

2025年5月6日

## 美国关税政策有所缓和，静观贸易谈判进展

——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：021-80128600-8631

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

## 投资要点：

**国内外宏观：**海外宏观方面，美国3月通胀和核心通胀全面降温，美国经济增长快速放缓、消费信心下降，以及美国关税战导致美国经济的不确定性增大。美联储降息预期有所升温，市场预期降息次数上升到4次左右，美元短期整体走弱。短期美国抢进口导致商品需求整体改善，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，而且美国关税战短期缓和使得商品市场短期反弹、波动降低。5月继续关注美国关税政策的变化以及经济、通胀情况对市场的影响。国内宏观方面，一季度国内经济增长好于预期，但是美国对中国加征高额关税，预计二季度对国内经济的负面影响逐步显现。由于美国关税政策导致美国经济衰退担忧加深，美元指数短期持续走弱，人民币汇率压力有所缓解，但对对冲关税的影响，人民币汇率短期承压但整体维持正常区间内稳定。国内股市由于美国释放贸易缓和信号，外部风险不确定性有所减弱，近期指数整体反弹；但政治局会议短期并无超预期政策，股市或持续进入震荡整固阶段。5月关注中美贸易战进展、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恢复情况。

**供需：需求方面，**当前国外商品需求因关税问题整体回升，对大宗商品支撑增强，铜等有色金属以及原油等商品价格受到支撑增强。国内商品需求逐步恢复，且政策支持力度预期加强，需求预期有所回暖，短期对黑色等内需型商品价格有一定的支撑，中期关注二季度增量政策情况、继续关注中美贸易战进展、房地产政策效果和实际需求情况。**供给方面，**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；欧洲虽然工业生产由于能源成本较高、但需求回升加快，工业生产有所回升。美国需求由于关税原因继续回升，工业生产整体继续回暖。国内供给方面，4月建材、钢材、有色、化工开工率整体上升，供给整体有所加快；4月商品需求逐步回升，国内开工整体上升，供给整体加快，但由于需求弹性弱于供给，供应整体较为充裕。

**大类资产配置：股市方面，**外部冲击缓和，但国内政策支持或后置，关注经济复苏成色，股市短期波动降低；**债市方面，**股市反弹、但外部冲击仍存以及流动性预期改善，国内债券价格反弹；**汇率方面，**美元偏弱，人民币压力有所缓解；但美国高额关税落地，人民币汇率短期承压。**大宗商品板块策略方面，**美元偏弱，欧美商品需求回升，关税抬升成本，商品价格震荡反弹。其中，**能源板块，**国内外需求预期放缓、OPEC+超预期减产，但美国贸易政策缓和，油价低位震荡；**有色板块，**美元偏弱，欧美需求回升，关税抬升成本，有色震荡反弹；**贵金属板块，**美元短期偏弱，关税政策缓和避险需求减弱，贵金属短期高位震荡。**黑色板块，**制造业和基建需求延续改善，以及供给侧改革，黑色短期震荡。

**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

<b>1. 宏观：美国关税政策有所缓和，静观贸易谈判进展 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 美国通胀短期全线降温，但关税加剧上行风险 .....	4
1.2. 美国经济增长快速放缓，但仍具韧性 .....	4
1.3. 欧央行降息 25BP，美联储降息预期增强 .....	5
1.4. 国内市场情绪回暖，关注中美贸易战进展 .....	5
<b>2. 需求：欧美商品需求继续回升，国内需求有所加快 .....</b>	<b>6</b>
2.1. 海外商品需求增长继续回升 .....	6
2.2. 国内商品需求继续回升 .....	8
2.2.1. 房地产销售和投资继续修复 .....	8
2.2.2. 基建投资持续加快 .....	9
2.2.3. 制造业投资小幅回升且保持高速增长 .....	10
2.3. 国内消费增速同比大幅回升 .....	10
2.4. 3 月“抢出口”效应推动出口超预期回升 .....	11
<b>3. 供给：欧美供应增速回升，国内供给继续回升 .....</b>	<b>12</b>
3.1. 国外商品供应增速继续上升 .....	12
3.2. 国内工业生产继续加快 .....	13
3.3. 各行业开工整体上升 .....	13
<b>4. 2025 年 5 月大类资产及商品策略 .....</b>	<b>14</b>
4.1. 2025 年 5 月大类资产及商品板块策略 .....	15
4.2. 2025 年 5 月具体品种策略 .....	15

## 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 3 月维持利率不变 .....	5
图 6 欧央行 4 月降息 25BP .....	5
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 .....	7
图 12 美国房地产市场景气度 .....	7
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 .....	8
图 16 经济增长驱动力 .....	8
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 .....	9
图 20 国房景气指数 .....	9
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 .....	10
图 24 目前制造业处于主动降库阶段 .....	10
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 .....	12
图 30 欧洲工业生产数据 .....	12
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 .....	13
图 34 制造业生产 PMI .....	13
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 .....	14
图 38 有色金属产量 .....	14

# 1. 宏观：美国关税政策有所缓和，静观贸易谈判进展

## 1.1. 美国通胀短期全线降温，但关税加剧上行风险

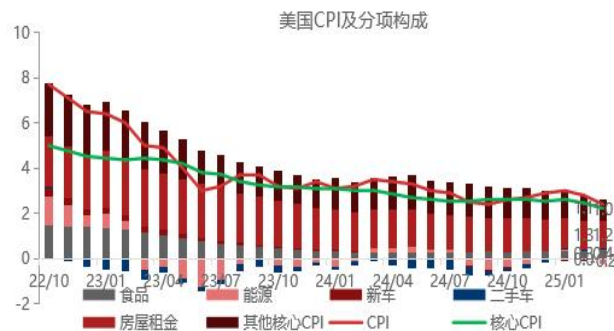
目前美国通胀整体全面降温，美国 3 月 CPI 同比升 2.4%，预期升 2.6%，前值升 2.8%；季调后 CPI 环比降 0.1%，预期升 0.1%，前值升 0.2%；核心 CPI 同比升 2.8%，预期升 3.0%，前值升 3.1%；季调后核心 CPI 环比升 0.1%，预期升 0.3%，前值升 0.2%。美国通胀超预期回落。一方面，由于俄乌谈判进展良好，天然气供应受到影响减弱，以及需求预期减弱，天然气价格短期回调。另一方面，OPEC+超预期增产，全球经济增长受美国关税政策影响有所放缓；由于能源价格中枢下移，欧美能源通胀整体有所下降。目前美国核心 CPI 由于房屋租金、服务业消费等核心 CPI 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 0.2%，下降 0.1%。核心通胀方面，房屋租金下降 0.1%，对通胀贡献为 1.2%，服务消费贡献下降 0.1%至 1.0%，二手车维持 0% 不变。

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. 美国经济增长快速放缓，但仍具韧性

美国方面，美国 4 月标普全球制造业 PMI 初值 50.7，预期 49.1，3 月终值 50.2；服务业 PMI 初值 51.4，预期 52.8，3 月终值 54.4；综合 PMI 初值 51.2，预期 52.2，3 月终值 53.5。美国 4 月制造业 PMI 超预期回升，但服务业 PMI 超预期大幅下降，拖累美国经济景气整体大幅下降。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。消费方面，美国 4 月密歇根大学消费者信心指数终值录得 52.2，预期 50.8，前值 57，3 月美国个人消费支出环比增长 0.7%，预期 0.5%，消费增速有所回升，且高于市场预期。

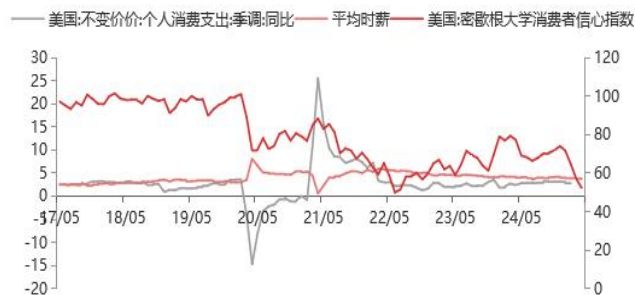
欧洲方面，欧元区 4 月制造业 PMI 初值 48.7，预期 47.5，3 月终值 48.6；服务业 PMI 初值 49.7，预期 50.5，3 月终值 51.0；综合 PMI 初值 50.1，预期 50.3，3 月终值 50.9；欧元区 4 月份 PMI 数据显示欧洲经济增速有所放缓但低于市场预期。

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



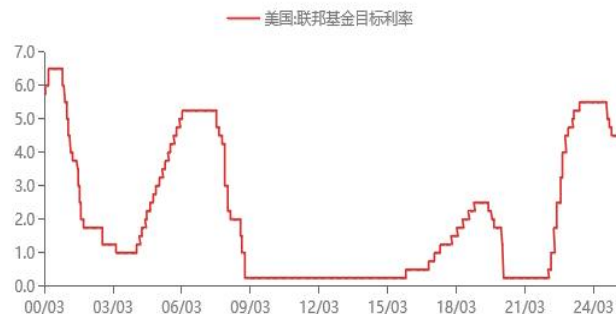
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

### 1.3. 欧央行降息 25BP，美联储降息预期增强

美联储方面，美联储3月议息会议以11-1的投票比例通过将基准利率维持在4.25%-4.50%不变，理事沃勒投下反对票，其倾向于继续以当前速度缩表。声明中不再称风险“大致平衡”，提及经济前景的不确定性已增加。对于利率前景，点阵图维持近三年中值不变，今明两年将降息两次，但2025年支持不降息或者降息更少的官员人数增多。对于通胀前景，上调今明两年PCE通胀预期及今年核心PCE通胀预期，仍预计通胀在2027年达标，多数官员预计风险倾向上行。对于经济前景，全线下调2025-2027年GDP增速预期，今年预期从2.1%大幅下调至1.7%。小幅上调今年失业率至4.4%，其余年限不变。对于缩表政策，将于4月开始放缓资产负债表缩减步伐，缩减国债规模从250亿美元降至50亿美元，MBS规模维持在350亿美元。

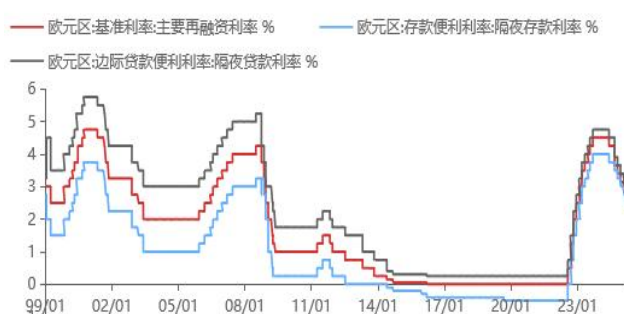
欧央行由于经济增长疲软以及美国关税政策导致的不确定性，如期降息25BP，6月降息的预期仍存。美国4月服务业PMI和综合PMI超预期下降，且消费信心放缓以及零售销售放缓，显示经济出现了一定程度的放缓，但非农就业数据强劲显示美国关税政策对经济的影响尚未完全显现。降息预期方面，市场降息预期整体有所增加。目前市场中性预期年内大约降息接近4次，并最早于6月进行降息。

图5 美联储3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4月降息 25BP



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

### 1.4. 国内市场情绪回暖，关注中美贸易战进展

经济和政策方面，一季度国内经济增长有所加快且好于预期，但是美国对中国加征高额关税，预计二季度对国内经济的负面影响逐步显现。4月中国召开政治局会议，强调要坚持

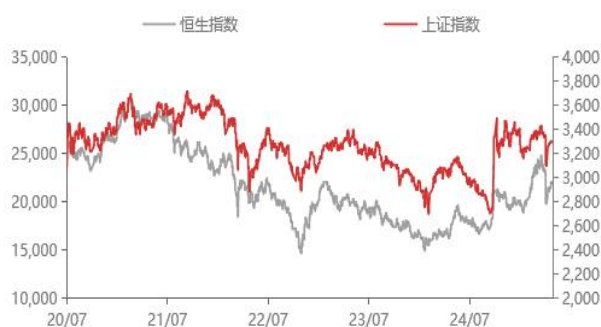


稳中求进工作总基调，统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事；适时降准和降息，根据形势变化及时推出增量储备政策；政策支持预期加强。

汇率方面，由于美国关税政策导致美国经济衰退担忧加深，美元指数短期持续走弱，人民币汇率压力有所缓解，但为对冲关税的影响，人民币汇率短期承压但整体维持正常区间内稳定。国内股市由于美国释放贸易缓和信号，外部风险不确定性有所减弱，近期指数整体反弹；但政治局会议短期并无超预期政策，股市或持续进入震荡整固阶段。

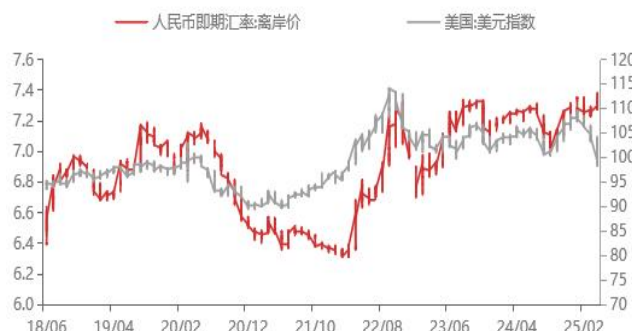
展望 2025 年 5 月，关注中美贸易战进展、国内增量政策出台以及实施落地情况，国内经济受贸易战影响的大小、经济基本面的成色以及是否符合市场预期，关注国内消费、投资、基建和房地产实际开工恢复情况。

**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，美国 3 月通胀和核心通胀全面降温，美国经济增长快速放缓、消费信心下降，以及美国关税战导致美国经济的不确定性增大。美联储降息预期有所升温，市场预期降息次数上升到 4 次左右，美元短期整体走弱，全球市场波动加剧。短期美国抢进口以及关税成本上升导致商品需求整体改善，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，而且美国关税战短期缓和使得商品市场短期反弹、波动降低。5 月继续关注美国关税政策的变化以及经济、通胀情况对市场的影响。国内宏观方面，一季度国内经济增长有所加快且好于预期，但是美国对中国加征高额关税，预计二季度对国内经济的负面影响逐步显现。由于美国关税政策导致美国经济衰退担忧加深，美元指数短期持续走弱，人民币汇率压力有所缓解，但为对冲关税的影响，人民币汇率短期承压但整体维持正常区间内稳定。国内股市由于美国释放贸易缓和信号，外部风险不确定性有所减弱，近期指数整体反弹；但政治局会议短期并无超预期政策，股市或持续进入震荡整固阶段。5 月关注中美贸易战进展、国内增量政策出台以及实施落地情况，国内经济受贸易战影响的大小、经济基本面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恢复情况。

## 2. 需求：欧美商品需求继续回升，国内需求有所加快

### 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 4 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，商品需求整体加快。房地产方面，4 月美国房贷利率处于整体维持高位，4 月美国住房市场指数为 40，前值 39，房地产景气度略有上升；新屋和成屋销售有所加快，但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。

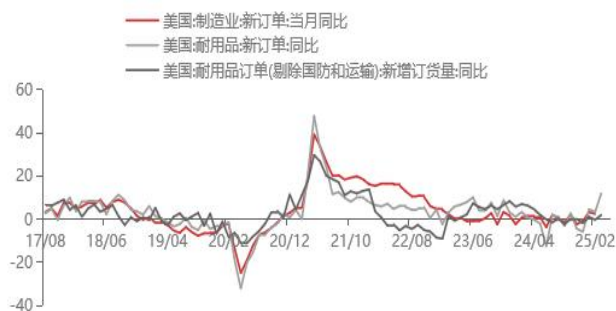
消费方面，美国 2024 年 3 月个人实际消费支出同比 5.6%，环比 0.7%。其中，耐用品环比 3.2%，同比 6.1%；非耐用品环比-0.36%，同比 3.0%。3 月零售环比 1.4%，增速上升，好于预期。美国消费支出短期大幅回升，且好于预期，其中服务消费加快，商品消费短期继续加快。

图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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



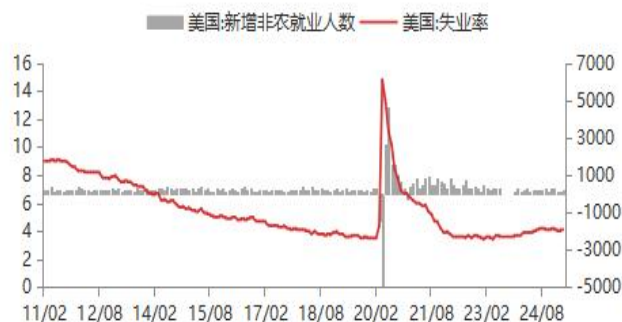
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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

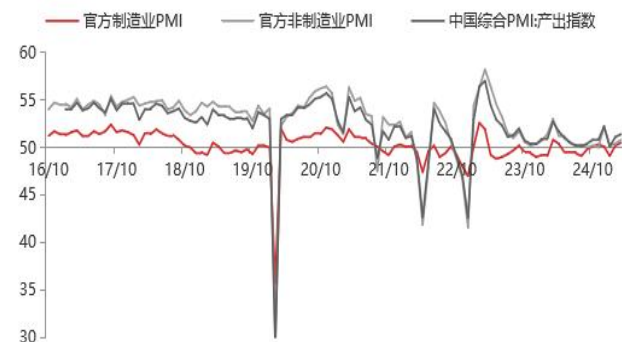


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

## 2. 2. 国内商品需求继续回升

中国 3 月份制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 50.5%、50.8%和 51.4%，分别比上月上升 0.3%、0.3%和 0.4%，三大指数均位于扩张区间，企业生产经营活动加快，我国经济景气水平延续回升向好态势，复苏步伐有所加快。制造业 PMI 继续回升，商品需求继续回升。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 1-3 月固定资产投资累计同比 4.2%，较 1-2 月上升 0.1%；消费同比增长 4.6%，较 1-2 月上升 0.6%；1-3 月进出口同比上升 0.2%，较 1-2 月上升 2.6 个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，制造业增长较快较高，基建加快，房地产投资修复偏慢；外贸出口短期由于抢出口超预期回升；消费复苏有所加快，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

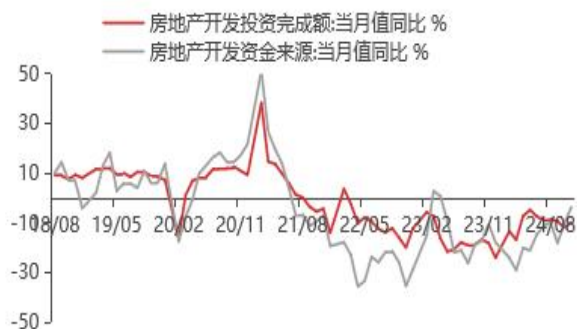
### 2. 2. 1. 房地产销售和投资继续修复

3 月商品房销售面积同比增长-1.6%，较前值缩窄 3.9%，商品房销售额同比增长-2.3%，较前值缩窄 0.6%，由于低基数效应以及政策刺激力度加强，住房市场成交活跃度提升，销售有所好转。房地产开发资金来源方面，3 月当月同比增长-3.6%，收窄 0.2%，资金来源压力大幅缓解；房地产开发投资当月同比增长-10.3%，降幅较前值扩大 0.8%，房地产投资由于需要严控增量、整体仍旧偏弱。3 月房地产新开工面积同比增长-18.7%，降幅较前值缩窄 11.1%；施工面积同比增长-33.3%，降幅扩大 24.2%；竣工面积同比增长-11.7%，降幅较前



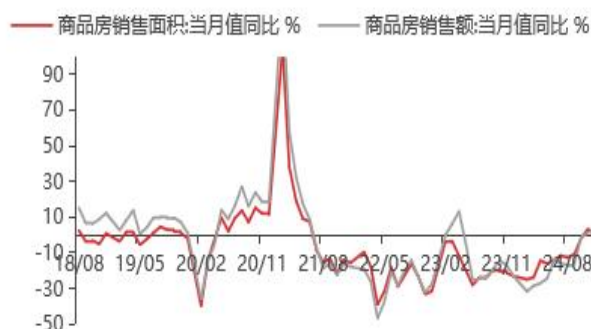
值缩窄 4.0%；施工端有所修复但仍旧较弱。目前房地产销售整体向好，房地产资金来源边际改善，房地产投资由于需要严控增量、整体仍旧偏弱；房地产施工和竣工由于严控增量政策有所修复但仍旧较弱。目前地产市场整体初步止跌回暖，但是回暖势头持续性有待观察；4 月政治局会议提出加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。目前地方陆续出台增量地产刺激政策，二季度地产端的压力来自地产销售持续性二季度面临考验且销售向投资端传导还有较长时间。后续关注地产刺激政策效果的持续性。

图 17 房地产投资及资金来源



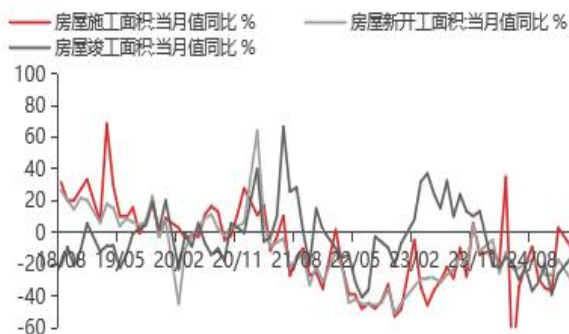
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 18 房屋销售面积、销售额数据



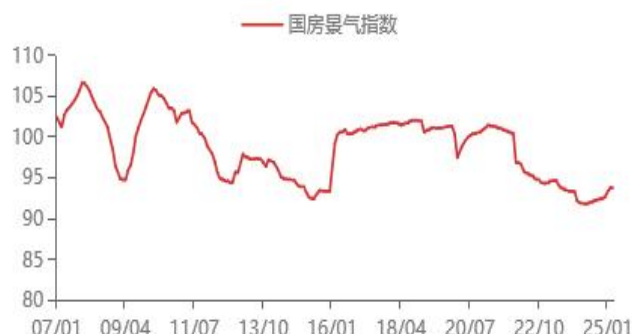
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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. 基建投资持续加快

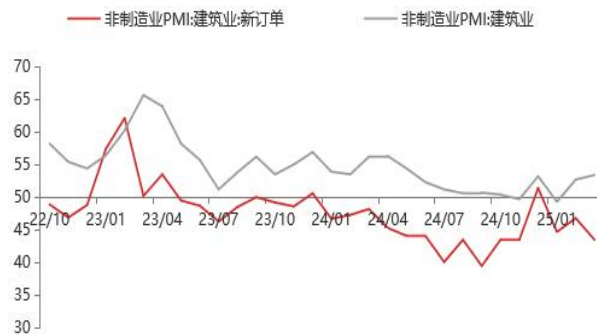
3 月基建（全口径）投资当月同比 12.6%，前值 9.9%，较前值上升 2.7%，基建投资增速大幅加快。随着专项债使用进度加快，以及政策超前发力，基建投资增速大幅回升。政策方面，二季度在外部贸易冲击逐步显现的情况下，国内政府支出力度会靠前且加强、基建对冲力度可能加强，财政支出将明显加快加强。而且财政支出的重点领域在于设备更新、消费品以旧换新以及民生方面，相关领域财政支出将进一步增大，对国内经济的托底作用进一步增强。后期关注政治局会议后财政政策落地、基建支出力度以及增量政策出台情况，房市恢复和土地成交情况以及基建资金到位情况。

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



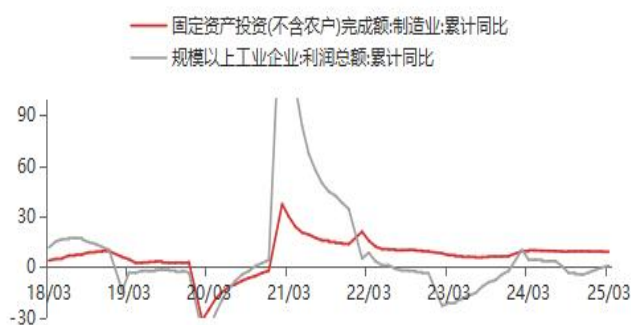
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

### 2.2.3. 制造业投资小幅回升且保持高速增长

国内制造业投资小幅回升且保持高速增长，3月制造业投资当月同比9.2%，前值9.0%，较前值上升0.2%，整体小幅回升且继续保持高速增长。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，1-3月工业企业产成品存货同比4.2%，较上月持平，制造业短期处于被动补库阶段。资本开支投资方面，1-3月工业企业利润增速同比增长0.8%，较上月上升1.1%，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，目前由于外部冲击加大预计冲击外需，国内外将补库过程可能受阻，短期制造业投资动力有所减弱。

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

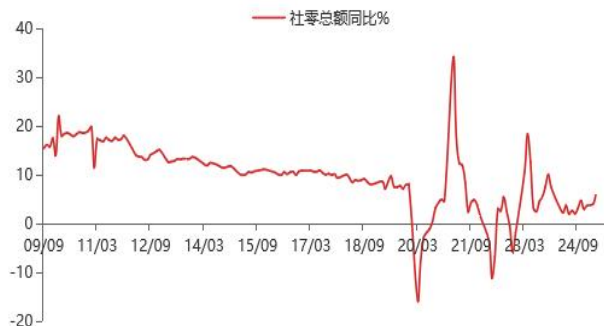
## 2.3. 国内消费增速同比大幅回升

3月份，社会消费品零售总额同比增长5.9%，预期4.2%，前值4.0%，较前值上升1.9个百分点，高于市场预期。

消费品以旧换新政策持续加力显效，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 35.1%、29.5%、5.5%、26.2%，继续保持高速增长或大幅回升。

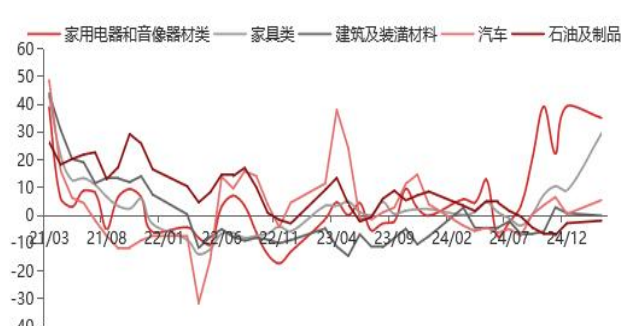
目前来看，消费复苏方向不变，短期由于基数效应较低以及消费品以旧换新政策持续加力显效等因素导致消费增速回升且高于市场预期；后期随着国内消费刺激政策继续落地显效以及居民财富效应的回升，国内消费将继续保持恢复回升态势。

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

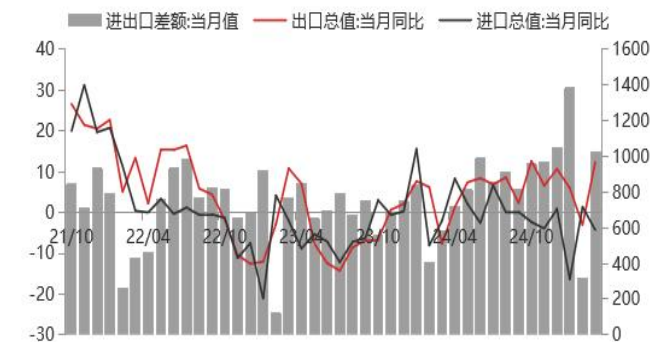


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

## 2.4. 3 月“抢出口”效应推动出口超预期回升

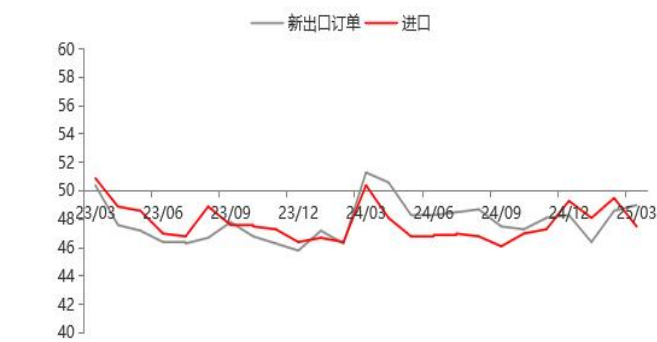
中国 2025 年 3 月进出口总额（以美元计）5251.81 亿美元，同比 5%，前值为-2.4%，上升 7.4%。其中，出口 3139.12 亿美元，同比上升 12.4%，预期 4.4%，前值上升 2.3%，上升 10.1%，出口超预期回升；进口 2112.69 亿美元，同比下降 4.3%，预期下降 2%，前值下降 8.4%，降幅收窄 4.1%；贸易顺差 1048.4 亿美元，预期 770 亿美元，前值 1705.15 亿美元。进出口订单方面，3 月新出口订单 49%，较上月上升 0.4%；进口订单 47.5%，较上月下降 2%，出口订单上升，进口订单下降。目前商品外需抢进口整体有所回升、内需有所改善但仍旧偏弱的局势导致国内顺差大幅扩大，净出口对经济的支撑明显加大。随着美国对华高额关税政策落地，国内出口将受到较大的冲击；但是对东盟及一带一路沿线国家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；需要持续关注特美国贸易措施对中国出口的影响。进口由于国内财政货币政策支持力度可能进一步加大，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一定的支撑，但将大幅减弱。

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，虽海外经济整体有所放缓，但欧美制造业景气及需求整体有所加快，且因关税问题补库需求加大，商品消费增速整体有所回升；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回升，基建需求逐步加快；房地产市场修复偏慢，投资需求整体有所改善；短期对螺纹钢热卷等黑色金属，铝、锌、铜等有色金属、以及甲醇等部分化工商品价格有一定的支撑。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。国内商品需求逐步恢复，且政策支持力度预期加强，需求预期有所回暖，短期对黑色等内需型商品价格有一定的支撑，中期关注二季度增量政策情况、继续关注中美贸易战进展、房地产政策效果和实际需求情况。

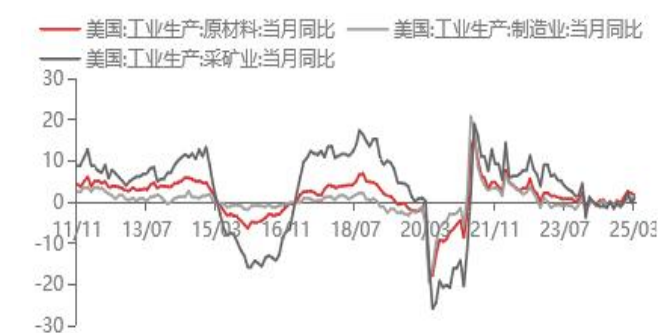
## 3. 供给：欧美供应增速回升，国内供给继续回升

### 3.1. 国外商品供应增速继续上升

工业生产方面，2024 年 3 月美国原材料、采矿业、制造业生产有所加快，产能利用率上升；但仍然不及需求增速。欧洲工业生产由于商品需求回暖而整体改善。4 月欧美商品需求继续改善，工业生产整体进一步加快。美国商品需求因关税问题继续加快，美国原材料和制造业补库动力增强，整体利多商品价格。

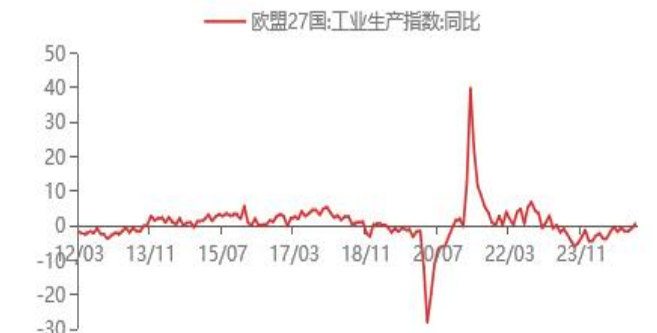
行业方面，能源方面，随着俄乌之间的进展良好，天然气供应受到影响减弱，以及需求预期减弱，天然气价格短期有所回调。原油方面，OPEC+超预期增产，且因美国关税政策导致全球经济增长有所放缓，对原油价格支撑减弱，原油价格中枢下移。

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. 国内工业生产继续加快

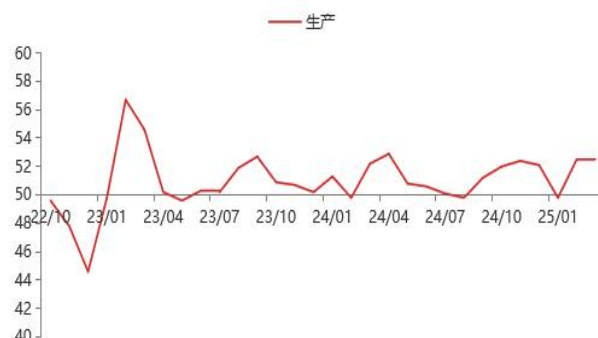
工业生产方面,3月份,全国规模以上工业增加值同比增长7.7%,预期5.8%,前值5.9%,较前值上升1.8个百分点,远高于市场预期;主要由于内外需求回升,以及抢出口效应,工业企业开工率普遍上升,增速大幅回升且高于市场预期。分三大门类看,3月份,采矿业增加值同比增长9.3%,制造业增长7.9%,电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.5%。由于季节性需求回升,煤炭等采矿业生产继续上升;制造业由于国内外需求回升以及在外外部冲击落地前抢出口效应,制造业等工业生产增速进一步加快;汽车制造业,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业,以及电气机械和器材制造业同比录得11.5%、19%和13%的大幅增长。二季度随着外部冲击落地,国内工业生产增速整体可能有所回落但有望整体保持较高增速。3月份,制造业生产PMI 52.6%,较前值52.5%上升0.1%,制造业生产短期继续回升;3月随着国内需求继续恢复,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,3月原煤产量同比9.6%,较上月上升1.9%;发电量同比1.8%,较上月上升3.1%。建材方面,3月钢材产量同比8.3%,上升3.5%;水泥2.5%,上升8.2%;沥青8.0%,上升8.8%。4月全国高炉、沥青开工率上升,供应整体逐步加快。化工方面,3月

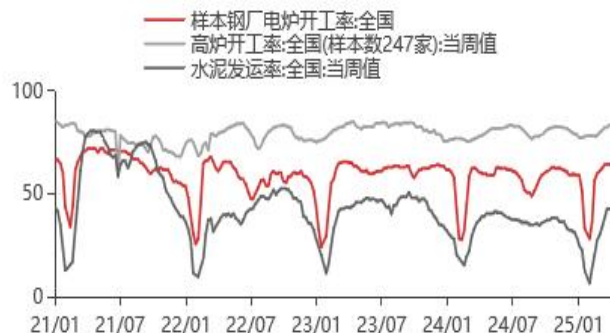
液化石油气-3.3%，降幅较上月扩大 2.4%；塑料制品 5.4%，下降 2.5%；4 月 PTA、纯碱、聚酯、甲醇开工率有所上升，尿素、PE 开工率有所下降。有色方面，3 月十种有色金属同比 3.7%，上升 2.3%；铜材 0%，下降 4.2%。有色产量增速有所上升。国内供给方面，4 月建材、钢材、有色、化工工开工率整体上升，供给整体有所加快。

图 35 能源产量



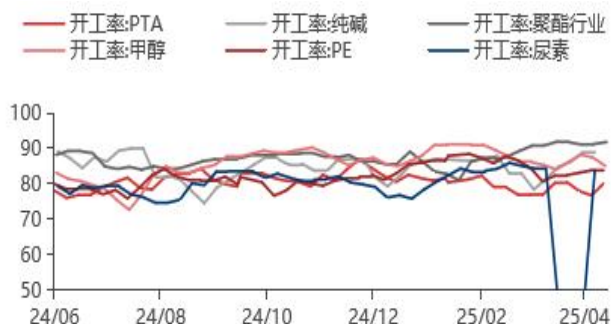
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 36 钢材水泥等建材开工率



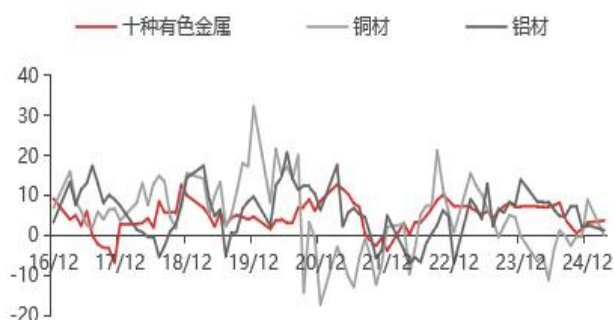
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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；欧洲虽然工业生产由于能源成本较高、但需求回升加快，工业生产有所回升。美国需求由于关税原因继续回升，工业生产整体继续回暖。国内供给方面，4 月建材、钢材、有色、化工工开工率整体上升，供给整体有所加快；4 月商品需求逐步回升，国内开工整体上升，供给整体加快，但由于需求弹性弱于供给，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，全球经济增长由于关税的不确定性有所放缓，对原油价格支撑减弱、价格中枢下移。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，有色整体修复反弹。建筑材料，短期需求逐步恢复，钢铁、水泥等开工率上升，供需短期双升，以及钢铁行业供给侧改革推进，价格短期震荡。化工，开工率有所上升，生产有所加快，需求逐步恢复，整体维持震荡。

## 4. 2025 年 5 月大类资产及商品策略

## 4.1. 2025 年 5 月大类资产及商品板块策略

美国经济有所放缓，通胀预期大幅回升，美联储降息预期整体升温，预期年内降息 4 次左右，美元整体偏弱。国内经济增长超预期，外部冲击加大，但国内实际需求逐步上升。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恢复情况以及中美贸易战的进展。

因此，股市方面，外部冲击缓和，但国内政策支持或后置，关注经济复苏成色，股市短期波动降低；债市方面，股市反弹、但外部冲击仍存以及流动性预期改善，国内债券价格反弹；汇率方面，美元偏弱，人民币压力有所缓解；但美国高额关税落地，人民币汇率短期承压。大宗商品板块策略方面，美元偏弱，欧美商品需求回升，关税抬升成本，商品价格震荡反弹。其中，能源板块，国内外需求预期放缓、OPEC+超预期减产，但美国贸易政策缓和，油价低位震荡；有色板块，美元偏弱，欧美需求回升，关税抬升成本，有色震荡反弹；贵金属板块，美元短期偏弱，关税政策缓和避险需求减弱，贵金属短期高位震荡。黑色板块，制造业和基建需求延续改善，以及供给侧改革，黑色短期震荡。

## 4.2. 2025 年 5 月具体品种策略

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	需求强弱转换，钢价延续区间波动	1. 需求淡季将至，且未来 2-3 个月需求将受到关税政策和反倾销因素影响。 2. 钢材供应虽然会在高位维持一段时间，但基本上已经接近了顶部区域。 3. 5 月份之后大概率会由目前的强现实弱预期转为弱现实、弱预期。	需求超预期，宏观政策持续加码	单边策略：螺纹钢运行区间 3000-3300；热卷运行区间 3100-3300 套利：关注卷螺价差做缩
铁矿石	需求接近顶部，5 月有下行压力	1. 铁水日产量维持高位，但已经接近顶部区域。 2. 二季度为铁矿石发运旺季，发运及到港量均有所回升。 3. 铁矿石港口库存或重回累积。	铁水日产量持续维持高位	单边：铁矿运行区间 680-730
原油	长期偏空不变	1. 现货尚可，库存短期确有去化。 2. OPEC 减产履约较差，引发增产节奏大幅加快。 3. 关税谈判或陷入僵局，短期多国达成协议可能在降低。	制裁措施，关税落地情况，地缘政治因素	逢高偏空
PTA	逢高偏空	1. PTA 加工费保持稳定，后期老旧装置检修或推后。 2. 终端开工持续保持低位，下游开工有回落风险。 3. 灌水英雄仍在，叠加原油价格仍有走低可能。	下游需求大幅走弱，原油/PX 价格继续大幅走弱	TA09 区间逢高空
乙二醇	观望	1. 下游开工仍有下行风险，后期库存或成压力。 2. 煤制开工再度回升，供应回升明显。 3. 港口库存继续保持偏高位置，去化速度偏满，总	产能存量装置短期大面积回归，下游需求	观望

		库存去化时点继续推后。	长期走弱	
甲醇	震荡偏弱	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 供应端国产方面预计仍维持高供应，进口方面环比大幅上涨，整体供应矛盾突出。</li> <li>2. 需求端 MTO 装置检修和重启并存，传统下游金三银四过后需求预计下滑。关注 09 合约反弹后做空的机会</li> </ol>	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
聚烯烃	震荡偏弱	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 原油价格偏弱，聚烯烃成本略有下移。</li> <li>2. 新产能投放有所推迟，5 月计划不多，但检修旺季来临，供应压力预计有所缓解。</li> <li>3. PE 季节性需求走弱，PP 需求稳中略有走弱。</li> <li>4. 供应端看，PP 检修更多，需求端看 PP 需求相对平稳，PE 需求走弱空间更大，预计 LP 价差继续走弱。</li> </ol>	装置、进出口。原油、宏观、地缘政治，政策等	关注 LP 价差走弱机会
铜	震荡偏弱	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 关税导致经济忧虑风险加剧，全球衰退风险施压铜价。</li> <li>2. 供应端：印尼自由港允许出口铜精矿，巴拿马第一量子可以运输现有铜精矿库存，矿端偏紧预期有所松动；国内电解铜产量维持高位。</li> <li>3. 美国对铜加征 25%关税或将落地，非美地区供给增加。</li> </ol>	铜矿紧缺程度超预期、关税缓和超预期	关注铜价反弹做空机会
铝	震荡偏弱	<ol style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>2. 美国对铝征收 25%关税，导致非美地区供应增加。</li> <li>3. 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。</li> </ol>	需求超预期、供应下降超预期	关注沪铝 06 合约 20300 元/吨一线阻力
锡	区间震荡	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 5 月矿端偏紧维持，并且向冶炼端蔓延，冶炼开工率将进一步下降。</li> <li>2. 进口亏损大幅缩窄，进口预计增加。</li> <li>3. 需求旺季接近尾声，需求边际下降。</li> </ol>	缅甸佤邦锡矿复产推迟	预计短期震荡偏多，观望为主
黄金	震荡偏弱	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 特朗普关税贸易政策有所缓和，但四月份市场各项数据将逐步反映关税对于美国实体经济的冲击。</li> <li>2. 经济数据和就业数据有所分化，美联储鹰鸽观点交互，六月份降息概率有所降低，年内降息次数或为三次。</li> <li>3. 央行购金需求依然强劲，未来有望持续保持净流入。</li> <li>4. 假期 COMEX 黄金持续回调至 3200 关口，内盘黄金存在回补缺口动能，中长期向好逻辑不变，若回调至下方整数压力位可择机入场长线配置。</li> </ol>	关税政策、降息预期、地缘局势、宏观经济走势、央行需求等	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	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 美国经济滞胀隐忧，经济指标疲软影响白银未来需求。美联储 6 月降息概率下降，贵金属板块短期承压。</li> <li>2. 工业属性下长周期供应缺口支撑银价长期高位。光伏产业回暖叠加电子产业周期驱动或持续带来需求增量。</li> <li>3. 由于工业属性占比较高，白银走势明显落后黄金，</li> </ol>	黄金走势、美国经济滞胀、地缘局势、关税扰动、美联储预期等	暂时观望，短期高位震荡



		前期高位附近面临较大抛压，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，若大幅回调可根据金银比分批入场长线布局。		
股指	震荡反弹	1. 美国持续释放对华贸易缓和信号。 2. 国内货币宽松预期后延。 3. 人民币汇率压力缓和。 4. 继续关注中美贸易争端进一步进展，国内政策落地、增量政策及资金流入情况。	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
蛋白粕	区间偏强	1. CBOT 大豆获良好的出口及超预期的压榨数据给予更多支撑，天气升水暂时不多，但减产周期基金净多持仓持续保持谨慎。 2. 5 月国内下游饲料企业补库将增加，叠加美豆期货价格上涨影响，豆粕期货超跌价格或出现反弹。此外，高基差回落趋势不变，但节奏可能比预期慢，短期同样也将给予豆粕更多溢价支撑。 3. 菜粕旺季供需宽松，政策风险溢价回归平稳，下游出货偏差，预期偏悲观，大体或将围绕豆粕行情波动。	国内海关检疫政策是国内进口大豆供应流量的主要影响因素	M09 合约逢低买入； 买 M09 空 Y09 套利，空油粕比
油脂	空	1. 国际原油价格下跌行情降低了国际油脂多头风险偏好，马来西亚棕榈油增产进展顺利，增库预期强化，BMD 棕榈油继续承压下跌风险增加。 2. 现阶段，国际油料及谷物价格对油脂支撑增加，豆棕价差或将继续修复；国内油脂随着豆油增库及棕榈油到港增多，油脂弱基本面压力也将更加凸显。 3. 综合看，5 月油脂整体或承压下行，菜油溢价支撑或区间偏弱，棕榈油价格平台支撑或被突破，豆棕价差将继续走扩。	国际原有增产带动油脂风险偏好将降低	P09 合约逢高空配； SPC Y2509&P2509 逢低买入
生猪	空	1. 5 月生猪供应平稳，劳动节后需求坍塌可能性也不高。 2. 集团场月初抛栏及降重需求并不突出，4 月中下旬入场二育节后出栏利润偏差，5 月底、6 月乐观预期也不变，预计短期抛压可能性也不大。 3. 5 月跨节生猪现货价格落差或偏小，近月低基差或有修复，远月预期利润收缩。	重点关注二育及集团场压栏导致供应压力后置的风险，二育抛压或代表市场风险标转换，值得重点关注	LH09 逢高空配
玉米	多	1. 5 月国内小麦陆续进入收割周期，生长末期华北降雨少偏干，收割质量风险也在增加。 2. 自劳动节后小麦价格成谷物市场阶段性主导，玉米产地库存基本见底，港口库存高、流速慢，但贸易成本下挺价意愿都偏强。 3. 需要注意的是，短期不断增加的仓单风险下，玉米 5 月交割利润还尚且存在，现货补涨节奏偏慢，期货乐观预期也临近触顶，短期不排除期现同步回归行情，中期随着港口库存去化、进口供应收缩等提振，玉米多头基础依然稳固。	小麦收割风险； 玉米高仓单压力	C09 高抛低吸，谨慎操作

## 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：021-80128600-8032

网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL: [Jialj@qh168.com.cn](mailto:Jialj@qh168.com.cn)