

期货研究报告

金融研究

宏观周报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

关税影响逐步体现

报告日期：

2025年5月11日

报告内容摘要：

◆国内：关税影响初步体现在出口数据上，出口增速对美骤降，借道东盟的转口贸易激增。尽管4月整体出口增速远高于预期，但假如关税方面没有改善，出口增速或进一步下滑。国内降准降息落地，未来银行存款端利率下降势在必行，LPR预期同步下降10BP，社会融资成本将进一步下降。然而在关税冲击下，政策力度能否形成对冲，市场持怀疑态度。

◆国外：美联储按兵不动，如预期。但从鲍威尔的表述中，可知他们认为当前经济依然稳健，关税影响还未体现到经济数据中，由于通胀影响，当前不适合预防性降息。假如通胀与经济走弱同时出现，会评估各指标距离其目标的差异以及达到目标所需的时间。如果数据明朗地显示一方问题更为突出，美联储会做出相应调整。

◆房地产高频跟踪：新房销售中一二三线城市成交面积均在2024年数值附近。二手房方面一二三线城市全线下滑，特别是一线城市似有逐步回到历史低点的趋势，整体形势较前几个月下滑。

◆国债：本周国债市场继续维持震荡态势。降准降息落地后，短端利率明显走低，符合预期，但奇怪的是中长端利率未能继续跟随，而是保持震荡状态。症结点可能还是在于央行态度。目前来看，央行仍然对债券利率风险十分在意，在此情况下，利率再创新低时间可能延迟。

◆风险提示：美国经济超预期走强 国内经济超预期走弱

目录

一、 关税影响逐步体现，国内政策超预期.....	3
(一) 对美出口骤降，转口贸易火热.....	3
(二) 核心 CPI 保持稳定.....	3
(三) 国内政策超预期发力.....	4
(四) 美联储如期按兵不动.....	6
二、 房地产政策效果跟踪——新房成交面积企稳.....	7
三、 国债：等待利率新低.....	8

表目录

表 1: 4 月 CPI 及分项.....	4
表 2: 逐一点评 0507 金融部门新闻发布会.....	4

图目录

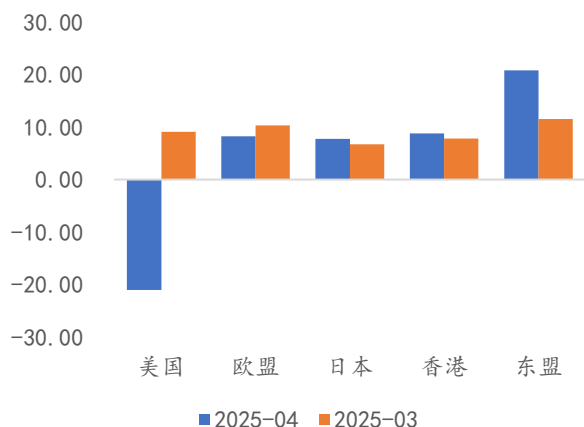
图 1: 对美出口骤降，借到东盟抢出口（%）.....	3
图 2: 高频数据显示抢转口现象仍在持续（万标准箱）.....	3
图 3: 一线城市成交面积略高于 2024 年同期趋势（7DMA）.....	7
图 4: 二线城市成交面积略不及 2024 年（7DMA）.....	7
图 5: 三线城市成交面积基本持平于 2024 年（7DMA）.....	7
图 6: 一线城市挂牌价整体下行.....	7
图 7: 二线城市挂盘价指数继续下行.....	8
图 8: 三线城市挂盘价再次回落.....	8
图 9: 利率保持震荡态势.....	8

一、关税影响逐步体现，国内政策超预期

(一)对美出口骤降，转口贸易火热

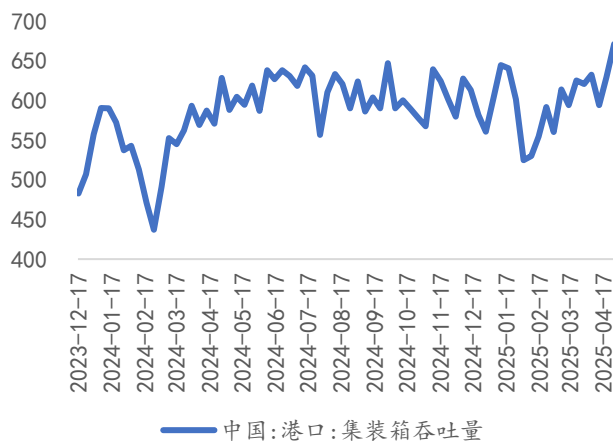
4月出口增速降至4.3个百分点至8.1%，较Wind一致预期高出7.5个百分点。一方面，抢转口贸易盛行，4月对东盟出口增速从3月的11.55%上升至20.8%，另一方面，对美出口增速从3月的9.09%降至-21.3%，降幅低于预期，部分“对等关税”豁免行业仍在对美“抢出口”。目前中美贸易谈判仍在进行中，假如关税方面没有改善，出口增速或进一步下滑。

图 1：对美出口骤降，借道东盟抢出口（%）



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 2：高频数据显示抢转口现象仍在持续（万标准箱）



资料来源：Wind 信达期货研究所

(二)核心 CPI 保持稳定

尽管4月CPI同比增速落至负值区域，但拖累项主要来自于能源，核心依然稳定。核心CPI同比增速保持在0.5%，与上月一致，核心CPI环比增速上升至0.2%。受需求回暖及假日因素共同影响，出行服务价格回升明显，合计影响CPI环比上涨约0.10个百分点。因国际金价变动，国内金饰品价格上涨10.1%，影响CPI环比上涨约0.06个百分点。食品端涨幅也较大，主要受进口量减少、部分地区进入海洋休渔期、新果上市初期供给季节性减少等原因影响。

关税对物价的影响目前还较小，假如关税持续，国内物价压力恐进一步增大。

表 1：4 月 CPI 及分项

单位：%	环比增速				同比增速			
	2025年4月	2025年3月	2025年2月	环比变化	2025年4月	2025年3月	2025年2月	同比变化
CPI	0.1	-0.4	-0.2	0.5	-0.1	-0.1	-0.7	0.0
食品	0.2	-1.4	-0.5	1.6	-0.2	-1.4	-3.3	1.2
非食品	0.1	-0.2	-0.1	0.3	0.0	0.2	-0.1	-0.2
消费品	0.0	-0.4	0.0	0.4	-0.3	-0.4	-0.9	0.1
服务项目	0.3	-0.4	-0.5	0.7	0.3	0.3	-0.4	0.0
核心CPI（不含食品和能源）	0.2	0.0	-0.2	0.2	0.5	0.5	-0.1	0.0
食品烟酒	0.2	-0.9	-0.2	1.1	0.3	-0.6	-1.9	0.9
食用油	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	-1.8	-2.1	-2.0	0.3
畜肉类	-0.1	-2.2	-0.9	2.1	0.6	-0.1	-1.8	0.7
牛肉	3.9	0.5	-0.6	3.4	-4.9	-10.8	-13.3	5.9
羊肉	0.3	-0.4	0.2	0.7	-3.8	-5.4	-6.6	1.2
猪肉	-1.6	-4.4	-1.9	2.8	5.0	6.7	4.1	-2.7
奶类	0.0	0.0	-0.1	0.0	-1.2	-1.7	-1.4	0.5
粮食	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-1.4	-1.5	-1.3	0.1
蛋	-1.0	-2.7	-5.5	1.7	-0.5	-1.6	-2.7	1.2
水产品	1.2	-0.2	1.2	1.4	1.5	-0.2	-3.6	1.2
鲜菜	-1.8	-5.1	-3.8	3.3	-5.0	-6.8	-12.6	1.8
鲜果	2.2	-1.6	1.8	3.8	5.2	0.9	-1.8	4.3
卷烟	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4	-0.1
酒	0.0	0.6	-0.3	-0.6	-2.0	-1.8	-1.9	-0.2
生活用品及服务	0.0	1.3	-0.1	-1.3	0.2	0.6	-0.7	-0.4
家用器具	0.0	2.8	0.2	-2.8	-0.2	-0.3	-3.3	0.1
家庭服务	0.0	-0.3	-4.4	0.3	1.7	1.7	1.8	0.0
衣着	-0.1	0.7	-0.1	-0.8	1.3	1.3	1.2	0.0
服装	-0.1	0.7	-0.1	-0.8	1.5	1.5	1.4	0.0
鞋	0.0	0.7	0.1	-0.7	0.6	0.5	0.3	0.1
交通和通信	-0.3	-1.4	-0.4	1.1	-3.9	-2.6	-2.5	0.3
交通工具	-0.3	-0.4	-0.2	0.1	-3.8	-4.0	-4.4	0.2
交通工具用燃料	-2.0	-3.5	1.3	5.5	-10.2	-5.7	-1.2	4.5
交通工具使用和维修	0.0	-0.1	-0.6	0.1	0.5	0.3	-2.0	0.2
邮递服务	0.0	0.0	-1.5	0.0	-0.3	-0.3	-0.5	0.0
通信工具	-1.3	-0.2	-0.4	-1.1	1.0	1.4	1.3	-0.4
通信服务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
教育文化和娱乐	0.4	-0.8	-0.5	1.2	0.7	0.8	-0.5	-0.1
教育服务	0.0	0.1	0.0	-0.1	1.2	1.2	1.3	0.0
旅游	3.1	-5.9	-4.4	9.0	-0.5	-0.9	-9.6	0.4
居住	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
房租	0.0	0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0.0
水、电、燃料	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.0
医疗保健	0.2	0.0	0.0	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1
中药	-0.1	0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.5	0.5	-0.4
西药	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	-1.1	-1.2	-1.1	0.1
医疗服务	0.3	0.0	0.0	0.3	0.5	0.4	1.3	0.1
其他用品和服务	2.4	0.4	0.7	2.0	6.6	6.2	2.9	0.4

资料来源：Wind 信达期货研究所

(三)国内政策超预期发力

结合 4 月中央政治局会议通稿来看，除新型政策性金融工具用于稳定外贸外，货币政策相关的增量政策已全部落地，但市场表现平平，后续仍需关注中美贸易动向。

表 2：逐一点评 0507 金融部门新闻发布会

政策	点评
数量型货币政策	
降低存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）	预计将向市场提供长期流动性约 1 万亿元。 综合国债买卖，买断式逆回购，MLF 来看，4 月投放量为 0，为降准留下了空间。
下调汽车金融公司和金融租赁公司存款准备金率 5 个百分点至 0	这两类机构直接面向汽车消费、设备更新投资等领域提供金融支持，降低存款准备金率后，将有效增强这两类机构面向特定领域的信贷供给能力。
价格型货币政策	
下调政策利率 0.1 个百分点，	预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约 0.1 个

请务必阅读正文之后的免责条款4

即公开市场 7 天期逆回购操作利率从目前的 1.5%调降至 1.4%。	百分点。 公开市场 14 天期逆回购和临时正、逆回购的操作利率继续在公开市场 7 天期逆回购操作利率上加减点确定, 加减点幅度保持不变。 商业银行存款利率也将下调。
下调结构货性货币政策工具利率 0.25 个百分点, 从目前的 1.75%降至 1.5%	预计每年可节约银行资金成本大概 150-200 亿元。
抵押补充贷款 (PSL) 利率从目前的 2.25%降至 2%。	根据历史规则, 利率下调后, PSL 使用量会起来, 预计接下来 PSL 将发挥一定逆周期托举作用。
降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点, 五年期以上首套房利率由 2.85%降至 2.6%, 其他期限利率同步调整。	预计每年将节省居民公积金贷款利息支出超过 200 亿元。 近期, 地产高频数据已有所走弱, 降息将有助于地产销售企稳。
结构性货币政策	
增加 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度, 由目前的 5000 亿元增加至 8000 亿元。	截至 2024 年三季度末, 余额为 7 亿元, 使用率较底。从这个角度来看, 即使额度增加, 使用量可能增量不大。
设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”。	激励引导金融机构加大对住宿餐饮、文体娱乐、教育等服务消费重点领域和养老产业的金融支持, 并与财政及其他行业政策协同配合, 更好地满足群众消费升级的需求。 从表述看, 着力点在于企业, 即通过改善相关企业融资, 进而提升和改善服务消费供给, 恐怕见效较慢。
设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”	引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持。
增加支农支小再贷款额度 3000 亿元	截至 2024 年三季度, 额度为 8360 亿元的支农再贷款使用量为 6531 亿元, 额度为 18750 亿元的支小再贷款使用量为 16957 亿元, 普遍使用率较高, 但也并未用满, 此次增加恐怕使用增量也相对有限。
混合型——支持资本市场	
将 5000 亿元证券基金保险公司互换便利和 3000 亿元股票回购增持再贷款两个工具的额度合并使用, 总额度 8000 亿元。	互换便利工具已经开展了 2 次操作、总金额 1050 亿元, 相比 5000 亿额度来说使用量较少。超过 500 家上市公司、主要股东公告使用贷款回购增持股票, 贷款总金额约 3000 亿元, 回购增持再贷款较受欢迎。额度打通后两个工具都可以用, 有助于提升工具便利性、灵活性, 更好满足不同类型市场主体需求。 互换便利参与机构范围由首批 20 家券商基金扩大到 40 家的备选机构池, 质押品范围纳入了港股、限售股等, 并指导金融基础设施降低业务收费标准。

	回购增持再贷款方面，将贷款最长期限由 1 年延长到 3 年，鼓励银行发放信用贷款，将上市公司回购增持股票的自有资金比例要求从 30%下降到 10%。同时，国家队（中国诚通控股和中国国新控股）纳入到支持范围，两家公司已经宣布拟使用工具资金合计 1800 亿元，用于增持上市公司股票。股市下有底，呈现明显的政策托底现象。
保险资金入市： 一是进一步扩大保险资金长期投资的试点范围，拟再批复 600 亿元。二是调整偿付能力监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%。三是推动完善长周期考核机制。	让更多长期资金进入股市，增强股市内核稳定性。但 600 亿元资金显然规模较小，同时能不能让保险公司主动进来也存在较大的不确定性。
混合型——支持科技创新	
推出债券市场“科技板”，人民银行推出科技创新债券风险分担工具	科技创新债券风险分担工具由人民银行提供低成本的再贷款资金，可以购买科技创新债券，同时与地方政府、市场化增信机构一起，采取多样化的增信措施，共同参与分担债券投资人的违约损失风险，可以有效降低股权投资机构的发债融资成本，支持其发行更长期限，比如 8 年期、10 年期债券。 初步统计，目前有近 100 家市场机构计划发行超过 3000 亿元的科技创新债券，预计后续还会有更多机构参与。

资料来源：根据新闻整理 信达期货研究所

(四)美联储如期按兵不动

5 月美联储议息会议结果保持利率不变，我们更加关注鲍威尔表态。

第一，经济表现？一季度 GDP 受进口波动影响，但经济活动依然以稳健的速度扩张。失业率上升和通胀率上升的风险在增加。目前各种情绪调查等表明，无论是企业还是家庭都在表现出担忧并推迟做出各类经济决策，但还没从经济数据中体现。

第二，预防性降息？2019 年时，美联储预先采取了三次降息操作，但那时经济正在走弱，而通胀只有 1.6%，那种情况下才适合采取提前行动。如今，美国已经有了四年多高于目标的通胀水平，虽然目前仅略微超过目标，但预期（取决于具体情况）将面临上行的通胀压力。现在还不能说出预防性降息是适当的，因为在看到更多数据前，美联储并不完全了解最合适的政策应如何应对。

第三，关税对通胀的影响什么情况下会更加持久，而不是一次性的价格水平上移？将取决于关税效应的规模、其完全传导到价格体系所需的时间，以及如何保持长期通胀预期的牢固锚定（与之前讲话表达意思一致）。

第四，失业率上升和通胀上升同时出现，美联储会怎样应对？这是双重目标不一致时遇到的挑战。确实可能出现一种情况，即某一目标的实际数值远偏离目标，而另一目标只偏离得较小。如果出现这种情形，我们会优先关注那个偏差更大的目标。美联储会评估各指标距离其

请务必阅读正文之后的免责条款6

目标的差异以及达到目标所需的时间。如果数据明朗地显示一方问题更为突出，美联储会做出相应调整。

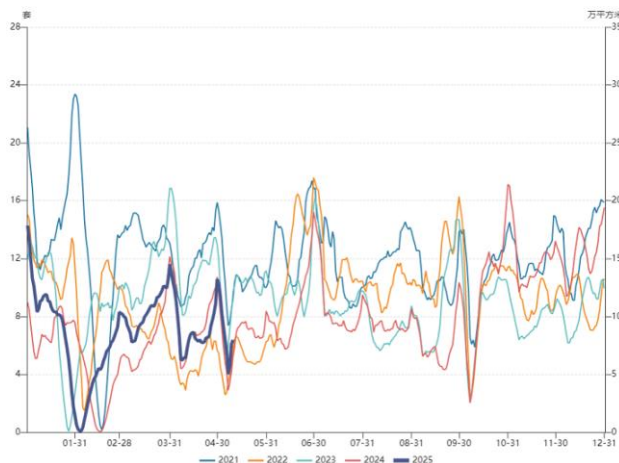
二、房地产政策效果跟踪——新房成交面积企稳

高频数据方面，我们继续重点观察房地产。新房销售开始企稳，一线城市成交面积略好于2024年，二线城市不及2024年，三线城市基本持平。如政治局会议预期的那样，现在新房销售市场整体在2024年水平附近企稳。

二手房方面，截至4月28日，一二三线城市挂牌价指数全线下跌。二、三线城市挂牌价指数继续维持下行的趋势，一线城市稍微下滑，一线城市挂牌价指数目前已较前平台期明显下滑，似有回到历史低点的趋势。

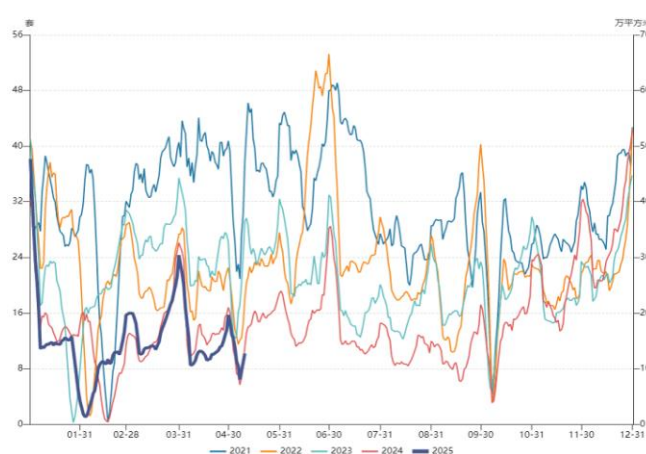
总体来看，新房销售中一二三线城市成交面积均在2024年数值附近。二手房方面一二三线城市全线下滑，特别是一线城市似有逐步回到历史低点的趋势，整体形势较前几个月下滑。

图 3：一线城市成交面积略高于 2024 年同期趋势（7DMA）



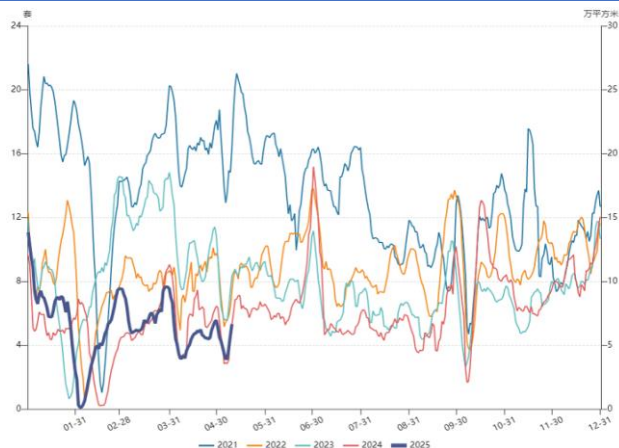
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 4：二线城市成交面积略不及 2024 年（7DMA）



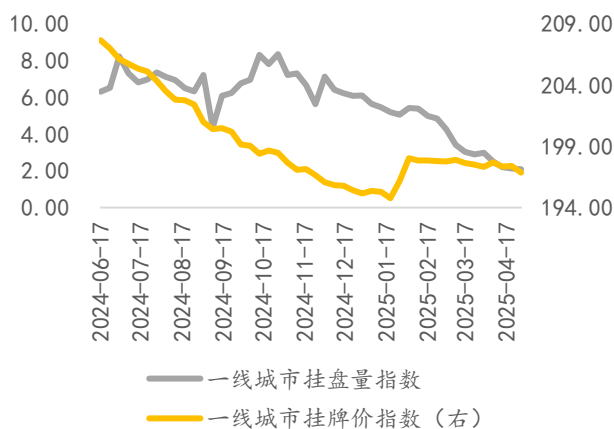
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 5：三线城市成交面积基本持平于 2024 年（7DMA）

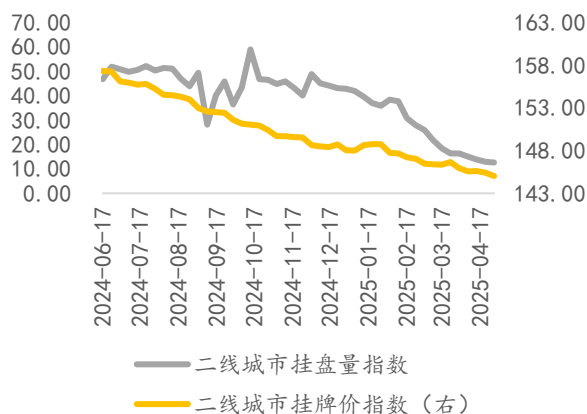


资料来源：Wind 信达期货研究所

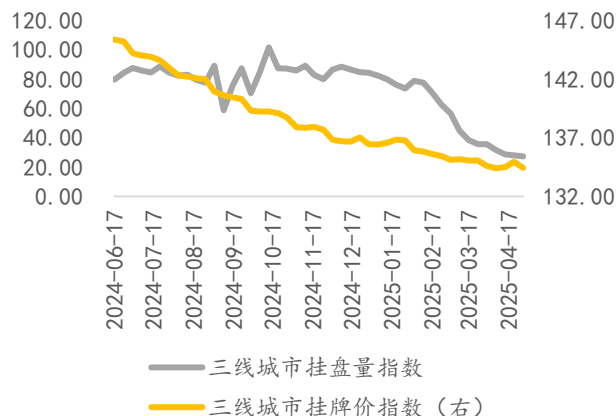
图 6：一线城市挂牌价整体下行



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 7：二线城市挂盘价指数继续下行


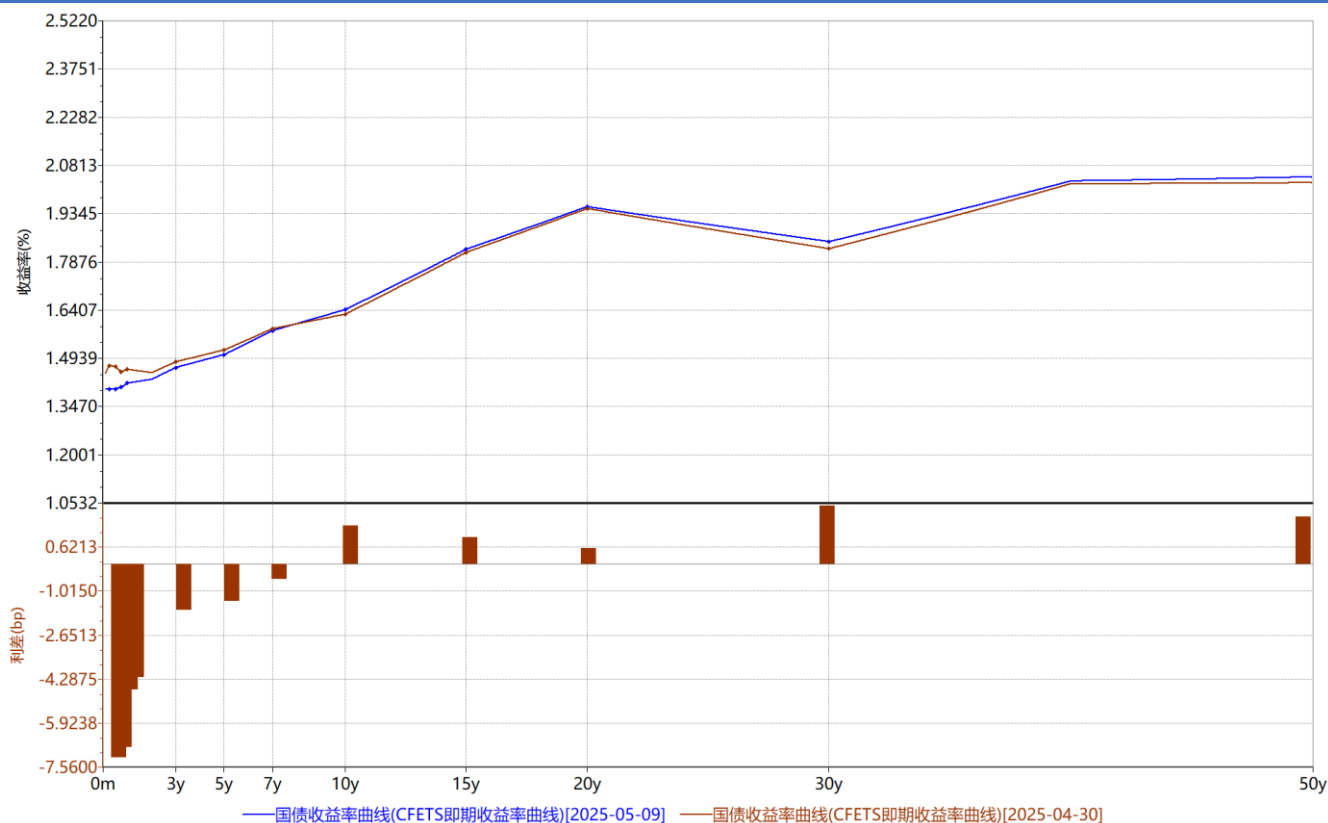
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：三线城市挂盘价再次回落


资料来源：Wind 信达期货研究所

三、国债：等待利率新低

本周国债市场继续维持震荡态势。降准降息落地后，短端利率明显走低，符合预期，但奇怪的是中长端利率未能继续跟随，而是保持震荡状态。症结点可能还是在于央行态度。目前来看，央行仍然对债券利率风险十分在意，在此情况下，利率再创新低时间可能延迟。

图 9：利率保持震荡态势


资料来源：Wind 信达期货研究所

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为上海国际能源交易中心、广州期货交易所会员，为中国证券业协会观察员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

13家分公司 5家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
福建分公司、苏州分公司、四川分公司
宁波分公司、东北分公司、广东分公司
上海分公司、湖北分公司、山东分公司
上海浦东分公司

北京营业部、哈尔滨营业部

石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App

