

商品有望继续偏强运行，板块走势或略有分化

投资观点：

报告日期 2026-09-06

- **海外：**1) 美国8月ISM制造业PMI录得54.6、连续第8个月扩张但动能放缓，ADP私营部门就业新增3.8万人、为年内最小增幅；而制造业投入价格仍处高位，“增长降温、价格黏性”的组合特征进一步显现。2) 美国劳工部公布8月非农就业数据。美国8月季调后非农就业人口增加16.2万人，远高于市场预期；8月失业率4.1%，持平预期和前值；8月时薪环比0.3%，持平预期、高于前值。总体来看，美国就业市场仍处于供给走弱、需求企稳的紧平衡状态。而受油价与AI资本开支共同拉动，PCE物价指数短期具备较强韧性，不排除进一步上行的可能性。在此宏观组合之下，美联储远期加息的概率趋于不断上升，意味着2年期美债利率或仍存在进一步上行空间，而长端美债利率受债券供需格局恶化约束，大概率易上难下。3) 美军对伊朗发动新一轮军事打击，首次直接指向伊朗在霍尔木兹海峡附近的布雷及反航运能力；伊朗随后以弹道导弹和无人机袭击约旦、伊拉克、科威特等地美军及相关目标，并称两艘油轮在穿越海峡时触雷。总体来看，美伊博弈焦点已从“谁打谁”转向“谁能控制霍尔木兹”，地缘溢价也由脉冲式冲击逐步转向持续性通航风险定价。
- **国内：**1) 8月国内制造业景气度有所回升，整体好于季节性，表明经济正在回稳。8月受极端天气的影响较上月有所减弱，订单出现回补，稳增长政策加快发力，“六张网建设”提速，叠加暑期消费持续释放，国内需求较上月明显改善，同时外需保持基本稳定，整体看新订单指数明显回升，这是PMI指数回升的主要原因。此外，我们看到价格指数转为上行，预计PPI环比增速将同步改善。展望未来，7月政治局会议明确要求“加大逆周期调节力度”，要求“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策”。考虑到极端天气的扰动将减弱，2025下半年基数偏低，且专项债、“六张网”以及政策性金融工具仍有发力空间，预计三季度经济增速可能较二季度略有回升。
- **大宗商品有望继续偏强运行，板块走势或略有分化。**一是，中东局势陷入僵局，海峡仍处于封锁状态，国际油价料将继续偏强运行，进而带动能化板块整体偏强；二是，美国非农大超预期，加息预期重新升温，或压制有色金属表现；三是，煤炭供应端受安全因素影响，短期内或难明显放量，不过，钢材等终端需求偏差，黑色系或高位震荡运行；四是，厄尔尼诺确定形成，可能存在炒作预期，但实际影响可能要到明年，短期基本面偏弱的压力仍存，农产品或震荡走升。

宏观

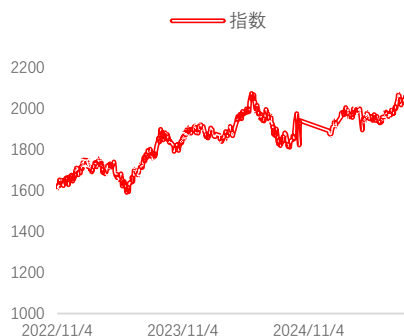
专题报告

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

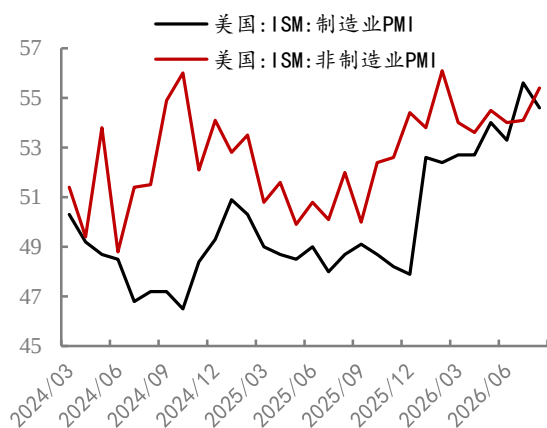
- 1、【ITF-宏观】商品有望延续偏强走势，但板块或有分化 20260830
- 2、【ITF-宏观】多因素共振，商品市场或继续反弹 20260823
- 3、【ITF-宏观】宏观情绪改善，商品或延续反弹 20260816
- 4、【ITF-宏观】风险偏好有所改善，商品或有反弹空间 20260809

1 海外形势分析

1.1 美国：8月制造业降温，通胀黏性下加息预期难降

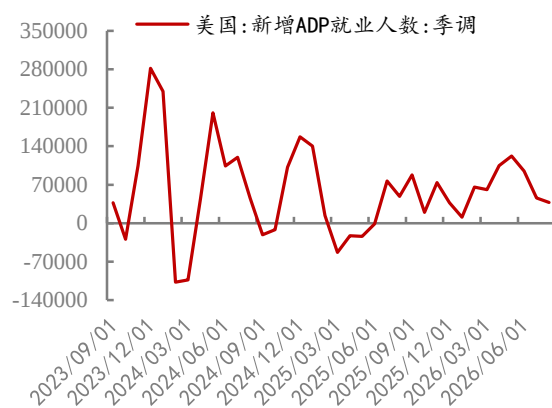
当地时间9月1日至2日，美国8月经济数据陆续公布，ISM制造业PMI录得54.6、连续第8个月扩张但动能放缓，ADP私营部门就业新增3.8万人、为年内最小增幅；而制造业投入价格仍处高位，“增长降温、价格黏性”的组合特征进一步显现。

图表 1、美国:ISM:制造业 PMI



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、美国:新增 ADP 就业人数:季调



资料来源：Wind、国贸期货研究院

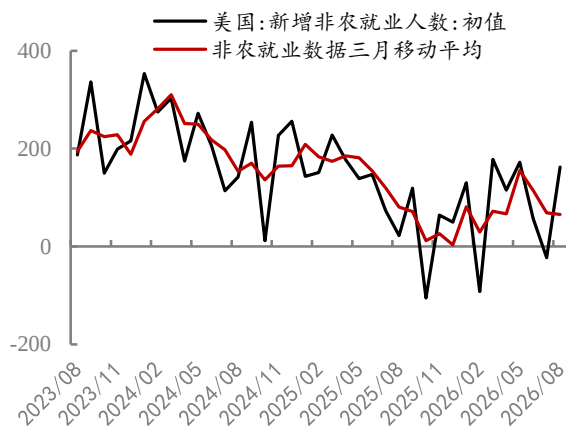
量的降温与价的黏性并行，美国9月货币政策面临增长与通胀的双重约束。在就业端，制造业景气与私营就业同步放缓，ISM新订单指数降至53.7、就业分项回落至51.2；ADP口径下制造业岗位减少1.7万个、专业与商业服务减少1.6万个，增量集中于教育医疗（+4.5万）与500人以上大型企业（+3.4万），小型企业就业基本没有增长，显示就业扩张基础有所走弱。在价格端，投入价格指数71.1与7月持平、连续23个月处于扩张区间，供应商交付指数升至59.3、交货放缓已持续9个月，关税与能源成本沿供应链向生产端传导；7月PCE同比上升3.7%，再通胀风险构成9月加息预期的重要支撑。美联储近期表态显示，在通胀未以明确且足够快的速度回落至2%之前，货币政策仍需保持一定限制性；CME口径下市场对9月加息25个基点的定价仍在六成以上、ADP公布后并未明显回落，反而有所上升，这反映单月就业走弱尚不足以改变市场对9月政策调整的判断，后续非农与CPI将进一步影响市场对货币政策路径的预期。

总体来看，8月数据显示美国经济正由前期较高景气度向增长放缓与价格黏性并存的阶段切换，9月加息预期仍有待通胀数据的表现再进一步确认；对中国而言，油价与海外制造业价格的输入传导、美国补库存周期启动时点，是影响国内PPI与出口景气的两条主线。

1.2、美国：非农大超预期，加息预期再升温

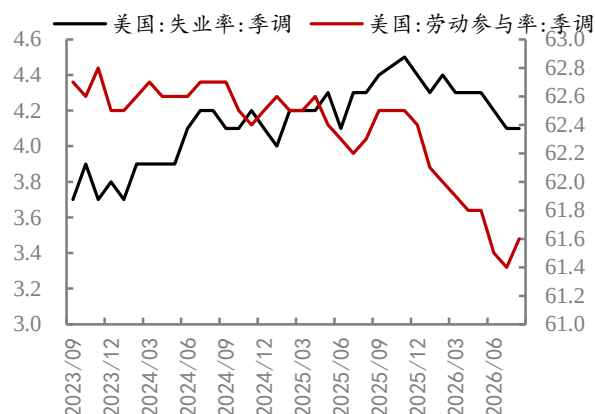
北京时间 9 月 4 日 20:30，美国劳工部公布 8 月非农就业数据。美国 8 月季调后非农就业人口增加 16.2 万人，远高于市场预期；8 月失业率 4.1%，持平预期和前值；8 月时薪环比 0.3%，持平预期、高于前值。

图表 3、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 4、美国：失业率：季调



资料来源：Wind、国贸期货研究院

1) 新增非农就业大幅反弹。8 月美国非农新增就业回升至 16.2 万人，显著高于市场预期 5.5 万人，创下今年 3 月以来新高。7 月前值由 -2.3 万人上修至 2.1 万人，6 月数据自 2 万人上调至 3.1 万人，两个月累计上修 5.5 万人，也扭转了 4-7 月非农新增就业持续回落的态势。累计维度看，2026 年 1-8 月美国新增就业合计 64.3 万人，明显高于去年同期 15.6 万人，印证美国劳动力需求出现底部企稳。

2) 劳动力供给边际回升。8 月美国失业率持平于 4.1%，与市场预期一致。其中，就业人口增加 56.9 万人，失业人口上升 11.5 万人，失业率实际读数由 4.09% 抬升至 4.14%，背后体现劳动力供给端改善。分失业原因来看，临时待业求职人群增加 6.2 万人，主动离职人数上升 12.1 万人；企业裁员导致的失业规模减少 8.2 万人。表明企业裁员意愿趋于降温，但居民主动求职意愿也不强。劳动参与率止跌回升至 61.6%，高于市场预期 61.5%。其中 25-54 岁核心适龄劳动力劳动参与率维持稳定。16-19 岁青年群体和 55 岁以上老年群体劳动参与率分别反弹 0.8 和 0.3 个百分点，共同驱动本月劳动参与率超预期。但青年与年长群体劳动参与率改善的可持续性存疑。

3) 名义薪资增速仍相对温和。8 月美国非农就业平均时薪环比回升至 0.3%，与预期 0.3% 持平，前值 0.1%；同比增速降至 3.1%，续创 2020 年疫情后以来新低，前值 3.2%。从近几个

月的同环比数据来看，薪资增速呈趋势性下行，工资通胀压力得到明显缓解。

4) 年内加息预期升温。本月就业数据呈现就业总量意外跳升、劳动力供给回升带动失业率保持平稳、薪资增速温和增长的组合，整体指仍向美国劳动力市场供需相对均衡。数据发布后，市场预计美联储 12 月之前至少加息 1 次的概率升至 86.8%。2 年期收益率上行 2bp 至 4.36%，10 年期收益率基本持平至 4.77%，收益率曲线重新走平。总体来看，美国就业市场仍处于供给走弱、需求企稳的紧平衡状态。而受油价与 AI 资本开支共同拉动，PCE 物价指数短期具备较强韧性，不排除进一步上行的可能性。在此宏观组合之下，美联储远期加息的概率趋于不断上升，意味着 2 年期美债利率或仍存在进一步上行空间，而长端美债利率受债券供需格局恶化约束，大概率易上难下。

1.3、日本：零售超预期回暖，内需韧性提升加息预期

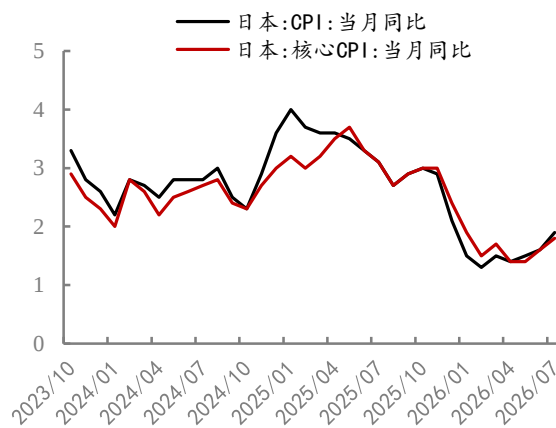
当地时间 8 月 31 日，日本经济产业省发布 7 月零售销售、工业产出数据。零售销售同比、季调环比大幅高于市场预期，实现连续第 4 个月同比正增长，扭转 6 月零售深度回落态势；工业产出季调环比表现大幅优于市场预期，但同比增速较上月有所放缓。零售超预期回暖，显示消费韧性有所增强，叠加通胀、工资上行因素，日本央行后续加息预期进一步升温。

图表 5、日本:零售销售额:同比



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、日本通胀数据 (单位: %)



资料来源：Wind、国贸期货研究院

7 月经济数据呈现“消费强、生产稳”的组合特征，整体好于前期市场对日本增长下行风险的定价。7 月零售销售同比增长 4.0%、季调环比增长 2.4%，均大幅高于市场预期，扭转 6 月季调环比-3.9%的深度回落。分项来看，汽车销售同比大增 16.2%，是零售回升最主要拉动项；机械器具、日用杂货、医药化妆品、食品饮料等品类增速全面转正或提速；仅服装鞋帽同比下滑 6.6%，但跌幅较 6 月-14.4%大幅收窄，消费复苏覆盖面明显扩大。工业产出季调环比微

增 0.1%、同比增长 4.1%，大幅好于市场预期，但同比增速较 6 月 4.9% 回落。制造商前瞻调查显示，8 月工业产出环比或上行 6.4%，短期走强或受到提前生产与库存回补因素提振，外需拉动偏弱。

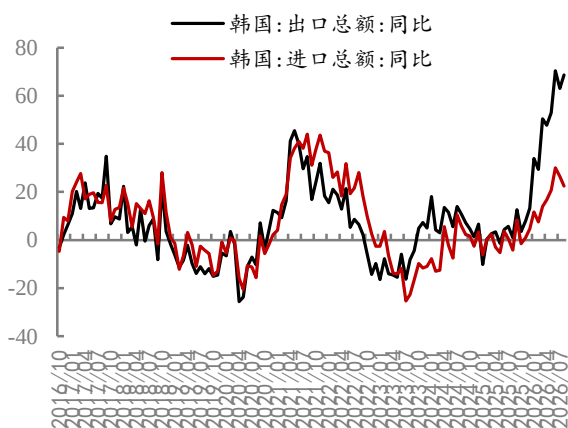
从货币政策视角看，零售强劲复苏意味着消费这一通胀传导的关键环节保持活跃，叠加 7 月全国核心 CPI 同比上涨 1.8%、东京 7 月核心 CPI 同比 1.9% 连续两个月加速，以及日元偏弱推升进口价格，日本央行进一步收紧政策的障碍明显下降。市场对日本央行进一步加息的预期已经明显升温，焦点由“是否加息”转向“9 月还是 10 月加息”。8 月 31 日盘中，日本 2 年期国债收益率升至 1.73%，创 1995 年 4 月以来新高。

总体来看，7 月经济数据为“内需支撑型加息”提供了有力证据，但工业产出结构性偏弱也表明修复进程并不均衡。若 8 月全国 CPI、工资等数据继续验证需求和通胀韧性，日本央行 9 月加息概率或进一步抬升；若数据不及预期，则加息时点仍可能向 10 月或更晚推迟。

1.4、韩国：8 月出口同比高增，AI 半导体周期支撑外需景气

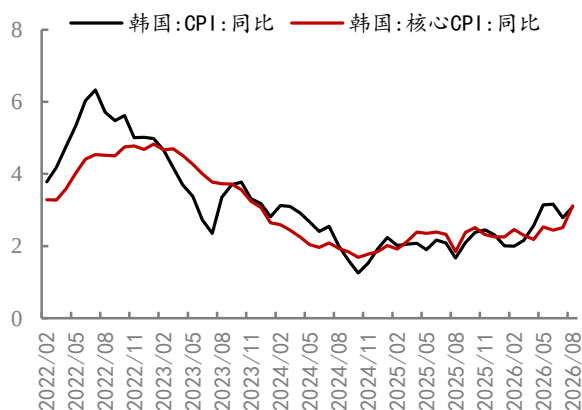
当地时间 9 月 1 日，韩国产业通商资源部发布 8 月进出口贸易数据：8 月出口同比增长 68.7%，高于市场预期，出口额达 982.5 亿美元，创历史单月第三高；贸易顺差 347.5 亿美元，连续三个月突破 300 亿美元。同期，韩国 8 月制造业 PMI 录得 52.3，连续第 9 个月位于荣枯线上方，出口与制造业景气共同反映外需保持强劲。

图表 7、韩国：外贸数据：同比



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 8、韩国通胀数据（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

韩国 8 月出口高增主要由 AI 半导体周期驱动，但行业间分化仍然明显。8 月出口同比增长 68.7%，连续 15 个月保持正增长；半导体出口 466.5 亿美元，同比大增 209%，创历史新高，

占总出口比重接近一半，主要受 AI 基础设施投资扩张带动的存储芯片需求推动。电脑等 IT 产品出口亦大幅增长，化妆品、生物健康出口分别增长 52.1%、22.3%，均创 8 月单月新高；汽车出口同比下降 29.8%，主要受夏季休假及部分车企罢工导致的生产扰动影响，船舶出口下降 45.9% 则主要受当月交付船期影响。分地区看，对华、对美及对东盟出口分别增长 119.3%、89.3% 和 75.4%，外需景气具有较强广度。

通胀方面，韩国央行 8 月 27 日在 7 月 CPI 同比 2.8%、核心 CPI 同比 2.6% 的背景下连续第二次加息 25 个基点至 3.0%，并将 2026 年经济增速预期由 2.6% 上调至 3.3%，主要反映半导体景气带动出口、投资及内需修复。随后公布的 8 月 CPI 同比进一步升至 3.1%，核心 CPI 升至 3.4%，显示价格压力仍然偏强，成本压力向更广泛商品和服务价格扩散，需求侧通胀压力亦有所增强。

总体来看，韩国出口仍处于高景气区间，但增长对 AI 半导体周期依赖较高，行业和地区表现分化明显。若全球 AI 资本开支延续高增，半导体出口景气仍有望维持；但半导体周期反转、能源价格上涨及美国贸易政策变化仍是后续主要风险。

1.5、地缘政治：美伊博弈进入新阶段，双向威慑螺旋抬升

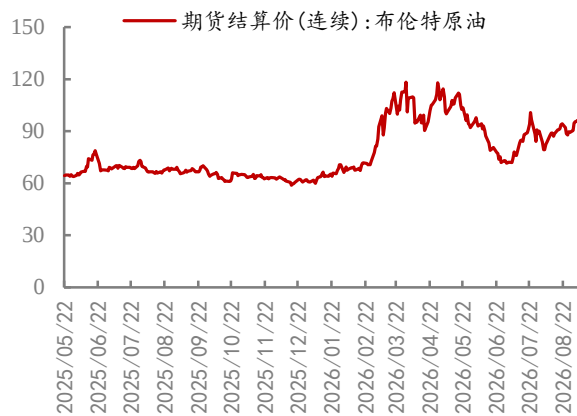
当地时间 8 月 31 日至 9 月 3 日，美军对伊朗发动新一轮军事打击，首次直接指向伊朗在霍尔木兹海峡附近的布雷及反航运能力；伊朗随后以弹道导弹和无人机袭击约旦、伊拉克、科威特等地美军及相关目标，并称两艘油轮在穿越海峡时触雷。

本轮冲突与以往最大的不同，在于霍尔木兹海峡进一步成为美伊军事博弈的核心。此前美伊冲突仍以本土军事设施和海外军事基地的相互报复为主，而本轮美方直接打击伊朗的布雷及反航运能力，目标从单纯军事报复进一步转向削弱其干扰海峡通航的能力；伊朗则通过扩大“非合规船只”黑名单、威胁罚款和扣押等方式强化对通行权的控制，博弈性质由“打击报复”进一步转向“通行权争夺”。石油市场的定价逻辑也开始从短期事件冲击转向对持续性通航风险的定价：9 月 2 日，布伦特原油收于 95.63 美元/桶、WTI 原油收于 91.01 美元/桶，均连续第三个交易日上涨。当前大规模石油供应中断尚未出现，但霍尔木兹通行已明显受阻，市场正提前计入持续性供应风险，封锁及袭船威胁未消，油价风险溢价仍将维持高位。

总体来看，美伊博弈焦点已从“谁打谁”转向“谁能控制霍尔木兹”，地缘溢价也由脉冲式冲击逐步转向持续性通航风险定价。后续重点关注两点：一是美军对伊朗海上军事能力的

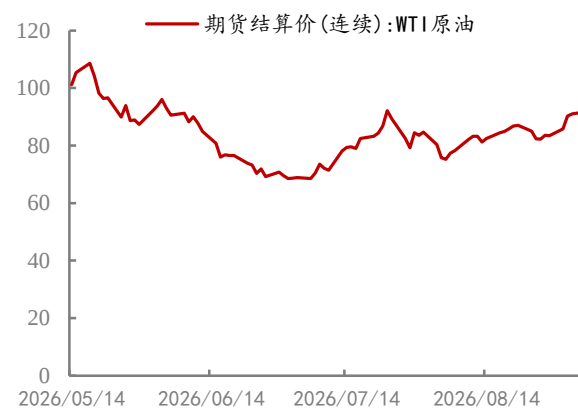
打击是否常态化，若持续升级，冲突或由阶段性对抗转向更持久的军事博弈；二是油价大概率在“对抗升级”与“边际降温”两种情形间宽幅波动，趋势方向最终取决于霍尔木兹通航能否实质性恢复。

图表 9、期货结算价(连续):布伦特原油



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 10、期货结算价(连续):WTI 原油



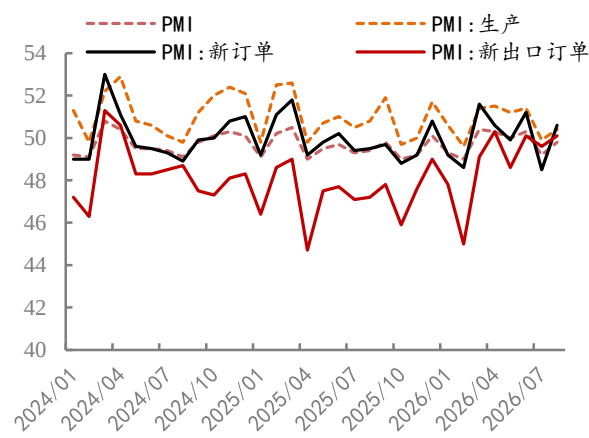
资料来源：Wind、国贸期货研究院

2 国内宏观形势分析

1.1 8 月 PMI 指数小幅回升，表现好于季节性

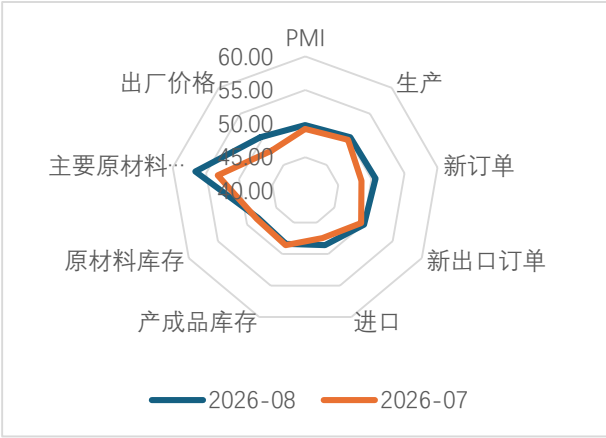
国家统计局公布的数据显示，中国 8 月官方制造业 PMI 49.8，预期 49.6，前值 49.2。中国 8 月非制造业 PMI 49，前值 49。中国 8 月综合 PMI 49.5，前值 49.3。

图表 11、PMI 指数



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 12、PMI 指数分项指数



资料来源：Wind、国贸期货研究院

8 月国内制造业景气度有所回升，整体好于季节性（过去 10 年 8 月环比均值为上行 0.1 个点），表明经济正在回稳。8 月受极端天气的影响较上月有所减弱，订单出现回补，稳增长政策加快发力，“六张网建设”提速，叠加暑期消费持续释放，国内需求较上月明显改善，同时

外需保持基本稳定，整体看新订单指数明显回升，这是 PMI 指数回升的主要原因。此外，我们看到价格指数转为上行，预计 PPI 环比增速将同步改善。

展望未来，7 月政治局会议明确要求“加大逆周期调节力度”，要求“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策”。考虑到极端天气的扰动将减弱，2025 下半年基数偏低，且专项债、“六张网”以及政策性金融工具仍有发力空间，预计三季度经济增速可能较二季度略有回升。

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