



2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素

自美国总统特朗普开启第二任期以来，其远超预期的关税政策已成为今年全球经济和金融市场的焦点。今年以来，中美两国的经济表现均好于预期，不过数据部分受到出于对特朗普关税政策的担忧而前置经济活动的影响。然而，市场似乎对接下来关税对经济活动的影响以及后续关税政策走向更为关心。我们预计特朗普政府大概率在今年下半年将继续暂缓个性化“对等关税”的实施。这是我们对中美经济预测的基本假设，其发生概率为 60%，另有各 20% 的概率是关税战会再次升级或降级。

中国：以促内需抵挡关税不确定性；我们维持全年 4.5% 的经济增速预测。尽管目前经济表现尚可，中国经济内部核心问题如房地产下行周期和持续低迷的通胀等仍然存在，美国加征关税的影响预计将逐渐反映在出口数据上。我们预计政策刺激短期内或逐渐转入观望模式，更看重已宣布政策的落实。后续的经济刺激或视乎中美贸易谈判进展以及现有政策成效而定，推出时点或至少延后至今年三季度。我们预计政府或将再推出 0.5-1.0 万亿元的额外财政刺激支持，并降准 50 个基点和降息 10-20 个基点。我们维持 4.5% 的 2025 年经济增速预测不变，不过由于通胀预测的下调，名义 GDP 增速预测下调至 4.0%。从结构上看，下半年内需将继续改善，净出口对经济的贡献或减弱。接下来人民币兑美元汇率预计或在 7.1-7.4 的区间内波动，并在四季度更为靠近波动区间的弱端。

美国：关税影响逐渐反映在经济数据上，或触发 9 月降息。我们预计美国就业数据将率先体现关税影响，而关税对通胀数据的影响或要等到 7 月至 8 月才会开始有更明显体现。为此，我们将核心 PCE 通胀率的预测从去年 11 月 [2025 年展望](#) 报告中做出的 2.4% 上调至 3.0%，同时将经济增速预测从 1.5% 下调至 1.3%。基于当前经济数据韧性、我们对关税政策的基本判断、以及美联储的屡次鸽派表态，我们将再次降息的时点预测延后到最快 9 月，并略微下调降息次数预测至 2 次 25 个基点的降息。在金融市场方面，我们认为下半年美元指数仍有小幅贬值的空间，年底美元指数点位或在 98。与此同时，我们再次上调 10 年期美国国债收益率的年底点位到 4.2%。下半年仍需警惕后续关税战进展和特朗普减税法案的审批进程对汇率和利率市场的影响。

风险提示：下行风险：90 天关税暂缓期结束后美国选择全面实施个性化对等关税政策；**中国，**政策推出和成效不及预期、房地产行业企稳时点延后、通胀恢复慢于预期；**美国，**降息过慢引起经济衰退；**上行风险：**通过贸易谈判，美国进一步下调对包括中国在内的其他国家关税税率。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 5 月 24 日



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

主题研究

2025 年中期宏观经济展望

目录

一、核心观点	5
二、中国——以促内需抵挡关税不确定性	7
1. 下半年中美贸易关系将如何演变?	12
2. 下半年经济三架马车的前景如何?	15
1) 全年固定资产投资增速预测不变，但下调房地产投资增速预测	15
2) 消费或仅边际改善	18
3) 出口增速或开始逐渐下滑，净出口对 GDP 贡献料逐渐转负	19
3. 下半年通胀预计仅小幅回升	23
4. 政策刺激或至少延后至三季度	25
1) 财政政策	25
2) 货币政策	26
3) 稳外贸政策	27
4) 房地产政策	29
5. 汇率展望	30
6. 有什么经济事件需要重点关注?	31
7. 风险提示	32
三、美国——关税或左右经济前景	33
1. 特朗普的关税政策将走向何方?	35
2. “对等关税”对美国本身经济有何影响?	39
3. 加征关税对美国经济的影晌将如何演变?	41
1) 通货膨胀	41
2) 就业市场	43
3) 实体经济	44
4. 美联储何时会再次降息?	46
5. 汇率和利率展望	47
1) 汇率展望	47
2) 利率展望	49
四、附录	50

图表目录

图表 1: 中国——名义和实际同比经济增速一季度均与去年四季度持平, 但实际环比经济增速下滑	9
图表 2: 中国——净出口对一季度 GDP 经济增速贡献高达 2.1 个百分点	9
图表 3: 中国——4 月实体经济数据喜忧参半	9
图表 4: 中国——季度实际 GDP 增速预测	9
图表 5: 中国——人民币汇率和沪深 300 指数在关税战期间的表现	10
图表 6: 中国——在不同关税假设下我们的经济增速和政策支持预测	10
图表 7: 中国——宏观经济关键数据及预测 (2020-2025E)	11
图表 8: 中美关税战 2.0 时间线	13
图表 9: 中美贸易战进程和关税税率变化图	14
图表 10: 中国——一阶段贸易协定实现情况一览	14
图表 11: 中国——今年接下来中美贸易关系的情景分析	14
图表 12: 中国——今年以来, 基建投资增速加快, 房地投资跌幅小幅收窄, 而制造业投资增速在高基数情况下滑落	16
图表 13: 中国——截至 4 月底, 地方政府专项债已经发行 1.2 万亿元, 与往年相比, 节奏并不算慢	16
图表 14: 中国——城投债的净融资额持续低迷	16
图表 15: 中国——房地产销售略有改善, 尚未传导至投资	16
图表 16: 中国——30 大中城市商品房销售从 4 月起复苏动能似乎减弱	17
图表 17: 中国——70 大中城市新建商品房价格环比跌幅自去年 9 月起收窄, 但今年 4 月略微扩大	17
图表 18: 中国——今年 5-12 月还剩余 3.2 万亿元地方政府专项债和 1.15 万亿元特别国债额度, 或在政府呼吁下加快发行和使用	17
图表 19: 中国——在去年 9 月政策的鼓励下, 去年四季度和今年一季度房产销售和房价改善明显, 但复苏动能从 4 月起似乎有所减退	18
图表 20: 中国——今年以来消费品零售增速上升, 商品零售增速逐月加快	18
图表 21: 中国——消费品“以旧换新”政策对相关产品销售提振作用显著	18
图表 22: 中国——今年前四个月出口表现远好于预期	20
图表 23: 中国——出口数量大增, 出口单价反而同比下跌	20
图表 24: 中国——分产品出口累计增速	20
图表 25: 中国——对美直接出口下降, 对日本和欧盟出口表现有所改善	21
图表 26: 中国——关税战开始后, 对美出口大减, 但对东盟、印度、日本等出口改善显著	21
图表 27: 中国——美国对从中国进口商品加征关税的影响研究: 从 2018-2019 年经验来看, 该线性计算高估了加征关税的影响	21
图表 28: 中国——今年以来进口价格下降明显, 进口数量亦有小幅下滑	22
图表 29: 中国——机电产品和高新技术进口仍较为稳健, 大宗商品和农产品进口大减	22
图表 30: 中国——预计的大宗商品价格变化或不利于该项目进口	22
图表 31: 中国——我们预计今年的经常项目顺差占 GDP 比重为 2.0%	22
图表 32: 中国——通胀在今年前四个月持续低迷	23
图表 33: 中国——今年一季度原油价格的大幅下跌也是拖累 PPI 走低的原因之一	23
图表 34: 中国——CPI 通胀率在今年前四个月非但没有回升, 反而再次跌入了负区间	24
图表 35: 中国——食品、交通通信价格对 CPI 拖累作用是主要推动力	24
图表 36: 中国——猪肉 CPI 从去年 9 月起下滑, 仅维持了 11 个月的猪价上行周期低于历史规律	24
图表 37: 中国——交通工具和燃料 CPI 的下跌拖累了整体交通和通信 CPI 的表现	24
图表 38: 中国——虽然社融增速加快, 但是贷款增速继续下滑	27

图表 39: 中国——企业新增中长期贷款比去年同期减少了 7800 亿元.....	27
图表 40: 中国——央行 5 月宣布降准 50 个基点, 符合我们预期.....	27
图表 41: 中国——央行 5 月宣布降低 7 天逆回购利率 10 个基点	27
图表 42: 中国——政府在 2018-2019 年和当前关税战推出的应对政策措施一览.....	28
图表 43: 中国——我们预测的今年房地产相关增量政策措施预测汇总	29
图表 44: 中国——美元兑人民币汇率在中美会谈后升至 7.2 附近.....	30
图表 45: 中国——央行在人民币兑美元汇率回到 7.3 以内明显减小干预.....	30
图表 46: 中国——潜在的贸易顺差下行或将不利于人民币汇率.....	31
图表 47: 中国——但或被潜在中美利差收窄和债券资金流入上升而部分抵消.....	31
图表 48: 美国——在不同关税假设下我们的通胀、经济增速和降息预测.....	34
图表 49: 美国——特朗普二次上任后在关税方面的新举措.....	36
图表 50: 美国——关于“对等关税”的双边谈判进展一览.....	37
图表 51: 美国——我们对接下来美国关税政策的情景假设.....	38
图表 52: 美国——即便和中国暂时就关税“休战”, 特朗普二次上任以来的关税政策或已经拉高美国加权平均关税税率约 12 个百分点到 17%	38
图表 53: 美国——特朗普第二任期以来关税政策对美国整体关税水平和潜在通胀影响: 现行政策或拉高 CPI 0.6-1.3 个百分点, 较此前影响明显下降	40
图表 54: 美国——未来一年通胀预期指标均从今年 2 月起显著走高.....	40
图表 55: 美国——PMI 中不论是制造业还是服务业的价格指数同期也显著走高.....	40
图表 56: 美国——制造业 PMI 从 2 月起一路下行, 非制造业 PMI 虽有波动但整体趋势亦往下.....	41
图表 57: 美国——纽约联储预测的经济衰退概率从今年 5 月起大幅上升.....	41
图表 58: 美国——今年 CPI 和核心 CPI 同比通胀率继续下行, 但核心 PCE 同比通胀率仍有波动.....	42
图表 59: 美国——关税影响尚未在核心商品通胀率中体现, 尤其是加征的汽车关税尚未传导至新车价格.....	42
图表 60: 美国——CPI 各分项环比增速和环比贡献.....	42
图表 61: 美国——4 月新增非农就业人数小幅回落但好于市场预期, 1-4 月数据较去年四季度略有下滑.....	43
图表 62: 美国——今年以来失业率基本和去年四季度持平.....	43
图表 63: 美国——今年 1-4 月时薪和一季度雇佣成本指数同比增速仅小幅下滑	43
图表 64: 美国——周度的申请失业金人数在 4 月下旬突然上升, 但 5 月初又有所下滑.....	43
图表 65: 美国——GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率.....	44
图表 66: 美国——2-3 月零售数据表现强劲, 4 月环比增速下滑但仍维持正增速.....	45
图表 67: 美国——制造业工业生产环比增速在 2-3 月持续为正, 但 4 月转负.....	45
图表 68: 美国——房地产投资(新屋开工和营建许可)今年以来在低位摆动.....	45
图表 69: 美国——高房贷利率和对关税的担忧影响了居民的购房决定和房产销售的恢复.....	45
图表 70: 美国——市场计入的美联储降息次数曾在对等关税政策出台后大增, 在中美达成关税“休战”后显著下降.....	47
图表 71: 美国——3 月 FOMC 更新经济指标预测: 6 月或为今年下半年的降息提供更多线索更新.....	47
图表 72: 美国——美元指数在今年开年以来一路下跌, 在“对等关税”政策公布后下跌速度加快.....	48
图表 73: 美国——“对等关税”政策公布后, 欧元兑美元汇率升值最多, 日元次之	48
图表 74: 美国——对等关税的推出造成股债双杀, 目前股市已恢复, 但债市仍弱.....	49
图表 75: 美国——潜在通胀的上升或影响美债收益率的走低	49
图表 76: 近期相关报告列表.....	50

2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素

一、核心观点

今年以来，中美两国的经济表现均好于预期。美国经济继续体现其在相对高利率环境下的韧性：一季度 GDP 数据显示个人消费和私人投资仍然强劲，尽管整体读数因为进口抢跑而转负。通胀率如我们预期般温和下降，就业市场表现仍较为稳健。中国一季度经济增速维持在 5.4% 的相对高水平上，并好于市场预期。月度数据反映内需有所改善，尽管改善程度仍不及供给端。不过当前中美经济数据在一定程度上均受到出于对特朗普关税政策的担忧而前置经济活动的影响：美国方面似乎前置了消费、生产和设备投资，中国方面则前置了生产和出口。

相比经济数据，市场似乎对特朗普远超预期的加征关税、关税对经济活动的影响、以及后续关税政策走势更为关心。在 4 月 2 日，特朗普政府公布的远超预期的“对等关税”政策，引发了全球金融市场剧震，并直接导致了中美关税战的全面爆发。美国对中国进口商品加征关税曾一度高达 145%，基本阻隔了中国向美国出口商品。美国加权平均关税税率亦一度上升超过 20 个百分点到 26%。尽管在中美于日内瓦达成共识、暂时关税“休战”后，美国加权平均关税税率下滑至 17%，该水平依然比特朗普今年上任前高出约 12 个百分点。从目前特朗普政府的态度来看，我们认为美国大概率会在 90 天关税暂缓期结束后再度延长暂缓期（包括对中国）。“对等关税”税率在今年下半年或仍维持在现有水平，尽管对特定行业仍有特别加征行业关税的可能性。这是我们对下半年中美经济预测的基本假设，可能性在 60%。

考虑到以往特朗普政策的多变性，我们也不能完全排除和除中国外其他国家 90 天暂缓期结束后（暂缓期结束于 7 月 8 日），特朗普政府宣布立即落实个性化关税政策的可能性。美国也可能会在和中国关税“休战”的 90 天暂缓期结束后（8 月中上旬），恢复征收 24% 的个性化“对等关税”（悲观情景）。在乐观情景下，如果谈判较为顺利，那么部分国家的关税在现有水平基础上或亦被小幅下调，甚至以芬太尼为由针对中国的 20% 加征关税亦可能被取消。我们认为乐观情景和悲观情景的可能性各占 20%。

我们预计关税对经济活动的影响或在下半年的中美经济数据上得到更明显体现。从中国来看，鉴于在中美暂时“休战”后，特朗普二次上任后仍已经加征约 30% 的中国进口商品关税，加征关税的影响或在出口抢跑作用散去后开始体现到中国的出口数据上。我们预计净出口对全年

GDP 的贡献或从一季度的+2.1 个百分点下滑至全年的-0.2 个百分点。中美日内瓦经贸会谈联合声明降低了中国政府近期显著加码政策刺激的可能性，中国或将重点放在现已公布政策的加快落实上。不过最快在三季度起，我们认为政府或将再推出 0.5-1 万亿元的额外财政刺激支持，并降准 50 个基点和降息 10-20 个基点。政策刺激将有助于内需的进一步改善。整体而言，在美国对华关税维持在现有水平的基本假设下，我们维持 4.5% 的 2025 年全年经济增速预测。不过我们下调对 CPI 和 PPI 的预测，下半年的通胀改善幅度或仍相当有限。

从美国来看，我们预计就业数据将率先体现关税影响(最快从 5 月起)，而关税对通胀数据的影响或要等到 7 月至 8 月才会开始有更明显体现。根据我们和耶鲁大学预算实验室的测算，当前的加征关税政策或拉高美国通胀率 0.6-1.3 个百分点，拖累 GDP 0.7 个百分点。为此，我们将核心 PCE 通胀率的预测从去年 11 月 [2025 年展望](#)报告中做出的 2.4% 上调至 3.0%，同时将经济增速预测从 1.5% 下调至 1.3%。基于中美互降关税在短期有效降低了美国的加权平均关税税率，暂时缓解了关税对通胀和经济增长的负面影响，我们将美国经济陷入衰退的概率从中美爆发全面关税战时的 40% 下调至 25%。考虑到当前经济数据韧性和美联储的屡次鸽派表态，我们将再次降息的时点预测延后到最快 9 月（此前为 7 月），并略微下调降息次数预测至 2 次 25 个基点的降息（此前为 2-3 次）。根据美国最近公布的减税和削减开支法案文本，明年美国或不会有显著的财政刺激，2026 年的财政赤字率有可能和今年大致持平。然而，风险偏向于最终版本相对应的财政赤字会高于现有法案版本。

然而，如果下半年关税战再次升级，那么在悲观情景下，美国经济可能会陷入高通胀和衰退并存的困境，2025 年全年经济增速或在 0% 附近，届时美联储将不得不加大降息的幅度。同时，中国经济增速亦会在 2025 年放缓至 4% 左右。如果关税冲突接下来进一步降级，那么在乐观情景下，我们认为美国经济仍能实现我们去年 11 月预测的 1.5% 的增速，美联储今年或至多降息一次。同时，今年中国的经济增速或可达到 4.7%，接近年初《政府工作报告》制定的 5% 左右的经济增速目标。

二、中国——以促内需抵挡关税不确定性

尽管中国4月部分内需数据受关税战影响出现超预期下滑，今年以来的经济表现仍好于预期。一季度实际经济同比增长5.4%（与上年四季度持平），好于市场预期（图表1）。从分行业和支出法（图表2）细分数据来看，强劲的制造业GDP增速和进出口表现是主要推动力，这其中有因美国关税担忧而前置生产和出口的影响。从月度数据来看，虽然4月消费品零售和固定资产投资数据超预期下滑，但是这部分受到了4月中美关税战全面爆发的信心影响（图表3）。不过随着中美双方5月在日内瓦达成90天暂停加征部分关税并互降关税的协议，我们相信短期内美国加征关税对消费和投资的信心打击将有所缓解。得益于稳健的经济表现，以及关税战对美国本身资金市场的冲击，本次关税战对中国资本市场的影响迄今为止远小于2018-2019年的首次关税战（图表5）。

尽管如此，我们认为下半年经济运行仍将面临几大挑战。从内部来看，**首先，房地产下行周期仍在继续。**去年9月起的政策支持有效地促进了去年四季度和今年一季度房产销售的改善，房价亦有边际改善。然而4月房产销售和房价均边际走弱，这令人担忧此前政策成效是否已经开始淡出，居民购房信心或又开始下降。**其次，通胀低迷仍在继续。**自今年2月起，CPI通胀率已经连续三个月维持在负数。GDP平减指数连续8个季度读数为负。**最后，消费复苏的可持续性仍待巩固。**虽然消费数据今年以来改善明显，但是这其中消费品“以旧换新”政策对相关消费的促进作用功不可没。尽管我们相信该政策将继续发力，但是3月时高达30%左右的通讯器材、家电和家具销售增速或难以持续——4月，通讯器材消费增速已经下滑，或影响整体消费表现。

从外部来看，尽管中美关税战暂时“休战”90天，后续不确定性仍高。从目前的情况来看，我们认为在90天关税暂缓期结束后再次延长暂缓期的可能性相对较大。这是我们建立下半年经济预测的基本假设。然而，考虑到特朗普政策的多变性，我们也不能排除若此后贸易冲突再次升级，美方会恢复征收暂缓的24%个性化“对等关税”的可能性。而在乐观情景下，如果双方谈判进展顺利，那么美国以芬太尼为由在今年2-3月对华加征的20%关税亦有取消的可能性（图表6）。不管在何种情况下，我们认为像一季度的出口抢跑使得净出口对一季度GDP经济增速贡献高达2.1个百分点的盛况或难以重现。

基于全球宏观环境的高不确定性，在关税战暂时“休战”的背景下，增量政策刺激或将至少挪后至三季度。在财政政策上，短期内，重点或放在已制定刺激政策的加快落实上，尤其是地方政府专项债和特别国债的加快发行和使用。在促消费方面，潜在的全国性生育补贴政策的发布仍值得期待，尽管中美关税战暂时“休战”降低了出台该政策的迫切性。促服务消费的重点或放在落实新设立再贷款的投放上，我们此前所设想的、直接向服务消费进行消费补贴的政策可能还需要耐心等待。虽然近

期甚少提及消费品“以旧换新”政策，不过我们认为只要有需要，该项目的资金规模仍有扩张空间。在**稳投资**方面，我们相信“两重”“两新”依然是重点所在。中期来看，后续的增量财政刺激取决于中美贸易谈判进展以及现有政策成效。在基本假设/悲观情景/乐观情景下，我们预测政府或最快在三季度额外推出 0.5-1.0 万亿元(相当于 0.35%-0.7% GDP) 的财政资金支持/1.0%-1.5% GDP 的财政资金支持/无额外支持。

在**货币政策**上，我们认为短期内政府或更重视已经宣布的各项再贷款额度的使用上、观察 5 月 7 日发布的一系列政策的成效和中美贸易谈判进展。央行短期内或不会再次采用降准降息这种全面性的货币工具，不过使用结构性工具进行定向调节的可能性仍存。中期来看，由于信贷需求依然疲软，我们认为下半年央行仍有望降准降息。在基本假设/悲观情景下，我们预计下半年央行会降准 50 个基点，并降息 10-20 个基点/20-30 个基点。在乐观情景下，我们认为央行或不会再降准，并将降息幅度控制在 10 个基点。

在**房地产政策**上，供需两端仍需协同发力。**需求端**，我们预测的降低住房公积金贷款利率已成功兑现。接下来如果房产销售动能仍未有明显好转，那么政府还可以考虑提供契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠等。**供给端**，短期来看，与房地产发展新模式相适配的系列融资制度的发布值得重点期待。该制度或对去年年底已经预告的专项债支持收地收储、央行收地专项再贷款的设立和 100 万套货币化安置城中村和危旧房改造等重点工作将做更为系统性的部署。中期来看，如果政策成效不及预期，政府仍有空间扩展“白名单”信贷规模和货币化安置城中村改造的规模以及提供更多更便宜的资金支持房企去库存。

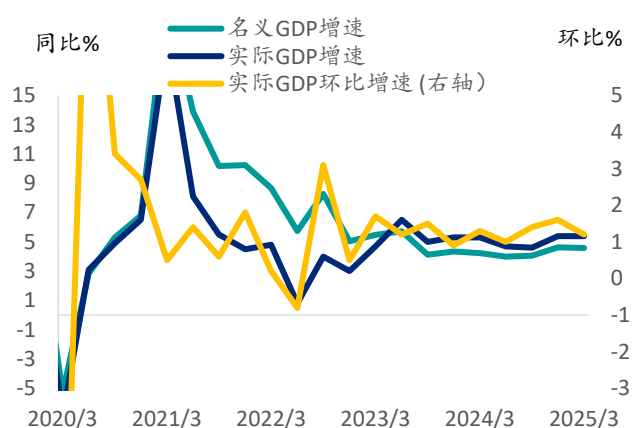
在**关税战维持现状的基本假设下**，我们维持去年 11 月作出的**4.5%的全年经济增速预测不变**。我们预计下半年内需仍将在政策支持下继续改善。社会消费品零售总额增速或从今年前四个月的 4.7%略微加快至 2025 年全年 4.8%。固定资产投资增速或从今年前四个月的 4.0%改善至年底的 4.4%。不过基于我们对房产销售最快在今年年底企稳的基本假设，今年年底房地产投资增速或仅能小幅回升至-8.5%（1-4 月：-10.3%）。在出口抢跑效应逐渐淡去、此前加征关税影响逐渐显现的背景下，我们预计外需对经济的贡献或显著减弱，净出口对 GDP 贡献或从一季度的+2.1 个百分点下滑至全年-0.2 个百分点（图表 7）。

分季度来看，在 90 天关税“休战”期内，抢出口效应仍将有助于维持净出口对 GDP 的正贡献。我们预计今年二季度的经济同比增速或小幅下滑至 4.8%，仍继续维持在 5.0%附近的较高水平上。此前加征关税的影响在下半年逐渐显现，经济增速或下滑至 4.0%上下（图表 4）。

今年以来，通胀的复苏步伐不进反退，呈现出进一步放缓的趋势。我们下调全年 CPI 和 PPI 预测至 0.2%和-1.8%，这将导致今年名义 GDP 增速较去年略微下滑 0.2 个百分点到 4.0%。今年接下来的时间人民币兑美元汇率预计或在 7.1-7.4 的区间内波动，并在四季度更为靠近波动区间的弱端。

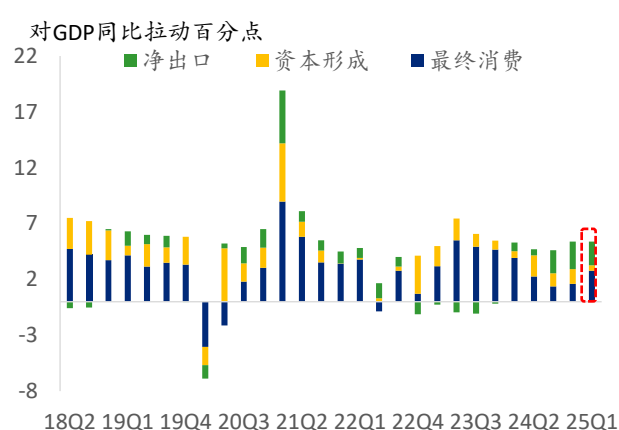
以上经济预测是基于中美关税维持在现有水平的基础上的。如果关税冲突升级，那么我们认为今年的经济增速将低于我们的基本假设，下降到 4.0%。相反，如果关税冲突继续降级，那么我们预计今年经济增速或可达 4.7%（图表 6）。

图表 1：中国——名义和实际同比经济增速一季度均与去年四季度持平，但实际环比经济增速下滑



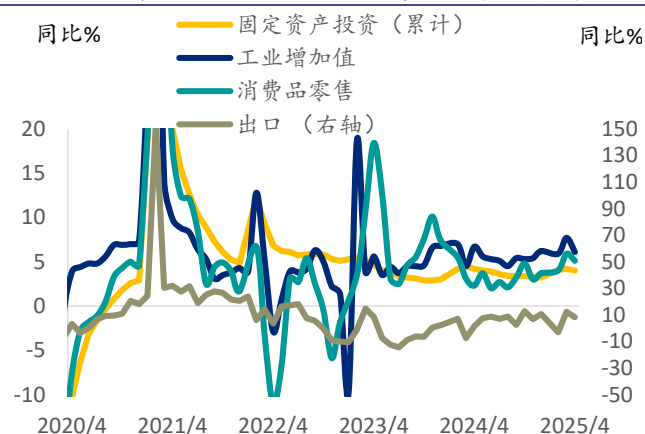
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 2：中国——净出口对一季度 GDP 经济增速贡献高达 2.1 个百分点



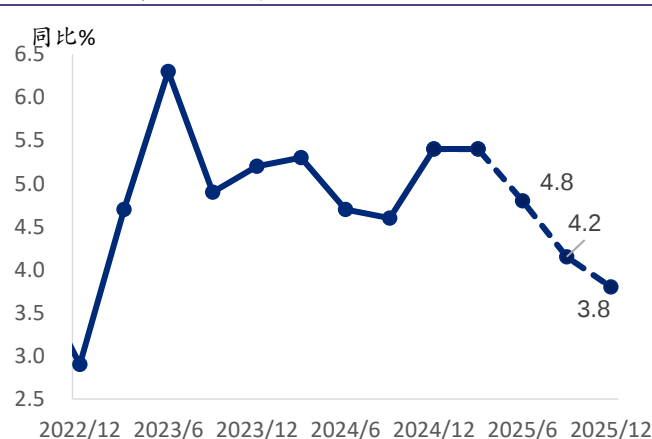
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 3：中国——4 月实体经济数据喜忧参半



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 4：中国——季度实际 GDP 增速预测



资料来源：同花顺、浦银国际预测

图表 5：中国——人民币汇率和沪深 300 指数在关税战期间的表现



资料来源：PIIE、浦银国际

图表 6：中国——在不同关税假设下我们的经济增速和政策支持预测

关税假设	具体内容	概率	2025 年 GDP 预测	后续货币政策	额外财政资金支持
基本假设：	当前以芬太尼为由对华加征的 20% 和“对等关税” 10% 关税维持到年底	60%	4.5%	50 个基点降准，10-20 个基点降息	0.5-1.0 万亿元（相当于 0.35%-0.7% GDP）额外资金支持
悲观情景：	24% 暂缓对等关税在 90 天暂缓期后冲突升级 仍需加征	20%	4.0%	50 个基点降准，20-30 个基点降息	1.0%-1.5% GDP 额外资金支持
乐观情景：	以芬太尼为由加征的 20% 关税被取消，仅保留 10% “对等关税”	20%	4.7%	10 个基点降息	无

资料来源：浦银国际估算

图表 7：中国——宏观经济关键数据及预测（2020-2025E）

指标名称	单位	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
实际 GDP 增速	同比%	2.2	8.4	3.0	5.2	5.0	4.5
最终消费贡献	百分点	-0.2	4.9	1.2	4.3	2.2	2.8
资本形成贡献	百分点	1.8	1.7	1.4	1.5	1.3	1.9
净出口贡献	百分点	0.6	1.9	0.4	-0.6	1.5	-0.2
名义 GDP 增速	同比%	2.7	13.4	4.8	4.6	4.2	4.0
固定资产投资增速	同比%	2.9	4.9	5.1	3.0	3.2	4.4
房地产	同比%	7.0	4.4	-10.0	-9.6	-10.6	-8.5
基础建设（不包括电力）	同比%	0.9	0.4	9.4	5.9	4.4	6.2
制造业	同比%	-2.2	13.5	9.1	6.5	9.2	8.2
社会消费品零售增速	同比%	-3.9	12.5	-0.2	7.2	3.5	4.8
出口增速	同比%	3.6	29.6	5.6	-4.7	5.9	0.0
进口增速	同比%	-0.6	30.1	0.7	-5.5	1.1	-1.0
贸易差额	亿美元	5240	6704	8379	8221	9914	10177
经常账户顺差	占 GDP%	1.7	1.8	2.3	1.4	2.2	2.0
GDP 平减指数	同比%，平均	0.5	4.6	1.8	-0.6	-0.7	-0.5
CPI	同比%，平均	2.5	0.9	2.0	0.2	0.2	0.2
PPI	同比%，平均	-1.8	8.1	4.1	-3.0	-2.2	-1.8
赤字率	占 GDP%	-3.7	-3.1	-2.8	-3.8	-3.0	-4.0
政策利率（7 天逆回购）	%，年末	2.2	2.2	2.0	1.8	1.5	1.2-1.3
10 年期国债收益率	%，年末	3.2	2.8	2.9	2.6	1.7	1.6

注：粗体代表该预测较去年 11 月的 2025 年展望报告时有修改，E=浦银国际预测

资料来源：同花顺、浦银国际

1. 下半年中美贸易关系将如何演变？

4月2日特朗普宣布“对等关税”后，中美关税战全面爆发。特朗普一开始将中国商品的“对等关税”定在34%，而后在中国发起反制措施之后，两国关税战迅速升级。在博弈的过程中，在特朗普二次上任以来，美国对中国商品的加征关税幅度一度达到145%之高。中国亦一度对美国商品加征125%的关税。在高额的对华关税或基本阻隔中国商品直接出口至美国的情况下，我们估计关税战对中国GDP的年均影响或在1.5~2.0个百分点之间。

中美双方超预期在5月12日宣布互降关税，并同意开启贸易协商。双方互相取消了高达91%的“报复性关税”，并同意互相暂缓24%的个性化“对等关税”的执行90天，仅保留了4月2日宣布的10%“对等关税”的执行。也就是说，在90天内，特朗普在第二个任期内对中国商品加征关税的幅度从原先的145%降低至30%。中国亦将对美国商品加征关税的幅度从125%降低到了10%（图表8）。此前我们曾**预判**，由于超过100%的关税税率确实太高，或不需要等到双方完全达成贸易协议就可以部分下降。然而，双方在关税战之后首次会面就如此大幅下调关税税率确实超过了我们和市场的预期。根据PIIE的测算，在互降关税之后，中国对美国进口商品的加权平均关税从此前的147.6%下降至32.6%，而美国对中国进口商品的加权平均关税税率从126.5%下降至51.1%（特朗普上任前为：19.3%，图表9）。

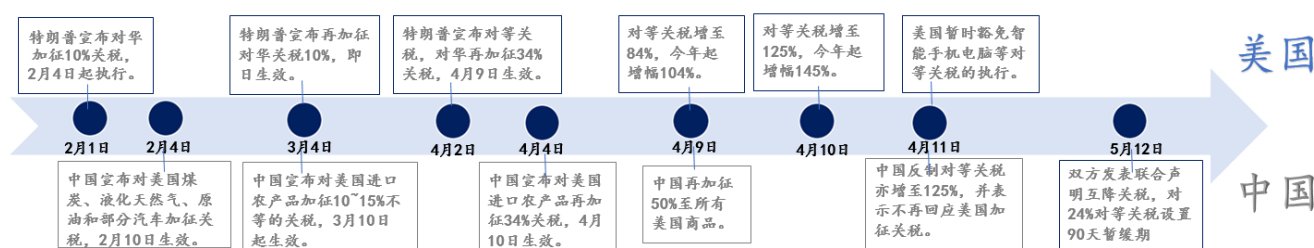
展望下半年，中美贸易关系仍具备相当不确定性。从特朗普第一任期内的关税战经验来看，从2018年6月关税战正式爆发到2020年1月签订一阶段贸易协议，历时长达一年半的时间。虽然此次关税战和贸易协商的进展均快于上次，但是基于中美在根本性问题上的分歧，双方恐较难在90天内就达成全面协议。特朗普近期的态度软化或表明在90天暂缓期结束后大概率会再次延长暂缓期。我们认为下半年美国对华加征关税幅度维持在当前30%水平的可能性在60%，这也是此篇下半年展望报告的基本假设。

但是基于特朗普政策的高度不确定性，我们也不能排除美国会在90天暂缓期结束后，恢复征收24%个性化“对等关税”的可能性。早在2018年12月1日，中美双方就在G20峰会达成过90天“休战”协议，然而在90天期限到期后不到3个月的时间里（2019年5月5日），美国宣布再加征约2000亿美元中国商品25%关税，导致关税战再度升级。虽然特朗普在今年5月12日双方宣布“休战”后表示对华关税不会回到145%的水平，他无意伤害中国，而是希望中国向美开放，但是我们也不能排除若此后贸易冲突再次升级，美方恢复征收剩下的24%的个性化“对等关税”的可能性。此外，美国商务部已经在4月14日宣布启动对芯片和药品进口调查。在调查完成后，这两个行业的进口关税有可能上升。

在关税问题上也不仅仅有下行风险，亦有出现更乐观情况的可能性：如果双方谈判进展顺利，那么以芬太尼为由在今年 2-3 月对华加征的 20% 关税亦有取消的可能性。我们认为贸易冲突升级和再次降级的可能性或各占 20%（图表 11）。

在谈判方面，类似一阶段贸易协议那样的扩大美国对中国商品进口的具体协议或还是协议的一部分内容。随着特朗普在 2020 年底的美国大选中败北，该协议最终不了了之。在 2020-2021 年期间，中国仅完成约 58% 的商品和服务购买（图表 10）。按照特朗普希望中国对美开放的呼吁，美方要求可能还包括放宽中国对美国企业的市场准入。而对中国经济的一些结构性问题，例如强制性技术转让、产业政策、汇率制度、人才政策等，双方的分歧或较难调和。

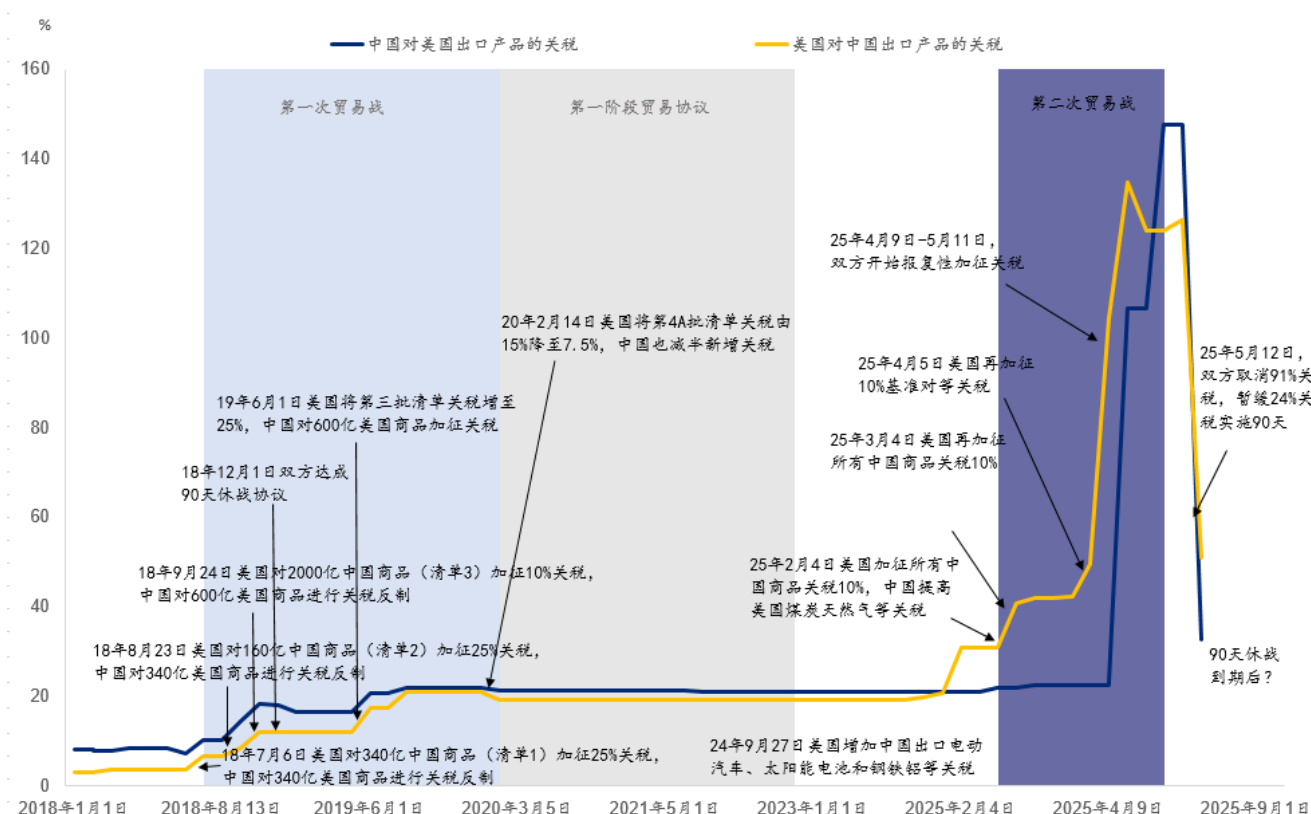
图表 8：中美关税战 2.0 时间线



注：数据截至 2025 年 5 月 12 日

资料来源：美国白宫、中国商务部、新闻整理、浦银国际

图表 9：中美贸易战进程和关税税率变化图



资料来源：PIIE、浦银国际

图表 10：中国——一阶段贸易协定实现情况一览

	总目标 (十亿美元)	两年实际购买 (十亿美元)	目标完成率 (%)
商品和服务总购买	502.4	290.8	58
商品总购买	380.5	235.3	62
-农产品购买	80.1	61.4	77
-制造品购买	234.4	142.8	61
-能源产品购买	66.0	31.1	47

资料来源：PIIE、浦银国际

图表 11：中国——今年接下来中美贸易关系的情景分析

关税假设	具体内容	概率
基本假设： 维持现状	当前以芬太尼为由对华加征的20%和“对等关税”10%关税维持到年底	60%
悲观情景： 冲突升级	24%暂缓对等关税在90天暂缓期后仍需加征	20%
乐观情景： 冲突降级	以芬太尼为由加征的20%关税被取消，仅保留10%“对等关税”	20%

资料来源：浦银国际估计

2. 下半年经济三架马车的前景如何？

1) 全年固定资产投资增速预测不变，但下调房地产投资增速预测

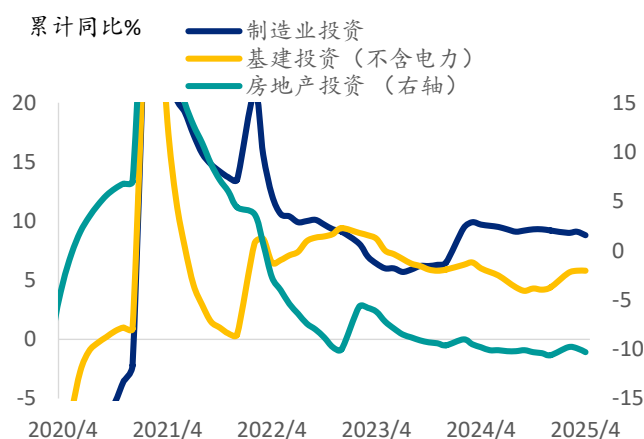
投资增速或小幅加快。固定资产投资累计同比增速从 2024 年的 3.2% 显著加快至今年 1-4 月的 4.0%。这主要得益于基建投资增速加快，房地产投资跌幅亦小幅收窄，而制造业投资增速在高基数情况下小幅下滑（图表 12）。基于自去年 11 月到目前为止的形势变化，我们对制造业和基建投资增速的改善较去年年底更有信心，然而对房地产投资的改善则变得略为悲观。加总来看，我们维持今年全年的固定资产投资增速预测不变，在 4.4%（2024：3.2%）。不过由于通胀率的下调，我们上调实际投资对 2025 年 GDP 的贡献 0.1 个百分点，至 1.9 个百分点。细分来看：

- **制造业投资（↑）**——今年以来，制造业投资增速维持在 9.0% 左右的高水平上，政策支持发挥了关键作用。在 1 月 5 日，国家发改委和财政部就发布了《[关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知](#)》，宣布加大重点领域设备更新项目支持力度、加力实施设备更新贷款贴息、提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准等政策。5 月 7 日，央行宣布增加科技创新和技术改造再贷款额度 3000 亿元。接下来，我们相信制造业投资将继续得到政策支持。然而，关税战的不确定性仍可能影响制造业企业的投资信心，尤其是出口型企业。综合以上因素，我们上调 2025 年年底的制造业投资增速预测到 8.2%（去年 11 月预测为 7%）。
- **基建投资（↑）**——在政府积极推动“两新”“两重”项目之下，基建投资增速今年前四个月比去年 12 月底显著加快 1.4 个百分点到 5.8%。4 月政治局会议要求加快地方政府专项债和特别国债的发行和使用。截止到 4 月底，地方政府专项债已经发行 1.2 万亿元，与往年相比，节奏并不算慢（图表 13）。特别国债自 3 月起开始发行，3-4 月已发行 1510 亿元。接下来还剩 3.2 万亿元地方政府专项债和 1.15 万亿元特别国债（总共 4.4 万亿元）或被加快发行和使用，以响应政府呼吁（图表 18），继续推动基建投资增速的改善。然而，城投债的净融资额持续低迷（图表 14），或对基建项目的资金支持产生一些影响。综合考虑，我们上调年底基建投资增速至 6.2%（去年 11 月预测为 5.0%）。
- **房地产投资（↓）**——在去年 9 月政府宣布一揽子支持政策，包括下调二套房首付比例和下调存量房贷利率约 50 个基点之后，我们看到作为房地产复苏的先行指标的房产销售和房价在去年四季度和今年一季度均发生积极变化：房产销售同比跌幅收窄，甚至在零星月份恢复同比正增长，70 城房价同比跌幅亦由跌转增（图表 19）。然而情况从最新发布的 4 月数据又有了一些微妙变化：房屋价格和销售的复苏动能似乎有所减退（图表 15、图表 16、图表 17）。除了

此前政策成效的减退之外，中美关税战的全面爆发也可能影响了居民购房情绪。虽然央行在 5 月 7 日宣布下调个人住房公积金贷款利率、中美关税战也出现了转机，但是尚不明确这些积极变化是否足够继续推动房地产行业向好。我们将房产销售稳企的时间点（以房产销售额同比增速稳定转正为准）延后至今年年底（去年 11 月预测为今年年中）。

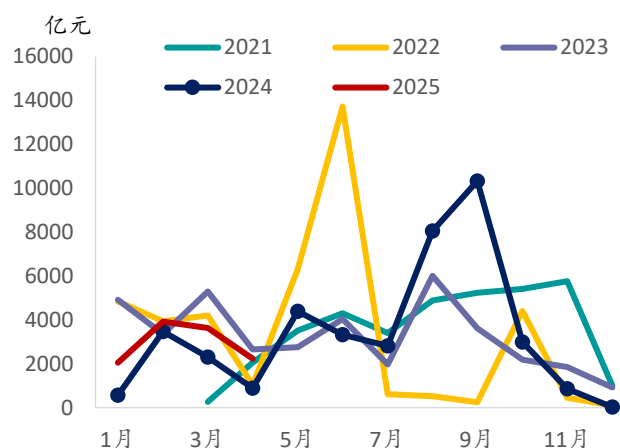
由于房地产投资的改善一般要滞后于房产销售改善约半年，我们尚未看见房地产投资跌幅随着此前房产销售的改善而有所收窄。不过我们相信此后投资跌幅会逐渐反映此前政策成效。然而，考虑到房产销售的复苏或仍有波折，我们下调今年年底房地产投资同比跌幅的预测至-8.5%（此前预测为-5.0%）。

图表 12：中国——今年以来，基建投资增速加快，房地投资跌幅小幅收窄，而制造业投资增速在高基数情况下滑落



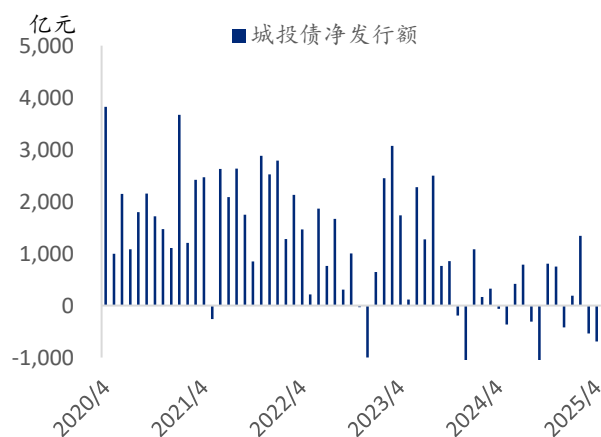
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 13：中国——截至 4 月底，地方政府专项债已经发行 1.2 万亿元，与往年相比，节奏并不算慢



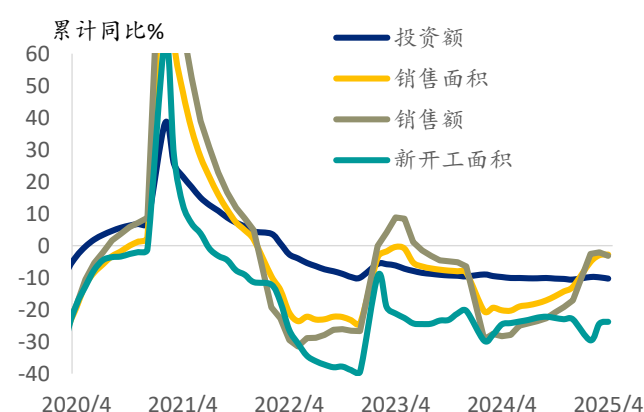
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 14：中国——城投债的净融资额持续低迷



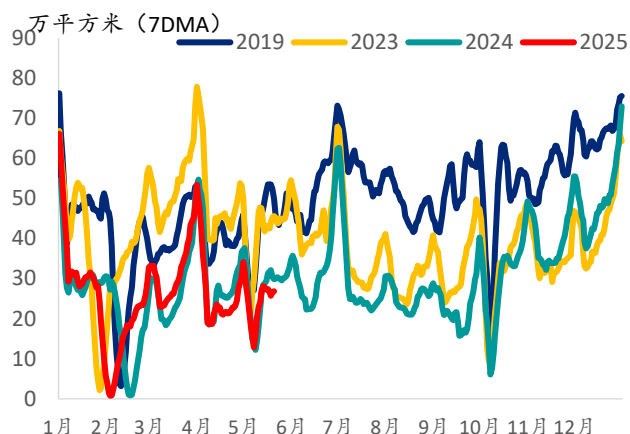
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 15：中国——房地产销售略有改善，尚未传导至投资



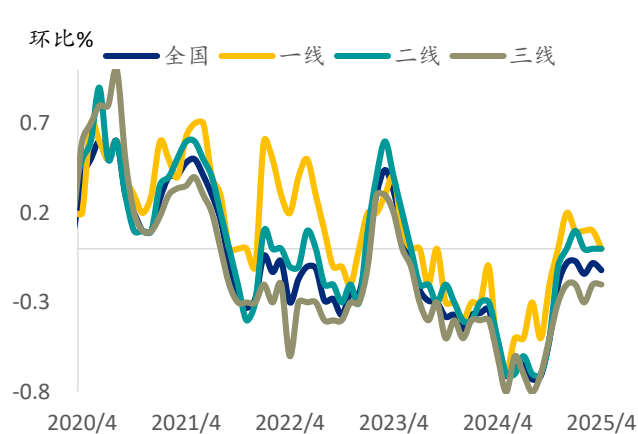
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 16: 中国——30 大中城市商品房销售从 4 月起复苏动能似乎减弱



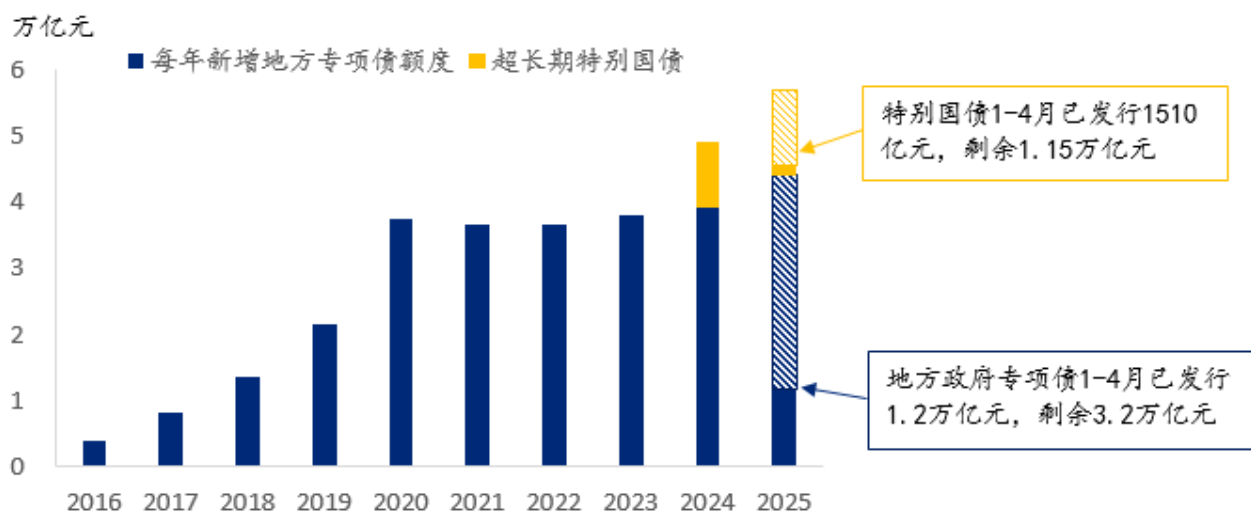
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 17: 中国——70 大中城市新建商品房价格环比跌幅自去年 9 月起收窄, 但今年 4 月略微扩大



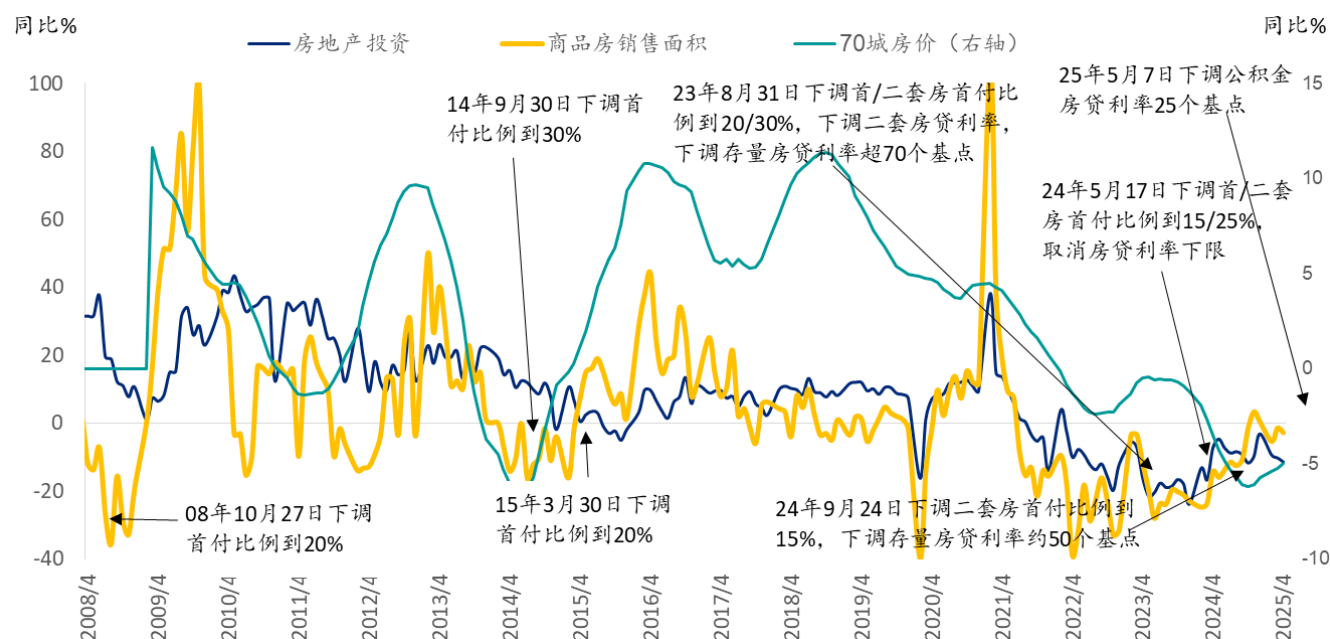
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 18: 中国——今年 5-12 月还剩余 3.2 万亿元地方政府专项债和 1.15 万亿元特别国债额度, 或在政府呼吁下加快发行和使用



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 19：中国——在去年 9 月政策的鼓励下，去年四季度和今年一季度房产销售和房价改善明显，但复苏动能从 4 月起似乎有所减退

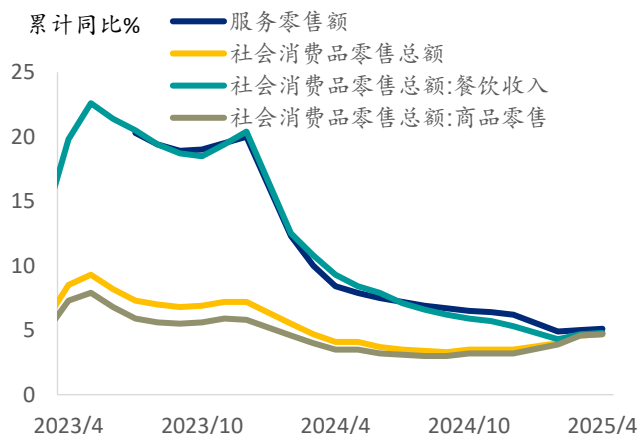


资料来源：同花顺、浦银国际

2) 消费或仅边际改善

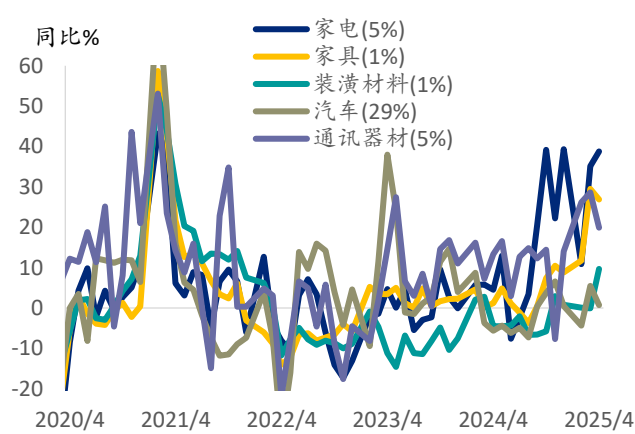
今年以来，除 4 月外，社会消费品零售数据屡超市场预期。1-4 月整体零售累计同比增速升至 4.7%（2024 年为 3.5%）。从结构上看，服务消费（包括餐饮零售）的整体增速依然高于商品消费（图表 20）。不过，在消费品“以旧换新”政策的鼓励下，家电、家具以及通讯器材的销售有了显著改善，汽车销售亦有边际改善，推动商品消费同比累计增速今年以来逐月上升（图表 21）。

图表 20：中国——今年以来消费品零售增速上升，商品零售增速逐月加快



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 21：中国——消费品“以旧换新”政策对相关产品销售提振作用显著



注：（）内为该分类在 2024 年全年社会消费品零售总额中的销售占比

资料来源：同花顺、浦银国际

往前看，我们预计消费品零售增速接下来或仅小幅改善。一方面，政府新设立的 5000 亿元服务消费和养老服务再贷款或有助于服务消费的改善。中美关税战暂时“休战”也有助于居民消费信心的改善。另一方面，虽然我们相信消费品“以旧换新”政策将继续支持消费，但是今年前四个月通讯器材、家电和家具销售超过 20% 的累计同比增速或难以长时间维持，接下来或有小幅下滑的风险。综合上述考虑，我们预计 2025 年的消费品零售总额累计同比增速将从目前的 4.7% 小幅上升至年底的 4.8%，略低于我们去年 11 月的预测 (5.0%)。最终消费对今年 GDP 的贡献或下降 0.1 个百分点，至 2.8 个百分点。

3) 出口增速或开始逐渐下滑，净出口对 GDP 贡献料逐渐转负

今年前四个月出口表现远好于预期。前四个月累计出口增速(按美元计)达 6.4%，高于 2024 年全年的 5.9%。去年同期的低基数以及出于关税战担忧的出口抢跑均起到了一定帮助。其中，出口数量大增，出口单价反而同比下跌(图表 23)。

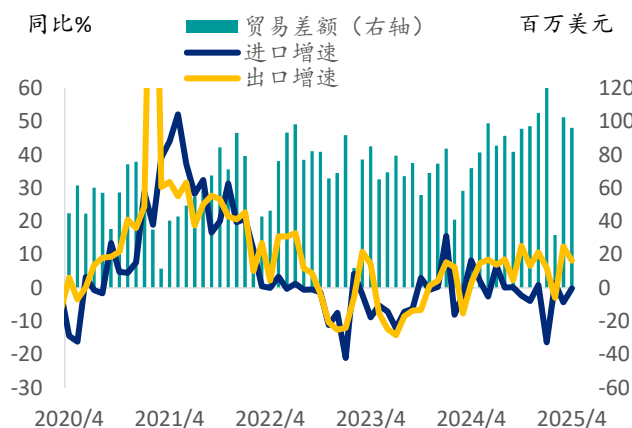
分产品来看，今年 1-4 月机电产品和高科技产品出口表现继续改善，尤其是蓄电池出口增速大幅加快(2025 年 1-4 月:22.1%，2024 年-5.8%)，劳动密集型累计出口增速转负(图表 24)。

分国家和地区来看，今年 1 到 4 月对东盟、印度、中国台湾的累计出口增速均超过 10%，其中或有一部分是因为关税原因的绕道出口。而此前使用较多但受美国监察升级影响的墨西哥累计出口增速下滑到 0.8%。一定程度上由于关税拖累，对美直接出口累计增速转负到-2.5%(2024 年为 4.9%)。此外，中国对日本和欧盟两个传统贸易伙伴的出口增速有所改善(图表 25)。

从单月数据来看，在中美关税战全面爆发的 4 月，中国的出口增速仅小幅下滑至 8.1%，仍维持在较高水平上。虽然中国对美出口同比跌 21% 之多，但是被对东盟 (20.8%)、印度 (21.7%) 和中国台湾 (15.5%) 出口的大幅改善抵消(图表 26)。

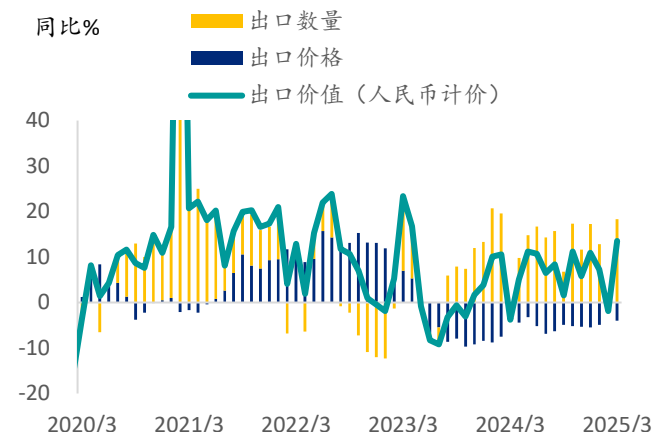
展望下半年，我们预计出口增速或逐渐放缓。鉴于中美双方商定的 90 天关税“休战”协议和对暂缓期后关税再加征的担忧，我们认为近 3 个月内出口抢跑现象会继续提振中国出口数据。然而，在 3 个月后，我们认为外需的减弱和高基数效应等因素将开始拖累出口表现。即便在我们的基本假设下，美方对华加征关税维持现状，而不会进一步加征关税，30% 的关税加征亦会对中国的出口需求产生显著影响(图表 27)，尽管不似 145% 关税情况下的完全阻隔对美出口。另外，美国自今年起的加权平均关税税率已经上升约 12%，亦将影响全球经济增速，从而影响中国整体的外需情况。因此，我们预计中国出口增速将从今年前四个月的 6.4% 放缓至后八个月的-3.2%，全年出口增速或在 0% (去年 11 月预测: 1%)。

图表 22：中国——今年前四个月出口表现远好于预期



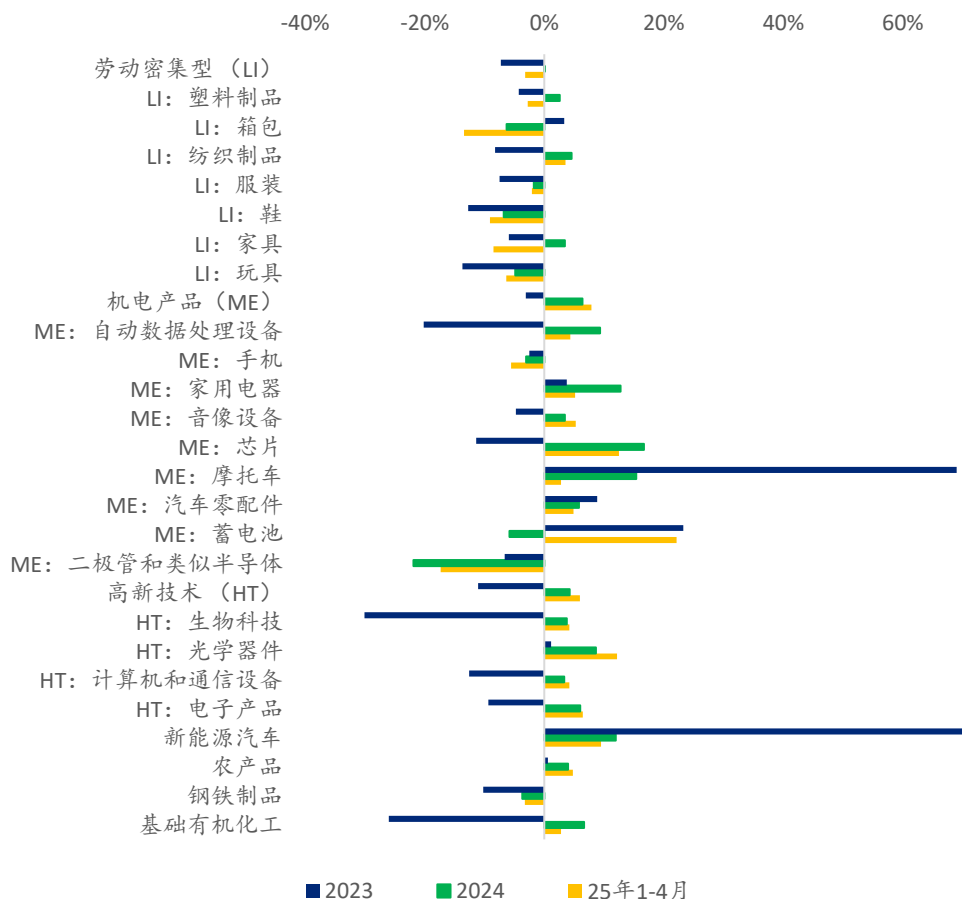
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 23：中国——出口数量大增，出口单价反而同比下跌



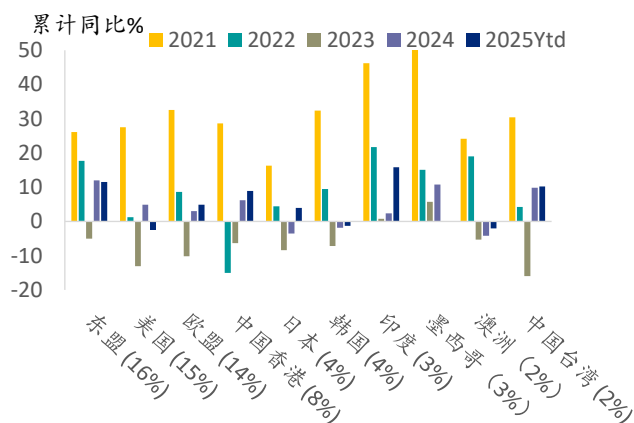
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 24：中国——分产品出口累计增速



资料来源：CEIC、浦银国际

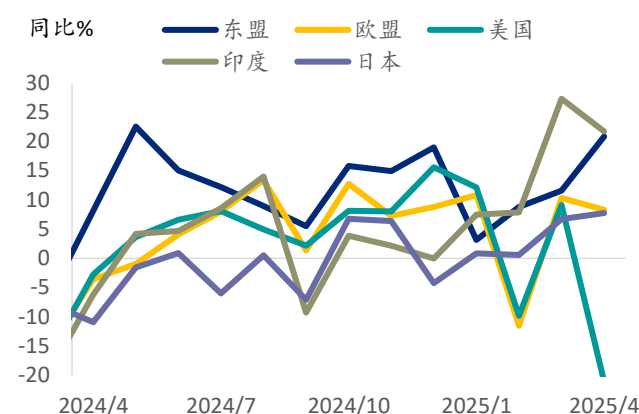
图表 25：中国——对美直接出口下降，对日本和欧盟出口表现有所改善



注：括号内数字为 2024 年占中国总出口的份额。

资料来源：同花顺、浦银国际

图表 26：中国——关税战开始后，对美出口大减，但对东盟、印度、日本等出口改善显著



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 27：中国——美国对从中国进口商品加征关税的影响研究：从 2018-2019 年经验来看，该线性计算高估了加征关税的影响

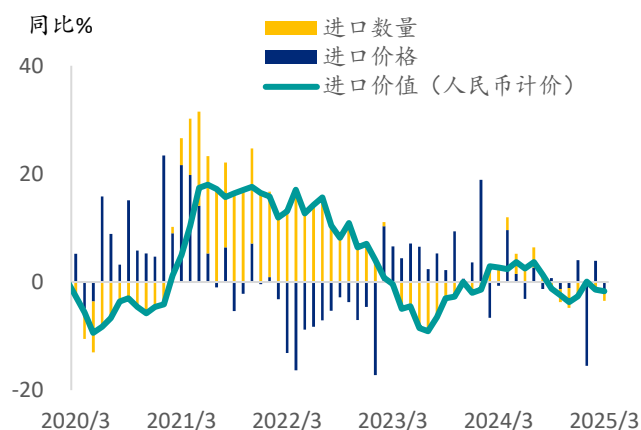
	来源	公式	2018-2019 年贸易战 后平均关税从 3.8% 提高到 19.3%	2025 年 2 月-3 月初， 对所有出口美国商品 加征 20% 关税	2025 年 5 月 12 日宣布 将仅执行 10% 的个性 化对等关税
美国对中国进口商品关税增幅	政策	a	15.5%	20.0%	10.0%
关税到价格的传导	Feenstra (1989)	b	0.6	0.6	0.6
美国进口商品的价格增幅	计算得出	c=a*b	9%	12%	6%
美国从中国进口商品总额（亿美元）	中国统计局 2020, 2023	d	4518	5003	5003
美国进口价格弹性	Kee et al (2008)	e	-3.39	-3.39	-3.39
美国从中国进口商品预计减少（亿美元）	计算得出	f=c*d*e	-1424	-2035	-1018
中美贸易顺差（亿美元）	中国海关 2020, 2023	g	3169	3361	3361
中国总出口（亿美元）	中国海关 2020, 2023	h	25900	33790	33790
中国 GDP（亿美元）	中国统计局 2020, 2023	i	148626	176620	176620
对中美贸易顺差的影响	计算得出	k=f/g	-44.9%	-60.5%	-30.3%
对中国出口的影响	计算得出	l=f/h	-5.5%	-6.0%	-3.0%
对中国 GDP 的影响	计算得出	m=f/i	-1.0%	-1.2%	-0.6%

资料来源：同花顺、CEIC、浦银国际估算

我们预计下半年进口增速或有所改善。今年以来进口表现远不及出口：进口增速从 2024 年的 1.1% 转负至今年 1-4 月的 5.2%。部分受油价下滑影响，进口价格下降明显，进口数量亦有小幅下滑（图表 28）。按产品大类看，机电产品和高新技术进口仍较为稳健。可能受低迷房地产行业影响，大宗商品进口今年累计同比大减 12% 之多（图表 29）。农产品累计进口增速亦下滑至 -16.1%，其中因为关税战大幅减少对美大豆采购或是主要推动力之一。

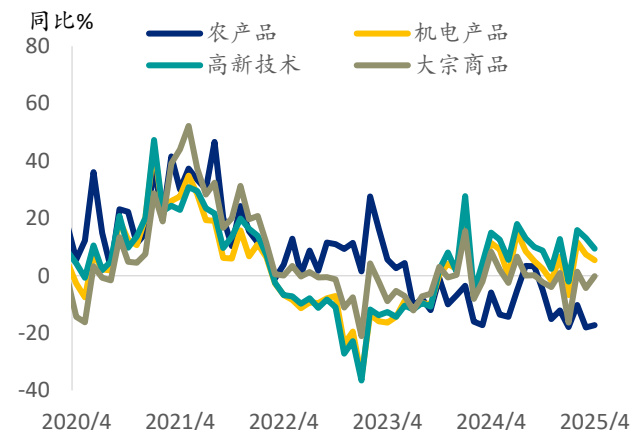
往前看，在出口抢跑现象散去之后，机电和高新技术产品进口或因为中间品进口的下降而放缓。我们预计基建增速将小幅加快，房地产投资跌幅将略微改善，二者或有利于大宗商品出口的改善，尽管其效应或被预计的大宗商品价格的下跌所部分抵消（图表 30）。不过，在中美贸易关系缓解的前提下，中国农产品进口或有所改善。综合以上，我们下调 2025 年全年的进口增速预测到 -1.0%（去年 11 月：2.0%）。这就意味着进口增速将从 1-4 月的 -5.2% 回升至 5-12 月的 1.1%。

图表 28：中国——今年以来进口价格下降明显，进口数量亦有小幅下滑



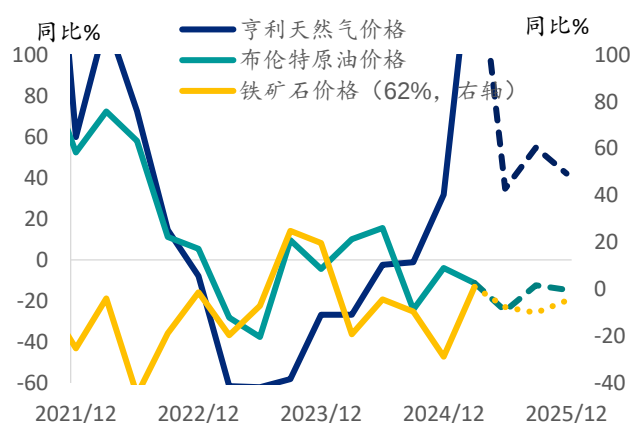
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 29：中国——机电产品和高技术进口仍较为稳健，大宗商品和农产品进口大减



资料来源：CEIC、浦银国际

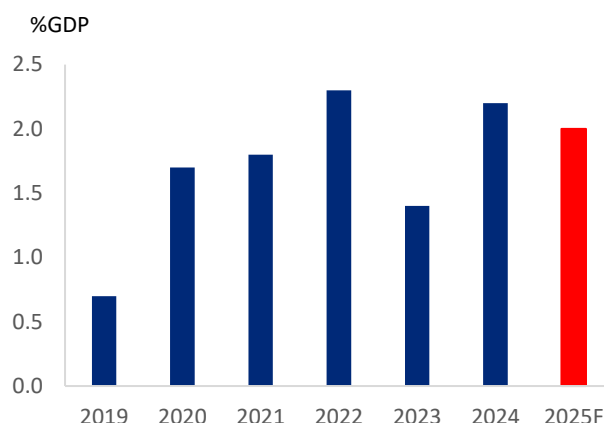
图表 30：中国——预计的大宗商品价格变化或不利于该项目进口



注：预测来自彭博社预测均值

资料来源：Bloomberg、同花顺、浦银国际

图表 31：中国——我们预计今年的经常项目顺差占 GDP 比重为 2.0%



资料来源：CEIC、浦银国际预测

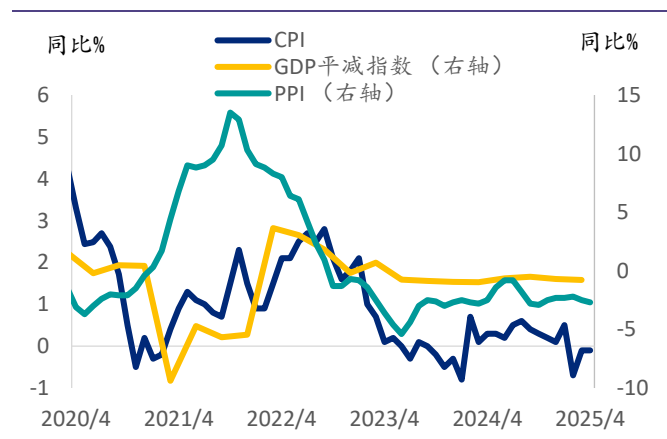
我们预计经常项目顺差占 GDP 比重今年仅小幅下降至 2%。由于一季度出口表现远好于进口，一季度的经常项目顺差占 GDP 比重高达 3.7%，净出口对一季度 GDP 的贡献高达 2.1 个百分点。据我们对进出口增速的预测更新，2025 年贸易顺差预计较去年略微增加 263 亿美元至 10177 亿美元。然而服务和收入贸易逆差今年预计也有所上升。加总来看，我们估计经常项目顺差占 GDP 比重会从 2024 年的 2.2% 降到 2025 年的 2.0%（图表 31）。我们维持净出口对全年 GDP 的拖累在 0.2 个百分点的基本预测。

3. 下半年通胀预计仅小幅回升

PPI 通胀率下半年或继续为负。PPI 通胀率在今年 1-4 月仍徘徊在-2.2%~-2.7%之间的低位，较去年四季度改善甚微（图表 32）。从外因来看，和 PPI 相关性较强的全球原油价格同比跌幅扩大（图表 33）。而和美国的关税战亦影响了和出口相关性较高商品的价格。尤其是在中美关税战全面爆发的 4 月，PPI 同比通胀率再跌 0.2 个百分点到-2.7%的半年内低位。从内因来看，今年前四个月虽然经济整体表现尚可，但是更偏向于消费驱动的内需复苏对工业需求的支持作用较为有限。工业产出的复苏远强于需求的情况并未得到明显改善。

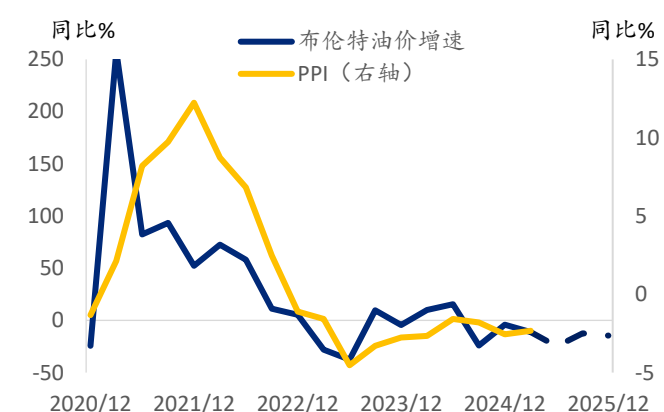
往前看，更偏向于消费驱动的内需复苏或对工业需求的支持作用较小，我们下调了 2025 年年底房地产投资同比增速的预测（从原先的-5%下调至-8.5%）。中美互降关税有助于外需的改善，然而该变化对工业价格的提振作用或被预期的油价继续下跌给部分抵消。我们预计 PPI 通胀率或均从前四个月的-2.4%温和回升至 5-12 月的-1.5%。2025 年全年 PPI 通胀率预计在-1.8%（2024 年：-2.2%）。

图表 32：中国——通胀在今年前四个月持续低迷



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 33：中国——今年一季度原油价格的大幅下跌也是拖累 PPI 走低的原因之一



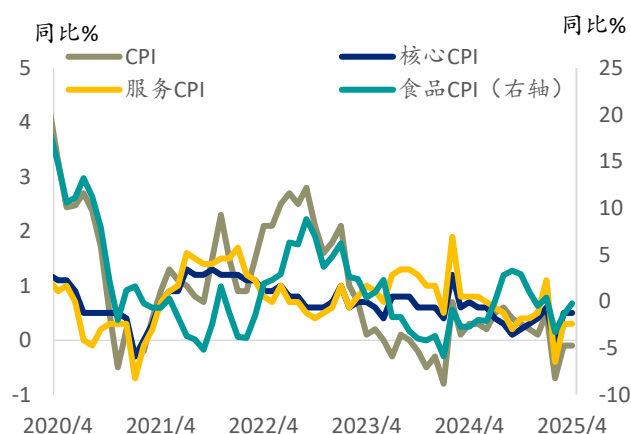
注：2025 年二到四季度油价预测来自彭博社预测均值

资料来源：Bloomberg、CEIC、浦银国际

CPI 通胀率预计仅缓慢回升。CPI 通胀率在今年前四个月非但没有回升，反而再次跌入了负区间（图表 34）。分类来看，食品、交通和通信价格是 CPI 主要拖累因素（图表 35）。首先，猪肉 CPI 从去年 9 月起已经开始下滑，仅维持了 11 个月的猪价上行周期低于此前历史规律，导致食品价格不及预期（图表 36）。其次，消费品“以旧换新”继续拖累交通工具价格，再加上油价下跌影响燃料 CPI，交通和通信 CPI 今年以来亦逐月转弱（图表 37）。最后，服务 CPI 今年表现亦弱于去年同期（图表 34）。

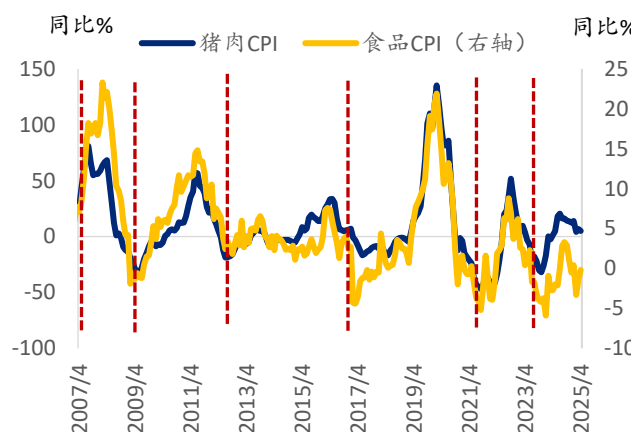
往前看，我们相信中美贸易关系的缓和以及国内的政策支持有助于居民恢复消费信心，改善通胀。然而，猪价下行周期仍会在今年下半年至少大部分时间持续。交通和通信价格亦难有显著改善。因此我们将 2025 年 CPI 通胀率预测从去年年底的 0.8% 下调至 0.2%，预计 CPI 通胀率从今年前四个月的-0.1%回升至 5-12 月的 0.4%。

图表 34：中国——CPI 通胀率在今年前四个月非但没有回升，反而再次跌入了负区间



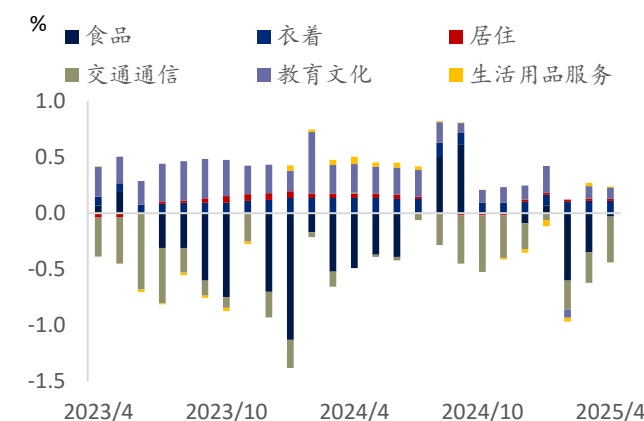
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 36：中国——猪肉 CPI 从去年 9 月起下滑，仅维持了 11 个月的猪价上行周期低于历史规律



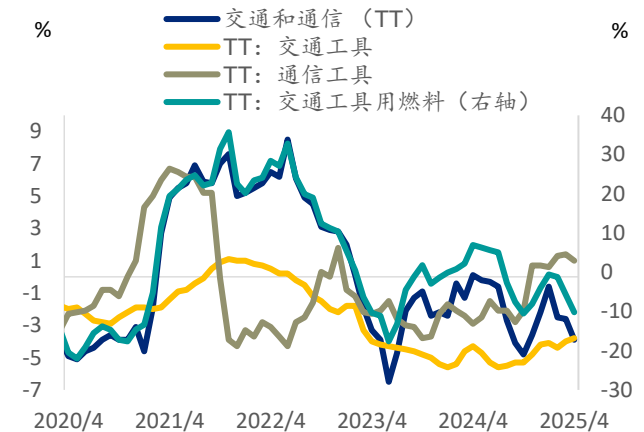
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 35：中国——食品、交通通信价格对 CPI 拖累作用是主要推动力



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 37：中国——交通工具和燃料 CPI 的下跌拖累了整体交通和通信 CPI 的表现



资料来源：同花顺、浦银国际

4. 政策刺激或至少延后至三季度

在关税暂时“休战”的背景下，政策刺激短期内或转换至“边走边看”模式。政府或并不着急进一步加码政策刺激，短期更看重已宣布政策的落实。后续的经济刺激或视乎中美贸易谈判进展以及现有政策成效，时点或至少延后至三季度。

1) 财政政策

财政政策继续以促消费和稳投资为两大抓手。短期内，财政政策重点或放在已制定刺激政策的加快落实上，尤其是地方政府专项债和特别国债的加快发行和使用上。在具体的资金使用上，政治局会议将促消费重点放在提高中低收入群体收入，大力发展服务消费上。在增收减负方面，我们认为潜在的全国性生育补贴政策的发布仍值得期待，尽管中美关税战暂时“休战”降低了出台该政策的迫切性。在发展服务消费方面，政治局会议预告的设立服务消费与养老再贷款已经在5月7日的国新办发布会上兑现。初始额度为人民币5000亿元。接下来促服务消费的重点或放在落实该资金的投放上，我们此前所设想的、直接向服务消费进行消费补贴的政策可能还需要耐心等待。虽然近期政府在谈论政策刺激的时候甚少提及此前对消费促进作用较大的消费品“以旧换新”政策，不过我们认为只要有需要，该项目的资金规模仍有扩张空间，使用领域亦可扩展，例如扩大至服务消费（餐饮、旅游等）和快消品消费、以及增加单品补贴金额。在稳投资方面，我们相信“两重”“两新”依然是重点所在。此外，如果促消费类政策成效不及预期，那么政府或适当放宽使用地方政府专项债投资基建项目和购买存量房和土地的条件。

中期来看，后续的增量财政刺激取决于中美贸易谈判进展以及现有政策成效。在今年4月中美关税战全面爆发的情况下，我们曾预测政府最快或在7月的半年度政治局会议上拿出在财政刺激方面额外拿出1.0%~1.5% GDP的资金支持，以抵消关税战对经济的负面影响。然而，在中美贸易关系在5月意外好转之后，我们认为若美国对华关税维持在目前水平上，政府或不会拿出如此大规模增量资金支持。视乎经济运行情况，政府或最快在三季度推出0.5-1.0万亿元（相当于0.35%-0.7%GDP）的额外财政刺激支持，用于促消费和稳地产等领域。而在悲观情况下，我们认为政府或仍会在三季度额外拿出1.0%-1.5% GDP的资金支持。如果中美关税冲突进一步降级，以芬太尼为由加征的20%关税亦被取消，那么我们认为政府今年接下来或不会再推出额外财政资金支持。

2) 货币政策

“适度宽松”的货币政策或变得更加数据依赖。尽管社会融资规模存量同比增速今年以来一路加速，这主要是因为政府债券发行力度加大，人民币贷款存量同比增速一路下滑（图表 38）。从新增贷款来看，今年前四个月发行人民币贷款 10.1 亿元，略逊于去年同期的 10.2 万亿元。从更反映实际需求的中长期贷款来看，今年和去年前四个月的差距则更大，尤其是企业新增中长期贷款比去年同期减少了 7800 亿元（图表 39）。换句话说，虽然今年一季度经济开局良好，但是不管是居民还是企业的信贷需求均仍较弱。

我们此前呼吁的二季度 50 个基点降准和 10-20 个基点降息已经在 5 月 7 日 [国新办发布会](#) 上兑现，最终降准 50 个基点（图表 40）和降低 7 天逆回购利率 10 个基点（图表 41）。除此之外，同场发布会对再贷款这一定向工具也做出了精密部署：央行宣布下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点。除了新设立服务消费与养老再贷款之外，央行亦增加科技创新和技术改造以及支农支小再贷款额度各 3,000 亿元。

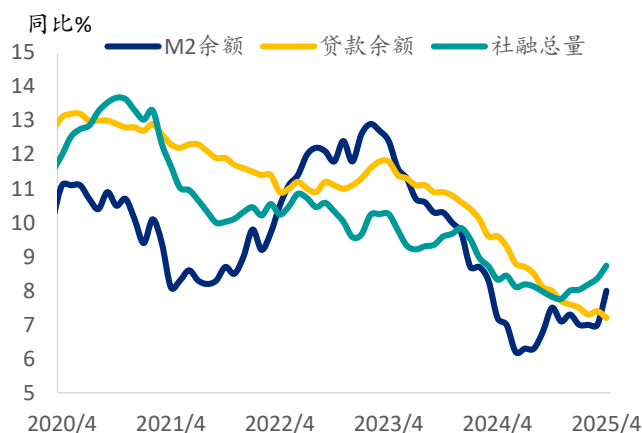
在中美关税战暂时“休战”的背景下，我们认为短期内政府或更重视已经宣布的各项再贷款额度的使用上、观察 5 月 7 日发布的一系列政策的成效和中美贸易谈判进展。短期内，央行或不会再次采用降准降息这样全面性的货币工具，不过使用结构性工具进行定向调节的可能性仍存，尤其是已经预告多时的收购存量土地再贷款。

中期来看，我们认为下半年央行仍有望降准降息。即便美国对华关税维持现有水平，在中美贸易谈判仍在进行中的背景下，信贷需求或仍偏疲软，需要政策支持。因此，在我们关税税率维持现状的基本假设下，我们调整降息预测，从此前全面关税战时做出的还有 20-30 个基点降息，调整回去年 11 月做出的 [预测](#)——即下半年还有 10-20 个基点的降息。另外，我们预计下半年或还有一次 50 个基点的降准。在再贷款和降准降息政策的支持下，我们预计贷款增速或由跌转升。

如果关税冲突升级，那么我们此前全面关税战时 20-30 个基点降息、50 个基点降准的预测仍有效。

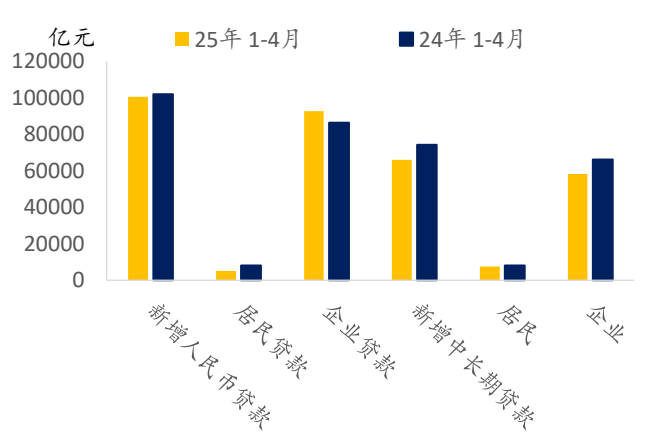
如果关税冲突降级，那么我们认为央行或不会再降准，并将降息幅度控制在 10 个基点。

图表 38：中国——虽然社融增速加快，但是贷款增速继续下滑



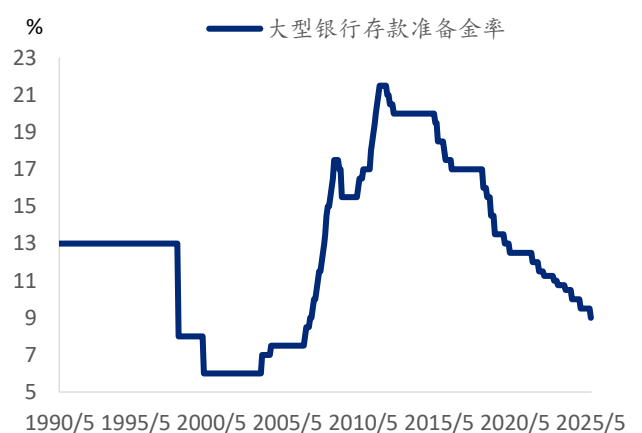
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 39：中国——企业新增中长期贷款比去年同期减少了 7800 亿元



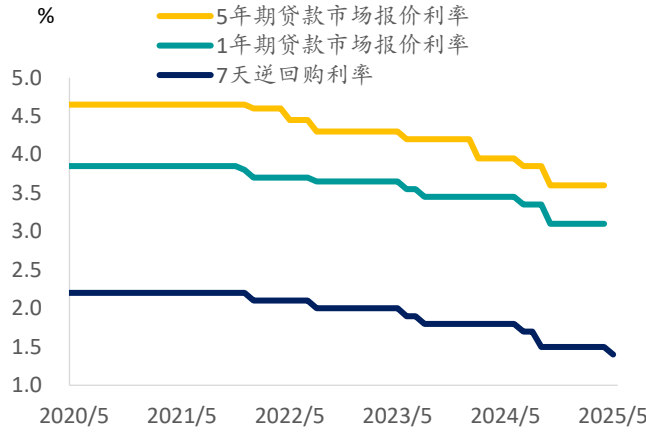
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 40：中国——央行 5 月宣布降准 50 个基点，符合我们预期



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 41：中国——央行 5 月宣布降低 7 天逆回购利率 10 个基点



资料来源：同花顺、浦银国际

3) 稳外贸政策

出口支持政策或采取“边走边看”模式，根据中美谈判进程和企业需要加码。在 4 月关税战全面爆发之后，中国政府仅在 4 月底的政治局会议上提到对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。而在 5 月 7 日一揽子金融支持政策的发布会上，金融监管总局局长李云泽提到针对小微企业、民营企业融资难题，总局已牵头建立了专门的融资协调工作机制。接下来，融资协调工作机制将扩展至全部外贸企业，推动银行加快落实各项稳外贸政策，确保应贷尽贷、应续尽续。对受关税影响较大、经营暂时困难的市场主体，将采取“一企一策”提供精准服务。根据这些政策进展，我们认为稳外贸政策将采取“边走边看”模式。参考上一轮关税战的经验来看（图表 42），政府或对受关税战影响比较大的出口企业（主要是中小型企业）推出定向的信贷支持，帮助出口型企业转型或调整供应链；降低其利息、税收等方面的经营成本等。

图表 42：中国——政府在 2018-2019 年和当前关税战推出的应对政策措施一览

日期	部门	具体内容
2018 年 9 月 28 日	国务院	国务院常务会议进一步降低机电设备、纺织品、建筑装饰材料等 1585 种产品进口关税，自 2018 年 11 月 1 日起实施。关税从 2017 年的 9.8% 下调至 7.5%，2018 年的关税调整可为企业和消费者节省人民币 600 亿元。
2018 年 10 月 7 日	财政部	财政部研究未来更大规模的减税和更积极的财政政策，以稳定增长。税费减免总额预计超过人民币 1.3 万亿元，而全国人大期间确定的目标是人民币 1.1 万亿元。此外，财政部还将支持重大项目建设，并通过提高个人所得税扣除来刺激消费。
2018 年 10 月 7 日	央行	下调部分银行存款准备金率 100 个基点，除了其中 4500 亿元用于偿还到期的 MLF 贷款外，将额外释放流动性 7500 亿元支持实体经济。
2018 年 10 月 8 日	国务院	2018 年 11 月 1 日起，国务院再次提高出口退税率，原 15% 出口和部分 13% 出口退税率提高至 16%；出口退税率 9% 的，税率提高到 10%，有的甚至达到 13%；出口退税率 5% 的，税率提高到 6%，有的甚至达到 10%。该措施不适用于高耗能、高污染、产能过剩相关出口。同时，7 档返利下调至 5 档。
2018 年 10 月 22 日	央行	公布两项新举措支持民营企业融资：1) 宣布新增 1500 亿元再贷款和再贴现贷款额度，用以支持银行向中小企业和民营企业发放贷款；2) 设立民营企业债券融资支持工具。
2018 年 11 月 8 日	银保监会	银保监会主席郭树清要求银行对民企的新增贷款在整体企业贷款中的比例在大银行必须达到 1/3，对中小银行必须达到 2/3。对整体银行系统来说，争取在 3 年的时间内将民企企业贷款在总体企业贷款中的比重提升到 50% 以上，此前大约在 40%。
2018 年 11 月 9 日	国务院	国务院常务会议要求 2018 年四季度中小企业贷款利率降低 1 个百分点，并要求国有企业和政府按时偿还对民营企业的应收账款。
2019 年 1 月 2 日	央行	宣布扩大普惠金融定向降准范围：对授信额度在 1000 万元以下的中小企业贷款实行定向降准，此前标准为 500 万元。
2019 年 1 月 9 日	国务院	国务院常务会议公布减轻中小企业税负的新举措，预计每年减轻 2000 亿元税负。
2019 年 1 月	央行	央行分两次降低存款准备金率，分别在 15 日和 25 日降低 50 个基点，排除了偿还到期的 MLF 贷款之外，约释放 8000 亿元永久性流动性。
2019 年 2 月 14 日	国务院	发布《关于加快民营企业 IPO 和股权再融资的新指导意见》，我们预计民企进入资本市场的融资渠道将有所拓宽。
2019 年 5 月 6 日	央行	宣布在 5 月 15 日对农村中小银行下调存款准备金率最多 3.5 个百分点到 8%，注入 2800 亿元永久性流动性。
2019 年 9 月 6 日	央行	宣布在 9 月 16 日下调整体存款准备金率 50 个基点。为了进一步扩大对小微企业和民企的贷款支持，城市商业银行的存款准备金率分两次在 10 月 15 日和 11 月 15 日下调，共下调 100 个基点。两项降准操作总共释放 9000 亿元流动性。
2025 年 4 月 25 日	政治局	政治局会议提出对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。
2025 年 5 月 7 日	国新办	除了降准降息，新增再贷款之外，国新办发布会提出将融资协调工作机制扩展至全部外贸企业，推动银行加快落实各项稳外贸政策，“确保应贷尽贷、应续尽续”。“对受关税影响较大、经营暂时困难的市场主体，‘一企一策’提供精准服务。”

资料来源：新闻报道、浦银国际

4) 房地产政策

房地产政策仍将从供需两端协同发力。从需求端来看，在 4 月房地产销售动能转弱的时候，我们就预计政府或将降低住房公积金贷款利率。这一判断在 5 月 7 日成功兑现。接下来如果房产销售动能仍未有明显好转，那么政府还可以考虑提供契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠等。

从供给端来说，在 5 月 7 日的国新办发布会上，国家金融监督管理总局局长李云泽提出将加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法，以助力持续巩固房地产市场的稳定态势。这或意味着对去年年底已经预告的专项债支持收地收储、央行收地专项再贷款的设立和 100 万套货币化安置城中村和危旧房改造等重点工作将有更为系统性的部署，进一步解决房地产企业的资金流难题。与房地产发展新模式相适配的系列融资制度的发布值得重点期待。中期来看，如果政策成效不及预期，政府仍有空间扩展“白名单”信贷规模和货币化安置城中村改造的规模以及提供更多更便宜的资金支持房企去库存（图表 43）。

图表 43：中国——我们预测的今年房地产相关增量政策措施预测汇总

方向	内容	2024 年	短期政策预期	2025 年全年政策预期
供给	专项债收地收储	预告	今年至少 8000 亿元资金用于收地收储	
	收地专项再贷款	预告将设立	初始规模预计在 3000 亿元	
	白名单项目信贷规模	年底翻倍到 4 万亿元	进一步扩大	
	保障性住房再贷款	3000 亿元	/	若必要，可再加码且降低借贷利率
	货币化安置城中村改造	已宣布 100 万套	落实 100 万套	若必要，可扩容到 220 万套 35 城上限
需求	下调房贷利率	取消房贷利率下限，下调存量房贷利率和个人住房公积金贷款利率	降低住房公积金贷款利率（已经兑现）	
	下调首付比例	两次下调	/	/
	其他		契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠	

资料来源：新闻整理、浦银国际预测

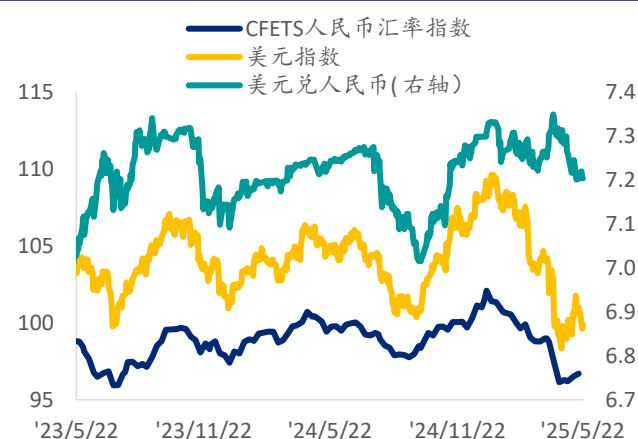
5. 汇率展望

今年以来人民币兑美元汇率大多在 7.2-7.3 的区间内小幅波动。从今年年初起，人民币兑美元汇率随着美元指数的缓慢贬值而略有升值。虽然特朗普从 2 月起就开始对自中国进口商品加征关税，但是 2-3 月加征幅度市场已经有预期，并未造成人民币贬值。4 月关税战爆发人民币亦未明显贬值则得益于关税对美国本土资本市场的巨大冲击。不过在 4 月起美元指数大幅贬值的情况下，人民币并未明显升值，而是维持稳定。因此，人民币对一篮子货币的 CFETS 指数有所下跌（图表 44）。这可能有两方面原因：一方面，中国并没有像其他国家一样被豁免了“对等关税”，而是和美国全面爆发关税战。关税战对投资中国的信心也造成一定影响；另一方面，央行也并不希望人民币快速升值，让出口雪上加霜。

情况在 5 月上中旬中美贸易关系缓和后发生了变化：自 5 月初双方将展开关税战后首次贸易会谈的消息传出之后，人民币兑美元汇率就开始升值，并在 5 月 12 日宣布关税战暂时“休战”之后逼近 7.2 的关口，同期 CFETS 指数也略微回升。

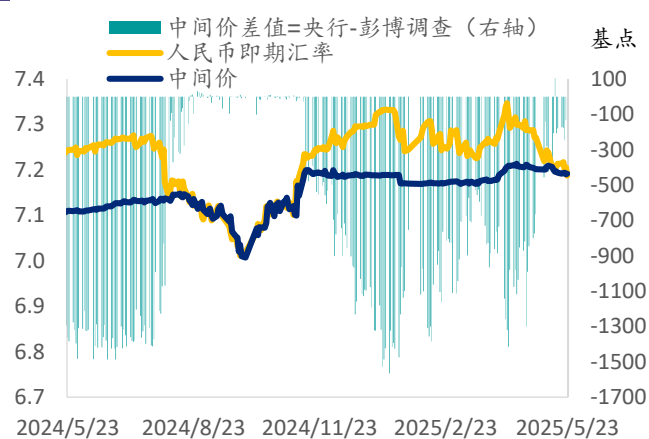
往前看，我们并不认为人民币会显著升值。一方面，即便美国对中国进口商品关税维持在现有水平上，特朗普二次上任以来对中国进口商品的关税加征幅度仍高达 30% 左右，央行或并仍不希望人民币升值，损害出口。从央行制定的中间价和彭博社调查的差值来看，央行在人民币兑美元汇率回到 7.3 以内明显减小干预（图表 45）。另一方面，如果经济走势和我们预期的一致，潜在的经济增速的逐渐放缓和出口增速的下滑也将影响人民币预期（图表 46）。不过，我们预期中美利差的小幅收窄或有助于债券资金的流入，利好人民币（图表 47）：根据我们对中美 10 年期国债收益率的预测，年底两者差距或将收窄至 2.6%（5 月 22 日为 2.8%）。我们预计接下来人民币兑美元汇率或在 7.1-7.4 的区间内波动，并在四季度更为靠近波动区间的弱端。

图表 44：中国——美元兑人民币汇率在中美会谈后升至 7.2 附近



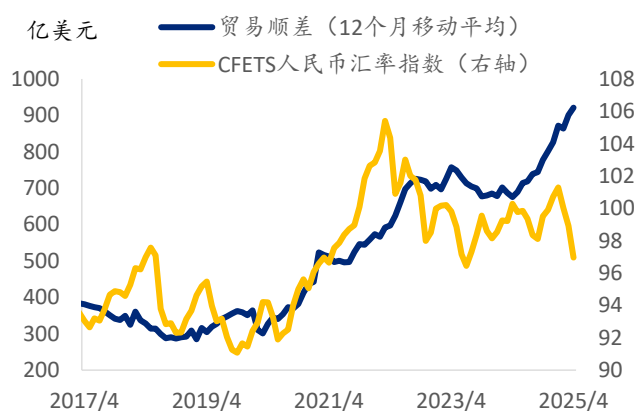
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 45：中国——央行在人民币兑美元汇率回到 7.3 以内明显减小干预



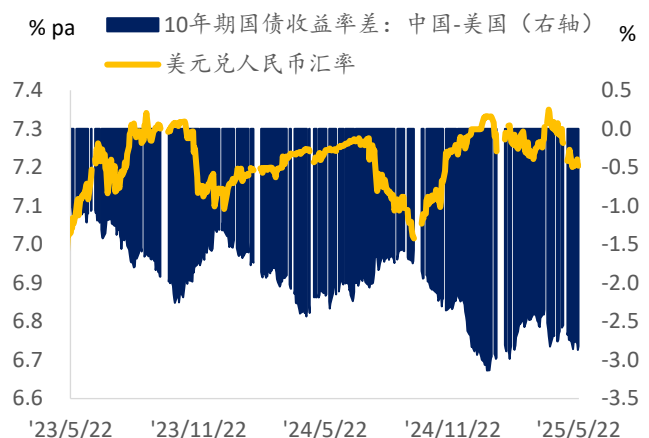
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 46：中国——潜在的贸易顺差下行或将不利于人民币汇率



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 47：中国——但或被潜在中美利差收窄和债券资金流入上升而部分抵消



资料来源：同花顺、浦银国际

6. 有什么经济事件需要重点关注？

即将于7月底召开的季度政治局经济工作会议值得关注。显著的政策转向在历年的半年度政治局经济工作会议中较为常见。虽然我们认为政策走向亦会充分考虑中美贸易谈判情况，但是7月政治局会议依然会对下半年政策定调提供更明确线索。此外，10月和12月的季度政治局经济工作会议也值得重点关注，尤其需关注10月会议是否会推出增量政策支持。

90天个性化关税暂缓期结束后美国关税政策变动需要密切关注。在4月9日和5月12日，美国对中国和其他国家分别设置了90天个性化关税暂缓期。暂缓期将于7月8日（其他国家）和8月中上旬（中国）结束。暂缓期结束后特朗普的关税政策变化值得重点关注，尤其是在预计大部分国家尚未和美国达成贸易协议的情况下，个性化“对等关税”是会继续暂缓还是立即实施需要留意。

期待12月的中央经济会议定调明年经济工作重心。对于明年的政策方向，将在12月份举行的中央经济工作会议或给出更明确方向。然而，该会议仅会提供方向指引，具体的经济目标（GDP增速、CPI和城镇调查失业率目标、赤字率、地方政府专项债和特别国债额度等）还需要在明年3月的两会揭晓。

7. 风险提示

- **中国房地产行业迟迟没有企稳。**我们的基本假设是房地产行业将在今年年底企稳。然而房地产下行周期已经延续了近四年，期间在政策支持下也有起伏。如果房地产复苏动能下半年再次走弱，那么房地产投资和消费品零售增速或不及我们的预测，影响经济增速。
- **政策推出及成效不及预期。**我们的基本假设是即便中美关税税率维持现有水平，政府也会最快在三季度拿出额外 0.5-1.0 万亿元财政资金支持，另外货币政策上还有一次 50 个基点的降准和 10-20 个基点的降息。然而如果最终政策推出不及我们的预期，经济复苏的轨迹可能会受到一定影响。此外，即使政策如预期般推出，政策成效也还需观察。
- **通胀恢复慢于预期。**GDP 平减指数的负读数已经持续 8 个季度，创造了千禧年以来的延续时间记录。我们估计 CPI 和 PPI 通胀率今年下半年均会小幅改善。然而，如果 PPI 通胀率继续下滑，CPI 的负读数继续，那么或将会对后续经济活动造成负面影响。
- **中美关税战再次升级。**我们的基本预测是基于中美关税在今年接下来时间维持现状。然而考虑到特朗普政策的多变性，以及中美在根本性问题上的分歧，中美关税战可能再次升级。目前被暂缓的 24% 个性化“对等关税”可能被再次实施，甚至还会有其他额外加征关税的可能性。在这种情况下，即便财政刺激在现有基础上加码，或较难完全抵消加征关税的影响，经济增速或低于我们的基本预测。相反，若双方关税冲突进一步降级，我们的经济增速也会有上行可能。

三、美国——关税或左右经济前景

今年以来，美国经济继续体现了相当的韧性。不过，细节反映了在关税担忧下一些经济行为的扭曲变化：企业纷纷选择了提前囤货，导致净出口对美国一季度 GDP 的拖累作用高达 4.8 个百分点。关税担忧同时还促成了商品消费、工业生产以及设备投资的前置发力。一季度-0.3%的环比经济增速并不意味着美国经济已经进入衰退。在关税政策尚未影响物价的情况下，核心通胀继续沿着我们预计的温和下行路径在发展。劳动力市场表现亦仍较为稳健。可以说，如果没有特朗普二次上任后各项加征关税政策，美国经济大概率可以实现我们此前预计的软着陆。

然而往前看，关税政策的前景仍是影响美国经济的最关键因素。就目前的谈判进展来看，我们认为在 90 天内或仅有少数国家可以和美国达成贸易协议。不过从目前特朗普政府的态度来看，即便 90 天不够用他也大概率会再度延长暂缓期。中美之间的暂时关税“休战”也可能会继续延长。然而对特定行业，例如药品和半导体，还是有特别加征行业关税的可能性。这是我们对下半年中美经济预测的基本假设，可能性在 60%。不过考虑到以往特朗普政策的多变性，我们也不能完全排除 90 天暂缓期结束后特朗普政府宣布对未达成贸易协议国家（包括中国）立即落实个性化“对等关税”政策的可能性。在乐观情景下，如果谈判较为顺利，那么部分国家的关税在现有水平基础上或亦被小幅下调，甚至以芬太尼为由对华加征的 20%关税亦可能被取消。我们认为乐观和悲观情景的可能性或各在 20%。

在现有大部分关税税率在今年接下来时间维持的基本假设下，我们将**2025 年全年核心 PCE 通胀率的预测上调至 3.0%（去年 11 月预测为：2.4%）**。我们同时下调经济增速预测到 1.3%（去年 11 月：1.5%），上调失业率预测到 4.4%（去年 11 月：4.3%）。基于中美互降关税有效降低了美国的加权平均关税税率，缓解了关税对通胀和经济增长的负面影响，我们将美国经济陷入衰退的概率从中美爆发全面关税战时的 40%下调至 25%。尽管如此，特朗普二次上任后加征的约 12%关税对美国经济和通胀的影响仍不算小。在美联储反复强调的观望态度下，我们将再次降息的时点预测延后到最快 9 月（此前为 7 月），并略微下调降息次数预测至 2 次 25 个基点的降息（此前为 2-3 次）。在关税的不确定性暂时缓解之后，潜在的财政预案的审批进程或影响市场对美元和美国国债收益率的信心。考虑到市场或继续抛售美元资产、加征关税对下半年经济数据的负面影响、以及我们的降息预测，我们认为美元指数在今年接下来的时间或仍将有贬值空间，年底或小幅贬值到 98。基于我们对降息和通胀预测的调整、关税对美债的信心损害以及财政赤字的上行风险，我们再次上调 10 年期美国国债收益率的年底点位，到 4.2%（今年 1 月底时预测为 4.1%）。

潜在关税政策变动将影响我们对美国经济和降息的判断。在悲观情况下，美国经济可能会陷入高通胀和衰退并存的困境，我们预测美国 2025 年全年经济增速或在 0%附近，核心 PCE 通胀率高达 3.8%。美联储不得不在降通胀和稳增长的天平中倾向于稳增长，加大降息力度到 75-100 个基点降息。在乐观情况下，如果关税谈判进一步取得良好进展，那么关税对通胀和经济增长的影响将会再次缩小，美联储今年或至多降息一次(图表 48)。

图表 48：美国——在不同关税假设下我们的通胀、经济增速和降息预测

关税假设	具体内容	概率	核心 PCE 预测	实际 GDP 预测	降息次数预测
基本假设	个性化”对等关税“在 90 天暂缓期结束后继续延长暂缓（包括中国），个别行业被加征行业关税	60%	3.0	1.3	2 次 25 个基点
悲观情况：冲突升级	未达成贸易协议的国家的个性化“对等关税”在暂缓期结束后仍被加征（包括中国），行业关税亦有加征	20%	3.8	0.0	75-100 个基点
乐观情况：冲突降级	部分国家的关税在现有水平基础上或亦被小幅下调，以芬太尼为由对华加征的 20%关税被取消	20%	2.6	1.5	最多 1 次

资料来源：浦银国际估算

1. 特朗普的关税政策将走向何方？

特朗普二次上任后的关税政策给全球市场和经济带来巨大冲击。对全球经济而言，今年上半年最大的话题无疑是特朗普二次上任后一系列加征关税行动。继 2-3 月连续两次对中国加征 10% 关税之后，4 月 2 日，特朗普宣布了新的“对等关税”政策，其中设立 10% 的最低基准关税符合市场预期，而对贸易逆差最大国家实施个性化更高的“对等关税”则远超预期，引发了包括美国本土在内的全球金融市场剧震。其中，中国被加征 34% 关税，美国传统贸易盟友日本和欧盟分别被加征 24% 和 20% 关税，亚洲其他国家的加征幅度亦不小。不过，在特朗普上任后迅速于 2 月宣布将向中国、墨西哥和加拿大三国加征关税的时候，我们就[提出](#)不可忽视特朗普通过关税手段扭转美国贸易逆差和增加关税方面财政收入的意图。

在 4 月 2 日特朗普推出“对等关税”政策的时候，我们就[提出](#)个性化部分的“对等关税”过高，可能会被暂缓或者降低，但 10% 的最低基准关税将被执行。不出我们所料，在 4 月 9 日原定个性化“对等关税”的生效日当天，特朗普宣布暂缓除中国之外其他国家个性化“对等关税”的执行。4 月 11 日白宫进一步更新了豁免清单，将 3C 产品排除在“对等关税”政策之外，中国也在豁免之列。3C 类出口占到中国对美国 2024 年总出口 20% 左右。然而，豁免或并不能持续：美国商务部已经在 4 月 14 日宣布启动对芯片和药品进口调查。针对这两个行业的评论期已在 5 月 7 日结束，美国商务部将撰写调查并向特朗普汇报，并提出行动建议（如加征行业关税）。

不过，从 4 月 22 日起，中美的关税战开始峰回路转。特朗普在会见了沃尔玛等公司掌门人之后态度软化，表示对中国的高额关税或下降，具体取决于双方协商情况。据[报道](#)，与会企业家们称进口关税可能扰乱供应链并抬高商品价格。有关几周后商铺货架可能空空如也的警告似乎触动了特朗普。5 月 12 日，中美双方发布联合声明，同意开启贸易协商。美国取消了 4 月 8 日以后对中国商品加征的“报复性关税”。而对于 34% 针对中国的个性化“对等关税”，美国保留了 10% 的加征关税的执行，但是暂缓 90 天剩余 24% 加征关税的执行。那就是说，在 90 天内，特朗普在第二个任期内对中国商品加征关税的幅度降低至 30%。虽然我们之前也认为 145% 的关税税率实在太高，或可在协商过程中就开始降关税，然而在双方官员初次接触时就降低关税，降幅还如此之大，还是超过了我们和市场的预期（图表 49）。

图表 49：美国——特朗普二次上任后在关税方面的新举措

时间	事件
2月1日	宣布加征墨西哥和加拿大商品 25% 关税，延迟 1 个月执行。加征中国商品 10% 关税，2 月 4 日执行。
2月10日	宣布对钢铝加征 25% 关税，延期 1 个月执行。
2月13日	特朗普表示已决定征收“对等关税”（即让美国与贸易伙伴同一商品彼此征收的关税税率相等），或在 4 月 1 日贸易调查完成后公布细节。
3月4日	正式开始加征墨西哥和加拿大商品 25% 关税，再加征中国商品 10% 关税。
3月5日	加墨两国符合 USMCA 的汽车及零部件出口可以在 4 月 2 日之前被排除在加征关税范围之外。
3月6日	关税豁免进一步扩大到加墨所有在 USMCA 协议内商品。
3月26日	特朗普 3 月 26 日在白宫签署公告，宣布对进口汽车加征 25% 关税，与 4 月 2 日生效。25% 的关税将适用于进口乘用车和轻型卡车，以及关键汽车零部件，并将在必要时扩展至其他零部件。
4月2日	特朗普宣布了新的“对等关税”政策，设立最低基准关税 10%，4 月 5 日生效；并对贸易逆差最大国家实施的个性化更高的“对等关税”，4 月 9 日生效。
4月9日	特朗普宣布暂缓除中国外个性化“对等关税”的实施 90 天，对中国的“对等关税”加至 84%。而后又数次加征，基本阻隔从中国进口。
4月11日	美国白宫更新其豁免清单，将智能手机、电脑和其他电子设备暂时排除在“对等关税”政策之外。
4月14日	美国商务部宣布启动对芯片和药品进口调查。
4月22-25日	特朗普表示对中国的高额关税或在未来几周内下降，具体取决于双方未来协商情况。在 4 月 25 日，特朗普又表示不会降低对中国的关税，除非北京方面提供实质性回报。
5月7日	中国外交部宣布国务院副总理何立峰将在 5 月 9 日-12 日访问瑞士期间与美国财政部长贝森特就中美经贸举行会谈。
5月8日	美国和英国达成初步贸易协议。英国政府同意在进口美国食品和农业品方面做出让步，换取美方降低对英国汽车出口的关税。英国出口到美国汽车关税从 27.5% 降为 10%，钢铁和铝关税从 25% 降到零。
5月12日	中美发表联合声明，双方同意暂时降低部分关税：在 90 天内，特朗普在第二个任期内对中国商品加征关税的幅度从 145% 降低至 30%。中国亦暂时将对美国商品的关税从 125% 下调至 10%。

资料来源：新闻整理、浦银国际

在双边谈判方面，据报道目前只仅有英国和美国达成了贸易协定。而英国是少数美国贸易伙伴中对美国存在贸易逆差、而不是顺差的国家，因此不难理解双方谈判较为容易推进。英国政府同意在进口美国食品和农业品方面做出让步，换取美方降低对英国汽车出口的关税。值得注意的是，作为后续贸易协议的第一份样本，美国仍保留了大多数英国进口商品 10% 的最低基准关税。

此外，谈判进展较快的还包括对美国经济依赖度较高的国家和地区。在“对等关税”政策刚宣布的时候，出口依赖比较高的越南等国和中国台湾地区不仅愿意将美国进口商品关税降到零，中国台湾地区还提出愿意去美国增加投资，越南也提出愿意增加对美飞机的购买以减少贸易顺差。截至 5 月 23 日，越南和美国已经进行了两轮谈判。

对其他国家和地区而言，90 天暂缓期结束后前景仍具高度不确定性。除了中美之外另外两大经济体——日本和欧盟对“对等关税”的态度已发生微妙转变：在“对等关税”政策刚宣布的时候，日本和欧盟的态度均较为卑微：欧盟提出了和美国双方互认零关税的提议，日本首相表示同意继续就关税谈判。然而，面对这些丰厚的条件，特朗普政府表示现

有提议仍不够。事情在中美关税战全面爆发、以及关税导致美股急剧下跌之后，发生了微妙的变化。德国财长表示如果美国不积极推动协议，欧盟将实施反制。有[媒体](#)在 5 月 6 日报道，若谈判失败，欧盟将对 1,000 亿欧元美国商品加征关税。日本首相在英美协议公布后[重申](#)零关税，并表示没必要急于与美国达成协议，计划延迟至 7 月达成协议。

此外，韩国的态度亦有改变：美国财政部长贝森特在 4 月 25 日表示，美韩两国可能最早于 4 月 28 日到 5 月 4 日当周就贸易达成“谅解协议”，但这一说法遭到了韩方反驳，韩方重申不会急于推进谈判。

另外一个态度发生急转弯的国家是印度。在中美达成暂时关税休战协议之后，印度与 5 月 13 日突然向 WTO 提交正式申诉，计划对部分美国商品加征关税，以回应美国对印度钢铝产品征收的长期关税措施。这是印度首次提出反击特朗普第二任期关税的措施。此前，市场普遍预计印度将是较快能和美国达成贸易协议的国家。不过在 5 月 20 日，彭博社又报道印度打算在 7 月前和美国达成三阶段的贸易协议（图表 50）。

图表 50：美国——关于“对等关税”的双边谈判进展一览

国家	最新进展
已达成初步协议	
英国	与美国在 5 月 8 日宣布达成初步贸易协议。英国政府同意在进口美国食品和农业品方面做出让步，换取美方降低对英国汽车出口的关税。英国出口到美国汽车关税从 27.5% 降为 10%，钢铁和铝关税从 25% 降到零。
接近达成初步协议	
越南	4 月下旬，美国贸易代表 Greer 同意与越南贸易代表开展“互惠且平衡的贸易”。5 月 7 日，越南和美国进行了首次谈判。5 月 20-22 日，双方进行了第二次贸易谈判。
态度发生微妙转变，不着急于尽快达成贸易协议	
欧盟	欧盟经济专员 Valdis Dombrovskis 表示，他与美国财长斯科特·贝森特进行了会谈，“欧盟愿意达成双方都能接受的解决方案”。德国财长 Kükies：美国与欧盟双方都有意愿谈判贸易协议。零关税将是最有效的结果。如果美方不（积极推动）达成协议，欧盟将实施反制。有媒体在 5 月 6 日报道，若谈判失败，欧盟将对 1000 亿欧元美国商品加征关税。
日本	日美之间已经进行两轮关税谈判。然而，日本首相石破茂表示不会一味让步美国，并在英美协议公布后 重申 零关税，并表示没必要急于与美国达成协议，计划延迟至 7 月达成协议。
韩国	美国财政部长贝森特在 4 月 25 日表示，两国可能最早于下周（4 月 28 日到 5 月 4 日）就贸易达成“谅解协议”。但这一说法遭到了韩方反驳，韩方重申不会急于推进谈判。
印度	此前在 4 月，美国副总统万斯已经宣布印度同意谈判“路线图”。5 月 9 日消息称印度提出削减 2/3 的关税战，以换取特朗普“当前和潜在”的关税上调豁免。然而在 5 月 13 日，印度突然向 WTO 提交正式申诉，计划对部分美国商品加征关税，以回应美国对印度钢铝产品征收的长期关税措施。不过在 5 月 20 日，彭博社又报道印度打算在 7 月前和美国达成三阶段的贸易协议。
在“对等关税”后直接爆发关税战	
中国	4 月下旬，特朗普政府放风对华高关税可能会降低，具体取决于双方谈判情况。华尔街日报称，对中国商品的关税可能最终下调至 50% 至 65%。双方在瑞士完成关税战后初次接触后，5 月 12 日宣布“对等关税”以来的加征关税幅度将暂时（90 天）下调至 10%。双方承诺建立机制，继续就经贸关系进行协商。

资料来源：新闻整理、浦银国际

我们认为在 90 天内或仅有少数国家可以和美国达成贸易协议。中国在“对等关税”问题上的强硬态度以及和美国达成暂时“休战”也给了其他国家谈判的底气。从目前特朗普政府的态度来看，即便 90 天不够用他也大概率会再度延长暂缓期。中美之间的暂时关税“休战”也可能会继续延迟。然而对特定行业，例如药品和半导体，还是有特别加征行业关税的可能性。这是我们对下半年中美经济预测的基本假设，可能性在 60%（图表 51）。

不过考虑到以往特朗普政策的多变性，我们也不能完全排除 90 天暂缓期结束后（暂缓期结束于 7 月 8 日）特朗普政府宣布立即落实个性化关税政策的可能性。美国也可能会在和中国“休战”的 90 天暂缓期结束后（8 月中上旬），恢复征收 24% 的个性化“对等关税”。

不过在乐观情景下，如果谈判较为顺利，那么部分国家的关税在现有水平基础上或亦被小幅下调，甚至以芬太尼为由对华加征的 20% 关税亦可能被取消。我们认为乐观和悲观情况的可能性各在 20%（图表 51）。

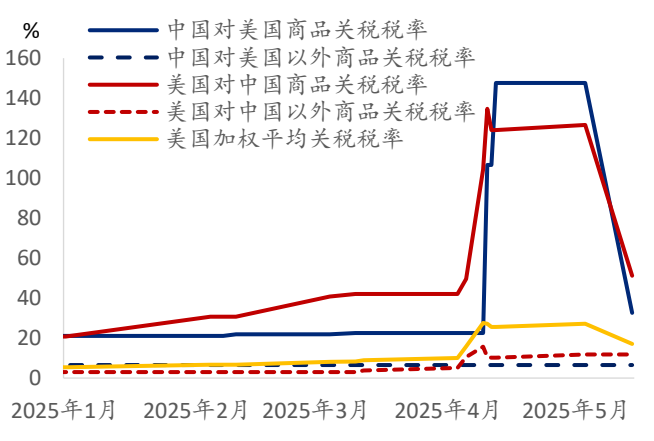
中期来看，我们认为特朗普发起关税战的最终目的或是迫使制造业回流美国。即便关税短时间内可能出于市场和企业家的压力被暂缓执行或缩减，中期来看有反复可能。特朗普及其关税政策在其任期内可能“不定时”对世界经济和金融市场造成冲击。不管个性化“对等关税”政策最终是否会兑现，全球贸易格局已经发生了根本性的改变。

图表 51: 美国——我们对接下来美国关税政策的情景假设

关税假设	具体内容
基本假设	个性化”对等关税“在90天暂缓期结束后继续延长暂缓（包括中国），个别行业被加征行业关税
悲观情况：冲突升级	未达成贸易协议的国家的个性化“对等关税”在暂缓期结束后仍被加征（包括中国），行业关税亦有加征
乐观情况：冲突降级	部分国家的关税在现有水平基础上或亦被小幅下调，以芬太尼为由对华加征的20%关税被取消

资料来源：浦银国际估算

图表 52: 美国——即便和中国暂时就关税“休战”，特朗普二次上任以来的关税政策或已经拉高美国加权平均关税税率约 12 个百分点到 17%



资料来源：PIIE、浦银国际估算

2. “对等关税”对美国本身经济有何影响？

即便中美暂时达成关税“休战”，“对等关税”或仍显著拉高美国通胀率。

在中美日内瓦经贸会谈之前，我们按照 PIIE 数据估算，特朗普上任以来的关税政策已经拉高美国加权平均关税税率超过 20 个百分点到 26% 左右（图表 52）。这在美国历史上是史无前例的。而中美日内瓦经贸会谈联合声明将美国加权平均关税税率拉低至 17%。据我们估算，当前情况下，特朗普二次上任以来加征的关税或提高美国通胀率 0.6-1.3 个百分点（中美会谈前为 1.1-2.2 个百分点，假设关税对美国消费者的传导系数在 50%-100%）。

在悲观情况下，如果暂缓期后特朗普依然选择全面兑现包括中国在内的个性化“对等关税”政策、并且现有的对 3C 产品的“对等关税”豁免政策不再适用，那么关税对美国通胀率的整体影响或进一步上升到 1.4-2.9 个百分点。

在乐观情况下，如果以芬太尼为由对中国加征的 20% 关税也得以取消，部分国家因为达成贸易协议亦关税小幅下调，3C 产品继续豁免对等关税，那么关税对美国通胀率的影响或缩小至 0.4-0.8 个百分点（图表 53）。

除了拉高通胀，“对等关税”或也会拉低经济增长，严重情况下甚至导致经济衰退。拉高关税可能影响企业投资和居民消费信心，亦会直接打击进出口。根据耶鲁大学预算试验室的[推算](#)，在 4 月 15 日的关税情景下（对应美国加权平均对等关税约 25.5%）将拉低美国 GDP 1.1 个百分点；5 月 12 日和中国的暂时“休战”协议，若能长期维持，或将减少 40% 的经济冲击，让特朗普二次上任以来关税政策对美国 GDP 的负面影响[减小到 0.7 个百分点](#)。

尽管硬数据尚未体现关税影响，我们注意到软数据已经显著反映对关税问题的担忧。不过当前数据尚未反映中美暂时关税“休战”的影响：在通胀方面，未来一年通胀预期指标，不论是密歇根大学、大型企业联合会还是纽约联储的调查，均从今年 2 月起显著走高，密歇根大学的指标拉升程度最快（图表 54）。PMI 中不论是制造业还是服务业的价格指数同期也显著走高（图表 55）。在实体经济方面，制造业 PMI 从 2 月起一路下行，非制造业 PMI 虽然有波动但是整体趋势亦是往下的（图表 56）。纽约联储预测的经济衰退概率从今年 5 月起大幅上升（图表 57）。

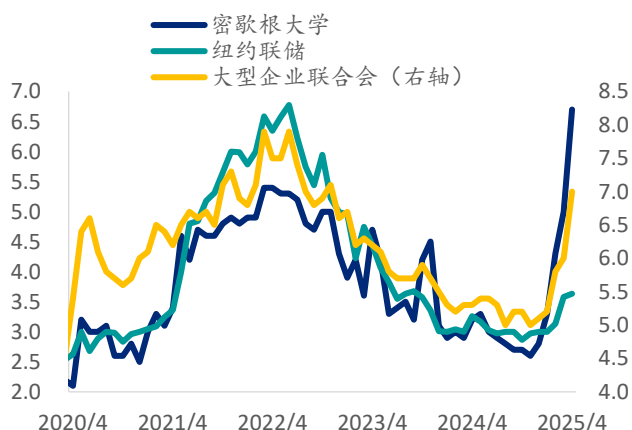
图表 53：美国——特朗普第二任期以来关税政策对美国整体关税水平和潜在通胀影响：现行政策或拉高CPI 0.6-1.3 个百分点，较此前影响明显下降

事件	对中国商品 关税税率(%)	对中国以外 商品关税税率	加权平均 关税税率	平均关税增幅 (百分点)	对通胀率影响 (百分点)	
					50%	100%
特朗普上任前	20.8	3.0	5.4			
2 月加征 10%中国商品关税后	30.8	3.0	6.7	1.3	0.1	0.1
3 月再加征 10%中国商品关税后	40.8	3.0	8.1	2.7	0.1	0.3
3 月钢铝 25%关税生效后	42.1	3.8	8.9	3.5	0.2	0.4
4 月初 25%汽车关税生效后	42.1	5.2	10.1	4.7	0.3	0.5
4 月初 10%最低基准关税生效	49.5	10.5	15.7	10.4	0.6	1.1
4 月 11 日-5 月 13 日：对华加征 145%关税，其他国家 10%最低基准关税线，3C 产品豁免对等关税	124.1	10.3	25.5	20.1	1.1	2.2
当前情况：对华关税加征幅度降低到 30%	51.1	11.7	17.0	11.6	0.6	1.3
悲观情况：4 月初个性化“对等关税”（包括中国）全面生效，3C 产品豁免结束	134.7	15.7	31.6	26.3	1.4	2.9
乐观情况：对华关税税率再降 20%，部分国家因为达成贸易协议亦关税小幅下调，3C 产品继续豁免对等关税	31.1	9.5	12.4	7.0	0.4	0.8

资料来源：PIIE、浦银国际估算

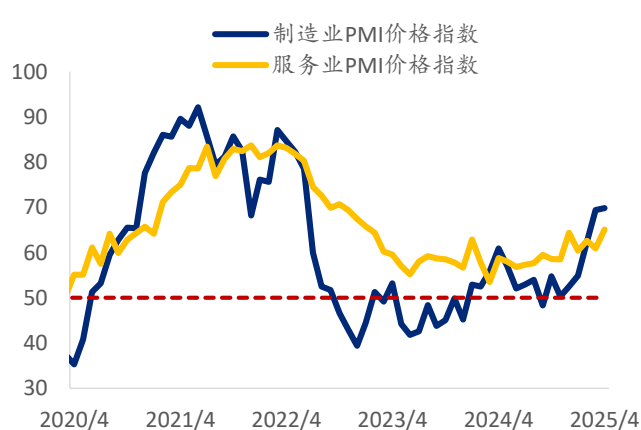
注：对中国商品和其他国家商品平均关税数据来自 PIIE，考虑了一些关税豁免项目，悲观和乐观情况是我们的估算。我们用去年中国出口占美国总进口比重计算了加权平均关税税率。然后我们假设美国商品 11%来自进口，关税 50%或 100%传导至美国消费者来计算通胀影响。

图表 54：美国——未来一年通胀预期指标均从今年 2 月起显著走高



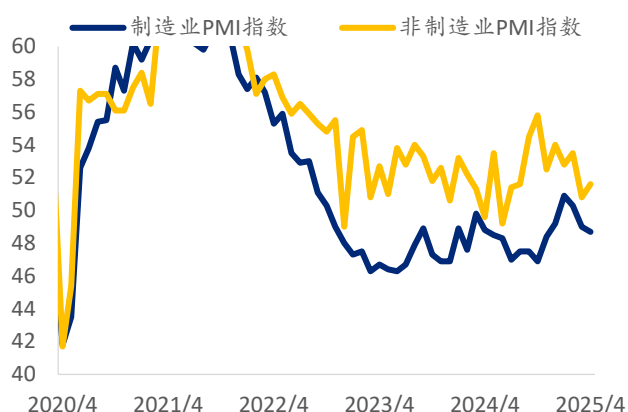
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 55：美国——PMI 中不论是制造业还是服务业的价格指数同期也显著走高



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 56：美国——制造业 PMI 从 2 月起一路下行，非制造业 PMI 虽有波动但整体趋势亦往下



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 57：美国——纽约联储预测的经济衰退概率从今年 5 月起大幅上升



资料来源：CEIC、浦银国际

3. 加征关税对美国经济的影 响将如何演变？

虽然当前硬数据几乎均未反映关税对经济的负面影响，但是我们相信影响在下半年将会逐渐体现：

1) 通货膨胀

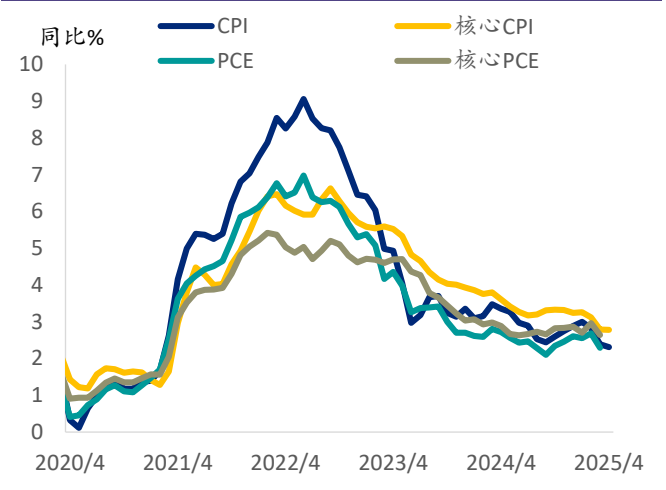
尚未体现关税影响的核心通胀数据依然沿着我们此前[预计](#)的温和下行路线在发展。从今年 2 月起，核心 CPI 通胀率已经连续三个月低于市场预期。虽然 4 月核心 CPI 通胀率反弹，但是这主要是因为波动项的季节性变化（机票、酒店等），且上行幅度小于预期（图表 60）。曾经推动通胀粘性的两大因素——劳动力成本和住房相关 CPI 或将不阻碍通胀下行：首先，随着劳动力成本的下行，排除住房外的核心服务 CPI（超级核心服务 CPI）自 2 月以来一直维持在低位。其次，曾造成住房 CPI 高粘性、美联储较为关心的业主等价租金的环比通胀率中枢也从此前的 0.4% 上方下移到了 0.3% 上下。从房价和租金的关系来看，该项目今年接下来至少不会再上升，大概率会继续下行。可以说，如果没有特朗普二次上任后的屡次加征关税，那么美国核心通胀率很可能会沿着我们此前预期的温和下行方向继续前进。

关税对通胀的传导效应和后续关税政策变动仍是影响通胀前景的关键因素。虽然通胀趋势向好，但是自特朗普 2 月上任以来的加征关税的影响在目前数据中尚不明显。一般而言，加征关税或将拉升核心商品 CPI，而今年迄今为止核心商品 CPI 维持在低位。尤其是在 4 月 2 日生效的显著的 25% 进口汽车关税后，4 月新车 CPI 环比通胀率反而小幅下滑（图表 59）。关税对通胀的影响或要等到 7 月至 8 月才会开始有更明显体现。

在基准假设（关税基本维持现状）下，我们上调全年核心 PCE 同比通胀率预测到 3.0%（去年 11 月预测：2.4%，2024 年：2.8%）。我们预计今年二季度核心 PCE 或小幅下滑，然后在下半年关税影响逐渐体现后再次升高。

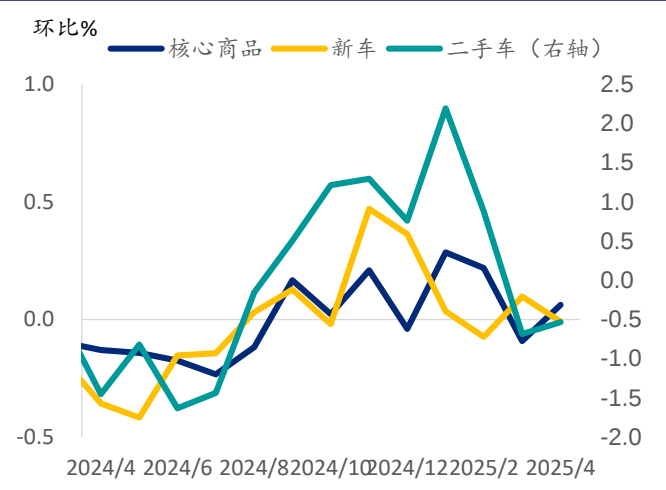
如果关税战再次升级，继续升高的关税税率或将今年的核心 PCE 通胀率抬高至 3.8% 的高位。如果贸易冲击进一步降级，那么我们预计核心 PCE 通胀率或大致维持在当前水平上，全年在 2.6%（图表 48）。

图表 58：美国——今年 CPI 和核心 CPI 同比通胀率继续下行，但核心 PCE 同比通胀率仍有波动



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 59：美国——关税影响尚未在核心商品通胀率中体现，尤其是加征的汽车关税尚未传导至新车价格



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 60：美国——CPI 各分项环比增速和环比贡献

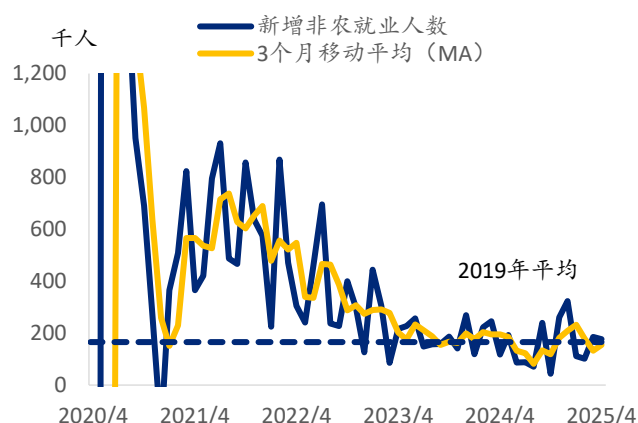
	环比 (%)				权重 (%)	环比贡献 (%)
	25 年 4 月	25 年 3 月	25 年 2 月	25 年 1 月	25 年 4 月	25 年 4 月
CPI	0.22	-0.05	0.22	0.47	100.0	0.22
食品	-0.08	0.44	0.16	0.36	13.6	-0.01
能源	0.67	-2.39	0.20	1.08	6.4	0.04
核心 CPI	0.24	0.06	0.23	0.45	80.0	0.19
- 商品	0.06	-0.09	0.22	0.28	19.3	0.01
家用家具和供给	0.22	0.02	0.19	-0.18	3.5	0.01
服装	-0.20	0.37	0.60	-1.38	2.5	-0.01
运输	-0.18	-0.18	0.22	0.80	7.2	-0.01
医疗护理	0.42	-1.13	0.12	1.17	1.5	0.01
娱乐商品	0.41	-0.32	-0.69	0.32	2.0	0.01
教育和通讯商品	0.30	0.45	-0.15	0.07	0.7	0.00
酒精饮料	0.01	0.22	0.49	0.32	0.8	0.00
其它	0.33	0.26	0.84	0.22	1.3	0.00
- 服务	0.29	0.11	0.25	0.51	60.6	0.18
住房	0.33	0.22	0.28	0.37	35.4	0.12
主要居所租金	0.34	0.33	0.28	0.35	7.5	0.03
外宿	-0.10	-3.54	0.18	1.43	1.4	0.00
业主等价租金	0.36	0.40	0.28	0.31	26.2	0.09
核心服务扣除住房	0.23	-0.06	0.21	0.71	25.2	0.06
医疗护理	0.51	0.51	0.31	0.02	6.7	0.03
运输	0.14	-1.41	-0.81	1.84	6.3	0.01
娱乐	-0.29	0.05	0.81	1.37	3.3	-0.01
教育和通讯商品	-0.20	0.24	0.31	0.34	4.9	-0.01
其它个人服务	0.33	2.64	1.26	-1.17	1.0	0.00

资料来源：CEIC、浦银国际

2) 就业市场

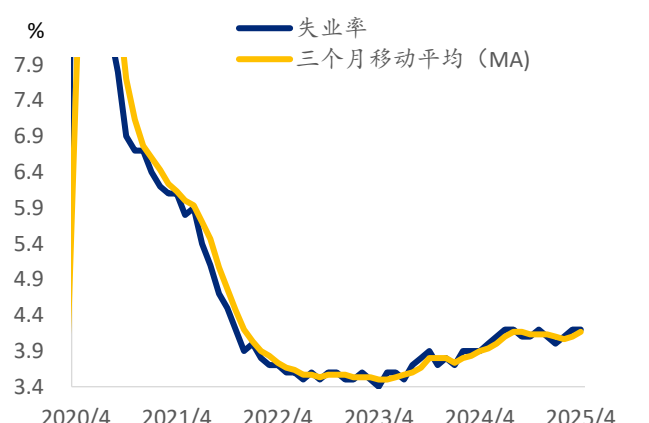
到 4 月为止的非农就业数据亦尚未体现关税影响，但影响或最快从 5 月数据中有所体现。4 月新增非农就业人数虽然回落至 17.7 万人（3 月为 18.5 万人），但是仍远好于预期（13.8 万人，图表 61）。与此同时，4 月失业率基本维持在 4.2% 左右（图表 62）。从今年 1-4 月看，失业率基本和去年四季度持平，新增非农就业人数和平均时薪同比增速也仅略有下滑。此外，滞后发布的一季度雇佣成本指数同比增速亦仅略微下滑（图表 63）。尽管 4 月非农就业数据尚未体现关税影响，周度的失业金领取人数数据从 4 月下旬显著上升。尽管 5 月初又有所下降，该数据依然略高于四月中上旬水平（图表 64）。我们认为关税对就业市场的影响最快可能从 5 月数据（6 月初发布）开始显现，尤其是运输和仓储业可能受到的影响更为显著。再加上日渐显现的政府裁员计划的影响，我们依然认为美国劳动力市场将逐渐恶化，成为美联储再次降息的主要触发因素。我们略微上调 2025 年全年失业率预测至 4.4%（此前为 4.3%，2024 年：4.1%）。

图表 61：美国——4 月新增非农就业人数小幅回落但好于市场预期，1-4 月数据较去年四季度略有下滑



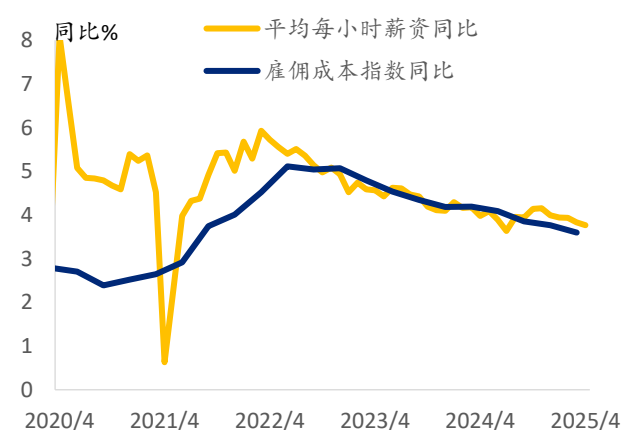
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 62：美国——今年以来失业率基本和去年四季度持平



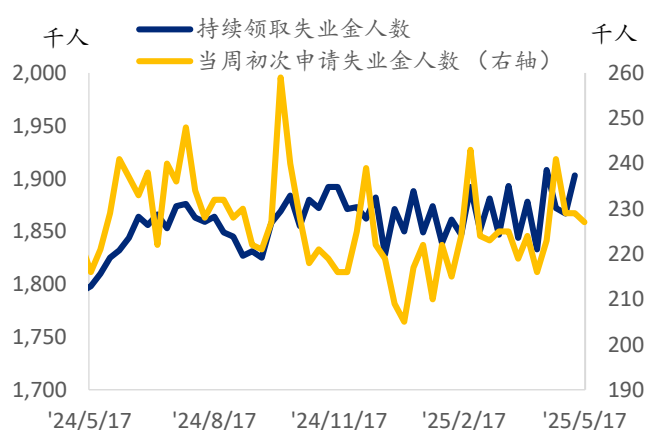
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 63：美国——今年 1-4 月时薪和一季度雇佣成本指数同比增速仅小幅下滑



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 64：美国——周度的申请失业金人数在 4 月下旬突然上升，但 5 月初又有所下滑



资料来源：CEIC、浦银国际

3) 实体经济

除了尚未体现加征关税的负面影响之外，对关税的担忧反而导致了各项经济活动的前置发力。虽然一季度美国 GDP 环比增速转负，但这主要是因为关税担忧前置进口（商品和服务净出口对 GDP 的拖累作用高达 4.8 个百分点），投资和消费仍强。关税担忧同样导致了设备投资的前置，设备投资 GDP 环比增速从四季度的-8.7%迅速升到 22.5%，助力私人投资贡献 GDP 高达 3.6 个百分点。个人消费支出 GDP 增速一季度有所回落，不过依然颇具韧性（图表 65）。

图表 65：美国——GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率

	比重	季调环比增速				对GDP拉动作用			
		25Q1	24Q4	24Q3	24Q2	25Q1	24Q4	24Q3	24Q2
整体	100.0	-0.3	2.4	3.1	3.0	-0.3	2.4	3.1	3.0
个人消费支出	69.5	1.8	4.0	3.7	2.8	1.2	2.7	2.5	1.9
商品	23.7	0.5	6.2	5.6	3.0	0.1	1.3	1.2	0.6
耐用品	8.9	-3.4	12.4	7.6	5.5	-0.3	0.9	0.5	0.4
非耐用品	14.8	2.7	3.1	4.6	1.7	0.4	0.4	0.6	0.2
服务	45.9	2.4	3.0	2.8	2.7	1.1	1.4	1.3	1.3
私人投资总额	19.3	21.9	-5.6	0.8	8.3	3.6	-1.0	0.2	1.5
固定资产投资	18.5	7.8	-1.1	2.1	2.3	1.3	-0.2	0.4	0.4
建筑	2.9	0.4	2.9	-5.0	0.2	0.0	0.1	-0.2	0.0
设备	5.9	22.5	-8.7	10.8	9.8	1.1	-0.5	0.5	0.5
知识产权	6.5	4.1	-0.5	3.1	0.7	0.2	0.0	0.2	0.0
住宅	3.4	1.3	5.5	-4.3	-2.8	0.1	0.2	-0.2	-0.1
私人存货变化	0.6	NA	NA	NA	NA	2.3	-0.8	-0.2	1.1
商品和服务净出口	-5.8	NA	NA	NA	NA	-4.8	0.3	-0.4	-0.9
政府消费支出和投资总额	2.8	-1.4	3.1	5.1	3.1	-0.3	0.5	0.9	0.5

资料来源：CEIC、浦银国际

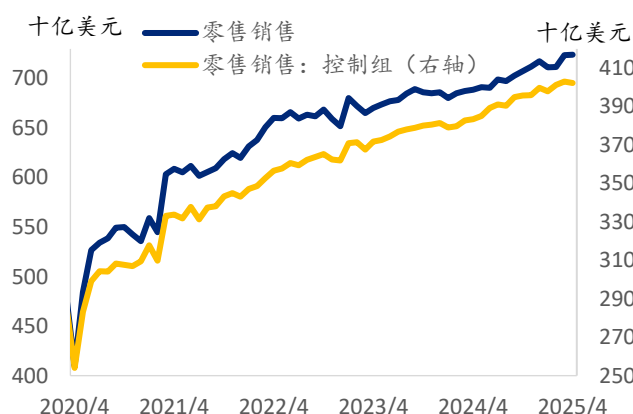
月度数据方面，继 2-3 月实体经济数据体现经济韧性之后，4 月数据略有下滑。不过我们认为这更多体现的是月度数据的季节性波动，尚未体现显著太多关税的负面影响，更尚不足以印证硬数据已经发生实质性变化，开始走弱。

在消费方面，继 3 月零售销售额环比增速显著加快之后，4 月增速下滑至 0.1%（3 月：1.7%，图表 66），仍维持正增长且略高于市场预期。不过排除了波动项的控制组零售销售额环比增速从 3 月的 0.5%转负到-0.2%。餐饮业表现仍不俗。往前看，考虑到 2-4 月消费数据多少受关税担忧而前置消费的影响，此后前置消费的回撤效应或逐渐影响后续零售数据，预计的经济逐渐走弱和就业市场恶化也将影响居民消费信心。

在制造业方面，虽然工业生产环比增速如市场预期般由负转零，但是制造业工业生产的环比增速在连续两个月为正后在 4 月转负至-0.4%（图表 67）。其中，汽车生产环比增速的大幅放缓或是制造业工业生产减速的主要推动力。不过我们也并不认为这完全是因为加征关税后导致的生产下滑，此前 2-3 月的前置生产的回撤效应也发挥了一定作用。即便特朗普不进一步加征个性化“对等关税”，现有的 10%的最低基准关税接下来也将开始逐渐影响工业生产。

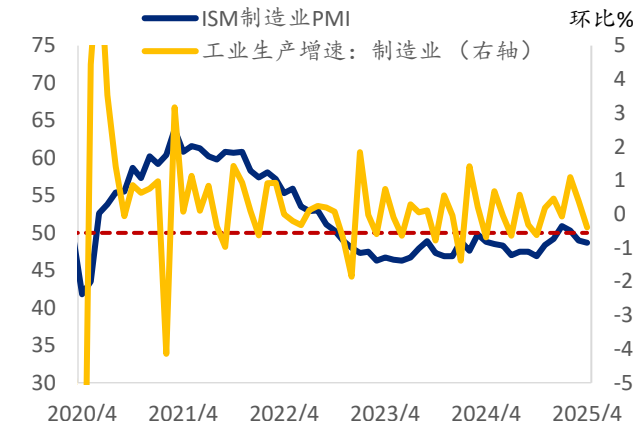
在房地产业方面，今年以来相关数据一直在摇摆不定（图表 68、图表 69）。在美联储今年以来一直暂停降息的情况下，房贷利率在今年前 4 个月平均为 6.79%，高于去年全年平均 6.71%。高房贷利率、对关税和经济衰退的担忧影响了居民的购房决定，阻碍了房产销售的恢复，从而导致房地产投资（新屋开工和营建许可）在低位摆动。在降息预计继续延后，关税风险尚存的情况下，我们相信房地产行业的动能在今年接下来的大部分时间里或将难以恢复。

图表 66：美国——2-3 月零售数据表现强劲，4 月环比增速下滑但仍维持正增速



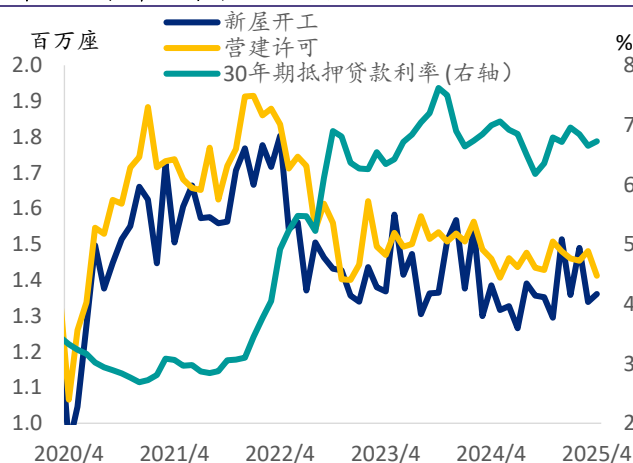
资料来源：同花顺、Bloomberg、浦银国际

图表 67：美国——制造业工业生产环比增速在 2-3 月持续为正，但 4 月转负



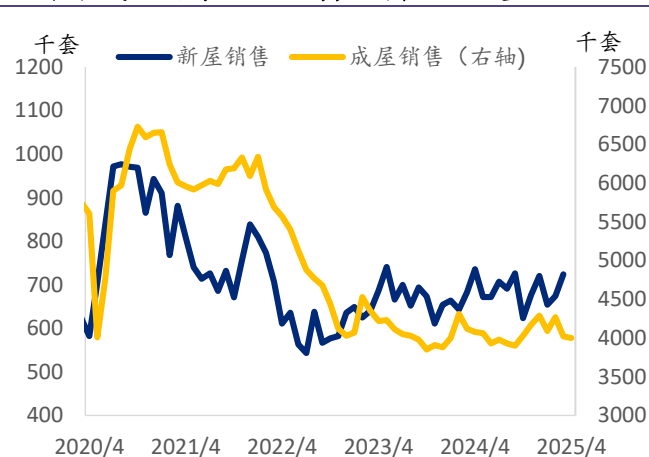
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 68：美国——房地产投资（新屋开工和营建许可）今年以来在低位摆动



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 69：美国——高房贷利率和对关税的担忧影响了居民的购房决定和房产销售的恢复



资料来源：CEIC、浦银国际

然而我们预计伴随着前置性经济活动的淡出、劳动力市场开始恶化，实体经济数据或从 5-6 月起亦会开始反映加征关税的负面影响。在特朗普在关税 90 天暂缓期结束后有可能再次暂缓实施未达成贸易协议国家（包括中国在内）个性化“对等关税”的基本假设下，我们将美国经济的衰退概率从此前和中国陷入关税战时的 40% 下调至 25%，并将美国 2025 年的经济增速预测从去年年底做出的 1.5% 略微下调至 1.3%。自 4 月 2 日以来特朗普的一系列政策行动均可以视为他考虑到关税政策的金融市场和企业冲击后的妥协。然而在关税前景尚未完全明朗的情况下，对关税政策不确定性的担忧或仍将影响美国企业投资和居民消费的信心。如果在极端情况下，个性化“对等关税”全面实施，那么美国经济可能会陷入高通胀和衰退并存的困境，2025 年全年经济增速或在 0% 附近。如果关税冲突接下来进一步降级，在乐观情况下，我们认为美国经济仍能实现我们去年 11 月做出的 [1.5% 的增速预测](#)（图表 48）。

4. 美联储何时会再次降息？

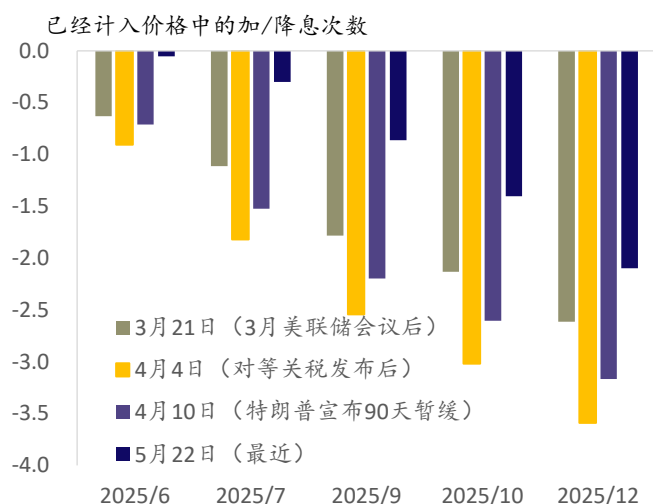
我们将再次降息的时点预测延后到最快 9 月（此前为 7 月）。4 月通胀数据表明剔除关税因素，通胀的基本面依然是温和向下的。而中美出乎市场意料的谈判声明亦缓解了未来通胀因为关税影响走高的压力。不过降关税不仅降低了美国经济陷入滞涨的可能性，也降低了经济衰退的可能性，对降息的影响或较为中性。从美联储来看，[近期官员的表态](#)凸显美联储鸽派立场、此前 5 月议息会议上鲍威尔也一再强调保持耐心、并体现了美联储的观望态度。我们认为除非劳动力数据继续恶化，否则美联储不会在关税对通胀影响尚不明朗的情况下贸然降息。因此，我们将再次降息的时点再次延后至最快 9 月。

全年来看，我们略微下调美联储降息次数预测至 2 次 25 个基点的降息（此前为 2-3 次）。6 月美联储会议即将发布的季度经济指标预测更新或为今年下半年的降息提供更多线索：我们目前认为美联储可能会维持 3 月时的两次降息预测不变，但也不能排除美联储将降息预测降至一次的可能性（图表 71）。

然而，如果在极端情况下、更高的个性化“对等关税”在 90 天暂缓期结束后全面兑现，那么我们认为美联储政策的天平可能会偏向稳增长，而且降息的幅度或将高于我们的基本预测，至 75-100 个基点降息。在某些会议上可能降息 50 个基点。

相反地，如果特朗普继续修正其“对等关税”政策，下调美国对其他国家的关税水平，那么美联储降息的次数也可能会低于我们目前的预测（图表 48）。

图表 70: 美国——市场计入的美联储降息次数曾在对等关税政策出台后大增，在中美达成关税“休战”后显著下降



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 71: 美国——3 月 FOMC 更新经济指标预测: 6 月或为今年下半年的降息提供更多线索更新

单位 (%)		2025	2026	2027	长期
实际 GDP 同比增速	3 月	1.7	1.8	1.8	1.8
	12 月	2.1	2.0	1.9	1.8
失业率	3 月	4.4	4.3	4.3	4.2
	12 月	4.3	4.3	4.3	4.2
PCE 同比增速	3 月	2.7	2.2	2.0	2.0
	12 月	2.5	2.1	2.0	2.0
核心 PCE 同比增速	3 月	2.8	2.2	2.0	
	12 月	2.5	2.2	2.0	
联邦基金利率	3 月	3.9	3.4	3.1	3.0
	12 月	3.9	3.4	3.1	3.0

资料来源: 美联储、浦银国际

5. 汇率和利率展望

1) 汇率展望

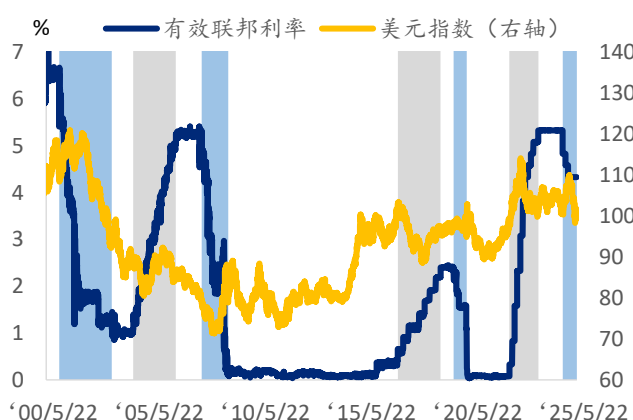
在关税的不确定性暂时缓解之后，潜在的财政预案的审批进程或影响市场对美元和美国国债收益率的信心。在五月中，众议院共和党领导人公布了新的减税和削减开支法案文本。这项一揽子计划将延长 2017 年减税政策、大幅增加边境安全开支、削减多项社会福利计划、限制气候变化投资，并引入多项创新性税收抵免等。特朗普表示希望在 7 月 4 日前签署成法，不过目前共和党内部分歧，尤其是计划在未来四年逐步提高州和地方税收 (SALT) 扣除上限或成为主要障碍。联合税收委员会 (JCT) 估算当前版本将在十年时间内增加 3.8 万亿美元的财政赤字，低于今年早些时候国会批准的 4.5 万亿美元预算蓝图。考虑到现行加征关税对关税相关税收的补充，在现有预案下，明年美国或不会有显著的财政刺激，2026 年的财政赤字率有可能和今年大致持平。然而，财政法案接下来仍有诸多变数，尤其是对极具争议的医疗和食品补助的削减是否会最终实现尚无定论。风险偏向于最终版本相对应的财政赤字会高于现有版本。

我们认为下半年美元指数仍有小幅贬值的空间。美元指数在今年开年以来一路下跌，在 4 月 2 日特朗普宣布远超市场预期的“对等关税”政策之后，美元指数的下跌速度进一步加快，一度跌落至 100 以内（2024 年底读数为 108.5，图表 72）。自“对等关税”政策公布以来，美元指数迄今下跌 3.7%。其中欧元受益最多，升值 3.8%，日元亦对美元升值 3.1%（图表 73）。

在加征关税后，美元指数并未如我们此前预期般在短期内升值，是因为特朗普的“对等关税”政策过于激进，市场对美国经济衰退的担忧远远超过了其他国家被加征关税后影响出口的担忧。即便在4月9日特朗普如我们预料的那般暂缓90天执行除中国外其他国家个性化“对等关税”，5月12日中美达成共识互降关税之后，美元指数并未显著回升，仍徘徊在100附近。究其原因，关税政策的高度不确定性已经导致了金融市场对特朗普政府的信任危机，而暂缓个性化“对等关税”的实施并不足以让人重拾信心，关税政策接下来的不确定性仍大。

我们认为市场上抛售美元资产的行动或将继续。叠加对财政赤字率上行的担忧、关税影响或逐渐体现在经济数据上，以及我们预计今年还有两次25个基点的降息等因素，我们认为美元指数在今年接下来的时间或仍将有贬值空间，年底或小幅贬值到98。

图表 72：美国——美元指数在今年开年以来一路下跌，在“对等关税”政策公布后下跌速度加快



注：天蓝色阴影代表降息周期，灰色阴影代表升息周期
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 73：美国——“对等关税”政策公布后，欧元兑美元汇率升值最多，日元次之



注：括号内数字是各对手货币在美元指数里的权重。
资料来源：CEIC、浦银国际

2) 利率展望

特朗普的“对等关税”政策在4月导致了美债收益率的飙升。美国10年期国债收益率在今年伊始逐步走低。然而，在特朗普公布出乎意料的“对等关税”政策之后，10年期国债收益率一度飙升到了4.5%，标普500指数也在一周内暴跌12%。随着特朗普一步步对自己的关税政策作出暂时妥协以谋求市场稳定之后，我们看到标普500指数现在已经基本升回到冲击前水平。然而债市投资者似乎没有像股市投资者一样对美国市场重燃信心：在穆迪最近下调美国主权信用评级之后，30年美债收益率再破5%，10年期美债收益率亦再次向4.5%靠近（图表74）。究其原因，债券投资者相比股市投资者更为保守，“对等关税”政策撼动了美债无风险避险资产的地位，其地位或难以在短时间内得以修补。

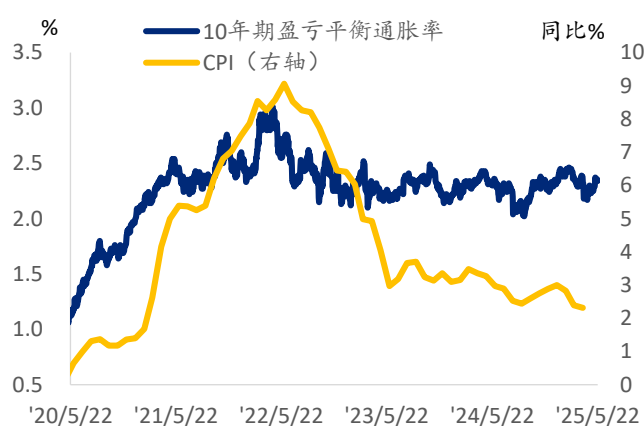
我们再次上调10年期美国国债收益率的2025年年底点位到4.2%（1月底预测为4.1%）。虽然我们认为接下来美债收益率会逐渐走低，尤其在降息再次重启后，但是考虑到我们下调全年降息次数和上调核心通胀率预测（图表75）、关税导致的美债信心损害以及财政赤字的上行风险，我们现在认为10年期美债收益率年底或仅回落到4.2%。

图表 74：美国——对等关税的推出造成股债双杀，目前股市已恢复，但债市仍弱



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 75：美国——潜在通胀的上升或影响美债收益率的走低



资料来源：CEIC、浦银国际

四、附录

图表 76：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 5 月 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025 年 5 月 8 日	美联储 5 月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025 年 5 月 7 日	降准降息和其他一揽子金融政策支持发布
2025 年 5 月 7 日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025 年 5 月 2 日	月度中国宏观洞察：一季度经济好于预期，二季度起迎战高关税
2025 年 4 月 16 日	中国宏观数据点评：一季度 GDP 和 3 月实体经济数据均好于预期，后续关注关税影响和增量刺激政策
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 31 日	月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 17 日	中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据均好于预期
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现
2025 年 3 月 5 日	2025 年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025 年 2 月 25 日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025 年 2 月 13 日	美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025 年 2 月 11 日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息，3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 17 日	四季度经济增速超预期加快，12 月实体经济数据再显政策成效
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息
2025 年 1 月 8 日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024 年 12 月 16 日	11 月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024 年 12 月 12 日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 6 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

