



多因素共振，美国财政可持续性担忧升级

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 三因素推升美国财政可持续性担忧，股债汇三杀闪现

本周美国股、债、汇市场同步下挫，形成“三杀”局面，主要源于三大事件的共振效应：特朗普政府减税法案引发的赤字担忧、穆迪下调美国主权信用评级进一步扰动市场情绪，20年期美债拍卖遇冷短期加剧美债抛售。三者共同强化市场对美国公共财政可持续性的担忧，并进一步引发市场对美元信用基础的质疑。

主权信用评级下调与美债拍卖遇冷的连锁反应带来短期冲击。穆迪评级公司于5月16日将美国主权信用评级下调至Aa1，意味着美国在三大国际评级机构中已全部失去最高主权信用评级，穆迪的降级理由直指美国债务失控。这一评级调整虽未超出市场预期，但叠加周内20年期美债拍卖的疲软表现，成为影响短期市场情绪的导火索，长期债券需求进一步萎缩。短期来看，市场正经历美国信用风险重估的过程，穆迪降级与美债抛售形成负反馈循环，推动美债收益率上行与美元贬值相互强化。

当前市场的核心关注点主要在于特朗普政府提出的减税法案《One Big Beautiful Bill》(OBBB)引发的赤字担忧。该法案旨在延长2017年通过的美国企业和个人减税措施，将美国州和地方税扣除上限从1万美元提高至4万美元，实际上意味着将在未来十年内大幅增加联邦赤字，加重美国债务负担。根据美国国会预算办公室预测，减税法案将使美国公债再增加2.3万亿美元。同时，该法案正在寻求将政府债务上限提高4万亿美元，以防止财政部可能在今年的8月或9月出现违约。

该法案接下来将交由参议院审议，特朗普希望在7月4日美国独立日前完成总统签字立法，以解决短期内的美债上限问题。若该法案能在8-9月之前通过，将降低短期内美债违约风险，但联邦赤字长期增加趋势下美债长期表现将受到抑制；若该法案未能如期通过，即政府债务上限未能有效提升，届时长端美债将面临更大抛售压力。因此当前市场整体看跌美债情绪仍较浓，继续压制长端美债表现。

从资产表现来看，当前美债市场正面临信用风险重定价，这一趋势与4月特朗普“对等关税”引发的美债抛售潮形成接力。市场参与者，特别是主权基金和机构投资者正在加速调整其资产配置结构，将美债置换为其他避险资产，需警惕这种调整可能引发的“熊市陡峭化螺旋”，即长端美债收益率攀升与美元贬值、美股吸引力下降形

成相互强化的负反馈循环，**短期内长端美债收益率仍有上冲可能。**

美元方面，美元指数本周再次下破 100 关口，由于市场对美国财政状况的担忧很难在短期内消散，美元短期弱势格局较难扭转。但同时也有一些因素可能限制美元跌幅：一方面，从最新 PMI 数据来看，服务业疲软导致欧元区经济在 5 月意外萎缩，而同期美国 Markit 制造业、服务业、综合 PMI 则均录得扩张，美国经济增长仍具比较优势；另一方面，上周美国初请失业金水平降至四周最低，就业市场仍保持健康。因此**综合来看，预计短期内美元将偏弱震荡。**中长期来看，若 OBBB 法案如特朗普政府预期般顺利通过，美债上限问题得到解决后，美国财政部或在 7-9 月集中发行新增美债，这将显著提升美国金融体系的系统性流动性风险。考虑到周内美联储理事沃勒提出若关税企稳下半年将降息，美联储可能被迫在下半年开启 QE 等扩表类政策或直接降息以释放流动性来稳住市场，届时可能进一步加剧美元贬值。

对于黄金而言，近期美国财政恶化预期提升与中东地缘风险升级共同强化了黄金避险属性，**预计美元信用风险重估与地缘风险将继续构成金价支撑，黄金短期内将偏强震荡。**从中长期来看，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，黄金作为投资组合长期战略资产配置的一部分仍具备配置价值。

## 1.2 中国内生动能修复尚不稳固，政策端前瞻布局

当前中国经济运行呈现出“短期承压与韧性修复并存，内生动能待加强与政策托底交织”的特征，4 月经济数据总体来看在外部环境扰动下有所走弱。从经济成色来看，需求端“政策驱动”与供给端“外需支撑”的特征仍然突出，内生动能修复尚不稳固。5 月中美关税博弈进入阶段性缓和窗口，叠加国内政策工具箱持续发力，经济基本面正逐步积蓄改善动能。

随着中美达成阶段性协议，90 天“关税博弈低波动窗口”开启，预计“抢出口”及“抢转口”效应将继续支撑二季度外贸表现。但需认识到，**全球贸易摩擦和地缘冲突风险提升的背景下，出口对经济增长的长期支撑力度将逐渐减弱，内需修复的可持续性将成为后续经济走势的关键因素。**

从最新高频数据来看：出口边际改善最为显著，中美关税互降已推动对美出口改善，美东及美西航线集装箱运价周环比明显走强；消费领域表现则仍较为平淡，服务

消费不温不火，汽车消费动能有所减弱；房地产市场延续调整格局，商品房成交面积整体走弱但三线城市表现相对有韧性，住宅类用地成交均价总体下行；工业生产领域呈现边际修复态势，基建相关开工指标延续增长趋势，汽车产业链在政策支持下开工率有所回升，但化工链开工率有所回落；物价水平方面，农产品批发价格延续下行通道，工业品价格受国内需求偏弱影响仍呈现整体回落态势。整体来看，当前经济修复动能仍待巩固，政策效应释放与外部环境变化仍是影响经济走势的关键变量。

目前，在4月经济成色表现相对偏弱的情况下，政策端已展现前瞻布局：

(1) 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，具有明显的超前部署特征，通过提前释放流动性和结构性支持，为实体经济提供缓冲空间，并正式拉开政策序幕。

(2) 本周存款利率与LPR非对称调降，其中一年期、五年期LPR均下调10个基点，存款利率最大降幅为25个基点，这种差异化操作既考虑了银行体系净息差已压缩至1.43%历史低位的现实压力，也把握住了人民币汇率企稳回升带来的政策空间。同时此次利率调整具有政策信号意义，即通过更大幅度调降存款利率释放明确稳息差信号，并为后续LPR调整提供空间。

(3) 周内央行、金管局、科技部等七部门联合介绍科技金融政策有关情况，统筹推进债券发行、银行信贷等政策工具，并引导长期资本和耐心资本进入科技创新领域，该政策框架有助于推动金融资源向新质生产力领域聚集，推动产业链升级和新旧动能转换。

当前政策端布局符合“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对实体经济的支持力度，预计二季度中国经济总体将呈现“政策发力提速、外需边际改善、内需渐进修复”的复苏格局。长期而言，政策能否有效传导至实体经济，仍需观察信贷需求恢复的可持续性，以及结构性工具对产业升级的实际拉动效果。

## 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	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>一年期、五年期 LPR 均下调 10 个基点。</b>中国央行将一年期和五年期贷款市场报价利率（LPR）分别从 3.1%与 3.6%下调至 3%和 3.5%。</li> <li>● <b>中国央行开展 5000 亿元 MLF 操作。</b>中国央行：为保持银行体系流动性充裕，2025 年 5 月 23 日（周五），中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 5000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。降准落地后央行仍保持相当力度的 MLF 操作，一方面是本月买断式逆回购到期规模依旧较大，此外面对外部环境的变数，央行依旧保持维稳姿态。</li> <li>● <b>国有六大行均官宣降低存款利率，最大降幅 25 个基点。</b>5 月 20 日，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、邮储银行、交通银行均发布消息，下调人民币存款利率，最大降幅 25 个基点。其中活期利率下调 5 个基点至 0.05%；定期整存整取三个月期、半年期、一年期、二年期均下调 15 个基点，分别为 0.65%、0.85%、0.95%、1.05%；三年期和五年期均下调 25 个基点，分别至 1.25%和 1.3%。</li> <li>● <b>多家银行下调大额存单产品利率，降至“1 字头”。</b>近期，有多家银行在调降定期存款利率的同时，也同步下调了大额存单产品利率。目前，大额存单产品即将全面迈入“1 时代”。</li> <li>● <b>金管总局：一季度商业银行不良贷款率微升，净息差较上季末下降 9BP。</b>不良贷款余额 3.4 万亿元，较上季末增加 1574 亿元；商业银行不良贷款率 1.51%，较上季末上升 0.01 个百分点。一季度商业银行净息差为 1.43%，较去年四季度末下降 9 个基点。</li> <li>● <b>本周货币投放：</b>本周，中国央行共开展 9460 亿元逆回购操作，因本周共有 4860 亿元 7 天期逆回购到期，因此本周实现净投投放 4600 亿元。</li> </ul>	
	工业生产	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>中国 4 月规模以上工业增加值同比增长 6.1%，</b>前值 7.70%；环比增长 0.22%。</li> </ul>
	消费	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>中国 4 月社会消费品零售总额同比增长 5.1%，</b>前值 5.90%。其中，除汽车以外的消费品零售额增长 5.6%。1-4 月份，社会消费品零售总额同比增长 4.7%。</li> </ul>
	投资	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>国家统计局：1-4 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 4.0%，</b>前值 4.2%。</li> </ul>
	房地产	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>专项债收储计划密集发布。</b>4 月份，地方公告的拟用专项债收储土地面积达 7198 公顷，涉及金额达 1730 亿元，面积、金额均已超出一季度总量。截至 5 月 13 日，全国已有 171 个城市发布专项债收储土地计划，合计收储金额达到 3918 亿元，明确涉及收储宅地规模达到 6565 公顷。若公布的收储宅地规模如期落实，等效于 2025 年前四月新房成交面积同比至少增长了 54%，助力全国新房去化周期下降超过 2 个月。</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>住建部主管媒体：从目前房地产市场形势看，全面推行现房销售时机并不成熟。</b>现房销售作为房地产发展新模式的重要一环，其试点工作早已在推进过程中，但目前全面推行时机并不成熟。</li> </ul>

- **国家统计局：1-4 月份，全国房地产开发投资同比下降 10.3%，前值-9.9%；新建商品房销售面积同比下降 2.8%，降幅比 1-3 月份收窄 0.2 个百分点；新建商品房同比下降 3.2%，前值-2.1%；房地产开发企业房屋施工面积同比下降 9.7%，前值-9.5%；房屋新开工面积同比下降 23.8%，前值-24.4%；房屋竣工面积同比下降 16.9%，前值-14.3%。**
- **国家统计局：2025 年 4 月份，70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比持平或略降，同比降幅均持续收窄。**4 月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比由上月上涨 0.1% 转为持平；一线城市新建商品住宅销售价格同比下降 2.1%，降幅比上月收窄 0.7 个百分点。

## 进出口

- **中国与东盟十国全面完成中国—东盟自贸区 3.0 版谈判。**3.0 版谈判于 2022 年 11 月启动，历经近两年时间、9 轮正式谈判，于 2024 年 10 月实质性结束。在各国经贸部长全力协调和共同推动下，双方全面完成谈判，下一步，双方将积极推进各自国内签署批准程序，推动年底前正式签署中国—东盟自贸区 3.0 版升级议定书。
- **商务部：2024 年，中非贸易额同比增长 4.8%，连续第 4 年创历史新高。**中国连续 16 年保持非洲第一大贸易伙伴国地位。其中，中国自非洲进口 1168 亿美元，同比增长 6.9%，对非洲出口 1788 亿美元，同比增长 3.5%。

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

- **美国总统特朗普签署的税收法案在众议院以微弱优势通过（215 票对 214 票，一人弃权）。**其中包括将美国债务上限提高 4 万亿美元，财政部预测，如不提高上限，美国最早可能在八月或九月出现违约，从而增加了时间表的紧迫性。
- **穆迪 5 月 16 日下调美国的主权信用评级，从 "Aaa" 下调一级至 "Aa1"，**因担心美国债务的可持续性，成为最后一家摘除美国顶级 AAA 信评的三大信评机构。穆迪表示，"美国历届政府和国会都未能就扭转年度巨额财政赤字和利息成本增长趋势的措施达成一致。"穆迪并将美国的评级展望从 "负面" 改为 "稳定"。
- **继下调美国主权信用评级后，国际评级机构穆迪北京时间 5 月 20 日又下调了美国银行、摩根大通、富国银行等大型银行的存款评级。**此举标志着对美国金融体系的罕见打击，可能会提高借贷成本。
- **20 年期美债拍卖疲软引发股债汇杀跌，美债价值面临调整压力。**外国投资者 "已不再愿以当前价格为美国政府提供资金"。融资成本的上升，正在对股市造成压力。受此影响，标普 500 指数日内跌幅扩大至 1.5%，10 年期美债收益率一度升至 4.607%，为 2 月 13 日以来的最高水平，美元指数跌 0.5%。
- **3 月中国减持 189 亿美元美债、持仓规模降至第三，英国升至第二。**中国 3 月减持 189 亿美元美国国债至 7654 亿美元，为今年首次减持。减持后，中国对美国国债的持仓规模由第二下降至第三。从 2022 年 4 月起，中国的美债持仓一直低于 1 万亿美元，且总体呈减持趋势。
- **美国初请数据降至四周以来最低水平。**美国初请失业金降至四周低点，进一步证明，面对与贸易政策相关的不确定性日益增加，就业市场仍保持健康。美国劳工部周四公布的数据显示，截至 5 月 17 日当周初请失业金人数减少 2,000 人，至 22.7 万人。
- **美国 5 月一年期通胀率预期初值录得 7.3%，为 1981 年以来最高。**密歇根大学消费者信心指数录得 50.8，创下史上第二低。
- **美国 5 月标普全球制造业 PMI 初值 52.3，预期 50.1，前值 50.2。**美国 5 月标普全球服务业 PMI 初值 52.3，预期 50.8，前值 50.8。美国 5 月标普全球综合 PMI 初值 52.1，预期 50.3，前值 50.6。
- **美国二手房销售下滑创 2009 年以来最差 4 月表现。**美国 4 月份成屋销售意外下滑至 7 个月来的最低水平，受到持续的负担能力限制的制约，突显出关键的春季销售季节开局黯淡。周四公布的数据显示，成屋销售年化环比下降 0.5%，至 400 万套。
- **特朗普欲为解雇鲍威尔扫清道路，美最高法院：美联储是独一无二的。**美国最高法院周四裁定，美联储在政府机构中是独一无二的。法院的裁决涉及被特朗普免职的独立机构领导人的案件。法院裁定，在对案件进行全面审理之前，这些官员仍可能会被免职。但美联储是不同的。

## 欧洲

- 英国有望达成脱欧以来与欧盟最重大的关系重置协议，寻求在贸易和防务领域加强合作，以推动经济增长并提升欧洲大陆的安全水平。
- 欧盟委员会：将 2025 年欧元区 GDP 增长预测从 11 月的 1.3% 下调至 0.9%，并预计 2026 年增长 1.4%，此前为 1.6%。
- 欧盟批准第 17 轮对俄制裁措施。目标是近 200 艘影子舰队舰艇。新制裁措施还将涉及混合威胁和人权问题。更多针对俄罗斯的制裁措施正在酝酿中。
- 欧盟对中国轮胎涉嫌倾销展开调查。在欧盟轮胎行业提出申诉后，欧盟执委会启动调查，以确定是否有必要对从中国进口的乘用车和轻型卡车轮胎采取反倾销措施。欧盟执委会声明说：“调查应在启动后 14 个月内结束。如果倾销和由此导致的损害已被暂时确定，则可在八个月内实施临时反倾销措施。”

## 日韩

- 日本首席贸易谈判代表、经济再生大臣赤泽亮正表示，下一次美日贸易谈判的日程尚未设定；不会在贸易谈判中牺牲农业；如果美国征收新的关税，将密切关注并做出适当反应。
- 韩美将于 10 日恢复关税谈判，目标是 7 月初达成协议。韩国和美国本周将在华盛顿就美国的对等关税措施举行第二轮技术性磋商。双方正在努力达成一项“一揽子”贸易协定，目标是在 7 月初达成。这是继 5 月 1 日举行的第一次实务磋商之后的又一次协商。

## 关税政策

- 特朗普：将在未来两到三周内对许多国家征收新的关税。美国总统特朗普周五在阿联酋与企业高管会面时表示，美国可能会单方面对许多贸易伙伴设定新的关税税率，而不是与所有贸易伙伴达成协议。华盛顿方面将“在未来两到三周内”征收新的关税。
- 当地时间周日，美国财长贝森特警告称，美国的一些贸易伙伴可能很快会面临关税税率再次大幅上调。贝森特表示，如果各国在 7 月初关税暂缓期到期前不“真诚地”进行谈判，且未能达成贸易协议，关税税率将很快恢复到“解放日”水平。美国总统特朗普于 4 月 2 日宣布了一系列“对等关税”，并将当日称之为“解放日”。
- 美国总统特朗普敦促欧盟削减关税，否则将面临更多关税，欧盟坚持“对等原则”。知情人士透露，特朗普的贸易谈判代表正迫使欧盟单方面削减对美国商品的关税，并表示若不做出让步，欧盟将无法在谈判中取得进展，这意味着欧盟将面临更多的关税。此外，欧盟未按美方要求将其拟议的数字税纳入谈判议题。知情人士称，欧盟一直推动为谈判达成共同认可的框架文本，但双方立场仍存在显著分歧。

## 地缘政治

- **美国情报：以色列准备打击伊朗核设施，但最终决定尚未作出。**美国官员表示，这样的打击将是与特朗普总统的公然决裂。官员警告称，目前尚不清楚以色列领导人是否已作出最终决定，美国政府内部对以色列最终采取行动的可能性存在严重分歧。
- **美媒：以色列正准备在美伊谈判破裂时迅速打击伊核设施。**消息人士称，就在过去几天，以色列情报界已经从相信核协议即将达成转变为认为谈判可能很快破裂。一名消息人士说，以色列军方认为，成功发动袭击的操作窗口可能很快就会关闭，因此，如果谈判失败，以色列将不得不迅速采取行动。两名消息人士都证实了 CNN 此前的一篇报道，即以色列国防军一直在进行演习和其他准备工作，以应对可能对伊朗发动的袭击。
- **俄罗斯和乌克兰谈判代表周五在伊斯坦布尔举行了约两个小时的会谈，结束了三年多战争以来的首次直接和谈。**俄罗斯要求乌克兰军队在停火前从多个地区撤退。俄罗斯代表团据称要求控制 5 个乌克兰地区。
- **普京：俄罗斯已准备好与乌克兰就和平谈判的备忘录展开合作。**普京对美国参与恢复俄乌之间的直接对话表示感谢，并称莫斯科已准备好与乌克兰就未来和平谈判的相关备忘录展开合作。一旦达成相关协议，俄乌停火是可能的。

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

<b>5.26</b> <b>星期一</b>	(暂无)
<b>5.27</b> <b>星期二</b>	21:00 美国 3 月 FHFA 房价指数环比 21:00 美国 3 月 S&P/CS20 座大城市未季调房价指数同比 22:00 美国 5 月谘商会消费者信心指数
<b>5.28</b> <b>星期三</b>	(暂无)
<b>5.29</b> <b>星期四</b>	20:30 美国 5 月 24 日当周首次申请失业救济人数(万人) 22:00 美国 4 月成屋签约销售指数环比
<b>5.30</b> <b>星期五</b>	20:30 美国 4 月核心 PCE 物价指数同环比

## 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