

类别

宏观市场半年报

日期

2025 年 7 月 4 日



建信期货
CCB Futures

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



特朗普 2.0 新政与贸易货币体系 重组

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

- 2025 年上半年全球宏观市场主导因素是特朗普 2.0 新政。2024 年 11 月 5 日特朗普以较高支持率再次当选为美国总统，而“特朗普 2.0 新政将增强美国经济和通胀韧性并抑制海外经济体经济增长动能”逻辑支持下的特朗普交易热潮也再次驱动全球金融市场；但特朗普就任后迅速推进国内外多项重磅改革议程，政策不确定性使得美国经济衰退风险急剧上升，全球金融市场主线逻辑从“特朗普交易”转到“特朗普衰退”；4 月 2 日特朗普公布远超市场预期的对等关税细节，引发全球金融市场剧震以及美元流动性危机，市场无差别抛售包括风险资产和避险资产在内的所有金融资产；而后国际贸易形势边际缓和，而且市场从特朗普 2.0 新政推行过程中总结出一个新交易策略 TACO，因此 4 月下旬至今全球风险资产逐步回升而避险资产上涨动能受到抑制。
- 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、上半年宏观市场回顾.....	- 4 -
二、焦点事件：特朗普 2.0 新政与中美博弈.....	- 5 -
2.1 特朗普再次当选美国总统.....	- 5 -
2.2 美国问题与 MAGA 对策.....	- 6 -
2.3 特朗普 2.0 新政全景透视.....	- 8 -
三、经济与政策：中国强韧美国滞涨.....	- 14 -
3.1 中国稳增长措施足量前置.....	- 14 -
3.2 中国经济势头放缓但仍强韧.....	- 16 -
3.3 美国经济滞涨风险上升.....	- 20 -
3.4 美联储按兵不动以评估通胀压力.....	- 24 -
四、下半年宏观市场展望.....	- 26 -
4.1 从黑天鹅冲击到灰犀牛压力.....	- 26 -
4.2 大类资产走势分析.....	- 27 -
4.2 大类资产配置建议.....	- 31 -

一、上半年宏观市场回顾

2025 年上半年全球宏观市场主导因素是特朗普 2.0 新政。2024 年 11 月 5 日特朗普以较高支持率再次当选为美国总统，而“特朗普 2.0 新政将增强美国经济和通胀韧性并抑制海外经济体经济增长动能”逻辑支持下的特朗普交易热潮也再次驱动全球金融市场，美元汇率、美债利率和美国股市走强而海外资产承压。但特朗普胜选后对领土扩张以及贸易政策口出狂言，且在正式就任后迅速推进包括联邦政府改造、驱逐非法移民、整顿美国边境在内的国内外多项重磅改革议程，关税武器化威胁引发的抢进口行为使得美国贸易赤字显著增长，政策不确定性使得美国经济衰退风险急剧上升；与此同时财政刺激前置与 DeepSeek 横空出世引发的人工智能投资热潮增强中国资产吸引力，欧洲央行持续降息改善欧洲经济增长前景以及欧洲再军事化提升欧洲资产吸引力，全球金融市场主线逻辑从“特朗普交易”转到“特朗普衰退”，2025 年 1 月中旬至 4 月初美元汇率、美债利率和美国股市走弱而海外资产相对受益。

4 月 2 日特朗普公布对等关税细节，对等关税税率远超市场机构的预测区间，且中美双方对等关税税率从 34%螺旋上升至 125%，因此引发全球金融市场剧震以及美元流动性危机，市场无差别抛售包括风险资产和避险资产在内的所有金融资产，美国例外论失效更是多次引发美国股债汇三杀。而后国际贸易形势边际缓和，4 月 9 日特朗普宣布暂停除中国外其他经济体的高额对等关税 90 天以促进贸易谈判，4 月 11 日特朗普宣布在对等关税中豁免半导体、智能手机、笔记本电脑等电子产品，5 月 11 日中美瑞士日内瓦会晤达成贸易形势降温共识，双方对等关税税率自 5 月 14 日起均下调至 34%并在 90 天内暂时执行 10%税率，6 月 10 日中美英国伦敦经贸磋商达成了将瑞士协议付诸实施的执行框架；而且市场从特朗普 2.0 新政推行过程中总结出一个新交易策略“TACO(Trump Always Chickens Out)”，意指特朗普在推行新政过程中每当引发金融资产暴跌时总会临阵退缩，这相当于为风险资产提供一个看跌期权(Trump Put)，因此 4 月下旬至今全球风险资产逐步回升而避险资产上涨动能受到抑制。

2024 年 9 月 24 日中国推出包括财政扩张、货币宽松以及股市和房地产刺激政策在内的新一轮一揽子经济刺激措施，第一次向市场表明决策层已经认识到金融资产价格稳定对实体经济的重要意义(财富效应)。在 2024 年底的中央经济工作会议上，决策层决定 2025 年要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。2025 年初的政府工作报告提出 2025 年经济增长目标维持在 5%左右，且安排 11.86 万亿元的广义政府债务(同比多增 2.9 万亿元)。在 4 月份中美贸易形势严重恶化且中国复苏势头放缓的情况下，中国央行、金管总局与证监会也于 5 月 7 日联合宣

布推出包括降准降息和结构性货币工具在内的一揽子金融政策，且进一步明确全力支持中央汇金等类平准基金在稳定市场方面的作用。在强有力的政策支持、DeepSeek 横空出世引发的人工智能投资热潮以及关税武器化威胁诱发的抢出口行为支撑下，2025 年上半年中国经济延续 2024 年四季度以来的复苏步伐，而中国金融资产表现也相对良好，上半年万得全 A 指数上涨 5.8% 而恒生指数上涨 20%，人民币兑美元汇率年内升值 2.5%。

地缘政治方面特朗普政府全力修复边境安全、巩固北美大本营、调停俄乌冲突、施压伊朗放弃核武器并胁迫北约同盟提高军费支出。2 月份特朗普政府以边境安全为由对加拿大、墨西哥和中国开征俗称芬太尼关税的特种关税，在加墨采取措施加强边境安全管理后对加墨的芬太尼关税显著减轻而对中国的芬太尼关税则提高到 20%。2 月份特朗普政府施压巴拿马政府削减中国的影响力，巴拿马政府被迫提前退出“一带一路”倡议，并胁迫香港和黄集团出售巴拿马运河港口的经营权。2 月份开始特朗普政府开始积极调停俄乌冲突，但除了美乌之间签署难以落地的矿产协议之外几无建树，俄罗斯与乌克兰和欧洲的深层次矛盾使得俄乌之间无法达成停火协议，但美国与俄罗斯之间的关系在逐步修复。在中东地区，美国空袭胡塞武装并逼迫胡塞武装承诺不袭击红海地区的美国船只，支持以色列清除加沙地带哈马斯威胁，协同以色列削弱伊朗的核武器研发能力。由于特朗普政府铁了心要将战略重心从欧洲转到亚太，目前北约欧洲盟友和加拿大基本上(除了西班牙等少数国家外)同意将核心国防支出占比提高到 3.5%，另外还增加 1.5% 用于基础设施等安全相关建设，但北约的亚太盟友如澳大利亚和日韩对于大幅度提高国防支出尚持谨慎态度。4 月底 5 月初，印度和巴基斯坦因争议边境地区恐怖袭击事件而爆发小规模冲突，但双方很快同意停火，对市场影响甚小。

二、焦点事件：特朗普 2.0 新政与中美博弈

2.1 特朗普再次当选美国总统

2024 年美国总统大选竞选过程中，特朗普曾经遭遇三次暗杀未遂，7 月 13 日宾夕法尼亚州集会上特朗普被子弹击中右耳后振臂高呼的行为帮助塑造了特朗普“天选之人”的形象。由于这一事件，以及民众对拜登政府大规模财政刺激等措施引发恶性通胀、无条件支持以色列扫荡加沙地带哈马斯等事件的不满，虽然特朗普在竞选过程中面临多项法律诉讼压力并且被刑事定罪，并且民主党总统候选人在金主和党内高层联合逼宫下从拜登换为哈里斯，最终特朗普还是在大选中以更高普选票支持率以及全取摇摆州的战绩再次当选美国总统。除此之外共和党也在大选中获得国会两院的多数席位，但共和党和民主党众议院席位分别为 220

个和 215 个，因此共和党在众议院中的优势并不显著；根据美国政治规律经验，中期选举过后执政党往往会丢掉众议院多数党地位。

2016 年特朗普凭借民粹主义支持当选美国总统，但那时候的美国政经精英认同支持 MAGA 的并不多，特朗普第一个总统任期中出现内阁成员变动频繁甚至反目为仇的情况。但八年过后，凭借特朗普本人的个人魅力以及社交媒体的鼎力相助，特朗普已经成功将共和党改造为 MAGA 党，美国最高法院九名大法官中持保守倾向的有六名，美国国内政治环境对于特朗普再次推进 MAGA 进程是有利的，特朗普也在胜选后快速组建了一个由忠诚者构成(核心人员要通过忠诚度测试，包括对 MAGA 事业和对特朗普本人的忠诚)、平均年龄达到 35 年来最低且更多来自传统政坛外部的核心行政管理团队。而且在经过多年修复后 2024 年美国的经济总量全球占比回升到 26.4%，为 2007 年以来最高值。

由于特朗普在竞选过程中成功塑造“天选之人”形象，在大选中获得较高的民意授权，共和党同时掌控国会两院，国内政治环境更加有利，同时综合国力也有所修复，因此特朗普在第二个总统任期中将有更大勇气、更充足底气和更多资源去推进其 MAGA 进程。我们观察到特朗普 2.0 在决策过程中更加刚愎自用，对于极端改革措施的推行更加肆无忌惮，在贸易体系重组过程中更加频繁使用极限施压手段；同时特朗普本人的一些人格缺陷，如好大喜功、睚眦必报和中饱私囊等，也表露地更加明显。另外，我们观察到特朗普 2.0 推行 MAGA 改革措施的节奏显著加快，除了上面分析的因素外，还有一个原因是共和党在本届众议院中只具有微弱优势且有较大概率在中期选举过后丢掉众议院，届时特朗普想推进财税方面的立法就非常困难；因此特朗普 2.0 加快推进 MAGA 改革议程，力争在中期选举之前完成所有财税立法项目，如减税降费和互惠贸易法案等。

2.2 美国问题与 MAGA 对策

目前美国在社会经济与国家安全等方面面临债务压力高企、制造业空心化、中产阶级萎缩、贫富分化加剧、边境溃散、社会撕裂等诸多问题，特朗普认为造成这些问题的原因可以归结为美元霸权弊大于利以及美国经济过度开放。二战后美国主导建立并着力维护全球政治经济贸易货币体系(提供安全和货币等国际公共产品)，美国从中获取包括铸币税、软实力和服务贸易顺差在内的霸权收益，但也为此付出包括军事支出、贸易赤字和过度消费在内的维护成本，且收益大部分归属于大型跨国企业和极少数高收入群体而成本由全体美国人承担，因此特朗普认为维护美元霸权是弊大于利的。

美元霸权的代价集中体现在特里芬难题上，1960 年美国经济学家罗伯特·特

里芬在著作《黄金与美元危机-自由兑换的未来》中指出，布雷顿森林体系通过美元与黄金挂钩而其他货币与美元挂钩实际上让美元成为国际货币；各国为了发展国际贸易，必须用美元作为结算与储备货币（流通手段），因此美元在海外不断沉淀，表现为美国长期国际收支逆差（早期通过援助西欧日韩与军事支出，后期表现为援助新兴市场与贸易赤字），因此美元的国际货币地位必然要求美元汇率不断贬值；但美元作为国际货币的前提是美元币值保持稳定（价值尺度），这又要求美国大体上保持国际收支平衡。由于美国国际收支长期逆差而美元与黄金之间以 1 盎司黄金兑 35 美元的固定比率挂钩，导致美元价值高估而海外经济体纷纷拿美元兑换黄金并运回本国，美国黄金储备从 1948 年的 21782 吨减少至 1971 年的 9070 吨。1971 年 8 月份尼克松政府结束了黄金与美元之间的固定兑换，并对所有进口加征 10% 附加税；布雷顿森林体系从此解体，但美元凭借美国国力、历史惯性以及挂钩石油等继续成为主要国际货币，因此特里芬难题并未从根本上消除。

1979 年美联储主席沃尔克大幅紧缩银根治理滞胀，美国长期滞胀的结束以美国经济的短期深度衰退为代价；1981 年里根政府上台后积极扩张财政并实施供给侧改革，高利率和宽财政共同推高美元汇率并抑制制造业，美国制造业开始积极向海外转移；1988 年美国 and 加拿大签署自由贸易协议，1992 年美墨加签署北美自由贸易协定 NAFTA，为美国制造业产能转移提供条件。1990 年苏联解体而东欧剧变，二战后美苏冷战以美国获胜结束，美国政治精英自信满满，自以为可以通过大棒加胡萝卜让所有国家都接受美式民主；2000 年克林顿政府时期美国通过对话永久正常贸易关系法案，2021 年 12 月中国正式加入世界贸易组织 WTO，美国制造业产能加速向外转移。1966 年至 2000 年美国制造业就业人口在 1775 万附近波动，但 2000 年后骤减至 2009 年的 1147 万；2000 年欧洲、美国、中国和亚洲（除中国外）的制造业增加值（MVA）全球占比分别为 30.6%、24.6%、6.4% 和 23.5%，2023 年上述占比分别变为 20%、15.1%、31.8% 和 24.2%，欧美制造业份额的减少几乎完全对应中国份额的增长。

二战后美国理想主义主导下的对外援助（直接援助以及产能转移等）导致海外美元数量持续增长，1971 年之前海外美元回购美国黄金储备侵蚀美元价值根基导致布雷顿森林体系解体，1980 年之后海外美元回购美国国债等资产推高美元价值压低美债利率诱导美国过度举债消费，为 2008 年次贷危机爆发政府债务显著增长埋下伏笔；2000 年之后的制造业空心化与过度全球化为美国带来经济增长潜能下滑、中产阶级萎缩、贫富分化加剧、国家安全脆弱、社会撕裂和边境溃散等问题，美国甚至面临不成为一个国家的风险（地球人的美国而非美国人的美国）。特朗普迷恋昔日帝国荣光但认为美国独力维护霸权的成本大于由此带来的收益，因此特

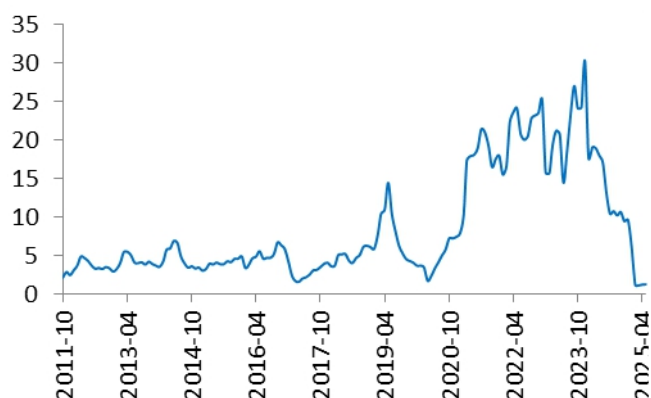
朗普欲全面修正二战后的全球政经贸易体系以巩固美国霸权地位,他的对策是:1、其他盟友需要协同提供安全公共产品(提高国防支出)而不是一味搭便车;2、其他盟友以关税形式补偿美国提供货币公共产品而承担的成本;3、加强边境管理、移民管理和联邦政府/社会价值观改造以修复社会撕裂问题;4、促进影响到国计民生的部分重要制造业回流以化解国家安全和产业链风险。

2.3 特朗普 2.0 新政全景透视

特朗普 2.0 新政可分为内政、经济和外交等三个部分。**内政部分**新政包括:1、边境管理,严格限制移民难民入境,大规模驱逐境内的非法移民,以关税施压加拿大、墨西哥和中国控制非法移民和毒品走私等跨境非法活动;2、抽干沼泽,以提高工作效率为由对联邦机构进行大刀阔斧的改造,缩减甚至取消不符合 MAGA 理念的联邦机构以及人力财力资源支持;3、社会改造,以联邦补助施压社会机构取缔初衷合理但被左派滥用的 DEI 项目(Diversity、Equity、Inclusion, 多元、平等、包容)并大力宣扬保守价值观。

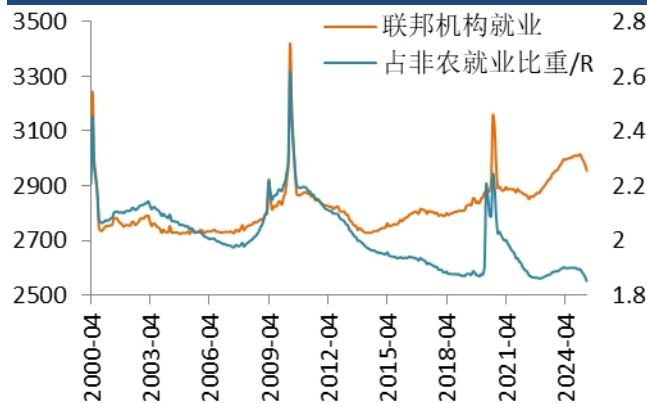
在**边境管理**方面,美国海关与边境保护局 CBP 数据显示,美国南部边境非法移民数量从最高 30.2 万/月回落到 2025 年 5 月份的 1.2 万/月,为 2011 年以来的最低水平,特朗普政府加大边境地区执法力度并施压中南美洲国家阻止移民到达美墨边境的做法取得较好效果。自特朗普 2.0 上台至 5 月 19 日,移民与海关执法局 ICE 在境内共抓捕 78155 人,日均抓捕量(656 人)较拜登政府最后一年(日均 300 人)翻了一番,但距离特朗普竞选阶段声称的每年驱逐 1 百万(日均约 2740 人)非法移民承诺相差甚远;5 月下旬特朗普政府要求 ICE 日均逮捕非法移民 3000 人,此后 ICE 在移民庇护城市以及广大农场加大执法力度,并在 6 月初引发大规模街头对峙以及联邦政府与州政府之间的冲突。

图1: 美国边境非法移民数量



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图2: 美国联邦机构就业人数



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

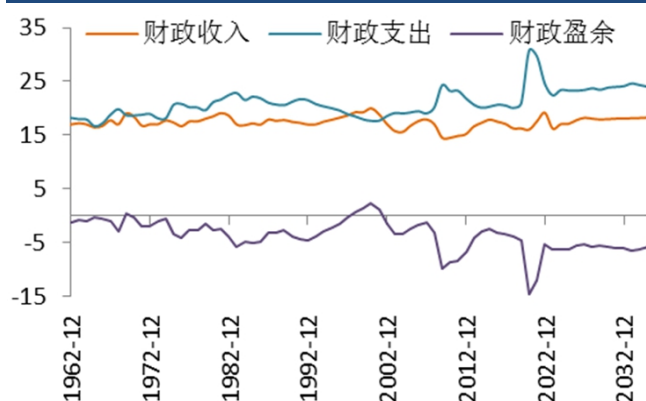
特朗普政府在边境地区加大执法力度限制非法移民入境，得到大多数美国人甚至少数族裔的支持，但经济学家担忧移民数量的减少会对劳动力供给造成负面冲击。在境内大规模抓捕非法移民特别是没有犯罪记录的非法移民，容易引发社会冲突并且对美国通胀会产生立竿见影的推升作用，因为那些脏乱差工作环境的就业岗位大部分是非法移民；因此特朗普政府也修正一刀切做法而聚焦有犯罪记录的非法移民以及民主党掌权的地区，目的是在净化社会的同时打击民主党的选民基础。6月19日美国第九巡回上诉法院认定联邦政府在未征求加州州长同意的情况下部署国民警卫队可能属于合法职权范围，联邦政府可以继续将加州国民警卫队留在洛杉矶；这一裁决被特朗普称为重大胜利，有望为其今后应对反对移民政策抗议的行动提供先例；之前加州地区法院裁定联邦政府部署军队行为违反宪法第十修正案，并下令将国民警卫队指挥权交还州长。

在**抽干沼泽**方面，2024年12月美国联邦机构共有雇员301.2万(包括63万邮政员工，但不包括130万现役军人)，占全部非农就业人数的1.9%；2000年以来联邦雇员数量震荡上升但占比震荡回落(危机冲击期会短期剧增)，编制雇员占比的缩水对应的是外包岗位(为政府执行合同工作的私营公司和个人)的剧增。特朗普2.0上台后以马斯克领导的DOGE为抓手来推动联邦机构重组进程，但由于技术精英与MAGA基本盘和建制派之间的深层次矛盾之间激发，5月份之后马斯克逐渐淡出DOGE项目，并且在6月初因为财政扩张法案而与特朗普政府之间爆发激烈冲突；而特朗普政府对DOGE项目也根据实际情况作适当修正，比如重新雇佣被解雇的业务骨干等。根据DOGE网站，截至6月3日，DOGE项目通过资产出售、合同/租赁取消和重新谈判、欺诈和不当付款删除、赠款取消、利息节省、计划变更、监管节省和裁员等措施，共节省联邦支出1800亿美元，约占美国年度财政支出的2.7%或美国经济总量的0.6%。根据劳工部非农就业数据，2025年2月份至5月份联邦政府就业累积减少5.9万或2%。

特朗普2.0新政在**经济部分**的主要内容是放松监管、减税降费、重振化石能源以及重组国际贸易体系(关税武器化)，总愿景是通过降低国内生产成本、提高物品进口成本以及促进私营部门发展来推动制造业回流、增强经济竞争力、促进贸易平衡并最终化解财政压力。在**减税降费**方面，2025年4月份美国参众两院通过统一的预算决议版本从而解锁预算协调机制(budget reconciliation)，共和党只需凭借党内的选票支持就能通过财政相关议程而无需担忧民主党阻挠。5月22日众议院以215:214通过众议院版本2025财年协调法案《One Big Beautiful Bill, OBBB》，6月28日参议院以51:49通过程序性投票从而进入辩论投票环节；如果参议院也通过参议院版本的OBBB，则国会两院需要对两个版本法案进行整

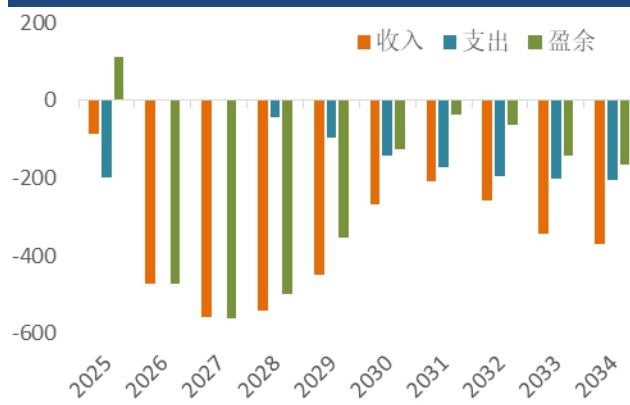
合，然后再次投票通过后送特朗普签署，预计7月中旬有结果。国会预算办公室 CBO 估计 OBBB 将使得未来十年美国财政收入在基线预期基础上减少 3.56 万亿美元、财政支出减少 1.25 万亿美元，从而使得未来十年美国财政赤字增加 2.31 万亿美元，而在经济增长假定不变的情况下美国未来十年平均赤字率也会上升到 6.5%；2025 年初 CBO 在《中期财政预测报告》中，预计 2025 年至 2035 年美国平均赤字率为 5.8%；相比较在遭遇 2008 年金融危机和 2020 年新冠疫情情况下，2009 年至 2024 年美国平均赤字率为 6.4%，而 1962 年至 2008 年美国平均赤字率仅为 2.1%。

图3：美国财政收支/GDP



数据来源：CBO，建信期货研究发展部

图4：OBBB对美国财政的边际影响



数据来源：CBO，建信期货研究发展部

OBBB 完全反映特朗普 MAGA 理念但也带有短期功利性质，内容包括延长 2017 年减税法案并引入多项创新性税收抵免、取消拜登政府的绿色能源激励措施、减少无业人士和非法移民福利待遇、支持农村与主街经济发展、大幅增加边境安全开支、为金穹导弹防御系统提供资金、将债务上限提高 4 万亿美元等，且减税降费主要分布在 2026-2029 年(2026 年中期选举，2028 年美国大选)而削减支出主要分布在 2030-2034 年。5 月 16 日穆迪决定将美国主权信用评级从最高级 Aaa 下调至 Aa1，理由是美国政府债务和利率支付比例增加，此前标普和惠誉分别在 2011 年和 2023 年将美国主权信用评级从最高级 AAA 下调至 AA+。从 2024 年 10 月份至 2025 年 5 月份的 2025 财年前九个月，美国财政收入累积同比增长 5.9%，财政支出累积同比增长 7.9%，财政赤字累积同比增长 13.5%，特朗普 2.0 上台后财政赤字同比减少。

在**关税武器化**方面，特朗普 2.0 把关税作为博弈工具的属性发挥到极致程度，主要包括边境安全关税、对等关税以及特定行业关税三大类。2 月 1 日特朗普以边境安全为由决定自 2 月 4 日起对加拿大和墨西哥产品加征 25%关税而对对中国产品加征 10%关税，俗称芬太尼关税；2 月 4 日中国宣布多项反制措施，包括对钨、

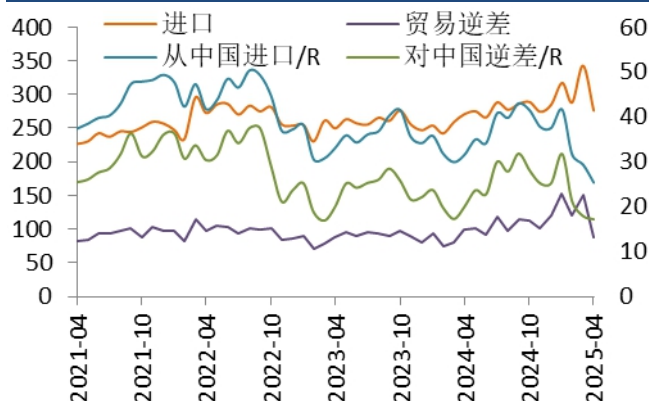
碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管控以及自2月10日起对美国煤炭和液化天然气加征15%的关税，对原油、农业机械、大排量汽车和皮卡加征10%的关税等。3月3日特朗普将对对中国产品加征税率从10%上调到20%，3月4日中国宣布多项反制措施，包括自3月10日起对原产于美国的小麦、玉米和棉花等加征15%关税，对大豆、猪肉、牛肉和水产品等农产品加征10%关税等。3月6日特朗普决定对符合美墨加协定USMCA的加墨商品不征收关税，对不符合USMCA的加拿大能源产品和加墨钾肥征收10%关税，对不符合USMCA其他加墨产品征收25%关税。目前美国对加拿大和墨西哥的芬太尼关税综合税率在5%以下而对中国的芬太尼关税综合税率为20%。

4月2日特朗普公布对等关税细节，4月5日起对所有国家征收10%的基准对等关税，且4月9日起对特定经济体征收更高的对等关税；已受或未来可能受232条款约束的物品、美国没有的能源矿物以及金银等产品不受对等关税约束。之后中美围绕对等关税的博弈急剧升温，4月4日中国决定自4月10日起对美国产品加征34%，并对7类中重稀土相关物项实施出口管制措施；4月8日特朗普将对对中国对等关税税率上调到84%，4月9日中国将对美国对等关税税率上调到84%；4月9日特朗普决定将对中国对等关税税率上调到125%，对其他特定经济体在90天内免征高额对等关税以促进贸易谈判；4月11日中国将对美国对等关税税率上调到125%。5月11日中美在瑞士日内瓦会谈上达成共识，双方对等关税税率自5月14日起均下调至34%并在90天内暂时执行10%税率，中国取消4月2日开始的针对美国的非关税反制措施。5月底美国称中国没有执行日内瓦协议，6月5日中美元首通话讨论出口管制与台湾问题，6月10日中美在英国伦敦磋商上达成了将瑞士协议付诸实施的执行框架，中美均逐步放松稀土以及零部件等出口管制。6月25日中美签署稀土贸易谅解协议，中国调整稀土对美出口，美国撤销伦敦会谈前实施的反制措施。

在特定行业关税方面已经实施的有钢铁和汽车关税。2月10日特朗普决定扩大现有232条款钢铝关税，从3月12日起结束所有现有豁免且扩大衍生产品清单，并将铝关税税率从10%提高到25%；6月3日特朗普决定从6月4日起将钢铝关税提高到50%，6月12日美国商务部从6月23日起扩大钢铁衍生产品清单以涵盖洗碗机、洗衣机、冰箱和烤箱等多种家用电器。3月26日特朗普决定从4月3日起对进口汽车（USMCA下的汽车进口可扣除美国成分）、5月3日起对进口关键汽车零部件（动力总成零部件以及电气零部件等）征收25%关税；4月29日特朗普修订汽车和钢铝关税，将汽车从钢铝行业和加墨边境安全等其他关税中豁免，并为关键汽车零部件关税提供两年豁免，第一年、第二年豁免额分别相当于汽车制造商在

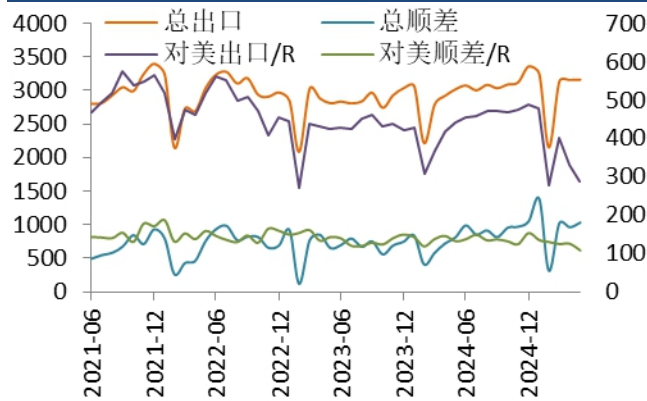
美国组装汽车价值的 15%和 10%。除了钢铝和汽车关税外，2 月 25 日、3 月 1 日、4 月 14 日和 4 月 15 日美国分别就铜、木材、药品和半导体、关键矿产对国家安全的影响启动第 232 条款调查，意味着这些行业也可能开征 25%起步的特定行业关税。

图5：美国进口与逆差情况



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国出口与顺差情况



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

我们判断特朗普以关税武器化来促进贸易平衡、推进制造业回流、增厚财政收入、遏制中国崛起的决心是比较坚定的，特朗普关税政策可能出于谈判需要而有所反复，但美国关税税率显著提高是大概率事件；预计特朗普也会全力推动《特朗普互惠贸易法案》的落地，构建以美国为核心而中国处于外沿的互惠贸易体系。目前美国无论在经济还是军事上仍是全球独一的超级大国，因此特朗普关税武器化能在减少美国贸易逆差和促进特定制造业回流等方面起到一定程度的效果；但特朗普为了谋求美国利益无视国际交往规则，也在极大程度上损害了美国的软实力与国际信用，硬实力的增强以软实力的削弱为代价。鉴于 2018 年以来中美博弈白热化、美国对中国敌意表露无疑而中国对美国信任也消失殆尽的现状，我们判断中美达成可信贸易协议可能性较小；美国会在与其他经济体的贸易谈判中要求排除中国产能转移、转口贸易甚至倾销，中美经济往来实质性严重萎缩（但并不会彻底脱钩，且有阶段性缓解可能）。外部需求恶化会短期加重中国人口老龄化和房地产市场转弱引发的债务压力和通缩风险，但外部压力的增大也会强化决策层支持新质生产力发展以突破外部封锁的决心，而且美国背信弃义有利于中国占据道德高位并增强国际话语权。对于全球经济而言，国际贸易体系加速区域化集团化碎片化，错综复杂的跨国供应链需要漫长时间来重新部署，经济体之间合纵连横必然带来巨大的波动性，全球经济中期冲击力度或比肩金融危机和新冠疫情，有可能引发债务压力沉重与外贸依存度偏高的经济体的经济危机。

特朗普 2.0 新政在外交部分的主要内容是，完全抛弃几十年来在全世界不遗

余力推广美式民主的理想主义，回归强权即真理、弱肉强食的丛林法则，着力构建更有利于维持美国霸权的地缘战略空间，核心思路是巩固北美大本营、将战略重心从欧洲转向亚太、在中东支持以色列对抗伊朗、在东欧联络俄罗斯离间中俄。美国外交思路调整与战略重心转移，会使得国际关系更加混乱无序，并可能引发新一轮的军备竞赛，从而加剧地缘政治紧张局势。

在中东地区，2月4日美国恢复对伊朗最大施压政策，阻止伊朗获得核武器和洲际导弹并致力于将伊朗石油出口降至零；4月12日至5月23日美伊举行五轮核谈判，伊朗同意放弃核武器路线但坚持民用低浓度铀浓缩，6月12日国际原子能机构首次认定伊朗未履行核义务，6月12日以色列大规模空袭伊朗核设施与军事基地并暗杀伊朗核科学家与高级将领，6月21日美国出动B-2隐形战略轰炸机空袭伊朗核设施，6月23日伊朗报复美国和以色列后同意以伊停火协议。以色列3月18日起恢复打击加沙地带、5月份启动旨在全面接管加沙地带的“基甸战车”军事行动，美国与利比亚商量将百万加沙居民迁往利比亚。3月15日美国开始空袭胡塞武装，5月6日胡塞与美国达成停火协议后停止袭击途经红海海域的美国船只。

在东欧地区，2月18日美国和俄罗斯谈判同意推动美俄关系正常化；3月份美国分别与乌克兰和俄罗斯达成停火协议，但停火条件根本无法满足。4月30日美乌签署矿产资源协议：1、乌克兰保留对矿产资源的法律所有权，但需将未来新开发矿产项目收益的50%注入美乌共同管理的重建投资基金，该基金由两国各占50%股权，10年内收益全部用于乌克兰重建；2、基金董事会由5人组成(美方3人/乌方2人)，协议争议适用纽约州法律，限制乌方单方面终止协议的权利；3、美国可能提供新军事援助，并将其折算为对基金的投资。5月10日美欧乌同意从5月12日开始无条件停火30天，5月15日俄乌在土耳其举行低级别直接谈判几乎没有达成任何共识，5月20日欧盟和英国宣布对俄罗斯实施新一轮制裁措施，美国恢复援助乌克兰但对追加制裁俄罗斯持谨慎态度。

美国战略重心转移促使**欧洲再军事化**。3月6日欧洲理事会通过规模8000亿欧元的重新武装欧洲计划(ReArm Europe)；3月18日德国决定将超过德国GDP 1%的国防开支从债务刹车机制中豁免，并设立5000亿欧元的基建基金，5月15日德国总理誓言打造欧洲最强军队。在6月25日北约峰会上，包括美国在内的各成员国领导人重申坚定履行集体防御承诺并继续支持乌克兰，强调团结一致应对俄罗斯的长期威胁以及恐怖主义威胁；大部分成员国同意到2035年将核心军费开支提高到GDP的3.5%，并将1.5%用于基础设施等广泛安全相关领域，但西班牙和比利时等少数国家拒绝提高军费支出。

三、经济与政策：中国强韧美国滞涨

3.1 中国稳增长措施足量前置

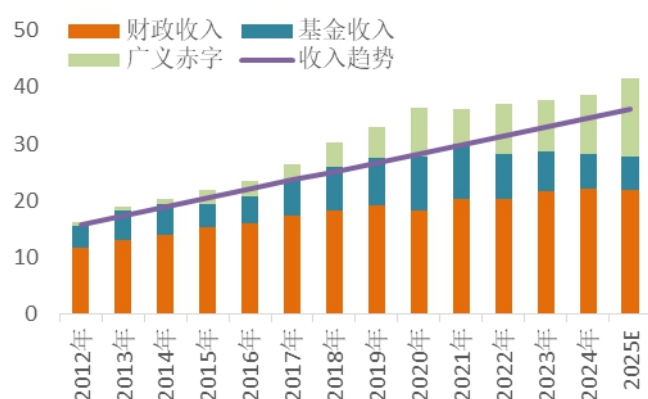
2024年9月24日中国决策层推出包括货币宽松、财政扩张以及股市和房地产市场支持政策在内的新一轮一揽子经济刺激措施，本轮经济刺激周期最显著特点是决策层认识到资产价格波动对实体经济的重要性(财富效应)，从而提出促进房地产市场止跌回稳和建立股市类平准基金的措施。在2024年底的中央经济工作会议上，决策层作出了2025年实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策、全方位扩大国内需求和扩大高水平对外开放的决定，这意味着决策层已经为特朗普重新上台后的国际贸易形势恶化可能性未雨绸缪。

2025年3月份的《政府工作报告》提出，2025年中国经济增长目标持平于5%左右，CPI增长目标由3%下调至2%左右，新增就业持平于1200万人；在外需预期减弱情况下维持经济增长目标，体现了决策层提振内需应对中美博弈的坚决立场。在实施更加积极的财政政策方面，2025年财政赤字率从3%提高至4%，赤字规模从4.06万亿元增加至5.66万亿元；地方专项债规模从3.9万亿元增加至4.4万亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等；发行特别国债规模从1万亿元增加至1.8万亿元，其中超长期特别国债发行量从1万亿元增加至1.3万亿元(0.8万亿元用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设等两重建设，0.3万亿元用于消费品以旧换新，0.2万亿元用于设备更新)，另发行0.5万亿元特别国债补充国有大行资本金；合计新增政府债务11.86万亿元，较2024年增加2.9万亿元；财政支出强度明显加大，要加快各项资金下达拨付，尽快形成实际支出。在适度宽松的货币政策方面，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕；优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展，加大对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持。

在特朗普强化关税武器化、外部贸易环境严重恶化之后，4月25日中央政治局会议提出：1、统筹国内经济工作和国际经贸斗争，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性；2、加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，适时降息降准；3、增强消费对经济增长的拉动作用，尽快清理消费领域限制性措施，设立服务消费与养老再贷款；4、持续巩固房地产市场稳定态势，持续稳定和活跃资本市场；5、既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节。5月7日中国央行在一揽子金融政策支持稳市

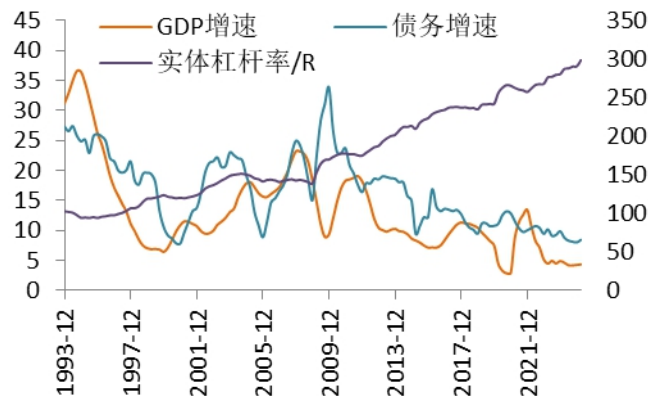
场稳预期新闻发布会上表示：1、自5月15日起降低存准率0.5个百分点，汽车金融公司和金融租赁公司存准率从5%阶段性下降至0；2、政策利率（7天逆回购利率）从目前的1.5%调降至1.4%，预计将带动LPR同步下行约10BP（5月20日各期限LPR环比回落10BP）；3、下调结构性货币政策工具利率25BP（各类专项结构性工具利率都从目前的1.75%降至1.5%，抵押补充贷款PSL利率从目前的2.25%降至2%）；4、降低个人住房公积金贷款利率25BP；5、增加科技创新和技术改造再贷款和支农支小再贷款各3000亿元额度，设立5000亿元服务消费与养老再贷款；6、将5000亿元证券基金保险互换便利和3000亿元股票回购增持再贷款的额度合并使用，坚定支持汇金公司在必要时加大力度增持股票市场指数基金（类平准基金）。

图7：中国广义财政收支



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

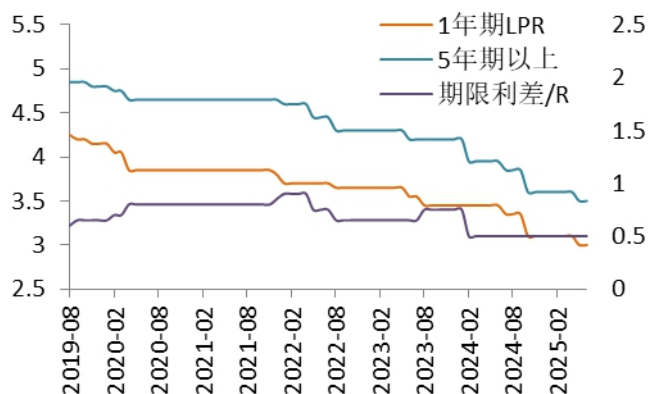
图8：中国债务杠杆率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025年1-5月份中国财政收入累积同比萎缩0.3%（2024年累积同比增长1.4%），政府性基金收入累积同比萎缩6.9%（2024年累积同比萎缩12.2%），广义财政收入累积同比萎缩1.3%（2024年累积同比萎缩2%），广义财政支出累积同比扩张6.6%（2024年累积同比增长2.7%）。若2025年全年财政收入、政府性基金收入以及广义财政支出累积增速持平于1-5月份，则2025年全年广义财政赤字率将较2024年提高1.92个百分点至9.65%，也将高于2020年的8.43%，因此2025年上半年的财政刺激力度是相当大的。根据社科院金融研究所的数据，2025年一季度中国实体部门（政府+居民+非金融企业）债务杠杆率环比增长7.8个百分点至298.4%；相比较之下，2025年一季度美国实体部门债务杠杆率为257.5%，2024年四季度欧元区和日本实体部门债务杠杆率分别为242.9%和387%，中国债务杠杆率已经超过美欧且正在逼近日本。我们预计2025年下半年中国财政刺激力度边际减弱，实际上2025年1-5月份广义财政支出累积增速已经较1-4月份放缓0.57个百分点。

图9：中国基准利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：社融存量与货币供应增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025年5月份社会融资存量同比增长8.7%，增速为2024年3月份以来最高值。2025年1-5月份新增社会融资18.63万亿元，同比多增3.83万亿元；分类型看银行贷款同比少增567亿元，非标融资同比多增742亿元，股债融资同比少增2441亿元，政府融资同比多增40580亿元，因此2025年上半年社会融资增长主要由财政扩张来带动。2025年5月份中国M2同比增长7.9%，增速高于2024年6月份的6.2%但略低于前一个月的8%；M1同比增长2.3%，增速为2024年3月份以来最高值，财政扩张对于改善企业部门经营状况有着显著作用。

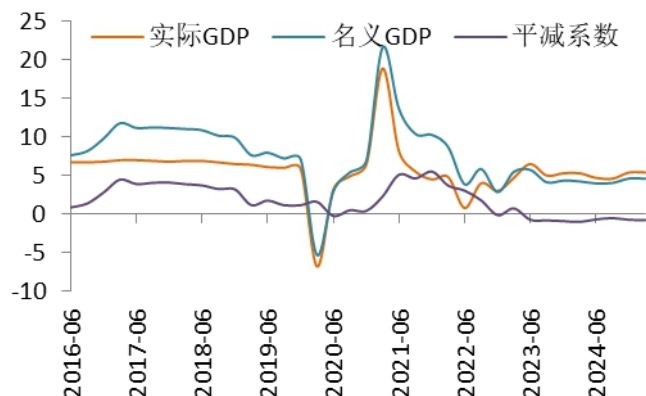
3.2 中国经济势头放缓但仍强韧

2025年一季度中国实际GDP同比增长5.4%，增速持平于2023年三季度以来的最高值；GDP平减系数同比萎缩0.77%，萎缩程度为四个季度以来最大值，且为连续八个季度同比萎缩，萎缩时长已经超过1998年至1999年的七个季度；名义GDP同比增长4.59%，增速略低于前一季度的4.62%但继续处于2023年三季度以来的高水平区间。消费需求对实际GDP当季同比拉动2.79个百分点，拉动力度较前一季度提升1.19个百分点且为2024年二季度以来最高值；投资需求对实际GDP当季同比拉动0.47个百分点，拉动力度较前一季度放缓0.85个百分点且为2022年四季度以来最小值；净出口需求对实际GDP当季同比拉动2.13个百分点，拉动力度较前一季度小幅放缓0.34个百分点，但为2015年以来首次连续三个季度拉动超过2个百分点。总体看2025年一季度GDP增长得益于强力财政刺激带来的消费增长，以及制造业竞争力增强和关税武器化威胁下的抢出口行为对出口的提振，但基建对投资的拉动被房地产投资的萎缩和制造业投资的放缓所抵消。

投资方面，2025年1-5月份固定资产投资累积同比增长3.7%，增速高于2024年的3.2%但为连续第二个月回落，关注海外需求恶化对企业投资意愿的抑制作用。其中房地产投资累积同比萎缩10.7%，萎缩程度大于2024年的10.6%且连续

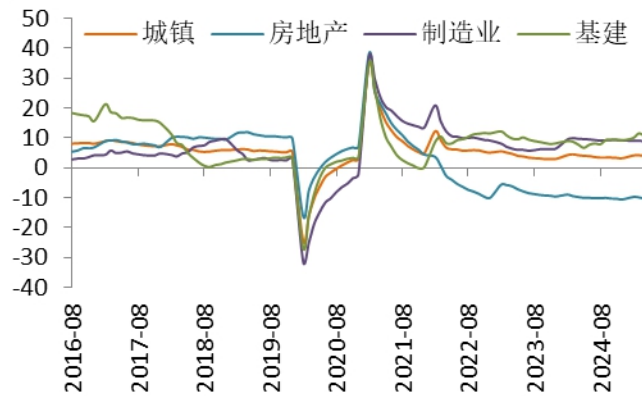
第三个月扩大，2022 年以来连续四年萎缩 10%左右；制造业投资累积同比增长 8.5%，增速低于 2024 年的 9.2%且为连续第二个月回落，AI 投资热潮或难以对冲外需疲软影响；基建投资累积同比增长 10.42%，增速高于 2024 年的 9.19%但为连续第二个月回落，警惕高债务压力导致基建投资增速见顶的可能性。

图11：中国整体经济增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：中国固定资产投资增速

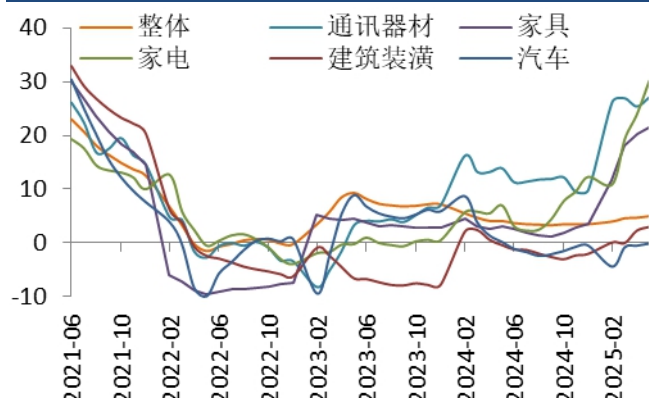


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

消费方面，2025 年 1-5 月份中国社会零售总额累积同比增长 5%，增速较 2024 年加快 1.5 个百分点，其中商品消费增速从 2024 年的 3.2%加快至 5.1%，但餐饮消费增速较 2024 年的 5.3%小幅放缓至 5%。分类别看，以旧换新政策支持下家电消费与通讯器材消费分别累积同比增长 30.2%和 27.1%，增速均远高于 2024 年的 12.3%和 9.9%；房地产市场特别是二手房交易回暖带动家具消费累积同比增长 21.4%，但新房销售继续疲软使得建筑装饰消费仅累积同比增长 3%；体育娱乐等服务业消费维持高增长态势，而办公用品消费在 2024 年萎缩情况下有恢复性增长；以旧换新政策支持下汽车销量累积同比增长 10.9%，但激烈竞争与价格战使得汽车消费累积同比萎缩 0.5%。

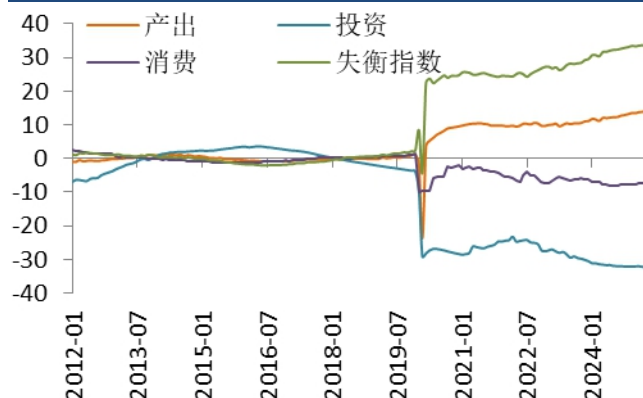
产出方面，2025 年 1-5 月份中国工业产出累积同比增长 6.4%，增速高于 2024 年的 5.8%；其中采矿业产出累计同比增长 6%，增速远高于 2024 年的 3.1%；制造业产出累计同比增长 6.9%，增速略高于 2024 年的 6.1%；公用事业产出累计同比增长 2%，增速低于 2024 年的 5.3%。以 2012 年至 2019 年线性趋势外推为基准，2024 年 5 月份产出超 14.08 个百分点，投资萎缩 21.28 个百分点，消费萎缩 6.91 个百分点，总体供需失衡指数从 33.52 扩大到 33.72 并创 2020 年以来的最高值，供求严重失衡意味着经济体继续存在较大通缩压力。2025 年 1-5 月份中国规模以上工业企业利润总额累积同比萎缩 1.1%，萎缩程度较 2024 年收窄 2.2 个百分点；5 月份应收账款同比增长 9%，增速较 2024 年 12 月加快 0.4 个百分点；5 月份流动资产平均余额同比增长 5.1%，增速较 2024 年 12 月加快 0.7 个百分点。

图13：中国消费增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：中国整体供需平衡



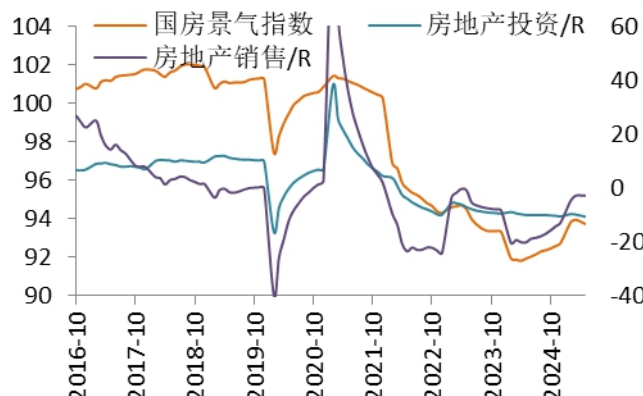
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

房地产方面，2025年5月份国房景气指数录得93.72，环比回落0.07，为连续第二个月环比下滑。2025年1-5月份新房销售面积累积同比萎缩2.9%，萎缩程度远小于2024年的12.9%但略高于前一个月的2.8%；新房销售额累积同比萎缩3.8%，萎缩程度远小于2024年的17.1%但略高于前一个月的3.2%；竣工面积累积同比萎缩17.3%，萎缩程度远小于2024年的27.7%但略高于前一个月的16.9%；新开工面积累积同比萎缩22.8%，萎缩程度略为持平于2024年的22.8%。5月底新房待售面积77427万平方米，环比减少715万平方米，以近12个月滚动平均销售计算的库存去化月数从8.92回落到8.87，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78.33(去年同期为79.95)，说明房地产库存压力小幅缓解但整体上仍处于高水平区间。土地成交方面，百城土地成交面积自2025年11月至12月放量增长后再次回到之前的低水平区间，成交溢价率自2025年1月至4月短期冲高后也回到之前的低水平区间。高频数据方面，十大城市新房销售面积月均418.6万平方米，三十城月均销售面积864.9万平方米，2024年10月份以来先升后降大致稳定。二手房方面，二手房出售挂牌量指数和挂牌价指数持续走低。

5月份七十城新房房价环比萎缩0.2%，萎缩程度为2024年11月份以来最大值；新房房价环比下跌城市数从前一个月的45个上升到53个，为2024年11月份最大值。七十城二手房房价环比萎缩0.5%，萎缩程度为2024年10月份以来最大值；二手房房价环比下跌城市数从前一个月的64个上升到67个，为2024年11月份以来最大值。整体而言，在外部环境恶化以及偏高库存压力下，2024年9月份以来的政策推动的房地产脉冲复苏有结束的可能性，关注房价下跌与销售萎缩的正反馈循环是否会重新启动。由于2024年下半年以来决策层对资产价格与实体经济之间的财富效应有深刻认知，我们判断中国房地产市场下行周期或从快速调整阶段过渡到逐步筑底阶段，房地产市场疲软对整体经济的负面冲击继续存在

但边际减弱。

图15：中国房地产市场状况



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：中国七十城房价环比



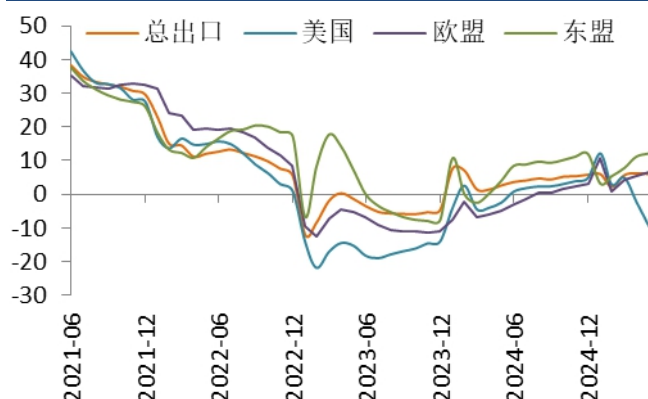
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

贸易方面,2025年1-5月份中国出口累积同比增长6%,增速较2024年的5.84%有所加快;进口累积同比萎缩4.9%,2024年全年则增长1.1%;累积贸易盈余4719亿美元,累积同比增长40.3%。分国别看,2025年1-5月份对美国出口累积同比萎缩9.4%,大幅弱于2024年的同比增长4.9%;对欧盟出口累积同比增长6.8%,增速高于2024年的3%;对东盟出口累积同比增长12.1%,增持大致持平于2024年的12%。以2017年为基准,2025年1-5月份中国对美国 and 欧盟的出口占比分别减少7.1和1.7个百分点,对东盟出口占比提升5.8个百分点。2025年5月份中国出口同比增长4.8%,增速较4月份回落3.3个百分点;对美国出口同比萎缩34.5%,自美国进口同比萎缩18.1%,中美直接贸易显著减少。大宗商品进口方面,2025年1-5月份原油进口累积同比增长0.3%而天然气和煤炭进口分别累积同比萎缩9.5%和7.9%,这与中国用电量增速回落相呼应,金属矿和大豆进口分别累积同比萎缩0.6%和0.7%,2024年全年除原油进口萎缩1.9%外其他主要大宗商品进口均增长5%以上。

由于5月11日中美瑞士日内瓦会晤达成经贸形势降温共识,以及6月11日中美英国伦敦磋商达成了将瑞士协议付诸实施的执行框架,5月下旬以来中国港口吞吐量有所回升。考虑到中美紧张贸易形势缓和后,目前美国对进口中国商品综合税率继续超过40%,且美国零售商要求中国供应商承担过半比重的关税成本,因此在短暂的补库需求结束后,中美直接贸易将继续承压。对于中国通过产能转移和转口贸易规避高额关税成本,虽然美国严加防范且在与其它经济体的贸易谈判中严格要求控制这一行为,但实际效果可能要数年才能确定。总体上看,我们认为完整产业链、广阔市场容量、高素质劳动力和制度优势使得中国制造业在国际市场上始终占据优势,但新出口市场的开拓与产业链的重新配置需要时间来完

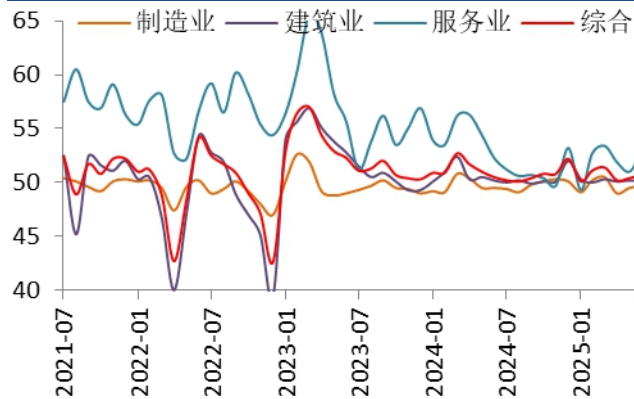
成，国际经贸斗争使得中国外贸面临短期调整压力，抢出口需求结束后 2025 年下半年中国出口增速或面临显著下滑风险。

图17：中国出口累积同比



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

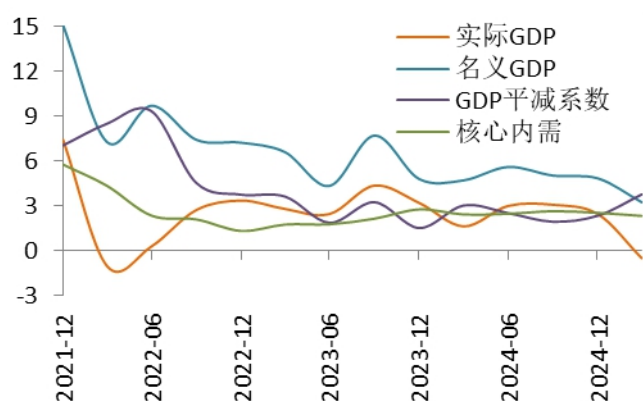
2025 年 6 月份中国制造业 PMI 环比回升 0.2 个百分点至 49.7%，连续两个月回升但为连续三个月位于萎缩区间，综合反映特朗普 2.0 关税武器化对中国贸易环境的恶化以及 5 月 7 日决策层推出一揽子金融政策支持稳市场稳预期、5 月 11 日中美达成贸易形势降温共识后的边际改善。其中生产指数环比回升 0.3 个百分点至 51%，新订单指数环比回升 0.4 个百分点至 50.2%，新出口订单指数环比回升 0.2 个百分点至 47.7%，显示出供需两端均有所改善但外需继续偏弱的特征。从企业行为看，6 月份原材料库存指数环比回升 0.6 个百分点至 48%，产成品库存指数环比回升 1.6 个百分点至 48.1%，采购量指数环比回升 2.6 个百分点至 50.2%，出厂价格指数环比回升 1.5 个百分点至 46.2%，显示出在外部环境边际改善但整体仍高度不确定性情况下企业的谨慎心态，出厂价格指数拟合 6 月 PPI 环比萎缩 0.42%，由此推测 6 月份 PPI 同比萎缩程度或维持在 5 月份的 3.3% 附近。

3.3 美国经济滞涨风险上升

2025 年一季度美国实际 GDP 环比年率萎缩 0.27%，为 2022 年 Q2 以来首次录得环比萎缩，主要源于特朗普 2.0 关税武器化对美国社会经济秩序的扰动以及加州山火、禽流感等外部因素。从分项看一季度个人消费拉动 1.21 个百分点，固定资产投资拉动 1.34 个百分点，个人消费与固定资产投资 (PDFP，私人国内最终购买) 加总拉动 2.55 个百分点，接近八年均值 (2.6)，意味着在新政冲击下美国核心内需暂时保持稳定，但也有部分抢投资抢消费因素。其他方面，净出口拖累 4.83 个百分点，拖累程度至少为 1947 年以来最大值；库存投资拉动 2.25 个百分点，表现出与中国抢出口对应的抢进口行为；政府支出拖累 0.25 个百分点，是 2022 年三季度以来首次转弱。6 月 27 日亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预估 2025 年二季度美国实

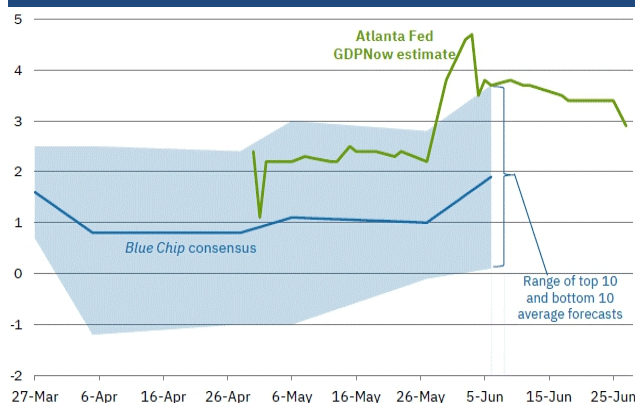
际 GDP 环比年率增长 2.9%，其中个人消费和固定资产投资分别拉动 1.2 和 0.03 个百分点(上半年 PDPF 平均拉动 1.89 个百分点)，净出口和政府支出分别拉动 3.49 和 0.35 个百分点，库存投资拖累 2.22 个百分点。如此看来虽然美国可以避免技术性衰退，但在特朗普 2.0 新政不确定性的影响下，美国核心内需走弱仍是大概率事件，需关注美国财政刺激法案对经济的托底作用。

图19：美国GDP环比年率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图20：2025年Q2美国实际GDP预估



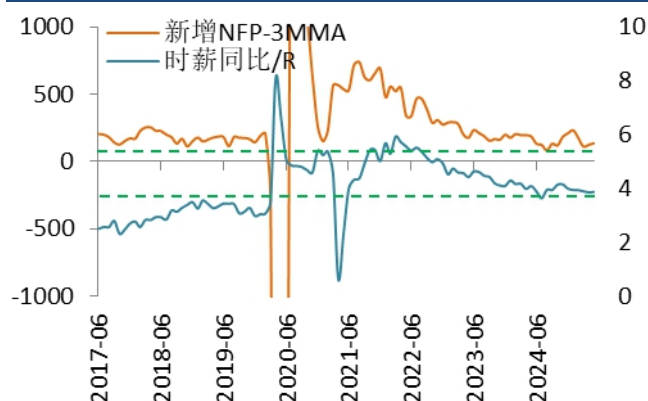
数据来源：GDPNow，建信期货研究发展部

2025 年 5 月份美国新增非农就业 13.9 万，为 2024 年 11 月以来最低值但略高于市场主流预期的 12.6 万；前两个月合计下修 9.5 万，近三个月移动平均新增 13.53 万。分行业看，金融业、教育保健和休闲酒店业就业加速扩张，而制造业、零售业和专业服务业就业有所放缓；5 月份一月期和三月期的就业扩散指数连续四个月回落，一月期的就业扩散指数 50%为 2024 年 8 月份以来最低值，意味着有更多的行业在扩大就业方面更加谨慎。薪资方面，5 月份私营非农雇员薪资同比增长 3.87%，近六个月均在 3.8-4%之间运行；但环比增长 0.4%远高于市场主流预期的 0.2%，可能反映了特朗普 2.0 政府大规模驱逐非法移民所带来的就业市场供给收缩。

2025 年 5 月份美国就业参与率从 62.63%回落至 62.37%，为 2023 年 1 月份以来最低值，主要源于壮年劳动参与率从 83.6%回落到 83.4%；我们认为特朗普 2.0 政府大规模驱逐非法移民，可能进一步加强了美国经济增长动能转弱以及人口结构老龄化对于就业参与率的抑制作用，重申 2023 年 9 月份以来就业参与率已经进入下行趋势，而就业市场供给收缩有利于限制失业率的上升速度，并支持薪资增速在合理水平区间运行。U3 失业率从 4.19%上升至 4.24%，为 2021 年 11 月份以来最高值，且略高于 2022 年 11 月的阶段性高点 4.23%；但萨姆指标值仅为 0.298，距离衰退警报阈值 0.5 还有相当距离。5 月份堪萨斯联储就业市场状况指数 LMCI 活动水平指数 0.26，为 2021 年 5 月份以来最低值；但 5 月份职位空缺数意外回

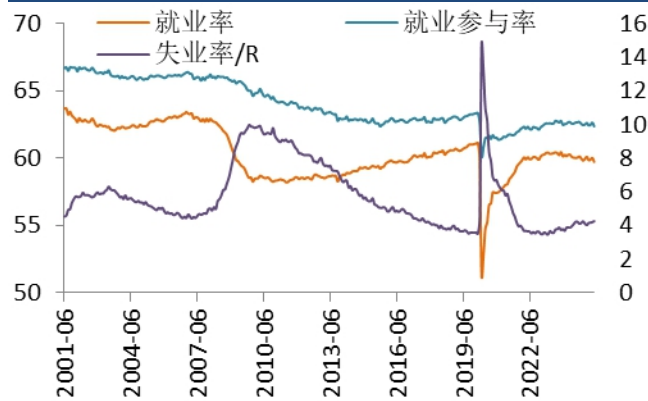
升到 776.9 万，就业市场供需缺口 53 万为近四个月最高值；5 月份企业裁员率 1% 为 2024 年 7 月份以来最小值。总体看美国就业市场疲软迹象进一步增多但整体还算稳健，不确定性笼罩下企业观望情绪浓厚但暂时无意裁员，美国财政扩张法案的实施可能为就业市场提供底部支撑作用。

图21：美国新增非农与薪资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图22：美国失业率与就业参与率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

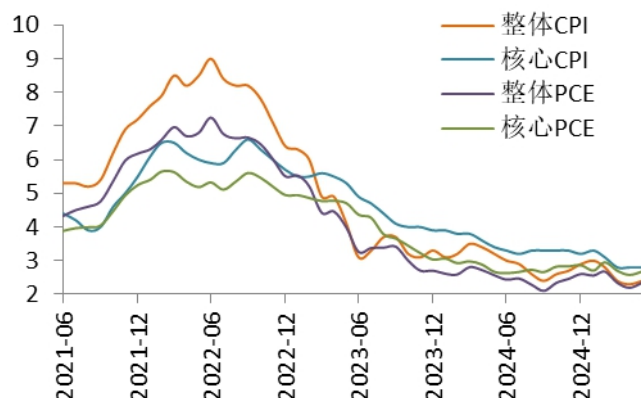
5 月份美国整体 CPI 同比增长 2.4%，增速略高于前值 2.3%但继续处于 2024 年下半年以来的低水平区间；核心 CPI 同比增长 2.8%，增速持平于前值，也是 2021 年 4 月份以来的最低值。5 月份美国整体 CPI 和核心 CPI 分别环比增长 0.08%和 0.13%，均为 2024 年下半年以来的次低值（仅高于 2025 年 3 月份）。总体上看市场所担心的特朗普政府关税武器化推高美国通胀压力情形还没出现，原因有五点，其一是特朗普 2.0 大规模精简联邦政府机构进一步降低了美国海关征收关税的效率，我们测算 5 月份美国平均关税税率才上升至 9%，显著低于 15-20%的理论计算水平区间。其二是特朗普 2.0 国内外同时推进多项重磅改革措施抑制美国需求，关税武器化侵蚀美元信用并促使跨境资金从流入美元到流出美元，需求端疲软对通胀的拖累作用超过了供给端收缩对通胀的推升作用，且关税武器化通过恶化海外经济体供需状况也有利于缓解美国输入性通胀压力。其三是房价持续上升、美联储政策利率高位运行以及美国经济增长动能疲软使得美国房地产市场与房价双双走弱，2025 年 6 月份美国 NAHB 住房市场指数录得 32，为 2023 年以来最低值；截至 2025 年 5 月份房地美房价指数已经连续四个月回落，房价持续下行将压低房租 CPI，进而通过成本因素影响到整体服务业价格。其四前几个月美国进口商大幅抢进口积累库存，目前批发零售商倾向于先平价消耗库存后再酝酿提价。最后是 2025 年 1 月下旬至 5 月份全球经济疲软前景以及 OPEC+持续增产显著打压油价，进一步缓解美国整体通胀压力。

2025 年 5 月份美国整体 PCE 通胀同比增长 2.34%，增速较前一月加快 0.14

个百分点；核心 PCE 通胀同比增长 2.68%，增速较前一月加快 0.1 个百分点。2025 年下半年美国通胀形势存在较大不确定性，主要是关税武器化带来的供给端收缩与需求端疲软对通胀的多空作用大小难以量化；但随着美国海关效率的逐步修复、商品库存的逐步消耗以及大美丽财政刺激法案的落地，我们判断 2025 年下半年大概率有所回升。克利夫兰联储 Inflation Nowcasting 模型最新预估美国 6 月份整体 CPI 和核心 CPI 分别同比增长 2.64% 和 2.95%，7 月份整体 CPI 和核心 CPI 分别同比增长 2.58% 和 3.05%；美联储 7 月份议息会议之前公布的 6 月份通胀如果如期回升，将对美联储 7 月份降息意愿构成制约。

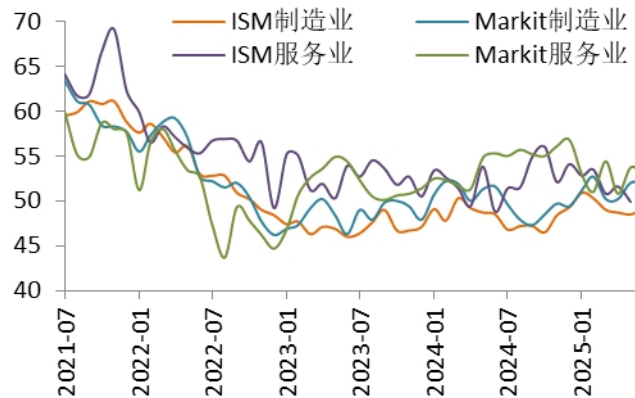
关税武器化威胁推高市场通胀预期并打压消费者信心，5 月份美国 1 年期通胀预期初值曾经上升到 7.1%，为 1982 年以来的最高值。但 5 月份过后国际贸易形势缓和以及中美贸易紧张局势降温，有利于缓和通胀预期并提振消费者信心水平。2025 年 6 月份密歇根大学消费者调查报告显示，1 年期通胀预期从 6.6% 回落到 5.1% (2022 年极值为 5.4%)；5 年期通胀预期从 4.4% 回落到 4.1%，与此同时消费者信心从 52.2% 反弹至 60.5%。

图23：美国物价同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图24：美国PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025 年 6 月份美国 Markit 制造业 PMI 持平于前值 52%，也是近四个月的最高水平。服务业 PMI 环比回落 0.6 个百分点至 53.1%。6 月份美国 ISM 制造业 PMI 环比回升 0.5 个百分点至 49%，虽然为近四个月最高值但也是连续四个月位于萎缩区间；其中新订单指数和就业指数均环比回落，物价指数则环比回升 0.3 个百分点至 69.7%，近四个月均在 69% 以上的高水平区间运行，意味着美国物价供给端压力持续累积。在高频就业数据方面，6 月 21 日当周美国初请失业金人数 23.6 万，四周移动均值 24.5 万为 2023 年 8 月份以来最高值；6 月 14 日当周美国续请失业金人数 197.4 万，为 2021 年 12 月份以来最高值，数据说明美国 6 月份就业状况可能进一步恶化。

3.4 美联储按兵不动以评估通胀压力

6月17-18日美联储召开2025年度第四次会议，决定继续维持联邦基金利率目标区间于4.25-4.5%，符合市场主流预期。美联储在会议声明中认为，虽然关税威胁下的净出口波动影响数据，但近期指标显示美国经济活动仍稳健扩张，这是对美国一季度实际GDP环比年率萎缩0.3%而二季度实际GDP环比年率预估增长3.4%的回应。美联储认为劳动力市场状况仍然稳健，失业率维持在低位，这与近期美国非农就业增长缓慢、失业率上升到2021年11月份以来最高值、劳动力市场状况指数回落到2021年5月份以来最低值的实际表现相悖，表明美联储有可能在贸易政策扰动下提高对就业市场疲软的容忍度，虽然近期薪资增速呈现企稳迹象且裁员率维持低位。

由于特朗普政府在4月2日公布对等关税细节后，在4月9日宣布暂缓大部分经济体的高额对等关税三个月以促进贸易谈判，而在5月11日通过瑞士日内瓦经贸会谈也实现了与中国的贸易紧张形势降温，美联储认为经济前景的不确定性有所下降但仍处较高水平，因为特朗普政府仍全力推进包括减税降费、整顿联邦机构、大规模驱逐移民、重组国际贸易货币体系等事项在内的各项改革措施。值得注意的是，美联储从会议声明中删除了“更高失业率和更高通胀的风险均有所上升”的措辞，这个操作的含义我们将在下文结合利率点阵图和美联储主席鲍威尔讲话进行分析。

在经济展望概览材料中，美联储将2025年和2026年实际GDP增速预估分别从1.7%和1.8%下修至1.4%和1.6%，将2025年和2026年失业率预估分别从4.4%和4.3%均上修至4.5%，将2025年和2026年核心PCE增速预估分别从2.8%和2.2%上修至3.1%和2.4%。这说明虽然美联储不认为美国经济会出现大规模滞涨情形，但也藉由预估数据确认美国经济正处于温和滞涨格局当中，这自然也反映在美联储官员对政策利率前景展望上。在利率点阵图中，美联储与会官员对政策利率2025年底中值预测区间维持在3.75-4%(两次降息)而2026年底中值预测区间由3.25-3.5%上修至3.5-3.75%(一次降息)，从另一角度看美联储与会官员对2025年底和2026年底政策利率均值预测分别从4.007%和3.454%上修至4.059%和3.507%，这说明美联储政策利率路径预期其实是有所抬升的，我们也看到支持2025年不降息的官员数量达到7位(3月会议时为4位)。

鲍威尔在新闻发布会上表示，近期美国经济表现出较强韧性，这说明适当降息后的美联储货币政策是适当的，尽管目前货币政策仍具有部分限制性；房地产市场的确有一些走弱的情况，同时美联储也在观察信心水平如何影响企业和消费

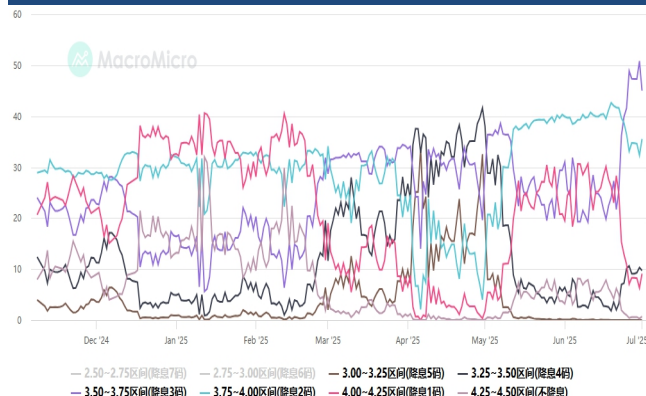
者的支出。就业市场供应与需求同时减少，实际薪资增速高于与 2%通胀率相匹配的水平，4.2%失业率相比 2023 年低点 3.5%有所回升但仍然处于长期自然失业率估计范围的低端，因此目前美国整体经济与就业市场都是比较健康的。

图25：美联储经济通胀预测Jun2025

Variable	Median ¹			
	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.4	1.6	1.8	1.8
March projection	1.7	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate	4.5	4.5	4.4	4.2
March projection	4.4	4.3	4.3	4.2
PCE inflation	3.0	2.4	2.1	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.4	2.1	
March projection	2.8	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.9	3.6	3.4	3.0
March projection	3.9	3.4	3.1	3.0

数据来源：Fed，建信期货研究发展部

图26：2025年底美联储政策利率预期



数据来源：MacroMicro，建信期货研究发展部

市场对于关税水平和经济影响的预期在 4 月达到峰值，之后关税政策不确定性有所下降但仍处于较高水平；企业在 4 月初经历了一些冲击但目前信心已经明显好抓，大家正在努力应对局面也知道接下来该怎么走。即便如此，关税政策对通胀的影响仍高度不确定，关税对通胀的影响可能是短期的一次性的价格水平变化，但也有可能带来更持续的通胀效应；年初至今通胀表现较好符合预期，这部分是由于供应链传递效应部分归于核心服务类价格放缓，但美联储预计未来几个月会出现相当明显的通胀压力。

由于整体经济表现相当稳健，而关税政策仍具有较高不确定性、关税政策对通胀影响仍高度不确定、且未来几个月会出现相当明显的通胀压力，目前美联储最合适的做法是按兵不动，通过今年夏天通胀压力的上升幅度来评估关税政策对通胀的影响大小，同时结合整体经济和就业市场状况，去等待一个更加合适的降息时点。在整体经济状况保持稳健，同时美联储对通胀持续回落的信心没有再次建立之前，美联储将继续维持目前货币政策基调不变。

在美联储 6 月议息会议之后，由于特朗普政府再次攻击美联储且提前开始物色下一任美联储主席人选，6 月 30 日特朗普在社媒上发布一份全球央行政策利率表，并称美联储政策利率应该处于瑞士央行的 0.25%至丹麦央行的 1.75%之间。另外 6 月下旬美联储主席鲍威尔在国会作证时表示，如果不是因为美国政府的贸易政策，今年美联储应该是已经开始降息；这些言论与 6 月议息会议的鹰派立场相悖，并刺激了市场对于 2025 年下半年美联储降息的乐观情绪。6 月底市场预计 2025

年下半年美联储将降息 3 次，其中 7 月 31 日会议降息概率为 20.3%，9 月 18 日会议降息概率为 91.3%，10 月 30 日再次降息概率为 70%，12 月 11 日会议实现年内第三次降息概率为 52.8%。

四、下半年宏观市场展望

4.1 从黑天鹅冲击到灰犀牛压力

2024 年 11 月份至 2025 年 6 月份，全球金融市场经受特朗普再次当选美国总统带来的黑天鹅事件冲击。2024 年 11 月 5 日至 2025 年 1 月中旬，市场盛行特朗普交易热潮(特朗普 2.0 新政增强美国经济和通胀韧性并打压其他经济体)，市场追捧美国资产并抛弃海外资产；2025 年 1 月中旬至 3 月份，市场转为追逐特朗普衰退逻辑(特朗普 2.0 新政不确定性和关税武器化使得美国经济滞胀风险上升)，而稳定政策环境和 AI 投资热潮增强中国资产吸引力，财政扩张预期和再军事化提升欧洲资产吸引力，市场抛弃美国资产并追逐海外资产。4 月中上旬，特朗普公布对等关税细节，对等关税远超市场预期以及中国坚决反击，特朗普蛮不讲理损害美国软实力，美国例外论失效导致美国股债汇三杀，市场抛弃风险资产和美国资产并追逐黄金；4 月下旬至今，关税情绪冲击震荡缓和，市场认定特朗普不敢坐视宏观市场走弱(TACO: Trump Always Chickens Out)，资金从黄金等避险资产返回股票等风险资产。

我们判断美国财政扩张法案 OBBB 在特朗普政府强力游说之下大概率得以通过，财政扩张措施对经济的刺激作用使得特朗普更有底气推进包括联邦机构和社会改造、地缘安全空间重构和国际贸易货币体系重组在内的国内外各项改革措施；但金融市场也将逐渐接受经济贸易政策以及整个宏观环境的不确定性，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。联邦机构和美国社会改造对美国内需有抑制作用，地缘安全空间重构显著提升全球地缘政治风险，国际贸易货币体系重组从供给端抑制全球经济增长动能，并对美国国内外通胀产生相反作用(推高美国通胀并抑制海外通胀)，总体上看我们预计特朗普 2.0 新政将带来经济增长动能减弱而国际环境动荡不安的灰犀牛压力。在关税武器化引致的抢出口抢进口行为减退之后，我们对特朗普 2.0 新政的中长期经济影响将有更好评估。

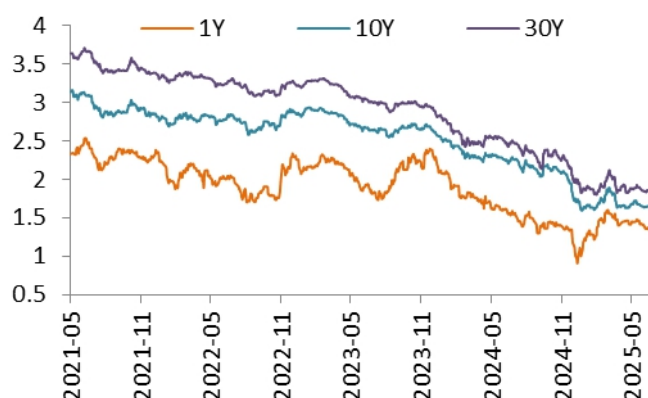
美国方面，财政刺激法案与特朗普其他新政叠加，将使得 2025 年下半年美国经济增长稳定在略低水平但通胀压力阶段性显著回升；美联储继续按兵不动以观察通胀压力是一次性的还是更加持久的，这将决定 2025 年美联储降息一次还是两

次；有利于美国的贸易协议的达成以及美联储宽松货币政策，从分子和分母两方面有利于美股，但美元汇率或继续承受去美元化压力。中国统筹国内经济发展与国际经贸斗争，经济政策暂时仍以现有财政货币政策为主；整体看由于稳增长措施效果的转弱以及外部形势的恶化，在抢出口行为带来的短期需求逐步减退之后，二三季度中国经济增长动能大概率减弱；在经济增长动能放缓势头进一步明确后，国庆前后决策层或推出新的一揽子经济刺激措施。

4.2 大类资产走势分析

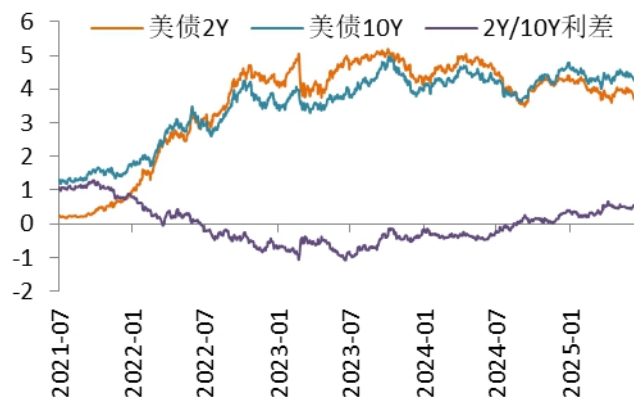
2025 年初中国国债利率顺接 2024 年 10 月中旬以来的下行趋势，1 月 6 日十年期国债利率创下 1.59% 的历史记录，原因是中国股市冲高回落以及特朗普 2.0 关税武器化威胁引发避险需求，且 2024 年底的中央经济工作会议提出 2025 年要实施宽松的货币政策。2 月中旬至 3 月中旬国债利率中幅回弹，3 月 18 日十年期国债利率回升至 1.89%，原因是财政刺激前置与关税武器化威胁下的抢出口行为使得岁末年初中国经济温和复苏，DeepSeek 横空出世引发人工智能投资热潮，避险需求减退以及股债跷跷板效应打压国债市场。但随着中美第二阶段贸易纷争逐步升温，中国经济增长动能放缓迹象陆续增多，5 月初十年期国债利率回落到 1.6% 附近；5 月份至 6 月份十年期国债利率在 1.6-1.7% 的核心区间内运行，中美贸易形势边际缓和以及中国股市持续反弹削弱了国债的避险需求，但市场持续担忧抢出口需求减退后的外需塌陷以及国际环境影响下房地产市场重新走弱的可能性。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 年中国国债利率仍将延续下行趋势；但在国际经贸斗争大背景下中国决策层势必加大经济刺激力度以及市场维稳力度以对冲外部需求冲击，因此国债避险需求受到阶段性的制约；预计 2025 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 1.3-1.8%。

图27：中国国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图28：美国国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

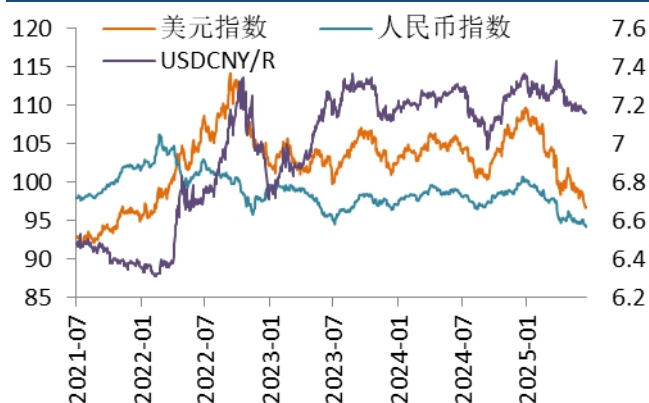
2024年9月中旬至2025年1月中旬美债十年期利率从3.63%上升到4.79%，驱动因素先是美联储开启降息进程改善美国经济增长前景，然后是特朗普再次当选美国总统引发追逐美国资产的“特朗普交易”热潮；2025年1月中旬至4月初美债十年期利率回落到4%附近，因特朗普2.0政府上台后同时推进国内外多项重磅改革措施，严重扰乱美国经济社会正常秩序并增强美债的避险需求。随后特朗普2.0新政混乱情况得到一定程度的改善，但特朗普坚定推行关税武器化以促进贸易平衡引发国际跨境资金重新配置，且美国国会力推超大规模财政刺激法案使得市场愈发担忧美国财政可持续性，5月中旬美债十年期利率重新上到4.6%附近；5月下旬至6月份，市场对美债信用担忧得到一定程度的缓解，而且美国经济增长动能以及就业市场疲软迹象逐步增多，市场开始交易美国经济衰退预期与美联储降息预期，美债十年期利率重新回落到4.25%附近。我们认为特朗普2.0国内外改革措施在短期抑制美国经济增长动能的同时也在一定程度上推高美国通胀压力，美联储宽松货币政策与国际贸易货币体系重组和美国财政持续扩张背景下的美元美债信用受损相对冲，我们判断2025年下半年美债利率大概率高位盘整，十年期国债利率核心波动区间为4-4.5%。

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。

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，

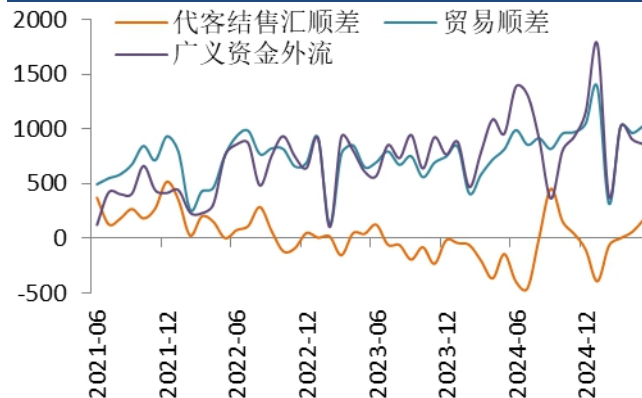
且制造业竞争力提升有利于稳定中国外贸基本盘，财政刺激前置有利于稳定中国跨境资金流动。往前看，我们判断抢出口需求结束后外贸形势可能恶化，且外部环境影下房地产市场有重新走弱迹象，因此人民币汇率指数可能继续承压；而在美元指数不再趋势下跌的情况下，人民币兑美元汇率也可能承受贬值压力；我们预计 2025 年下半年人民币兑美元汇率先扬后抑，核心波动区间为 7.1-7.4。

图29：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图30：人民币广义跨境流动

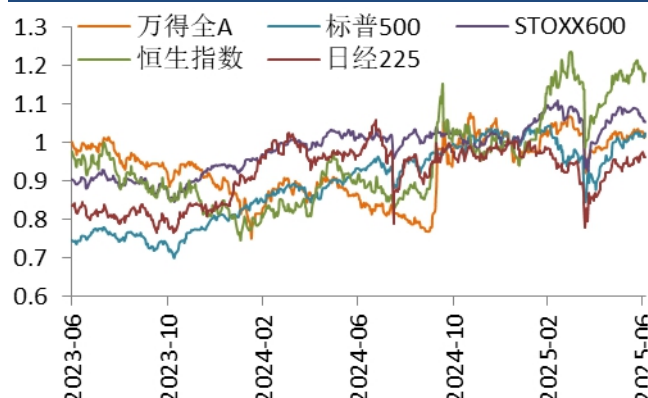


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

尽管特朗普 2.0 新政带来诸多黑天鹅事件冲击，2025 年上半年全球股市普遍上涨，其中香港恒生指数和中国万得全 A 指数分别上涨 20%和 5.8%，美国标普 500 指数、欧洲 STOXX600 指数和日经 225 指数分别上涨 5.5%、6.7%和 1.5%。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，欧洲央行累积大幅度降息、美国战略重心转移下的欧洲再军事化前景以及国际贸易货币体系加速重组带来的跨境资金回流共同推动欧股上涨，有利于美国的贸易协议的达成、大规模财政扩张法案以及美联储降息预期推动美股触底回升并创历史新高，日本汇率大幅度升值、日本央行持续收紧货币政策以及美日经贸纷争抑制日本股市上涨动能。

2025 年上半年上证 50 指数上涨 1%而沪深 300 指数持平，中证 500 指数和中证 1000 指数分别上涨 3.3%和 6.7%。美国家队强力干预托底大盘蓝筹股，游资则肆无忌惮推高小盘成长股估值。2025 年 6 月底万得全 A 指数、沪深 300 指数和中证 500 指数市盈率分别为 19.9 倍、13.1 倍和 28.8 倍，分别位于近八年的 79.1%分位、69.5%分位和 83.9%分位；以十年期国债利率计算的股债差值则分别为 3.39、5.98 和 1.83，分别位于近八年的 75.7%分位、74.2%分位和 68.3%分位，总体而言 A 股估值水平偏高但仍具有对债券的性价比（股债差值越高说明股市相对债市的性价比越高）。

图31：环球股票指数(2024年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图32：万得全A指数股债差值



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

从企业盈利看，国际贸易环境恶化使得中国企业经营更为困难，2025年1-5月份规模以上工业企业利润总额同比萎缩1.1%，5月份当月利润总额同比萎缩9.1%而应收账款同比增长9%，但财政扩张前置以及国产替代需求对某些行业有利好作用；从估值水平看，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；从风险偏好看，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提振了市场风险偏好，然而国际贸易形势显著恶化以及对政策支持持续性的担忧或会阶段性地冲击市场风险偏好。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4500-5500，建议把握外部因素导致的短期暴跌带来的做多机会。

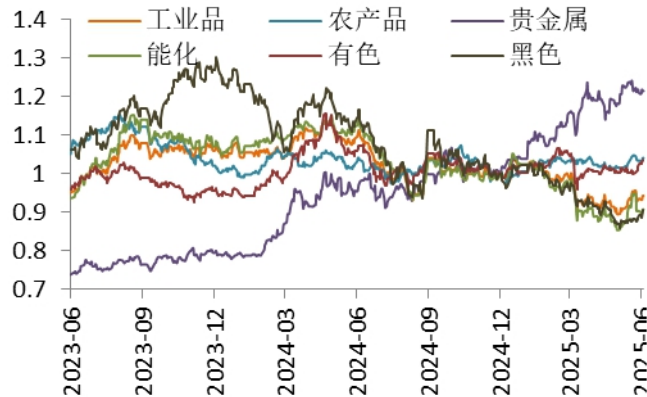
2025年上半年美国标普高盛商品指数上涨1.9%而中国南华商品指数下跌2.1%，特朗普政府关税武器化、人民币兑美元汇率升值2.5%以及商品指数篮子差异导致商品外强内弱。国内商品中，工业品指数下跌6.7%而农产品指数和贵金属指数分别上涨3.2%和20.7%，工业品中有色金属指数上涨2.5%而能化指数和黑色指数分别下跌10.1%和10.9%。特朗普国内外同时推进多项重磅改革措施，国际贸易货币体系重组进入乱纪元，贵金属的避险需求得到极大提振；特朗普对进口钢铝以及衍生品实施50%关税并威胁对进口铜征收25%关税，关税武器化带来的需求前置使得有色金属整体偏强运行；OPEC+持续大幅度增产以及特朗普关税武器化使得原油供需前景偏弱，尽管中东地缘政治纷争也曾一度大幅推高国际油价；库存压力高企使得房地产销售端回暖难以传递到投资建造端，而且特朗普对钢铝加征50%关税也使得国内钢铁需求疲软，黑色产业链价格持续偏弱运行。国际商品方面，2025年上半年伦敦金银分别上涨25.8%和24.9%、LME铜铝分别上涨12.5%和1.8%，WTI原油和Brent原油均下跌9.6%。

图33：中外商品指数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图34：中国商品分类指数(2024年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

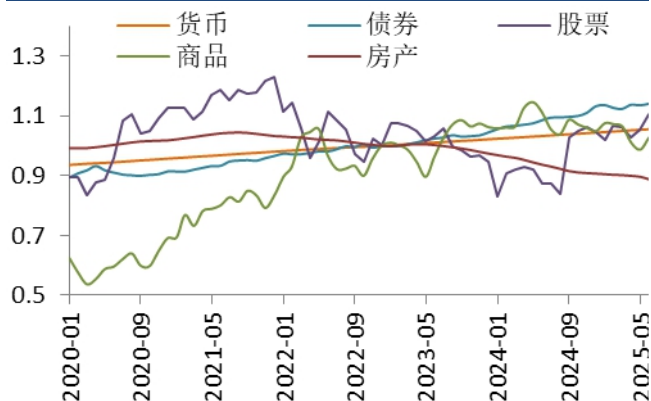
往前看国际贸易货币体系加速重组损害全球经济增长动能，美国潜在通胀压力抑制美联储货币宽松节奏，债务压力下中国财政扩张力度或边际放缓，关税武器化带来的贸易需求前置行将结束，这意味着工业商品需求前景偏弱；美国财政扩张法案一方面增强美国经济增长动能另一方面支持美元汇率，对商品价格的多空影响或相互抵消；美国战略重心转移、欧洲再军事化以及国际地缘政治风险的持续高涨，将持续利多贵金属并通过成本因素对大宗商品价格整体提供一定程度的支撑。总体上看我们判断2025年下半年大宗商品特别是工业商品整体偏弱运行但下跌空间较为有限，贵金属延续偏强运行格局但暂无突破上涨动能，农产品取决于国际贸易纷争与天气状况的博弈。

4.2 大类资产配置建议

2025年上半年中国货币(七天同业拆借利率年化)、债券(中债总财富指数)和股票(万得全A指数)分别上涨2.15%、0.74%和5.83%而商品(南华商品指数)和房产(七十城新房和二手房算术平均)分别下跌2.09%和2.07%，大类资产表现排序为股票>货币>债券>房产>商品；除了债券涨幅略小和房产跌幅略小外，大类资产表现排序与2024年相一致，意味着2025年中国大类资产相对走势基本上延续了2024年。财政刺激前置、AI投资热潮以及出口需求前置使得中国股市在整体区间震荡情况下继续演绎局部牛市行情，外部环境恶化对市场风险偏好的冲击则很好地被类平准基金强力干预所对冲；由于类平准基金强力干预降低了股市波动风险，而且财政刺激前置、国产替代需求以及出口需求前置使得中国经济在外部环境冲击下仍显强韧，因此债券虽然偏强运行但暂无显著走强动能反而在3月份出现一轮调整；由于2024年924以来决策层显著加强了对房地产市场的支持力度，因此2025年上半年房产价格跌幅显著小于2024年，但庞大库存压力以及人口老龄化继续施压房价，且二季度房价又有松动迹象；大宗商品价格在特朗普大规模改革

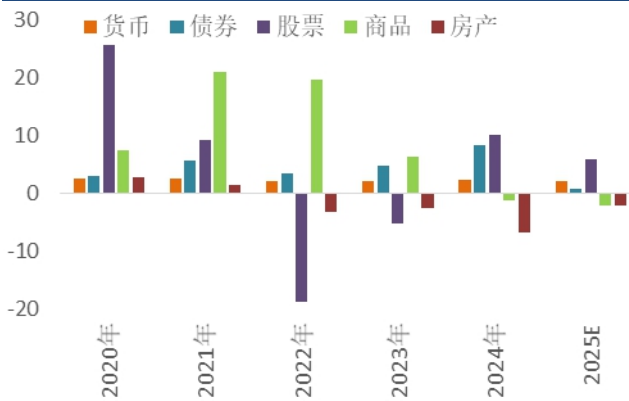
措施以及中国房地产市场疲软冲击下整体偏弱运行，但地缘政治风险以及出口需求前置也为商品提供部分支撑。

图35：中国大类资产走势(2023年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图36：中国大类资产年度涨跌幅



数据来源：Wind，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。

表1：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	内部房地产疲软与国际经贸斗争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	标配	资产荒继续利多固收类资产，但信用利差已然偏低，恐无法完全覆盖信用风险；
股票	价值股	标配	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；
	成长股	低配	国际经贸斗争与科技发展支持使得成长股呈现出较大波动性；
商品	原油	标配	经济增长动能转弱抑制原油需求，OPEC+持续增产但地缘风险高涨；
	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综合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，中国政策支持

数据来源：建信期货研究发展部

【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>