

一季度GDP维持高增速 未来仍需警惕外部风险

方正中期研究院 宏观金融与航运团队 李彦森 F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

2025年5月11日



CONTENT 目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

3月经济数据显示，工业增加值、固定资产投资、社会零售消费等均超预期，尤其是产出、消费明显加速。

产出方面，名义工增受实际工增带动较强，价格跌幅扩大存负向影响。财政刺激下的内需和抢出口下的外需双双带动产出增长的逻辑不变，且后者短期动能上升，但未来风险也在增加。

投资方面，3月固投加速超预期，基建投资是主要动力，制造业稳中有升，地产拖累幅度有所扩大。基建投资继续受政府资金支持，且关税导致外需风险上升后，内需对冲力度势必增强，财政对稳基建力度预计只增不减。制造业投资受经济转型、产业调整和升级带动逻辑不变，且挤出效应缓和，民间固投时隔半年也重回正增长。地产方面，春节后房屋销售长幅有限，地产行业资金改善逻辑未增强，资金面改善节奏如持续放慢，对上游支持可能下降，4月仍是地产重要观察期，如未改善则可能拖累市场信心。同时政策加码可能上升，房屋收储、旧改和棚改值得关注。

3月消费增量持稳、低基数推升同比，补贴政策支持不变，未来仍将延续。而外需走弱风险放大后，政策发力有望前置。出口转内销意味着企业以价换量可能性高。从内生角度看，收入是否增长仍是决定长期消费趋势的关键，核心包括居民财务成本下降（降杠杆、降房贷利率）的收入被动改善，财产性收入（股市、地产等）的主动改善，工资性收入改善等三点。目前第一点实现，第二点稳定，第三点待体现。

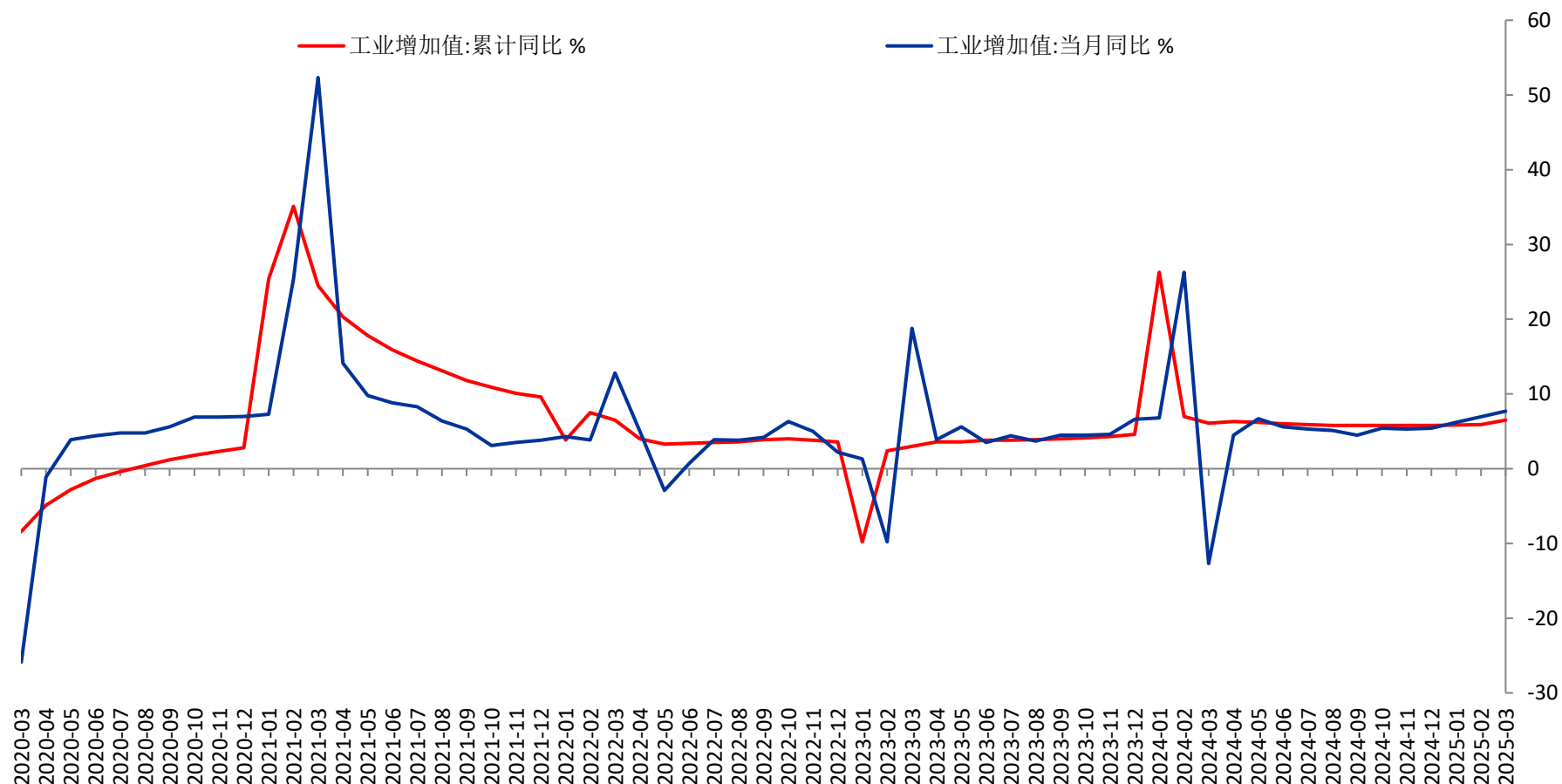
综合来看，去年四季度开始的逻辑没有变化，即政策宽松支持经济明显修复。目前消费占GDP比例仍偏低，消费刺激以及提升消费占比，是支撑经济的重点。投资在基建带动下将稳中有增，风险仍在地产。外需风险已经显性化，二季度开始或有明显拖累。从经济节奏上看，二季度开始增速放缓的风险较高。全年经济仍面临挑战，两会确立的5%增速目标有一定难度，需要更多增量政策应对。关注4月中央政治局会议、5月三部委一揽子政策落地节奏。

- 4月中国官方制造业和非制造业PMI均明显走弱，综合PMI大幅下行，表现**全面弱于预期**。但财新制造业PMI好于预期。
- 分项情况表明，总供给跟随总需求回落，外需走弱同时内需也受到连带负面冲击。“抢转口”、海外囤库存等因素对出口存短期支撑，但海外订单等增量需求不容乐观，外需仍有较大压力。
- 库存周期方面，产品净需求和原材料净需求均有下行；产成品库存和原材料库存全面下降；生产降幅超过需求；原材料价格和出厂价格双双走弱。结合其他指标（采购量、进口）来看，海外政策风险令**库存周期再度接近主动去库存**。
- 价格指数也显著下降，预计**4月PPI和PPIRM环回将出现回落，新跌价风险或导致名义产出承压**。
- 非制造业方面，建筑业新订单持续弱于预期，**地产弱势影响正在扩大**，且可能超过了基建投资增量对冲的幅度，仍需继续关注未来情况。服务业尤其是出口商品相关的配套**生产性服务或受到关税和外需负面冲击而走弱**，但预计内需服务业依然稳健，服务业就业是非制造业中为数不多的亮点。
- 总体上看，4月官方制造业和非制造业PMI均已显示出海外风险对外需的负面影响。“抢转口”、海外囤库存等短期支持因素减弱后，该**风险未来甚至存在放大可能性**。**二季度财政政策仍是主要看点**。继续关注宽松政策对内需的支持程度以及对冲外需回落的效果，重点方向依然是消费，另一个重要短板——地产的情况也值得关注。此外，后期出口相关数据走弱对市场情绪造成的负面影响需要持续警惕。

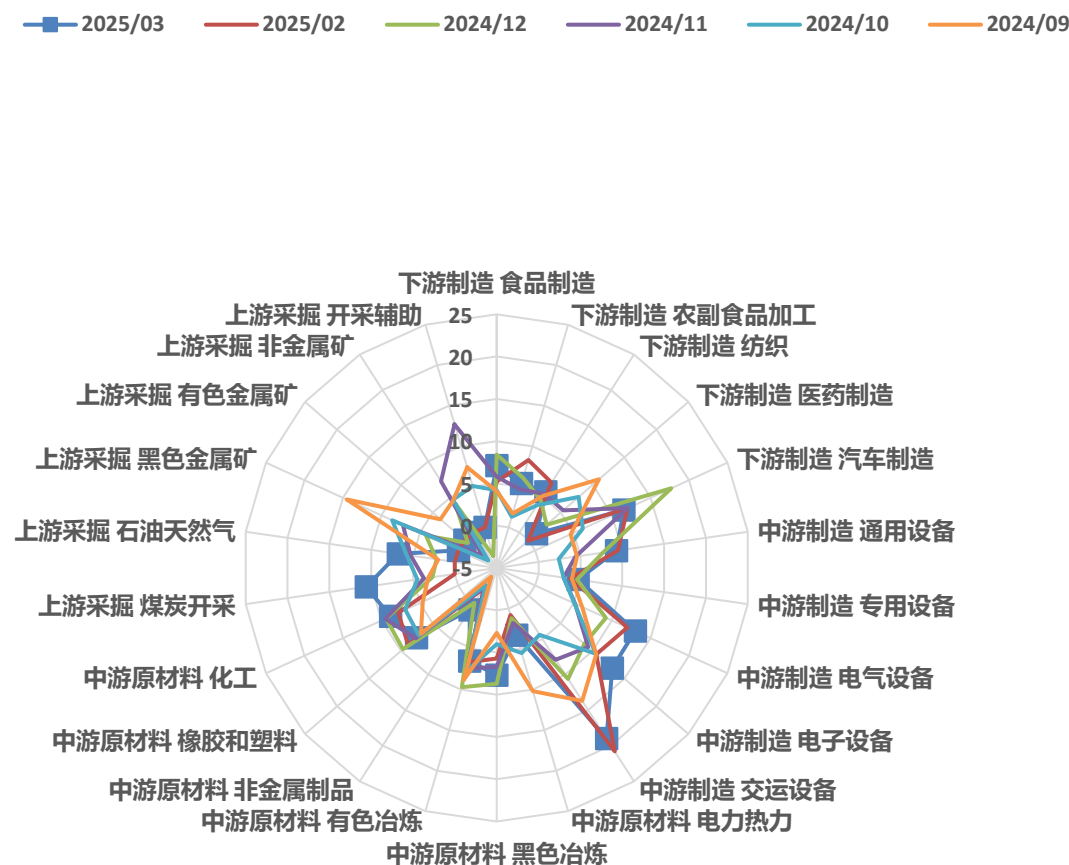
制造业	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2025年4月	49	49.8	49.2	44.7	47.3	47.0	47.0	47.9	50.2	43.2	43.4	46.3	44.8	52.1
最近10年分位数水平	5%	10%	15%	6%	55%	16%	5%	23%	53%	5%	3%	3%	12%	8%
5年均值	49.8	50.7	48.9	44.7	48.6	54.8	47.8	48.8	47.3	45.7	46.9	49.4	49.6	55.1
5年历史波动率	1.5	3.7	3.7	7.3	1.5	10.7	0.7	1.2	5.7	1.2	3.3	3.5	6.3	1.9
上月数值	50.5	52.6	51.8	49.0	48.0	49.8	47.2	48.2	50.3	45.6	47.5	51.8	47.9	53.8
本月与上月差值	-1.5	-2.8	-2.6	-4.3	-0.7	-2.8	-0.2	-0.3	-0.1	-2.4	-4.1	-5.5	-3.1	-1.7
5年环比平均	-1.4	-2.2	-3.3	-4.6	0.0	-1.7	-0.4	-0.7	-1.9	-1.4	-2.7	-1.9	-1.4	-2.7
5年环比历史波动率	0.9	2.5	2.1	5.1	1.1	3.1	0.4	0.5	4.3	1.2	0.4	4.3	1.2	0.4

• 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

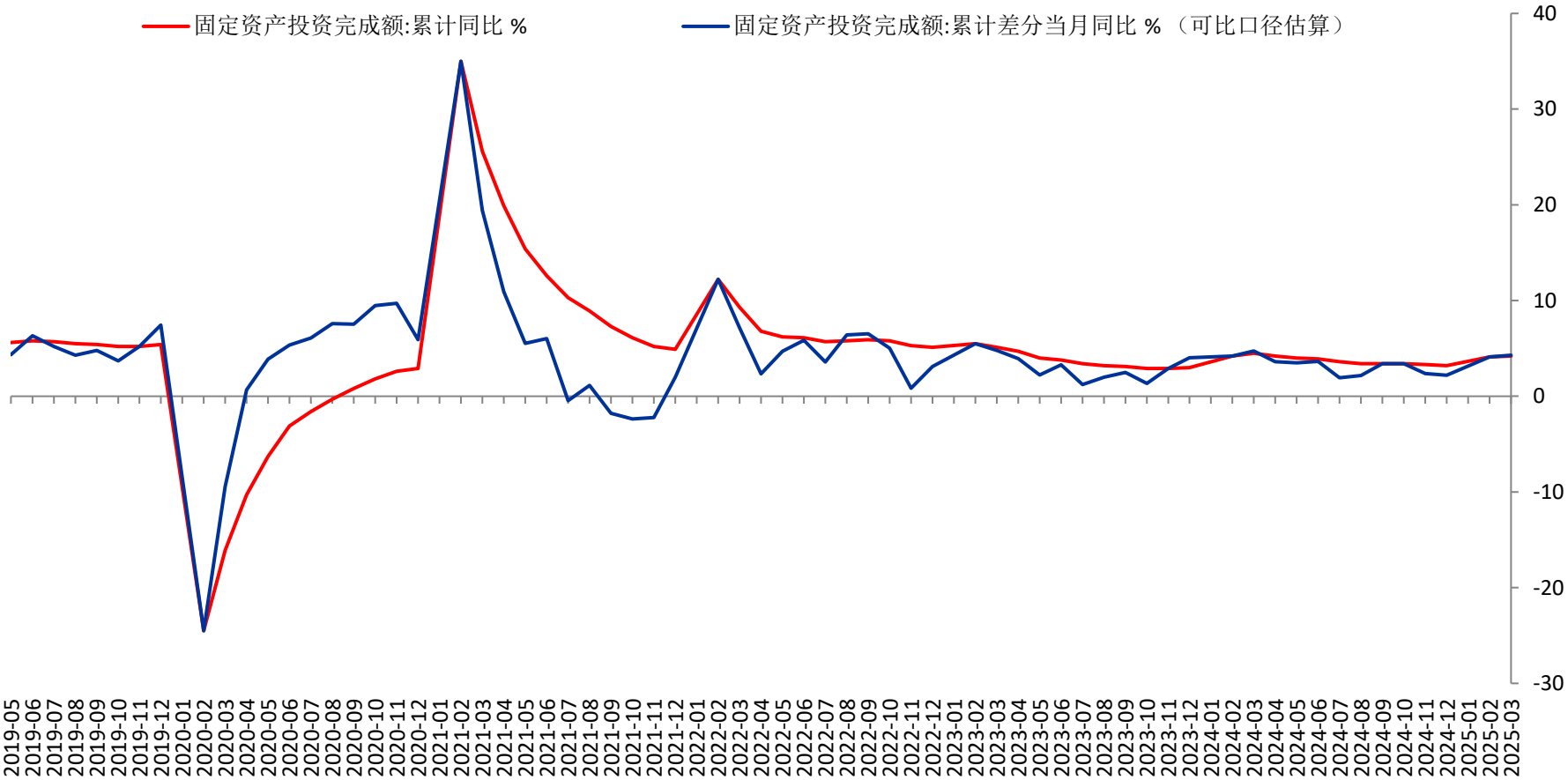
- 数据显示，中国3月规模以上工业增加值累计同比增速为6.5%，当月同比增速7.7%，明显好于前值，也强于预期。3月季调环比增速0.44%，较前值略有下降。
- 我们通过计算得到的数据显示，3月名义工业增加值同比增速上升至5.2%。



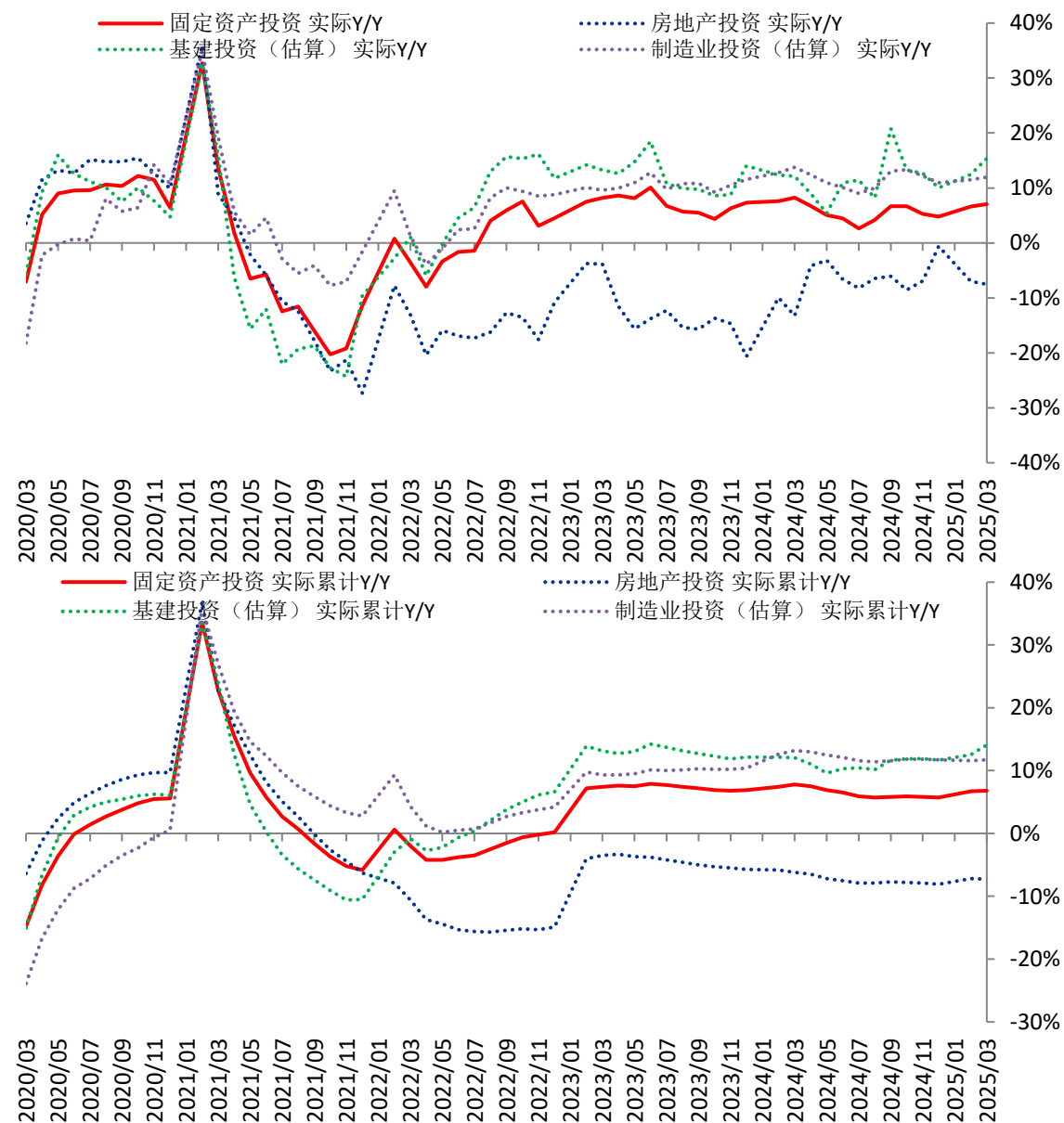
- 总体上看，3月名义工增受到实际工增带动较强，价格跌幅扩大实际存在负向影响。季调环比增速较1月、2月合计略有加快，产出修复的态势与PMI等数据表现一致。
- 企业部门整体营收和利润继续加速改善。产销率回落，出口交货值上升，二者边际变动均符合季节性，也与抢出口因素下外需仍有韧性的情况一致。
- 主要行业产值看。中游原材料行业产值增速变动不一，中下游制造业产值则多数上升。主要原材料产量看，乙烯维持高位，有色、粗钢季节性上升，仅有水泥产量下降。制造业产品产量方面，汽车产量超季节性上升并刷新历史同期高位，金属切削机床、工业机器人集成电路等高位继续上行。电脑、手机则符合季节性。此外，发电量继续刷新历史同期高位。情况显示，中游产品产量全面上升，一定程度上与抢出口下的加快生产、交付有关（延续至4月）。
- 情况表明，财政刺激下的内需和抢出口下的外需双双带动产出增长的逻辑不变，且后者短期带动力上升，表现符合此前预期。库存周期角度看，内外需求也均支持主动加库存的进程。但需要注意的是4月开始关税问题将带来实质性影响，产出压力增加同时行业分化也将加大，尤其非半导体行业风险需警惕。



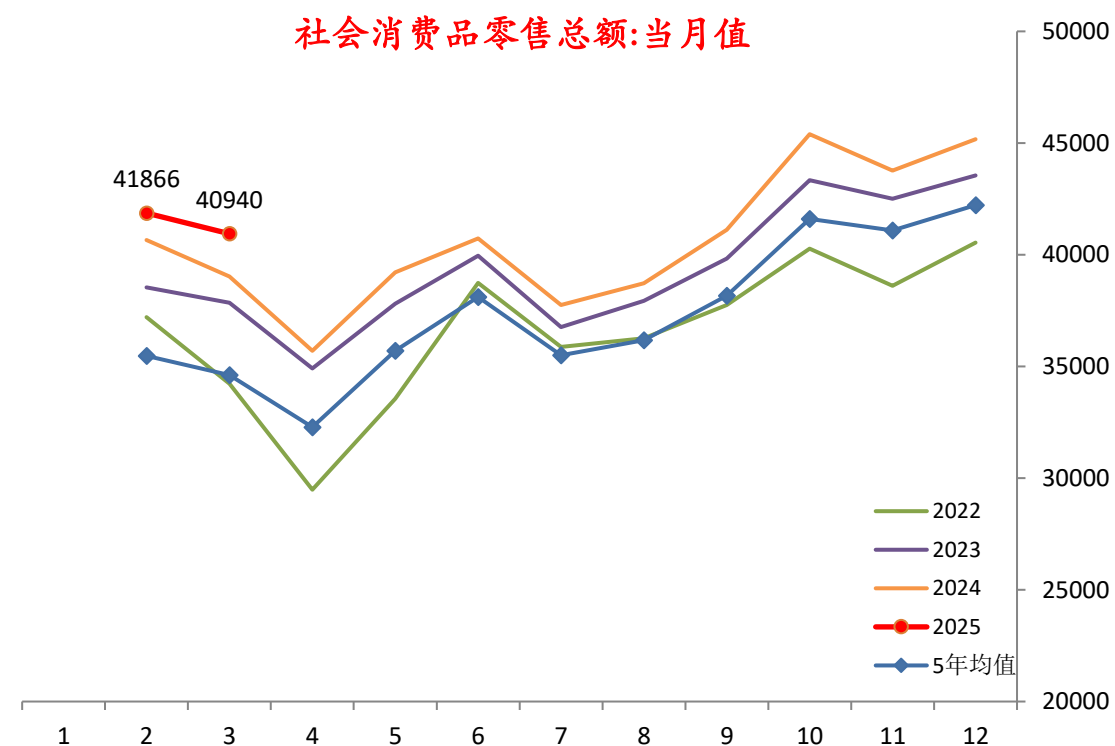
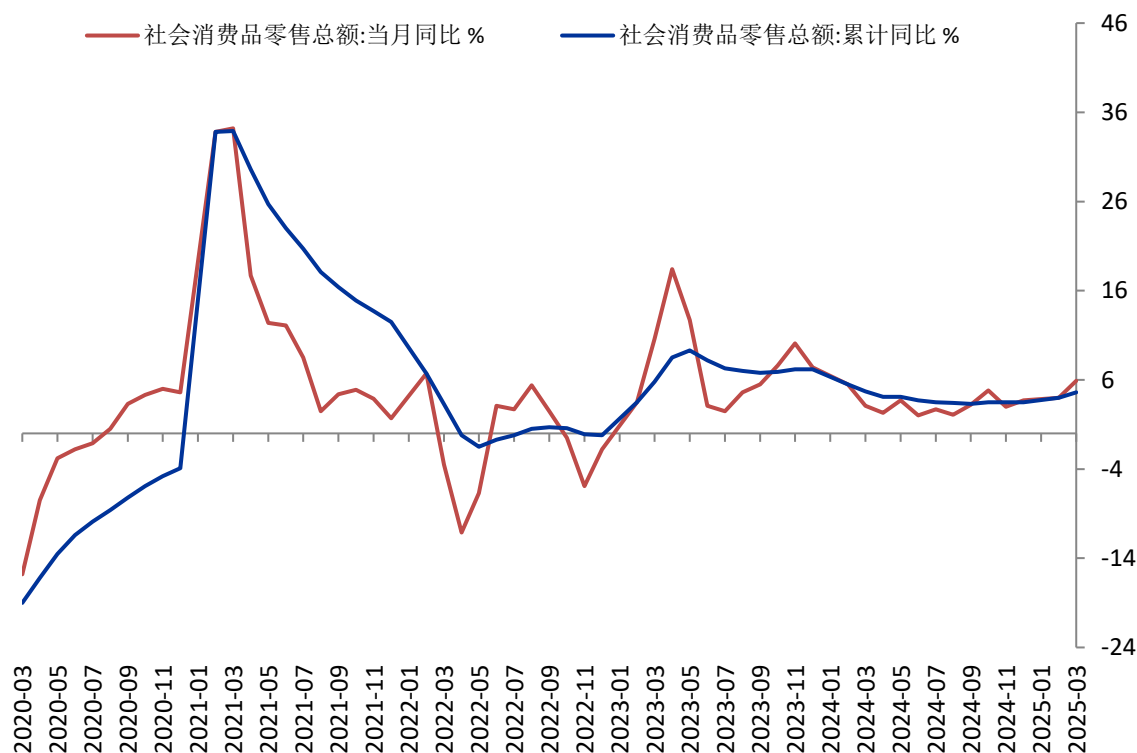
- 投资需求方面，3月城镇固定资产投资累计同比增长4.20%，较前值4.10%继续加速，也强于预期。
- 分项中，3月房地产、基建、制造业投资累计同比增速分别为-9.90%、11.50%、9.10%，基建投资加速明显。



- 总体上看，3月固投加速超预期，基建投资是主要动力，制造业稳中有升，地产拖累幅度有所扩大。
- 基建投资显然受2月和3月增量极高的政府融资支持，该因素4月将继续显现。此外，关税导致外需风险上升后，内需对冲力度势必增强，因此不排除增量财政对稳基建力度增加可能性，至少二季度基建投资可能超此前预期。全年基建投资也将维持高位甚至进一步攀升，是稳经济、对冲外部风险的重要抓手。
- 制造业投资受经济转型、产业调整和升级影响，整体持稳逻辑不变。货币政策宽松以及行政调控加大资金支持、降低融资成本，也有利于制造业投资的流动性增量，且3月挤出效应有所缓和。民间固投时隔半年重回正增长，反映底层经济活力改善。未来继续关注“两重两新”支持，并警惕外需风险。
- 地产方面，春节后房屋销售增长幅度有限，地产行业资金链自下而上逻辑未增强。中游资金面改善节奏如果持续放慢，对上游传导力量可能继续下降，4月仍是地产重要观察期，如未改善则可能对市场信心造成负面影响。同时政策加大支持的可能性上升，房屋收储、旧改和棚改值得关注。长期看，人口回落、城市化转向平稳等影响下，地产难以重回上行周期。



- 消费方面，3月名义社会消费品零售总额累计同比增长加速至4.6%，当月同比增速升至5.9%，表现明显超过预期和前值；季调环比角度看，3月名义社会消费品零售总额环比增长0.58%，较2月稍有放慢。



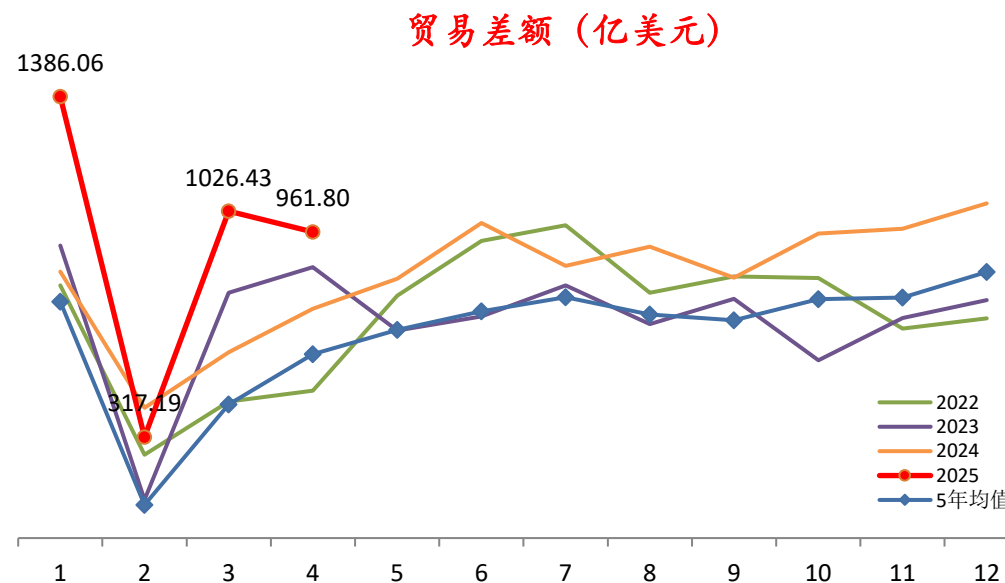
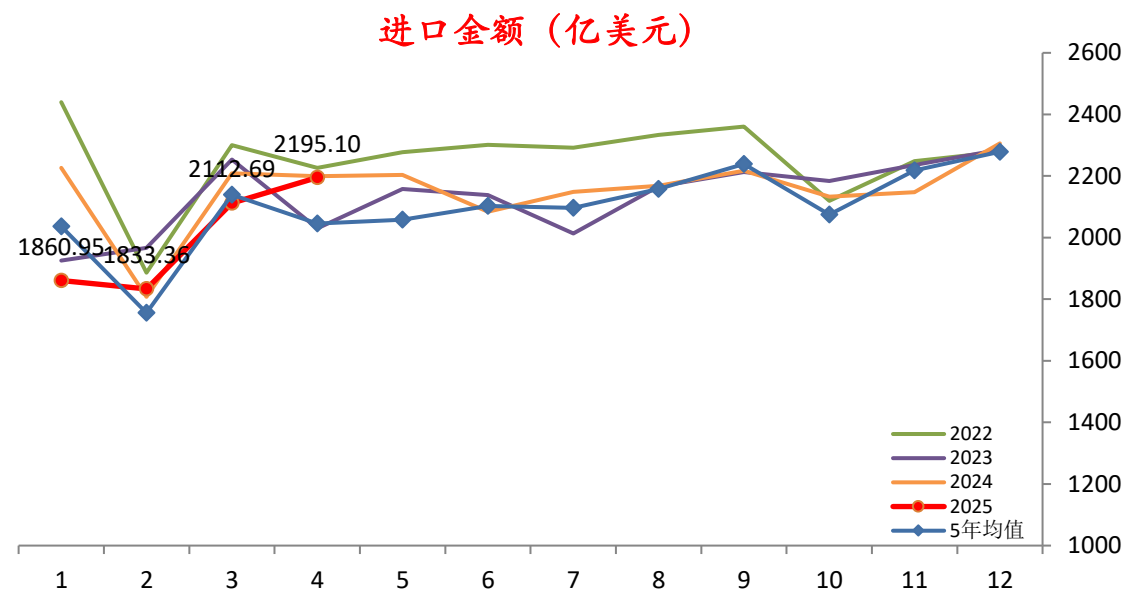
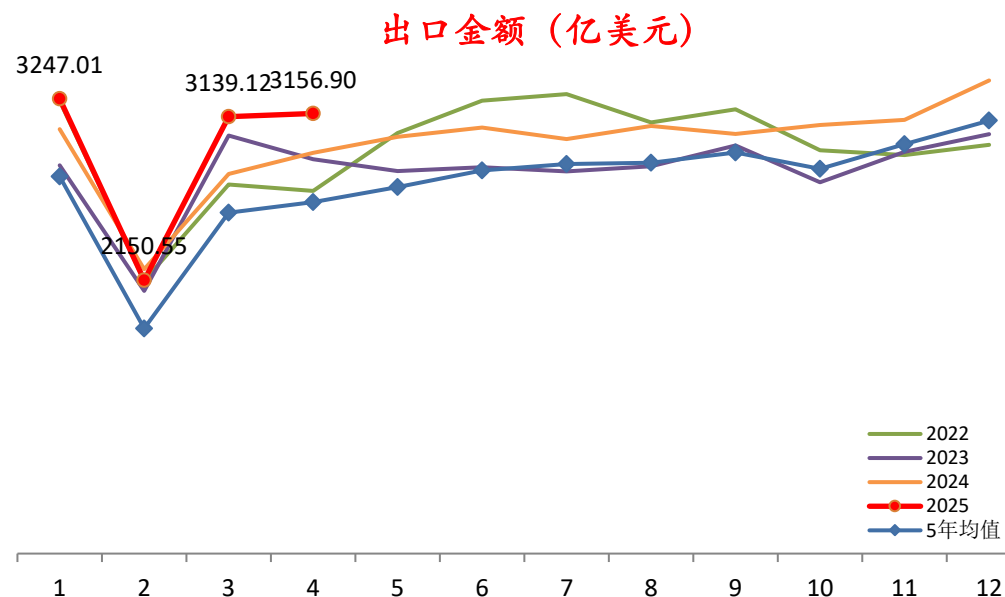
- 总体上看，3月社消增量持稳、符合季节性，低基数则推升同比增速明显。
- 去年春节消费高峰位于2月，节后消费下行造成3低基数效应。今年春节结束后消费同样回落，但补贴政策等支持下增量依然较高。
- 分项仍有几个特点：一是必需品消费维持稳定，改善型消费好转或维持高位，消费稳定的基本动力不减。但油价下跌限制部分分项名义金额。二是地产相关消费受到春节前后房屋尤其是新房销售季节性低位影响，特别是建材明显偏弱。三是补贴政策对大型耐用品支持仍在，体现在家具、家电、汽车等方面。四是均有商务属性的消费分项仍表现较好，侧面反映生产端活力依旧，对应工增高速增长。
- 一季度情况显示，消费补贴维持强势，且两会确定的今年补贴规模较去年翻倍，财政支持消费力度将继续增加。外需走弱风险放大后，政策发力节奏也有望前置。而出口转内销意味着企业层面以价换量可能性高。从内生角度看，收入是否增长仍是决定长期消费趋势的关键，核心包括居民财务成本下降（降杠杆、降房贷利率）的收入被动改善，财产性收入（股市、地产等）的主动改善，工资性收入改善等三点。目前第一点实现，第二点稳定，第三点待体现。长期来看，人口增量、年龄结构是制约消费总量、改变消费习惯、影响消费结构和消费升级进程的关键因素。

官方累计同比	必需品消费			改善性消费			地产系消费			汽车系消费		餐饮消费	商品零售
	粮油食品	饮料	日用品	化妆品	文娱用品	书报杂志	家具	家电	建筑材料	汽车	石油及制品		
2025-03	12.20	-0.50	6.80	3.20	25.40		18.10	19.30	0.00	-0.80	-0.10	5.60	5.90
2025-02	11.50	-2.60	5.70	4.40	25.00	1.20	11.70	10.90	0.10	-4.40	0.90	4.30	3.90
2024-12	9.90	2.10	3.00	-1.10	11.10	-1.60	3.60	12.30	-2.00	-0.50	0.30	2.70	3.90
2024-11	9.90	3.20	2.70	-1.30	10.50	-0.20	2.90	9.60	-2.30	-0.70	0.60	4.00	2.80
2024-10	9.90	3.90	2.90	3.00	11.50	1.20	1.90	7.80	-3.00	-1.50	1.30	3.20	5.00
2024-09	9.90	4.50	2.20	-1.00	9.70	1.90	1.10	4.40	-2.60	-2.10	2.30	3.10	3.30
2024-08	9.70	5.30	2.20	-0.50	10.10	1.30	1.30	2.50	-2.00	-2.40	3.20	3.30	1.90
2024-07	9.60	5.60	2.30	0.30	11.10	1.70	2.00	2.30	-1.30	-1.70	3.80	3.00	2.70
2024-06	9.60	5.60	2.30	1.00	11.20	2.20	2.60	3.10	-1.20	-1.10	4.10	5.40	1.50
2024-05	9.30	6.50	2.70	5.40	15.20	2.60	3.00	7.00	-0.40	0.20	4.00	5.00	3.60
2024-04	9.30	6.50	1.50	2.10	13.80	4.80	2.50	5.50	0.60	1.40	3.80	4.40	2.00
2024-03	9.60	6.50	0.70	3.40	14.20	7.30	3.00	5.80	2.40	3.80	4.50	6.90	2.70

海关公布数据显示：

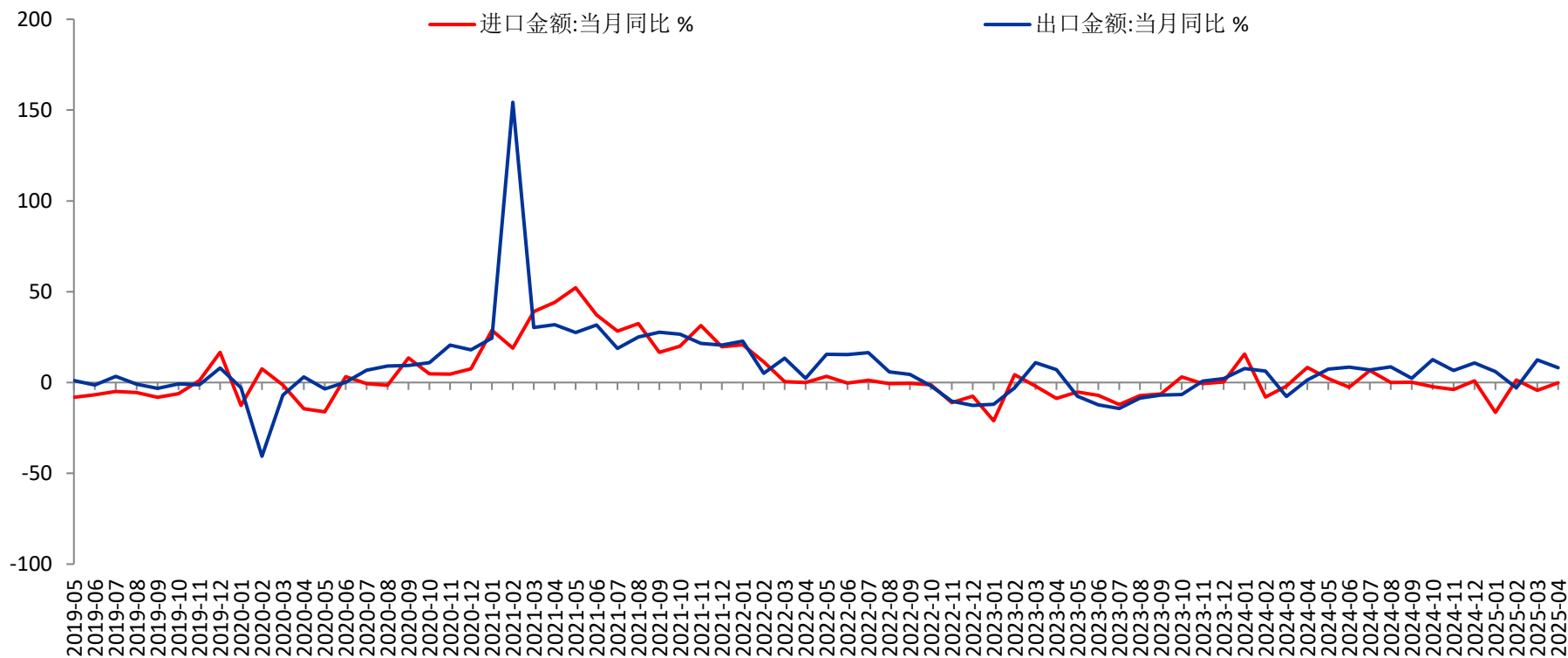
- 中国4月合计出口金额3156.90亿美元，同比继续增长8.1%，较前值放慢但明显好于预期的1.9%。
- 进口金额2195.1亿美元，同比小幅下降0.2%，比前值明显改善，且好于预期的下降5.9%。
- 贸易顺差下降至961.8亿美元，仍是历史同期最高记录。

指标	2025/04	2025/03	2024/04
出口金额（亿美元）	3156.90	3139.12	2919.14
出口同比（%）	8.10	12.40	1.33
进口金额（亿美元）	2195.10	2112.69	2199.27
进口同比（%）	-0.20	-4.30	8.32
进出口金额（亿美元）	5352.00	5251.81	5118.41
贸易差额（亿美元）	961.80	1026.42	719.87

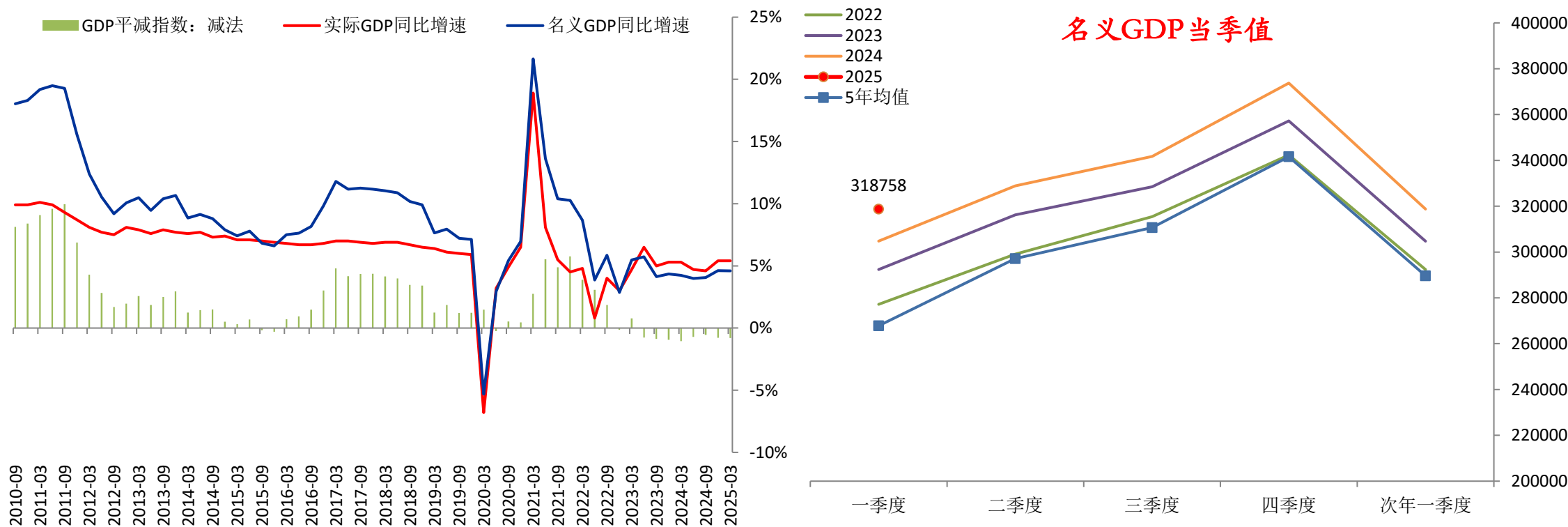


- 美元计价出口金额4月表现基本符合季节性，去年同期基数上升是同比增速回落的主要原因，出口强势暂时没有改变。
- 进口金额也继续攀升且好于季节性，3月数据过低存在一定影响，同时去年同期基数略偏高。
- 进口增加超过出口上升幅度，导致贸易顺差回落，但绝对水平依然不低。

- 从当月情况看，出口总体和分项情况与韩、越等外向型经济体出口，集装箱吞吐量，全球制造业PMI、主要出口目的地国家PMI等基本一致。美国对华再度加征关税，之后对部分商品临时豁免90天，并豁免半导体等行业产品，结合抢出口、抢转口来看，出口短期可能仍受到支撑。但预期已经转向，海外预防性补库结束后，终端需求年内仍存较大不确定性。中国制造业PMI新出口订单也显示出此问题。外生因素造成出口回落风险仍需要警惕。
- 中长期看，全球经济仍面临风险，经济周期仍有下行压力，且美国就业情况走弱对终端消费有潜在拖累，外需总体仍面临不确定性。这也是4月末、5月初多项稳需求政策加速落地的背景，以及未来政策加码的直接原因。



- 2025年一季度GDP同比增长5.4%，与去年四季度表现一致，超过去年全年累计涨幅。环比来看，去年四季度受到政策影响，GDP增速较快、增量较高，一季度符合季节性的增量也意味着开年经济维持较快速的实质增长。
- 从名义值来看，一季度GDP同比增长4.59%，GDP平减指数下降至0.81%，低于去年四季度的-0.78%。这表明虽然产出维持强势，但通缩问题反而有所严重。



- 2024年四季度开始的逻辑没有变化，即各项政策大幅转向宽松下，经济迎来明显修复并持续至目前。去年经济运行存在的几个主要问题到目前已有所缓和，包括内需明显改善、外需暂时持稳、边际动能增强等，但通缩问题尤其是输入性通缩风险仍在。
- 从今年情况看，预计消费占比仍然偏低，消费刺激政策以及提升消费在GDP中的占比仍有空间，这仍是支撑今年经济的重点方面。投资在基建投资带动下也将稳中有增，主要风险仍在于地产投资能否修复。外需风险已经显性化，二季度开始或明显拖累经济，这也意味着稳内需必要性和力度进一步提升。从经济运行节奏上看，二季度开始增速放缓的风险较高（4月经济数据已经开始逐步体现），全年经济仍面临挑战，两会确立的5%增速目标有一定难度，需要更多增量政策应对。关注4月中央政治局会议、5月三部委一揽子政策落地节奏。

2025	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP同比 增速	5.40%	5.50%	5.40%	5.00%	5.31%
		5.30%	5.10%	4.80%	5.13%
		5.00%	4.80%	4.50%	4.90%
		4.80%	4.50%	4.40%	4.75%
		4.50%	4.20%	4.20%	4.54%

*典型情境下的2025年GDP增速水平，以及对应的全年GDP增速。



CONTENT 目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

综合来看，3月CPI和PPI表现均弱于预期，低基数和新跌价分别是CPI和PPI主要影响。CPI-PPI差值上升至2.4%，二者均值跌幅再度扩大至1.22%。预计一季度GDP平减指数将会回落。

CPI主要分项多受到低基数影响。食品价格多环比下跌，核心商品CPI相关分项涨幅扩大，核心服务则基本持稳，也是稳定核心CPI的主要力量。燃料价格下跌带来的输入性通缩态势不变。

大宗商品价格下行对PPI拖累显著。3月下旬商品价格虽反弹但中枢提升有限，此前下行的拖累仍在，同时行业分化情况延续——有色大涨，但黑色和能化持续下跌。

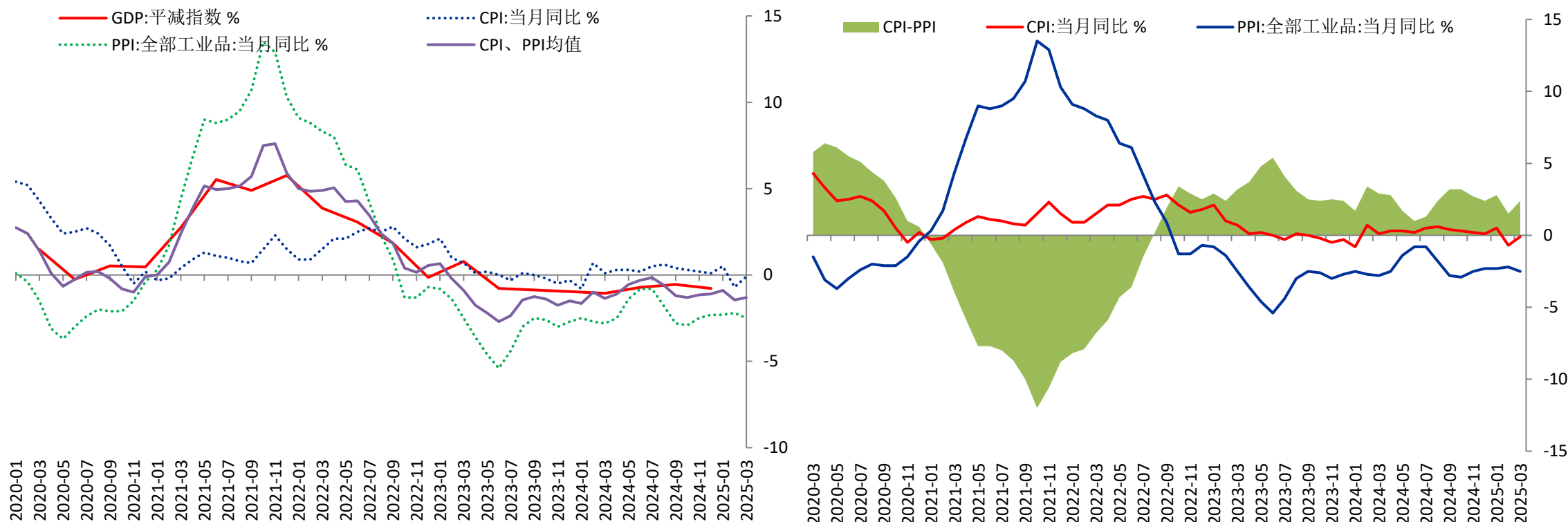
情况显示，4月蔬菜价格明显反弹，猪肉价格跌幅收窄，食品新涨价因素有望显现。非食品中，服装继续下跌，汽柴油跌幅暂时收窄但仍有可能放大。核心商品仍需关注消费补贴力度和收入改善幅度，且前者带来压力不变。4月CPI或延续改善态势，核心CPI有望维持稳定。长期来看，经济修复、消费复苏节奏将决定消费通胀尤其是核心CPI回升步伐。

4月初美国关税政策令商品价格下挫，对PPI影响偏负面。往后看，关税政策对出口存在较强的负面影响，外需定价行业PPI表现可能更弱。二季度低基数影响价格同比的程度将减弱，新涨价/跌价因素影响将上升，三季度低基数则将再推升同比。长期来看，全球经济、政策尤其国内需求修复节奏，以及商品供给波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。

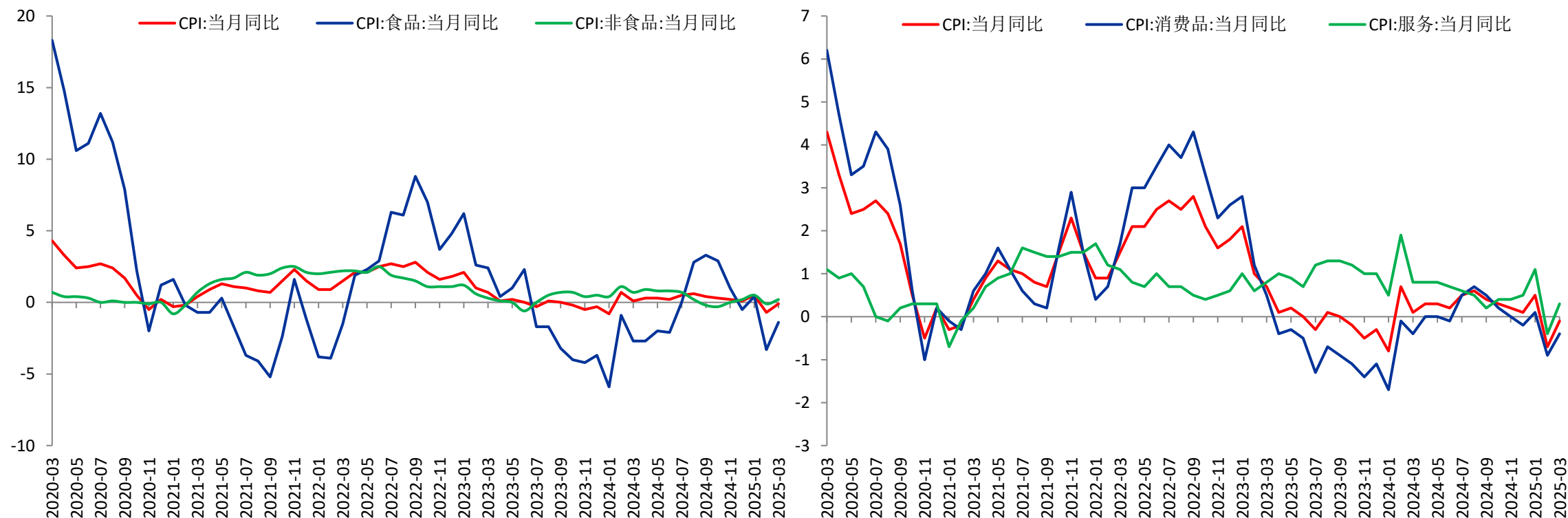
我们预计，春节影响彻底结束后，新涨价因素影响将放大。但外需风险、商品价格走弱的负面影响较大，通缩问题暂时无解。稳增长政策大概率加速落地，且月底政治局会议或释放更多政策信号。稳内需尤其是扩消费仍是政策焦点，对消费品供需有提振作用，但基于消费者的价格可能存在压力。内需除消费外，地产是否延续改善，以及未来改善程度仍为基本面核心之一。

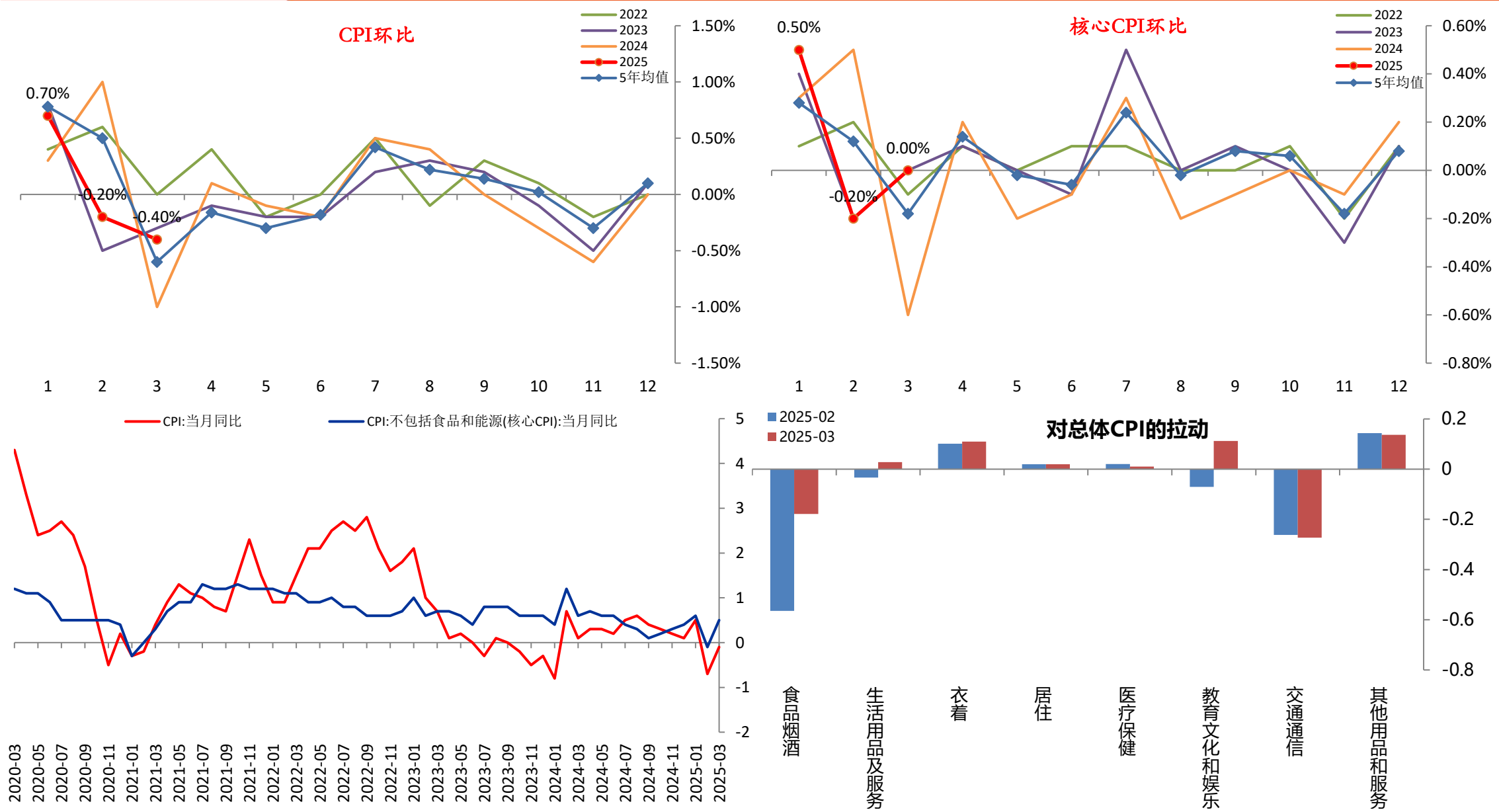
国家统计局公布的数据显示：

- 3月中国CPI同比下降0.1%，较前值-0.7%明显改善，但较预期的0%偏弱；PPI同比增速为-2.5%，表现弱于预期的-2.3%，也弱于前值-2.2%。
- 此外，核心CPI同比增速大幅反弹至0.5%，基本重回春节前水平附近。



- 总体CPI环比继续回落至-0.4%，但基数偏低推升同比增速反弹至-0.1%。
- 主要分项同比上看，食品、非食品、消费品、服务均有改善，其中消费品仍有小幅走弱，但服务出现正增长，带动非食品、核心CPI上升，食品项同比增速则仍为负。
- 环比来看，食品、非食品、消费品跌幅均有扩大，服务跌幅则收窄。
- 3月总体CPI和主要分项情况显示，实际并无新涨价因素，低基数对同比改善起到主要作用，这来自于2024年春节在2月造成的2月涨价、3月跌价。短期看供给仍强于需求。

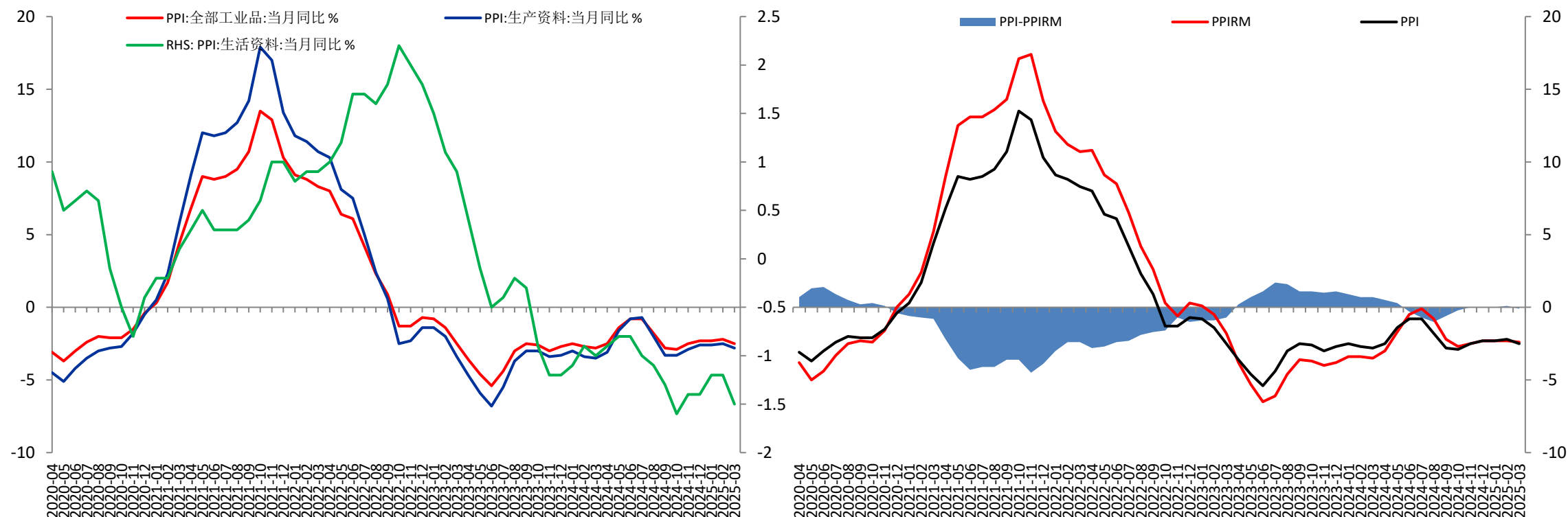




- 总体上看，3月CPI环比继续回落，但基数偏低推升同比增速反弹。结合主要分项看，食品、非食品、消费品、服务同比均有改善，但环比均为下行。新涨价因素暂时缺位，低基数对同比改善起到主要作用。短期供给仍强于需求。
- 主要食品价格多数走弱，但低基数同样支持同比增速。供给季节性增加，猪周期去库缓慢等因素存影响。
- 非食品方面，核心商品CPI相关分项涨幅明显扩大，但可能是短期情况，未来消费补贴对商品消费价格仍有向下带动。核心服务价格则基本持稳，也是稳定核心CPI的主要力量。此外，燃料价格下跌带来的输入性通缩态势不变。
- 4月以来情况显示，蔬菜价格明显反弹，猪肉价格跌幅收窄，食品新涨价因素有望显现。非食品中，服装价格继续下跌，汽柴油价格跌幅暂时收窄但后期可能再放大。核心商品仍需关注消费补贴力度和收入改善幅度，且前者带来压力不变。春节影响彻底结束，新涨价重回焦点，4月CPI或延续改善态势，核心CPI有望维持稳定。长期来看，经济修复、消费复苏节奏将决定消费通胀尤其是核心CPI回升步伐。

CPI分项	单位: %	当月同比	上月同比	同比变动	环比	环比3MMA
总体CPI		-0.1	-0.7	0.6	-0.4	0.03
食品		-1.4	-3.3	1.9	-1.4	-0.20
非食品		0.2	-0.1	0.3	-0.2	0.10
核心CPI		0.5	-0.1	0.6	0.0	0.10
消费品		-0.4	-0.9	0.5	-0.4	0.07
服务		0.3	-0.4	0.7	-0.4	0.00
食品烟酒		-0.6	-1.9	1.3	-0.9	-0.07
:粮食		-1.5	-1.3	-0.2	0.0	-0.03
:食用油		-2.1	-2.0	-0.1	-0.1	-0.13
:鲜菜		-6.8	-12.6	5.8	-5.1	-1.00
:鲜果		0.9	-1.8	2.7	-1.6	1.17
:畜肉类		-0.1	-1.8	1.7	-2.2	-0.90
:猪肉		6.7	4.1	2.6	-4.4	-1.77
:牛肉		-10.8	-13.3	2.5	0.5	-0.07
:羊肉		-5.4	-6.6	1.2	-0.4	0.00
:水产品		-0.2	-3.6	3.4	-0.2	1.23
:蛋类		-1.6	-2.7	1.1	-2.7	-2.93
:奶类		-1.7	-1.4	-0.3	0.0	-0.27
:烟草		0.3	0.4	-0.1	0.0	0.00
:酒类		-1.8	-1.9	0.1	0.6	-0.17
衣着		1.3	1.2	0.1	0.7	0.07
:服装		1.5	1.4	0.1	0.7	0.07
:鞋类		0.5	0.3	0.2	0.7	0.17
居住		0.1	0.1	0.0	0.0	0.00
:租房房租		-0.1	-0.2	0.1	0.1	0.07
:水电燃料		0.3	0.3	0.0	0.0	0.00
生活用品及服务		0.6	-0.7	1.3	1.3	0.63
:家用器具		-0.3	-3.3	3.0	2.8	1.13
:家庭服务		1.7	1.8	-0.1	-0.3	0.33
交通和通信		-2.6	-2.5	-0.1	-1.4	-0.03
:交通工具		-4.0	-4.4	0.4	-0.4	-0.20
:交通工具用燃料		-5.7	-1.2	-4.5	-3.5	0.10
:交通工具使用和维修		0.3	-2.0	2.3	-0.1	0.00
:通信工具		1.4	1.3	0.1	-0.2	-0.33
:通信服务		0.0	0.0	0.0	0.0	0.00
:快递服务		-0.3	-0.5	0.2	0.0	0.00
教育文化和娱乐		0.8	-0.5	1.3	-0.8	0.07
:教育服务		1.2	1.3	-0.1	0.1	0.03
:旅游		-0.9	-9.6	8.7	-5.9	0.43
医疗保健		0.1	0.2	-0.1	0.0	0.00
:中药		0.5	0.5	0.0	0.1	0.07
:西药		-1.2	-1.1	-0.1	-0.2	-0.13
:医疗服务		0.4	0.6	-0.2	0.0	-0.03
其他用品和服务		6.2	6.5	-0.3	0.4	0.90

- PPI环比下跌0.4%，与历史同期相比明显偏弱，边际变动也弱于季节性，同比增速跌幅扩大至2.5%，同样弱于预期。价格对企业名义产出、营收和利润的负面影响存在且有所扩大。
- PPIRM跌幅也扩大至2.4%。PPI与PPIRM差值小幅下降至-0.1%，下游相对上游利润改善速度再度减慢。

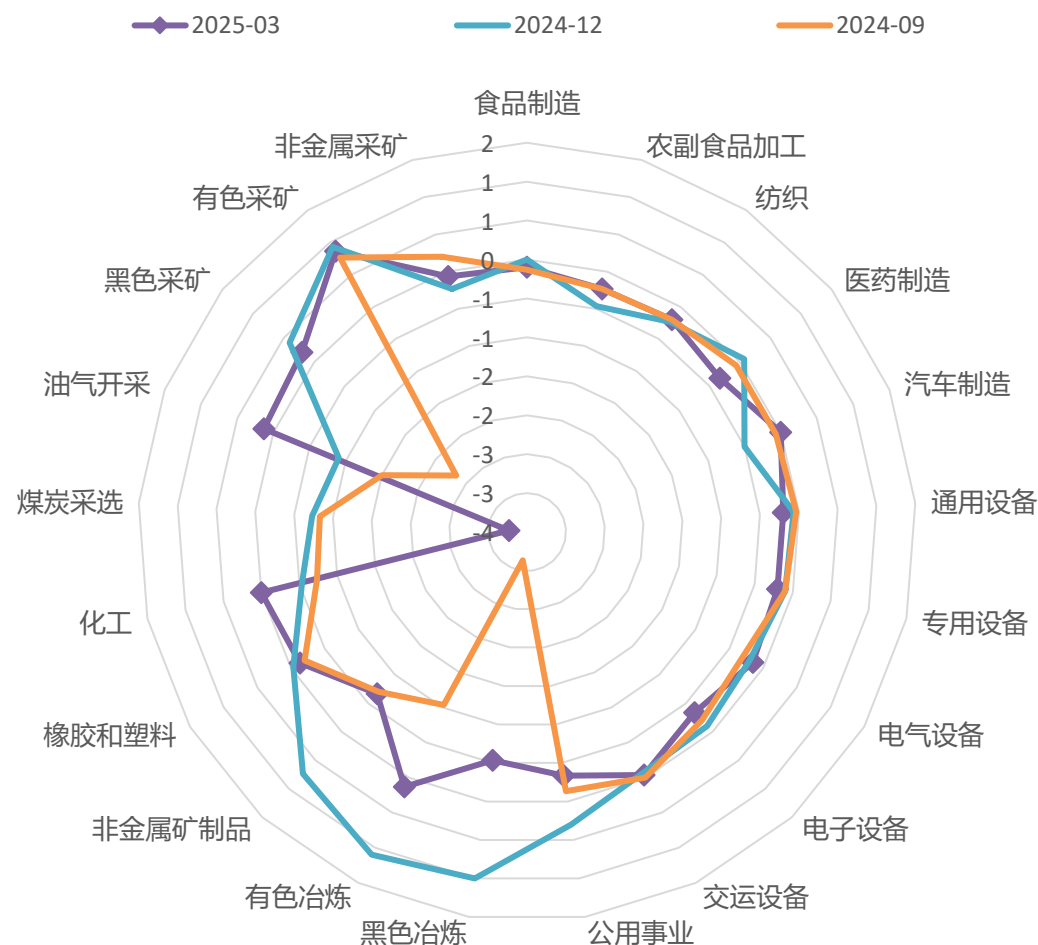


- 3月行业PPI多数走弱，上游行业多数跌幅放大，包括煤炭开采、油气开采，黑色开采小幅收窄，有色维持较大增长。中游原材料、加工组装和下游行业变动仍不大，多数行业延续负增长。
- 产业链角度看则变动不大。能化跌幅继续扩大，特别是油气产业链（含下游化工、橡胶和塑料等）。黑色产业链跌幅收窄但幅度有限，绝对表现仍弱。有色产业链延续上行。主要制造业多数继续下跌，尤其是前期表现较好的交通运输设备制造增速降至0，电子制造跌幅扩大较多，汽车制造跌幅也扩大。
- 3月大宗商品价格明显下行，PPI受到拖累显著。节奏上看，3月下旬商品价格反弹，但中枢与2月相比提升有限，且此前下行的拖累仍在，同时行业分化情况延续——有色大涨、黑色和能化持续下跌。4月初受到美国关税政策影响商品价格全面下挫，全月中枢也将下降，对PPI仍存负面影响。

官方PPI同比	下游行业					中游行业											上游行业				
						加工组装					原材料										
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业
2025-03	-1.10	-3.20	-2.30	-1.30	-3.40	-1.40			-2.40	0.00	-1.80	-10.00	9.40	-0.40	-1.50	-3.60	-14.90	-8.50	-10.90	21.20	-3.40
2025-02	-1.70	-4.20	-2.10	-1.00	-3.10	-1.30	-1.20	-1.20	-1.80	0.40	-0.80	-10.60	9.50	-0.20	-1.40	-3.60	-12.50	-3.30	-13.20	21.20	-3.50
2025-01	-1.80	-4.30	-1.70	-1.10	-3.10	-1.20	-1.60	-1.60	-1.80	0.20	-1.50	-10.70	9.30	-0.20	-1.40	-4.00	-10.10	-1.30	-13.70	18.90	-3.00
2024-12	-1.60	-4.30	-1.70	-0.50	-3.80	-1.00	-1.20	-2.10	-1.90	0.10	-0.70	-9.50	10.00	-0.30	-1.60	-4.80	-8.00	-6.20	-11.40	19.10	-3.00
2024-11	-1.80	-4.70	-1.90	-0.90	-3.10	-1.10	-1.20	-2.40	-2.50	0.20	-0.90	-8.20	9.70	-0.50	-1.80	-5.00	-6.30	-12.50	-9.10	18.50	-3.40
2024-10	-1.80	-5.00	-1.80	-1.10	-3.10	-1.00	-1.20	-2.70	-2.90	0.20	-1.80	-7.50	8.30	0.10	-1.90	-5.60	-5.60	-14.60	-7.70	16.30	-4.70
2024-09	-1.60	-4.90	-1.50	-1.20	-2.30	-1.00	-1.00	-3.10	-2.80	0.50	-2.20	-11.10	5.90	1.20	-1.70	-4.10	-2.60	-10.10	-6.50	15.90	-5.10
2024-08	-1.50	-4.00	-1.10	-0.90	-2.20	-1.00	-0.80	-3.00	-2.40	0.60	-2.20	-8.00	7.60	0.90	-1.80	-1.20	-0.10	-3.30	0.70	17.10	-5.10
2024-07	-1.10	-2.70	-0.80	-1.20	-2.10	-1.10	-0.80	-2.80	-2.60	0.50	-1.90	-3.70	10.60	0.10	-1.90	0.30	0.30	6.70	3.80	18.10	-5.60
2024-06	-1.10	-2.20	-0.70	-1.00	-2.30	-1.00	-0.70	-2.90	-2.10	0.00	-2.00	-2.10	11.50	-1.60	-2.10	-0.60	-1.60	8.00	5.90	17.00	-6.90
2024-05	-1.10	-3.40	-0.60	-0.70	-2.00	-0.80	-0.60	-3.00	-1.90	0.00	-1.80	-3.70	8.90	-2.00	-2.40	-3.40	-9.00	9.40	4.60	13.50	-8.80
2024-04	-1.20	-3.60	-0.70	-0.70	-2.00	-0.80	-0.70	-4.20	-2.00	-0.10	-2.10	-8.50	3.60	-2.30	-2.50	-5.40	-14.20	9.40	0.60	7.60	-9.00
2024-03	-1.20	-4.40	-0.70	-0.60	-1.50	-0.50	-0.80	-4.30	-2.50	-0.40	-1.70	-7.20	0.60	-2.00	-2.80	-6.30	-15.00	6.30	6.70	3.40	-8.10

- 3月PPI环比弱于季节性，同比增速也弱于预期。价格对企业名义产出、营收和利润的负面影响扩大。PPI与PPIRM差值小幅下降，下游相对上游利润改善速度再度减慢。
- 3月大宗商品价格明显下行，PPI受到拖累显著。节奏上看，3月下旬商品价格反弹，但中枢与2月相比提升有限，且此前下行的拖累仍在，同时行业分化情况延续——有色大涨，但黑色和能化持续下跌。
- 4月初受到美国关税政策影响商品价格全面下挫，全月中枢也将下降，对PPI仍存负面影响，且主要行业将呈现普遍回落。截止4月上旬情况显示，PPI环比跌幅可能收窄。往后看，关税政策对出口存在较强的负面影响，外需定价行业PPI表现可能更弱。二季度低基数影响价格同比的程度将减弱，新涨价/跌价因素影响将上升，三季度低基数则将再推升同比。长期来看，全球经济、政策尤其国内需求修复节奏，以及商品供给波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。

官方PPI环比3MMA





CONTENT 目录

第一部分 经济基本面与宏观供需

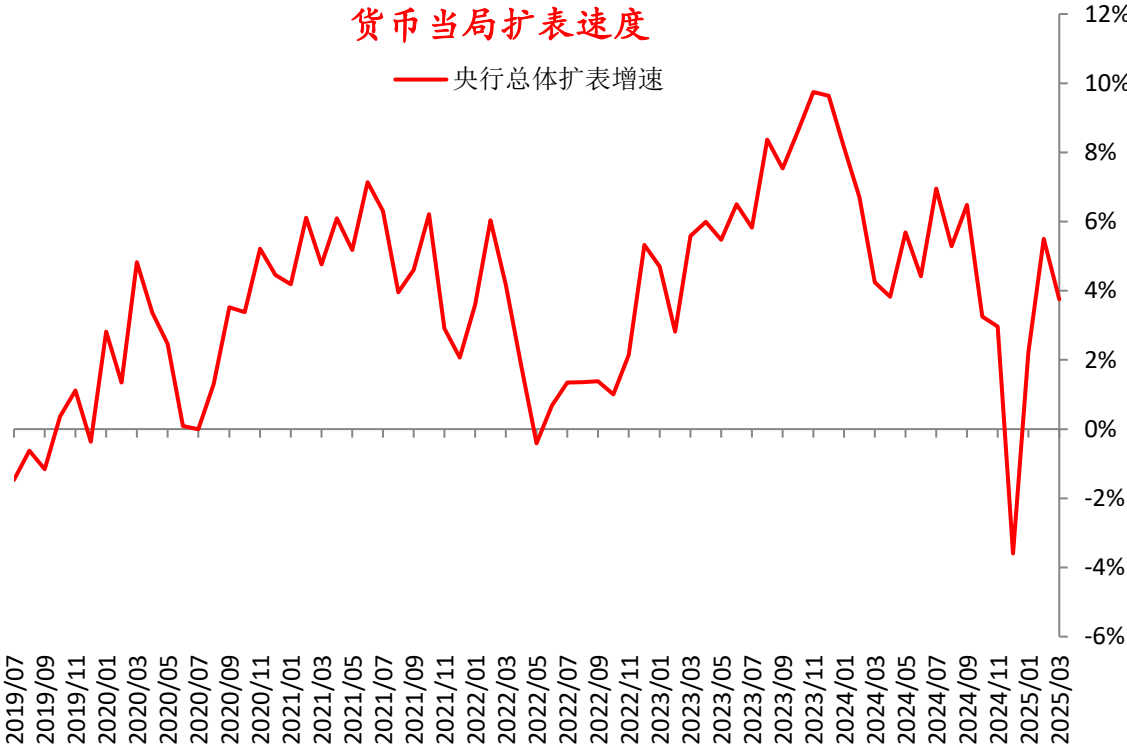
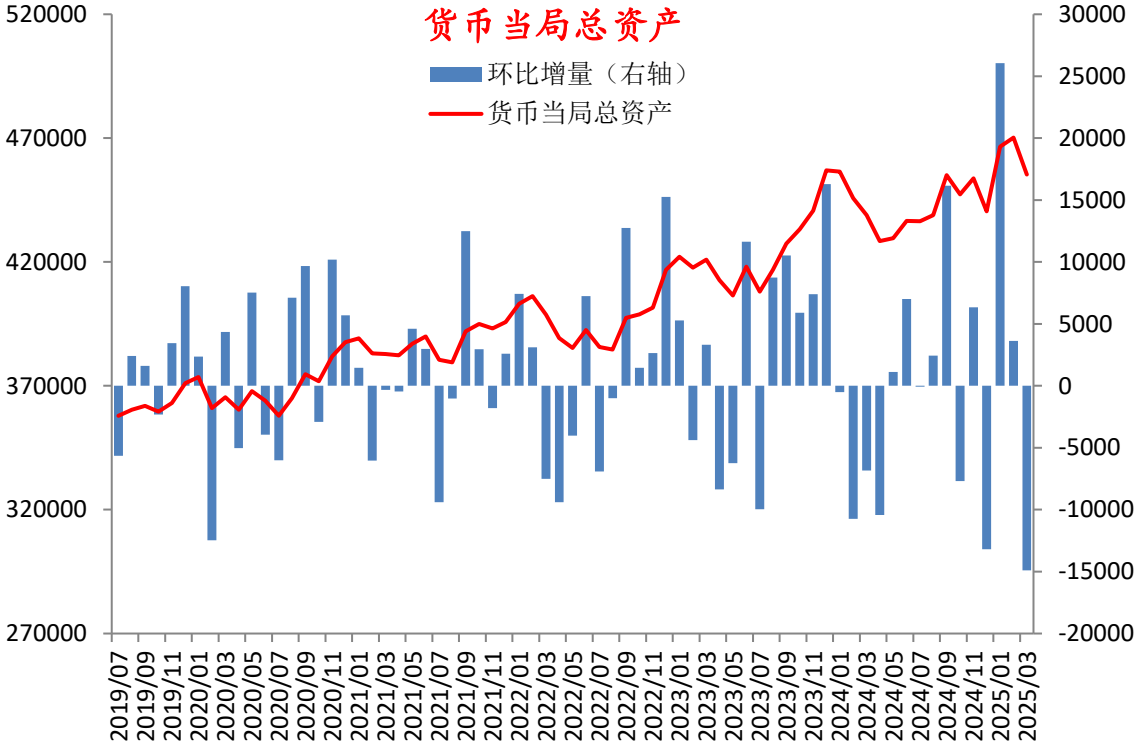
第二部分 价格水平变动情况

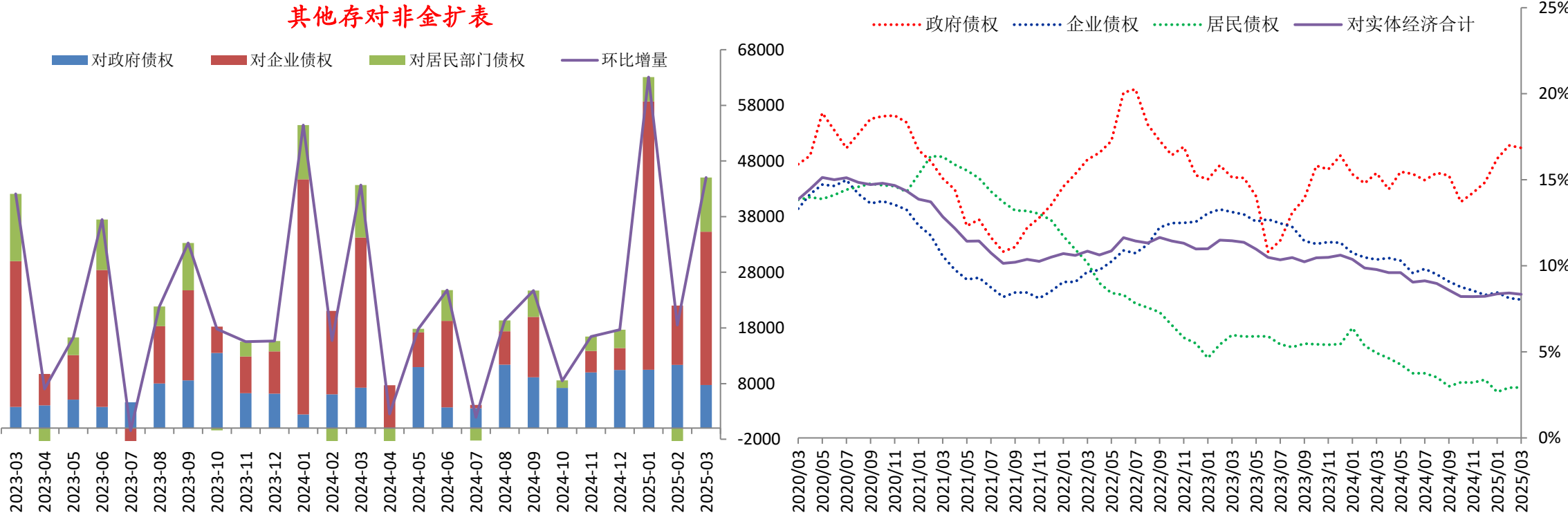
第三部分 货币与财政政策

第四部分 汇率与商品市场波动

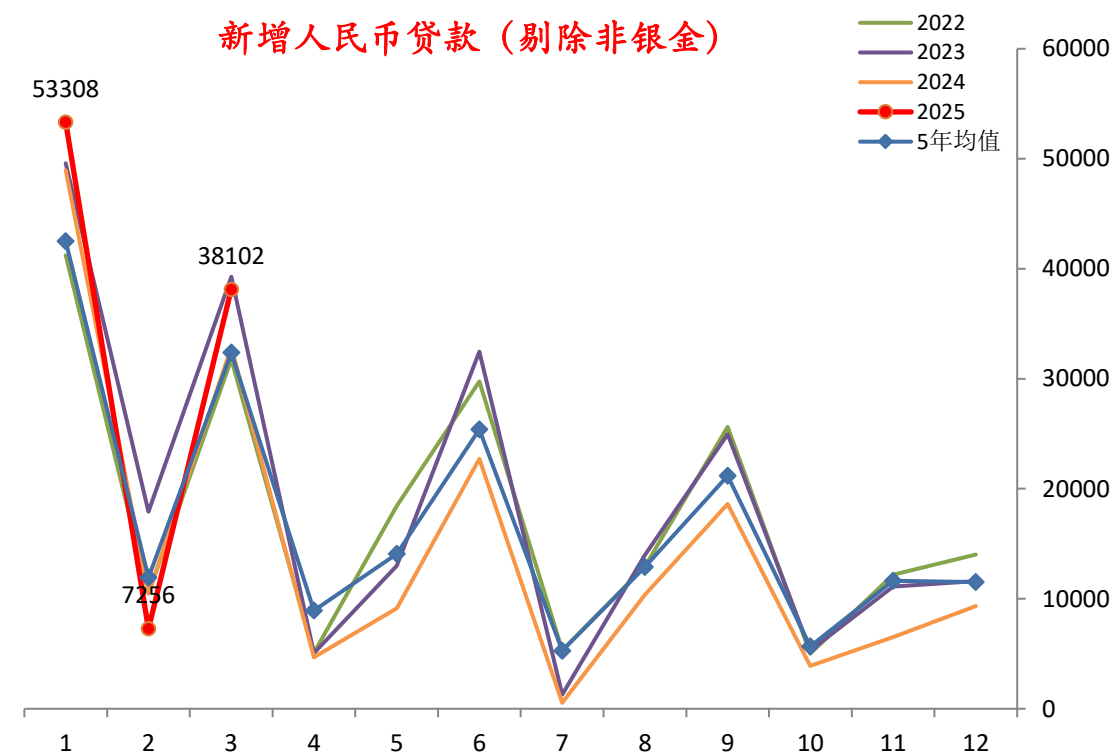
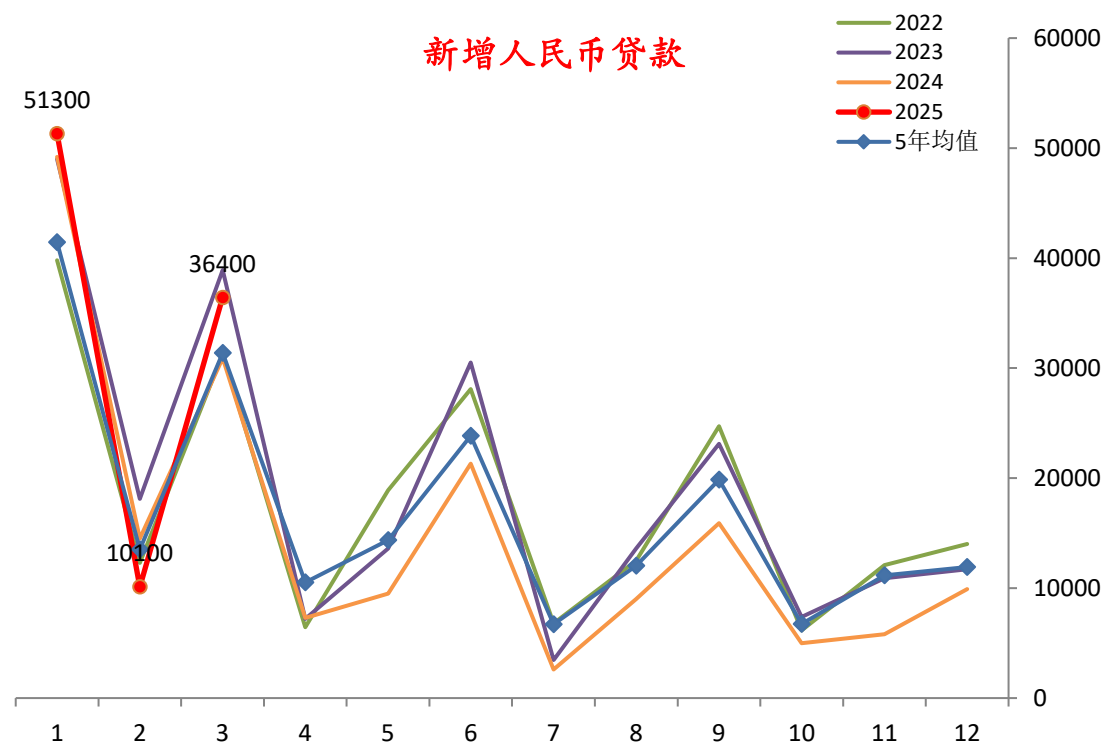
金融角度看，政府融资增量维持高位，对社融贡献不变，财政支出对企业和居民流动性带来利好正在显现。居民新屋销售仍是另一个影响企业流动性的关键，短期改善速度放慢，对流动性进入实体经济支持下降。广义社融增速持续回升，已经形成反弹趋势，且二季度开始受增量和低基数共同影响或加速回升。货币信贷增速差持续下行，M2稳定、社融加速均有影响，上行趋势短期难现。无风险收益率与货币信贷增速差缺口弥补后，对利率产生向下带动。政策效果逐步显现，且外需走弱风险下大概率更加宽松，5月的降准降息或并非年内唯一。超长期特别国债发行计划也推动政府发债速度加快。经济基本面结构性好转仍能够有利于资金向实。但目前预期改善不足，价格影响偏负向。总体上看，无风险利率或维持阶段震荡走势。

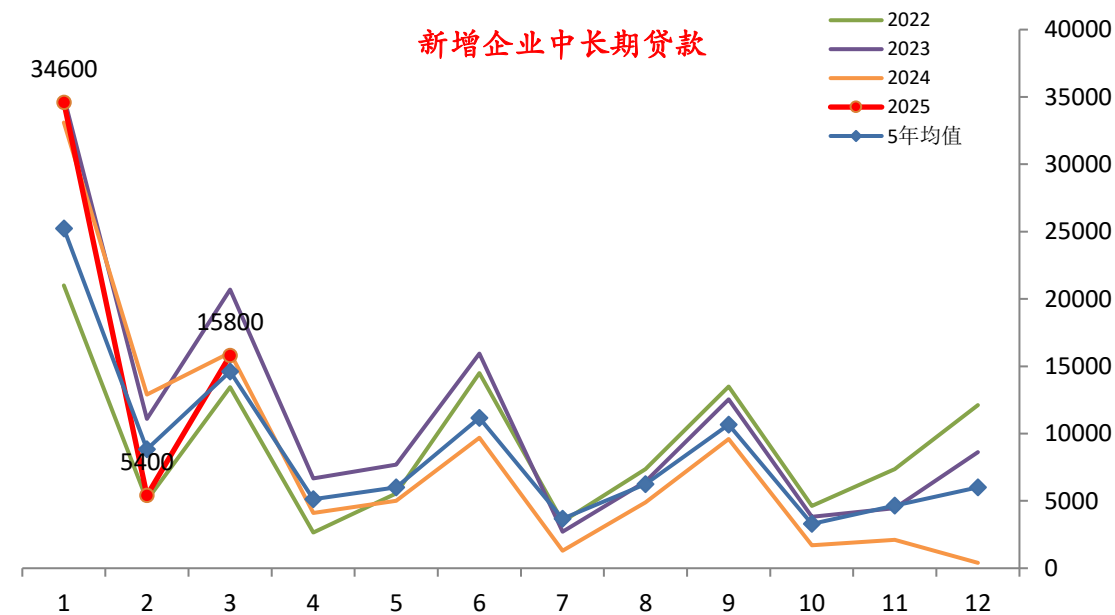
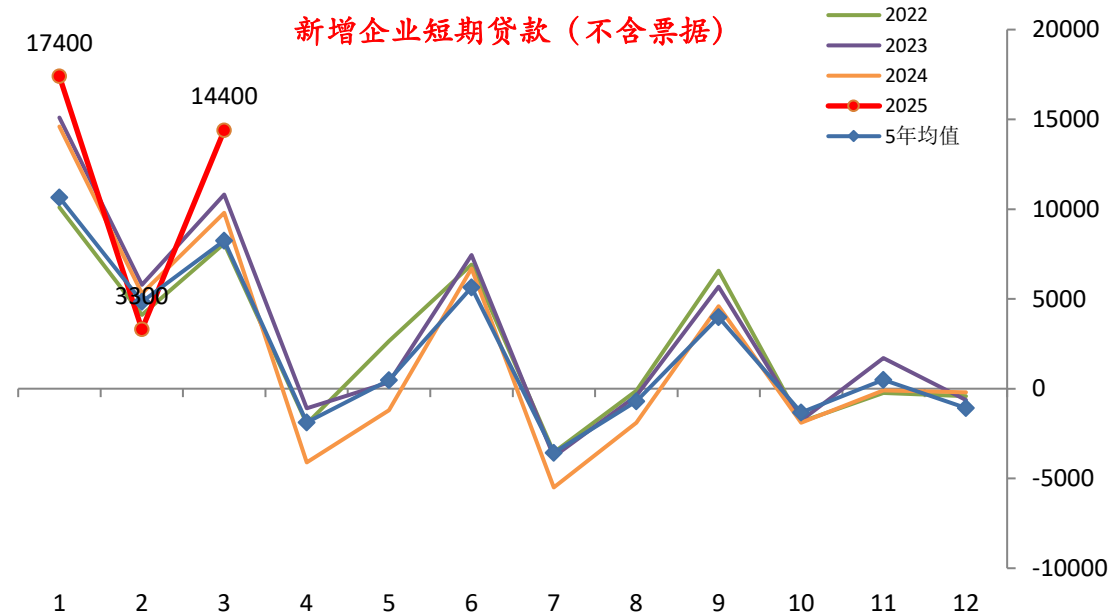
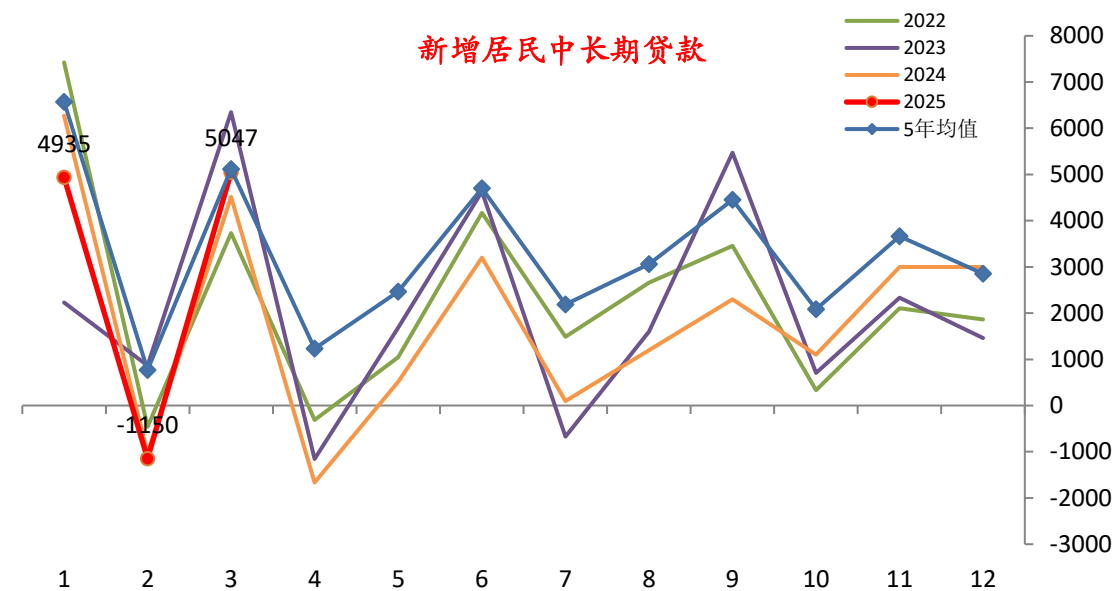
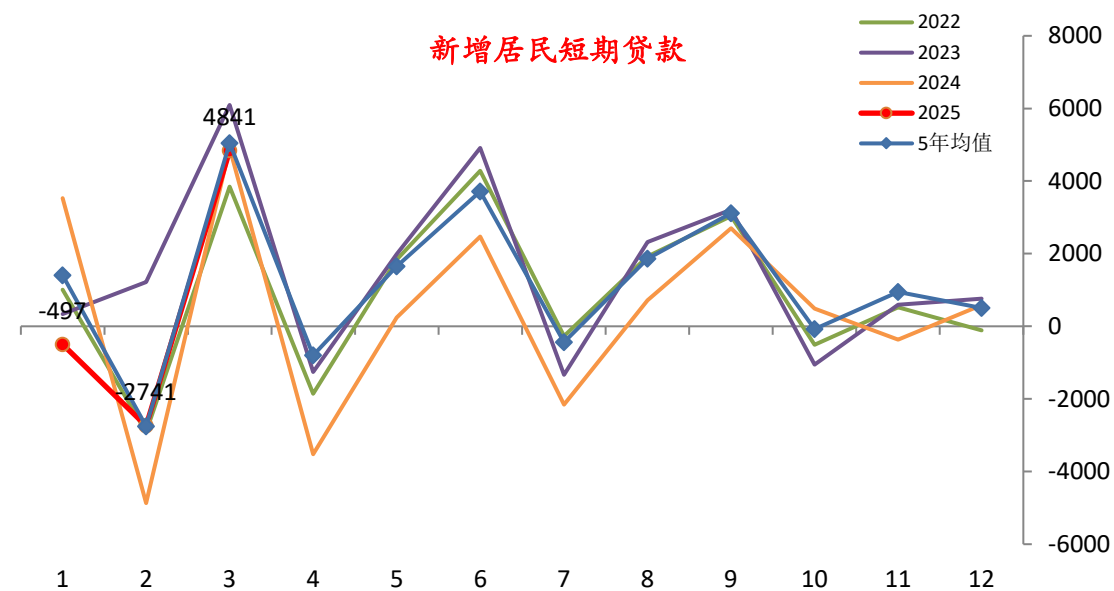
财政方面，3月全国公共财政收入同比由负转正，支出同比增速加快，财政赤字升至高位。当前财政收支大逻辑没有变化，仍是去年四季度政策大转向后，经济进入修复轨道和赤字增加带动收支增长。从土地财政角度看，土地成交恢复不足仍制约第二本账。同时土地出让收入可能还受到土地出让金提前入库影响。未来仍需更要继续关注土地成交量和溢价率修复情况。暂时仍预计该项对广义财政改善的约束逐步减弱。同时，经济修复对企业营收、狭义财政支持程度扩大，但与抢出口下的短期生产加速有关，关税阴影下其持续性仍打问号。且大宗商品价格回落带来的输入性通缩风险仍不可忽视。财政增量仍仍依赖财政赤字、特别国债、地方专项债等。其中特债发行计划已经确定，专项债发行或相对滞后，未来需关注其节奏。往后看，外需压力下稳内需、稳增长要求增量财政政策投放加速、节奏前置，预计二三季度有望落地，对经济带动增强。

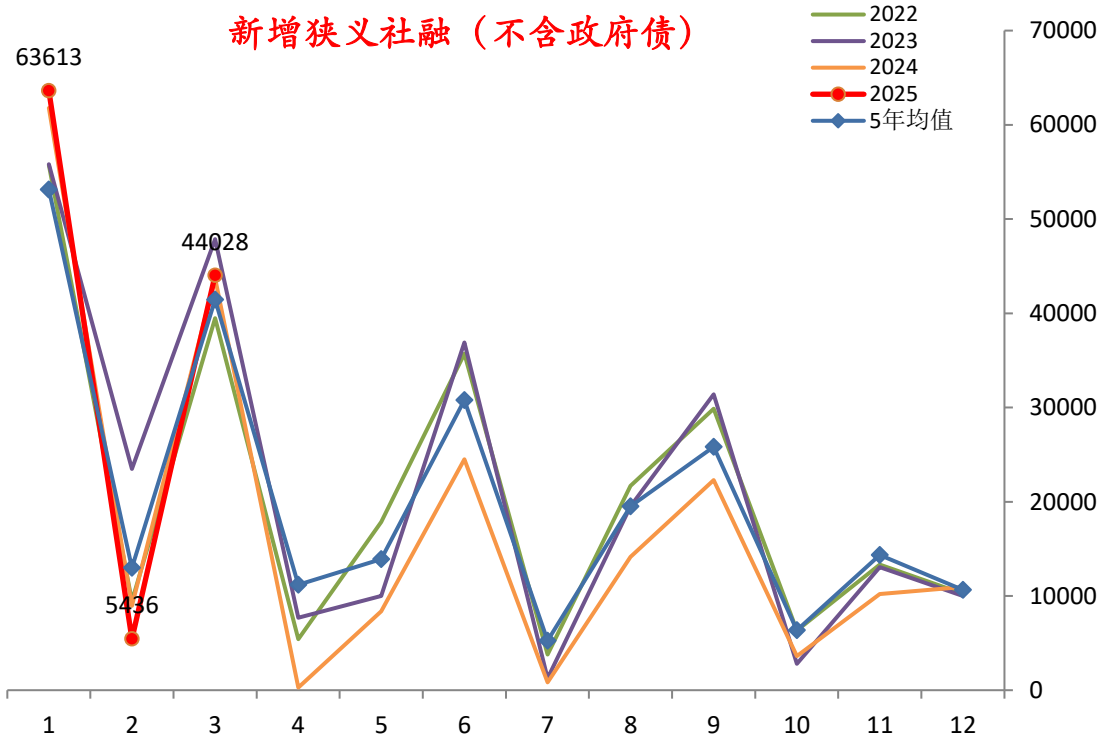
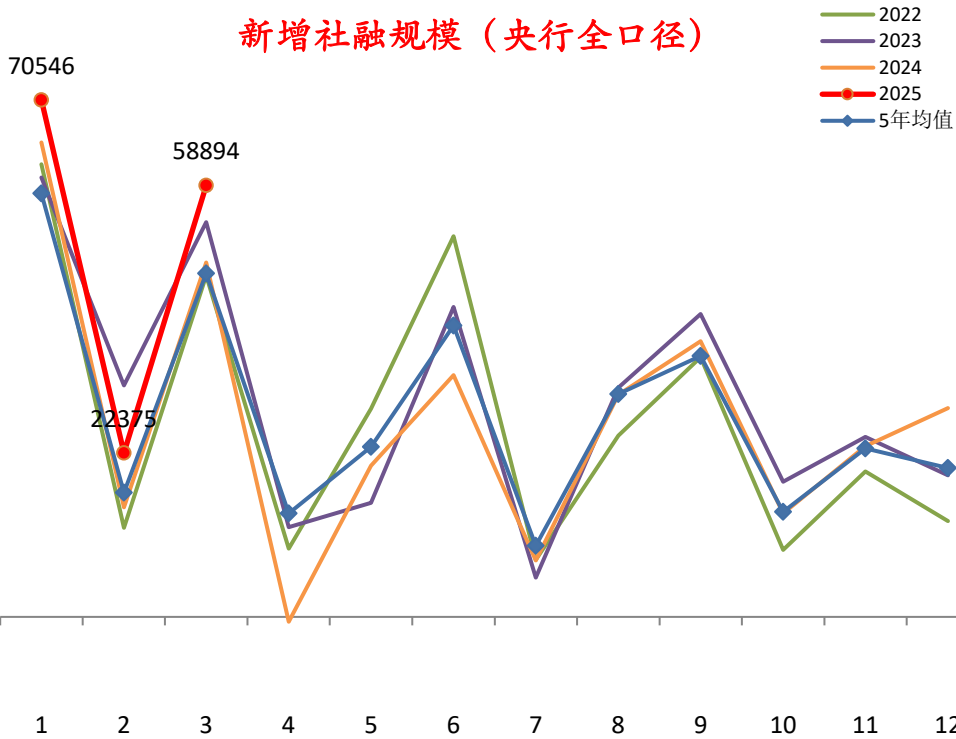




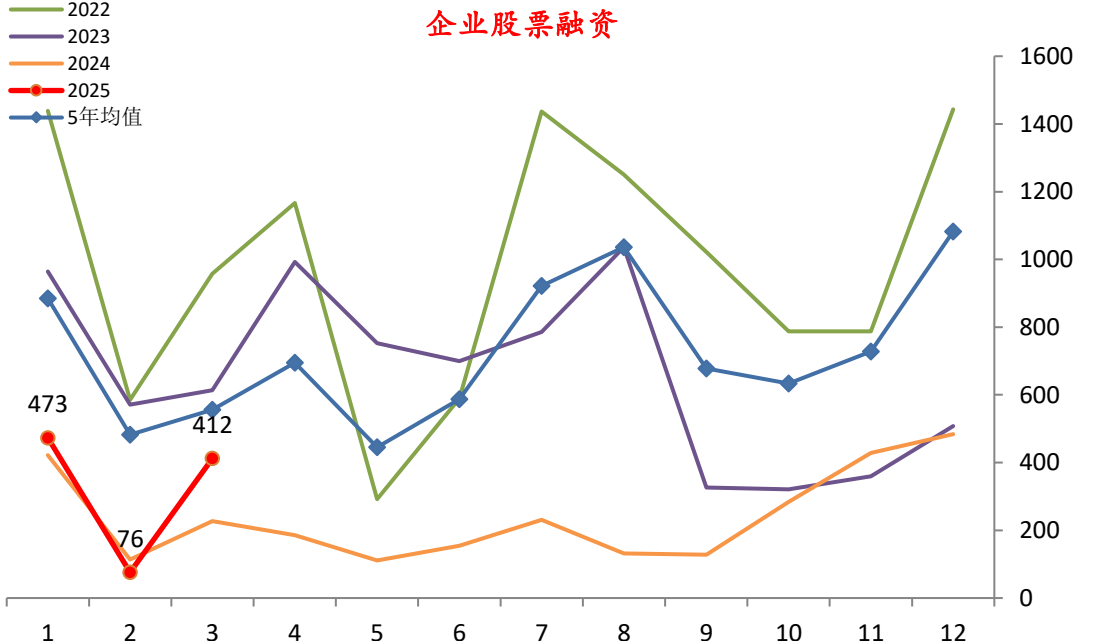
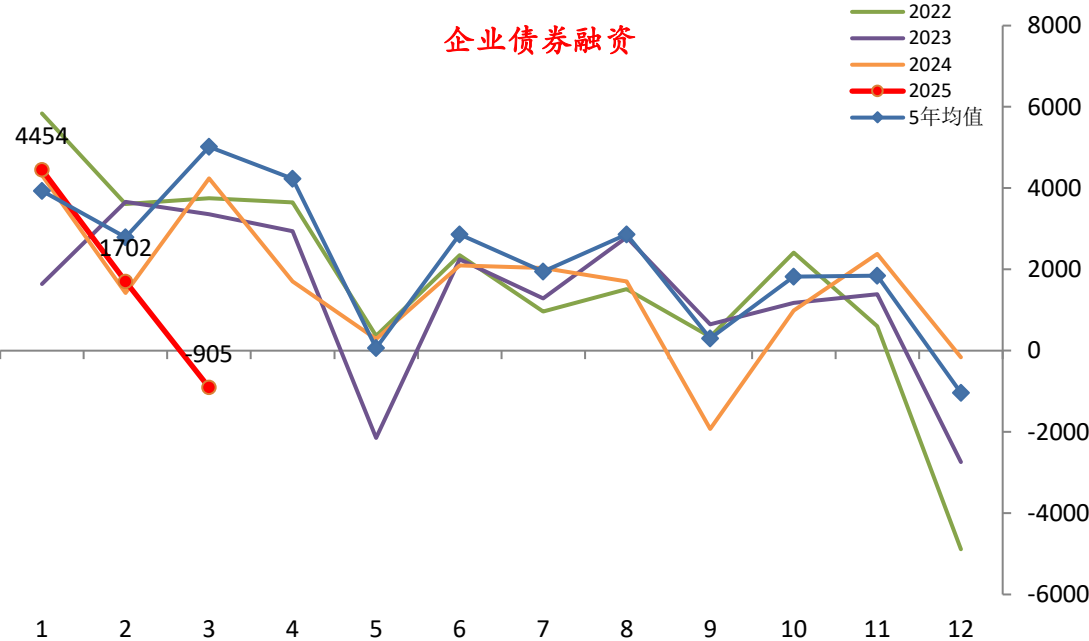
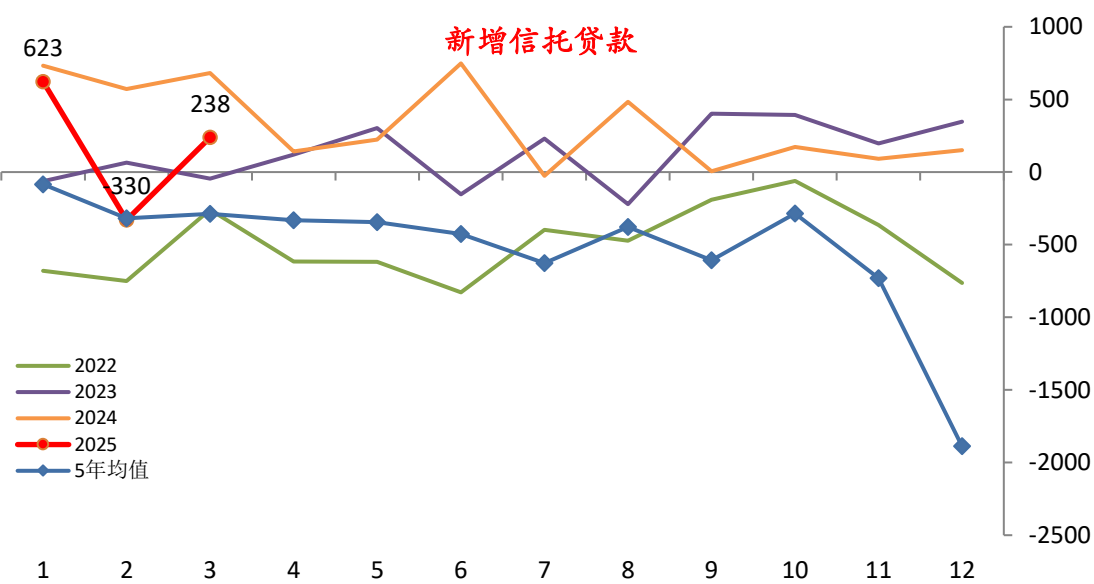
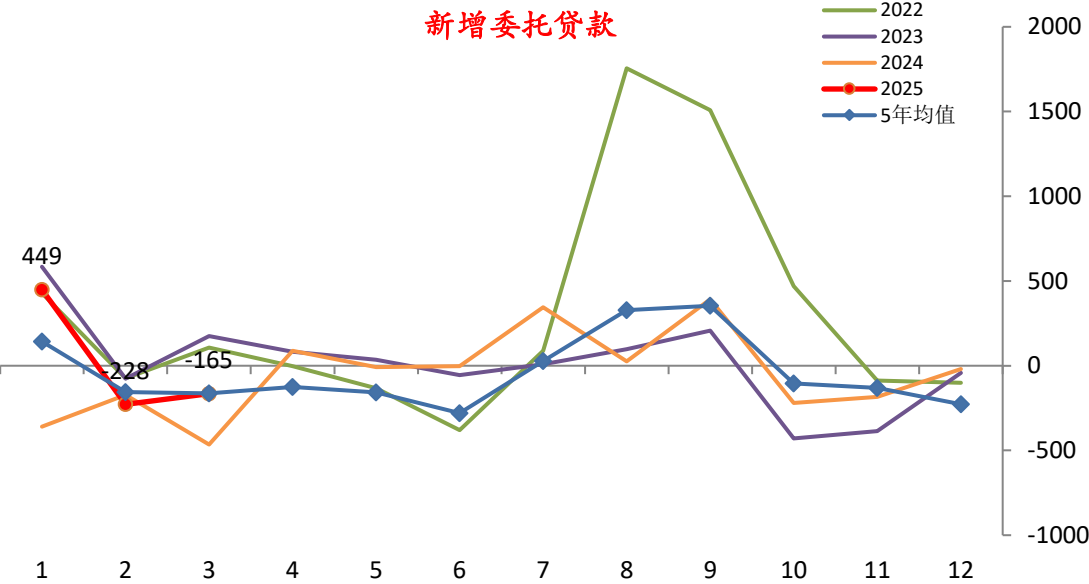
*均为同比，政府债权（红色）位于右轴，其他位于左轴

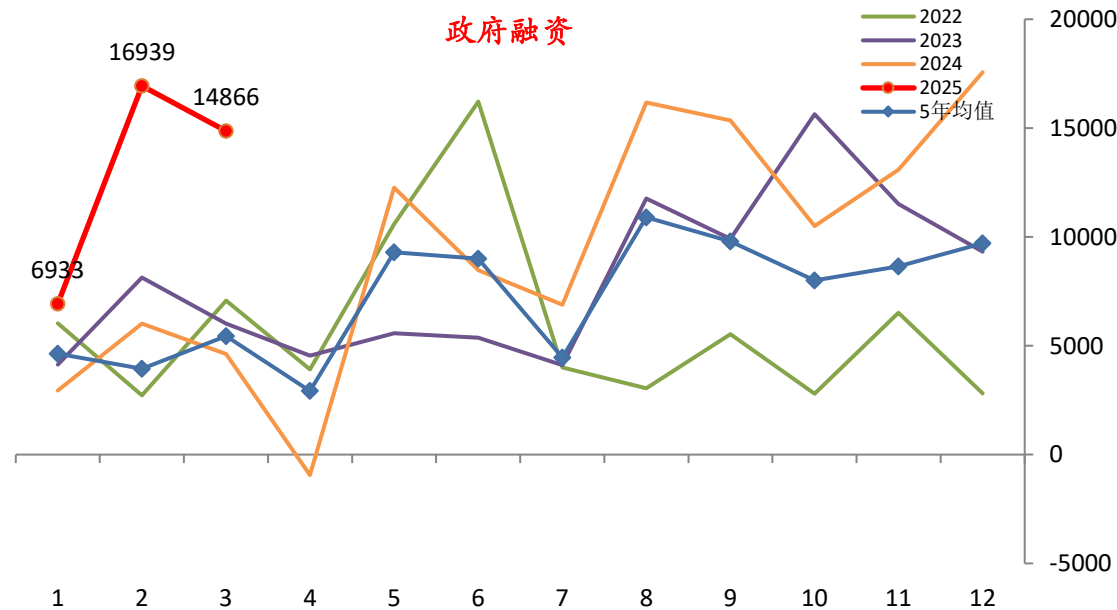
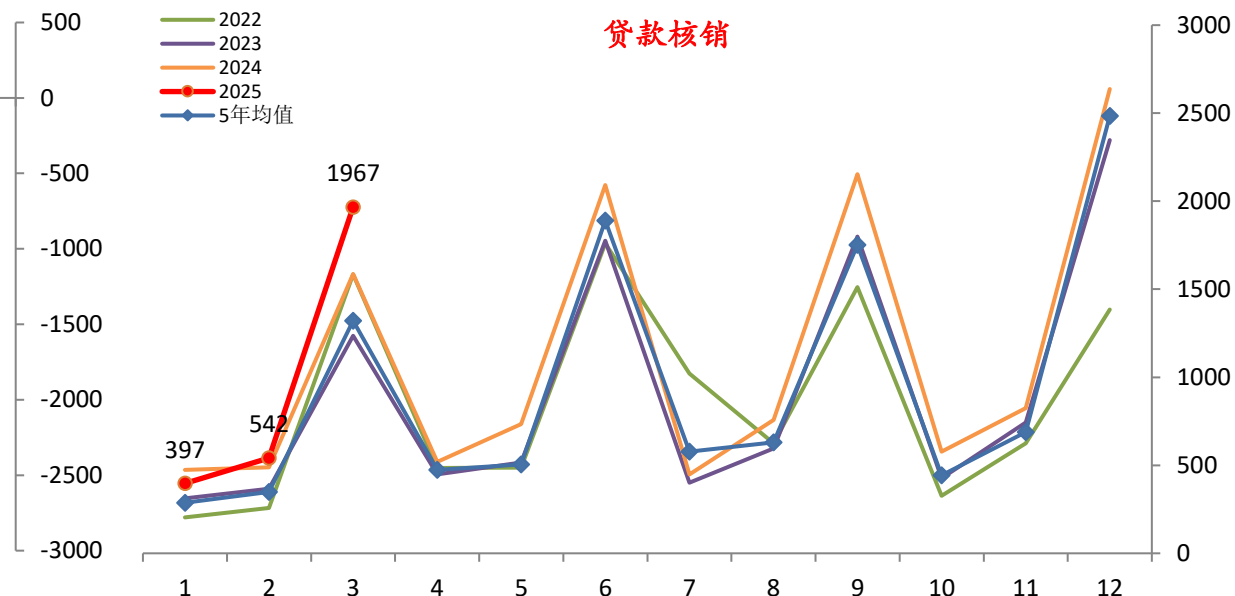
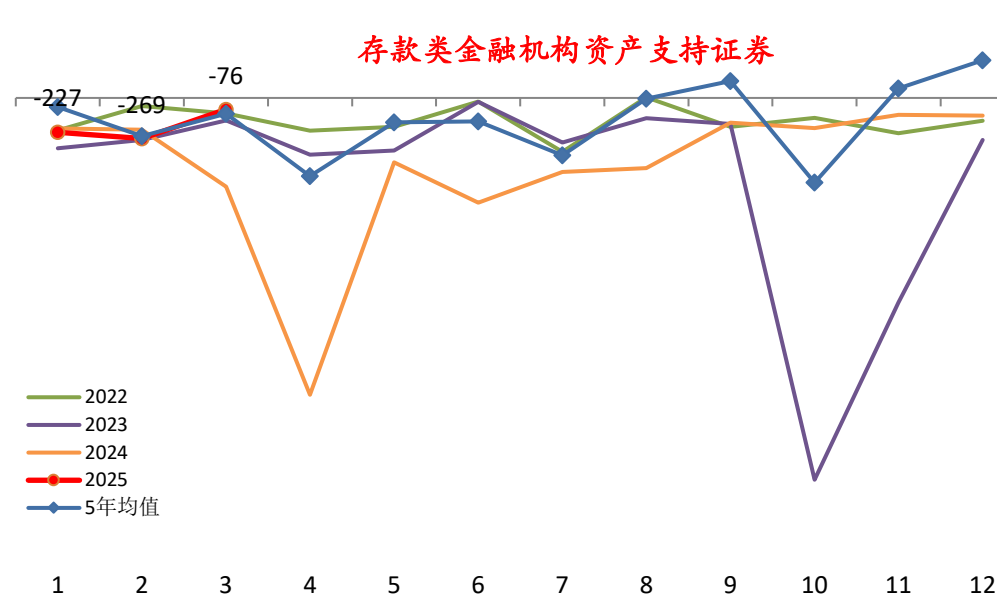




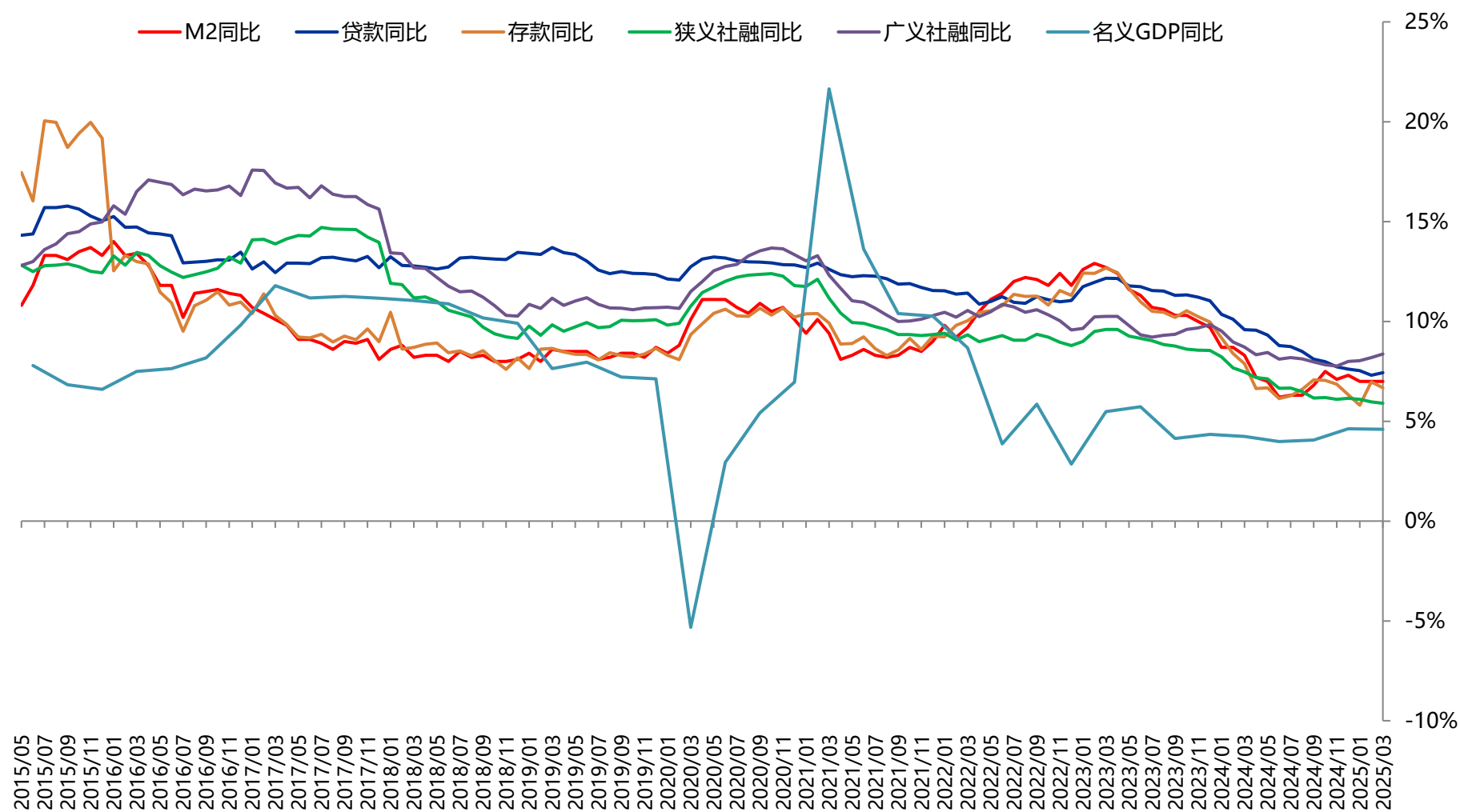


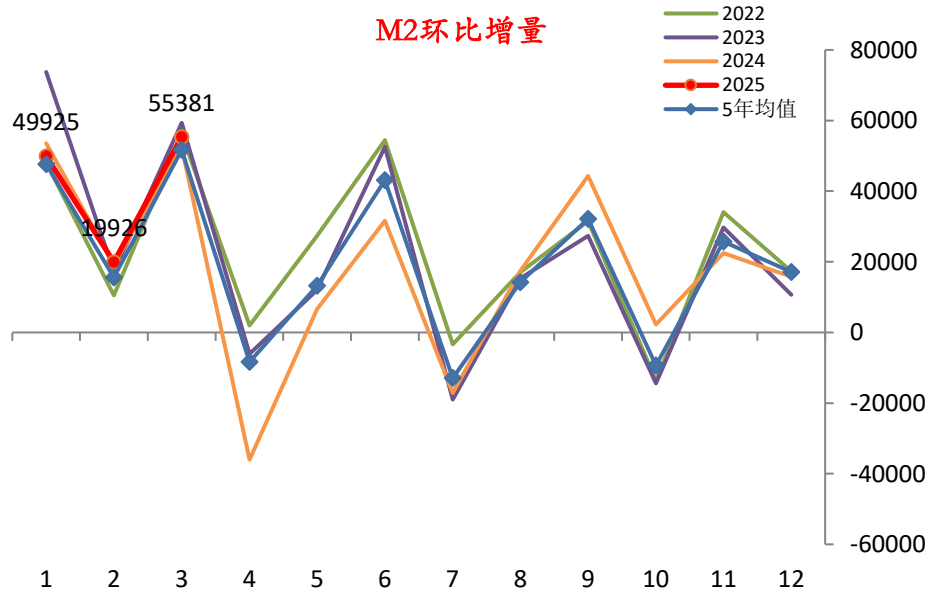
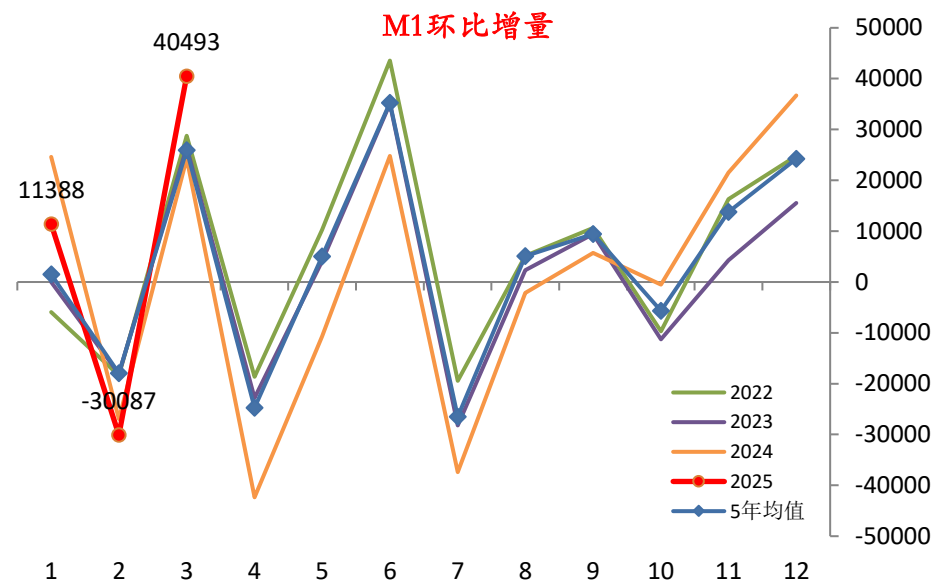
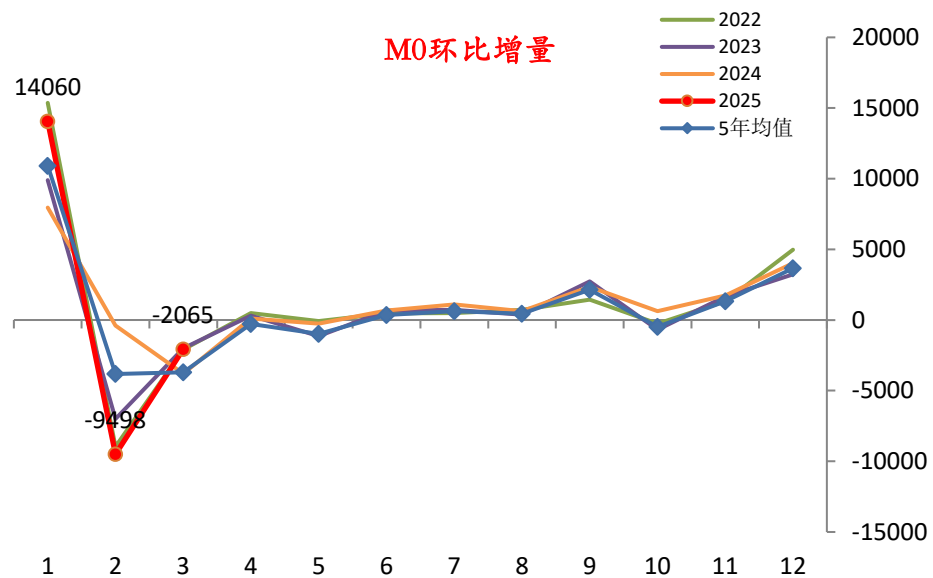
• 新口径下的社融可直接视作广义社融，狭义社融=广义社融-政府债



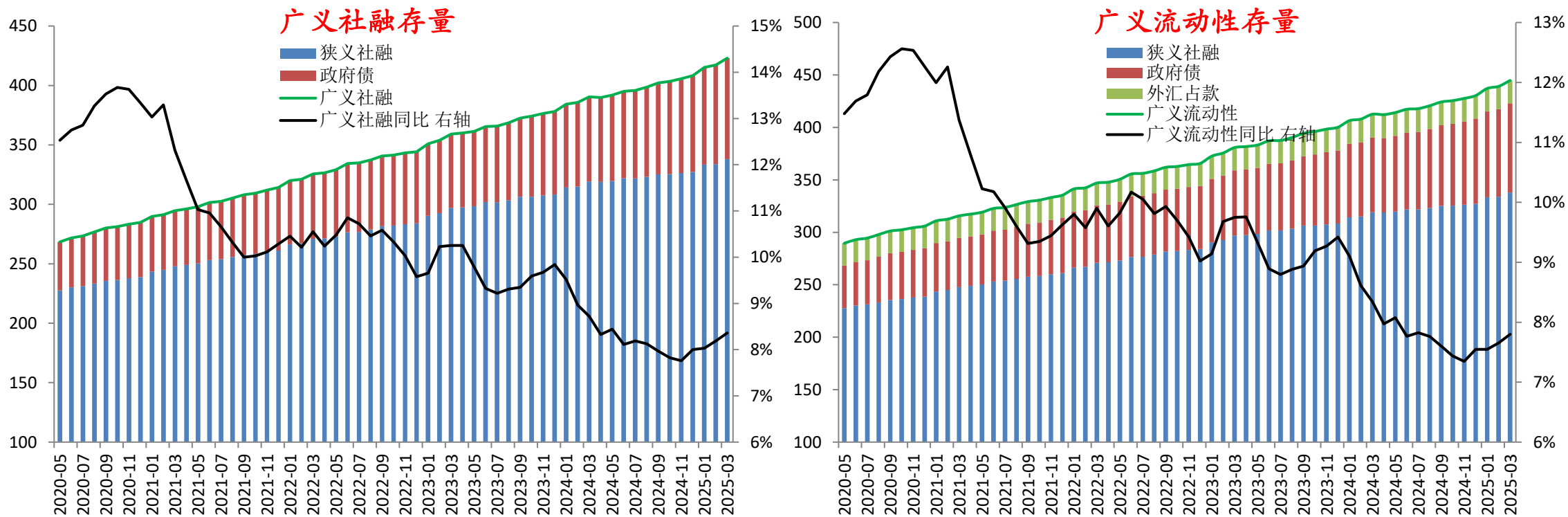


- 2019年12月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。指标数值为托管机构的托管面值。该数据与Wind中统计的国债+地方专项债+政府支持机构债略有差异。



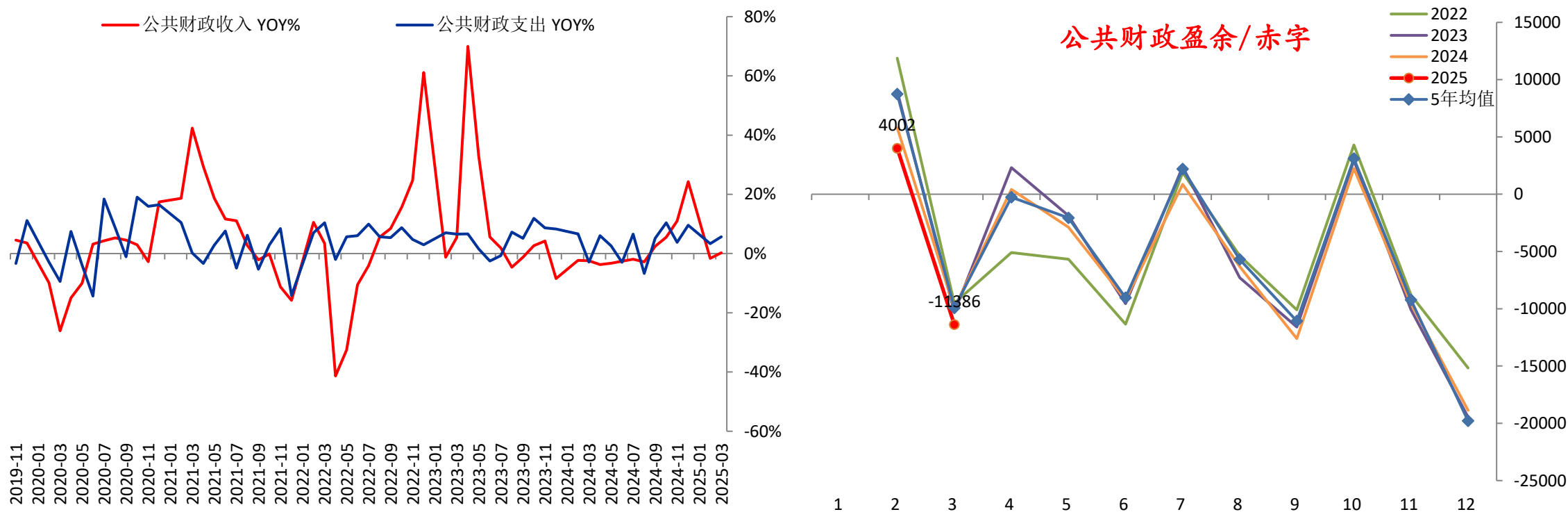


- 2022年12月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。
- 2025年1月起，M1将包含个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，成为实际上的“宽口径M1”。
- 上述M1计算依据：2024年1月后为官方数据，2023年12月前为原M1+居民活期+非金融机构存款。
- 如未特别说明，本报告涉及的M1存量、M1增量、M1环比、M1同比等历史数据，均按照上述口径进行计算。



- 2019年12月央行口径调整后（绝对数量和口径调整前可能有差异）：
- 2017年之后，广义社融存量=央行口径社融存量
- 2017年之前，广义社融存量=央行狭义社融存量+政府债券托管量
- 广义流动性=广义社融存量+外汇占款

- 3月全国公共财政收入同比增长0.25%；支出同比增速加快至5.67%。
- 边际上看，财政收支赤字金额略超过季节性。
- 财政收入增速由负转正但支出增长更加明显，因此财政赤字升至高位，仅次于2020年疫情初期水平。



- 主要收入分项角度看，税收收入符合季节性，非税收入则仍处于高位。企业税收中，增值税维持稳定，所得税略超季节性。个人税收中，个人所得税和国内消费税均弱于季节性。外贸相关税收方面，进口环节增值税和消费税略超季节性出口退税则低于季节性，关税则暂时持稳。房地产相关税收多符合季节性，其中土地增值税变动略超季节性。其他税种方面，车辆购置税略超季节性，印花税弱于季节性，资源税符合季节性。
- 总体上看，春节扰动结束后，生产端税收变动不大，名义产出正向影响短期增加。个人相关税收则显示居民收入改善较缓慢。外贸相关税收变动与“抢进口”情况一致，且后期关税上升、出口退税走弱的概率较大。非税收入仍是财政增量的重要组成部分。

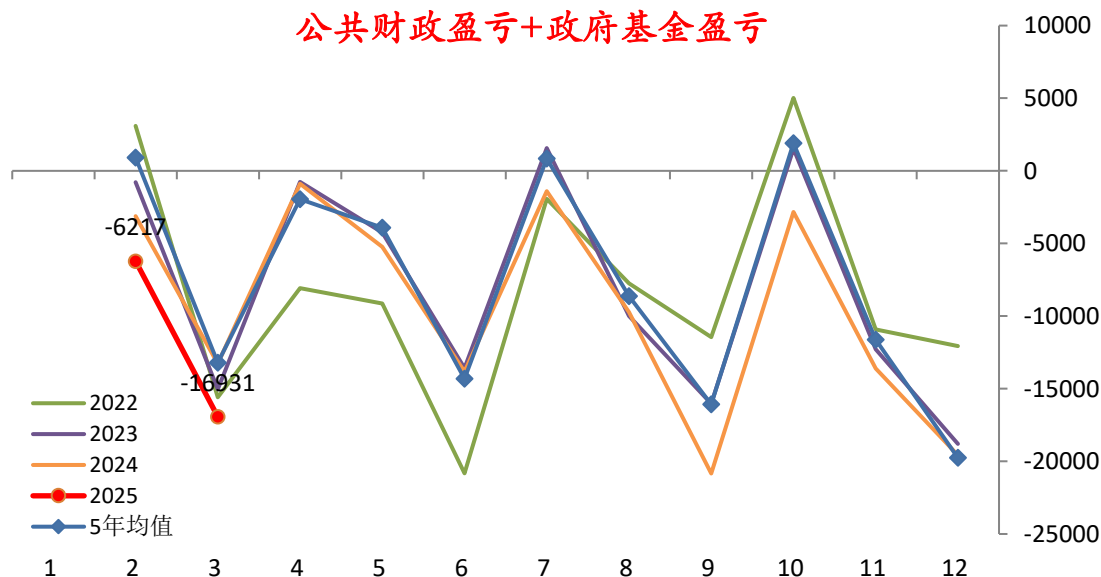
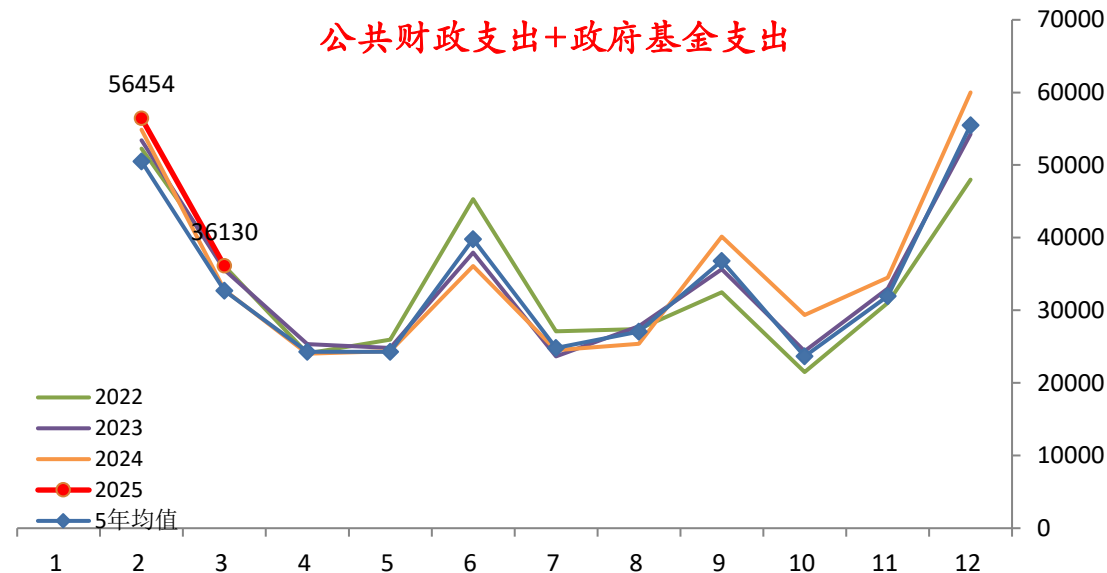
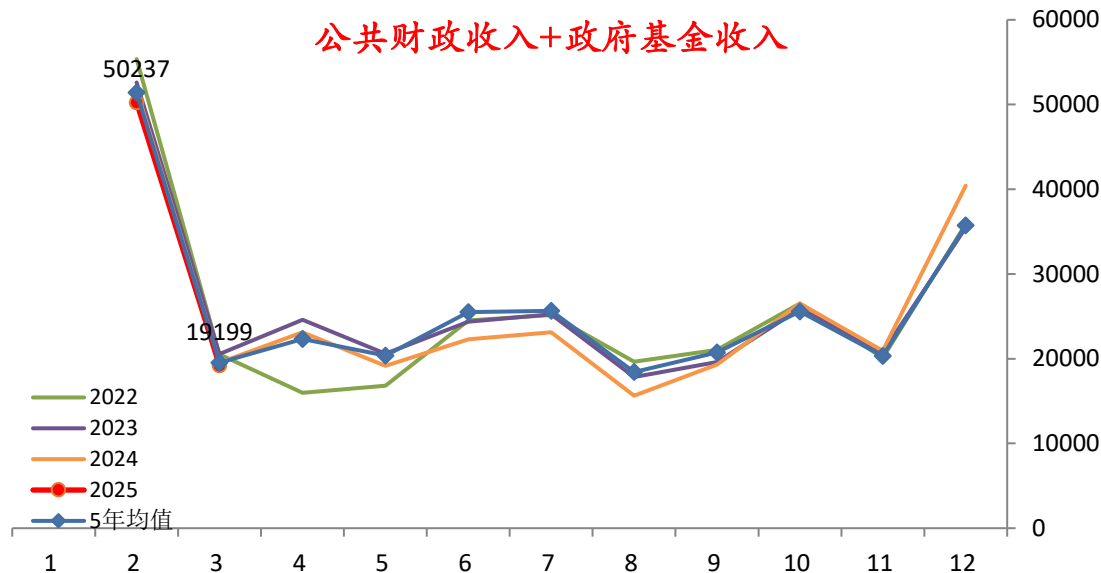
2025-03	当月值 (亿元)	当月同比	上月同比
公共财政收入	16333	0.3%	-1.6%
中央财政收入	4833	-5.3%	-5.8%
地方本级财政收入	11500	2.8%	2.0%
税收收入	11101	-2.2%	-3.9%
:国内增值税	5339	4.9%	1.1%
:国内消费税	1143	9.6%	0.3%
:进口环节增值税和消费税	1439	-7.6%	-9.4%
:外贸企业出口退税	-2475	-8.3%	-16.9%
:企业所得税	1867	16.0%	-10.4%
:个人所得税	406	-58.5%	26.7%
:资源税	203	-5.6%	-1.3%
:城市维护建设税	325	4.8%	1.8%
:房产税	457	22.5%	9.9%
:关税	167	-12.1%	-16.2%
:契税	541	-6.4%	-21.7%
:车辆购置税	158	-14.1%	-32.6%
:土地增值税	620	-10.0%	-22.0%
:城镇土地使用税	308	6.2%	5.2%
:耕地占用税	273	0.4%	-4.0%
:环境保护税	14	75.0%	9.8%
:印花税	226	39.5%	16.9%
: :证券交易印花税	173	63.2%	58.7%
:其他税收	90	3.4%	1.3%
非税收入	5232	5.9%	11.0%

2025-03	累计值 (亿元)	累计同比	累计占比
公共财政收入	60189	-1.1%	100.0%
中央财政收入	24332	-5.7%	40.4%
地方本级财政收入	35857	2.2%	59.6%
税收收入	47450	-3.5%	78.8%
:国内增值税	20467	2.1%	34.0%
:国内消费税	5222	2.2%	8.7%
:进口环节增值税和消费税	4064	-8.7%	6.8%
:外贸企业出口退税	-7549	14.0%	-12.5%
:企业所得税	10980	-6.8%	18.2%
:个人所得税	4540	7.1%	7.5%
:资源税	724	-2.6%	1.2%
:城市维护建设税	1418	2.5%	2.4%
:房产税	1202	14.4%	2.0%
:关税	483	-14.8%	0.8%
:契税	1272	-15.8%	2.1%
:车辆购置税	506	-27.7%	0.8%
:土地增值税	1498	-17.5%	2.5%
:城镇土地使用税	654	5.7%	1.1%
:耕地占用税	491	-1.6%	0.8%
:环境保护税	70	18.6%	0.1%
:印花税	1075	21.1%	1.8%
: :证券交易印花税	411	60.5%	0.7%
:其他税收	333	1.8%	0.6%
非税收入	12739	8.8%	21.2%

- 主要支出分项出现分化，部分弱于季节性。社保就业、节能环保基本持稳，教育、卫生健康、城乡社区事务、农林水务、交通运输、科学技术、文旅传媒等均弱于季节性。债务付息仍处在高位。
- 部分支出分项相对年初有所回落，但绝对位置并不低。预计伴随政府融资增加和收入改善，未来政府支出能够保证。

2025-03	当月值 (亿元)	当月同比	上月同比
公共财政支出	27719	5.7%	3.4%
中央本级财政支出	3475	9.4%	8.6%
地方财政支出	24244	5.2%	2.7%
:教育	3872	7.9%	7.7%
:科学技术	879	-4.8%	10.5%
:文化体育与传媒	337	2.4%	5.0%
:社会保障和就业	5030	9.0%	5.5%
:医疗卫生与计划生育	2336	4.5%	0.3%
:节能环保	507	16.3%	1.0%
:城乡社区事务	1957	0.6%	-6.6%
:农林水事务	1908	2.5%	-10.5%
:交通运输	1153	-8.1%	2.4%
:债务付息	1288	16.0%	19.7%

2025-03	累计值 (亿元)	累计同比	累计占比
公共财政支出	72815	4.2%	100.0%
中央本级财政支出	8717	8.9%	12.0%
地方财政支出	64098	3.6%	88.0%
:教育	11249	7.8%	15.4%
:科学技术	2001	3.3%	2.7%
:文化体育与传媒	844	3.9%	1.2%
:社会保障和就业	13570	6.8%	18.6%
:医疗卫生与计划生育	5848	2.0%	8.0%
:节能环保	1302	6.5%	1.8%
:城乡社区事务	5384	-4.1%	7.4%
:农林水事务	4882	-5.8%	6.7%
:交通运输	3069	-1.8%	4.2%
:债务付息	2856	18.0%	3.9%



- 当前财政收支大逻辑没有变化，仍是去年四季度政策大转向后，经济进入修复轨道和赤字增加带动收支增长。
- 从土地财政角度看，土地成交恢复不足仍制约第二本账。同时土地出让收入可能还受到土地出让金提前入库影响。未来仍需更要继续关注土地成交量和溢价率修复情况。暂时仍预计该项对广义财政改善的约束逐步减弱。
- 同时，经济修复对企业营收、狭义财政支持程度扩大，但与抢出口下的短期生产加速有关，关税阴影下其持续性仍打问号。且大宗商品价格回落带来的输入性通缩风险仍不可忽视。财政增量仍仍依赖财政赤字、特别国债、地方专项债等。其中特债发行计划已经确定，专项债发行或相对滞后，未来需关注其节奏。往后看，外需压力下稳内需、稳增长要求增量财政政策投放加速、节奏前置，预计二三季度有望落地，对经济带动增强。

宏观和货币政策

- 降低存款准备金率和政策利率。下调存款准备金率50BP，相当于释放长期流动性约1万亿元（降准此前已有预期，但迟迟没有落地导致市场预期下降。此次调整后平均存准率6.6%降低到6.2%）。阶段性将汽车租赁公司金融租赁公司存款准备金率下调到0（支持汽车消费）。
- 降低中央银行政策利率，7天逆回购操作利率下调10BP，从目前的1.5%降为1.4%。（降息10BP的幅度基本符合市场预期，外需拖累经济风险增加、输入性通缩风险上升、降低社会融资成本要求）
- MLF、LPR将下降0.1%，引导存款利率↓（节约银行融资成本150亿-200亿元，稳定商业银行经营、稳定金融市场）。结构性政策利率降25BP（各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，1.75%至1.5%）；PSL降25BP，2.25%至2%；个人住房公积金贷款利率降25BP（5年2.85%降至2.6%）。

直接面向实体经济的政策

- 增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度（5000亿增至8000亿，支持制造业投资），持续支持“两新”（支持投资、消费的增量资金）。
- 设立5000亿服务消费和养老再贷款，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持。（4月中央政治局会议要求的落地，面向服务消费政策扩大）
- 支农支小再贷款3000亿，与调降相关工具利率的政策形成协同效应。（支持涉农、小微和民营企业，预计涵盖外贸企业）

支持资本市场的政策

- 证券、基金、保险公司互换便利5000亿和股票回购增持再贷款3000亿额度合并，总额度8000亿元。
- 科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本再贷款资金，可购买科技创新债券。与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化的增信措施，分担债券的部分违约损失风险。（支持科技创新企业和股权投资机构的低成本、长期限科创债券融资）
- 调降保险公司股票投资风险因子。（变相提升险资可入市实际资金）

市场反应与未来展望

- 此次政策整体为落地4月政治局会议，发布会提前一天通知，时间为上午9点，其突然性明显超预期（历史上盘中、盘前开会罕见）
- 市场反应积极，政策发布过程中股市大幅走升，商品普遍上涨，债市利率回落、曲线走陡。
- 市场风险偏好↑，未来需继续关注政策落地情况，短期继续警惕冲高回落（盘中已现）。

美联储政策转向给出国内宽松空间

9月24日三部委一揽子政策

- 货币政策：全面降息降准
- 地产政策：全面调降存量房贷利率，全面调降购房首付比例
- 资本市场：设立互换便利5000亿元和再贷款3000亿元，引导资金入市

9月26日中央政治局会议

- 历史少有的9月政治局会议讨论经济问题，态度根本转变（“战略定力”）
- 确认三部委一揽子政策，提升至中央高度

10月多部委政策

- 8日发改委政策
- 12日财政部政策
- 17日住建部等政策

海外：美国总统选举前后特朗普交易

11月8日结束的人大常委会

- 6万亿地方专项债限额增量
- 8000亿*5年新增专项债专项额度

12月9日中央政治局会议

- 货币政策正式转向
- 财政政策加大宽松
- 稳定楼市股市（稳预期）

12月中央经济工作会议

- 延续中央政治局会议基调，丰富政策细节
- 财政货币双宽松方向不变
- 进入第二个政策观察期（真空期）

3月和4月的经济基本面数据观察期

2025年3月

- 3月4日、5日“两会”和《政府工作报告》
- 主要经济目标符合预期
- 财政政策宽松程度符合预期

2025年4月&5月

- 中央政治局会议弱于预期
- 三部委一揽子会议略超预期
- 进入政策“观望期”和“落地期”

2025年内

- 7月初美国加关税90天缓冲到期
- 7月中央政治局会议
- 12月中央经济工作会议

会议后国内消息面真空期，特朗普第一个政策落地期



CONTENT 目录

第一部分 经济基本面与宏观供需

第二部分 价格水平变动情况

第三部分 货币与财政政策

第四部分 汇率与商品市场波动

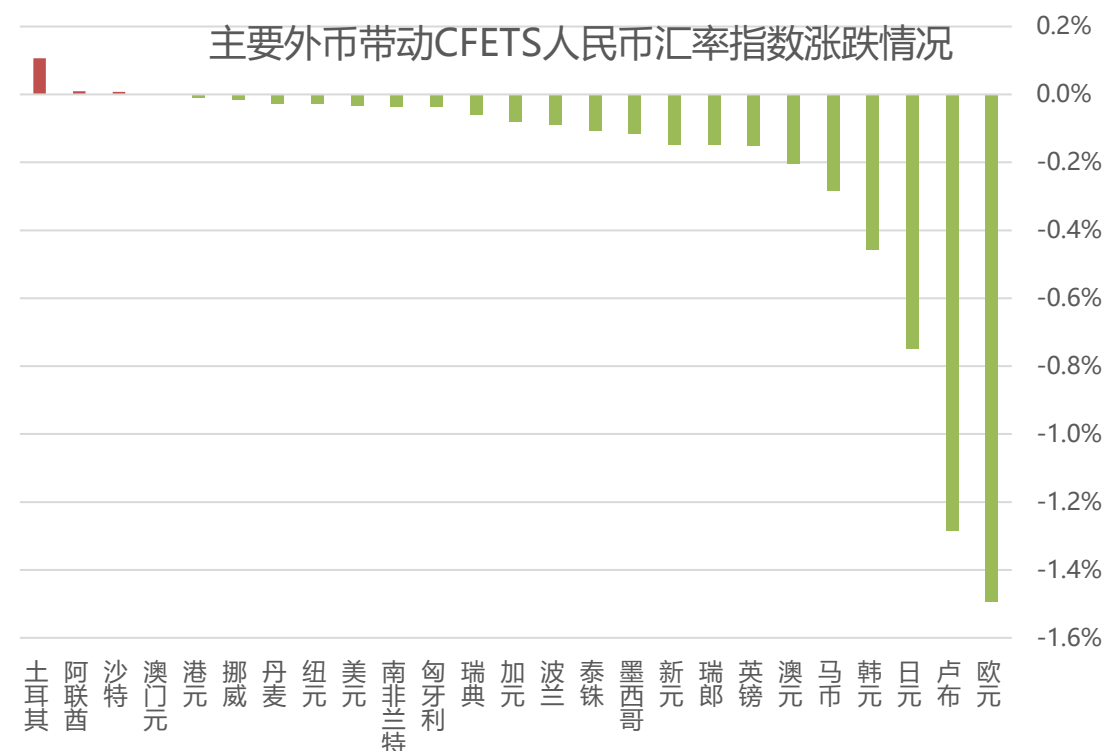
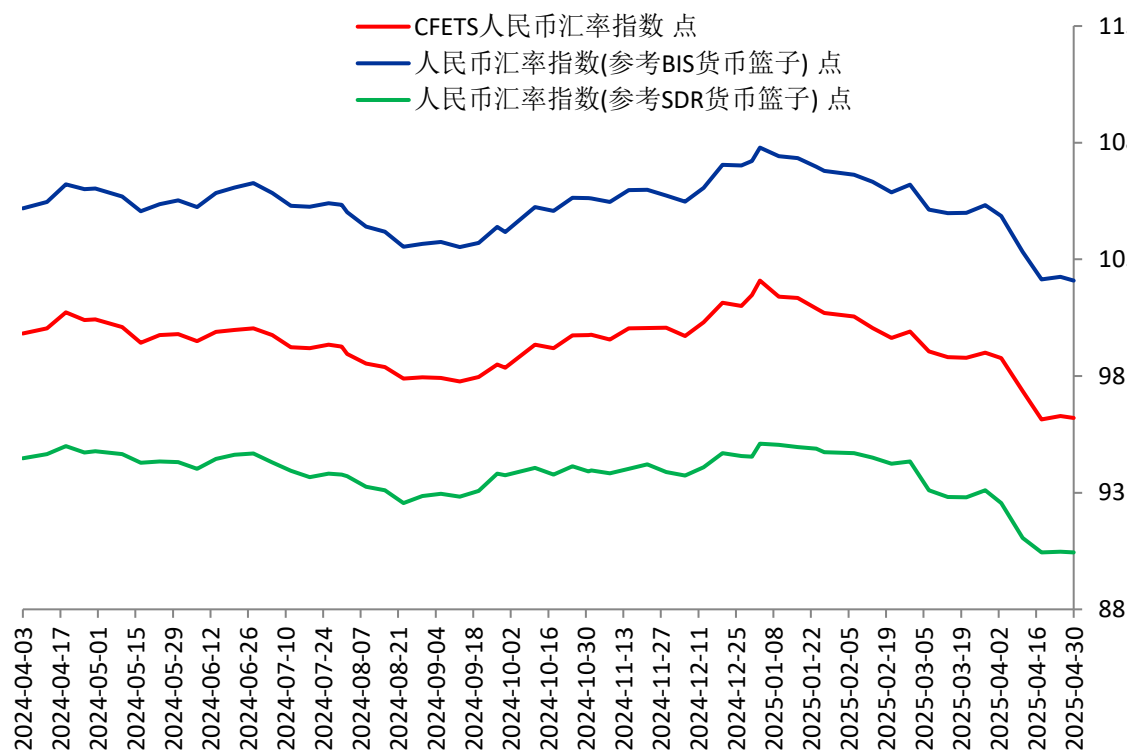
今年以来人民币汇率总体走弱，主要汇率指数回落为主。从美元兑人民币汇率节奏上看，总体震荡升值，其中一季度基本维持震荡升值态势，二季度初期受到美国对华加征关税影响汇率短期大幅贬值至跌破7.37至7.43附近，随后又迅速升值，并在5月初加速走升。

从政策角度看，央行维持应对贬值压力的稳汇率手段延续，并未跟随今年贬值压力下降而退出，稳汇率政策、双向可控波动目标不变。虽然人民币对美元快速贬值后趋稳且总体升值，但汇率指数仍显示人民币有走弱压力。对美是否走弱仍与中美贸易谈判有关。

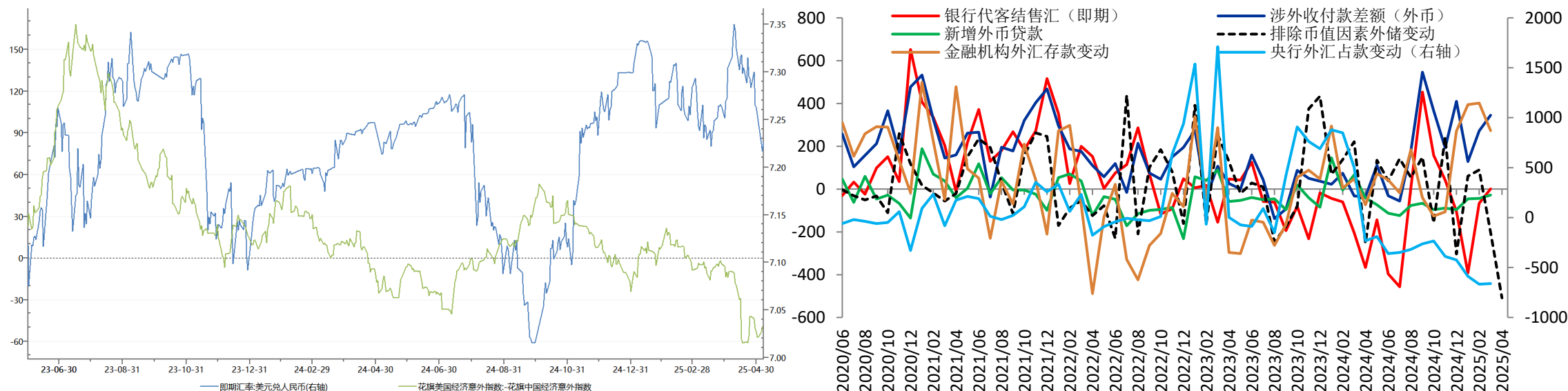
随着关税问题对人民币汇率利空释放完毕，人民币重回震荡升值节奏。且央行稳汇率政策仍有效，甚至5月初有主动引导汇率走弱意味。年内来看，美联储转向鸽派、重回加速降息可能性高，中美利差波动或朝向有利于汇率稳定方向。地缘政治风险、中美贸易冲突等利空汇率，但更多是短期影响。而外需承压对经济的拖累令人民币汇率仍有贬值压力。

人民币汇率跌穿7.37未知但未偏离过多，表现完全符合我们的预期。7.43成为新关键低点后，未来仍不能完全排除跌穿该位置风险，如果汇率压力增加，央行将加码稳汇率政策。上方高点则在6.97附近，汇率升值突破该位置可能性不大。

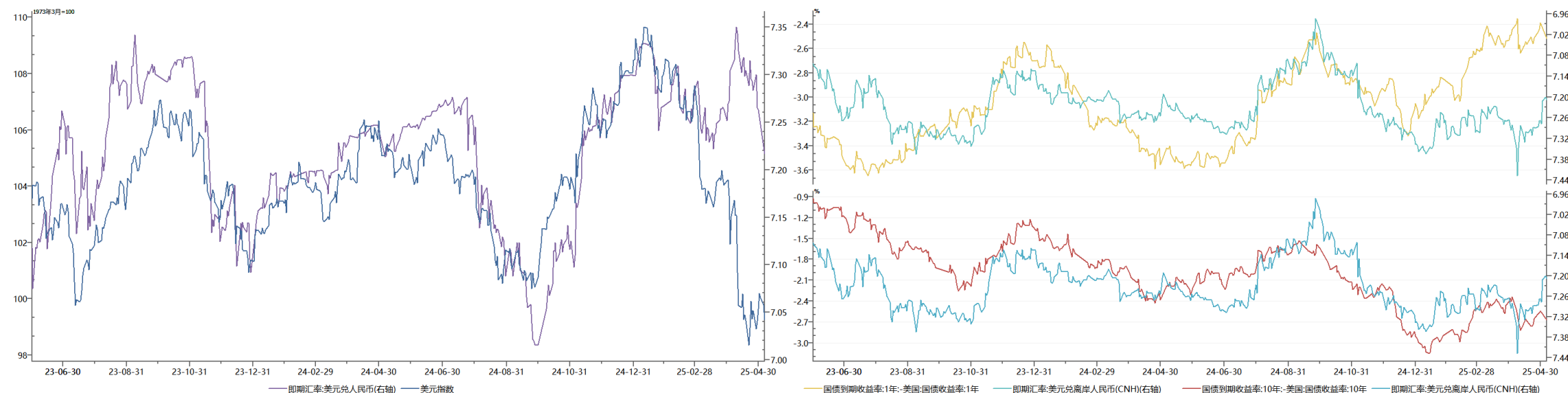
- 今年以来人民币汇率总体走弱，主要汇率指数回落为主。CFETS、BIS、SDR等篮子下主要人民币汇率指数4月均继续走弱，从CFETS篮子来看，人民币相对大部分货币贬值，尤其相对欧元、卢布、日元、韩元、马币贬值最多，相对土耳其里拉、阿联酋迪纳姆、沙特里亚尔、澳门元有小幅升值。
- 从美元兑人民币汇率节奏上看，总体震荡升值，其中一季度基本维持震荡升值态势，二季度初期受到美国对华加征关税影响汇率短期大幅贬值至跌破7.37至7.43附近，随后又迅速升值，并在5月初加速走升。
- 从政策角度看，央行维持应对贬值压力的稳汇率手段延续，并未跟随今年贬值压力下降而退出，稳汇率政策、双向可控波动目标不变。虽然人民币对美元快速贬值后趋稳且总体升值，但汇率指数仍显示人民币有走弱压力。对美是否走弱仍与中美贸易谈判有关。



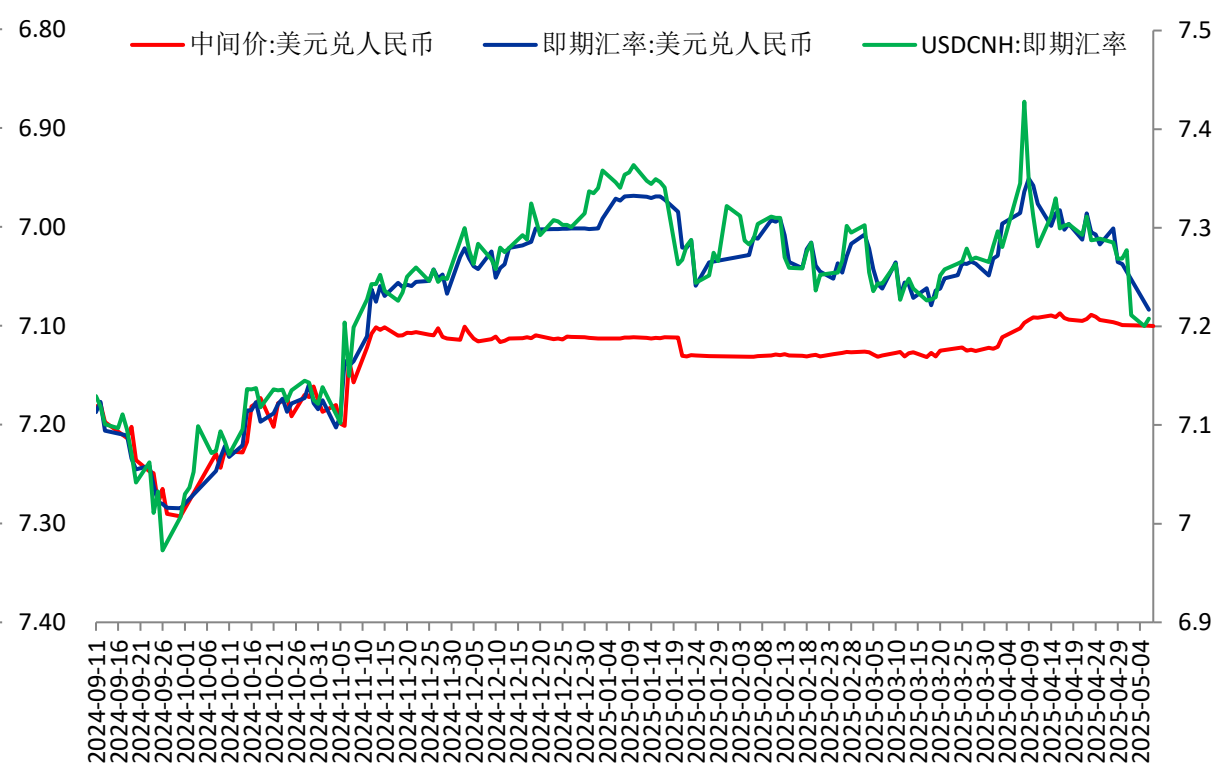
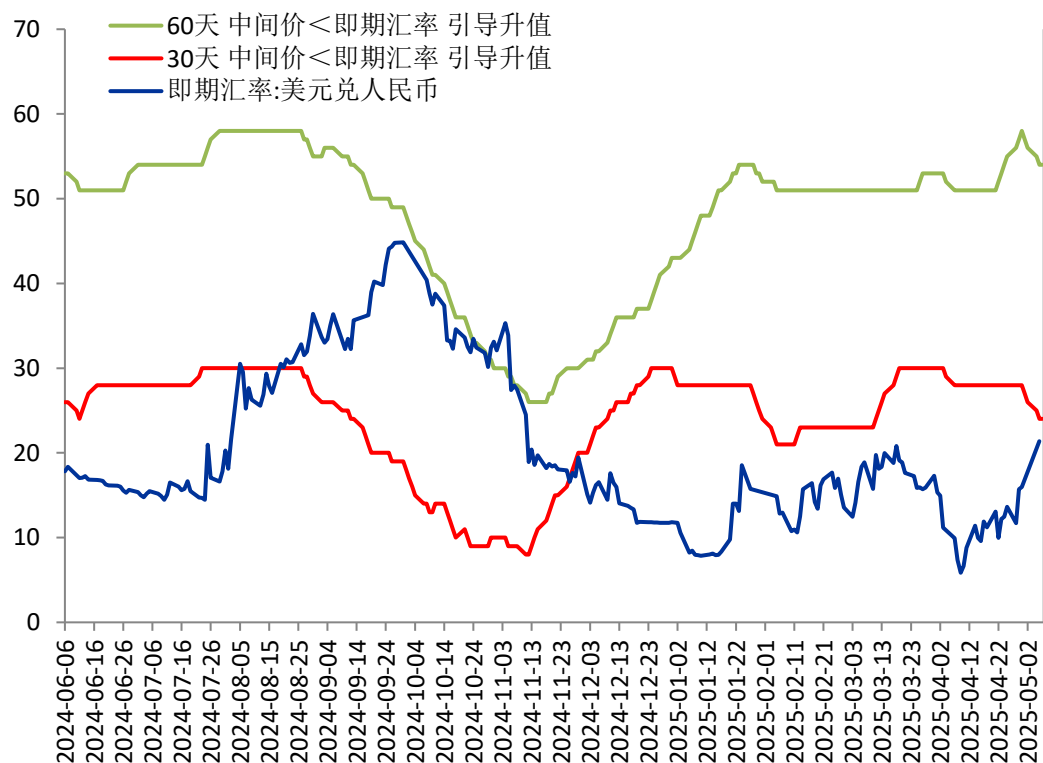
- 从基本面角度看，4月中美主要经济指标预期差明显回落，表明美国经济相对中国表现更弱，与人民币汇率短期走弱后总体走升的情况基本一致。
- 从外汇流动性来看，银行代客净结汇降幅逐步减小（至3月接近0），涉外收付款净流入持续扩大，外汇占款和外币贷款流出量变动不大，外汇存款则先升后降。情况表明，汇率连续震荡走升与净结汇与净流入相互影响，有助于汇率维持坚挺。



- 从影响因素上看，除基本面近期带来一定影响外，中美利差开始上升，是推动人民币汇率反弹的重要因素，其中长端利率影响仍更为明显。美联储鹰派达到极致后美债利率开始高位回落、国内利率反弹均有影响。
- 地缘政治风险变动对汇率产生重大影响，但主要是短期影响，如4月初人民币汇率的大幅波动。该因素暂未拖累人民币汇率走强趋势。
- 此外，长期来看，美元信用受到的永久损伤正在持续放大，这也意味着人民币长期走弱的压力有所下降。



- 随着关税问题对人民币汇率利空释放完毕，人民币重回震荡升值节奏。且央行稳汇率政策仍有效，甚至5月初有主动引导汇率走弱意味。年内来看，美联储转向鸽派、重回加速降息可能性高，中美利差波动或朝向有利于汇率稳定方向。地缘政治风险、中美贸易冲突等利空汇率，但更多是短期影响。而外需承压对经济的拖累令人民币汇率仍有贬值压力。
- 人民币汇率跌穿7.37未知但未偏离过多，表现完全符合我们的预期。7.43成为新关键低点后，未来仍不能完全排除跌穿该位置风险，如果汇率压力增加，央行将加码稳汇率政策。上方高点则在6.97附近，汇率升值突破该位置可能性不大。



商品市场受经济基本面影响下降，地缘政治风险影响陡然上升。二季度尤其是4月大部分商品价格的回落，均是受到美国对全球主要国家加征关税的影响，也是年内跌幅的主要来源。

结构上看，内需尤其是地产下游再度走弱、上游迟迟未现复苏，对黑色相关品种价格拖累巨大，尤其是螺纹等建材品种，玻璃灯其他建材逻辑类似。抢出口、抢转口影响下，制造业需求对板材相关品种存在一定支持。

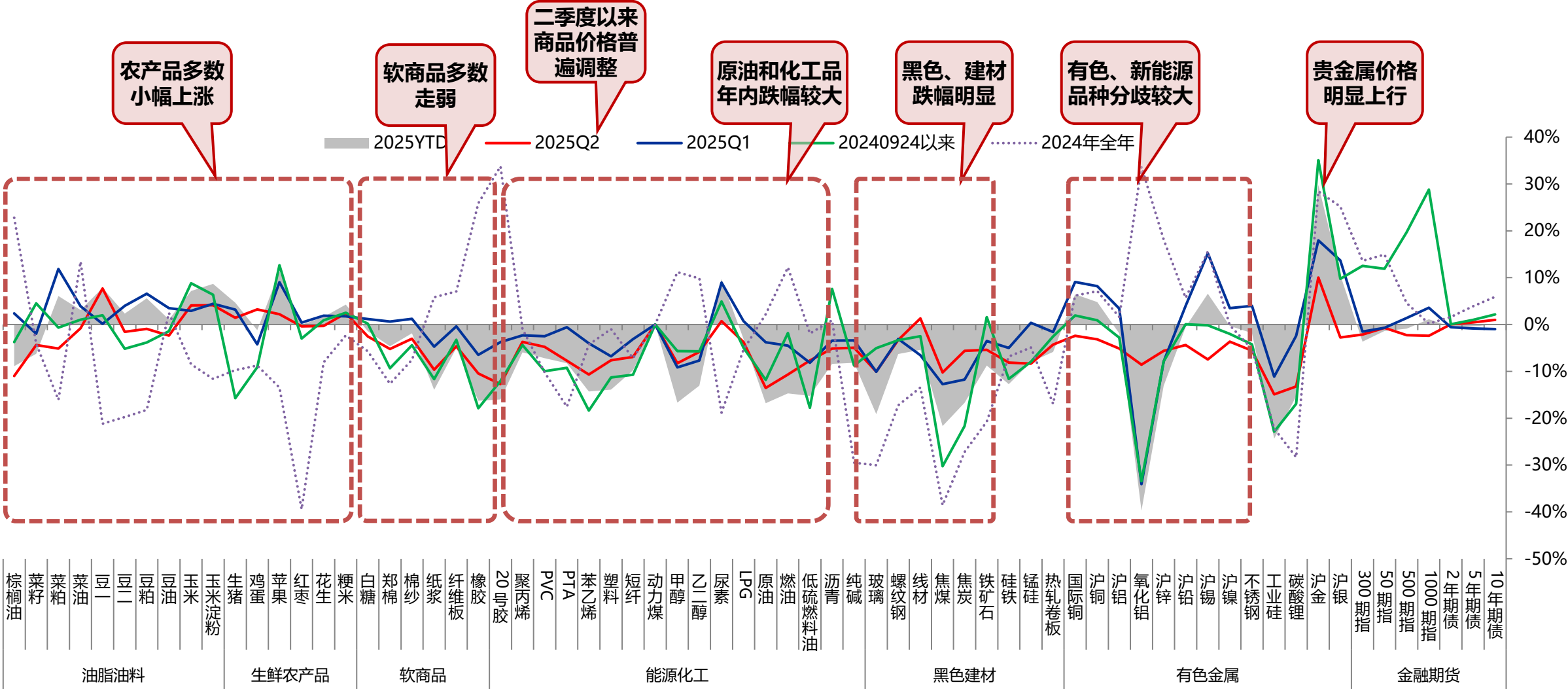
有色方面依然有较大的分化，但总体明显强于黑色和能化，主要是抢出口、抢转口等制造业逻辑带动。但短期强势后风险仍不容忽视。供大于需较严重的新能源品种则继续下挫。

原油和化工品跌幅依然较大，显然与美国加关税对全球需求的抑制有关。同时中东国家大幅增产从供需层面抑制油价。后期来看，美国存在通过油价压低国内通胀的动力，因此油价下行以及对商品价格造成的系统性负面影响仍需警惕。

农产品受到关税影响相对有限，尤其是生鲜农产品以国内供需逻辑为主，基本不受关税影响。豆系等品种作为中国反击关税的手段，还出现明显上涨。但与工业需求、地产需求相关性较高的软商品表现明显较弱。

此外，地缘政治风险（包括军事、政治冲突和关税问题）显然有利于贵金属价格表现，金价刷新历史高位。但5月开始风险缓和后进入震荡阶段。

往后看，无论当前的国际、国内宏观经济周期，还是各类地缘政治风险，均不利于大宗商品价格开启一轮阶段性反弹或周期性上涨。但全球主要经济体政策的宽松一定程度上可以对冲下行的压力，因此低位震荡仍可能是大部分商品价格最可能的走势。同时供需矛盾更大的品种需要防范刷新低点的风险。



• 2025年数据截至5月7日
• 数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

- 国内：中央政治局会议和中央经济工作会议（12月中旬）——“两会”（3月初）——中央政治局会议和三部委一揽子政策（4月末5月初）——中央政治局会议（7月末）
- 海外：美国新总统就职（1月20日）——美联储会议（1月30日）——美联储会议（3月19日）——特朗普加关税（4月上旬）——美联储会议（5月8日）——关税暂缓至7月初





谢 谢！

方正中期期货有限公司

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层

- 本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，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，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。