

市场情绪改善，商品市场或有所企稳

投资观点：

报告日期 2025-06-08

- **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。
- **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。

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

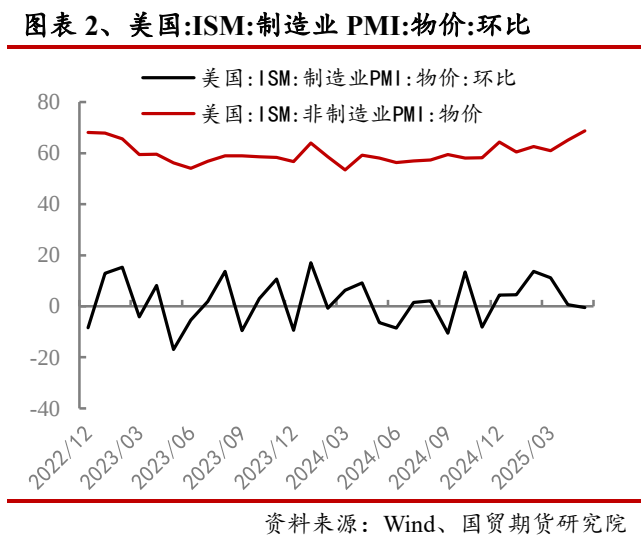
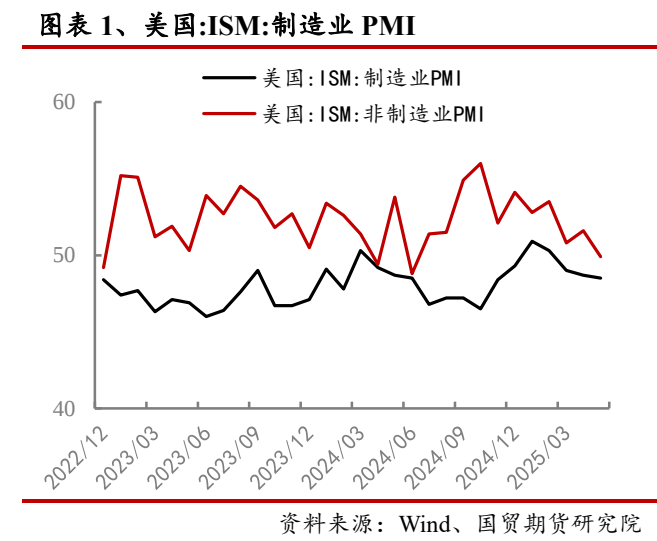
- 1、【ITF-宏观】多重因素扰动，商品市场或继续偏弱运行 20250602
- 2、【ITF-宏观】不确定性因素增多，大宗商品走势反复 20250525
- 3、【ITF-宏观】风险偏好改善，商品短期或有反弹 20250518
- 4、【ITF-宏观】商品或继续偏震荡运行，品种间走势分化 20250511

1 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。



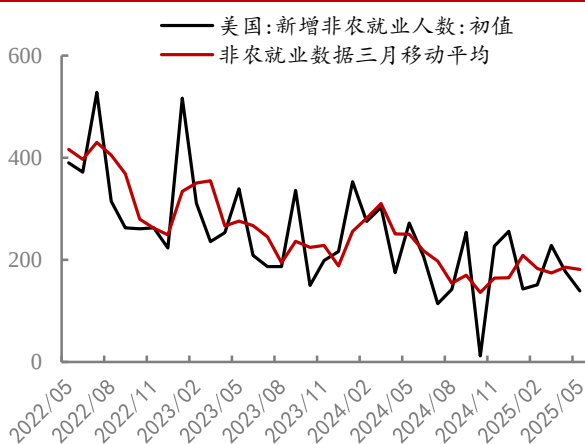
另外，当地时间 6 月 4 日，ISM 公布的数据显示，美国 5 月 ISM 服务业 PMI 指数 49.9，

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。

1.2、美国非农就业数据好于预期

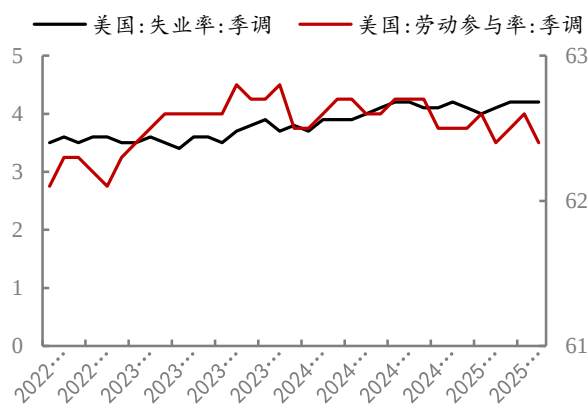
美国劳工部 6 月 6 日公布数据，新增非农就业 13.9 万人，预期 13.0 万人，前值由 17.7 万人修正为 14.7 万人；5 月失业率 4.2%，预期 4.2%，前值 4.2%；平均时薪同比升 3.9%，预期升 3.7%，前值由升 3.8%修正至升 3.9%。

图表 3、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 4、美国:失业率:季调



资料来源：Wind、国贸期货研究院

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。

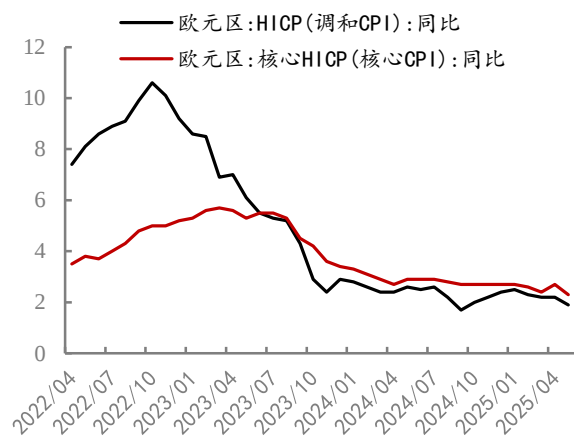
3) 劳动力市场供需关系压力边际上行。从 JOLTS 数据来看，4 月份职位空缺数为 739.1 万人，较 3 月上升约 19.1 万人，职位空缺率为 4.4%，目前每个求职者对应约 1.02 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际上行。同时，职工主动离职率录得 2.0%、解雇裁员率录得 1.3%，主动离职率与解雇裁员率走势分化，我们认为，可能是在不确定性较高的 4 月，企业选择加大裁员力度，而员工则选择减少离职。

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。

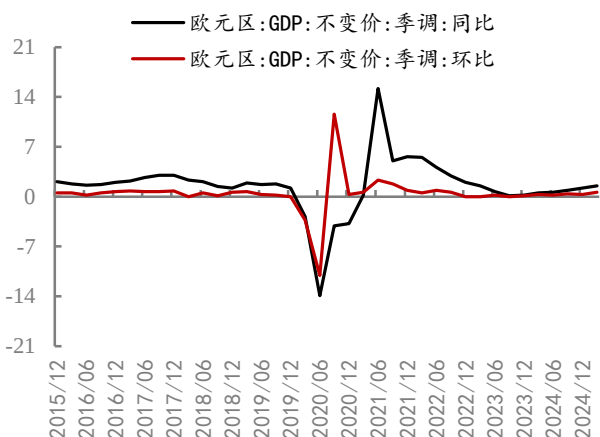
2.1、欧元区：5 月通胀超预期回落

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%。

图表 5、欧元区:HICP(调和 CPI):同比



图表 6、欧元区:GDP:不变价:季调:同比



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。

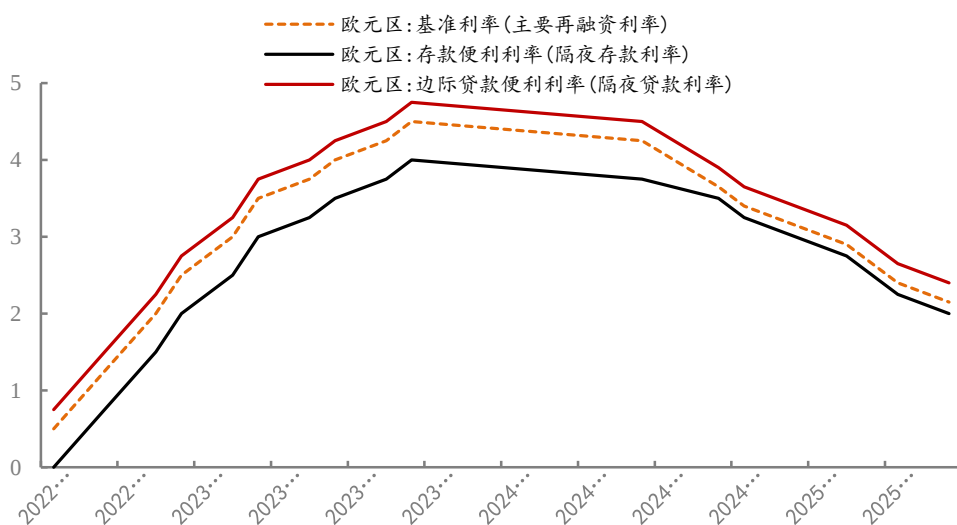
2) 数据公布后，市场对欧央行 6 月 5 日降息 25 个基点的预期进一步巩固，欧元兑美元小

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。

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。

图表 7、欧元区三大政策利率（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

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。

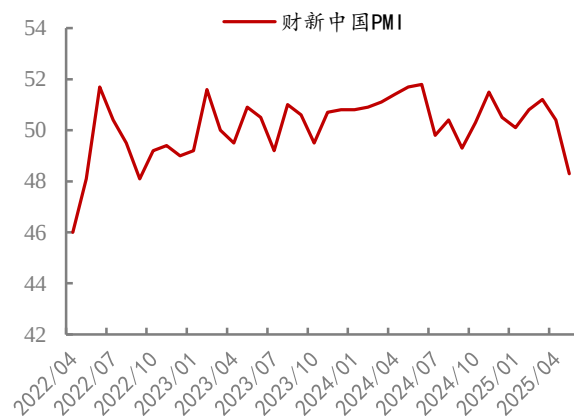
2 国内宏观形势分析

1.1 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。

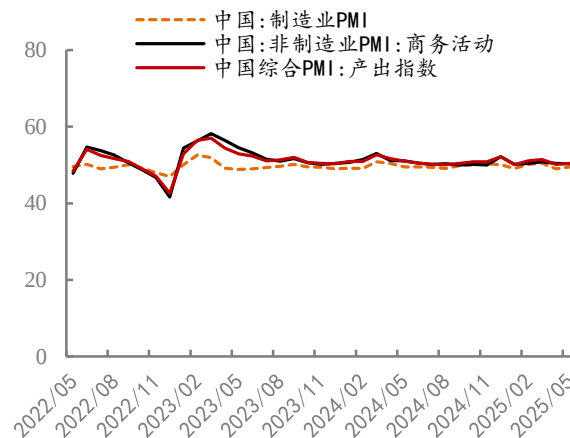
5 月财新中国制造业 PMI 48.3，是近八个月来首次跌入收缩区间，且为 2022 年 10 月以来的指数最低值。从分项数据看，5 月市场景气度转差，供给和需求均转为明显收缩。需求端，新订单指数跌至荣枯线以下，且为 2022 年 10 月来最低；生产端，生产指数亦结束了此前持续一年半的扩张，降至 2022 年 12 月以来最低。美国关税冲击导致的外需低迷或是供求收缩的重要原因，5 月“抢出口”趋势或弱于特朗普 1.0 关税战的关税政策落地前的窗口期，新出口订单指数续刷新 2023 年 8 月以来最低点，其中投资品供需下降幅度较其他品类更加明显，进一步表明出口企业或因担心外需萎缩而削减设备更新和产能扩张。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。

图表 8、财新中国 PMI



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 9、中国:制造业 PMI



资料来源：Wind、国贸期货研究院

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。

1.2 市场流动性有望保持合理充裕

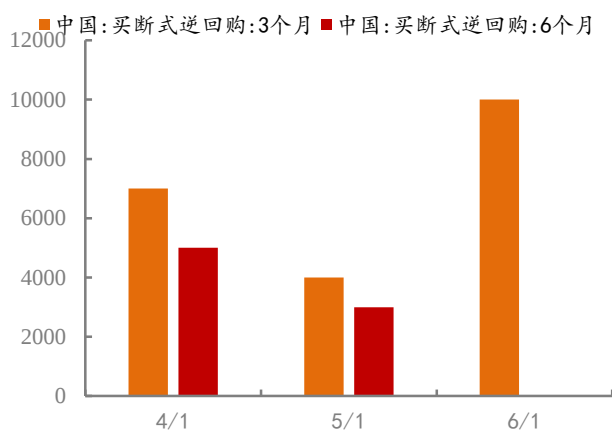
6 月 4 日，中证报头版文章报道，综合考虑内外部因素，业内人士认为，货币政策在“适度宽松”的方向上还有发力空间，中国人民银行将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏，保持流动性合理充裕。

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缓解，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价压力，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。

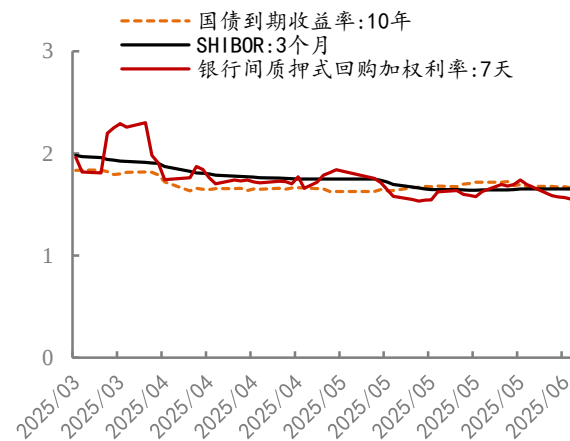
6月5日，央行发布公告称，将于6月6日以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展10000亿元买断式逆回购操作，期限为3个月(91天)。央行此举打破月末公告当月买断式逆回购操作惯例，于月初公告大规模买断式逆回购操作，或与近月银行同业存单到期规模持续处于高峰期有关。总体而言，下半年在央行的精准调控下，市场流动性有望保持合理充裕。

图表 10、中国:买断式逆回购（单位：亿元）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 11、市场利率走势（单位：%）



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