

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

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

警惕流动性危机

报告日期：

2025年4月7日

报告内容摘要：

◆美国超预期关税来袭，市场大跌以对。从影响来看，耶鲁大学研究显示，无论是4月2日的关税，或是2025年来的关税以及相应的反制措施，均将导致美国经济面临进一步滞胀的局面。关税的不确定性来自于两点：第一，美国内部。特朗普此举是否会引发内部的反对行为，进而从流程上阻碍其实施？第二，外部协商。本身关税就是一种谈判筹码。假如对方给了更加诱人的方案，特朗普有可能瞬间取消相关规定。从市场反馈来看，我们当前需要注意接下来是否会发生流动性危机。

◆**房地产高频跟踪**：本周，一线和二、三线城市新房销售量均呈现回落态势，只是一线城市新房销量绝对值较高，二、三线城市基本略低于2024年水平或与之持平。二手房方面，截至3月24日，一、二、三线城市挂盘价指数均呈现企稳状态。一线城市已连续2个月企稳，二三线城市近期再现持稳迹象。后续观察二三线城市能够继续保持该良好状态。总体来看，新房销售中目前仅一线城市新房销量明显高于去年，二手房挂盘价指数中二三线城市也有持稳企稳迹象，后期观察这些现象能否延续。

◆**国债**：节后，资金面维持较为紧张的氛围，加之经济数据、政策预期扰动，降准降息不断落空，10年期国债始终压制在1.8%一线。但关税问题让经济忧虑上升，货币政策加码的必要性增强，加之人民日报强调“未来根据形势需要，降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台”，我们预期债市整体偏暖。需要注意的是，关税政策容易有反复，债市整体走势可能仍然颠簸，但整体牛市仍在，每一次大幅回调都是进场的机会。

◆**风险提示**：美国经济超预期走强 国内经济超预期走弱

目录

一、 超预期关税来袭，警惕流动性危机	3
(一) 有哪些举措?	3
(二) 对美国经济的影响	3
(三) 能否执行仍存不确定性	4
(四) 警惕流动性危机	4
二、 房地产政策效果跟踪——二手房市场表现稳健	5
三、 国债：关税东风来，债市反复中前进	6

表目录

表 1: 4 月 2 日关税举措梳理	3
表 2: 关税对经济和财政的影响	3

图目录

图 1: 关税对美国实际 GDP 水平的影响	4
图 2: 2025 年关税对全球经济的影响	4
图 3: 资金市场依然平稳 (%)	5
图 4: 一线城市成交面积远高于 2024 年同期 (7DMA)	5
图 5: 二线城市成交面积略不及 2024 年 (7DMA)	5
图 6: 三线城市成交面积略不及 2024 年 (7DMA)	6
图 7: 一线城市挂牌价持稳	6
图 8: 二线城市挂牌价指数微升	6
图 9: 三线城市挂牌价也有企稳迹象	6
图 10: 资金面紧平衡	7
图 11: 债市全期限走强	7

一、超预期关税来袭，警惕流动性危机

(一)有哪些举措？

4月3日北京时间凌晨4点，受人瞩目的关税方案出炉，基本超所有人预期，美国不仅对全球征收10%的基准关税，还对与美贸易失衡国家的约60个国家征收额外的对等关税。所有宣布的关税均为新增。对于中国来说假如这些新增关税如期征收的话，关税比率将超过70%（新的34%+之前的20%+拜登时期关税+2018年贸易战时期征收的关税）。10%的基准关税将于4月5日生效，对等关税将于4月9日生效。此外，汽车关税于当天生效，未来其他行业关税也将逐步出炉。

表 1：4月2日关税举措梳理

举措	具体描述	生效时间
设立“最低基准关税”	对所有贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”	美国东部时间4月5日凌晨0时01分
对部分贸易伙伴征收更高关税	中国“对等关税”税率达34%（此前已对中国商品普遍征收20%的关税，生效后合计税率54%）；越南关税为46%；泰国关税为36%；印度尼西亚关税为32%；印度关税为26%；日本关税为24%；韩国关税为25%；欧盟国家关税升至20%；英国、巴西、澳大利亚等国为10%；菲律宾和以色列各17%；南非30%；瑞士31%；斯里兰卡44%；柬埔寨49%	美国东部时间4月9日凌晨0时01分
对进口汽车及电脑征税	对所有外国制造的进口汽车征收25%的关税，对所有进口电脑（包括笔记本和台式电脑）征收4%的关税	进口汽车征税从4月3日生效；
取消从中国内地和香港输美小额包裹的免税待遇	从中国内地和香港通过国际邮政系统向美国寄送的价值低于800美元的包裹将被征收适用关税，邮寄品需缴纳其价值30%或每件25美元的关税，2025年6月1日后增至每件50美元	美国东部时间5月2日

资料来源：根据新闻整理 信达期货研究所

特朗普致力于挥舞“关税大棒”，主要是为了推动制造业回流，改善贸易失衡问题，增加财政收入等。但眼下，人们似乎更加关心其对经济的影响。

(二)对美国经济的影响

根据耶鲁大学经济实验室的研究结果，假如仅评估4月2日关税，那么平均有效税率将增加11.5%，PCE将上涨约1.3%。假如美联储没有应对，这相当于平均每户家庭损失2100美元的购买力（以2024年美元计算）。

如果评估2025年所有的关税，那么平均有效税率将增加19.8%，PCE将上涨约2.3%。假如美联储没有应对，这相当于平均每户家庭损失3800美元的购买力（以2024年美元计算）。

表 2：关税对经济和财政的影响

		Conventional Score*****				Add'l Dynamic Effects in Equilibrium		
2026-35		In Equilibrium						
	\$billions	% of GDP	% Change in PCE Price Level***	Decline in Average Real Disposable Income per Household (2024\$)*	Add'l Effective Tariff Rate (p.p.)****	Change in 2025 Q4-Q4 Real GDP Growth (p.p.)	% Change in Medium-to-Long Run Real GDP Level	Add'l 2026-35 Dynamic Revenue Effects (\$bn)
All 2025 Tariffs to Date*	\$3,072	0.8%	2.31%	-\$3,789	19.8	-0.87	-0.56%	-\$582
April 2 Announcement Only**	\$1,408	0.4%	1.31%	-\$2,148	11.5	-0.54	-0.35%	-\$366

* Includes retaliation announced as of April 2.

** Not including retaliation.

*** Pre-substitution.

**** Post-substitution.

***** Under relaxed conventional assumptions

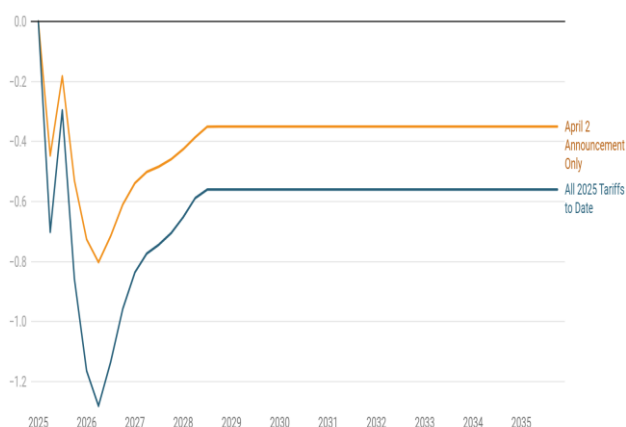
资料来源：耶鲁大学 信达期货研究所

仅评估 4 月 2 日的关税，美国实际 GDP 增长率在 2025 年预期下降 0.5 个百分点，在 2026 年再下降 0.1 个百分点。2026 年后，随着生产和供应链的重新优化，GDP 水平开始小幅恢复。但从长远来看，美国的产出仍比 4 月 2 日的公告低-0.4%。这相当于美国经济每年永久性缩小 1000 亿美元（以 2024 年美元计算）。

考虑所有 2025 年关税及反制措施的话，2025 年的实际 GDP 增长下降 0.9 个百分点，2026 年再下降 0.1 个百分点，而从长期来看，实际 GDP 水平持续下降 0.6%，相当于 2024 年的每年 1600 亿美元。

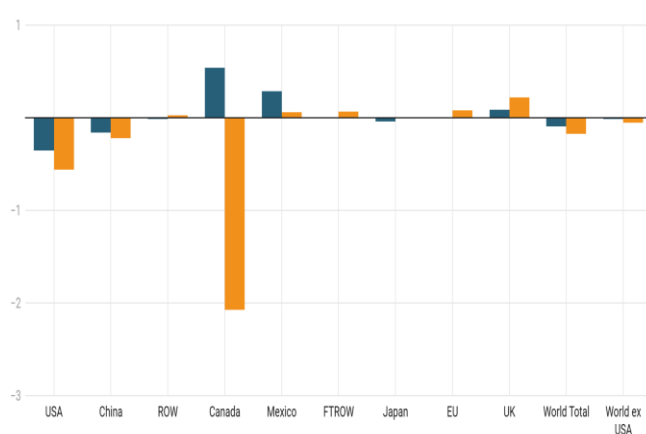
就全球经济而言，4 月 2 日关税仅对美国以外的世界经济产生适度的影响。由于加拿大和墨西哥排除在外，故二者反而受益。从长期来看，中国经济影响为-0.2%。2025 年的所有关税影响都考虑的话，那么加拿大首当其冲，其长期经济实际萎缩 2.1%（反映了美国的关税和加拿大迄今为止的报复），但从长远来看，墨西哥的经济规模略大。中国的经济规模缩小了 0.2%，而英国增长了 0.2%，欧盟增长了 0.1%。

图 1：关税对美国实际 GDP 水平的影响



资料来源：耶鲁大学 信达期货研究所

图 2：2025 年关税对全球经济的影响



资料来源：耶鲁大学 信达期货研究所

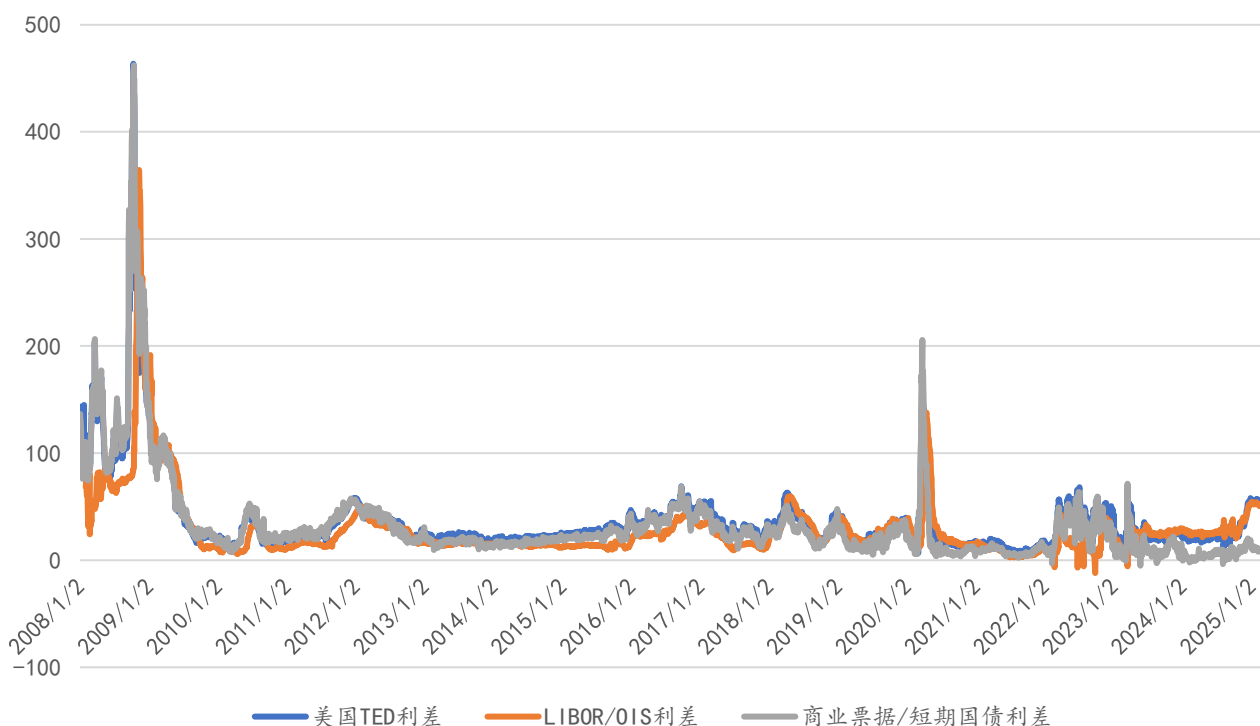
(三)能否执行仍存不确定性

不确定性来自于两点：第一，美国内部。特朗普此举是否会引发内部的反对行为，进而从流程上阻碍其实施？第二，外部协商。本身关税就是一种谈判筹码。假如对方给了更加诱人的方案，特朗普有可能瞬间取消相关规定。

(四)警惕流动性危机

我们观察到清明假期期间，各大风险资产跌幅较大。或者说自关税宣布以来，风险资产都面临严重的下行压力。避险资产如黄金、美元也是大幅下滑。美债在衰退预期下走强。大类资产集体大幅下挫时，要注意是否会产生负向螺旋，甚至于产生流动性危机。从目前的情况来看，情况并不严重，毕竟短期利率相对而言仍然温和。

图 3：资金市场依然平稳（%）



资料来源：Wind 信达期货研究所

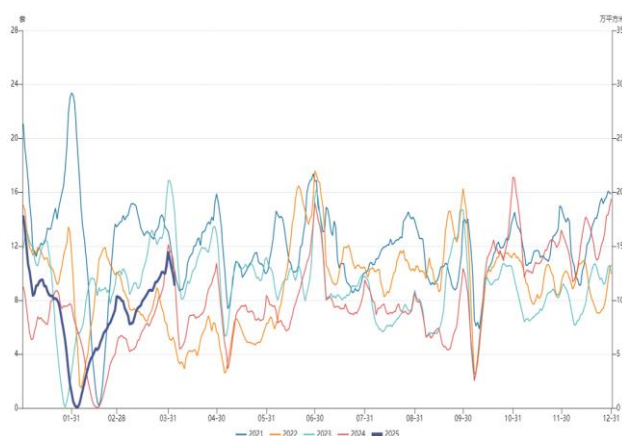
二、房地产政策效果跟踪——二手房市场表现稳健

高频数据方面，我们继续重点观察房地产。本周，一线和二、三线城市新房销售量均呈现回落态势，只是一线城市新房销量绝对值较高，二、三线城市基本略低于 2024 年水平或与之持平。

二手房方面，截至 3 月 24 日，一、二、三线城市挂盘价指数均呈现企稳状态。一线城市已连续 2 个月企稳，二三线城市近期再现持稳迹象。后续观察二三线城市能够继续保持该良好状态。

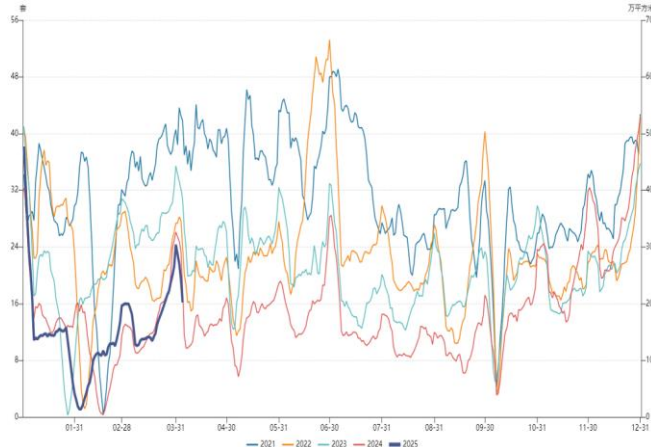
总体来看，新房销售中目前仅一线城市新房销量明显高于去年，二手房挂盘价指数中二三线城市也有持稳企稳迹象，后期观察这些现象能否延续。

图 4：一线城市成交面积远高于 2024 年同期（7DMA）

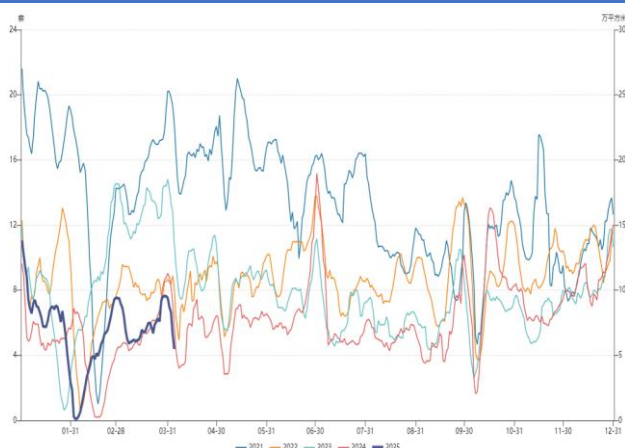


资料来源：Wind 信达期货研究所

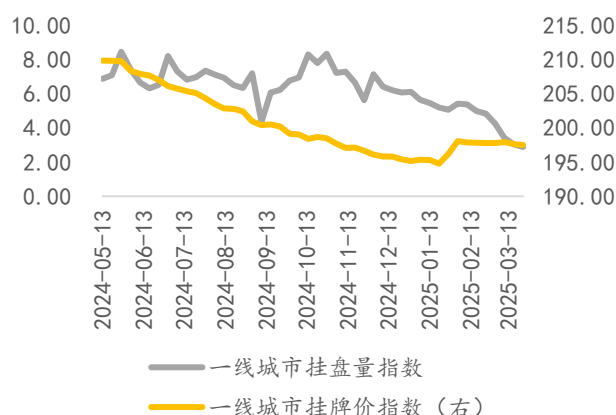
图 5：二线城市成交面积略不及 2024 年（7DMA）



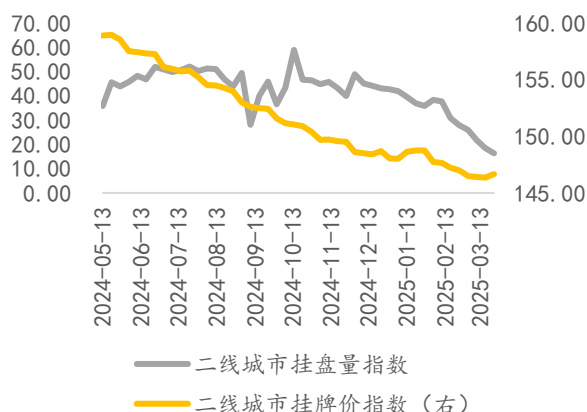
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 6：三线城市成交面积略不及 2024 年（7DMA）


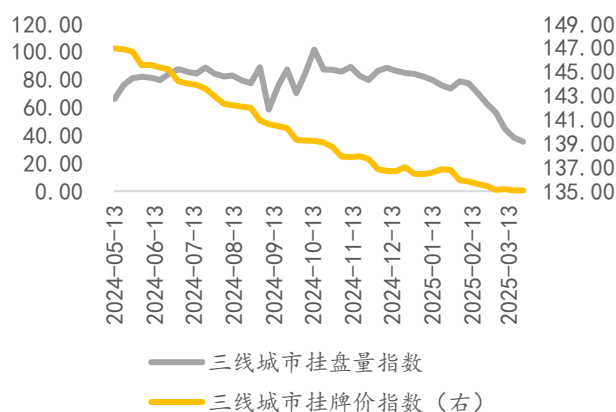
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 7：一线城市挂牌价持稳


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：二线城市挂牌价指数微升


资料来源：Wind 信达期货研究所

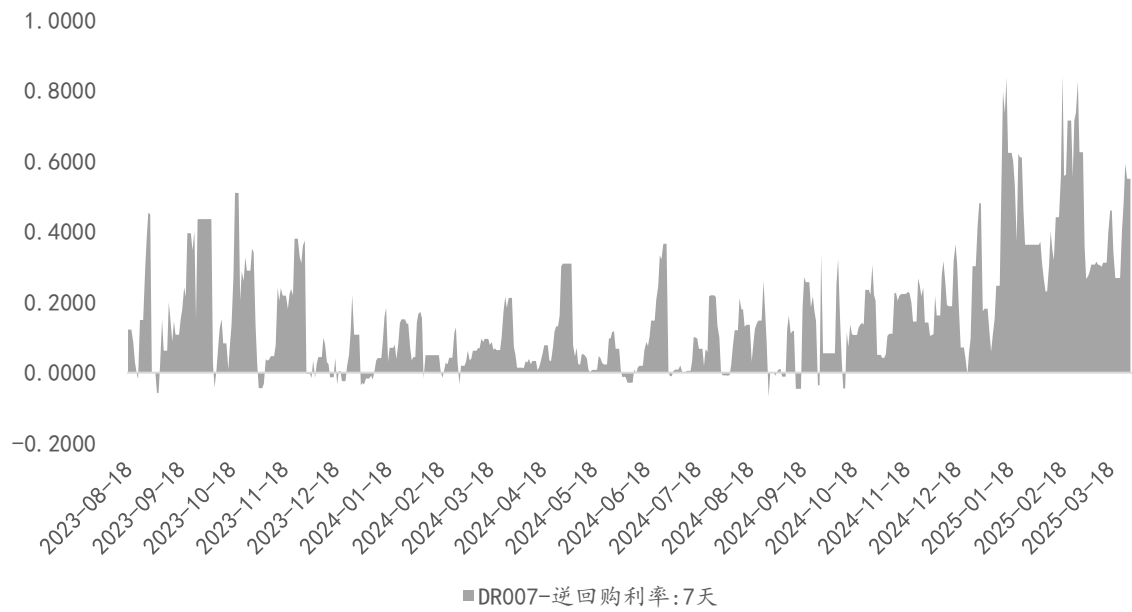
图 9：三线城市挂牌价也有企稳迹象


资料来源：Wind 信达期货研究所

三、国债：关税东风来，债市反复中前进

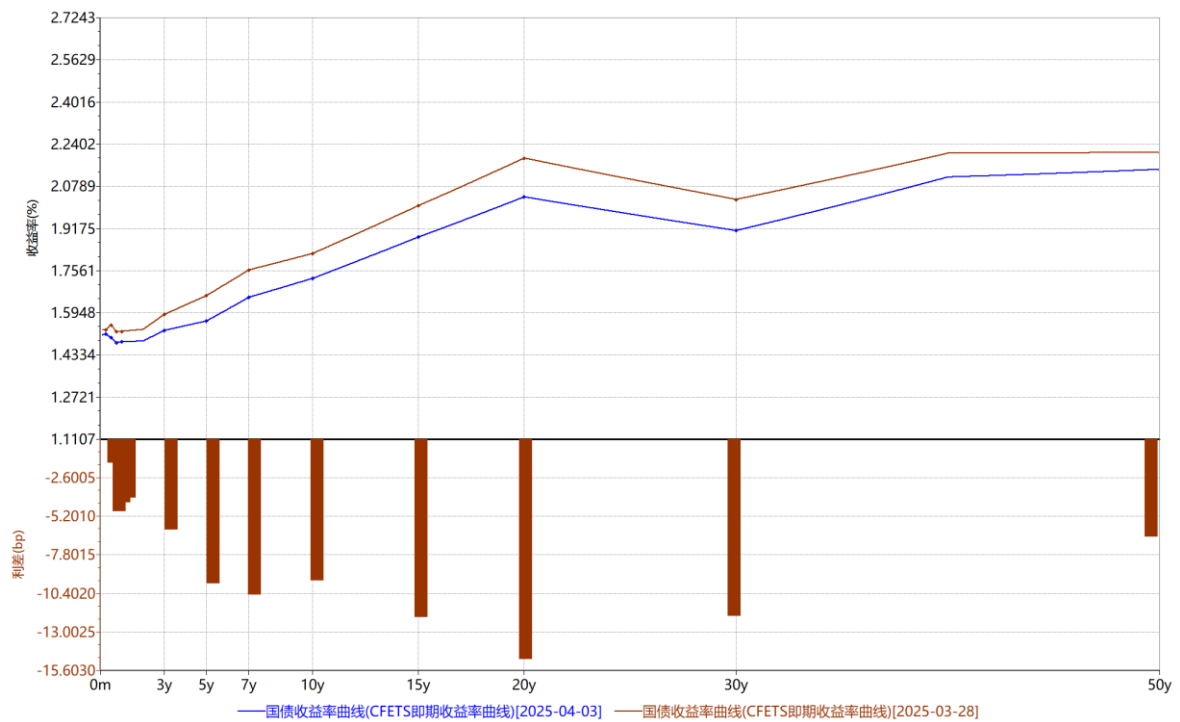
节后，资金面维持较为紧张的状态，加之经济数据、政策预期扰动，降准降息不断落空，10年期国债始终压制在 1.8% 一线。但关税问题让经济忧虑上升，货币政策加码的必要性增强，加之人民日报强调“未来根据形势需要，降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台”，我们预期债市整体偏暖。需要注意的是，关税政策容易有反复，债市整体走势可能仍然颠簸，但整体牛市仍在，每一次大幅回调都是进场的机会。

图 10: 资金面紧平衡



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 11: 债市全期限走强



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

