

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

关税战峰回路转

报告日期：

2025 年 5 月 18 日

报告内容摘要：

◆国内：关税冲击下，社融疲软。目前中美贸易谈判确实令风险偏好有所回升，抢出口追求确定性情况下，需求有望阶段性提振。但关税带来的负面效应仍在持续，目前一揽子政策已下，能否形成对冲仍需观察。

◆国外：美国 4 月末季调 CPI 同比上涨 2.3%，连续第三个月低于预期，为自 2021 年 2 月以来的最低水平；核心 CPI 同比持平于 2.8%，符合市场预期。当前由于市场更加关注关税对通胀的影响，如我们之前所说，关税对通胀的影响预计要到下半年才显现，因此市场并未对此进行交易。整体来看，美国经济数据中软数据（偏调查类）已充分体现关税影响，但经济数据相关的硬数据仍保持稳健。且在企业和居民提前布局下，上半年经济数据仍将坚挺。

◆房地产高频跟踪：新房销售面积整体还算稳，但已不及三月份。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：本周资金价格先下行后抬升，整体较前期有所回落。但由于传 5 月买断式逆回购还未询量询价，之前一般月中之前就开始，市场预期这个月买断式逆回购可能不做或者晚点做。本月原有 9000 亿逆回购到期，假如不做的话，那么 1 万亿美元的降准流动性释放就只剩下 1000 亿了。市场对资金面较为担忧，债市调整。短期内，债市仍可能处于震荡调整状态。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

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

目录

一、 关税战峰回路转	3
(一) 社融偏弱，关税谈判超预期提振市场	3
(二) 美 CPI 超预期回落，市场反应平淡	4
二、 房地产政策效果跟踪——一线城市成交面积超季节性	5
三、 国债：央行态度最为关键	7

表目录

表 1: 4 月社融和信贷低于季节性	3
表 2: 美国 4 月 CPI 及分项	5

图目录

图 1: 新增社融季节性 (亿元)	3
图 2: 剔除政府后的中长期社融处于低位 (亿元)	3
图 3: M1 同比回落 (%)	4
图 4: 30 城成交面积低于 2024 年同期趋势 (7DMA)	5
图 5: 一线城市成交面积高于 2024 年同期趋势 (7DMA)	5
图 6: 二线城市成交面积不及 2024 年 (7DMA)	6
图 7: 三线城市成交面积持平于 2024 年 (7DMA)	6
图 8: 二手房挂牌价指数继续下滑	6
图 9: 一线城市挂牌价整体下行	6
图 10: 二线城市挂牌价指数继续下行	6
图 11: 三线城市挂牌价再次回落	6
图 12: 资金利率先下后上 (%)	7
图 13: 同业存单发行利率亦是 (%)	7
图 14: 利率回调	7

一、关税战峰回路转

(一)社融偏弱，关税谈判超预期提振市场

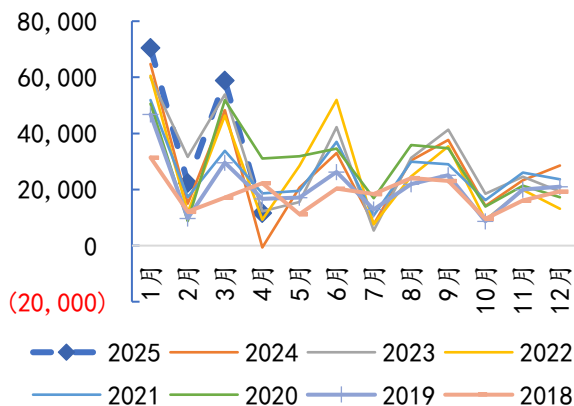
4月社融新增11591亿元，84%来自于政府债券，即再次处于政府部门主导融资状态。但即使政府部门发力，新增社融仍处于季节性低位。假如剔除政府部门，中长期社融再次来到较低水平。从人民币信贷来看，尽管新增2800亿元，但其中票据融资高达8341亿元，也就是说剔除票据融资的人民币信贷为负数。当然在化债主导下，政府债券的融资最后可能转化为城投等公司偿还银行信贷，但也体现出私人部门的疲弱需求。居民部门方面，3月银行的消费贷要求不能低于3%，可能导致3月底居民加速提款，4月则提款需求更加不振。居民部门4月中长期贷款仍为负值，从高频数据来看，确实当前地产较3月有走弱迹象，这也是关税冲击，预期转弱的一种体现。

表 1：4月社融和信贷低于季节性

指标 (亿元)	2025-04	占比 (%)	2025-03	占比 (%)	环比变化	去年同期	占比 (%)	同比变化	前5年均值	占比 (%)	绝对值变化
新增社融	11,591.00		58,894.00		(47303.00)	-658.00		12249.00	14,103.00		(2512.00)
人民币贷款	884.00	7.63	38,234.00	64.92	(37350.00)	3,349.00	###	(2465.00)	8,095.00	57.40	(7211.00)
外币贷款	-130.00	(1.12)	-295.00	(0.50)	165.00	-310.00	47.11	180.00	-150.20	(1.07)	20.20
委托贷款	8.00	0.07	-165.00	(0.28)	173.00	89.00	(11.53)	(81.00)	-124.40	(0.88)	132.40
信托贷款	-77.00	(0.66)	238.00	0.40	(315.00)	142.00	(21.58)	(219.00)	-331.80	(2.35)	254.80
未贴现银行承兑汇票	-2,794.00	(24.10)	3,632.00	6.17	(6426.00)	-4,490.00	681.37	1696.00	-1,993.40	(14.13)	(800.60)
企业债券融资	2,340.00	20.19	-905.00	(1.54)	3245.00	1,707.00	###	633.00	4,232.00	30.01	(1892.00)
非金融企业境内股票融资	391.00	3.37	412.00	0.70	(21.00)	186.00	(21.27)	205.00	694.80	4.93	(303.80)
政府债券	9,729.00	83.94	14,866.00	25.24	(5137.00)	-937.00	142.40	10666.00	2,923.80	20.73	6805.20
新增人民币贷款	2,800.00		36,400.00		(33600.00)	7,300.00		(4500.00)	10528.4		(7728.40)
短期贷款及票据融资	-478.00	(17.07)	17,255.00	47.40	(17733.00)	763.00	10.45	(1241.00)	1,618.03	15.37	(2096.03)
中长期贷款	1,269.00	45.32	20,847.00	57.27	(19578.00)	2,434.00	38.34	(1165.00)	6,348.86	60.30	(5079.86)
居民贷款	-5,216.00	(186.29)	9,853.00	27.07	(15069.00)	-5,166.00	(10.77)	(50.00)	441.00	4.19	(5657.00)
短期	-4,019.00	(143.54)	4,841.00	13.30	(8860.00)	-3,518.00	(48.19)	(501.00)	-796.77	(7.57)	(3222.23)
中长期	-1,231.00	(43.96)	5,047.00	13.87	(6278.00)	-1,666.00	(22.82)	435.00	1,234.26	11.72	(2465.26)
非金融性公司及其他部门	6,100.00	217.86	28,400.00	78.02	(22300.00)	8,600.00	112.81	(2500.00)	7,667.60	72.83	(1567.60)
短期	-4,800.00	(171.43)	14,400.00	39.56	(19200.00)	-4,100.00	(15.16)	(700.00)	-1,871.20	(17.77)	(2928.80)
中长期	2,500.00	89.29	15,800.00	43.41	(13300.00)	4,100.00	58.16	(1600.00)	5,114.60	48.58	(2614.60)
票据融资	8,341.00	297.89	-1,986.00	(5.46)	10327.00	8,381.00	112.81	(40.00)	4,286.00	40.71	4055.00
非银行业金融机构	1,634.00	58.36	-1,702.00	(4.68)	3336.00	2,607.00	38.71	(973.00)	1,611.20	15.30	22.80

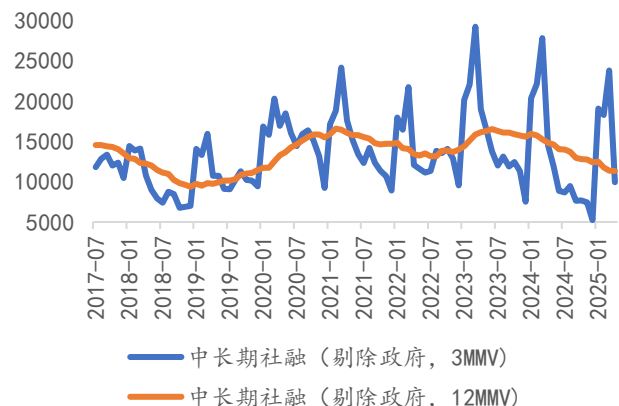
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 1：新增社融季节性 (亿元)



资料来源：Wind 信达期货研究所

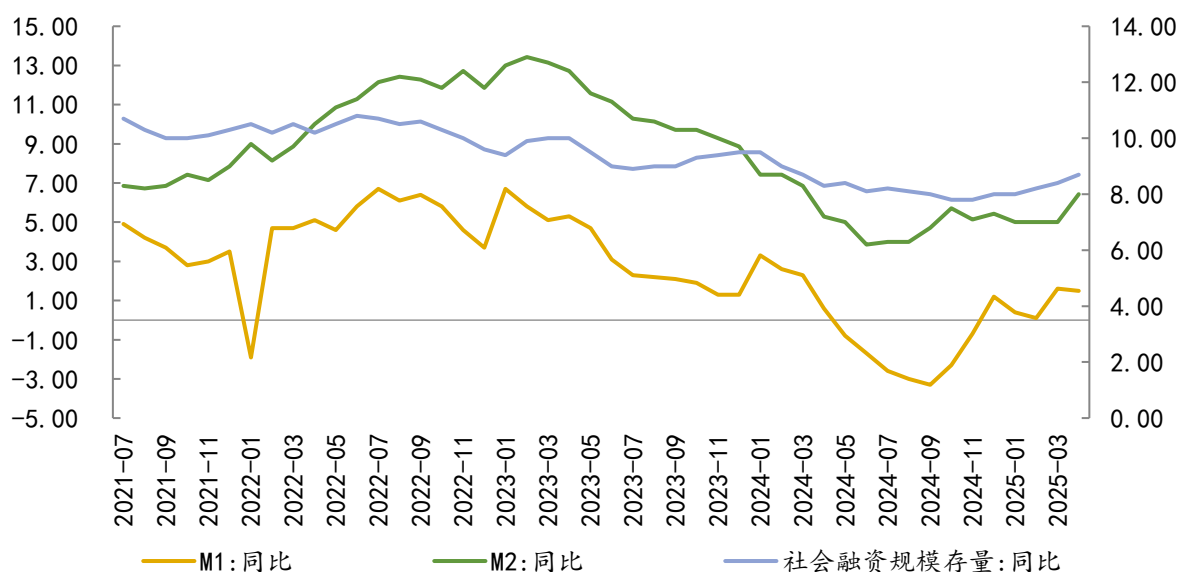
图 2：剔除政府后的中长期社融处于低位 (亿元)



资料来源：Wind 信达期货研究所

M1 同比增速再次回落，凸显货币活化不足，与社融、信贷数据相对应。尽管社融和 M2 同比增速有所上升，但可能是低基数导致（去年 4 月手工补息被叫停影响较大），今年以来存款向理财转化速度变慢。

图 3: M1 同比回落 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

中美经贸谈判结果超预期, 此前预期可能降至 34% 或者 40% 以上, 但最后降至 30% (20% 芬太尼+10% 基准关税)。目前美国对中国的关税到底是多少? 美国新任总统上台后新增全面关税为 30% (有部分豁免, 但量比较小), 叠加此前已有加权平均关税 20.8%, 合计平均关税预计在 49.5%。中国对美关税目前应在 32.6% (此前平局关税应在 22.6%, 根据公告加征 10%)。至于其余剩下 24% 的对等关税, 双方均给与 90 天豁免期。从美国最终接纳的方案来看, 对于中国的政策其实与其他国家并无两样 (不考虑芬太尼), 先加 10% 的基准关税, 后面的对等关税给予 90 天豁免期, 后期就看双方谈判情况。

对于中国来说, 相比其他国家, 我们是明显更加硬气的。因为我们对其基准关税和延期安排施加了同等反制措施。市场风险偏好明显提升, 中美皆是股、汇齐涨, 债跌。从实际新增关税来看, 额度不大, 但考虑到美国新任总统上台后的新增总量, 其实关税已有明显抬升。整个 2018 年贸易战期间关税抬升不超过 20%, 但现在已接近 30%, 只是相比于之前中美基本断绝贸易往来的预设情景好得多。

目前中美贸易谈判确实令风险偏好有所回升, 抢出口追求确定性情况下, 需求有望阶段性提振。但关税带来的负面效应仍在持续, 目前一揽子政策已下, 能否形成对冲仍需观察。

(二) 美 CPI 超预期回落, 市场反应平淡

美国 4 月末季调 CPI 同比上涨 2.3%, 连续第三个月低于预期, 为自 2021 年 2 月以来的最低水平; 核心 CPI 同比持平于 2.8%, 符合市场预期。核心商品同比增速较上月回升, 核心服务继续去通胀, 整体核心 CPI 平稳, CPI 同比增速下行的动力来自于食品和能源。当前由于市场更加关注关税对通胀的影响, 如我们之前所说, 关税对通胀的影响预计要到下半年才显现, 因此市场并未对此进行交易。

整体来看, 美国经济数据中软数据 (偏调查类) 已充分体现关税影响, 但经济数据相关的硬数据仍保持稳健。且在企业和居民提前布局下, 上半年经济数据仍将坚挺。

表 2：美国 4 月 CPI 及分项

单位：%	环比增速				同比增速			
	2025年4月	2025年3月	上月环比变化	本月环比变化	2025年4月	2025年3月	上月同比变化	本月同比变化
CPI	0.2	-0.1	-0.3	0.3	2.3	2.4	-0.4	-0.1
食品	-0.1	0.4	0.2	-0.5	2.7	3.0	0.4	-0.3
家庭食品	-0.4	0.5	0.5	-0.9	2.0	2.4	0.6	-0.4
肉禽鱼蛋	-1.6	1.3	-0.3	-2.9	6.8	7.8	0.5	-1.0
水果蔬菜	-0.4	-0.5	0.0	0.1	-0.8	-0.7	-0.4	-0.1
非家庭食品	0.4	0.4	0.0	0.0	3.9	3.8	0.1	0.1
能源	0.7	-2.4	-2.6	3.1	-3.5	-3.2	-2.9	-0.3
能源商品	-0.2	-6.1	-5.2	5.9	-11.5	-9.5	-6.3	-2.0
能源服务	1.5	1.6	0.2	-0.1	6.3	4.2	1.0	2.1
核心CPI（除食品和能源外）	0.2	0.1	-0.1	0.1	2.8	2.8	-0.3	0.0
商品（除食品和能源外）	0.1	-0.1	-0.3	0.2	0.2	0.0	0.0	0.2
服装	-0.2	0.4	-0.2	-0.6	-0.7	0.3	-0.2	-1.0
新车	0.0	0.1	0.2	-0.1	0.3	0.0	0.3	0.3
二手车	-0.5	-0.7	-1.6	0.2	1.5	0.6	-0.2	0.9
医疗保健商品	0.4	-1.1	-1.2	1.5	1.0	1.0	-1.3	0.0
酒精饮料	0.0	0.2	-0.3	-0.2	1.8	1.9	0.2	-0.1
烟草	0.3	0.6	0.0	-0.3	7.1	6.8	0.2	0.3
服务（除食品和能源外）	0.3	0.1	-0.2	0.2	3.6	3.7	-0.4	-0.1
住房	0.4	0.2	0.0	0.2	4.0	4.0	-0.3	0.0
主要住所租金	0.3	0.3	0.0	0.0	4.0	4.0	-0.1	0.0
业主房等价租金	0.4	0.4	0.1	0.0	4.3	4.4	0.0	-0.1
医疗服务	0.3	0.3	-0.1	0.0	3.1	2.9	0.3	0.2
运输服务	0.1	-1.4	-0.6	1.5	2.4	3.1	-3.0	-0.7
特殊统计类别								
除居所外	0.2	-0.2	-0.4	0.4	1.4	1.5	-0.5	-0.1
除食品、居所外	0.2	-0.4	-0.6	0.6	1.0	1.1	-0.7	-0.1
除食品、居所、能源、二手车和卡车外	0.2	0.0	-0.1	0.2	1.8	1.9	-0.4	-0.1
商品	0.0	-0.4	-0.5	0.4	-0.1	0.1	-0.5	-0.2
服务	0.4	0.2	-0.1	0.2	3.7	3.7	-0.4	0.0
耐用品	0.2	0.0	0.1	0.2	-0.4	-1.0	0.2	0.6
非耐用品	-0.1	-0.9	-0.9	0.8	-0.1	0.5	-0.8	-0.6

资料来源：Wind 信达期货研究所

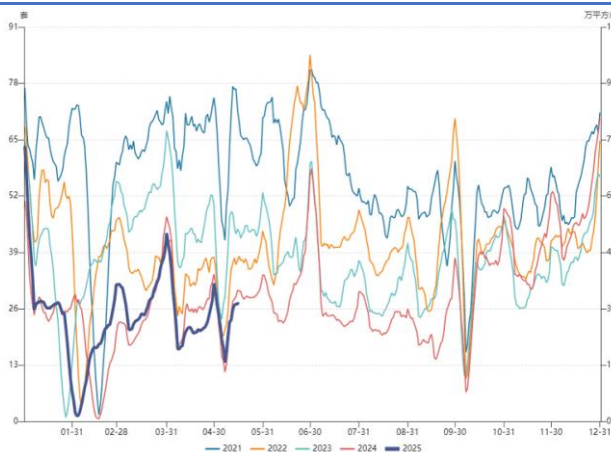
二、房地产政策效果跟踪——一线城市成交面积超季节性

高频数据方面，我们继续重点观察房地产。新房销售面积季节性回升，但整体不及去年。其中，一线城市成交面积明显好于 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，但已不及三月份的情形。

二手房方面，截至 5 月 5 日，一二三线城市挂盘价指数继续全线下跌。二、三线城市挂盘价指数继续维持下行的趋势，一线城市稍微下滑，一线城市挂盘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。

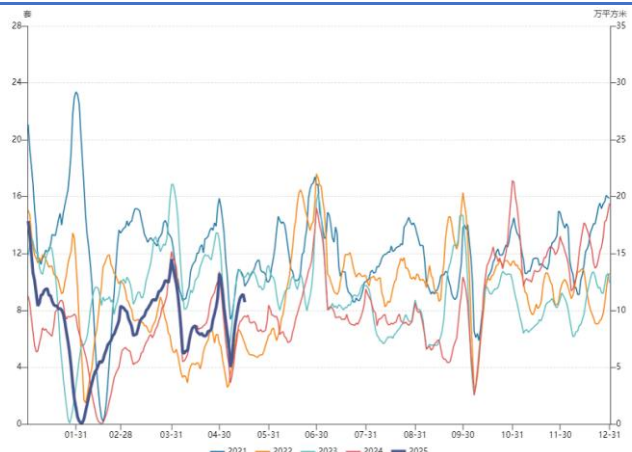
总体来看，新房销售面积整体还算稳，但已不及三月份。二手房方面一二三线城市全线下滑，特别是一线城市似有逐步回到历史低点的趋势，整体形势较前几个月下滑。

图 4：30 城成交面积低于 2024 年同期趋势（7DMA）

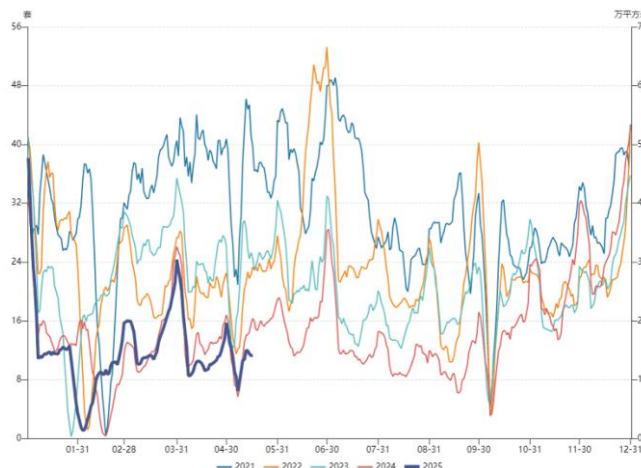


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 5：一线城市成交面积高于 2024 年同期趋势（7DMA）



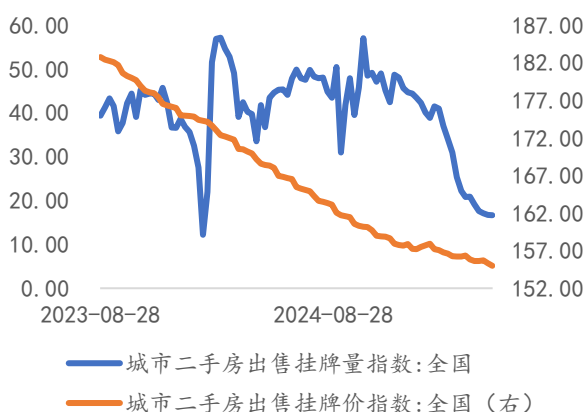
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 6：二线城市成交面积不及 2024 年（7DMA）


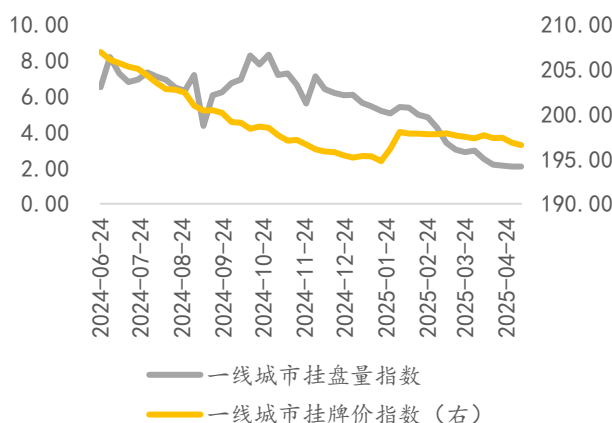
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 7：三线城市成交面积持平于 2024 年（7DMA）

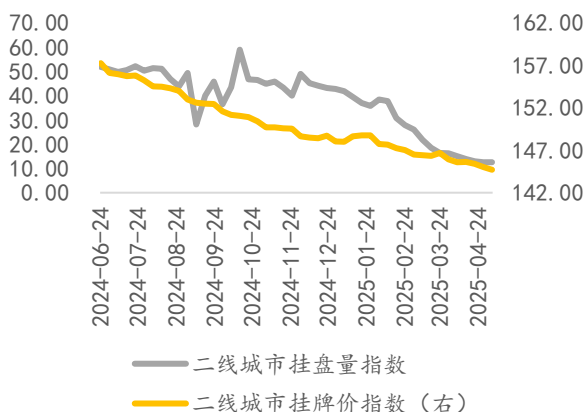

资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：二手房挂牌价指数继续下滑


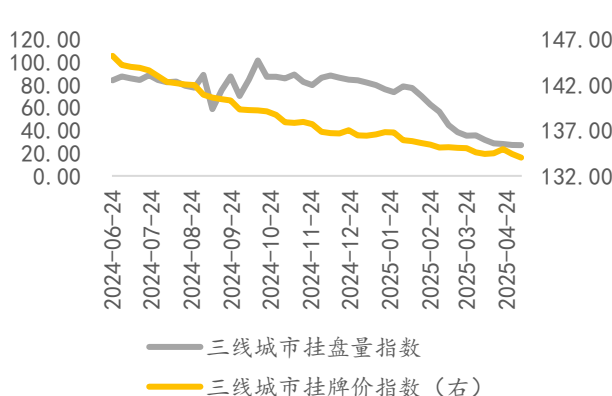
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 9：一线城市挂牌价整体下行


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：二线城市挂牌价指数继续下行


资料来源：Wind 信达期货研究所

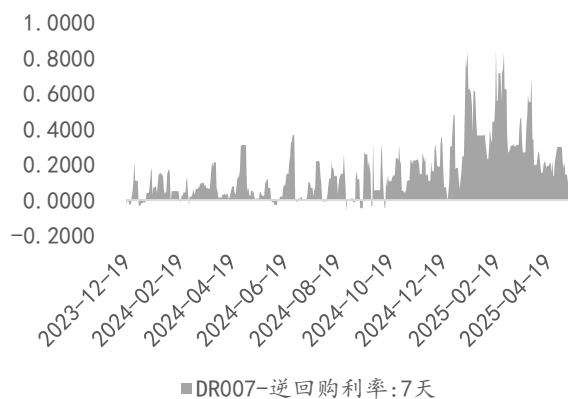
图 11：三线城市挂牌价继续回落


资料来源：Wind 信达期货研究所

三、国债：央行态度最为关键

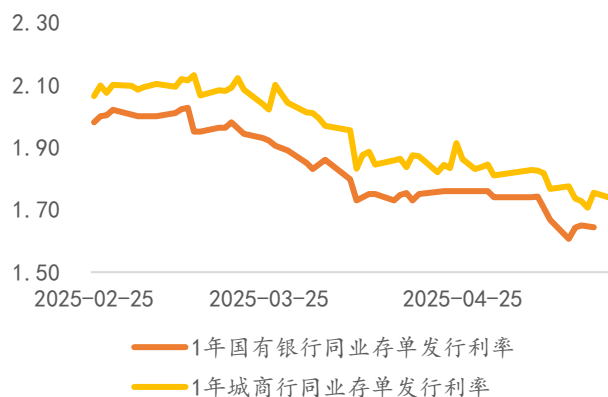
本周资金价格先下行后抬升，整体较前期有所回落。但由于传5月买断式逆回购还未询量询价，之前一般月中之前就开始，市场预期这个月买断式逆回购可能不做或者晚点做。本月原有9000亿逆回购到期，假如不做的的话，那么1万亿的降准流动性释放就只剩下1000亿了。市场对资金面较为担忧，债市调整。短期内，债市仍可能处于震荡调整状态。利率再创新低时间可能延迟。

图 12: 资金利率先下后上 (%)



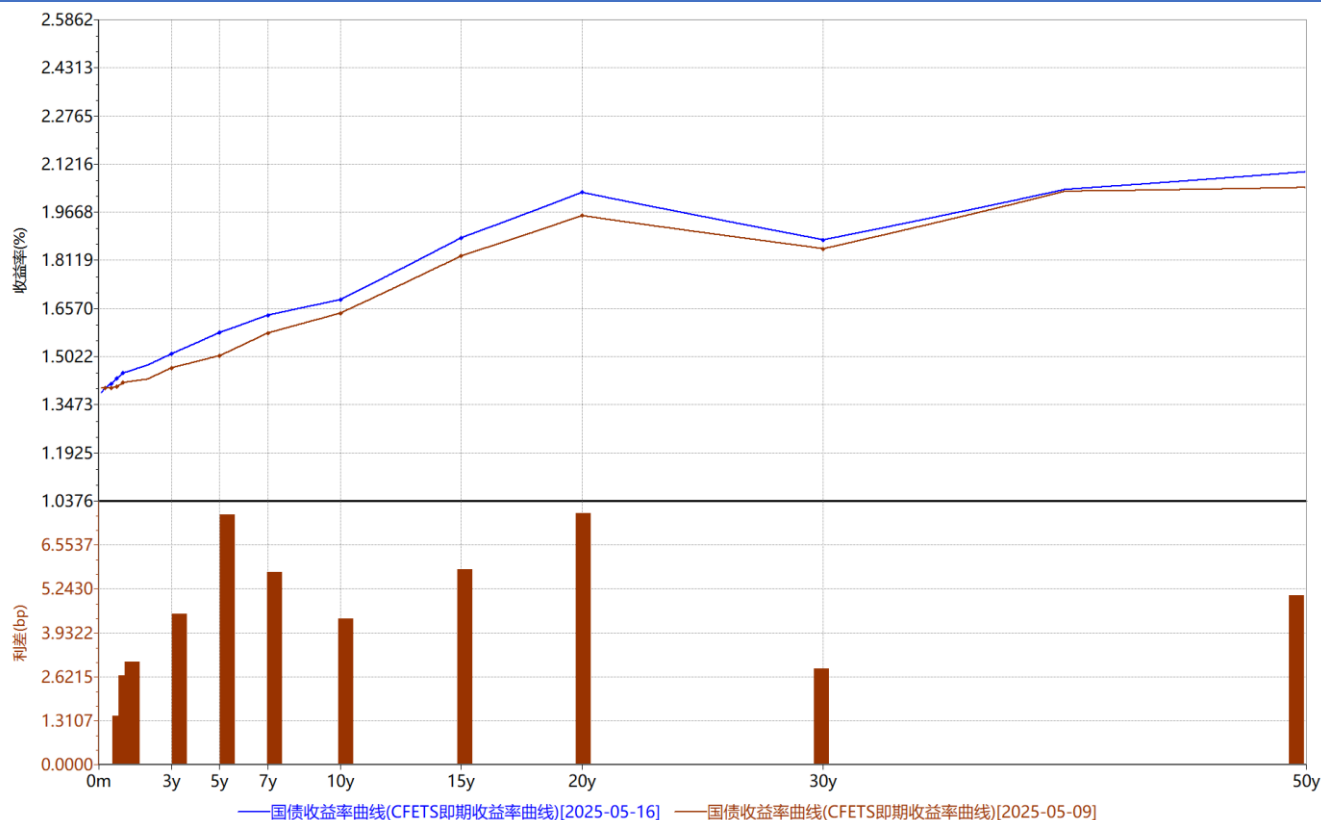
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 13: 同业存单发行利率亦是 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 14: 利率回调



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

