

美国关税政策反复，国内PMI指数回升

国贸期货 宏观金融研究中心 2025-06-02

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	<p>本周国内大宗商品加速下跌，其中，工业品加速下跌，农产品小幅震荡。主因一是，特朗普关税政策反复（对欧盟关税政策反复，面对国内法院的挑战），市场避险情绪高涨；二是，国内内需不足问题依旧突出，尤其是房地产市场再度走弱，打击黑色系商品；三是，OPEC+或加快增产，打击油系商品。</p>
海外	<p>1) 美国关税政策面临法律挑战，美国国际贸易法院阻止了美国总统特朗普在4月2日“解放日”宣布的关税政策生效，并裁定特朗普越权。不过，美国联邦巡回上诉法院批准特朗普政府的请求，暂时搁置美国国际贸易法院此前做出的禁止执行特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》对多国加征关税措施的行政令的裁决。未来一段时间政策不确定性或将持续扰动市场。2) 美联储在官网发布了5月货币政策会议的纪要。纪要显示，美联储官员认为，未来几个月他们可能面临“艰难的权衡”，即通胀和失业率都在上升，而经济不确定性加剧证明谨慎的货币政策是适当的。由于美国关税政策不确定性依然存在，对经济的影响有待显现，短期内美联储或保持观望态势，目前预期美联储将在三季度继续降息。3) 日本央行行长植田和男在公开讲话中针对近期国债市场剧烈波动及食品价格飙升引发的通胀压力，重申中央行政政策立场。短期来看，由于日本国债市场波动剧烈，日本经济复苏脆弱性逐渐显现，日本央行短期加息概率较低。</p>
国内	<p>1) 5月制造业PMI指数有所回升，主要分项指标多数出现改善，主要原因是中美关税战出现缓和，进出口大幅改善，带动国内生产和需求回暖。不过，我们仍在看到内需不足的问题依旧突出，生产强于需求的结构性矛盾依旧存在，价格指数长期低迷表明经济运行的压力仍存。展望未来，尽管中美之间紧张的经贸关系有所缓和，但外部环境的不确定性将在较长的时间内持续存在、反复扰动。解决国内有效需求不足问题、解决低通胀问题，立足点仍在于全面扩大内需，而这亟待政策端进一步加码发力，预计货币政策将延续稳健宽松节奏，积极财政主要依靠节奏加快实现，后续或根据需要加码。2) 国家统计局公布数据显示，1-4月份，全国规模以上工业企业实现营业收入43.44万亿元，同比增长3.2%，增速较1-3月下降0.2个百分点；规模以上工业企业利润增长1.4%，较1-3月份加快0.6个百分点，延续恢复向好态势。</p>
大宗商品观点	<p>多重因素扰动，商品市场或继续偏弱运行。一是，国内PMI数据显示，尽管中美经贸关系缓和导致进出口大幅反弹，但是国内有效需求不足问题仍然突出，尤其是房地产市场再度走弱对经济的拖累仍然明显，传统商品（黑色系等）仍面临需求不足的问题，而新能源等新兴产业仍面临供大于求的局面，价格长期低迷打击市场情绪；二是，特朗普的关税政策再度生变，一方面对欧盟等经贸伙伴继续极限施压、对钢铝进一步提高关税；另一方面，援引IEEPA加征的对等关税、芬太尼关税面临法律挑战，后续前景不明，进一步加剧了市场所面临的不确定性风险；三是，OPEC+决定7月每日大幅增产41.1万桶，以夺回市场份额并惩罚超产成员国，这进一步加剧了未来原油供给过剩的担忧，打击油价并拖累大宗商品走势。</p>



02

PART TWO

海外形势分析



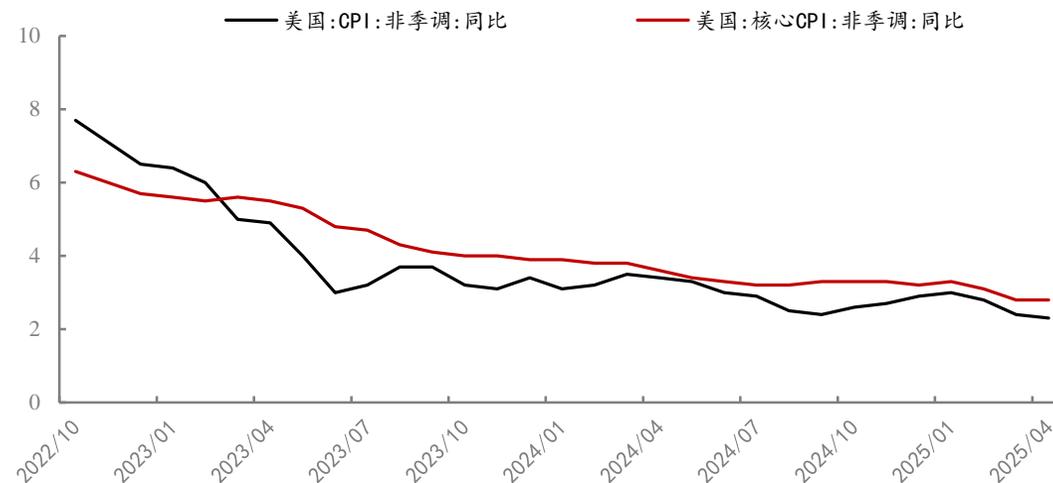
1.1、美国关税政策仍存在较大的不确定性

- 当地时间5月25日，美国总统特朗普表示，欧盟请求将关税谈判期限延长至7月9日，他已同意这一请求。当地时间5月28日，美国国际贸易法院阻止了美国总统特朗普在4月2日“解放日”宣布的关税政策生效，并裁定特朗普越权。当地时间5月29日，美国联邦巡回上诉法院批准特朗普政府的请求，暂时搁置美国国际贸易法院此前做出的禁止执行特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》对多国加征关税措施的行政令的裁决。
- 1) 特朗普政府的反复态度体现了其“极限施压”的谈判策略。通过释放关税威胁，美国试图迫使欧盟在关键领域作出单边让步，尤其是要求欧盟进一步向美企开放市场。然而，欧盟展现出罕见的强硬立场，一方面提出“零关税”框架提案试图重启对话，另一方面制定价值950亿欧元的反制清单，并通过加速产业转移向美方施压。未来谈判前景仍不明朗，欧盟内部已形成共识，要求“以合作对冲施压”，而美国中期选举临近，政策连贯性存疑。尽管延期至7月9日缓和了紧张局势，但双方在数字监管、产业补贴等议题上分歧难消。
- 2) 美国国际贸易法院裁定特朗普越权，阻止特朗普援引IEEPA实施的关税，包括4月2日对等关税以及针对中国的芬太尼关税。判决发布之后海关通常需要无条件服从。随后，特朗普政府立即提交了上诉。当地时间29日，美国联邦巡回上诉法院批准特朗普政府的请求，意味着至少到6月中旬，基于IEEPA征收的关税（10%基准关税、对等关税、芬太尼关税）暂时恢复了执行。这项裁决重申了美国法律是重要的，贸易决定不能由总统心血来潮做出。
- 对全球市场而言，美欧关税谈判边际缓和，以及美国国际贸易法院叫停关税，对于全球风险偏好或有所提振，但由于特朗普团队可能还会继续努力让关税政策落地，未来一段时间政策不确定性或将持续扰动市场，尤其此前已经开展了232调查的半导体、医药等行业关税。
- 此外，当地时间5月30日，美国总统特朗普表示，6月4日起，将把美国进口钢铁和铝的关税从目前的25%上调至50%。美国白宫当天在社交媒体上发布公告称，“为进一步保护美国钢铁行业免受外国和不公平竞争的影响，从下周起，美国进口钢铁关税将从25%提高至50%。”欧盟委员会发言人对此表示强烈遗憾，表示欧盟准备实施反制措施。加拿大业界也表示强烈反对，强调破坏钢铝跨境供应链对加拿大和美国都损失巨大。

1.2、美联储发布5月货币政策会议的纪要

- 当地时间5月29日，美联储在官网发布了5月货币政策会议的纪要。纪要显示，美联储官员认为，未来几个月他们可能面临“艰难的权衡”，即通胀和失业率都在上升，而经济不确定性加剧证明谨慎的货币政策是适当的。
- 会议纪要显示，政策制定者判断，自3月份的决议以来，失业率和通胀上升的风险都有所增加，这主要是因为特朗普关税政策引发的。这种情况可能会使美联储稳定物价和充分就业的目标相互矛盾，这将迫使委员们决定，是优先收紧货币政策来对抗通胀，还是通过降息来支持经济增长和就业。与会者一致认为，鉴于经济增长和劳动力市场依然稳固，且当前的货币政策适度紧缩，FOMC有条件等待通胀和经济活动前景更加明朗。此外，美联储决策者在会议纪要中暗示，他们担心关税大幅上调会推升价格，可能刺激通胀上行。
- 在5月的FOMC会议上，美联储连续第三次将联邦基金利率目标区间维持在4.25%-4.5%不变。4月份美国CPI同比上涨2.3%，较3月份的2.4%略有下降，是2021年2月份以来最低水平，关税的滞后影响尚未显现；4月美国新增非农就业大超预期，增长17.7万人，失业率持平于预期和前值为4.2%，劳动力市场依然较为稳健。由于美国关税政策不确定性依然存在，对经济的影响有待显现，短期内美联储或保持观望态势，目前预期美联储将在三季度继续降息。

美国通胀同比增速（单位：%）



美国:联邦基金目标利率（单位：%）



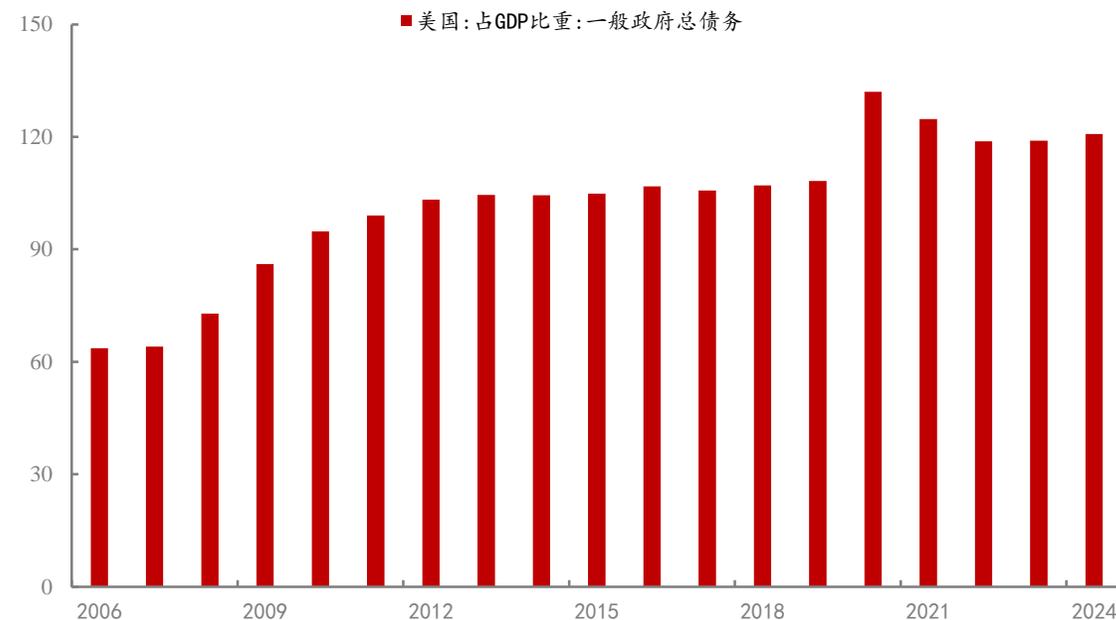
1.3、财政部削减短债发行规模

- 当地时间5月27日，美国财政部公布，计划于本周四发行750亿美元的四周期美国国债，较上次发行规模减少100亿美元。同时，期限为八周的国债发行规模也将较前次降低100亿美元，降至650亿美元，17周期的国债维持600亿美元的发行规模不变。当地时间29日，美国财政部完成了700亿美元5年期国债的拍卖，外国需求比例创下了历史上的最高水平。这是自2月以来首次削减短债发行，此举标志着债务上限僵局下的政府融资紧缩正式启动，财政部被迫通过压缩短期融资维持联邦运转。与此同时，17周期国债发行维持600亿规模不变，显示财政部正通过“缩短放长”策略为中长期债券发行腾挪空间。此举折射出在债务上限“硬约束”下，财政部被迫调整融资节奏以延缓现金耗尽风险。财政部长贝森特5月9日警告，若国会未在8月前提高或暂停债务上限，财政部将耗尽所有避免违约的“超常规措施”。

美国财政赤字



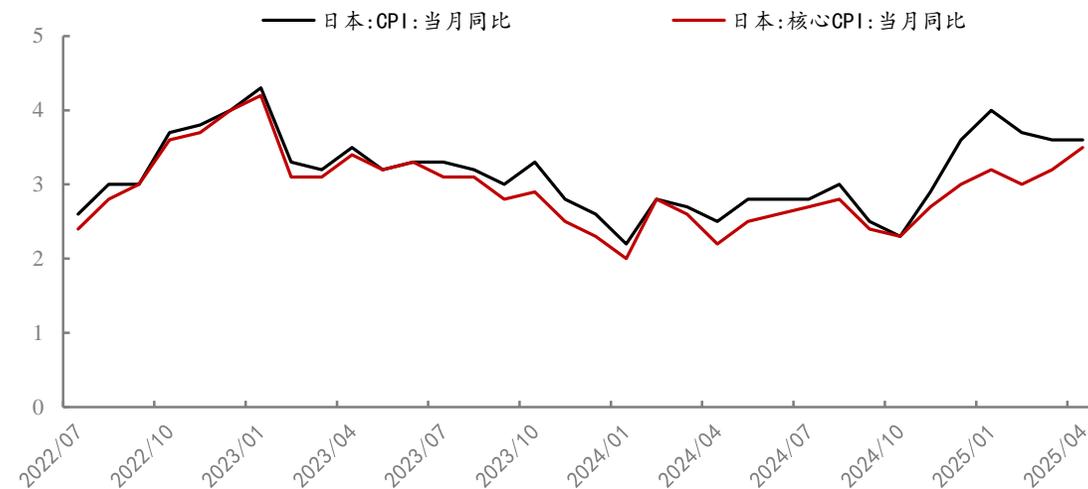
政府债务占GDP的比重



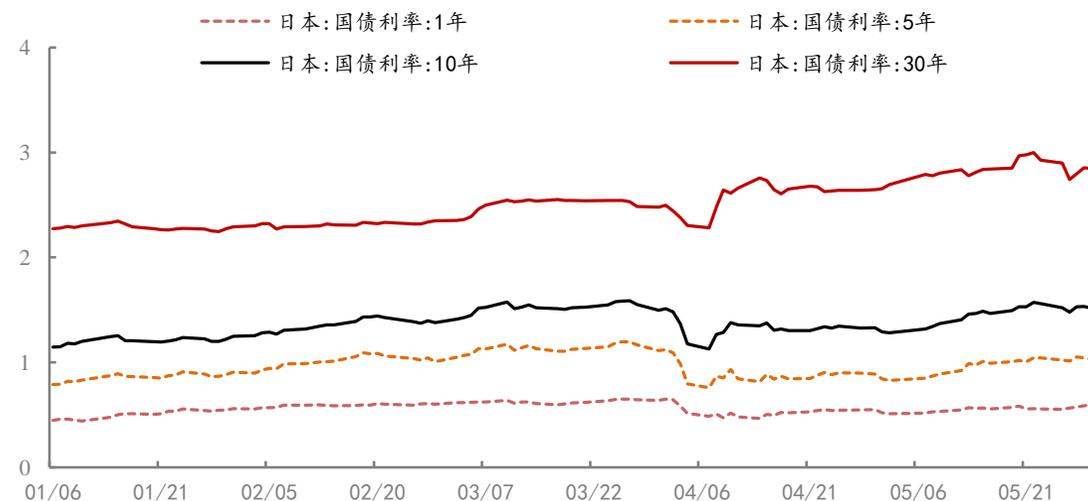
2、日本：植田和男释放政策转向谨慎信号

- 当地时间5月27日，日本央行行长植田和男在公开讲话中针对近期国债市场剧烈波动及食品价格飙升引发的通胀压力，重申央行政策立场。此次表态正值日本核心通胀率创两年新高升至3.5%，基础通胀率逼近央行2%目标的关键时点。
- 此次讲话释放出“接近通胀目标但政策转向谨慎”的复杂信号。植田和男坦言，当前日本通胀率已“比过去30年更接近2%目标”，但这一进展主要由食品价格驱动，大米同比暴涨90%，而非内需复苏或薪资增长支撑，结构性风险突出。他强调，传统通胀指标可能低估居民实际生活成本压力，且“没有完美数据能捕获潜在通胀全貌”，暗示食品价格失控可能引发长期通胀预期脱锚风险。面对市场对货币政策转向的猜测，植田重申政策调整将严格遵循“数据依赖”原则，若经济改善符合预期（如薪资增长持续），央行将逐步减少宽松力度，但需以“毫米级精度”推进，避免过早加息扼杀脆弱复苏。这一表态与上周日债市场剧烈波动形成呼应——30年期国债收益率一度飙升至1.8%，创历史新高，但植田未承诺直接干预，反而强调需优先“改善债券市场功能”，通过结构性改革应对财政刺激预期与全球利率上行压力。
- 当地时间5月28日，植田和男表示超长期债券收益率的大幅波动可能会影响期限较短债券收益率，中短期利率的变化对经济活动的影响要大于超长期收益率，这是因为公司和家庭持有的中短期债务比重较大，日本央行将仔细观察市场发展及其对经济的影响。同日，备受关注的日本40年期国债拍卖结果尘埃落定。拍卖结果显示，投标倍数为2.21，为2024年7月以来新低，最高得标收益率为3.1350%。尽管此次拍卖需求持续疲软，但仍好于上周被市场形容为“灾难性”的20年期国债拍卖表现。短期来看，由于日本国债市场波动剧烈，日本经济复苏脆弱性逐渐显现，日本央行短期加息概率较低。

日本通胀数据（单位：%）



日本:国债利率（单位：%）



03

PART THREE

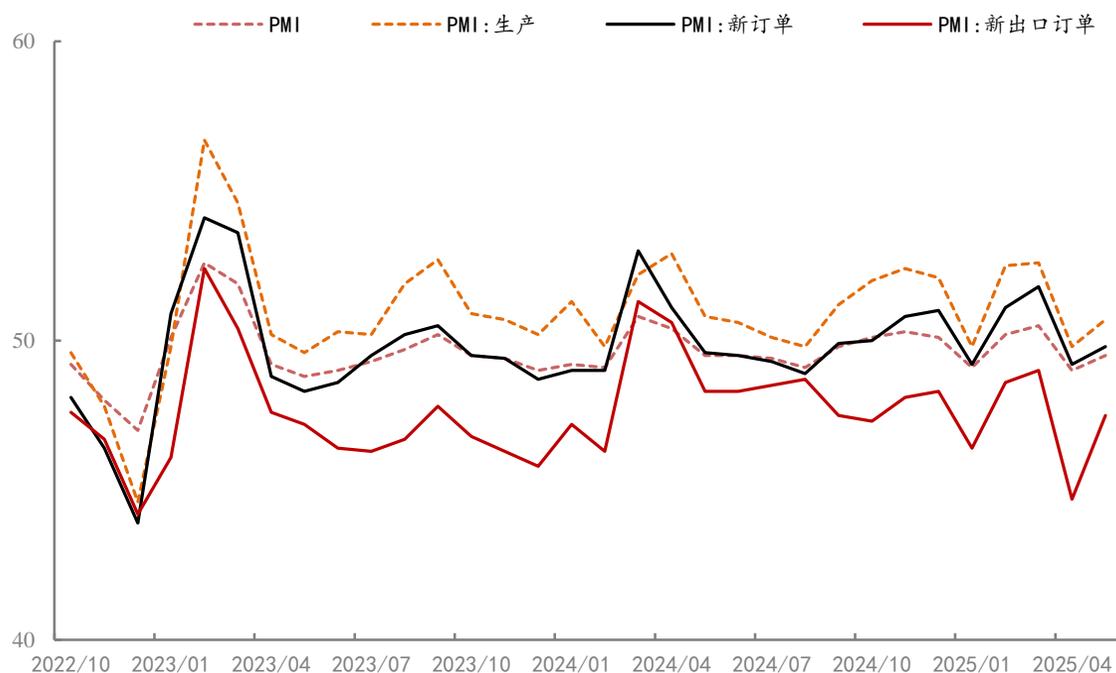
国内形势分析



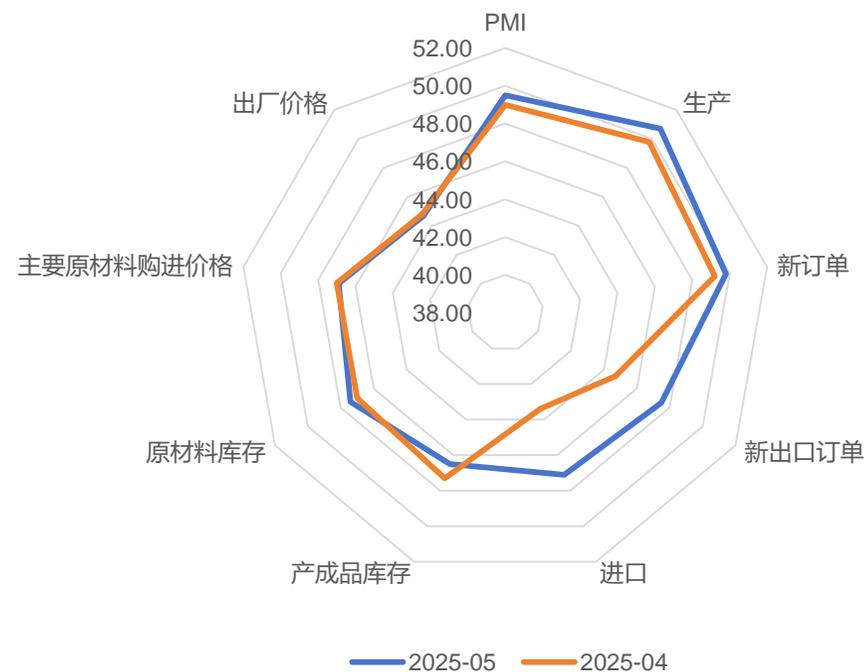
1、进出口修复，PMI指数回升

- 国家统计局公布的数据显示，中国5月官方制造业PMI 49.5，预期49.5，前值49。中国5月非制造业PMI 50.3，预期50.5，前值50.4。中国5月综合PMI 50.4，前值50.2。
- 5月制造业PMI指数有所回升，主要分项指标多数出现改善，主要原因是中美关税战出现缓和，进出口大幅改善，带动国内生产和需求回暖。不过，我们仍在看到内需不足的问题依旧突出，生产强于需求的结构性矛盾依旧存在，价格指数长期低迷表明经济运行的压力仍存。
- 展望未来，尽管中美之间紧张的经贸关系有所缓和，但外部环境的不确定性将在较长的时间内持续存在、反复扰动。解决国内有效需求不足问题、解决低通胀问题，立足点仍在于全面扩大内需，而这亟待政策端进一步加码发力，预计货币政策将延续稳健宽松节奏，积极财政主要依靠节奏加快实现，后续或根据需要加码。

中国官方PMI指数



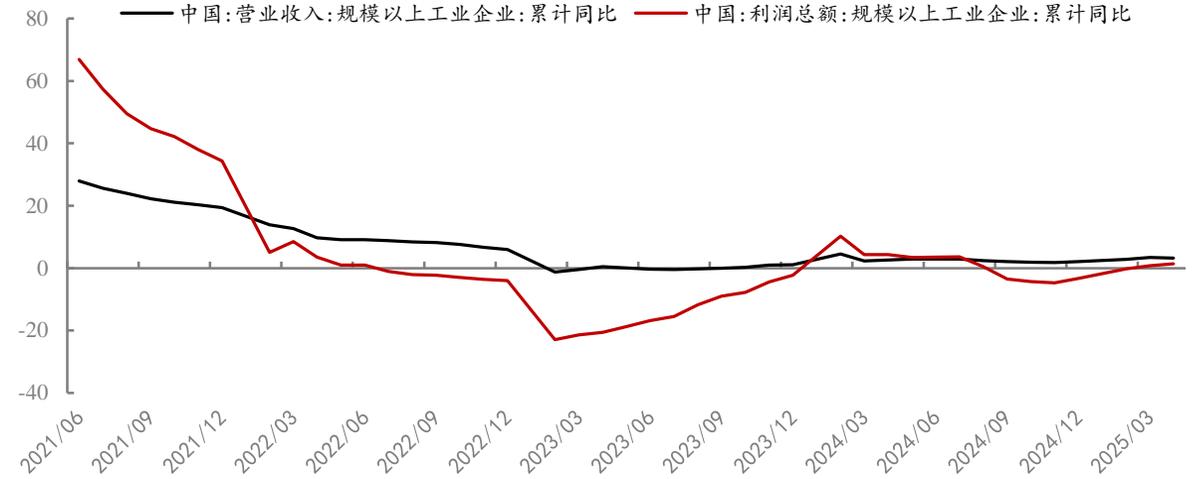
制造业PMI的分项指标



2、工业企业利润增长加快

- 5月27日，国家统计局公布数据显示，1-4月份，全国规模以上工业企业实现营业收入43.44万亿元，同比增长3.2%，增速较1-3月下降0.2个百分点；规模以上工业企业利润增长1.4%，较1-3月份加快0.6个百分点，延续恢复向好态势。
- 总体来看，全国规模以上工业企业利润增长加快，前4月工业企业利润总额达21,170.2亿元，同比增长1.4%，增速较一季度小幅回升，其中4月单月利润增速为3.0%，较3月加快0.4个百分点，从行业看，在41个工业大类行业中，有23个行业利润同比增长。这一增长主要得益于装备制造业和高技术制造业的强劲表现。其中，装备制造业利润同比增长11.2%，具体来看，装备制造业的8个行业中，有7个行业利润实现两位数增长，仪器仪表、电气机械、通用设备、电子等行业利润增速分别提高分别6.7、7.9、2.2、8.4个百分点至22.0%、15.4%、11.7%、11.6%；高技术制造业增长9.0%，增速高于全部规模以上工业平均水平7.6个百分点，智能车载设备制造、智能无人飞行器制造、可穿戴智能设备制造细分行业表现亮眼，利润分别增长177.4%、167.9%、80.9%。然而，传统行业仍面临较大压力，煤炭开采与洗选业利润暴跌48.9%，石油和天然气开采业下降6.9%，汽车制造业利润下滑5.1%，凸显能源转型阵痛与消费复苏不均衡问题。此外，成本与需求矛盾持续存在，尽管企业通过精细化管理对冲原材料波动，但营业成本同比增3.4%，应收账款回收期延长至70.3天，资金链压力加剧。未来需关注外部环境不确定性，如地缘政治冲突对出口导向型行业的冲击。

中国:规模以上工业企业经营情况:累计同比 (单位: %)



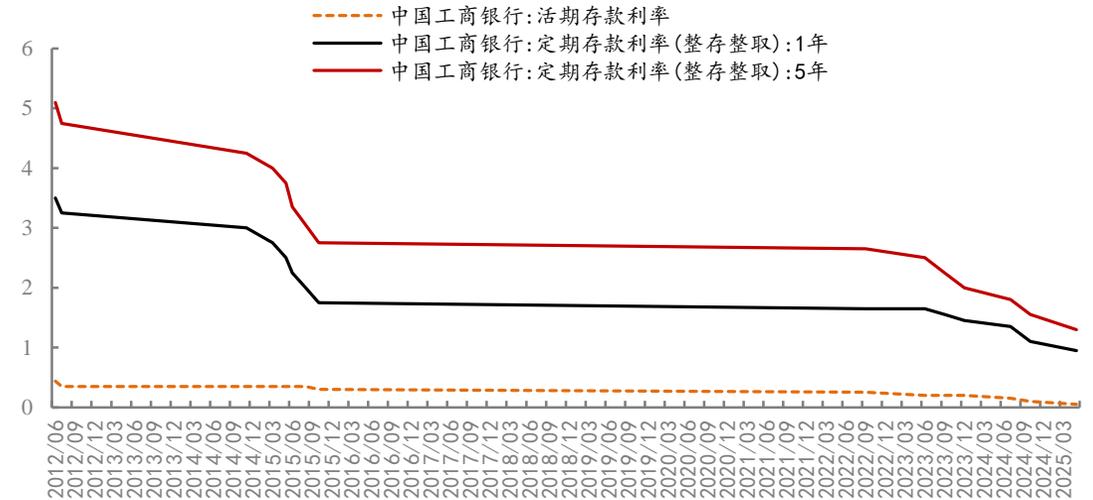
中国:利润总额:规模以上工业企业:当月同比 (单位: %)



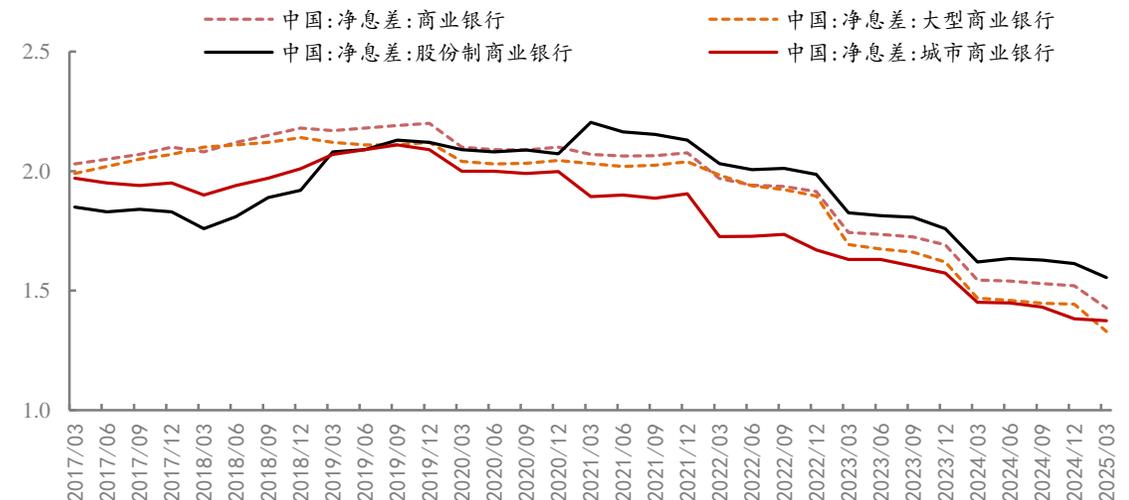
3、外资银行跟进存款降息

- 5月26日，三菱日联银行（中国）宣布自6月3日起下调人民币存款利率，活期存款利率从0.10%降5bp至0.05%，1年、2年、3年期定期存款利率分别下调15bp、15bp和25bp至0.95%、1.05%和1.25%，成为本轮首家宣布跟进存款“降息潮”的外资银行。
- 这一调整紧随上周国有大行的集体降息行动，工、农、中、建等国有银行已将活期利率同步降至0.05%，各期限定期存款利率普遍下调15-25bp，3年期定存利率降至1.25%，5年期降至1.3%。此次利率调整的核心动因在于政策传导与市场环境变化的双重压力。一方面，中国央行在5月初通过降准和下调7天逆回购利率（降10bp至1.4%）释放宽松信号，推动贷款市场报价利率（LPR）同步下降10bp，银行需通过存款端降息来平衡息差。另一方面，当前商业银行净息差已逼近历史低位，2025年一季度末行业净息差仅为1.43%，低于1.8%的监管警戒线，存款利率下调可缓解银行负债成本压力，避免盈利能力持续恶化引发系统性风险。此外，监管层近年持续规范存款市场竞争，例如禁止“手工补息”和限制协定存款利率上限，旨在遏制高息揽储乱象，推动负债成本合理化。
- 从影响层面看，对银行体系而言，此次存款利率降幅（最高25bp）显著高于贷款端LPR的10bp降幅，有助于短期内稳定净息差并优化负债结构，促使银行减少对长期高成本存款的依赖，转而提升活期资金或市场化投资的使用效率。对储户及市场而言，存款收益率的持续走低可能加速居民储蓄向理财、消费及资本市场转移，这一过程若传导顺畅，将有助于刺激消费与实体投资，为经济复苏提供动能。值得注意的是，外资银行在此次降息中表现出与中资机构的同步性，但因其客户门槛较高且市场份额有限，对整体市场影响较小，更多体现为外资机构对中国利率政策调整的快速响应。

中国工商银行:存款利率 (单位: %)



中国:净息差 (单位: %)



- 5月26日，中办、国办印发《关于完善中国特色现代企业制度的意见》。《意见》是新时代完善企业制度的纲领性文件，共8个部分、19条具体举措，从坚持和加强党的领导、完善公司治理结构、提升企业科学管理水平、健全企业激励创新制度、建立健全企业社会责任与企业文化体系、优化企业综合监管和服务体系等方面作出全面系统部署，重在以制度创新赋能企业发展，进一步释放微观主体活力，培育更富活力、更具韧性、更有竞争力的现代企业，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供有力支撑。
- 本次《意见》的主要目标是经过5年左右时间，推动具备条件的企业普遍建立适合国情、符合实际、满足发展需要的中国特色现代企业制度，企业党的建设全面加强，治理结构更加健全，市场化运营机制更加完善，科学管理水平进一步提高，推动自主创新、支撑产业升级、履行社会责任等作用充分发挥。到2035年，中国特色现代企业制度更加完善，企业国际竞争力全面提升，为加快建设世界一流企业奠定坚实基础。《意见》专门提及“健全企业激励创新制度”，聚焦作为产业全要素生产力的新质生产力，提高企业科技创新能力。在当前外部局势不确定性增强的情况下，新质生产力是我国提升创新产业链水平、实现自立自强的支撑。
- 2023年末全国从事战略性新兴产业生产的规模以上工业企业法人单位9.60万个，占规模以上工业企业法人单位的 19.5%。其中，新材料产业占工业战略新兴产业企业法人比例最高，达到 21.3%，绿色环保产业、新一代信息技术产业、生物产业、高端装备制造业和新能源产业占比也较高，分别为 17.0%、15.6%、15.5%、15.1%和 12.2%。
- 《意见》的落地有望进一步推动生产要素流动和配置，提升创新效率，打造更加开放协同高效的创新生态，释放企业创新活力。同时，《意见》还强调要发挥资本市场对完善公司治理的推动作用。目前上市公司的内生动力不断提升，回报投资者意识显著增强，2024年全市场分红达到 2.4万亿元，实施股份回购近 1500 亿元，均创历史新高。预计未来随着上市公司监管条例的不断完善，机构投资者更加活跃地行使股东权利，上市公司的治理水平有望进一步提升。
- 整体而言，《意见》的落地有助于推动具备条件的企业普遍建立适合国情、符合实际、满足发展需要的中国特色现代企业制度，提升企业综合竞争力，以企业制度创新推动高质量发展，建议关注有望在中国特色现代企业制度下快速发展的新兴、未来产业，比如商业航天、低空经济、深海技术、生物制造、量子科技、具身智能、6G 等。

04

PART FOUR

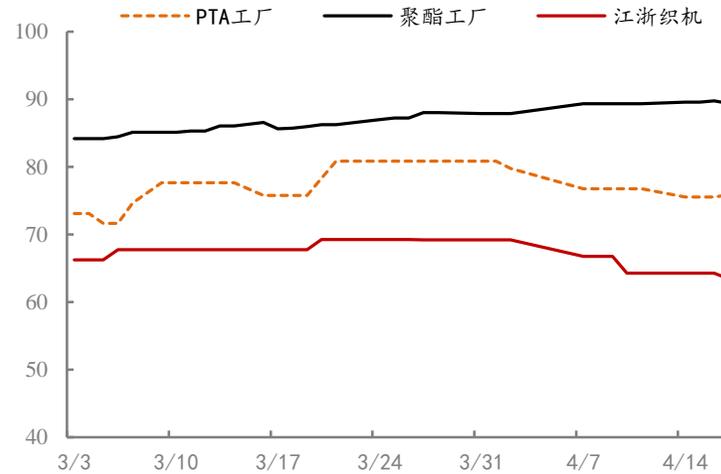
高频数据跟踪



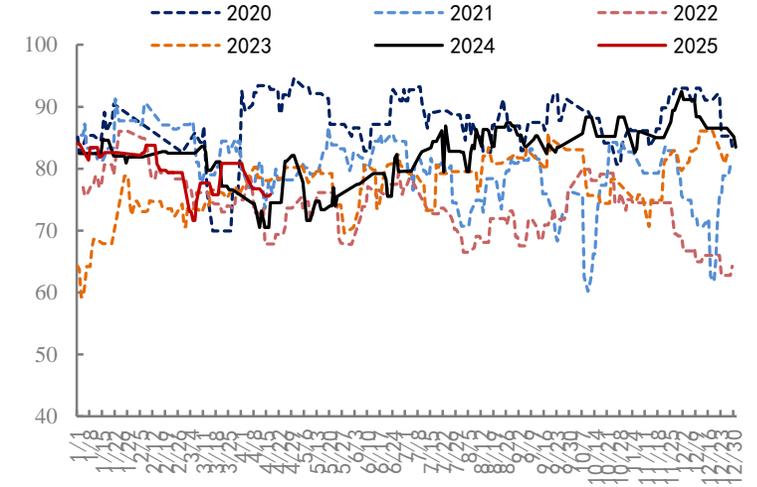
1、生产端：工业生产基本平稳

- **化工：**生产负荷保持平稳，产品价格涨跌互现。需求方面，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至5月30日，涤纶POY价格持稳、PTA价格小幅回升、聚酯切片价格则小幅回落。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：**生产小幅回升，需求有所放缓。本周全国高炉开工率小幅回升至83.89%。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。

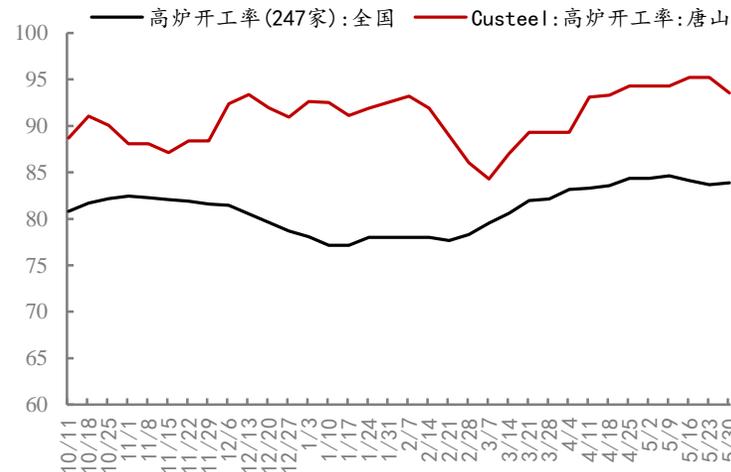
PTA产业链负荷率（单位：%）



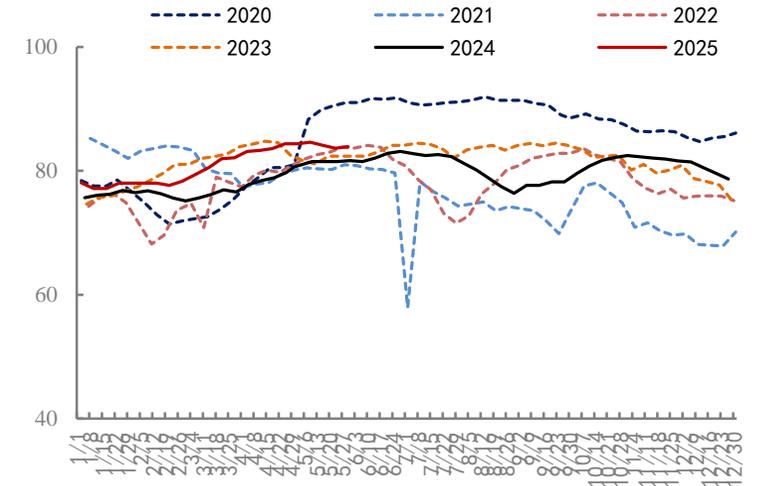
PTA工厂负荷率（单位：%）



高炉开工率（单位：%）



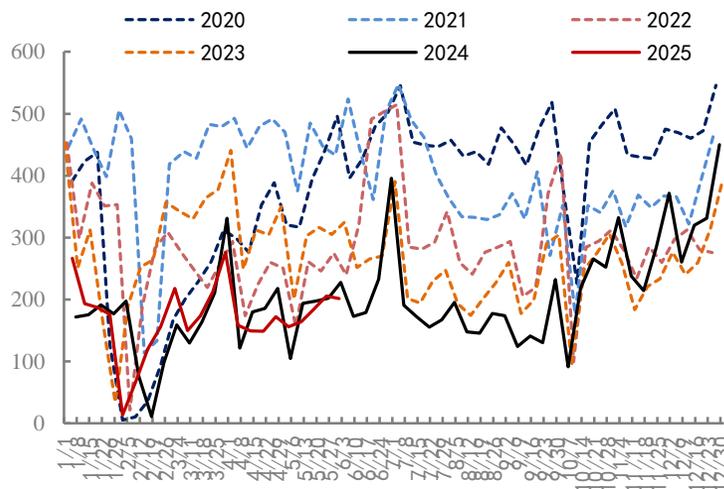
高炉开工率(247家):全国（单位：%）



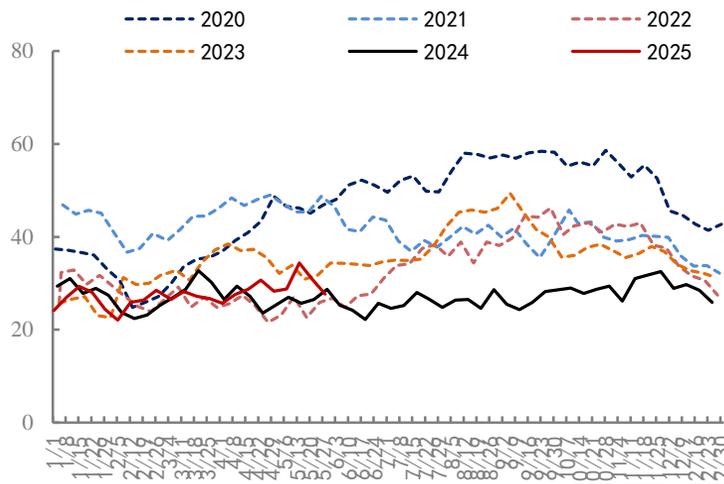
2、需求端：房地产销售周环比上升，乘用车零售同比增长

- 房地产销售周环比上升，乘用车日均零售销量同比增长。
- 房地产销售周环比上升。截至5月29日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比上升9.13%，5月同比下降5.91%，较4月同比降幅收窄6.15个百分点；一线城市成交面积周环比上升15.59%，5月同比上升16.40%，较4月同比增加18.61个百分点；二线城市成交面积周环比上升6.68%，5月同比下降20.73%，较4月同比降幅走扩5.60个百分点；三线城市成交面积周环比上升7.96%，5月同比上升5.50%，较4月同比增加23.40个百分点。
- 乘用车日均零售销量同比增长。乘联会公布了最新销量数据，5月第四周全国乘用车市场日均零售6.1万辆，同比去年5月同期增长26%，较上月同期下降8%。5月1-25日，全国乘用车市场零售135.8万辆，同比去年5月同期增长16%，较上月同期增长9%。今年以来累计零售823万辆，同比增长9%。

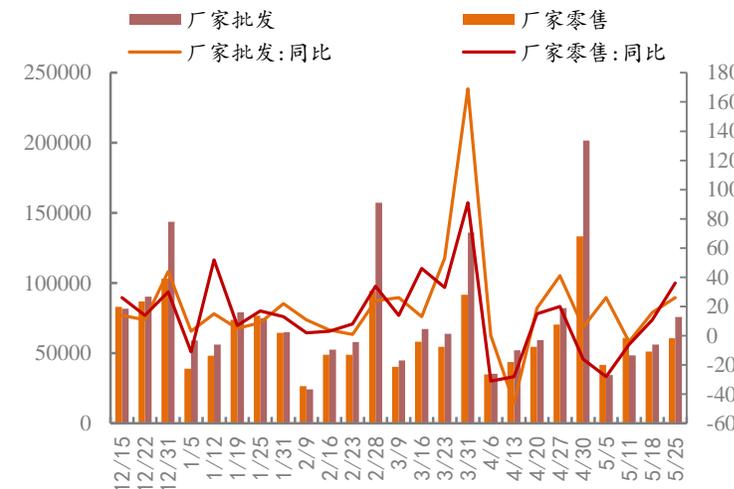
30大中城市:商品房成交面积 (单位:万平方米)



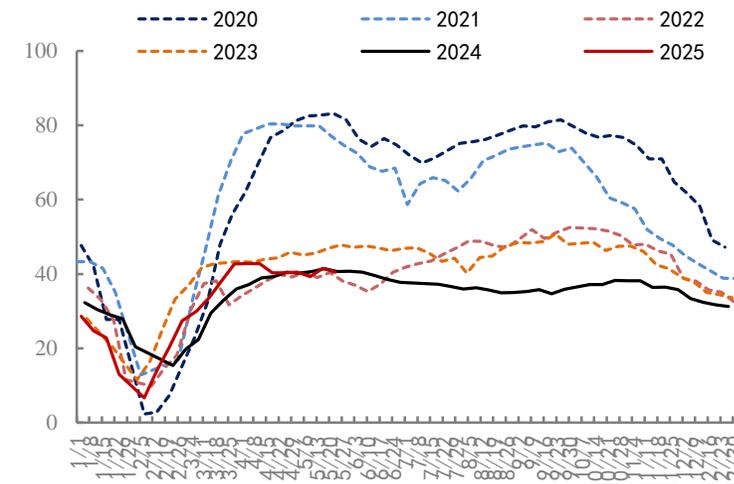
中国:开工率:石油沥青装置 (单位:%)



当周日均销量:乘用车 (单位:辆,%)



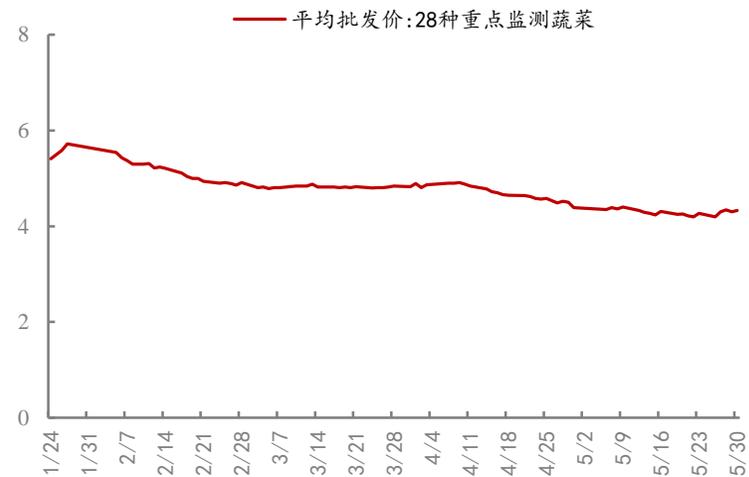
中国:发运率:水泥:当周值 (单位:%)



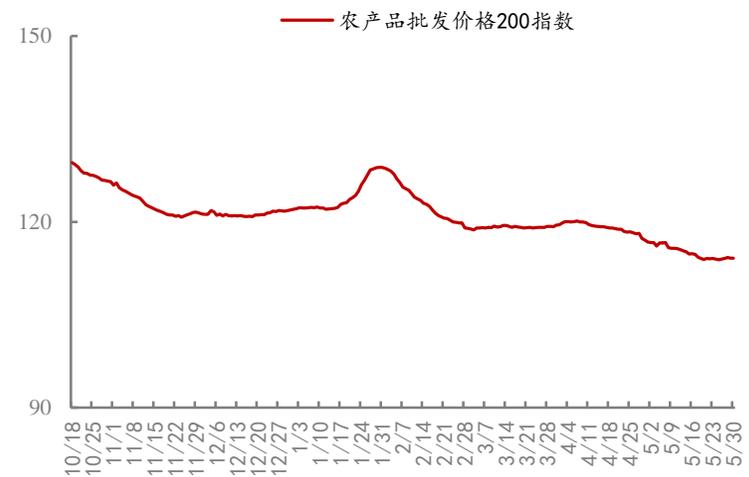
3、物价走势

- (1) 本周食品价格多数上涨。本周（截至5月30日）蔬菜均价环比上涨1.27%，猪肉均价环比下跌0.30%，农产品批发价格200指数环比小幅上涨0.09%，水果价格环比上涨0.54%。

蔬菜价格 (单位: 元/公斤)



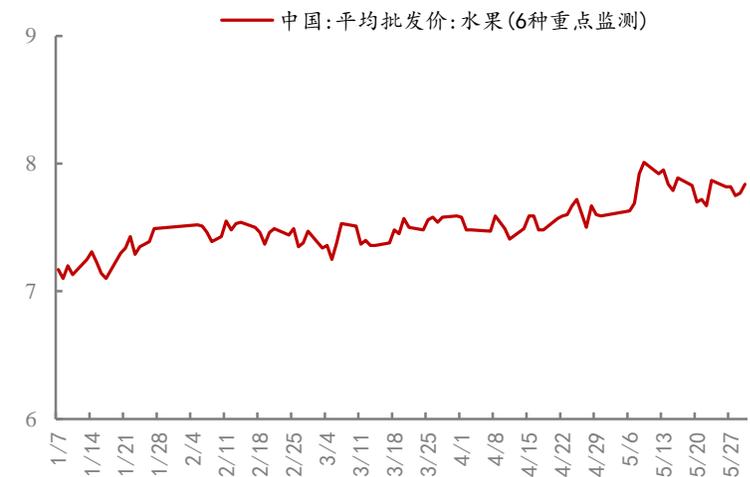
农产品批发价格200指数



猪肉价格 (单位: 元/公斤)



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

