

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

美国经济延续走弱叙事

报告日期：

2025年6月15日

报告内容摘要：

◆国内：5月社融延续政府主导状态，私人部门融资继续偏弱。M1同比增速回升，可能只是去年基数低的影响，资金活性能有多大提升有待商榷。M1与M2剪刀差尽管收敛，但仍处于历史低位水平，经济基本面依然偏弱。日内瓦会谈后，对美直接抢出口贸易不明显，但中国港口集装箱吞吐量仍处于高位，可能还是抢转口贸易继续盛行的结果。

◆国外：尽管非农短暂地提振了美国经济信心，但由于细节表现不佳，支撑力度不足。本周CPI和PPI继续偏弱（关税影响还未体现），首次初请失业金人数维持高位，说明整体经济现实依然偏弱，就业市场也有可能进一步疲软，导致美国经济走弱交易盛行。美元破位下行，美债利率也震荡向下。从历史经验来看，走弱叙事不太可能短短几周就过去，短期应该还会持续。

◆房地产高频跟踪：新房销售面积略有好转，不仅环比回升，且回升至2024年水平之上。二手房方面一线城市房价有回暖，观察持续情况。

◆国债：展望下周，央行又继续操作4000亿买断式逆回购。叠加月初已有1万亿3个月买断式逆回购，本月买断式逆回购实现净投放2000亿元，为3月以来首次。从操作上看，很可能以后月初，央行操作3个月买断式逆回购，月中，央行操作6个月买断式逆回购，月末有MLF投放，形成三段式稳定投放方式，更加呵护流动性。当前基本面有利于债市走牛，相比于之前，利率继续下破的概率更高，可逢低买入建仓。

◆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、 美国经济延续走弱叙事	3
(一) 社融延续政府主导状态	3
(二) 出口：对美直接抢出口不明显	3
(三) 中美会谈成果寥寥	4
(四) 美国继续经济走弱叙事	5
二、 房地产政策效果跟踪——新房销售面积回升	5
三、 国债：央行更显呵护，利率有望下行	6

表目录

表 1: 5 月社融及信贷	3
表 2: 本周主要美国经济数据低于预期	5

图目录

图 1: 自去年 9 月以来社融（剔除政府）低位运行（亿元）	3
图 2: M1 与 M2 剪刀差保持低位	3
图 3: 对美出口锐减（%）	4
图 4: 抢转口贸易依然较多	4
图 5: 中美间平均关税税率变化	4
图 6: 30 城销售面积高于 2024 年同期趋势（7DMA）	5
图 7: 一线城市销售面积回升至 2024 年上方（7DMA）	5
图 8: 二线城市销售面积回升，基本持平于 2024 年（7DMA）	6
图 9: 三线城市销售面积回升至 2024 年以上（7DMA）	6
图 10: 二手房挂盘价指数下行	6
图 11: 一线城市挂牌价略有回升	6
图 12: 二线城市挂盘价指数继续下探	6
图 13: 三线城市挂盘价继续下探	6
图 14: 资金利率边际回落（%）	7
图 15: 同业存单发行利率持稳（%）	7
图 16: 利率震荡回落	7

一、美国经济延续走弱叙事

(一)社融延续政府主导状态

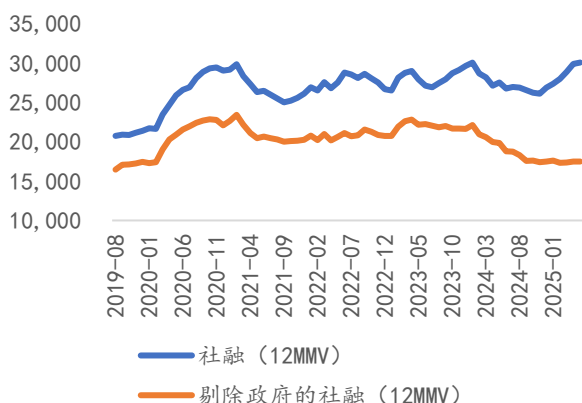
5月社融延续政府主导状态。政府债券发行量占比高达64%，与前几个月结构一致。企业债券融资继续保持在较高位置，与信用债融资利率较低有关。私人部门融资继续偏弱。M1同比增速回升，可能只是去年基数低的影响，资金活性能有多大提升有待商榷。M1与M2剪刀差尽管收敛，但仍处于历史低位水平，经济基本面依然偏弱。

表 1：5月社融及信贷

指标(亿元)	2025-05	占比(%)	2025-04	占比(%)	环比变化	去年同期	占比(%)	同比变化	前5年均值	占比(%)	绝对值变化
新增社融	22,894.00		11,591.00		11303.00	20,623.00		2271.00	23,197.20		(303.20)
人民币贷款	5,960.00	26.03	884.00	7.63	5076.00	8,197.00	39.75	(2237.00)	13,688.40	59.01	(7728.40)
外币贷款	135.00	0.59	-130.00	(1.12)	265.00	-487.00	(2.36)	622.00	-120.20	(0.52)	255.20
委托贷款	8.00	0.03	-2.00	(0.02)	10.00	-9.00	(0.04)	17.00	-157.40	(0.68)	165.40
信托贷款	173.00	0.76	-77.00	(0.66)	250.00	224.00	1.09	(51.00)	-344.80	(1.49)	517.80
未贴现银行承兑汇票	-1,162.00	(5.08)	-2,794.00	(24.10)	1632.00	-1,331.00	(6.45)	169.00	-856.80	(3.69)	(305.20)
企业债券融资	1,496.00	6.53	2,340.00	20.19	(844.00)	285.00	1.38	1211.00	61.80	0.27	1434.20
非金融企业境内股票融资	152.00	0.66	391.00	3.37	(239.00)	111.00	0.54	41.00	445.20	1.92	(293.20)
政府债券	14,633.00	63.92	9,729.00	83.94	4904.00	12,266.00	59.48	2367.00	9,296.40	40.08	5336.60
新增人民币贷款	6,200.00		2,800.00		3400.00	9,500.00		(3300.00)	14360		(8160.00)
短期贷款及票据融资	1,638.00	26.42	-478.00	(17.07)	2116.00	2,615.00	27.53	(977.00)	4,972.40	38.63	(3334.40)
中长期贷款	4,046.00	65.26	1,269.00	10.32	2777.00	5,514.00	58.04	(1468.00)	8,483.00	59.07	(4437.00)
居民贷款	540.00	8.71	-5,216.00	(186.29)	5756.00	757.00	7.97	(217.00)	4,118.40	28.68	(3578.40)
短期	-208.00	(3.35)	-4,019.00	(133.54)	3811.00	243.00	2.56	(451.00)	1,651.60	11.50	(1859.60)
中长期	746.00	12.03	-1,231.00	(163.96)	1977.00	514.00	5.41	232.00	2,466.60	17.18	(1720.60)
非金融性公司及其他部门	5,300.00	85.48	6,100.00	217.86	(800.00)	7,400.00	72.89	(2100.00)	9,554.80	66.54	(4254.80)
短期	1,100.00	17.74	-4,800.00	(171.43)	5900.00	-1,200.00	(12.63)	2300.00	471.80	3.29	628.20
中长期	3,300.00	53.23	2,500.00	89.29	800.00	5,000.00	52.63	(1700.00)	6,016.40	44.90	(2716.40)
票据融资	746.00	12.03	8,341.00	297.89	(7595.00)	3,572.00	32.60	(2826.00)	2,849.00	19.84	(2103.00)
非银行业金融机构	589.00	9.50	1,634.00	68.36	(1045.00)	363.00	8.82	226.00	278.40	1.94	310.60

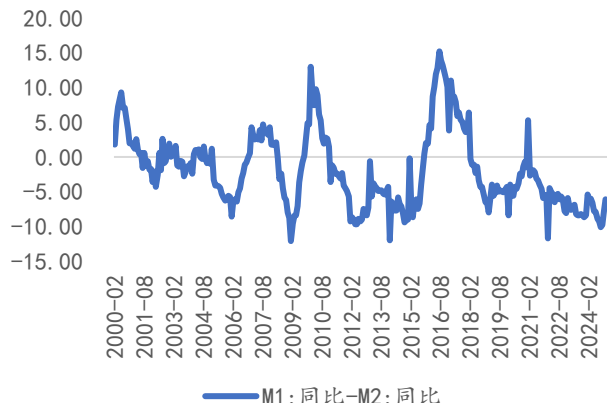
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 1：自去年9月以来社融（剔除政府）低位运行（亿元）



资料来源：Wind 信达期货研究所

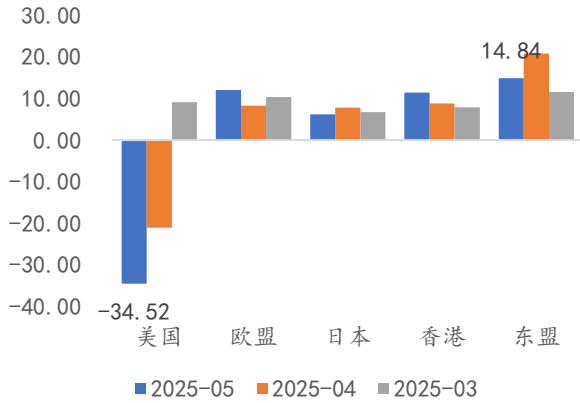
图 2：M1 与 M2 剪刀差保持低位



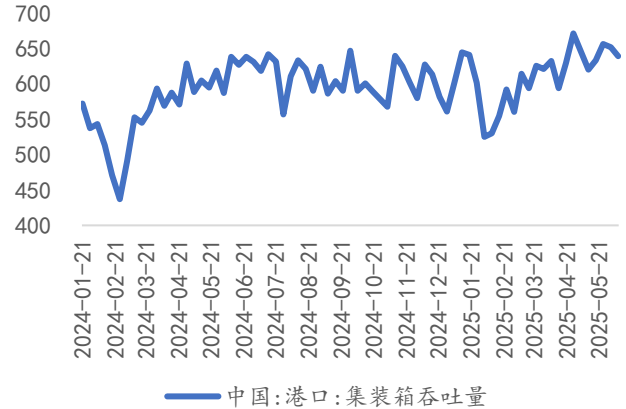
资料来源：Wind 信达期货研究所

(二)出口：对美直接抢出口不明显

日内瓦会谈后，美国对中国税率骤降至平均 50%左右。原本以为对美直接抢出口贸易会走强，但从数据来看并不是，5月对美出口锐减。从高频数据来看，中国运往美国的载货集装箱数量也并未有多大起色。反而是中国港口集装箱吞吐量仍处于高位，可能还是抢转口贸易继续盛行的结果。

图 3: 对美出口锐减 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

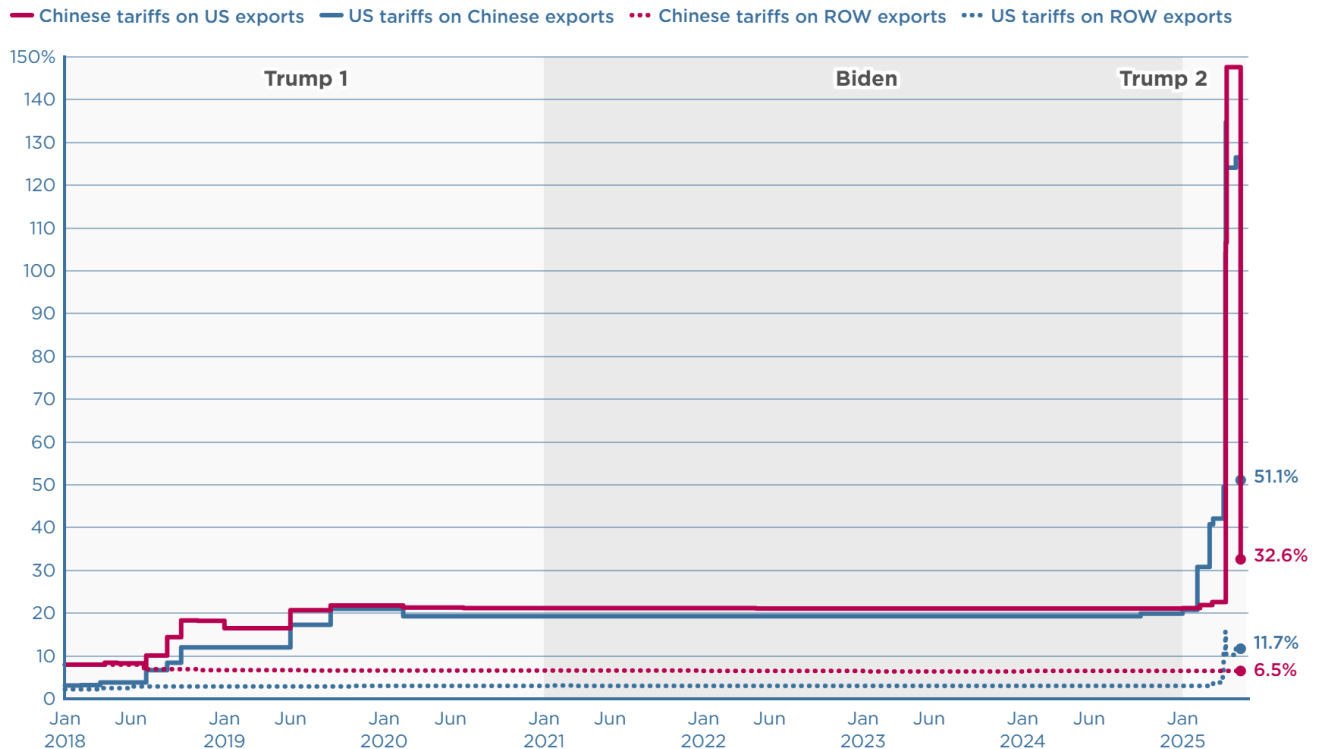
图 4: 抢转口贸易依然较多


资料来源: Wind 信达期货研究所

(三)中美会谈成果寥寥

中美二次会谈后,具体谈了什么中国方面表述较为官方,美国方面表述也不明了。特朗普 Truth 提到关税和稀土,但从结果来看,其实关税方面并没有变化,我们期待的芬太尼税并没有取消。对美稀土出口有所放松,特朗普说是用来换美方允许中国学生使用其学院和大学,也有报道说是美方放宽近期有关喷射机发动机及相关零件的出口限制。

随着谈判的深入,越到细节,难度越大,离 90 天豁免期还有两个月,相信不久以后双方将再次会谈。

图 5: 中美间平均关税税率变化


资料来源: PIIE 信达期货研究所

(四)美国继续经济走弱叙事

尽管非农短暂地提振了美国经济信心，但由于细节表现不佳，支撑力度不足。本周 CPI 和 PPI 继续偏弱（关税影响还未体现），首次初请失业金人数维持高位，说明整体经济现实依然偏弱，就业市场也有可能进一步疲软，美国经济走弱交易盛行。美元破位下行，美债利率也震荡向下。从历史经验来看，走弱叙事不太可能短短几周就过去，短期应该还会持续。

表 2：本周主要美国经济数据低于预期

日期时间	A	M	R	事件	期间	调查(M)	实际	上次	修正
21) 06/12 20:30	📉	📉	📉	周度首次申领失业救济人数	Jun 7	242k	248k	247k	248k
22) 06/11 20:30	📉	📉	📉	CPI 月环比	May	0.2%	0.1%	0.2%	--
23) 06/11 20:30	📉	📉	📉	CPI 同比	May	2.4%	2.4%	2.3%	--
24) 06/13 22:00	📉	📉	📉	密歇根大学消费者信心指数	Jun P	53.6	60.5	52.2	--
25) 06/12 20:30	📉	📉	📉	生产者价格环比	May	0.2%	0.1%	-0.5%	-0.2%
26) 06/11 19:00	📉	📉	📉	周度MBA抵押贷款申请指数环比	Jun 6	--	12.5%	-3.9%	--
27) 06/09 22:00	📉	📉	📉	批发库存月环比	Apr F	0.0%	0.2%	0.0%	--
28) 06/11 20:30	📉	📉	📉	CPI (除食品与能源) 月环比	May	0.3%	0.1%	0.2%	--
29) 06/11 20:30	📉	📉	📉	CPI (除食品与能源) 同比	May	2.9%	2.8%	2.8%	--
30) 06/12 02:00	📉	📉	📉	Federal Budget Balance	May	-\$314.0t	-\$316.0t	-\$347.1t	--
31) 06/12 20:30	📉	📉	📉	PPI最终需求 同比	May	2.6%	2.6%	2.4%	2.5%
32) 06/12 20:30	📉	📉	📉	PPI (除食品与能源) 月环比	May	0.3%	0.1%	-0.4%	-0.2%
33) 06/12 20:30	📉	📉	📉	持续领取失业救济人数	May 31	1910k	1956k	1904k	1902k
34) 06/12 20:30	📉	📉	📉	PPI (除食品与能源) 同比	May	3.1%	3.0%	3.1%	3.2%
35) 06/10 18:00	📉	📉	📉	NFIB中小企业乐观程度指数	May	96.0	98.8	95.8	--

资料来源：Bloomberg 信达期货研究所

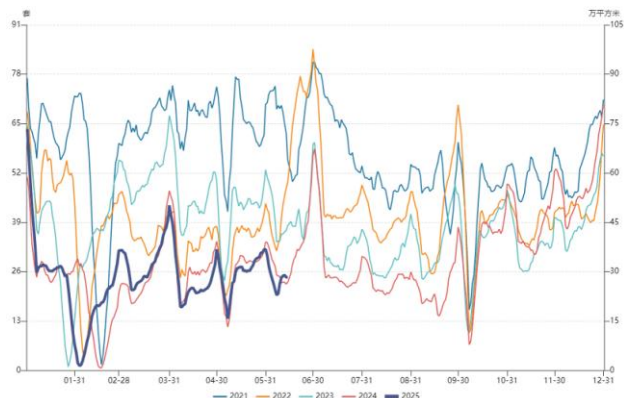
二、房地产政策效果跟踪——新房销售面积回升

高频数据方面，我们继续重点观察房地产。30 大中城市新房销售面积全线回升，且回升至 2024 年水平之上，没有呈现继续下滑态势。其中，一、三线城市新房销售面积高于 2024 年，二线城市基本持平。

二手房方面，截至 6 月 2 日，一线城市挂盘价指数继续略有上行，二、三线城市挂盘价指数继续回落。

总体来看，新房销售面积略有好转，不仅环比回升，且回升至 2024 年水平之上。二手房方面一线城市房价有回暖，观察持续情况。

图 6：30 城销售面积高于 2024 年同期趋势（7DMA）

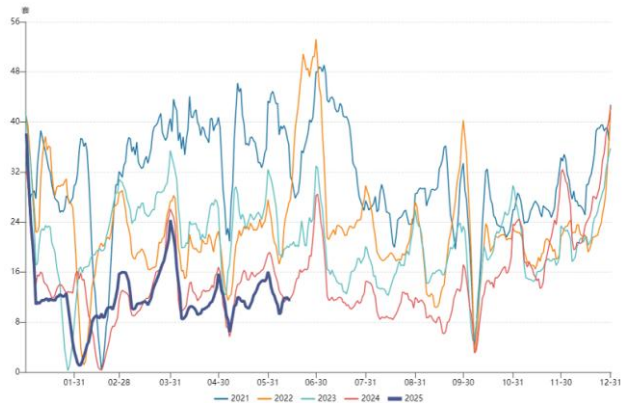


资料来源：Wind 信达期货研究所

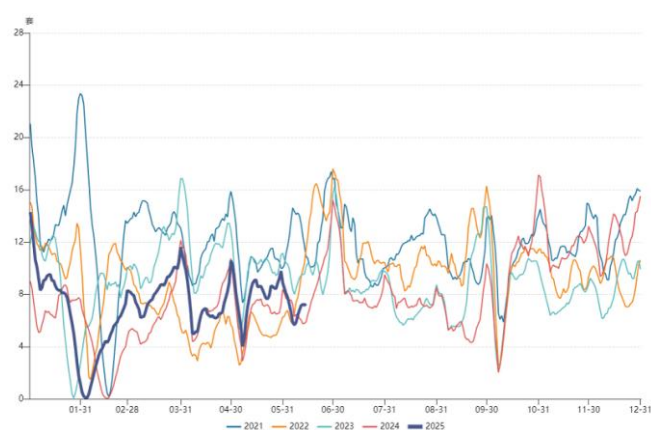
图 7：一线城市销售面积回升至 2024 年上方（7DMA）



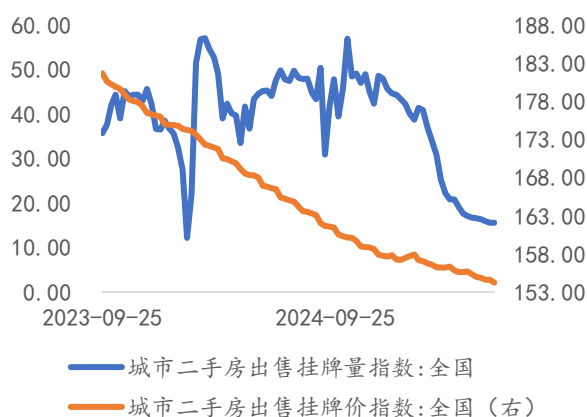
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：二线城市销售面积回升，基本持平于 2024 年（7DMA）


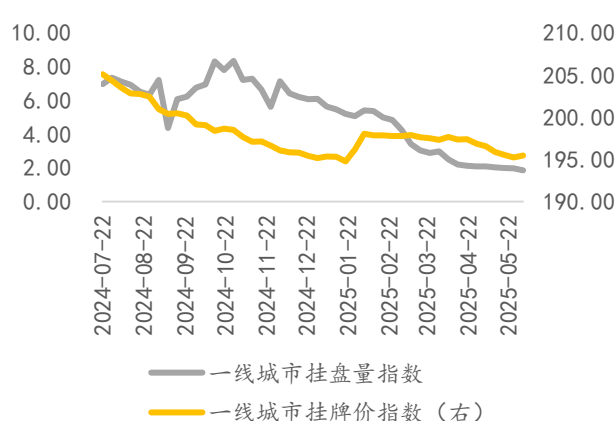
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 9：三线城市销售面积回升至 2024 年以上（7DMA）


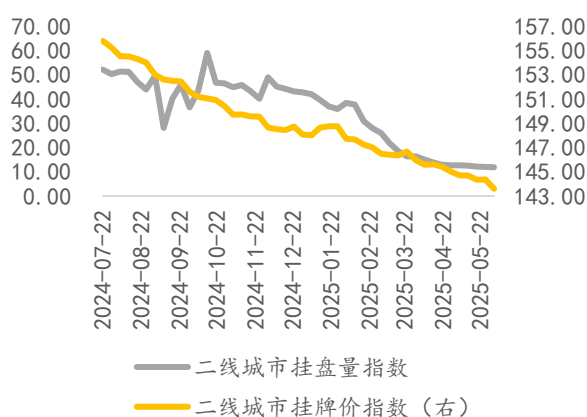
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：二手房挂牌价指数下行


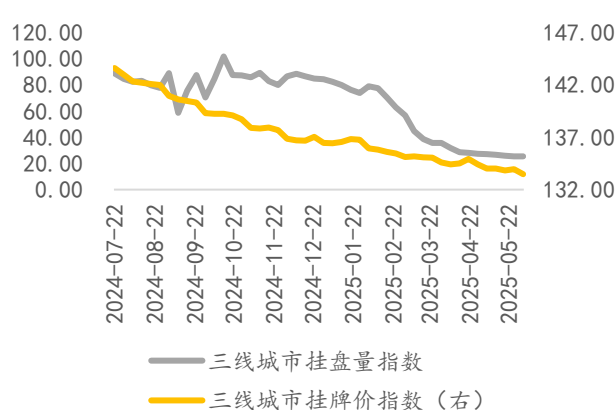
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 11：一线城市挂牌价格略有回升


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 12：二线城市挂牌价指数继续下探


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 13：三线城市挂牌价继续下探


资料来源：Wind 信达期货研究所

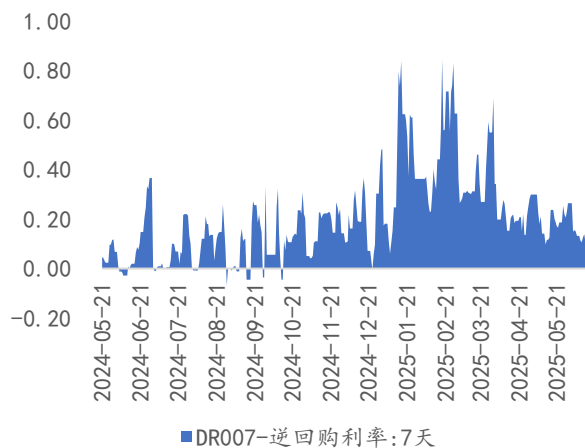
三、国债：央行更显呵护，利率有望下行

本周资金面先紧后松，资金利率一度下破 1.4% 的政策利率水平，国有大行净融出规模位于
请务必阅读正文之后的免责条款6

年内高位，存单发行利率持稳。基本面表现平平，资金利率收到呵护下，债市震荡下行。

展望下周，央行又继续操作 4000 亿买断式逆回购。叠加月初已有 1 万亿 3 个月买断式逆回购，本月买断式逆回购实现净投放 2000 亿元，为 3 月以来首次。从操作上看，很可能以后月初，央行操作 3 个月买断式逆回购，月中，央行操作 6 个月买断式逆回购，月末有 MLF 投放，形成三段式稳定投放方式，更加呵护流动性。当前基本面有利于债市走牛，相比于之前，利率继续下破的概率更高，可逢低买入建仓。

图 14: 资金利率边际回落 (%)



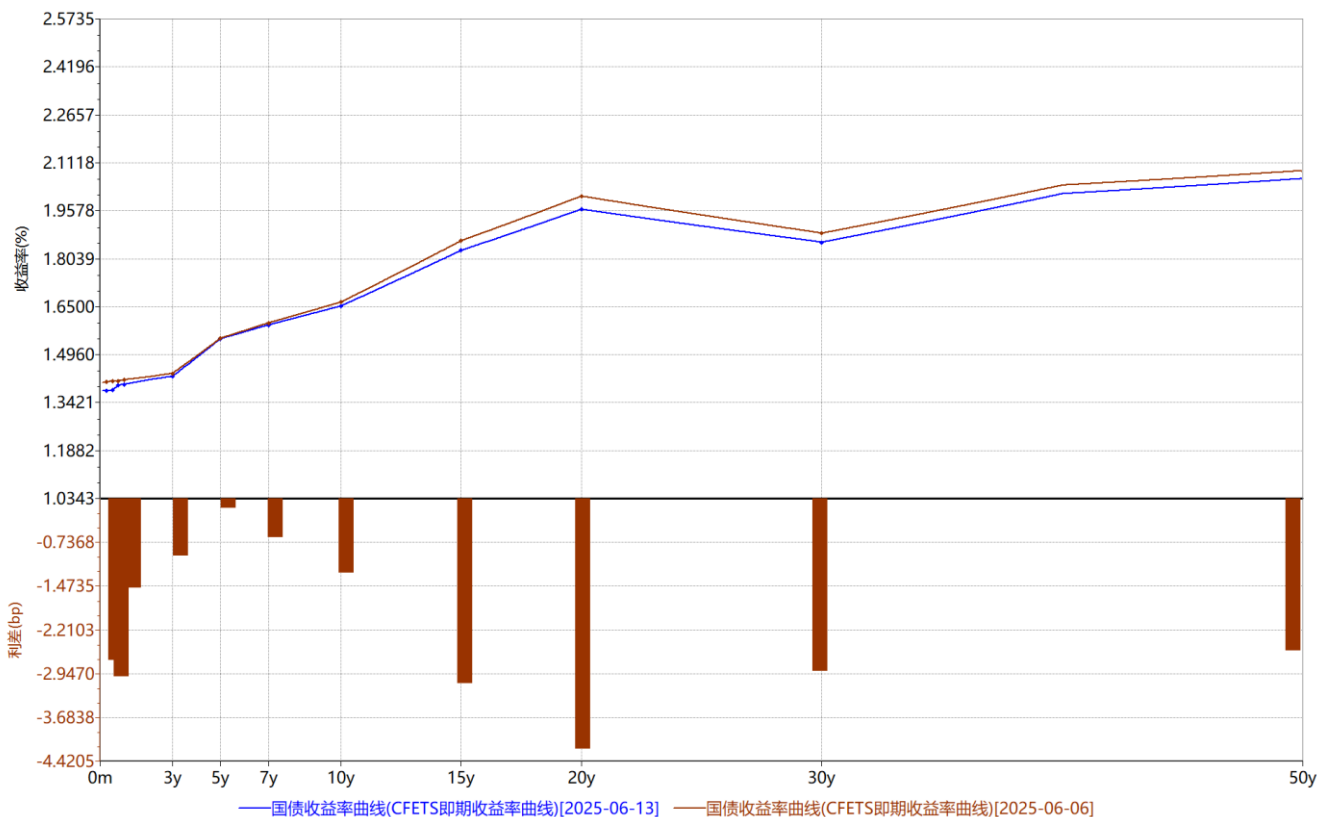
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 15: 同业存单发行利率持稳 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 16: 利率震荡回落



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

