

水线下的冰山

“政策克制+需求前置”下的预期差

经济研究 · 宏观专题

证券分析师：田地

0755-81982035

tiandi2@guosen.com.cn

S0980524090003

证券分析师：李智能

0755-22940456

lizn@guosen.com.cn

S0980516060001

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

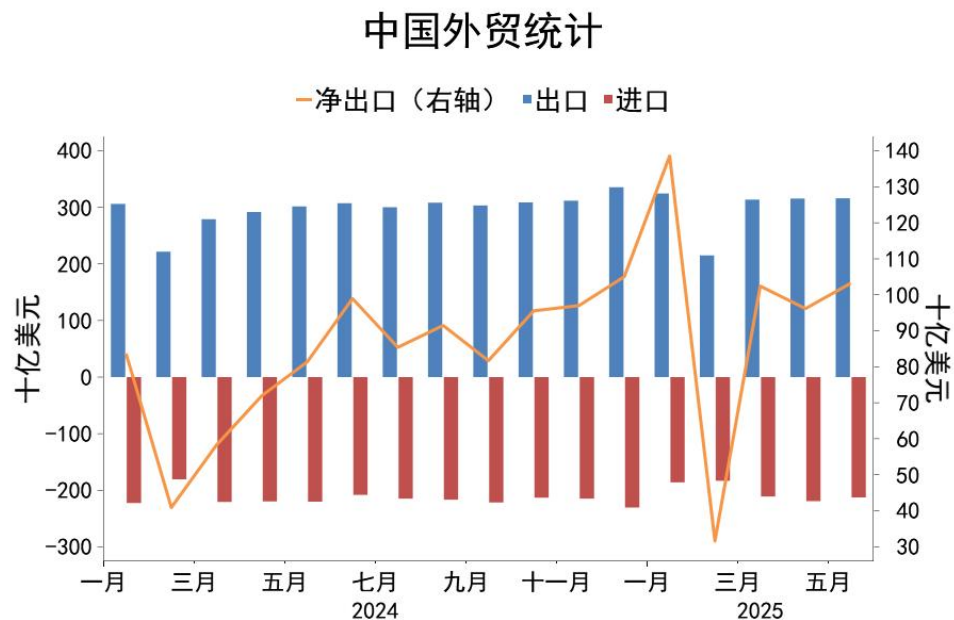
S0980513100001

贸易战：已非核心叙事

缘由一：短期冲击可控

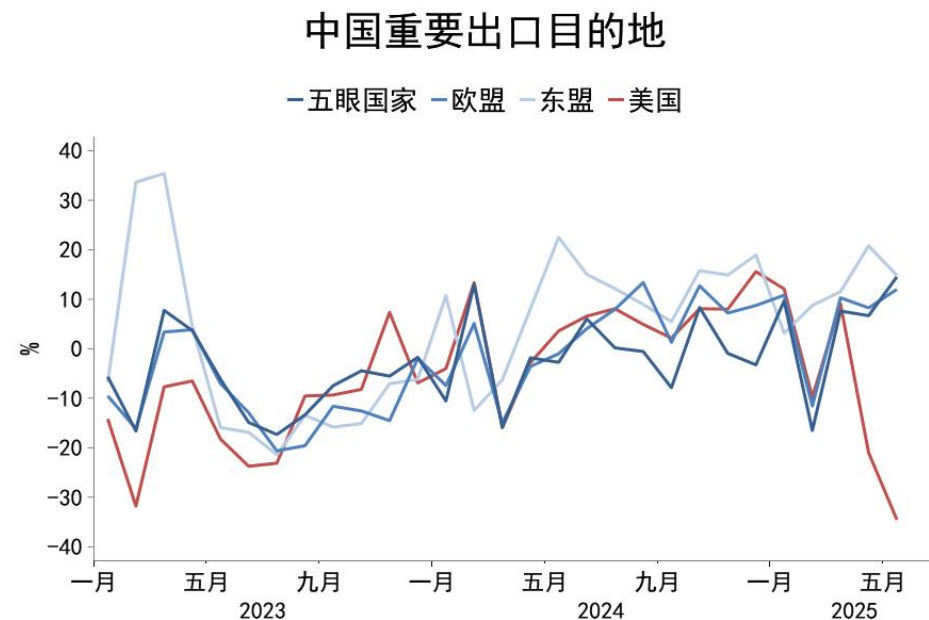
- 今年3月以来，我国出口增速逐月回落，分别为12.3%、8.1%、4.8%
 - 但实际出口规模稳定，位于3000亿美元中枢附近，顺差情况类似
- 结构上看，对美出口显著萎缩，分别为9.1%、-21.0%、-34.5%
 - 转口贸易对冲明显，美国盟友对华进口上升

图：我国出口规模维持平稳



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

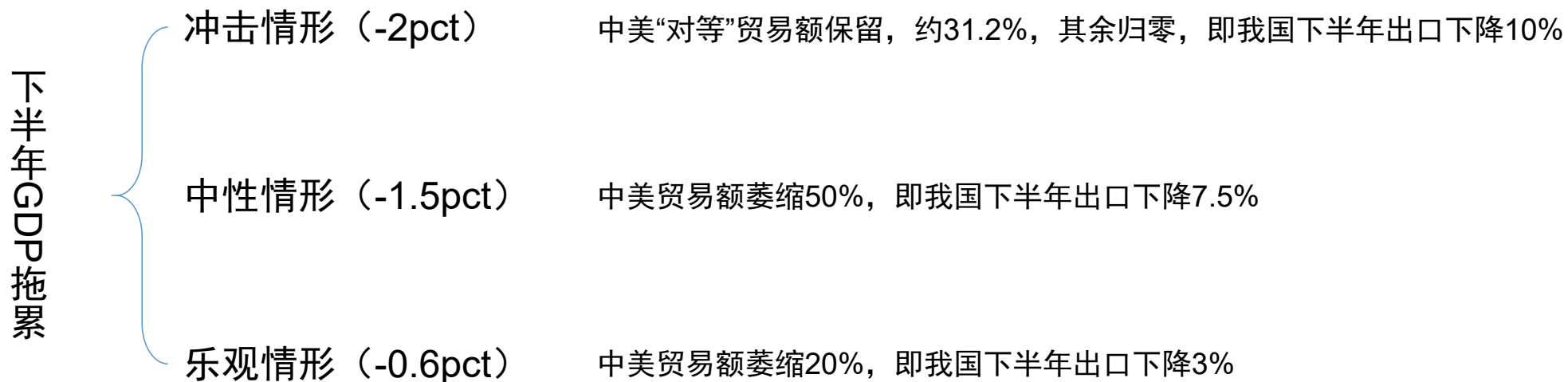
图：对美盟友出口增速上升



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

缘由一：短期冲击可控

- 从实物流通角度出发，我国出口、消费和投资分别占比约20%、40%和40%



- 上半年和下半年GDP占比约47：53，若上半年GDP增长5.2%，则静态看：
 - 中性：全年增长4.4%
 - 乐观：全年增长4.9%
 - 真实情况大概率在两者之间，叠加转口逻辑，影响总体难超预期
- 短期看，贸易战相对优势在我，但需警惕“非理性博弈”

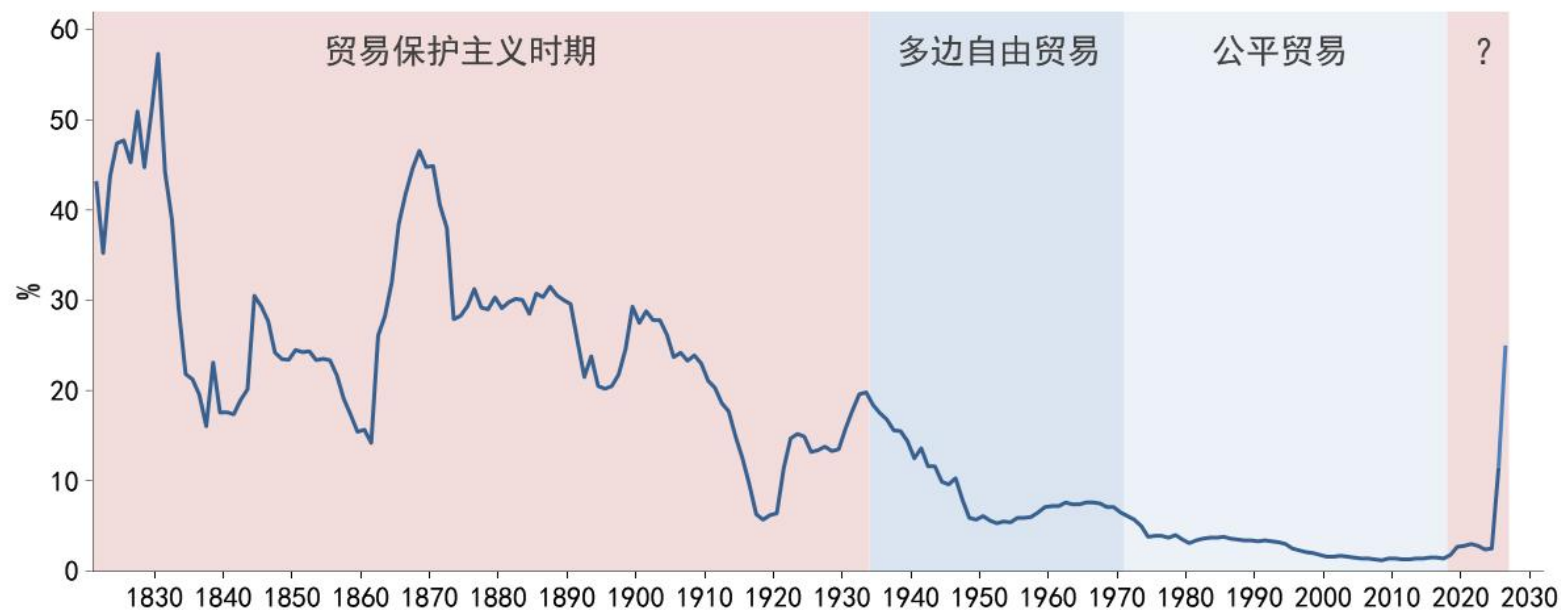
缘由二：叙事转入长期化

- 1776-1930，贸易保护：防止经济殖民+培育本土产业+税收，1789《关税法》
- 1934-1970，自由贸易：立足“世界工厂”，1934《互惠贸易协定》，“布雷顿森林体系”，“马歇尔计划”
- 1971-2017，公平贸易：非关税壁垒，紧抓产业价值链顶端，1974《贸易改革法》，“301条款”

图：两百余年间，美国贸易政策大体可分为三个阶段

美国贸易立场回溯

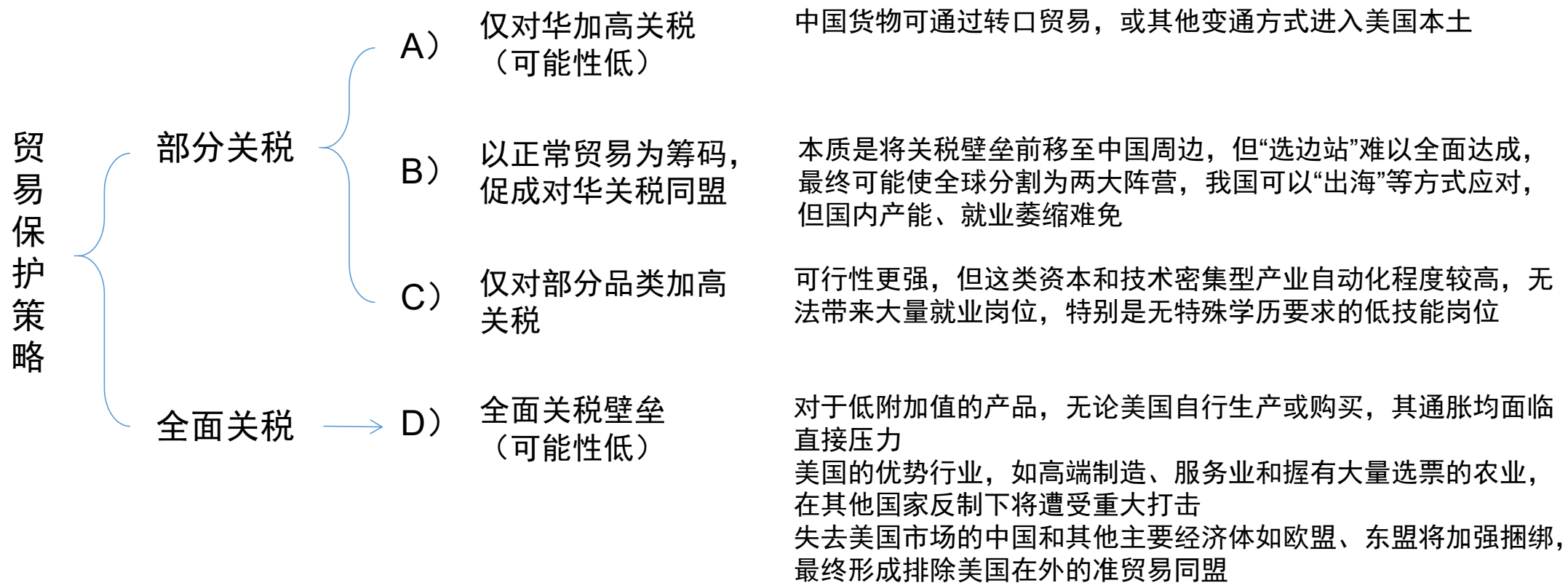
—平均关税水平



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

缘由二：摩擦的长期必然性

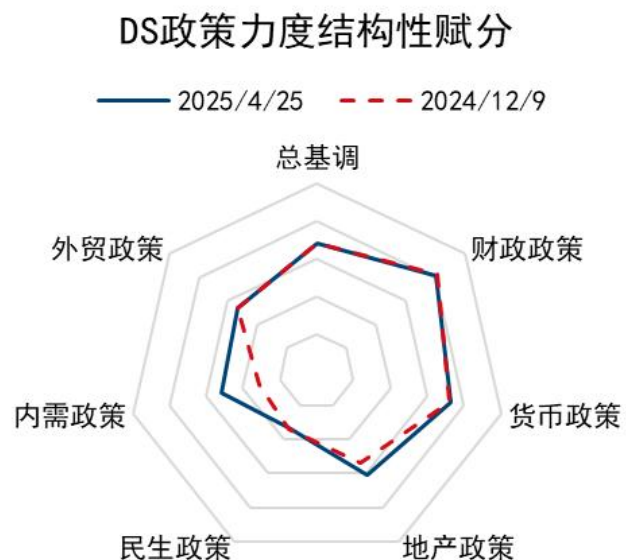
- 2025-，对等关税：中国在关键领域对美构成系统性挑战
 - 美国“分化策略”下，短期仍有较高变数，但长期转向保护主义恐难掉头
 - 长期看，万亿美元级别的顺差难以持续，相较增长冲击，更应关注通缩压力
- 我们认为，**政策逻辑与经济现实的错位**将成为下半年博弈的主线



政策：引而不发

- 4.25政治局会议对逆周期政策做出积极定调：“加紧实施更加积极有为的宏观政策”、“加强超常规逆周期调节”、“根据形势变化及时推出增量储备政策”
- “六边形”政策
 - 涉及财政、货币、地产、消费、就业、外贸等领域
 - 同比、环比看均显著加强

图：政策力度环比变化



资料来源：中国政府网、国信证券经济研究所整理

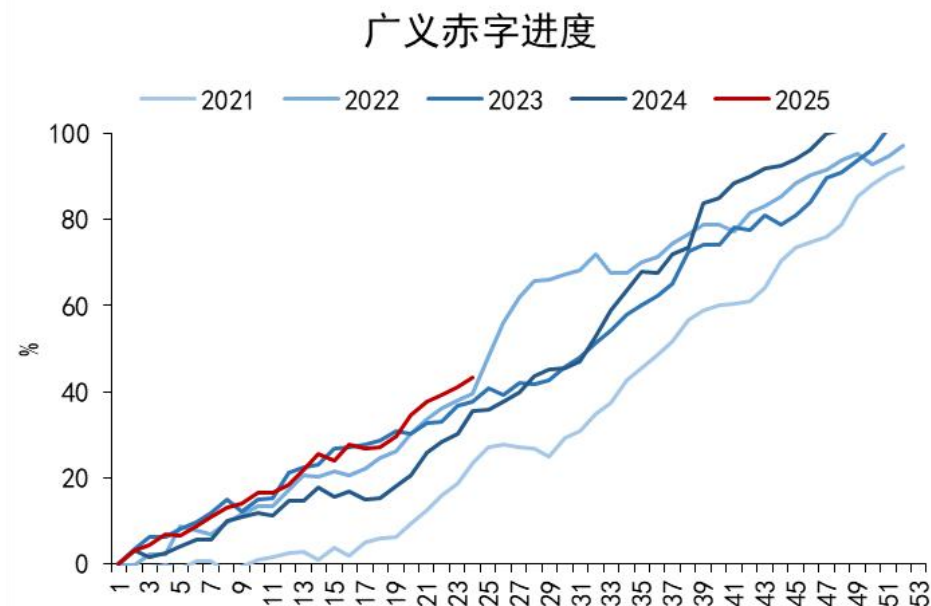
图：各维度政策力度同比变化



资料来源：中国政府网、国信证券经济研究所整理

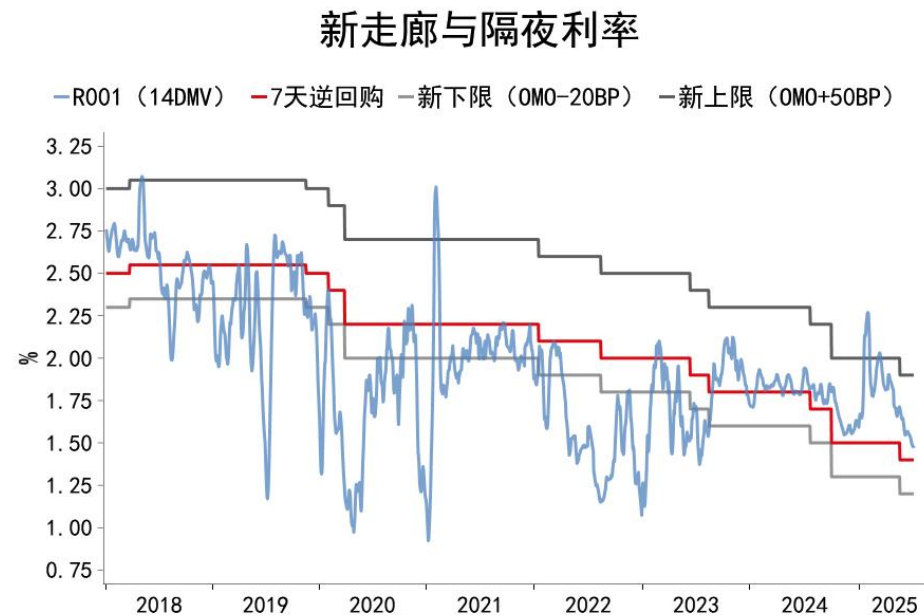
- 从高频指标看，政策发力总体仍留有余地
 - 财政融资进度靠前，但并未显著偏离近年趋势水平
 - 货币从Q1的“从紧”回归“中性”：降息节奏、幅度均未高于常规（2022年起5.5月/次）

图：财政融资进度适度靠前，但并未显著超出近年趋势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：央行总量政策总体看较为中性



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

直接原因：表观韧性强于预期

- 去年9.24以来内生动能有所恢复
- 各地“抢开局”，企业“抢转口”情况下，上半年增速有望达到5.1-5.2%，近4年来最好表现
 - 内生/外生？可持续性如何？

图：我国开年来经济表现超出预期

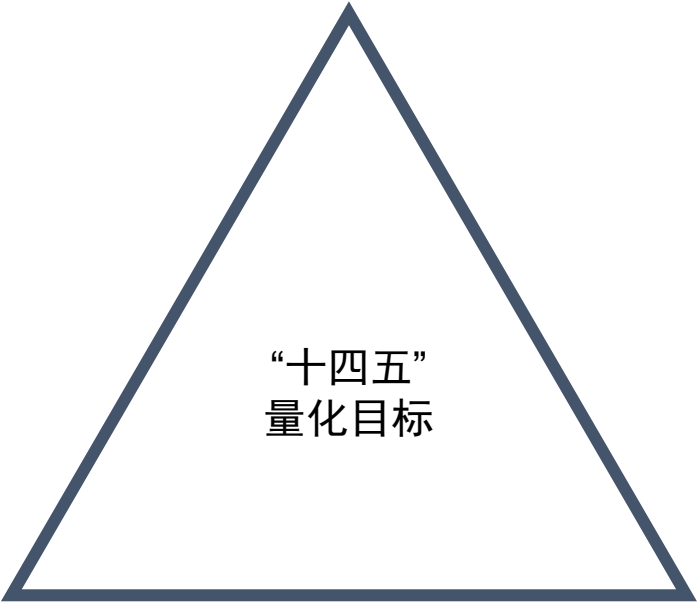


资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

深层原因：微妙的“三均衡”目标

- 政策对名义GDP增速关注度上升
 - 十四五：“高收入国家”人均现价GDP $\geq$ 14005美元（2024），我国95749人民币 $\approx$ 13207美元（2024）
 - 增速诉求外，需权衡内外部两种价格：通胀与汇率

实际GDP增速稳定（5%+）



“十四五”
量化目标

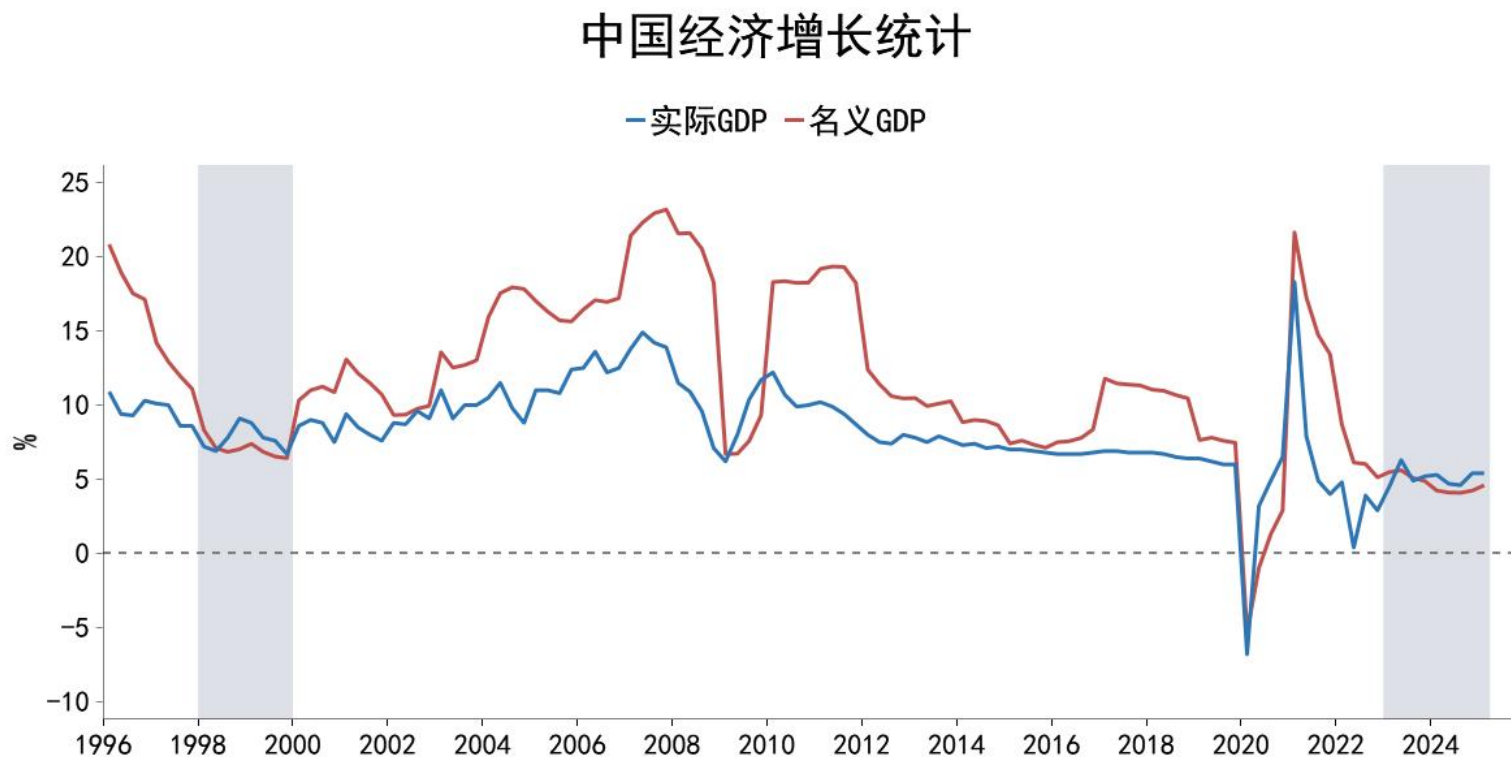
平减指数/物价水平转正（0%+）

汇率稳中有升（7.2RMB/USD-）

深层原因：避免“无效增长”

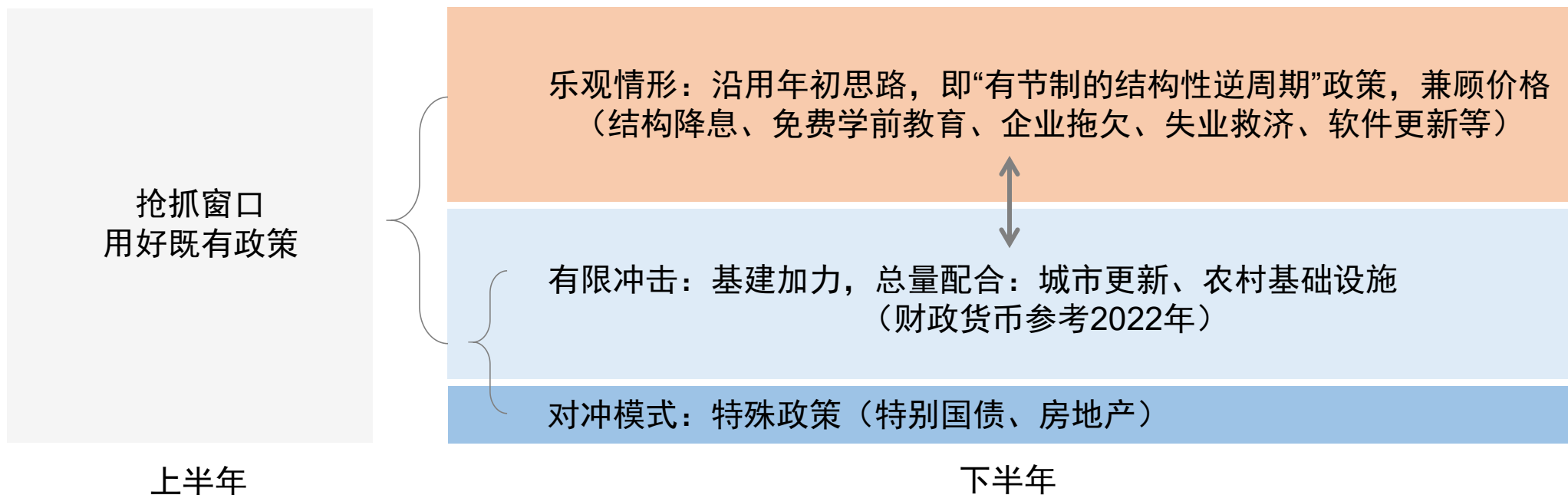
- “体感增速”：从“7+2”到“5-1”
- “均衡增速”：单一生产考核（GDP、税收、就业等）导向下，各方“一门心思抓生产”，失衡产能通过扭曲定价消化
 - 若价格不计入打分，则可以简单拉动生产完成考核，但社会体感进一步恶化：收入和资产价格收缩

图：2023年开始我国名义经济增速开始罕见低于实际GDP增速



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所绘制

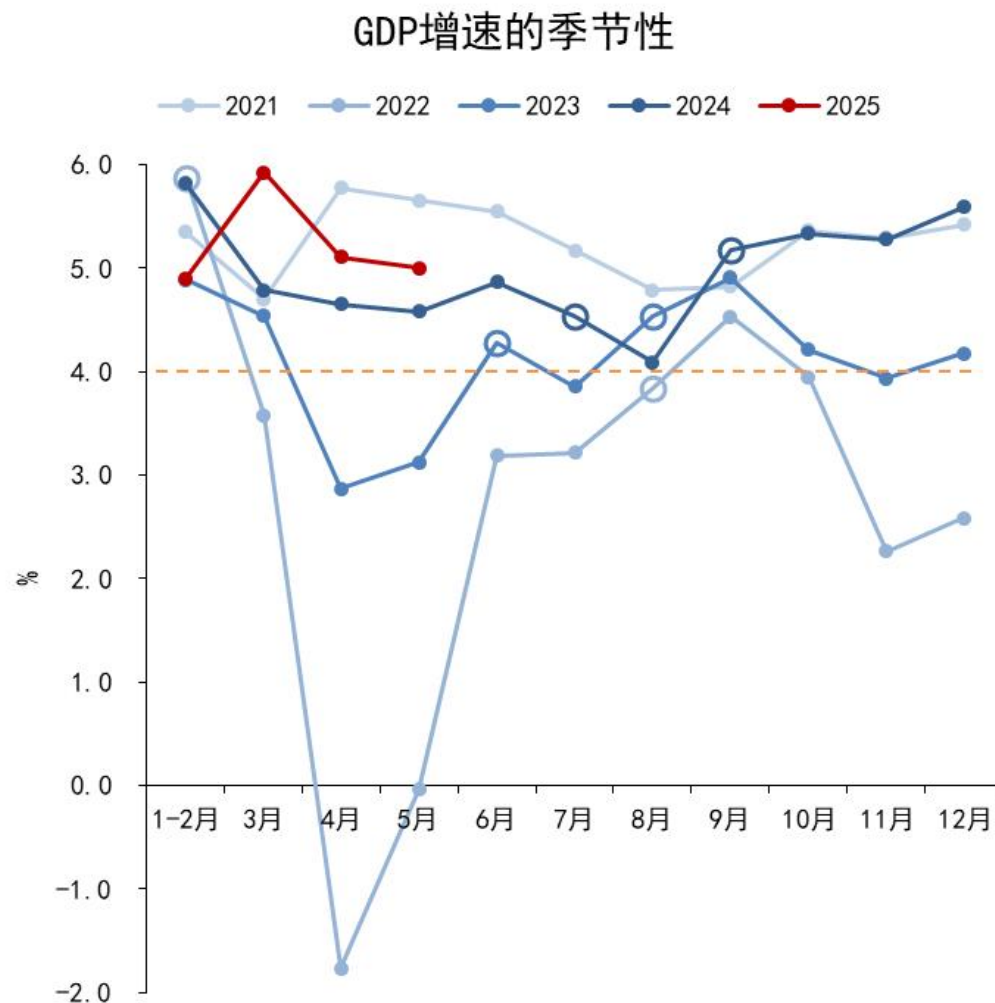
- 关税影响将逐季加深，宏观环境仍存在较多变数
 - 短期将立足用好现有政策
 - 财政适度前置，持续用力
 - 货币克制加力，结构性政策主导（5.7后中断）
 - 外贸环境决定下阶段政策走势：追求“三均衡” vs 回归“强调控”
 - 中美摩擦阶段性缓和，政府信心增强，激活对冲性政策（蓝区）条件收紧



如何激活对冲政策？

- 近年对冲政策出台时点
- 2022年
 - 5.31国务院印发《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》
 - 8.24盘活5000亿元专项债结存限额、增加3000亿元（实际4399亿元）政策性开发性金融工具（6月24日首批）
- 2023年
 - 4.28政治局会议首提“三大工程”，PSL12月投放
 - 8.18中央政治局常委会提出加快灾后恢复重建，抓紧补短板、强弱项，提升防灾减灾救灾能力
 - 10.24人大审议通过增发1万亿特别国债议案
- 2024年
 - 9.24金融三部委发布会，9.26政治局会议
 - 11.8人大审议通过“6+4+2”一揽子化债方案
- 两个关键词：4% + 持续下行

图：近年我国GDP增速的季节性（空圈为央行在当月降息）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

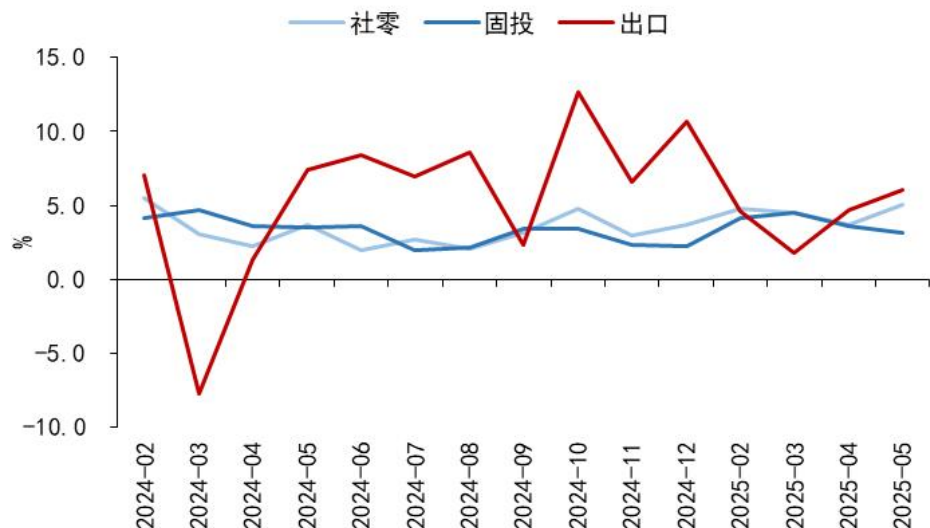
预期差：增长前置

反差：外贸“一枝独秀”

- 4月以来，三大需求中外贸反而逆势上扬
- 贸易战的次生影响更为关键：**中断预期修复，扭曲经济节奏**
 - 去年10月以来的企稳预期被打断，内生动能再度转弱
 - “抢开局”、“抢转口”逻辑下需求透支，扰乱全年经济工作安排，“头重脚轻”加剧

图：贸易战进一步激发外贸走强

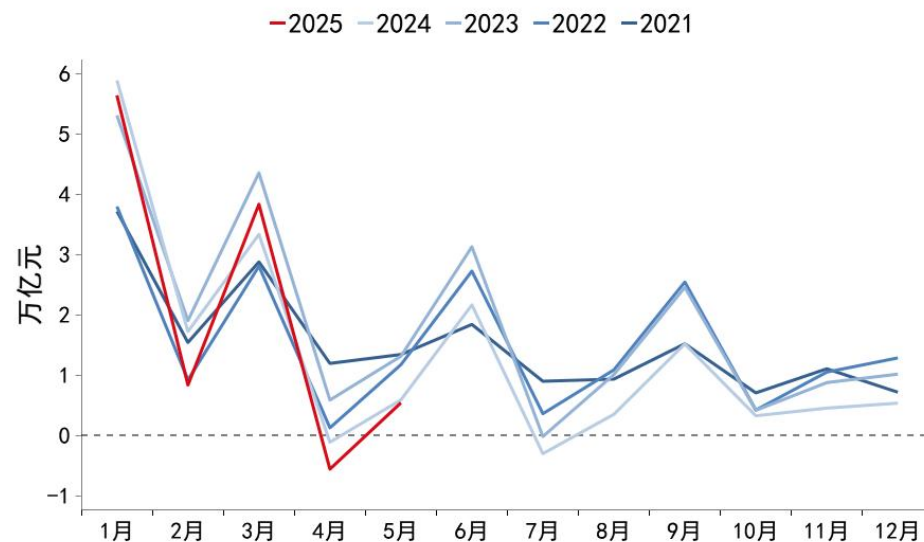
主要需求指标当月同比（2025为两年平均）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：4月私人部门缩表幅度大于去年7月

实际新增贷款的季节性（剔除票据贴现）

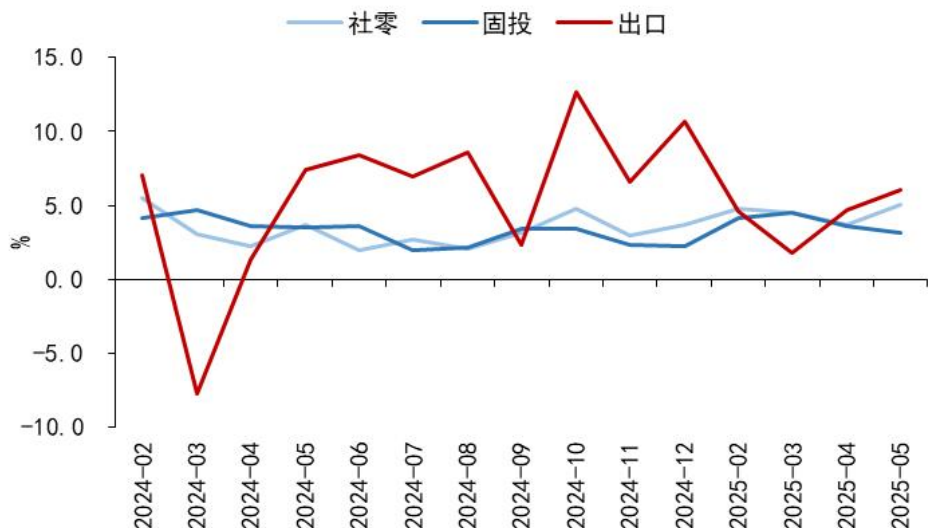


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 4月以来，三大需求中外贸反而逆势上扬
- 贸易战的次生影响更为关键：**中断预期修复，扭曲经济节奏**
 - 去年10月以来的企稳预期被打断，内生动能再度转弱
 - “抢开局”、“抢转口”逻辑下需求透支，扰乱全年经济工作安排，“头重脚轻”加剧

图：贸易战进一步激发外贸走强

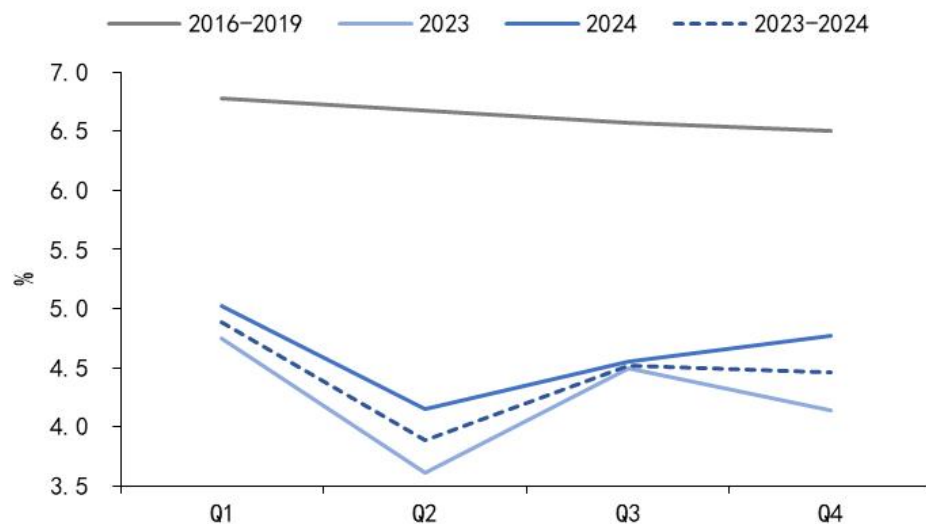
主要需求指标当月同比（2025为两年平均）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：Q2“陷阱”延后，下半年压力更为集中

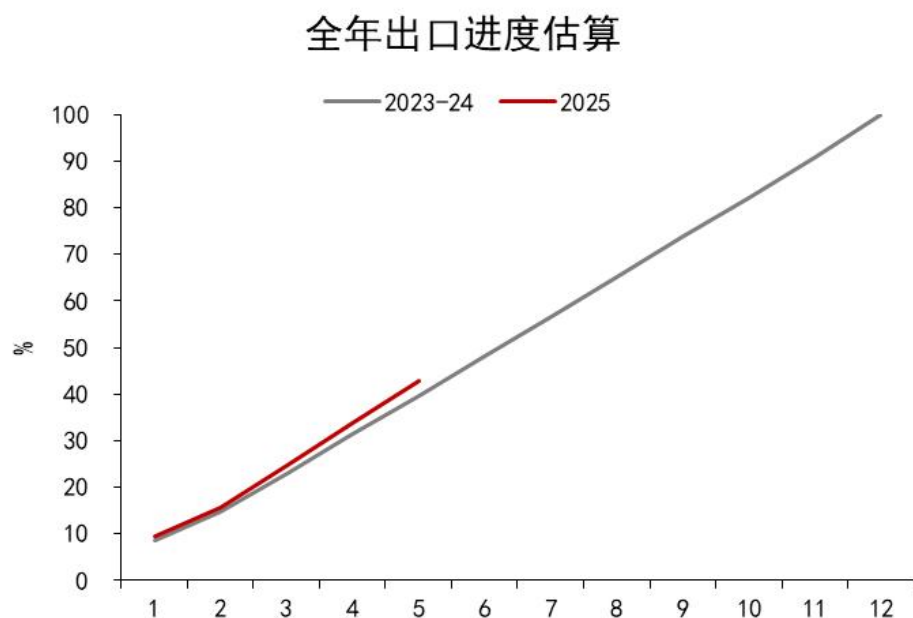
我国经济增长的季节性特征



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

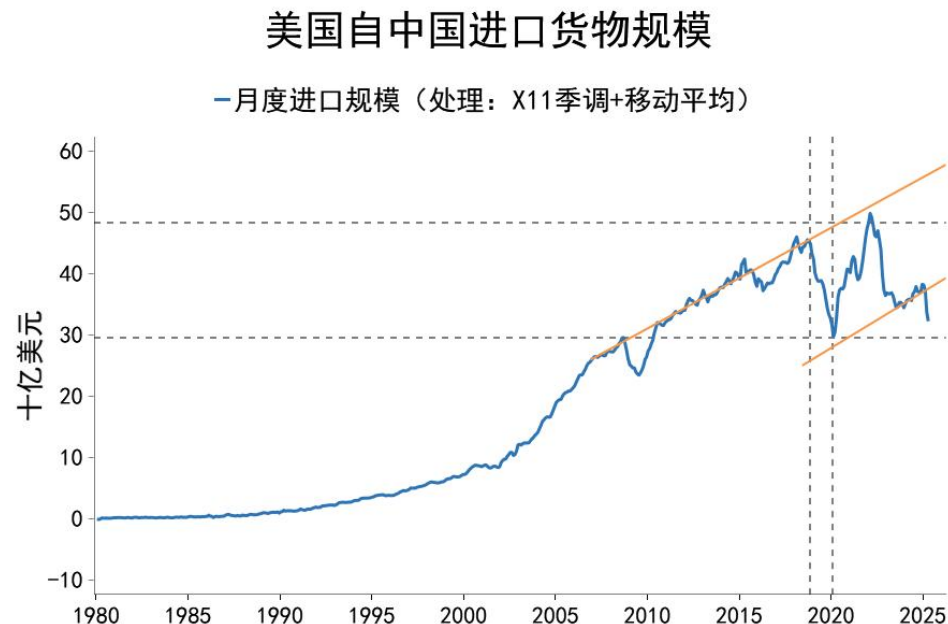
- 短期看，透支+关税效应持续显现
 - 到5月，即使按乐观情形估计（高分母），出口进度已高于近年3pct以上
 - 2018-2019年，17.9pct关税+14个月时间，最终造成约190亿美元/月永久缺口

图：当前出口进度快于往年水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：关税对出口规模造成永久缺口



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 此外，美国主动补库周期临近尾声，2023年底启动至今已18个月
 - 前四轮依次为20个月，5个月，18个月，19个月
 - 经济危机后，补库斜率高、时间长，反之则更为平缓、短暂
- 同期我国经济主要需求增量来自净出口

图：私人部门AI研发投入飞速上升

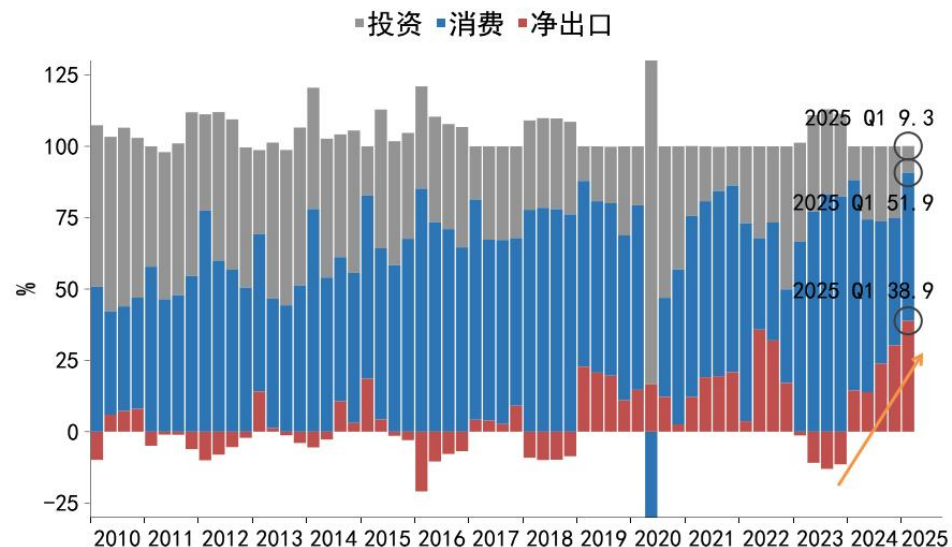
美国商业库存周期



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图：近年来出口对我国增长边际贡献较大

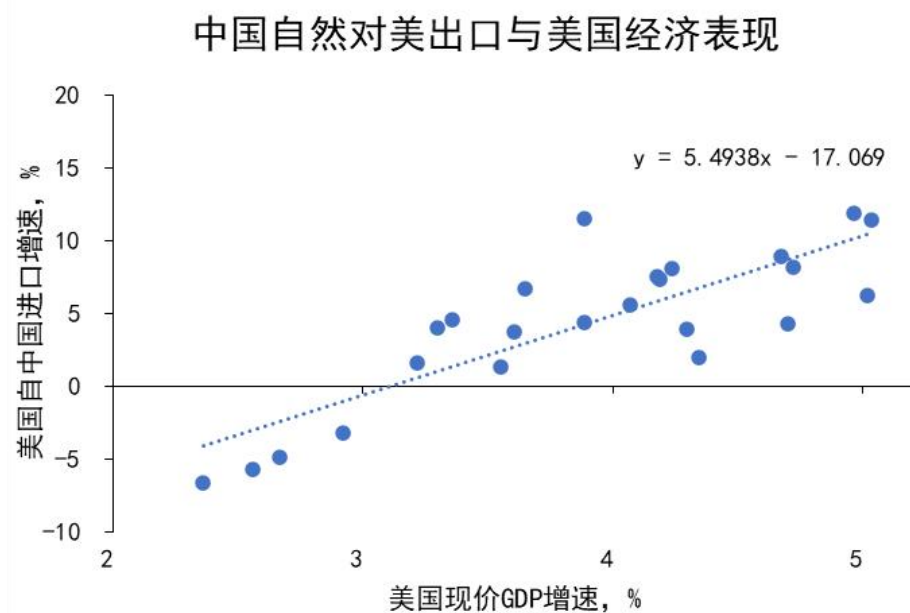
“三驾马车”对中国经济的拉动



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

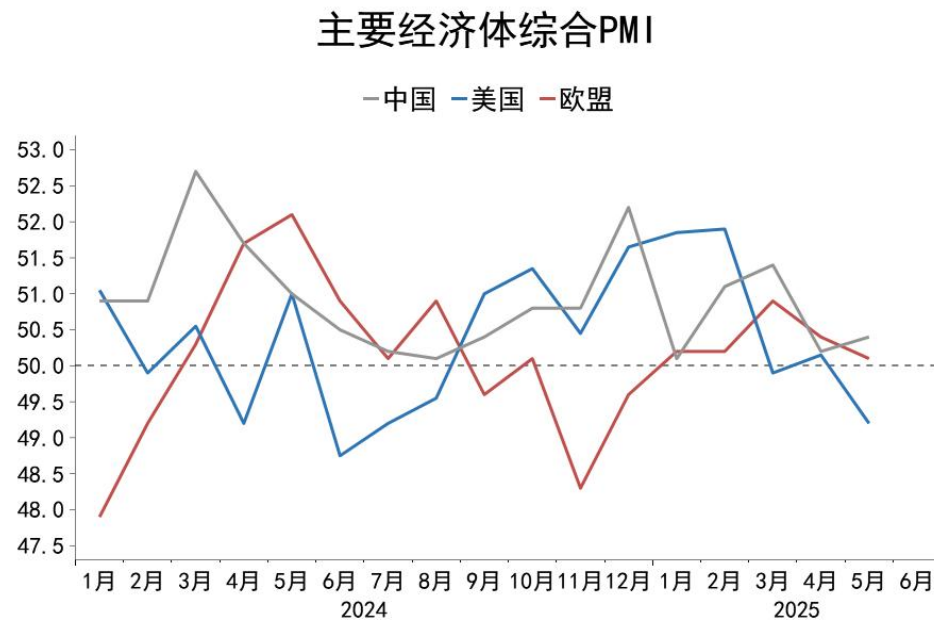
- 中期看，中国出口表现与西方主要国家经济强相关
 - 美欧经济修复出现转折，Q1后景气拐折向下

图：美对我进口需求与美国名义经济增速有稳定线性关系（2012-2017年回溯）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

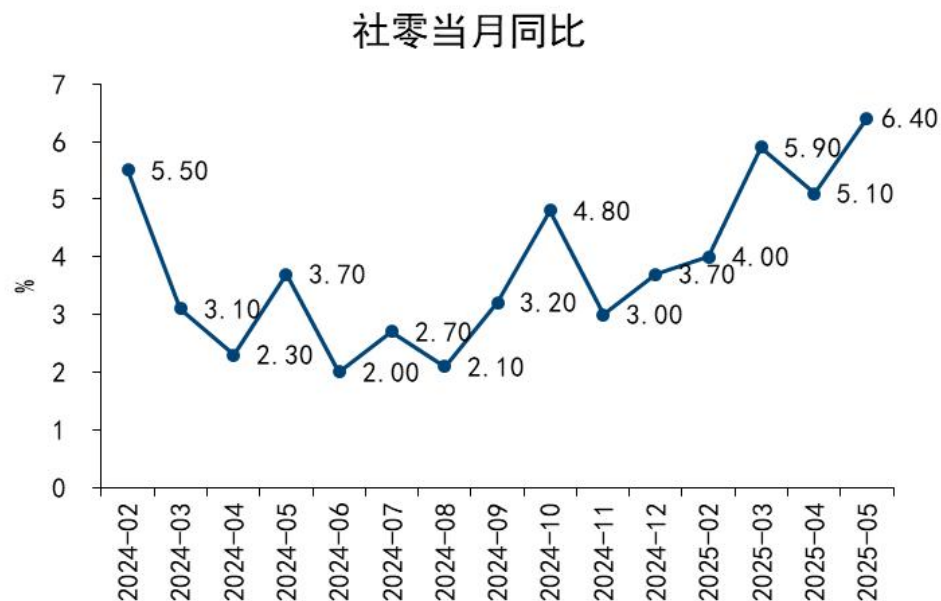
图：今年开年后美欧PMI修复中止



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

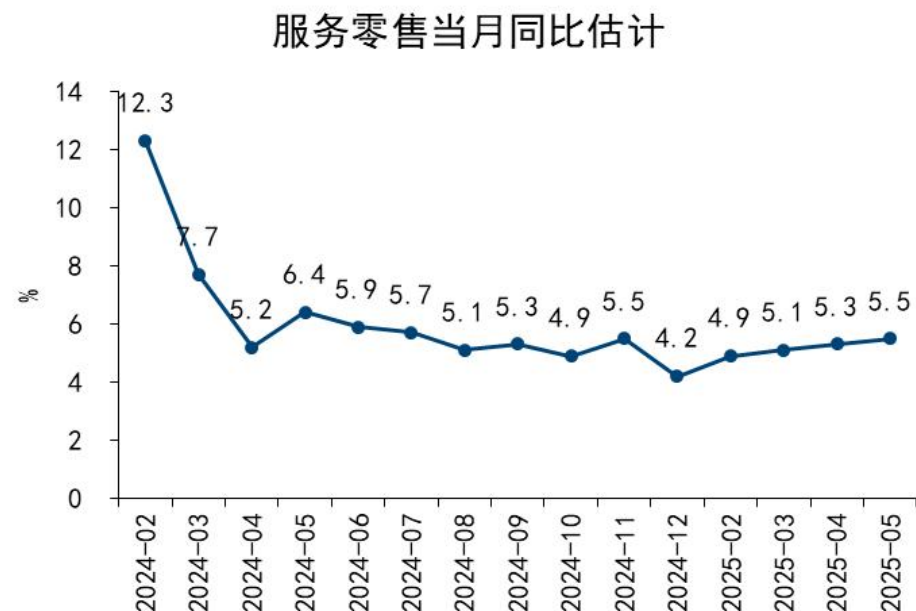
- “以旧换新+低基数”加持下，数据展现出较强韧性
 - 根据商务部数据，今年前5个月消费品以旧换新带动销售1.1万亿元，剔除后累计同比约-1.6%
 - 为何5月回升超季节性？
 - 一定程度受贸易摩擦缓和，与开年以来服务消费趋稳带动
 - “抢补贴”，第二批中央下达资金濒临用尽

图：5月社零回升超出季节性



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

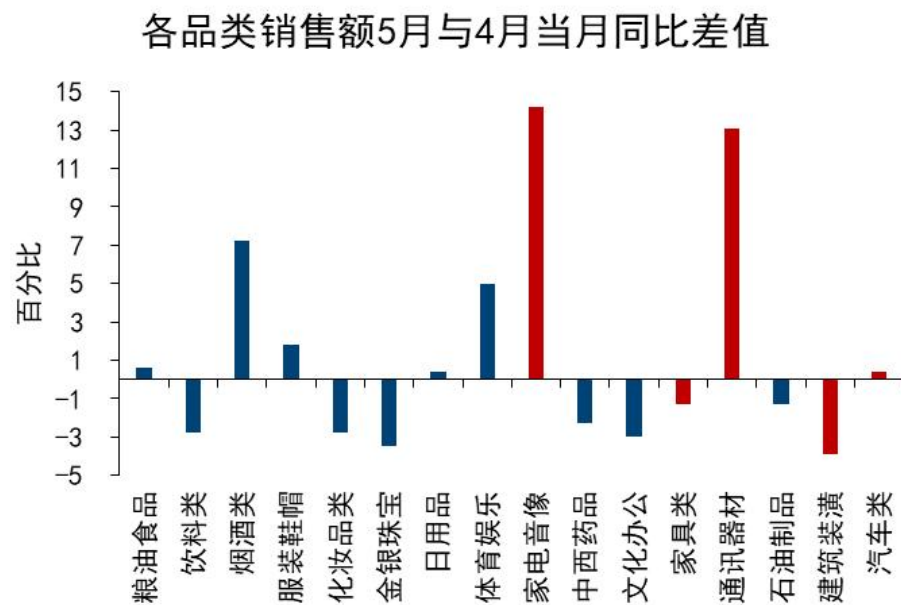
图：环比回落幅度超出季节性



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 非经济政策可能扰动服务消费修复趋势
- 涉及以旧换新的5个核心品类中，有3类同比增速显著回落
 - 耐用品消费延续性不强，地产转为拖累
 - 内生消费意愿转弱是核心原因
 - 居民短期贷款表现是重要观察窗口，前5个月合计仍在深度萎缩区间（-2624亿元）

图：补贴类项目增速分化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：居民短贷仍在深度萎缩



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

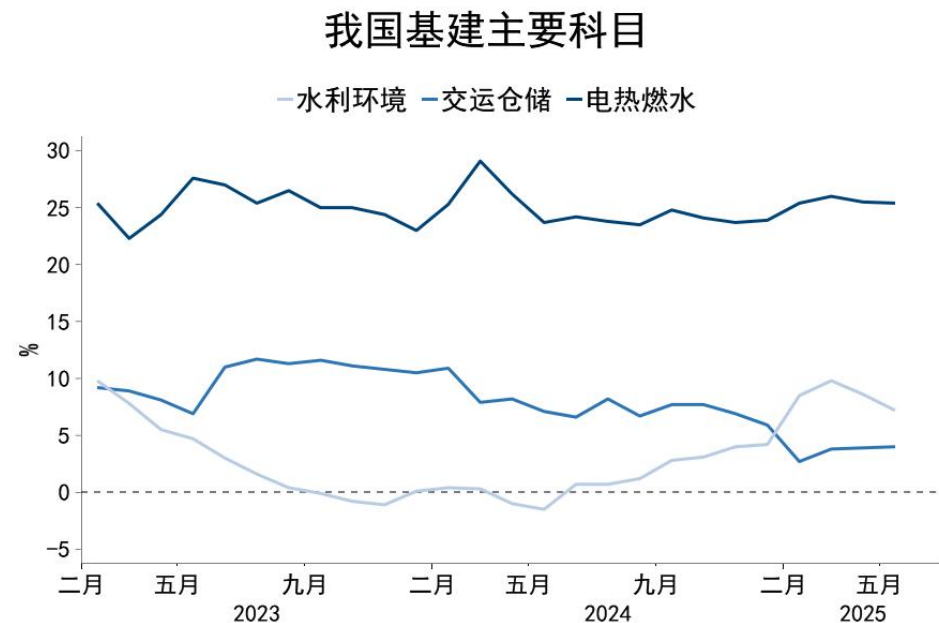
- 4月起，地方“抢开局”告一段落
 - 基建投资回落幅度超季节性
 - 三大基建科目在低基数下出现放缓

图：5月基建投资表现显著弱于季节性



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：4月后三大基建科目在低基数下拐折向下



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

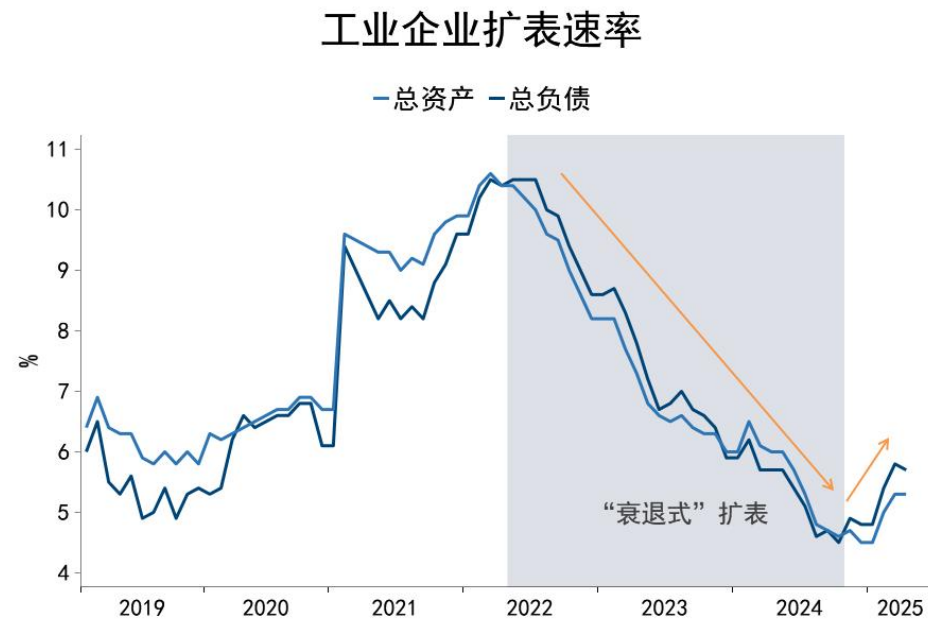
- 去年同期“两重两新”未起效，存在低基数
- 重回“衰退式”扩表，可持续性不强
 - 扩表速率下降
 - 资本回报率下降
 - 缺乏内生动能

图：5月制造业投资略弱于季节性



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

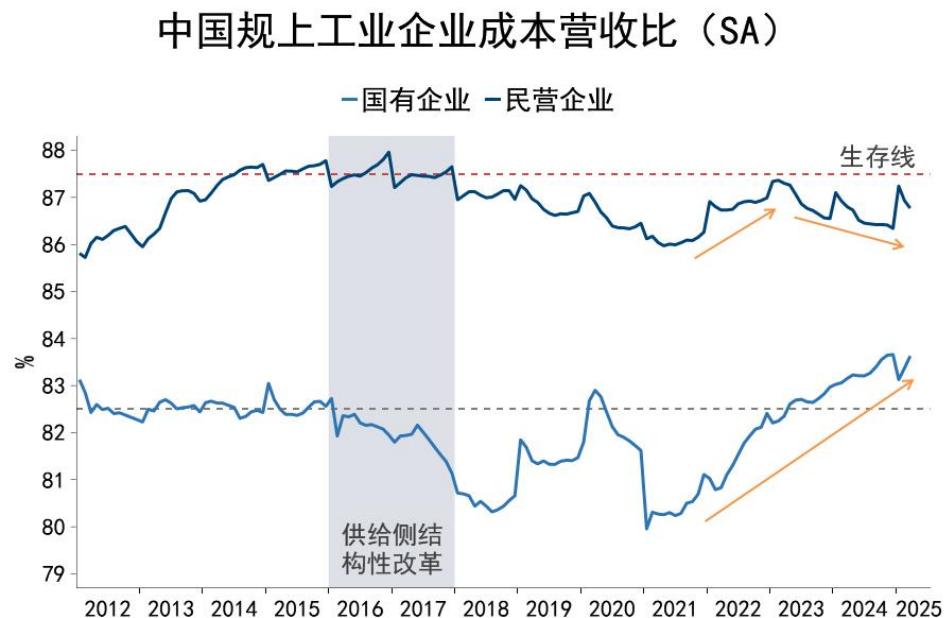
图：工业企业“衰退式”扩表



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

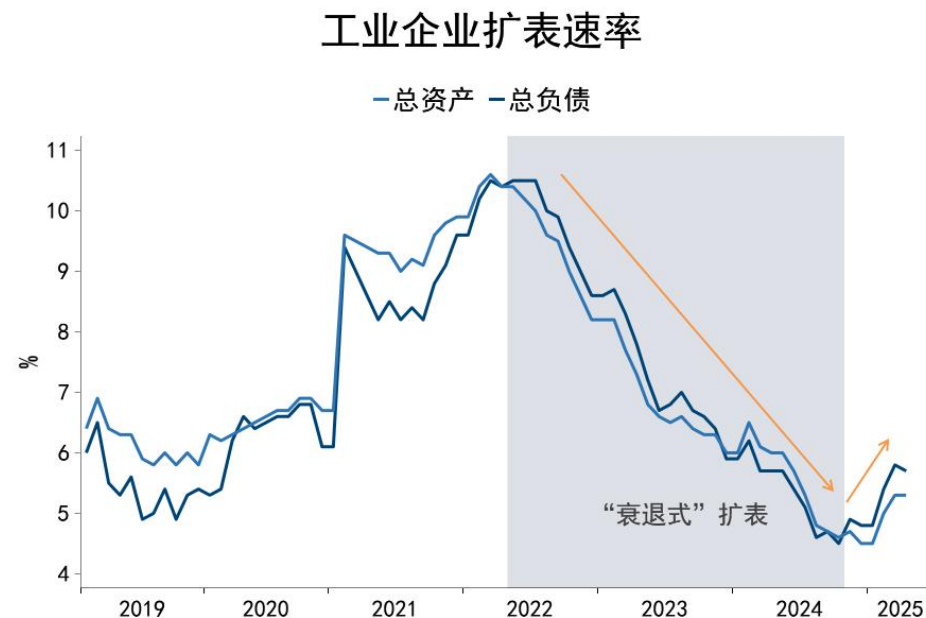
- 去年同期“两重两新”未起效，存在低基数
- 重回“衰退式”扩表，可持续性不强
 - 扩表速率下降
 - 资本回报率下降
 - 缺乏内生动能/非经济决策

图：国有企业毛利率已显著低于首轮供给侧结构性改革前水平



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图：工业企业“衰退式”扩表



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

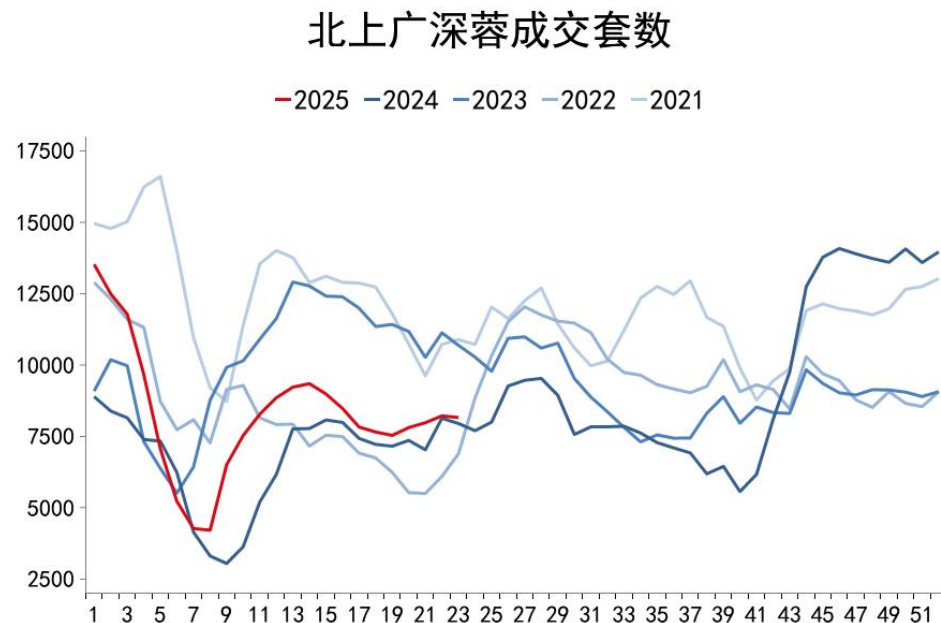
- 地产投资仍在加速下坠
- 9.24以来房产回升动能不再：高能城市周度成交已然回落至2024年水平

图：5月地产投资弱于季节性



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

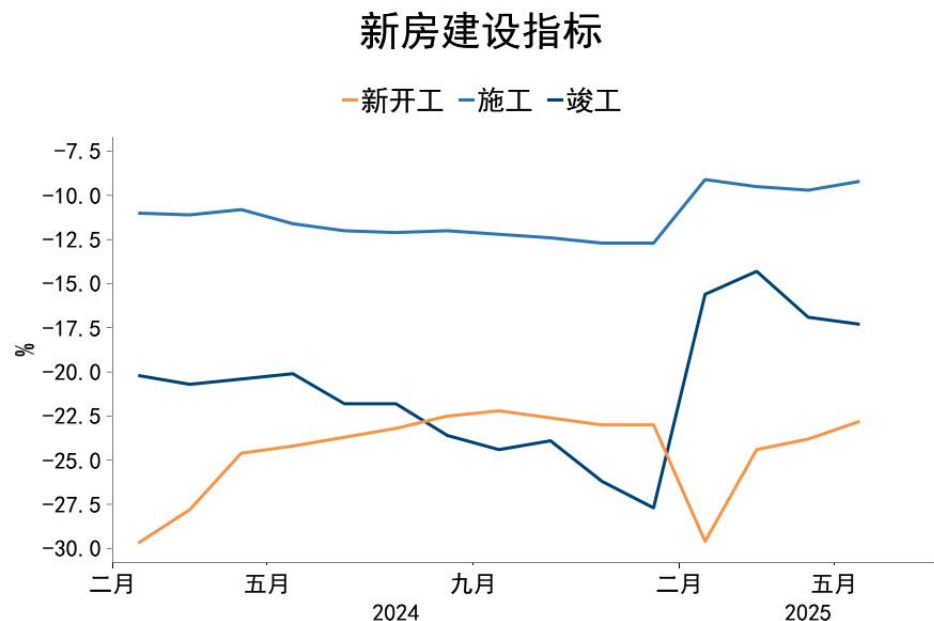
图：高等级城市高频成交数据已经回落至2024年同期



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

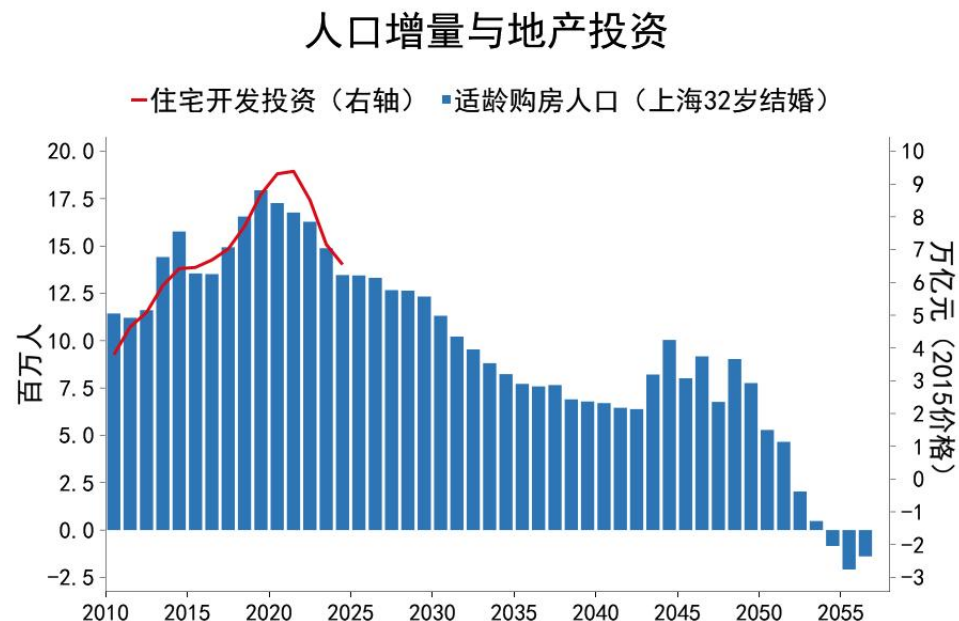
- 地产投资仍在加速下坠
- 9.24以来房产回升动能不再：高能城市周度成交已然回落至2024年水平
- 从增量需求观察，2026-2028适龄人口跌幅可能放缓，但之后进入长期下滑
 - 类似“头肩顶”

图：新房指标跌幅有所企稳



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

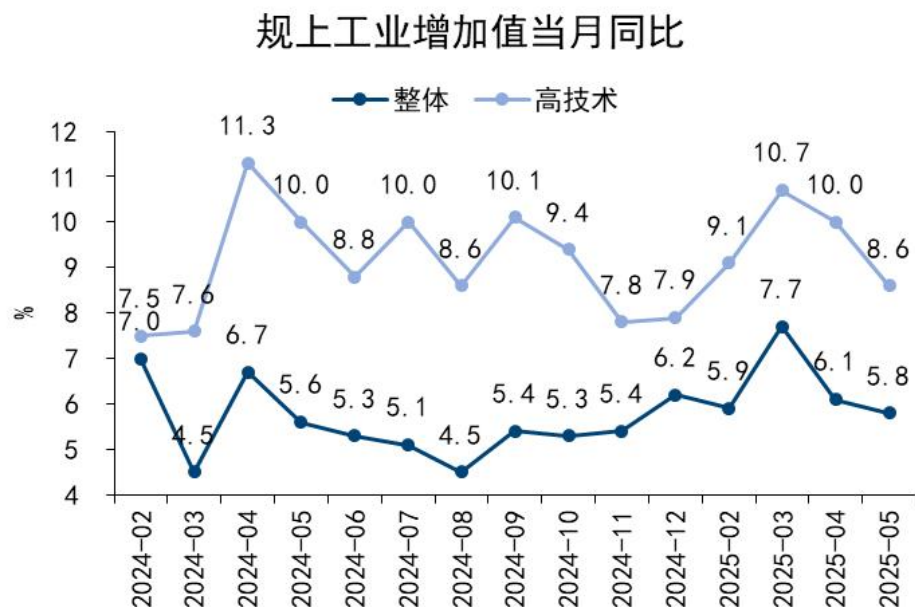
图：适龄购房人口与地产投资可能形成“头肩顶”



资料来源：Stanford、Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 工业增加值在低基数下回落，与持续较强的服务生产形成对比
 - 服务生产更多对应即期需求，工业生产更多对应跨期需求

图：5月工业增加值在低基数下走弱



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：服务业生产保持强劲



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

小结：Q3增长中枢或显著下移

- 政策激活的关键时点可能在9-10月
 - 与专项债发行使用进度密切相关：22年6月发完，8月用完；23年9月发完，10月用完；24年10月发完……
- 股债跷跷板？取决于对冲政策结构：股均表现偏强，债取决于货币与财政相对力度

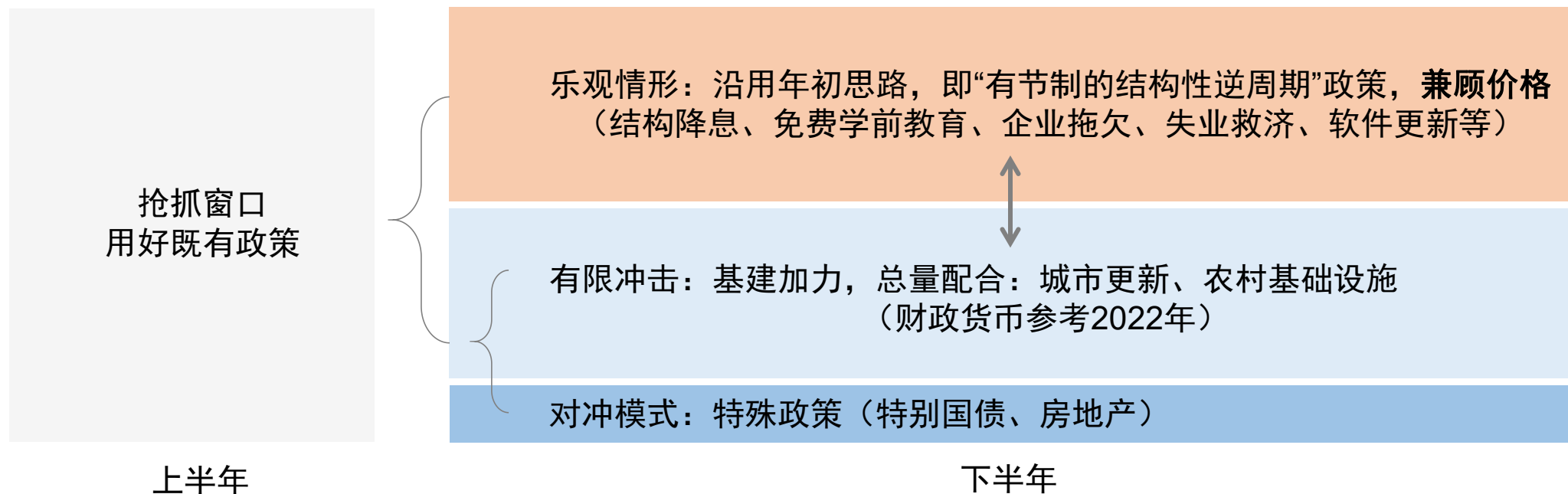
图：今年我国经济前高后低的“N字形”特征可能更为明显



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

政策选择：财政主导

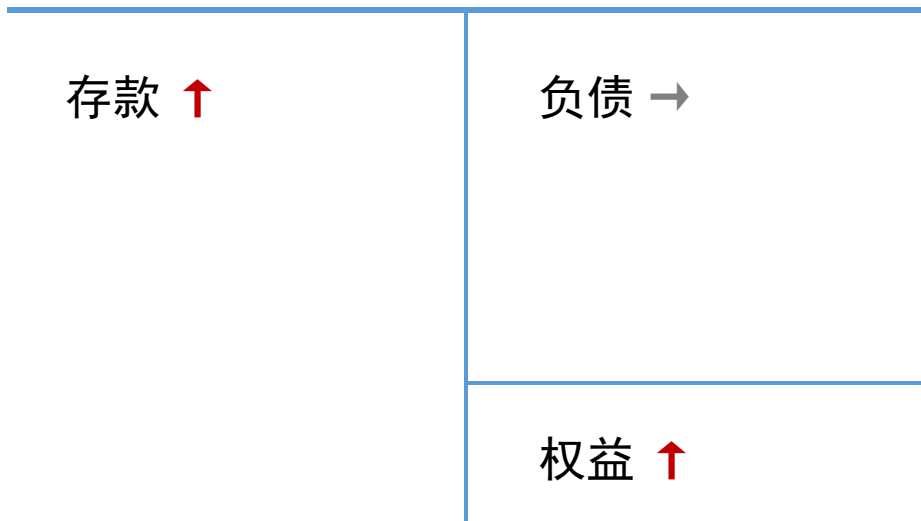
- 关税影响将逐季加深，宏观环境仍存在较多变数
 - 短期将立足用好现有政策
 - 财政适度前置，持续用力
 - 货币克制加力，结构性政策主导（5.7后中断）
 - 外贸环境决定下阶段政策走势：追求“三均衡” vs 回归“强调控”
 - 中美摩擦阶段性缓和，政府信心增强，激活对冲性政策（蓝区）条件收紧



为何是财政？

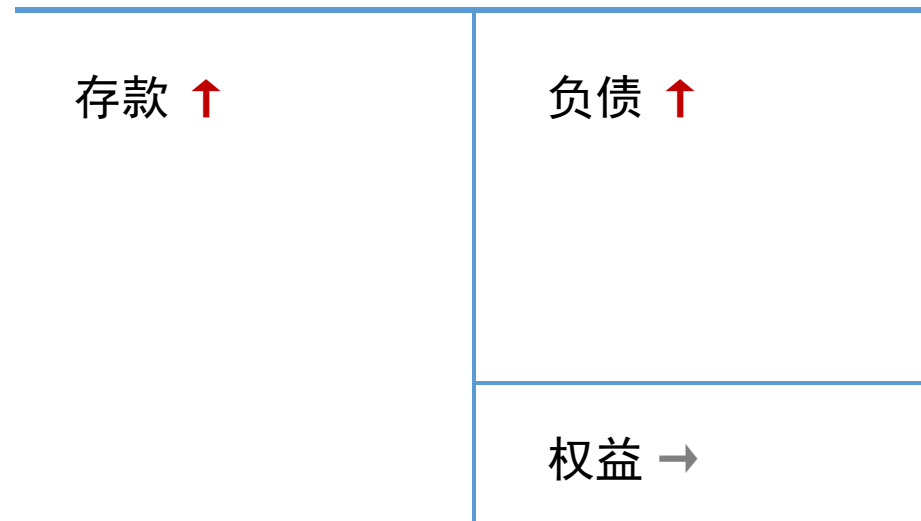
- 从权责格局看，“防风险”主要担子在央行，“稳增长”是多个部门共担
- 从政策性质看，对私人部门而言，财政属于转移财富，货币属于有息负债
 - 资产收益偏低时，货币扩表“有心无力” → “广义流动性陷阱”
- 从实施空间看，货币政策已然较为逼仄

图：财政政策属于资产端政策



资料来源：国信证券经济研究所整理

图：货币政策属于负债端政策

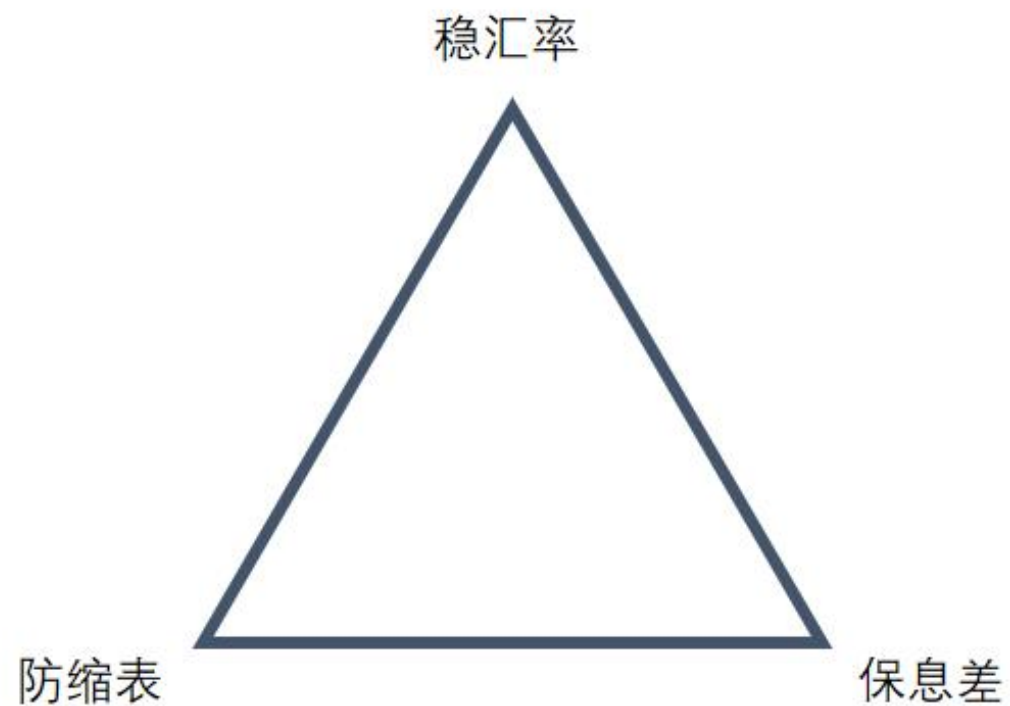


资料来源：国信证券经济研究所整理

第32页

- “新不可能三角” 框架

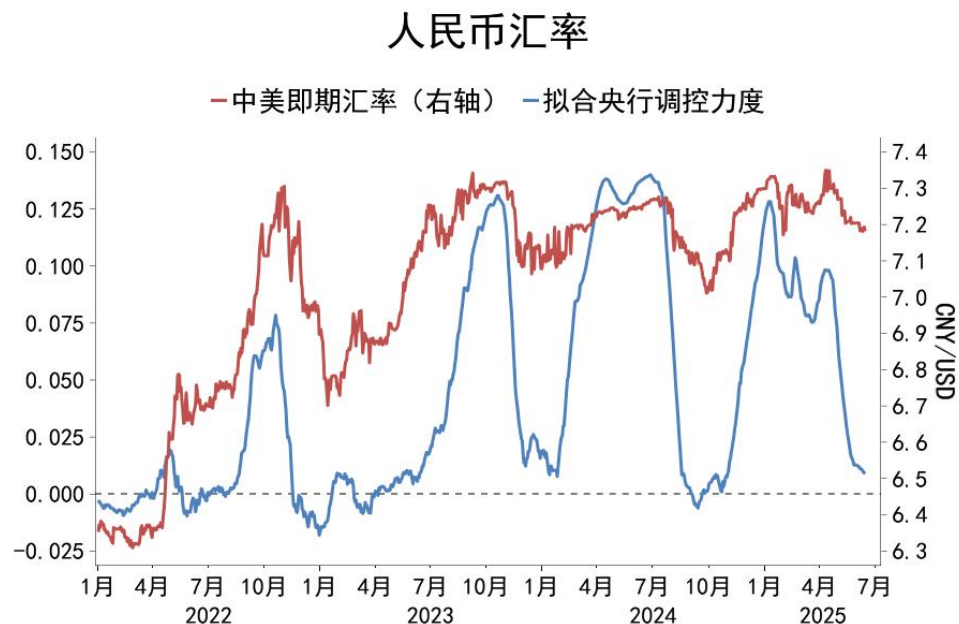
图：“新不可能三角”



当前“保息差”为央行核心目标

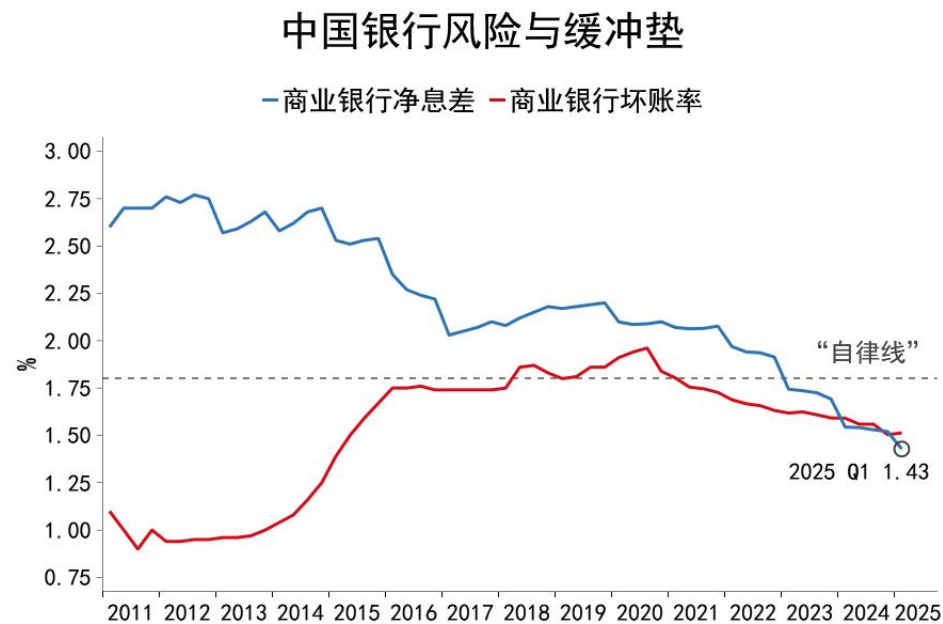
- “稳汇率”压力阶段性减轻后，政策回归“稳增长”，但同时“保息差”任务也更为刚性
 - 银行净息差已显著低于合意水平，且与坏账率出现倒挂

图：“稳汇率”压力阶段性下降



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

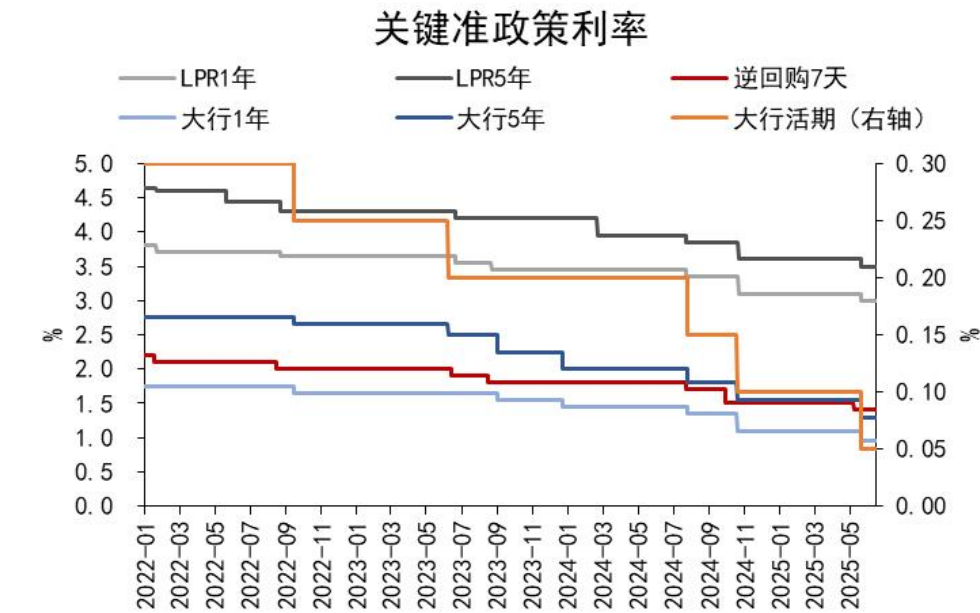
图：银行净息差持续下行



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- “准财政”功能
 - “中国经济运行中，很多矛盾和挑战是结构性的，结构调不好，总量调控也很难有效发挥作用……结构性货币政策工具有助于推动解决一些结构性矛盾和问题”
- “保息差”：总量降息空间受到显著制约
 - 我国降息空间并非还有140BP
 - 活期存款约占存款总量的一半

图：5月降息10BP = 1年定存降15BP + 5年定存降25BP + 活期降5BP



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

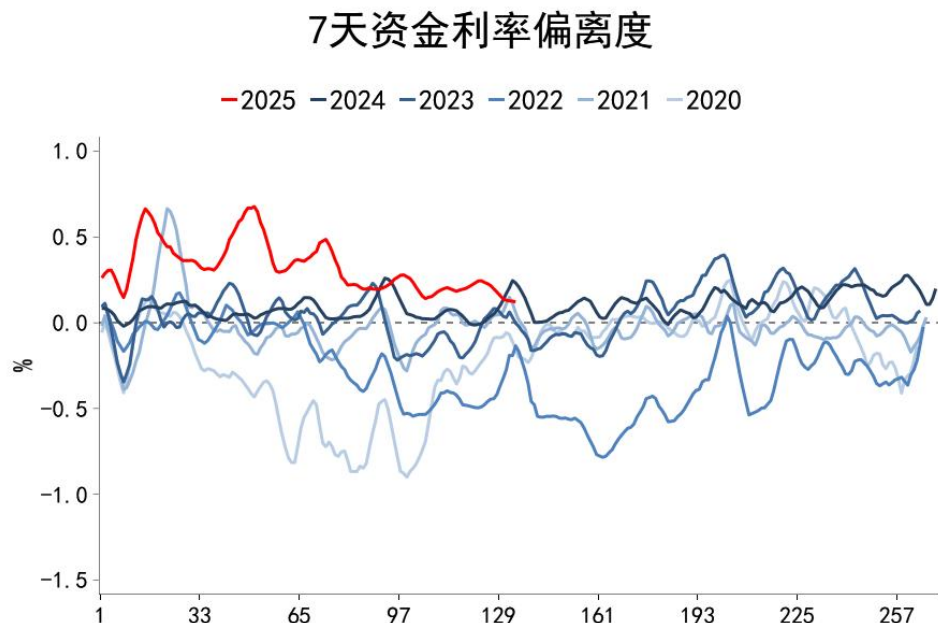
图：活期存款占据半壁江山

	2024年		
	平均余额	利息支出	平均成本率%
(人民币百万元, 百分比除外)			
公司客户存款			
活期	2,488,102	20,762	0.83
定期	2,305,745	56,547	2.45
小计	4,793,847	77,309	1.61
零售客户存款			
活期	1,798,328	3,903	0.22
定期	1,923,491	49,612	2.58
小计	3,721,819	53,515	1.44
合计	8,515,666	130,824	1.54

资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

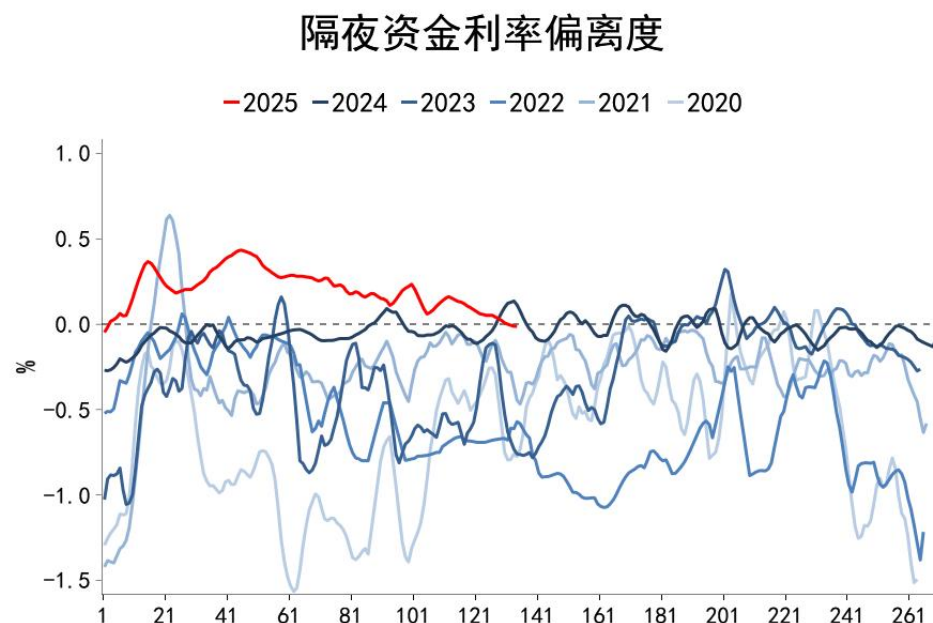
- 结构工具：消费、公积金、外贸企业、政策金融工具等，与财政联动
- 总量工具：我们降了吗？
 - 今年以来资金利率偏离度显著偏高：7天+32BP，ON+20BP（去年：+7BP/-6BP，21-24年：-3BP/-31BP）
 - 降资金利率仍有巨大空间，可以节省/延缓常规降息
 - LPR暂不需调降
 - 支持财政融资
 - 阶段性操作（无需加息）

图：7天利率显著向上偏离



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图：隔夜利率显著向上偏离

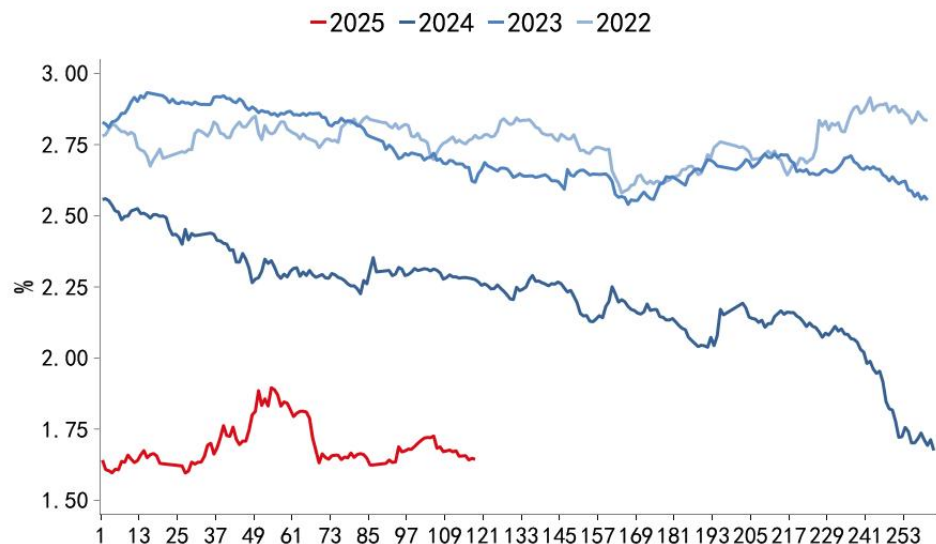


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- Q3：债市上涨动力可能来自资金面趋松 + 财政刺激缺位组合，10Y有望触及1.5%
 - 偏弱基本面下，权益市场弹性增加，但总体“下有底”
- Q4：9-10月降息 + 财政加码落地后，债市利多出尽可能小幅盘整，进入股强于债格局

图：今年国债总体横盘震荡为主

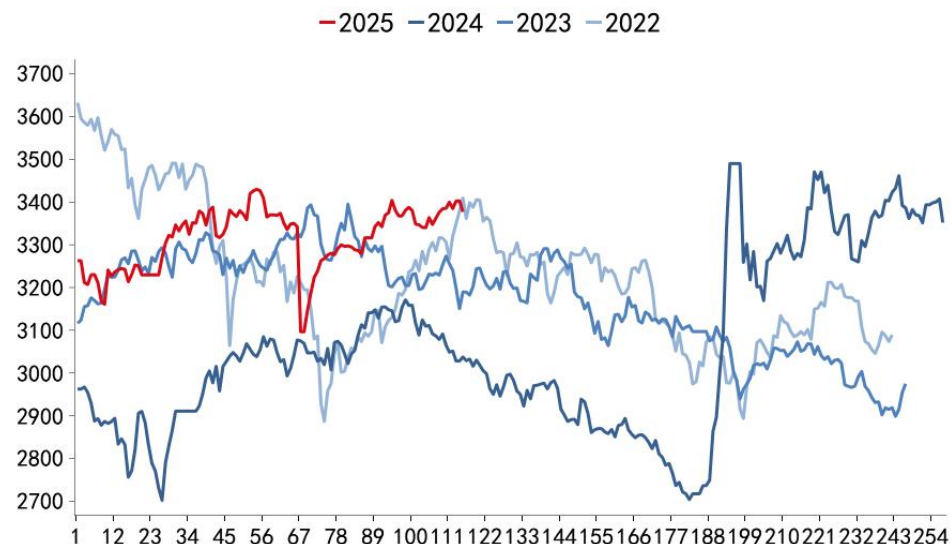
中国10年国债表现



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图：政策托举，权益市场“下有底”

上证综指表现



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 海外经济下行超预期，海外政策推出滞后，海外市场波动。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032