

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

震荡以待

报告日期:

2025 年 6 月 4 日

报告内容摘要:

◆**国内:** 关税冲击下, 我国经济拐头向下。随着中美日内瓦经贸会谈达成协议, 国内整体经济信心有所回升。5 月制造业 PMI 回升 0.5 个百分点至 49.5%, 但绝对值低于荣枯线, 说明经济仍在下行, 只是速度明显放缓。往后看, 用于经济的子弹较多。专项债和超长期特别国债仍有大量余额有待发行。政府手头较为充裕, 根据金融机构和央行资产负债表, 政府存款均远高于往年。国家发改委发言人表示力争 6 月底前下达完毕今年全部“两重”建设项目清单。预计 6 月将是集中发力期。

◆**国外:** 关税和债务问题继续扰动市场。关税方面需关注内部问题。假如特朗普上诉失败, 那么特朗普极有可能想方设法通过其他路径加征关税。可能的路径包括 5 种。122 条款和 338 条款均不曾用于征收关税, 但不排除特朗普首次采用。232、201 以及 301 条款实施有程序性要求, 包括调查以及公开通知和评论期, 预计 201 条款需 8 个月左右, 232 条款需 12 个月左右, 301 条款需 15 个月左右。假如一旦这些流程较长的程序启动, 那么关税对美国的影响将更加漫长。短期美债滚动无忧, 问题在于中长期。

◆大类资产走势展望

股	区间震荡
债	震荡等待利率下行时机
汇	7.15-7.36 区间震荡
黄金	短期区间震荡

◆**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、 国内：等待政策加速落地.....	3
(一) 4 月经济拐头向下，5 月下行速度放缓	3
(二) 政府的招还在后头.....	4
二、 国外：关税与债务	6
(一) 重点关注基于 IEEPA 的关税能否生效	6
(二) 短期债务不成问题.....	7
三、 大类资产走势展望	7
(一) 股：区间震荡	7
(二) 债：震荡等待利率下行时机	8
(三) 人民币汇率区间震荡	9
(四) 黄金：短期区间震荡	10

表目录

表 1: 主要经济数据变化	3
表 2: 用于对外征收关税的主要法律条款对比	6
表 3: 美国季度再融资方案保持不变.....	7

图目录

图 1: 制造业 PMI 回升，但仍低于荣枯线 (%)	3
图 2: 制造业 PMI 回升幅度高于季节性均值 (%)	3
图 3: M1 同比-M2 同比 (%)	4
图 4: 居民部门和企业部门融资增速 (%)	4
图 5: 第一本账累积支出历年对比 (亿元)	4
图 6: 第二本账累积支出历年对比 (亿元)	4
图 7: 今年以来公共财政用于基建支出部分弱化 (%)	5
图 8: 公共财政用于基建部分总额不及去年 (亿元)	5
图 9: 专项债发行进度不快 (%)	5
图 10: 一般国债发行进度明显高于往年 (%)	5
图 11: 金融机构财政存款远高于往年 (亿元)	5
图 12: 货币当局政府存款亦是 (亿元)	5
图 13: A 股跟随基本面	8
图 14: 资金利率维持在相对高位 (%)	8
图 15: 银行负债端压力也维持在相对高位 (%)	8
图 16: 4 月利率曲线整体上移	9
图 17: 人民币汇率指数位于偏高位置.....	10

一、国内：等待政策加速落地

(一)4 月经济拐头向下，5 月下行速度放缓

关税冲击下，我国经济拐头向下。大部分经济数据均呈现回落态势。

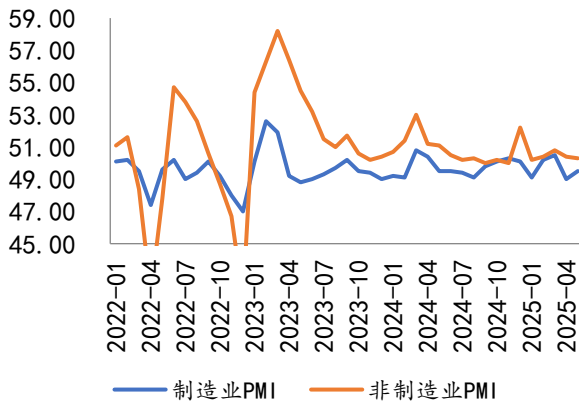
表 1：主要经济数据变化

指标名称	2025-04	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	2024-02
制造业PMI	49.00	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	49.10
非制造业PMI	50.40	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	51.40
出口金额:当月同比 (%)	8.10	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	5.20
CPI:当月同比 (%)	-0.10	-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	0.70
PPI:当月同比 (%)	-2.70	-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	-2.70
社融当月值 (亿元)	11,591.00	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	14,959.00
款:当月值 (亿元)	2,800.00	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	14,500.00
工业增加值:当月同比 (%)	6.10	7.70	5.90		6.20	5.40	5.30	5.40	4.50	5.10	5.30	5.60	6.70	4.50	-12.70
社零当月同比 (%)	5.10	5.90	4.00		3.70	3.00	4.80	3.20	2.10	2.70	2.00	3.70	2.30	3.10	5.50
固定资产投资累计同比 (%)	4.00	4.20	4.10		3.20	3.30	3.40	3.40	3.40	3.60	3.90	4.00	4.20	4.50	4.20
房地产投资累计同比 (%)	-10.30	-9.90	-9.80		-10.60	-10.40	-10.30	-10.10	-10.20	-10.20	-10.10	-10.10	-9.80	-9.50	-9.00
制造业累计同比 (%)	8.80	9.10	9.00		9.20	9.30	9.30	9.20	9.10	9.30	9.50	9.60	9.70	9.90	9.40
广义基建累计同比 (%)	10.85	11.50	9.95		9.19	9.39	9.35	9.26	7.87	8.14	7.70	6.68	7.78	8.75	8.96
狭义基建累计同比 (%)	5.80	5.80	5.60		4.40	4.20	4.30	4.10	4.40	4.90	5.40	5.70	6.00	6.50	6.30
工业企业利润总额:当月同比	3.00	2.60	-0.30		11.00	-7.30	-10.00	-27.10	-17.80	4.10	3.60	0.70	4.00	-3.50	10.20

资料来源: Wind 信达期货研究所

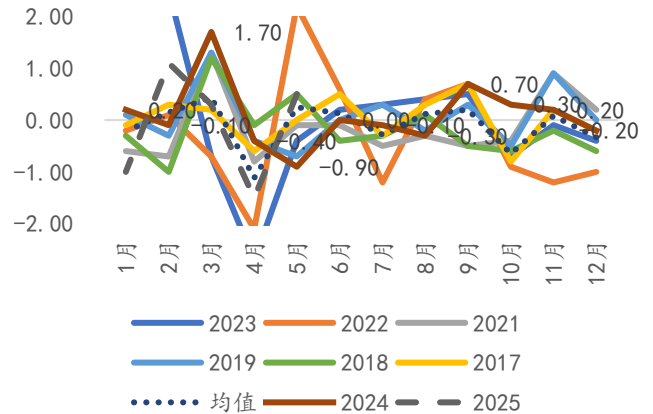
随着中美日内瓦经贸会谈达成协议，中美间关税回到 4 月 5 日基准关税加征后情景。国内整体经济信心有所回升。5 月制造业 PMI 回升 0.5 个百分点至 49.5%，回升幅度高于季节性，但绝对值低于荣枯线说明经济仍在下行，只是速度明显放缓。

图 1：制造业 PMI 回升，但仍低于荣枯线 (%)



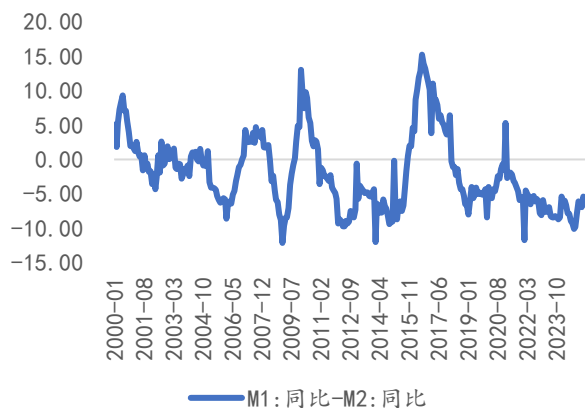
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 2：制造业 PMI 回升幅度高于季节性均值 (%)

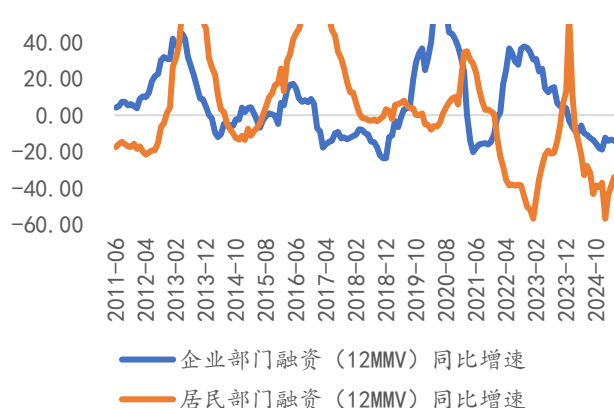


资料来源: Wind 信达期货研究所

从货币类先行指标来看，M1 与 M2 同步增速之差仍在底部运行，未呈现出明显回升势头。居民部门融资增速虽有回升，但势头较弱，企业部门融资增速继续低位徘徊。整体来看，经济仍处于筑底态势。

图 3: M1 同比-M2 同比 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 4: 居民部门和企业部门融资增速 (%)


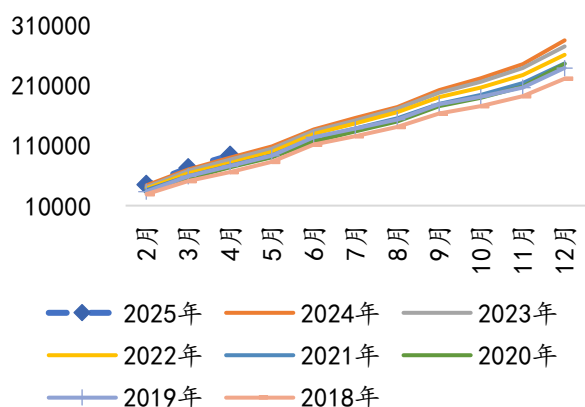
资料来源: Wind 信达期货研究所

(二)政府的招还在后头

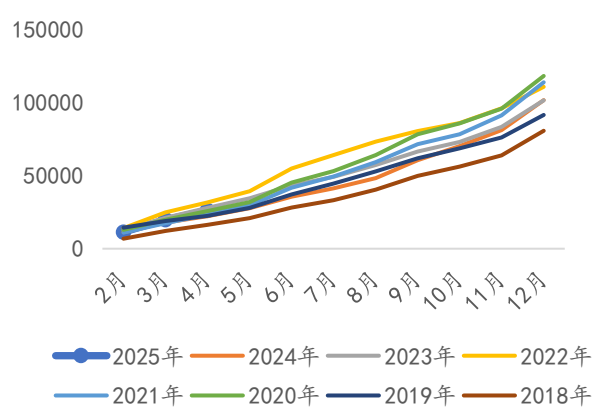
财政发力端偏向民生。无论是公共财政（第一本账）还是政府性基金（第二本账），支出端均处于历年高位，1-4 月公共财政支出力度为历年之最，政府性基金支出仅次于 2022 年和 2023 年。但公共财政支出方向向民生倾斜，用于基建类支出转负增长。从绝对值来看，1-4 月，基建类（包含节能环保、城乡社区事务、农林水事务和交通运输）支出总额为 18579 亿元，不及 2024 年和 2019 年同期。

往后看，用于经济的子弹较多。一方面，专项债发行待放量。今年专项债发行进度属于历年中游水平，后期待发行量较大。另一方面，剔除注资类的超长期特别国债目前仅发行 3630 亿，仍有 9470 亿元待发行。此外，政府手头较为充裕，根据金融机构和央行资产负债表，政府存款均远高于往年。

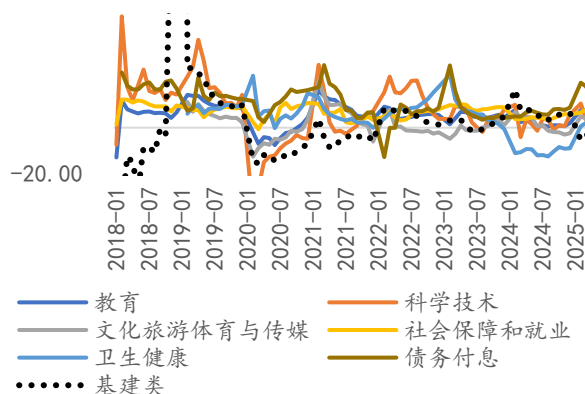
5 月 20 日，国家发改委发言人在新闻发布会上表示，大部分稳就业稳经济政策措施将在 6 月底前落地，力争 6 月底前下达完毕今年全部“两重”建设项目清单。预计 6 月将是集中发力期。

图 5: 第一本账累积支出历年对比 (亿元)


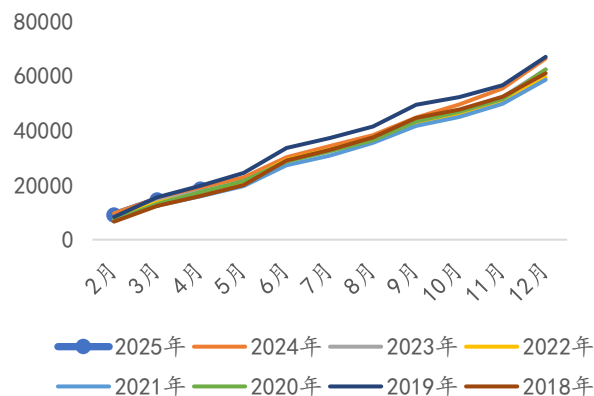
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 6: 第二本账累积支出历年对比 (亿元)


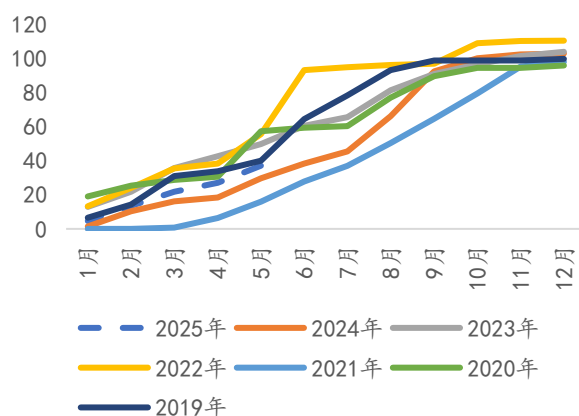
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 7：今年以来公共财政用于基建支出部分弱化（%）


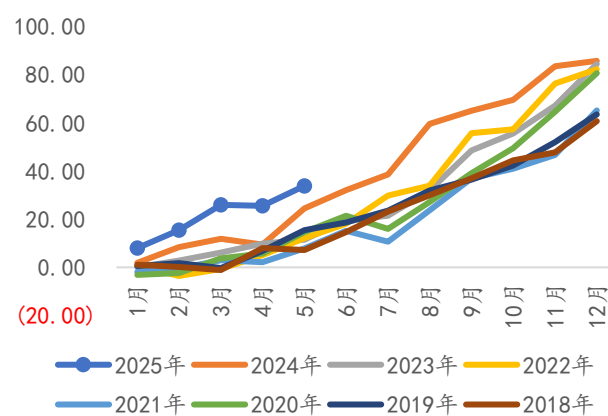
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：公共财政用于基建部分总额不及去年（亿元）


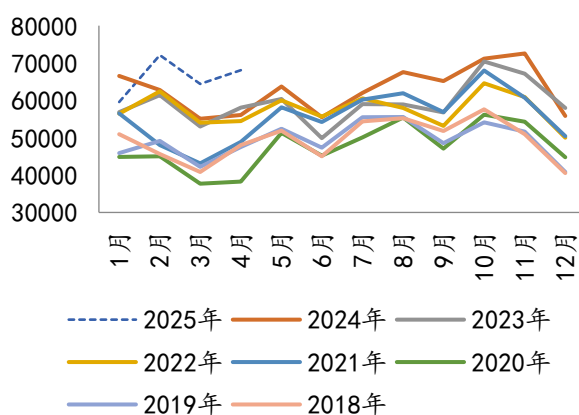
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 9：专项债发行进度不快（%）


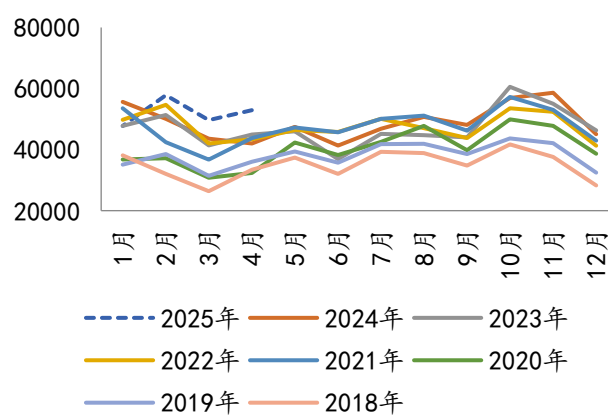
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：一般国债发行进度明显高于往年（%）


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 11：金融机构财政存款远高于往年（亿元）


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 12：货币当局政府存款亦是（亿元）


资料来源：Wind 信达期货研究所

二、国外：关税与债务

(一)重点关注基于 IEEPA 的关税能否生效

关税扰动持续存在，只是对市场的影响逐步减弱，甚至于华尔街盛行 TACO 交易，即 “Trump Always Chickens Out”（意思是特朗普总是临阵退缩），描述的是特朗普在贸易政策上的模式：通常先宣布对外国商品征收高额关税，导致风险资产下跌；但随后因市场压力或其他因素，往往会在数小时或几天内推迟、降低或取消这些关税，市场由此反弹。

展望六月，这种现象或许仍将存在。对外关税谈判问题，对内关税能否继续生效问题将继续影响市场。对外关税问题带来的扰动可能如 TACO 交易一般，雷声大雨点小，但对内的法院判决问题仍需警惕。

5月28日，美国国际贸易法院（CIT）裁定特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）实施的多项关税措施均属于非法越权行为。5月29日，联邦巡回上诉法院暂停了这一裁决，并要求案件原告和特朗普政府提供相关文件，原告应于6月5日前作出回应，而特朗普政府应于6月9日前回应。如果上诉失败，特朗普政府还可以继续上诉至美国联邦最高法院，并由其作出最终裁决。

假如最终还是上诉失败，那么特朗普极有可能想方设法通过其他路径加征关税。可能的路径如下表所示。122条款和338条款均不曾用于征收关税，但不排除特朗普首次采用。232、201以及301条款实施有程序性要求，包括调查以及公开通知和评论期，预计201条款需8个月左右，232条款需12个月左右，301条款需15个月左右。假如一旦这些流程较长的程序启动，那么关税对美国的影响将更加漫长。

表 2：用于对外征收关税的主要法律条款对比

	第 232 条款 (Section 232)	第 201 条款 (Section 201)	第 301 条款 (Section 301)	第 122 条款 (Section 122)	第 338 条款 (Section 338)	《国际紧急经济 权力法》(IEEPA)
美国法典 依据	19 U.S.C. § 1862	19 U.S.C. § § 2251-55	19 U.S.C. § § 2411-20	19 U.S.C. § 2132	19 U.S.C. § 1338	50 U.S.C. § § 1701-10
主题事项	对国家安全的威胁	对国内产业的损害	违反贸易协定；某些其他行为	国际支付问题	歧视美国商业行为	国家紧急状态
需作出裁 决的机构	商务部长	美国国际贸易委员会（ITC）	美国贸易代表办公室（USTR）	无	无	无
行动期限 限制	无	4 年；总计可延长至 8 年	4 年；可延长且无上限	150 天	无	无
关税税率 限制	无	50%；注：有分阶段降低的要求	无	15%	50%	无
选定关税 示例	钢铁和铝，2018 年至今；汽车及零部件，2025 年	太阳能电池产品，2018-2026 年	部分来自中国的进口商品，2018 年至今	从未用于征收关税	从未用于征收关税	来自中国、加拿大、墨西哥的进口商品，2025 年；10%或更高全球关税，2025 年

资料来源：CRS 信达期货研究所

(二)短期债务不成问题

债务问题在 5 月也不时成为市场焦点。根据观察来看，美国只是短期债务滚动压力较大。但短期债务不太可能存在无法续接的问题。毕竟最后美联储还有 SRF 工具用于解决隔夜融资市场的压力。

根据 5 月季度再融资会议结果，5-7 月再融资方案与前三个月保持不变。财政部预计“可见的几个季度”内不需要增加票据以及各期限债券的发行规模。说明在财政部看来，当前中长债滚动压力可控。保守点来看，美国的债务问题至少年内不成问题，压力在中长期。

表 3：美国季度再融资方案保持不变

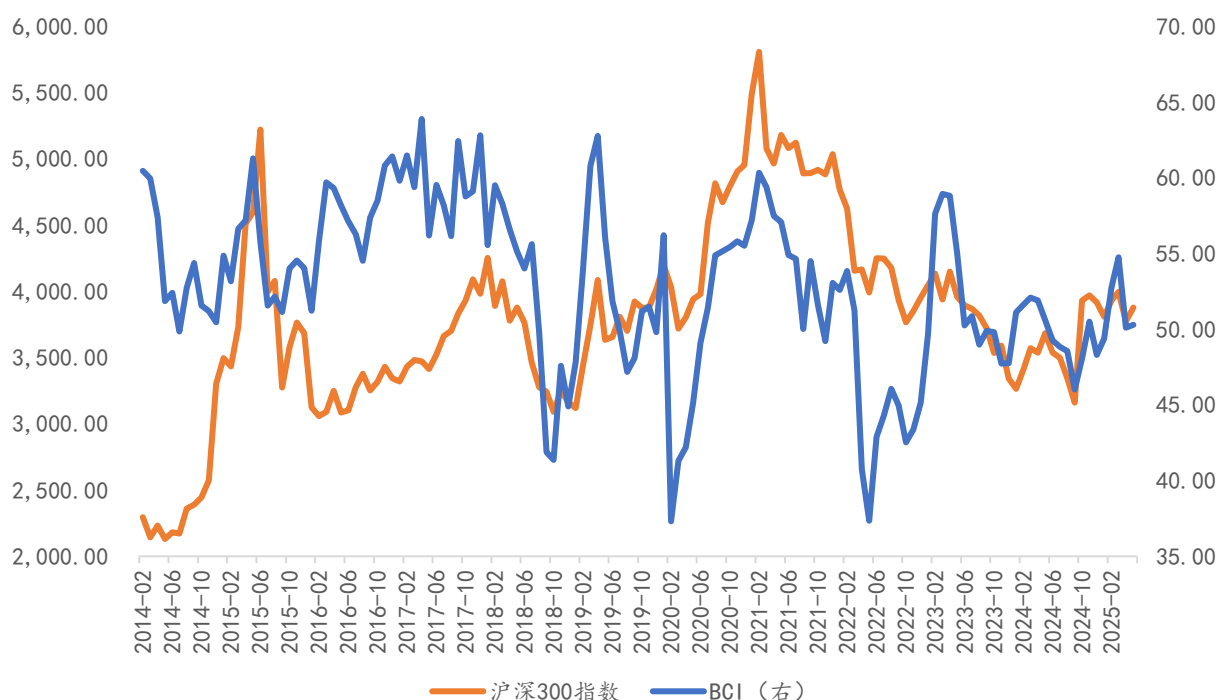
	2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	20-Year	30-Year	FRN
Feb-25	69	58	70	44	42	16	25	28
Mar-25	69	58	70	44	39	13	22	28
Apr-25	69	58	70	44	39	13	22	30
May-25	69	58	70	44	42	16	25	28
Jun-25	69	58	70	44	39	13	22	28
Jul-25	69	58	70	44	39	13	22	30

资料来源：TBAC 信达期货研究所

三、大类资产走势展望

(一)股：区间震荡

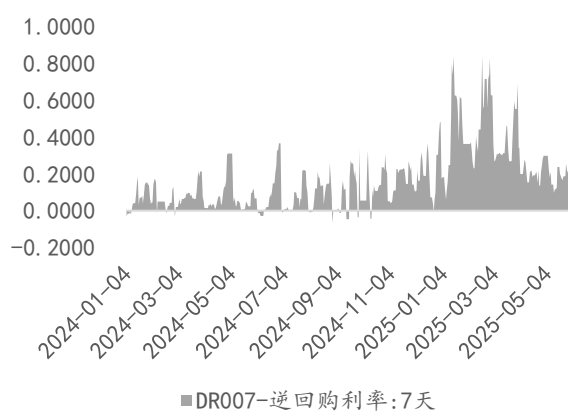
由于日内瓦经贸谈判较为顺利，整体关税回到 4 月 5 日时。5 月抢出口效应预计仍将显现，但预期不稳，经济扰动依然较大，宏观面继续承压，目前仍看不到走出底部的动力，在此情况下，股市走出牛市的概率较小，即上有顶。5 月 7 日金融发布会表明上层托股市的决心较强，预计下行空间不大。因此，股指仍将呈现区间震荡状态。

图 13: A 股跟随基本面


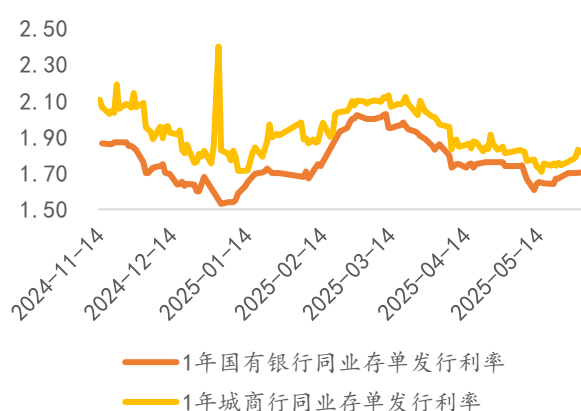
资料来源: Wind 信达期货研究所

(二)债：震荡等待利率下行时机

全流程降息落地。从经济基本面来看，在出口遇阻的情况下，国内物价下行压力加大，但实际利率又相对维持在高位，需要名义利率进一步下降，未来降准降息仍是大概率事件。但从当前情况来看，债市短期内保持震荡的概率较大。第一，资金利率仍然保持在并不宽松的状态，第二，供给压力犹在，第三，大行存款端率先降息，存款搬家现象恐再现，大行可能再次缺负债，促使存单利率上行。

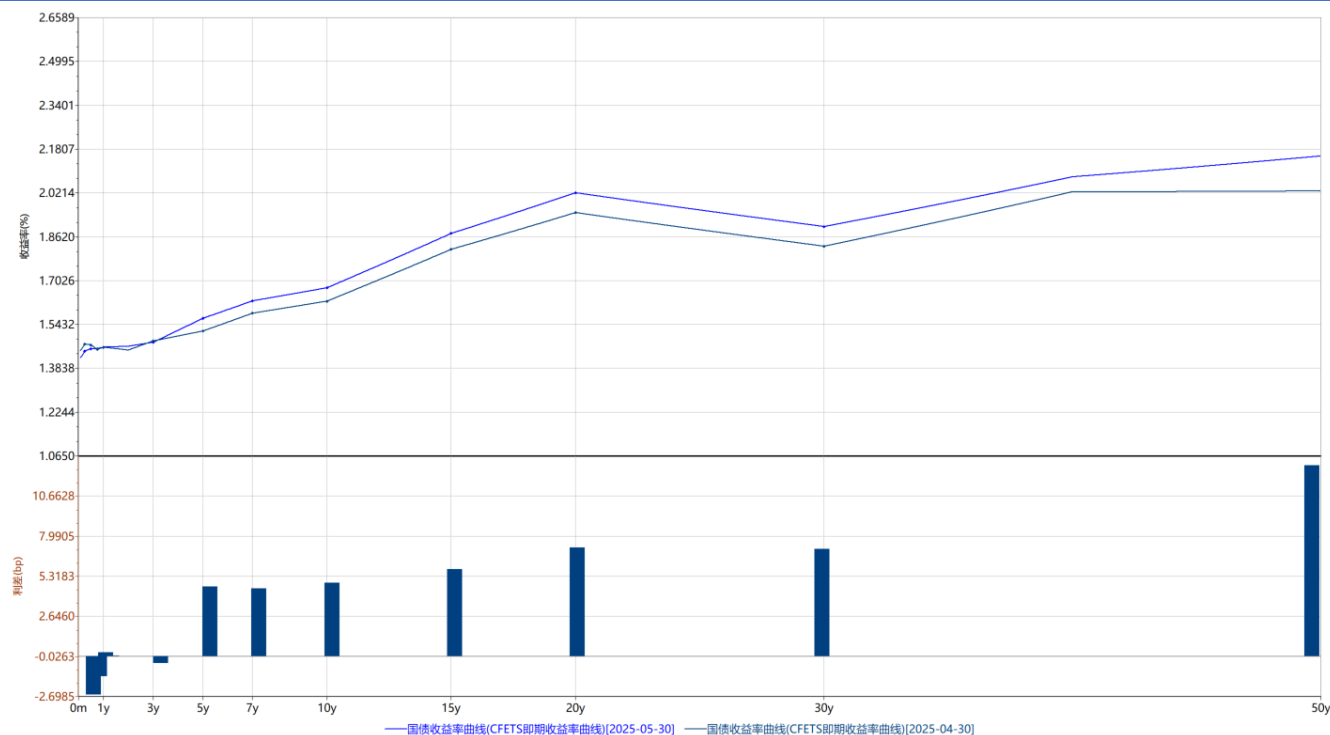
图 14: 资金利率维持在相对高位 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 15: 银行负债端压力也维持在相对高位 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 16: 4 月利率曲线整体上移

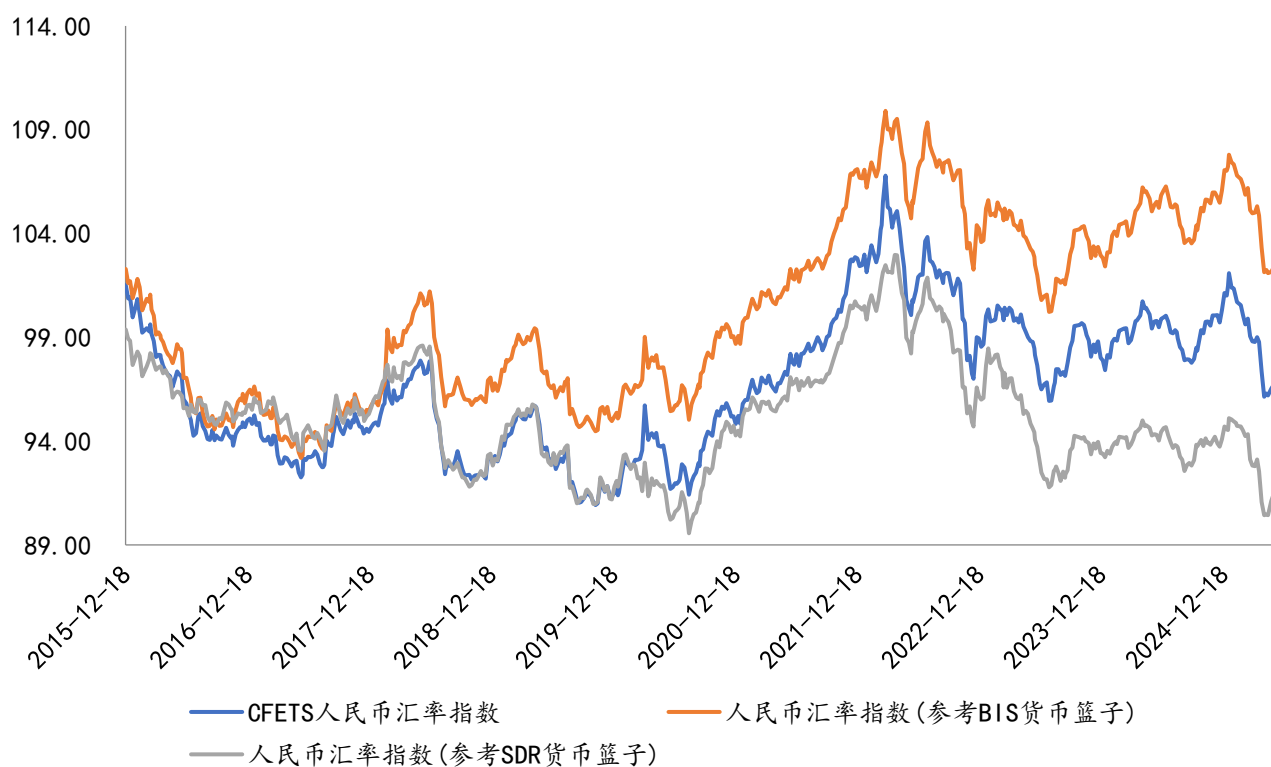


资料来源: Wind 信达期货研究所

(三)人民币 汇率区间震荡

美指趋弱带动人民币升值, 但预计升幅有限。当前人民币汇率指数绝对值已处于较高位置, 并不利于出口商缓解出口压力。若强势升值, 恐更不利。因此, 我们倾向于认为央行会保护出口商, 预计人民币还是处于 7.15-7.36 的震荡区间。

图 17: 人民币汇率指数位于偏高位置



资料来源: Wind 信达期货研究所

(四)黄金：短期区间震荡

关税和债务问题促使美指下行，也令黄金价格再创新高。但当前关税和债务问题并不尖锐，甚至有可能相对趋于弱化，因此黄金短期内再创新高的可能性不大，仍以区间震荡为宜。

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