

2025年6月27日

# 关税风险降低，国内外政策共振扩张

## ——大类资产2025年中期配置策略

分析师：

明道雨  
从业资格证号：F03092124  
投资咨询证号：Z0018827  
电话：021-68758786  
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

### 投资要点：

- **海外宏观方面：**美国关税政策对美国经济影响的不确定性仍旧较高，同时推升通胀，预期美联储9月降息25BP，年内降息1-2次。相应美元指数中枢预计在100下方运行，国债收益率维持高位震荡走势，可能有所下降，但下降空间不大；通胀预期下降，实际利率可能下降，利好美债价格和全球股市。经济方面，随着美联储的降息和减税政策的推进，企业成本下降，支出意愿上升，制造业投资可能继续改善；房地产需求随着利率的下降逐步改善，商品需求会边际改善；消费方面，服务消费随着股市和房市的向好会有所改善，商品消费由于补库放缓和物价较高而放缓，消费整体有所改善。因此，美国经济下半年经济可能逐步改善，但增速较低。资产方面，股市继续慢涨，商品由于补库放缓，国际定价商品表现受限。
- **国内宏观方面：**政策方面，财政、货币政策延续积极定调，根据需要择机进行财政工具扩张和降准降息。内需方面，下半年以旧换新政策对耐用品消费的透支效应可能逐步显现，出口链就业压力和房价波动也可能拖累消费表现。投资端，在专项债、特别国债、政策性金融工具的支持下，基建和制造业投资预计将保持中高速增长，而房地产投资则可能在“严控增量”的政策诉求下延续调整。而生产端在“两新”和产投驱动下，工业生产或延续较快增速，“抢出口”也可能使关税对生产端的影响较慢显现。外需方面，中美贸易博弈的下一个关键时点，关税政策的不确定性或使我国出口或面临一定走弱压力。2025年下半年中国经济受中美贸易战影响逐步减弱，且财政扩张将担当拉动经济的主要动力，总量上维持乐观，全年GDP有望顶住关税压力实现5%左右增长，GDP平减指数可能会逐步改善，这意味着2025年下半年中国名义GDP增速有望反弹，有利于企业业绩的好转。资产方面，股市是最佳配置资产，经济基本面向好、财政货币政策支持、国家资本政策大力推动；商品由于内外需求难有较大回升弹性，难有较好表现，内需型商品因为基建和地产大幅改善空间不大，因此表现要弱于外需型商品。
- **大类资产配置方面：**从美林投资时钟来看，海外方面，2025年下半年随着美联储等主要央行的降息、以及美国减税政策实施推行，海外经济有望在三季度末逐步实现回暖；通胀方面，由于关税原因以及服务通胀可能回升，美国下半年通胀上行压力较大。因此，海外大类资产配置方面，美股由于经济可能有所回暖，企业业绩可能继续改善，以及美联储降息1-2次，继续维持高配。美债由于经济增长可能回暖、但通胀预期整体下降，美国10年期国债收益率继续维持较高水平，可能有所回落，但下降空间不大。美元由于美联储年内降息1-2次，但由于美债和美元信用下降下半年相应美元指数中枢预计在100下方运行，美元

维持中配。国内大类资产配置方面，2025年下半年美国关税政策对经济的影响减弱，且在国家消费增量政策、地产刺激增强，货币宽松持续加码的情况下，内需保持平稳；但高关税依旧拖累经济；通胀逐步修复偏慢，国内宽信用过程偏慢。因此，股市由于关税影响减弱、人民币升值以及货币宽松，股市表现较强，可以从中配+上调至高配。债券方面，虽然经济增长平稳、但通胀修复力度不强以及货币持续宽松，债券收益率预计维持低位震荡走势，配置上可以从高配下调至中配+。商品方面，由于全球商品需求可能偏弱，但弱美元支撑，整体价格中枢小幅上移，继续维持中配+。国内由于房地产投资受限，基建有支撑，内需型商品需求回升弹性不大，整体表现可能弱于外需型商品。人民币由于美元整体偏弱贬值缓解，但国内经济增长稳健、中美关税战可能进一步缓解以及人民币资产更受青睐，人民币走势相对偏强；在美元指数中枢在100下方运行的情况下，人民币中枢大约在7上方运行，从中配上调至中配+。

- **大宗商品：全球经济回暖背景下商品价格中枢小幅抬升。**2025年下半年美联储降息1-2次，欧央行可能继续降息，欧美同步财政扩张，海外经济可能有所回暖，外需整体回升，但是美国商品补库可能偏弱。国内由于美国补库可能偏弱，外需放缓；国内增量政策刺激加码，内需回升，但是房地产结构性需求偏弱；需求整体偏弱。全球大宗商品价格由于弱美元和贸易战缓和价格中枢有望小幅抬升，但内需型商品弱于国际大宗商品。
- **股市：政策刺激有望加码，配置价值进一步提升。**2025年下半年，一是由于中美之间关税战缓和，风险偏好提升；二是财政、货币等内需增量政策陆续出台，国内企业业绩整体可能边际改善，以及人民币汇率的贬值压力缓解，国内股市有一定的上涨空间，配置价值进一步提升。
- **债市：价格高位震荡，配置价值仍旧较高。**2025年下半年，由于美国对中国的高关税，国内外需可能承压放缓，但有财政、货币、消费等内需政策对冲，国内经济保持稳健增长；此外，在美联储降息的背景下，国内可能进一步采取降准和降息的货币政策，国内利率保持低位运行，债券价格保持高位震荡走势，国内债市配置价值仍旧较高，但整体有所下降。
- **汇率：外部风险缓和背景下，人民币汇率压力缓解。**2025年下半年，一方面中美关税战缓和，人民币对冲高关税必要性下降；另一方面，美元走弱，人民币汇率压力缓解，且有逐步升值的趋势，人民币以及人民币资产配置价值提升。

**风险因素：**中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

## 正文目录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1. 关税战背景下，美国经济增长的不确定性仍存 .....</b>  | <b>5</b>  |
| 1.1. 美国贸易战影响全球经济，阻碍全球发展 .....         | 5         |
| 1.2. 美国经济增长将逐步回暖 .....                | 7         |
| 1.2.1. 美国关税影响美国私人消费 .....             | 7         |
| 1.2.2. 减税以及产业回流背景下，美国私人投资将继续回升 .....  | 8         |
| 1.3. 美国通胀上行风险较大 .....                 | 9         |
| 1.4. 关税战影响的不确定性，美联储降息路径难测 .....       | 10        |
| 1.5. 海外宏观小结 .....                     | 11        |
| <b>2. 外部冲击放缓，国内经济增长稳健 .....</b>       | <b>12</b> |
| 2.1. 消费将是拉动经济增长的主要动力 .....            | 12        |
| 2.2. 投资放缓，增量政策有待择机发力 .....            | 13        |
| 2.2.1. 政策刺激加码，房地产有待进一步止跌回稳 .....      | 14        |
| 2.2.2. 基建投资加快，增量政策将择机推出 .....         | 16        |
| 2.2.3. 制造业投资有所放缓，且需防范内卷式竞争 .....      | 16        |
| 2.3. 关税战对出口短期冲击不大，长期仍具韧性 .....        | 17        |
| 2.4. 物价低迷，通胀上行驱动不强 .....              | 18        |
| 2.5. 国内宏观小结 .....                     | 19        |
| <b>3. 全球经济周期运行情况 .....</b>            | <b>20</b> |
| <b>4. 2025 年下半年大类资产配置策略 .....</b>     | <b>22</b> |
| 4.1.1. 大宗商品：全球经济回暖背景下商品价格中枢小幅抬升 ..... | 22        |
| 4.1.2. 股票市场：政策刺激有望加码，配置价值进一步提升 .....  | 22        |
| 4.1.3. 债券市场：价格高位震荡，配置价值仍旧较高 .....     | 22        |
| 4.1.4. 汇率市场：外部风险缓和背景下，人民币汇率压力缓解 ..... | 22        |
| 4.2. 全球经济回暖背景下商品价格中枢小幅抬升 .....        | 23        |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1 全球经济增长和贸易的关系 .....                 | 6  |
| 图 2 美国进口商品占消费比例 .....                  | 6  |
| 图 3 美国贸易逆差情况 .....                     | 6  |
| 图 4 美国净出口对经济的贡献 .....                  | 6  |
| 图 5 美国贸易谈判进展 .....                     | 6  |
| 图 6 美国就业市场有所放缓 .....                   | 7  |
| 图 7 美国薪资和消费信心情况 .....                  | 7  |
| 图 8 美国服务业 PMI 景气度持续回落 .....            | 8  |
| 图 9 美国商品和服务消费结构 .....                  | 8  |
| 图 10 美国企业利润和信心在筑底回升 .....              | 8  |
| 图 11 美国处于补库初期 .....                    | 8  |
| 图 12 美国房贷利率处于高位 .....                  | 9  |
| 图 13 美国房地产信心持续下降 .....                 | 9  |
| 图 14 美国 CPI 及分项构成 .....                | 9  |
| 图 15 美国食品通胀将逐步回升 .....                 | 9  |
| 图 16 美国房屋通胀与房价走势 .....                 | 10 |
| 图 17 美国高服务业景气支撑服务通胀 .....              | 10 |
| 图 18 全球央行逐渐步入宽松放缓阶段 .....              | 11 |
| 图 19 美联储连续四次维持利率不变 .....               | 11 |
| 图 20 欧央行连续八次降息 .....                   | 11 |
| 图 21 三大需求对 GDP 增速的贡献 .....             | 12 |
| 图 22 三大驱动累计同比增长情况 .....                | 12 |
| 图 23 国家消费相关政策措施 .....                  | 13 |
| 图 24 社会消费零售总额同比数据 .....                | 13 |
| 图 25 政策支持下消费大幅回升 .....                 | 13 |
| 图 26 三大投资累计同比增速 .....                  | 14 |
| 图 27 2024 年 9 月 24 日及 2025 年地产政策 ..... | 15 |
| 图 28 房地产销售数据 .....                     | 15 |
| 图 29 房地产施工数据 .....                     | 15 |
| 图 30 房地产投资数据 .....                     | 15 |
| 图 31 房地产库存数据 .....                     | 15 |
| 图 32 基建投资增速数据 .....                    | 16 |
| 图 33 地方政府专项债发行情况 .....                 | 16 |
| 图 34 制造业库存周期 .....                     | 17 |
| 图 35 政策支持下设备更新投资加快 .....               | 17 |
| 图 36 制造业投资继续保持高位 .....                 | 17 |
| 图 37 主要行业在 GDP 中的占比 .....              | 17 |
| 图 38 国内进出口及贸易帐数据 .....                 | 18 |
| 图 39 OECD 领先指标与出口关系 .....              | 18 |
| 图 40 中国贸易顺差占比情况 .....                  | 18 |
| 图 41 中国货物出口美国占比和增速 .....               | 18 |
| 图 42 PPI 与 CPI 同比数据 .....              | 19 |
| 图 43 大宗商品价格 .....                      | 19 |
| 图 44 全球主要经济体经济情况 .....                 | 20 |
| 图 45 全球主要经济体通胀情况 .....                 | 20 |
| 图 46 全球经济周期运行情况 .....                  | 21 |

# 1. 关税战背景下，美国经济增长的不确定性仍存

## 1.1. 美国贸易战影响全球经济，阻碍全球发展

2025年4月2日，美国总统特朗普签署行政令，对全球加征10%普遍关税，并对各地区征收税率不等的所谓“对等关税”。4月10日，迫于经济、市场、美债等多方面的压力，美国总统宣布，对超过75个国家实施为期90天的关税暂缓措施。其中与中国的关税战最为激烈，美国对中国进口商品的关税一度高达145%，一度导致中美贸易陷入停滞；5月12日，中美在瑞士日内瓦发表联合声明，双方大幅降低双边关税水平，美方取消了共计91%的加征关税，中方相应取消了91%的反制关税；美方暂停实施24%的“对等关税”，中方也相应暂停实施24%的反制关税。全球关税战逐步趋于缓和。但是由于美国发动的关税战，导致全球经济增长的不确定性大幅上升，全球经济增长整体放缓。

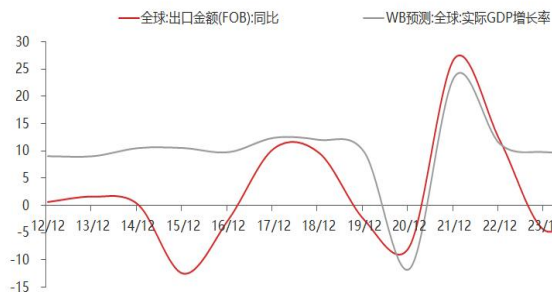
很明显，全球经济增长与全球贸易之间存在显著的正相关关系。全球贸易是推动全球经济增长的重要引擎。美国发起的关税战影响全球经济，阻碍全球发展，不得世界人心。首先，美国大概率对全球其他国家保留10%的基准关税，叠加汽车、钢铁以及半导体等特定行业的高额关税，耶鲁大学预算实验室5月测算，2025年美国进口平均关税税率为17.8%，较2024年上升15.2%。关税税率的大幅上升不仅阻碍美国经济的增长，同时使得全球经济增长明显放缓，据测算，美国的关税战会导致2025年全球经济增长放缓0.5个百分点左右。二是美国关税战弱化美国购买力，冲击美国经济。美国的关税政策导致美国进口商品价格大幅上升，弱化了美国的实际购买力。美国进口商品占其总商品消费金额的53%，因此，进口关税大幅上升15%左右会导致美国商品价格平均上升约8%，美国实际购买力下降明显，影响消费；一季度受关税政策影响，美国消费者支出急剧放缓，环比年化率仅增长0.5%，远低于2024年第四季度4%的强劲增长。三是美国关税政策短期导致净出口拖累经济，在4月2日所谓的对等关税落地之前，由于企业抢进口导致美国一季度进口激增37.9%，为2020年以来最快增速，并将GDP拉低了近4.7个百分点。但是从长期来看，美国的关税战一方面会导致美国进口放缓，贸易逆差缩窄，出口对经济的拖累明显减弱；另一方面，美国的高关税会导致部分制造业产业回流美国，进而拉动美国经济增长；此外，高额关税会增加美国关税收入，降低美国财政压力，2025年4月份，美国海关关税收入达到163亿美元，创历史新高，同比增长130.6%，据测算，依据当前关税水平2025年预计关税收入1500亿-2000亿美元，同比增速高达150%-200%。

目前，美国与其他经济体的贸易谈判取得了一定进展。根据2025年6月下旬的最新动态，美国与主要贸易伙伴的谈判已进入关键冲刺阶段。目前仅英国达成书面协议，其余国家仍在紧张磋商中。其中欧盟方面，欧盟寻求互利协议，但美方坚持不对称条件（如维持10%基准关税）。双方计划先达成原则性框架，细节延后敲定。印度方面，美印官员称谈判“接近完成”，印度有望成为下一个签约国。中国方面，在中美在瑞士日内瓦发表联合声明以及在英国达成原则性框架之后，预计中美8月前可能难有实质突破。中方以稀土为筹码，美方



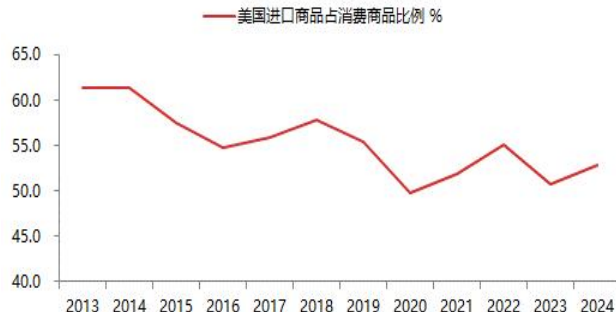
以技术为壁垒，结构性矛盾短期难化解。日本、韩国、越南方面，短期分歧显著，延期风险高。据美国商务部长卢特尼克预估，在7月8日最后期限之前，美国将达成“多项协议”，欧盟、印度最可能率先突破；但7月9日大限后，全球贸易或面临“双轨制”——协议国维持10%基准税，非协议国承受高额附加税。

图1 全球经济增长和贸易的关系



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图2 美国进口商品占消费比例



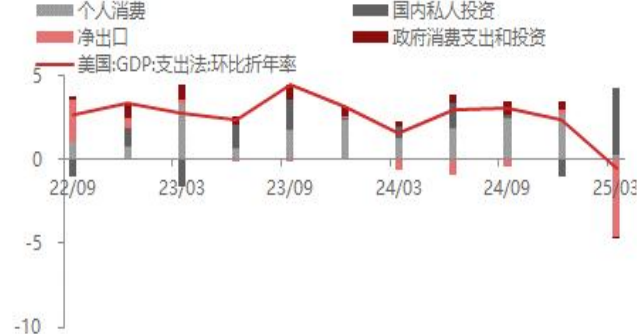
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图3 美国贸易逆差情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图4 美国净出口对经济的贡献



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图5 美国贸易谈判进展

| 经济体 | 主要谈判人              | 特朗普参与？ | 接触 | 第一轮谈判  | 第二轮谈判  | 第三轮谈判                                 | 第四轮谈判                         | 核心问题   |
|-----|--------------------|--------|----|--|--|---------------------------------------|-------------------------------|--|
| 中国  | 贝森特<br>卢特尼克<br>格里尔 | 否      | 是  | 5月12日，中美瑞士日内瓦联合声明：相互取消91%的关税，降低24%的关税90天               | 6月10日，中美在美国达成原则性框架，落实日内瓦声明                               |                                       |                               | 芬太尼问题<br>留学生<br>飞机发动机<br>芯片围堵和限制<br>稀土问题<br>关税问题<br>农产品和油气问题<br>相互取消91%的关税，降低24%的关税90天 |
| 日本  | 贝森特                | 是      | 是  | 未达成实质性协议，仅同意启动第二轮谈判，特朗普单方面宣称“重大进展”，遭日方否认               | 谈判僵局持续，美方仅同意延长14%对等关税“暂停期”，日本首相石破茂称“未找到共识”               | 双方称“更加深入”，但未解决核心分歧：约定在G7峰会前再谈         | 日方暗示“有望6月初达成协议”，聚焦汽车零部件关税部分取消 | 驻日美军军费<br>汽车关税和农产品<br>汇率和美联储购买问题<br>日本坚持全面取消汽车及钢铁关税                                    |
| 韩国  | 贝森特                | 否      | 是  | 4月24日，确立临时谈判框架，约定7月8日前达成协议                             | 5月20-22日，未突破僵局，美方威胁若未按期达成协议，将恢复25%全面关税                   | 预计6月下旬                                |                               | 驻韩美军和防务支出<br>汽车、钢铁关税，对美能源购买和投资<br>帮助美国重建造船业<br>韩国6月3日大选                                |
| 印度  | 贝森特<br>万斯          | 否      | 是  | 4-5月，临时协议框架敲定，工业品关税大幅削减（7月初签署）                         | 5-6月，部分数字贸易规则达成共识，稀土合作纳入谈判                               | 6月后，美印平均关税差距从13%压缩至4%以下               |                               | 农产品进口关税和壁垒<br>电子商务、数据存储和关键矿产<br>地缘、军贸等<br>美国保留整车25%关税，印度保留农业保护政策                       |
| 欧盟  |                    | 是      | 是  | 4月中下旬，双方未达成任何协议，欧盟于4月9日投票通过首轮反制措施（210亿欧元商品25%关税），4月15日 | 5月，未突破分歧，威胁若未达成协议将启动50%药品关税，5月20-22日，美欧就稀土问题达成一致         | 6月，美国要求欧盟以农业开放换取汽车关税减免，欧盟坚持全面取消对等关税   |                               | 欧盟的反制<br>欧盟的增值税、食品和药品<br>钢铁、汽车、半导体、农产品进口，数字市场法案<br>半导体供应链对华限制，驻欧美军费用分摊                 |
| 印尼  | 格里尔<br>卢特尼克        | 否      | 是  | 4月23日，双方同意60天内（即6月底前）完成谈判，美国金融准入条款和重印印尼路、矿产投资规则未敲定     | 6月，印尼承诺优先供应美国镍矿，但拒绝对华矿产禁运，美资控股比例、清算标准未达成一致               |                                       |                               | 购买美国农产品和能源<br>关键矿产和技术共享，稀土供应链去中国化，对华关键矿产出口向美国开放国内支付体系<br>牛肉进口的清真认证壁垒                   |
| 越南  | 格里尔                | 否      | 是  | 5月7日，美国维持10%暂缓关税，同意继续技术磋商，美方暗示原产地改革要求                  | 5月22日，就加强原产地核查，打击非法转运达成原则性共识，供应链规则要求越南提供原产地证明，清算标准       | 6月，美单方面执行差异化关税，越南未签字认可，未满足美方供应链规则核心诉求 |                               | 贸易欺诈、增值税、清真标准<br>液化天然气（LNG）、农产品及高科技产品<br>全面取消对越南商品关税<br>加强原产地规则管控，严防中国商品借道越南转运         |
| 英国  |                    | 否      | 是  | 5月上旬，双方达成首份正式贸易协议草案，美国取消钢铁关税，下调汽车关税，英国大幅降低整体关税水平       | 6月9日，数字贸易谈判框架确立，但未解决数字贸易争议；汽车关税和农产品准入细则进一步明确，美国保留对英国药品、电 |                                       |                               | 汽车和金属关税<br>农产品和食品标准<br>对等关税、数字服务、药品与电影、地缘安全<br>农业市场准入、航空产业合作<br>与美国达成有限贸易协议，后续继续谈判     |

资料来源：东海期货研究所

## 1.2. 美国经济增长将逐步回暖

由于美国关税政策的影响导致全球贸易受到重大影响、增强了欧美经济增长的不确定性，经济增速持续放缓，但是随着美国关税政策的缓和以及美国贸易谈判取得一定进展，关税对于美国经济的影响预计在三季度末逐步减弱，美国经济预计仍具韧性，而且有可能在四季度逐步回暖。

### 1.2.1. 美国关税影响美国私人消费

美国的消费对经济的贡献接近 8 成，其中服务消费占总消费的比重为 65%，商品消费占比 35%。商品消费与薪资增速相关性较大；而服务消费与股市以及房市的财富效应相关性更大。2025 年上半年居民薪资增速整体放缓，但是关税导致的抢消费和补库需求导致商品消费整体较强。服务消费方面，在美国房价和股市的财富效应下降的情况下，美国服务消费增长放缓，导致美国居民的消费整体放缓。

首先，从劳动力市场来看，2025 年美国劳动力市场因关税原因继续放缓，但仍然具有韧性，是美国经济维持韧性的重要支撑之一。2025 年 5 月新增非农就业人口增 14.7 万人；失业率 4.2%，仍然处于低位。薪资方面，5 月平均时薪同比升 3.9%，较上月持平，环比升 0.4%，薪资增速继续回升，增速较为强劲。下半年我们认为美国的薪资增速将保持强劲。一是随着美联储将于四季度降息，高利率对劳动力市场的限制性进一步减弱，劳动力市场将有所回暖，进而推动薪资增速的回升。二是美国的减税计划预计在 2025 年下半年实施，企业经营成本下降有了利于企业的扩张进而带动就业需求的回升。三是美国总统的“美国优先”政策以及关税政策将促进制造业回落，进而创造更多的就业机会。因此在美国居民收入上升的情况下，美国的商品消费以及服务消费增长将有所改善。

其次，在美国关税政策预计在三季度末逐步对美国影响减弱以及经济增长预期逐步回暖的背景下，美股业绩和估值将进一步抬升，美股表现将有较好的表现；而且随着房贷利率的下降，美国房地产市场有望回暖，房价下跌趋势将逐步改善；在财富增长效应下，美国服务业将逐步恢复高景气水平，服务消费保持强劲增长。

因此，2025 年下半年在薪资增速保持平稳以及财富效应逐步改善的情况下，美国服务消费整体改善，但商品消费由于美国上半年的抢消费透支需求预计有所放缓，消费整体对经济的拉动作用有所增强。

图 6 美国就业市场有所放缓



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 7 美国薪资和消费信心情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 8 美国服务业 PMI 景气度持续回落



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 9 美国商品和服务消费结构



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

## 1.2.2. 减税以及产业回流背景下，美国私人投资将继续回升

由于美联储进入降息周期，以及特朗普的减税政策已在过会众议院通过，法案推进进程较快，或将企业所得税率由 21% 下调至 15%，美国实体经济经营成本下降，企业盈利上升，美国制造业、房地产市场有望回暖，美国私人投资驱动增强，美国经济增长有望加快。

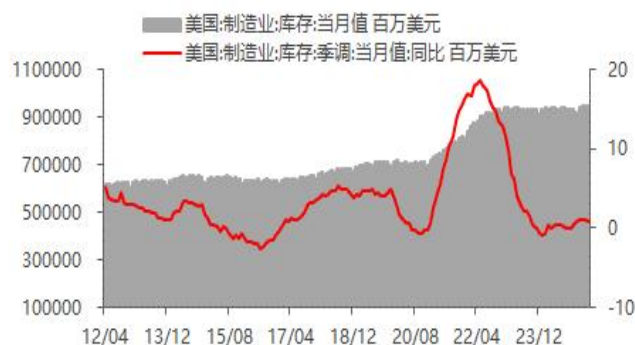
私人投资方面，我们从三个视角来分析。一个是从设备更新投资来看，目前美国企业利润受关税政策影响有所削弱，以及不确定性增强，导致投资信心也大幅下降。2025 年下半年，随着美联储预计降息 1-2 次、特朗普的减税方案有望在下半年实施、以及美国制造业回流计划的逐步推进，美国制造业企业投资成本有望下降，美国制造业设备投资增长将进一步加快，美国私人投资有望回升。第二个是从库存投资来看，美国当前处于补库周期的初期，但是由于关税原因，美国企业于上半年提早补库，下半年补库需求下降；而且随着美国商品成本的上升，美国居民实际消费能力下降，美国补库动力下降。第三个是，由于房贷利率持续处于高位，美国房地产销售放缓，房地产景气度下降。2025 年下半年，一是美联储降息引导房贷利率下降；而是关税政策的缓和以及可能达成有利于美国的协议，美国居民收入信心改善，房地产市场有望逐步回暖，对于美国经济的拖累明显减弱。因此可以预期，2025 年下半年，私人投资对美国经济的拉动将逐步增强。

图 10 美国企业利润和信心在筑底回升



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 11 美国处于补库初期



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind



图 12 美国房贷利率处于高位



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 13 美国房地产信心持续下降



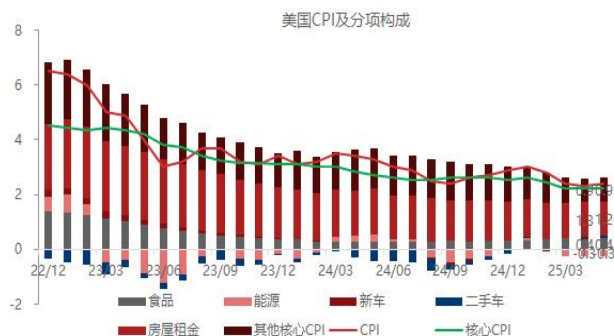
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

### 1.3. 美国通胀上行风险较大

目前美国通胀整体延续放缓趋势，美国 5 月 CPI 2.4%，较上月上升 0.1%；核心 CPI 2.8%，较上月持平；美国核心通胀仍旧较高，通胀整体上升，通胀上行风险加大。目前美国核心 CPI 由于房屋租金、服务业消费等核心 CPI 支撑维持较高水平。

2025 年下半年，我们预计通胀上行风险较大。一是美国加征关税，进口商品价格预计上升 10-15%，推升整体通胀 1.4% 以上。二是随着全球食品价格的回升，食品价格大约领先食品通胀 9 个月，预计食品通胀也会重回上行通道。三是房租通胀方面，房屋租金由于较强的黏性，同比增速将触底回升，房租通胀对核心通胀的推升作用将加强。四是由于美股和房地产市场的财富效应，美国服务业景气度预计回升，服务消费通胀会保持较高的粘性，美国核心通胀预计会有所回升。因此在美国整体通胀上行风险加大的情况下，美联储降息预期可能将进一步减弱。

图 14 美国 CPI 及分项构成



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 15 美国食品通胀将逐步回升



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 16 美国房屋通胀与房价走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 17 美国高服务业景气支撑服务通胀



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

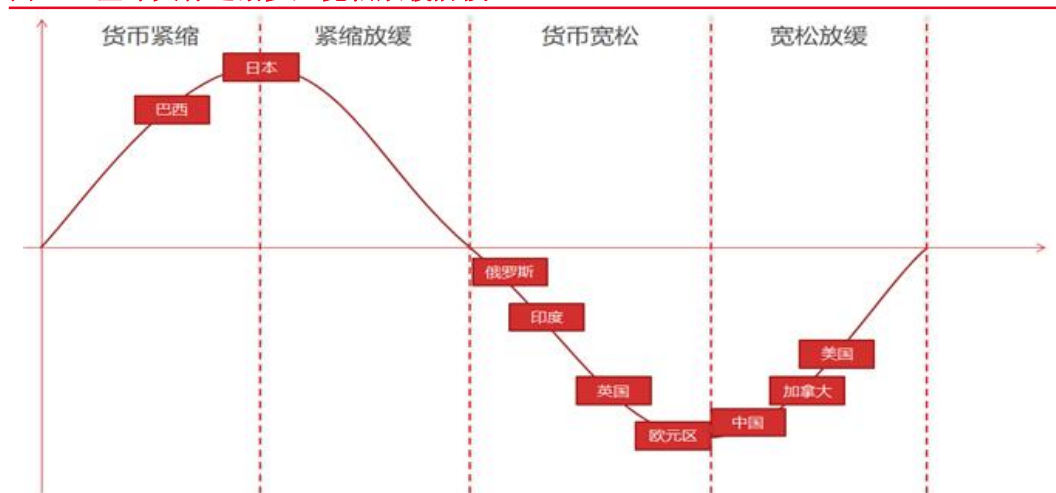
## 1. 4. 关税战影响的不确定性，美联储降息路径难测

由于关税原因，美国经济的不确定性仍存，劳动力市场预计继续放缓、市场对于美国经济衰退担忧加深以及通胀持续下降的背景下。2025年6月19日，美联储一致同意将基准利率维持在4.25%-4.50%不变，连续第四次会议按兵不动。目前美联储的点阵图显示，预计2025年利率预期中值维持在3.9%（降息两次），2026和2027年中值上调至3.6%、3.4%，19位官员中有7位认为今年不会降息。美联储主席鲍威尔发言整体姿态上略显鹰派。不确定性方面，鲍威尔表示特朗普关税政策带来的不确定性在4月达到峰值，此后有所回落，但仍在高位。经济增长方面，鲍威尔表示美国内需仍有韧性，就业市场依旧总体处于平衡状态，经济增长仍然稳健，调查数据显示的情绪有所回升。通胀方面，鲍威尔表示关税对通胀的影响过程仍是不确定的，“知道通胀将至，但不清楚规模”。

美联储6月会议维持利率不变，虽然整体姿态偏向鹰派，但点阵图仍保留了年内两次降息的预期，我们仍旧预期美联储年内降息次数为1-2次，或将在9月的议息会议上再度降息。全球其他央行方面，欧洲央行由于经济增长放缓，且通胀阶段性下降至2%的目标下方，预计年内可能降息0-1次。日本央行由于通胀持续较高，因此整体处于加息周期。整体来看，全球主要经济大多处于宽松周期，但是宽松整体放缓。

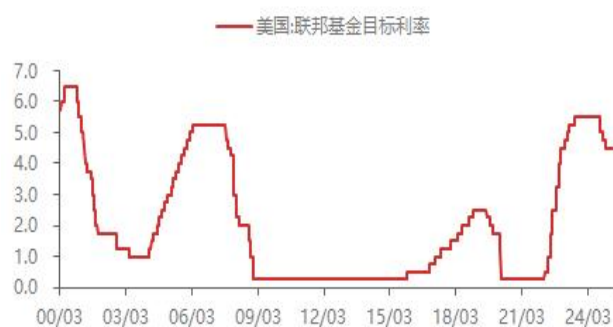
在今年美联储降息1-2次的情况下，叠加美元信用由于关税原因整体下降，相应美元指数中枢预计在100下方运行，国债收益率维持震荡走势，有可能下降，但下降空间不大；但通胀预期上升，实际利率可能下降，利多美股和全球股市。

图 18 全球央行逐渐步入宽松放缓阶段



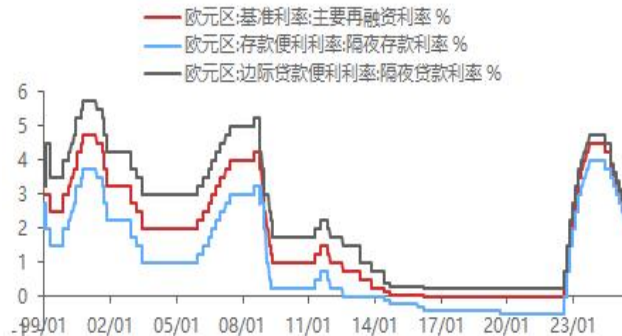
资料来源：东海期货研究所

图 19 美联储连续四次维持利率不变



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 20 欧央行连续八次降息



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

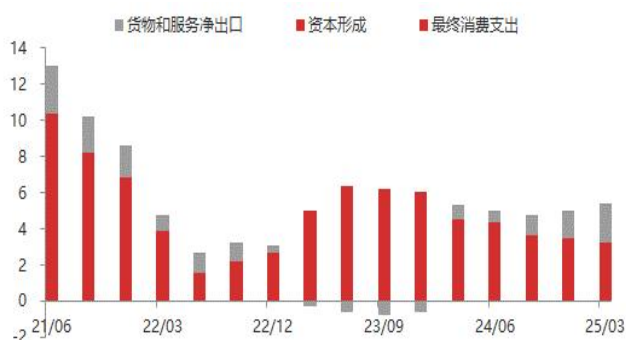
## 1.5. 海外宏观小结

海外方面，美国关税政策对美国经济影响的不确定性仍旧较高，同时推升通胀，预期美联储 9 月降息 25BP，年内降息 1-2 次。相应美元指数中枢预计在 100 下方运行，国债收益率维持震荡走势，可能有所下降，但下降空间不大；通胀预期下降，实际利率可能下降，利好美债价格和全球股市。经济方面，随着美联储的降息和减税政策的推进，企业成本下降，支出意愿上升，制造业投资可能继续改善；房地产需求随着利率的下降逐步改善，商品需求会边际改善；消费方面，服务消费随着股市和房市的向好会有所改善，商品消费由于补库放缓和物价较高而放缓，消费整体有所改善。因此，美国经济下半年经济可能逐步改善，但增速较低。资产方面，股市继续慢涨，商品由于补库放缓，国际定价商品表现受限。

## 2. 外部冲击放缓，国内经济增长稳健

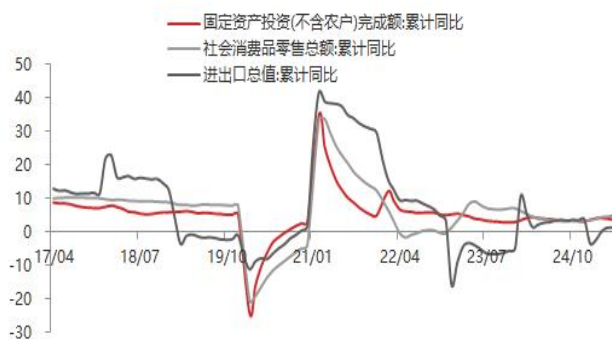
从中国一季度 GDP 来看，同比增长 5.4%，其中最终消费支出拉动 GDP 增长 2.79%，资本形成总额拉动 GDP 增长 0.47%，净出口拉动 GDP 增长 2.13%。消费是拉动经济增长的主要动力，净出口对经济的边际贡献最大。从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中 1-5 月固定资产投资累计同比 3.7%，较 1-4 月下降 0.3%；消费同比增长 5%，较 1-4 月上升 0.3%；1-5 月进出口同比上升 1.3%，较 1-4 月持平。目前国内经济增长三驾马车中，制造业和基建投资增速有所放缓但仍旧较高，房地产投资修复偏慢；外贸出口短期由于抢转口高于预期；消费有所放缓但仍旧较高，消费以及净出口对国内经济的拉动作用明显增强。

图 21 三大需求对 GDP 增速的贡献



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 22 三大驱动累计同比增长情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

### 2.1. 消费将是拉动经济增长的主要动力

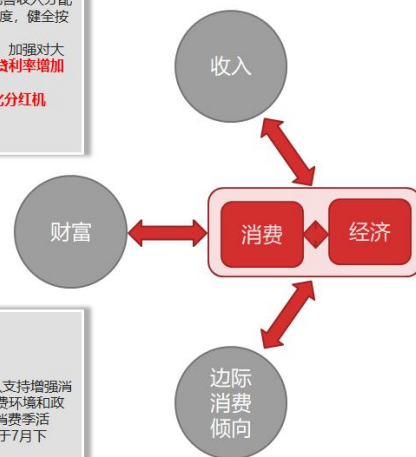
2025 年上半年消费改善明显，消费情绪有所提振。1-5 月，社会消费品零售总额累计同比增长 5%，较去年 12 月上升 1.5 个百分点。一方面，旅游出行、电影票房等服务消费增速较强，呈现结构性亮点。受益于以旧换新政策刺激规模加倍，家电、汽车、消费电子等领域也有所改善，政策补贴撬动社零的效果较为明显，商务部数据显示，截至 5 月 31 日，今年消费品以旧换新五大品类合计带动销售额 1.1 万亿元。另一方面，量的修复明显强于价的修复，消费的拉动国内消费量明显增长，但价格提振作用有限，国内核心 CPI 依旧较低，或反映居民消费能力和收入预期仍弱，消费回暖基础或不稳固。

2025 年下半年，以旧换新政策对耐用品消费的透支效应可能逐步显现，出口链就业压力和房价波动也可能拖累消费表现，消费增速或将有所放缓。但是近期消费刺激政策陆续出台，6 月 24 日，央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，《意见》从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出 19 项重点举措。6 月 24 日，商务部组织开展 2025 年千县万镇新能源汽车消费季活动，活动时间 2025 年 7 月至 12 月。消费政策刺激力度持续加强。在政策支持下全年同比预计录得 5-6%，仍旧是拉动经济增长的主要动力。



图 23 国家消费相关政策措施

- 薪资：1、要提高中低收入群体收入，坚持多劳者多得、技高者多得、创新者多得，进一步完善收入分配制度，提高劳动报酬在初次分配中的比重；完善产业工人工资决定、合理增长、支付保障制度，健全按要素分配政策制度。
  - 转移支付：重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作，加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶，要加强低收入人口救助帮扶。国家降低房贷利率增加居民可支配收入。
  - 财产收入：《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》，进一步健全上市公司常态化分红机制，提高投资者回报水平。
  - 经营收入：关税影响降低，经济景气回升，经营业绩可能好转。
- 股市：要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。当前股市已经大幅上涨，居民财富效应增加，边际消费倾向有望提升。
  - 房市：政治局会议表示要促进房地产市场止跌回稳，结合财政部表示可以用专项债资金收购存量房，以及棚户区货币化安置的加快，房地产将进入去库存周期，房价有望止跌企稳，居民房产财富效应有望止跌。
- 收入：居民增收政策
  - 财富：财富增长政策和实际效果
  - 政策：1、央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，《意见》从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出19项重点举措。2、商务部组织开展2025年千县万镇新能源汽车消费季活动，活动时间2025年7月至12月。3、6月26日，国家发改委：第三批消费品以旧换新资金将于7月下达。



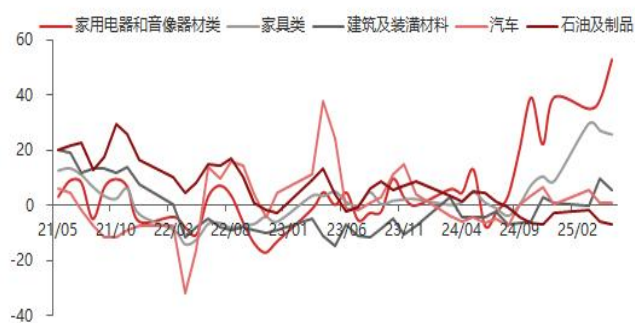
资料来源：东海期货研究所

图 24 社会消费零售总额同比数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 25 政策支持下消费大幅回升

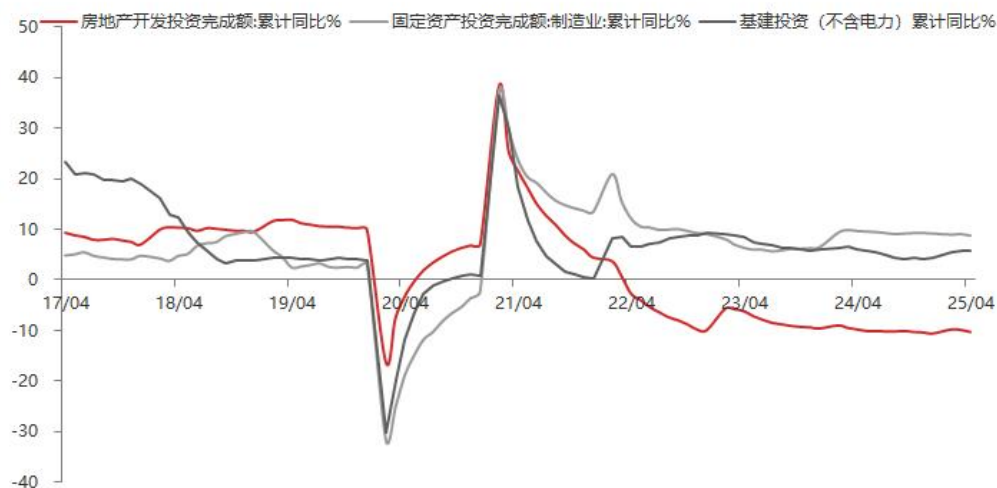


资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

## 2.2. 投资放缓，增量政策有待择机发力

2025 年 1-5 月固定资产投资累计同比增长 3.7%，较 2024 年上升 0.5%。2025 年下半年在专项债、特别国债、政策性金融工具的支持下，基建和制造业投资预计将保持中高速增长，而房地产投资则可能在“严控增量”的政策诉求下延续调整。我们预计 2025 年下半年投资可能保持平稳，在基数效应较低的情况，固定资产投资增速有望维持在 3.5-4% 区间。

图 26 三大投资累计同比增速



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

### 2.2.1. 政策刺激加码，房地产有待进一步止跌回稳

今年 1-5 月地产情况整体偏弱，修复不及预期。首先一季度，由于房地产逐步进入消费旺季以及 2024 年 9 月 24 日之后的房地产政策刺激效果仍存，国内房地产市场继续修复，房地产投资和销售持续改善；其中 1-3 月房地产销售面积同比增速缩窄至-3%，销售额累计同比增速缩窄至-0.4%，房地产投资累计同比增速缩窄至-9.9%。二季度以来，一方面随着 2024 年 9 月 24 日房地产政策效果逐步减弱；另一方面，随着美国对中国加征高额关税，居民收入信心和对房地产市场的信心，国内房地产市场销售明显降温；其中 1-5 月房地产销售额累计同比增速降幅扩大至-2.8%，房地产投资累计同比增速降幅扩大至-10.7%，全国房价在 5 月份降幅进一步扩大。

在房地产市场止跌企稳趋势放缓的情况下，国内房地产支持政策继续加力。5 月 8 日，央行下调公积金贷款利率 25BP 至 2.6%；5 月 20 日，央行下调 5 年期以上 LPR 利率 10BP 至 3.5%；6 月 13 日，国常会表示将更大力度推动房地产市场止跌回稳，要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持。6 月 12 日，广州提出将优化房地产政策，全面取消限购、限售、限价，降低贷款首付比例和利率。

因此从政策方面来看，2025 年下半年，房地产市场主要基调是止跌企稳，走修复路径，正向拉动经济的可能性较小，但对经济拖累将大幅减弱。房地产销售方面，随着政策的实施逐步修复回升，叠加 2024 年的低基数效应，同比读数预计会逐步改善。房地产投资方面，可能在“严控增量”的政策诉求下延续调整。房地产施工端，新开工方面由于严控增量可能继续偏弱。库存方面，今年以来随着国内地产政策的实施，库存已经在逐步去化，商品房待售面积和库存同比增速已经大幅下降；2025 年下半年随着国家更大力度推动房地产市场止跌回稳，销售端政策刺激力度加大、政府收购商品加速以及货币化安置，房地产库存去化速

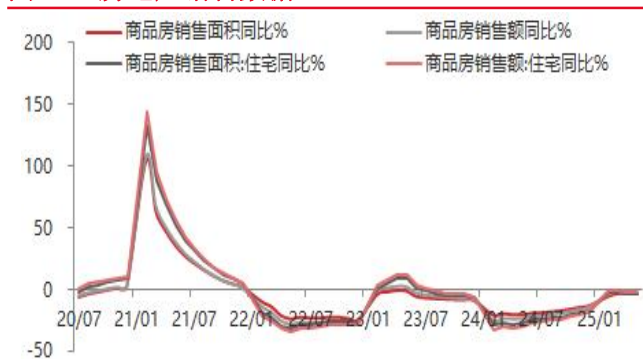
度将加快。房价方面，政府目标是止跌回稳，在控供给增量、促销售以及去库存三方面的推动下，国内房地产供需格局预计将逐步改善，房价止跌企稳的可能性在增大，其中一二线等高能级城市房价可能率先止跌企稳，表现较强；三四线等低能级城市可能需要到 2025 年下半年或者 2026 年上半年止跌企稳。

图 27 2024 年 9 月 24 日及 2025 年地产政策

|           |                  | 政策   |
|-----------|------------------|--|
| 9.24      | 央行行长             | 1) 降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅在 0.5 个百分点左右。<br>2) 统一首套房和二套房的房贷最低首付比例。将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%。<br>3) 将 5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的 60% 提高到 100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。  |
| 9.26      | 政治局会议            | 要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。  |
| 10.17     | 促进房地产市场平稳健康发展发布会 | 四个取消，就是充分赋予城市政府调控自主权，城市政府要因城施策，调整或取消各类购房的限制性措施。主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。<br>四个降低，就是降低住房公积金贷款利率，大家都知道，降了 0.25 个百分点；降低住房贷款的首付比例，统一套、二套房最低首付比例到 15%；降低存量贷款利率，降低“卖旧买新”换购住房的税费负担，通过落实这些已出台的政策，降低居民购房成本，减轻还贷压力，支持居民刚性和改善性住房需求。<br>两个增加，一是通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造。在全国 35 个大城市，需要改造的城中村就有 170 万套，其他城市也有改造的需求。全国城市需要改造的危旧房，我们也做了一个调查，有 50 万套。这次提出的新增实施 100 万套，主要是对条件比较成熟、通过加大政策支持力度可以提前干的项目，我们就可以提前干、抓紧干。这次主要采取货币化安置的方式，更有利于群众根据自己的意愿和需求来选择合适的房子，减少或者不用在外过渡，能够直接搬入新居。同时，也有利于消化存量商品房。二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。城市房地产融资协调机制要将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。 |
| 11.15     | 住房城乡建设部、财政部      | 城中村改造政策支持范围从最初的 35 个超大特大城市和城区常住人口 300 万以上的大城市，进一步扩大到近 300 个地级及以上城市。  |
| 2025.5.7  | 央行               | 5 月 8 日起，公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前的 1.50% 调整为 1.40%。5 月 15 日起，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），下调汽车金融公司和金融租赁公司存款准备金率 5 个百分点。5 月 20 日，下调 5 年期 LPR 利率 10BP，下调公积金贷款利率 25BP 至 2.6%。   |
| 2025.6.13 | 国常会              | 更大力度推动房地产市场止跌回稳。构建房地产发展新模式，对于促进房地产市场平稳、健康、高质量发展具有重要意义，要着眼长远，坚持稳中求进、先立后破，有序搭建相关基础性制度。要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持。   |

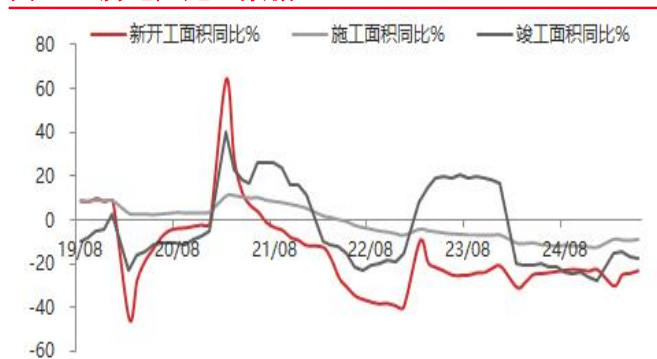
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 28 房地产销售数据



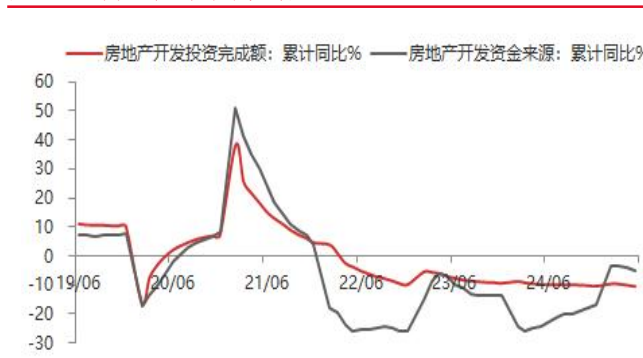
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 29 房地产施工数据



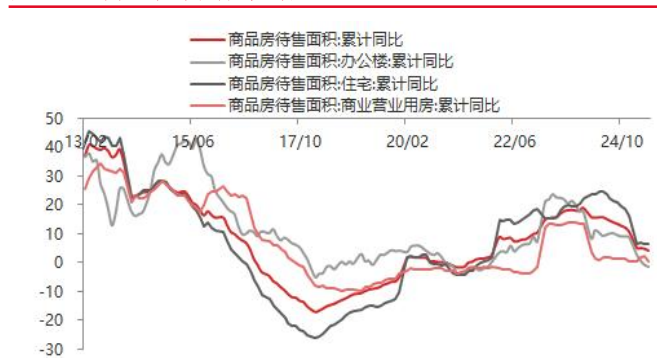
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 30 房地产投资数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 31 房地产库存数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind



### 2.2.2. 基建投资加快，增量政策将择机推出

今年的基建投资整体是在加快,2025 年 1-5 月基建投资(全口径)累计同比增长 10.4%,较去年 12 月上升 3.0%,投资增速有所加快。一揽子化债方案释放地方财政空间后配合中央加杠杆,政策端将继续通过地方专项债和特别国债扩容驱动基建投资。资金重点投向“两重”、新基建、水利与能源等领域。目前建筑业景气和需求持续偏弱,基建投资增速整体放缓。

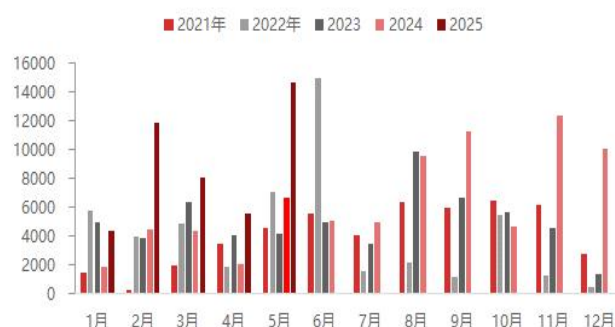
2025 年下半年,根据政治局会议加紧实施更加积极有为的宏观政策的要求,当前财政的工作重点在于推动现有预算的落地,从投向看,财政加杠杆或可进一步投向消费、地产、化债等重点领域,着力防范化解风险、扩大内需。此外,为应对外部冲击的不确定性,我国中央财政还留有较大的空间,后续可择机作出财政扩张增量政策安排。

图 32 基建投资增速数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 33 地方政府专项债发行情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

### 2.2.3. 制造业投资有所放缓，且需防范内卷式竞争

2025 年 1-5 月制造业投资同比增长 8.5%，较去年 12 月下降 0.7%。一是去年基数效应相对较高。二是国家大规模设备更新投资政策效果较强，是拉动制造业投资的主要动力。三是传统制造业动能或衰减或低迷。四是行业利润分化较大，内卷式竞争加剧。

2025 年下半年,我们主要从两个角度分析。第一个是库存周期投资,从中国库存周期来看,中国每轮库存周期大约 43 个月,上行周期 24 个月,下行期 19 个月,从 2023 年 11 月开始中国进入补库存周期,目前已持续 19 个月,处于本轮补库的后期,由于需求不足,补库动力减弱,目前处于主动去库阶段。因此,2025 年下半年库存投资可能放缓;一是美国“抢消费”结束,补库需求放缓;二是地产相关制造业受累于地产市场整体托而不举,地产制造业对整体补库的贡献并不强。第二个是从企业利润和设备更新投资的角度来看,这里我们可以从 PPI 和工业企业利润这两个指标来分析。2025 年由于国内需求偏弱、供给充裕,PPI 降幅扩大,企业业绩修复回升难度加大,对制造业设备投资和补库有一定的压力;但是,国家《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》政策效果仍存,截至 5 月设备工器具投资累计同比增长 17.3%,对制造业投资支撑较强。第三个从利润角度来看,制造业利润行业间分化较大。截至 4 月,高技术制造业利润累计同比增长 9%,装备制造业累计增速 11.2%,增速居于前列;金属、电气机械、通信电子等行业利润增速为正;化工、医药、汽车等行业利润负增,结合较低的产能利用率数据,上述行业需防范内卷式竞争。第四个从产



业投资方面来看，地产、金融和传统制造业增长空间有限，但是高技术服务业增速较快。因此，2025年下半年，由于高基数效应、设备更新投资驱动减弱、美国补库放缓导致出口放缓、内卷式竞争等因素制造业投资可能有所放缓，但有望延续当前中高速增长的趋势。

图 34 制造业库存周期



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 35 政策支持下设备更新投资加快



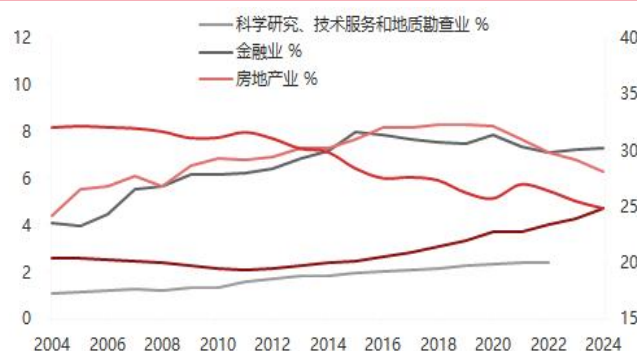
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 36 制造业投资继续保持高位



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 37 主要行业在 GDP 中的占比



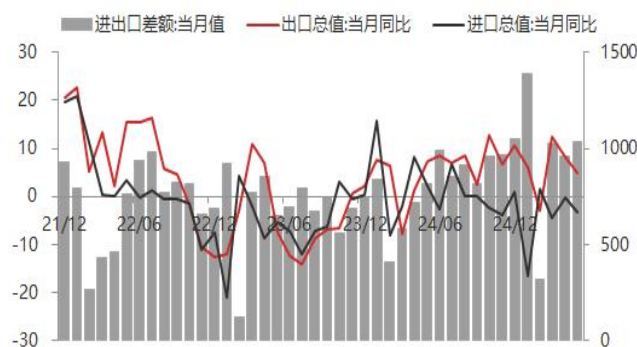
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

## 2.3. 关税战对出口短期冲击不大，长期仍具韧性

今年前5月出口累计1.48万亿美元，同比增长6%；进口累计1.01万亿美元，同比增长-4.9%；贸易顺差4719亿美元，同比增长40.3%，净出口对经济的拉动明显增强。主要是一季度在美国关税政策落地之前的抢进口、强补库，以及二季度关税政策落地后的暂缓期内抢进口和抢转口等因素所致。

2025年下半年，中美关税战缓和，6-7月抢出口支撑出口韧性；8月随着美国对华关税豁免到期、以及美国囤货高峰期逐渐结束，届时是观察中美博弈走向的下一关键时间点。我们判断年内中美博弈仍将集中于贸易和科技领域，届时出口或受美国商品需求放缓、关税等因素而放缓。但是，一方面下半年欧洲可能聚焦基建、防务等财政扩张计划，美国税改加快推进等有望提振海外需求；另一方面，中国可深化与东盟及“一带一路”等新兴市场合作、加速供应链多元化、扩大非美市场份额、企业产能转移布局等；此外，人民币汇率处于低位且相对美元和欧元等货币贬值，可对关税成本起到一定的对冲作用。因此，面对中美贸易博弈，预计出口增速有一定韧性。

图 38 国内进出口及贸易帐数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 39 OECD 领先指标与出口关系



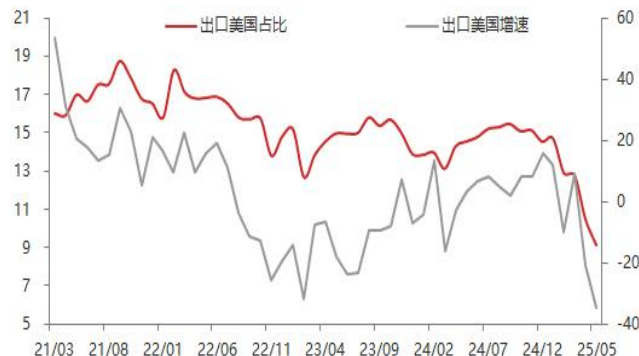
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 40 中国贸易顺差占比情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 41 中国货物出口美国占比和增速



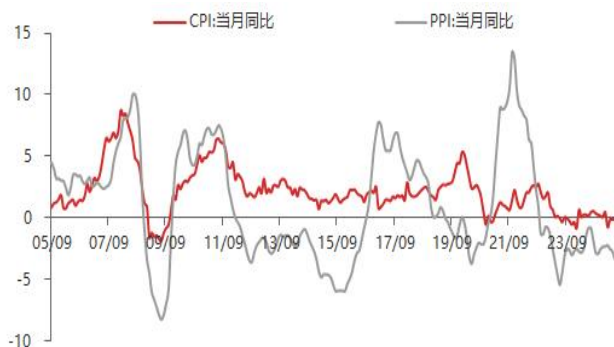
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

## 2.4. 物价低迷，通胀上行驱动不强

2025 年 5 月 PPI 同比增长-3.3%，CPI 同比增长-0.1%，PPI 降幅进一步扩大，通胀整体较低。一是由于国内工业品需求不足，价格持续偏弱。二是关税战打压国内出口需求预期。三是食品价格下跌。四是内卷式竞争打价格战。但是，从另一个角度来看，目前国内通胀持续低迷，一方面表明当前消费，特别是商品消费复苏动力仍旧不强；另一方面表明，鉴于当前的低通胀，央行货币政策将继续保持宽松，且有进一步宽松的可能。

2025 年下半年，CPI 预计维持低位，PPI 同比降幅或继续低迷运行。CPI 方面，服务消费需求改善是驱动价格回升主因，食品价格构成主要拖累。而关税战下居民收入预期不足仍是隐忧，补贴政策刺激下，耐用消费品价格可能疲软。PPI 方面，当前产能周期下，供给端过剩、“内卷式竞争”与需求端偏弱对工业品价格形成三重压制，而且关税影响下部分工业品可能面临降价压力或需求冲击，预计低物价趋势仍将延续。后续 PPI 增速后续能否改善，依赖于政策引导与驱动之下的产能置换并加速出清、“内卷式竞争”的综合整治、内外需求的拓展对过剩产能的消化。

图 42 PPI 与 CPI 同比数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 43 大宗商品价格



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

## 2.5. 国内宏观小结

总结来看，政策方面，财政、货币政策延续积极定调，根据需要择机进行财政工具扩张和降准降息。内需方面，下半年以旧换新政策对耐用品消费的透支效应可能逐步显现，出口链就业压力和房价波动也可能拖累消费表现。投资端，在专项债、特别国债、政策性金融工具的支持下，基建和制造业投资预计将保持中高速增长，而房地产投资则可能在“严控增量”的政策诉求下延续调整。而生产端在“两新”和产投驱动下，工业生产或延续较快增速，“抢出口”也可能使关税对生产端的影响较慢显现。外需方面，中美贸易博弈的下一个关键时点，关税政策的不确定性或使我国出口或面临一定走弱压力。

2025 年下半年中国经济受中美贸易战影响逐步减弱，且财政扩张将担当拉动经济的主要动力，总量上维持乐观，全年 GDP 有望顶住关税压力实现 5% 左右增长，GDP 平减指数可能会逐步改善，这意味着 2025 年下半年中国名义 GDP 增速有望反弹，有利于企业业绩的好转。资产方面，股市是最佳配置资产，经济基本面向好、财政货币政策支持、国家资本政策大力推动；商品由于内外需求难有较大回升弹性，难有较好表现，内需型商品因为基建和地产大幅改善空间不大，因此表现要弱于外需型商品。

### 3. 全球经济周期运行情况

结合前面两个部分内容，我们来看一下全球经济周期运行情况。

从经济方面来看，因关税原因全球经济增长不确定性较大。其中欧洲因财政趋向扩张，经济增长加快；美国经济因关税原因整体放缓，但财政或货币预期宽松，韧性较强，2025年下半年在宽松的货币政策和财政扩张的政策环境下，经济复苏有望加快，但关税战让这一前景面临不确定性；国内经济处于增长稳健，2025年下半年增长保持平稳，美国加征关税影响外需但有内需刺激政策对冲。整体来看，欧美经济整体放缓，中国平稳增长，全球整体经济增长动力不强。

从通胀方面来看，全球通胀处于下行期，其中欧美通胀下行速度放缓，核心通胀仍然较高；国内通胀处于下行筑底期。2025年下半年关税战导致通胀上行风险加大，核心通胀压力可能加大；国内通胀将进入筑底回升期。

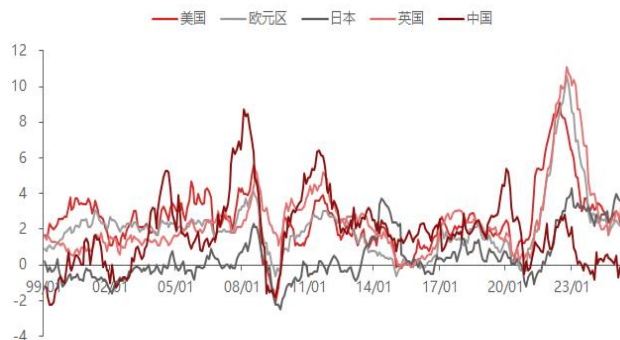
从货币政策方面来看，美联储和欧央行大概率会降息，美联储因为关税导致经济放缓，且通胀低于预期，预计降息 1-2 次；欧央行通胀目标几近完成，降息接近尾声，但关税战导致预计仍会降息 0-1 次；国内央行延续宽松基调，择机降准降息。

图 44 全球主要经济体经济情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图 45 全球主要经济体通胀情况

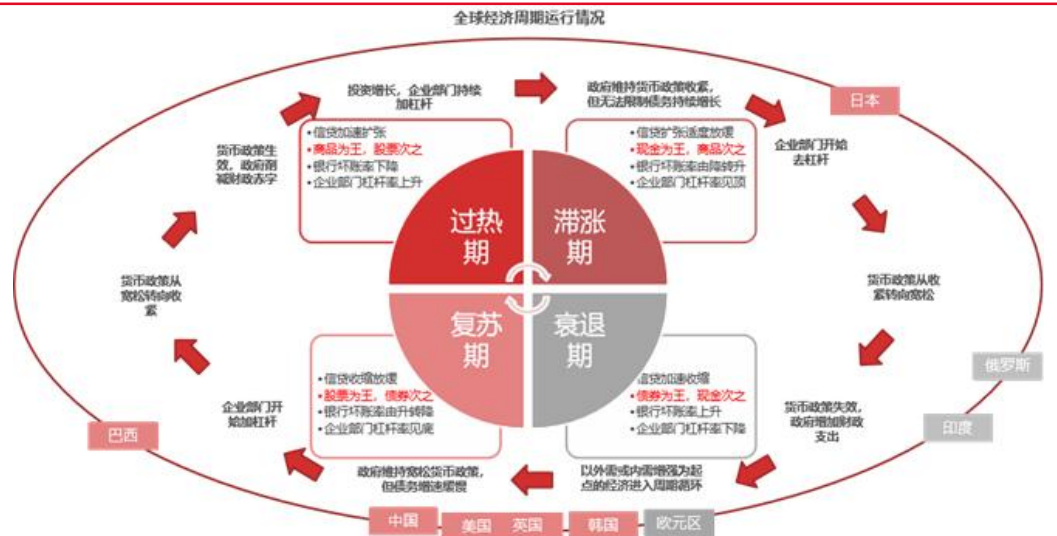


资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

整体来看，中、美、欧、英等仍处于弱复苏阶段，经济强弱方面：印度>美国>英国>欧元区>日本；俄罗斯处于经济滞胀到滞胀阶段；中国进入复苏的初步阶段，但复苏力度较弱。



图 46 全球经济周期运行情况



资料来源：东海期货研究所

## 4. 2025 年下半年大类资产配置策略

从美林投资时钟来看，海外方面，2025 年下半年随着美联储等主要央行的降息、以及美国减税政策实施推行，海外经济有望在三季度末逐步实现回暖；通胀方面，由于关税原因以及服务通胀可能回升，美国下半年通胀上行压力较大。因此，海外大类资产配置方面，美股由于经济可能有所回暖，企业业绩可能继续改善，以及美联储降息 1-2 次，继续维持高配。美债由于经济增长可能回暖、但通胀预期整体下降，美国 10 年期国债收益率继续维持较高水平，可能有所回落，但下降空间不大。美元由于美联储年内降息 1-2 次，但由于美债和美元信用下降下半年相应美元指数中枢预计在 100 下方运行，美元维持中配。国内大类资产配置方面，2025 年下半年美国关税政策对经济的影响减弱，且在国家消费增量政策、地产刺激增强，货币宽松持续加码的情况下，内需保持平稳；但高关税依旧拖累经济；通胀逐步修复偏慢，国内宽信用过程偏慢。因此，股市由于关税影响减弱、人民币升值以及货币宽松，股市表现较强，可以从中配+上调至高配。债券方面，虽然经济增长平稳、但通胀修复力度不强以及货币持续宽松，债券收益率预计维持低位震荡走势，配置上可以从高配下调至中配+。商品方面，由于全球商品需求可能偏弱，但弱美元支撑，整体价格中枢小幅上移，继续维持中配+。国内由于房地产投资受限，基建有支撑，内需型商品需求回升弹性不大，整体表现可能弱于外需型商品。人民币由于美元整体偏弱贬值缓解，但国内经济增长稳健、中美关税战可能进一步缓解以及人民币资产更受青睐，人民币走势相对偏强；在美元指数中枢在 100 下方运行的情况下，人民币中枢大约在 7 上方运行，从中配上调至中配+。

### 4.1.1. 大宗商品：全球经济回暖背景下商品价格中枢小幅抬升

2025 年下半年美联储降息 1-2 次，欧央行可能继续降息，欧美同步财政扩张，海外经济可能有所回暖，外需整体回升，但是美国商品补库可能偏弱。国内由于美国补库可能偏弱，外需放缓；国内增量政策刺激加码，内需回升，但是房地产结构性需求偏弱；需求整体偏弱。全球大宗商品价格由于弱美元和贸易战缓和价格中枢有望小幅抬升，但内需型商品弱于国际大宗商品。

### 4.1.2. 股票市场：政策刺激有望加码，配置价值进一步提升

2025 年下半年，一是由于中美之间关税战缓和，风险偏好提升；二是财政、货币等内需增量政策陆续出台，国内企业业绩整体可能边际改善，以及人民币汇率的贬值压力缓解，国内股市有一定的上涨空间，配置价值进一步提升。

### 4.1.3. 债券市场：价格高位震荡，配置价值仍旧较高

2025 年下半年，由于美国对中国的高关税，国内外需可能承压放缓，但有财政、货币、消费等内需政策对冲，国内经济保持稳健增长；此外，在美联储降息的背景下，国内可能进一步采取降准和降息的货币政策，国内利率保持低位运行，债券价格保持高位震荡走势，国内债市配置价值仍旧较高，但整体有所下降。

### 4.1.4. 汇率市场：外部风险缓和背景下，人民币汇率压力缓解

2025 年下半年，一方面中美关税战缓和，人民币对冲高关税必要性下降；另一方面，美元走弱，人民币汇率压力缓解，且有逐步升值的趋势，人民币以及人民币资产配置价值提升。

## 4.2. 全球经济回暖背景下商品价格中枢小幅抬升

2025 年下半年美联储降息 1-2 次，欧央行可能继续降息，欧美同步财政扩张，海外经济可能有所回暖，外需整体回升，但是美国商品补库可能偏弱。国内由于美国补库可能偏弱，外需放缓；国内增量政策刺激加码，内需回升，但是房地产结构性需求偏弱；需求整体偏弱。全球大宗商品价格由于弱美元和贸易战缓和价格中枢有望小幅抬升，但内需型商品弱于国际大宗商品。

具体板块来看，能源方面，2025 年下半年 OPEC+ 大概率延续增产政策，原油供应整体过剩，对原油价格有一定的压力；但是美元偏弱，中东俄乌地缘风险仍存、以及海外需求可能回暖，油价维持震荡走势，价格中枢或有可能小幅抬升。有色方面，2025 年下半年美元偏弱以及欧美以及中国财政同步扩张，需求有望保持稳健，有色价格中枢有望小幅抬升。黑色方面，2025 年下半年地产政策支持力度加大，整体呈修复态势，但投资端受制于严控增量政策，整体偏弱；财政发力支撑内需，但外需走弱，整体需求保持平稳，黑色等内需型商品维持震荡走势。贵金属由于美联储降息 1-2 次，美元偏弱运行；且全球地缘风险仍存，避险需求仍存；以及美元信用下降全球央行增加黄金储备，贵金属整体震荡偏强运行。

表 1 大宗商品供需及库存

| 行业大类 | 细分大宗商品 | 供给预期         | 需求预期 | 库存状况   | 下游主要行业   | 价格预期   |
|------|--------|--------------|------|--------|----------|--------|
| 有色   | 铜      | 供给上升         | 边际走弱 | 库存中性低位 | 电线电缆     | 重心下移   |
|      | 铝      | 供给高位         | 边际下滑 | 库存低位   | 建筑、交运、包装 | 重心下移   |
| 黑色   | 焦煤     | 供应稳中有降       | 需求回落 | 库存高位   | 钢铁冶炼     | 重心下移   |
|      | 螺纹钢    | 供应回落         | 需求下移 | 库存低位   | 基建地产制造业  | 重心下移   |
|      | 铁矿石    | 供应回升         | 需求下降 | 库存中位   | 炼钢       | 重心下移   |
| 能化   | 原油     | OPEC+增产、供给过剩 | 小幅回升 | 库存低位   | 化工、交运、汽车 | 重心小幅上移 |
| 建材   | 玻璃     | 供给下降         | 需求偏弱 | 库存高位   | 建筑、汽车、光伏 | 重心下移   |

资料来源：东海期货研究所

## 重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

### 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68756925

网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL：[Jialj@qh168.com.cn](mailto:Jialj@qh168.com.cn)