



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行有冠 逐鹿得人则通

冠通期货-2025宏观半年报

--反复无常市场跌宕，供给冲击蕴藏良机



研究咨询部王静



时间：2025年6月30日

本公司具备期货交易咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gtfutures.com.cn

2025年上半年宏观演绎

2025上半年，全球资本市场在动荡中，正式进入特朗普2.0时代。美国对外关税贸易战开打，对等关税重创全球，更搅动美国资本市场；对内整顿清算驱赶移民，加剧两党斗争，引发多地游行动乱；同时，推动大漂亮法案，扩张财政给“富人”减税为“资本”松绑，提振美股却动摇着美国的信用根基，美债遭到穆迪下调信用评级，美元跌至年内新低，美债利率震荡高企。与此同时，中国“针锋相对”奉陪到底，强硬对等反制两次谈判迎来转机，关税大幅下调，稀土出口管制更是掐住“七寸”，中美博弈从被动应对转为主动出击。一季度DeepSeek震撼问世哪吒闹海，扭转了国内的悲观预期，演绎出了一轮科技股行情，东升西降的宏大叙事。二季度，从关税大战的硬钢到底，再到印巴冲突中的军事实力，稀土管制的主动出击，把悲观预期转换为乐观情绪，在反复无常的特朗普给世界带来连续不断地不确定性中，中国的稳定如一则为全球持续注入稳定的力量，彰显出中国的稳韧。只是，全球贸易的下滑，关税的施加收缩经济，外需的透支和内需的不足仍旧压抑经济的增长，行业的内卷和物价的难涨造成利润的微薄，令市场仍寄希望于政策的力度和托举。

2025上半年，宏观上值得注意的问题是美元的异常弱势。中国DeepSeek的突围给美国的科技优势当头棒喝，到特朗普的海湖庄园协议强化美元贬值的预期，再到对等关税全球宣战，衰退恐慌与滞胀忧虑再创美国霸权，大漂亮法案的财政扩张债务赤字加剧掀起一场美债危机。几盆冷水，祛魅西方的神话，浇灭了投资者对于美元的迷信，更削弱了美元的避险属性，从安全资产转变成了风险资产。与此同时，欧洲经济的复苏和德国的财政计划，让资金分流到欧元资产，替代效应下欧元的强势反衬出美元的疲弱。下半年，伴随着美联储降息的重启，欧洲降息的尾声，美欧利差恐将压缩，继而持续给弱势的美元施压。

2025年下半年宏观展望

展望下半年，全球贸易体系正在经历重启，贸易政策不确定性“爆表”，全球增长预期遭遇下调，通胀预估则有所提高，世界经济面临严峻挑战恐将走向滞胀。美国经济外强中干，特朗普的内政外交加剧内部的撕裂与分化，政策实施反复无常，宏观经济软数据和硬数据表现劈叉，遭受独立性挑战的美联储，降息之路面临掣肘显得踌躇，关税的影响日渐显现，美国经济预计将徘徊在滞胀与衰退之间。

中国经济增长的韧性——外需将遭遇逆风，直接冲击来自于特朗普上任后所发起的贸易战的猛烈攻击，间接则受累于全球贸易摩擦加剧下世界经济增速放缓，继而导致的需求下降。与此同时，国内需求不足的问题依旧严峻，地产拖累加剧之下，经济增长承压，居民与企业部门的压抑，市场寄望于政府部门的逆周期政策发力。财政政策将在“精准滴灌”与“风险拆弹”间寻求平衡，核心抓手仍是消费与“三大工程”，同时需通过税制改革去破解地方财政困局。若外部冲击加剧，不排除增发特别国债的可能。货币政策在适度宽松的基调下，快速超市场预期而降息，是国内对冲内忧外困的首选措施，亟待出台。

大类资产的看法上，2025年下半年，特朗普的反复无常料将难改，中美的博弈竞争也会持续，全球的不确定性与世界的动乱蔓延扩散，继而令资产价格跌宕起伏。不断下行的美元避险属性弱化，稳定的人民币将彰显出吸引力，对冲经济下行压力，宽松预期强化可期，人民币汇率震荡走升稳韧为主。固定收益在避险需求与宽松预期下有望震荡上扬；权益资产恐将遭受经济现实的打压，一旦政策力度不及预期眼下的乐观情绪恐遭浇灭，股市料将承压回调宽幅震荡；金价在多空交织之下恐难新高，大概率是高位震荡走势。大宗商品方面，战火燃烧的中东支撑着原油的火热，避险的情绪强化着黄金的吸引力，而国内对冲经济下行所可能的财政加码刺激，令市场伺机着黑色系商品的驱动力，未来投资机会很可能更多上演在商品期货市场，股市与商品的资金跷跷板效应下，继而令商品的机会好于股市。供给冲击与需求疲软交织，低估值吸引资金关注，关注部分商品脉冲式阶段性的结构性机会。

风险的预警上，2025上半年，特朗普衰退很长一段时间笼罩美国，美股一度大幅回撤，美债危机不绝于耳，美元指数创出阶段性新低。纵然5、6月恐慌情绪有所缓和，眼前的剧本更像是在演绎软着陆，但对于第25个太阳黑子周期将迎来极大值的2025年，仍将是蕴藏着潜在的危机。

2025年下半年宏观视角——中美为主线，日欧是隐线，中东导火线

走向战国时代的世界则更加彰显出多极化的市场风格，继而在宏观的观测视角上需要扩展。中美为主线，G2主导全球市场；日欧是隐线，牵引着资金的轮转；中东导火线，不时引爆动乱，点燃投资者的避险情绪。

	美国	中国	欧德	日本	关键指标
增长	特朗普的反复无常 软数据的差PK 硬数据的韧	强预期弱现实 外需抢出口透支 地产拖累加剧	经济景气度 边际好转	增长乏力 景气度收缩	OECD领先指数 PMI、就业、花旗经 济意外指数等
通胀	滞胀 一直忧虑迟迟未到	CPI低位徘徊 PPI有望触底	通胀回落但 仍不低	通胀回落但 仍高企	CPI&PPI 通胀预期 商品价格
政策	对等关税VS减税法案 债务上限与美债危机 美联储的掣肘与踌躇	财政扩张不足 货币适度宽松 市场关注政策力度	降息周期接近尾声 8000亿欧元财政扩张 国防开支增加	央行暂停加息， 货币难自主	利率 债务 赤字
资产	美股重回年内高点 美元创出近期新低 美债利率高位震荡	股市震荡房价下挫 国债先抑后扬 商品整体承压内弱外强 人民币汇率震荡走升	股市强劲、国债收益 率飙升、欧元大涨	日元明显升值 国债收益率稳升 日经指数承压下行	股指、汇率、国债收 益率、商品价格等

2025年宏观逻辑主线

特朗普的“内政外交”

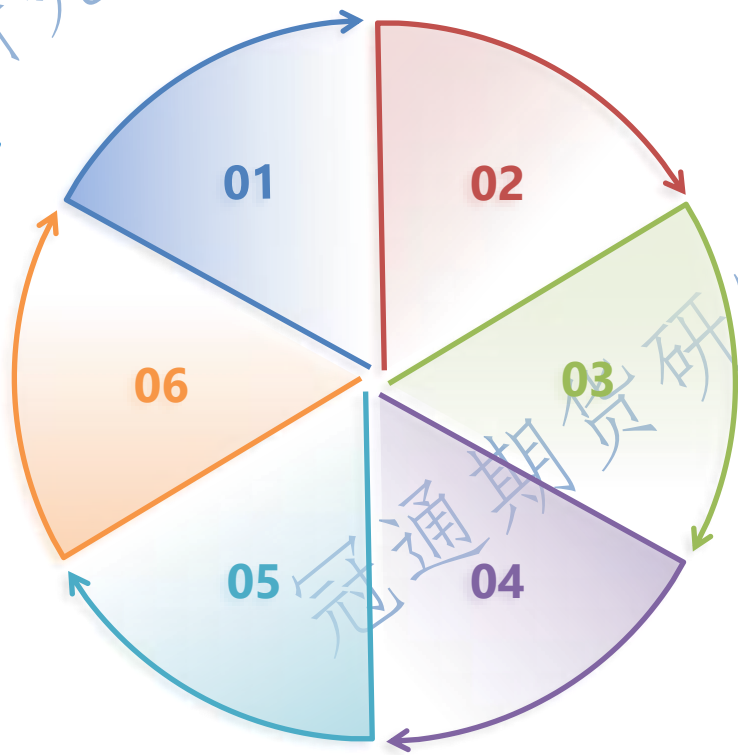
关税：对等关税的冲击与谈判、暂停**90**天；
贸易：重点领域的出口管制与加税；
外交：中美两次会谈，难以停战俄乌，出访中东三国，搞砸美伊核谈，插手伊以战争；
对内：大漂亮法案，推出稳定币构想，清理非法移民镇压地方动乱。

异常天气的“炒作”

拉尼娜已然形成；
上半年影响权重不大。

中东局势的走向

避险情绪对金价的影响；
霍尔木兹海峡封锁担忧；
中东乱局带来供给冲击，
驱动油价运价的大幅波动。



美债利率的走向

美联储的货币政策态度与降息预期
国债收益率与股票估值；
实际利率与黄金；
通胀预期与大宗商品；
中美利差与汇率；
期限利差的“衰退信号”

中欧财政的扩张

中国扩大赤字化债稳经济；
德国不惜一切财政扩张；
全球资金关注中国与欧洲资产

日本的加息节奏

日元的大幅升值可能
引发套息交易的反转



全球：
百年大变局之下，战国时代的到来，
特朗普反复无常，中美多维度博弈。

PEST宏观环境分析—— 百年大变局之下，战国时代到来，特朗普反复无常，中美多维度博弈

Political政治

从G2到G0

有人喝酒吃肉：印度、墨西哥
有人彷徨挨揍：乌克兰。。。还有人首鼠两端，有人抢着出头
从俄乌战争到印巴冲突，再到伊以战争，政治外交和军事上的天平在朝着有利我们的局面日益迈进，军事上的DeepSeek时刻，美国在全球的战略收缩，韩德等国领导人的切换，走向战国时代的世界日益强化着并彰显出多极化与分裂化特征。

Economic经济

从复苏到滞胀

全球经贸格局正在重塑，世界产业链与供应链的迁移，供需错配，运输障碍，带来全球经济的分化，总量上普遍面临增长的压力，结构上表现为不同区域间的冷热不均，滞胀和衰退，通胀与通缩同时上演，从而导致政策选择的差异，利率水平的差异又衍生出美元潮汐，货币汇率波动加剧，各种危机此起彼伏，考验着各国政府与人民

Social社会文化

从崇拜到祛魅

单边主义、国家主义、右倾思潮、学运活动等问题在世界各地上演，并让越来越多“个性”与“偏激”的领袖人物上台执政，强调本国安全，加剧扩展地区冲突。2024多国大选年之后，以美国特朗普为首的多国右倾主义政党的上台，更为世界注入了更多的不确定性，加速战国时代的到来。中国则伴随着小红书对账、六代机试飞、DeepSeek震撼和哪吒闹海的火爆等一系列事件之后，对美西方祛魅，强化民族与传统文化的自信心。

Technological技术

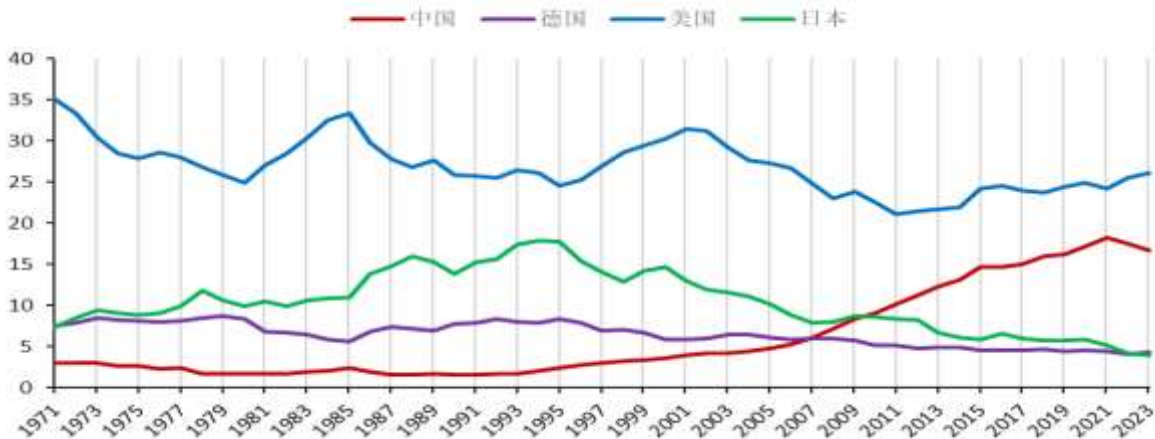
科技迎来DeepSeek时刻

人工智能AI让投资者畅想第四次工业革命，技术的创新将美国从衰退的泥潭中拖出，带来美国科技股的狂欢，强化着美元回流的虹吸效应；随着中国DeepSeek的震撼问世与技术开源，一美独秀的格局出现反转，叠加欧洲不惜一切的财政计划，中欧资产的吸引力大幅提升，全球流动性方向逆转，东升西落的叙事传播演绎。

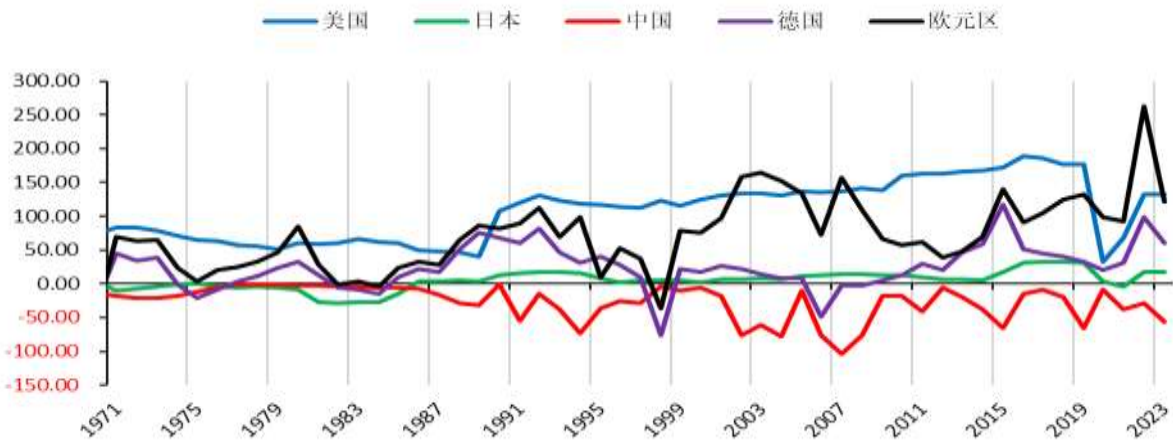
全球政经格局日益从全球化走向多极化

百年未有之大变局下，全球政经格局日益从全球化走向多极化，大宗商品的产业链与供给链正在重构。2025上半年，全球正式进入特朗普2.0时代。世界政经大事络绎不绝，特朗普借对等关税棒打全球，俄乌与伊以战争引燃军事冲突，资本市场剧烈波动。面对第四次工业革命的来临，步入G0世界，走向战国时代的全球，充满了动荡与不确定性，改变着人民的生活方式和投资交易的传统范式。

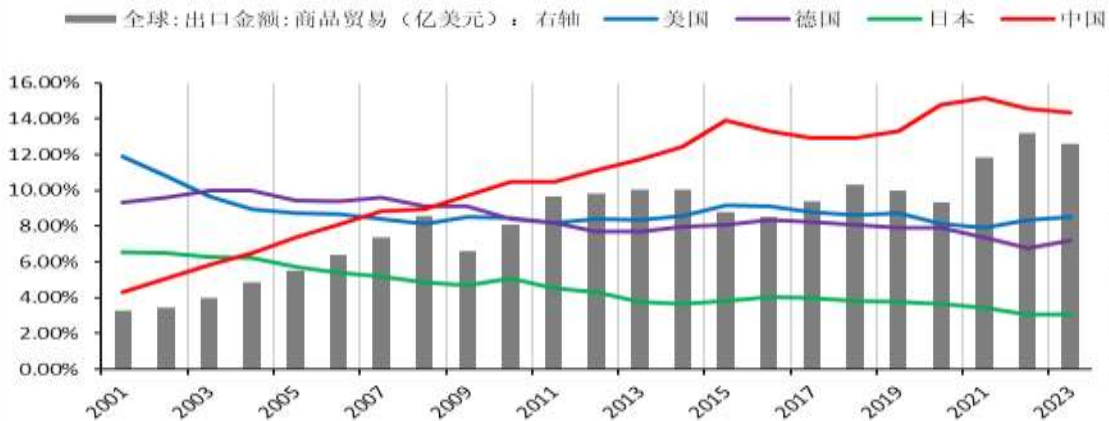
中美日德GDP占全球比重%



净移民人数 (万人)



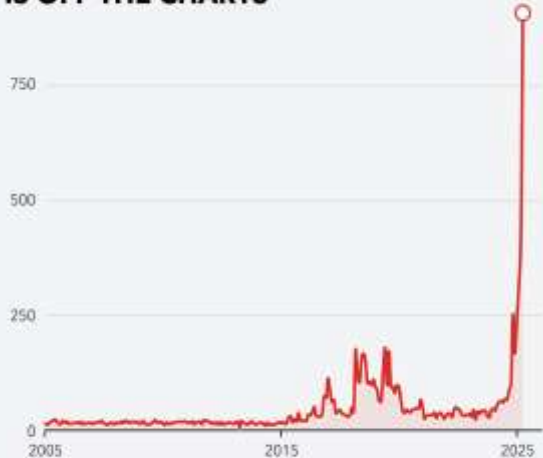
商品出口贸易额占比%



IMF总裁：警告贸易和金融环境的恶化，将下调经济增速并上调通胀预估

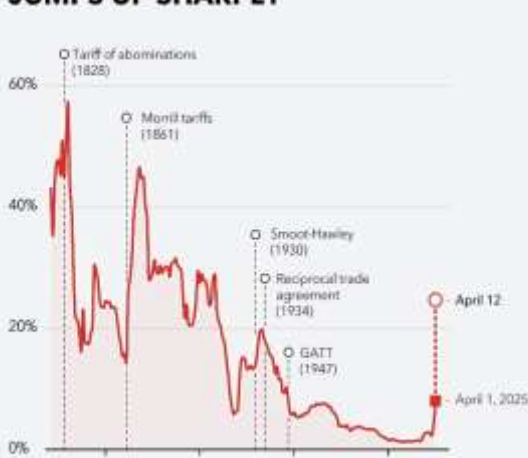
当地时间4月17日，国际货币基金组织（IMF）总裁克里斯塔利娜·格奥尔基耶娃，在国际货币基金组织和世界银行春季会议的前瞻讲话中指出，当前世界正处于突变之中，新的贸易紧张局势已使全球经济前景更加不确定，全球经济环境正在经历深刻变化。多边贸易体系长期存在的信任侵蚀和不公平感导致贸易紧张局势加剧。格奥尔基耶娃指出，贸易紧张局势通过供应链中断、投资延迟、金融市场波动和增加预防性储蓄等渠道带来成本。上升的贸易壁垒直接削弱增长潜力，而保护主义在长期内侵蚀生产率，尤其是在小型经济体中。她表示，IMF将在下周发布的新一期《世界经济展望》中，量化这些紧张局势的代价。新预测将包括全球增长预期的下调，但不会预计出现衰退。同时，部分国家的通货膨胀预期也将上调。格奥尔基耶娃警告称，长期存在的高不确定性会增加金融市场压力风险。尽管不确定性处于高位，但美元出现贬值，美国国债收益率曲线呈现出“微笑”形态。她呼吁各国警惕金融环境进一步恶化的可能。

TRADE POLICY UNCERTAINTY
IS OFF THE CHARTS



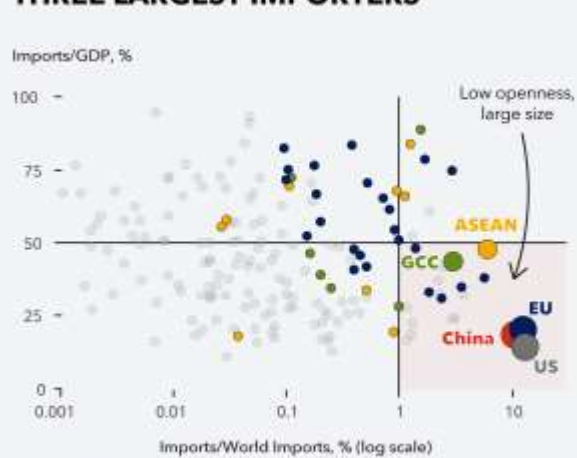
IMF

US EFFECTIVE TARIFF RATE
JUMPS UP SHARPLY



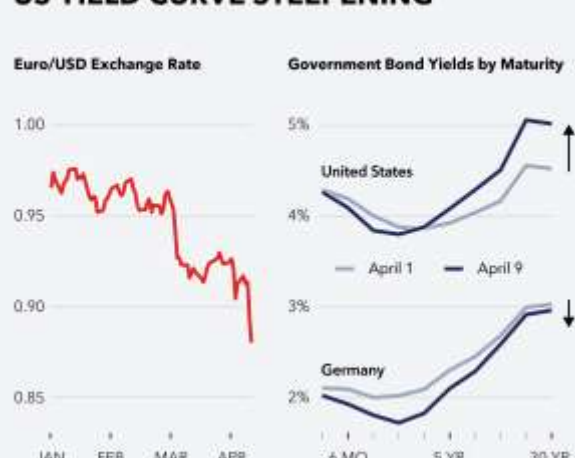
IMF

CHINA, EU, AND US ARE THE
THREE LARGEST IMPORTERS



IMF

DOLLAR DEPRECIATION AND
US YIELD CURVE STEEPENING



IMF

《世界经济展望》增长率预测

(实际GDP, 年百分数变化)	预测值		
	2024	2025	2026
全球产出	3.3	2.8	3.0
发达经济体	1.8	1.4	1.5
美国	2.8	1.8	1.7
欧元区	0.9	0.8	1.2
德国	-0.2	0.0	0.9
法国	1.1	0.6	1.0
意大利	0.7	0.4	0.8
西班牙	3.2	2.5	1.8
日本	0.1	0.6	0.6
英国	1.1	1.1	1.4
加拿大	1.5	1.4	1.6
其他发达经济体	2.2	1.8	2.0
新兴市场和发展中经济体	4.3	3.7	3.9
亚洲新兴市场和发展中经济体	5.3	4.5	4.6
中国	5.0	4.0	4.0
印度	6.5	6.2	6.3
欧洲新兴市场和发展中经济体	3.4	2.1	2.1
俄罗斯	4.1	1.5	0.9
拉丁美洲和加勒比地区	2.4	2.0	2.4
巴西	3.4	2.0	2.0
墨西哥	1.5	-0.3	1.4
中东和中亚	2.4	3.0	3.5
沙特阿拉伯	1.3	3.0	3.7
撒哈拉以南非洲	4.0	3.8	4.2
尼日利亚	3.4	3.0	2.7
南非	0.6	1.0	1.3
备注项			
新兴市场 and 中等收入经济体	4.3	3.7	3.8
低收入发展中国家	4.0	4.2	5.2

数据来源：IMF

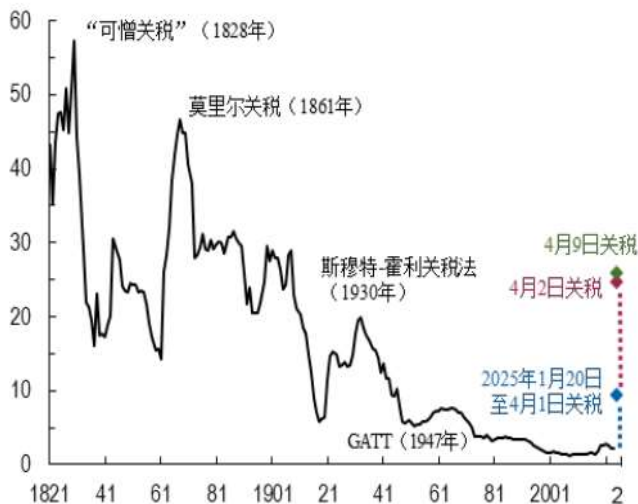
IMF：全球增长预计将减缓，并且，随着政策发生重大转变，下行风险将加剧

4月22日，国际货币基金组织（IMF）发布最新一期《世界经济展望报告》，将2025年全球经济增长预期下调至2.8%，较今年1月预测值低0.5个百分点。报告显示，2025年发达经济体增速预计为1.4%，新兴市场和发展中经济体增速为3.7%，均较1月预测值下调0.5个百分点。其中，美国经济增速将放缓至1.8%，较1月预测值低0.9个百分点，在发达经济体中下调幅度最大。政策不确定性加剧、贸易紧张局势以及需求势头减弱是下调美国经济增长预期的主要原因。

在经受了一系列持续、前所未有的冲击之后，全球经济似乎已经稳定下来，增速稳定但乏善可陈。然而，随着世界各国政府调整政策重点、不确定性攀升至新高，形势发生了变化。全球经济增速预测值相较2025年1月《世界经济展望更新》显著下调，反映了有效关税税率达到一个世纪以来的最高水平，以及当前环境高度不可预测。预计全球总体通胀率的下降速度将略低于1月的预期。

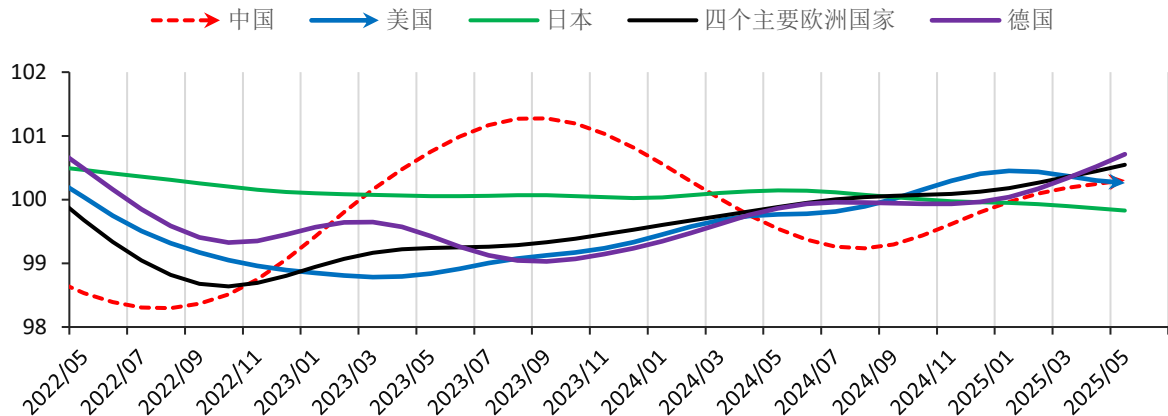
在贸易紧张局势升级、金融市场经历调整的环境下，不断加剧的下行风险主导着经济前景。政策立场的分化和迅速改变，或市场情绪的恶化，都可能导致全球金融环境进一步收紧。贸易战升级和贸易政策不确定性加剧，可能会进一步阻碍短期和长期增长前景。国际合作的缩减可能导致增强全球经济韧性的进程受损。

图ES.1. 美国对所有进口商品征收的有效关税税率（百分数）

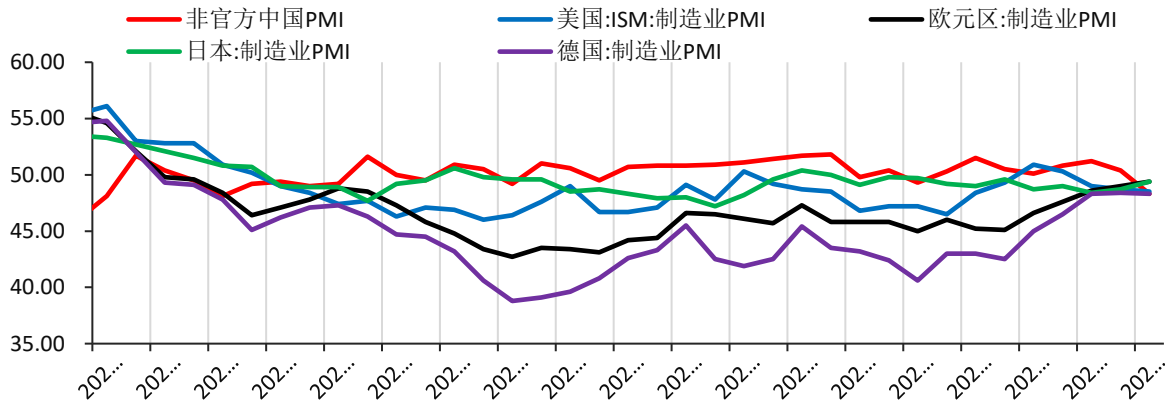


中美日欧德经济：增长修复景气劈叉，制造业收缩，通胀回落， 高频的花旗经济意外指数中国反弹回落，美国震荡下挫，拐头下行，德日震荡反弹

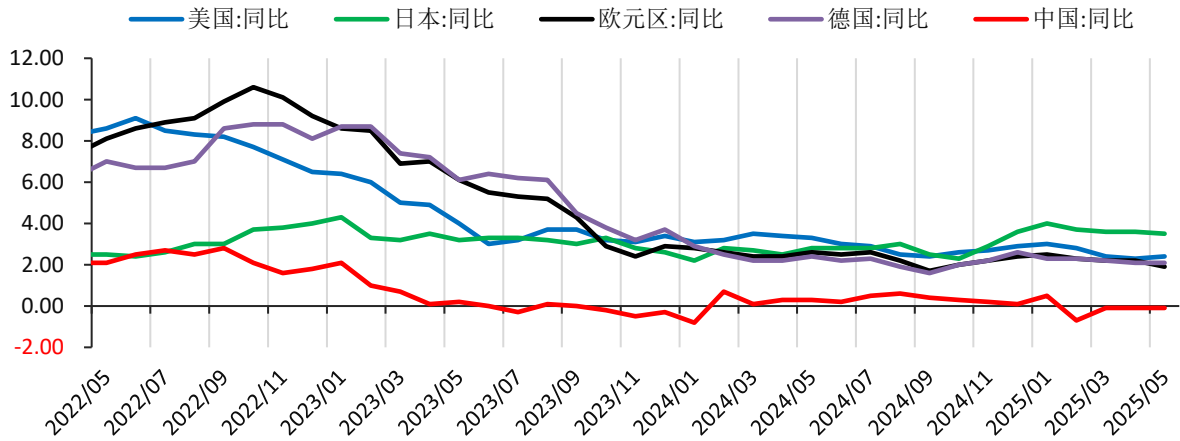
2022年以来，中美日欧德的OECD领先指标



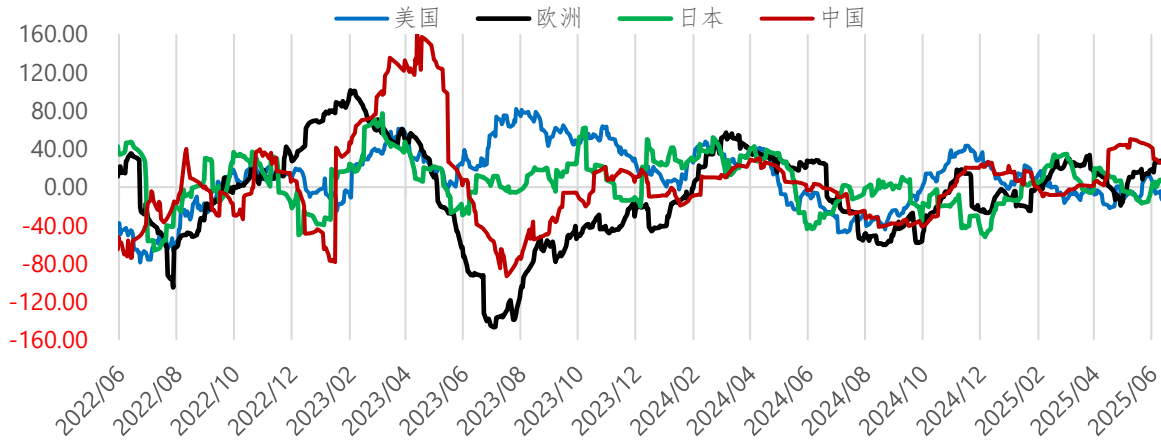
中美日欧德的制造业PMI%



中美日欧德的CPI%

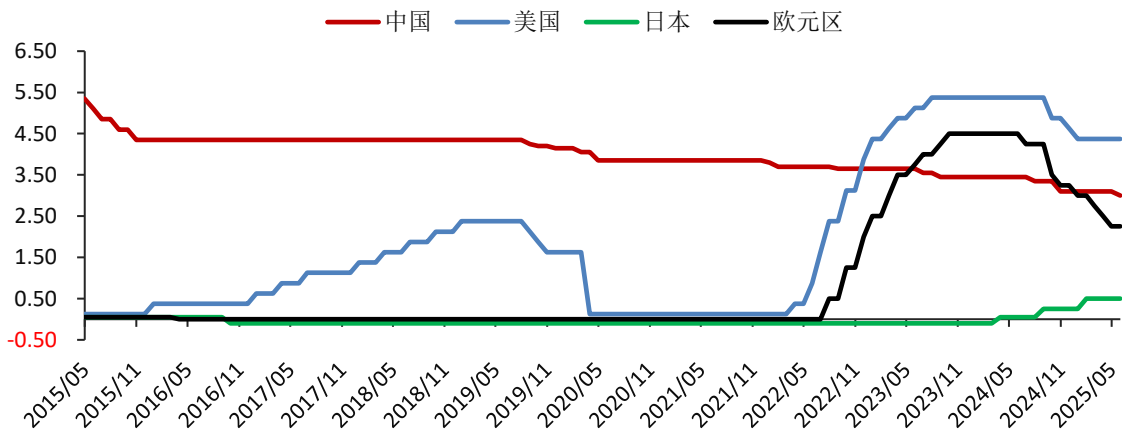


中美日欧的花旗经济意外指数%

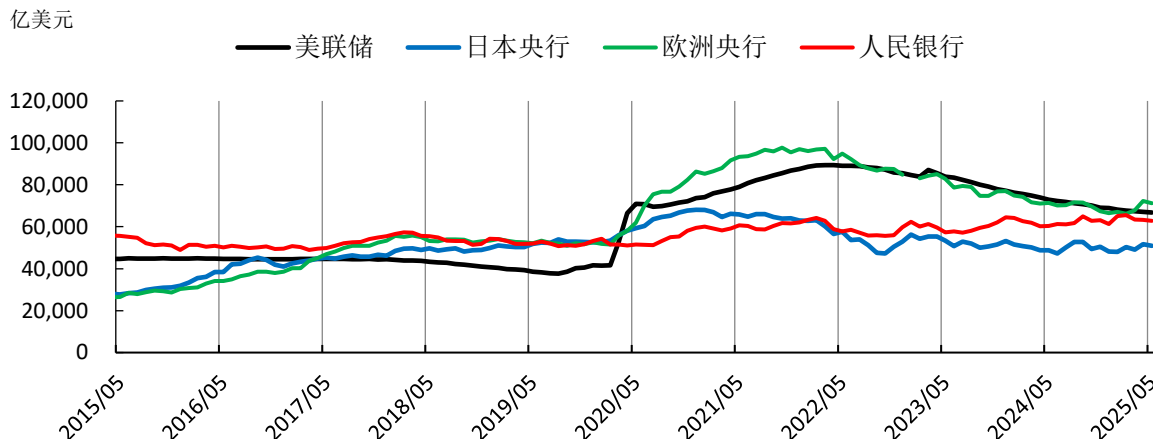


中美日欧德利率与汇率：主要经济体货币之宽松，美国按兵不动欧洲降息尾声，中国小降日本小升
欧元的强势与美国信用的弱化打压美元，下半年美德利差的收敛恐将持续压制美元

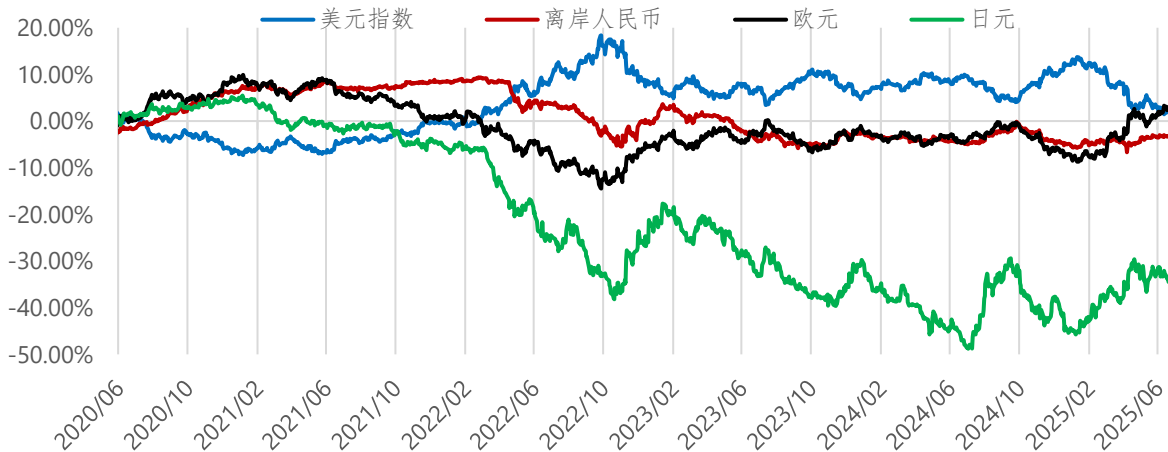
中美日欧的中央银行政策利率%



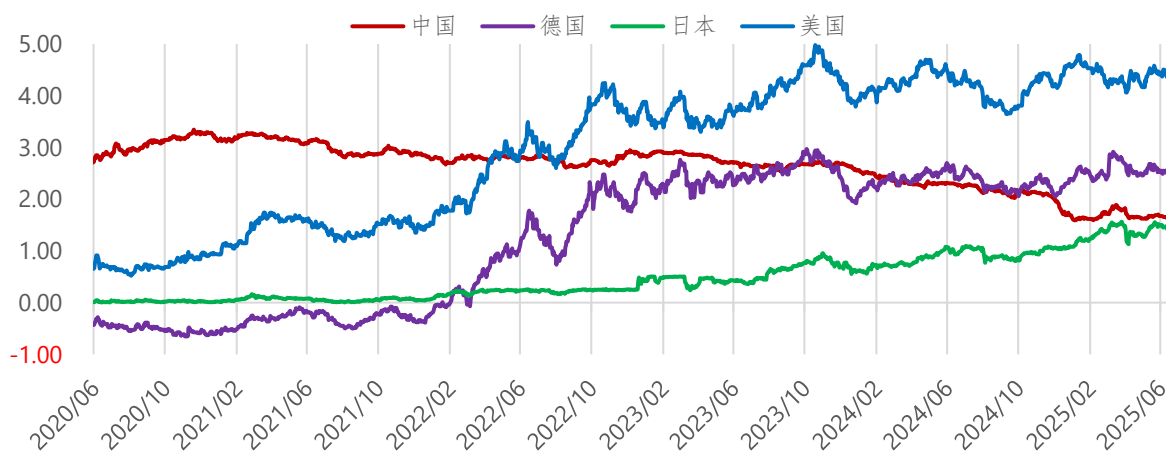
全球主要央行资产负债表



中美日欧的外汇表现



中美日德的十年期国债收益率%

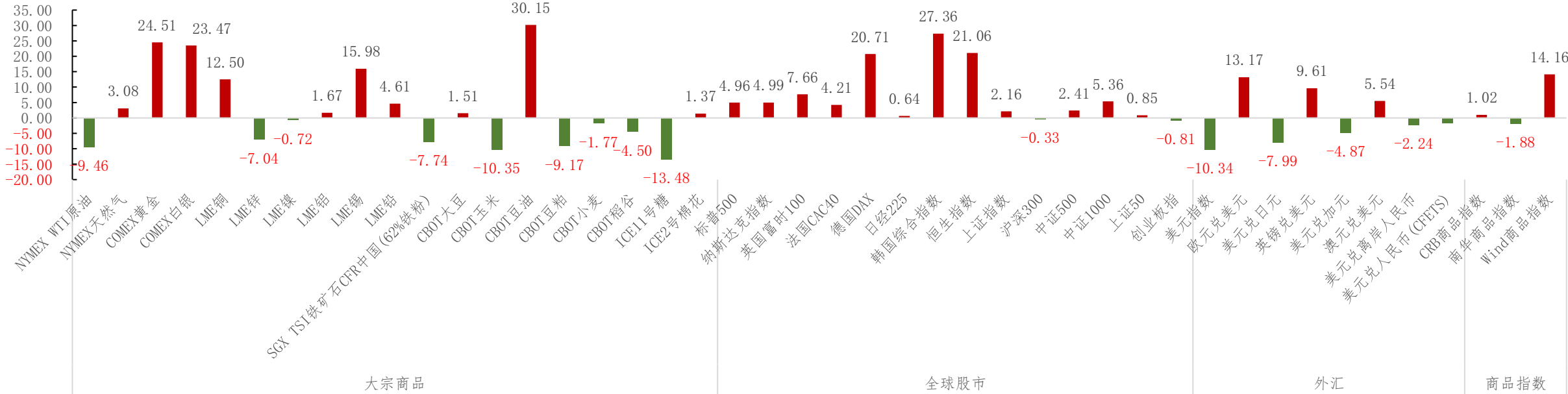


2025年内全球大类资产表现：股市多涨，商品分化，外强内弱，金银抢眼

2025年以来，世界政经大事络绎不绝，资本市场剧烈波动，资产价格先抑后扬，股市多涨，商品分化，外强内弱，金银表现抢眼。

- 权益资产：全球股市多数收涨，亚太与欧洲股市领跑，美股先抑后扬，日经逆势收跌，A股走势震荡成长风格跑赢价值股；
- 全球汇市：美元弱势大跌，非美货币强劲，日元与欧元升值幅度居前，人民币汇率大幅波动小幅走升；
- 大宗商品：CRB商品指数上扬，受益于贵金属的亮眼表现Wind商品大幅收涨，但大宗内部分化严重，呈现出非常明显的内弱外强的风格特征。CBOT豆油暴涨超30%领涨商品，金银锡铜表现强势大幅收涨，原油在需求疲弱的压制和中东战局重燃的刺激下大幅波动，农产品涨跌互现多数收跌，ICE糖跌超-10%领跌商品；国内定价商品表现明显弱于国际定价商品，黑色与有色走势劈叉。

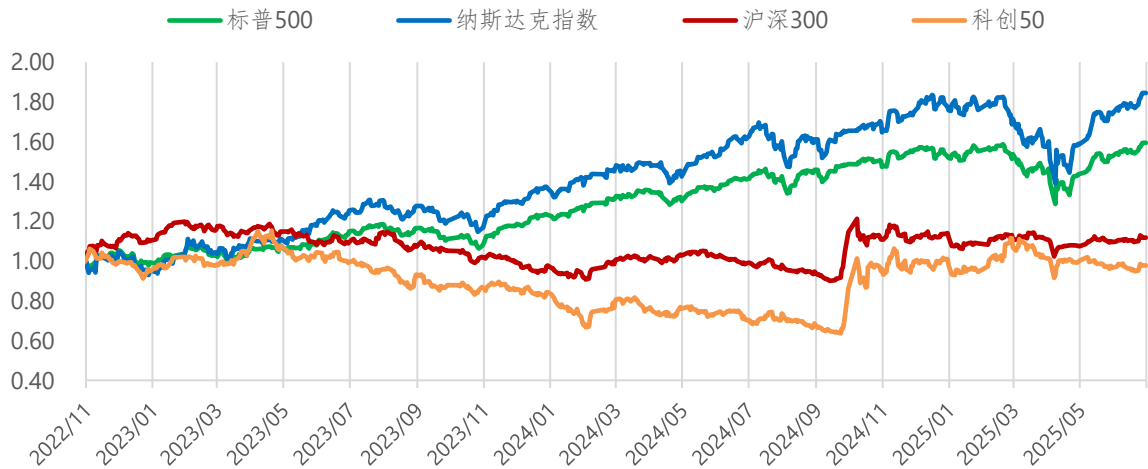
2025年内全球大类资产表现



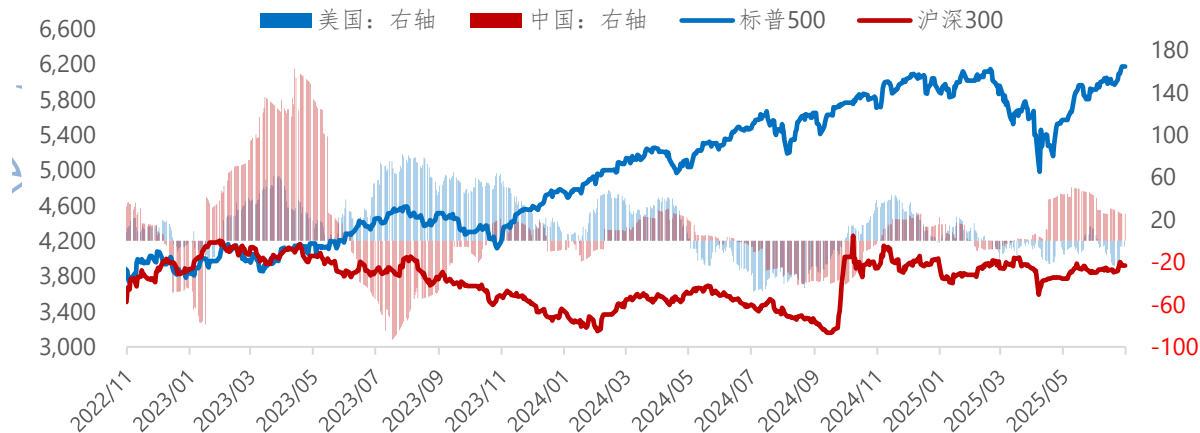
2025上半年，中美的冰火两重天快速收敛后重新劈叉

资产价格是经济在金融市场的映射，相对于现实，更加反映的是投资者预期。2025年上半年，全球资本市场在动荡中，正式进入特朗普2.0时代。美国对外关税贸易战开打，对等关税重创全球，更搅动美国资本市场；对内整顿清算驱赶移民，加剧两党斗争，引发多地游行动乱；同时，推动大漂亮法案，扩张财政给“富人”减税为“资本”松绑，提振美股却动摇着美国的信用根基，美债遭到穆迪下调信用评级，美元跌至年内新低，美债利率震荡高企。与此同时，中国“针锋相对”奉陪到底，强硬对等反制两次谈判迎来转机，关税大幅下调，稀土出口管制更是掐住“七寸”，中美博弈从被动应对转为主动出击。一季度DeepSeek震撼问世哪吒闹海，扭转了国内的悲观预期，演绎出了一轮科技股行情，东升西降的宏大叙事。二季度，从关税大战的硬钢到底，再到印巴冲突中的军事实力，稀土管制的主动出击，把悲观预期转换为乐观情绪，在反复无常的特朗普给世界带来连续不断地不确定性中，中国的稳定如一则为全球持续注入稳定的力量，彰显出中国的稳韧。只是，全球贸易的下滑，关税的施加收缩经济，外需的透支和内需的不足仍旧压抑经济的增长，行业的内卷和物价的难涨造成利润的微薄，令市场仍寄希望于政策的力度和托举。

2022年11月防疫放开以来，美股与A股收益走势对比



中美花旗经济意外指数(%)与股市表现



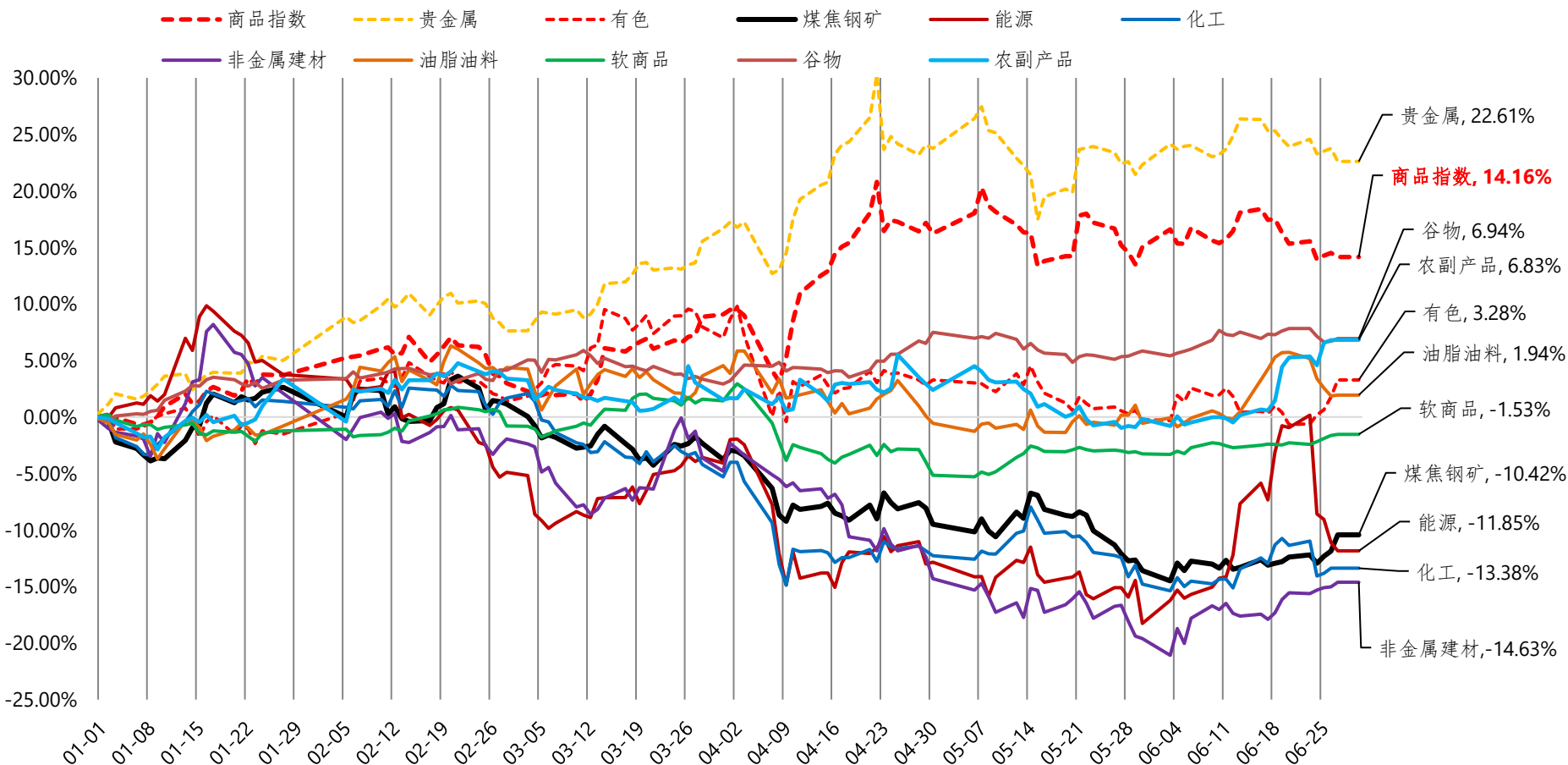
2025年大宗商品：从特朗普交易到特朗普衰退，再到特朗普反复

本轮大宗商品行情复盘



2025年国内大宗商品：表现分化，外强内弱，农强工弱，金银抢眼

2025年以来商品大类指数收益走势



数据来源：Wind 冠通研究

www.gtfutures.com.cn

2025年内，商品大类板块的收益表现来看，wind商品指数一波三折、震荡上扬大幅收涨，不同板块间涨跌互现，呈现出典型的内弱外强、农强工弱、金银抢眼的风格特征。国际定价的贵金属与有色板块表现相对强势成为拉涨wind商品指数的主要推手，能源化工板块则受到油价的影响而先抑后扬整体收跌；与此同时，国内定价的黑色产业链上的非金属建材与煤焦钢矿板块则联袂大挫，跌幅较大；农产品相关的商品大类板块多数收涨，受中国粮食收储、美国生物燃料政策和中东地缘冲突的影响，谷物与农副产品板块涨幅居前，油脂油料走势震荡小幅收涨，软商品板块则逆势收跌。



美国经济外强中干，
撕裂与分化，软数据和硬数据的劈叉
特朗普的内政外交，美联储的掣肘踌躇

美国经济外强中干，软数据和硬数据的劈叉，特朗普的内政外交，美联储的掣肘踌躇

换杠杆

忧通胀

高利率

强增长



居民部门

- 降杠杆+超额储蓄消耗殆尽，“财富效应”接棒支撑消费，关税来袭抢出口效应前置消费支出
- 特朗普的内政外交与反复无常，引发内部的分歧与矛盾。

政府部门

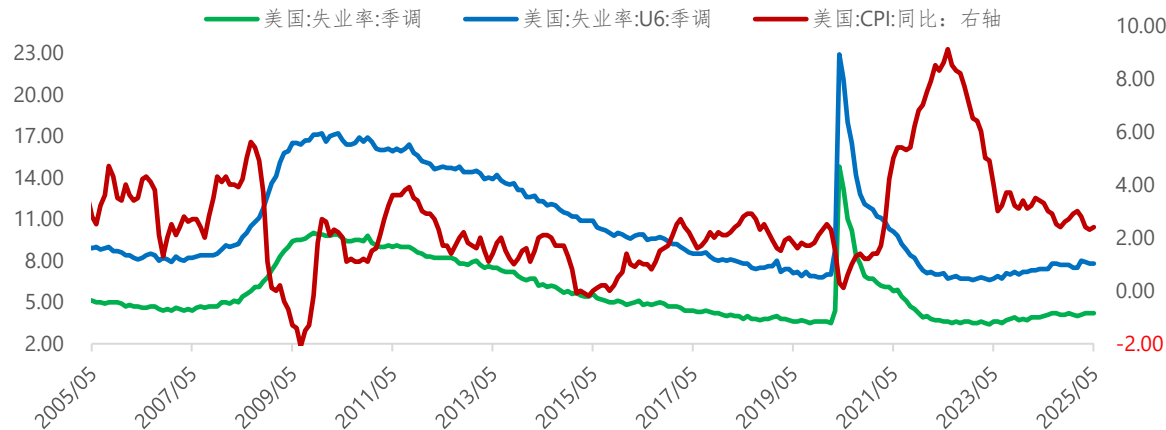
- 货币难松财政难扩（美联储的掣肘踌躇下选择按兵不动，财政扩张与减税方案引发美债信用危机）
- 对外贸易战、对内整顿内务以改善财政，本意为对内减税奠定基础，操之过急搞砸了得不偿失；
- 穆迪下调美债信用评级

企业部门

- 特朗普政策增大不确定担忧；
- 大漂亮法案对企业减税松绑监管，提振美股；
- DeepSeek的问世，中美贸易战的冲击，大幅挤压美股泡沫；
- 中东战事骤起刺激油价上扬，抬升能源成本。

美国经济遭遇“特朗普反复”：通胀隐忧，就业韧性，消费支出强劲信心低迷，软数据与硬数据劈叉

美国就业韧性，通胀率虽然回落但存在隐忧



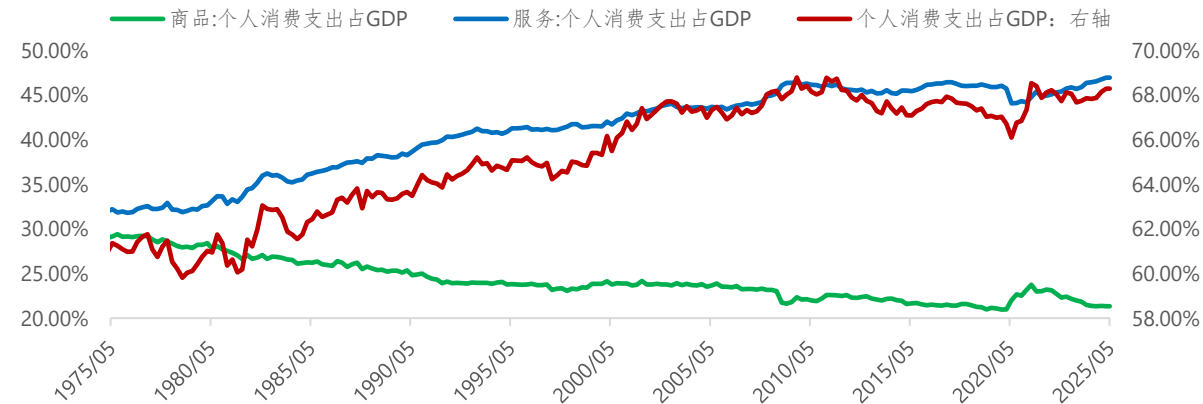
美国:密歇根大学消费者信心指数



美国:密歇根大学:通胀预期



支撑着美国经济韧性的个人消费支出表现强劲



美国软数据的“差”与硬数据的“韧”

软数据：主观预期的“晴雨表”

软数据（Soft Data）基于调查问卷，反映企业和消费者对未来经济的主观预期。它像“情绪风向标”，能提前预警，但易受样本偏差、情绪波动和政治立场干扰。

常见软数据指标

指标名称	发布机构	频率	主要内容
ISM制造业PMI	供应管理协会	月度	制造业景气度
密歇根大学消费者信心指数	密歇根大学	月度	消费者情绪
Conference Board消费者信心指数	The Conference Board	月度	经济预期

硬数据：经济的“真实底色”

硬数据（Hard Data）基于已发生的、可量化统计，由政府或权威机构发布。它来源于真实经济活动，覆盖面广、可验证性高，是经济真相的硬核依据。硬数据客观稳定，但更新滞后，无法实时预警。

常见硬数据指标

指标名称	发布机构	频率	主要内容
GDP（国内生产总值）	美国商务部（BEA）	季度	经济总量
PCE物价指数	美国商务部	月度/季度	核心通胀指标
失业率 & 非农就业人数	劳工统计局（BLS）	月度	劳动力市场

美国经济的强韧与美股表现息息相关，美股上半年先抑后扬重拾涨势

美国经济的强劲

消费的强：从超额储蓄到财富效应
美元的强：吸引全球资金回流美国

美元的吸引力

充裕的金融流动性抵消加息的压力；
世界各地局势的动荡带来的避险需求

科技股的泡沫

科技股的异常强劲；
七朵金花的马太效应；
一枝独秀的英伟达

美股的气势如虹

美元高息的虹吸效应；
AI革命带来的投资盛宴

英伟达

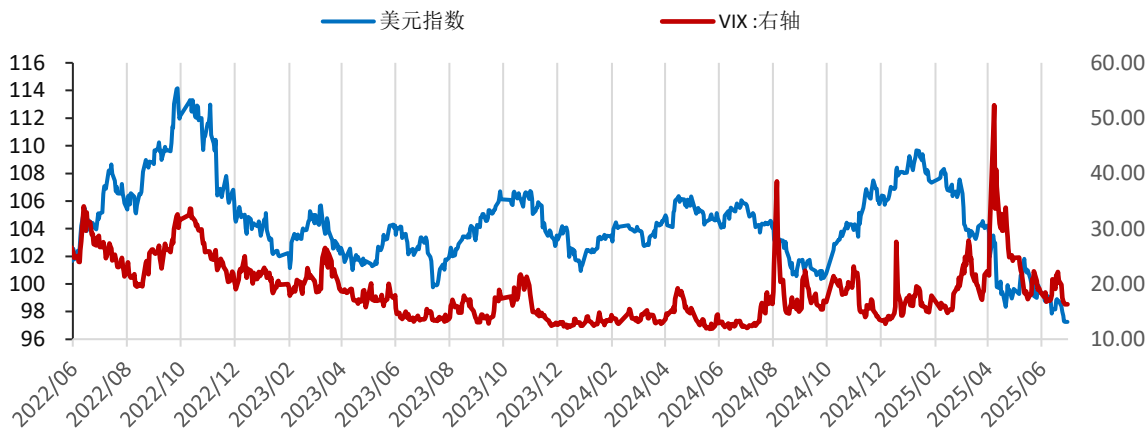
股价的式微开始显现；反垄断的惩罚也许是导火索，
全球围猎英伟达已然开启。。。

2025VS2000

科技股泡沫的破裂；
--中国与民主党的共赢

美元的弱：美国的信用弱化与欧元资产的“替代”，叠加避险属性的下降使然

美元与VIX指数

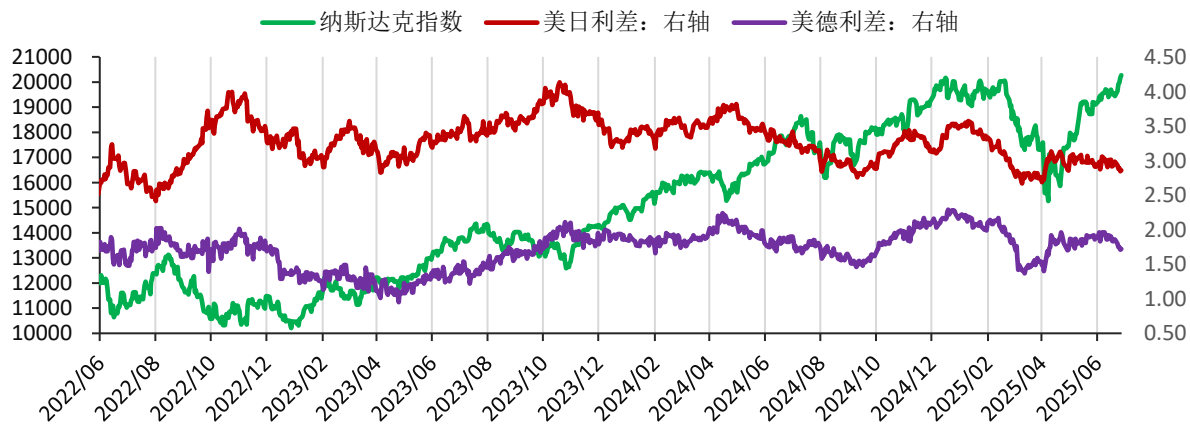


2025上半年，宏观上值得注意的问题是美元的异常弱势。中国DeepSeek的突围给美国的科技优势当头棒喝，到特朗普的海湖庄园协议强化美元贬值的预期，再到对等关税全球宣战，衰退恐慌与滞胀忧虑再创美国霸权，大漂亮法案的财政扩张债务赤字加剧掀起一场美债危机。几盆冷水，祛魅西方的神话，浇灭了投资者对于美元的迷信，更削弱了美元的避险属性，从安全资产转变成了风险资产。与此同时，欧洲经济的复苏和德国的财政计划，让资金分流到欧元资产，替代效应下欧元的强势反衬出美元的疲弱。下半年，伴随着美联储降息的重启，欧洲降息的尾声，美欧利差恐将压缩，继而持续给弱势的美元施压。

美股与日元走势图



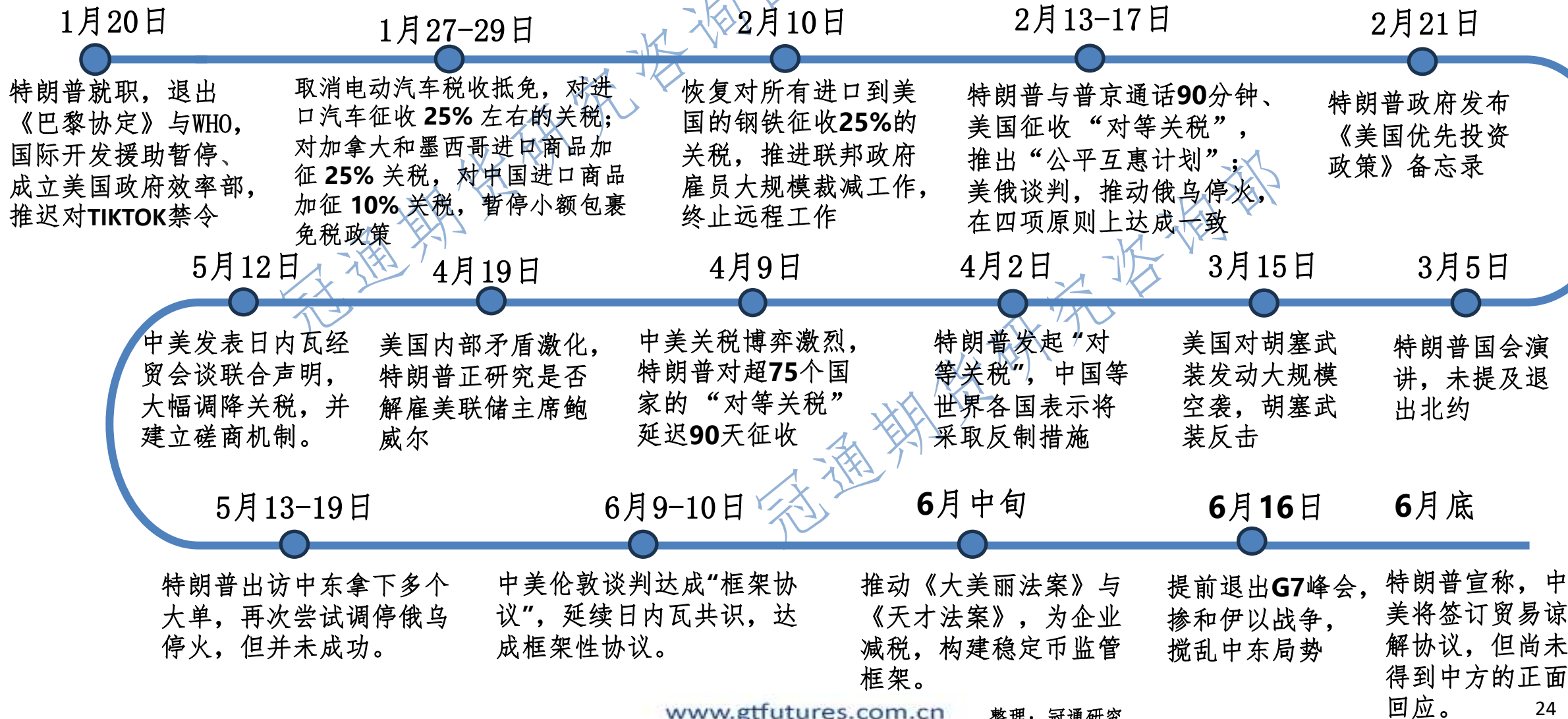
美股与美日、美德利差走势图





特朗普“反复”？
关税、贸易、外交、大漂亮法案、稳定币。。。。

特朗普上任以来出台的各种政策



特朗普2.0时代，理想与现实

想做啥？



- 对内减税
- 对外加税
- 贸易大战
- 驱赶移民
- 斡旋俄乌
- 打击胡赛
- 对内整顿
- “盟友收费”

为了啥？



- 战略收缩
- 对付中国
- 缩减开支
- 兑现承诺
- 美国优先
- 制造业回流
- 撤出欧洲
- 聚焦中东

做了啥？



- 对等关税
- 驱赶移民
- 斡旋俄乌
- 打击胡赛
- DOGE整顿
- 威逼鲍威尔
- “海湖庄园协议”
- 插手中东乱局

啥结果？



- 特朗普衰退
- 美元大挫美债高企
- 美股重回高位
- 民调支持大升
- 欧洲安保自主
- 中国针锋相对
- 盟友寒心难谈
- 国内地方动乱
- 美联储硬刚

还有啥？



- 俄乌未决
- FED未从
- 中国奉陪
- 对内减税
- 增兵中东
- 暂停关税后的谈判反复
- 美丽大法案
- 天才法案稳定币

可能啥？



- 俄乌难了结？
- 中东陷泥潭？
- 贸易的反制？
- 施加关税的冲击显现
- 大漂亮法案的艰难过会

特朗普对等关税出炉

美东时间周三(4月2日), 美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令, 宣布美国对所有贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”, 并对多个贸易伙伴征收更高关税。

Country	Tariffs Charged to the U.S.A. (existing Tariffs, Trade Agreements and Trade Tariffs)	U.S.A. Discounted Reciprocal Tariffs
China	67%	34%
European Union	39%	20%
Vietnam	90%	46%
Taiwan	64%	32%
Japan	46%	24%
India	52%	26%
South Korea	50%	25%
Thailand	72%	36%
Switzerland	61%	31%
Indonesia	64%	32%
Malaysia	47%	24%
Cambodia	97%	49%
United Kingdom	10%	10%
South Africa	60%	30%
Brazil	10%	10%
Bangladesh	74%	37%
Singapore	10%	10%
Israel	33%	17%
Philippines	34%	17%
Chile	10%	10%
Australia	10%	10%
Pakistan	58%	29%
Turkey	10%	10%
Sri Lanka	88%	44%
Colombia	10%	10%

核心内容与机制

特朗普政府的“对等关税”，核心逻辑是通过进口商品征收与贸易伙伴对美商品相同税率的关税，以“纠正美国长期遭受的不公平贸易待遇”，具体包括：

- 最低基准关税：对所有国家统一征收10%的基准关税，并于4月5日生效。
- 差异化附加关税：针对贸易逆差较大的国家加征更高税率（如中国34%、越南46%、印度26%、欧盟20%），4月9日生效。
- 非关税壁垒纳入考量：将其他国家的增值税（如欧盟平均21.5%）视为“变相贸易壁垒”，并据此加税。
- 动态调整：特朗普保留根据谈判或紧急状态调整税率的权限，例如对贸易逆差国进一步施压。
- 豁免例外：钢铝、汽车、半导体等已受232条款关税约束的商品被排除，美墨加协定下的加拿大和墨西哥部分商品亦豁免。

全球主要国家的回应：中国快速强力反制，多国态度不明且分化

➤ 中国——精准打击：

针对美国农业州（如大豆、猪肉）加征关税，施压特朗普的政治基础。同时加速推进中日韩自贸谈判，以对冲美国政策影响。若美国对中国商品总税率升至79%（含现有关税），中美贸易或近乎停滞，但中国通过供应链多元化（如东南亚）部分缓解冲击。

➤ 欧盟——强硬反制：

计划暂停知识产权保护、限制美国科技公司市场准入，并动用“反胁迫工具”打击波旁威士忌、农产品等美国标志性商品。欧盟预计对美出口损失或达850亿欧元，汽车和制药业首当其冲。意大利、西班牙等国希望谈判避免贸易战，但德国等工业国面临严重衰退风险。

➤ 东南亚国家——重灾区加强和谈

越南（46%）、柬埔寨（49%）、泰国（36%）因承接中国供应链转移成为重点打击对象，纺织、电子等出口依赖型产业受创。越南计划加速开拓欧盟、RCEP市场以降低对美依赖。部分国家（如印尼）试图通过单边降税缓和冲击，但效果有限。

➤ 日韩——谈判并加强与中国的合作

日本寻求通过日元汇率谈判和产业升级应对，同时推动亚洲自由贸易以对冲美国保护主义。韩国因25%的较高税率陷入焦虑，韩美自贸协定失效风险加大，可能被迫重新谈判。

➤ 加拿大与墨西哥——部分豁免但表示反制

依据《美墨加协定》，多数商品免于附加关税，但25%的汽车关税仍生效。两国计划反制，加拿大警告此举将“改变全球贸易体系”。

➤ 澳大利亚——打嘴炮：质疑美国逻辑，称美澳贸易顺差下“对等税率应为零”，但拒绝加入恶性关税竞争。

➤ 南美洲——积极应对：巴西通过《经济对等互惠法》授权报复，智利、哥伦比亚谴责美国单边主义。

对等关税引发一场史无前例的美国“信用危机”——股债汇多次三杀

从4月2日特朗普政府正式官宣全球对等关税之后，美国资本市场风声鹤唳，剧烈波动，叠加中国的硬刚反制，欧日等地区的谈判挫折，特朗普挑战美联储独立性，穆迪下调美债信用评级等一系列事件的发生，美国股债汇出现多次“三杀”，蕴藏着一场史无前例的美国“信用危机”。也许正是美债的“危机”，倒逼了特朗普的“战略退让”。

- ✓ 4月2日：特朗普正式实施“对等关税”，美股三大指数单日暴跌超5%，道指跌890点，纳指断崖式下跌4%。
- ✓ 4月9日：政策反转暂停部分关税，道指单日反弹7.87%，但市场对政策反复的担忧加剧。
- ✓ 4月21日：特朗普施压美联储降息未果，叠加对华关税维持高位，标普500再跌2.36%，美元指数跌破100关口。
- ✓ 5月21日：亚洲资本加速撤离美元资产，美元指数大跌，黄金突破3340美元/盎司，美债收益率曲线陡峭化。

2025年特朗普上台以来，美国遭遇史无前例的多次“股债汇三杀”



美元与美国贸易政策不确定性指数

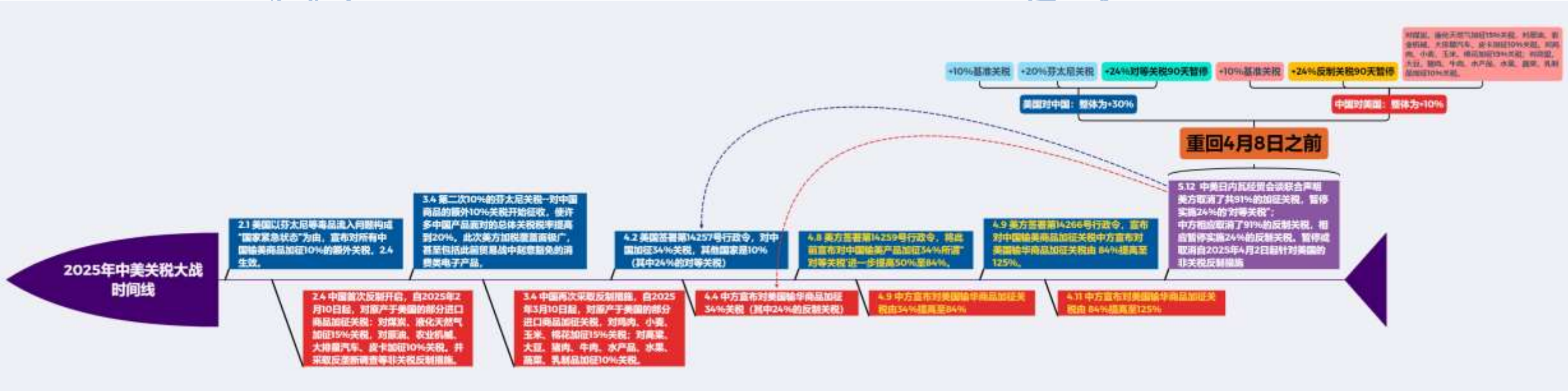


美国10年期国债收益率与政策不确定性指数：主权债务/货币危机



中美日内瓦经贸会谈联合声明后，双方关税骤降重回4.8之前

- 5月12日，《中美日内瓦经贸会谈联合声明》正式发布，对等关税之后中美达成首次和谈，双方承诺将于2025年5月14日前采取以下举措：
- 美国将：
 - （一）修改2025年4月2日第14257号行政令中规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的90天内暂停实施，同时保留按该行政令的规定对这些商品加征剩余10%的关税；
 - （二）取消根据2025年4月8日第14259号行政令和2025年4月9日第14266号行政令对这些商品的加征关税。
 - 中国将：
 - （一）相应修改税委会公告2025年第4号规定的对美国商品加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的90天内暂停实施，同时保留对这些商品加征剩余10%的关税，并取消根据税委会公告2025年第5号和第6号对这些商品的加征关税；
 - （二）采取必要措施，暂停或取消自2025年4月2日起针对美国的非关税反制措施。



中美日内瓦联合声明，关税降幅超预期，市场风险偏好提振

从4月2日特朗普官宣全球“对等关税”方案以来，中国硬刚的态度引来美国关税大棒的不断升级，双方剑拔弩张一度陷入僵局，同时美国与日本、欧盟等其他国家的谈判亦是难有成效，因此，市场对于本次美国主动求和的会谈并不抱有太高期望。然而，会谈结果出炉，中美同步暂停24%的关税90天，且美方取消了对华加征的91%关税，远超市场预期的“仅部分回调”。

为何达成？

➤ 美国国内压力

1. 经济反噬：特朗普衰退的担忧，美元资产的剧烈波动，中期选举的压力，零售库存的消耗殆尽，民众对于通胀的恐慌等。
2. 政治博弈：中期选举临近，特朗普需缓解选民不满，避免民主党借经济问题扩大优势。

➤ 中国反制与谈判策略

1. 精准打击：中国对美稀土、关键矿物出口管制直接威胁美国军工和高科技产业，迫使美方让步。
2. 产业韧性：中国通过RCEP市场多元化（2025年1-4月对东盟出口增12.6%）降低对美依赖，增强谈判筹码。

➤ 国际环境倒逼

1. 全球供应链中断风险加剧（如西海岸港口吞吐量骤降20%），迫使双方回到谈判桌。
2. 印巴冲突中中国军事装备的大放异彩，震撼全球。

战略意义

- 短期稳定全球经济——关税回调缓解通胀压力，预计2025年全球贸易增速有望回升至2.8%（原预测1.9%）。

- 重塑中美竞合框架——确立“斗争管控”机制，避免全面脱钩，为后续谈判（如半导体、新能源）奠定基础。

- 中国制度性话语权提升——通过“以打促谈”策略，推动美方承认“竞争应有边界”，为发展中国家争取规则制定权。

未来关注

➤ 剩余关税博弈

1. 芬太尼关税：美方保留对2000亿美元商品加征的20%关税，中方可能通过毒品问题谈判争取取消。
2. 基准关税：双方保留10%的全球基准关税，未来或围绕“对等性”展开拉锯。

➤ 非关税壁垒升级

1. 技术封锁：美国可能强化半导体、AI等领域出口管制，中国或扩大关键矿产出口限制。
2. 投资审查：美方或扩大对中国企业赴美投资的限制，中方可能采取对等反制。

➤ 第三国市场争夺

双方可能通过“友岸外包”（美国）与“一带一路”（中国）争夺新兴市场，加剧区域阵营化。

中美伦敦二次谈判，聚焦稀土管制，谈判成果有限，市场反应波澜不惊

当地时间6月9日至10日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及商务部长卢特尼克、贸易代表格里尔在英国伦敦举行中美经贸磋商机制首次会议。双方进行了坦诚、深入的对话，就各自关心的经贸议题深入交换意见，就落实两国元首6月5日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展。

- ✓ 本次会谈未发表联合声明，根据多方报道的协议核心内容包括：
- ✓ 美国维持对华55%的综合关税，该税率由原有25%关税基础上叠加针对药品、高技术和重点消费品的新税构成；中国将对部分美国产品征收约10%的反制性关税（针对特朗普提及的55%关税，一位白宫官员澄清指出，当前并未实施新关税。现有关税结构涵盖：对芬太尼征收的20%专项关税、基于“对等原则”的10%附加关税，以及特朗普第一任期内征收的25%的关税。也就是美国目前对中国征收的关税总数是55%）；
- ✓ 据传，中国同意恢复出口稀土与磁体产品，为期六个月，用于满足美方在新能源、军工、芯片制造领域的关键供应链需求；美方则在学生签证与个别低敏感技术出口领域做出有限让步，但并未涉及芯片设备、AI算力、航天零部件等高限制项目。
- 中美在伦敦的二次磋商，焦点在于是否放宽相互实施的出口管制，特别是稀土。
- ✓ 美国总统特朗普6月6日在被记者问及中国国家主席习近平是否已同意恢复向美国出口稀土时回答说“是的”，认为已经通过直接谈判解决了问题。中美在5月10日至11日举行的首次部长级磋商中，决定暂停或取消中国关税以外的贸易管制。美国将达成协议后中国稀土出口依然迟缓视为问题。美国要求中国解除稀土出口管制。
- ✓ 中国则主张对军民两用产品的出口管制是国际认可的。迄今为止，对石墨等出口管理的对象品类，一直是个别进行审查后再批准出口。
- 中国4月将用于高性能磁铁的镝等7种稀土列入管制对象，将出口改为许可制。
- ✓ 中国商务部6月7日表示已依法批准一定数量的合规申请，指出经审查认为适当的产品已允许出口。实际情况被认为是在考虑到与各国的贸易问题等的同时，将出口管制用作谈判筹码。中国表示出对欧盟（EU）企业的出口迅速发放许可的方针。稀土管制是否会在本次伦敦磋商后完全消失尚不明朗。
- 中国也谴责美国的对华管制，要求撤销。美国在瑞士磋商结束2天后，公布了事实上禁止使用中国华为造尖端半导体的规则。还提出停止向中国销售半导体设计软件，取消中国留学生的签证。

中美围绕关税等的交锋

美国		中国
对全部进口商品加征10%关税（2月4日）	第1轮	对LNG和煤炭等加征最多15%的关税（2月10日）
将加征关税提高至20%（3月4日）	第2轮	对小麦等加征最多15%的关税（3月10日）
对中国征收34%的对等关税	第3轮	对美国征收34%的报复关税
将对等关税提高至84%（4月9日）	第4轮	将报复关税提高至84%（4月10日）
将对等关税提高至125%（4月10日）	第5轮	将报复关税提高至125%（4月12日）
第一次部长级磋商（5月10~11日）将加征关税下调115%达成协议		
启动半导体相关的对华管制等	第一次协议后	稀土出口重启迟缓
第二次部长级磋商（6月9日~10日）就履行第一次磋商协议达成一致		
今后 将启动属于正题的关税谈判		

（注）括号内为关税启动日期、磋商举行日期

特朗普“交易的艺术”，叠加资本市场的血流漂杵，被迫选择战略退让

4月9日，特朗普宣布，已授权对不采取报复行动的国家实施90天的关税暂停后，美股迎来了一场史诗级的暴涨行情。然而在这样的暴涨之中，有人对特朗普感激涕零，也有人仍然保持冷静。“债王”格罗斯（Bill Gross）对美股投资者发出了灵魂发问：美股这样庞大的市场，其价格走势竟然只因总统一人的情绪和决定就能发生这样巨大波动，那买入美股决定真的还算明智吗？

1987年，特朗普出版了他的自传体《交易的艺术》。
在书中，特朗普谈到做生意的四个阶段！

一是提出惊人的目标。
二是大肆宣传造势；
三是决策反复摇摆：
四是获得直观的结果。

**交易的
艺术？**

**战略
退让！**

特朗普写道，一个远高于预期的条件让对手无从下手，反复无常的变化给对手施加压力，给出次优条件让对手急于接受了事，最终自己达到最初想要的结果。



特朗普的意图——来自《米兰报告》的指南

斯蒂芬·米兰的《重构全球贸易体系用户指南》（以下简称“米兰报告”）是一份聚焦美国经济困境与全球贸易体系改革的政策分析报告，由经济学家斯蒂芬·米兰于2025年发布。米兰曾担任特朗普政府财政部经济政策高级顾问，并在2024年被提名为白宫经济顾问委员会主席，因此该报告被认为反映了特朗普政府未来的经济政策思路。

► 问题诊断：美元“特里芬难题”与美国制造业衰落

报告指出，美元作为全球主要储备货币的地位导致了“特里芬难题”：美国需持续输出美元以满足全球需求，但这一过程导致美元长期高估，削弱了美国制造业竞争力，加剧贸易逆差。数据显示，2000-2011年，美国制造业因“中国冲击”损失大量岗位，而美元高估使美国商品在国际市场上价格竞争力下降。

► 政策目标：重构贸易与金融体系——

四大目标：扭转经常账户赤字，减少贸易逆差；重振美国制造业；提升美国企业国际竞争力；让其他国家分担美元作为储备货币的“成本”。

► 政策工具：关税、汇率与安全工具

- ✓ 关税政策：被视为“行之有效”的手段，既增加财政收入、保护国内产业，又可作为国际谈判筹码。报告建议采用“分步实施、分级征收”等策略。
- ✓ 汇率政策：主张通过“海湖庄园协议”推动美元贬值，以提升出口竞争力，实现路径包括多边协调或单边行动，但需警惕金融风险与通胀压力。
- ✓ 安全工具：将美国提供的“安全保护伞”作为谈判筹码，迫使他国在贸易、汇率、购买美债等领域让步，并对不同国家采取差异化策略。

► 理论基础与战略逻辑

- ✓ “特里芬世界”失衡：全球对美元的需求远超美国经济基本面，导致贸易条件不对称。
- ✓ “临界点”风险：美国长期赤字可能引发美元信用危机，但报告认为当前距离此临界点尚远。
- ✓ 战略顺序：政策实施遵循“先关税，后汇率，再安全工具”的步骤，旨在将美元储备地位的成本转嫁他国，重构对美国有利的全球体系。

► 潜在影响

报告预测，若上述政策实施，可能引发全球贸易格局调整、国际局势紧张加剧、金融市场波动性上升及避险资产需求增加等后果。

“美丽大法案”的争议和焦虑

2025年6月15日，美国参议院以微弱优势通过了被称为“美丽大法案”的预算调解法案的修正案。该法案旨在永久延续2017年《减税与就业法案》的主要内容，并引入一揽子的税收减免、支出削减和债务上限上调措施。该法案标志着特朗普第二任期财政蓝图的成型，也引发了空前激烈的争议。5月穆迪下调美国主权信用评级、美国国债发售遇冷，已反映出市场对美国财政可持续性的担忧。目前法案正在进行两院协商委员会谈判中，7月底前提提交最终版。未来，伴随着债务上限“X日期”的临近，中美关税贸易争端的不断，市场关注法案通过所造成的对美国财政可持续性的挑战。

1. 延续与扩展减税政策

首先，法案中的减税措施在2017年TCJA的基础上进行了延续和扩展。除了永久性延长TCJA的核心条款，法案还增加了对标准扣除额、子女税收抵免、遗产税免税额等方面的调整，进一步减轻个人税负。

2. 大幅削减社保与教育支出

为了抵消减税带来的财政负担，法案提出了大规模的开支削减措施。特别是在社会保障领域，法案通过提高获得医疗补助（Medicaid）和补充营养援助计划（SNAP，即食品券）的门槛，实施更严格的工作年限要求，从而大幅度减少支出。据美国国会预算办公室（CBO）估算，法案可能会导致至少760万人失去医疗保障。此外，法案还将改革并限制学生贷款计划，削减教育补贴；逐步取消《通胀削减法案》（IRA）下的清洁能源税收抵免等。

3. 增加国防与边境安全支出

法案计划增加对国防的投入，用于发展一系列新型的作战装备，如特朗普长期构想的导弹防御系统。此外，法案还进一步增加了边境安全的资金，特别是恢复特朗普时期的美墨边境隔离墙建设，以及增加海关和边境执法人员。

4. 提高债务上限

“美丽大法案”提议将联邦政府的法定债务上限提高4万亿美元。负责任联邦预算委员会（CRFB）指出，这将超越2021年底单独通过的2.5万亿美元债务上限增加额度，成为美国历史上最大幅度的债务上限提升。

尽管“美丽大法案”对经济具有一定的短期刺激效应，但在美国当前高赤字、高债务的财政背景下，这一法案的空前规模引发了更多争议和市场焦虑。同时，一些减税政策被广泛认为更有利于高收入群体，而大幅削减医保支出却将使收入最低的群体承受更大压力。此外，允许美国对其外国企业和投资者征收额外税款的第899条更被认为会将关税战引向“金融战”。

“天才法案”的稳定币创新

2025年6月17日，美国参议院以68:30通过最终表决通过《天才法案》（全称《引导和建立美元稳定币的国家创新法案》，英文简称GENIUS Act），该法案是首个针对稳定币的联邦级全面监管框架，旨在将稳定币纳入国家金融体系监管，同时服务于美元霸权的巩固与美债市场扩张的战略目标。当前法案正在移交众议院审议（众议院版本为《STABLE法案》），特朗普敦促8月休会前完成立法签署，预计2025年Q4生效。

法案的核心监管要求

- **100%储备资产**：稳定币必须由现金、活期存款或≤93天期限的短期美国国债1:1足额支撑，严禁再质押或挪用。
- **分级监管**：市值超100亿美元的发行方（如USDT、USDC）须接受联邦级银行监管；小型发行方可由州监管，但需符合联邦标准。
- **透明度与审计**：强制月度储备报告+第三方审计，CEO/CFO需签署合规认证，虚假陈述承担刑事责任。
- **法律属性**：明确定义为“支付媒介”而非证券/商品，归属银行体系监管（排除SEC/CFTC管辖权）。
- **反洗钱与消费者保护**：需建立AML/CFT系统；破产时稳定币持有人优先受偿；禁止提供利息收益。

美国的核心战略意图

战略维度	具体措施	预期效果
巩固美元霸权	支持私营稳定币替代CBDC路径	扩大美元全球流通，避免美联储资产负债表扩张
消化美国国债	强制储备短期美债	创造结构性美债需求，对冲传统买家减持
争夺标准制定权	将稳定币锚定于公链	确立区块链技术标准，避免CBDC主导联盟链标准
金融体系合规化	“招安”现存稳定币，设置过渡期	消除“黑盒”疑虑，吸引传统资本入场
地缘政治延伸	利用私营实体全球扩张	推广美元使用，维护美国金融影响力

美国《天才法案》的本质是以监管之名行战略扩张之实：通过将稳定币纳入国家监管框架，既解决美债的流动性需求，又构建数字时代的美元渗透网络。其核心逻辑可概括为：以合规化消除市场顾虑，以标准化主导技术路线，以美债绑定巩固金融霸权。若法案落地，全球金融体系将加速向“链上美元化”演进，而新兴市场面临的货币主权挑战亦将加剧。

特朗普2.0时代的理想与现实

玩儿砸了的
特朗普组合拳

屡败屡战特朗普的
创新尝试

美国霸权
军事&政治

美元
信用崩溃

美债
下调评级

开源

尝试缓解
特里芬难题

节流

改善贸易逆差，增加财政收入
-全球加征关税

为企业减税，打开别国市场-
制造业回流

美丽大法案，天才法案稳定币
-财政扩张改善政府债务状况

效率委员会DOGE，全球战略收
缩，不愿继续给他国支持

施压美联储降息，
以缩减利息支出

政策目标	全球流动性需求 (输出美元)		美元信心维护 (价值稳定)
“大美丽法案”	扩大财政赤字 → ↑ 逆差 → ↑ 美元输出		债务膨胀 + 报复性税收 → ↓ 投资者信任
“天才法案”	稳定币扩张 → ↑ 美元需求 → 维持输出		强制美债锚定 → 短期 ↑ 需求; 长期绑定风险
综合效应	短期缓解 ✓	长期风险 ↑ ↑	显著削弱 ↓ ↓

情景推演：乐观25%概率-结构性合作；中性55%概率-竞合并存；悲观20%概率-全面脱钩

基于美国对华加征关税后中方反制措施，中美的两轮关税谈判结果，结合当前中美博弈动态和全球经济结构变化，未来可能呈现以下三种情景。以下分析综合关税冲击、供应链重构、政策应对等核心变量，并基于情景概率（乐观25%、中性55%、悲观20%）推演其影响。





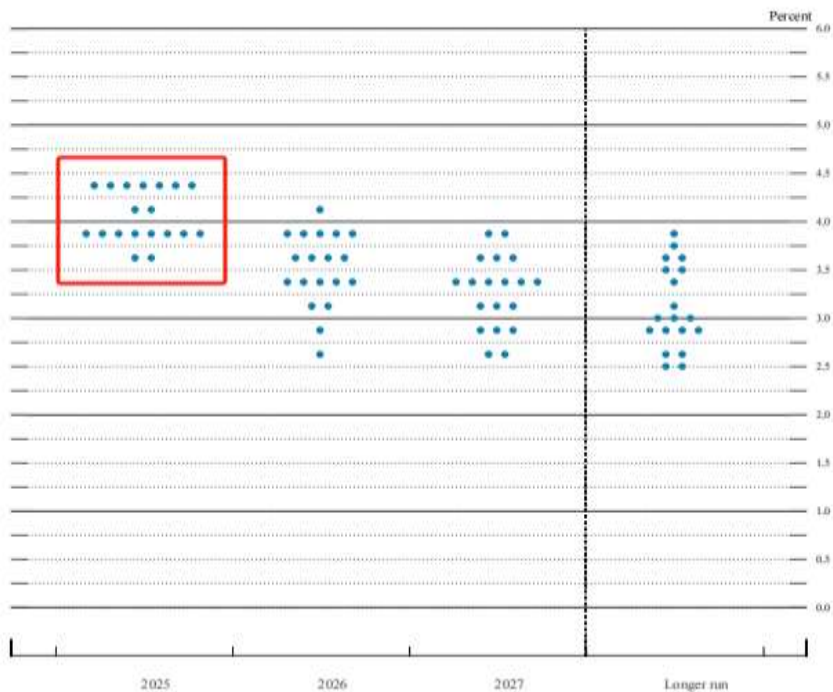
美联储货币政策取向

一直按兵不动，决策取决于数据，
点阵图年内降息预期两次，
担忧关税对经济的冲击，
遭受特朗普的挑衅，
可能调整政策框架。

美联储：6月维持利率不变，仍预计今年降息两次，内部看法更偏鹰派

2025年6月19日，美联储宣布维持基准利率不变，仍维持在4.25%-4.5%区间，至此，FOMC已连续四次货币政策会议决定暂停行动。美联储自去年9月起连续三次会议降息，合计降幅100个基点，自今年1月特朗普上任以来，美联储一直按兵不动。同时，将继续缩减其所持有的美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定致力于支持最大就业并使通胀回归2%的目标。

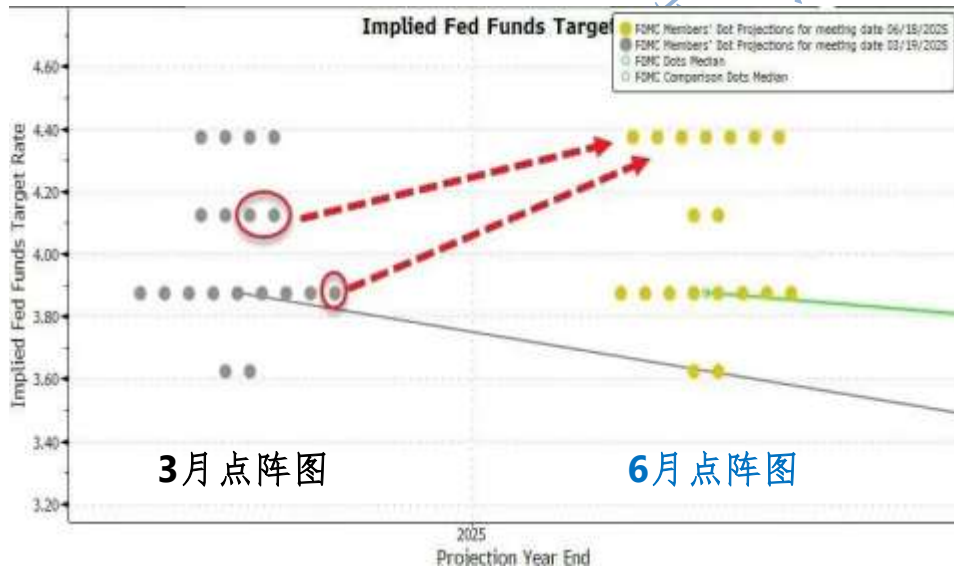
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：美联储 冠通研究

最新利率“点阵图”，对于今年降息，美联储内部的想法更偏鹰派。

- 上次共有11人预计今年至少两次降息，本次这样预测的有10人；
- 上次共15人预计今年至少一次降息，本次这样预测的有12人；
- 预计不降息者较上次的4人增三人至7人。



3月点阵图

6月点阵图

利率中值展望

- 2025年底的联邦基金利率为3.9%，持平3月预期。
- 2026年底的联邦基金利率为3.6%，3月预期3.4%。
- 2027年底联邦基金利率为3.4%，3月预期3.1%。
- 更长期的联邦基金利率为3.0%，持平3月预期。

美联储：下调增长预估并上调通胀和失业预期，暗示滞胀风险增加

FOMC会后公布的经济展望SEP显示，

- 下调今明两年的增速预期：2025、2026、2027年底GDP增速预期中值分别为1.4%、1.6%、1.8%。（3月时为1.7%、1.8%、1.8%）；
- 上调了这三年的失业率预期：2025、2026、2027年底失业率预期中值分别为4.5%、4.5%、4.4%。（3月时为4.4%、4.3%、4.3%）
- 调高了这三年PCE和核心PCE的通胀预测，这六个通胀数据均高于美联储2%的目标：
- ✓ 2025、2026、2027年底PCE通胀预期中值分别为3.0%、2.4%、2.1%。（3月预期分别为2.7%、2.2%、2.0%）；
- ✓ 核心PCE通胀预期中值分别为3.1%、2.4%、2.1%。（3月预期分别为2.8%、2.2%、2.0%）。

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, June 2025

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.4	1.6	1.8	1.8	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0	1.7-2.0	1.1-2.1	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
March projection	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0	1.0-2.4	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
Unemployment rate	4.5	4.5	4.4	4.2	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.7	4.0-4.7	3.5-4.5
March projection	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3	4.1-4.6	4.1-4.7	3.9-4.7	3.5-4.5
PCE inflation	3.0	2.4	2.1	2.0	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.5-3.3	2.1-3.1	2.0-2.8	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.5-3.4	2.0-3.1	1.9-2.8	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.4	2.1		2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
March projection	2.8	2.2	2.0		2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.9	3.6	3.4	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.6-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9
March projection	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.9-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9

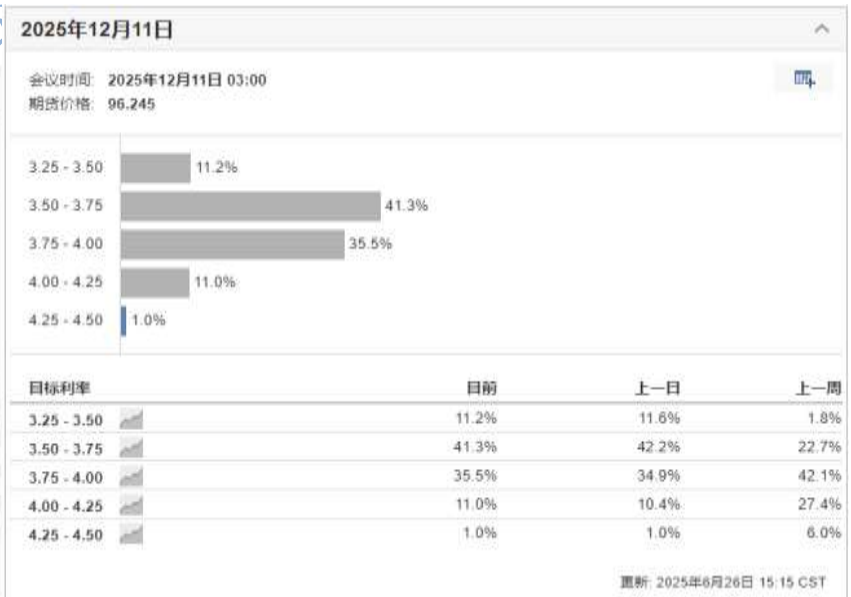
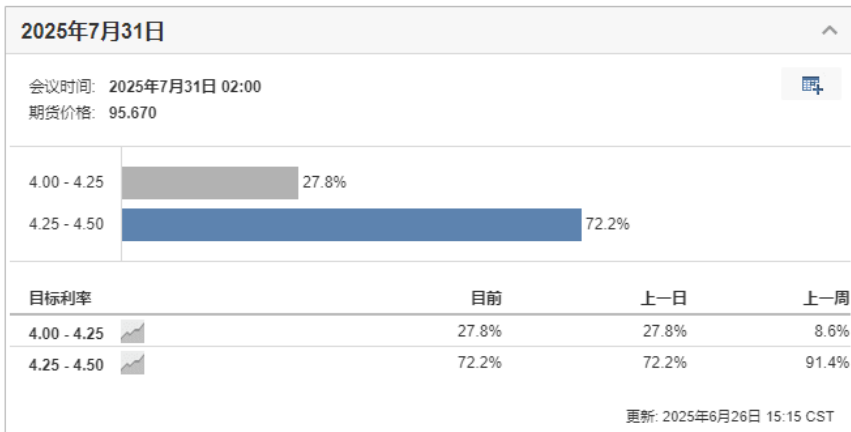
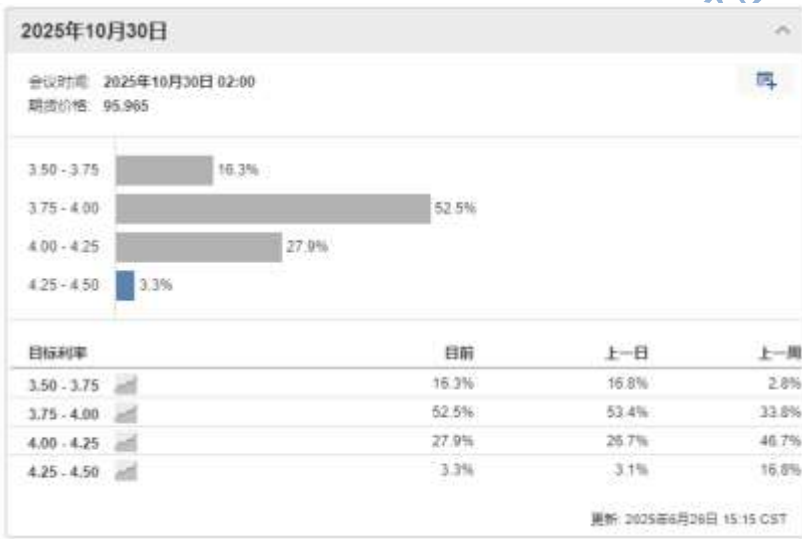
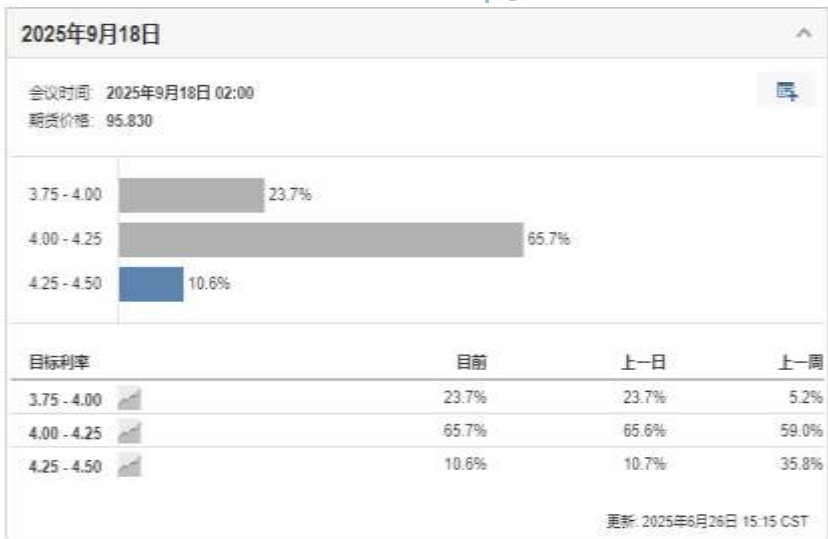
数据来源：美联储 冠通研究

- 会后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔在记者会上表示，目前美国经济形势稳固，但贸易政策和财政政策的调整仍然不确定，而加征关税可能会推高美国的价格，关税对通胀的影响可能会更加顽固。他重申，这可能会发现美联储双重职责（实现充分就业+维持价格稳定）之间的关系紧张。
- 虽然关税对通胀的影响可能更加顽固，但鲍威尔也表示，目前来看，关税的总体影响有多大、会持续多久、什么时候完全体现出来，都非常不确定，今年夏天将对关税的影响有更多了解，这将影响美联储的政策思考。
- 值得注意的是，在美联储宣布最新利率决定的仅约四个小时前，美国总统特朗普周三再度猛烈抨击美联储主席鲍威尔，称他“愚蠢”。他表示，美联储的关键借贷利率应至少降低两个百分点，利率能降2.5个百分点就很好。特朗普同日还说：“我能任命自己去美联储吗？我干得会比这些人好多了。”

美联储降息预期：降息预期概率与幅度上升，首次降息提前到7月的可能性增加

CME的FedWatch工具显示：

- 美联储7月维持利率在4.25-4.5%不变的概率超过七成，相较于一周前的九成而言，降息预期概率明显下降。降息25bp的概率则抬升；
- 年内首次降息的时间依旧是9月最高，但7月就开始降息的可能性增加；
- 10月进一步降息25bp到3.75%-4%的概率超过五成；
- 到年底，市场的分歧较大，预期概率最高的是降息75bp到3.5-3.75%，但概率仅为四成多点，降息50bp到3.75-4%的概率紧随其后。



内斗加剧—特朗普PK鲍威尔，令美联储陷入两难

2025年内，美国总统特朗普关税政策的不确定性扰动着资本市场，而美联储主席鲍威尔最新讲话也在不断提醒着关税的影响。同时，特朗普多次威胁解雇鲍威尔，指责他不降息，而鲍威尔坚持数据依赖按兵不动，维持利率不变。特朗普先后多次公开施压鲍威尔降息，他还表示，鲍威尔应尽快走人。有媒体爆料称，特朗普数月以来一直在私下研究解雇鲍威尔，但其团队内部对此意见不一。白宫方面证实了特朗普考虑将鲍威尔解职的说法。美联储作为全球最具影响力的央行，其信誉很大程度上依赖于其行动的独立性，免受政治干预。如果特朗普试图罢免鲍威尔，可能会进一步加剧市场动荡。

政策立场对立

特朗普诉求：为应对其推行的激进关税政策（如对华商品征收**145%**关税、普遍进口税**10%**）引发的短期经济冲击，特朗普要求美联储效仿欧洲央行大幅降息，以刺激经济并降低借贷成本，为大选造势。

鲍威尔立场：坚持维持**4.25%-4.5%**的高利率水平，认为特朗普的关税政策将导致通胀率升至**6.7%**，并可能引发“滞胀”（通胀上行+增长下行）。他明确拒绝政治干预，强调货币政策需基于经济数据独立决策。

美联储独立性争议

特朗普公开宣称“总统有权解雇美联储主席”，并多次威胁鲍威尔“越早离职越好”，甚至表示“若我要他走，他会很快被赶出去”。此举被视为对美联储百年独立传统的直接挑战。

鲍威尔援引《联邦储备法》，强调主席只能因“渎职或重大过失”被解职，政策分歧不构成合法理由，并称“独立性是法律赋予的，不会屈服于政治压力”。

鲍威尔：美国经济韧性仍存，但关税带来的通胀隐忧难明，需修订政策框架

2025年6月24日，美联储主席鲍威尔在提交给国会的半年度货币政策报告中，评估了美国经济现状的内在韧性仍存，但关税迷雾中暂停了美联储货币政策的转向，认为美联储的政策权衡应该以长期预期锚定为纲，静待通胀性质明晰化。并特别重申了“无价格稳定则无法维持强劲劳动力市场”，暗示通胀管控优先级提升，这样就呼应了其此前要对美联储的货币政策框架进行修订的方向。

货币政策立场

政策框架修订

对于经济现状的评估

➤ 经济增长—短期波动韧性仍存

Q1 GDP小幅下滑，主因企业为规避潜在关税提前进口导致的净出口异常波动（但强调此现象扭曲了GDP数据真实性）。剔除贸易/库存/政府支出的私人国内最终购买保持稳健增长（2.5%），消费温和放缓，设备与无形资产投资回升。家庭及企业信心下滑，经济前景不确定性主要源于贸易政策担忧。

➤ 劳动力市场—持续强劲

失业率稳定于4.2%（近一年窄幅波动），月均新增就业12.4万。薪资增速虽放缓但仍高于通胀，广泛指标显示就业市场处于“最大就业”水平，且非通胀主要来源。强劲就业显著缩小不同族群的就业与收入差距。

➤ 通胀态势—高位回落预期分化

5月PCE通胀2.3%，核心PCE2.6%，较2022年峰值显著改善，但仍高于2%目标。短期通胀预期受关税驱动上升，长期预期仍锚定在2%（符合政策目标）。

➤ 利率维持：

联邦基金目标利率区间4.25%-4.5%不变（2025年初至今）。

➤ 缩表调整：

4月起进一步放缓减持美债/MBS步伐，确保准备金平稳过渡至充裕水平。

➤ 数据依赖：

未来政策取决于三项动态——经济数据、前景演变、风险平衡。

➤ 观望定调：

明确表示“暂维持现政策立场，需更多经济路径证据”。

➤ 关税冲击的双刃剑：

特别强调“避免一过性关税冲击演变为持续通胀，取决于三大因素：

① 关税最终水平；② 价格传导速度；③ 长期通胀预期的稳固性”

➤ 双目标再平衡

重申“无价格稳定则无法维持强劲劳动力市场”，暗示通胀管控优先级提升。

➤ 关税情景的差异化响应路径：

✓ 若通胀为暂时性 → 容忍价格水平跳升；

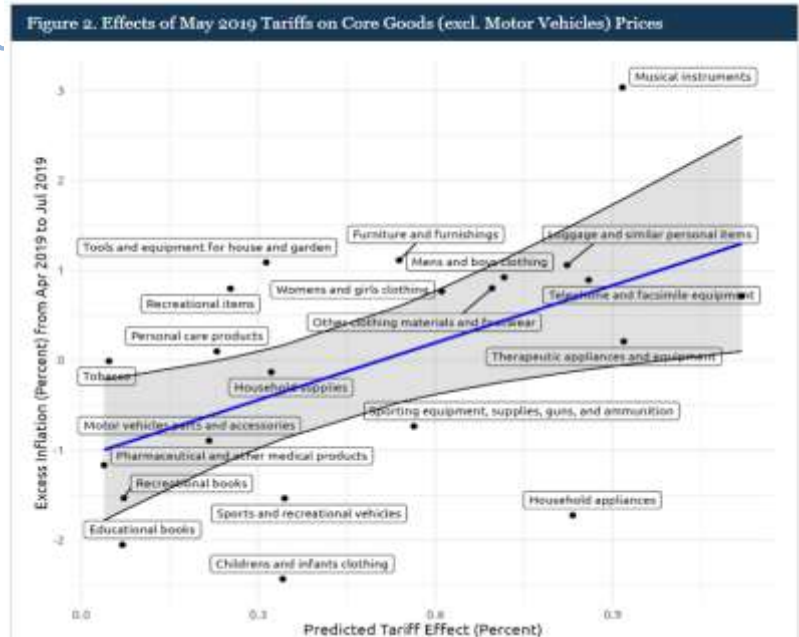
✓ 若现持续性风险 → 坚决干预阻断通胀螺旋。

➤ 预期管理升级

将“锚定长期通胀预期”置于政策首位，凸显其作为新框架核心支柱的地位。

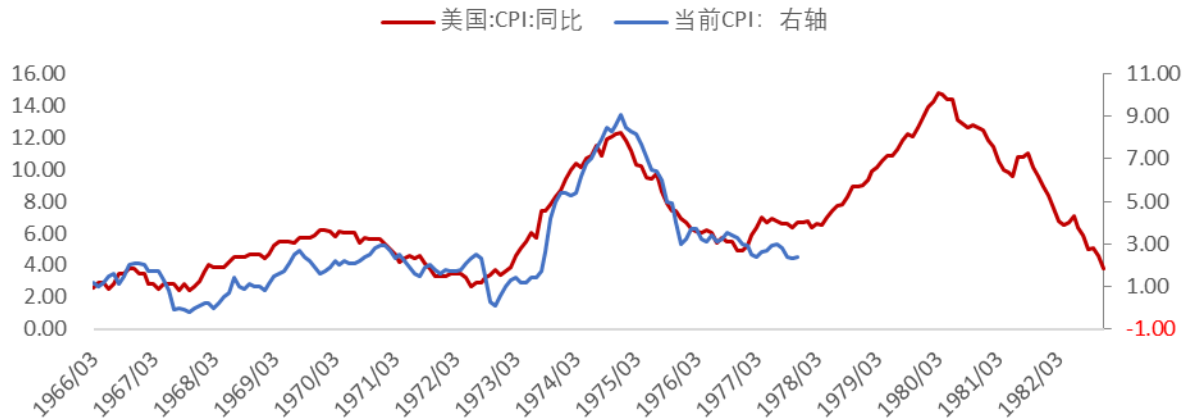
美联储研究：以史为鉴，关税对消费品价格的传导在2个月内完成

- 5月9日美联储发布报告，最新研究了一种实时检测关税对消费者价格影响的方法，证实关税变化会快速直接传导至价格水平。研究发现2018-19年的关税变化在两个月内完全传导到消费品价格，而2025年初的关税已导致核心商品PCE价格上涨0.33个百分点，推动核心PCE整体上涨0.08个百分点。
 - 研究方法——事件研究法分析特定关税事件的消费者价格传导情况，以及局部投影法共同分析多个关税事件的传导情况。
 - 数据来源——包括美国经济分析局(BEA)的月度PCE价格数据、投入产出表和PCE桥接数据，这使研究能够计算每个PCE类别中进口的直接和间接影响。
 - 特别注意——研报中强调该分析方法仅涉及美国对其他国家征收关税对消费者价格的影响，并未考虑报复性关税的影响，也未考虑关税对其他结果（例如生产力和就业）的潜在影响。
 - 研究结果——
- ✓ 2018-19年美国政府实施的关税浪潮进行了回顾性分析，发现关税对消费者价格的影响迅速且显著。2018-19年的关税在实施后两个月内就完全传导至消费者价格，传导系数约为1.75。
- ✓ 应用同样的方法分析2025年2月和3月初实施的关税，根据研究估计，2025年初关税迄今已使核心商品PCE价格上涨0.33个百分点，导致核心PCE整体上涨0.08个百分点。研究认为，若没有该关税，2025年1月至3月的核心商品PCE通胀率将为-0.18%，而非实际观察到的0.15%。研究发现关税已经部分传导至消费品价格，传导系数为0.54，低于2018-19年的水平。三大因素可以解释为何此次价格传导系数低于2018-2019年关税事件期间的观测值：
- ① 首要因素，是该出口国占美国商品进口总量的份额显著下降，从2019年的约18%下降到2024年的13%以上；
 - ② 其次，关税政策并非立即实施。例如，尽管首轮10个百分点关税于2月初生效，但豁免了2月1日前离港且3月7日前抵美的货物——这意味着已启航运往海外的商品不会受到进口成本影响。结合数据表明，预期2-3月关税对价格的后续传导效应将在4月进一步显现。
 - ③ 第三，近期通胀导致企业调价频率上升。与2018-2019年关税事件相比，2025年的关税在协调企业集体涨价以消化其他尚未体现在价格中的成本增幅方面，可能不再发挥同等重要的作用。

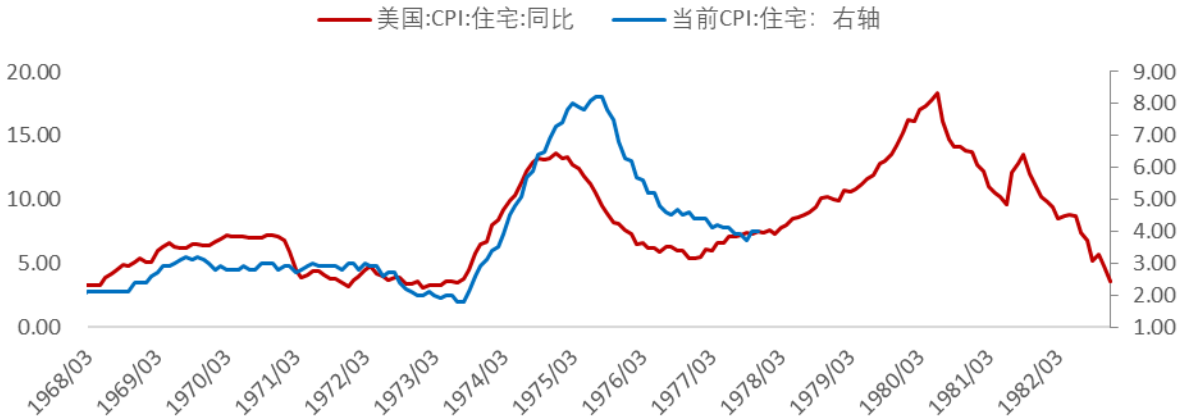


特朗普的关税战，强化通胀韧性，让美联储陷入两难，对美国落入滞胀的担忧加剧

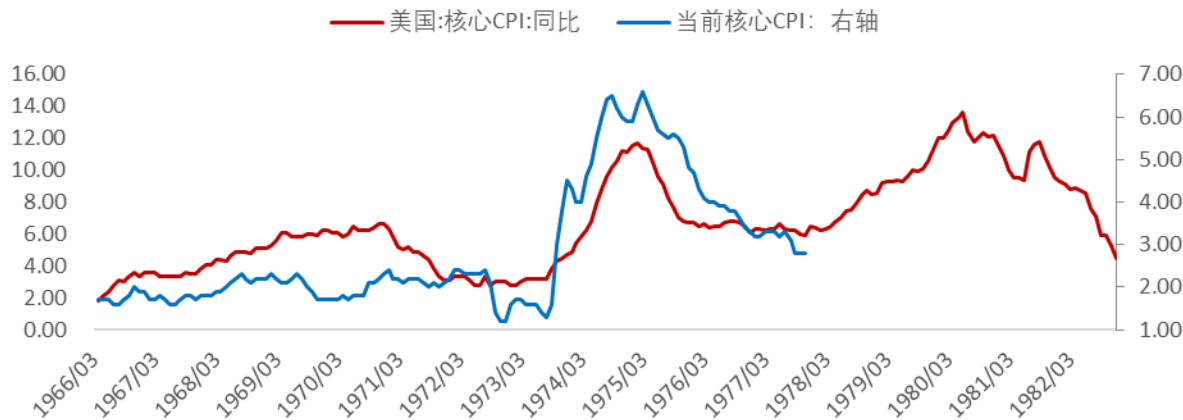
大滞胀时期与当前的对比：CPI



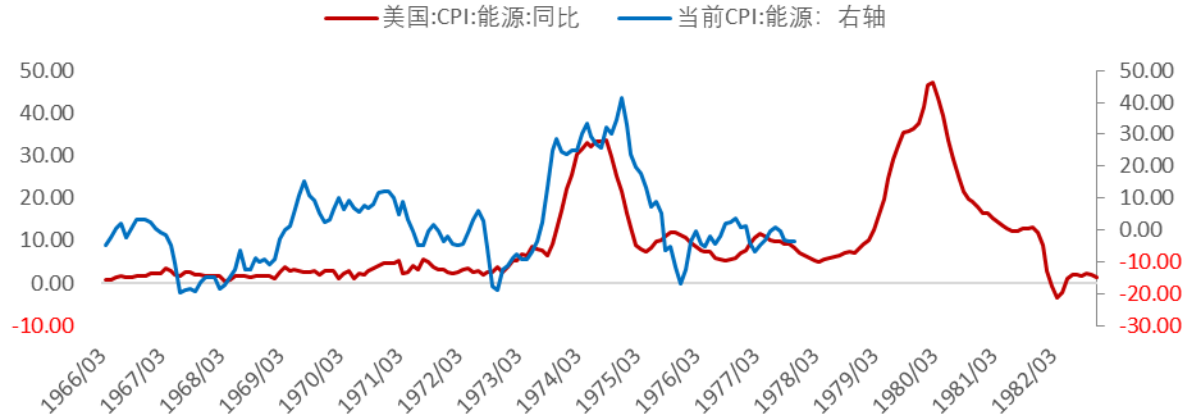
大滞胀时期与当前的对比：CPI住宅



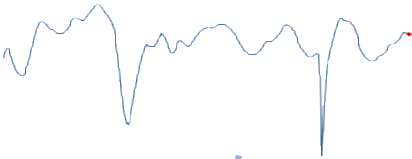
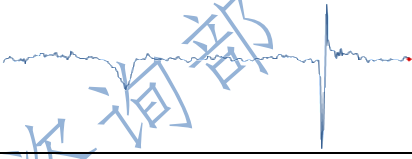
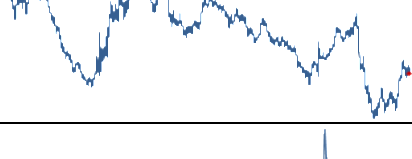
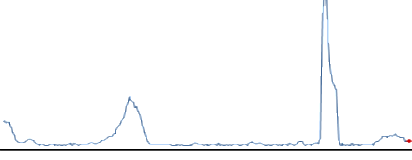
大滞胀时期与当前的对比：核心CPI



大滞胀时期与当前的对比：CPI能源



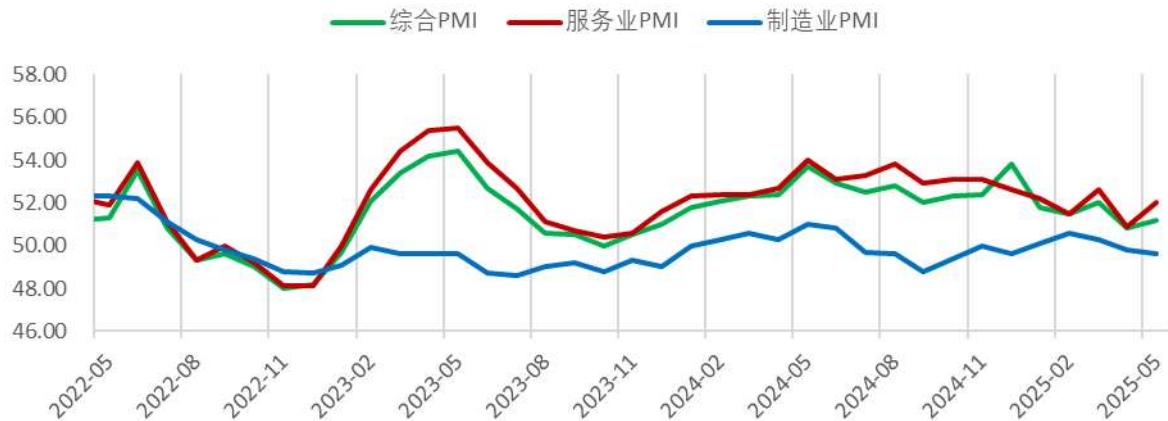
从追踪的多个衰退指标来看，美国深度衰退的可能性似乎并不高

领先/预测指标	来源	简介	判定规则	更新时间	最新值	2000年以来走势	当前状况
OECD领先指标	OECD	OECD 领先指标由新屋开工、制造业信心指标、消费、就业、金融市场指标所构成，反映一个国家宏观经济发展周期的领先指标。	CLI<100且在增长；CLI>100且在增长；CLI>100在下降；CLI<100在下降，这四种情况分别对应经济周期4个阶段：扩张、顶峰、衰退、谷底（对应美林时钟复苏、过热、滞胀、衰退四阶段）	2025/5/31	100.26		年内连续走弱，但仍在100以上，经济周期处在衰退阶段（滞胀）
芝加哥联储全国活动指数（CFNAI）	芝加哥联储	用来表示美国整体经济活动情况和通胀压力的经济指标。	当该指数的 3 个月移动平均值小于-0.7 时，经济大概率处于衰退区间；大于 0.2 时，经济则处于扩张区间	2025/5/31	-0.16		介于衰退与扩张之间
经济扩散指数（WEI）	纽约联储	WEI是一个由10个实体经济活动指标组成的指数，其比例与第四季度GDP增长率保持一致。它代表了涵盖消费者行为、劳动力市场和生产的系列产品的共同组成部分。		2025/6/21	2.37		对等关税以来，从高位明显回落，结束了美国经济年初的强劲复苏势头；最近重拾涨势反弹，彰显美国经济的韧性
经平滑美国衰退概率（Chauvet）	Chauvet, M (1998, 2008)	使用非农就业工资、工业生产指数、扣除转移支付的实际个人收入以及实际制造业和贸易销售额这4项指标的月度数据，通过动态因素马尔可夫转换模型得到经平滑美国衰退概率。	当该指标连续三个月大于80%时，美国经济大概率已经处于衰退区间；而如果该指标连续三个月小于 20% 时，美国经济便仍处于扩张区间	2025/4/1	0.48		毫无衰退迹象，彰显美国经济的韧性
基于收益率曲线的衰退概率	纽约联储	10年期和3个月期国债利率之间的差额来计算美国未来12个月经济衰退的可能性。	当该差值为负时，美国经济一般在 4-6 个季度内衰退	2025/6/24	-0.10		该指标自2022年10月底开始倒挂，2023年6月1日见底，目前处于触底回升阶段，在0附近徘徊，没有衰退迹象
Sahm实时衰退指标	Sahm	当3个月平均失业率较前12个月的低点上升 0.5个百分点时，经济就进入了衰退，或即将进入衰退。	≥0.5%，衰退概率大增	2025/5/31	0.20		前12个月失业率低点为4%，近3个月平均失业率为4.2%，较前12个月失业率低点下降了0.2个百分点。根据萨姆规则，“美国出现经济衰退”尚未出现。

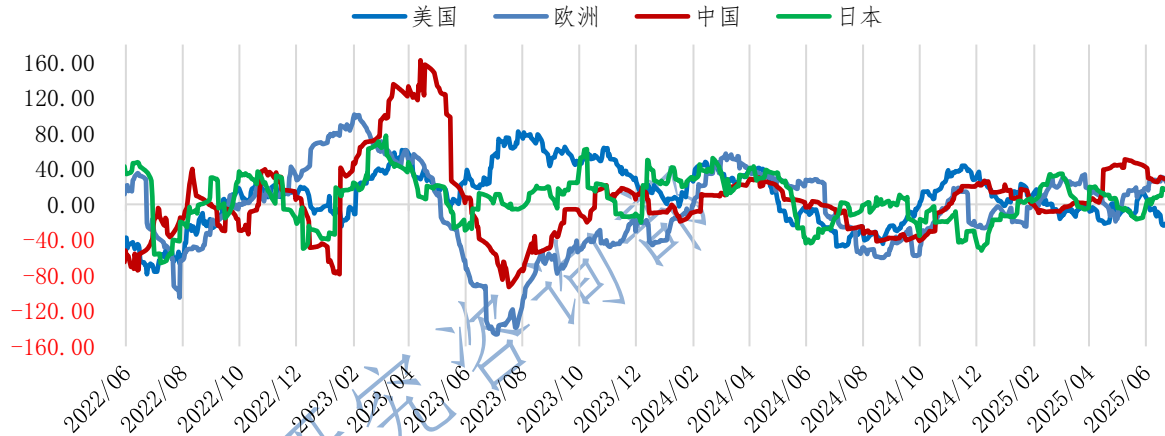
数据来源：Wind 冠通研究

特朗普的关税战，强化通胀韧性，让美联储陷入两难，对美国落入滞胀的担忧加剧

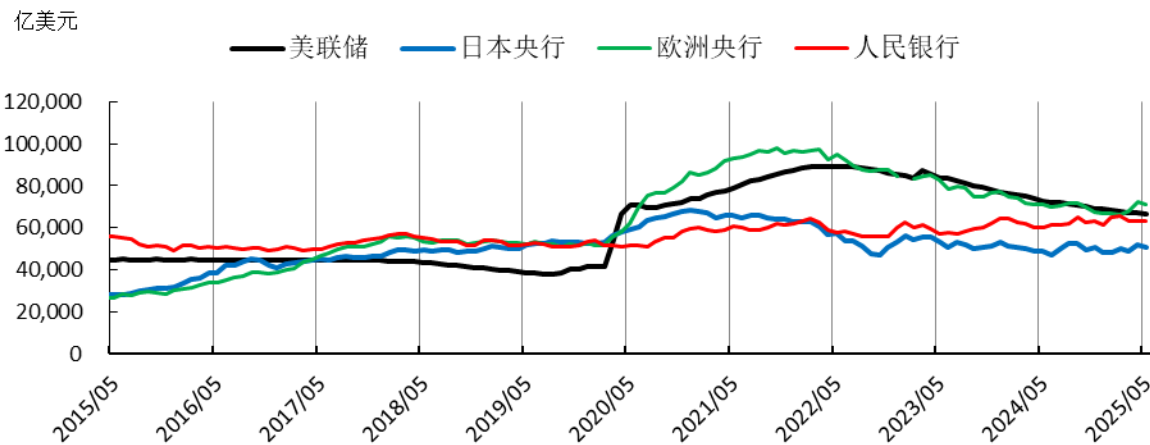
摩根大通全球PMI



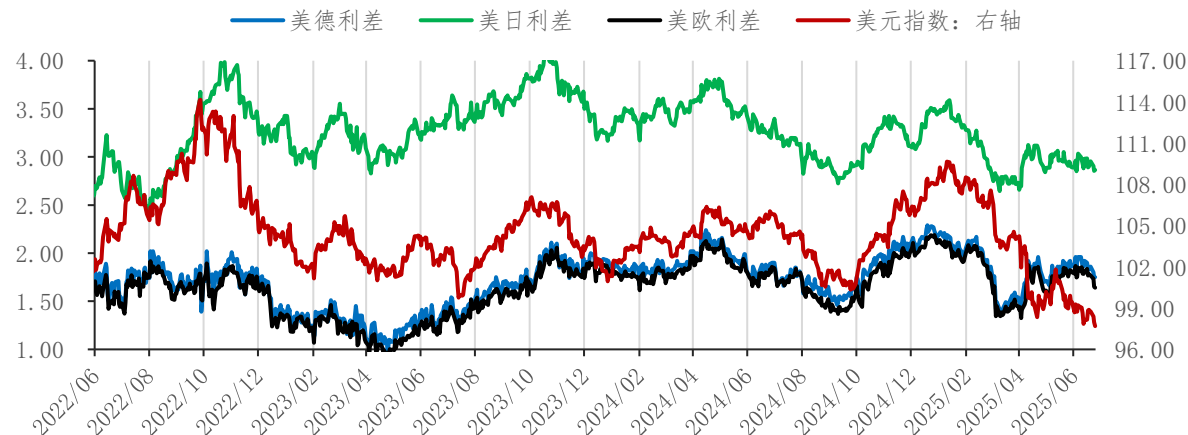
花旗经济意外指数(%)



全球主要央行资产负债表

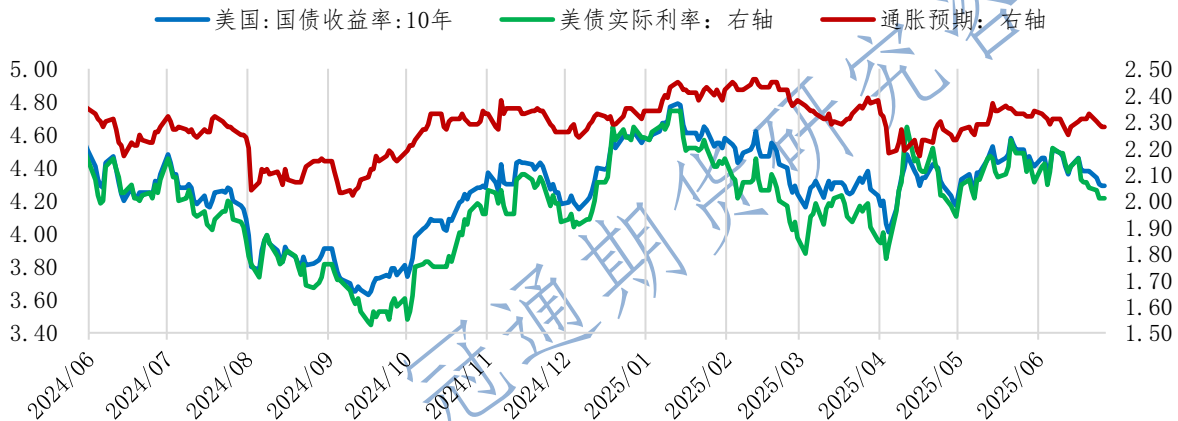


美元指数与美德、美日、美欧10年期国债收益率利差走势图

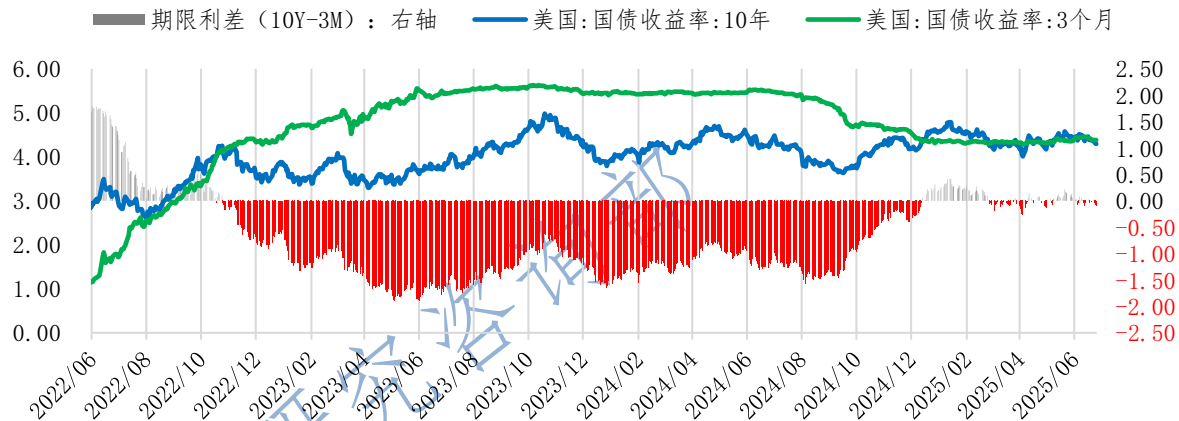


特朗普的关税战，强化通胀韧性，让美联储陷入两难，对美国落入滞胀的担忧加剧

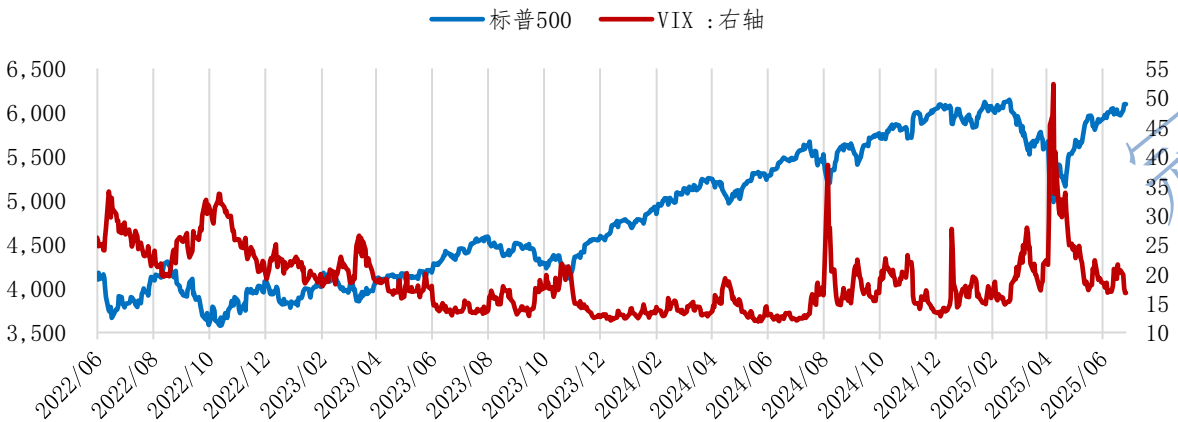
美债收益率、实际利率与通胀预期%



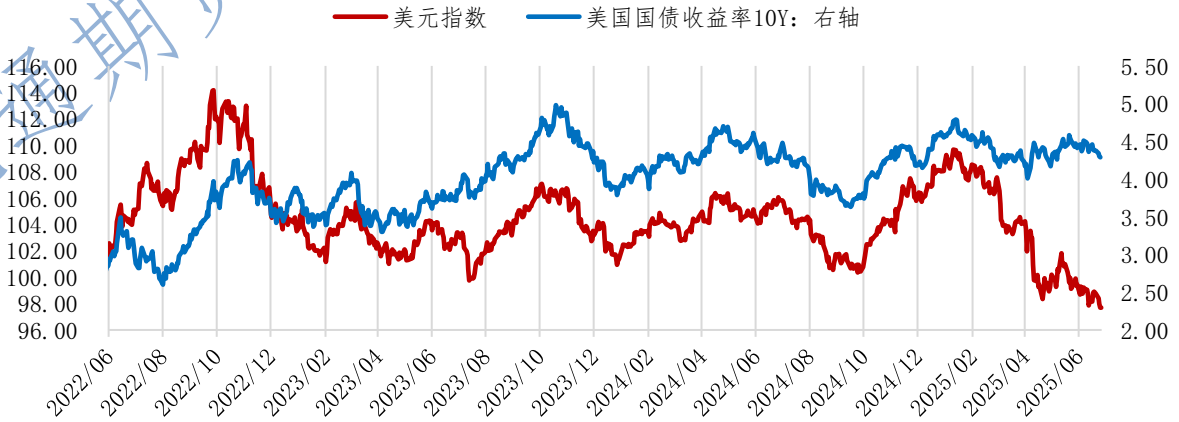
美国国债收益率与期限利差%



美国标普500指数与VIX



美债收益率与美元指数





中国经济内忧外困奋力破局，
科技军事先后迎来**DEEPSEEK**时刻，
强硬反制关税谈判攻守转势
强预期遭遇弱现实
市场寄望于政策力度

中国经济内忧外困奋力破局，科技军事DeepSeek时刻，强预期遭遇弱现实

“加”杠杆

低通胀

稳增长

“高”利率

中国经济

居民部门

- 三年疫情损伤居民家庭负债表，疤痕效应进一步提升家庭的预防性储蓄（改变人们的消费倾向与投资偏好）；
- 本就不多的居民储蓄大量配置在房产，房价下跌加剧债务负担，资产荒之下提前还贷，居民主动降杠杆，加剧地产的下行；消费不足与降级压抑经济内生动力，有效需求不足叠加部分行业产能过剩令企业盈利收缩。
- 亟待降息，以缓解居民负债压力，释放消费潜力。

政府部门

- 政策力度不及预期，传统政策失效，货币政策遭遇流动性陷阱，9.24之后，重磅政策接连出台，扭转悲观预期；
- 地产失速影响卖地收入，地方债暴雷层出不穷，担忧金融稳定，政府一揽子化债方案试图阻断恶性循环，部分城市房价下跌加速，地产对于经济增长的拖累加剧；
- 中央加杠杆之路已然开始，市场关注政策的节奏；
- 不断强调要降准降息，预留政策空间给更大的冲击。

企业部门

- 间接融资为主导致杠杆率一直在高位，关税风暴冲击制造业景气度转冷，不过企业经营预期不差生产动能提升，但物价依旧羸弱，PPI是重要的追踪信号；
- 产能过剩，地产拖累、行业分化。科技突破扭转悲观预期，新经济与老经济表现分化，抢出口透支效应下外需未来料将承压。

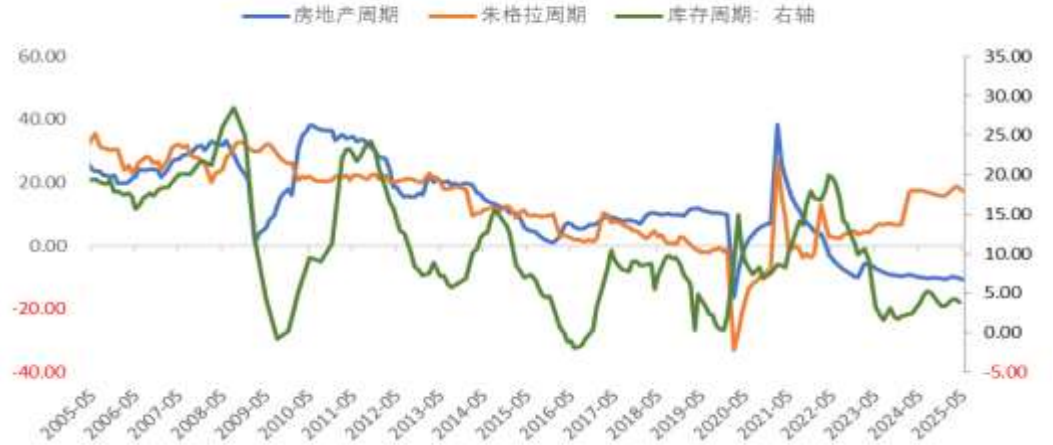
中国经济内忧外困奋力破局，科技军事DeepSeek时刻，强预期遭遇弱现实

2025上半年，国内市场呈现出强预期弱现实的风格特征，新经济改善预期，老经济拖累现实。年内，中国经济的内忧外困加剧奋力破局，多周期共振下行施压需求，DeepSeek破局时来运转，应对关税贸易博弈硬刚反制，军事上的震撼增强底气，国内悲观预期扭转乐观延续。只是，经济的现实依旧遭受着地产等传统经济颓势的拖累，新老经济增速表现出的分化，映射出2025上半年国内强预期弱现实的风格特征。三月，两会召开全年经济目标落地，更为全年经济工作定下稳的基调。中央扩赤字加杠杆，宏观政策的积极有为，提振消费专项行动计划下发，多措并举稳住楼市。对外应对美国的贸易战：积极应对不甘示弱，采取针锋相对策略；坚持扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资，人民币汇率稳韧坚挺震荡走升。中美博弈背景下，特朗普的反复，谈判的波折，抢出口效应的透支，料将施压下半年外需，国内需要更大力度的政策对冲出口增速的下滑。

当前中国三驾马车的表现



三周期叠加：中国

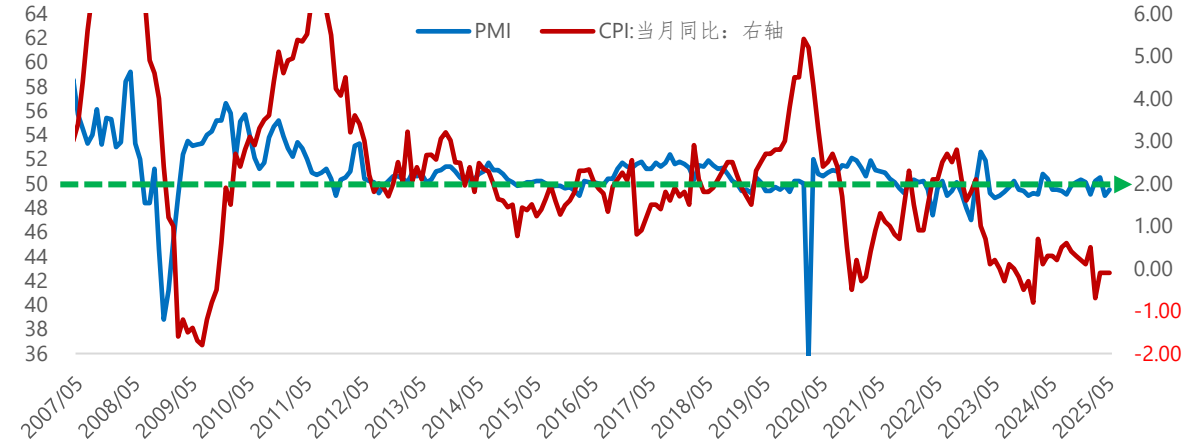


中美日欧德一般政府赤字/盈余占GDP比例变动趋势



弱复苏的中国经济：五弱一韧的出口料将遭遇贸易战逆风，内忧外困加剧

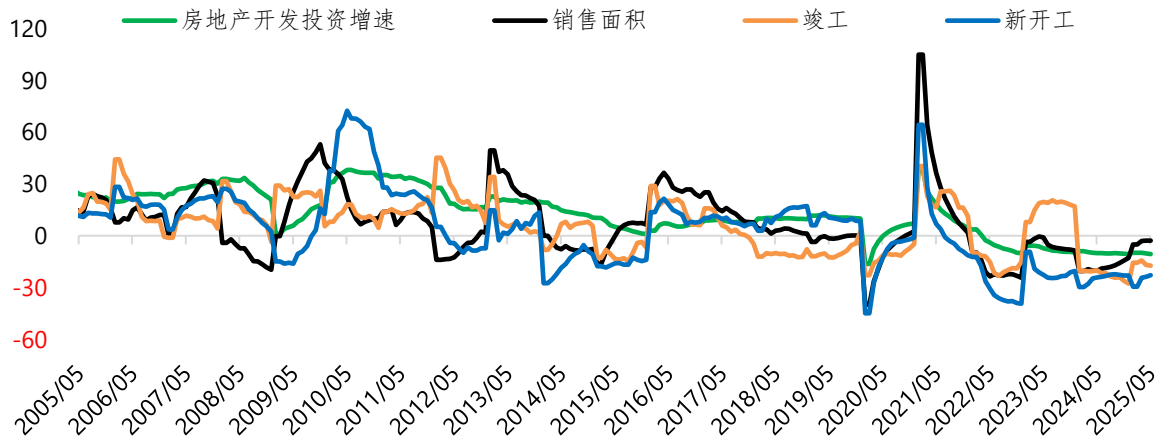
中国经济景气与通胀



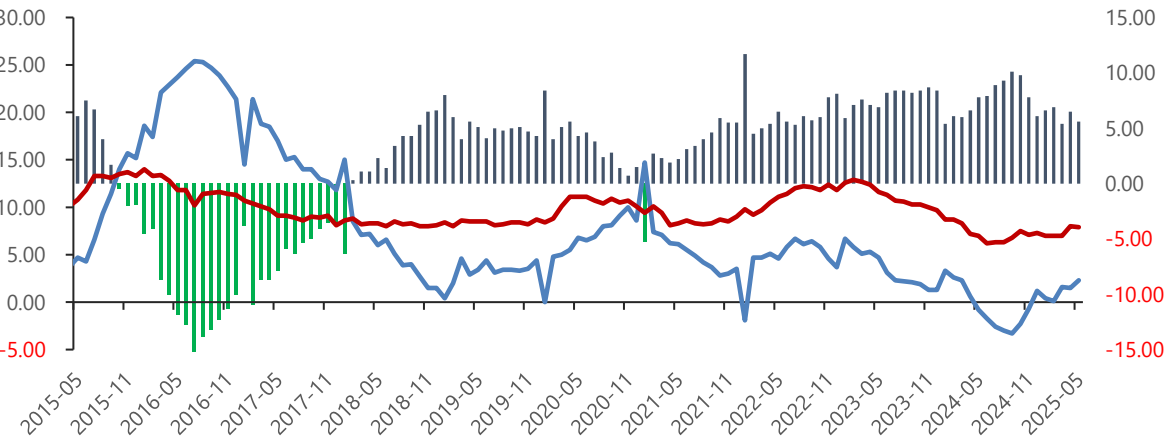
2025上半年，弱复苏的中国经济，延续着结构上“五弱一韧”的特征——消费弱，投资弱，信贷弱、物价弱，利率弱，出口韧。“五弱一韧”的实质是内需弱外需韧，内需的弱主要在于地产的拖累，外需之韧核心来自内外价格的缩与涨。

2025下半年中国增长的韧性——外需将遭遇逆风，直接冲击来自于特朗普上任后所发起的贸易战的猛烈攻击，间接则受累于全球贸易摩擦加剧下世界经济增速放缓，继而导致的需求下降。与此同时，国内需求不足的问题依旧严峻，地产拖累加剧之下，经济增长承压，居民与企业部门的压抑，市场寄望于政府部门的逆周期政策发力。

主要地产相关经济指标近二十年走势图%



M2-M1增速%: 右轴 M1同比% M2同比%



内忧--地产对于经济的拖累 在多个维度影响

需求
不足

流动性陷阱

传统的货币信用框架失效，资金空转与信贷崩塌，政策转向财政+货币，防风险中“去地产化”是主线。地方财政坍塌，更产生出负外部性恶化营商环境。

政策

收入预期较差

“大城市”白领消费降级-继高收入的互联网与教培行业的重创之后，地产相关的信托理财暴雷频发，强监管之下金融行业也遭遇严查；
“小镇青年”工作难找--卖地收入骤降之下的地方财政普遍承压，不少事业单位缩编减员，中小城市中“高收入”群体风光锐减，居民收入预期大幅转差。

消费
降级

地产
拖累

产能
过剩

地产退潮之下，挤出效应弱化，制造业的产能过剩，源于供需双向，供给端，国内融资环境改善叠加政策倾斜，需求端则明显需求不足。

“挤出效应”弱化

供给大于需求

地产及其相关产业链的拖累之下，国内出现明显的有效需求不足问题，叠加生产端的相对旺盛，生产动能下降，产需缺口收缩，因此物价低迷。下游抵抗高价，上游资源品涨价，中间加工品利润压缩，产业竞争加剧，行业内卷严重。

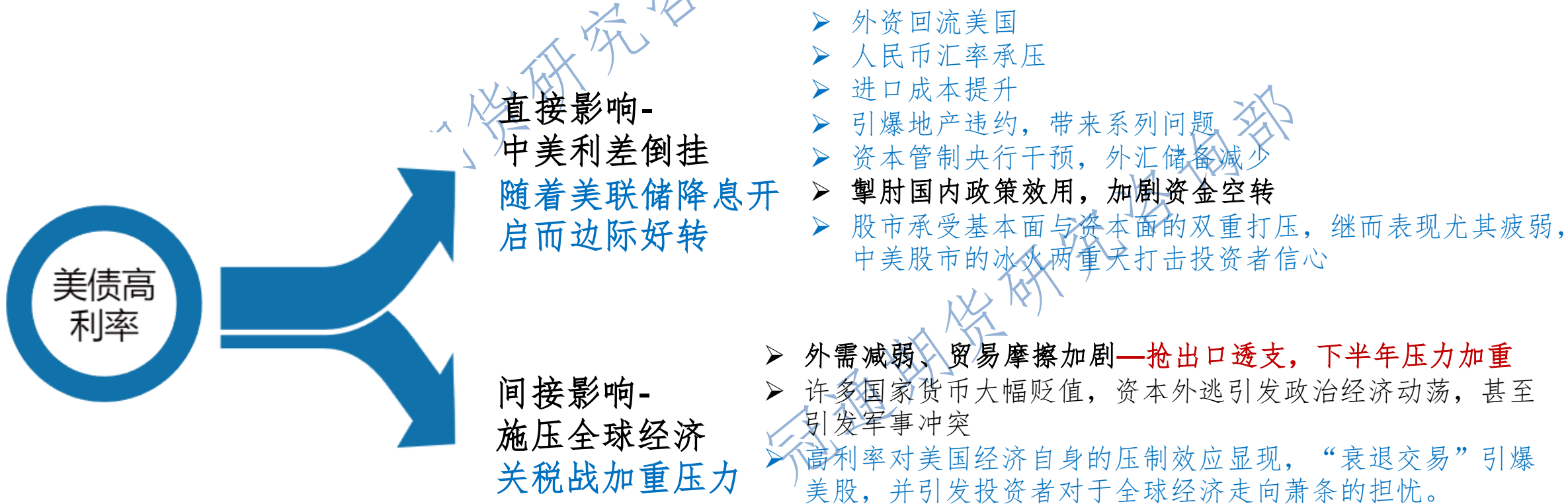
物价
低迷

资金
空转

“资产荒”下投资难

“高收益”的地产及其相关金融产品相继暴雷，居民与金融机构均面临着资产荒的困境，倒逼着居民提前还贷主动降杠杆。同时，政府的基金投资也源于“缺资产”而落实进度缓慢。

外困--美债高利率对于国内经济的压制虽然趋缓，但贸易战的大棒重拳袭来



2024年四季度，新一轮降息周期开启，美债利率下行，压制国内经济的外困因素多数边际趋缓；

不过，2025年特朗普的反复，中美贸易战的博弈，加剧着外困的显著性和复杂性，下半年抢出口透支效应下，外需压力加重。

中美博弈—重复博弈中的针锋相对策略

美国密歇根大学政治学教授，著名的行为学及博弈论专家罗伯特·阿克塞尔罗德（Robert Axelrod, 1943—）的理论研究表明，针锋相对策略在重复博弈中的表现优于许多其他复杂策略，他通过计算机模拟实验验证了这一点。他组织了一系列博弈竞赛，邀请不同领域的学者提交各自的策略。结果显示，针锋相对策略在大多数竞赛中表现出色，其简单的规则和有效的应对方式使其在复杂的博弈环境中脱颖而出。他还总结出下述四条规则：

1. 只要对手合作，就可以避免不必要的冲突；
2. 如果对手无缘无故地背叛，要以牙还牙，但只需实行一次；
3. 如果对手重新合作，要原谅对手的背叛，重新合作；
4. 要让对手清晰地明白自己可预测的策略，即始终遵循上述步骤1、2和3，让对手明了自己的策略，并在此基础上制定其策略。

在这四条规则下，合作就会成功，回报最大。

2014年，阿克塞尔罗德的研究获得了美国国家科学奖。

攻防转势

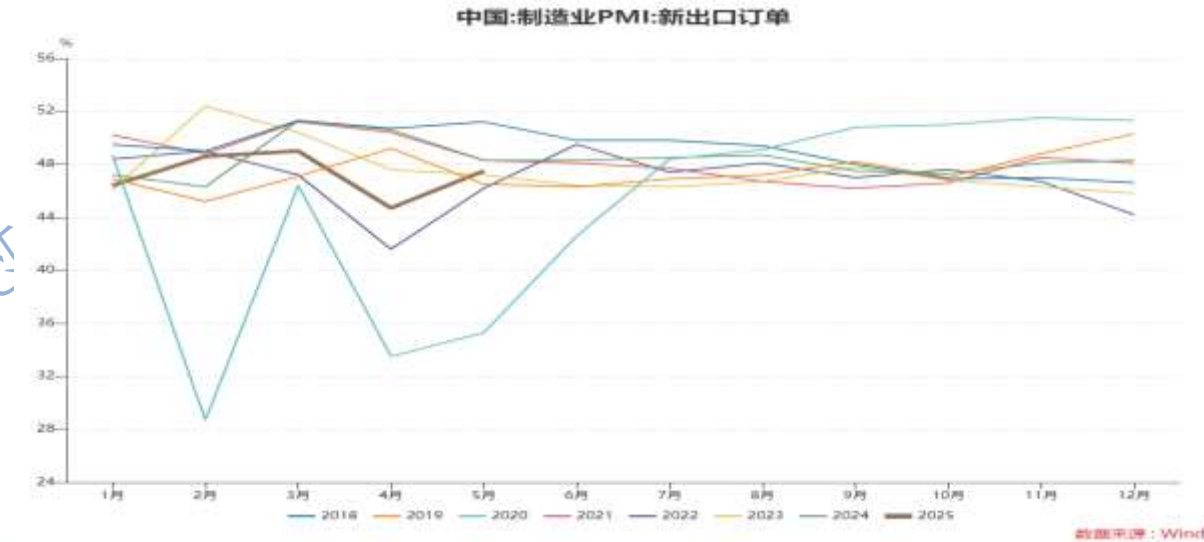
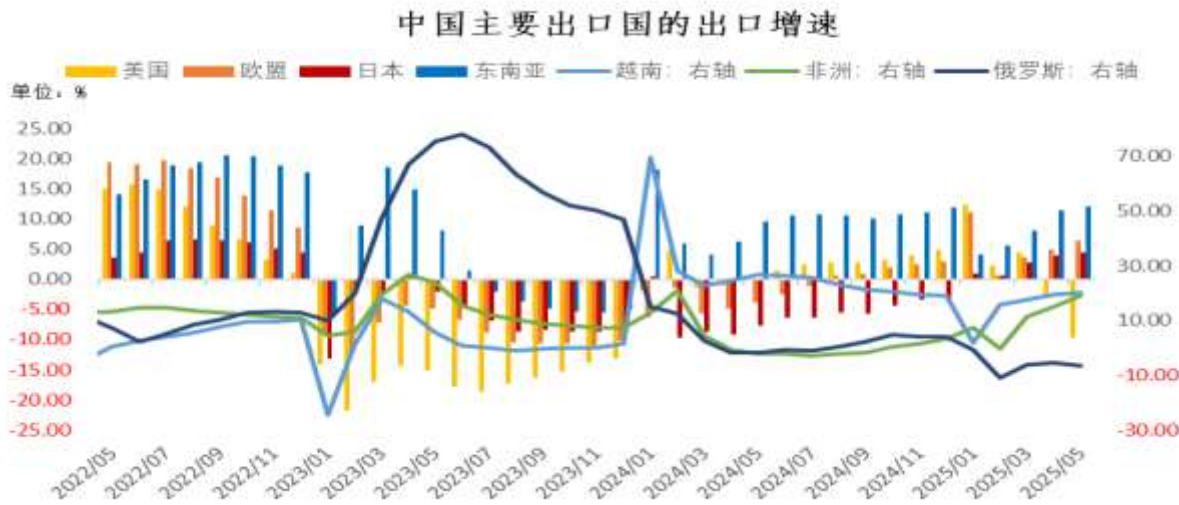
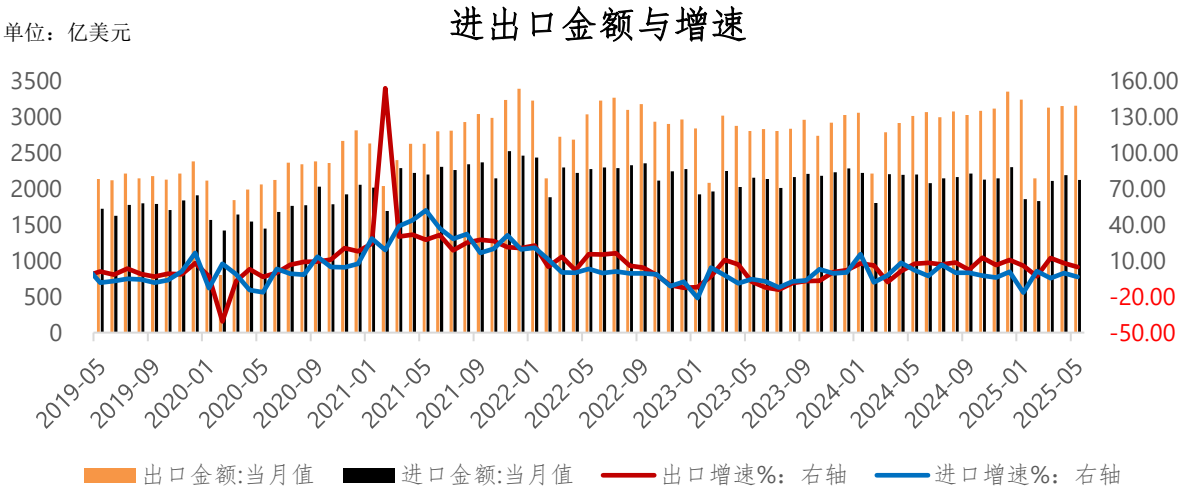
谈，大门敞开
打，奉陪到底

今天（4月10日）15时，商务部召开例行新闻发布会。有记者就中方是否就关税问题与美展开谈判提问。商务部新闻发言人表示，中方的立场是明确的、一贯的。谈，大门敞开，但对话必须在相互尊重的基础上以平等方式进行；打，中方也将奉陪到底。施压、威胁和讹诈不是同中方打交道的正确方式。希望美方与中方相向而行，本着相互尊重、和平共处、合作共赢的原则，通过对话协商妥善解决分歧。

2025年1-5月经济表现：工业消费稳健，投资增速分化，出口表现韧性

指标	预期差	2025-05F	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	近一年变动趋势
GDP: 当季(%)		—	—	—	5.40	—	—	5.40	—	—	4.60	—	—	4.70	
GDP: 累计(%)		—	—	—	5.40	—	—	5.00	—	—	4.80	—	—	5.00	
工业增加值(%)	0.14	5.68	5.80	6.10	7.70	5.90	—	6.20	5.40	5.30	5.40	4.50	5.10	5.30	
固定资产投资: 累计(%)	-0.34	4.04	3.70	4.00	4.20	4.10	—	5.20	3.30	3.40	3.40	3.40	3.60	3.90	
固定资产投资: 制造业: 累计(%)	0.00	8.50	8.50	8.80	9.10	9.00	—	9.20	9.30	9.30	9.20	9.10	9.30	9.50	
固定资产投资: 基础设施建设: 累计(%)	—	—	10.42	10.85	11.50	9.95	—	9.19	9.39	9.35	9.26	7.87	8.14	7.70	
固定资产投资: 房地产开发: 累计(%)	-0.20	-10.50	-10.70	-10.30	-9.90	-9.80	—	-10.60	-10.40	-10.30	-10.10	-10.20	-10.20	-10.10	
社会消费品零售(%)	1.05	4.80	5.90	5.10	5.90	4.00	—	3.70	3.00	4.80	3.20	2.40	2.70	2.00	
进口(%)	-3.71	0.31	-3.40	-0.20	-4.40	1.50	-18.40	0.93	-3.88	-2.29	0.16	0.07	0.67	-2.55	
出口(%)	-1.44	6.24	4.80	8.10	12.30	-3.00	6.00	10.70	6.59	12.65	2.35	8.60	0.93	8.45	
贸易差额(亿美元)	218.62	813.58	1032.20	961.80	1024.21	315.93	1385.63	1050.42	970.17	955.52	817.07	914.82	854.11	989.55	
中国制造业采购经理指数(PMI)		49.50	49.50	49.00	50.50	50.20	49.10	50.10	50.30	50.10	49.80	49.10	49.40	49.50	
CPI(%)	0.07	-0.17	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40	0.60	0.50	0.20	
PPI(%)	-0.13	-3.17	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50	-2.90	-2.80	-1.80	-0.80	-0.80	
核心CPI(%)	—	—	0.60	0.50	0.50	-0.10	0.60	0.40	0.30	0.20	0.10	0.30	0.40	0.60	
CPI: 非食品(%)	—	—	0.00	0.00	0.20	-0.10	0.50	0.20	0.00	-0.30	-0.20	0.20	0.70	0.80	
M1(%)	0.50	1.80	2.30	1.50	1.80	0.10	0.40	1.20	-0.70	-2.30	-3.30	-3.00	-2.60	-1.70	
M2(%)	-0.18	8.00	7.00	8.00	7.00	7.00	7.00	7.30	7.10	7.50	6.80	6.30	6.30	6.20	
人民币贷款: 新增(亿元)	1826.25	8026.25	6200.00	2800.00	36400.00	10100.00	31300.00	9900.00	5800.00	3000.00	15900.00	9000.00	2000.00	21300.00	
人民币贷款(%)	-0.13	7.23	7.10	7.20	7.40	7.30	7.50	7.60	7.70	8.00	8.10	8.50	8.70	8.80	
社会融资规模: 新增(亿元)	2365.00	20505.00	22870.00	11500.00	58961.00	22331.00	70546.00	28507.00	23288.00	14120.00	37635.00	30323.00	1707.00	32985.00	
社会融资规模存量(%)	-0.08	8.28	8.70	8.70	8.40	8.20	8.00	8.00	7.80	7.80	8.00	8.10	8.20	8.10	
城镇调查失业率(%)	-0.10	5.10	5.00	5.10	5.20	5.40	5.20	5.10	5.00	5.00	5.10	5.30	5.20	5.00	

中国经济复苏之韧将遭遇逆风：抢出口透支效应下，下半年外需压力加重

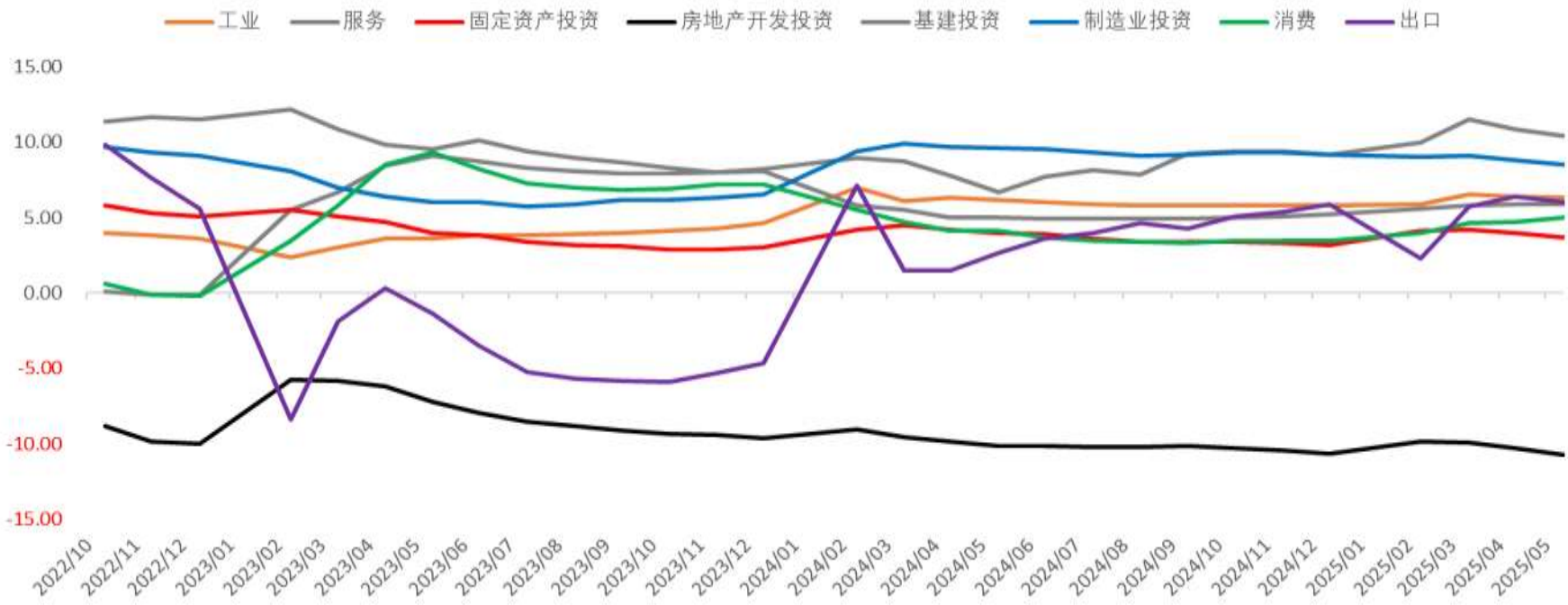


数据来源: Wind 冠通研究

地产的拖累进一步加剧，但出口与消费的韧性支撑着中国经济的稳健

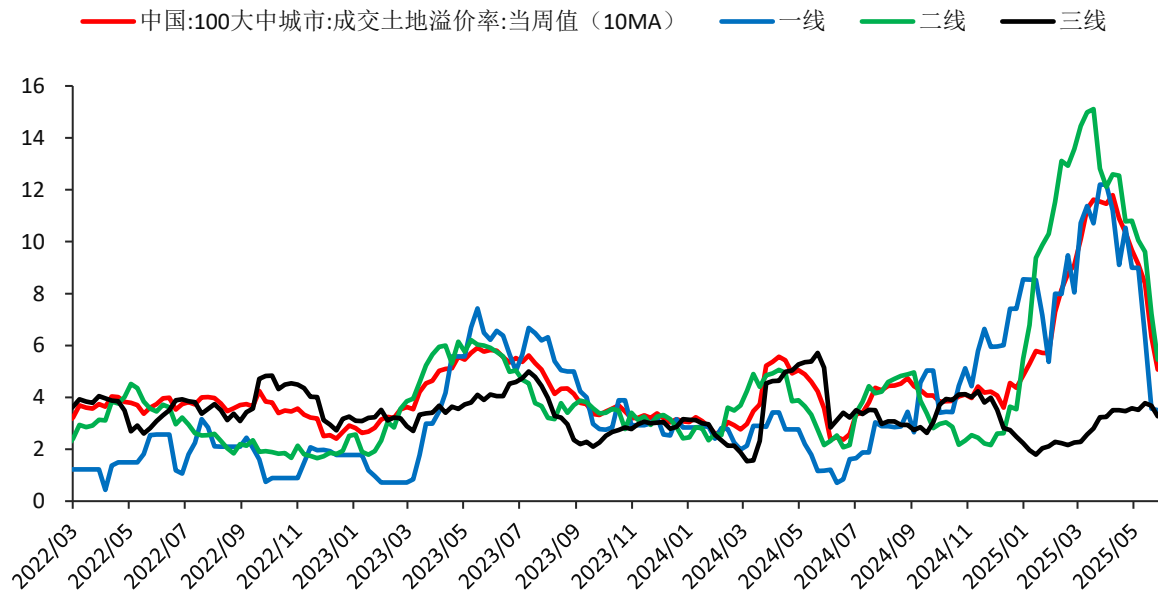
从2022年10月份防疫放开以来，国内主要宏观经济指标的表现来看，地产的拖累进一步加剧，但出口与消费的韧性支撑着中国经济的稳健。工业表现平稳，服务业则在快速反弹后回归常态，投资增速明显分化，基建与制造业投资是支撑固定资产投资平稳的重要力量，但均出现边际放缓迹象，房地产开发投资增速的拐头下行，则是拖累固定资产投资增速走低的重要因素。

主要宏观经济指标2022年10月以来走势图

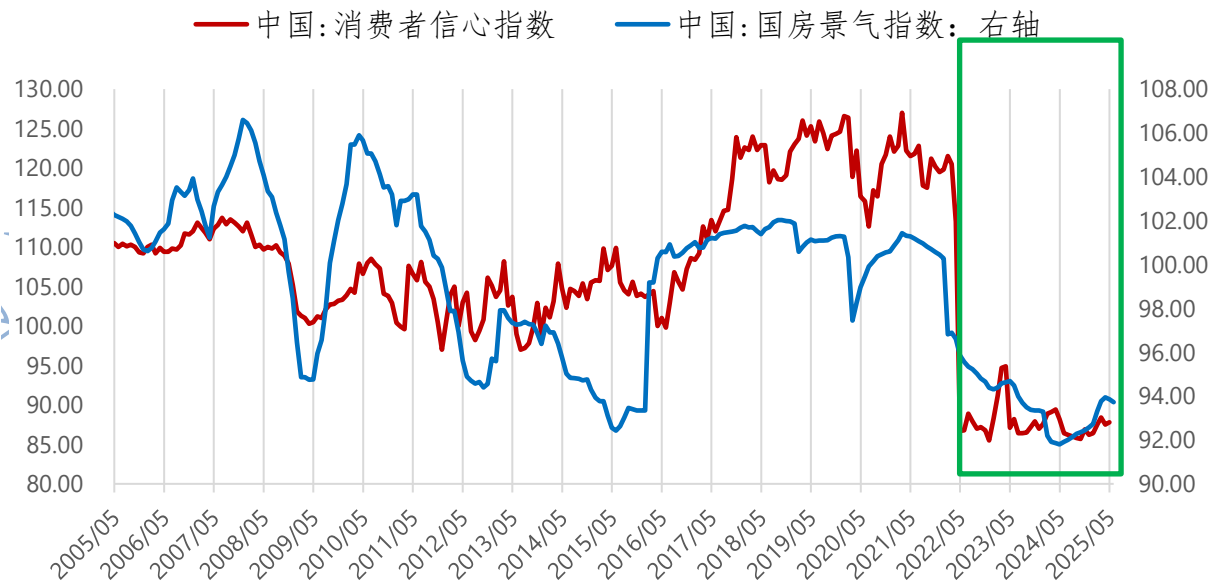


地产景气度的拐头，压制市场信心的修复

很长一段时间，国内市场信心不足，特别是对长期经济前景的预期是相对悲观的，这影响着企业的投资倾向和消费偏好，预防性储蓄和价格低迷则是市场主体在悲观预期下的行为结果。这也是为什么无论是官方、经济学家，甚至是宏观分析师都在强调需要政策出台，提振市场主体信心的重要性。在这个问题上，对于地产的态度和政策恰是关键。从去年四季度，抓住美联储开启降息的时间窗口，中国政策重磅出击，大幅扭转了国内极度悲观的预期，消费者信心指数触底反弹，国房景气指数连续5个月回升，国内地产出现止跌迹象。2025年初，DeepSeek破局时来运转，哪吒闹海增强文化自信，政府抓住机遇提振民心，国内悲观预期大幅扭转，继而推升出股市的一轮科技股行情。然而，二季度以来，中美关税大战开打，纵然态度硬刚两次谈判迎来了转机，国内整体乐观情绪之下，地产景气度却出现了拐头下行，继而压制了市场信心的修复。下半年，地产下行叠加外需转弱的共振，稳增长的压力加大，需要更大力度的政策力度去对冲。



数据来源: Wind 冠通研究



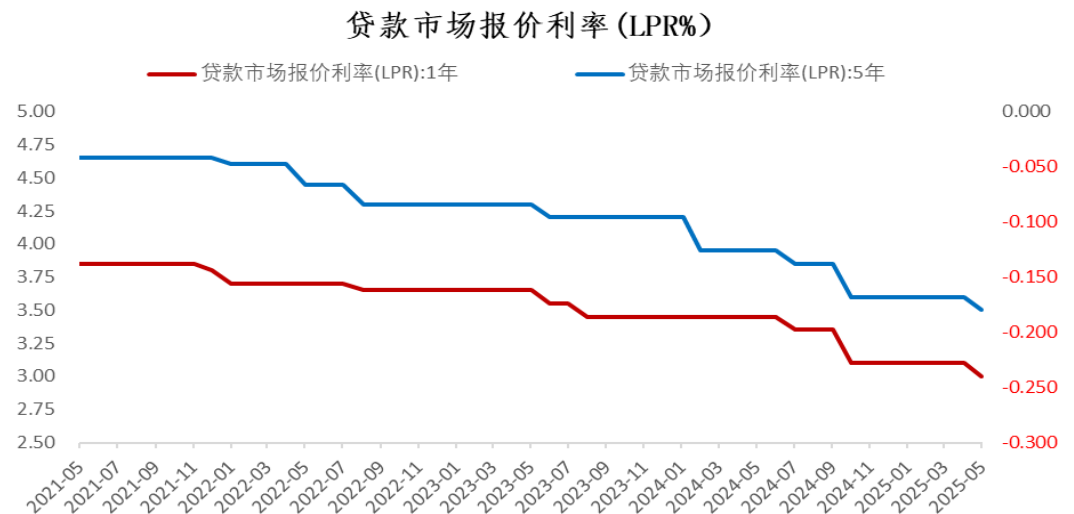
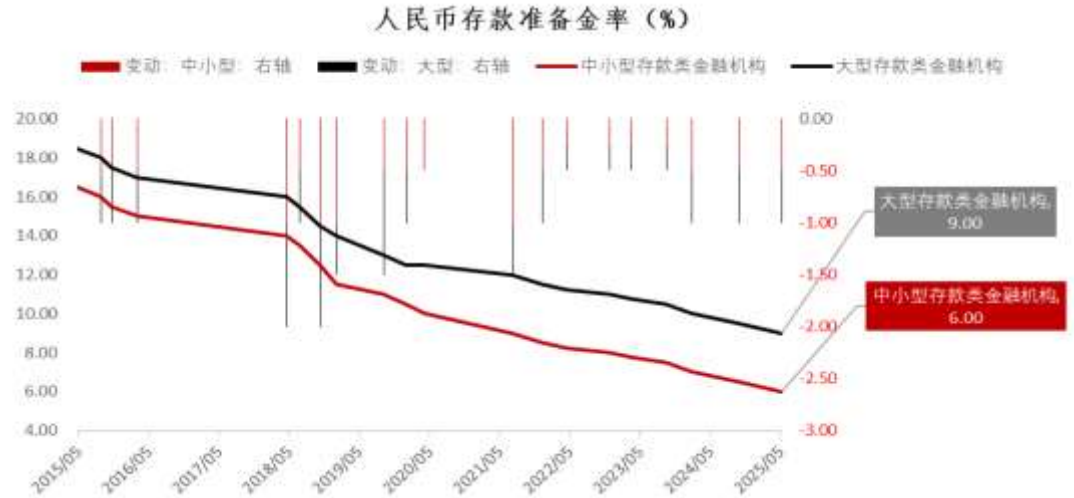
5.7- “一揽子金融政策支持稳市场稳预期”

5月7日，国新办就“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况举行新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清出席并回答记者提问。会上，央行宣布推出包括降准降息在内的三大类共十项举措；金融监管总局将推出八项增量政策，包括完善房地产系列融资制度、扩大险资长期投资试点范围等；证监会提出将突出服务新质生产力发展的重要着力点，大力推动中长期资金入市等。就货币政策工具调整、降准降息、优化两项支持资本市场的工具、稳楼市稳股市、应对关税冲击、科技金融发展、公募基金改革等热点话题，三部委在发布会上作了回应。

- 1、央行推出一揽子货币政策措施，包括降准降息在内的三大类共十项措施。
- 2、金融监管总局将推出八项增量政策，包括完善房地产系列融资制度等。
- 3、证监会突出服务新质生产力发展的重要着力点、大力推动中长期资金入市。
- 4、宣布降准降息：政策利率、个人住房公积金贷款利率分别下调0.1、0.25个百分点。
- 5、优化两项支持资本市场的工具：总额度8000亿元合并使用，参与机构扩围至40家，贷款最长期限延长到3年。
- 6、稳楼市稳股市：完善房地产系列融资制度、鼓励保险公司加大入市力度。
- 7、应对美国加征关税冲击：应贷尽贷、应续尽续，对受影响上市公司增强监管包容度。
- 8、支持科技金融发展：债券市场“科技板”相关政策和准备工作已经基本就绪，创设科技创新债券风险分担工具。
- 9、将发布《推动公募基金高质量发展行动方案》：改革基金运营模式、扭转基金公司“旱涝保收”的现象。

货币政策：适度宽松为基调，降准降息落地

- 央行：5月8日起下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。中国人民银行决定，自2025年5月8日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.1%和2.6%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.525%和3.075%。
- 中国人民银行决定下调再贷款利率0.25个百分点。中国人民银行决定：自2025年5月7日起，下调再贷款利率0.25个百分点。下调后，3个月、6个月和1年期支农支小再贷款利率分别为1.2%、1.4%和1.5%，抵押补充贷款利率为2.0%，专项结构性货币政策工具利率为1.5%。
- 中国人民银行从2025年5月8日起，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.50%调整为1.40%。公开市场14天期逆回购和临时正、逆回购的操作利率继续在公开市场7天期逆回购操作利率上加减点确定，加减点幅度保持不变。
- 中国人民银行宣布，自5月15日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），下调汽车金融公司和金融租赁公司存款准备金率5个百分点。
- 5月20日，新一期贷款市场报价利率（LPR）出炉，1年期和5年期以上LPR双双下降10个基点，1年期LPR降至3%，5年期以上LPR降至3.5%。这是LPR年内首降，将进一步降低企业、居民融资成本，提振市场信心，支持实体经济稳定增长。



中办、国办印发《提振消费专项行动方案》

3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，瞄准消费能力、消费供给、消费环境、消费领域的限制性政策等一系列影响消费的重要因素，共包含七大行动：城乡居民增收促进行动、消费能力保障支持行动、服务消费提质惠民行动、大宗消费更新升级行动、消费品质提升行动、消费环境改善提升行动、限制措施清理优化行动。

- 增收减负：通过“城乡居民增收促进行动”和“消费能力保障支持行动”，从工资性收入增长（如健全最低工资调整机制）、财产性收入拓展（如稳股市、丰富个人投资产品）、农民增收（如盘活农村资产）等多渠道提升居民消费能力。同时，减轻育儿、教育、医疗、养老等民生负担，例如建立育儿补贴制度、提高养老金标准等。
- 优化供给：聚焦服务消费（如“一老一小”服务、文体旅游、冰雪消费）和大宗消费（汽车、家电以旧换新、住房需求支持），推动高质量供给。例如，延伸汽车后市场链条、支持住房公积金灵活使用、发展入境消费（如扩大免签政策）。
- 改善环境：通过保障带薪休假、清理不合理消费限制（如汽车摇号政策优化）、完善城乡消费设施（如智慧商圈建设）等举措，提升消费便利性和意愿。
- 新兴消费赛道：提出“人工智能+消费”行动，支持自动驾驶、智能穿戴等新技术应用；发展低空经济（如航空运动、无人机消费）和银发经济（抗衰老、老年旅游），挖掘增量市场。
- 内外贸协同：推动外贸产品拓内销，促进内外贸标准衔接，支持离境退税便利化，培育国际消费中心城市。

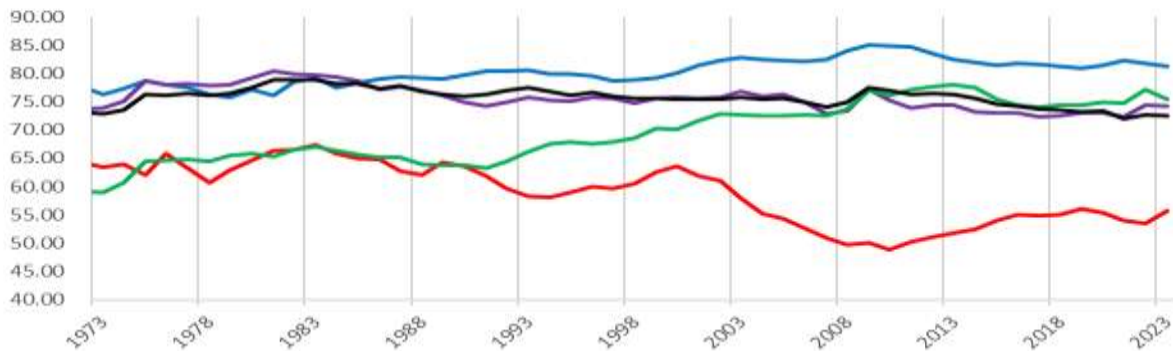
方案体现了国家提振消费的决心，政策设计兼顾短期纾困与长期改革，覆盖领域广泛且针对性强。其亮点在于将居民增收与消费能力提升置于首位，并通过供给创新（如AI技术融合）和环境优化（如破除制度壁垒）形成组合拳。然而，政策效果仍需关注执行层面的协调性（如地方财政支持、企业账款清欠）和居民收入改善的可持续性。若落实到位，有望为中国经济向消费驱动转型提供重要支撑，并助力全球产业链向“世界市场”升级。



提振消费，亟待降息以减缓有房家庭的还债压力，释放消费潜力

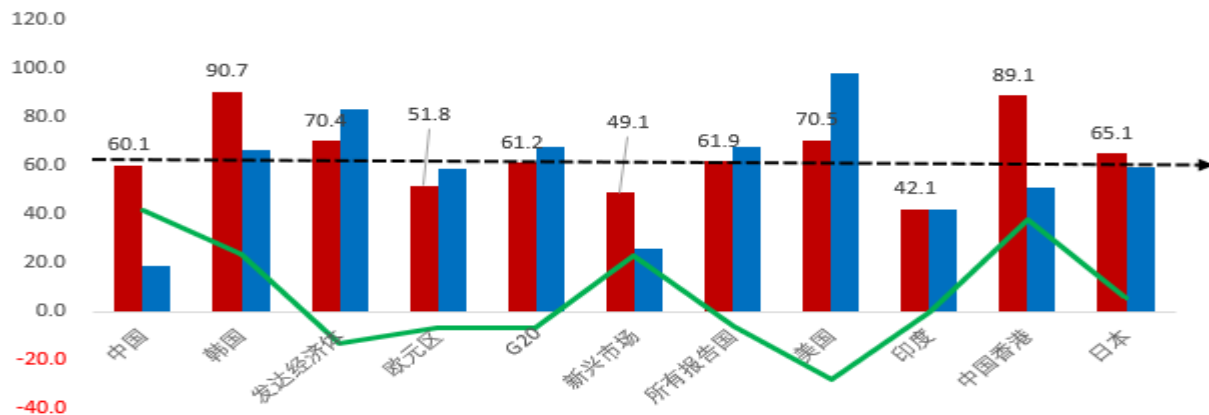
最终消费支出占GDP比重%

— 中国 — 美国 — 德国 — 日本 — 欧元区



2008年金融危机以来，全球主要国家杠杆率变动对比%

■ 2024/12/19 ■ 2008/3/31 — 杠杆率变动



中国居民家庭资产分布结构中房产占6成

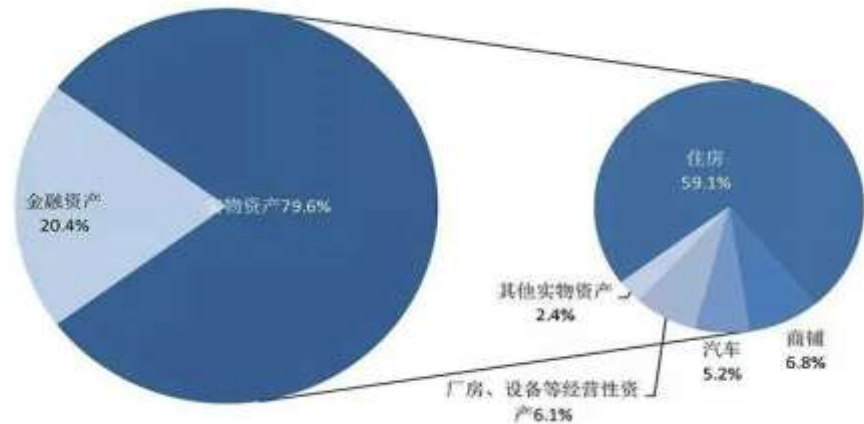


表 6 家庭资产负债率的分布情况

资产规模	家庭占比 (%)	有负债家庭占比 (%)	平均资产负债率 (%)	有负债家庭的平均资产负债率 (%)
0~10 万元	2.5	29.0	30.7	111.0
10 万~50 万元	8.8	32.9	8.9	26.2
50 万~100 万元	19.0	51.8	13.1	25.0
100 万~200 万元	27.8	59.8	12.8	21.3
200 万~500 万元	27.5	63.3	10.8	17.0
500 万~1000 万元	9.2	63.6	9.0	14.2
元				
1000 万元以上	5.2	62.1	6.1	9.9

2025年财政政策要更加积极，持续用力、更加给力

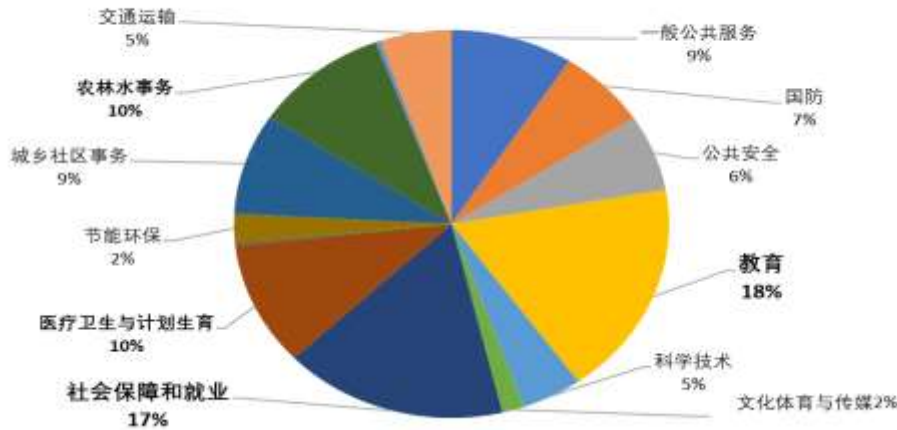
2025年3月24日，财政部发布2024年中国财政政策执行情况报告，指出2025年财政政策要更加积极，持续用力、更加给力，具体表现在以下五个方面：

- 一是提高财政赤字率，加大支出强度、加快支出进度。
- 二是安排更大规模政府债券，为稳增长、调结构提供更多支撑。
- 三是大力优化支出结构、强化精准投放，更加注重惠民生、促消费、增后劲。
- 四是持续用力防范化解重点领域风险，促进财政平稳运行、可持续发展。
- 五是进一步增加对地方转移支付，增强地方财力、兜牢“三保”底线。

2025年3月，两会定调财政政策的更加积极，并进行预算的扩张。

- **赤字率突破4%**：创历史新高，赤字规模5.66万亿元（同比+1.6万亿），释放积极信号。
- **专项债加码**：新增专项债4.4万亿元（+5000亿），重点投向基建、土地收储、存量房收购；
- **特别国债增加**：超长期特别国债1.3万亿元（+3000亿），其中3000亿定向支持消费品以旧换新。

中国一般公共预算支出主要项目占比%



项目	2025年预算安排	同比变化	政策目标
赤字率	4% (5.66万亿元)	+1个百分点	扩大逆周期调节, 对冲经济下行压力
政府债券规模	11.86万亿元	+2.9万亿元	支撑基建、消费和风险化解
一般公共预算支出	29.7万亿元	+4.4%	惠民生、促消费、增后劲
民生支出占比	79.3%	稳定	社保、教育、医疗重点保障
科技支出	1.2万亿元	+8.3%	支持半导体、AI等“卡脖子”技术

财政政策：促消费与防风险并重，力图打破“通缩螺旋”，财政主导需求扩张

2025年财政政策以“超常规扩张+结构性改革”为主线，短期通过大规模债务工具对冲经济下行压力，中长期则通过支出结构调整和财税改革培育新动能。从实际的财政政策的实施来看，呈现出“促消费与防风险并重，力图打破“通缩螺旋”，财政主导需求扩张”的特征。展望下半年，财政政策将在“精准滴灌”与“风险拆弹”间寻求平衡。核心抓手仍是消费与“三大工程”，同时需通过税制改革如消费税下放等措施去破解地方财政困局。若外部冲击（关税升级、油价飙升）加剧，不排除增发特别国债的可能。

2025年上半年财政政策执行总览（单位：亿元）

政策领域	预算安排	实际执行（1-6月）	政策逻辑	实施效果	潜在问题
赤字规模	56,600（赤字率4%）↑1.6万亿	-	释放积极信号，对冲外部不确定性	一定程度提振预期	潜在债务隐忧
专项债	44,000（+5,000）	发行22,000（含土地收储8,000）	托底地产（存量房收购）+基建补短板	隐性债务置换加速	房企化债挤压新项目资金
超长期特别国债	13,000（+3,000）	已下达5,200	定向支持“两新两重”与设备更新	设备更新撬动投资4500-7500亿□	专项债项目审批慢
以旧换新补贴	3,000（含数码新品）↑1500	已下达1,620	破解内需不足，乘数效应1.63	家电零售额同比+38.8%，县域市场激活显著	东部省份额度告急，骗补风险上升；6月家电销售增速回落至15%（补贴退坡效应），内生消费动能不足
民生保障	教育/社保各4.5万亿↑6.1%/5.9%	养老金提标20元/月全覆盖	托底居民消费能力，稳定社会预期	3亿老年人受益，医保覆盖深化	地方财政自给率不足40%，依赖转移支付

下半年，内忧外困之下，市场寄望于财政政策的更加发力

中国政府债务占GDP比例略超新兴市场平均水平，
但距离成熟市场仍有较大距离



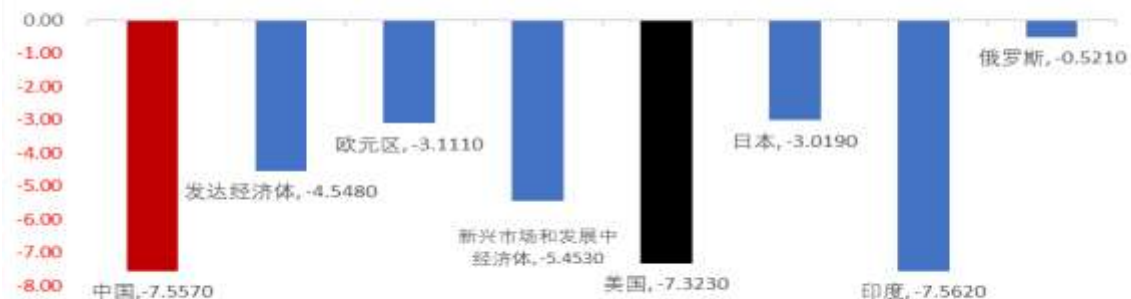
我们一直认为，国内财政的发力，需要改变对于债务的传统观念之束缚。2025年政府经济目标中，将赤字率定在4%左右，正是彰显了官方对于债务的传统观念的改变，中国正式迈向了中央加杠杆的道路。

纵向看，中国政府的杠杆率近几年虽然明显抬升，但主要加在了地方政府身上；横向对比，中国政府的债务占GDP的比重距离发达市场的平均水平仍有较大距离。参照美国，在经济遭遇增长困境之下，政府债务扩张实施逆周期调整政策去对冲增长下行压力，继而托底经济，甚至“变向”帮助企业和居民部门去杠杆，改善居民资产负债表，固本培元，增强经济体的自身活性，有利于防范系统性风险，帮助本国经济走出低谷推动经济之复苏。下半年，面临地产拖累的外忧与关税冲击的外困，经济下行压力加大，需要更加有力度的逆周期调节政策去对冲，市场寄望于财政政策的更加发力。

美国政府部门债务的大幅扩张，帮助企业和居民部门去杠杆



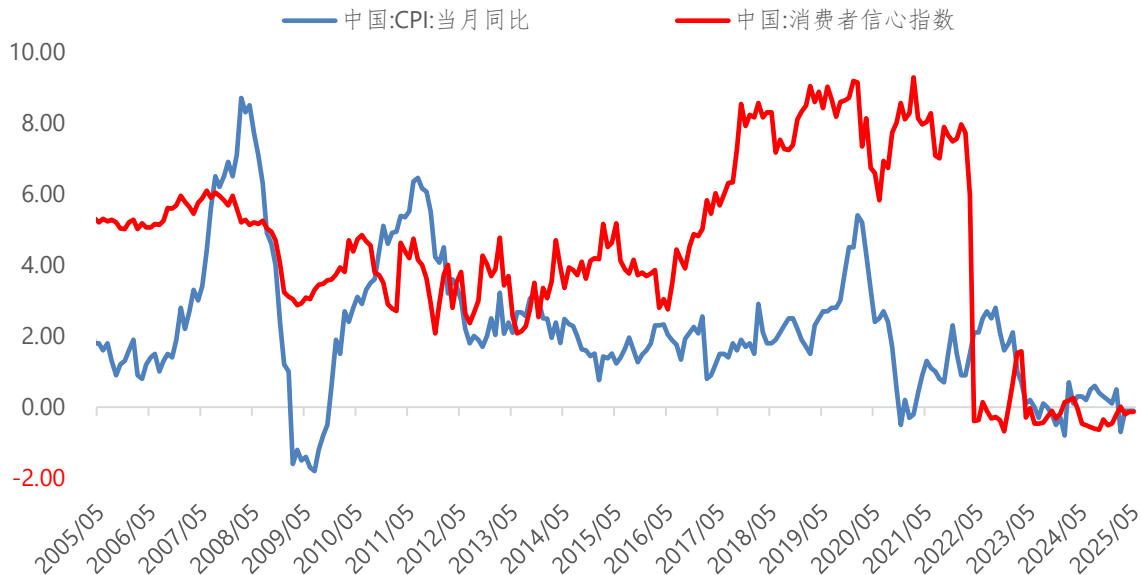
IMF预测2025年全球主要经济体一般政府赤字/盈余占GDP比例



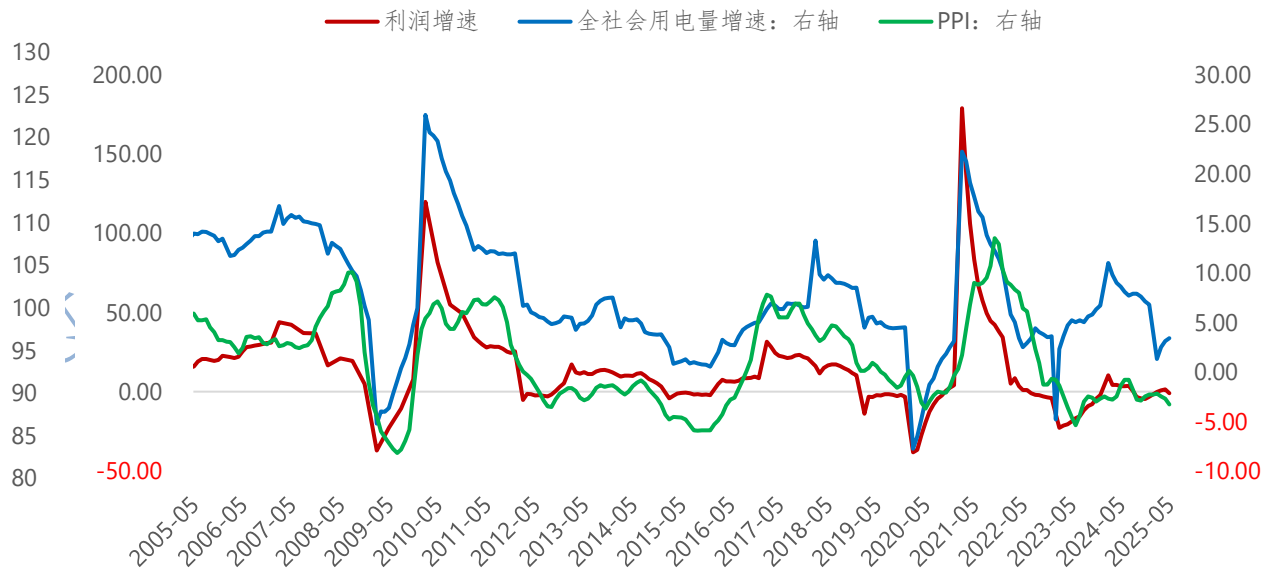
下半年重点关注国内政策对冲的力度

2025上半年，国内市场呈现出典型的强预期弱现实风格，信心提振改善投资预期继而带来了一轮股市上的估值修复性行情，关税风暴重创全球带来一场“清明劫”，特朗普的反复中美的谈判则又令恐慌情绪缓解，风险资产先抑后扬。伴随着估值的修复之后，国内经济的现实依旧弱势，市场密切关注政策对冲的力度。

中国通胀与消费者信心指数



PPI与全社会用电量、工业企业利润增速（单位：%）



数据来源: Wind 冠通研究



中国政策对冲：快速超市场预期的降息，是国内对冲内忧外困的首选措施，亟待出台

降息！

促进国内物价稳步回升

股价；
房价；
物价。

降低国内高企的资金成本

- 降低企业的融资成本，提升企业盈利水平；
- 降低居民的还贷压力，提振国人消费潜力；
- 压低购房的资金成本，助推稳定国内房市；

稳定信心

价格升

汇率贬

降成本

中美博弈下，稳民心最重

超预期快速的大幅降息，让国人看到政府以银行让利于民的态度，有助于在博弈下稳定内部民心，安抚市场情绪，传递针锋相对的决心。

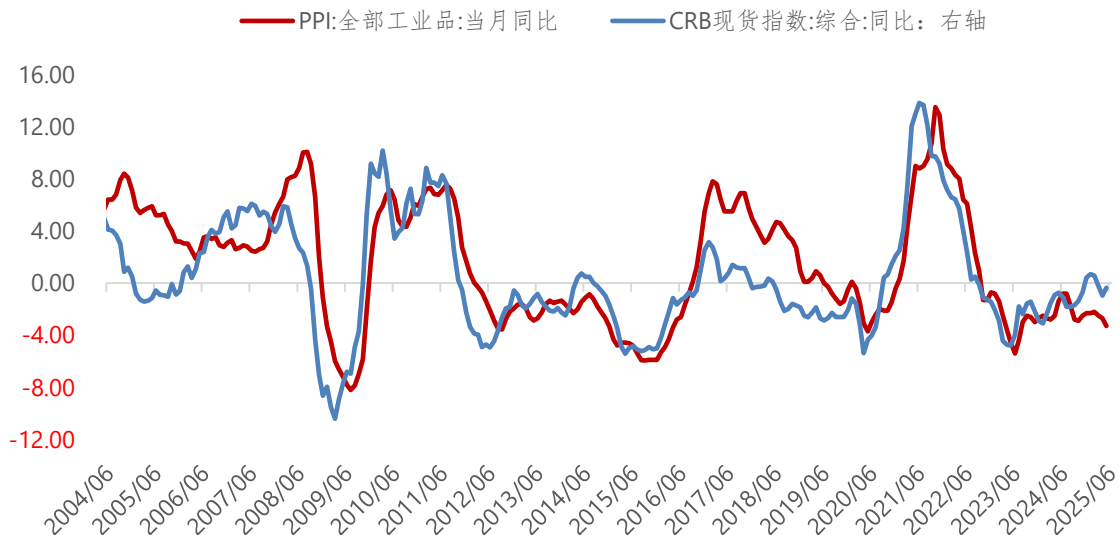
降息带来短期汇率贬值压力

- 短期：降息将带来汇率的贬值，有利于出口企业对冲贸易战的打压；
- 长期：降息助推国内经济基本面的改善，构筑人民币稳韧的基础。

经济复苏追踪的关键宏观指标在于物价，特别是PPI

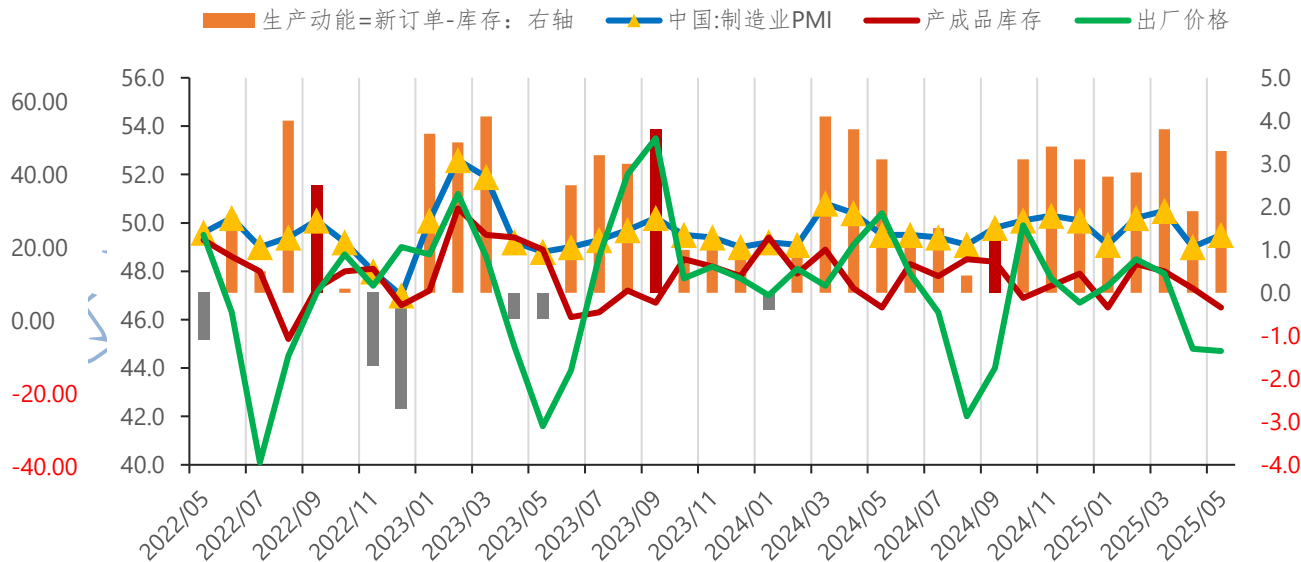
2025上半年，中国经济增长结构上所呈现出的“五弱一韧”特征延续，实质是内需弱外需韧，内需的弱主要在于地产的拖累，外需之韧则来自内外价格的缩与涨以及应对关税的抢出口效应的共振。下半年，外需的韧性面临着抢出口透支效应和关税冲击的双重打击，内需的弱则取决于政策端的发力大小，追踪研判的关键宏观指标在于物价，特别是PPI。经验上看，海外CRB价格指数的回升，国内生产动能的提振，一般会领先于PPI；同时，价格的抬升，带动全社会用电量和工业企业利润增速的走高。

CRB现货综指领先于中国PPI



数据来源: Wind 冠通研究

PMI视角下的企业库存与价格





2025年下半年大类资产配置

人民币汇率： 震荡走升稳韧为主；

固定收益： 避险与宽松预期下，有望震荡上扬；

权益资产： 跌宕起伏，宽幅震荡；

黄金： 多空交织恐难新高，金价高位震荡

大宗商品： 机会多于股市，供给冲击与需求疲软交织，低估值吸引资金关注，脉冲式阶段性的结构性机会。

人民币汇率震荡走升稳韧为主

2025年上半年，人民币汇率波动加大，一波三折震荡走升。新年伊始，特朗普的胜选叠加美元的强势，对冲贸易战需求下，投资者对于人民币承压走贬的预期盛行，而国内稳汇率的决心坚定，人民币中间价与离岸价的劈叉大幅走扩。然而，1月下旬以来，随着美元指数的高位回落，国内预期改善信心提振人民币走升，特别是离岸人民币明显升值，而中间价依然是巍然不动稳如钟，继而表现为人民币离岸价与中间价劈叉的收敛，表征着人民币贬值的压力大幅宣泄。二季度，对等关税来袭，人民币快速大幅贬值应对关税风暴，几番较量之下，中国强硬反制有条不紊的应对给投资者注入稳定的信心，同时伴随着美元的进一步下行以及中美两次谈判，一举扭转被动的局势，市场对于关税大战的恐慌情绪缓解，人民币快速转贬为升。6月中旬，伊以战争快速发酵，中东局势恶化，人民币汇率的稳韧更是向世界传递出稳定的力量。

展望下半年，特朗普的反复无常料将难改，中美的博弈竞争也会持续，全球的不确定性与世界的动乱不断蔓延扩散，不断下行的美元避险属性弱化，稳定的人民币将彰显出吸引力；与此同时，对冲经济下行压力，宽松预期强化可期，多空因素交织之下，人民币汇率震荡走升稳韧为主。央行表示，“未来，我国外汇市场仍有条件保持平稳运行，人民币汇率将在合理均衡水平上保持基本稳定。我国正加紧实施更加积极有为的宏观政策，经济运行将延续回升向好态势。加大稳外贸稳外资政策力度，有序扩大金融市场开放，国际收支将保持基本平衡。”

2023年6月以来，美元指数与人民币汇率走势



数据来源：Wind 冠通研究

人民币名义与实际有效汇率

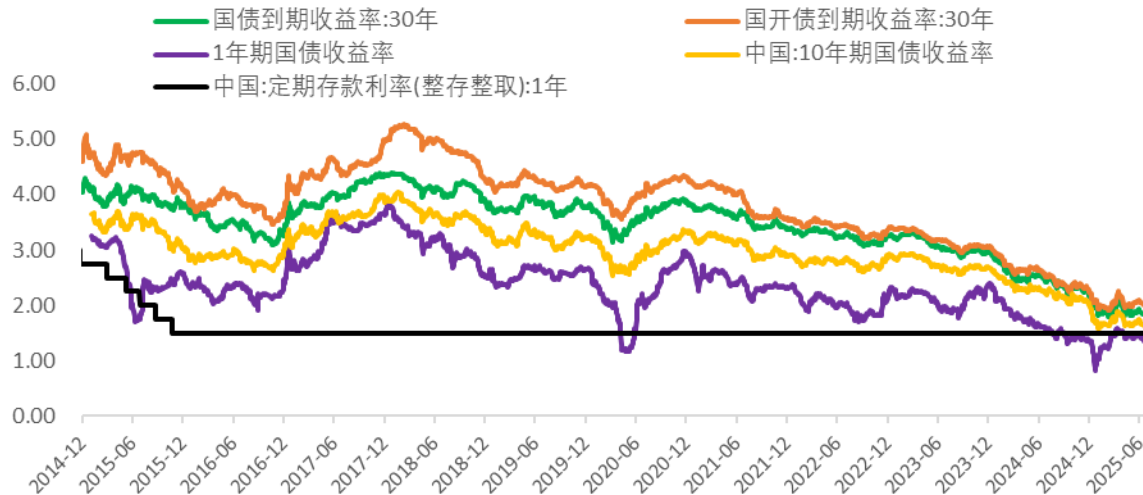


固定收益：避险与宽松预期下，有望震荡上扬

中国国债期货价格走势



中国贷款利率%



同业存单利率与其他资金利率(%)

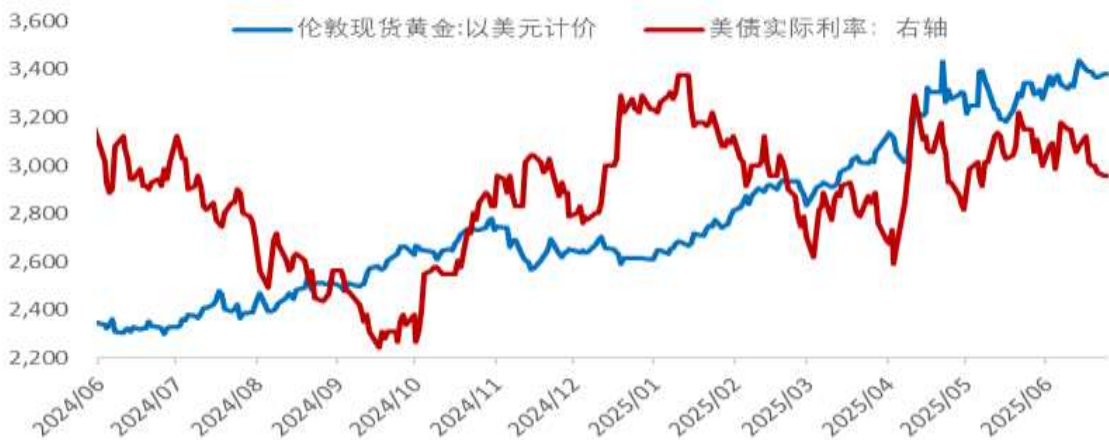


黄金：多空因素交织，恐难再创历史新高，延续高位震荡

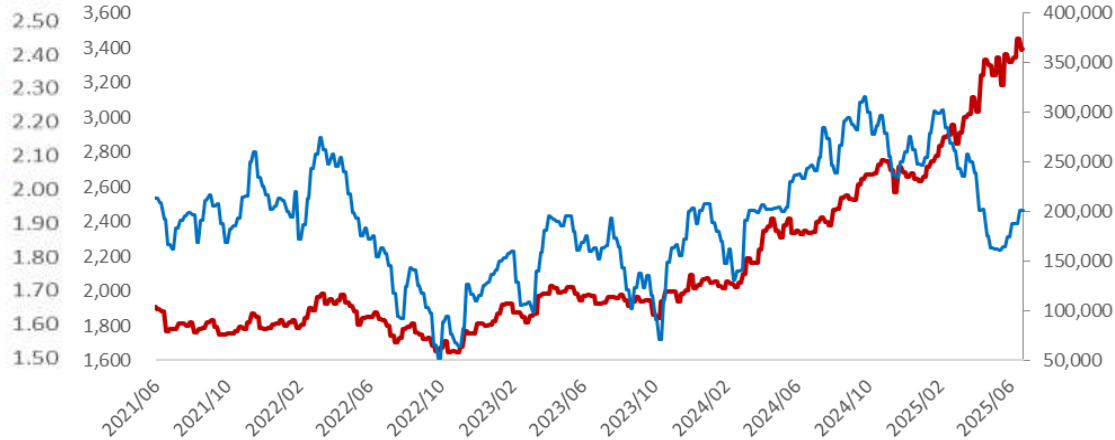
近两年推升金价的主导因素，主要在于四个方面——“美元信用弱化”、“降息预期”、“疤痕效应”和“赚钱效应”。伴随着中美关税大战的中场休息，俄乌和伊以战争的缓和，积累了巨大涨幅的黄金年内第二次冲击历史新高未果后回调。对于后市，多空因素交织之下，下半年金价恐难再创历史新高，延续高位震荡的格局。

- 长期逻辑依旧支撑金价，短期警惕回调风险。黄金大涨的逻辑在于动荡时期容易产生货币秩序的重塑，这时无论以往是铜钱还是银两，在世人眼中，都不如金子这般吸引人。短期来讲，贸易战和军事战争的阴霾似乎在远去，历史高位与难创新高后的回调削弱了“赚钱效应”，高处不胜寒的黄金恐将遭受阶段性的获利了结性的抛压，继而压制金价。长期而言，支撑金价的重要逻辑“美元信用弱化”仍在，因而长期看涨黄金的观点也还是主流。
- 下半年，多空因素交织之下，下半年金价恐难再创历史新高，延续高位震荡的格局。目前来看中美关税大战最超预期、最剧烈的阶段看似已经迈过，即便是关税的博弈与斗争仍将反复，但恐怕再难如“清明劫”那般出人意料。而在6月，哪怕中东局势的紧张如何强化着投资者的避险情绪，金价仍然未能再创历史新高。再往后看，伴随着美联储年内降息的临近，降息预期对于金价的影响料将增大。

黄金与美国实际利率走势图



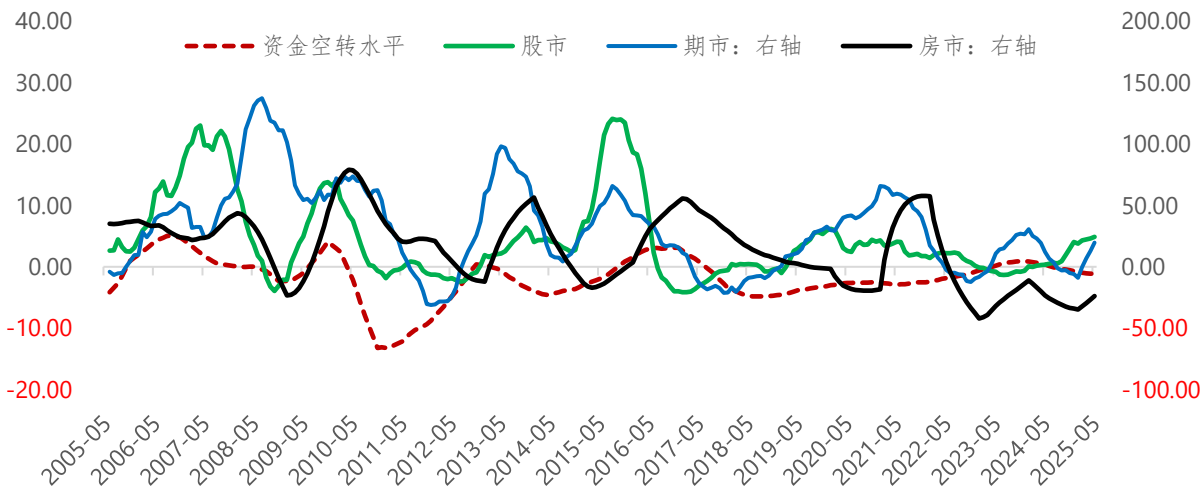
期货结算价(活跃合约):COMEX黄金 COMEX:黄金:非商业多头持仓:净多头持仓: 张: 右轴



2025年下半年，商品的机会料将好于股市

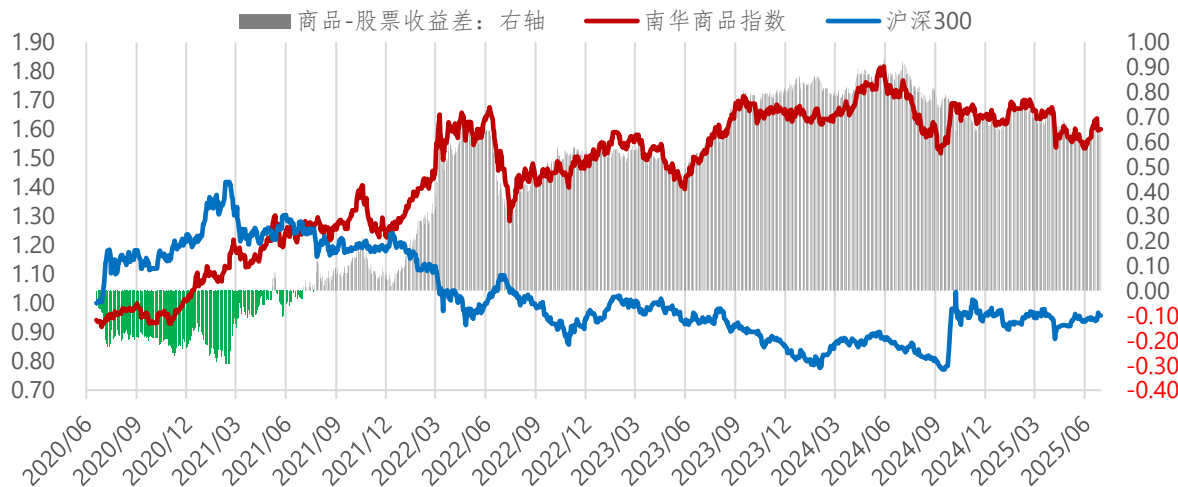
国内，股市与大宗商品投资一直存在着明显的资金跷跷板效应。从2023年中开始出现明显的商品强股市弱的投资风格，到进入2024年后资金的跷跷板开始偏向股市，资金的天枰你高我低上下切换。一年多来，随着期货市场监管的趋紧，股市的价值洼地推动商品-股票收益差的收敛，更在成交量增速上反转。特别是9.24以后，大量资金流入股市，充裕的流动性支撑着股市的活跃度，2025年春节左右，DeepSeek的问世，提振了国内的乐观情绪，继而令股市与期市成交增速的劈叉达到高位。二季度初，股市与商品均遭受对等关税风暴的冲击遭遇“清明劫”，随后又伴随着谈判缓和联袂反弹。6月中旬，中东战火重燃引爆原油行情，带动商品能化板块等多品种的反弹走高，创出新低的黑色系商品的低估值也吸引着资金的“试探抄底”，期市的成交增速大幅反弹，而股市则行情上震荡承压成交上增速放缓，资金的跷跷板已然转向商品。下半年，战火燃烧的中东支撑着原油的火热，避险的情绪强化着黄金的吸引力，而国内对冲经济下行所可能的财政加码刺激，令市场伺机着黑色系商品的驱动力，未来投资机会料将更多上演在商品期货市场，继而令商品的机会好于股市。

资金空转水平与股市、房市、期市成交量变动关系



数据来源：Wind 冠通研究

国内商品与股市收益表现的跷跷板效应明显



长周期视角下的大宗商品：康波萧条期的大宗商品往往波动性更大，也更容易出现大行情



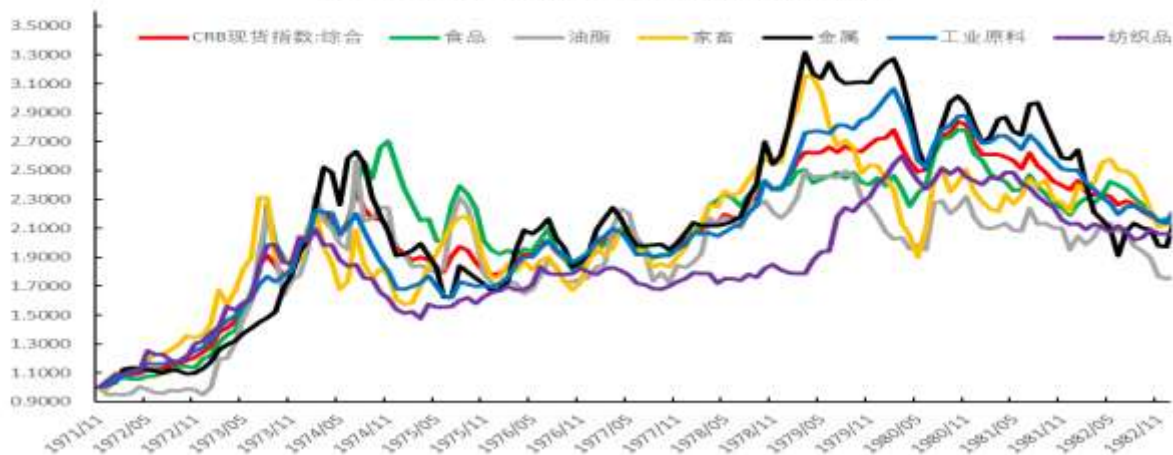
为何本轮商品行情这么大？

2020年以来的这轮大宗商品行情可谓是近四十年来之最了，仅仅用当前的宏观因素或者是及基本面的角度上去理解，总是难以说清道明，因此我们尝试从更加长期的视角思考一周期的力量。

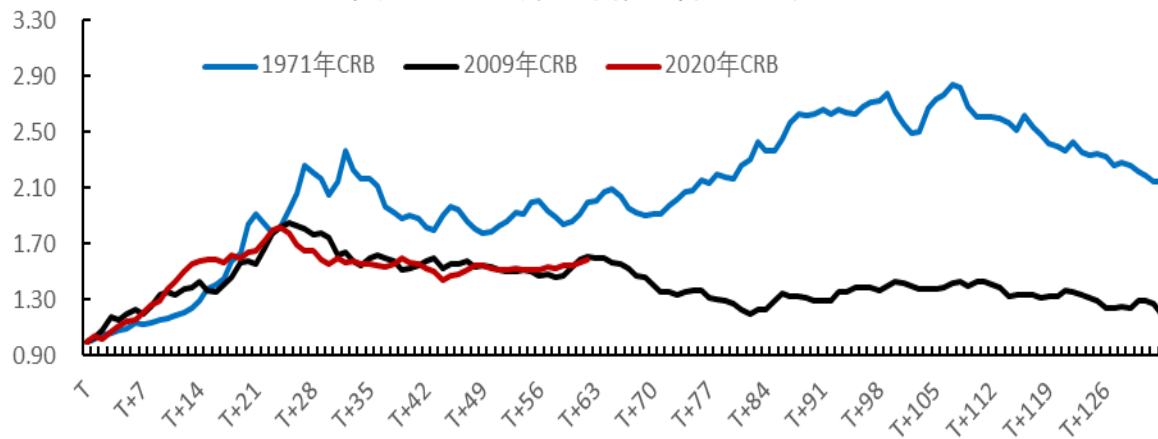
新冠以来的经济和生活，发生了许多在疫情前人都难以想象的变化。这种变化，我们难以完全描述和确切解释，但从可观测的数据上来看，当下的很多经济指标的表现竟然与1973年颇为相似，而1973年恰恰是50年前新一轮康波萧条的启示，如果说，我们正在经历又一轮康波的萧条，历史再次轮回，很多难以理解的问题也就豁然开朗了。

本轮大宗商品行情，与历史上康波萧条和衰退期的走势特征颇为相似

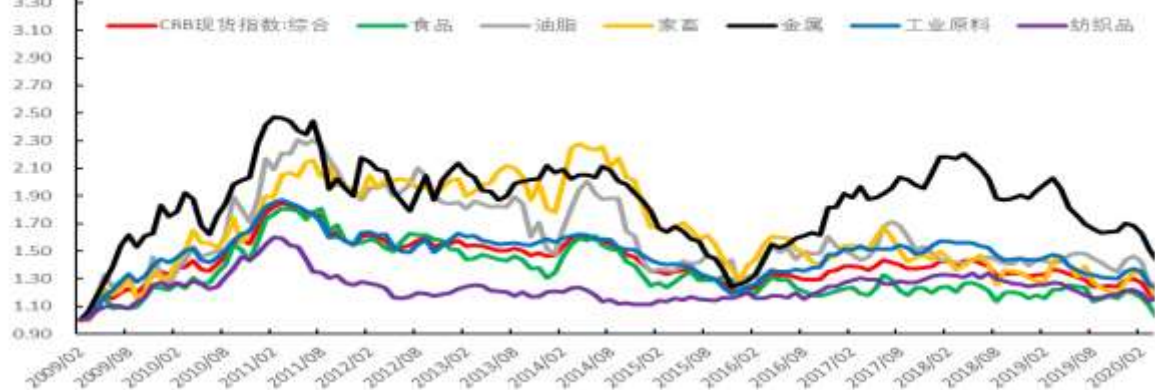
1971-1982康波中的大宗商品走势特征



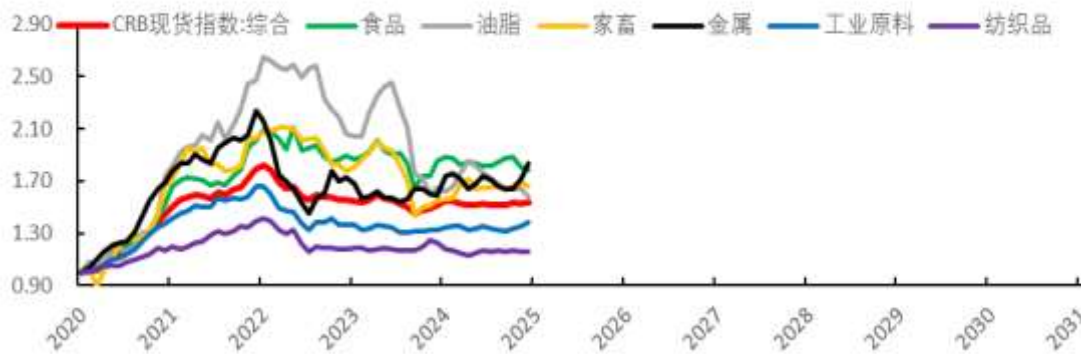
康波中的CRB商品指数走势特征对比



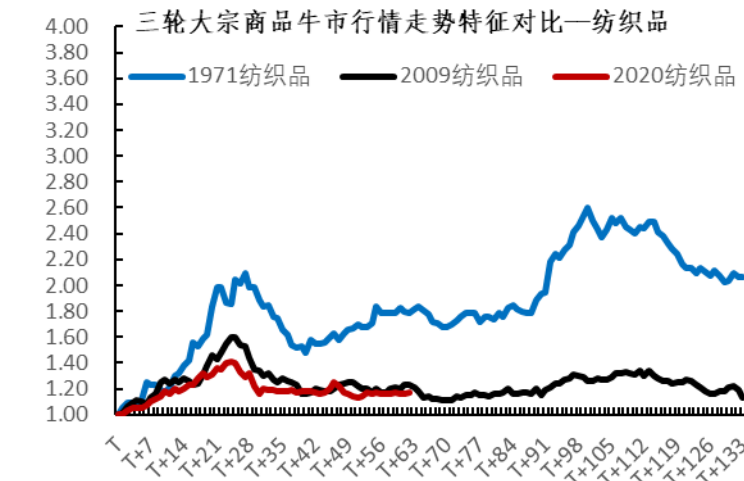
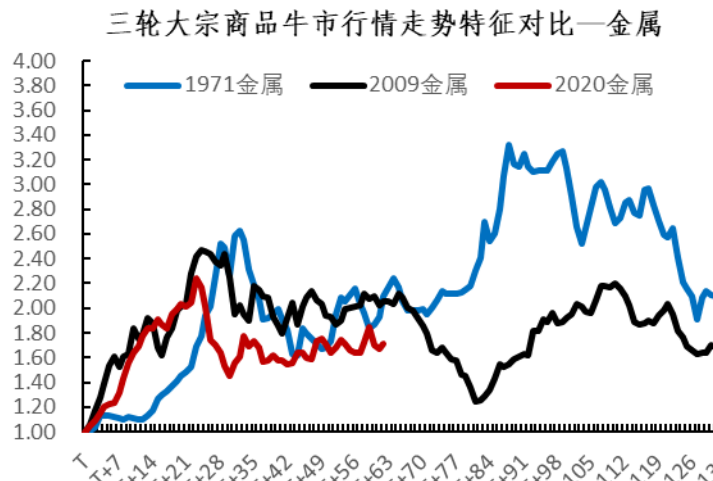
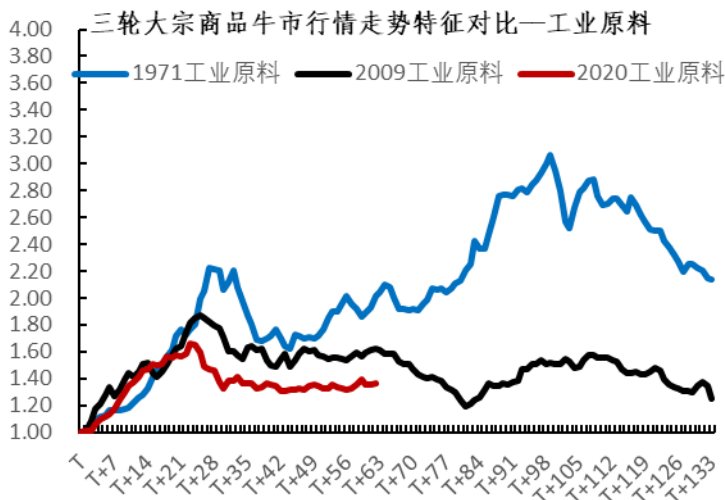
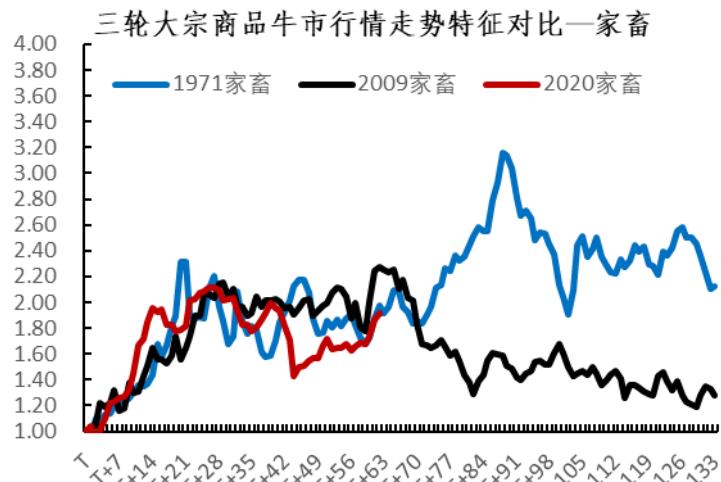
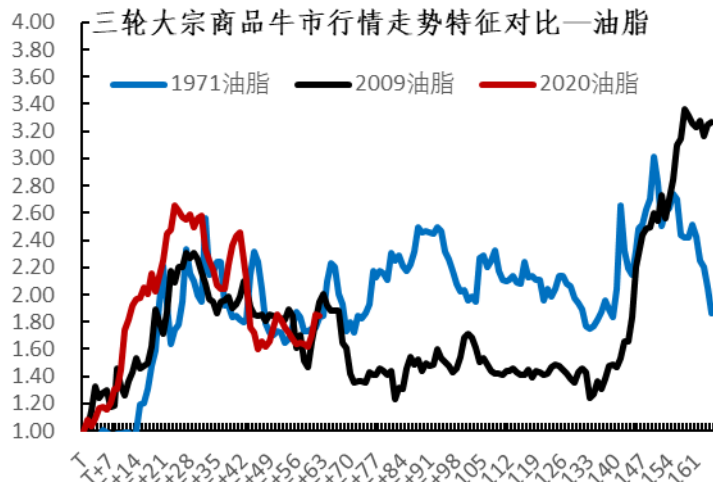
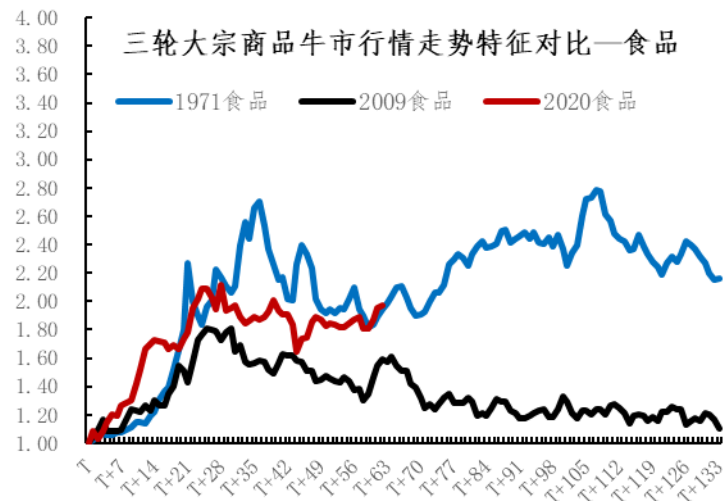
2009-2020康波中的大宗商品走势特征



2020-2031康波中的大宗商品走势特征



行至当下，本轮大宗商品各板块指数走到了哪里？

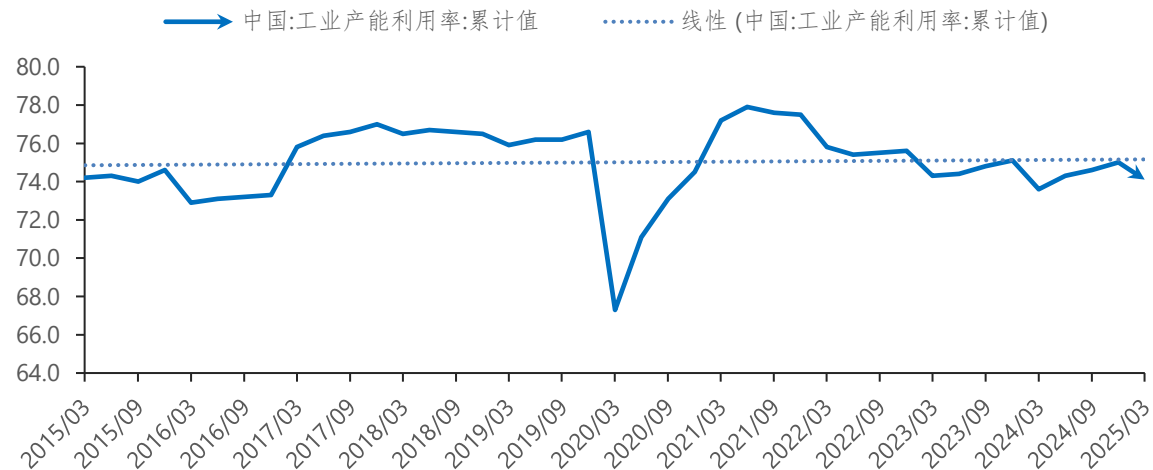
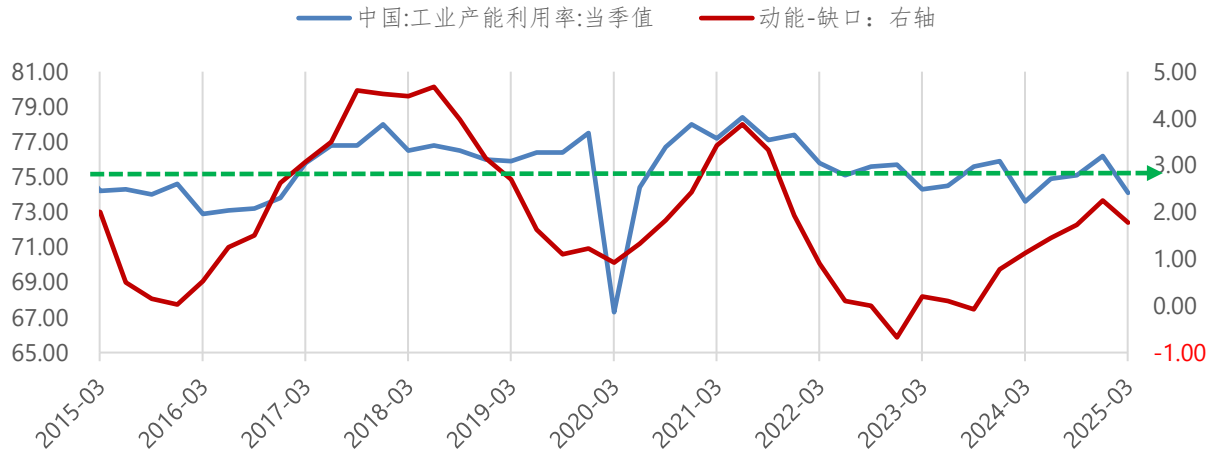


本轮大宗商品行情，与历史上康波萧条和衰退期的走势特征颇为相似

从CRB现货综合指数及其各个子板块指数的走势特征上来看，自2020年4月的底部开始至今，与历史上康波萧条期（1971-1982）、衰退期（2009-2020）的两轮商品牛市，从底部到顶部的走势特征颇为相似。总体体现在以下几个方面：

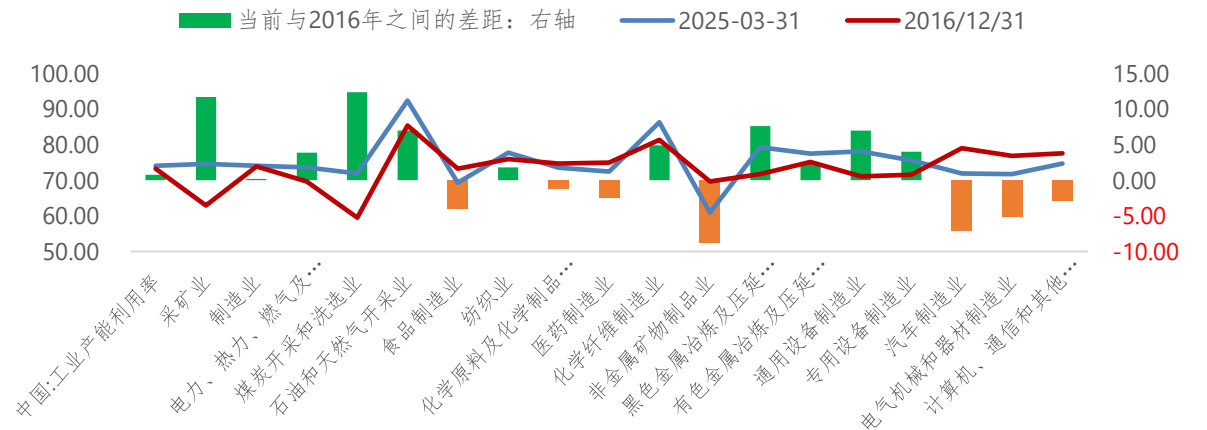
- 从底部到顶部的运行时间来看，大体都是两年左右的时间，当下处在见顶快速回落后的震荡反弹阶段；
- 从行情的力度上来看，本轮CRB指数的涨幅高点与2009年那轮相似，都是到1.8倍左右，涨幅小于1973年那轮，主要是因为1973年能源、工业原料和食品价格的上涨带动了CRB进一步的走高，而在本轮牛市中，除了能源相关的油脂再次走高之外，其他板块价格则更早见顶转势，表现相对较弱。
- 从2025年5月底指数所回落的位置来看，当前回落到了震荡反弹的位置，不同板块的强弱存在较大的差异。
- 分板块来看，多数板块处于震荡反弹的行情之中，但整体位置相较前两轮商品行情更弱一点，特别是纺织品、金属和工业原料的表现都弱于往年，但均从历史低位的泥潭走出开启反弹；而食品与家畜板块则是正在强劲的反弹逼近前高，油脂则从历史相对偏低位置快速反弹。

供给侧改革政策中蕴藏着工业品投资机会



我们一直认为，国内物价羸弱除了需求端的承压，也表征着供给端的过剩问题。纵向来看，当下中国的工业产能利用率自2021年下半年以来震荡下降，基本回落到了2016年水平。横向比较，相对于2016年时期，汽车、非金属矿物制品、电气机械和食品制造业的产能利用率水平明显偏低。2025年，国内经济社会发展的全面绿色转型，有望在部分产能过剩行业的供给侧改革中，给投资带来结构性机会，诸如钢铁和煤炭等。

当前国内工业产能利用率与2016年变动对比%



中美资产相关性在关税冲击后明显提升，而美欧股市则联动性大降

- 股市相关性：中美<美欧；但关税冲击之后，中美股市相关性明显提升，而美欧股市的相关性则大幅降低；
- 中美国债收益率相关性：相对于中美股市相关性的明显提升，中美国债收益率相关性则小幅提高，股债相关性走势的背离拉大。

中美欧股市滚动相关性与标普500指数



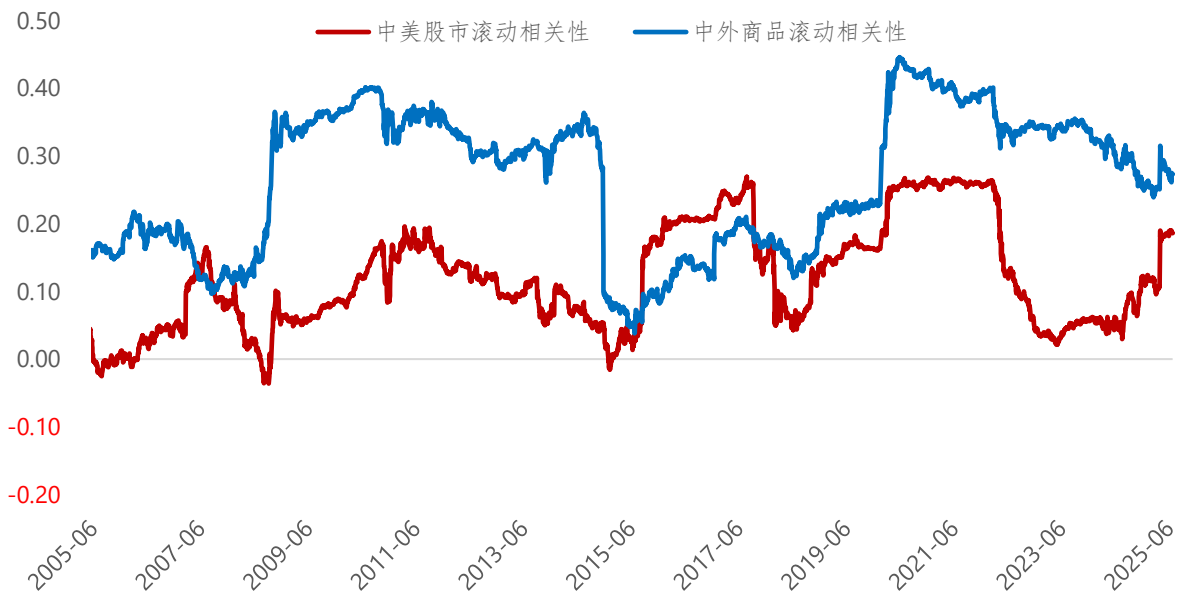
中美股市与中美国债收益率的相关性走势背离拉大



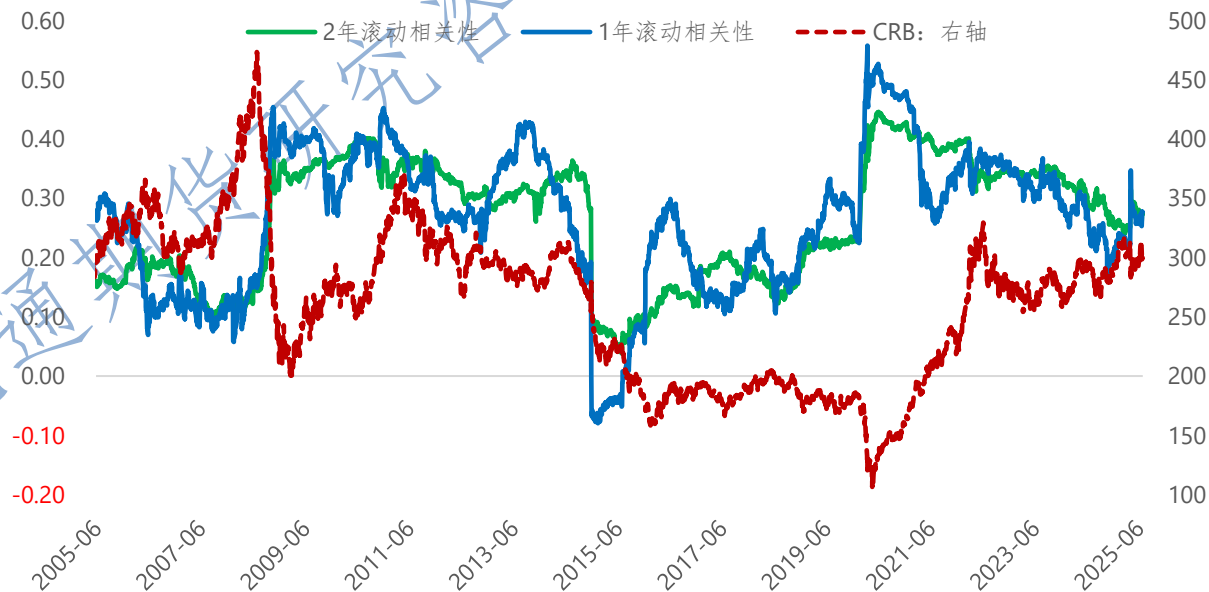
中外商品的相关性不断下行，回归常态

- 中外商品的相关性：关税冲击阶段短暂快速提升之后重新下降，目前仍在常态水平；
- 当商品价格出现大幅下挫的时候，中外商品的相关性往往大幅攀升，这个特征在关税冲击阶段较为显著。

中美股市的相关性大幅提升，但仍略低于中外商品



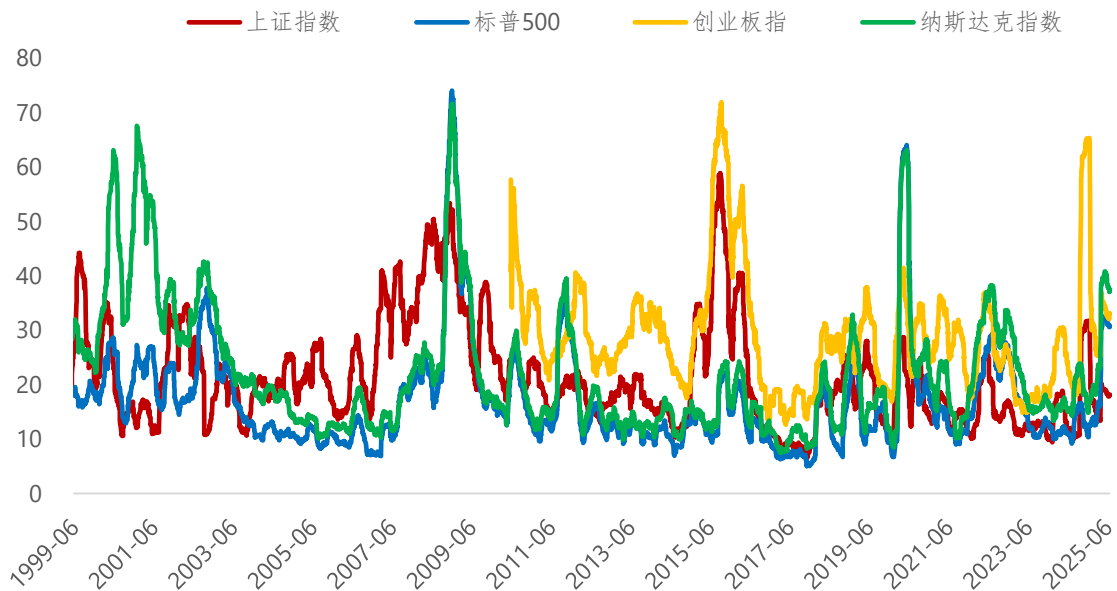
CRB商品指数与中外商品滚动相关性



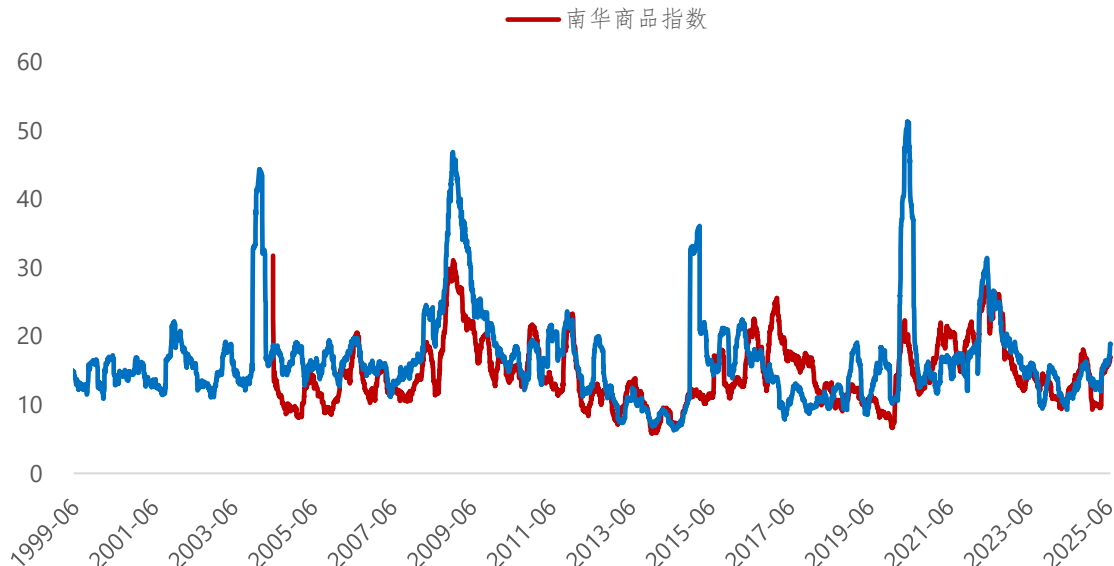
资产的波动率：纳指的高波动需要注意风险

- 股市历史波动率：中股<美股；A股波动率从高位回落常态，尤其是创业板；美股波动率则从历史低位反弹到相对高位，特别是纳斯达克指数；
- 商品历史波动率：从历史偏低位置反弹回升，关税冲击与中东地缘战争提升商品的波动。

中美股市的历史波动率



大宗商品的历史波动率



战争阴霾与地缘冲突，带给部分商品的供给冲击

自2022年俄乌战争爆发以来，全球地缘形势不断恶化，战争的阴霾笼罩在世界各个地区。从俄乌，到中东，再到南海，以色列占领加沙，叙利亚政权垫付，伊以战争快速发酵。战争阴霾与地缘冲突在需求端加剧全球经济增长的下滑，在需求端整体压抑商品价格；与此同时，又带给运价和原油等部分商品供给冲击的扰动，继而形成脉冲式的上涨行情与承压回落震荡下挫交替的走势特征。现如今，地缘冲突已成全球经济新常态，其影响远超短期价格波动，正在重塑贸易路径、产业分工与货币秩序。纵然眼下伊以战争有所缓和的迹象，但下半年地缘冲突问题仍将反复，继续造成供给冲击扰动。



2025年内，异常的天气将带来农产品的结构性机会

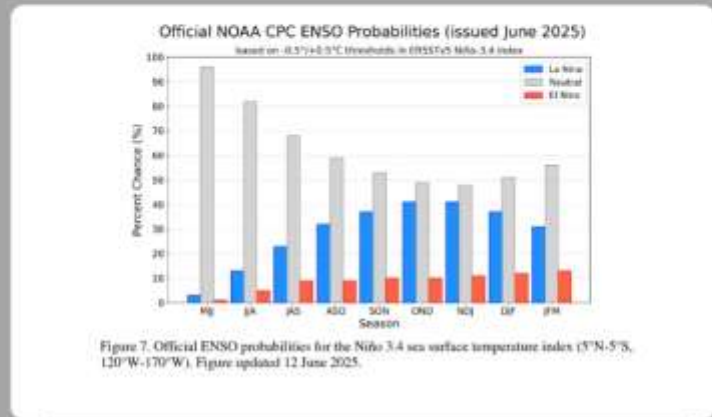
2025年内，太阳黑子的数量将达到本轮周期的极大值，更短周期的拉尼娜在2024年底也在酝酿之中。纵然对于经济衰退的预示显得玄妙，我们暂且视之为小概率事件--风险的话，那么拉尼娜所表征的市场所熟悉的异常天气因素，料将会在资本市场上成为炒作因素，带来农产品的阶段性、结构性投资机会。根据NOAA的最新预测，ENSO-中性极有可能出现在北半球2025年夏季(6月-8月82%的可能性)，并可能持续到冬季，尽管概率都不高(11月-1月出现中性的可能性为48%，拉尼娜的可能性为41%)。。

- 宏观上，异常天气的形成，很有可能会对通胀的回落造成牵制，美国通胀超预期的韧性，假若遭遇“粮食”的安全问题，食品通胀的阴霾将会如1970s年代一般，与战争共同成为将美国拖入滞胀泥潭的推手。
- 投资思路，天气更像是行情的催化剂，虽然实际影响有限，但会在宏观转弱的背景下，投资者对于通胀的担忧，可能会给相对低估的农产品带来上行的驱动，如果叠加其他方面的助力，则将形成共振强化，继而在弱势的商品市场上，吸引资金的关注，演绎出可观的行情。

CPC Probabilistic ENSO Outlook

Updated: 12 June 2025

ENSO-Neutral is likely in the Northern Hemisphere summer 2025 (82% chance in June-August) and may continue into winter 2025-26, though confidence is lower (48% chance of Neutral and 41% chance of La Niña in November-January).



美国的衰退犹如“狼来了”，似乎是场骗局，但要谨防“狼吃人”

2023年以来，宏观上，对于美国衰退的预判，仿佛成为了最大的“笑话”。短期经济的韧性让不少机构开始转向不衰退，亦或是“软着陆”、“滚动衰退”等种种提法，但我们认为历史的重演即便演绎不同的韵脚，而人性的轮回则存在诸多亘古不变的规律。周期的往复，也许节奏有所差异，但趋势一旦形成则难以改变。只是，宏观系统的复杂，令人们难以准确预知“拐点”何时发生。衰退这只黑天鹅，恐将在市场放松警惕时突然而至。。。

就像期限利差倒挂这个“衰退指标”，1960s以来从未失手，逼近历史极端倒挂深度的利差，对于当前经济衰退的预期概率，基本与2008年金融危机前水平相当，后续的衰退概率更是不断抬升。危机从来不会预演，美国的衰退犹如“狼来了”，似乎是场骗局，但投资者却要谨防“狼吃人”。

当前的美国利率倒挂水平，无论从时间长度还是倒挂的深度来说都是历史之最，衰退的到来是必然的，只是本轮加息前，美国长期的低利率环境下，企业的债务结构中仍有许多存量的低息债务，伴随着债务的滚动转换，高利率的伤害将会不断显现。

2025上半年，特朗普衰退很长一段时间笼罩美国，美股一度大幅回撤，美债危机不绝于耳，美元指数创出阶段性新低。纵然5、6月恐慌情绪有所缓和，眼前的剧本更像是在演绎软着陆，但对于第25个太阳黑子周期将迎来极大值的2025年，仍将是蕴藏着潜在的危机。

期限倒挂警示：警钟长鸣，要有风险防范意识。

数据来源：Wind 冠通研究

www.gtfutures.com.cn

Treasury Term Spread: 10 Year Bond Rate - 3 Month Bill Rate

Percentage points (monthly average)



Probability of U.S. Recession, Twelve Months Ahead of Term Spread Readings

Percent (monthly average)



风险点：

- 伊以与俄乌战争的加剧与扩大
- 中美关税贸易冲突升级
- 地区汇率的异常波动
- 对等关税引发的全球经济衰退风险

分析师介绍:

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，上期所优秀宏观分析师，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展期货衍生品与风险管理培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号：F0235424

期货交易咨询资格编号：Z0000771

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢