



2025 年 5 月 6 日

美国降息预期延后，国内制造业景气偏弱

核心观点

- 海外方面，美国一季度经济陷入负增长，“抢出口”导致的贸易逆差为主要拖累，消费支出腰斩，投资与库存为主要支撑项。4月非农新增就业超预期，建筑业带动商品部门改善，服务业边际趋弱，失业率持平于4.2%，时薪增速持续回落，指向服务通胀压力趋于可控。关税对就业市场的影响尚未显现。4月美国ISM PMI分化：制造业景气持续下行，供需双弱、用工收缩，关税推升成本导致价格加速上涨、订单积压、交付延迟与库存回升；服务业景气在3月大幅回落后反弹，价格指数创两年新高，就业收缩放缓，新订单回升。当前美国经济仍处于关税影响的观察期，“滞胀”预期传导至经济数据的实际恶化尚需时间。近期特朗普关税谈判缺乏实质进展，其宣布对电影加征100%关税的言论再度扰动市场情绪，贸易战已由制造业延伸至服务与文化产业。市场年内首次降息预期延后至7月，本周关注5月FOMC会议。
- 国内方面，4月制造业、非制造业景气双双走弱，关税扰动叠加高基数效应，制造业PMI录得49.0不及预期，供需双双回落，内外需均降温，价格指标大幅回落，产成品去库；4月建筑业、服务业景气回落，指向内需修复依旧偏弱。“五一”假期期间，全国跨区域人员流动量预计达14.2亿人次，同比增长约4.5%，但消费修复成色仍待进一步数据验证。本周关注国内4月物价、进出口、金融数据。
- 风险因素：特朗普关税谈判不及预期；国内政策及效果不及预期；海外经济超预期降温；国际地缘政治风险。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

一、海外宏观

1、“抢进口”下美国一季度 GDP 大幅降温

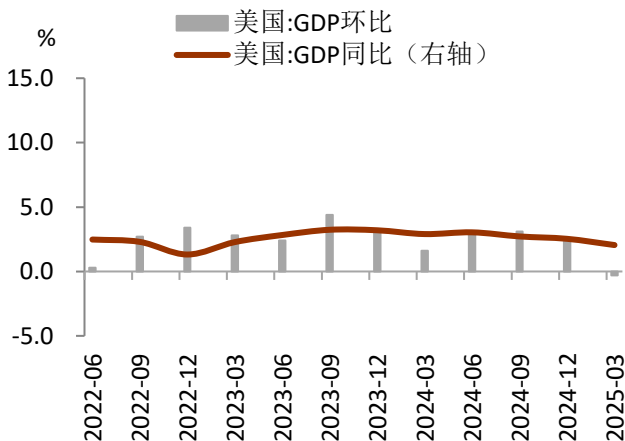
2025 年一季度美国经济负增长。美国一季度 GDP 环比折年率终值录得-0.3%，预期 0.3%，较四季度 2.4%大幅回落，远低于前两年约 3%的平均增长率；四季度核心 PCE 环比折年率终值录得 3.5%，预期 3.3%，前值 2.6%。“抢进口”导致美国一季度经济陷入萎缩、通胀上行，往后看 GDPNow 模型显示的二季度美国 GDP 环比折年率为 1.1%，关税政策扰动依旧是主线。

商品消费在一季度显著疲软。一季度个人消费对 GDP 的贡献从四季度 2.7%骤降至 1.21%。看细分项，商品消费主要受到耐用品消费的拖累而降温，而服务消费小幅降温。此外，政府消费与投资回落，其贡献从四季度 0.52%回落至-0.25%。

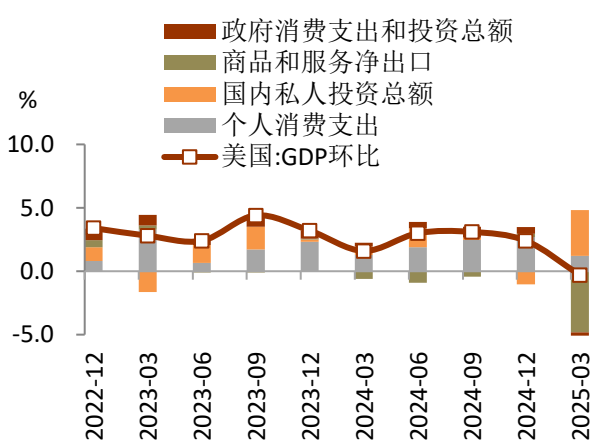
投资、库存分项走强。一季度固定投资对 GDP 贡献 3.6%，较四季度-1.03%显著回升，其中设备投资、知识产权投资为主要拉动项，地产投资增速小幅下降。此外，库存对 GDP 的贡献加大，从四季度的-0.84%大幅上升至 2.25%。

贸易逆差为一季度 GDP 最大拖累。一季度净出口对 GDP 的贡献从四季度 0.26%大幅回落至-4.83%，其中进口-5.03%、前值 0.27%，出口 0.19%、前值-0.01%，关税预期下美国私人部门抢进口、贸易逆差骤增带动 GDP 转负。

图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速



图表 2 GDP 环比贡献项



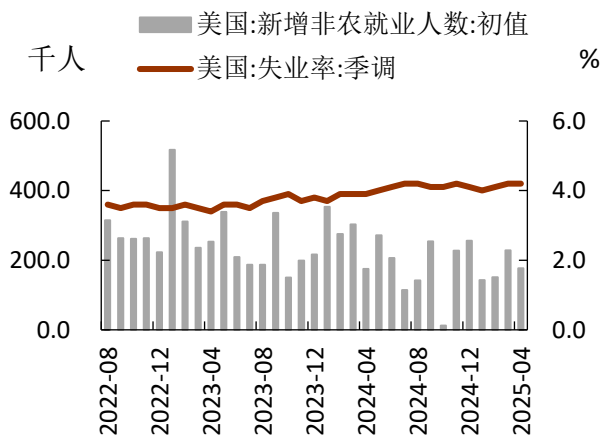
2、4 月新增非农就业超预期

美国 4 月新增非农就业 17.7 万人，预期 13.0 万人，前值 18.5 万人，2-3 月合计下修 5.8 万人；失业率录得 4.19%，预期 4.20%，前值 4.15%；劳动参与率录得 62.6%，高于预期与前值 62.5%；平均时薪同比 3.8%，预期 3.9%，前值 3.8%；平均时薪环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%。

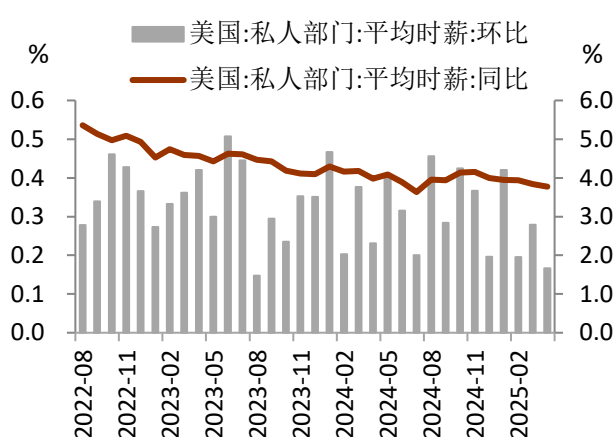
商品就业回升，服务业、政府部门就业小幅降温。4月商品部门新增就业1.1万人，前值-0.9万人，建筑业为主要拉动项；4月服务部门新增就业15.6万人，前值16.1万人，其中运输仓储、教育保健、商业服务为主要拉动项；4月政府部门新增就业1.0万人，较3月1.5万人小幅回落。

时薪增速环比走弱，服务业、商品部均有所降温。4月服务部门薪资环比增速从0.22%下行至0.20%，其中批发、零售、公共事业、金融、商业、休闲酒店薪资增速放缓，运输、信息业薪资增速加速。4月商品部门薪资环比增速从0.60%降至-0.05%，主要受到制造业的拖累，建筑业薪资增速上行。

图表3 新增非农就业和失业率



图表4 私人部门平均时薪增速



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、国内宏观

1、国内4月制造业景气不及预期

关税扰动叠加高基数，4月制造业PMI超预期走弱。4月中国制造业PMI录得49.0，预期49.8，前值50.5，制造业景气重回收缩区间，主要受前期制造业高基数叠加特朗普4月关税政策影响。从企业规模来看均有所降温，大型企业大幅回落2.0至51.2，中、小型企业制造业景气继续回落至49.9、49.6收缩区间。

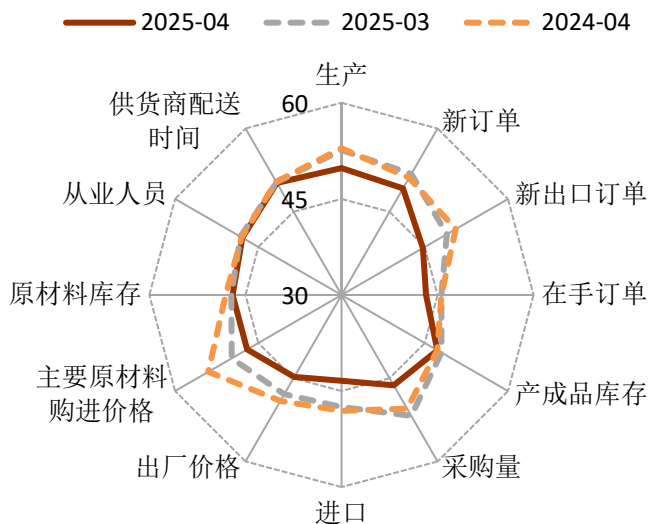
产需双双回落，内外需均降温。生产回落2.8至49.8，显著弱于往年同期，表明企业在特朗普超预期的对等关税及其多变的不确定性前放缓生产进度；新订单回落1.5至49.0至收缩区间；新出口订单回落4.3至44.7，外需降温对制造业的拖累较为显著。

价格指数大幅回落，产成品去库。库存方面，原材料库存回落至47.0，产成品库存回落0.7至47.3。价格方面，4月原材料购进价格回升2.8至47.0，出厂价格回落3.1至44.8，量价均弱下企业盈利尚在寻底。

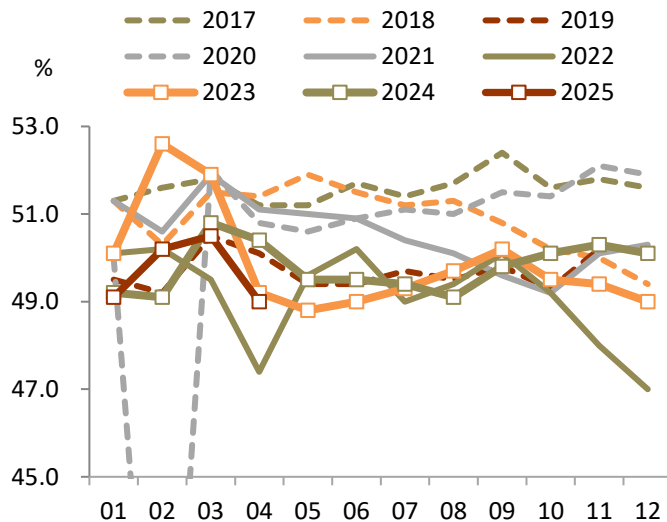
敬请参阅最后一页免责声明

建筑业、服务业景气回落，内需依旧偏弱。非制造业方面，4月服务业PMI为50.1，前值50.3，弱于往年同期，其中航空、电信、互联网、保险景气较高，水运与资本市场回落至荣枯线下。建筑业PMI为51.9，前值53.4，处于历年同期最低水平，主要受地产施工较慢拖累。

图表7 制造业 PMI 主要分项指标

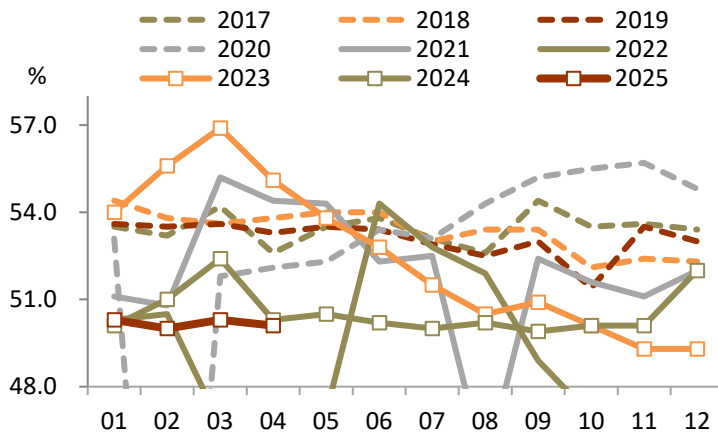


图表8 历年各月制造业 PMI

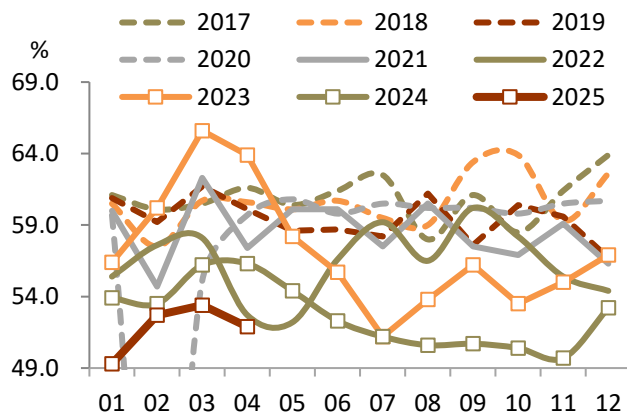


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表9 历年各月服务业 PMI



图表10 历年各月建筑业 PMI



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、大类资产表现

1、权益

图表 11 权益市场表现

	指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
A股	万得全A	4956.08		0.00	0.00	-1.31
	上证指数	3279.03		-0.49	0.00	-2.17
	深证成指	9899.82		-0.17	0.00	-4.94
	创业板指	1948.03		0.04	0.00	-9.04
	上证50	2633.16		-0.59	0.00	-1.92
	沪深300	3770.57		-0.43	0.00	-4.18
	中证500	5631.82		0.08	0.00	-1.64
	中证1000	5950.12		0.18	0.00	-0.13
	科创50	1012.42		0.78	0.00	2.37
	恒生指数	22504.68		2.38	1.74	12.19
港股	恒生科技	5244.06		5.24	3.08	17.37
	恒生中国企业指数	8231.04		1.86	1.92	12.91
	道琼斯工业指数	41317.43		3.00	1.59	-2.88
海外	纳斯达克指数	17977.73		3.42	3.05	-6.90
	标普500	5686.67		2.92	2.11	-3.31
	英国富时100	8596.35		2.15	1.19	5.18
	法国CAC40	7770.48		3.11	2.33	5.28
	德国DAX	23086.65		3.80	3.77	17.26
	日经225	36830.69		3.15	2.18	-7.68
	韩国综指	2559.79		0.53	0.12	6.68

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、债券

图表 12 债券市场表现

	指标	现价 (%)	上周走势	上周涨跌幅 (BP)	本月涨跌幅 (BP)	年初至今涨跌幅 (BP)
国内	1年期国债收益率	1.46		0.92	0.00	35.22
	2年期国债收益率	1.45		-3.76	0.00	28.50
	5年期国债收益率	1.51		-3.99	0.00	9.20
	10年期国债收益率	1.63		-3.25	0.00	-4.53
	10Y-1Y国债期限利差	0.17		-4.17	0.00	-39.75
	SHIBOR (7天)	1.76		12.40	0.00	-20.40
	DR007	1.80		16.28	0.00	-18.26
	2年期美债收益率	3.83		9.00	23.00	-42.00
海外	5年期美债收益率	3.92		4.00	20.00	-46.00
	10年期美债收益率	4.33		4.00	16.00	-25.00
	10Y-2Y美债期限利差	0.50		-5.00	-7.00	17.00
	10年期德债收益率	2.46		-2.00	0.00	7.00
	10年期法债收益率	3.24		5.30	7.50	4.60
	10年期意债收益率	3.63		4.80	6.50	10.90
	10年期日债收益率	1.29		-5.60	-3.90	18.00

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品

图表 13 商品市场表现

指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
南华商品指数	2,407.42		-1.85	0.00	-3.57
CRB商品指数	290.30		-2.73	0.53	-2.16
沪铜	77,220.00		-0.54	-0.43	4.63
上海螺纹钢	3,096.00		-0.45	0.00	-6.52
COMEX黄金	3,247.40		-1.55	-2.16	22.96
COMEX白银	32.18		-2.51	-1.97	10.05
WTI原油	58.38		-7.36	0.29	-18.60
ICE布油	61.45		-6.61	0.64	-17.67
LME铜	9,365.50		0.06	2.64	6.81
LME铝	2,431.50		-0.25	1.33	-4.70
CBOT豆粕	296.90		-0.54	-0.37	-6.31

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇

图表 14 外汇市场表现

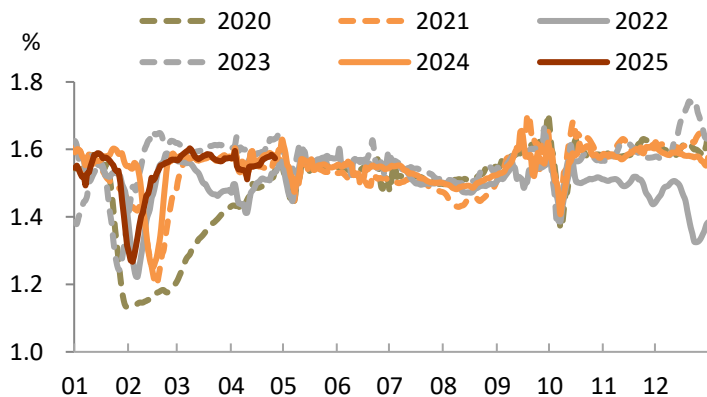
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.2632		-0.27	0.00	-0.49
美元兑离岸人民币	7.2113		-1.06	-0.79	-1.71
欧元兑人民币	8.2569		-0.37	0.00	8.54
英镑兑人民币	9.7087		0.23	0.00	5.94
日元兑人民币	5.0816		-0.05	0.00	8.76
美元指数	100.0424		0.46	0.40	-7.78

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

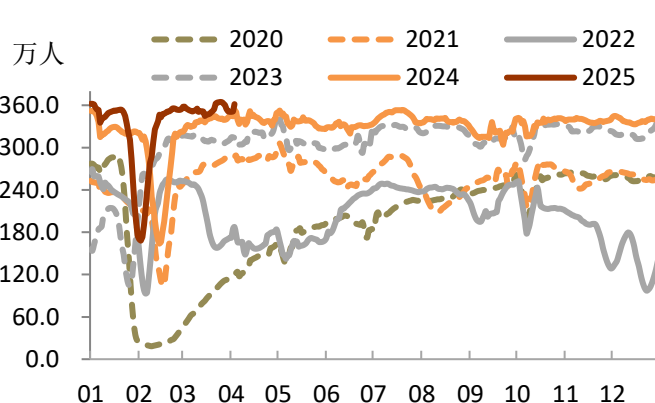
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 15 百城拥堵指数

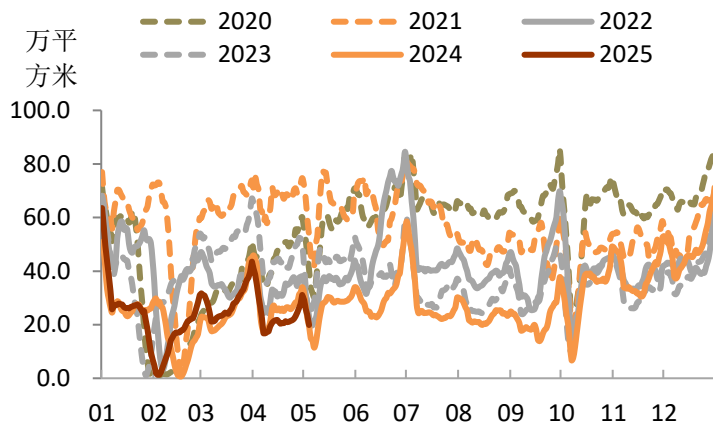


图表 16 23 城地铁客运量

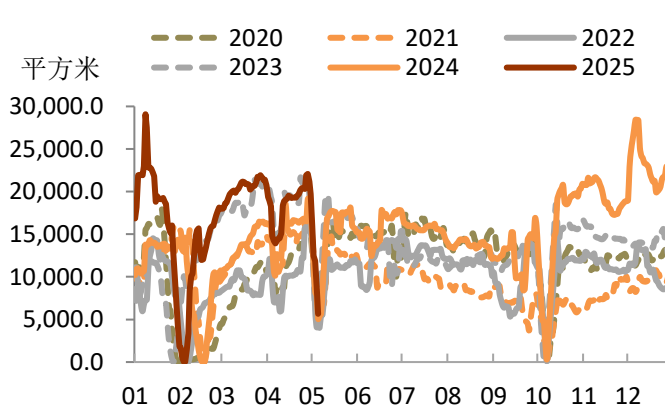


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 30 城商品房成交面积



图表 18 12 城二手房成交面积

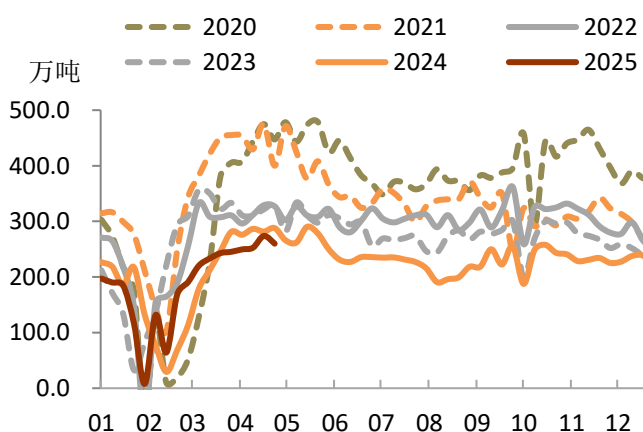


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 乘用车销量



图表 20 螺纹钢表观消费量



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

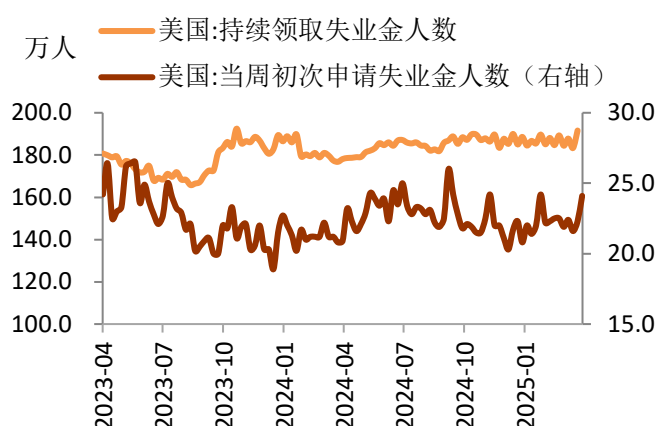
敬请参阅最后一页免责声明

2、海外

图表 21 红皮书商业零售销售

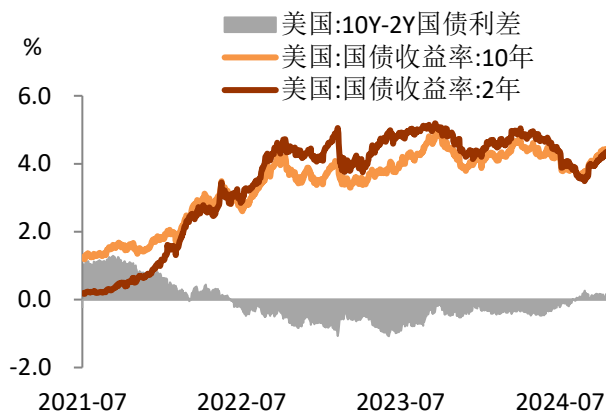


图表 22 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 23 美债利差倒挂幅度



图表 24 FedWatch 利率变动概率

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	97.3%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	29.4%	69.8%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	19.1%	55.3%	25.1%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	15.3%	47.8%	31.4%	5.2%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	9.0%	34.0%	38.3%	16.3%	2.2%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.4%	26.8%	37.1%	22.7%	6.3%	0.6%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	3.4%	17.0%	32.1%	29.6%	14.1%	3.3%	0.3%
2026/3/18	0.0%	0.0%	1.2%	7.9%	22.0%	31.3%	24.4%	10.5%	2.3%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.3%	2.7%	11.1%	24.1%	29.7%	21.3%	8.7%	1.8%	0.2%
2026/6/17	0.1%	1.0%	5.2%	14.9%	25.8%	27.3%	17.6%	6.7%	1.4%	0.1%
2026/7/29	0.2%	1.6%	6.6%	16.5%	26.0%	25.8%	16.0%	5.9%	1.2%	0.1%
2026/9/16	0.5%	2.7%	8.7%	18.5%	26.0%	23.8%	13.9%	4.9%	0.9%	0.1%
2026/10/28	0.5%	2.5%	8.2%	17.7%	25.4%	24.0%	14.7%	5.6%	1.3%	0.1%
2026/12/9	0.2%	1.4%	5.0%	12.4%	21.1%	24.8%	19.9%	10.7%	3.7%	0.8%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 25 彭博美国金融条件指数



图表 26 彭博欧元区金融条件指数



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

五、本周重要经济数据及事件

图表 27 重要经济数据及事件

日期	时间	数据	前值	预期
5月6日	9:45	中国4月财新服务业PMI	51.9	51.8
		中国4月财新综合PMI	51.8	-
	16:00	欧元区4月服务业PMI终值	49.7	49.7
		欧元区4月综合PMI终值	50.1	50.1
	17:00	欧元区3月PPI月率	0.2	-1.4
		欧元区3月PPI年率	3.0	2.5
	20:30	美国3月贸易帐(亿美元)	-1227.0	-1369.0
		美国3月出口(亿美元)	2785.0	-
		美国3月进口(亿美元)	4011.0	-
	20:55	美国至5月3日当周红皮书商业零售销售年率	6.1	-
	22:00	美国4月全球供应链压力指数	-0.2	-
5月7日	17:00	欧元区3月零售销售月率	0.3	0.0
		欧元区3月零售销售年率	2.3	1.6
5月8日	2:00	美国至5月7日美联储利率决定(上限)	4.5	4.5
		美国至5月7日美联储利率决定(下限)	4.3	4.3
	3:00	美国3月消费信贷(亿美元)	-8.1	110.0
	20:30	美国至5月3日当周初请失业金人数(万人)	24.1	23.1
	22:00	美国3月批发销售月率	2.4	-
	23:00	美国4月纽约联储1年通胀预期	3.6	-
5月9日	待定	中国4月以美元计算贸易帐(亿美元)	1026.4	855.0
		中国4月以美元计算出口年率	12.4	0.5
		中国4月以美元计算进口年率	-4.3	-6.0
		中国4月今年迄今新增人民币贷款(亿元)	97800.0	-
		中国4月今年迄今社会融资规模增量(亿元)	151800.0	-
		中国4月M2货币供应年率	7.0	7.2
5月10日	9:30	中国4月CPI年率	-0.1	-0.2
		中国4月CPI月率	-0.4	-
		中国4月PPI年率	-2.5	-
		中国4月PPI月率	-0.4	-

数据来源：金十数据，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。