

研报精选

2025年5月18日 第221期

宏观专栏

中美双方经济下行压力缓解

报告认为，中美会谈取得实质性进展，宣布缓解对彼此商品加征的关税。短期来看，关税对于美国主要是供给冲击，对于中国主要是需求冲击，经贸会谈结果意味着美国供给冲击缓解，中国需求冲击减弱。后续中国国内经济走势主要看宏观政策力度。

推迟美联储降息预测至第四季度

中美日内瓦会谈后双边大幅削减关税。报告认为，关税缓和将使美联储对就业（衰退）的担忧下降，进而更加看重通胀风险，这意味着美联储或将继续观望，等待更清晰的通胀数据。

专题聚焦

中美关税“降级”的资产含义

报告认为，美股和港股情绪均已修复至关税前，短期若博弈弹性要控制好仓位。往后看，关税实际谈判进展仍是关键，不仅是中美，还有其他市场是否施加出口管制。

走出金融周期底部的政策与资产含义

报告认为，本轮国内经济调整较此前几轮有所不同，一个突出的特征是金融周期下行背景下的弱通胀循环。政策上，国内总量政策步入加速期，但仍需持续加力直至经济企稳回升。

宏观专栏

中美双方经济下行压力缓解

中美会谈取得实质性进展，宣布缓解对彼此商品加征的关税。会谈结果好于预期，市场风险偏好明显回升。短期来看，关税对于美国主要是供给冲击，对于中国主要是需求冲击，经贸会谈结果意味着美国供给冲击缓解，中国需求冲击减弱。我们测算显示，最新美国有效关税率将从此前的28.4%下降至15.5%，美国滞胀风险降低。最新关税下，中国出口下行风险得到较大缓解，后续中国国内经济走势主要看宏观政策力度，尤其是财政政策力度。

北京时间5月12日下午3点，中美双方同步发表《中美日内瓦经贸会谈联合声明》¹²。根据声明内容，自5月14日起，双方将仅保留对彼此商品加征的10%关税，暂停执行此前加征的24%关税，为期90天，其余对等关税则全部取消。不过，今年2月和3月美国以芬太尼问题为由对中方额外征收的累计20%关税并不在此次协议范围内。这意味着在协议实施后，美国对中国商品的关税将从145%降至30%，中国对美国商品的关税则将从125%降至10%³。美国财政部长贝森特在记者会上表示，双方都不希望脱钩，“我们都希望实现贸易平衡，美国将持续朝这一方向努力”⁴。根据声明，我们测算最新美国有效关税率将从此前的28.4%下降至15.5%。

在最新关税下，我们认为美国经济衰退的概率将明显降低。此前英国与美国达成一项贸易协议，虽然英国做出较多让步，但也未能取消10%的最低关税，这意味着，美国经济仍旧受到留存关税的影响。我们预测当前关税下，美国2025年实际GDP增长率将较没有关税的情形下降0.8个百分点，第二、三和四季度末核心CPI同比增速分别为3.1%、3.3%、3.7%，2026年第四季度末回落至2.6%。过去四十年的全球化导致美国制造业空心化。特朗普政府有很强烈的意愿推动制造业回流，特别是与国家安全相关的产业，如钢铝、造船、半导体和医药等。

中国出口下行风险得到较大缓解。本次会谈前，美国对中国加征所谓的“对

¹ <https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/2025/05/joint-statement-on-u-s-china-economic-and-trade-meeting-in-geneva/>

² https://www.mofcom.gov.cn/syxwfb/art/2025/art_3bcf393df58d4483804c0c3d692a5744.html

³ <https://www.bbc.com/news/articles/czx0ry7kdk5o>

⁴ <https://www.channelnewsasia.com/world/us-china-trade-deal-slash-tariffs-pause-5123701>

等关税”税率为125%，而本次会谈后，美国在初始的90天内暂停实施24%的关税税率，同时保留加征10%的关税税率，并取消剩余的91%的关税税率。同时，双方建立机制继续就经贸关系进行协商等表态也降低了未来关税政策的不确定性。根据我们初步计算，2024年美国对中国加权平均关税率为11%。2025年2月4日和3月4日美国以所谓“芬太尼”为借口对中国加征20%的关税，现在还有所谓的“对等关税”10%，但钢铝和电子产品有关税豁免。根据我们初步估算，今年特朗普上台以来美国对中国加征的加权平均关税略低于30%，较中美在日内瓦经贸会谈之前有明显的下调。

虽然出口风险下降，但高频数据显示，中国国内部分经济活动指标（比如房地产）边际有所转弱。4月PMI新出口订单下降4.3个百分点至44.7%，为疫情影响消退后的最低点。中美经贸会谈降低了出口风险，但部分被保留的关税对出口的影响也不能忽视。从内部来看，近期房地产市场走弱，四月份30城商品房成交面积同比-12.6%（3月为9.7%），样本城市二手房成交面积同比增长也持续放缓。从投资实物工作量来看，4月前4周水泥出库量同比下降22.7%；玻璃表观消费量同比下降12.9%，和3月增速相比由正转负。

后续中国国内经济走势主要看宏观政策力度，尤其是财政政策力度。在经济数据边际走弱的背景下，上周金融货币政策已经及时出手，从具体政策措施来看，降准释放流动性，缓解资金压力，大体在市场预期范围之内。本次降息是利率中枢的普降，节约实体经济付息成本，后续银行存款利率也有可能随之调降。结构性货币政策工具进一步扩容，与其他政策协同，加强调控针对性。同时，官方明确回应市场对“平准基金”的关注⁵。除了货币金融政策以外，在需求不足、通胀低迷的情况下，财政政策加码也非常重要。

以上观点来自：2025年5月13日中金公司研究部已发布的《中美双方经济下行压力缓解》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

苏思雨 联系人 SAC 执证编号：S0080124070043

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

⁵ <https://www.news.cn/20250507/4bf6c86835fc4d97bbd5e66627091854/c.html>

宏观专栏

推迟美联储降息预测至第四季度

中美日内瓦会谈后双边大幅削减关税，美国经济衰退风险降低。然而，15.5%的有效税率仍较去年的2.4%明显抬升，通胀风险并未完全解除。历史经验表明，涨价一般发生在关税全面落地后的2-3个月，最新的通胀数据还无法反映这一点。我们认为，关税缓和将使美联储对就业（衰退）的担忧下降，进而更加看重通胀风险，这意味着美联储或将继续观望，等待更清晰的通胀数据。我们推迟联储降息时点的预测至第四季度（此前为第三季度），并预计年内降息幅度将低于50个基点。

美国经济衰退风险降低

中美日内瓦会谈后双边同意削减关税，我们测算显示，最新政策下美国有效关税率将从此前的28.4%下降至15.5%，衰退风险将显著降低。关税下降缓解了美国商品进口成本大幅上升的压力，修复消费者信心，同时降低企业裁员倒闭的风险，有助于稳定经济总需求。此外，关税下调也提振了市场风险偏好，全球股市明显反弹，有助于缓解此前因贸易摩擦升级和高度不确定性引发的金融市场波动⁶。

然而，15.5%的税率仍较去年的2.4%明显抬升。在最新关税政策下，针对全球多数国家的10%基准关税仍然存在，这部分留存关税仍将作为供给冲击压制增长。我们的计算显示，按照协议实施后的新关税水平，美国2025年实际GDP增速或较没有关税情形额外下降0.73个百分点，这一降幅较关税减免前的1.4个百分点的冲击明显收窄（参考《[关税豁免对美国影响多大？](#)》）。简单参考奥肯定律历史经验，GDP增速下降伴随失业率上升，最新关税或对应2025年全年失业率额外上升0.5个百分点。由于2025年劳动力供给不像过去几年移民大量流入时那样多，失业率上升的幅度可能会更小一点，但新增就业人数将随经济放缓而下降，劳动力市场仍将呈现放缓趋势。

通胀风险并未完全解除

⁶ https://www.reuters.com/world/china/investors-cheer-us-china-tariff-truce-cautious-over-final-deal-2025-05-12/?utm_source=chatgpt.com

由于税率仍较去年上升，加上美元贬值，美国进口商品仍面临涨价压力。伴随着对等关税的生效，美国4月份联邦财政关税收入大幅攀升，这也意味着企业或者居民仍将承担关税成本。虽然最新公布的4月美国CPI通胀数据低于市场预期，但主要是因为服务价格（尤其是机票价格）走弱所致，一些商品价格仍出现了上涨迹象。例如，娱乐商品价格上涨0.4%，其中的音频设备价格大幅上涨8.8%、摄影器材价格上涨2.2%，家具与床具价格上涨1.5%，家电上涨0.8%。

此外，由于企业之前提前进口准备了一些库存，可能导致通胀滞后显现。微观上也看到一些例证，比如韩国现代汽车称为了降低关税对于消费者的扰动，将保持当前售价不变至6月2日⁷。最终，企业还是会将成本转嫁给消费者。达拉斯联储4月制造业调查显示，75%的受访制造商计划将关税成本向消费端传导，其中一半以上希望将大部分甚至全部的关税成本向下传导⁸。

参考2018年的经验，涨价一般发生在关税全面落地后的2-3个月，这意味着最新的通胀数据还无法反映这一点。我们预计在当前关税下，美国进口商品价格仍将在夏天上涨，这将使第二、三和四季度末核心CPI同比增速分别达到3.1%、3.4%、3.8%，这也意味着4月份通胀率可能是全年的低点。

美联储当前更看重通胀

美联储的两个政府目标分别为2%的通胀和充分就业。在中美削减关税后，衰退风险降低，但通胀风险并未完全解除，这将迫使美联储继续等待观望。在5月FOMC记者会上，美联储主席鲍威尔称不着急降息（no rush），需等待更多贸易政策确定性⁹。他在讲话中还22次提到“等待”一词，并明确表示不会先发制人降息（参考《[美联储不会先发制人降息](#)》）。这表明，决策者不大可能在没有看到清晰的、能够证明通胀在持续放缓的数据之前就采取降息。纽约联储主席、永久票委威廉姆斯也释放了鹰派信号，称关于预防性降息的讨论是“不合时宜的”（misplaced），其他官员近期也发表了类似的对于降息的谨慎观点¹⁰。

⁷ <https://www.reuters.com/business/autos-transportation/hyundai-keep-vehicle-prices-steady-until-june-amid-tariff-uncertainty-2025-04-04/>

⁸ <https://www.dallasfed.org/research/surveys/tbos/2025/2504q>

⁹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-05-07/powell-says-fed-won-t-be-rushed-outlook-depends-on-white-house>

¹⁰ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-05-09/fed-s-williams-says-crucial-to-anchor-inflation-expectations>

我们推迟美联储降息时点的预测至第四季度。此前我们认为，如果谈判没有进展，关税居高不下，那么将会对美国经济增长带来巨大压力，可能导致经济衰退。这种情况下，美联储或被迫采取“衰退式”降息，从三季度开始累计大幅降息100个基点（参考《[高关税或触发“衰退式”降息](#)》）。但现在的情况是谈判取得实质性进展，关税得以降低，因此美联储也将推迟降息。我们预计降息将在第四季度开启，年内降息幅度将低于50个基点。

预测风险：政策反复、需求疲软

我们的预测有两个风险。一个是关税政策再次“生变”，加剧美联储对就业放缓的担忧。当前美国只是暂停部分关税措施，后续能否完全取消，仍取决于谈判。如果说关税在暂停期后“卷土重来”，对美国经济带来“二次冲击”，那么市场衰退担忧将再度重启，风险偏好恶化，可能触发新一轮“坏消息式”降息交易。

另一个风险是需求疲软导致油价和服务通胀下跌，抵消了由关税带来的“输入性”通胀压力。近期以来，全球原油价格大幅回落，背后既有对全球需求走弱的担忧，也受到OPEC增产预期带来的供给压力影响¹¹。如果油价进一步明显下行，可能为全球通胀带来更多缓解空间。此外，今年服务消费疲软，导致机票、酒店等服务类价格走低，有助于压低整体通胀水平。另一个值得关注的是药品价格的变化。2025年5月12日，特朗普签署行政命令，宣布实施“最惠国政策”，要求将美国处方药价格压降至全球最低水平¹²。特朗普声称，美国药品价格将降低50%至90%¹³。这一举措可能对医疗通胀构成下行压力，但具体影响还需观察。

以上观点来自：2025年5月15日中金公司研究部已发布的《推迟美联储降息预测至第四季度》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

¹¹ 详情参见《[大宗商品：图说大宗：关税超预期，商品迎抛售](#)》

¹² <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/05/delivering-most-favored-nation-prescription-drug-pricing-to-american-patients/>

¹³ <https://www.nbcnews.com/health/health-news/trump-executive-order-prescription-drugs-price-match-rcna206218>

专题聚焦

中美关税“降级”的资产含义

北京时间5月12日下午3点，中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》¹⁴，关税下调幅度超出预期，市场情绪提振明显，恒生与恒生科技指数单日涨幅分别突破3%和5%，尤其是消费电子、家电等出口相关板块；美股盘前主要指数期货也大涨3~4%，美元指数重回101以上，布伦特原油走高3.6%至66美元/桶，避险情绪回落拖累黄金表现，金价回落3%至3200美元/盎司附近。

关税“降级”情况：下调幅度超预期；美国对中国本轮关税由145%降至30%，美国有效税率由17~20%降至15~16%

在此之前，本轮美国对华关税为**145%**：包括针对芬太尼的20%，34%的对等关税，以及随后反制的91%（50%+41%），再加上2018年第一轮贸易摩擦的20%左右的税率（基于2018年加关税前的水平），总计税率为165%。此次会谈前，特朗普曾表示关税可能降至80%¹⁵，而市场也有部分预期调降至4月2日“对等关税”刚开始的水平，也就是取消随后反制的91%，回到54%（20%的芬太尼+34%的对等关税）。

实际结果是，此次会谈不仅取消了91%的反制关税，还把34%中的24%也豁免90天，使得本轮关税水平从**145%降至30%**（20%的芬太尼+10%的对等关税），明显好于市场此前的预期。

与此同时，中国对美关税也同样下调，中国相应取消了对美91%的反制关税，也暂停实施24%的反制关税¹⁶。

此次“降级”的背景：从“非理性”高位降至可谈判水平，但后续谈判进展仍是关键

此次关税调降显然是从一个极端高的非理性水平降至相对可谈判的水平，

¹⁴ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202505/content_7023399.htm

¹⁵ <https://www.reuters.com/world/trump-says-80-tariff-chinese-goods-seems-right-should-open-up-its-market-us-2025-05-09/>

¹⁶ https://www.mofcom.gov.cn/xwfb/ldrhd/art/2025/art_8055948aadb5450598bf73d1aae6828e.html

对中美市场情绪和基本面都起到明显缓和作用，实际上这也是一个现实需要下的大概率结果。

关税对美国是供给冲击，对中国是需求冲击。此前145%的非理性水平，与“贸易禁运”无异，在如此高的关税水平下，中美都难免承受一定冲击和压力，一个来自通胀，一个来自需求，只不过短期还未体现出来。以美国为例，关税对美国的通胀和增长影响不会那么快显现出来，大概可以“抗”两三个月，一方面短期得益于“抢进口”和低油价的作用，通胀压力不会那么快显现，另一方面近期数据显示，增长的底子也不算差。但是，关税如果居高不下的话，还是会有较大压力，类滞胀的局面也会使得美联储难以快速降息应对增长压力。因此，二季度是关键，关税谈判（大概率有）、减税（最好有）、降息（很难有）这三个需要看到至少一到两个进展。否则，市场可能要重新计入关税影响的预期。在这样一个背景下，也就不难理解特朗普为何“着急”在此期间与主要国家尽快达成贸易谈判，同时推进减税，也希望美联储能够配合降息。

但后续的谈判进展依然关键，不论是中美，还是美国和其他（尤其是）东南亚市场。从145%“非理性”水平暂缓或调降至一个30%可以“贸易”的水平为起点再谈，至少可以使得贸易重新运转起来，这对于缓解短期美国通胀和中国需求压力都是有帮助的。4月份中国出口数据显示，对美出口已经明显回落，而对东南亚市场出口激增。但是，“降级”和暂缓并不意味着没有影响，30%的关税依然会增加一部分企业的成本、并抑制部分需求。后续中美从这一水平上的谈判是否顺畅、以及美国和其他经济体、尤其是作为转口主要环节的东南亚市场是否针对中国增加额外的出口管制以“堵住”转口渠道，都是需要重点关注的问题。

对美国的影响：延后对通胀和增长的冲击，如果进一步降级则美联储有望降息

美国有效税率由此前的17~20%降至16~17%。5月12日前特朗普本轮累计对中国加征145%关税、90天豁免期对其他贸易伙伴加征10%的基线关税¹⁷，同

¹⁷ <https://www.nbcnews.com/business/economy/trump-tariffs-president-announces-90-day-pause-what-to->

时宣布对半导体及部分电子消费品进行关税豁免¹⁸。因此，我们测算美国有效税率也或将从“对等关税”宣布初期的24%降至17~20%。基于中美关税谈判最新进展，美国对中国加征30%的关税将会使得部分贸易重启，我们测算美国有效税率或进一步回落至16~17%左右。

短期对通胀和增长的影响不会很快显现。受益于“抢出口”和低油价的影响，未来2~3个月关税对需求“硬数据”的抑制可能还不会完全显现。因此二季度是关键时点，关税谈判、减税落地以及美联储降息这三个因素至少要看到1~2个进展才能有效支撑增长，否则市场可能要重新计入关税影响的预期。

类滞胀风险降低，但风险仍在：1) 关税推高美国通胀1.4~1.5ppt: 旧金山联储测算PCE中的进口比例约10.6%，假设关税完全传导至商品价格，我们测算此前17~20%的有效税率或使得PCE上升1.6~1.8个百分点，当前16~17%的有效税率则或使得PCE抬升1.4~1.5ppt至4%左右。如果进一步对应到CPI的抬升幅度，我们测算CPI同比抬升1.01%，核心CPI抬升1.05%，2025年12月CPI同比在3.5%附近。2) 关税拖累美国增长0.8ppt，基于宾夕法尼亚大学Budget Lab的测算方法¹⁹，美国2025年或增加4000~4100亿美元的关税收入，假设一年内的税收乘数为1²⁰且美国消费者与海外生产者平分关税成本，则对应降低2025年实际GDP增速0.8个百分点。

关税如进一步降级则美联储或有望降息。当前增长压力并没有体现，4月非农依然强劲、ISM制造业和服务业PMI也维持韧性，即便美联储想预防式反应也没有充足理由，更何况鲍威尔任期明年5月结束，超前反应的风险也是很大的。因此美联储在平衡通胀和增长的“两难”中，更可能选择观望，而非“先发制人”。不过，如果后续关税风险能进一步降级，美联储则有机会再三四季度降息以缓解届时的增长压力（《[美联储的“两难”](#)》）。

know-rcna200463

¹⁸ <https://edition.cnn.com/2025/04/12/tech/trump-electronics-china-tariffs/index.html>

¹⁹ <https://budgetmodel.wharton.upenn.edu/issues/2025/4/10/economic-effects-of-president-trumps-tariffs>

²⁰ 参考 Blanchard O, Perotti R. An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output[J]. the Quarterly Journal of Economics, 2002, 117(4): 1329-1368. Romer C D, Romer D H. The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks[J]. American economic review, 2010, 100(3): 763-801.

对中国的影响：对基本面拖累减少，但同样也降低政策发力紧迫性，市场修复至关税前水平，情绪接近去年10月高点

整体经济上，我们此前测算，在一个相对极限的压力测试下，假设在中国对美出口价格弹性1-1.2，145%的关税加征幅度下中国对美出口金额基本萎缩至零（虽然现实中并不可能）。按照2024年对美出口占比14.7%以及2024年出口占GDP比例19.2%计算，可能会拖累GDP增速。受益于当前关税谈判进展，该冲击幅度明显降低，参照上一轮中美贸易摩擦假设价格弹性0.8-1，我们测算54%的关税加征幅度仅拖累GDP增速1.5ppt左右，如果90天后24%的关税也予以取消，30%的关税加征对GDP的拖累幅度将进一步下降到1ppt左右。相应的，对盈利的影响也会明显减少，我们测算54%的关税加征幅度或将导致港股2025年盈利增速较此前4-5%的预期下滑5ppt至零增长，30%的加征幅度对应2025年小幅增长2%，均好于145%的关税幅度对港股盈利下滑10个百分点至-7%的拖累。

政策还需多少对冲？此前在145%的关税加征幅度下，我们测算，假设财政乘数为0.8，补足出口拖累的GDP需要额外约5万亿元财政刺激（对应赤字率需要抬升约4%）。当前54%的关税加征幅度，对应需要额外2-2.5万亿元财政刺激（对应赤字率需要抬升约2%），今年“两会”已经新增2.1万亿元赤字，也侧面说明了此前政治局会议并没有“急于”给出新的财政刺激计划的原因。在当前情形下，我们认为政策尽快发力的紧迫性也有所降低，可能要看二季度谈判进展以及7月政治局会议。

资产含义：美股和港股情绪均已修复至关税前，短期若博弈弹性要控制好仓位，关注谈判进展

► **美股：**估值基本修复至关税前水平，后续空间取决于关税谈判和减税进展。近期得益于经济数据、关税谈判和科技龙头业绩提振，纳斯达克估值重回25倍以上。往前看，在情绪和点位都已经回到关税前水平的情况下，后续空间取决于关税谈判和减税进展，在当前位置上，控制好仓位。

► **港股：**短期内，市场在暂缓预期推动下大幅反弹也是应有之义。往后看，关税实际谈判进展仍是关键，不仅是中美，还有其他市场是否施加出口管

制，同时短期的暂缓也意味着财政大举发力的必要性下降。

► **美债：情绪改善和美联储难以很快降息的情况下，美债下行空间受限，**如果年内不降息，对应美债4.2~4.5%，如果降息2-3次，对应4~4.2%。短期看，美债可能还面临一波供给高峰，如果因此冲高，会提供一波技术做多的机会，合理水平4.2-4.5%。

► **美元与黄金：美元短期震荡。**美元在中美合谈后再度回升至101以上，我们的美元全球流动性模型测算短期可能继续震荡，三四季度或有望逐步修复。黄金长期逻辑仍成立，但短期透支，因此在关税谈判出现积极进展下明显回调，在给定实际利率和不确定性维持当前水平不变的话，黄金隐含的美元水平与当前美元指数基本接近（当前101），我们认为可以更多采用长期视角和定投思路配置。

以上观点来自：2025年5月13日中金公司研究部已发布的《中美关税“降级”的资产含义》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

杨萱庭 分析员 SAC 执证编号：S0080524070028

王牧遥 联系人 SAC 执证编号：S0080123060036

专题聚焦

走出金融周期底部的政策与资产含义

如何理解当前中国经济所处的周期位置？当前国内经济状况在国际历史中有什么可比经验，对政策和资产表现有何启示和影响？本轮国内经济调整较此前几轮有所不同，一个突出的特征是金融周期下行背景下的弱通胀循环。此外，生产效率也是一个重要的维度。通过构建全球近40个国家和地区逾40年的大型数据库，我们从金融周期、劳动生产率和价格水平三个维度来刻画当前国内经济的周期位置，并进行跨国分析，尝试从中总结总量政策、资产表现的规律。

金融周期与生产率的分化：金融周期上行过程中，如果信贷分配不合理，生产效率承压，则金融周期转为下行后经济面临的冲击更大。我们将金融周期按照对经济影响程度由轻到重分为全部金融周期（共63轮）、金融周期与生产率分化（共38轮）和进一步叠加低价格水平（共10轮）三种情形²¹。中国金融周期扩张阶段并未伴随着生产率的同步改善，且在金融周期下行阶段价格承压。与国际经验相比，我国在金融周期下半场，经济增长更具韧性，但价格水平和资产价格走势与国际经验有相似之处，印证了从金融周期、生产率和价格水平三个维度刻画当前国内经济状况的意义。

政策启示：从历史经验看，金融周期下行时期货币政策和财政政策协同宽松。随着不同情形周期下行对经济负面影响的程度越高，货币和财政政策的力度也相应加大。国际历史经验显示，周期见顶后政策力度需持续发力5年左右时间。在见顶后3至4年左右，随着政策力度斜率加速，实际GDP增速企稳回升，价格水平略有滞后。当前国内总量政策已步入加速期，但仍需持续加力直至经济企稳回升。

货币和财政政策发力是走出周期下行的必要而非充分条件，通过结构性改革改善生产率是重要政策选项。日本在1990年代后经济陷入困境的一个重要

²¹ 三种情形为递进和包含关系，样本为近40个国家/地区从1980年以来的数据，具体定义详见正文部分。

原因是生产效率长期低迷，产出水平更多是通过要素投入而非效率提高带来的。低效率环境下，加大要素投入意味着成本上升和利润下降，进一步压制内需。结构性改革可以提高要素市场灵活性，改善资源配置效率，扭转低效率-低需求的负向循环，形成由生产率驱动的经济复苏。

资产含义：政策加速发力有助资产价格企稳回升。基于跨国历史经验，在政策开始发力阶段，房价、股价见顶回落，并加速下行，国债收益率下行，汇率贬值。在政策力度加速阶段，房价和股价均出现企稳回升，国债收益率保持匀速下行，汇率从贬值转为振荡企稳。分板块来看，在股价触底回升过程中，顺周期（金融、房地产、材料、工业）和科技板块相对表现较好；消费板块（可选消费、必选消费）表现居中；能源、医疗保健、电信和公用事业等板块表现较差。落到国内资产，我们在《[中美重估，从交易“ABC”到配置“ABC*”](#)》提出，在总量政策加速出台和新的科技叙事共振下，中国资产重估正当时，建议关注顺周期和科技板块。

关税扰动不改中美资产重估：美国超预期关税政策扰动全球市场，但中国市场韧性较强。往前看，国内政策对冲力度加大、全球资金再平衡、以及弱美元环境下，中国资产重估趋势或延续。首先，国内进入政策加速期，未来货币和财政政策仍有发力空间。国内稳增长政策有望进一步发力，提振内需或是未来稳增长政策的主要内容，关注内需改善对顺周期板块的拉动。其次，特朗普“大重置”下（详见《[特朗普“大重置”：债务化解、脱虚向实、美元贬值](#)》），全球资金再平衡有望为中国资产带来海外增量资金。最后，弱美元周期利好新兴市场，特别是国内成长风格。国内正逐步形成较低的利率、稳定的增长预期、以及新技术快速发展等有利于成长风格的宏观环境。

以上观点来自：2025年5月12日中金公司研究部已发布的《走出金融周期底部的政策与资产含义》

于文博 分析员 SAC 执证编号：S0080523120009

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.5.12 宏观探市：走出金融周期底部的政策与资产含义
- 2025.5.12 中国宏观热点速评：灵活把握政策力度和节奏——2025年1季度货币政策执行报告点评
- 2025.5.12 中国图说中国宏观周报：美国关税政策动态跟踪
- 2025.5.13 中国宏观热点速评：需求不足问题仍较突出——2025年4月物价数据点评
- 2025.5.13 海外宏观简评：中美双方经济下行压力缓解
- 2025.5.15 中国宏观热点速评：调整后的信贷较稳 | 4月金融数据点评
- 2025.5.15 海外宏观简评：推迟美联储降息预测至第四季度
- 2025.5.17 中国宏观专题报告：详解中国医保体系

策略及大宗商品

- 2025.5.13 海外策略：中美关税“降级”的资产含义
- 2025.5.13 大类资产配置月报（2025-05）：股债汇“三杀”与美元资产困局
- 2025.5.13 贵金属：聚焦：黄金：风险偏好修复，避险溢价下降
- 2025.5.14 MSCI中国调整：新增6只、剔除17只（2025-05）
- 2025.5.14 工业金属：聚焦：关税“降级”改善需求预期
- 2025.5.15 黑色金属：聚焦：铁矿：高铁水、低补库
- 2025.5.17 农产品：聚焦：棕榈油：弱预期兑现，或继续波段下行

固定收益

- 2025.5.12 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.5.12 信用债收益率跟踪周报：降准降息下中短端收益率下行，但长端波动加大
- 2025.5.13 中国城投债券月报：财政通报隐债问责典型案例，部分地区加强境外融资监管——4月城投债券月报
- 2025.5.13 资产证券化分析周报：4月月报：单月上量明显，地方国企活跃
- 2025.5.14 中国房地产债券月报：4月房地产债券月报：政治局会议指出“持续巩固房地产市场稳定态势”
- 2025.5.14 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.5.14 简评：M2增速上升，贷款增速下降，存贷差仍有利于债券需求——4月金融数据点评

- 2025.5.15 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.5.16 中国可转债策略周报：择券回顾：尊重随机性——暨本月十大转债
- 2025.5.16 专题研究：持续化债下城投报表趋势如何？——城投债券发行人2024年年报点评
- 2025.5.17 中国利率策略周报：博弈回到原点，美债问题仍需解决

行业

- 2025.5.12 REITs：公募REITs周报（5.6-5.9）：市场缩量修复，关注扩募推进情况
- 2025.5.12 电力电气设备：电力设备2024&1Q25回顾：盈利稳健向上
- 2025.5.13 轻工日化：2024&1Q25轻工行业业绩回顾：出口企业延续高增长，内销龙头业绩改善明显
- 2025.5.13 不动产与空间服务：周评#438：一二手房销售量表现仍弱，挂牌价预期走低
- 2025.5.13 汽车及零部件：4月零售量保持高位；关注新车及关税进展
- 2025.5.13 主题研究：光伏周谈 | 利空因素消化，挺价意愿增强
- 2025.5.13 主题研究：1Q25公募基金持仓/陆港通：电新板块公募持仓环比回升，陆港通表现平稳
- 2025.5.14 零售：2024及1Q25回顾：潮玩景气走高，商超加速调改，招聘边际向好
- 2025.5.14 不动产与空间服务：开发商2024年业绩回顾：业绩承压，销售指引兑现度待观察
- 2025.5.14 科技硬件：2024&1Q25电子板块业绩回顾：收入利润同比稳定双增，看好AI催化和科技自立
- 2025.5.15 银行：信贷淡季偏淡，关税冲击初现——4月社融数据点评
- 2025.5.15 电力电气设备：欧洲户储需求回暖，亚非拉市场快速起量
- 2025.5.15 航空航天科技：航空航天科技2024/1Q25业绩回顾：业绩见底，复苏在即
- 2025.5.16 家电及相关：奋楫者先，勇进者胜：中国黑电的全球突破
- 2025.5.16 电力电气设备：大储行业2024&1Q25业绩回顾：出货加速增长，海外业务持续推进
- 2025.5.16 博彩及奢侈品：1Q25新濠总博收市场份额升幅最大
- 2025.5.16 机械：新国标推动电池安全升级，复合集流体率先受益
- 2025.5.17 主题研究：新能源车中游2024&1Q25业绩回顾：景气度回升，基本面逐步修复

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn