

关税壁垒下的全球新均衡之路

——2025 年下半年全球经济展望

2025 年 7 月 16 日

民银证券研究团队

温彬 民生银行首席经济学家
兼民银国际首席经济学家

应习文 民银国际/证券研究部主管
兼海外宏观策略研究员

联系人：应习文

电话：+852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

【内容摘要】

2025 年以来，随着美国总统特朗普上任后全力推行“美国优先”下的孤立主义和贸易保护主义，全球自 2023 年以来形成的新均衡新体系被再次打破。下半年，随着特朗普的关税政策逐步落地，全球产业体系将在上半年的混乱中探索新的均衡。

下半年美国经济继续“软着陆”但走势将更加平稳。经济仍在趋势性放缓，但随着特朗普重大政策框架进一步清晰，关税谈判逐步水落石出，预计相关风险大概率逐步收敛，有助于其路径更加平缓。一是随着关税收入的回升，美国财政赤字或趋向于平稳可控；二是“天才法案”支持发展稳定币和放松商业银行 SLR 监管规则也有助于增加美债需求；三是“美丽大法案”落地后的减税效果有望对冲关税隐含的“对内加征消费税”效果；四是市场在风险收敛下回暖，美国股市重回历史高位有望重振财富效应和消费信心；五是美国与各国的贸易谈判多数有望在下半年达成一定成果。通胀受关税传导回升，美联储降息预期延后，9 月是否开启降息仍存争议。

欧洲经济复苏将面临放缓。受关税战冲击和中东局势引发能源波动的影响，欧元区下半年或放缓近五个季度以来的经济扩张趋势。美欧谈判仍在继续，在 8 月 1 日前达成“原则性框架协议”的可能依旧存在，但关税的负面影响难以避免。在基准情景下，即中东局势相对稳定，且美欧贸易谈判相对顺利，预计欧洲央行在年内或还有一次降息。

贸易战加大了日本经济的不确定性，通胀压力令日本央行陷入两难。美日谈判存在难以妥协之处，最终结果的不确定性极大。即便美日能在未来 1-2 个月内达成初步协议，在不同关税水平假设下日本经济均将有限放缓。下半年仍有通胀压力，日本央行在两难抉择下大概率继续保持定力。

目 录

1. 全球：关税壁垒下的全球新均衡之路.....	1
1.1 前情回顾：特朗普引发全球经济新变局.....	1
1.2 未来展望：关税壁垒下的全球新均衡之路.....	4
2. 美国：叙事改变，框架清晰，风险收敛.....	6
2.1 半年回顾：美国经济的叙事转变.....	7
2.2 政策逻辑：特朗普执政框架逐步清晰.....	14
2.3 未来展望：风险趋于收敛，降息姗姗来迟.....	20
3. 欧洲：关税扰动经济，扩张势头放缓.....	23
3.1 经济持续扩张，但关税加征提升不确定性.....	23
3.2 通胀持续下行，但地缘政治风险带来不确定性.....	29
3.3 欧英央行仍有降息空间.....	31
4. 日本：经济显滞胀特征，央行被迫保持定力.....	32
4.1 内部平衡：经济意外收缩，通胀压力增大.....	32
4.2 外部平衡：关税影响初显，未来困难重重.....	35
4.3 贸易战加大不确定性，货币政策陷入两难.....	37

关税壁垒下的全球新均衡之路

——2025 年下半年全球经济形势展望

1. 全球：关税壁垒下的全球新均衡之路

1.1 前情回顾：特朗普引发全球经济新变局

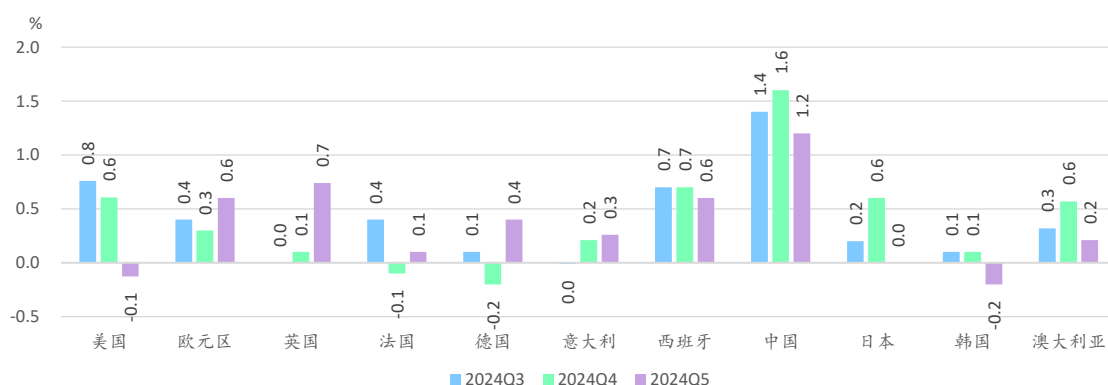
2025 年以来，随着美国总统特朗普上任后全力推行“美国优先”下的孤立主义和贸易保护主义，全球自 2023 年以来形成的新均衡新体系被再次打破。地缘政治格局发生重大调整，美国与传统盟友间的关系遭遇挑战；俄乌与中东局势并未因特朗普的斡旋而有所改善，伊以问题加剧紧张局势；全球贸易在对等关税预期下大幅波动，一度引发金融市场剧烈震荡，去美元化趋势成为全球资本的新选项；美国经济不再一枝独秀，各国经济普遍遭遇预期下行和经济减速困扰。

全球经济叙事突变，美欧日韩形成分化

2025 年上半年全球经济叙事突变，美欧日韩形成分化，关税扰动逐步显现。美国经济的“软着陆”产生重大颠簸，一季度意外收缩但暂无衰退之忧；欧洲经济悄然扩张了五个季度，南欧国家表现强劲，但德国法国相对疲软；东亚经济形成分化，中国经济高于政策目标，日本经济不及预期，韩国经济震荡持续。

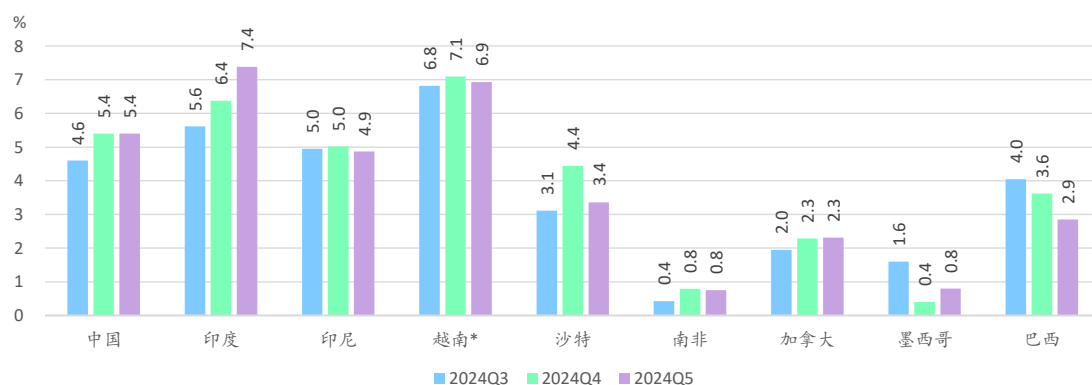
特朗普上任后的关税政策扰动全球，多数依赖对美出口国家在一季度暂时获得“抢出口”支持，但负面影响正逐步于二季度显现。加拿大、墨西哥作为第一批加征关税国家，一季度暂未受到影响，但经济下行预期已显著加大。从二季度情况来看，随着美国“抢进口”效应退坡，消费市场扩张步伐放缓；部分出口导向型经济体或面临冲击，包括德国、新加坡、泰国等国已官方下调 2025 年增长预期。

图 1：主要国家近三个季度 GDP 季调环比增长率



资料来源：WIND

图 2：部分国家近三个季度 GDP 实际同比增长率



资料来源：WIND，其中越南为累计同比，其余国家为当季同比

供需扰动全球商品，各国通胀出现分化

能源价格在波动中寻求新的均衡。受全球经济增长放缓和供应增加的双重压力影响，原油价格整体下行，但伊以冲突等地缘扰动因素在 6 月以来支撑油价中枢反弹。**金属矿产受多因素影响有所分化**，科技革新带来的新需求、地缘博弈和关税扰动对金属及非金属矿产供需及价格带来新的波动。**食品价格受地缘政治、极端天气和关税政策影响结构性升高。**美国、日本等地部分食品如鸡蛋、大米遭遇大幅价格波动，成为新的通胀波动来源。

各国通胀形势出现分化，关税冲击逐步体现。美国通胀压力回升，关税对通胀的传导作用正在逐渐显现，但部分服务业的通胀粘性也在下降；欧元区通胀逐步缓解，已接近完成政策目标，但英国通胀仍未达标；日本通胀压力增加，主因大米带动下的核心食品价格上升；**部分新兴市场国家通胀保持持续回落**，源于供应链及产能修复，以及关税预期带来外需下行。整体看，**高通胀作为全球**

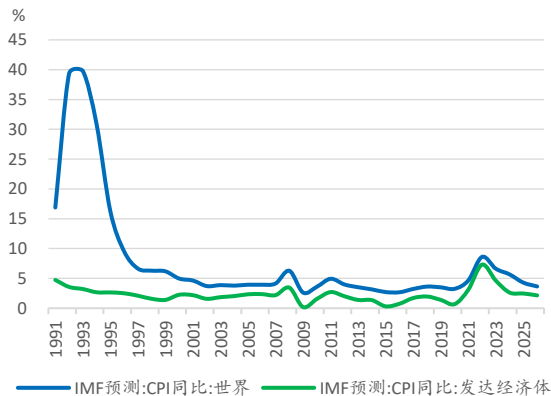
问题已在多数地区得到极大缓解，越来越多国家通胀趋于达标与稳定，但仍需警惕关税、地缘风险等新因素对通胀的冲击。

图 3：国际商品价格走势（2020.1.1=100）



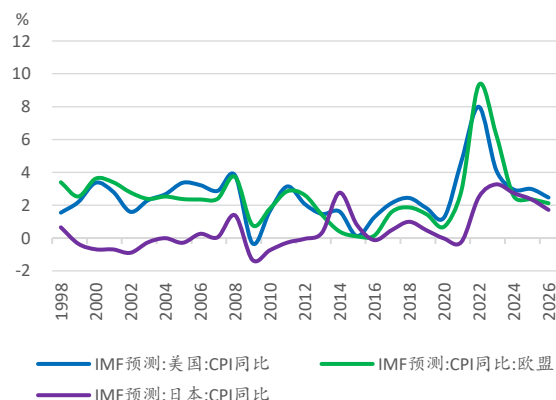
资料来源：WIND

图 4：全球、发达经济体与新兴市场年度 CPI



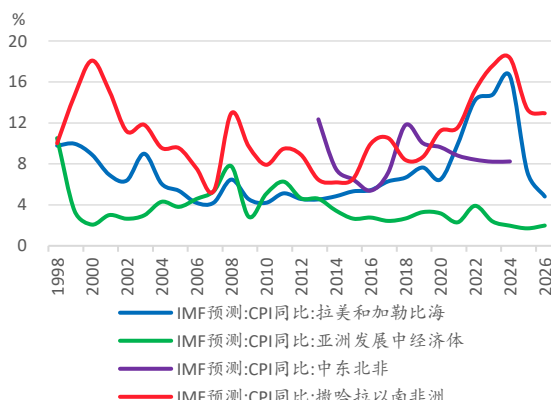
资料来源：IMF，WIND

图 5：主要发达经济体年度 CPI



资料来源：IMF，WIND

图 6：新兴市场主要地区年度 CPI



资料来源：IMF，WIND

多数国家货币政策回到通胀与增长平衡目标

多数国家延续 2024 年以来的降息通道，部分国家降息接近尾声，正逐步实现通胀与增长的平衡。目前看，全球央行在货币政策图谱上，由宽松至紧缩方向，依次可以分为“降息途中”“观望期”和“加息途中”三大阵营。降息阵营国家最多，包括除美国和日本外的大部分发达国家，以及多数新兴市场国家，澳大利亚、印度、马来西亚、俄罗斯已在上半年新加入降息阵营。欧元区、瑞士等国家或地区的降息已接近尾声，通胀和增长目标实现平衡。观望国家中，美国自去年 12 月降息后，整个上半年均处在按兵不动状态，关税带来的通胀不确定性是美联储犹豫的主要原因；此外，越南也在 2023 年连续降息后保持观望。处在加息周期的国家则包括日本、巴西和土耳其。其中日本央行面对通胀压力选择在 1 月第三次加息，但随后在关税不确定性冲击下选择保持定力。巴

央行面对食品通胀持续加息但或接近尾声，土耳其则在短暂通胀回落开启宽松后再次重回紧缩。

表 1：2024 年以来全球主要国家央行政策利率变化情况

	24/01	24/02	24/03	24/04	24/05	24/06	24/07	24/08	24/09	24/10	24/11	24/12	25/01	25/02	25/03	25/04	25/05	25/06	25/07	年初至今	本轮周期至今	当前利率
发达国家																						
美国									-0.50		-0.25	-0.25								0.00	-1.00	4.50
欧元区						-0.25			-0.25	-0.25		-0.25	-0.25		-0.25	-0.25		-0.25		-1.00	-2.00	2.15
日本*			0.10				0.15						0.25							0.25	0.50	0.50
英国								-0.25			-0.25			-0.25			-0.25			-0.50	-1.00	4.25
加拿大						-0.25	-0.25		-0.25	-0.50		-0.50	-0.25		-0.25					-0.50	-2.25	2.75
澳大利亚														-0.25			-0.25			-0.50	-0.50	3.85
新西兰								-0.25		-0.50	-0.50			-0.50		-0.25	-0.25			-1.00	-2.25	3.25
瑞士			-0.25			-0.25			-0.25			-0.50			-0.25			-0.25		-0.50	-1.75	0.00
新兴市场																						
中国							-0.10		-0.20								-0.10			-0.10	-0.80	1.40
韩国										-0.25	-0.25			-0.25				-0.25		-0.50	-1.00	2.50
中国香港									-0.50		-0.25	-0.25								0.00	-1.00	4.75
印度														-0.25		-0.25		-0.50		-1.00	-1.00	5.50
印尼				0.25					-0.25				-0.25				-0.25			-0.50	-0.75	5.50
泰国										-0.25				-0.25		-0.25				-0.50	-0.75	1.75
马来西亚																		-0.25		-0.25	-0.25	2.75
菲律宾							-0.25			-0.25		-0.25				-0.25		-0.25		-0.50	-1.25	5.25
越南*																				0.00	-1.50	3.00
巴西		-0.50	-0.50		-0.25				0.25		0.50	1.00	1.00		1.00		0.50	0.25		2.75	4.50	15.00
俄罗斯						2.00		1.00	2.00									-1.00		-1.00	-1.00	20.00
墨西哥			-0.25					-0.25	-0.25		-0.25	-0.25		-0.50		-0.50	-0.50			-1.50	-2.75	8.50
土耳其	2.50		5.00									-2.50	-2.50		-0.50	3.50				0.50	0.00	46.00
南非									-0.25		-0.25		-0.25				-0.25			-0.50	-1.00	7.25

资料来源：各国央行

注：中国为 7 天逆回购利率，越南为再贴现利率

1.2 未来展望：关税壁垒下的全球新均衡之路

随着特朗普的关税政策逐步落地，全球产业体系将在上半年的混乱中探索新的均衡。一是预计三季度中国、欧盟、印度、日韩等国家有望与美国达成框架性的贸易协议，但特朗普多变的性格导致不确定性始终存在。二是全球产业体系的新均衡可能需要在未来一至两年内因贸易规则的变迁而重新调整，跨国企业的全球化布局将更多考虑地缘政治和履行本土化的社会责任，而非仅仅从成本和利润出发。三是供应链的整合引发产品供给的结构性矛盾，从而带来局部的通胀和通缩效应，增加全球经济的不稳定因素。四是去美元化势头暂时缓和，但全球的资金流向和资产配置格局将逐步走向多元化。

主要发达国家均面临经济减速

下半年美国经济继续“软着陆”但走势将更加平稳。当前美国经济仍在趋势性放缓，随着特朗普重大政策框架进一步清晰，关税谈判逐步水落石出以及美联储走向姗姗来迟的降息，预计相关风险大概率逐步收敛，有助于其路径更加平缓。一是随着关税收入的回升，美国财政赤字或趋向于平稳可控；二是“天才

法案”支持发展稳定币和放松商业银行 SLR 监管规则也有助于增加美债需求；**三是**“美丽大法案”落地后的减税效果有望支撑经济平稳落地；**四是**市场在风险收敛下回暖，美国股市重回历史高位有望重振财富效应和消费信心；**五是**美国与各国的贸易谈判多数有望在下半年达成一定成果。通胀受关税传导回升，**美联储降息预期延后，9月是否开启降息仍存争议。**

欧洲经济复苏将面临放缓。受关税战冲击和中东局势引发能源波动的影响，欧元区下半年或放缓最近五个季度以来的经济扩张趋势。美欧谈判仍在继续，在8月1日前达成一项“原则性框架协议”的可能依旧存在，但关税的负面影响难以避免。**在基准情景下，即中东局势相对稳定，且美欧贸易谈判相对顺利，预计欧洲央行在年内或还有一次降息。**

贸易战加大了日本经济的不确定性，通胀压力令日本央行陷入两难。目前美日已进行7轮谈判但进展迟缓，双方存在难以妥协之处，最终结果的不确定性极大。即便美日能在未来1-2个月内达成初步协议，在不同关税水平假设下日本经济均将有限放缓。下半年仍有通胀压力，日本央行在两难抉择下大概率继续保持定力。

新兴市场经济体面临较大不确定性

新兴市场经济体因关税冲击不确定性增加。在特朗普关税政策的影响下，多数新兴经济体将面临出口部门的巨大压力，从而导致经济增速放缓，并由此波及资源型国家。世界银行6月预计2025年新兴经济体将实现3.8%的增长，低于2024年4.2%的增速，较1月预测值下调0.3个百分点。IMF也在4月将新兴经济体的2025年增长预期下调0.5个百分点至3.7%。

从区域看，**东南亚与南亚地区**将普遍面临高关税的威胁，越南、印尼在与美国达成初步谈判成果后影响相对温和，但其他国家的不确定性较大，若对等关税不显著削减或形成较大负面影响；**中东北非地区**将面临较大的地缘政治冲击以及全球经济放缓带来的资源需求减弱；**拉美地区情况分化**，墨西哥受关税冲击的负面影响最大，其次是巴西，阿根廷则有望在过去几年的地基础上恢复性增长。**撒南非洲地区**受关税冲击有限，相反可能有望获益于全球产业链的多元化发展。

表 2：IMF 对主要经济体的增长预测

IMF世界经济展望（IMF World Economic Outlook）2025年4月										
	2023	2024e Jan. 2025 发布	2024 Apr. 2025 发布	调整 幅度	2025e Jan. 2025 发布	2025e Apr. 2025 发布	调整 幅度	2026e Jan. 2025 发布	2026e Apr. 2025 发布	调整 幅度
世界	3.3	3.2	3.3	0.1	3.3	2.8	-0.5	3.3	3.0	-0.3
发达经济体	1.7	1.7	1.8	0.1	1.9	1.4	-0.5	1.8	1.5	-0.3
新兴经济体	4.4	4.2	4.3	0.1	4.2	3.7	-0.5	4.3	3.9	-0.4
美国	2.9	2.8	2.8	0.0	2.7	1.8	-0.9	2.1	1.7	-0.4
欧元区	0.4	0.8	0.9	0.1	1.0	0.8	-0.2	1.4	1.2	-0.2
日本	1.5	-0.2	0.1	0.3	1.1	0.6	-0.5	0.8	0.6	-0.2
中国	5.2	4.8	5.0	0.2	4.6	4.0	-0.6	4.5	4.0	-0.5
印度	8.2	6.5	6.5	0.0	6.5	6.2	-0.3	6.5	6.3	-0.2

资料来源：IMF

表 3：世界银行对全球经济增长的预测

世界银行全球经济前景（GEP）报告2025年6月											
	2023	2024e Jan.2025发布	2024e Jun.2025发布	调整 幅度	2025f Jan.2025发布	2025f Jun.2025发布	调整 幅度	2026f Jan.2025发布	2026f Jun.2025发布	调整 幅度	2027f Jun.2025发布
世界	2.8	2.7	2.8	0.1	2.7	2.3	-0.4	2.7	2.4	-0.3	2.6
发达经济体	1.7	1.7	1.7	0.0	1.7	1.2	-0.5	1.8	1.4	-0.4	1.5
新兴经济体	4.4	4.1	4.2	0.1	4.1	3.8	-0.3	4.0	3.8	-0.2	3.9
美国	2.9	2.8	2.8	0.0	2.3	1.4	-0.9	2.0	1.6	-0.4	1.9
欧元区	0.4	0.7	0.9	0.2	1.0	0.7	-0.3	1.2	0.8	-0.4	1.0
日本	1.4	0.0	0.2	0.2	1.2	0.7	-0.5	0.9	0.8	-0.1	0.8
中国	5.4	4.9	5.0	0.1	4.5	4.5	0.0	4.0	4.0	0.0	3.9
印度	9.2	6.5	6.5	0.0	6.7	6.3	-0.4	6.7	6.5	-0.2	6.7

注：e表示估计值，f表示预测值，绿色表示较上次报告上调，红色表示下调

资料来源：世界银行

2. 美国：叙事改变，框架清晰，风险收敛

自 1 月 20 日上任以来，特朗普推出了一系列政策措施，围绕政府改革、关税战和减税三大主题展开，辅以外交、移民、环境等政策实现美国优先的理念和 MAGA 政策目标。各项政策的落地充满阻力和博弈，最终成效各异，对美国经济的叙事逻辑造成了深远影响，也一度对美元资产形成了冲击。作为结果，美国经济的“软着陆”遭遇一定程度的颠簸，各项软硬指标多出现回落。

展望下半年，随着特朗普重大政策框架进一步清晰，关税谈判逐步水落石出以及美联储走向姗姗来迟的降息，预计相关风险大概率逐步收敛，美国经济的“软着陆”也将逐步平稳。

2.1 半年回顾：美国经济的叙事转变

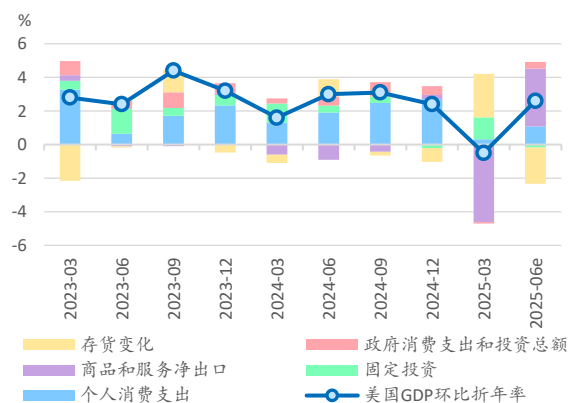
特朗普上台以来推行的一系列政策正在改变美国经济的叙事逻辑。一是政府改革“雷声大、雨点小”，一度引发市场对于政府裁员和支出下降的忧虑，但随后相关政策有所缓和；二是关税政策迅速推进，力度远超上任前预期，引发美国进口商和消费者出现短期一致行为，对经济形成多方面的扰动；三是财政减支收获甚微，但减税政策呼之欲出，一度引发市场对美元债务问题广泛忧虑；四是在国际领域推行“孤立主义”和“美国优先”政策，令美国与传统盟友之间的间隙增大。

一系列冲击导致美国经济叙事转变，包括：“抢进口”和“抢消费”等行为对一、二季度 GDP 形成明显扰动；对等关税、驱逐移民、政府裁员等政策导致的政策不确定性削弱消费者信心；通胀预期导致美联储推迟降息，利率保持高位从而广泛影响包括地产在内的投资行为等。最终导致美国经济的“软着陆”过程更快更颠簸，也令市场一度相信的“美国经济例外论”产生动摇。

经济意外收缩，消费与政府支出拖累最大

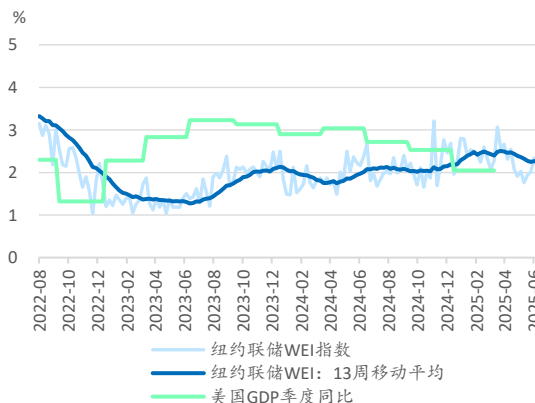
美国一季度 GDP 意外收缩，抢进口、消费和政府支出下滑成为主要因素。美国商务部 6 月 26 日发布的最终修正数据显示，一季度美国 GDP 环比按年率计算萎缩 0.5%，较此前公布的初值和修正值均下调。从结构看，由于特朗普关税政策严重影响进口商预期，导致一季度“抢进口”引发大幅贸易逆差，净出口对 GDP 环比年率形成-4.61pp 的拖累作用；进口大量形成库存，支撑 GDP 环比年率 2.59pp。此外，个人消费和政府开支也明显下滑，一季度消费仅提供了 0.31pp 的贡献，远弱于前两个季度，而政府支出则形成-0.1pp 的拖累。

图 7：美国 GDP 季调环比结构分解



数据来源：亚特兰大联储，Wind

图 8：纽约联储 WEI 指数



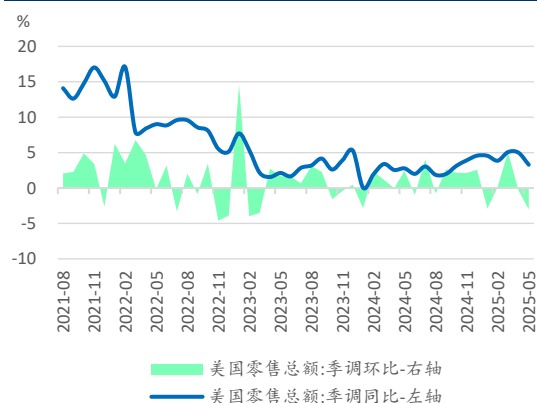
数据来源：纽约联储，Wind

二季度美国经济大概率可避免出现衰退，但减速依旧明显。在技术性因素影响过后，预计二季度美国 GDP 将恢复环比增长，从而避免技术性衰退。参考 7 月 9 日亚特兰大联储发布的 GDPNow 预测，预计二季度美国 GDP 将环比折年增长 2.6%，合计上半年年化增长 1.1%。其中个人消费贡献 0.7pp（去年全年 2.1pp），投资贡献 0.6pp（去年全年 0.4pp），净出口贡献 -0.6pp（去年全年 -0.4pp），政府支出贡献 0.2pp（去年全年 0.6pp），库存贡献 0.2pp（去年全年 -0.3pp）。可以看出，消费与政府支出下降是经济减速的前两大动力，一季度受影响最大的净出口因素在二季度修复后实际拖累并不大。从作证指标看，纽约联储发布的美国周度经济指数也趋势性下滑，13 周移动平均预计二季度 GDP 同比将减速至 2.2% 附近。

消费下滑主因关税扰动和预期减弱

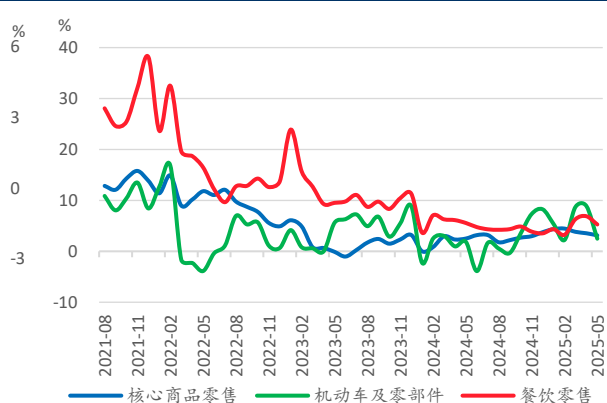
消费支出现下滑趋势，主因特朗普一系列政策对消费信心形成冲击。5 月美国零售销售同比增长 3.3%，核心零售同比增长 3.1%，均较一季度 4% 以上的增速下降，核心商品、汽车和餐饮零售当月均环比下降，同比减速。在 3 月关税预期增强后，美国居民一度掀起抢购潮，需求透支后引发 4、5 月份零售的回落是一部分原因。

图 9：美国零售和食品服务销售季调同比环比增速



数据来源：美国人口普查局，Wind

图 10：美国核心商品零售、汽车零售、餐饮零售同比

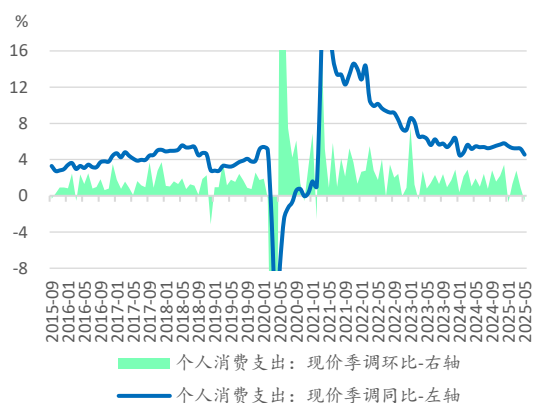


数据来源：Wind

更广泛的个人消费支出（PCE）亦出现减速。美国 5 月 PCE 名义支出和实际支出分别环比下降 0.1% 和 0.3%，同比分别减速至 4.5% 和 2.2%，由于 PCE 包含六成以上服务消费支出，表明美国消费放缓并非仅因关税抢购带来的扰动。从 PCE 结构看，耐用品、非耐用品和服务均全面下降。5 月 PCE 耐用品实际同比增长 3.8%，较前月大幅回落，非耐用品同比下降 2.5%，服务同比下降 1.8%。

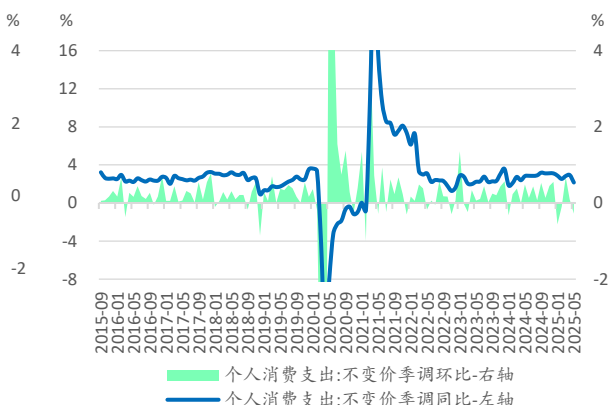
消费者信心、个人可支配收入和消费者信贷下行。4、5两月密歇根大学消费者信心下行，特别是预期指数下滑明显，6月出现缓和但仍偏低。此外，美国居民可支配收入则出现缓慢下行，5月名义和实际可支配收入分别同比增长4.1%和1.7%，分别低于名义和实际消费增速，对消费形成拖累作用。5月美国消费信贷同比增长0.4%，环比折年增长1.2%，也呈现缓慢下行趋势。

图 11：美国个人消费支出：名义季调同比、环比



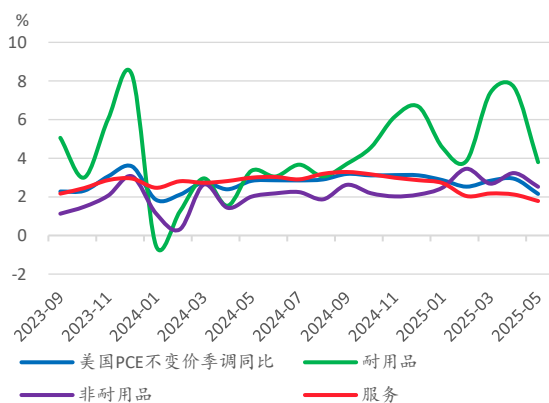
数据来源：美国经济分析局，Wind

图 12：美国个人消费支出：实际季调同比、环比



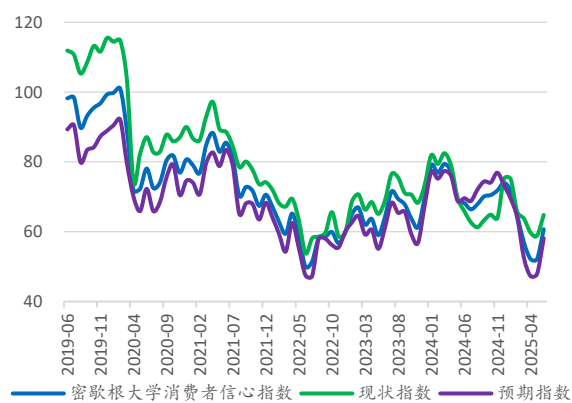
数据来源：美国经济分析局，Wind

图 13：PCE 实际增速分解



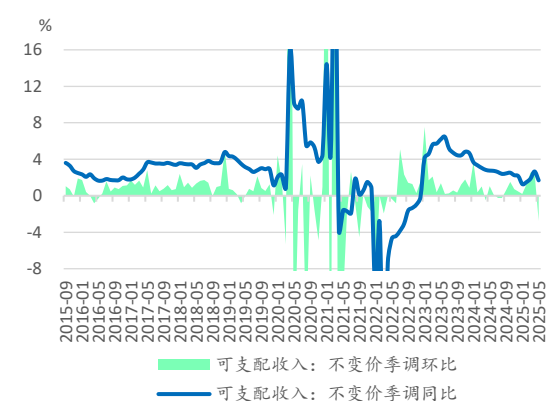
数据来源：美国经济分析局，Wind

图 14：密歇根大学消费者信心指数



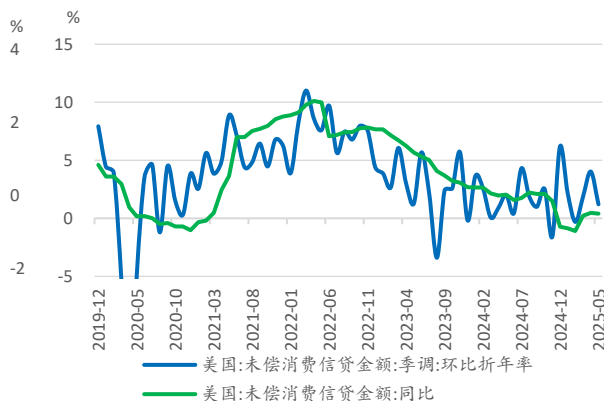
数据来源：密歇根大学，Wind

图 15：美国个人可支配收入：实际季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

图 16：美国未偿消费信贷金额：同比与环比年率

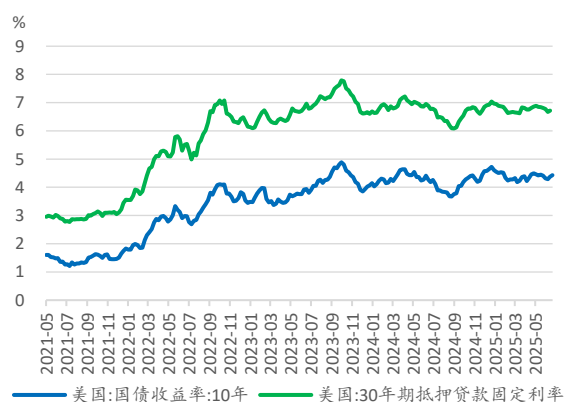


数据来源：美联储，Wind

持续高利率下美国住房市场二次降温

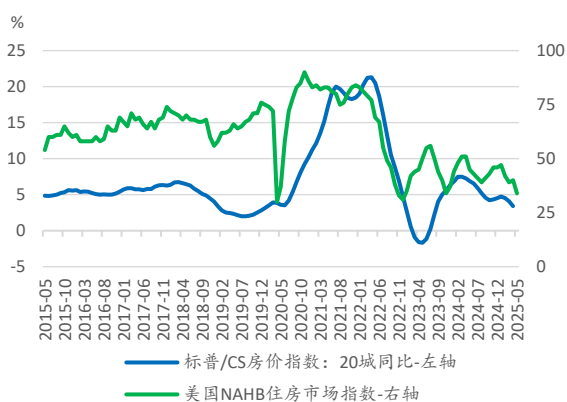
房地产景气度下滑。特朗普上任后，受财政减支效果不佳，关税推升通胀预期和美元资产信用下降等因素影响，10年期国债收益率始终保持高位，市场利率亦同步保持高位。上半年30年期住房按揭贷款利率始终保持在6.5-7%区间，房地产景气度在高利率影响下出现加息以来的二次回落，5月美国NAHB房地产指数降至34，为2023年11月以来的最低点。4月标普/CS发布的20城房价指数同比上涨3.4%，为2023年9月以来的最低增幅，FHFA房价指数同比下降0.4%，为2020年5月以来首次同比转负。

图 17：美国国债收益率与房贷利率



数据来源：美国财政部，房地美，Wind

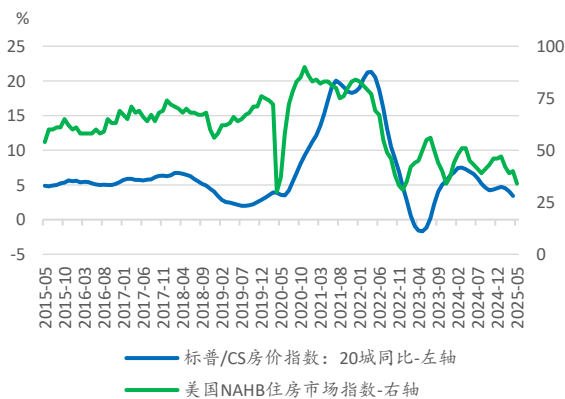
图 18：美国主要房地产市场指数



数据来源：标普，Wind

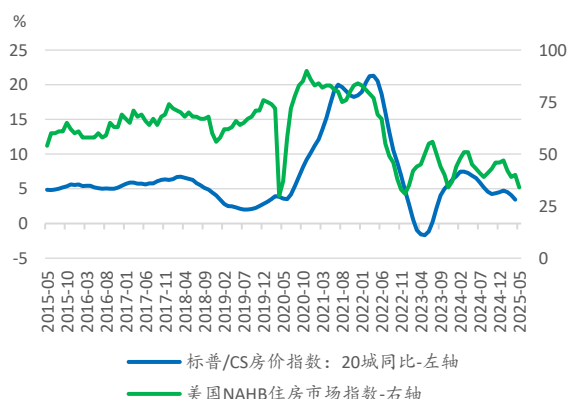
房地产新屋开工和营建许可均回落。5月美国私人住宅新屋开工数量季调折年后为125.6万套，季调环比大降9.8%，1-5月累计同比下降1.4%。营建许可年化总数139.4万套，为2020年以来首次跌破140万套，季调环比下降2.0%，连续两个月下降，1-5月累计同比下降3.4%。预计GDP中的住宅投资拖累将进一步扩大。

图 19：美国月度新屋开工数量与同比



数据来源：美国商务部普查局，Wind

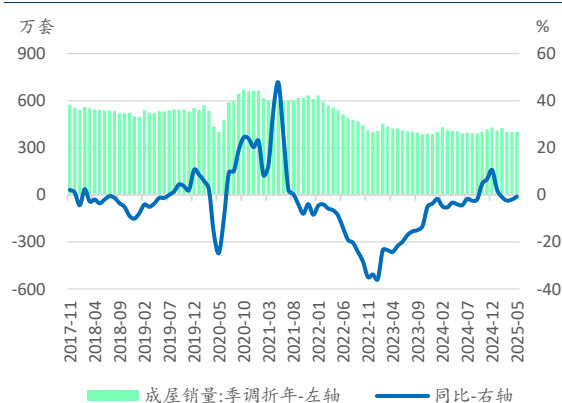
图 20：美国营建许可套数及同比



数据来源：纽约联储，Wind

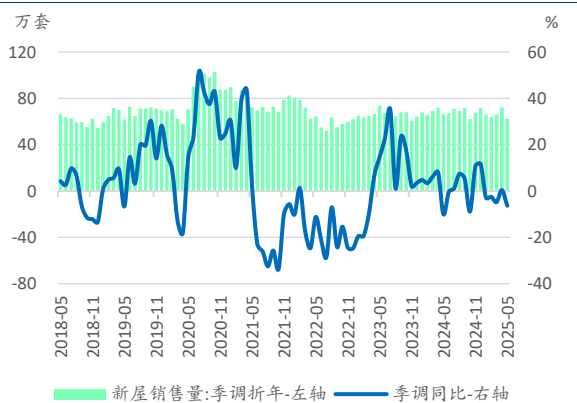
成屋与新屋销售遇冷。5月美国成屋销售季调折年 403 万套，同比下降 0.8%，1-5 月累计同比下降 0.8%；成屋售价中位数同比上涨 1.3%，为 2023 年 7 月以来最低涨幅。新屋销售季调折年 62.3 万套，同比下降 6.3%，1-5 月累计同比下降 3.1%；新屋售价中位数同比上涨 3.0%，较前期有所回暖。

图 21：美国月度成屋销售:季调折年与同比



数据来源：全美地产经纪商协会，Wind

图 22：美国月度新屋销售:季调折年

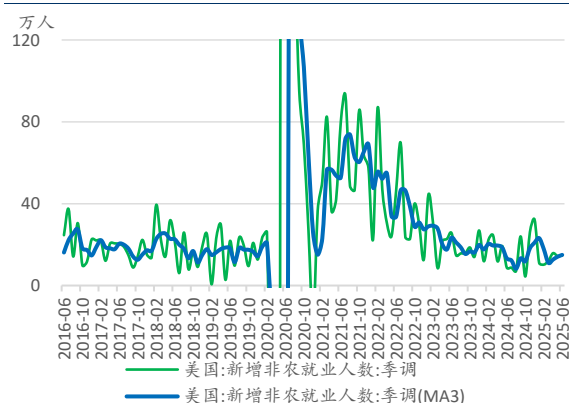


数据来源：美国人口普查局，Wind

政策扰动下就业市场逐步降温

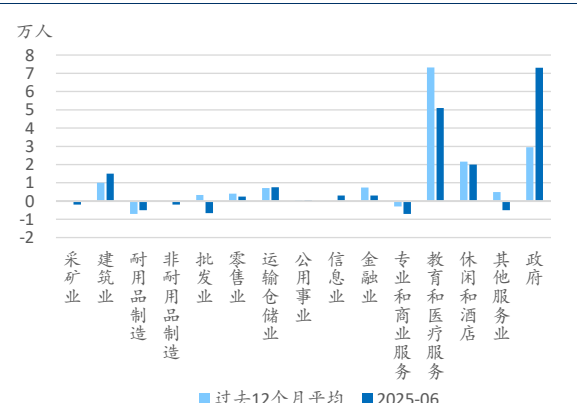
非农就业显示劳动力市场仍在“软着陆”过程中，私营部门趋势性减弱。6 月美国新增非农就业 14.7 万人，好于市场预期的 10.6 万，4、5 月份就业数据亦小幅上修。整体看二季度非农就业数据虽然弱于一季度，但好于预期，一方面体现了“软着陆”趋势，但另一方面相对更敏感的其他经济数据也显现了滞后性。分行业看，6 月政府部门新增 7.3 万人，贡献了大部分新增就业，而私营部门仅新增 7.4 万人，除建筑和运输仓储业外均弱于过去 12 个月平均，是当前就业的一大隐忧。同时有“小非农”之称的 ADP 就业则持续走弱，6 月意外减少 3.3 万人，更能反映私营部门偏弱的情况。

图 23：美国新增非农就业



数据来源：美国劳工部，Wind

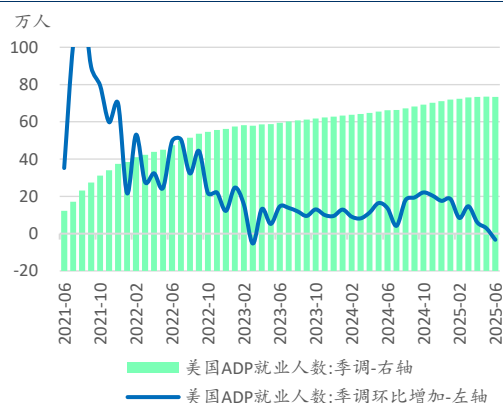
图 24：各行业新增非农就业与过去 12 个月均值比较



数据来源：美国劳工部，Wind

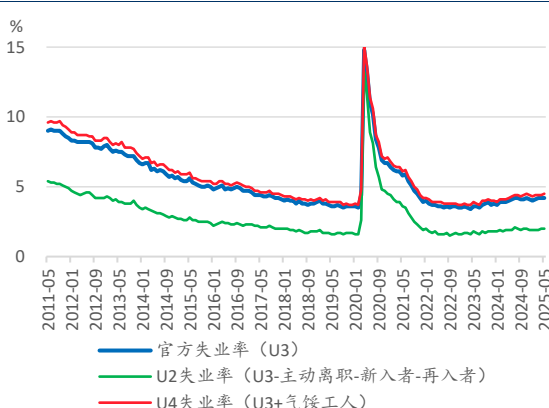
失业率意外下行，但源于劳动力供给下降。6月美国季调后 U3 失业率 4.1%，4 个月来首次下行；U2 失业率也下行至 1.9%，永久性失业和暂时性失业贡献均降低；U4 失业率维持在 4.5%，“气馁工人”小幅增加；U6 失业率下行 0.1 个百分点至 7.7%。失业人口尽管下降，但主要源于劳动力人口下降（5、6 两月已累计减少 75.5 万人），而并非就业人数上升。对应劳动参与率下滑至 62.3%，为 2023 年 1 月以来最低，而就业率维持 59.7%，依旧处在 2022 年 2 月以来的最低水平。

图 25：美国 ADP 就业人数与每月新增人数



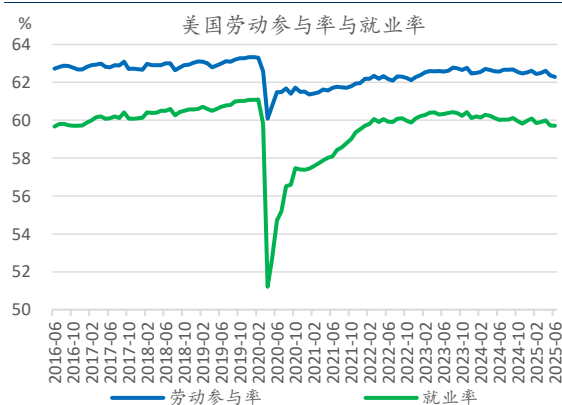
数据来源：ADP 研究所，Wind

图 26：美国主要口径失业率



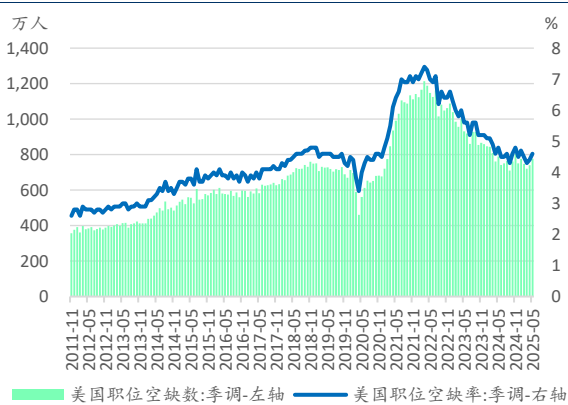
数据来源：美国劳工部，Wind

图 27：美国劳动参与率与就业率



数据来源：美国劳工部，Wind

图 28：美国职位空缺人数与空缺率

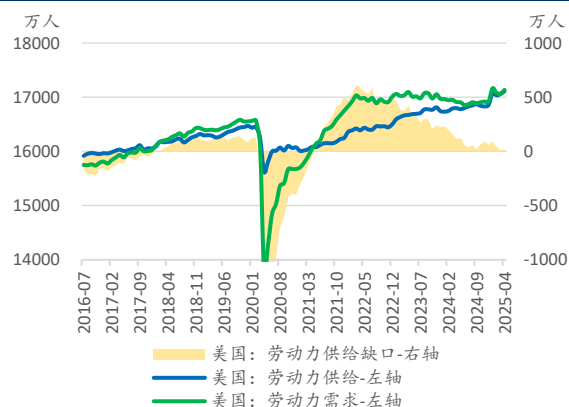


数据来源：美国劳工部，Wind

5 月职位空缺率与劳动力缺口均上升，驱逐移民影响劳动力供给。5 月季调后非农职位空缺数为 776.9 万人，较 4 月 739.5 万人继续上升，且为连续 2 个月回升；职位空缺率为 4.6%，也是连续两个月上升。经测算，5 月美国劳动力市场缺口为 53.2 万人，自 3 月 11.7 万人的低点连续两个月反弹，劳动力市场有重新向紧张方向移动的趋势。6 月以来特朗普实施大规模驱逐移民行动，从一开始的驱逐有犯罪记录的非法移民，转变为对部分工作场所如农业、酒店和餐馆行业的搜查和逮捕行动，一度引发加州大规模骚乱。由于美国很多行业依赖

移民就业，驱逐移民对劳动力供给产生影响，由此导致岗位空缺增加的同时，就业数量并未增多。

图 29：美国劳动力市场供需情况



数据来源：美国劳工部，Wind

图 30：美国非农平均时薪与周薪涨幅



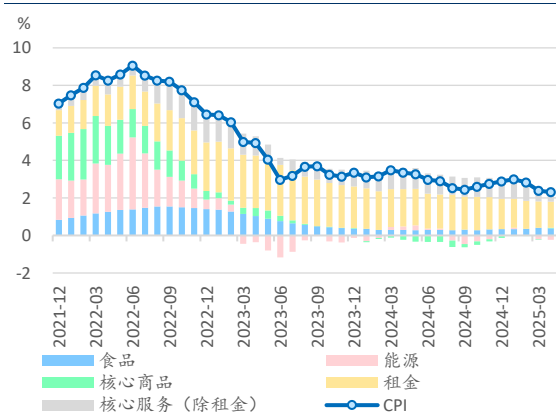
数据来源：美国劳工部，Wind

薪资增速进一步放缓。6月美国私人非农企业季调后平均时薪同比增长3.7%，较5月放缓0.1个百分点，同时继续远离4%关键点位；平均周薪季调同比增长3.4%，增幅低于时薪，主要源于周工作小时数从34.3回落至34.2小时。周薪放缓更能反映劳动者实际收入变化，由此减轻工资—通胀螺旋，但对消费构成压力。

通胀：呈现需求降温和关税冲击的两面性

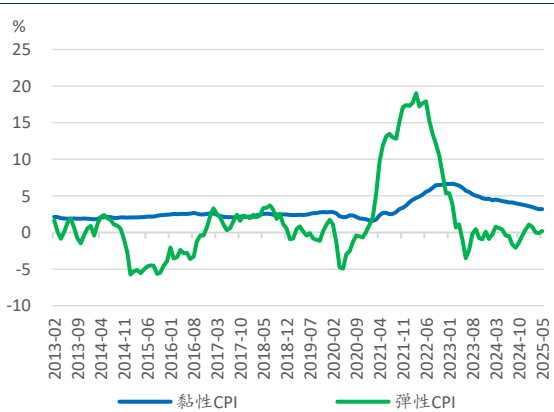
美国6月CPI反弹，符合市场预期。美国劳工部7月15日发布的数据显示，6月CPI同比上涨2.7%，较5月升高0.3个百分点；季调环比上涨0.3%，符合预期。核心CPI同比上涨2.9%，5月为2.8%，预期3.0%；季调环比上涨0.2%，预期为0.3%。

图 31：美国月度CPI同比及结构分解



数据来源：美国劳工部，Wind

图 32：亚特兰大联储的黏性与弹性通胀指标



数据来源：亚特兰大联储，Wind

能源与食品均环比上涨。能源价格季调环比大幅上涨 0.9%，受伊以冲突和美国介入空袭伊朗核设施影响，6 月国际油价一度接近 80 美元，推动汽车燃料环比上涨 1.3%，能源服务也跟随环比上涨 0.9%。食品环比上涨 0.3%，同比升至 3.0%，鸡蛋价格环比回落 7.4%， “蛋荒”逐步缓解。

房屋租金受地产景气度下降涨幅继续回落，但非房服务体现黏性。6 月去除能源食品后的核心 CPI 同比升至 2.9%，但略低于预期，剔除房屋租金后的超级核心季调环比上涨 0.3%，同比升至 2.2%，略显通胀压力。房屋租金季调环比收窄至 0.2%，同比降至 3.8%，与近几个月地产数据下滑趋势一致。租金外服务季调环比上涨 0.4%，同比回升至 3.8%，主因医疗服务环比涨幅达 0.6%。机票环比下降 0.1%，临近暑期接近止跌，但酒店住宿环比下降 3.6%，**为连续 4 个月下行，反映出行需求依旧弱势。**

关税对核心商品的影响开始显现，但多数商品涨幅较为温和，并未对整体核心通胀形成较大冲击。核心商品环比上涨 0.2%，同比上涨 0.7%，其中耐用品环比上涨 0.1%，若剔除环比回落的新车及二手车，可见其他耐用品环比涨幅确实在扩大。6 月部分企业因关税开始上调商品价格，对应 CPI 中，家用家具、窗户地板、日用织品、电器、其他家用设备、男女装、男女鞋、运动商品、玩具等均出现不同程度的环比上涨，但涨幅多数在 1-2%，少数接近 5%，影响暂时可控。

整体看，6 月通胀尽管反弹，但并未超出市场预期。美联储关心的核心通胀呈现三方面特点，一是房屋租金正在缓慢下滑，未来或继续降低 CPI 的黏性；二是近期工资涨幅回落，酒店机票的弱势也反映需求下行；三是关税对部分耐用品的冲击相对温和，仍需观察等待。**通胀既展现了经济降温，又在逐步反映关税冲击，美联储的降息决策或仍不急于一时，9 月是否开启降息的分歧增加。**

2.2 政策逻辑：特朗普执政框架逐步清晰

至 7 月 20 日，特朗普上任就将满半年，其形成的巨大工作量展示了其作为总统的“勤奋”态度。截至 7 月 15 日，特朗普共签署了 170 项行政令，71 份总统声明以及 52 封其他文件（包括备忘录、通知、决定、信件、消息和命令等），总数接近 300 份。此外特朗普也通过出席会议发言、发布社交媒体和接受采访等多个渠道表达了其政策主张。**与其第一任期相比，特朗普签署的文件发布量**

翻倍有余。同时文件总量也较拜登同时期更多，特别是行政令超过拜登同时期109份，但总统声明数量则少于拜登，可见特朗普对于行政令这一手段的依赖。

随着执政不断推进，特朗普也在动态调整其政策框架，经过半年的磨合，特朗普的执政框架逻辑逐步清晰化：**即利用关税促进财政增收的同时作为外交筹码，适度改革和减支为减税创造更大空间，最终在保持财政平衡的基础上实现美国经济的结构变化以服务其政策主张。**在动态执行中，各项政策的实施力度也在根据阻力和效果进行动态优化。

政府改革：雷声大雨点小，对经济影响相对温和

组建政府效率部，但成果雷声大雨点小。竞选阶段特朗普表示将设立政府效率部（DOGE），市场普遍对该部门的效果保持观望态度。不过在上任之后，特朗普任命马斯克领导的政府效率部实施了“大刀阔斧”的改革，包括裁撤美国国际开发署、消费者金融保护局和教育部等，涉及近1.4万名雇员，预计节省年度预算超300亿美元。同时，向200万联邦雇员发送全员邮件，推出“8个月补偿金”鼓励主动离职的买断计划。不过这些措施的实施也遇到巨大阻力，如共和党内部建制派公开批评DOGE权力越界，以及司法机构叫停部分机构裁撤等。

最终DOGE完成的减支规模远未达到初期宣布的1万亿宏伟目标。其官方网站展示的数字为1750亿美元，但据媒体检验其中超过一半的金额都缺乏证据。5月31日随着马斯克离任，DOGE也逐步淡出视野。**不过马斯克的退出并不意味着改革终结，而是逐步长期化。**如7月中旬特朗普再次推出政府裁员计划，拟裁撤美国国务院近1300名雇员，包括1107名文职和246名外交官。

表4：特朗普政府上任以来推出的各项政府改革相关措施

日期	相关措施
1月20日	组建名为“政府效率部（DOGE）”的顾问委员会，由亿万富翁特斯拉及 SpaceX 创始人埃隆·马斯克担任领导
1月20日	取消联邦人员远程工作，冻结招聘并改革联邦招聘程序
1月20日	结束联邦政府和私营部门的多元化、公平和包容性（DEI）计划
1月20日	取消对近20个小型独立机构（如国家艺术基金会、公共广播公司、民主基金会等）的资助
2月3日	启动关闭国际开发署（USAID），要求雇员强制休假并启动裁员程序，或波及全球一万多名雇员
2月8日	关闭消费者金融保护局（CFPB），并于4月发出裁员通知
2月11日	裁撤美国联邦行政研究院

2月11日	启动联邦雇员“大规模裁减”，雇员可主动辞职“买断”8个月薪水，据报道约有7.5万名员工参与了“买断”，另有3万名员工被辞退
2月13日	关闭教育部，教育政策将由各州自主决定，以减少政府干预
2月20日	所有联邦雇员会报送工作周报，不回复将被视为辞职，但中断
2月26日	签署政府成本效率倡议，审查机构合同和拨款等
3月15日	削减 USAGM 等多家联邦机构，1300 多名员工强制休假
4月11日	致函哈佛大学，要求学校改革和重组，改革国际学生的招生
5月1日	媒体报道特朗普或在长期内大幅缩减美国情报机构人员
5月3日	DOGE 宣称已经终结了 9497 份联邦政府合约，累计节省了近 320 亿
5月31日	埃隆·马斯克从政府效率部离职，该部门也逐步淡出视野
7月1日	正式关闭运营近 64 年的美国国际开发署
7月11日	裁撤美国国务院近 1300 名雇员，包括 1107 名文职和 246 名外交官

资料来源：根据公开信息整理

政府改革对美国经济的影响主要体现在三个方面。一是政府裁员增加影响就业，但目前看其效果较为有限。原因在于大部分参与“买断”的雇员仍处在8个月的过渡期；即便期限过后，若按照240万联邦公务员10%的裁员比例计算，24万人约仅影响美国失业率0.14个百分点；若按更大口径（政府聘用创造社会聘用1:3比例）推算，对全社会的失业率影响可达0.5个百分点。二是降低政府支出。若按照DOGE发布的数据计算，其节省开支规模为1750亿元，约占美国GDP的0.6%，若剔除含有水分的数据可能更低。不过从上半年美国支出法GDP的估算来看，政府支出对GDP年化增速的影响确实降低了约0.4个百分点。三是促进财政平衡，若同时考虑1750亿美元的财政开支，以及24万政府雇员裁员节省的人力成本，对美国财政的改善在2000亿美元左右，约占美国财政赤字的10%，看考虑数据水分或难以达到。

整体看，政府改革确实是特朗普上任后立刻推出的一项最重要的施政措施，但在执行过程中阻力过大，其对美国改善财政的作用有限，同时也具有弱化政府开支和冲击就业市场的负面作用。因此，在特朗普政策框架中，政府改革的重要性已动态调整，预计未来力度将由“短期高强度转向长期低强度”，对经济的影响也会更加温和。

关税政策：内外博弈仍未结束，但增收效果已经突显

特朗普上任后推出了一系列关税措施。包括对中国加征两轮累计20%的“芬太尼关税”，对加拿大和墨西哥征收25%的关税，对钢铝和汽车加征25%的关税，推出对等关税但延期并与各国开展贸易谈判，威胁对芯片、部分农产品、铜、药品等进一步加征232关税。目前主要关税措施如下：

表 5：特朗普已推行的关税政策一览表

关税类型	理由或内容	涉及国家	时间节点	税率	征税依据	最新进展
针对国家	国家安全， 芬太尼	中国	2月4日 3月4日	10% 20%	IEEPA	谈判中
针对国家	国家安全， 贸易不平衡	加拿大	3月4日 8月1日	25% 35%	IEEPA	谈判中
针对国家	国家安全， 移民、毒品 等问题	墨西哥	3月4日 8月1日	25% 30%	IEEPA	谈判中
基准关税	国家安全， 贸易不平衡	全球	4月9日	10%	IEEPA	预计难以谈判 消除
对等关税	国家安全， 贸易不平衡	各国	4月2日 7月9日 8月1日	各有别 各有别 各有别	IEEPA	与各国谈判中
针对行业	行业安全： 钢铝	全球 英国	3月12日 6月4日 6月4日	25% 50% 25%	232 条款	美英、美欧、美 日等均在谈判
针对行业	行业安全： 汽车	全球 加墨 英国	4月3日 4月3日 6月16日	25% 部分豁免 配额豁免	232 条款	美欧、美日等 均在谈判
针对行业	行业安全： 铜	全球	8月1日	50%	232 条款	等待落实
针对行业	行业安全： 半导体、木 材、药品等	全球	未定	未定	232 条款	等待落实

资料来源：公开信息整理

新一轮关税威胁开启，最后期限在延后，各国仍在博弈之中。7月7-12日特朗普宣布新一轮关税，并将谈判最后期限延后至8月1日。本轮关税威胁并未引发市场恐慌，原因在于：一是4月以来的3个月内，各国与美国的贸易谈判进展不顺已是公开信息，市场对于最后期限结果的判断不外乎延期和落地两个选项，最终延期的结果属于相对利好。二是新一轮关税威胁相对于4月2日的版本有高有低，整体并不太“出格”。关税升高的国家包括巴西（10%升至50%）、加拿大（25%升至35%）、墨西哥（25%升至30%）等，其余一些国家包括日本的升幅很小；关税下降的国家更多，包括欧盟（39%降至30%）、柬埔寨（49%降至36%）、老挝（48%降至40%）、缅甸（44%降至40%）等13个国家。三是各国反应相对温和，多数表示将继续保持谈判，且并未立刻推出反制措施。预计8月1日之前各国与美国的贸易谈判将继续推进，包括欧盟、日本、韩国、印度等都发布阶段性进展消息的可能（但最终版本仍将有较长期谈判过程）。同时，由于涉及国家过多，关税最终期限有再次推后的可能。

表 6：特朗普威胁加征关税国家一览表

国家	7 月新一轮关税威胁	4 月对等关税或原有关税
巴西	50%	10%
老挝	40%	48%
缅甸	40%	44%
柬埔寨	36%	49%
泰国	36%	36%
孟加拉国	35%	37%
塞尔维亚	35%	37%
加拿大	35%	25%
斯里兰卡	30%	44%
欧盟	30%	39%
伊拉克	30%	39%
波黑	30%	35%
利比亚	30%	31%
阿尔及利亚	30%	30%
南非	30%	30%
墨西哥	30%	25%
摩尔多瓦	25%	31%
突尼斯	25%	28%
哈萨克斯坦	25%	27%
韩国	25%	25%
日本	25%	24%
马来西亚	25%	24%
文莱	25%	24%
越南*	20%	46%
菲律宾	20%	17%
印尼*	19%	32%

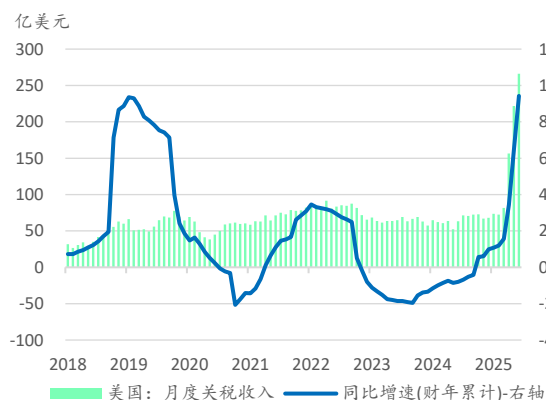
数据来源：美国政府，CNBC

*注：越南与印尼为特朗普宣布达成的贸易协议税率而非关税威胁

关税对于美国财政的改善力度较为显著。7 月 11 日，据美国财政部数据显示，政府在 6 月获得超过 270 亿美元的财政盈余，与 5 月高达 3157 亿美元的赤字形成鲜明对比。这是自 2017 年以来，美国政府首次在 6 月份实现财政盈余。受此影响，过去 12 个月美国政府累计财政赤字下降到约 1.9 万亿美元，低于前几个月 12 个月滚动累计超过 2 万亿美元的最高水平，不过仍高于上一财年 1.8 万亿美元的水平。新财年（2024 年 10 月）美国累计关税收入已达到 1080 亿美元，同比增长 94.3%，推动整体财政收入同比增长 6.8%，高于 6.3% 的财政支出增速，累计赤字 1.337 万亿美元，同比增长 5.0%，也低于上个财年 8.1% 的增速。以 5 月美国商品进口总金额测算，美国平均关税税率升至 8%，6 月或超过 9%，若 7-9 月保持该水平，整个财年关税收入或接近 2000 亿美元，同

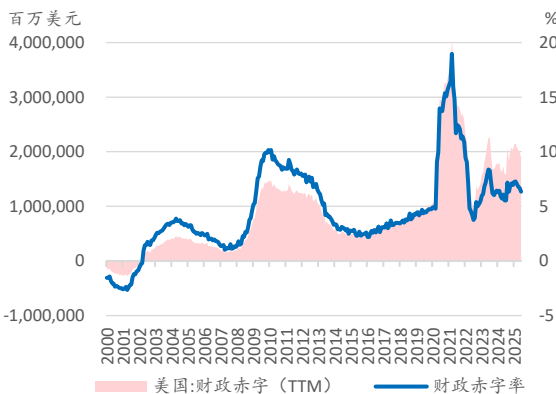
比增收超 1200 亿美元。考虑 2025-26 财年“对等关税”进一步落地，分别测算平均关税税率再升高 5-10 个百分点，则每年预计为美国财政增收 1700-3400 亿美元。

图 33：美国月度关税收入与累计增速



数据来源：美国财政部，Wind

图 34：美国财政赤字与赤字率（TTM 口径）



数据来源：美国财政部，Wind，民银国际测算

减税政策：“美丽大法案”通过，成为下半年的重点

当地时间 7 月 3 日，美国国会众议院以 218 票赞成、214 票反对投票通过“美丽大法案”（The One, Big, Beautiful Bill），7 月 4 日美国总统特朗普正式签署法案。法案是特朗普兑现竞选承诺的重要举措，核心内容如下表所示。

表 7：特朗普“美丽大法案”要点

主要分项	具体内容
个人及家庭减税	➢ 延长 2017 年《减税和就业法案》（TCJA）的主要条款，包括个人所得税率结构（最高边际税率 37%）永久化，保留加倍标准扣除额并上调至 750 美元； ➢ 将州和地方税（SALT）上限提高至 4 万美元，2030 年恢复至 1 万美元； ➢ 小费收入抵扣上限 2.5 万美元，收入超过 15 万美元后递减； ➢ 加班收入抵扣上限 1.25 万美元，收入超过 15 万美元后递减； ➢ 美国总装的汽车贷款利息扣除，每年可抵扣最高 1 万美元； ➢ 65 岁以上人群社保收入每年最高抵税 6000 美元； ➢ 儿童税收抵免：每个子女最高没奶奶 2200 美元，并按通胀调整； ➢ 遗产和赠与税豁免：每人 1500 万美元的永久豁免，并按通胀调整
企业减税	➢ 永久化设备投资全额折旧； ➢ 研发成本即时费用化； ➢ 基于 EBITDA 的利息扣除上限； ➢ 删除第 899 条款（即报复税），原本该条款允许美国对来自其认为具有惩罚性税收政策的国家的公司和投资者征收附加税，最高达 20%
削减财政支出	➢ 收紧医疗补助（Medicaid）：无业成年人每月至少完成 80 小时工作才可获得 ➢ 用于州级配套资金的“医疗服务提供者税”上限将从目前的 6% 逐步下调至 2032 年的 3.5%；作为补偿，设立 500 亿元农村医院稳定基金； ➢ 削减补充营养援助计划（SNAP）

	➢ 加快退出风电、光电等新能源补贴； ➢ 取消新能源购车抵免，每辆电动车最高 7500 美元的税收抵免到期不续；
增加开支	➢ 国防领域新增 1500 亿美元； ➢ 移民与边境安全领域新增 1740 亿美元； ➢ 农业补贴新增 650 亿美元；
提高债务上限	➢ 提高债务上限 5 万亿美元。

资料来源：公开信息整理

未来财政压力或小于预期。根据 CBO 和 CRFB 的预计，“美丽大法案”在未来十年将减税达 4.5 万亿美元，计入削减支出的 1.1 万亿美元后，将导致非利息赤字净增 3.4 万亿美元，考虑到未来十年新增利息支出约在 0.7 万亿美元，总赤字增加达到 4.1 万亿美元。同时，我们测算美国未来每年将增加关税收入 3000-3500 亿美元（高于 CBO 和 CRFB 预估），扣除后新增赤字额将下降至 1.1-0.6 万亿，整体影响相对温和。

长期来看，法案的减税效果有助于美国经济平稳“软着陆”，但也会引发贫富差距加剧、产业发展不平衡等问题。其一，法案的减税效果在一定程度对冲关税隐含的“对内加征消费税”效果，在有利于经济“软着陆”的同时兼顾财政压力。其二，法案会进一步拉大美国贫富差距。高收入人群和企业从减税中受益更大，而减支政策严重损害低收入群体利益。国会预算办公室估计，新法案将导致近 1200 万人失去医疗保险。其三，传统能源、大企业等受法案支持的行业将获得更多资源和发展机会，而新能源、医疗保健等受削减的行业发展将受到抑制。

2.3 未来展望：风险趋于收敛，降息姗姗来迟

美元资产抛售引发“股债汇三杀”，但未来拟趋于缓和

美国总统特朗普 4 月 2 日推出的所谓“对等关税”政策引发全球市场巨震，美国市场一度上演“股债汇三杀”。在 4 月 2 日至 21 日的 15 个交易日，美国标普 500 指数累计下跌 9%，美元指数下跌 5%，10 年期美债收益率升高 22BP。进入 5 月第三周，美国市场再次出现股债汇齐跌，但相较 4 月幅度更温和。与同期其他市场相比，美股跌幅与美债收益率升幅均高于欧洲市场，显示出较强的“去美元化”特征。

全球去美元化的原因为何？一是贸易战引发的滞胀环境以及美联储的鹰派态度。贸易战将导致商品因进口成本升高而引发通胀，叠加经济下行压力引发滞

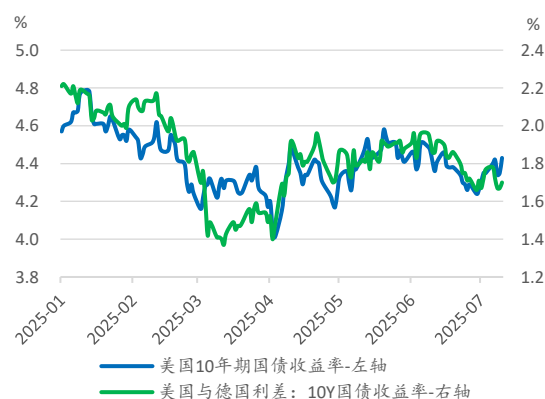
胀。面对高通胀和经济减速预期，美联储选择鹰派应对，降息预期屡次延后。在经济衰退、货币收紧的双重压力下，美国股市与债市在对等关税政策出台后经历了大幅下跌。二是美元信任危机浮现，“美国经济例外论”受到质疑。对等关税引发盟友强烈不满，孤立主义及反复无常的商人风格导致特朗普逐步丢失来自于盟友的信任，市场一度担忧美国将面临来自传统盟友的国债减持压力。美联储的独立性屡次受到挑战，加上市场一度传言《海湖庄园协议》对于美债的处置方案，也令市场对美元资产的忧虑大增。

图 35：美国三大股指（2025.1.20=100）



数据来源：Wind

图 36：10 年期美债与美德国债利差



数据来源：美国财政部，Wind，民银国际测算

5 月中旬以来随着中美关系缓和风险逐步收敛。5 月 12 日中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，双方均取消 91% 的关税至 34%，并对其中 24% 的部分暂停 90 天征收，仅保留剩余 10% 的关税。双方表示将建立机制，继续就经贸关系进行协商。6 月，中美双方又在伦敦举行磋商机制第一次会议，进行了深入坦诚对话。同时，美国也在与多国进行贸易谈判，目前英国、越南、印尼等国的谈判已达成初步结果（部分成果仍需确认）。市场整体走向缓和，对关税冲击反应钝化，风险趋向于收敛。

下半年美国经济继续“软着陆”但走势将更加平稳。当前美国经济仍在趋势性放缓，但风险因素的逐步收敛有助于其路径更加平缓。一是随着关税收入的回升，美国财政赤字或趋向于平稳可控；二是美国参议院通过“天才法案”（GENIUS Act）支持稳定币有望增加短端美债需求，同时放松商业银行 SLR 监管规则也有助于增加银行的美债投资需求，均有助于降低美债的风险；三是“美丽大法案”落地后的减税效果有望支撑经济平稳落地；四是市场在风险收敛下回暖，美国股市重回历史高位有望提供财富效应和消费信心；五是美国与各国的贸易谈判多数有望在下半年达成一定成果，中美关系有所改善等，都对市场形成利好。

美联储分歧显现，预计首次降息推迟至 9 月

美联储官员在 6 月按兵不动后开始逐步出现分歧。近期特朗普从批评美联储主席鲍威尔升级到敦促其辞职，市场对特朗普推选“影子美联储主席”的预期上升。前美联储理事，下一任美联储主席热门人选凯文·沃什表示“应降息至更低水平”“关税不会导致通胀”。美联储主席另一大热门人选、现任美联储理事沃勒表示，预计关税不会显著推高通胀，美联储最早应该考虑在 7 月降低利率。此外，美联储副主席鲍曼、圣路易斯联储主席穆萨莱姆等也释放了鸽派信号。尽管分歧存在，但多数票委仍坚持 7 月按兵不动，这使市场认为年内首次降息将发生在 9 月。

此外经济数据也令美联储选择等待。一方面尽管多数经济数据释放减速信号，但最关键的就业数据依旧充满韧性，同时二季度 GDP 大概率反比反弹，经济“硬着陆”风险不高，7 月降息的紧迫性不足。另一方面，市场仍在等待更多关税影响通胀的证据，至少就目前来看，针对全球 10% 的关税，以及部分国家和行业的特定关税仍并未明显传导至通胀，企业提前备货、跨国运输和涨价决策时滞等因素，都在增加关税向通胀的传导链时长。此外，美国与各国之间的关税谈判进展迟缓，也给了货币当局更长的观察期。

从 CME 发布的最新“美联储观察”（FedWatch）工具来看，预计 7 月美联储保持定力的概率高达 97%，9 月降息的概率则在 64%，12 月进一步降息的概率达到 63%，意味着年内大概率有两次共计 50 个基点的降息。

表 8：CME “美联储观察”工具（2025.7.15 晚间）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/7/30					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	97.4%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	53.5%	45.1%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	28.1%	49.2%	22.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	19.5%	42.6%	30.5%	6.9%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.0%	22.6%	41.0%	27.3%	6.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	17.3%	36.0%	31.0%	11.7%	1.6%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.6%	22.7%	34.6%	25.4%	8.8%	1.1%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.4%	4.0%	15.7%	29.4%	29.4%	16.1%	4.5%	0.5%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.3%	7.0%	19.2%	29.4%	26.0%	13.1%	3.5%	0.4%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.6%	3.6%	11.9%	23.3%	28.1%	20.9%	9.3%	2.2%	0.2%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.0%	4.6%	13.3%	23.9%	27.2%	19.4%	8.4%	2.0%	0.2%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.3%	1.9%	6.9%	16.1%	24.8%	25.1%	16.5%	6.7%	1.5%	0.1%

数据来源：CME

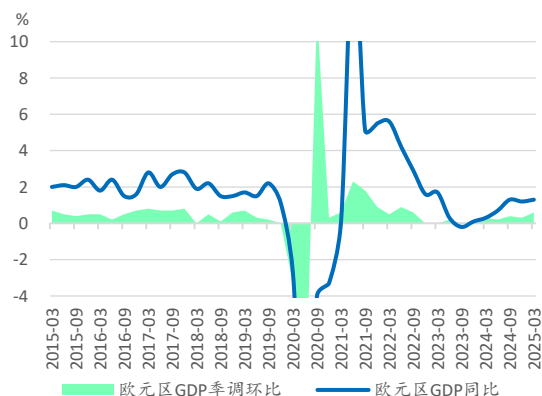
3. 欧洲：关税扰动经济，扩张势头放缓

3.1 经济持续扩张，但关税加征提升不确定性

欧洲经济已悄然实现五个季度扩张

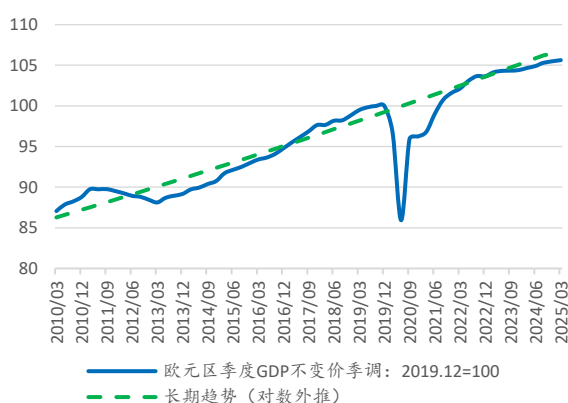
2025 年以来欧洲经济平稳增长。根据欧盟统计局发布的数据，2025 年一季度欧元区 GDP 同比增长 1.3%，季调环比增长 0.6%，为近 9 个季度以来的最快增速，从 2024 年开始，欧洲经济在不经意间取得了连续五个季度的温和扩张。从长期趋势看，欧元区经济仍基本保持在疫情前形成的长期增长轨道上。

图 37：欧元区季度 GDP 同比与季调环比



资料来源：欧盟统计局，WIND

图 38：欧元区季度 GDP（不变价）与长期趋势



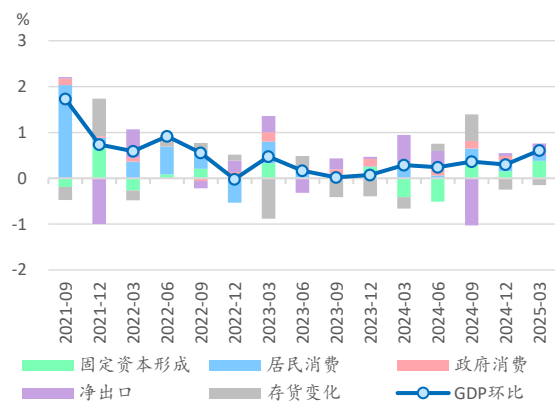
资料来源：欧盟统计局，WIND

投资与净出口表现强劲，但消费和政府支出略显疲软。从支出法构成来看，欧元区一季度固定资本形成季调环比增长 1.8%，贡献 GDP 环比增幅 0.38pp，创 2021 年 12 月以来新高，是 GDP 增长的最主要因素，在特朗普“孤立主义”的带动下，欧洲独立思潮提升了对军事、能源和科技的资本投入；私人消费季调环比增长 0.2%，贡献 GDP 环比增幅 0.11pp，与过去两个季度相比有所疲软；政府消费季调环比持平，对 GDP 环比零贡献；净出口季调环比增长 7.1%，贡献 GDP 环比增幅 0.27pp，主因特朗普关税预期下的“抢出口”影响。

从国别来看，各国经济基本均实现恢复性增长。欧盟第一大经济体德国一季度 GDP 季调环比增长 0.4%，同比跌幅也收窄至 0.2%，正逐步走出停滞状态。法国一季度 GDP 季调环比增长 0.1%，在去年四季度意外收缩后勉强恢复，避免了技术性衰退，同比增速放缓至 0.3%。西班牙一季度 GDP 季调环比增长 0.6%，同比增长 2.6%，表现持续强劲。意大利一季度 GDP 季调环比增长 0.3%，同比

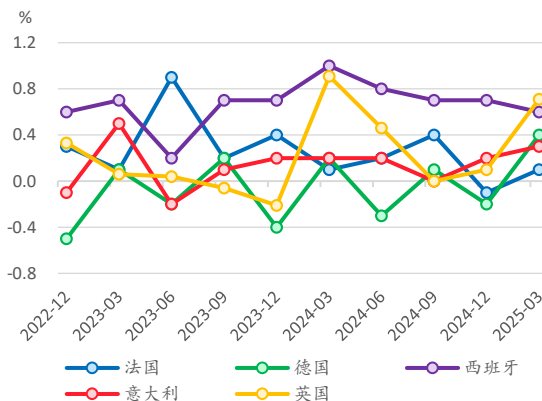
增长 0.3%。欧元区外，英国一季度 GDP 季调环比增长 0.7%，同比增长 1.3%，连续四个季度保持 1% 以上增速。

图 39：欧元区 GDP 季调环比折年率及支出法分解



资料来源：欧盟统计局，WIND

图 40：欧洲主要国家 GDP 季调环比

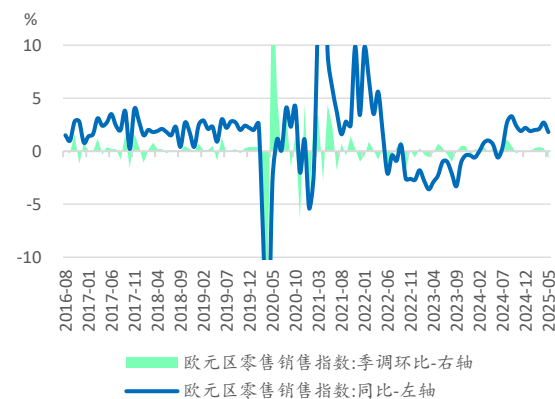


资料来源：欧盟统计局，WIND

关税政策对消费信心产生冲击

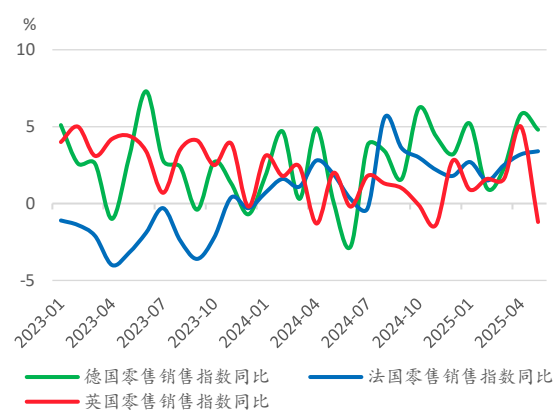
自 2024 年 6 月欧央行首次降息以来，欧元区消费整体复苏，但特朗普的关税政策正在影响消费者信心。1-5 月欧元区零售销售整体表现平稳，平均同比增长为 2.1%，略低于 2024 年四季度的水平，利率下行和通胀缓和也提供了有效支撑。但特朗普关税政策对消费信心产生了一定冲击，5 月欧元区零售销售环比下降 0.7%，为近 5 个月来首次。主要国家零售消费分化，1-5 月德国零售销售平均同比增长 3.8%，法国增长 2.7%，英国增长 1.6%。

图 41：欧元区零售销售指数同比与环比



资料来源：欧洲统计局，WIND

图 42：欧洲主要国家零售销售指数同比

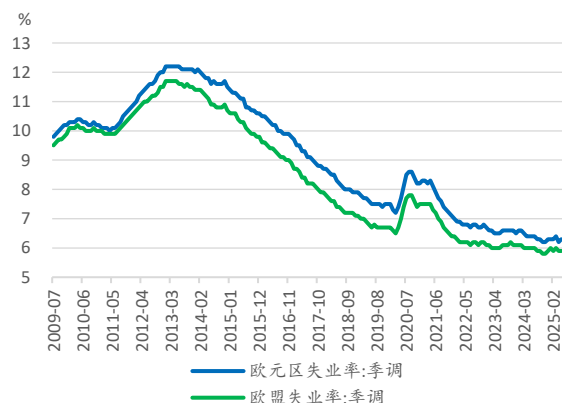


资料来源：欧洲统计局，WIND

就业市场稳健，但消费者信心仍保持低迷。欧元区消费的稳健得到来自就业市场的支持，2025 年以来欧元区失业率保持平稳，5 月 20 国平均失业率为 6.3%，与年初持平，欧盟 27 国则保持在 5.9% 的水平。不过特朗普的关税政策对欧洲

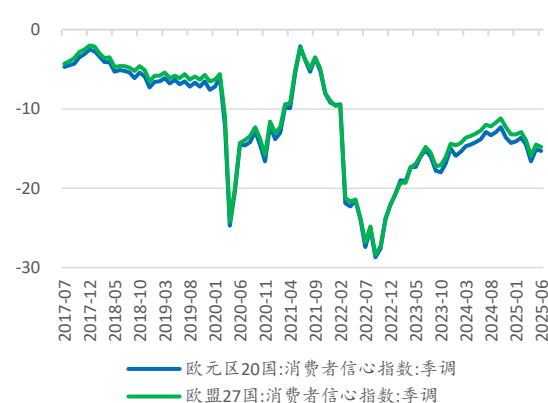
消费者信心形成了一定冲击，5、6 两月的欧元区 20 国消费者信心指数分别为 -15.1 和 -15.3，低于一季度的水平，预示二季度欧元区消费或受到一定冲击。

图 43：欧盟及欧元区失业率



资料来源：欧洲统计局，WIND

图 44：欧盟与欧元区消费者信心指数



资料来源：欧洲统计局，WIND

非核心国家工业生产复苏，但核心国家依旧低迷

欧洲工业正从俄乌危机引发的能源短缺中走出。2022 年俄乌危机爆发以来，由于能源短缺影响，欧洲工业生产遭受重创。不过 2024 年以来国际能源价格不断下行，欧洲工业企业面临的上游环境改善，开始缓慢恢复。2025 年 1-5 月欧元区 20 国工业生产指数平均同比增长 1.6%，较 2024 年全年下降 3.0% 的情况显著改善。不过 6 月以来中东局势一度紧张，能源价格波动加大，或再次影响欧洲工业的恢复。

图 45：欧元区 20 国工业生产指数



资料来源：欧盟统计局，WIND

图 46：法国工业生产指数



资料来源：法国统计局，WIND

欧元区核心国家的工业恢复不尽人意，4 月受关税影响边际回落。欧洲最大工业国德国 1-5 月工业生产指数平均同比依旧下降 1.4%，特别是 4 月季调环比下降 1.9%，同比下降 2.5%，5 月有所恢复；法国 1-5 月工业生产平均同比下降 0.7%，4 月季调环比下降 1.4%，5 月跌幅收窄。欧元区外，英国面临的情况类

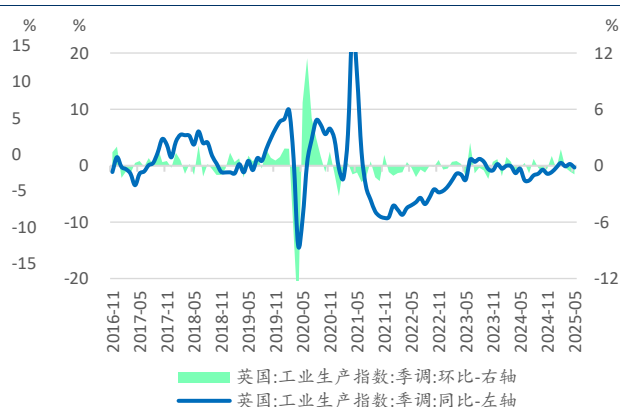
似，1-5 月工业生产平均同比增长 0.1%，4 月季调环比下降 0.6%，5 月下降 0.9%。由于欧洲制造业对外需依赖较强，目前美英、美欧贸易谈判的后续进展将对欧洲制造业形成重大影响。

图 47：德国工业生产指数



资料来源：德国统计局，WIND

图 48：英国工业生产指数

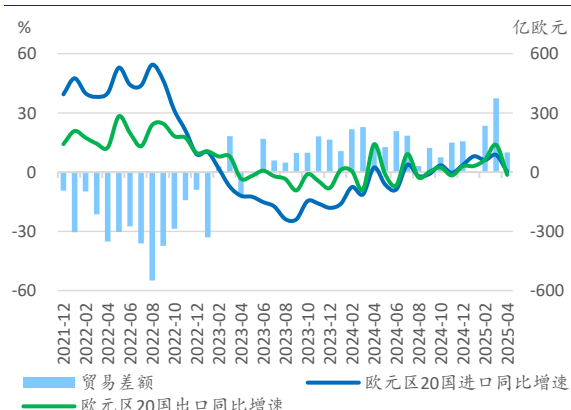


资料来源：英国统计局，WIND

关税战对欧元区贸易的影响初显

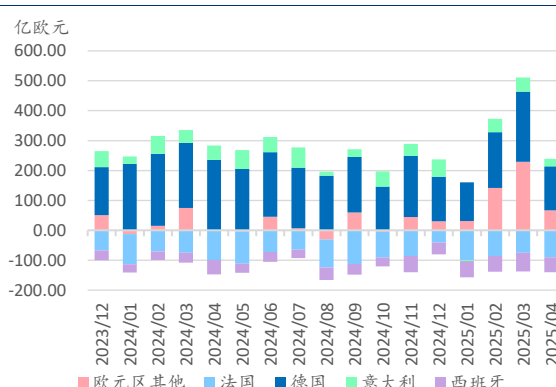
特朗普的关税战已开始对欧元区贸易产生影响。欧盟统计局数据显示，一季度欧元区出口 7619 亿欧元，同比增长 7.9%，进口 7008 亿欧元，同比增长 7.6%，贸易顺差 611 亿欧元。在特朗普关税政策影响下，3 月份“抢出口”特征明显，欧元区出口增速同比大增 13.8%。然而，4 月份开始随着特朗普“对等关税”落地，欧元区出口大幅波动，当月增速转为同比下降 1.4%，月度贸易顺差仅 99 亿欧元，较 3 月大幅下降 274 亿欧元。从各国情况看，4 月份法国贸易逆差扩大 14 亿欧元，德国和意大利的贸易顺差分别下降 88 亿和 22 亿欧元。

图 49：欧元区进出口增速与贸易差额



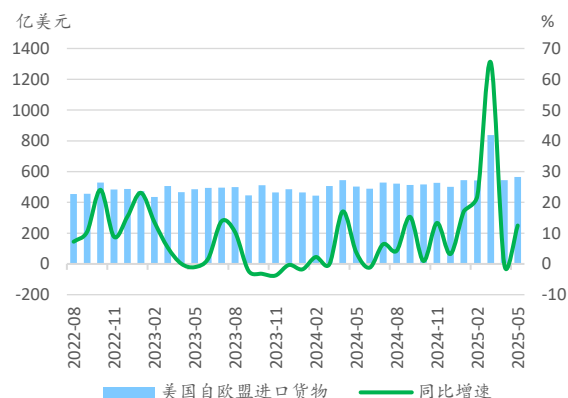
资料来源：欧盟统计局，WIND

图 50：欧元区主要国家贸易额



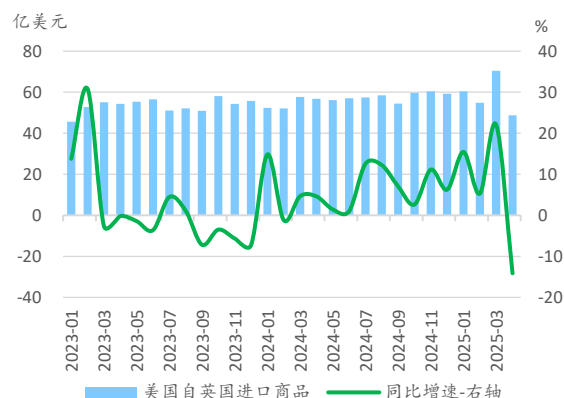
资料来源：欧盟统计局，WIND

图 51: 美国自欧盟进口商品贸易及增速



资料来源：美国人口普查局，WIND

图 52: 美国自英国进口商品贸易及增速



资料来源：WIND

单就欧盟输美贸易来看，关税落地前后反差较大。根据美国发布的数据，3月“抢出口”中美国自欧盟进口 837 亿美元的货物，同比增速高达 65.5%。但进入 4 月美国自欧盟的进口货物下降至 544 亿美元，同比下降 0.2%。英国的情况类似，3、4 月美国自英国进口货物同比增速分别为 22.0%和-14.1%。由于美英、美欧之间的关税谈判在 5、6 月份的进展有限，二季度关税冲击将持续。

关税政策将显著影响下半年的欧洲经济走向

欧元区及英国近期主要经济景气指标仍保持低迷。欧盟与英国制造业 PMI 仍低于 50%荣枯线，但近半年来趋势回升，逐步接近 50%，反映出能源松绑后的恢复态势。服务业 PMI 有所波动，5 月欧元区服务业 PMI 和 4 月英国服务业 PMI 均一度跌破荣枯线，但 6 月出现恢复。关税影响下服务业景气度和消费者信心都受到了一定冲击，经济前景及各类信心指数仍保持低位。

表 9: 欧元区与英国各项经济景气指标

	指标名	3 月	4 月	5 月	6 月
欧元区	经济景气指数	95.1	93.8	94.8	94.0
	工业信心指数	-10.7	-11.1	-10.4	-12.0
	服务业信心指数	2.4	1.8	1.8	2.9
	营建信心指数	-3.6	-4.0	-3.5	-2.8
	零售信心指数	-7.0	-8.9	-7.2	-7.5
	消费者信心指数	-14.5	-16.6	-15.1	-15.3
	ZEW 经济景气指数	39.8	-18.5	11.6	35.3
	制造业 PMI	48.6	49.0	49.4	49.5
	服务业 PMI	51.0	50.1	49.7	50.5
	综合 PMI	50.9	50.4	50.2	50.6
	OECD 综合领先指标: 法国	100.137	100.211	100.275	100.349
	OECD 综合领先指标: 德国	100.287	100.482	100.686	100.881

英国	OECD 综合领先指标：英国	100.674	100.696	100.724	100.764
	制造业 PMI：英国	44.9	45.4	46.4	47.7
	服务业 PMI：英国	52.5	49.0	50.9	52.8
	综合 PMI：英国	51.5	48.5	50.3	52.0
	GFK 消费者信心指数	-19.0	-23.0	-20.0	-18.0

数据来源：WIND

美英谈判率先取得阶段性成果。6月16日，美国白宫发表声明表示，美国总统特朗普与英国首相斯塔默共同宣布了贸易协议的一般条款。美国计划为英国汽车进口设定每年10万辆的配额，征收关税税率为10%。在英国满足某些要求的前提下，美国计划迅速对英国生产的钢铝制品以及某些衍生钢铝制品设定“最惠国”税率配额。此外，双方承诺通过建立某些航空航天产品的免关税双边贸易，来强化航空航天和飞机制造的供应链，美国将废除此前三项行政命令中对英国航空航天业征收的关税。作为交换，英国将扩大从美国进口牛肉、乙醇、谷类等农产品和一些工业品的市场准入。

特朗普威胁对欧盟加征30%关税，美欧谈判仍在继续。当地时间7月12日，美国总统特朗普发布致墨西哥和欧盟的信件，宣布自2025年8月1日起，美国将对来自墨西哥和欧盟的输美产品征收30%的关税。特朗普在信中表示，如果欧盟愿意向美国开放贸易市场、取消关税、非关税政策及其他贸易壁垒，美国或将考虑对关税政策作出相应调整。对此，欧盟声明表示仍然准备继续努力，在8月1日前达成协议。当前，汽车以及农产品关税水平已成为双方贸易谈判之间的关键症结。欧盟的诉求是力争对大多数出口产品征收10%关税，并对航空、医疗器械等少数行业给予有限豁免；欧盟同时争取降低烈酒与葡萄酒关税，并力争通过配额方式缓解特朗普对钢铝所实施的50%这一历史性关税；美方贸易谈判代表则提议对农产品征收17%关税，而不是欧盟所希望的10%。预计美欧在8月1日前达成一项“原则性框架协议”的可能依旧存在，并在此基础上，双方将继续谋求就汽车等特定领域的关税减免进行磋商。

表 10：当前美国对欧盟的主要关税及谈判进展

行业	当前关税	谈判进展
汽车	25%	美国自4月3日起对全球汽车及零部件加征25%的关税（232条款）。参考美英协议，欧盟或争取一定数量汽车得到低关税的配额，但不确定性很高。
钢铝产品	50%	美国于6月4日上调对钢铝及其制品的关税至50%（232条款），此外将从6月23日期扩大至包括洗碗机、洗衣机和冰箱等“钢铁衍生产品”。目前英国独享有条件豁免权（25%），尽管错过了7月9日的豁免期限，但美国暂未上调至50%。
铜产品	10%	特朗普宣布将于8月1日起开始对全部输美的铜产品加征50%关税。

一般商品	10%	欧洲决策层正逐步接受将 10%互惠关税作为美欧贸易谈判基准的现实。不过欧盟内部分歧较大，在反制和妥协之间摇摆，若谈判破裂，或恢复 20%“对等关税”。特朗普曾在 5 月下旬威胁对欧盟加征 50%关税但随后搁置。
------	-----	---

资料来源：根据公开资料整理

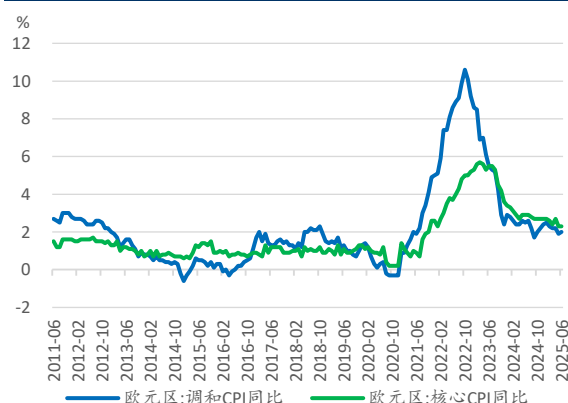
近期主要国际机构均因关税冲击下调欧元区的经济增长预期。IMF 预计欧元区今明两年将实现 0.8%和 1.2%的增长，OECD 预计将增长 1.0%和 1.2%，世界银行则预计欧元区将在 2025-2027 年分别增长 0.7%、0.8%和 0.8%。2024 年欧盟对美出口额约占 GDP 的 3.5%，在加征 10%、20%和 30%三种情景下，我们预计欧元区 GDP 增速或分别下降 0.1-0.2、0.2-0.3、0.4-0.6 个百分点，受关税战冲击和中东局势引发能源波动的影响，欧元区下半年或放缓最近五个季度以来的经济扩张趋势。英国方面，二季度以来英国经济已出现放缓迹象，月度先行数据显示，英国 5 月 GDP 环比下滑 0.1%，为连续第二个月收缩，考虑到美英之间钢铝关税尚存疑虑，下半年英国经济仍面临较大下行压力。

3.2 通胀持续下行，但地缘政治风险带来不确定性

欧元区已接近通胀政策目标

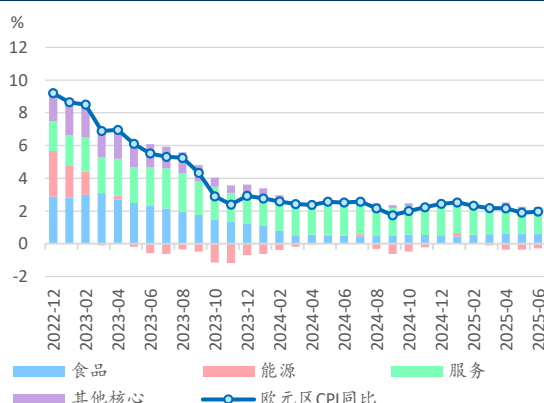
核心通胀下行接近政策目标，工资—通胀螺旋减弱。2025 年以来欧元区通胀持续走低，整体通胀由 1 月的 2.5%逐步回落至 6 月的 2.0%，并在 5 月一度低于 2.0%的政策目标，主要得益于 3 月以来国际能源价格的持续走低。核心通胀也在逐步回落，由 1 月的 2.7%回落至 6 月的 2.3%，接近政策目标。

图 53：欧元区 CPI 与核心 CPI



资料来源：欧洲统计局，WIND

图 54：欧元区 20 国调和 CPI 同比分解



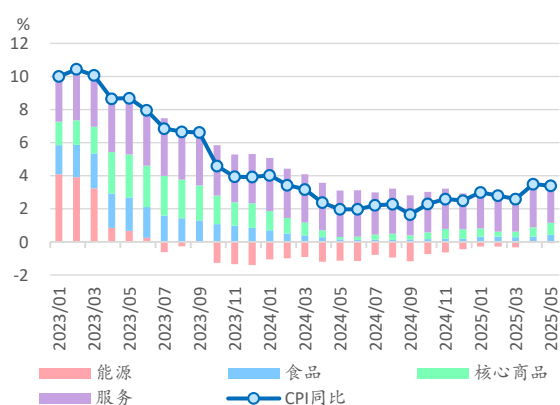
资料来源：欧洲统计局，WIND

央行官员多次表示已“几乎达到通胀目标”。从结构看，尽管食品价格在 3 月以来有所走高，但能源价格的回落不断拉低整体通胀。核心通胀中服务价格

也在下行，由1月的3.9%回落至6月的3.3%，其回落得益于薪资水平的回落，一季度欧元区工资收入指数同比增速回落至1.9%，而去年四季度还处在3.2%的高位。可见欧元区工资—通胀黏性已大大减弱，这也为欧央行持续降息提供了足够空间。

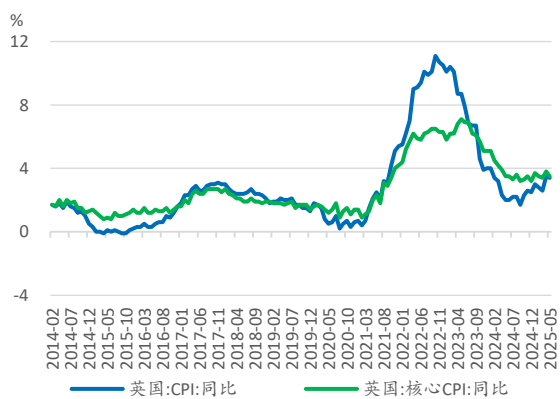
英国通胀压力大于欧元区。与欧元区相比，英国通胀仍有压力，整体通胀由1月的3.0%回升至5月的3.4%，核心通胀则由1月的3.7%小幅回落至3.5%。能源价格降幅收窄，减缓了英国通胀的回落速度，食品价格则出现明显上涨。核心通胀中，服务价格保持高位，5月同比上涨4.7%，由于目前英国私人部门平均周薪仍高于5%，工资—通胀螺旋仍然显示出较强韧性。

图 55：英国 CPI 同比分解



资料来源：英国统计局，CEIC，WIND

图 56：英国 CPI 与核心 CPI



资料来源：英国统计局，WIND

中东局势紧张或对欧洲通胀产生冲击

伊以局势恶化推升国际原油价格。6月13日凌晨，以色列对伊朗发动袭击，随后伊朗发动多轮导弹回击，伊以局势迅速恶化。受以色列空袭影响，伊朗多处能源设施遭到破坏。6月21日，美国空袭伊朗福尔多、纳坦兹和伊斯法罕三处伊朗核设施，伊朗在两天后向美国驻卡塔尔军事基地发动导弹袭击。受中东局势恶化影响，国际油价出现恐慌性上涨，由6月10日的65美元升至接近80美元。随着之后局势缓和，国际油价出现回落，但油价中枢上行至65-70美元区间，依旧较上半年价格中枢略高。

国际能源价格上涨对欧元区下半年通胀或产生有限影响。部分东欧国家对于中东能源依赖较强，国际能源价格上涨将导致欧洲特别是东南欧国家感受能源压力。假设中东局势须向缓和，能源价格阶段性上涨后逐步回落，欧元区下半年通胀或小幅升高。参考俄乌危机中国际原油价格在半年内由80美元升至120美元上方，欧元区对应能源对CPI的抬升作用最高上升了约1.8个百分点。考

虑伊以局势趋向缓和，国际能源价格未突破 80 而见顶回落，对欧元区通胀的影响将仅为 0.1-0.2 个百分点左右。

3.3 欧英央行仍有降息空间

欧央行降息逐步接近尾声

欧洲央行即将接近降息尾声。欧中央于 6 月 5 日召开的议息会议上决定将欧元区三大关键利率分别下调 25 个基点，降息后，欧元区存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率分别降至 2.00%、2.15%、2.40%。**这是欧洲央行自 2024 年 6 月启动降息以来第八次下调利率。**欧央行表示，欧元区通货膨胀率当前已处于中期目标 2% 附近，预计整体通胀率在 2025 年为 2.0%，2026 年为 1.6%，2027 年为 2.0%。欧央行行长拉加德也表示，目前正在接近降息周期的尾声。

回顾欧央行的降息过程，历时一整年的利率调整较好地实现了欧洲经济企稳回升和通胀温和下行的目标，欧元区 GDP 季度同比由降息前的 0.7% 升至一季度的 1.3%，核心通胀水平也由降息前 2.9% 回落至 2.3% 的水平，利率水平下降、能源约束放松、贸易条件改善以及抢出口等因素是欧元区近一年来经济改善的主要动力。

未来降息路径将取决于两大因素。第一大因素是美欧贸易战对欧洲经济外需的冲击程度，第二因素则是中东局势对能源价格的冲击。前者导致欧元区经济复苏动力下滑和通胀回落，而后者则是推升通胀限制降息空间的重要因素。**在基准情景下，即中东局势相对稳定，且美欧贸易谈判相对顺利，预计欧洲央行在年内或还有一次降息。**其他情景下，若关税政策对经济的负面影响上升，降息次数可能增加；若中东局势恶化，国际油价持续走高，欧央行可能难有进一步降息空间。

英国央行仍将继续降息

英国央行降息路径更为平缓，未来降息空间更大。与欧央行相比，英国央行本轮周期降息 4 次共 100 个基点，降息路上走走停停，主要源于英国面临更大的通胀压力。6 月 19 日，英国央行宣布维持 4.25% 的基准利率不变，但投票结果显示 9 人中支持不降息和降息的比例为 6 比 3，表明分歧较为严重，这一决定使得英国央行 8 月可能降息 25 个基点的预期升温。英国二季度通胀升至 3% 上方，但该趋势在英国央行的预期范围内，在 5 月的上一次降息后，英国央行曾

表示由于能源价格基数变化通胀在 4、5 月份将会再次上行，但劳动力市场呈现更多长期通胀下行压力。本次会议纪要也显示，委员会预计薪资增长将放缓，未来降息将“渐进且谨慎”。由于美英谈判已达成初步效果，预计英国央行将继续以目前节奏降息，年内或再降息两次。

4. 日本：经济显滞胀特征，央行被迫保持定力

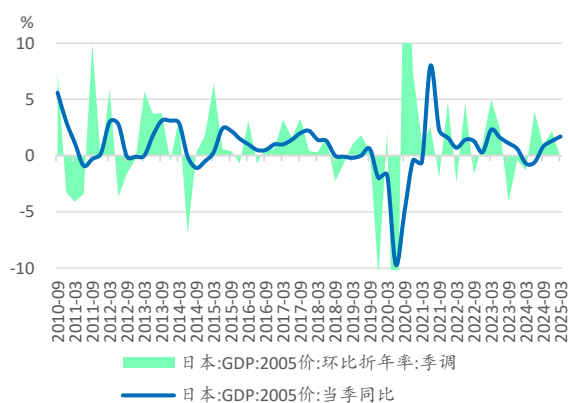
4.1 内部平衡：经济意外收缩，通胀压力增大

经济复苏放缓，关税影响信心

日本经济一季度意外收缩。2025 年以来日本经济并未延续此前三个季度的连续扩张趋势，一季度日本 GDP 环比折年收缩 0.7%，在关税尚未冲击的情况下开局不利，不过由于去年一季度能登半岛地震导致的基数较低，今年一季度 GDP 同比仍实现了 1.7% 的同比增长。

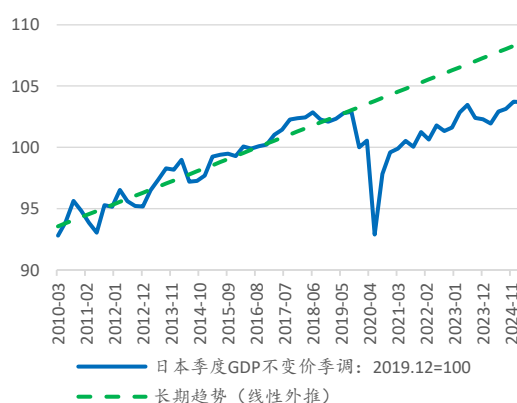
从长周期看日本经济依旧未回归正常轨道。2022 年以来，日本经济疫后复苏一直不如人意，经济规模距离疫情前长期趋势差距越来越大，在一季度经济收缩后，目前仍落后长期（线性外推）趋势 5 个百分点，是主要经济体中复苏力度最弱的。

图 57：日本 GDP 同比与季调环比年率



资料来源：日本内阁府，WIND

图 58：日本季度 GDP（不变价）与长期趋势

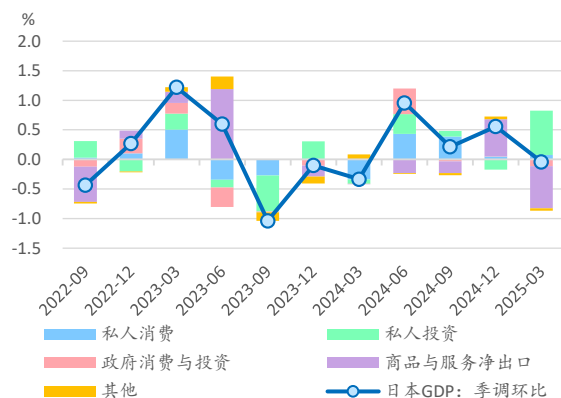


资料来源：日本内阁府，WIND

从结构来看，消费支撑不足且外需转弱。一季度日本 GDP 季调环比增长 0.2%，其中私人消费贡献 0.08pp，私人投资贡献 0.75pp，政府支出贡献 -0.12pp，总体内需贡献 0.67pp，虽然呈现复苏态势，但其中最关键的消费支撑力度较弱。相

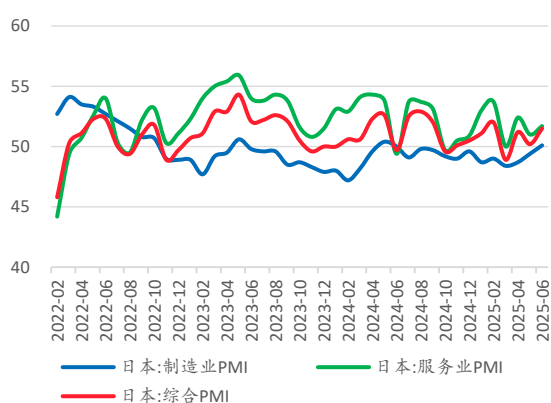
比之下，外需在上个季度好转的情况下再次承压，表明关税预期对日本经济的影响已提前显现。

图 59：日本季度 GDP 环比贡献分解



资料来源：日本内阁府，WIND

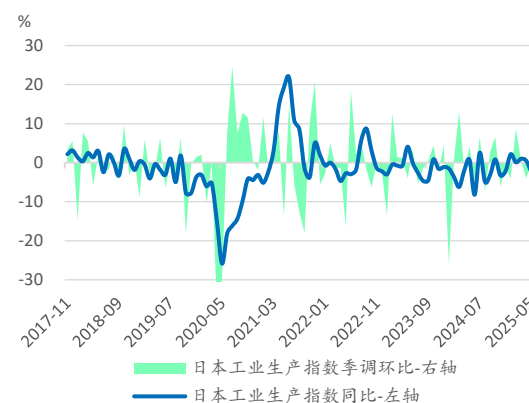
图 60：日本 PMI



资料来源：标普全球，WIND

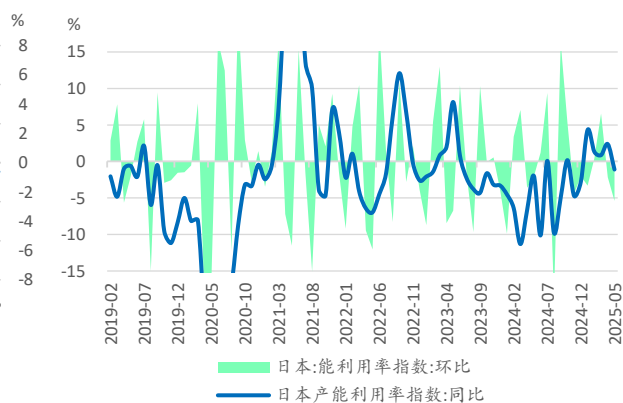
工业生产缓慢复苏，但近期因关税预期转弱。2025 年 1-5 月日本工业生产指数平均同比增长 0.3%，主因去年受地震影响基数较低抬高了同比涨幅。但随着美国加征关税预期影响，工业在近期承压，5 月工业同比下降 2.4%。产能利用率指数也出现回落，5 月同比下降 1.1%，环比下降 5.4%。

图 61：日本工业生产指数同比与季调环比



数据来源：日本经济产业省，Wind

图 62：日本产能利用率指数

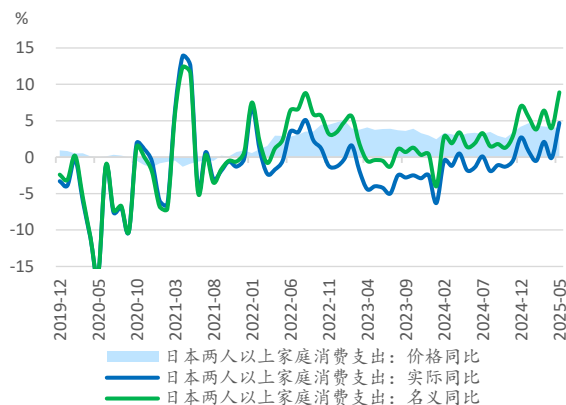


数据来源：日本经济产业省，Wind

二季度家庭消费回暖，但商业零售转弱，贸易战开始影响消费信心。1-5 月日本两人以上家庭消费支出平均同比增长 5.7%，较去年四季度回升 2 个百分点，较去年全年回升 3.6 个百分点，1-5 月实际平均同比增长 1.4%，也较去年四季度和全年水平有所提升。5 月两人以上家庭消费支出名义同比增长 8.9%，实际同比增长 4.7%，均创近年来的新高。价格因素在一季度抬升后二季度趋于回落，5 月家庭消费价格因素同比回落至 4.0%，较 1 月下降 0.7 个百分点。不过商业零售在二季度有所转弱。4、5 两月分别环比下降 8.8% 和 1.1%，主因贸易

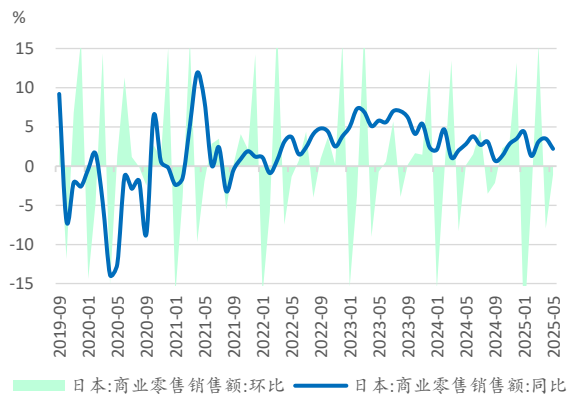
战影响消费信心。日本4月消费者信心指数一度因贸易战下滑至31.2的低点，随后在5、6两月开始回升。

图 63：日本两人以上家庭消费支出



数据来源：日本统计局，Wind

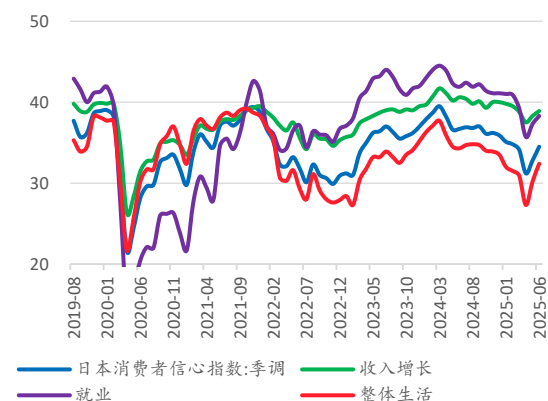
图 64：日本商业零售：同比与环比



数据来源：日本经济产业省，Wind

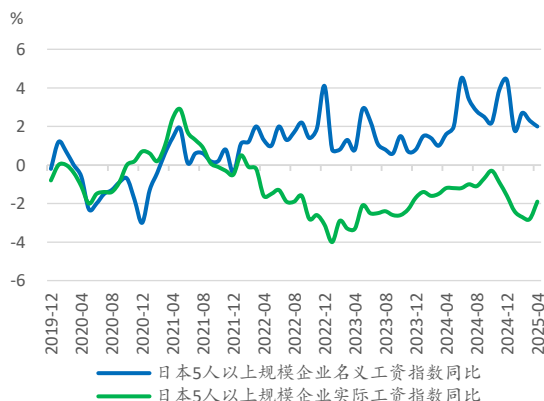
工资收入出现放缓迹象，或影响未来消费。今年以来日本名义工资收入有所放缓，1-4月平均同比增长2.0%，较去年全年放缓0.4个百分点。实际工资增速降幅扩大，1-4月平均下降2.5%，较去年全年放缓1.3个百分点。物价上涨压力对实际工资的侵蚀成为日本消费增长的主要抑制因素之一。

图 65：日本消费者信心指数



数据来源：日本内阁府，Wind

图 66：日本名义与实际工资指数同比



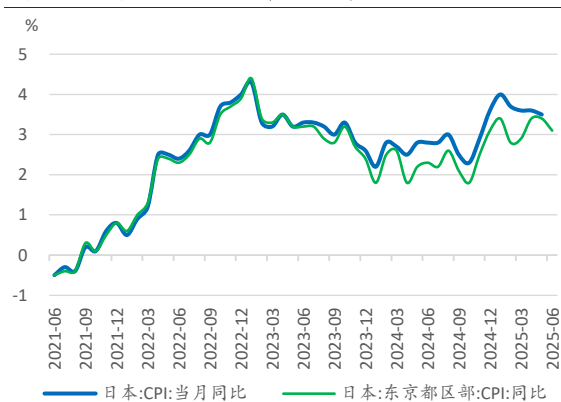
数据来源：日本经济产业省，Wind

米价为代表的食品价格引发较强结构性通胀压力

日本核心通胀压力加大。日本总务省公布的数据显示，5月日本整体CPI同比上涨3.5%，较去年12月上升0.1个百分点，剔除生鲜食品的核心CPI同比上涨3.7%，较12月3.0%的水平明显升高。与去年末相比，能源贡献率小幅下行0.13pp，生鲜食品贡献率明显下行0.74pp，服务贡献下降0.11pp，但耐用品和其他核心的贡献分别增加0.09pp和0.77pp，是CPI升高的主要因素。

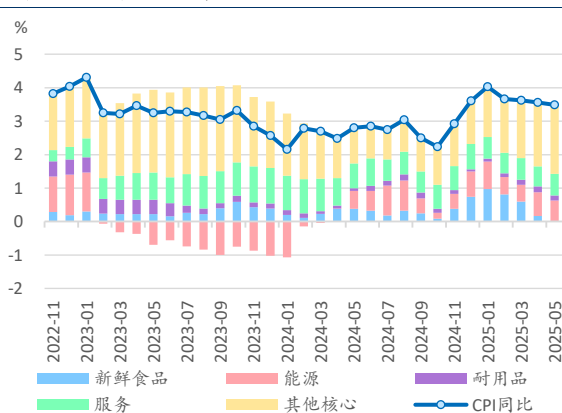
以大米为代表的非生鲜食品价格上涨是日本核心 CPI 上涨的最主要推动力。5 月日本食品产品同比上涨 5.2%，较去年末升高 2.3 个百分点，但生鲜食品同比由去年末的 11.6% 大幅回落至 5 月 2.5%，可见非生鲜食品涨幅巨大。其中，大米价格同比上涨 101.7%，饭团价格同比上涨 19.2%，寿司上涨 6.3%；巧克力上涨 27.1%，猪肉上涨 6.2%，咖啡豆上涨 28.2%。相比之下，日本服务价格保持平稳，5 月剔除估算租金的服务价格同比上涨 1.9%，私人房屋租金和估算租金涨幅也保持低位，5 月仅分别同比上涨 0.5% 和 0.3%。由此可见，今年以来的日本通胀呈现较为明显的局部结构性涨价特征，这是日本央行对加息抑制通胀始终犹豫不决的原因。

图 67：日本全国与东京都 CPI 同比



数据来源：日本总务省，Wind

图 68：日本 CPI 同比涨幅结构



数据来源：日本总务省，Wind

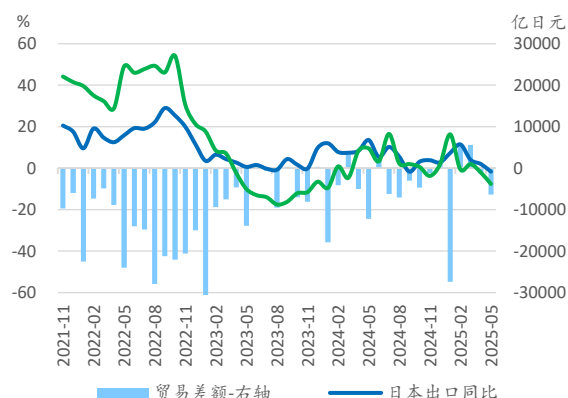
为遏制通胀，日本政府更多采取行政和财政补贴措施。包括持续投放储备米、向零售商直接供货等手段平抑历史最高米价、恢复夏季燃料补贴等措施。数据显示，率先发布的 6 月东京核心 CPI 回落至 3.1%，较 5 月 3.6% 显著放缓，预计 6 月全国 CPI 的上涨压力将有所减轻。

4.2 外部平衡：关税影响初显，未来困难重重

贸易逆差收窄，但关税对出口的影响已初步显现

贸易仍保持逆差，同比收窄，但趋势边际下行。1-5 月日本出口同比增长 4.5%，进口同比增长 1.6%，累计贸易逆差 2.37 万亿日元，较去年同期收窄 1.22 万亿。2025 年以来，由于能源价格保持低位，叠加日元对美元整体升值，贸易条件持续改善，是日本贸易逆差收窄的主要原因，但贸易战阴影下日本外贸仍面对较大压力。从单月看，5 月进出口双双陷入收缩，其中出口同比下降 1.7%，进口同比下降 7.7%，反映趋势在边际走弱。

图 69：日本月度进出口同比增速与贸易差额



资料来源：日本财务省，WIND

图 70：日本贸易条件（出口价格/进口价格）



资料来源：日本央行，WIND

对美国出口受关税预期大幅波动，对其它地区出口形势分化。剔除汇率干扰后，1-5 月日本出口以美元计同比增长 4.1%。从国别看，美元口径下，1-5 月日本对美国出口同比增长 1.1%，其中 2、3 月份“抢出口”分别同比增长 6.0%和 3.0%，5 月受基线关税和汽车钢铝关税影响，对美出口同比下降 4.1%。其他国家中，对东盟、印度、韩国分别同比增长 5.8%、14.1%和 4.8%，对中国和欧盟则分别同比下降 1.7%和 5.3%。

主要产品方面，船舶、光学设备、集成电路、化学制品提供支撑，但汽车、钢铁、通信设备等传统优势产业出口均出现下滑。美元口径下，日本 1-5 月占出口 16.2%的电气机械同比增长 2.3%，其中集成电路虽同比增长 3.8%，但传统电气机械如通讯设备、影像设备分别同比下跌 2.2%和 8.5%。船舶同比增长 5.9%、光学仪器同比增长 2.5%，化学制品同比增长 2.7%，表现尚可。传统优势项目中，占日本出口比重 14.6%的乘用车出口额同比增长 2.2%，但 4-5 月再次陷入负增长；受关税冲击较大的钢铁同比下降达 10.1%。

日元兑美元整体升值，外部环境困难增多

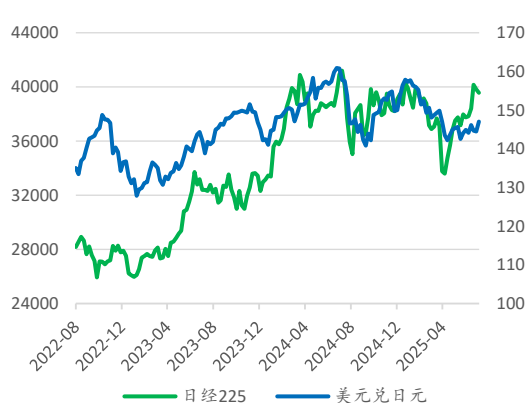
日元汇率一季度升值，二季度以来横向波动。2025 年以来日元汇率对美元整体升值。其中，一季度受全球“特朗普交易”扭转，美元走弱及美日息差收窄影响累计升值 4.7%；二季度在多种因素下累计升值 2.8%，但波动加大，其中对等关税引发的去美元交易是日元升值的主要因素，而日本通胀上行但日本央行对加息犹豫不决，以及关税冲击下日本经济转弱是日元贬值的主要因素。

图 71：美日利差及美元兑日元汇率



资料来源：WIND

图 72：日经 225 与美元兑日元汇率（周线）



资料来源：WIND

未来日本经济的外部环境困难增多。从商品贸易和产业链角度看，日本主要产业在中韩等后来者的竞争下颓势不断显现，特别是汽车出口正在受到中韩的挤压。随着特朗普关税战的开启，日本主要产业将面临严峻的外需下降压力，4-5月钢铝、汽车等出口已开始受到影响。从金融角度看，日元转向升值后，日本股市涨幅不再，今年上半年日经 225 指数同比下跌 1.8%，在全球主要市场中排名靠后，股市繁荣对经济的刺激作用也开始回落。

4.3 贸易战加大不确定性，货币政策陷入两难

经济展望：贸易战不确定性加大，通胀或高位缓慢回落

美日贸易谈判陷入僵局，美国对日本加征 25% 关税。自 4 月 9 日特朗普暂缓对等关税以来，日本一直积极与美国开展贸易谈判。但日本方面态度强硬，一直坚持将“对等关税”和汽车关税、钢铝关税等捆绑在一起谈判，要求美方全面取消这些不合理的关税。在此基调下，日美双方先后 7 轮磋商，双方诉求存在巨大鸿沟，收效甚微。7 月 7 日，特朗普通过信件方式通知 14 个国家加征关税，其中对日本关税达到 25%，甚至高于 4 月 2 日 24% 的对等关税税率，随后推后至 8 月 1 日实施。该措施引发日本朝野强烈不满，日首相石破茂已指示相关阁僚继续谈判，寻求既维护日本国家利益又能实现双赢的协议。

从谈判前景看，双方存在无法妥协之处，最终结果的不确定性极大。日美关税谈判的最大障碍是汽车，2024 年日本在对美贸易顺差中接近 30% 由汽车贡献，日本坚持下调汽车关税成为谈判陷入僵局的一大原因。另一方面，日本不愿意开放农产品进口，原因在于日本农民是自民党重要的基本盘。此外，即便谈判

达成初步一致，特朗普多变的性格也可能令谈判临时生变，类似情况曾发生在美国与越南的谈判中。

鉴于美日贸易谈判未落地，且外需对日本经济贡献颇大，下半年日本经济走向不确定性较大。目前主要机构均大幅下调了日本的经济增长预期，其中世界银行6月将日本2025年GDP增速下调0.5个百分点至0.7%，同月IMF亦下调0.5个百分点至0.6%，稍早（4月）做出预测的OECD则下调0.4个百分点至0.7%。假设美日能在未来1-2个月内达成初步协议，按照10%和25%两种关税水平测算，预计将分别拖累日本全年GDP增速0.2和0.5个百分点。

通胀方面，预计下半年仍有上升压力。为抑制通胀上升，日本政府推出能源补贴和投放储备米等多重设施，并即将在近几个月内看到效果，不过考虑到去年基数作用，下半年日本通胀仍有可能反复，个别月份核心通胀或挑战4%。不过若美日关税谈判不利导致经济下行，通胀上行空间也将收窄，预计四季度开始通胀或开始缓慢下行。

预计日本央行货币政策将保持灵活谨慎

近年来随着日本逐步走出通缩，日本央行正在逐步退出实行了十多年的超低利率政策。2024年日本央行两次加息，将利率水平由-0.1-0%，升至0.25%，并取消国债收益率曲线控制（YCC）政策。同时发布缩减购债计划，拟至2026年第一季度，将每月债券购买量将从目前的约5.7万亿日元减少至2.9万亿日元，平均每个月缩减大约4000亿日元的购买量。今年1月，日本央行再次加息25个基点，将政策利率由0.25%上调至0.5%。

6月17日，日本央行维持目标利率0.5%不变，计划明年一季度后进一步缩表。日本央行计划2026年4月起每月缩减2000亿日元国债购买量（目前为每月缩减4000亿日元）。预计到2027年第一季度，日本央行国债购买量将降至约2万亿日元。届时，日本央行持有的日本国债规模将从2024年6月的水平下降约16-17%。日本央行强调，若长期利率出现快速上升，可能采取包括增加债券购买、固定利率操作以及集中抵押品资金供应操作等手段来稳定市场。

日本经济出现减速和通胀上升令日本央行陷入两难。关于经济前景，在一季度经济意外收缩，以及美日谈判不确定性较大的情况下，央行被迫暂停了加息计划，已连续3次按兵不动，并很有可能在7月末继续保持定力。但另一方面，食品价格推动日本通胀不断升高，给日本央行带来巨大压力。不过好的一面是

当前通胀结构性特征明显，食品是主要推动力，而房屋租金和服务价格涨幅并不明显。对此日本央行的措辞仍是长期通胀在向 2% 目标靠拢，表明其对通胀仍是容忍而非对抗态度。

在不同情景下，日本央行或采取灵活策略：若美日谈判迟迟未决或关税对日本经济形成较大冲击，日本央行有可能将加息延至明年；若美日谈判在 8 月或 9 月达成初步结果且能令日本基本满意，同时通胀压力再次上行，不排除日本央行将考虑在 9 月或 10 月再次加息。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。