



关税冲击逐渐体现，宏观经济边际走弱

摘要：

- 2025 年上半年，特朗普的关税政策无疑是全球宏观的重要影响因素。特朗普反复无常的关税政策对全球外贸企业的生产经营节奏造成不可逆的损伤，一方面 10% 的实际加征关税影响到企业的利润率，另一方面潜在的不确定性关税战令企业不敢提前备货、扩张投资。对美国而言，上半年美国经济边际走弱，不过经济硬指标仍表现出韧性，但代表预期的软指标则显著走弱。对欧洲而言，欧洲央行需要实施宽松货币政策以应对关税带来的需求冲击，好在欧洲通胀压力较低，货币政策仍有空间。对日本而言，关税战冲击不容忽视，通胀上升所需的货币正常化政策受阻，日本经济复苏前景存在隐忧。
- 2025 年上半年，国内宏观经济呈现出“先扬后抑”的抬升。在政策面持续靠前发力的背景下，一季度 GDP 同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%，主要贡献来自于政府债券加速发行、外贸企业抢出口、国补支持下消费强劲等。不过由于特朗普关税战的冲击，外需边际走弱，通胀回升缓慢表明内需的内生性增长动能不足，4 月之后经济增长动能有所放缓。未来政策面将继续出台托底政策，促进宏观经济平稳运行。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

姓名：龙奥明

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3035632

投资咨询证号：Z0014648

电话：0571-87006873

邮箱：
longaoming@bcqhgs.com

报告日期：2025 年 6 月 18 日

作者声明：本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

正文目录

1 国际宏观	4
1.1 美国经济：关税冲击尚未兑现，经济前景堪忧	4
1.2 欧洲经济：为应对关税冲击，货币政策宽松预期升温	8
1.3 日本经济：关税冲击经济需求，扰动加息政策	9
2 国内宏观	10
2.1 景气指数：制造业 PMI 步入收缩区间	11
2.2 物价指数：5 月通胀继续走弱	12
2.3 社融信贷：5 月信贷数据走弱	13
2.4 货币政策：5 月降息降准落地，未来仍有宽松空间	15
3 总结	16

图表目录

图 1 美国消费者信心指数下滑，通胀预期上升	6
图 2 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI	6
图 3 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI 重要分项	6
图 4 短期内美国通胀数据参考意义变得越来越小	7
图 5 美国国债收益率	8
图 6 欧洲通胀基本持平	9
图 7 日本通胀指标位于高位	10
图 8 日本国债收益率曲线	10
图 9 制造业 PMI 步入收缩区间	11
图 10 制造业 PMI 的主要分项指标	12
图 11 CPI 数据表现偏弱	13
图 12 PPI 数据持续走弱	13
图 13 社融增量数据	14
图 14 新增人民币贷款	14
图 15 企业部门新增中长期贷款	14
图 16 企业部门新增短期贷款	15
图 17 企业部门新增票据融资	15
图 18 居民部门新增中长期贷款	15
图 19 居民部门新增短期贷款	15
图 20 美元兑人民币汇率	16
图 21 中美 10 年期国债到期收益率差	16
图 22 5 月份 LPR 利率调降	16

1 国际宏观

2025 年上半年，特朗普的关税政策无疑是全球宏观的重要影响因素。特朗普反复无常的关税政策对全球外贸企业的生产经营节奏造成不可逆的损伤，一方面 10% 的实际加征关税影响到企业的利润率，另一方面潜在的不确定性关税战令企业不敢提前备货、扩张投资。对美国而言，上半年美国经济边际走弱，不过经济硬指标仍表现出韧性，但代表预期的软指标则显著走弱。对欧洲而言，欧洲央行需要实施宽松货币政策以应对关税带来的需求冲击，好在欧洲通胀压力较低，货币政策仍有空间。对日本而言，关税战冲击不容忽视，通胀上升所需的货币正常化政策受阻，日本经济复苏前景存在隐忧。

目前欧洲、日本与美国的关税谈判均未取得实质性结果，主要原因在于美国政府要价太高，严重损害到了欧洲和日本的自身利益。由于中国对美强硬反制的策略珠玉在前，欧洲和日本也较难对美妥协，若未来关税战无法实质性缓解，关税冲击将再度袭来，相对而言欧洲经济将强于日本。

1.1 美国经济：关税冲击尚未兑现，经济前景堪忧

自 2025 年 1 月特朗普正式上台以来，关税成为其施政政策的重要抓手。特朗普经济政策的核心可以概括为“海外加税，国内减税”，通过对海外进口商品加征巨额关税来补充因为国内减税造成的财政收入减少。暂且不论关税对所得税的替代是否合理，美国低端制造业的衰败是全球生产要素比较之后的结果，因为美国的制造业生产成本要远高于海外新兴经济体，因此即使关税保护限制海外商品的流入，美国传统制造业生产出的产品仍然不具备国际竞争优势，反而会因为关税成本转嫁给美国消费者而再度推升美国通胀，通胀压力最终会影响美国居民的消费预期。从消费者调查数据可以看到，自特朗普上台以来。消费者信心指数快速下行，而通胀预期指数则持续上升。

目前特朗普的关税政策只实际执行了 10% 的加征税率，与各国的贸易谈判设置了 90 天的暂缓期（7 月 9 日为截止日期）。从目前的关税谈判来看，除了英国与美国达成协议之外，全球其他国家与美国关税谈判都面临种种困难，核心原因在于美国要价太高，严重侵占了各国的核心利益。另外，近期美国国会正审议“大而美”法案，其中包含提高 4 万亿美元债务上限的条款，若法案通过，特朗普政府的财政空间放开，对关税“创收”的需求将有所下降，目前 10% 的加征关税已经算是达成目标；但若法案无法通过，特朗普的关税政策未来仍面临较高变数，或将继续升级。

从前瞻指标 PMI 来看，美国 5 月 ISM 制造业 PMI 指数为 48.5，不及预期和前值。订单量连续第四个月萎缩，进口指数创 2009 年以来新低，出口指数创五年新低，物价支付指数仍高企。

5 月制造业 PMI 重要分项指数方面：新订单指数 47.6，前值 47.2。订单量连续第四个月萎缩，凸显关税上调对需求的影响。此外，订单积压量以 2022 年

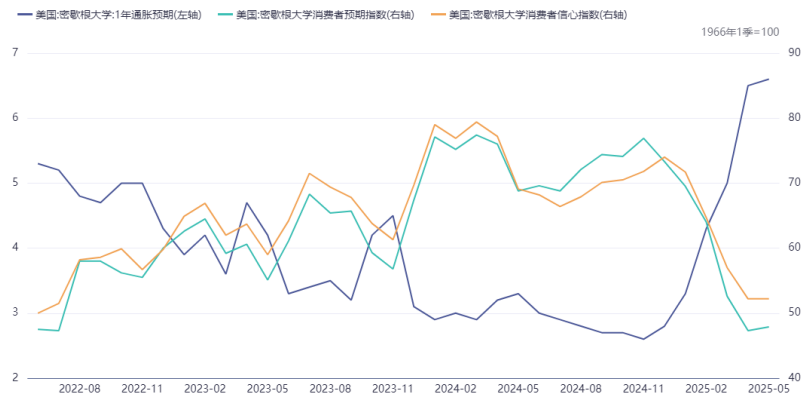
9 月以来的最慢的速度萎缩。就业指数 46.8，前值 46.5，仍处于萎缩。物价支付指数 69.4，前值 69.8，仅略有降低，仍位于高位，表明材料成本上涨仍然是生产商面临的一个问题。进口指数 39.9，创 2009 年以来新低，下降了 7.2 点，创下历史上最大单月跌幅之一。出口指数创五年新低。贸易政策变化带来的困惑也使供应经理难以有效地采购商品和材料。供应商交付指数攀升至 2022 年 6 月以来的最高水平，表明交货时间延长。

回顾上半年的美国 ISM 制造业 PMI 数据，1 月工厂活动自 2022 年以来首次扩张，受订单增长和生产加快的推动。这是美国制造业在经历了两年的低迷后的企稳，制造业活动重新扩张。2 月的 ISM 制造业 PMI 虽然仍延续 1 月时的扩张，但幅度微小且不及预期。然而随后数据显示，年初的美国制造业的回暖恐为昙花一现。

美国 5 月 ISM 服务业 PMI 指数 49.9，大幅不及预期的 52，4 月前值为 51.6。新订单指标大跌 5.9 点，至 46.4，为 2024 年 6 月以来最大降幅。支付价格指数跳升至 68.7，为 2022 年 11 月以来最高。由于需求突然下滑，美国 5 月 ISM 服务业 PMI 指数将近一年来首次陷入萎缩。与此同时，价格指数加快上升，反映出更高关税在整个经济中产生的连锁反应。服务业作为美国的主要产业，服务 PMI 指标的意外失速下行表现出典型的“滞胀”特征，即经济增长放缓但通胀压力加剧。

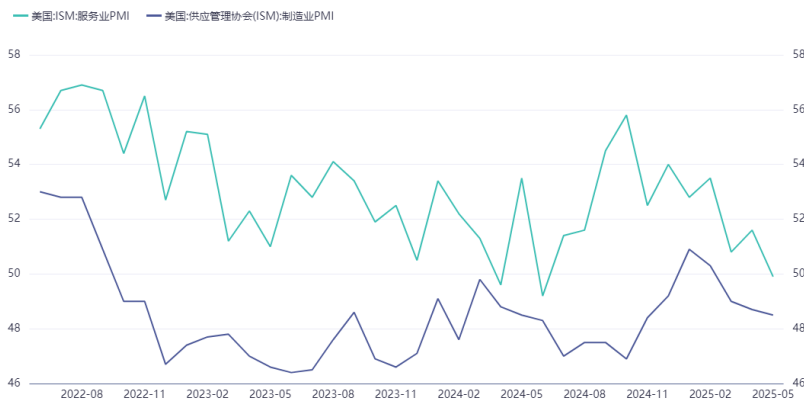
5 月服务业 PMI 重要分项指数方面，新订单指标大幅下跌 5.9 点，为 2024 年 6 月以来最大降幅，至 46.4。商业活动指标下降 3.7 点至 50，为五年来最低，显示业务趋于停滞。该指标类似于制造业 PMI 中的产出指数。订单积压也在减少，相关指标降至 2023 年 8 月以来的最低水平。支付价格指数跳升至 68.7，为 2022 年 11 月以来最高。虽然 5 月服务业库存有所下降，但库存情绪指标上升近 7 点至 62.9，为去年 7 月以来最高。这表明越来越多的公司认为库存仍然过高，未来几个月可能对制造业构成压力。ISM 的出口和进口指数均显示收缩，反映出企业正在应对特朗普政府多变的贸易政策所带来的影响。受长期关税前景的不确定性影响，企业在预测和规划方面遇到困难，倾向于推迟或减少订单，直到影响更加明确，这就导致需求前景面临较大不确定性。

图 1 美国消费者信心指数下滑，通胀预期上升



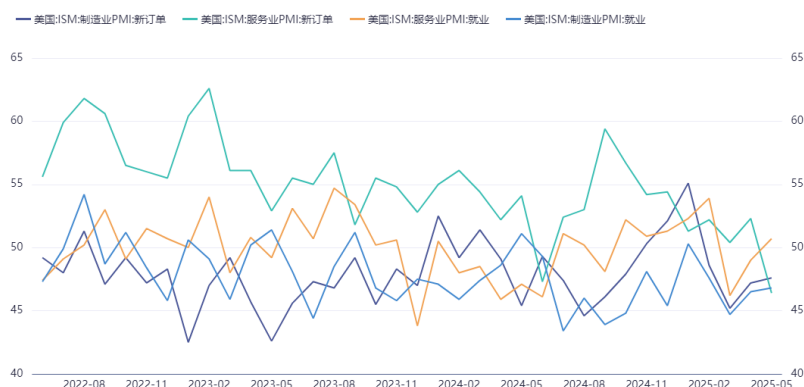
数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 2 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 3 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI 重要分项

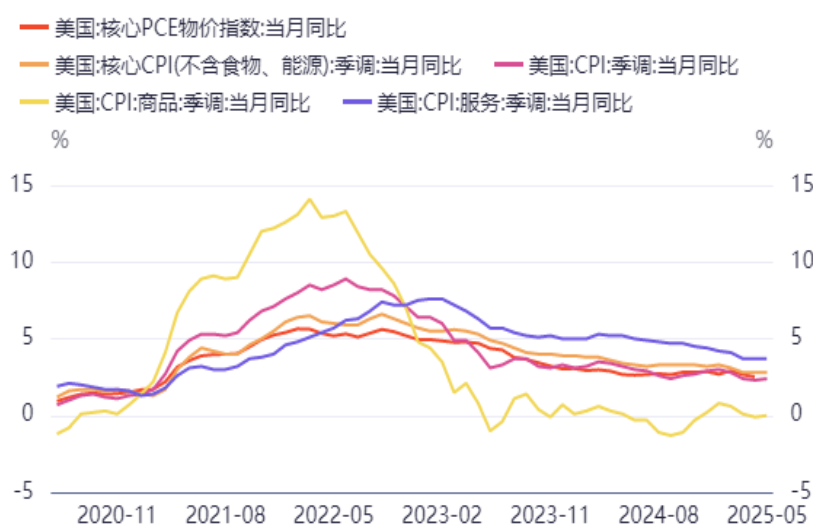


数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

通胀方面，美国 5 月 CPI 数据全线低于预期，能源主导整体 CPI 的放缓，汽车、服装价格均出现下滑，玩具、家电受关税影响更直接的品类价格上涨。能源价格下降主导了整体 CPI 放缓，汽油价格下跌了 2.6%，这在一定程度上限

制了整体 CPI 的涨幅。虽然目前的通胀数据相对温和，但关税政策的全面影响尚未显现。一方面，汽油价格的下降，也对控制通胀起到了积极作用。另一方面，去年 9 月以来批发和零售商提前抢进口短期增加库存，延缓了关税成本向消费者传导的步伐。再一方面，关税预期推高通胀预期，但是消费者实际上能够承受的负担有限，批发和零售商向消费者涨价的难度也有所增加。由于美国 4 月对全球加征的所谓“对等关税”获得了 90 天的暂缓期，虽然目前实行 10% 关税仍会增加进口成本，但美国批发零售商提前囤积货物的抢进口行为或延缓未来美国通胀上升的速度。总的来看，关税对通胀的影响高峰可能在 7 月之后出现，并且预计 2025 全年的通胀增速仍不会显著高于 3.5%。

图 4 短期内美国通胀数据参考意义变得越来越小



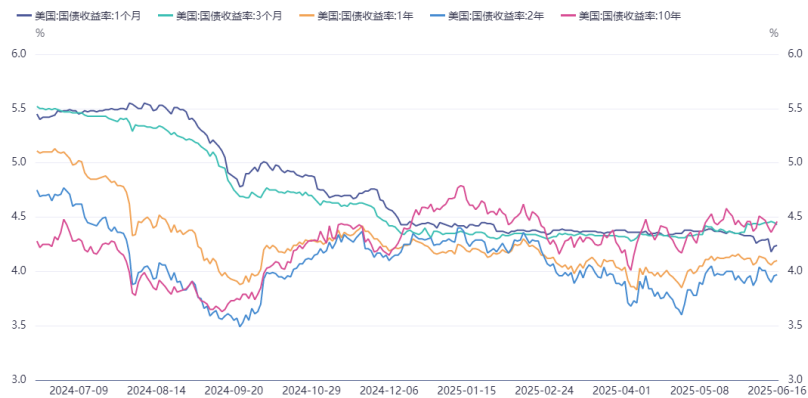
数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

美联储在 5 月初的会议上维持利率不变，称关税带来的不确定性显著上升。政策制定者还认为，未来失业率和通胀均存在上行风险，对未来货币政策采取谨慎态度，密切监测数据和通胀预期。

6 月 19 日凌晨美联储将公布利率决议，由于近期经济数据没有出现大幅下滑，因此维持利率不变是市场共识。此次会议更引人关注的是最新的经济展望和点阵图，市场预计美联储可能上调今年的通胀预测，下调 GDP 增速预测，并维持今年降息两次的预期。在充满不确定性的宏观环境之中，美联储和鲍威尔应该会尽可能保持谨慎观望，避免成为刺激市场波动的不确定因素之一。

从美债收益率可以看出，5 月以来美债收益率震荡上行。因为目前美国经济面临经济下行与通胀上行的风险，滞胀阴影挥之不去，美联储的货币政策面临两难。不过特朗普政府推动的关税政策的最终关税水平及其对经济影响的不确定性仍然很高，在关税政策未明朗之前，短期内美联储预计大概率“按兵不动”。

图 5 美国国债收益率



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

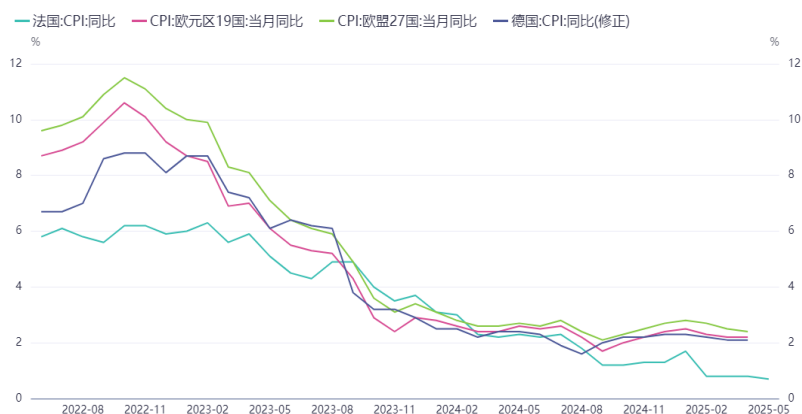
1.2 欧洲经济：为应对关税冲击，货币政策宽松预期升温

2026 年 6 月 5 日，欧洲央行召开货币政策会议，决定将欧元区三大关键利率分别下调 25 个基点。此次降息后，欧元区存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率分别降至 2.00%、2.15% 和 2.40%。这是欧洲央行自 2024 年 6 月宣布降息以来第八次下调利率。

从欧洲内部看，首先，欧元区通胀水平持续下降，为进一步降息提供了空间。2022 年 7 月以来欧洲央行利用加息控制通胀取得显著成效，目前欧洲各国 CPI 增速回到 2%~2.5% 的均衡水平，并且通胀下降进程正步入正轨，最近几个月服务业通胀显著放缓。其次，欧洲整体经济前景依然乏力，虽然一季度欧元区增长 0.4%，高于前一季度的 0.2%，但整体缺乏活力，这为欧洲央行进一步下调利率提供了可能性。欧洲央行已经下调了 2025 年的整体经济增速，经济的放缓和停滞也为货币政策刺激提供了空间。

从外部环境看，美国的关税政策加剧了美欧之间的贸易紧张局势，欧元区的相关出口、企业投资会进一步面临压力。为缓解不确定性给经济带来的负面影响，欧洲央行提前做出降息的决定，以应对未来经济进一步放缓的可能性。

图 6 欧洲通胀基本持平



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

1.3 日本经济：关税冲击经济需求，扰动加息政策

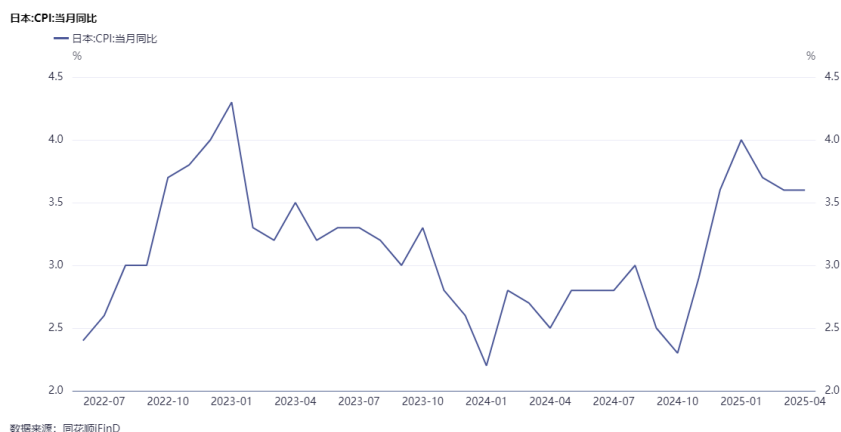
5月23日，日本周五公布的数据显示，4月不包括新鲜食品在内的核心消费者价格指数（CPI）同比上涨3.5%，创下2023年1月以来最高，较3月份的3.2%进一步攀升，也超过了经济学家预期的3.4%。日本最新通胀数据显示，日本4月整体通胀率同比上涨3.6%，与上个月持平，这意味着通胀率已经连续三年多时间高于日本央行2%的目标水平。而另一项剔除了能源成本的核心物价指数上涨3.0%，这是一年多来首次触及这一水平。数据显示，日本4月大米价格同比暴涨98.4%，创下自1971年有可比数据以来的历史最大涨幅，同时也是连续7个月刷新历史最高涨幅。

随着经济增速以及通胀数据持续回升，日本央行失去继续实行“负利率”的必要性，日本央行货币政策回归正常化，今年1月日本央行首次加息，后续保持渐进加息的态度。日本央行表示未来政策将取决于经济、物价和市场状况，若未来的实际情况符合预期，将继续加息，调整货币宽松力度。通胀持续高企支持日本央行进一步加息的立场，但日本经济还面临来自特朗普政府的严峻外部挑战。除非与美国达成协议，否则日本将面临10%的基础关税，以及将于7月生效的24%的“对等”关税。此外，日本也是特朗普对汽车、钢铁和铝产品征收25%关税政策的主要受害者之一。这就导致日本央行是否能继续加息变得不那么明确。加上目前日本产业在全球产业链特别是在新科技产业的竞争力有所不足，其经济持续增长的动能有所不足，未来或制约日本央行货币政策决策。

6月17日周二，日本央行以9-0的投票结果通过最新利率决议，维持利率在0.5%不变，符合市场预期。该行同时表示，将从下一财年开始放慢削减购债步伐，从2026年4月起，将月度减持规模从目前的4000亿日元降至每季度2000亿日元。

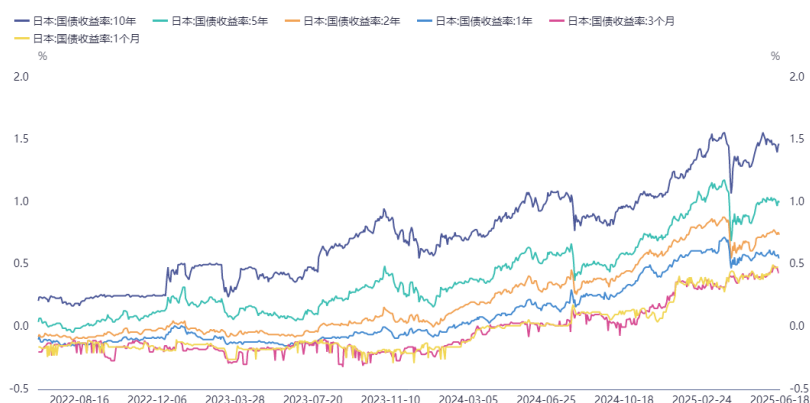
今年以来，日本国债收益率持续上升，反映出了市场对日本央行货币政策正常化的预期。目前，日本长债正面临日央行缩表、受资本要求驱动的寿险公司需求减弱，以及市场对日本财政状况恶化担忧加剧的三重打击，其收益率飙升放大了国际投资者对主要经济体财政赤字的担忧。

图 7 日本通胀指标位于高位



数据来源: iFinD、宝城期货金融研究所

图 8 日本国债收益率曲线



数据来源: iFinD、宝城期货金融研究所

2 国内宏观

2025 年上半年，国内宏观经济呈现出“先扬后抑”的抬升。在政策面持续靠前发力的背景下，一季度 GDP 同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%，主要贡献来自于政府债券加速发行、外贸企业抢出口、国补支持下消费强劲等。不过由于特朗普关税战的冲击，外需边际走弱，通胀回升缓慢表明内需的内生性增长动能不足，4 月之后经济增长动能有所放缓。未来政策面将继续出台托底政策，促进宏观经济平稳运行。

2.1 景气指数：制造业 PMI 步入收缩区间

国家统计局 5 月 31 日发布数据：2025 年 5 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.5%（前值 49%）。建筑业商务活动指数为 51.0%，比上月下降 0.9 个百分点；服务业商务活动指数为 50.2%，比上月上升 0.1 个百分点。

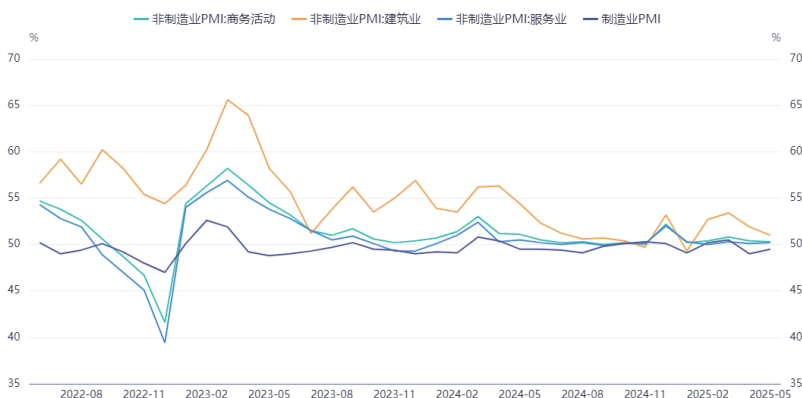
5 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.5%，比上月上升 0.5 个百分点，制造业景气水平有所改善，不过仍然处于收缩区间。5 月关税战有所缓和，中美日内瓦谈判取得阶段性成果。中美双方关税均下调的情况下，出口呈现出内部“抢出口”和外部“抢进口”的情况，供需两端同步表现韧性。

分类指数来看，生产指数为 50.7%，比上月上升 0.9 个百分点，升至临界点以上，表明制造业企业生产活动有所加快。新订单指数为 49.8%，比上月上升 0.6 个百分点，表明制造业市场需求景气度回升。出厂价格指数和原材料购进价格指数分别下降 0.1 个百分点至 44.7% 和 46.9%。一方面供需关系仍然存在供过于求的情况；另一方面，长期需求预期仍不稳定，扰动因素较多，不利于商品价格的回升。产成品库存指数下降 0.9 个百分点至 46.5%。价格指数的低迷和产成品库存的下降反映了供需错配和企业预期仍然不足。同时目前海外“抢进口”或有将圣诞节补库需求前置的因素，对下半年出口或有透支。

重点行业看，高技术制造业 PMI 为 50.9%，连续 4 个月保持在扩张区间，延续较好发展态势；装备制造业和消费品行业 PMI 分别为 51.2% 和 50.2%，比上月上升 1.6 和 0.8 个百分点，景气水平均有回升；高耗能行业 PMI 为 47.0%，比上月下降 0.7 个百分点，市场活跃度偏低。

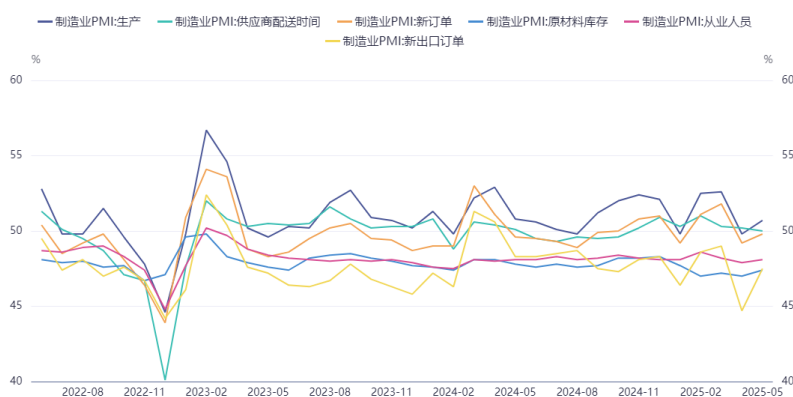
总的来说，5 月关税风险暂缓的情况下，制造业 PMI 指标表现较强韧性。不过未来外需面临较大不确定性，政策面需要提振内需，发挥托底作用。短期内预计制造业 PMI 围绕荣枯线窄幅波动。需求端走弱的风险仍存，后续主要关注关税战演变以及国内宏观政策落实情况。内需的稳健复苏是推动制造业 PMI 企稳回升的重要抓手。

图 9 制造业 PMI 步入收缩区间



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 10 制造业 PMI 的主要分项指标



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

2.2 物价指数：5 月通胀继续走弱

6 月 9 日，国家统计局公布数据显示，2025 年 5 月份，全国居民消费价格同比下降 0.1%，环比下降 0.2%。全国工业生产者出厂价格同比下降 3.3%，环比下降 0.4%。通胀指标持续走弱反映出内需偏弱的情况。

具体来看，CPI 环比由涨转降主要受能源价格下降影响。能源价格环比下降 1.7%，影响 CPI 环比下降约 0.13 个百分点，占 CPI 总降幅近七成。其中，汽油价格下降 3.8%，降幅比上月扩大 1.8 个百分点。

CPI 同比略有下降，降幅与上月相同。金饰品、家用纺织品和文娱耐用消费品价格分别上涨 40.1%、1.9%和 1.8%，涨幅均有扩大；燃油小汽车和新能源小汽车价格分别下降 4.2%和 2.8%，降幅均有收窄。服务价格上涨 0.5%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。服务中，交通工具租赁费、飞机票和旅游价格均由降转涨，分别上涨 3.6%、1.2%和 0.9%。

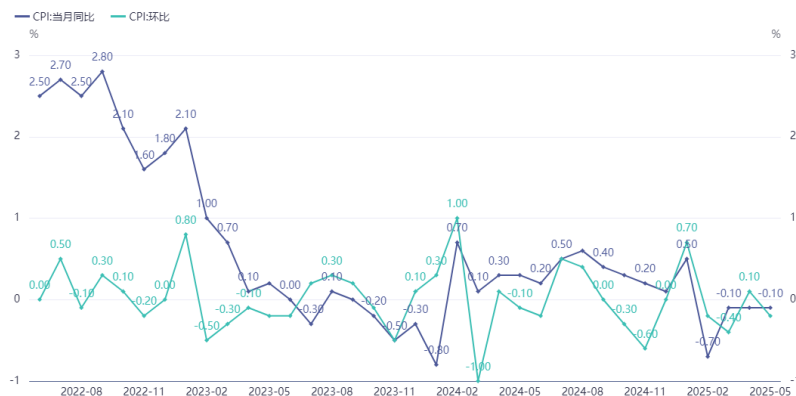
影响 PPI 环比下降的主要原因：一是国际输入性因素影响国内相关行业价格下降。国际原油价格下行影响国内石油相关行业价格下降，石油和天然气开采业价格下降 5.6%，精炼石油产品制造价格下降 3.5%，化学原料和化学制品制造业价格下降 1.2%，上述 3 个行业合计影响 PPI 环比下降约 0.23 个百分点，超过总降幅的五成。二是国内部分能源和原材料价格阶段性下行。煤炭需求处于淡季，电厂、港口存煤充足，加之新能源发电成本低、替代作用强，煤炭开采和洗选业价格下降 3.0%，煤炭加工价格下降 1.1%。

叠加上年同期对比基数走高等因素影响，PPI 同比降幅比上月扩大 0.6 个百分点。但从边际变化看，我国宏观政策加力实施，部分行业供需关系有所改善，一些领域价格呈向好态势。一是消费新动能不断壮大带动生活资料等价格同比回升

展望未来，CPI 保持温和回升态势，PPI 延续偏弱运行。下半年政策面托底需求政策将持续推进，供给端控制内卷式竞争，加上暑期消费旺季等季节性因

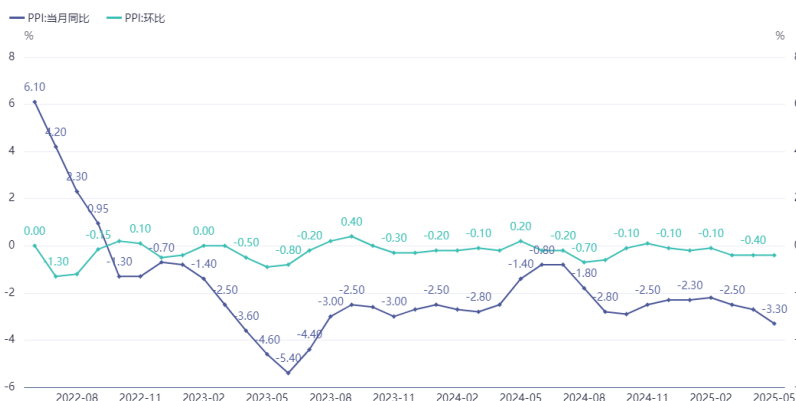
素，CPI 预计温和回升。PPI 方面，中东地缘危机爆发对原油价格有所扰动，但是从最新情况可以看出地缘因素对原油供给端的冲击尚不及关税战对全球需求端的扰动，预计 PPI 延续偏弱运行。

图 11 CPI 数据表现偏弱



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 12 PPI 数据持续走弱



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

2.3 社融信贷：5 月信贷数据走弱

6 月 13 日，中国人民银行公布金融数据显示：2025 年前五个月社会融资规模增量累计为 18.63 万亿元，比上年同期多 3.83 万亿元。结合前值计算可得，5 月社融规模增量为 2.29 万亿元，同比多增 2247 亿元。财政前置发力，加上用于置换存量隐性债务的再融资专项债发行持续进行，政府债券成为推动社融增长的主要驱动力。

2025 年前五个月社会融资规模增量累计为 18.63 万亿元，比上年同期多 3.83 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 10.38 万亿元，同比多增 1123 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 963 亿元，同比多减 1690 亿元；委托贷款减少 113 亿元，同比少减 802 亿元；信托贷款增加 627 亿元，同比少增 1723 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1343 亿元，同比多增

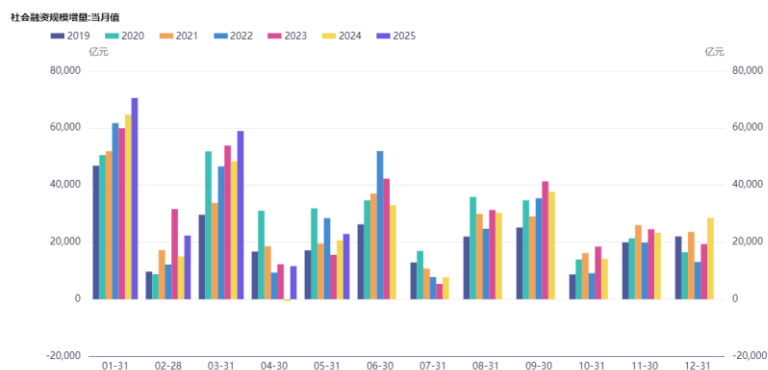
1662 亿元；企业债券净融资 9087 亿元，同比少 2884 亿元；政府债券净融资 6.31 万亿元，同比多 3.81 万亿元；非金融企业境内股票融资 1504 亿元，同比多 444 亿元。

信贷数据方面，居民部门与企业部门的信贷需求均有所走弱。

从居民部门看，5 月居民短期贷款减少 208 亿元，同比少增 451 亿；中长期贷款增加 746 亿元，同比多增 232 亿。居民贷款规模与结构与 2024 年相似，短期贷款减少，中长期贷款增加，显示消费信贷需求较弱，但房贷趋于稳定。4、5 月房地产市场表现平淡，1—5 月，新建商品房销售面积 35315 万平方米，同比下降 2.9%，降幅比 1—4 月扩大 0.1 个百分点；其中住宅销售面积下降 2.6%。

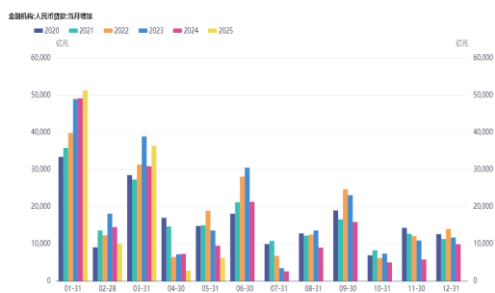
从企业部门看，5 月短期贷款增加 1100 亿元，同比增加 2300 亿；中长期贷款增加 3300 亿元，同比少增 1700 亿；票据融资增加 746 亿元，同比少增 2826 亿。企业中长期贷款和票据融资均下降，企业信心和预期偏弱，减少企业融资需求。内部需求偏弱导致在低利率水平下实体部门信贷需求仍偏弱，加上海外关税冲击下，对制造业企业的投资预期造成扰动，也抑制其融资需求。随着未来政策面提振内需政策持续推出，特别是财政政策对需求的拉动作用可以有效提振实体需求。

图 13 社融增量数据



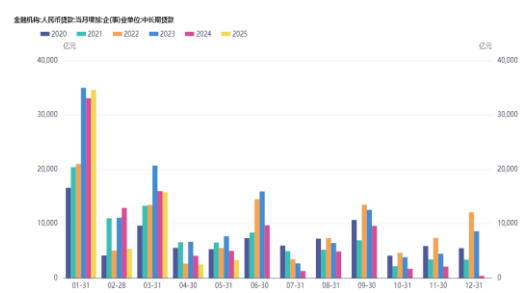
数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 14 新增人民币贷款



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 15 企业部门新增中长期贷款



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 16 企业部门新增短期贷款



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 17 企业部门新增票据融资



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 18 居民部门新增中长期贷款



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 19 居民部门新增短期贷款



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

2.4 货币政策：5月降息降准落地，未来仍有宽松空间

上半年，央行实行适度宽松的货币政策，央行保持市场流动性合理充裕水平，年内已经降息一次。5月20日，LPR报价如期调降10BP，符合市场预期。一方面，政策利率已经先行调整，5月7日央行宣布降息降准，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.50%调整为1.40%。另一方面，最新宏观经济数据走弱，降息的必要性有所上升，通过降低实体部门信贷利率，可以提振需求，稳定市场预期。再一方面，今年4月关税战爆发以来，美国经济指标以及预期均出现走弱迹象，虽然美联储按兵不动，但美元开始走弱，人民币汇率端压力较小。

从汇率因素来看，特朗普上台之后推动关税战，美国通胀上升预期升温，美国货币政策调整面临压力，美联储传递出放缓降息步伐的明确信号。海外关税由紧急冲击演变为长期慢变量，且美联储降息窗口未至。如果LPR下降速度过快，将可能扩大中美利差，增加人民币汇率波动压力。

从内部政策效果看，5月降息降准落地之后，二季度宏观经济指标的成色如何需要数据验证。若经济数据恢复良好，可以放缓降息步伐，LPR报价调降

的必要性下降；若经济指标恢复较弱，则需对症下药，按需施策，综合利用货币、财政、产业等政策协同发力，此时降息的步伐将有所加快。

从 LPR 与大型商业银行存款利率的非对称调降可以看出，存款利率的超量下调，一方面可以刺激存款转向消费和投资，另一方面也是降低银行负债成本，为未来 LPR 报价的进一步下调创造条件。

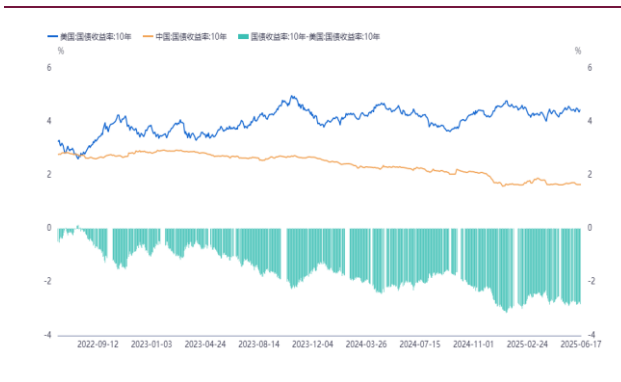
展望未来，7 月政治局会议将出下半年的重磅宏观政策，其中可能包含货币宽松政策。宏观经济指标走弱的背景下，未来货币政策仍有宽松空间。

图 20 美元兑人民币汇率



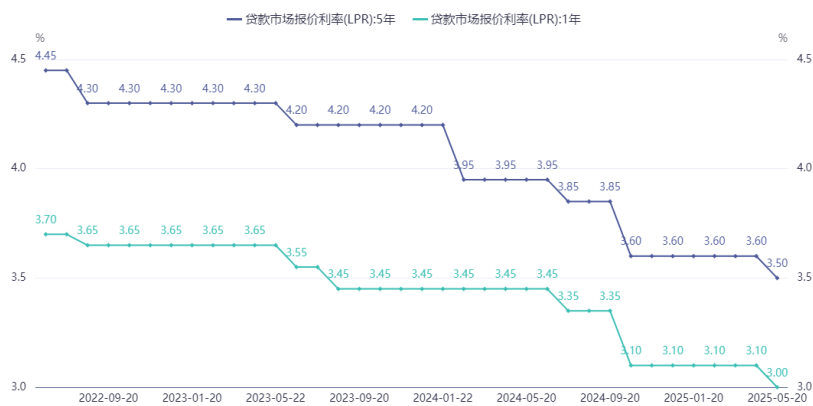
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 21 中美 10 年期国债到期收益率差



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 22 5 月份 LPR 利率调降



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

3 总结

2025 年上半年，特朗普的关税政策无疑是全球宏观的重要影响因素。特朗普反复无常的关税政策对全球外贸企业的生产经营节奏造成不可逆的损伤，一方面 10% 的实际加征关税影响到企业的利润率，另一方面潜在的不确定性关税战令企业不敢提前备货、扩张投资。对美国而言，上半年美国经济边际走弱，不过经济硬指标仍表现出韧性，但代表预期的软指标则显著走弱。对欧洲而言，欧洲央行需要实施宽松货币政策以应对关税带来的需求冲击，好在欧洲通胀压

力较低，货币政策仍有空间。对日本而言，关税战冲击不容忽视，通胀上升所需的货币正常化政策受阻，日本经济复苏前景存在隐忧。

2025 年上半年，国内宏观经济呈现出“先扬后抑”的抬升。在政策面持续靠前发力的背景下，一季度 GDP 同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%，主要贡献来自于政府债券加速发行、外贸企业抢出口、国补支持下消费强劲等。不过由于特朗普关税战的冲击，外需边际走弱，通胀回升缓慢表明内需的内生性增长动能不足，4 月之后经济增长动能有所放缓。未来政策面将继续出台托底政策，促进宏观经济平稳运行。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

获取每日期货观点推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

免责条款

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。