



产业重塑下的宏观剧本

2025 年 06 月 16 日

➤ **回顾上半年，经济和市场最大的意外和波动是来自于特朗普政策的捉摸不透。**而这种风格带来的主要影响就是预期和实际的分化，例如预期恶化明显，但实际经济数据却因滞后反应等因素表现韧性。**展望下半年，预期和现实的分化会继续，但是可能会呈现相反的状态。**一方面，特朗普政策对预期冲击最大的阶段已经过去；另一方面，政策对经济的负面影响下半年或将逐步显现。

➤ **宏观的不确定性依旧是短期内的核心主线**，但从更长的视野来看，我们也要试着去把握一些确定性的叙事和逻辑，海外是美元信用体系的削弱，国内则是“十五五”等长期战略下，科技产业链的布局。具体来看：

➤ **海外方面，下半年衰退风险可控。**今年对美国经济最大的担忧主要出自于特朗普一意孤行的政策。从上半年的经验来看，特朗普的政策依旧有底线，不会随意拿衰退来冒险。除此之外，财政方面，下半年减税法案大概率能通过国会且签署生效，撇开债务负担不说，对于经济及其预期是有提振的；货币政策方面，尽管当前美联储“隐而不发”，但是客观上美联储的政策空间很足，当经济出现软着陆迹象，美联储会适时降息。

➤ **但是滞和胀的情景依旧不变。**其中与上半年相比，预计滞的信号会更加明显，特朗普政策的负面效果可能会逐步显现，尤其是上半年保持韧性的消费和非住宅投资，下半年的增速可能会明显放缓、拖累整体增长中枢下移。而由关税到物价的传导，预计只是时间的问题。

➤ **资产表现上，“滞胀”的基准情形下，黄金或是当下经济环境中，资产选择的“版本答案”。**而美元资产的吸引力正持续下行，下半年的关键在于美债，如果美债出现风险，流动性问题加大，股债汇出现三杀的概率很大。

➤ **国内经济运行预计呈现“先升后稳”的局面。**上半年，得益于去年“924”以来政策脉冲的延续，以及“抢出口”下的出口韧性超预期，预计经济有望实现较快增长。**展望下半年**，尽管关税仍有压力，但比此前预期的要低，这意味着出口的表现会比之前预期的更稳健。除此之外，房地产需求端刺激政策已适时加码，我国制造业存在“全链路”的比较优势，“以旧换新”等政策对于消费的结构支持还有一定余力，这些因素都能够助力于下半年经济的平稳运行。

➤ **不过考虑到外部环境仍存不确定性，为了完成全年经济目标，需要国内需求稳住并进一步发力。**其中，财政端，重点关注存量政策的落实以及“以旧换新”进一步加力扩围，完善养老金体系、加大生育补贴及就业补助等增量政策的出手。货币方面，内外部压力减轻也为再次降息预留了空间，结构上，新一轮结构性货币政策将着力提升金融支持实体的适配性和精准性。

➤ **在稳住经济局面的情况下，“十五五”规划等长期战略，预计还将进一步巩固中国科技制造在全球产业链的优势。**与全球其他主要经济体相比，我国制造业单位从业人员增加值偏高、且与美国之间的差距更小，相较于服务业而言更具优势。换句话说，我国制造业劳动生产率高于服务业，更好地发挥优势领域也是面对经济不确定性加剧的不二之选。巩固我国科技制造在全球产业链的优势，有助于在产业和地缘博弈中把握更多主导权。

➤ **风险提示：**国内经济增长和政策推进不及预期；特朗普政策过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓；地缘政治风险升温导致资产价格波动加大。

**分析师 陶川**

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师 邵翔

执业证书：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师 林彦

执业证书：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

分析师 张云杰

执业证书：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

研究助理 钟渝梅

执业证书：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

相关研究

- 1.2025 年 5 月金融数据点评：5 月金融数据：三个关注要点-2025/06/14
- 2.海外市场点评：伦敦会谈：贸易谈判的“分水岭”？-2025/06/12
- 3.贝森特“化债”的招靠谱吗？（一）：SLR 的“来龙去脉”-2025/06/11
- 4.2025 年 5 月外贸数据点评：5 月出口：贸易放缓的三个信号-2025/06/09
- 5.海外市场点评：中美元首通话的“留白”-2025/06/06

目录

1 海外政策经济和政策	3
1.1 关税政策：贸易谈判进入新阶段	3
1.2 货币政策：“力不从心”的美联储	7
1.3 财政政策：债务风险加大	8
2 海外经济政策下的资产叙事	9
2.1 美国经济：比上不足，比下有余	9
2.2 美国滞胀“环境”下，黄金是“版本答案”	11
3 国内：出口“退潮”下的政策布局	13
4 风险提示	18
插图目录	19

回顾上半年，**经济和市场最大的意外和波动是来自于特朗普政策的捉摸不透**，可以对全球无差别征收对等关税、把对华关税提高至 100% 以上，也能毫不犹豫地暂缓关税、甚至放下姿态主动寻求和谈。而这种风格带来的主要影响就是**预期和实际的分化**，例如预期恶化明显，但实际经济数据却因滞后反应等因素表现韧性。

展望下半年，**预期和现实的分化会继续，但是可能会呈现相反的状态**。一方面，特朗普政策对预期冲击最大的阶段已经过去，下半年特朗普“发难”的空间受限、而且市场已经逐步习惯了他的行事风格，预期指标可能在上半年超调的情况下有所修复。另一方面，特朗普陆续颁布的政策，虽然来回变动，但对经济的负面影响是实实在在的，下半年或将逐步显现。

宏观的不确定性依旧是短期内的核心主线，但从更长的视野来看，我们也要试着去把握一些确定性的叙事和逻辑，海外是美元信用体系的削弱，国内则是“十五五”等长期战略下，科技产业链的布局。

1 海外政策经济和政策

1.1 关税政策：贸易谈判进入新阶段

临近 7 月 9 日关税暂缓的截止期，主要大国对美谈判进入了最后冲刺阶段，往后看，对于关税，我们关注几个主要问题和线索：

首先，“关税诉讼”将会如何演绎？两点值得注意：对于美国对外关税体系的冲击不大，但是对于贸易谈判的影响可能很大。关税大棒依旧存在，但“抓大放小”的特征会更加明显：

一方面，美国联邦巡回上诉法院暂时搁置了暂停关税的相关裁决，特朗普维持现有关税政策的窗口拉长；

另一方面，即使裁决最终恢复，但拥有充足“弹药库”的特朗普也不乏其他的替代方案。例如，特朗普可能采用“双轨”并行方案，但囿于时间和人力，新的关税设计上可能更加聚焦大国：一方面，根据《1974 年美国贸易法》第 122 条实行全面关税，作为短期内 IEEPA 的替代和缓冲，但为期 150 天，最高 15% 税率的限制并不能满足特朗普的“胃口”；因此另一方面，在 150 天内特朗普或将进一步根据 301 条款为贸易伙伴定制“量身”关税。而这也意味着这场关税摩擦可能更加“旷日持久”，而定制化的关税模式也会更加聚焦。

而对于迫在眉睫的贸易谈判而言，无论最终法律纠纷结果如何，谈判的法律基础已经被动摇。其他经济体（尤其是协议内容本身吃亏的经济体）完全可以等特朗普政府基本解决完法律纠纷之后，再作计议，没必要匆促达成协议，除非特朗普增加可置信的威胁或者做出重大让步——这可能也是接下来值得注意的地方，特朗

普可能会进入施压的形态（232 调查/行业关税/进出口限制等），试图让贸易对手相信其坚守关税、重塑贸易的决心。

图1：特朗普征收关税的法律依据

	Section 232	Section 201	Section 301	Section 122	Section 338	IEEPA
涉及主题	威胁国家安全	伤害国内工业	违反贸易协议或其他规则	国际支付问题	歧视美国商务	国家紧急状态
要求机构调查	商务部	美国国际贸易委员会ITC	美国贸易代表办公室USTR	无	无	无
制裁持续时长的上限	无	4年；可能延长，最多至总计8年	4年；可能延长，无上限	150天	无	无
加征关税幅度的上限	无	50%	无	15%	50%	无
举例	对钢铁、铝的关税，2018-	太阳电池产品，2018-2026	特定中国商品，2018-	从未用于加征关税	从未用于加征关税	中国商品，2025-

资料来源：美国国会，民生证券研究院

其次，具体到特定国家的谈判进展，其中，

日本：5月下旬日美连续进行两轮谈判，进展加快。鉴于7月20日日本将举行上议院选举，石破茂为避免外交失败受到指责，寻求达成协议的急迫性较高，而6月中旬G7会议中的日美元首会面可能是破局点。

韩国：韩国国内政治问题一直是谈判的主要阻碍。在6月3日总统大选后，预计美韩双方会举行第三轮谈判，不过整体节奏和成果可能会慢于日本。

印度：美印双方多次表态“谈判非常顺利”。美国贸易团队将于6月5日至6日访问印度，届时可能会有更多协议的细节公布。但对于美印谈判，追踪下来的感受是由于印度根深蒂固的保护主义，进展很可能不如新闻报道中那么“光鲜”。

欧盟：在美国增加钢铝关税后欧盟进一步提出将对美反制，这也给双方关系增加了更多不确定性。后续可以关注特朗普于6月24日北约峰会中的谈判进展，但预计7月初美欧达成协议的难度比较大。

图2：主要大国关税进展

经济体	占美国进口比重	美国对等关税税率	暂缓期间对等关税	最终对等关税	流程					核心问题	进展
					接触	第一轮谈判	第二轮谈判	第三轮谈判	四轮以上谈判		
日本	4.5%	24%	10%							● 驻日美军和军费 ● 汽车关税和农产品进口 ● 汇率和国债购买问题	● 5月23日，日本首相石破茂与美国总统特朗普通电话，就美国关税措施等问题进行了讨论，石破茂表示日本在关税问题上的立场没有改变，将继续寻求取消额外的美国关税。双方同意协调日程，于6月中旬在加拿大举行的七国集团首脑峰会期间，进行面对面会谈。 ● 5月24日，日本与美国在华盛顿举行第三轮部长级关税谈判。赤泽亮正与美国贸易代表格里尔、商务部长卢特尼克会面，就扩大贸易、非关税壁垒以及经济安全合作等议题交换了意见。赤泽亮正表示，此次会谈之前“更加坦诚深入”，日美正着眼以6月七国集团（G7）峰会的领导人线下会面为契机，敲定协议。 ● 5月31日，日美第四轮谈判，赤泽亮正表示，已同意在七国集团峰会之前加快与美国的贸易谈判进程；美国包括汽车零部件在内的关税政策立场未变，如果美国不同意取消包括对等关税和汽车关税在内的所有关税，就很难达成协议；稀土等关键矿产是重要的经济安全议题之一；目标是补充美国、日本在芯片方面的优势。 ● 6月6日，围绕美国总统特朗普的关税政策，日本和美国在华盛顿举行了第五轮部长级谈判。赤泽亮正透露，谈判取得一定进展，但两国依然没有在关税问题上达成一致，双方还存在许多分歧。赤泽在会后表示，本次谈判主要涉及贸易、非关税壁垒和经济安全三个领域，但拒绝透露谈判的具体细节。
韩国	4.0%	25%	10%							● 驻韩美军和防务支出 ● 汽车、钢铁关税，对美能源购买和投资 ● 帮助美国重建造船业 ● 汇率问题	● 5月16日，韩国贸易部长称，1) 与格里尔的会谈未提及外汇议题；2) 仍寻求获得全面关税豁免，美国看起来执意想维持10%的基础关税；3) 就韩国与美国的造船合作进行了深入讨论，向格里尔介绍了扩大美国船舶生产基地和技术转让的计划 ● 5月16日，产业通商资源部长官安德根表示，1) 已与美国建立了正式的谈判框架，代表团将于下周赴美进行技术会谈，作为关税谈判的一部分；2) 下一场部长级贸易谈判可能在6月3日新一届总统选举后举行，美国理解因韩国大选而推迟谈判；3) 与美国的贸易协议可能会在7月8日截止日期之后达成；4) 在与美国贸易代表格里尔的会谈中强调汽车和钢铁行业的重要性。 ● 5月29日，韩国央行行长李昌镛透露，亚洲国家与美国进行了外汇谈判，日韩之间举行的外汇会谈最终推动了亚洲货币升值。 ● 6月6日，韩国新任总统李在明与美国总统特朗普进行首次电话交谈，同意迅速解决关税谈判事宜，两者将在近期举行会晤。
印度	2.7%	26%	10%							● 农业进口关税和壁垒 ● 电子商务、数据存储和关键矿产 ● 可能有非经贸诉求，比如地缘、军贸等 ● 贝森特：印度可能最先和美达成双边协议	● 4月28日，贝森特表示，印度很可能成为首批与美国签署贸易协议的国家之一。印度政府同样表示，印度和美国的双边贸易协定谈判取得积极进展。 ● 5月15日，特朗普表示，印度提出了一项协议，基本上是“零关税”。 ● 5月29日，印度商业和工业部长戈雅尔：印度与美国的贸易谈判进展顺利。 ● 6月4日，印度已向世界贸易组织(WTO)提出申诉。根据一份通知，印度告知WTO称，美国对进口乘用车、轻型卡车及部分汽车零部件征收的25%关税属于“保障措施”（即贸易限制措施），并影响其出口商。印度已寻求与华盛顿就关税问题进行“磋商”。 ● 6月5日，美国贸易代表团在印度新德里进行为期两天的会谈。消息人士称，谈判代表可能最终敲定关税削减和市场准入问题，作为临时协议的一部分。一位印度政府消息人士表示：“在本轮谈判中，谈判代表正在讨论削减农业和汽车等特定行业的关税，以及为印度公司提供的益处。”另一名官员表示，该协议可能会在月底正式宣布，在特朗普总统设定的7月9日最后期限之前，预计声明将在周日之前发表。
欧盟	18.5%	20%	10%							● 欧盟的反击（减分项） ● 欧盟的增值税 ● 农产品进口，数字市场法案 ● 欧盟官员：不知道华盛顿的诉求是什么	● 5月29日，欧盟贸易主管将于周四与美国商务部长卢特尼克及美国贸易代表格里尔通话。欧盟已同意每隔一天与格里尔和卢特尼克进行通话，内容包括关税政策以及在航空、半导体、钢铁等领域的合作。 ● 5月31日，欧盟委员会发言人：我们对美国宣布提高钢铁进口关税表示强烈遗憾，欧盟已准备好对美国提高关税采取反制措施。 ● 6月4日，美国贸易代表格里尔：在贸易问题上与欧盟进行建设性接触；与欧盟的谈判正在迅速推进；欧盟委员会副主席谢夫乔维奇表示，与美国贸易代表格里尔进行了实质性和建设性的讨论，认为我们正朝着正确的方向和速度前进；我们讨论了我们认为可以与美国更好合作的事项，例如人工智能芯片、半导体、关键材料和能源安全；应尽最大努力在7月9日之前达成协议。 ● 6月5日，美国商务部长卢特尼克：如果欧盟想达成协议，就放松对科技公司的压力；数字市场是欧盟谈判中的一个关键话题。 ● 6月6日，欧盟农业专员：欧盟愿意与美国讨论对葡萄酒征收零对零关税；欧盟在与美国的贸易谈判中不会降低食品安全标准。

注：流程列为当前已经进行的谈判次数；

资料来源：华尔街见闻，金十数据等，民生证券研究院

再次，对于中国来说，伦敦会谈后，中美经贸谈判重回正轨，但可能依旧不是接下来一个月内美国贸易谈判的重点；“以时间换空间”，日本、韩国、印度、越南、甚至欧盟的谈判优先级还是会更高。7月中下旬或者之后，中美谈判预计会重回焦点。

截至当前中美谈判的核心是**稀土**，**中国在谈判中占据一定的主动**。由于难以寻找替代来源，我们预计美国的稀土“卡脖子”问题只会是阶段性解决，后续中国也会打好“稀土牌”，在关税和地缘等问题上发挥重要作用，而美国由于客观的掣肘，后续对华限制也不会像上半年那样“随心所欲”。

最后，全球贸易摩擦或将逐步从关税战向供应链之争转变。随着对等关税的推出和贸易谈判逐步达成协议，关税作为贸易政策主力的边际效果会越来越弱。新的

形态可能会是以出口管制为代表的供应链之争。这一点在中美 5 月 12 日联合声明之后的贸易摩擦上表现得十分突出。

供应链竞争上，中国手握“稀土牌”以及与全球产业链深度融合的筹码，美国则坐拥“科技牌”，以及作为全球第一强国、昔日国际秩序的缔造者和维护者，对盟友和中小经济体的威慑力。下半年以及之后几年，中美之间的较量预计将集中在**出口的限制与反限制，全球供应链的包围和反包围**上，深刻影响全球产业布局、实力格局。

图3：关税战到供应链之战：中美竞争的微妙变化（5 月 12 日后）

瑞士会谈以来中美之间的主要摩擦				
时间	内容	关税	供应链	其他
5月13日	美国商务部工业安全局（BIS）宣布采取额外措施 加强全球半导体出口管制 ，规定在世界任何地方使用 华为昇腾（Ascend）芯片 均违反美国的出口管制。		★	
5月23日	白宫宣布对中国和其全球军事最终用户的 芯片设计EDA软件 实施新的出口管制		★	
5月28日	英国《金融时报》称，美国政府计划采取措施限制美国EDA公司向中国出售 设计芯片的软件 。		★	
5月28日	美国国务卿称，将继续收紧签证政策，宣布对那些被认定“参与审查美国公民的外国官员和个人” 实施签证禁令 。			★
5月28日	美国国务卿称，美国将开始吊销中国学生的签证，包括“与中国政府有联系或在关键领域学习”的学生。			★
5月28日	美国暂停向中国商飞出口 GE LEAP-1C发动机技术 ，企图扼杀C919大飞机产业链。		★	
5月30日	据路透社，美国计划将对台军售提升至超过特朗普首个任期的水平，以强化对中国大陆的威慑力。			★
5月31日	美国特朗普政府计划出台新规，扩大对中国 科技行业的限制 ，将受制裁企业的子公司一并纳入监管范围。		★	
5月	中国保持着对美国 稀土出口 的管控		★	
6月3日	特朗普签署行政令，将 钢铝关税 由25%提高至50%	★		

资料来源：腾讯，新浪，观察者网等，民生证券研究院

图4：伦敦会谈已经体现出后关税时代供应链筹码博弈是新重点

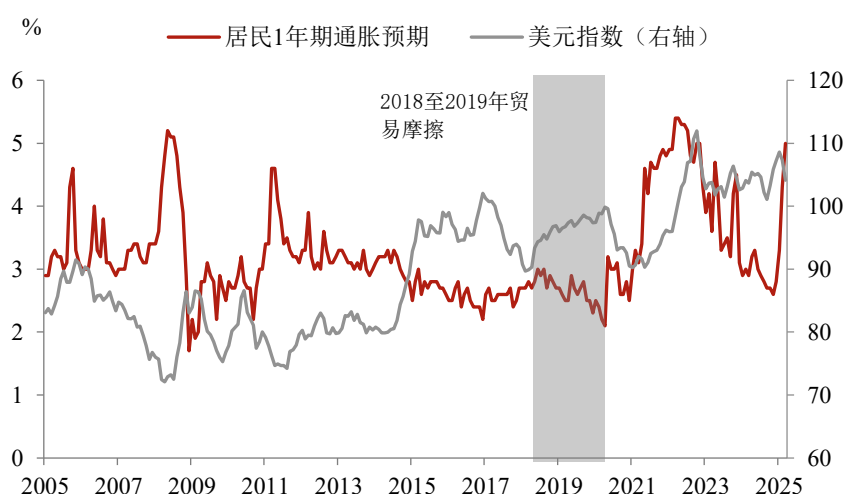
伦敦会谈中美双方的谈判筹码		
国家	谈判方向	具体内容
美国	可谈判	● 飞机发动机零配件、化学品（乙烷）等 ● 留学生问题 ● 中国先进芯片全球禁令 ● 中低端芯片出口，芯片设计软件（EDA） ● 其他如核电设备等
	有限/不可谈判	● 关键半导体制造设备 ● 高端芯片，其他高技术软件、设备 ● 军用材料、先进制造材料等
中国	可谈判	● 民用稀土
	有限/不可谈判	● 军用稀土

资料来源：网易，腾讯等，民生证券研究院

1.2 货币政策：“力不从心”的美联储

我们在之前的报告《无能为力的联储，被迫强势的鲍威尔》中系统阐述了联储宽松的客观约束。当前美联储轻易不宽松，可能不仅仅是意愿的原因，更有“无能为力”的因素。在特朗普 2.0 和后疫情时代的变局下，降息的传导路径已经出现很大的变化——降息如果进一步使得美元贬值、会放大通胀的恶性循环；同时也可能使得私人部门的净利息支出在短期内上升，导致需求进一步走弱。

图5：美元指数对通胀预期有限制作用



资料来源：wind，民生证券研究院

所以，当前等待和观察仍是当前美联储的最好选择。白宫设置 90 天关税暂缓时间窗口的最后期限是 7 月 9 日，计划通过新减税和支出法案的最后期限是 7 月 4 日。在这两项政策阶段性成果出现之前，前瞻性降息意味着要承担较大风险——若关税谈判和减税推进顺利，美联储完全有理由在宽松上“徐徐图之”。

那么什么能迫使美联储宽松呢？我们在之前的报告《无能为力的联储，被迫强势的鲍威尔》提到，美联储重启降息，除了经济软着陆外，可能还需要一些更“标志性”的条件：

1) 美元企稳，去美元化叙事消退，这需要特朗普政策的不确定性下降，以及美国 and 主要大国/经济体之间的经贸外交关系逐步有序化。

2) 其他主要非美经济体货币政策在边际上进一步宽松。这可以缓解美联储在货币政策上的汇率掣肘。

3) 或者出现更加严重的风险事件。比如美债市场出现流动性风险+出现有一定规模的金融机构暴雷，或者债务成本反噬企业和实体经济，导致失业率明显上升，

经济进入衰退。

1.3 财政政策：债务风险加大

减税法案作为特朗普对内核心政策，不仅影响下半年美国经济的走势，其背后的债务问题也“牵动人心”。当前，众议院版本“美丽大法案”通过，预计将在未来十年内增加 2.3 万亿美元的赤字，结合利息支出，整体将使得债务增加 3.1 万亿美元。主要包括减税、削减开支、增加国防边境支出和提高债务上限四个方面。其中，

1) 减税预计增加赤字 3.8 万亿美元，包括：延长并扩大 TCJA、新增临时性减税以及增加税收收入；

2) 增加国防、移民、边境安全支出；

3) 削减开支：主要集中在医疗补助、学生贷款、食品券、清洁能源补贴等；

4) 提高债务上限 4 万亿美元。

往后看，参议院将在 6 月开始审议该法案，并提出修改意见。虽然特朗普希望在 7 月 4 日之前完成立法，但考虑到两院可能存在的分歧，法案仍有推迟完成立法的风险。但整体来看，法案对财政的影响预计在年内会有所显现。

而这也是我们一直所担忧的，从债务周期的角度来看，美国现在处在大周期向下的边缘，这意味着债务违约潮可能即将到来。我们在《二季度美国的流动性挑战》中提到，二季度将面临缩表后相对脆弱的流动性环境遇上偿债高峰，若批准新的“债务上限”法案，或引发流动性暂时大幅收紧。

通常控制债务的路径有两条：一是金融配合，本质是降息续命，另一种选择是控制财政，也即压降非利息赤字。现在前者美联储不愿配合，而后者债务仍在继续扩张，这也就意味着美国的债务风险将会越来越大。随着债务周期的下行，美国经济周期性走弱也刚刚开始。

图6：减税法案预计使得未来十年总债务上升 3.1 万亿美元

减税法案对未来十年财政赤字的影响	
增加支出(十亿美元)	
筹款委员会（减税规模）	3775
司法委员会	7
军事服务委员会	144
国土安全委员会	67
增加总额	3993
减少支出（十亿美元）	
能源商业委员会	-988
教育人力委员会	-349
农业委员会	-238
政府监管改革委员会	-51
交运基建委员会	-37
金融服务委员会	-5
自然资源委员会	-20
减支总额	-1688
合计支出（十亿美元）	
静态，合计	2305
考虑动态交互作用，合计	2505
利息支出	550
总债务影响	3055

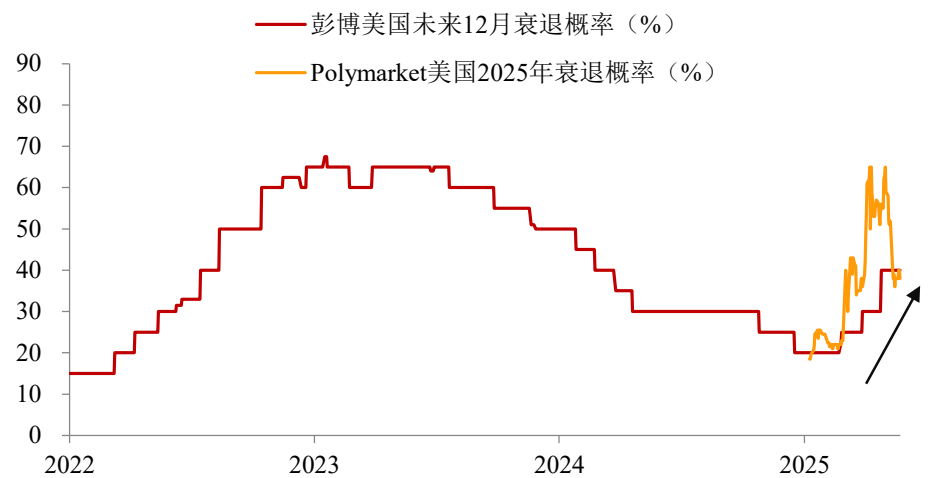
资料来源：美国国会，民生证券研究院

2 海外经济政策下的资产叙事

2.1 美国经济：比上不足，比下有余

下半年衰退风险可控。今年对美国经济最大的担忧主要出自于特朗普一意孤行的政策。从上半年的经验来看，特朗普的政策依旧有底线，不会随意拿衰退来冒险。除此之外，财政方面，下半年减税法案大概率能通过国会且签署生效，撇开债务负担不说，对于经济及其预期是有提振的；货币政策方面，尽管当前美联储“隐而不发”，但是客观上美联储的政策空间很足，当经济出现软着陆迹象，美联储会适时降息。

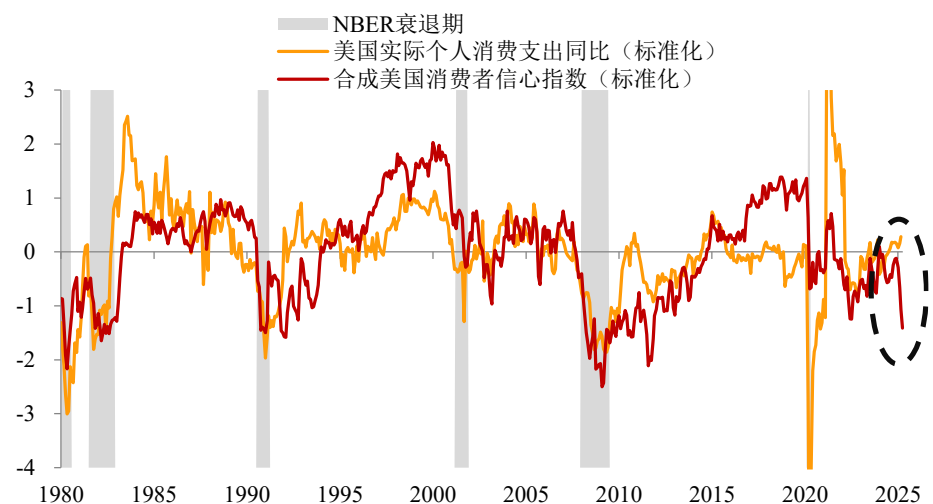
图7：当前美国衰退概率和预期依旧可控



资料来源：彭博，民生证券研究院

但是滞和胀的情景依旧不变。其中与上半年相比，预计滞的信号会更加明显，特朗普政策的负面效果将逐步显现，尤其是上半年保持韧性的消费和非住宅投资，下半年的增速可能会明显放缓、拖累整体增长中枢下移。而由关税到物价的传导，预计只是时间的问题。

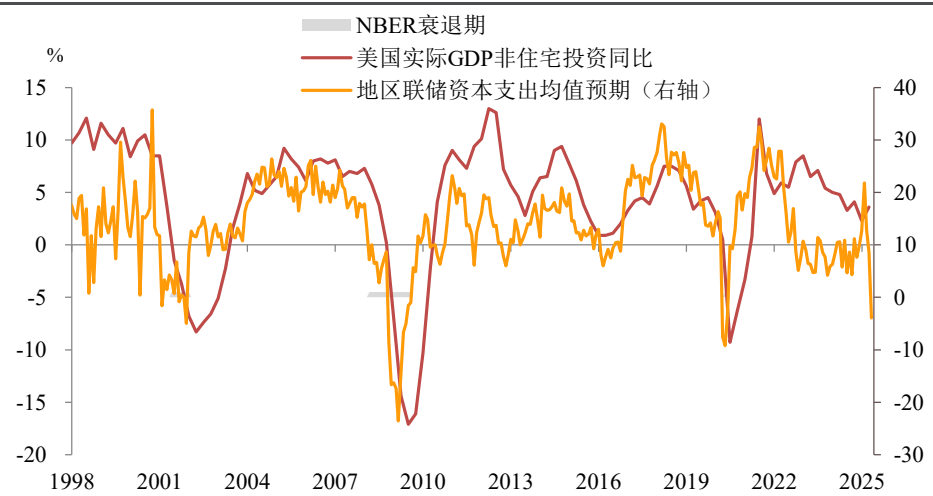
图8：实际消费支出和预期指标



资料来源：同花顺，民生证券研究院

注：截止至 2025 年 4 月。

图9：美国资本开支预期下行



资料来源：同花顺，民生证券研究院

注：截止至 2025 年 4 月。

2.2 美国滞胀“环境”下，黄金是“版本答案”

我们在报告《美国滞胀或是基准，黄金是“版本答案”》提到，未来一段时间内（包括下半年）美国经济的基准情形或是滞胀：

一方面，高通胀是持续的问题，除非发生衰退。今年美国的通胀将会是持续存在、反复发酵的话题。从宏观背景上看，未来一段时间贸易摩擦、供应链重塑是客观现实，即使特朗普关税落地不及预期也不会改变，**所以通胀中枢保持高位是大概率事件。**

另一方面，“滞”的担忧越来越重。关税带来的经济逆风预计在下半年集中体现，而随着前期“抢进口”的逆转、库存的消耗以及生产消费的透支，提前透支带来的短期经济韧性也注定将以更大程度的回落为代价，“软硬”数据的背离也将在晚些时候得到修正。

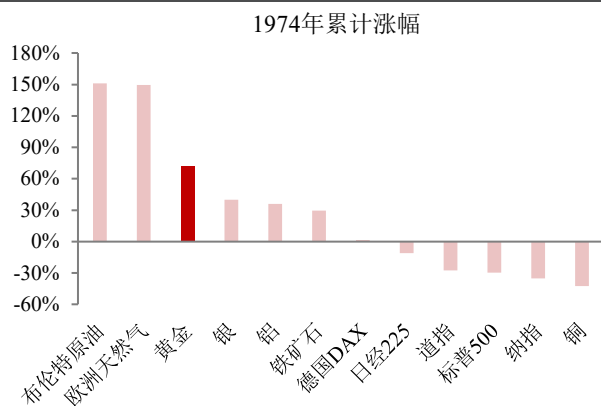
基准之外的“路标”，关注美国信用债市场。美国当前可能面临缩表末期相对脆弱的流动性环境和偿债高峰，企业再融资压力上升，年内出现信用溢价大幅跳升的概率不低。如果特朗普的政策引导处理不当，叠加信用风险飙升，美国经济的衰退风险会大大上升。

对于后续经济和市场走向，可能出现两种情形：一是，美联储反应快做出宽松动作，通胀再次占优；二是，美联储和白宫保持政策定力，资产价格大跌叠加信用危机，美国经济跌入衰退，则需要更大幅度的宽松。而无论是顶着通胀的主动宽松，还是衰退后的被动大幅宽松，最终的结果都将利好黄金和非美市场。如果没出现基

准外的“路标”，那么滞胀的环境下，黄金也是“参考答案”之一。

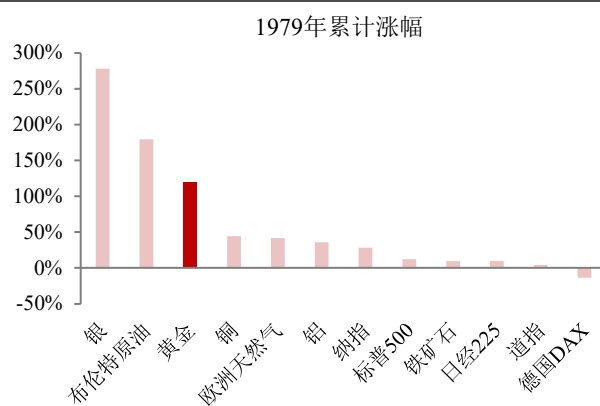
因此，黄金或是当下经济环境中，资产选择的“版本答案”。 回顾历史，美国历史上两次典型“滞胀”时期：1974-1975年和1979-1982年，黄金在“滞胀”时期表现稳健，尤其在“滞胀”的第一年表现强劲。

图10：1974年大类资产涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：1979年大类资产涨跌幅



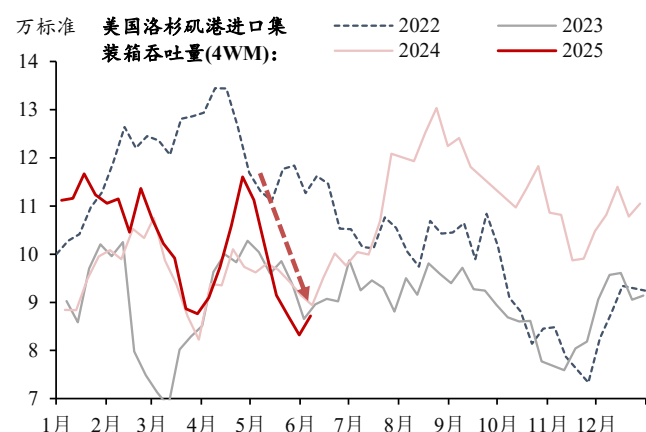
资料来源：wind，民生证券研究院

3 国内：出口“退潮”下的政策布局

出口：以“抢出口”为代表的支撑动能，或在下半年逐步放缓。上半年“关税风暴”不断发酵，美国方面的“抢进口”，以及东盟、拉美等地区的“抢转口”需求共同对我国出口表现形成支撑。**但随着美国与中国等主要经济体的贸易谈判取得进展，5月以来美国进口量显著下滑**，这背后一方面是“关税担忧”有所缓和，另一方面也是“需求前置”后的自然回落。再加上美国关税政策反复的累计影响开始体现，全球制造业景气进一步回落，我们预计下半年整体外需形势或边际弱化。

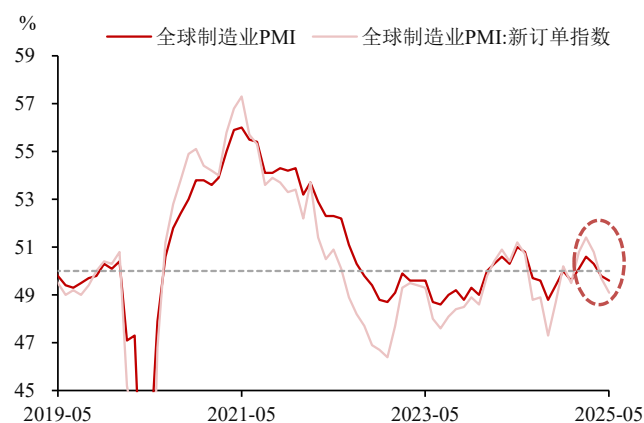
若全面关税缓解，对出口的提振作用有多大？基于关税当前“保留30%关税”的情况，中国出口仍将受到较大拖累。若后续关税全面取消，国内出口和经济所受到的负面影响预计将大幅减轻。**但考虑到上半年的“抢出口”已前置了部分需求，在出口“均值回归”的过程中，后续增长中枢也将有所回落。**

图12：5月以来，洛杉矶港反映的美国进口需求显著下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

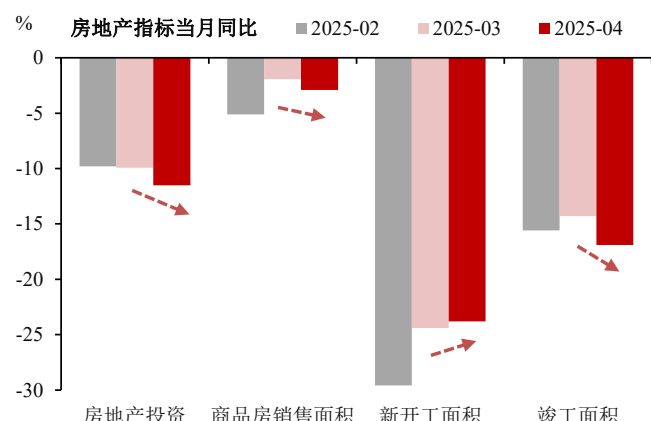
图13：关税风暴下，全球制造业景气受到负面影响



资料来源：Wind，民生证券研究院

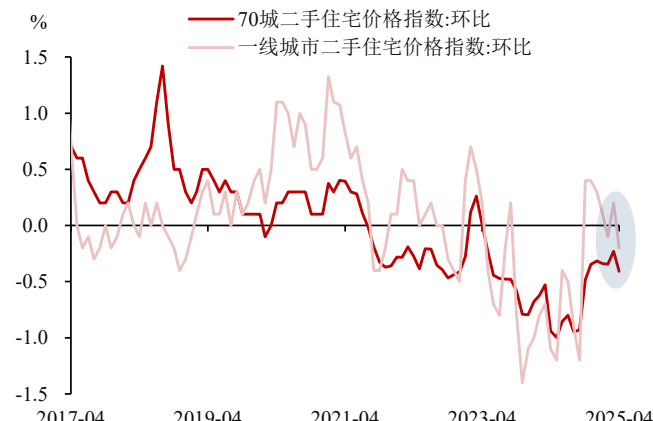
房地产：前期政策脉冲渐趋平缓，需求端刺激政策已适时加码。从最新数据来看，房地产投资、销售、竣工面积、一线城市二手房价等核心指标有所走弱。但随着存量政策的落实，房地产领域的风险整体可控，如今年以来用于收储、城改的新增专项债发行加快。此外，5月7日金融发布会上宣布的住房公积金利率下调，也意味着房地产需求端刺激政策存在灵活调整空间，以随时应对市场形势变化。

图14：4月，房地产核心指标当月同比变化



资料来源：iFind，民生证券研究院

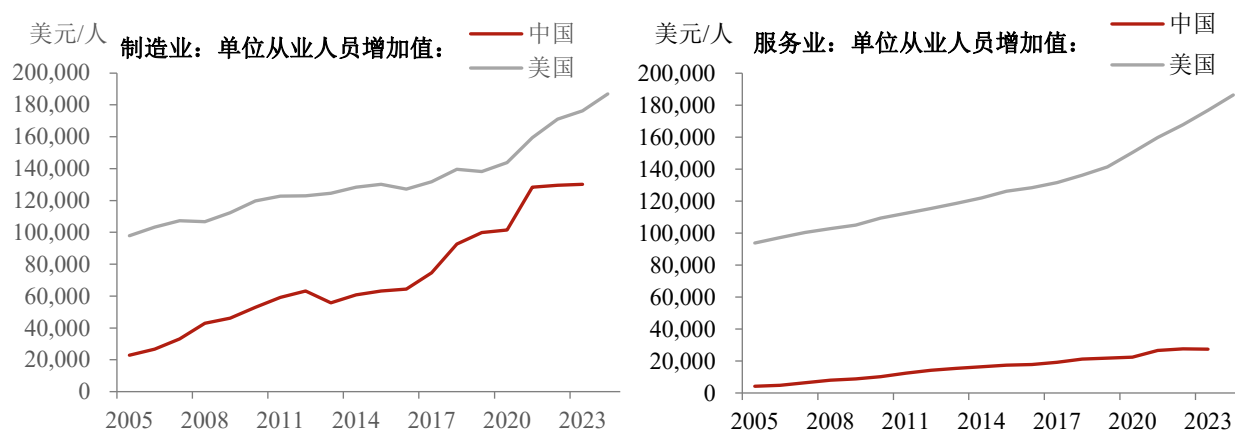
图15：4月，一线城市二手房价环比再度转负



资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

制造业：中美摩擦之际的“中流砥柱”。2025 年外部环境不确定性成为新常态，我国制造业凭借“全链路”优势展现出较强韧性。考虑到当前关税政策的不确定性仍存，高技术产业将延续高速发展态势，为制造业转型升级提供关键支撑。虽然我国制造业和服务业每单位工人创造增加值均低于美国，但与全球其他主要经济体相比，我国制造业单位从业人员增加值偏高、且与美国之间的差距更小，相较于服务业而言更具优势。**换句话说，我国制造业劳动生产率高于服务业，更好地发挥优势领域也是面对经济不确定性加剧的不二之选。**

图16：我国制造业单位增加值与美国之间的差距渐小，而服务业单位增加值差距仍比较大



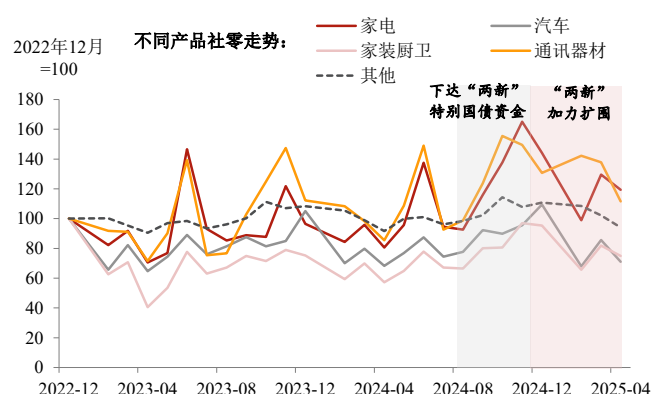
资料来源：World Bank，民生证券研究院

“呼之欲出”的新型政策性金融工具也将向科技创新领域倾斜，成为推动高技术制造业发展、引领新质生产力跃升的重要抓手。我们在此前的报告《渐行渐近的政策性金融工具》中提出，预计新型工具的额度在 5000 亿元左右，有望带动 6-

6.5 万亿元的有效投资，部分额度预计将用于科技创新的数字经济、人工智能、低空经济领域，可有效突破“卡脖子”环节、进一步增强产业链供应链韧性。

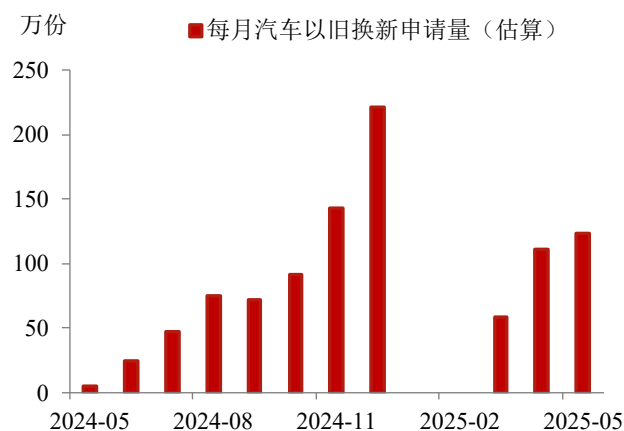
消费：想要“稳”，政策要“足”。内需不足的问题尚待解决，虽然当前“促消费”政策的效果还在持续体现、支撑国内消费市场仍具一定韧性，但是居民信贷需求较低说明实际上当前内需依旧不足，扩大内需已成为稳定增长的关键任务，政策端将继续围绕“促消费”领域重点发力。

图17：“消费品以旧换新”相关产品品类社零表现较强



资料来源：Wind，民生证券研究院

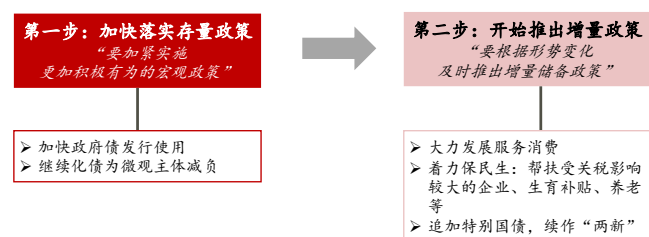
图18：汽车以旧换新申请量出现边际下滑



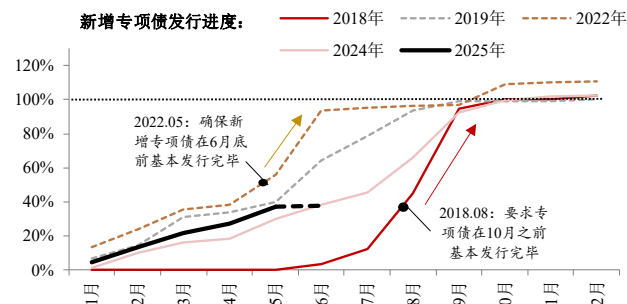
资料来源：中国政府网、商务部，民生证券研究院

下半年政策将如何破解内需不足的难题？第一，作为有效激活存量市场的“消费品以旧换新”政策，当前部分领域开始有些“动能不足”（比如汽车以旧换新申请量边际下滑），因此“两新”的加力扩围有可能进一步展开；第二，社会保障层面的制度性补短板加速推进，完善养老金体系、加大生育补贴及就业补助等民生保障措施，改善居民长期收入预期并缓解预防性储蓄压力，以增强居民的长期消费信心；第三，“大力发展服务消费”已成为经济的一大抓手，通过推动服务消费供给侧结构性改革，为居民创造更多消费条件，满足不同层级的消费需求。

财政：“两步走”战略，下半年重点看“第二步”。第一步看存量政策，重点在于加快政府债券的发行与使用进度。我们预计，不仅用于“两新”及国有银行注资的特别国债使用进度将加快；同时对重点领域和薄弱环节予以支持的地方新增专项债也将进一步“放量”，用于支持地方实体经济和化债工作，有效为地方政府减负纾困、提振地方经济活力。

图19：财政的“两步走”战略


资料来源：人民网，民生证券研究院

图20：地方新增专项债进度正在加快


资料来源：Wind，民生证券研究院

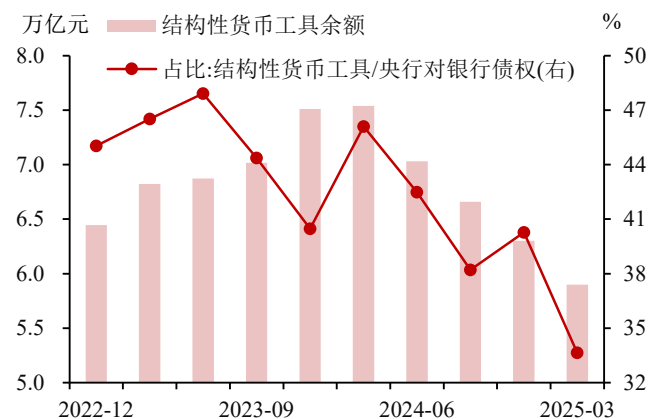
注：2025年6月数据截至6月9日。

第二步看增量政策，上文提及到的提振消费政策均需要财政的“出力”。财政资金将对生育补贴、就业补贴、服务消费等民生领域予以支持，改善居民中长期消费意愿。除此之外，考虑到“两新”政策的“正反馈”已经成功建立，不排除下半年人大常委会增发特别国债、续作“两新”的可能性。

货币：汇率对于国内总量货币宽松的约束预计将有所减轻。外部来看，市场预期美联储有可能在9月启动降息，加上美国“减税永久化”法案或进一步扩大财政赤字，从而削弱美元信用。**内部来看**，关税“叫停”背景下中国出口和经济所受到的负面影响预计将大幅减轻，为人民币汇率提供基本面支撑。加上国内存款利率的“非对称”下调也为再次降息预留了空间，以随时应对关税反复下的“经济潜在冲击”，**未来不排除再降政策利率或是单独下调LPR的可能。**

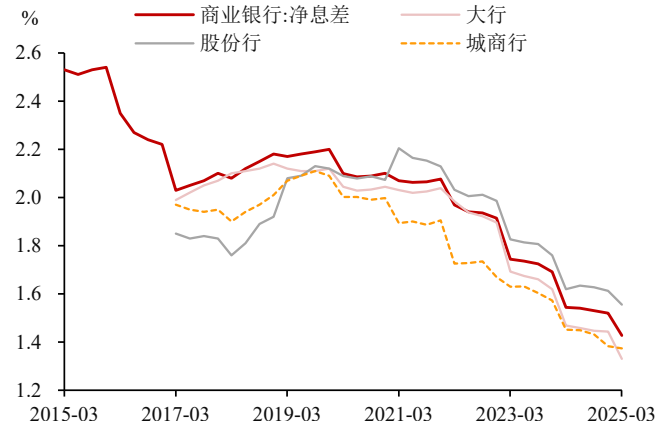
结构上，新一轮结构性货币政策将着力提升金融支持实体的适配性和精准性。去年下半年以来，多项结构性货币政策工具到期退出。在此背景下，5月7日金融发布会部署新一轮结构性货币政策，总体呈现“量扩价廉”特征，包括增设多项再贷款工具，普遍下调再贷款、PSL等工具利率0.25个百分点。投向上看，科技创新、扩大消费是重点支持领域。新增3000亿元支农支小再贷款，也代表着货币政策开始在稳外贸、稳就业方面发力。

图21：去年下半年以来，结构性工具“退潮”



资料来源：iFind，民生证券研究院

图22：2025年一季度，商业银行净息差降至新低



资料来源：iFind，民生证券研究院

4 风险提示

1)国内经济增长和政策推进不及预期：消费、投资、房地产修复不及预期，外需受全球贸易摩擦及关税冲击加剧，经济内生增长动能不足；货币、财政政策不及预期，导致经济复苏不及预期。

2)特朗普政策过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退：关税大幅推高通胀、抑制需求的背景下，债务负担与货币紧缩的双重压力或推升美国经济“滞胀螺旋”；若特朗普未能及时妥协或美联储转向不及时，经济有陷入衰退的风险。

3)关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓：关税超预期扩散导致全球供应链风险明显上升，贸易和经济增长大幅放缓。

4)地缘政治风险升温导致资产价格波动加大：俄乌、中东局势升温导致“黑天鹅”事件频发，避险情绪升温，资金外流，放大市场资产波动。

插图目录

图 1: 特朗普征收关税的法律依据	4
图 2: 主要大国关税进展	5
图 3: 关税战到供应链之战: 中美竞争的微妙变化 (5 月 12 日后)	6
图 4: 伦敦会谈已经体现出后关税时代供应链筹码博弈是新重点	6
图 5: 美元指数对通胀预期有限制作用	7
图 6: 减税法案预计使得未来十年总债务上升 3.1 万亿美元	9
图 7: 当前美国衰退概率和预期依旧可控	10
图 8: 实际消费支出和预期指标	10
图 9: 美国资本开支预期下行	11
图 10: 1974 年大类资产涨跌幅	12
图 11: 1979 年大类资产涨跌幅	12
图 12: 5 月以来, 洛杉矶港反映的美国进口需求显著下滑	13
图 13: 关税风暴下, 全球制造业景气受到负面影响	13
图 14: 4 月, 房地产核心指标当月同比变化	14
图 15: 4 月, 一线城市二手房价环比再度转负	14
图 16: 我国制造业单位增加值与美国之间的差距渐小, 而服务业单位增加值差距仍比较大	14
图 17: “消费品以旧换新”相关产品品类社零表现较强	15
图 18: 汽车以旧换新申请量出现边际下滑	15
图 19: 财政的“两步走”战略	16
图 20: 地方新增专项债进度正在加快	16
图 21: 去年下半年以来, 结构性工具“退潮”	17
图 22: 2025 年一季度, 商业银行净息差降至新低	17

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048