

类别
宏观市场月报

日期
2025 年 8 月 1 日



宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(国债集运)
021-60635739
huangwenxin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：聂嘉怡(股指)
021-60635735
niejiayi@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F03124070



反内卷政策预期推高商品价格

近期研究报告

《宏观专题-20250306-特朗普 2.0 新政阶段性回顾：回归保守价值观、回归丛林法则》

《宏观专题-20250120-特朗普 2.0 与 2025 年宏观市场展望》

《宏观专题-20241015-选情胶着的美国大选会否出现十月惊奇》

《宏观专题-20240930-非典型补库周期与大类资产波动》

《贵金属专题-20240820-金价大涨后的供需基本面变化》

《宏观专题-20240607-美国总统大选对地缘政治和宏观市场的影响》

观点摘要

- 2024 年 11 月至 2025 年 1 月中旬，市场再次掀起特朗普交易热潮，认为特朗普对内减税降费 and 对外关税武器化将在增强美国经济通胀韧性的同时抑制海外经济增长动能，因此美元汇率、美债利率和美国股市同步走强而海外资产普遍承压。1 月中旬至 3 月份，由于特朗普国内外同时多线激进改革诱发美国国内政治风险和经济滞胀风险，而政治经济环境稳定、经济刺激措施前置以及人工智能投资热潮增强中国资产吸引力，财政刺激与再军事化前景增强欧洲资产吸引力，因此美元汇率和美债利率开始走弱、资金转而追逐海外资产。4 月初特朗普公布互惠对等关税细节，对等关税税率远超事前机构主流预估，而且中美对等关税税率在十天内螺旋式上升到 125%，因此引发全球金融市场海啸以及全市场资产无差别抛售。随后特朗普宣布将高额对等关税暂缓 90 天以促进谈判，5 月份中国加大逆周期调节力度而中美贸易形势也实现降温，国际贸易形势缓和以及 TACO 策略发展使得 4 月下旬至 6 月份全球金融市场风险偏好逐步回升。7 月份中国反内卷政策预期显著升温，而且中国凭借稀土管控在中美贸易谈判中表现强势，市场风险偏好进一步回升，中国股市突破 2024 年 10 月份高点而国内工业商品价格也显著反弹。
- 在 4 月份超预期对等关税带来的情绪冲击减退后，市场焦点将从黑天鹅事件的情绪冲击转到对特朗普新政的宏观经济结果的评估。我们判断下半年全球经济增长动能进一步减弱，通胀压力回升制约美联储降息时点，高债务压力限制中国财政扩张意愿，地缘政治风险则持续高涨。来自政策环境不确定性和经济增长动能疲软的避险需求将继续支撑黄金和国债等避险资产，而经济增长动能减弱与政策刺激力度加强的多空影响大概率使得股市和工业商品呈现抵抗式下跌。在这种情况下，我们建议下半年大类资产配置整体防御，加大黄金和国债作为对冲地缘政治风险、政策不确定性以及经济增长动能转弱的配置力度，等待增持成长型科创股的机会；而由于中国央行维持宽松货币金融环境稳增长，中国房地产市场下行周期尚未结束，我们建议继续低配货币和房产。

目录

- 一、2025 年 1-7 月份宏观市场回顾 - 4 -
- 二、宏观环境评述 - 4 -
 - 2.1 中国经济超预期但边际走弱 - 4 -
 - 2.2 美国经济增长动能走弱 - 9 -
 - 2.3 中国提反内卷要求 - 11 -
 - 2.4 美国达成一批贸易协议 - 13 -
- 三、资产市场分析 - 17 -
- 四、中期资产配置 - 20 -

一、2025 年 1-7 月份宏观市场回顾

2024 年 11 月特朗普再次当选美国总统，其国内外多项改革措施对实体经济和金融市场造成巨大冲击；2024 年底中国决定来年实施积极财政政策、宽松货币政策并强化金融市场稳定措施，以应对国内房地产市场疲软和国际贸易环境不确定性。2024 年 11 月至 2025 年 1 月中旬，市场再次掀起特朗普交易热潮，认为特朗普对内减税降费和对外关税武器化将在增强美国经济通胀韧性的同时抑制海外经济增长动能，因此美元汇率、美债利率和美国股市同步走强而海外资产普遍承压。1 月中旬至 3 月份，由于特朗普国内外同时多线激进改革诱发美国国内政治风险和经济滞胀风险，而政治经济环境稳定、经济刺激措施前置以及人工智能投资热潮增强中国资产吸引力，财政刺激与再军事化前景增强欧洲资产吸引力，因此美元汇率和美债利率开始走弱、资金转而追逐海外资产。4 月初特朗普公布互惠对等关税细节，对等关税税率远超事前机构主流预估，而且中美对等关税税率在十天内螺旋式上升到 125%，因此引发全球金融市场海啸以及全市场资产无差别抛售。随后特朗普宣布将高额对等关税暂缓 90 天以促进谈判，5 月份中国加大逆周期调节力度而中美贸易形势也实现降温，国际贸易形势缓和以及 TACO 策略发展使得 4 月下旬至 6 月份全球金融市场风险偏好逐步回升。7 月份中国反内卷政策预期显著升温，而且中国凭借稀土管控在中美贸易谈判中表现强势，市场风险偏好进一步回升，中国股市突破 2024 年 10 月份高点而国内工业商品价格也显著反弹。

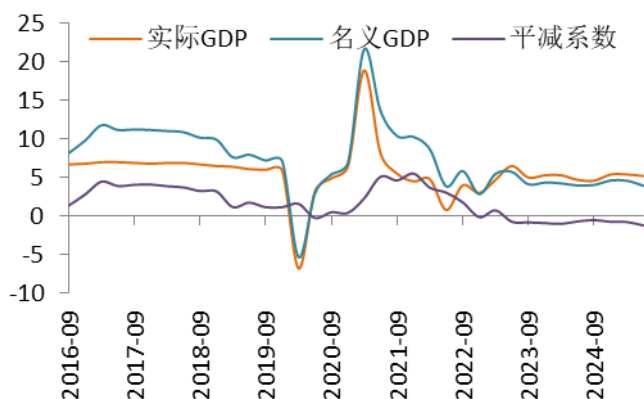
二、宏观环境评述

2.1 中国经济超预期但边际走弱

由于两重两新财政刺激措施以及房地产和股市支持措施继续起效，中国制造业竞争力显著上升与关税威胁下的抢出口行为使得出口韧性凸显，2025 年上半年中国经济表现超预期，但物价通缩压力仍未缓解且部分领域出现边际走弱迹象。中国二季度实际 GDP 同比增长 5.2%，增速较一季度回落 0.2 个百分点但仍处于 2023 年下半年以来的高水平区间；上半年实际 GDP 同比增长 5.3%，意味着下半年实际 GDP 只需增长 4.7%，即可完成 5% 左右的年度经济增长目标。二季度 GDP 平减系数同比萎缩 1.2%，萎缩程度达到 2009 年四季度以来最大值，迄今累积萎缩时长九个季度也超过了 1998 年至 1999 年的七个季度，显示实体经济通缩压力仍然沉重。二季度名义 GDP 同比增长 3.94%，增速略低于 2024 年二季度的 3.98% 且为 2023 年一季度以来的最低值。分三大需求看，二季度消费拉动 GDP 同比增速 2.7 个百分点，拉动力度略低于一季度的 2.79 个百分点；投资拉动 1.3 个百分点，

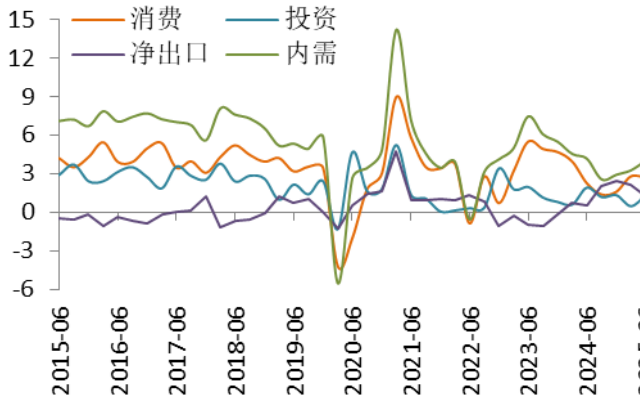
拉动力度从一季度的0.47个百分点显著恢复且达到2023年三季度以来的次高值；净出口拉动1.2个百分点，拉动力度较一季度的2.13个百分点显著回落。

图1：中国GDP同比增长



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：三大需求拉动力度



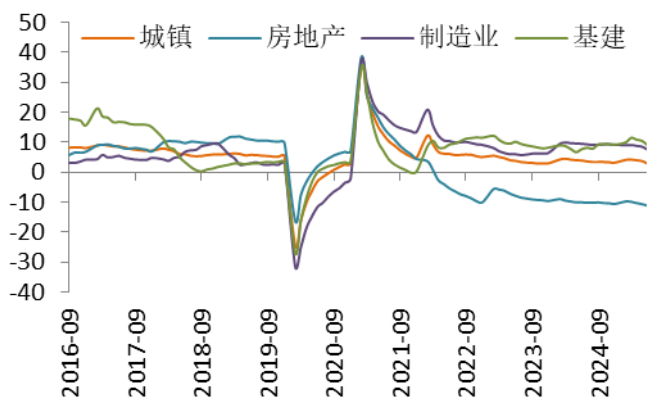
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

投资方面，2025年1-6月份中国固定资产投资累积同比增长2.8%，增速较1-5月份的3.7%显著回落且低于2024年的3.3%，关注海外需求恶化与国内产能过剩对企业投资意愿的抑制作用。分行业看，1-6月份房地产投资累积同比萎缩11.2%，萎缩程度较1-5月份的10.7%有所扩大且高于2024年的10.6%，2022年以来连续四年萎缩10%左右；制造业投资累积同比增长7.5%，增速低于1-5月份的8.5%且低于2024年的9.2%，AI投资热潮以及国内财政刺激难以完全对冲外需疲软影响；基建投资累积同比增长8.9%，增速低于1-5月份的10.42%且为连续三个月回落，警惕高债务压力导致基建投资增速见顶的可能性。

消费方面，2025年1-6月份中国社会零售消费总额同比增长5%，增速持平于1-5月份且高于2024年的3.5%；6月份社会零售消费同比增长4.8%，增速较5月份回落1.6个百分点，关注下半年财政刺激力度减弱对消费的制约作用。分类别看，6月份餐饮消费同比增长0.9%，增速较5月份回落5个百分点且为2023年1月份以来最低值；限上消费中的食品消费同比增长8.7%，增速较5月份回落5.9个百分点且为2024年5月份以来最低值，可能反映了3月份《关于在全党开展深入贯彻中央八项规定精神学习教育的通知》与5月份《党政机关厉行节约反对浪费条例》发布后违规吃喝专项整治运动的影响。家电消费同比增长32.4%，增速较5月份回落20.6个百分点；通讯器材消费同比增长13.9%，增速较5月份回落19.1个百分点，反映了618促销活动提前展开与6月份部分以旧换新补贴资金耗尽的综合影响。汽车消费同比增长4.6%，增速较5月份加快3.5个百分点，主要是厂商促销力度有所加大，也使得汽车消费成为6月份消费的亮点之一。其他方面，家具消费同比增长28.7%，增速较5月份加快3.1个百分点但略低于3

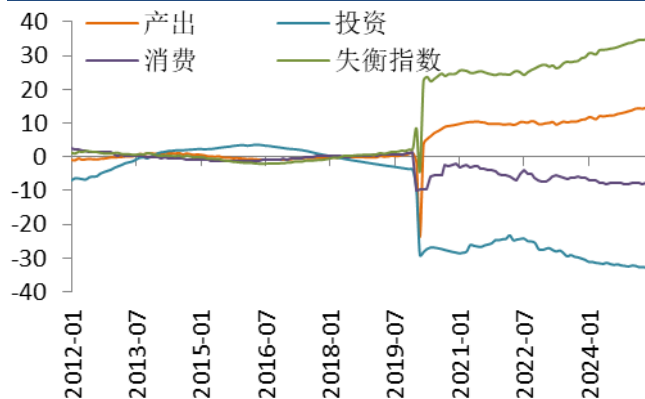
月份的 29.5%，而建筑装潢、办公用品、体育娱乐和化妆首饰等消费增速均较 5 月份有所回落。

图3：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：中国总体供需失衡指数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

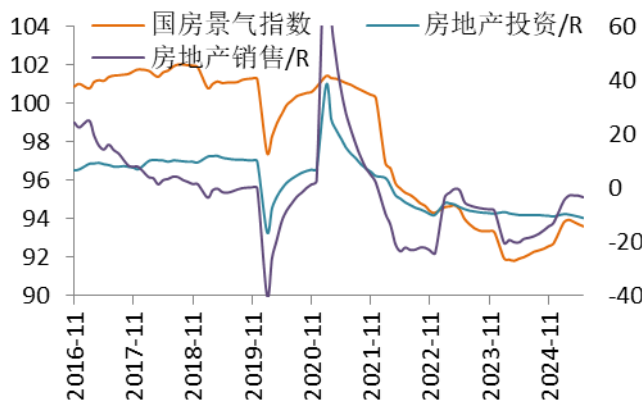
产出方面，2025 年 1-6 月份中国工业产出累积同比增长 6.4%，增速较 1-5 月份的 6.3% 进一步加快且高于 2024 年的 5.8%。分类别看，采矿业产出累积同比增长 6%，制造业产出累积同比增长 7%，增速略高于 2024 年的 6.1%；公用事业产出累积同比增长 1.9%，增速显著低于 2024 年的 5.3%。以 2012 年至 2019 年线性趋势外推为基准，6 月份产出超程度从 14.6 个百分点扩大到 14.8 个百分点，投资萎缩程度从 32.7 个百分点扩大到 33.1 个百分点，消费萎缩程度从 7.9 个百分点收窄到 8.4 个百分点，总体供需失衡指数（产出超程度-投资超程度与消费超程度之算术平均数）从 34.9 扩大到 35.5，延续了 2022 年 8 月份以来持续上升趋势，供求严重失衡意味着经济体继续存在较大通缩压力。

房地产方面，2025 年 6 月份国房景气指数录得 93.6，环比回落 0.09，为连续第三个月环比下滑但仍显著高于 2024 年 9 月份的 92.34。2025 年 1-6 月份新房销售面积累积同比萎缩 3.5%，萎缩力度较 1-5 月份扩大 0.6 个百分点但低于 2024 年的 12.9%；新房销售额累积同比萎缩 5.5%，萎缩力度较 1-5 月份扩大 1.7 个百分点但小于 2024 年的 17.1%；竣工面积累积同比萎缩 14.8%，萎缩程度较 1-5 月份缩小 2.5 个百分点且小于 2024 年的 27.7%；新开工面积累积同比萎缩 20%，萎缩程度较 1-5 月份缩小 2.8 个百分点且小于 2024 年的 23%，总体看销售有边际走弱迹象而投资生产端继续偏弱。

6 月底新房待售面积 76948 万平方米，环比减少 479 万平方米；以近 12 个月滚动平均销售计算的库存去化月数基本上持平于 8.88，以“待售面积+施工面积-竣工面积”计算的广义库存去化月数为 79.36（去年同期为 79.95），房地产库存压

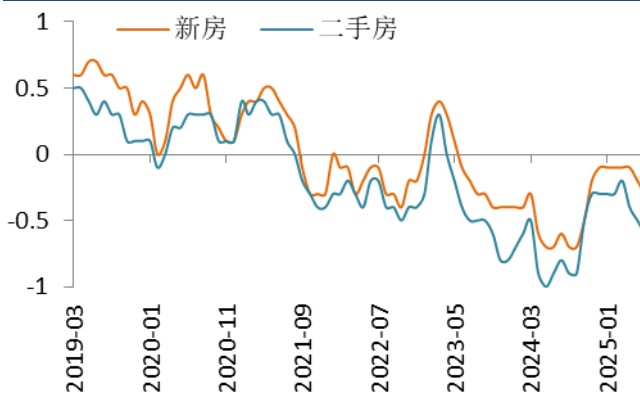
力小幅缓解但整体上仍处于高水平区间，高库存压力 房地产价格且导致销售端回暖难以传递到投资生产端。6 月份七十城新房房价环比萎缩 0.3%，萎缩程度较前值扩大 0.1 个百分点；房价环比下跌城市数从 53 个上升到 56 个，为近九个月最大值。二手房房价环比萎缩 0.6%，萎缩程度较前值扩大 0.1 个百分点，房价环比下跌城市数从 67 个上升到 69 个。

图5：中国房地产市场形势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：房地产价格环比涨跌幅



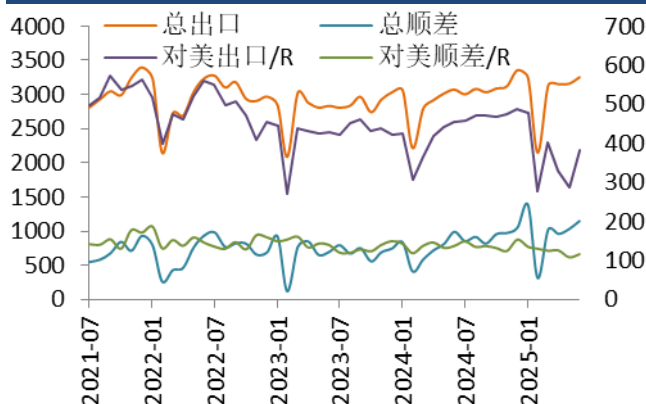
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025 年 6 月份中国出口额同比增长 5.9%，增速较 5 月份加快 1.2 个百分点；进口额同比增长 1.1%，增速较 5 月份加快 4.5 个百分点。6 月份对美国出口同比萎缩 16.1%，萎缩程度较 5 月份收窄 18.4 个百分点，显示 5 月份中美贸易形势缓和后的恢复性增长；对欧盟出口同比增长 7.6%，增速较 5 月份收窄 4.4 个百分点，部分反映基数效应的影响；对东盟出口同比增长 16.9%，增速较 5 月份加快 2.1 个百分点。1-6 月份中国累积出口同比增长 5.9%，增速较 1-6 月份小幅回落 0.1 个百分点；累积贸易盈余 5859 亿美元，同比增长 34.5%。其中对美国出口累积同比萎缩 10.7%，萎缩程度较 1-5 月份扩大 1.3 个百分点，显示特朗普 2.0 关税武器化对中国出口的抑制作用；对欧盟出口累积同比增长 6.9%，增速较 1-5 月份加快 0.1 个百分点且高于 2024 年的 3%，反映欧洲央行持续降息以及欧盟再军事化增强欧洲经济增长动能并提振对中国商品的需求；对东盟出口累积同比增长 13%，增速较 1-5 月份加快 0.9 个百分点且高于 2024 年的 12%，反映特朗普 2.0 关税武器化威胁下中国持续努力扩大亚非拉出口市场。

1-6 月份中国新增社会融资同比多增 4.73 万亿元，其中银行贷款同比多增 2238 亿元，非标融资同比多增 559 亿元，股债融资同比少增 2070 亿元，财政融资同比多增 4.66 万亿元。6 月份社融存量同比增长 8.9%，增速较 5 月份加快 0.2 个百分点；广义货币 M2 同比增长 8.3%，增速较 5 月份加快 0.4 个百分点；狭义货币 M1 同比增长 4.6%，增速较 5 月份加快 2.3 个百分点。整体看在积极财政政

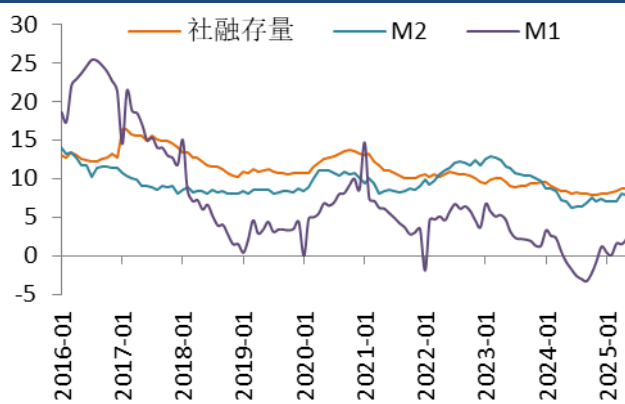
策和宽松货币政策的配合下，中国货币流动性环境整体充裕，金融周期仍处于信用扩张阶段且企业流动性状况继续改善。

图7：中国整体外贸与对美国贸易



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：中国社会融资与货币供应增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

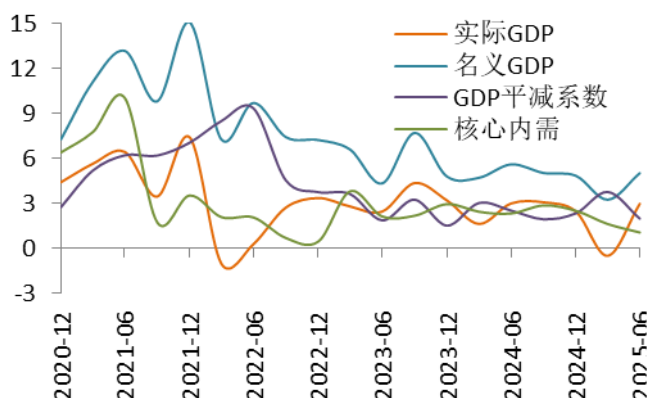
2025年6月份中国CPI同比上涨0.1%，结束连续四个月萎缩，其中食品CPI同比萎缩0.3%而核心CPI同比增长0.7%，后者为2024年3月份以来最高值。环比看6月份CPI萎缩0.1%，降幅比上月收窄0.1个百分点；其中受高温、降雨较常年同期偏多影响，食品价格环比下降0.4%，降幅小于季节性水平0.5个百分点。工业消费品价格由降转涨，受国际油价变动影响，汽油价格环比由上月下降3.8%转为上涨0.4%，带动能源价格由上月下降1.7%转为上涨0.1%；扣除能源的工业消费品价格环比上涨0.1%，其中受金价处于高位替代需求增加影响，铂金饰品价格上涨12.6%，为近10年月环比最大涨幅；服务价格稳中有涨。其中，毕业季房屋租赁需求有所增加，房租价格上涨0.1%。

6月份中国PPI同比萎缩3.6%，萎缩程度较前值扩大0.3个百分点，且为2023年8月份以来最大值；6月份PPI环比萎缩0.4%，连续四个月持平。影响本月PPI环比下降的主要原因，一是国内部分原材料制造业价格季节性下行，夏季高温雨水天气增多，影响部分房地产、基建项目施工进度，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降1.8%，非金属矿物制品业价格下降1.4%，合计影响PPI环比下降约0.18个百分点。二是绿电增加带动能源价格下降，夏季到来，西北地区太阳能、风力发电及西南地区水力发电增多，使整体发电成本有所降低，电力热力生产和供应业价格下降0.9%；同时绿电对火电的替代作用增强，电煤需求减少，煤炭加工价格下降5.5%，煤炭开采和洗选业价格下降3.4%。上述3个行业合计影响PPI环比下降约0.15个百分点。三是一些出口占比较高的行业价格承压，全球贸易增长放缓，国际贸易环境的不确定性影响企业出口预期，我国一些出口占比较高的行业价格下行压力加大。

2.2 美国经济增长动能走弱

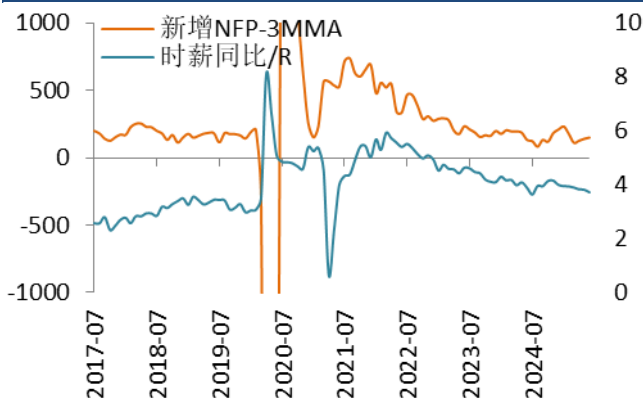
特朗普对内以保守价值观整顿联邦政府和改造美国社会，对外循丛林法则推行关税武器化和重构美国地缘战略空间，国内外同时推进多项激进改革严重扰乱美国经济社会正常秩序，2025年上半年美国经济增长动能有所减弱。2025年二季度美国实际GDP环比年率增长3%，略超市场主流预期的2.6%，这也意味着美国经济避免了技术性衰退风险；价格指数环比年率增长2%，低于市场主流预期的2.2%，但个人消费支出PCE物价指数环比年率增长2.5%，高于市场主流预期的2.3%。2025年上半年美国实际GDP环比年率平均增长1.23%，为2023年下半年以来的最小值；其中个人消费平均拉动0.65个百分点，远小于2021年至2024年的平均拉动2.55个百分点，显示出政策不确定性与潜在通胀压力对人们消费意愿的抑制作用；私人固定资产投资平均拉动0.7个百分点，略高于2021年至2024年的平均拉动0.54个百分点，反映2024年下半年美联储累积降息一个百分点以及关税武器化威胁下的抢进口抢投资的综合影响；政府支出平均拖累0.01个百分点，显著低于2021年至2024年的平均拉动0.33个百分点，说明特朗普2.0整顿联邦机构抑制了经济增长。上半年库存投资平均拖累0.29个百分点，净出口平均拉动0.19个百分点，意味着美国经济已经进入去库存阶段，而且联邦机构整顿与关税武器化短期内起到改善贸易失衡的作用。

图9：美国GDP环比年率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美国新增非农就业与薪资增速



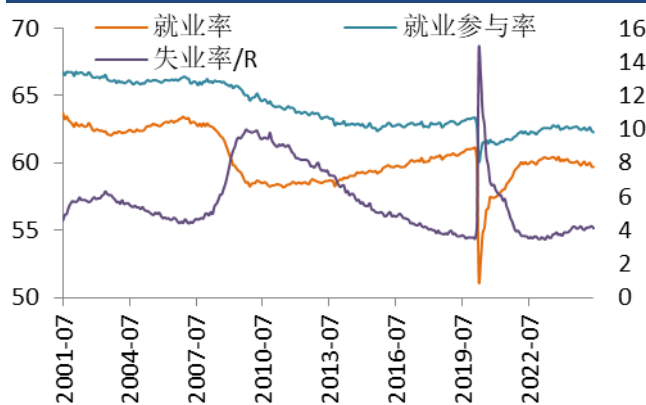
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

6月份美国新增非农就业14.7万，远超市场主流预期的10.6万；前两个月合计上修1.6万，近三个月移动平均新增14.97万，为近四个月最高值。主要就业增量来自地方政府部门和教育医疗行业，制造业、批发业、专业服务和联邦政府就业环比萎缩，其中2025年2月份至6月份联邦政府就业减少6.9万或2.3%。6月份私营非农雇员平均薪资同比增长3.71%，为2024年8月份（3.63%）以来最低值，近六个月环比折年率则小幅反弹至3.48%；私营非农雇员平均周工时较5月

份下滑 0.1 个小时至 34.2 小时，仅略高于 2025 年 1 月份的 34.1 小时。机构调查显示美国创造就业岗位能力尚可，但雇员薪资增速与周工时均较为偏弱。

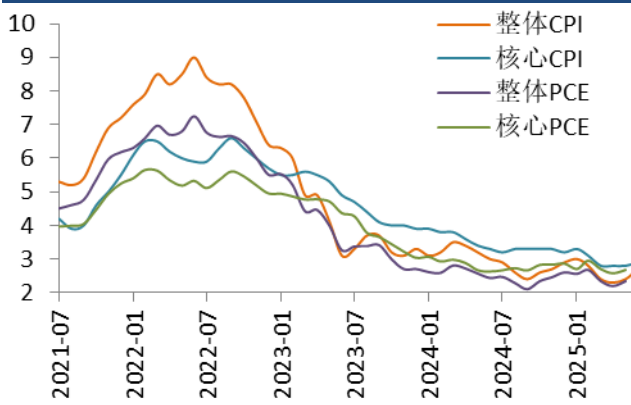
6 月份美国就业参与率回落至 62.28%，为 2022 年 12 月份以来最低值，延续 2023 年 11 月份阶段性见顶后震荡回落趋势，反映了美国人口老龄化的长期因素和新冠疫情冲击人们就业休闲观点的短期因素的综合影响。6 月份 U3 失业率从 4.24% 回落至 4.12%，为近五个月最小值，Sahm 规则指标也回落到 0.217；但 U5 失业率上升至 5.15%，为 2021 年 11 月份以来最高值，而 U6 失业率大致持稳，显示狭义失业率有所回落但广义失业率仍存隐患。6 月份美国职位空缺数 743.7 万，较 5 月份的 771.2 万显著回落但仍高于 3 月份的 720 万，离职率和裁员率双双回落。总体看美国就业市场弱而不衰，不确定性笼罩下企业观望情绪浓厚但暂时无意裁员，供需两端同时收缩以及国际贸易形势缓和使得美国就业市场显著恶化的概率较低。

图11：美国就业参与率和失业率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：美国通胀同比增速



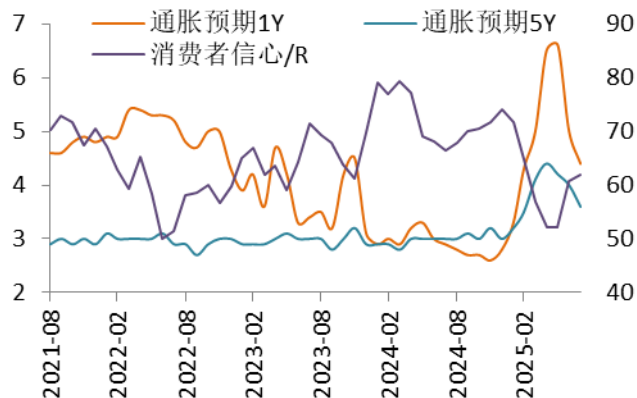
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

美国 6 月份整体 CPI 同比增长 2.7%，增速较 5 月份加快 0.3 个百分点；核心 CPI 同比增长 2.9%，增速较 5 月份加快 0.1 个百分点。6 月份整体 CPI 环比增长 0.3%，其中能源 CPI 环比增长 0.9%，美国和以色列空袭伊朗核设施引发的原油大涨为主要因素；二手车 CPI 环比萎缩 0.7%，为连续四个月环比萎缩；核心商品 CPI 环比增长 0.3%，增速为 2023 年 3 月份以来最高值，显示美国政府关税措施开始影响到商品价格；核心服务 CPI 环比上涨 0.4% 但住宅 CPI 环比仅上涨 0.2%，增速 2021 年 2 月份以来最低值。6 月份美国商品 PPI 环比反弹但服务 PPI 环比萎缩，进口价格连续两个月同比萎缩 0.2%。整体看美国物价逐渐受到关税冲击但供应商对于提价仍较为谨慎，海外生产商与进口商共同承担大部分关税成本，薪资增速回落与房价见顶回落或施压服务业价格。随着美国海关效率的稳步提升以及抢进口所积累库存的逐渐消耗，市场判断下半年美国通胀压力趋于上升，但对于通胀

上升幅度以及持续时间仍存在分歧。克利夫兰联储 Inflation Nowcasting 模型最新预估美国 6 月份整体 PCE 和核心 PCE 分别同比增长 2.47% 和 2.66%，7 月份整体 CPI 和核心 CPI 分别同比增长 2.72% 和 3.04%。

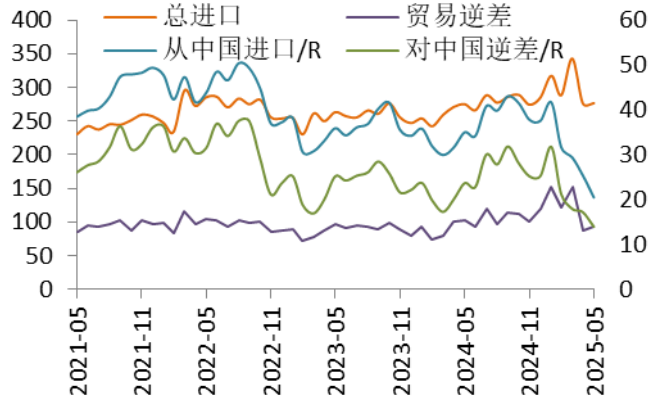
关税武器化威胁推高市场通胀预期并打压消费者信心，2025 年 5 月份美国 1 年期和 5 年期通胀预期初值曾经分别上升到 7.1% 和 4.4%，为 1982 年以来的最高值，消费者信心指数也一度跌至三年低点 52.2%。但 5 月份过后国际贸易形势缓和以及中美贸易紧张局势降温，有利于缓和市场通胀预期并提振消费者信心水平。7 月份密歇根大学消费者调查报告显示，1 年期和 5 年期通胀预期分别回落到 4.4% 和 3.6%，与此同时消费者信心从 60.7% 反弹至 61.8%。

图13：美国通胀预期与消费者信心



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：美国外贸与对中国贸易情况



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024 年 12 月至 2025 年 3 月份，关税武器化担忧下的抢进口行为使得美国进口增速显著上升，2025 年一季度美国商品总进口同比增长 25.6%，而贸易逆差则同比飙升 71.1%。4 月份之后关税逐步上调而美国进口量也显著缩量，二季度美国商品总进口同比增长 0.3%，而贸易逆差则同比收窄 10%。2025 年前五个月美国累积商品进口同比增长 15.4% 而从中国进口同比萎缩 9.5%，累积贸易逆差同比增长 34.4% 而对华贸易逆差同比萎缩 2.4%。

2.3 中国提反内卷要求

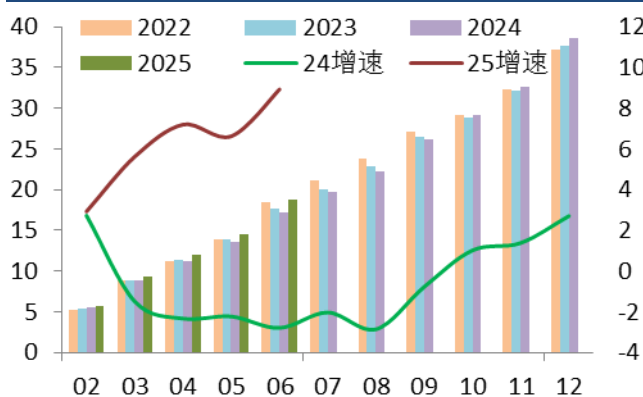
7 月 1 日中央财经委员会第六次会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出；着力推动内外贸一体化发展，畅通出口转内销路径，培育一批内外贸优质企业；持续开展规范涉企执法专项行动，健全有利于市场统一的财税体制、统计核算制度和信用体系；引导干部树立和践行正确政绩观，完善高质量发展考核体系和干部政绩考核评价体系。7 月 18 日工信部、发改委与市监总

局联合召开新能源汽车行业座谈会，部署规范新能源汽车产业竞争秩序工作；市监总局约谈三家外卖平台，要求规范促销行为理性参与竞争；工信部在国新办发布会上表示，近期将实施十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。7月24日发改委公布《中国价格法修正草案》，要求完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理内卷式竞争。

7月30日政治局会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作；会议决定10月份召开二十届四中全会，研究制定十五五规划的建议。会议认为我国发展环境面临深刻复杂变化，战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多，同时中国特色社会主义制度优势、超大规模市场优势、完整产业体系优势、丰富人才资源优势更加彰显，要保持战略定力，增强必胜信心，在激烈国际竞争中赢得战略主动，推动事关中国式现代化全局的战略任务取得重大突破。

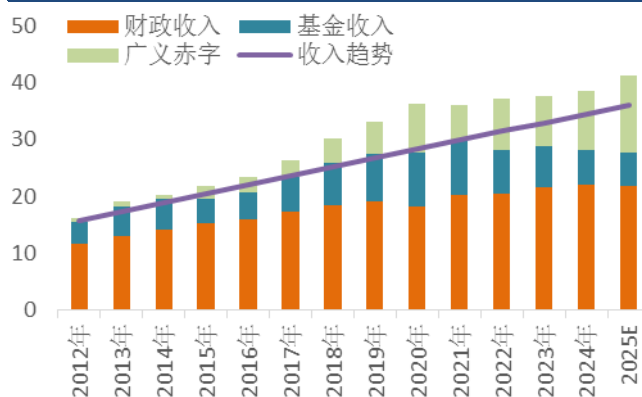
会议强调下半年经济工作要点：1、保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有力促进国内国际双循环；2、落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加快政府债券发行使用，提高资金使用效率，保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行；3、深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点；4、纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化，依法依规治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理；5、落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新；积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务；增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头。

图15：中国广义财政支出及增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：中国广义财政收入与赤字



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

7月14日至15日中央城市工作会议指出，我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。

城市工作要深刻把握、主动适应形势变化，转变城市发展理念，更加注重以人为本；转变城市发展方式，更加注重集约高效；转变城市发展动力，更加注重特色发展；转变城市工作重心，更加注重治理投入；转变城市工作方法，更加注重统筹协调。7月28日国家育儿补贴制度实施方案公布，从2025年1月1日起，婴幼儿监护人每年均可领取3600元补贴，直至婴幼儿年满3周岁；2025年1月1日前出生、不满3周岁的婴幼儿也可享受政策，按月数折算领取相应补贴；按目前前年新生儿约950万计算，每年育儿补贴支出约1千亿元。7月31日国常会部署实施个人消费贷款贴息政策与服务业经营主体贷款贴息政策，通过财政金融联动的方式降低居民信贷成本和服务业经营主体融资成本。

2025年1-6月份，中国财政收入同比萎缩0.3%，萎缩力度持平于1-5月份；政府性基金收入同比萎缩2.4%，萎缩程度较1-5月份收窄4.6个百分点；广义财政支出同比增长8.9%，增速较1-5月份加快2.3个百分点。以此增速外推全年，则2025年中国广义财政赤字率可达10.1%，较2025年扩大2.3个百分点，亦高于2020年的8.4%。

2.4 美国达成一批贸易协议

5月22日众议院以215:214通过大美丽法案《One Big Beautiful Bill, OBBB》(十年新增赤字2.31万亿美元),7月1日参议院以51:50通过参议院版本OBBB,7月3日众议院以218:214通过参议院版本OBBB,7月4日特朗普将OBBB签署成法。美国国会预算办公室CBO估计OBBB将使得未来十年美国财政(在基线预期上)收入减少4.48万亿美元/支出减少1.12万亿美元/赤字增加3.36万亿美元,而在经济增长假定不变的情况下美国未来十年平均赤字率也会上升到6.8%。另外尽责联邦预算委员会CRFB预计,包括新增0.7万亿美元国债利息在内,美国未来十年增加赤字4.1万亿美元/平均赤字率将上升到7.1%。OBBB完全反映特朗普MAGA理念也带有短期功利性质:1、延长和扩大2017年《减税与就业法案TCJA》,例如永久化个人所得税条款、提高遗产税与赠与税免税额度、将州和地方税收扣除上限从1万亿美元提高至4万亿美元等;2、削减医疗保健、教育、绿色能源等领域的支出,新增小费、加班费、车辆贷款等方面的税收减免;3、增加国防安全与边境安全相关开支;4、提高债务上限5万亿美元;5、减税降费主要分布在2026-2029年而削减支出主要分布在2030-2034年。

4月9日特朗普暂停高额对等关税三个月以促进谈判,中国强硬反制赢得美国平等待遇的案例鼓舞其他经济体勇气,6月份之前美国仅与英国一家达成贸易协议。在推动完成财政刺激法案立法后,特朗普政府主要精力重新回到贸易货币

体系重组上面。7月上旬特朗普政府陆续发函告知贸易伙伴将于8月1日生效的新对等关税税率，新税率较4月2日公布的初始税率略为调整但仍然偏高，而7月份美国也与一批贸易伙伴达成贸易协议。7月2日美国与越南达成贸易协议：1、美国对越南对等税率从46%下调至20%，经越南的转口贸易税率为40%；2、越南对美国完全开放市场。7月4日美国与柬埔寨达成贸易协议但未公布细节，柬埔寨副首相确认美国对柬埔寨对等税率从49%下调至36%。7月15日美国与印尼达成贸易协议：1、美国对印尼对等税率从32%下调至19%，经印尼的转口贸易税率为40%；2、印尼对美国几乎完全开放市场，并取消对关键矿产等工业商品的出口限制。

表1：贸易状况与对等关税

经济体	贸易差额	出口额	进口额	进口占比	逆差占比	4.2初始税率	8.1新税率
全球	-1,202,872	2,064,517	3,267,389				
中国大陆	-295,401	143,546	438,947	13.43	24.56	34	10
欧盟27	-231,769	365,909	597,678	18.29	19.27	20	15
墨西哥	-171,810	334,041	505,851	15.48	14.28		
越南	-123,463	13,098	136,561	4.18	10.26	46	20
中国台湾	-73,927	42,337	116,264	3.56	6.15	32	20
日本	-68,468	79,741	148,209	4.54	5.69	24	15
韩国	-66,007	65,542	131,549	4.03	5.49	25	15
加拿大	-64,193	348,503	412,696	12.63	5.34		35
印度	-45,663	41,753	87,416	2.68	3.80	26	25
泰国	-45,609	17,719	63,328	1.94	3.79	36	19
瑞士	-38,463	24,962	63,425	1.94	3.20	31	39
马来西亚	-24,830	27,705	52,535	1.61	2.06	24	19
印尼	-17,883	10,202	28,085	0.86	1.49	32	19
南非	-8,837	5,819	14,656	0.45	0.73	30	30
以色列	-7,425	14,792	22,217	0.68	0.62	17	15
孟加拉	-6,152	2,214	8,366	0.26	0.51	37	20
伊拉克	-5,762	1,661	7,422	0.23	0.48	39	35
菲律宾	-4,881	9,297	14,178	0.43	0.41	17	19
圭亚那	-4,061	1,315	5,375	0.16	0.34	38	15
巴基斯坦	-2,989	2,135	5,124	0.16	0.25	29	19
挪威	-1,991	4,592	6,583	0.20	0.17	15	15
哥斯达黎加	-1,958	9,677	11,635	0.36	0.16	10	15
委内瑞拉	-1,756	4,232	5,988	0.18	0.15	15	15
尼加拉瓜	-1,681	2,941	4,622	0.14	0.14	18	18
尼日利亚	-1,525	4,174	5,699	0.17	0.13	14	15
土耳其	-1,453	15,293	16,746	0.51	0.12	10	15
阿尔及利亚	-1,447	1,015	2,462	0.08	0.12	30	30
约旦	-1,334	2,031	3,365	0.10	0.11	20	15
哈萨克斯坦	-1,254	1,077	2,331	0.07	0.10	27	25
沙特	443	13,177	12,734	0.39	-0.04	10	10
哥伦比亚	1,348	19,038	17,690	0.54	-0.11	10	10
智利	1,699	18,168	16,469	0.50	-0.14	10	10
新加坡	2,829	46,033	43,204	1.32	-0.24	10	10
巴西	7,351	49,667	42,316	1.30	-0.61	10	10
英国	11,857	79,941	68,084	2.08	-0.99	10	10
澳大利亚	17,907	34,593	16,686	0.51	-1.49	10	10
叙利亚						41	41
柬埔寨						49	36
老挝						48	40
缅甸						44	40

数据来源：建信期货研究发展部

7月22日美国与日本达成贸易协议：1、美国对日本对等税率从24%下调至15%；2、美国对日本汽车关税下降至15%且不设限额，钢铝关税维持不变；3、日本增购美国农产品、汽车飞机和国防产品；4、日本承诺投资美国5500亿美元，且联手开发阿拉斯加LNG项目。7月22日美国与菲律宾达成贸易协议：1、美国对菲律宾对等税率从17%提高至19%；2、菲律宾对美国大幅开放市场；3、美国和菲律宾在军事上开展合作。7月27日美国与欧盟达成贸易协议：1、美国对欧盟对等税率从20%下调至15%，仅小部分商品免税；2、美国对欧盟汽车和医药关税设在15%且不设限额，钢铝关税维持不变；3、欧盟三年内购买7500亿美元美国LNG并购买大量美国国防产品；4、欧盟承诺投资美国6000亿美元。7月30日美国与韩国达成贸易协议：1、美国对韩国对等税率从25%下调至15%；2、美国对日本汽车关税下降至15%且不设限额；3、韩国对美国大幅开放市场；4、韩国承诺投资美国3500亿美元，其中1500亿美元投向韩美造船合作计划；5、韩国购买1000亿美元美国能源产品。

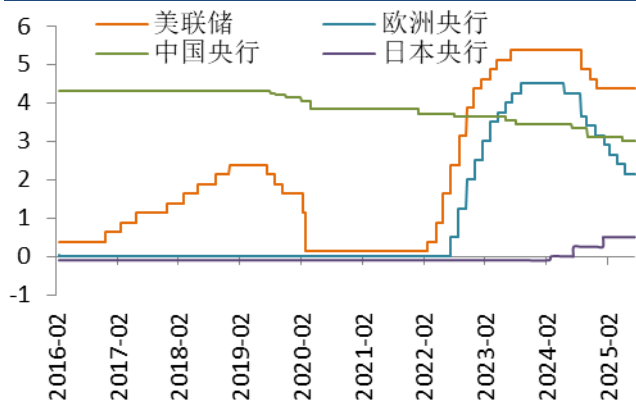
7月23日特朗普称将对大批次要贸易伙伴设定15-20%的税率。7月27日美商务部长称新对等关税税率将于8月1日生效且不会再延期。7月30日特朗普称将从8月1日起对印度进口商品征收25%的对等关税，因为印度关税太高且非关税壁垒也是所有国家中最严格最令人反感的，并将对印度购买俄罗斯武器和能源产品而施加额外惩罚。7月30日特朗普引用《国防生产法》对进口半成品铜和铜含量较高的衍生品征收50%关税，但新关税措施不适用于铜矿石、精炼铜和铜废料，特朗普同时要求逐步限制美国产铜原料与铜废料的出口比例。7月31日特朗普宣布延长墨西哥的关税宽限期90天，对加拿大征收35%的对等关税，而将于8月1日起对数十个国家征收10-41%的对等关税。总体上看多数国家地区的对等关税税率较4月2日公布的初始税率有所下调，若干国家地区的税率维持不变，加拿大和瑞士的税率上调较多。

7月29-30日美联储召开年内第五次议息会议，会议决定继续维持政策利率和缩表政策不变，符合市场主流预期。在对经济形势的评估上，美联储认为特朗普政府关税政策带来的净出口波动继续影响经济，而且近期指标显示上半年美国经济活动有所放缓，但美联储继续认为劳动力市场状况依然稳健且通胀率仍然略高。另外，在6月会议声明中，基于国际贸易形势降温的事实，美联储认为经济前景的不确定性虽然偏高但已经减弱；但由于7月份以来特朗普政府虽然与多个贸易伙伴签署贸易协议，但大部分贸易伙伴对等关税税率均高于10%，且特朗普政府威胁对更多行业加征关税，因此在本次会议声明中，美联储删除不确定性已经减弱的措施，直接重申经济前景的不确定性仍然偏高。

在本次议息会议上，美联储理事鲍曼和沃勒投票支持降息 25BP，这是 1994 年以来首次有超过 1 位理事反对美联储政策决议，反映出在特朗普政府持续施压美联储降息且威胁解雇美联储主席鲍威尔职务的情况下，美联储内部沟通协调机制正受到冲击。特朗普分别于 2018 年和 2020 年提名鲍曼和沃勒担任美联储理事，2025 年 3 月份特朗普又提名鲍曼担任负责监管的美联储副主席并得到参议院确认，6 月份议息会议之后鲍曼和沃勒在不同场合多次表态支持美联储尽早降息。6 月份《华尔街日报》及多家媒体披露，特朗普政府正在评估下届美联储主席人选，目前的候选人包括沃勒、前美联储理事沃什以及现任财政部长贝森特等。7 月份以来特朗普政府多次呼吁美联储降息，并且借美联储大楼装修事宜威胁解雇美联储主席鲍威尔，但鲍威尔也多次表态坚持完成任期。

在新闻发布会上，鲍威尔称现在就断言美联储是否会像金融市场预期的那样在 9 月会议上降息为时尚早，FOMC 的整体看法是当前经济的表现并不像是在被紧缩政策不适当地抑制；并没有看到就业市场走弱，就业市场仍然是平衡的，许多就业指标与一年前的情况类似。鲍威尔承认经济增长动能有所放缓，利率敏感型领域表现疲软，但美联储没有看到劳动力市场出现明显疲软，而且通胀仍然高于目标水平且存在短期上升风险，这是美联储继续按兵不动的主要原因。关于通胀，鲍威尔认为关税传导至价格的过程可能比之前预料的更慢，判断特朗普关税对通胀的影响仍然太早，当前所看到的仅仅是关税通胀的开端而已，预计后续发布的通胀数据将体现出更多的关税影响。更高的关税已更明显地体现在部分商品的价格上，但这些关税对整体经济活动和通胀的全面影响还有待观察；一种合理的基本预期是，关税对通胀的影响可能只是一次性的，会带来价格水平的短期上调；但也存在另一种可能，即这种通胀影响会持续下去，这种风险需要美联储密切评估和管理。

图17：美欧日中央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：美欧日央行总资产与货币供应



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

由于美联储认为美国经济增长动能回落是特朗普政府政策不确定性的合理结果，而特朗普政府关税政策对于美国通胀的推升作用已经呈现但可能需要更长时间来做完整的评估，同时美国就业市场形势因供需两端同时收缩而继续表现稳健，加上近期特朗普威胁对更多的行业进口商品加征关税，因此即使有两位理事支持尽早降息，但本次会议声明以及鲍威尔新闻发布会表态显示美联储鹰派立场超过市场预期，我们认为这部分展示了美联储在特朗普政府政治压力下仍决意维持独立性的意愿。在美国强于预期的二季度 GDP 和 7 月份 ADP 私人就业以及美联储议息会议信息发布之后，市场对美联储降息预期显著降温，9 月 17 日会议降息概率从 65.5% 下降至 41.4%，亦即是说 9 月份降息并非板上钉钉，而年内降息两次的概率从 64.3% 下降至 43.8%。我们认为美联储坚持独立性利多美元汇率和美债利率，但也要提防特朗普政府恼羞成怒从而加力施压美联储的可能性，而特朗普政府也可能通过组建影子美联储来影响金融市场预期。

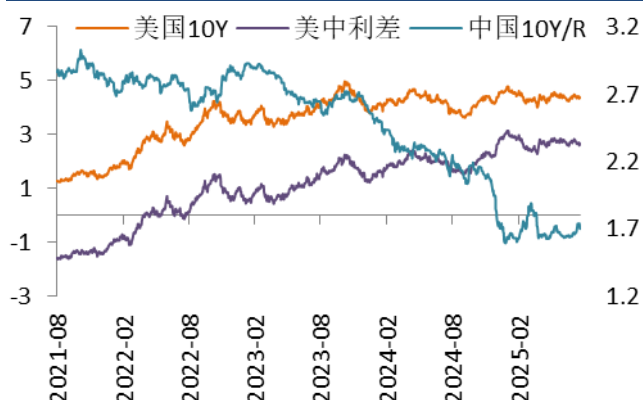
三、资产市场分析

2025 年初中国国债利率顺接 2024 年 10 月中旬以来的下行趋势，1 月 6 日十年期国债利率创下 1.59% 的历史记录，原因是中国股市冲高回落以及特朗普 2.0 关税武器化威胁引发避险需求，且 2024 年底的中央经济工作会议提出 2025 年要实施宽松的货币政策。2 月中旬至 3 月中旬国债利率中幅回弹，3 月 18 日 10 年期国债利率回升至 1.89%，原因是财政刺激前置与关税武器化威胁下的抢出口行为使得岁末年初中国经济温和复苏，DeepSeek 横空出世引发人工智能投资热潮，避险需求减退以及股债跷跷板效应打压国债市场。但随着中美第二阶段贸易纷争逐步升温，中国经济增长动能放缓迹象陆续增多，5 月初 10 年期国债利率回落到 1.63%；5 月上旬中国央行全面降息降准缓解中国经济疲软担忧，而中美贸易紧张形势降温使得短期经济进一步得到支撑，因此 10 年期国债收益率小幅反弹至 1.7% 附近。由于人口结构老龄化、房地产市场疲软以及国际地缘政治风险等中周期因素继续存在，我们判断 2025 年中国国债利率将延续下行趋势；但中国决策层势必加大经济刺激力度以对冲外部需求冲击，因此国债利率下行速率受到制约；预计 2025 年下半年中国国债利率整体偏弱运行，10 年期国债利率核心运行区间为 1.3-1.9%。

2024 年 9 月中旬至 2025 年 1 月中旬美债十年期利率从 3.63% 上升到 4.79%，驱动因素先是美联储开启降息进程改善美国经济增长前景，然后是特朗普再次当选美国总统引发追逐美国资产的“特朗普交易”热潮；2025 年 1 月中旬至 4 月初美债 10 年期利率回落到 4% 附近，因特朗普 2.0 政府上台后国内外多项激进改革同时推进，新政不确定性前景催生美国经济衰退风险；随后特朗普 2.0 新政混乱

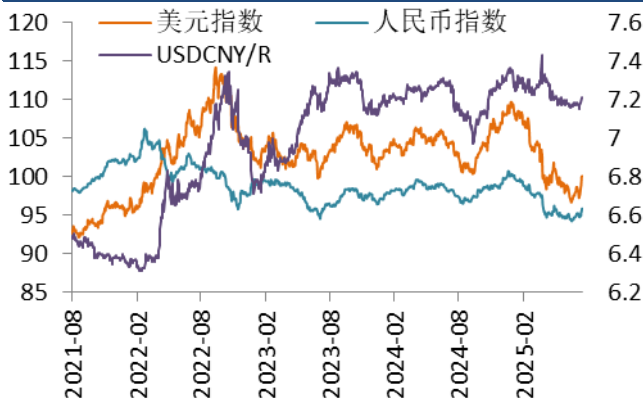
情况得到一定程度的改善，但特朗普坚定推行关税武器化以促进贸易平衡引发国际跨境资金重新配置，且美国国会力推超大规模财政刺激法案使得市场愈发担忧美国财政可持续性，因此4月份至5月份美国10年期国债利率震荡回升到4.5%附近。由于特朗普重组国际贸易体系一方面增强美国硬实力另一方面削弱美国软实力，美国经济增长动能的增强以海外美债需求的减弱以及美元信用的下降为代价，我们判断2025年美债利率大概率高位盘整，10年期国债利率核心波动区间为4-5%。

图19：中美10年期国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图20：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024年10月份至2025年1月中旬美元指数从100.2上升到110.2，驱动力先是美联储开启降息进程改善美国经济增长前景，然后是特朗普再次当选美国总统引发追逐美国资产的“特朗普交易”热潮；2025年1月中旬至6月份美元指数显著调整至96.4，因为特朗普2.0新政在扰乱美国社会经济正常秩序的同时也削弱了美国经济增长动能，特朗普恃强凌弱蛮横无理反复无常损害了美元信用和美国软实力并加剧全球范围内的去美元化趋势，特朗普政府持续施压美联储大幅度降息一方面引发市场对美国财政可持续性的担忧另一方面削弱美元的利差优势，与此同时欧洲央行累积大幅度降息以及欧洲再军事化和财政扩张前景则提振了欧洲经济增长动能。往前看我们判断对美元多空因素可能相对均衡，其一是美国财政扩张法案将缓解美国经济衰退风险并抑制美联储降息预期，其二是有利于美国的贸易协议的达成有利于减少美国贸易赤字，并推动制造业回流从而在中长期维度上提振美国经济增长潜能，其三是欧元大幅度升值以及美欧贸易纷争可能损害欧洲贸易优势进而抑制欧洲经济增长动能，这些利多美元因素的边际增强，可能与前述利空美元的因素达到相对均衡。总体上看我们判断2025年下半年美元指数先抑后扬，核心波动区间为95-105。由于近期美国达成系列贸易协议、美联储对利率政策前景持鹰派立场以及欧洲央行官员对欧元汇率升值表示关注，7月份至今美元指数反弹至100上方。

2025 年上半年美元指数贬值 10.8%、人民币对美元离岸汇率升值 2.5%而人民币指数贬值 5.8%。特朗普 2.0 关税武器化恶化中国外贸形势并施压人民币汇率指数，但抢出口抢转口带来的贸易盈余前置短期内为人民币兑美元汇率提供支撑，且制造业竞争力提升有利于稳定中国外贸基本盘，财政刺激前置有利于稳定中国跨境资金流动。往前看，我们判断抢出口需求结束后外贸形势可能恶化，且外部环境影响下房地产市场有重新走弱迹象，因此人民币汇率指数可能继续承压；而在美元指数不再趋势下跌的情况下，人民币兑美元汇率也可能承受贬值压力；我们预计 2025 年下半年人民币兑美元汇率先扬后抑，核心波动区间为 7.1-7.4。由于美元指数反弹以及国内经济增长动能减弱，7 月份以来人民币兑美元汇率小幅贬值至 7.22。

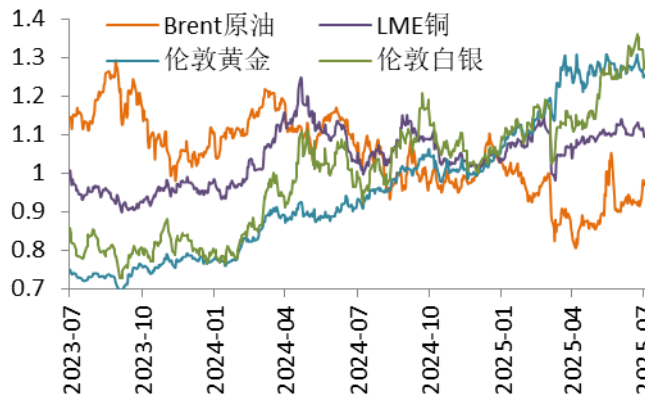
2025 年迄今恒生指数、万得全 A 指数、欧洲 STOXX600 指数、标普 500 指数和日经 225 指数分别上涨 23.5%、10.9%、8.4%、7.8%和 3%，虽然特朗普 2.0 关税武器化扰乱全球经济社会正常秩序，但宽松货币政策与扩张财政政策叠加抢出口抢进口行动使得企业盈利状况暂时未受到冲击，而且 TACO 策略也支持了市场风险偏好。DeepSeek 横空出世引发的人工智能投资热潮以及低估值优势使得港股大幅上涨，财政刺激前置、国产替代需求、人工智能投资热潮、反内卷利多龙头企业以及美国家队强力干预使得 A 股摆脱中美经贸斗争带来的利空影响。虽然 A 股整体市盈率从 2024 年 9 月份的 14.8 倍回升到 20 倍，但国债利率震荡走低使得股债差值依然处于较高水平，而类平准基金强力干预市场以及决策层全力搞好经济打赢国际经贸斗争的决心也提振了市场风险偏好。总体上看中国股市无大跌风险但也缺乏整体上涨动能，2025 年下半年 A 股或继续在区间震荡中演绎局部牛市行情，万得全 A 指数核心波动区间为 4500-5600，建议把握外部因素导致的短期暴跌带来的做多机会。

图21：中美欧股票指数(2024年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图22：国际重点商品(2024年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025 年迄今标普高盛商品指数和南华商品指数分别上涨 5.6% 和 1.6%，主要是特朗普国内外同时推进多线重磅改革措施抑制全球经济增长动能，而宽松货币政策、扩张财政政策和抢出口抢进口行为使得短期经济表现好于市场预期，特朗普关税武器化抬高美国进口物价水平而中国反内卷政策预期则诱发大宗商品炒作热潮。往前看国际贸易货币体系加速重组损害全球经济增长动能，美国潜在通胀压力抑制美联储货币宽松节奏，债务压力下中国财政扩张力度或边际放缓，关税武器化带来的贸易需求前置行将结束，这意味着工业商品需求前景偏弱；美国战略重心转移、欧洲再军事化以及国际地缘政治风险的持续高涨，将持续利多贵金属并通过成本因素对大宗商品价格整体提供一定程度的支撑。总体上看我们判断 2025 年下半年大宗商品特别是工业商品整体偏弱运行但下跌空间较为有限，留意反内卷政策指引对工业商品的短期影响，贵金属延续偏强运行格局但暂无突破上涨动能，农产品取决于国际贸易纷争与天气状况的博弈。

四、中期资产配置

美国与其他经济体贸易协议的逐步达成有利于降低特朗普关税贸易政策的不确定性，短期内缓和税率上升的负面冲击并提振市场的风险偏好，市场焦点逐步从黑天鹅事件的情绪冲击转到对特朗普新政的宏观经济结果的评估。关税武器化具有财政紧缩性质，而全球产业链重构进一步抑制经济增长动能，叠加库存周期下行压力，在关税武器化带来的需求前置效应减退之后，必然使得全球经济增长动能趋弱。另一方面，大部分经济体也加大财政扩张力度以应对贸易形势变化，加上环球央行继续处于降息周期，因此经济增长动能趋弱幅度和速率或好于市场主流预期，悲观预期修正有利于阶段性金融市场表现。

2025 年初至 7 月份中国股票、货币、商品和债券分别增长 10.9%、2.2%、1.6% 和 0.6%，虽然特朗普 2.0 关税武器化抑制中美直接贸易，但中国制造业竞争力显著提升以及抢出口抢转口等行为使得上半年中国出口保持强劲势头，而宽松货币政策、积极财政政策以及房地产和股市等市场稳定机制使得上半年中国经济超预期复苏，类平准基金的强力介入有效平抑中国股市波动并提供看跌期权，中国在稀土领域的垄断地位使得中国在中美贸易谈判中占据优势。在这种情况下，2025 年上半年中国股市震荡走高而债券利率下行动能受到抑制，大宗商品整体偏弱中有所分化。7 月份反内卷政策预期引发国内工业商品和股市的炒作热潮，但 7 月末政治局会议有意纠正涨价去库存的市场预期，7 月份中国官方 PMI 弱于市场主流预期，加上中美瑞典贸易谈判并无取得重大进展，因此股市和工业商品的炒作氛围有所降温。

表2：中期资产配置建议

大类	细分	配置建议	影响因素
货币	货币	低配	中国央行宽松货币政策稳增长，货币收益率偏低；
债券	利率债	超配	内部房地产疲软与外部地缘政治风险将继续拖累中国经济增长前景，国债的避险需求持续呈现；
	信用债	中配	资产荒继续利多固收类资产，但信用利差已然偏低，恐无法覆盖信用风险；
股票	蓝筹股	中配	蓝筹股股债差值处于较高水平，类平准基金有效平抑蓝筹股波动，可作为进攻配置底仓；
	成长股	低配	外部地缘政治风险与内部科技突破需求使得成长股呈现出较大波动性，投资属性减弱而投机属性增强；
商品	原油	低配	全球经济增长动能转弱抑制原油需求，OPEC+欲增产以挤出高成本生产者并增强原油市场主导能力；
	黄金	超配	国际经贸体系加速重组、地缘政治风险持续高涨以及全球经济增长前景疲软等因素持续提振黄金的避险需求
主要风险因素			特朗普 2.0 新政，中美经贸斗争，中国刺激政策

数据来源：建信期货研究发展部

在 4 月份超预期对等关税带来的情绪冲击减退后，市场焦点将从黑天鹅事件的情绪冲击转到对特朗普新政的宏观经济结果的评估。我们判断下半年全球经济增长动能进一步减弱，通胀压力回升制约美联储降息时点，高债务压力限制中国财政扩张意愿，地缘政治风险则持续高涨。来自政策环境不确定性和经济增长动能疲软的避险需求将继续支撑黄金和国债等避险资产，而经济增长动能减弱与政策刺激力度加强的多空影响大概率使得股市和工业商品呈现抵抗式下跌。在这种情况下，我们建议下半年大类资产配置整体防御，加大黄金和国债作为对冲地缘政治风险、政策不确定性以及经济增长动能转弱的配置力度，等待增持成长型科创股的机会；而由于中国央行维持宽松货币金融环境稳增长，中国房地产市场下行周期尚未结束，我们建议继续低配货币和房产。

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在授权范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼

电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区鹏程一路 8 号深圳建行大厦 39 层 3913

电话：0755-83382269 邮编：518026

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室

电话：0531-81752761 邮编：250014

广东分公司

地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室

电话：020-38909805 邮编：510620

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室

电话：010-83120360 邮编：100031

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室

电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A

电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室

电话：0574-83062932 邮编：315000

总部金融机构业务部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼

电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室

电话：029-88455275 邮编：710075

浙江分公司

地址：杭州市上城区五星路 188 号荣安大厦 602-1 室

电话：0571-87777081 邮编：310000

上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路 438 号 1306 室（电梯 16 层 F 单元）

电话：021-62528592 邮编：200122

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室

电话：021-63097527 邮编：200082

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座

电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908

电话：0592-3248888 邮编：361000

成都营业部

地址：成都市青羊区提督街 88 号 28 层 2807 号、2808 号

电话：028-86199726 邮编：610020

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼

邮编：200120

全国客服电话：400-90-95533 转 5

邮箱：khh@ccb.ccbfutures.com

网址：http://www.ccbfutures.com