



外部风险暂缓，内需边际走弱

核心观点

特朗普发动的对全球国家的关税战，提高了贸易成本，抑制了全球宏观需求。对美国而言，通胀上升、经济下行的滞胀风险挥之不去。其一，进口商品将不可避免地价格上涨，将导致通胀预期快速抬升。其二，财政压力限制政府支出、贸易壁垒阻断正常贸易导致的就业丢失，也将抑制经济增长动能。其三，美联储货币政策表现鹰派，可能导致美国资产价格螺旋下跌。对欧洲而言，考虑到关税冲击和通胀压力较低，欧洲央行将保持货币宽松政策稳定经济需求，加上欧洲战略自主带动的政府订单需求，欧洲经济预计缓慢恢复。对日本而言，关税战冲击日本出口需求，同时由于日本通胀指标回升较快，日本央行正处于加息周期，日本经济复苏势头或将受到压制。而且日本经济增长持续性动能不足，在全球产业特别是高科技产业的整体竞争力有所趋弱。

2025年4月份，制造业PMI步入收缩区间，通胀数据持续下行，信贷数据表现偏弱，这表明内需的内生性增长动能有所不足。当前外部风险因素持续累积，保持宏观经济稳定增长需要提振内需，促进内循环顺畅运行，这就需要发挥政策托底作用。5月份，央行及时地降息降准，有力地稳定了市场预期，不过政策效果有待数据检验。在5月降息降准落地以后，短期内继续降息的可能性有所降低，后续降息需要综合看国内外因素。

（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5月28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：滞胀阴影挥之不去，美联储货币政策鹰派	4
1.2 欧洲经济：增长与通胀双降，降息预期上升	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	11
2.1 景气指数：4月制造业 PMI 步入收缩区间	11
2.2 物价指数：4月通胀继续走弱	12
2.3 社融信贷：4月信贷数据走弱	14
2.4 货币政策：5月降息降准落地	16
3 总结	17

图表目录

图 1 美国消费者信心指数下滑，通胀预期上升.....	5
图 2 美国 ISM 制造业 PMI 收缩.....	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 美国国债收益率回升.....	7
图 6 欧洲通胀基本持平.....	9
图 7 日本通胀指标有所回落，仍处高位.....	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.....	12
图 10 制造业 PMI 分项指标产需双双走弱.....	12
图 11 4 月 CPI 走弱.....	13
图 12 4 月 PPI 走弱.....	14
图 13 社融增量数据.....	15
图 14 新增人民币贷款.....	15
图 15 企业部门新增中长期贷款.....	15
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.....	16
图 19 居民部门新增短期贷款.....	16
图 20 美元兑人民币汇率.....	17
图 21 中美 10 年期国债到期收益率差.....	17
图 22 5 月份 LPR 利率调降.....	17

1 国际宏观

特朗普发动的对全球国家的关税战，提高了贸易成本，抑制了全球宏观需求。对美国而言，通胀上升、经济下行的滞胀风险挥之不去。其一，进口商品将不可避免地价格上涨，将导致通胀预期快速抬升。其二，财政压力限制政府支出、贸易壁垒阻断正常贸易导致的就业丢失，也将抑制经济增长动能。其三，美联储货币政策表现鹰派，可能导致美国资产价格螺旋下跌。对欧洲而言，考虑到关税冲击和通胀压力较低，欧洲央行将保持货币宽松政策稳定经济需求，加上欧洲战略自主带动的政府订单需求，欧洲经济预计缓慢恢复。对日本而言，关税战冲击日本出口需求，同时由于日本通胀指标回升较快，日本央行正处于加息周期，日本经济复苏势头或将受到压制。而且日本经济增长持续性动能不足，在全球产业特别是新科技产业的整体竞争力有所趋弱。

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：滞胀阴影挥之不去，美联储货币政策鹰派

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。

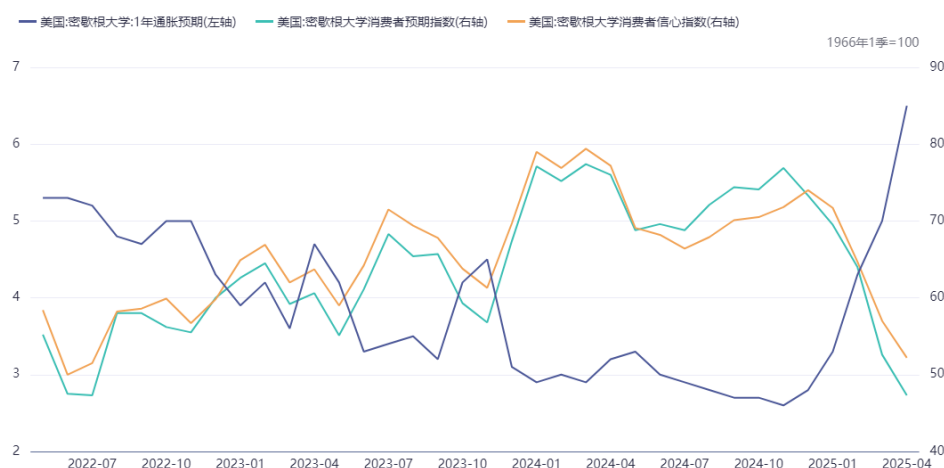
目前特朗普的关税政策以及减税政策均遭遇挫折：一方面，4月初特朗普发动的全球关税战并未令全球屈服，反而在中国强硬反制之下令美国关税政策不得不暂缓90天。全球其他国家也多数处于观望状态，仅英国与美国达成了贸易协议。另一方面，美东时间5月16日周五，美国众议院预算委员会以21票反对、16票赞成的投票结果否决了特朗普政府的大规模税收和支出议案。在目前美国政府巨额债务以及穆迪下调美国主权信用评级的背景下，减税法案将带来较大的财政压力，因此被否决。后续特朗普政府要么转向减小或推迟减税，要么继续寻求高关税政策来填补财政缺口。从特朗普的发言来推测，若在7月之前无法通过减税法案，他或将继续诉诸于关税手段来“创收”。

从前瞻指标PMI来看，由于订单减少和关税影响，美国4月ISM制造业PMI指数48.7，预期47.9，前值49。在经济环境不确定的情况下，需求与产出双双下滑，用工持续收缩。由于关税推升成本，价格上涨加快，导致新订单积压、供应交付放缓以及库存增长。分项指数方面：新订单指数47.2，预期45，前值

45.2。订单连续第三个月下降，未完成订单减少速度加快，显示需求持续疲软。工厂产值分项指数创 2020 年 5 月以来新低，单月大幅下滑逾 4 点至 44。企业为躲避关税而提前进口的策略正接近尾声，ISM 进口指数出现自 2023 年底以来最快速度的下降。生产商还面临成本上升的压力，投入品的支付价格有所上升。尽管能源价格下降，但材料支付价格指标升至自 2022 年 6 月以来的最高水平。物价支付指数 69.8，预期 73，前值 69.4。就业指数 46.5，预期 44.6，前值 44.7。订单疲软、产出放缓和未完成订单下降也解释了制造业就业连续第三个月下滑。生产商正保持库存紧缩，ISM 库存指数下降至 50.8。ISM 调查表明，美国制造商的情绪因特朗普政府关税政策的执行不稳定而受到动摇，一些公司由于对关税实施细节的不确定性感到担忧，正在暂停投资计划，需求和生产出现衰退，裁员仍在继续。从最新数据来看，今年年初美国制造业的回暖恐为昙花一现。

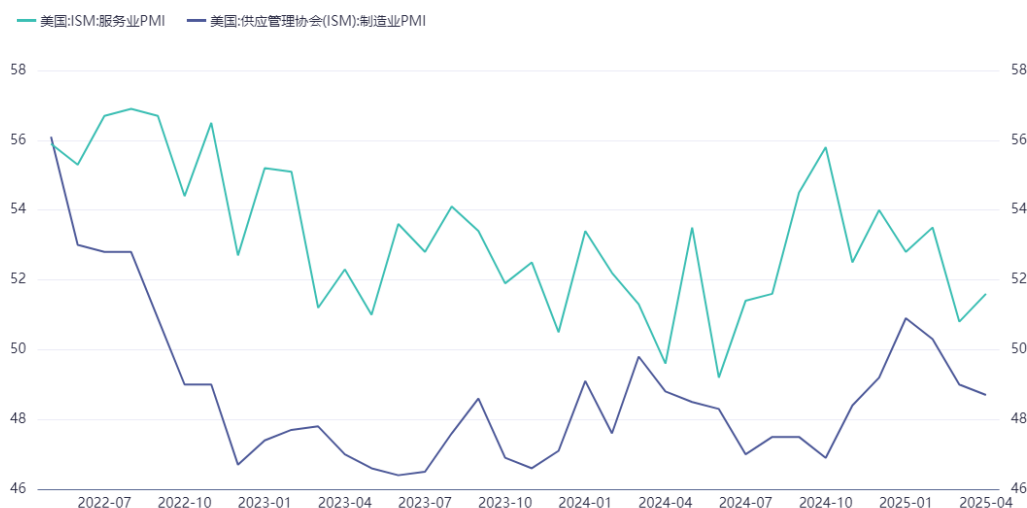
美国服务业 PMI 在经历了 3 月的暴跌后，4 月份有所回暖。美国 4 月 ISM 服务业 PMI 指数为 51.6，预期 50.3，前值为 50.8，当时意外降至九个月新低。分项来看，价格指数上涨 4.2 点，达到 65.1 点，创 2023 年 1 月以来的两年多新高。近 40% 的采购经理报告价格上涨，这是自 2022 年 11 月以来的最高比例。就业分项指数上升至 49，3 月前值为 46.2，就业的萎缩速度有所放缓。新订单指数上涨 1.9 点，至 52.3 点，为今年以来的最高水平。商业活动指数跌至去年 6 月以来的最低水平，该指数类似于制造业 PMI 数据中的工厂产出指数。进口指标下降 8.3 点，至 44.3 点，为 6 月份以来的最大降幅，表明在关税生效前抢购外国制造商品的策略即将结束。库存指标攀升至去年 10 月以来的最高水平。

图 1 美国消费者信心指数下滑，通胀预期上升



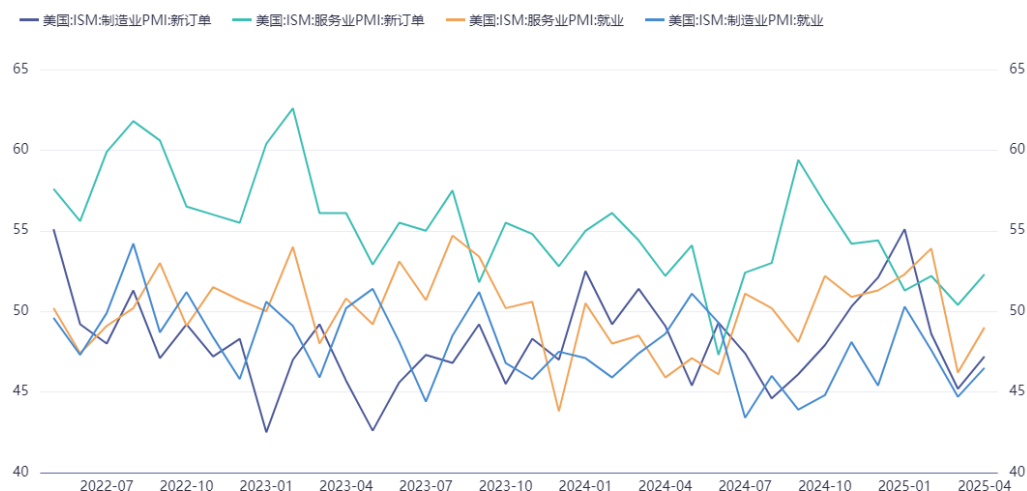
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 2 美国 ISM 制造业 PMI 收缩



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

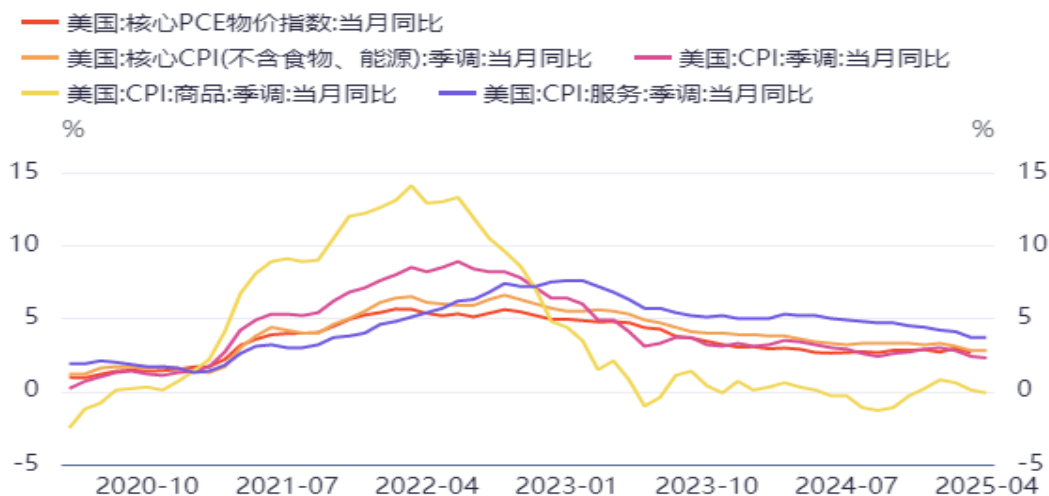
图 3 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI 重要分项



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

通胀方面，美国 4 月 CPI 同比增 2.3%，为自 2021 年 2 月以来最低水平。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，近期汽油价格的同比大幅下降，也对控制通胀起到了积极作用。另一方面，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，关税预期影响了经济总需求，一定程度上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，但出于对未来关税政策不确定性的担忧，目前美国批发零售商正在加紧囤积货物，其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。当前，美联储官员们正在采取谨慎态度，密切监测数据和通胀预期。美联储下次会议将于 6 月 17-18 日举行，投资者目前认为 6 月的下次 FOMC 会议上降息的可能性不足 10%，并预计年内仅降息两次，每次 25 个基点，低于 4 月底时市场预期的四次降息。从美债收益率可以看出，5 月以来美债收益率持续上行。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，美联储预计大概率“按兵不动”。近期美联储官员的表态也是偏向短期维持利率不变，货币政策偏向鹰派。

图 5 美国国债收益率回升



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

1.2 欧洲经济：增长与通胀双降，降息预期上升

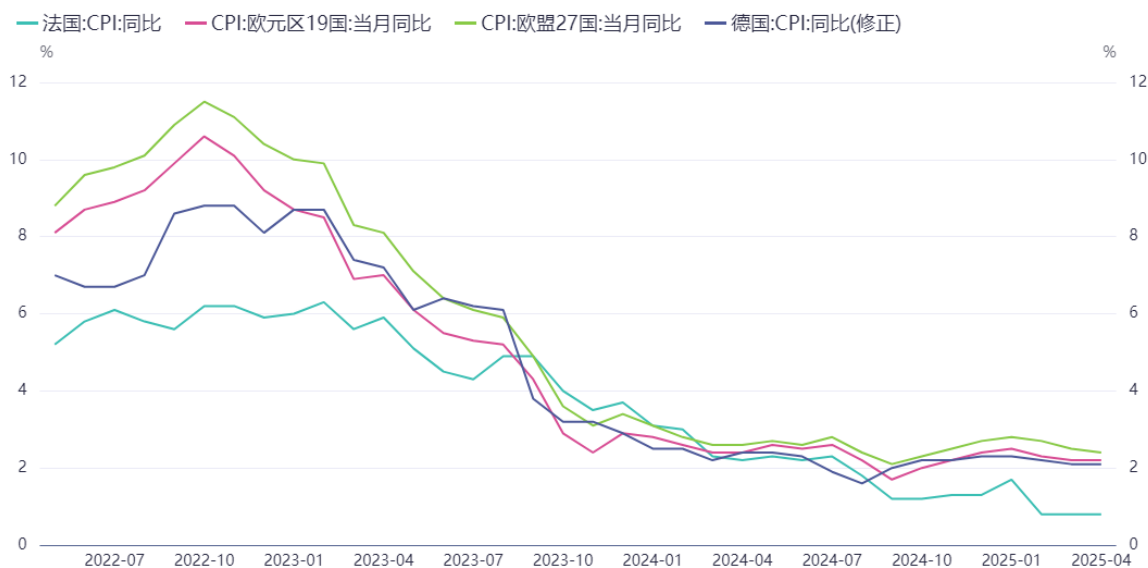
2022 年俄乌冲突爆发以来，欧洲地区受到的冲击最为明显：第一，地缘政治环境恶化，援乌及国防开支剧增，民粹保守势力抬头，跨国资本开始流出欧洲地区；第二，缺失了俄罗斯的廉价能源，产业资本竞争优势下降，优势制造业产业纷纷布局海外。金融资本与优势产业资本的转移是 2022 年以来欧洲地区陷入增长乏力的主要因素。

通胀方面，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。欧洲央行决心确保通胀稳定在 2% 的中期目标，即既不刺激也不限制经济活动的水平。

欧洲央行 4 月 17 日宣布最新利率决议，如期降息 25 个基点，将存款机制利率从 2.5% 下调至 2.25%，同时将主要再融资利率从 2.65% 下调至 2.4%，边际贷款利率从 2.9% 下调至 2.65%，均符合市场预期，为自去年 6 月以来第七次下调利率。欧洲央行官员在声明中就货币政策立场删除了“限制性”一词，反映了全球贸易不确定下对经济增长前景的担忧。由于贸易紧张局势加剧，经济增长前景恶化。不确定性加剧可能会削弱家庭和企业的信心，市场对贸易紧张局势的负面反应可能会对融资环境产生收紧影响。这些因素可能会进一步拖累经济前景。欧洲央行货币政策声明中关于通胀上行和下行风险的描述明显不平衡。下行风险来源于美国关税政策造成的需求冲击，而上行风险主要包括假设性的天气事件及其对食品价格的影响。如果这是唯一需要担心的上行风险，那么未来几个月降息的概率显然很高。

“国防”开支或推动欧洲各国政府财政加码，稳定经济总需求，帮助经济缓慢恢复。随着特朗普政府抛弃欧洲独自和俄罗斯谈判解决俄乌危机，欧洲地区“再军事化”的呼声再起，欧洲开始考虑战略安全自主的可能性。德国联邦议院 3 月 18 日通过一项巨额财政方案草案，将提供 5000 亿欧元特别基金，主要用于基础设施建设，并批准修订《基本法》中的“债务刹车”条款，放宽对国防开支的债务限制。这项计划标志着德国经济政策重大转向，有望刺激长期不足的公共投资，助力德国经济摆脱衰退困境。但并非所有欧盟 20 个成员国都像德国那样拥有相同的财政空间，财政支出对欧洲经济的拉动作用预计有限。

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

4月18日，日本政府公布的数据显示，剔除新鲜食品后，日本3月核心消费者物价指数（CPI）同比上涨3.2%，高于2月的3.0%，符合市场预期。通胀上升主要归因于食品价格的持续上涨。虽然政府能源补贴降低了电力和天然气成本，但不含新鲜食品的食品价格上涨了6.2%，大幅推高了整体通胀水平。尤其是3月大米价格同比飙升92.1%，创下自1971年有记录以来的最大涨幅。

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，未来日本央行货币政策将回归正常化，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，但特朗普的关税政策，给全球经济前景蒙上一层阴影，也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。

5月1日周四，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，此次为该行连续第二次“按兵不动”，符合市场预期。日本央行同时发布了季度预测更新，将2025年GDP增长预测从1.1%下调至0.5%，并将2026年GDP增长预测从1%下调至0.7%。央行还预计，2026年通胀率将降至1.7%，低于其2%的目标。

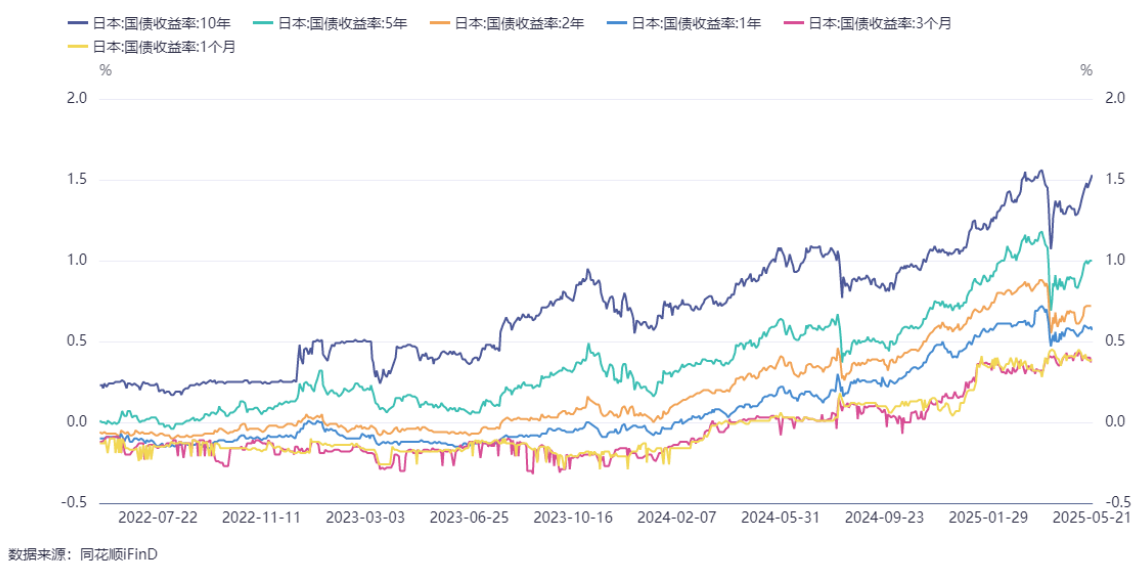
5月12日，日本央行行长在新闻发布会表示，贸易政策带来的不确定性显著增加，当前实际利率明显偏低，如果经济前景实现，将继续加息，下次加息的时机将很大程度上取决于关税对经济的影响。这意味着日本央行的经济增长和价格预测可能会根据贸易政策的变化而发生重大调整。显而易见，随着贸易局势持续紧张，日央行的年内加息已从“何时加”变为“会不会加”。如果日元贬值、通胀上升或薪资增长出现明显改善，年内仍有加息可能；否则，更有可能将加息推迟至明年甚至后年，而美日之间的关税谈判或将是一个风向标。

图 7 日本通胀指标有所回落，仍处高位



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 4 月份，制造业 PMI 步入收缩区间，通胀数据持续下行，信贷数据表现偏弱，这表明内需的内生性增长动能有所不足。当前外部风险因素持续累积，保持宏观经济稳定增长需要提振内需，促进内循环顺畅运行，这就需要发挥政策托底作用。5 月份，央行及时地降息降准，有力地稳定了市场预期，不过政策效果有待数据检验。在 5 月降息降准落地以后，短期内继续降息的可能性有所降低，后续降息需要综合看国内外因素。

2.1 景气指数：4 月制造业 PMI 步入收缩区间

4 月 30 日，国家统计局数据显示，4 月制造业 PMI 指数为 49.0%，较上月下降 1.5 个百分点，回落至临界点以下。

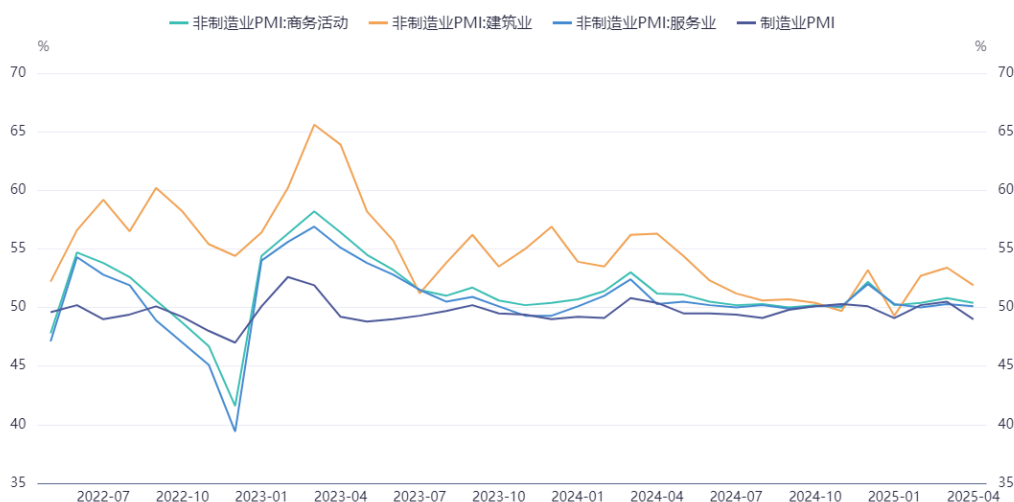
4 月制造业 PMI 走弱主要有两方面原因：一是外部环境急剧变化。4 月初美国对全球加征所谓的“对等关税”，我国外贸环境骤然生变，新增与已有订单多数处于停滞状态，外需出现明显下滑，对制造业供需两端形成较大拖累。这是 4 月制造业 PMI 指数出现近两年来最大幅度下行的主要原因。二是季节性因素。3 月是制造业旺季，4 月制造业景气度会有季节性下行，过去 10 年中 4 月制造业 PMI 指数比 3 月平均低 0.8 个百分点。

分项来看，4 月 PMI 生产指数和新订单指数分别为 49.8%和 49.2%，比上月下降 2.8 和 2.6 个百分点，制造业生产和市场需求均有所回落。

4 月 25 日召开的中共中央政治局会议作出明确部署，要求“加强超常规逆周期调节”，“要加紧实施更加积极有为的宏观政策”。这意味着后期扩内需将显著加力，重点是提振消费、推动基建投资提速等。

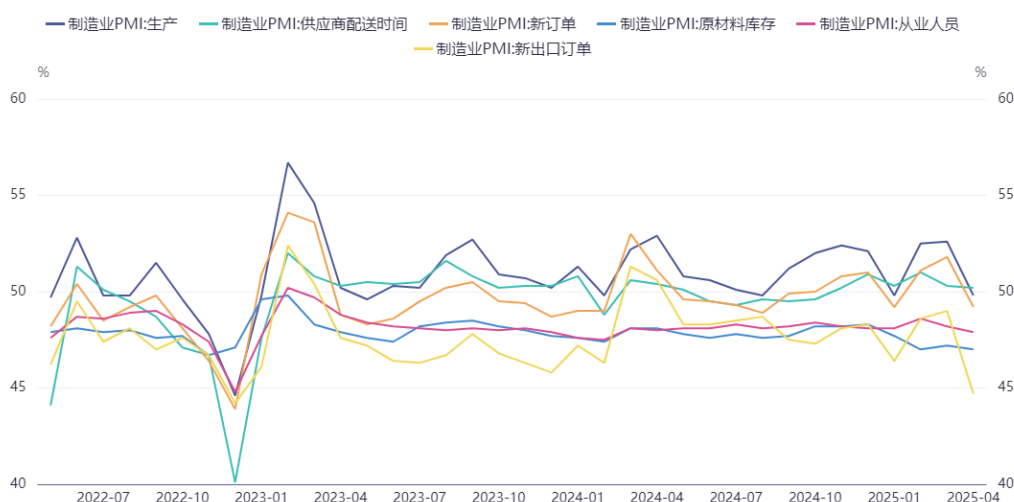
展望未来，需求端走弱的风险仍存，对冲措施见效需要一个过程，预计 5 月制造业 PMI 指数还将处在收缩区间，但在稳增长政策加码等推动下预计不会偏离 50%过多。

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 分项指标产需双双走弱



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

2.2 物价指数：4 月通胀继续走弱

5 月 10 日，国家统计局公布的最新物价数据显示，4 月份 CPI 环比由降转涨，由上月下降 0.4% 转为上涨 0.1%；同比下降 0.1%。PPI 同比、环比分别下降 2.7%、0.4%。

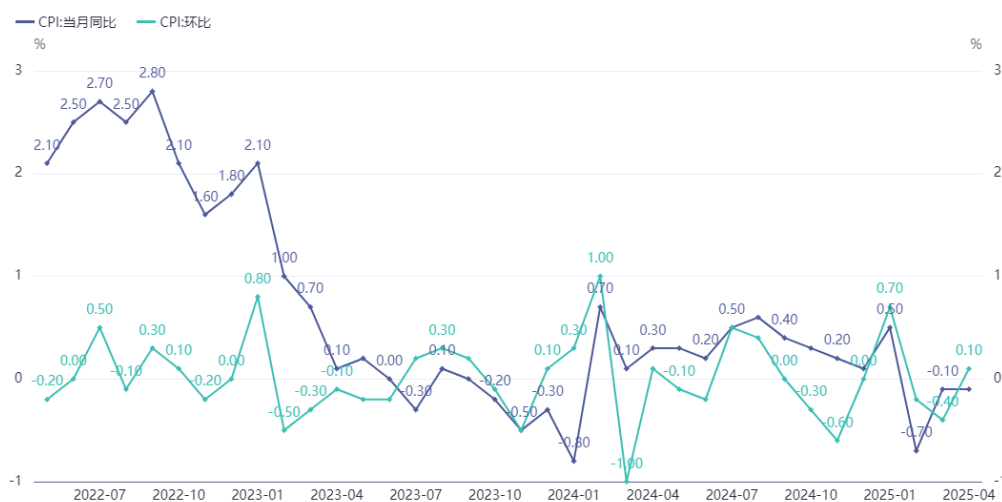
CPI 方面，从同比看，4 月 CPI 同比略有下降，主要受国际油价下行影响。4 月能源价格同比下降 4.8%，降幅比上月扩大 2.2 个百分点。其中汽油价格下降 10.4%，影响 CPI 同比下降约 0.38 个百分点，是带动 CPI 同比下降的主要因素。从环比看，4 月 CPI 环比由降转涨，主要是食品、出行服务回升带动。其中，食品价格环比上涨 0.2%。受需求回暖及假日因素共同影响，出行服务价格

回升明显。飞机票、交通工具租赁费、宾馆住宿和旅游价格分别环比上涨 13.5%、7.3%、4.5%和 3.1%。因国际金价变动，国内金饰品价格环比上涨 10.1%。

PPI 方面，4 月 PPI 持续承压，部分工业行业现积极信号。影响本月 PPI 下降的主要原因，既有国际输入性因素，也有国内部分能源价格季节性下降。特别是国际贸易环境变化，部分国际大宗商品价格迅速下行，影响国内相关行业价格下降。由于我国促消费等宏观政策加力扩围，高技术产业加快成长，部分行业需求增加，一些领域价格呈现积极变化。如促消费和设备更新等政策继续显效，部分消费品和装备制造产品需求释放带动相关行业价格回升，家用洗衣机、食品制造业、新能源乘用车等制造价格同比降幅比上月有所收窄。

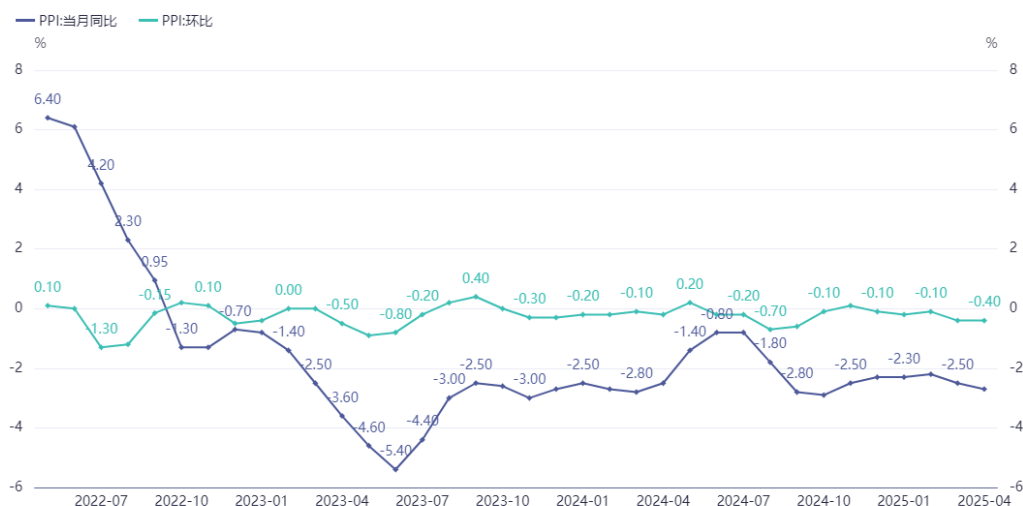
展望未来，CPI 或保持温和态势。政策面加紧加快既定政策的落实落地，如加快政府债券发行使用，为下半年政策加码腾出空间，加大加力重点领域的政策实施力度，重点是科技、消费和外贸三个方向，将有利于提振内需，支撑 CPI 温和回升。

图 11 4 月 CPI 走弱



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 12 4月 PPI 走弱



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

2.3 社融信贷：4月信贷数据走弱

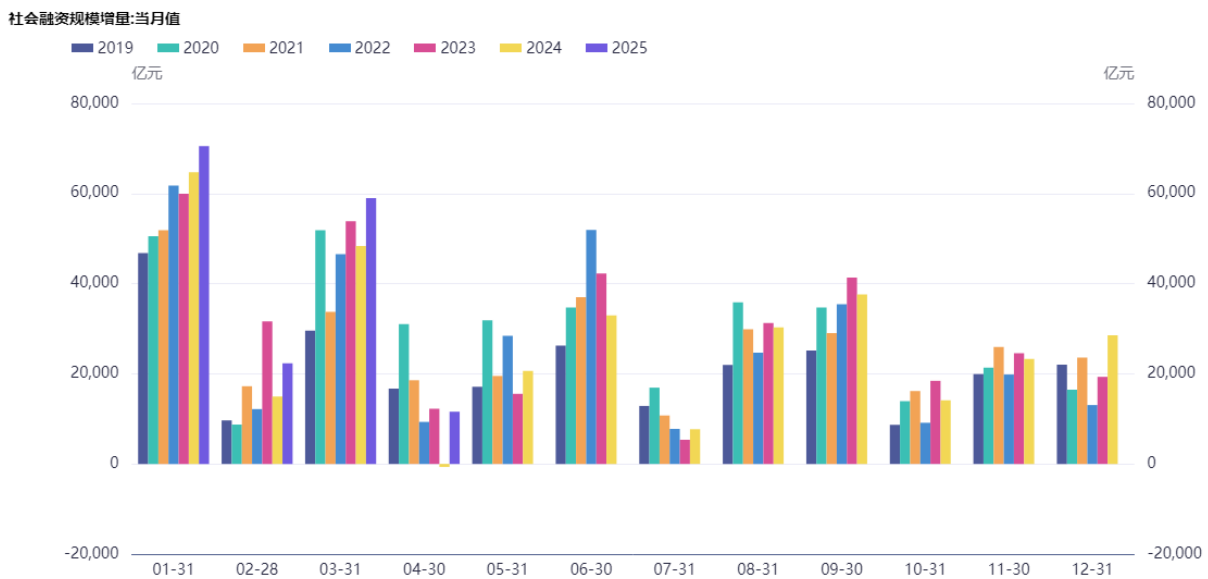
5月14日，中国人民银行发布金融数据，4月社会融资规模新增1.16万亿元，在低基数作用下同比增速由3月的8.4%提升至8.7%。4月新增人民币贷款2800亿，同比少增4500亿，增速7.2%，较3月末下降0.2个百分点。

4月社融规模的增加仍然主要得益于政府债券的集中发力。新增政府债净融资规模达9729亿元，同比多增超10699亿元，反映了广义财政落地的加快。今年以来政府债的发行速度显著加快，前四个月合计净融资规模达5.5万亿，较去年同期的1.2万亿显著提升。同时，超长期特别国债于4月24日开始发行，财政前置发力特征显著，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，预计政府债券将继续成为推动未来几个月社会融资规模增长的主要驱动力。

4月信贷数据走弱。从结构上看，企业部门短贷、中长贷同比都有不同程度的少增。居民部门中长贷款减少1231亿元，同比小幅多增435亿元。居民部门短贷减少4019亿元，为有数据统计以来同期最低值。4月份，企业新发放贷款加权平均利率约3.2%，比上年同期低约50个基点。个人住房新发放贷款加权平均利率约3.1%，比上年同期低约55个基点，均处于历史低位。

需求偏弱、化债、关税冲击多重因素交织，导致居民与企业信贷均略显疲软。4月房地产市场较平淡，百强房企单月销售额同比下降16.9%，降幅环比扩大，居民购房需求偏弱；化债影响延续，同时关税冲击扰动制造业企业融资需求，4月制造业PMI也回落至49%的收缩区间。总的来说，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。未来需要政策面提振内需，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



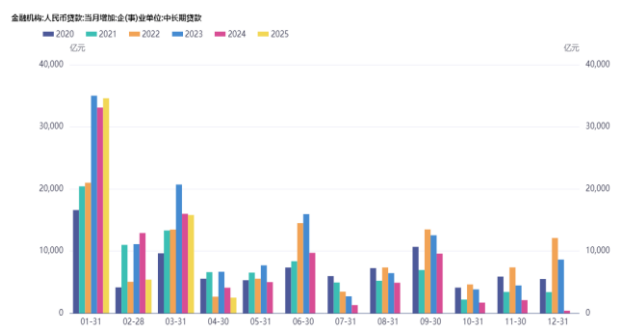
数据来源: iFinD、宝城期货金融研究所

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

5月7日，央行宣布降息降准。自2025年5月8日起，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%。自2025年5月15日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。

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；另一方面，4月宏观经济数据走弱，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。不过在5月降息降准落地以后，短期内继续降息的可能性有所降低，后续降息需要综合看国内外因素。

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。

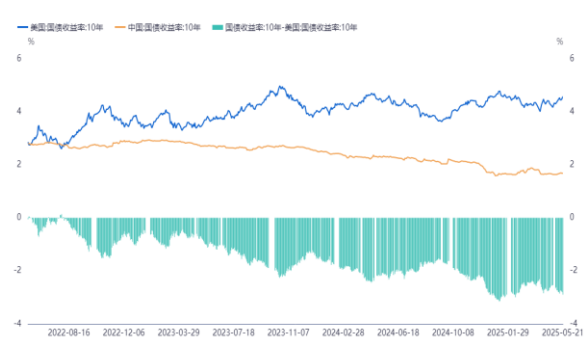
从内部政策效果看，降息降准落地，配合财政发力，二季度宏观经济指标的成色如何需要数据验证。若经济数据恢复良好，可以放缓降息步伐，LPR报价调降的必要性下降；若经济指标恢复较弱，则需对症下药，按需施策，综合利用货币、财政、产业等政策协同发力，此时降息的步伐将有所加快。从近期LPR与大型商业银行存款利率的非对称调降可以看出，存款利率的超量下调，一方面可以刺激存款转向消费和投资，另一方面也是降低银行负债成本，为未来LPR报价的进一步下调创造条件。

图 20 美元兑人民币汇率



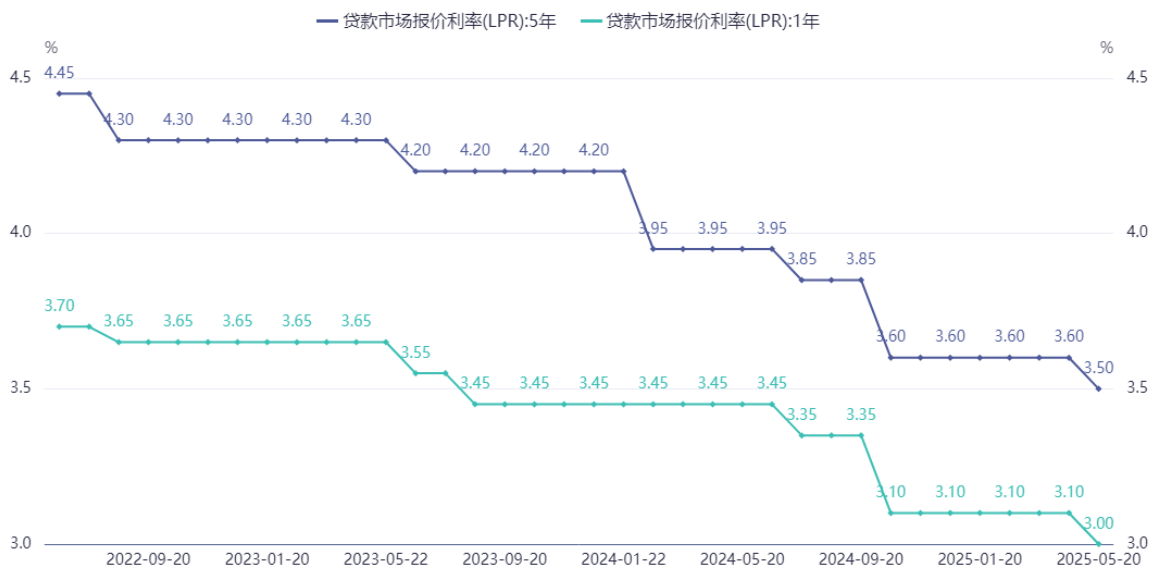
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

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

特朗普发动的对全球国家的关税战，提高了贸易成本，抑制了全球宏观需求。对美国而言，通胀上升、经济下行的滞胀风险挥之不去。其一，进口商品将不可避免地价格上涨，将导致通胀预期快速抬升。其二，财政压力限制政府支出、贸易壁垒阻断正常贸易导致的就业丢失，也将抑制经济增长动能。其三，美联储货币政策表现鹰派，可能导致美国资产价格螺旋下跌。对欧洲而言，考虑到关税冲击和通胀压力较低，欧洲央行将保持货币宽松政策稳定经济需求，加上欧洲战略自主带动的政府订单需求，欧洲经济预计缓慢恢复。对日本而言，关税战冲击日本出口需求，同时由于日本通胀指标回升较快，日本央行正处于

加息周期，日本经济复苏势头或将受到压制。而且日本经济增长持续性动能不足，在全球产业特别是新科技产业的整体竞争力有所趋弱。

2025 年 4 月份，制造业 PMI 步入收缩区间，通胀数据持续下行，信贷数据表现偏弱，这表明内需的内生性增长动能有所不足。当前外部风险因素持续累积，保持宏观经济稳定增长需要提振内需，促进内循环顺畅运行，这就需要发挥政策托底作用。5 月份，央行及时地降息降准，有力地稳定了市场预期，不过政策效果有待数据检验。在 5 月降息降准落地以后，短期内继续降息的可能性有所降低，后续降息需要综合看国内外因素。

（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。