

变局深化，相机而行

——2025 年下半年宏观策略报告

宏观策略

财信研究院 宏观团队

伍超明 胡文艳 李沫 段雨佳

投资要点：

全球经济：增长放缓，通胀缓落但具韧性，地缘风险易紧难缓。一是全球经济增长在不确定性中放缓。受全球贸易壁垒大幅增加、信心减弱、政策不确定性增多、地缘政治冲突加剧冲击影响，商业投资、贸易增长以及生产率提升受到持续抑制，IMF、OECD 等主要国际组织将全球增速平均下调 0.4 个百分点。**二是全球通胀逐步接近目标，但更具持续性。**若关税冲击升级，预计关税对通胀的传导效应将从当前的推升短期通胀预期，演变为触发工资-价格螺旋上升的第二轮效应，强化通胀的持续性。**三是三大根本性矛盾使地缘政治局势易紧难缓。**第一是俄乌冲突因嵌入俄与北约的结构性对抗而难以调和，双方均面临“不可承受之败”的底线；第二是中东地缘矛盾因历史宿怨、宗教分歧、领土争端、资源角逐及大国角力形成复杂联动效应，巴以、以伊对峙可能长期化；第三是中美之间存在“不能超越我”和“我有发展权利”的世纪博弈。

美元指数：预计下半年中枢水平将从上半年的 103 降至 95 左右。中长期看，美元信用基础塌陷，强美元支柱正在瓦解。短期看，去美元化浪潮、“美丽大法案”以及美国关税和货币政策不确定性，共同导致美国经济滞胀和资本外流风险增加。预计下半年美欧 GDP 增速差值收窄，美欧、美日利差预期缩小，不利于美元走强。基准情景下，下半年美元指数中枢水平将从上半年的 103 降至 95 左右，下行压力较大。

中国经济：增长动能放缓，预计下半年 GDP 增长 4.7% 左右，全年 GDP 约增长 5%。预计上半年 GDP 增速在 5.3% 左右，政策短期加力必要性下降，主要是落实好存量政策；但外部贸易、政策、地缘政治等不确定性增多，内部仍面临有效需求不足、地产下行、低通胀等问题，政策仍需保持“相机加力”的灵活特征，预计**三四季度 GDP 分别增长 4.8%、4.6%，下半年 GDP 增长 4.7% 左右，全年约增长 5.0%。****一是消费**受以旧换新政策效用减弱、就业承压和居民行为趋于谨慎等因素拖累，预计下半年社零增速放缓至 4% 左右，全年约增长 4-5%。**二是投资**增速有望保持稳定。其中，房地产投资仍将受到高库存、购房负担压力偏大、部分房企信用风险持续等约束，全年降幅仍在 -10% 左右；制造业投资面临出口回落、地产低迷和产能过剩多重制约，全年增速或缓降至 7% 左右；基建投资资金端有准财政和银行配套信贷支撑，中性情景下全年约增长 9%，不排除回升至 10% 以上的可能。**三是出口**受到关税冲击与价格低迷的拖累，但我国贸易伙伴多元化和贸易结构优化，能缓冲部分影响；预计下半年出口增速或有所下滑，全年出口增速约为 0%。

感谢实习生伍灵熙和霍然为本报告写作所做的资料搜集与整理工作。

国内通胀：筑底回升，低通胀格局未变。预计下半年 CPI 约增长 0.5%，四季度有望重回“1”时代。其中服务业和核心 CPI 将受到稳楼市、促消费政策加力的支撑，但受猪肉、原油价格延续低迷，“以旧换新”政策效应减弱以及居民就业承压等因素叠加影响，国内低通胀格局难改。**预计下半年 PPI 约增长-2.2%，年内难以转正。**其中翘尾因素拖累减弱和存量政策落地显效对降幅收窄形成支撑，但面对美国关税导致的出口回落和输入性下行压力，以及国内地产低迷、供强需弱格局，PPI 环比回落压力较大。

国内政策展望：短期观察为主，四季度加力可期。财政方面，预计 2025 年广义财政可能存在超万亿元的收入缺口，广义财政支出完成预算目标难度较大，下半年或面临回落压力，仍需增量政策加力。节奏上，预计三季度以落实存量政策为主，四季度可能根据经济形势适时加力，建议储备万亿元以上的增量政策。结构上，有望进一步向民生领域倾斜。**货币方面**，宽松基调未变，但短期内加力的紧迫性下降。预计结构性货币政策工具先行，PSL 和服务消费与养老再贷款扩容、降价可期；降准大概率不会缺席，幅度或在 50BP 左右；降息短期面临较多掣肘，四季度可能视基本面变化降 10BP。

大类资产配置：拥抱 A 股结构行情，静候债市四季度机会窗口。随着市场对外部冲击影响已有充分预期，下半年主导资产表现的核心因子将“由外部转向内部”。在中央强化高质量发展确定性和坚持底线思维的目标引领下，预计经济“总量弱、结构优”格局未变，避险资产仍有表现机会，风险资产需继续重视结构。具体到配置上，预计 A 股牛市基础待夯实，或维持宽幅震荡市行情，可重点把握维持高景气度的创新药、AI、军工等科技成长板块，情绪价值需求驱动的新消费板块，以及高股息红利板块；债市短期维持震荡为主，静候四季度机会窗口；大宗商品继续调整概率偏大，需降低配置；黄金中长期战略看好，建议逢低增配。

风险提示：特朗普政策及影响超预期，国内经济恢复不及预期，国内政策低于预期，重大地缘政治冲突，海外爆发金融危机。

目 录

一、全球经济：增长放缓，通胀缓落但更具韧性	4
（一）经济增长：不确定性中放缓	4
（二）通货膨胀：逐步接近目标，但可能更具持续性	5
（三）三大根本性矛盾使全球地缘政治风险易紧难缓	6
（四）美元指数：预计下半年中枢水平将从上半年的 103 降至 95 左右	7
1、美元信用基础塌陷，中长期强美元支柱瓦解	7
2、下半年下行压力大，预计中枢水平将从上半年的 103 降至 95 左右	10
二、中国经济：增长动能放缓，全年 GDP 约增长 5%	10
（一）下半年宏观经济运行逻辑：约束条件、目标设定和政策选择	10
（二）经济增长：下半年 GDP 增长 4.7%左右，全年约增长 5.0%	11
1、消费：下半年有所放缓，预计全年社零约增长 4-5%	11
2、投资：基建托底，增速有望保持稳定	13
3、出口：预计下半年增速或下滑，全年约增长 0%	19
4、2025 年 GDP：预计三四季度分别增长 4.8%、4.6%，全年 5.0%左右	22
三、国内通胀：筑底回升，低通胀格局未变	22
（一）预计下半年 CPI 约增长 0.5%，四季度有望重回“1”时代	22
（二）预计下半年 PPI 约增长-2.2%，年内或难以转正	25
四、国内政策：短期观察为主，四季度加力可期	27
（一）财政政策：短期加速落实，四季度或相机加力	27
（二）货币政策：结构性工具加力先行，降准、降息有所延后	30
五、大类资产配置：拥抱 A 股结构行情，静候债市四季度机会窗口	33
（一）2025 上半年回顾：黄金表现占优，人民币重回升势	33
（二）2025 年下半年展望：拥抱 A 股结构行情，静候债市四季度机会窗口	34
1、A 股：维持宽幅震荡，景气成长与稳定红利机会并存	35
2、债市：短期震荡为主，静候四季度机会窗口	38
3、大宗商品：继续调整概率偏大，适当降低配置	40
4、黄金：中长期战略看好，建议逢低增配	41

专栏目录

专栏 黄金定价范式重构：美元信用削弱、避险长期化与央行驱动的重重变局	42
------------------------------------	----

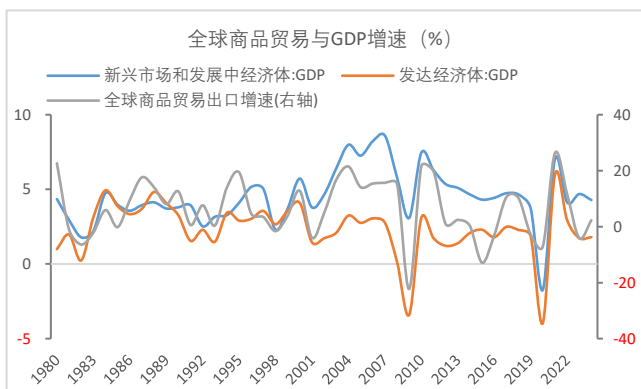
正文:

一、全球经济：增长放缓，通胀缓落但更具韧性

(一) 经济增长：不确定性中放缓

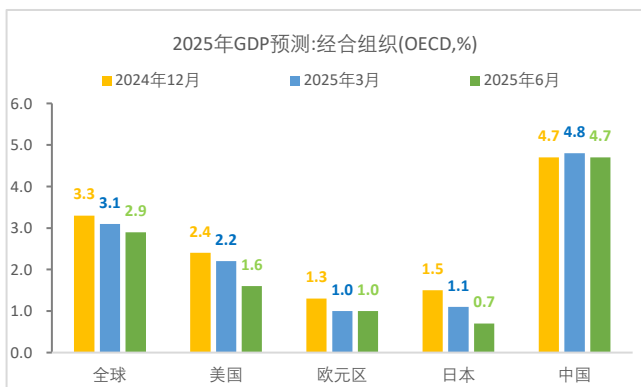
2025 年全球经济前景面临严峻挑战，主要是来自贸易壁垒大幅增加、企业和消费者信心减弱、政策不确定性加剧的冲击。一方面，高企的双边关税以及政策不确定性，首先影响商业投资和贸易增长，进而冲击经济增长。历史经验表明，全球经济增长与贸易高度关联，尤其是新兴市场和发展中经济体经济增长更依赖全球贸易（见图 1）。另一方面，企业和消费者行为趋于谨慎，信心和预期转弱。2020 年以来，全球主要经济体的消费者信心经历三次比较明显的下降，前两次分别受到疫情和俄乌冲突的冲击，当下第三次正在经历全球关税战带来的冲击（见图 2）。不难预见，大多数经济体的消费支出将走软。如美国今年一季度个人消费终值大幅下调至仅增长 0.5%，创下自新冠疫情爆发以来的最弱季度表现。更为严重的是，劳动生产率降低也将拖累经济增长。逆全球化加速背景下的贸易壁垒、技术脱钩等，在短期使成本上升与技术扩散受阻，在长期内则通过价值链断裂和技能退化拖累经济增长潜能。

图 1：全球经济增长与商品贸易高度相关



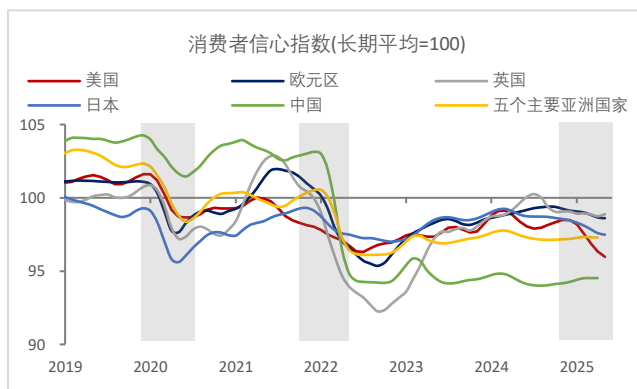
资料来源：IMF，WTO，财信研究院

图 3：2025 年全球经济增长放缓但仍有韧性



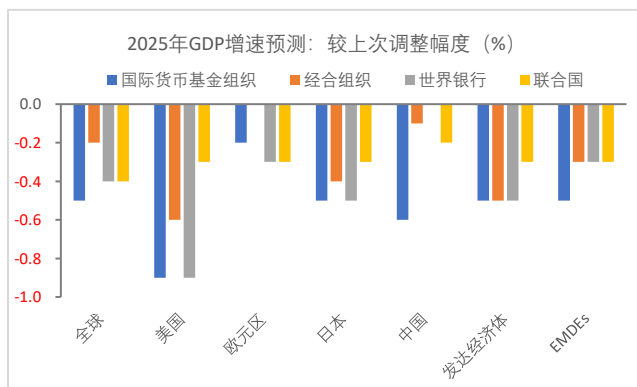
资料来源：IMF，财信研究院

图 2：2025 年关税战后消费信心进一步走弱



资料来源：IMF，财信研究院

图 4：各国际组织下调 2025 年经济增长预测值



资料来源：IMF，财信研究院

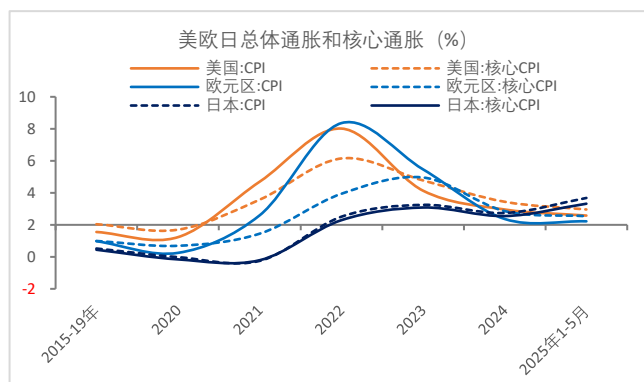
注：EMDEs 代表新兴市场和发展中经济体。

展望下半年，美国发起的关税战在暂缓 90 天后，7 月份可能重新燃起，许多国家或面临更高的关税；同时全球政策环境不确定性高企、地缘政治冲突长期化的趋势也难以改变，都将对全球经济增长构成较强约束。因此，国际货币基金组织（IMF）、经合组织（OECD）、联合国和世界银行等国际组织在 5、6 月份最新的全球经济展望报告中，无一例外地下调了全年全球经济增长预测值，差别仅在于下调幅度大小而已（见图 3 和 4）。这些组织对全球、美国、欧元区、日本、中国、发达经济体、新兴市场和发展中经济体 GDP 增速下调幅度均值分别为 0.4、0.7、0.2、0.4、0.2、0.5、0.4 个百分点，关税战对美国 and 发达经济体的影响最大。

（二）通货膨胀：逐步接近目标，但可能更具持续性

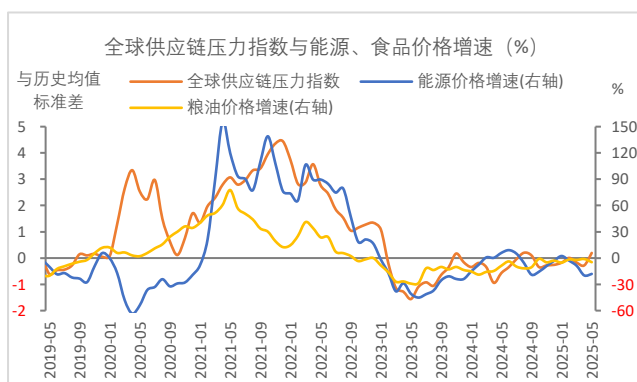
2025 年初以来，全球通胀变化有以下两个特征：一是整体通胀水平缓慢下行，但仍高于目标水平（见图 5）。通胀回落（日本是个例外）的主因：首先归功于供给冲击的缓解，全球供应链压力指数随之小幅平稳下行，能源和食品价格持续负增长（见图 6），其中能源价格下降是全球通胀下行的主要贡献力量；其次劳动力市场供给继续改善，供需趋于平衡，劳动力成本下降，其中移民大量流入带来的边际改善功不可没；最后货币政策紧缩效应显现，抑制需求并很好地锚定中长期通胀预期，有效阻断了工资-价格恶性通胀螺旋，防止 1970 年代灾难性通胀局面的重现。二是核心通胀水平韧性明显强于整体。1-5 月美国、欧元区的核心 CPI 分别为 3.0%、2.5%，较 CPI 分别高出 0.4、0.3 个百分点，且较 2% 的通胀目标高出不少。服务价格粘性成为核心通胀韧性的主要支撑，如前 5 月美国服务价格增速达到 3.9%，而住房成本增长 4.3%（见图 7）。

图 5：通胀继续放缓，但核心通胀韧性仍强



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：全球供应链、能源、食品价格助力通胀下行



资料来源：NEW YORK FED，世界银行，财信研究院

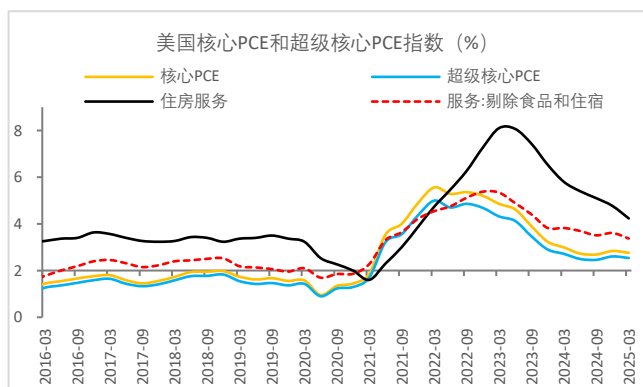
展望 2025 年下半年，对全球通胀走势构成不确定性冲击的主要边际变量，仍是关税。从理论层面理解，关税对通胀的影响存在两轮效应。第一轮效应是高关税会直接提高制造业投入成本和产出价格，第二轮效应是通胀上升将使工人要求更高的名义工资和企业提高产品价格，导致通胀持续性增强，通胀预期提高。

自年初美国发动关税战以来，一些主要经济体短期通胀预期有所上升，最显著的是美国，如 1 年期密歇根大学通胀预期指数从去年 12 月份的 2.8% 快速提升至今年 5、6 月份的 6.6%、5.1%，加拿大和英国也有类似情况；但长期通胀预期变化不大，如美国 5

年和 10 年期盈亏平衡通胀率（反映通胀预期）稳定在 2.5%、2.3% 附近（见图 8），表明关税措施提高了短期通胀预期，但对长期通胀预期暂时没有产生实质性影响，没有出现第二轮效应。美国历史经验表明，进口价格与中长期通胀预期同步性很高（见图 8），如果关税冲突持续或进一步升级，大概率会提高美国进口价格，中长期通胀预期也会随之提高。因此，年内美国通胀走势，与关税政策密切相关，不确定性高，这也是美联储不急于降息的原因之一。好消息是，预计今年原油价格有助力全球通胀的稳定。根据世界银行数据，今年原油价格增速将较去年下降 17%，2026 年进一步下降 6%（见图 9）。

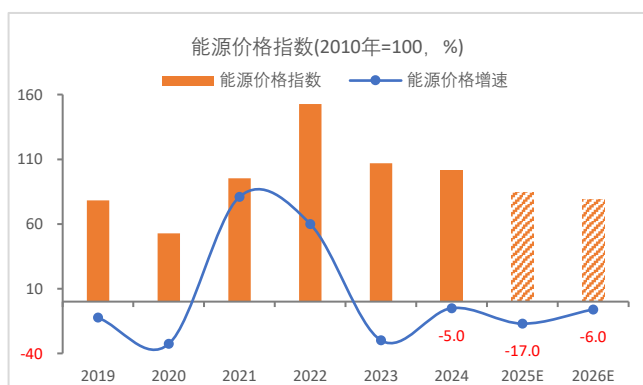
综上，国际货币基金组织（IMF）和经合组织（OECD）均预测今年全球通胀将继续下行（见图 10），但与上一次预测值相比，各机构均不同程度上调了预测值。如 IMF 将 2025 和 2026 年全球通胀水平平均上调 0.1 个百分点，OECD 则将 G20 通胀分别上调 0.2% 和维持不变。两机构的预测变化，释放两方面的信息，一是全球通胀将继续接近通胀目标，二是关税政策和地缘政治紧张等因素带来的不确定性，可能使通胀更具韧性和可持续性。

图 7：住房服务价格韧性，美国核心通胀仍高于 2%



资料来源：NEW YORK FED，世界银行，财信研究院

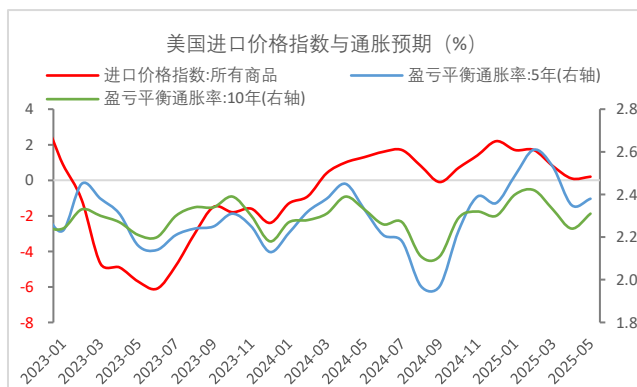
图 9：世界银行预计 2025 和 2026 年能源价格继续下降



资料来源：世界银行，财信研究院

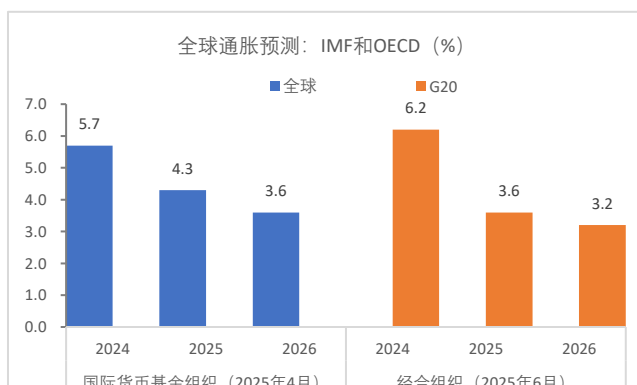
注：2025-26 年为预测值

图 8：美国长期通胀预期平稳



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：2025 年全球通胀继续下降，但韧性增强



资料来源：IMF，OECD，财信研究院

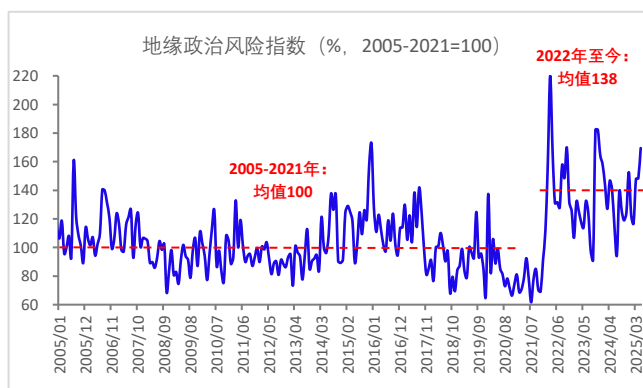
（三）三大根本性矛盾使全球地缘政治风险易紧难缓

一是三大根本性矛盾使全球地缘政治关系易紧张难缓和。进入新世纪二十年代以来，

地缘政治关系紧张加剧，全球地缘政治风险指数（GPRH）快速攀升，2022 年至今该指数均值较 2005-2021 年提高 38%（见图 11），全球贸易碎片化和地缘经济割裂也随之加剧。当下及未来一个时期，全球存在三大根本性矛盾：一是俄乌冲突因嵌入俄与北约的结构性对抗而难以调和，双方均面临“不可承受之败”的底线；二是中东地缘矛盾因历史宿怨、宗教分歧、领土争端、资源角逐及大国角力形成复杂联动效应，致使巴以冲突、以伊对峙长期化；三是中美之间存在“不能超越我”和“我有发展权利”的世纪博弈，双方在战略定位上存在根本分歧——美国要求维持霸权护持下的“绝对优势”，而中国坚持捍卫平等发展的“固有权利”。

二是贸易政策不确定性急剧上升。贸易保护主义尤其是来自最大经济体的贸易保护主义，愈演愈烈。美国总统特朗普发动全球关税战，贸易政策不确定性急剧上升，TPU（贸易政策不确定指数）创 1960 年有统计数据以来的最高，2025 年 1-5 月指数均值是 1960-2024 年均值的 16 倍多（见图 12）。更高的不确定性和更多的贸易限制措施，提高了进口成本和产品价格，阻碍投资，削弱创新，并最终降低增长。不同经济体之间加速脱钩的政策倾向，限制外国直接投资和关键领域的技术交流转让，将拖累全球生产率增长，尤其是新兴市场经济体利用贸易提高收入的速度。世界银行 6 月份最新展望报告，预计今年全球经济增速将降至 2.3%，为 2008 年以来最慢（除全球衰退外），这是全球贸易格局深度调整与经济下行压力交织的集中体现，凸显贸易政策不确定性急剧攀升对世界经济的严重冲击。

图 11：2022 年以来全球地缘政治紧张明显加剧



资料来源：Caldara 和 Iacoviello（2022），财信研究院

图 12：2025 年以来全球贸易不确定性大幅提升



资料来源：WIND，财信研究院

（四）美元指数：预计下半年中枢水平将从上半年的 103 降至 95 左右

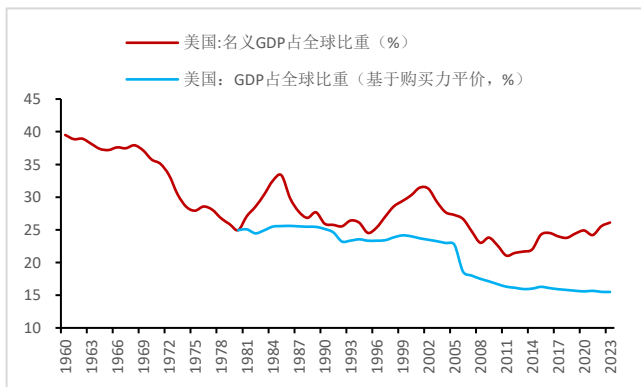
判断分析美元指数走势时，会遇到中长期和短期叙事逻辑，两大叙事逻辑有时是一致的，但发生冲突也是常有的事情。其中，中长期叙事逻辑支配未来一个时期如 5 年甚至更长时间的趋势变化，短期叙事逻辑左右未来半年、一年内的变化。先说结论，从中长期看，美元信用基础塌陷，中长期强美元支柱瓦解；从年内看，下半年下行压力大，预计中枢水平将从上半年的 103 降至 95 左右。

1、美元信用基础塌陷，中长期强美元支柱瓦解

二战后美元信用得以建立的经济规模优势、技术代差、军事开支、制度话语权四大支柱，近些年来在全球地位趋于弱化，美元信用基础被大幅削弱，美元资产不再是可以绝对信赖的“锚”。近期标普、惠誉、穆迪三大评级机构全部取消美国 3A 主权评级，为这一趋势增添了最新注脚。三大趋势性力量——国力和地位相对优势的下降、科技领先地位受到挑战和冲击、全球军事霸权逐步走向衰弱，正系统性瓦解美元信用根基，强美元支柱在逐步削弱。

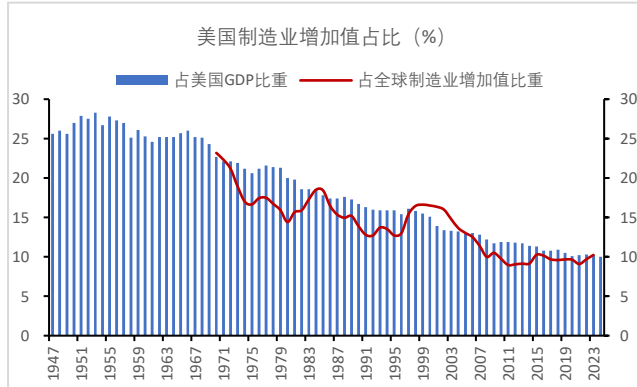
一是美国国力和地位相对优势下降。19 世纪末尤其是二战以来，美国在全球的地位和作用经历了几大显著的转折变化：**其一，美国经济占全球比例在逐渐下降**，其 GDP 在全球中占比（基于购买力平价）从 1890 年的 10% 左右跃升至二战后初期的超 30%，再到近 10 年来的 15% 左右；名义 GDP 全球占比从 1960 年的约 40% 降至 2020 年以来的 25% 左右（见图 13）。**其二，美国制造业空心化问题日益突出。**在经历了从制造业崛起到制造业第一大国后，美国制造业空心化问题逐渐加剧，其制造业增加值占国内 GDP 比重和占全球制造业比重均由高点的 25% 左右降至了 10% 左右（见图 14）。**其三，美国债务可持续性担忧加剧。**2020 年疫后美国政府通过 7 万亿财政刺激维持经济韧性，导致财政赤字由疫前 4.6% 上升至 6.6%，政府杠杆率居高不下（见图 15）；美国国债规模突破 36 万亿美元，占 GDP 比重超过 120%，利息支出超国防预算占财政收入比重达 13.1%。**其四，美国深陷“美元霸权-贸易平衡-制造业大国”的“不可能三角”困境，国内问题短期难解。**二战后，布雷顿森林体系确立美元霸权，形成“美元流出——商品输入”的循环。但该模式受制于“特里芬难题”——美元作为国际储备货币需通过贸易逆差满足全球流动性需求，却无法同时维持币值信任基础（如美元与黄金挂钩）。1971 年因黄金储备枯竭，该体系崩溃。此后美国贸易逆差持续扩大（见图 16），债务激增，制造业空心化，陷入“商品输入——美元流出——债务积累”的恶性循环。这一循环最终将美国推入“不可能三角”：贸易逆差与制造业空心化的解决，与美元霸权维护无法兼得，导致国内结构性矛盾短期无解。**其五，短期特朗普政策冲击加剧信用根基动摇。**特朗普发动全球关税战缩减贸易逆差，却打破了“商品-美元”循环核心机制，抑制美元全球流通；政策频繁反复和不确定，导致市场预期紊乱，正系统性瓦解美元信用赖以依存稳定性根基。

图 13：美国经济占全球比例在逐渐下降



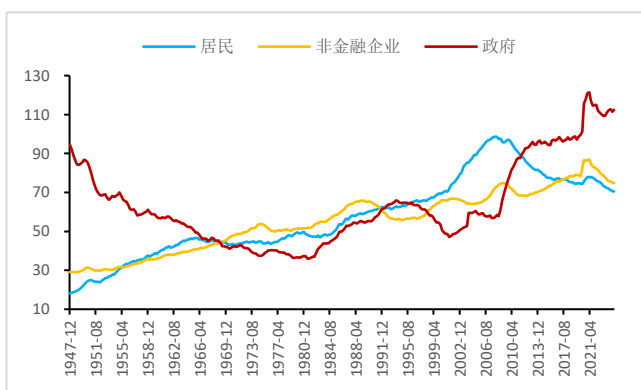
资料来源：WIND，财信研究院

图 14：美国制造业增加值占比降幅超 50%



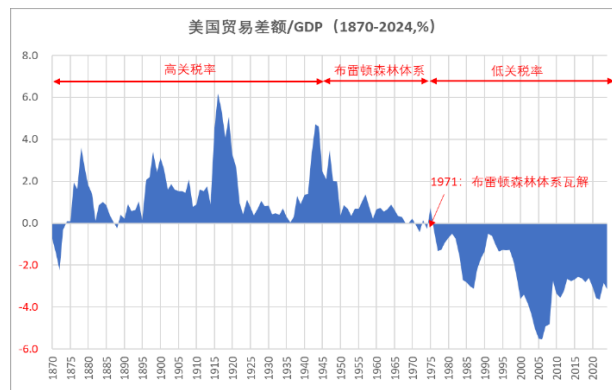
资料来源：BEA，世界银行，财信研究院

图 15: 美国政府杠杆率处于高位



资料来源: WIND, 财信研究院

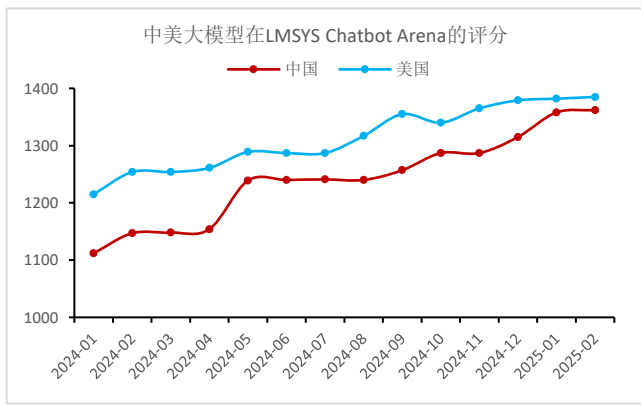
图 16: 1971 年以来美国贸易逆差扩大



资料来源: FED, 财信研究院

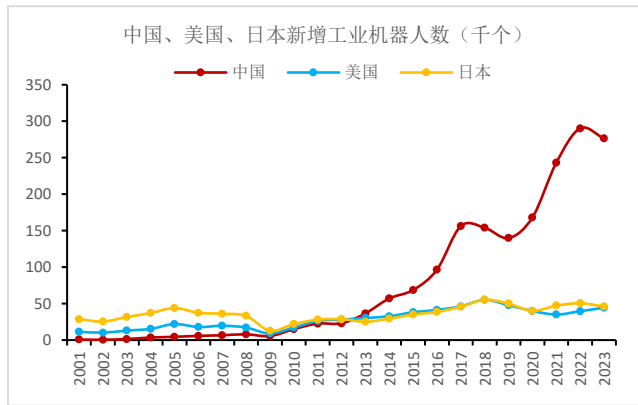
二是美国 AI 叙事优势面临严峻挑战,科技领先地位受到冲击。自 2022 年 ChatGPT 面世后,美国凭借 AI 技术的迅猛发展与广泛应用,在科技领域进一步巩固了其垄断地位。然而,2025 年年初,DeepSeek 凭借低成本、高性能以及开源这三大超预期优势,成功打破了美国在 AI 技术领域的垄断局面,并扭转了美国在这一领域的科技叙事优势。根据 LMSYS Chatbot Arena 的评分结果,截至今年 2 月,中美 AI 模型差距已经明显缩小(见图 17)。与此同时,AI 革命正逐步向应用端拓展,中国具有市场大、应用场景广阔等优势,为其弯道超车美国提供了可能性。如中国目前拥有全球规模最大的工业机器人应用市场,其市场规模远超美国等发达国家(见图 18),这标志着美国在科技上的绝对优势正在逐渐被削弱。

图 17: 中美大模型在 LMSYS Chatbot Arena 的评分



资料来源: LMSYS Chatbot Arena, 财信研究院

图 18: 中国、美国、日本新增工业机器人人数(千个)



资料来源: IFR, 财信研究院

三是美国的全球军事霸权正逐步走向衰弱。美国借庞大军事实力、全球军事基地与航母编队干涉地区局势,长期保持全球影响力。全球布局虽能短时增强威慑,但多年过度扩张使其战略疲惫。2021 年仓促撤离阿富汗,塔利班重掌政权,成美国霸权转折点。其全球战略陷入悖论,要在中东控石油、兼顾拉美动荡,还要北约东扩制俄、印太围堵中国,多线作战致资源分散。同时,内部结构性危机加速衰退: 34 万亿美元债务(占 GDP 120%)制约军事投入,制造业空心化削弱工业基础;海军舰艇平均舰龄达 23 年,空军战机超期服役率 67%,陆军征兵缺口连续五年超 20%,装备老化与人力短缺形成恶

性循环。最后，外部多极格局冲击加剧：中俄高超音速武器突破现有反导系统，盟友体系加速离心——欧洲推动“战略自主”，沙特参与去美元化，美国“三点一线”（中东卡位、巴拿马扼喉、北极封堵）的围堵战略终因野心远超资源承载力而失效，标志单极霸权时代在走向终结。

2、下半年下行压力大，预计中枢水平将从上半年的 103 降至 95 左右

下半年，美元指数面临以下约束：一是地缘政治紧张格局下集团化对立形势不降反升，去美元化进程加速容易降速难。二是“美丽大法案”（One Big Beautiful Bill Act）将加剧美国债务违约风险，加速削弱美元信用基础，降低对美元的需求。美国参议院 6 月 29 日程序性通过“美丽大法案”，正式进入辩论阶段。该法案将美国法定债务上限从 36 万亿美元提高至 40 万亿-41 万亿美元，未来十年联邦债务预计增加 3.8 万亿美元，债务占 GDP 比重可能从 122% 飙升至 145%，债券发行增加、利率提高，进一步加剧市场对美债的担忧。三是特朗普关税政策不确定性大，若恢复加征，将推高美国通胀和降低经济增长，加剧滞胀风险。四是特朗普干预美联储独立性，可能削弱美元信用，加速资本外流。

由于美元指数是包括欧元、英镑、日元等在内的 6 大货币的加权指数，因此是相对变化的综合结果。在经济增长方面，预计美欧 GDP 增速差值收窄，不利于美元指数走高。根据 IMF 和 OECD 预测，两个经济体 GDP 增速差将由 2024 年的 2.2% 大幅收窄至 2025 年的 1% 左右。在利差方面，由于欧元区三次降息均集中在上半年，下半年可能再降息一次，日本下半年有一次加息预期，但美联储降息时间全部集中在下半年，因此利差预期不利于美元走强。最后，美元资产的避险属性下降，以往地缘关系紧张买美元资产模式在淡化，不利于美元走强。根据模型预测结果，下半年美元指数中枢水平将从上半年的 103 降至 95 左右，下行压力明显。

当然，预测存在较大不确定性，如果地缘政治关系缓和、关税谈判、美国经济增长韧性等超预期，那么美元指数的表现也会有韧性甚至超预期。

二、中国经济：增长动能放缓，全年 GDP 约增长 5%

（一）下半年宏观经济运行逻辑：约束条件、目标设定和政策选择

国内宏观经济的运行逻辑，一般是在外部和内部约束条件下，围绕要实现的既定目标，采取合适的宏观经济政策。

约束条件分为内部和外部两方面。一是外部环境更趋复杂严峻，地缘关系紧张加剧，全球经济增长动能减弱，贸易、货币政策变化等不确定性增多。受其影响，近期 IMF、OECD、世行、联合国等国际组织纷纷下调全球经济预测值，对全球货物贸易第一大国的我国而言，势必构成负面影响。此外，美欧日等主要经济体经济出现分化，通胀和货币政策变化尤其是美联储政策变化，对我国影响更为直接。二是国内经济运行仍面临不少困难和挑战。近年来经济中存在的有效需求不足、信心预期不振、地产下行、民企经

营困难、风险隐患较多等问题，在 2025 年下半年经济中仍将存在，年内面临“国内需求不足、部分企业生产经营困难、群众就业增收面临压力、风险隐患仍然较多”等问题，尤其是房地产市场仍处于筑底调整阶段，低通胀→利润下降→居民收入增速不高→需求不足→低通胀的负反馈循环尚未打破。

国内目标方面，根据 2024 年底中央经济工作会议和 2025 年政府工作报告的要求，2025 年要“着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合”。经济增长方面，预计上半年 GDP 增速在 5.3% 左右，要完成全年 5% 左右的增长目标，下半年只需保持 4.7% 左右的增速就可。通胀方面，国内物价持续低位运行，预计上半年 CPI、PPI 分别增长 -0.1%、-2.7% 左右，下半年 CPI 有望转正提高，PPI 降幅收窄，但全年低通胀格局不改。

面对内外部约束条件和要实现的目标，预计 2025 年下半年宏观政策主要是落实好年初定下的存量政策，为应对外部不确定性尤其是美国关税冲击，需增强政策灵活性，做好政策储备，在前期政策力度不够的情况下，再择机出台新的增量政策；但如果中美关税谈判好于预期，那么增量政策出台的必要性会大幅降低。货币政策方面，适度宽松取向不会发生变化，预计年内降准降息的可能性不能排除，但会大概率延后，尤其是三季度概率低；货币政策更多集中在结构性工具方面，在科技创新、消费、“两重”“两新”方面做好融资支持。财政政策方面，更加积极的取向也不会变，1-5 月财政发力加速，广义财政支出实际增速为 6.6%，但低于年初 9% 的预算增速；预计下半年经济减速，需加大逆周期力度，根据我们的测算，需额外增加 8000 亿元左右的财政支出；如果财政“加量”，预计时间点在四季度概率偏大。

（二）经济增长：下半年 GDP 增长 4.7% 左右，全年约增长 5.0%

1、消费：下半年有所放缓，预计全年社零约增长 4-5%

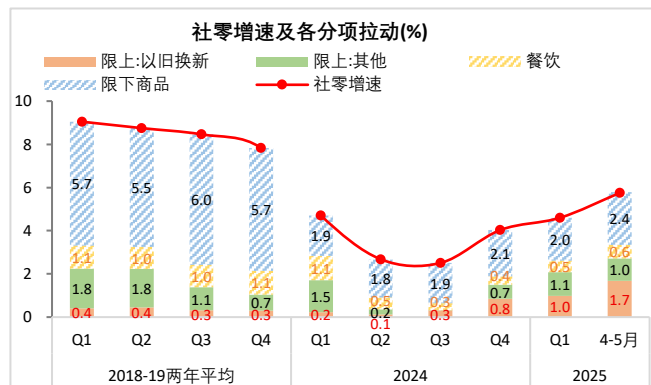
2025 年 1-5 月份社会消费品零售总额（简称社零，下同）同比增长 5.0%，较去年全年提高 1.5 个百分点，保持较好恢复势头。从各分项看，以旧换新政策、升级类消费和中低收入群体消费改善是主要贡献力量，1-5 月份限额以上以旧换新相关商品、其他商品、限额以下商品对社零的拉动，分别较去年提高 0.9、0.4 和 0.2 个百分点（见图 19）。但与此同时，服务消费放缓、一线城市消费修复偏弱等问题依旧突出（见图 20-21），国内消费恢复基础并不牢固。

展望下半年，受以旧换新政策效用减弱、就业承压和居民行为趋于谨慎等因素影响，消费走弱压力有所加大，但随着宏观政策加大逆周期调节，政府消费托底作用有望增强。预计下半年社零增长 4% 左右，2025 年全年约增长 4-5%。

一是以旧换新政策的拉动作用大概率减弱。一方面，高基数的拖累不容忽视。根据发改委数据，截至目前，2025 年以旧换新补贴资金规模已使用约一半左右，意味着下半年还有 1500 亿元左右的以旧换新“国补”资金待使用，这一规模与去年同期相当。但 2024 年下半年限额以上以旧换新相关品类消费增速高达约 11%，在同等规模的补贴资金支持下，以旧换新相关商品增速大概率将受高基数拖累而有所回落。另一方面，耐用

品消费补贴的透支效应也会导致其乘数效用趋弱。从历史数据看，2018-2019 年以旧换新相关商品对社零的拉动仅 0.4 个百分点左右，但去年四季度以来上述拉动为 2018-19 年的 2-5 倍，这明显难以持续，且会对未来相关消费形成负面透支效应。

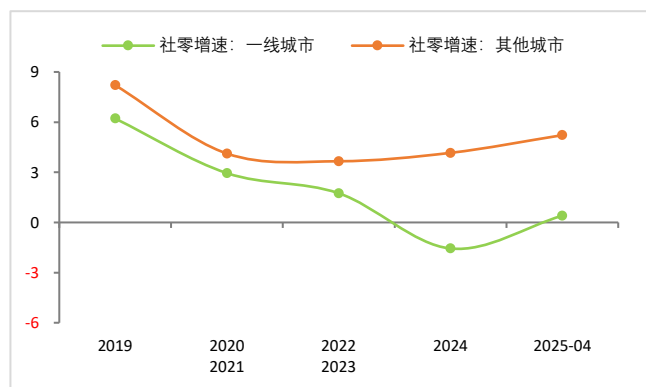
图 19：社零增速及各分项拉动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

注：限上以旧换新包括家用电器类、通信器材类、文化办公用品类、家具类、建筑装潢类五大类商品零售额

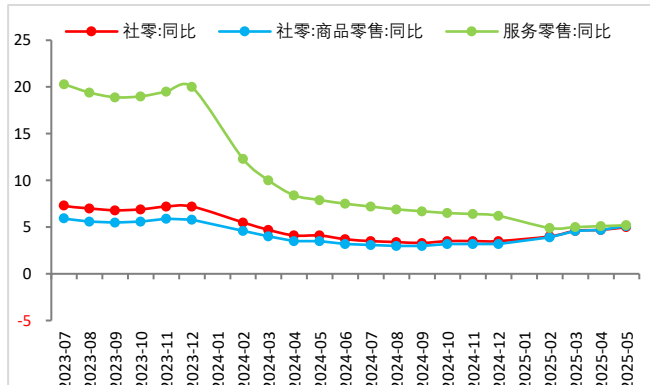
图 21：一线城市和其他城市社零增速



资料来源：WIND，财信研究院

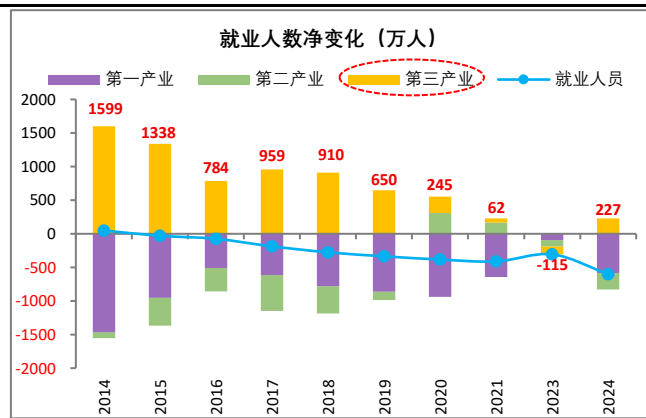
注：一线城市为北、上、广、深

图 20：服务消费与商品消费增速差额明显收窄



资料来源：WIND，财信研究院

图 22：服务业吸纳就业能力明显减弱



资料来源：WIND，财信研究院

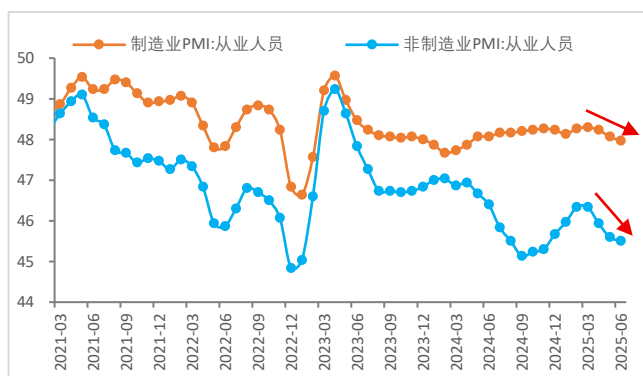
注：2023 年为两年平均值

二是居民就业仍面临多重挑战，“就业-收入-消费”循环待畅通。一方面，国内需求不足导致服务业吸纳就业能力已大幅减弱。2020-2024 年服务业就业人数年均仅增加 61 万人，不足 2018-2019 年年均增加 780 万人的十分之一（见图 22）。未来国内物价低位运行叠加特朗普关税冲击显现，服务业就业恢复仍面临较多阻碍。另一方面，外部关税冲击可能进一步加剧制造业就业压力。关税冲击将通过减少出口需求和打击微观主体投资意愿两条路径，显著冲击制造业就业，预计 2025 年我国就业人数或因关税冲击减少约 250-650 万人（详见深度报告《关税冲击、内需缓冲与政策应对》）。2025 年二季度以来，国内制造业和非制造业 PMI 从业人员分项均再度回落，且后者直逼去年 9 月的低点（见图 23），一定程度上已反映出就业端压力较为突出。

三是居民“多储蓄、少消费”行为模式短期难改，消费意愿提升动力偏弱。一方面，就业与收入压力加剧、外部不确定性攀升，导致居民对未来经济前景的预期明显转差，

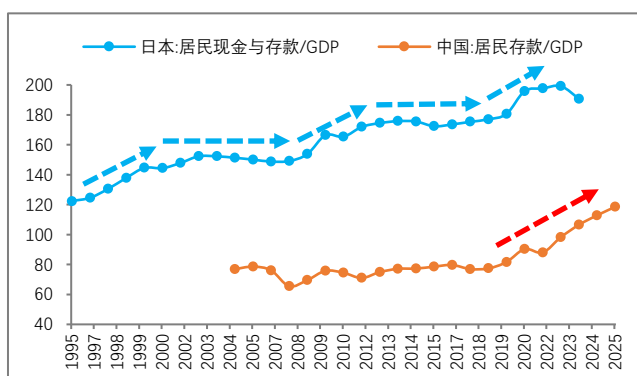
冲击消费者信心。另一方面，受房价继续走低、存款利率下调等多重因素叠加影响，居民存量财富持续缩水、财产净收入增长乏力（2025Q1 为 2.7%），可能会进一步加大居民“多储蓄、少消费”行为模式长期化的风险。历史经验显示，日本在 1990 年房地产泡沫破灭后，居民现金和存款占 GDP 比重连续 30 年以上延续升势，期间居民倾向于选择储蓄而非消费，2025 年一季度国内居民存款占 GDP（年化值）的比重仍在上升（见图 24）。

图 23：制造业和非制造业 PMI 就业人员分项



资料来源：WIND，财信研究院

图 24：居民“多储蓄、少负债”意愿仍强



资料来源：WIND，财信研究院

注：2025 年为一季度 TTM 值

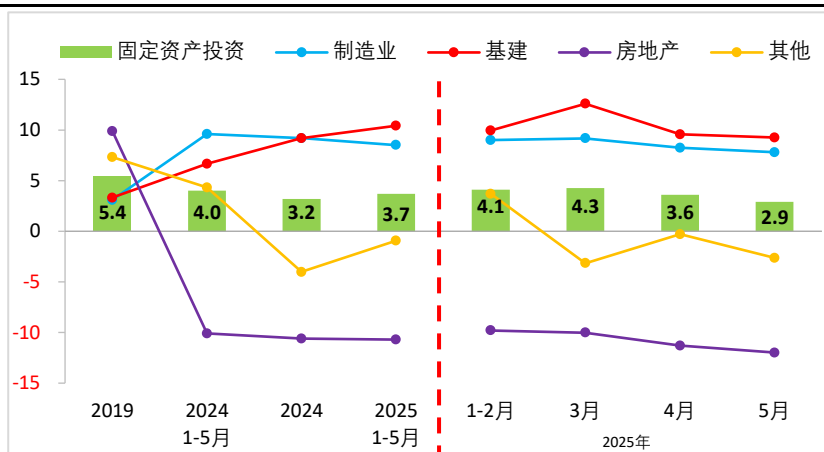
四是预计下半年社零增速放缓至 4% 附近，2025 全年增长 4-5%。从下半年增速看，预计以旧换新相关品类对全部社零的拉动，较上半年下降 0.6 个百分点左右；同时除以旧换新以外的其他社零分项，若剔除基数效应看，二季度已较一季度走弱，预计下半年进一步放缓的概率偏大，对社零的拉动或较上半年降低 0.5 个百分点左右。综上，预计下半年社零增速或放缓至 4% 附近。**从 2025 年全年增速看**，根据公式，居民消费支出=居民可支配收入×边际消费倾向。预计 2025 年名义居民人均可支配收入约增长 4-5%，略高于名义 GDP 增速；同时假定国内居民边际消费倾向，可以恢复至与 2024 年水平基本相当，据此测算出社零增速可达到 4-5%。此外，综合社零上半年增速和下半年预测值，也可得到全年约增长 4-5%。

2、投资：基建托底，增速有望保持稳定

1-5 月份固定资产投资同比增长 3.7%，为除疫情年份外历史同期最低增速，投资端稳定增长面临一定压力。从结构看，基建投资托底作用明显增强，增速在三大类投资中居首；制造业投资继续对投资增速形成支撑，但支撑作用边际减弱；房地产投资单月降幅进一步扩大，拖累作用有所加剧（见图 25）。

展望下半年，预计在国内新旧动能转换加快、外部关税影响显现以及国内政策加快落地显效的共同影响下，固定资产投资大概率呈现出“制造业缓降、房地产拖累难改、基建投资托底”的特征，整体增速有望保持稳定增长，全年中枢在 3.5% 左右。

图 25：不同类别投资增速变化（%）

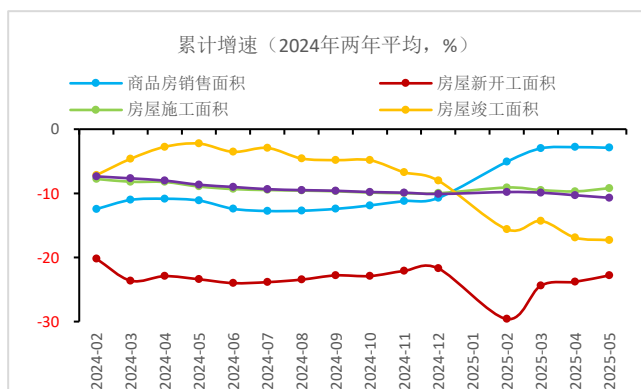


资料来源：WIND，财信研究院

（1）房地产：仍继续处于筑底阶段

上半年房地产仍处于筑底调整阶段，呈三大特点：一是需求端恢复好于供给端。需求端销售面积增速降幅大幅收窄，需求出现边际改善，但供给端的新开工面积、施工面积、竣工面积、开发投资累计增速分别为-22.8%、-9.2%、-17.3%、-10.7%，仍维持高速负增长（见图 26）。二是房地产价格仍在下降，但降幅有所收窄。与最高点相比，70 个大中城市新房、二手房价格已分别下降 10.3%、17.8%（见图 27），后者调整更加明显。分城市来看，一、二线城市新房价格出现企稳迹象，恢复情况明显好于三线（见图 28）。三是库存压力较大，去库存仍是未来主要任务。从待售商品房去库存压力看，5 月存销比为 8.2 倍（见图 29），仍处于有数据记录以来的高位水平，房地产市场库存压力大的现状还未改变，去库存仍是未来主要任务。

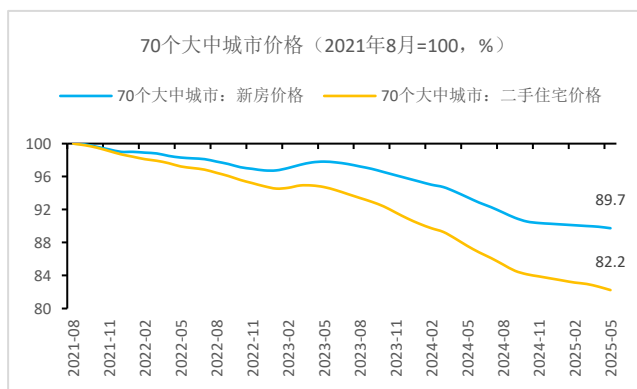
图 26：房地产市场处于筑底调整阶段



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年为两年平均增速

图 27：二手房价格调整幅度约 20%



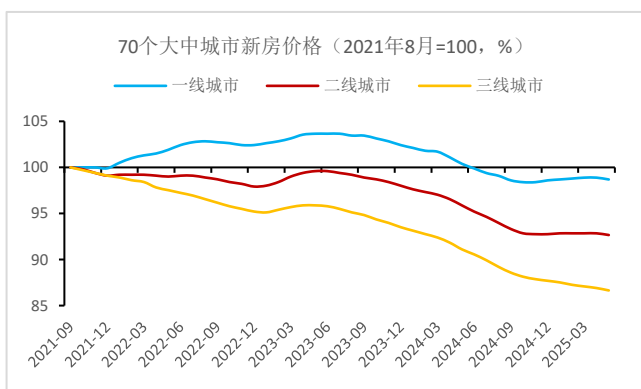
资料来源：WIND，财信研究院

注：价格增速根据美元计价出口和数量增速倒推

展望下半年，房地产市场继续筑底的可能性较大。下半年房地产市场仍将受到高库存、购房负担压力偏大、部分房企信用风险持续等约束，难以出现超预期回升可能，但在低基数效应和政策刺激（如果有增量政策）的叠加影响下，各项指标降幅有望收窄。由于去库存是一个过程，尤其在家庭、企业、政府三张资产负债表受损，预期扭转需要

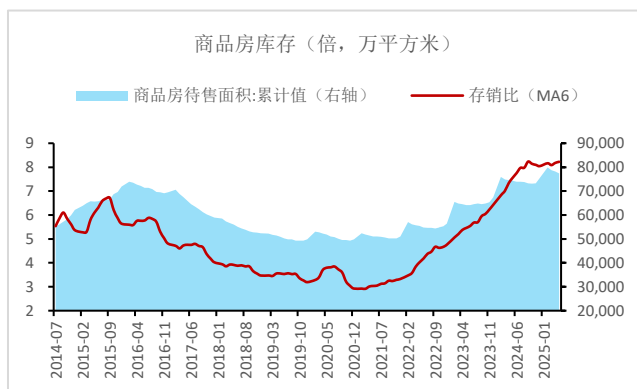
时间与超预期政策的综合背景下，房地产市场止跌回稳将是一个过程。预计全年投资累计增速约为-10%。

图 28：一、二线城市新房价格恢复好于三线



资料来源：WIND，财信研究院

图 29：商品房库存仍处于高位

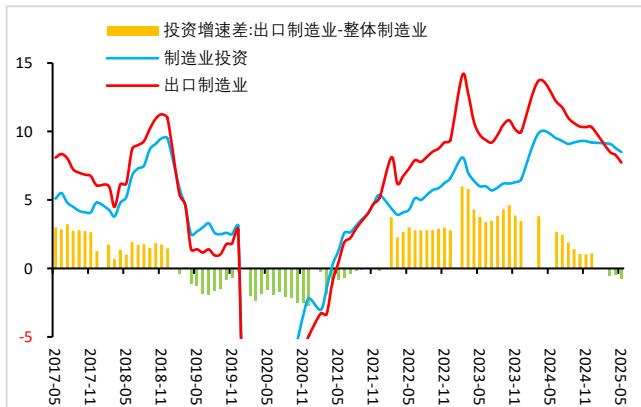


资料来源：WIND，财信研究院

（2）预计制造业投资增速缓降，全年约增长7%左右

1-5月制造业投资同比增长8.5%，较2024年回落0.7个百分点，对整体投资的支撑边际减弱，但仍保持强韧性。增速放缓主要源于出口下行预期增强、国内地产需求疲弱和部分行业产能过剩压力加剧；保持韧性则得益于国内科技叙事增强、产业升级加速以及两新政策效应。具体看，2025年出口相关制造业投资增速由高于整体变为低于整体（见图30）；分结构看，上游原材料行业投资增速放缓最多，而中下游行业增速仍维持较强韧性，尤其是下游消费品制造业投资延续了10%以上的高增长态势（见图31）。

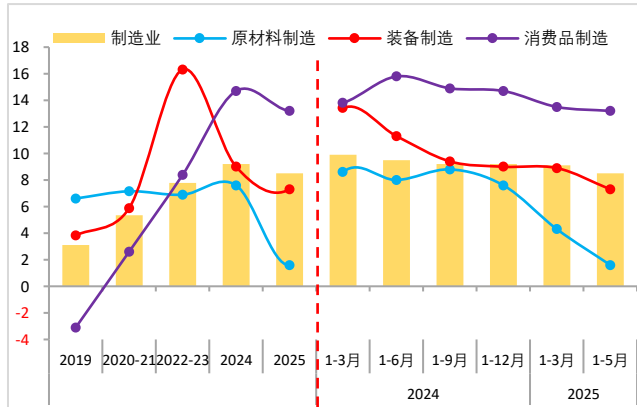
图 30：制造业投资和出口制造业投资增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021年为两年平均增速，2022年为三年平均增速；出口制造业为出口交货值占营收比重超过规上工业企业的行业合计

图 31：上中下游制造业投资增速变化（%）



资料来源：WIND，财信研究院

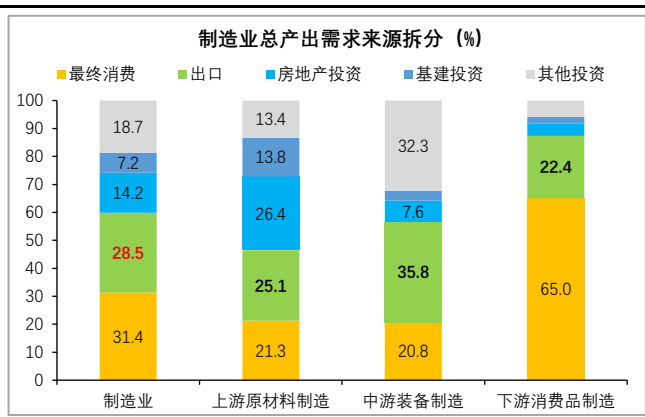
注：上中下游行业2024年起数据来源于统计局，2024年之前则根据行业加总计算，两者略有差异，但趋势一致

展望下半年，关税带来的出口下行压力显现、国内地产需求持续低迷以及部分行业产能过剩加剧，将对制造业投资构成下行压力，但国内产业升级和供应链安全诉求提供了长期持续性支撑，预计2025年制造业投资增速缓降至7%左右。

一是预计下半年出口下降将拖累2025年制造业投资增速回落1.0-1.8个百分点。上

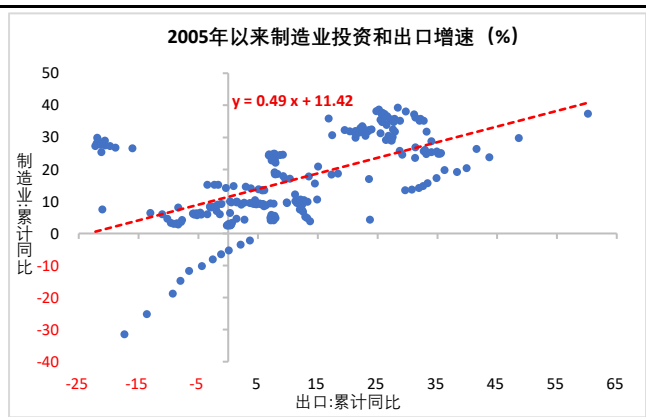
半年，特朗普关税对国内经济的影响更多体现在预期层面，实际上受益于抢出口效应，国内出口实现了高增长。但当前美对华关税水平仍较去年大幅提升 30%，预计其对出口的负面影响将于下半年开始显现。据测算，在美对华加征关税幅度维持在 30%、对全球普加 10-15% 关税的基准情景下，将影响我国出口增速下降 6~9%。鉴于出口需求对我国制造业总产出的贡献度接近 30%，下半年制造业投资增速大概率随出口增速回落（见图 32-33）。根据投入产出分析和历史数据回归分析两种方法，下半年出口增速回落预计将拖累 2025 年制造业投资增速下降 1.0~1.8 个百分点（测算方法见深度报告《关税冲击、内需缓冲与政策应对》）。

图 32：制造业总产出需求来源拆分（%）



资料来源：2020 年投入产出表，财信研究院

图 33：2005 年以来制造业投资和出口增速（%）



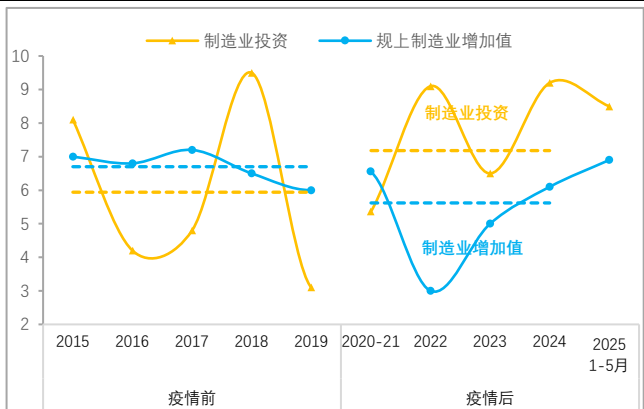
资料来源：WIND，财信研究院

二是国内地产需求偏弱、出口相关行业产能过剩加剧，将对上游原材料和中游装备行业投资形成明显制约。其一，根据 2020 年投入产出表，房地产投资需求贡献了制造业总产出的 14.2%，尤其对上游原材料制造业总产出的贡献率高达 26.4%（见图 32）。今年上半年房地产投资低迷，是导致原材料制造业投资增速下滑的关键因素。当前房地产市场库存处于历史高位，居民购房需求已从“有无”阶段过渡到“品质”阶段，因此商品房建设“严控增量、优化存量、提高质量”的政策方向难改，加上房企融资、拿地、销售等先行指标均未出现改善，均表明下半年房地产投资大概率继续负增长，将持续拖累上游原材料行业投资需求。其二，从制造业投资和生产对比看，2020-2024 年制造业投资增速（代表未来生产能力）大幅高于规上增加值增速（反映实际生产情况），意味着疫后制造业产能过剩问题不断累积（见图 34），预计下半年出口需求下降将直接导致实际生产回落，加剧部分行业产能过剩问题，形成“出口减少→产能闲置→不敢投资”的负反馈循环。此外，产能过剩引发的“内卷式竞争”导致制造业企业利润率持续下滑（见图 35），加上国内“限产保价”的反内卷行动已经开启，将从能力和意愿两方面制约制造业的扩产动能。

三是国内产业升级和供应链安全诉求将对制造业投资韧性形成长期支撑。近年制造业投资对企业盈利的敏感度降低，呈现出一定的逆周期属性（见图 35）。预计随着国内产业升级加速及供应链安全诉求提升，这一逆周期属性将进一步强化，制造业投资有望长期保持韧性。一方面，国内处于新旧动能转换关键期，传统动能如房地产投资持续走

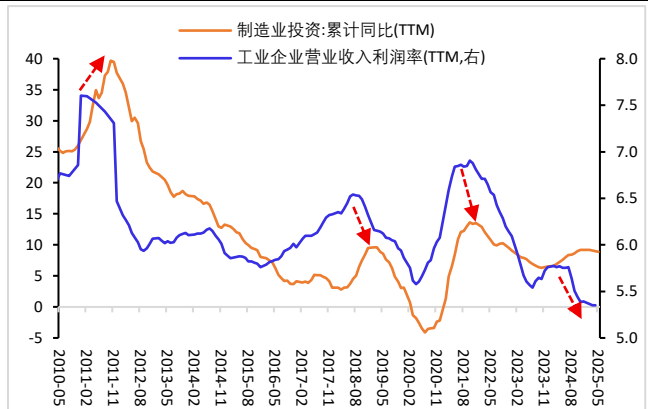
弱，制造业投资需适应新的需求结构，既加速传统产业转型升级，又积极培育新供给，以优质供给引领和创造新需求。另一方面，面对全球产业链重构、地缘政治博弈加剧、外部打压遏制升级等多重挑战，保障产业链供应链安全已上升为国家战略，这倒逼国内加快制造业投资步伐、提升制造业自主可控能力，既赢得发展主动权，又有效对冲外部不确定性。

图 34: 制造业投资和规上增加值增速变化 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

图 35: 制造业投资对企业盈利的敏感度下降

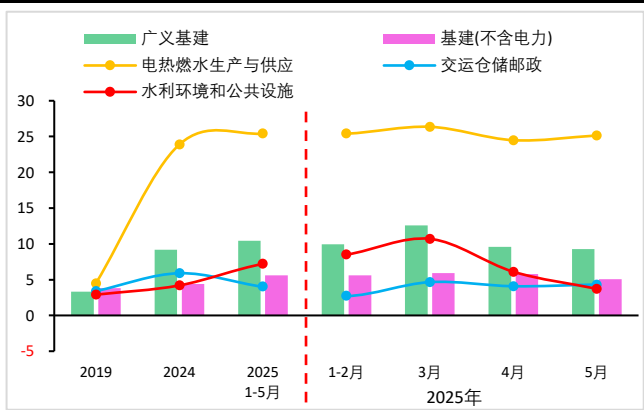


资料来源: WIND, 财信研究院

(3) 预计基建投资继续发挥托底作用，中性情景下约增长 9%

1-5 月份广义基建投资同比增长 10.4%，较去年提高 1.2 个百分点，受益于财政发力前置支撑，基建托底作用明显增强。分结构看，地方政府主导的公共设施以及道路运输行业增速回升，是主要贡献；同时电力行业增速维持高增长，支撑作用显著；水利管理以及铁路运输等中央主导项目投资增速则回落较多，对基建投资的支撑作用减弱（见图 36-37）。

图 36: 基建投资分行业增速变化 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

图 37: 中央项目占比偏高行业基建投资表现更好



资料来源: WIND, 财信研究院

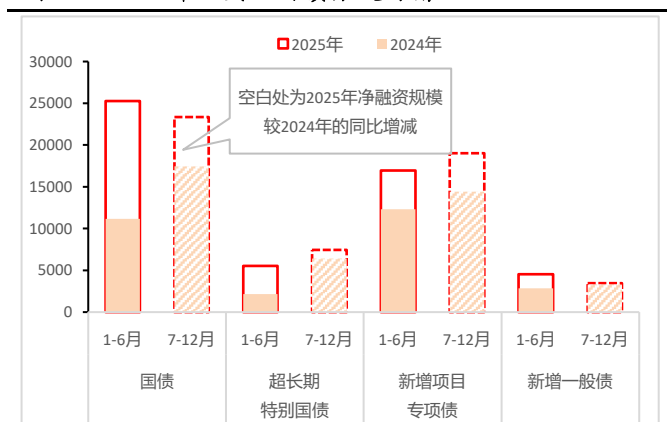
注: 横轴数字为2024年细分行业在广义基建投资中的比重

展望下半年，新型政策性金融工具较快落地，有望撬动银行配套信贷资金显著增加，加上化债对地方基建的约束缓解，基建投资维持高增长仍有保障；但存量政策对基建投资的支撑作用趋于减弱，城投和土地市场低迷制约短期难改，年内基建投资大概率继续发挥托底作用。基准情景下，预计 2025 年广义基建投资增长 9% 左右，若财政增量政策

因超预期因素加快加力出台，不排除回升至 10% 以上的可能。

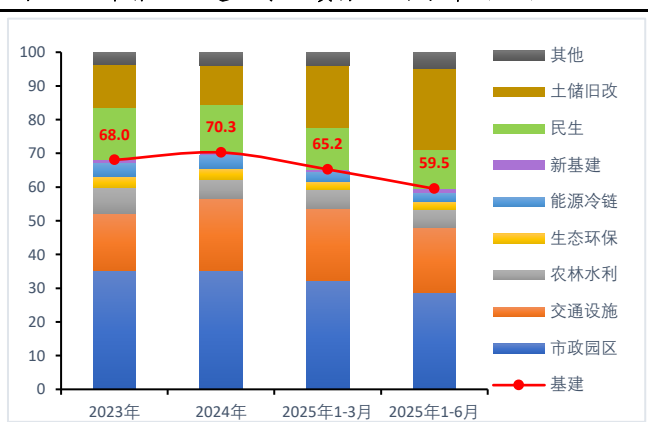
一是预计存量政策对基建投资的支撑作用趋于减弱。从总量看，下半年基建投资的财政资金支撑力度或边际减弱。1-6 月份可用于基建的一般国债、超长期特别国债、新增项目专项债、新增一般债合计发行约 5.3 万亿元，同比多增 1.9 万亿元，为基建投资增速回升提供有力资金支持。但根据年初预算，7-12 月份上述四大类政府债券剩余额度约 5.3 万亿元，同比约多增 4730 亿元，增量规模较 1-6 月份显著回落（见图 38），对基建投资的支撑作用将边际走弱。从结构看，1-6 月份新增项目专项债券投向基建的比例降至 59.5%，较去年全年回落 10.8 个百分点，同期土储旧改占比提升 12.6 个百分点，专项债券分流效应明显（见图 39）。在房地产市场持续承压的背景下，预计下半年专项债券可能进一步向房地产领域倾斜，其对基建资金来源增量的贡献将进一步弱化。

图 38：2025 年主要政府债券发行情况



资料来源：WIND，财信研究院

图 39：新增项目建设专项债券投向分布（%）



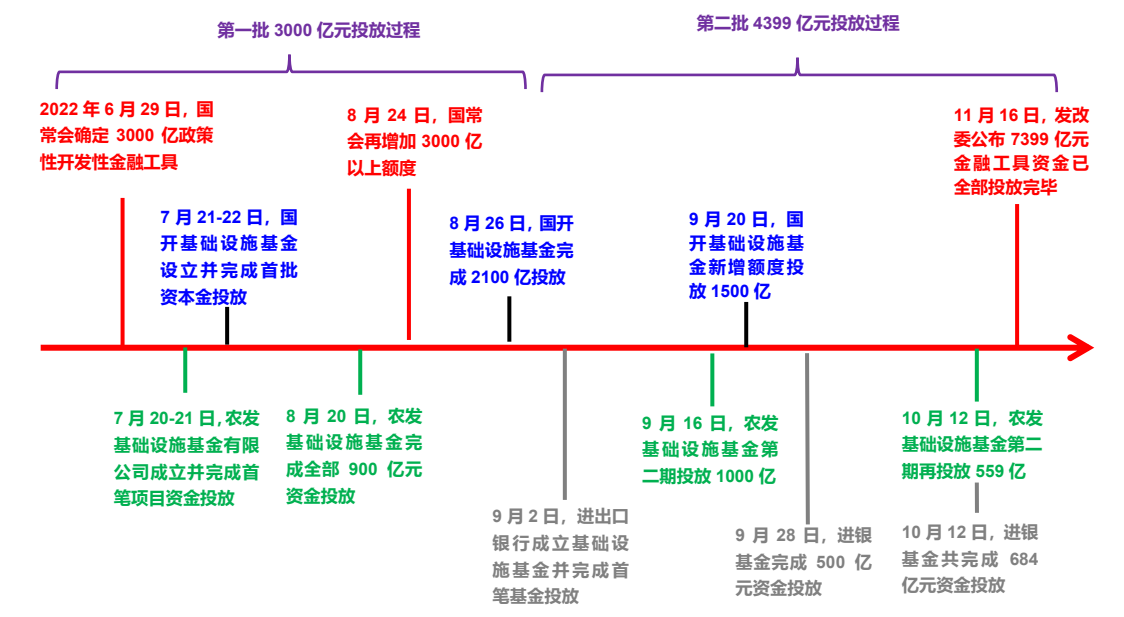
资料来源：企业预警通，财信研究院

注：图中数据未包括用于化债和补充中小银行资本金部分

二是新型政策性金融工具已在“弦上”，有望为基建投资资金来源提供支撑。4 月 25 日政治局会议首提“设立新型政策性金融工具”，4 月 28 日国新办发布会上进一步明确“力争 6 月底前...设立新型政策性金融工具，解决项目建设资本金不足问题”。同时据证券时报不完全统计，截至 6 月 11 日，山东、湖南、湖北等 12 个省份的部分地区已召开新工具政策宣讲或项目申报对接会，提前启动新工具项目谋划储备工作，预计新型政策性工具有望较快出台，将对下半年基建投资增速形成支撑。一方面，政策性金融工具官宣额度后落地相对较快。如 2022 年首批 3000 亿元政策性开发性金融工具从提出发行到完成投放仅用时 2 个月，第二批 4399 亿元资金投放周期也未超过 3 个月（见图 40）。另一方面，与 2022 年政策性开发性金融工具类似，本次新型政策性金融工具主要用于解决项目资本金不足问题，这有助于加快新开工项目启动速度，并撬动银行信贷、专项债券等配套资金加快落实到项目上。如 2022 年政策性开发性金融工具投放后，基建中长期贷款增速随之稳步回升（见图 41）。对于具体力度，根据 5 月 22 日宜宾市国资大讲堂信息，本次新型政策性金融工具的规模可能为 5000 亿元，若按照 2022 年 10 倍左右的撬动倍数推算，新型工具有望撬动 5 万亿元的有效投资。但鉴于项目建设周期平均在 3 年左右，对于年内基建投资的拉动作用仍取决于落地速度以及投向结构。

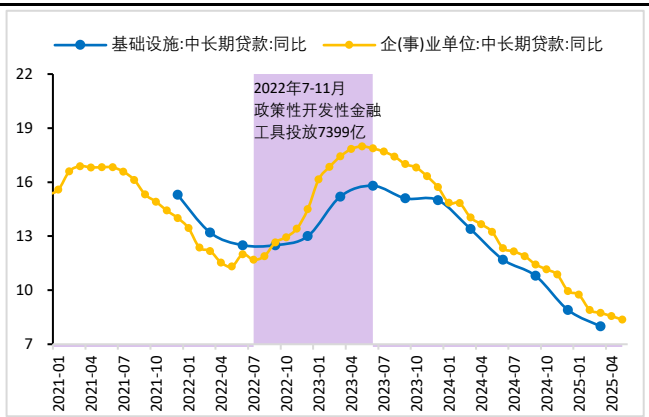
三是化债对地方基建投资的约束趋于缓解，但城投和土地市场低迷拖累难改。一方面，地方主导基建投资和高债务风险地区投资增速均较去年回升，如 1-5 月份 12 个高风险地区和其他地区固定资产投资增速分别为 4.5% 和 2.9%，较 2024 年提高 4.5 和 0.1 个百分点（见图 42），这表明化债对地方投资的压制作用正在减弱，高风险地区成为投资增速稳定的重要支撑。另一方面，1-5 月份严监管持续和城投退平台加速，导致城投债净融资额为 -2253 亿元，同期国有土地出让收入同比下降 11.9%，两者均继续对基建投资资金来源形成拖累，预计年内上述拖累难以改变。

图 40：2022 年政策性开发性金融工具投放节奏和进程



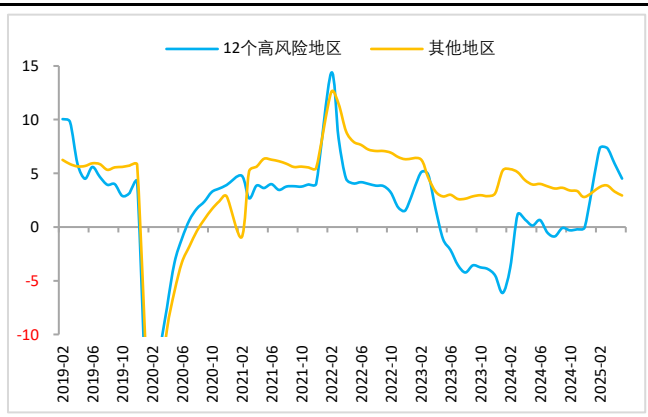
资料来源：公开信息整理，财信研究院

图 41：基建和企业中长期贷款增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 42：12 个高债务风险地区投资增速高于整体



资料来源：企业预警通，财信研究院

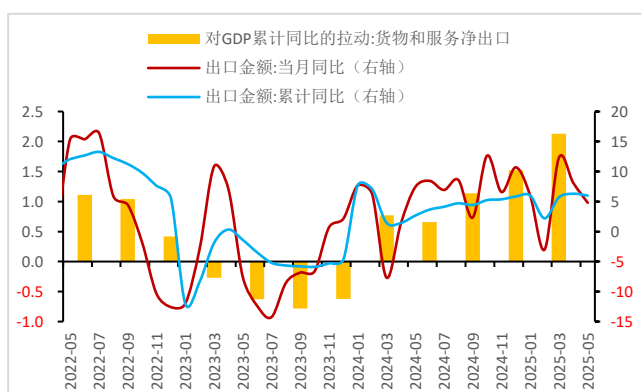
3、出口：预计下半年增速或下滑，全年约增长 0%

2025 年 1-5 月份出口同比增长 6.0%，较 2024 年全年回升 0.2 个百分点，在特朗普关税政策下，出口增速展现强韧性，也对一季度 GDP 构成强贡献（见图 43）。从量价看，数量因素是出口维持较高增速的主要支撑，价格因素持续对出口增速形成拖累（见图 44）。从贸易伙伴看，受美国高额关税影响，对美出口大幅下降，是出口增速的主要拖累项，

而对东盟、欧盟和一带一路国家保持了较高增速（见图 45）。从产品结构看，受关税与出口管制影响，化工与贱金属产品出口增速明显放缓，拖累了整体出口表现；相比之下，机电产品是 1-5 月出口韧性的主要支撑，但内部存在显著分化：手机出口因关税问题增速降幅扩大，而“新三样”产品则受益于低基数和对等关税豁免下的“抢出口”需求释放，增速由正转负，对出口拉动作用明显（见图 46）。

展望 2025 年下半年，虽然近期中美经贸关系趋于缓和，但本轮贸易战的三大核心关键并未改变，仍将对我国出口形成冲击，同时价格因素或也将对出口增速形成拖累。但我国贸易伙伴多元化和贸易结构持续优化，能缓冲部分影响。预计本轮关税冲击将影响出口增速下降约 7%，下半年出口增速或有所下滑，全年出口增速约为 0%。

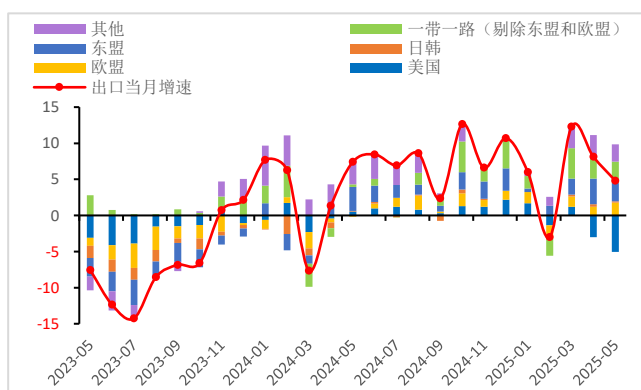
图 43：2025 年上半年出口增速展现强韧性



资料来源：WIND，财信研究院

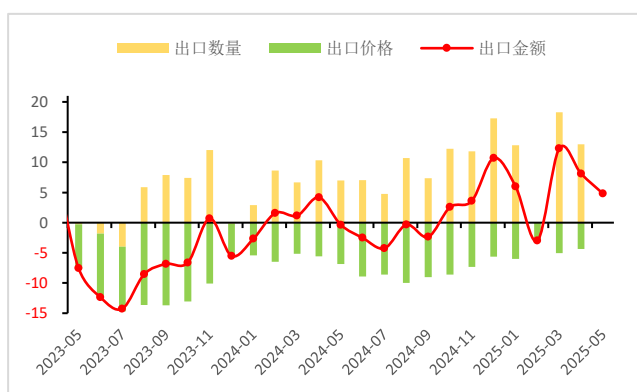
注：2021 年为两年平均增速

图 45：东盟、欧盟和一带一路国家对出口支撑较强



资料来源：WIND，财信研究院

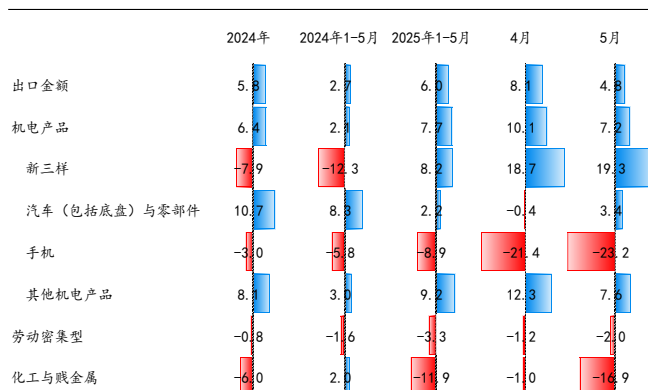
图 44：价格因素持续对出口增速形成拖累



资料来源：WIND，财信研究院

注：价格增速根据美元计价出口和数量增速倒推

图 46：我国出口商品分类别增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

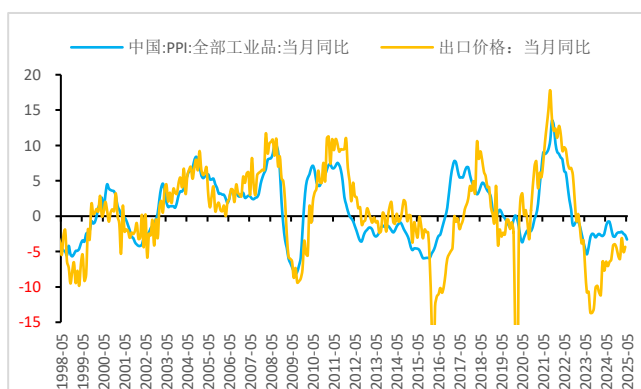
注：汽车与零部件剔除了电动载人汽车

一是虽然近期中美关税战有所缓和，但三大核心关键并未改变，将对我国出口形成一定冲击。其一，特朗普政府秉承“美国优先”理念，推动制造业回流、重塑全球经济格局与秩序的目标始终未变。其二，本轮关税战“美国力图阻止其他大国超越自身，其他大国则强力维护本国发展权利”这一难以调和的矛盾持续存在。其三，全球高关税长期化的趋势未变，包括美国对全球普加 10% 以上的基准关税以及对特定领域征收更高关

税。根据前期报告《关税冲击、内需缓冲与政策应对》中的测算研究，预计关税冲击将导致对美出口下降约 5-7 成，对应同期出口将下降约 7%-10%，考虑 1-5 月出口累计增长 6.0%，2025 年全年出口增速约为 0%。

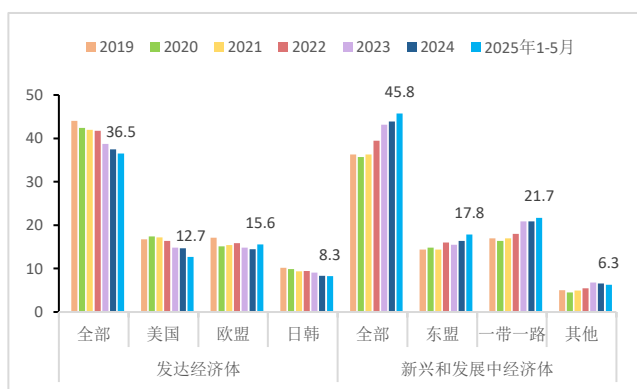
二是受国际大宗商品价格下降与国内部分行业产能过剩压力增加影响，预计全年 PPI 将延续负增长格局，对出口增速继续形成拖累。历史经验显示，PPI 同比增速领先出口价格增速 0-6 个月左右（见图 47）。预计受美国经济下行压力显现、OPEC+达成增产协议以及全球地缘政治风险加剧影响，国际大宗商品价格或继续面临下行压力，加上国内部分行业产能过剩压力有所增加，PPI 负增趋势难改，将继续对出口形成拖累。

图 47：出口价格增速受 PPI 增速拖累（%）



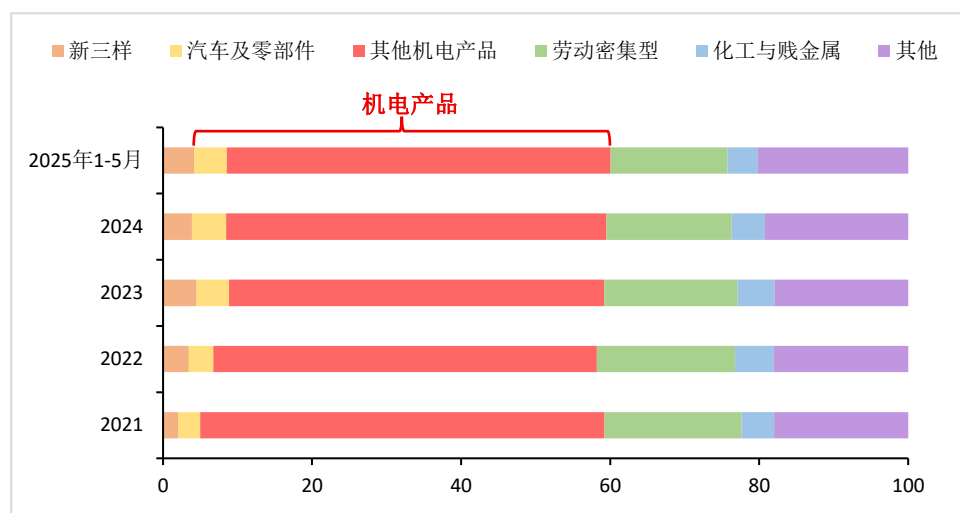
资料来源：WIND，财信研究院

图 48：新兴和发展中经济体出口比重持续提升



资料来源：WIND，财信研究院

图 49：机电产品占整体出口比重稳定提升



资料来源：WIND，财信研究院

三是通过深化“一带一路”合作并拓展与新兴经济体的外贸联系，以及“新三样”等出口品的性价比优势，将缓冲部分关税影响。其一，分地区看，近年来我国贸易伙伴不断拓展、贸易结构持续优化，对出口份额形成一定支撑。2025 年 1-5 月，我国对新兴和发展中经济体出口比重持续提升，由 2019 年的 36.3% 提升至 2025 年的 45.8%，其中东盟和“一带一路”国家是主要贡献（见图 48），这既与美国加征高额关税背景下，我

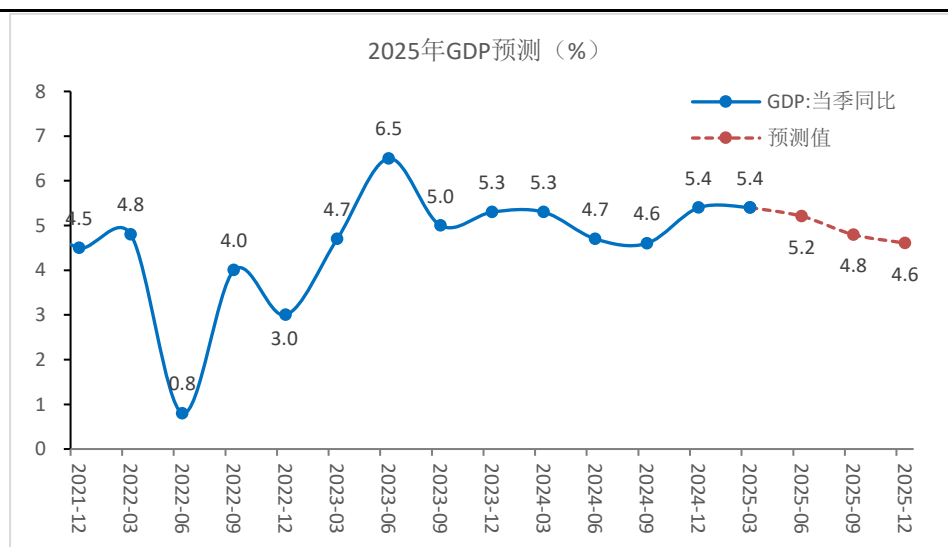
国企业寻求转口贸易减少损失有关，也与我国企业的主动产能调整有关。其二，从出口商品结构看，我国出口商品的性价比优势、“新三样”等机电产品的产业优势以及企业的境外布局优势均将对出口份额形成支撑。海关总署数据显示，近几年机电产品占整体出口比重稳定提升（见图 49），由 2022 年的 58.2% 提升到了 2025 年的 60.0%，预计该趋势有望延续，对国内出口份额形成支撑。

4、2025 年 GDP：预计三四季度分别增长 4.8%、4.6%，全年 5.0% 左右

2025 年上半年预计增长 5.3% 左右，其中一季度 5.4%，二季度在 5.2% 左右。下半年经济增长面临几个约束：一是高基数的挑战。去年四季度 GDP 增速从 4.6% 跃升至 5.4%，对今年四季度 GDP 增速构成较大挑战。二是美国特朗普关税政策冲击的不确定性。暂停 90 天期间新增关税税率为 30%，如果全年维持不变，预计拖累全年 GDP 增速缩减 0.8 个百分点左右；如果中美双方超预期达成好的协议，进一步降低关税税率，那么影响会相应减小。三是政策刺激力度和政策效力边际减弱的挑战。如以旧换新消费刺激政策效应可能已达峰，边际减弱的概率较大。四是出口增速或放缓。二季度抢出口效应提前释放出口需求，同时下半年也面临高基数问题。五是房地产尚未止跌回稳，仍处于筑底阶段。

综合上述因素，预计三、四季度 GDP 分别增长 4.8%、4.6%，全年增长 5.0% 左右（见图 50）。上行风险是关税谈判结果大幅好于预期，下行风险是谈判结果大幅低于预期、地缘政治风险快速加剧、国内增量政策力度不及预期或出台偏慢。

图 50：预计 2025 年三四季度 GDP 增长 4.8%、4.6% 左右，下半年约增长 4.7%



资料来源：WIND，财信研究院

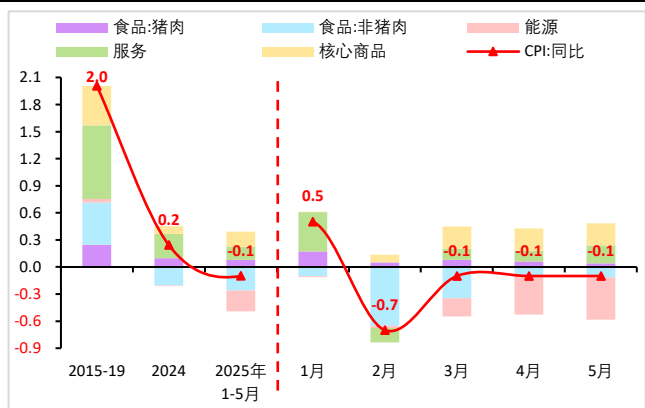
三、国内通胀：筑底回升，低通胀格局未变

（一）预计下半年 CPI 约增长 0.5%，四季度有望重回“1”时代

1-5 月份 CPI 同比增长 -0.1%，较去年中枢回落 0.3 个百分点，连续四个月陷入负增长区间，呈现出“食品能源拖累增强，核心 CPI 支撑平稳”的分化特征。具体看，一是

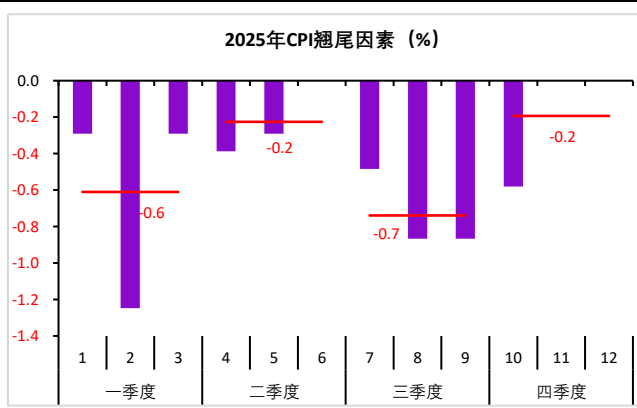
食品拉动走弱，节奏上春节期间拖累明显，4-5 月份拖累作用趋于减弱；二是能源价格回落的输入性影响在 4-5 月份显著增强；三是服务价格整体回落，但近期出现边际恢复迹象；四是核心商品受益于“两新政策”支撑，价格有所改善（见图 51）。

图 51：主要分项对 CPI 同比的拉动作用（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 52：2025 年 CPI 翘尾因素（%）



资料来源：WIND，财信研究院

展望下半年，稳楼市、促消费政策加力将对服务业和核心 CPI 形成温和支撑，但猪肉和原油价格大概率延续低迷，“以旧换新”政策效应减弱，以及居民就业因出口回落面临下行压力，国内低通胀格局难改，预计下半年 CPI 中枢将由上半年的-0.1%回升至 0.5%左右，走势上三季度继续徘徊在 0 附近，四季度有望重回“1”时代。

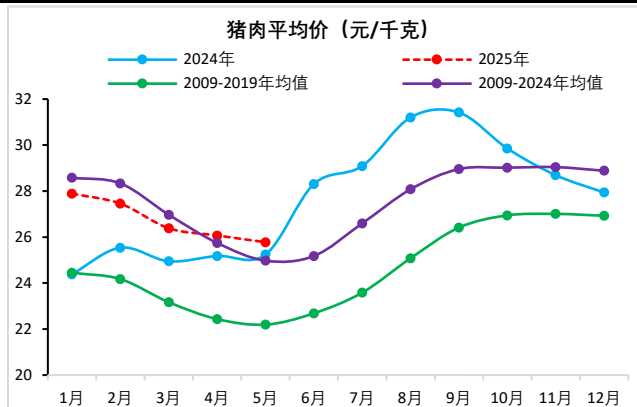
一是下半年 CPI 翘尾因素呈“先降后升”走势。所谓翘尾因素，是指上年价格上涨（下降）对本年同比价格指数的滞后（延伸）影响。根据 2024 年 CPI 环比走势，预计三、四季度 CPI 翘尾因素均值分别在-0.7%、-0.2%左右，较二季度中枢分别回落 0.5 和 0.0 个百分点，对 CPI 同比的拖累作用增强，走势上呈现出“三季度低、四季度高”的特征（见图 52）。

图 53：能繁母猪存栏同比领先猪肉价格 10 个月左右



资料来源：WIND，财信研究院

图 54：下半年猪肉价格季节性上涨



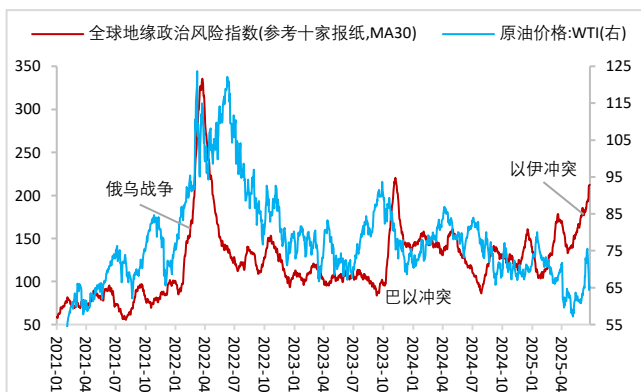
资料来源：WIND，财信研究院

二是预计下半年猪价同比转负，对 CPI 的拉动作用回落 0.1 个百分点左右。从供给端看，根据生猪约 10 个月的养殖周期，下半年生猪出栏量基本对应着 2024.08 -2025.02 月的能繁母猪存栏，期间能源母猪存栏同比增速持续回升，预示着下半年生猪供给较为

充裕，供给端对猪肉价格形成一定压制（见图 53）。从需求端看，受系列假期需求以及天气变化影响，下半年猪肉需求存在季节性上行空间（见图 54），对猪肉价格上涨提供支撑。综合看，下半年猪肉价格具有季节性上涨动力，但供给充裕以及健康饮食趋势限制回升幅度，预计猪肉价格中枢小幅上移。在去年下半年猪肉价格上涨斜率超过季节性的情况下，预计下半年猪肉同比转为小幅负增长，对 CPI 的拉动作用较上半年回落 0.1 个百分点左右。

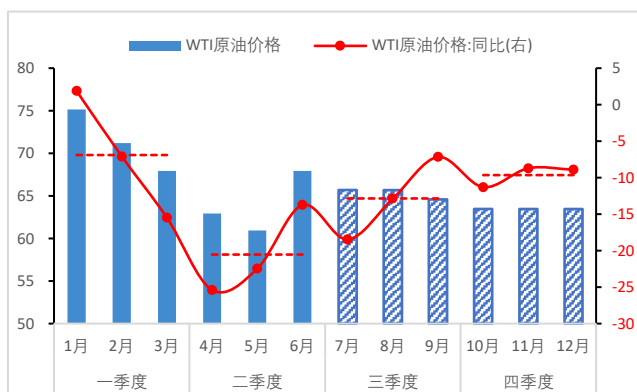
三是预计原油将继续拖累 CPI 增速，但拖累作用小幅收窄。受以伊冲突影响，6 月份地缘政治风险主导油价上行。但本次 WTI 油价高点未突破年初高点，且在冲突结束后迅速回吐地缘溢价（见图 55），显示出国际油价对地缘政治风险的敏感度降低，未来供强需弱基本面将再次主导油价走势。需求端，预计随着美国关税政策的基本面影响显现，下半年全球原油需求将跟随经济增长放缓。供给端，OPEC+增产、特朗普支持化石能源开采、全球库存高位等多重因素将继续支撑供给，若无重大地缘政治事件，预计原油供给端将重回过剩格局。综合看，下半年原油供需基本面均对价格构成一定下行压力，但仍需警惕地缘政治风险升温带来的断供风险。根据 6 月 10 日美国能源信息署（EIA）对下半年 WTI 原油价格的环比预测数据，在去年下半年基数走低的情况下，预计油价对 CPI 拖累最大的阶段已经过去（见图 56），下半年能源价格同比增速将温和回升，对 CPI 同比的拖累作用将较二季度收窄 0.1 个百分点左右。

图 55：重大地缘政治风险事件和原油价格表现



资料来源：WIND，财信研究院

图 56：WTI 原油价格和同比增速（%）

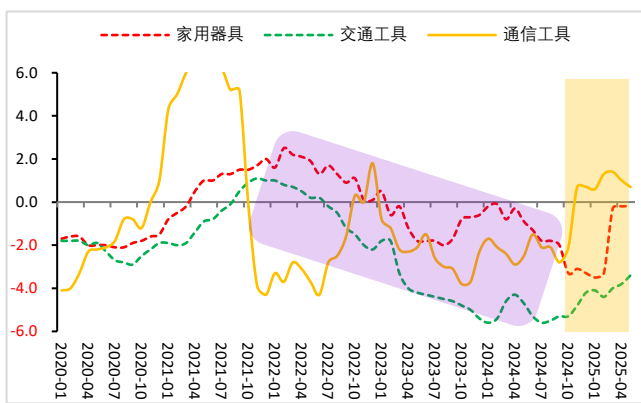


资料来源：EIA，WIND，财信研究院

四是稳地产、促消费政策将带动服务业和核心 CPI 温和上行，但幅度有限。核心 CPI 在 CPI 篮子中占比超 7 成，是物价能否实现合理回升的关键所在。预计下半年核心 CPI 温和回升，但回升幅度受限。

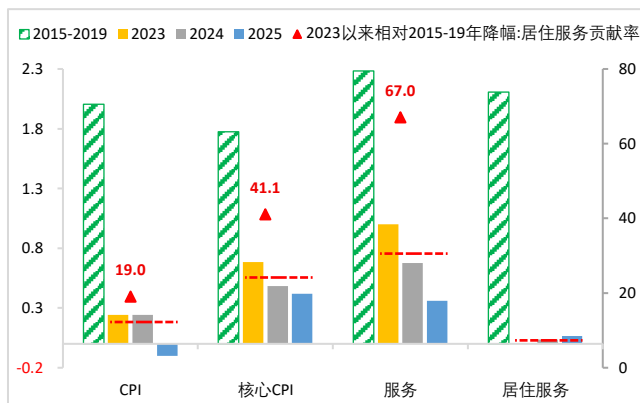
其一，核心商品（占 CPI 比重约 34%）价格面临两新政策效应退坡和供给过剩加剧压力。核心商品价格走势主要由供需力量对比决定。上半年受益于两新政策对需求端的支撑，CPI 中家用器具、交通工具以及通信工具等相关商品价格均呈回升态势（见图 57）。但下半年这一需求增长将受到高基数和透支效应制约，加上出口下行或导致供给过剩压力进一步加剧，尽管“限产保价”的反内卷行动对核心商品形成一定支撑，但综合看，下半年核心商品价格继续上涨空间有限。

图 57：我国耐用品价格增速见底回升



资料来源：WIND，财信研究院

图 58：居住服务增速变化和对 CPI 价格的贡献率

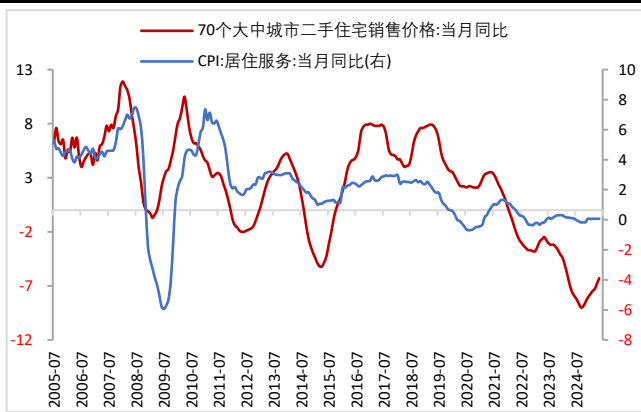


资料来源：WIND，财信研究院

其二，服务价格（占CPI比重约40%）持续面临房地产市场低迷和就业承压制约。

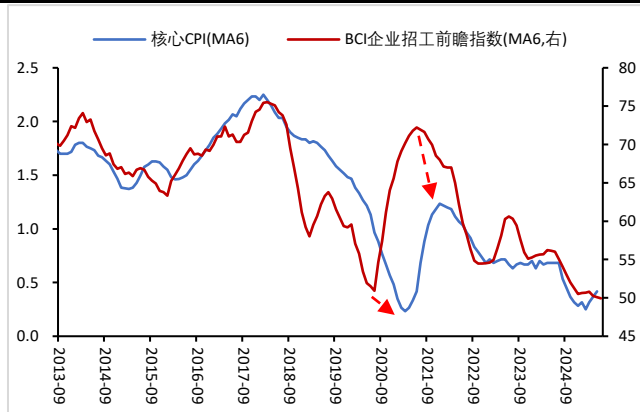
CPI服务由居住服务（居住分项剔除水电燃料）和其他服务（旅游、医疗、教育等）两大项构成，两者在CPI篮子中的比重均在20%左右，各占居民服务消费的一半左右。对于居住服务，2023年以来CPI居住服务价格降至0附近，较疫情前2015-19年水平大幅回落，贡献了同期核心CPI和服务价格下降幅度的41%和67%左右（见图58），成为物价能否回升的关键变量。居住服务价格采用虚拟租金进行核算，虽然对市场价格反映滞后，但其走势仍与房屋销售价格紧密相关（见图59）。2024年9月份以来受益于一揽子稳地产政策出台，我国二手住宅价格同比增速筑底回升，或对未来居住服务价格形成支撑，但回升高度受到房地产库存高企和居民收入预期偏弱制约。对于其他服务，其价格走势取决于居民“就业-收入-消费”循环畅通与否。预计受益于近期系列提振消费政策落地见效，未来服务业供需两端都有望提振，尤其是服务供给的改善将对居民就业形成较强带动，有望助力服务价格温和回升。但疫后居民行为模式趋向谨慎，就业好转向价格的传导存在时滞（见图60），加上下半年出口回落将导致国内就业进一步承压，剔除住房的服务价格改善幅度不宜高估。

图 59：CPI 居住服务价格略滞后于住宅销售价格走势



资料来源：WIND，财信研究院

图 60：企业招工指数和核心 CPI 的关系



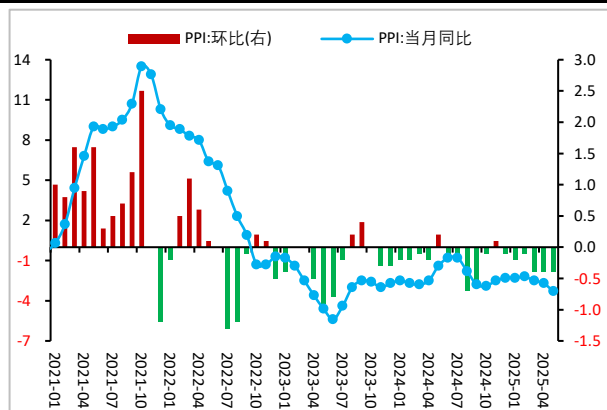
资料来源：WIND，财信研究院

（二）预计下半年PPI约增长-2.2%，年内或难以转正

1-5月份PPI同比下降2.6%，降幅较2024年扩大0.4个百分点，走势上自3月份以

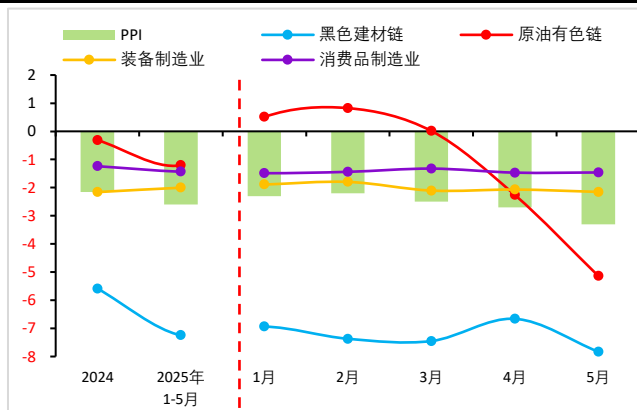
来同比降幅持续扩大。主要原因有三：一是上半年 PPI 翘尾因素均值为-1.8%，贡献了 PPI 降幅的 7 成左右；二是上游黑色建材和原油有色链降幅均有所扩大，房地产市场低迷导致前者持续对 PPI 形成拖累，后者受外部关税冲击影响对 PPI 的贡献边际上由正转负（见图 61-62）。

图 61: PPI 同比和环比增速变化 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

图 62: 2024 年 PPI 各分项季度同比增速 (%)

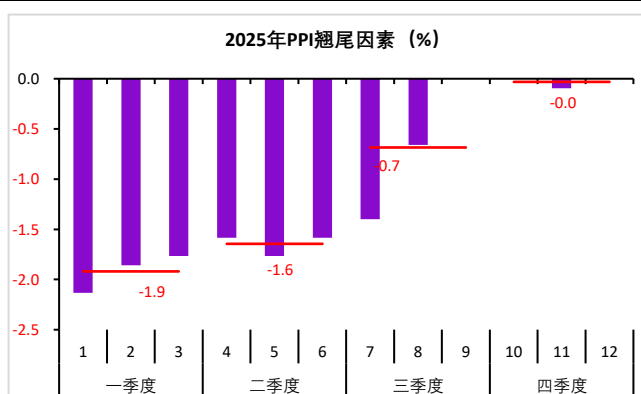


资料来源: WIND, 财信研究院

展望下半年,随着翘尾因素拖累减弱和存量政策落地显效,PPI 降幅有望边际收窄,但美国关税冲击将通过降低出口需求和增加输入性通缩压力对 PPI 构成下行压力,加上国内房地产市场低迷、经济供强需弱的格局短期难改,PPI 新涨价因素面临回落压力。综合看,预计年内 PPI 增速难以转正,下半年 PPI 约增长-2.2%,全年中枢在-2.4%左右。

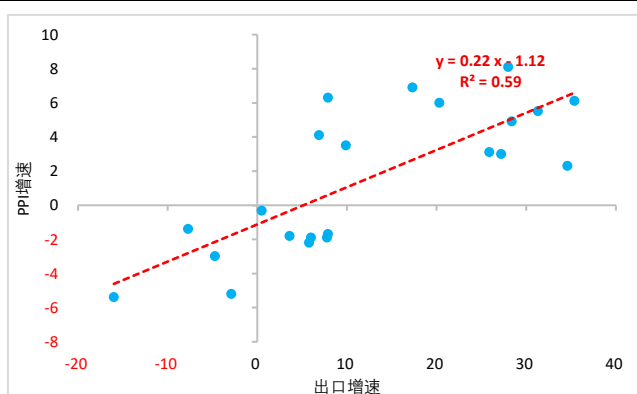
一是预计下半年翘尾因素对 PPI 的拖累作用减弱较多。根据 2024 年 PPI 环比增速变化,预计三、四季度 PPI 翘尾因素中枢分别为-0.7%和 0%,较二季度分别提高 0.9 和 1.6 个百分点,翘尾因素对下半年 PPI 的拖累作用将逐渐减弱,有利于 PPI 降幅的收窄（见图 63）。

图 63: 2025 年 PPI 翘尾因素 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

图 64: 出口增速和 PPI 增速的关系



资料来源: WIND, 财信研究院

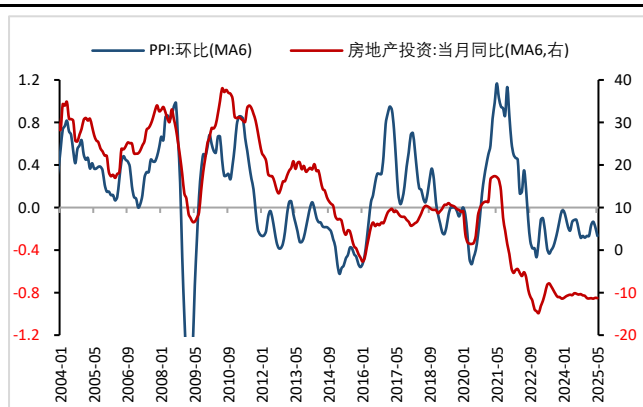
二是美国关税冲击显现将对 PPI 构成下行压力。美国关税冲击影响将于下半年显现,主要通过两条渠道对国内 PPI 产生冲击。其一,受美国关税冲击影响,中国对美出口下降,部分原本用于出口的商品将转为内销,相关行业供需关系面临再平衡压力,对 PPI

构成下行压力。根据 2003-2024 年国内出口增速和 PPI 增速的回归方程，可得到出口增速每下降 1%，将导致 PPI 增速同向变动 0.2%（见图 64）。若下半年关税冲击导致出口增速回落 6-9%，PPI 将相应回落 1 个百分点以上。**其二**，在本轮关税战中，美国对全球主要经济体均加征了 10% 及以上的关税，这不可避免地会导致全球贸易和经济萎缩，进而使国际大宗商品需求下降，对国内产生输入性通缩压力，这部分影响主要体现在国际原油价格走势上。根据前面 CPI 部分对原油价格的分析，预计下半年国际原油价格仍面临一定下行压力，对 PPI 环比和新涨价因素继续形成拖累。

三是国内房地产低迷和供强需弱格局短期难改，继续对工业品价格回升形成制约。

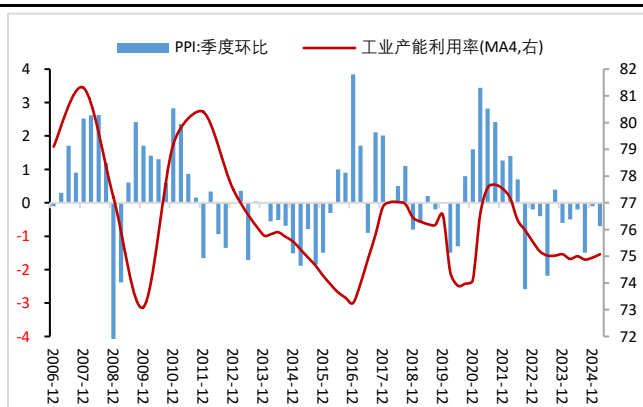
一方面，历史数据显示，房地产投资增速与 PPI 环比增速基本同步波动（见图 65），而当前房地产投资持续处于负增长区间，将对相关上游建材价格形成较大拖累。预计在商品房库存处于高位和居民就业收入预期偏弱的背景下，下半年房地产投资大概率继续处于筑底阶段，持续对 PPI 环比改善形成制约。另一方面，价格是供需相对变化的结果，当工业产能利用率处于下行阶段或历史低位时，PPI 环比增速通常也进入下行阶段或录得负增长（见图 66）。今年一季度工业产能利用率为 75.1%，自 2023 年以来持续徘徊在 75% 附近，处于历史低位区间，是 PPI 环比持续为负的重要拖累因素。往后看，虽然国内反内卷行动对工业产能利用率形成支撑，但我国正处于新旧动能转换关键期，供给升级和需求不足并存，预计工业产能利用率短期难以大幅回升，或长期处于磨底阶段。

图 65: PPI 环比和房地产投资增速 (%)



资料来源: IMF, 财信研究院

图 66: 出口增速和工业产能利用率



资料来源: WIND, 财信研究院

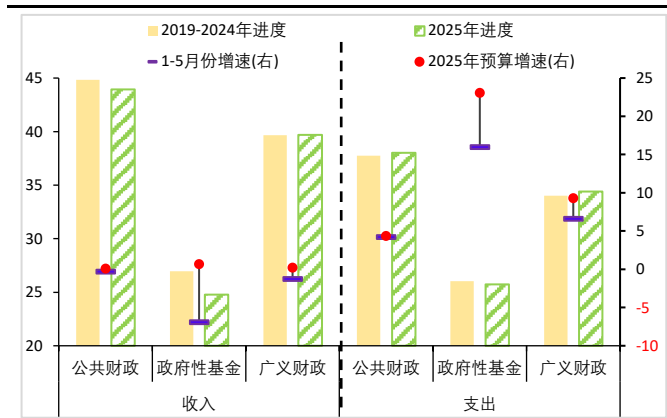
四、国内政策：短期观察为主，四季度加力可期

（一）财政政策：短期加速落实，四季度或相机加力

1-5 月份包括一般公共预算和政府性基金预算的广义财政支出同比增长 6.6%，较去年增速提高 3.9 个百分点（见图 67），高于一季度 4.6% 的名义 GDP 增速，对经济回升向好形成重要支撑。具体看，财政运行呈现出以下特征：**一是**广义财政收入延续负增，继续对财政支出形成掣肘。1-5 月份广义财政收入同比下降 1.3%，降幅虽然较去年收窄 0.7 个百分点，但仍处于负增长区间，持续对支出增速形成拖累（见图 67）。**二是**政府债券发行前置是财政支出提速的主要支撑。如 1-6 月份政府债券净融资规模高达 7.99 万亿元，若全部投入使用，可拉动上半年广义财政支出增速 16.4 个百分点（见图 69）。**三**

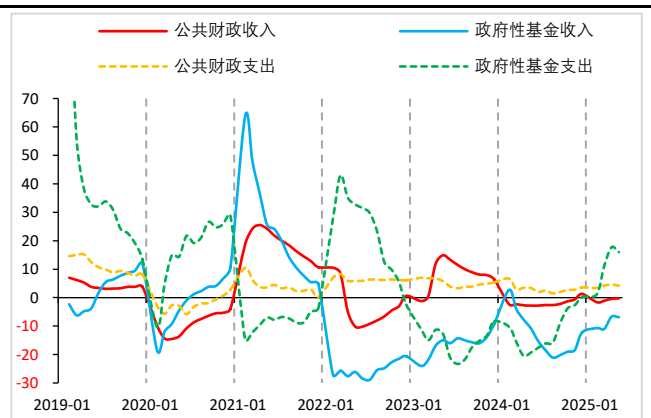
是从两本账看，政府性基金账本是财政支出提速的主要支撑，一般公共预算支出增速温和回升。如 1-5 月份一般公共预算支出和政府性基金支出增速分别录得 4.2% 和 16.0%，较去年分别提高 0.6 和 15.8 个百分点，后者增速创 2022 年三季度以来新高（见图 68）。

图 67: 1-5 月份财政收支进度情况 (%)



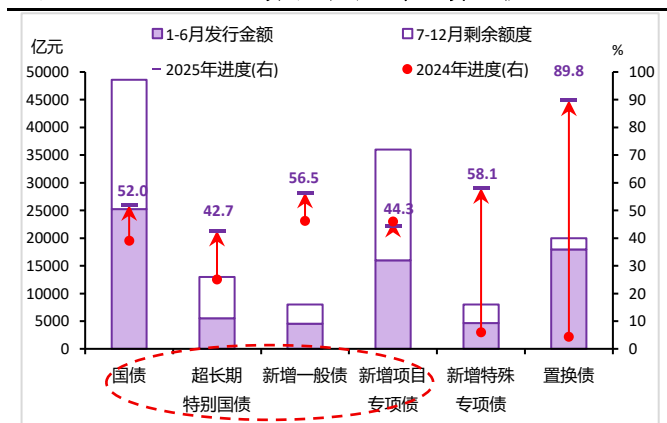
资料来源: WIND, 财信研究院

图 68: 1-5 月份财政收支增速 (%)



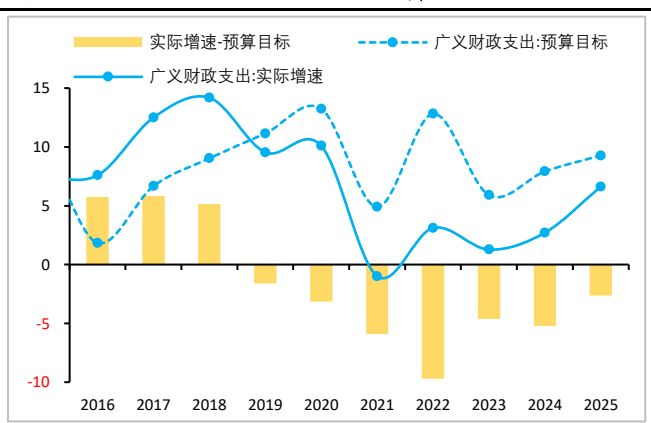
资料来源: WIND, 财信研究院

图 69: 1-6 月份政府债券新增或净融资规模与进度



资料来源: WIND, 财信研究院

图 70: 1-5 月份财政收支进度与预算目标比较 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

注: 2025 年为 1-5 月份数据

展望下半年，受低物价和房地产市场低迷影响，广义财政收入可能存在超万亿元的缺口，预计 2025 年广义财政支出完成预算目标难度较大。叠加政府债券净融资贡献的增量资金显著减少，下半年广义财政支出面临回落压力，仍需增量政策加力。节奏上，预计三季度进入政策观察期，以落实存量政策为主，四季度可能根据经济形势适时加力，建议储备万亿元以上的增量政策。结构上，财政支出呈现出向民生领域倾斜的特征，下半年这一趋势有望进一步强化。

一是预计全年财政支出目标较难实现，下半年保持支出强度仍需增量政策加力。疫后广义财政支出增速持续低于年初预算目标，或预示着今年也较难完成 9.3% 的广义财政支出预算目标。如 2020-2024 年广义财政支出平均增长 3.2%，低于预算目标增速 5.7 个百分点，今年 1-5 月份这一差值虽然有所收窄（见图 70），但更多源于政府债券发行前置。预计在房地产市场延续低迷以及税收收入回升面临低物价制约的情况下，2025 年广义财政支出增速完成年初预算目标的难度较大。若按照前 5 年和前 2 年实际增速和

预算目标平均偏离程度进行推算，2025 年广义财政支出实际增速或增长 3.6%~4.6%，这一增速区间低于 1-5 月份增速，或说明下半年广义财政支出增速面临一定回落压力。具体面临两大下行压力。

其一，预计全年广义财政可能存在万亿元以上的收入缺口。对于一般公共预算收入，1-5 月份税收收入同比下降 1.6%，低于预算目标 5.3 个百分点。由于我国税收收入主要对企业生产环节进行征税，因此税收收入和 PPI 增速相关性较强。预计在下半年 PPI 回升面临内外部制约和税收基数走高的背景下，2025 年税收收入大概率难以完成全年目标。假设全年税收收入增速存在两种情景，即增长-1.6%（1-5 月份增速）和 0.2%（7-12 月降幅收窄幅度与 1-5 月份相当），今年税收收入规模相对于预算目标存在 6000~9000 亿元左右的收入缺口。对于政府性基金收入，今年全国政府性基金收入目标增长 0.7%，而 1-5 月份实际增速为-6.9%，若据此外推全年，预计 2025 年政府性基金收入存在 4700 亿元左右的缺口。综合看，在非税收入与预算目标一致的情况下，广义财政或存在万亿元以上的收入缺口。

其二，若无增量政策，下半年政府债券净融资增量回落将制约财政支出增速回升。今年政府工作报告中确定的新增政府债券规模，比 2024 年增加 2.9 万亿元。1-6 月份新增政府债券累计发行 6.19 万亿元，同比多增 2.82 万亿元，意味着若无增量政策，下半年新增政府债券同比增量资金仅剩余 802 亿元左右，较上半年大幅回落，对财政支出增速的拖累作用较大。

二是预计短期增量政策出台的概率较低，四季度或视经济情况加码。其一，上半年国内经济超预期以及中美关税不确定性减弱，三季度财政政策或暂时进入观察期。其二，存量政策空间仍大，短期以加快落实为主。如剔除置换债券，下半年新增政府债券仍剩余 5.67 万亿元额度待发行，尤其是新增项目专项债券发行进度中性偏慢（见图 71）。预计这部分新增政府债券将于三季度加快发行使用，继续对三季度财政支出和经济增长形成一定支撑（去年三季度新增政府债券 4.2 万亿元）。其三，准财政工具蓄势待发，也降低了短期财政政策加力的必要性。如基建部分所述，新型政策性金融工具大概率很快出台，额度可能在 5000 亿元左右，其落地速度快、撬动作用强，对投资端的支撑作用较强，财政增量政策出台或仍需等待。但四季度财政支出和经济增长均面临较强高基数压制，加上外部关税冲击影响显现、就业压力可能进一步上升、房地产市场稳定基础尚不牢固，届时财政政策仍需保持“相机抉择”的灵活特征，根据经济形势变化适时加力。根据深度报告《关税冲击、内需缓冲与政策应对》的测算，建议财政政策储备万亿元以上的增量政策，以对冲内外部形势超预期变化带来的增长缺口。

三是财政支出结构将从更加注重投资向更加重视消费转变。一方面，2025 年财政支出已呈现出向民生领域倾斜的特征。如 1-5 月份公共财政支出中，基建四项支出增速较去年明显回落，而同期民生三项支出增速则较 2024 年提高 5.6 个百分点（见图 71）。另一方面，从中长期看，我国民生类支出占比偏低，未来具有较大提升空间。如国际经验显示，当一国人均 GDP 达到 1 万亿美元后，财政用于教育、卫生、社保等民生领域的支出比重快速提高，而我国民生支出比重持续处于全球趋势线的下方，财政经济事务

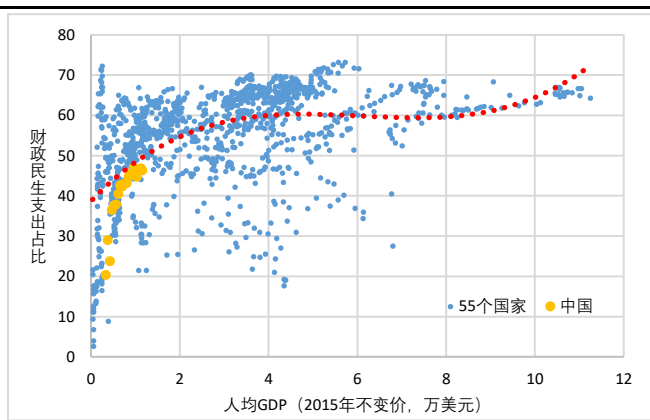
支出比重偏高（见图 72），未来优化财政支出结构、释放居民消费潜力是中长期财政体制改革的重要方向。

图 71：1-5 月份分类别公共财政支出增速

	2024年	2025 (1-5月)	1-2月	3月	4月	5月
公共财政支出	3.6	4.2	3.4	5.7	5.8	2.6
基建类	6.4	-3.2	-5.6	0.5	2.2	-7.7
节能环保	-1.4	6.0	1.0	16.3	5.5	4.6
城乡社区事务	5.9	-3.1	-6.6	0.6	6.8	-8.4
农林水事务	12.4	-7.0	-10.5	2.5	-6.1	-11.5
交通运输	-1.2	-0.1	2.3	-8.1	10.6	-3.0
民生类	1.0	6.6	5.4	7.6	8.3	6.6
教育	2.0	6.7	7.7	7.9	6.0	3.5
社会保障就业	5.6	9.2	6.7	9.0	9.6	11.1
卫生健康	-9.1	3.9	0.6	4.5	10.2	3.5
科学技术	5.7	6.5	10.6	-4.8	5.3	20.1
文旅体传媒	-2.5	5.4	5.0	2.4	0.8	16.2
债务付息	8.8	9.2	19.7	16.0	-3.0	4.4
政府性基金支出	0.2	16.0	1.2	27.9	44.7	8.8

资料来源：WIND，财信研究院

图 72：各国财政民生支出占比和人均 GDP



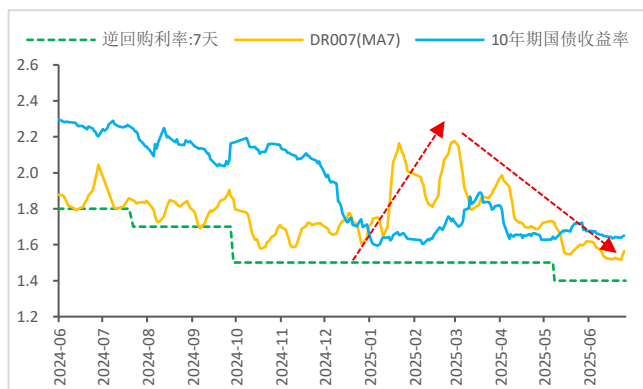
资料来源：IMF，财信研究院

（二）货币政策：结构性工具加力先行，降准、降息有所延后

上半年适度宽松的货币政策，呈现出较强的相机抉择特征，即根据国内外经济形势和金融市场运行情况择机而动，有两个阶段的变化：（1）一季度，面对债市风险过度累积、DeepSeek 带动 A 股资产价值重估、经济开局良好的宏观金融环境，货币政策重心以防风险、促改革为主，资金面维持紧平衡，DR007 利率、十年期国债收益率均上行较多（见图 73）。（2）二季度，为对冲关税带来的需求缺口、预期冲击和对金融市场的扰动，货币政策明显加大稳增长、稳市场力度，市场资金面迅速转松、降准降息多箭齐发（见图 73），此外央行还明确表态将全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用。

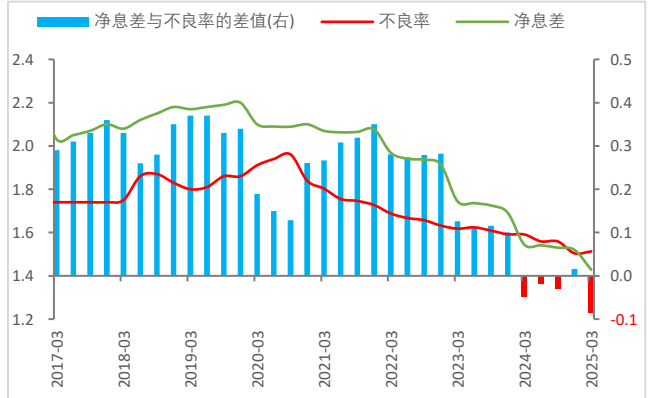
展望下半年，在上半年 GDP 增速将超 5%，为全年实现增长目标打下坚实基础，以及中央“以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”的战略方针引领下，预计货币政策将更为从容，灵活把握托底经济、推动高质量发展、稳定金融市场多重目标。预计 PSL 等结构性工具扩容、降价先行，降准 50BP 可期，降息需要等待。

图 73：上半年资金面先紧后松



资料来源：WIND，财信研究院

图 74：商业银行净息差再度低于不良率

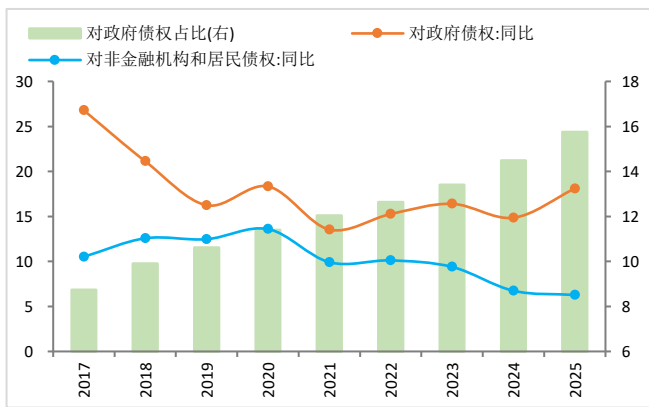


资料来源：WIND，财信研究院

1、降息短期面临不少掣肘，四季度可能视基本面变化降 10BP

其一，银行息差偏低对降息形成重要制约。如 2025 年一季度商业银行净息差降至 1.43%，已不足以覆盖同期 1.51% 的不良贷款率（见图 74），若继续降息加剧息差收窄压力，不仅会压缩银行盈利空间、增加利率风险；也难以提振银行贷款意愿，反而会驱动其加大债券配置（见图 75-76），加剧债市风险累积。

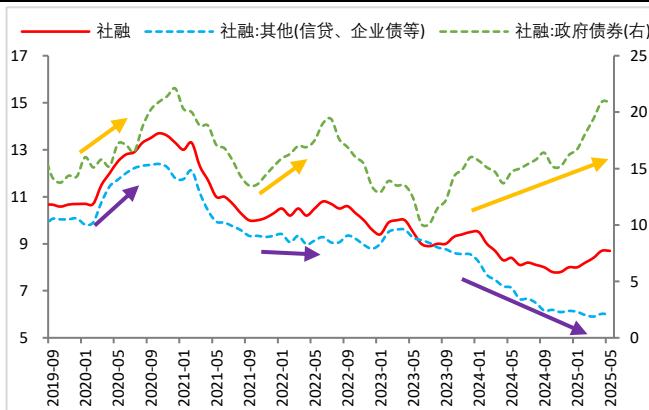
图 75：其他存款性公司持有债券的占比持续攀升



资料来源：WIND，财信研究院

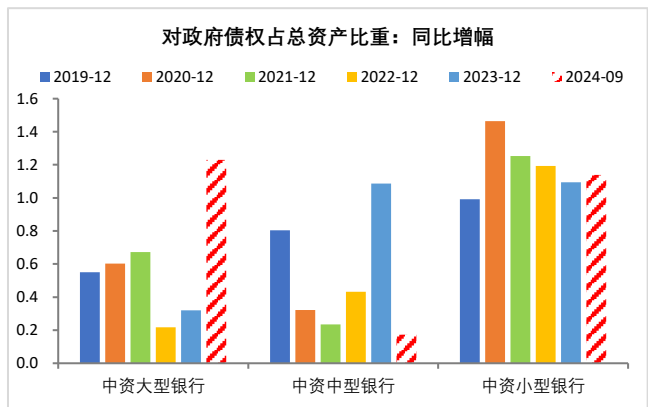
注：2025 年占比为 1-5 月的 TTM 值

图 77：政府债券对私人部门融资需求带动作用趋降



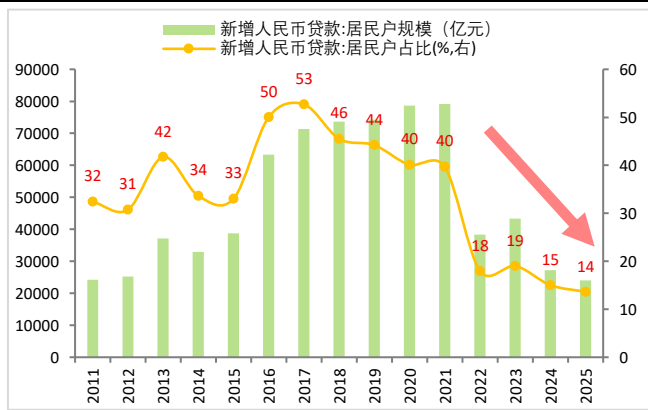
资料来源：WIND，财信研究院

图 76：近年来中小银行增持债券力度较大



资料来源：WIND，财信研究院

图 78：居民部门信贷持续偏弱



资料来源：WIND，财信研究院

注：2025 年为 1-5 月的 TTM 值

其二，私人部门有效信贷需求不足对降息效用形成掣肘。去年“926”政治局会议以来，尽管货币、财政政策协同发力，出台了一揽子增量政策（降准、降息、扩张财政支出），但上述举措并未带动私人部门信用扩张，除政府债券以外的社融分项增速持续回落（见图 77），居民部门信贷占比不足两成（见图 78）。背后的深层次原因在于，面对外部大变局、内部大转型带来的复杂严峻形势和较高企的债务压力，私人部门已转向降低投资、减少消费、减少债务的谨慎行为模式，导致需求不足矛盾依旧突出，持续制约货币政策效用的发挥。

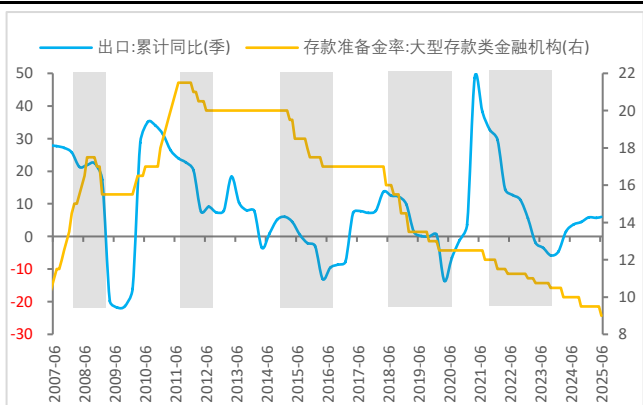
其三，四季度经济走弱、稳就业压力加大，存在触发降息的可能。受益于存量政策继续护航、新型政策性工具推出在即和上半年 GDP 增速好于预期，三季度国内经济下行压力总体可控，政策或不急于调整。但四季度受政策退潮后内需脆弱性凸显和出口放

缓的影响，稳增长压力或明显增加；就业更面临关税与经济循环待畅通双重冲击，其承压程度可能超出预期；加上实际利率持续高企抑制需求修复，美联储大概率重启降息，不排除央行降息 10BP 的可能。

2、降准大概率不会缺席，幅度或在 50BP 左右

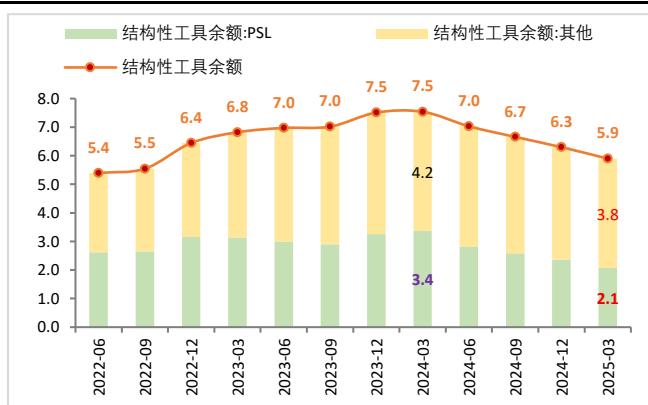
一是出口回落加大降准必要性。下半年出口增速面临较大转负压力，而历史上出口回落周期，为缓解出口企业经营压力和弥补外汇占款减少带来的基础货币收缩负面冲击，降准一般都不会缺席（见图 79）。二是降准置换 MLF 的诉求仍偏强。下半年国内 MLF 到期规模仍高达约 3 万亿元，考虑到 MLF 利率成本不低（1 年期 MLF 为 2%），买断式逆回购自身到期规模较大（三季度月均到期均超 1 万亿元），难以对 MLF 实现完全置换，央行运用低成本降准资金替代部分到期 MLF 仍是大概率事件。三是降准释放的资金成本低、期限长，有利于缓解银行部分息差压力，协同配合财政发力，仍是当前重要的流动性投放工具之一。此外，根据 2022-2024 年的经验，为保证流动性充裕，央行每年都降准了 2 次，且分上、下半年各执行一次。今年上半年国内已降准一次、幅度 50BP，下半年再降准 50BP 值得期待。

图 79：出口增速回落周期与存款准备金率



资料来源：WIND，财信研究院

图 80：结构性货币政策工具余额（亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

3、结构性工具：PSL 和服务消费与养老再贷款扩容、降价可期

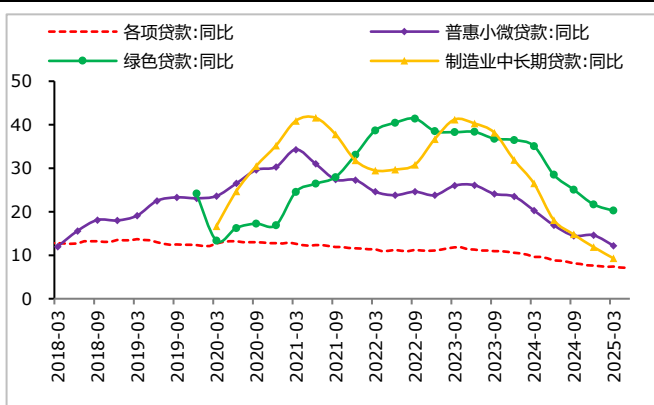
2024 年二季度以来，国内结构性货币政策工具余额连续四个季度下降，累计降幅超 1.6 万亿元（见图 80），对实体信用扩张形成制约。究其原因：一方面，PSL 规模持续收缩是重要影响因素；另一方面，普惠、绿色、科技等结构性货币政策重点支持领域信贷增长步入瓶颈期、增速放缓也是重要拖累（见图 81）。展望下半年，为增强高质量发展的确定性、全力做强国内大循环，预计结构性政策中 PSL、服务消费与养老再贷款等扩容、降价值得期待，重点强化对消费、“两重”“两新”、科技创新等领域的融资支持。

一是 PSL 扩容、降价支持新型政策性金融工具加快落地值得期待。4 月政治局会议明确提出“设立新型政策性金融工具”，5 月份以来多地已召开相关宣讲会或对接会，积极储备筹备项目，表明政策落地在即。根据 2022 年政策性开发性金融工具的经验，央行大概率将配合使用 PSL 工具为政策性银行提供低成本资金，以支持新型政策性金融工

具的落地，结合宜宾市国资委等地方官网信息，该工具计划规模可能在 5000 亿元左右。但值得注意的是，目前国开行等政策性银行 3 年期和 5 年期债券发行利率大幅低于 PSL 利率（见图 82），政策行通过 PSL 获取资金的积极性并不高，这也是过去一段时间 PSL 余额下降的重要原因之一。因此，预计未来 PSL 扩容、降息或双管齐下，重点支持资金更多投向数字经济/AI 基础设施、服务消费基础设施、绿色低碳转型等领域。

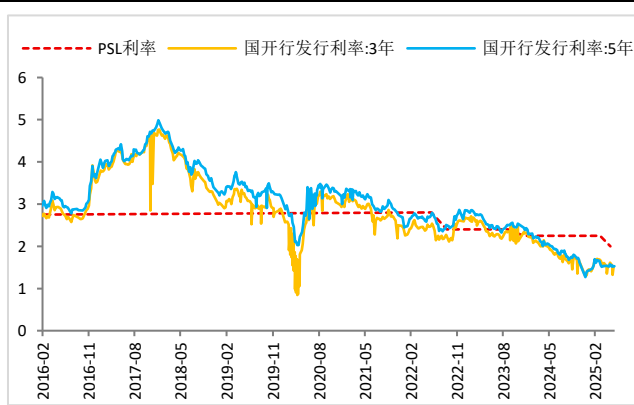
二是服务消费与养老再贷款、科技创新和技术改造再贷款有望明显扩容。一方面，二季度央行例会强调“把做强国内大循环摆到更加突出的位置”，6 月 24 日央行等六部门联合印发的《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》中，重点提及要发挥 5000 亿元服务消费与养老再贷款工具的激励作用，表明下半年该工具有望加快落地投放。另一方面，5 月 7 日一揽子金融政策中，提出增加 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度，持续支持“两新”政策实施，意味着科技创新和技术改造再贷款的投放也有望明显提速。此外，目前上述两项结构性政策工具利率为 1.5%，不排除下半年两者跟随 7 天期 OMO 政策利率同步或更大幅度下调的可能性。

图 81：重点领域贷款增速与全部贷款增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 82：政策性银行发债利率低于 PSL 利率较多



资料来源：WIND，财信研究院

五、大类资产配置：拥抱 A 股结构行情，静候债市四季度机会窗口

（一）2025 上半年回顾：黄金表现占优，人民币重回升势

2025 年上半年主要大类资产继续呈现出“避险资产占优、风险资产调整”的特征，但出现了三方面的变化：一是避险资产内部表现分化，黄金录得双位数上涨、债券涨幅收窄、美元指数大幅下跌；二是风险资产表现改善，房价跌幅为上年的三分之一左右，A 股小幅上涨；三是人民币汇率结束连续三年贬值趋势，重新有所升值（见图 83）。

2025 年上半年大类资产价格表现背后交易的宏观逻辑在于：一是特朗普第二任期推行的关税等激进政策，正以“不确定性”为核心特征重塑全球政治经济格局，成为市场交易的核心主线。这不仅引发了全球避险情绪长期化，更从根本上冲击美元霸权，加速全球“去美国化”进程，反映到资产价格上，则表现为黄金暴涨、美元指数大幅下跌。二是中国在科技与军事领域实力的持续崛起，以及宏观政策对冲空间的充裕，为全球经济注入了“确定性”，促使海外投资者对人民币资产进行价值重估。但国内地产继续筑底、

物价持续低位运行、关税负面冲击不容小觑，A股上行动能待巩固，国内债牛趋势尚未完全扭转。

图 83：近年来主要大类资产涨跌（%）

		近年来主要大类资产涨跌（%）					
		2022年	2023年	2024年	2025年		
					Q1	Q2	上半年
股票	创业板指	-29.4	-19.4	13.2	-1.8	2.3	0.5
	沪深300	-21.6	-11.4	14.7	-1.2	1.3	0.0
	上证综指	-15.1	-3.7	12.7	-0.5	3.3	2.8
商品	布伦特原油	10.5	-10.3	-3.1	0.1	-9.5	-9.4
	南华工业品	21.2	3.0	-5.7	-1.5	-5.3	-6.7
	南华综合	19.7	6.2	-1.3	1.5	-3.6	-2.1
	南华农产品	10.3	-5.2	-2.1	3.5	-0.3	3.2
	伦敦现货黄金	-0.4	13.8	26.6	19.3	5.5	25.9
债券	中债国债指数	3.4	5.0	9.5	-0.9	1.8	0.9
	中债总指数	3.4	4.7	8.3	-0.8	1.5	0.7
	中债信用债指数	2.5	4.7	4.5	0.2	1.0	1.2
房价	二手房挂牌价：一线	-2.6	-2.6	-10.1	-0.9	-1.7	-3.5
	二手房挂牌价：二线	-6.6	-6.6	-10.2	-1.4	-1.5	-3.4
	二手房挂牌价：三线	-7.3	-7.3	-10.4	-1.4	-1.4	-3.4
汇率	美元指数	7.8	-2.0	7.0	-4.0	-7.1	-10.8
	人民币兑美元汇率	-9.1	-2.0	-2.9	0.6	1.2	1.8

资料来源：WIND，财信研究院

注：2025Q2 和 2025 上半年房价数据截至 5 月

（二）2025 年下半年展望：拥抱 A 股结构行情，静候债市四季度机会窗口

展望下半年，从外部看，全球经济高关税、高债务、高不确定性、低增长的复杂严峻形势仍未改变，但鉴于美国亟需将国内债务问题置于更为优先事项，特朗普关税政策执行力度和节奏可能好于预期（美对全球关税税率保持目前水平或略低）。在此背景下，美联储大概率重启降息进程，美国经济软着陆是基准情形。从国内看，受财政政策前置发力后面临边际放缓压力、关税冲击逐步显现、私人部门需求持续偏弱等因素影响，下半年经济面临一定下行压力；但新型政策性等“准财政”工具推出在即，货币、财政政策留有后手，经济向下有底。总体上，国内经济稳中求进、政策相机抉择的特征显著，但对畅通经济循环、走出低通胀困境可能需要更多耐心。

随着市场对外部冲击影响已有充分预期，下半年主导资产表现的核心因子将“由外部转向内部”。在中央强化高质量发展确定性和坚持底线思维的目标引领下，预计经济“总量弱、结构优”格局难改，避险资产仍有表现机会，风险资产需继续重视结构。具体到配置上，我们认为 A 股牛市基础待夯实，或维持宽幅震荡市行情，可重点把握维持高景气度的创新药、AI、军工等科技成长板块，情绪价值带动的新消费板块，以及资产荒背景下高股息红利板块；债市短期维持震荡为主，静候四季度机会窗口；大宗商品继续调整概率偏大，继续降低配置；黄金中长期战略看好，建议逢低增配。

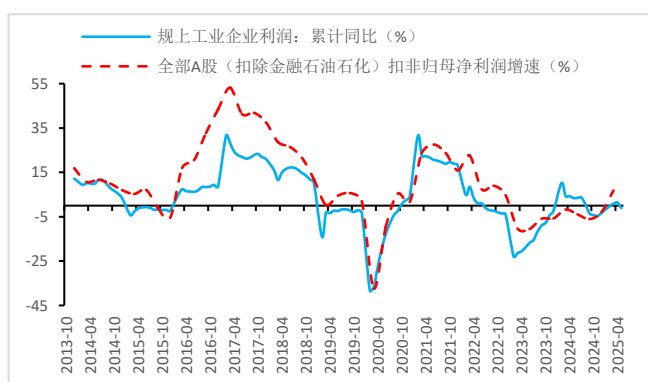
1、A股：维持宽幅震荡，景气成长与稳定红利机会并存

展望下半年，A股牛市基础待夯实，但政策托底叠加全球资金再配置，整体的风险也相对可控，预计维持宽幅震荡市行情。此外，预计不同行业和板块之间的表现分化，受益于工程师红利的科技成长、情绪价值带动的新消费等领域结构性机会将更为突出；同时，在当前低利率时代背景下，红利资产仍是值得长期重视的配置方向。

（1）大势研判：A股牛市基础待夯实，大概率维持宽幅震荡

一是基本面、估值面与政策面，均尚不支持启动一轮牛市行情。其一，从经济基本面的看，A股企业盈利修复或有限。历史上A股企业利润与规上工业企业利润增速走势较为一致（见图84），受实体信贷尚未止跌回升，出口放缓压力加大、PPI维持负增长等因素影响，下半年工业企业利润改善难度仍大。其二，从市场估值来看，当前万得全A股票指数市盈率位于50%分位数附近（见图85），较去年底部已经大幅修复，估值水平相对合理，预计下半年估值出现大幅度上行的可能性较低。其三，从政策面来看，鉴于上半年经济、金融市场表现好于预期，预计下半年再次出台超预期增量政策的概率较小，难以再次复现2024年924行情下的“政策牛”。

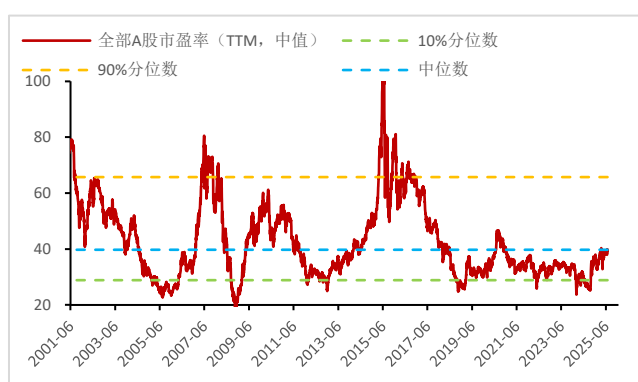
图 84：A 股企业利润增速与规上工业企业利润增速



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年值为两年平均增速

图 85：A 股市盈率仍处于中位数水平



资料来源：WIND，财信研究院

二是政策托底叠加全球资金再配置，A股风险相对可控，大概率维持宽幅震荡。其一，“国家队”资金入市筑牢政策底，A股向下空间有限。4月美国宣布“对等关税”引发全球金融市场动荡以来，A股“国家队”纷纷发声将以真金白银干预市场非理性波动。5月7日一揽子金融政策发布会，明确了中央汇金公司在前方进行强有力操作，人民银行作为后盾提供充足的资金支持的类“平准基金”操作模式。这意味着尽管未来国内外经济金融市场仍面临较多不确定性，但一旦市场出现剧烈波动，“国家队”将坚定入市托底、坚决维护稳定资本市场稳定。其二，全球资金面临再布局，中国市场有望获得外资青睐。随着美国国力和地位相对优势下降、科技领先地位受到冲击、全球军事霸权走向衰弱，美国“例外论”溢价逐渐消失；特朗普关税政策及其政策执行过程中表现出的朝令夕改、反复无常进一步加剧了这一演变过程，导致美国信誉大幅受损，投资者用脚投票，抛售美国资产，美元指数由年初高点的110降至97左右。在此背景下，全球投资者已开启新一轮资金重新布局，中国市场有望获得更多青睐。一方面，在DeepSeek

等新一轮科技叙事的引领下，生物医药领域出海授权项目纷纷落地以及泡泡玛特等新消费行业的驱动下，今年以来中国股市尤其是恒生指数表现突出（见图 86），市场吸引力大幅提升；另一方面，中国政局稳定、政策加力空间充足，与美国不确定、不稳定的环境相比，优势也更为明显，近期高盛、摩根士丹利等多家国际知名外资机构相继上调对我国经济的增长预期，对我国资本市场持乐观态度，看好市场后市表现。但鉴于中美十年期国债收益率利差仍倒挂超 250BP，叠加大国博弈加剧，预计外资增配中国资产难以一蹴而就，或是一个长期、渐进的过程。

（2）行业配置：看好科技成长、新消费和高股息红利方向

一是关注受益于工程师红利的创新药、AI、军工等科技成长板块。面对外部大变局和国内大转型的中长期挑战，工程师红利已成为我国经济的核心竞争力；同时随着中央“以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”战略方向日渐清晰且坚定，A 股市场“科技叙事”逻辑越来越明确。具体而言，今年以来，工程师红利在 AI、创新药、军工等领域已有所体现，相关板块机会值得关注。

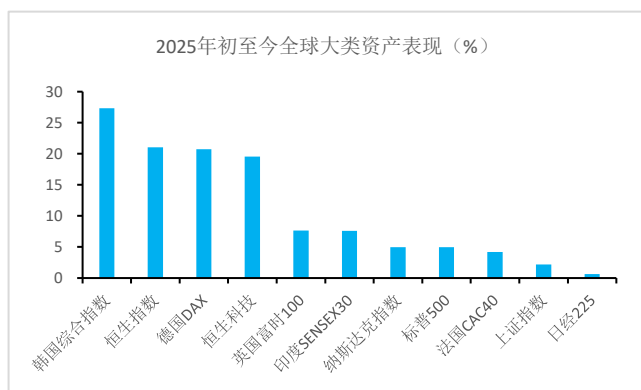
1) 创新药有望继续维持高景气度。其一，今年以来，创新药支持政策持续加码，全国各地纷纷出台专项政策以推动创新药发展（见表 1）。其二，随着研发进展与国际突破，将直接助力创新药相关企业业绩高增。如医药魔方数据显示，2024 年中国企业自研的进入临床的 FIC（研发进度排名第一）创新药有 120 个，全球占比超过 30%，较 2015 年的不足 10%大幅上升。伴随商业化不断放量，头部创新药企有望实现利润的爆发式增长。其三，创新药估值位于 50%分位数附近，处于合理区间（见图 87），盈利端改善有望驱动估值进一步抬升。

表 1：各地区对创新药的相关支持政策举措

	时间	政策文件	具体措施
国家层面	2025 年 1 月	国务院办公厅《2025 年稳外资行动方案》	便利外资参与生物制品分段生产试点，优化药品带量采购规则，支持创新药国际化。
	2025 年 1 月	国家医保局支持创新药发展企业座谈会	完善“1+3+N”多层次保障体系，探索丙类药品目录，拓宽创新药支付渠道与挂网效率。
	2025 年 3 月	2025 年国务院政府工作报告	首次提出“制定创新药目录”，健全药品价格机制，支持创新药自主定价与多元支付。
	2025 年 4 月	国务院办公厅《关于全面深化药品医疗器械监管改革促进医药产业高质量发展的意见》	缩短创新药临床试验审批至 30 个工作日，优化注册检验流程，加速创新药上市。
	2025 年 6 月	《2025 年基本医保目录及商保创新药目录调整申报操作指南》	首次将商保创新药目录纳入医保调整，推动“基本医保+商保”协同支付高值创新药。
	2025 年 7 月	国家医保局、国家卫生健康委印发《支持创新药高质量发展的若干措施》	支持创新药进入基本医保药品目录和商业健康保险创新药品目录。
地方层面	2025 年 1 月	上海市《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》	开通创新药械挂网“绿色通道”，要求医疗机构 1 个月内“应配尽配”，禁止以药占比限制入院。
	2025 年 2 月	广东省《建设现代化产业体系 2025 行动计划》	试点优化创新药临床试验审评审批，打造临床研究平台，支持银发经济领域创新药研发。
	2025 年 3 月	天津市《全链条支持生物医药创新发展的若干措施》	创新药 DRG/DIP 支付额外补偿，医保基金足额支付门诊创新药，强化医疗机构配备要求。
	2025 年 4 月	深圳市专项措施	简化创新药械入院流程，推动医保快速覆盖，打通医疗数据出境路径支持跨境研发。
	2025 年 4 月	北京市《支持创新医药高质量发展干措施（2025 年）》	临床试验启动压缩至 20 周内，试点商保与医保“一站式结算”，设立 500 亿医药产业基金支持研发。

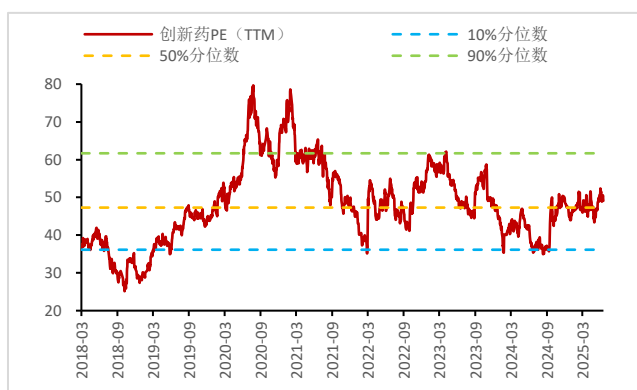
资料来源：WIND，财信研究院

图 86: 2025 年初至今全球股市表现 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

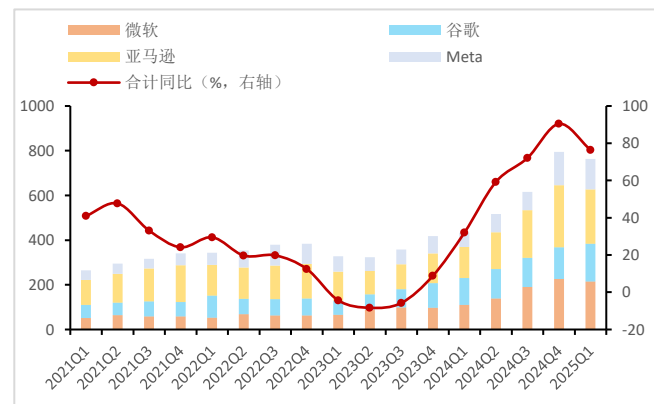
图 87: 创新药指数 PE 估值



资料来源: WIND, 财信研究院

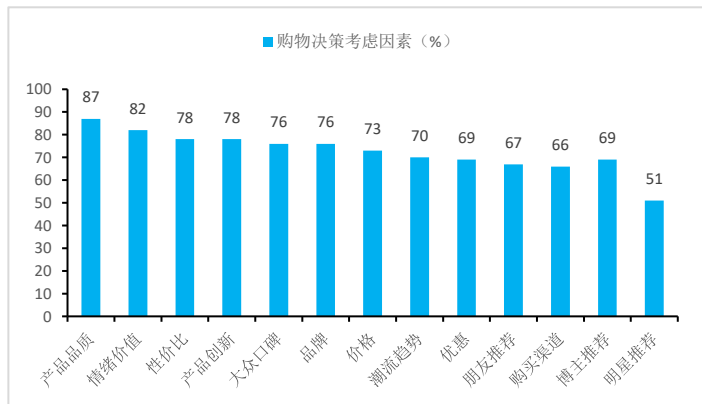
2) AI 领域持续突破, 关注细分赛道及应用场景机遇。随着以 DeepSeek 为代表的国产大模型持续演进, 模型可用性持续提升有望推动 AI 应用加速兑现, 并带动全产业链受益。上游算力方向, 虽有宏观不确定性扰动和放缓传闻, 但海外科技巨头与国内云厂商在人工智能基础设施上的投入依然保持强劲 (见图 88); 同时算力产业链的科技自主可控与上游芯片国产化替代的趋势预计将持续深化。下游应用方向, 部分 AI 应用预计将在 2025 年实现从 0 到 1 的突破并向规模化发展, 如 AI Agent、智能驾驶、机器人技术以及低空经济等。

图 88: 海外科技巨头资本开支维持高增



资料来源: WIND, 财信研究院

图 89: 当前消费者购物决策考虑因素



资料来源: 尼尔森《后疫情时代消费心理研究报告》, 财信研究院

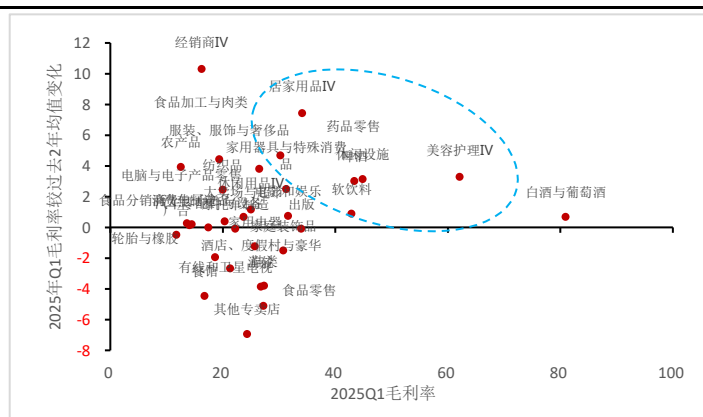
3) 关注受益于军备升级与自主可控的军工行业。中美贸易战、俄乌冲突等地缘政治和自然灾害引发的全球供应链中断加速了贸易保护主义的抬头, 世界步入了一个高风险与高不确定性的阶段。面对更加严峻的外部环境, 全球军备升级与自主可控的必要性明显增加, 有望带动军工行业业绩高增。其一, 随着地缘政治风险上升, 全球范围内军费开支有望明显增加, 为我国军贸出口业务的拓展提供了有力支撑。其二, 受国际供应链断链风险增加影响, 军工企业加速推进核心部件国产化需求明显强化, 进一步带动相关企业业绩攀升。

二是围绕性价比消费与新消费布局。提振内需稳增长政策是外部环境不确定性增强下的主要政策储备方向, 内需消费政策积极基调有望贯穿全年, 具体而言两类新消费机

会值得关注。一方面，随着 Z 世代已逐渐成为消费主力，其更愿意为精神、体验、情绪价值以及个性化消费付费特征，决定“悦己”经济下更注重情绪价值的潮玩、文旅、IP、宠物、医美等情绪类消费和精神类消费，有望维持较快增长。另一方面，根据日本、美国等国的经验，在债务杠杆去化、经济增速换挡阶段，消费呈现出追求性价比和追求情绪价值的特征，当前我国消费降级、情绪消费的特点逐渐突出（见图 89），“性价比消费”相关机会也值得关注。此外，从中长期角度看，众多新消费品类仍处于成长的中早期阶段；从盈利来看，当前毛利率改善的消费细分主要集中在新消费方向（见图 90），预计未来追求性价比与情绪价值的消费趋势将继续带动相关企业成长并长期盈利。

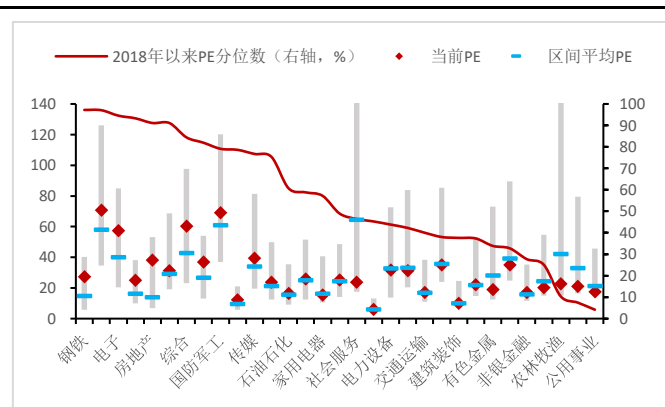
三是低利率时代坚持底仓配置部分高股息、红利标的。其一，当前我国仍面临着较为严峻的内外部形势：国内内需低迷、低通胀趋势难改；外部整体处于逆全球化周期中，贸易保护主义抬头，地缘政治频发，在此背景下，避险属性较强的红利板块仍具备配置价值。其二，中长期资金入市持续推进带来增量需求。在政策的指引之下，我国未来将逐步构成以“中长期资金+内生稳定性资金”为代表的内在稳定性长效机制。此外，证监会 5 月发布的公募新规中对基金经理长周期考核的引入也将在一定程度上增强基金对红利资产的偏好。其三，低利率时代，高股息红利标的的稳定股息收益仍具有较强的性价比优势。建议重点关注估值相对较低（见图 91）且受益科技金融发展提速（稳定币）的券商等大金融板块，以及其他央企国企高股息红利标的。

图 90：当前毛利率改善主要集中在新消费方向



资料来源：WIND，财信研究院

图 91：各行业 PE 估值分布（截至 2025/6/30）



资料来源：WIND，财信研究院

2、债市：短期震荡为主，静候四季度机会窗口

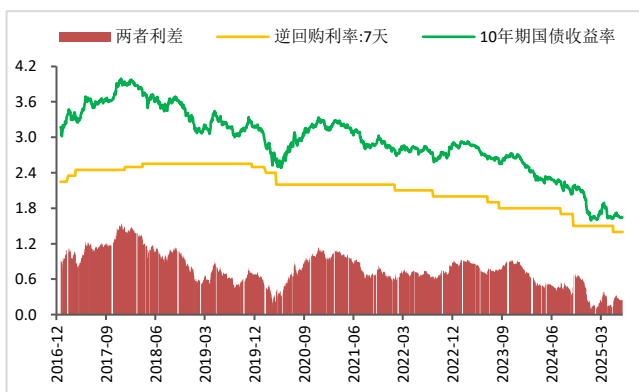
2025 年下半年债市多空力量交织叠加，大概率维持震荡市行情，十年期国债收益率或在 1.4%-1.8% 区间运行，节奏上四季度机会或好于三季度。

一是从基本面看，对债市影响略偏多。一方面，在国内私人信用尚未重启扩张，且关税冲击逐步显现、地产再度走弱、财政政策前置发力后面临边际放缓压力等多重因素的影响下，下半年实际 GDP 增速大概率回落。节奏上，三季度受益于新型政策性工具等的托底，放缓幅度或可控；四季度在高基数、需求不足加剧的拖累下，放缓压力或明显增加。另一方面，综合考虑基数效应、内外部需求同步放缓、特朗普高关税导致外部输入性价格下行压力增加等多重因素，预计下半年 CPI、PPI 增速总体温温和回升，CPI

年底有望小幅转正、PPI 全年维持负增长。在此背景下，预计三、四季度 GDP 平减指数降幅收窄、负增长格局难改，对应名义 GDP 增速大概率继续向下筑底。总体上，基本面因素对债市影响略偏多，且四季度机会好于三季度。

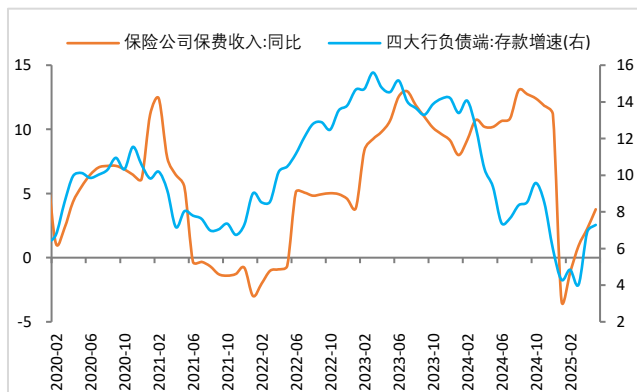
二是从政策面看，短期宽松空间有限，降息大概率要等到四季度前后。一方面，受上半年 GDP 为实现全年 5% 的增速目标奠定良好基础、5 月以来中美谈判结果好于预期，以及降息面临较强的息差和有效需求不足制约等因素影响，短期货币政策进一步宽松意愿偏低。流动性层面，不排除为对冲资金缺口降准 50BP 的可能性，但 DR007 大概率维持紧平衡，在略高于逆回购利率的状态波动运行。另一方面，随着经济走弱压力加大、高实际利率制约增强，四季度有可能触发 10BP 左右的降息，进而驱动市场利率中枢整体下行。目前十年期国债收益率与政策利率利差仍处于低位，政策利率下行是打开十年期国债收益率下行空间的关键（见图 92）。而鉴于市场对此有较强的期待与预期，不排除债市会在降息落地前提前进行交易。

图 92：10 年期国债收益率与政策利率



资料来源：WIND，财信研究院

图 93：保险公司保费收入与四大行存款增速均放缓



资料来源：WIND，财信研究院

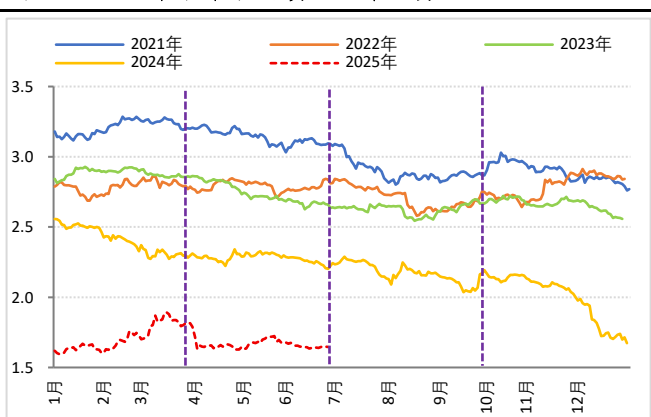
三是从供求面看，供给压力可控，需求短期趋弱。供给方面，压力相对较小。下半年政府债券供给弱于去年同期，如按照政府工作报告规定的全年额度，下半年政府债净发行额约 6 万亿元，同比减少约 1.5 万亿元；证金债供给在发行利率偏低、新型政策性工具推出在即的支撑下有望增加，科创债供给受益于政策支持也趋于放量，但两者合计同比多增额或在千亿级别，整体冲击有限。需求方面，或小幅回落。受保险行业保费收入增长放缓、四大行负债端存款增速回落的影响（见图 93），两大主要配置盘资产欠配压力有所缓解，配债需求趋于减弱；中小行维持较强的配债力度，但随着央行对债市风险累积的关注增加，其激进行为将趋于改善；此外，当前债市信用利差、期限利差均处于历史低位附近，债市久期再创新高、杠杆率处于高位，反映出债市拥挤度已偏高，赔率下降，也导致短期市场对债市需求趋于减弱。但银行净息差低于不良率、经济循环有待畅通，资产荒的格局尚未完全扭转，债券配置需求只是边际减弱，整体仍将维持较快增长。

四是从情绪面看，避险思维或仍占据主导地位。面对国内需求不足、物价持续低位运行等困难和挑战犹存，外部特朗普政策不确定性高企、全球地缘政治局势持续紧张的

复杂严峻形势，避险思维或仍在资产配置中占据主导地位，将继续对债市形成一定支撑。

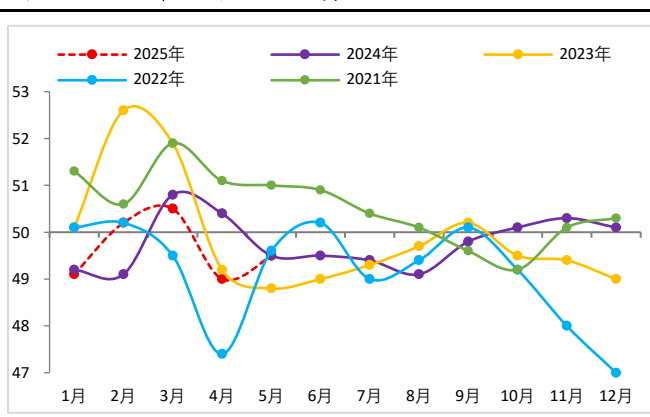
五是从季节性规律看，债市三季度震荡、四季度走强概率偏大。复盘 2021-2024 年十年期国债收益率走势，除个别例外，往往呈现出“一季度小幅回升、二季度走低、三季度先下后上、四季度下行较多”的特征（见图 94）。这一现象背后的宏观逻辑在于：过去几年国内经济持续处于私人部门“资产、收入、支出”下降的负反馈循环之中，尚未完全摆脱需求不足、物价低位运行困境，此时逆周期政策加力往往会驱动经济出现脉冲式回升，但政策退潮后经济又会重新回落（见图 95）。如过去几年，面对经济下行压力，年末中央经济工作会议将布局一揽子宽松政策，推动来年一季度经济开门红（驱动利率上行）；但二季度经济动能往往再度走弱（驱动利率下行）；导致年中附近或三季度迎来稳增长政策加力博弈点，如降息、增发政府债券等（驱动利率先下后上）；而由于转型期周期性、结构性问题叠加和政策力度、进度不及预期，四季度经济多数时候仍弱于预期（驱动利率下行），进而导致政策再加码，重复上述轮回。考虑到我国需求不足根本矛盾未变，私人部门信用尚未重启扩张，预计上述季节性特征仍具有较强参考性。但鉴于目前利率已处于较低水平、二季度经济好于预期，今年三季度债市机会或差于以往、四季度利率下行空间也会更小一些。

图 94：近几年十年期国债收益率走势



资料来源：WIND，财信研究院

图 95：近几年国内 PMI 走势



资料来源：WIND，财信研究院

3、大宗商品：继续调整概率偏大，适当降低配置

一是从需求端看，放缓压力趋于增加。一方面，受贸易壁垒的大幅增加、企业和消费者信心减弱以及政策不确定性上升等影响，全球经济下行风险明显加大。IMF、OECD、世界银行、WTO 等主要国际组织在最新经济展望报告中，纷纷下调全球经济增长，预计 2025 年全球 GDP 增速较 2024 年分别下降 0.5、0.4、0.5、0.6 个百分点（见图 96），全球需求走弱对大宗商品价格形成较大拖累。另一方面，2025 年中美两大经济体或已开始转向去库存，对大宗商品需求的支撑有限。如历史上 CRB 现货综合指数与中美库存增速走势呈正相关关系（见图 97），目前中、美产成品库存增速均已回升超 1 年（一般完整的库存周期在 3 年左右，并分成补库存和去库存两大不同阶段，见图 98），且开始出现回落迹象，表明中美大概率开始启动去库存周期，对大宗商品需求的支撑趋弱。

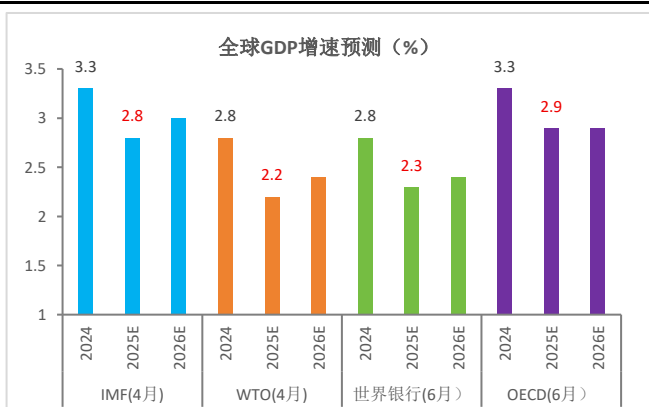
二是从供给端看，地缘政治冲突等对大宗商品供给的制约犹存，但特朗普支持化石

能源有利于释放部分传统产能。一方面，当前全球地缘政治紧张和地缘经济割裂风险依旧突出，预计俄乌冲突、中东乱局等短期内仍难以结束，加上特朗普推动逆全球化加速和民粹主义抬头，新的局部动荡或层出不穷，将持续给大宗商品供给端带来一些扰动。另一方面，受全球处于新旧能源体系转换期，传统能源企业扩大长期资本开支意愿偏弱等因素影响，疫后全球能源供给端恢复一直偏弱（见图 99），但特朗普承诺将释放传统化石能源产能，以降低能源成本，对原油等能源价格形成一定压制。

三是从金融层面看，流动性或稳健偏松。全球主要经济体已启动新一轮降息周期，但特朗普对外加征关税、对内减税和驱逐移民的政策主张，导致美国通胀预期上升，上半年美联储一直选择按兵不动暂缓降息。往后看，面对经济、就业走弱压力，以及特朗普政府为缓解债务压力，调整政策帮助稳定通胀，进而推动降息的意愿偏强，美联储重启降息的概率加大。但总体上，为防范关税冲击带来的通胀风险扩散蔓延，全球流动性宽松幅度或较为有限。

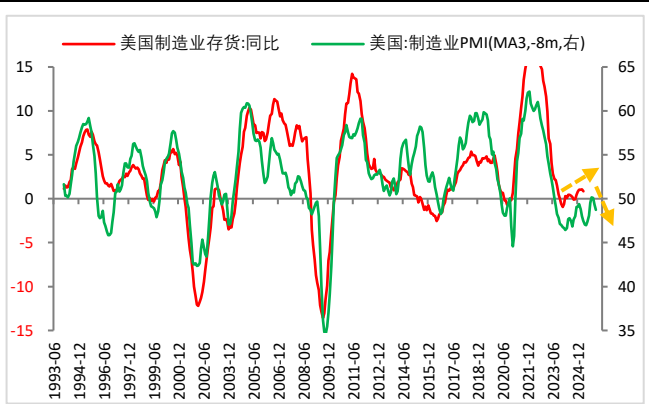
综上，从需求、供给和流动性三方面关键因素看，下半年大宗商品价格企稳基础尚不牢固，加上本轮商品价格调整幅度不大，预计其延续调整的概率更大。

图 96：主要国际组织对全球 GDP 增速预测（%）



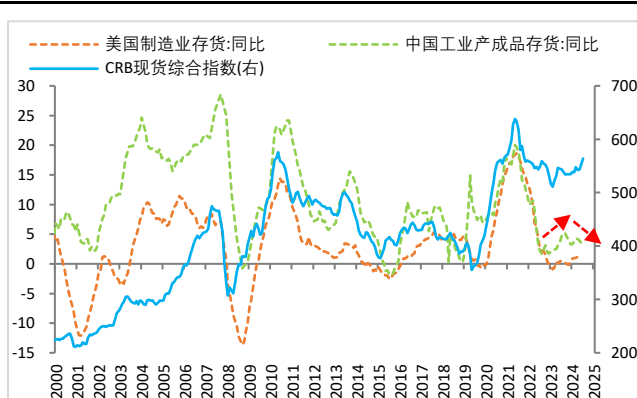
资料来源：WIND，财信研究院

图 98：美国制造业 PMI 与库存周期



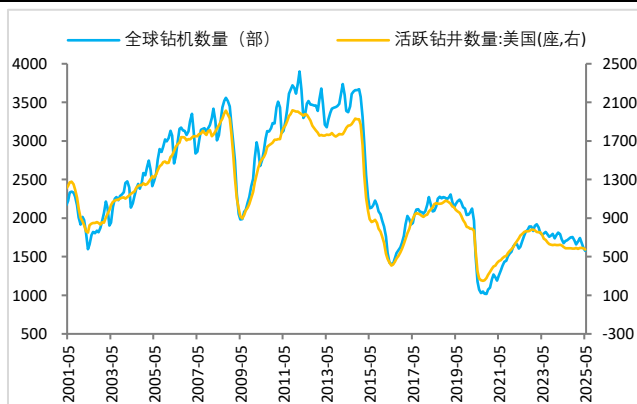
资料来源：WIND，财信研究院

图 97：大宗商品价格指数与中美库存增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 99：全球钻机数量和美国活跃钻井数量



资料来源：WIND，财信研究院

4、黄金：中长期战略看好，建议逢低增配

2025 年开年以来，黄金价格继续呈现上涨态势。截至 2025 年 7 月，COMEX 黄金期货年内最高涨幅达 31.5%，突破每盎司 3400 美元大关，不断刷新高点。历经两年大涨，黄金是否还有配置价值？美元信用、避险需求、央行购金三大逻辑将支撑黄金的中长期价值。

为更好地分析近年来黄金的强势上涨，我们曾审视传统分析框架的局限性，进而构建了新的研究框架（具体可参阅深度报告《黄金定价范式重构：美元信用削弱、避险长期化与央行驱动的重重变局》）。当下黄金的定价机制发生了三大结构性转折：一是美元信用基础大幅削弱，传统美元指数、实际利率与黄金反向变动底层逻辑发生改变；二是全球秩序重构，地缘政治紧张明显加剧，黄金避险价值长期化；三是央行购金或为中长期性需求，是本轮黄金走高主要驱动力。具体分析见专栏——黄金定价范式重构：美元信用削弱、避险长期化与央行驱动的重重变局。

展望下半年黄金市场，预计经历两年大涨后黄金将会有所回调，但美元信用体系削弱、地缘冲突长期存在以及央行购金行为将会支撑其中长期价值，逢低增配黄金的价值犹存。

专栏 黄金定价范式重构：美元信用削弱、避险长期化与央行驱动的重重变局

自 2024 年初以来，黄金价格持续上扬，不断刷新高点，显现出两大特征：其一，此轮金价单边上扬态势强劲，高位连破新高，上涨动力充足，回调或震荡行情较少。其二，在部分时段，金价与美元指数、美债实际利率走势出现同向变化，明显有别于以往的反向变动。现有事实显示黄金定价逻辑似有转变迹象，在此背景下，该如何看待本轮黄金的定价机制？

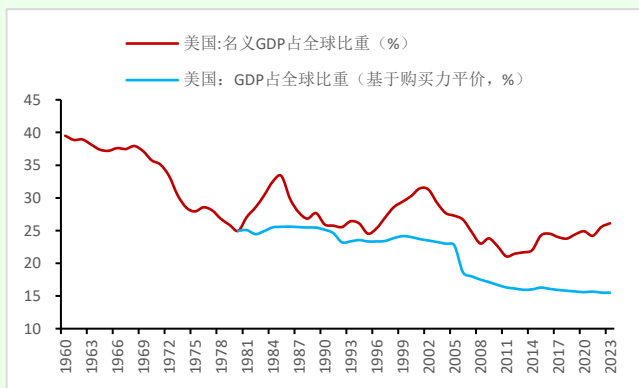
一、当前框架变化：三大结构性转折

一是美元信用基础大幅削弱，传统美元指数、实际利率与黄金反向变动底层逻辑发生变化。由美元指数和美债实际利率来定价黄金，并与金价呈反向变动关系，隐含一个重要前提假设，就是美元信用是稳定、可靠、可预期的。近些年美元信用在全球地位趋于弱化，美元资产不再是绝对可以信赖的“锚”。其一，美国国力和地位相对优势下降。如美国经济全球占比从 1960 年 40%降至约 25%（见图 100），制造业空心化导致增加值占比从 25%降至 10%左右（见图 101），债务可持续性担忧加剧，此外，美国还面临着深陷“美元霸权-贸易平衡-制造业回流”不可能三角。其二，美国 AI 叙事优势面临严峻挑战，科技领先地位受到冲击。2025 年年初，中国的 DeepSeek 横空出世，以其低成本、高性能以及开源三大超预期优势，成功打破了美国在 AI 技术领域的垄断局面，扭转了美国在这一领域的科技叙事优势。其三，美国的全球军事霸权正逐步走向衰弱。美国曾凭借强大军事实力及全球布局影响世界，但多年过度扩张致其战略疲惫，且多线战略使其资源稀释，装备老化、征兵困难加剧。

二是全球秩序重构，地缘政治紧张明显加剧，黄金避险价值长期化。随着中国综合实力不断增强，逐渐对美国的垄断地位构成威胁，过去长期存在的全球化相互合作模式

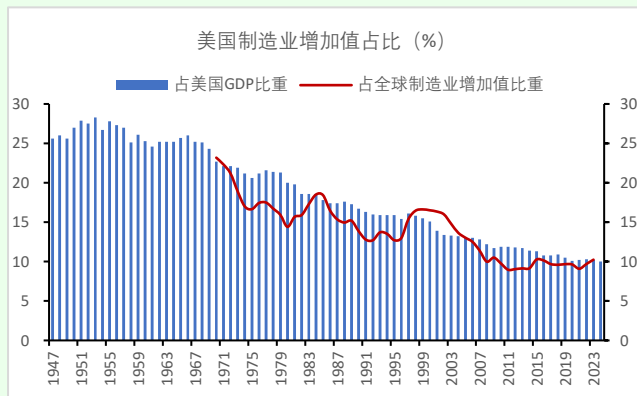
随之发生转变，美国逐渐成为逆全球化的首要推动者，对抗变得愈发频繁，接踵而来的就是对资源的激烈争夺，对技术的严格控制，以及围绕关键地缘节点的复杂博弈。在此背景下，世界步入了一个高风险与高不确定性的“再平衡”阶段，不确定性已然成为最大的确定性，过去黄金传统分析框架中的避险属性将长期存在。

图 100：美国经济占全球比例在逐渐下降



资料来源：WIND，财信研究院

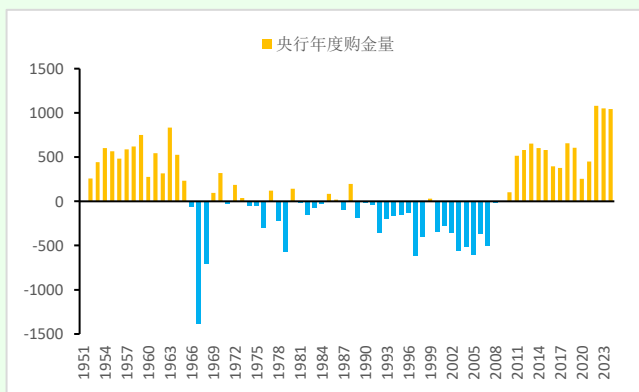
图 101：美国制造业增加值占比降幅超 50%



资料来源：BEA，世界银行，财信研究院

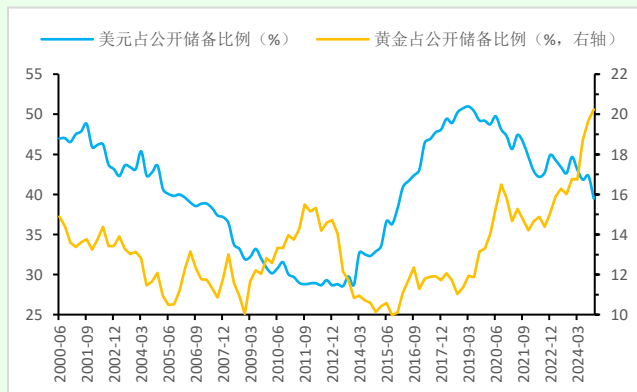
三是央行购金或为中长期性需求，是本轮黄金走高主要驱动力。2022 年俄乌冲突后，央行购金增量需求明显提高，连续三年超过 1000 吨（见图 102），“央行购金”对于金价的驱动力显著加强。一方面，美国债务高企、美元信用走弱，支撑央行购金需求。另一方面，逆全球化背景下，全球央行或将继续增持黄金以提升储备资产的安全性和多元化。根据 IMF 数据显示，全球外汇储备当中，最近几年美元资产储备份额下降，但黄金资产储备份额呈趋势性上升之势（见图 103）。

图 102：1951 年以来央行年购进量（吨）



资料来源：IMF，世界黄金协会，财信研究院

图 103：全球储备中美元占比下降，黄金占比上升



资料来源：IMF，财信研究院

二、未来黄金怎么看：三重驱动下的配置价值

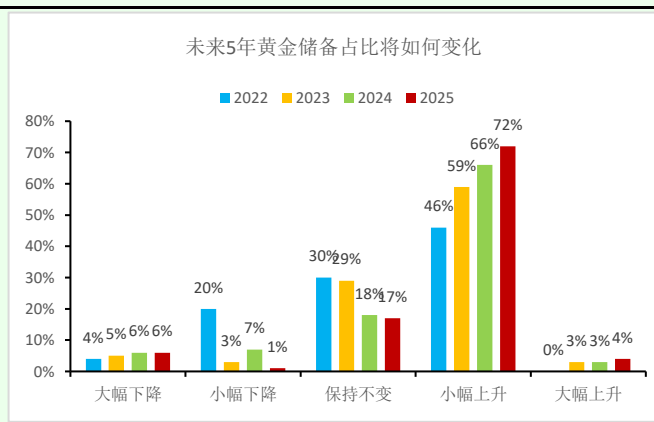
一是美元信用体系的削弱，将对黄金的“超越主权”信用价值形成长期支撑。美国如今正面临类似上世纪 70 年代“特里芬难题”的“不可能三角”困境，即在“美元霸权——贸易平衡——制造业大国”之间难以兼顾。70 年代，尼克松通过突然终止黄金兑换，迫使各国接受浮动汇率制，并默认美元继续作为主导货币，并贬值美元以稀释债务

价值；而当前美国试图通过对世界各国加征关税以解决制造业空心化并维持贸易平衡，与尼克松的做法类似，都不可避免地全球货币体系造成冲击。但与“尼克松冲击”不同的是，如今美国经济、军事、科技优势趋弱，美元霸权更加难以维系。在多极化货币体系尚未成熟之际，黄金作为非主权信用资产的战略价值显著提升，其“超越主权”的信用属性将成为金价走高的长期支撑。

二是全球秩序重构下，地缘冲突长期存在，持续提升黄金避险价值。当前世界正处于逆全球化进程中，地缘冲突呈现长期化、复杂化特征，显著强化黄金的避险属性。其一，俄乌冲突远未结束，且存在恶化可能性。其二，中东乱局将长期存在，其复杂性不仅在于地区内部力量的碎片化，还叠加了外部的大国博弈。其三，中美竞争升级。美国对中国的围堵从金融制裁、科技封锁、贸易战到拉拢盟友进行联合遏制，美对中的遏制并非短期政策，中美关系不排除将从经济、竞争转变到系统性对抗的可能。

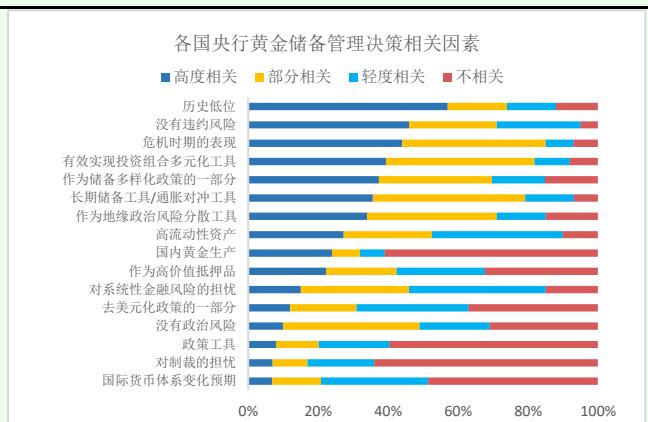
三是央行购金将是驱动黄金价格上涨的长期推动力。世界黄金协会《2025 年央行黄金储备调查》显示，72%的央行表示未来 5 年黄金在全球总储备中所占份额将进一步上升（见图 104），这一比例创下 2019 年首次调查以来新高，较 2024 年上升 7 个百分点。央行增持黄金，主要因其能降低违约风险、应对危机、抵御地缘政治不确定性、对冲通胀、提供高流动性等，有助于外汇储备多元化，增强风险抵御能力（见图 105）。在充满不确定性与动荡局面的当今世界，黄金依然是央行的一项重要战略性资产。

图 104：各国央行认为未来 5 年黄金储备占比如何变化



资料来源：世界黄金协会，财信研究院

图 105：各国央行黄金储备管理决策相关因素



资料来源：世界黄金协会，财信研究院

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。