

多空因素并存，大宗商品或继续震荡

投资观点：

报告日期 2026-05-17

- **海外：**1) 伊朗将海峡管控从“威慑工具”转向寻求“智能管理”的立法化方案，与美国在谈判“进展”表态下毫不妥协的核心红线，共同构成了超出市场短期波动交易的新预期——地缘风险正在向制度化、长期化的供应链成本与通胀压力转化。2) 美国4月CPI同比上涨3.8%，环比上涨0.6%；核心CPI同比上涨2.8%，环比上涨0.4%。目前伊朗战事持续发酵，油价冲高引发市场对通胀粘性的担忧，美国经济呈现“整体过热、核心分化”的特征。尽管能源冲击的边际效应可能随油价企稳而减弱，但通胀涨幅三年来首次超过工资增长，预示着美国消费动能面临实质性放缓风险，或为美联储在平衡“抗通胀”与“稳增长”之间提供新的考量，但若地缘冲突持续推高成本，滞胀风险仍不容小觑。3) 美国参议院经全院表决正式确认前美联储理事凯文·沃什出任美联储主席。尽管市场普遍预计，沃什上任后很可能推行“渐进式降息+加速缩表+改革通胀框架”的政策组合，然而通胀高企和民生承压又使美联储的政策操作空间缩窄，再加之鲍威尔预计仍将留任理事，后续一段时间内联储高层间潜藏的政策路线分歧，或将为未来的货币政策走向增添变数。
- **国内：**1) 4月金融数据反映出信贷需求仍然偏弱，但从日内债市表现来看，市场对社融数据反应不大，或与此前4月票据利率下行中，市场对偏弱社融已有一定预期并提前交易有关。展望后市，在美伊冲突尚未平息，输入性通胀对经济基本面扰动仍存的背景下，央行大概率仍将继续维持流动性环境充裕，但参考近期央行一季度货币政策执行报告来看，短期降准降息这类总量型宽松政策落地的概率较低，叠加《报告》还提及“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”，在此背景下，我们预计后续资金面环境或从4月的超宽松转向中性偏松。
- **多空因素并存，大宗商品或继续震荡。**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”的合格局下，美联储货币政策两难进一步加剧，叠加沃什即将上任，美联储鹰派基调升温，美债利率走升，压制市场风险偏好。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

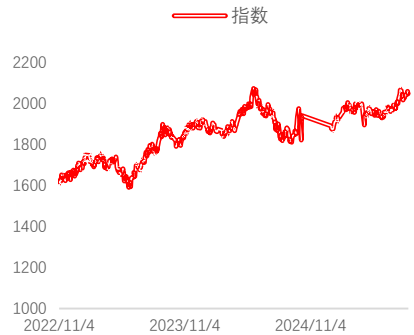
专题报告

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

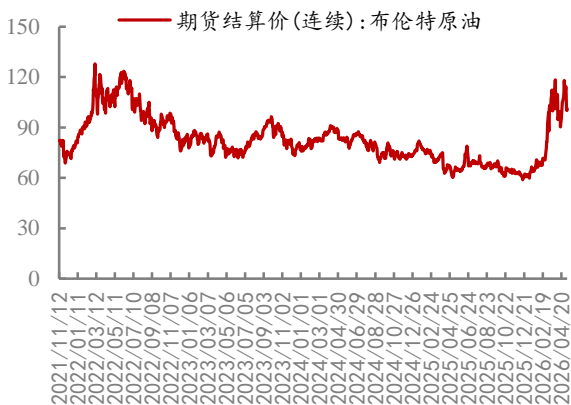
- 1、【ITF-宏观】多重因素扰动，大宗商品或继续震荡运行 20260511
- 2、【ITF-宏观】市场情绪仍有反复，大宗商品震荡运行 20260426
- 3、【ITF-宏观】地缘局势高度不确定，市场情绪或有反复 20260419
- 4、【ITF-宏观】中东局势尚不明朗，市场情绪或仍有反复 20260412

1 海外形势分析

1.1 地缘政治：美伊释放博弈新信号，中东对峙格局延续

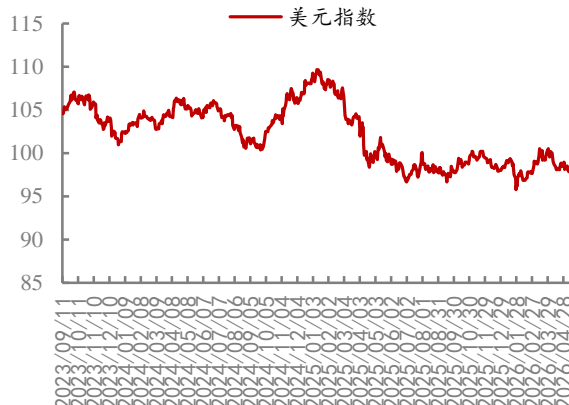
当地时间 5 月 13 日，伊朗议会国家安全与外交政策委员会主席阿齐兹表示，伊朗希望通过霍尔木兹海峡的“智能管理”，将这一地理优势转化为提升国家实力的杠杆。当地时间 5 月 13 日，美国副总统万斯表示，美国与伊朗的谈判“正在取得进展”，但“非常敏感”，因此他不能透露细节。万斯强调，目前谈判的根本问题在于，是否能满足特朗普总统划定的“红线”要求——也就是伊朗绝不能拥有核武器。

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

本次美伊双方释放差异化信号，非战非和局势僵持。美方释放谈判进展的表态短暂安抚市场避险情绪，但坚守伊朗无核核心红线，而伊朗抛出霍尔木兹海峡智能管理方案，进一步巩固地缘博弈筹码。虽然双方核心诉求依旧对立，但 2026 年 4 月 8 日达成的临时停火协议仍在形式上维持着脆弱的平衡。然而，海湾多国暗战持续公开化，沙特、阿联酋、科威特相继卷入地区军事博弈，地区博弈从美伊双边对抗转向多国多方对峙，进一步抬升中东地缘不确定性。受美伊僵局持续的影响，12 日数据显示本周以来，原油连日盘中大涨，收创一周新高，盘中美油涨近 5%、布油涨超 4%，13 日受谈判缓和情绪影响出现小幅回落但仍维持高位。财政方面，美国对伊战事花费已升至 290 亿美元，伊朗受制裁与海上封锁影响，能源出口受阻、海外资产冻结，财政压力同样固化。霍尔木兹海峡航运扰动不仅推升能源成本，还影响半导体制造所需氦气等关键原料运输，加剧市场对供应链安全的忧虑，12 日美股芯片 ETF 大跌 3.15%，高通等个股大幅下挫，科技产业链承压明显。

伊朗将海峡管控从“威慑工具”转向寻求“智能管理”的立法化方案，与美国在谈判

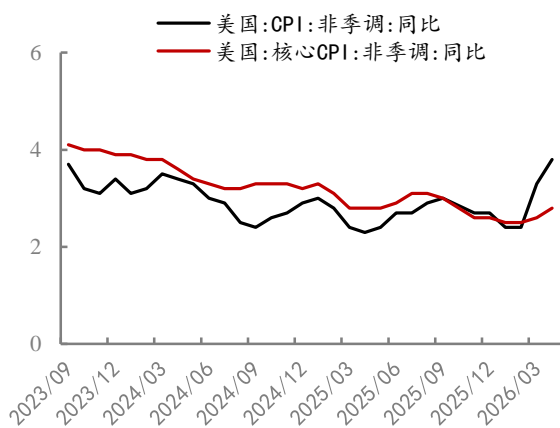
“进展”表态下毫不妥协的核心红线，共同构成了超出市场短期波动交易的新预期——地缘风险正在向制度化、长期化的供应链成本与通胀压力转化。整体来看，美伊短期难以打破僵持局面，地缘博弈将长期扰动能源、通胀及资本市场，后续需重点关注霍尔木兹海峡通航实况与美伊谈判后续动向。

1.2、美国：地缘冲突推高物价，美国通胀继续走高

当地时间5月12日，美国4月CPI同比上涨3.8%，环比上涨0.6%；核心CPI同比上涨2.8%，环比上涨0.4%；实际平均时薪同比下降0.3%。

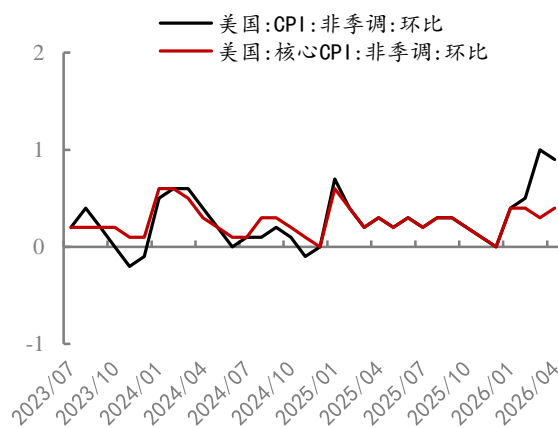
目前伊朗战事持续发酵，油价冲高引发市场对通胀粘性的担忧，美国经济呈现“整体过热、核心分化”的特征。4月CPI同比创近三年新高，虽符合市场预期，但核心CPI同比略超预期，创2025年9月以来新高，且实际工资同比转负，显示通胀对居民购买力的侵蚀正在加剧。能源分项仍为推动指数上涨的主要动力，数据显示，能源商品环比大幅上涨，直接拉动CPI环比上行约0.2个百分点，汽油及燃料油价格飙升与美伊冲突导致国际油价一度冲高直接相关。此外，关税对核心商品的传导有所消散，服装、新车等价格增速放缓，部分受关税影响的音响、摄影器材同比增速明显回落。然而，服务价格出现抬头迹象，机票价格因航油成本飙升环比上涨2.8%，酒店及个人护理等服务价格亦同步上行。

图表3、美国通胀同比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表4、美国通胀环比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

4月CPI的“高热”与现实平均时薪的“三年来首降”形成鲜明对比，即便核心通胀未全面失控，但高物价或实质性挤压居民消费能力。数据公布后，市场反应呈现分化，美股低开后跌幅收窄，显示盈利韧性对冲了估值压力；美债收益率小幅上行，美元指数走强。市场大幅削减年内降息预期，政策层面或维持“更高更久”的紧缩立场。

总体来看，尽管能源冲击的边际效应可能随油价企稳而减弱，但通胀涨幅三年来首次超过工资增长，预示着美国消费动能面临实质性放缓风险，或为美联储在平衡“抗通胀”与“稳增长”之间提供新的考量，但若地缘冲突持续推高成本，滞胀风险仍不容小觑。

1.3、美国：沃什出任美联储主席，政策路径增添变数

当地时间5月13日，美国参议院经全院表决正式确认前美联储理事凯文·沃什出任美联储主席。

图表 5、美国：联邦基金目标利率



资料来源：Wind、国贸期货研究院

在白宫急于降息与通胀死灰复燃的夹击下，沃什的执掌或让美联储未来的政策路径充满变数。此次 54 比 45 的投票结果，是自 1977 年美国国会要求美联储主席提名必须经参议院确认以来，历任美联储主席中“最微弱优势”的一次，不仅折射出国会极化的政治底色，更凸显了民主党的深层忧虑——即便沃什曾在听证会上强调自己未对总统做出任何承诺，民主党仍担忧其会让美联储的独立性遭到破坏。沃什此前表示将对美联储决策方式进行一系列改革，包括建立新的通胀应对框架，并主张将重心放在核心通胀上。这一“制度重塑”的愿景，叠加当前复杂的宏观环境，让联储的政策轨迹变得愈发扑朔迷离。一方面，美国总统特朗普持续对美联储施压。自去年上任以来，特朗普曾多次抨击鲍威尔降息“太慢”，频繁暗示希望美联储更配合白宫经济议程，并直言期待沃什上任后立即降息。另一方面，美国输入型通胀压力正在进一步增加。4 月美国 CPI 同比上涨 3.8%，创下近 3 年来的新高；同日公布的美国 4 月

PPI 同比上涨 6%，剔除食品和能源的核心 PPI 同比上涨 5.2%，高于 4.3% 的预期，创下 2022 年 12 月以来最高同比增速，显示出由战争推动的能源成本上升正向其他商品蔓延，降息预期或进一步延后。

尽管市场普遍预计，沃什上任后很可能推行“渐进式降息+加速缩表+改革通胀框架”的政策组合，然而通胀高企和民生承压又使美联储的政策操作空间缩窄，再加之鲍威尔预计仍将留任理事，后续一段时间内联储高层间潜藏的政策路线分歧，或将为未来的货币政策走向增添变数。

1.4、美国:联邦基金目标利率

当地时间 5 月 11 日，欧洲央行管理委员会委员马丁·科赫尔表示，如果伊朗战争持续较长时间且能源价格保持高位，二次效应的风险将会增加。欧洲央行将保持警惕，并在必要时及时、果断地采取行动。

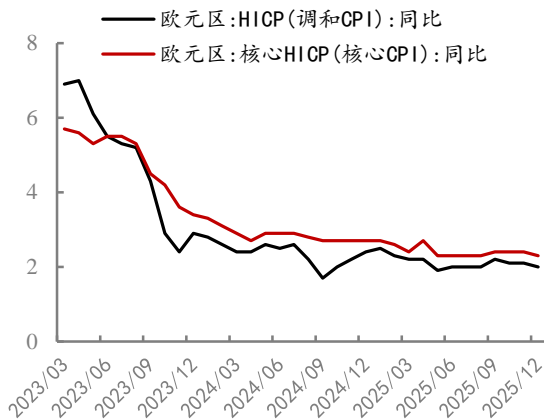
科赫尔此番表态显示出在地缘政治高度不确定性的情况下，欧洲央行对潜在通胀复燃的高度戒备。他表示，此次冲击或不同于 2021 至 2022 年的通胀飙升，当前欧元区整体需求已然走弱。

从近期数据看，欧元区经济基本面预期有所修复，5 月 ZEW 景气指数从 -20.4 反弹至 -9.1，市场极端悲观情绪有所缓和，但景气仍处收缩区间；3 月失业率维持在 6.2%，显示劳动力市场韧性犹存，为政策调整提供一定缓冲，但也放大了能源通胀向工资传导的风险。作为欧元区核心引擎，德国经济表现也反映出区域基本面压力，5 月德国 ZEW 景气指数由 -17.2 升至 -10.2，虽边际改善，但当前经济形势指数降至 -77.8，工业及实体经济仍持续承压。尽管内需疲软本会对物价形成下行牵制，但中东冲突引发的能源价格持续飙升，有可能通过交通、制造业等环节推高成本和物价，形成“工资-物价”螺旋上涨的三轮效应，欧元区滞胀隐忧升温，而地缘冲突的持续时长将成为关键决定变量。科赫尔认为，4 月欧洲央行暂缓加息情有可原，但倘若能源价格无法快速、大幅回落，货币政策不宜过久拖延收紧。虽然其并未承诺 6 月一定加息，但“形势若无好转，利率调整将无可避免”进一步加强了市场对 6 月欧央行利率决定的鹰派预期。

面对复杂多变的地缘局势，欧央行正试图在“支持经济缓慢复苏”与“防范通胀预期脱锚”之间寻找平衡点。科赫尔强调，欧央行将锚定在中期内将通胀率维持在 2% 的目标，并在

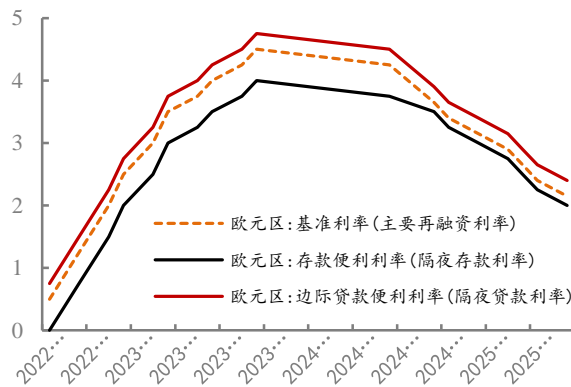
必要时果断采取行动。后续若能源价格不出现明显回落，欧央行在下个月加息、强化鹰派指引的概率将大幅增加。

图表 6、欧元区:通胀水平



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 7、欧元区:基准利率



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2 国内宏观形势分析

1.1 社融存量增速走低，宽信用有待发力

央行发布4月金融统计数据报告。4月末，社融存量规模456.89万亿元，同比增长7.8%，前值7.9%。4月政府债券新增0.9万亿元，同比少增688亿元，显示出在一季度经济表现韧性较强背景下，财政发力进度有所延后。社融口径人民币贷款负增0.4万亿元，同比少增0.49万亿元。4月金融机构口径下人民币贷款负增100亿元，为去年7月以来第二次负增长，同比少增2900亿元。人民币存款新增2700亿元，同比多增7100亿元。

居民中长贷走势与楼市表现背离。4月居民贷款负增7869亿元，同比少增2653亿元。其中，居民短期贷款负增4462亿元，同比少增443亿元，整体变化不大；居民中长期贷款负增3408亿元，同比少增2177亿元，但同期房地产销售表现不弱，4月30大中城商品房销售面积同比增速为3.66%，或与公积金贷款政策陆续放宽后，对个人商业贷款形成一定挤出效应有关。此外，在未来收入预期不稳的背景下，居民自发降杠杆、提高首付比例或也是因素之一。

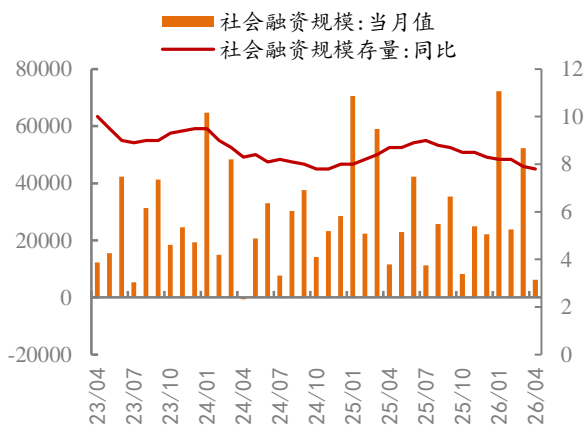
企业中长期贷款增长乏力，票据冲量效果明显。4月企业贷款新增3900亿元，同比少增2200亿元。其中，企业短期贷款负增4600亿元，同比多增200亿元，整体变化不大；企业中长期贷款负增4100亿元，同比少增6600亿元，或与当前上游原材料价格高企，企业资本开支以及采购计划后延有关；票据融资新增12429亿元，同比多增4088亿元，信贷需求不足背景下，票据冲量效果明显。此外，在低利率环境下，企业融资偏好向债券倾斜，4月企业债

券新增 4520 亿元，同比多增 2180 亿元，对社融形成较大支撑。

M1 增速小幅回落。4 月份 M2 同比增速为 8.6%，较上月上升 0.1 个百分点。4 月份 M1 同比增速为 5%，较上月回落 0.1 个百分点。4 月居民存款负增 19400 亿元，同比少增 5500 亿元；企业存款负增 12500 亿元，同比多增 797 亿元；非银金融机构存款新增 24700 亿元，同比多增 8990 亿元；财政存款新增 7394 亿元，同比多增 3684 亿元。整体来看，人民币存款延续多增，存贷差进一步扩大。居民存款与非银存款“一减一增”，存搬搬家延续。

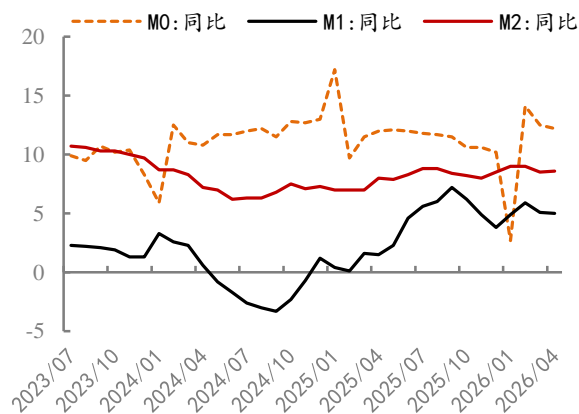
4 月金融数据反映出信贷需求仍然偏弱，但从日内债市表现来看，市场对社融数据反应不大，或与此前 4 月票据利率下行中，市场对偏弱社融已有一定预期并提前交易有关。展望后市，在美伊冲突尚未平息，输入性通胀对经济基本面扰动仍存的背景下，央行大概率仍将维持流动性环境充裕，但参考近期央行一季度货币政策执行报告来看，短期降准降息这类总量型宽松政策落地的概率较低，叠加《报告》还提及“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”，在此背景下，我们预计后续资金面环境或从 4 月的超宽松转向中性偏松，但资金利率大幅上行风险有限。

图表 8、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 9、对主要贸易伙伴的当月出口增速（单位：%）



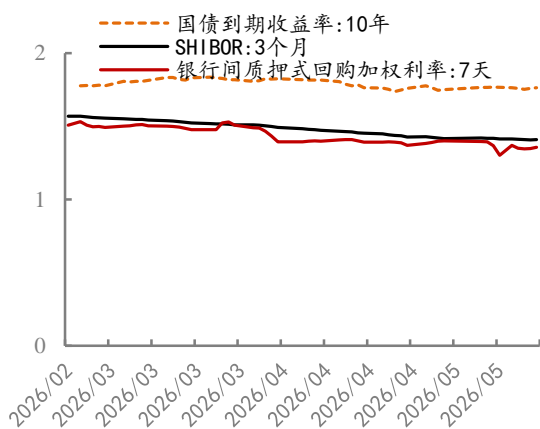
资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.2 央行：外部风险关注点升级，货币调控表述更趋审慎

5 月 11 日，央行发布 2026 年第一季度货币政策执行报告。与 2025 年第四季度相比，两个季度报告均明确“继续实施好适度宽松的货币政策”。但一季度报告在“适度宽松”前增加了“精准有效”的修饰词，这与 4 月底召开的政治局会议传达的基调一致。同时，报告删除了 2025 年四季度报告中“强化宏观政策取向一致性，做好逆周期和跨周期调节”的表述，更加强调依靠经济发展的“内生动力”。

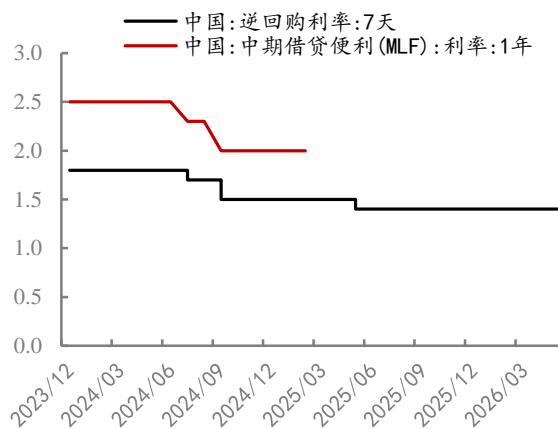
具体来看，在外部环境判断方面，2025 年四季度报告主要关注“世界经济增长动能不足，贸易壁垒增多”。一季度报告则指出“地缘政治风险持续上升，供给冲击和输入型通胀压力有所显现”，并将“各国央行货币政策调整存在不确定性”单独列出。这反映出央行对国际形势，特别是地缘冲突可能带来的输入性通胀风险给予了更高关注。货币政策操作方面，四季度报告明确提及“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”。而 2026 年一季度报告删除了“降准降息”的具体提法，只表述为“灵活运用多种货币政策工具，保持流动性充裕和社会融资条件相对宽松”，短期内降准降息概率降低。利率与融资成本方面，两个季度报告都强调促进社会综合融资成本低位运行。但一季度报告在“降低银行负债成本”后，新增了“引导金融机构提高利率定价能力”。同时，将 2025 年四季度“有序扩大明示企业贷款综合融资成本工作覆盖面”的表述，调整为“持续深化明示企业贷款综合融资成本工作”，更聚焦金融机构定价能力和成本管理。此外，一季度报告将“加强货币财政政策协同配合”的表述位置提前，显示出对政策协调发力更为重视。总的来看，一季度货币政策在延续宽松基调的同时，更注重精准有效、激发内生动力和应对输入性通胀等外部挑战。

图表 10、市场利率走势（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 11、公开市场操作利率（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

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