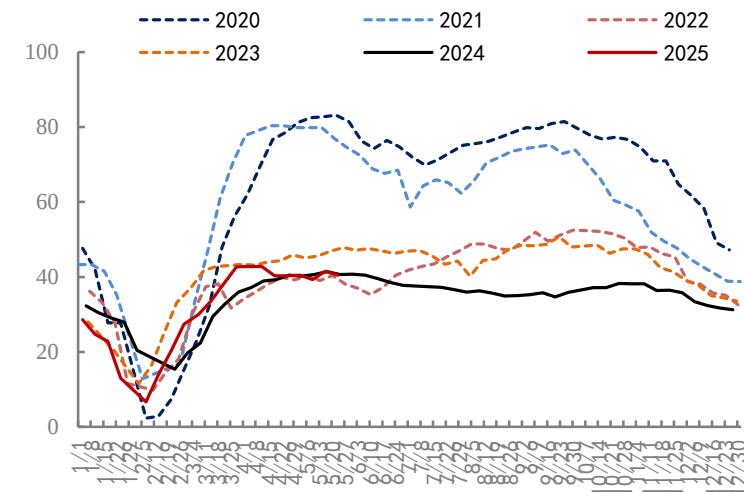
中国:开工率:石油沥青装置 (单位: %)



当周日均销量:乘用车 (单位: 辆, %)



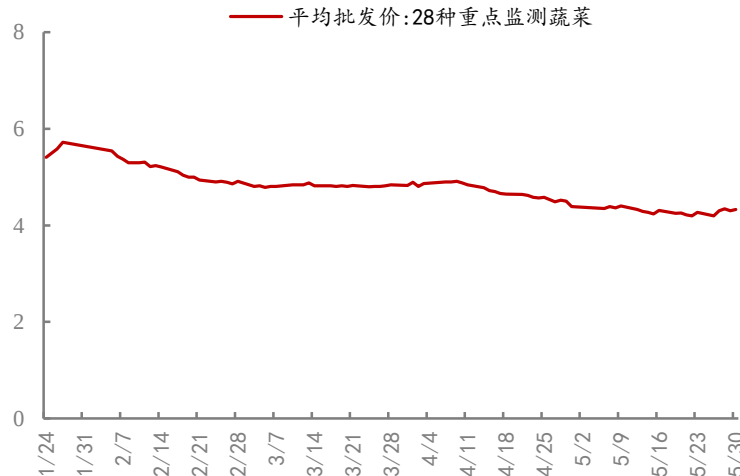
中国:发运率:水泥:当周值 (单位: %)



3、物价走势

- (1) 本周食品价格涨跌互现。本周（截至6月6日）蔬菜均价环比上涨1.31%，猪肉均价环比下跌0.80%，农产品批发价格200指数环比小幅下跌0.49%，水果价格环比上涨0.90%。

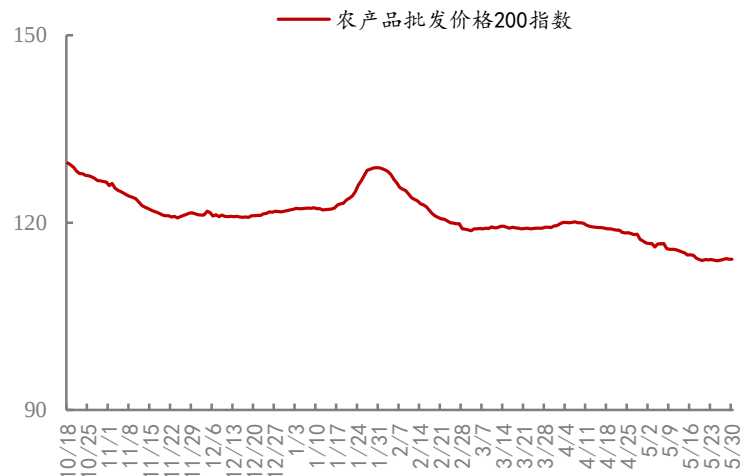
蔬菜价格（单位：元/公斤）



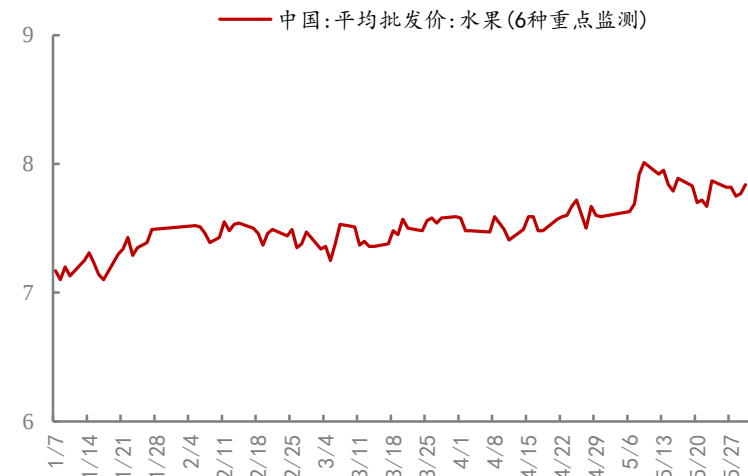
猪肉价格（单位：元/公斤）



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

