



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

下半年美国经济的三个灰犀牛

基本内容

OBDD 法案的光速通过得以让特朗普在 7 月 4 日留下耀眼的政治成果，也反映出了他在国内事务更强的掌控力。而过去一个月在对外事务相对沉寂的他或将活力再现，且变得更加强硬，因此 TACO 的反噬风险正在增加。债务上限的解决也意味着财政部即将发行更多短债以补充 TGA，这会加剧降息诉求，带来新旧联储主席间更激烈的唇枪舌战。

基于此，我们认为 25H2 美国存在三个“灰犀牛事件”：

- 1) 大美丽法案落地后，财政将更多“做减法”，呈现出更为明确的减支倾向；
- 2) 对外关税和国际关系重塑更加“务实且激进”，TACO 的反噬风险增加；
- 3) 新旧联储主席对降息态度差异引发混乱，影子联储主席或拥有“市场主导权”。

无论是预测所谓的“灰犀牛”或是“黑天鹅”，总是困难的，更重要的是沿着“拒绝线性外推”这个逻辑支点去思考：特朗普达成目标的路径是运动的，但根本诉求（即重返美国的黄金时代）是静止的。

风险提示

1) 中东局势不确定性加剧显著推升油价水平，从而带来更明显的美国通胀。2) 特朗普的内政政策面临更大阻力，财政刺激加码，联储超预期宽松。3) 美国金融市场波动加剧，非美资金外流加速，美元加速下跌，引发美国深度衰退。



OBBB 法案的光速通过得以让特朗普在 7 月 4 日留下耀眼的政治成果，也反映出了他在国内事务更强的掌控力。而过去一个月在对外事务相对沉寂的他或将活力再现，且变得更加强硬，因此 TACO 的反噬风险正在增加。债务上限的解决也意味着财政部即将发行更多短债以补充 TGA，这会加剧降息诉求，带来新旧联储主席间更激烈的唇枪舌战。

基于此，我们认为 25H2 美国存在三个“灰犀牛事件”：

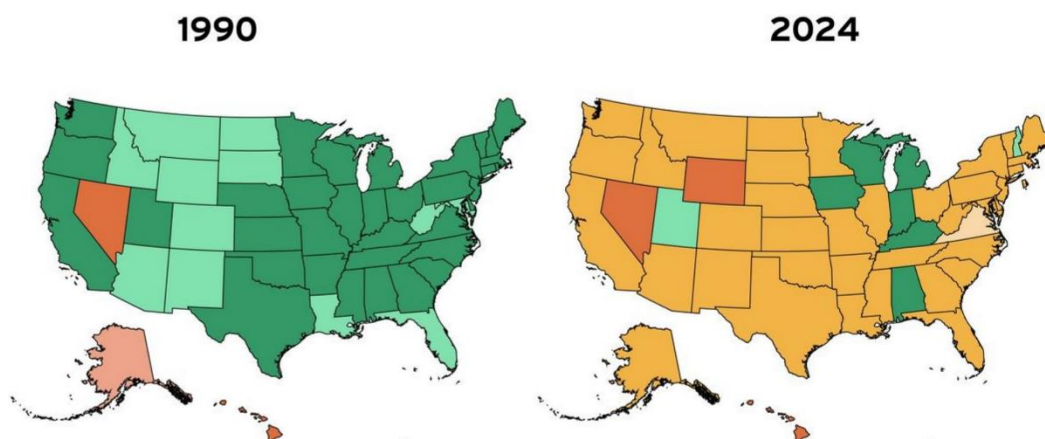
- 1) 大美丽法案落地后，财政将更多“做减法”，呈现出更为明确的减支倾向；
- 2) 对外关税和国际关系重塑更加“务实且激进”，TACO 的反噬风险增加；
- 3) 新旧联储主席对降息态度差异引发混乱，影子联储主席或拥有“市场主导权”。

无论是预测所谓的“灰犀牛”或是“黑天鹅”，总是困难的，更重要的是沿着“拒绝线性外推”这个逻辑支点去思考：特朗普达成目标的路径是运动的，但根本诉求（即重返美国的黄金时代）是静止的。

一千个人眼中有一千个黄金时代，但在特朗普眼中，1990 年那个制造业繁荣的美国，大概率比当下更加“伟大”。

图 1：在特朗普眼中，1990 年的美国或许更加“伟大”

Top Employer in Each State



来源：纽约时报，国金证券研究所

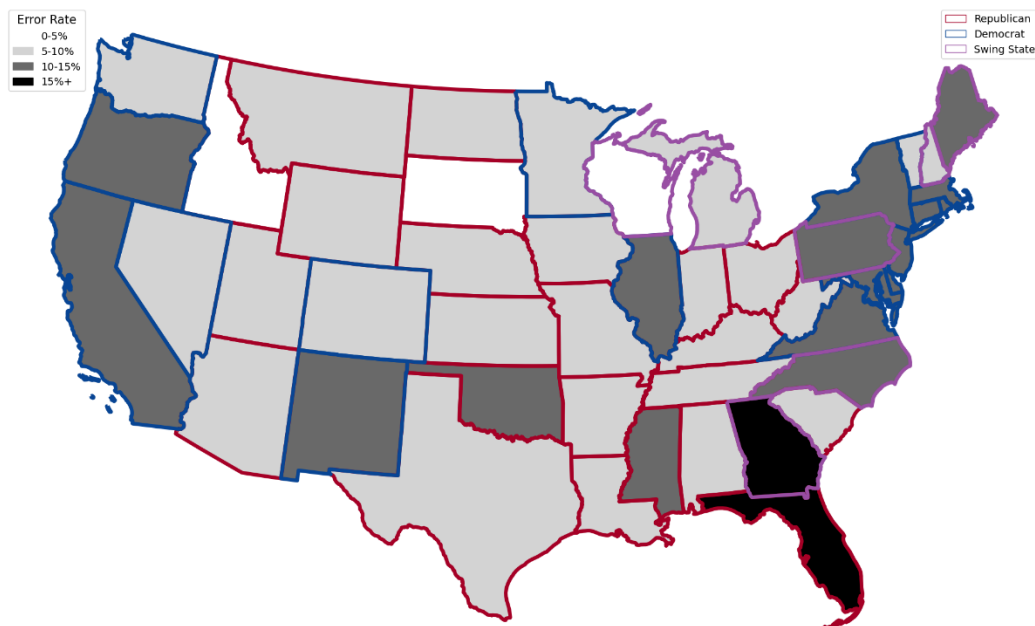
（一）大美丽法案落地后，美国财政新增量有限，未来财政支出将更多做减法。

几乎可以确定的是，在美国经济进入衰退之前，很难看到一份新财政刺激的法案构想。但在赤字的压力下，对于财政收缩的诉求会变得越发明确，美国很可能进入到阶段性的减支氛围当中；这既包括了去挖掘新的减支空间，也包括了在已有框架下更“有效且前置”的发力。

尤其在减支这个维度下，我们再次强调特朗普并没有把 OBBB 法案当作政治工具：SNAP 福利削减中，他对于传统红州和政治成本更高的摇摆州反而更加激进。



图 2：从 SNAP 的减支幅度来看，特朗普并没有明显的政治偏好



来源：CNN，美国农业部，国金证券研究所（摇摆州基于 2024 美国大选，且地图未涉及阿拉斯加和夏威夷等非本土地区）

而 DOGE 1.0 时期的“遗产”依然在发光发热，例如美国国务院的裁员计划以及对于司法部等联邦机构大楼的资产处置；另一方面，我们需要提醒的是特朗普与马斯克分道扬镳并不是因为马斯克“减支”不努力，特朗普并没有否认 DOGE 的重要性及存在意义。

与此同时，往往被忽视的是 OBBB 法案更多是“减税”，而非直白的“转移支付”，这意味着如果经济疲软，收入下降，法案本身的刺激作用会再打折扣。

对于美国来说，经济正常运转时超过 6% 的赤字率就是达摩克利斯之剑，任何缺乏减支意愿的美国官员可以时常抬头看看，是否离它又更近了一步。特朗普并非对此视若无睹，也并非对减支的紧迫性一无所知。

图 3：正常年份超过 6% 的赤字率仍需政策纠偏



来源：FRED，国金证券研究所（假设 2025Q2 美国经济名义增速维持 Q1 水平）



(二)TACO 的反噬风险加大,特朗普在关税和国际关系重塑或更加“激进且务实”:更多的“解放日”,更频繁的“TACO”,以及更大的波动。

过去一段时间特朗普专注于国内事务,在国际舞台上略显“沉寂”。7月4日 OBBB 法案在国会通过后,特朗普短期的“内忧”已然消失,将再次转向关税、军费保护费等与美国中长期国际竞争力相关的议题。

特朗普对外变得更加“激进且务实”,这意味着每个非美经济体都需要再思考能拿出的谈判筹码有什么:盟友关系或更紧密的贸易往来仅是得以快速参与解放日 2.0 的入场券,但并不保证得到一个好的协议。

更重要的是展现出硬实力,例如中国在稀土和金属矿物等战略资源供给的优势;尤其注意到这一轮谈判中软实力的议价能力正在下降,例如英国和欧盟传统的“西方文化纽带”,加墨所具有的“北美区位优势”,以及东南亚各国和日韩拥有的“地缘战略价值”。

表 1: 盟友关系只是“快速”谈判的入场券

国家/地区	解放日1.0关税 (4月2日)	解放日2.0关税 (8月1日)	宣布时间	贸易差值 (负为美国逆差,亿美元)
已达成协议 (但均尚待细节公布)				
英国	10%	10%	6月17日	119
越南	46%	20%	7月2日	-1235
印尼	32%	19%	7月15日	-179
第一批主要发信对象				
日本	24%	25%	7月7日	-685
韩国	25%	25%	7月7日	-660
泰国	36%	36%	7月7日	-456
马来西亚	24%	25%	7月7日	-248
柬埔寨	49%	36%	7月7日	-123
南非	30%	30%	7月7日	-88
第二批主要发信对象				
伊拉克	39%	30%	7月9日	-58
巴西	10%	50%	7月9日	74
第三批主要发信对象				
欧盟	20%	30%	7月12日	-2356
墨西哥	N/A	30%	7月12日	-1718
加拿大	N/A	35%	7月10日	-633

来源: NPR, 国金证券研究所

日本和韩国这两个美国在亚洲最重要的盟友,也是特朗普努力遏制中国影响力的关键参与者,被选作第一轮发信对象。客观现实是,韩国率先倒向美国,而日本态度强硬,这看起来并不妨碍在特朗普眼中将他们等同对待。

而对越南的关税架构尤其值得注意,这种针对转口的阶段式关税是实验性的:探索分级措施可行性,试探贸易伙伴国接受度,以及更重要的,观察中国的应对态度和具体反制措施。

可以预期的是,在未来数周中,许久未出现在新闻中的“TikTok 收购”、格陵兰岛、巴拿马运河、“墨西哥湾”等等问题都会逐渐回归,成为特朗普放在牌桌上的谈判筹码。

特朗普在做国际事务干预者并试图讨好选民的同时,似乎并不在意的一点是:其他国家亦有政治,这些国家选民对美国的看法会制约相对应的行动。而美国自身的政治压力也并非可以忽略,如果每一份重要法案的程序性投票都需要特朗普亲自斡旋才能通过,美国庞大而冗杂的政治体系也会成为特朗普的绊脚石。

基于此,我们不得不再次强调 TACO 的脆弱性。特朗普的退缩只是基于某种时刻的“最坏情况”而言,这并不代表经济的伤害并没发生,且随着时间的推进,这种“最坏情况”的底线将变得更低。

(三) 新旧联储主席的隔空对抗引发混乱,影子联储主席或拥有“市场定价权”。

随着时间的推移,下一任联储主席将逐渐清晰。鲍威尔会在 2026 年 5 月卸任联储主席职位,假设他同时卸任理事,那彼时或将看到至少七名中的四名联储理事将支持特朗普的货币政策立场(沃勒、鲍曼、接替库格勒、接替鲍威尔)。

令人担忧的一点是,哪怕是遵循传统,即年内正常提名新主席,大家都会把他/她当作“影子联储主席”,无限放大新旧联储主席对于货币政策表态的差异。在开除鲍威尔的言论甚嚣尘上的当下,已经很难回到一个正常的接任节奏中去。

无论是影子联储主席,还是以某种更激进的方式夺取鲍威尔的货币政策主导权,对美国的冲击不亚于解放日 1.0,甚至会更为严重。长债的抛售压力或将被数倍放大,而美债利率又是联动全球不同市场的核心定价因子,美国自身的股债汇三杀或较难避免,更需要关注持续的外溢效应。



图 4：如果鲍威尔“全退”，明年或将看到 4 位联储理事相对支持特朗普



来源：圣路易斯联储, 国金证券研究所

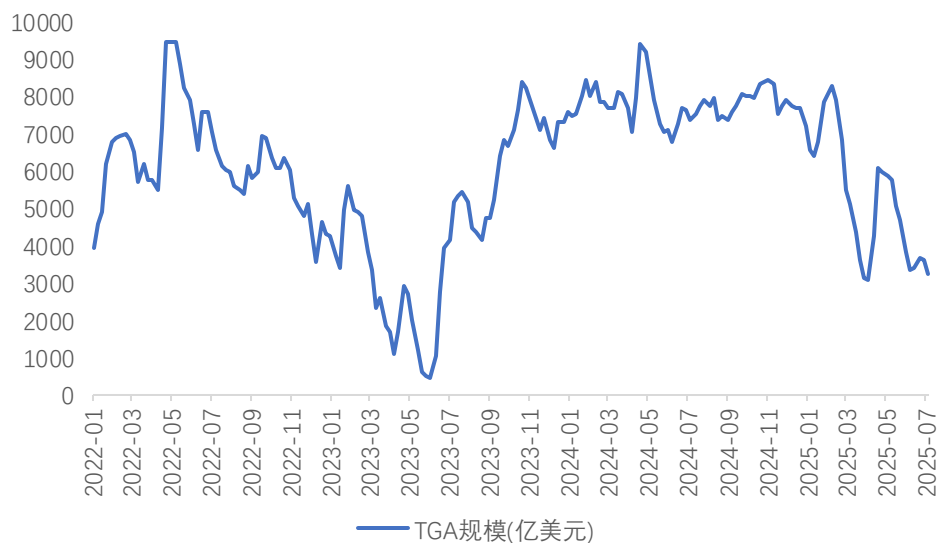
未来一段时间，联储的观点和行动难和政治脱钩。尤其是即将临来过于依赖主观判断的降息决策，这不仅取决于对经济状态的判断，还取决于特朗普关税节奏的随意性。

如果做的不好，容易为特朗普分担火力（例如不降息引发经济衰退，或不必要的大幅降息引发再通胀），鲍威尔想极力避免这两类情景延续一场 soft landing，但候任主席或许并不在意；这天然的形成新旧联储主席的立场对抗。对于鲍威尔而言，越独立，越叛逆，留下的政治遗产也就越多；当下他没有任何理由屈服于特朗普的极限施压。

还有一点在于“人心思降”，无论是股票还是债券都将受益于更宽松的货币环境（哪怕这种宽松水平是不必要的）；但到了加息的时候，当前特朗普的“Too High”会不会被反噬为“Too Low”，从而人为加大货币政策波动性。

年内还值得注意的是在债务上限解决之后，TGA 账户需补充约 5000 亿美元，而传统的做法是用短债进行融资；发短债也意味着对联储降息幅度将产生更大的诉求。

图 5：TGA 需要补充约 5000 亿美元，且大概率以短债形式融资获得



来源：FRED, 国金证券研究所

诚然，特朗普提名的联储主席并不一定在上任后按照他的意愿行事（鲍威尔就是一个反例），那彼时可能又成为当下的



复刻：Hassett is TOO LATE and TERRIBLE，这种批评的延续很可能进一步削弱美元的信用。

新旧联储主席将延续对货币政策的不同观点，尤其是候任主席的公开发言将如何被市场解读，乃至 price-in 到更为鸽派的货币政策路径值得关注。

短期来看，整体的降息路径不仅会因尚且混乱的经济数据而错综复杂；也会因新旧主席的隔空交锋而更加扑朔迷离。而中期角度看，基于特朗普意愿的财政主导（fiscal dominance）或成为他任期内常态化的扰动；在思考货币政策变化时，“特朗普想要什么”将会长期萦绕脑中。

风险提示

- 1) 中东局势不确定性加剧将显著推升油价水平，从而带来更明显的美国通胀，阻碍联储降息。
- 2) 特朗普的内政政策面临更大阻力，财政刺激加码，联储超预期宽松，带来阔表。
- 3) 美国金融市场波动加剧，非美资金外流加速，美元加速下跌，引发美国深度衰退，联储更快降息。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究