

2025 年 5 月 19 日

如何看待美国实际通胀与预期分化

民银国际研究团队

应习文

电话: +852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

相关报告:

- 海外宏观周报 (5/12): 美联储保持定力, 硬指标证据不足
- 海外宏观周报 (5/5): 五一期间海外市场数据与时间综述
- 海外宏观周报 (4/21): 美国“例外论”为何难以持续
- 海外宏观周报 (4/14): 美国债汇双杀, 关税趋势缓和
- 海外宏观周报 (4/7): 对等关税大超预期, 衰退预期笼罩全球

主要大类资产走势:

	2025-05-16	周变动
美国国债收益率10Y	4.43	6.0 bp
美国国债收益率2Y	3.98	10.0 bp
日本国债收益率10Y	1.49	14.6 bp
日本国债收益率2Y	0.72	9.8 bp
德国国债收益率10Y	2.57	-1.0 bp
德国国债收益率2Y	1.85	5.0 bp
标普500指数	5958.38	5.27 %
纳斯达克指数	19211.10	7.15 %
道琼斯工业指数	42654.74	3.41 %
日经225指数	37753.72	0.67 %
伦敦富时100指数	8684.56	1.52 %
巴黎CAC40指数	7886.69	1.85 %
德国DAX指数	23767.43	1.14 %
伦敦现货黄金	3182.95	-4.26 %
英国布伦特原油现货	65.18	2.16 %
美元指数	100.9828	0.56 %
欧元兑美元	1.1163	-86 pips
英镑兑美元	1.3280	-25 pips
美元兑日元	145.6425	2745 pips
美元兑人民币	7.2037	-424 pips

【一周焦点】

上周美国先后公布 CPI、PPI、进口价格指数以及通胀预期数据, **通胀数据偏弱且低于预期但通胀预期继续走高**。我们认为主要原因在于: **一是**整体价格的下行主要是非核心部分, 即食品和能源贡献较多。**二是**进口价格指数反映出关税的承担者可能主要是美国进口商和消费者。**三是** CPI 中的核心服务依旧有韧性, 意味着经济衰退的风险或并不如前期认为的那么高。**四是**核心商品暂未体现关税影响, 原因可能是前期库存和零售商牺牲利润所致。**五是**从消息面看涨价或即将到来, 比如近期沃尔玛已警告即将涨价。从结果看, **尽管中美贸易战释放了缓和信号, 但通胀风险和不确定性依旧尚未解除**。伴随美联储官员的多次鹰派表态, **市场化对年内的降息预期已调整为两次, 分别在 9 月和 12 月**。

【交易模式】

中美互降关税, 降温与繁荣交易增多

【关键数据】

美国: CPI 低于预期但核心 CPI 平稳, PPI 明显回落, 进口价格环比升高, 通胀预期继续上升, 核心零售放缓, 库存小幅增加, 新屋开工回升, 房地产指数和消费者信心保持下行。**欧洲:** 英国 GDP 好于预期, 欧元区小幅下修。**日本:** GDP 环比收缩, 消费与外需拖累。

【重要事件】

美国: 中美同意互降关税, 美联储考虑调整政策框架。**欧洲:** 美国和欧盟已交换谈判文件。**日本:** 正寻求与美国举行第三轮贸易谈判。**其他地区:** 俄乌土耳其谈判结束。

【本周关注】

美国地产数据, 英国与日本 CPI

目 录

【一周焦点】	1
如何看待美国实际通胀与预期分化.....	1
【交易模式】	3
中美互降关税，降温与繁荣交易增多.....	3
【关键数据】	4
美国：通胀与预期严重分化，核心零售放缓.....	4
欧洲：英国 GDP 好于预期，欧元区小幅下修.....	7
日本：GDP 环比收缩，消费与外需拖累.....	8
【重要事件】	10
美国：中美同意互降关税，美联储考虑调整政策框架.....	10
欧洲：美国和欧盟已交换谈判文件.....	12
日本：正寻求与美国举行第三轮贸易谈判.....	13
其他地区：俄乌土耳其谈判结束.....	13
【本周关注】	15
美国地产数据，英国与日本 CPI	15

【一周焦点】

如何看待美国实际通胀与预期分化

随着中美在日内瓦谈判获得超预期的成果，关税战阴影正在逐渐散去，市场也开始重新评估未来的通胀路径。上周美国先后公布 CPI、PPI、进口价格指数以及通胀预期数据，显示现实通胀和通胀预期之间仍存在较大分化。

一是进口价格指数反映了关税征收前后的间接影响。从原理看，关税对进口价格的影响主要有库存效应和需求替代效应，前者是在关税发布前期，由于补库存引发的需求短期增加导致价格上涨；后者则通常发生在关税加征后需求方寻找替代品而引发价格下降。此外，关税对进口商品价格还具有上下游的传导效应，影响则相对复杂。

从商品分类层面看关税的各类效应不甚显著。美国劳工部 5 月 16 日发布的数据显示，4 月美国进口价格指数季调环比上涨 0.1%，相较 1 月份则持平。但是去除食品能源后，4 月进口价格环比上涨 0.5%，相较 1 月份也上涨了 0.5%，折年约 2% 的涨幅，这意味着 2-4 月关税带来的补库存效应或大于需求替代效应。从商品分类看，钢铁制品和铝制品分别在 4 月环比上涨 1.3% 和 0.6%，较 1 月则上涨 1.4% 和 2.1%，若叠加钢铝关税，下游价格的影响可能较大。车辆及其零件 4 月环比上涨 0.2%，较 1 月则上涨 0.3%；各类医疗器械、家具、家用电器、体育和玩具用品均有温和上涨，纺织鞋服品类多数则出现持平或下降。从关税影响看，加征前的补库存效应和加征后的需求替代效应对各类商品的影响相对有限，但也可能被其他因素（如季节性）波动所覆盖。

国别层面的替代效应则相对明显。受前期关税影响较大的中国、加拿大、墨西哥、日本全都出现了一定的关税替代效应，3 月和 4 月向美国的进口价格均环比下降。相对于 1 月，加拿大、中国和墨西哥进口价格分别累积下降了 1.1%、0.7% 和 0.3%。但相较于关税的加征幅度，这些替代效应远不足以对冲，意味着多数关税将由美国进口商或者消费者来承担。

二是 CPI 中的关税影响主要体现在部分商品的结构影响，对整体通胀冲击尚未体现。美国劳工部 5 月 14 日发布的数据显示，4 月 CPI 同比上涨 2.3%，较 3 月回落 0.1 个百分点，低于预期的 2.4%；季调环比上涨 0.2%，预期为 0.3%。不过核心 CPI 同比上涨 2.8%，上月和预期均为 2.8%；季调环比上涨 0.2%，较

上月扩大 0.1 个百分点。CPI 下降主要源自能源与食品同比回落，而核心 CPI 保持稳健，非房服务与房租均呈现黏性，反映社会整体需求稳健。

关税对 CPI 的影响初显但影响依旧有限。核心商品环比上涨 0.1%，其中耐用品上涨 0.2%。从结构来看，家具、家电、家用工具、女装、医疗护理商品、运动商品、玩具等商品均出现环比上涨，表明关税的影响较上月更为显著，但对整体核心 CPI 的贡献依旧有限。我们认为主要原因在于前期“抢进口”部分商家储备了一定库存，从进口商到零售商的价格传导有一定时滞，同时，进口商或零售商也可能牺牲了一定利润空间，以保证足够的市场竞争力。而对于理论上的存在的另两个原因，即出口国降价以及汇率对冲效应，从本文前一部分的进口价格分析看非常有限。

三是 PPI 整体下降且低于预期。5 月 15 日发布的 4 月 PPI 数据与 CPI 趋势一致，同比上涨 2.4%，环比下跌 0.5%，但 3 月 PPI 亦大幅上修。从结构看，食品能源下行是主要原因，剔除后核心商品环比上涨了 0.4%。不过 PPI 中的服务环比下降 0.7%，其中贸易服务环比下降 1.6%，反映了关税影响下贸易需求明显减弱。

四是密歇根大学通胀预期则大幅上行。与进口价格指数、CPI 和 PPI 下行相比，5 月密歇根大学 1 年期和 5 年期通胀预期分别为上涨 7.3% 和 4.6%，相较于 4 月再次分别升高 0.8 和 0.2 个百分点。结合以上分析，我们认为主要原因在于，1) 整体价格的下行主要是非核心部分，即食品和能源贡献较多。2) 进口价格指数反映出关税的承担者可能主要是美国进口商和消费者。3) CPI 中的核心服务依旧有韧性，意味着经济衰退的风险或并不如前期认为的那么高。4) 核心商品暂未体现关税影响，原因可能是前期库存和零售商牺牲利润所致。5) 从消息面看涨价或将到来，比如近期沃尔玛已警告即将涨价。

从结果看，尽管中美贸易战释放了缓和信号，但通胀风险和不确定性依旧尚未解除。伴随美联储官员的多次鹰派表态，市场化对年内的降息预期已调整为两次，分别在 9 月和 12 月。

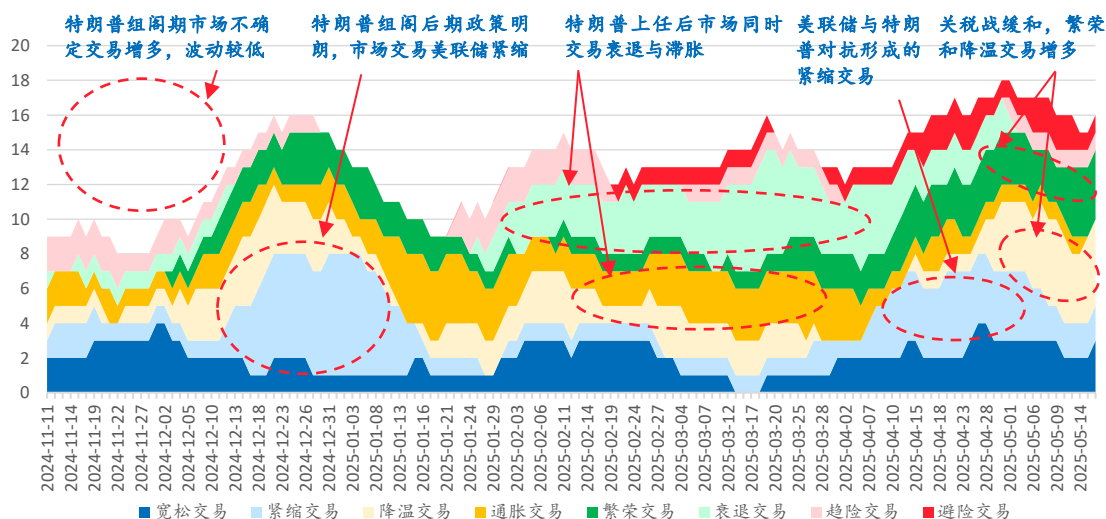
【交易模式】

中美互降关税，降温与繁荣交易增多

表 1：近两周各交易日交易模式

5 月 5 日	5 月 6 日	5 月 7 日	5 月 8 日	5 月 9 日
紧缩交易	避险交易	降温交易	繁荣交易	不确定
5 月 12 日	5 月 13 日	5 月 14 日	5 月 15 日	5 月 16 日
繁荣交易	繁荣交易	不确定	降温交易	宽松交易

图 1：全球市场各类交易模式的月含量（最近 20 个交易日内发生频次）



资料来源：民银国际测算

表 2：交易模式判定规则

交易种类	股市	债市	商品
宽松（降息）交易	上涨	上涨	上涨或不显著
紧缩（加息）交易	下跌	下跌	下跌或不显著
降温交易	上涨或不显著	上涨	下跌
通胀交易	下跌或不显著	下跌	上涨
繁荣（软着陆）交易	上涨	下跌或不显著	上涨
衰退交易	下跌	上涨或不显著	下跌
趋险交易	上涨	下跌	下跌
避险交易	下跌	上涨	上涨
不确定（特征不明显）	其余情况		

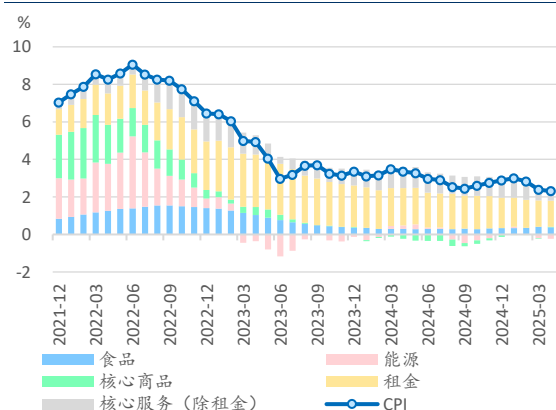
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：通胀与预期严重分化，核心零售放缓

美国 CPI 低于预期但核心 CPI 平稳。4 月 CPI 同比+2.3%（预期+2.4%，前值+2.4%），季调环比+0.2%（预期+0.3%，前值-0.1%）。核心 CPI 同比+2.8%（预期+2.8%，前值+2.8%），季调环比+0.2%（预期+0.2%，前值+0.1%）。亚特兰大联储弹性 CPI 同比-0.1%（前值 0.0%），黏性 CPI 同比+3.2%（前值+3.3%）。

图 2：美国月度 CPI 同比及结构分解



数据来源：美国劳工部，Wind

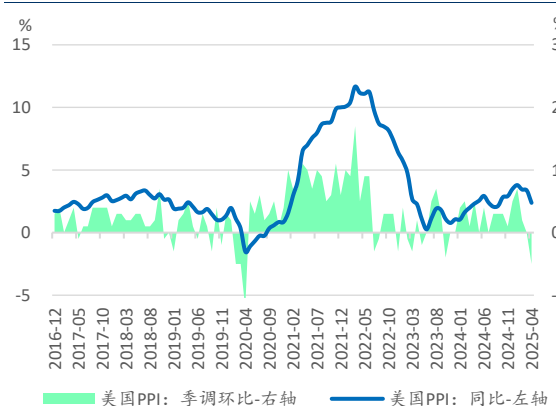
图 3：亚特兰大联储的黏性与弹性通胀指标



数据来源：亚特兰大联储，Wind

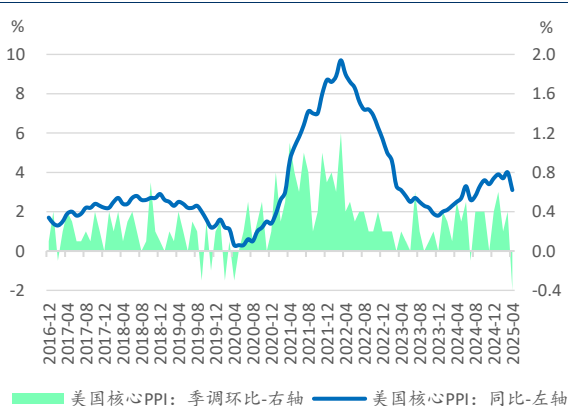
PPI 出现大幅回落。4 月 PPI 同比+2.4%（预期+2.5%，前值上修至+3.4%），季调环比-0.5%（前值 0.0%）；核心 PPI 同比+3.1%（预期+3.1%，前值上修至+4.0%），季调环比-0.4%（前值+0.4%）。

图 4：美国 PPI：同比与季调环比



数据来源：美国劳工部，Wind

图 5：美国核心 PPI：同比与季调环比

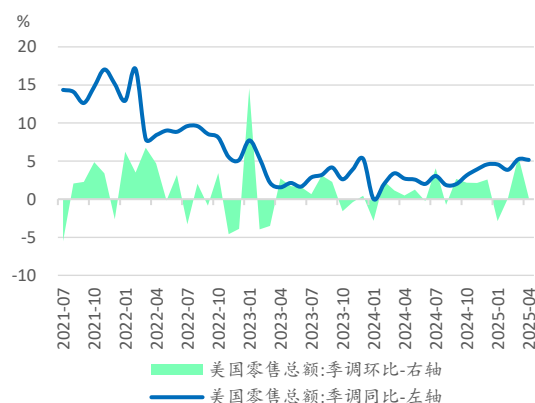


数据来源：美国劳工部，Wind

核心零售放缓。美国 4 月零售销售季调环比+0.1%（预期 0.0%，前值+1.7%），季调同比+5.2%（前值+5.3%）。核心零售环比+0.1%（预期+0.3%，前值+0.8%），

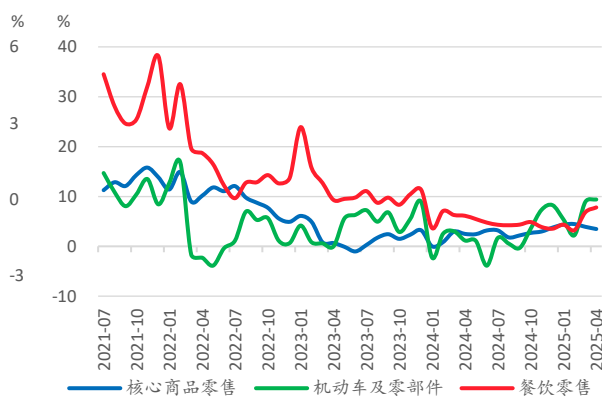
同比+4.2%（前值+4.4%）。机动车及零件环比-0.1%（前值+5.5%），同比+9.4%（前值+8.9%）；餐饮服务环比+1.2%（前值+3.0%），同比+7.8%（前值+6.8%）。

图 6：美国零售和食品服务销售季调同比环比增速



数据来源：美国人口普查局，Wind

图 7：美国核心商品零售、汽车零售、餐饮零售同比



数据来源：美国人口普查局，Wind

其他月度数据：库存小幅增加，新屋开工回升，进口价格环比升高，制造业生产环比下降，财政赤字增速回落，房地产指数和消费者信心保持下行，通胀预期继续上升。3 月库存总额季调环比+0.1%（前值+0.2%），零售商库存季调环比-0.2%（前值-0.1%），批发商库存季调环比+0.4%（前值+0.5%），制造商库存季调环比+0.1%（前值+0.1%）。4 月美国私人住宅新屋开工数量季调折年后为 136.1 万套（预期 136.5 万套，前值 133.9 万套），季调环比+1.6%（前值-10.1%），营建许可年化总数 141.2 万套（预期 145 万套，前值 148.1 万套），季调环比-4.7%（前值+1.9%）；进口价格指数环比+0.1%（前值-0.4%），同比+0.1%（前值+0.8%），剔除食品和燃料后的进口价格指数环比+0.5%（前值-0.1%），同比+0.8%（前值+1.0%）；工业生产指数季调环比 0.0（前值-0.3%），制造业生产指数季调环比-0.4%（前值+0.4%）；财政收入 8502 亿美元，滚动 12 个月（TTM）同比+7.4%（前值+9.0%），财政支出 5918 亿美元，TTM 同比+11.8%（前值+13.3%），近 12 个月合计财政赤字 2.02 万亿美元（前值 2.07 万亿），TTM 同比+24.6%（前值+25.1%）。5 月 NAHB 房地产指数为 34（前值 40）；纽约联储制造业指数为-9.2（前值-8.1），费城联储制造业指数为-4.0（前值-26.4）。密歇根大学消费者信心指数初值 50.8（前值 52.2），现状指数初值 57.6（前值 59.8），预期指数初值 46.5（前值 47.3），1 年通胀预期+7.3%（前值+6.50%），5 年通胀预期+4.6%（前值+4.4%）。

周度数据：亚特兰大联储 5 月 16 日更新的 GDPNow 预测数据显示，2025 年一季度美国 GDP 预计季调年化环比+2.4%（上周+2.3%）。5 月 10 日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.09%（前值由+2.50 上修至+2.55%），当周红皮

书商业零售同比+5.8%（前值+6.9%），当周初领失业金 22.9 万人（前值 22.8 上修至 22.9 万），前周续领失业金 188.1 万人（前值由 187.9 万下修至 187.2 万）。5 月 14 日美联储资产负债表较上周+23.81 亿美元（前值+16.20 亿），联储银行准备金周较上周+350.96 亿美元（前值+2003.42 亿），逆回购协议-53.41 亿美元（前值-1075.68 亿）。

表 3：美国最近一周宏观数据周度更新汇总

美国宏观数据汇总										
大类	月份	2024年			2025年					短期趋势
		10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	
消费	零售销售总额-季调环比	0.6	0.6	0.8	-0.9	0.0	1.7	0.1		↓
	核心零售销售（不含机动车）-季调环比	0.3	0.0	0.7	-0.3	0.4	0.8	0.1		↓
	机动车零售销售-季调环比	2.0	3.4	1.0	-3.3	-1.4	5.5	-0.1		↓
	餐饮零售-季调环比	0.7	0.3	0.0	0.2	-0.5	3.0	1.2		↓
房地产	新屋开工-季调环比	-0.4	-4.2	16.9	-10.3	9.7	-10.1	1.6		↗
	营建许可-季调环比	-0.4	5.6	-1.9	-1.4	-0.4	1.9	-4.7		↓
	NAHB/富国银行住房市场指数	43.0	46.0	46.0	47.0	42.0	39.0	40.0	34.0	↓
工业生产	工业产出指数-季调环比	-0.4	-0.3	1.1	0.1	0.9	-0.3	0.0		↗
	制造业产出指数-季调环比	-0.6	0.2	0.5	-0.1	1.1	0.4	-0.4		↓
	工业产能利用率	77.1	76.8	77.5	77.5	78.1	77.8	77.7		↓
	制造业产能利用率	76.0	76.1	76.3	76.2	76.9	77.2	76.8		↓
库存	库存总额-季调环比	0.1	0.2	-0.3	0.4	0.2	0.1			↓
	零售商库存总额-季调环比	0.2	0.2	-0.5	0.2	-0.1	-0.2			↓
	批发商库存总额-季调环比	0.3	0.0	-0.7	0.8	0.5	0.4			↓
	制造商库存总额-季调环比	-0.1	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1			→
通货膨胀	CPI-同比	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8	2.4	2.3		↓
	CPI-季调环比	0.2	0.3	0.4	0.5	0.2	-0.1	0.2		↗
	核心CPI-同比	3.3	3.3	3.2	3.3	3.1	2.8	2.8		→
	核心CPI-季调环比	0.3	0.3	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2		↗
	PPI-同比	2.8	2.9	3.5	3.8	3.4	3.4	2.4		↓
	PPI-季调环比	0.3	0.1	0.5	0.7	0.2	0.0	-0.5		↓
	核心PPI-同比	3.6	3.4	3.7	3.9	3.7	4.0	3.1		↓
	核心PPI-季调环比	0.4	0.0	0.4	0.6	0.2	0.4	-0.4		↓
	进口价格指数-同比	0.7	1.4	2.2	1.7	1.7	0.8	0.1		↓
	进口价格指数-环比	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	-0.4	0.1		↗
	进口价格指数-不含食品和燃料-同比	2.1	2.0	1.8	1.1	1.1	1.0	0.8		↓
	进口价格指数-不含食品和燃料-环比	0.3	-0.1	-0.2	0.0	0.1	-0.1	0.5		↗
财政	财政收入（TTM）-同比	7.0	7.1	8.2	8.3	8.6	9.0	7.4		↓
	财政支出（TTM）-同比	10.8	10.5	9.9	11.9	11.7	13.3	11.8		↓
	财政赤字（TTM）-万亿美元	2.02	2.08	2.03	2.14	2.15	2.07	2.03		↓
	财政赤字（TTM）-同比	20.9	19.4	14.0	21.1	19.4	25.1	24.6		↓
PMI 指数	费城联储制造业指数	6.0	-4.4	-10.9	44.3	18.1	12.5	-26.4	-4.0	↗
	纽约联储制造业指数	-11.5	20.2	2.1	-12.6	5.7	-20.0	-8.1	-9.2	↓
	密歇根大学消费者信心指数	70.5	71.8	74.0	71.1	64.7	57.0	52.2	50.8	↓
经济前景	现状指数	64.9	63.9	75.1	74.0	65.7	63.8	59.8	57.6	↓
	预期指数	74.1	76.9	73.3	69.3	64.0	52.6	47.3	46.5	↓
	1年通胀预期	2.7	2.6	2.8	3.3	4.3	5.0	6.5	7.3	↗
	5年通胀预期	3.0	3.2	3.0	3.2	3.5	4.1	4.4	4.6	↗
周		28 Mar.	4 Apr.	11 Apr.	18 Apr.	25 Apr.	2 May	9 May	16 May	
周度数据	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测	-2.8	-2.8	-2.4	-2.2	-2.5	2.2	2.3	2.4	↗
	纽约联储周度经济指数	2.28	3.07	2.56	2.66	2.31	2.55	2.09		↓
	红皮书商业销售-同比	4.8	7.2	6.6	7.4	6.1	6.9	5.8		↓
	当周初次申请失业金人数-万人	21.9	22.4	21.6	22.3	24.1	22.9	22.9		→
	持续领取失业金人数-万人	184.4	187.8	183.3	190.8	187.2	188.1			↗
	美联储资产负债表周变动-亿美元	-157.29	-168.01	39.64	-3.03	-1.83	-176.53	16.20	23.81	↗
	联储银行准备金周变动-亿美元	248.37	-235.01	572.96	-2035.00	-719.30	-2086.38	2003.42	350.96	↓
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	571.34	-63.58	-880.00	-1218.25	1325.62	871.32	-1075.68	-53.41	↗

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

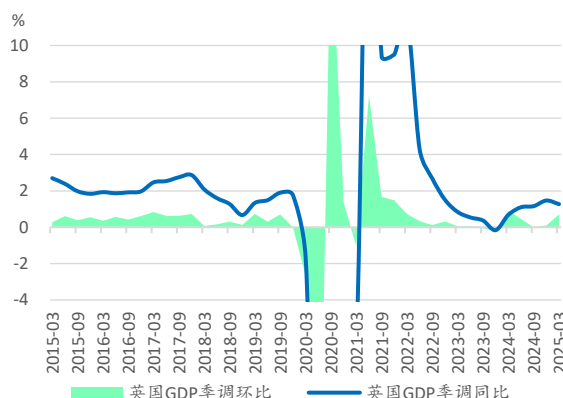
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

欧洲：英国 GDP 好于预期，欧元区小幅下修

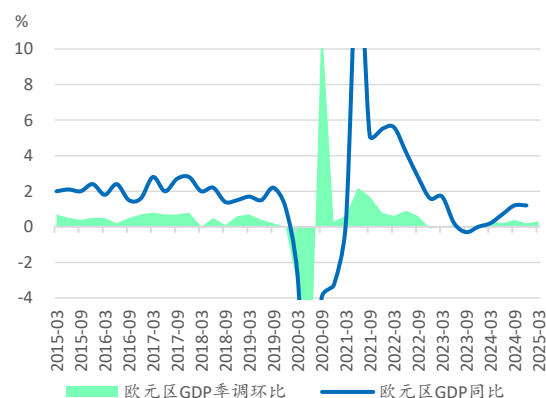
英国一季度 GDP 环比超预期，欧元区小幅下修。英国一季度 GDP 季调环比+0.7%（预期+0.6%，前值+0.1%），为四个季度以来最快增速，季调同比+1.3%（前值+1.5%）。欧元区一季度 GDP 季调环比修正值为+0.3%（初值+0.4%，前值+0.2%）。

图 8：英国季度 GDP 季调同比与环比



数据来源：英国统计局，Wind

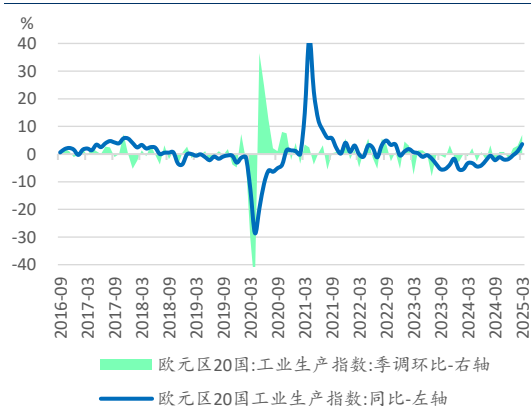
图 9：欧元区季度 GDP 同比与季调环比



数据来源：欧盟统计局，Wind

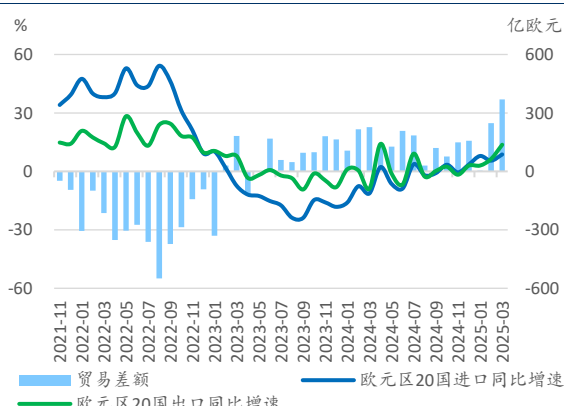
工业生产回暖。欧元区 3 月工业生产指数季调环比+2.6%（前值+1.1%），季调同比+3.6%（前值+1.0%），德国工业季调环比+3.1%（前值-0.5%），季调同比+0.3%（前值-3.5%），英国工业季调环比-0.7%（前值+1.7%），季调同比-0.7%（前值+0.4%）。

图 10：欧元区 20 国工业生产指数



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 11：欧元区进出口增速与贸易差额



数据来源：欧盟统计局，Wind

贸易顺差扩大。欧元区 3 月出口同比+13.7%（前值+6.4%），进口同比+2.9%（前值+5.1%），贸易差额+368.8 亿欧元（前值+247.8 亿）。

其他数据：欧元区 ZEW 指数反弹，英国失业率上升。英国 3 月失业率 4.5%（前值 4.4%）。5 月欧元区 ZEW 现状指数-42.4（前值-50.9），景气指数 11.6（前值-18.5）。

表 4：欧元区与英国最近一周宏观数据更新汇总

欧元区与英国宏观数据汇总										
大类	月份	2024年			2025年					短期趋势
		10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	
整体经济	欧元区GDP-季调环比			0.2			0.3			↗
	欧元区GDP-季调同比			1.2			1.2			→
	英国GDP-季调环比			0.1			0.7			↗
	英国GDP-季调同比			1.5			1.3			↘
进出口	欧元区20国出口金额-同比	2.4	-1.7	3.0	3.0	6.4	13.7			↗
	欧元区20国出口金额-季调环比	-1.2	3.2	0.0	1.9	5.1	2.9			↘
	欧元区20国进口金额-同比	3.4	-0.5	3.6	7.9	5.5	8.7			↗
	欧元区20国进口金额-季调环比	1.9	0.6	-1.2	2.6	1.5	1.0			↘
	欧元区20国商品贸易差额-亿欧元	76.1	148.9	157.5	3.5	247.8	368.8			↗
工业生产	欧元区工业产出指数-季调环比	0.3	0.3	-0.6	0.8	1.1	2.6			↗
	欧元区工业产出指数-同比	-1.1	-2.0	-1.8	-0.4	1.0	3.6			↗
	德国工业产出指数-季调环比	-0.7	1.5	-1.8	1.8	-0.5	3.1			↗
	德国工业产出指数-同比	-4.4	-3.0	-3.1	-2.3	-3.5	0.3			↗
	英国工业产出指数-季调环比	-0.7	-0.3	1.0	-0.4	1.7	-0.7			↘
就业	英国失业率	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4	4.5			↗
	景气									
指数	欧元区ZEW经济现状指数	-40.8	-43.8	-55.0	-53.8	-45.3	-45.2	-50.9	-42.4	↗
	欧元区ZEW经济景气指数	20.1	12.5	17.0	18.0	24.2	39.8	-18.5	11.6	↗

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

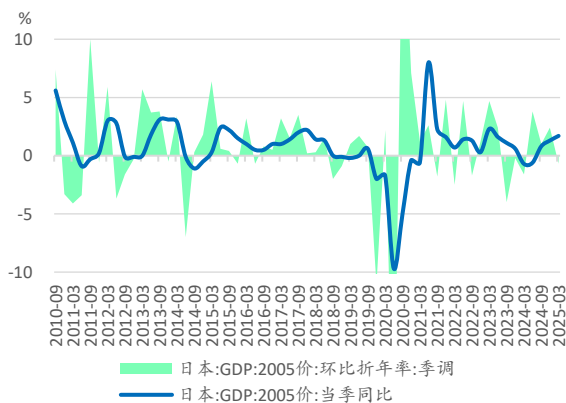
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

日本：GDP 环比收缩，消费与外需拖累

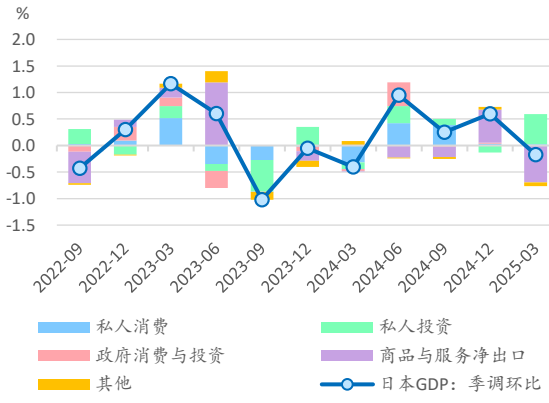
一季度 GDP 环比收缩，消费与外需低迷。日本一季度 GDP 同比+1.7%（前值+1.3%），季调环比-0.2%（前值+0.6%），按年率季调环比-0.7%（前值+2.4%）。从支出法分项看，私人消费季调环比贡献 0.02pp，资本形成贡献 0.57pp，政府支持贡献-0.01pp，商品与服务净出口贡献-0.69pp。

图 12：日本 GDP 季度同比与季调环比折年率



数据来源：日本内阁府，Wind

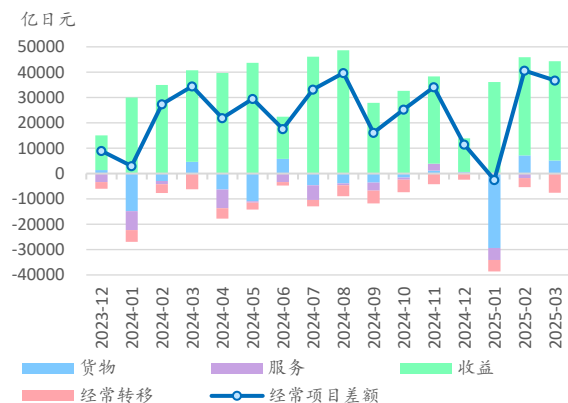
图 13：日本季度 GDP 环比贡献分解



数据来源：日本内阁府，Wind

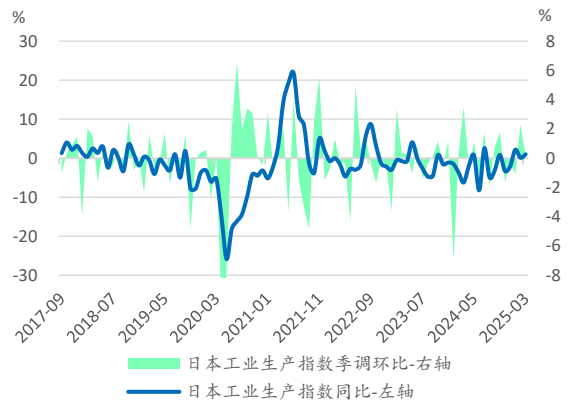
经常账户保持较大顺差。3月日本国际收支经常账户差额+36781亿日元（前值+40607亿），其中货物贸易差额+5165亿日元（前值+7129亿），服务贸易差额为-192亿日元（前值-1755亿），收益差额+39202亿日元（前值+38817亿），经常转移-7394亿日元（前值-3584亿）。

图 14：日本月度经常账户差额及组成



数据来源：日本内阁府，Wind

图 15：日本工业生产指数同比与季调环比



数据来源：日本国土交通省，Wind

其他数据：工业生产向上修正，产能利用率回升，营建订单增速提升，前景指数回落。日本3月工业生产指数修正值季调环比+0.2%（初值-1.1%，前值+2.3%），同比+1.0%（初值-0.3%，前值+0.1%）；产能利用率指数环比+6.6%（前值+0.4%），同比+0.9%（前值+1.3%）。营建订单增速放缓；营建订单同比+19.7%（前值+8.1%）。4月经济观察家前景指数43.4（前值46.6），现状指数44.6（前值47.8）。

表 5：日本最近一周宏观数据更新汇总

日本宏观数据汇总								
大类	月份	2024年				2025年		
		9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
整体	GDP-季调环比折年	1.0			2.4			-0.7
经济	GDP-同比	0.8			1.3			1.7
进出口	经常账户差额-亿日元	16119	25283	34133	11463	-2481	40607	36781
	经常账户-货物差额-亿日元	-3621	-1527	1191	542	-29379	7129	5165
	经常账户-服务差额-亿日元	-3137	-866	2677	111	-4766	-1755	-192
	经常账户-收益-亿日元	27898	32644	34489	13233	36111	38817	39202
	经常账户-经常转移-亿日元	-5021	-4968	-4224	-2423	-4447	-3584	-7394
工业生产	工业产出指数-季调环比	0.7	1.8	-1.7	-0.3	-1.1	2.3	0.2
	工业产出指数-同比	-3.2	0.9	-3.3	-2.2	2.2	0.1	1.0
	产能利用率指数-环比	16.3	5.3	-4.4	-2.0	-3.3	0.4	6.6
	产能利用率指数-同比	-5.0	0.2	-4.7	-2.8	4.3	1.3	0.9
	营建订单-同比	1.8	26.7	10.1	19.1	26.1	8.1	19.7
景气	经济观察家前景指数	49.2	48.0	48.4	46.9	47.9	48.4	46.6
指数	经济观察家现状指数	47.6	46.6	48.2	49.0	45.5	45.1	47.8

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

【重要事件】

美国：中美同意互降关税，美联储考虑调整政策框架

中美经贸高层会谈联合声明发布，双方同意大幅降低双边关税水平。5月12日中美双方在日内瓦发表声明表示，美方取消共计91%的加征关税，中方相应取消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，期限为90天。中方还相应暂停或取消对美国的非关税反制措施。双方将建立机制，继续就经贸关系进行协商。5月14日，中美双方互降关税措施落地，美方还将对中国小额包裹的国际邮件从价税率由120%下调至54%，撤销原定于6月1日起将从量税由每件100美元调增为200美元的措施。

美联储正在考虑调整货币政策指导框架的核心内容。美联储主席鲍威尔（Jay Powell）5月14日表示，美联储正在考虑调整货币政策指导框架的核心内容，以应对2020年疫情后通胀和利率前景的重大变化。美国可能进入供应冲击更频繁、通胀更不稳定的时期，这对经济和央行构成艰巨挑战。而随着经济和政策不断变动，长期利率可能会走高。美联储预期会在今年夏末完成政策评估，潜在的发布周期可能会是8月底的杰克逊霍尔年会。

美联储主要官员对通胀和不确定性表示担忧。美联储理事库格勒（A. D. Kugler）表示，特朗普政府的关税政策可能会推高通胀，拖累经济增长，即使在降低关税后；贸易局势变化令美联储难以预测未来的经济增长和通胀走势；美国的就业状况“基本稳定”，通胀回落进展自去年夏天以来已经放缓。美联储副主席杰斐逊（P. N. Jefferson）表示，关税及相关不确定性可能导致今年经济增长放缓、通胀上升，但货币政策已做好准备，可根据需要做出反应；政府政策的不确定性显著增加，目前尚不清楚关税对物价上涨的影响是短期还是长期。芝加哥联储主席古尔斯比（A. Goolsbee）表示，4月份通胀数据不一定反映了美国进口关税上升的影响，美联储仍需要更多数据来判断物价和经济的走向；美联储必须做稳定之手，而不是对股票市场或政策声明的每日波动做出反应。亚特兰大联储主席博斯蒂克（R. W. Bostic）表示，他预计美国经济今年将放缓但不会陷入衰退，今年经济增长可能在0.5%至1%之间；2025年可能进行一次降息。

美国总统特朗普表示，将在“未来两到三周内”为美国的贸易伙伴设定新的关税税率。5月15日，特朗普表示虽然有“150个国家”希望达成协议，但不可能与所有国家会面。财政部长贝森特和商务部长拉特尼克“将会发送信函，基本上告知各国”他们“为进入美国市场所需支付的费用”。就在前两日，美国商务部长卢特尼克警告称，美国跟日本、韩国的关税谈判要花大量时间，协议不会很快达成。他表示，美国政府10%的基线关税仍然是“底线”，在可预见的未来持续存在，但许多国家除非积极开放经济，否则将面临更高关税。美国财长贝森特也淡化了与欧盟迅速达成贸易协议的可能性，称欧盟存在“集体行动问题”，这阻碍了谈判。另据福克斯新闻报道，与白宫关系密切的消息人士称，美国与日本和韩国的贸易关税协议“接近达成”。与印度的协议也将达成，但因与巴基斯坦的紧张关系而受到影响。

特朗普中东之行连续签署大单。5月13日，美国与沙特达成两国有史以来最大规模的商业协议。沙特承诺向美国投资6000亿美元，包括谷歌、DataVolt、甲骨文等公司800亿美元尖端科技投资、接近1420亿美元的史上最高金额军火销售协议等。沙特王储穆罕默德·本·萨勒曼称，沙特将努力推动在美国投资额达到1万亿美元。5月14日，美国总统特朗普访问卡塔尔期间，双方签署经贸、防务等领域的多项合作协议。美国白宫发布声明称，协议预计将带来至少1.2万亿美元的经济交流。其中，波音公司斩获史上最大单笔订单，金额高达2000亿美元，卡塔尔航空公司将购买最多210架波音飞机。5月15日，阿联酋总统阿勒纳哈扬在阿布扎比会见到访的特朗普，双方达成价值总额超过2000亿美元的协议。协议涉及航空、铝业、石油和天然气等方面合作。

美国总统特朗普签署有关降低美国处方药价格的行政令。这项政策旨在将美国的处方药定价与“其他发达国家”进行对标，要求制药公司向美国市场提供“最惠国价格”。行政令要求30日内部长应在总统国内政策助理、联邦医疗保险和医疗补助服务中心主任以及其他相关行政部门官员的协调下，向制药企业传达最惠国待遇价格目标，使美国患者的药品价格与类似发达国家接轨。若未取得显著进展，将强制实施最惠国待遇定价的规章草案；从药品价格较低的发达国家进口处方药。

共和党内部分歧 特朗普减税法案在众议院委员会遭否决。特朗普税改案5月16日在美国众议院委员会未通过，共和党在成本问题上有分歧，五位共和党内保守派强硬派与所有民主党议员一同投下反对票。据报道称，共和党内强硬派反对该法案，并寻求进一步削减医疗补助。从内容看，众议

院共和党人删去了特朗普政府有关将超高收入人群所得税税率从 37%上调至 39.6%的提议。该立法还实现了特朗普作为总统候选人时提出的许多承诺：取消对小费和加班费的征税，扩大或延长对企业利润、贷款费用、设备投资和研究成本的扣除等。据公开报道，如果这项税改法案后期得以实施，预计将削减高达 4.9 万亿美元的税收。据无党派机构联合税收委员会预测，未来十年，这些税收条款将使财政赤字增加 3.8 万亿美元。

美国拟对非公民汇款征税 5%。美国国会共和党人提出的一项新法案计划对非公民向海外的所有汇款征收 5%的税，将影响 H-1B、F-1 签证持有者和绿卡持有者。法案还要求外国人在美股期权所获得的任何税后收入，被转移到海外也要征收 5%的税。

穆迪将美国评级从 AAA 下调至 Aa1，将美国评级展望从负面调整为稳定。穆迪称，评级下调反映政府债务增加；到 2035 年美国联邦债务负担将升至 GDP 的 134%；预计到 2035 年美国联邦政府赤字将达到 GDP 的 9%；随着经济因关税而做出调整，GDP 增长可能会放缓。此前，惠誉评级和标普全球评级已将美国评级调至 AAA 以下，穆迪的这一决定这意味着美国已被三大评级机构全部降级。

欧洲：美国和欧盟已交换谈判文件

美国和欧盟已启动贸易谈判。5 月 16 日，据报道，在数周的僵局后，美国和欧盟终于交换了谈判文件，涵盖从关税到数字贸易和投资机会等广泛领域。欧盟已明确表示不会接受类似美英之间的关税妥协。欧盟贸易部长明确表示，最近美英达成的保留 10%关税的协议并不是欧盟的模板。5 月 8 日，英国和美国已经就关税贸易协议条款达成一致。但是 10%的基准关税仍然实施。目前特朗普对欧盟钢铁、铝和汽车维持 25%的额外关税，同时保持 10%的基准关税，并给予 90 天谈判期。欧盟方面已因谈判暂停了 210 亿欧元的报复性关税，且将 20%的“对等关税”减半至 10%，期限至今年 7 月 8 日，以便进行谈判。此前欧盟委员会上周提出了一个高达 950 亿欧元的报复性关税方案，包括针对波音飞机、汽车和波旁威士忌等美国产品。

欧央行官员对通胀和加息发表不同看法。欧洲央行执委施纳贝尔 (I. Schnabel) 表示，有信心今年通胀率将达到 2%，关税可能会在短期内抑制通胀，关税对通胀的影响可能在中期发生变化，资金流入欧元是信心的表现，欧洲央行需要

在利率上保持稳定。法国央行行长维勒鲁瓦（F. Villeroy De Galhau）表示，鉴于贸易紧张局势并未加剧该地区的通胀，欧央行到夏季可能会再次降息。芬兰央行行长雷恩（O. Rehn）表示，国防开支增加不一定会推高通胀。欧洲央行两位管理委员会成员表示，鉴于美国总统特朗普经济政策的不确定性很高，因此欧洲央行对下一步利率行动必须小心谨慎。

日本：正寻求与美国举行第三轮贸易谈判

日本正在寻求下周与美国举行第三轮贸易谈判。日本正在考虑一项计划，在与美国的关税谈判中，为特斯拉建造充电站提供补贴。日本谈判代表已表示愿意讨论降低美国对日本的关税，其中包括汽车和汽车零部件 25% 的关税和其他商品 24% 的关税，而不是推动华盛顿完全取消这些关税。

日本首相石破茂欲在 7 月参议院选举前后与美国达成贸易协议。石破茂计划在 7 月 9 日左右访美，届时为期 90 天的对等关税暂停期将结束。日本政府已准备好采取额外刺激措施，来缓解关税对经济的影响。

日本央行决心维持加息立场。日本央行副行长内田真一表示，尽管美国关税政策的不确定性给经济带来了压力，但该行预计薪资和物价将继续上涨。日本央行 4 月会议纪要也显示，多数官员认为，关税不太可能破坏实现通胀目标的路径。

其他地区：俄乌土耳其谈判结束

俄罗斯和乌克兰两国代表团 16 日在土耳其举行 3 年来的首次直接谈判。乌克兰方面在谈判结束后表示，谈判毫无成果。据乌克兰消息人士称，作为停火条件，俄罗斯代表团要求乌军从顿涅茨克、卢甘斯克、赫尔松和扎波罗热地区撤军。俄方则表示，对谈判结果总体满意，愿意继续同乌方进行接触。俄乌已同意交换停火条件清单，相关工作正在推进。俄总统新闻秘书佩斯科夫表示，如果两国代表团达成一定的协议，普京和泽连斯基的会晤就有可能实现。

印度总理莫迪表示对巴基斯坦的军事行动只是“暂停”。5 月 13 日，印度总理莫迪向全国发表了电视讲话，他表示，印度只是“暂停”了对巴基斯坦的军事行动，并将“以自己的方式”报复任何袭击。巴基斯坦副总理兼外长达尔 5 月 15 日说，在巴基斯坦和印度军方当天的通话中，双方已同意延长停火至 18 日。

伊朗与美国正展开多轮会谈。伊朗最高领袖高级顾问沙姆哈尼 5 月 14 日向美媒透露，伊朗准备在一定条件下与美国总统特朗普签署核协议，以换取解除经济制裁。此前美国总统特朗普表示，**伊朗已经同意有关核问题协议的部分条件**，他将敦促伊朗在不获得核武器的情况下达成协议。美国正在与伊朗进行认真的谈判，以实现长期和平。

美印贸易博弈再现戏剧性反转。5 月 15 日，美国总统特朗普在多哈商业论坛上高调宣称“印度已承诺取消所有美国商品关税”，但印度外长苏杰生旋即召开记者会澄清：“当前谈判仍在进行，任何结论都为时尚早。”**种种迹象表明美印贸易谈判暗流涌动。**在印度对巴基斯坦发动攻击后，遭到来自特朗普的批评。美国总统特朗普透露，他已与苹果 CEO 库克进行了交谈，明确表示不希望苹果扩大在印度的生产而是增加在美国的生产。

哈马斯就加沙停火与美国直接对话。巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）高级官员巴塞姆·纳伊姆表示，哈马斯正在与美国进行直接会谈，以达成结束加沙冲突的协议。报道称，哈马斯通过调解人向美国提交了加沙停火方案，同时也与美国政府高层展开了直接沟通。

【本周关注】

美国地产数据，英国与日本 CPI

5 月 19 日	欧元区 4 月 CPI 终值
5 月 20 日	欧元区 5 月消费者信心指数
5 月 21 日	英国 4 月 CPI
5 月 22 日	美国 4 月成屋销售
5 月 23 日	日本 4 月 CPI 美国 4 月新屋销售

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。