

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《出口展现韧性，中美谈判进展或促
风险偏好修复》 - 2025.06.10

宏观研究

“以旧换新”蓄动力，“过境免签”新亮点

● 投资要点

5月经济整体运行平稳。按照生产法测算,5月经济增速或在5.5%左右,持平前值;从供需两端来看,供需均边际改善,供需缺口小幅收窄;从增长动能来看,需求改善主要是消费提振,投资和出口边际放缓,符合我们前期判断,外部不确定性冲击市场微观主体决策,对生产和投资产生收缩压力,且房地产市场仍处于深度调整期,房价尚未止跌企稳,房地产投资跌幅并未改善,持续拖累投资增速。而供给端边际改善主要源自服务生产边际回暖。

向后看,二季度短期宏观环境的主要矛盾是美国关税政策,冲击市场微观主体投资决策,对生产和投资影响或持续存在,二季度经济增速或小幅边际放缓,预计在5.2%-5.3%左右;进入三季度美关税政策影响或逐步减弱,市场情绪或率先修复,或带来估值修复的结构性行情机会。若9月美联储降息落地,内外共振,资本市场或迎来新一轮投资机会。

(1)展望6月,美国的关税政策所带来的影响预计将持续,微观经济主体的谨慎情绪可能不会明显改善,生产和投资的紧缩压力依旧存在,从生产法拟合,预计二季度经济保持相对平稳,经济增速或在5.2%-5.3%左右。

(2)展望三季度,基于美国经济自身考虑,美关税政策再度加码的概率或相对有限,美国对我国关税政策或不会超过豁免期水平,甚至有望进一步松动。若此预期兑现,市场情况或率先修复,成长风格或占优。若9月美联储降息,或实现内外共振,资本市场或迎来新一轮投资机会。

尽管美国总统特朗普行事风格反复多变,这给中美经贸谈判增加了不确定性,但从美国经济来看,三大因素制约美国关税谈判。第一,美关税政策对通胀影响存在高不确定性,制约美联储货币政策,放大美国债务风险。第二,中期选举仍是美国特朗普关注的重点议题,关税政策对蓝领阶层冲击以及内部政策博弈的影响,亦是制约美关税政策的因素。美国总统特朗普的选民基础是中下层阶级。当前美国关税政策推升通胀韧性,且增大经济放缓风险,势必影响中下层阶级的生活,或对其中期选举产生负向冲击。此外,美国特朗普政府上台以来推出的政策措施,导致美国国内的政治博弈日益激烈,特朗普与马斯克、民主党与共和党、共和党内部右翼与左翼之间的冲突全面爆发,特别是加州地区冲突是美国内部政治博弈的典型代表,这凸显了美国在推进关税政策时面临的关键短板。第三,美关税政策影响美元霸权地位。因美关税政策影响,引发全球金融市场剧烈震荡,尽管目前市场逐步修复,若未来美关税政策恢复至豁免期水平,或再度引发金融

市场剧烈动荡，与此同时，考虑美国关税政策会增大美国经济滞胀风险，美元资产在全球吸引力或有所下降，影响美元霸权地位。

综上，我们理解，美国经济内在脆弱性制约美国关税政策的可持续性，尽管短期美关税政策不确定性影响仍存，但进入三季度，美关税政策影响或逐步消退。

情形一：中美经贸谈判取得实质性进展，美国对我国加征关税税率不高于豁免期水平，甚至存在进一步下调可能。在该情形下，美国对我国关税政策明确，市场风险偏好率先修复，与此同时，我国对美出口亦会边际改善，经济基本面延续回暖态势，资本市场或迎来戴维斯双击，成长风格依然占优。

情形二：中美经贸谈判未取得进一步实质性，延续框架协议，但美国延长关税政策豁免期。在该情形下，尽管理论上美国关税政策仍存在不确定性，但因美国政策再次延长豁免期，市场或对美关税政策免疫，同时亦逐步认识到美关税政策对美国经济的反噬作用，市场情绪亦会逐步修复，我国经济基本面虽未因美关税政策调整优化边际改善，但亦会带来资本市场结构性行情。此时市场风险偏好修复，亦会带来估值修复的结构性行情，成长风格依然占优。

预期差：90 天豁免期结束（7 月 8 日），中美经贸谈判并未取得进一步成果，24%关税不再豁免，那么 2025 年美国对我国加征关税税率为 54%，外需冲击或进一步加剧，增量稳增长政策有望加码，重点关注 7 月中共中央政治局会议。

若 90 天豁免期结束，中美经贸谈判并未取得进一步成果，24%关税税率不再豁免，即 2025 年美国对我国加征关税税率达到 54%，或进一步增大市场悲观预期，即使我国可以通过转口贸易部分对冲外部冲击影响，但市场悲观预期增大，且抢出口或透支年内需求，或对生产、投资和消费形成进一步收缩压力。在此情境下，我们理解，7 月中共中央政治局会议成为观察增量稳增长政策出台的观察窗口。

● 风险提示：

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

目录

1 5月经济保持平稳，消费成为需求改善的主要贡献	5
2 消费增速超预期回升，政策驱动效果持续显现	6
2.1 社零超预期回暖，商品消费是主要驱动项	6
2.2 政策驱动型消费领涨，关注文体旅增长点	7
3 房地产投资拖累并未改善，市场情绪制约制造业投资	8
3.1 房地产投资拖累仍在，关注价格指数止跌反弹	8
3.2 美关税政策不确定性冲击市场主体决策，制造业投资边际放缓	11
4 展望：三重脆弱性制约美关税攻势 三季度经济转机逻辑浮现	12
风险提示	15

图表目录

图表 1: 供给 VS 需求.....	6
图表 2: 社会消费品零售总额同比增速 (%)	6
图表 3: 商品零售和餐饮收入同比增速 (%)	6
图表 4: 限额以上商品消费增速 (%)	8
图表 5: 限额以上商品消费增速边际变化 (%)	8
图表 6: 5 月全国商品房销售均价 (元/平方米)	9
图表 7: 5 月全国住宅房销售均价 (元/平方米)	9
图表 8: 房屋竣工面积同比增速 (%)	9
图表 9: 商品房待售面积.....	9
图表 10: 70 大中城市房屋销售价格指数同比增速 (%)	10
图表 11: 70 大中城市二手住宅销售价格指数同比增速 (%)	10
图表 12: 制造业投资同比增速 (%)	11
图表 13: 制造业分行业同比增速 (%)	11

1 5 月经济保持平稳，消费成为需求改善的主要贡献

5 月经济保持相对平稳，按照生产法拟合，5 月经济增速或持平 4 月。从供需两端来看，供需均边际改善，供需缺口边际收窄，其中，需求主要是消费拉动，投资和出口边际放缓；供给端则主要受益于服务业生产，工业生产边际放缓，供给驱动特点有所弱化。整体来看，5 月经济数据符合我们前期判断，因美国关税政策不确定性影响，冲击微观市场主体决策，市场主体情绪偏谨慎，生产呈现订单驱动，边际放缓，而促消费政策效果持续显现，叠加节日效应，成为拉动需求回升的主要贡献。

(1) 按照生产法拟合，5 月我国经济增速为 5.5%，持平 4 月拟合值，显示 5 月经济保持相对平稳，其中，工业生产边际放缓，5 月工业增加值同比为 5.8%，较前值下降 0.2pct，服务业生产边际改善，5 月服务业生产指数同比增长 6.2%，较前值上升 0.2pct。

(2) 在需求端，根据投资、零售和出口三个需求指标加权同比增速为 4.08%，较前值上升 0.2pct，显示需求环比有所改善，主要是销售带动，投资和出口环比放缓。5 月投资、社零和出口分别贡献 1.15%、2.85% 和 0.08%，较前值变动分别为 -0.3pct、0.54pct 和 -0.04pct。

(3) 在供给端，工业和服务业加权同比增速为 6.1%，较前值上升 0.1pct，其中，工业生产和服务业生产分别贡献 2% 和 4.1%，较前值分别变动 -0.1pct 和 0.2pct，服务业生产保持相对韧性，工业生产边际放缓相对较为明显。我们理解，这符合我们前期判断，美关税政策存在较高不确定性，影响微观市场主体决策，情绪偏谨慎，生产呈现订单驱动特点，生产或边际放缓。

(4) 从供需两端来看，生产和需求均呈现边际改善，供需缺口有所收窄，但未来修复可持续性仍值得关注。5 月供需缺口为 2.02%，较前值收窄 0.1pct。

图表1：供给 VS 需求



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 消费增速超预期回升，政策驱动效果持续显现

2.1 社零超预期回暖，商品消费是主要驱动项

5月社零同比增速为6.4%，较前值回升1.3pct，不存在低基数效应，5月两年复合增速为5.04%，较前值回升1.35pct，好于wind一致预期4.85%，亦好于季节性水平，较近五年同期均值高2.54pct。我们理解，5月消费回升，不仅得益于“五一”假期的提振作用，同时促消费政策效果持续显现。

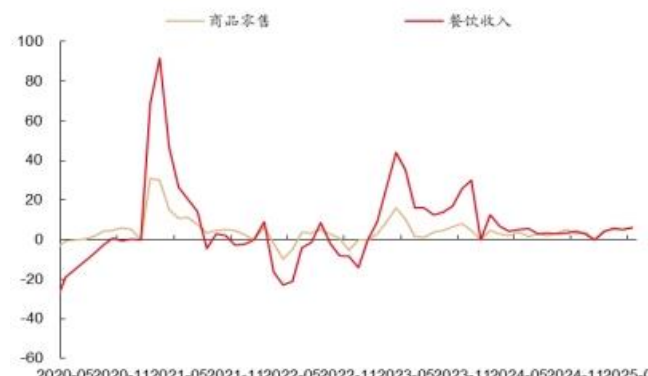
从商品和餐饮结构来看，商品消费是消费回升的主要拉动力，餐饮消费亦有回升，但贡献相对平稳。5月商品消费对社零增速贡献为4.62%，较前值回升1.19pct；餐饮消费对社零增速贡献为0.78%，较前值上涨0.07pct。

图表2：社会消费品零售总额同比增速 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：商品零售和餐饮收入同比增速 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 政策驱动型消费领涨，关注文体旅增长点

(1) 促消费政策效果持续显现，政策驱动型商品消费增速保持高速稳健增长。5月政策驱动类商品家用电器和音响器材类、通讯器材、文化办公用品类、家具类同比增速分别为53%、33%、30.5%、25.6%，均显著高于限额以上企业商品零售总额同比增速，增速位居各类商品前列。此外，建筑及装潢材料类、汽车类同比增速分别为5.8%和1.1%，低于限额以上企业商品零售总额同比增速，前者或因房地产销售增速有所放缓，后者或是政策效果边际放缓。从以上六大类政策驱动型商品对限额以上商品消费增速来看，5月以上六种政策驱动型商品的贡献为7.15%，较前值上升1.59pct。整体来看，政策驱动型商品销售保持平稳高速增长，是推动商品销售增速回升的主要动力，背后应是节日效应、“618大促销”以及以旧换新政策效果共同推动。

值得注意的是，按照相关规定，今年全国补贴政策的统一截止时间为2025年12月31日，但近期重庆、江苏、广东等地的“国家以旧换新补贴”（国补）突然暂停使用，或是第一阶段资金额度用完，或是系统升级导致，短期政策驱动型消费或存在波动¹。根据最新消息，以上地区均强调政策会贯彻全年，后续需要跟踪观察政策动态。

(2) 体育、娱乐用品类延续高增速，与近期各地区促进文体融合发展有关，亦是促消费政策的体现。5月体育、娱乐、用品类同比增速分别为28.3%，较前值回升5pct，前期已经有提示，这与各地区促进文体旅融合发展有关，《提振消费专项行动方案》亦强调“扩大文体旅消费”，如“票根经济”成为“五一”假期文旅消费新增长点。再次提示，促消费扩内需是全年的主线任务，未来文体旅融合发展或仍有望成为各地区促消费的有力手段，值得关注。

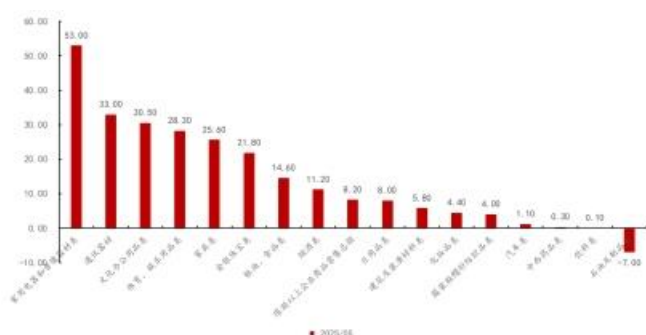
(3) 升级类消费边际放缓。5月金银珠宝类、化妆品类消费同比增速分别为21.8%和4.4%，较前值变动分别为3.5pct和2.8pct。

(4) 过境免签、单方面扩大免签国家范围叠加离境退税政策，亦带来消费回暖，我们前期多次强调过，值得重点关注。4月26日，国家税务总局会同商务部等六部门发布通知，进一步优化离境退税政策和服务措施，将离境退税起退点从500元下调至200元，并在全国范围内推广。根据新华社消息，国家税务总局

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/tcFuB4hPWGJmv70un1IUWA>

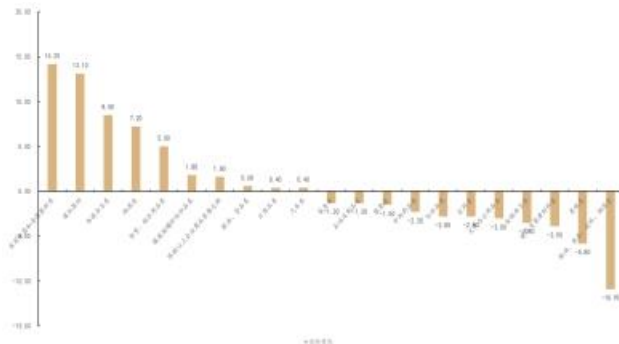
数据显示，优化离境退税政策实施首月（4月27日至5月26日），全国税务部门办理离境退税笔数同比增长116%，退税商店销售额同比增长56%²。根据雪球统计，2024年离境退税额度为280亿元³。按照离境退税计算方法⁴，2024年离境退税销售额在3110亿元-4670亿元。按照优化离境退税政策首月数据增长数据倒算，假设2024年同期离境退税商品销售额采用月度均值，2025年4月27日至5月26日优化离境退税销售额在404.3亿元-607亿元，对社零增速拉动作用在0.58%-0.87%。

图表4：限额以上商品消费增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表5：限额以上商品消费增速边际变化（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

3 房地产投资拖累并未改善，市场情绪制约制造业投资

固定资产投资增速延续边际回落，房地产投资仍是主要拖累，且跌幅进一步扩大。1-5月固定资产投资累计同比增速3.7%，弱于wind一致预期4.04%，较前值下跌0.3pct。其中，狭义基建投资累计同比增速为5.6%，较前值回落0.2pct，广义基建投资累计同比增速为10.42%，较前值回落0.43pct，在财政前置发力背景下，基建投资增速并未明显回升，一方面或是防范化解地方政府隐性债务主基调不变，制约基建投资积极性，另一方面，或是传统基建投资相对饱和，满足成本收益匹配的项目或有所减少；制造业投资累计同比增速为8.5%，较前值回落0.3%；房地产投资累计同比增速为-10.7%，较前值回落0.4pct。

3.1 房地产投资拖累仍在，关注价格指标止跌反弹

² <http://news.10jqka.com.cn/20250611/c668806779.shtml>

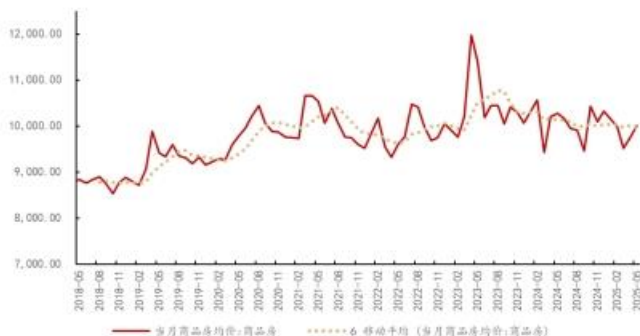
³ <https://xueqiu.com/4631817224/333276015>

⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/rJ10zbhZISjPnK0DkAQf9A>

(1) 商品房销售景气度边际放缓，销售均价跌幅收窄

1-5月商品房销售面积同比增速为-3.62%，较前值回落0.24pct，商品房销售额同比增速为-4.41%，较前值下降0.74pct，均显示商品房销售景气度边际放缓。5月商品房销售均价为10004.44元/平方米，同比增速为-2.7%，跌幅较前值收窄1.59pct。

图表6：5月全国商品房销售均价（元/平方米）



图表7：5月全国住宅房销售均价（元/平方米）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

(2) 供给收缩，去库压力仍在

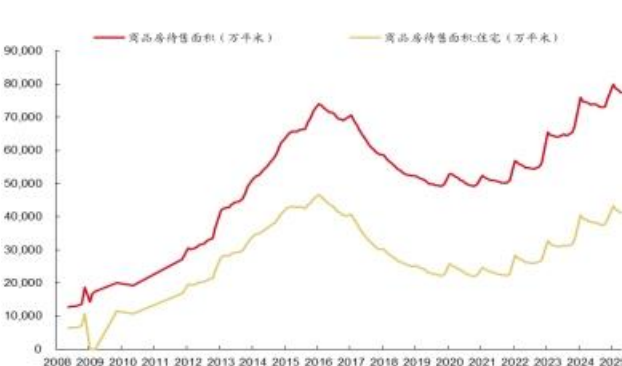
5月商品房新开工面积和施工面积同比增速分别为-22.95%和-9.27%，较前值变动分别为1.18pct和0.51pct，虽然边际改善，但跌幅仍较为显著，整体显示供给仍呈现收缩态势。商品房销售放缓，或与短期去库压力较大有关。商品房待售面积为7.74亿平方米，同比增速4.2%，绝对值处于2018年以来96.20%历史分位数；住宅待售面积为4.43亿平方米，同比增速6.5%，绝对值处于2018年以来96.20%历史分位数。

图表8：房屋竣工面积同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表9：商品房待售面积



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

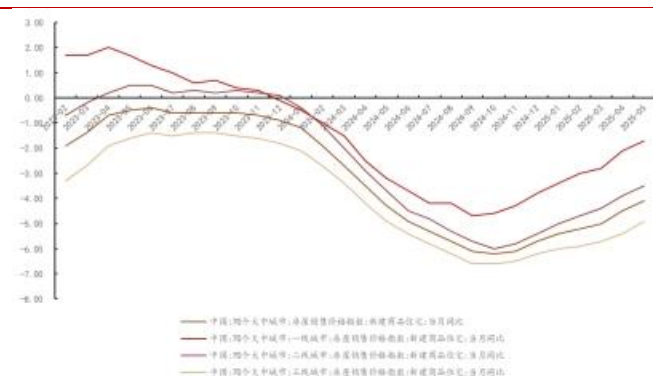
(3) 关注价格止跌企稳信号，短期房地产投资拖累或持续存在

我们在报告《4月经济呈供给驱动特征,应超前关注科技产业对投资的补充》中提示,房价作为供需博弈的结果,房价企稳回升是房地产投资改善的前置变量。从全国层面来看,5月商品房销售均价尚未止跌企稳,跌幅小幅收窄,且销售景气度边际放缓,短期难言房价持续改善。考虑高能级城市销售率先回暖,70大中城市房屋销售价格或具有较好的前瞻性意义。报告继续跟踪5月房价变化情况,维持前期判断,从70大中城市来看,一线城市房价或在今年年底止跌企稳,二线城市有望在明年一季度末止跌企稳,三线城市房价止跌企稳或在2027年年初,年内房地产投资增速难言显著改善。

从70大中城市房屋销售价格来看,70大中城市房价跌幅延续边际收窄,或房价回暖趋势持续,且高能级城市房价回暖领先于其他城市。5月70大中城市房屋销售价格指数同比增速为-4.1%,较前值回升0.4pct,跌幅连续7个月边际改善,尽管环比增速跌幅有所扩大,但价格同比持续改善仍是主趋势。其中,一线城市、二线城市和三线城市房屋销售价格指数当月同比分别为-1.7%、-3.5%和-4.9%,较前值变动分别为0.37pct、0.33pct、0.23pct。

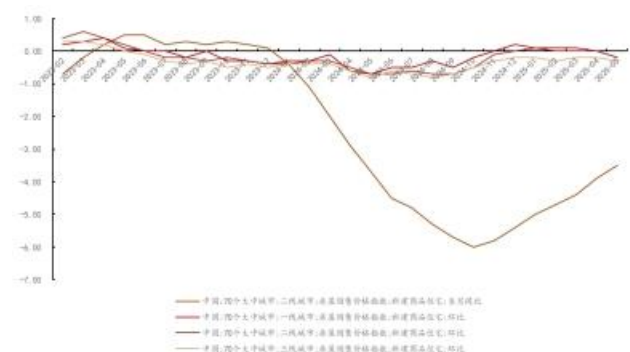
从70大中城市二手住宅销售价格来看,70大中城市二手住宅价格跌幅亦呈现持续收窄态势。5月70大中城市二手住宅销售价格指数同比增速为-6.3%,较前值回升0.5pct,连续8个月边际改善。其中,一线城市、二线城市、三线城市二手住宅销售价格指数同比增速分别为-2.7%、-6.1%、-6.9%,较前值分别回升0.5pct、0.4pct、0.5pct,分别连续8个月、8个月和7个月边际改善。

图表10: 70大中城市房屋销售价格指数同比增速(%)



资料来源:Wind,中邮证券研究所

图表11: 70大中城市二手住宅销售价格指数同比增速(%)



资料来源:Wind,中邮证券研究所

尽管70大中城市商品房房屋销售价格环比跌幅有所扩大,但我们理解,同比增速更能反映居民持有资产价格变动情况,如果同比增速能止跌企稳,可显著

增强居民信心。若仅从 70 大中城市房屋销售价格指数同比增速边际改善均值线性外推，我们维持前期判断，一线城市房价有望年底止跌企稳，二线城市房价止跌企稳时间或在明年一季度末，三线城市房价止跌企稳或在 2027 年年初。

3.2 美关税政策不确定性冲击市场主体决策，制造业投资边际放缓

我们在前期报告多次强调，基于未来不确定性，短期市场微观主体采取谨慎策略，以订单驱动生产，短期生产、投资和消费或趋于收缩，5 月经济数据显示，生产和投资增速均边际放缓，这在 5 月 PPI 数据亦有所体现（详见报告《出口展韧性，中美谈判进展或促风险偏好修复》）。5 月制造业投资增速为 8.5%，较前值回落 0.3pct。

从分行业来看，5 月制造业分行业投资增速均边际放缓，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、汽车制造业、农副食品加工业、通用设备制造业、食品制造业、有色金属冶炼及压延加工业同比增速维持较高增速，同比增速分别为 26.10%、23.40%、17.70%、17.50%、16.10%和 14.30%，较前值变动分别为-3.5%、-0.2%、-0.7%、-0.4%、-0.5%和-2.1%。其中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业保持高增速或与出口保持韧性有关；汽车制造业或因促消费政策驱动，以及新能源汽车存在抢市场份额竞争。

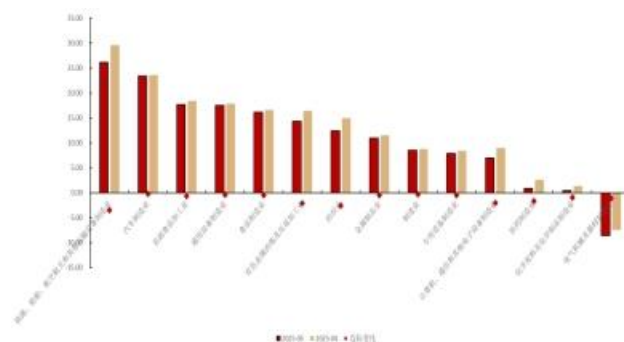
向后看，我们理解，6 月美关税政策仍存在较大不确定性，其对市场主体决策冲击仍在，短期或对生产、投资收缩压力影响难以显著变化，或制约生产和投资边际改善。但值得注意的是，4 月 28 日发改委在新闻发布会表示，力争 6 月底前下达 2025 年“两重”建设和中央预算内投资全部项目清单，不排除政策效果对冲外部冲击影响的不确定性，乐观判断，6 月生产和投资增速或保持相对平稳。

图表12：制造业投资同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表13：制造业分行业同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 展望：三重脆弱性制约美关税攻势 三季度经济转机逻辑浮现

5 月经济整体运行平稳。按照生产法测算，5 月经济增速或在 5.5% 左右，持平前值；从供需两端来看，供需均边际改善，供需缺口小幅收窄；从增长动能来看，需求改善主要是消费提振，投资和出口边际放缓，符合我们前期判断，外部不确定性冲击市场微观主体决策，对生产和投资产生收缩压力，且房地产市场仍处于深度调整期，房价尚未止跌企稳，房地产投资跌幅并未改善，持续拖累投资增速。而供给端边际改善主要源自服务生产边际回暖。

向后看，二季度短期宏观环境的主要矛盾是美国关税政策，冲击市场微观主体投资决策，对生产和投资影响或持续存在，二季度经济增速或小幅边际放缓，预计在 5.2%-5.3% 左右；进入三季度美关税政策影响或逐步减弱，市场情绪或率先修复，或带来估值修复的结构性行情机会。若 9 月美联储降息落地，内外共振，资本市场或迎来新一轮投资机会。

(1) 展望 6 月，美国的关税政策所带来的影响预计将持续，微观经济主体的谨慎情绪可能不会明显改善，生产和投资的紧缩压力依旧存在，从生产法拟合，预计二季度经济保持相对平稳，经济增速或在 5.2%-5.3% 左右。

(2) 展望三季度，基于美国经济自身考虑，美关税政策再度加码的概率或相对有限，美国对我国关税政策或不会超过豁免期水平，甚至有望进一步松动。若此预期兑现，市场情况或率先修复，成长风格或占优。若 9 月美联储降息，或实现内外共振，资本市场或迎来新一轮投资机会。

尽管美国总统特朗普行事风格反复多变，这给中美经贸谈判增加了不确定性，但从美国经济来看，三大因素制约美国关税谈判。

第一，美关税政策对通胀影响存在高不确定性，制约美联储货币政策，放大美国债务风险。尽管美国关税政策对通胀的影响并未显著显现，5 月美国核心 CPI 同比增速为 2.8%，持平前值，低于预期的 2.9%，在一定程度上缓解市场对经济的担忧，消费者对未来一年通胀率的预期较为明显改善，消费者对未来一年通胀率的预期为 5.1%，低于 5 月预计的 6.6%，为 2001 年 10 月以来的最大月度降幅，密歇根大学 6 月消费者信心指数初值上升 8.3 点至 60.5，创下 2024 年 1 月以来

的最大涨幅，但我们理解，短期关税影响的不确定性仍在，或因前期美国企业抢进口行为，短期囤货避免了关税的影响，美国耐用品价格并未显著变动，我们前期亦强调关税对通胀的影响或存在一定时滞，并不能仅仅因 5 月通胀温和增长忽视关税政策对通胀的潜在影响。与此同时，中东地缘政治风险上升，推升石油价格快速走高，布伦特原油期货结算价格从 5 月末的 63.9 美元/桶上涨至 6 月 13 日的 74.23 美元/桶，上涨 16.17%，加剧美国通胀潜在风险，6 月美国通胀水平仍需跟踪关注。

鉴于美国通胀仍高于美联储目标水平，且关税和地缘政治的影响尚待进一步确定，制约短期美联储货币政策。在高利率环境下，美国债务可持续性引发市场担忧。截至 6 月 13 日，美国十年期国债到期收益率为 4.41%，高于美国名义 GDP 增速水平，理论上美国债务可持续性存疑。与此同时，高利率和经济增速放缓预期，亦放大市场潜在债务风险，如商业地产贷款风险敞口增大。根据美国抵押贷款银行家协会（MBA）数据，2025 年一季度商业抵押贷款违约率延续上升态势，为 2021 年以来的阶段性新高，反映出商业地产贷款面临越来越大的压力，如银行和储蓄结构（拖欠 90 天或以上或不计息）违约率为 1.28%，较去年四季度提高 0.02pct；人寿公司投资组合（拖欠 60 天或以上）违约率为 0.47%，较去年四季度提高 0.04 个百分点；房利美和房地美（拖欠 60 天或以上）违约率分别为 0.63% 和 0.46%，较去年四季度分别提升 0.06pct 和 0.06pct；CMBS（拖欠 30 天或以上）违约率为 6.42%，较去年四季度上升 0.64pct。若美国关税政策进一步加码，美联储持续维持高利率，以及面临经济增速放缓预期，无疑会增大美国债务风险暴露风险。

第二，中期选举仍是美国特朗普关注的重点议题，关税政策对蓝领阶层冲击以及内部政策博弈的影响，亦是制约美关税政策的因素。美国总统特朗普的选民基础是中下层阶级。当前美国关税政策推升通胀韧性，且增大经济放缓风险，势必影响中下层阶级的生活，或对其中期选举产生负向冲击。此外，美国特朗普政府上台以来推出的政策措施，导致美国国内的政治博弈日益激烈，特朗普与马斯克、民主党与共和党、共和党内部右翼与左翼之间的冲突全面爆发，特别是加州地区冲突是美国内部政治博弈的典型代表，这凸显了美国在推进关税政策时面临的关键短板。

第三，美关税政策影响美元霸权地位。因美关税政策影响，引发全球金融市场剧烈震荡，尽管目前市场逐步修复，若未来美关税政策恢复至豁免期水平，或再度引发金融市场剧烈动荡，与此同时，考虑美国关税政策会增大美国经济滞胀风险，美元资产在全球吸引力或有所下降，影响美元霸权地位。

综上，我们理解，美国经济内在脆弱性制约美国关税政策的可持续性，尽管短期美关税政策不确定性影响仍存，但进入三季度，美关税政策影响或逐步消退。

情形一：中美经贸谈判取得实质性进展，美国对我国加征关税税率不高于豁免期水平，甚至存在进一步下调可能。

在该情形下，美国对我国关税政策明确，市场风险偏好率先修复，与此同时，我国对美出口亦会边际改善，经济基本面延续回暖态势，资本市场或迎来戴维斯双击，成长风格依然占优。

情形二：中美经贸谈判未取得进一步实质性，延续框架协议，但美国延长关税政策豁免期。

在该情形下，尽管理论上美国关税政策仍存在不确定性，但因美国政策再次延长豁免期，市场或对美关税政策免疫，同时亦逐步认识到美关税政策对美国经济的反噬作用，市场情绪亦会逐步修复，我国经济基本面虽未因美关税政策调整优化边际改善，但亦会带来资本市场结构性行情。此时市场风险偏好修复，亦会带来估值修复的结构性行情，成长风格依然占优。

预期差：90 天豁免期结束（7 月 8 日），中美经贸谈判并未取得进一步成果，24%关税不再豁免，那么 2025 年美国对我国加征关税税率为 54%，外需冲击或进一步加剧，增量稳增长政策有望加码，重点关注 7 月中共中央政治局会议。

若 90 天豁免期结束，中美经贸谈判并未取得进一步成果，24%关税税率不再豁免，即 2025 年美国对我国加征关税税率达到 54%，或进一步增大市场悲观预期，即使我国可以通过转口贸易部分对冲外部冲击影响，但市场悲观预期增大，且抢出口透支年内需求，或对生产、投资和消费形成进一步收缩压力。在此情境下，我们理解，7 月中共中央政治局会议成为观察增量稳增长政策出台的观察窗口。

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048