



就业市场韧性，难掩美国经济增长动能弱化

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 就业市场韧性，难掩美国经济增长动能弱化

当前美国经济呈现“软数据预警，硬数据分化”的特征。

从硬数据维度观察，美国经济运行有所分化：在劳动力市场方面，就业指标尚未充分反映关税政策及美国政府裁员冲击，4月非农就业新增17.7万人，显著超出市场预期且失业率稳定维持在4.2%水平，显示就业市场仍保持一定韧性。但在经济增长方面，受关税政策实施前“抢出口”拖累净出口，叠加私人消费增速放缓的双重影响，一季度美国实际GDP折合年率下降0.3%，为2022年第二季度以来首次录得负增长，经济动能衰减迹象初步显现。这种分化表明，政策冲击的影响尚未完全传导至美国就业市场，但已在贸易和消费层面对美国经济增长形成实质性约束。

软数据的恶化进一步验证经济下行压力。制造业领域，4月ISM制造业PMI录得48.7，创2024年11月以来新低，工厂生产尤为低迷，美国ISM产出指数创2020年5月以来新低，显示关税冲击已实质性抑制工业生产活动；在通胀预期方面，4月一年期通胀预期攀升至1980年1月以来峰值，同时密歇根大学消费者信心指数跌至2022年7月以来最低水平，微观主体对物价上涨的担忧与收入预期的悲观形成共振。

当前经济下行压力已通过软数据显性化，但向硬数据的传导存在时滞效应。这种预期与现实的背离源于政策传导的时滞：企业为规避关税风险而提前囤积库存的行为短期内支撑了运输仓储业就业（4月非农数据表现超预期主要受该行业就业显著增长影响），但进口激增带来的就业扩张具有不可持续性，随着二季度关税成本向终端价格传导，企业补库动能将显著衰减。

短期市场逻辑聚焦于政策传导和数据验证。假期内美元指数收复100关口，黄金价格有所走弱，反映市场对美联储政策路径的重新定价。尽管一季度GDP负增长，但4月非农时薪增速与核心PCE通胀的粘性（一季度同比增长3.5%，增速为一年来最高）表明，美国“薪资-通胀”螺旋风险仍未解除。时薪环比正增长通过直接推高服务类商品成本和增强居民购买力两条路径支撑通胀粘性，且短期内美国劳动力市场尚具韧性，这使得美联储短期内或缺乏足够的硬数据支持降息，美元短期或围绕100震荡。

黄金近期的走弱主要受美元走强与技术性抛压影响，但整体下行空间有限。美国财政部上调二季度举债规模预期，预计第二季将净举债 5,140 亿美元，较 2 月预估高出 3,910 亿美元，叠加 5-6 月美债到期规模较大，债务流动性压力可能推升避险需求。此外，关税对通胀的滞后影响预计将在二季度逐渐显现，届时黄金将获得上行驱动。

1.2 美国“逐个击破”关税谈判策略仍未取得显著成效

当前美国关税谈判呈现多线博弈与策略分化的格局。

从中美博弈维度观察，中国商务部对美方谈判诉求的回应传递出重要信号。中方“正在评估美方多次求谈信号”的表态，既体现了对美政策反复性的审慎立场，也暗含对谈判主动权的主导诉求——美方若未实质性调整关税政策，任何对话都将停留在战术试探层面，显示了中国在关税谈判中的战略定力，清晰划定了中美谈判底线。5 月 2 日，特朗普政府正式宣布要取消“中国输美小额包裹”的关税免税政策，显示出中美关税博弈过程中，短期内美国态度反复及试探性行为预计仍将持续，实质性谈判突破仍需等待。

日本对美关税博弈则展现出从被动应对到主动制衡的策略转变。美日第二轮谈判未能达成实质性共识，日方拒绝接受汽车产业 25% 的关税升级，并罕见动用“美债筹码”施压，反映出其维护核心产业利益的决心。这种强硬姿态的背后，是汽车产业占日本对美出口额近三成的刚性依存度，以及历史教训形成的政策惯性——日方对 1985 年广场协议导致产业空心化的警惕，使其在涉及制造业根基的谈判中难以让步。值得关注的是，4 月底日本公明党党首访华并转交亲笔信，或暗示日本正尝试构建非美经济联盟，这种地缘经济策略的调整可能重塑亚太供应链合作模式。

从多边谈判进展看，美国“分而治之”策略遭遇结构性阻力。欧盟此前提出的欧美互免汽车及其他工业品关税提议已遭到美方拒绝，导致谈判陷入僵持；印度虽可能成为首批签署协议的国家，但美国要求印度开放 78% 的农产品市场准入，这直接威胁到印度 5 亿农业人口的生计，可能影响协议最终落地；韩国受制于总统选举的政治周期，谈判进度远滞后于美方预期。这种结果表明，由于议程不明，意图不清，美国试图通过“逐个击破”重塑贸易规则的努力仍未取得显著成效。

短期内，各国对美贸易谈判进度不一，整体进度慢于特朗普政府预期。近期特

朗普政府政策呈现边际缓和，但政策反复的特征仍未发生改变，预计贸易谈判进程仍是曲折的。中长期来看，特朗普“对等关税”政策所引发的全球经济、贸易秩序重构不可逆转，非美经济体通过加强区域合作对冲美国单边主义冲击的趋势正逐渐清晰，去美元化及资产再配置将成为长期主题。

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	● 2025 年 4 月中国人民银行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了 12000 亿元买断式逆回购操作。 ● 中国人民银行将创设新的结构性货币政策工具。根据国内外经济形势和金融市场运行情况，适时降准降息，保持流动性充裕，创设新的结构性货币政策工具，围绕稳就业稳增长重点领域精准加力，做好金融支持。中国人民银行正在研究丰富政策工具箱，将适时推出增量政策，助力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有效巩固经济发展和社会稳定的基本面。
景气水平	● 国家统计局：4 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.0%，比上月下降 1.5 个百分点，制造业景气水平有所回落。中国 4 月非制造业 PMI 50.4，预期 50.6，前值 50.8。中国 4 月综合 PMI 50.2，前值 51.4。
工业生产	● 一季度，全国规模以上工业企业利润由上年全年同比下降 3.3% 转为增长 0.8%，扭转了自上年三季度以来企业累计利润持续下降的态势。3 月份，规模以上工业企业利润由 1-2 月份下降 0.3% 转为增长 2.6%，企业当月利润有所改善。
消费	● 商务部等 6 部门：进一步优化离境退税政策扩大入境消费。通知指出，优化离境退税商店布局，鼓励各地区扩大退税商店覆盖面。支持具备条件的地区打造一批离境退税特色街区。放宽离境退税商店备案条件。 ● 国家发改委赵辰昕：近期已下达今年第二批消费品以旧换新资金，后续还有近 1400 亿资金陆续下达。前两批下达资金近 1600 亿元，后续还要下达 1400 亿元左右资金，会根据各地支付进度陆续下达。 ● 国家发改委赵辰昕：建立实施育儿补贴制度，创设专项再贷款工具，加大对服务消费、养老产业等支持。 ● 国家发展改革委下达今年第二批 810 亿元超长期特别国债资金，继续大力支持消费品以旧换新。下一步，国家发展改革委将充分发挥“两新”部际协调机制作用，强化统筹推进和跟踪调度，督促各地各有关部门加快已拨资金审核兑付，切实减轻企业垫资压力，确保真金白银优惠直达消费者，推动消费品以旧换新政策发挥更大效果。
投资	● 国家发改委赵辰昕：力争 6 月底前下达全年“两重”项目建设和中央预算内投资全国项目清单。同时，设立新型政策性金融工具，解决项目建设资本金不足的问题。
房地产	● 央行：一季度个人住房贷款增约 2200 亿元。今年一季度末，个人住房贷款余额 38 万亿，增加约 2200 亿元，与去年一季度相比同比多增超过 2000 亿元。
进出口	● 商务部：美方近期通过相关方面多次主动向中方传递信息。对此，中方正在进行评估。美方近期不断就调整关税措施放风。中方想要强调的是，任何可能的对话、会谈中，如果美方不纠正错误的单边关税措施，则说明美方完全没有诚意，且会进一步损害双方互信。说一套、做一套，甚至试图以谈为幌子，搞胁迫讹诈，在中方这里是行不通的。

- **加拿大总理卡尼：与美国的贸易体系已经结束，将加强与欧洲、亚洲的贸易关系；将与美国总统特朗普讨论两个主权国家之间未来的经济和安全关系；是时候将加拿大建设成为一个能源超级大国。**

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

- **美国第一季度 GDP 折合年率下降 0.3%，出现 2022 年以来首次萎缩。**受关税行动前进口激增以及消费者支出放缓影响，美国经济在今年第一季度出现 2022 年以来的首次萎缩，标志着特朗普贸易政策所带来的连锁反应初步显现。美国经济分析局的报告显示，净出口拖累 GDP 接近 5 个百分点。占 GDP 三分之二的消费者支出折合年率增长 1.8%，是自 2023 年中以来的最低水平。
- **美国 4 月份就业增长强劲，失业率保持稳定，**这表明企业面临关税和金融市场动荡的高度不确定性，但并没有显著改变他们的招聘计划。美国劳工统计局周五公布的数据显示，在前两个月的数据被下修后，4 月非农就业人数增加了 17.7 万人。失业率保持在 4.2% 不变。
- **美国至 4 月 26 日当周初请失业金人数录得 24.1 万人，**为 2025 年 2 月 22 日当周以来新高。
- **美国 4 月 ADP 就业人数增加 6.2 万人，**为 2024 年 7 月以来最小增幅，大幅低于预期。
- **特朗普：美联储应降低利率。**关税带来了数十亿美元的收入，我们只是处于过渡阶段，美联储应降低利率。
- **美国制造业 4 月进一步下滑但好于预期。**美国 4 月 ISM 制造业 PMI 录得 48.7，为 2024 年 11 月来新低，高于预期的 48。PMI 连续第二个月下降，结束了制造业的短暂复苏。上月，美国 ISM 产出指数创 2020 年 5 月以来新低。工厂的生产依然低迷，供应商的交货表现也有所恶化。
- **美国 4 月标普全球制造业 PMI 终值 50.2，**预期 50.5，前值 50.7。
- **美财政部上调二季度举债规模预期。**美国财政部 4 月 28 日表示，预计第二季将净举债 5,140 亿美元，较 2 月预估高出 3,910 亿美元，主要因当季初现金结余较低，且净现金流预估较低。
- **美国商务部长：所有在美国制造的汽车都可享受关税减免。**美国制造的汽车制造商将在进口零部件时，按照这些汽车的价值获得 15% 的抵扣额度；所有在美国完成组装且含有 85% 本土零部件含量的汽车将免征关税。关税减免将分三年逐步实施，以便汽车制造商在美国建立供应链。
- **特朗普调整汽车关税，但中国零部件被排除在外。**美国总统特朗普周二发布行政命令，将关税抵扣与其他零部件和材料关税减免相结合，以减轻汽车关税带来的冲击。然而，一位白宫官员表示，关税减免不适用于中国零部件，这些零部件将继续执行特朗普最新征收的至少 145% 的关税，此外，还要加上此前征收的任何关税。
- **特朗普：关税将使许多人的所得税大幅削减。**当关税生效时，许多人的所得税将大幅削减，甚至可能完全取消。重点将放在年收入低于 20 万美元的人群上。
- **美联储金融稳定报告：全球贸易战和政策不确定性是金融稳定的最大风险。**这是自特朗普重返白宫以来，美联储首次对金融风险进行半年一次的调查。73% 的受访者表示，全球贸易风险是他们最担心的问题，这一比例是 11 月份报告的两倍多。27% 的受访者担心美国国债市场的运转，高于去年秋季的 17%。外国对美国资产的撤资和美元的价值也在担忧名单上上升。
- **对关税担忧拖累经济前景，4 月美国消费者信心暴跌至近五年低点。**美国谘商会数据显示 4 月消费者信心指数下降 7.9 点，至 86.0，为 2020 年 5 月以来的最低水平。
- **美国 4 月一年期通胀率预期终值录得 6.5%，**创 1980 年 1 月以来新高。
- **美国 4 月密歇根大学消费者信心指数终值录得 52.2，**创 2022 年 7 月以来新低。

- **美国总统特朗普的政府计划在其 2026 财年预算提案中在支持儿童保育、健康研究、教育和住房项目上削减数十亿美元支出。**初步文件显示，该计划还将涉及社区发展和住房援助，白宫行政管理和预算办公室 (OMB) 目前正在敲定该计划。

欧洲

- **欧洲央行执委：观察到的金融市场波动性上升可能意味着 2025 年国内生产总值 (GDP) 增长率降低约 0.2 个百分点；**资本流动突然停止、支付中断以及货币市场波动的可能性，需要强有力的应急规划；关税将削弱经济增长和通胀。

日韩

- **日本央行继续维持利率不变。**日本央行连续第二次会议将目标利率维持在 0.50% 不变，符合市场预期。
- **日本央行下调增长预期。**日本央行：2025-2026 财年实际 GDP 增速预期中值分别为 0.5%、0.7%（1 月份预期分别为 1.1%、1.0%）。
- **日本考虑在简易安全规则下扩大汽车进口。**

关税政策

- **特朗普：中国须做出实质性让步，否则不会取消对华加征的关税。**中国驻美国使馆发言人 25 日晚强调，中美双方并没有就关税问题进行磋商或谈判，更谈不上达成协议。如果美方真的想通过对话谈判解决问题，就应该纠正错误，停止威胁讹诈，彻底取消所有对华单边关税措施。
- **特朗普：不太可能再次暂停关税 90 天，希望达成协议。**“希望能够与一系列国家达成贸易协议。我们会讲理的。”
- **特朗普表示，已经完成了 200 项贸易协议的谈判，但没有透露更多细节。**在接下来大约两个月时间里，美方将优先与 18 个贸易伙伴进行谈判，目前尚不清楚这 18 个贸易伙伴具体包括哪些国家和地区。
- **美国财长：印度很可能成为首批与美国签署贸易协议的国家之一。**第一份此类贸易协议可能会在本周或下周达成，但没有透露更多细节。贝森特还表示，中国部分豁免关税显示有意缓和紧张局势。

地缘政治

- **美国与乌克兰签署自然资源开发协议。**4 月 30 日，美国和乌克兰就获得乌克兰自然资源达成了一项协议，基辅此举是为了在与俄罗斯的停火谈判中争取美国总统特朗普的支持。该协议将允许美国在开发乌克兰自然资源（包括铝、石墨、石油和天然气）的新投资项目中享有特权。
- **巴基斯坦国防部长表示印度军事进攻即将发生。**巴基斯坦在与印度边界的军事力量已得到加强。在正常的武装冲突中，两国应避免使用核武器选项。
- **俄罗斯准备在无先决条件的情况下与乌方进行谈判。**俄罗斯总统助理乌沙科夫当天透露，俄罗斯总统普京与美国中东问题特使威特科夫的会晤持续了 3 个小时，富有建设性。他称，会晤讨论了恢复俄乌直接谈判的可能性。
- **哈马斯：愿释放所有剩余人质，寻求实现 5 年停火。**哈马斯愿意接受一项结束加沙冲突的协议，该协议将包括一次性释放所有剩余被扣押人员以及五年的停火。

能源

- **欧佩克+会议重点：继续加速增产、重申市场稳定承诺。**八个参与国将在 6 月增产 41.1 万桶/日，连续第二个月加快增产步伐。八欧佩克+原计划是从 4 月开始，在 18 个月内逐步且稳定地解除减产，但现在的决策将在短短三个月内就回补近一半的减产幅度（220 万桶/日）。

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

5.6 星期二	9:45 中国 4 月财新服务业、综合 PMI
	16:00 欧元区 4 月服务业、综合 PMI 终值
	17:00 欧元区 3 月 PPI 同环比
5.7 星期三	(暂无)
5.8 星期四	2:00 美联储 FOMC 公布利率决议
	2:30 美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会
	20:30 美国 5 月 3 日当周首次申请失业救济人数(万人)
5.9 星期五	(待定) 中国 1 至 4 月社会融资规模增量(亿人民币)
	(待定) 中国 1 至 4 月新增人民币贷款(亿人民币)
	(待定) 中国 4 月 M0/M1/M2 货币供应同比
	(待定) 中国 4 月进出口同比

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