

2025年6月3日

美国关税暂缓期进入中后期，关税短期博弈或加剧

——宏观月度策略报告

分析师：

明道雨
从业资格证号：F03092124
投资咨询证号：Z0018827
电话：021-68758786
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

投资要点：

国内外宏观：海外宏观方面，受对等关税政策的影响，美国经济增长继续放缓、消费信心下降，关税导致通胀预期快速上升，美国经济滞胀结构明显。但随着美国贸易谈判释放缓和信号以及经济韧性较强，美联储降息预期有所下降，市场预期降息次数下降到1-2次，降息时间推迟到9月，美元短期整体低位运行。短期由于美国抢进口补库、抢消费以及关税成本上升导致商品需求继续改善，对能源、有色、贵金属等国际大宗商品价格短期有一定的支撑。6月进入美国关税暂缓期的中后期，关税博弈或加大市场波动。国内宏观方面，4月份由于美国高额关税原因，国内经济增长有所放缓且不及预期，但是由于美国抢转口和抢消费等因素，国内出口超预期以及工业生产好于预期，国内经济增长仍然稳健。5月12日中美双双大幅取消和降低关税，预计抢出口对经济的支撑仍存。由于中美双双大幅取消和降低关税，以及美国贸易政策持续释放积极信号，人民币汇率压力大幅缓解，但对对冲关税的影响，人民币汇率短期升值幅度不大。国内股市由于外部风险不确定性降低；以及央行降准和降息，指数整体反弹进入震荡整固阶段。6月关注中美贸易谈判进展、国内增量政策出台以及实施落地情况，国内经济基本面在关税影响下的成色以及是否符合市场预期。

供需：需求方面，当前国外商品需求因关税问题整体回升，对外需型大宗商品支撑增强，铜等有色金属以及原油等商品价格受到支撑增强。国内商品需求仍旧偏弱，且由于美国关税缓解，政策支持力度预期减弱，需求预期有所下降，短期对黑色等内需型商品价格支撑减弱。

供给方面，随着欧洲对俄罗斯实施第十七轮制裁，天然气供应受到影响加强，天然气价格短期有所回升；欧洲虽然工业生产由于能源成本较高、但需求回升加快，工业生产继续回升。美国需求由于关税原因内需订单继续回升，工业生产整体继续回升。国内供给方面，5月建材、钢材开工率有所上升，有色、化工开工率整体下降，供给整体略有上升，但由于需求仍旧偏弱，供应整体较为充裕。

大类资产配置：股市方面，外部冲击缓和，但国内政策支持预期减弱，关注经济增长成色，股市短期波动降低；**债市方面，**外部风险缓和、股市反弹，但央行降准降息以及流动性改善，国内债券价格高位震荡；**汇率方面，**美元偏弱，中美贸易有所缓和，人民币压力有所缓解。**大宗商品板块策略方面，**美元偏弱，欧美商品补库需求回升，关税抬升成本，商品价格呈震荡走势。其中，**能源板块，**国内外需求预期放缓、OPEC+增产，但美国贸易政策缓和，油价短期窄幅震荡；**有色板块，**美元偏弱，欧美补库需求回升，关税抬升成本，有色短期震荡；**贵金属板块，**美元短期偏弱，关税博弈短期加剧避险需求增强，贵金属短期高位偏强震荡。**黑色板块，**需求偏弱、供给上升、库存累积，黑色短期偏弱震荡。

风险因素：中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

正文目录

1. 宏观：美国关税暂缓期进入中后期，短期关税博弈或加剧	4
1.1. 美国通胀短期继续回落，但关税加剧上行风险	4
1.2. 美国经济增长继续放缓，但仍具韧性	4
1.3. 欧央行降息 25BP，美联储降息预期下降	5
1.4. 人民币压力缓解，关注中美贸易谈判进展	6
2. 需求：欧美商品需求继续回升，国内需求整体偏弱	7
2.1. 海外商品需求增长继续回升	7
2.2. 国内商品需求有所加快	8
2.2.1. 房地产销售放缓、投资持续偏弱	9
2.2.2. 基建投资增速放缓但继续维持高位	10
2.2.3. 制造业投资有所回落但继续保持高速增长	10
2.3. 国内消费增速同比回落且低于市场预期	11
2.4. 4 月“抢转口”效应推动出口好于预期	12
3. 供给：欧美供应增速回升，国内供给整体平稳	12
3.1. 国外商品供应增速继续上升	13
3.2. 国内工业生产增速有所下降但继续保持高位	13
3.3. 各行业开工整体上升	14
4. 2025 年 6 月大类资产及商品策略	15
4.1. 2025 年 6 月大类资产及商品板块策略	15
4.2. 2025 年 6 月具体品种策略	16

图表目录

图 1 欧洲天然气和原油价格	4
图 2 美国 CPI 及分项构成	4
图 3 欧美经济景气情况	5
图 4 美国薪资和消费情况	5
图 5 美联储 5 月维持利率不变	6
图 6 欧央行 5 月降息 25BP	6
图 7 国内股市走势	6
图 8 人民币汇率走势	6
图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI	7
图 10 美国制造业及商品订单	7
图 11 美国房屋销售情况	8
图 12 美国房地产市场景气度	8
图 13 美国就业数据	8
图 14 美国个人商品消费支出	8
图 15 国内经济景气程度	9
图 16 经济增长驱动力	9
图 17 房地产投资及资金来源	9
图 18 房屋销售面积、销售额数据	9
图 19 房屋新开工、施工、竣工数据	10
图 20 国房景气指数	10
图 21 基建投资增速数据	10
图 22 建筑业景气度及订单	10
图 23 制造业投资数据	11
图 24 目前制造业处于主动降库阶段	11
图 25 社会零售总额同比数据	11
图 26 汽车及地产相关消费数据	11
图 27 中国进出口数据：以美元计	12
图 28 中国制造业 PMI 进出口分项	12
图 29 美国工业生产数据	13
图 30 欧洲工业生产数据	13
图 31 欧美制造业产出数据	13
图 32 美国处于补库阶段	13
图 33 国内工业生产	14
图 34 制造业生产 PMI	14
图 35 能源产量	14
图 36 钢材水泥等建材开工率	14
图 37 化工品开工率	15
图 38 有色金属产量	15

1. 宏观：美国关税暂缓期进入中后期，短期关税博弈或加剧

1.1. 美国通胀短期继续回落，但关税加剧上行风险

目前美国通胀整体继续降温，美国 4 月 CPI 同比升 2.3%，预期升 2.6%，前值升 2.4%；季调后 CPI 环比降 0.1%，预期升 0.1%，前值升 0.2%；核心 CPI 同比升 2.8%，预期升 3.0%，前值升 3.1%；季调后核心 CPI 环比升 0.1%，预期升 0.3%，前值升 0.2%。美国通胀超预期回落。一方面，由于欧盟对俄罗斯发起第十七轮制裁，天然气供应受到一定的影响，以及需求短期较为稳定，天然气价格短期反弹。另一方面，OPEC+超预期增产，全球经济增长受美国关税政策影响有所放缓，原油价格短期持稳；但由于能源价格中枢下移，欧美能源通胀整体有所下降。目前美国核心 CPI 由于房屋租金、服务业消费等核心 CPI 支撑维持较高水平，但整体超预期回落。在整体通胀 2.4% 中，能源和食品通胀共计贡献 0.1%，下降 0.1%，其中能源下降 0.1% 至 -0.3%。核心通胀方面，房屋租金上升 0.1%，对通胀贡献为 1.3%，服务消费贡献下降 0.1% 至 0.9%，二手车上升 0.1% 至 0.1%。短期美国通胀继续回落，但是随着美国所谓“对等关税”政策导致美国进口商品价格预计在 5 月或 6 月的通胀数据中逐步显现，美国通胀上行风险加大。

图 1 欧洲天然气和原油价格



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 2 美国 CPI 及分项构成



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 美国经济增长继续放缓，但仍具韧性

美国方面，美国 5 月标普全球制造业 PMI 初值 52.3，预期 50.1，4 月终值 50.2；服务业 PMI 初值 52.3，预期 50.8，4 月终值 50.8；综合 PMI 初值 52.1，预期 50.3，4 月终值 50.6。美国 5 月制造业 PMI 超预期回升，主要由于新订单、价格等回升；但新出口订单和就业指数下降。就业方面，美国 4 月季调后非农就业人口增 17.7 万，预期 13 万，前值 18.5 万，高于市场预期。失业率 4.2%，预期 4.2%，前值 4.2%，符合市场预期。平均时薪同比升 3.8%，预期 3.9%，前值 3.8%；环比升 0.2%，预期升 0.3%，前值 0.3%；薪资增速超预期下降。目前美国劳动力市场整体市场缓慢降温，但势头仍然强劲。就业--薪资--通胀螺旋上升循环依旧。消费方面，美国 5 月密歇根大学消费者信心指数录得 52.2，预期 53.4，前值 52.2，4 月美国个人消费支出环比增长 0.2%，预期 0.2%，美国消费信心继续走弱，消费增速有所放缓，基本符合市场预期。

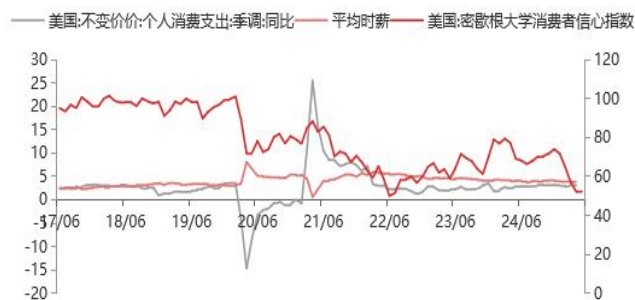
欧洲方面，欧元区 5 月制造业 PMI 初值 49.4，预期 49.3，4 月终值 49；服务业 PMI 初值 48.9，预期 50.3，4 月终值 50.4；综合 PMI 初值 49.5，预期 50.7，4 月终值 50.4；欧元区 5 月份 PMI 数据显示欧洲经济增速有所放缓且低于市场预期。欧洲经济受美国关税影响较小，因此经济放缓弹性较低；但是随着美欧之间的贸易谈判进展加快，关税政策对欧洲经济的影响预计将边际减弱。

图 3 欧美经济景气情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 4 美国薪资和消费情况



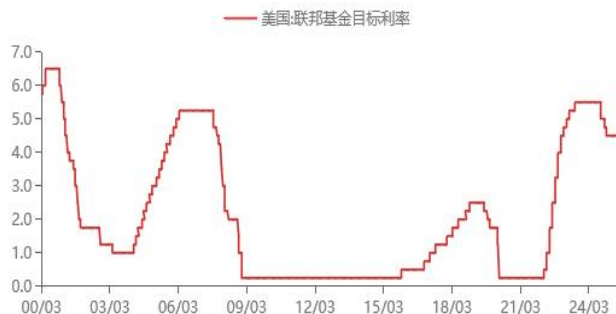
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.3. 欧央行降息 25BP，美联储降息预期下降

美联储方面，美联储 5 月议息会议同意将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.5% 之间。利率方面，维持利率 4.25-4.5% 不变，将密切关注即将到来的信息并评结其对货币政策的影响。在考虑进一步调整利率的幅度和时机时，将考虑最新数据、前景变化、风险平衡。缩表方面，从 2025 年 4 月开始，每月国债缩减上限由 250 亿下降至 50 亿，MBS 缩减上限维持 350 亿不变。通胀方面，通胀仍偏高。委员会对其双重使命面临的风险保持关注，并判断失业率和通胀上升的风险已经增加。坚定地致力于支持充分就业，并将通胀恢复至 2% 的目标。经济方面，尽管净出口波动影响了数据，但指标显示近期经济活动稳步（solid）扩张，失业率近几个月稳定在低位，劳动力市场保持稳健。经济前景的不确定性进一步加剧。

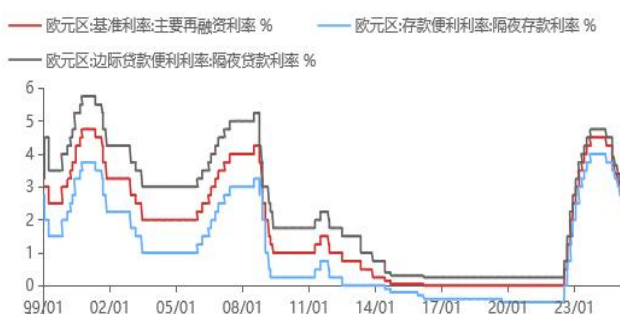
美联储鲍威尔称，目前为止经济表现依然稳健，但关税影响尚未充分反映。政府已经开始贸易谈判，这有可能实质性改变局面。如果双重目标间存在矛盾，要考虑与目标的差距和弥合差距的时间，现在无法确定哪个会是更大的担忧。经济前景的不确定性相当高，不需要急于调整利率，所有委员都支持继续等待，当形势明朗时可以酌情迅速采取行动。目前由于美国经济韧性较强、通胀预期较高以及美国关税谈判进展良好，市场预期美联储年内降息 1-2 次，降息时间推迟至 9 月。欧央行由于经济增长疲软以及美国关税政策导致的不确定性，如期降息 25BP，6 月降息的预期仍存，但降息的预期随着美欧关税谈判进展加快而有所减弱。

图 5 美联储 5 月维持利率不变



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 6 欧央行 5 月降息 25BP



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

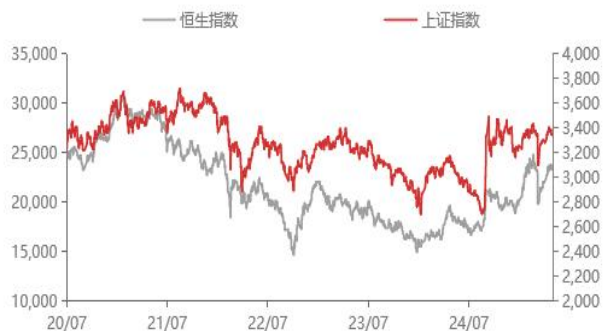
1.4. 人民币压力缓解，关注中美贸易谈判进展

经济和政策方面，4 月份由于美国高额关税原因，国内经济增长有所放缓且不及预期，但是由于美国抢转口和抢消费等因素，国内出口超预期以及工业生产好于预期，国内经济增长仍然稳健。5 月 12 日中美双双大幅取消和降低关税，预计抢出口对经济的支撑仍存；此外央行和金融部门推出一揽子金融支持措施，包括降准和降息以及结构性金融支持政策，对经济和市场的支持作用增强。

汇率和股市方面，由于中美双双大幅取消和降低关税，以及美国贸易政策持续释放积极信号，美元指数低位反弹，人民币汇率压力大幅缓解，但为对冲关税的影响，人民币汇率短期升值幅度不大。国内股市由于中美双双大幅取消和降低关税，外部风险不确定性降低；以及央行降准和降息，指数整体反弹进入震荡整固阶段。

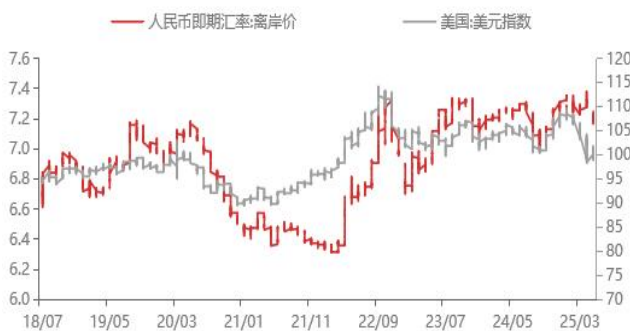
展望 2025 年 6 月，随着美国联邦法院宣判美国所谓“对等关税”政策违宪，以及美国 90 天关税暂缓期进入中后期，关税的不确定短期加大。关注美国贸易政策的变化，中美贸易谈判进展、国内增量政策出台以及实施落地情况，国内经济基本面在关税影响下的成色以及是否符合市场预期，关注国内消费、投资、基建和房地产实际开工情况。

图 7 国内股市走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 8 人民币汇率走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外宏观方面，受对等关税政策的影响，美国经济增长继续放缓、消费信心下降，虽然美国 4 月通胀和核心通胀继续降温，但关税导致通胀预期快速上升，美国经济滞胀结构明显。但随着美国与英国和中国达成协议和共识，以及与欧洲、日本等经济体贸易谈判进展加快，美国关税导致美国经济的不确定性降低。美联储降息预期有所下降，市场预

期降息次数下降到 1-2 次，降息时间推迟到 9 月，美元短期整体低位反弹，全球市场波动降低。短期由于美国抢进口补库、抢消费以及关税成本上升导致商品需求继续改善，对能源、有色、贵金属等国际大宗商品价格短期有一定的支撑，而且美国关税政策持续缓和使得商品市场短期反弹、波动降低。6 月进入美国关税暂缓期的中后期，关税博弈或加大市场波动。继续关注美国关税政策的变化、贸易谈判进展以及经济、通胀情况对市场的影响。国内宏观方面，4 月份由于美国高额关税原因，国内经济增长有所放缓且不及预期，但是由于美国抢转口和抢消费等因素，国内出口超预期以及工业生产好于预期，国内经济增长仍然稳健。5 月 12 日中美双双大幅取消和降低关税，预计抢出口对经济的支撑仍存。由于中美双双大幅取消和降低关税，以及美国贸易政策持续释放积极信号，美元指数低位反弹，人民币汇率压力大幅缓解，但为对冲关税的影响，人民币汇率短期升值幅度不大。国内股市由于中美双双大幅取消和降低关税，外部风险不确定性降低；以及央行降准和降息，指数整体反弹进入震荡整固阶段。6 月关注中美贸易谈判进展、国内增量政策出台以及实施落地情况，国内经济基本面在关税影响下的成色以及是否符合市场预期，关注国内消费、投资、基建和房地产实际开工情况。

2. 需求：欧美商品需求继续回升，国内需求整体偏弱

2.1. 海外商品需求增长继续回升

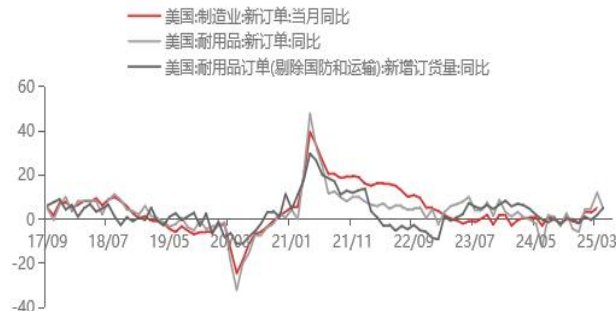
欧美商品需求增长继续回升。制造业方面，美国 5 月 Markit 制造业 PMI 50.7%，较上月上升 0.7%；欧元区制造业 PMI 48.7%，较上月上升 0.1%；欧美制造业景气整体继续有所上升，商品需求有所上升；欧美 4 月制造业新订单需求也有所上升；且美国在“对等关税”90 天暂缓期内加大商品采购，短期有补库的迹象。房地产方面，5 月美国房贷利率处于整体维持高位，5 月美国住房市场指数为 34，前值 40，房地产景气度大幅下降；新屋和成屋销售有所放缓，对经济的拖累作用仍存。汽车方面，汽车贷款利率持续较高，汽车销售有所加快。

消费方面，美国 2024 年 4 月个人消费支出同比 5.4%，环比 0.2%。其中，耐用品环比-0.3%，同比 6.4%；非耐用品环比-0%，同比 2.8%。4 月零售环比 0.1%，增速放缓，符合预期。美国消费支出短期有所放缓，复合市场预期，其中服务消费加快，商品消费短期继续加快。

图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI



图 10 美国制造业及商品订单



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 11 美国房屋销售情况



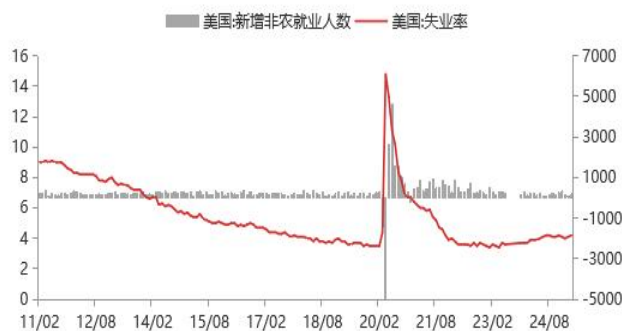
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 12 美国房地市场景气度



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 13 美国就业数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 14 美国个人商品消费支出

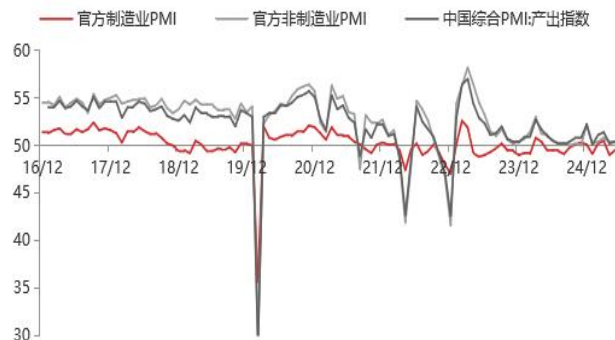


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2. 国内商品需求有所加快

中国 5 月份制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 49.5%、50.3%和 50.4%，分别比上月上升 0.5、下降 0.1 和 上升 0.2 个百分点，我国经济总体产出继续扩张，企业生产经营活动保持恢复发展态势，经济增长有所加快。制造业 PMI 上升，商品需求有所加快。从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中 1-4 月固定资产投资累计同比 4.0%，较 1-3 月下降 0.2%；消费同比增长 4.7%，较 1-3 月上升 0.1%；1-4 月进出口同比上升 1.2%，较 1-3 月上升 1.1 个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，制造业和基建投资增速有所放缓但仍旧较高，房地产投资修复偏慢；外贸出口短期由于抢转口高于预期；消费有所放缓但仍旧较高，消费以及净出口对国内经济的拉动作用明显增强。

图 15 国内经济景气程度



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 16 经济增长驱动力



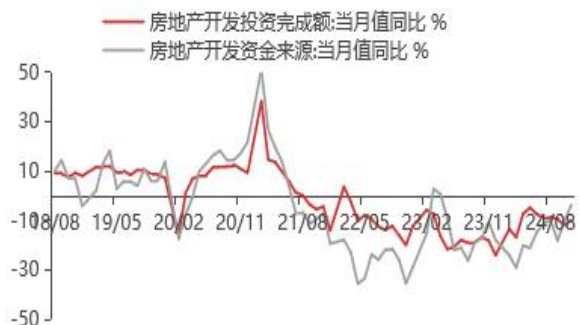
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.1. 房地产销售放缓、投资持续偏弱

4月商品房销售面积同比增长-2.9%，降幅较前值扩大1.4%，商品房销售额同比增长-7.1%，降幅较前值扩大4.8%，由于居民信心回落以及存量政策刺激效应边际降低，住房市场成交活跃度下降，销售有所放缓。房地产开发资金来源方面，4月当月同比增长-5.8%，降幅扩大2.1%，资金来源压力有所加大；房地产开发投资当月同比增长-11.5%，降幅较前值扩大1.2%，房地产投资由于需要严控增量、整体仍旧偏弱。4月房地产新开工面积同比增长-22.3%，降幅较前值扩大3.5%；施工面积同比增长-26.9%，降幅缩窄6.4%；竣工面积同比增长-28.2%，降幅较前值扩大16.5%；施工端仍旧较弱。整体来看，4月国房景气指数下降0.09至93.86，房地产景气度小幅回落。

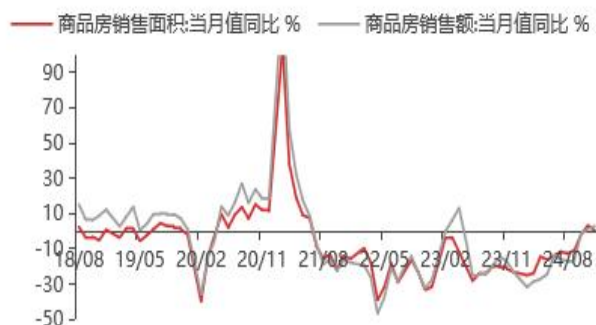
目前由于美国关税原因导致居民信心下降以及前期存量政策刺激效果边际减弱，房地产市场销售端有所放缓，房地产资金来源有所恶化，房地产投资由于需要严控增量、整体仍旧偏弱；房地产施工和竣工由于严控增量政策有所修复但仍旧较弱。鉴于当前地产市场回暖势头有所减弱当得情况，为巩固房地产市场止跌企稳的势头，5月8日，央行下调公积金贷款利率25BP至2.6%；5月20日，下调5年期期LPR利率10BP，房贷利率跟随下调；而且各地方陆续出台增量地产刺激政策；随着房地产增量政策的逐步落地，房地产销售端或继续修复改善，但是仍需继续关注二季度地产端的压力来自地产销售持续性二季度面临考验且销售向投资端传导还有较长时间。后续关注地产刺激政策效果的持续性。

图 17 房地产投资及资金来源



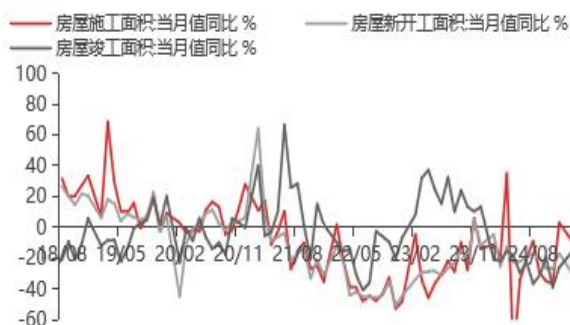
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 18 房屋销售面积、销售额数据



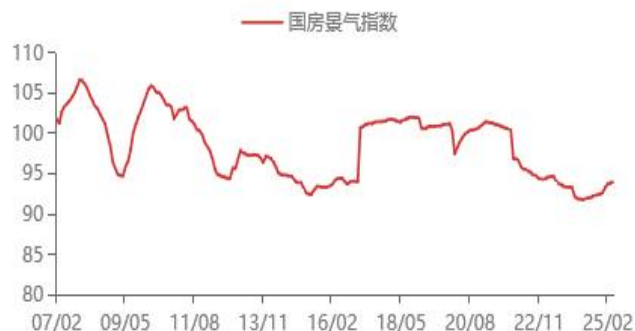
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 19 房屋新开工、施工、竣工数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 20 国房景气指数



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.2. 基建投资增速放缓但继续维持高位

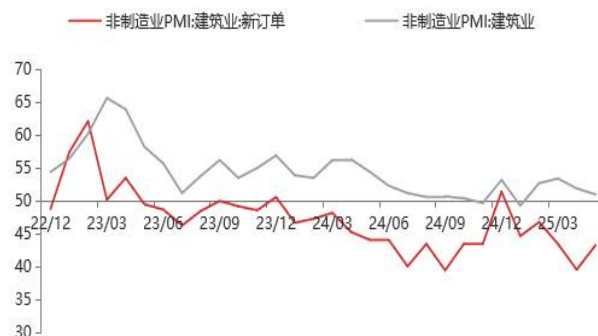
5月建筑业PMI 51.0%，前值51.9%，下降0.9%，景气度有所下降；建筑业新订单43.3%，前值39.6%，较上月上升3.7%，短期订单大幅反弹；需求端短期整体仍旧偏弱。政策方面，二季度在美国对中国加征关税的情况下，预期外需会受到一定的影响。政治局会议表示，国内政府支出力度会靠前且加强、基建对冲力度可能加强，财政支出将明显加快加强。而且财政支出的重点领域在于设备更新、消费品以旧换新以及民生方面，相关领域财政支出将进一步增大，对国内经济的托底作用进一步增强。后期关注财政支出力度以及增量政策出台情况，房市恢复和土地成交情况以及基建资金到位情况。

图 21 基建投资增速数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 22 建筑业景气度及订单



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

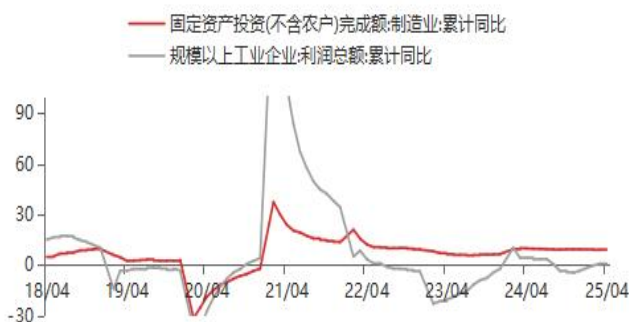
2.2.3. 制造业投资有所回落但继续保持高速增长

国内制造业投资有所回落但继续保持高速增长，4月制造业投资当月同比8.2%，前值9.2%，较前值下降1%，制造业投资由于美国关税战影响企业投资信心，增速小幅回落但继续保持高位。目前国家大力发展投资高科技行业，高科技行业整体维持高景气水平，专用设备、汽车业、计算机、通信等高技术产业投资依旧保持较高增速；而且大规模设备更新政策继续落地显效，制造业投资支撑较强。其中，存货投资方面，1-4月工业企业产成品存货同

比 3.9%，较下降 0.3%，制造业短期处于主动降库阶段。资本开支投资方面，1-4 月工业企业利润增速同比增长 1.4%，较上月上升 0.6%，企业业绩整体继续修复回升，对未来资本开支意愿逐步增强。

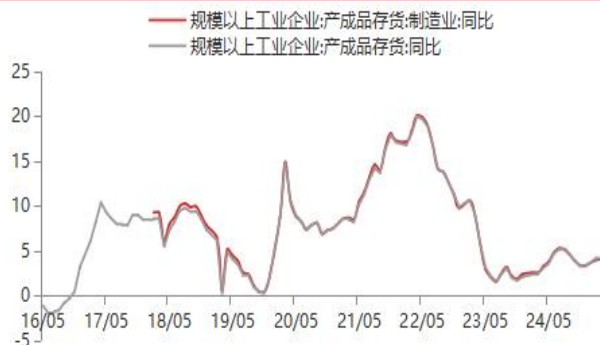
未来一方面随着制造业企业利润逐步筑底回暖以及大规模设备更新政策继续施行落地，未来企业资本开支意愿可能上升，对制造业投资有一定的支撑；另一方面，目前由于外部冲击预计冲击外需，在 90 天的缓冲期内预计美国将继续加快补库，短期制造业补库投资仍有一定的支撑。

图 23 制造业投资数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 24 目前制造业处于主动降库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

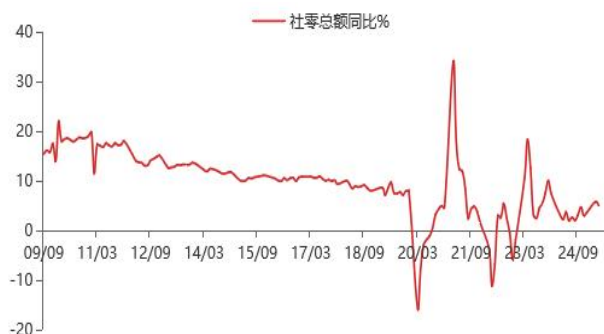
2.3. 国内消费增速同比回落且低于市场预期

4 月份，社会消费品零售总额同比增长 5.1%，预期 5.5%，前值 5.9%，较前值下降 0.8 个百分点且低于市场预期。

消费品以旧换新以及服务消费刺激政策持续加力显效，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、汽车类、体育、娱乐用品类商品零售额分别增长 38.8%、26.9%、0.7%、23.3%，继续保持高速增长；但是由于美国关税战影响国内居民消费信心以及汽车、石油及制品类消费短期快速放缓拖累整体消费。

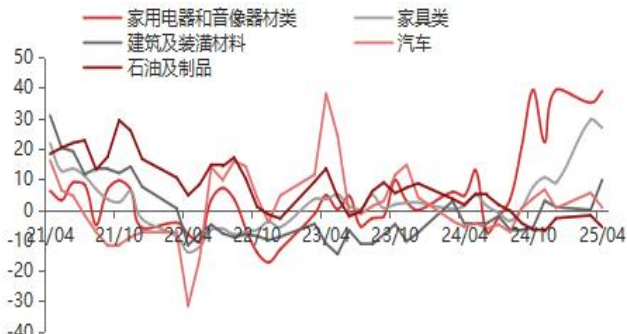
目前来看，短期由于基数效应较低、消费品以旧换新政策以及服务消费刺激持续加力显效等因素导致消费增速保持较高增速但低于市场预期；后期随着国内消费刺激政策继续落地显效以及居民财富效应的同比回升，国内消费将继续保持恢复回升态势。

图 25 社会零售总额同比数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 26 汽车及地产相关消费数据



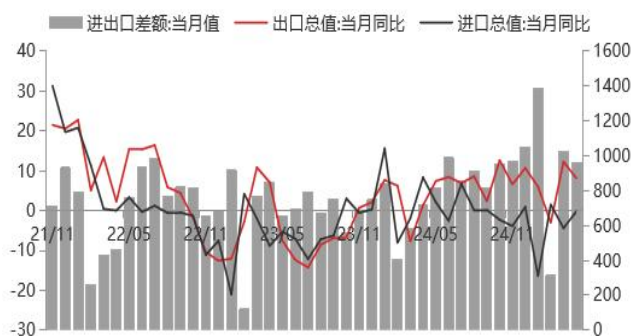
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.4. 4月“抢转口”效应推动出口好于预期

中国 2025 年 4 月进出口总额（以美元计）5352.05 亿美元，同比 4.6%，前值为 5%，下降 0.4%。其中，出口 3156.92 亿美元，同比上升 8.1%，预期 1.9%，前值上升 12.4%，下降 4.3%，但出口远超预期；进口 2195.12 亿美元，同比下降 0.2%，预期下降 5.9%，前值下降 4.3%，降幅收窄 4.1%；贸易顺差 968.1 亿美元，同比增长 33.61%，预期 890 亿美元，前值 1026.4 亿美元。进出口订单方面，5 月新出口订单 47.5%，较上月上升 2.8%；进口订单 47.1%，较上月上升 3.7%，进出口订单双双大幅反弹。

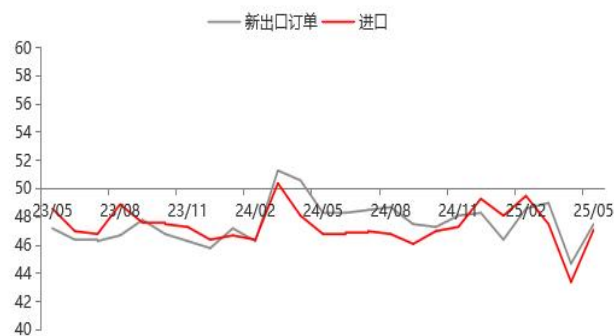
目前商品外需整体回升且由于关税原因，国内抢转口和抢出口或致 90 天暂缓期内国内出口仍然强劲，内需有所改善但仍旧偏弱的局势导致国内顺差持续较大。美国对话关税 90 天暂缓期内国内出口或仍然强劲，而且对东盟及一带一路沿线国家转口出口增长以及新出口增长动能对国内整体出口仍有一定的支撑；后期需要持续关注中美贸易谈判进展对中国出口的影响。而进口由于国内财政货币政策逐步出台，需求预期有所提升，商品需求支撑进一步增强，预计进口增速有望回升。短期净出口对经济的拉动仍有较强的支撑。

图 27 中国进出口数据：以美元计



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 28 中国制造业 PMI 进出口分项



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，外需方面，海外经济整体有所放缓，但由于关税原因提前备货补库欧美制造业景气及商品需求整体有所加快，商品消费增速整体继续回升；而且欧洲以及中国财政支出预期明显增强，外需短期预期加快回暖，外需对大宗商品需求有一定的支撑。内需方面，制造业投资需求有所放缓，基建需求略有放慢；房地产投资持续偏弱，投资需求整体有所放缓；短期对螺纹热卷等黑色金属、铝、锌、铜等有色金属、以及甲醇等部分化工商品价格的支撑减弱。对商品价格影响方面，当前国外商品需求因关税问题整体回升，对外需型大宗商品支撑增强，铜等有色金属以及原油等商品价格受到支撑增强。国内商品需求仍旧偏弱，且由于美国关税缓解，政策支持力度预期减弱，需求预期有所下降，短期对黑色等内需型商品价格支撑减弱，中期关注二季度增量政策情况、继续关注中美贸易谈判进展、房地产政策效果和实际需求情况。

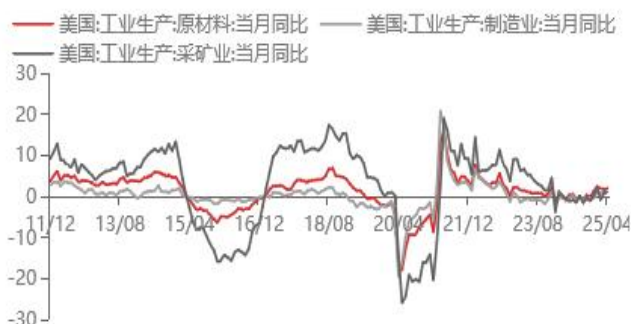
3. 供给：欧美供应增速回升，国内供给整体平稳

3.1. 国外商品供应增速继续上升

工业生产方面，2024 年 4 月美国原材料、采矿业、制造业生产有所放缓，产能利用率下降；且仍然不及需求增速。欧洲工业生产由于商品需求回暖而整体改善。5 月随着欧美商品需求由于抢进口和补库的需要而继续改善，工业生产整体有所加快。

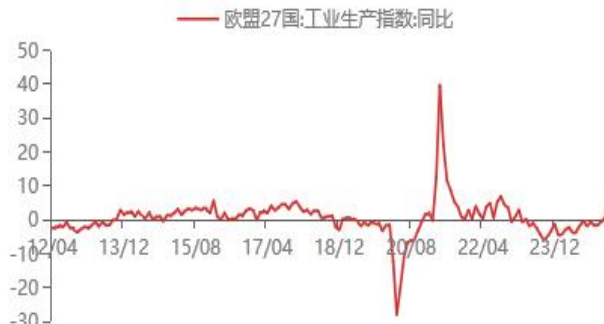
库存方面，美国商品需求因高关税原因继续加快补库速度，美国原材料和制造业补库动力增强，整体利多外需型商品价格。

图 29 美国工业生产数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 30 欧洲工业生产数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 31 欧美制造业产出数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 32 美国处于补库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.2. 国内工业生产增速有所下降但继续保持高位

工业生产方面，4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%，预期 5.5%，前值 7.7%，较前值下降 1.6 个百分点，但高于市场预期；主要由于外需仍然强劲，以及内需仍具韧性，工业企业开工率普遍上升，工业生产增速虽有所回落但继续保持高位且整体好于预期。分三大门类看，4 月份，采矿业增加值同比增长 5.7%，制造业增长 6.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 2.1%。由于采暖季结束季节性需求下降，煤炭等采矿业生产增速有所下降；制造业由于美国的抢进口和国内抢出口和转口，制造业等工业生产增速短期有所下降但继续保持高位；目前汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，以及电气机械和器材制造业同比录得 9.2%、17.6%和 13.4%的大幅增长。随着中美双方相互大幅取消和降低关税，短期抢出口预计加快，国内工业生产增速整体可能有所回升且继续保持较

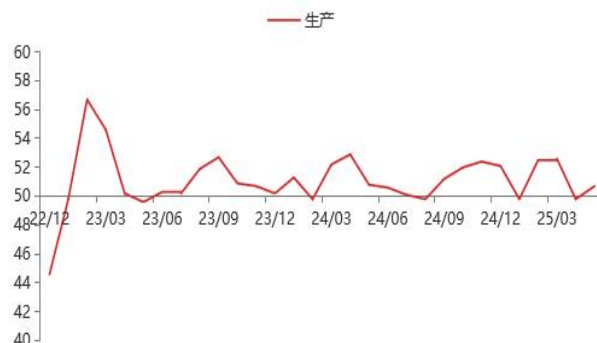
高增速。5 月份，制造业生产 PMI50.7%，较前值上升 0.9%，制造业生产短期快速加快；5 月随着国内外需求回升，国内工厂开工率整体上升，目前国内生产整体有所加快。

图 33 国内工业生产



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 34 制造业生产 PMI

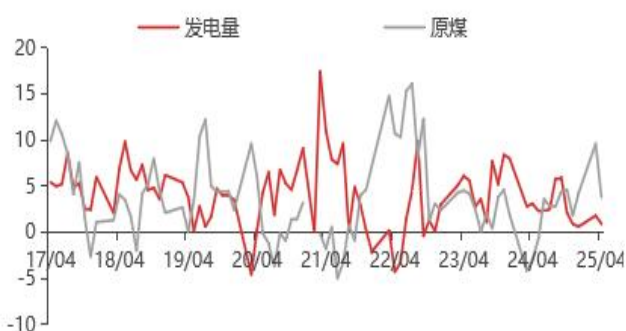


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.3. 各行业开工整体上升

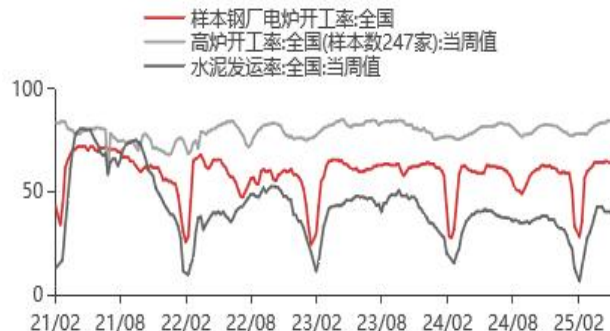
能源方面，4 月原煤产量同比 3.8%，较上月下降 5.8%；发电量同比 0.9%，较上月下降 0.9%。建材方面，4 月钢材产量同比 6.6%，下降 1.7%；水泥-5.3%，下降 7.8%；沥青 17.38%，上升 9.4%。5 月全国高炉、沥青开工率上升，供应整体小幅加快。化工方面，4 月液化石油气 0.05%，较上月上升 3.3%；塑料制品 2.1%，下降 3.3%；5 月 PTA、纯碱、聚酯、PE 开工率有所下降，尿素工率有所下降。有色方面，4 月十种有色金属同比 3.1%，下降 0.6%；铜材 8.4%，上升 8.4%。有色产量增速有所下降。国内供给方面，5 月建材、钢材开工率有所上升，有色、化工开工率整体下降，供给整体略有上升。

图 35 能源产量



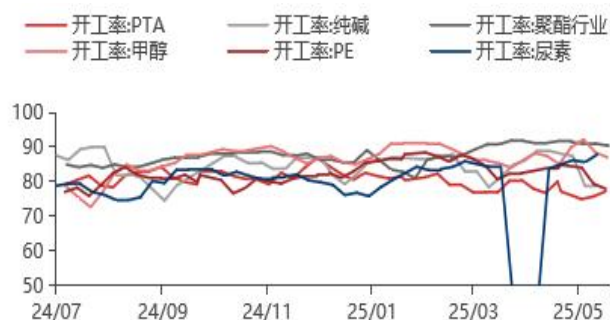
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 36 钢材水泥等建材开工率



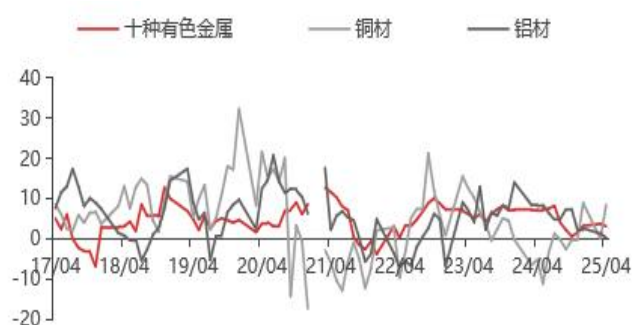
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 37 化工品开工率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 38 有色金属产量



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外供给方面，随着欧洲对俄罗斯实施第十七轮制裁，天然气供应受到影响加强，天然气价格短期有所回升；欧洲虽然工业生产由于能源成本较高、但需求回升加快，工业生产继续回升。美国需求由于关税原因内需订单继续回升，工业生产整体继续回升。国内供给方面，5月建材、钢材开工率有所上升，有色、化工开工率整体下降，供给整体略有上升，但由于需求仍旧偏弱，供应整体较为充裕。对商品价格影响方面，能源方面，随着俄乌之间的进展良好，天然气供应受到影响减弱，以及需求预期减弱，天然气价格短期有所回调；原油方面，OPEC+超预期增产，但美元走弱和美国关税政策缓和，对原油价格支撑增强、价格中枢整体下移。有色，美元短期偏弱，美国关税政策缓和修复风险偏好以及美国对铜加征关税抬升成本，有色整体震荡反弹。建筑材料，短期需求仍旧偏弱，而且钢铁、水泥等开工率上升，供给充裕，价格短期偏弱震荡。化工，开工率有所下降，生产有所放缓，虽然海外需求随着美国关税大幅取消或降低而回升，但国内需求仍旧偏弱，整体维持偏弱震荡。

4. 2025 年 6 月大类资产及商品策略

4.1. 2025 年 6 月大类资产及商品板块策略

美国经济有所放缓，通胀上行风险加大，但美国关税政策持续释放积极信号，美联储降息预期整体降温，预期年内降息 1-2 次，美元整体反弹。国内经济增长稳健，外部冲击减缓，预计国内实际需求平稳增长。关注国内增量政策出台、存量政策落地情况、国内消费、投资、国内基建和房地产实际开工情况以及中美贸易谈判进展。

因此，股市方面，外部冲击缓和，但国内政策支持预期减弱，关注经济增长成色，股市短期波动降低；债市方面，外部风险缓和、股市反弹，但央行降准降息以及流动性改善，国内债券价格高位震荡；汇率方面，美元偏弱，中美贸易有所缓和，人民币压力有所缓解。大宗商品板块策略方面，美元偏弱，欧美商品补库需求回升，关税抬升成本，商品价格呈震荡走势。其中，能源板块，国内外需求预期放缓、OPEC+预期增产，但美国贸易政策缓和，油价短期窄幅震荡；有色板块，美元偏弱，欧美补库需求回升，关税抬升成本，有色短期震荡；贵金属板块，美元短期偏弱，关税博弈短期加剧避险需求增强，贵金属短期高位偏强震荡。黑色板块，需求偏弱、供给上升、库存累积，黑色短期偏弱震荡。

4. 2. 2025 年 6 月具体品种策略

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	关注需求弱预期能否兑现	1. 5-6 月份为钢材需求淡季，但现实需求短期尚可，而预期则相对悲观。 2. 铁水产量有所回落，但焦煤让利背景下，钢厂利润表现可观，钢厂减产意愿不强。 3. 6 月份之后钢材市场将进入弱需求预期的验证阶段。	需求超预期，宏观政策持续加码	单边策略：螺纹钢运行区间 2850-3150；热卷运行区间 2950-3250 套利：可关注成材跨期正套策略
铁矿石	价格仍有下跌空间，但过程相对曲折	1. 铁水产量顶部已经基本确立，但因钢厂利润可观，其减产意愿不强。 2. 供应回升有不及预期风险。 3. 港口库存持续下降。	铁水日产量持续维持高位	单边：铁矿运行区间 690-720
原油	波动增加，节奏偏空	1. 现货中性，但库存开始有累积迹象。 2. OPEC+大概率继续大幅增产。 3. 关税谈判和地缘导致的供需预期变化可能对波动造成影响。	制裁措施，关税落地情况，加拿大野火影响	逢高偏空
PTA	逢高偏空	1. PTA6 月装置检修回归量较多，约在 30 万吨以上。 2. 终端订单不及预期，导致下游减产或在 6 月持续。 3. 关税缓和窗口至 7 月便会较为紧张，终端囤库意愿仍然较低。	下游需求大幅走弱，原油/PX 价格继续大幅走弱	TA 9-1 结构做缩
乙二醇	保持震荡	1. 下游开工有下行风险，下游减产对乙二醇影响在。 2. 煤制成本持续下行，后期开工再度回升，供应回升量仍在。 3. 港口库存仍然偏高，去化速度偏慢。	产能存量装置短期大面积回归，下游需求长期走弱	观望
甲醇	震荡偏弱	1. 内地装置供应维持高位，进口 6 月环比大幅上涨，供应端压力增加。 2. 下游 MTO/MTP 装置有检修计划，利润不佳和淡季影响下使得传统下游需求低迷。 3. 甲醇 6 月库存预计上涨	进口，MTO 装置。宏观、原油、地缘政治，政策风险等。	观望，或关注 2509 合约反弹做空机会，月差和基差反套机会
聚烯烃	震荡偏弱	1. 原油价格偏弱，聚烯烃成本略有下移。 2. 新产能 6-7 月集中释放，部分装置逐渐重启，供应压力进一步提升。 3. PE 季节性需求淡季，PP 需求处于淡季过度阶段，需求不佳。 4. 供应端看，PP 投产压力更大，需求走弱或更明显，但 PP 成本更多元，支撑或相对 PE 明显，LP 价差虽有走强驱动，但可能受 PP 估值影响比较曲折。	装置、进出口。原油、宏观、地缘政治，政策等	关注 09 合约做空机会。
铜	震荡偏弱	1. 铜矿端相对偏紧，铜精矿 TC 继续下探，但下滑速度有所放缓，铜精矿港口库存处于高位，距离 TC 企稳时日不远。电解铜产量处于高位，减产动力不足。 2. 需求端，旺季接近尾声，即将进入淡季，之前旺盛需求能否持续等待考验，光伏抢装结束，以旧换新政策	铜矿紧缺程度超预期、关税缓和超预期	关注铜价做空机会

		策透支后期需求，而 4 月电网投资转负，需求存在边际回落风险。 3. 美国对铜加征 25%关税将落地，非美地区供给加。		
铝	震荡偏弱	1. 供应刚性，产量维持高位，云南扰动减少，由于俄铝长单，进口维持高位。 2. 美国对铝征收 25%关税，导致非美地区供应增加。抢出口效应消退，以及以旧换新政策透支未来需求，二季度需求边际转弱。	需求超预期、供应下降超预期	关注沪铝 06 合约 20500 元/吨一线阻力
锡	区间震荡	1. 6 月矿端偏紧维持，并且向冶炼端蔓延，冶炼开工率将维持低位。 2. 进口亏损大幅缩窄，进口预计增加。 3. 需求旺季接近尾声，需求边际下降。	缅甸佤邦锡矿复产推迟	预计短期震荡，上方承压
黄金	高位震荡	1. 特朗普关税贸易政策反复摇摆，其执政风格所带来的政策不确定风险始终处于高位。 2. 一季度美国实际 GDP 环比萎缩，最新初请失业金人数超市场预期，暗示美国经济衰退隐忧。 3. 通胀方面现实预期分化，近月 CPI 及 PPI 创 21 年来新低，但通胀预期居高不下。 4. 美联储采取谨慎态度，降息时间一再延后，当前 9 月降息概率约为 65%。	关税冲突、地缘局势、经济衰退、美联储政策路径等	暂时观望，关注主力合约阶段性回调后的长线布局机会
白银	高位震荡	1. 美国经济滞胀隐忧，美国 4 月 ISM 制造业 PMI 录得 48.7%持续处于荣枯线以下，主要分项显现"滞胀"特征，或进一步拖累白银工业需求。 2. 地缘局势叠加关税冲击，避险情绪居高不下，美元持续弱势支撑贵金属板块高位运行。 3. 由于工业属性占比，白银第二季度走势明显落后黄金，前高附近压制明显，但同时在黄金回调时呈现出一定的抗压性。白银中长期高位运行逻辑不变，若大幅回调可分批次入场长线布局。	制造业放缓、地缘局势、关税扰动、美联储预期等	暂时观望，短期高位震荡
股指	区间震荡	1. 美国 90 天关税暂缓期进入中后期，关税政策和谈判节奏存在反复和预期差，波动或将有所加大。 2. 美国在半导体、大飞机等领域对中国的限制加大，中美博弈有所加剧。 3. 人民币汇率贬值压力缓解。 4. 6 月市场处于外部冲击可能加强和内部对冲力度博弈的阶段，市场进入震荡阶段，波动或将有所加大。	稳增长政策不及预期，流动性收紧超预期，地缘关系恶化超预期。	谨慎做多
大豆	区间偏弱	1. 美豆产区气象条件好，播种进度快，产情稳定。现阶段，CBOT 大豆无明显天气升水，巴西连年丰产结转库存高，中美关系不确定性也存在，美豆远月销售节奏慢。 2. 现阶段，美元承压，非美货币购买力上涨，美豆或支撑。6 月 CBOT 大豆或维持区间偏弱行情	6 月 USDA 对美豆单产预估及种植面积统计数据将是主导美豆突破行情的关键	观望

豆菜粕	空	1. 油厂大豆及豆粕库存或继续修复，弱基差行情将兑现，且美豆上涨驱动不足，豆粕亦缺乏稳定上涨支撑。 2. 菜粕方面，加拿大油菜籽库存低，国内菜籽进口供应收紧，油厂开机降低、菜粕处刚需旺季，港口库存或去化，期现同步走高后，下游对高价接受度有限。 3. 若无加菜籽反倾销调查等相关政策消息，菜粕或同步豆粕承压。6月豆菜粕主力合约价差或持续低位。	美豆及加拿大菜籽产区天气是主导油料及国内蛋白行情驱动的主要因素	M09 合约逢高空配
油脂	区间偏弱	1. 6月若 OPEC+增产落地，国际原油价格下跌行情或将继续降低了国际油脂多头风险偏好。 2. 美国生柴相关政策前景不明，且有利多出尽风险。 3. 棕榈油方面，马来增产节奏偏慢但增产事实不变，增产增库，其相关油脂油料预期偏弱，棕榈油较难一枝独秀。 4. 国内豆油供应压力后置或兑现，预期偏差，豆棕价差倒挂行情修复或仍需时间；菜油现货流通慢、库存高，区间窄波行情暂稳定。	6月美国生柴相关政策或明晰，能源价格及关税争端前景不明，三大油脂市场存在较大不确定性	P09 合约逢高空配； SPC Y2509&P2509 逢低买入
生猪	空	1. 6-7月生猪出栏增多，且受政策导向、季节性因素影响，降重迫切性有增加。 2. 消费淡季且受部分省份检疫票收紧政策影响，二育再补栏或谨慎。 3. 现货继续承压风险较大，期货贴水预期稳定，但基差偏低，临界7月交割不排除基差收缩导向近月的补涨行情。若6-7月现货供应压力逐步释放，且现货支撑稳定，远月主流09合约多空分歧或加剧。	6月二育及集团场压栏导致供应压力或释放，现货承压下行方向不变，但节奏及预期预期偏差导致行情波动会有	LH09 合约区间操作
玉米	多	1. 6月新麦集中上市压力下，玉米饲用消费或被部分替代，叠加相对偏高库存及仓单压力，期现价格或小幅承压。 2. 麦收后待玉米需求回归，进口缩减、港库加速去化，玉米依然是易涨难跌的行情。	6月小麦集中上市或拖累玉米价格，玉米预期支撑逻辑若发生变化，玉米区间承压空间或被放大。关注进口及增抛储等相关政策消息	C09 合约逢低买入

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68756925

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn