



宏观中期报告

拨云见日

——2025年下半年宏观、政策及资产配置展望

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

张浩

资格编号: S0120524070001

邮箱: zhanghao3@tebon.com.cn

张尤

资格编号: S0120525040001

邮箱: zhangyou@tebon.com.cn

研究助理

陈冠宇

邮箱: chengy@tebon.com.cn

戴琨

邮箱: daikun@tebon.com.cn

连桐杉

邮箱: liants@tebon.com.cn

相关研究

1. 《制造立国——2024年中期策略报告》，2024.08.25

2. 《见龙在田——2025年经济、政策及资产配置展望》，2024.11.01

投资要点:

- **当下关注什么?** 我们在2024年两篇策略报告中提出“制造立国”和“见龙在田”两个观点,前者指向中国经济和产业新的趋势和动力,后者旨在打破压在人民币资产上的思维桎梏,这两个观点都得到了多方位的验证。站在当前时点来看下半年的大类资产配置方向,核心影响因素有三个:外部变化、内部趋势和政策变动。
- 当前中美进入政治新周期,特朗普政府颁布了一系列中长期战略旨在经贸、产业、科技、军事、外交等领域“重塑全球分配体系”,“美国优先”与“孤立主义”背后是对华施压、限制和推动美国自身的“去风险化”意图;考虑到中国经济回升向好的基础也还需要进一步稳固,外部“逆风”导致部分声音再度出现(特别是海外),对中国的发展模式、创新动力、产业结构、对外关系等均存在着不同程度的“误解”和“刻板印象”,从“修昔底德陷阱”、“中国称霸论”、“后发劣势”、“地产业危机论”等角度来质疑中国发展的成色和底色。
- 在这种背景下,我们认为,“拨云见日”关键在于“**以我为主、励精图治**”。一方面**以我为主、坚定信心、破除桎梏**,打破“修昔底德陷阱”叙事,以“构建人类命运共同体、全球发展倡议、全球安全倡议、全球文明倡议”来解决当今世界的和平赤字、发展赤字、安全赤字、治理赤字;破除“后发劣势”,以日新月异的中国创新力量驱动“科技重估”、进而带动“重估中国”;改变“唯地产论”的“刻板印象”,不以地产论增长、产业、风险等领域之功过,我们认为,随着这些“刻板印象”和“负面叙事”的化解和改观,叠加越来越多行业和领域出现类似“Deepseek”时刻的重估,全球投资者对中国经济发展模式 and 制度红利有新的认识和重估,进而促使“做多中国”的力量全面涌现。
- 另一方面**“励精图治”,以高质量发展的确定性来应对外部潜在的不确定性**,其一,特朗普的长期战略之间存在明显的内在矛盾,意味着或难以落地见效,也决定了其将更多精力放在短期“博弈”来换取政绩,面对潜在的国际经贸斗争,我们坚定不移办好自己事,坚定不移扩大高水平对外开放,着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期,强化底线思维、充分备足预案、以备不时之需。其二,中国经济的长期发展和增长还需要不断改革破局,坚持用深化改革开放的办法解决发展中的问题、化解重点领域的风险。其三,宏观政策不能仅仅局限在过去的宏观调控层面,推进国家治理体系和治理能力现代化意味着宏观政策在关注经济增长之外,还要对创新驱动、产业升级、环境保护、能源转型等予以重视,更重要的是“以人为本”,让人民共享经济、政治、文化、社会、生态等各方面发展成果,有更多、更直接、更实在的获得感、幸福感、安全感。
- 综上所述,展望下半年我们认为重点关注以下四方面:1) 特朗普关税2.0摩擦或已达峰,美日、美印与美英基本“框定”未来谈判范围;美国经济的通胀隐忧高于衰退,宽财政的确定性为长端美债带来扰动,而宽货币仍在纠结。2) 欧洲经济在“夹缝中求生存”;日本经济则韧性复苏,但汇率与美日金融条件可能是风险点。3) 我们认为,中国经济可以圆满实现2025年5%的增长目标,“两大对冲”继续发挥作用,制造业投资与广义基建对冲地产,消费与出口此起彼伏,低通胀仍是经济的中期挑战,而就业短期可能受到经贸摩擦和毕业生高峰扰动。4) 宏观政策关注存量和增量,存量政策重在落地见效,财政、货币等政策已经积极部署并出台了一系列措施,前者关注政府消费、广义基建等,后者则重在宽信用;为应对外部不确定性,增量政策则留有后手、提前预备。

- **资产配置要“攻守兼备、以逸待劳”，建议关注以下逻辑：**1) “低通胀”环境决定了红利的韧性，走出低通胀的政策预期也有博弈机会。2) 科技仍是大国博弈的核心和产业焦点，“杰文斯悖论”有望继续推升美国科技“七巨头”，国内则布局上游国产替代和自主可控、中下游消费电子及 AI 应用。3) 国内政策变量的重要性提升，内生稳定性机制包括中长期资金入市和“熨平”非理性波动，未来投入增长机制和公募基金新规也有影响。4) 在整体消费修复较慢的背景下，重视消费的成长性来布局“新消费”。5) 理财规模稳步提升，叠加存款利率的快速下降，将继续呵护债市及类债资产。6) 商品把握供需格局，需求端新兴产业需求、安全及储备需求提升，供给端则关注原材料、产能、物流等层面的调整和约束。7) “去美元化”与“债务货币化”仍将中长期推升黄金价格。
- **风险提示：**(1) 国内货币、财政政策不及预期，市场风险偏好下行，经济复苏进程受阻；(2) 房地产超预期走弱，发生跨部门风险传染与债务危机，经济超预期下行；(3) 国际地缘政治风险超预期，全球产业链供应链受损，商品价格大幅波动；(4) 外部经济、政治及全球流动性环境超预期变化，外溢效应扰动中国经济

内容目录

1. 拨云见日，以逸待劳	7
2. 拨云见日，励精图治	9
2.1. “修昔底德陷阱”并非必然	9
2.2. 大国框架与中心叙事	12
2.3. 破除“后发劣势”	12
2.4. “经济福利最大论”需纠偏	14
2.1. 走出“唯地产论”	17
3. 关税博弈的长期战略与短期焦点	23
3.1. 中美关系的六个阶段和四种状态	23
3.2. 中美关系或仍将处于竞争大于合作阶段	25
3.3. 关税短期进展关注“打”和“谈”两个方向	28
3.4. “对等关税”的未来怎么看？英国是上限，日印是下限，中美最关键	32
4. 海外经济展望：同样的挑战，不同的烦恼	35
4.1. 美国经济及政策展望：以“确定性”应对“不确定性”	35
4.1.1. 关税冲击：甜蜜的“毒药”？	35
4.1.2. 经济基本面：“滞”与“胀”的魅影	38
4.1.3. 货币财政：确定的“宽财政”，不确定的“宽货币”	45
4.1.4. 政府战略：“重塑”全球分配及经济“三支柱”框架	51
4.2. 欧元区：夹缝求生，不进则退	52
4.2.1. 欧元区经济复苏或受阻	52
4.2.2. 欧元区货币政策重心转向，财政政策小幅扩张	58
4.2.3. 欧元区资产走势：汇率或适当走弱，股市有望上扬	59
4.3. 日本：韧性复苏，潜忧仍存	61
4.3.1. 相对强劲的内需将提振日本经济复苏	61
4.3.2. 日央行加息进程受阻，财政政策温和扩张	63
4.3.3. 日本资产走势：预计汇率震荡偏强、利率股市向上	64
5. 中国经济展望：5%目标无忧，关注价格指标	66
5.1. GDP：支出法新常态，生产法二产强	66
5.2. 消费：三大效应压制缓解，新消费成结构亮点	67
5.3. 固投：以制造业及基建投资对冲地产下行	70
5.3.1. 制造业投资：从顺周期到逆周期，制造业维稳经济增长	70
5.3.2. 地产投资：供给端有望逐步企稳，全年降幅或小幅收窄	74
5.3.3. 基建投资：广义财政扩张，基建稳步回升	78
5.4. 出口的“变与不变”	78
5.5. 通胀：CPI 关注核心 CPI，PPI 聚焦产业需求	80
5.6. 工业增加值：中长期有支撑	82
5.7. 就业：全年城镇调查失业率或小幅抬升	84
5.8. 企业利润：规上工业企业利润有望站稳正增区间	87
6. 国内政策展望：以我为主，有备无患	89
6.1. 财政政策：底线思维下仍有空间和后手	89
6.1.1. 财政已有子弹	89
6.1.2. 财政政策效果如何？	91
6.1.3. 财政政策下半年展望	91
6.2. 货币政策：总量结构齐发力推动宽信用	92
6.2.1. 金融数据：政策适时发力，维稳信用扩张	94
6.2.2. 政策工具：有空间，提效果	96
7. 资产配置：攻守兼备、以逸待劳	98
7.1. “红利”资产韧性仍存	98
7.2. 科技仍是产业层面主线	100
7.3. 关注政策变量：内生性稳市机制、未来投入增长机制与公募新规	101
7.4. 消费的成长性与新消费	102
7.5. 理财规模稳步扩大，债券配置比例逐步提升	103
7.6. “去美元化”仍将推升金价，商品关注变化中的不变	104
7.7. 资产配置观点	106
8. 中观主题展望：主题产业化：看见“房间里的大象”	107
8.1.1. 跨境领域：出口结构多元化催生跨境产业化的机会	109
8.1.2. 入境领域：海南自贸港、横琴粤澳深度合作区未来已来	115
8.1.3. 泛军工领域：可控核聚变、军贸、量子技术	118
9. 风险提示	119

图表目录

图 1: 大国兴衰周期 (1500-2020 国家实力变迁)	10
图 2: 全球基金经理调查报告显示: 做多中国科技股也成为全球第四大交易共识	13
图 3: 2024 年各国犯罪指数地图	15
图 4: 购买力平价的人均 GDP	17
图 5: 购买力平价的人均 GDP 增速	17
图 6: 2020 年后房地产业增加值占 GDP 比重开始下行	18
图 7: 2020 年后房地产开发投资占固投比重开始下行	18
图 8: 房地产业对 GDP 增速的贡献率与拉动点	18
图 9: 房地产开发投资对固投增速的贡献率与拉动点	18
图 10: “土地财政”相关收入及其占一二本账比例	19
图 11: 住房资产是我国居民非金融资产最重要的组成部分	21
图 12: 居民非金融资产结构变迁	21
图 13: 居民金融资产结构变迁	21
图 14: 居民净资产 (非金融资产+净金融资产) 结构变迁	21
图 15: 居民住房资产占总资产与 GDP 比例变迁	21
图 16: 地产相关新增贷款占社融增量比例明显下降	22
图 17: 中美关系分值的 历史变化 (1950 年-2024 年)	25
图 18: 系统理解特朗普政府的战略意图	27
图 19: 加拿大对美国出口自 2021 年以来增速下滑	30
图 20: 德国对美国出口自 2021 年以来同比下滑	30
图 21: 法国对美国出口 2023 年同比为负增长	30
图 22: 中国对美国出口自 2023 年以来增速上行	30
图 23: 印度对美国出口增速自 2021 年先下后上	31
图 24: 日本对美国出口增速自 2021 年整体呈下降趋势	31
图 25: 美国人对关税对美国短期和长期影响的看法	35
图 26: 美国人对加征关税影响的预期	36
图 27: 美国人对关税带来的经济混乱的容忍度	36
图 28: 中国出发至美国的集装箱船舶数量和 TEU 近期明显回落	37
图 29: 美国货运市场需求指数也出现下行, 但整体仍在高位	37
图 30: 美国消费者信心下降至 2022 年 7 月以来的最低水平	37
图 31: 共和党与民主党人士的消费信心表现分化	37
图 32: 美国库存、销售及实际库销比变化	37
图 33: 2025 年 2 月美国零售商库销比录得 1.374	37
图 34: 美国实际 GDP、FSDP 表现及各方对未来 GDP 路径的预测	38
图 35: 标普全球 Markit 美国制造业 PMI v.s. 服务业 PMI	39
图 36: ISM 美国制造业 PMI v.s. 服务业 PMI	39
图 37: 美国 4 月 ISM 服务业 PMI 超预期, 但商业活动指数跌至去年 6 月以来的最低水平	39
图 38: 彭博分析师对美国未来实际 GDP 增速的预测分布	40
图 39: 美国经济未来 1 年发生衰退的概率	40
图 40: 美国 CPI 同比增速预测路径	41
图 41: 美国通胀广度: 中值 CPI 与截尾-均值 CPI	41
图 42: 美国通胀粘性: 粘性 CPI 与核心粘性 CPI	41
图 43: 美国核心商品通胀 v.s. 全球供应链压力	42
图 44: 美国住房通胀 v.s. 房价&租金	42
图 45: 美国超级核心通胀 (非住房核心服务) 结构	42
图 46: 美国粘性通胀 v.s. 薪资增长	42
图 47: 对中国加征 10% 关税对核心商品 (不含汽车) 价格的理论传导	43
图 48: 2019 年 5 月关税对核心商品 (不含汽车) 价格的影响	43
图 49: 2025 年 2-3 月中国关税对个人消费支出 (PCE) 核心商品 (不包括机动车) 价格的影响	43
图 50: 美国劳动力市场条件 (LMCI) v.s. 薪资增长	44
图 51: 招聘平台 Indeed 上的新增岗位 (New Posting) 趋势	45
图 52: 美国职位空缺情况及 v/u ratio	45
图 53: 国会预算办公室 (CBO) 3 月长期预算展望 (LTBO) 对公众持有的联邦债务占 GDP 的百分比的预测	45
图 54: 参议院版本预算决议所增加的赤字 (未来十年内增加 5.8 万亿美元) 将超过四项重大法案赤字总和	46
图 55: 2026 年-2034 年, 这项 5.8 万亿美元的调和法案相当于在联邦赤字上增加一项大型新福利计划	46
图 56: 预算协调法案将导致赤字激增	47

图 57: 预算协调法案将导致 3 万亿美元赤字	47
图 58: 预算协调法案预计导致的债务增长	47
图 59: BPC 预测本次 X-Date 可能出现在 7 月中旬至 10 月初	48
图 60: 美债期限溢价 (TP) 可能走向系统性复苏	48
图 61: 美债市场中的“价格敏感型投资者”占比升至 2000 年以来新高	48
图 62: 中国 3 月减持美债, 退居至美国第三大海外“债主”	48
图 63: 联邦基金期货交易员和彭博分析师对美联储降息路径的预测	50
图 64: “滞胀”预期下的政策利率泰勒规则矩阵	50
图 65: 理解特朗普政府经济议程的“三支柱”框架	51
图 66: 2025 年年中欧元区宏观经济预测表 (Bloomberg ECFC)	52
图 67: 欧元区私人消费增长强劲	53
图 68: 欧元区出口市场份额持续下行	53
图 69: 在欧元区 20 国中, 执政党右倾显著	55
图 70: 欧元区经济复苏受阻	55
图 71: 德国 2025 年一季度遭受衰退	55
图 72: 2025 年年中德国宏观经济预测表 (Bloomberg ECFC)	56
图 73: 德国家庭的收入预期和消费意愿仍处于较低水平	56
图 74: 最终消费支出是德国经济的重要支柱	56
图 75: 净出口拖累德国经济增长	56
图 76: 近几年德国生产率持续下跌	57
图 77: 德国对中国市场的出口份额显著下滑	57
图 78: 2025 年年中法国宏观经济预测表 (Bloomberg ECFC)	57
图 79: 通胀缓和, 实际工资上涨推动法国消费	58
图 80: 2025 年法国家庭的储蓄率预计小幅下降	58
图 81: 预计欧央行在 2025 年将会有三次降息	59
图 82: 欧元汇率震荡上行	60
图 83: 德法两国长期国债基本同步变动	60
图 84: 日本经济温和复苏	61
图 85: 2025 年年中日本宏观经济预测表 (Bloomberg ECFC)	61
图 86: 日本通胀上扬	62
图 87: 日本劳动力市场紧俏	62
图 88: 日本名义工资大幅上涨	62
图 89: 日本企业利润持续增长	62
图 90: 受对美国关税政策担忧所带来的负面影响, 日本出口形势严峻	63
图 91: 日央行或暂停加息	63
图 92: 日本债务问题居高不下	64
图 93: 日元汇率来到了阶段性高点	65
图 94: 3 月日本国债收益率创 2008 年以来新高	65
图 95: 日本国债的投资者结构	65
图 96: 三大产业增长	67
图 97: 三大产业贡献	67
图 98: 消费框架	68
图 99: 数字化绿色化协同转型发展“323”总体框架	73
图 100: 2025 年下半年制造业投资有望延续较高	74
图 101: 2025 年 4 月全国商品房待售面积居历史高位	76
图 102: 4 月地产投资累计增速-10.3%	76
图 103: 4 月冰山二手房网签量排序	76
图 104: 4 月冰山新房网签量排序	76
图 105: 百城二手住宅价格及环比变化	76
图 106: 百城新建住宅价格及环比变化	76
图 107: 2024 年以来, 各地“好房子”相关指导文件陆续出台	77
图 108: 历史三轮化债对基建投资增速存在一定程度掣肘	78
图 109: 预计 2025 年全年狭义基建投资增速为+6.0%	78
图 110: 全球四次产业转移	79
图 111: 预计 2025 年 CPI 全年增速为 0.1%	80
图 112: 预计 2025 年 PPI 全年增速为-1.7%	80
图 113: “六分法”下, 租赁房房租和教育服务价格是影响核心 CPI 最核心的因素 (仅考虑无波及效应下的两个单一分项间的影响)	81
图 114: 2025 年工业增加值预测	84
图 115: 4 月全国城镇调查失业率为 5.1%, 环比回落	85
图 116: 青年人失业率依旧高企	85
图 117: BCI 企业招工前瞻指数 v.s. 失业率	86
图 118: 失业保险基金支出 v.s. 失业率	86

图 119: 工业企业利润三因素拆分及预测.....	88
图 120: 工业企业利润率 v.s. 原材料 PPI-PPIRM.....	88
图 121: 工业企业利润率 v.s. 信用债利率.....	88
图 122: 名义及实际库存周期.....	88
图 123: 2025 年赤字率在 4% 左右, 达到历史最高水平.....	90
图 124: 2024 及 2025 年特别国债投向对比: 新增 5000 亿注资银行.....	90
图 125: 2025 年信贷社融增速预测.....	95
图 126: 2025 年货币增速预测.....	95
图 127: 人民币汇率中枢测算.....	96
图 128: 申万一级行业盈利、估值及股息情况.....	99
图 129: 2020-2030 年全球数据中心电力消耗 (按设备划分).....	100
图 130: 2020-2030 年全球数据中心服务器存量和容量的电力消耗.....	100
图 131: 美股“七巨头”整体估值处在历史低位.....	101
图 132: 美股“Magnificent 7”与港股“Terrific 10”流通市值.....	101
图 133: 沪深 300 和中证 800 是主动偏股基金最常用的业绩基准.....	102
图 134: 2025 年 2 月以来, 新消费指数的涨幅远超传统消费和沪深 300.....	103
图 135: 银行理财规模及债券占比稳步提升.....	104
图 136: 理财产品相较存款依旧具备相对吸引力.....	104
图 137: 实物支持的黄金 ETF 持仓量和 COMEX 黄金价格.....	104
图 138: 超导指数 (8841104.WI) 近 2 年多以来市场表现.....	107
图 139: 跨境电商指数 (884191.WI) 近 2 年多以来市场表现.....	107
图 140: 跨境支付指数 (8841645.WI) 近 2 年多以来市场表现.....	108
图 141: 数字货币指数 (884871.WI) 近 2 年多以来市场表现.....	108
图 142: 人形机器人和人工智能近三年市场表现——产业和赛道风格.....	109
图 143: 2018 年以来中国对美国出口情况概览.....	110
图 144: 中国对不同贸易伙伴出口依赖度情况概览.....	110
图 145: 2018 年以来全球主要货币市场份额变化情况 (单位: %).....	111
图 146: 跨境支付产业上市公司梳理.....	111
图 147: 2018-2022 年中国跨境电商市场规模 (亿元).....	112
图 148: 南宁铁路国际港集装箱作业区.....	112
图 149: “东盟云购直通车”直播间.....	112
图 150: 跨境电商产业上市公司梳理.....	113
图 151: 跨境物流市场主要参与者.....	113
图 152: 开往明斯克的中欧班列.....	113
图 153: 跨境物流产业上市公司梳理.....	114
图 154: 数字人民币试点起中国的 MO 稳步提升.....	114
图 155: 数字货币产业上市公司梳理.....	115
图 156: 海南自贸港上市公司梳理.....	115
图 157: 海南自贸港与横琴粤澳深度合作区对比.....	116
图 158: 横琴粤澳深度合作区封关运作公告至正式封关阶段的超额收益.....	117
图 159: 海南自贸港 13 个重点园区概览.....	117
图 160: 2018-2023 年全球主要国家和经济体军费支出占 GDP 比重 (%).....	118
图 161: 2018 年以来中国核能净发电量概览 (吉瓦时).....	118
表 1: 世界各区域毒品流行率统计 (单位: %).....	16
表 2: 主要经济体“关税战”进展一览表.....	29
表 3: 美国和英国关税谈判主要内容.....	32
表 4: 美印和美日沟通关键内容梳理.....	33
表 5: 2025 年分季度 GDP 及总需求变量增速预测 (除实际 GDP 外均为当季名义同比, 单位: %).....	66
表 6: 2022 年以来促消费政策从传统消费、服务消费、新型消费和绿色低碳四个方面推进.....	69
表 7: 2025 年分季度固定资产投资及分项增速预测 (单位: %).....	70
表 8: 产业基础再造工程梳理.....	72
表 9: 关键核心技术攻坚梳理.....	73
表 10: 2025 年财政支出结构变化.....	90
表 11: 截止 5 月 23 日, 2025 年货币政策主要措施.....	94

1. 拨云见日，以逸待劳

我们在 2024 年两篇策略报告中，提出了“制造立国”和“见龙在田”两个观点，前者指向中国经济和产业新的趋势和动力，后者旨在打破压在人民币资产上的思维桎梏，这两个观点都得到了多方面的验证。

站在当前时点来看下半年的大类资产配置方向，核心影响因素有三个：**外部变化、内部趋势和政策变动**。这三个因素自身存在着诸多变化，彼此之间也相互联系和影响，这些“不确定性”一定程度上提升了预测的难度，也为资产配置带来了难题，这种背景下我们认为重点把握两个方面，方能“以逸待劳”，一是在变化和不确定性中把握确定性的趋势，二是做好对“不确定性”的应对预案，有备无患。

当前中美进入政治新周期，特朗普政府颁布了一系列中长期战略旨在经贸、产业、科技、军事、外交等领域“重塑全球分配体系”，“美国优先”与“孤立主义”背后是对华施压、限制和推动美国自身的“去风险化”意图；考虑到中国经济回升向好的基础也还需要进一步稳固，外部“逆风”导致部分声音再度出现（特别是海外），对中国的发展模式、创新动力、产业结构、对外关系等均存在着不同程度的“误读误解”和“刻板印象”，从“修昔底德陷阱”、“中国称霸论”、“后发劣势”、“地产危机论”等角度来质疑中国发展的成色和底色。

在这种背景下，我们认为，“拨云见日”关键在于“**以我为主、励精图治**”，一方面**以我为主、坚定信心、破除桎梏**，打破“修昔底德陷阱”叙事，以“构建人类命运共同体、全球发展倡议、全球安全倡议、全球文明倡议”来解决当今世界的和平赤字、发展赤字、安全赤字、治理赤字；破除“后发劣势”，以日新月异的**中国创新力量驱动“科技重估”**、进而带动“重估中国”；改变“唯地产论”的“刻板印象”，不以地产论增长、产业、风险等领域之功过，我们认为，随着这些“刻板印象”和“负面叙事”的化解和改观，叠加越来越多行业和领域出现类似“Deepseek”时刻的重估，全球投资者对中国经济发展模式 and 制度红利有新的认识和重估，进而促使“做多中国”的力量全面涌现。

另一方面“**励精图治**”，以**高质量发展的确定性来应对外部潜在的不确定性**，其一，特朗普的长期战略之间存在明显的内在矛盾，意味着难以落地见效，也决定了其将更多精力放在短期“博弈”来换取政绩，面对潜在的国际经贸斗争，我们坚定不移办好自己的事，坚定不移扩大高水平对外开放，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，强化底线思维、充分备足预案、以备不时之需。其二，中国经济的长期发展和增长还需要不断改革破局，坚持用深化改革开放的办法解决发展中的问题、化解重点领域的风险。其三，宏观政策不能仅仅局限在过去的宏观调控层面，推进国家治理体系和治理能力现代化意味着宏观政策在关注经济增长之外，还要对创新驱动、产业升级、环境保护、能源转型等予以重视，更重要的是“**以人为本**”，让人民共享经济、政治、文化、社会、生态等各方面发展成果，有更多、更直接、更实在的获得感、幸福感、安全感。

综上所述，展望下半年我们认为重点关注以下四方面：1) 特朗普关税 2.0 摩擦或已达峰，美日、美印与美英基本“框定”未来谈判范围；美国经济的通胀隐忧高于衰退，宽财政的确定性为长端美债带来扰动，而宽货币仍在纠结。2) 欧洲经济在“夹缝中求生存”；日本经济则韧性复苏，但汇率与美日金融条件可能是风险

点。3) 中国经济可以圆满实现 2025 年 5% 的增长目标,“两大对冲”继续发挥作用,制造业投资与广义基建对冲地产,消费与出口此起彼伏,低通胀仍是经济的中期挑战,而就业短期可能受到经贸摩擦和毕业生高峰扰动。4) 宏观政策关注存量和增量,存量政策重在落地见效,财政、货币等政策已经积极部署并出台了一系列措施,前者关注政府消费、广义基建等,后者则重在宽信用;为应对外部不确定性,增量政策则留有后手、提前预备。

资产配置层面,我们认为“攻守兼备、以逸待劳”,建议关注以下逻辑:1) “低通胀”环境决定了红利的韧性,走出低通胀的政策预期也有博弈机会;2) 科技仍是大国博弈的核心和产业焦点,“杰文斯悖论”有望继续推升美国科技“七巨头”,国内则布局上游国产替代和自主可控、中下游消费电子及 AI 应用;3) 国内政策变量的重要性提升,内生稳定性机制包括中长期资金入市和“熨平”非理性波动,未来投入增长机制和公募基金新规也有影响;4) 在整体消费修复较慢的背景下,重视消费的成长性来布局“新消费”;5) 理财规模稳步提升,叠加存款利率的快速下降,将继续呵护债市及类债资产;6) 商品把握供需格局,需求端新兴产业需求、安全及储备需求提升,供给端则关注原材料、产能、物流等层面的调整和约束;7) “去美元化”与“债务货币化”仍将中长期推升黄金价格。

2. 拨云见日，励精图治

改革开放以来，中国经济借助自身的改革红利和全球化基础快速发展了近 50 年，取得了骄人的发展成果，也凝练出来了一系列发展规律和经验，成为指导经济发展的理论和“原理”。同时，二战后的美国化体系逐步成为当前全球体系的基础，背后是缘起于 16 世纪的资本主义社会地自我完善和发展，“大国崛起”的历史变化和更替揭示了一系列经济波动与增长周期的规律，也将“对抗”与“冲突”归纳并记录。这些共同构成了当下我们进行经济研究时的一些“理论”。具体来看，全球宏观领域存在着“修昔底德陷阱”与“大国框架与中国叙述”，国内宏观领域则有“唯增长论”、“唯地产论”和“后发劣势”等论调。

当下我们身处百年未有之大变局、中美政治新周期以及新一轮科技革命和产业变革的背景下，涌现出了一系列新的现象，我们认为，旧地图到不了新大陆，不能再“刻舟求剑”式的用旧眼光去看待新事物，尊重“常识”，打破“思维定式”，把握“第一性原理”，才能够对新现象、新局面有更准确和完整的观察与分析，在此基础上的演绎和推论也更具有可验证性。

2.1. “修昔底德陷阱”并非必然

2012 年，美国哈佛大学教授格雷厄姆·艾利森，根据公元前 5 世纪古希腊历史学家修昔底德著作《伯罗奔尼撒战争史》中的一段论述提出了修昔底德陷阱，以此来隐喻中美关系。修昔底德陷阱（Thucydides's trap），是指一个新崛起的大国必然要挑战现存大国，而现存大国也必然会回应这种威胁，这样战争变得不可避免。这几乎已经被视为国际关系的“铁律”，历史上，公元前 5 世纪的古雅典与斯巴达、19 世纪末的德国、17 世纪至 18 世纪的英国与荷兰等大国均是如此。近现代以来，美苏、美日之间出现的一系列摩擦和冲突也都在印证这一“铁律”。

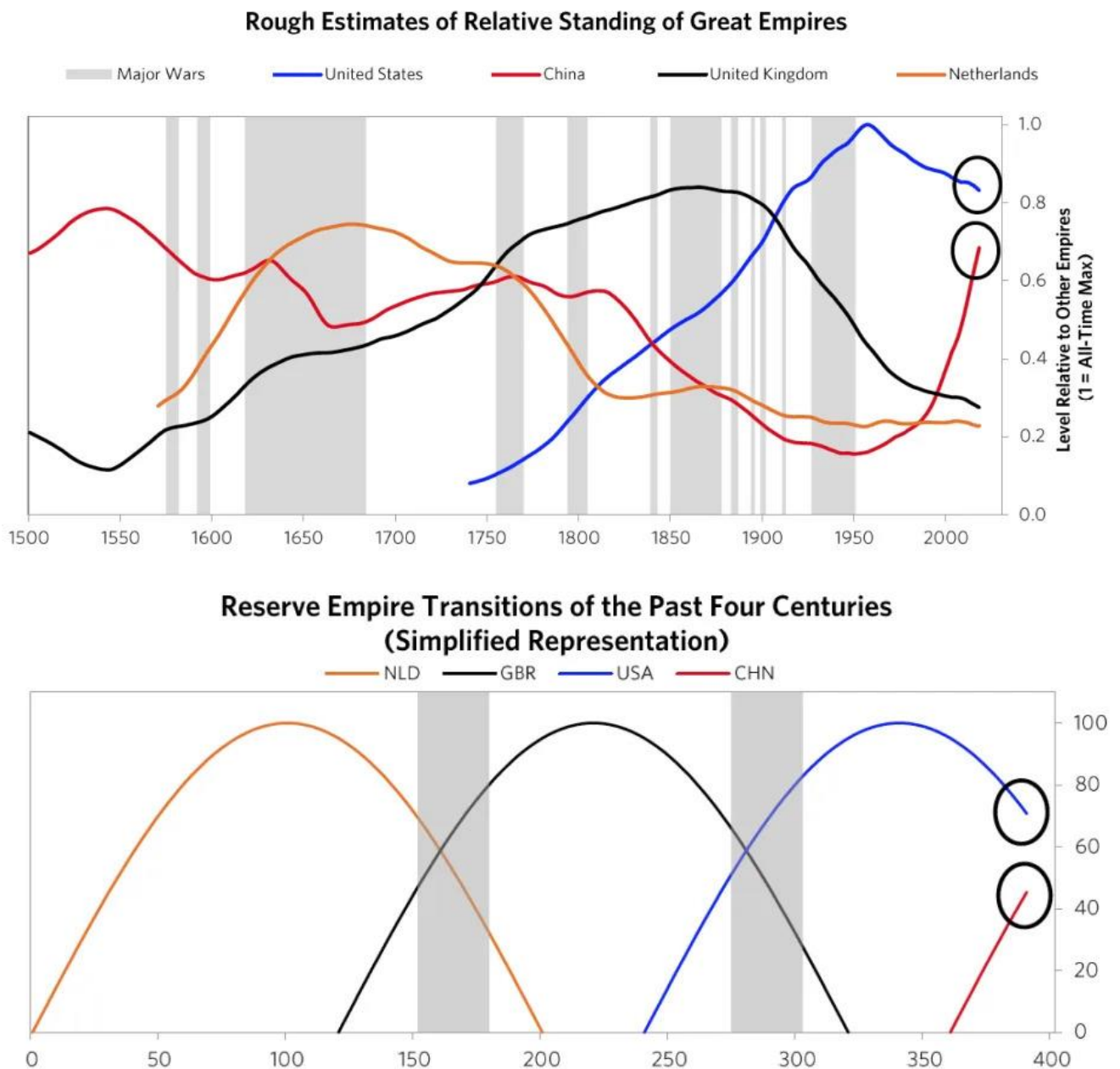
自特朗普 2017 宣誓就职的首个任期以来，基于“修昔底德陷阱”的中美对抗叙事开始甚嚣尘上，随着美国民粹主义倾向的提升和西方国家对“中国威胁论”的不断渲染，中国强势崛起冲击西方国家利益（特别是美国）的叙事开始扩散开来，并因此推动一系列对华封锁、限制和打压的政策方案出台。特朗普 1.0 时期高举关税大棒并进行科技制裁，拜登时期也有延续，推动友岸外包等在供应链环节“去中国化”，在科技领域也通过盟友间的“合纵连横”对中国施加限制和禁令。2024 年美国大选，“对华强硬”似乎成为了一种“政治正确”，特朗普胜选后组建的新政府中，不少官员对“中国威胁论”抱有极大热情，甚至强调要有“冷战”思维。上述这些“因素”均指向着在“修昔底德陷阱”叙事下中美之间的矛盾不可调和，中美之间的冲突可能必然会“激化”和“升级”。

我们认为，这种“中美对抗论”叙事一定程度上造成了误读，也间接导致了过去对中国经济发展模式、人民币资产的误读和低估，破除“修昔底德陷阱”可以从三方面来看：

其一，中国无意改变美国主导的国际秩序，也没有挑战或者替代美国霸权的意图。当前的国际秩序源于二战后美国建立起来的美国化体系，是自由主义、市场经济和全球化的重要基础，特朗普宣称美国是全球化的受害者，事实上是无视其在货币、金融、科技、军事等领域形成全球霸权的事实。此外，中国也得益于这个体系进而快速发展，并成为了全球第二大经济体。当前来看，无论美国如何渲染，从中方的诸多表态来看，中国始终坚持和平共处的原则且无意改变国际秩序

的现状。2024年4月，总书记提出发展中美关系应该以和为贵、以稳为重、以信为本。同年11月，总书记在利马同拜登举行会晤时指出，中美要继续探寻两个大国正确相处之道，实现中美两国在这个星球上长期和平共存，多为世界注入确定性。2025年1月17日总书记与特朗普的通话中指出，“双方要本着相互尊重、和平共处、合作共赢原则，加强合作，多办一些有利于两国和世界的大事、实事、好事，让中美两艘巨轮沿着稳定、健康、可持续发展的航线不断前行”。因此，相比于“中国替代美国”和“中美阵营对抗”的叙事，更客观的是中国希望维护战后建立起来的全球秩序，并力求在其中发挥更大作用，面对和平赤字、发展赤字、安全赤字和治理赤字，总书记提出全球发展倡议、全球安全倡议和全球文明倡议，三大倡议紧扣人类社会进步的三大主题，共同构成人类命运共同体大厦的“三大支柱”，聚焦百年大变局中的突出问题，为世界朝着构建人类命运共同体方向前行提供可行路径。

图 1：大国兴衰周期（1500-2020 国家实力变迁）



资料来源：Ray Dalio 《The Changing World Order: The Big Cycles Over the Last 500 Years》，德邦研究所

其二，“战争不可避免”和“对抗不断升级”的论调过于粗暴。近年来由于俄乌冲突、巴以冲突、朝韩摩擦、红海事件、巴印摩擦等事件层出不穷，基于修昔底德陷阱视角而言的“中美必有一战”论点也不断发酵。此外，中国军事实力的逐步提升被西方媒体视为“对外扩张”和“施加威胁”的一个重要佐证。我们认为这一点论调过于粗暴，《习主席国防和军队建设重要论述读本（2016年版）》提出军事辩证法，明确提出了战争与和平的辩证法，总书记指出：“能战方能止战，准备打才可能不必打，越不能打越可能挨打，这就是战争与和平的辩证法”，“要把备战与止战、威慑与实战、战争行动与平时时期军事力量运用作为一个整体加以运筹，为国家和平发展营造有利战略态势”。因此，“以备战止战”才是核心逻辑，所谓的“必有一战”观点过于粗暴，而备战的目的并非扩大威胁，而是为国家和平发展营造有利战略态势。事实也既如此，2025年4月面对特朗普奉行“孤立主义”对全球施加“对等关税”政策时，中国坚定拥抱全球化秩序及多边贸易体系基础，引领“全球南方”发展。美国想另起炉灶搞“去中国化的全球化”，事实上却是“美国反对美国”，即对自己建立起来的全球经贸秩序宣战，近期“对等关税”的下调和暂缓已经有所说明，换言之，并非是“中美对抗论”，而是美国如何自处的问题，即在美国建立起的全球经贸秩序中如何扮演好新的角色。

其三，“中国威胁论”成为美国的“政治正确”，但这不是“铁板一块”。自特朗普第一任政府以来，“中国威胁论”逐步成为了美国的政治共识，拜登接受并延续了这一论调，特朗普 2.0 时期对这一观点有了更深入的展开。这一论点包含几个方面，一是认定中国是美国最大竞争对手，二是中美将进入一个长期博弈阶段；三是要以各种手段对中国进行打压和遏制；四是美国希望实现与中国的长期战略“脱钩”，这一过程被称之为去风险化，我们认为，其目的是构建一个以美国为中心、构建一个排除中国、绕开中国、独立于中国、联合盟友牵制中国的地缘政治生态体系。

这些论调帮助特朗普在第一任期意外获胜，而其第二任期的大获全胜更多是源于拜登的经济“败笔”，精准回应选民需求（就业、通胀、移民等）是特朗普获胜的核心原因，我们在4月15日外发《关税背后“分裂”的美国》有详细分析，特别是不少民主党选民因对拜登时期的经济状况不满而转投特朗普，放弃了“诗和远方”而选择“眼前的苟且”，当下特朗普施政百日，其政绩与就任前的“承诺”相差甚远，进一步渲染“中国威胁论”无法帮助其改变经济现状，非理性的对抗战略以及经济政策的预期落空可能导致其支持率进一步下降。

此外，“中国威胁论”的“政治正确”也不是铁板一块，在两党对抗的背景下，高举“中国威胁论”可能导致美国的经济现状越来越差（不同民调中都是选民的核心关切），导致特朗普的支持力量面临瓦解，譬如近期“对等关税”战略导致美国商业届、科技届对特朗普颇有微词，解铃还须系铃人，我们认为，从中期的角度来看，面对美国选民的核心诉求（通胀、就业等），牺牲经济利益、加剧对抗可能无法进一步提升选民支持率，与中国“管控分歧、增加互信、和平共处、合作共赢”等理念或能真正解决美国问题，在边际上吸引更多的增量选民支持，换言之，我们认为，“中国威胁论”这一政治共识未来可能从美国内部党争中瓦解。

2.2. 大国框架与中心叙事

在宏观经济分析中，“大国框架”和“中心叙事”也是两个需要突破的“思想钢印”。大国框架是指在经济分析视角中，天然以大国自居，以大国的视角来界定自我并对各类事情展开分析，这种分析的视角相对单一，且无法充分的反映真实情况。例如，特朗普政府的孤立主义战略和“美国优先”政策，不论是海湖庄园协定还是“对等关税”战略，均是从自身的大国视角出发，并不考虑经济运行的真实规律，当美国股债汇市场出现“非理性”下跌后，特朗普政府才开始关注这些被忽视的矛盾；另外，从我国来看也存在类似的认识和观点，当中国面对逆全球化挑战，我们有庞大市场所以完全“脱钩”也没问题，这种认识也显然站不住脚。

另外，“中心叙事”也值得关注，在历史学分析框架中常常强调“中心与边缘”这一组关系，在宏观经济研究中，“中心”往往被关注的更多，而“边缘”视角和现象往往被忽略。例如，中国经济的结构分析中，我们发现存在明显的“北上广深偏差”，一线城市的经济表现无法有效的代表全国，与其他区域可能出现一定的背离，比如二胎政策对出生率的影响、房地产市场的修复进程、消费数据的温差等等。另外，当下特朗普政府作为逆全球化的旗手，增加关税、制造摩擦，“美国优先”本质上就是美国是“世界中心”的代名词，这种“中心叙事”的观点也会忽视了“边缘”的力量，我们认为，“中心叙事”下对“边缘”的忽视是“全球南方”概念逐渐兴起的重要原因，“全球南方”的兴起是对主导全球社会结构霸权的“全球北方”的对抗。

在了解“大国框架”和“中心叙事”的思想钢印后，我们可以对当下全球面临的、政治、军事、经济、贸易、科技等挑战有了进一步的认识，正如 25 年 5 月总书记在俄罗斯媒体发表署名文章所讲：“世界要公道，不要霸道。历史和现实都表明，应对全球性挑战必须坚持共商共建共享的全球治理观，坚持对话而不对抗、结伴而不结盟、共赢而非零和，践行真正的多边主义，兼顾各方合理关切，维护国际规则和秩序”。当今世界的和平赤字、发展赤字、安全赤字、治理赤字有增无减。总书记提出推动构建人类命运共同体，提出全球发展倡议、全球安全倡议、全球文明倡议，为应对层出不穷的全球挑战贡献中国智慧、中国力量，为变乱交织的世界注入宝贵的稳定性和正能量，具有积极深远的时代意义。在理解这种逻辑后，我国出口为什么会出现“非美贸易”对冲“对美贸易”的答案不言自明。

2.3. 破除“后发劣势”

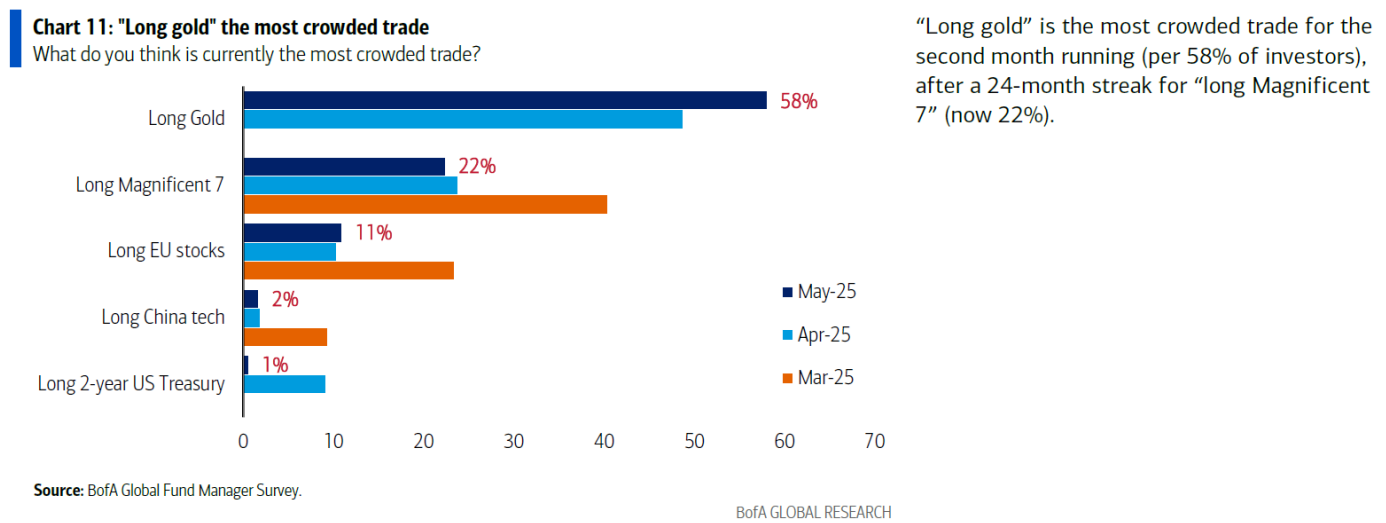
得益于全球化和市场经济制度，中国经济借助“后发优势”快速发展，与之对应的也出现了“后发劣势”的观点，这一概念由经济学家沃森提出，中文概念则由华人经济学家杨小凯引进到国内，该观点是指后发国家由于受各种因素的束缚，往往热衷于模仿发达国家技术和管理模式，但对相应制度改革却不热心，而生产力发展到一定程度之后，滞后的社会制度将带来负面影响。落后国家虽然可以在短期内取得非常好的发展，但是会给长期的发展留下许多隐患，甚至导致长期经济增长出现“后发劣势”。

近十年，中国经济进入经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期的三期叠加阶段，叠加 2020 年疫情冲击和 2022 年后全球地缘政治风险的显著冲击，中国经济增长的前景遇到了一系列新的挑战，特别是在自主创新和科技兴国层面。在这种背景下，“后发劣势”的观点开始甚嚣尘上，认为中国没有

自主创新，“模仿式”创新的红利已经殆尽，长期的制度“不健全”导致没有持续创新所需要的生态环境，再考虑到特朗普及拜登政府对华的技术封锁和芯片制裁等，科技是中美博弈战略主战场，上述逻辑似乎已经宣告了“终局结果”。

从资本市场上看，“后发劣势”的叙事也在发挥作用，2022年至2024年在美股科技七巨头持续走高的背景下，是跨境资本持续流出我国，两者形成鲜明对比，我们认为，是时候破除“后发劣势”的话语困境了。我们可以从两方面来关注，宏观层面，23年总书记在黑龙江调研首提新质生产力，经过这两年的不断发展和丰富，新质生产力的整个框架和体系已经愈发深入人心，以新质生产力助力中国式现代化发展，培育创新动能破解“后发劣势”，实现可持续增长和共同富裕，走出中等收入陷阱，建设现代化产业体系，实现中国式现代化，建立自主可控的科技体系来积极应对国际竞争加剧、技术封锁强化、供应链重塑等外部环境变化。

图 2：全球基金经理调查报告显示：做多中国科技股也成为全球第四大交易共识



资料来源：BofA Global Fund Manager Survey，德邦研究所

从内部来看，我们认为“Deepseek”时刻会越来越多，在诸多领域遍地开花。2025年1月Deepseek横空出世，以完全国产、自研、开源、高效为代表的Deepseek一方面推动了国内人工智能领域的发展，促进国内AI应用快速发展，缓解卡脖子并为国产芯片找到出路，另一方面打破了“唯算力论”的科技叙事，导致英伟达等美国大型科技股出现较大回撤，自此全球科技叙事也有了中国版本，由Deepseek催化影响，资本市场也在1-2月出现了一轮“科技牛”，成功吸引了一系列海外投资者的关注，也使全球投资者重新审视其科技投资的方向，从全球基金经理5月最新调查可以看到，做多中国科技股也成为全球第四大交易共识。

“Deepseek”让海外看到了中国自研创新的实力，也开始对各个方面的突破加以关注，我们将这种打破思维惯式、重新系统重估的节点称之为“Deepseek”时刻。2025年上海国际半导体展览会（SEMICON China 2025）上，一家名为深圳新凯来工业机器有限公司（以下简称“新凯来”）的企业公司展位吸引众多参观者前来打卡，展区被围得水泄不通。展会期间，新凯来发布了几乎覆盖半导体制全流程的31款设备，引发行业震动。另外，5月印度及巴基斯坦爆发冲突，以中方武器武装的巴基斯坦空军对印度方面造成了重创，背后是巴基斯坦用中式武器“体系化作战”与印度的多国精锐武器形成鲜明对比，近期“军贸”题材的快速发酵，背后也是类似于“Deepseek”时刻的重估。我们预计，未来将会有越来越

多行业和领域出现类似“Deepseek”时刻的重估，也会有对中国经济发展模式 and 制度红利有新的认识和重估，对全球投资者而言，也会出现从做多中国科技到做多中国的转变出现。

2.4. “经济福利最大论”需纠偏

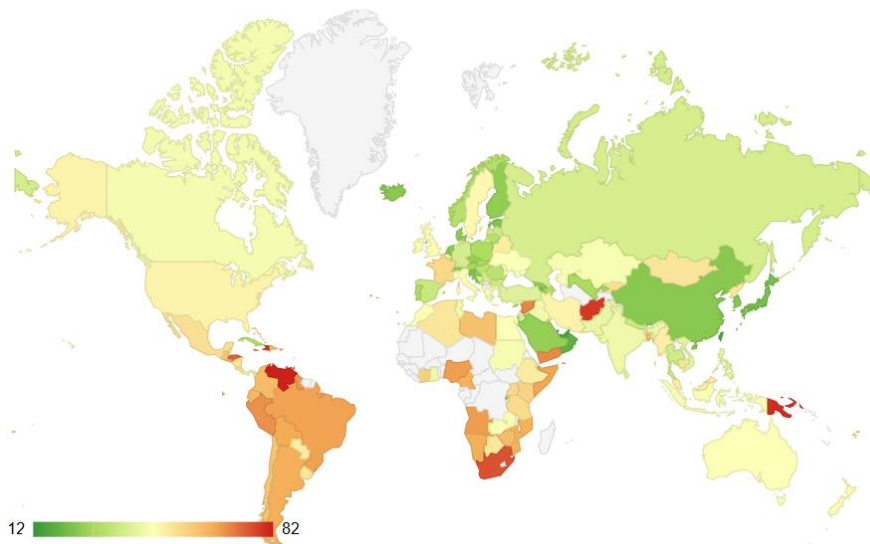
宏观经济学中有福利经济学这一分支，缘起于 20 世纪 20 年代英国经济学家庇古，提出经济福利概念，其核心命题主要在于两方面：国民收入总量愈大，社会经济福利就愈大；国民收入分配愈是均等化，社会经济福利就愈大。这种观点的拥护者不在少数，众多分析框架也基于此展开分析和政策研判。当前存在着一种认识，过去两年由于宏观经济存在的温差，居民收入预期、就业质量等出现变化，导致了“预期不稳、信心不振”的“现象”，有声音提出应不断加大政策刺激力度甚至是直接给居民“撒钱”来解决这一问题，可以看到这种“认识”背后也是基于福利经济学的思想。

我们认为，这种认识可能在一定程度上需要调整和纠偏。习总书记在庆祝改革开放 40 周年大会上提出“我们要着力解决人民群众所需所急所盼，让人民共享经济、政治、文化、社会、生态等各方面发展成果，有更多、更直接、更实在的获得感、幸福感、安全感”。其中，“让人民群众有更多、更直接、更实在的获得感、幸福感、安全感”的措辞显然并不仅仅局限于经济利益，这意味着我们不应仅仅关注着经济增长和国民收入等总量指标，更应该关注与人的生活质量、生活水平关系紧密的变量，特别是在百年未有之变局之下，获得感、幸福感和安全感背后可能是一系列被忽视的数据。

一是生理需求与安全需求。我国国民的生理需求和安全需求已基本得到满足。根据马斯洛需求层次理论，人有五个层次的需求（核心层次），分别是生理需求、安全需求、社交需求、尊重需求和自我实现需求，在五层需求中，生理需求和安全需求更加客观，更容易通过数据指标进行观测，社交需求、尊重需求和自我实现需求则非常主观，难以通过统一的标准进行判断。从我国的国家视角来看，2000 年到 2024 年，我国饥饿指数从 13.4 下降至小于 5；2021 年 2 月完成了消除绝对贫困的艰巨任务，这可以视为在马斯洛需求理论中，我国国民在第一层生理需求得到了满足；2014 年 4 月，总书记在中央国家安全委员会第一次会议上创造性提出总体国家安全观至今已十余年，这十余年间，我国安全形势出现一系列好的变化，科技安全、金融安全、粮食安全、数据安全体系都更加健全和完善，与此同时，在日益变乱交织的国际地缘政治形势中，我国保持了和平稳定发展，坚定站在公平和正义一边，国防实力逐渐强化，安全保障更加稳定，国民对国家安全也更有信心，这可以视为安全需求得到了满足。

满足国民的生理需求和安全需求并不容易。从国际比较来看，马斯洛需求理论第一层生理需求能否得到满足可以主要从居民的食物充足情况来观察，根据 GHI，2024 年我国饥饿指数持续小于 5，这一水平跻身世界前 22（1-22 名未排序），作为发展中国家取得这一成绩已很难得；更可贵的是我国国民的安全需求得到了较好的满足，这一点上可能是优于美国等部分发达国家的。根据 Numbeo，2024 年我国犯罪指数为 24.9，安全指数为 75.1，分别好于美国 49.3 的犯罪指数和 50.7 的安全指数，在 Numbeo 统计的 146 个国家或地区中，我国的安全指数排在第 15 名，好于绝大部分国家或地区，其中除美国外还不乏英、法、德等传统发达国家。

图 3：2024 年各国犯罪指数地图



资料来源：Numbeo，德邦研究所

危害国家安全的“毒瘤”。毒品问题是人类社会的顽疾，也是观察国家安全和水平的一个侧面。我国对毒品坚持零容忍，多年持续的坚定禁毒取得了显著成效。根据公安部发布的《2023 年中国毒情报告》，截至 2023 年底，中国现有吸毒人员 89.6 万名，同比下降 20.3%，占全国总人口数的万分之 6.4；据国家毒品实验室组织开展全国污水毒品监测结果显示，冰毒、氯胺酮等主流毒品消费量呈下降态势，芬太尼类物质至今未发现成规模滥用现象。与此相对，2023 年外交部发布的《美国国内毒品问题现状》专题报告显示，美国是全世界毒品问题最严重的国家，吸毒人数约占全球的 12%；2021 年，美国国家药物滥用统计中心公布调查数据显示，在全体美国人中，有约 19.4% 的人口至少使用过一次非法药物。在 12 岁及以上年龄的约 2.8 亿美国人中，目前有 3190 万吸毒者，其中有 11.7% 的人使用非法药物。美国疾病控制与预防中心数据显示，在 2023 年 4 月至 2024 年 4 月，滥用毒品的死亡案例仍有超过 10 万例，这已是连续第三年有超 10 万人因滥用毒品而死。吸食毒品不仅危害个人的生命安全，更危害经济社会发展，大量的吸毒致死直接导致劳动力损失，戒毒的高昂成本也会导致社会资源分配问题，而且，生活在吸毒者密集存在的地区，也会严重降低不吸毒者的安全感和生活质量。

特朗普第二任期以来，美国政府持续试图将其国内芬太尼泛滥问题“甩锅”给中国，然而，美国芬太尼泛滥问题根源在于其毒品和药品监管的不利。芬太尼属于具有高度成瘾性的阿片类药物，而美国历来存在阿片类药物泛滥的问题，人类历史上臭名昭著的“奥施康定”事件即为上世纪 90 年代发生在美国的合法使用阿片类药物导致的悲剧。美国食品和药物管理局（FDA）的玩忽职守是阿片类药物席卷美国的无法忽视的原因。美联社和美国公共诚信中心 2016 年发布的一项调查结果显示，阿片类药物行业及其盟友为约 7100 名州级职位候选人提供了资金支持，且制药公司及其盟友拥有一支覆盖全美 50 个州首府、规模超过千人的游说力量。在 2006 年至 2015 年间，包括普渡制药在内的止痛药生产商及相关组织在游说和政治捐款方面花费超过 8.8 亿美元。从缉毒局等政府监管机构离任的官员通过政商“旋转门”机制进入医药行业私企任职的现象也是美国药品监管不利的重要原因之一。

我国毒品流行率大幅低于美国。根据联合国毒品和犯罪办公室发布的《World Drug Report 2024》，以6大类区分的毒品流行率估算值看，东亚和东南亚均处于最低或较低水平，均显著低于北美水平，且考虑到东南亚包括金三角等毒品问题较为严重的地区，我国的相关数据大概率更低，可见我国毒品流行率大幅低于美国，毒品问题对我国国民安全的危害明显小于美国。

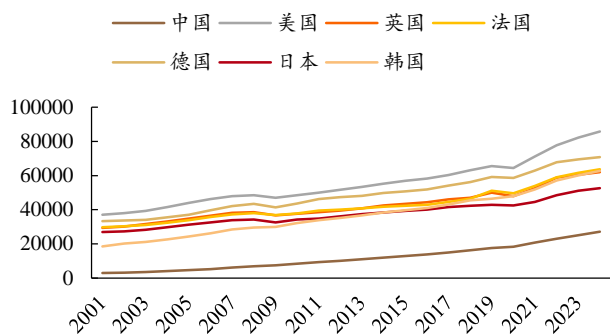
表 1：世界各区域毒品流行率统计（单位：%）

区域	15-64岁人群2022年流行率估算值					
	大麻	阿片类药物	鸦片	可卡因	苯丙胺和处方兴奋剂	摇头丸
非洲	6.65	1.26	0.25	0.29	0.38	0.30
东非	-	-	-	-	-	-
北非	4.81	-	-	-	-	-
非洲南部	-	-	-	-	-	-
西非和中非	9.68	-	0.18	0.15	0.28	-
美洲	11.41	1.46	0.43	1.69	1.44	0.47
加勒比	5.70	-	-	0.19	-	-
中美洲	3.17	-	-	0.94	0.99	0.17
北美	19.81	2.72	0.72	1.95	2.03	0.72
南美	3.57	0.30	0.17	1.63	0.88	0.24
亚洲	2.00	1.12	0.70	0.09	0.46	0.33
中亚和外高加索	2.76	0.86	0.86	-	-	-
东亚和东南亚	1.18	0.18	0.18	0.10	0.63	0.22
东南亚/近东和中东	3.06	3.19	-	0.04	0.19	-
南亚	2.81	1.84	1.12	0.10	0.29	-
欧洲	5.59	0.74	0.55	1.06	0.51	0.70
东欧和东南欧	2.07	0.77	0.66	0.29	0.13	0.31
西欧和中欧	8.02	0.72	0.47	1.59	0.78	0.97
大洋洲	11.82	1.48	0.11	2.89	1.02	1.78
澳大利亚和新西兰	11.95	1.99	-	-	1.02	2.35
美拉尼西亚	-	-	-	-	-	-
密克罗尼西亚	-	-	-	-	-	-
波利尼西亚	-	-	-	-	-	-
全球估计	4.41	1.15	0.58	0.45	0.58	0.39

资料来源：联合国毒品和犯罪办公室《World Drug Report 2024》，德邦研究所

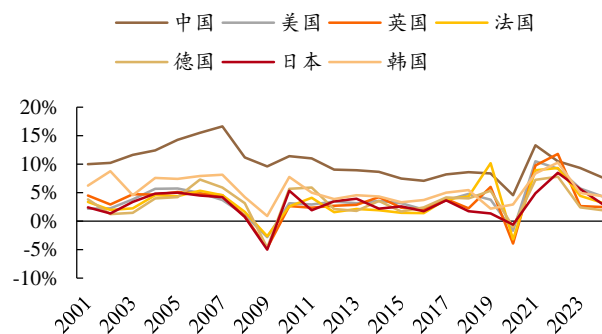
二是购买力平价的经济增长更适合衡量国民的获得感。过去讨论经济增长往往会陷入“唯GDP论”，简单以GDP规模、GDP增速来衡量一个国家或地区的经济发展水平和潜力，但在国民生活的角度，GDP指标的实际意义可能并不大。尽管GDP与国民收入密切相关，但考虑收入的同时也要考虑物价，低收入、低物价与高收入、高物价可能无法直接比较，因此采用购买力平价后的人均GDP指标可能更适合比较国民实际获得感。从国际对比来看，我国当前仍然属于发展中国家，购买力平价的人均GDP距离美英等发达国家仍有一定差距，但我国购买力平价的人均GDP增长速度较快，不仅持续明显高于发达国家，也明显高于简单的GDP增速，以此衡量，我国的国民生活质量改善速度快，国民生活质量提升潜力仍然巨大。尤其是，在疫情后，发达国家普遍经历了高通胀，国民实际购买力难免收到高通胀影响，国民获得感可能减弱，而我国通胀形势整体稳定，国民实际购买力保持了较强的增长，反映在数据上，我国购买力平价的人均GDP增速在2020年-2024年实现了9.0%的复合增速，而同期美、英、法、德、日、韩购买力平价的人均GDP复合增速仅5.5%、4.4%、4.5%、3.6%、4.2%和6.2%。

图 4：购买力平价的人均 GDP



资料来源：IMF，德邦研究所

图 5：购买力平价的人均 GDP 增速



资料来源：IMF，德邦研究所

2.1. 走出“唯地产论”

21 世纪以来，中国经济快速腾飞的二十多年也是中国房地产市场蓬勃发展的二十多年，“唯地产论”也成为了解读和分析中国经济增长的重要理论框架，我们认为这背后主要存在着几方面的原因：其一，房地产投资是固定资产投资的核心驱动变量，也自然成为拉动经济增长的核心变量。其二，中国的经济周期本质上是房地产政策周期，房地产政策的放松与收紧决定了房地产市场的景气变化，也相应的决定了投资、消费等变量的变化，成为决定中国经济周期的核心变量。其三，考虑房地产行业的产业链覆盖范围较长，前周期与钢铁、水泥等建筑建材和机械设备有关，后周期则与家电、家居、汽车等消费行业相关，房地产行业的变化可以影响大多数行业的景气变化，因此地产行业的景气度也广受关注。其四，从财政角度来看，房地产相关税收及卖地收入是地方政府重要的财力来源，地方政府通过“土地财政”的方式实现“城市运营”，推进现代化、城镇化、工业化等发展。其五，从消费角度来看，房价持续上涨进程中，房地产的正财富效应对消费有重要意义，带动了超前和超额消费的增长。其六、房地产在吸纳就业领域也扮演了重要作用，房地产业、建筑业等表现突出，地产前周期和后周期的行业也吸纳了大量就业。其七，从金融角度来看，房地产作为重要的抵押品，地产行业的蓬勃向上带动了整个中国金融体系的扩张，从银行信贷、企业债券到城投债、信托贷款、委托贷款等快速增长，某种意义上说，房地产是我国金融体系的核心底层资产。综上所述，“唯地产论”得以形成。

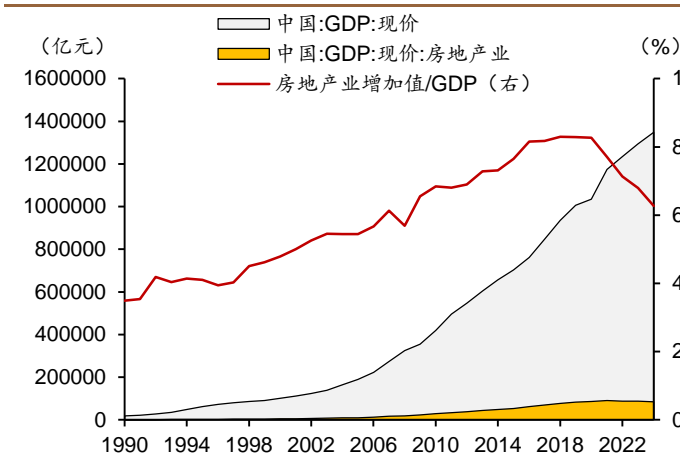
2022 年以来，随着经济结构转型的改革力度不断提升，我国进入“去地产化”进程，房地产领域也相应出现了一些调整 and 变化，也有部分声音基于“唯地产论”对经济前景表达担忧，认为“地产不兴，则经济不稳”，甚至出现了部分相对悲观的声音认为“房地产市场的潜在风险是中国经济的‘达摩克利斯之剑’”。我们认为，是时候打破这种“固有思维”了，中国经济已经进入到了新的阶段，房地产市场也出现了新的变化，后文，我们将从经济、财政、居民财富和就业以及金融风险四个角度来阐述和剖析。

一是经济增长层面，以“制造立国”对冲“去地产化”。从经济总量、投资以及经济系统的角度看，房地产业长期以来始终是国民经济的支柱产业。2003 年 8 月，国务院“18 号文”正式将房地产业定位为国民经济的支柱产业，并明确提出要保持房地产业的持续健康发展。10 多年来，房地产业增加值在 GDP 中所占比重一路上升，自 2003 年的 5.5% 提升至 2020 年的 8.3%。从投资角度看，房地产开发投资在固定资产投资中的占比也由 2003 年的 22.9% 提升至 2021 年的 31.8%，逐

步成为国民经济中举足轻重的行业。

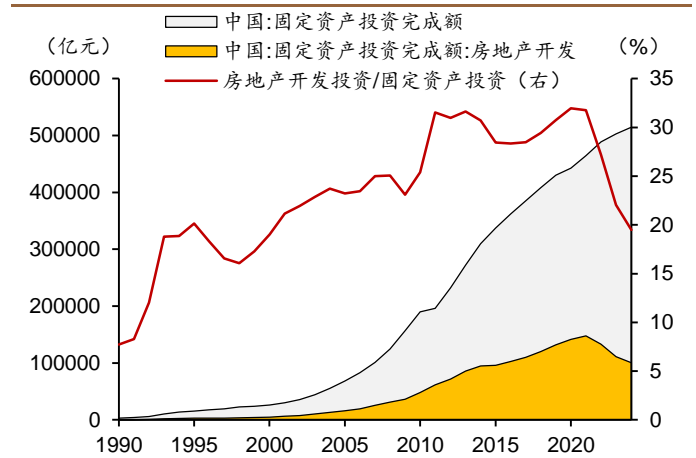
自 2021 年开始房地产进入到“去地产化”阶段，房地产对增长的贡献开始逐步下降。一是，2020 年后，房地产业在 GDP 中的占比开始下行。截至 2024 年，房地产业增加值占现价 GDP 的比重为 6.3%，较 2020 年回落 2.0 个百分点。二是，2021 年后，房地产开发投资在固定资产投资中的占比开始下行。截至 2024 年，房地产开发投资占固投完成额的比重为 19.5%，较 2021 年回落 12.4 个百分点；三是，2022 年后，房地产对 GDP 和固投的贡献率和拉动点均转负。截至 2024 年，房地产业增加值对现价 GDP 增速贡献率为-6.2%，拉动点为-0.3pct；房地产开发投资对固投增速贡献率为-93.8%，拉动点为-2.1pct。

图 6：2020 年后房地产业增加值占 GDP 比重开始下行



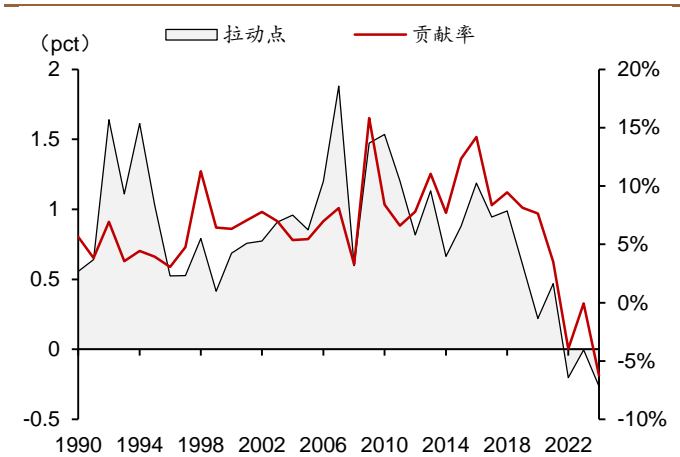
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：2020 年后房地产开发投资占固投比重开始下行



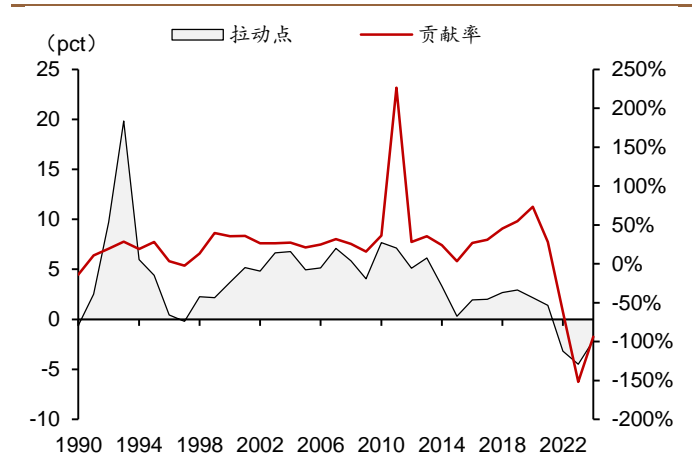
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：房地产业对 GDP 增速的贡献率与拉动点



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：房地产开发投资对固投增速的贡献率与拉动点



资料来源：Wind，德邦研究所

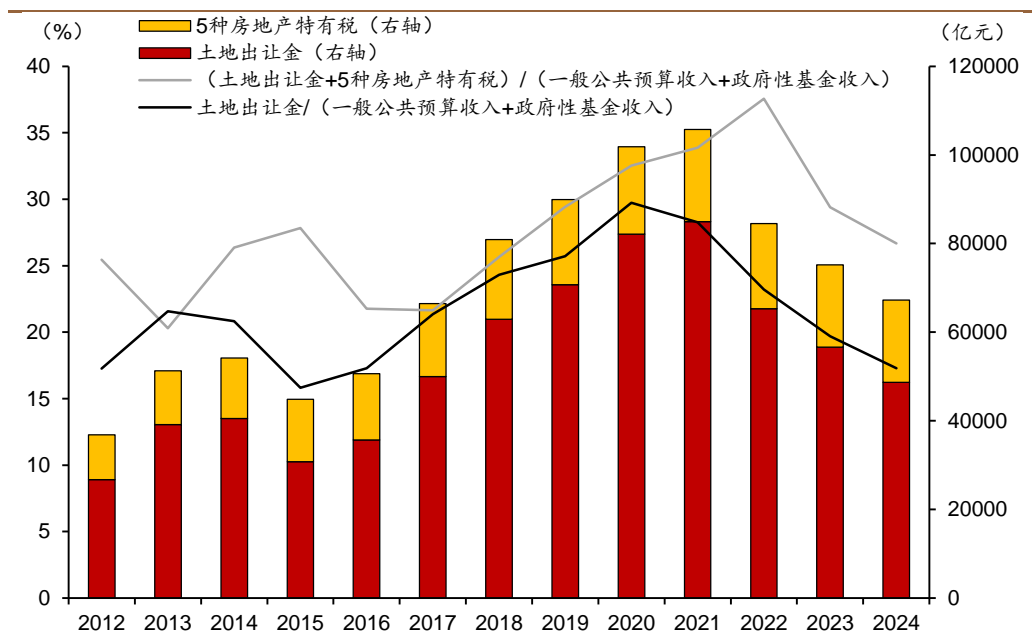
在“去地产化”的背景之下，为了应对地产周期的整体下行，宏观政策主要依赖于制造业投资和基建投资进行对冲。尤其是制造业正逐步成为稳增长的重要力量，我们在 4 月外发的《制造业如何稳增长》报告中有详细表述。近年来制造业投资持续高增的背后，是在产业发展新趋势下政策积极配合引导的结果。制造业企业面临着寻找新需求、降本增效、保障供应安全等扩大投资的需要，而为适应这些需要，政策适时展开，通过标准引领、补贴支持等方式配合了产业趋势的发展，也正因此，以往跟随需求变化的制造业近年来表现出逆势投资扩张的逆周期特征，制造业开始起到稳增长的作用。

我们认为，在当前逐步向新发展模式过渡的过程中，制造业投资将成为积极扩大有效投资的中长期支柱，重点关注这四方面的逻辑支持：**1) 产业基础再造、核心零部件攻坚。**推动实现我国制造业在产业链上爬坡，获取更高附加值和避免供应链风险；**2) 工业重点行业稳增长。**供给侧稳增长的力量依然存在，生产扩张仍有较强支撑；**3) 数智化、绿色化等技改。**降本增效，改造供给的同时创造需求；**4) 标准提升促进产能迭代。**推动产能迭代，促进良性竞争。

二是土地财政转型，房地产依赖度下降。我国财政收入对地产存在较高的依赖度，作为中国城镇化进程中的特殊制度性框架，“土地财政”的收入体系不仅涵盖土地出让金、房地产相关税费等显性财政收入，还延伸至土地抵押融资等隐性信用扩张渠道，形成“以地生税、以地融资、以地引资”的循环模式。地方政府通过整合土地资源资本化产生的多重收益，将其转化为城市道路、轨道交通、产业园区等基础设施建设的核心资金来源，同时通过土地增值收益反哺农村土地整治、农田水利建设等乡村振兴项目。这种以土地要素为枢纽的财政运作机制，既在高速城镇化阶段充实了地方财力，更通过撬动数倍于财政投入的社会资本从而构建起经济的正向循环，这也成为过去二十年地方经济发展的重要引擎。

“土地财政”收入包括一般公共预算中与土地和房地产相关的税收，主要是契税、房产税、城镇土地使用税、土地增值税和耕地占用税，另一大部分则是政府性基金收入中的国有土地使用权出让金收入。2022年以来，随着房地产市场持续调整转型，商品房销售景气回落导致土地出让收入规模较高点收缩近一半，占全国财政收入一二本账的比重也自2023年起不足20%。“去地产化”带来了财税收入结构的调整，加剧了地方财政的紧张状况，综合一二本账土地相关财政收入（土地出让金+5种房地产特有税）来看，2024年“土地财政”收入较2021年高点下降了3.9万亿，降幅达到36.4%，二者占全国财政收入一二本账的比重也从2022年37.6%的高点下降至2024年的26.7%，总体回落近11个百分点。

图 10：“土地财政”相关收入及其占一二本账比例



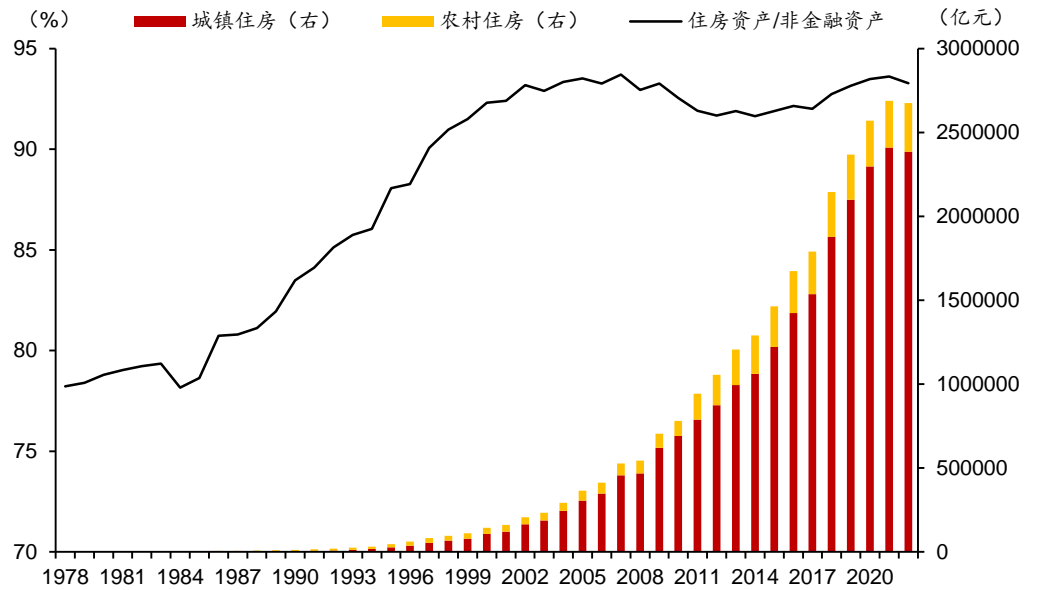
资料来源：Wind，德邦研究所

短期而言，宏观政策主要通过增加举债和增加税收和非税收入等方式来对冲“去地产化”的负面影响，而在中长期，“土地财政”的转型则关乎新一轮财税体制改革，二十届三中全会已对此做出系统部署。短期来看，对冲“土地财政”退坡一方面要增加举债，根据政府工作报告，今年拟安排地方专项债 4.4 万亿元，比上年增加 5000 亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。专项债支出范围扩大到收购存量商品房用作保障房和土地收储，有助于推动房地产市场止跌回稳，减轻城投平台债务负担。此外，4.4 万亿元的新增专项债中，还有 8000 亿元专门用于置换存量地方政府隐性债务，这也是 2024 年 11 月出台的地方政府隐性债务置换方案的要求之一；另一方面，还要通过增加税收和非税收入等方式来补充收入，税收层面主要是通过“金税四期”系统“以数治税”，对逃税、不合理避税等进行打击，非税层面则是通过多渠道盘活存量闲置资产、加强非税收入征管等方式来增加收入。

长期而言，“土地财政”的最终转型则系于财税体制改革，尤其是央地财政体制改革这一结构性改革。二十届三中全会《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》为央地财政体制改革指明了方向，即一方面要“上移事权”，加强中央统筹、理清职责边界，另一方面要“下移财权”，增强地方自主、激发积极性。在下移财权方面，改革的重点举措一是消费税征收环节后移并稳步下划地方；二是把城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加合并为地方附加税，授权地方在一定幅度内确定具体适用税率；三是优化共享税的比例；四是规范非税收入管理，适当下沉部分非税收入管理权限，由地方结合实际差别化管理。对于地方而言，我们认为这些措施可以增强地方收入来源、减少对中央的依赖，同时激励地方因地制宜发展经济、改善营商环境，导正过去“重生产、轻民生”的财政倾向，推动地方政府从“拼土地”向“拼服务、拼消费”转型。

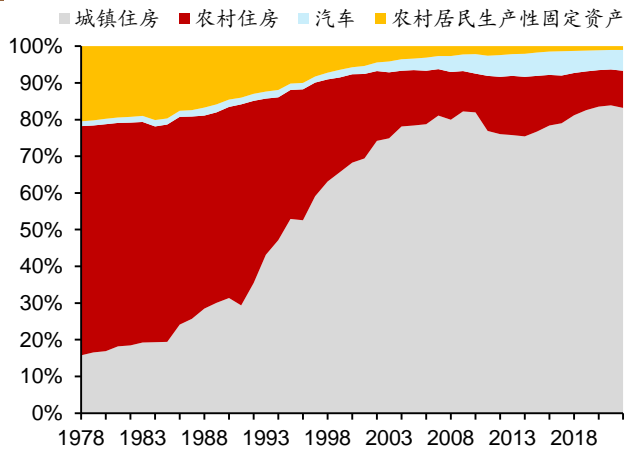
三是居民部门，房地产财富效应利空弱化，稳股市更为重要。房地产市场的量价变化会对居民消费、储蓄、就业、生育等产生一系列重要影响。我们认为有两方面值得重点关注，一方面，住房资产是居民财富的重要组成部分；另一方面，房地产业还是促进居民就业的关键产业。改革开放以来，我国居民的资产负债表呈现出鲜明的结构性特征，而住房资产是我国居民非金融资产最重要的组成部分。根据张晓晶等人所著《中国国家资产负债表 1978-2022》一书的估算，对于居民非金融资产而言，其中以城乡住房为最主要构成，2022 年占比高达 93.3%。随着地产步入下行周期，“去地产化”也在催生“负财富效应”，未来居民财富增值的“新解”或许在以股票、债券和基金为代表的金融资产，2024 年 926 转向以来，稳楼市和稳股市成为政策重要的关切点，前者指向房地产负财富作用弱化，后者指向强化新的财富效应方向。

图 11: 住房资产是我国居民非金融资产最重要的组成部分



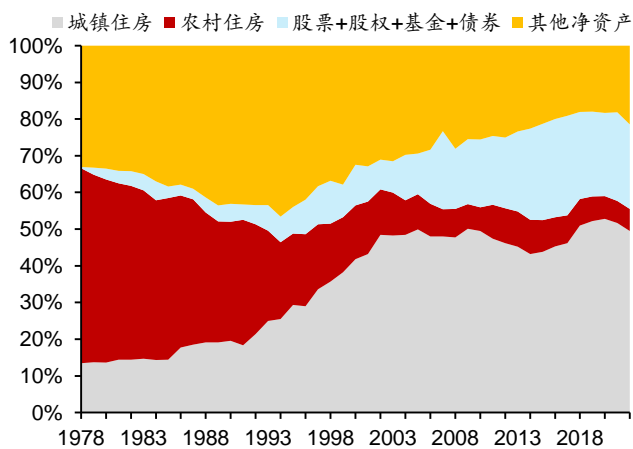
资料来源: 张晓晶等.《中国国家资产负债表 1978-2022》, CNBS, 德邦研究所

图 12: 居民非金融资产结构变迁



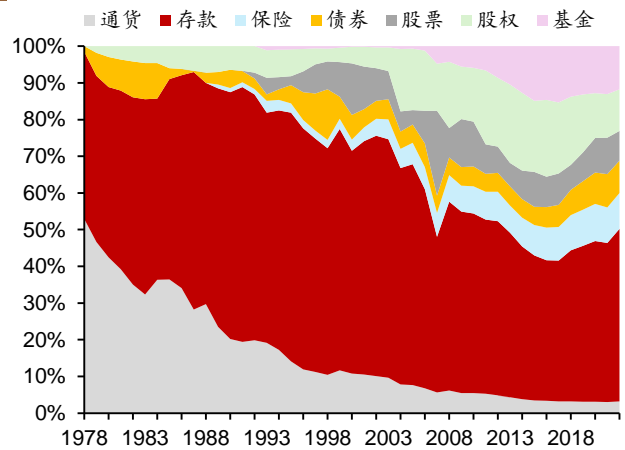
资料来源: 张晓晶等.《中国国家资产负债表 1978-2022》, CNBS, 德邦研究所

图 14: 居民净资产（非金融资产+净金融资产）结构变迁



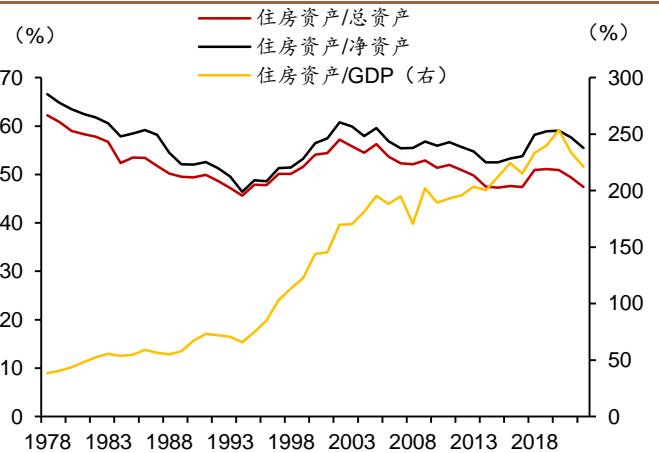
资料来源: 张晓晶等.《中国国家资产负债表 1978-2022》, CNBS, 德邦研究所

图 13: 居民金融资产结构变迁



资料来源: 张晓晶等.《中国国家资产负债表 1978-2022》, CNBS, 德邦研究所

图 15: 居民住房资产占总资产与 GDP 比例变迁

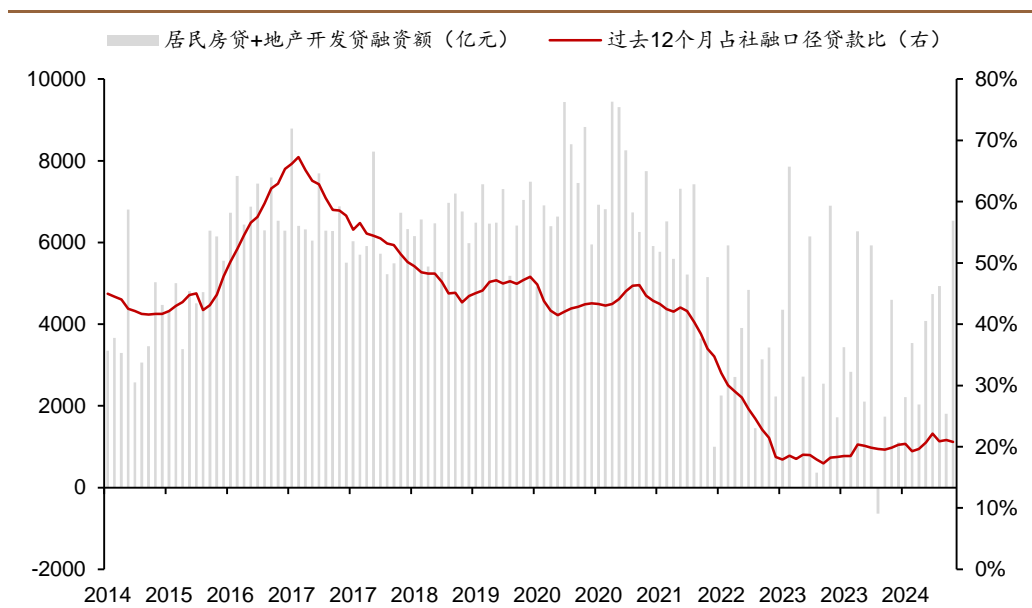


资料来源: 张晓晶等.《中国国家资产负债表 1978-2022》, CNBS, 国家统计局, 德邦研究所

四是房地产不再是信用扩张的核心方向，信用扩张也“先破后立”。房地产也是我国金融系统重要的信用扩张支点和风险敞口，但随着宏观政策对经济结构调整的引导和对地产信用过度扩张的限制，地产行业信用扩张能力大幅收缩。贷款投放中，居民房贷与地产开发贷与地产行业密切相关，二者合计滚动 12 个月增量占社融口径贷款比例在 2015-2016 年大幅上升至 60% 以上，2017-2018 年该比例第一轮下行至 45% 左右，2021 年下半年起第二轮下行，2023 年以来基本稳定在 20% 左右。

可以看到，房地产已经不再是信用扩张的核心方向，取而代之的是以“五篇大文章”为代表的结构性新方向，2023 年 10 月底召开的中央金融工作会议提出“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”，2025 年 3 月 5 日，国务院办公厅印发《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》，明确金融“五篇大文章”重点领域和主要着力点。科技金融加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持，着力投早、投小、投长期、投硬科技；绿色金融坚持“先立后破”，统筹对绿色发展和低碳转型的支持；普惠金融完善多层次、广覆盖、可持续的体系，优化中小微企业、民营企业、乡村振兴、社会民生等普惠重点领域产品服务供给；养老金融强化银发经济金融支持，服务多层次、多支柱养老保险体系发展；数字金融加快推进金融机构数字化转型，健全数字金融治理体系。截至 2024 年末，结构性货币政策工具共存续 10 项，余额合计 6.3 万亿元。其中，2024 年第四季度，新设立证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款两项支持资本市场的工具，额度分别为 5000 亿元和 3000 亿元。

图 16：地产相关新增贷款占社融增量比例明显下降



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 关税博弈的长期战略与短期焦点

3.1. 中美关系的六个阶段和四种状态

中美关系可能是世界上最重要、同时又是最复杂的双边关系之一，而中美之间复杂的战略博弈受到两国实力消长、意识形态差异、国际和国内政治、社会环境等因素的共同影响，自1949年新中国成立以来，中美战略关系经历了若干次重大变化，从20世纪50年代的敌对到20世纪70年代的破冰，再到改革开放以来的合作和竞争，我们认为可以总体上分为以下六个阶段和四种状态：

第一阶段：1949年至1970年，冷战背景下中美关系总体处于“战略对抗（竞争）”（strategic confrontation）状态。1949年10月1日中华人民共和国成立时，美国仍承认并维持与中国台湾当局的外交关系。1950年朝鲜战争爆发后，美国迅速参战并派遣第七舰队进入台湾海峡，中美双方在朝鲜战场上直接对抗。美国战后对华实行遏制政策，并于1954年12月与中国台湾当局签署所谓的美蒋“共同防御条约”，进一步巩固中国台湾对抗大陆的地位。这一阶段的特征是政治意识形态对立、无官方互访、军事对抗频繁，同时双方偶有会谈沟通但未消除根本分歧。

第二阶段：1971年至1988年，中美关系破冰，双边关系实现大幅缓和，开始建立初步的战略合作。1971年7月，基辛格秘密访华，中美关系进入新的历史阶段。1972年，美国总统尼克松访华，与周恩来总理就两国分歧进行了沟通并发表《上海公报》，首次倡导相互尊重、平等相待、求同存异原则。1979年1月1日，中美正式建交，美国承认中华人民共和国政府为中国唯一合法政府；两国同时发表的《建交公报》强调一个中国原则。中美先后发表的上海公报、建交公报以及“八·一七”公报等文件，构建了双边关系的基本框架。80年代成为了中美关系的“蜜月期”，这一时期双方在政治、经济、科技和文化等领域不断扩大交流合作，战略上大多以联合遏制苏联为基础，尽管在中国台湾问题等方面仍有分歧。

第三阶段：1989年至1995年，中美关系进入一种中间状态状态，既有合作也存竞争/对抗。一方面，90年代后，苏联的解体使中美之间丧失了安全合作的基础；另一方面，1989年，美国总统布什（老布什）借我国春夏之交发生的政治风波发表声明，指责中国“违反人权”，并对中国实行包括停止双方高级官员互访、暂停两国间一切军售和商业性武器出口在内的制裁措施，导致中美关系急剧下降至建交以来的最低点。1992年9月，老布什不顾历届政府作出的承诺，批准向中国台湾出售150架F-16战斗机，中方认为此举违反了中美“八·一七”公报而提出强烈抗议。尽管如此，中美双方在经贸和民间交流方面并未完全中断，据中国海关统计，中美贸易额从1990年的117.7亿美元增加到1997年的489.9亿美元，年均增长高达22.6%。总体来看，这一阶段两国虽无官方同盟，也无激烈军事冲突，但在中国台湾、人权等问题上“战略模糊”，即美方在一定程度上既承认一个中国原则，又保持对台支持，双方关系既存在合作又有对抗和竞争。

第四阶段：1996年至2008年，中美关系进入第二次战略合作（strategic cooperation）阶段，合作大于竞争。在克林顿政府时期，中美两国虽经历了一些困难和挫折，但最终两国关系逐步进入上升阶段。然而，美国总统布什（小布什）上台后，强调美中之间的关系不应该是“战略伙伴”关系，而将美中关系定位为“战略竞争”关系。2001年4月，还发生了中美南海撞机事件，中美关系一度陷

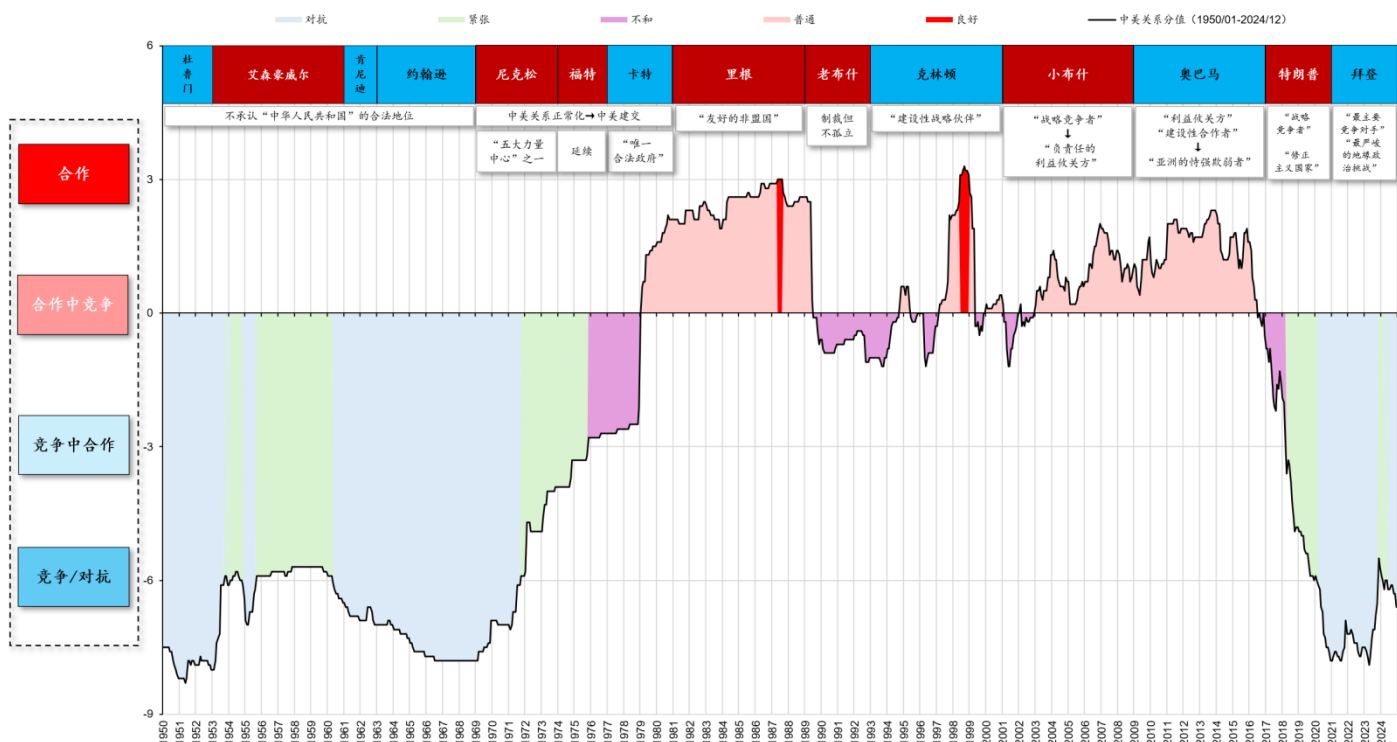
入僵局。不过，到了2001年9月11日，美国遭受恐怖袭击，中国政府表示声援并积极与美方开展反恐合作，不久美国总统布什（小布什）访华时称将与中国建立“建设性的合作伙伴关系”，并表示美国政府期望在各个领域扩大和加强与中国的合作。到小布什第一任期快结束时，时任美国国务卿鲍威尔用“目前正处于30多年来最好的时期”对中美关系作了评估。

第五阶段：2009年至2016年，中美关系则总体呈现战略竞合（strategic co-opetition）态势，既有合作也存竞争。2008年全球金融危机爆发后，为巩固美国的领导地位，奥巴马政府开始与中国展开战略竞争，同时也强调与中国的合作。2009年11月，美国总统奥巴马应邀访华，双方发表《中美联合声明》，表达了共同应对全球挑战、促进互利共赢的意愿。此后两国在经济、科技、教育、气候等领域继续深入合作，如进行多轮中美战略与经济对话。但与此同时，双方在南海主权争议、贸易逆差、网络安全等问题上也出现过摩擦。2015年9月，中国国家主席习近平访美，中美再次发表应对气候变化的联合声明，承诺各自采取减排等措施。尽管合作领域众多，但双方在军力部署、地区影响力等方面也展开竞争，中美关系竞合并存。

第六阶段：2017年至今，中美关系逐步进入战略竞争（strategic competition）新阶段，冲突与对抗特征明显。自2017年唐纳德·特朗普（Donald Trump）执政、2018年美国挑起对华贸易摩擦以来，中美关系的合作基础逐步被打破，竞争与对抗开始显著增多。在地缘政治上，两国在亚太地区争夺影响力更加明显。美国于2017年发布的新版《国家安全战略》（National Security Strategy, NSS）明确将中国界定对美国构成全面挑战的“战略竞争对手”（competitor），“大国竞争”取代恐怖主义成为美国国家安全的主要挑战。进入2020年后的拜登任期，“对华强硬”和中美竞争进一步强化，2023年4月，美国国家安全顾问杰克·沙利文（Jake Sullivan）在布鲁金斯学会发表演讲，全面阐述了拜登政府的国际经济政策议程，并首次将其总结为“新华盛顿共识”（New Washington Consensus）。在沙利文演讲前后，美国商务部长雷蒙多围绕“美国的竞争力与中国挑战”、财政部长耶伦围绕“中美经济关系”、拜登围绕“拜登经济学”分别发表了主题演说，整体来看，这四场演说的核心思想高度一致，意味着美国以经济全球化和自由市场经济为核心的“旧共识”日渐式微，其执政共识逐步转为所谓的“新华盛顿共识”，美国的经济理念和战略实践正发生大幅度的变化与转型。

2025年美国大选，“中国威胁论”似乎成为美国的“政治正确”，“特朗普2.0”延续了美国两党一致的对华认知，依旧视中国为最大的战略竞争对手，试图对华进行极限施压和全面遏制，美国正加快向印太地区进行战略转移。美国国防部长海格塞斯近期签署的《临时国家国防战略指导意见》将中国称作所谓“唯一步步紧逼的威胁”。海格塞斯出访欧洲时也明确表示，严峻的战略现实使美国无法将主要精力放在欧洲安全上，欧洲安全已经不是美国的首要任务，同时还不断放大“中国威胁论”。海格塞斯上任后的首次欧洲访问和随后的亚太之行，都透露出其对中国的强硬态度，特朗普政府的军事战略和对华政策“图穷匕见”。

图 17：中美关系分值的历史变化（1950 年-2024 年）



资料来源：清华大学国际关系研究院，中共中央党史和文献研究院，中华人民共和国国史网，外交部，清华大学战略与安全研究中心，中国政府网，中国人民外交学会，人民日报，当代中国史研究，中国网，澎湃新闻，Wikipedia，德邦研究所绘制

3.2. 中美关系或仍将处于竞争大于合作阶段

结合上文，我们看到自特朗普 1.0 任期以来，中美关系的竞争与对抗显著增多，进入特朗普 2.0 任期，我们系统性梳理了特朗普及其团队发布的一系列报告、战略和政策文件，希望从中长期把握其整体战略意图，我们发现特朗普的核心诉求是在“美国优先”的思想下，通过改变全球分配体系的方式来满足自身的战略需要，化解其面对的内部和外部问题。从这个角度来看，我们认为中美关系仍将处于竞争大于合作的阶段，短期市场关注较多的“对等关税”战略只是一种手段和工具，而非目的，这也决定了中美仍将在诸多领域展开博弈和竞争。后文，我们将从政治、军事、投资、产业、科技、贸易、汇率等七个方面进行详细介绍：

一是，从政治层面看：2025 年，特朗普高举孤立主义和“美国优先”大旗，在内政外交方面频频发力，对内打击非法移民、推动联邦政府机构改革等，对外加征关税、退出国际组织等。美国优先政策研究所（AFPI）曾于 2024 年 5 月发布的专著《美国优先：美国国家安全的方法》（An America First Approach to U.S. National Security），对“美国优先”的理论和实践路径做了系统梳理，主要围绕五大核心议题展开：1) 军事威慑的重构：主张强化传统军事实力（如核武现代化、太空军事化），同时批判过度依赖盟友的“战略外包”风险；2) 经济安全的武器化：通过贸易保护主义（如对华关税）、供应链本土化、能源独立等手段，将经济政策纳入国家安全范畴；3) 技术主权的争夺：强调人工智能、量子计算等关键技术领域的“脱钩”与自主创新；4) 意识形态边界的强化：抨击“全球主义”对美式价值观的侵蚀，呼吁以文化自信抵御外部渗透；5) 国内制度的韧性建设：从选举安全到边境管控，将内部治理与外部威胁直接关联。

此外，美国保守派智库机构传统基金会（Heritage Foundation）也曾发起过一系列政策提议，即所谓的“2025 项目”（Project 2025）。虽然特朗普在竞选期

间曾多次表示与该项目撇清关系，但实际上“Project 2025”的作者们今年以来却大批量入阁，特朗普今年正式就职以来的诸多动作也与其中的政策建议不谋而合。据《华尔街日报》，特朗普的行政命令有一半以上与 Project 2025 的建议相符，该书列出的 40 位作者中的大多数如今已成为特朗普团队的关键人物。Project 2025 的主要文件《领导力授权：保守派的承诺》(Mandate for Leadership 2025: The Conservative Promise)概述了四个主要目标：恢复家庭作为美国生活中心的地位、瓦解行政国家捍卫国家主权和边界以及保障上帝赋予的个人自由生活权利，重点聚焦于国内优先事务。

二是，从军事层面看：从奥巴马政府的“亚太再平衡战略”开始，到上届特朗普政府提出“印太战略”，再到拜登政府延续这一战略，美国的战略重点逐步从大西洋转向印太，这一结构性转变本质上是应对中国崛起引发的权力格局变迁，其战略纵深已从“第一岛链”延伸至印度洋-太平洋交汇区域的“第二岛链”。海格塞斯签署的《临时国防战略指导意见》将中国称作所谓“唯一步步紧逼的威胁”，军事上的对华强硬态度同样不容忽视。

三是，从投资层面看：2025 年 2 月 21 日，特朗普签署了名为《美国优先投资政策》(America First Investment Policy)的总统备忘录，美国投资审查机制进一步加强。在《美国优先投资政策》之下，美国外国投资委员会(CFIUS)的角色和权限可能将继续加强，有望成为特朗普政府推动中美资本流动“政治化”的关键工具之一。近年来，随着自身权限的逐步提升，CFIUS 的审查强度也在不断增强，并对涉及国家安全的外资交易采取了更为谨慎的态度。

四是，从产业层面看：当前中美各自具备优势产业，美国一方面需要强化自身优势产业的领导地位，另一方面则需要补足劣势产业的短板，后者则可能通过关税、制裁等方式达到目的。当前中美在全球产业链中的竞争态势呈现出优势互补与战略博弈并存的特点，美国的核心优势在于其科技创新生态和金融霸权体系的支撑，而中国的核心优势则在于智能制造网络、数字基建规模以及全产业链协同等。对于美国而言，一是需要强化自身在新兴技术等产业的领导地位，另一方面则需要补足劣势产业的短板，例如对于特朗普政府促进“制造业回流”的核心议题，除了相应的产业政策之外，关税、制裁等方式也是达成目的的手段。

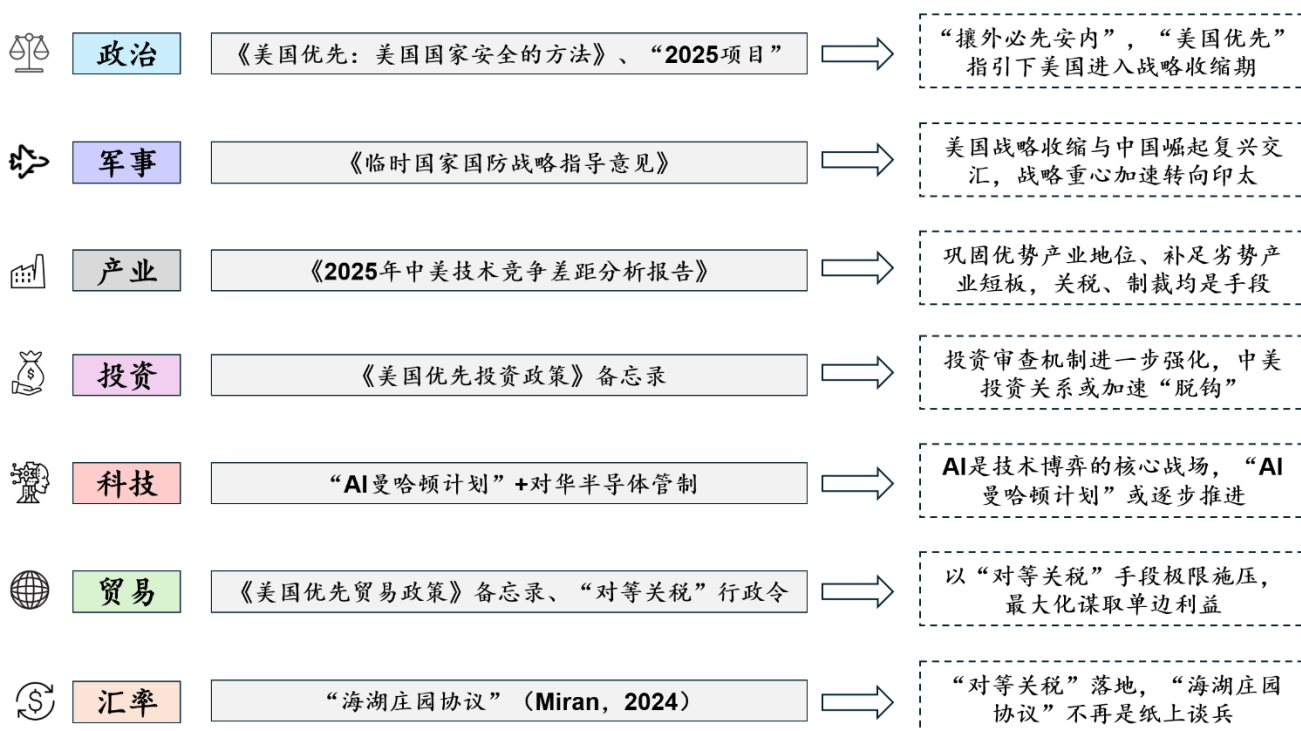
五是，从科技层面看，在中美战略竞争加剧的背景下，美国对华科技遏制措施不断升级，对华科技政策日趋强硬，科技领域成为中美战略竞争的“主战场”，科技竞争也已经成为这场战略竞争的核心焦点之一。中美科技竞争是一场政治、经济、技术、产业等多重因素交织共生的大国战略博弈，美国对华科技遏制也愈发呈现出对关键技术“卡脖子”、竞争联盟化、手段多元化等关键特征。当前中美在关键技术领导地位的竞争日益激烈，中美技术竞争格局或将愈发狭窄，未来美国在科技领域可能呈现对内推进“AI 曼哈顿计划”+对华半导体管制的发展态势。

六是，从国际经济和国际金融（贸易和汇率）的角度看，从《美国优先贸易政策》备忘录到《对等贸易和关税》备忘录，再到最终的“对等关税”行政令，特朗普的“对等关税”政策推进迅速，对全球金融市场和贸易环境形成较强冲击。除依据 IEEPA 的“对等关税”外，301 关税、201 关税和 232 关税等基于特定贸易调查的政策亦是特朗普政府可能继续使用的关税工具，此外，取消永久正常贸易关系(PNTR)地位或是一项极具针对性的终极策略。更近一步看，关税是特朗普最擅长的“大棒”，也是所谓的“海湖庄园协议”构想中的关键工具，“对等关税”

的启动意味着“海湖庄园协议”也不再是纸上谈兵，以“安全保护伞”为基底 (defense umbrella), 特朗普政府可能遵循“先关税、后汇率”逐步推进国际贸易体系的重构和美元汇率的重估。

因此，综合上述各领域来看，我们认为中美关系仍旧处于竞争大于合作的阶段，“特朗普 2.0”所施行的关税政策不仅是美国对外经济政策的常规工具，更是在中美战略竞争中发挥多重作用的战略杠杆。它既是经济博弈的前沿阵地，也是政治、军事、科技等领域综合施压的一部分。作为“美国优先”战略的体现，关税政策承载着遏制中国、重塑全球产业链、强化美国国内制造业、拉拢盟友对华施压等多重目标。在中美竞争不断加剧的背景下，关税从单纯的贸易调节手段，演化为服务于国家安全、产业安全、科技安全乃至地缘安全的综合性政策工具，成为美国在战略竞争中打出的一张关键牌，也是未来中美博弈走向的重要风向标。

图 18：系统理解特朗普政府的战略意图



资料来源：AFPI, The Heritage Foundation, The White House, CFIUS, SCSP, Miran (2024) 《A Users Guide to Restructuring the Global Trading System》, 复旦发展研究院, 德邦研究所绘制

3.3. 关税短期进展关注“打”和“谈”两个方向

中美关系长期博弈和竞争的态势难以改变的情况下，“对等关税”战略更多作为工具和手段来运用，“打”的目的在于“谈”，而“谈”的前提是管控分歧、增加互信，避免局势进一步恶化的情况下，来实现各方面的利益和资源交换，在这样一个背景下，我们认为，下半年有关“对等关税”可以从“打”和“谈”两个方面来跟踪和判断。

首先，从打的角度来看，4月以来特朗普对贸易伙伴实施全面“出击”，关税壁垒也不断提高，英国、中国等在5月逐步进入和谈和暂缓阶段。4月2日，特朗普在白宫签署关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴加征10%的“最低基准关税”，并于4月5日生效，还对与美国贸易逆差最大的国家和地区征收不同的、更高的“对等关税”，4月9日生效，将“关税大棒”挥向几乎所有重要贸易伙伴。4月15日，白宫网站发布关于关键矿产和衍生品232调查的有关事实清单，提到因为中国针对美“对等关税”采取报复措施，现在中国出口到美国的商品面临最高达245%的关税。4月以来各国与美国的会谈或谈判接连开展，以泰国、越南为代表的国家宣布单边措施换取关税豁免或缓冲空间，日本、印度等国政府正寻求与美国政府沟通谈判，加拿大、欧盟、中国等国则表示坚决反对，并采取对等反制措施，整体来看，美国对全球主要经济体的“关税墙”越垒越高。

其次，在美方实施“对等关税”打击后，各国应对总体上分为三类：1) 采取反制；2) 进行让步；3) 仍在观望。

哪些国家出现反制？中国、加拿大、德国、法国等。

加拿大：4月以来，加拿大政府对美国实施反制关税进行抵抗。加拿大总理卡尼于4月3日宣布，加拿大“将采取反制措施对抗这些关税”，并将“采取有针对性的强力行动”。加拿大财政部4月8日宣布，对美国汽车对等征收25%关税措施将于美国东部时间9日零时1分生效。4月10日加拿大总理卡尼表示“加拿大正在通过实施反制关税来对抗美国的不合理关税，包括对钢铁和汽车的关税”、“旨在对美国造成最大程度的痛苦”。5月6日加拿大总理重申“加拿大是非卖品，永远不会出售，强调加拿大是美国的最大客户”。

德国：4月初，德国总理和经济部长对美国关税持“完全错误”的态度。4月3日，德国总理朔尔茨表示，美国的关税决定“完全错误”，并称其为对全球贸易体系的攻击。同日，德国经济部长罗伯特哈贝克呼吁对特朗普的“关税狂热”做出坚决回应“(我)主张欧洲首先团结一致……可以与许多国家、地区联手，并相应地加大对美国的压力”。

法国：4月以来，法国采取多项措施对美国关税进行“反制”。4月4日，法国总统马克龙表示，美国的关税决定“粗暴且毫无根据”，建议欧洲企业暂停在美国的投资。4月5日，法国财政部长隆巴德称“欧洲拥有多种工具：监管、财政、海关”，“可以加强某些环境要求或规范某些数字参与者的数据使用”，隆巴德认为通过谈判取消关税的可能性很大。4月6日，据法国财政部长埃里克·隆巴德表示，欧盟正在考虑采取多种应对美国关税的措施，其中可能包括影响美国主要科技公司的举措。他透露，欧盟目前正在讨论数字和监管措施，以及数据交换和税收工具等方面的应对策略。4月9日，法国经济与财政部长埃里克·隆巴尔9日表示，对于美国关税的回应将是有分寸且极其强硬的。

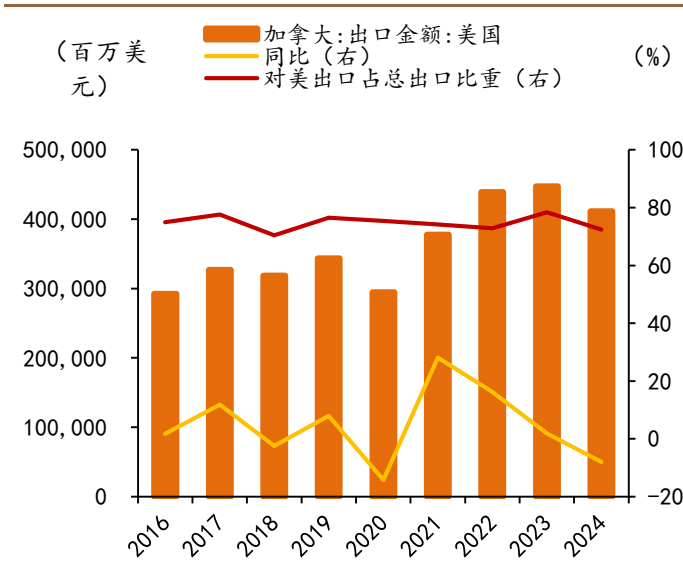
表 2: 主要经济体“关税战”进展一览表

	加征税率	国家/地区	日期	表态/政策	态度
欧洲	20%	欧盟	5月6日	欧盟贸易专员谢夫乔维奇表示,在美国总统特朗普宣布的90天暂停期间,欧盟将对美国对欧盟产品征收大量关税制定反制措施,并将考虑所有选项。 欧盟贸易专员谢夫乔维奇表示,美国计划对欧盟出口的药品、半导体、关键矿产等商品征收关税,覆盖欧盟对美出口总额的97%。如果谈判失败,欧盟将对价值1000亿欧元的美国商品征收报复性关税。	中性
			4月15日	欧盟委员会表示,双方贸易谈判代表进行了两小时的会谈,但并未取得进展。此外,美国仍未表明其在贸易谈判中的诉求。	中性
			4月11日	冯德莱恩强调,“欧盟希望通过谈判达成对各方都有利的解决方案”,但是谈判一旦破裂,欧盟准备将当前与美国的贸易战扩大至服务领域,可能对数字广告收入征税,这一举措将直接影响到谷歌等美国科技巨头。	反制
			4月10日	欧洲联盟发言人4月10日称,欧盟与中国已同意为中国制电动汽车制定最低售价,以此替代欧盟去年决定实施的加征关税措施。 欧盟执委会主席冯德莱恩:欧盟同意将原定4月15日针对美国关税的反制措施暂停90天;进一步反制措施的准备仍在继续,如果谈判不能令人满意,将采取反制措施。	中性
			4月9日	欧盟27个成员国投票表决通过了价值约210亿欧元(232亿美元)的美国进口产品征收25%关税的反制措施	反制
			4月8日	国务院总理李强4月8日下午同欧盟委员会主席冯德莱恩通电话,冯德莱恩表示,欧盟始终高度重视对华关系	中性
			4月7日	欧盟委员会当天向成员国提议对部分美国产品征收25%关税,以回应美方钢铁关税措施。相关关税措施预计将于4月15日正式生效,但大部分关税预计将于5月中旬才开始征收。其中,对大豆及多种坚果类产品的关税措施将于12月1日起实施。欧盟内部文件显示,征收关税商品范围广泛,还包括钻石、鸡蛋、牙线、香肠和禽肉等。此外,欧盟委员会将波本威士忌、葡萄酒和乳制品从3月份考虑的初始清单中剔除。 当地时间4月7日,欧盟委员会主席冯德莱恩表示,欧盟已提出工业品零关税对等方案,与此同时,欧盟也做好反击准备 欧盟委员会贸易和经济安全委员谢夫乔维奇当地时间4月7日表示,欧盟成员国将于4月9日就针对美国钢铁和铝关税的反制措施进行投票表决,若表决通过,欧盟对美的两部分关税将分别于4月15日和5月15日开始征收。	反制
			4月6日	据路透社,欧盟国家将寻求结成统一战线,反对美国总统唐纳德·特朗普的关税,并可能批准对从牙线到钻石等高达280亿美元的美国进口商品采取首套有针对性的反制措施 欧盟委员会将于周一向成员国提交一份对美国产品征收额外关税的清单,以回应特朗普的钢铁和铝关税(非对等关税),清单将于周三进行表决,除非出现现代欧盟65%人口的15个欧盟成员国的多数票反对,大概率获得批准 卢森堡将于周一主办特朗普宣布全面征收关税以来的首次欧盟范围的政治会议,届时欧盟27个成员国负责贸易的部长将就关税的影响和最佳应对方法交换意见	反制
			4月3日	冯德莱恩:从一开始我们就一直准备与美国进行谈判……也做好了回应的准备,我们已经在敲定针对钢铁关税的首套反制措施……如果谈判失败,我们目前正在准备采取进一步的反制措施来保护我们的利益和企业	中性
			4月9日	法国经济与财政部长埃里克·隆巴尔9日表示,对于美国关税的回应将是有所分寸且极其强硬的。	反制
		4月4日	法国总统马克龙表示,美国的关税决定“粗暴且毫无根据”,建议欧洲企业暂停在美国的投资	反制	
		4月3日	德国总理朔尔茨表示,美国的关税决定“完全错误”,并称之为对全球贸易体系的攻击	反制	
		4月3日	德国经济部长鲁伯特·维尔廷斯表示,德国政府将敦促欧盟委员会对特朗普关税做出慎重回应 德国经济部长鲁伯特·维尔廷斯表示,德国政府将敦促欧盟委员会对特朗普关税做出慎重回应 德国经济部长鲁伯特·维尔廷斯表示,德国政府将敦促欧盟委员会对特朗普关税做出慎重回应	反制	
		4月5日	意大利总理梅洛尼·梅洛尼承诺保护美国征收关税而遭受损失的企业“我们准备部署一切必要手段——包括谈判和经济手段——来支持我们的企业和可能受到处罚的行业” 意大利经济部长卢卡·乔尔迪诺周六警告不要对美国征收报复性关税,意大利的目标是与美国“缓和”紧张局势	让步	
		4月4日	荷兰首相迪克·绍夫表示,荷兰政府将敦促欧盟委员会对特朗普关税做出慎重回应	让步	
		4月6日	安东尼·阿尔巴尼斯宣布了一项五点计划,以应对特朗普政府对澳大利亚进口产品征收10%的关税,包括向受关税影响的行业提供5000万美元、建立10亿美元经济复苏计划、建立关键矿产储备、优先考虑澳大利亚制造的产品、加强反倾销法	让步	
		4月3日	印度商务部在一份声明中表示,他们将对特朗普最新的关税“与美国保持联系” 印度政府官员表示,印度愿意削减一半以上美国进口产品的关税,以保护印度出口 贸易部长兼副总理纳莫表示,尽管根据《美国-新加坡自由贸易协定》,新加坡可以采取反制措施来应对10%的基准关税,但该国不会采取此类措施	让步	
		5月3日	美国对关键汽车零部件加征25%关税的措施于5月3日生效。对此,日本方面继续对美国的关税政策表示强烈反对。	中性	
		4月21日	石破茂在议会表示:“如果日本放弃一切,我们将无法确保我们的国家利益。”这是自特朗普政府对日本敏感的农业和汽车领域发起贸易战以来,石破茂发表的最具对抗性言论之一。	中性	
		4月9日	日本财务大臣加藤胜信表示,日本不会利用其持有的约1.27万亿美元美国国债,作为对抗特朗普总统对日本进口商品征收关税的手段。	中性	
4月5日	当地时间4月5日,日本首相石破茂表示,希望“在下周内”就美国的关税政策与美国总统特朗普通电话,“我想讨论如何在美制造就业机会,以及如何让日本从中受益”。	中性			
4月3日	贸易大臣藤泽洋二表示“需要谨慎但大胆而迅速的做法”,报复措施也在考虑范围内,但政府需要谨慎行事,以确定最佳行动方案 首相石破茂表示,他愿意直接与特朗普就关税问题	中性			
5月6日	韩国政府6日表示,政府4日(当地时间)向美方提交官方意见书,强调美国进口韩国医药品将对稳定当地供应链和患者治病产生帮助。	中性			
4月28日	韩国产业副财长表示,韩国预计在6月3日举行总统选举之前,不存在与美国达成全面贸易协定的可能性。	中性			
4月9日	4月9日,韩国政府宣布了一项价值3万亿韩元(约合20亿美元)的汽车行业紧急资金方案,旨在缓解韩国政府因特朗普关税政策对韩国汽车产业的冲击。	中性			
4月8日	当地时间4月8日,美国总统特朗普在其社交媒体平台“真实社交”上发文表示,他刚刚和韩国代理总统韩德洙进行了一次“很好的通话”,讨论了关税、造船、韩国购买美国液化天然气以及支付美国为韩国提供的重大军事保护费用等内容。	中性			
4月10日	越南政府表示,美国和越南已达成一致,将启动贸易协议谈判,双方同意为此取消非关税壁垒	让步			
4月5日	总书记苏林曾与特朗普对话,提出取消对美国进口产品的所有关税,要求特朗普将对等关税的实施推迟至少45天	让步			
4月4日	首相洪马内宣布大幅降低美国产品的进口关税,立即降低对美国19个产品类别的关税,将其最高约束税率从35%降至5%的适用税率,敦促美国政府推迟实施关税并立即进行谈判	让步			
4月21日	泰美关于高额贸易关税的谈判因美方要求泰方审议重要议题而推迟。	中性			
4月8日	泰国副总理兼财政部长披猜8日表示,泰国将增加对部分美国商品的进口,下调部分对美商品征收的高额关税,并解决非关税壁垒问题,以寻求与美方就新关税达成更有利的协议。	让步			
4月6日	泰国总理佩通丹周日宣布,面对美国政府对泰国出口到美国市场产品征收36%关税的情况,泰国将增加从美国进口能源、飞机以及农产品。此外,泰国还将鼓励更多泰国企业对美国进行投资,并放宽对美国进口产品的限制。	让步			
4月4日	总理帕东·西那瓦在一份声明中表示,泰国政府“已表示愿意尽早与美国政府进行讨论,以对双方公平的方式调整贸易平衡,将对相关行业的影响降至最低”。泰国还在探讨增加美国农产品进口的可能性,以缩小与美国之间456亿美元的贸易逆差	让步			
4月18日	印尼承诺将增加进口美国至多190亿美元的商品,其中包括100亿美元的能源采购。此外,该国还计划做出其他让步,以争取改变美方拟议征收的贸易关税。预计印尼和美国将在60天内完成谈判。	让步			
4月10日	印尼财政部长表示,对美国关税暂停90天表示欢迎。印尼希望关税暂停能够为各方提供时间,以便共同探讨和解决问题。	让步			
4月8日	印尼总统佐科表示,印尼将与美国讨论关键矿产的合作,作为应对美国关税谈判的一部分。此外,印尼还将把来自任何国家的电子产品、手机和笔记本电脑的进口税从2.5%降至0.5%。	让步			
4月6日	总理安瓦尔·努拉哈表示,马来西亚将带头协调东南亚地区对关税的回应 安瓦尔表示,已在努力与美国接触,以找到“双方都能接受的解决方案” 通过了一项互惠法案,允许其对任何国家或贸易集团对巴西商品征收的关税进行报复。	让步			
4月10日	加拿大总理特纳表示,加拿大正在通过实施反制关税来对抗美国的不合理关税,包括对钢铁和汽车的关税。卡尼说,这些措施“旨在对美国造成最大程度的痛苦”	反制			
4月8日	加拿大财政部8日宣布,对美国汽车对等征收25%关税措施将于美国东部时间9日零时1分生效。	反制			
4月3日	加拿大总理马克·卡尼表示,加拿大“将采取反制措施对抗这些关税”,并将“采取有针对性的强力行动”	反制			
4月21日	墨西哥总统洛佩斯表示,上周他与特朗普讨论了钢铁、铝、汽车出口征收关税的问题,两人都认为这次通话“非常有效”,不过,双方并没有在通话中达成最终协议,甚至没有达成任何共识。	中性			
4月3日	墨西哥总统洛佩斯表示,墨西哥不会采取“针锋相对的关税措施”,而是将宣布一项“全面计划” 当地时间4月7日,以色列总理内塔尼亚胡在白宫向特朗普当面保证,将努力消除美国对以色列的贸易逆差。特朗普对此表示感谢,但并未答应撤销关税。	让步			
4月4日	总理内塔尼亚胡已与特朗普讨论了新关税政策,试图将美国威胁采取的措施的影响降至最低 以色列已于4月1日取消了对美国进口产品征收的剩余关税	让步			

资料来源:央广网、腾讯网、观察者网、新华网、环球时报等,德邦研究所整理

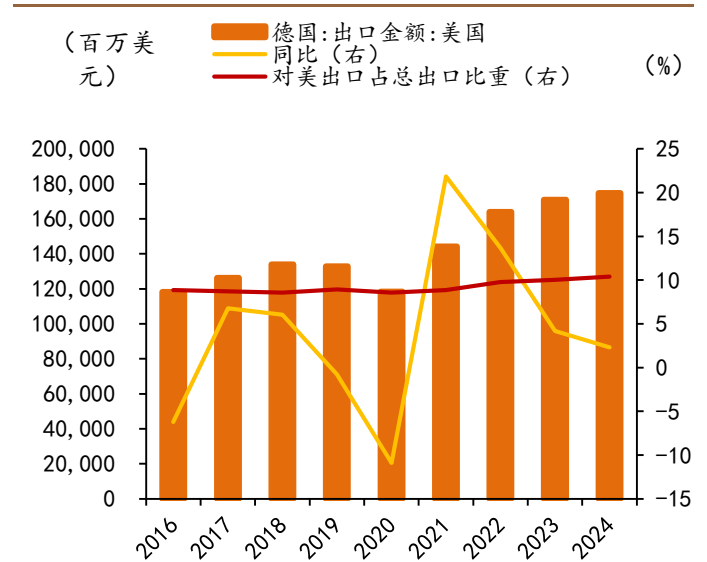
中国：对于美国施加的关税霸凌行为，中方也采取了坚决的反制措施。4月4日，国务院关税税则委员会、商务部、海关总署接连发布多项对美反制措施，包括自4月10日12时01分起，对原产于美国的所有进口商品加征34%关税，在世贸组织争端解决机制下起诉美方相关做法，批评美方“单边霸凌”，将多家美国实体或企业列入出口管制管控名单或不可靠实体清单，对中重稀土相关物项实施出口管制，以及暂停美国两家企业的禽肉产品、1家企业的高粱以及3家企业的禽肉骨粉输华资质等。此后随着美方对华轮番加征高关税，中方持续出台反制措施，包括研究减少、甚至禁止进口美国电影，以及调查美企在华知识产权获益情况等。4月5日，新华社发布“中国政府关于反对美国滥施关税的立场”文章，强调“近期，美国以各种借口宣布对包括中国在内的所有贸易伙伴滥施关税，严重侵犯各国正当权益，严重违反世界贸易组织规则，严重损害以规则为基础的多边贸易体制，严重冲击全球经济秩序稳定，中国政府对此强烈谴责，坚决反对”。4月9日，国务院新闻办公室9日发布《关于中美经贸关系若干问题的中方立场》白皮书，强调“中美经贸关系的本质是互利共赢”。

图 19：加拿大对美国出口自 2021 年以来增速下滑



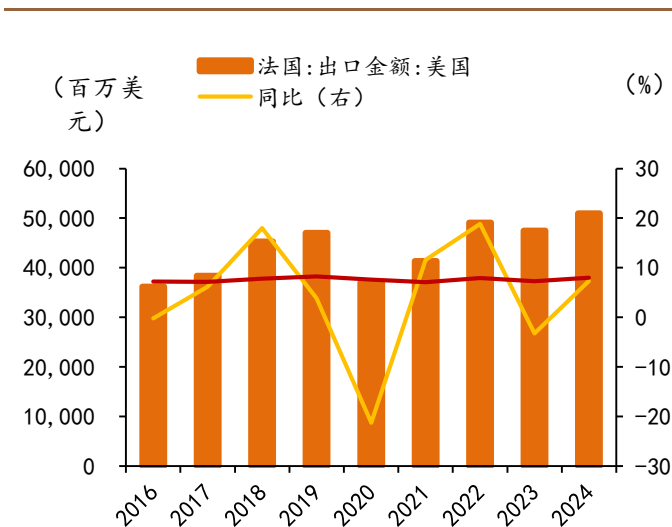
资料来源：Wind，德邦研究所

图 20：德国对美国出口自 2021 年以来同比下滑



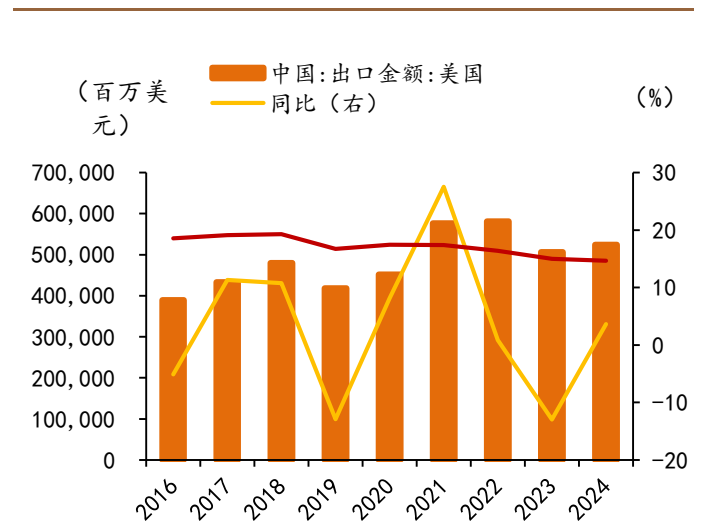
资料来源：Wind，德邦研究所

图 21：法国对美国出口 2023 年同比为负增长



资料来源：Wind，德邦研究所

图 22：中国对美国出口自 2023 年以来增速上行



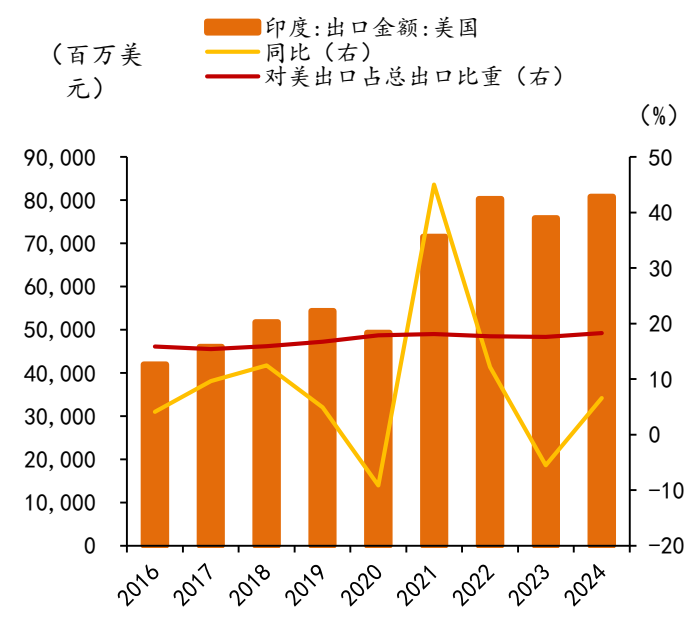
资料来源：Wind，德邦研究所

哪些国家仍在观望和等待？日本和印度等国政府正寻求与美国政府沟通谈判。

印度方面则声称，印度正在耐心研究特朗普这次加税所带来的“影响与机遇”，而印度的相关贸易团队正在与美国方面进行磋商，以寻求迅速达成一项“互惠互利的双边贸易协定”。印度寻求在关键出口行业获得美方的优先市场准入，包括珠宝、皮革、服装、纺织品、塑料、化工、油籽、虾类以及香蕉、葡萄等园艺产品。印度提出在第一阶段协议中将60%进口商品类别的关税降至零，还愿意给予近90%商品“优先准入”，包括降低关税。印度提出对钢铁、汽车零部件和医药产品实行互免关税方案，但仅限于一定数量的进口。

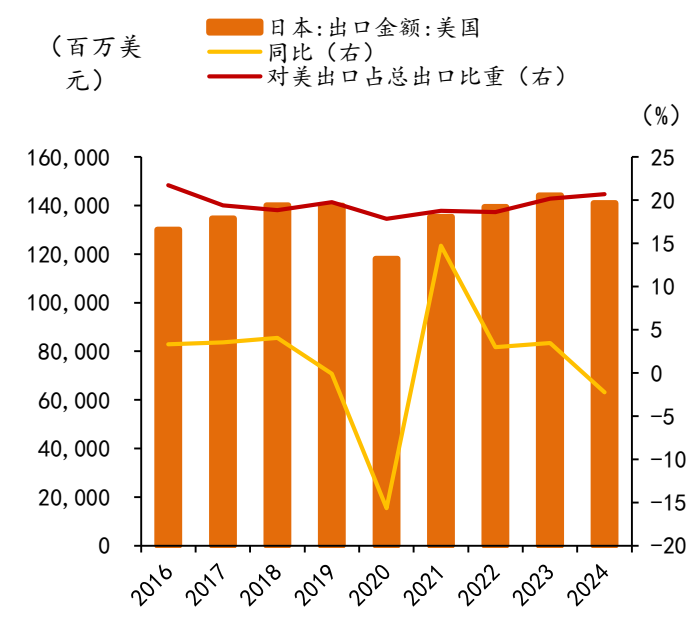
日本政府也迫切寻求与美国谈判。石破茂向身边人转达“没必要急于达成协议”的想法。双方之间的第三轮贸易谈判预计将在5月中旬启动。石破茂原计划在6月与美国就关税问题达成协议，但目前已转为以7月达成协议为目标。5月11日，石破茂在富士电视台的一档早间节目中表示，在与美国的贸易谈判中，“讨论已经逐渐趋于一致”，并称东京与美国总统特朗普的关系“出人意料地良好”。

图 23：印度对美国出口增速自 2021 年先下后上



资料来源：Wind，德邦研究所

图 24：日本对美国出口增速自 2021 年整体呈下降趋势



资料来源：Wind，德邦研究所

哪些国家出现“让步”？以越南、柬埔寨为代表的国家采用“让步”措施以换取关税缓冲空间。

越南方面，4月5日，越南总书记苏林首批与特朗普对话，提出取消对美国进口产品的所有关税，要求特朗普将“对等关税”的实施推迟至少45天。4月10日，越南政府表示，美国和越南已达成一致，将启动贸易协议谈判。双方同意为彼此取消非关税壁垒。

柬埔寨方面，4月4日，首相洪马内宣布大幅降低美国产品的进口关税，立即降低对美国19个产品类别的关税，将其最高约束税率从35%降至5%的适用税率，敦促美国政府推迟实施关税并立即进行谈判。

3.4. “对等关税”的未来怎么看？英国是上限，日印是下限，中美最关键

结合前文，中美关系的竞争态势难以短期改变的背景下，特朗普实施“对等关税”战略的核心还是“以打促谈”来为解决内政的政治及经济压力等找到解决办法。我们认为，站在当前5月时间点，关税博弈的重点已经从“打”向“谈”开始切换，虽然特朗普仍有可能再次挥舞关税大棒，但我们认为，范围最大、税率最高的关税摩擦阶段可能已经过去，下半年重点关注关税谈判的进展，从对美关系的角度来看，我们认为，英国是上限，日印是下限，中美则是最关键。

5月9日，在特朗普宣布达成所谓的“全面”贸易协议后，英国成为了首个与美国签订贸易协定的国家。考虑两国的外交和贸易关系，以及当前的谈判时间来看，与英国达成首个贸易协定算是特朗普“低垂的果实”，也可是视作美国盟友最乐观的谈判参考，即谈判协议的上限。具体来看，虽然美国和英国签署了贸易框架性协议，该协议虽然在原则上强化了对其他国家“绕道出口”、“非市场化行为”的打击，但是协议整体依旧局限在传统贸易领域，在金融领域的合作方面涉及较少，侧面验证特朗普内阁目前的重点仍然在贸易领域。

表 3：美国和英国关税谈判主要内容

分类	概要	主要内容
关税	关税削减	两国在考虑各自国内程序的情况下，尽快协调各自关税削减的时间，拟降低两国重要部门的关税
	牛肉、乙醇关税和配额	英国将取消对美国 1000 吨的配额内征收 20% 的关税，并为美国牛肉设立 13,000 吨的免税配额。美国将 13,000 吨配额分配给英国。 英国将为美国乙醇提供 14 亿升的免税配额。
	汽车关税和配额	美国为英国汽车进口设立 10 万辆的配额，关税为 10%（原为 25%），并为这些汽车的配套零部件作出相应安排。
	钢铁和铝产品	英国满足美国对钢铁和铝产品供应链安全的要求，美国为英国钢铁和铝及某些钢铁和铝衍生产品设立最惠国税率配额。
	药品	在 232 调查结束，且英国遵守供应链安全要求的前提下，美国和英国拟迅速谈判重要的优惠药品关税，同时英国将努力改善在英国经营的制药公司的整体环境。
	其他行业	除了已经涉及的产品外，在英国确保供应链安全的前提下，美国和英国将对可能受到 232 条款调查等其他行业采取结构化的谈判，以期获得优惠结果。
	原产地规则	适用原产地规则，以最大限度地提高双边贸易并防止第三方国家规避关税。
非关税壁垒	农业市场准入	支持双边农业贸易讨论，改善农产品的市场准入，并加强农业合作
	合格评级机构待遇	给予合格评定机构不低于其在本国领土上的合格评定机构的待遇。
	监管协议合作	在现有的互认协议（MRA）的基础上，就某些工业产品达成补充协议，并推进服务国内监管协议。
	国际标准	讨论“国际标准”的原则和标准。在特定部门内确认双方符合公认国际原则的标准制定组织。
数字贸易	数字贸易条款谈判	就一系列包括金融服务在内的数字贸易条款进行谈判。
	贸易便利谈判	确认就两国之间货物流动的无纸化贸易、抵达前处理和数字化程序的规定进行谈判。
经济安全	经济安全合作	加强经济安全方面的合作，包括通过协调解决第三国的非市场政策。
	安全领域合作	在投资安全措施、出口管制和 ICT 供应商安全方面开展合作。
	政府采购	重申并讨论实施采购承诺，包括英国新的国家采购安全部门，以及英国 2023 年采购法（该法规定非“条约国”不能保证在采购中受到非歧视性待遇）
	打击逃避关税和转运	谈判打击逃税计划和从受反倾销税、反补贴税、保障措施等影响经济的国家非法转运货物的计划。
其他事项	商业机会	承诺继续寻找互惠互利的商品、服务、投资机会和商业交易，以促进关键行业的经济一体化和国防准备
	知识产权，劳工标准，环境政策	讨论知识产权保护和执行、劳工标准（包括解决供应链中的强迫劳动问题）以及环境政策与实践
	海外领土	英国将考虑其海外领土的利益
	协议宗旨	这项安排的目的是互信和对公平互惠贸易的共同承诺以及深化贸易关系。若任何一方有要求，双方将进行磋商以考虑可能的任何修改，确保其保持互惠互利。
	终止安排	美国或英国可以通过向另一方发出书面通知来终止这项安排。

资料来源：白宫，德邦研究所

日本、印度作为相对亲美的经济体，目前对美态度较为强硬，未来可能是谈判协议的下限（结果）。日本方面，主要是考虑到日本对美投资规模最大、购买美债数量最多、跟美国关系极为深厚。一般认为，欧盟、韩国、中国台湾省、印度等

很难拿到比日本更优惠的条件，即日美谈判具有指标意义，或许可以作为中美贸易谈判的“阈值下限”，目前日美仍处于焦灼谈判期，日本首相石破茂近期“硬刚”态度明显。**印度方面，主要是考虑到美印关系的转变或许会影响贸易框架。**“印太经济轴心重组”的谈判涵盖 19 个核心领域，从“电子商务、农产品市场准入”到“关键矿产供应链、数据跨境流动规则”，堪称美印关系史上“最具野心的经济合作框架”，而印度凭借“政体+人口红利+地缘枢纽”三重标签，正被美国视作“替代中国供应链”的核心合作伙伴，因此两国之间的谈判对中美贸易摩擦具有一定参考意义。

表 4：美印和美日沟通关键内容梳理

国家	类型	主要内容
美印	钢铁，汽车零部件，医药产品	印度提出对钢铁、汽车零部件和医药产品实行互免关税方案，但仅限于一定数量的进口
	关税削减	印度已提出将其与美国之间的平均关税差距从目前的近 13% 削减至 4% 以下，以换取特朗普政府对现有和潜在关税的豁免
		印度提出在第一阶段协议中将 60% 进口商品类别的关税降至零，还愿意给予近 90% 商品“优先准入”，包括降低关税
	市场准入	印度寻求在关键出口行业获得美方的优先市场准入，包括珠宝、皮革、服装、纺织品、塑料、化工、油籽、虾类以及香蕉、葡萄等园艺产品
	非关税壁垒	美国还要求印度解决“质量控制命令”（QCO），印度愿意重新审视在医疗设备和化工等行业的现行 QCO 制度，并提议与美国签署“互认协议”
转基因作物准入	印度谨慎回应美国提出的放宽对购买转基因作物的限制的请求，仅有限讨论一些用于动物饲料的加工产品的进口	
美日	日本态度	5 月 11 日，石破茂在富士电视台的一档早间节目中表示，在与美国的贸易谈判中，“讨论已经逐渐趋于一致”，并称东京与美国总统特朗普的关系“出人意料地良好”
		日本不满足美英模式，寻求美方撤销加征汽车关税，将致力于在谈判中取消所有关税
	石破茂向身边人转达“没必要急于达成协议”的想法。双方之间的第三轮贸易谈判预计将在 5 月中旬启动。石破茂原计划在 6 月与美国就关税问题达成协议，但目前已转为以 7 月达成协议为目标。	
美国态度	特朗普 5 月 9 日表示即使在达成贸易协议后，美国仍将维持 10% 的基准进口关税。但如果某些国家提供重要的贸易条款，不排除会有例外	
	美国商务部长卢特尼克 5 月 11 日表示，对从其他国家进口商品征收 10% 的基础关税税率很可能“在可预见的未来持续存在”	

资料来源：凤凰网，网易新闻，彭博、财联社等，德邦研究所

中美重回谈判桌。5 月 10 日至 11 日，中美双方在瑞士日内瓦举行经贸高层会谈。会谈达成一系列重要共识，取得实质性进展。5 月 12 日，中美发表日内瓦经贸会谈联合声明，公报体现出四个方面的细节信息：1) 与会谈判代表之职级高，中方代表是国务院副总理何立峰，美方代表是财政部长斯科特·贝森特和美国贸易代表贾米森·格里尔。2) 中美双方表示认识到双边经贸关系对两国和全球经济的重要性；认识到可持续的、长期的、互利的双边经贸关系的重要性。我们认为上述两个方面是中国自始至终坚持的，美方从高举孤立主义和美国优先回到这两个认识，某种意义上体现了特朗普当前的“压力”。3) “基本回到原点”。本次中美经贸高层会谈取得实质性进展，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。当前中美关税税率“基本”回到了 4 月前，这是“打”之前的起点，也将是今后谈判的基础。4) 此外，公报提到“双方将建立机制，继续就经贸关系进行协商”。这意味着当下只是谈判的起点，后续才是谈判的关键。

中美谈判最关键，未来谈判重点可能涉及经贸、金融、科技、地缘政治等诸多领域。中美谈判无疑是当前最重要的，如何前瞻预判，我们认为重点把握以下几个点，其一，考虑中美关系的竞争态势无法避免，双方谈判的基本原则是，在相

互尊重的情况下有效管控分歧、增加互信交流推进互利合作，前者重在避免存在分歧的领域触及对方底线，后者在于通过充分交流寻求可能互利的领域进行利益交换。其二，把握底线思维和博弈思维，结合我们此前发布的《关税背后“分裂”的美国》、《美国供需视角看关税“棋局”新解》、《关税背后的博弈，“重塑”全球分配》、《美国“吃亏论”或是伪命题》等报告，我们认为特朗普当前寻求谈判更多来自内部压力——政策效果不及预期导致的选民支持率下降、特朗普阵营内部的分裂和反对声音、衰退预期与通胀隐忧带来的市场波动等，对外转移矛盾和“以打促谈”增加短期政绩或是其核心诉求。其三，中美谈判可能涉及到经济、经贸、金融、农业、外交、科技、气候变化、投资、能源、禁毒、军事、地缘政治等诸多领域，其中重点关注经贸、金融、科技与地缘政治领域，经贸是中美存在最广泛利益的领域，科技是中美博弈的战略主战场，金融是对市场外溢冲击最大的领域，而地缘政治领域，建议重点关注俄乌冲突、伊朗核协议、印巴冲突、红海摩擦、两岸局势等进展。

4. 海外经济展望：同样的挑战，不同的烦恼

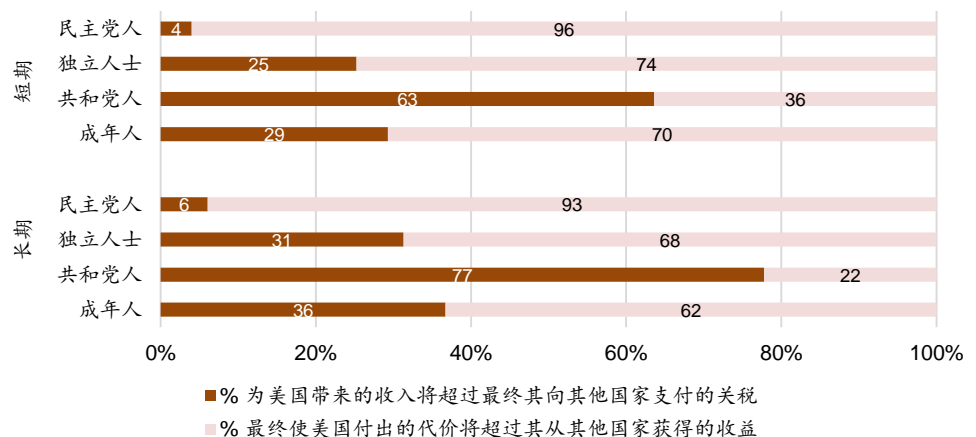
4.1. 美国经济及政策展望：以“确定性”应对“不确定性”

4.1.1. 关税冲击：甜蜜的“毒药”？

2025年1月20日，特朗普正式宣誓就任美国第47任美国总统，“特朗普2.0时代”开启。然而，从过去的几个月来看，特朗普的执政风格和政策实践呈现出显著的短期主义特征，其施政纲领的落实不及预期与长期战略的内在矛盾，导致美国在多个领域陷入混乱和矛盾的境地。例如，经济层面，关税保护主义短期提振民族主义情绪，却破坏全球供应链，削弱美国企业的国际竞争力；内政层面，极化政策导致社会共识难以弥合，社会分裂加剧；外交层面，单边主义虽迎合国内反全球化情绪，却加速盟友“脱钩”与多极化趋势；金融层面，特朗普政府“滥用特权-透支信用-转嫁危机”的模式可能加速美元霸权衰落。而在特朗普所推行的诸多政策中，关税政策无疑是目前最核心、也是对全球冲击最大的一项。从《美国优先贸易政策》备忘录到《对等贸易和关税》备忘录，再到最终的“对等关税”行政令，特朗普的关税政策迅速推进，对全球金融市场和贸易环境形成冲击。与此同时，除了对外部造成的冲击，美国国内民众对于关税的态度亦偏消极，Gallup于4月2日至15日进行的最新民调显示：

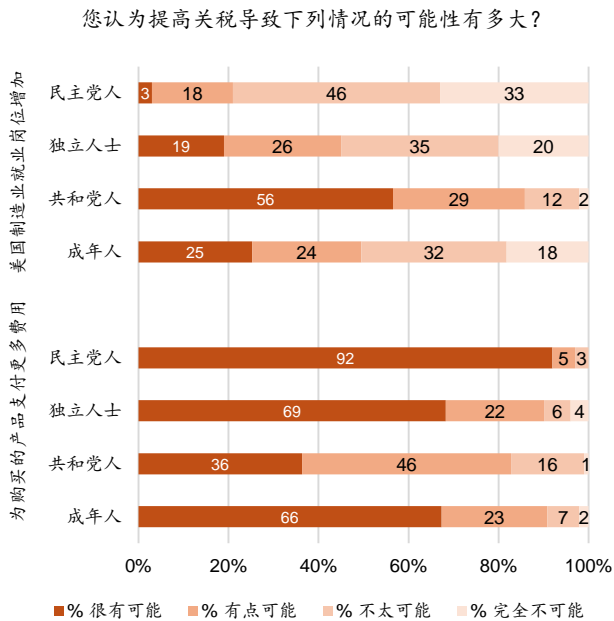
- ▶ 大部分美国人认为特朗普关税战带来的成本大于收益。短期来看，70%的美国成年人认为特朗普关税战的成本大于收益，74%的独立人士和96%的民主党人也持相同看法，但63%的共和党人认为收益大于成本；长期来看，62%的美国成年人、68%的独立人士和93%的民主党人认为成本大于收益，77%的共和党人认为收益大于成本。
- ▶ 关于关税对物价的影响，89%的美国成年人、91%的独立人士、97%的民主党人和82%的共和党人都预计关税将引发物价上涨；对于关税对就业的影响，49%的美国成年人、85%的共和党人、45%的独立人士和21%的民主党人预计将增加就业岗位。
- ▶ 对于关税带来的经济冲击，31%的美国成年人、34%的独立人士、51%的民主党人和4%的共和党人完全无法忍受，但有36%的共和党人能够忍受1年，24%的共和党人能够忍受2-3年。

图 25：美国人对关税对美国短期和长期影响的看法



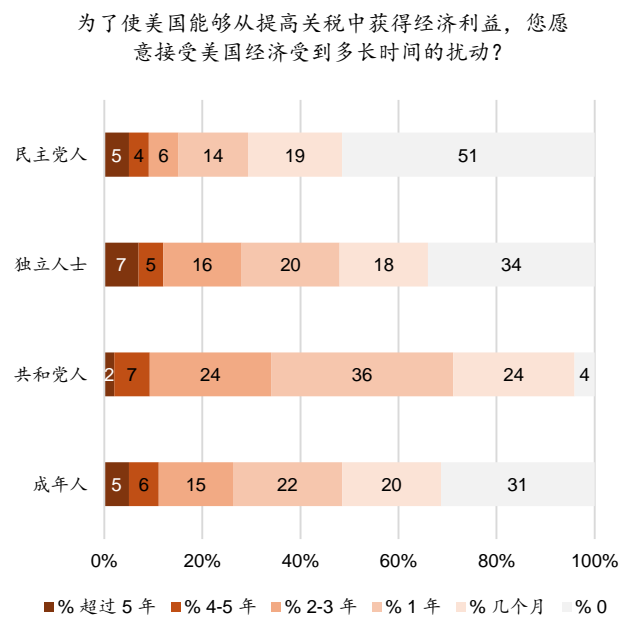
资料来源：GALLUP，德邦研究所

图 26: 美国人对加征关税影响的预期



资料来源: GALLUP, 德邦研究所

图 27: 美国人对关税带来的经济混乱的容忍度



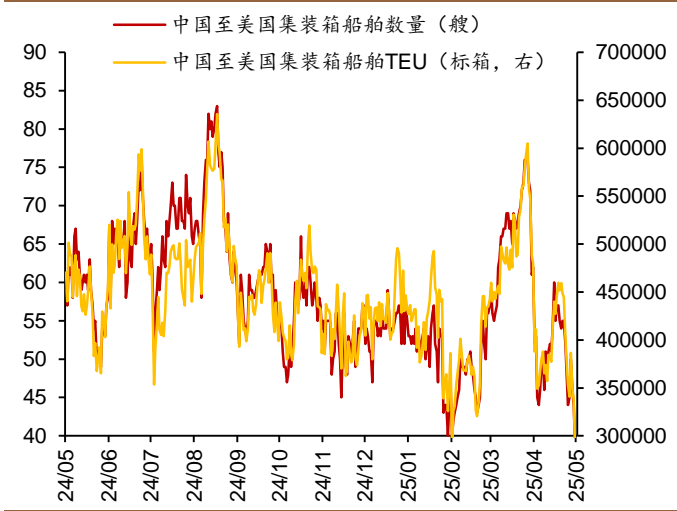
资料来源: GALLUP, 德邦研究所

当前美国居民对于关税影响的预期偏悲观, 而明确的硬数据冲击目前尚不广泛。不过, 4 月以来交运端的高频数据显示关税影响正逐步生成, 我们认为关税后续或遵循“海运→陆运→消费信心→真实消费”的顺序对经济基本面造成实际影响:

- **海运:** 4 月初至 4 月中旬美国出现了一轮“抢进口”现象, 彭博统计的由中国出发至美国的集装箱船舶数量最高于 04/18 升至 73 艘、TEU 达 578031 标箱, 而截至 05/23, 船舶数量和 TEU 分别最低回落 50%、51% 至 38 艘、296092 标箱。
- **陆运:** Truckstop 数据显示, 美国货运市场需求自 4 月以来有所下行, 但整体仍处在 23 年以来高位。我们认为, 如果中美间海运需求持续低迷, 美国陆运端的韧性或将逐步弱化, 陆运市场需求也会出现明显下行。
- **消费预期:** 4 月密歇根大学消费者调查显示, 美国消费者信心和消费者预期终值分别录得 52.2 和 47.3, 随着关税担忧的持续发酵, 消费者信心连续第四个月下降, 目前处于 2022 年 7 月以来的最低水平。
- **真实消费:** 关税对供应链和消费者信心已经形成了一定程度的损伤, 美国下一步要面对的就是关税对美国居民的真实消费造成切实负面影响。由于“抢进口”行为对应企业前置补库, 如果后续美国企业部门将较多关税成本转嫁给居民部门, 居民消费或将不可避免地走弱。

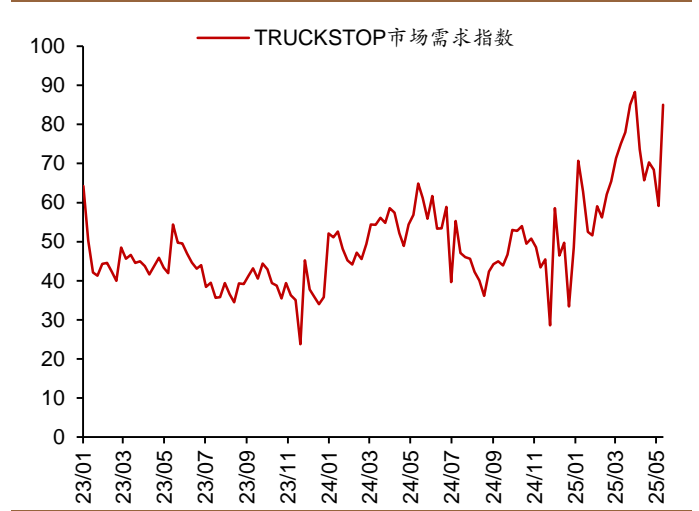
总的来说, 我们认为特朗普的关税政策犹如一剂“甜蜜毒药”, 虽然能够在短期通过强硬贸易姿态博取利益, 但在长期却可能是在以经济失衡、社会成本激增和国际信任崩塌为代价。如果持续推行下去, 不仅无法根治美国的结构性痼疾(如制造业空心化、社会不平等), 反而可能成为加速其霸权衰落的催化剂, 这可能也是近期中美发布联合声明、关税谈判重归原点的最重要原因之一。

图 28: 中国出发至美国的集装箱船舶数量和 TEU 近期明显回落



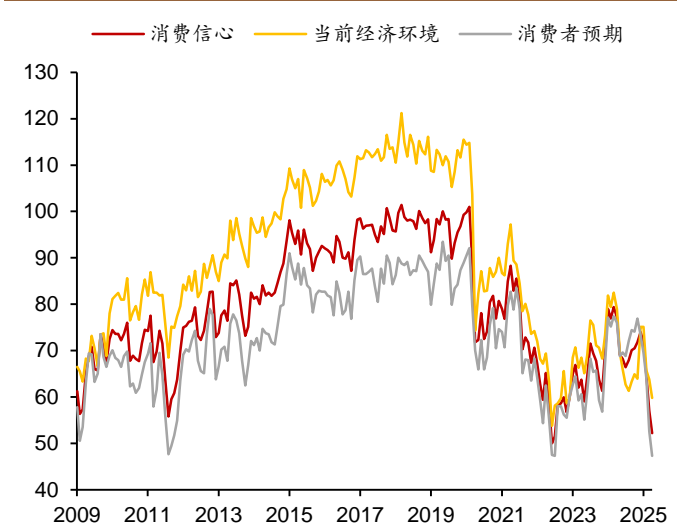
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 29: 美国货运市场需求指数也出现下行, 但整体仍在高位



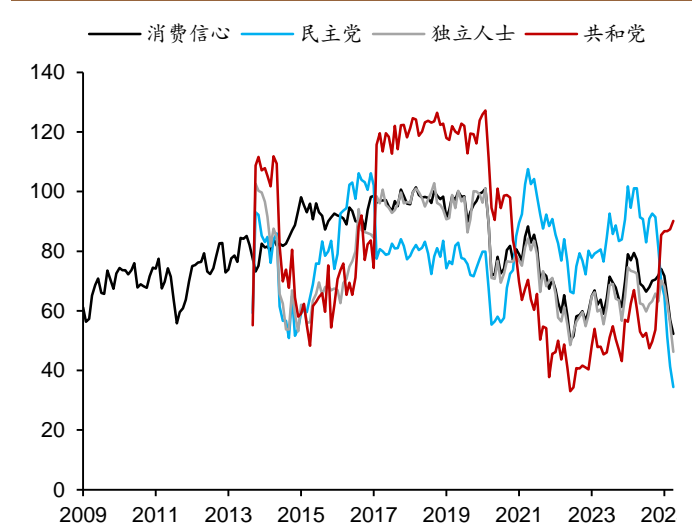
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 30: 美国消费者信心下降至 2022 年 7 月以来的最低水平



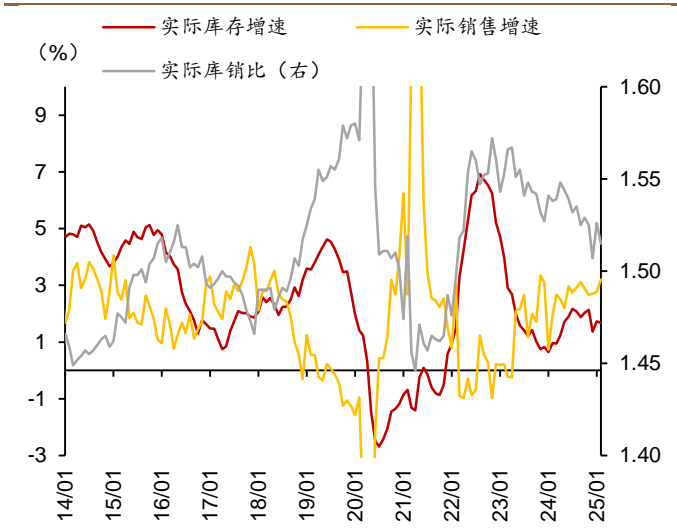
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 31: 共和党与民主党人士的消费信心表现分化



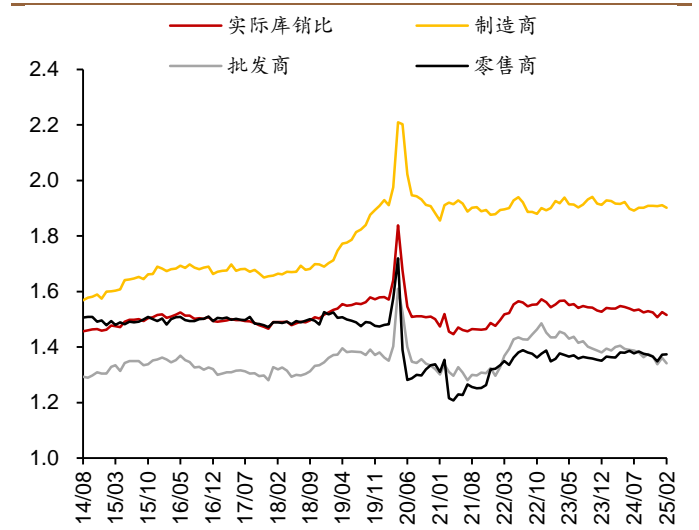
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 32: 美国库存、销售及实际库销比变化



资料来源: BEA, 德邦研究所

图 33: 2025 年 2 月美国零售商库销比录得 1.374



资料来源: BEA, 德邦研究所

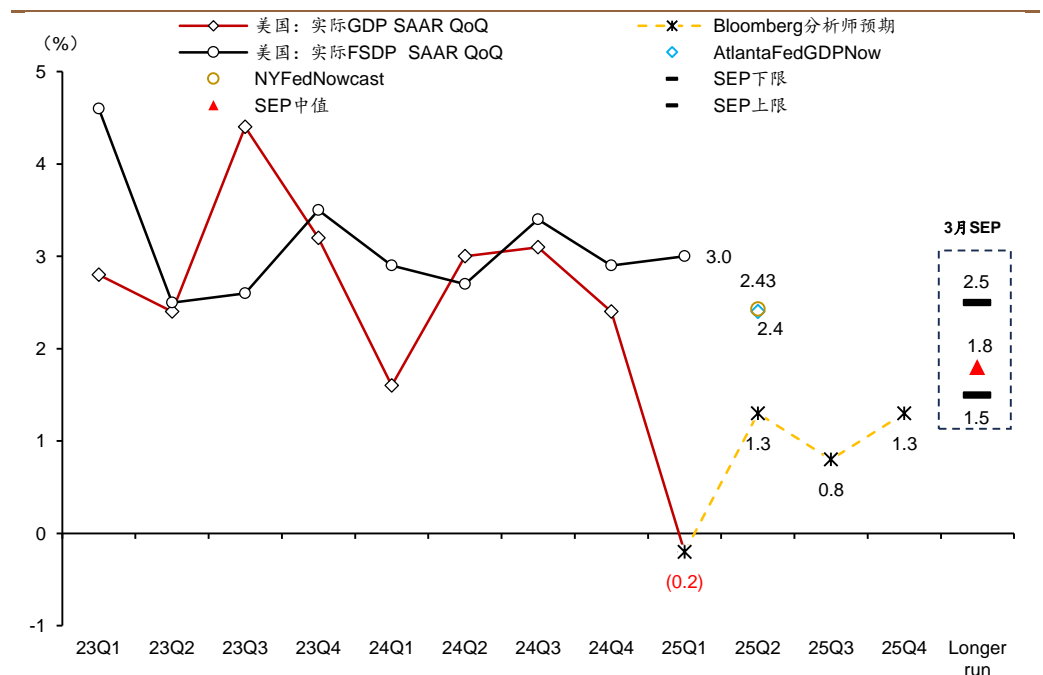
4.1.2. 经济基本面：“滞”与“胀”的魅影

① 经济增长：“滞”而难“衰”

关税冲击使市场对于美国年内的增长预期偏离美联储的长期预测，当前私人消费受到的潜在影响尚未完全显现，我们认为美国经济或将于年内进一步走弱。美国 25Q1 GDP 数据显示，一季度 GDP 的收缩主要反映了进口的增加以及政府支出的减少，但这些变化被投资、消费支出和出口的增长部分抵消。而更能准确反映美国经济增长动能和内需情况的实际国内私人购买者最终销售（PDFFP, real final sales to private domestic purchasers）季调环比折年率在 25Q1 则由 2.9% 上升至 3.0%，这显示美国经济内生动能仍然较为稳健，这也侧面说明了关税对于私人消费的影响尚未完全显现，美国经济存在进一步走弱的空间。

私人消费目前占美国 GDP 接近七成（68%），是决定美国经济增长走势的主要因素，而目前关税的影响更多停留在交运、库存以及消费者预期层面，尚未明显传导至真实消费层面，随着经济循环的运转，美国经济增长中枢或将不可避免的下行。截至 05/23，彭博分析师对于 2025 年年内美国实际 GDP 环比折年率的预测路径为 1.3→0.8→1.3（%），整体中枢已然低于 3 月 SEP 对于美国长期经济增速的预测区间。

图 34：美国实际 GDP、FSDP 表现及各方对未来 GDP 路径的预测

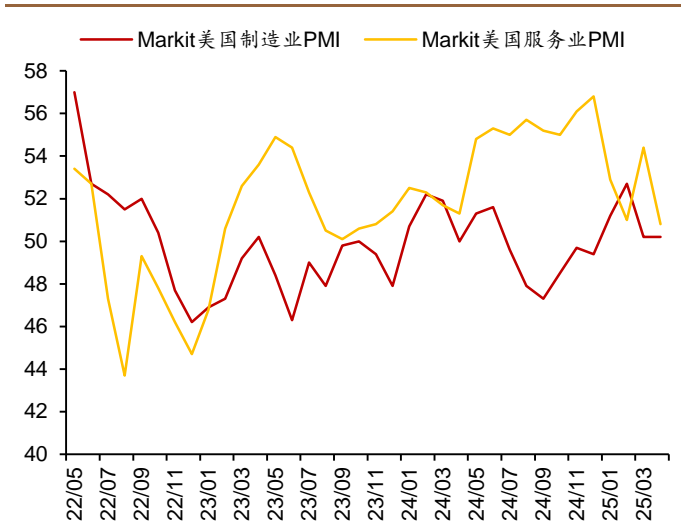


资料来源：Bloomberg, Fed, NY Fed, Atl Fed, 德邦研究所；Bloomberg 与 NY Fed 预测截至 05/23；Atl Fed 预测截至 05/16

另外，从服务业的角度看，以 PMI 为代表的软数据显示美国经济结构中制造业与服务业呈现分化态势，而作为美国经济最重要的部分，如果后续服务业的景气表现萎靡，增长层面也难以得到保障。尽管关税博弈使美国的制造业成为焦点，但对于美国来说，服务业经济的规模远大得多，而其可能正面临一个令人担忧的前景。S&P Global 的数据显示，美国 4 月 Markit 制造业 PMI 初值 50.7，意外录得扩张；而服务业和综合 PMI 初值则低于预期，综合 PMI 初值更是创下 16 个月新低。与此同时，ISM 的公布数据显示，美国 4 月 ISM 服务业 PMI 超预期，然而分项中的商业活动（Business Activity）指数同时跌至去年 6 月以来的最低水平，

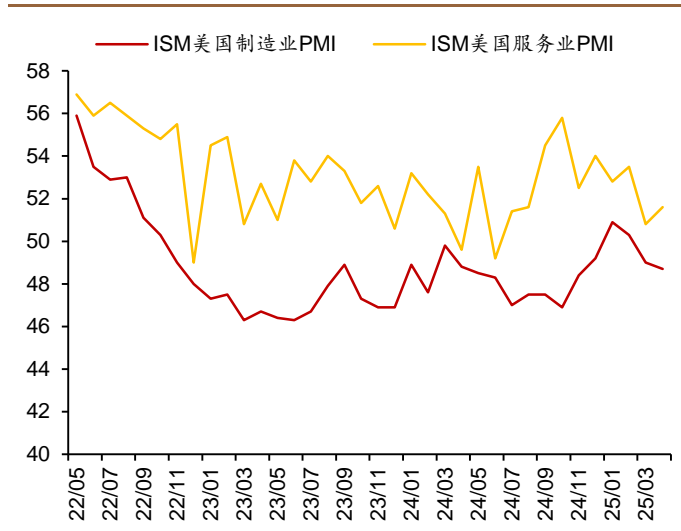
这与 Markit 服务业 PMI 的表现一致。综合 Markit 服务业 PMI 以及 ISM 服务业 PMI 的商业活动分项两大软数据来看，在经济与关税的不确定性之下，美国服务业商业活动增长急剧放缓至温和水平，服务业乐观情绪也有所降温。近期，美国总统唐纳德·特朗普又表示，将对在外国制作的电影征收 100% 关税，这意味着未来的关税战可能不仅仅局限于商品贸易，类似的政策可能对服务业景气造成进一步冲击。

图 35：标普全球 Markit 美国制造业 PMI v.s. 服务业 PMI



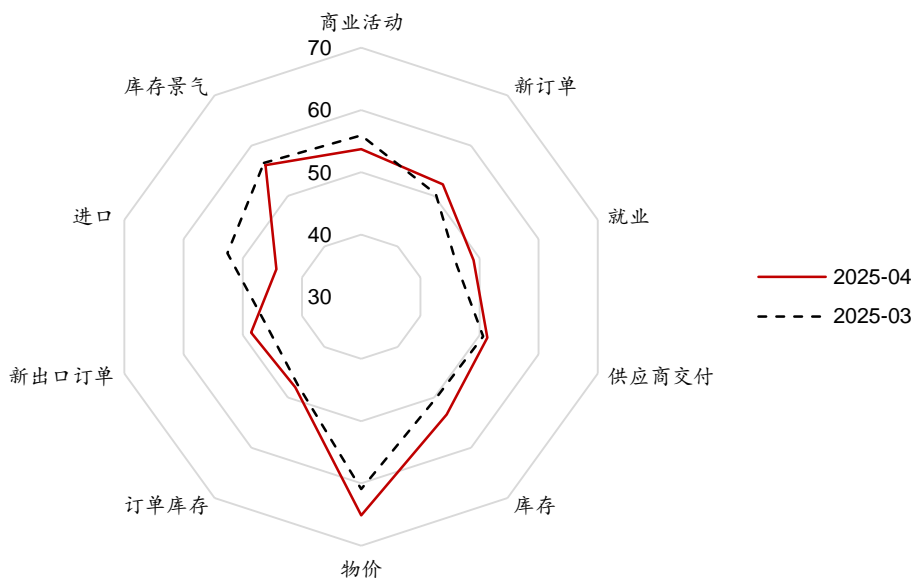
资料来源：Bloomberg, 德邦研究所

图 36：ISM 美国制造业 PMI v.s. 服务业 PMI



资料来源：Bloomberg, 德邦研究所

图 37：美国 4 月 ISM 服务业 PMI 超预期，但商业活动指数跌至去年 6 月以来的最低水平

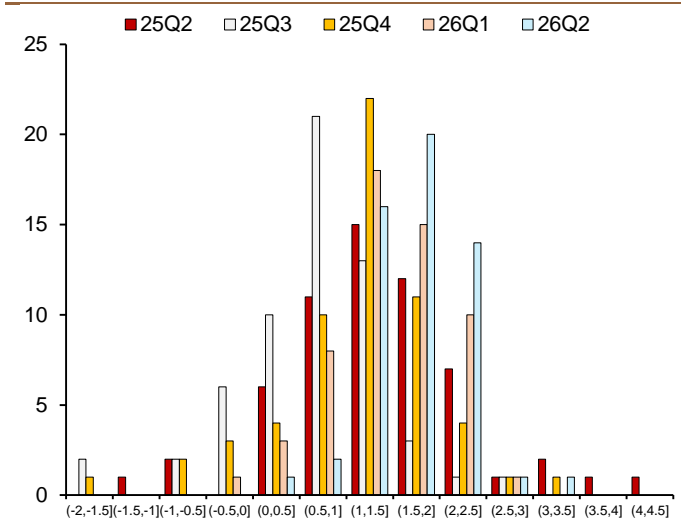


资料来源：Bloomberg, 德邦研究所

不过，虽然近期市场对于美国未来一年经济衰退概率的预测有所上行，但我们认为美国经济于 2025 年内真正步入衰退仍然较难，一是在 GDP 结构层面存在投资的对冲，二是政策上存在对内减税和对外关税降级的对冲。一方面，从 25Q1 美国 GDP 的结构中可以看出，企业投资的上行几乎抵消了商品消费与政府支出的拖累，未来美国经济大概率呈现私人消费逐步降温+AI 技术革命导致科技 Capex 具备韧性的结构性特征，此外，自特朗普上任以来，已有多家公司先后宣布将加大在美国国内的投资，如英伟达、苹果、强生、现代、甲骨文、OpenAI 和软银等

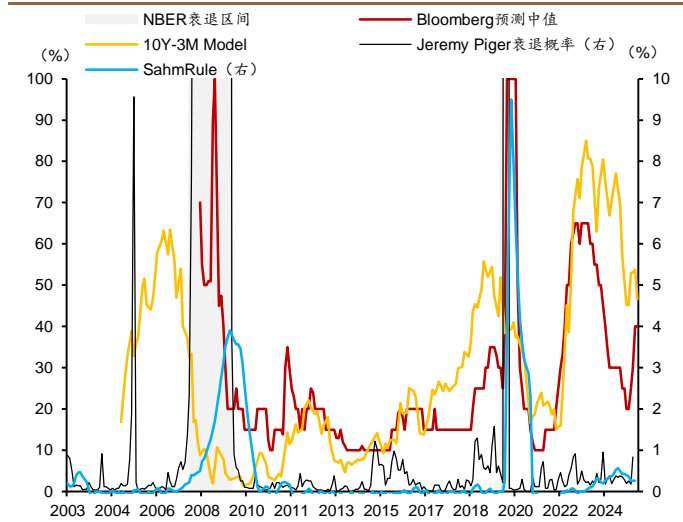
等，特朗普此前声称已收到“4万亿美元承诺”。近期，特朗普访问沙特等海湾国家，白宫宣称特朗普在卡塔尔达成1.2万亿美元的投资承诺。我们认为，如果相关投资能最终落地，或能对美国的经济增长形成一定支撑；另一方面，特朗普激进的关税政策面临内外压力，进一步升级的可能性不大，近期的中美联合公报已现端倪，全球关税冲突有望阶段性缓和。在这一背景之下，下半年特朗普政府的政策重心或逐步转移至内政，如对内减税、放松监管等，这可能一定程度上改善企业部门和居民部门的信心，并对增长预期形成支撑。

图 38：彭博分析师对美国未来实际 GDP 增速的预测分布



资料来源：Bloomberg，德邦研究所；截至 05/23

图 39：美国经济未来 1 年发生衰退的概率



资料来源：Bloomberg，Jeremy M. Piger，德邦研究所

② 通货膨胀：“胀”再抬头

2025 年以来，美国通胀伴随着基数效应持续回落，通胀广度和通胀粘性进一步缓释，但这一趋势或将于 5 月左右发生逆转，通胀将于下半年再度出现抬头。2025 年以来，在“对等关税”政策出台之前，美国 CPI 同比增速由 1 月 3% 的高点来到 4 月的 2.3%，创下 8 个月新低，通胀整体持续降温。此外，从通胀广度和通胀粘性的角度看，Cleveland Fed 编制的截尾-均值 CPI (trimmed-mean CPI) 和 Atlanta Fed 编制的粘性 CPI (sticky CPI) 也均处在下行通道中，两者都是反映 CPI 尤其是核心 CPI 中期趋势的较好指标，这一并显示美国通胀已有效降温。

然而，随着基数效应的消退和关税政策对物价的滞后影响，这一顺畅的下行趋势可能将在年中左右被逆转，我们的测算显示，即便不考虑关税等冲击，在 0.2% 的环比增速下，CPI 同比增速将于 5 月左右重返上行，这一趋势同样符合市场预期。向前看，彭博分析师对于 25Q2-Q4 美国 CPI 增速的预测路径为 2.9→3.4→3.5 (%)，通胀挂钩掉期 (ILS) 隐含的 CPI 增速亦在彭博一致预期附近波动，且整体水平高于分析师预期。结构上，我们按照“核心商品+住房+非住房核心服务 (超核心通胀)”的框架考察美国后续的核心通胀：

1) 核心商品通胀 (权重 18.6%，剔除二手车后 16.7%) 在长期内取决于全球供应链压力，考虑到特朗普关税政策对全球贸易尤其是中美间贸易造成的负向冲击，全球供应链压力指数 (GSCPI) 4 月后面临上行压力，同时关税政策本身也将导致美国进口商品价格上涨，我们认为这将使得美国的核心商品通胀中枢抬升；

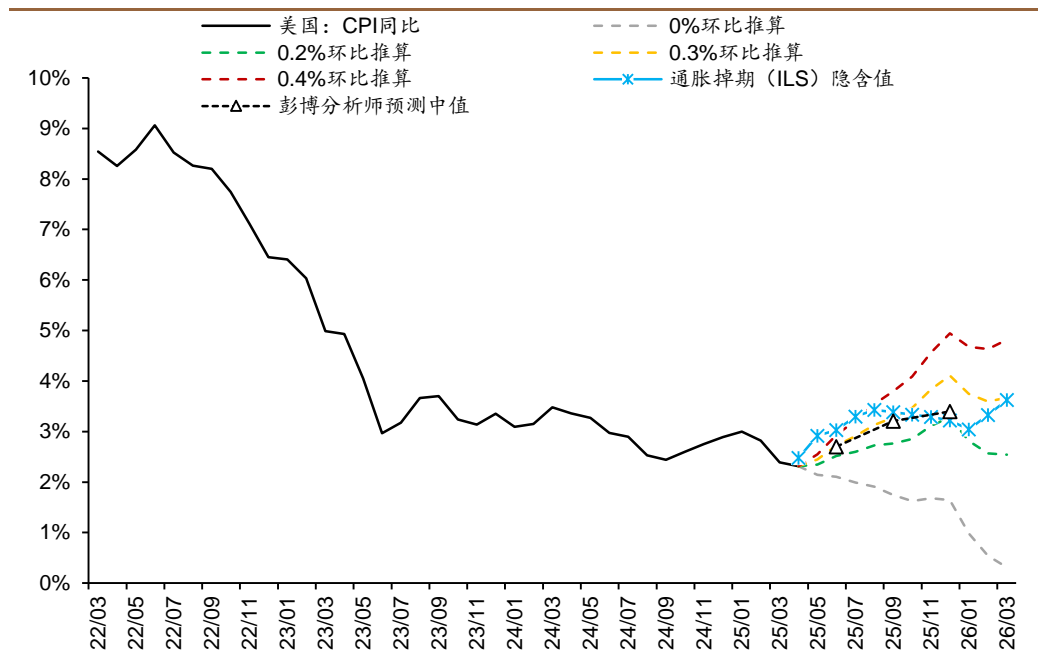
2) 住房通胀 (权重 36.1%) 取决于房价，S&P/CS 房价指数领先住房通胀约

16个月，目前美国的住房通胀仍在4%左右，再考虑到年内主要住所租金（RPR）和业主等价租金（OER）增速的下行趋势，我们认为后续住房通胀仍有一定下行空间；

3) 非住房核心服务通胀（即超核心通胀，权重24.8%）与薪资息息相关，薪资增长是美国通胀粘性的重要来源。由于薪资是劳动力市场的滞后指标，而当前美国劳动力市场仍处在松弛化进程中，并且关税担忧之下美国企业也在放缓招聘，薪资增长或不存在大幅加速的可能性。

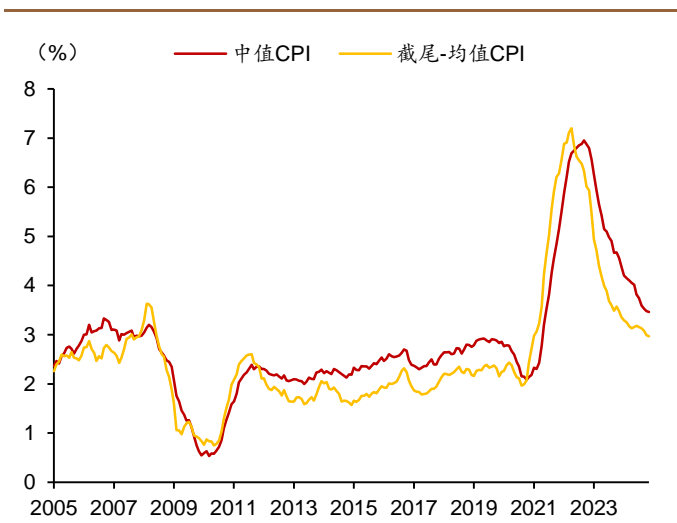
最后，除核心通胀外，OPEC+增产提速、贸易风险和全球经济增长放缓趋势将对油价形成拖累，核心商品通胀的上涨可能会被能源通胀（权重7.0%）的下行所部分对冲，因此年内二次通胀斜率或较缓。

图 40：美国 CPI 同比增速预测路径



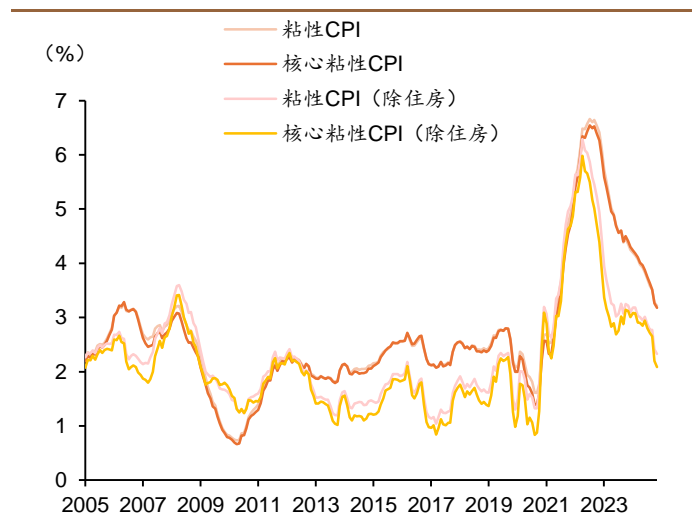
资料来源：Bloomberg，德邦研究所；彭博分析师预期和通胀掉期数据截至 05/23

图 41：美国通胀广度：中值 CPI 与截尾-均值 CPI



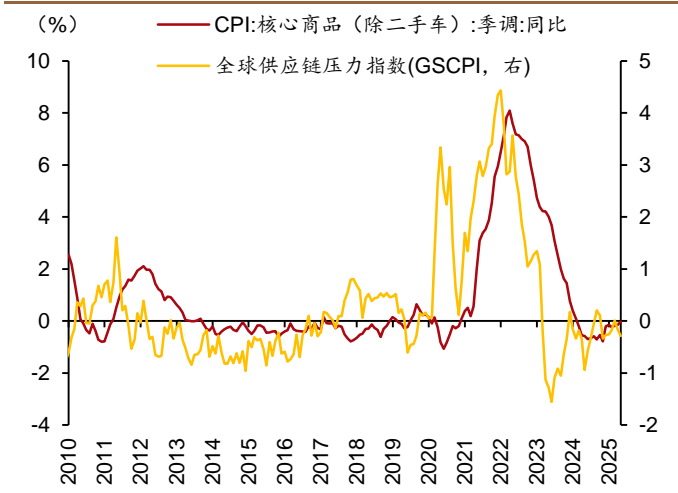
资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 42：美国通胀粘性：粘性 CPI 与核心粘性 CPI



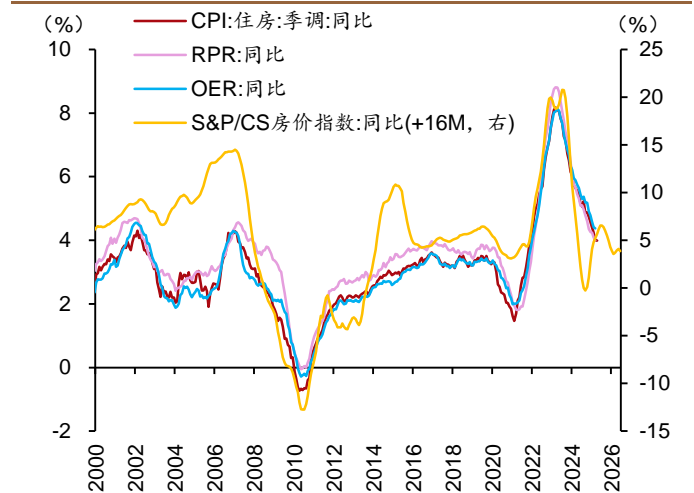
资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 43: 美国核心商品通胀 v.s. 全球供应链压力



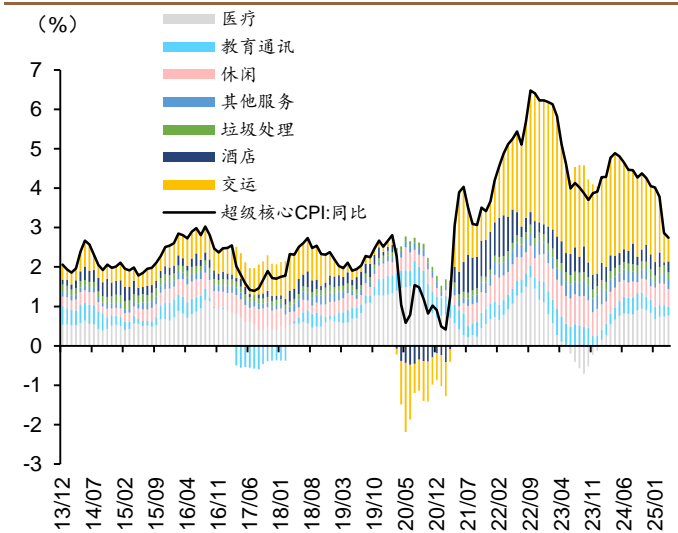
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 44: 美国住房通胀 v.s. 房价&租金



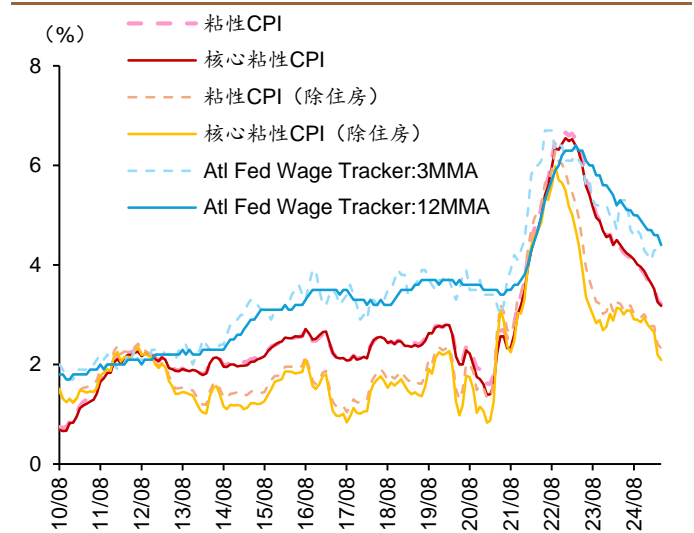
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 45: 美国超级核心通胀 (非住房核心服务) 结构



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

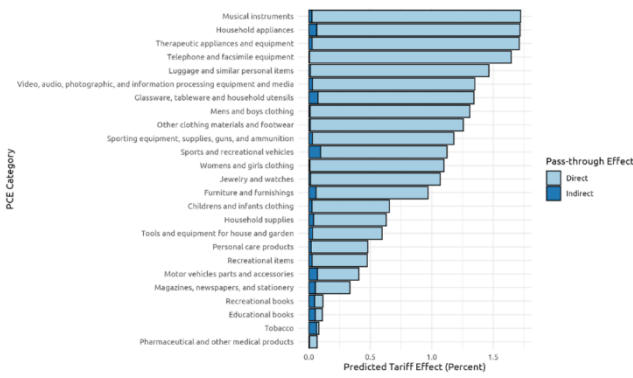
图 46: 美国粘性通胀 v.s. 薪资增长



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

最后, 对于关税影响通胀的速度或进程, 我们认为关税对美国消费品价格的传导有可能在一个季度内迅速完成, 核心商品通胀或面临快速的一次性冲击。近期在美联储 FEDS Notes 上发布的研究《Detecting Tariff Effects on Consumer Prices in Real Time》(Minton R, Somale M.,2025) 表明, 关税变化会快速直接传导至价格水平。研究发现, 2018-19 年的关税变化在两个月内完全传导到消费品价格 (传导系数约为 1.75), 而 2025 年 2-3 月的关税已导致核心商品 PCE 价格上涨 0.33 个百分点, 推动核心 PCE 整体上涨 0.08 个百分点 (传导系数为 0.54, 低于 2018-19 年的水平)。不过, 该研究仅涉及美国对其他国家征收关税对消费者价格的影响, 并未考虑报复性关税的影响, 也未考虑关税对其他结果 (如生产力和就业) 的潜在影响。因此, 向前看, 考虑到关税对消费者价格的影响迅速且显著, 我们认为后续关税对价格的传导效应将在 Q2 进一步显现, 美国的通胀尤其是核心商品通胀或面临一次性冲击。

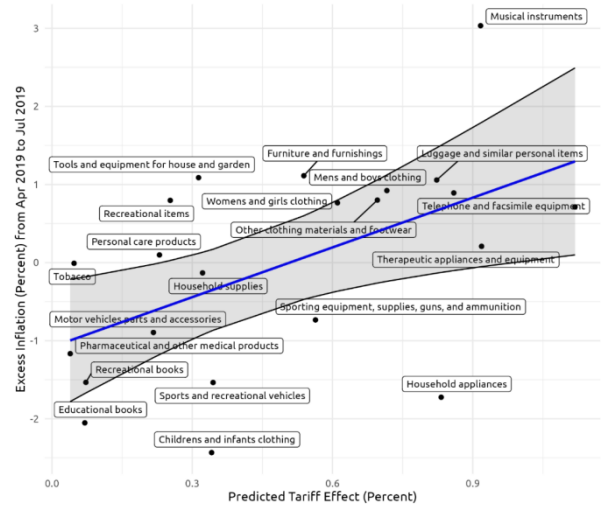
图 47: 对中国加征 10% 关税对核心商品 (不含汽车) 价格的理论传导



Note: Predicted tariff effects assume a 10 percentage-point tariff increase on China. The key identifies bars in order from right to left.
Source: Authors' calculations using BEA IO data from 2019 and BEA PCE bridge data from 2019.

资料来源: Fed, 德邦研究所

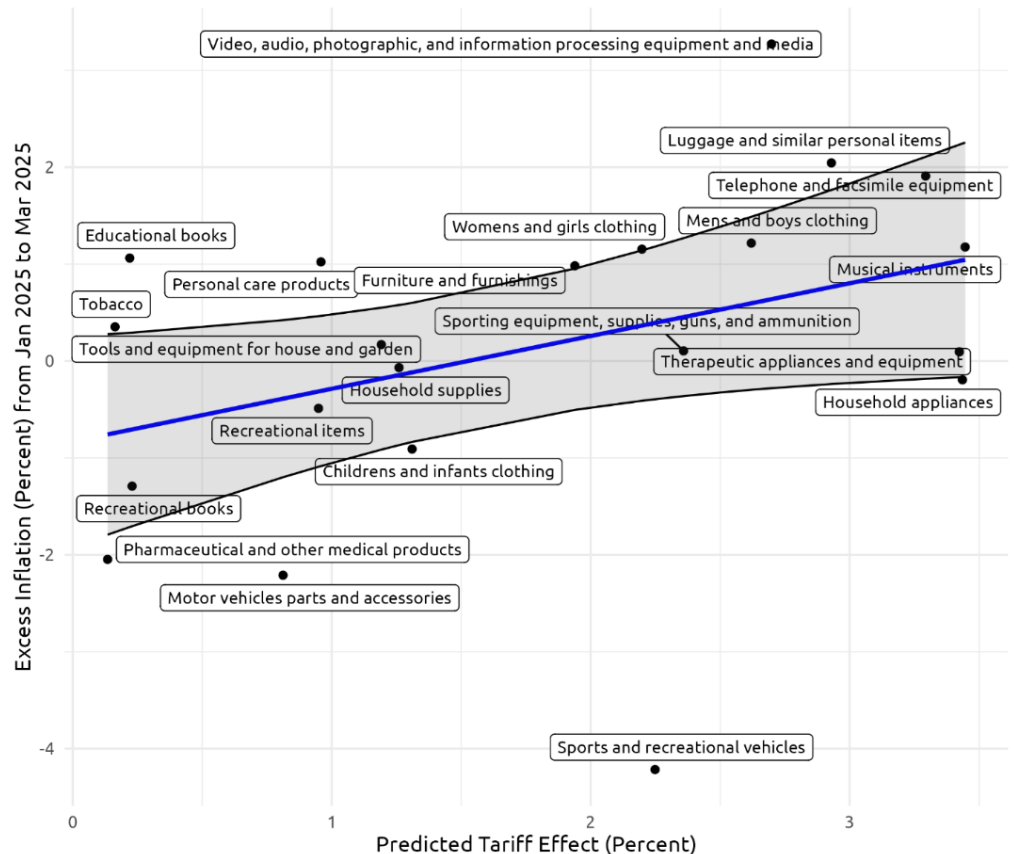
图 48: 2019 年 5 月关税对核心商品 (不含汽车) 价格的影响



Note: Predicted tariff effects assume a 15% x (\$180b / \$545.5b) tariff on China. The regression line has slope coefficient 2.12 (std. error 0.74, p-value 0.009). Standard errors are robust for heteroskedasticity, and 95% confidence intervals for predicted values are displayed.
Source: Authors' calculations using BEA IO data from 2017, BEA PCE bridge data from 2017, and BEA PCE price data.

资料来源: Fed, 德邦研究所

图 49: 2025 年 2-3 月中国关税对个人消费支出 (PCE) 核心商品 (不包括机动车) 价格的影响



Note: Predicted tariff effects assume a 20% tariff on China. The regression line has slope coefficient 0.54 (std. error 0.25, p-value 0.04). Standard errors are robust for heteroskedasticity, and 95% confidence intervals for predicted values are displayed.

Source: Authors' calculations using BEA IO data from 2019, BEA PCE bridge data from 2019, and BEA PCE price data.

资料来源: Fed, 德邦研究所

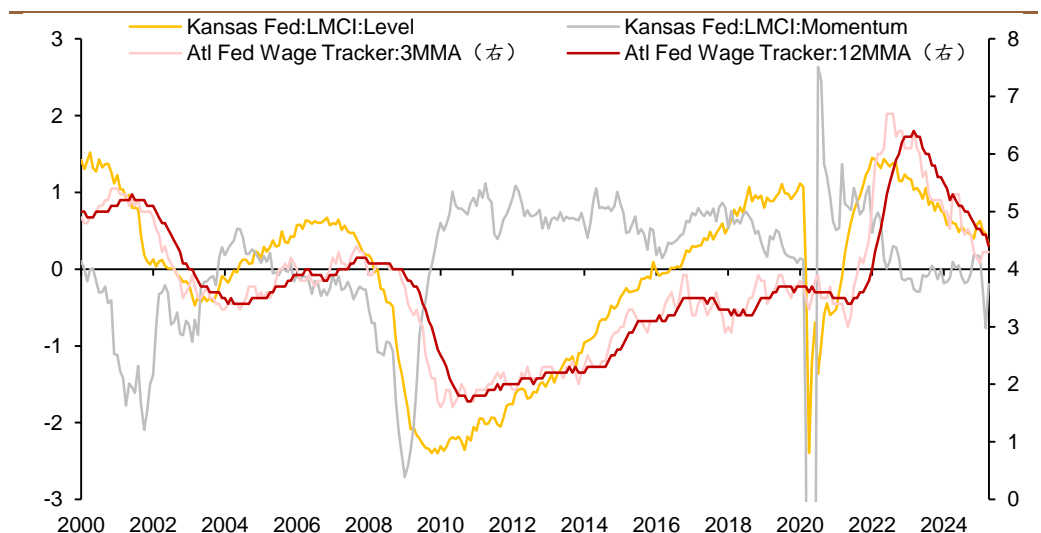
• ③ 劳务市场：“强弩之末”

当前美国劳动力市场仍然处在松弛化（slackness）的过程中，但劳动力市场条件相对历史仍趋紧（tight），不过目前关税影响仍未完全显现，随着关税冲击效应的蔓延，劳动力市场仍存在进一步走弱的风险，或于 5、6 月的非农报告中初步显现。Kansas Fed 基于 24 个劳动力市场变量编制了劳动力市场条件指标（LMCI），LMCI 水平（Level）为正表示劳动力市场条件高于其长期平均水平，为负则表示劳动力市场条件低于其长期平均水平，截至 25/04，LMCI 录得 0.32，较 22 年的高点已然较大程度回落，劳务市场处在松弛化进程中，但整体为正意味着劳动力市场相对历史仍是趋紧的。此外，4 月美国非农就业人数增幅超预期、失业率持稳同样对应劳动市场条件并不弱，这也显示关税暂未对就业市场造成实质性影响。

但从结构上看，4 月非农就业增长主要由医疗和运输行业带动，而后者反映的可能是企业“抢进口”的一次性影响，随着关税冲击效应的继续蔓延，劳动力市场仍存在进一步走弱的风险，这一点可以从两个角度加以佐证：**其一，从劳动力市场条件出发**，3 月 LMCI 动量（Momentum）指标出现了明显的回落，劳动力市场条件边际走软，如果后续动量维持较弱水平，LMCI 水平（Level）将进一步下行；**其二，从劳动力需求的角度看**，3 月美国职位空缺数量降至 719 万个，为去年 9 月以来的最低水平，接近 2020 年新冠疫情爆发初期的水平，职位空缺/失业（v/u ratio）指标进一步下行至 1.02，二者均显示企业招聘意愿明显降温。此外，从高频数据的角度看，招聘平台 Indeed 的数据同样显示 3 月招聘需求出现下降趋势，与职位空缺的下行趋势一致。

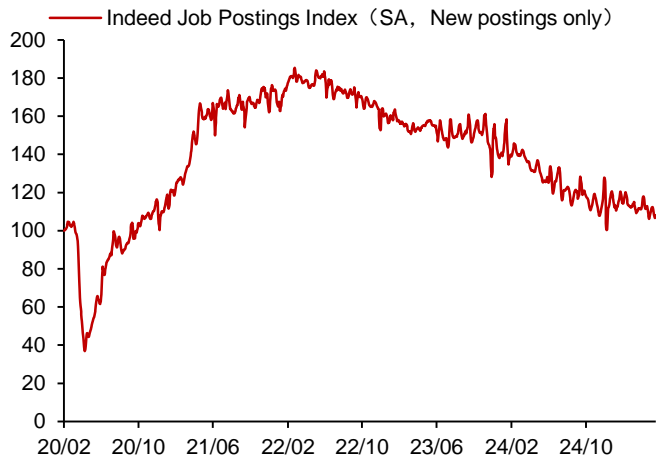
最后，值得注意的是，随着特朗普政府的施政重心逐步转向国内，驱逐非法移民等相关政策将在供给侧影响劳动力市场，这可能反过来推动市场偏紧和工资通胀上行，对松弛化进程形成阻碍，这一点需要密切跟踪。美国移民及海关执法局（ICE）04/29 公布的数据显示，在特朗普上任的 100 天内，有 65,682 名非法移民被逮捕并驱逐出境，其中包括数千名涉嫌严重犯罪的外国人。近期，美国国土安全部呼吁非法移民申请“自愿被驱逐”，称将对这类非法移民给予 1000 美元补贴并资助他们回国的路费。随着边境控制的加强和内部执法力度的加大，预计未来几个月将有更多非法移民遭到驱逐。

图 50：美国劳动力市场条件（LMCI） v.s. 薪资增长



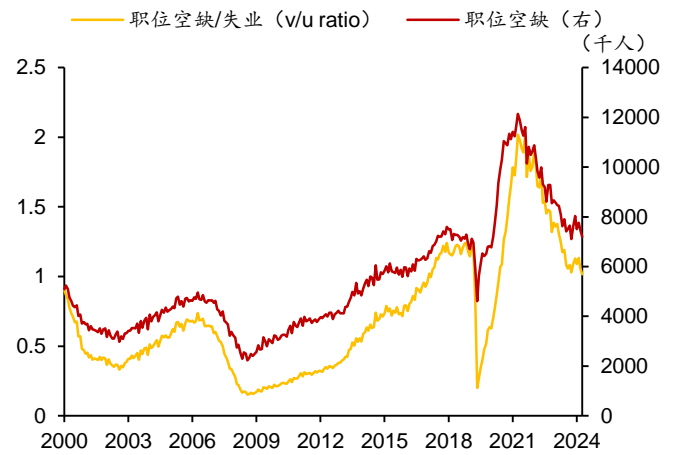
资料来源：Bloomberg, Kansas Fed, Atlanta Fed, 德邦研究所

图 51: 招聘平台 Indeed 上的新增岗位 (New Posting) 趋势



资料来源: Indeed, 德邦研究所

图 52: 美国职位空缺情况及 v/u ratio



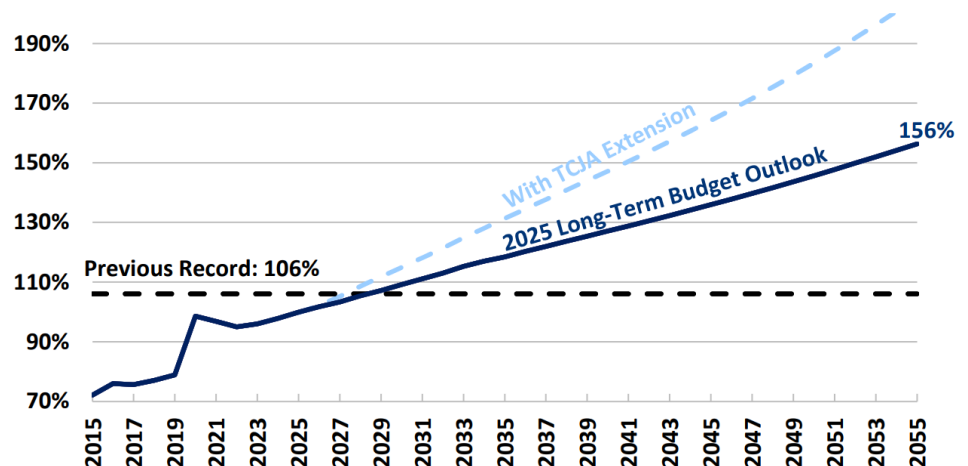
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

4.1.3. 货币财政: 确定的“宽财政”, 不确定的“宽货币”

① 财政政策: 宽财政基调明确, 美债“远虑”重重

CBO 的 3 月《长期预算展望》(Long-Term Budget Outlook) 显示, 美国联邦财政正面临不可持续的风险, 延长 TCJA 减税可能进一步加剧债务问题, 美国需要采取措施控制支出、增加收入, 并进行结构性改革以应对潜在的财政危机。根据 3 月 LTBO 的预测, 美国联邦公共持有债务预计将从 2025 年占 GDP 的 106% 上升至 2055 年的 156%, 比历史最高纪录高出 50 个百分点, 该比例将几乎是疫情前的两倍, 是 50 年历史平均值 (占 GDP 的 50%) 的三倍多。同时, 年赤字率将从 2025 年的 6.2% 增长至 2055 年的 7.3%, 远高于过去 50 年平均 3.7% 的水平, 并且在非危机时期达到历史最高。尽管与 2024 年 3 月 LTBO 的预测相比, 2054 年的债务占 GDP 比例预测下降了 12 个百分点, 主要由于利息支出减少和收入增加, 但如果延长即将到期的减税政策, 债务将增加近 50% 的 GDP。高企的债务和赤字将对预算和经济产生多方面的负面影响, 如减缓收入和工资增长、推高利率和国债利息支出、增加地缘政治风险、加重未来世代的负担、削弱应对紧急情况的财政空间、推升财政危机风险等。

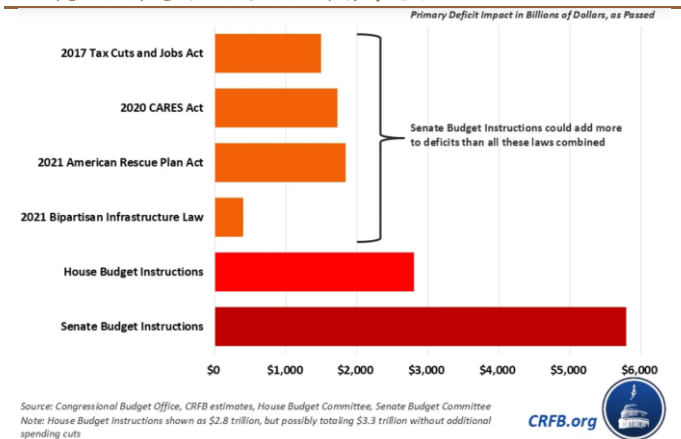
图 53: 国会预算办公室 (CBO) 3 月长期预算展望 (LTBO) 对公众持有的联邦债务占 GDP 的百分比的预测



资料来源: CRFB, CBO, 德邦研究所

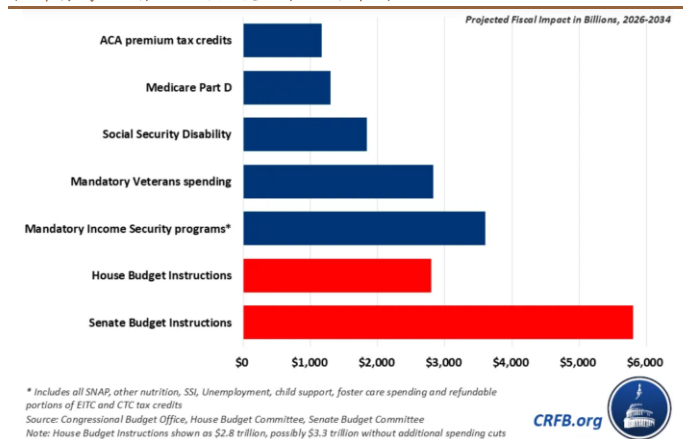
美国财政政策的长期宽松倾向已定，4月10日通过的参议院版本的预算框架仅包含约40亿美元的削减开支目标，而众议院的版本寻求至少减支1.5万亿美元，本次国会预算进程所释放的信号更加明确地反映出共和党人财政纪律的坍塌，美国长期宽财政倾向难以实质性收缩。4月10日，美国众议院以217票赞成、213票反对的表决结果通过了一份预算框架议案。投票结果显示，在共和党内部，只有两名众议员“倒戈”投了反对票，使得框架涉险过关。参众两院通过统一的预算决议版本(concurrent budget resolution)解锁“预算协调”(budget reconciliation)机制，该机制允许通过相关法案时，在参议院只需51票即可通过，绕过通常需要60票才能避免“冗长辩论”(filibuster)的限制。简言之，这是一种让执政党绕过对方党派阻挠，用己方票数强推财政法案的手段。根据CRFB 4月4日的估计，参议院版本预算决议所增加的赤字(未来十年内增加5.8万亿美元)将超过《减税和就业法案》(TCJA法案)、《新冠病毒援助、救济和经济保障法案》(CARES法案)、《美国救援计划》(ARP)以及两党基础设施法案四项重大法案赤字总和；而在2026年至2034年的九年期间，这项5.8万亿美元的调和法案相当于在联邦赤字上增加一项大型新福利计划，其增加的赤字将超过未来九年内联邦医疗保险D部分(Medicare Part D)(1.3万亿美元)、平价医疗法案(ACA)医疗补贴(1.2万亿美元)以及社会保障残疾保险(SSDI)(1.8万亿美元)的总支出。

图 54：参议院版本预算决议所增加的赤字（未来十年内增加 5.8 万亿美元）将超过四项重大法案赤字总和



资料来源：CRFB，德邦研究所

图 55：2026 年-2034 年，这项 5.8 万亿美元的调和法案相当于在联邦赤字上增加一项大型新福利计划



资料来源：CRFB，德邦研究所

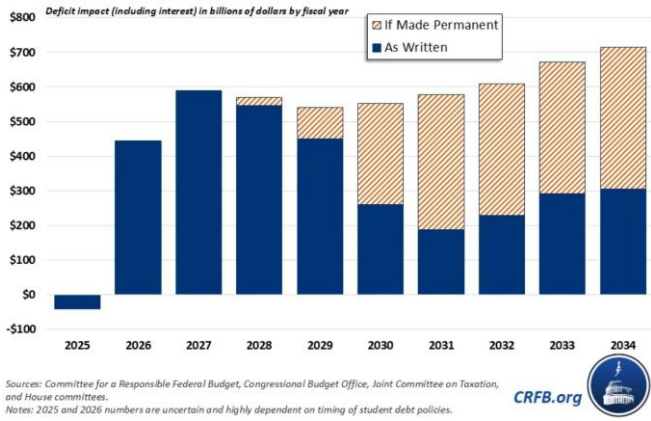
5月14日，CRFB的最新测算显示，美国众议院审议的预算协调法案，即所谓的“大而美法案”(One Big Beautiful Bill Act)，预计将在2025至2034财年期间增加约3.3万亿美元的联邦债务。如果法案中的临时性条款被永久延续，债务增加额可能高达5.2万亿美元。主要的财政影响包括：

1) 债务增长：法案预计将使联邦债务从2024年的水平上升至2034年的125% GDP；若临时条款永久化，债务占GDP比例将达到129%。

2) 年度赤字：2024年的年度赤字约为1.8万亿美元，预计到2034年将增至2.9万亿美元(占GDP的6.9%)；若临时条款永久化，赤字将达到3.3万亿美元(占GDP的7.8%)。

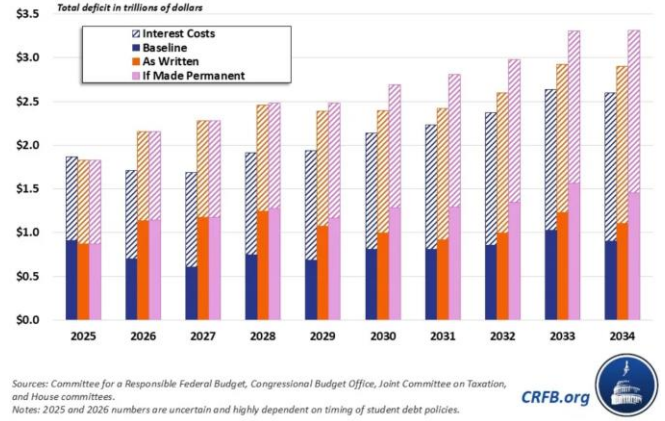
3) 利息支出：联邦政府的年度利息支出将从2024年的约9000亿美元翻倍至2034年的1.8万亿美元(占GDP的4.2%)；若临时条款永久化，利息支出将达到1.9万亿美元(占GDP的4.4%)。

图 56: 预算协调法案将导致赤字激增



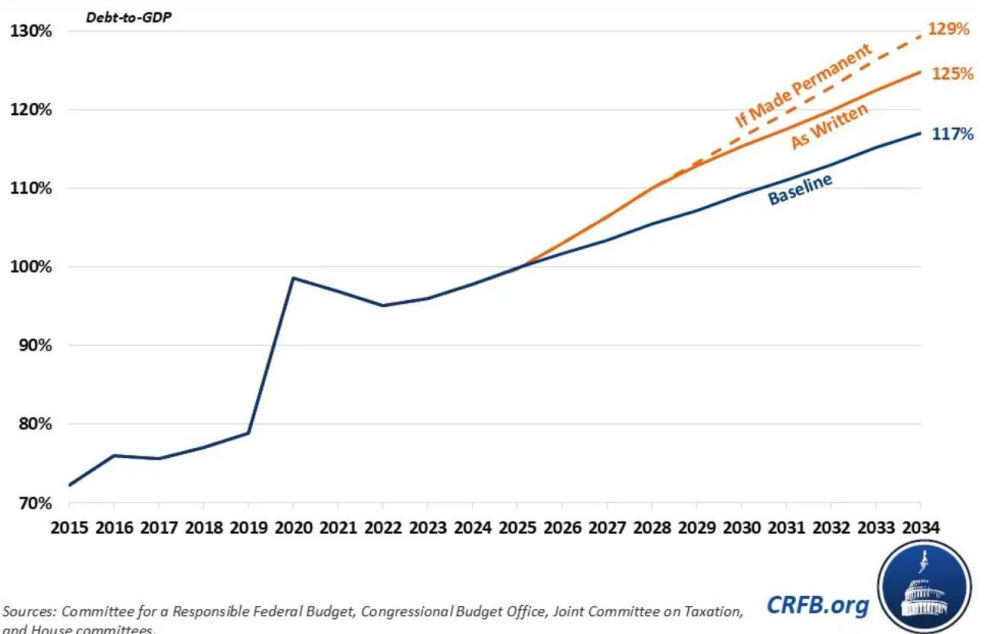
资料来源: CRFB, 德邦研究所

图 57: 预算协调法案将导致 3 万亿美元赤字



资料来源: CRFB, 德邦研究所

图 58: 预算协调法案预计导致的债务增长



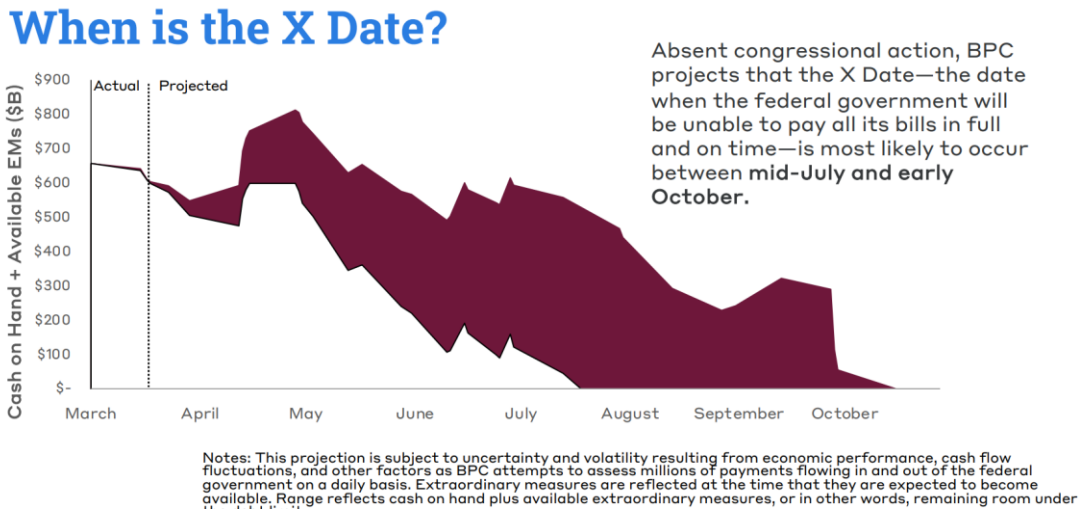
资料来源: CRFB, 德邦研究所

在上述财政背景之下,对于美债而言,其“远虑”要远重于“近忧”,财政约束的缺位使得美国政府的债务可持续性问题成为美债的悬剑,市场需要警惕美债期限溢价(TP)的长期系统性回升(详见我们的“美债札记”系列报告)。

短期而言,美债市场的主要风险点在于债限上修后的美债补发。考虑到共和党目前掌控着参众两院,债务上限问题大概率在年内得到顺利解决(BPC预测本次X-Date可能出现在7月中旬至10月初,贝森特则称X-Date很有可能出现在8月份),我们认为届时财政部或将增发美债来补充TGA账户余额,这会推升美债市场的净供给,从而对美债收益率造成上行压力。但从更长远的视角看,考虑到美联储在技术层面有足够的工具来阻止美债市场发生系统性危机,而更广泛的美元流动性危机短期似乎仍难步入投资者视野,美债其实并无多大的“近忧”。然而,“美债净供给=财政赤字+TGA账户变动+其他融资需求”从根本上决定了,美国的财政可持续性问题势必将在长期影响美债的定价和投资价值,美债的“远虑”更值得重视:一方面,预算协调法案凸显美国的宽财政倾向,这将对长端美债的期限溢价形成直接支撑;另一方面,特朗普政府所推动的激进且缺乏连贯性的经济政策,正逐步侵蚀投资者对美债及美元作为全球“无风险资产”锚的信任,

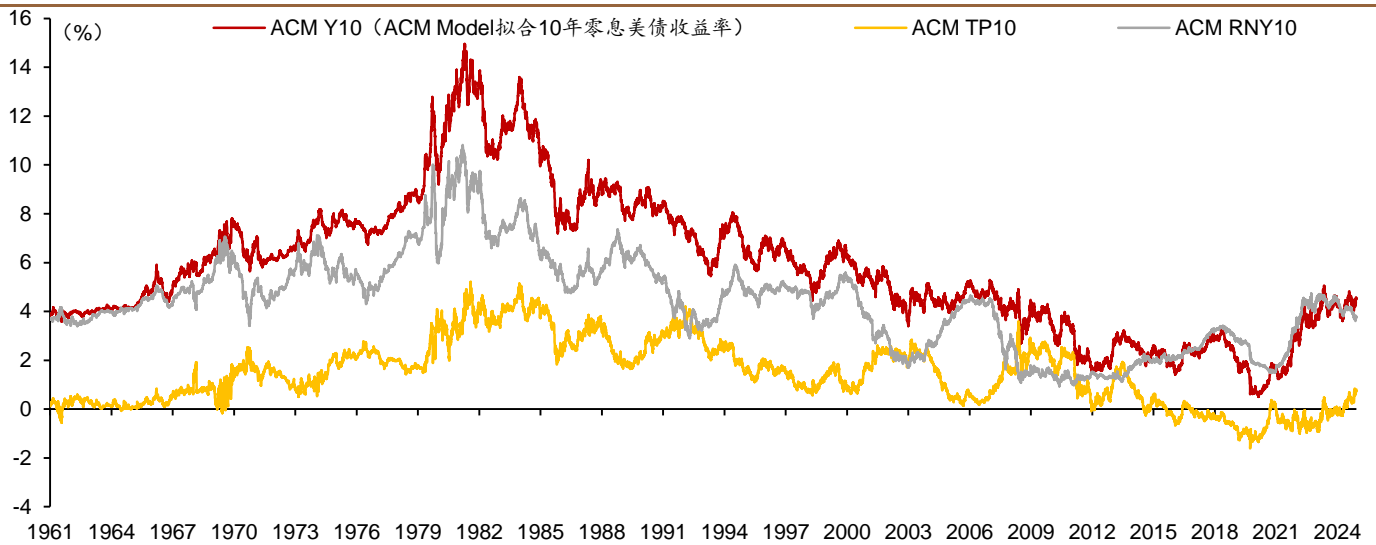
而一旦这种信任被打破，美债将不得不以更高的风险溢价吸引投资者，而这也会反过来加剧财政可持续性的担忧。因此，我们认为美债最大的风险也许并不是“借太多”，而是“没人打算管”，财政约束的缺位使得美国政府的债务可持续性成为美债的“达摩克利斯之剑”，长期而言要警惕美债期限溢价（TP）的系统性回升，这将推动长债收益率易上难下。

图 59：BPC 预测本次 X-Date 可能出现在 7 月中旬至 10 月初



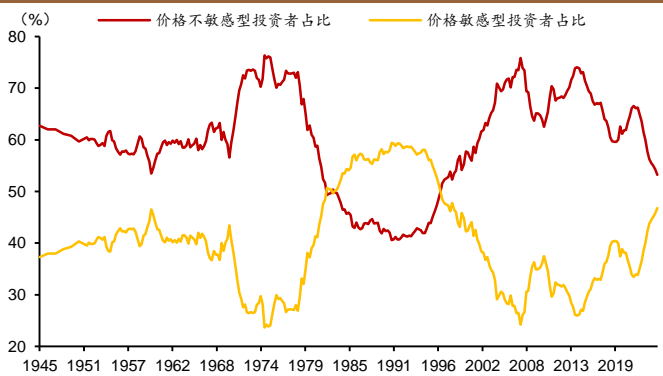
资料来源：BPC，德邦研究所

图 60：美债期限溢价（TP）可能走向系统性复苏



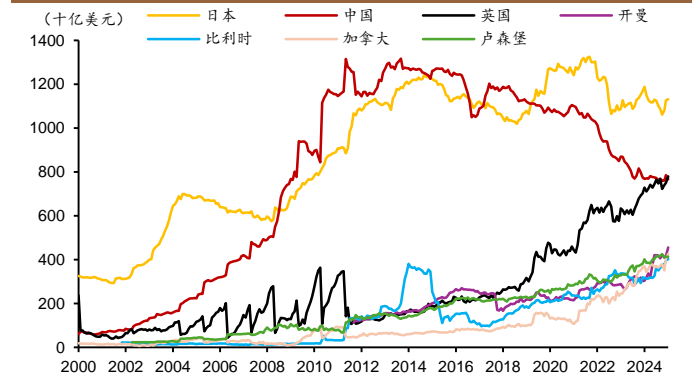
资料来源：NY Fed，德邦研究所

图 61：美债市场中的“价格敏感型投资者”占比升至 2000 年以来新高



资料来源：Fed，德邦研究所

图 62：中国 3 月减持美债，退居至美国第三大海外“债主”



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

• ② 货币政策：无奈的美联储，不确定的降息

5月 FOMC 会议淋漓尽致地体现出美联储的无奈，面对关税政策所带来的不确定性，美联储如期地再一次选择按兵不动。在本次 FOMC 声明中，美联储增加了“净出口的波动影响了数据”的表述。同时，在 3 月声明新增表述“经济前景的不确定性有所增加”之后，FOMC 在 5 月声明中进一步升级表述，指出“经济前景的不确定性进一步增加”（uncertainty about the economic outlook has increased further）。此外，美联储在本次声明中明确提到“高失业和高通胀的风险都有所上升”（the risks of higher unemployment and higher inflation have risen）。所有投票者都赞成本次货币政策决议。总的来看，5 月 FOMC 会议淋漓尽致地体现出了美联储的无奈，在随后的新闻发布会上，鲍威尔 11 次使用了“观望”（wait and see）一词，并表示当前形势下美联储将等待更多经济数据和形势发展。具体看鲍威尔在发布会上的表述：

1) 增长面临“滞”的风险：鲍威尔认为当前美国经济正在稳步增长，劳动力市场也比较稳健（solid）。然而，经济路径的不确定性（Uncertainty about the path of the economy）极高，下行风险有所增加。同时，鲍威尔也注意到关税对于软数据的冲击，对家庭和企业的调查显示市场情绪急剧下降（sharp decline in sentiment），经济前景的不确定性增加（elevated uncertainty about the economic outlook）。

2) 通胀面临“胀”的风险：鲍威尔认为潜在的通胀前景是好的（underlying inflation picture is good），住房服务和非住房服务方面的通胀读数不错，劳动力市场目前夜不是重大通胀压力的来源。但考虑到关税的范围和规模，通胀的上行风险无疑会增加。而关于通胀预期，鲍威尔认为短期通胀预期（Near-term measures of inflation expectations）有所上升，包括消费者、企业和专业预测者在内的调查受访者认为关税是驱动因素，但大多数长期预期指标（most measures of longer-term expectations）仍与 2% 的通胀目标一致。

3) 关税具有不确定性和“滞胀”倾向：鲍威尔认为关税的规模、范围、时间和持久性（scale, scope, timing and persistence）存在很大不确定性，并表示关税对通胀的影响可能是暂时的（short lived），也可能是持久的（persistent），如果已宣布的高关税得以持续（sustained），可能会导致通货膨胀上升、经济增长放缓和失业率上升。

4) 货币政策目前“无可奈何”：鲍威尔认为，美联储与企业、市场参与者或预测者处境类似，每个人都在等待（everyone is just waiting to see）。鲍威尔无法确信合适的路径是什么（what the appropriate path will be），现在没有办法也没有必要（no way to - no need to）做出选择。不过，鲍威尔认为美联储处于观望的有利位置（a good position to wait and see），降息不必操之过急、进一步观望的成本相当低（fairly low）。

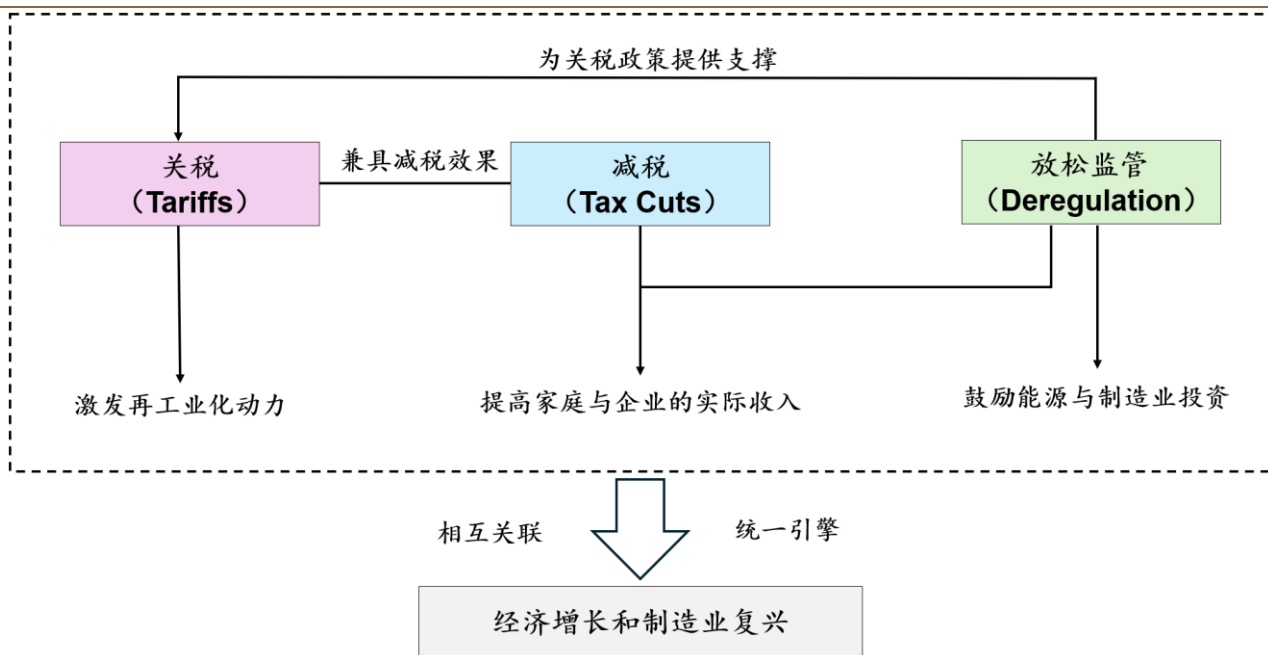
5 月 FOMC 会议召开后，市场降息预期进一步压缩，而近期不及预期的 4 月 CPI 并未再度提升降息预期，市场对关税谈判反复以及冲击效应滞后的担忧未消，降息前景仍不明晰。截至 05/23，假设单次降息 25bp，联邦基金期货交易员对 7 月降息的概率预期降至 26.2%，9 月降息概率为 72.6%，全年降息预期压缩至 1.922 次/48bp。向前看，我们认为在“增长下行风险增加+通胀上行风险增加+关税不确定性未消”的三重压力下，美联储的决策难度无疑会大幅上升，且若“滞

4.1.4. 政府战略：“重塑”全球分配及经济“三支柱”框架

我们曾在前期报告《关税背后的博弈：“重塑”全球分配——系统理解特朗普政府战略意图》中指出，特朗普政府的政策不确定性让市场很难在短期把握加征关税的节奏和幅度，因此我们可以从更长期的维度和政策系统性的角度把握特朗普政府的整体战略意图。

除此之外，如果我们回到对美国经济的认识，近期美国财政部长贝森特在米尔肯研究所（Milken Institute）“全球会议”上的讲话以及其发表在WSJ上的题为《特朗普的经济增长“三步走”》(Trump's Three Steps to Economic Growth)的文章可以帮助我们美国自身角度重新理解特朗普政府的经济议程，具体来看：

图 65：理解特朗普政府经济议程的“三支柱”框架



资料来源：U.S. Treasury, WSJ, 德邦研究所绘制

1) 关税政策被视为重新平衡全球贸易的关键工具。贝森特认为，关税不仅能迫使其他国家开放市场，还能鼓励企业将生产转移回美国，从而创造就业机会并增强国家安全。他强调，关税可以促使企业直接在美国投资、雇佣员工、建设工厂、生产产品。这种政策导向旨在减少美国对外国供应链的依赖，尤其是在关键制造业领域，以应对诸如新冠疫情暴露出的脆弱性。同时，关税也被视为一种财政收入来源，有助于减轻国家债务负担。

2) 减税政策的核心目标是刺激投资和促进经济增长。贝森特强调了延长 2017 年《减税与就业法案》(TCJA) 的重要性，并提出了新的税收主张，如小费、加班工资和社保收入免税。这些措施旨在提高家庭和企业的实际收入，为其提供政策确定性，并推动经济势头持续增强。特别是恢复对设备的 100% 折旧抵扣，并将其扩展到新建工厂，旨在加速美国工业的复兴。此外，为购买美国制造汽车设立贷款抵扣政策，也是为了刺激国内生产和就业。

3) 放松监管政策则是释放美国经济潜力的关键。贝森特认为，过度的政府监管阻碍了经济发展，增加了企业和个人的成本。通过废除有害的规制，政府不仅可以减轻国家债务，还可以为个人和企业节省开支。特别是在能源领域，放松监

管被视为降低企业经营成本、推动制造业复兴的关键。贝森特强调了“全面发展”的能源战略，包括开放阿拉斯加土地用于能源开发，以及取消液化天然气出口终端的暂停政策。此外，减轻中小社区银行的合规负担，也是为了促进信贷流动，支持“主街”（Main Street）经济的发展。

综合而言，我们认为贝森特的演讲和他在 WSJ 上发表的评论文章在核心思想上保持高度一致，共同为特朗普第二任期的经济议程进行辩护。这一议程的内核是对“美国优先”理念的再演绎，其路径依赖于三个互相关联的政策支柱：关税与贸易壁垒、减税激励以及放松监管。三大政策构成了一个自洽的框架：“减税与监管成本下降，提高了家庭与企业的实际收入；关税则兼具减税效果，同时激发再工业化动力；放松监管则通过鼓励能源与制造业投资，为关税政策提供支撑。”

4.2. 欧元区：夹缝求生，不进则退

4.2.1. 欧元区经济复苏或受阻

当前欧元区面临持续高企的外部地缘政治风险和内部政治、政策的不确定性，经济前景也面临“对等关税”博弈、再武装化、供应链重构等诸多挑战，据彭博预计，2025 年欧元区经济将相对承压，经济增速为 0.8%。其中，德国、法国作为“欧元区”的基本盘和火车头，也面临着全球政治新周期下的各方面挑战，欧元区可能正处于“夹缝求生”的状态，对于未来，则是“不进则退”。

图 66：2025 年年中欧元区宏观经济预测表（Bloomberg ECFC）

领域	指标	口径及单位	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25Q3-26Q2 走势
经济增长	Real GDP	QoQ, %	0.4	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	
	实际GDP	同比, %	1	1.2	1.2	1	0.6	0.7	0.8	1.1	
	家庭消费	同比, %	1.1	1.5	1.3	1.5	1.3	1.2	1.3	1.3	
	政府消费	同比, %	3	2.7	2.6	1.6	1	0.9	1	1.1	
	固定投资总额	同比, %	-1.5	-2	-0.1	2.6	1	1.1	1.4	1.7	
	出口	同比, %	1.6	1.3	0.6	-0.7	1.2	1.8	1.9	2.1	
	进口	同比, %	1.7	1.5	2	1.3	1.3	2	1.9	2.3	
工业产值	同比, %		-1.7	-0.7	-0.4	-0.1	0.7	1	1.3		
通货膨胀	CPI	同比, %	2.2	2.2	2.3	2.2	2.1	2.1	1.9	1.9	
	核心CPI	同比, %	2.8	2.7	2.6	2.3	2.1	2.1	2	2	
劳务市场	失业率	, %	6.3	6.2	6.2	6.3	6.4	6.5	6.4	6.4	
国际收支	经常账户	占GDP, %	2.8	2.8	1.6	2.4	2.2	2.1	2	2	
利率	央行利率	%	3.65	3.15	2.65	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	
	3个月利率	%	3.28	2.71	2.34	2.02	2	2	2	2.05	
	2年期债券	%	2.06	2.08	2.04	1.9	1.8	1.85	1.85	1.95	
	10年期债券	%	2.12	2.36	2.74	2.53	2.57	2.64	2.69	2.84	
汇率	EURUSD	%	1.11	1.04	1.08	1.11	1.11	1.13	1.14		

资料来源：Bloomberg，德邦研究所

注：阴影加粗的为预测值，其余的为实际值，截止 2025 年 5 月 6 日

欧元区经济前景面临挑战：1) 消费端：随着通胀从高位回落，实际收入开始改善，消费者支出有望保持韧性。在 2024 年第三和第四季度强劲表现之后，私人消费增长或将在 2025 年第一季度依然保持强劲。据欧央行预计，家庭支出将从 2023-2024 年约 0.9% 的年增长率上升到 2025-2027 年的 1.3%。其主要是受到实际可支配收入增加的支持，包括持续强劲的工资增长（尽管随着实际工资的追赶而放缓）以及超额的非劳动收入（特别是来自自雇、金融和非金融资产的收入）。
2) 投资端：考虑欧元区内政治发展以及全球地缘政治和国际贸易形式的持续不确定性扰动下，预计固定资产投资在短期内仍将保持疲软。根据 Bloomberg 统计，2025 年第一季度欧元区固定资产投资同比增长仅为 -0.1%，2025 年全年为 +1.1%。住房投资方面，住宅建筑许可证的持续下降反映了住房需求的持续疲软。由于在

2023 年以来抵押贷款利率的下降，以及家庭实际收入的增长，预计住房投资将在 2025 年的下半年开始恢复。商业投资方面，预计在融资条件逐步缓解以及 NGEU 基金的积极溢出效应的支持下，商业投资将在未来逐步进入恢复阶段。**3) 出口端：欧元区竞争力的下降或将导致欧元区出口遭受挑战。**近期，全球需求逐步回暖，但欧元区出口未能跟上其步伐，表现持续不佳。欧元区出口和出口市场份额持续下行，突显出欧元区的国际竞争力有所下滑。另外，全球贸易政策的不确定性加剧进一步抑制了欧元区出口增长的前景。据 Bloomberg 预计，2025 年欧元区出口同比均值仅为 0.6%。**4) 通胀：能源价格的下跌，供应瓶颈缓解，以及需求走弱将进一步压低通胀，预计在 2025 年欧元区通胀将回到 2.0% 附近。**

图 67：欧元区私人消费增长强劲

(annual percentage changes and percentage point contributions)

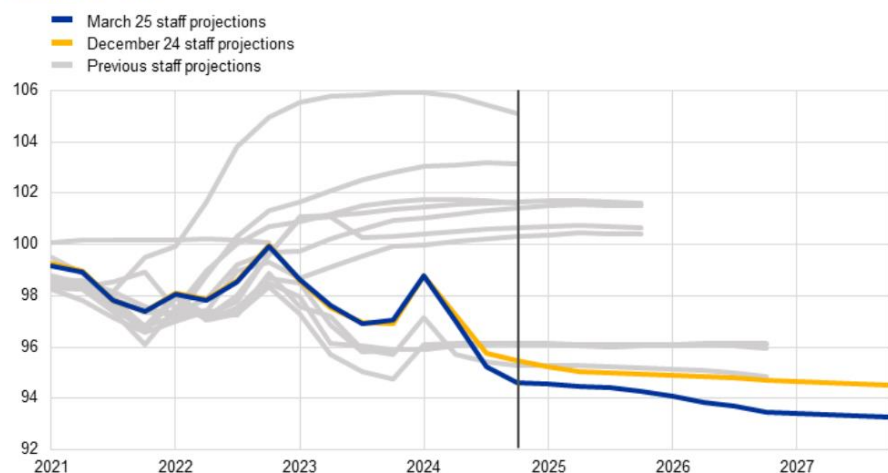


Notes: Data are seasonally and working day-adjusted. An increase in the household saving ratio implies a negative contribution of savings to consumption growth. Historical data may differ from the latest Eurostat publications owing to data releases after the cut-off date for the projections. Statistical discrepancies between the national and sectoral accounts and their different publication schedules result in minor differences between the figures for private consumption growth and the respective contributions from income and the (inverted) change in the household saving ratio. The vertical line indicates the start of the projection horizon.

资料来源：欧央行，德邦研究所

图 68：欧元区出口市场份额持续下行

(index, 2019 = 100)



Notes: The vertical line indicates the start of the current projection horizon. The lines in grey indicate previous staff projections since March 2020. Euro area export market shares are calculated by dividing extra-euro area exports by euro area foreign demand.

资料来源：欧央行，德邦研究所

此外，欧洲经济还面临着两方面的内外部挑战：

1) 随着美国国内孤立主义思潮的回潮和“美国优先”战略的再度兴起，跨大西洋联盟正面临结构性动摇。

在防务合作上，美国已明确表示欧洲必须承担更多防务责任，要求北约欧洲盟国大幅增加军费开支目标（从 GDP 的 2% 提高到 5%），这将迫使欧洲在防务、产业和意识形态等方面承受更多外部压力。促使欧洲引发了“震荡”。欧洲各国不得不开始加大自身防务投入，势必挤占财政资源并增加财政负担。

在经贸合作上，跨大西洋合作机制的减弱对欧元区经济也造成了强烈的冲击。美国转向更加强调本国优先的经济政策，削弱了传统的美欧经贸合作框架。这种保护主义的“逆风”已经威胁到以出口导向为增长引擎的欧盟经济。美欧贸易关系的不确定性上升，使得欧洲企业面临更大的市场准入障碍和竞争压力，从而不得不寻求其他的贸易伙伴以降低对美国的依赖。与此同时，美欧在价值观和政策取向上的分歧也在加大。美国部分政治势力对欧洲倡导的绿色转型、产业政策以及多边主义立场持批评态度，曾公开蔑视欧盟的绿色新政和言论监管举措。这种意识形态上的裂痕削弱了跨大西洋共同价值观基础，令双方在应对全球议题时难以保持步调一致。

2) 欧洲内部政治格局的急剧变化，右翼民粹力量值得关注。传统亲欧盟、亲全球化的政治共识被削弱，取而代之的是各国政策可能出现更加剧烈的摇摆。

近年法国、德国、奥地利等多个欧元区核心国家的右翼民粹政党支持率明显上升。例如，在 2024 年欧洲议会选举中，右翼政党在芬兰、荷兰、意大利均斩获胜利，令建制派阵营受到冲击。民粹主义政党通常持强烈的民族主义和疑欧立场，这对欧盟一体化进程和共同政策构成了多重掣肘。

首先，在财政一体化方面，右翼民粹势力阻碍了更深层次的欧元区融合。这些右翼政党强调国家主权优先，反对欧盟层面的财政规则约束和风险共担机制。民粹政府往往不愿严格遵守欧盟的赤字和债务规则，可能倾向于扩大本国支出以迎合民意，从而削弱欧元区整体财政纪律。

其次，在移民政策上，民粹主义的崛起使欧盟难以形成统一立场。右翼民粹政党普遍持强硬的反移民、反难民立场，抵制欧盟内部难民分摊方案和移民融合政策。这导致成员国在移民问题上分歧加大，政策协调变得异常困难。以法国为例，右翼民粹政党“国民联盟”近年来推动更保守的移民法案，迫使主流政府采取更收紧的移民措施。

最后，在绿色转型与气候政策上，右翼民粹势力的态度迫使欧盟气候目标的实现面临挑战。许多民粹派领导人质疑或否定激进的减排政策，担心其损害传统产业和就业。据欧洲外交关系理事会预测，新一届欧洲议会的右倾化多数可能反对欧盟气候行动计划以及放缓气候目标的推进。这意味着“欧洲绿色协议”等长远转型战略在政治上将遇到更大阻力，不确定性上升。

图 69：在欧元区 20 国中，执政党右倾显著

国家	领导人及政党	倾向
斯洛伐克	彼得·佩列格里尼（社会民主—民声党 Smer-SD）	左翼
斯洛文尼亚	罗伯特·戈洛布（自由运动党 GS）	中间偏左
西班牙	佩德罗·桑切斯（西班牙工人社会党 PSOE）	中间偏左
马耳他	罗伯特·阿贝拉（工党 PL）	中间偏左
法国	埃马纽埃尔·马克龙（共和国前进党 LREM）	中间
爱尔兰	米歇尔·马丁（共和党 FF-TRP）	中间偏右
爱沙尼亚	克里斯滕·米查尔（改革党 ERP）	中间偏右
奥地利	克里斯蒂安·施托克尔（奥地利人民党 ÖVP）	中间偏右
德国	弗里德里希·默茨（联盟党（基民盟 CDU/基社盟 CSU）	中间偏右
克罗地亚	安德烈·普连科维奇（克罗地亚民主共同体 HDZ）	中间偏右
拉脱维亚	艾维卡·希莉娜（新团结党 JV）	中间偏右
立陶宛	吉塔纳斯·瑙塞达（无党派）	中间偏右
卢森堡	吕克·弗里登（基督教社会党 PCS）	中间偏右
葡萄牙	路易斯·蒙特内格罗（社会民主党 PSD）	中间偏右
塞浦路斯	阿妮塔·迪米特里乌（民主大会党 DR）	中间偏右
希腊	基里亚科斯·米佐塔基斯（新民主党 ND）	中间偏右
比利时	巴尔特·德韦弗（新弗拉芒联盟党 NVA）	右翼
芬兰	亚历山大·斯图布（民族联合党 NCP）	右翼
荷兰	迪克·斯霍夫（无党派）	右翼
意大利	焦尔吉娅·梅洛尼（意大利兄弟党 FdI）	右翼

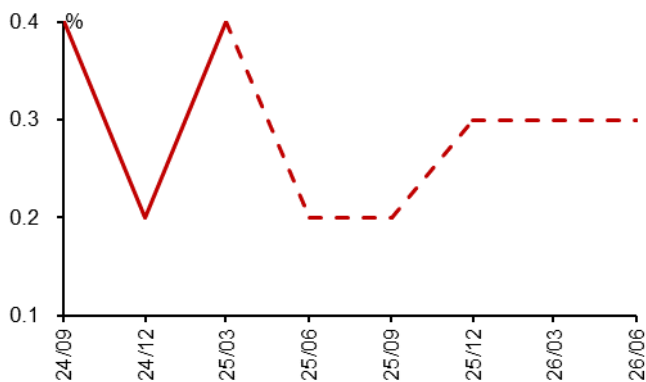
资料来源：央视新闻，环球网，中国商务部等，德邦研究所整理

两大政治挑战共同营造出一种不确定且偏紧的宏观政治环境，对欧元区的投资信心、财政稳定和结构性改革前景产生了实质性的抑制作用。

①德国仍处于衰退区间

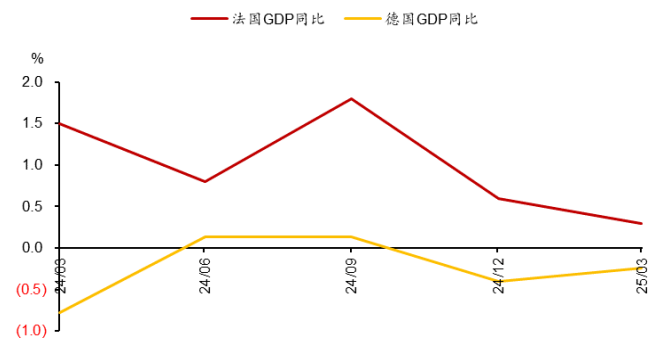
2025 年第一季度，德国 GDP 同比为 -0.24%，仍维持在衰退区间。根据 Bloomberg 的预测均值，2025 年全年德国经济增速为 0.1%。

图 70：欧元区经济复苏受阻



资料来源：Bloomberg，德邦研究所
注：虚线为预测值

图 71：德国 2025 年一季度遭受衰退



资料来源：Wind，德邦研究所

图 72：2025 年年中德国宏观经济预测表（Bloomberg ECFC）

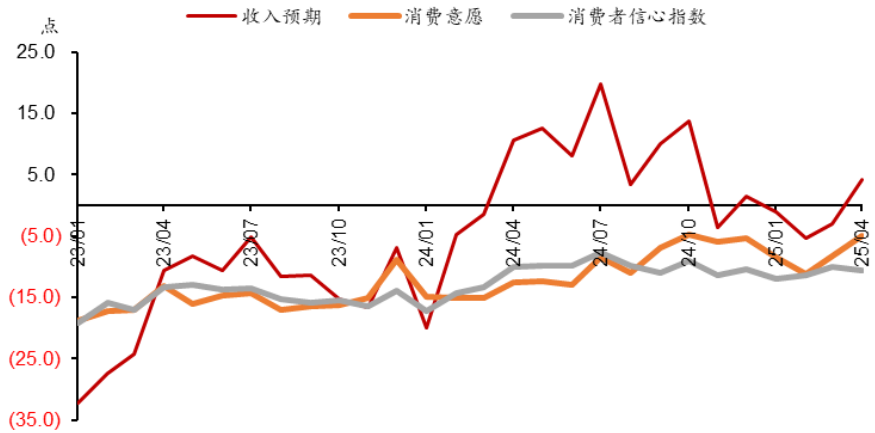
领域	指标	口径及单位	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25Q3-26Q2走势
经济增长	Real GDP	QoQ, %	0.1	-0.2	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.4	
	实际GDP	同比, %	-0.3	-0.2	-0.2	0.1	0	0.4	0.7	1.2	
	家庭消费	同比, %	0	0.4	0.4	0.7	0.6	0.8	1	1.1	
	政府消费	同比, %	4.2	3.7	3.9	2.2	1	1	1.1	1.3	
	固定资产投资总额	同比, %	-3.5	-1.7	-2.1	-0.1	0.7	0.9	1.2	1.5	
	出口	同比, %	-1.1	-2.4	-3.4	-3.3	-1.4	1.2	0.7	0.8	
	进口	同比, %	0.8	3.5	2.6	1.5	1.3	1.2	1.5	1.6	
工业产值	同比, %	-4.3	-3	-1.9	-2.2	-0.5	0.6	0.1	1.2		
通货膨胀	CPI	同比, %	2.1	2.5	2.6	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	
劳务市场	失业率	%	6	6.1	6.2	6.3	6.4	6.4	6.3	6.2	
国际收支	经常账户	占GDP, %	6.4	5.7	4.6	4.6	5	4.4	5	4.8	
利率	央行利率	%	3.65	3.15	2.65	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	
	3个月利率	%	3.28	2.71	2.34	2.02	2	2	2	2.05	
	2年期债券	%	2.06	2.08	2.04	1.85	1.8	1.85	1.9	1.95	
	10年期债券	%	2.12	2.36	2.74	2.55	2.65	2.7	2.73	2.82	
汇率	EURUSD	%	1.11	1.04	1.08	1.11	1.11	1.13	1.14		

资料来源：Bloomberg，德邦研究所

注：阴影加粗的为预测值，其余的为实际值，截止 2025 年 5 月 6 日

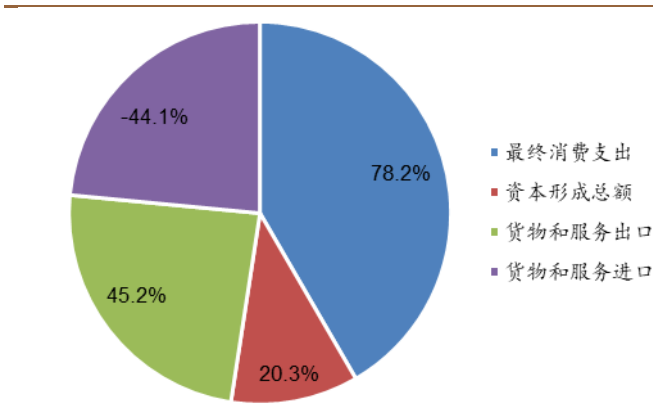
收入预期、消费意愿和储蓄意愿未能好转，催化德国消费持续低迷。从数据方面看，2025 年前四个月德国的消费者信心指数、收入预期和消费意愿的均值分别为-11.03、-1.33 和-8.15，均在零值以下。最终消费支出作为德国经济的主要支柱（2024 年四季度占 GDP 比重为 78.2%），消费意愿的低迷直接限制了经济增长的动能。

图 73：德国家庭的收入预期和消费意愿仍处于较低水平



资料来源：CEIC，德邦研究所

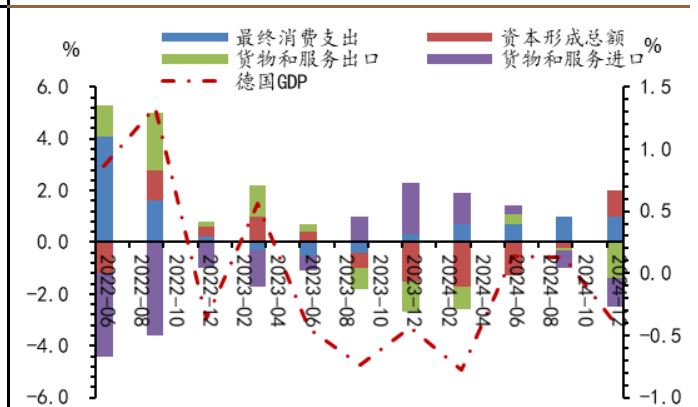
图 74：最终消费支出是德国经济的重要支柱



资料来源：Wind，德邦研究所

注：此为 2024 年 4 季度数据

图 75：净出口拖累德国经济增长

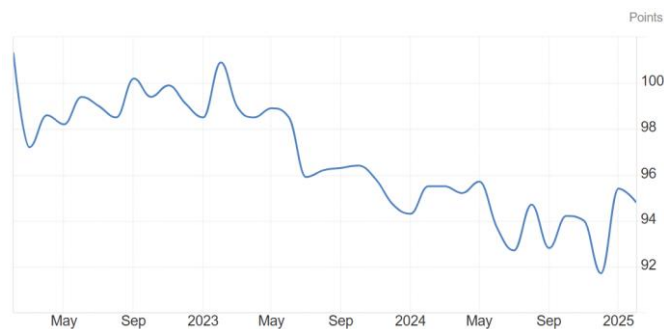


资料来源：Wind，德邦研究所

注：德国 GDP 显示在右轴

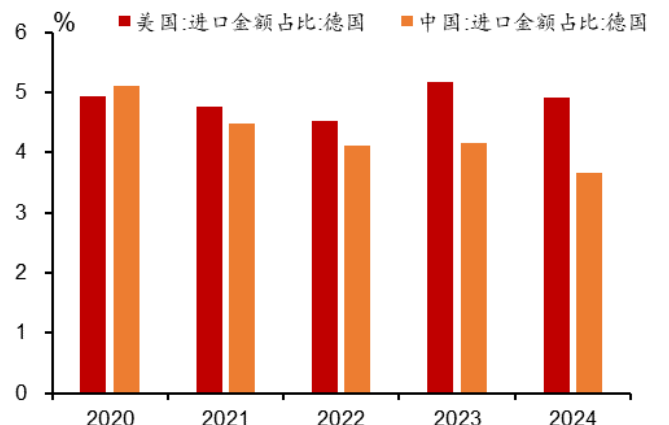
德国国际贸易环境恶化以及自身国际竞争力走弱等因素影响，严重拖累德国经济增长。2024 年四季度，进出口对德国经济增长的贡献为-2.5%。近几年德国的生产率持续下跌，2025 年 2 月仅为 94.8。此外，最近 4 年，德国对中美等重要出口国的贸易份额有所下滑，其中对华出口占比由 2020 年的 5.11% 降至 2024 年的 3.67%，对美国出口占比也由 4.93% 小幅下滑至 4.91%。这种出口竞争力和贸易环境的恶化，可能在 2025 年全年继续制约德国经济恢复的进程。

图 76：近几年德国生产率持续下跌



资料来源：Trading Economics, 德邦研究所

图 77：德国对中国市场的出口份额显著下滑



资料来源：Wind, 德邦研究所

②法国面临着财政预算的挑战

法国作为欧元区的第二大经济体，其财政预算正在遭受严峻的挑战。2024 年，法国的赤字率上升至 GDP 的 6.1%，远超欧盟所规定的“公共赤字率需维持在 3% 以下”。此外，法国 24 年的公共债务估计达到了其国内生产总值(GDP)的 112%，占欧盟公共债务总额的四分之一。2024 年 7 月，欧盟正式对违反欧盟预算规则的法国采取行动。对此，新上任的贝鲁总理的政府选择了“不那么紧缩”的预算，实施的紧缩措施约为 500 多亿欧元，最初包括 320 亿欧元的财政削减以及预计的 210 亿欧元的新增财政收入。

图 78：2025 年年中法国宏观经济预测表 (Bloomberg ECFC)

领域	指标	口径及单位	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25Q3-26Q2 走势
经济增长	Real GDP	QoQ, %	0.4	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	↗
	实际GDP	同比, %	1.3	0.8	0.8	0.5	0.3	0.6	0.7	0.9	↗
	家庭消费	同比, %	1	1	0.8	1.3	0.9	0.9	1	1.1	↗
	政府消费	同比, %	1.8	1.7	1.3	1.1	0.6	0.4	0.6	0.6	↘
	固定投资总额	同比, %	-1.9	-1.3	-0.9	-0.9	-0.1	0.2	0.8	1.1	↗
	出口	同比, %	1.6	1.1	0.4	0.1	1.3	1.4	1.7	1.8	↗
	进口	同比, %	-1.9	0.6	1.3	0.9	1.6	1.4	1.5	1.6	↗
工业产值	同比, %		-0.8	-0.7	-0.2	-0.3	0.8	0.9	1	↗	
通货膨胀	CPI	同比, %	2.1	1.7	1.2	0.8	0.9	1.2	1.5	1.6	↗
劳务市场	失业率	%	7.4	7.3	7.3	7.5	7.6	7.7	7.7	7.6	↗
利率	央行利率	%	3.65	3.15	2.65	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	↘
	3个月利率	%	3.28	2.71	2.34	2.02	2	2	2	2.05	↘
	2年期债券	%	2.3	2.26	2.19						↘
	10年期债券	%	2.92	3.19	3.45	3.38	3.47	3.51	3.56	3.63	↗
汇率	EURUSD	%	1.11	1.04	1.08	1.11	1.11	1.13	1.14		↗

资料来源：Bloomberg, 德邦研究所

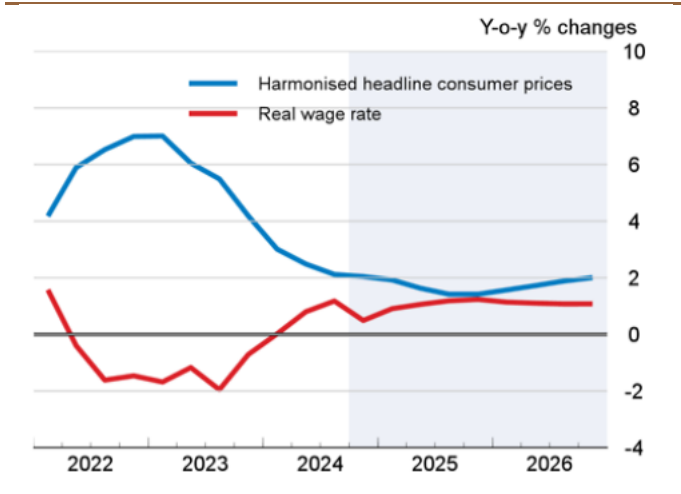
注：阴影加粗的为预测值，其余的为实际值，截止 2025 年 5 月 6 日

从“黄金法则”到当前预算，法国对不断上升的赤字的回应一直是增税，而不是对公共支出方面实施结构性改革。法国公共支出高级委员会在 1 月底表示，2025 年，公共支出将升至 GDP 的 56.7%，这意味着实际增长 0.8%，即额外增加

415 亿欧元。这表明，紧缩措施并非从根本上进行结构性削减，而只是减缓了支出增长的速度。在收入端，一方面，**预算案通过了一项增值税措施，该措施将缴纳增值税的门槛从营业额 37,500 欧元降低到 25,000 欧元。**这不仅会造成管理会计成本的负担，还会迫使消费者价格上涨或企业利润减少，从而打击法国微型企业的发展。另一方面是，**营业额超过 30 亿欧元的公司将面临企业所得税从目前的 25%上调至 35%。**在外部贸易环境恶化、内部企业盈利压力加大的背景下，这项增税措施可能导致大型企业削减在法国的投资和就业，进一步损害法国经济活力。

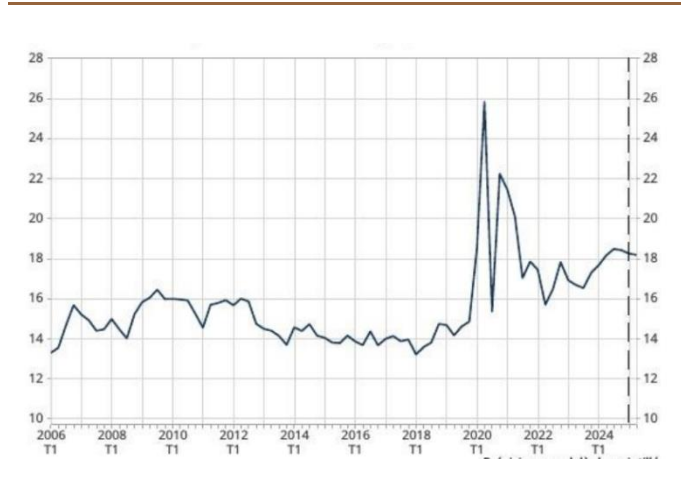
2025 年一季度，法国经济增长同比初步统计结果为 0.8%，根据 Bloomberg 统计，2025 年全年法国经济增长的预期均值为 0.5%。私人消费是法国 25 年经济增长的主要动力。通胀缓和，实际工资的上涨，叠加储蓄率回落支撑法国私人消费。但是，受法国紧缩政策的影响，以及截止 2025 年 5 月 5 日，巴黎 CAC40 指数在过去一年中下滑了 3.4%，消费者信心并不乐观，2025 年以来法国消费者信心指数持续下探，4 月为-16.50。法国 25 年仍需警惕衰退风险。

图 79：通胀缓和，实际工资上涨推动法国消费



资料来源：OECD，德邦研究所

图 80：2025 年法国家庭的储蓄率预计小幅下降

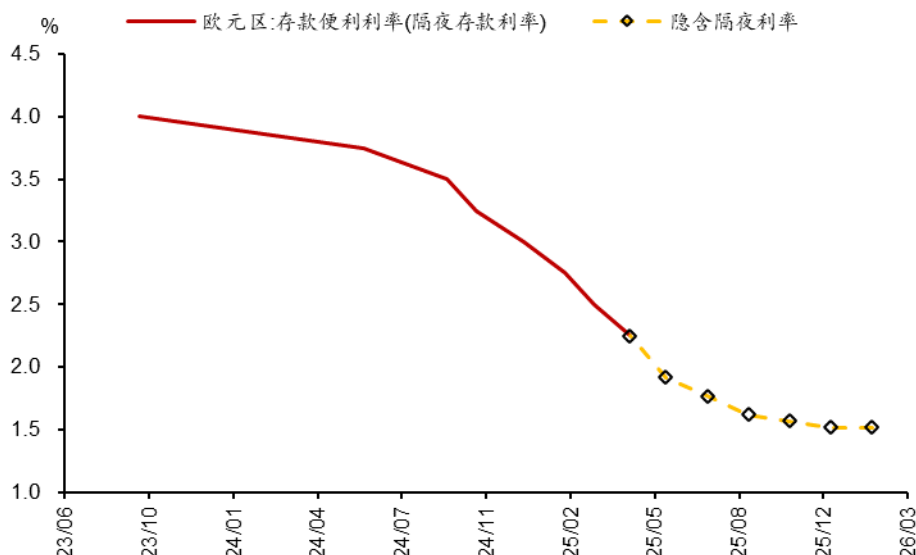


资料来源：Insee，德邦研究所

4.2.2. 欧元区货币政策重心转向，财政政策小幅扩张

随着通胀“解除警报”，欧央行货币政策的重心将转向支撑经济。展望下半年，ECB 可能进一步小幅降息，市场预计 2025 年欧央行将会有三次 25bp 基点的降息。货币政策声明强调将“依赖数据、逐次会议”决定利率路径，不预先承诺具体走向。ECB 明确表示其目标是确保通胀在中期稳定在 2%，在当前高度不确定情况下将保持警惕和灵活。总体而言，下半年货币政策基调由此前的“紧缩对抗通胀”转为“适度宽松托底增长”，但央行也强调将在必要时确保物价稳定不受威胁。

图 81：预计欧央行在 2025 年将会有三次降息



资料来源：Bloomberg, Wind, 德邦研究所

注：截止 2025 年 5 月 6 日

欧元区的财政政策在 2024 年经历了较大幅度的收紧后，我们预计 2025 年，欧元区财政政策或将小幅放松。2024 年欧元区财政政策收紧的主要因非自愿因素（一些国家税基增长快于名义 GDP，导致税收收入大幅增加，但这主要是组合效应和一次性因素，被视为暂时性），以及疫情后能源及通胀补贴的大规模撤回所致。2025 年，欧元区政府虽然计划通过增税和提高社保缴费来实施一定的裁量性紧缩，但是这一影响将被公共投资上升、财政转移支付增多以及部分非裁量性放松因素所抵消。据 Bloomberg 统计，2025 年欧元区财政赤字较 24 年的-3.1%预计将扩张至-3.3%。

“重新武装欧洲”计划促使“宽财政”。面对俄乌战争的冲击以及欧洲对美国安全承诺的不确定性，欧盟委员会在 2025 年提出了“重新武装欧洲”一揽子防务计划。该计划的核心是在未来几年动员约 8,000 亿欧元资金用于欧洲防务，以支持成员国大幅增加军费开支。其中，一项重要举措是建立 1,500 亿欧元规模的安全防务贷款工具（Security Action for Europe, SAFE），通过欧盟统一借款向成员国提供贷款，用于防空导弹、无人机、网络安全等关键军备领域投资。欧委会主席冯德莱恩表示，这笔 1,500 亿欧元基金将用于优先项目，并将作为该防务提案包的一部分，预计整个方案可为欧洲防务撬动多达 8,000 亿欧元资金。与此同时，欧盟还提出放宽财政规则以释放国防支出空间：具体做法是启用稳定与增长公约的“国家逃逸条款”，允许成员国的额外国防支出不计入 3%赤字限制。在该方案下，成员国平均每年将国防预算提高相当于 GDP 的 1.5%，这将在四年内额外腾出接近 6,500 亿欧元的财政空间用于军费。冯德莱恩还强调，欧洲正处于“重新武装的时代”，已准备好“大规模提升防务支出”。“重新武装欧洲”计划被视为推动建立一个真正的欧洲防务联盟的财政支柱，其宗旨是在不牺牲长期财政可持续性的前提下，为当前紧迫的安全需求（如支援乌克兰、防务工业扩产）提供资金来源。

4.2.3. 欧元区资产走势：汇率或适当走弱，股市有望上扬

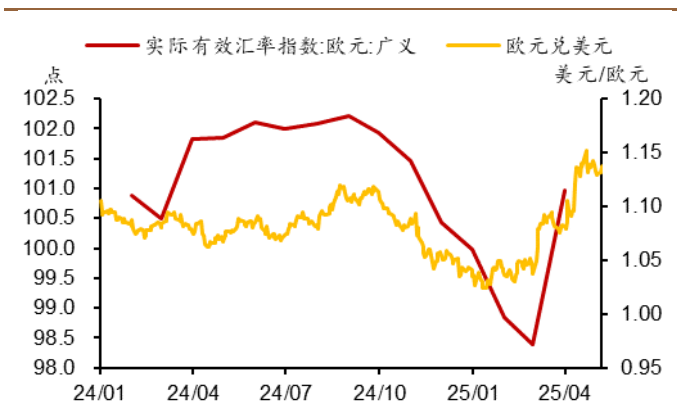
欧元：2025 年以来欧元汇率走势受到全球资金流和利率预期交织影响，呈现震荡上行态势，二季度由于美国金融市场动荡和资本外流担忧，美元大幅走软，

带动欧元对美元一度急升，触及近年来高位，欧元兑美元汇率自 2025 年 1 月 10 日 1.0242 至今修复至 1.10 以上，4 月 21 日一度达到 1.1513。强势欧元可能成为下半年的关注重点，一方面汇率升值放大了关税冲击的效果，对经济的利空提升，另一方面强欧元压低进口商品价格，低通胀也是潜在风险，结合海湖庄园协议等战略与美欧关税谈判的进展来看，我们认为 2025 年下半年欧元兑美元可能处于 1.1 附近高位震荡，若关税谈判落地，美元可能适当回暖，欧元可能适当走弱。

欧元区股市：欧元区主要股指上半年经历大幅波动后，考虑贸易形势和利率环境下半年可能温和上涨。德国 DAX 和法国 CAC40 指数走势分化不大，均受全球风险情绪主导：德国 DAX 因汽车制造等出口股比重大，在关税冲击下跌幅略大，而防御性板块支撑的法股 CAC40 相对抗跌。进入下半年，如果美国与欧盟的贸易摩擦出现缓解迹象（例如推迟或取消部分关税），有望提振投资者信心，释放被压抑的估值修复行情。再加上欧洲央行可能继续降息所带来的利好，欧元区股指可能录得温和上涨。

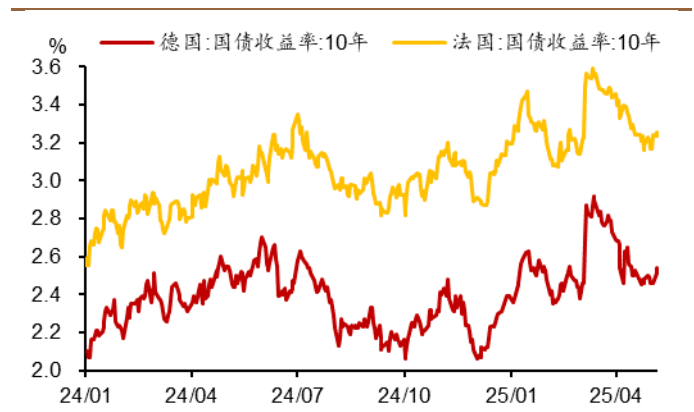
欧元区债市：降息预期支撑短端利率下行，长端利率取决于财政扩张与经济冲击。上半年，德国与法国等核心国家国债收益率在年中出现过山车式变化。3 月德国公布扩大财政支出计划后，市场预期德国发债增加，德债收益率随之上行，并带动法、意等国同期国债利率一起上涨约 20 个基点。然而，4 月初贸易战升级引发避险情绪，投资者涌入德法债券“避风港”，加之欧洲央行意外开启降息通道，收益率又出现下降。展望下半年，随着通胀压力缓解和 ECB 或将继续降息，欧元区短端利率中枢有望下移，短期国债收益率存在温和下行空间，而长端利率可能受两方面因素影响，若财政扩张落地（类关税等税收下降、再武装化等支出增加）可能导致长端利率上行，而经济前景走弱或导致债券配置比例提升，推动长端利率下行。

图 82：欧元汇率震荡上行



资料来源：Wind，德邦研究所

图 83：德法两国长期国债基本同步变动



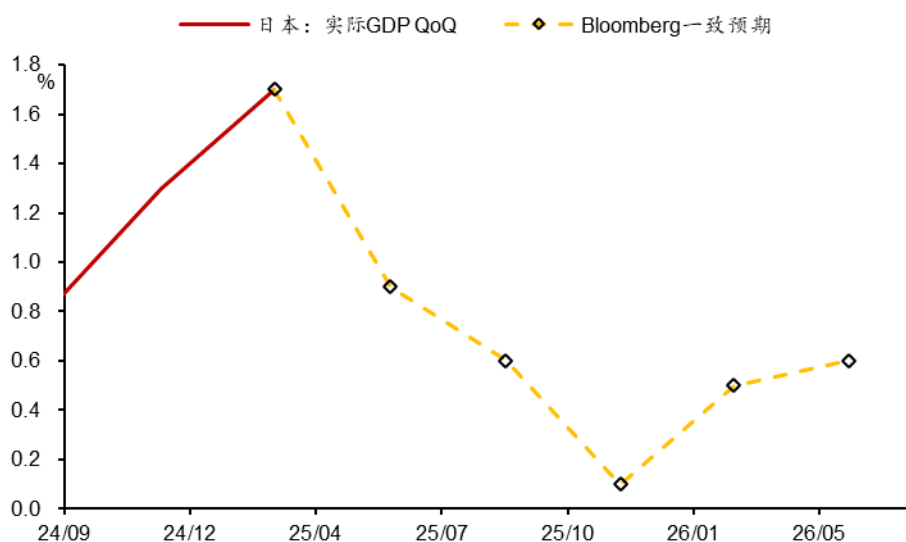
资料来源：Wind，德邦研究所

4.3. 日本：韧性复苏，潜忧仍存

4.3.1. 相对强劲的内需将提振日本经济复苏

日本经过 2024 年几乎零增长的徘徊（2024 年 GDP 仅+0.2%），根据 Bloomberg 统计，预计 2025 年日本经济温和复苏，将上涨 0.8%。内需将是推动下半年经济的主要引擎，而外需疲软将继续拖累整体增长。

图 84：日本经济温和复苏



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 85：2025 年年中日本宏观经济预测表（Bloomberg ECFC）

领域	指标	口径及单位	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25Q3-26Q2走势
经济增长	Real GDP	QoQ, %	0.8	1.3	1.7	0.9	0.6	0.1	0.5	0.6	
	实际GDP	同比, %	1	2.4	-0.7	0.3	0.4	0.7	0.8	0.8	
	家庭消费	同比, %	2.9	0.3	0.2	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8	
	政府消费	同比, %	0.4	1.3	-0.1	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	
	固定投资总额	同比, %	0.4	3.4	5.8	0.1	0.4	0.2	0.9	1.2	
	出口	同比, %	4.9	6.9	-2.3	-1.7	-1.7	0.6	1.3	1.4	
	进口	同比, %	9.2	-5.5	12.1	-1.7	0	0.8	1.1	1.2	
通货膨胀	工业产值	同比, %		-1.6	3.1	0.1	-0.4	-0.7	0	0.3	
	CPI	同比, %	2.8	2.9	3.8	3.3	2.6	2.1	1.6	1.6	
	核心CPI	同比, %	2.4	3	3.2	3.1	2.3	2	1.7	1.6	
劳务市场	失业率	, %	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	
国际收支	经常账户	占GDP, %	4.7	4.8	4.9	4.7	4.9	4.6	4.7	4.7	
利率	央行利率	%	0.25	0.25	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	
	3个月利率	%	0.44	0.62	0.82	0.77	0.81	0.85	0.9	0.94	
	2年期债券	%	0.39	0.61	0.84	0.74	0.79	0.87	0.95	1.02	
	10年期债券	%	0.86	1.1	1.49	1.38	1.43	1.49	1.55	1.58	
汇率	USDJPY	%	143.63	157.2	149.96	144	142	140	139		

资料来源：Bloomberg，德邦研究所

注：阴影加粗的为预测值，其余的为实际值，截止 2025 年 5 月 7 日

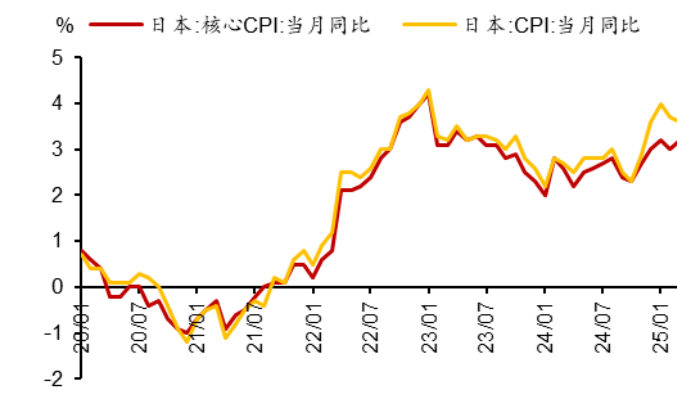
内需：企业利润和工资的增长支撑国内需求。

日本国内消费有望延续回升态势。劳动力市场方面，日本失业率长期处于较低水平，2024 年的失业率为 2.5%，女性以及 65 岁以上老年人的劳动参与率则来到了历史较高水平，其中 2024 年 65 岁年龄以上的老年人的劳动参与率来到了 26.1%。劳动力市场紧俏以及 2024 财年年度工资谈判和夏季奖金的结果，名义工资有所增长，并将因四十年来最高的最低工资涨幅 5.1% 而进一步提振。尽管前期

通胀部分抵消了实际收入，但未来随着能源和原材料价格见顶回落，预计通胀率将逐季下降，预计 25 年下半年，日本通胀率将跌回 2% 附近，并在 26 年继续下探。通胀降温或将导致日本实际薪资下跌有所缓解，家庭支出意愿提升。

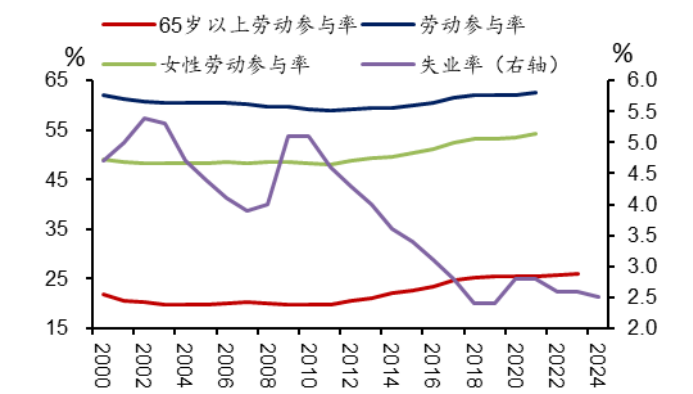
在高企业利润和宽松金融条件的支持下，私人投资预计也将表现强劲。自 2020 年以来，日本企业利润持续上涨，叠加日本长期处于低利率环境，有助于支撑一定水平的资本开支。据彭博统计，市场预计 2025 年，日本私人投资同比增长 2.4%，较 24 年的 1.3% 进一步上涨。

图 86：日本通胀上扬



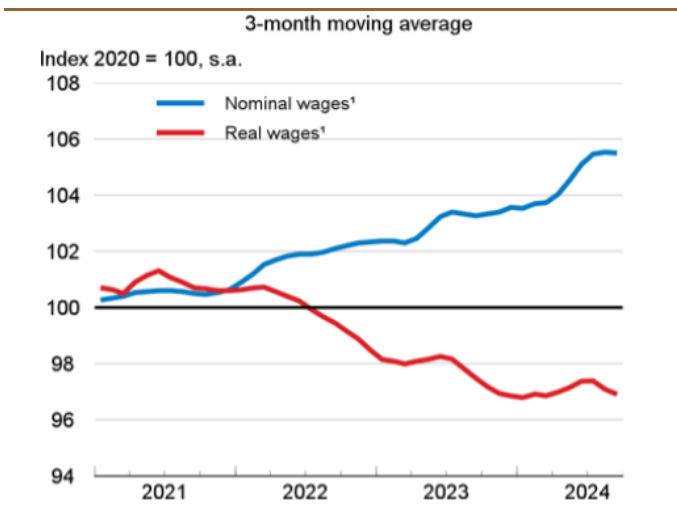
资料来源：Wind，德邦研究所

图 87：日本劳动力市场紧俏



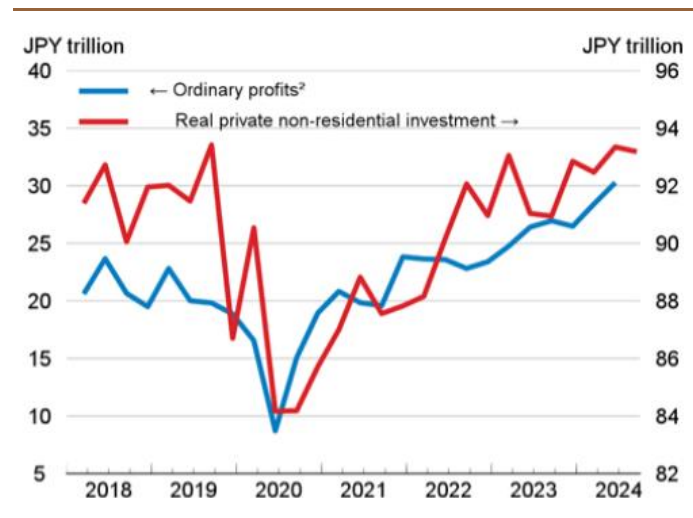
资料来源：Wind，德邦研究所

图 88：日本名义工资大幅上涨



资料来源：OECD，德邦研究所

图 89：日本企业利润持续增长



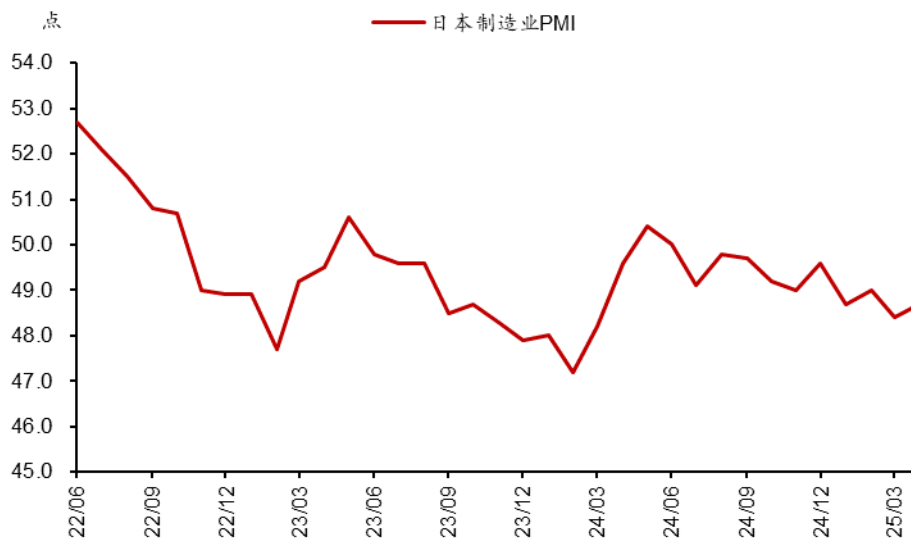
资料来源：OECD，德邦研究所

外贸：下半年日本出口形势严峻。特朗普政府上台后对主要贸易伙伴采取强硬措施，日本作为出口导向型经济受到冲击。2025 年 4 月，美国宣布对日本出口商品加征 24% 的关税（暂缓至 7 月生效）以及维持针对汽车的 25% 进口税。虽然部分关税后续可能通过谈判调整，但不确定性已经使日本制造业蒙受打击。其中对日本汽车行业的冲击尤为明显，美国是日本汽车的重要市场，25% 的汽车关税将明显削弱日本车企的对美出口竞争力，相关生产和出口在下半年可能萎缩。受对美国关税政策担忧的影响，2025 年 3 月和 4 月的日本制造业 PMI 指数分别为 48.4 和 48.7。

此外，受“渔翁效应”的影响，若美国对其他国家之间贸易对抗持续上升，或部分缓解特朗普的关税政策对日本的影响。以汽车关税为例，如果美国对日本

车和德国车都加征相同的关税，并不影响两者在美国的竞争力（相对价格）。但如果美国对德国增收额外的附加税率，那么日本产品取代了美国市场对德国产品的部分需求，从而增加了日本对美国产品的出口

图 90：受对美国关税政策担忧所带来的负面影响，日本出口形势严峻

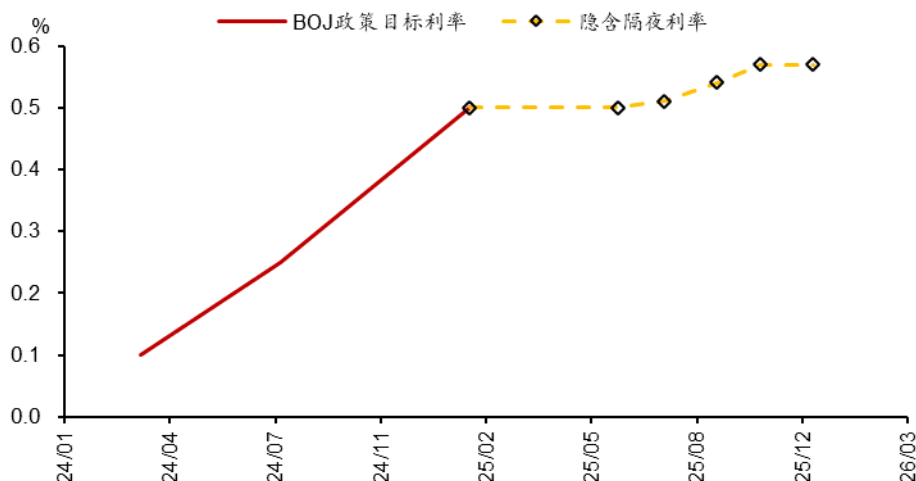


资料来源：CEIC，德邦研究所

4.3.2. 日央行加息进程受阻，财政政策温和扩张

货币政策：2025 年下半年，日本央行（BoJ）的货币政策进入微调观望期。经过多年超宽松政策后，日银于近期开始逐步退出刺激：2024 年 3 月，央行结束了持续十年的大规模量化宽松，摆脱负利率状态，并在 2025 年 1 月将政策利率上调至 0.5%。这一举措标志着收益率曲线控制（YCC）政策事实上转向宽松——10 年期国债收益率目标区间被放宽甚至隐性取消，允许利率随行就市上升。原本市场预期日银今年会继续缓慢加息，以巩固通胀达标。但特朗普关税风波改变了政策前景，对外需求骤冷令日本经济复苏蒙阴，日银对于进一步收紧变得更加谨慎。目前看来，2025 年下半年日本央行大概率维持基准利率在 0.5% 不变，观察通胀与经济走势再做定夺。

图 91：日央行或暂停加息



资料来源：Wind，Bloomberg，德邦研究所
注：截止 2025 年 5 月 7 日

财政政策：日本政府的财政政策在 2025 年保持温和扩张，但受债务制约预计不会大规模刺激。鉴于经济复苏脆弱，政府选择在某些关键领域增加支出。

1) 国防和安全：2025 财年日本国防预算增至 8.7 万亿日元。日本计划到 2027 年前将防务开支提高到 GDP 的 2% 左右。

2) 育儿和结构改革支出：政府推出了鼓励生育和减轻家庭负担的一揽子“儿童未来战略”，包括扩充育儿补贴、减免教育费用等。

3) 产业政策支持：为提升竞争力，日本持续投入数字化转型、绿色转型等产业扶持（如补贴半导体投资）。

受此影响，市场预计 2025 年日本财政预算扩张至-3.5%，2024 年为-2.2%。

政府债务方面，由于名义 GDP 增长仍快于国债利率上升速度，短期内债务负担稍有缓和；但日本政府债务存量已高达 GDP 的 250% 左右，政务债务长期处于较高水平，这限制了财政的灵活度。

鉴于债务问题严峻，政府在扩张财政时采取了一些平衡措施。例如，提高税收征管效率、动用储备基金等来部分抵消新增支出。一些不具成本效益的补贴（如普惠的能源补贴）正逐步退出，以腾出财政空间。政府也声明将力争在经济条件允许时重回财政整顿轨道，确保债务可持续性。不过在 2025 年下半年这个时间框架内，我们认为，日本财政仍将发挥对经济的支持作用，不会过早收紧。若外部冲击加剧，不排除政府出台额外的临时经济对策（例如现金补贴或减税）来刺激内需；相反，如果经济表现好于预期，政府可能将超出部分税收用于减债。当前来看，防务与少子化对策是明确增加的支出方向，其对 GDP 的拉动虽不显著但提供了一定底气。我们认为，日本财政政策在下半年总体上是“战略性小幅扩张”——在确保不引发市场对债务信心动摇的前提下，尽量为经济保驾护航。

图 92：日本债务问题居高不下



资料来源：Wind，德邦研究所

4.3.3. 日本资产走势：预计汇率震荡偏强、利率股市向上

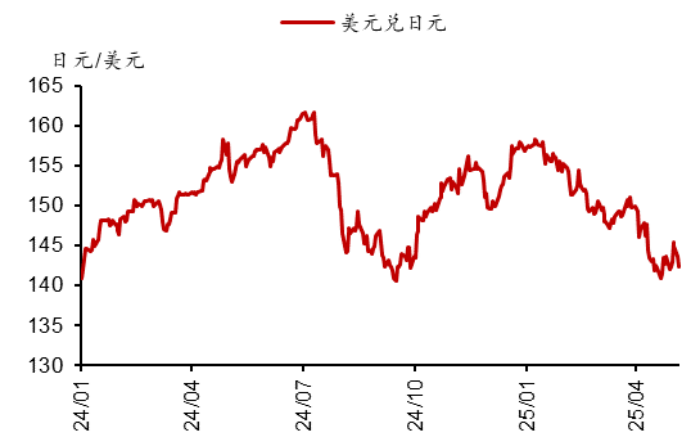
日元：2025 年下半年日元汇率预计维持强势震荡格局。上半年全球避险情绪骤起时，资金涌入传统避险货币日元，推高了日元汇率。4 月初特朗普宣布史无前

例的关税壁垒后，投资者蜂拥买入日元等避险资产，日元迅速升值，对美元汇率一度刷新阶段高点。

日本股市：2025 年以来日本股市剧烈震荡，下半年走向取决于国际贸易局势和国内政策走向。进入下半年，短期来看，若美日贸易谈判取得进展（例如 7 月前后暂停新的关税生效），负面扰动及不确定性下降，日本股市有望持续从低位反弹，收复上半年失地。若贸易冲突阴影迟迟不散，企业盈利预期继续被下调，那么短期风险偏好及盈利预期可能导致日股相对乏力，在相对低位盘整。中长期看，通胀回升及较低的融资成本背景下，ROE 与股息率较高的特点决定了日本权益资产依旧是重要的全球资产配置方向。

日本债市：2025 年下半年，日本国债（JGB）收益率走势取决于央行行动和避险情绪消长。随着日本央行年初上调政策利率并放宽对长期利率的控制，10 年期 JGB 收益率一度攀升至约 1.5% 以上，创 2008 年以来新高。然而，4 月初美国实施高关税引发全球资金涌入债市避险，日本国债也出现大涨，收益率急跌。2025 年下半年，若外部环境趋于平稳，JGB 收益率可能缓步回升但幅度有限，后续若日央行继续货币政策正常化进行加息，则利率中枢可能进一步上行；若关税博弈依旧继续，日债仍将是重要的全球避险资产，利率中枢可能适当下行。

图 93：日元汇率来到了阶段性高点



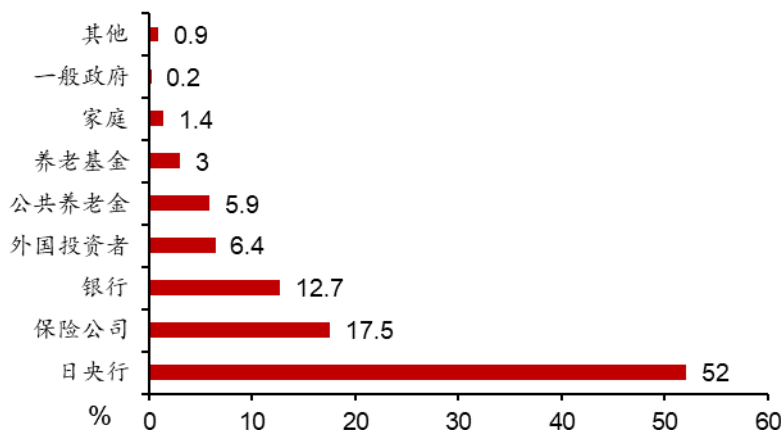
资料来源：Wind，德邦研究所

图 94：3 月日本国债收益率创 2008 年以来新高



资料来源：Wind，德邦研究所

图 95：日本国债的投资者结构



资料来源：Statista，德邦研究所

注：数据截止 2024 年 12 月

5. 中国经济展望：5%目标无忧，关注价格指标

5.1. GDP：支出法新常态，生产法二产强

经济增长层面，市场较为熟悉支出法，而生产法可以更好的跟踪增长。

支出法层面，2022年以来，经济增长结构呈现出“新常态”，出口与制造业表现亮眼，基建平稳，消费不足、地产调整。这种新常态是以“制造立国”应对“去地产化”带来的结果，短期通过制造立国战略，可以依赖供给优势一方面促进产能的优胜劣汰鼓励创新，另一方面可以借助价格红利守住市场份额，但“制造立国”难以对冲“去地产化”对信用扩张、财富效应、财税收入、抵质押资产等带来的负面影响，负财富效应和疤痕效应导致消费中枢偏弱，“去地产化”导致地产增速较低。2024年926政治局会议确定一揽子增量政策工具，2025年507新闻发布会再度“双降”，伴随着外部风险加大，预计国内扩内需政策也将加码，后续关注宏观政策逐步落地对经济的维稳作用。这种经济的“结构新常态”，我们预计在2025年二季度可能会适当的延续，出口受到外部利空可能边际回升，预防性扩内需政策带动广义财政扩张可能利好基建、提振消费，制造业投资继续保持较高水平，地产下行逐步收敛。

表 5：2025 年分季度 GDP 及总需求变量增速预测（除实际 GDP 外均为当季名义同比，单位：%）

时间段	最终消费支出	资本形成总额	货物与服务净出口	名义 GDP	实际 GDP
2025Q2E	5.0	3.8	4.8	4.5	5.3
2025Q3E	5.1	5.1	4.8	5.1	5.1
2025Q4E	5.1	4.6	5.0	4.9	5.0
2025 年全年 E	5.3	4.3	4.9	4.8	5.2

资料来源：Wind，德邦研究所测算

生产法层面，二产较强，一产较稳，三产动能逐步恢复：

第一产业或维持平稳。第一产业是国民经济的基础，为国民生产生活提供保障，也为其他下游产业提供原材料。长期来看，我国第一产业增长较为平稳，其对整体经济增长的贡献率也基本在稳定区间随着季节性波动，仅2020-2022年在疫情扰动下出现明显波动；第一产业的增长主要受到生产规模和生产技术的影响，生产规模则是由国土面积、气候条件等因素决定，短期内难以发生明显变化，因此决定中短期内第一产业增长的核心因素是生产技术的变革，随着我国农业现代化的逐步推进，近年来第一产业固投增速也逐渐放缓。在百年未有之大变局、国际地缘政治危机深化等背景下，粮食安全、供应链稳定或将是第一产业未来关注的重点。从增长的角度看，在颠覆性的技术变革发生之前，第一产业的增长或维持平稳。

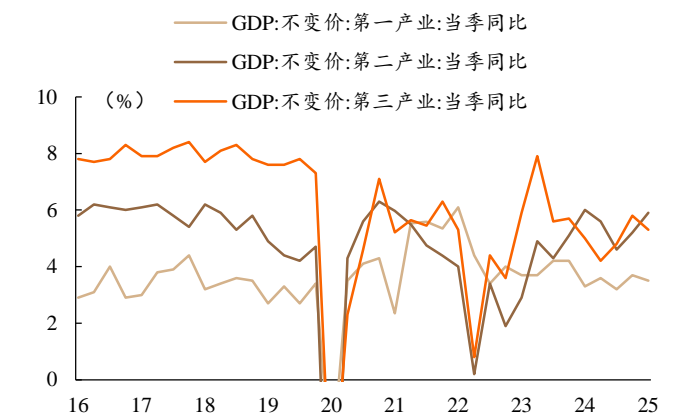
第二产业或维持较强。2022年以来中国经济一个重要的特征是供给强于需求，并由此带来工业增加值和制造业投资的持续较高增长，这一特征的背后是中国经济正走入“制造立国”新阶段，在经济结构转型和产业升级的浪潮下，政策积极配合推进，以数智化、绿色化技改等为代表，对供给端提出了升级改造的要求，保持

了供给端持续较高速增长的动力，同时产业浪潮和政策推动也带来了新需求的扩张，供需或正逐步走向新平衡。中国作为“世界工厂”，拥有规模庞大的工业尤其是制造业产能水平，在结构转型产业升级的趋势下供给端的潜在投入空间巨大。政策层面不断推进的“保持制造业合理比重”和相应的投入机制也助推了供给端较强，虽然随着服务业的快速发展，制造业占 GDP 的比重从 2010 年前后的 30% 以上逐步下降至 2024 年不足 25%，但制造业占工业的比重却从不到 80% 升至接近 83%，可见近年来制造业产出增速并不慢，中国制造的能力在继续提升。在供需逻辑变化下，通过供给端稳增长主要表现为第二产业增长较强，尤其是制造业逐渐成为稳增长有效抓手。我们认为，制造业投资高增对应的供给端高投入高增长态势能够在中期内持续，由此带来生产法的角度第二产业增长持续较强。

第三产业动能逐渐恢复。长期来看，2010 至 2019 年，第三产业维持了较高增速水平，也使得第三产业对 GDP 增速的贡献率逐步上升；疫情期间对线下消费场景的限制导致第三产业增速、贡献都出现了大幅的波动，疫后短期内虽然出现了一定的疤痕效应，但服务业增长动能在逐渐恢复。当前政策导向上注重消费，稳住楼市股市也有助于扭转过去几年压制居民消费倾向的“负财富效应”，展望下半年，居民消费倾向有望保持积极回升，第三产业增速有望维持较高。

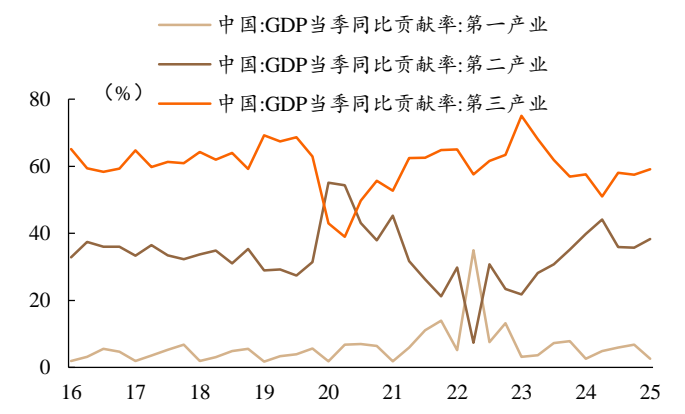
综合生产法与支出法，我们预计 2025 年 Q2 至 Q4 不变价 GDP 同比有望达到 5.3%、5.1%、5.0% 左右，全年实际 GDP 同比增长 5.2%，继续维持在较高水平，实现全年目标。

图 96：三大产业增长



资料来源：Wind，德邦研究所

图 97：三大产业贡献



资料来源：Wind，德邦研究所

5.2. 消费：三大效应压制缓解，新消费成结构亮点

消费是 2025 年扩大内需最被关注的变量，主要关注点在于消费数据的方向、幅度和节奏三个方面，1) 整体消费能否进入修复阶段，背后的主导力量是什么？2) 考虑短期提振消费政策和长期居民收入的逐步改善，数据修复的节奏和幅度如何？我们将在下文进行分析。

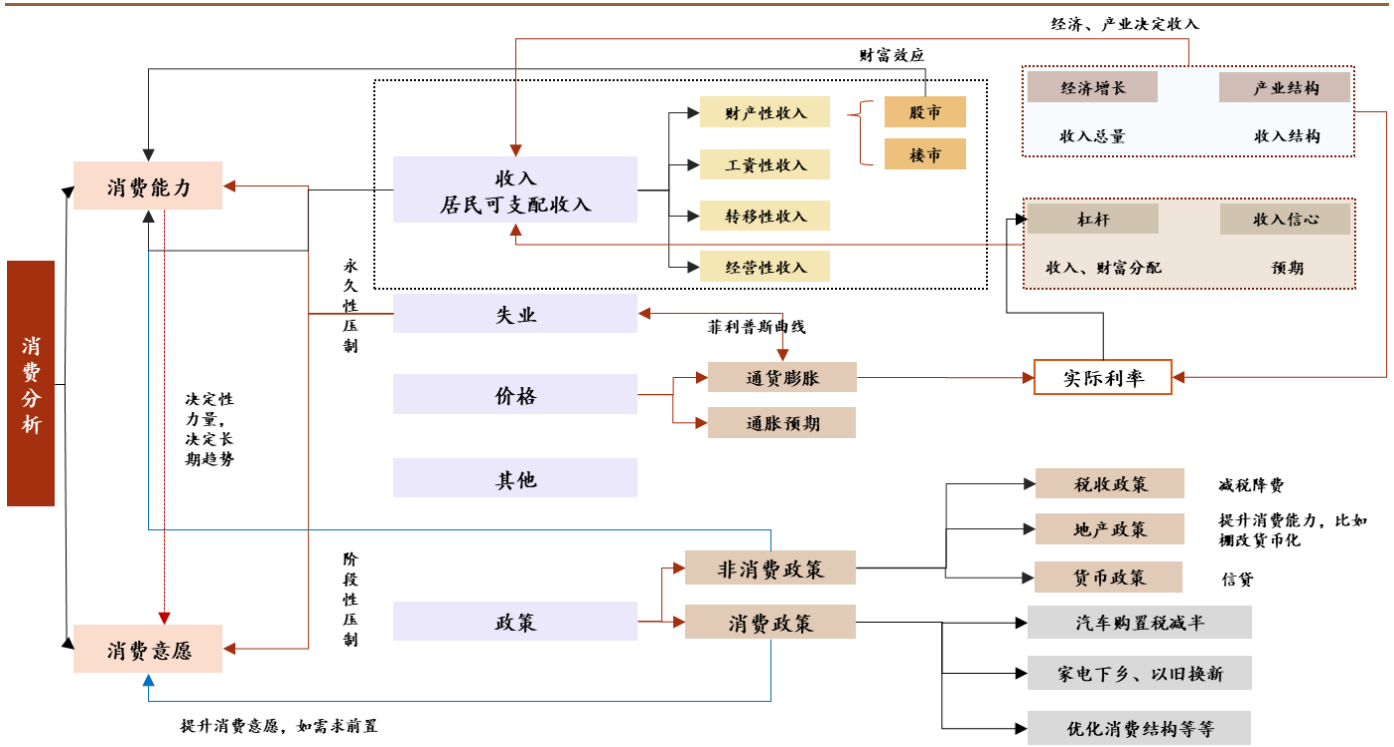
我们曾经在去年 11 月的报告《见龙在田》中提出“去地产化”背景下，负财富效应、替代效应和疤痕效应是彼时压制消费的三大效应。其一，负财富效应是在“去地产化”背景下，房价下跌带来存量房产的价值重估，财富缩水导致部分家庭消费被迫随之减少；其二，替代效应不强，由于住房资产贬值，居民在地产和非地产消费间出现了消费转移，加之债务刚性，地产与非地产消费同时出现下降；其三，疤痕效应是由于居民消费心理客观上受到疫情影响，其消费行为仍然受到

一定程度上的抑制。

现在过去半年的时间，我们观测到了一些积极的变化，疤痕效应有所改善，替代效应和负财富效应对消费的压制依旧存在。在替代效应中，住房资产跌幅收窄并未加速居民地产消费预期改善，地产和非地产消费间也未出现明显转移，具体表现在，3月份居民杠杆率回升，个人住房贷款余额同比跌幅收窄，中长期贷款中消费比例下行幅度减慢，消费贷也有支撑背景下，一季度仍有部分省份社零增速为负；在疤痕效应中，消费缺口季度环比变动达到-5.6%；在负财富效应中，预计住房财富负增长短期仍存在削弱家庭持久收入，家庭消费随之减少，房屋销售价格指数跌幅收窄，居民资产中房产占比还在下行。

整体来看，我们认为三大效应缓解下，消费受到的压制边际有所减弱，见龙在田，最差的阶段已经过去，这些变量的改善是相对较慢的，这决定了社零中枢修复是缓慢的，中性情境下，我们预计2025年全年社零同比+3.9%，二、三、四季度分别为4.8%、3.9%、3.8%，全年呈现前高后低的走势。

图 98：消费框架



资料来源：Wind，德邦研究所绘制

由于消费中枢修复的相对缓慢，市场较为关注提振消费政策对数据的正向影响，2025年以来已经出台了一系列提振消费政策。3月5日，两会政府工作报告提出，今年我国发行超长期特别国债1.3万亿元，8000亿元用于更大力度支持“两重”项目，5000亿元用于加力扩围实施“两新”政策，其中，3000亿元用于支持消费品以旧换新，2000亿元用于支持设备更新。3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，加大生育养育保障力度。研究建立育儿补贴制度。

目前来看，以旧换新政策效果已经有所显现，育儿补贴等仍待见效。据中国政府网披露，截至5月11日，2025年汽车以旧换新补贴申请量达322.5万份，

其中汽车报废更新 103.5 万份，置换更新 219 万份。汽车以旧换新政策有效促进消费增长、绿色转型和资源循环。具体来看，汽车消费持续回升。1 至 4 月，国内乘用车零售量 691.8 万辆，同比增长 9%。据商务大数据监测，4 月份重点监测零售企业汽车类销售额同比增长 1.9%。但是还有部分政策效果待显现，例如育儿补贴政策是通过经济激励和配套服务缓解“不敢生”问题，但需平衡财政可持续性、公平性与长期效果，因此政策效果显现存在一定的时滞。

结合消费政策的延续性和战略纲要目标实现的诉求来看扩内需方向，我们认为 2025 年二季度后新型消费和绿色低碳消费方面可能会有一系列增量政策出台，消费政策或继续加码。在存量政策方面，以旧换新政策效果表现较好，我们预计 2025 年设备更新和以旧换新等促消费政策具有一定的延续性，或与政府消费一起继续对最终消费支出形成支撑。在增量政策方面，传统消费和服务消费已有较多政策出台，预计 2025 年二季度后续将在新型消费和绿色低碳消费方面会有增量政策出台，积极发展数字、绿色、智能、健康等新型消费，有助于主动适应广大群众的消费升级需求，以加速支撑战略纲要实现和相关目标的达成。

表 6：2022 年以来促消费政策从传统消费、服务消费、新型消费和绿色低碳四个方面推进

年份	部门	政策文件	消费方向			
			传统消费	服务消费	新型消费	绿色低碳消费
2022/12	中共中央、国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》	提高吃穿等基本消费品质。释放出行消费潜力。促进居住消费健康发展。更好满足中高端消费品消费需求	扩大文化和旅游消费。增加养老育幼服务消费。提供多层次医疗健康服务。提升教育服务质量。促进群众体育消费。推动家政服务提质扩容。提高社区公共服务水平	支持线上线下商品消费融合发展。培育“互联网+社会服务”新模式。促进共享经济等消费新业态发展。发展新个体经济	积极发展绿色低碳消费市场。倡导节约集约的绿色生活方式
2022/12	中央经济工作会议	把恢复和扩大消费摆在优先位置	支持住房改善	支持养老服务		支持新能源汽车
2023/06	商务部等 4 部门	《关于做好 2023 年促进绿色智能家电消费工作的通知》		加快实施家电售后服务		促进绿色智能家电消费相关工作
2023/07	商务部等 13 部门	《关于促进家居消费若干措施的通知》	发展社区便民服务。完善废旧物资回收网络。促进农村家居消费	提高家居适老化水平	创新培育智能消费	完善绿色供应链，支持家居企业开展绿色制造
2023/07	发改委等	《关于促进电子产品消费的若干措施》的				营造绿色消费氛围。持续推动绿色智能家电国家标准研制，完善绿色智能家电标准体系
2023/07	发改委等	《关于促进汽车消费的若干措施》				加强新能源汽车配套设施建设。推动公共领域增加新能源汽车采购数量
2023/07	中共中央政治局	要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来	要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费	推动体育休闲、文化旅游等服务消费		
2023/07	发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	优化汽车购买使用管理。扩大新能源汽车消费。支持刚性和改善性住房需求。提升家装家居和电子产品消费	扩大餐饮服务消费。丰富文旅消费。促进文体体育会展消费。提升健康服务消费	壮大数字消费。推广绿色消费	开展绿色产品下乡。完善农村电子商务和快递物流配送体系。推动特色产品进城。大力发展乡村旅游

2023/12	中央经济工作会议	着力扩大国内需求	稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费	积极培育智能家居、文旅旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点	培育壮大新型消费，大力发展数字消费、健康消费	大力发展绿色消费
2024/03	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	实施消费品以旧换新行动（汽车家电、家装）			
2024/07	国家发展改革委、财政部		统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，支持大规模设备更新和消费品以旧换新			
2024/07	中共中央政治局			把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费		
2024/08	国务院			挖掘基础型消费潜力：餐饮住宿消费、家政服务消费、养老托育消费	培育壮大新型消费：数字消费、健康消费	培育壮大绿色消费

资料来源：中国政府网、光明网、国家发改委、经济日报、人民日报等，德邦研究所整理

此外，我们也看到25年4月政治局会议强调“强化底线思维，充分备足预案”，明确性“国际经贸斗争”，提出“加紧实施更加积极有为的宏观政策”，并要求增加储备工具，在此背景下，我们认为，一方面消费政策制定-落地-实施的进程有望加速推进，另一方面可能已有部分增量消费政策出台，例如以旧换新加码扩围、加大外贸型企业的补贴和支持等。

5.3. 固投：以制造业及基建投资对冲地产下行

我们预计2025年全年固定资产投资（不含农户）增速为4.5%，Q2、Q3和Q4当季同比分别为3.4%、5.0%和5.3%。分领域看，制造业投资同比增长9.0%，基础设施（不含电力）投资同比增长6.0%，房地产开发投资同比增长-9.2%，制造业投资仍然有望成为固定资产投资增长的核心支撑动力。

表7：2025年分季度固定资产投资及分项增速预测（单位：%）

时间段	固定资产投资	制造业	基础设施建设 (不含电力)	房地产
2025Q2E	3.4	8.7	6.0	-9.5
2025Q3E	5.0	8.9	5.6	-9.0
2025Q4E	5.3	9.3	5.4	-8.5
2025年全年E	4.5	9.0	6.0	-9.2

资料来源：Wind，德邦研究所测算

5.3.1. 制造业投资：从顺周期到逆周期，制造业维稳经济增长

2025年一季度制造业投资开门红，增速达到9.1%，延续强势表现。我们在2024年提出制造立国概念，我们认为，当前制造业投资已经从顺周期变量脱身为逆周期变量，在标准提升、基础产业再造、数智化绿色化技改和工业稳增长等四重逻辑支持下，预计2025年仍将延续较高增速，达到9%，预计Q2-Q4当季增速分别为8.7%、8.9%、9.3%。

近年来制造业投资持续高增，是在产业发展趋势下政策积极配合引导的结果。虽然价格水平偏低，虽然总需求并没有大幅扩张，但制造业企业的确存在寻找新需求、降本增效、保障供应安全等需要，而为适应这些需要，政策通过标准引领、补贴支持等方式加速了产业趋势的发展，也正因此，以往跟随需求变化的制造业近年来表现出逆势投资扩张的逆周期特征，制造业开始起到稳增长的作用。

要使制造业发挥稳增长作用，就需要保持制造业企业经营稳定，并保持制造业持续增长的活力，我们认为，在企业经营遇到较大压力时多措并举纾困，加强融资支持是保持企业经营稳定的有效方式，而保持制造业持续增长的活力则来自于四个方面：（一）产业基础再造、关键核心技术攻坚；（二）工业重点行业稳增长；（三）数智化、绿色化等技改；（四）标准提升促进产能迭代。

- **产业基础再造、关键核心技术攻坚的理论形成于“十四五”及更早，具体工作在“十四五”期间逐步展开，主要思路是通过提升、补强工业的基础能力、关键技术来突破我国工业尤其是制造业高端化的卡点与难点。**2024年以来，产业基础再造、关键核心技术攻坚的政策表述进一步显化，推进节奏有望加快，保持制造业投资高增的驱动力。（详见4月18日外发报告《制造业如何稳增长——全面理解制造业系列之一》）
- **工业稳增长是2023年政策的更新版，覆盖范围有所缩小。**2023年我国曾推动实施十大工业重点行业稳增长，取得良好效果，是经济结构转型期内供给侧稳增长的重要手段，2025年工业稳增长延续这一逻辑，但具体方向更加细化，聚焦范围由十大行业缩小至三大行业，我们测算显示，以2024年增加值计算，上一轮十大重点行业增加值占规模以上工业增加值比重约60%以上，占制造业增加值比重约70%以上，而本轮三大行业增加值占工业比下降至约16%左右，占制造业比重下降至约18%左右，本轮工业稳增长覆盖范围有所缩小。
- **数智化、绿色化等技改是制造业在面对供给冲击，原材料价格上涨导致中游利润空间压缩的情况下的必然选择，也是顺应产业发展浪潮的先手棋。**数智化改造有利于降本增效，改进生产效率，提高经营效益；绿色化改造有利于提升生产过程和产品质量标准，实现更加和谐、可持续发展。伴随着制造企业开展数智化、绿色化改造，对相关设备和软件等的需求也会增加，这也带来了需求侧的新结构亮点，这也使技改具备了供给侧和需求侧双向逻辑，企业投资意愿积极，政策效果显著。2024年以来，政策层面通过支持大规模设备更新和技术改造，有效推动了数智化、绿色化技改的进程，技术改造是本轮制造业投资高增的一大动力源。
- **以两化协同为代表的技术升级改造和2024年以来推进的“两新”中设备更新改造共同构成了设备工器具购置投资增长的驱动。**2024年3月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，2024年6月财政部等多部门联合印发《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》，2024年7月发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，进一步加大对设备更新改造的融资端支持，一系列政策对设备工器具购置投资起到了支撑作用。2024年设备工器具购置投资同比增长15.7%，明显高于固投整体增速（3.2%）和制造业投资增速（9.2%）。

表 8：产业基础再造工程梳理

	内容	出处
政策表述	要实施产业基础再造工程，做好顶层设计，明确工程重点，分类组织实施，增强自主能力。要打造具有战略性和全局性的产业链，围绕“巩固、增强、提升、畅通”八字方针，支持上下游企业加强产业协同和技术合作攻关，增强产业链韧性，提升产业链水平，在开放合作中形成更强创新力、更高附加值的产业链。要建立共性技术平台，解决跨行业、跨领域的关键共性技术问题。要发挥企业家精神和工匠精神，培育一批“专精特新”中小企业	中央财经委员会第五次会议 2019.8
工业四基	工业基础能力薄弱成为制约我国工业发展的最大短板，“工业四基”—— 核心基础零部件（元器件）、关键基础材料、先进基础工艺、产业技术基础 自主化程度低，关键共性技术缺失，产品质量和可靠性难以满足需要，包括试验验证、计量、标准、检验检测、认证、信息服务等在内的基础服务体系不完善，信息社会背景下的基础软件、操作系统、计算机算法等现代产业的核心基础更是主要依赖国外	经济日报 2020.1
重要工作	高度重视基础研究、共性技术、前瞻技术和战略性新兴产业的研究 努力完善标准、计量、认证、检验检测、信息服务等基础服务体系 拓展和深化“工业强基”工程 建立产业基础能力评估制度	
十四五规划	实施产业基础再造工程，加快补齐基础零部件及元器件、基础软件、基础材料、基础工艺和产业技术基础等瓶颈短板。依托行业龙头企业，加大重要产品和关键核心技术攻关力度，加快工程化产业化突破。实施重大技术装备攻关工程，完善激励和风险补偿机制，推动首台（套）装备、首批次材料、首版次软件示范应用。健全产业基础支撑体系，在重点领域布局一批国家制造业创新中心，完善国家质量基础设施，建设生产应用示范平台和标准计量、认证认可、检验检测、试验验证等产业技术基础公共服务平台，完善技术、工艺等工业基础数据库。	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要 2021.3
研究方向	分设基础零部件和元器件、基础材料、基础工业软件、基础工艺与装备、产业技术基础、政策6个专项工作组	新华社 2021.4
重点领域	重大基础装备： 数控机床及智能装备、电子专用装备、重大成套加工装备、精密仪器仪表、高端医疗器械、航空航天装备及其他关键专用生产设备、专用生产线和专用检测系统 关键基础零部件： 高速精密重载轴承、高参数齿轮及传动装置、高端数字液压件、高频响气动元件、高可靠性密封件、高强度紧固件、高灵敏度传感器、超精密控制器驱动器、精密高效多功能模具、高速链传动系统、高应力弹簧、高强度联轴器、高密度粉末冶金件 高端基础元器件： 高端片式阻容感、射频滤波器、高速连接器、光电子器件 航空航天及防务、通信工业、数据中心、新能源、轨道交通、医疗等行业的国产化替代 关键基础材料： 高分辨率光刻胶、高纯度溅射靶材 先进制造业、战略性新兴产业、国防军工等领域的 关键基础材料需求 高端工业应用软件： 工业基础软件、工业控制软件、嵌入式软件 军工、电力、冶金、汽车、民用航空、工业机器人、医疗器械等重点装备产品 先进基础工艺： 净成型制造工艺、轻量化材料成型制造工艺、先进热处理及表面强化工艺、金属增材制造工艺、精密及超精密加工工艺、高效及复合加工工艺、特种成型及加工制造工艺、超大型零件成形及加工制造工艺、集成电器及半导体器件制造工艺 钢铁、有色、化工、纺织、轻工等传统产业升级、智能化、绿色化改造升级的需求 质量基础设施： 高精度工程测量仪器、科学实验仪器和检验检测仪器 计量测试、标准研制、检验试验、成果转化、认证认可、知识产权	红旗文稿 2024.11

资料来源：中国政府网，经济日报，新华社，新华网，求是网，红旗文稿，德邦研究所

表 9：关键核心技术攻坚梳理

	内容	出处
十四五规划	打好关键核心技术攻坚战 整合优化科技资源配置：以国家战略性需求为导向推进创新体系优化组合，加快构建以国家实验室为引领的战略科技力量。聚焦量子信息、光子与微纳电子、网络通信、人工智能、生物医药、现代能源系统等重大创新领域组建一批国家实验室	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要 2021.3
	加强原创性引领性科技攻关：瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。从国家急需和长远需求出发，集中优势资源攻关新发突发传染病和生物安全风险防控、医药和医疗设备、关键元器件零部件和基础材料、油气勘探开发等领域关键核心技术	
	持之以恒加强基础研究：制定实施基础研究十年行动方案，重点布局一批基础学科研究中心。加大基础研究财政投入力度、优化支出结构，对企业投入基础研究实行税收优惠，鼓励社会以捐赠和建立基金等方式多渠道投入，形成持续稳定投入机制，基础研究经费投入占研发经费投入比重提高到8%以上	
重要工作	建设重大科技创新平台：支持北京、上海、粤港澳大湾区形成国际科技创新中心，建设北京怀柔、上海张江、大湾区、安徽合肥综合性国家科学中心；适度超前布局国家重大科技基础设施 加快布局和实施一批关键核心技术攻关项目：在国家层面加强顶层设计，立足重大现实需求和战略需要，聚焦基础性、前沿性、通用性技术，充分发挥国家战略科技力量的作用，推动实施一批重大科技攻关项目；在区域层面突出发展需求，将关键核心技术攻关与区域经济社会转型升级有机结合，以新兴产业、未来产业培育，现代化产业体系构建为着力点，选择若干关键核心技术领域进行突破	中国社会科学院 2024.6
央企	增加高质量科技供给：加强关键核心技术攻关，积极承担国家科技重大专项，深入推进原创技术策源地建设，强化目标导向的基础研究，争取掌握和突破更多原创性技术	国新办发布会 国资委 2025.1
	推进高效率成果转化：进一步优化科技成果披露、评价、评估、交易机制，畅通企业内部成果转化通道，加快建设中试验证平台，深入实施科技成果应用拓展工程，加大首台(套)、首批次、首版次应用力度	
	建设高水平创新生态：加强企业主导的产学研深度融合，健全以科研为核心、以实效为导向的科技管理和运行机制，加快培育高素质科技人才队伍，在科研人员中开展多种形式的中长期激励	

资料来源：中国政府网，新华社，求是网，红旗文稿，人民网，德邦研究所

图 99：数字化绿色化协同转型发展“323”总体框架

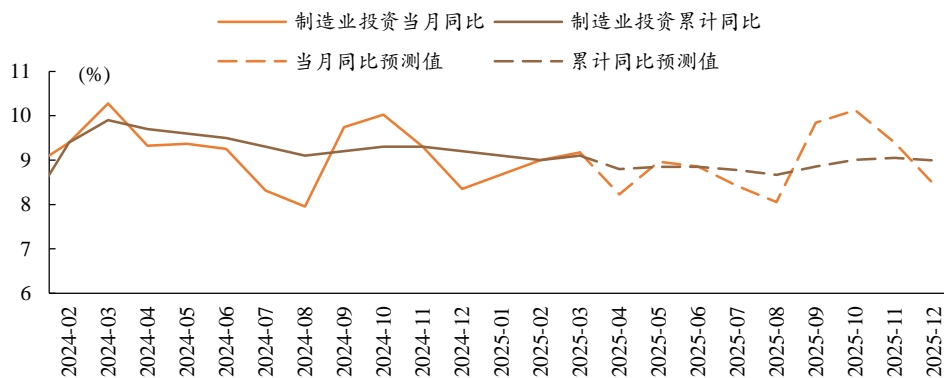


资料来源：中国政府网，国家网信办网站，德邦研究所

- 制造立国不仅仅要推动新兴产业加快发展，还要推动传统产业迭代升级，改善经营，提高竞争力，高端制造并非“空中楼阁”，形成高端制造能力的基础是原材料、零部件等全面且稳定的生产能力和优且高的产品质量和技术标准，而这就需要推动传统产业提质增效，这也是在中国制造走向高端化新时代的背景下传统产业保持活力和竞争力的必经之路。

具体来看，我们认为，通过标准提升引领产业升级、产能迭代主要包含生产技术标准提升、内外贸标准衔接和统一大市场标准体系建设三个逻辑。在当前国际贸易形势面临较大不确定性的情况下，推动内外贸标准衔接和全国统一大市场建设或将是阶段性焦点。内外贸标准衔接有助于打破内外贸之间的壁垒，畅通内外贸转换通道，便利企业全方位开辟市场，更灵活应对外部风险。本次政治局会议提出“加快推动内外贸一体化”或指向这方面工作的重要性上升。2025年3月25日，市场监管总局修订出台《采用国际标准管理办法》，明确“采用国际标准是指将国际标准的内容等同或者修改转化为我国的国家标准”，成为推动内外贸标准衔接的重要节点。4月政治局会议还提出“加快全国统一大市场建设，扎实开展规范涉企执法专项行动”。2024年12月，国家发改委印发《全国统一大市场建设指引（试行）》，在市场制度、市场设施、要素和资源市场建设、标准质量体系建设、监管公平统一、市场行为规范等层面作出部署，2025年统一大市场建设迎来关键期。标准提升引领产业升级、产能迭代作用到制造业投资，或将表现为对先进生产技术的诉求上升，利好制造业投资。

图 100：2025 年下半年制造业投资有望延续较高



资料来源：Wind，德邦研究所测算

5.3.2. 地产投资：供给端有望逐步企稳，全年降幅或小幅收窄

自 2024 年 924 宏观政策转向以来，一系列政策有效促进了房地产市场的企稳驻底，当前地产市场进入“见龙在田”阶段，最“艰难”的时刻已经过去，25 年下半年，随着前期政策见效以及政策端或进一步呵护房地产市场，我们预计 2025 年全年地产投资降幅将较去年小幅收窄，25Q2-Q4 累计增速分别为-9.7%、-9.5%、-9.2%。

2025 年 1-4 月地产投资累计增速-10.3%（前值为-9.9%），后续投资改善需继续关注地产政策落地效果和房地产市场止跌企稳进程。1-4 月份，房地产开发企业房屋施工面积 620315 万平方米，同比下降 9.7%。其中，住宅施工面积 431937

万平方米，下降 10.1%。房屋新开工面积 17836 万平方米，下降 23.8%。其中，住宅新开工面积 13164 万平方米，下降 22.3%。房屋竣工面积 15648 万平方米，下降 16.9%。其中，住宅竣工面积 11424 万平方米，下降 16.8%。

高频量价视角看，4 月新房和二手房网签量分别同比-9%和+13%；4 月百城二手房价格跌幅有所扩大，百城新建住宅价格环比结构性上涨，一二线核心城市房地产市场有望进一步修复；4 月全国百城新建商品住宅库存去化周期为 26.5 个月，低线城市去库存压力较大：

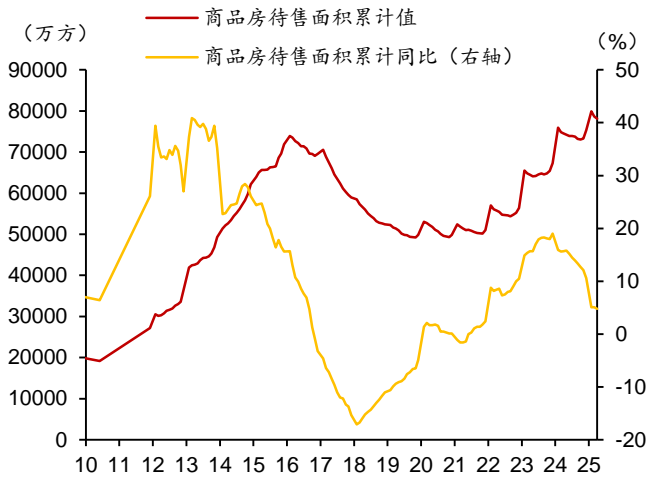
量：据冰山数据，4 月新房和二手房网签量分别同比-9%和+13%，3 月分别为+7%和+33%，新房与二手房网签增速均有所回落。分城市来看，二手房层面，4 月东莞、上海、深圳的二手房网签量增速靠前，分别同比+34%、+30%、+29%，青岛、苏州、南京的二手房网签量增速靠后，分别同比-12%、-5%、-3%；新房层面，4 月杭州、青岛、厦门的新房网签量增速排名靠前，分别同比+46%、+20%、+20%，西安、重庆、合肥的新房网签量增速靠后，分别同比-66%、-56%、-50%。

价：4 月百城二手房价格跌幅有所扩大，百城新建住宅价格环比结构性上涨。中指调查数据显示，4 月百城二手住宅平均价格环比下跌 0.69%，跌幅有所扩大，同比下跌 7.23%。新房方面，4 月百城新建住宅均价环比上涨 0.14%，同比上涨 2.50%；在优质供给的带动下，一线城市新房价格环比上涨 0.37%。

库存：4 月全国百城新建商品住宅库存去化周期为 26.5 个月，低线城市去库存压力较大。易居房地产研究院数据显示，4 月全国百城新建商品住宅库存规模为 50020 万平方米，环比增长 0.2%，同比下降 1.5%。去化周期角度看，4 月全国百城新建商品住宅库存去化周期为 26.5 个月，一、二、三四线城市分别为 20.1、23 和 34 个月，低线城市去库存压力较大。随着政策动态调整与逐步发力，库存去化压力有望逐步缓解。

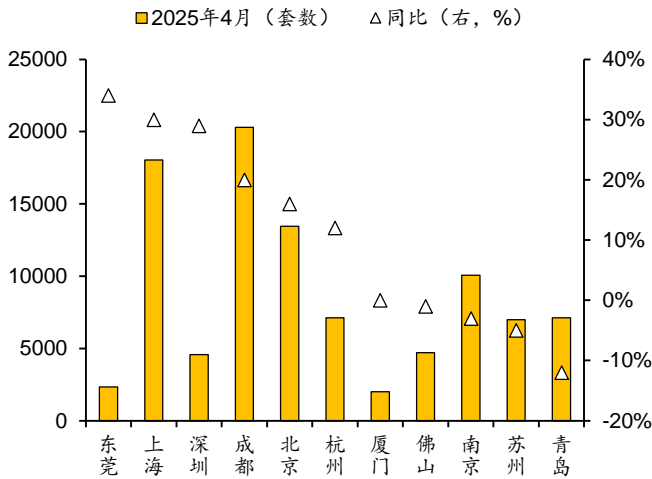
土地市场视角看，4 月土地市场延续缩量，平均溢价率回落，各线市场热度分化。据克而瑞地产研究院，2025 年 4 月，土地成交建筑面积同比下降 23%，降幅较上月全月扩大 12 个百分点。同时，随着非核心城市土地成交占比上升，本月平均溢价率 9.9%，但一二线城市平均溢价率依旧高于 10%。克而瑞数据显示，截至 3 月 25 日，3 月土地供应 4354 万平方米，同比下降 27%，环比上升 2%；各能级土地成交建面均同比下降；平均溢价率 9.9%，回落至 10% 下方。从结构上看，各能级土地成交延续分化，一二线溢价率仍然在 10% 以上，杭州、宁波、重庆、南京等城市依然拍出高溢价地块，未来短期或延续核心城市延续土拍热度、三四线城市渐进式筑底的格局。

图 101: 2025 年 4 月全国商品房待售面积居历史高位



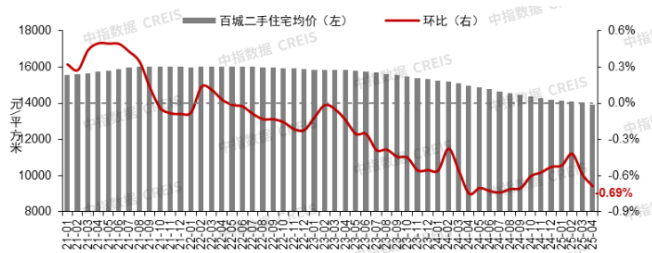
资料来源: Wind, 德邦研究所; 横轴为年

图 103: 4 月冰山二手房网签量排序



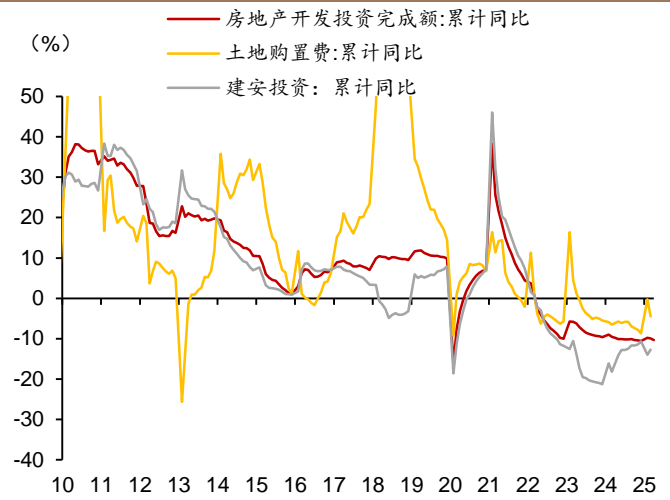
资料来源: 冰山数据, 德邦研究所

图 105: 百城二手住宅价格及环比变化



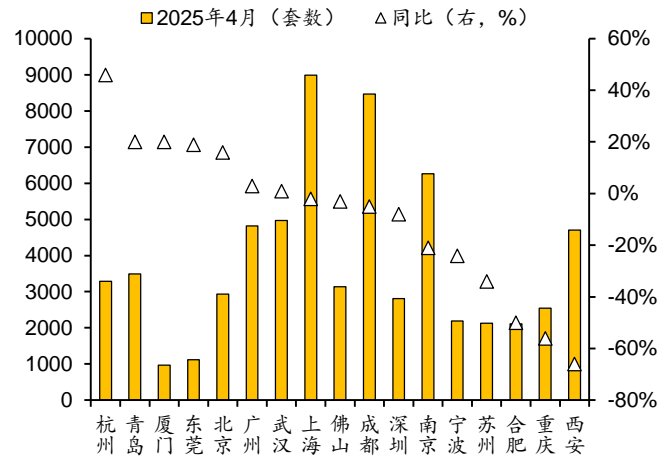
资料来源: 中指研究院, 德邦研究所

图 102: 4 月地产投资累计增速-10.3%



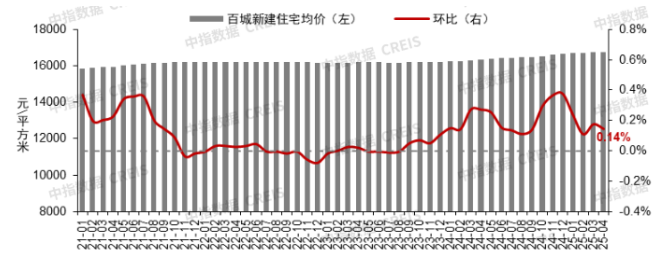
资料来源: Wind, 德邦研究所; 横轴为年

图 104: 4 月冰山新房网签量排序



资料来源: 冰山数据, 德邦研究所

图 106: 百城新建住宅价格及环比变化



资料来源: 中指研究院, 德邦研究所

“924 新政”以来，房地产市场止跌回稳取得一定的积极成效，当前环境下需要进一步呵护地产市场平稳运行。2025 年一季度全国房地产市场延续修复态势，新建商品房销售面积和销售金额同比降幅较 2024 年全年显著收窄，3 月多个核心城市迎来“小阳春”行情。4 月政治局会议指出“加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势”。我们理解，站在当前时间点上，随着国际贸易环境不确定性加剧，在扩大内需的战略导向下，房地产

政策将保持连续性和渐进加力，房地产市场也需要进一步的呵护。从“止跌回稳”的角度讲，“新模式”和“高品质”仍是两大主要方向：

一是促进房地产新发展模式的发展，积极推进保障房+商品房的建设。保障房要“以人为本”，强调“住有所居”，推进房企集中度提升实现规模经济，有效解决结构性的问题，通过市场化运营方式促进风险化解，促进债务风险敞口缩小。构建房地产发展新模式，是进一步全面深化改革的任务，也是转变房地产发展方式的要求。党的二十届三中全会提出，加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。2024年中央经济工作会议提出，推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。我们认为，随着各项政策措施全面落地并持续发力，房地产行业将逐步转型，房地产发展新模式也将加快形成。

二是要促进需求和价格的止跌回升，积极“去库存”和培育“好房子”。在商品房领域，一方面要积极改善房地产基本面背后的供给多和库存高问题，实现供需平衡来促进价格筑底回升，另一方面积极培育“好房子”，让“产品力”好的房子能够脱颖而出。今年3月31日，住建部发布国家标准《住宅项目规范》（以下简称住宅新国标），将于5月1日起正式施行。我们认为，住宅新国标的实施将切实提升房地产市场的规范化程度，也可以在一定程度上刺激部分置换需求。自住宅新国标发布以来，地方正结合地域特点，从标准制定、土地供应到建造工艺全链条发力，逐步构建高品质住房建设体系。

图 107：2024 年以来，各地“好房子”相关指导文件陆续出台

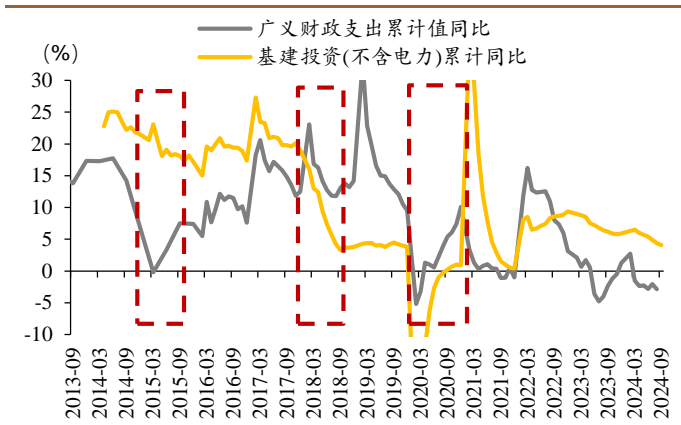
时间	地区	文件	政策要点
2024/3/5	江苏	《江苏省改善型住宅设计与建造导则》	为促进房地产市场平稳健康发展，更好满足居民改善性住房需求，推动安全耐久、功能完善、性能优良、绿色宜居的改善型住宅建设
2024/3/29	辽宁	《辽宁省好房子技术指南》	为贯彻“适用、经济、绿色、美观”的建筑方针，进一步提升住房品质，让人民群众住上更好的房子，推动好房子、好小区、好社区、好城区建设
2024/5/17	深圳	《深圳市建筑设计规则》（2024年修订版）	优化绿化覆盖率、建筑覆盖率等计算方式等
2025/1/27	江门	《关于支持“好房子”规划设计的实施意见》	“住宅建筑结构净高不超过2.1米，进深不超过0.8米的飘窗，其投影面积不计算容积率”等实施办法
2025/2/13	北京	《北京市平原多点地区“好房子”规划管理相关技术要点（试行）》	总结“好房子”试点工作经验做法，配合平原多点地区土地供应，提出可按需设置封闭或开敞阳台、可在起居室（厅）设置1处挑空空间、可在小区场地内设置风雨连廊等设计规范，并明确了相应的容积率和地价款计算方式。
2025/2/13	南宁	《南宁市好房子技术导则》	为进一步落实住房和城乡建设部提出的“四好”建设工作要求，深入推进让人民群众住上更好房子的目标，完善住房功能、优化住房性能、提升住房品质，促进我市房地产高质量发展
2025/3/14	杭州	《杭州市住宅品质提升设计导则（试行）》	为提升我市住宅品质，贯彻“安全、舒适、绿色、智慧”的建设方针，体现以人为本的设计理念，促进我市住宅建设的高品质、高质量发展
2025/3/18	山西	《山西省推进“好房子”建设试点工作方案》	推动“好房子”试点项目建成交付、示范引领效果作用凸显、“好房子”配套支持政策逐步完善、多样化改善性住房需求更好释放、城市宜居品质进一步提升。
2025/4/1	湖北	《湖北省老房子改“好房子”建设指引》	提出“新、好、适”三字改造要诀，为老房子改造为好房子提供了可复制、可推广的“湖北方案”。
2025/4/9	贵州	《贵州省高品质住宅设计导则（试行）》	进一步提升全省住房品质，满足人民群众对美好生活的向往
2025/4/15	山东	《山东省好房子建设标准指引》	在空间设计上，明确住宅层高不低于3.0m，车位配比不低于1:1.2，并100%预留电动车充电设施条件，以提升居住的物理舒适性与便利性；在社区规划中，强调人车分流、全龄友好型活动场地及无障碍系统配置，满足不同群体的差异化需求。
2025/4/15	四川	《四川省好住房评价标准》	包括交通与配套、安全与质量、功能与空间、舒适与健康、绿色与低碳、智慧与便捷、运维与物业七大一级指标，并设立“创新加分项”。
2025/4/15	甘肃	《关于提升城市住房品质全面推进“好房子”建设的指导意见》	为进一步贯彻落实国家和省委省政府关于住房发展的新要求，助力构建房地产发展新模式，加快推进好房子建设，全面提升我省住房品质，不断满足人民群众对优质住房的新期待，以适应新阶段，满足新需求，让人民群众住得放心、安心、舒心
2025/4/15	湖南	《装配式建筑助力保障性住房建设,打造绿色智慧新居》	以“好房子”标准为引领,通过装配式建筑技术和智能化设计,为城市新市民、青年人提供“品质优、配套全、环境美”的高标准保障性住房。同时打造绿色建造、智能施工的创新模式,为全省保障性租赁住房建设提供了可复制、可推广的经验。

资料来源：各地住建部门，各地自然资源局等，德邦研究所

5.3.3. 基建投资：广义财政扩张，基建稳步回升

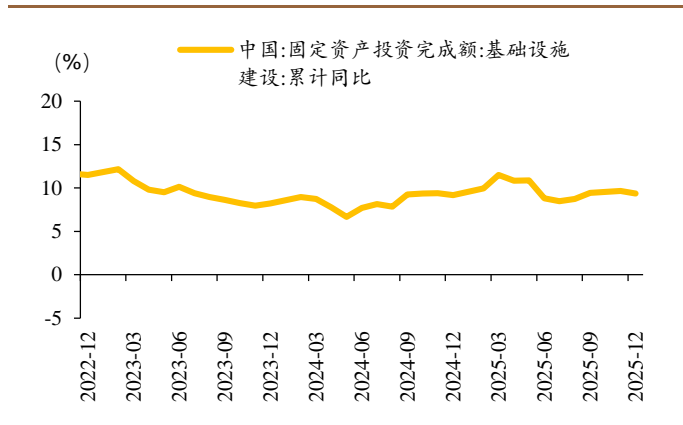
整体来看，广义财政发力下带动基建到位资金充足，6月底前下达两重项目建设和中央预算内投资全国项目清单，预计2025年基建投资增速有望达到5%左右。2024年3月以来，广义财政支出连续六个月负增，当前广义财政支出处于历史低位上行阶段，若2025年后续中央和地方同时发力，基建到位资金充足，有助于带动基建投资积极增长，但考虑到2025年传统基建重点方向中管道投资等带来的财政乘数较小，新基建、新能源基建对增长拉动有限，保守估计，基建（不含电力）全年有望实现6%左右的增长，Q2、Q3和Q4基建投资（不含电力）增速分别为6.0%、5.6%和5.4%。

图 108：历史三轮化债对基建投资增速存在一定程度掣肘



资料来源：Wind，德邦研究所

图 109：预计 2025 年全年狭义基建投资增速为+6.0%



资料来源：Wind，德邦研究所测算，2025.05 之后为预测值

结构上看，财政积极发力但是狭义基建读数仍较低可能与基建结构转型有关，外向型基建及和财政乘数是两大主因。其中，外向型基建主要指通过“一带一路”深化“硬联通、软联通、心联通”三层次协同推进，与非盟、东盟等区域战略深度对接过程中涉及的基建投资，例如，加快陆海空网多维拓展，中欧班列计划提升至年开行2万列并覆盖欧洲30国，中老铁路、雅万高铁模式将复制至东南亚、非洲等区域，同时大力推进绿色能源项目建设，这类外向型基建并未计入狭义基建的统计口径，可能导致短期内“支出”向外，“读数”走低。此外，财政乘数较低也会影响狭义基建的读数，从2024年开始，5年内每年8000亿新增专项债分流用于化债，加之专项债作资本金比例持续偏低，作资本金比例较高的投向仍以铁路、公路、老旧小区改造为主并未流向新基建，也会降低狭义基建增速读数。

其他因素方面，我们建议关注天气因素对项目节奏的扰动，项目质量掣肘可能逐步下降。根据IPCC第六次评估报告，我们预计2025年下半年气候条件或影响基建项目节奏；此外，项目质量掣肘可能逐步下降，考虑到地方自主项目放开+土储专项债，高质量项目考核因素对基建增长扰动减弱。

5.4. 出口的“变与不变”

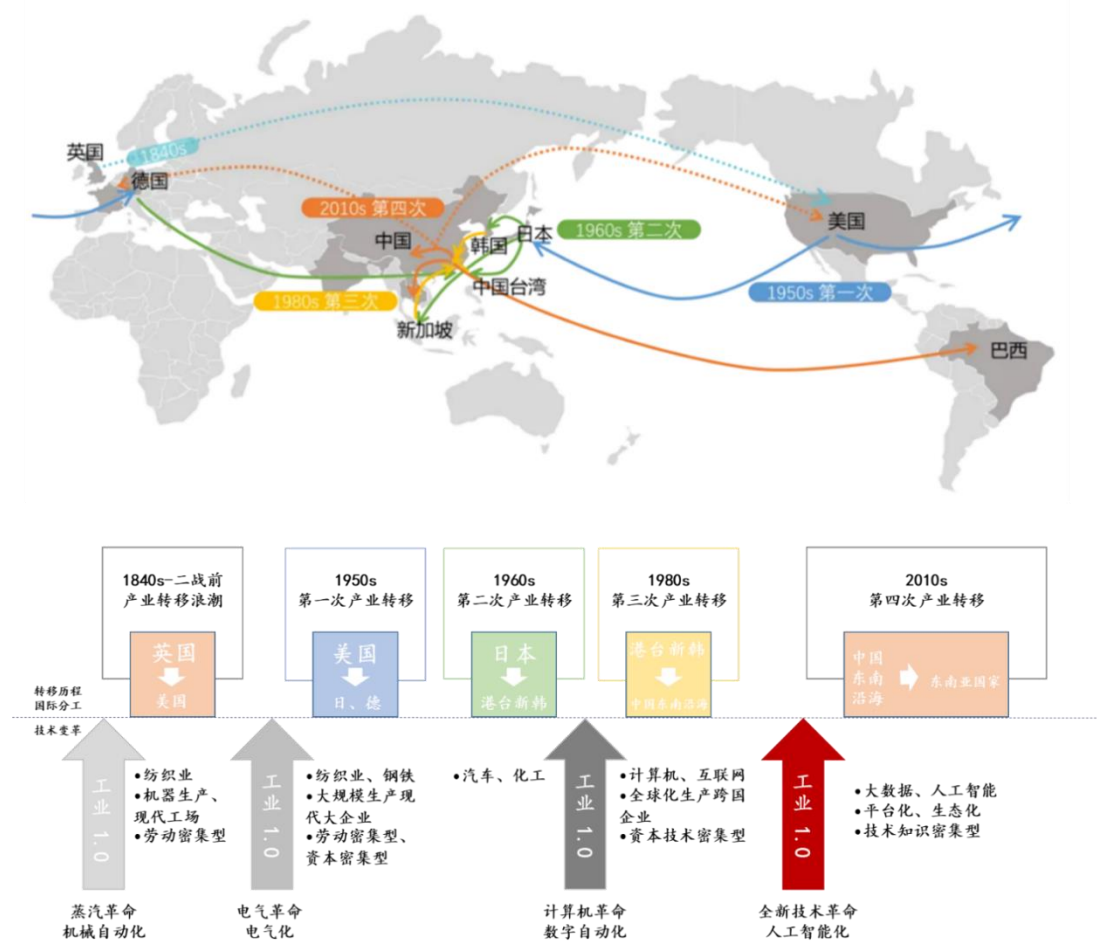
中长期来看，我们预计出口仍将保持韧性，短期受美国对华关税政策变动扰动较大。目前，日内瓦高层会议之后中美大幅降低双方关税，中性情况下，预计“等价交换”情境下，中美谈成协议，但税率可能较此前有所提升，我们预计2025年出口（美元计价）增速达到2.8%，Q2至Q4分别为：5.4%、4.3%和4.3%。

一是贸易对象多元化，一带一路等非美占比提升。2025年前四个月，我国对

共建“一带一路”国家合计进出口 7.25 万亿元，增长 3.9%。其中，出口 4.15 万亿元，增长 9.6%；进口 3.1 万亿元，下降 2.8%。2024 年我国对美国出口 5247 亿美元，增长 4.9%，对美出口占我国总出口的比例不断下行，2023 年为 14.8%，因此特朗普可能的关税政策对我国出口读数扰动较为有限。2024 年 12 月 2 日，习近平总书记在北京出席第四次“一带一路”建设工作座谈会强调，在当前严峻复杂的国际环境下，推动共建“一带一路”高质量发展机遇和挑战并存，但总体上机遇大于挑战，我们判断，一带一路定调积极，有望带动沿线国家出口合作，成为我国出口新动力。

二是全球“去风险化”和重塑全球供应链背景下，强大稳定全产业链的产能优势逐步凸显。当下中国成为全球制造大国和强国是市场自然选择的结果，大国体现在规模和产能，强国体现在效率、全产业链和议价能力提升，突出的效率和规模形成了中国较高的“不可替代性”。二战后，全球共经历了四次产业转移，形成以跨国企业全球布局为代表的“全球化 1.0”和东亚、金砖国家等后发地区崛起为代表的“全球化 2.0”。全球化重塑了世界经济地理，在新一轮的国际劳动分工中，发展中国家不再只是原料产地，而是成为西方跨国公司的生产装配基地，相当一部分的制造业产品从发展中国家返销回发达国家，正如美国经济学家托马斯·弗里德曼所描述的“世界是平的”。

图 110：全球四次产业转移



资料来源：中国城市规划，德邦研究所

短期出口的变化核心在于“对等关税”以及中美谈判的进展，我们认为，可以分三种情况来讨论分析，1) 乐观情形下，中美谈判达成协议，关税或进一步下

调，中国或将加大对美进口、对外开放力度、对美投资力度等，在这种情况下对我国出口增速影响较小；2) 中性情形下，中美谈成协议，但税率可能较此前有所提升，比如“对等关税”24%取消，但是芬太尼等未取消，则对美贸易下滑或拖累出口；3) 悲观情形下，特朗普再次使用“关税大棒”，中美关税税率或再次提升，进而冲击出口下滑。

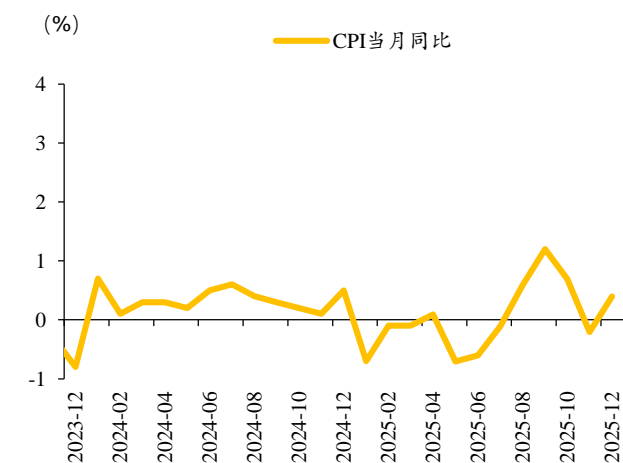
我们认为，英国是上限，日印是下限。英国作为美国的长期盟友，其与美国的谈判可以视作美国盟友中最乐观的谈判参考，即谈判协议的上限。而日本和印度作为相对亲美的经济体，目前对美态度较为强硬，未来可能是谈判协议的下限。参考美英谈判，美国或施加对华“绕道出口”、“非市场化行为”的打击，参考美日、美印谈判，中美谈判进展或迟缓，“印太经济轴心重组”是掣肘参考。

5.5. 通胀：CPI 关注核心 CPI，PPI 聚焦产业需求

整体来看，我们预计 2025 年 CPI 全年增速中枢为 0.2%，节奏上看，Q2、Q3 和 Q4 CPI 分别为 -0.1%、0.4% 和 0.6%，全年温和回升。我们预计 2025 年 PPI 全年增速中枢为 -1.7%，节奏上看，Q2、Q3 和 Q4 PPI 分别为 -2.0%、-1.4% 和 -1.0%，全年温和回升。

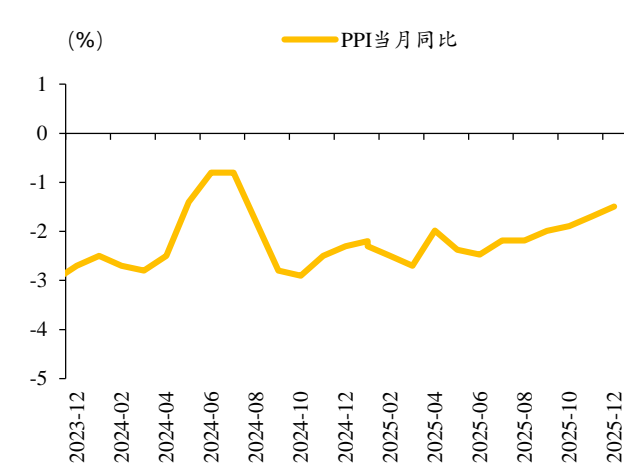
猪价预计继续上涨，预计 2025 年底有望升至 30 元/公斤左右。我们认为猪价继续上涨但上涨空间有限，预计 2025 年底有望升至 30 元/公斤左右。主要有三点原因，一是供给收缩，农业农村部预警显示，2025 年生猪产能将进入“弱周期”；二是季节性需求变化，猪肉需求具有一定的季节性特点，供给淡季时猪价走高，而旺季时供给端的变化对猪价有指引作用。三是政策和市场调控，政府和相关部门或会通过保供稳价措施来调控市场供需平衡，从而间接支撑猪价，因此预计 2025 年猪价上行，年底有望升至 30 元/公斤左右。

图 111：预计 2025 年 CPI 全年增速为 0.1%



资料来源：Wind，德邦研究所测算，2025.05 之后为预测值

图 112：预计 2025 年 PPI 全年增速为 -1.7%



资料来源：Wind，德邦研究所测算，2025.05 之后为预测值

油价预计继续下跌但跌幅有限，我们预计油价 Q2、Q3 和 Q4 分别为 69、66 和 65 美元/桶左右。主要有三点原因，一是供给逻辑，根据国际能源署预测，2025 年 1 至 10 月，布伦特原油供需缺口进一步走扩，自 7 百万桶/天扩至 -49 百万桶/天，或支撑油价继续上行。但是欧佩克+此前称将“自愿减产措施”延长至 2024 年底，将“集体性减产措施”延长至 2025 年结束，此举或限制油价进一步大幅下跌；二是需求逻辑，全球整体需求增长预期仍然相对疲软，尤其是关税增加了不

确定性，需求疲软或带动油价下行；三是地缘逻辑，若伊朗制裁加剧、中东冲突升级可能对冲油价下行。

在“强预期”和“弱现实”的背景下，走出“低价”环境的关键在于带动核心 CPI 回升。那么政策和改革将如何展开呢？

1) 政策端，要进一步实施扩内需政策，加大对房地产和消费的支持力度。地产政策方面，2025 年地产政策强调“持续用力”，通过金融支持（发挥房地产融资协调机制作用）、盘活存量（盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权）、优化增量（合理控制新增房地产用地供应）等组合拳，加大对地产市场的支持力度，推动房地产市场止跌回稳；消费政策方面，2025 年消费是经济政策的着力点，报告强调“强化宏观政策民生导向”、“经济政策的着力点更多转向惠民生、促消费”、“投资于人”，可能通过支持扩大就业、促进居民增收减负、加强消费激励和提振消费专项行动等，形成经济发展和民生改善的良性循环。

2) 改革端，重在挖掘需求潜力，一是注重供给牵引需求，消费领域注重丰富消费业态和提升消费供给水平，以更高品质消费供给来提升消费；投资领域，通过标准提升来引领和推动产业转型升级。二是改善营商、消费环境，一方面更好的吸引各主体的投资积极性，另一方面构建“优化消费环境—提振消费信心—扩大消费需求”良性循环。

此外，我们认为更应关注核心 CPI 能否真正实现企稳回升，要关注需求侧对 CPI 的拉动，切忌忽略供给侧中公用事业涨价对 CPI 的影响。

图 113：“六分法”下，租赁房房租和教育服务价格是影响核心 CPI 最核心的因素（仅考虑无波及效应下的两个单一分项间的影响）

CPI (A)	子科目 (B)		子科目 (C)	权重	对应指标 (D)	科目 (D) 变动 1%时指标 (C) 变动	科目 (D) 变动 1%时指标 (A) 变动	
	核心 CPI	商品	耐用	通信	3.0%	中国手机产量	0.0%	-0.0003%
全球智能手机出货量						0.0%	-0.0001%	
非耐用			烟酒	3.2%	烟草制品业固定资产投资完成额	-0.6%	-0.0061%	
					烟草制品业规模以上工业企业增加值	-1.8%	-0.0192%	
					烟草制品业平均用工人数	7.4%	0.0793%	
					服装类限额以上企业商品零售额	-0.5%	-0.0115%	
服务		非周期	医疗服务	6.4%	纺织服装、服饰业固定资产投资完成额	0.4%	0.0105%	
					中国:二手房出售挂牌价指数	12.7%	1.8728%	
非核心 CPI		食品	能源	15.30%	猪肉平均批发价	41.2%	6.3051%	
					能源	6.80%	汽油(95#,全国 VI)市场价	2.8%
	教育服务						6.3%	中国居民人均消费支出教育、文化和娱乐
		医疗服务	6.4%	中国居民人均消费支出医疗保健	8.9%	0.5687%		

资料来源：Wind，德邦研究所测算

注：受到数据频率限制，部分季度频率的数据计算得到的拉动效果可能低于实际值，医疗和教育服务受到样本量限制，回归结果实际含义可能下降，烟酒分项中酒类高频数据受到数据可得性影响，并未将酒类高频数据加入回归模型，因此可能扰动烟酒类 CPI 回归结果的准确性和全面性

对于 2025 年 PPI，我们建议从需求(国内+产业)和供给两大维度来跟踪 PPI，国内需求重点关注内需驱动型商品价格，以黑色系的煤炭作为典型代表，产业需求关注“铜金比”，供给方面关注“螺石比”，目前“铜金比”和“螺石比”环比上升，或指向 PPI 边际修复，后续仍需进一步关注。

(1) 国内需求方面：我们建议关注内需型驱动型商品价格，以黑色系的煤炭

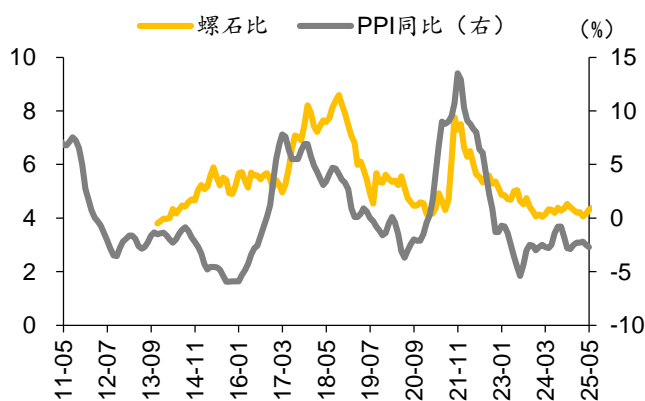
作为典型代表。在当前市场缺少新政策刺激的期间，内需型大宗商品的价格变动是观测国内需求是否改善的重要变量。2025年2月8日，中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会发布倡议书。面对煤炭市场价格快速下滑，行业效益持续下降，倡议书从“严格执行电煤合同严格兑现”、“推动煤炭产量控制”、“推动原煤全部入洗”、“控制劣质煤进口”、“加强行业自律”五个维度对煤炭行业发展提出倡议，行业供需格局或将迎来优化，煤价有望止跌回稳。

(2) 产业需求方面：我们建议关注“铜金比”。铜的定价更侧重于表征新兴市场的需求，黄金的定价侧重于金融属性，二者作比值可以把分子的金融属性约掉分母的商品与金融属性，留下一个铜的新兴市场需求属性。我们用LME铜现货结算价与上海金交所黄金现货（Au9999）收盘价作比值，计算得出截止2025年5月10日，5月铜金比达到11.90（前值为12.00），环比下降0.10个百分点，或指向PPI边际下行。

(3) 供给因素方面：我们建议关注“螺石比”。节能降碳要求可能导致部分供给因素推升通胀，会导致产业链内部价格出现分化，因此我们用中下游和上游价格做比值来进行观测，选择螺纹钢与铁矿石的价格比值作为跟踪指标，我们用螺纹钢与铁矿石期货活跃合约收盘价作比值，计算得出截止2025年5月10日，5月螺石比达到4.37（前值为4.31），环比上升0.06个百分点，或指向PPI边际上行。

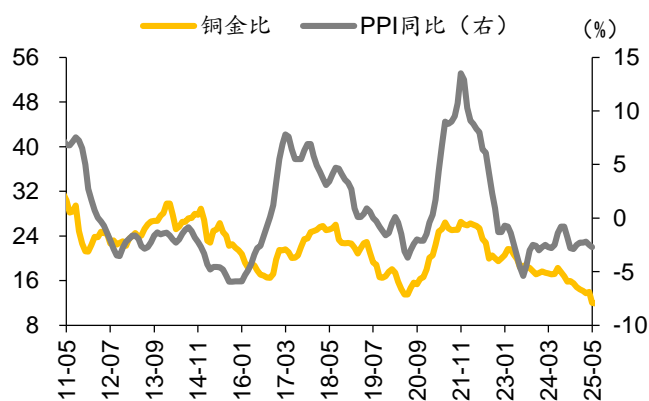
我们认为核心CPI是经济基本面改善的前提和基础，建议关注需求侧对CPI的拉动和影响，供给侧对公用事业涨价拉动CPI不可忽视。而对于PPI，我们认为只要CPI-PPI剪刀差处于相对合理区间，企业预期难以短期快速下滑，但是持续的盈利下行或进一步扰动企业决策。

图 114：2025 年 5 月铜金比 11.88



资料来源：Wind，德邦研究所，截止2025年5月10日

图 115：2025 年 5 月螺石比 4.37



资料来源：Wind，德邦研究所，截止2025年5月10日

5.6. 工业增加值：中长期有支撑

2024年以来，工增累计同比持续高于GDP增速，经济结构呈现供给端较强的特征。展望2025年下半年乃至未来两到三年的中期维度，我们认为供给端较强的特征有望延续，工业增长有望持续较高。而从短期维度看，关税等贸易、地缘政治层面的博弈对工业增长的不利影响可能被市场高估。

重点行业稳增长续力，供给侧较强的支撑依然存在。前文已有论述，2023-2024年，十大重点工业行业稳增长推动了工业生产持续较快增长，2025年将实施新一轮工业重点行业稳增长，3月11日和17日，工信部分别印发《铝产业高

质量发展实施方案（2025—2027年）》和《推动热泵行业高质量发展行动方案》，重点落在推动产业结构升级、保障供应链稳定等；且“制造立国”持续推进，工业产能利用率连续回升，制造业投资增速持续较高，印证产能升级和迭代空间依然不小，供给侧较强的支撑依然存在。2025年工业稳增长延续这一逻辑，但具体方向更加细化，聚焦范围由十大行业缩小至三大行业，以2024年增加值计算，上一轮十大重点行业增加值占规模以上工业增加值比重达60%以上，占制造业增加值比重达70%以上，而本轮三大行业增加值占工业比下降至16%左右，占制造业比重下降至18%左右，本轮工业稳增长覆盖范围有所缩小。

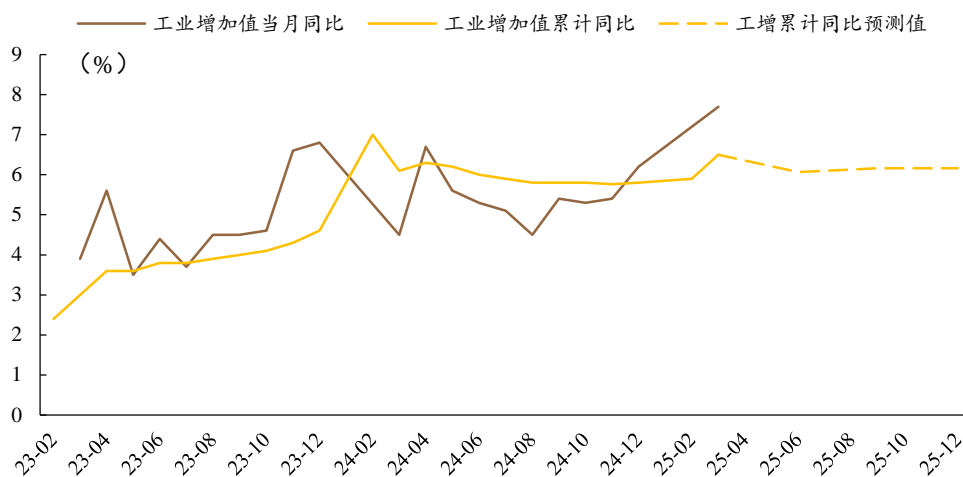
工业增加值同比增速持续较高存在“规模以上”因素。在我国的统计实践上，对工业增加值同比增速的统计限定在规模以上企业范围内，规模以上的门槛是年主营业务收入2000万元。早在2021年，在“十四五”规划提出“加快能耗限额、产品设备能效强制性国家标准制修订”、“加快标准升级迭代和国际标准转化应用”和“双碳”写入政府工作报告、《2030年前碳达峰行动方案》发布等推动下，标准提升引领产能迭代升级的大幕就已展开，至今已有四年，近年来标准提升引领产能迭代升级持续推进、数智化绿色化等技改形成了生产端的约束，在这种约束压力下，大型企业基于其更雄厚的资本规模与更强的生产惯性，可能更有意愿与能力保持生产甚至进行逆周期扩张，而中小型企业生产经营方向调整更加灵活，更易于通过设备出售、关停等方式出清产能，一升一降之下，行业集中度或得到了提升，“规模以上”因素可能使得工业增加值同比增速较高。从数据来看，2024年以来，规上工业增加值累计同比增速持续高于同期GDP累计同比增速，2024年全年规上工业增加值同比增长5.8%，明显高于全年GDP同比5.0%，2025年一季度也延续了工增强于GDP的特征。

外部冲击的影响或被高估。特朗普政府所谓“对等关税”冲击给国际贸易环境带来了巨大的不确定性，市场曾对关税冲击给我国工业生产带来的影响较为悲观，但实际上，2025年4月所谓“对等关税”落地首月工业生产保持了较强增长（4月工增+6.1%），其背后可能有生产韧性被低估和T86模式最后期限前抢生产两方面原因。长期来看，考虑到全球产业分工是几十年逐步演化的结果，中国制造在全球供应链中的地位难以被替代，且伴随着我国制造业产业升级，在供应链中逐步爬坡向上，中国制造的“含金量”也在快速上升，带来更深的护城河。另一方面，今年以来我国积极推动扩大内需，内需的提振或能够抵补外需的不确定性，中长期来看，不宜低估打通内外贸、形成双循环对需求侧的影响。

基数因素和工作日因素也对工增同比形成扰动。从基数来看，2024年4月，工业增加值当月同比增速从3月的4.5%上升至6.7%，2024年二季度累计同比保持在6%以上，除存在春节错位影响的一季度外全年最高，基数较高构成今年二季度工增同比的不利因素，而2024年下半年工增累计同比较为平稳，当月同比多数时期在5.5%以下，基数因素影响或较小；而从工作日来看，今年二季度工作日较去年二季度少1天，5月当月少2天，工作日较少也可能导致今年二季度工增同比增速偏低。

综合以上逻辑，并结合基数因素和工作日差异等情况，我们预计，2025年二至四季度工业增加值同比增速整体上保持相对平稳，全年工业增加值增长6.2%左右。

图 114：2025 年工业增加值预测



资料来源：Wind，德邦研究所测算
注：预测为每季度末规模以上工业增加值累计同比

5.7. 就业：全年城镇调查失业率或小幅抬升

我们预计，关税冲击或对失业率形成可控冲击，稳就业政策已在陆续布局，后续将继续逐步加力，预计 25Q2-Q4 城镇调查失业率均值分别为 5.1%、5.4%、5.3%，2025 年全年均值为 5.3%。

当前就业形势总体稳定，城镇调查失业率稳中有降。总量层面，2025 年 4 月全国城镇调查失业率为 5.1%，环比回落、同比上升。结构层面，不同群体失业率数据分化，青年人“就业难”问题较为严峻。截至 3 月，16-24 岁和 25-29 岁不含在校生失业率分别为 16.5%和 7.2%，显著高于 3 月城镇调查失业率的 5.2%和外来农业户籍人口失业率的 5.0%。在就业优先战略的指导下，2024 年全年就业形势呈现出 1) 调查失业率稳中有降；2) 大城市就业状况继续改善；3) 重点群体就业总体稳定；4) 部分服务行业吸纳就业增加以及制造业就业年末明显回升等几大特点，在一揽子存量和增量政策带动下，就业形势总体稳定。

虽然 2024 年就业形势保持基本稳定，然而当前就业结构性矛盾比较突出，青年等部分群体就业还面临困难和压力。2024 年总体平稳的背景下，2025 年就业面临新的挑战，主要在于 1) 青年人失业率等重点领域压力提升；2) 外向型经济受关税影响冲击就业；3) 产业结构挑战带来的结构错配依旧存在。

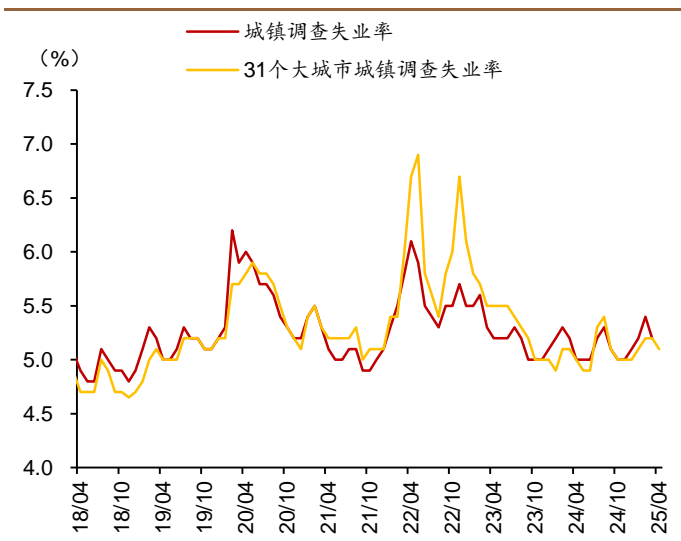
首先，持续关注重点群体尤其是青年人的就业情况，青年人失业率当前仍处在高位，若青年就业形势能够有效好转，有望逐步带动广义消费走强。青年失业是一个复杂且多层次的问题，需要政府、教育者以及雇主等多方的共同努力以提高就业机会。2 月不包含在校生的 16-24 岁劳动力失业率录得 16.9%，在去年 Q4 连续三个月回落后又连续 2 个月反弹。向前看，2025 届高校毕业生预计将达到 1222 万人，同比增加 43 万人。庞大的求职群体导致岗位竞争激烈，部分传统行业因增长放缓吸纳能力减弱，而新兴产业虽需求旺盛，但存在技能错配问题，毕业生数量与岗位需求不完全匹配。高校毕业生在内的青年群体就业仍是政策重点，下一阶段的政策有望进一步平衡区域与行业差异，青年群体亦需主动适应市场变化，以技能升级和观念转型应对就业的严峻形势。

其次，外向型经济受挫可能对就业形成冲击，但整体影响应相对可控。历史上，我国就业市场面临过两次外部冲击，其一是 2008 年全球金融危机爆发后，2008 年四季度至 2009 年春节前后出现的农民工返乡潮，截至 2009 年春节前，返乡农民工达到 7000 万人左右，约占彼时外出农民工总量(14041 万人)的 50%。结构上看，从东部地区返回的农民工较多，而制造业和建筑业受金融危机的冲击较为严重；其二是 2018 年中美贸易摩擦，期间我国失业率基本维持在了稳定状态，城镇调查失业率仅在 2019 年 2 月短暂地季节性升至 5.3%。2018 年年末，全国城镇调查失业率为 4.9%，比 2017 年末还下降 0.1 个百分点；全年城镇新增就业 1361 万人，比上年增加 10 万人。我们认为，本轮“关税战”对就业市场的影响不会达到 2008 金融危机的程度，但考虑到本次美国加征关税的幅度和中美谈判的波折，总体就业情况可能较 2018 年稍差一些，但整体影响应相对可控。

其三，产业结构调整带来就业市场错配，这也会带来一定的结构性压力。一方面，过去几年，教育“双减”、“去地产化”、互联网反垄断、破除“金融精英论”等叙事导致相关行业就业受到一定影响。另一方面，以 AI 为代表的新兴科技产业虽被寄予厚望，但目前其创造就业的能力相较传统产业仍显不足，相关岗位也以高技能研发为主，与失业群体间可能存在较强的技能错配，且新兴技术的商业化周期一般也较长，短期内难以覆盖中低技能劳动力需求。这一结构性矛盾同样为就业带来短期压力，未来需通过定向技能培训、中小微企业扶持及加速新兴技术产业化，推动“技术红利”向“就业红利”转化。

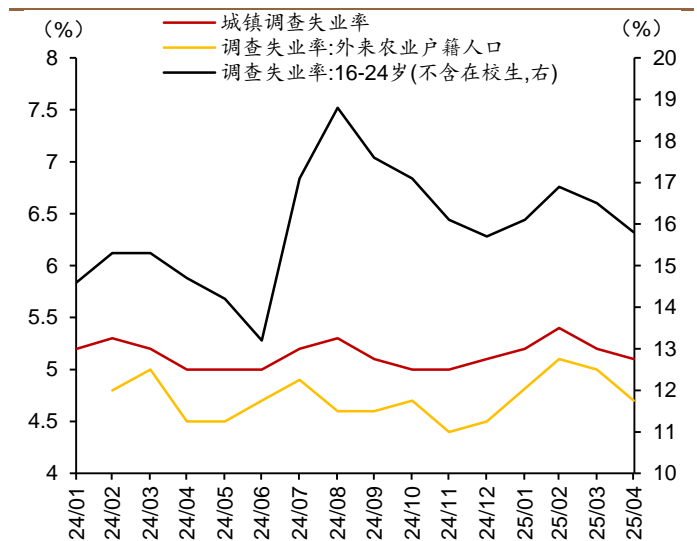
考虑就业隐忧，政策也在积极行动，继 2025 年 3 月 27 日国务院就业促进和劳动保护工作领导小组发布《加力重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业岗位挖潜扩容支持重点群体就业创业实施方案》后，中共中央办公厅、国务院办公厅 4 月 8 日发布《关于加快构建普通高等学校毕业生高质量就业服务体系的意见》，《意见》提出优化培养供给体系、强化就业指导体系、健全求职招聘体系、完善帮扶援助体系、创新监测评价体系、巩固支持保障体系等“六大体系”。值得注意的是，《意见》公布的时间节点恰逢高校毕业生“春招”关键时期，紧临大学生毕业季，或显示高校毕业生等重点群体就业压力仍存。

图 115：4 月全国城镇调查失业率为 5.1%，环比回落



资料来源：Wind，德邦研究所

图 116：青年人失业率依旧高企

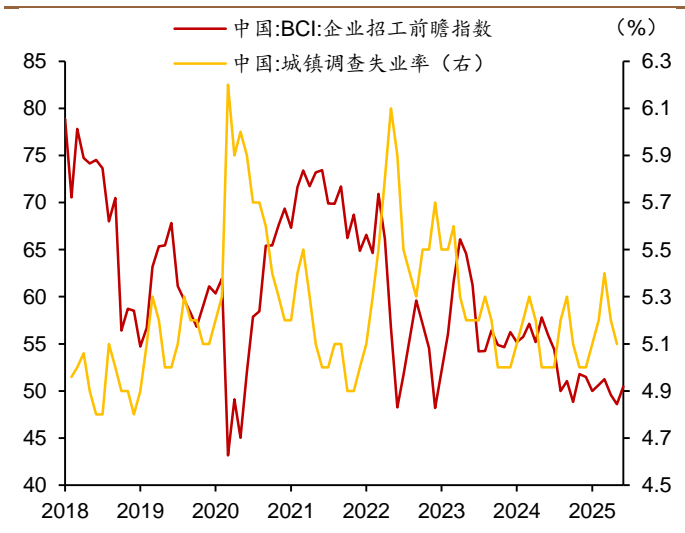


资料来源：Wind，德邦研究所

此外，关税冲击之下，就业这一底线性民生问题显得尤为突出，关税摩擦可能会造成部分外贸依存度高的行业及企业出现岗位收缩或产线外迁等现象。同时，虽然当前就业形势总体稳定，但结构性矛盾依旧比较突出，政策端进行前瞻布局 and 预防储备显得更为重要。4月政治局会议指出“要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面”“要着力保民生。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”。此外，在十四届全国人大三次会议民生主题记者会上，人社部部长王晓萍曾指出，“今年，应届高校毕业生1222万人，脱贫人口务工规模需要保持在3000万以上，还有大量的农村转移劳动力需要实现稳定就业。就业总量压力不减，结构性矛盾更加突出，群众就业增收面临压力。同时，外部环境更趋复杂严峻，国内经济回升向好的基础还不稳固，可能会对就业产生一定影响。”我们认为，在内部就业结构性矛盾仍有待缓解的背景之下，外部冲击的超预期使得政策更需具备前瞻性和预防性。

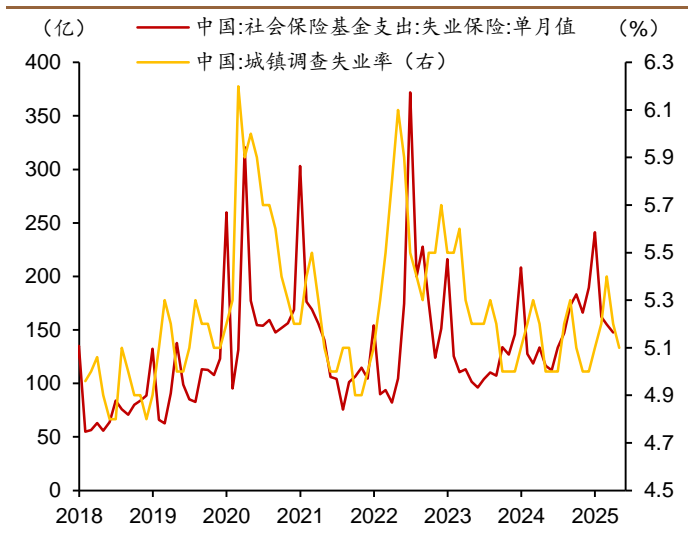
今年以来，稳就业政策已在陆续布局，后续或将继续逐步加力，尤其是强化针对出口部门的结构性支持，为大国角力提供重要战略定力。除了上文提及的《加力重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业岗位挖潜扩容支持重点群体就业创业实施方案》以及《关于加快构建普通高等学校毕业生高质量就业服务体系的意见》，4月22日，人社部、财政部、税务总局三部门联合印发《关于延续实施失业保险稳岗惠民政策措施的通知》，支持企业稳定岗位，助力提升职业技能，兜牢失业保障底线。我们认为，在中美关税摩擦的大背景下，加强就业等民生保障对于提升中低收入人群的幸福感和获得感至关重要，其不仅是社会公平正义的体现，也是增强社会稳定、维护国家安全的关键，也是大国角力过程中重要战略定力的来源。

图 117: BCI 企业招工前瞻指数 v.s. 失业率



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 118: 失业保险基金支出 v.s. 失业率



资料来源: Wind, 德邦研究所

5.8. 企业利润：规上工业企业利润有望站稳正增区间

2025 年一季度，政策效应持续释放，带动工业企业利润由降转增，装备制造业、高技术制造业利润支撑作用明显，工业经济发展质效持续提升。展望未来，综合考虑量、价和利润率，我们预计 2025 年规上工业企业盈利增速有望保持在正增长区间，25Q2-Q4 累计增速分别为 0.6%、3.5%、3.3%。

按照“量-价-利润率”的框架拆分来看：

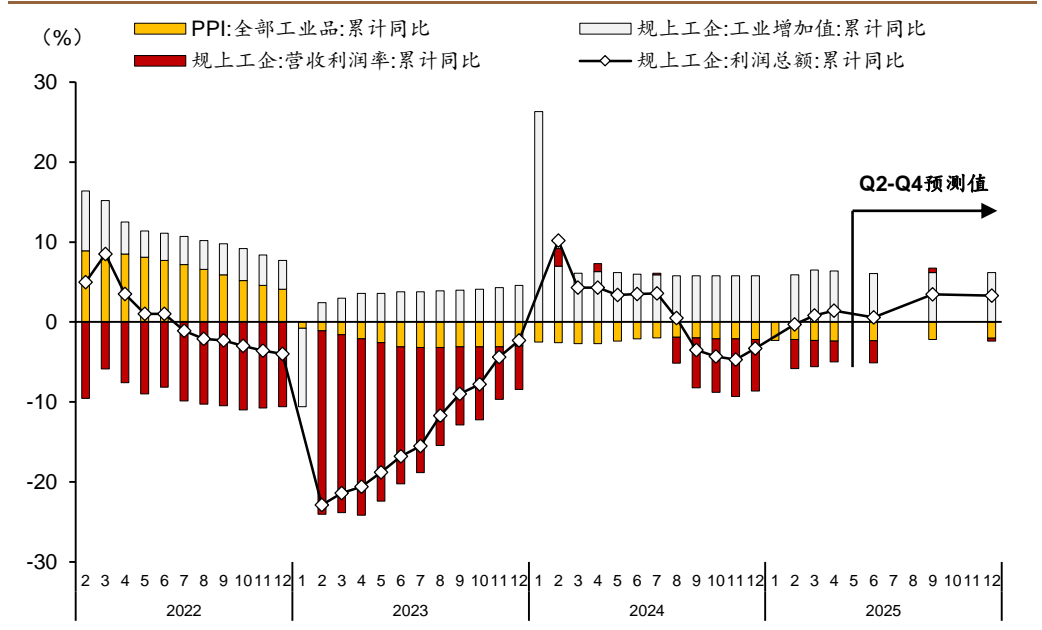
首先是量的维度，预计全年工业增加值增长 6.2%左右。参考前文对于工增的走势研判，2024 年以来工增累计同比持续高于 GDP 增速，经济结构呈现供给端较强的特征。2025 年下半年乃至未来两到三年的中期维度，供给端较强的特征有望延续，工业增长有望持续较高。而从短期维度看，关税等贸易、地缘政治层面的博弈对工业增长的不利影响可能阶段性凸显。此外，基数因素和工作日因素也对工增同比形成扰动。2025 年二至四季度工业增加值同比增速整体上前高后低，全年工业增加值增长 6.2%左右。

然后是价的维度，预计全年 PPI 累计同比在-2.0%左右。从需求（国内+产业）和供给两大维度来把握 PPI，国内需求重点关注内需驱动型商品价格，以黑色系的煤炭作为典型代表；产业需求关注“铜金比”，供给方面关注“螺石比”。对于 PPI 而言，我们认为，只要 CPI-PPI 剪刀差处于相对合理区间，企业预期难以短期快速下滑，但是持续的盈利下行或进一步扰动企业决策。我们预计 2025 年 PPI 降幅将逐步收窄，全年 PPI 同比收窄至-2.0%左右。

最后是利润率维度，预计全年规上工业企业营收利润率维持在 5.4%左右。工业企业利润率主要取决于成本率和费用率。经验上看，从成本率角度看，原材料 PPI-PPIRM 剪刀差影响利润率长期趋势，2024 年以来该剪刀差维持偏弱趋势，这与 PPI 的低迷密不可分。向前看，PPI 年内大概率难以转正，PPI-PPIRM 剪刀差同样难以大幅走阔，对应企业毛利率上行空间有限。从费用率角度看，企业融资成本对企业费用率有一定领先，随着广谱利率下行至低位，AAA 信用债利率领先工业企业利润增速约 2-3 个季度的经验规律有所失效，但考虑到利率水平已在低位且货币政策宽松可能仍有空间，叠加结构性减税降费政策减轻企业负担，工业企业面临的费用率压力相对有限。我们预计 2025 年利润率与去年相近，全年规上工业企业营收利润率维持在 5.4%左右。

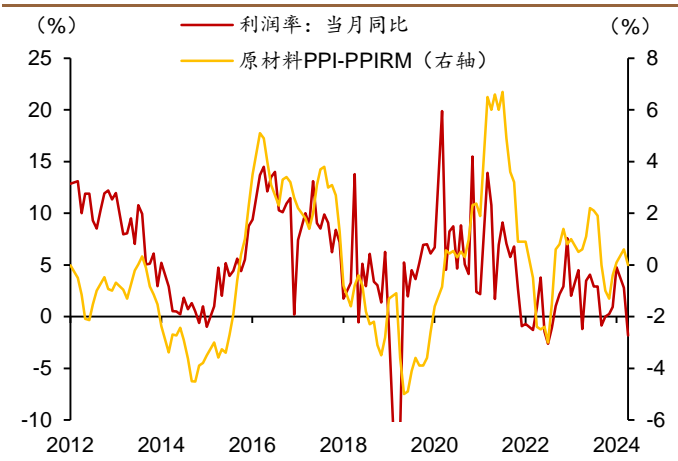
此外，对于库存周期而言，名义和实际库存仍呈现弱回补态势，下半年企业补库意愿有望进一步修复。1-3 月名义库存同比增长 4.2%，持平 1-2 月。经 PPI 调整后，可比口径下 1-3 月工业企业实际库存同比增长 6.9%，连续 2 个月回升。目前来看，PPI 低迷之下实际与名义库存增速有所背离，名义库存尚未形成实质性的回补，补库趋势仍待确认。此外，广义库销比较去年高位有所回落，这指向销售的回升速度相比名义库存边际好转，展望 2025 年下半年，考虑到政策将以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性，后续存量和增量宏观政策若能持续落实和生效，下游需求改善和企业信心恢复有望对补库形成助推，而随着工业企业利润增速的初步回正和渐进回稳，企业补库意愿有望进一步修复。

图 119：工业企业利润三因素拆分及预测



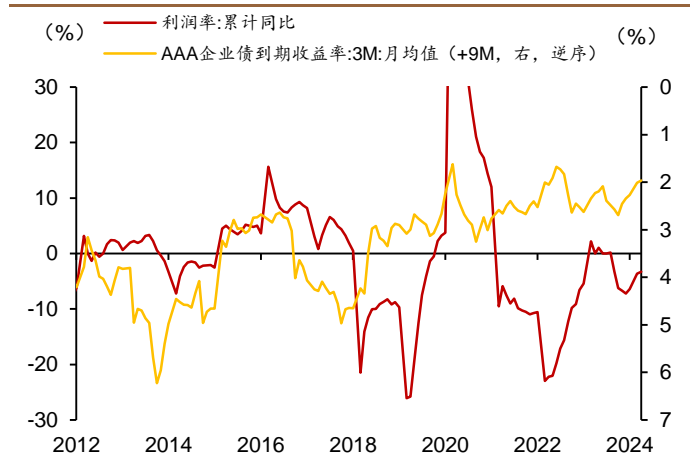
资料来源：Wind，德邦研究所

图 120：工业企业利润率 v.s. 原材料 PPI-PPIRM



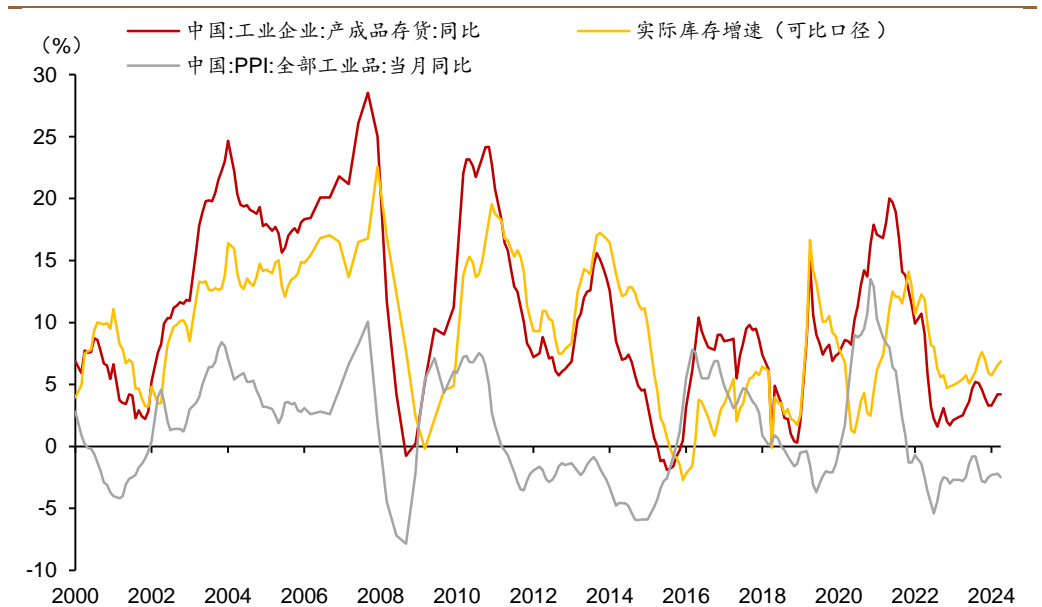
资料来源：Wind，德邦研究所

图 121：工业企业利润率 v.s. 信用债利率



资料来源：Wind，德邦研究所

图 122：名义及实际库存周期



资料来源：Wind，德邦研究所

6. 国内政策展望：以我为主，有备无患

6.1. 财政政策：底线思维下仍有空间和后手

3月政府工作报告及财政预算报告对2025年财政定调积极，提升赤字率、增加转移支付、提升专项债及特别国债额度等广义财政发力的举措已经有所体现。截止目前来看，从财政支出、债券发行等角度来看，财政政策推进积极，后续关注已有政策落地见效。此外，以底线思维考虑潜在的外部风险，财政政策仍有增量空间和后手，财政贴息、减税降费及准财政等均可使用。

6.1.1. 财政已有子弹

2025年政府工作报告强调“2025年财政政策要更加积极，持续用力、更加给力，根据形势变化及时调整政策措施，打好政策‘组合拳’”。截止目前来看，从财政支出、债券发行等角度来看，已有财政政策推进积极，后续关注已有政策落地见效。

一般公共预算方面：

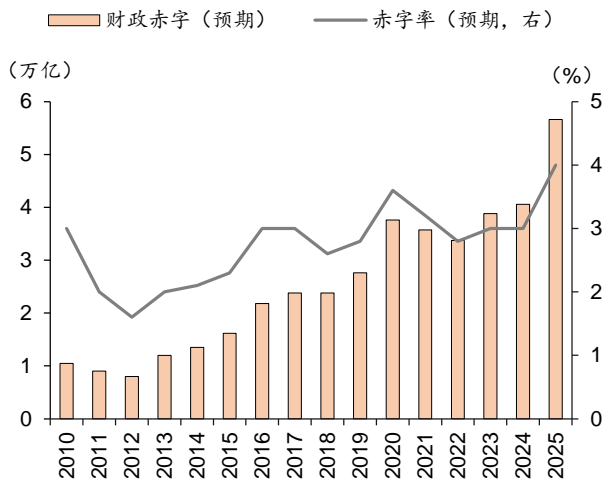
- **支出进展及结构：**根据2025年财政预算报告，2025年一般公共预算支出规模29.7万亿元，较上年增加1.2万亿元，政府性基金预算支出规模12.5万亿元，两本账合计的财政支出达到了42.2万亿元，较2024年实际值(38.6万亿元)提升了3.6万亿元，凸显财政支出更加积极。1-4月，全国一般公共预算支出93581亿元，同比增长4.6%。从结构上看，1-4月社保就业、卫生健康和交通运输等支出进度相对较快。其中社保就业、卫生健康和教育支出分别达到全年预算进度的38.2%、34.9%和32.4%，是支出进度最快的前三项。
- **国债发行和融资：**根据2025年财政预算报告，2025年赤字率目标设定为4.0%左右，较2023年及2024年的实际值3.1%和3.0%有所提升，达到历史最高水平，4%的赤字率对应的赤字为5.66万亿。
- **中央转移支付：**在转移支付方面，未来关注清理规范专项转移支付，增加一般性转移支付。专项转移支付往往附带较多具体使用要求，可能导致地方资金使用灵活性不足。增加一般性转移支付，可使地方根据自身实际情况灵活安排资金，提升资金使用效率。
- **超长期特别国债：**继首批项目启动后，第二批“两重”（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）与第一批“两新”（新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新）项目清单已正式下发，配套资金力争于6月底前全部直达地方。

政府性基金支出方面：

- **2025年1-4月，全国政府性基金预算收入12586亿元，同比下降6.7%。**分中央和地方看，中央政府性基金预算收入1400亿元，同比增长5.6%；地方政府性基金预算本级收入11186亿元，同比下降8%，其中，国有土地使用权出让收入9340亿元，同比下降11.4%。

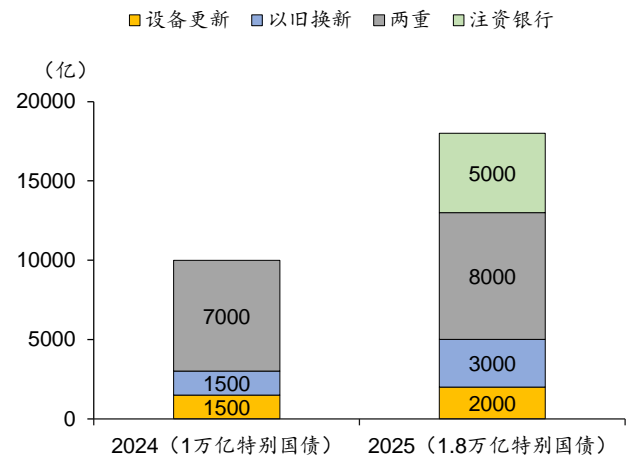
- **卖地收入增速逐步改善。**1-4 月国有土地使用权出让收入累计同比下降 11.4%。根据中指数据，4 月，300 城住宅用地成交规划建面同比下降 1.4%，出让金同比增长 25%，平均溢价率连续 3 个月超 10%。4 月以来，头部房企保持聚焦核心城市、精准投资的策略，北京、杭州、成都等地继续拍出高溢价地块，土地出让金指向房企投资谨慎态度趋缓，卖地收入增速短期改善。
- **在专项债置换隐债进展方面，**据 DM 不完全统计，截至 5 月 15 日，已有 33 地披露发行再融资专项债，募资用于置换存量隐性债务。截至目前，湖南、河南、安徽、云南发行进度较缓于其他地区，当前进度均未过半或刚触及 50%。

图 123：2025 年赤字率在 4%左右，达到历史最高水平



资料来源：Wind，德邦研究所

图 124：2024 及 2025 年特别国债投向对比：新增 5000 亿注资银行



资料来源：财政部，德邦研究所

表 10：2025 年财政支出结构变化

一般公共预算支出	2024 年预算		2024 年决算		2025 年预算		2025 预算较 2024 年决算绝对值新增		2025 预算较 2024 年决算占比新增	
	数额 (亿元)	占比 (%)	数额 (亿元)	占比 (%)	数额 (亿元)	占比 (%)	亿元	%		%
农林水支出	25261	8.8%	27045	9.7%	27095	9.2%	50		-0.4%	
公共安全支出	14906	5.2%	14800	5.3%	15450	5.3%	650		0.0%	
科学技术支出	11541	4.0%	11505	4.1%	12464	4.2%	959		0.1%	
社会保障和就业支出	41384	14.5%	42114	15.0%	44091	15.0%	1977		0.0%	
教育支出	42906	15.0%	42076	15.0%	44647	15.2%	2571		0.2%	
城乡社区支出	21388	7.5%	21742	7.8%	22253	7.6%	511		-0.2%	
外交、国防支出	17552	6.1%	17507	6.3%	18768	6.4%	1261		0.1%	
节能环保支出	5580	2.0%	5489	2.0%	5582	1.9%	93		-0.1%	
一般公共服务支出	21365	7.5%	20675	7.4%	21501	7.3%	826		-0.1%	
资源勘探工业信息等支出	8380	2.9%	8726	3.1%	9704	3.3%	978		0.2%	
文化旅游等支出	18773	6.6%	14527	5.2%	15590	5.3%	1063		0.1%	
债务付息支出	12746	4.5%	12877	4.6%	13873	4.7%	996		0.1%	
交通运输支出	12461	4.4%	12076	4.3%	12370	4.2%	294		-0.1%	
住房保障支出	8411	2.9%	8351	3.0%	8721	3.0%	370		0.0%	
卫生健康支出	22836	8.0%	20348	7.3%	21372	7.3%	1024		0.0%	
总计	285490	100.0%	279858	100.0%	293481	100.0%	13623		0.0%	

资料来源：财政部，德邦研究所

6.1.2. 财政政策效果如何？

我们从六大方面对财政政策效果进行了跟踪，具体可以参考前期报告《25年首份财政报告的成色和重点任务进展》：

支持扩大内需：政策纲领方面，多地发布“开门红”工作方案；促消费方面，部分地区已经发放2025年第一期消费券，2025年初以旧换新衔接期热度不减，其中杭州、海南和湖北成效显著；在扩大有效投资方面，2025年初以来，近26个省市相继召开省属企业扩大有效投资调度会。

支持现代化产业体系建设：近25个省市发布现代化产业体系规划文件，其中广东和贵州是典型代表，广东基本已构建起现代化产业体系“四梁八柱”，贵州围绕建设新型综合能源基地、全国重要的资源精深加工基地、新能源动力电池及材料研发生产基地、面向全国的算力保障基地、全国重要的白酒生产基地、全国重要的产业备份基地“六大产业基地”。

科教兴国：在2024年地方一般公共预算支出中的教育支出方面，广东以4049亿元位居榜首，且遥遥领先。江苏、山东、浙江、河南教育支出均超2000亿元，分列第二至第五名。四川、湖南、安徽、江西、湖北教育支出均超千亿，位居第六至第十名。

保障及改善民生：在各省份进展方面，截止2025年3月，国家医保局最新数据显示当前全国6个省份（上海、福建、山东、重庆、甘肃、宁夏）及新疆生产建设兵团全部实现生育津贴发放至个人，16个省份（北京、天津、河北、内蒙古、辽宁、黑龙江、浙江、安徽、河南、湖南、贵州、云南、西藏、陕西、青海、新疆）部分实现生育津贴发放至个人。

新型城镇化和区域协调发展：在新型城镇化建设方面，2025年以来，北京、安徽、四川、云南和西藏先后发布发展计划。

生态文明建设：中央对地方重点生态功能区转移支付安排1205亿元、增长7.5%。推进美丽河湖保护与建设，继续支持打好蓝天、碧水、净土保卫战。中央财政大气、水、土壤污染防治专项资金分别安排340亿元、267亿元、44亿元。

6.1.3. 财政政策下半年展望

结合4月政治局会议定调，我们认为，以底线思维考虑潜在的外部风险，财政政策仍有增量空间和后手，在风险出现前更多强调落实已有政策效果并储备政策工具，以备不时之需。

短期关注三个方面，一是4月政治局会议要求“加速国债和地方债的发行使用”，二是3月6日记者会上，商务部部长强调“扩大‘以旧换新’适用范围和规模，预计扩展到服务消费”，三是在第一期特别国债注资大行后，关注第二期特别国债补充大行资本。

一是4月政治局会议要求“加速国债和地方债的发行使用”，根据财政部、中国债券信息网等数据，2025年前4个月，全国发行地方政府债券合计约35354亿元，同比增长约84%。发债规模和增速均创近年同期新高。在投向上，根据企业预警通数据，今年前4个月发行的1.2万亿元新增专项债资金，约31%投向市政

和产业园区基础设施；约 20%投向铁路等交通基础设施；约 9%投向棚户区改造；约 6%投向医疗卫生；约 6%投向土地储备等领域。

二是 3 月 6 日记者会上，商务部部长强调“扩大‘以旧换新’适用范围和规模，预计扩展到服务消费”，换新补贴的品类范围，家电从 8+N 增加到 12+N 类，增设了手机、平板、智能手表、手环购新补贴。据十四届全国人大三次会议经济主题记者会，超 940 万的消费者购买了 12 大类的家电以旧换新，产品超过了 1200 万台，已经有超 3400 万名消费者申请了 4200 万件手机等数码产品的补贴更新，购新补贴。增加优质服务供给，有助于满足各种层次的服务消费需求。

三是在第一期特别国债注资大行后，关注第二期特别国债补充大行资本。3 月 31 日，财政部发布的消息显示，按照党中央和国务院决策部署，2025 年，财政部将发行首批特别国债 5000 亿元，积极支持中国银行、中国建设银行、交通银行、中国邮政储蓄银行补充核心一级资本。若后续特别国债继续补充大行资本，有助于提高银行体系的风险抵御能力，保持规模增长的稳定性；同时，也有利于改善市场信心，助力银行估值修复。

另外，有关应对潜在不确定性的各类储备工具，我们认为，中央层面可以关注财政贴息、减税降费、政策性金融工具、结构性再贷款等工具；在地方层面，可以借鉴和参考 2020 年应对疫情时期出台的地方一揽子支持性计划，包括定向补贴、减免税收房租等。

6.2. 货币政策：总量结构齐发力推动宽信用

2025 年上半年，货币政策面临的宏观环境与 2024 年有相似之处也有新的变化，相似之处在于通胀水平持续偏低、信用扩张尚未见到持续好转、房地产新发展模式尚未完全形成等，新的变化在于外部环境更趋复杂多变，特朗普政府掀起“对等关税”冲击并在后续的中美经贸谈判中得到缓解，并相应导致人民币汇率阶段性承压等。为应对信用扩张不畅、外部冲击加剧等问题，2025 年 5 月央行推出一揽子金融政策逆周期发力，总量结构双管齐下推动宽信用。

上半年货币政策的一个关键词是“择机”，在 1 月 3 日央行 2024 年第四季度货币政策委员会例会通稿中首次提出“择机降准降息”，随后在 2025 年 1 月 4 日央行工作会议和 3 月 13 日党委扩大会议中多次提出同样措辞，市场一度频繁预测双降时机，然而，一季度央行并没有落地双降，在美国所谓“对等关税”落地的 4 月也没有落地双降，而是等到 5 月以一揽子金融政策的一部分落地，期间市场对“适度宽松”的货币政策的预期不断变化，我们认为，理解当前央行货币政策决策流程及其背后的机制是理解“适度宽松”和“择机”的关键。

从货币政策决策流程上看，“增强宏观政策取向一致性”要求货币政策与财政政策、产业政策、科技政策等要加强协调配合，这需要建立更高级别的决策机制，而在其中货币政策主要发挥的是“支持性”作用。

2024 年陆家嘴论坛上，央行行长潘功胜表示“中国……货币政策立场是支持性的，为经济持续回升向好提供金融支持”，这与当时部分国家通胀高企，其央行保持的高利率、限制性的货币政策立场形成对比。我国货币政策的核心目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长，这就要求货币政策不仅要关注通胀（币值稳定）的情况，也要关注经济增长的情况，在当前的结构转型期，中国经济存在

着需求偏弱、供给较强的特征，结构上的不平衡可能导致增长动能不稳甚至酝酿风险，因此央行也需要在施策时考虑到这一点。从实践中我们也可以看到，伴随着 2024 年以来财政政策积极发力，货币政策给出了充分的支持，通过公开市场国债买卖、买断式逆回购等方式向市场提供流动性避免出现金融风险危害经济回升向好，通过明确 7 天逆回购利率为主要政策利率、改革 MLF 操作机制、完善利率传导机制对市场利率在合理水平平稳运行保驾护航，这些都是货币政策“支持性”立场的体现。

2025 年上半年，货币政策实践也体现出了新的特征：

- **适应宏观经济形势变化，施策体现“取向一致性”。**2025 年第一季度，在财政积极发力的背景下政府债券发行较快，贷款投放也持续多增，可以视为信用扩张相对稳定，在此背景下央行保持了政策利率稳定，也没有实施降准而是通过逆回购投放等方式稳定市场流动性。而到了 4 月，一方面经济运行遭遇美国所谓“对等关税”的外部冲击，对宏观政策发力提高增长动能的需求上升；另一方面信用扩张也有所转弱，贷款投放在去年 4 月低基数基础上同比少增，并拖累社融增长，也对宏观政策着力呵护市场主体提出了更高要求。由此我们见到，5 月央行多措并举，推出降准降息、结构性货币政策降息增设扩容等一揽子金融政策，我们认为，一季度货币政策保持稳健、5 月推出一揽子金融政策体现出了货币政策实践上更加适应宏观经济形势变化，施策保证了“取向一致性”。
- **适应房地产市场和资本市场发展新形势，着力稳楼市稳股市。**2025 年 5 月，央行一揽子金融政策中包含下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，将 5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.1% 和 2.6%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.525% 和 3.075%，继续推动需求端改善以稳楼市；一揽子金融政策中还包括优化两项支持资本市场的货币政策工具，将 5000 亿元证券、基金、保险公司互换便利和 3000 亿元股票回购增持再贷款额度合并使用，有助于更好满足不同类型机构需求，支持资本市场增强内在稳定性。
- **支持经济结构转型，促进重点领域发展和新动能建立。**2025 年 5 月，央行一揽子金融政策中包含下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点、增加 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度、设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”、增加支农支小再贷款额度 3000 亿元、创设科技创新债券风险分担工具等措施，在近年来政策利率多次调降后，本次对利率水平本就低于政策利率的结构性货币政策工具全面降息，并进行扩容，将对支持经济结构转型提供更大助力。

表 11：截止 5 月 23 日，2025 年货币政策主要措施

针对领域	货币政策操作	货币政策类
增长与价格	7天期逆回购利率(政策利率)降息10个bp	降息
	1年期LPR降息10个bp	降息
	5年以上LPR降息10个bp	降息
	降准1个百分点	降准
结构与转型	将支农再贷款、支小再贷款合并，扩大支持金融机构范围	结构性工具
	增加支农支小再贷款额度3000亿	结构性工具
	科技创新和技术改造再贷款额度3000亿	结构性工具
	设立服务消费与养老再贷款	结构性工具
	结构性货币政策工具降息25个bp	降准
房地产	下调个人住房公积金贷款利率25个bp	降息
资本市场	将支持资本市场两项货币政策工具的额度合并使用	结构性工具

资料来源：中国财经报公众号，人民银行，德邦研究所

宽信用是基本面改善的重要措施，下半年货币政策仍需着力解决。从宏观经济表现来看，截止 2025 年 4 月，仍然存在着物价偏低、宽信用进程不稳定、外部不确定性上升等。展望下半年，货币政策预计将继续与其他宏观政策做好协同配合，助力新动能成长，促进物价温和回升；适时优化调整房地产相关政策以稳楼市；支持中央汇金发挥类“平准基金”作用维护资本市场平稳，更好发挥两项支持资本市场工具作用促进资本市场稳定向好运行。我们认为，其中最重要的当属总量型和结构性货币政策共同发力推动宽信用，总量工具降息压降融资成本，结构工具增设扩容优化，尤其是发挥好具备准财政属性的结构性货币政策工具作用，真金白银支持银行信贷投放。

政策性金融工具也可能是宽信用的重要工具，或将聚焦科技、消费、外贸。4 月 25 日政治局会议提出“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等”，5 月 7 日一揽子金融政策中的设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”属于政治局会议提出的“创设新的结构性货币政策工具”，但目前“设立新型政策性金融工具”尚未落地，我们认为，结合政治局会议“支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等”和货政报告中“引导金融机构加力支持科技金融、绿色金融、普惠小微、扩大消费、稳定外贸等”的表述，本轮宽信用的重点方向就在于科技、消费、外贸，从特点来看，这几个方向或处于加快发展关键期（科技）、或增长潜力巨大（消费）、或面临短期不利因素亟需政策支持对冲（外贸），共同点是都存在大量真实有效的融资需求，将金融资源向这三个方向倾斜，是“好钢用在刀刃上”，又能推动信用扩张、支持结构转型升级，可谓一举多得。我们认为，后续可能出台的新型政策性金融工具，可能通过央行支持政策性银行扩表的方式，例如设立专项投资基金等，支持科技创新、扩大消费和稳定外贸这几个方向。

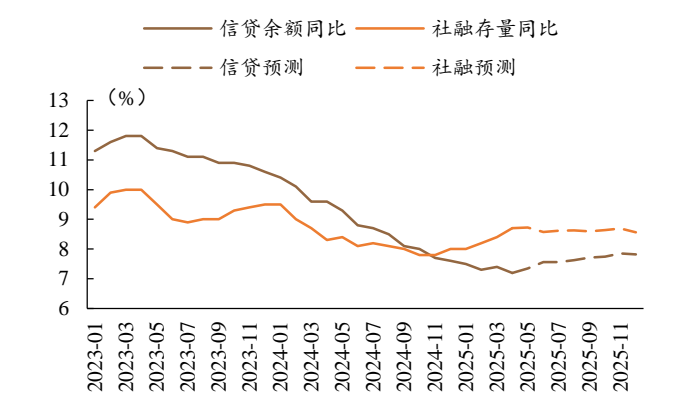
展望 2025 年下半年，我们认为货币政策将多措并举推动信用扩张持续改善，同时对金融风险保持关注，重点或在于以下三个方面：（1）总量政策上视宏观经济运行继续择机实施降准降息以促进宽信用和价格水平温和回升；（2）结构性货币政策上新工具对冲外部风险、已有工具提质增效，优化结构性工具使用方式以提高使用效率；（3）强化防风险机制，重点监测地方债务与汇率等风险，避免金融风险阻碍经济回升向好态势。

6.2.1. 金融数据：政策适时发力，维稳信用扩张

在 5 月一揽子金融政策全面发力推动宽信用的基础上，我们认为 2025 年下

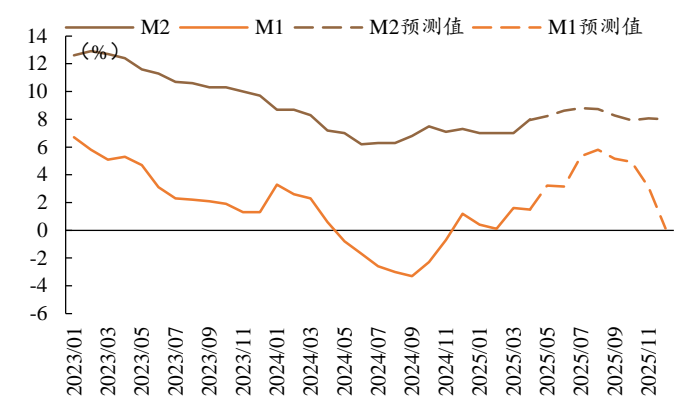
半年金融数据或将保持稳健向好态势，信用扩张有望保持平稳改善。

图 125：2025 年信贷社融增速预测



资料来源：Wind，德邦研究所测算

图 126：2025 年货币增速预测



资料来源：Wind，德邦研究所测算

注：根据央行公布数据，2024 年 1 月起为新口径 M1 增速，此前为旧口径 M1 增速

信贷方面，预计 2025 年全年信贷增量在 20 万亿左右，考虑到 5 月一揽子金融政策出台、一季度货币政策执行报告再提“引导银行加大信贷投放力度”、央行召开金融支持实体经济座谈会向主要银行业金融机构负责人传达“保持金融总量合理增长”要求等，预计对短期信贷投放有一定提振作用，年内剩余信贷投放节奏上二季度或占比较高，三、四季度或依次放缓，预计 2025 年 2-4 季度末信贷余额同比增速分别达到 7.6%、7.7%和 7.8%，全年信贷余额同比增长 7.8%，较 2024 年全年高出 0.2 个百分点。

社融方面，在信贷增量的基础上，考虑政府债、信用债和股票融资等其他项目的因素，预计 2025 年全年社融增量在 34 万亿左右，其中信贷 20 万亿左右；根据赤字率，国债（不含超长期特别国债）和地方一般债（不含置换债）合计约 5.7 万亿；根据两会预期目标，地方政府新增专项债规模在 4.4 万亿左右；根据两会表述，支持国有大型商业银行补充资本的特别国债和超长期特别国债发行规模合计 1.8 万亿左右；信用债全年净融资额在 2 万亿左右；股票融资全年净融资额在 2000 亿左右。在此假设下，预计 2025 年 2-4 季度末社融存量同比增速分别达到 8.6%、8.6%和 8.6%，全年社融存量同比增长 8.6%，较 2024 年高出 0.6 个百分点。

货币方面，考虑到货币增长的季节性规律和信贷投放等导致的货币派生，预计 2025 年 2-4 季度末 M1 同比在 3.1%、5.2%和 0.1%左右；M2 同比在 8.6%、8.3%和 8.0%左右。

图 127：人民币汇率中枢测算

		CFETS人民币汇率指数											
		96	97	98	99	100	101	102	103	104	105	106	107
美元 指数	89	6.32	6.25	6.19	6.13	6.07	6.01	5.95	5.89	5.83	5.78	5.72	5.67
	93	6.60	6.54	6.47	6.40	6.34	6.28	6.22	6.15	6.10	6.04	5.98	5.92
	94	6.67	6.61	6.54	6.47	6.41	6.34	6.28	6.22	6.16	6.10	6.04	5.99
	95	6.75	6.68	6.61	6.54	6.48	6.41	6.35	6.29	6.23	6.17	6.11	6.05
	96	6.82	6.75	6.68	6.61	6.54	6.48	6.42	6.35	6.29	6.23	6.17	6.12
	97	6.89	6.82	6.75	6.68	6.61	6.55	6.48	6.42	6.36	6.30	6.24	6.18
	98	6.96	6.89	6.82	6.75	6.68	6.61	6.55	6.49	6.42	6.36	6.30	6.24
	99	7.03	6.96	6.89	6.82	6.75	6.68	6.62	6.55	6.49	6.43	6.37	6.31
	100	7.10	7.03	6.96	6.89	6.82	6.75	6.68	6.62	6.55	6.49	6.43	6.37
	101	7.17	7.10+	7.03	6.95	6.88	6.82	6.75	6.68	6.62	6.56	6.50	6.43
	102	7.24	7.17	7.09	7.02	6.95	6.88	6.82	6.75	6.69	6.62	6.56	6.50
	103	7.31	7.24	7.16	7.09	7.02	6.95	6.88	6.82	6.75	6.69	6.62	6.56
	104	7.38	7.31	7.23	7.16	7.09	7.02	6.95	6.88	6.82	6.75	6.69	6.63
	105	7.46	7.38	7.30	7.23	7.16	7.09	7.02	6.95	6.88	6.82	6.75	6.69
106	7.53	7.45	7.37	7.30	7.23	7.15	7.08	7.02	6.95	6.88	6.82	6.75	
107	7.60	7.52	7.44	7.37	7.29	7.22	7.15	7.08	7.01	6.95	6.88	6.82	
108	7.67	7.59	7.51	7.44	7.36	7.29	7.22	7.15	7.08	7.01	6.95	6.88	
109	7.74	7.66	7.58	7.51	7.43	7.36	7.28	7.21	7.14	7.08	7.01	6.94	
110	7.81	7.73	7.65	7.57	7.50	7.42	7.35	7.28	7.21	7.14	7.07	7.01	
113	8.02	7.94	7.86	7.78	7.70	7.63	7.55	7.48	7.41	7.34	7.27	7.20	

○ 当前位置
+ 当前中枢
7.20 当前在岸
汇率

资料来源：Wind，德邦研究所测算

汇率方面，对于下半年人民币汇率走势影响最大的因素主要是贸易摩擦与谈判等外部冲击、美元走势和美联储货币政策决策。虽然 5 月 12 日中美联合声明标志着所谓“对等关税”带来的外部冲击阶段性减弱，但后续不确定性仍然较高，仍可能对人民币汇率产生较大影响。在特朗普政府政策高度不确定性的基础上，美元走势也存在着较大的不确定性，也将成为人民币汇率的外部扰动。此外，美国经济前景不明，关税带来的通胀再抬升风险和增长放缓风险给美联储货币政策决策带来了矛盾的条件，降息决策可能更难作出。然而，从长期来看，特朗普政府摇摆不定的政策、美国财政状况难以快速改善的现状势必损伤美元和美债作为全球资产定价锚的地位，人民币等其他主要货币国际地位上升是较为确定性的趋势，在我国经济基本面保持稳健的基础上，前期人民币汇率波动幅度或已超出基本面变化，预计年内人民币汇率将逐步向着修复的方向移动。

为衡量人民币汇率弹性，我们用美元指数和 CFETS 人民币汇率指数测算美元兑人民币汇率弹性，并以此指引美元兑人民币汇率中枢位置，站在当前时点，基本面及货币政策反映的中枢可能在 7.1-7.2 的水平，下半年人民币汇率或将沿着美元指数与 CFETS 人民币汇率指数的走势轨迹逐步稳定在中枢附近。

6.2.2. 政策工具：有空间，提效果

总量型货币政策方面，下半年或仍有 0.5 个百分点的降准空间，降息掣肘不大。货币政策正处于逆周期发力阶段，考虑到 5 月一揽子金融政策发力，外部风险仍然不小，汇率对我国货币政策的掣肘下降等因素，我们认为后续总量型货币政策仍有发力空间。考虑到 MLF 在 10-11 月到期量较大，买断式逆回购在 5-6 月到期量较大，续作 6 个月期限则下一次到期在 11-12 月，我们认为四季度中段可能存在不小的基础货币缺口，届时仍有可能通过进一步的降准补充基础货币。在 5 月降息过后，短期内或无需进一步降息，但当前人民币汇率企稳回升，内外均衡对降息的掣肘也有所降低，下半年仍可能在稳增长、宽信用诉求下进一步降息。我们认为，2025 年下半年降息空间或在 0.1 个百分点，对应一次降息；降准空间

或在 0.5 个百分点，对应一次降准。

结构性货币政策方面，下半年或主要聚焦已有工具提质增效。5 月服务消费与养老再贷款落地，结构性货币政策工具开始起到支持消费的作用。后续可能继续创设新工具以对冲外部风险扰动，支持外贸等特定部门。而更重要的是，央行或继续对现有工具提质增效，改进工具使用方式，充分挖掘相关领域信贷需求，以提升工具使用效率。

准财政工具可以填补货币政策工具空白。推动宽信用需要多种手段并行发力，如前文所述，我们认为，后续可能出台新型政策性金融工具，通过央行支持政策性银行扩表的方式，例如设立专项投资基金等，支持科技创新、扩大消费和稳定外贸这几个方向。政策性金融工具具备准财政属性，其作用机理较结构性货币政策工具或更为直接，对相关领域的信贷需求和投资的拉动或更加明显，下半年政策性金融工具或将迎来增设。

7. 资产配置：攻守兼备、以逸待劳

结合前文展望 2025 年下半年的宏观环境，考虑到外部环境仍存在巨大的不确定性，国内经济回升向好的基础还需要进一步稳固，宏观政策强调“以我为主”，一方面以确定性的高质量增长来应对不确定性，另一方面强化底线思维，面对“国际经贸斗争”保留充足的政策空间和后手。在这种背景下，展望 2025 年下半年的资产配置走势，我们认为要把握“攻守兼备、以逸待劳”这八个字，一方面把握中长期宏观趋势，在变化世界中寻找确定性的趋势，以逸待劳，另一方面针对变化做好应对和轮动，攻守兼备兼顾绝对收益及相对收益。

我们认为重点关注以下逻辑：

其一、我国经济面临的中期挑战是走出低通胀环境，低通胀环境决定了红利资产韧性仍存，走出低通胀依赖进一步的内需释放，特别是在消费和地产领域，也是政策预期关注的重点。

其二、科技是中美博弈的焦点，也是化解我国内外部挑战的关键变量，国内我们建议关注上游国产替代和自主可控、中下游消费电子及 AI 应用，海外美股科技“七巨头”估值显著调整后已处于较低水平，在“杰文斯悖论”与特朗普 AI 禁令两大逻辑之下，美股科技“七巨头”有望进一步走强。

其三，关注国内政策变量，为应对外溢风险我国内生性维稳机制发挥作用，中长期资金入市且维稳资金对冲，重点布局国央企及科技等领域，兼顾投资与支持国家重大产业发展。未来产业投入增长机制有助于新兴产业快速成长提升估值，公募基金新规也会促进市场投资向基准靠拢，对低配行业及权重股有利好。

其四，消费的中枢修复较慢，建议积极把握结构性机会，重视消费的成长性，主要表现在“旧中取新”和“新消费”这两个领域，前者在形式上具体表现为首发经济、首店经济等，后者以占领心智的新兴消费领域为代表。

其五，理财规模稳中有进，配置债券比例逐步提升，并且 2023 年年末以来存款利率下降幅度高于理财平均收益率的下降幅度，这意味着“资产荒”与配置需求仍将带动债市处于较好阶段。

其六，商品领域关注变化中的确定性变量，一方面是新兴需求的持续提升，以及安全和储备需求的增加，另一方面是供给端面临内部（标准提升与统一等）和外部（供应链重塑）新的调整，以此把握供需缺口和否极泰来的机会。另外，去美元化和债务货币化将在中长期持续推升黄金价格。

7.1. “红利”资产韧性仍存

一是，在年内低通胀环境较难改观和资本市场内生稳定机制建设不断推进两大逻辑的支撑下，我们建议再度重视红利资产的配置价值。

一方面，“去地产化”背景下，我们当前仍处在低通胀环境中。2025 年 4 月 CPI 同比-0.1%，PPI 同比-2.7%。展望下半年来看，“低价”环境或仍将延续，这一宏观背景支持挂钩实物的红利类资产维持韧性；另一方面，2025 年以来，中长期资金入市持续推进。我们认为，在政府工作报告的指引之下，我国股票市场未来将逐步构成以“中长期资金+内生稳定性资金”为代表的内在稳定性长效

机制。其中前者以社保、保险、养老保险基金、银行以及诚通、国新等国资力量为基础，后者则以回购再贷款、互换便利等为基础，同时，汇金公司发挥“平准基金”作用以应对资本市场的非理性剧烈波动。从资金本身的约束条件和目标函数出发，表现稳定且能够较容易支撑指数的红利资产可能也是战略配置的“必选项”。此外，证监会5月17日发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，长期考核的引入也或将在一定程度上增强基金对红利资产的偏好。

图 128：申万一级行业盈利、估值及股息情况

代码	行业	盈利		估值		股息
		归母净利润 同比增速	ROE (TTM)	市盈率PE (TTM, 剔除负值)	市净率PB (LF)	股息率 (近12个月)
801950.SI	银行	2.3	9.3	6.6	0.6	6.4
801780.SI	煤炭	-19.8	11.9	11.9	1.2	6.3
801960.SI	石油石化	0.5	10.7	10.7	1.2	4.8
801130.SI	纺织服饰	-37.4	5.3	18.6	1.7	3.7
801120.SI	食品饮料	5.6	21.4	21.7	4.1	3.6
801710.SI	建筑材料	-46.7	2.6	19.1	1.1	3.0
801110.SI	建筑装饰	-15.8	6.8	8.3	0.7	2.9
801170.SI	交通运输	11.2	8.2	13.6	1.3	2.6
801720.SI	公用事业	5.2	8.8	17.3	1.5	2.6
801040.SI	轻工制造	-33.8	4.6	21.0	1.7	2.4
801160.SI	钢铁	-131.7	-1.0	21.6	0.9	2.4
801140.SI	家用电器	7.5	16.3	14.7	2.4	2.3
801790.SI	非银金融	47.4	10.7	12.3	1.2	2.1
801770.SI	传媒	-49.8	3.0	25.8	2.5	1.8
801760.SI	通信	6.4	8.7	20.7	2.5	1.8
801970.SI	房地产	-2,936.8	-10.5	23.2	0.7	1.8
801180.SI	有色金属	1.5	10.6	17.0	2.1	1.7
801050.SI	环保	-17.2	4.6	19.5	1.5	1.7
801150.SI	医药生物	-11.4	6.2	27.5	2.5	1.6
801730.SI	电力设备	-61.5	3.8	24.8	2.3	1.6
801980.SI	基础化工	-9.6	6.2	21.8	1.8	1.6
801200.SI	美容护理	-21.4	7.6	37.2	3.3	1.6
801030.SI	商贸零售	8.3	3.4	26.9	1.8	1.5
801880.SI	汽车	10.9	8.2	25.3	2.5	1.4
801230.SI	综合	58.6	-2.2	36.1	1.6	1.3
801890.SI	农林牧渔	1,365.3	9.2	17.8	2.3	1.3
801010.SI	机械设备	-8.1	6.0	26.2	2.4	1.3
801210.SI	社会服务	-36.3	4.5	31.4	2.8	1.1
801750.SI	计算机	-53.5	1.5	49.1	3.7	0.8
801080.SI	电子	20.5	5.7	41.3	3.3	0.8
801740.SI	国防军工	-39.2	2.7	64.3	3.0	0.6

资料来源：Wind，德邦研究所；PE_TTM、PB (LF) 单位为倍，其余为%；财务数据为 2024 年报数据，市场数据截至 2025/05/23。

对于所谓的“红利资产”，我们曾在专题《宏观视角看“红利”》对其详细讨论过。展望 2025 年下半年，我们认为与国计民生密切相关的牌照类红利（如银行、交运、公用事业）可能将占优于处在经济上游的资源类红利（如煤炭、石油石化）。对于红利资产的投资价值，一方面，“类债”属性和“短久期”属性为红利投资带来较强确定性，上市公司从业绩“速度”走向业绩“质量”，分红要求也在不断提高。另一方面，投资于部分具有牌照优势的垄断性行业其实也是一种对于中国经济不会出现系统性风险的认同，蕴含“兜底”思维，这些资产本身也具有稳定性和排他性优势，在宏观格局短期暂未发生拐点性变化的前提下，红利资产在中期有望保持一定韧性；展望 2025 年下半年，从外部看，考虑到关税冲击暂缓但并未消除，全球范围内对实物资产的需求弹性或难系统性放大，煤炭、石油石化等资源类红利可能机会有限；从内部看，在低价环境和外部扰动之下，政策发力需要工具与抓手，牌照类红利符合“以我为主”的应有之义，银行板块或具备较强韧性。此外，公用事业市场化改革是“加强价格总水平调控”的线索之一，公用事业板块的机会同样值得重视。

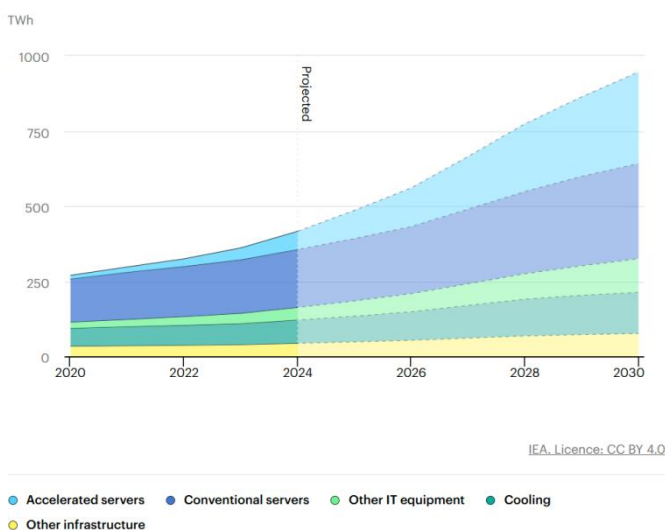
7.2. 科技仍是产业层面主线

二是，在中美战略竞争的大背景下，科技仍是产业层面主线，国内科技链条关注上游国产替代和自主可控、中下游消费电子及 AI 应用；海外科技而言，在“杰文斯悖论”与 AI 禁令两大逻辑之下，再度重视美股“七巨头”行情。

展望 2025 年下半年，我们认为国内科技产业链配置逻辑将由政策引导与产业周期共振主导。上游环节以国产替代和自主可控为核心主线，在半导体设备、EDA 工具、核心材料等关键领域仍具备战略配置价值。受益于政策持续投入与产业链加速磨合，部分龙头企业有望逐步突破“卡脖子”环节；中游方面，消费电子部分环节逐步企稳回暖，随着后续供给侧加快出清及产能优化升级，存储芯片、面板、晶圆代工等板块价格有望逐步企稳，边际改善可期。随着智能手机、PC 出货恢复，叠加新兴 AI 应用需求驱动，周期反转的结构性机会值得关注；下游关注 AI 应用层面，行业正从通用模型平台向垂类场景加速渗透。具身智能在机器人、自动驾驶等场景的快速试点，AI+医药研发的效率提升，以及 AI 在金融风控、智能投顾等方向的落地扩展，正推动产业链从“算力为主”向“场景为王”演进，利好具备数据、模型与落地能力兼具的应用企业。

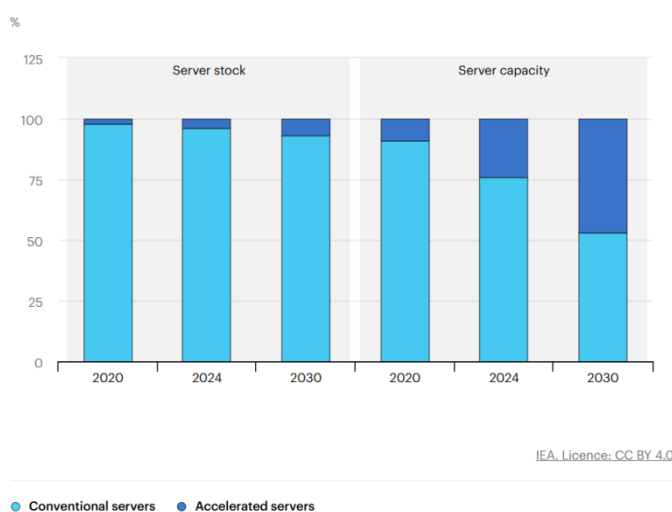
对于海外科技而言，我们认为美股“七巨头”或将重归强势，同时监管与资源制约成边际扰动。海外科技配置仍以美股七巨头为主线，AI 产业红利有望继续推动其业绩与估值双升。即便估值部分偏贵，凭借强大的现金流、技术壁垒与平台外溢效应，科技巨头在 AI 浪潮中的垄断地位短期难以撼动。值得注意的是，“杰文斯悖论”（Jevons Paradox）可能在 AI 领域继续演绎，即技术效率提升并未压缩算力资源需求，反而推动了更广泛的应用场景与更强烈的算力消耗。这一现象可能加剧对高端 GPU、数据中心、电力资源的争夺，反过来加深产业链集中度。与此同时，美国对华 AI 禁令不断收紧，美国商务部废除拜登政府于 2025 年 1 月 15 日发布的《人工智能扩散规则》（AI Diffusion Rule），同时宣布采取额外措施加强对全球芯片出口管制，相关政策后续或将对中美科技产业分工构成持续扰动。一方面，限制高性能芯片出口可能使国内加快替代进程，另一方面也在一定程度上提升了美国本土科技巨头的“护城河”，有望再度强化其全球溢价能力。

图 129：2020-2030 年全球数据中心电力消耗（按设备划分）



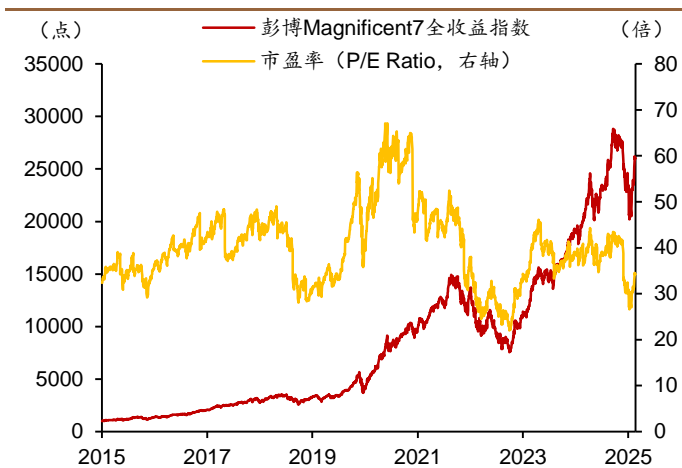
资料来源：IEA，德邦研究所

图 130：2020-2030 年全球数据中心服务器存量和容量的电力消耗



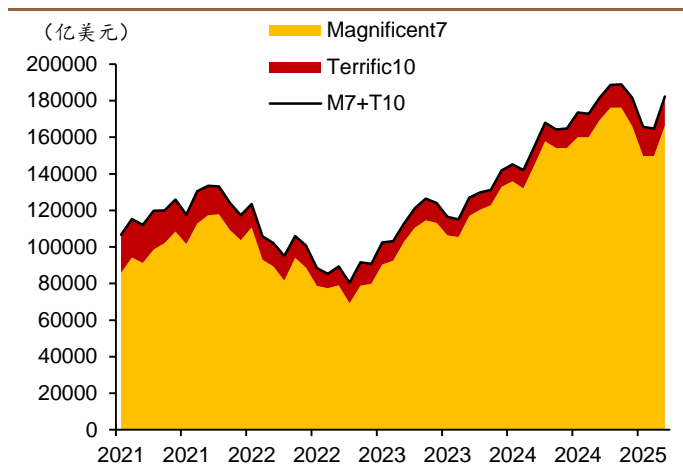
资料来源：IEA，德邦研究所

图 131: 美股“七巨头”整体估值处在历史低位



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所; 数据截至 05/20, 右图同

图 132: 美股“Magnificent 7”与港股“Terrific 10”流通市值



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所; Magnificent 7 包括美股上市代码 AAPL、MSFT、NVDA、AMZN、GOOGL、META、TSLA, Terrific 10 包括港股上市代码 0700、9988、1810、1211、3690、9999、0981、9618、9888、0175

7.3. 关注政策变量：内生性稳市机制、未来投入增长机制与公募新规

关注政策端对市场形成的支撑及其带来的结构性机会，内生稳定机制、未来产业投入增长机制以及“公募新规”所形成的三大政策力量值得重视。

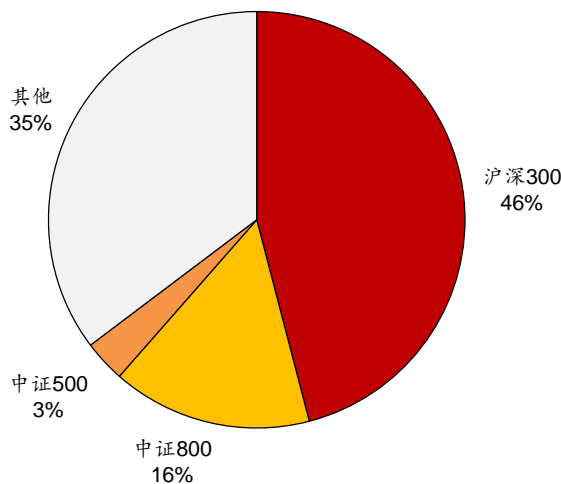
1) 资本市场内在稳定性长效机制建设将持续推进，关注红利、科技和国央企三大方向。4 月国务院常务会议提出“持续稳定股市”，延续此前中央政治局会议、中央经济工作会议、2025 年政府工作报告等重要会议和政策中的表述，体现了中央层面对股市的呵护之意。我们认为，随着资本市场内在稳定性长效机制建设的持续推进，我国股票市场未来将逐步构成以“中长期资金+内生稳定性资金”为代表的内在稳定性长效机制，前者以社保、保险、养老保险基金、银行以及诚通、国新等国资力量为基础，后者则以回购再贷款、互换便利等为基础，同时，汇金公司将持续发挥类“平准基金”作用，以应对资本市场的非理性剧烈波动。从资金本身的约束条件和目标函数出发，我们认为表现稳定且能够较容易支撑指数的红利资产是战略配置的“必选项”。同时，当前阶段科技创新对高质量发展起到支撑作用，中国式现代化关键在科技现代化，因此在弹性方向上，科技板块同样是配置层面的重中之重。此外，从企业性质的角度看，考虑到相关资金力量更偏国资性质，与“红利”与“科技”相关的国央企可能更为受益。

2) 未来产业投入增长机制有望成为新质生产力的培育引擎，关注与未来产业相关的主题性机会。2024 年 12 月召开的中央经济工作会议指出“以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系”。2025 年《政府工作报告》明确提出“建立未来产业投入增长机制，培育生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业”。我国未来产业的政策导向从“积极培育”走向“系统布局”，而未来产业的产业特征和发展规律则进一步要求建立起有效的投入增长机制。具体而言，作为新质生产力的重要载体，未来产业具有“高技术性、高风险性和高带动性”的特征，前期需要资金、技术、人才等要素的大量投入，“谁来投、投哪里、怎么投”则是三大关键问题。对于市场而言，未来产业投入增长机制有望为资本市场注入新动能，推动资本向高成长性、高附加值的领域流动，关注商业航天与低空经济、量子科技与 6G 通信、生物制造与合成生物学、具身智能与人形机器人、“人工智能+”融合应用等主题性投资机会。

3) “公募新规”重塑市场生态与长期导向，强化业绩比较基准约束，向基准回归成为大势所趋。2025年5月7日，中国证监会正式发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，并同步在国新办新闻发布会上详解改革路径。“公募新规”配套推出25条监管举措，直击行业长期存在的“重规模轻回报”痛点。在众多举措中，我们认为“对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过10个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降”最值得重视。从基金经理行为、行业生态、投资者利益及市场结构四个维度看，我们认为：(1) 新规可以倒逼基金经理减少风格漂移与短期博弈，转向长期持有核心资产，注重风险控制与行业均衡配置；(2) 新规或将推动基金投资范式转变，量化指数增强策略因纪律性强、风险可控，可能成为主流工具，尤其在跟踪误差控制方面更具优势；(3) 新规要求基金基准与投资策略严格匹配，减少“名不副实”现象，投资者可更清晰评估基金表现，降低信息不对称风险、提升长期回报稳定性；(4) 公募基金若普遍向基准靠拢，市场波动率或系统性下降，对热点板块的“追涨杀跌”有望减弱。向前看，需要密切观察中期维度下基金持仓的调整动态、基准变更趋势及量化策略的应用进展。

图 133：沪深 300 和中证 800 是主动偏股基金最常用的业绩基准

主动偏股基金基准分布（最高权重项）



资料来源：Wind，德邦研究所；主动偏股基金包括普通股股票型、偏股混合型、灵活配置型三类基金

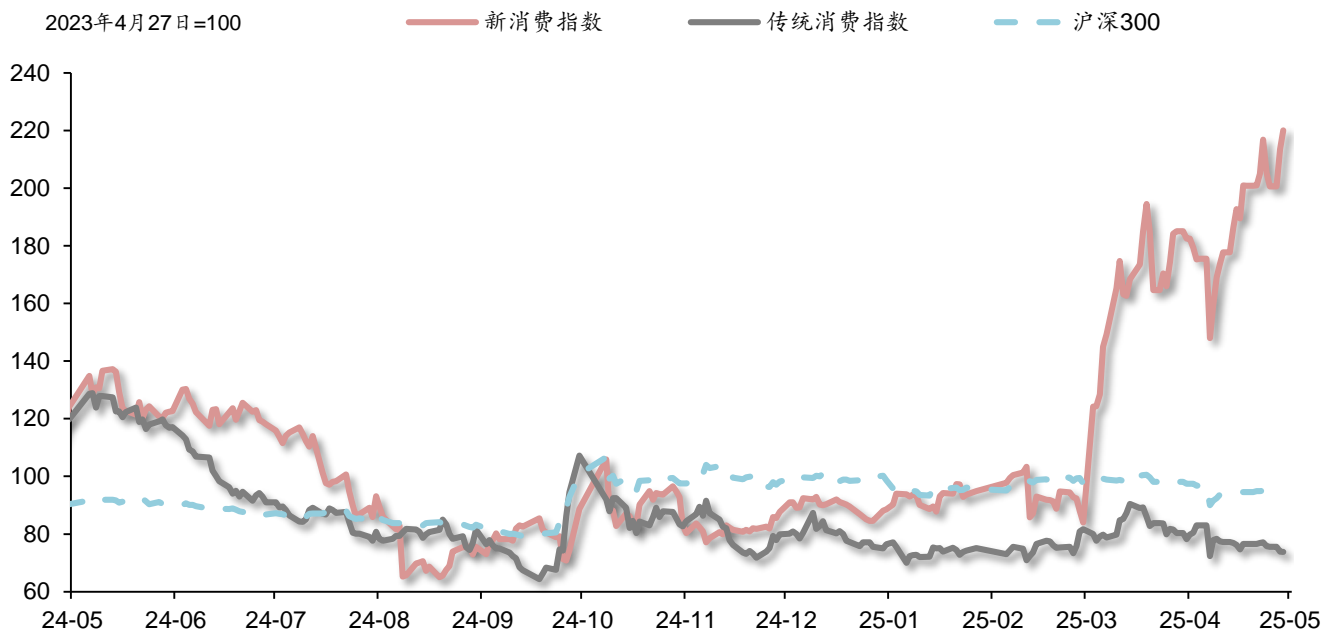
7.4. 消费的成长性与新消费

结合前文分析，由于财富效应、疤痕效应等因素影响以及收入及收入预期难以快速修复的背景下，消费中枢大概率缓慢修复，我们提示要更加关注消费数据的结构特征，特别是关注“消费的成长性”，有成长性的“新”消费往往被市场所低估。

我们将消费数据分拆为“旧消费、旧中取新和新消费”三类别，分别以白酒（品牌为王）、老铺黄金（消费降级中的消费升级）和泡泡玛特（不确定性中的稀缺性）为典型代表，并构造相对应的指数来看其变化。从我们构建的新消费和传统消费指数，对比来看，自2025年2月以来，新消费指数涨幅远超传统消费指数，也指向结构性消费亮点或是2025年消费领域的核心预期差。我们提示重视消费的成长性，主要表现在“旧中取新”和“新消费”这两个领域，前者在形式上具体表现为首发经济、首店经济等，后者以占领心智的新兴消费领域为代表。展望2025年，我们认为综合考虑居民收入预期、消费意愿和负财富效应等因素，消费整体的修复和增速中枢的抬升可能较慢，结构重于整体，可以重点关注：首发经

济、冰雪经济、银发经济，在具体行业上，自动驾驶、智能穿戴、超高清视频、脑机接口、机器人、增材制造等新技术新产品或是高成长性消费新赛道的典型代表。

图 134：2025 年 2 月以来，新消费指数的涨幅远超传统消费和沪深 300



资料来源：Wind，德邦研究所

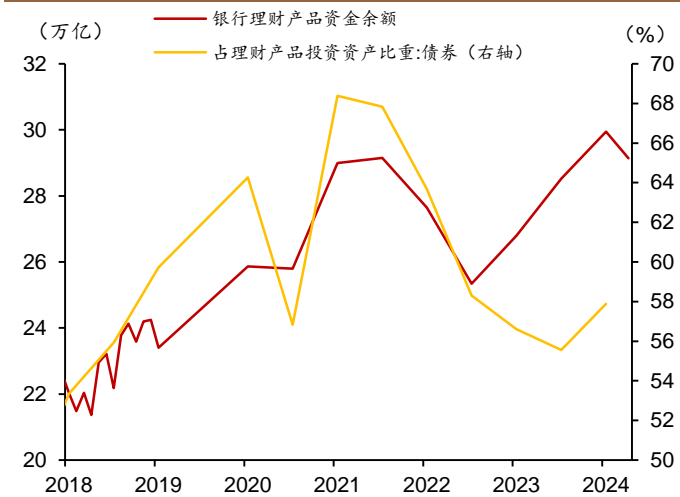
7.5. 理财规模稳步扩大，债券配置比例逐步提升

从资管行业来看，我们认为两种趋势还将继续存在，一是银行理财等规模有望稳步提升，二是金融机构负债端的变化决定了其资产端的资产配置行为。

在“去地产化”的背景下，居民资产负债表的底层资产也相应出现“资产荒”，特别是在房价承压、租金率校对的局面下，不论是银行理财还是收益较为稳定的保险产品均成为居民配置的重要选择，疤痕效应下部分风险偏好较低居民则选择更为稳定的存款，一度导致超额储蓄的显著提升。2023 年至今，由于央行逐步降息来降低实际融资成本、服务并支持实体经济，存款利率下行幅度较多，工商银行 6 个月定期存款利率从 23 年年末的 1.35% 下降至如今的 0.85%，相比之下，银行理财的平均收益率下降幅度较为有限，全市场 6 个月期的银行理财产品预期年收益率平均值从 2023 年末的 2.67% 下降至 2025 年 4 月的 2.39%。对于金融机构而言，负债端的这种变化，也驱动了资产端对债券的整体配置需求，债券也得以在 23 年以来整体保持强势，利率债利率中枢整体下行，信用下沉也导致信用利差处于历史级低位。

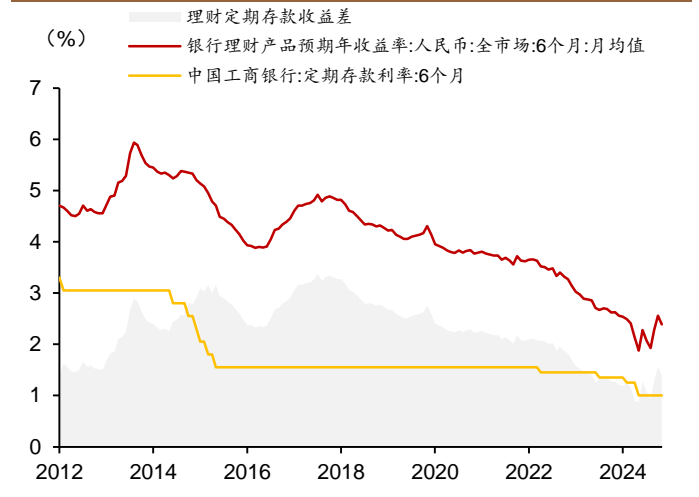
我们认为，当前的这种局面并不会快速变化，这意味着类债资产也仍将处在一个相对较好的环境中。一方面，理财规模仍在稳步提升，截止 2025 年 3 月银行理财产品规模已攀升至 29 万亿以上，其中的债券配置比例也在稳步上升，24 年 12 月占比已经达到银行理财的 57.89%。另一方面，存款利率以及结构性的低息融资持续加码，理财产品的吸引力依旧保持在较高水平。因此，债市方面，虽然有扩内需政策预期的扰动，但配置力量的需求下，国债利率仍将大概率处于低位震荡状态，信用债层面，由于一致预期较强且考虑流动性风险，较低的信用利差难以进一步收缩，红利、转债等可能是替代选择。

图 135: 银行理财规模及债券占比稳步提升



资料来源: Wind, 德邦研究所; 银行理财产品规模截至 25/03, 债券比重截至 24/12

图 136: 理财产品相较存款依旧具备相对吸引力

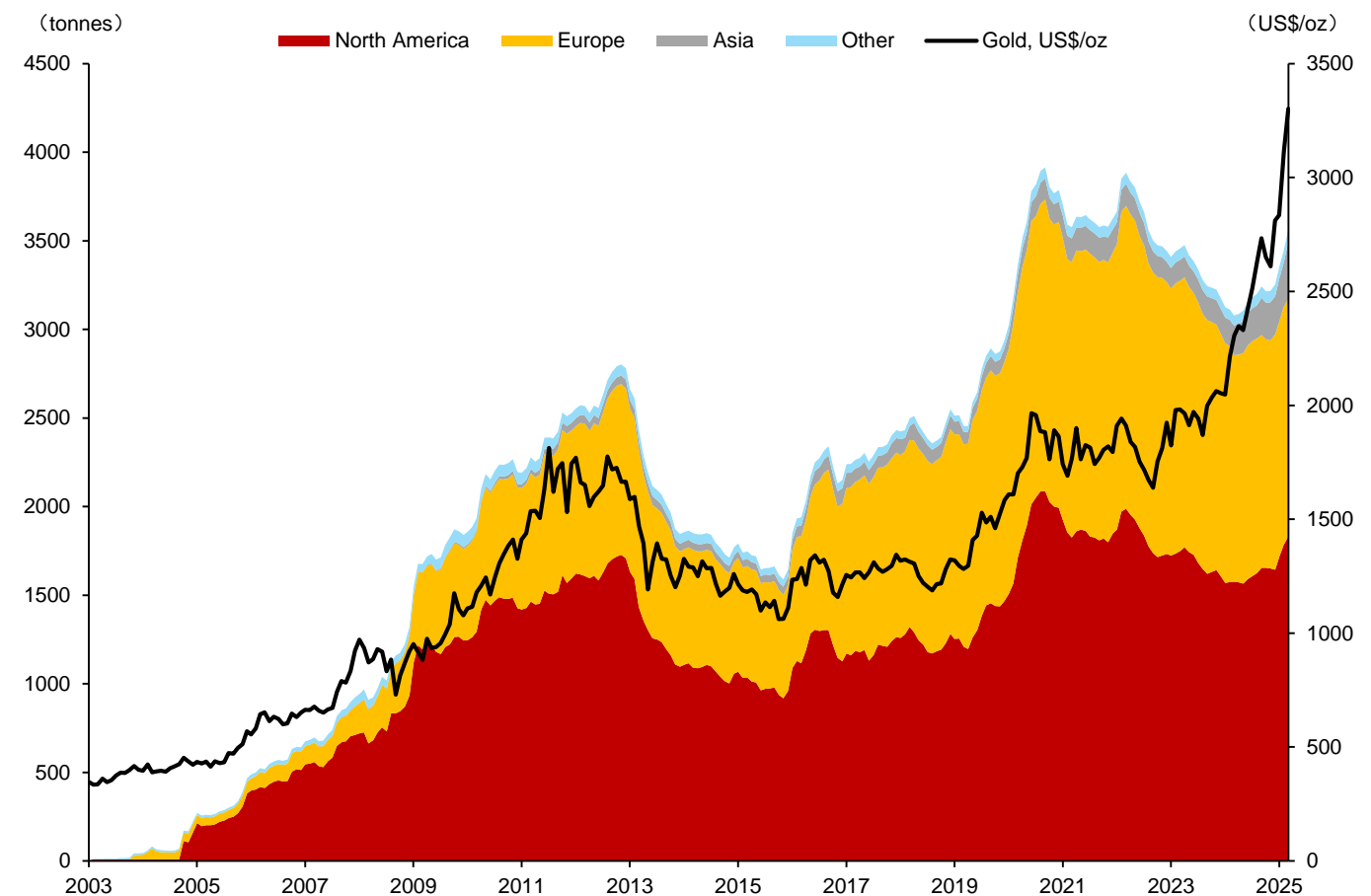


资料来源: Wind, 德邦研究所

7.6. “去美元化” 仍将推升金价，商品关注变化中的不变

我们认为，大宗商品仍将是资产配置中值得关注的一个领域：其一，“去美元化”和“债务处置货币化”仍将是中长期推动黄金上涨的动力；其二，跟随供需缺口寻找合适品种，看好铜、锡、稀土等；其三，“去地产化”已经“见龙在田”，关注部分可能逐步迎来否极泰来的品种，特别是价格可能受供给侧因素利好的品种。

图 137: 实物支持的黄金 ETF 持仓量和 COMEX 黄金价格



资料来源: WGC, 德邦研究所

中长期看多黄金，短期可能震荡和回调。“去美元化”和“债务处置货币化”仍将是中长期推动黄金上涨的动力。我们在 2024 年 8 月中期策略报告《制造立国》与 11 月年度策略报告《见龙在田》中不断强调中看多黄金的逻辑，短期实际利率下降、衰退预期提升、地缘政治风险等因素是扰动金价的变量，但从更长期的角度来看，当下的储备货币“美元”面临着巨大的挑战，把黄金回归到货币视角去看，货币具备价值尺度、流手段、价值贮藏等职能，百年变局下，考虑大国博弈和地缘政治因素大幅抬升外部不确定性，各国在粮食、能源、资源、关键设备及零部件、药品等诸多领域有相似的需求，并寻求供需平衡和稳定，与美元“武器化”使用形成矛盾。因此，为了找到更“稳定”的货币开启了“去美元化”，黄金或许是更好的选择，共识的推倒和重建并非易事，但一旦开始就无法逆转。短期而言，黄金价格已经反映了较多的地缘政治风险、衰退与降息预期等，“对等关税”“打”的最强阶段或也已经过去，黄金大概率维持震荡，若在 Q2 至 Q3 出现关税谈判超预期缓和的乐观情形，人民币汇率或升值且美元金回调，带动沪金价适当回调。

跟随供需缺口寻找合适品种。百年变局下中美进入新的政治周期，全球产业浪潮与科技革命快速发展、正处于爆发前夜，传统需求可能受关税、衰退等因素影响，但供给端相对的确性和新兴产业需求增长的确性较强，看好铜、稀土、锡等。其一，铜的需求端面临着三种力量，传统需求可能受贸易摩擦等因素适当下降，但在能源转型与人工智能为核心的科技革命浪潮下，电动车、电网、数据中心等新兴需求不断增加，另外地缘政治摩擦增多催生安全和储备需求，从能源到军备品等都有需求提升。而供给侧相对偏紧，存量铜矿面临全球供应链重塑和天气等因素冲击，据全球地质矿产信息网统计，全球最大的 35 个铜矿山从发现到投产的平均所需时间达到 16.9 年，我们中长期坚定看好铜价中枢逐步提升；其二，稀土供需或处于紧平衡状态。中国在全球稀土供给中占据主导地位，供应端，中国实行总量控制原则不变，缅甸和美国等易受政治风波和地区局势影响，全球稀土供给释放存在一定不确定性。需求端关注两方面，一方面受益于新能源汽车、风电和机器人等新兴产业需求释放的品种，另一方面关注安全与储备需求下类似欧洲军工补库需求的增长。

关注可能出现困境反转的品种。由于伴随着去地产化和经济结构的调整，部分地产周期关联度较高的黑色系等品种价格已经承压较长时间，未来关注这些品类可能逐步出现“困境反转”的机会，一方面去地产化已经出现“见龙在田”特征，需求端在边际改善，能源转型与科技革命催生的新兴产业需求也在持续增加，另一方面供给端可能成为提振价格的重要支撑，国内层面标准提升、环保要求等可能促使供给“出清”，外部全球供应链重塑也将导致部分上游品种供给收缩。

7.7. 资产配置观点

综合上述观点，展望下半年资产配置观点，我们认为：

1) 美国大型科技股或震荡回升。

2) 美债收益率 U 型格局或仍存，3m-2y 围绕降息与衰退博弈，在宽财政确定性的背景下，2y-10y 则围绕着财政持续性、美国主权债务风险等变量，未来美债短端“平坦化”和长端“陡峭化”可能性较高。

3) 当前美元指数或处于底部阶段，下半年或小幅回升。

4) 股票：预计下半年 A 股区间震荡概率较高，重在把握结构性机会，继续维持“哑铃型”配置：红利型资产仍有韧性，建议关注金融、资源型和公用事业相关，科技仍是主线，国内布局上游国产替代和自主可控、中下游消费电子及 AI 应用。除两头外，中间的“杆”资产建议关注“新消费”和“有色”等行业进行轮动，前者受益于消费的成长性和提振消费政策预期，后者则是立足绝对收益思维，建议关注铜、铝、稀土、锡等。

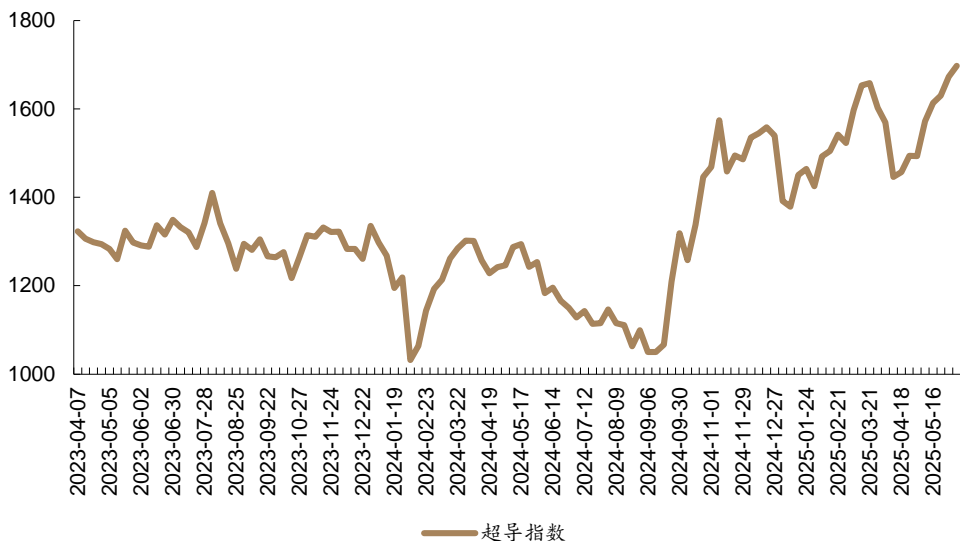
5) 债券：预计利率债低位震荡概率较高。信用利差已处于历史级“低位”，建议关注类债资产与转债机会。

6) 汇率：预计人民币汇率大幅升值和贬值概率较低，维持在 7.2 上下震荡概率较高，若下半年中美关税谈判成果喜人，或促使人民币汇率小幅升值至 7.1 以内。

8. 中观主题展望：主题产业化：看见“房间里的大象”

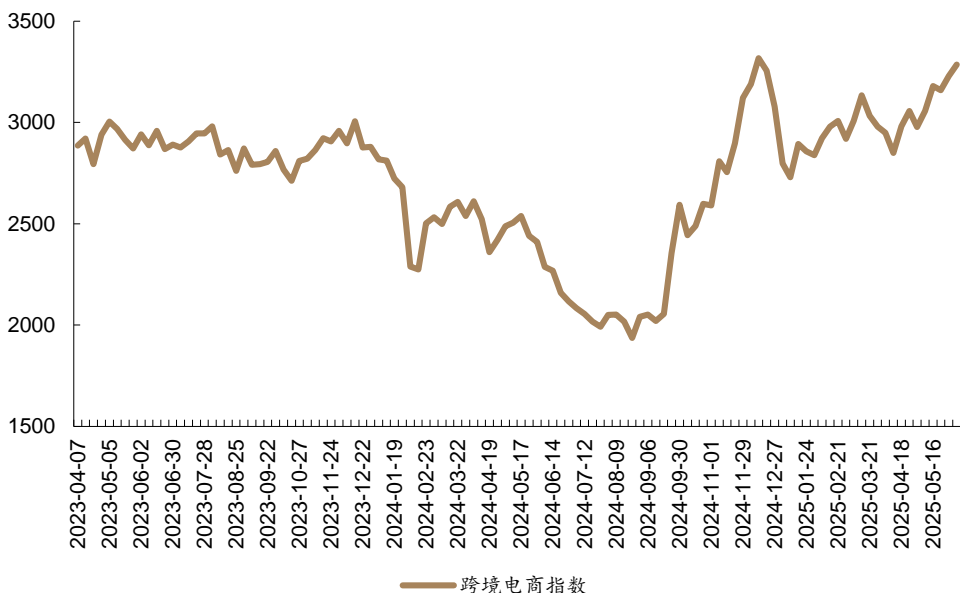
目前，有很多细分产业正逐步迎来奇点时刻，或是从纯粹的主题交易到开始有应用落地的可能，或是由于结构转变催生新的大级别赛道，但从交易风格和市场认知的角度仍然有所偏差，这些“房间里的大象”一旦出现重要产业拐点或重大事件催化，市场认知很有可能在短时间内快速扭转，形成新的产业级别乃至赛道级别的机会，实现主题产业化的重估。

图 138：超导指数（8841104.WI）近 2 年多以来市场表现



资料来源：wind，德邦研究所，市场区间为 2023 年 4 月 7 日至 2025 年 6 月 3 日

图 139：跨境电商指数（884191.WI）近 2 年多以来市场表现



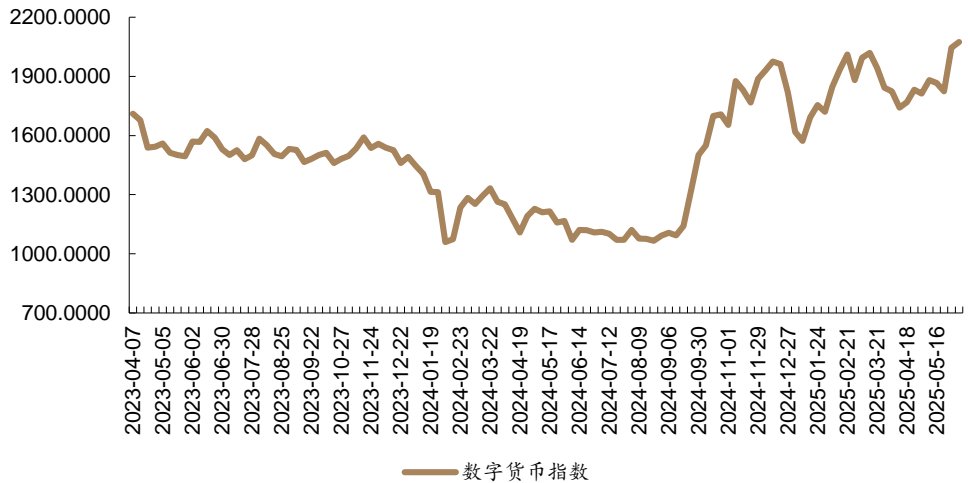
资料来源：wind，德邦研究所，市场区间为 2023 年 4 月 7 日至 2025 年 6 月 3 日

图 140：跨境支付指数（8841645.WI）近 2 年多以来市场表现



资料来源：wind，德邦研究所，市场区间为 2023 年 4 月 7 日至 2025 年 6 月 3 日

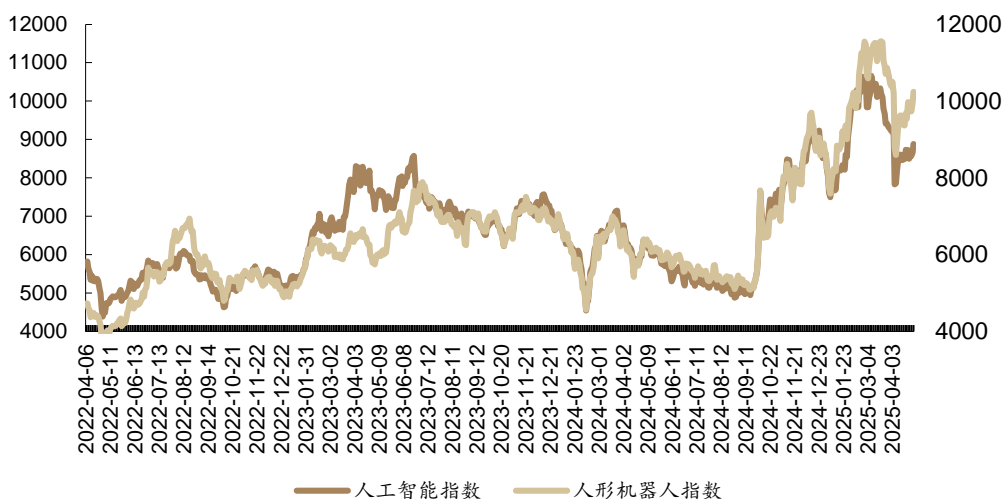
图 141：数字货币指数（884871.WI）近 2 年多以来市场表现



资料来源：wind，德邦研究所，市场区间为 2023 年 4 月 7 日至 2025 年 6 月 3 日

以超导（可控核聚变）、跨境支付、跨境电商、数字货币等板块为例，近两年的交易风格呈现较为明显的主题风格，资产价格呈现波动大、斜率高的特征，但拉长维度看整体的资产价格水平并没有明显提升，而是阶段性的脉冲行情为主。相比之下，已经明确成为赛道或者产业趋势非常确定的人形机器人和人工智能板块，交易风格上则呈现持续性较好、趋势更明确的特征，在产业趋势出现变化的初期，风格也是偏主题交易，待到产业拐点明确或赛道重大催化出现后迎来持续性较好的上行趋势，拉长维度看资产价格水平也有较高抬升。

图 142：人形机器人和人工智能近三年市场表现——产业和赛道风格



资料来源：wind，德邦研究所

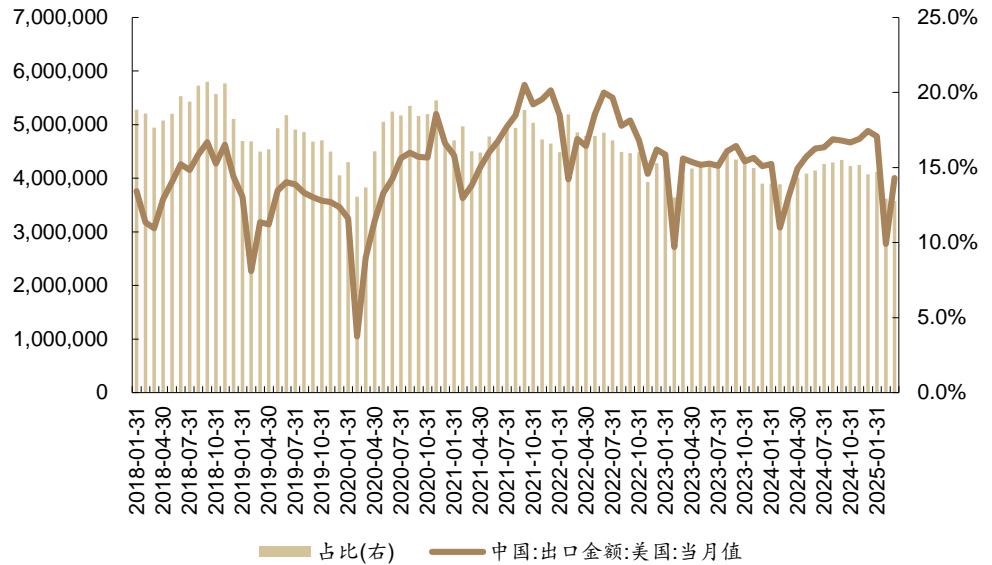
这样的区别至少反映了三件事，第一，超导（可控核聚变）、跨境支付这类资产目前的交易风格还是偏主题交易，由市场较为活跃的资金定价；第二，相比于已经成形的产业趋势和大赛道，这类资产由于还没有明确的产业拐点和赛道级别重大催化，长期的资产价格呈现明显的收敛；第三，参考人形机器人和人工智能这两个已经成型起势的赛道，如果这类资产后续能够出现明确的产业拐点或者赛道级别的重催化，就非常有望实现“主题产业化”的跃升，成为更大级别的赛道。

我们梳理了如下三个有望从主题交易转向产业趋势的板块。其一，受益于出口结构多元化+人民币国际化的跨境领域，包括跨境支付、跨境电商、跨境物流、数字货币等领域；其二，出口替代+关税免疫视角下的入境板块，包括海南自贸港等领域；其三，逆全球化+能源革命背景下部分泛军工的品种，包括军贸、核聚变、量子技术等领域。

8.1.1. 跨境领域：出口结构多元化催生跨境产业化的机会

中美关税冲突的背景下，出口的不确定性陡然抬升，资本市场对于关税扰动的交易或是阶段性、脉冲性的，且资金对于预期的变化较为灵活，但从实业的角度讲，贸易伙伴的变化、跨境支付体系的建立、跨境销售和物流渠道的打通等都不是一朝一夕的事情，一旦出口结构有明显变化的迹象，跨境领域产业化的趋势也就将逐步建立。事实上自特朗普第一任任期以来，中国对美国的出口依赖度已经呈现明显的下降趋势。月度数据上，中国对美国出口依赖度已经由 2018 年 9 月的 20.7% 的峰值，下降至 2025 年 3 月的 12.8%。虽然美国依然是中国重要的贸易伙伴，但在特朗普政府反复无常的风格扰动下，寻找更多的贸易伙伴、进一步降低对美国的出口依赖度、实现出口结构多元化的迫切性不言而喻，催生跨境支付、跨境电商、跨境物流、数字货币等板块产业化的机会。

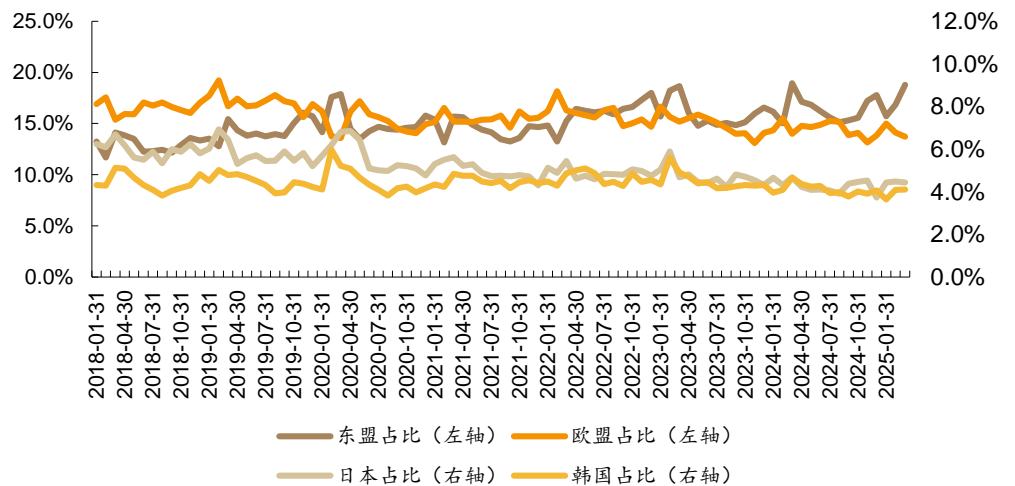
图 143：2018 年以来中国对美国出口情况概览



资料来源：海关总署，wind，德邦研究所。中国月度出口美国金额的单位为“万美元”

具体的出口结构上，近几年来中国出口占比提升较高的是东盟国家，月度数据上，中国对东盟国家出口依赖度已经由 2018 年 2 月的 11.7% 的低位，上升至 2025 年 3 月的 18.8%，而对欧盟、日本、韩国等美国传统意义的盟友，中国的出口依赖度呈现震荡或是下滑的态势，从国别特征上讲，欧盟、日本等经济体的货币国际属性较强，且都是美国传统意义的盟友，因而人民币国际化的推行与人民币结算面临一定阻力，但对于东盟、“一带一路”国家等新兴贸易伙伴而言，出口结构多元化一定程度上带来了人民币国际化的机会。

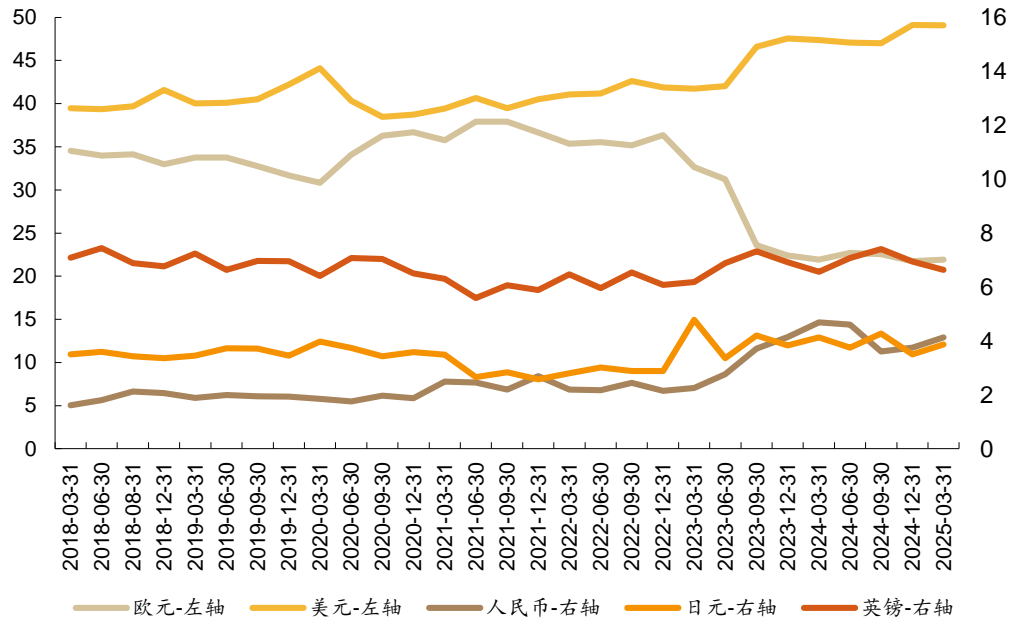
图 144：中国对不同贸易伙伴出口依赖度情况概览



资料来源：海关总署，wind，德邦研究所

跨境支付：在人民币国际化的战略背景下，跨境支付产业有望迎来历史性发展机遇。随着中国在全球贸易与金融体系中的影响力提升，人民币作为国际支付货币的功能持续强化，推动跨境支付从传统结算工具向综合金融服务生态升级。政策层面，中国通过优化人民币跨境支付系统（CIPS）、扩大清算行网络、探索数字人民币跨境应用等举措，构建了多层次的本土结算体系，既降低了企业对美元体系的依赖，也为跨境支付提供了更安全、高效的通道。

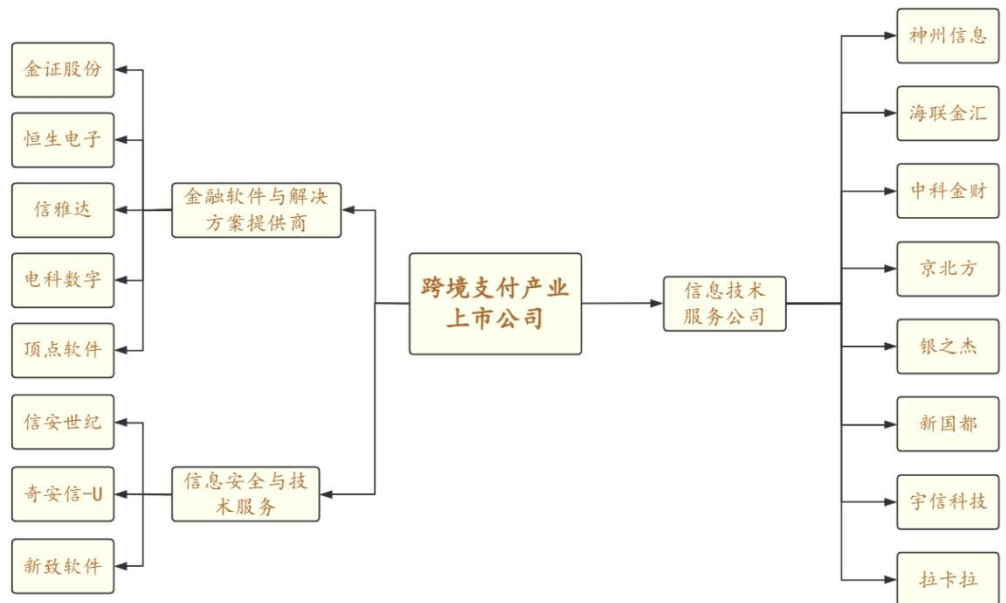
图 145：2018 年以来全球主要货币市场份额变化情况（单位：%）



资料来源：SWIFT, wind, 德邦研究所

区域协同合作成为重要趋势，如中越二维码支付互通、东盟市场的本币结算网络建设，不仅降低了跨境交易成本，也加速了人民币在周边经济体的渗透。尽管面临地缘政治与监管差异的挑战，但在“稳慎扎实”的推进基调下，跨境支付产业正通过技术赋能、生态共建与政策协同，逐步成为人民币国际化的重要支撑，并在全球支付体系重构中占据战略高地。**2025 年一季度，人民币的全球市场份额为 4.13%，已超过日元（3.87%）的市场份额，相比于 2018 年一季度 1.62% 的市场份额提升显著，正处在市场份额加速提升的通道中。**

图 146：跨境支付产业上市公司梳理

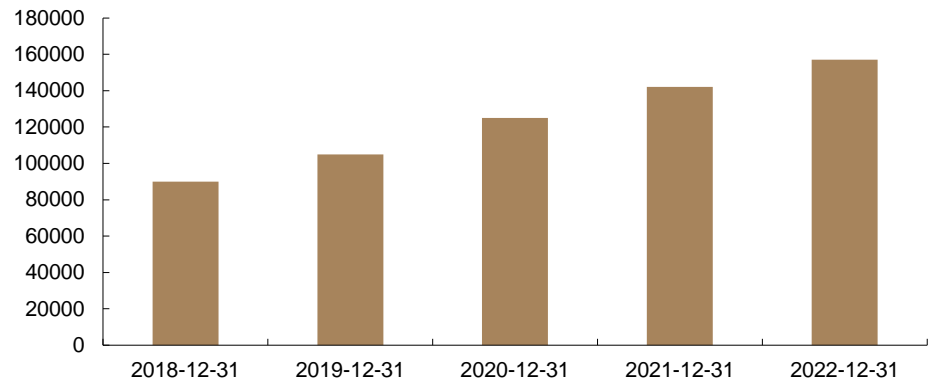


资料来源：wind, 德邦研究所绘制

跨境电商：在中美关税争端持续加剧的背景下，跨境电商行业面临的不确定性显著上升，但通过出口结构的战略性调整——特别是向东盟及“一带一路”合

作国家的市场拓展与产业链重构，行业正逐步开辟新的增长空间，并展现出更强的韧性。

图 147：2018-2022 年中国跨境电商市场规模（亿元）



资料来源：wind，德邦研究所

区域协同与政策支持为结构性调整奠定基础。中国与东盟的经贸合作持续深化，广西、广东等省份通过优化跨境物流网络、建设智慧口岸及推动跨境电商综合试验区，显著提升了面向东盟市场的贸易便利性。例如，中越跨境快速通关班列实现“当日达”，为跨境电商企业提供了高效物流支撑。同时，RCEP 框架下的关税减免与原产地累积规则进一步降低了区域贸易壁垒，推动跨境电商企业依托东南亚生产基地与分销网络构建跨境产业链，例如美的集团在东南亚布局制造基地，既满足本地需求又辐射欧美市场。这种“区域化生产+多市场辐射”的模式，有效分散了对单一市场的依赖风险。

图 148：南宁铁路国际港集装箱作业区



资料来源：人民网，德邦研究所

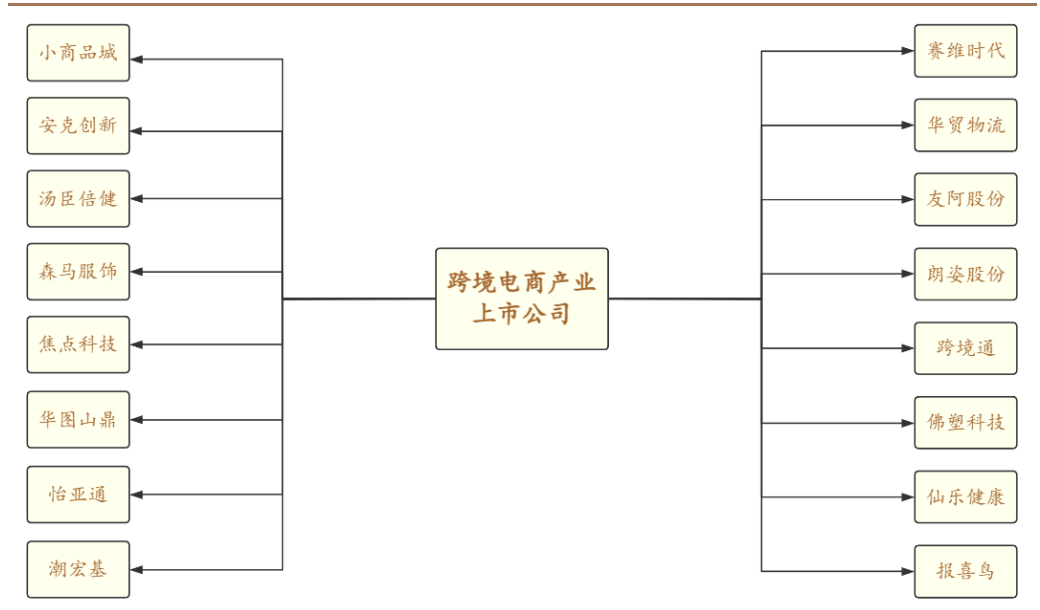
图 149：“东盟云购直通车”直播间



资料来源：人民网，德邦研究所

新兴市场需求的释放与业态创新形成增长引擎。东盟国家人口基数庞大、消费升级趋势明显，且与中国产业链互补性强，为跨境电商提供了多元化市场机会。例如，广西凭祥跨境电商直播基地通过越南语主播常态化带货，推动螺蛳粉、家居用品等特色商品快速渗透东盟市场。“丝路电商”合作机制与“跨境电商+”系列活动的推进，催生了“海外仓+本地化运营”“独立站+区域品牌”等新模式，帮助企业在降低关税敏感性的同时，强化品牌溢价能力。这种从“低价铺货”向“品牌化+本地化”的转型，既规避了美国市场的政策波动，也提升了在新兴市场的可持续竞争力。

图 150：跨境电商产业上市公司梳理

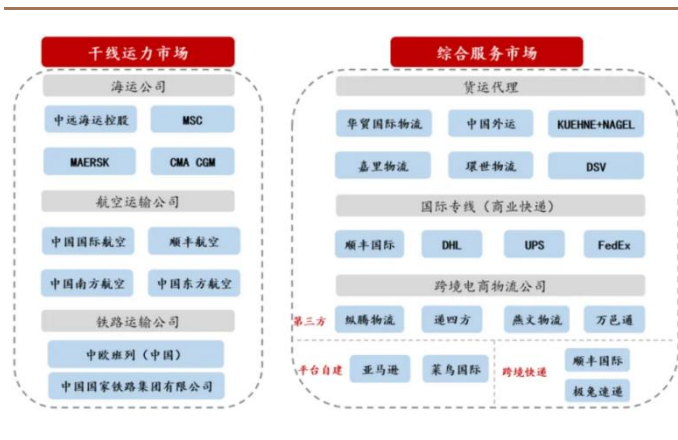


资料来源：wind，德邦研究所

跨境物流：受益于出口结构转型，跨境物流正迎来发展机遇，随着出口市场向东南亚及“一带一路”沿线国家加速转移，区域化物流网络与新兴业态形成深度协同。“一带一路”倡议推动的基建互联互通，例如中老铁路等国际物流通道，显著压缩了跨境运输时间并降低区域贸易成本，为构建高效多式联运体系奠定基础。东南亚市场消费升级与电商渗透率提升催生了对柔性供应链的需求，推动跨境物流服务商创新“海外仓+专线直邮”混合模式，以平衡时效与库存成本，同时带动本土企业在清关、尾程配送等环节的属地化能力建设。

产业链重构趋势下，跨境物流从传统货运代理向全链路集成服务进阶，头部企业通过数字化技术整合分散的物流资源，形成覆盖采购、仓储、通关、配送的一体化解决方案。这种转型不仅响应了国货品牌出海对稳定性、可视化的高阶需求，也契合了东南亚新兴市场对定制化物流服务的差异化诉求。

图 151：跨境物流市场主要参与者



资料来源：招商银行研究院，德邦研究所

图 152：开往明斯克的中欧班列

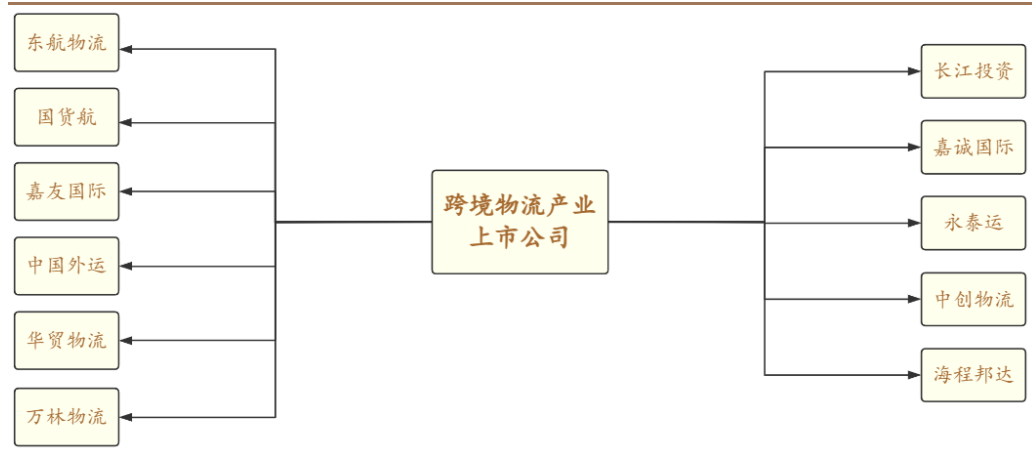


资料来源：新华社，德邦研究所

中欧班列作为亚欧大陆核心物流通道，其战略价值在地缘经济格局变动中持续凸显，也充分赋能中国跨境物流领域的发展。多式联运网络韧性增强，数字化赋能运输体系升级，智能调度系统与电子化通关的深度应用，显著提升了跨境运

输的可视化与时效确定性，为高附加值产品出口构建差异化竞争力。内陆开放枢纽功能强化，以西安等城市为节点的班列网络，有望推动中西部地区从“贸易末梢”转向“开放前沿”，带动沿线产业集聚与跨境服务生态完善。

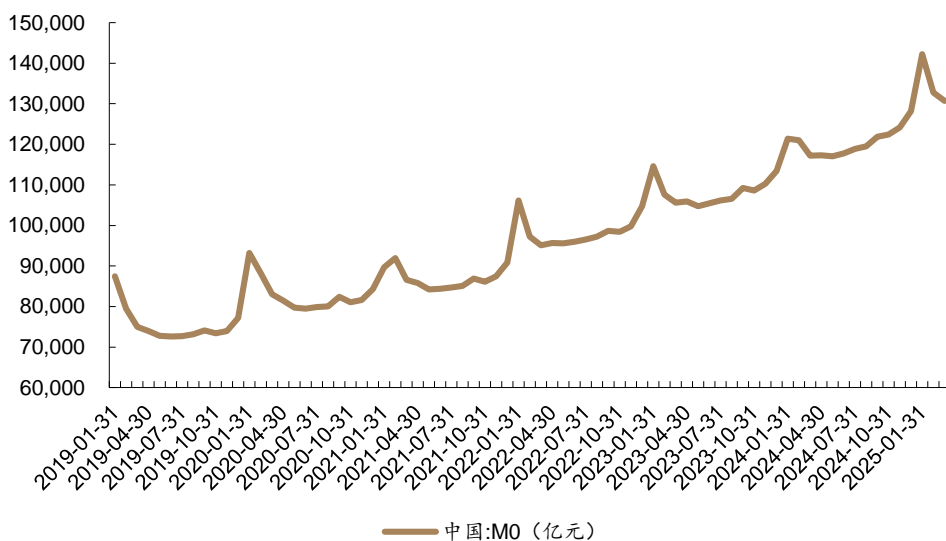
图 153：跨境物流产业上市公司梳理



资料来源：wind，德邦研究所

数字货币：贸易规则重塑的背景下，数字人民币有望在支付体系重构、技术主权强化等方面充分发力。中国数字人民币自 2019 年试点启动以来，应用规模呈现指数级增长。截至 2024 年 7 月，试点范围已覆盖 17 个省市的 26 个地区，中国人民银行深圳市分行发布的数据显示，2024 年，深圳地区运营机构开立的数字人民币钱包数量增加超 800 万个，累计流通业务金额较 2024 年年初增长近七成。广州市累计开立个人钱包超 1400 万个，落地支持数字人民币支付商户门店超 140 万个。中国人民银行山东省分行披露的数据显示，截至 2024 年底，青岛市共开立数字人民币钱包 920 万个，累计交易 151 亿元，支持数字人民币结算商户门店 63 万个；济南市共开立数字人民币钱包 413 万个，累计交易 334 亿元，支持数字人民币结算商户门店 62 万个。数字人民币产品生态逐步多元，多个创新应用落地，产品服务能力不断提升。一系列服务便利民生、优化营商环境、助力政府治理的数字人民币应用陆续推出。

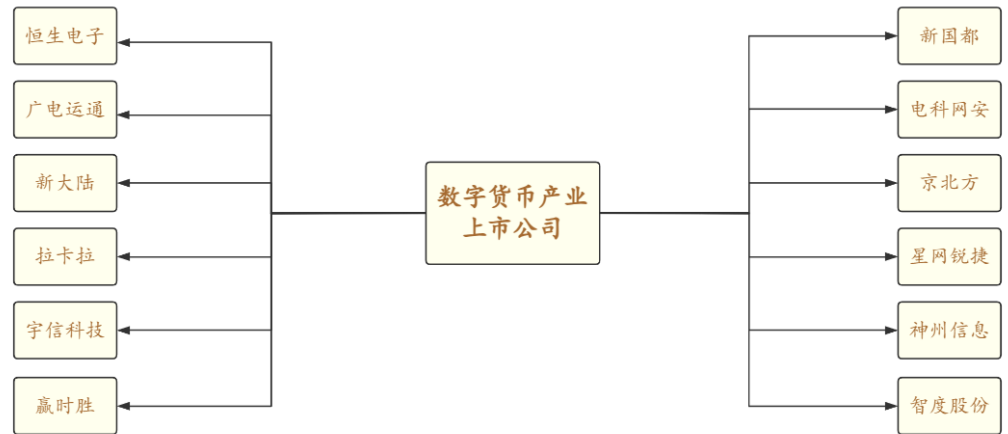
图 154：数字人民币试点起中国的 M0 稳步提升



资料来源：wind，德邦研究所

中美贸易摩擦为数字货币行业创造结构性机会：**支付体系重构**方面，数字人民币跨境结算系统通过绕开 SWIFT 体系，为规避美元结算风险和关税壁垒提供技术路径；**技术主权强化**层面，支付体系全产业链自主可控的重要性正不断上升；**贸易规则重塑**维度，数字货币的繁荣发展为新型国际贸易结算标准奠定基础。

图 155：数字货币产业上市公司梳理

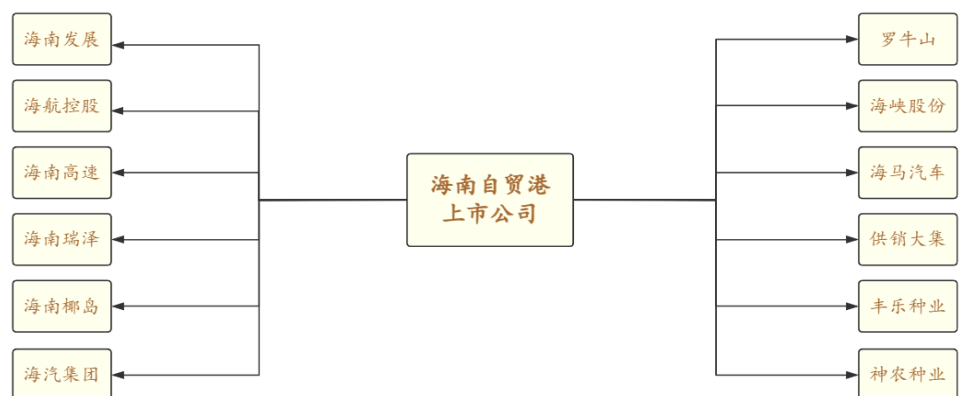


资料来源：wind，德邦研究所绘制

8.1.2. 入境领域：海南自贸港、横琴粤澳深度合作区未来已来

中美关贸争端的背景下，关税免疫成为自贸区制度设计的核心优势之一。从税收角度看，自贸区制度能够增强对国际资本、企业和高端人才的吸引力，显著降低企业成本，提升产业竞争力，形成“成本-利润”双端红利，比传统保税港区更具政策穿透力。这种制度设计不仅重构了跨境产业链的价值分配，更通过税收优惠的“虹吸效应”加速全球生产要素聚集。即将封关运作的海南自贸港和已初现峥嵘的横琴粤澳深度合作区未来已来。

图 156：海南自贸港上市公司梳理



资料来源：wind，德邦研究所绘制

具体而言，自贸区至少将受益于以下两项核心的产业趋势。**其一，产业链重构机遇**：当传统对美出口渠道受阻，中国与东盟的贸易依存度持续提升，海南自贸港向南链接东南亚，有望成为衔接国内国际双循环的关键节点；**其二，投资替代效应加速显现**：关税壁垒推高跨国企业在中国内地的经营风险，但自贸港的“境内关外”属性形成避险空间。外资企业选择在海南设立区域总部，既可依托加工增值政策将成品销往内地免关税，又能通过离岸贸易架构规避地缘政治风险。这

种结构性调整不仅重塑全球贸易流向，更将自贸港从“政策试验区”升级为“规则输出地”，其制度创新经验可能成为破解“关税围堵”的战略工具。

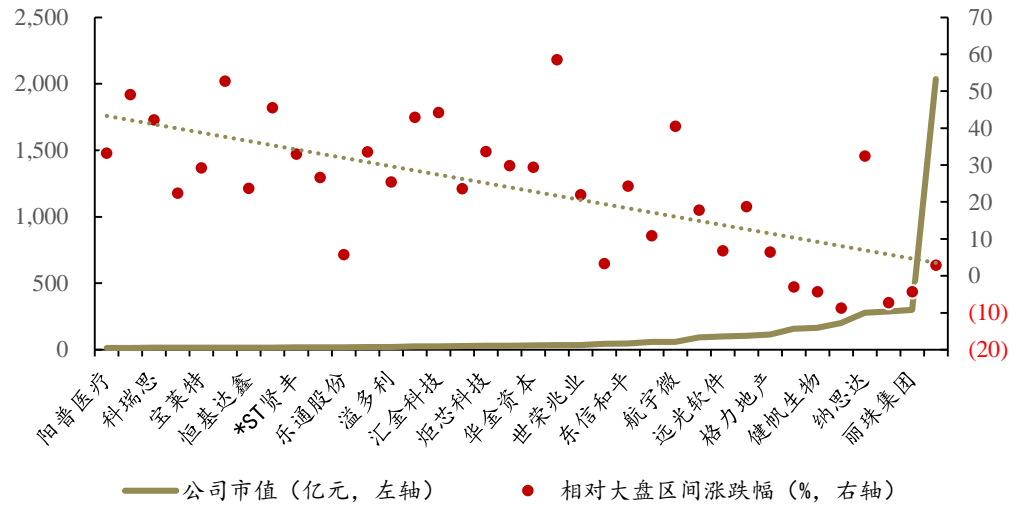
图 157：海南自贸港与横琴粤澳深度合作区对比

项目	海南自贸港	横琴粤澳深度合作区
纲领文件	2020年6月1日国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》	2021年9月5日国务院印发《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》
时间规划	2025年前，适时全面开展全岛封关运作准备工作情况评估	到2024年澳门回归祖国25周年时，粤澳共商共建共管共享体制机制运作顺畅
封关时间	预计将于2025年底前实现封关运作	2024年2月8日公告，于2024年3月1日正式封关
指导思想与基本原则	打造我国深度融入全球经济体系的前沿地带，加快培育具有海南特色的合作竞争新优势，加强与东南亚国家交流合作，促进与粤港澳大湾区联动发展	统筹推进粤澳深度合作，大力发展促进澳门经济适度多元的新产业，为澳门“一国两制”实践行稳致远注入新动能
发展目标	<ul style="list-style-type: none"> 到2025年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系； 到2035年，自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟，成为我国开放型经济新高地； 到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。 	<ul style="list-style-type: none"> 到2024年澳门回归祖国25周年时，粤澳共商共建共管共享体制机制运作顺畅； 到2029年澳门回归祖国30周年时，合作区与澳门经济高度协同、规则深度衔接的制度体系全面确立； 到2035年，“一国两制”强大生命力和优越性全面彰显，促进澳门经济适度多元发展的目标基本实现
重点产业	<ul style="list-style-type: none"> 旅游业：推动旅游与文化体育、健康医疗、养老养生等深度融合，支持建设文化旅游产业园，发展特色旅游产业集群 现代服务业：推动港口资源整合，拓展航运服务产业链；扩大现代服务业对外开放，积极发展海洋物流、海洋旅游、海洋信息服务等，构建具有国际竞争力的海洋服务体系。 高新技术产业：聚焦平台载体，提升产业能级，以物联网、人工智能、区块链、数字贸易等为重点发展信息产业 	<ul style="list-style-type: none"> 科技研发和高端制造：大力发展集成电路、电子元器件、新材料、新能源、大数据、人工智能、物联网、生物医药产业 中医药等澳门品牌工业：发展中医药服务贸易，发展毛坯钻石加工，打造世界级毛坯钻石、宝石交易中心 文旅会展商贸产业：高水平建设横琴国际休闲旅游岛，发展休闲度假等旅游产业和休闲养生、康复医疗等大健康产业 现代金融产业：支持在合作区开展跨境人民币结算业务，支持澳门在合作区创新发展财富管理、债券市场等现代金融
制度设计	<ul style="list-style-type: none"> 贸易自由便利，“一线”放开，“二线”管住，岛内自由 投资自由便利，跨境资金流动自由便利 制定实施海南自由贸易港法，以法律形式明确自由贸易港各项制度安排。 	<ul style="list-style-type: none"> “一线”放开，“二线”管住，人员进出高度便利 在合作区内探索跨境资本自由流入流出 用好珠海经济特区立法权，允许珠海立足合作区改革创新实践需要，根据授权对法律、行政法规、地方性法规作变通规定。

资料来源：中国政府网，海南省人民政府官网，海南日报，新华社，德邦研究所

落到投资视角，参考横琴粤澳深度合作区，2024年2月8日，横琴粤澳深度合作区执行委员会与广东省人民政府横琴粤澳深度合作区工作办公室联合发布通告，3月1日起横琴粤澳深度合作区正式封关运行，在2024年2月8日至2024年3月1日这波交易区间中，主板、创业板、科创板合计36家珠海的上市公司中，有31家相比同期沪深300跑出了超额收益，胜率高达86%。行业上以大健康、集成电路、电子元器件这类政策表述中较为受益的重点产业为主，有望在横琴粤澳深度合作区建设过程中得到长远发展，受益于横琴粤澳深度合作区中的产业政策催化，迎来了一波具有明显超额收益的产业行情。

图 158：横琴粤澳深度合作区封关运作公告至正式封关阶段的超额收益



资料来源：choice，德邦研究所，统计区间为 2024 年 2 月 8 日-2024 年 3 月 1 日，相对大盘基准为沪深 300 指数，图中虚线为“相对大盘区间涨跌幅”对“公司市值”的线性拟合，市值系 2024 年 2 月 8 日收盘时的参考总市值

复盘这轮区间的“横琴牛”，我们发现以下几个特征：1) 板块算术平均的超额收益率高达 23.41%，中位数超额收益率达 24.85%，市值加权的超额收益率达 7.40%，均明显跑赢同期沪深 300 指数；2) 市值结构上，小市值风格明显占优，市值 100 亿以内的 27 家公司算术平均超额收益高达 30.00%，而市值 100 亿以上的 9 家公司仅为 3.65%；3) 板块结构上，主板 17 家上市公司算术平均超额收益为 18.51%，创业板 14 家上市公司算术平均超额收益为 29.79%，科创板 5 家上市公司算术平均超额收益为 22.23%，板块风格较为均衡，创业板相对占优。

图 159：海南自贸港 13 个重点园区概览



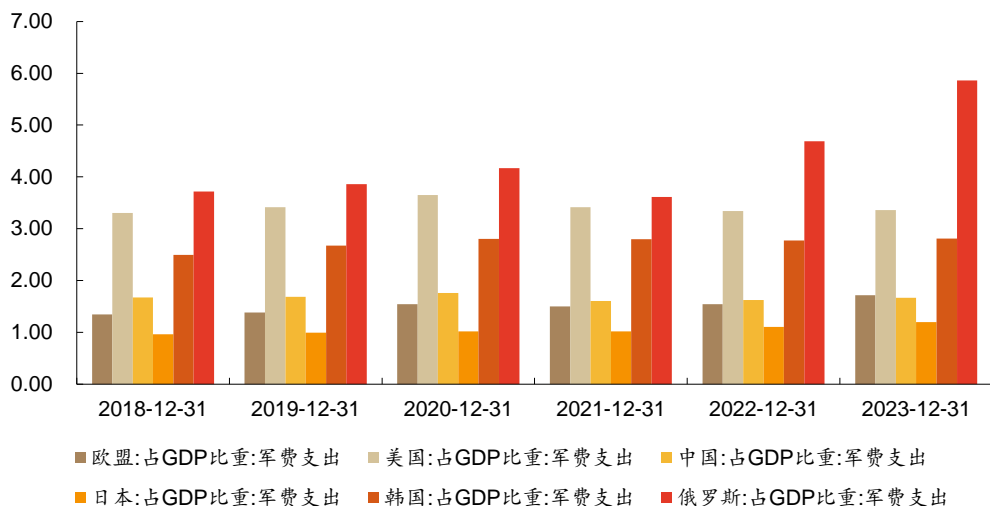
资料来源：海南自贸港官网，德邦研究所

2025 年底前，海南自贸港即将迎来封关运作，叠加关税冲击背景下带来关税免疫相关板块的历史性机遇，以及海南公司业绩基本面预期的改善，海南自贸港有望正式由主题驱动转换成基本面驱动，估值与基本面的匹配性届时或将开始修复，我们认为未来海南对外开放有望取得进一步的成果和突破，海南有望实现更好的经济增长，建议关注海南自贸港建设的重点产业：旅游业（文化体育、健康医疗、养老养生、特色旅游产业集群）、现代服务业（航运服务、现代服务出海、海洋物流、海洋旅游、海洋信息服务）、高新技术产业（物联网、人工智能、区块链、数字贸易）等板块的投资机会。同时也建议关注已经封关运作，并逐步取得成绩的横琴粤澳深度合作区的发展机遇。

8.1.3. 泛军工领域：可控核聚变、军贸、量子技术

逆全球化趋势加剧叠加美国战略收缩背景下，全球安全格局加速重构。美国 2023 财年国防预算较前一财年提升 800 亿美元至 8580 亿美元。欧盟宣布未来 4 年新增 8000 亿欧元国防支出，且随着俄乌冲突持续、印巴局势扑朔迷离，全球安全领域需求的扩张趋势明确，有望促使中国泛军工领域部分产业繁荣。

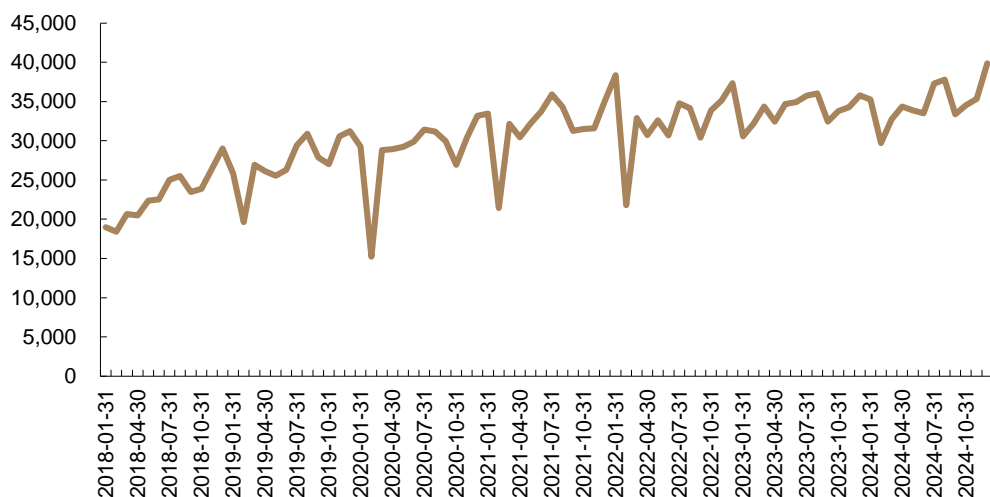
图 160：2018-2023 年全球主要国家和经济体军费支出占 GDP 比重 (%)



资料来源：世界银行，wind，德邦研究所

技术竞争维度，新质生产力赛道突破显著。在可控核聚变领域，中国环流三号装置 2025 年 3 月实现原子核温度 1.17 亿度、电子温度 1.6 亿度的双突破，为清洁能源革命奠定技术基础；量子计算方面，第三代超导量子计算机“本源悟空”已服务全球 139 个国家和地区的用户，量子计算若能得到快速发展和提升，不仅能够增强我们国家的科技实力，也有望成为科技出海和增长的新高地。

图 161：2018 年以来中国核能净发电量概览（吉瓦时）



资料来源：IEA，wind，德邦研究所

军贸拉动维度，中国装备竞争优势凸显。地缘政治冲突的激化进一步催化了市场需求。俄乌冲突、中东局势动荡以及欧洲防务预算的大幅增加，使得各国对先进装备的需求持续攀升。以俄乌冲突为例，无人化装备的实战应用比例显著提

升，促使国际买家重新评估装备采购策略。随着欧盟国防支出增加，中国凭借价格优势和技术迭代，有望迎来对相关产品出口的利好。

9. 风险提示

- (1) 国内货币、财政政策不及预期，市场风险偏好下行，经济复苏进程受阻；
- (2) 房地产超预期走弱，发生跨部门风险传染与债务危机，经济超预期下行；
- (3) 国际地缘政治风险超预期，全球产业链供应链受损，商品价格大幅波动；
- (4) 外部经济、政治及全球流动性环境超预期变化，外溢效应扰动中国经济。

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长

张浩，硕士，德邦研究所宏观组组长

张尤，硕士，德邦研究所宏观组助理研究员

陈冠宇，硕士，德邦研究所宏观组助理研究员

戴琨，硕士，德邦研究所宏观组助理研究员

连桐杉，硕士，德邦研究所宏观组助理研究员

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。