

期货研究报告

金融研究

宏观月报

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

关注经济下行压力

报告日期：

2025年4月30日

报告内容摘要：

◆国内：一季度GDP同比增速录得5.4%，远超年内目标，但市场目前更加关注关税对经济的影响。从数据来看，EPMI、BCI以及PMI指数等先行指标已有一定体现。由于关税影响程度未知，加之市场风险偏好修复，政策面预期不太可能有强刺激出现，仍以落实现有增量政策为主。5月需关注经济下行压力。

◆国外：避险情绪波动左右4月市场。美元信用长期走弱进一步证实。市场关注关税对美国经济的影响。从当前情况来看，我们认为在层层交织下，通胀的压力可能并不会如我们想象中的那么大，“滞”的影响可能更加明显。关税的出现加速了美国经济的下行速度，但现在谈衰退还为时尚早。

◆大类资产走势展望

股	宏观面承压，下行空间不大
债	震荡等待降息
汇	7.2-7.36 区间震荡
黄金	逢低多为主

◆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、 国内：一季度 GDP 增速亮眼，但关税影响初步显现.....	3
(一) 一季度 GDP 增速缘何远超目标.....	3
(二) 关税影响初步显现.....	4
(三) 政治局会议尘埃落定.....	4
二、 国外：避险！避险！.....	5
(一) 美国罕见股债汇三杀.....	5
(二) 滞的影响可能大于胀.....	6
三、 大类资产走势展望.....	8
(一) 股：宏观面承压，下行空间不大.....	8
(二) 债：震荡等待降息.....	9
(三) 人民币汇率区间震荡.....	10
(四) 黄金：逢低多为主.....	10

表目录

表 1: 主要经济数据变化.....	3
表 2: 中央政治局会议表述对比.....	5

图目录

图 1: 专项债发行进度 (%).....	3
图 2: 地产全链条增速变化 (%).....	3
图 3: 宏观经济热度指数去年四季度回升 (%).....	4
图 4: 中央和地方政府均在加杠杆 (%).....	4
图 5: 4 月 EPMI 大幅下滑 (%).....	4
图 6: 4 月 BCI 指数也较大程度回落 (%).....	4
图 7: 美国出现股债汇三杀.....	6
图 8: 超额净值演变 (百万美元).....	7
图 9: 美国对外平均关税变化 (%).....	7
图 10: 私人部门预计美国未来一年内衰退概率上升至 40%.....	7
图 11: 美国对外平均关税变化 (%).....	8
图 12: 美国 CPI 内部权重分布 (%).....	8
图 13: A 股跟随基本面.....	8
图 14: 资金利率较高点有所回落 (%).....	9
图 15: 银行负债端压力减弱 (%).....	9
图 16: 4 月利率曲线整体下移.....	9
图 17: 人民币汇率维持区间震荡.....	10

一、国内：一季度 GDP 增速亮眼，但关税影响初步显现

(一) 一季度 GDP 增速缘何远超目标

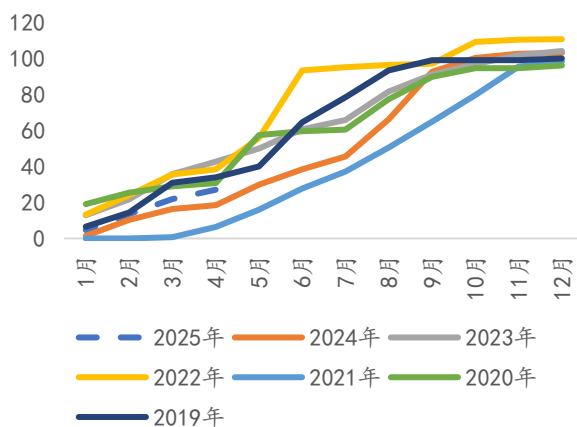
一季度 GDP 同比增速录得 5.4%，远超年内目标，但由于事先早有预期，市场并没有多大反应。GDP 增速的优异表现得益于三个方面：

第一，政策提前发力。一季度地方政府新增专项债发行量 9603 亿元，远高于 2024 年的 6342 亿元。即使考虑到今年专项债限额高于去年，今年发行进度也高于去年。截至 4 月 28 日，累计新增专项债发行量已升至 11904 亿元，远高于去年前四月的 7225 亿元。作为政策效果的体现，一季度广义基建投资增速高达 11.5%，狭义基建增速也录得 5.8%，高于去年全年水平。政策的作用也体现在消费上，一季度消费累计同比增速为 4.6%，远高于去年。以旧换新政策下，家具、家用电器、通讯器材消费增速持续高涨。

第二，抢出口效应拉动。特朗普不断挥舞关税大棒，一季度关税扰动持续存在。为减少不确定性，无论是中国出口商还是美国进口商都在努力。

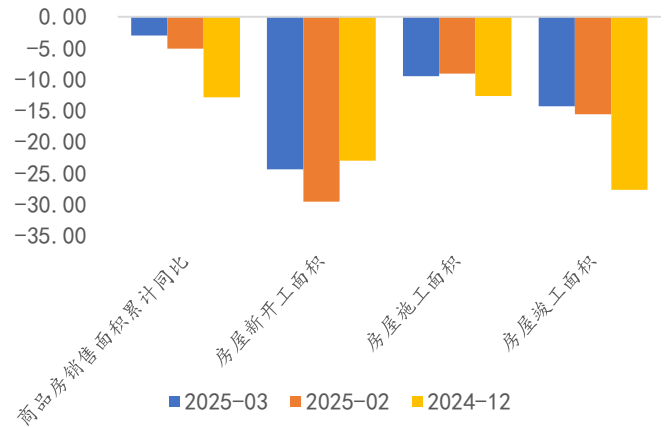
第三，房地产拖累略有减少。无论从高频数据还是统计局月度数据来看，今年地产销售面积增速已远高于去年。从价格来看，一线城市新房价格略有回升，二三线则跌幅减少。只是从销售到以新开工、施工、竣工等为代表的实物工作量传导较为较慢。

图 1：专项债发行进度 (%)



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 2：地产全链条增速变化 (%)



资料来源：Wind 信达期货研究所

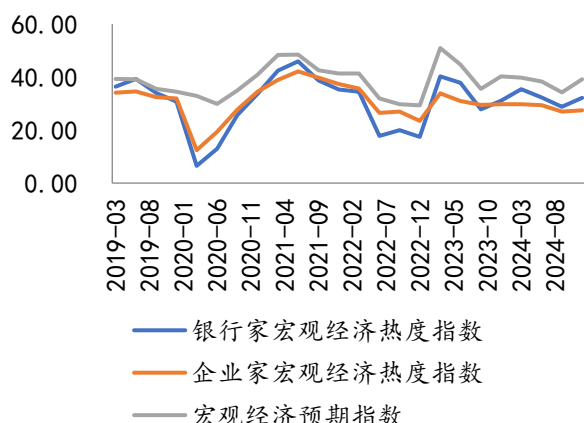
表 1：主要经济数据变化

指标名称	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03
制造业 PMI	50.50	50.20	49.10	50.10	50.30	50.10	49.80	49.10	49.40	49.50	49.50	50.40	50.80
非制造业 PMI	50.80	50.40	50.20	52.20	50.00	50.20	50.00	50.30	50.20	50.50	51.10	51.20	53.00
出口金额:当月同比 (%)	12.40	-3.00	6.00	10.63	6.61	12.68	2.40	8.70	7.00	8.50	7.40	1.10	-7.90
CPI:当月同比 (%)	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40	0.60	0.50	0.20	0.30	0.30	0.10
PPI:当月同比 (%)	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50	-2.90	-2.80	-1.80	-0.80	-0.80	-1.40	-2.50	-2.80
社融当月值 (亿元)	58,894.00	22,375.00	70,546.00	28,507.00	23,288.00	14,120.00	37,635.00	30,323.00	7,707.00	32,985.00	20,623.00	-658.00	48,335.00
款:当月值 (亿元)	36,400.00	10,100.00	51,300.00	9,900.00	5,800.00	5,000.00	15,900.00	9,000.00	2,600.00	21,300.00	9,500.00	7,300.00	30,900.00
工业增加值:当月同比 (%)	7.70	5.90		6.20	5.40	5.30	5.40	4.50	5.10	5.30	5.60	6.70	4.50
社零当月同比 (%)	5.90	4.00		3.70	3.00	4.80	3.20	2.10	2.70	2.00	3.70	2.30	3.10
固定资产投资累计同比 (%)	4.20	4.10		3.20	3.30	3.40	3.40	3.40	3.60	3.90	4.00	4.20	4.50
房地产投资累计同比 (%)	-9.90	-9.80		-10.60	-10.40	-10.30	-10.10	-10.20	-10.20	-10.10	-10.10	-9.80	-9.50
制造业累计同比 (%)	9.10	9.00		9.20	9.30	9.30	9.20	9.10	9.30	9.50	9.60	9.70	9.90
广义基建累计同比 (%)	11.50	9.95		9.19	9.39	9.35	9.26	7.87	8.14	7.70	6.68	7.78	8.75
狭义基建累计同比 (%)	5.80	5.60		4.40	4.20	4.30	4.10	4.40	4.90	5.40	5.70	6.00	6.50
工业企业利润总额:当月同比	2.60	-0.30		11.00	-7.30	-10.00	-27.10	-17.80	4.10	3.60	0.70	4.00	-3.50

资料来源：Wind 信达期货研究所

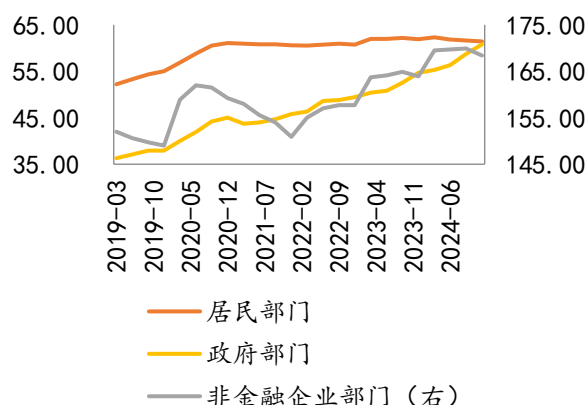
从各项指标来看，去年四季度宏观经济回升。分部门来看，居民部门已连续3个季度降杠杆，非金融企业部门也在去杠杆，只有政府部门的杠杆率呈现加速上升现象。

图 3：宏观经济热度指数去年四季度回升（%）



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 4：中央和地方政府均在加杠杆（%）



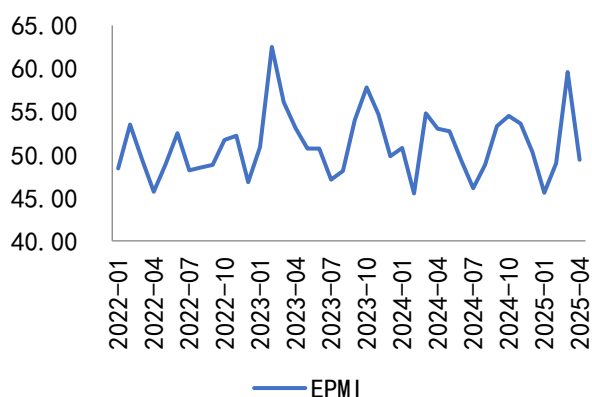
资料来源：Wind 信达期货研究所

（二）关税影响初步显现

部分高频数据已经显示出口需求减弱，SONAR 编制的集装箱预订指数（Ocean Booking Volume Index），4 月以来下跌超过 30%。

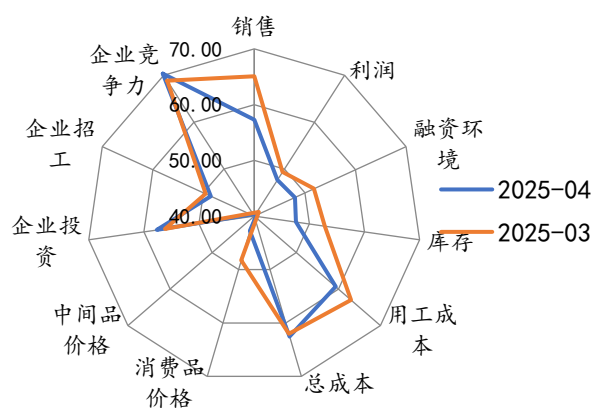
近期部分经济数据也有体现。例如 EPMI 指数在 2025 年一直处于上升趋势，但 4 月开始骤降。BCI 指数亦是，可能预示着出口影响开始集中显现。

图 5：4 月 EPMI 大幅下滑（%）



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 6：4 月 BCI 指数也较大程度回落（%）



资料来源：Wind 信达期货研究所

（三）政治局会议尘埃落定

4 月政治局会议如期召开。本次会议聚焦外部冲击，开头对整体经济的形势判断中就明确提出“外部冲击影响加大”，在总体要求里新增“统筹国内经济工作和国际经贸斗争”。一般情况下，“国际经贸斗争”不太会出现在政治局会议表述中。

会议提出了自己的应对方案。总体思路是直接稳外贸，稳因外部冲击带来的困难企业和失业人群，通过提升内需对冲外需下滑。具体来看：

第一，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。可以期待结构性货币政策工具在稳外贸方面的创新应用，这方面市场应早有预期。

第二，对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。这也是直接稳外贸企业的具体举措。

第三，提高中低收入群体收入，大力发展服务消费。根据政府工作报告，上层认为服务消费的问题在于缺少消费场景，假如延续这个思路的话，市场期待新增实质性的补贴政策可能落空。

第四，加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。今年“两新”补贴额度为 3000 亿元，额度不太可能变，唯一能变的是范围。从目前情况来看，范围将继续“扩容”。

本次政治局会议表述整体还是延续了政府工作报告的风格，对科技创新依然非常重视，政策要早出台。从今年专项债以及超长期国债的发行进度来看，政策确实较去年明显提前。地产方面，没有较多新的表述，还是落实、优化存量政策。值得注意的是此处提到“持续巩固房地产市场稳定态势”，说明上层认为当前房地产已经处于稳定状态，后续要做的是保持，因此地产方面的重磅政策不太可能推出。尽管表述中提到“根据形势变化及时推出增量储备政策”，但鉴于当前才 4 月底，年初规划的一系列可使用资金还未落实到位，新的资金企划出现的概率较低。

表 2：中央政治局会议表述对比

	中央政治局会议20250425	中央政治局会议20241209
前期总结	各项宏观政策协同发力，经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。	经济运行总体平稳、稳中有进， 我国经济实力、科技实力、综合国力持续增强，新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力，全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成。
形势判断	我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固， 外部冲击影响加大 ，要强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作。	
总体要求	加快构建新发展格局，统筹国内经济工作和 国际经贸斗争 ，坚定不移办好自己事，坚定不移扩大高水平对外开放，着力 稳就业、稳企业、稳市场、稳预期 ，以 高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性 。 要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策 ，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济和社会稳定的基本面。	加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展， 稳住楼市股市 ，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。
政策基调	加紧实施更加 积极有为 的宏观政策， 用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，强化政策取向一致性。	明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新，先立后破，系统集成、协同配合， 实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节 ，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。
财政政策	加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。 兜牢基层“三保”底线。	
货币政策	适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。创设新的结构性货币政策工具， 设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。	
扩大内需	要提高中低收入群体收入， 大力发展服务消费 ，增强消费对经济增长的拉动作用。尽快清理消费领域限制性措施， 设立服务消费与养老再贷款 。加大资金支持力度， 扩围提质实施“两新”政策 ，加力实施“两重”建设。	要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
产业政策	多措并举帮扶困难企业，加强融资支持。加快推动内外贸一体化，培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业。持续用力推进关键核心技术攻关， 创新推出债券市场的“科技债” ，加快实施“人工智能+”行动。大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序。	要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。要加大区域战略实施力度，增强区域发展活力。
防风险	持续用力 防范化解重点领域风险。继续实施地方政府一揽子化债政策， 加快解决地方政府拖欠企业账款问题。	要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。
房地产	加力实施 城市更新行动 ， 有力有序推进城中村和老旧小区改造 。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给， 优化存量商品房收购政策 ，持续巩固房地产市场稳定态势。	
民生	要着力保民生。 对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。 健全分层分类的社会救助体系。加强农业生产，稳定粮食等重要农产品价格。巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。持续抓好安全生产和防灾减灾等各项工作。	要持续巩固拓展脱贫攻坚成果，统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。
绿色低碳	持续稳定和活跃资本市场。	要协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型。
对外开放	坚定不移扩大高水平对外开放	要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。
改革		要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。

资料来源：Wind 信达期货研究所

二、国外：避险！避险！

(一)美国罕见股债汇三杀

自对等关税宣布以来，金融市场巨震。特朗普时而加，时而延期，此类摇摆不定的举动令市场避险情绪升温。与此同时，提前解雇鲍威尔的新闻又满天飞，导致美联储独立性问题的发酵，

请务必阅读正文之后的免责条款5

进一步损害美元信誉。美国罕见出现股债汇三杀局面。

此时，资金集体往黄金避险，市场用脚投票表达对美元的不信用。俄乌冲突以来，黄金走势逻辑的转变意味着传统美元信用体系面临转向。如果说俄乌冲突是对美元信用的第一波冲击，那么当前关税战很可能是第二波。俄乌冲突至今已有三年，以此来看，美元信用走弱问题会长期存在。但美元信用的瓦解也需要时间，目前尚未能看到可以替代美元的货币出现，黄金体量太小，并不能够承接，其他信用货币尚不具备实力。

图 7：美国出现股债汇三杀



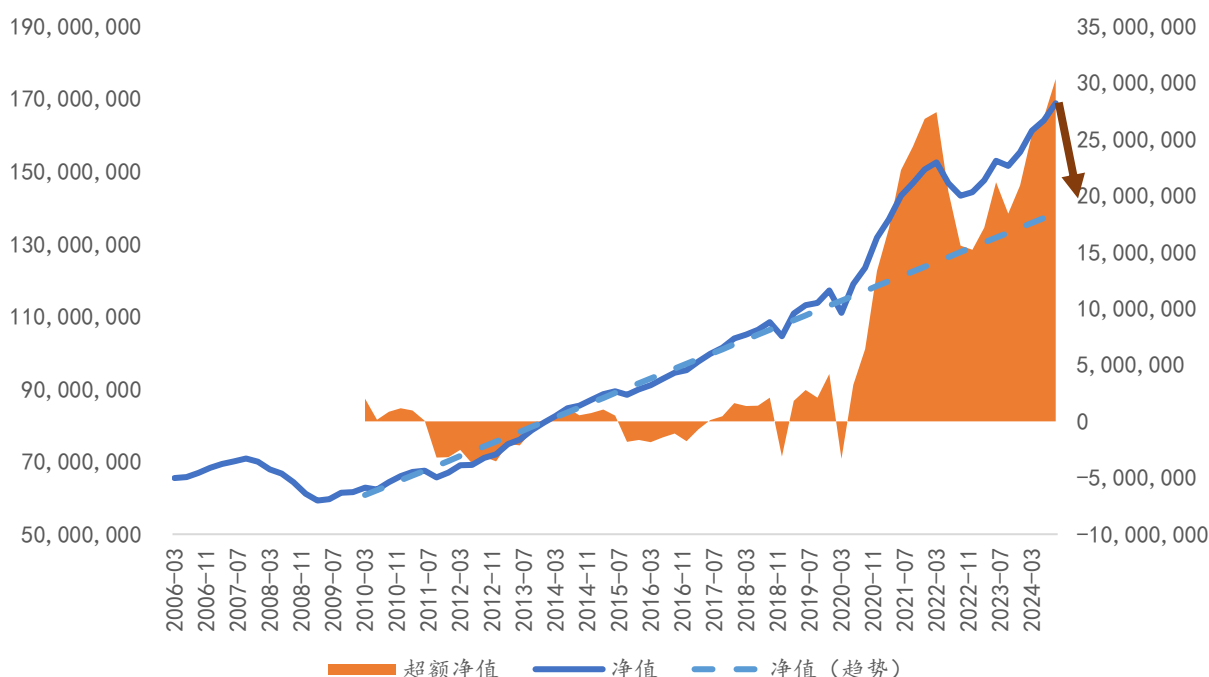
资料来源：Wind 信达期货研究所

(二)滞的影响可能大于胀

关税对美国的影响无非两方面，“滞”还是“胀”？抑或“滞胀”。根据当前的情况，我们认为滞的影响更大。

先说滞的问题。除了情绪面，关税对美国 GDP 的影响主要体现在存量财富积累上，即由于高额关税的超预期发布，美股下跌，导致财富萎缩。参考 2022 年，当时美股下跌幅度最大在 26%，超额净值从 27.4 万亿下降至 15.2 万亿。本轮美股最大下跌幅度大概在 22%，截至去年 9 月，超额净值已经突破 30 万亿美元。目前美股已回升，假设美股跌幅保持在 22%，那么超额净值也应该在 15 万亿美元以上，仍然是一个较高的数值，只是整体下跌幅度已经比较大了。

图 8: 超额净值演变 (百万美元)

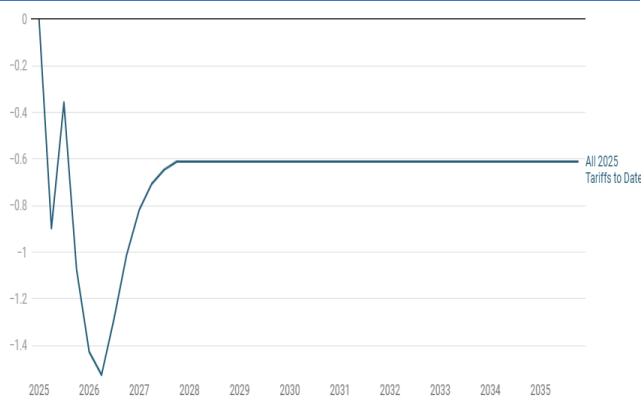


资料来源: Wind 信达期货研究所

根据牛津大学预算实验室的统计, 预计关税对 2025 年 GDP 的影响为-1.1BP, 长期影响在-0.6BP 左右。从各方预测来看, 私人部门预计美国一年内衰退概率有所升温, 从最低的 20% 上升至 40%。

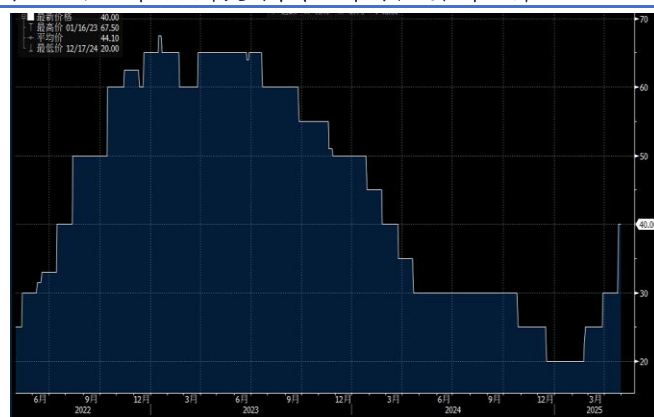
不过无论是根据我们估算的超额净值还是牛津大学实验室预测结果, 我们认为美国经济仅仅是走弱, 还不至于达到衰退的地步。

图 9: 美国对外平均关税变化 (%)



资料来源: 牛津大学预算实验室 信达期货研究所

图 10: 私人部门预计美国未来一年内衰退概率上升至 40%



资料来源: Bloomberg 信达期货研究所

再说胀的问题。截至 4 月 15 日, 考虑替代效应, 美国对外平均关税已从 2.4% 升至 18.0%, 为 1934 年以来最高水平。但最后对消费者物价水平的影响可能并不大。原因如下:

第一, 关税仅对进口商品产生影响。从美国 CPI 权重分布来看, 商品仅占 36%, 但假如考虑美国能源自给自足以及一些本地提供的商品, 预计影响的商品占比在 30% 以下。

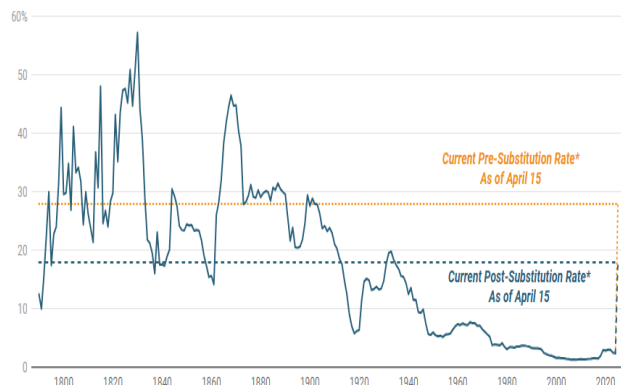
第二, 预计进口商可能自行承担部分。2018 年那一轮贸易战中, 价格上涨发生在进口商支付的价格上, 而不是零售商销售的价格上, 说明进口商通过压缩利润承担了关税成本。

请务必阅读正文之后的免责条款7

第三，“滞”对“胀”的影响。假如美国经济真因为关税问题加速走弱，那么总需求下降下，本身物价下行的压力也会加大。与此同时，特朗普倾向于传统能源，致力于促使原油价格下行，在能源价格走弱下，名义CPI也应该会有较为明显的表现。

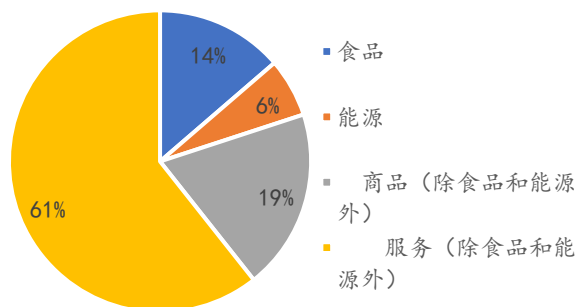
综上，我们预期在层层交织下，通胀的压力可能并不会如我们想象中的那么大，“滞”的影响可能更加明显。

图 11: 美国对外平均关税变化 (%)



资料来源: 牛津大学预算实验室 信达期货研究所

图 12: 美国 CPI 内部权重分布 (%)



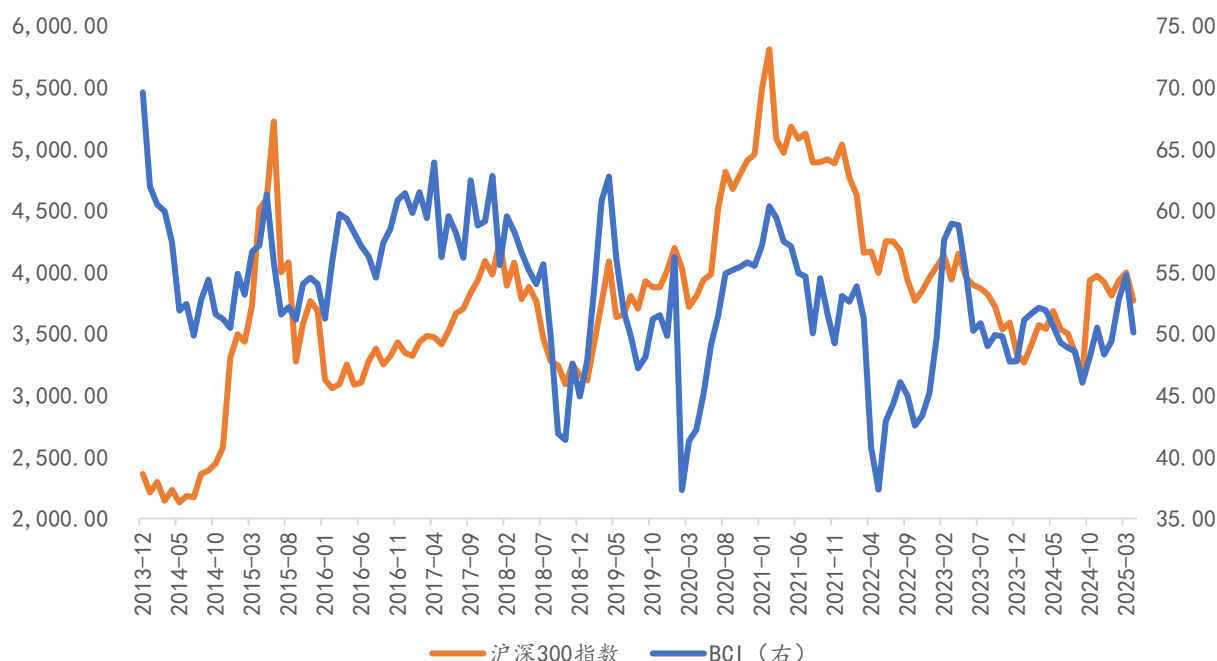
资料来源: Bloomberg 信达期货研究所

三、大类资产走势展望

(一)股：宏观面承压，下行空间不大

5月即将公布4月经济数据，由于关税影响，我们预计4月经济数据将会有所反应，也就是经济面将体现承压状态。加之4月政治局会议表态上相对温和，5月出现大规模刺激的概率也较低，所以整体股市上行可能受限。但值得庆幸的是，上层稳股市决心较强，预计下行空间不大。

图 13: A股跟随基本面



资料来源: Wind 信达期货研究所

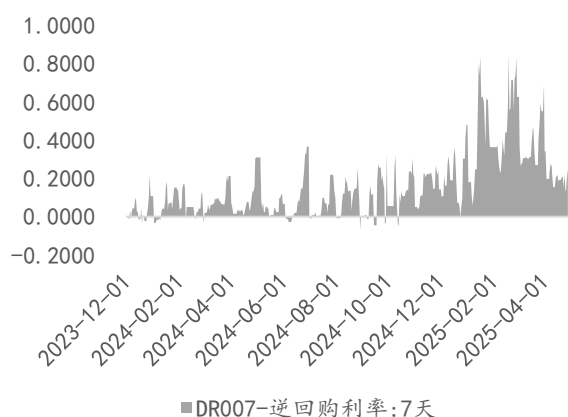
(二)债：震荡等待降息

由于资金利率的下降以及关税问题带来的经济隐忧，4月国债市场如期转暖。

展望5月，我们认为债市可能震荡居多，假如如期降息，那么债市可能迎来一波上升行情。近期债市走势仍较纠结。一方面，尽管中美贸易方面透露出边际缓和迹象，但是关税对经济的冲击逐步开始显现；另一方面，资金利率方面并没有相应的配合。我们观察到尽管资金利率确实较前期最为紧张的时期有所缓和，但绝对值水平并不算低。加之降准降息不断落空，国债利率无法流畅下行。五月份，债券供给冲击来临，债市也可能面临冲击。

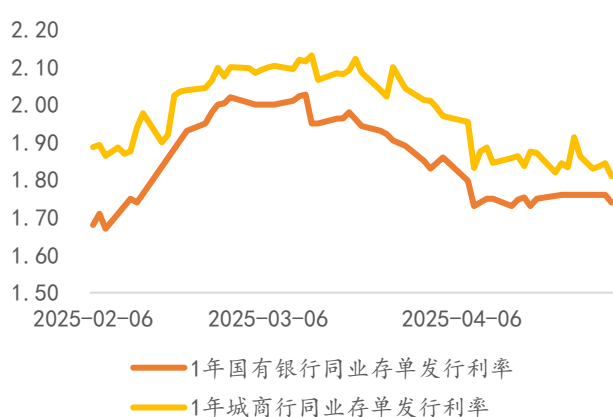
目前10年期国债在1.65%附近，靠近前期1.60%的低点，一定程度上也属于抢跑政策利率了。有了开年以来的经验教训，债市利率下行动力着实有限。但假如期待已久的降息落地，那么基于宏观基本面，债市可能开启新一轮抢跑，从而带动利率下行突破1.6%。

图 14: 资金利率较高点有所回落 (%)



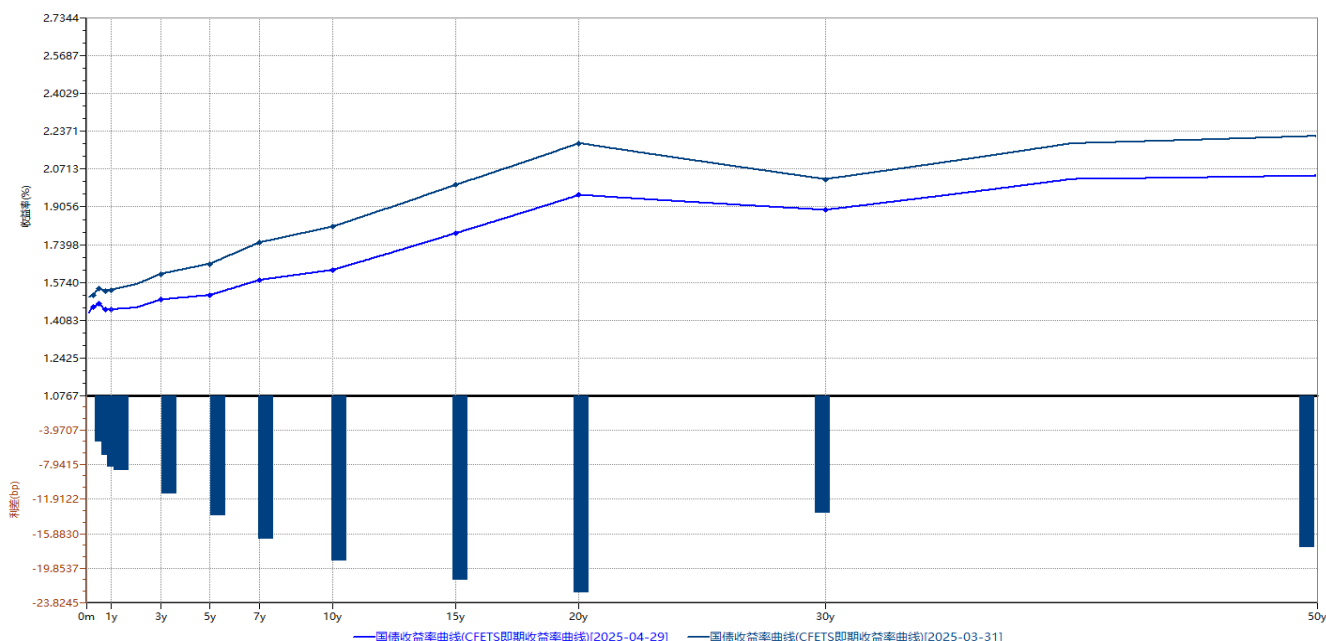
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 15: 银行负债端压力减弱 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 16: 4月利率曲线整体下移

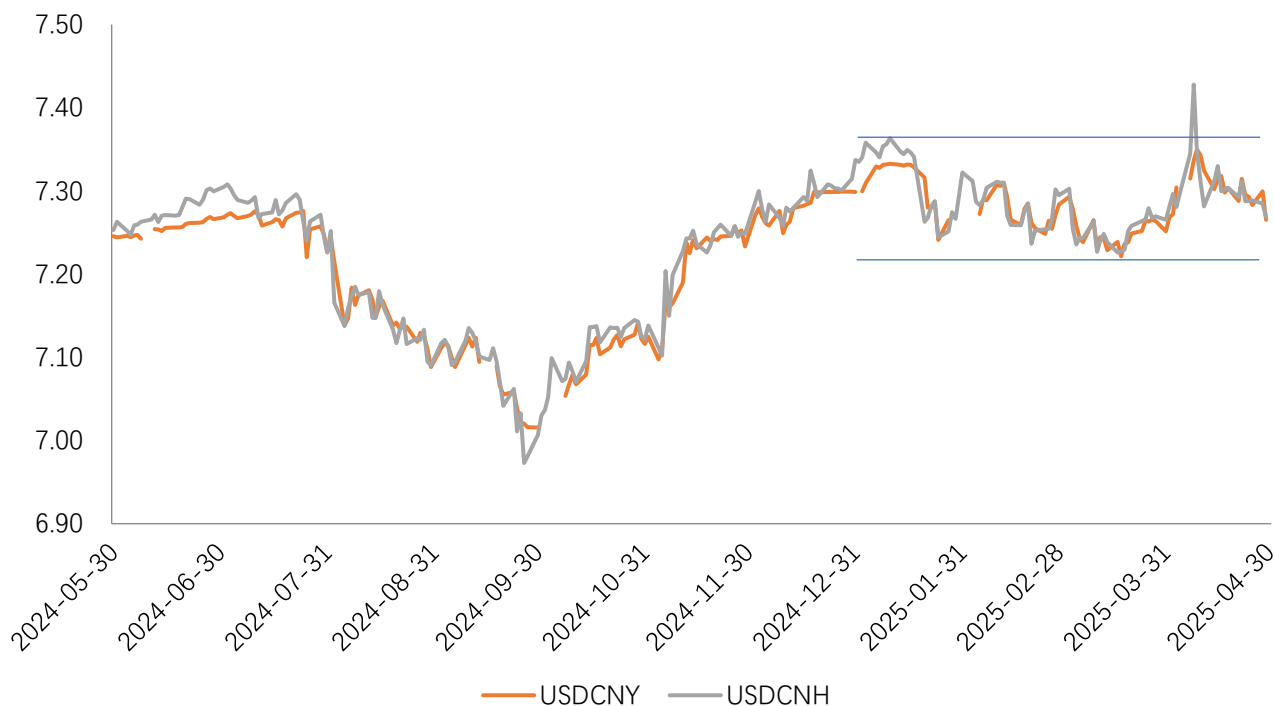


资料来源: Wind 信达期货研究所

(三)人民币汇率区间震荡

经济压力下，人民币升值空间相对有限，但在中美关系缓和下，贬值压力也相对有限。加之央行态度仍是以稳为主，预计人民币还是处于 7.20-7.36 的震荡区间。

图 17：人民币汇率维持区间震荡



资料来源：Wind 信达期货研究所

(四)黄金：逢低多为主

4 月金价在避险情绪带动下继续拉升。关税预期带来的避险效应继续支撑金价，假如美国经济走弱持续，那么降息预期也能对金价形成支撑。无论是货币属性还是金融属性，黄金的长期逻辑仍在演绎过程中，因此，可以继续逢低多。

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