

2025 年 4 月 7 日

对等关税大超预期，衰退忧虑笼罩全球

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 (3/31): 关税山雨欲来, 美国滑向滞胀
- 海外宏观周报 (3/24): 以静制动——超级央行周点评
- 海外宏观周报 (3/17): 美国经济衰退与滞胀预期的交织
- 海外宏观周报 (3/10): 欧洲自主化与“特朗普交易”反转
- 海外宏观周报 (3/3): 评 GDPNow 预计美国经济一季度收缩

主要大类资产走势:

	2025-04-04	周变动
美国国债收益率10Y	4.01	-26.0 bp
美国国债收益率2Y	3.68	-21.0 bp
日本国债收益率10Y	1.37	-22.2 bp
日本国债收益率2Y	0.75	-13.9 bp
德国国债收益率10Y	2.54	-19.0 bp
德国国债收益率2Y	1.85	-19.0 bp
标普500指数	5074.08	-9.08 %
纳斯达克指数	15587.79	-10.02 %
道琼斯工业指数	38314.86	-7.86 %
日经225指数	33780.58	-9.00 %
伦敦富时100指数	8054.98	-6.97 %
巴黎CAC40指数	7274.95	-8.10 %
德国DAX指数	20641.72	-8.10 %
伦敦现货黄金	3054.50	-0.56 %
英国布伦特原油现货	68.17	-8.67 %
美元指数	102.9189	-1.07 %
欧元兑美元	1.0966	136 pips
英镑兑美元	1.2902	-38 pips
美元兑日元	147.0000	-28395 pips
美元兑人民币	7.3043	406 pips

【一周焦点】

特朗普对等关税大超预期, 税率高、范围广。为何在高额关税出台后, 市场会在“衰退”在与“滞胀”中最终选择前者? 当关税的征收幅度、范围大超预期时, 由于关税转移无法实现, 一旦物价涨幅全面超越薪资涨幅, 美国的消费需求将遭遇重创, 商品需求收缩将蔓延至包含服务业的整体经济。此外, 政府裁员和美联储的降息犹豫也是原因。美国将面临三个负反馈循环, 一是通胀预期下降, 导致需求收缩和通胀进一步下降的理性预期效应; 二是资本市场下跌带来的财富缩水效应; 三是降息和衰退预期压低美元, 导致进口价格进一步上升形成与加征关税效应类似的涨价效应。因此最终的结果, 反而可能是短暂通胀后的衰退。

【交易模式】

对等关税引发全球衰退交易

【关键数据】

美国: 非农就业数据好于预期, 失业率微幅上行, 时薪放缓, ISM 制造业 PMI 落至荣枯线下方, 制造业订单减速, 贸易逆差保持高位。

欧洲: CPI 小幅回落, PPI 升高, 失业率下行, 零售销售回暖。 **日本:** 家庭消费与商业零售均放缓, 失业率小幅下行, 工业生产环比回升。

【重要事件】

美国: 特朗普开征对等关税, 美联储保持定力。 **欧洲:** 各国对关税表示反对, 欧央行降息未决。 **日本:** 难以评估关税对物价影响, 石破茂拟与特朗普通话。 **其他地区:** 加拿大、越南对关税给出不同回应。

【本周关注】

美国 CPI、PPI 及财政收支, 欧元区零售, 日本贸易账

目 录

【一周焦点】	1
对等关税大超预期，衰退忧虑笼罩全球.....	1
【交易模式】	3
对等关税引发全球衰退交易.....	3
【关键数据】	4
美国：就业数据好于预期，贸易逆差保持高位.....	4
欧洲：CPI 小幅回落，PPI 升高，失业率下行	7
日本：家庭消费与商业零售均放缓.....	8
【重要事件】	10
美国：特朗普开征对等关税，美联储保持定力.....	10
欧洲：各国对关税表示反对，欧央行降息未决.....	11
日本：难以评估关税对物价影响，石破茂拟与特朗普通话.....	12
其他地区：加拿大、越南对关税给出不同回应.....	13
【本周关注】	14
美国 CPI、PPI 及财政收支，欧元区零售，日本贸易账.....	14

【一周焦点】

对等关税大超预期，衰退忧虑笼罩全球

4月2日，特朗普如期公布“对等关税”，引发全球市场巨幅震荡。全球股市在周四和周五两天连续大跌，中国股市因假日休市影响有限。债市和商品方面，主要国家国债收益率明显回落，原油大跌而黄金价格高位调整。受对等关税大超预期影响，“衰退”取代“滞胀”成为交易关键词。

对等关税幅度超预期，税率计算方法很不对等。此前市场普遍认为对等关税将细致计算各国对美国的显性和隐形关税，但工作量巨大。然而最终的方法非常简单，即由“各国对美国的相对顺差”与两个“相关系数”相乘。这种方法使得对等关税并不对等：**其一**，即便一国对美国实施零关税，但只要对美国顺差（可能是资源禀赋、产业结构等其他非贸易壁垒因素带来的），也会被视为对美国存在“不合理关税”；**其二**，即便一国对美国是贸易平衡甚至逆差的，最终的对等关税仍被设定为10%，如英国、智利、巴西、沙特等国。

特朗普的关税政策遭到了美国国内、世界各国的强烈反对。周末全美爆发1300多场反特朗普游行，美国财政部长贝森特则被媒体爆出或考虑辞职。中国、加拿大先后对特朗普的关税政策采取了强力反制措施，引发全球金融市场“余震”不断。欧盟的反制措施正在计划中，英国、越南等国则在考虑与美国紧急商谈。未来一周内，关于各国关税谈判与随之而来的变化仍将带来巨大政策不确定性。

从全球市场反应来看，风险资产股票与商品的大跌在情理之中，此前最为矛盾债券收益率选择掉头向下。**黄金的走势则相对出人意料**，由于不确定性升高、美元下跌、名义利率下降都有利于黄金价格，仅剩下**通胀预期下降**可以解释为何黄金下跌。

为何在高额关税出台后，市场会在“衰退”在与“滞胀”的对抗中最终选择前者呢？从原因看，相比低程度的关税而言，**高额关税对于需求的冲击是非线性的**，其结构性因素相当复杂。在上一轮贸易战，特朗普的主要针对国是中国，且整体关税加征幅度不足20%，关税上升幅度低、范围窄。因此关税的升高主要被三种途径稀释，一是商品绕道他国，二是人民币汇率适度贬值，三是中国

制造商适度降价。最终，美国消费者面临的冲击相对有限，关税效应更多体现为部分制造业商品的温和一次性涨价，而美联储在 2018 年底提前放出宽松信号，以及 2019 年转为降息，**有效地化解了价格升高带来的需求减弱，经济并未滑向衰退。**

在本轮对等关税加征前，市场对经济的判断多少沿用了上述逻辑，在有限关税下，可以通过关税转移、汇率平衡等渠道适当消化影响——即便由于关税力度更强，最终价格将不可避免地升高，但只要最终商品涨幅小于以强劲服务业为支撑到的薪资增速，对需求的抑制将相对有限，美国经济仍将保持“良性循环”。

然而，当关税的征收幅度、范围大超预期时，关税转移无法实现，**一旦物价涨幅全面超越薪资涨幅，美国的消费需求将遭遇重创，商品需求收缩将蔓延至包含服务业的整体经济，更不提政府裁员和美联储的犹豫不决。**可见，关税上升对于价格、通胀和整体需求而言并非简单的线性关系。**不同程度的关税，完全可能导致经济滑向不同的均衡状态。**

此外，当关税程度过高，**美国还将面临三个负反馈循环，一是通胀预期下降，导致需求收缩和通胀进一步下降的理性预期效应；二是资本市场下跌带来的财富缩水效应；三是降息和衰退预期压低美元，导致进口价格进一步上升形成与加征关税效应类似的涨价效应。**最终的结果，很可能是在短暂的通胀之后，经济逐步滑入衰退。

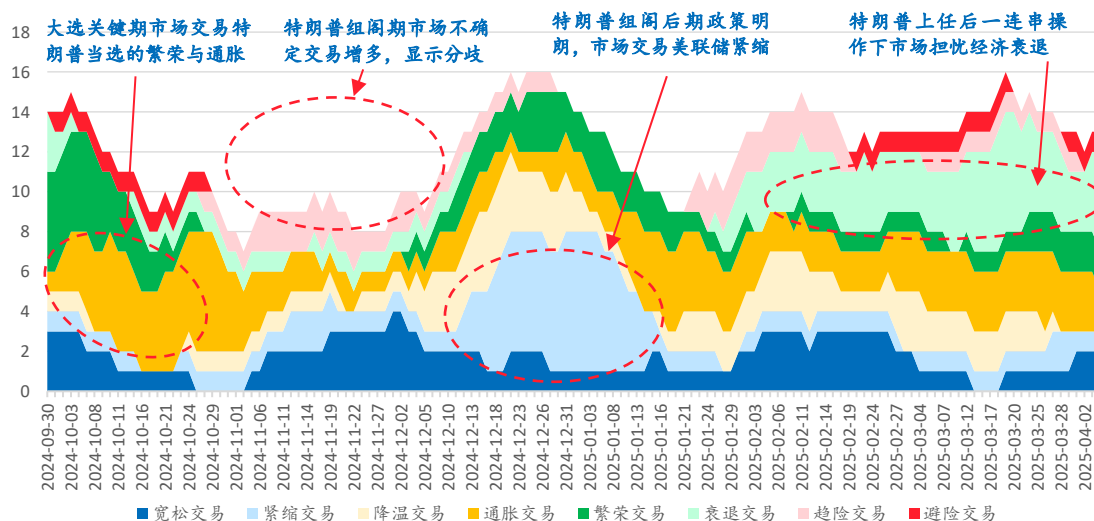
【交易模式】

对等关税引发全球衰退交易

表 1：近两周各交易日交易模式

3 月 24 日	3 月 25 日	3 月 26 日	3 月 27 日	3 月 28 日
繁荣交易	不确定	通胀交易	紧缩交易	不确定
3 月 31 日	4 月 1 日	4 月 2 日	4 月 3 日	4 月 4 日
避险交易	宽松交易	不确定	衰退交易	衰退交易

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		

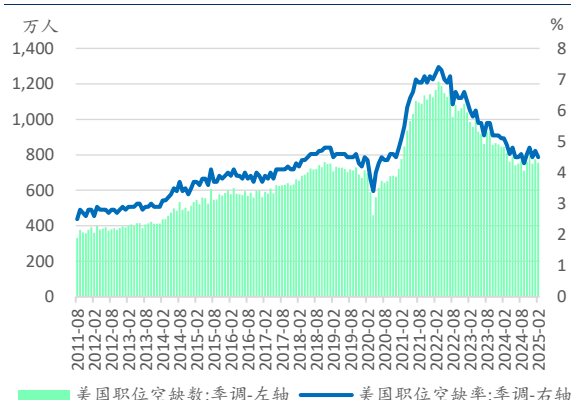
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：就业数据好于预期，贸易逆差保持高位

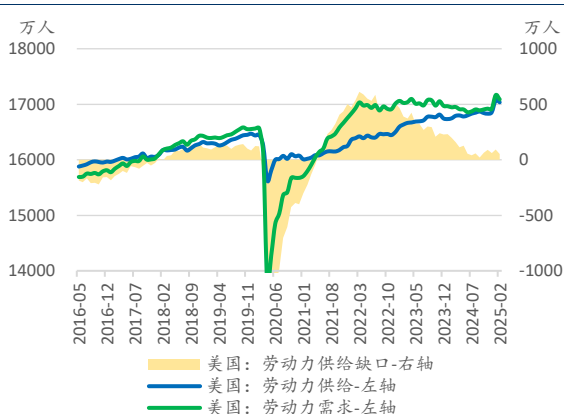
2月职位空缺率与劳动力缺口均下降。2月季调后非农职位空缺数为756.8万人（预期766万人，前值由774万人修正为776.2万人），职位空缺率为4.5%（预期4.6%，前值4.7%）。经测算，2月美国劳动力市场缺口为51.6万人（前值由66.0万人上修至91.3万人）。

图2：美国职位空缺人数与空缺率



数据来源：美国劳工部，Wind

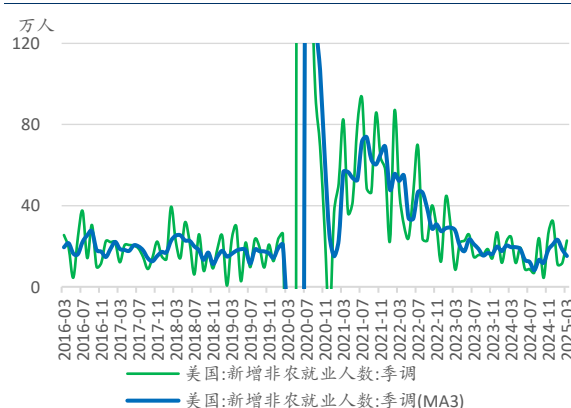
图3：美国劳动力市场供需情况



数据来源：美国劳工部，Wind

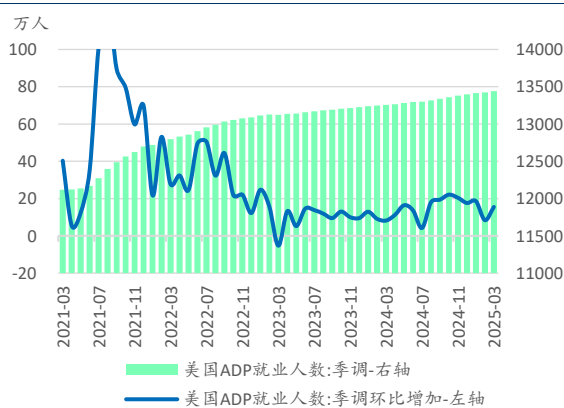
3月非农数据好于预期。3月美国新增非农就业22.8万人（预期13.5万人），2月由15.1万人下修至11.7万人，1月由12.5万人下修至11.1万人，新增非农就业3个月移动平均15.2万人（前值18.4万人）。3月ADP就业新增7.7万人（预期14万人，前值由7.7万人上修至8.4万人）。

图4：美国新增非农就业



数据来源：美国劳工部，Wind

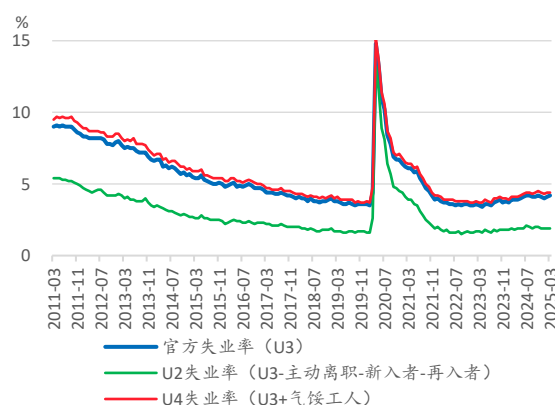
图5：美国ADP就业人数与每月新增人数



数据来源：ADP研究所，Wind

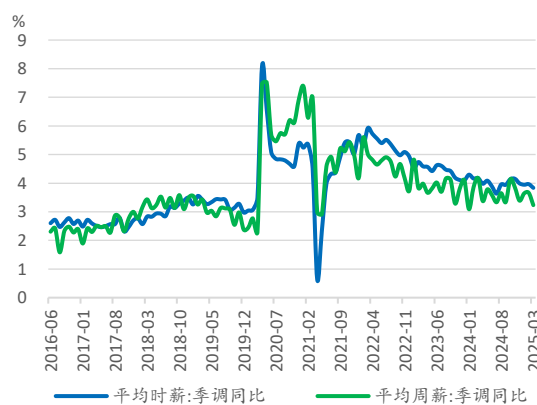
失业率微幅升高。3月美国季调后 U3 失业率 4.15%（前值 4.14%），U2 失业率 1.94%（前值 1.95%），其中含永久性失业贡献 1.06%（前值 1.03%），暂时失业与完成临时工作贡献 0.88%（前值 0.92%），U4 失业率 4.4%（前值 4.4%），其中含气馁工人贡献 0.2%（前值 0.3%），U6 失业率 7.9%（前值 8.0%）。劳动参与率 62.5%（前值 62.4%），就业率 59.9%（前值 59.9%）。

图 6：美国主要口径失业率



数据来源：美国劳工部，Wind

图 7：美国非农平均时薪与周薪涨幅



数据来源：美国劳工部，Wind

3 月平均时薪增速放缓。美国私人非农企业季调后平均时薪同比+3.8%（前值+4.0%），平均周薪季调同比+3.2%（前值+3.7%）。

其他月度数据：ISM 制造业 PMI 落至荣枯线下方，制造业订单减速，建造支出小幅回暖，贸易逆差连续第二个月同比翻倍。2 月全部制造业订单季调环比+1.7%（前值+1.8%），同比+2.5%（前值+3.3%），耐用品新订单季调环比+1.0%（初值+0.9%，前值+3.4%）。建造支出季调环比+0.7%（前值-0.5%），同比+2.9%（前值+2.7%），住宅建造支出环比+1.2%（前值-1.2%），同比+1.6%（前值+1.5%）。2 月出口季调同比+4.8%（前值+4.4%），进口同比+19.7%（前值+23.0%），贸易差额-1226.6 亿（前值-1306.5 亿）。3 月达拉斯联储制造业指数 6.0（前值-9.1），芝加哥联储 PMI 指数 47.6（前值 45.5），标普全球制造业 PMI 终值 50.2（初值 49.8，前值 52.7），服务业 PMI 终值 54.4（初值 54.3，前值 51.0），综合 PMI 终值 53.5（初值 53.5，前值 51.6）；ISM 制造业 PMI 为 49.0（前值 50.3），非制造业 PMI 为 50.8（前值 53.5）。

周度数据：亚特兰大联储 4 月 3 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-2.8%（上周-2.8%），剔除黄金进口影响后为-0.8%（上周-0.5%）。3 月 29 日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.28%（前值+2.07%），当周红皮书商业零售同比+4.8%（前值+5.6%），当周初领失

业金 21.9 万人（前值由 22.4 万上修至 22.5 万），前周续领失业金 190.3 万人（前值由 185.6 万下修至 184.7 万）。4 月 2 日美联储资产负债表较上周-168.01 亿美元（前值-157.29 亿），联储银行准备金周较上周-235.01 亿美元（前值+248.37 亿），逆回购协议-63.58 亿美元（前值+571.34 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
		9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
房地产	建造支出-季调环比	-0.9	1.6	0.4	0.3	-0.5	0.7		↗
	建造支出-住宅-季调环比	-3.3	3.4	0.3	0.3	-1.2	1.3		↗
	建造支出-非住宅-季调环比	0.9	0.3	0.4	0.3	0.0	0.3		↗
进出口	出口金额-季调同比	3.1	2.1	6.6	2.6	4.4	4.8		↗
	进口金额-季调同比	9.6	4.6	9.5	12.3	23.0	19.7		↘
	贸易差额-季调-亿美元	-850.1	-737.3	-782.4	-980.6	-1306.5	-1226.6		↗
订单	耐用品新订单-季调环比	-0.4	0.7	-2.0	-1.8	3.4	1.0		↘
	耐用品新订单-季调同比	-1.7	3.2	-6.1	-3.5	3.7	3.4		↘
	耐用品新订单（除国防）-季调环比	-0.9	0.9	-1.3	-1.8	3.7	0.8		↘
	耐用品新订单（除运输）-季调环比	0.4	0.2	-0.2	0.1	0.2	0.7		↗
	全部制造业新订单-季调环比	-0.2	0.5	-0.8	-0.6	1.8	0.6		↘
	全部制造业新订单-季调同比	-1.4	2.1	-2.3	-0.9	3.3	2.5		↘
就业	新增非农就业-万人	24.0	4.4	26.1	32.3	11.1	11.7	22.8	↗
	新增ADP就业-万人	19.4	22.1	20.4	17.6	18.6	8.4	15.5	↗
	劳动力供需缺口-万人	20.2	64.3	91.0	62.2	91.3	51.6		↘
	失业率（U3）-季调	4.1	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	↗
	失业率（U2）-季调	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	→
	失业率（U4）-季调	4.3	4.4	4.5	4.4	4.3	4.4	4.4	→
	就业率	60.1	60.0	59.8	60.0	60.1	59.9	59.9	→
	劳动参与率	62.7	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	62.5	↗
	职位空缺率-季调	4.3	4.6	4.8	4.5	4.7	4.5		↘
	雇佣率-季调	3.5	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4		→
	离职率-季调	1.9	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0		→
	裁员率-季调	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1		→
	时薪增速-季调同比	3.9	4.1	4.2	4.0	3.9	4.0	3.8	↘
	周薪增速-季调同比	3.3	4.1	3.8	3.4	3.6	3.7	3.2	↘
	周工作时长-小时	34.2	34.3	34.3	34.2	34.1	34.2	34.2	→
PMI 指数	标普全球制造业PMI	47.3	48.5	49.7	49.4	51.2	52.7	50.2	↘
	标普全球服务业PMI	55.2	55.0	56.1	56.8	52.9	51.0	54.4	↗
	标普全球综合PMI	54.0	54.1	54.9	55.4	52.7	51.6	53.5	↗
	ISM制造业PMI	47.2	46.5	48.4	49.3	50.9	50.3	49.0	↘
	ISM非制造业PMI	54.9	56.0	52.1	54.1	52.8	53.5	50.8	↘
	达拉斯联储制造业产出指数	-2.1	15.5	0.1	5.3	12.2	-9.1	6.0	↗
	芝加哥联储PMI	46.6	41.6	40.2	36.9	39.5	45.5	47.6	↗
周		21 Feb.	28 Feb.	7 Mar.	14 Mar.	21 Mar.	28 Mar.	4 Apr.	
周度数据	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测	2.3	-1.5	-2.4	-1.6	-1.7	-2.8	-2.8	→
	GDPNow-GDP预测（黄金调整）				0.4	0.4	-0.5	-0.8	↘
	纽约联储周度经济指数	2.43	2.24	2.59	2.32	2.07	2.28		↗
	红皮书商业销售-同比	6.2	6.6	5.7	5.2	5.6	4.8		↘
	当周初次申请失业金人数-万人	24.2	22.2	22.1	22.5	22.5	21.9		↘
	持续领取失业金人数-万人	189.7	185.9	188.1	184.7	190.3			↗
	美联储资产负债表周变动-亿美元	-311.81	-162.31	-93.37	28.07	-35.89	-157.29	-168.01	↘
	联储银行准备金周变动-亿美元	207.34	1046.14	4.19	785.13	-339.74	248.37	-235.01	↘
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	85.62	507.55	191.05	-87.38	493.26	571.34	-63.58	↘

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

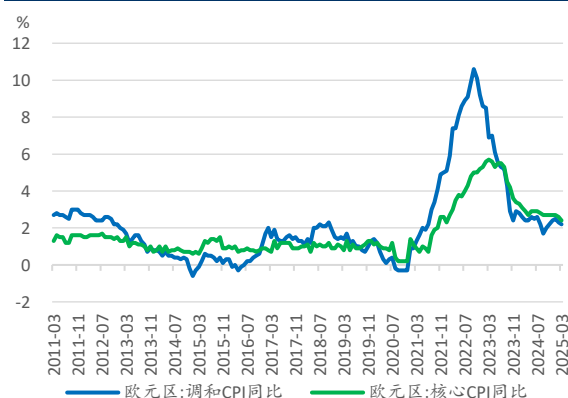
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

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：CPI 小幅回落，PPI 升高，失业率下行

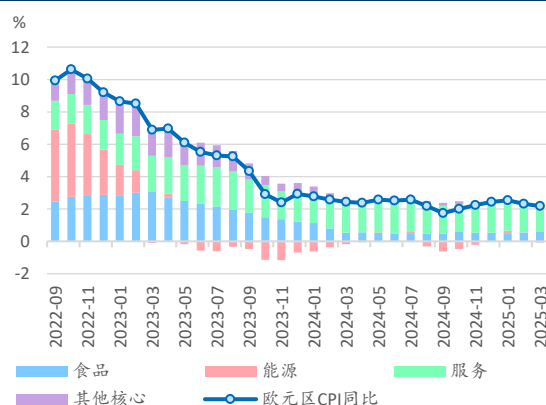
欧元区 3 月 CPI 小幅回落。欧元区 3 月 CPI 同比+2.2%（预期+2.2%，前值+2.3%），环比+0.6%（前值+0.4%）；核心 CPI 同比+2.4%（预期+2.5%，前值+2.6%）；环比+1.0%（前值+0.5%）。主要分项方面，食品同比+2.9%（前值+2.7%），能源同比-0.7%（前值+0.2%），服务同比+3.4%（前值+3.7%）。法国 3 月核心 CPI 同比+1.9%（前值+1.9%）；德国 CPI 同比+2.2%（前值+2.3%），核心 CPI 同比+2.7%（前值+3.1%）。

图 8：欧元区 CPI 与核心 CPI



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 9：欧元区 20 国 CPI 同比分解



数据来源：欧盟统计局，Wind

其他数据：失业率小幅下降，PPI 回升，零售销售回暖，PMI 多数上修。2 月欧元区 20 国失业率为 6.1%（前值 6.2%），欧盟 27 国失业率为 5.7%（前值 5.8%），法国失业率为 7.4%（前值 7.3%），德国失业率为 3.5%（前值 3.5%）。欧元区 2 月 PPI 同比+3.0%（前值+1.7%）。法国 2 月工业生产指数同比-0.4%（前值-1.2%），季调环比+0.7%（前值-0.5%）。德国 2 月零售销售同比+1.4%（前值+5.0%），法国同比+2.3%（前值+2.1%），英国同比+2.7%（前值+1.7%）。欧元区 3 月制造业 PMI 终值 47.6（初值 48.7，前值 47.6）；服务业 PMI 终值 50.6（初值 50.4，前值 50.6），综合 PMI 终值 50.2（初值 50.4，前值 50.2）。

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
		9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
消费	德国零售销售指数-同比	1.6	6.2	4.4	3.1	5.0	1.4		↓
	法国零售销售指数-同比	3.5	2.8	1.9	1.6	2.1	2.3		↗
	英国零售销售指数-同比	1.2	0.1	-1.1	3.2	1.7	2.7		↗
工业生产	法国工业产出指数-季调环比	-0.4	-0.3	-0.1	-0.3	-0.5	0.7		↗
	法国工业产出指数-同比	-0.2	-0.4	-0.7	-1.4	-1.2	-0.4		↗
通货膨胀	欧元区CPI-同比	1.7	2.0	2.2	2.4	2.5	2.3	2.2	↓
	欧元区CPI-季调环比	-0.1	0.3	-0.3	0.4	-0.3	0.4	0.6	↗
	欧元区核心CPI-同比	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.4	↓
	欧元区核心CPI-季调环比	0.1	0.2	-0.6	0.5	-0.9	0.5	1.0	↗
	德国CPI同比	1.6	2.0	2.2	2.6	2.3	2.3	2.2	↓
	德国核心CPI同比	3.0	3.3	3.1	3.3	3.6	3.1	2.7	↓
	法国CPI同比	1.1	1.2	1.3	1.3	1.7	0.8	0.8	
	法国核心CPI同比	2.1	2.1	2.2	2.0	2.0	1.9	1.9	→
	欧元区PPI同比	-3.5	-3.3	-1.2	0.1	1.7	3.0		↗
就业	欧元区20国失业率	6.3	6.2	6.2	6.2	6.2	6.1		↓
	欧盟27国失业率	5.9	5.8	5.8	5.8	5.8	5.7		↓
	德国失业率	3.5	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5		→
	法国失业率	7.4	7.4	7.3	7.3	7.3	7.4		↗
PMI	欧元区制造业PMI	45.0	46.0	45.2	45.1	46.6	47.6	48.6	↗
	欧元区服务业PMI	51.4	51.6	49.5	51.6	51.3	50.6	51.0	↗
	欧元区综合PMI	49.6	50.0	48.3	49.6	50.2	50.2	50.9	↗
	英国制造业PMI	51.5	49.9	48.0	47.0	48.3	46.9	44.9	↓
	英国服务业PMI	52.4	52.0	50.8	51.1	50.8	51.0	52.5	↗
	英国综合PMI	52.60	51.8	50.5	50.4	50.6	50.5	51.5	↗
	法国制造业PMI	44.6	44.5	43.1	41.9	45.0	45.8	48.5	↗
	法国服务业PMI	49.6	49.2	46.9	49.3	48.2	45.3	47.9	↗
	法国综合PMI	48.6	48.1	45.9	47.5	47.6	45.1	48.0	↗
	德国制造业PMI	40.6	43.0	43.0	42.5	45.0	46.5	48.3	↗
	德国服务业PMI	50.6	51.6	49.3	51.2	52.5	51.1	50.9	↓
	德国综合PMI	47.5	48.6	47.2	48.0	50.5	50.4	51.3	↗

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

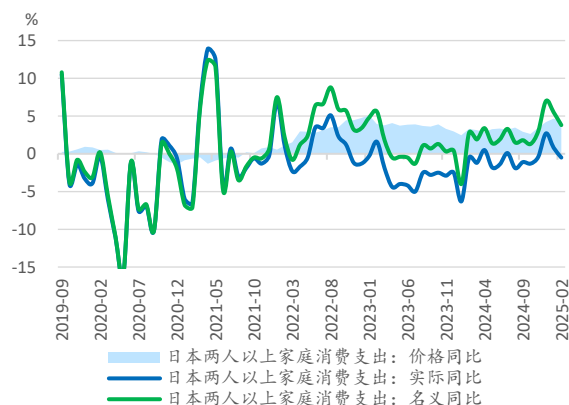
说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

日本：家庭消费与商业零售均放缓

多人家庭消费支出明显回落，价格平减指数降温。日本 2 月多人家庭消费支出名义同比+3.8%（前值+5.5%），实际同比-0.5%（前值+0.8%），价格平减指数同比+4.3%（前值+4.7%）。

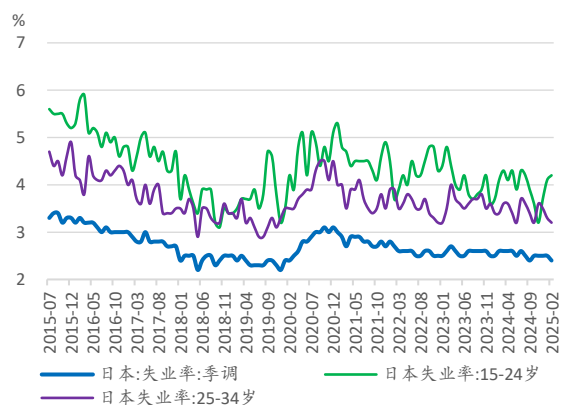
失业率小幅下行。日本 2 月整体失业率 2.4%（前值 2.5%），15-24 失业率 4.2%（前值 4.1%），25-34 失业率 3.2%（前值 3.3%）。

图 10：日本两人以上家庭消费支出



数据来源：日本统计局，Wind

图 11：日本季调失业率



数据来源：日本统计局，Wind

其他数据：商业销售减速，工业生产环比回升，PMI 上修。2月商业零售环比-4.2%（前值-20.9%），同比+1.4%（前值+4.4%）。工业生产指数季调环比+2.5%（前值-1.1%），同比+0.3%（前值+2.2%）。3月制造业 PMI 终值 48.4（初值 48.3，前值 49.0），服务业 PMI 终值 50.0（初值 49.5，前值 53.7），综合 PMI 终值 48.9（初值 48.5，前值 52.0）。

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			短期趋势
		9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
消费	多人家庭消费支出-名义同比	1.8	1.3	3.0	7.0	5.5	3.8		↓
	多人家庭消费支出-实际同比	-1.1	-1.3	-0.4	2.7	0.8	-0.5		↓
	多人家庭消费支出-价格平减指数	2.9	2.6	3.4	4.2	4.7	4.3		↓
	商业销售额-环比	-2.2	2.3	2.9	13.2	-20.9	-4.2		↑
	商业销售额-同比	0.7	1.3	2.8	3.5	4.4	1.4		↓
工业生产	工业产出指数-季调环比	0.7	1.8	-1.7	-0.3	-1.1	2.5		↑
	工业产出指数-同比	-3.2	0.9	-3.3	-2.2	2.2	0.3		↓
就业	失业率	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4		↓
	失业率15-24岁	3.9	3.6	3.2	3.7	4.1	4.2		↑
	失业率25-34岁	3.4	3.2	3.6	3.5	3.3	3.2		↓
PMI	制造业PMI	49.7	49.2	49.0	49.6	48.7	49.0	48.4	↓
	服务业PMI	53.1	49.7	50.5	50.9	53.0	53.7	50.0	↓
	综合PMI	52.0	49.6	50.1	50.5	51.1	52.0	48.9	↓

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：特朗普开征对等关税，美联储保持定力

美国当地时间4月2日下午，特朗普宣布进入国家紧急状态，并对所有国家征收10%的“基准关税”和对重点国家征收“对等关税”。一是对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，于4月5日正式生效。二是对于某些贸易伙伴征收更高的“对等关税”，将于4月9日生效。对各国征收的对等关税税率差异较大，其中将对中国的加征税率为34%，对欧盟的关税为20%，对英国征收10%关税，对瑞士征收31%关税，对印度征收26%关税，对韩国征收25%关税，对日本征收24%关税，对泰国征收36%关税，对越南征收46%关税，对柬埔寨征收49%关税。墨西哥和加拿大未被列入新关税名单，尽管如此，两国此前因移民和芬太尼问题而面临的关税仍然有效。美国总统特朗普4月3日表示，如果其他国家提出惊人的条件，他将对关税谈判持开放态度。

特朗普宣布对进口汽车加征25%关税，于4月3日生效。白宫还表示，已面临钢铝关税、汽车关税的产品将不适用“对等关税”。铜、药品、半导体和木材等也不适用“对等关税”。这些行业是特朗普此前提到计划加征更高行业关税的品类，但具体落地时间与税率仍未公布。

美国政府宣布将终止对来自中国大陆和香港800美元以下小额包裹的免税政策。5月2日起，对所有相关邮件物品（含国际邮政网络发送、价值≤800美元且原符合豁免条件的货物），征收价值30%或每件25美元的关税（2025年6月1日后提至每件50美元），取代其他关税。此外，商务部长需在90天内提交报告，评估该命令影响，并考虑是否将规则扩展至来自中国澳门的包裹。

美国参议员寻求控制特朗普的关税权力。共和党参议员查克·格拉斯利（Chuck Grassley）和民主党参议员玛丽亚·坎特韦尔（Maria Cantwell）提出立法，要求总统向国会通报征收新关税的理由，包括分析对美国企业和消费者的潜在影响，国会需要在60天内通过一项批准新关税的联合决议——否则，所有新的进口关税都将失效。另据媒体报道，美国政府宣布“灾难性”关税政策后，美国财长贝森特可能正计划离职。但并未得到贝森特本人和特朗普政府的回应。

全美单日爆发1300场反特朗普示威。当地时间4月5日，从东海岸到西海岸，以“住手！”（Hands Off!）为口号的反特朗普示威浪潮席卷全美50个州数十

座城市，反对政府削减开支、打击移民和关税等政策，有超过 50 万人报名参加与全国各地的 1300 场抗议活动。这也是特朗普年初上任以来遭遇的最大规模单日抗议活动。

美国国税局启动裁员计划。美国国税局 4 月 4 日启动大规模裁员计划，预计将裁撤 2 万个工作岗位，约占该机构员工总数的四分之一。此次裁员行动令税务官员担心有人会钻国税局人力缩减的空子进行偷税漏税，从而导致今年美国税收收入大幅下滑。据悉，此前有超过 4000 名国税局员工接受了联邦政府的“买断离职计划”。另有超过 7000 名试用期员工被解雇，不过根据法院裁决，这部分员工正陆续恢复职位。

面对对等关税、市场巨震和特朗普的降息压力，美联储保持定力。美联储主席**鲍威尔（Jay Powell）**表示，对关税范围感到震惊，对经济的影响将比之前认为的要大；关税远超预期，对经济影响也可能如此，包括通胀上升和经济增长放缓，这些影响的规模和持续时间仍不确定。美联储有条件等一等，再考虑是否调整政策；经济增长疲软、通胀上升相互抵消，将使美联储维持对 2025 年降息两次的预期。**美联储副主席杰斐逊（P. N. Jefferson）**表示，尽管美国贸易、移民和监管政策的重大变化导致经济前景存在高度不确定性，但利率仍然处于应对各种竞争风险的可利位置，在等待有关政府政策将如何影响经济的更多信息时，美联储不必急于调整利率。**纽约联储主席威廉姆斯（J. C. Williams）**表示，关税的全面影响可能会在很长一段时间内逐步显现；需要关注数据以衡量关税的影响。货币政策的定位一直非常恰当；美联储当前的政策水平处于有利地位；预计经济将继续增长，但增速将低于去年。**里奇蒙德联储主席巴尔金（T. Barkin）**表示，不急于降息；正如美联储主席所说，拭目以待情况如何发展。

欧洲：各国对关税表示反对，欧央行降息未决

4 月 2 日，欧盟委员会发言人对外表示，欧方针对美国特朗普政府加征关税举措的反制措施将分两阶段展开。第一阶段反制措施主要针对此前美国加征的钢铝关税，第二阶段则针对美国加征的进口汽车关税。据称，欧盟第一阶段反制措施方案正在完成内部程序，包括总额达 260 亿欧元的反制措施清单。第二阶段反制措施将在 4 月 2 日美国公布新一轮关税措施后公布。

欧洲多国表达对关税的反对。欧盟委员会主席冯德莱恩在当地时间 4 月 3 日表示，特朗普的关税政策对世界经济是一个重大打击，将对消费者和企业产生严

重后果，欧盟必须捍卫自身免受因美国孤立主义导致的全球贸易严重中断，并称如果与华盛顿的谈判失败，欧盟准备采取反制措施。**4月4日，英国首相斯塔默、澳大利亚总理阿尔巴尼斯和意大利总理梅洛尼讨论了对美国加征关税的态度，一致认为全面的贸易战将造成极大的破坏。必须保持对话，以维持经济稳定。**

法国总统马克龙敦促欧洲企业暂停在美国的投资。马克龙强烈批评美国对主要贸易伙伴加征“对等关税”，呼吁法国企业暂停在美投资，以回应美国总统特朗普对欧盟及其他地区征收关税的决定，并考虑针对美国数字服务企业及其融资机制采取反制措施。法国官方将召集受美国“对等关税”影响的出口商和企业举行紧急会议，研究相关应对措施。

英国外交大臣拉米表示，正在与美国进行商讨，以达成一项经济协议。已经非常明确地表示，在与美国的贸易争端中，所有选项都在考虑范围之内。

西班牙首相佩德罗·桑切斯表示坚决反对美国加强关税。将宣布一项价值141亿欧元的援助计划，以保护可能受到美国关税新政冲击的经济。将包括74亿欧元的新融资，以及现有可筹措的67亿欧元资金。

欧洲央行行长拉加德（C. Lagarde）表示，美国关税政策将使欧洲走向“经济独立”。据欧洲央行估计，美国关税政策或导致欧元区GDP在第一年下降0.3%。对于关税争端或推高欧洲通胀的风险，拉加德表示欧洲央行将持谨慎态度。

欧央行4月降息与否仍悬而未决。欧洲央行3月份会议纪要显示，官员们认为4月会议时再次降息或维持利率不变都是有可能的，这取决于即将公布的数据。**希腊央行行长斯图纳拉斯（Y. Stournaras）发表最新讲话表示，美国关税不会阻碍4月降息。****奥地利央行行长霍尔兹曼（R. Holzmann）表示，他反对在4月17日的政策会议上降息，**鉴于政策是中性的且通胀在向目标靠拢，没有理由变得宽松。

日本：难以评估关税对物价影响，石破茂拟与特朗普通话

日本首相石破茂表示，美国的关税措施非常令人遗憾，并对这些关税是否符合世界贸易组织规则和日美贸易协定深表关切。日本应该将美国关税称为国家危机；向党派领导人阐述了政府在关税问题上的措施，被要求尽快与特朗普通电

话。据悉，日本首相石破茂本周将与美国总统举行电话会议。石破茂表示，打算就美国征收关税问题提出日本的“一揽子”建议。

日本央行行长植田和男表示，美国关税可能会给日本和全球经济带来下行压力；现在很难说美国关税将如何影响日本的物价走势；在决定货币政策时，将密切关注美国关税对日本的影响以及海外经济和物价走势。美国“对等关税”可能对世界贸易产生巨大影响，并对全球经济增长造成打击。高关税可能在短期内推高美国通胀，但长期影响尚不确定。

其他地区：加拿大、越南对关税给出不同回应

加拿大总理卡尼当地时间4月3日在首都渥太华举行新闻发布会，宣布了对美国所谓“对等关税”的一系列反制措施。为回应特朗普政府对外国产汽车加征的进口税，加拿大将对美国制造的汽车征收25%的报复性关税。卡尼表示，加拿大将寻求与美国重新谈判贸易协议，还将寻求更可靠的贸易伙伴。将推出一系列刺激措施，促进国内经济发展。

越南表示将与美国实现0关税，同日对中韩征收临时反倾销税。在特朗普宣布“对等关税”（表示将向越南商品征收46%的关税）计划后，越南方面正与美国进行0关税的磋商——越南准备将关税降至零，并要求美国也这样做。对此，特朗普回应已与越共中央总书记苏林通话，期待未来会面。同日，越南工贸部发布公告，对于中国和韩国的合金钢镀层板征收临时反倾销税，其中中国为37.13%，韩国为15.67%。

澳洲联储宣布维持基准利率在4.1%不变，符合市场预期。澳洲联储称，经济前景仍然不确定，希望在进一步放松政策前看到更多证据表明通胀正可持续地朝目标回归。此前，澳洲联储在上次会议上时隔四年多首次降息。

韩国宪法法院对总统尹锡悦弹劾案作出宣判。弹劾案获得通过，尹锡悦被罢免总统职务，成为继朴槿惠之后第二位被罢免的总统，之后韩国必须在60日内举行新一届大选。

【本周关注】

美国 CPI、PPI 及财政收支，欧元区零售，日本贸易账

4 月 7 日	欧元区 2 月零售销售 德国 2 月贸易账
4 月 8 日	日本 2 月贸易账
4 月 9 日	美国 2 月批发销售 美国 3 月 CPI
4 月 10 日	美国 3 月财政数据 美国 3 月 PPI
4 月 11 日	美国 4 月密歇根大学系列数据

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。