



● 主要结论

中美经贸会谈,超预期大幅降低关税。根据中国商务部 5 月 12 日的消息,《中美日内瓦经贸会谈联合声明》发布。如果以美国特朗普政府对于 1 月 20 日之前的关税的估计为 13%左右(实际关税约为 20%),通过经贸会谈,5 月 14 日起美方对中方输美商品关税税率或调整为 43%左右,该税率水平较特朗普就任美国总统前的实际平均税率高 23%左右。中美关税超预期大幅降低。

4 月我国国民经济顶住了压力,人民币相对偏强。具体来看,4 月规模以上工业增加值小幅回调、同比增长 6.1%;4 月消费增速略有回落、同比增长 5.1%;4 月出口好于预期、同比增长 8.1%,中美大幅调降关税后迎来抢出口;1-4 月固投增速总体略有回落、累计同比增长 4.0%,房地产需求侧压力相对减轻;4 月 M1 同比增速略有回调、同比增长 1.5%,物价水平相对下行、CPI 同比下降 0.1%PPI 同比下降 2.7%。1-4 月广义财政支出增速延续上升增长 7.2%,政府债券发行仍待提速。年内降息降准首次落地,一揽子金融政策助力经济企稳回升。后期,随着抢出口的延续,叠加关税前景相对乐观,并且考虑到 4 月出口增速好于预期,二季度国民经济总体有望企稳。人民币年内或相对偏强,在岸美元兑人民币有望挑战 7.0。

美联储货币政策两难已经消除,降息时点后幅度收窄。二季度美国净借款规模或上涨,叠加美国主权信用评级遭下调,或推动美国市场融资成本上升,美债收益率或相对上行。5 月 22 日,美国 30 年期国债收益率盘中升破 5.1%,最高至 5.1510%,接近前高。长期美债收益率显著走高,或与美债发行量以及美国主权信用评级下调有关。日本长期国债收益率显著上行,也是造成了美债收益率上行的重要原因。年内美联储再度降息时点或后置至 9 月,年内降息幅度或收窄至 50 个基点。2025 年内,美元指数或仍有上行空间,上方或为 105,至 110 有一定压力;近期或仍以 100 为中枢震荡运行。

非美货币相对偏强,关注美日长期国债收益率对汇率及流动性影响。(1) 日元相对偏强。5 月 22 日,美元兑日本盘中跌破 143。5 月 21 日至 22 日,日本 30 年期国债收益率延续上行,至 2.999%,续创新高。近期,日元延续走强,可能的原因是,部分资金在日本外汇市场买入日元以弥补日本国债估值的下滑。此外,市场预计日本可能主动升值以寻求降低或豁免 25%的汽车和汽车零部件关税,也加大了日元升值预期。美日国债收益率均有所上行,需关注对汇率及美日金融市场流动性的影响。(2) 英镑相对偏强。5 月 21 日,英镑走强,英镑兑美元相对上行,最高至 1.3469,为 2022 年 2 月底以来的新高。5 月 23 日,英镑兑美元最高至 1.3541。(3) 美国总统特朗普威胁,自 6 月 1 日起对进口自欧盟的商品征收 50%关税,欧元短期或走贬。

国信期货交易咨询业务资格
证监许可【2012】116 号

分析师:夏豪杰
从业资格号:F0275768
投资咨询号:Z0003021
电话:0755-23510053
邮箱:15051@guosen.com.cn

分析师助理:张俊峰
从业资格号:F03115138
电话:021-55007766-30516
邮箱:15721 @guosen.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。



一、重要会议和政策

表：2025 年 5 月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
5 月 1 日	根据央视的报道，当地时间 5 月 1 日，乌第一副总理兼经济部长斯维里坚科表示，乌克兰和美国签署了矿产协议。当地时间 4 月 30 日，美国财政部宣布，美国和乌克兰签署协议建立美乌重建投资基金；根据声明，美国财政部和美国国际开发金融公司（DFC）将与乌克兰政府合作，最终确定项目的进行。当地时间 5 月 2 日，乌克兰第一副总理兼经济部长斯维里登科在接受乌媒采访时表示，乌克兰-美国重建投资基金将在乌克兰最高拉达（议会）批准与美国达成的矿产协议后一个月或一个半月内开始运作。
5 月 1 日	根据日本央行消息，以 9-0 的投票结果通过利率决议，维持政策利率在 0.5% 不变。同时，日本央行将 2025 财年 GDP 增速预期由此前的 1.1%，下调至 0.5%；将 2026 财年 GDP 增速预期由此前的 1.0%，下调至 0.7%。日本央行行长植田和男在发布会上表示，推迟实现通胀目标的时间不等于推迟加息；贸易政策带来的不确定性显著增加，日本经济增长可能放缓；实际利率明显偏低；如果经济前景实现，将继续加息。
5 月 7 日	国务院新闻办公室举行新闻发布会，请中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况。发布会上，中国人民银行介绍将加大宏观调控强度，推出一揽子货币政策措施，主要有三大类共十项措施；国家金融监督管理总局介绍，将推出八项增量政策。具体政策措施包括但不限于，降低存款准备金率 0.5 个百分点；降低公开市场 7 天期逆回购操作利率 0.1 个百分点；下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点；降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点；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；增加 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度；设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”；增加支农支小再贷款额度 3000 亿元；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，这两个工具的额度合并使用，总额度 8000 亿元；创设科技创新债券风险分担工具。
5 月 8 日	根据美联储的消息，维持联邦基金目标利率区间为 4.25%-4.5% 不变。
5 月 8 日	（1）英国央行利率决议。根据英国央行 5 月 8 日的消息，将政策利率由 4.5% 下调至 4.25%，即降息 25 个基点。投票结果为，5 名委员支持降息 25 个基点，2 名支持降息 50 个基点，2 名主张维持不变。（2）美英关税贸易协议。根据央视新闻 5 月 8 日的报道，当地时间 8 日，英国和美国已经就关税贸易协议条款达成一致。英国政府同意进口美国食品和农业产品方面作出让步，以换取美方降低对英国汽车出口的关税。
5 月 9 日	根据中国人民银行消息，《2025 年第一季度中国货币政策执行报告》发布。
5 月 10 日	根据新华社的报道，当地时间 10 日上午，中美经贸高层会谈在瑞士日内瓦开始举行。中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰作为中美经贸中方牵头人，当天与美方牵头人、美国财长贝森特举行会谈。5 月 12 日，根据新华社的消息，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰当地时间 11 日晚在出席中方代表团举行的新闻发布会时表示，此次中美经贸高层会谈坦诚、深入、具有建设性，达成重要共识，并取得实质性进展。双方一致同意建立中美经贸磋商机制。中美双方将尽快敲定相关细节，并将于 5 月 12 日发布会谈达成的联合声明。
5 月 12 日	根据中国商务部的消息，《中美日内瓦经贸会谈联合声明》发布。具体来说，根据《商务部新闻发言人就中美日内瓦经贸会谈联合声明发表谈话》，本次中美经贸高层会谈取得实质性进展，大幅降低双边关税水平，美方取消了共计 91% 的加征关税，中方相应取消了 91% 的反制关税；美方暂停实施 24% 的“对等关税”，中方也相应暂停实施 24% 的反制关税。
5 月 13 日	根据美国劳工部的数据，美国 4 月 CPI 同比 2.3%、预期 2.4%、前值 2.4%，4 月核心 CPI 同比



	2.8%、预期 2.8%、前值 2.8%。
5 月 15 日	(1) 美国零售。根据美国商务部 5 月 15 日数据，美国 4 月零售销售环比 0.1%、预期 0.0%、前值由 1.4%修正为 1.7%。(2) 美债收益率。根据 wind，5 月 15 日隔夜美国 30 年期国债收益率，盘中最高触及 4.999%。
5 月 16 日	日本一季度实际 GDP 年化季环比初值-0.7%、预期-0.3%、前值由 2.2%修正为 2.4%。
5 月 17 日	央广网消息，国际信用评级机构穆迪宣布，由于美国政府债务和利率支付比例增加，决定将美国主权信用评级从 Aaa 下调至 Aa1，同时将美国主权信用评级展望从“负面”调整为“稳定”。
5 月 19 日	根据 wind，5 月 19 日美国 30 年期国债收益率盘中升破 5.0%，最高至 5.0350%，为 2025 年 1 月 14 日以来的新高。5 月 22 日，美国 30 年期国债收益率盘中升破 5.1%，最高至 5.1510%，接近前高。
5 月 20 日	中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2025 年 5 月 20 日贷款市场报价利率 (LPR) 为：1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%；即分别调降 0.1 个百分点。
5 月 20 日	根据财政部的数据，2025 年 1-4 月，全国一般公共预算收入 8.06 万亿元、同比下降 0.4%，全国一般公共预算支出 9.36 万亿元、同比上涨 4.6%；全国政府性基金收入 1.26 万亿元、同比下降 6.7%，全国政府性基金支出 2.61 万亿元、同比上涨 17.7%；其中，国有土地使用权出让收入 0.93 万亿元、同比下降 11.4%。
5 月 20 日	根据 wind，日本 30 年期国债收益率升至 2.9690%，为 1999 年首次推出以来的最高水平；5 月 21 日至 22 日，该收益率延续上行，至 2.999%，续创新高。
5 月 21 日	根据英国统计局的数据，英国 4 月 CPI 同比 3.5%、预期 3.3%、前值 2.6%，4 月核心 CPI 同比 3.8%、预期 3.6%、前值 3.4%。英国 4 月零售销售同比 5.0%、预期 4.5%、前值由 2.6%修订为 1.9%。
5 月 23 日	根据央视的报道，美国总统特朗普当地时间 5 月 23 日威胁，自 6 月 1 日起对进口自欧盟的商品征收 50%关税。

数据来源：央视新闻等、国信期货

二、中美关税政策

根据中国商务部 5 月 12 日的消息，《中美日内瓦经贸会谈联合声明》发布。具体来说，根据《商务部新闻发言人就中美日内瓦经贸会谈联合声明发表谈话》，本次中美经贸高层会谈取得实质性进展，大幅降低双边关税水平，美方取消了共计 91% 的加征关税，中方相应取消了 91% 的反制关税；美方暂停实施 24% 的“对等关税”，中方也相应暂停实施 24% 的反制关税。

根据中国财政部 5 月 13 日的消息，《国务院关税税则委员会公布公告调整对原产于美国的进口商品加征关税措施》发布，自 2025 年 5 月 14 日 12 时 01 分起，调整《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的进口商品加征关税的公告》（税委会公告 2025 年第 4 号）规定的加征关税税率，由 34% 调整为 10%，在 90 天内暂停实施 24% 的对美加征关税税率。自 2025 年 5 月 14 日 12 时 01 分起，停止实施《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》（税委会公告 2025 年第 5 号）和《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》（税委会公告 2025 年第 6 号）规定的加征关税措施。

根据美国白宫的消息，美方对中方输美商品“对等关税”加征幅度将由 125% 降低至 10%，叠加 2 月和 3 月的 2 次加征，加征幅度将由 145% 降低至 30%。根据中国商务部和财政部的数据，中方对美方输华商品关税加征幅度将由 125%（4 月 4 日至 4 月 11 日期间的逐步加征幅度）降低至 10%。如果以美国特朗普政府



对于1月20日之前的关税的估计为13%左右（实际关税约为20%），通过经贸会谈，5月14日起美方对中方输美商品关税税率或调整为43%左右，该税率水平较特朗普就任美国总统前的实际平均税率高23%左右。中美关税超预期大幅降低。

表：中美关税政策

	时间	美方	中方
特朗普就任美国总统前	1月20日	美方对中国商品实际征收关税约20% 据美国白宫4月3日倒推为13%	中方对美国商品征收关税约12%
“对等关税”前	2月1日	美方对中国商品加征关税10% 征收关税23%	中方相应反制
	3月3日 -3月4日	美方对中国商品加征关税10% 征收关税33%	中方相应反制
“对等关税”后	4月3日 -4月4日	美方对中国商品加征关税34% “对等关税”34% 征收关税67%	中方对美国商品加征关税34%
	4月8日 -4月9日	美方对中国商品加征关税50% “对等关税”后累计加征84% 征收关税117%	中方对美国商品加征关税 由34%调整为84%
	4月10日 -4月11日	美方对中国商品再加征关税41% “对等关税”后累计加征125% 叠加“对等关税”前20%累计加征145% 征收关税158%	中方对美国商品加征关税 由84%调整为125%
经贸会谈后	5月12日	美方取消了共计91%的加征关税 美方暂停实施24%的“对等关税” “对等关税”由4月3日调整为10% 征收关税约43%	中方相应取消了91%的反制关税 相应暂停实施24%的反制关税 反制关税由4月4日调整为10%

数据来源：中国财政部 中国商务部 美国白宫

备注：税率为平均税率，征收关税水平为估计值

以上关税税率为平均税率，且为估算值。对于关税税率的理解差异，或主要来自4月3日美国白宫宣布“对等关税”时，通过公布的“对等关税”和征收关税来推算拜登政府时期的关税水平，该推算的关税水平或与实际平均税率存在差异。同时，由于美国特朗普政府对于征收关税政策的随意性，实际税率的调整过于频繁，且不同美国政府官员表述存在较大差异，进而造成对美国关税税率的具体水平存在理解差异。

三、我国经济基本面

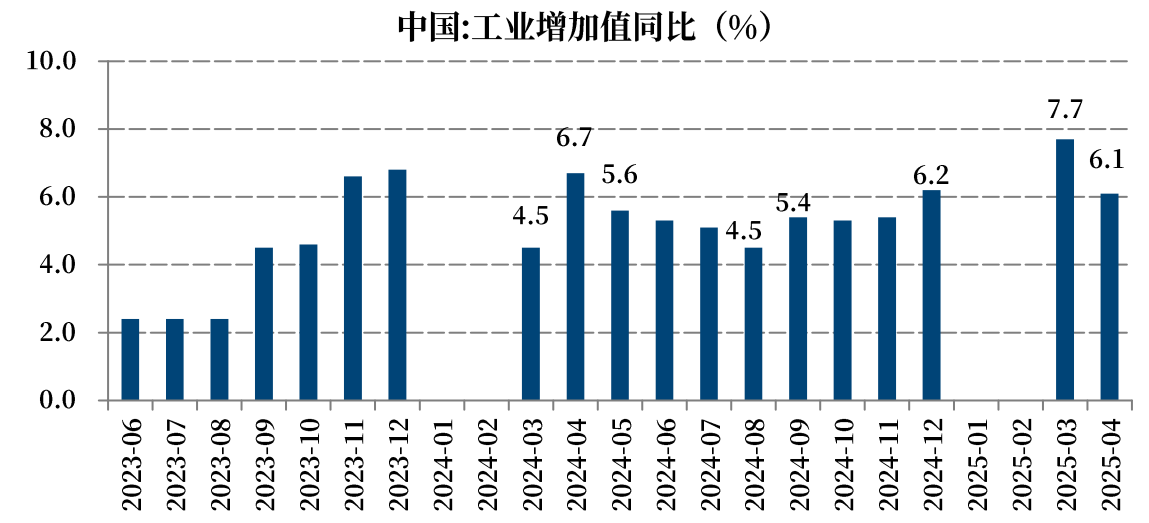
（一）规上工业增加值

4月规上工业增加值小幅回调，运输设备制造和电气机械制造表现较好。4月，规模以上工业（简称“规上工业”）增加值同比实际增长6.1%，增速较3月收窄1.6个百分点，增速较去年同期低0.6个百分点。

分三大门类看，4月，采矿业增加值同比增长5.7%，增速较3月回落3.6个百分点；制造业同比增长6.6%，增速较3月回落1.3个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长2.1%，增速较3月回落1.4个百分点。



图 1：工业增加值



数据来源: Choice 国信期货

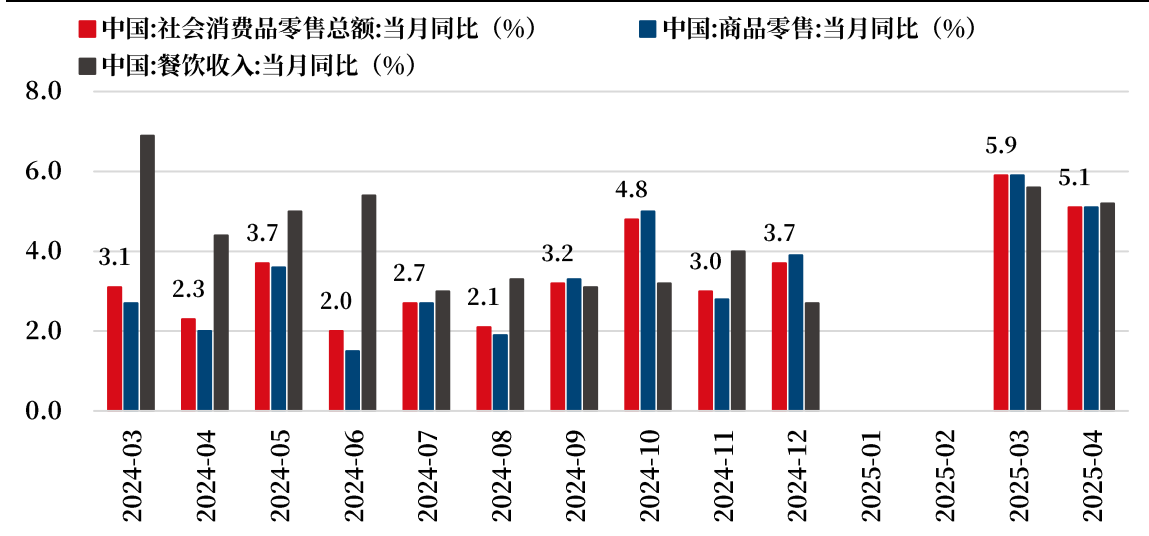
分经济类型看, 4月, 国有控股企业增加值同比增长2.9%, 增幅较3月收窄2.4个百分点。股份制企业增长6.6%, 其中, 外商及港澳台商投资企业增长3.9%, 增速较3月收窄1.3个百分点。私营企业增长6.7%, 较3月收窄回落1.5个百分点。

分主要制造业行业看, 4月, 17个制造业的规上工业增加值同比均为上涨, 涨幅居前的有, 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长17.6%, 电气机械和器材制造业增长13.4%, 计算机、通信和其他电子设备制造业增长10.8%。

(二) 社会消费品零售

4月消费增速略有回落, 商品零售表现相对稳健。4月, 社会消费品零售(简称“社零”)总额3.71万亿元, 同比增长5.1%, 增速较3月回落0.8个百分点, 增速较去年同期高2.8个百分点。

图 2：社会消费品零售



数据来源: Choice 国信期货



按消费类型分，4月，餐饮收入同比增长5.2%，增速较3月回落0.4个百分点，增速较去年同期高0.8个百分点，餐饮收入回复至温和增长。4月，商品零售同比增长5.1%，增速较3月回落0.8个百分点，增速较去年同期高3.1个百分点，商品零售相对稳健。

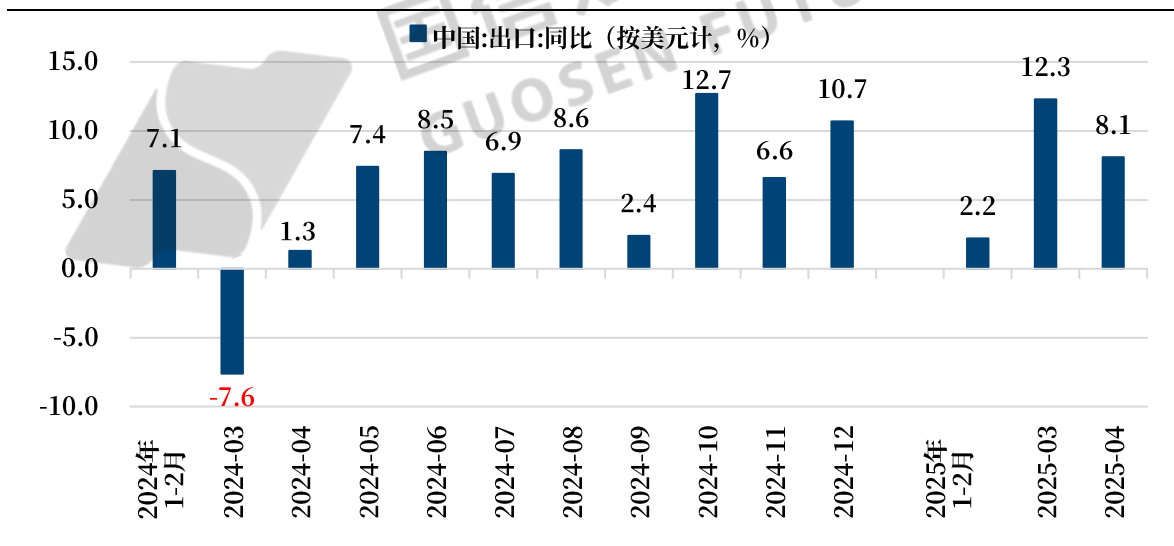
从商品零售的具体商品类型来看，4月同比涨幅居前的有，家用电器和音像器材类同比上涨38.8%，文化办公用品类同比上涨33.5%，家具类同比上涨26.9%，金银珠宝类同比上涨25.3%，体育、娱乐用品类同比上涨23.3%，通讯器材类同比上涨19.9%。从商品零售的规模来看，4月销售额超过1000亿元的商品有4类，分别是，汽车类销售额3626亿元，同比上涨0.7%；石油及制品类销售额1864亿元，同比下降5.7%；粮油、食品类销售额1799亿元，同比上涨14.0%；服装、鞋帽、针纺织品类销售额1088亿元，同比上涨2.2%。

（三）进出口

4月出口好于预期，中美大幅调降关税后迎来抢出口。根据海关总署5月9日数据，按美元计，2025年4月全国进出口总值5352.0亿美元，同比增长4.6%；出口3156.9亿美元，同比增长8.1%；进口2195.1亿美元，同比下降0.2%；贸易顺差961.8亿美元。

综合来说，总量上，4月出口好于预期；中美经贸会谈后，大幅降低关税，5月出口迎来抢出口关键阶段。从地区来看，4月对东盟和欧盟出口大幅上涨，同比分别增长20.8%和20.0%，弥补了对美出口不利局面；对美国出口大幅回落，同比下降21.0%。从商品类型来看，4月粮食和船舶出口增速较好，自动数据处理设备维持较高出口规模。

图3：出口



数据来源：Choice 国信期货

从地区来看，4月对东盟和欧盟出口大幅上涨，对美国出口大幅回落。对东盟出口总额，按美元计，2025年4月为603.5亿美元，同比增长20.8%，对东盟出口大幅上升；今年4月出口规模较2025年月平均出口规模同比增长23.3%。对欧盟出口总额，按美元计，2025年4月为467.1亿美元，同比增长20.0%，对欧盟出口同样大幅上升；今年4月出口规模较2025年月平均出口规模同比增长8.6%。对美国出口总额，按美元计，2025年4月为330.2亿美元，同比下降21.0%，对美国出口大幅回落；今年4月出口规模较2025年月平均出口规模同比下降24.4%。2025年4月，由于美国对中国输美产品征收高额关税，对美出口出现大幅回落，我国出口在与东盟和欧盟的回升的基础上，弥补了对美出口不利局面。

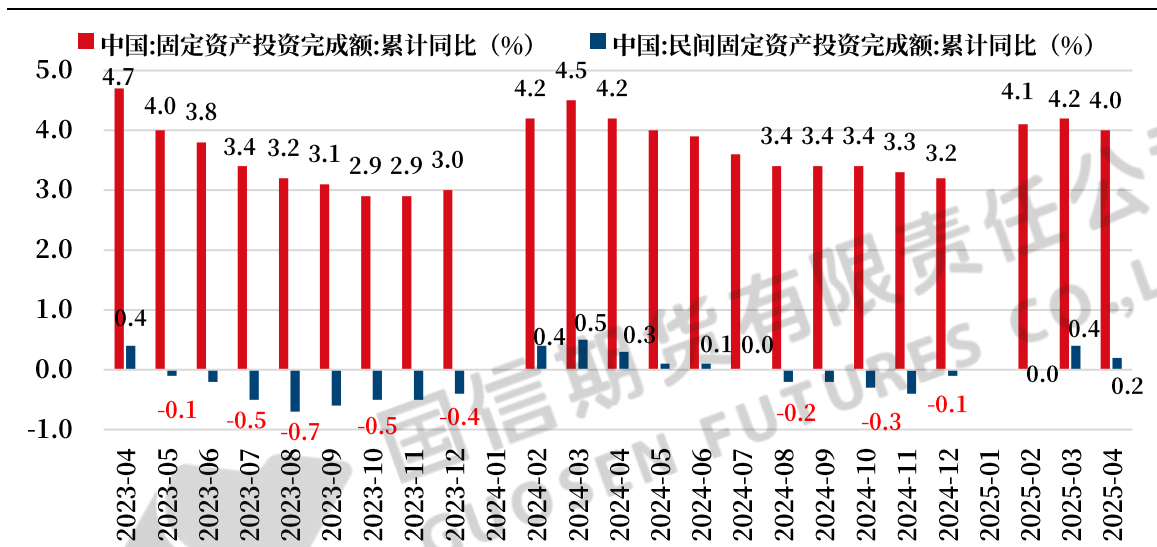


从商品类型来看,4月粮食和船舶出口增速较好,自动数据处理设备维持较高出口规模。4月,按美元计,出口金额突破100亿美元的商品有5类;其中,自动数据处理设备及其零部件出口161.6亿美元,同比下降1.7%;集成电路出口155.7亿美元,同比增长20.2%;纺织纱线、织物及其制品出口125.8亿美元,同比增长3.2%;服装及衣着附件出口116.1亿美元,同比下降1.2%;汽车(包括底盘)出口111.6亿美元,同比增长4.4%。2025年4月出口增幅较好的商品有,按美元计,粮食同比增长48.9%,船舶同比增长36.1%。

(四) 固定资产投资及房地产

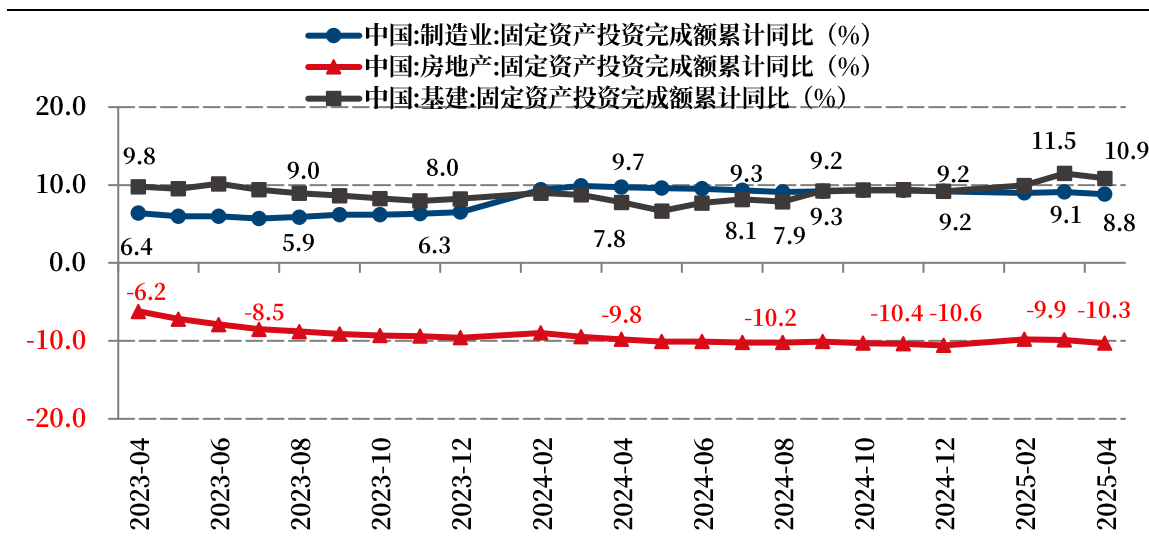
固投增速总体略有回落,房地产需求侧压力相对减轻。1-4月,全国固定资产投资(简称“固投”)14.7万亿元,同比增长4.0%,增速较1-3月收窄0.2个百分点,较去年同期收窄0.2个百分点。其中,今年1-4月民间固定资产投资(简称“民间投资”)同比增长0.2%,增速较1-3月收窄0.2个百分点,较去年同期收窄0.1个百分点。

图4: 固定资产投资



数据来源: Choice 国信期货

图5: 分行业固定资产投资



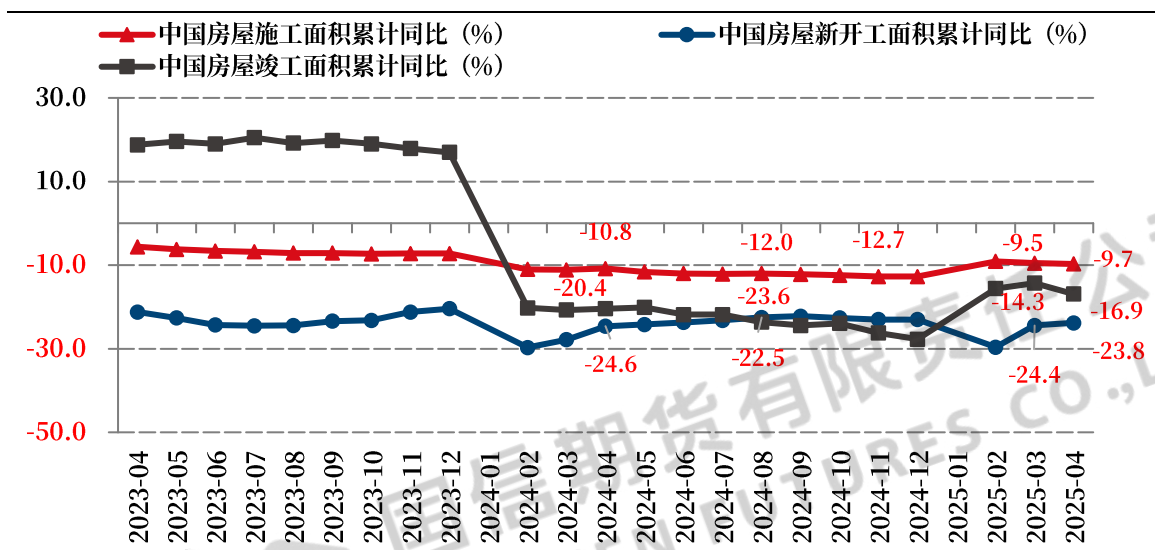
数据来源: Choice 国信期货



分三大产业来看，1-4月，制造业投资累计同比增长8.8%，增速较1-3月收窄0.3个百分点，较去年同期低0.9个百分点，相对稳固；基础设施投资累计同比增长10.85%，增速较1-3月收窄0.65个百分点，较去年同期加快3.07个百分点，总体较好；房地产开发投资累计同比下降10.3%，跌幅较1-3月扩大0.4个百分点，较去年同期低0.5个百分点，仍然不佳。

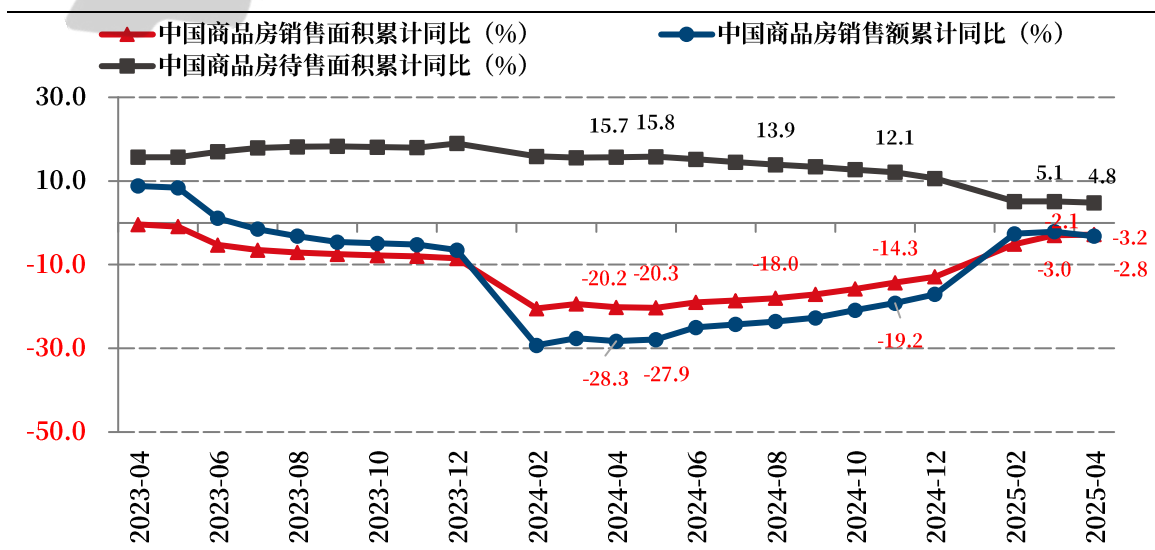
房地产供需结构性略有改善。房地产供给侧方面总体仍待改善，1-4月，房地产开发企业房屋施工面积同比下降9.7%；房屋新开工面积同比下降23.8%；房屋竣工面积同比下降16.9%；房地产开发企业到位资金同比下降4.1%。房地产需求侧方面压力相对减轻，1-4月，新建商品房销售面积同比下降2.8%；新建商品房销售额同比下降3.2%；4月末，商品房待售面积同比增长4.8%。

图6：房地产施工、新开工和竣工



数据来源：Choice 国信期货

图7：商品房销售面积、销售金额、待售面积



数据来源：Choice 国信期货



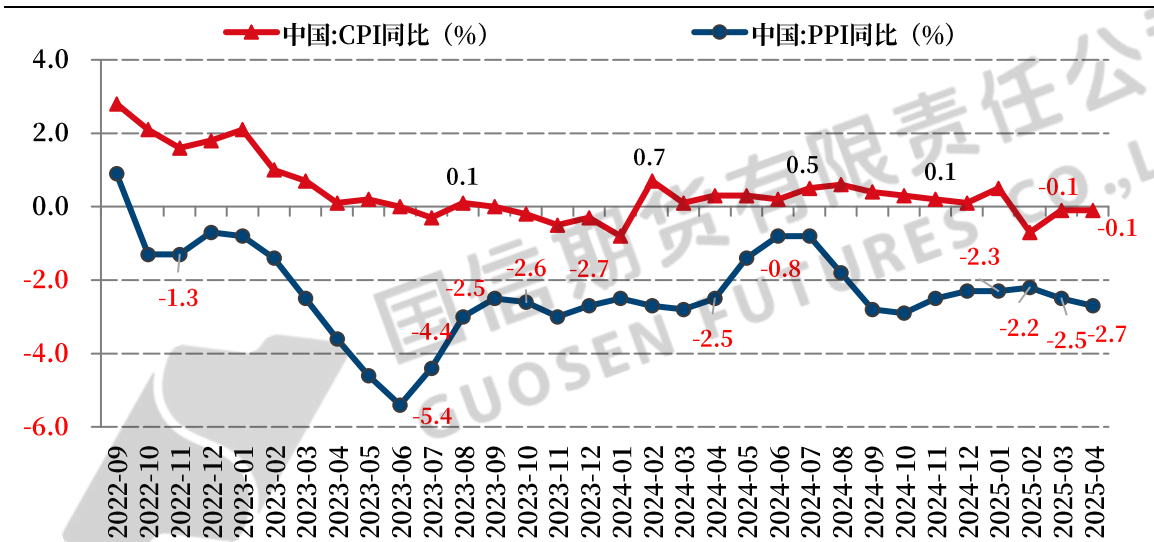
四、我国宏观核心指标

(一) 物价水平

4月物价水平相对走低，结构性矛盾仍待改善。4月CPI同比为下降0.1%，跌幅与3月持平；4月PPI同比为下降2.7%，跌幅较3月的下降2.5%扩大0.2个百分点。

4月物价水平相对下行，CPI延续微幅下降、PPI跌幅延续扩大。CPI同比中，鲜果价格上涨5.2%，影响CPI上涨约0.11个百分点，向上拉动作用较为突出；鲜菜价格下降5.0%，影响CPI下降约0.10个百分点，向下拉动幅度较大；交通通信价格下降3.9%，跌幅相对较大。PPI同比中，4月，生产资料价格下降3.1%，影响PPI下降约2.28个百分点，其中，采掘工业价格下降9.4%，跌幅较大；4月，生活资料价格下降1.6%，影响PPI下降约0.40个百分点，其中，耐用消费品价格下降3.7%，跌幅仍未收窄，为2004年9月以来的最大跌幅。

图8：物价水平



数据来源：choice 国信期货

(二) 货币供给

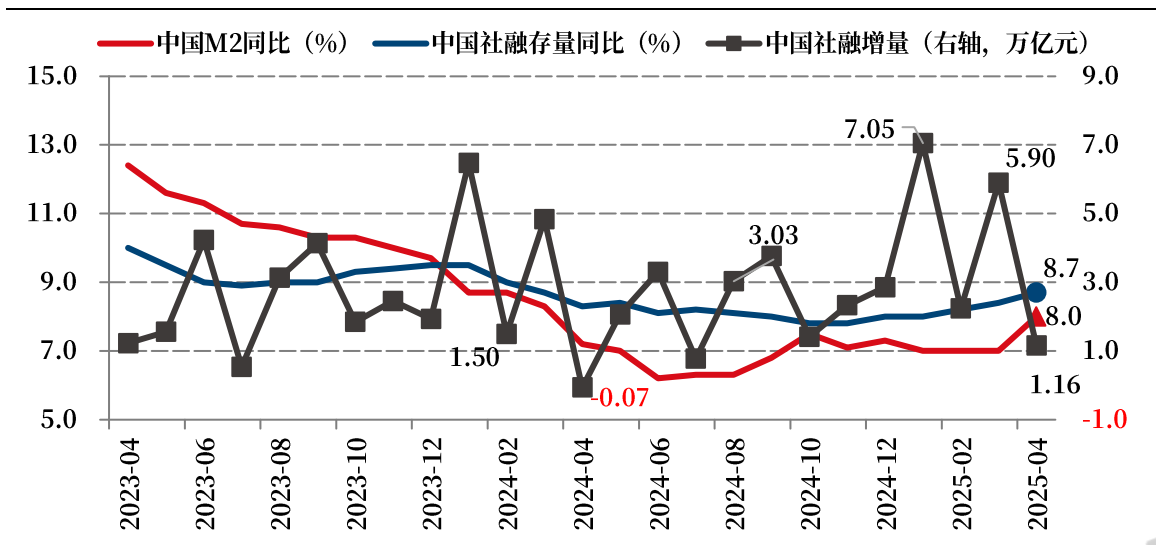
货币供给总量延续好转，4月单月表现相对不佳。4月末，广义货币（M2）同比增长8.0%；狭义货币（M1）同比增长1.5%；流通中货币（M0）同比增长12.0%。4月末，社会融资规模存量（简称“社融存量”）同比增长8.7%；4月社会融资规模增量（简称“社融增量”）为1.16万亿元。

4月货币供给总量延续好转，货币供给累积效应有所显示。但是，4月M1增速、社融增量、新增人民币贷款均有所回调，单月表现相对不佳，或与季节性因素相关。（1）M2和社融存量同比。与3月相比，4月M2同比增速扩大1个百分点、社融存量同比增速扩大0.3个百分点。（2）M1同比。4月M1同比增速，较3月小幅回调0.1个百分点，对物价水平的拉动作用相对减弱。（3）社融增量。3月社融增量达到近6万亿元、表现较好，4月社融增量相对回落，反映出季节性回调特征；其中，政府债券发行新增9762亿元，有一定支撑作用。（4）金融机构新增人民币贷款。4月新增人民币贷款仅为2800亿元，表现不佳。居民户贷款收缩5216亿元，居民或存在部分提前还贷现象；实体企业新增贷款6100亿元，其中短期贷款收缩4800亿元，表现不佳；中长期贷款新增2500亿元，规模相对不大；票据融资新增8341亿元，或与利率下行预



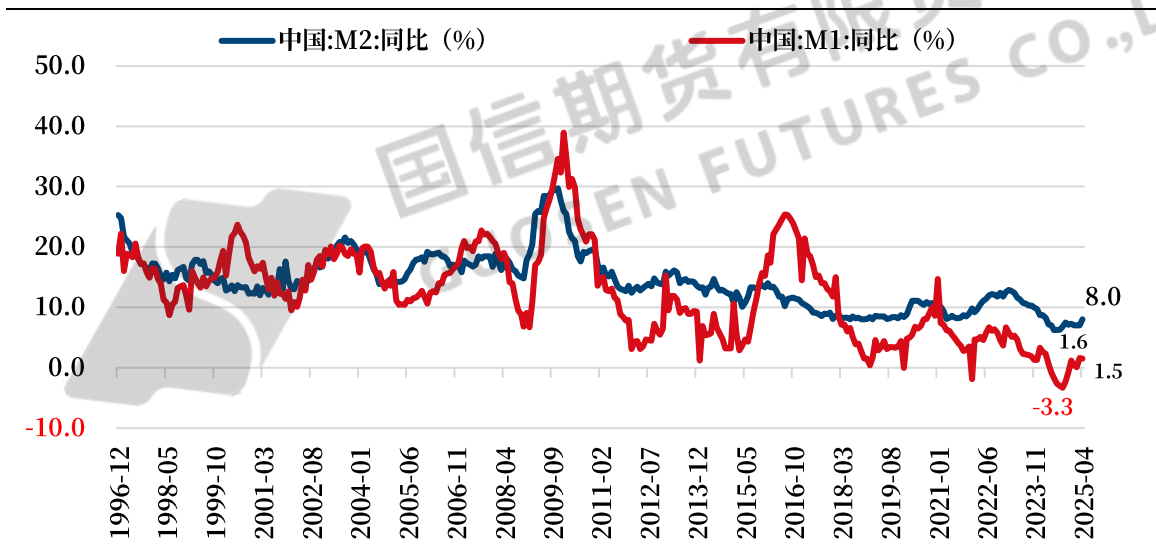
期有较大关联。

图 9：社融和 M2



数据来源: choice 国信期货

图 10：M1 和 M2



数据来源: choice 国信期货

(三) 财政政策

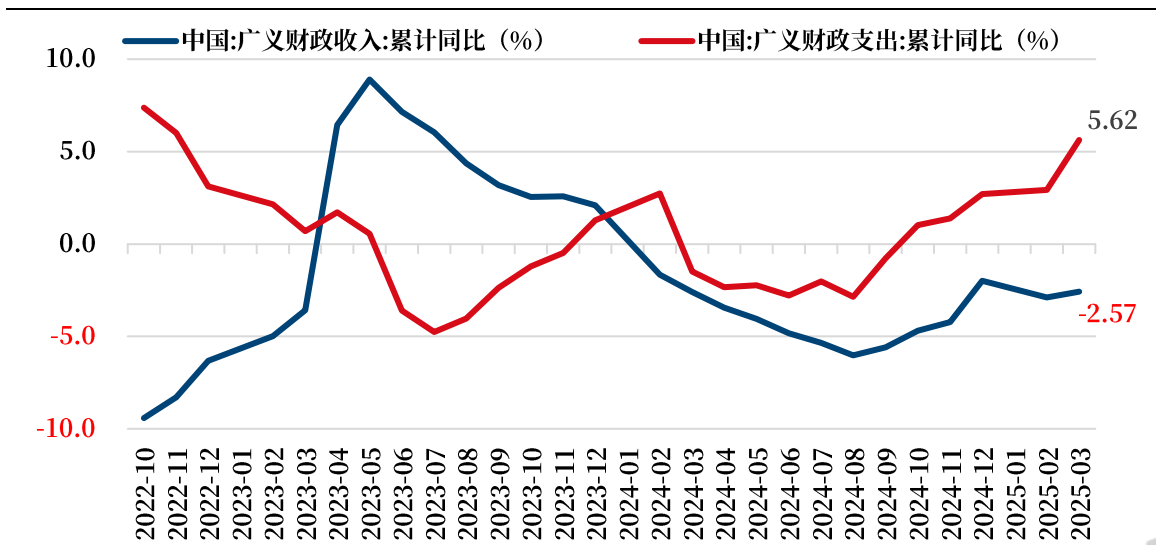
1-4 月广义财政支出增速延续上升，政府债券发行仍待提速。根据财政部的数据，2025 年 1-4 月，全国一般公共预算收入 8.06 万亿元、同比下降 0.4%，全国一般公共预算支出 9.36 万亿元、同比上涨 4.6%；全国政府性基金收入 1.26 万亿元、同比下降 6.7%，全国政府性基金支出 2.61 万亿元、同比上涨 17.7%；其中，国有土地使用权出让收入 0.93 万亿元、同比下降 11.4%。

根据以上数据进行合并计算，2025 年 1-4 月，广义财政收入 9.32 万亿元、同比下降 1.28%，跌幅较 1-3 月收窄 1.30 个百分点、较去年同期收窄 2.16 个百分点；2025 年 1-4 月，广义财政支出 11.97 万亿元、同比增长 7.2%，增幅较 1-3 月加快 1.57 个百分点、较去年同期加快 9.53 个百分点。1-4 月，广义财政支



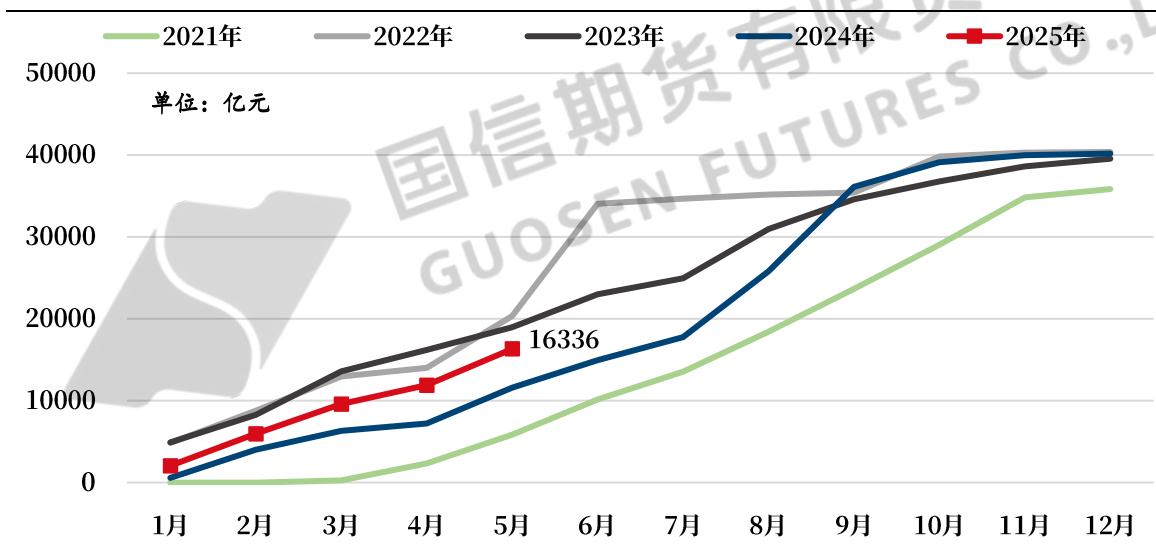
出增速延续提升，为 2022 年 11 月以来的最高同比增速。

图 11：广义财政收支



数据来源: choice 国信期货

图 12：地方政府新增专项债发行规模

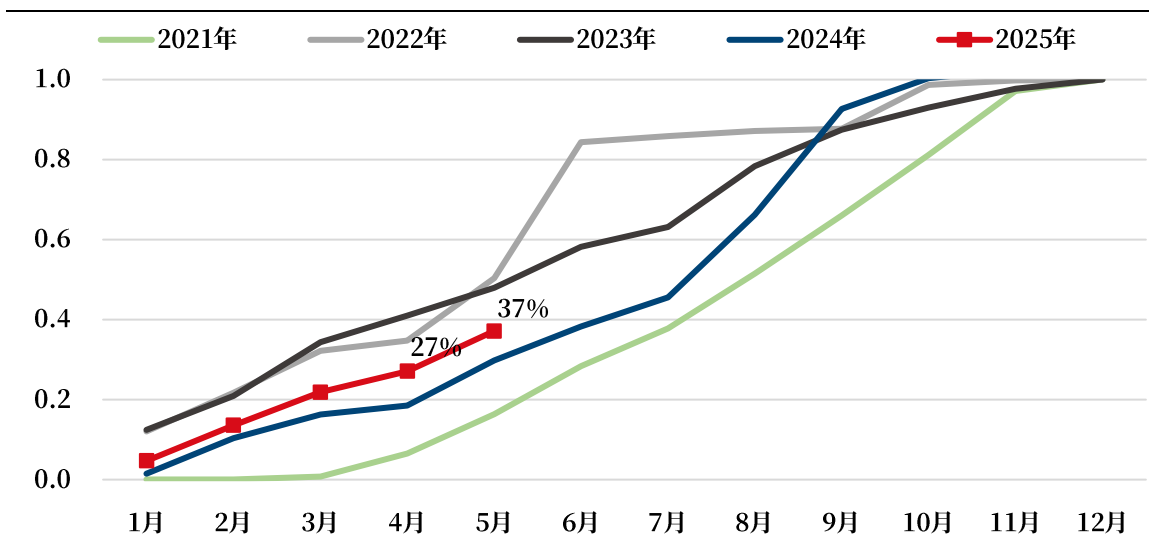


数据来源: Choice 国信期货

政府债券发行方面。截至 5 月 25 日，地方政府新增专项债发行暂未显著提速，后期仍待发力。(1) 地方政府新增专项债，2025 年 1-5 月发行 1.63 万亿元，发行进度 37%，该进度快于 2024 年 1-5 月的 30%，慢于 2023 年 1-5 月的 41%以及慢于 2022 年 5 月的 50%。(2) 注资特别国债，在今年 4 月和 5 月发行 3100 亿元，剩余 1900 亿元。(3) 超长期特别国债，在今年 4 月发行了 1710 亿元，剩余 1.13 万亿元



图 13：地方政府新增专项债发行进度



数据来源：Choice 国信期货

五、人民币汇率

（一）美元指数近期冲高回落

美联储货币政策两难已经消除，降息时点后置幅度收窄。5月8日，美联储发布利率决议，维持联邦基金目标利率区间为4.25%-4.5%不变。美联储此次维持利率不变符合预期。5月16日，美联储主席鲍威尔发表公开讲话，透露美联储货币政策框架调整的潜在方向。2020年后，美联储将货币政策中介目标调整为关注平均通胀水平。根据鲍威尔的发言，可能调整为回归盯住短期通胀水平。市场预期下半年物价水平回落至2.0%左右，进而加大美联储降息可能。当然，美联储货币政策框架调整的时点仍然存在不确定性，预计仍然保留对短期物价水平的一定容忍度，也就是说，当短期物价水平触及2.0%的目标也不一定会立即降息。

美联储独立性。根据财联社的报道，当地时间5月22日，美国最高法院强烈暗示，美联储董事会成员将受到特别保护，不会被总统解雇。目前，这项裁决允许特朗普总统解雇其他联邦机构的两名董事会成员。美国最高法院强调，美联储在政府机构中是独一无二的。

美债收益率和美国主权信用评级。4月29日，根据美国财政部预计，二季度净借款规模为5140亿美元，高于2月预估的1230亿美元。5月17日，国际信用评级机构穆迪宣布，由于美国政府债务和利率支付比例增加，决定将美国主权信用评级从Aaa下调至Aa1。标普和惠誉分别在2011年8月和2023年8月将美国主权信用评级从AAA下调至AA+，下调后美国股票市场表现不一。当前，穆迪再次下调美国主权信用评级，意味着已被三大评级机构全部降级，或推动美国市场融资成本上升，美债收益率或相对上行。5月19日，美国30年期国债收益率盘中升破5.0%，最高至5.0350%，为2025年1月14日以来的新高。5月22日，美国30年期国债收益率盘中升破5.1%，最高至5.1510%，接近前高。近期，长期美债收益率显著走高，或与美债发行量以及美国主权信用评级下调有关。需要注意的是，日本长期国债收益率显著上行，也是造成了美债收益率上行的重要原因。

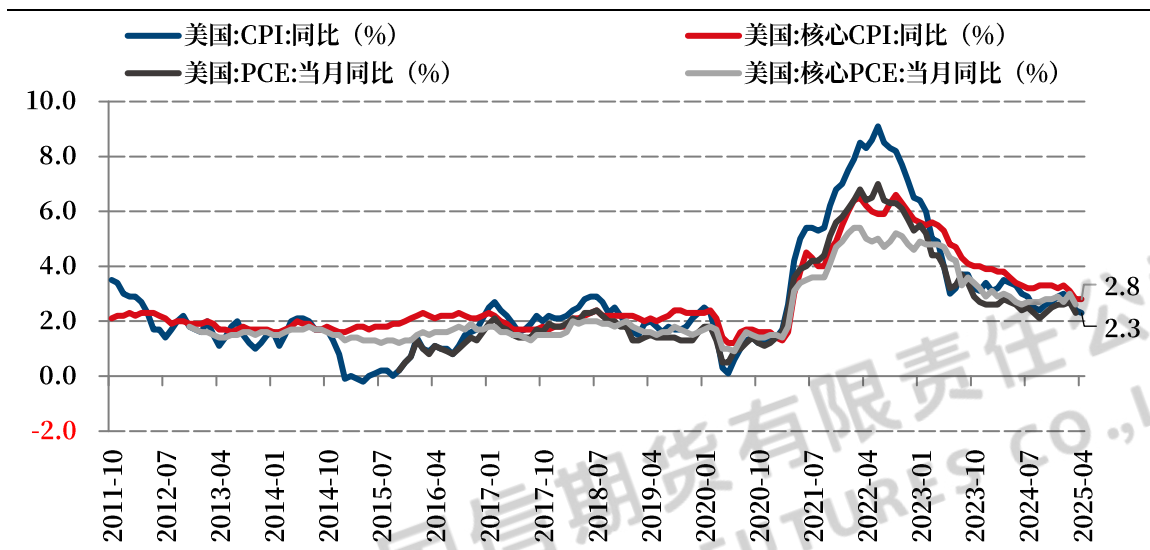
美国债务上限。当地时间22日，共和党议员占多数的美国国会众议院以微弱优势通过了特朗普政府提出的一项大规模税收与支出法案。接下来，该法案将提交到参议院进行审议。总体而言，该法案计划在未



来 10 年内减税 4 万亿美元，并削减至少 1.5 万亿美元支出。同时，关于联邦政府债务上限预计将使联邦政府债务在目前 36.2 万亿美元的基础上，未来 10 年再增加约 3.8 万亿美元。如果联邦政府债务上限得以大幅提高，将增加美国国债供给量，进一步推动美国市场融资成本上升。

美国 GDP。根据美国国家经济分析局的数据，美国一季度实际 GDP 年化季环比初值-0.3%、预期-0.2%、前值 2.4%。美国一季度 GDP 录得萎缩，是美国经济近 3 年以来的最差季度表现。但是，由于萎缩幅度相对不大，总体符合市场预期。根据美国亚特兰大联储 GDPnow 模型 5 月 16 日的预估，美国二季度实际 GDP 年化季环比或为 2.4%，较一季度显著回升。主要原因既有环比数据特性，也有中美大幅降低关税带来的利好。

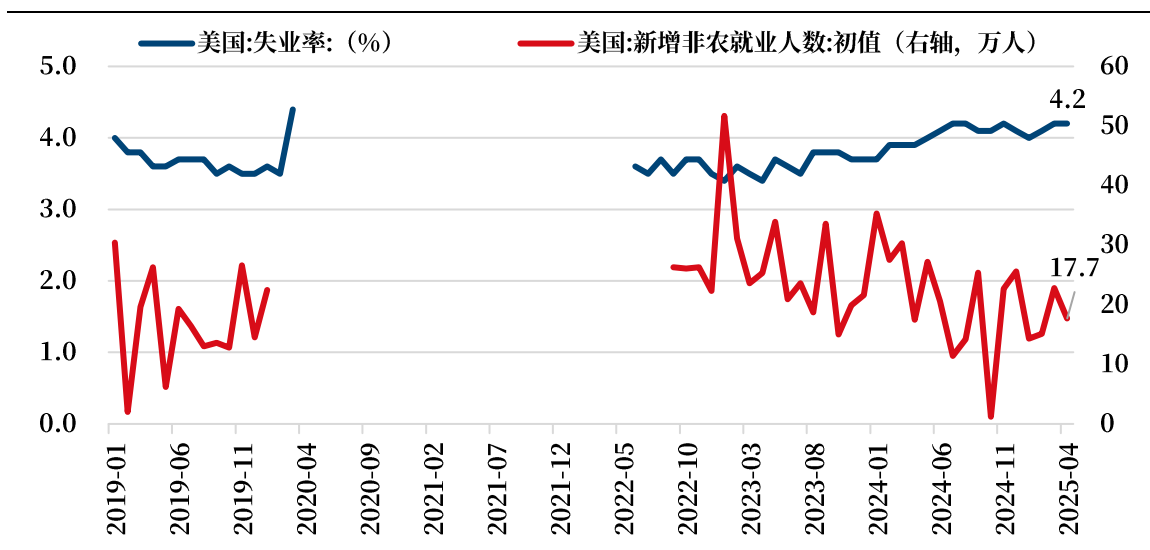
图 14：美国物价水平



数据来源：choice 国信期货

美国物价水平方面。根据美国劳工部的数据，美国 4 月 CPI 同比 2.3%、预期 2.4%、前值 2.4%，4 月核心 CPI 同比 2.8%、预期 2.8%、前值 2.8%。美国 4 月 CPI 延续小幅下行。得益于中美经贸会谈超预期大幅降低关税，美国物价水平后期或维持相对低位。

图 15：美国劳动力市场



数据来源：choice 国信期货



劳动力市场方面。根据美国劳工部数据，美国4月失业率4.2%、预期4.2%、前值4.2%；美国4月新增非农就业人口17.7万人、预期13.8万人、前值由22.8万人修正为18.5万人。美国4月非农就业人口好于预期，但是新增就业人口没有超过20万人，总体仍然较为中性。并且考虑到非农人口数据大幅修订的过往历史，其参考性相对降低。美国4月失业率仍然为4.2%，连续12个月等于或高于4.0%，反映出美国劳动力市场不再强劲。

后期展望。5月21日美元指数震荡走低，盘中跌破100整数关口，美元指数近期冲高回落。根据CME美元利率期货显示，截至当地时间5月25日，美联储下次降息时点或为9月，降息概率为60.0%；年内美联储降息幅度或为50个基点。2025年内，美元指数或仍有上行空间，上方或为105，至110有一定压力；近期或仍以100为中枢震荡运行。

（二）非美货币相对偏强

日元相对偏强。(1) 5月19日，美元兑日本盘中跌破145，日元相对走强；5月22日，美元兑日本盘中跌破143，日元延续走强。(2) 5月20日，日本30年期国债收益率升至2.9690%，为1999年首次推出以来的最高水平；5月21日至22日，该收益率延续上行，至2.999%，续创新高。日本长期国债收益率的上涨，将使得日本国债价格下行，进而引发存量国债的估值下滑。(3) 根据日本央行的消息，日本30年期国债收益率创历史新高，主要原因或是部分日本国债市场参与者希望降低国债买入量。(4) 5月22日，美国30年期国债收益率盘中升破5.1%，最高至5.1510%，接近前高。(5) 近期，日元延续走强，可能的原因是，部分资金在日本外汇市场买入日元以弥补日本国债估值的下滑。此外，由于近期美日正展开经贸会谈，市场预计日本可能主动升值以寻求降低或豁免25%的汽车和汽车零部件关税，也加大了日元升值的预期。(6) 美日国债收益率均有所上行，需关注对美日金融市场流动性的影响。

英镑相对偏强。(1) 5月8日，英国央行将政策利率由4.5%下调至4.25%，即降息25个基点。投票结果为，5名委员支持降息25个基点，2名支持降息50个基点，2名主张维持不变。虽然，英国央行降息25个基点，但是委员的投票意见存在较大差异，主要原因或来自对美国关税政策的不同评价，包括美国关税政策对全球经济和英国经济的长期不利影响、美英之间达成贸易协议的利好、英国物价水平的趋势等各类因素。(2) 英国4月CPI同比3.5%、预期3.3%、前值2.6%，4月核心CPI同比3.8%、预期3.6%、前值3.4%；英国4月零售销售同比5.0%、预期4.5%、前值由2.6%修订为1.9%。英国4月物价水平相对上行，并且4月零售销售好于预期，反映出英国居民对经济前景相对看好，增加了英国央行后期维持利率不变的概率。5月21日，英镑走强，英镑兑美元相对上行，最高至1.3469，为2022年2月底以来的新高。5月23日，英镑再度走强，英镑兑美元升破1.35，最高至1.3541。

欧元短期或走贬。(1) 当地时间5月19日，根据欧盟文件，欧盟当天同意启动1500亿欧元的武器贷款计划。同日，欧盟委员会发布2025年春季经济展望报告预测，受全球贸易前景疲软及美国贸易政策不确定性上升影响，2025年欧盟实际国内生产总值(GDP)将增长1.1%，欧元区增长0.9%；2026年欧盟经济将增长1.5%，欧元区增长1.4%，均较此前预测有所下调。(2) 美国总统特朗普当地时间5月23日威胁，自6月1日起对进口自欧盟的商品征收50%关税。美国特朗普政府关税政策变化大、变化频率快，仍然存在较大不确定性。如果美国对欧盟50%的关税落地，或将对美国和欧盟经济均造成较大负面冲击。此外，特朗普威胁对欧盟征收高额关税，意图在美欧经贸会谈中掌握更大主动性，或加快美欧之间达成经贸协议的可能。当然，由于特朗普的威胁，欧元短期或相对走贬。

（三）人民币短期偏强，年内或挑战7.0

中国人民银行一揽子金融政策落地。降息降准落地，5月7日，中国人民银行（以下简称“人行”）决



定，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。5 月 8 日，人行降低 7 天逆回购利率（政策利率）0.1 个百分点；5 月 20 日，再引导 LPR 调降 0.1 个百分点。同时，5 月 20 日，多家国有大型商业银行均下调存款利率，其中一年期定期整存整取利率下调 15 个基点至 0.95%。人行 5 月 7 日宣布的一揽子金融政策均已落地。

基础货币投放。5 月 23 日，中国人民银行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 5000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。考虑到 5 月有 1250 亿元的到期量，则 5 月 MLF 净投放量为 3750 亿元。仍需关注 5 月国债买卖情况和 5 月买断式逆回购情况。

图 16：人民币汇率



数据来源：choice 国信期货

人民币短期震荡偏强。5 月 12 日，中美经贸会谈取得实质性成果，并大幅降低关税，我国出口压力显著降低，且短期人行再度降低的可能性较低，人民币短期震荡偏强。叠加近期日元相对走强，5 月 23 日，在岸美元兑人民币跌破 7.18，收于 7.1798，人民币是 2024 年 11 月 12 日以来的最强水平。

后期展望。人民币年内或相对偏强，在岸美元兑人民币有望挑战 7.0。当然，美国特朗普政府关税政策仍然存在不确定性。基于目前中美已经达成经贸协议并超预期大幅降低关税，后期中美关税政策总体相对乐观。

六、总结

中美经贸会谈，超预期大幅降低关税。根据中国商务部 5 月 12 日的消息，《中美日内瓦经贸会谈联合声明》发布。具体来说，根据《商务部新闻发言人就中美日内瓦经贸会谈联合声明发表谈话》，本次中美经贸高层会谈取得实质性进展，大幅降低双边关税水平，美方取消了共计 91% 的加征关税，中方相应取消了 91% 的反制关税；美方暂停实施 24% 的“对等关税”，中方也相应暂停实施 24% 的反制关税。如果以美国特朗普政府对于 1 月 20 日之前的关税的估计为 13% 左右（实际关税约为 20%），通过经贸会谈，5 月 14 日起美方对中方输美商品关税税率或调整为 43% 左右，该税率水平较特朗普就任美国总统前的实际平均税率高 23% 左右。中美关税超预期大幅降低。

4 月我国国民经济顶住了压力，人民币相对偏强。虽然 4 月国民经济部分指标增速略有收窄，考虑到



中美关税已经大幅降低，我国出口的外部压力显著减轻，关税的负面冲击仅为短暂显现。具体来看，4月，规模以上工业增加值小幅回调、同比增长6.1%，运输设备制造和电气机械制造表现较好；4月，消费增速略有回落、同比增长5.1%，商品零售表现相对稳健；4月出口好于预期、同比增长8.1%，中美大幅调降关税后迎来抢出口；1-4月固投增速总体略有回落、累计同比增长4.0%，房地产需求侧压力相对减轻；4月M1同比增速略有回调、同比增长1.5%，物价水平相对下行、CPI同比下降0.1%PPI同比下降2.7%。1-4月广义财政支出增速延续上升增长7.2%，政府债券发行仍待提速。年内降息降准首次落地，一揽子金融政策助力经济企稳回升。后期，随着抢出口的延续，叠加关税前景相对乐观，并且考虑到4月出口增速好于预期，二季度国民经济总体有望企稳。5月12日，中美经贸会谈取得实质性成果，并大幅降低关税，我国出口压力显著降低，且短期人行再度降低的可能性较低，人民币短期震荡偏强。叠加近期日元相对走强，5月23日，在岸美元兑人民币跌破7.18，收于7.1798，人民币是2024年11月12日以来的最强水平。人民币年内或相对偏强，在岸美元兑人民币有望挑战7.0。

美联储货币政策两难已经消除，降息时点后幅度收窄。二季度美国净借款规模或上涨，叠加美国主权信用评级遭下调，或推动美国市场融资成本上升，美债收益率或相对上行。5月22日，美国30年期国债收益率盘中升破5.1%，最高至5.1510%，接近前高。近期，长期美债收益率显著走高，或与美债发行量以及美国主权信用评级下调有关。需要注意的是，日本长期国债收益率显著上行，也是造成了美债收益率上行的重要原因。根据美国亚特兰大联储GDPnow模型5月16日的预估，美国二季度实际GDP年化季环比或为2.4%，较一季度显著回升。得益于中美经贸会谈超预期大幅降低关税，美国物价水平后期或维持相对低位。美国劳动力市场不再强劲，总体仍然较为中性。年内美联储再度降息时点或后置至9月，年内降息幅度或收窄至50个基点。2025年内，美元指数或仍有上行空间，上方或为105，至110有一定压力；近期或仍以100为中枢震荡运行。

非美货币相对偏强。(1) 日元相对偏强。5月22日，美元兑日本盘中跌破143，日元延续走强。5月20日，日本30年期国债收益率升至2.9690%，为1999年首次推出以来的最高水平；5月21日至22日，该收益率延续上行，至2.999%，续创新高。近期，日元延续走强，可能的原因是，部分资金在日本外汇市场买入日元以弥补日本国债估值的下滑。此外，由于近期美日正展开经贸会谈，市场预计日本可能主动升值以寻求降低或豁免25%的汽车和汽车零部件关税，也加大了日元升值的预期。美日国债收益率均有所上行，需关注对美日金融市场流动性的影响。(2) 英镑相对偏强。英国4月物价水平相对上行，并且4月零售销售好于预期，反映出英国居民对经济前景相对看好，增加了英国央行后期维持利率不变的概率。5月21日，英镑走强，英镑兑美元相对上行，最高至1.3469，为2022年2月底以来的新高。5月23日，英镑再度走强，英镑兑美元升破1.35，最高至1.3541。(3) 欧元短期或走贬。近期，欧元兑美元走势总体稳健。美国总统特朗普当地时间5月23日威胁，自6月1日起对进口自欧盟的商品征收50%关税，欧元短期或相对走贬。



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.