

多重因素扰动，大宗商品或继续震荡运行

投资观点：

报告日期 2026-05-10

- **海外：**1) 美国启动以恢复霍尔木兹海峡通航为目的的“自由计划”，伊朗随即以导弹和无人机进行反制，局势迅速升温。不过，尽管发生军事冲突，美方官员称此次打击并不意味着停火协议终结。美伊局势正处于战和转换的关键节点，后续需密切关注谈判进展、海峡通航情况、军事动态和油价走势。2) 美国 4 月 ISM 非制造业 PMI 从 54.0 回落至 53.6，低于市场预期的 53.7。同期，标普全球美国 4 月服务业 PMI 终值由初值 51.3 下修至 51.0。3) 美国公布 4 月非农就业数据。新增非农就业增加 11.5 万，超市场预期；失业率为 4.3%，符合市场预期；平均时薪同比增长 3.6%，不及市场预期。美国劳动力市场目前处于相对均衡状态，从美联储最新的研究来看，即使 2026 年美国新净增加就业数量为 0，美国的失业率也不会出现比较明显的上行，这意味着劳动力市场对美国经济的影响在减弱。4) 欧洲央行内部的鹰派信号由暗示转向明确释放，其内部讨论的焦点，已从“是否需要继续防通胀”转向“通胀压力是否足以迫使其重新加息”。在此背景下，市场对欧洲央行 6 月加息的预期明显升温。
- **国内：**1) 按美元计价，2026 年 4 月我国出口 3594.4 亿美元，同比增长 14.1%，较 3 月的 2.5% 明显回升；进口 2746.2 亿美元，同比增长 25.3%，仍维持高位；贸易顺差 848.2 亿美元，较 3 月的 511.3 亿美元明显走阔，但同比仍下降约 11.5%。展望未来，二季度出口大概率较 3 月明显修复，但 4 月高增或也较难持续。一方面，出口仍有韧性，但韧性主要来自 AI 和高端制造链条，另一方面，传统消费品和一般制造品仍面临外需、成本和运价的约束。
- **多重因素扰动，大宗商品或继续震荡运行。**海外部分，一方面，美伊之间的谈判充满不确定性，地缘冲突持续反复，将继续影响市场情绪波动；另一方面，在“弱增长+高通胀”的组合格局下，美联储货币政策两难进一步加剧，降息大概率进一步延后。国内部分，宏观经济呈现一定程度的“外强内弱”（出口好于内需）特征，国内投资、消费增速仍然偏低，而政策空间受制于输入性通胀的风险，短期将保持定力。综合来看，目前多空因素并存，市场情绪仍有反复，大宗商品或震荡运行，仍需密切关注中东局势、政策走向的变化。

宏观

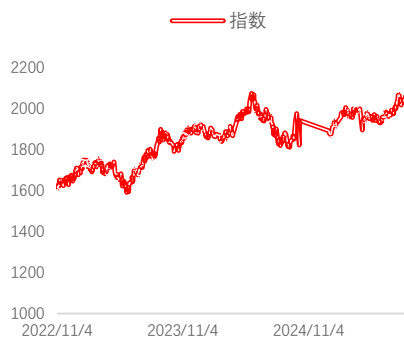
专题报告

国贸期货研究院：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

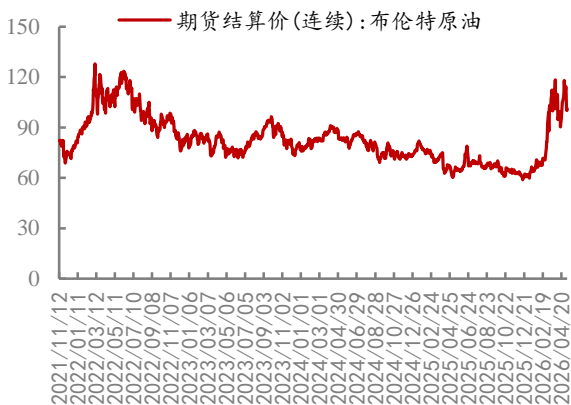
- 1、【ITF-宏观】市场情绪仍有反复，大宗商品震荡运行 20260426
- 2、【ITF-宏观】地缘局势高度不确定，市场情绪或有反复 20260419
- 3、【ITF-宏观】中东局势尚不明朗，市场情绪或仍有反复 20260412
- 4、【ITF-宏观】中东局势仍不明朗，市场情绪不断反复 20260406

1 海外形势分析

1.1 地缘政治：地缘冲突持续反复

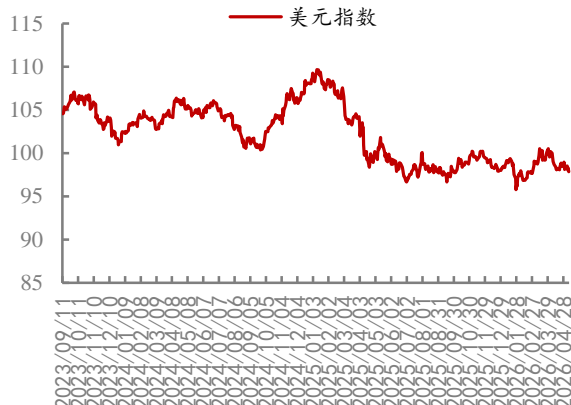
当地时间5月4日，美国启动以恢复霍尔木兹海峡通航为目的的“自由计划”，伊朗随即以导弹和无人机进行反制，局势迅速升温。5日，美国国防部将其定性为临时防御性任务并强调无意交战，当日晚间美国总统特朗普宣布暂停该行动。6日，美方表示已同伊朗就一份一页式谅解备忘录的磋商临近收尾，但7日双方军事行动再度升级，霍尔木兹海峡地缘风险依旧高企。

图表 1、原油价格持续高位运行



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、美元指数



资料来源：Wind、国贸期货研究院

美国以“人道主义”名义推出“自由计划”，试图通过信息引导与有限军事威慑保障通行，而非传统护航，但行动首日仅两艘美国商船通过，效果极为有限。该举措立即激化伊朗强硬反制并触发交火，使地区局势急剧升级。在风险迅速外溢、市场恐慌加剧的背景下，美国总统特朗普于5月5日紧急宣布暂停行动，表面上为观察谈判进展，实质反映出美国在“维持全球安全秩序”与“避免卷入中东冲突成本”之间的战略摇摆。事件发生后，当日WTI原油与布伦特原油分别大涨4.39%和5.80%。在当前已有数百艘船只、约2万名海员被困且物资短缺的情况下，海湾地区海上安全风险仍处“极高”水平。在此背景下，当地时间5月6日，美国方面认为与伊朗接近达成一份一页的谅解备忘录，旨在结束战争并为更详细的核问题谈判设定框架，这是自战事爆发以来各方最接近达成协议的一次。然而，7日，美国海军驱逐舰编队在穿越霍尔木兹海峡时遭到伊朗“无端袭击”，伊朗方面则指责美军首先违反停火协议攻击其油轮。由于军事升级，市场对局势的判断持续摇摆，导致原本回落的油价跌幅收窄。7日，WTI原油和布伦特原油跌幅分别较上日收窄6.75和6.64个百分点。尽管发生军事冲突，美方官员

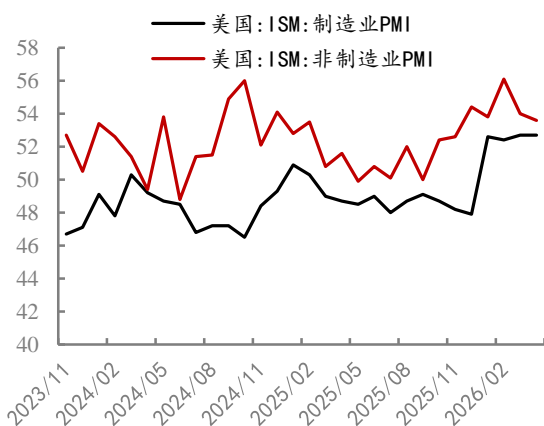
称此次打击并不意味着停火协议终结。美伊局势正处于战和转换的关键节点，后续需密切关注谈判进展、海峡通航情况、军事动态和油价走势。

1.2、美国：非制造业 PMI 不及预期

当地时间 5 月 5 日，美国供应管理协会公布美国 4 月 ISM 非制造业指数。数据显示，4 月 ISM 非制造业 PMI 从 54.0 回落至 53.6，低于市场预期的 53.7。同期，标普全球美国 4 月服务业 PMI 终值由初值 51.3 下修至 51.0。

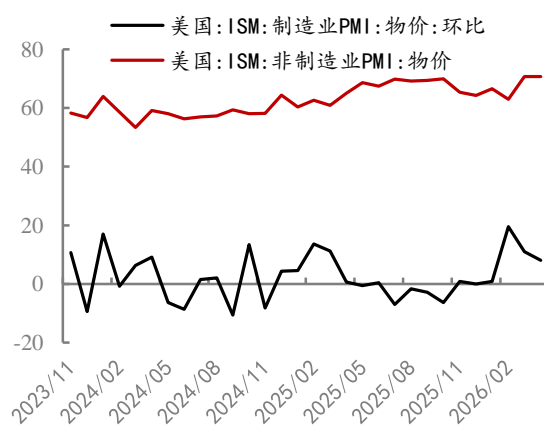
4 月美国非制造业 PMI 小幅回落，虽仍处于荣枯线上，但内部结构呈现分化、增长质量明显下滑。数据显示，ISM 新订单指数从 3 月的三年高点 60.6 骤降至 53.5，单月回落 7.1 点，创下 2023 年 3 月以来最大降幅。订单的大幅萎缩表明，由于能源成本飙升和地缘政治带来的不确定性，企业和消费者的支出意愿已变得极为审慎。消费端可选服务、休闲旅游、娱乐等领域需求走弱，或因油价与利率双高持续挤压居民可支配收入，进一步抑制非必需消费支出。4 月 ISM 非制造业支付价格指数维持在 70.7 的周期高位，处于自 2022 年 10 月以来的高位，燃油、薪资及供应链成本上行压力广泛传导，企业成本端压力或将逐步转嫁至终端服务价格。叠加地缘扰动下油价高企，服务通胀粘性进一步增强。同时，就业持续走弱，劳动力市场降温。就业分项指数连续第二个月处于收缩区间，企业在需求疲软与成本高企双重压力下，或主动放缓招聘、严控人力开支，进一步压制居民收入预期与消费意愿。

图表 3、美国:ISM:制造业 PMI



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、美国:ISM:制造业 PMI:物价



资料来源：Wind、国贸期货研究院

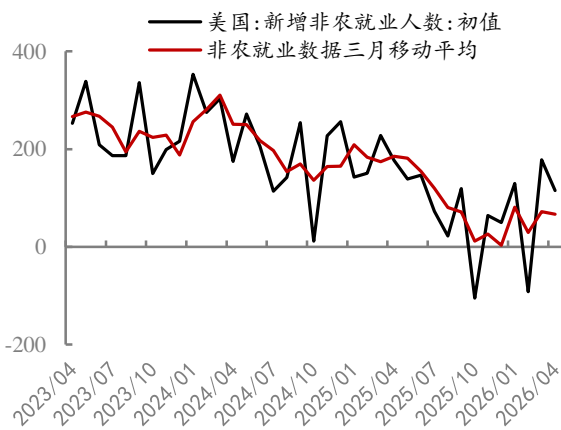
标普全球数据显示，当前服务业景气度对应的美国 GDP 年化增速仅约 1%，经济增长韧性明显减弱。非制造业商业活动分项虽有小幅修复，但难以对冲新订单、就业等核心分项的走弱，经济增长降档信号已逐步显现。

在“弱增长+高通胀”的组合格局下，美联储货币政策两难进一步加剧：过早降息或固化高通胀预期，甚至推升通胀反弹压力；维持高利率不变则持续压制内需，加大经济下行及就业走弱风险。结合近期美联储偏鹰表态，市场对年内降息的时点预期进一步延后。短期内美联储大概率延续观望态度，政策宽松落地时点或推迟至下半年。

1.3、美国：强非农或进一步抬高美联储降息门槛

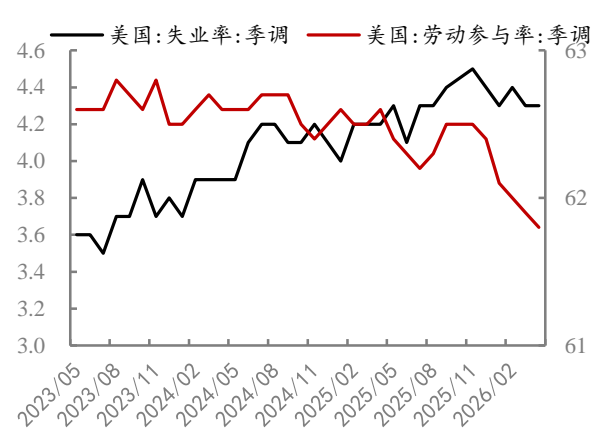
美国公布4月非农就业数据。新增非农就业增加11.5万，超市场预期；失业率为4.3%，符合市场预期；平均时薪同比增长3.6%，不及市场预期。

图表 5、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 6、美国：失业率：季调



资料来源：Wind、国贸期货研究院

1) 新增非农就业再度超过 10 万，3 月数据录得一定上修。4 月美国新增非农就业增加 11.5 万人，较 3 月份初值（17.8 万）有一定幅度下行，但超市场预期的增加 6.5 万。2 月新增非农就业下修 2.3 万。趋势上看，近 3 个月平均新增就业增加 4.8 万人，有一定幅度下跌。结构上看，私人部门方面，商品制造增加了 1.0 万就业，服务业中教育和保健服务增加了 4.6 万就业，政府就业在 4 月继续负增长。总体看，4 月美国新增就业持续高增，且再度超过 10 万，虽然后续有可能面临下修，且趋势上来看美国就业市场处于一个相对低位的状态，但毫无疑问，美国劳动力市场目前韧性较足。

2) 劳动参与率下行、失业率维持低位。4 月美国劳动参与率录得约 61.8%；失业率为 4.3%，劳动参与率不及市场预期。劳动参与率边际下降的同时失业率边际上行，考虑到部分老年人退出了劳动力市场，可能造成了一定的摩擦性失业，但亦说明当前美国劳动力市场并不如新增非农就业所显示的强劲。再来看失业率成因，4 月完成临时工作者、离职者、永久性失业者占比下降，而首次就业者、暂时性失业者占比上升，可能显示企业目前倾向于招聘有

经验的员工，叠加人口老龄化，导致部分人口退出劳动力市场，永久性失业者占比下降。

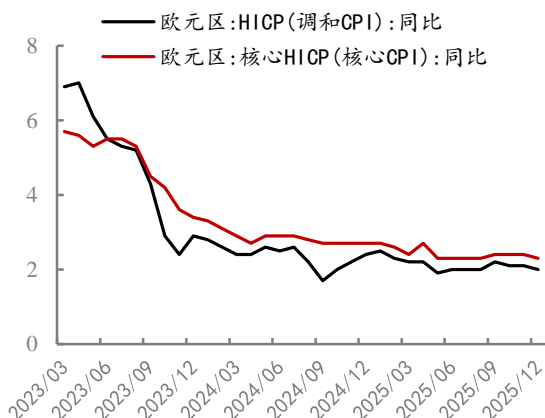
3) 薪资同比增速有所回升，工作时长基本稳定。4月美国非农就业时薪录得37.41美元，同比上升3.6%，环比上升0.2%，同比增速较3月回升0.2个百分点，环比增速维持不变。此外，4月美国周工作时长维持在34.3的相对低位，基本稳定。结合劳动力退出市场且失业率上行来看，后续薪资同比增速或也难提升，结合后续通胀绝对水平或出现持续上行来看，居民的实际购买力将受到侵蚀，对经济增长的支撑作用或下降。

美国劳动力市场目前处于相对均衡状态，从美联储最新的研究来看，即使2026年美国新增就业数量为0，美国的失业率也不会出现比较明显的上行，这意味着劳动力市场对美国经济的影响在减弱。我们认为2026年美联储降息并非完全不可能，油价冲击对经济增长具有滞后性，即使短期通胀上行，美联储或也将更多选择观望，而非马上加息。不过考虑到6月FOMC会议上沃什大概率已经接任美联储主席职位，我们还需要关注沃什届时的表述与沟通风格。

1.4、欧元区：欧央行6月加息预期持续升温

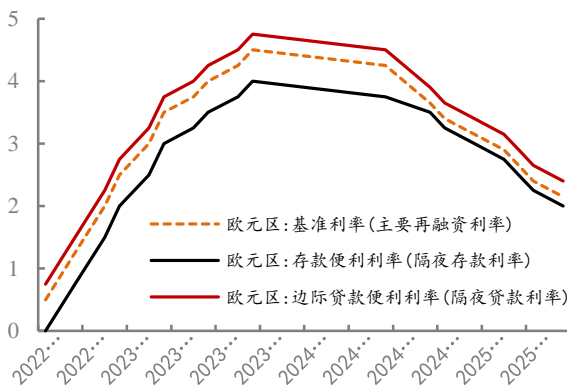
5月4日始，多位ECB官员连续释放偏鹰信号。5月4日，欧洲央行管委Nagel表示，若未来数周通胀前景未出现明显改善，欧洲央行或在6月实施加息。5月6日，欧洲央行执委Cipollone再次表示，欧洲央行进一步加息的可能性已经上升。但由于增长偏弱、政策仍强调数据依赖，市场更倾向把这次理解为一次“保险式加息”而非新一轮强加息周期。

图表 7、欧元区:通胀水平



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 8、欧元区:基准利率



资料来源：Wind、国贸期货研究院

官员表态方面，欧洲央行内部的鹰派信号由暗示转向明确释放，其内部讨论的焦点，已从“是否需要继续防通胀”转向“通胀压力是否足以迫使其重新加息”。数据层面，欧元区4

月 CPI 初值升至 3.0%，其中能源价格同比上涨 10.9%，服务业价格仍维持在 3.0%，显示通胀压力已不仅局限于能源领域，而是开始向更广泛的价格链条传导。同时，欧洲央行 3 月预测已将 2026 年通胀预期上修至 2.6%，并将经济增长预期下调至 0.9%，“高通胀、低增长”的滞胀特征进一步显现。此外，欧洲央行 5 月 4 日的企业调查显示，航空、物流、化工、塑料及包装等行业已出现提价行为，企业普遍担忧若中东冲突持续，欧洲可能重演 2022 年的输入性通胀冲击。

在此背景下，市场对欧洲央行 6 月加息的预期明显升温。当前市场已基本定价 6 月加息 25BP，但多数机构认为，这更可能是一种防止通胀预期失控的“保险式加息”，而非新一轮连续紧缩周期的起点。但 5 月 6 日有关美伊局势缓和的消息一度压低油价与债券收益率，推动欧洲股债同步反弹，反映出欧洲央行鹰派预期重新定价，和地缘风险边际缓和带来的风险偏好回暖，仍存在相互对冲的态势。

2 国内宏观形势分析

1.1 高技术链条支撑出口高增长

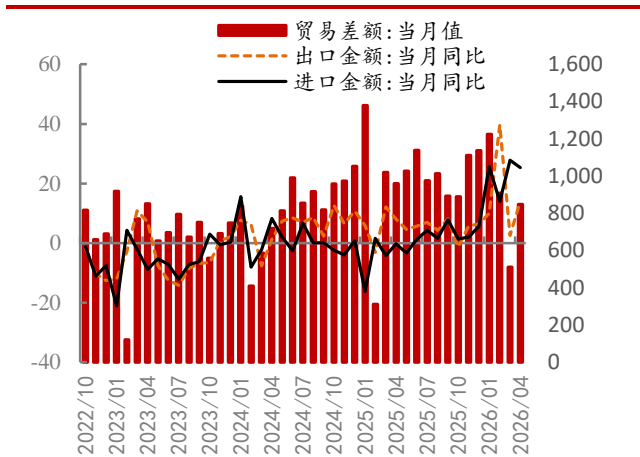
按美元计价，2026 年 4 月我国出口 3594.4 亿美元，同比增长 14.1%，较 3 月的 2.5% 明显回升；进口 2746.2 亿美元，同比增长 25.3%，仍维持高位；贸易顺差 848.2 亿美元，较 3 月的 511.3 亿美元明显走阔，但同比仍下降约 11.5%。

(1) 3-4 月我国出口贸易维持活跃，海外需求特别是高技术制造业需求维持较强韧性。究其原因，首先，当前海外主要经济体维持较高景气度，2026 年 4 月欧元区、美国制造业 PMI 分别为 52.2% 和 52.7%，均处于较高景气度区间；4 月越南、韩国出口同比实现较高增速，分别为 21.6% 和 48.0%，印证了当前外需的较好表现。其次，得益于全球“AI”等高技术制造业投资旺盛，4 月我国部分机电产品进出口同比较快增长，我国集成电路出口、进口当月同比增速分别为 99.6% 和 54.7%。值得一提的是，2026 年 3 月，全球半导体销售额同比增长 79.2%，年内同比增速持续增长，高技术产业加速发展拉动全球需求。

(2) 进口方面，4 月集成电路进口同比增长 54.70%，大豆增长 49.30%，未锻轧铜及铜材增长 38.36%，原油增长 13.21%，铁矿砂及其精矿增长 2.75%，钢材增长 1.31%。其中，集成电路进口高增反映电子制造和 AI 相关产业链仍在补库；铜材进口高增既有制造业和电力设备需求因素，也有铜价上涨带来的金额抬升；大豆进口高增更多体现农产品采购、价格和基

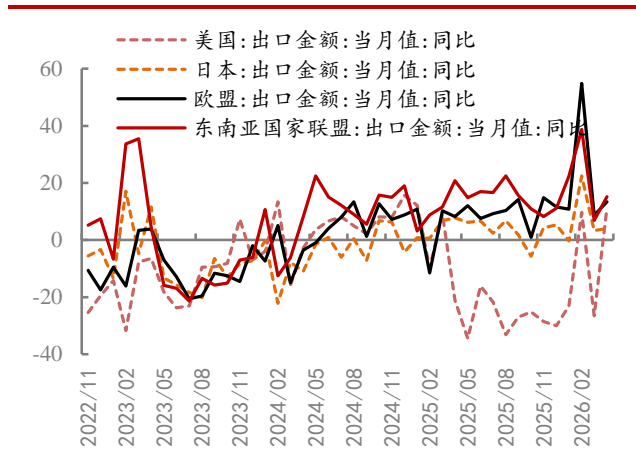
数因素；原油进口金额同比为正，但进口量同比下降，主要受到霍尔木兹海峡关闭和中东供应扰动影响，这意味着原油进口金额同比增长中有较强价格因素。

图表 9、中国进出口同比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 10、对主要贸易伙伴的当月出口增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

展望未来，二季度出口大概率较 3 月明显修复，但 4 月高增或也较难持续。一方面，出口仍有韧性，但韧性主要来自 AI 和高端制造链条，另一方面，传统消费品和一般制造品仍面临外需、成本和运价的约束。后续需重点关注：一是 AI 链条订单和芯片价格能否延续；二是韩国、越南等亚洲电子链出口是否继续高增；三是人民币汇率对美元口径出口增速的扰动；四是中东冲突对能源价格、航运成本和海外终端需求的二次影响。

分析师介绍

郑建鑫，国贸期货研究院宏观金融研究中心经理，宏观金融首席分析师，厦门大学财务学硕士。负责宏观和大宗商品研究，擅长 FICC 类资产研究，熟悉宏观对冲及套利交易。曾获期货日报“最佳宏观策略分析师”称号。

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