

关税博弈低波动窗口期，关注重心转移至经济韧性

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师：

王娜

从业资格证号：F3055965

投资咨询证书号：Z0001999

联系人：

吴昕玥

从业资格证号：F03124129

相关研究报告：

2024 年中期宏观经济展望：

虚云散尽见真章，厚积薄发
待春雷

2024 年宏观经济展望：行稳
方致远，温和渐进修复

国联期货宏观 9 月展望：内
生动能亟待改善，政策加码
正当时

宏观专题：透过金融数据探
寻资金运转逻辑与效率

目 录

1. 本周宏观观察
2. 国内重点事件及重要经济数据
3. 海外重点事件及重要经济数据
4. 下周重点数据/事件

1. 本周宏观观察

1.1 中美正式进入 90 天“关税博弈低波动窗口”

2025 年 5 月 12 日，中美两国在瑞士日内瓦经贸高层会谈后发布联合声明。此次中美联合声明整体关税调整幅度超出市场预期，对前期非理性关税加征进行纠偏，并很好地建立了中美双方对话机制，确定了中美双方谈判代表。

表 1：2025 年美国对华加征关税的复盘

时 间	截至目前加征幅度	相关描述
2025. 2. 4	10%	第 14195 号行政令：美国以“芬太尼问题”为由，宣布对华所有进口商品征收 10% 关税。
2025. 3. 4	20%	修订第 14195 号行政令：美国以“芬太尼问题”为由，声称中国未有效阻止毒品流入美国，并对美国国家安全构成“特殊威胁”，将对中国输美商品加征关税的幅度从 10% 提高至 20%。
2025. 4. 2	54%	第 14257 号行政令：加征 34% 关税（10% 最低基准关税+24% 中国额外加征）
2025. 4. 8	104%	第 14259 号行政令：额外加征 50% 关税
2025. 4. 9	145%	第 14266 号行政令：再追加 41% 关税
2025. 5. 12	30%	1. 暂停 24% 关税（90 天豁免期） 2. 保留 10% 基准关税+20% 芬太尼关税 3. 取消 4 月 8 日、9 日加征部分（共计 91%）

数据来源：白宫、国联期货研究所

表 2：2025 年中国对美加征关税的复盘

时 间	截至目前加征幅度	相关描述
2025. 4. 2	34%	税委会公告 2025 年第 4 号：对美商品加征 34%（部分商品如大豆综合税率达 49%）
2025. 4. 8	84%	税委会公告 2025 年第 5 号：加征税率从 34% 提至 84%
2025. 4. 9	125%	税委会公告 2025 年第 6 号：加征至 125%（12 日生效）
2025. 5. 12	10%	1. 同步暂停 24% 关税（90 天） 2. 保留 10% 关税 3. 取消 4 月公告第 5 号、6 号加征

数据来源：商务部、国联期货研究所

从直接影响看，本次联合声明中提及的 24% 关税的 90 天豁免期，将给中美双方带来 2-3 个月的时间窗口以应对美国供应冲击和中国需求冲击。二季度市场将在硬数

据和谈判进展两个维度内受到影响。硬数据层面，美国重点关注通胀和经济增长，中国重点关注进出口。

值得注意的是，本次中美联合声明后，美国对中国商品的关税目前为 30%；今年早些时候对芬太尼相关的 20% 关税仍然有效。该税率不包括全球范围内针对特定行业的关税。因此，部分中国商品仍将面临更高关税，目前的关税水平对于国内贸易的影响仍然较大。

关税谈判进展将是二季度核心关注点，国内对冲关税的财政货币政策的落地节奏也将受此影响。对未来谈判的预期可基于两个维度展开：时间节点与替代方案。从时间节点来看，90 天的关税暂停窗口是核心观察期。下一步谈判需要关注芬太尼相关关税、芯片和人工智能等特定战略产业、以及供应链弱点领域的关税谈判进展，以及是否有通过采购协议实现双边贸易逆差平衡的可能性。

总体而言，此次联合声明是中美经贸关系从“零和博弈”向“竞合式共存”转型的关键一步。历史经验表明，中美关系的缓和从来不是线性进程，后续预计还会反复博弈，但是此次中美之间会谈结果大超预期，将为全球对美贸易谈判带来很好的示范效应，有助于全球贸易修复和资本市场波动下降，是个很好的开始。

接下来中美经贸关系正式进入为期 90 天的“关税博弈低波动窗口”。这一窗口期的意义在于，双方暂时搁置部分关税对抗，将博弈重心从“税率数字”转向“经济基本面支撑力”的比拼，这一阶段的核心矛盾将逐步从“外部政策博弈”转向“内部经济韧性验证”，双方经济修复成色、政策工具箱的响应速度以及结构性改革的实际效果，决定后续谈判沟通过程中相应抗压力、耐力和主导权。

1.2 经济复苏基础仍待稳固，政策面给早给足

当前经济数据仍显示国内政策驱动与内生动能有所分化，经济复苏基础仍待巩固。

从物价水平观察，4 月中国 CPI 同比下降 0.1%，降幅与上月持平，环比微涨 0.1%；核心 CPI 同比增速持平于上月的 0.5%，环比增长 0.2%。油价拖累加剧与去年基数走高是 CPI 延续负增长的主要原因，而由于“以旧换新”政策边际提振效应递减、居民资产负债表受损下居民预期及信心修复有限，核心 CPI 仍未有明显改善。4 月份 PPI 同比下降 2.7%，降幅较上月扩大 0.2%，主因美国关税政策下国内出口相关行业需求

下降以及国内企业投资需求整体偏弱。

4月金融数据佐证了实体部门需求仍偏弱。4月社融同比多增1.2万亿元，其中核心贡献项为政府债券（同比多增1.07万亿元），反映逆周期调节力度持续加码。4月信贷同比少增4500亿元；从结构上看，企业中长期贷款是核心拖累项，叠加从1-4月企业债券同比少增4096亿元来看，以及4月M1同比增长1.5%，增速较上月回落0.1个百分点，均显示关税外部冲击抑制国内外贸企业融资需求，且非外贸企业投资扩张动力不足，经营活动仍偏谨慎。这表明当前信用扩展更多依赖政策驱动，市场自发性融资需求尚未实质性回暖。

本周中美经贸关系的改善为中国出口带来阶段性喘息空间，有望为国内经济带来一定景气度。但同时我们需要认识到，当前30%的保留关税仍高于美国对其他国家10%的关税豁免，且有效税率实际仍高于往年同期水平，因此出口增速仍有压力，内需修复的可持续性将成为后续经济走势的关键因素。在4月经济成色表现相对偏弱的情况下，5月7日包含降准、降息在内的一揽子金融政策可以说恰逢其时，及时对冲，符合“政策给早给足，与各种不确定性抢时间”的调控思路，有助于稳定市场预期并强化金融对实体经济的支持力度。

近期高频数据显示政策传导初现成效。消费领域汽车消费表现突出，服务消费节后自然回落，但整体仍强于去年同期；投资端，受专项债发行进度加快影响，基建相关开工率表现良好；房地产市场方面，或受5月初房贷利率进一步下调等房地产支持政策提振，商品房成交量整体走强，二手房成交量高于往年；工业生产和物价水平方面改善相对有限，显示企业和居民预期修复仍需时日。

1.3 关税冲击延后，美联储仍待更清晰通胀信号

美国4月通胀数据显示关税影响尚未显现。具体而言，美国4月CPI同比增长2.3%，为2021年2月以来最低水平，环比增长0.2%，符合市场预期。与此同时，美国4月PPI同比增长2.4%，为去年9月以来新低，环比下降0.5%，远低于市场预期。PPI增速较低主因由于对特朗普政府最终将实施的关税水平不确定，许多美国企业为保持产品竞争力仍暂时试图避免将关税成本转嫁给消费者，一定程度上吸收了部分关税上来带来的冲击并导致企业利润率下滑，这种价格传导同时解释了4月CPI为何尚未有效反映关税冲击。

向后看，预计关税对美国通胀的冲击将在未来几个月显现。一方面，虽然本周中美联合声明整体关税调整幅度超出市场预期，但是美国对中国 30% 的保留关税仍高于往年同期水平，叠加当前美国对全球仍保留至少 10% 的基准关税，**关税对美国物价的潜在冲击客观存在**；高频数据显示，美国一些与关税相关的商品价格已经开始上涨，例如家具、汽车零部件和音响设备等。另一方面，部分美国企业表示现有库存多基于一季度采购协议，这种库存缓冲效应预计将在未来一至两个月内逐步消退。**当现有库存消耗殆尽，关税成本将不可避免地向消费端传导**，届时美国通胀所受冲击将显性化。

对于美国经济来说，中美日内瓦会谈后双边均大幅削减关税，预计将对美国居民的消费信心和企业投资信心产生提振，叠加美国就业市场仍有韧性，**美国经济基本面出现衰退的可能性明显下降**。

本周鲍威尔指出将重新考虑货币政策框架中的平均通胀目标，并计划在未来几个月内完成对该框架具体修改的审议。这一发言意味着未来美联储对于通胀目标的观测逻辑将由“过去一段时间平均通胀是否达到 2%”转为“当下是否达到 2%”，即美联储无需等到通胀回到 2% 以下一段时间后再决定降息，可降低政策调整的滞后风险。

但此次货币政策框架评估短期内对美联储显性利率决策机制的影响有限。从短期来看，由于美国经济基本面衰退风险降低叠加通胀上行风险加剧，**美联储的政策关注点或从“防范经济下行”向“抑制通胀抬升”逐步倾斜**，过早放松政策仍可能引发通胀预期脱锚风险，预计美联储仍将等待更清晰的通胀数据指引，6 月降息概率减弱。

对于 A 股来说，当前市场已基本消化关税缓和及政策宽松预期，市场各指数已经完全回补清明节前的跳空缺口，市场定价相对迅速。**预计后续 A 股短期可能延续偏强震荡趋势**。一是在中央对资本市场重视度明显提升、中央汇金类“平准基金”显效下，A 股下方支撑有所增强；二是降准降息后短期流动性进一步宽松，股市资金流入或继续回升。但由于经济和盈利仍处于弱修复中，预计市场呈现快速拉涨难度仍相对较大。

对于黄金而言，以中美日内瓦联合声明为代表，全球贸易争端进入相对低波动时间，避险情绪有所衰退，黄金高位回落。但我们认为本轮黄金强势的核心支撑仍未发生改变，美元信用货币地位已然撼动，全球多边格局将是大势。而近期黄金价格调整是对前期高涨情绪的修正，后续可能逐渐由单边杀跌转为震荡，等待技术指标修复后或迎来黄金战略性配置区间，关注 3000-3200 美元/盎司区间内的机会。

2. 国内重点事件及重要经济数据

表 1：国内重点事件表

货 币	● 中国人民银行设立服务消费与养老再贷款。服务消费与养老再贷款额度 5000 亿元, 年利率 1.5%，期限 1 年，可展期 2 次，最长使用期限不超过 3 年。发放对象包括 21 家全国性金融机构和 5 家属于系统重要性金融机构的城市商业银行。政策执行至 2027 年末。 ● 科技部等七部门：建立银行信贷支持科技创新的专项机制。《加快构建科技金融体制有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》提到，选择在部分商业银行和试点城市开展科技企业并购贷款试点，将贷款占并购交易价款比例提高到 80%，贷款期限延长到 10 年。 ● 本周货币投放：本周，中国央行共开展 4860 亿元逆回购操作，因本周共有 8361 亿元 7 天期逆回购和 1250 亿元 1 年 MLF 到期，因此本周实现净投回笼 4751 亿元。
	● 国家统计局：2025 年 4 月份居民消费价格同比下降 0.1%。从环比看，CPI 由降转涨，涨幅高于季节性水平 0.2 个百分点，主要是食品、出行服务回升带动。食品价格环比上涨 0.2%，高于季节性水平 1.4 个百分点。从同比看，CPI 略有下降，主要受国际油价下行影响。能源价格同比下降 4.8%，降幅比上月扩大 2.2 个百分点。
	● 国家统计局：2025 年 4 月份工业生产者出厂价格同比下降 2.7%。PPI 环比下降 0.4%，降幅与上月相同。影响本月 PPI 下降的主要原因：一是国际输入性因素影响国内相关行业价格下行。国际贸易环境变化，部分国际大宗商品价格迅速下行，影响国内相关行业价格下降。二是国内部分能源价格季节性下降。北方供暖全面结束，煤炭需求进入传统淡季，煤炭开采和洗选业、煤炭加工价格环比均下降 3.3%。
消 费	● 4 月全国乘用车市场零售辆数同比增长 14.5%。今年以来累计零售辆数同比增长 7.9%。前几年国内车市零售呈现“前低后高”的走势，今年 4 月零售仅稍低于 2018 年 4 月 181 万的最高水平，处于历年 4 月零售历史高位。
房 地 产	● 中指研究院：4 月 50 城住宅平均租金环比小幅下跌。中指研究院的最新数据显示，4 月住房租赁行业进入淡季，租房需求回落，重点城市住宅平均租金小幅下跌。全国 50 个城市住宅平均租金为 35.2 元/平方米/月，环比下跌 0.32%，跌幅较 3 月扩大 0.27 个百分点；同比下跌 3.40%，跌幅与 3 月持平。
进 出 口	● 中美日内瓦经贸会谈联合声明：中美双方承诺将于 5 月 14 日前采取以下举措：美国将修改 4 月 2 日规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施，同时保留对这些商品加征剩余 10%的关税；取消根据 4 月 8 日和 4 月 9 日对这些商品的加征关税。中国将相应修改税委会公告 2025 年第 4 号规定的对美国商品加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施，同时保留对这些商品加征剩余 10%的关税，并取消根据税委会公告 2025 年第 5 号和第 6 号对这些商品的加征关税；采取必要措施，暂停或取消自 4 月 2 日起针对美国的非关税反制措施。
	● 商务部发布中美日内瓦经贸会谈联合声明指出，双方将建立机制，继续就经贸关系进行协商。中方代表是国务院副总理何立峰，美方代表是财政部长斯科特·贝森特和美国贸易代表贾米森·格里尔。协商可在中国、美国，或双方商定的第三国进行。根据需要，双方可就相关经贸议题开展工作层面磋商。 ● 外交部：中方对美芬太尼反制仍然有效。中美双方在日内瓦的经贸会谈达成多项积极共识，

同意大幅降低双边关税水平。美方以芬太尼为借口，对中国无理加征两轮关税，中方均第一时间采取包括关税和非关税措施在内的反制举措，坚定维护自身正当权益，这些反制措施仍然有效。

- **商务部召开外贸企业圆桌会。**12家外贸企业、6家进出口商会代表及中国宏观经济研究院有关专家参会，就当前外贸形势、支持外贸企业发展等议题进行交流。商务部将全力为外贸企业纾困解难，提供更多支持，帮助外贸企业开拓市场，促进外贸稳定发展。

金融数据

- **央行：初步统计，2025年前四个月社会融资规模增量累计为16.34万亿元，比上年同期多3.61万亿元。**其中，对实体经济发放的人民币贷款增加9.78万亿元，同比多增3397亿元；政府债券净融资4.85万亿元，同比多3.58万亿元。
- **央行：前四个月人民币贷款增加10.06万亿元。**月末人民币贷款余额265.7万亿元，同比增长7.2%。分部门看，住户贷款增加5184亿元，其中，短期贷款减少2416亿元，中长期贷款增加7601亿元；企（事）业单位贷款增加9.27万亿元，其中，短期贷款增加3.03万亿元，中长期贷款增加5.83万亿元，票据融资增加2899亿元。
- **央行：4月M2同比增长8%，M1同比增长1.5%，流通中货币(M0)同比增长12%。**

数据来源：WIND、国联期货研究所

3. 海外重点事件及重要经济数据

表 2：海外重点事件表

美 国	● 美国 4 月 CPI 同比增长为 2.3%，为 2021 年 2 月以来新低。4 月季调后 CPI 环比增长 0.2%，高低于市场预期的 0.3%。美国 4 月末季调核心 CPI 同比增长 2.8%，符合市场预期，保持在 2021 年 3 月以来最低水平。美国 4 月房价跌幅创 1984 年以来最大，推低食品通胀，且企业在关税生效前的提前库存可能会适度延迟将更高的价格转嫁给消费者。 ● 美联储官员：常设回购工具（SRF）早间常规操作即将到来。在特朗普政府宣布大规模贸易关税之后，市场在这段压力时期表现良好，但佩里表示，这一经历再次表明，美联储有必要进一步探索如何向市场提供快速流动性。佩里表示，常设回购工具（SRF）将在“不久的将来”在上午和下午进行操作。他指出，“这些早期结算拍卖，加上目前下午的拍卖，将提高 SRF 作为货币政策实施和市场运作工具的有效性。” ● 美国 4 月零售销售环比增速高于预期。美国 4 月零售销售环比增长 0.1%，高于市场预期的 0%。 ● 美国 4 月 PPI 同比增长 2.4%，连续第三个月下降，为去年 9 月以来新低。4 月 PPI 环比下降 0.5%，创 2020 年 4 月以来新低，远低于市场预期的 0.2%。 ● 美国至 5 月 10 日当周初请失业金人数 22.9 万人，预期 22.9 万人，前值由 22.8 万人修正为 22.9 万人。 ● 美联储主席鲍威尔：需重新考虑当前货币政策中的就业和通胀策略。美联储主席鲍威尔表示，鉴于过去几年的通胀经历，以及未来几年供应冲击和相关价格上涨可能变得更加频繁，美联储官员认为他们需要重新考虑当前货币政策方法中围绕就业和通胀的关键要素。 ● 特朗普宣布解除对叙利亚制裁，并获沙特投资美国 6000 亿美元承诺。特朗普在利雅得的一项投资论坛上发表讲话时说，他是应沙特王储穆罕默德的要求解除制裁。 ● 卡塔尔财富基金计划未来 10 年向美国追加 5000 亿美元投资。这笔资金将投向人工智能、数据中心和医疗保健等该基金传统重点领域，同时配合美国总统特朗普的“美国再工业化”战略。此次 5000 亿美元承诺约占卡塔尔本周随特朗普访美签订的 1.2 万亿美元经济合作框架总额的 42%。 ● 特朗普再次呼吁鲍威尔降息。美国总统特朗普在“真实社交”发文称，没有通胀，汽油、能源、食品杂货以及几乎所有其他商品的价格都在下跌！美联储必须像欧洲和中国那样降低利率。
欧 洲	● 欧盟愿以较慢节奏推进美欧贸易谈判，力争更全面协议。在贸易方面，欧盟对自身规模赋予的优势充满信心。欧盟高级官员表示，作为全球三大经济体之一，该集团不会被左右，并希望与华盛顿达成比英国所签署的贸易协议更有利的交易。
日 韩	● 日本首相石破茂重申，与美国的贸易谈判应以零关税为目标。日本首相石破茂周日重申，他将致力于在与美国的贸易谈判中取消所有关税。石破茂说，周四宣布的美英协议在保持 10% 基准关税的同时降低了对英国汽车出口的高额关税，这是贸易协议的“一种模式”，“但我们应该以 0% 的关税为目标”。 ● 日本寻求在下周举行第三轮美日贸易谈判。消息人士称，日本正在考虑增加美国玉米和大豆的进口、造船技术合作、修改进口汽车检验标准等一揽子方案，以获得美国的让步。双方能否消除在日本优先考虑的问题上的分歧还不确定。日本的优先考虑是争取美国免除对汽车和汽车零部件的关税，因这些是日本出口型经济的支柱。

关税政策

- **美方已于美东时间 5 月 14 日凌晨 00:01 调整对华加征关税。**修改 2025 年 4 月 2 日第 14257 号行政令对中国商品加征的 34% 的对等关税措施，其中 24% 的关税暂停加征 90 天，保留剩余 10% 的关税。同时，美方还下调或撤销对中国小额包裹(包括香港特别行政区小额包裹)加征的关税，将国际邮件从价税率由 120% 下调至 54%，撤销原定于 2025 年 6 月 1 日起将从量税由每件 100 美元调增为 200 美元的措施。
- **印度向世界贸易组织表示，印度拟对美国生产并出口至印度的部分产品征收关税，**以对抗美国对印度钢铝制品征收关税的做法。这标志着印度首次回击特朗普第二任期内的关税行动，尽管双方已朝着敲定贸易协议前进。

地缘政治

- **伊朗愿销毁军用铀，换美国解除制裁。**伊朗最高领袖高级顾问表示，伊朗将承诺永远不制造核武器，销毁可用于武器化的高浓缩铀库存，同意仅将铀浓缩至民用所需的较低水平，并允许国际核查人员监督这一过程，以换取立即解除对伊朗的所有经济制裁。
- **俄乌直接谈判即将开启。**据土耳其外交部最新消息，土耳其、美国、乌克兰在伊斯坦布尔的三方会谈已经结束，俄乌或自 2022 年 3 月以来首次直接对话。
- **哈马斯官员：若实现永久停火，可交出加沙地带控制权。**当地时间 15 日，巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动(哈马斯)高级官员巴塞姆·纳伊姆向媒体表示，哈马斯正在与美国进行直接会谈，以达成结束加沙冲突的协议。

数据来源：WIND、国联期货研究所

4. 下周重点数据/事件

表 3：下周重点

5. 19 星期一	9:30 国家统计局公布 70 个大中城市住宅销售价格月度报告
	10:00 国新办就国民经济运行情况举行新闻发布会
5. 20 星期二	9:00 中国 5 月一年期、五年期贷款市场报价利率 (LPR)
5. 21 星期三	(暂无)
5. 22 星期四	16:00 欧元区 5 月制造业、服务业、综合 PMI
	20:30 美国 5 月 17 日当周首次申请失业救济人数 (万人)
	21:45 美国 5 月 Markit 制造业、服务业、综合 PMI
	22:00 美国 4 月成屋销售总数年化 (万户)
5. 23 星期五	22:00 美国 4 月新屋销售总数年化 (万户)

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦A9楼（200080）

电话：021-60201600

传真：021-60201600