



“新供给侧改革”的序曲

—— 2025 下半年宏观经济展望

首席经济学家：章俊

宏观分析师：张迪、许冬石、詹璐、聂天奇、吕雷、于金潼、赵红蕾、铁伟奥

“新供给侧改革”的序曲

——2025 下半年宏观经济展望

2025 年 6 月 17 日

- **贸易战的喧嚣让市场把目光更多投向了大洋彼岸，特朗普 2.0 给全球带来了大量不稳定不确定难预料因素。**4 月特朗普推动“对等关税”落地，正式吹响逆全球化的号角。5 月底，美国众议院通过《大美丽法案》，其中 899 条款涉及对“税收歧视性国家”的外国投资者征收资本税，即使最终落地概率极小，但潜在的巨大冲击也让投资者不得不心存戒备。从关税到资本税，美国试图将全球合作共赢的模式转向零和博弈。
- **然而，美元已陷入“特里芬两难”困境之中，特朗普反复无常的政策似乎只是加剧了市场的波动，并未改变“东稳西降”的基本叙事。**面对巨大的债务压力，特朗普在强化财政纪律的同时，却又试图大幅提高债务上限，雄心勃勃地推动改革，最终却被冠以“TACO”（Trump Always Chickens Out, “特定退缩”）的称号。从市场表现来看，特朗普大选获胜以来，美股先跌后涨，美债先涨后跌，只有美元指数呈现单调下行走势。
- **站在 2025 年中向后展望，我们认为，中国自身的经济社会发展格局将成为主导我国资本市场的核心变量。**面对更趋复杂严峻的国际环境，2025 年以来中国经济基本面韧性十足，工业增长马力全开，新质生产力加速形成，科技创新领域不断取得新的突破。不过，从供需格局来看，结构性产能过剩、国内有效需求不足的问题与 2024 年相仿，工业增长中枢依然显著高于社会消费品零售总额和固定资产投资增速，供需缺口未显著收窄，截至 5 月份，PPI 同比已连续 32 个月录得负值，物价持续低位运行。
- **促进物价合理回升成为重中之重，中国正在等待一场“新供给侧改革”。**实际上，2024 年底中央经济工作会议已明确提出“物价合理回升”的政策目标，25 年 4 月政治局会议作出进一步部署，一方面综合整治内卷式竞争，另一方面大力推进重点产业提质升级，一场全新的供给侧改革正在酝酿。
- **坚持问题导向、目标导向，新供给侧改革需要做好“加减乘除”四个方向。**除法：加速推进房地产去库存；减法：有序推动结构性去产能，防止内卷式竞争；加法：中央加杠杆创造更加稳定的宏观环境来推动经济转型升级；乘法：加快发展人工智能，实现伟大复兴宏伟蓝图。
- **新格局、新供给，新供给侧改革有望成为贯穿“十五五”时期的顶层设计。**我们认为，**新供给侧改革的核心目的在于推动供需在更高水平上实现良性循环。**其一，夯实科技创新在现代化建设中的核心地位，因地制宜发展新质生产力；其二，因势利导调整国民经济重大比例关系，提高居民消费在 GDP 中的比重；其三，推动财政支出结构从投资于物向投资于人转变，及时推出育儿补贴，提高社保标准；其四，以消费税改革为抓手推动地方政府从生产型政府向服务型政府转向；其五，稳步推动共同富裕。
- **主要经济数据预测：**预计 2025 年实际 GDP 增长 5.1%，可以完成 5% 左右的全年目标，四个季度分别为 5.4%、5.4%、4.9%、4.7%。其中，社会消费品零售总额增长 5.0%，消费品以旧换新对耐用品消费形成一定支撑。投资方面，固定资产投资增长 3.7%，物价低位运行和关税成本上行压制企业利润，制造业投资增速小幅回落，基建投资增速在政策性金融工具助力下小幅回暖，房地

分析师

章俊 首席经济学家

☎：010-8092-8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

许冬石

☎：010-8357-4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：0755-8345-3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

聂天奇

☎：010-8092-7737

✉：nietianqi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090001

吕雷

☎：010-8092-7780

✉：lvlei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080002

于金潼

☎：186-5320-7096

✉：yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080003

赵红蕾

☎：010-8092-7606

✉：zhaohonglei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060005

铁伟奥

☎：136-8324-0373

✉：tieweiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060002

产开发投资继续寻底。出口方面，短期抢出口有一定支撑，二季度出口将保持一定韧性，但下半年出口增速可能转负，全年出口增速约为 1.5%。预计物价保持低位运行，2025 年 CPI 同比涨幅约为 0%，PPI 为 -2.3%。

- **中国市场投资启示：经济为马，汇率为轴。**从下半年总体格局来看，2025 年基本面与 2024 年相仿，供需缺口未显著收敛，政策同样保持“攻守兼备”态势，供给侧改革仍在酝酿。然而，全球“抗差逻辑”下，中国经济相较美国更具韧性，国际收支平衡压力较 2024 年显著减轻，汇率由贬转升，汇率或主导下半年影响各大类资产的边际变化。股市方面，人民币升值过程中，广义流动性和风险偏好的改善有望支撑中国权益市场稳中向好，当然流动性驱动的牛市更多以结构性行情为主；债券市场方面，当汇率升值由内部力量驱动（如 2017 年）时债券下跌，而汇率升值由外部力量驱动（如 2021 年）时债券不必然下跌，随着上半年政策工具集中释放，抢出口、抢“两新”热情放缓，且劳动力市场在 7、8 月份面临季节性压力，三季度降息预期将再次升温，利率中枢有望下移，预计 10 年期国债收益率波动区间为 1.5%~1.7%。
- **海外经济展望：在关税冲击持续的情况下，美国通胀、就业、增长和企业盈利仍会受到一定冲击，但政府赤字通过转移支付和减税等手段继续呵护经济。**通胀方面，关税造成的冲击应是“暂时性”的，2025 全年 CPI 增速中枢可能在 3.1% 左右。就业方面，需求下行可能快于供给改善并推动失业率在下半年上行至 4.5% 左右，进而促使美联储考虑降息。经济增长方面，我们对于 2025 年的实际经济增长的基准预测是 1.7%，虽然不会陷入衰退但将明显放缓。财政方面，预计在大美丽法案的影响下，美国 2025 年赤字率为 6.4% 左右，未来三年将进一步扩张至 6.5%-7.0% 的区间。货币政策方面，预计美联储在经济弱化和失业率回升的背景下依然可以在 9 月份开启降息，年内温和降息 2 次。欧元区经济正在恢复，但年内仍有使利率略低于 2% 中性水平的概率；日本方面，日央行在食品通胀和长债上行的情况下可能考虑搁置进一步加息。
- **美国市场投资启示：**美元指数方面，在关税削弱美元外部循环、美国经济有放缓态势、美元替代资产走强以及欧元区经济有恢复希望的情况下，其 2025 年中枢可能进一步温和降低，全年将稳定处于 100 下方。美债方面，中短端债务和长端债务收益的背离可能维持并进一步加深，即使出现降息，财政和其他问题导致的期限溢价回升可能也不会被轻易逆转。虽然如此，我们依然认为长期债务收益率走高后有配置价值，且 10 年期美债收益率年内有望阶段性向 4% 靠拢。权益资产方面，反弹后的美股在经济弱化导致降息以及减税等政策刺激经济恢复前可能仍难以重拾顺畅的涨势，企业利润三季度依然面临走弱的风险；不过考虑到财政对消费整体的托举，权益资产下行空间亦有限。
- **风险提示：**国内经济复苏不及预期的风险，国内政策落实不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，政策传导机制不确定性，国内房地产市场超预期下行的风险，海外加息及经济衰退的风险，地缘政治扩大的风险，贸易形势超预期变化的风险。

目录

Catalog

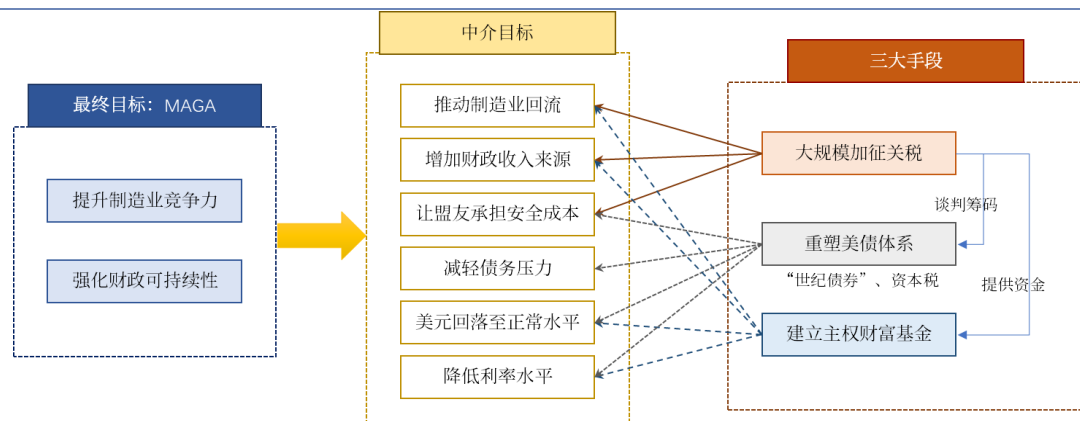
一、 核心观点：焦点从海外转向国内	5
二、 基本面：经济力求全年平衡	9
(一) GDP：中性预计 2025 年 GDP 增速 5.1%	9
(二) 工业生产：“三抢”逐步降温	11
(三) 消费：增速平稳但不乏结构性亮点	13
(四) 投资：制造业边际放缓，基建韧性，地产继续磨底	16
(五) 进出口：“抢出口”支撑出口韧性，全年出口保持正增长	23
三、 价格：供强需弱持续，压制价格低位运行	25
四、 就业：劳动力市场或成为下半年核心关切	28
五、 货币政策：货币宽松超预期	29
(一) 支持性的货币政策将延续适度宽松的基调	29
(二) 货币政策的首要目标是经济增长和充分就业	30
(三) 货币宽松的实施路径	31
六、 财政政策：相机抉择留后手	32
(一) 财政积极靠前发力为下半年留有一定空间	32
(二) 低物价及土地收入疲软拖累广义财政预算	33
(三) 下半年可期待的增量政策或是政策性金融工具	33
(四) 下半年支出方向：重点关注消费和社保	34
七、“十五五”：把握新格局，打造新供给	35
(一) “十五五”时期是 2035 年基本实现社会主义现代化远景目标的关键五年	36
(二) “十五五”主要目标预期	39
(三) “十五五”，中国期待一场“新”供给侧改革	40
八、 美国：短周期下行遭遇长周期改革的“滞”	48
(一) 关税：成为新常态，短期通胀的同时警惕总需求的弱化	49
(二) 通胀：消费者价格的传导可控，企业也将分担部分涨价	52
(三) 劳动市场：短期平稳，但失业率仍易稳中有升	54
(四) 经济：消费可能趋缓，投资保持疲弱	57
(五) 财政与债务：“大美丽法案”与财政纪律幻想的破灭	60

(六) 美元资产	64
九、 欧元区：贸易紧张局势下的经济温和复苏	65
(一) 财政扩张、消费韧性下的温和增长	65
(二) 欧央行将评估是否结束降息周期	67
十、 日本：曲折的货币政策正常化	68
(一) 经济复苏依赖外部环境稳定和内需修复	69
(二) 日央行对加息保持谨慎	70
十一、 投资启示：经济为马，汇率为轴	71
(一) 美元趋势性下行，人民币稳健升值	71
(二) 以汇率为轴的大类资产配置主线	75
十二、 风险提示	78

一、核心观点：焦点从海外转向国内

贸易战的喧嚣让市场把目光更多投向了大洋彼岸，特朗普 2.0 给全球带来了大量不稳定不确定难预料因素。“芬太尼”和非法移民问题小试牛刀后，4 月特朗普推动“对等关税”，正式吹响逆全球化的号角，美国“包租公”形象已经跃然纸上。5 月底，美国众议院通过《大美丽法案》，其中 899 条款涉及对“税收歧视性国家”的外国企业和投资者征收惩罚性税款，即使我们认为最终落地概率较小，但潜在的巨大冲击也让投资者不得不心存戒备。从关税到资本税，美国试图将全球合作共赢的模式转向“美国优先”的零和博弈。

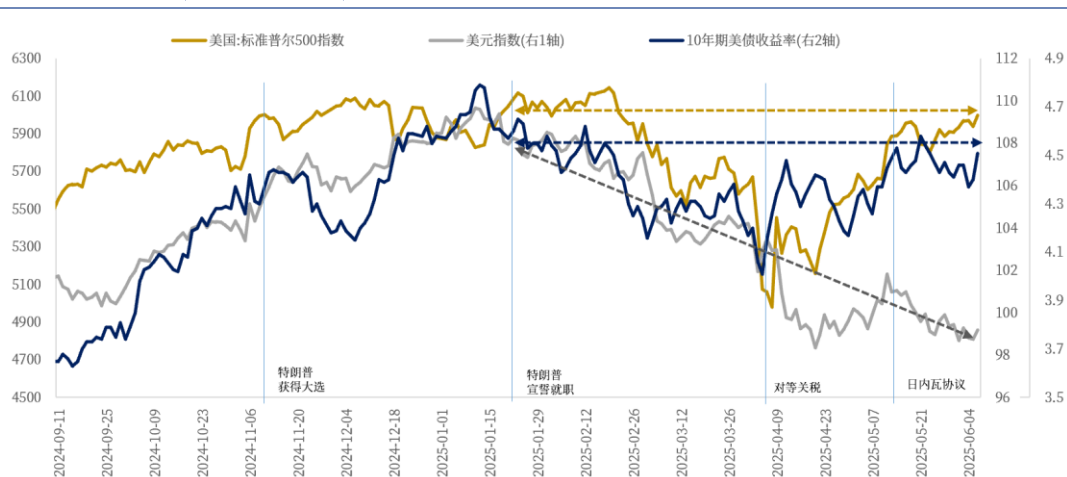
图1：“海湖庄园协议”将全球合作共赢的模式转向“美国优先”的零和博弈



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

然而，美元已陷入“特里芬两难”困境之中，特朗普反复无常的政策似乎只是加剧了市场的波动，并未改变“东稳西降”的基本叙事。面对巨大的债务压力，特朗普在强化财政纪律的同时，却又试图大幅提高债务上限，雄心勃勃地推动改革，最终却被冠以“TACO”（Trump Always Chickens Out, “特定退缩”）的称号。马斯克从 DOGE 中急流勇退，可以视作美国政治体制的自我纠偏，也可以视作一个改革家面对深层政治的力不从心。从市场表现来看，特朗普大选获胜以来，美股先跌后涨，美债先涨后跌，截至 6 月初，标普指数和 10 年期美债收益率都回到了“最初的起点”，只有美元指数呈现单调下行走势。

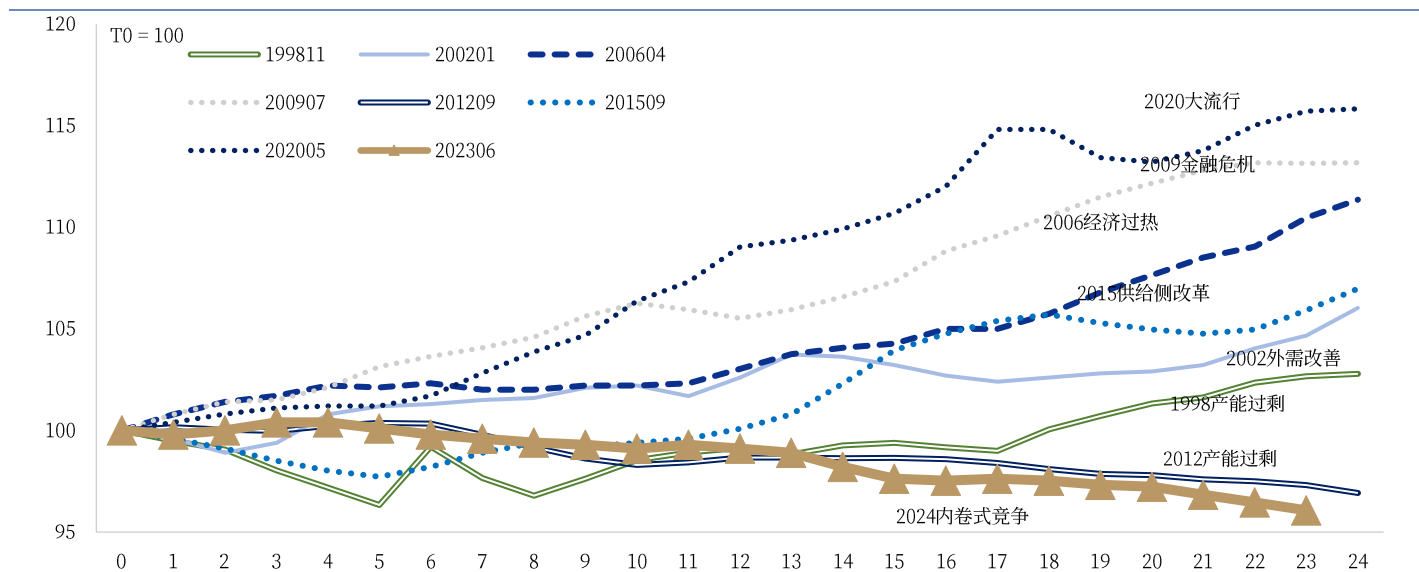
图2：美股先跌后涨，美债先涨后跌，美元指数一路下行（右 2 轴：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

站在 2025 年中向后展望，我们认为，中国自身的经济社会发展格局将成为主导我国资本市场的核心变量。面对更趋复杂严峻的国际环境，2025 年以来中国经济基本面韧性十足，取得了可圈可点的成绩，工业增长马力全开，新质生产力加速形成，科技创新领域不断取得新的突破。不过，从供需格局来看，结构性产能过剩、国内有效需求不足的问题与 2024 年相仿，工业增长中枢依然显著高于社会消费品零售总额和固定资产投资增速，供需缺口未显著收窄。从内需分项数据来看，享受以旧换新补贴的消费增速显著高于未补贴领域，1-5 月设备工器具购置投资对整体投资增长的贡献率超过 60%，肯定“两新”政策作用的同时，需求内生动能不足的现象依然存在。

图3：历史上 8 次 PPI 同比触底反弹之后的累计涨幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：横轴“0”代表 PPI 同比触底的月份，“1”为触底之后的第一个自然月，以此类推

促进物价合理回升成为重中之重，中国正在等待一场“新供给侧改革”。截至 2025 年 5 月，PPI 同比已连续 32 个月录得负值，物价持续低位运行，内卷式恶性竞争此起彼伏。实际上，从去年开始，政策当局对于物价偏低情况的关注度不断提高。24 年 7 月政治局会议指出，要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争；24 年底中央经济工作会议强调，综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为，并明确提出“物价合理回升”的政策目标；25 年 4 月政治局会议作出进一步部署，一方面大力推进重点产业提质升级（优化过剩产能），另一方面坚持标准引领、规范竞争秩序（整治恶性竞争），一场新的供给侧改革正在酝酿。

我们认为，从问题导向和目标导向出发，当下新供给侧改革有“加减乘除”四大抓手。除法：加速推进房地产去库存；减法：有序推动结构性去产能，防止内卷式竞争；加法：中央加杠杆创造更加稳定的宏观环境来推动经济转型升级；乘法：加快发展人工智能，实现伟大复兴宏伟蓝图。

图4：新供给侧改革的加减乘除

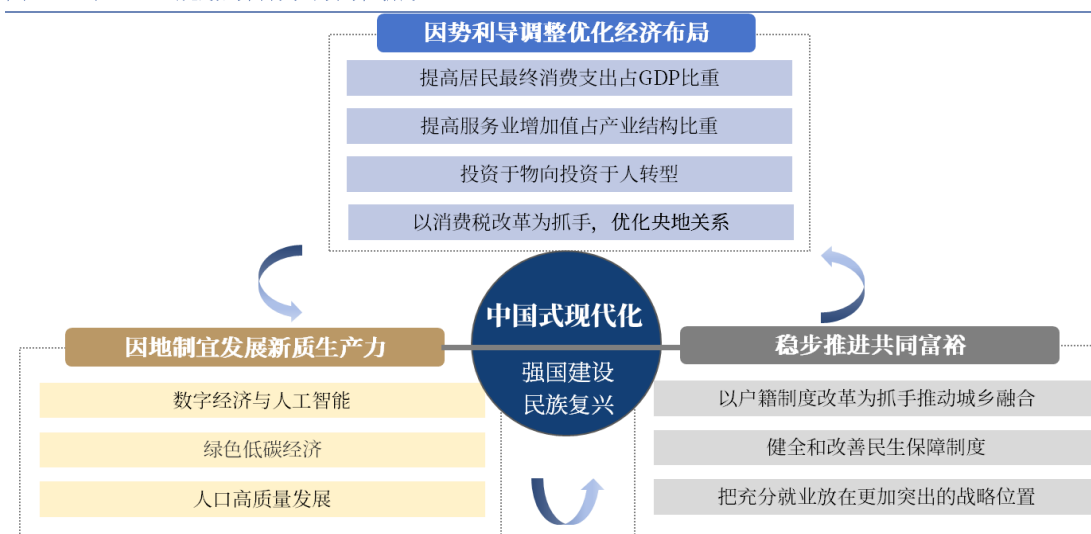


资料来源：中国银河证券研究院

中国即将进入“十五五”时期（2026-2030年），“十五五”规划对于未来5年经济社会发展具有重要意义。结合4月、5月总书记讲话以及国常会等相关内容，我们总结出以下重要信息：**其一，承上启下，把握“十五五”时期的阶段性要求。**“十四五”规划提出了2035年基本实现社会主义现代化的宏伟目标，“十五五”是承上启下的关键五年。“十五五”要锚定2035年远景目标，根据“十四五”规划完成情况，结合当下的国际国内形势，对未来5年工作做出前瞻指导。**其二，坚定不移，“十五五”规划将坚持走高质量发展之路。**着眼强国建设、民族复兴伟业，紧紧围绕中国式现代化，统筹发展与安全，保持制造业合理比重，把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的战略位置。**其三，因势利导，结合形势变化对经济布局进行调整优化。**外部不稳定不确定难预料因素增多，持续扩大高水平对外开放的同时，扩大内需、尤其是强化消费在经济增长的基础性作用将成为“十五五”时期的必然选择。

新格局、新供给，新供给侧改革有望成为贯穿“十五五”时期的顶层设计。我们认为，新供给侧改革的核心目的在于推动供需在更高水平上实现良性循环，夯实科技创新在现代化建设中的核心地位，同时强化消费的基础性作用。因势利导调整国民经济重大比例关系，提高居民消费在GDP中的比重；推动财政支出结构从投资于物向投资于人转变，及时推出育儿补贴，提高社保标准；以消费税改革为抓手推动地方政府从生产型政府向服务型政府转向。

图5：“十五五”规划的目标、方向和抓手



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

投资启示：经济为马，汇率为轴。从下半年总体格局来看，2025年基本面与2024年相仿，供需缺口未显著收敛，政策同样保持“攻守兼备”态势，供给侧改革仍在酝酿。然而，全球“抗差逻辑”下，中国经济相较美国更具韧性，国际收支平衡压力较2024年显著减轻，汇率由贬转升，汇率或主导下半年影响各大类资产的边际变化。

股市方面，人民币升值过程中，广义流动性和风险偏好的改善有望支撑中国权益市场稳中向好，当然流动性驱动的牛市更多以结构性行情为主。

债券市场方面，当汇率升值由内部力量驱动（如2017年）时债券下跌，而汇率升值由外部力量驱动（如2021年）时债券不必然下跌，随着上半年政策工具集中释放，抢出口、抢“两新”热情放缓，且劳动力市场在7、8月份面临季节性压力，三季度降息预期将再次升温，利率中枢有望下移，预计10年期国债收益率波动区间为1.5%~1.7%。

主要数据预测：全年将顺利完成经济增长目标。预计2025年实际GDP增长5.1%，可以完成5%左右的全年目标，四个季度分别为5.4%、5.4%、4.9%、4.7%。

其中，社会消费品零售总额增长5.0%，消费品以旧换新对耐用品消费形成一定支撑。投资方面，基建投资增速在政策性金融工具助力下小幅回暖，预计年底累计增速可达6.3%；人工智能上下游产业链的高景气度以及设备更新补贴依然是制造业投资的重要支撑，但物价低位运行叠加关税成本上行，企业利润空间进一步被压缩，预计对制造业投资年底累计增速回落至7.7%；房地产市场缺乏回升向上动力，信用投放受限的情形下，城中村改造对地产投资的带动作用并不明显，预计全年房地产开发投资增速为-10.2%。出口方面，90天出口暂缓期内抢出口有一定支撑，二季度出口将保持一定韧性，但下半年出口增速可能转负，全年出口增速约为1.5%。

预计物价保持低位运行，2025年CPI同比均值约为0%，PPI同比为-2.3%，全年GDP平减指数较难转正。

表1：年度主要经济数据预测一览表（%）

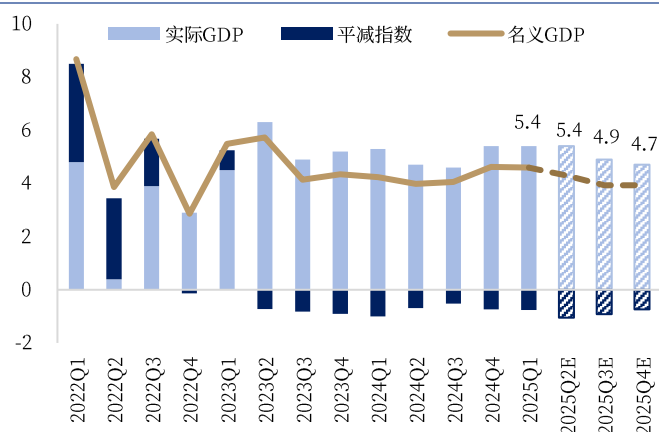
		2022	2023	2024	2025E
GDP（实际）		3.0	5.2	5.0	5.1
GDP（名义）		4.8	4.6	4.2	4.1
拉动 GDP 增长					
	固定资本形成	1.15	1.4	1.3	1.2
	最终消费	1.5	4.6	2.2	2.6
	净出口	0.4	-0.6	1.5	1.4
固定资产投资		5.3	3.0	3.2	3.7
	制造业	9.1	6.5	9.2	7.7
	基建	9.4	5.9	4.4	6.3
	房地产	-10.0	-9.6	-10.6	-10.2
社会消费品零售		-0.3	7.1	3.5	5.0
规模以上工业增加值		3.6	4.6	5.7	5.3
出口		7.2	-4.6	5.7	1.5
进口		1.0	-5.5	1.2	-1.5
CPI		2.0	0.2	0.2	0.0
PPI		4.1	-3.0	-2.2	-2.3
M2		11.8	9.7	7.3	7.8
社会融资存量同比		9.6	9.5	7.9	8.8
美元兑人民币（期末，元）		6.95	7.09	7.2	7.0
1 年期 LPR（期末）		3.65	3.45	3.1	2.8

资料来源：Wind，中国人民银行，中国银河证券研究院

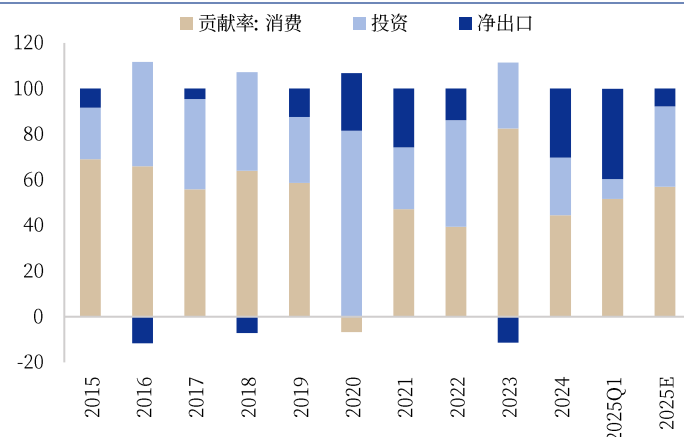
二、基本面：经济力求全年平衡

（一）GDP：中性预计 2025 年 GDP 增速 5.1%

基准情形下，全年经济增速或在 5.1% 左右。全年呈现前高后低的态势。三驾马车拉动作用调整，内需接力外需。社会消费品零售延续稳定，基建投资效果下半年开始显现，出口逐步回落。2025 年上半年出口增速超出预期，四季度回落压力较大，全年来看，净出口增速仍然较高，拉动 GDP 增长约 1 个百分点。社会零售消费表现超过预期，最终消费增长 4.3%，拉动 GDP 上行 2.6%。固定资产投资表现仍然稍弱，房地产跌幅依然较大，下半年政府投资逐步发力，拉动基础建设投资增长，制造业投资保持高位。

图6：实际 GDP 和名义 GDP 增速（%）


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图7：三大需求对 GDP 的拉动（单位%，2025 为预测值）


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

节奏上，2025 年四个季度 GDP 增速呈现“L”型趋势。一是因为 2024 年上半年出口增速超出预期，带动工业生产上行，一、二季度经济增速较高；二是贸易战的不稳定带来的影响可能在下半年逐步显现，“抢出口”减弱与美国需求回落并行，出口对经济的拉动减弱；三是政策再加码的可能性回落。另外，上半年较高的 GDP 增速给下半年留足了空间，宏观政策维持“攻守兼备”之态，下半年政策接续或存在一定的空窗期。

也要注意，上半年超预期的经济增速是在物价下行的基础上达到的，经济政策仍然以提升物价水平为目的。政治局会议已经指出提升物价水平需要不断提升居民收入，包括完善最低养老标准、加大生育补贴、稳定楼市股市、增加居民财产性收入。在供给侧要反对内卷式竞争，形成良好的生产环境。当物价水平出现回升，实际经济增速可能出现回落，但名义经济增速的回升会带来经济“体感”上行。

表2：经济数据年度预期（%）

分类	指标	年度	季度预测			
		2025	Q1（实际值）	Q2	Q3	Q4
通胀率	CPI：当月同比	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.4
	PPI：当月同比	-2.3	-2.3	-3.1	-2.5	-1.4
货币金融	M1：同比	2.0	1.6	2.9	5.6	2.0
	M2：同比	7.8	7.0	8.8	8.3	7.8
	社会融资存量：同比	8.8	8.4	9.3	9.6	8.8
	社会融资规模新增（万亿元）	36.7	15.2	9.1	8.9	3.6
	信贷新增（万亿元）	20.2	9.8	4.2	4.0	2.2
进出口	出口（美元值）：当月同比	1.5	5.7	6.1	5.8	-10.6
	进口（美元值）：当月同比	-1.5	-7.0	0.7	4.4	-4.3
	贸易差额（亿美元）：当月值	10831.5	2725.8	3030.1	2829.9	2245.8
国内经济	工业增加值：当月同比	5.3	6.5	5.0	5.0	4.7
	社会消费品零售总额：当月同比	5.0	4.6	5.6	5.0	4.9

	固定资产投资：累计同比	3.7	4.2	3.7	3.7	3.7
	——制造业投资	7.7	9.1	8.3	8.0	7.7
	——房地产开发投资	-10.2	-9.9	-10.7	-10.5	-10.2
	——基础设施建设投资（不含电力）	6.3	5.8	5.9	6.1	6.3
GDP	实际 GDP 同比	5.1	5.4	5.4	4.9	4.7
	名义 GDP 同比	4.1	4.5	4.2	3.9	3.9

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

2025 年下半年经济面临的不确定性仍然较大，全球政策经济多变，客观上也使得国内经济增长的波动区间放大，因此在上述基准假设情景的基础上，我们也设置了以下乐观情况和悲观情况，实际 GDP 增速范围为 4.8%~5.2%。

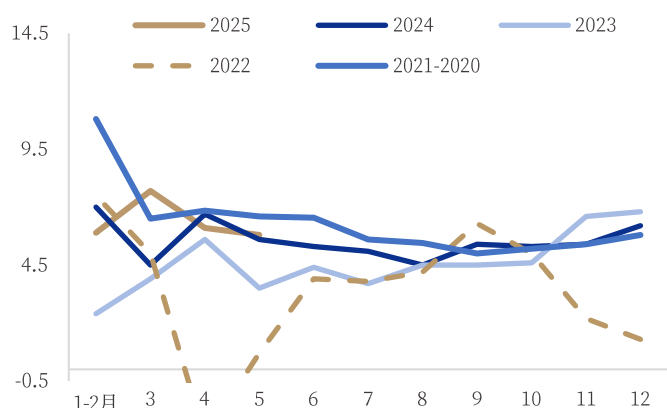
乐观情况：实际经济增速 5.2%、名义经济增速 4.8%。乐观情景的重要前提假设是出口保持韧性，制造业处于高位，消费持续回升。全球层面经济仍然保持增速，即使关税仍然存在，中国出口依然保持韧性，出口增速处于高位。政策层面更加注重“稳增长”，预算赤字率和资本性政府债务规模增加，对应社融增速达到 9.0%。内需方面，消费持续上行和基建行业的回升，拉动 CPI 回升、PPI 降幅减弱。外需方面，全球经济平稳，关税政策对出口的冲击可控，出口对经济拉动作用继续保持高位。乐观预期下重要的数据变化是：社会零售消费上行至 5.5%，基建增速大幅提升至 7.9%，出口增速 3.6%。

悲观情况：实际经济增速 4.8%、名义经济增速 3.7%。悲观情景下中美贸易不再缓和，美国经济同样出现回落，我国出口增速出现较大幅度下滑，进而对国内工业生产形成拖累作用。内需方面，政策力度保持稳定，对消费和社保领域的支持政策落地较慢，房地产下行速度加快，对持续回升中的消费产生二次冲击，物价持续走低带动名义经济增速降低。投资方面，预期进一步走弱，企业信贷和投资需求降低。悲观预期下重要的数据变化是：出口增速大幅回落至-5.7%，消费增速在 4.0% 左右，CPI 降至-0.2%，PPI 持续降至-2.7%。

（二）工业生产：“三抢”逐步降温

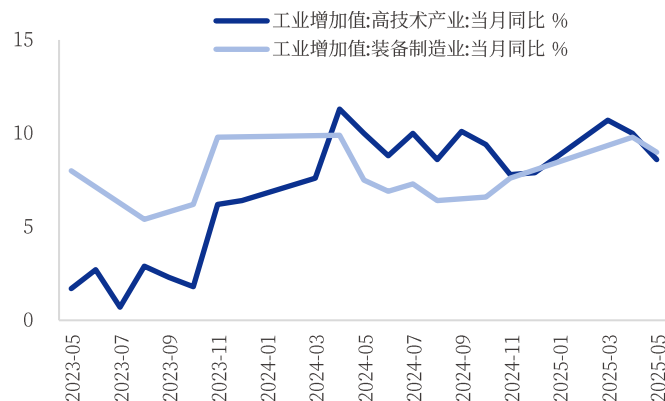
自 2023 年以来工业生产就作为我国“经济压舱石”，持续托底我国经济。2025 年前五个月，虽然特朗普上台大幅扰动全球经济，但我国工业经济仍保持了极大的韧性，1-5 月工业增加值累计增长 6.3%，高于去年同期的 6.2%。在关税威胁、“两新”补贴以及国产人工智能爆发的三重叠加下，工业增加值呈现出了“三抢”态势（抢出口、抢“两新”和抢 AI）。**我们认为，下半年随着出口增速的降温，“两新”政策的边际递减和“反内卷”等新供给侧改革的推进，预计工业增加值将逐步降温，全年增速为 5.3%。**其中，二、三和四季度同比增速分别为 5.0%、5.0%和 4.7%。

图8：月度工业增加值 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：高技术制造业和装备制造业保持高增



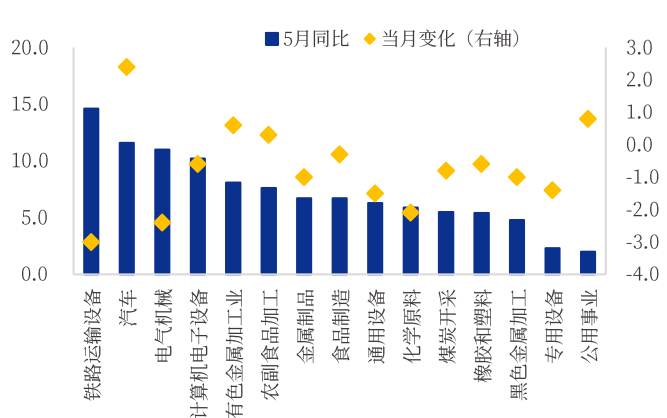
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

“三抢”带动上半年工业生产。2025 前 5 个月，工业增加值当月同比增速分别为 5.9%（1-2 月）、7.7%、6.1%和 5.8%。可以明显看出特朗普宣布对等关税在 4 月 2 日公布后直接推高了外需订单和生产的紧迫性。

内需方面，由于去年 4 个月就用完了 3000 亿的“两新”资金，今年“两新”的财政支持力度是否充足？未来政策是否有延续性？与其猜这些问题的答案，厂商选择不如靠前发力，抢“两新”额度，进一步造成了生产前置。5 月份，在设备更新政策等因素带动下，电机制造、船舶及相关装置制造、锅炉及原动设备制造等行业增加值同比分别增长 23.3%、12.8%、11.8%；金属轧制设备、气体分离及液化设备、包装专用设备、铸造机械等产品产量分别增长 34.3%、33.6%、29.0%、26.7%。以旧换新方面，在汽车报废置换更新补贴政策等带动下，汽车产量增长 11.3%，与之相关的充电桩产量增长 26.0%；得益于消费品以旧换新及购新补贴政策支持，平板电脑、电动自行车、5G 智能手机等产品实现较快增长，增速分别为 30.9%、20.5%、13.4%。

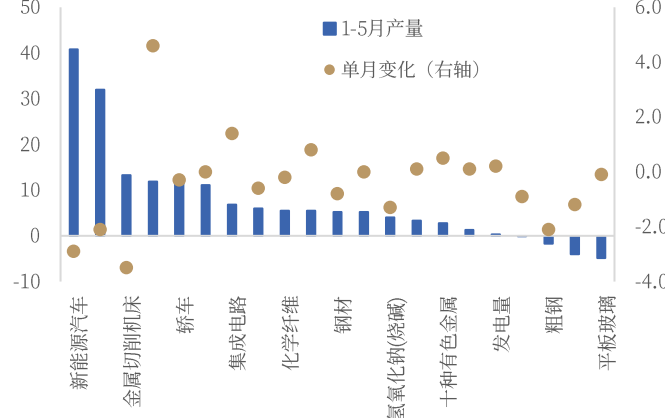
最后，Deepseek 的横空出世让国产 AI 燃起热潮，对人工智能相关设备和产品的需求也迎来了爆发，因此“三抢”共同推动工业增加值在上半年的高增。从行业上可以看出，增长前四位的铁路船舶航空航天运输设备、电气机械、计算机电子以及汽车制造业均包含出口、“两新”和 AI 属性。5 月在大模型快速发展带动下，服务器产量增长 2.2 倍，3D 打印设备、工业机器人、服务机器人等智能化产品产量分别增长 40.0%、35.5%、13.8%。

图10：5 月工业增加值分行业增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：5 月产品产量增速 (%)

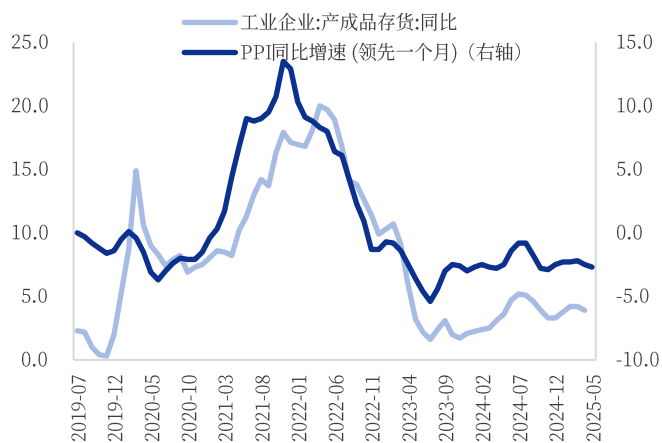


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

下半年“三抢”预计降温。首先，目前海外“抢订单”或有将圣诞节补库需求前置的因素，因此预计下半年我国企业“抢出口”也会逐步降温，即使中美谈判达成积极的效果也无法弥补已经透支的需求。其次，“两新”方面，一是耐用消费品的需求在政策补贴下逐步消耗，二是目前部分地区以旧换新政策补贴暂停，两方面均预示“抢两新”或逐步降温。最后，目前我国价格的下行（PPI持续负增）以及 PMI 指标上价格指数的低迷和产成品库存的下降反映了供需错配和企业预期仍然不足。下半年“反内卷”的力度或进一步提高，5月31日中国汽车工业协会发布了《关于维护公平竞争秩序 促进行业健康发展的倡议》，工信部也表示赞同并支持中国汽车工业协会提出的倡议，将加大汽车行业“内卷式”竞争整治力度。

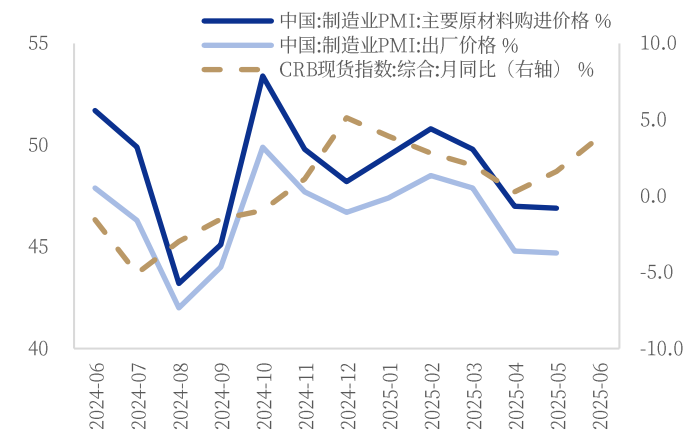
不过作为经济的压舱石，工业增加值将保持较高韧性。一方面，制造业的高端化和智能化是我国经济转型升级，让制造业继续托底经济的重要战略方向。另一方面，作为“十四五”收官之年，制造业绿色转型升级也将提速，清洁生产、绿色低碳产业以及增加能源利用效率的领域会得到进一步加强。 **预计工业增加值全年增长 5.3%**，节奏上我们认为会呈现边际递减的曲线，其中，二、三和四季度同比增速分别为 5.0%、5.0%和 4.7%。

图12: PPI 和产成品库存 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: PMI 价格指数较为低迷

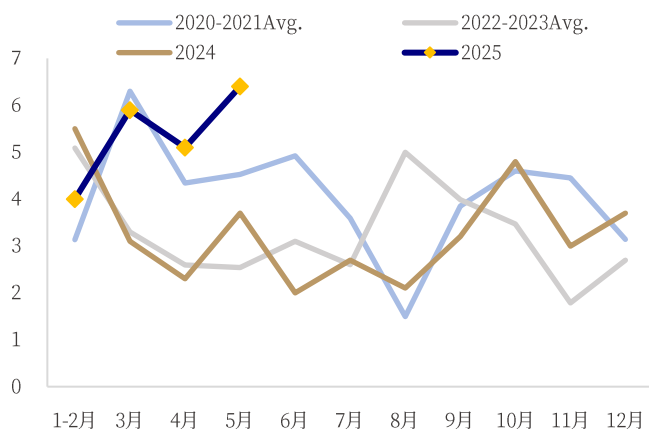


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（三）消费：增速平稳但不乏结构性亮点

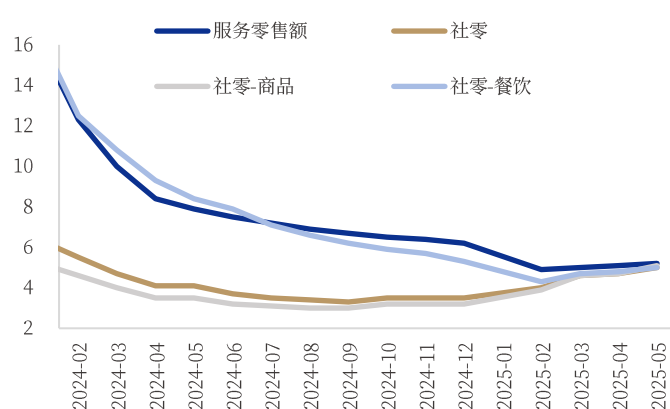
上半年消费表现较为亮眼，但内生动能仍有提振空间，预计全年社零增速为 5.0%，四个季度分别为 4.6%、5.6%、5.0%、4.9%，二、三季度在政策效果释放及低基数效应下实现较高增速，四季度面临下行压力。今年 1-5 月社会消费品零售总额增长 5.0%，较去年全年 3.5% 的增速显著提振，消费品以旧换新政策效果持续显现。不过，消费内生动能仍有待巩固。其一，享受以旧换新补贴的消费增速显著高于政策未覆盖的领域。根据我们测算，限额以上商品零售额中，1-5 月以旧换新补贴类（家电家具、文化办公用品、通讯器材）限额以上商品零售增速显著高于未补贴类商品零售增速。其二，限额以上企业表现好于整体，小微企业生存空间更加逼仄。其三，服务零售额增长中枢显著低于 2024 年。

图14：社零同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：服务零售额增长中枢低于去年（%）

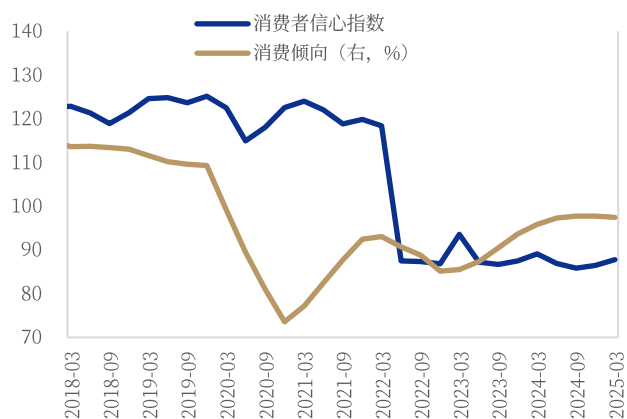


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

中国消费市场正在经历结构性跃迁，呈现“物质消费理性化，精神消费奢侈化”的新常态。一方面，过去连续几年经济环境的不确定性促使人们重新审视消费价值，传统消费出现“理性化”特征。今年假期出行持续火热，但人均消费支出保持稳定甚至出现小幅下降趋势，以端午假期为例，今年端午假期出游人次较2019年同期增长26.6%，出游收入增长8.6%，人均消费支出仅为2019年同期85.6%的水平，说明消费者在更重旅游、娱乐等“体验型”服务消费的同时，支出也更加理性。结合当前传统消费品领域出现价格敏感度提升、中低端产品销量增长等更加追求质价比的消费行为特征，我们认为传统消费出现“理性化”特征。另一面，与此同时新消费品牌崛起，老铺黄金、泡泡玛特持续火爆。“消费理性化”与“新消费崛起”并存实为消费市场重构的一体两面，本质是消费由“物质满足”向“精神满足”的跃迁，形成“物质消费理性化，精神消费奢侈化”的二元结构，旅游、娱乐、体育活动等体验类、情绪类“悦己消费”的需求显著增加。

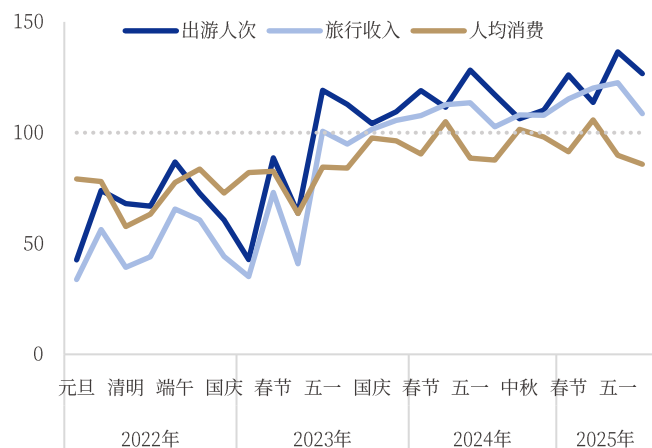
二季度在政策效果释放及低基数效应下实现较高增速，预计三季度消费平稳增长，四季度随着基数支撑作用下滑和政策拉动作用减弱面临一定下行压力。对应到社零数据上，传统消费的理性化或使得消费内生动能偏弱，消费者信心和消费倾向已经趋于稳定，进入新的“稳态”，而向上的拉动力量主要有二：一是政策驱动的以旧换新领域（家电、通讯器材、文化办公用品等）耐用品的升级需求，二是精神消费奢侈化驱动的体育娱乐用品和金银珠宝类消费。郑州市于6月7日启动黄金珠宝消费补贴，首次将贵金属纳入补贴，未来若能推广至更多省市甚至全国范围，或进一步激发该类消费动能。

图16：消费者信心与平均消费倾向



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

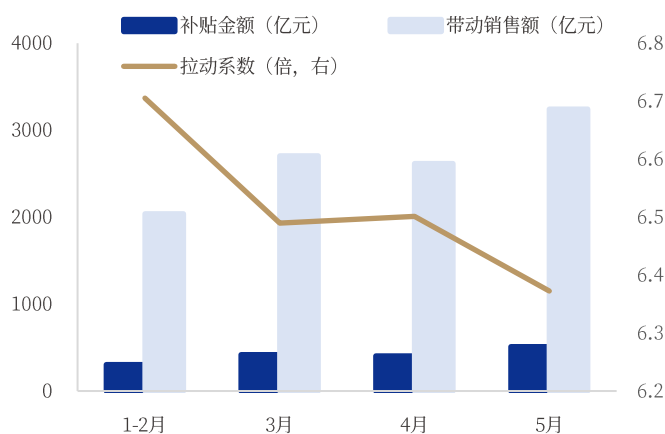
图17：节假日旅游数据恢复至2019 同期可比口径（%）



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

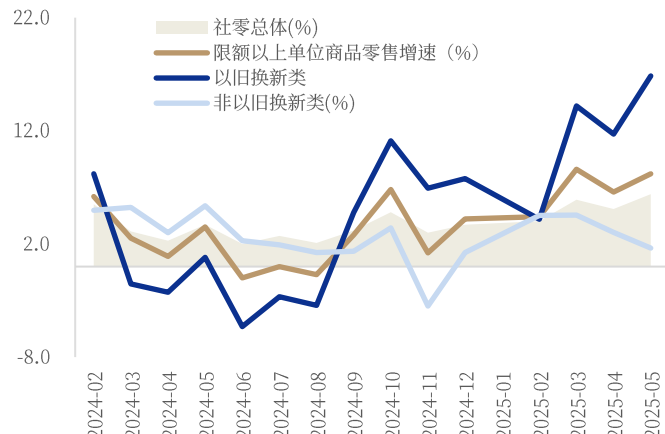
未来消费活力能否进一步或超预期释放仍取决于消费政策加力扩围的情况，而现有政策效果正在逐步退坡。今年以来的消费表现充分说明了我国消费市场具有强大的韧性与潜力，未来消费活力的进一步释放或仍取决于消费刺激政策的加力扩围。历史经验来看，耐用品消费补贴乘数效应会边际递减，我们根据商务部不定期公布的以旧换新政策进度数据推算今年各月各品类的财政补贴使用额及拉动的销售额，推算结果显示，今年1-2月、3月、4月、5月，以旧换新补贴对销售额的拉动系数分别为6.7、6.5、6.5、6.4。

图18：以旧换新补贴拉动销售额系数变化



资料来源：商务部，中国银河证券研究院（由不定期公布进度数据推算）

图19：以旧换新、非以旧换新类零售增速对比

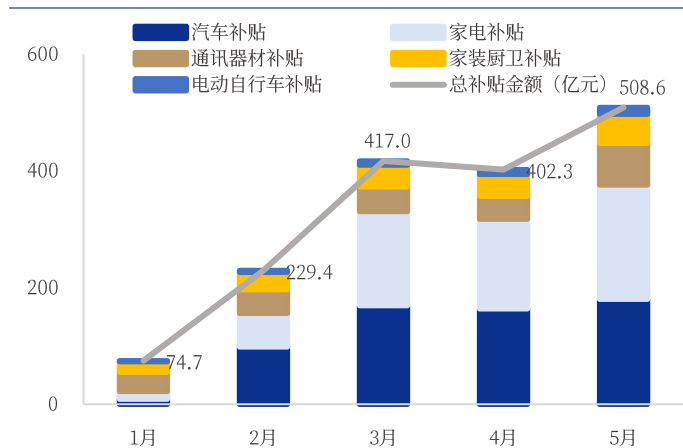


资料来源：Wind，中国银河证券研究院（以旧换新类为汽车类、家电家具类、通讯器材类、文化办公用品类）

政策应以消费品以旧换新为支点，保持政策稳定性和连贯性，同时不断提质扩围，实现从货物补贴到服务补贴的突破，推动国内需求进一步改善。一方面要做好政策接续，消费品以旧换新较好撬动市场需求，截至5月31日，今年消费品以旧换新5大品类合计带动销售额1.1万亿元，发放直达消费者的补贴约1.75亿份，有力推动了国内需求进一步改善。当前江苏、重庆等部分地区出现了家电‘国补’暂停或者调整的现象，主要是国补资金在接续上面存在断档期，有缺口。后续应加快做好超长期特别国债的发行和资金拨付工作，做好政策衔接保持政策的连贯性和稳定性，推动国内需求进一步改善。另一方面要提质扩围，今年一季度我国居民人均服务性消费支出同比增长5.4%，

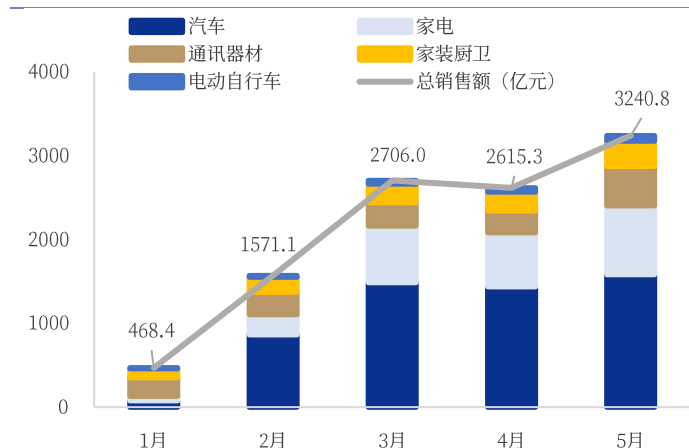
占全部居民人均消费支出的比重达到 43.4%，比去年同期提高 0.1 个百分点。服务消费是未来支撑消费增长的一个非常重要的领域，但当前政策支持力度仍显不足。通过将家政服务、文旅消费、教育培训等服务领域纳入补贴体系，既能缓解消费者的服务消费成本压力，刺激服务消费需求，又能助力服务行业优化供给，推动服务消费市场扩容提质。通过将以旧换新政策从货物到服务的拓展，将形成全方位、多层次的消费刺激格局，为国内需求的持续扩大注入强劲动力。

图20：以旧换新政策财政补贴使用额（亿元）



资料来源：商务部，中国银河证券研究院（由不定期公布进度数据推算）

图21：以旧换新政策带动销售额（亿元）



资料来源：商务部，中国银河证券研究院（由不定期公布进度数据推算）

（四）投资：制造业边际放缓，基建韧性，地产继续磨底

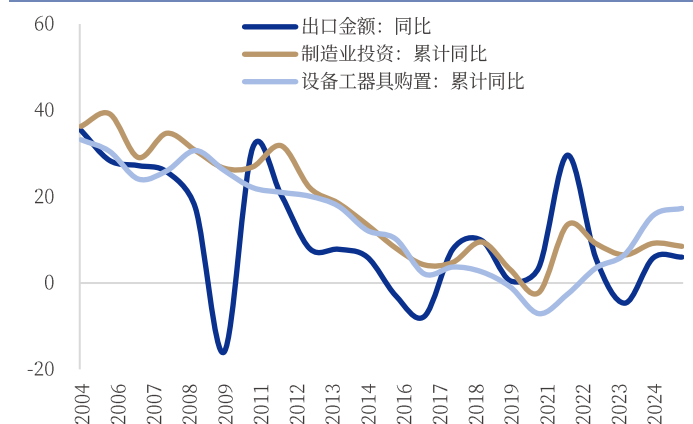
1. 制造业：出口拖累企业扩张，但设备更新、数字经济建设以及高端制造业发展继续拉动。

2025 年 1-5 月，制造业投资同比增长 8.5%，增速高于整体固定资产投资 4.8 个百分点。下半年出口的下滑会拖累企业预期并导致制造业投资增速承压，不过随着设备更新持续推进，数字经济和人工智能的加大投入以及因地制宜发展新质生产力，我们预计制造业投资仍将保持韧性，全年增长 7.7%，二、三、四季度分别为 8.3%，8.0%和 7.7%。

（1）出口拖累企业扩张

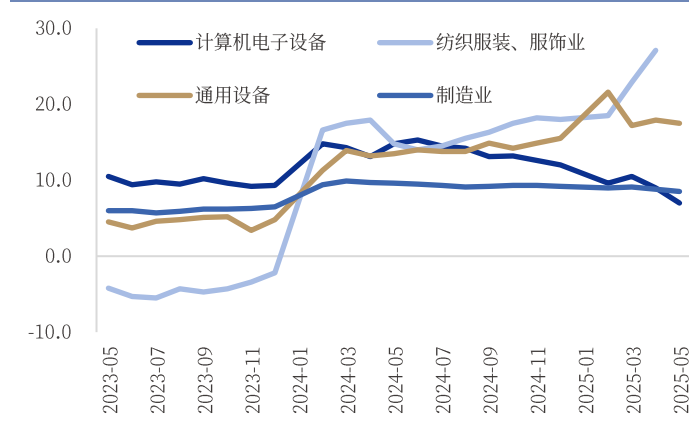
下半年外需走弱抑制制造业投资。2025 年上半年，特朗普在 1 月上台后一系列不确定的贸易政策推高了“抢出口”的力度，因此出口和工业生产都经历了一波向上扩张。然而，目前特朗普关税政策阶段性落地，虽然中间包含谈判以及内部法律问题等不确定因素，但企业和市场对关税的预期已经兑现，外需也或提前透支了圣诞订单。同时关税政策也确实会影响我国对美出口。过去出口金额增速和制造业投资增速保持了较高的一致性，外需带动企业增加投资、扩张生产，因此下半年在预期出口收缩的情况下，制造业投资也会边际下滑。

图22：制造业投资依靠出口和设备更新共同拉动（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图23：出口产业链投资增速高于制造业平均（%）

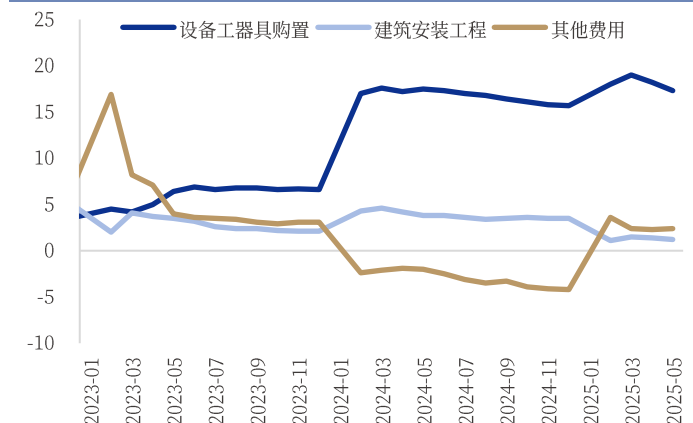


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（2）设备更新持续推进

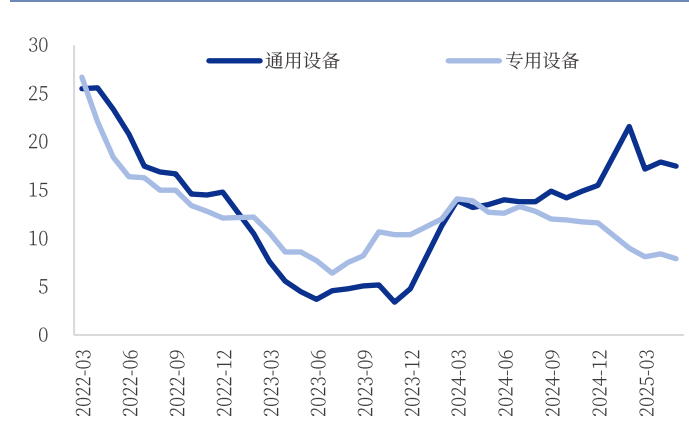
设备更新政策的持续发力正为制造业投资注入强劲动力。2024年4月七部门联合印发的《推动工业领域设备更新实施方案》以来，设备工器具购置投资增速就成为持续拉动固定资产投资的领域。2025年1-5月，设备工器具购置投资增速累计17.3%，远高于固定资产投资增速的3.7%和制造业投资增速的8.5%。历史上我国经历了5轮完整的设备更新周期，每轮周期5-10年不等，目前正处于第六轮的向上阶段。根据过去两轮设备更新周期(2009-2015,2015-2023)来看，上行周期平均为35个月，而目前如果从数据上来看本轮上行周期持续了25个月。同时结合内需政策的紧迫性以及以旧换新政策的加力扩围，我们认为下半年设备更新政策仍将拉动制造业投资。

图24：制造业投资分领域（%）



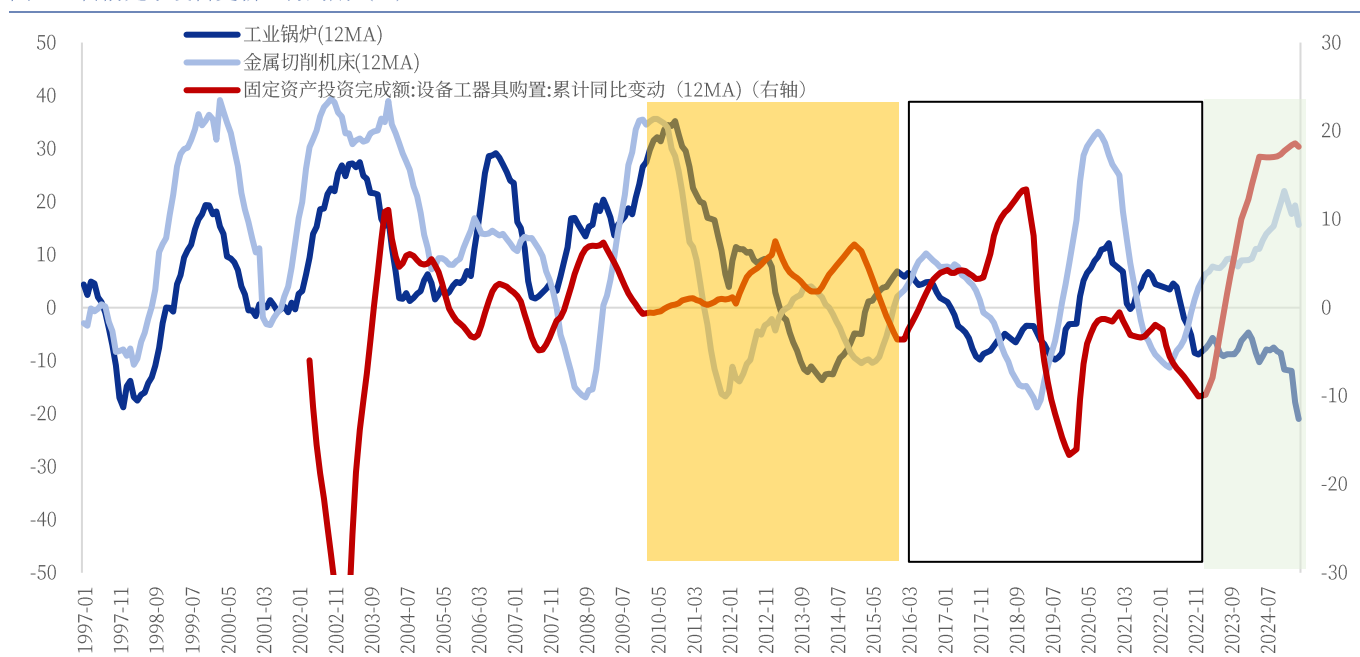
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图25：专用设备和通用设备投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图26：目前处于设备更新上行周期（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（3） 数字经济建设

数字经济和人工智能的战略投入将持续成为制造业投资的核心驱动力之一。5月16日国家数据局印发的《数字中国建设2025年行动方案》明确将“人工智能+”、基础设施提升、数据产业培育等列为八大行动重点。方案提出，到2025年底，数字中国建设取得重要进展，数字领域新质生产力不断壮大，数字经济发展质量和效益大幅提升，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重超过10%，算力规模突破300 EFLOPS，数据要素市场建设稳步推进。

我们认为这一政策框架从三方面直接拉动制造业投资：一是人工智能与场景融合驱动技术投资。

《行动方案》要求“深度挖掘人工智能应用场景”，重点发展智能网联新能源汽车、人工智能终端、智能机器人等智能制造装备，并建设行业高质量数据集。根据《全国数据资源调查报告2024》，2024年我国开发或应用AI的企业数量同比增长36%，全国算力总规模达到280 EFLOPS，而工业领域已建成3万余家智能工厂，覆盖超80%制造业大类。未来算力方面政策引导下，企业为抢占技术高地，将持续扩大对AI研发、算力规模、大模型部署的投资。

二是以“数据要素改革”为主线，建设全国一体化数据市场。《行动方案》提出建设全国一体化数据市场，推动公共数据“一本账”管理及数据产业集聚区布局。2024年全国数据交易规模超1600亿元（同比增30%），而数据流动量每增10%可带动GDP增长0.2%。制造业作为重点领域，其数据资源开发需求将催生新投资热点，例如深化“东数西算”工程将带动算力基础设施的投入，优化算力供需匹配。

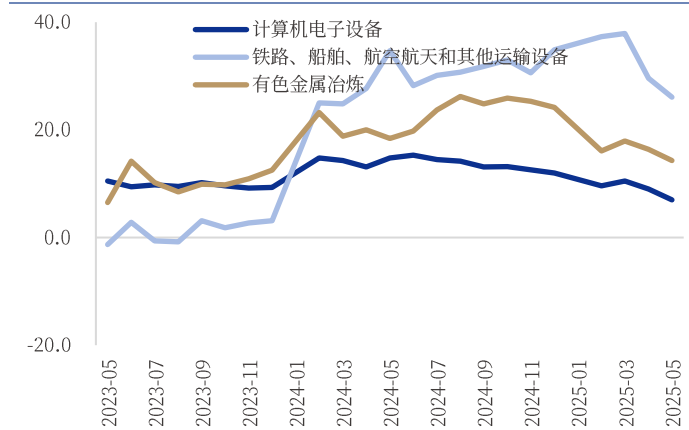
三是政策要求“夯实城市全域数字化转型底座”，完善物联网、工业互联网及5G工厂建设。截至2024年，我国累计建成5G基站425.1万个，移动物联网终端用户达26.56亿户，为制造业网络化升级奠定基础。《行动方案》进一步提出三年内“建设200个高标准数字园区”，并配套数字人才培育（如产教融合、技术竞赛）和营商环境优化措施，引导资本投向算力节点、工业互联网平台及低碳数字设施。

（4） 高端制造业发展

新质生产力的发展继续带动制造业投资。3月，政府工作报告部署全年任务，提到要“因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。推动科技创新和产业创新融合发展，大力推进新型

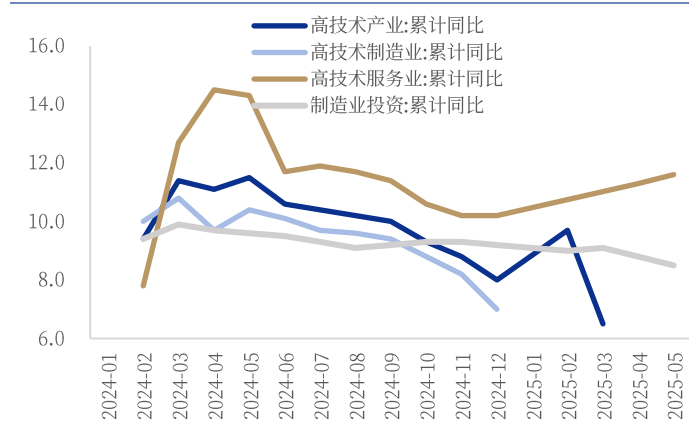
工业化，做大做强先进制造业，积极发展现代服务业，促进新动能积厚成势、传统动能焕新升级。”根据国家统计局数据，2025年一季度装备制造业增加值同比增长10.9%，比上年全年加快3.2个百分点；高技术制造业增加值增长9.7%，加快0.8个百分点。预计下半年对新质生产力的投入还将持续，制造业高端化、智能化、绿色化将继续带动制造业投资。

图27：新质生产力相关行业投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图28：高技术产业投资增速（%）



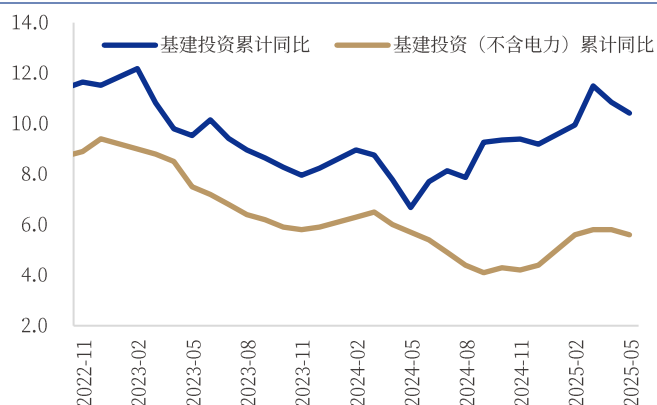
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 基建：政策性金融工具或发挥支撑作用

预计2025年全年基建投资（不含电力）累计同比增速为6.3%。1-5月份基建投资累计增速为5.6%，基建投资增速保持稳定，从基建投资分类增速来看，由中央主导的铁路运输业投资累计同比增速2.3%，较去年中枢水平大幅回落，而水利投资自去年下半年来增速中枢持续抬升，处于30%以上的高位。而大部分由地方主导的道路运输投资和公共设施投资累计增速分别为-0.4%、3.8%，上半年中央主导的项目建设成为基建投资重要支撑。今年1-5月份的基建投资完成额在去年一、二季度6.5%、5.4%的较高基数基础之上仍然维持了6%左右的增速，主要支撑来自于国债和专项债发行前置。展望下半年，超长期特别国债刚刚启动发行，地方新增专项债亦有3万亿元左右待发规模，按照4月政治局会议加快落实存量政策的整体要求，预计二季度基建投资仍将保持稳定增长，全年增速应高于经济增速，四个季度狭义基建增速分别为5.8%、5.9%、6.1%、6.3%。

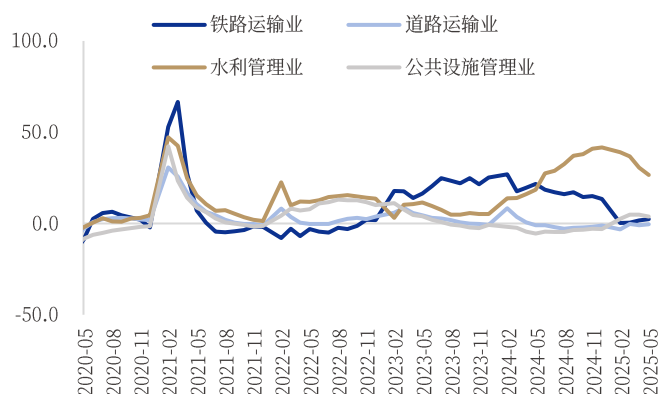
“两重”配合超长期国债，中央主导的基建有望保持稳定增长。目前来看，今年1.3万亿的超长期特别国债中，8000亿优先投向“两重”，注重软硬结合，“硬投资”也就是项目建设方面，今年已安排近5000亿元，支持沿长江交通基础设施、农业转移人口市民化、高标准农田建设、城市地下管网、“三北”工程等一批重大项目建设。“软建设”也就是为保障项目实施而推进的制度建设方面，促进形成项目建设实施和运营维护的长效机制，提高投入效率。5月20日，在发改委召开的新闻发布会上提到，力争6月底前下达完毕今年全部“两重”建设项目清单。2025年作为“十四五”收官之年，“两重”建设完成情况备受瞩目，预计中央主导的重大基础设施建设投资规模有望保持稳定增长。

图29：基础设施建设投资累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

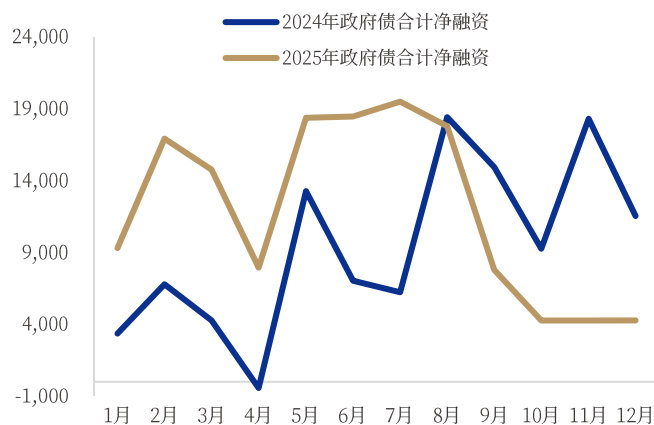
图30：基建投资分类同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

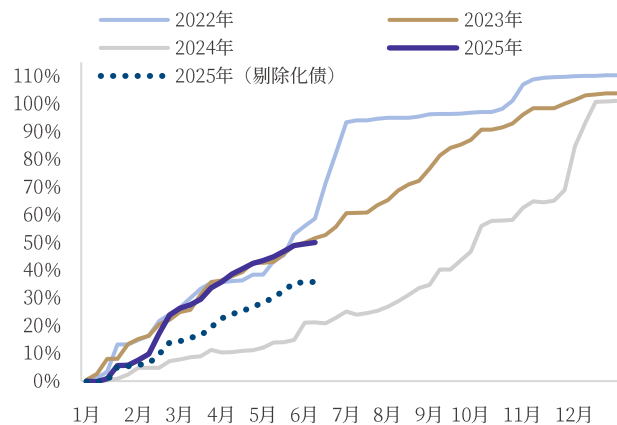
地方化债仍在进行时，地方主导的基建或继续偏弱。今年政府债务发行前置，但剔除化债因素后，专项债对经济的实际支撑作用不及2022、2023年，对应地方主导的基建投资偏弱。从全年财政预算内资金和政府债务发行节奏来看，今年债券发行前置，二、三季度将是政府债务发行高峰。截止2025年6月7日，地方专项债（含化债2万亿）发行进度已达49.4%，新增特殊再融资债277亿，新增专项债（不含化债）发行进度35.6%，地方一般债发行进度59%普通国债发行进度39.3%。剔除化债资金后，今年专项债发行进度远不及2022、2023年同期，对实体经济的资金投入力度有限，地方政府主导的基建投资增速持续偏低。

图31：政府债发行节奏（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图32：历年专项债发行节奏（2025年截至6月初）



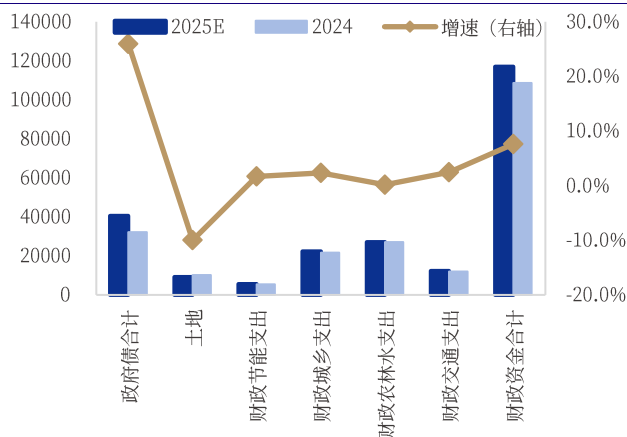
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

新型政策性金融工具已在“弦上”，对下半年基建增速产生支撑。新型政策性金融工具通过市场化机制弥补财政短板，由央行PSL（抵押补充贷款）提供资金支持，旨在解决重点领域项目资本金不足问题，是稳投资的关键抓手。参考2022年政策性金融工具情况，2022年下半年落地政策性金融工具总额7400亿元，经测算，年内政策性金融工具落地后基建增速提高了4.2%，额外拉动当年基建投资完成额3514.7亿元、拉动全年基建投资增速2.3个百分点。

该工具主要“新”在投向，预计本轮政策性金融工具将重点投向科技创新、消费基础设施、“两新”和“两重”等领域。其中，科技创新包括人工智能、数字经济等，消费基础设施包括超大特大城市停车位建设及充电设施建设、文旅消费载体、数字消费基建等。此外，传统基建领域如交通水利等仍然是重要的支持方向。从近期看，湖北、广东等多地陆续召开新型政策性金融工具项目培训

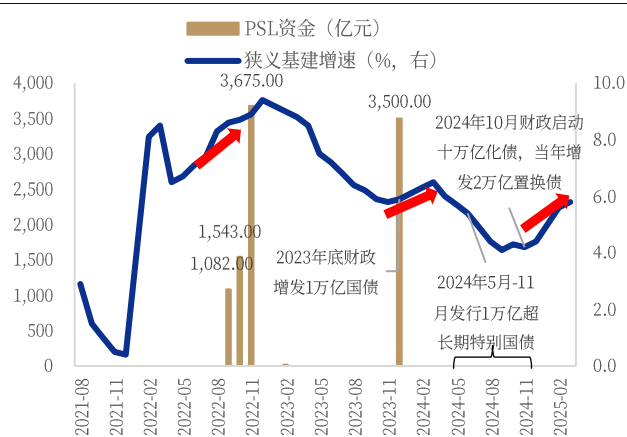
会、宣讲会，介绍新型政策性金融工具相关政策及预期投向领域，新型政策性金融工具或已“箭在弦上”，预计对下半年基建投资增速产生一定支撑和拉动作用。

图33：2024-2025 年财政用于基建资金规模及增速测算(亿元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图34：抵押补充贷款（PSL）资金与基建投资增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图35：各地密集部署新型政策性金融工具相关准备工作

时间	中央会议/地方部门	相关内容
2025年4月26日	中共中央政治局会议	创设新的结构性货币政策工具，设立 新型政策性金融工具 ，支持 科技创新、扩大消费、稳定外贸 等。
2025年4月28日	国新办新闻发布会：介绍稳就业稳经济推动高质量发展政策措施有关情况	在积极扩大有效投资方面，主要包括完善消费基础设施、大力提振民间投资积极性、设立 新型政策性金融工具 等几项具体举措。力争6月底前下达2025年“两重”建设和中央预算内投资全部项目清单，同时设立新型政策性金融工具，解决项目建设资金不足问题。
2025年5月17日	焦作市水利局举办新型政策性金融工具政策宣讲会	针对国家新型政策性金融工具最新政策，结合 水利 领域特点，进行了全面细致的讲解，为全市水利项目谋划包装提供了参考和借鉴。
2025年5月19日	广东梅州市政府召开新型政策性金融工具政策培训会	新型政策性金融工具在支持 科技创新、扩大消费、促进经济高质量发展 等方面具有重大意义，可以帮助梅州在主导产业、新兴产业项目方面“快成熟、快申报、快落地”，助推梅州经济高质量发展。
2025年5月19日	佳木斯市发改委召开政策性金融工具政策解读会议	确保国家政策文件下发即具备申报条件，做到“项目等资金”。
2025年5月21日	湖州市商务局召开新型政策性金融工具向上争取工作部署会	下一步，各区县商务部门将协同发改、农发行等单位，重点围绕 数字经济、人工智能、低空经济、消费领域 等深入开展项目排摸工作，积极支持企业做好后续项目申报，全力向上争取相关政策要素支持。
2025年5月22日	宜宾市国资大讲堂第二期“新型政策性金融工具与开发性金融政策”	立足国家于今年4月底设立5000亿元新型政策性金融工具的大背景，结合宜宾“4+4+4”产业布局，针对性介绍了 城市基础设施、支柱产业、社会民生等领域 的开发性金融政策，并通过剖析优质项目实战案例，为国资国企量身定制政策争取策略。
2025年5月26日	佛山市发改局举办2025年新型政策性金融工具政策宣讲会	当前的地方发展很大的困扰正是缺资金尤其是缺资本金，各级要在思想上高度重视，充分把握好机遇，要总结复盘前几年项目申报经验教训，做细做实前期工作，为后续申报筑牢根基。
2025年5月29日	荆州市发改委组织开展2025年新型政策性金融工具项目培训	系统谋划储备符合条件的项目，确保政策发布后，能够迅速形成一批成熟的项目；紧扣新型政策性金融工具重点支持的领域，统筹谋划新建、在建项目，做实做细前期工作，最大限度发挥政策效力。
2025年5月29日	淮北市杜集区举行政策性金融工具融资项目解读专题会暨区政府党组理论学习中心组学习会议	围绕 乡村振兴、金融助农 等方面解读新型政策性金融工具的政策背景、申报重点、支持领域等有关情况。各级各部门要深刻认识新型政策性金融工具的重要意义，结合当前项目建设形势，精准谋划储备一批符合政策导向、贴合杜集实际的优质项目。
2025年6月9日	信阳市发展改革委：统筹做好新型政策性金融工具项目谋划储备工作	新型政策性金融工具资金需求316.21亿元。从领域看， 市政和产业园区、农业农村、绿色低碳转型 等领域储备项目较多。

资料来源：中国政府网，各地政府官网，中国银河证券研究院

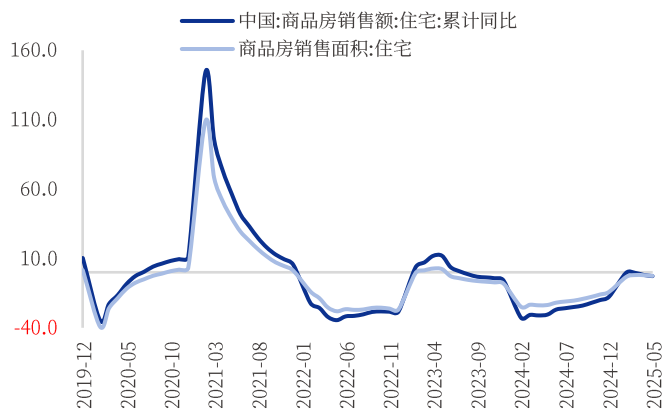
3. 地产：底部继续磨底

我们预计 2025 年房地产开发投资完成额增速为-10.2%。预计 2025 年下半年房地产投资仍处于磨底阶段，一是新开工面积仍在继续稳定负增，压制地产投资，一般投资完成额大约领先地产投资 17 个月。二是今年销售的前置或提前透支下半年销售情况，不利于企业信心的修复。三是下半年

就业压力加大拖累居民收入预期，进而抑制地产销售。不过随着房价逐渐有止跌回稳的迹象，或有助于居民修复对地产的预期。但重要的是看政策端城市更新、收储等支持力度，后续可以期待政策性金融工具等增量政策。

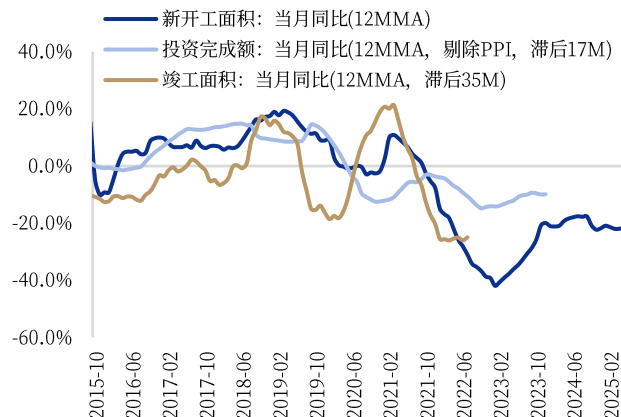
销售方面，今年 1-5 月地产销售呈现前高后低的局面，2、3 月住宅销售额累计增速均为-0.4%，然而进入 4 月下滑至-1.9%，5 月录得-2.8%；住宅销售面积同样，前三个月累计同比-2%，降幅逐步收窄，但进入 4 月降幅扩大至-2.1%，5 月降至-2.6%。从 30 城商品房周度成交面积上来看，前三个月销售面积同比增长 5.5%，但从 4 月至今增速转为-8.2%。

图36：30 大中城市:商品房成交面积:当周值(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

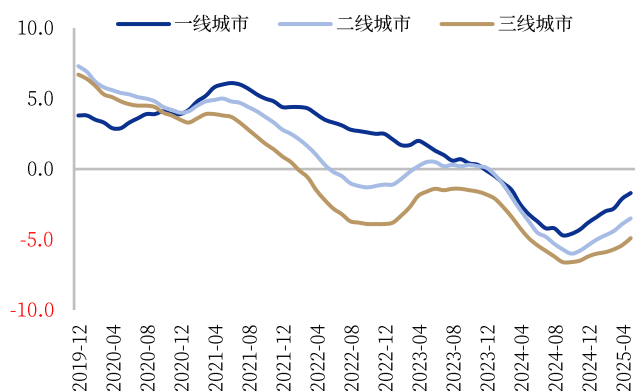
图37：新开工面积大约领先投资 17 个月



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

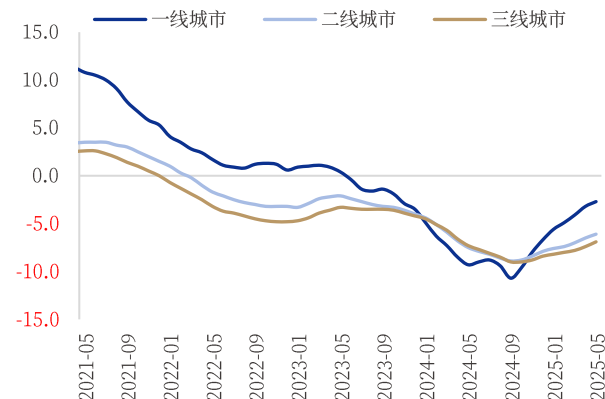
价格方面，5 月商品房价格继续收窄降幅，70 个大中城市新建商品住宅价格指数 4 月录得-4.1%（前值-4.5%），一、二、三线分别为-1.7%、-3.5%和-4.9%。二手房方面，一线价格继续保持较高修复斜率，4 月录得-2.7%（前值-3.2%）。

图38：70 城新建商品住宅价格:当月同比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图39：70 城市二手住宅价格指数当月同比 (%)

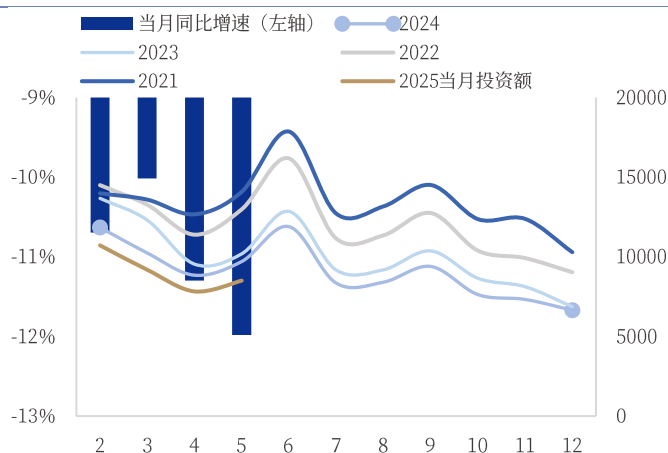


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

投资端，我们对全年房地产投资增速的中性预期为-10.2%。2025 年 1-5 月，房地产开发投资累计同比-10.7%，相较前值小幅下行，按当月同比测算下滑幅度为-11.98%。虽然价格端已经在逐步修复，不过销售端，量受到各方面原因继续磨底的情况下，投资端预计依然不会有明显起色，未来地产投资增速可能继续在当前的低位震荡

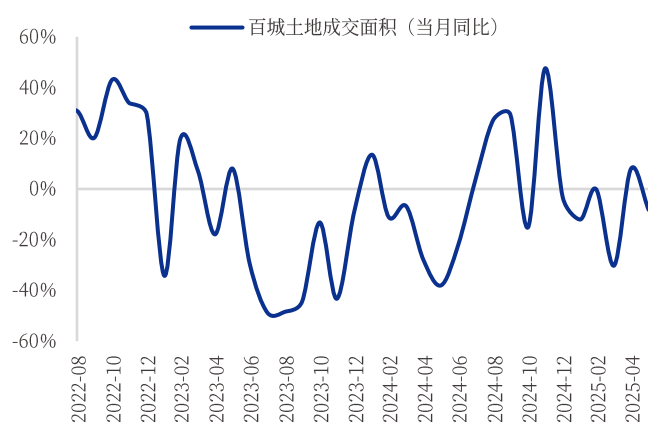
政策方面，2025年5月15日，中央办公厅、国务院办公厅印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，明确了八项主要任务及资金配套来源。其中涉及建设项目和资金来源仍以前期存量政策为主，投资规模较大的仍然为城中村、老旧小区改造、地下管网改造三方面。资金来源方面，主要包括：预算内投资、超长期特别国债资金、地方专项债（明确在债务风险可控前提下，预计主要投向非重点化债省份）、各类金融机构的信贷支持（强调依法合规、风险可控、商业可持续前提下）、基础设施领域不动产投资信托基金、资产证券化和公司信用债。我们认为前期资金来源主体仍是各类政府债券，后续可以期待的增量政策或是政策性金融工具，例如通过PSL向政策性银行提供资金用于扩围基础设施基金，用作项目资本金。从信用传导路径来看，往往是财政、政策性金融、商业金融逐步扩围。6月14日李强总理主持国常会时，提出要构建房地产发展新模式，更大力度推动房地产市场止跌回稳。

图40：房地产开发投资完成额中枢逐年下移（右轴：亿元）



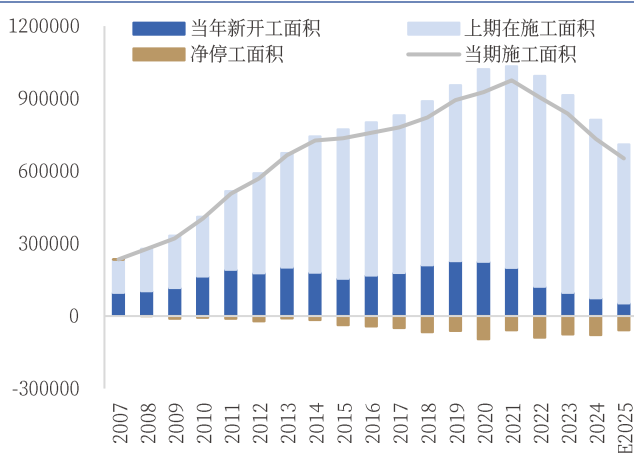
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图41：100城成交面积同比增速



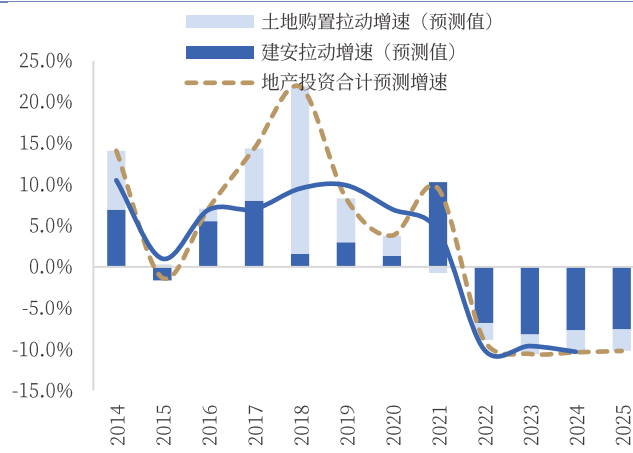
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图42：历年房地产施工面积测算（万平方米）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图43：房地产开发投资增速测算



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（五）进出口：“抢出口”支撑出口韧性，全年出口保持正增长

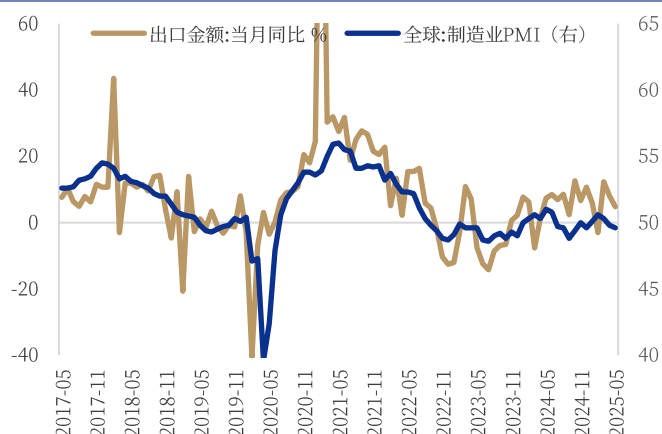
今年外需最大的风险来自于关税影响以及全球贸易碎片化加剧，预计Q2至Q4出口增速分别为6.1%、5.8%和-10.6%，全年增速在1.5%左右。2025年特朗普关税扰动对全球外贸的复苏带来负面影响，同时美国对华滥施关税导致中美贸易承压，但我国转口贸易和产业优势将支撑我国整

体出口韧性。6月9日至10日中美两国在伦敦举行中美经贸磋商机制第一次会议，双方原则上就落实两国元首6月5日通话共识以及日内瓦会谈共识达成了框架。此次会谈关注的焦点是双方将如何互相放宽中国对稀土出口的限制以及美国对华半导体出口的管制，而延长关税暂停期、取消或降低芬太尼关税可能并不是本次会谈的重点。**中性情形下**，中美后续经贸谈判没有实质性的改善，但也没有出现显著恶化的迹象。在90天的暂缓期内（截止8月12日），对美出口保持一定的抢出口惯性，暂缓期后美国对中国维持30%的关税加征幅度，预计出口全年增速在1.5%左右。

我们认为 2025 年出口仍有以下三方面有利支撑：一是全球经济贸易复苏增速放缓，但“抢出口”有望带来支撑。世界银行6月10日最新一期《全球经济展望》预计，除全球经济全面衰退外贸易紧张局势加剧和政策不确定性将使得今年全球经济增长创下2008年以来的最慢速度，预计今年全球增速将放慢至2.3%，比年初的预测低近半个百分点。但同时，年初以来关税的不确定性带动企业抢出口效应，且仍有望延续至三季度。1-5月出口累计增速6%，较去年末提高0.2个百分点，综合来看，‘抢出口’效应仍为出口贸易提供了阶段性支撑。**二是我国产品竞争力提升支撑出口动能增强。**我国的船舶和海洋工程装备出口连续4年保持增长势头，1-5月累计出口增长18.9%；此外，我国的机电产品在今年显著保持增长韧性，增长速度达到了9.3%，其中通用机械设备1-5月出口增长9.5%，集成电路出口增长18.9%；我国的新能源产品继续在全球绿色转型中发挥重要作用，1-4月锂电池、电动汽车等出口分别增长23.7%和12.1%。**三是不断扩大、更加多元的开放新格局，同样为出口增长注入了强大动力。**从出口国别结构看，2025年中国对美国市场出口金额占比较2024年回落2.7个百分点，对东盟和欧盟出口金额占比则分别上升了1.4和0.3个百分点，拉美和非洲占比共上升0.7个百分点。此外，尽管外部环境发生急剧变化，我国积极主动扩大开放的战略选择不会改变。目前我国已成为全球150多个国家和地区的主要贸易伙伴，2024年12月起，我国给予所有已建交的最不发达国家“零关税”待遇，在走出去的同时，我国也主动打开大门，向世界提供大市场和新机遇。

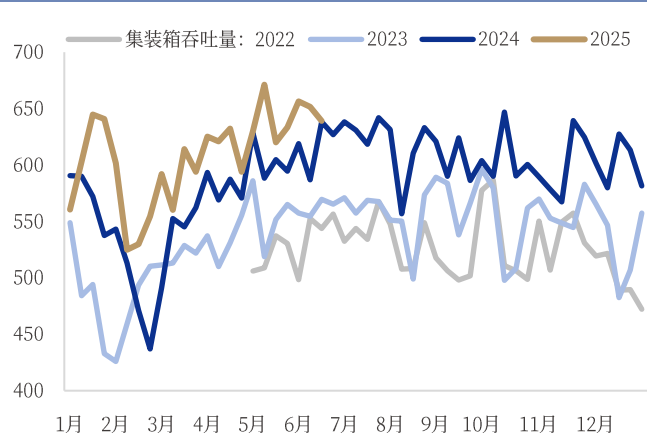
预计 Q2-Q4 进口增速分别为 0.7%、4.4%和-4.3%，全年进口增速在-1.5%左右。受全球经济放缓、贸易摩擦及国内结构转型等因素制约，增速较2024年有所下降。

图44：世界银行最新预计今年全球增速将放慢至2.3%



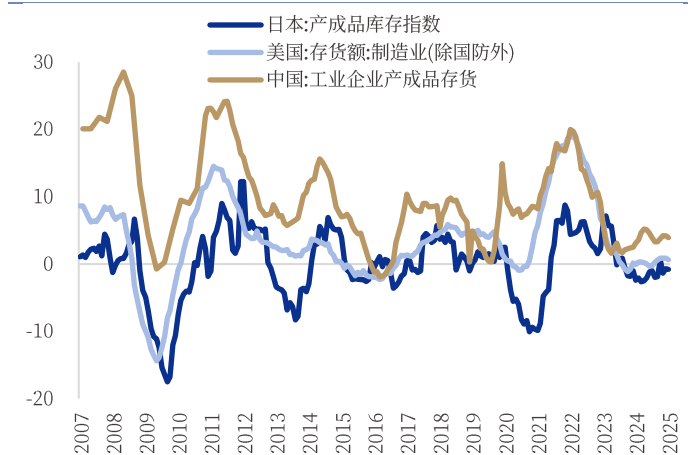
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图45：抢出口持续支撑年初以来出口韧性（万标准箱）



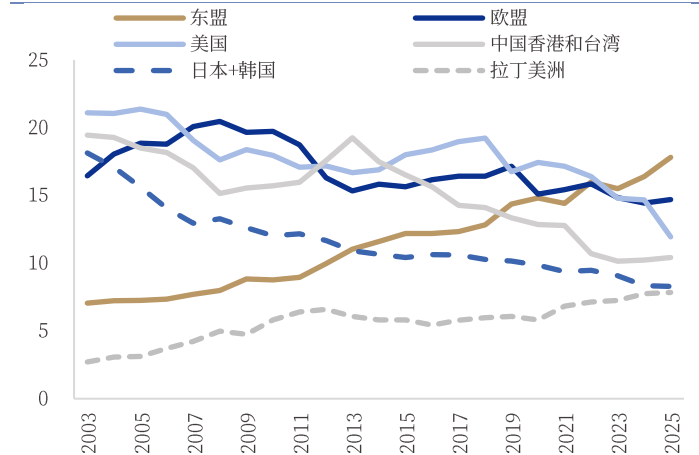
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图46：发达经济体仍有补库需求（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图47：中国出口目的地市场份额占比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、价格：供强需弱持续，压制价格低位运行

CPI 方面，年内将呈现“V”型走势，预计全年 CPI 同比增速持平，二、三、四季度增速分别为-0.1%、-0.2%和 0.4%。

一是猪价稳中有降，食品价格整体稳定。当前国内养殖周期是由养殖利润驱动的小涨小跌“小周期”模式，生猪养殖利润自去年 8 月持续下行且今年以来持续位于低位，我们预判后期补栏会持续疲弱。需求端华储网公告于 6 月 11 日开展中央储备冻猪肉收储，这也是年内第一轮猪肉收储，旨在避免在未来生猪出栏压力下猪价陷入低迷，结合年初能繁母猪存栏量小幅回落，下半年猪肉市场或呈现“供疲软需渐强”格局，猪价四季度有望小幅回暖。农作物方面，全球气候状况虽然复杂，但对下半年食品价格的冲击有限。厄尔尼诺现象虽然在部分地区引发了极端天气，但多数主要产粮区和农产品产区目前并未遭受大规模、持续性的气候灾害。国际谷物理事会 5 月最新预测，全球谷物产量在 2025/2026 年度产量将创下新高，这极大地稳定了粮食价格。蔬菜方面，各地蔬菜种植面积稳定，夏季南方蔬菜大量上市，冬季北方设施蔬菜也能及时补位，市场上蔬菜品种丰富，价格符合季节性走势整体平稳。

二是供应过剩与需求增长乏力构成主要挑战，油价或承压。从供给端来看，5 月 31 日欧佩克会议上讨论 7 月份增产事宜，决定连续第三个月 41.1 万桶/日的大规模增产计划。截至 6 月 6 日当周，美国商业原油库存量 4.324 亿桶，比前一周下降 364 万桶，连续三周环比下行，但仍较年初库存量低点增长 4.3%。从需求端来看，IEA 在 5 月月报预计，2025 年全球石油需求预期将从 103 万桶/日大幅下调至 74 万桶/日，理由是美国关税政策对全球经济的打击导致油品消费放缓。预计明年全球石油供应将大幅过剩，预计 2025 年全球石油供应将增加 160 万桶/日，2026 年将增加 97 万桶/日。在供应过剩与需求增长乏力的双重阴影笼罩下，油价在短期内预计将持续承压且波动加剧。6 月 13 日以色列发起了针对伊朗核设施的军事行动，并表示此次行动将持续数日，布油短期内涨超 13%至 78.5 美元/桶，后续需关注地缘政治因素对油价中枢整体抬升的影响。

三是内卷式竞争导致物价回升乏力，PPI 持续低迷向 CPI 传导。当前内卷式竞争已成为物价回升乏力的关键症结，并深刻影响着 PPI 向 CPI 的传导路径。企业间的内卷式竞争，使得各行业陷入同质化、低水平的价格战。例如在汽车领域，众多车企为争夺有限市场份额，不断扩大产能，导致市场供过于求。此外，处于产业链中下游的企业，为维持自身微薄利润，在面对上游原材料价格

下跌时，不仅不降低终端产品价格，反而尽力向供应商压价。消费者难以从 PPI 下滑中获益，CPI 也因此难以受到有效拉动，最终造成物价回升动力不足。

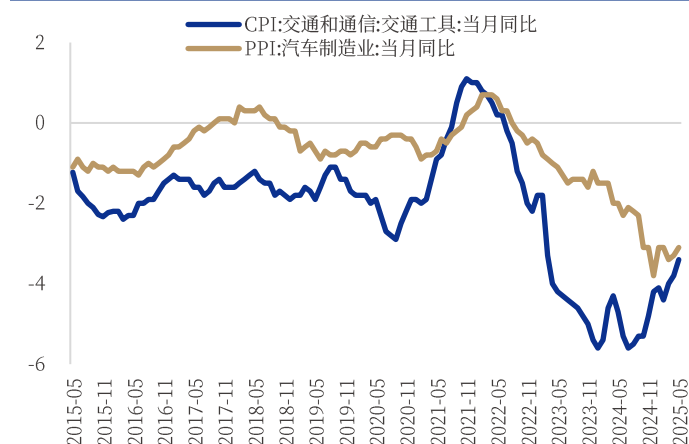
四是消费内生动能偏弱，核心 CPI 修复空间有限。一方面，消费者预期就业指数自 2023 年以来持续下行，今年 4 月为 73.7，较去年末下降 1.2，消费者预期收入指数 94.3，环比下降 2.5。受就业压力、收入增长放缓等因素影响，消费者对未来预期趋于谨慎，预防性储蓄倾向增强，非必要消费支出明显缩减。同时，消费分层加剧，中低收入群体因收入不稳定，消费能力受限；高收入群体虽具备消费能力，但消费边际倾向较低，难以形成大规模的消费拉动。另一方面，服务消费方面，旅游、餐饮等行业在短暂复苏后再次陷入增长瓶颈，由于需求端缺乏持续性支撑，商家难以通过提价提升利润，价格中枢始终处于低位。1-5 月餐饮收入累计同比增速 5%，较去年末降低 0.3 个百分点。

图48：生猪市场呈现小涨小跌的“小周期”模式



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图49：汽车制造业 PPI 与交通工具项 CPI 走势（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

PPI 方面，年内改善程度或有限，PPI 同比无法转正，预计全年 PPI 同比-2.3%，二、三、四季度增速分别为-3.1%、-2.5%和-1.4%。

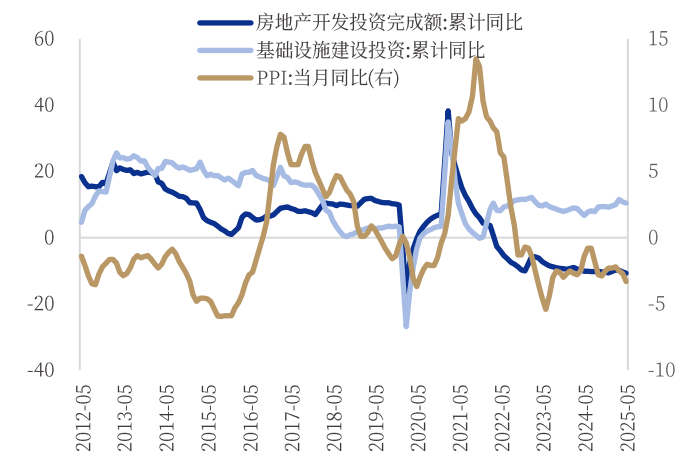
一是房地产市场尚未企稳，地方土地收入低于预期导致基建投资不及预期。房地产市场持续下行、基建投资增速偏缓、导致工业品需求持续下行，地产疲软拖累上游开工进程，需要关注下一步增量政策的出台。前五个月房地产开发投资完成额累计同比下降 10.7%（前值-10.3%），我们估算当月投资增速为-11.98%（前值-11.3%）。我们认为投资端的走弱主要来自于，一方面从保交楼政策来看，存量待施工项目逐步减少，竣工面积本月累计增速-17.3%（前值-16.9%），而另一方面在“严控存量、优化增量”要求下，新开工面积修复较慢（本月-22.8%，前值-23.8%），继而带动整体施工面积降低。1-5 月施工面积累计增速-9.2%（前值-9.7%），较上月进一步降低。同时百城土地成交面积本月下降 8.3%。目前来看，房地产开发投资增速的修复需要关注下一步增量政策的出台。6 月 14 日李强总理主持国常会时，提出要构建房地产发展新模式，更大力度推动房地产市场止跌回稳。

二是微观经济主体动能不足，企业投资及居民消费意愿偏弱。今年以来 M1 增速小幅回升但仍处在低位，5 月 M1 同比增速上行至 2.3%（前值 1.5%），过去五年 M1 同比增速均值为 4%。BCI 企业利润前瞻指数自 2 月份以来也呈现持续下滑态势，5 月比 2 月下行 4.67 个百分点至 46.63；其次下游居民消费信心偏低带来整体消费低迷，4 月消费者信心指数为 87.8，人们对就业的信心和收入的预期同样偏弱，带动 M1 下行；另外部分上游企业累库、企业采购意愿降低，仅保证刚需采购，

亦难以带动内需提振。当前形势来看，企业投资需求和居民消费意愿偏弱，难以对 PPI 上行带来有力支撑。

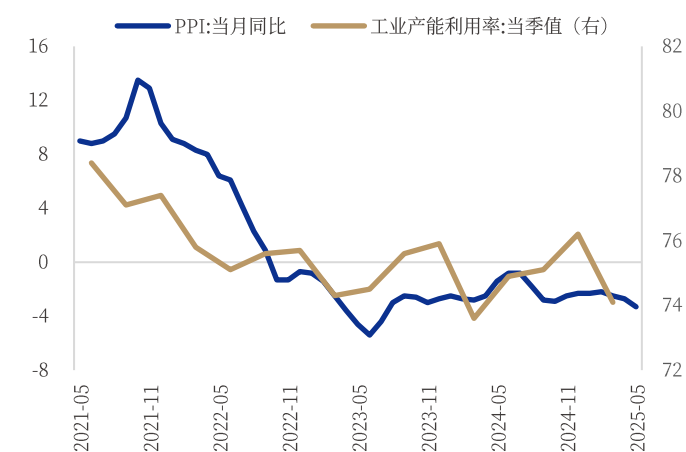
三是制造业产能利用率持续磨底，PPI 改善程度有限。从重点行业的产能利用率来看，当前工业仍存在一定的闲置产能。今年一季度，我国工业产能利用率为 74.1%，同比环比均呈现下降趋势，需求仍弱。相对于需求不足的下游终端，中游制造业的过剩产能不利于价格从上游向下游的传导。下游需求的走弱导致 PPI 维持低迷，同时拖累了中上游企业的盈利能力，进一步阻碍了企业部门的偿债能力，在企业部门面临去杠杆的压力下，信贷扩张将难以实现，从而形成了所谓价格下跌的逆向循环。

图50：房地产市场持续低迷拖累 PPI 同比回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

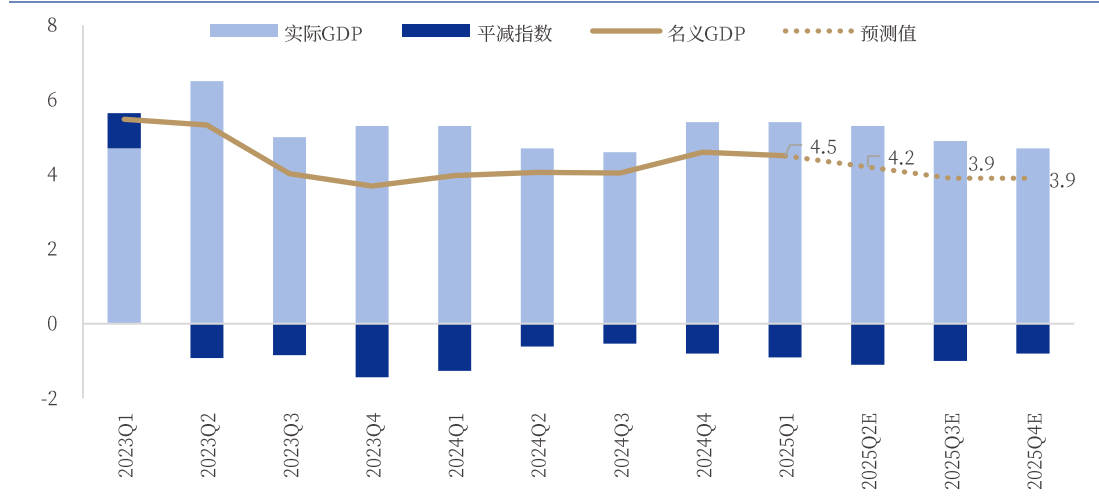
图51：产能利用率持续磨底，PPI 改善程度有限 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

平减指数方面，平减指数保持平稳，名义 GDP 逐季平缓下行。结合我们对 CPI 和 PPI 的预测，我们认为 GDP 平减指数将保持平稳走势，Q2-Q4 分别为-1.1%、-1%和-0.8%，全年平减指数为-1%。由于全年物价始终保持低位平稳运行，名义 GDP 和实际 GDP 之间的背离难以收敛。我们预计 2025 年名义 GDP 增速为 4.1%，Q2-Q4 分别为 4.2%、3.9%和 3.9%，呈现平缓下行的趋势，年内经济体感仍偏冷。

图52：平减指数趋势回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

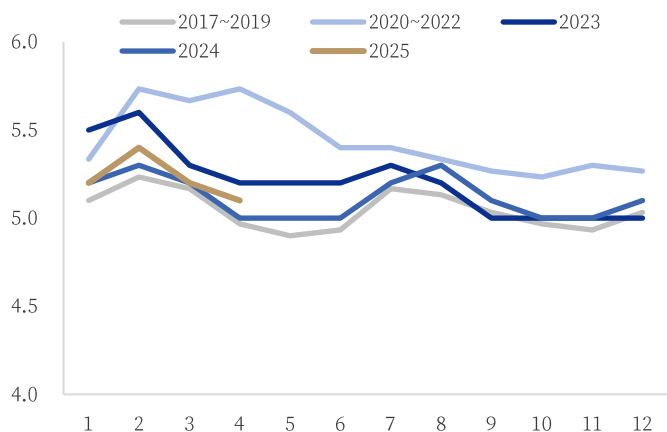
四、就业：劳动力市场或成为下半年核心关切

上半年失业率数据反映就业压力有所加大。1-5月，城镇调查失业率为5.0%，与去年持平，然而1-4月均较去年有所提高。尤其是5月外来户籍人口和外来农村人口失业率均有所增加，分别涨0.2pct至5.0%和4.9%。我们认为最主要的因素就是5月出口和内需方面的波动让生产水平下降，因此降低了3-4月抢出口和抢“两新”带来的冲击式用工需求。同时3月失业保险基金支出累计同比上涨22.4%，目前就业压力较大。

预计全年城镇调查失业率中枢在5.2%-5.3%左右，较去年小幅抬升。主要因素有：一是下半年出口的潜在压力减少外向型就业需求；二是1222万创新高的高校毕业生，叠加2023年离校未就业毕业生即将失去应届生身份、以及2024年离校未就业毕业生共同挑战就业市场；三是若下半年以旧换新政策力度和效果均边际下滑的情况下，企业的生产预期也将下调，压缩用工需求。

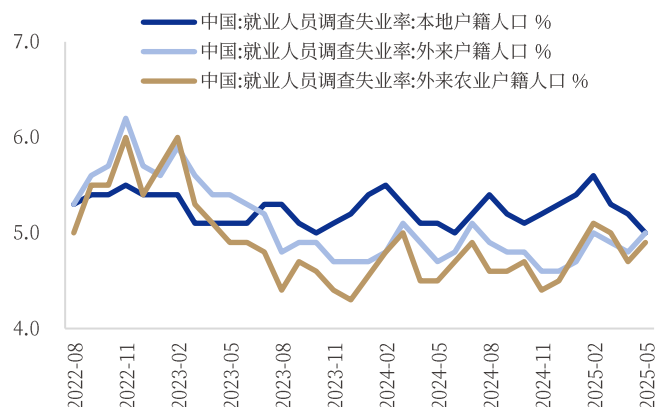
就业是民生之本，4月政治局会议将稳就业摆在“四稳”首位，就业政策预计会进一步加力。4月政治局会议提到要“着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”。6月9日，中办、国办发布《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》，提到“继续将技能提升补贴申领对象放宽至领取失业保险金人员。”“加大以工代赈实施力度，优先吸纳带动低收入人口就地就近就业增收。”6月10日，财政部相关负责人介绍，2025年，中央财政安排就业补助资金667.4亿元，支持地方落实就业创业扶持政策。延续降低失业、工伤保险费率，继续实施失业保险稳岗返还、就业见习补贴提前发放等政策，支持企业纾解困难、稳定岗位。实施一次性扩岗补助政策，并将实施范围扩大至社会组织，支持吸纳高校毕业生等青年群体就业；加强残疾人、零就业家庭成员等困难群体就业帮扶，促进重点群体就业。继续放宽技能提升补贴申领条件，支持高质量开展职业技能培训。

图53：城镇调查失业率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

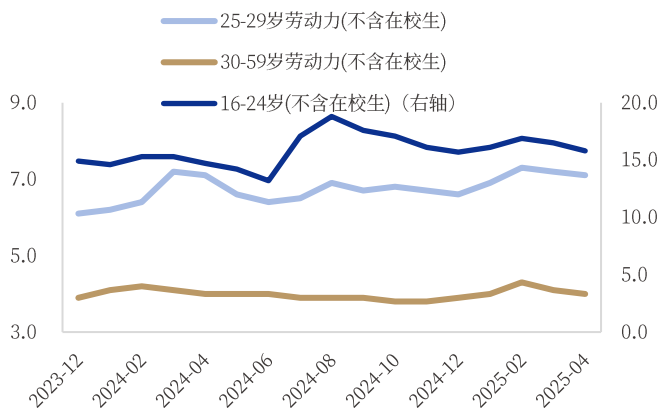
图54：本地户籍调查失业率回落，外来户籍上升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

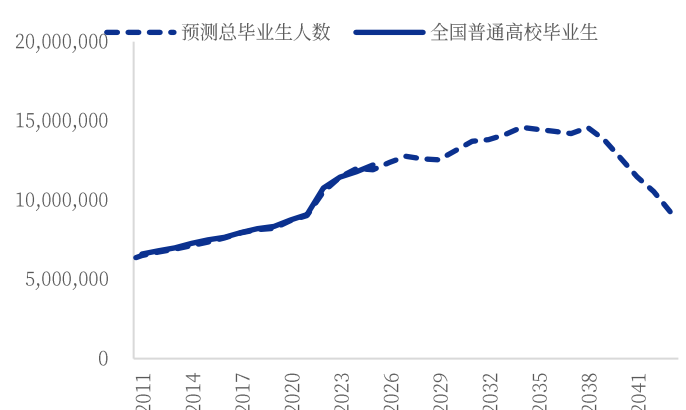
高校毕业生创新高或对就业市场造成一定冲击。1-4月16-24岁(不含在校生)失业率15.8%，较去年同期上涨1.1个百分点。2025年高校毕业生预计1222万人，再创历史新高。不仅如此，此前多地例如山东、贵州、湖南等放宽应届生身份认定标准，将2023、2024届离校未就业毕业生也纳入公务员、事业单位等报考范围。因此今年高校毕业生就业压力非常大。4月，人力资源社会保障部、教育部、财政部25日联合发布《关于做好2025年高校毕业生等青年就业工作的通知》，提出17条政策举措，全力促进高校毕业生等青年就业创业。

图55：分年龄调查失业率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

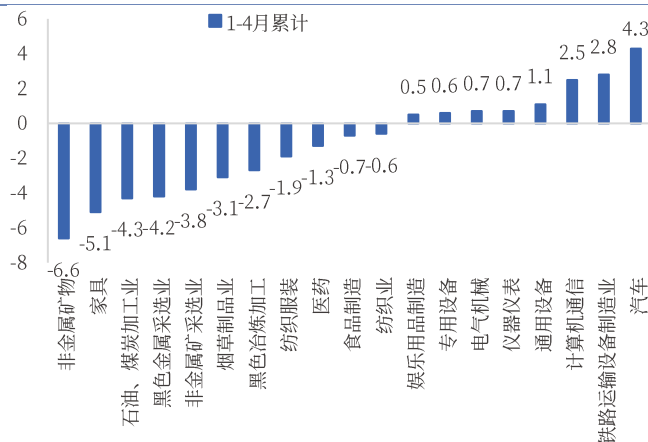
图56：高校毕业生还将持续增长（人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

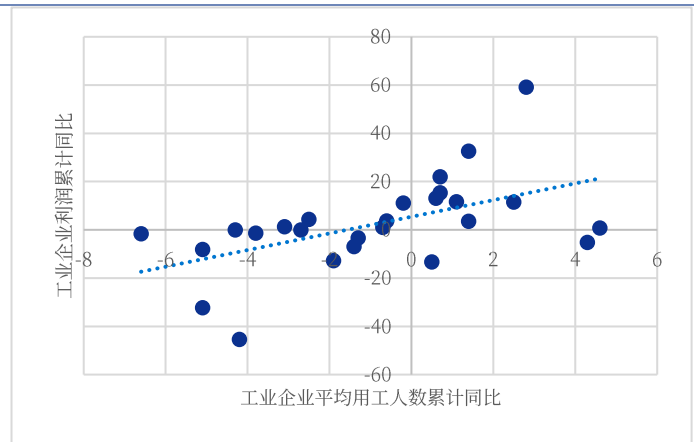
新质生产力相关行业吸收就业能力较强，上游原材料以及消费制造业用工人数普遍下降。2025年1-4月，装备制造业的用工人数普遍有所增长，汽车制造业、铁路运输设备和计算机电子用工人数分别增长4.3%、2.8%和2.5%，通用设备和专用设备就业人数也有正增。而纺织业、纺织服装、食品制造以及医药制造业就业人数均同比下降，上游原材料采选和加工业用工需求下滑较为显著。主要原因有：一是出口的不确定性抑制这些行业用工需求，二是内需的不稳定也不利于消费制造业扩张用工需求，三是企业利润的萎靡迫使企业收缩规模，数据上看工业企业用工人数和工业企业企业利润之间关系较大。

图57：分行业工业企业平均用工人数增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图58：1-4月工业企业利润和工业用工人数之间的关系（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、货币政策：货币宽松超预期

（一）支持性的货币政策将延续适度宽松的基调

2024年末的政治局会议提出实施“适度宽松的货币政策”，这意味着2025年的货币政策将告别2011年-2024年的“稳健”取向，重回2008年-2010年的“适度宽松”取向。中国货币政策取向按照从紧到松分为三类“从紧”、“稳健”、“适度宽松”。“适度宽松”是最宽松的取向。

时隔 14 年如何理解当下的适度宽松？507 的新闻发布会上，人民银行行长潘功胜给出了预期指引。潘行长指出，“适度宽松的货币政策主要有几点内涵：一是流动性充裕，社会融资条件比较宽松，包括社会融资规模、广义货币供应量这些宏观金融总量合理增长，社会综合融资成本比较低。二是政策实施需要相机抉择，综合评估国内外经济金融形势和金融市场运行情况，运用多种货币政策工具进行动态调整。三是货币政策的取向，是一种对于状态的描述，最近几年人民银行连续多次降准降息，货币政策的状态是支持性的，总量也比较宽松。”

我们理解当下的适度宽松主要包括三个政策内涵：第一，金融总量合理增长，主要指向社会融资规模、广义货币供应量的增速保持在合理水平。这意味着市场应该给予 2025 年信贷供给端的发力以及央行的稳健扩表更多的期待。第二，货币政策框架是内外兼顾下的相机抉择，基于货币政策最终目标排序的改变，货币政策工具的运用相应做出动态调整。第三，支持性的货币政策取向。我们认为支持性的货币政策有价和量两层含义。从量来看，指向社会融资规模、广义货币供应量的增速保持在合理水平。从价来看，指向实际利率需低于自然利率。支持性的货币政策需要做到的是融资成本低于投资回报率。从宏观经济层面来看，融资成本可以用实际利率衡量，而长期投资回报率可以用自然利率衡量。也就是说只有当实际利率小于自然利率的时候，货币政策才能到达实质性宽松。

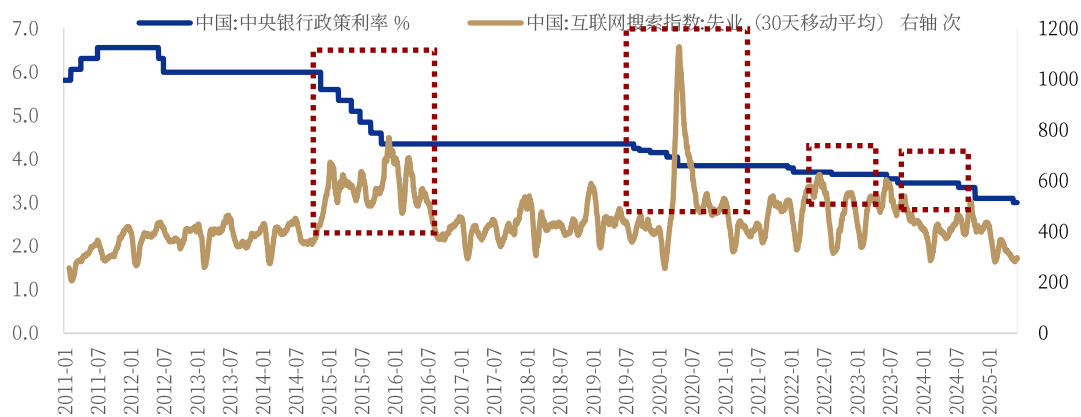
（二）货币政策的首要目标是经济增长和充分就业

中国货币政策实行多目标制，框架则是内外均衡下的相机抉择。潘行长在 2024 年 9 月 24 日新闻发布会阐述了人民银行在设计货币政策工具调整过程中几个重要的考量因素：第一，支持中国经济的稳定增长；第二，推动价格的温和回升；第三，兼顾支持实体经济增长和银行业自身的健康性；第四，人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；第五货币政策和财政政策协同配合。

回顾 2024 年 7 月以来的货币政策工具的动态调整脉络，均是内外兼顾下的相机抉择之后的改变：2024 年 7 月是货币宽松的开始，9 月是里程碑，12 月是顶点，这一时段经济增长是首要目标。2025 年 1 月人声鼎沸之时却是货币政策权衡改变之刻，优先目标切换至金融稳定和汇率稳定，1 月 10 日央行公告暂停公开市场国债买入操作，释放重要政策信号。2025 年的 3 月末是货币再次转向宽松的序曲，并在 507 确认走向实质性宽松。

507 货币政策确认走向实质性宽松的原因依然是内外兼顾之下，天平再次向经济增长和充分就业倾斜，货币政策最终目标排序切换，我们认为 2025 年下半年首要目标将不会发生改变。从外部看，美元的拐点已经出现，将出现趋势性下行，非美货币的压力减轻，人民币汇率压力已释放，将为货币宽松创造顺风条件。从内部来看有两条主线：一是美国对中国加征关税可能给中国出口带来一定冲击，中国经济增速可能阶段性放缓，并面临一定的就业压力；二是下半年可能依然处在低通胀环境，实际利率仍然偏高，依然有调降的必要性。

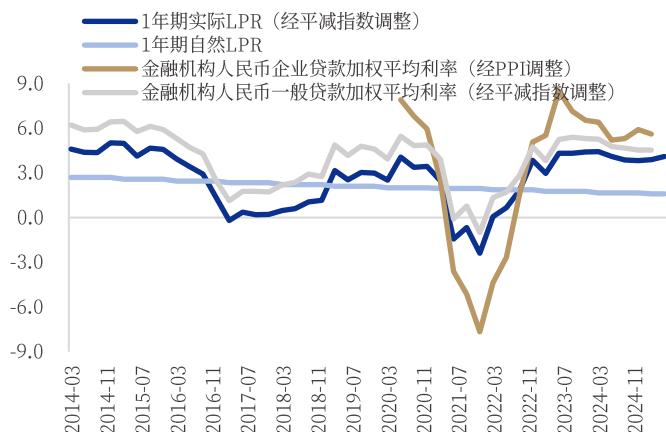
图59：利率与就业



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

观察历史数据，自然利率减去实际利率差值与中国制造业 PMI 有比较明显的正相关。我们测算的截至 2025 年一季度末，1 年期实际 LPR（经 GDP 平减指数调整）为 3.89%，高于自然利率约 230BP（我们测算 1 年期自然 LPR 水平为 1.59%）。当前的实际利率依然显著高于自然利率，仍需进一步调降。

图60：1 年期实际 LPR 与自然 LPR (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图61：利率和制造业 PMI (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）货币宽松的实施路径

降息：当前的实际利率依然显著高于自然利率，仍需进一步调降。5月降息10BP，幅度较924更为温和，预计下半年还会有1-2次降息，总计调降政策利率20-30BP，从而引导LPR下行，并传导至贷款、存款利率的进一步下行。

降准：部分金融机构存款准备金率已降至0%，市场认为的存款准备金利率下限为5%的隐性要求已被打破，未来全面降准的空间已释放至600BP。预计下半年50BP的降准仍有望落地。我们认为这背后的长期逻辑包括两个：1、中国货币政策调控逐步由数量型转向价格型，间接融资转向直接融资；2、目前中国仍是稀缺准备金框架下，降准还是提供流动性的优先使用。**短期逻辑**则是目前中国处于金融周期下行期，信贷扩张从供给约束到需求约束，控制供给上限的意义减退。

推出新型政策性金融工具：新型政策性金融工具将用于扩大投资，解决项目建设资本金不足问题。4月政治局会议提出“设立新型政策性金融工具”，507发布会虽然未详细提及，年内仍有望适时推出。刺激消费虽然排在政策首位，但拉动有效投资仍是逆周期调节的重要手段。政策性金融工具作为准财政工具，将成为地方政府债务化解周期，拉动有效投资的政策选择。意在解决项目建设资本金不足问题。本轮政策性金融工具的投资领域可能包括消费基础设施、“两新”、“两重”等。具体投向可能涉及数字经济、人工智能、低空经济、消费领域基础设施、绿色低碳转型、农业农村、交通物流、市政和产业园等。

重启 PSL：507 调降 PSL 利率 25BP 是重要政策信号，PSL 有望重启扩张，成为央行为政策性银行提供长期低成本资金的工具，配合政策性金融工具协同发力。回顾 2022 年，6 月-8 月三大政策性银行分别设立两批规模总计 6000 亿元的金融工具，随后的 9 月-11 月 PSL 连续累计净投放 6300 亿元。我们认为本轮政策性金融工具推出解决项目资本金的同时，央行也可能再次重启 PSL，推动三大政策行发放相关领域的专项贷款，两个准财政工具将呈现协同发力。

结构性货币政策工具的扩张：507 已推出了一揽子结构性货币政策工具创设和优化，下半年聚焦科技、消费、外贸、楼市、股市，有望继续创设或优化现有结构性货币政策工具。

六、财政政策：相机抉择留后手

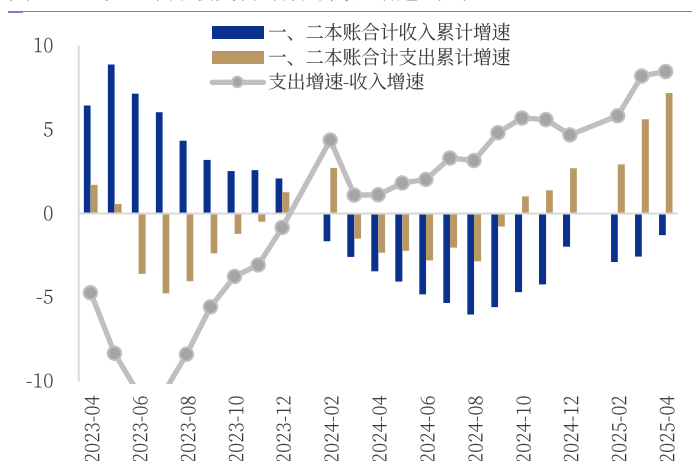
年初以来财政积极靠前发力，广义财政持续扩张，收支差再创新高，为国内经济稳增长打下坚实基础，目前来看我们认为下半年财政加码预期不高，上半年经济的稳增长为完成全年增长目标赢得回旋空间，财政政策可处于“相机抉择”的灵活调整状态。下半年财政政策有几点需要重点关注：一是低物价及土地收入疲软拖累广义财政预算收入，若下半年财政收入端下行压力加大，进而拖累支出增速，则仍需考虑下半年财政加码；二是关注新型政策性金融工具的推出、PSL 的重启等增量政策工具；三是下半年支出方向重点关注消费和社保。如果下半年出现外部冲击加剧、房地产市场修复不及预期或就业市场压力上升，我们认为四季度仍然是增量财政政策和广义财政政策加码的窗口期。

（一）财政积极靠前发力为下半年留有一定空间

上半年广义财政持续扩张，收支差再创新高。一本账收入依然较弱但结构逐步优化，支出增速稳中有升，二本账收入边际改善，新增专项债发行节奏加快支撑支出增速持续抬升。在政府债发行前置下，1-4 月份财政一、二本账合计收入增速-1.3%（前值-2.6%），合计支出增速 7.2%（前值 5.6%），收入降幅收窄，支出增速进一步上行，其中，财政支出与收入增速差再创 2023 年以来新高，展现出年初以来财政积极靠前发力。

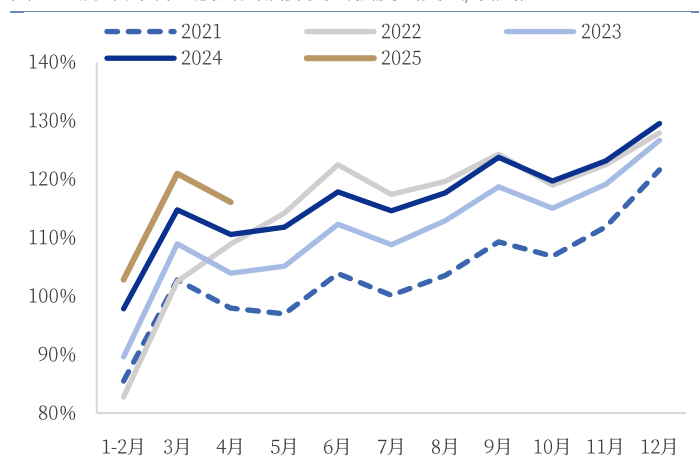
从完成全年经济增长目标来看，上半年财政靠前发力为下半年预留一定弹性空间。年初制定今年新增一般公共预算赤字规模 5.66 万亿，对应 4%赤字率，按 5.66 万亿/4%可推算出对应名义 GDP 规模为 141.5 万亿元，对应名义经济增速为 4.9%左右，隐含平减指数在零附近。一季度广义财政支出增速 5.6%，支撑名义 GDP、实际 GDP 分别实现增速 4.5%、5.4%，广义财政支出/名义 GDP 为 29%，与 2023（28.6%）和 2024（29%）全年水平基本保持一致。假设全年名义 GDP、实际 GDP 增速分别为 4.1%、5.1%，对应平减指数在-1%左右，倒算需要的广义财政支出增速为 5.7%，与一季度支出增速基本持平。当前来看，即使下半年财政支出增速仅是小幅下滑，也能支撑国内经济完成 5%的增长目标，短期来看下半年财政加码可能性较低。

图62：一、二本账收支合计累计同比增速（%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图63：历年财政一般公共预算支出强度（支出/收入）



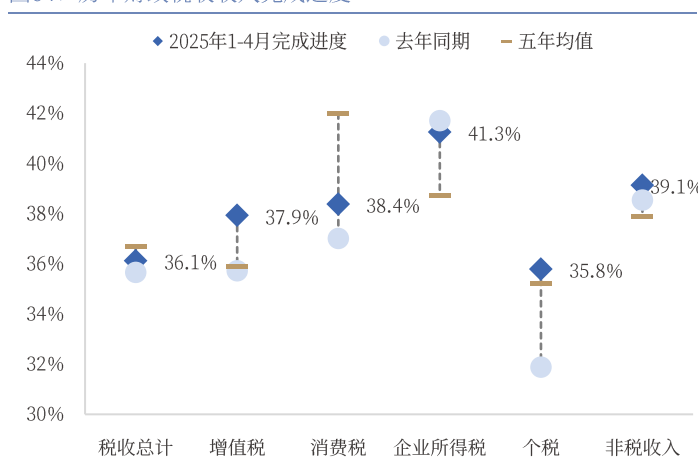
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（二）低物价及土地收入疲软拖累广义财政预算

低物价或拖累税收进度完成。年初预算草案制定的税收规模为18.15万亿，增速目标为3.7%，目前1-4月累计增速为-2.1%。参照年初预算草案制定的税收完成计划，收入完成进度为36.1%，高于去年同期的35.7%但低于过去五年均值水平的36.7%。受益于去年低基数效应，4月税收收入当月同比转正回升至1.9%（前值-2.2%），税收完成进度有望逐步改善，但考虑到下半年物价继续承压，能否完成全年3.7%的预算增速仍需观察。

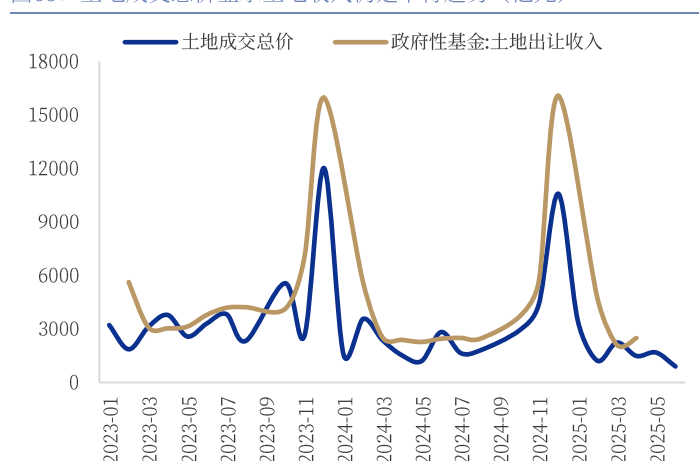
土地收入不及预期可能导致二本账收入缺口达3500亿左右。4月份房地产开发投资完成额累计同比下降10.3%（前值-9.9%），尽管4月当月卖地收入增速转正，但可持续性仍有待观察，从高频数据来看，年初以来土地成交总价持续位于低位区间。今年预算草案对于政府性基金预算收入增速为0.7%，目前1-4月累计增速为-6.7%，收入完成进度为20.1%，高于去年同期的19%，受制于土地收入年初以来的持续疲软，假设全年增速在-5%左右，则对应3513亿减收规模。

图64：历年财政税收收入完成进度



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图65：土地成交总价显示土地收入仍是下行趋势（亿元）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（三）下半年可期待的增量政策或是政策性金融工具

今年以来经济增长韧性十足、表现好于预期，我们预计上半年 GDP 增速达到 5.4%，全年有望顺利完成主要经济社会发展目标，因此年内增发国债、提高赤字率的可能性并不大。目前来看下半年可以期待的增量政策或是政策性金融工具，例如通过 PSL 向政策性银行提供资金用于扩围基础设施基金，用作项目资本金。

本次新型政策性金融工具聚焦科技创新、消费升级、外贸稳定三大方向。4 月 25 日召开的中央政治局会议提出要设立新型政策性金融工具，4 月 28 日发改委在国新办发布会上表示力争 6 月底前设立新型政策性金融工具，解决项目建设资本金不足问题。在投向领域上，主要包括数字经济、人工智能、低空经济、消费领域基础设施、绿色低碳转型、农业农村、交通物流、市政和产业园等 8 个方面。我们预计新型政策性金融工具首批的额度会在 5000 亿元左右，二十届三中全会明确提出，要完善民营企业参与国家重大项目建设长效机制，我们认为其中部分资金将用于支持民营企业。

需要注意的是，如果使用政策性金融工具予以对冲，其资金利率或仍需降低。我国历史上曾先后三次推出 PSL：2014-2019 年用于棚改货币化；2022 年下半年用于部分基建投资；2023 年底用于“三大工程”项目资本金。从用途上来看，其主要用于具有政府一定程度担保但收益率较低的投资项目。因此，历次 PSL 投放时，其资金利率水平基本均低于政策利率和十年期国债收益率水平。而就目前利率水平来看，5 月 7 日调降后仍为 2%，这一利率水平仍高于目前十年期国债收益率。因此，我们认为货币政策的宽松有望在下半年正式开启，预计还会有 1-2 次降息，总计调降政策利率 20-30BP，从而引导 LPR 下行，并传导至贷款、存款利率的进一步下行。

图66: PSL、MLF 和十年期国债利率 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

我们提示，如果下半年出现预期外扰动，不排除财政进一步加码的可能性，可通过增发国债、提高赤字率相机抉择进一步政策加码，包括（1）外部冲击超预期，如美国以外其他国家和地区对我国加征关税或其他贸易制裁，导致出口进一步下行；（2）房地产市场加速下滑，导致市场预期走弱或信用风险传染；（3）经济增速阶段性放缓使得就业市场面临较大压力。

（四）下半年支出方向：重点关注消费和社保

以消费品以旧换新为支点，保持政策的稳定性，进一步提质扩围实现从货物补贴到服务补贴的突破。截至 5 月 31 日，今年消费品以旧换新 5 大品类合计带动销售额 1.1 万亿元，发放直达消费

者的补贴约 1.75 亿份，有力推动了国内需求进一步改善。近期江苏、重庆等部分地区出现了家电‘国补’暂停或者调整的现象，主要是国补资金在接续上面存在断档期，有缺口。今年用于消费品以旧换新的特别国债额度是 3000 亿，如果全年额度超过 3000 亿，下半年有必要进一步加力扩围消费品以旧换新，通过加码和调整现有特别国债的资金分配，同时将家政服务、文旅消费、教育培训等服务领域纳入补贴体系，加大对国内需求的支持。

聚焦社保支撑“四稳”也是今年财政提振内需的重要举措之一。从稳增长角度来看，社保支出的增加，尤其是提高养老和育儿补贴标准能够直接增加居民可支配收入。6 月 10 日，财政部社会保障司负责人在国新办新闻发布会上表示，在“一老一小”服务方面，财政部积极配合有关部门完善养老育幼服务体系，抓紧建立实施育儿补贴制度。国家医保局最新数据显示，当前全国 6 个省份及新疆生产建设兵团全部实现生育津贴发放至个人，16 个省份部分实现生育津贴发放至个人。根据我们前期报告测算，对目前适龄儿童或家庭发放全国性育儿补贴所需财政资金约 2300 亿元/年，预计带动 1500 亿元消费/年。

七、“十五五”：把握新格局，打造新供给

中国即将进入“十五五”时期（2026-2030 年），新发展阶段，新发展格局，“十五五”规划对于未来 5 年经济社会发展具有重要意义。当下，“十五五”规划建议正在编制起草阶段，结合 4 月、5 月总书记讲话以及国常会等相关内容，我们总结出以下重要信息：

其一，承上启下，把握“十五五”时期的阶段性要求。十四五规划提出了 2035 年基本实现社会主义现代化的宏伟目标，“十五五”时期是承上启下的关键五年。十五五规划要锚定 2035 年远景目标，根据十四五规划完成情况，结合当下的国际国内形势，对未来 5 年工作做出前瞻指导。

其二，坚定不移，“十五五”规划将坚持走高质量发展之路。着眼强国建设、民族复兴伟业，紧紧围绕中国式现代化，统筹发展与安全，保持制造业合理比重，把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的战略位置。

其三，因势利导，结合形势变化对经济布局进行调整优化。外部不稳定不确定难预料因素增多，持续扩大高水平对外开放的同时，扩大内需、尤其是强化消费在经济增长的基础性作用将成为“十五五”时期的必然选择。

表3：近期党中央、国务院、部委对“十五五”的相关表述

类别	会议/文件/文章	时间	相关表述
党中央	中央经济工作会议	2024.12	高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。及早谋划“十五五”重大项目。要准确把握世情国情党情社情，加强战略谋划，制定好中央“十五五”规划建议。
	中央政治局会议	2025.02	今年是“十四五”规划收官之年。高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。
	总书记主持召开部分省区市“十五五”时期经济社会发展座谈会	2025.04	谋划“十五五”时期经济社会发展，要前瞻性把握国际形势发展变化对我国的影响，因势利导对经济布局进行调整优化。“十五五”时期， 必须把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的战略位置 。谋划“十五五”时期经济社会发展，要不忘初心，把造福人民作为根本价值取向，坚持在发展中保障和改善民生， 稳步推动共同富裕 。要深入研究优化区域布局、促进区域协调发展和巩固拓展脱贫攻坚成果、推进乡村全面振兴和城乡融合发展、加快农业农村现代化等方面的有效措施，稳步增加城乡群众收入。
	总书记对“十五五”规划编制工作作出重要指示	2025.05	把顶层设计和问计于民统一起来。注重目标任务和政策举措的系统性整体性协同性，高质量完成规划编制工作。

国务院	《政府工作报告》	2025.03	要深入分析“十五五”时期新的阶段性特征，科学确定发展目标，谋划好重大战略任务、重大政策举措、重大工程项目，更好发挥规划对经济社会发展的引领指导作用。
	国务院常务会议	2025.05	要深入谋划“十五五”时期经济社会发展重点工作，加快构建新发展格局，促进经济持续向好， 因地制宜发展新质生产力，稳步推动共同富裕 。
发改委	发改委规划司 2024 年第一批研究课题征集公告	2024.01	主要聚焦“十五五”相关的宏观问题涉及经济走势、科技革命、产业链供应链、经贸体系、能源格局、地缘政治格局演变、人口发展、人工智能、国民经济重大比例、数字经济、产业新赛道、中央和地方财政关系等重大宏观问题及趋势。
	发改委规划司 2024 年第二批研究课题征集公告	2024.03	主要聚焦“十五五”相关专业性问题，涉及交通运输、医药卫生、特殊困难群体、职业教育、城乡建设用地、环境污染、服务贸易、战略性矿产资源、产业供应链韧性和金融风险化解等重大问题及趋势。
	全国发展和改革工作会议	2024.12	扎实做好“十四五”规划收官和“十五五”规划编制工作。加力完成“十四五”规划确定的各项目标任务，确保 102 项重大工程圆满完成。持续深化重大问题研究，做好“十五五”规划编制工作。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

（一）“十五五”时期是 2035 年基本实现社会主义现代化远景目标的关键五年

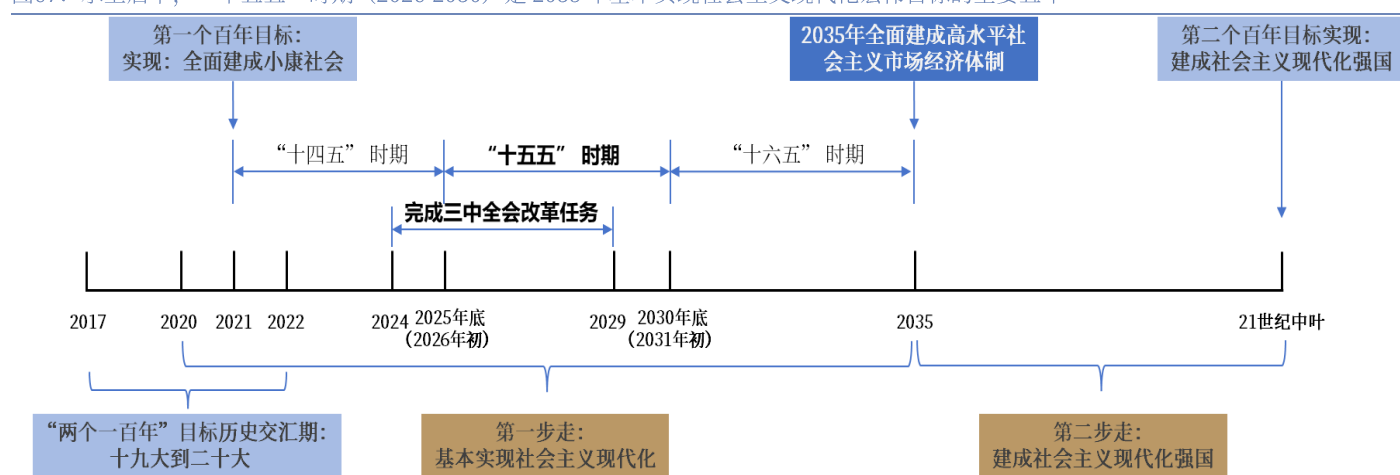
“十四五”时期是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年。“十五五”时期是迈向 2035 年基本实现社会主义现代化承上启下的关键五年，我国将面对更为纷繁复杂的国际国内形势，经济社会发展将面临更大挑战。

1. 历史方位：“十五五”是完成改革与发展任务的关键时期

“十五五”时期（2026-2030 年）是中国完成改革与发展任务的关键五年。

一方面，“十五五”时期是落实三中全会改革举措，推动改革攻坚克难的关键时期。二十届三中全会确定了 300 多项重要改革举措，擘画了新时代新征程的改革蓝图。根据时间表，需要在 2029 年（“十五五”的第四年）完成《决定》提出的各项改革任务。中国经济经历了四十多年的改革开放，改革红利中易得的低垂果实（low-hanging fruits）已经大部分被摘取，改革已经进入了深水区。这意味着未来每一项改革都将面临巨大的困难和挑战。“十五五”时期，需要加快落实三中全会各项改革举措，推进“新”供给侧改革，促进供给端解放生产力，推动改革创新攻坚克难。

图67：承上启下，“十五五”时期（2026-2030）是 2035 年基本实现社会主义现代化宏伟目标的重要五年

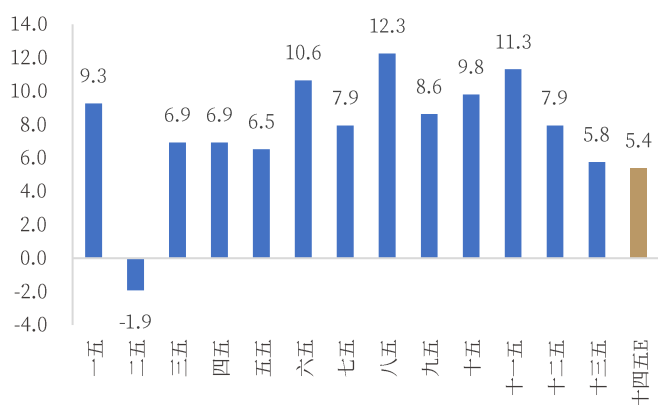


资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

另一方面，“十五五”时期发展任务艰巨。4月30日，总书记强调：“谋划“十五五”时期经济社会发展，必须准确把握“十五五”时期的阶段性要求，着眼强国建设、民族复兴伟业，**紧紧围绕基本实现社会主义现代化目标。**”“十二五”以来，多重因素影响下，我国经济发展进入新常态，中国GDP增速不断下行，经济增长向中速收敛，GDP年均增速从“十一五”的11.3%降至“十四五”的5.4%。总书记在关于《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明中，明确提出到2035年实现经济总量或人均收入翻一番目标。根据我们的测算，要实现2035年GDP总量翻一番的目标，则2021-2035年GDP年均增速要达到4.7%。今年是“十四五”规划最后一年，我们预计2025年实际GDP增长5.1%，则2026-2035年（“十五五”“十六五”时期）人均GDP增速要达到4.4%。根据我们的测算，基准假设下，2026-2030年我国GDP年均潜在增速为4.7%，2031-2035年GDP年均潜在增速为4.4%。

“十五五”时期是迈向2035年基本实现社会主义现代化承上启下的关键五年，在内外宏观环境发生较大背景下，我国面临的发展任务较大。需要以改革促发展，提高全要素生产力，解决长期内生增长动力不足问题，提升潜在经济增速，助力2035年远景目标顺利实现。

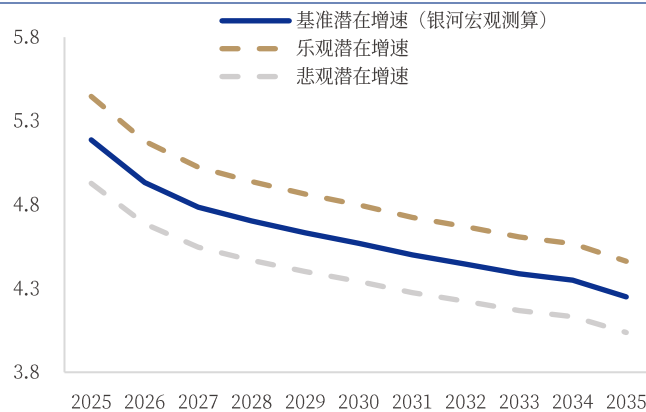
图68：“一五”到“十四五”期间GDP年均增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：年均增速根据实际GDP增速计算；预计2025年GDP实际增速为5.1%

图69：我国2025-2035潜在增速预测（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. “十五五”时期我国国内外宏观环境的重大变化

深入准确研判“十五五”时期我国国内外宏观环境变化，对科学谋划好“十五五”时期经济社会发展，准确把握这一时期战略方向具有重大意义。

第一，从外部来看，百年未有之大变局加速演进，不确定性将不断增加。“十四五”以来，百年未有之大变局加速演进，我国发展进入战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期。

“十五五”时期，这一百年未有之大变的态势将持续演绎，大国博弈将进一步加剧，国际秩序面临重塑，我国发展面临的不确定性将不断增加。

一是中美全方位竞争进一步加剧，其中科技创新是博弈主战场。“十四五”时期，美国联合西方国家加大对我国的科技封锁，确保在关键核心技术领域保持绝对领先优势。“十五五”时期，美国对我国的战略遏制和打压力度将进一步升级，中美在全球范围争夺科技制高点的竞争将更为激烈，以人工智能为代表的科技创新将成为中美博弈的主战场。需要警惕美国等西方国家进一步推进科技领域的“脱钩”，加大我国相关领域的成本，带来更大的挑战。

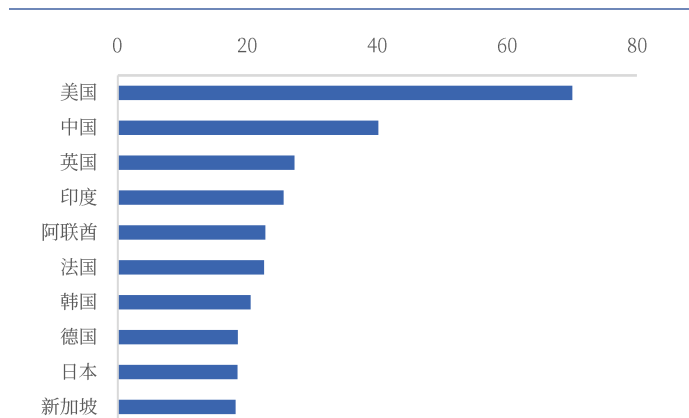
二是逆全球化加剧，推动全球产业链供应链加快重构。近几年来，全球化进程遇到前所未有的挑战，全球产业链供应链加快重构，各国对产业链供应链的布局从“成本”“效率”优先转向“安全”“韧性”优先。“十四五”时期，美国为代表的西方国家推动全球产业链供应链“去中国化”，意图弱化我国在全球产业链供应链体系中的主导地位。特别是特朗普 2.0 以来，奉行美国优先的

“MAGA”战略，意图通过对内减税，对外加税，实现美国制造业部门和金融部门的再平衡，提升美国制造业竞争力。“十五五”时期，全球产业链供应链将进一步加快重构，我国产业链供应链面临的“脱钩断链”去中国化形势将更加严峻，这将给我国产业链供应链带来更大的风险和挑战。

三是“全球南方”快速崛起，世界经济重心和国际力量对比发生深刻变化，推动全球治理体系加快变革。当前，二战后以美西方国家为主导建立的全球治理体系，其弊端不断凸显，且难以反映“全球南方”快速崛起的客观现实。一方面，在政治上，多边主义危机与单边主义冲击全球治理稳定性。另一方面，在经济上，国际经济治理机制长期缺乏对发展中经济体的包容性。目前，“全球南方”国家已成为全球经济发展的新引擎。“十五五”时期，随着“全球南方”国家的崛起，其

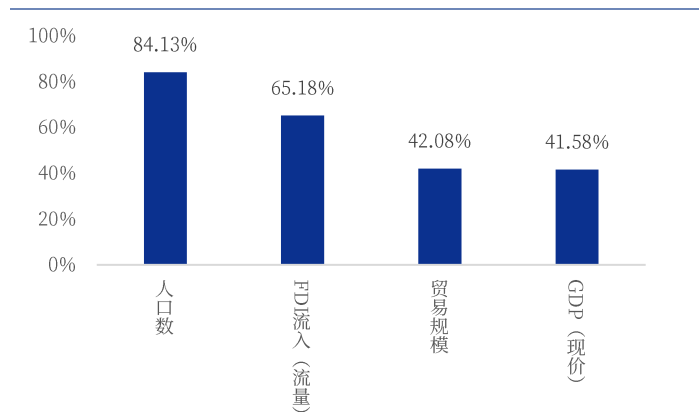
在世界格局中的影响力将持续增强，将成为影响全球治理的重要力量。

图70：2023年AI发展指数排名前10的国家



资料来源：Global AI Vibrancy Tool, 中国银河证券研究院

图71：2023年“全球南方”国家主要指标占全球比重



资料来源：Wind, iFind, 中国银河证券研究院

第二，从内部来看，供需失衡持续演绎，深层次问题交织。“十四五”以来，国内外环境深刻变化，一些深层次复杂问题将持续到“十五五”时期甚至更长时间，给我国经济社会发展带来较大挑战。

一是面临供需失衡的持续挑战。一方面，在需求侧，有效需求不足是突出问题。从GDP平减指数来看，我国实际GDP增长速度已经持续8个季度高于名义GDP增长速度。需求侧动能弱化体现在经济三驾马车上表现为：投资增速放缓、出口竞争力重构、向消费驱动型增长转型任重道远。另一方面，供给侧面临效率瓶颈的挑战，内卷式竞争加剧。劳动力要素方面，我国人口发展呈现少子化、老龄化等明显的趋势性特征。我国15-64岁劳动人口占比2010年见顶后快速下降。“十五五”时期，人口将成为制约我国经济增长的重要拖累因素。资本回报方面，我国自金融危机后出现了投资过剩、资本回报率持续下滑的迹象，经过测算，2008年全球金融危机之后，我国资本回报率由2008年的21.8%波动下滑至2019年的16%。资本回报率的下降不仅直接导致企业自身效益下降，还加剧了行业内企业间以攀比式产能扩张为特征的“内卷式”竞争。2021年以来，计算机、通信及电子设备制造业和纺织业等行业利润率显著下滑，竞争压力凸显。

二是处于新旧动能转换的关键时期。当前，以新质生产力为代表的新动能正逐步替代过去“土地财政”的传统增长方式。经过多年发展实践，我国新旧动能转换取得积极进展，产业发展正处在转型升级的重要关口，但“十五五”时期新旧动能转换仍存在问题。首先，房地产市场对整体经济的拖累作用仍在放大。2021年底以来，房地产市场已经连续快速向下调整了将近4年时间，虽然近几年我国实体经济增长实现了对于房地产的“脱敏”，但房价的持续回调导致居民财富效应持续下降。其次，“三新”经济（新产业、新业态、新商业模式）等新动能仍有较大提升空间。近年，我国“三新”经济、战略性新兴产业等新动能取得较快发展，但其在GDP占比总体仍较低，对经济

的带动作用仍较弱。此外，新旧动能转换存在区域结构性失衡。受资源禀赋、产业基础等因素影响，中西部地区多数地区产业发展仍然较为依赖当地资源，旧的路径依赖尚未彻底打破。内蒙古、山西、陕西、新疆四大省份原煤产量占全国总产量比重近年不断提升，2024年占比达到81.67%。

（二）“十五五”主要目标预期

我们重点对“十五五”时期，GDP、失业率、CPI、全员劳动生产率、常住人口城镇化率等五个经济社会发展指标进行展望，具体如下：

一是“十五五”时期GDP年均增速目标4.5%以上。“十四五”规划和2035年远景目标纲要，没有设定量化的GDP增速目标，为五年规划史上首次。但提出要在2035年基本实现社会主义现代化的目标，人均GDP要达到中等发达国家水平。根据我们前面的测算，基准假设下，2026-2030年（十五五）、2031-2035年（十六五）时期我国GDP年均潜在增速分别为4.7%、4.4%。“十五五”时期应设定尽可能高的GDP增速目标，一方面释放稳增长信号，同时也为后续留足空间，另一方面也是实现2035年远景目标的基础。综合来看，我们认为，考虑到“十五五”时期我国发展面临的复杂环境，建议“十五五”时期GDP年均增速目标可设定为4.5%以上。

二是城镇调查失业率可设定为5.5%。就业是最大的民生。总书记多次强调，要坚持就业优先战略，把解决人民群众就业问题放在更加突出的位置，努力实现更高质量和更充分的就业。充分就业不仅是经济发展的关键要素，也是社会稳定的重要保障。2021年，“十四五”规划首次将“调查失业率”纳入目标体系，并将目标设定为5.5%，“城镇新增就业人数”自“九五”规划以来首次缺席。调查失业率的目标更加明确，“十四五”来看就业目标的重要性已经大过于经济增长。2023年7月政治局会议首次提出“要把稳就业提高到战略高度通盘考虑”，我们认为这标志着政策之锚从过去的GDP转为就业。目前，我国青年就业难的结构性问题较为突出。“十五五”时期，我国宏观经济环境面临更大不确定性，要把稳就业尤其是稳定青年群体就业摆在更重要的战略高度。

三是建议增加居民消费价格指数（CPI）指标。价持续偏弱运行是经济供求关系失衡的典型体现。“十四五”以来，我国处于低通胀环境，2022年CPI为2.0%，其余均在1%以下（2021年为0.9%，2023-2024年均为0.2%）。截至5月PPI同比已连续32个月录得负值。2025年《政府工作报告》将2025年CPI预期目标下调为2.0%左右。我们认为这一变化并不能简单理解为降低了对通胀的要求，而是对物价压力有了更加深刻的认识，体现出更为实事求是的态度。以往对于通胀目标的管理主要是防止经济过热，3%左右的CPI目标在执行层面是物价的上限阈值，即政策应该防止CPI超过3%。但近年来，尤其是2022年以来我国CPI同比整体下降到2%以下，甚至在较长时间内出现月度同比负增长。因此，通胀目标的核心问题应该不仅是防止经济过热，同时也要防止物价过低。在“促进物价合理回升”的要求之下，2%左右的CPI目标或成为一个通胀水平的平均目标，即合理的物价水平不应偏离2%过多。“十五五”时期，促进物价低位回升成为更重要目标。建议设定2%左右的CPI指标，加快推动我国物价企稳回升。

四是对全员劳动生产率增长仍设定目标为高于GDP增长。全员劳动生产率，指一定时期内国内生产总值（GDP，不变价）与就业人员之比。创新是影响劳动生产率的重要因素，提高劳动生产率是创新的目的之一。该指标可用于反映创新对经济发展的促进作用。“十三五”和“十四五”规划将全员劳动生产率设为经济发展类指标。2019年之前，全员劳动生产率增速均低于GDP增速，“十四五”时期（除去2024年），全员劳动生产率增速均高于GDP增速。“十五五”时期，建议对全员劳动生产率增长仍设定目标为高于GDP增长。

五是常住人口城镇化率目标值可设定为70%。改革开放以来，我国常住人口城镇化率从1982年的21.1%增长到2024年的67.0%，城镇化率大幅提升。参考其他国家的经验，我国城镇化率仍存在较大提升空间。IMF数据显示，2023年我国的城镇化率已超过中等收入国家平均水平，正逼近中高等收入国家的平均水平，根据其预测，2030年我国城镇化率有望超过70%。“十三五”和“十

四五”时期，我国常住人口城镇化率年均增幅分别为 1.31 和 0.78 个百分点。“十五五”时期，我国常住人口城镇化率目标值可设定为 70%。

表4：“十五五规划”经济发展类指标规划目标

指标	2020 年	十四五目标	2024 年实际	2025 年预计	十五五目标	属性
国内生产总值（GDP）增长（%）	2.3	视情提出	年均 5.5	年均 5.4	年均 4.5 以上	预期性
城镇调查失业率（%）	5.6	<5.5	5.1		<5.5	预期性
居民消费价格指数（CPI）（%）	2.5	——	0.2		2 左右	预期性
全员劳动生产率增长（%）	2.5	高于 GDP 增长	年均 6.0		高于 GDP 增速	预期性
常住人口城镇化率（%）	63.89	65	67	67.8	70	预期性

资料来源：中国政府网，国家统计局，中国银河证券研究院

（三）“十五五”，中国期待一场“新”供给侧改革

“十三五”规划指出，要以**供给侧结构性改革为主线**，扩大有效供给，满足有效需求。“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要强调，要以推动高质量发展为主题，**以深化供给侧结构性改革为主线**，以改革创新为根本动力，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，统筹发展和安全，加快建设现代化经济体系。2024 年 12 月中央经济工作会议指出，必须统筹好总供给和总需求的关系，畅通国民经济循环。2025 年《政府工作报告》强调，要**持续深化供给侧结构性改革**，着力破解消费供给的结构性矛盾，更加注重以高质量供给引领需求、创造需求。

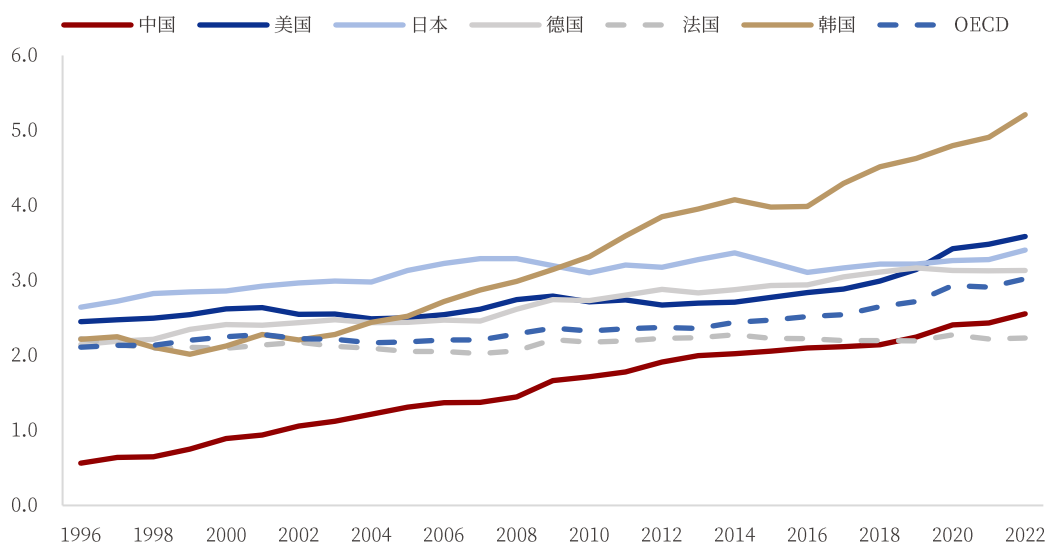
总书记指出，要搞好统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，实现国民经济良性循环。新格局、新供给，我们认为，“新”供给侧改革有望成为贯穿“十五五”时期的顶层设计。“十四五”时期我国产业链供应链优势得到进一步夯实，但有效需求不足、产能结构性过剩的问题日益突出，内卷式竞争层出不穷，促进物价合理回升已成为重中之重，中国正在等待一场“新”供给侧改革。**“新”供给侧改革的核心目的在于推动供需在更高水平上实现良性循环。**“十五五”时期，推进“新”供给侧改革，着重做好以下几方面：

1. 夯实科技创新在现代化建设中的核心地位，因地制宜发展新质生产力

中国式现代化关键在科技现代化。“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要指出要把“坚持创新驱动发展”作为“全面塑造发展新优势”的重要举措，强调要“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位”。“新”供给侧改革，离不开科技创新的重要作用。

其一，**要畅通教育、科技、人才良性循环，加快构建支持全面创新的体制机制。**“十五五”时期，要进一步实施创新驱动发展，要聚焦科技创新体系短板弱项，深化教育科技人才体制机制改革，畅通教育、科技、人才良性循环，加快构建支持全面创新的体制机制，提升国家创新体系整体效能，为中国式现代化注入强大动力。按照科技发展和国家战略需求设置学科，超常布局急需学科专业。完善高校科技创新机制，提高成果转化效能。加强基础研究，提高科技支出用于基础研究比重。强化企业科技创新主体地位，建立培育壮大科技领军企业机制。允许科技人员在科技成果转化收益分配上有更大自主权。加快建设国家战略人才力量，着力培养造就战略科学家、一流科技领军人才和创新团队。打造能够熟练掌握新型生产资料的一流产业技术工人队伍。

图72：各国研发支出占 GDP 比重对比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

其二，因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。以科技创新为引领加快发展新质生产力，推动产业结构转型升级、优化供给结构层面与“新”供给侧改革内在逻辑一致。“十五五”时期，必须把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的战略位置，不断优化供给结构，加快构建具有特色优势的现代化产业体系，为中国式现代化构筑强大物质技术基础。

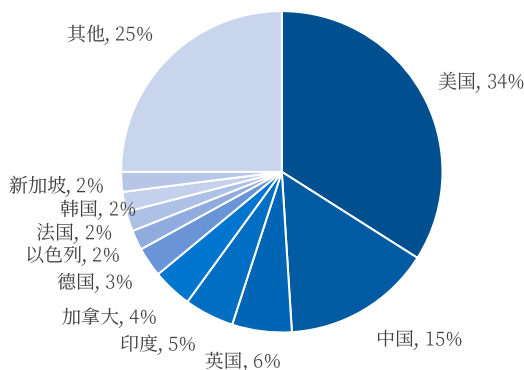
一是**培育壮大新兴产业、未来产业**。加强基础研究和关键核心技术攻关，超前布局重大科技项目，开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动。完善推动新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等战略性新兴产业融合集群发展。建立未来产业投入增长机制，培育生物制造、量子科技等未来产业，塑造发展新动能。

二是**以综合整治内卷式竞争为抓手，大力推进传统产业改造提升**。微观主体上，要强化企业自我革命，坚持创新引领，着力提升创新能力。行业发展上，要强化行业自律，推动行业形成良性竞争生态格局；宏观政策上，要完善产业布局顶层设计，加快淘汰钢铁、水泥等行业低效落后产能，从源头上减少甚至杜绝“内卷式”竞争。

三是**激发数字经济创新活力**。持续推进“人工智能+”行动。加快推动数字产业化和数字产业化转型。优化全国算力资源布局，打造具有国际竞争力的数字产业集群。加快完善数据基础制度，深化数据资源开发利用，促进和规范数据跨境流动。促进平台经济规范健康发展。

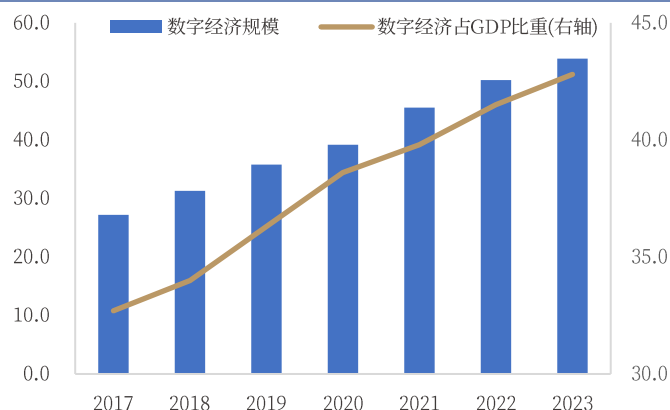
四是**提升产业链供应链安全稳定水平**。抓紧打造自主可控的产业链供应链，健全强化集成电路、工业母机等重点产业链发展体制机制，全链条推进技术攻关、成果应用。建立产业链供应链安全风险评估和应对机制。完善产业在国内梯度有序转移的协作机制，推动转出地和承接地利益共享。建设国家战略腹地和关键产业备份。

图73：2023 年全球 AI 企业数量分布



资料来源：中国信通院，中国银河证券研究院

图74：我国数字经济规模及占 GDP 比重持续增加（万亿；%）



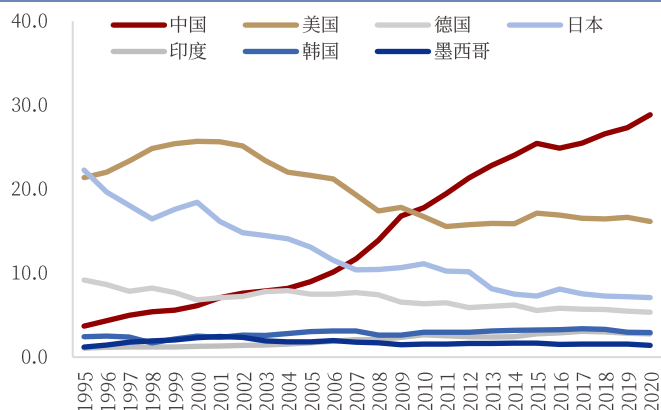
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 因势利导调整国民经济重大比例关系，提高居民消费在 GDP 中的比重

解决供给侧问题离不开需求侧。总书记在主持召开部分省市区“十五五”时期经济社会发展座谈会强调，谋划“十五五”时期经济社会发展，要前瞻性把握国际形势发展变化对我国的影响，因势利导对经济布局进行调整优化。消费是最终需求，是畅通国内大循环的关键环节和重要引擎。“十五五”时期，我国宏观经济环境面临更大不确定性，要因势利导调整国民经济重大比例关系。一方面，要统筹发展与安全，保持制造业合理比重。另一方面，提振消费成为全方位扩大国内需求的重中之重，要多措并举，完善扩大居民消费长效机制，增强消费对经济发展的基础性作用，提高居民消费在 GDP 中的比重。重点做好以下几方面工作：

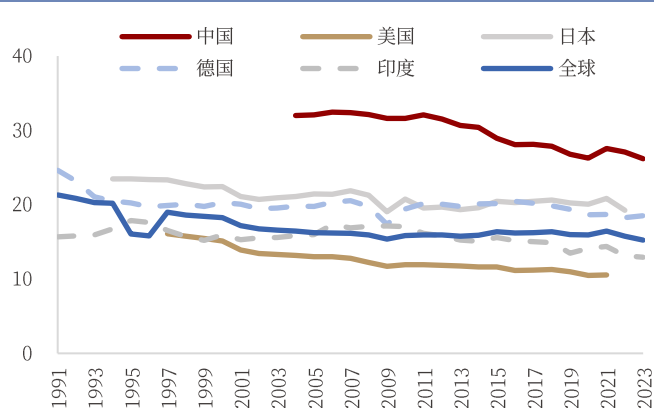
一方面，要统筹发展与安全，保持制造业合理比重。世界银行数据显示，我国制造业增加值自2010年首次超过美国，2022年占全世界比重达到30.2%，稳居世界首位。同时，从国际经验来看，随着各国进入后工业化社会，制造业占比下降是普遍规律。全球制造业增加值占GDP比重从1980年的24.58%下降至2023年的15.24%。中国该占比近年也处于下行趋势，2006年为32.45%，2023年下行至26.18%，在主要大国中处于最高水平。“十五五”时期，要保持制造业合理比重，为国民经济持续健康发展提供基础性、全方位支撑。

图75：中国制造业增加值占全球比重大幅提升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

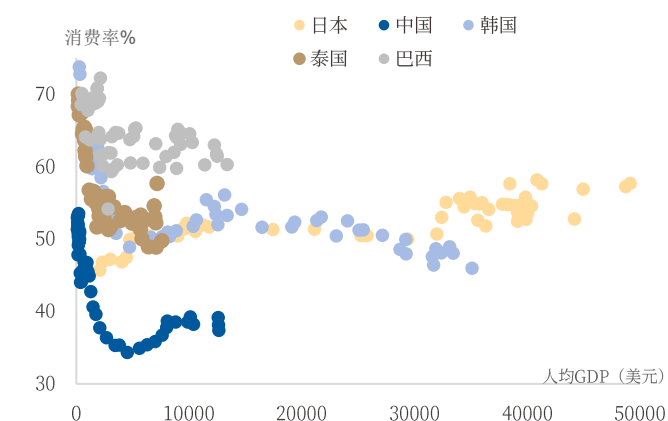
图76：中国制造业增加值占 GDP 比重大幅高于全球平均水平（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

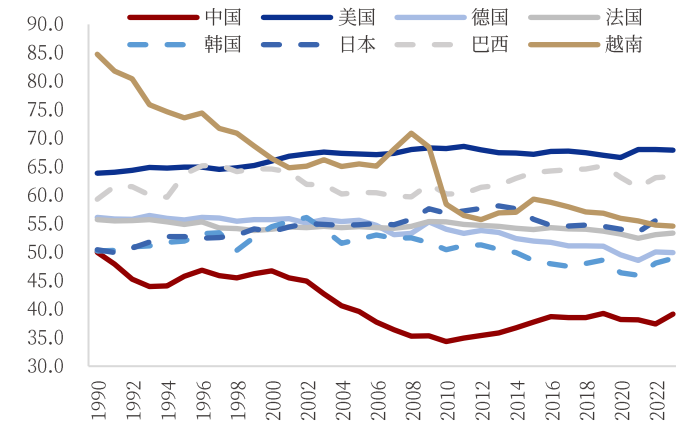
另一方面，强化消费的基础性作用，提高居民消费在 GDP 中的比重。我国消费率显著偏低，消费不足长期存在。国际比较来看，我国消费率不仅低于发达国家，也低于同为东亚文化下的日本和韩国，甚至在某些阶段大大低于比我国人均 GDP 水平低很多的菲律宾、泰国、印度等国家。

图77：我国消费率显著偏低（1980-2023 年）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图78：我国居民最终消费支出占 GDP 比重处于较低水平（%）

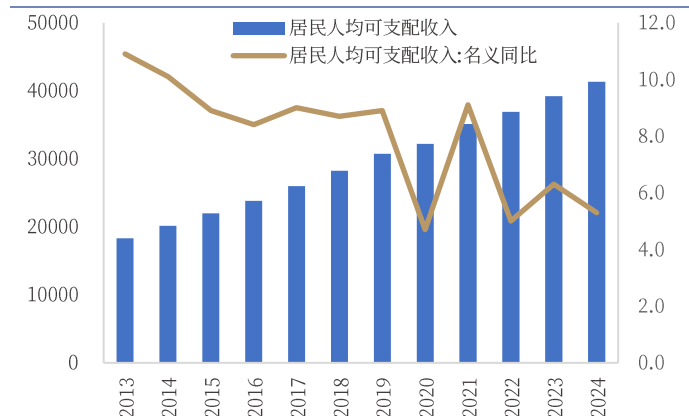


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

一是多渠道促进居民增收，提高居民消费能力。实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划。推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制。健全最低工资标准调整机制，科学合理提高最低工资标准。扎实解决拖欠账款问题。

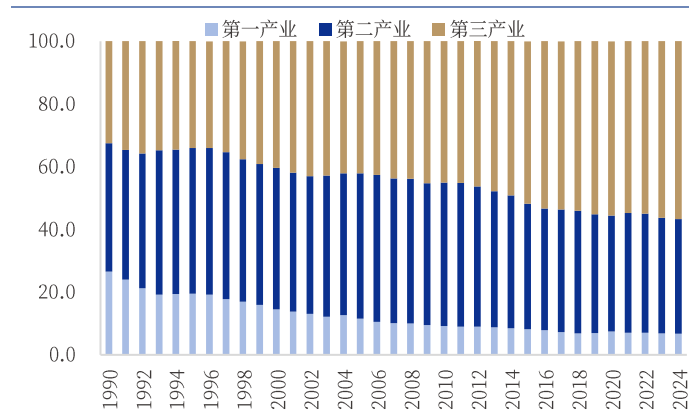
二是增加优质供给，大力发展服务消费。加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策。聚焦居民消费升级需求，创新和丰富消费场景，培育壮大新型消费。大力发展首发经济、冰雪经济、银发经济。深入实施数字消费提升行动，促进“人工智能+消费”。

图79：居民人均可支配收入增速下降（元；%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

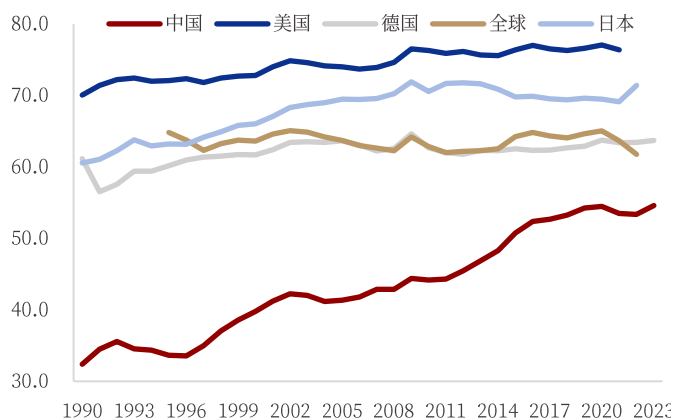
图80：中国三大产业占 GDP 比例变化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

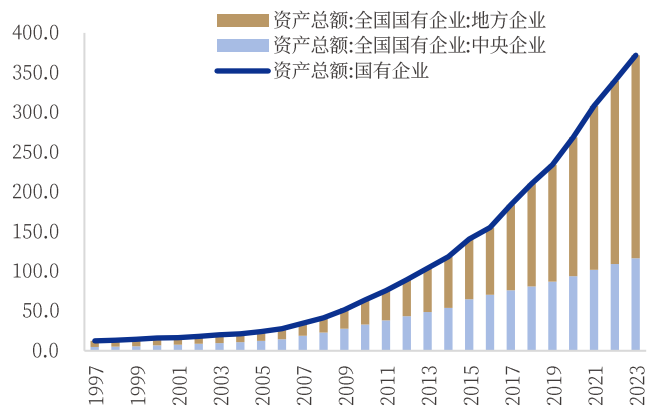
三是健全保障和改善民生制度体系。推动进一步完善教育、医疗、养老、生育等以人力资本为核心的公共服务体系，从根本上释放消费潜力。探索将较大规模的国有权益资本划拨到城乡居民基本养老保险。逐步提高农村养老金水平。

图81：中国服务业增加值占 GDP 比重仍偏低（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图82：全国国有企业资产总额变化（万亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

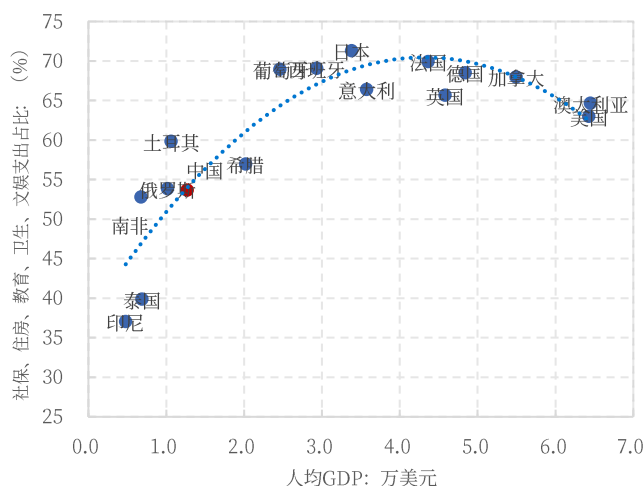
3.推动财政支出结构从投资于物向投资于人转变，及时推出育儿补贴，提高社保标准

一是继续加大财政对教育、医疗、住房等民生领域的投入，切实体现“投资于人”的发展理念。

国际经验来看，民生社保占财政支出比重随人均 GDP 同比增长。2025 年《政府工作报告》提出，推动更多资金资源“投资于人”。要进一步优化财政支出结构，加大对教育、医疗、住房等领域支持力度，不断增进民生福祉。

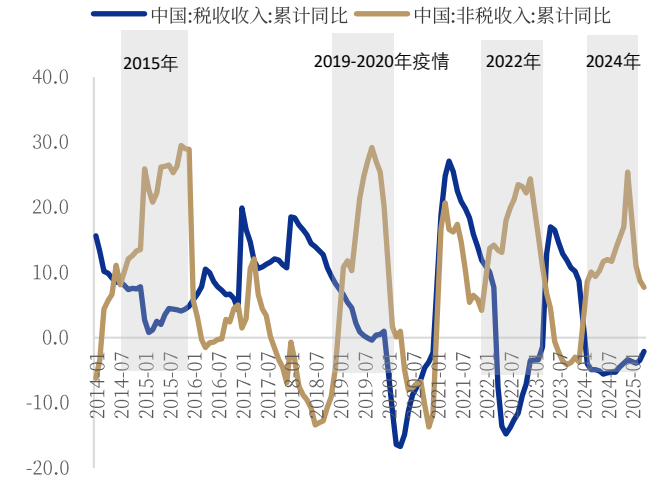
二是健全税收制度，优化税制结构。“十五五”时期，税制改革仍将是深化财税体制改革的重点。全面落实税收法定原则，规范税收优惠政策，完善对重点领域和关键环节支持机制。深化税收征管改革，规范非税收入。进一步完善直接税和间接税体系，增强税收对收入分配的调节功能。完善房地产税收制度。

图83：投资于人有较大提升空间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

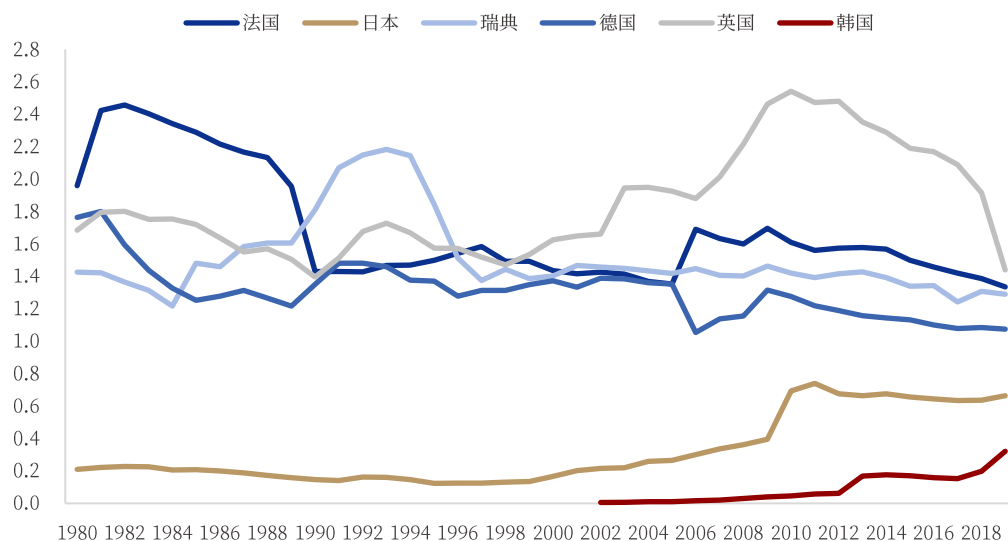
图84：中国非税收入累计同比提升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三是抓紧建立实施育儿补贴制度，提高社保标准。要抓紧建立实施育儿补贴制度，完善财政支持生育保障的全国统筹，明确财政支持生育保障支出占 GDP 比例和增长标准，建立积极财政补贴制度。完善生育补贴程序、标准、形式和支出责任的制度供给。通过推出育儿补贴，有效缓解家庭养育负担，刺激生育意愿，优化人口结构。此外，要一次性较大程度提高社保标准，降低居民对未来不确定性的担忧。

图85: 日本、韩国生育现金补贴/GDP 长期处于较低水平 (%)

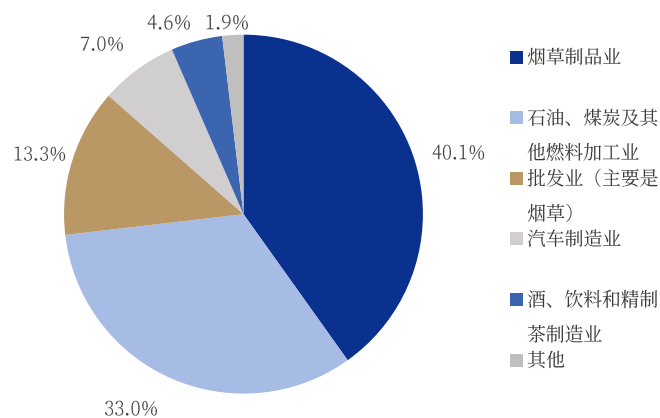


资料来源: OECD, 中国银河证券研究院

4.以消费税改革为抓手推动地方政府从生产型政府向服务型政府转向等

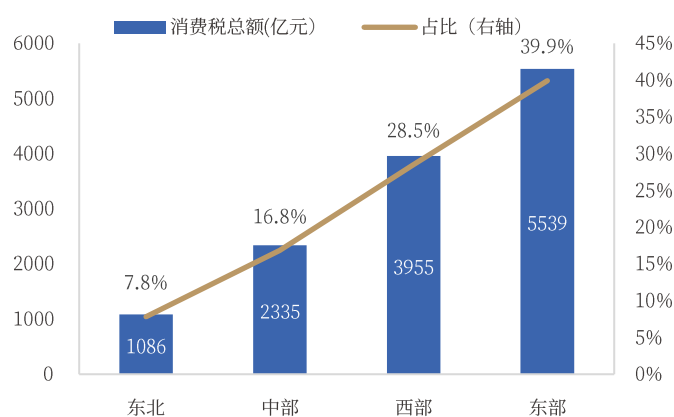
传统消费税主要在生产环节征收,这使得地方政府为追求税收增长,倾向于将大量资源投入招商引资、扶持工业生产项目,以扩大税源,由此形成了“重生产、轻服务”的发展模式,导致地方政府职能过度聚焦于经济增长,而在公共服务供给方面投入不足。若将消费税征收环节后移至批发或零售环节,税源将与消费市场紧密挂钩,促使地方政府将工作重心从盲目追求工业产值转向优化消费环境、提升公共服务质量。同时,为促进本地消费市场繁荣,地方政府会积极推动商业创新、保障消费安全、提升消费服务水平,逐步实现从主导经济生产向服务市场主体、服务居民生活的转变。

图86: 消费税构成和占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图87: 各地区消费税纳税规模及占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

5.稳步推动共同富裕

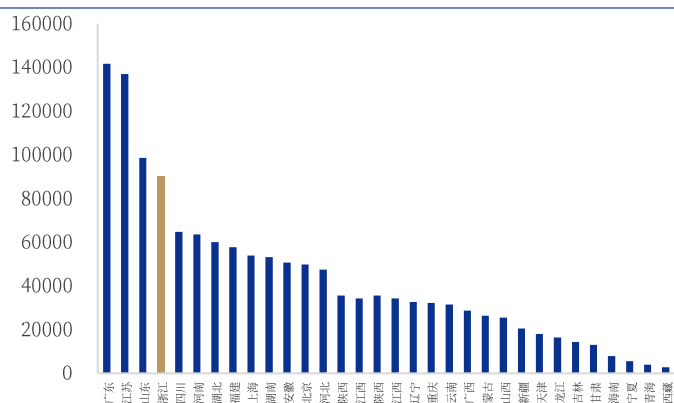
中国式现代化是全体人民共同富裕的现代化。我国发展不平衡不充分的问题仍然突出,实现共同富裕是一项长期、艰巨任务。“十五五”时期,要进一步深化改革,以改革促发展,扎实推进共同富裕。

第一，抓紧制定促进共同富裕的行动纲要。“十四五”规划纲要，指出要制定促进共同富裕行动纲要。总书记在中央财经委员会第十次会议上强调，要抓紧制定促进共同富裕行动纲要，提出科学可行、符合国情的指标体系和考核评估办法。“十五五”时期，要加快制定促进共同富裕行动纲要，制定促进共同富裕的政策体系，完善促进共同富裕的体制机制，扎实推动共同富裕。

第二，把充分就业放在更突出的战略位置。在稳步推进共同富裕的过程中，实现充分就业仍是重中之重。更大力度稳定和扩大就业，特别是稳定青年群体就业。要完善就业优政策，加大财税、货币等宏观政策对就业的支持力度，促进充分就业、提高就业质量。优化调整高等教育和职业教育专业设置，减少就业市场结构性错配问题。加强灵活就业和新就业形态劳动者权益保障。

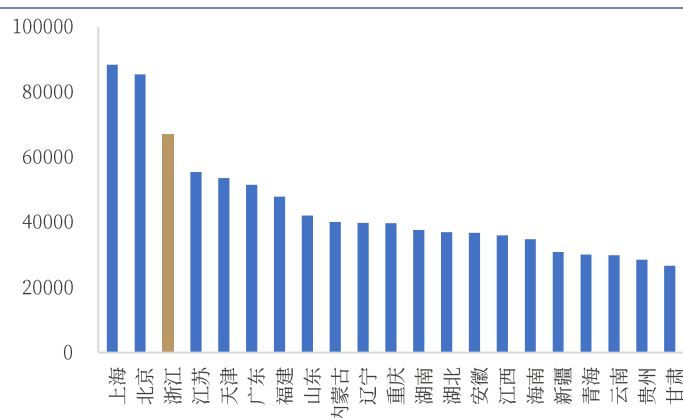
第三，推广浙江共同富裕示范区经验，以先富带后富、帮后富。2021年5月，党中央、国务院印发《关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》，赋予浙江先行先试、为全国实现共同富裕探路的重要使命。4年来，浙江推动示范区建设实现良好开局，形成了一批可复制可推广的经验做法。不断完善并推行“共富工坊”“非遗工坊”“山海协作”“医共体”等经验做法，充分发挥浙江共同富裕示范区建设的示范带动作用，为全国扎实推进共同富裕提供省域范例。具体可结合各个省市的基础和发展情况实际，探索将组织建设、高质量发展、缩小城乡差距、缩小地区差距、缩小收入差距、促进基本公共服务均等化等典型经验做法推广至各省市。

图88：2024年浙江GDP全国排名第四（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图89：2024年浙江居民人均可支配收入全国排名第三（元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

第四，深化收入分配制度改革。分配制度是促进共同富裕的基础性制度，深化收入分配制度改革是实现共同富裕的重要保障。坚持按劳分配为主体、多种分配方式并存，构建初次分配、再分配、第三次分配协调配套的制度体系，处理好效率与公平的关系。确保初次分配在实现共同富裕中的基础性作用，以效率优先为原则，不能排斥公平。**努力提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重。**在再分配领域，要更加注重公平，要加大政府再分配的作用，加大税收、社保、转移支付等调节力度并提高精准性。围绕“提低、扩中”，不断缩小收入差距，壮大中等收入群体。正确引导第三次分配，大力发展公益慈善事业，充分挖掘第三次分配对分配格局的补充调节作用。

表5：三次分配要素对比

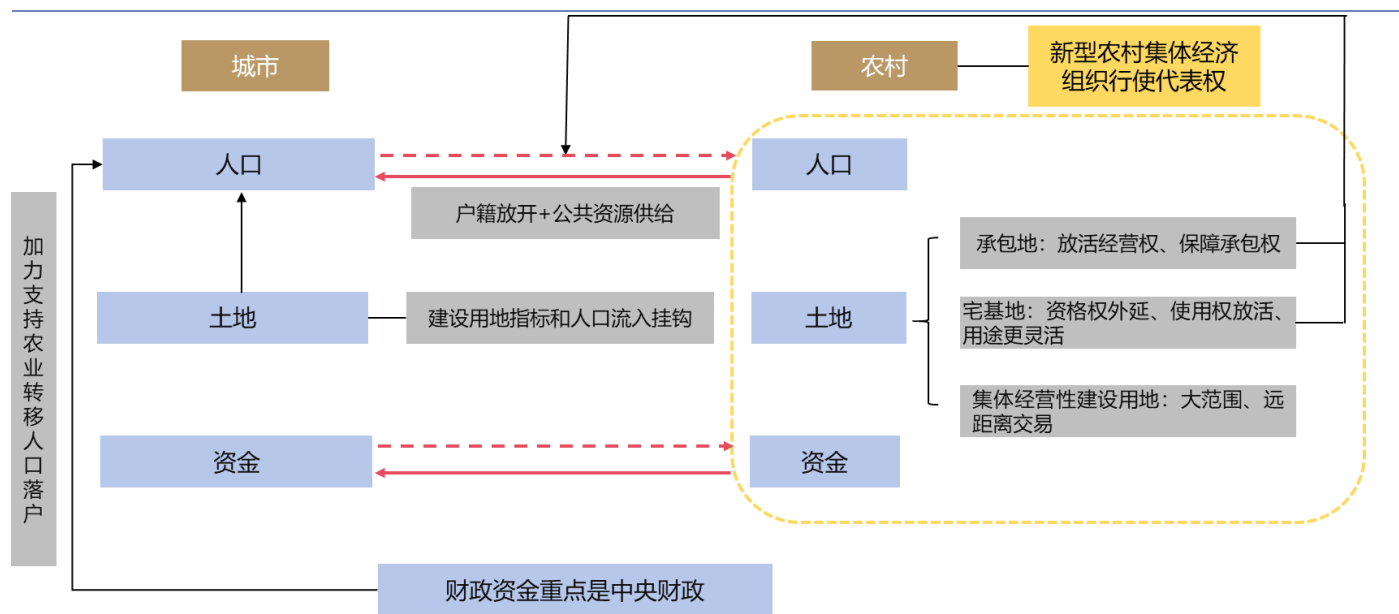
分配阶段	目标	作用力量	主体	配套体系	分配方式
初次分配	效率	市场机制	劳动个体	市场经济体系	按劳分配、多种要素相结合
再分配	公平	政府力量	全部个体	税收体系、社会保障体系等	税收、社会保障、政府转移支付等
三次分配	美好生活	道德力量	企业、高收入群体	激励体系、保障体系	慈善捐赠、资助等

资料来源：中国银河证券研究院

第五，实现基本公共服务均等化，着力补齐“短板”、做强“弱项”。推进高水平高质量公共服务均等化是实现共同富裕题中应有之义。“十五五”时期，仍需大力推进基本公共服务均等化，努力提升公共服务质量和水平。在公共教育资源和卫生医疗资源的分配上加快均等化进度。鼓励社会力量通过公建民营、政府购买服务、政府和社会资本合作等方式参与公共服务供给。完善公共服务政策保障体系，优化财政支出结构，优先保障基本公共服务补短板，加大中央和省级财政对基层政府提供基本公共服务的财力支持。

第六，以户籍制度改革为抓手推动城乡融合。全面放开放宽城市落户门槛，探索在同等级城市规模以及不同城市等级规模的特大超大城市之间推行落户积分互认以降低落户门槛。切实推动实行居住证制度，将户籍制度的目标回归人口统计，不再以户籍身份为依据提供教育、医疗、社保等公共资源。在便利居住证制度的基础上以居住证为基础提供公共服务以让进城落户农民工在城市生活的更好。切实推动公共服务供给与户籍身份剥离，使未落户常住人口享有均等化城镇基本公共服务。推动城乡要素平等交换、双向流动，促进要素更多向乡村流动，增强农业农村发展活力。

图90：城乡融合图景及路径



资料来源：中国银河证券研究院

注：红色实线箭头表示现阶段城乡要素流动趋势，红色虚线+实线表示的是未来城乡要素流动的趋势

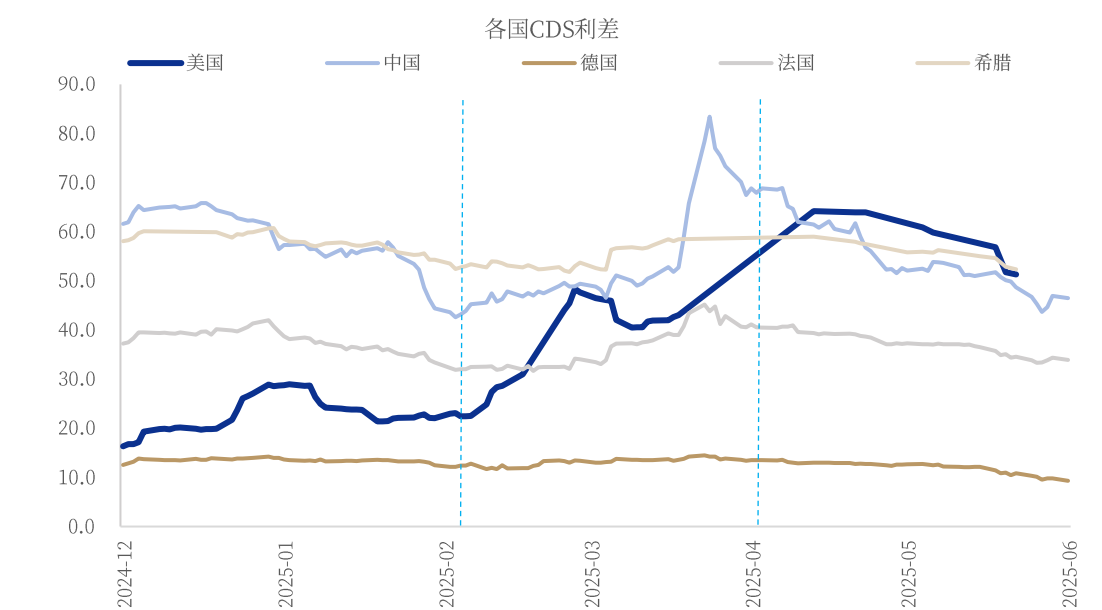
八、美国：短周期下行遭遇长周期改革的“滞”

随着特朗普政府在 2025 年大刀阔斧的开启其以“海湖庄园协定”为长期框架的贸易、财政等多方面改革，市场出现了剧烈的波动。与此同时，即使在高的反常的赤字率支撑下，美国经济在短周期依然在边际下行，尽管斜率保持平缓。

短周期方面，美国经济趋势自身仍走在通胀跟随需求放缓的“软着陆”道路上。一方面经济增速随着美国居民储蓄的走低、劳动市场的逐步弱化、高利率继续压制投资、财富效应减退和居民预期下行等因素而温和下行。另一方面，在不考虑关税冲击的情况下，通胀增速整体也将跟随经济的缓和而回落。不过，经济趋势走弱与特朗普政府长期改革的叠加更值得关注，这种组合在 2025 年内虽不至于令具有韧性的美国经济衰退，但会通过打击总需求提高经济走弱的概率。

从长周期改革的框架看，海湖庄园协定下“关税+债务体系重构+主权财富基金”的三板斧中，只有关税加征的进展相对顺利，美国现行的财政预算则意味着恢复财政纪律的计划基本破产，主权财富基金更是因为左右开弓的特朗普政府已经无暇他顾而被搁置。虽然短期财政难以紧缩意味着政府部门对总需求的托举得以延续，但以大规模关税为首的政策不确定性以及特朗普对于大量美国现行机制的挑战都在导致总需求萎缩。这在 2025 年短周期弱化、利率偏高、美联储警惕滞胀风险的情况下不利于经济上行。同时，偏高的财政赤字正逐渐替代低利率时代货币政策的主导权，成为支撑增长的新常态。

图91：在贸易战开启后，美国 CDS 利差明显上行并脱离一般发达国家水平，显示对美元信心的弱化（BP）



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

短周期与长周期的叠加在经济和美元资产中造成两种明显的背离：（1）从经济数据来看，“软数据”的明显恶化与“硬数据”的暂时稳定相悖；（2）在大规模普遍性关税和财政法案对资产的冲击被定价并淡化后，美债收益率和权益资产已经反弹至特朗普就任美国总统之初的水平，但美元指数却出现了系统性的弱化。我们倾向于 2025 下半年这两种背离开始趋于收敛：首先，美国硬数据有更高概率跟随软数据弱化，进而带动货币政策的边际宽松；其次，美债收益率和美股更可能先向下的美元靠拢，直至美联储宽松缓解增长压力以及减税和放松监管等政策实质性落地带来经济改善的预期。

总体上，关税对于特朗普政府来说是长期改革中最为核心的手段，关税不仅可以促进制造业和部分就业回流并在其他领域施压美国竞争对手，其更是特朗普政府对冲减税造成大规模赤字扩张的核心手段；即使短期面临一定法律挑战，美国关税税率在特朗普任期内维持在至少 12.4% 的水平概率较高，征收手段可能从国际紧急经济权利法案（IEEPA）逐步向 232、301 等条款过渡。

在关税冲击持续的情况下，通胀、就业、增长和企业盈利仍会受到一定冲击，但政府赤字通过转移支付和减税等手段继续呵护经济。通胀方面，关税造成的冲击应是“暂时性”的，2025 全年 CPI 增速中枢可能在 3.1% 左右，高点可能为 3.4% 并在四季度出现，而 2026 上半年过后可能趋于回落。就业方面，劳动市场依然在放缓的过程中，需求下行可能快于供给改善并推动失业率在下半年上行至 4.5% 左右，进而促使美联储考虑降息。经济增长方面，在关税扰动叠加财政托底之下，美国 2025 年的实际经济增长可能在 1.5%-2% 的范围内，我们的基准预测是 1.7%，虽然不会陷入衰退但将明显放缓。财政方面，预计在大美丽法案的影响下，美国 2025 年赤字率为 6.4% 左右，未来三年将进一步扩张至 6.5%-7.0% 的区间。此外，在商品涨价可能无法同上一轮通胀期间一样主要转嫁于美国消费者，由此导致的企业盈利预期下滑也是下半年需要警惕的风险。货币政策方面，预计美联储在经济弱化和失业率回升的背景下依然可以在 9 月份开启降息，年内温和降息 2 次。

图92：机构对美国经济数据预测（2025Q2 开始为预测值）

	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26
实际GDP（同比%）	2.1	1.7	1.2	0.9	1.3	1.4	1.7	1.9
实际GDP（季调季环比折年%）	-0.2	1.4	0.8	1.2	1.5	1.8	1.9	2
消费支出（%）	1.2	1.5	0.7	1.2	1.6	1.8	1.9	2
私人投资（%）	24.4	-4.3	-0.5	1.2	2.4	3	3.2	3.4
PCE通胀（同比%）	2.5	2.5	3	3.1	2.9	2.8	2.6	2.4
核心PCE（同比%）	2.8	2.8	3.2	3.3	3.1	2.9	2.5	2.4
失业率（%）	4.1	4.3	4.4	4.5	4.5	4.5	4.5	4.4
非农业就业岗位（千）	111	120	64	66	88	100	120	123
联邦基金利率（%）	4.5	4.5	4.3	4.05	3.85	3.7	3.55	3.45
10年美债收益率（%）	4.21	4.41	4.32	4.25	4.2	4.17	4.1	4.14

资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

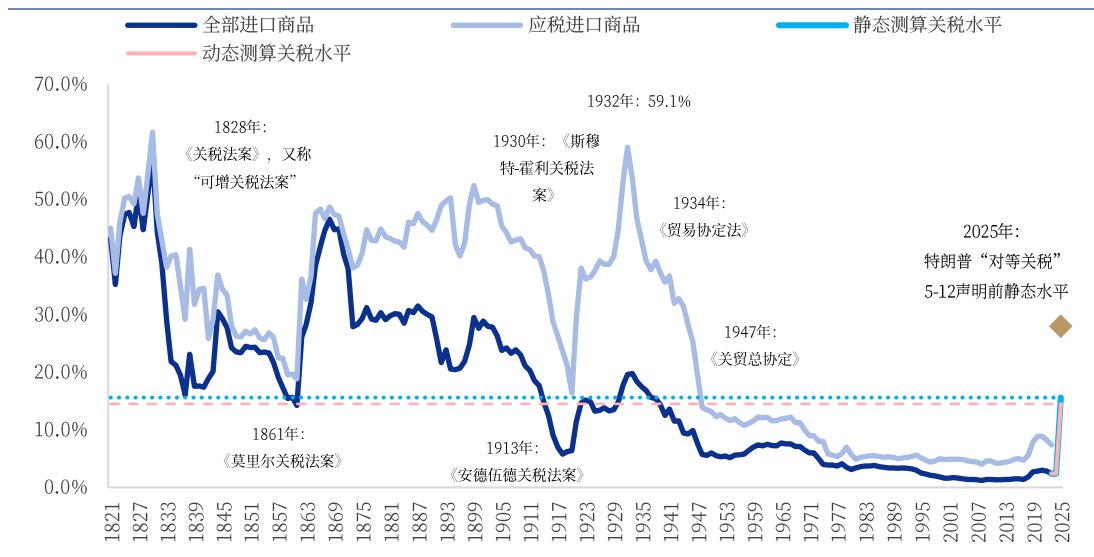
（一）关税：成为新常态，短期通胀的同时警惕总需求的弱化

在特朗普政府宏大的“海湖庄园协定”框架中，关税无疑是最为核心的手段，也大概率会贯穿特朗普的任期，因其具有以下特点：（1）关税在特朗普政府大规模扩张赤字时，是可以对冲赤字的最核心的额外收入来源；（2）关税不仅是核心的竞选承诺，也是特朗普加速制造业回流的手段；（3）关税有利于特朗普在贸易和其他磋商方面对他国进行频繁施压；（4）总统加征关税的途径较多，相比于其他需要立法的政策更为便捷。因此，关税在特朗普任期内大概率会成为新常态，尽管其加征的法律依据可能逐步调整。

关税的执行情况和底线？从目前的贸易谈判的情况来看，特朗普政府大概率希望保留对大多数国家 10% 的普遍性关税以保证财政收入并保留灵活施压的手段，叠加 2.4% 的前期关税和部分特定行业的关税，底线综合关税税率可能不会低于 12.5%。目前的关税主要分为（1）利用国际紧急经济权力法案（IEEPA）加征的 10% 普遍性关税和针对中国、加拿大、墨西哥等国的芬太尼关税，其中中国面临 20% 的芬太尼关税，加拿大和墨西哥免于普遍性关税但仍面临部分豁免的 25% 关税；（2）利用 232 条款加征的铝钢关税，6 月 4 日起从 25% 提高至 50%；（3）利用 232 条款加征的 25% 汽车关税，但存在部分豁免条款；（4）其他通过 301、201 等条款加征的历史关税。综合来看，在 5-

12 中美谈判后，考虑各国进口比例变动的动态测算关税降至约 16%左右的水平，耶鲁预算实验室的动态测算显示关税水平约 14.5%左右，比谈判前的 18%显著降低。同时也不难看出，在目前的关税水平下，特朗普政府做出进一步显著让步的空间较为有限，关税可能进入稳态中边际降低的状态。

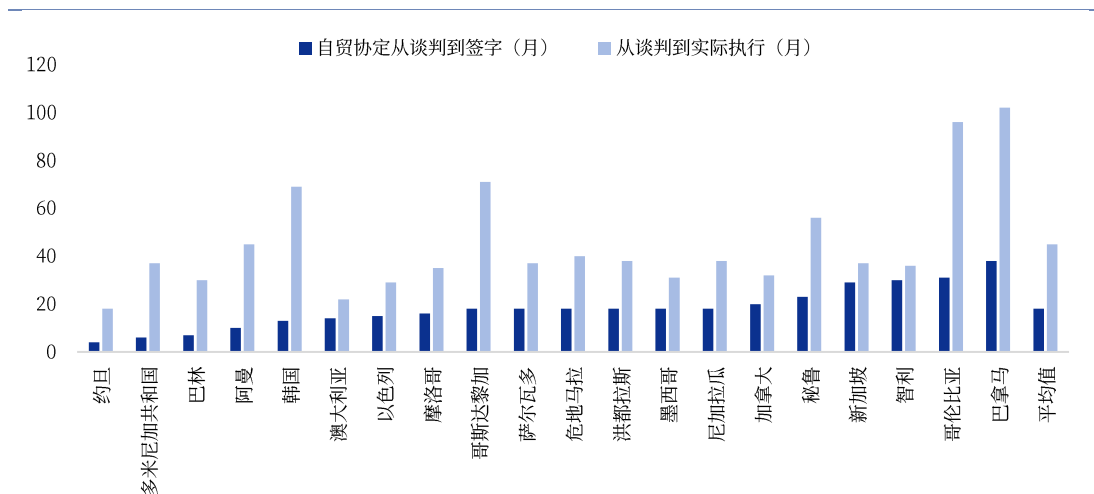
图93：即使在谈判缓和后，美国综合关税税率仍处于近一个世纪以来的高位



资料来源：USITC、Yale Budget Lab，中国银河证券研究院

关税谈判的进程？从历史数据来看，90 天的暂缓期内美国大概率难以完成贸易谈判，未来和可能需要进一步延长关税豁免的时长。从美国 2016 年以前的贸易协定谈判速度来看，过往的自贸协定从开始谈判到签字平均需要 18 个月，最快 4 个月；从谈判到实际执行平均 45 个月，最快 18 个月，而上一轮中美贸易谈判历时 18 个月（2018-5 到 2019-10）。目前特朗普政府在相对急于达成协定的情况下会加速谈判，但日本、欧盟等重要谈判对象均保持了克制，且欧盟可能会对美国关税进行反制，3 个月时间明显不足。

图94：历史上美国自贸协定的谈判时间较久



资料来源：Freund et al. (PIIE)，中国银河证券研究院

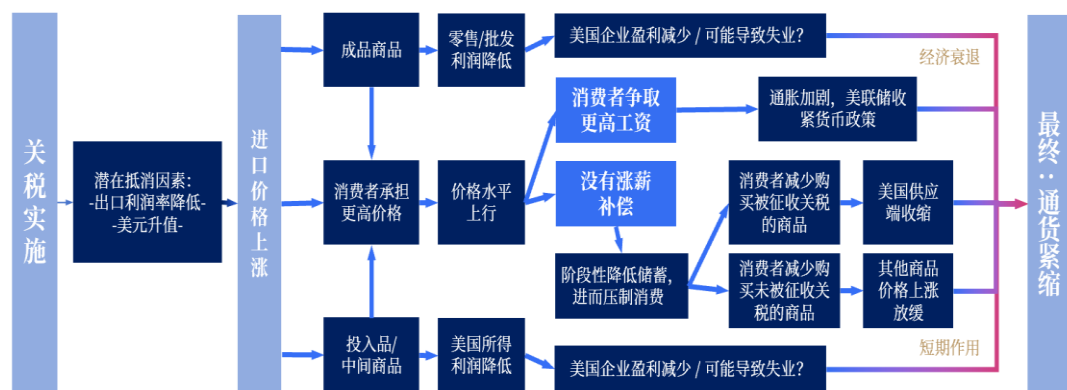
法院对 IEEPA 的挑战？从法条解释的角度来看 IEEPA 可能并不适用于大规模无限制的关税加征，但这并不会显著妨碍特朗普政府的关税征收；如果 IEEPA 关税后期在最高法院被判定不合法，

特朗普政府可能先使用临时性关税手段，同时开启 232、301 调查向不易被司法挑战的关税手段过渡。美国国际贸易法庭（CIT）5 月 28 日认定 IEEPA 关税违法后，特朗普政府申请到了暂时的禁令延长，预计针对 IEEPA 的法律战可能最终要由最高法院进行裁决。CIT 认为 IEEPA 关税不合法的原因主要是两个：（1）IEEPA 原文中并没有将国会加征关税的权利直接授权给总统，原文是授权总统“管理……进口”的权利（regulate...importation），基于此无限制加征关税明显超出法律原意。

（2）加征关税的基础之一是特朗普宣布美国进入国家经济紧急状态，而 CIT 认为长期贸易逆差存在多年且并不对是对美国非常且显著的威胁，也不支持无限制且粗暴的关税加征。由于 IEEPA 没有用于大规模加征关税的先例，且从法律角度考虑确实有越权和扩大解释之嫌，最高法院未必会支持 IEEPA 无限制加征关税的判例。但即使 IEEPA 关税最终被推翻，特朗普政府仍可以使用限制略多的 201、122、338 等条款接续 IEEPA 关税，并在其间进行大量 301 和 232 调查，最终以更合法的方式加征关税。综合考虑，法院对 IEEPA 的挑战最终可能成功，但这并不显著阻碍特朗普政府采用其他手段接续关税加征，并获取关税收入。

我们仍然认为关税引发的通胀大概率是暂时性的，而下半年是重要的观测关税对总需求的打击程度的节点。普遍性关税是对总需求的打击：价格上涨后，承担部分成本的企业短期的盈利将下降，这不利于进一步的投资和雇佣行为，且企业预期不论从制造业 PMI，地方联储调查投资预期，还是招聘计划和职位空缺数等都出现了一定的下滑。从居民支出角度来看，如果薪资跟随价格上行，那么“薪资-价格螺旋”可能导致美联储维持紧缩，进而打击经济；而更可能的情况是工资作为滞后变量无法及时跟随价格调整，那么在价格上行但居民储蓄释放空间有限的情况下，消费可能进一步边际放缓，这也是 PCE 服务支出增速进一步放缓所警示的。当然，特朗普政府目前更加宽松的财政政策可能会缓解总需求和消费下滑的幅度，但三、四季度仍存在消费先出现下滑，随后跟随进一步的减税和降息见效而回升的可能性。

图95：大规模关税政策在更长期可能并不会导致通胀上行，反而引发经济走弱的风险



资料来源：Perkins, 中国银河证券研究院

图96：特朗普政府仍有多种手段加征关税

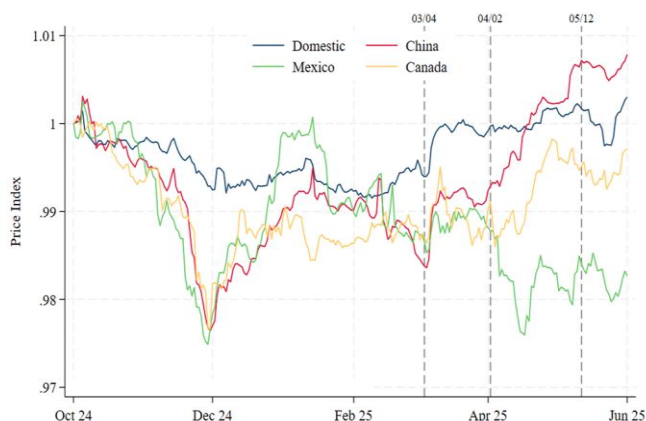
	Section 232	Section 201	Section 301	Section 122	Section 338	IEEPA
主要针对问题	威胁国土安全	危害本地产业	违反贸易协定和其他行为	国际支付问题	对美国商业的歧视	国家紧急状态
负责调查的机构	美国商务部长	美国国际贸易协会	美国贸易代表办公室	暂无	暂无	暂无
法案最长有效期	暂无	4年；可能延长至总共八年	4年；可能延长至无明确上限	150天	暂无	暂无
最高关税率	暂无	50%，注意逐步削减要求	暂无	15%	50%	暂无
关税案例	铝钢，2018-	太阳能电池产品，2018-2026	来自中国的一些特定进口商品，2018-	尚未被使用过	尚未被使用过	来自中国的进口商品和10%普遍性关税

资料来源：Congressional Research Service, 中国银河证券研究院

（二）通胀：消费者价格的传导可控，企业也将分担部分涨价

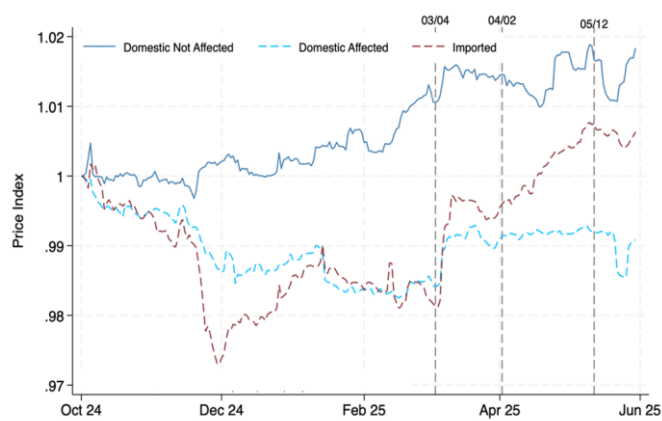
在关税的冲击下，理论上自关税开始大规模加征起的12个月内，消费者价格的同比增速将出现一次性的上升，这也造成了美联储部分官员“谨慎观察硬数据，预防通胀持续回升”的态度。全年来看，关税下的美国价格走势可能有以下几点特征：（1）从短期的CPI和PCE价格数据来看，关税造成的涨价尚不明显，但我们认为这更多是统计抽样和部分抢进口形成的库存所导致的涨价滞后，高频数据显示涨价已经发生。（2）尽管通胀将在2025下半年显现，但我们认为考虑关税的情况下CPI的年均同比增速将由2.4%提升至3.1%左右，高点可能为3.4%，2026年中开始可能回落至2.5%左右的范围，其“暂时性”并不阻碍美联储在年内考虑降息。（3）从对企业的调查来看，虽然有过半企业表示对涨价的传导率高于50%，但也有大量企业表示暂未向消费者传导任何涨价，相应的有近半数企业表示净收入会出现下滑，这也意味着美国企业利润下半年有进一步弱化的风险。

图97：美国自中加墨进口的商品价格整体已经出现明显上行



资料来源：Cavallo et al., 中国银河证券研究院

图98：不受进口影响的本地商品也跟随进口产品出现了一定涨价



资料来源：Cavallo et al., 中国银河证券研究院

首先，虽然二季度的CPI和PCE通胀数据仍位于2.5%下方，但从高频的价格数据研究来看，美国部分进口商品价格已经出现了明显的上行，并带动了本土产品的涨价；因此，滞后的CPI和

PCE 通胀数据在下半年仍会出现涨价。短期，通胀数据中的价格上行并不明显，除了居住成本的持续放缓外，商品价格由于轮动抽样统计的滞后和部分相对低价的库存也未明显上涨。不过，从 Cavallo 等利用美国大型零售商日度线上商品价格数据的研究来看，进口商品的涨价已经发生：（1）从中国进口的商品自 3 月开始涨价明显，月均近一个百分点，同时 5-12 谈判后价格也尚未回落；（2）加拿大进口的商品也出现了整体涨价的情况，涨幅弱于中国商品，而墨西哥商品价格则在 3 月短暂上行后保持低位；（3）美国本土不受进口价格影响的替代品也跟随其竞品上调了价格。考虑到中、加、墨占美国总商品进口约 40%，已经出现的温和涨价后续大概率会被 CPI 等指标捕捉到，尽管价格数据更明显的上行可能要等到三季度。

其次，虽然物价会出现上行，但我们的测算以及部分研究显示通胀的整体上行幅度仍然可控，不会成为美联储温和降息的阻碍。我们通过进口商品价格的测算显示，在普遍性关税保持 10%、中国占美国进口比例降低至 10%且人民币不继续贬值、其他国家货币贬值 6%、WTI 油价年均 65 美元的假设下，对 CPI 的影响是其 2025 年均值较不考虑的关税的 2.4%提升 0.7 个百分点至 3.1% 左右。耶鲁预算实验室的测算认为关税对价格的短期影响约为 1.3 个百分点的上行¹；但我们认为如果考虑到关税并不是从年初开始实施，其年内对价格的实际影响可能在 1 个百分点以内，也即 CPI 的高点可能不会超过 3.5%。此外，本轮通胀于 2021 年不同的是涨价并不是由供给不足与需求偏强同时驱动，在美国居民收入难以明显增加的情况下并不具有持续性，应为“暂时性”涨价，且影响可能在 2026 年中以后消退；届时，CPI 同比增速可能重新靠近 2.5% 左右。

图99：关税可能导致 CPI 的年均值升至 3.0%-3.5% 的范围，但这较为可控

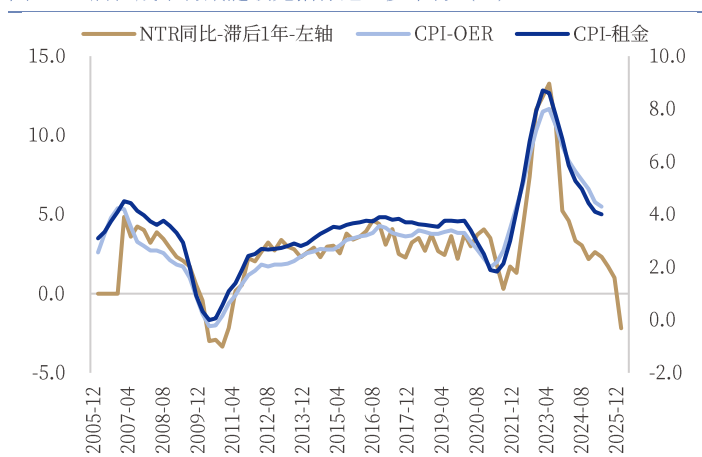
1	对2025年CPI同比增速影响（假设关税成本全部由美国负担，rmb不继续贬值，其他货币贬值6%，从中国进口比例降低至10%，WTI中枢降低至65美元/桶）	其他国家10%普遍关税	其他国家15%普遍关税	其他国家20%普遍关税
	对华关税维持60%	1.18	1.58	1.99
	5-12谈判后	0.93	1.33	1.74
2	对2025年CPI同比增速影响（在上述假设基础上，考虑对等关税4月而非2025年初开始落地）	其他国家10%普遍关税	其他国家15%普遍关税	其他国家20%普遍关税
	对华关税维持60%	0.88	1.19	1.49
	5-12谈判后	0.70	1.00	1.30

资料来源：Wind、BLS、Fred，中国银河证券研究院

从 CPI 的其他分项来看，除了关税导致的商品涨价外，其他价格并不具备持续走高的基础。对于 CPI 缓和最重要的居住成本预计在 2025 全年继续跟随新租户租金价格指数降低，同比有望降至 3% 下方。核心服务方面，非制造业 PMI 的新订单等软数据和逐步放缓的劳动市场也意味着价格整体处于回落的通道。受原油影响较大的能源价格预计保持低迷，不过需要注意地缘政治问题导致油价短期突然上行的风险；而食品价格虽有温和上升的风险，但并不能带动 CPI 明显走强。因此，在关税对通胀影响有限且可能为暂时性的情况下，下半年的数据仍可能支持美联储降息。

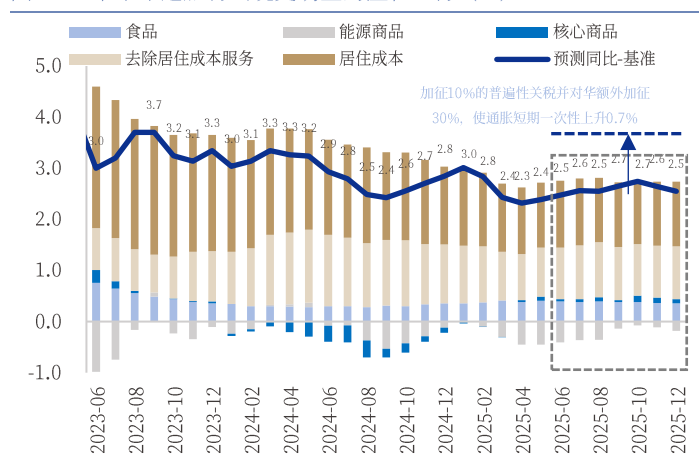
¹ State of U.S. Tariffs: June 1, 2025 | The Budget Lab at Yale

图100：居住成本将跟随领先指标进一步下行（%）



资料来源：BLS、Wind、中国银河证券研究院

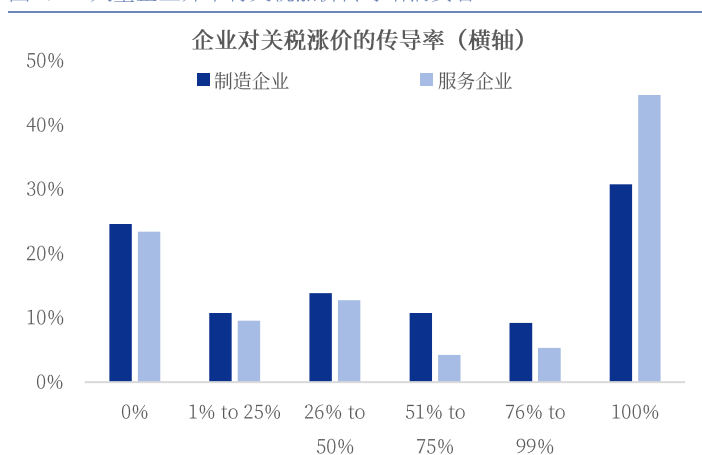
图101：下半年通胀将出现更明显的温和上行（%）



资料来源：BLS、Wind、Fred、中国银河证券研究院

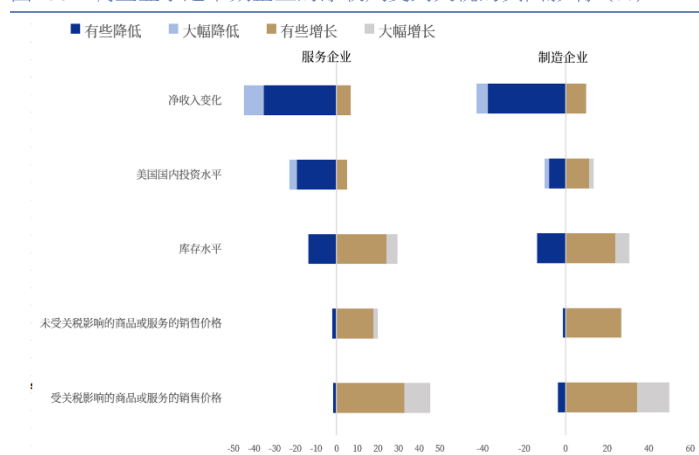
最后，关税导致的价格上行并不会由消费者全部承担，企业也将承担部分涨价且利润将会受到进一步侵蚀。虽然短期来看，企业似乎快速将关税涨价向消费者传导，但本轮美国居民的资产负债表和储蓄情况弱于2021年，企业可能无法令消费者承担全部的价格上行，纽约联储的研究也证实了这点。纽约联储5月对于纽约和北新泽西区域的商业调研显示，虽然约有31%和45%的制造与服务企业将关税涨价完全传递给了消费者，但也有25%和23%的制造与服务企业表示完全没有进行涨价，涨价幅度低于50%的制造与服务企业分别占比49%和46%，并不在少数。无法完全向消费者传导价格也意味着企业利润会出现一定下滑，调查中分别有42%和45%的制造与服务企业表示净收入出现降低，仅不足10%的企业表示净收入上行，且这些企业大部分是生产作为进口替代品的商品和服务的公司。因此综合来看，企业分担关税一方面会减轻消费者价格的压力，但另一方面其名义利润增速可能会进一步降低，这也是权益市场在估值处于历史高位时需要警惕的。

图102：大量企业并未将关税涨价传导给消费者



资料来源：NY Fed、中国银河证券研究院

图103：调查显示近半数企业的净收入受到关税的负面影响（%）



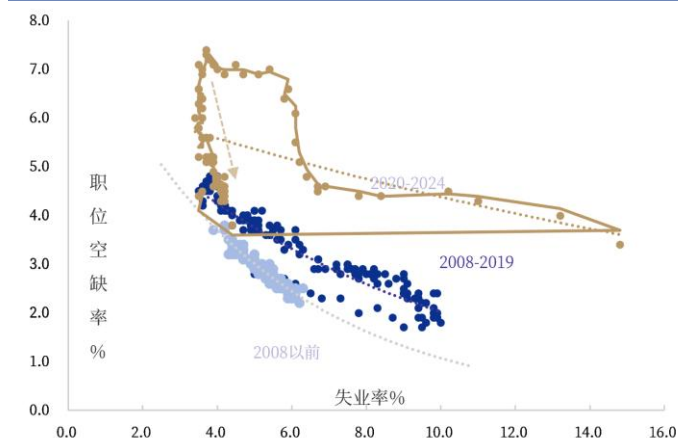
资料来源：NY Fed、中国银河证券研究院

（三） 劳动市场：短期平稳，但失业率仍易稳中有升

相较于“暂时性”的通胀回升，劳动市场中失业率在下半年的逐渐走高可能是美联储所更需要担心的问题，尽管短期来看“薪资-消费”的良好循环依然在为经济提供韧性。尽管贝弗利奇曲线的正常化进程缓慢，但一方面劳动需求方面软数据和硬数据进一步疲软，另一方面供给方面减少的规模尚不突出，这将稳定的推动失业率逐步走高。从主要劳动数据统计序列来看（CES和CPS），非

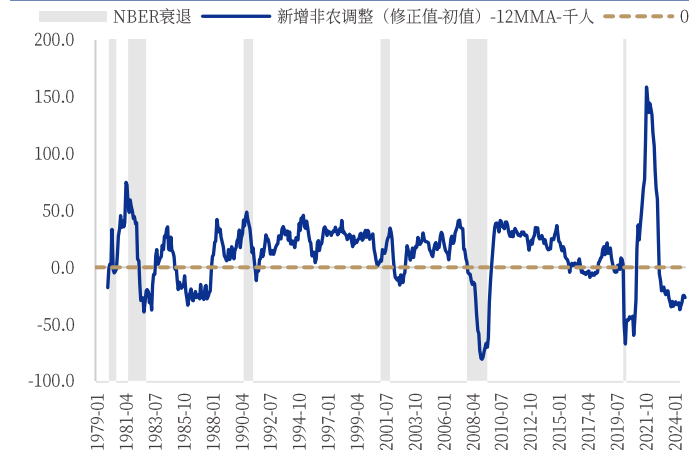
农就业仍然对整体就业情况存在一定高估，且后续跟随季度就业和薪资普查（QCEW）下修的概率较高，这可能也会加强投资者对劳动市场走弱的关注。综合来看，我们认为 2025 下半年就业市场将进一步边际恶化而非整体保持平稳，失业率可能走高至 4.5% 或更高的水平，名义薪资增速在通胀回升时逐渐向 3.5% 下行，这种弱化也易导致美联储在三季度末或四季度考虑温和的降息；在双重目标中，如果通胀和失业率同时出现温和上行，那么预防经济走弱对美联储来说可能更加重要。

图104：贝弗利奇曲线的正常化进程偏缓慢，但失业率可能走高



资料来源：BLS、Wind，中国银河证券研究院

图105：新增非农就业延续下修态势

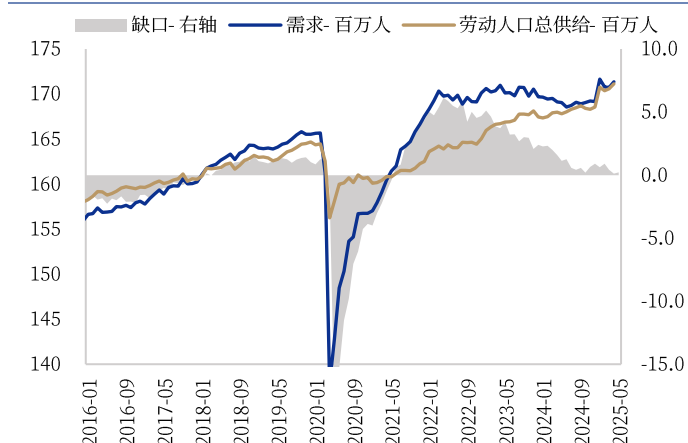


资料来源：BLS、Wind，中国银河证券研究院

短期来看，新增非农就业仍然稳定在 10 万人/月以上，而不低的名义薪资增长也支撑消费保持稳定，同时失业率的上行仍然温和。虽然如此，从四个方面依然可以看出劳动市场并非平稳，而是在继续走弱。首先，非农数据在 2025 年基本延续持续下修的态势，不符合就业平稳或上行期的特征。前五个月月均新增岗位实际只有 12.38 万个，年内累计下调 21.9 万个就业岗位；虽然 3 月开始新增非农就业的初值呈现“超预期”的状态，但随着问卷的进一步回收，新增就业岗位开始被显著下调，但市场似乎容易淡忘已公布数据的大幅下修，形成劳动市场依然偏强的错觉。从就业的广度来看，制造业保持持续疲弱的情况下，新增就业的来源较为集中，且此前有一定托底作用的政府就业也在下滑，这均是劳动市场弱化的信号。

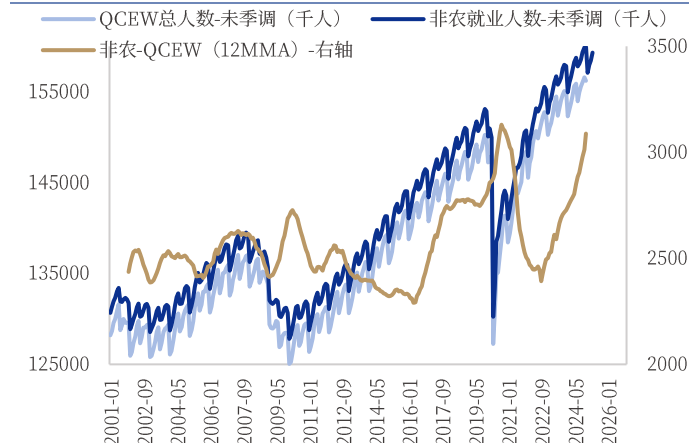
其次，预计非农就业总数在今年 8 月根据季度就业和薪资普查（QCEW）模型调整时仍会继续显著下修，可能导致一季度的新增就业数量低于 10 万岗位/月。从近期公布的 QCEW 数据来看，2024 年底，QCEW 统计就业为 1.562 亿个岗位，而非农则为 1.599 亿个，相差 372 余万个，较 2024 年 3 月 277 万个的差值继续显著扩大。2024 年 8 月根据 QCEW 对 2023 年 4 月至 2024 年 2 月的非农数据进行了 81.8 万的下修；以目前的差值推算，2025 年 8 月修正时下调幅度应超过 90 万个岗位，对应每月额外下调 7.5 万个。这可能导致 2025 年 Q1 的月均新增非农就业从 11.1 万降低至 3.6 万，而这一水平除了表明劳动市场放缓外也将进一步推升失业率。

图106：粗略劳动市场缺口基本闭合



资料来源：BLS、Wind，中国银河证券研究院

图107：QCEW 显著低于非农意味着其未来易出现大幅下修

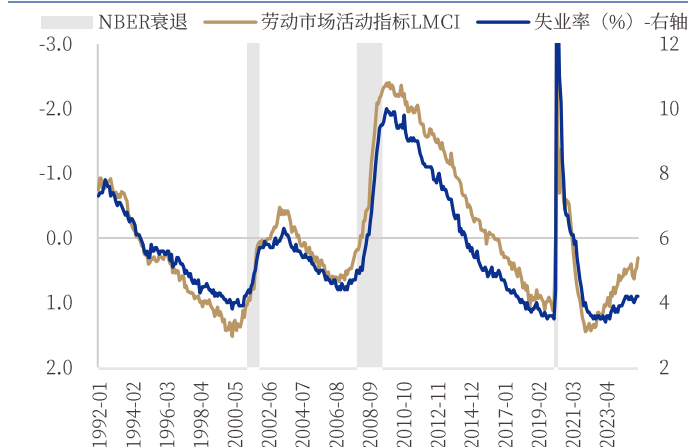


资料来源：BLS、Wind，中国银河证券研究院

第三，从需求端的数据来看，劳动需求整体保持稳定弱化的状态，硬数据和软数据都有走弱。

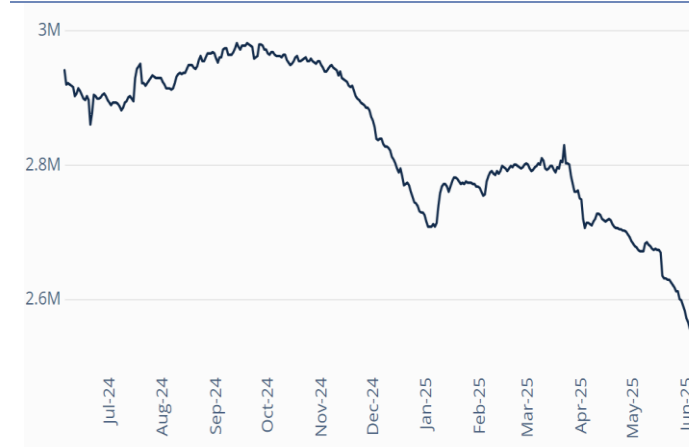
硬数据方面，美国职位空缺数整体保持下行态势，空缺率降至4.5%下方，招聘指数也基本预示着空缺数持续的温和下行；LinkUp 的万家大企业职位空缺数也从关税加征前 270 万个的水平快速降至 255 万以下，硬数据基本都在预示需求将进一步下行。软数据方面，ISM 非制造业 PMI 的新订单指数显著下行并进入萎缩区间、NFIB 小企业空缺和雇佣预期下滑等数据也在显示需求趋弱；从综合指数考虑，堪萨斯联储的劳动市场活动和动量指数基本指向劳动市场的进一步恶化，咨询会的就业趋势指数持续下滑，联储同步就业指数也进入接近历史衰退水平的增速²。总体上，需求端在 2025 年下半年预计保持逐步弱化。

图108：劳动市场活动指标整体预示需求下滑和失业率的上升



资料来源：BLS、Wind，中国银河证券研究院

图109：高频职位空缺数据也显示需求的下降（个岗位）



资料来源：LinkUp，中国银河证券研究院

最后，在需求疲弱的情况下，美国的劳动供给并未出现明显萎缩，在需求下降的情况下可能稳定推升失业率超过4.4%左右的自然水平，最终引发美联储降息。虽然特朗普政府的竞选承诺包括大规模限制和驱逐非法移民，希望每年减少100万人左右，但其目前已经在关税和财政法案的两线作战下显得力不从心，且大规模驱逐移民也需要财政法案通过后的进一步拨款。我们此前的假设是如果按历史上上限假设每年驱逐45万非法移民，则可能使失业率较基准情况走低0.18%左右，但这种情况并未出现。2025年劳动市场的供给放缓并不明显：从劳动人口和劳动参与率来看，劳动人口增速略高于历史正常水平，而劳动参与率除了55岁以上有下滑外，整体也保持在历史高位，并

² The Conference Board Employment Trends Index™ (ETI)
https://www.nfib.com/news/monthly_report/sbet/

未见到明显下滑。此外，美国非本地出生人口仍维持在 3300 万左右，增长斜率虽略有放缓，但仍明显高于疫情前的状态，这也暗示着移民流入可能并没有得到明显的控制。研究也显示，从合法移民申请工作许可和批准的情况来看，短期月度工作许可的申请量仍在显著上升（2024 年化约 350 万份，其中约 120 万份是续请；2025 年初申请量突破前高），虽然这一数据并不包括非法移民和非法留置工作者，但工作许可申请量保持高位意味着移民带来的合法劳动供给在短期并不会降低，也即在需求降低的情况下，供给在 2025 年大概率没有出现明显的放缓。

图110：外国出生劳动人口的增长趋势略放缓，但仍高于疫情前



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图111：工作申请许可数量的持续上行意味着合法移民供给量较大



资料来源：Hamilton Project，中国银河证券研究院

需求的下滑快于供给意味着失业率处于稳步提升的道路上，因此预计 2025 下半年的失业率将上行至 4.5%或更高，进而促使美联储最早在 9 月考虑开启温和降息。失业的逐步上行和新增就业的放缓意味着名义薪资收入的增长将会放缓，这将导致可支配收入缩减带动名义消费走弱；如果再考虑通胀因关税和技术效应开始回升的情况，美国的实际消费增速将出现一定放缓。在高利率和政策不确定性压制 AI 硬件外的设备和地产投资、减税尚未落地的情况下，“就业-消费”链条的弱化虽不至于导致美国陷入衰退，但经济放缓的忧虑叠加特朗普反复施压降息，已经足以让美联储考虑在失业超过自然水平之下开始放松利率。

（四）经济：消费可能趋缓，投资保持疲弱

经济增长方面，短期主要的压力可能来自于（1）关税冲击下私人部门消费和投资预期的弱化、（2）通胀回升而劳动市场逐步放缓下可支配收入的下行、（3）偏高利率水平继续压制除 AI 硬件以外的投资、（4）限制移民和其他政策导致总需求边际降低；虽然财政法案中的减税政策和未来的监管放松可能对经济有所提振，但这种增长难以在 2025 年快速体现。因此，美国经济在消费可能趋缓、投资继续低迷的情况下在 2025 下半年可能是“退而不衰”的状态，仍需要等待降息和减税落地提振增长，预计实际增速可能在 1.5%-2.0%左右，我们的基准预测是 1.7%。

消费方面，美国居民的“薪资-消费”循环短期保持良好但未来可能边际走弱，赤字率通过转移支付对可支配收入的支撑尚在，消费信贷也没有显著的问题，这都利于消费继续使经济保持 1.5%以上的增长。不过，需要注意的问题包括服务消费和消费者信心出现弱化，居民储蓄率在不确定性之下开始回升以及超额储蓄为负的情况下财富效应的退坡。

首先，从占个人总收入 55%-60%左右的薪资来看，通过非农就业人数估算的劳动人群名义薪资收入指标同比增速短期依然维持在 4.5%左右，即使通胀维持在 3%，实际收入也有 1.5%，这意味着工资的增长依然可以令可支配收入保持相对稳定。其次，尽管其他可支配收入中的财产性收入有

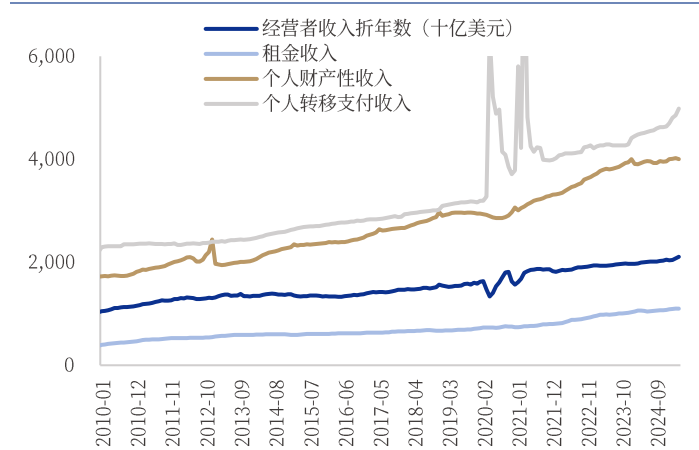
所下滑，但占比近 20% 的政府转移支付收入却在进一步上行，这主要是以退休金为代表的“社会保障收入”以及 Medicare 同比增速在 10% 以上，可能是由于婴儿潮一代在疫情集中退休所致。最后，居民消费信贷也整体保持平稳，商业银行消费贷款总体同比在汽车贷款的回升下整体保持在 2% 上方，而银行主要贷款的违约率也没有出现明显的上行，这意味着私人部门虽然没有加大消费借款的力度，但暂时也没有缩减借贷，消费增速因消费贷款萎缩而下滑的概率同样不高。

图112：劳动力市场短期使消费保持稳定



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

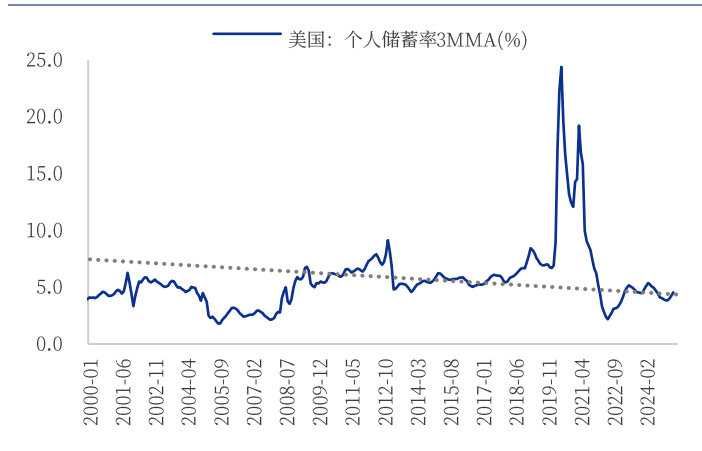
图113：个人可支配收入中，政府转移支付力度上行



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

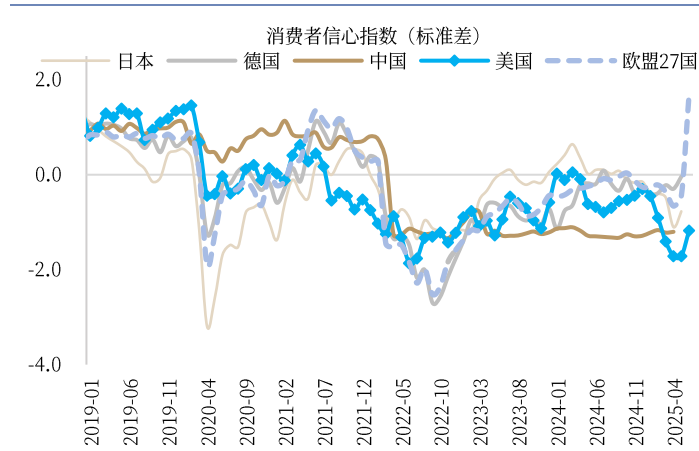
虽然消费整体无虞，但依然需要注意导致其下行的力量。在可支配收入整体稳定的情况下，居民储蓄率却从 3.5% 左右的低位出现了持续的上行，4 月已经达到 4.9%，这意味着在经济不确定性和通胀上行的情况下，即使收入平稳，用于消费的比例却在边际降低，可能导致实际消费支出的下滑。其次，美国的消费软数据较为疲软，消费者信心处于低位也可能预示下半年消费的进一步走低。此外，居民的超额储蓄名义值也已经进入负值，这意味着居民主要用于消费的收入来源就是薪资和政府转移支付，如果下半年劳动力市场进一步走弱，则并无额外的储蓄阻止消费走低。最后，2025 年一季度美国私人部门总财富从前值 168.1 万亿美元降低至 166.5 万亿美元，权益资产和房产价值都做出了负向贡献，且 2025 年权益资产和房价延续大幅上涨的概率并不高。财富效应的消退一般也意味着居民消费倾向和能力的降低，因此需要警惕，2025 年下半年美国实际个人消费支出依然有温和下滑的空间，虽不至于衰退但可能拖累经济增速降至 2% 以下。

图114：美国储蓄率的回升可能会在收入平稳的情况下压制消费



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图115：关税影响下消费者信心再度出现弱化



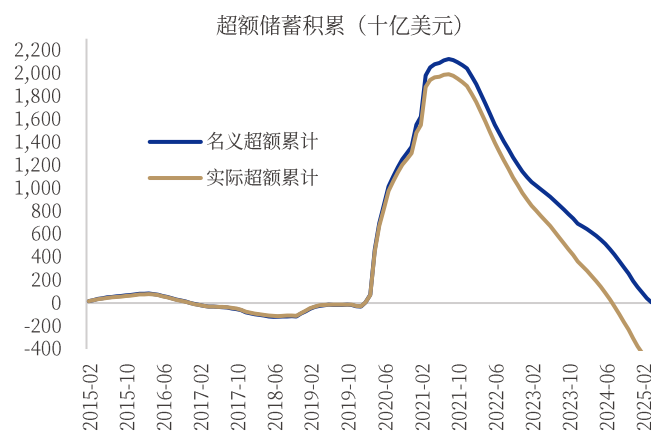
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图116: 美国家庭总资产下行, 财富效应可能减退



资料来源: FRB, 中国银河证券研究院

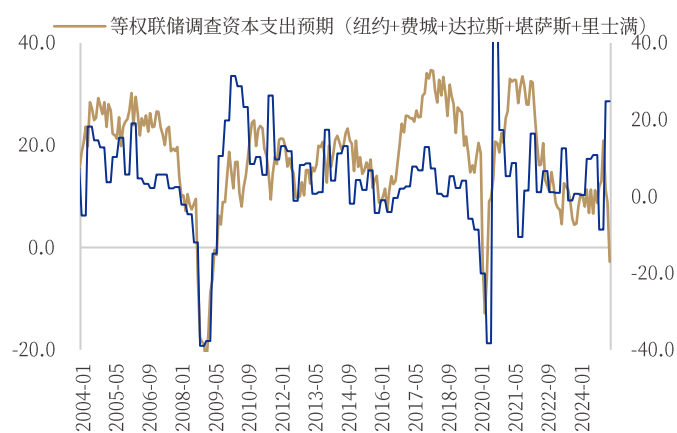
图117: 实际和名义超额储蓄均转负



资料来源: Fred, Wind, 中国银河证券研究院

投资方面, 由于偏高利率和不确定性, 除了大势所趋的 AI 硬件投资以及部分特朗普放松监管的传统能源投资可能改善外, 预计其他类别的投资依然保持低迷。从各类软数据来看, 不论是 ISM 制造业 PMI 和各联储调查的投资预期都相对低迷; 从投资的短期增长考虑, 除了电脑和电子设备相关的投资在 AI 的带动下增速较好外, 其他设备和知识产权类投资在高利率环境下难以有明显的改善; 而特朗普政府造成的政策不确定性正在进一步降低投资的动力, 所谓的制造业回流短期并未发生。

图118: 资本支出预期显示投资的改善可能不会太强 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图119: 制造业和工业生产指数表现较弱 (%)

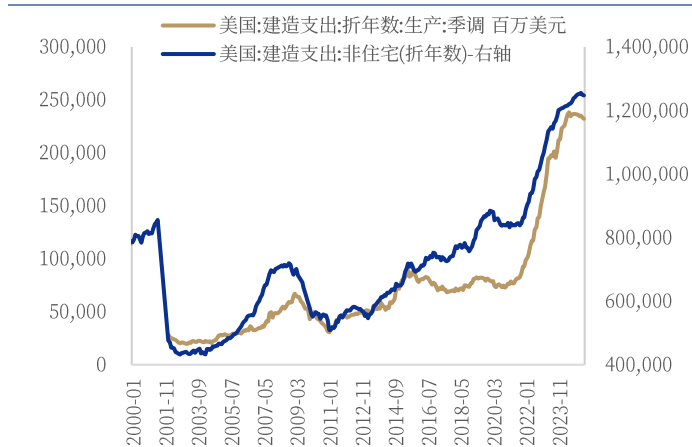


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

建筑和地产投资预计持续弱势, 一方面建筑投资中增长较快的生产厂房类已经开始放缓, 且其他包括商业、交通运输等建筑均增长疲弱, 另一方面住宅投资继续面临供给端新房偏多而成屋库存不足、需求端利率和高房价压制需求的问题。从实际建筑投资来看, 增长较快的主要是制造业相关建筑结构, 其他建筑基本处于走平或放缓中, 带动实际建筑投资轻微负增长。考虑到除能源结构外的其他结构, 特别是过剩的商业地产和已经处于高位的制造业厂房等, 难以出现进一步扩张, 建筑投资仍可能在需求不足下轻微拖累投资。住宅投资面临的困难同样尚未发生改变: 供给方面, 新建住宅的开工和库存水平仍明显高于销售, 这将在短期继续压制住宅投资; 另一方面, 偏高的市场利率使得有贷款成屋所有者再融资依然困难, 这不仅限制了价格相对更低的成屋供给, 也减少了成屋所有者购买新房并降低库存的能力。从数据来看, 房屋销售的低迷和新房持续偏高的库存表明, 高利率下开发商并没有进一步投资新房的意愿。从居民购买力角度来看, 高房价、高利率高利率、

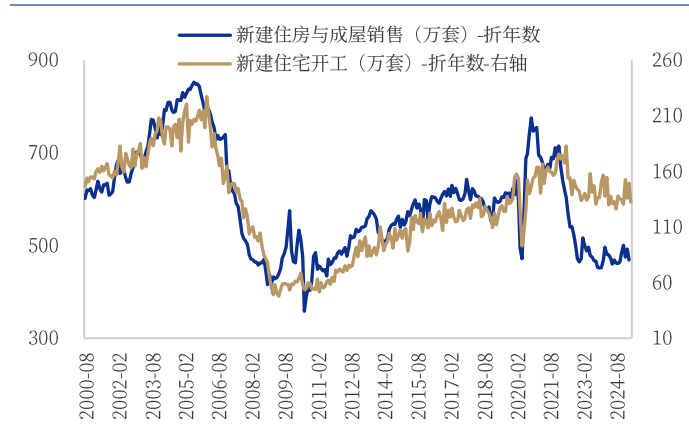
不活跃的二手房市场也都压制的相关需求。在供给偏多、结构错配、需求受压制的情况下，住宅投资在利率明显降低前的改善空间有限。

图120：包括制造业厂房在内的建筑支出开始弱化



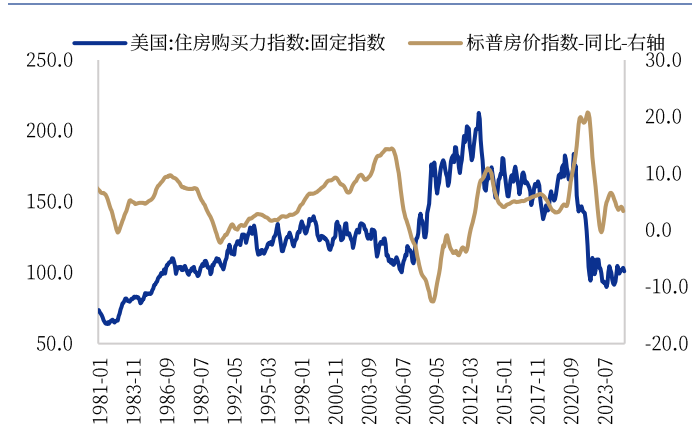
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图121：销售偏弱意味着新房投资受限



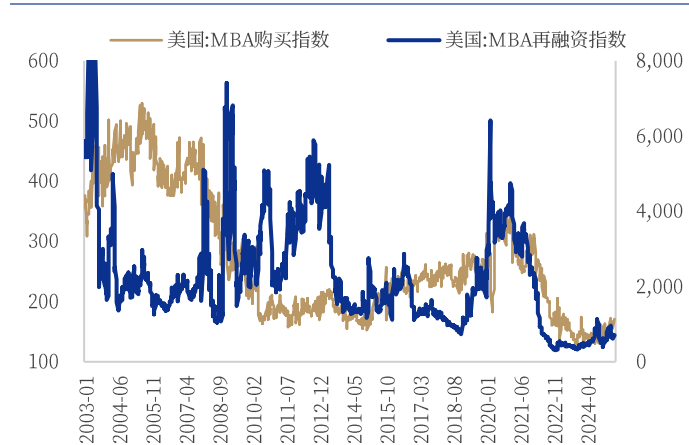
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图122：居民的住房购买能力处于低位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图123：高利率下购买和再融资继续受到压制

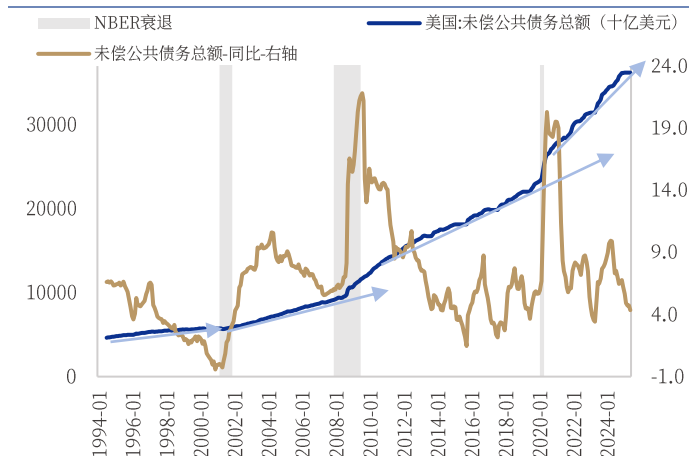


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（五）财政与债务：“大美丽法案”与财政纪律幻想的破灭

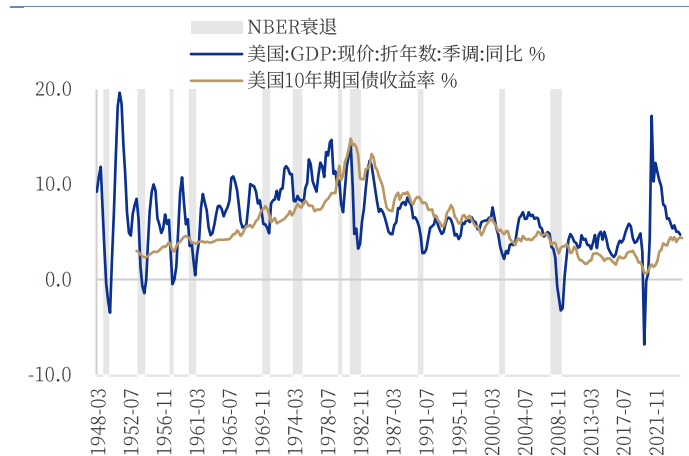
财政纪律曾经是特朗普政府的重要竞选纲领，但对2025年展望时我们就认为特朗普治下美国依然难以有效缩减赤字，收缩财政的短期经济疼痛以及对其他政策的掣肘都是行政部门所不能承受的。随着马斯克和政府效率部黯然退场以及大美丽法案的更进一步，贝森特提出的2028年美国通过赤字压缩和更高的增长达到3%的赤字率这一幻想基本宣告破灭。虽然短期来看，美国财政并无近忧，但长端债务期限溢价的抬升使长期的财政和利息成本走在不可持续的道路，叠加特朗普部分幕僚对于世纪债券等债务重构的言论，让美国长端债务需求处于愈发尴尬的境地。疫情后低失业率下超常规的财政正在逐渐成为常态，这一方面意味着政策利率在长期可能需要明显下调以维持付息的可持续性，而美联储可能也要成为更大的买家；另一方面，赤字对于名义经济增长的托底也将持续，这依然是一场债务扩张能否产生高于成本的经济增长的长跑。

图124: 美国债务总额上行斜率持续加快, 似乎难以改变 (右轴, %)



资料来源: Wind、US Treasury, 中国银河证券研究院

图125: 美国债务成本与经济增长的赛跑可能成为常态



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

考虑到目前 2025 财年已经过半、特朗普政府的没有明显的减支，我们预测 2025 年美国赤字率可能达到 6.4%；同时，在美国财政预算“减税前置、节流后置”的特点下，2026、2027、2028 年的赤字率可能持续位于 6.5%-7.0%之间。这一方面意味着经济仍有一定托底，但另一方面对于美债可持续性的预期可能进一步恶化，长端利率面临的压力依然可能迫使美联储在美国经济走弱后降息，以缓和特朗普政府造成的对期限溢价的额外压力。

图126: 敏感性分析显示, 2025 年预算内赤字大概率依然上行

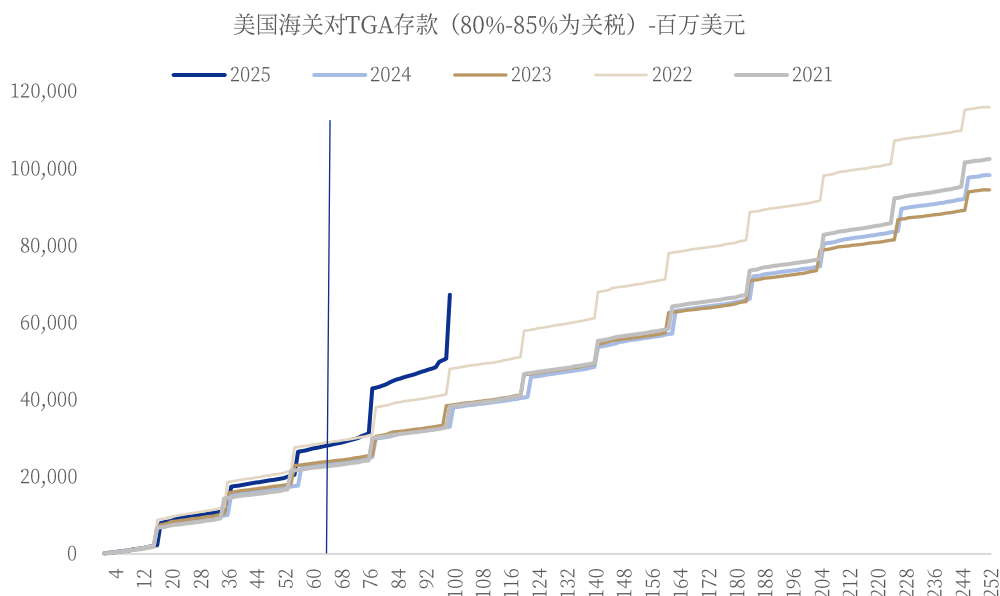
名义经济增速 \ 赤字水平-十亿美元	1700	1750	1800	1850	1900	1950	2000	2050	2100	2150
3.40%	5.63	5.80	5.96	6.13	6.30	6.46	6.63	6.79	6.96	7.12
3.60%	5.62	5.79	5.95	6.12	6.28	6.45	6.61	6.78	6.95	7.11
3.80%	5.61	5.78	5.94	6.11	6.27	6.44	6.60	6.77	6.93	7.10
4.00%	5.60	5.77	5.93	6.10	6.26	6.42	6.59	6.75	6.92	7.08
4.20%	5.59	5.75	5.92	6.08	6.25	6.41	6.58	6.74	6.91	7.07
4.40%	5.58	5.74	5.91	6.07	6.24	6.40	6.56	6.73	6.89	7.06
4.60%	5.57	5.73	5.90	6.06	6.22	6.39	6.55	6.72	6.88	7.04
4.80%	5.56	5.72	5.89	6.05	6.21	6.38	6.54	6.70	6.87	7.03
5.00%	5.55	5.71	5.87	6.04	6.20	6.36	6.53	6.69	6.85	7.02
5.20%	5.54	5.70	5.86	6.03	6.19	6.35	6.51	6.68	6.84	7.00
5.40%	5.53	5.69	5.85	6.01	6.18	6.34	6.50	6.66	6.83	6.99
5.60%	5.52	5.68	5.84	6.00	6.16	6.33	6.49	6.65	6.81	6.98
5.80%	5.51	5.67	5.83	5.99	6.15	6.32	6.48	6.64	6.80	6.96
6.00%	5.50	5.66	5.82	5.98	6.14	6.30	6.46	6.63	6.79	6.95
6.20%	5.48	5.65	5.81	5.97	6.13	6.29	6.45	6.61	6.78	6.94
6.40%	5.47	5.64	5.80	5.96	6.12	6.28	6.44	6.60	6.76	6.92
6.60%	5.46	5.63	5.79	5.95	6.11	6.27	6.43	6.59	6.75	6.91

资料来源: Wind、CBO、Fred, 中国银河证券研究院

虽然大美丽法案目前尚未成为正式立法，但其现行的财政扩张框架基本意味着特朗普任期内缩减赤字的计划正式“破产”，而赤字上行的幅度则可能取决于关税收入的力度，目前预测特朗普任期内赤字虽然偏高但仍能控制在 7%以内。从当前的版本来看，形成赤字的主要项目包括：（1）延长 2017 并永久化 2017 减税法案，并在此基础上增加部分减税和支出，10 年共计约 4.8 万亿美元；（2）增加 1440 亿美元国防相关支出；（3）希望拨款新雇佣至少 1 万名移民与海关执法局人员，期望每年驱逐 100 万非法移民，预计增加 670 亿美元支出；（4）5510 亿美元利息支出。而减少赤字的项目主要包括：（1）废除绿色能源和生产相关补贴，增加部分新税收，预计缓解 1.1 万亿美元；（2）削减医疗方面 Medicaid 的相关成本，预计缓解 8900 亿美元；（3）其他能源、教育等相关补助的削减。综合来看，该法案预计在未来 10 年内增加大约 3 万亿美元的赤字，美国国会预

算办公室（CBO）和负责任预算委员会（CRFB）等机构的测算赤字规模基本一致；而如果考虑到当前减税法案进一步永久化，则长期赤字可能增加 5 万亿美元。仍需要注意的是，赤字规模在十年内的分布并不均匀，而是“减税前置、节流后置”，因此净赤字方面 2026、2027 和 2028 年可能分别上升 4790 亿、5970 亿和 5620 亿美元，明显高于均值。

图127：对等关税后，美国关税收入明显上升，可以部分对冲“大美丽法案”造成的赤字扩张（横轴为工作日）



资料来源：Wind、CBO、Fred，中国银河证券研究院

即使考虑关税收入，特朗普任期内的赤字水平也将不可避免的上升，但关税可能将其稳定在 6.5%-7.0% 的范围内。首先需要说明的是，虽然特朗普的部分官员表示 3 万亿美元赤字是 CBO 的会计手段，实际新增的减税远小于这一规模，但 CBO 对赤字的基准假设中并没有考虑 2017 年减税延续的情况，这也导致 2025 年过后赤字率突然下滑至 6% 以下³。因此，在计算包含大美丽法案后的赤字时，需要将延长和新增减税的赤字全部考虑在内，而这大概率将使 2026-2028 年的净赤字稳定在 2 万亿美元上方，对应赤字率的进一步扩张。

在赤字因大美丽法案显著扩张的情况下，关税收入则成为特朗普政府缓和赤字率的“王牌”。从近年数据来看，美国年度关税收入除 2022 年外基本在 800 亿美元左右，月均不足 70 亿美元，而自 2025 年 4、5 月开始，关税月度收入达到 174 亿和 230 亿美元，以此情况外推，则 2025 年美国实际关税收入可能达到 2000 亿美元，额外收入 1200 亿美元。在此基础上，我们根据“基准”和“乐观”两种情况对考虑关税影响后的 2025 至 2028 年赤字率做出估算。我们的假设是基准的关税年度收入维持在 2000 亿美元左右（贡献约 1200 亿美元的额外收入），而 CBO 和彭博等机构较为乐观的估计则在 2800 亿美元左右（额外贡献约 2000 亿美元）⁴。在乐观假设下，2025 至 2028 年的赤字率分别为 6.4%、6.7%、6.5% 和 6.4%；而基准假设下则为 6.4%、7.0%、6.8% 和 6.6%（对比无关税情况为 6.4%、7.4%、7.2% 和 7.0%）。不难看出，基准情况下关税收入大致可以使未来三年的赤字率降低 0.3 个百分点左右，虽然无法覆盖减税等造成的缺口，但可以预防赤字率升至 7% 上方。

³ <https://www.whitehouse.gov/articles/2025/05/fact-one-big-beautiful-bill-cuts-spending-fuels-growth/>

<https://www.cbo.gov/publication/60271> CBO 指出其基准假设并没有考虑 2025 年后 TCJA 延期的情况，导致赤字水平低估。

⁴ [Budgetary and Economic Effects of Increases in Tariffs Implemented Between January 6 and May 13, 2025](#), P2

表6：考虑关税收入下，美国的赤字率将出现一定缓和，但整体趋势仍是扩张

	2025	2026	2027	2028
产出增长率假设（CBO）	4.2%	3.9%	3.8%	3.8%
名义GDP（十亿美元）	30410.7	31596.7	32797.3	34043.6
赤字（CBO2025-1假设+大美丽法案+关税调整）-外推关税-2000亿-(十亿美元)	1950	2209	2227	2260
赤字（CBO2025-1假设+大美丽法案+关税调整）-乐观关税-2800亿-(十亿美元)	1950	2129	2147	2180
无关税赤字-(十亿美元)	1950	2329	2347	2380
普通赤字率（%）	6.41	6.99	6.79	6.64
乐观赤字率（%）	6.41	6.74	6.55	6.40
无关税赤字率（%）	6.41	7.37	7.16	6.99

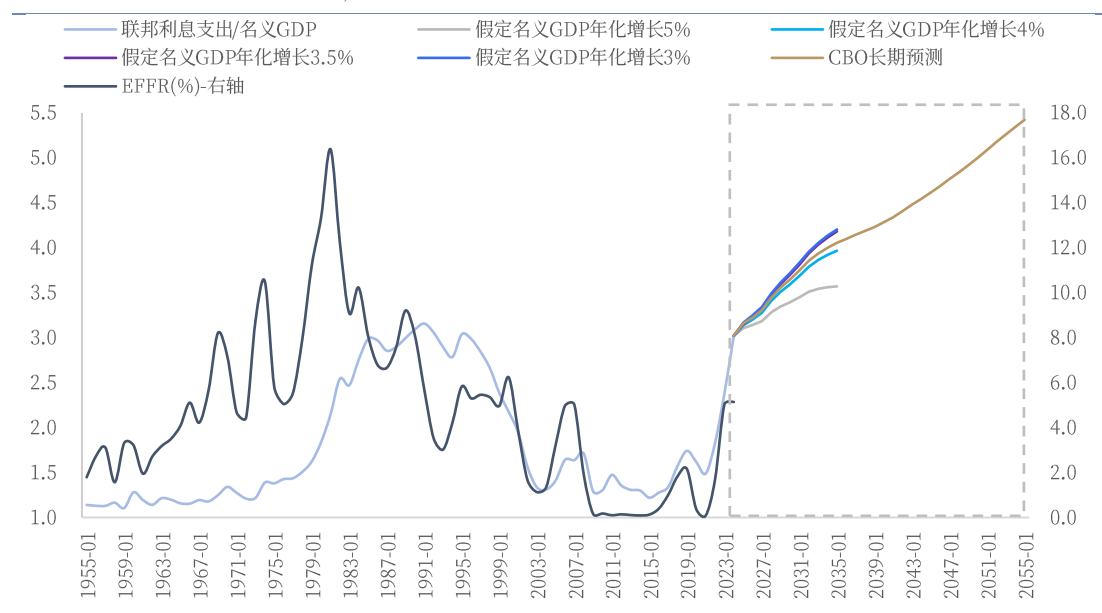
资料来源：Wind、US Treasury、CBO，中国银河证券研究院

此外，预计大美丽法案短期对于经济增长形成有限提振，但在中长期可能不利于增长并导致债务继续走在不可控的路线上。主流机构预测中，税收联合委员会估计，在新法案下，10年内的国内生产总值（GDP）将增长0.4%，而投资将略有下降；税收基金会估计，30年后GDP将增长0.8%，资本存量将增加0.2%；宾大沃顿商学院预算模型发现，30年后GDP的类似增长效应为0.7%，资本存量将增长1.5%；只有受特朗普影响较大的美国经济顾问委员会（CEA）的估计认为，延长减税短期可能通过消费使经济增长1.5-2个百分点，达到3%经济增长的目标，但是考虑到关税冲击，这一预测可能过分乐观。此外，CBO有研究显示，在短期刺激过后，美国GDP到2054年的增长可能比原有规模降低1.8%，整体上并无突出的积极影响⁵。最后，在政府债务率方面，如果法案通过，那么到2034年美国公共债务占GDP比重可能从117.1%上行至123.8%。

更长期来看，美国债务问题可能面临几种解决方案，即痛苦的赤字紧缩伴随经济下行的结构性改革、对于美债利息的部分重组（违约）或是长短收益率曲线控制（YCC）。第一种方案在美国的两党选举制下似乎概率不高，因为缩减对居民支出的党派纲领难以得到投票；而对于利息部分违约又会显著冲击美国信用。美国步日本后尘进入YCC的可能性在当前赤字难以控制的情况下还在继续上升。

⁵ <https://www.crfb.org/blogs/unpaid-tcja-extension-would-shrink-economy-cbo-says>

图128：即使在没有衰退的情况下，美国利息占名义GDP比例也处于长期无法持续的道路

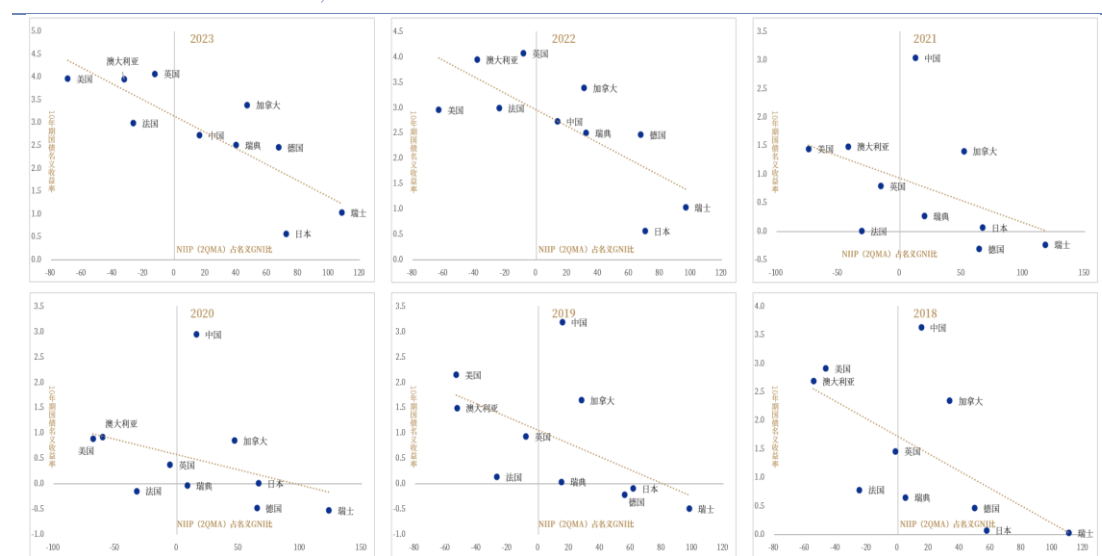


资料来源：US Treasury、CBO、Wind，中国银河证券研究院

（六）美元资产

从特朗普政府的诉求来看，更低的美债收益率和温和降低的美元似乎是较为合适的，这也与美国经济年内的潜在走势较为匹配。对于美国财政来说，在长期名义增速可能难以超越4.5%的情况下，长债收益率的下行对可持续的利息支付至关重要，也利于特朗普任期内经济的进一步恢复；美元方面，特朗普政府既需要美元的中枢弱化以支持制造业回流，但又需要美元降幅不能过大并维持国际货币的地位。从美国经济层面考虑，周期性下行和关税扰动下，美国疫情后经济增长例外论叙事的弱化和对美元信任的边际降低导致了美元指数中枢的下行，但长端美债方面却事与愿违，持续扩张的财政和特朗普造成的不确定性导致了期限溢价的走高。同时，在政策冲击之下，美国权益资产乘“例外论”之风顺畅上行的路径也被干扰，在硬数据仍有带动企业利润增速恶化的短期风险下，权益资产重回稳定的上行可能需要降息和减税政策的落地带动预期恢复。

图129：从国际投资净头寸来看，借款越多的国家长债收益率也相应更高



资料来源：Fred、Wind，中国银河证券研究院

美元指数方面，在关税削弱美元外部循环、美国经济有放缓态势、美元替代资产走强以及欧元区经济有恢复希望的情况下，其 2025 年中枢可能进一步温和降低，全年将稳定处于 100 下方。从利差和经济差角度来看，欧元区剩余的降息空间可能小于美元，而美国下半年可能面临相对更大的增长放缓压力，因此欧元的相对回升有望持续。此外，美国通过贸易逆差支撑美元外部循环的链条大概率受到关税打击，年内海外投资者进一步加深对美国国际净投资头寸的可能性也不高。特朗普政府的各类潜在改革，包括对海外美元资产收益加税、尝试世纪债券等等构想都在边际削弱海外和私人部门对美元资产的信心，这也导致了美元的替代资产，如黄金、欧元等的走强。综合来看，美元指数在美国有财政和经济惯性托底的情况下并不存在大幅下跌的基础，但经济的弱化、潜在的降息和长期的美国经济与债务结构都支持美元 2025 年继续出现温和下行。

美债方面，中短端债务和长端债务收益的背离可能维持并进一步加深，即使出现降息，财政和其他问题导致的期限溢价回升可能也不会被轻易逆转。虽然如此，我们依然认为长期债务收益率走高后有配置价值，且 10 年期美债收益率年内有望阶段性向 4% 靠拢。尽管不能排除在美国预算案通过后，8、9 月份长端债务净供给的增加进一步短期推升美债收益率，而汇率对冲成本导致美债买盘减少的风险也值得警惕，但我们认为在 4.5%-4.6% 上方的 10 年期美债从全年角度考虑依然有较明显的配置价值：（1）关税对于经济的负面冲击尚待显现，且即使 IEEPA 关税受阻，特朗普政府也可能快速转向其他关税手段；在失业率可能温和上行、美联储仍有望在 9 月开启降息的情况下，美债收益率有进一步走低的空间。（2）从财政角度来看，5、6 月美国非短债的到期量并不大，且短债需求较好；季度融资会议目前给出二、三季度的中长期国债净发行量平稳，且考虑关税后赤字扩张幅度短期仍可控。（3）从更长期的角度来看，4.5%-5.0% 的长端美债收益率可能高过美国的名义增长速度，且持续加大付息压力，因此最终不可持续，从这一角度考虑长端利率也需要一定的降低。

权益资产方面，反弹后的美股在经济弱化导致降息以及减税等政策刺激经济恢复前可能仍难以重拾顺畅的涨势，企业利润三季度依然面临走弱的风险；不过考虑到财政对消费整体的托举，权益资产下行空间亦有限。以标普 500 为例，截至 6 月中旬其远期市盈率仍高达 21.7 倍，从贸易战后的 18 倍以下快速反弹；而 2025 年美股盈利预期增速则从 11% 以上的水平下修至 7% 以下，也即贸易战后的反弹基本是估值驱动，而在估值已经接近历史数据上沿的情况下，仍需要警惕利润进一步下修带动估值走弱。此外，从关税和通胀的分担情况来看，部分企业无法传导关税也意味着其收入和利润将受到损害，这也是年内美股利润可能下调的核心原因。

九、欧元区：贸易紧张局势下的经济温和复苏

2025 年，尽管欧元区面临外部压力和贸易紧张，但在财政扩张、通胀压力减轻和内需保持韧性的支持下，预计 2025 年 GDP 增速将升至 1%；年内有望再降息一次，使利率略低于 2% 的中性水平。2025 年第一季度欧元区经济活动强于预期，从分项来看，主要受到抢出口效应推动。尽管 2024 年以来的消费和就业的温和增长态势有所放缓，但部分职业的劳动力短缺和历史性的低失业率将减缓工资增长的回落，同时通胀的下行、实际可支配收入的增长将支撑私人消费。总体上看，欧元区存在一定的贸易、投资和出口压力，但财政扩张和内需温和增长的情况下，欧元区的前景本身并不悲观，但如果美欧关税出现重大转折，仍不能忽视经济下行的压力。

（一）财政扩张、消费韧性下的温和增长

2025 年第一季度，欧元区实际 GDP 环比增长 0.6%，略高于欧央行此前预测，主要得益于抢出口的推动以及私人消费的积极拉动。工业生产活动出现回升，德国、法国及意大利的 PMI 已回升至接近荣枯线水平，背后因素包括实际收入改善带来的内需增强，以及企业在美国关税正式实施前加快出口所导致的短期增长。

德国财政政策立场的重大转变有望提振经济,从而带动欧元区的整体复苏。2025年3月4日,德国基督教联盟党(CDU/CSU)和社民党(SPD)进行联合组阁谈判,并达成一个新的财政支出计划,该计划包括将超过GDP 1%的国防开支将排除在“债务刹车”计算范围之外、放宽地方债务限制以及绕过联邦预算限制设立5000亿预算外专项基金三大核心内容。德国议会两院已通过巨额财政方案,默茨政府计划最早于今年6月敲定2026年预算案。欧盟也推出了财政扩张计划。2025年3月6日,欧盟委员会提出了一项名为“欧洲再武装”(ReArm Europe)的计划,该计划包含了一项允许成员国在危机期间超出赤字和债务限额的提案。根据该提案,各国可以将其军事预算增至GDP的1.5%,且该支出不计入国家赤字。欧央行预计,2025至2027年间,通过该计划新增支出约为1200亿欧元(占GDP约0.7%),将累计拉动GDP增长0.25个百分点。

表7: 欧央行经济数据预测

	2025年6月预测值				相比2025年3月的变化			
单位: %	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
实际GDP	0.8	0.9	1.1	1.3	0.0	0.0	-0.1	0.0
个人消费	1.0	1.2	1.2	1.2	0.0	-0.2	0.0	0.0
政府消费	2.6	1.6	1.2	1.0	0.1	0.4	0.1	0.0
投资	-1.8	0.7	1.7	1.9	0.0	-0.5	0.0	0.5
出口	1.1	0.5	1.6	2.6	0.2	-0.3	-0.7	-0.1
进口	0.2	1.9	2.0	2.7	0.1	0.0	-0.6	-0.1
就业增速	1.0	0.6	0.5	0.6	0.1	0.2	0.1	0.2
失业率	6.4	6.3	6.3	6.0	0.0	0.0	0.0	-0.2
HICP	2.4	2.0	1.6	2.0	0.0	-0.3	-0.3	0.0
核心HICP	2.8	2.4	1.9	1.9	0.0	0.2	-0.1	0.0

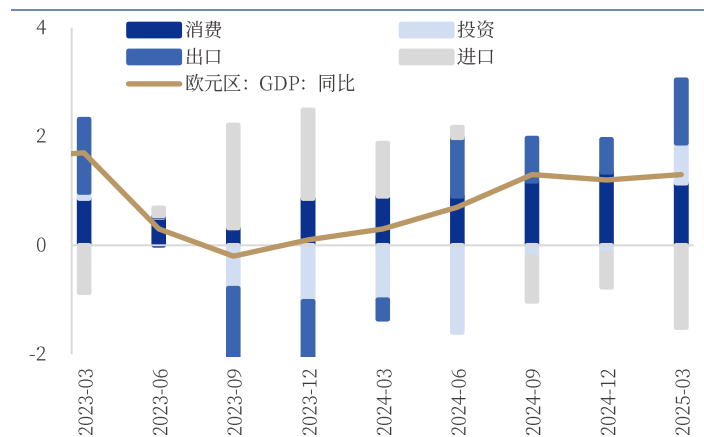
资料来源: ECB, 中国银河证券研究院

劳动力市场和私人消费仍表现出较强的韧性,但下半年对经济的推动作用可能趋弱。劳动力市场延续了2024年以来的温和扩张态势,尽管2024年第四季度就业增长较为平稳,但2025年第一季度就业人数环比有所上升。欧央行预计,2025年就业增长率将从2024年的1.0%下降至0.5%至0.6%左右。同时,欧元区的失业率预计将缓慢下降,达到历史低位。虽然名义工资增长有所放缓,但就业持续增长、通胀回落,推动家庭可支配收入进一步提升,从而为私人消费提供支撑。然而,3月和4月消费者信心的下降表明,消费可能会受到预防性储蓄动机的抑制,影响消费支出的扩张。

欧元区通胀已下降至中性区间,下半年或进一步下行。2025年以来,欧元区通胀持续降温,5月的HICP初值为1.9%,为八个月来首次低于欧央行2%目标水平;5月核心HICP为2.3%,也低于欧央行预期的2.4%。名义工资增长的放缓、能源价格的下降、和服务业价格涨幅的大幅放缓和欧元走强是欧元区通胀下降超预期的主要原因。食品通胀的降温和劳动力成本压力的缓解使得2025年下半年欧元区通胀进一步下行。

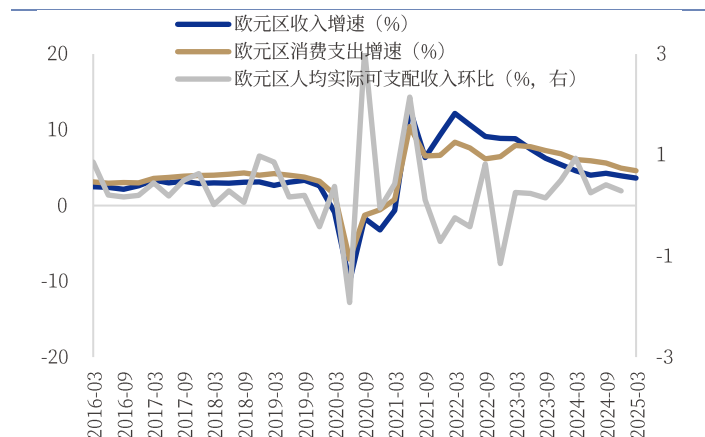
展望下半年,欧元区2025年的经济前景并不悲观,但存在经济增长趋缓的可能,在美欧关税不出现重大转折的情况下,预计2025全年欧元区GDP增长1%左右。

图130：欧元区经济复苏主由消费和出口拉动（%）



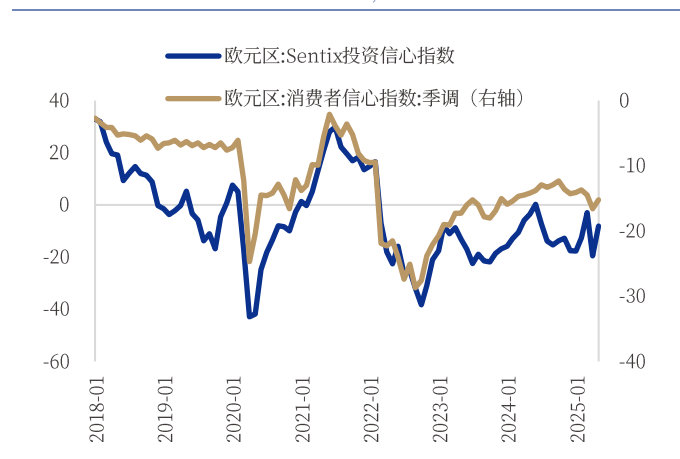
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图131：欧元区工资增长和消费支出保持韧性



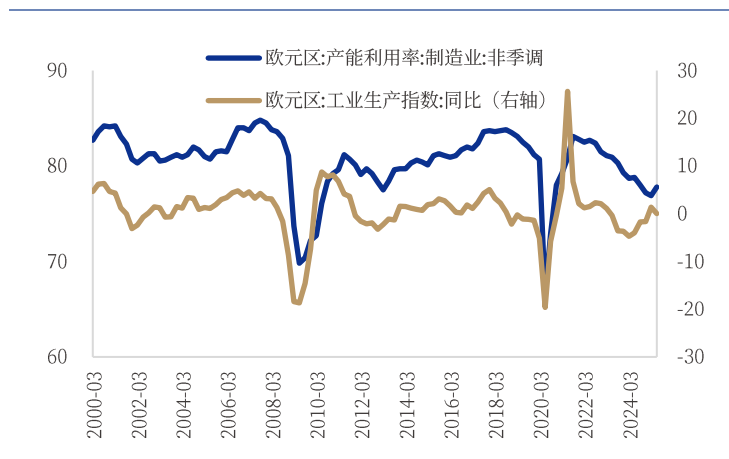
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图132：消费投资信心3、4月份下降，反映对贸易政策不确定性担忧



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图133：出口和内需回暖提振工业生产（%）

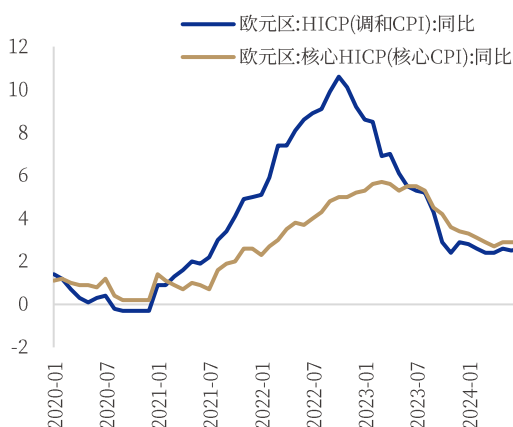


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）欧央行将评估是否结束降息周期

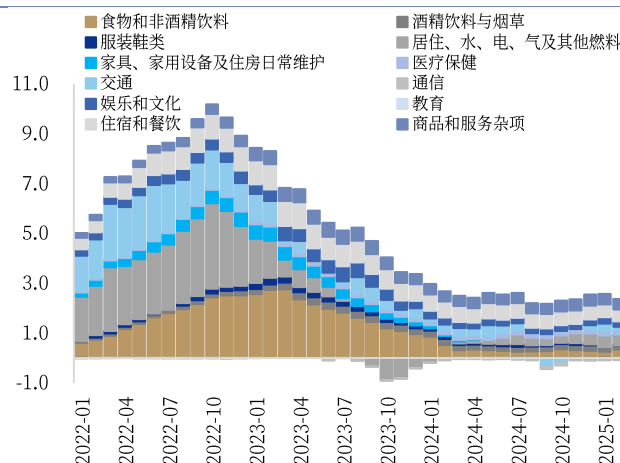
当前欧元区通胀的超预期下行，且利率已经达到中性水平，在经济压力加剧前可能保持观望态度。6月5日，欧洲央行宣布，将欧元区三大关键利率分别下调25个基点，政策利率已下调至中性区间。拉加德行长的声明表明，欧洲央行的降息周期即将结束。尽管贸易政策的不确定性预计将对企业投资和出口造成压力，但欧洲的财政扩张计划、趋缓但稳健增长的收入和劳动力市场以及较为宽松的融资条件能够在一定程度上抵御外部的冲击。欧央行的下一步行动将取决于对通胀前景的评估——这大概率取决于美欧关税的最终税率，因此欧央行可能会在关税政策最终落地后的9月再采取行动，进行单次25BP降息。

图134: 通胀已下行至中性区间(%)



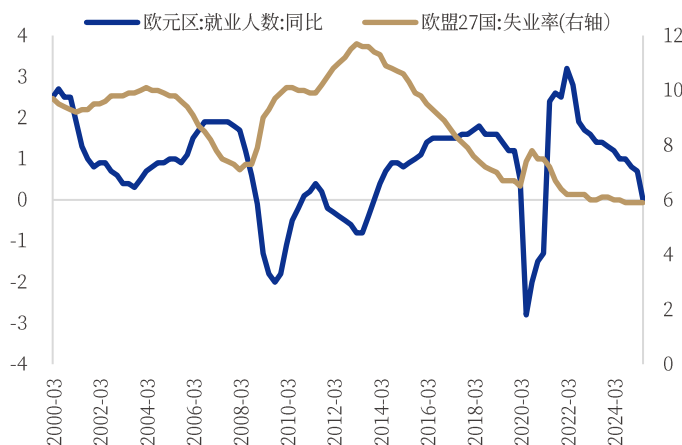
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图135: 服务业通胀有一定韧性 (%)



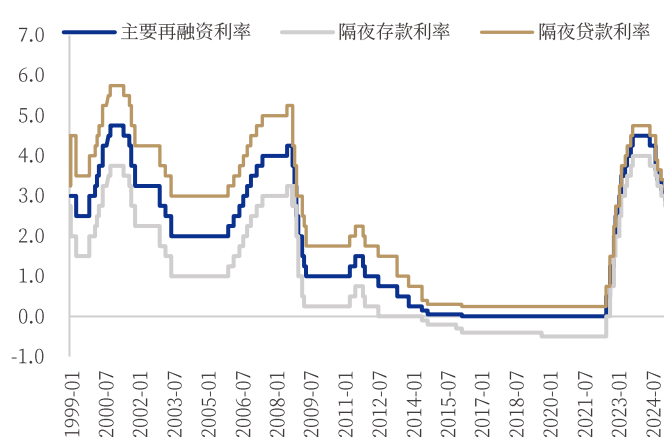
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图136: 劳动力市场温和增长, 失业率降至低位 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图137: 欧央行已将利率下调至中性水平 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

十、日本：曲折的货币政策正常化

日本经济总体呈温和复苏态势，但增长动能趋弱。在贸易政策风险和海外需求不确定的背景下，私人消费将成为日本下半年经济的关键，而这主要取决于名义工资增速和通胀的走向。尽管企业利润面临下滑风险，但日本的劳动力短缺使得名义工资有望延续增长态势。同时，进口成本降低，尤其能源价格回落，以及央行对食品通胀的政策干预使得日本下半年CPI预期回落。综合来看，预计日本2025年实际GDP增长0.5%左右，而通胀回落至2.5%以下。

货币政策层面，尽管日本已进入“薪资-价格”的良性循环，但食品价格主导的通胀和全球贸易政策存在高度不确定性的背景下，日央行对加息的观望态度愈发强烈。一方面，食品价格推动的通胀不具备可持续性，可能会等到基于工资增长的核心通胀稳步上行时再采取措施。另一方面，贸易局势的不确定性的背景下，过快加息可能会进一步打压出口和投资，影响实体经济复苏。最后就是规模庞大的债务也使金融市场对利率变动尤为敏感，若过快加息或引发债市的剧烈波动。结合日央行的表态来看，预计日央行倾向于延缓下一次加息，甚至推迟至2026年第一季度，同时削减政府放慢债券购买规模的步伐。

（一）经济复苏依赖外部环境稳定和内需修复

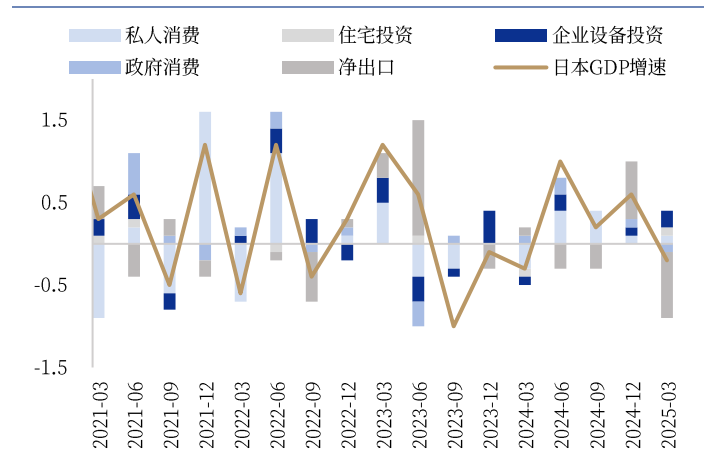
在海外关税冲击和国内需求疲软的背景下，日本经济在 2025 年后出现了放缓的迹象。数据显示，2025 年一季度日本 GDP 环比萎缩 0.2%，其中净出口拖累 0.8 个百分点。日本正面临美国一连串关税的冲击，其中包括对其商品征收的 10% 的全面关税，如果最终未达成协议，该关税将于 7 月初升至 24%。国内方面，尽管名义工资增速较快，但持续的通胀使得 2025 年以来日本的实际工资转负，食品价格的上涨使得家庭部门消费支出趋于谨慎。

尽管经济增速放缓，但劳动力市场持续紧张，加之企业整体利润未出现明显下滑，名义工资将持续上涨，预计名义工资的涨幅将在 5 月或 6 月左右超过通胀率，对消费起到支撑作用。最新一次春斗显示，日本大企业和中小企业普遍同意显著加薪，日本员工平均工资增加 5.46%，中小企业也达到 5.09% 的加薪幅度。

价格方面，预计下半年剔除生鲜食品的 CPI 将稳定在 2% 出头的较低水平。一方面，能源价格下行、日元升值使得进口成本降低，另一方面，政府通过紧急释放稻米储备、降低燃油与能源价格、推行电、燃气价格补贴等措施引导食品和能源价格下行。从中长期来看，随着日本劳动力成本的上行及“薪资—价格”良性循环逐步形成，通胀结构有望全面转向由工资增长驱动的内生通胀。但这一过程可能是温和渐进的，短期内如果食品、能源价格下行，通胀将大概率下行。

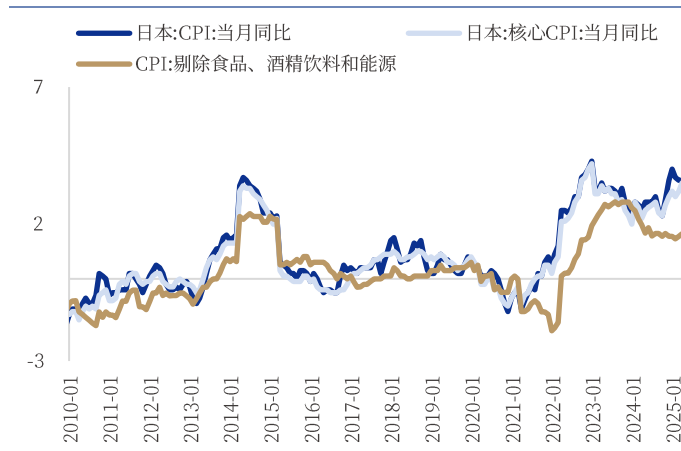
综合来看，日本经济增长的可持续性取决于以下三个关键因素：（1）全球贸易政策的演变及其对企业海外布局、出口需求和物价走势的影响；（2）“工资—消费—企业利润”的良性循环能否持续巩固，推动内需稳步恢复；（3）通胀结构能否由食品、能源价格推动，逐步转向工资-消费驱动。若上述因素维持当前态势，预计 2025 年全年日本实际 GDP 增长将在 0.5% 左右。

图138：私人消费是日本经济增长“胜负手”（%）



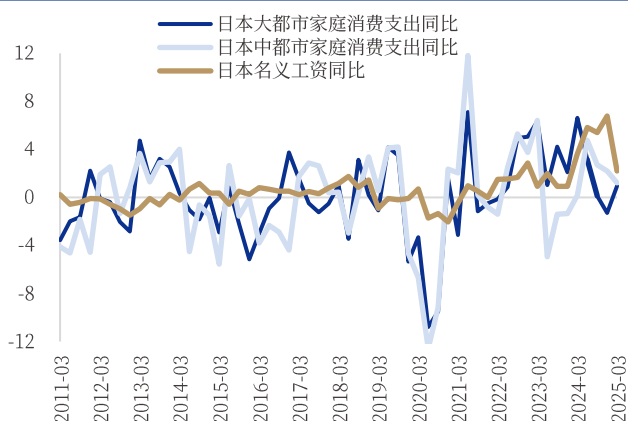
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图139：日本服务通胀趋缓（%）



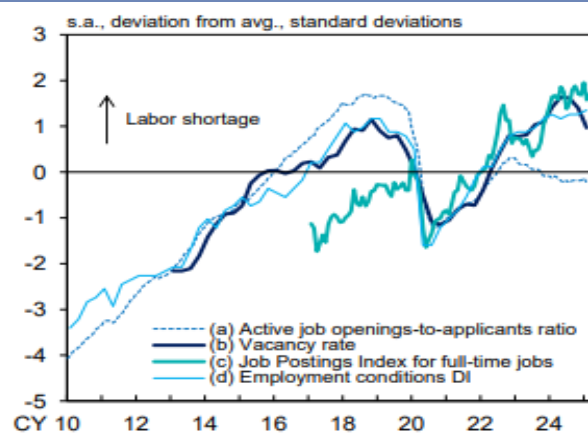
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图140: 通胀抬升使得家庭部门支出趋于谨慎 (%)



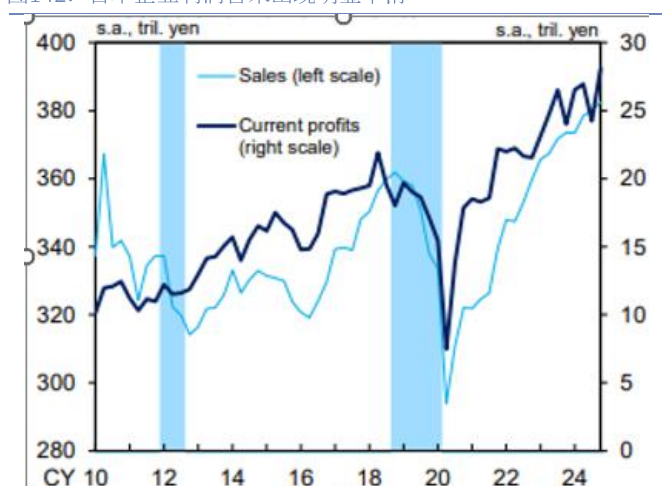
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图141: 日本劳动力短缺短期支持工资增长



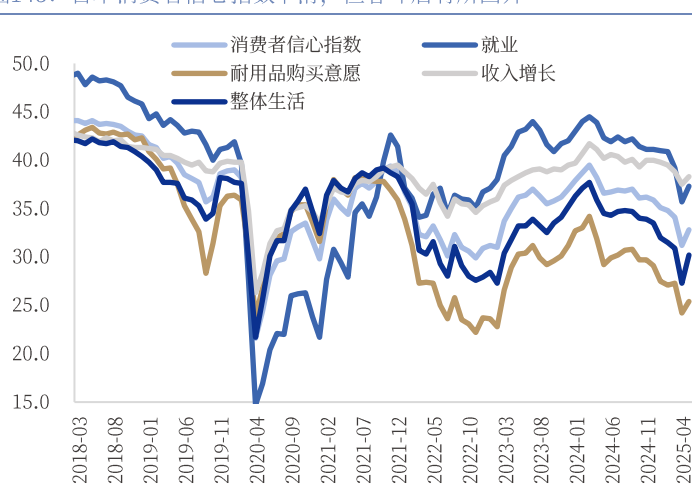
资料来源: BoJ, 中国银河证券研究院

图142: 日本企业利润暂未出现明显下滑



资料来源: BoJ, 中国银河证券研究院

图143: 日本消费者信心指数下滑，但春斗后有所回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 日央行对加息保持谨慎

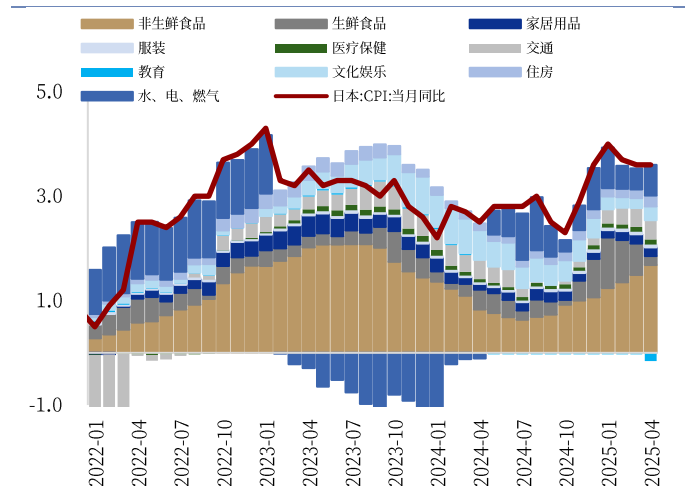
尽管存在通胀压力，但在经济增速放缓、贸易局势不确定的情况下，日央行将对加息采取谨慎态度。一方面，尽管特朗普征收关税呈现“雷声大雨点小”态势可能性较高，但在不确定性下加息过快可能会对企业投资造成负面影响。

另一方面，近期通胀主要由食品、尤其是大米等非生鲜食品价格上行推动，加息并不解决问题。加息抑制通胀主要是通过削弱总需求来抑制价格上涨，但对食品这种需求刚性极强的商品而言，其需求被压制的程度有限，反而可能挤压其他支出，进一步削弱内需。

最后，快速攀升的长债收益率也会掣肘加息的步伐。在日本财政可持续性存疑的背景下，市场投资者可能要求更高的期限溢价以弥补风险，从而进一步推升长期利率。为稳定长期利率走势，日央行在加息路径上必须更加谨慎，在推进货币正常化的同时兼顾金融市场的稳定。

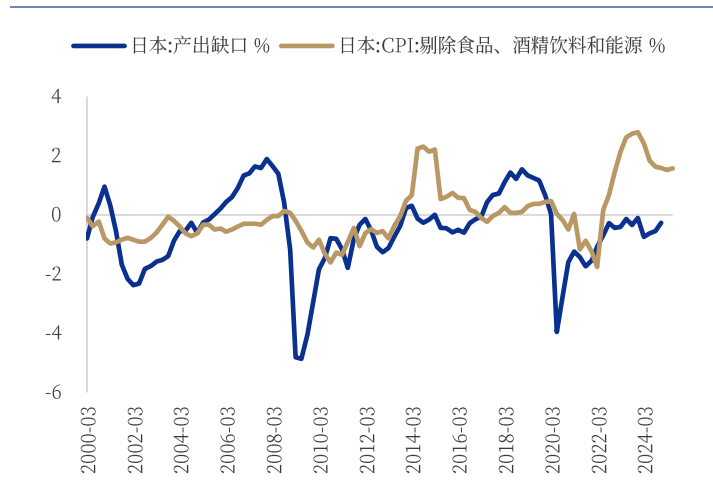
从日央行的表态来看，可能会在扣除食品和能源的核心CPI上行至2%时考虑加息，而从产出缺口看，这需要一定时间。因此，我们认为日央行倾向于延缓下一次加息，甚至推迟至2026年第一季度，同时削减政府放慢债券购买规模的步伐。

图144：食品尤其是非生鲜食品上行推高近期通胀



资料来源：BoJ, 中国银河证券研究院

图145：产出缺口可能意味着核心通胀上行仍需时间



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

表8：日央行经济数据预测

	实际 GDP	核心 CPI（剔除生鲜食品）	核心 CPI（剔除生鲜食品 and 能源）
2024 财年	+0.7	+2.7	+2.3
2025 年 1 月预期	+0.4 至+0.6	+2.6 至+2.8	+2.1 至+2.3
2025 财年	+0.4 至+0.6	+2.0 至+2.3	+2.1 至+2.3
2025 年 1 月预期	+0.9 至+1.1	+2.2 至+2.6	+2.0 至+2.3
2026 财年	+0.6 至+0.8	+1.6 至+1.8	+1.7 至+2.0
2025 年 1 月预期	+0.8 至+1.0	+1.8 至+2.1	+1.9 至+2.2

资料来源：BOJ, 中国银河证券研究院

十一、投资启示：经济为马，汇率为轴

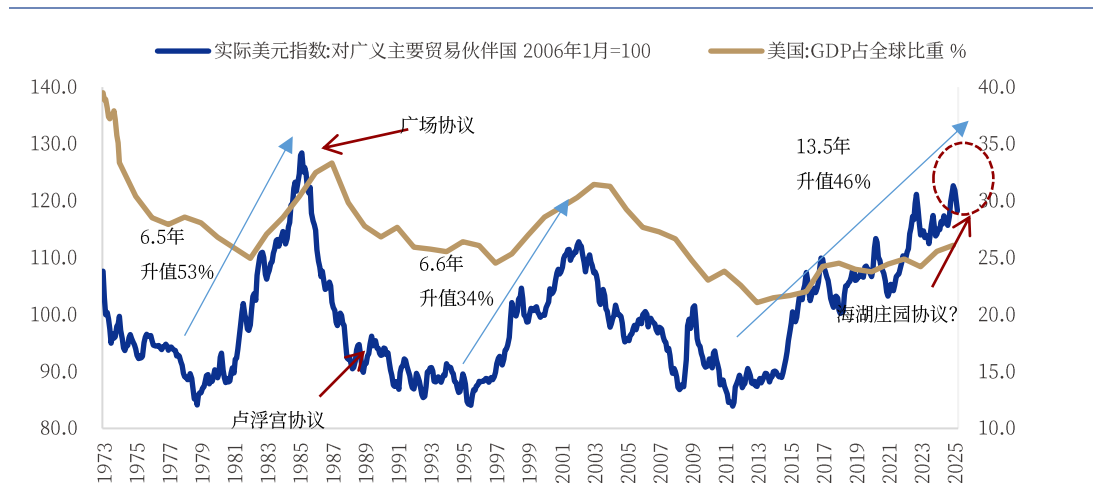
2025 年经济基本面与 2024 年相仿，政策同样保持“攻守兼备”态势，不轻易亮出全部底牌，但全球抗差逻辑下，中国经济相较美国更具韧性，国际收支平衡压力较 2024 年显著减轻，汇率由贬转升，汇率或主导下半年影响各大类资产的边际变化。股市方面，人民币升值过程中，广义流动性和风险偏好的改善有望支撑中国权益市场稳中向好，当然流动性驱动的牛市更多以结构性行情为主；债券市场方面，当汇率升值由内部力量驱动（如 2017 年）时债券下跌，而汇率升值由外部力量驱动（如 2021 年）时债券不必然下跌，随着上半年政策工具集中释放，抢出口、抢“两新”热情放缓，且劳动力市场在 7、8 月份面临季节性压力，三季度降息预期将再次升温，利率中枢有望下移，预计 10 年期国债收益率波动区间为 1.5%~1.7%。

（一）美元趋势性下行，人民币稳健升值

美元拐点已至。观测对广义主要贸易伙伴国的实际美元指数，1973 年至今美元经历了三轮升值周期，我们现在可能身处第三轮升值周期的终点。本轮升值周期开始于 2011 年，至今已持续了近 14 年，时间长度是前两轮的两倍之久。实际美元指数从底部累计升值了近 46%，至今的最高点是

2025 年 1 月, 对广义主要贸易伙伴国的实际美元指数为 122.6, 与广场协议之前的数值已十分接近, 均位于历史高位。

图146: 实际美元指数与美国 GDP 占全球比重



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

但是本轮美元升值周期与历史上的两轮升值周期有显著的不同，之前的两轮升值背后都有美国经济基本面的支撑，美国经济增速高于非美经济体，美国 GDP 占全球比重持续提升。而我们目前所处的这轮升值周期，缺少来自经济基本面的支撑，美国经济增速相对于非美经济体并没有绝对领先的优势，其 GDP 占全球的比重上升乏力，从 2011 年的 21% 上升至 2023 年的 26%，近 14 年仅上升 5 个百分点，涨幅小于前两轮升值周期，而且 GDP 占全球的比重本轮的高点绝对水平和前两轮的最低点相近。

本轮的美元走强主要靠高赤字率和持续流入的国际资本，抵消不断扩张的贸易逆差对汇率的负面影响，但目前美元大循环得以支撑的两个因素都难以为继。美国在非战争或者危机时刻赤字率高达近 7%，叠加高利率，债务负担已使市场质疑其可持续性。市场对美债信用的怀疑，持续流入美债的逻辑已被破坏，可能面临多元化的再配置。部分经济体因为积累的贸易顺差而长期配置在美债，这部分资产基于分散风险的需求，将减少美债配置，增配本币债券或者黄金等避险资产。同时全球资金长期持续流入美股的逻辑也被破坏，中国 deepseek 的横空出世已打破了美国科技绝对领先的叙事，美国政策的不确定性更是风险资产的杀手。美国走向重商主义，美国公司的回报率可能因此下降，业绩回报已无法支撑目前估值已在历史高位的美股。观察数据发现，美元往往在共和党执政时期会经历下行，这背后是共和党往往推行保守主义，保守主义往往会损害美元大循环，而全球化之下的自由贸易其实会上推美元的影响力，并推动其走强。

图147：共和党执政时期美元指数通常会经历下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

人民币将稳健升值。我们预计美元兑人民币汇率将在年内稳健下行，年底有望靠近 7.0 附近。我们认为驱动人民币升值主要有两个因素：经济基本面和国际资本流入。货币政策将从中性因素逐步过渡到积极因素，贸易顺差的收窄则可能是负面因素。央行的汇率政策依然是保持人民币汇率的基本稳定，这意味着升值的步伐将保持非常稳健。观察数据发现，人民币过去呈现“慢贬快升”的格局，即通常长达三年的贬值周期之后会迎来一个一年左右的升值周期，现在我们可能正站在本轮升值周期的起点。

图148：美元兑人民币即期汇率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从经济基本面来看，中国经济相较美国更具韧性，过去几年中国的逆周期政策留有余地，这带来目前中国充足的政策空间，美国加征关税对中国经济和就业的负面影响如果在下半年逐步显现，中国的财政政策依然具备充足的加码空间，并将保持低利率环境，债务扩张具备可持续，债务扩张有效支撑汇率走强。而美国自 2020 年以来持续的高赤字已耗尽了大部分财政的空间，叠加高利率，财政的还本付息压力已难以为继。美国加征关税也会反噬自身经济。

国际资本流入将对人民币构成支撑。我们认为下半年全球经济依然充满不确定性，而人民币资产将具备更大的确定性，这将吸引国际资本流入中国，增配中国债券及中国股市。

货币政策将从中性因素逐步过渡到积极因素。我们认为在人民银行宽松超预期的背景下，下半年依然可能调降政策利率 1-2 次，幅度总计在 20-30BP 之间。另一方面美联储可能在 9 月开启再次降息，年内温和降息 2 次。因此，在美联储再次开启降息之后，货币政策对汇率的影响将从中性因素过渡到积极因素。

加征关税的冲击之下贸易顺差可能收窄，这将对人民币汇率构成负面影响，但结汇意愿可能上行，对冲部分负面影响。美国加征关税对中国出口带来一定冲击，贸易顺差可能在下半年有所收窄，这对人民币汇率构成负面影响，但需要关注的是，美元下行周期的背景下，人民币的贬值预期已被打破，企业的结汇意愿也将上升这会部分对冲贸易顺差缩小的负面影响。同时，年末通常出现季节性结汇需求上升，也将对汇率构成支撑。

央行的汇率政策依然是保持人民币汇率的基本稳定，这意味着升值的步伐将保持非常稳健。上半年，美国政策依然充满不确定，带动全球不确定性上行，海湖庄园协议的阴霾仍在，部分货币出现了剧烈波动。当下环境保持人民币汇率的基本稳定将是最优选择，一方面这将有助于强化人民币成为亚洲货币、全球南方货币的锚，使人民币成为全球货币体系的稳定器；另一方面也避免加剧出口的波动，有助于经济增长。

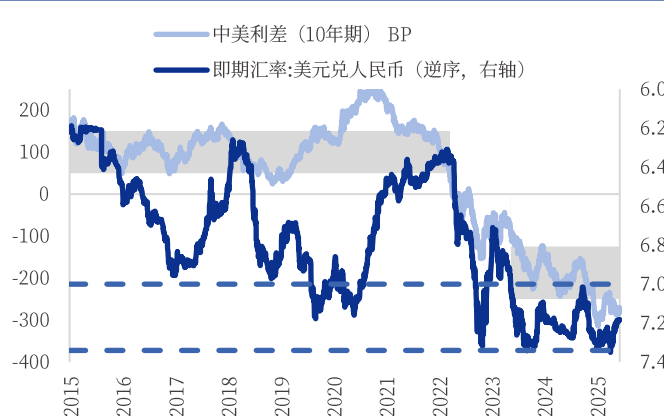
我们认为现阶段，2 年期的中美利率对观测人民币汇率更有指导意义，而不是 10 年期。这背后的逻辑主要是市场对美债的信心在减少，长期美债收益率的上行已部分脱离基本面，投资者对长期美债要求支付更高的风险。对等关税日以来，10 年期美债收益率上行的同时，日元反常的走强，国际资本可能正在流出美债，美债的风险溢价在提升。无独有偶，对等关税日之后，油价持续下跌的同时美债收益率在上升。这都反应现阶段长债的上行已偏离基本面。因此我们认为 2 年期的中美利率对观测人民币汇率更有指导意义，短债更易收到货币政策倾向的影响。4 月份以来，市场对于人民银行的宽松预期升温，同时基于对美国通胀上行的担忧和美联储依赖硬数据的政策路径，对美联储降息的预期则降温，2 年期的中美利差倒挂程度加深，这制约了人民币汇率的进一步上行，美元对人民币汇率围绕 7.18 的中枢震荡。下半年伴随美联储开启再次降息，我们认为 2 年期的中美利差的倒挂幅度将逐步收窄，将推动人民币汇率进入 7.1 的中枢波动，并在年末向 7.0 附近靠拢。

图149：中美利差（2年期）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

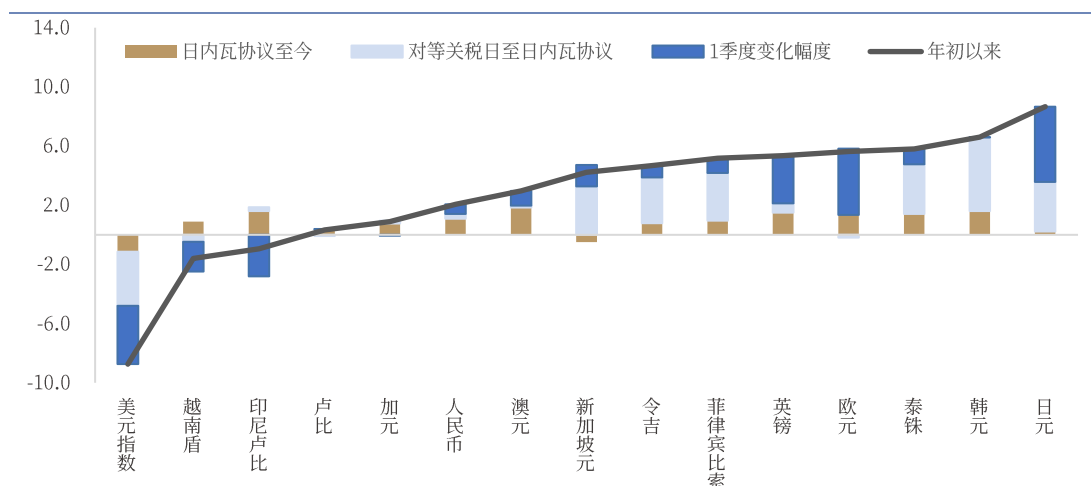
图150：中美利差（10年期）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我们观察到年初以来，人民币的升值幅度在非美货币中并不突出，表现非常稳健。升值幅度小于避险货币，也小于部分亚洲货币。展望下半年，中国经济更具韧性，市场将在不确定的世界中发现更加确定的中国，人民币依然具备升值空间。

图151: 美元指数与非美货币变化幅度 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

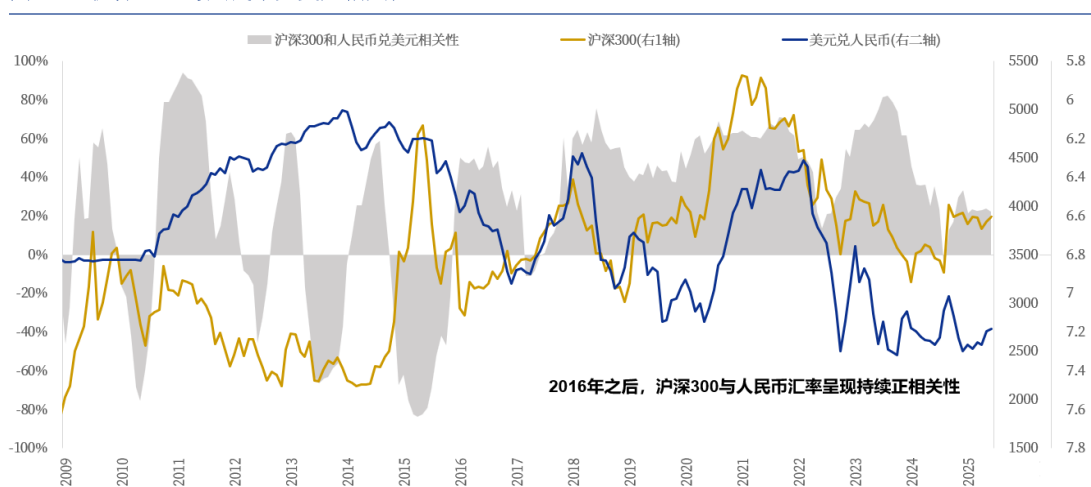
(二) 以汇率为轴的大类资产配置主线

中国资产可能迎来属于中国的大缓和时代，低通胀运行叠加汇率升值，将使得中国可以实施宽松的货币政策和积极的财政扩张。

2024年9月是中国宏观政策的拐点，使得房地产风险、地方政府债务风险等宏观风险已显著降低。另一方面，过去几年非常拥挤的美元资产交易正在减退，国际资本正在寻求多元化配置，抗差逻辑中，中国具备更大的确定性。美元下行，人民币升值，汇率成为驱动大类资产配置的主线。

中国股市：2016年之后，沪深300与人民币汇率呈现持续正相关性。人民币升值将使中国股票受益，这表现在三个维度：第一，从国际资本流动的维度来看，人民币稳健升值有助于减轻国际资本的担忧，降低股票风险溢价，吸引外资流入中国股市；第二，从在岸和离岸股票的维度来看，港股更加受益于人民币升值。因为离岸中国股票，换算成人民币计价，会使收入和利润增加，使得估值更具吸引力；第三，从行业的维度来看，部分持有美元负债的行业将收益，比如航空、造纸等。因为这些行业通常持有美元负债敞口，同时美元资产较少，美元下行期将获得汇兑收益，利润增加。我们观察的人民币兑美元8个升值周期中，港股的航空板块7次录得正收益，平均收益率达28%，造纸与包装板块6次正收益，平均收益率达21%。

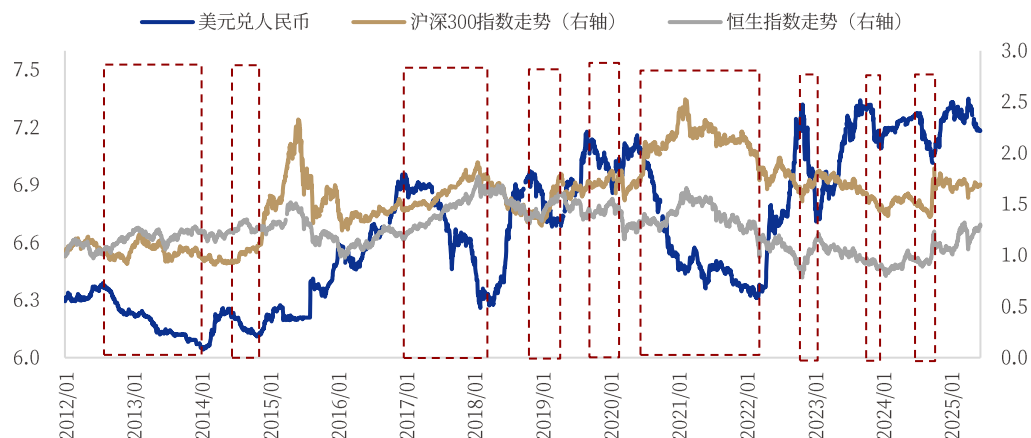
图152: 沪深300与人民币兑美元相关性



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从历史上看，当人民币兑美元升值时，中国股市往往表现良好，港股比 A 股的涨幅更大。经过测算，2012 年以来，人民币兑美元共计 8 个升值周期，其中 A 股、港股各有 6 个周期录得正收益，期间人民币兑美元升值每 1%，A 股平均上涨 2.94%，而港股上涨 3.68%。

图153：人民币升值周期时 A 股、港股走势

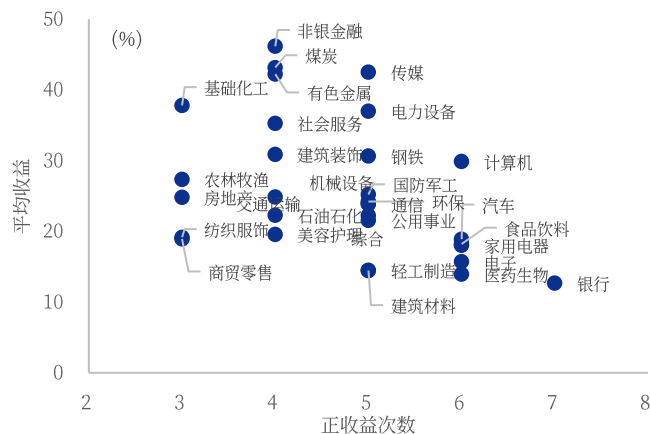


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：测算升值周期的定义为，时间超过 30 天，累计升值幅度超过 1%，且在升值期间，最多连续 3 天内出现贬值。

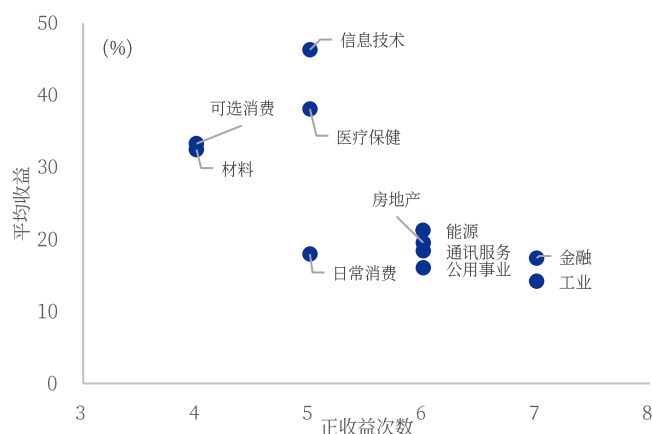
在人民币升值周期中，A 股和港股普遍表现出对金融和高成长性板块的偏好，但侧重点存在一些差异。港股更聚焦于科技、医疗、金融等拥有国际竞争力的行业，这些行业多由中国龙头企业主导，受益于外资流入和全球风险偏好回升；而 A 股则更多聚焦于政策驱动和产业升级方向，表现突出的行业如传媒、计算机、电力设备等，体现出市场对国内经济结构优化与新兴产业支持的响应。

图154：8 次人民币升值周期时 A 股行业平均涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图155：8 次人民币升值周期时港股行业平均涨跌幅



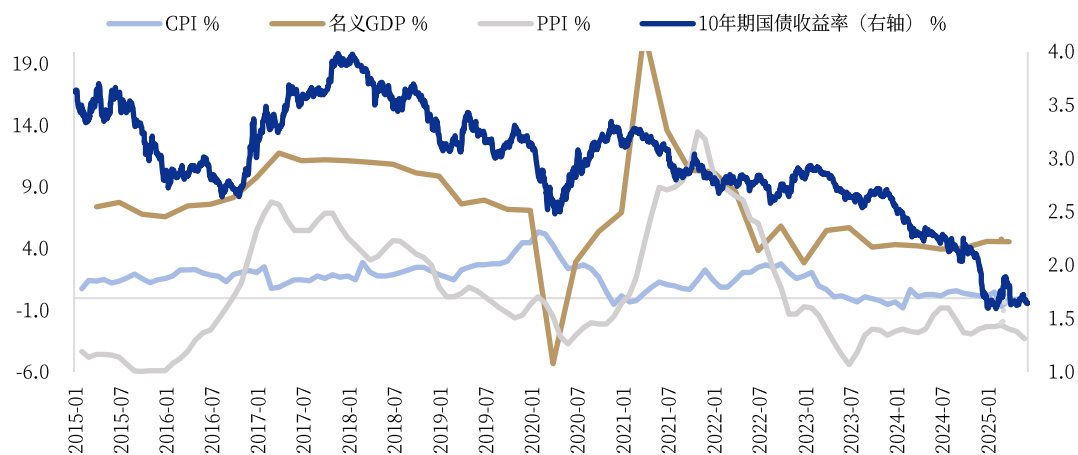
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

中国债市：汇率贬值压力的解除将为货币宽松创造有利条件，三季度降息预期将再次升温，推动利率中枢下移。

从环比角度出发，下半年或将感受到实体经济的降温。去年四个季度的同比增长分别为 5.3%、4.7%、4.6%、5.4%，二、三季度基数较低，今年三季度对于经济增长放缓的感受或将更加真切。其一，抢出口、抢“两新”热情放缓，企业生产节奏趋于平缓。其二，今年政策工具靠前发力，下半年政策接续或存在一定的空窗期。其三，三季度劳动力市场压力增大，高校毕业生就业难和外贸

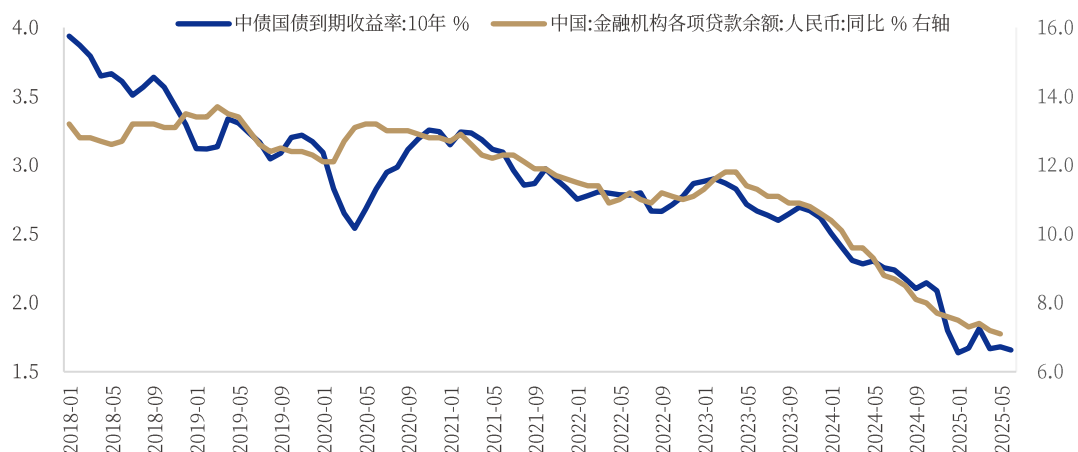
企业用工需求收缩阶段性叠加。其四，物价持续低位运行，实际利率不降反升。鉴于三季度对于经济增长放缓的感受或将更加真切，我们认为三季度降息预期将再次升温，利率中枢有望下移，预计10年期国债收益率波动区间为1.5%~1.7%。

图156：通胀与10年期国债收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图157：贷款增速与10年期国债收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

十二、风险提示

国内经济复苏不及预期的风险，国内政策落实不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，政策传导机制不确定性，国内房地产市场超预期下行的风险，海外加息及经济衰退的风险，地缘政治扩大的风险，贸易形势超预期变化的风险。

图表目录

图 1: “海湖庄园协议”将全球合作共赢的模式转向“美国优先”的零和博弈.....	5
图 2: 美股先跌后涨, 美债先涨后跌, 美元指数一路下行 (右 2 轴: %)	5
图 3: 历史上 8 次 PPI 同比触底反弹之后的累计涨幅.....	6
图 4: 新供给侧改革的加减乘除	7
图 5: “十五五”规划的目标、方向和抓手.....	8
图 6: 实际 GDP 和名义 GDP 增速 (%)	10
图 7: 三大需求对 GDP 的拉动 (单位%, 2025 为预测值)	10
图 8: 月度工业增加值 (%).....	12
图 9: 高技术制造业和装备制造业保持高增.....	12
图 10: 5 月工业增加值分行业增速 (%).....	12
图 11: 5 月产品产量增速 (%)	12
图 12: PPI 和产成品库存 (%).....	13
图 13: PMI 价格指数较为低迷.....	13
图 14: 社零同比增速 (%)	14
图 15: 服务零售额增长中枢低于去年 (%)	14
图 16: 消费者信心与平均消费倾向.....	15
图 17: 节假日旅游数据恢复至 2019 同期可比口径 (%)	15
图 18: 以旧换新补贴拉动销售额系数变化	15
图 19: 以旧换新、非以旧换新类零售增速对比	15
图 20: 以旧换新政策财政补贴使用额 (亿元)	16
图 21: 以旧换新政策带动销售额 (亿元)	16
图 22: 制造业投资依靠出口和设备更新共同拉动 (%)	17
图 23: 出口产业链投资增速高于制造业平均 (%)	17
图 24: 制造业投资分领域 (%)	17
图 25: 专用设备和通用设备投资增速 (%)	17
图 26: 目前处于设备更新上行周期 (%)	18
图 27: 新质生产力相关行业投资增速 (%)	19
图 28: 高技术产业投资增速 (%)	19
图 29: 基础设施建设投资累计同比增速 (%)	20
图 30: 基建投资分类同比增速 (单位: %)	20
图 31: 政府债发行节奏 (亿元)	20
图 32: 历年专项债发行节奏 (2025 年截至 6 月初)	20
图 33: 2024-2025 年财政用于基建资金规模及增速测算(%).....	21
图 34: 抵押补充贷款 (PSL) 资金与基建投资增速	21
图 35: 各地密集部署新型政策性金融工具相关准备工作.....	21

图 36: 30 大中城市:商品房成交面积:当周值(%)	22
图 37: 新开工面积大约领先投资 17 个月	22
图 38: 70 城新建商品住宅价格:当月同比 (%)	22
图 39: 70 城市二手住宅价格指数当月同比 (%)	22
图 40: 房地产开发投资完成额中枢逐年下移 (右轴: 亿元)	23
图 41: 100 城成交面积同比增速	23
图 42: 历年房地产施工面积测算 (万平方米)	23
图 43: 房地产开发投资增速测算	23
图 44: 世界银行最新预计今年全球增速将放慢至 2.3%	24
图 45: 抢出口持续支撑年初以来出口韧性 (万标准箱)	24
图 46: 发达经济体仍有补库需求 (%)	25
图 47: 中国出口目的地市场份额占比 (%)	25
图 48: 生猪市场呈现小涨小跌的“小周期”模式	26
图 49: 汽车制造业 PPI 与交通工具项 CPI 走势 (%)	26
图 50: 房地产市场持续低迷拖累 PPI 同比回升 (%)	27
图 51: 产能利用率持续磨底, PPI 改善程度有限 (%)	27
图 52: 平减指数趋势回升 (%)	27
图 53: 城镇调查失业率 (%)	28
图 54: 本地户籍调查失业率回落, 外来户籍上升	28
图 55: 分年龄调查失业率 (%)	29
图 56: 高校毕业生还将持续增长 (人)	29
图 57: 分行业工业企业平均用工人数增速 (%)	29
图 58: 1-4 月工业企业利润和工业用工人数之间的关系 (%)	29
图 59: 利率与就业	31
图 60: 1 年期实际 LPR 与自然 LPR (%)	31
图 61: 利率和制造业 PMI (%)	31
图 62: 一、二本账收支合计累计同比增速 (%)	33
图 63: 历年财政一般公共预算支出强度 (支出/收入)	33
图 64: 历年财政税收收入完成进度	33
图 65: 土地成交总价显示土地收入仍是下行趋势 (亿元)	33
图 66: PSL、MLF 和十年期国债利率 (%)	34
图 67: 承上启下, “十五五”时期 (2026-2030) 是 2035 年基本实现社会主义现代化宏伟目标的重要五年	36
图 68: “一五”到“十四五”期间 GDP 年均增速 (%)	37
图 69: 我国 2025-2035 潜在增速预测 (%)	37
图 70: 2023 年 AI 发展指数排名前 10 的国家	38
图 71: 2023 年“全球南方”国家主要指标占全球比重	38
图 72: 各国研发支出占 GDP 比重对比 (%)	41

图 73: 2023 年全球 AI 企业数量分布	42
图 74: 我国数字经济规模及占 GDP 比重持续增加 (万亿; %)	42
图 75: 中国制造业增加值占全球比重大幅提升 (%)	42
图 76: 中国制造业增加值占 GDP 比重大幅高于全球平均水平 (%)	42
图 77: 我国消费率显著偏低 (1980-2023 年)	43
图 78: 我国居民最终消费支出占 GDP 比重处于较低水平 (%)	43
图 79: 居民人均可支配收入增速下降 (元; %)	43
图 80: 中国三大产业占 GDP 比例变化 (%)	43
图 81: 中国服务业增加值占 GDP 比重仍偏低 (%)	44
图 82: 全国国有企业资产总额变化 (万亿元)	44
图 83: 投资于入仍有较大提升空间.....	44
图 84: 中国非税收入累计同比提升 (%)	44
图 85: 日本、韩国生育现金补贴/GDP 长期处于较低水平 (%)	45
图 86: 消费税构成和占比.....	45
图 87: 各地区消费税纳税规模及占比	45
图 88: 2024 年浙江 GDP 全国排名第四 (亿元)	46
图 89: 2024 年浙江居民人均可支配收入全国排名第三 (元)	46
图 90: 城乡融合图景及路径.....	47
图 91: 在贸易战开启后, 美国 CDS 利差明显上行并脱离一般发达国家水平, 显示对美元信心的弱化 (BP)	48
图 92: 机构对美国经济数据预测 (2025Q2 开始为预测值)	49
图 93: 即使在谈判缓和后, 美国综合关税税率仍处于近一个世纪以来的高位	50
图 94: 历史上美国自贸协定的谈判时间较久	50
图 95: 大规模关税政策在更长期可能并不会导致通胀上行, 反而引发经济走弱的风险.....	51
图 96: 特朗普政府仍有多重手段加征关税	52
图 97: 美国自中加墨进口的商品价格整体已经出现明显上行.....	52
图 98: 不受进口影响的本地商品也跟随进口产品出现了一定涨价	52
图 99: 关税可能导致 CPI 的年均值升至 3.0%-3.5% 的范围, 但这较为可控.....	53
图 100: 居住成本将跟随领先指标进一步下行 (%)	54
图 101: 下半年通胀将出现更明显的温和上行 (%)	54
图 102: 大量企业并未将关税涨价传导给消费者	54
图 103: 调查显示近半数企业的净收入受到关税的负面影响 (%)	54
图 104: 贝弗利奇曲线的正常化进程偏缓慢, 但失业率可能走高.....	55
图 105: 新增非农就业延续下修态势.....	55
图 106: 粗略劳动市场缺口基本闭合	56
图 107: QCEW 显著低于非农意味着其未来易出现大幅下修.....	56
图 108: 劳动市场活动指标整体预示需求下滑和失业率的上行	56
图 109: 高频职位空缺数据也显示需求的下降 (个岗位)	56

图 110: 外国出生劳动人口的增长趋势略放缓, 但仍高于疫情前.....	57
图 111: 工作申请许可数量的持续上行意味着合法移民供给量较大.....	57
图 112: 劳动市场短期使消费保持稳定.....	58
图 113: 个人可支配收入中, 政府转移支付力度上行.....	58
图 114: 美国储蓄率的回升可能会在收入平稳的情况下压制消费.....	58
图 115: 关税影响下消费者信心再度出现弱化.....	58
图 116: 美国家庭总资产下行, 财富效应可能减退.....	59
图 117: 实际和名义超额储蓄均转负.....	59
图 118: 资本支出预期显示投资的改善可能不会太强 (%).....	59
图 119: 制造业和工业生产指数表现较弱 (%).....	59
图 120: 包括制造业厂房在内的建筑支出开始弱化.....	60
图 121: 销售偏弱意味着新房投资受限.....	60
图 122: 居民的住房购买能力处于低位.....	60
图 123: 高利率下购买和再融资继续受到压制.....	60
图 124: 美国债务总额上行斜率持续加快, 似乎难以改变 (右轴, %).....	61
图 125: 美国债务成本与经济增长的赛跑可能成为常态.....	61
图 126: 敏感性分析显示, 2025 年预算内赤字大概率依然上行.....	61
图 127: 对等关税后, 美国关税收入明显上升, 可以部分对冲“大美丽法案”造成的赤字扩张 (横轴为工作日).....	62
图 128: 即使在没有衰退的情况下, 美国利息占名义 GDP 比例也处于长期无法持续的道路上.....	64
图 129: 从国际投资净头寸来看, 借款越多的国家长债收益率也相应更高.....	64
图 130: 欧元区经济复苏主由消费和出口拉动 (%).....	67
图 131: 欧元区工资增长和消费支出保持韧性.....	67
图 132: 消费投资信心 3、4 月份下降, 反映对贸易政策不确定性担忧.....	67
图 133: 出口和内需回温提振工业生产 (%).....	67
图 134: 通胀已下行至中性区间(%).....	68
图 135: 服务业通胀有一定韧性 (%).....	68
图 136: 劳动力市场温和增长, 失业率降至低位 (%).....	68
图 137: 欧央行已将利率下调至中性水平 (%).....	68
图 138: 私人消费是日本经济增长“胜负手” (%).....	69
图 139: 日本服务通胀趋缓 (%).....	69
图 140: 通胀抬升使得家庭部门支出趋于谨慎 (%).....	70
图 141: 日本劳动力短缺短期支持工资增长.....	70
图 142: 日本企业利润暂未出现明显下滑.....	70
图 143: 日本消费者信心指数下滑, 但春斗后有所回升.....	70
图 144: 食品尤其是非生鲜食品上行推高近期通胀.....	71
图 145: 产出缺口可能意味着核心通胀上行仍需时间.....	71
图 146: 实际美元指数与美国 GDP 占全球比重.....	72

图 147: 共和党执政时期美元指数通常会经历下行	73
图 148: 美元兑人民币即期汇率	73
图 149: 中美利差 (2 年期)	74
图 150: 中美利差 (10 年期)	74
图 151: 美元指数与非美货币变化幅度 (%)	75
图 152: 沪深 300 与人民币兑美元相关性	75
图 153: 人民币升值周期时 A 股、港股走势	76
图 154: 8 次人民币升值周期时 A 股行业平均涨跌幅	76
图 155: 8 次人民币升值周期时港股行业平均涨跌幅	76
图 156: 通胀与 10 年期国债收益率	77
图 157: 贷款增速与 10 年期国债收益率	77
表 1: 年度主要经济数据预测一览表 (%)	9
表 2: 经济数据年度预期 (%)	10
表 3: 近期党中央、国务院、部委对“十五五”的相关表述	35
表 4: “十五五规划”经济发展类指标规划目标	40
表 5: 三次分配要素对比	47
表 6: 考虑关税收入下, 美国的赤字率将出现一定缓和, 但整体趋势仍是扩张	63
表 7: 欧央行经济数据预测	66
表 8: 日央行经济数据预测	71

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊，首席经济学家。

张迪，首席宏观经济分析师。许冬石，宏观经济分析师。詹璐，宏观经济分析师。聂天奇，宏观经济分析师。吕雷，宏观经济分析师。于金潼，宏观经济分析师。赵红蕾，宏观经济分析师。铁伟奥，宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn