

2025 年中期宏观经济展望

2025 年 7 月 7 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

联系人:

吴昕玥

从业资格证号: F03124129

相关研究报告:

【专题报告】深度贴水下股指期货交易策略研究

【专题报告】金融属性与商品属性共振下的黄金定价范式重构

【2025 年股指期货半年报】

云退泉犹涩，势韧步盘峰

【宏观 2025 年二季度展望】

多空拉锯，全球高波动弱增长格局深化

秩序重构浪涌急，应变守机稳驭舟

- 2025 年下半年宏观格局大概率为“内平外变”。
- 站在 2025 年年中时点观察，当前全球政治经济秩序正处于加速重构期，特朗普 2.0 政策正成为关键催化变量。“美国例外论”开始褪色，非美经济体加速推进战略自主，加强与区域合作发展，强化财政扩张并培育经济及防务独立性，全球多极化格局的轮廓日益清晰。除美国政策外溢效应所带来的冲击以外，地缘政治局势突发多变，也增加了全球经济不确定性。在全球贸易壁垒大幅增加、信心减弱、政策不确定性高企、地缘政治冲突加剧冲击的影响下，全球经济增长放缓。各主要经济体面对的政治及经济层面压力，促使各经济体加速构建抗风险能力。
- 面对全球贸易政策不确定性上升及外部需求波动，我们认为中国仍将坚持“以我为主”的政策基调，通过强化内生增长动能和结构性改革来应对外部冲击，以内部确定性对冲外部不确定性。国内经济稳中求进，政策相机抉择特征仍将延续，以内生动能为刃破解价格负螺旋仍需保持耐心。由于四季度在高基数、需求不足加剧的拖累下经济放缓压力明显增加，预计国内政策将在三季度中后期四季度中前期温和发力。在政策效能充分释放情境下，预计全年有望实现 5% 左右的经济增速。
- 大类资产方面，2025 年注定成为全球政治经济秩序重构的关键转折之年。贸易壁垒大幅增加、经济信心减弱、政策不确定性高企、地缘政治冲突加剧冲击等种种不确定性，体现的是全球政治经济秩序重构总基调下的波涛汹涌。大类资产在“百年未有之大变局”中，面对“无常”的波动，做有限的更偏长周期逻辑的预测，短期交易更多的为顺势而为，并在出现意外情况下注意遵守交易纪律，保证资金安全。

正文目录

一、 全球秩序重构的核心变量——特朗普 2.0 与美国债务困局.....	1 -
1.1 债务可持续性危机驱动下的特朗普 2.0 政策逻辑.....	1 -
1.2 美国关税政策相关波动有望下降，但经济负面影响不可逆.....	3 -
1.3 《大而美法案》减税节流时间错配，美国财政赤字问题难消.....	6 -
1.4 美国或进入“类滞胀”状态，美联储 9 月有望重启降息.....	8 -
1.5 美元周期：美国政府债务规模膨胀与关税侵蚀美元信用根基.....	11 -
二、 中国经济——“以我为主”，破解负螺旋和培育新动能.....	13 -
2.1 价格负螺旋：稳增长政策触达领域呈现一定改善.....	13 -
2.3 消费：耐用品消费表现亮眼，政策优化拓围服务消费.....	16 -
2.4 房地产：量价磨底深度调整，政策“稳”字当头.....	18 -
2.5 工业生产：总量温和承压，结构加速升级.....	19 -
2.6 投资：“两重两新”政策支持保持稳定增长.....	20 -
2.7 政策：以确定性应对不确定性，聚焦重点领域精准发力.....	22 -
三、 2025 年中期展望：内平外变，相机而行.....	24 -
四、 大类资产展望.....	26 -
4.1 A 股.....	26 -
4.2 中债.....	27 -
4.3 美元指数.....	27 -
4.4 黄金.....	28 -

图表目录

图 1：美国债务/GDP 比率（%，数据截至 2024 年底）	- 2 -
图 2：十年期与两年期美债利差持续扩大（%）	- 2 -
图 3：美国就业状况	- 9 -
图 4：美国 ISM 制造业和非制造 PMI	- 9 -
图 5：美国密歇根大学消费者信心指数（%）	- 9 -
图 6：美国通胀情况（%）	- 10 -
图 7：主要分项对美国 CPI 同比的拉动	- 10 -
图 8：美元指数及美债利率（点，%）	- 11 -
图 9：美国利息支出占 GDP 比重（%）	- 11 -
图 10：政府、企业及居民部门价格负螺旋	- 13 -
图 11：中国规模以上工业企业利润总额累计同比（%）	- 14 -
图 12：政府一般公共预算收入及土地出让金收入累计同比（%）	- 14 -
图 13：中国出口金额同比变化（%）	- 15 -
图 14：各经济体在我国出口中所占份额占比（%）	- 15 -
图 15：中国社零细分项目当月同比（%）	- 17 -
图 16：中国 CPI 及 PPI（%）	- 17 -
图 17：中国全体居民消费倾向（%）	- 17 -
图 18：中国房屋销售面积、销售额累计同比增速（%）	- 18 -
图 19：中国房地产新开工、施工及竣工累计增速（%）	- 18 -
图 20：北京二手房成交面积（7DMA，万平方米）	- 19 -
图 21：深圳二手房成交面积（7DMA，万平方米）	- 19 -
图 22：规模以上工业增加值同比（%）	- 20 -
图 23：三大类投资累计同比增速（%）	- 21 -
图 24：设备工具器具购置投资同比增速位于高位（%）	- 21 -
图 25：规模以上工业增加值同比（%）	- 24 -
表 1：授权美国总统加征关税的相关法律工具	- 4 -

过去数十年间，美国凭借美元霸权维系着由其主导的国际经济秩序。这种经济秩序的本质是美国通过持续数十年的贸易逆差向全球注入美元流动性，海外经济体则将贸易所得的美元储备投资于美债等美元资产，形成美国“贸易逆差输出美元-债务融资回收美元”的循环。这种特殊闭环使美国得以依托财政赤字与贸易逆差维持高消费模式，并通过美元资本输出获取海外优质资产控制权。但同时，这种模式的长期运行不仅加剧了美国债务依赖，也导致全球金融体系脆弱性不断累积。

进入 2025 年，特朗普政府 2.0 政策正在加速这一传统经济秩序的瓦解进程。面对美国日益严峻的财政可持续性挑战，特朗普政府采取了一系列政策，涉及对外关税、对内减税、政府人员精简、削减政府开支、收紧对外援助、遣返移民等多个领域。但由于特朗普 2.0 政策不确定性高企，不仅使市场对财政可持续性风险担忧升级，同时亦加剧美国财政赤字扩张和贸易失衡，导致美元资产信用基础持续弱化。市场对美元长期购买力折价及储备货币更迭背后的宏观逻辑和叙事已形成基本共识，非美资产重估也是市场焦点。但是需要客观认识的是，储备货币更迭这一宏观叙事将是长时间的议题，“美国例外论”的祛魅也将是个周折反复的过程。

站在年中时点观察，2025 年注定成为全球政治经济秩序重构的关键转折之年。面对美国单边主义政策，非美经济体相应对出应对。中国保持战略定力，4 月的政治局会议明确“以高质量发展的确定性应对外部不确定性”，中国有望继续深化政策定力，对内稳定内需、强化科技自主，对外深化欧亚合作以对冲美国围堵风险，并运用多边外交缓和贸易压力。欧洲则有望加速战略自主，通过强化防务并推进去风险化经济政策，逐步降低对美国安全体系的过度依赖，同时，预计美国贸易政策反复将成为常态，这将进一步推动非美经济体加强区域合作，以应对美国单边主义冲击。美元资产的信用重估将成为长期议题，世界走向多极化将是历史大势。

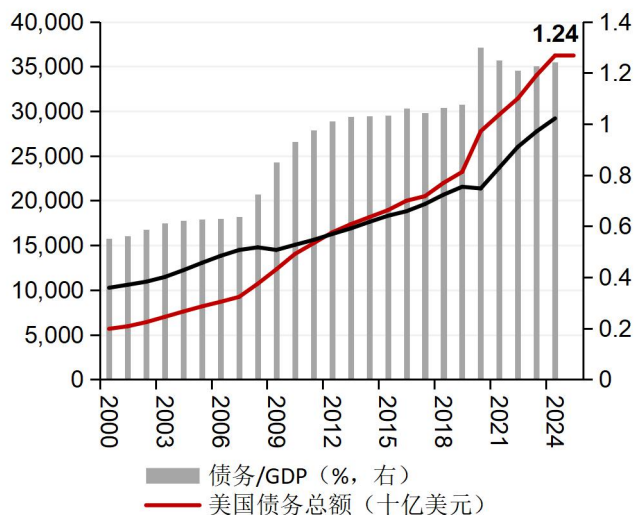
一、全球秩序重构的核心变量——特朗普 2.0 与美国债务困局

1.1 债务可持续性危机驱动下的特朗普 2.0 政策逻辑

根据美国财政部 2025 年 5 月的数据，美国公共债务总额已突破 36 万亿美元，占名义 GDP 比重超过 132%，显著高于发达经济体约 110% 的平均水平，更远超新兴与发展中经济体的普遍债务水平。巨大的债务规模使债务利息支持成为财政支出的重要组成部分，进一步挤压其他关键领域的投入能力。同时，债务上限的不断逼近也使美

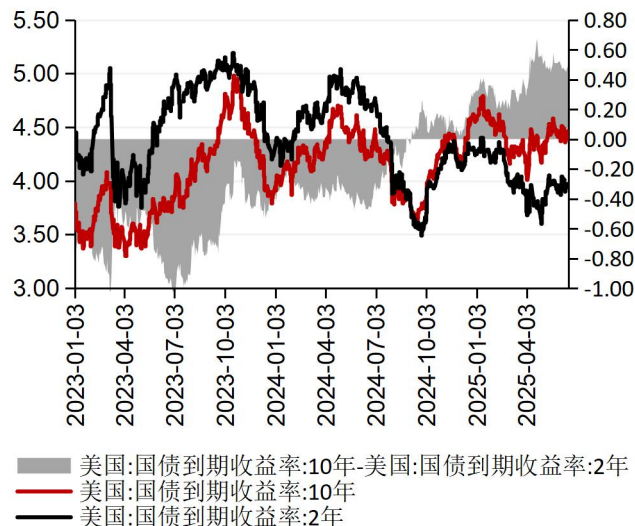
国面临潜在违约风险，对美元信用和投资者信心产生冲击。今年以来十年期美债和两年期美债利差持续扩大，目前已超过 40BP，反映出债券市场已开始对美国主权债务风险进行定价。美国政府化解债务压力紧迫性非常高，亟需采取有效措施，通过财政改革、债务重组、经济增长等方式来缓解债务压力。

图 1：美国债务/GDP 比率（%，数据截至 2024 年底）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 2：十年期与两年期美债利差持续扩大（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

主权债务风险的化解通常依赖两条路径：汇率快速贬值或物价大幅上行。但美元作为超主权储备货币的特殊地位，使其无法通过主动贬值转嫁债务负担——这可能导致全球美元信用体系的崩塌。因此，美国被动选择通过美元购买力的下降来实现债务稀释，其成功需满足一个隐蔽条件：全球以美元计价的商品价格普遍上涨，相当于使美国债权国持有的美元资产购买力大幅缩水，变相帮助美国削减债务负担；这会带来贸易逆差扩大的问题，因此美国化债问题转化为国际贸易问题。

参考“广场协议”，美国最优解是使贸易伙伴（尤其是顺差国）主动通过本币升值或抬升通胀吸收成本，但当前美国全球掌控力远逊于 1980 年代，“新广场协议”式方案已无实施基础。因此，特朗普政府转向“次优解”：通过加征关税迫使盟友分担美国贸易逆差压力，通过系统性贬值来实现债务缩水、贸易再平衡及经济压力转嫁，这也是特朗普政府重视国际贸易平衡的原因。

同时，由于当下美国对全球的掌控力已远不及上世纪八十年代，因此也不得不向国内寻求解决之道，即降息与削减政府开支，而由于美联储的独立性使得特朗普政府较难在短期内对货币政策实施直接干预，因而削减政府开支成为更为可行的选项。综上，特朗普政府形成了“对外榨取+对内减压”的内外策略，共同应对美国债务问题。

从以上角度就能更清晰的理解特朗普 2.0 周期执政政策的逻辑，主要包括对外提高关税、驱逐非法移民、对内减税并放松监管、呼吁美联储降息等。上半年特朗普政府已经在加征关税和驱逐非法移民这两项上有所行动，但在对内政策方面，特朗普团队尚未在去监管和减税等政策上取得明显进展，同时其承诺的相关政策的时间窗口正在关闭，紧迫性上升，因此预计这将成为特朗普团队下半年的政策重点。

1.2 美国关税政策相关波动有望下降，但经济负面影响不可逆

正如上文所说，美国对外关税政策本质是化债手段的一种，同时其政策推出逻辑还有其他几方面的考虑：第一，关税政策可以作为达成获取更多经济利益、移民驱逐、打击芬太尼等目的的谈判筹码；第二，对外加征关税可缩小美国与中国和欧盟等地区的贸易逆差，并增加财政收入，与国内减税配合，促进财政平衡；第三，从产业角度来看，增加对外关税或能从长期维度推动制造业回流美国，保护战略产业，减少美国对他国产品与技术依赖；第四，借由关税议题转移国内矛盾，推行“美国优先”主义。

因此为达成多重目的，2025 年上半年美国对外关税政策经历了反复调整：4 月 2 日特朗普政府宣布对所有贸易伙伴加征所谓“对等关税”，随后又宣布对大多数国家和地区暂停实施 90 天以提供谈判窗口，但仍维持 10% 的基准税率；5 月 12 日，中美两国在瑞士日内瓦经贸高层会谈后发布联合声明，美国宣布对中国同样暂停实施 90 天以提供谈判窗口，但保留 10% 基准税率以及 20% 芬太尼关税。

从关税影响的宏观层面来说：

(1) 即便美国最终对外关税水平较 4 月 2 日宣布的初始水平有所下调，但整体关税水平较往年仍有明显升级，对于全球总需求和贸易活动的抑制、对全球供应链的扭曲、以及对全球贸易与投资环境所产生的负面影响均不可逆。OECD 的 6 月最新数据显示，美国平均关税税率已从去年的 2% 升至 15.4%，受此影响，全球供应链成本将大幅上升，预计 2025 年和 2026 年全球经济增速均为 2.9%，较今年 3 月预测值分别下调 0.2 和 0.1 个百分点。

(2) 对于美国国内角度，对外加征关税会推高进口商品成本和国内物价水平预期，这实质上构成了对美联储货币政策的制约，可能迫使美联储推迟降息时点并显著压缩未来整体降息空间，从而与降低债务成本的核心诉求背道而驰。同时，随着进口价格上升和通胀上升，将侵蚀美国消费者实际购买力，由于对经济增长和政策不确定

感都比较强，企业投资也会受到制约，或进一步引致美国经济下行，提升美国滞胀概率。

(3) 关税缩减美国贸易逆差的同时也在收缩全球美元流动性，对于美元体系所依赖的“贸易逆差输出美元，资本回流支撑美债”闭环形成冲击，将进一步加速美元信用折价。

下半年在对外关税政策推进层面，特朗普团队实际面临一定执行阻力，仍将带来一定政策不确定性：

首先，由于特朗普团队意图通过反复施压获取更多利益，以及主要贸易伙伴的同步反制，部分关键关税条款暂缓执行且谈判推进较为困难，各国预计将在关税谈判层面与美国展开长期拉锯；其次，美国三权分立体制正在令行政权扩张的摩擦成本显著上升，或阻碍特朗普政府关税政策实施的流畅性；

再次，美国司法系统对总统关税授权边界的质疑持续发酵，关税措施目前已在美国国际贸易法院及全国多地的联邦法院引发多起法律诉讼。历史经验表明，此类上诉案件从受理到裁决通常需 3-6 个月；若特朗普政府进一步上诉至美国最高法院，整体司法流程可延长至 12 个月以上，因此预计司法博弈将贯穿特朗普执政周期。

但需注意，无论现有关税政策是否能够维持，作为 IEEPA 的替代和缓冲，特朗普政府仍可转向其他法律工具维持对外关税压力，如 122 条款可允许美国总统在 150 天内采取最高 15% 的关税限制，且特朗普团队有条件在 150 天内根据 301 条款为贸易伙伴进一步定制“量身”关税。特朗普试图让贸易对手相信其坚守关税、重塑贸易决心的“弹药”相对充足：

表 1：授权美国总统加征关税的相关法律工具

法律依据	授权内容与限制	特朗普各任期使用情况
《1974 年贸易法》 第 122 条	允许总统为应对“严重国际收支失衡”征收临时关税，税率≤15%，期限 150 天，需国会批准延期。	未启用
《1930 年关税法》 第 338 条	授权总统对实施“商业歧视”的国家征收最高 50% 的关税或实施进口禁令，需提供歧视行为证据。	未启用
《1962 年贸易扩展法》第 232 条	商务部认定某些产品进口量威胁国家安全时，总统可调整这些进口产品的关税（无税率上限）。	1.0 时期： 钢铁 25%、铝 10% 全球关税（2018） 2.0 时期： 钢铁、铝及其衍生品、进口汽车及汽车零部件 25% 关税，适用于中国等国家

《1974 年贸易法》 第 301 条	如果美国贸易代表办公室 (USTR) 确定所谓的行为是不公平的或违反了美国在贸易协定下的权利, 总统可实施报复性关税 (无税率限制)。	1.0 时期: 2018 年 7-8 月, 对价值 500 亿美元的中国商品征收 25% 的关税; 2018 年 9 月, 对价值 2000 亿美元的中国商品征收 10% 的关税, 后调整到 25%; 2019 年 9 月, 对价值超过 1200 亿美元的中国商品征收 15% 的关税, 后调整至 7.5% 2.0 时期: 威胁扩大至药品、半导体等领域
《1974 年贸易法》 第 201 条	美国国际贸易委员会 (ITC) 认定进口激增可能对美国产业造成重大伤害的情况下, 总统可征临时关税 (税率无硬上限)。	1.0 时期: 洗衣机 20-50% 关税 (受配额限制, 税率逐渐降低) 太阳能产品 30% 关税 (受配额限制, 税率逐渐降低)
IEEPA	宣布国家紧急状态后, 总统可管制经贸活动 (含关税), 但传统上不用于纯贸易目的。	1.0 时期: 威胁对墨西哥加征 5% 关税 (2019, 未实施) 2.0 时期: “解放日关税”被美国国际贸易法院裁定为越权无效, 待后续上级法院司法审判。

数据来源: 美国国会研究服务局 (CRS)、美国国际贸易委员会 (USITC) 历史案例库等、国联期货研究所

在不确定性中, 需要重点关注的两个时间锚点, 即 7 月 9 日 (美国与除中国外非美国家谈判时限节点) 和 8 月 12 日 (中美谈判时限节点)。

7 月 9 日美国对多数国家的对等关税豁免即将到期, 预计美国后期会分类推动对外经贸谈判: (1) 7 月 9 日之前重点推动亚洲国家的经贸协议谈判, 在美越达成初步贸易的基础上, 印度、马来西亚和印尼与美国达成初步协议的可能性也较高; (2) 欧盟、日本、韩国、加拿大等 10 个国家的谈判时间或放宽至 9 月 1 日之前, 韩国、加拿大已明确将争取延期谈判, 欧盟、日本谈判形式焦灼, 但为了防止惩罚性关税落地, 美欧或先签订框架性协议; (3) 其余国家美方将统一单边安排, 美国贸易顺差国预计维持在 10% 对等关税税率, 其余贸易逆差国不接受美国单方安排的话, 不排除存在美国加征报复性关税的可能。

美日与美欧的关税谈判进程能够为研判美国与除中国外非美经济体整体谈判风格提供两条观测主线。日本由于深度依赖美日安保体系, 其谈判弹性相对受限, 因此短期来看 (7 月及三季度), 美日达成最终协议的可能性相对于美欧更大。美欧方面, 随着目前 7 月 9 日的谈判时限节点临近, 美欧均释放出一定让步信号, 白宫主动弱化 “7 月 9 日谈判截止期” 的约束, 欧盟则考虑接受以有限让步以换取初步协议, 但鉴于欧盟内部分歧仍然剧烈, 其最终或倾向于在近期适当让步以尽快换取初步协议。该协议可能更接近于持续谈判的框架而非最终交易, 内部分歧仍将使得欧盟在协议框架

基础上的进一步谈判中与美国展开长期拉锯。

8 月 12 日中美谈判时限节点同样需要关注，虽然 6 月中美在伦敦达成初步框架协议，但及至今日美方尚未实质性取消对华科技围堵等限制，我国也未全面解除稀土管制（目前仅“加快流程”），同时 7 月 4 日达成的美越贸易框架协议中对经越南转运的第三国商品征收 40% 惩罚性关税，表明中美贸易博弈任重而道远，中美关系的改善和关税谈判的推进总体或呈现“进一步退半步”的渐进式特征，任何期待短期突破的线性思维都不符合大国博弈的基本逻辑，全球市场需要适应中美博弈从明面上的“关税战”向基本面和供应链等“暗劲较量”的转变。

因此今年下半年，虽然关税政策仍有不确定性，但相关波动有望下降，特朗普团队政策重心有望向国内倾斜。除钢铝、汽车、药品、芯片等关键战略商品的征税可能难以避免以外，美国对全球征税的“基础”税率可能为 10%，虽然其间可能再度出现阶段性偏高，但美国或难以对全球加征总水平超过 20% 的关税，且美国与各国 90 天的谈判窗口大概率会被延长。

1.3 《大而美法案》减税节流时间错配，美国财政赤字问题难消

2025 年上半年，特朗普政府政策重心集中于对外关税加征和收紧移民政策等领域，在对内核心议程，尤其是减税和去监管领域尚未取得实质性突破。7 月 3 日，美国众议院以 218 票对 214 票的微弱优势，在特朗普设定的 7 月 4 日最后期限前正式通过了特朗普政府《大而美法案》（OBBBA）的立法。7 月 4 日，特朗普签署“大而美”税收和支出法案，正式生效。这项立法或是特朗普任内最大的立法行动，法案落地更标志着美国财政政策的重大转向。

聚焦到法案本身，《大而美法案》的核心内容可被归纳为以下四点：

第一，大幅减税和少量增税。减税措施包括延续和扩展 2017 年的《减税与就业法案》，即永久性降低个人所得税、长期将企业税率维持在 21% 的低位等。同时法案还增加了对标准扣除额、子女税收抵免、遗产税免税等方面调整，提出小费及加班收入免税等，进一步减轻个人税负。而州和地方税（SALT）扣除上限被提高至 4 万美元。

增税措施则主要包括废除电动汽车税收抵免和增加外国公司报复税（即 899 条款）等，其中 899 条款短期可能为美国财政增收，但中长期或因资本外流和融资成本上升等反而抵消收入甚至拖累美国增长，因此市场对此争议较大。法案最新进展显示，

该 899 条款即将被特朗普政府要求从草案中删除，以换取美国公司被豁免于部分由其他国家征收的税项。

根据美国国会预算办公室（CBO）针对众议院版本税改相关内容的评估，仅法案中的延长减税措施在未来十年就将带来超过 4.5 万亿美元支出成本，总体税改相关措施在 2025-2034 财年将增加联邦赤字约 3.6 万亿美元。

第二，减少支出。为抵消减税带来的财政负担，法案提出大规模开支削减措施，主要包括在医疗保健领域收紧医疗补助（Medicaid）、在食品领域收紧补充营养援助计划（SNAP 计划）、在教育领域限制学生贷款并削减教育补贴、在能源环境领域削减绿色能源相关支出，预计总体将使 2025-2034 财年赤字减少约 1.68 万亿元。

第三，增加开支。法案计划增加对国防与边境安全的投入，预计总体将使 2025-2034 财年的赤字增加约 0.48 万亿元。

第四，提高债务上限。众议院版本的法案提议将联邦政府法定债务上限提高 4 万亿美元，负责任联邦预算委员会（CRFB）支出，这将超越 2021 年底单独通过的 2.5 万亿美元美元债务上限增加额度，成为美国历史上最大幅度的债务上限提升。而最终获立法通过的美国参议院对众议院版本的修改版本显示，将债务上限进一步提高至 5 万亿美元，比众议院版本增加 1 万亿。

综合《大而美法案》现有的所有内容，参众两院最终能够达成的妥协指向财政更大力度扩张。根据 CBO 测算，2025-2034 财年的初级赤字将增加约 2.4 万亿美元，第三方机构的测算是增加 2.6-2.8 万亿美元。联邦预算委员会（CRFB）的最新测算则显示，参议院的版本将增加 3.4 万亿美元的财政赤字，较众议院版本的 2.4 万亿美元幅度更大。

更值得注意的是，**法案中存在减税前置与削减支出后置，意味着 2025 年下半年将面临更大的财政压力。**如个税减免、小费免税等减税措施将于 2025 年法案落地后立即生效，但很多支出削减措施，如收紧医疗补助和补助等措施将从 2026 年底或 2027 年初才开始实施。按 CBO 预测的 4% 左右美国名义增长估算，2026 年至 2028 年美国赤字率可能持续位于 7% 以上，2026 年甚至高达 7.4%，这对于美国的财政可持续叙事无疑是进一步的打击。

在美国赤字问题日益加剧且美国政府缺乏收紧财政政策意愿的背景下，任何通过延长期限或税收调整债务名义价值的尝试都会恶化现有赤字的融资环境，外国投资者

参与意愿也将大幅降低。因此，还需关注下半年美国财政部可能尝试的其他赤字应对方案，如推动美债持有者从外国投资者向国内投资者的转移，即通过以短期美债为支撑的美元稳定币来吸引国外资金以缩短外国投资者的久期敞口，同时通过监管豁免、税收优惠等措施激励美国国内购买长期美债。本质是通过调动国内储蓄资源吸收更多美债供应压力，来为美国政府争取更多时间，但这一过程要求美债收益率进一步提高，以补偿国内投资者承担的信用风险溢价。

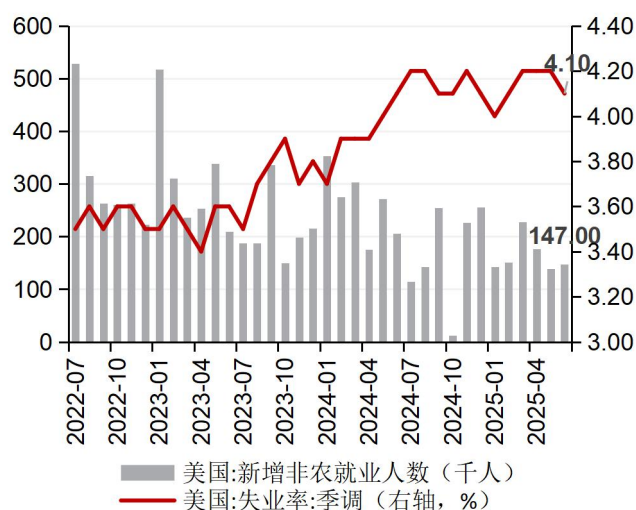
从目前的情况来看，《大而美法案》的实施总体对美国经济增长的影响可能较小，据美国税务联合委员会（JCT）和沃顿商学院的分开估计，该法案对美国 2025-2034 年 GDP 增速的影响大约是 0.4%，但该法案在下半年乃至特朗普 2.0 任期内进一步加剧美国财政脆弱性的确定性较高，且在当前美国财政赤字不断扩大的背景下应对措施存在诸多局限性，将导致美元信用折价和储备货币更迭成为长时间的议题。

1.4 美国或进入“类滞胀”状态，美联储 9 月有望重启降息

2025 下半年，美国经济预计将在特朗普 2.0 的对外及对内政策对冲下温和降温。

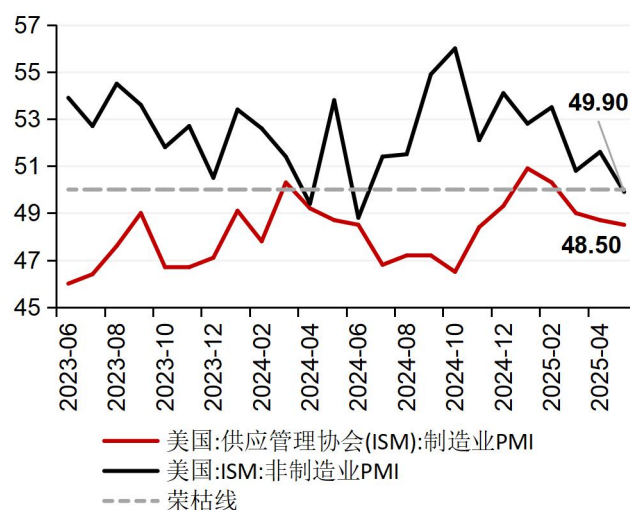
一方面，对外关税政策对美国经济的负面影响正加速显现。据 5 月底 CNN 的不完全统计，进口成本持续攀升已迫使包括沃尔玛等主要零售企业、宝洁等消费品制造商及福特等汽车生产商在内的美国企业宣布提价计划，或将进一步侵蚀居民实际购买力。受前期“抢购潮”消退影响，美国零售销售已连续两个月环比下滑，下半年美国私人部门消费动能预计持续承压。就业市场方面，尽管非农就业新增人数暂时保持韧性，但前瞻指标显示就业市场放缓压力增大，美国 NFIB 小企业雇佣意愿指数自年初以来受关税不确定性拖累显著走弱，同时移民政策的持续收紧将进一步抑制劳动力供给增长，预计下半年非农就业放缓将更为明显。企业投资意愿亦显疲弱，反映企业资本开支的核心资本品订单在 5 月环比大幅下降 1.3%，创下去年 10 月以来最大跌幅。这表明在关税与税收政策前景不明朗的背景下，企业资本开支趋于谨慎，预计下半年相关领域改善空间有限。

图 3：美国就业状况



数据来源：WIND、国联期货研究所

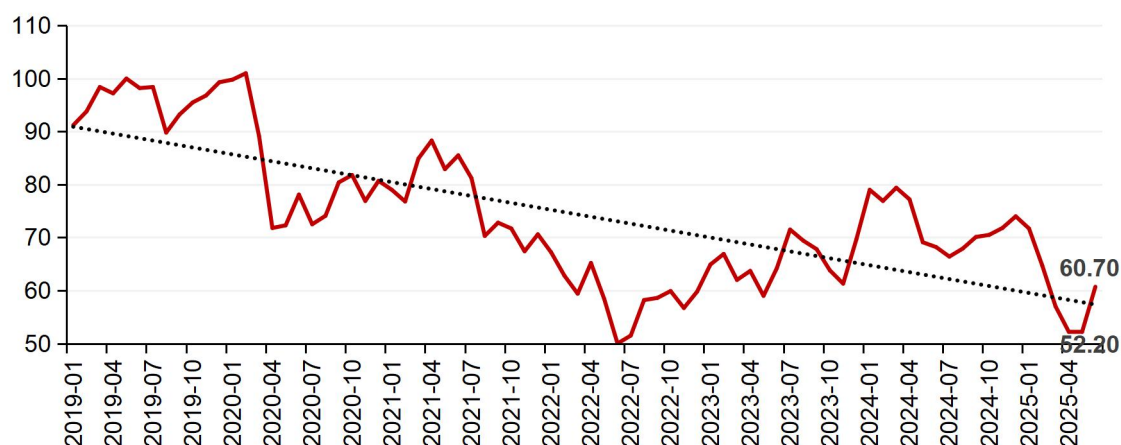
图 4：美国 ISM 制造业和非制造 PMI



数据来源：WIND、国联期货研究所

但仍有一些积极因素提供经济韧性支撑。首先，考虑到特朗普政府下半年政策重心或逐渐转向国内，且需避免关税全面升级冲击本土经济，美国可能会在关税谈判条件及时限上做出一定妥协。因此虽然关税政策仍有不确定性，但相关波动有望下降，且整体水平也很难回到 4 月 2 日“对等关税”时期，有助于在一定程度上缓和消费者及企业悲观预期。其次，《大而美法案》框架下的减税措施落地，有望为企业资本开支提供一定支撑。总体来看，虽然美国下半年经济增长面临压力增大，但关税政策潜在的边际缓和空间以及减税措施的支撑效应，将使得经济陷入衰退的可能性依然较低。

图 5：美国密歇根大学消费者信心指数（%）

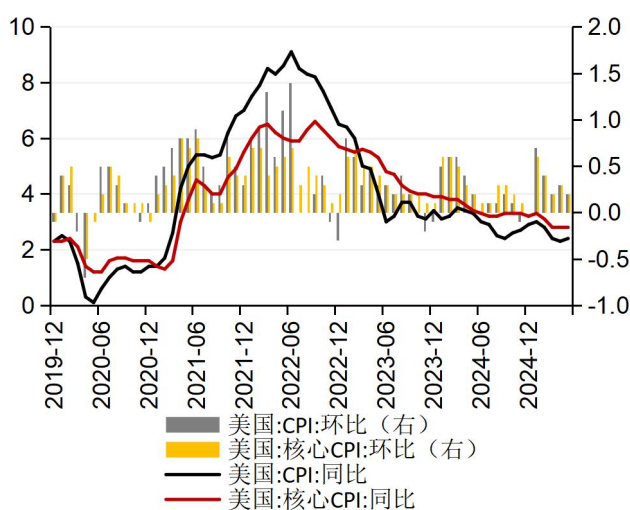


数据来源：WIND、国联期货研究所

物价水平方面，下半年虽然通胀反弹的具体幅度存在不确定性，但多项因素共同作用下美国再通胀趋势的形成是较为确定的。首先，根据纽约联储调查，部分企业在

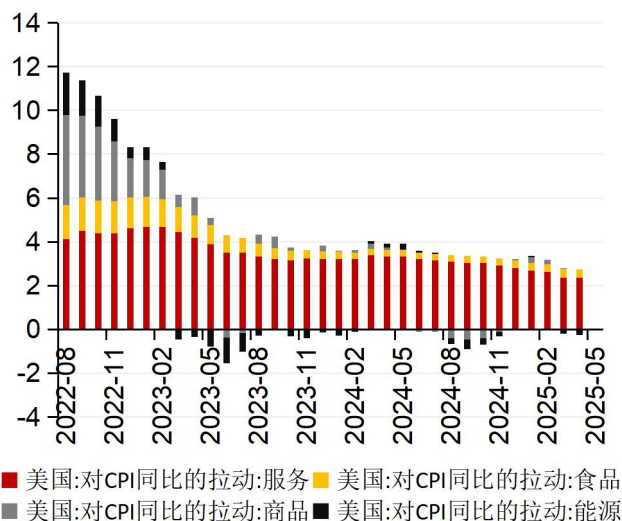
上半年承担了价格上涨，关税涨价并未全部直接传导给消费者，因此上半年商品价格对物价水平的影响尚不明显，但多数企业表示会在关税成本压力显现后的 1-3 个月内涨价，目前多数企业已宣布提价计划，这表明关税至消费者价格的传导链即将完成传导，商品价格的上涨动力正在积聚。其次，从基数来看，2024 年三季度美国通胀持续下行，会造成下半年通胀同比增速的上行压力。因此虽然受关税政策反复影响，通胀反弹具体幅度较难确定，但下半年通胀中枢抬升这一趋势已较为明确。

图 6：美国通胀情况 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 7：主要分项对美国 CPI 同比的拉动



数据来源：WIND、国联期货研究所

鉴于特朗普政策对美国经济的负面影响正在显现，同时通胀中枢抬升是大概率事件，下半年美国经济呈现的“类滞胀”特征渐趋明朗。

对于美联储来说，上半年坚持货币政策按兵不动，一方面是为应对“类滞胀”的组合困境，另一方面更是为维护美元的超主权货币地位，若在通胀未明显升温时贸然降息，或加速全球对美元信用的质疑，并加速海外美债抛售。2025 年下半年，考虑到关税对核心物价指数的影响大概率将自三季度起滞后显现，叠加美国经济放缓或为渐进过程，或使得美联储更倾向于保持政策耐心，三季度维持利率不变的概率明显上升，最早的政策调整窗口或出现在 9 月议息会议，年内可能降息 1-2 次。

但同时需关注下半年美国国内行政力量对货币政策的干预风险正在升级。

特朗普或计划在 2025 年 9 月或 10 月提前选定并宣布鲍威尔的继任者。由于新任美联储主席要到明年 5 月才正式上任，若在今年夏季或秋季就公布人选，将远早于以往 3-4 个月的交接期。这种提前宣布的做法可能让被提名人提前介入政策预期引导，影响市场对未来利率路径的预期。

当前特朗普下任美联储主席候选人名单上的沃什、沃勒、哈塞特和贝森特四人在货币政策立场均显现出较鲍威尔更明显的宽松倾向。历史经验表明，若美联储主席人选的决定掺杂政治因素，很可能削弱美联储的独立性和公信力，叠加继任者的潜在宽松立场，市场或提前定价更激进的降息周期，并重新评估美元资产配置。

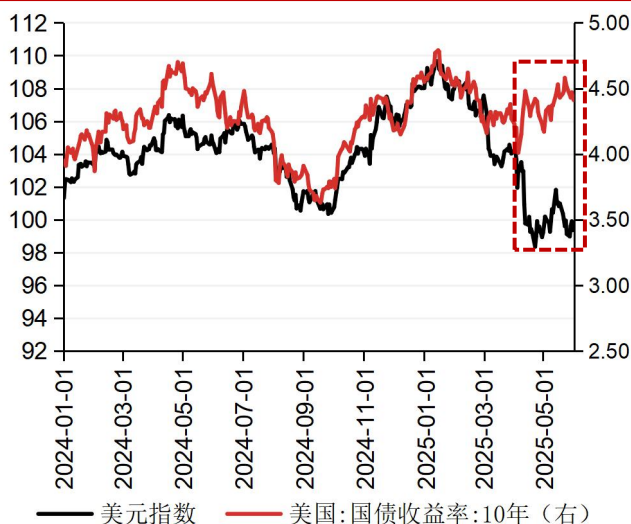
1.5 美元周期：美国政府债务规模膨胀与关税侵蚀美元信用根基

4 月初在特朗普宣布超预期关税政策后，美元一度大跌，此后也维持相对弱势；同时，4 月份美元走势与美债收益率亦出现了罕见的背离，这些情况的背后反映了市场对美元信用的担忧，美元信用体系正面临严峻挑战。挑战主要体现在三个方面：一是特朗普各项政策的不确定性风险提升；二是美国财政前景潜在恶化对美国主权信用的撼动；三是市场定价美国中长期经济衰退的风险。具体来看：

当前美国政府债务规模的不断膨胀以及关税政策的频繁调整，正在逐步侵蚀美元信用的根基。美国庞大的债务规模使得债务利息支出成为财政支出的重要组成部分，其占 GDP 的比重已达到历史最高水平，不仅严重挤压了基础设施投资、科研创新等生产性领域的财政空间，更使得市场对美国长期债务可持续性的担忧不断升级。

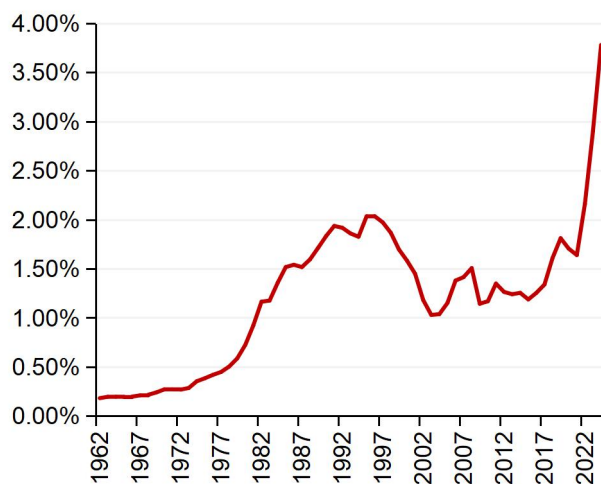
从金融市场的定价行为来看，长端美债收益率中的信用风险溢价正在逐步显现。

图 8：美元指数及美债利率（点，%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 9：美国利息支出占 GDP 比重（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

与此同时，特朗普政府的政策将进一步加剧美元信用的弱化。目前关税政策已将美国平均关税税率从去年的 2% 提升至约 15.4%，影响远超贸易层面：一方面，关税推升进口成本并滞后传导至消费端（企业普遍计划 1-3 个月内涨价），制约美联储降息空间，与债务化解诉求形成悖论；另一方面，贸易逆差收缩虽短期改善经常账户，

但已对“贸易逆差输出美元—资本回流支撑美债”的闭环形成冲击。当顺差国持有的美元资产因美元购买力下降而缩水，规避情绪必然升温，进一步催化多元化储备需求（我们建议黄金长期战略配置的重要原因）。

同时，美国财政赤字问题在《大而美法案》等政策影响下难以得到有效解决，反而将进一步加剧财政脆弱性。7月4日《大而美》法案的通过，美国政府赤字在十年内将增加约4万亿美元左右，进一步推升中期美国财政赤字；即使考虑了关税收入增加的情景，也难以抵消减税法案带来的赤字压力。此外，由于关税合法性悬而未决，以及减税法案呈现明显支出在前、减支在后的特征，这均指向特朗普任期内，美国财政赤字路径依然具有扩张性。从美国债务分布和财政开支的情况来看，政府债务规模与利息支出同步攀升，财政赤字的高峰期可能位于2027财年左右，这将进一步加重市场对美国财政可持续性的担忧，或加剧美债的供需错配压力。此外，美国经济基本面在关税政策冲击下亦存在潜在风险。

在美元信用走弱的背景下，“美国例外论”这一长期支撑美元霸权的观念开始动摇，全球资本对于美元资产的“信仰”发生变化。美债作为传统安全资产的信用溢价逐渐消失，其定价逻辑开始向风险资产靠拢，更多地反映通胀预期、美国债务风险以及美联储降息节奏等因素。随着美元进入下行周期，全球风险资产，尤其是非美资产的吸引力相对上升，资产配置格局将发生相应变化。

但从中期视角来看，美元走势或并非单边下行。一方面，上半年欧元区服务业活动停滞不前，制造业并无改善迹象，日本则由于出口下滑和贸易逆差扩大，经济下滑风险增大，同时由于通胀持续超过工资增速导致日本国内消费疲软，因此美国相对欧日等主要经济体在经济增速差上可能仍然保持一定优势，这为美元提供了一定的支撑。另一方面，当下持有较高美元资产全球养老资管机构因美元波动率上行而补入美元空头持仓以回归对冲比例的交易行为已经较为极致，美元空头头寸已处于高位。随着市场对美元的极端看空情绪有所释放，美元快速贬值阶段或已告一段落。在未来半年到一年的时间范围内，美元大概率延续震荡偏弱格局，市场需警惕因空头回补而驱动的美元技术性反弹风险。

因此我们需要客观认识到，储备货币更迭和去美元化这一宏观叙事虽然是全球经济发展的必然趋势，但这一过程将是漫长且充满波折和反复的，“美国例外论”的法魅也将在各种经济、政治因素的交织影响下呈现出反复和渐进的特点。

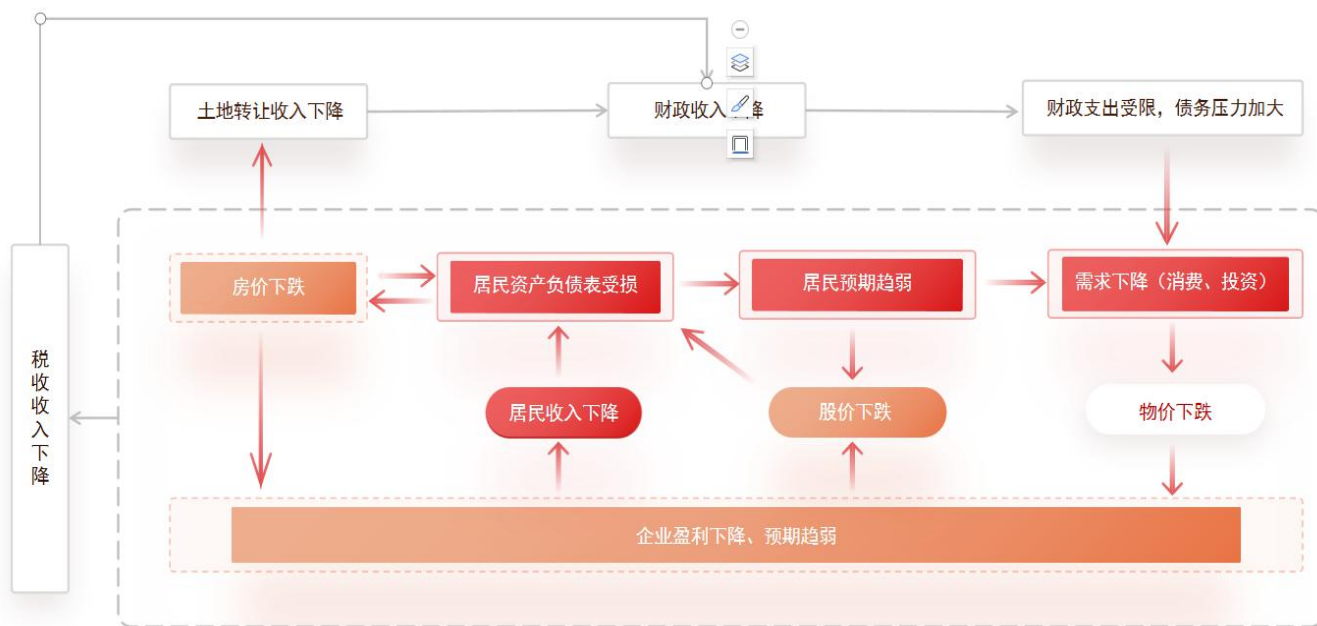
2025 年上半年，面对全球需求放缓、外部政策不确定性高企以及地缘冲突风险加剧的严峻外部环境，中国经济展现出较强韧性，很好地抵御外部冲击。一季度中国 GDP 同比增长 5.4%，最终消费、资本形成总额、净出口对 GDP 当季同比的拉动分别为 2.8、0.5、2.1 个百分点，对 GDP 的同比贡献率分别为 51.7%、8.7%、39.5%，较 2024 年底分别变化+7.2%，-16.5%、+9.2%，促消费政策和“抢出口”效应集中释放使消费和净出口贡献率提升，但受外部不确定性影响，投资贡献有所下滑。

当前中国经济面临经济新旧动能转换、内需不足的挑战依然存在。年初我们提及的“预期偏弱抑制消费和投资、需求不足拖累企业盈利和居民收入”的价格负螺旋经过半年政策发力已呈现一定改善，下半年加力巩固复苏基础、扶持及提升内生动能的依然是主要方向。

2025 年下半年，中国面临的外部环境依然严峻复杂。特朗普 2.0 政策不确定性高企以及地缘冲突风险提升，持续对全球经济、贸易与供应链构成压力，导致全球需求放缓。在此背景下，中国将继续保持高度战略定力，坚持“以我为主，向内求稳”。

2024年9月以来，一系列稳增长、稳预期增量政策出台，随着政策逐步落地经

图 10: 政府、企业及居民部门价格负螺旋



数据来源：国联期货研究所

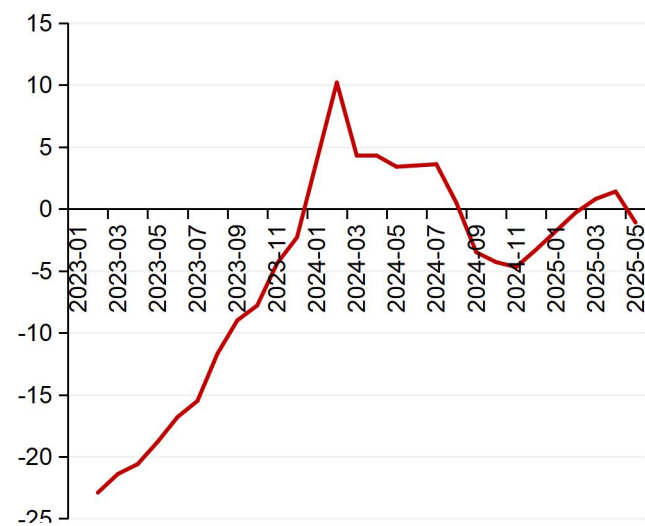
济下行趋势已得到有效遏制，相关举措触达领域均出现明显改善，因内需不足而导致的政府、企业和居民部门之间的价格负螺旋状态已出现部分缓解。

居民部门出现改善：居民部门经济行为受其资产负债表情况影响，2025 年“稳房市”“稳股市”政策保驾护航下，居民资产负债表受损情况缓解，居民信心得到一定修复。房地产市场“以价换量”特征明显，1-5 月商品房销售面积降幅-2.9%较 2024 年同期（-20.3%）明显收窄，70 个大中城市新建商品住宅销售价格月均环比-0.125%，去年全年平均环比-0.47%，价格下降速度也有所放缓。资本市场在政策托举下逐渐企稳，截至 6 月 30 日，Wind 全 A 指数的半年累计涨幅为 5.83%。居民财富缩水压力减轻为内需修复提供了基础。

企业部门利润增速受出口影响前高后低：1-4 月规模以上工业企业利润同比增速 1.4%，增速持续上升，主因政策精准触达的制造业升级领域（如高端制造、新能源、新一代电子信息等）在“两重两新”政策与“抢出口”效应支撑下保持较高增速。但传统领域承压明显，煤炭、钢铁等原材料行业受制于工业品价格偏弱，纺织服装等出口产业链面临外部需求转弱，建材类产品价格持续探底反映地产链仍在深度调整。

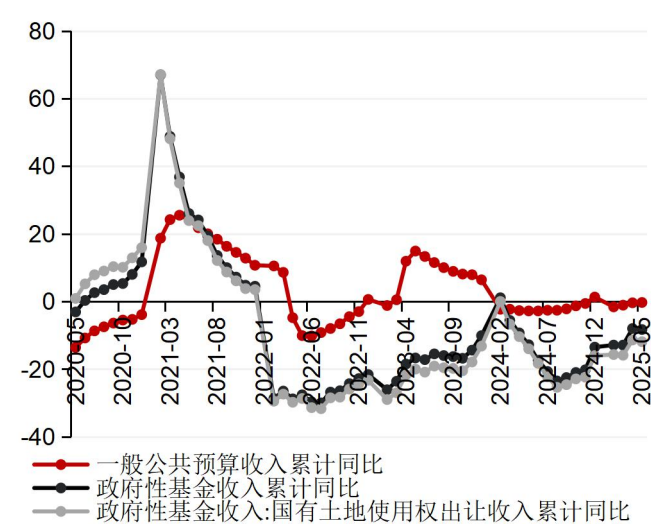
受“抢出口”支撑转弱、工业品价格同比跌幅扩大、利润率走低等因素影响，1-5 月工业企业利润同比增速滑落至负值区间，连续四个月的上升趋势出现中断。

图 11：中国规模以上工业企业利润总额累计同比（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 12：政府一般公共预算收入及土地出让金收入累计同比（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

政府部门财政压力边际缓解。1-5 月，全国一般公共预算收入同比-0.3%（去年同期为-2.8%），政府性基金收入同比-8.3%（去年同期为-12.8%），其中土地出让金收入同比-11.9%（去年同期为-14%）。财政收入虽然仍处于负增长，但是降幅已经明显

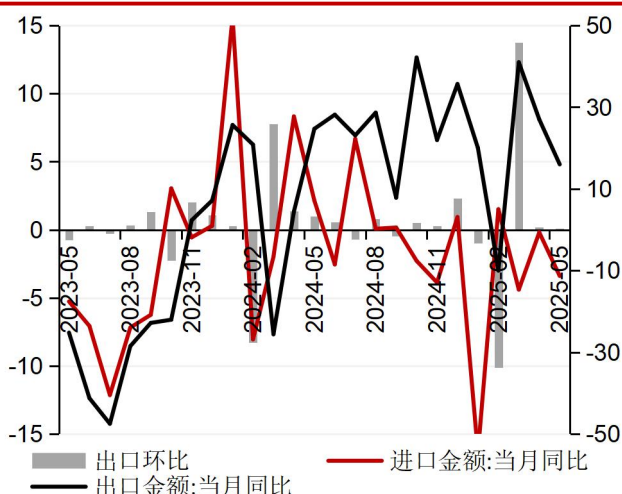
收窄，财政压力边际缓解，为财政支出腾挪出一定空间。

但需客观认识到当前价格负螺旋的改善属于政策驱动下的局部修复。价格负螺旋的底层逻辑尚未完全重置：房地产市场企稳基础尚不牢固，工业品价格偏弱与企业资本开支疲弱持续形成负反馈，CPI 同比连续三个月在零值附近徘徊，表明需求内生复苏动能仍显不足。

2025 年上半年政策干预有效遏制了经济加速下行风险，定向施策领域已取得可见成效。但价格负螺旋尚未被完全打破，下半年仍需全方位扩大内需，扶持及提升经济内生动能，拓展潜力发挥空间。

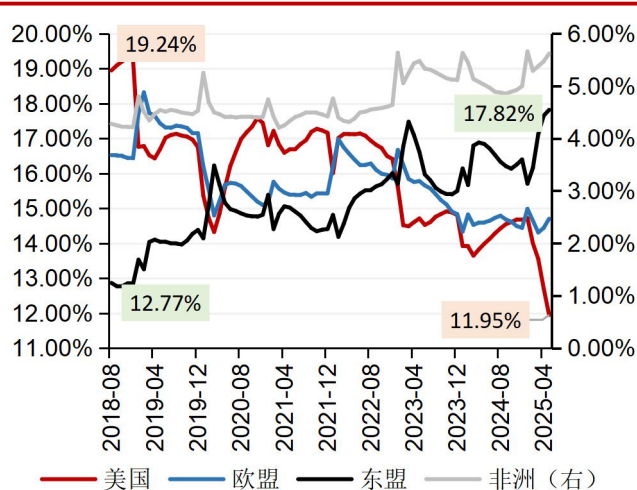
2.2 出口：“抢出口”效应递减，外贸增长贡献率回落

图 13：中国出口金额同比变化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 14：各经济体在我国出口中所占份额占比（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

在美国关税政策反复波动的背景下，中国出口市场展现出强劲的韧性。1-5 月中国出口金额同比增长 6%，较去年全年增速加快 0.16%。这种超预期的出口韧性主要得益于以下三个方面：首先，“抢出口”效应发挥了关键作用。在对等关税落地之前，市场进行了前瞻性应对，企业积极抢在关税调整前完成出口订单，从而形成了阶段性的“抢出口”现象，为出口增长提供了有力支撑。其次，“抢转口”趋势也十分明显。2025 年以来，美国在中国出口市场中的份额逐月加速递减，已从年初的 14.73% 下滑至 5 月的 11.95%。与此同时，中国对东盟等转口贸易地区的出口增幅显著提升，有效对冲了对美出口下滑带来的不利影响，确保了出口市场的稳定。

全球多边格局的大势所趋为中国出口提供了更广阔的空间。中国对欧盟、非洲等市场的出口增速明显提升，这表明中国出口企业正在积极拓展非美增量市场，通过多

元化市场布局来降低对单一市场的依赖，进一步增强了中国出口的韧性和竞争力。

2025 年下半年外部环境变化给中国进出口带来的挑战将实质性加剧。短期“抢出口”回补和运力恢复可能支撑 6 月出口金额增速回升，但进入下半年后，多重压力将共同作用对出口形成约束：

第一，美国关税政策影响下全球经济和贸易走弱趋势不可逆，“抢出口”已提前透支未来部分需求。美国对华商品加征关税的实际税率处于较高水平，仍将在较大程度上抑制我国对美出口动能在外需层面形成双重压制；

第二，当前中美双边贸易磋商已步入“深水区”，美国对华关税豁免在 8 月 12 日。由于美国关税政策不确定性仍较大，下半年存在中美贸易摩擦和谈判曲折反复的可能；

此外，由于 2024 年四季度外贸企业因担心特朗普关税政策已提前采取“抢出口”，使得出口同比增速走高，高基数效应将进一步抬升今年下半年出口同比增长门槛。

综合来看，下半年出口增速将同时面临全球需求放缓、相关政策反复、关税基数抬高、高基数效应等压力，同比增速放缓甚至阶段性转负是大概率事件，净出口对 GDP 的贡献率将明显回落。在这样的背景下，下半年国内政策重心将聚焦扩大内需，以破解价格负螺旋为长期目标，聚焦于服务消费扩容、房地产风险化解、新动能培育和扶持等核心领域，全力稳固内需基本盘。

2.3 消费：耐用品消费表现亮眼，政策优化拓围服务消费

2025 年上半年促消费政策站位提升，以旧换新政策在覆盖范围和补贴力度上均有升级，1 月和 4 月已分别下达两批共计 1620 亿元中央资金以支持消费品以旧换新。政策驱动下 1-5 月居民耐用品消费表现亮眼，政策力度较大的家电家具、通讯器材、汽车等品类零售总额在所有商品消费中增速居前，推动 1-5 月社零总额同比增长 5%，增速呈逐月上行态势。

2025 年下半年促销费政策仍将持续发力。国家发改委确认将于 7 月下达第三批消费品以旧换新资金（总额 1380 亿元），与前两批 1620 亿元共同构成全年 3000 亿元补贴池，政策统一执行至 2025 年 12 月 31 日。为保障均衡实施，将制定资金使用的周/月计划，避免集中消耗。但需警惕下半年以旧换新政策对耐用品消费的透支效应可能逐步显现，且以旧换新相关资金使用较快，政策刺激效果的可持续性仍需观

察。2025 年政策重心加速向服务消费板块扩容倾斜的必要性在提升，以此对冲可能出现的耐用品消费透支效应。

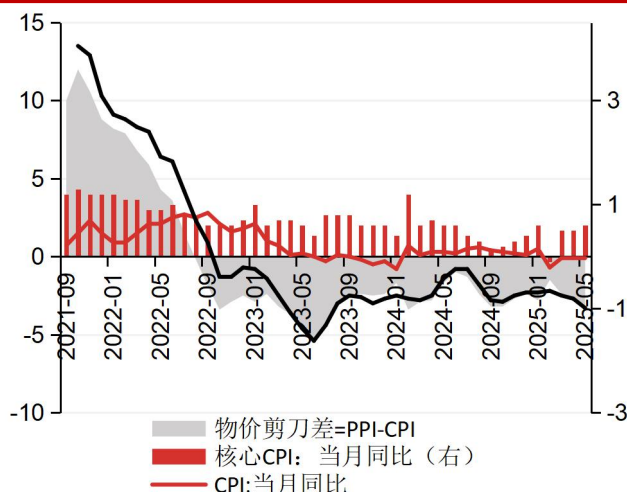
图 15：中国社零细分项目当月同比（%）

当月同比	2025-05	2025-04	2024-05
社会消费品零售总额	6.4	5.1	3.7
限额以上企业消费品零售总额	8	6.3	3.4
餐饮收入	5.9	5.2	5
限额以上企业餐饮收入总额	4.8	3.7	2.5
商品零售	6.5	5.1	3.6
限额以上企业商品零售总额	8.2	6.6	3.5
社会消费品零售总额:城镇	6.5	5.2	3.7
社会消费品零售总额:乡村	5.4	4.7	4.1
必选消费:粮油、食品类	14.6	14	9.3
必选消费:饮料类	0.1	2.9	6.5
必选消费:烟酒类	11.2	4	7.7
必选消费:日用品类	8	7.6	7.7
必选消费:中西药品类	0.3	2.6	4.3
可选消费:体育、娱乐用品类	28.3	23.3	20.2
可选消费:家用电器和音像器材类	53	38.8	12.9
可选消费:建筑及装潢材料类	5.8	9.7	-4.5
可选消费:家具类	25.6	26.9	4.8
可选消费:服装鞋帽针纺织品类	4	2.2	4.4
可选消费:化妆品类	4.4	7.2	18.7
可选消费:金银珠宝类	21.8	25.3	-11
可选消费:文化办公用品类	30.5	33.5	4.3
可选消费:通讯器材类	33	19.9	16.6
可选消费:石油及制品类	-7	-5.7	5.1
可选消费:汽车类	1.1	0.7	-4.4

数据来源：WIND、国联期货研究所

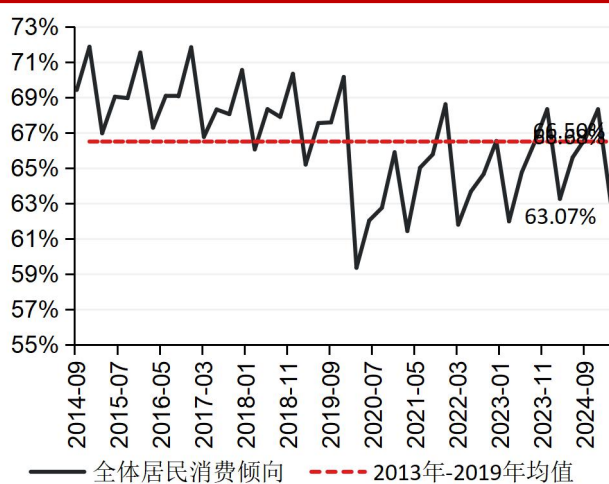
同时当前消费复苏基础尚不稳固，2025 年年初以来 CPI 同比增速始终为负，核心 CPI 同比增速维持在 0.1%-0.6% 的低位波动，表明内需不足和居民收入预期较低仍是制约消费的核心因素。一季度全体居民消费倾向为 63%，低于近十年均值 66.5%。

图 16：中国 CPI 及 PPI（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 17：中国全体居民消费倾向（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

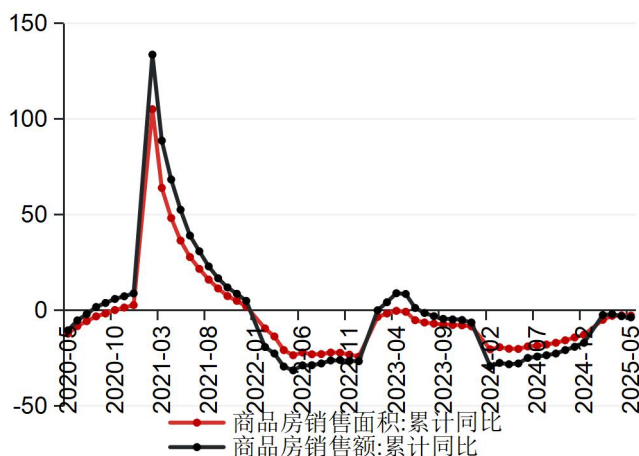
下半年消费刺激政策仍待优化扩围：一方面，着力稳定就业基本盘，多渠道促进居民增收，通过发放失业补贴、生育补贴等民生保障措施强化收入分配调节机制，夯实居民消费能力基础；另一方面，消费刺激政策有望扩围至服务消费等更多领域，

如大力推动文旅休闲、健康养老、体育赛事等服务供给提质扩容，并通过发放定向消费券、优化休假制度、改善消费环境等手段激发服务消费潜力，6月24日，央行已设立5000亿元服务消费与养老再贷款，或能有效对冲商品消费可能的放缓态势，并培育更可持续的消费增长点。

2.4 房地产：量价磨底深度调整，政策“稳”字当头

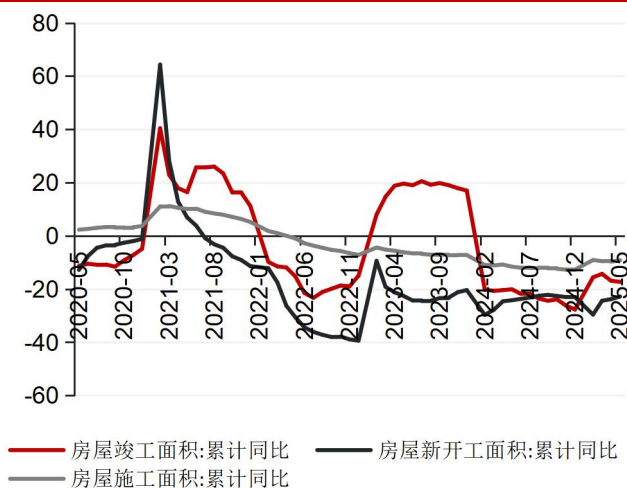
当前中国房地产市场总体仍处于量价磨底的深度调整阶段。最新数据显示，今年1-5月商品房销售面积和销售额同比增速分别为-2.9%和-3.8%，显示销售仍在放缓，同时销售额降幅大于销售面积，这说明“以价换量”的销售策略下房价下行压力更为突出。同时，供给侧指标仍显疲弱，新开工、施工和竣工面积整体仍处于回落状态，且库存去化压力依然存在。受房企资金面尚未实质性改善，且“保交楼”项目对新增投资的挤出效应持续存在，房地产投资端也仍在承压。

图 18：中国房屋销售面积、销售额累计同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

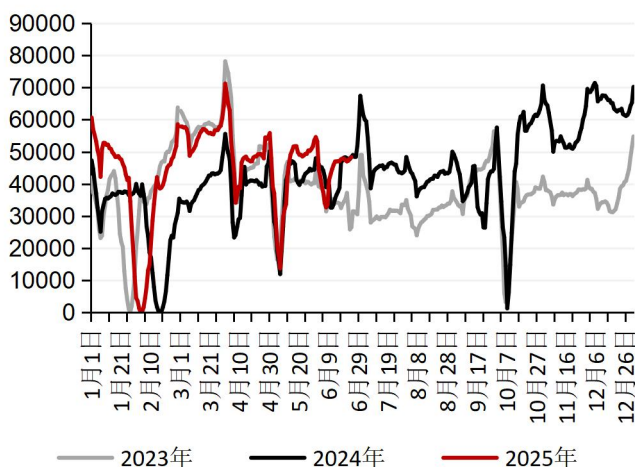
图 19：中国房地产新开工、施工及竣工累计增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

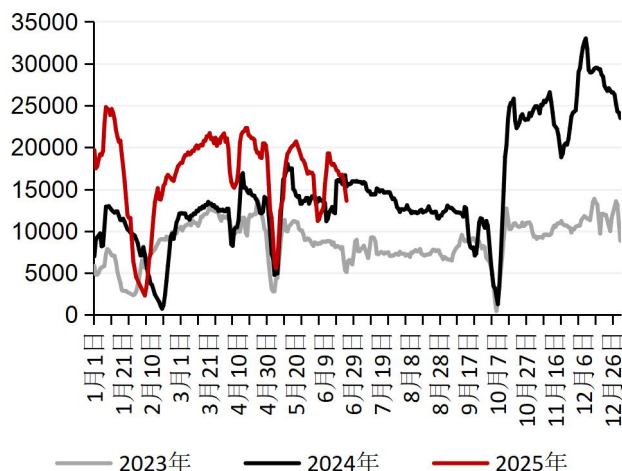
当然也有一些积极因素呈现，比如房价和销售面积降幅总体明显收窄，二手房交易回暖更为明显，但由于居民收入预期疲弱和外部环境严峻复杂，仍制约我国内生增长动力修复，使得房地产行业企稳基础尚不牢固。

图 20：北京二手房成交面积（7DMA，万平方米）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 21：深圳二手房成交面积（7DMA，万平方米）



数据来源：WIND、国联期货研究所

我国房地产行业正处于深度调整与转型的关键阶段，政策密集发力推动市场止跌回稳，但区域分化、债务风险及新模式探索仍是核心挑战。下半年政策仍将持续巩固房地产市场稳定态势，聚焦于“稳预期，防范和化解风险”，阻断房企债务风险传导链条，为房地产市场筑底企稳创造有利条件。

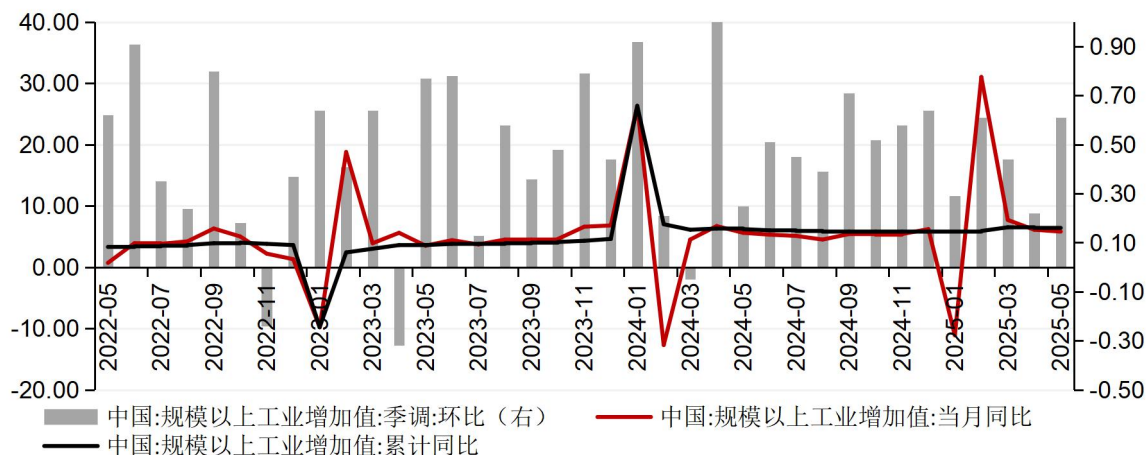
具体而言，在居民端，延续并优化改善居民现金流以助力商品房去化，如发放购房补贴和消费券、继续下调房贷利率、优化公积金贷款区域政策等，稳定居民购房预期并增强居民购房信心。在企业端，需进一步强化对房企的资金纾困机制，继续通过“白名单”融资支持、专项债资金用于存量房收购和土地收储政策进一步优化和落地，实质性缓解优质房企流动性压力，阻断风险扩散链条；同时重点疏通房企融资堵点，推进与房地产新模式相适配的系列融资制度加快出台，加大金融机构对优质项目“应贷尽贷”的支持力度，包括房地产开发、城市更新等贷款管理办法，逐步修复市场参与主体的信心。

2.5 工业生产：总量温和承压，结构加速升级

上半年工业生产呈现增速企稳但内部分化加剧的特征。1-5 月工业增加值同比增长 5.8%，主因前期“抢转口”和“抢出口”下外贸行业出口赶单对工业生产形成一定支撑，“两重两新”资金落地也有力推动了高端制造等新兴领域的企业生产提速。但与此同时，5 月 PPI 降幅自年初以来扩大至 3.3%，连续六个月环比负增长，传统行业工业品价格不振，直接压制工业企业利润修复空间。终端需求不足导致企业难以通

过降价传导成本压力，而工业品通缩又压制企业盈利，进一步削弱企业投资和就业创造能力，形成负循环。

图 22：规模以上工业增加值同比（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

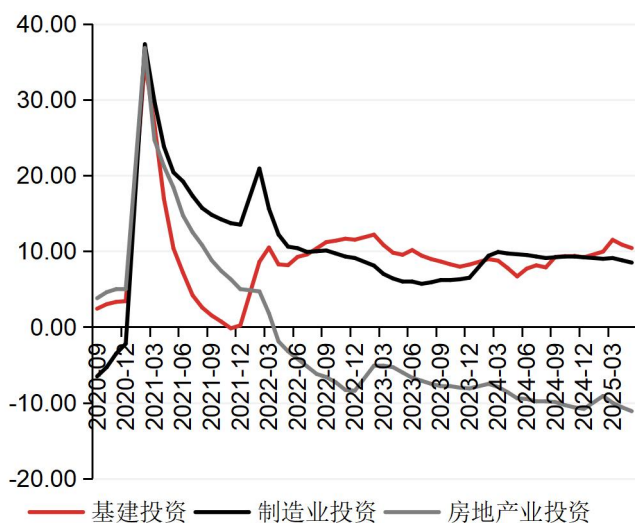
下半年，面对外需放缓与内需修复缓慢的双重压力，工业生产预计将呈现“总量温和承压，结构加速升级”的态势。“抢出口”效应消退、外需受关税政策影响整体放缓、内需不足下传统制造业产能利用率低位徘徊的综合影响下，整体工业增速将温和回落；但高端装备等高技术制造业在“两重两新”资金和项目落地支撑下，有望保持较高增速，部分对冲传统行业下滑。

破解工业-物价负反馈需供需双侧发力。短期仍需通过财政补贴等政策提振居民边际消费能力，畅通价格传导通道；中长期则需通过给予新旧动能转换支持，稳住传统行业的生产和就业基本盘，并培育壮大新质生产力，为经济增长构筑更坚实、更具活力的长期动能基础。唯有打破价格负螺旋，工业生产方能获得更具韧性的可持续性支撑。

2.6 投资：“两重两新”政策支持保持稳定增长

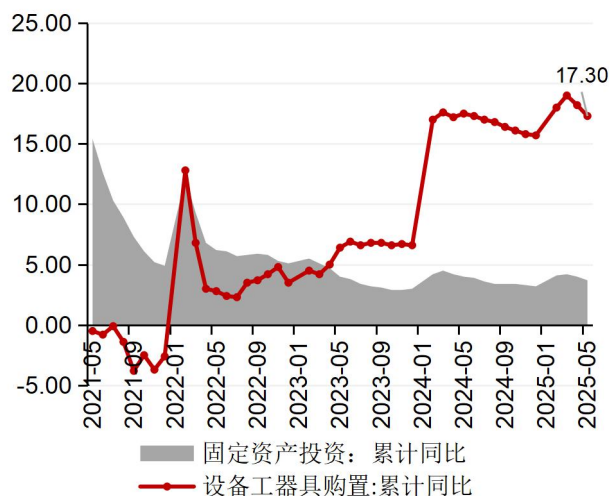
因制造业和基建投资增速有所放缓，房地产开发投资增速降幅有所扩大，1-5 月固定资产投资同比增幅收窄至 3.7%，上半年投资对经济增长贡献率有所下滑。从结构上来看呈现“工业强、三产弱，基建稳、制造优”的特征，政策重点支持的绿色能源、高端制造和基础设施领域成为关键增长极，设备购置投资同比大增 17.3%，对整体投资增长的贡献率达 63.6%，凸显产业结构升级动能。

图 23：三大类投资累计同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 24：设备工具器具购置投资同比增速位于高位（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

展望下半年，制造业投资虽面临外需趋缓压力，但内部因素仍能提供一定支撑。

美国关税政策对全球需求的抑制效应将持续显现，叠加前期“抢出口”行为对远期需求的透支，出口导向型企业产能扩张意下半年大概率将承压。我国正处于第六轮设备更替的上升通道，新质生产力培育进入加速期，下半年高端化、智能化、绿色化转型进程进一步深化，将持续牵引制造业投资结构升级。随着“两重两新”政策包括国内设备更新和产业升级等领域政策持续深化发力，相关领域的制造业投资有望继续保持较高增速，将为制造业投资提供一定的缓冲与支撑，使其在下半年有望维持稳定增长态势，预计全年制造业投资增速仍将明显快于整体固定资产投资水平。

基建投资有望在下半年展现更强支撑力。超长期特别国债的集中投放是基建投资保持增速的关键，1.3 万亿额度中 8000 亿优先保障“两重”建设，有力推动沿江交通、高标准农田、城市管网、“三北”工程等重大项目落地，支撑中央主导的基建投资。新型政策性金融工具预计将适时推出，并由央行抵押补充贷款（PSL）提供资金支持，旨在有效弥补重点领域项目地方财力不足。参考 2022 年 7400 亿政策性工具拉动基建增速提升 4.2% 的经验，其撬动效应值得期待。尽管地方化债制约了专项债对实体经济的实际支撑力度，地方主导基建（如道路运输）表现偏弱，但在中央资金与新型政策性金融工具的双重保障下，全年基建投资（不含电力）增速预计将保持较高增速，继续对固定资产投资形成重要支撑。

整体来说，2025 年下半年投资领域将在制造业和基建投资的协同发力下，呈现出更为积极的结构性变化和相对稳定的增长态势，增强中国经济的内生动力和长期韧性。

2.7 政策：以确定性应对不确定性，聚焦重点领域精准发力

上半年，中国宏观经济政策整体呈现“更加积极的财政政策稳步推进，货币政策适度宽松”的特征，形成政策合力共同应对复杂外部环境与内部经济复苏压力。财政政策方面，政策强度表述自 2010 年以来首次从“积极”升级为“更加积极”，赤字率目标设定为 4%，较 2024 年提升 1 个百分点，财政支出强度明显加大，同时财政扩张节奏也有所加快。据统计，今年上半年各地发行地方债及新增专项债规模分别较 2024 年上半年同期增长约 57.2% 和 44.7%。货币政策同步强化宽松立场，5 月实施“降准+降息+结构性工具”组合拳：全面降准 0.5 个百分点释放长期流动性约 1 万亿元；政策利率下调 0.1 个百分点带动 LPR 同步下行，叠加结构性工具利率下调 0.25 个百分点以降低社会综合融资成本；同时增加“两新”再贷款额度至 8000 亿元、创设 5000 亿元服务消费与养老再贷款等，将流动性精准注入消费升级、设备更新、科技金融等关键领域，有助于稳定短期市场预期。

在全球需求走弱、外部政策不确定性较高、国内打破价格负螺旋仍有压力的背景下，2025 年下半年，中国宏观经济政策预计将延续“积极财政稳步推进、货币政策适度宽松”的总体框架，同时更加聚焦结构性发力与精准滴灌，将政策资源投向关键领域。

在“更加积极”的财政政策基调下，今年财政总量空间明显扩张。上半年财政积极落实预算安排，地方债发债节奏已较去年明显加快。下半年财政发力空间仍然充裕，根据 wind 统计，截至 6 月 23 日，新增国债待发额度仍有 3.3 万亿元，新增专项债待发额度剩余 2.4 万亿元，因此作为传统地方债集中发行的三季度预计发行速度将继续加快，单季度新增专项债规模或接近 2 万亿元。除项目建设之外，新增专项债用途也将侧重于债务化解、企业拖欠款清偿、土地收储三方面。

在赤字扩张基础上，财政政策或进一步优化支出方向：第一是强化民生保障，今年政府工作报告和 4 月政治局会议中提及的育儿补贴等民生领域措施尚未落地，预计下半年政策端或通过发放失业补贴动态扩围、生育补贴试点范围扩大等举措强化民生托底。6 月中办、国办印发《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》，预计更多资金将“投资于人”，重点向教育、医疗、就业等中长期领域倾斜。**第二是服务消费扩容**，上半年以旧换新政策对耐用品消费的提振效果明显，但下半年需防范政策透支效应，转向服务消费领域或成为重点，文旅消费券发放、银发旅游补贴、健康养老设施建设等定向支持政策有望加速落地。**第三是房地产风险化解**，政策或从“稳预期、防风险”角度切入，通过专项债资金收购存量商品房、土地收储及保障性住房扩围等方式，继续为房企纾困和房地产库存去化提供支持。

下半年货币政策仍将适度宽松，定向发力。货币政策委员会二季度例会中表示，央行对经济动能减弱与物价持续低位运行的关注度显著提升。例会重提物价低位运行问题，显示政策层面对当前需求不足环境下价格下行压力的关注度提升。从当前流动性环境和政策空间进行评估，今年5月央行降准降息落地，同时央行已连续四个月超额续作MLF，并在6月分别开展1万亿元3个月期和4000亿元6个月期买断式逆回购操作以对冲当月到期的1.2万亿元买断式逆回购，总体已释放较为充裕的流动性，以缓解银行体系中长期资金压力并助力信贷投放。下一阶段央行将继续灵活把握政策实施力度和节奏，在5月双降落地、银行超储率已降至约6.2%背景下，下半年货币政策将延续宽松基调，但发力点将由总量工具转向更具针对性的结构性工具，以实现“充分释放政策效应”的核心目标。

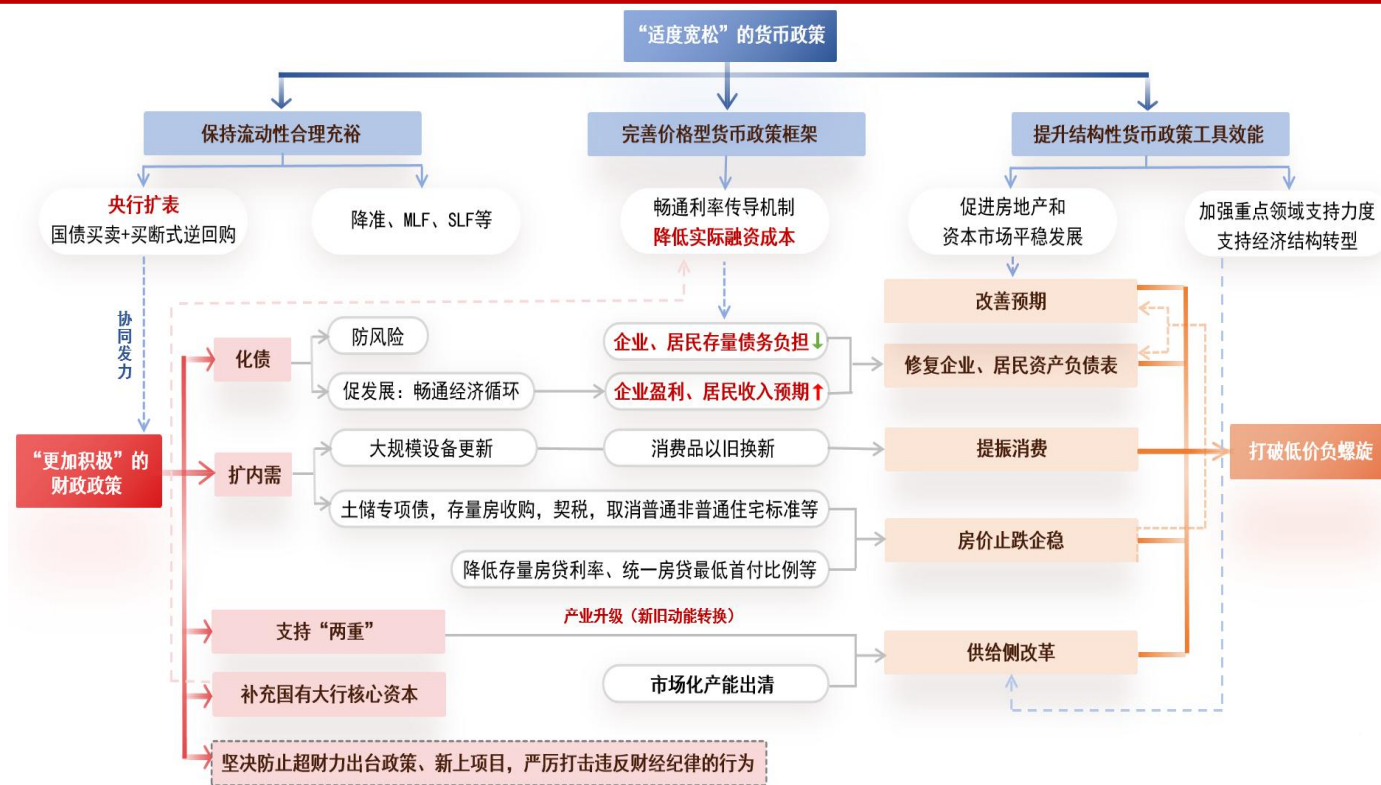
但终端信贷需求疲弱或一定程度上制约总量工具效能，下半年政策重心或转向结构性工具创新等以引导资金流向关键领域：首先是提振消费，尤其针对服务消费扩容，央行已设立的5000亿元服务消费与养老再贷款工具将强化金融机构对服务消费的信贷支持，或能配合财政形成“补贴+融资支持”双驱动，进一步边际提振终端需求；**其次是强化科技金融支持**，5月7日央行公布的一揽子金融增量政策中，包括增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的5000亿元增加至8000亿元，有望在下半年进一步引导资源流向低空经济、人形机器人、高端智能装备、新一代移动通信等“十五五”前沿领域，助力产业升级；**最后是协同化解重点领域风险**，继续“稳楼市稳股市”，对于资本市场，继续用好用足“支持资本市场两项工具”，增强资本市场稳定性，房地产领域或进一步落实降低存量房贷利率，加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场稳定态势，通过稳定居民资产价格预期巩固市场信心。

央行二季度例会重提物价低位运行并突出内循环重要性，凸显货币政策对稳增长

长、稳物价的双重诉求。虽然总量型降准降息空间收窄，但下半年货币政策宽松方向明确，政策工具箱或更倚重再贷款等结构性工具进行定向发力。通过激活服务消费、驱动科技产业升级、筑牢风险防线三管齐下，央行致力于疏通政策传导堵点，确保流动性更高效地注入实体经济关键领域，最终实现经济内生动能的实质性修复与价格预期的稳步改善。

下半年财政政策协同性亦有望增强，财政与货币的联动或主要体现在两个维度：一是消费补贴与消费信贷政策结合，降低居民加杠杆成本；二是房地产“收储+融资”双管齐下，通过专项债收购存量房与房企流动性支持形成闭环。此外，政策节奏仍强调“应早尽早”，突出时效性，在逆全球化与外部不确定性高企的背景下，储备政策工具将迅速响应，包括但不限于特别国债增发、存量房贷利率动态调整等工具备用。

图 25：规模以上工业增加值同比（%）



数据来源：国联期货研究所

三、2025 年中期展望：内平外变，相机而行

我们认为 2025 年下半年，宏观格局大概率为“内平外变”。

站在 2025 年年中时点观察，当前全球政治经济秩序正处于加速重构期，特朗普 2.0 政策正成为关键催化变量。关税政策反复与财政扩张并行的政策施行现状不仅无

益于缓解美国债务可持续性压力，反推升其主权信用风险溢价，迫使全球资本重新评估美元资产的定价基础。“美国例外论”开始褪色，非美经济体加速推进战略自主，加强与区域合作发展，强化财政扩张并培育经济及防务独立性，全球多极化格局的轮廓日益清晰。

除美国政策外溢效应所带来的冲击以外，地缘政治局势突发多变，也增加了全球经济不确定性。俄乌冲突背后欧洲结构性对抗角力、中东地缘矛盾的复杂联动效应以及中美之间战略目标差异下的大国博弈，地缘矛盾易紧难缓，牵一发而动全身，持续扰动能源与供应链稳定性。

在全球贸易壁垒大幅增加、信心减弱、政策不确定性高企、地缘政治冲突加剧冲击的影响下，全球经济增长放缓。各主要经济体面对的政治及经济层面压力，促使各经济体加速构建抗风险能力。

欧洲正以空前力度推进战略自主，力图摆脱对美安全与经济依赖。德国通过宪法修正案实质性突破“债务刹车”限制，新设立 5000 亿欧元战略基础设施基金，并授权联邦州每年新增 150 亿欧元财政空间，表明财政政策正式转向积极扩张，预计对德国经济的直接拉动效应有望于四季度开始显现。欧盟层面则推进“重新武装欧洲”计划，确立四年 8000 亿欧元防务投资框架，其中欧盟理事会 5 月批准的“欧洲安全行动”融资机制，将为成员国提供 1500 亿欧元安全与防务武器装备采购支持。该计划需成员国 6 个月内提交投资计划后再由欧盟分配资金至各成员国，因此在 2025 年较难体现出对欧盟经济增长的直接拉动，但有利于市场信心和风险偏好的恢复。

日本在外部压力下展现出政策韧性。由于企业利润增长强劲，日本截至 3 月份的上一财年税收收入连续第五年创下历史新高，为财政腾挪提供空间。日本首相计划动用税收、非税收入及未动用预算带来的盈余实施针对性现金发放，通过强化居民购买力缓冲物价上涨和美国关税政策下的外需放缓冲击，为脱离对美系统性依赖提供助力。

面对全球贸易政策不确定性上升及外部需求波动，我们认为中国仍将坚持“以我为主”的政策基调，通过强化内生增长动能和结构性改革来应对外部冲击，以内部确定性对冲外部不确定性。国内经济稳中求进，政策相机抉择特征仍将延续，以内生动能为刃破解价格负螺旋仍需保持耐心。

我们预计下半年中国经济增速将有所回落，全年呈现前高后低特征，全年 GDP

增长有望实现 5.0% 的增速。美国关税政策反复将加剧出口下行压力，且“抢出口”效应消退后外需对我国经济增长的贡献将明显弱化，同时也面临高基数问题。下半年促消费政策仍将持续发力，消费端仍将是国内稳增长重要支撑，但或有所放缓。耐用品消费可能面临以旧换新政策的透支效应，边际减弱概率较大。服务消费相关支持政策正在扩容，或能一定程度对冲商品消费可能的放缓态势，并培育更可持续的消费增长点。2025 年下半年投资领域将在制造业和基建投资的协同发力下，呈现出更为积极的结构性变化和相对稳定的增长态势，特别国债与专项债资金加速落地，将重点支撑人工智能、新能源等领域，推动投资结构向高端化升级。

在全球需求走弱、外部政策不确定性较高、国内打破价格负螺旋仍有压力的背景下，2025 年下半年，中国宏观经济政策预计将延续“积极财政稳步推进、货币政策适度宽松”的总体框架，同时更加聚焦结构性发力与精准滴灌，将政策资源投向关键领域。通过激活服务消费、驱动科技产业升级、筑牢风险防线和强化民生保障，引导政策支持更高效地注入实体经济关键领域，以经济内生动能的实质性修复与价格预期的稳步改善为最终目标。由于四季度在高基数、需求不足加剧的拖累下经济放缓压力明显增加，预计国内政策将在三季度中后期四季度中前期温和发力。在政策效能充分释放情境下，预计全年有望实现 5% 左右的经济增速。

四、大类资产展望

2025 年注定成为全球政治经济秩序重构的关键转折之年。贸易壁垒大幅增加、经济信心减弱、政策不确定性高企、地缘政治冲突加剧冲击等种种不确定性，体现的是全球政治经济秩序重构总基调下的波涛汹涌。大类资产在“百年未有之大变局”中，面对“无常”的波动，做有限的更偏长周期逻辑的预测，短期交易更多的为顺势而为，并在出现意外情况下注意遵守交易纪律，保证资金安全。

4.1 A 股

A 股市场经历 9 月末以来的估值修复后，股债风险溢价指标目前仍低于历史均值水平，权益资产的相对吸引力有所减弱。从结构看，当前估值修复进程领先于盈利复苏斜率，盈利恢复情况将是市场整体中枢能否抬升的关键。风格方面，产业智能化、新兴消费催化以及国家队等救市资金的入场支撑了高风险偏好资金的持续活跃，中证 1000 相对沪深 300 拥挤度差仍将延续震荡上行趋势。短期来看，指数区间震荡格局

或仍将延续；中长期来看，股指市场依然维持审慎态度，当前市场尚不具备系统性趋势行情的坚实基础，权益资产的相对吸引力有所减弱，需重点关注市场整体盈利水平恢复情况。

4.2 中债

2025 年下半年，国内需求不足、物价持续低位运行，外部政策不确定性高企、地缘政治形势紧张的大环境未变，避险思维仍占据主导地位，经济基本面继续对债市形成一定支撑。但由于经济增速波动不大，通胀进一步下降的概率也不高，基本面对于债市的进一步利多也有限。

在此经济背景下，为实现国内经济增速目标，国内政策发力必要性凸显，相机对冲托底，“积极财政稳步推进、货币政策适度宽松”仍为主基调。节奏上，由于四季度在高基数、需求不足加剧的拖累下经济放缓压力明显增加，预计国内政策将在四季度中前期温和发力，四季度有可能触发 10-15BP 的降息，驱动市场利率中枢整体下移。

2025 年下半年债市多空力量交织叠加，大概率维持震荡市行情，市场走势更多地取决于机构投资者行为。节奏上，四季度机会或好于三季度，走强概率偏大。

4.3 美元指数

三重美国内部因素压制下，2025 年下半年弱美元仍为基准假设：一是特朗普各项政策的不确定性高企。关税政策或会推高美国通胀和降低经济增长，加剧滞胀风险。干预美联储独立性，可能削弱美元信用，加速资本外流；二是美国财政前景潜在恶化的可能性对美国主权信用的撼动，《大而美法案》导致美国政府财政赤字十年内增加 4 万亿美元，从美国债务分布和财政开支的情况来看，政府债务规模与利息支出同步攀升，财政赤字的高峰期可能位于 2027 财年左右，进一步加强财政脆弱性；三是地缘政治紧张格局下，全球多极化为大势，储备货币更迭和去美元化这一宏观叙事仍为长期议题。

美元指数是加权指数，是相对变化的综合结果。从经济增长方面来看，过去四个季度美国与非美国家之间的增速差正在缩窄。后续随着关税政策对美国经济的负面影响进一步显现，美国与非美国家经济收敛的步伐大概率仍将延续。在各国货币政策层面，欧洲央行上半年四次降息，下半年可能再降息一次，日本下半年有一次加息预期，美联储降息时间集中在下半年。近期美联储态度明显转鸽，未来美国经济硬指标若出现明显恶化，不排除美联储较快降息。因此，从经济增长差和利差预期角度来看，均

不利于美元指数走强。

但从中期视角来看，美元走势或并非单边下行。一方面，储备货币更迭和去美元化这一过程将是漫长且充满波折和反复的。另一方面，当下持有较高美元资产的全球养老资管机构的美元空头对冲头寸已处于高位。随着市场对美元的极端看空情绪有所释放，美元快速贬值阶段或已告一段落。

在未来半年的时间范围内，美元大概率延续震荡偏弱格局，年内或跌至 96 以下。市场需警惕因空头回补而驱动的短期美元技术性反弹风险。对于人民币汇率而言，来自外部的贬值压力已基本得到缓解，但后续仍需关注中美经贸谈判的不确定性。

4.4 黄金

黄金的战略配置价值需要跳出短期交易博弈，置于全球债务周期与货币秩序重构的宏观体系中审视。美元信用体系折价及逆全球化背景下，储备资产安全性和多元化需求激增，黄金非主权属性稀缺性愈加凸显，将对黄金的“超越主权”信用价值形成长期支撑，各国央行购金需求将成为驱动黄金价格上涨的长期驱动力。全球产业链重构加速、地缘政治局势紧张，黄金避险属性长期化。央行购金持续、美元信用体系折价和地缘风险溢价抬升等仍在持续，黄金在中长期投资组合中仍具有战略配置价值，黄金价格在回到合理价格后会再度吸引资金流入。

2025 年上半年黄金强势上涨并连续创新高，随着市场对贸易冲突敏感度边际下降，黄金上涨动能有所减弱，步入区间震荡阶段。我们认为，在中长期利多因素支撑下，黄金仍处于牛市周期的判断依然不改。但下一波上涨行情的启动仍需等待时机，并且在目前盘整多月未能突破前高的情况下，不排除阶段性回调的可能，建议以波段操作思路等待回调后建立战略性多单。

免责声明

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

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

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

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

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 A9 楼（200080）

电话：021-60201600

传真：021-60201600