

图表目录

图表 1：二战后，全球主要发达经济体经济增速从高点回落	- 5 -
图表 2：发达经济体货币长期宽松、政府债务扩张	- 5 -
图表 3：全球政策不确定性持续高于 2018 年之前的水平	- 6 -
图表 4：特朗普 2.0 内阁政策主张高度一致，普遍支持特朗普的“美国优先”方针	- 6 -
图表 5：特朗普上一任期实施的减税措施及新任期预计实施的措施	- 7 -
图表 6：特朗普在任期间顺利实施和未实施的主要政策耗时情况	- 8 -
图表 7：上一轮加征 301 关税，在流程上相对简单，不需要过国会	- 9 -
图表 8：关税收入能够在一定程度上弥补部分政府赤字	- 9 -
图表 9：特朗普 1.0 任期贸易战之后，美国对中国的实际税率升至 19.3%	- 10 -
图表 10：从 2023 年美国从中国进口来看，未在 301 清单中的商品占比四分之一	- 10 -
图表 11：还未在 301 清单中的商品主要为电机、家具、药品、汽车零部件等	- 11 -
图表 12：上一轮贸易战后，中国大陆在全球出口中的份额不降反升	- 12 -
图表 13：2020 年以来，新兴市场大幅拉动了中国出口的上行	- 12 -
图表 14：不考虑联储独立性，关税和移民政策可能在明年推升通胀约 1.4%	- 13 -
图表 15：不考虑政策影响的基准情形下，美国 2025 年通胀中枢约 2.45%	- 13 -
图表 16：2018 年四季度后的核心商品通胀上升被能源通缩给超额抵消	- 14 -
图表 17：美国中小银行信用卡贷款拖欠率已升至历史高位	- 14 -
图表 18：特朗普上一任期内，税改在 2018 年初正式落地	- 15 -
图表 19：当前市场预期现在到明年年末，联储再降息约 79 个基点（约 3 次降息）	- 15 -
图表 20：中国经济重构下的三表修复	- 17 -
图表 21：中国居民住宅投资/GDP 之比已经回落至海外成熟经济体均值水平	- 18 -
图表 22：中国内地房地产新开工可能也已降至底部区域	- 19 -
图表 23：地产相关财政收入占比回到 2015-2016 年水平	- 19 -
图表 24：房地产在新增信贷中的占比逐渐企稳	- 19 -
图表 25：2025 年，房地产对经济的拖累或有望减弱	- 20 -
图表 26：化债方面，2024-2028 年共安排 10 万亿元债券资金	- 21 -
图表 27：本轮化债债券资金安排为近年来力度最大化债政策组合拳	- 21 -
图表 28：特殊再融资债 11 月下旬以来快速发行	- 21 -
图表 29：20 世纪 90 年代中国化债的经验	- 22 -
图表 30：2000 年 1 季度经济走出第一轮化债的低通胀	- 22 -
图表 31：供需缺口逐季收窄，但价格明显回升需要时间	- 23 -
图表 32：制造业产需刚刚交叉，而此前 PPI 同比增速转正时需求增速已在上行	- 24 -
图表 33：外部环境增压下，预计 2025 年通胀修复整体温和，内需修复驱动的支撑部分在提升	- 24 -
图表 34：2025 年年初财政刺激或持续加码	- 26 -
图表 35：2025 年年中财政有加码空间，或为增发特别国债	- 26 -
图表 36：货币延续宽松稳增长，货币政策框架调整也持续推进，货币配合财政的能力在增强	- 27 -
图表 37：2016 年以来，政府债务付息支出压力有所增加	- 27 -
图表 38：尤其是近年地方政府专项债付息支出攀升	- 28 -
图表 39：出口退税调整或是新一轮供给侧调整的动标志	- 28 -
图表 40：供需扩张速度逆转之下，电子、汽车、传媒、医药的供需格局有望迎来改	-

善.....	- 29 -
图表 41：近期政策加大力度支持资本市场高质量发展	- 30 -
图表 42：美国 2007-2016 年的股市涨幅主要由流动性支撑来贡献	- 31 -
图表 43：美国经济转型期间的居民资产负债表修复，股市是最主要的贡献来源.....	- 31 -
图表 44：美国经济转型阶段，科技行业是回购股票最多的行业	- 31 -
图表 45：美国普遍加征 10%关税情景下关税额外成本占 GDP 的比例	- 33 -
图表 46：中国工业发展优势明显	- 34 -
图表 47：近年来我国对一带一路和新兴市场经济体出口占比不断提升	- 34 -
图表 48：A 股主要股指估值水平相较于全球其他主要市场并不算高.....	- 35 -
图表 49：2024 年下半年以来股债性价比有所回归	- 35 -
图表 50：据 CRFB 等机构预测，特朗普上台后将大幅抬升政府债务.....	- 36 -
图表 51：俄乌冲突来，黄金和美债实际利率表现脱钩的背后是美元信用体系担忧	- 36 -

变局——全球政治经济新挑战

特朗普横扫 2024 年美国大选，全球政经格局面临新挑战。对内，美国政治博弈激化；对外，美国盟友利益遭受威胁。

2025 年中国的挑战之一：特朗普孤立主义的外部主张将给全球贸易带来挑战，而中国需主动寻求区域和商品结构的多元化，能够为整体的出口格局带来机遇。

挑战之二：特朗普经济学加剧中远期通胀风险，关税和反移民或在 2025 年带来更大的“非典型”通胀压力，但新一轮减税落地前，联储宽松方向不变，我国央行仍有宽松空间。

图表-经济数据预测

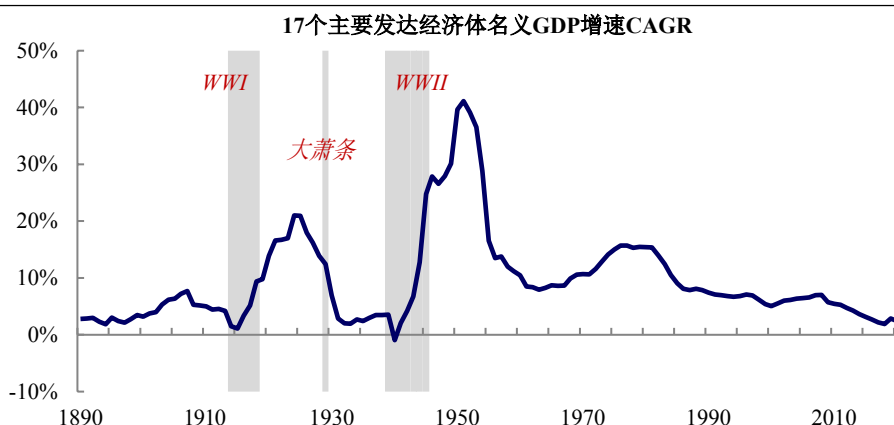
指标	4Q24E	Y24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	Y25E
GDP 同比 (%)	5.30	5.00	4.60	4.90	4.90	4.40	4.70
现价 GDP 同比 (%)	4.70	4.30	4.70	4.90	4.90	4.70	4.80
工业增加值同比 (%)	5.30	5.50	4.70	5.20	5.20	4.90	4.90
固定资产投资累计同比 (%)	3.70	3.70	4.10	4.80	5.30	5.40	5.40
制造业投资累计同比 (%)	9.20	9.20	8.50	8.50	8.20	7.80	7.80
基建投资累计同比 (%)	9.50	9.50	8.10	8.80	9.00	9.00	9.00
地产投资累计同比 (%)	-10.00	-10.00	-10.70	-9.30	-8.20	-7.20	-7.20
社会消费品零售同比 (%)	5.00	3.80	3.60	4.20	4.70	4.20	4.20
出口同比 (美元计 · %)	8.10	5.30	5.80	-0.70	-6.20	-9.50	-3.00
进口同比 (美元计 · %)	1.50	2.00	2.30	0.60	-0.40	-4.10	-0.50
CPI 同比 (%)	0.50	0.30	1.00	0.80	0.30	0.80	0.70
PPI 同比 (%)	-2.70	-2.20	-1.60	-1.30	-0.60	-0.30	-0.90
期末一年期 LPR (%)	3.10	3.10	3.00	2.90	2.80	2.80	2.80
期末五年期 LPR (%)	3.60	3.60	3.45	3.30	3.15	3.15	3.15

数据来源： ，

冷战结束以来的全球政经格局面临新挑战

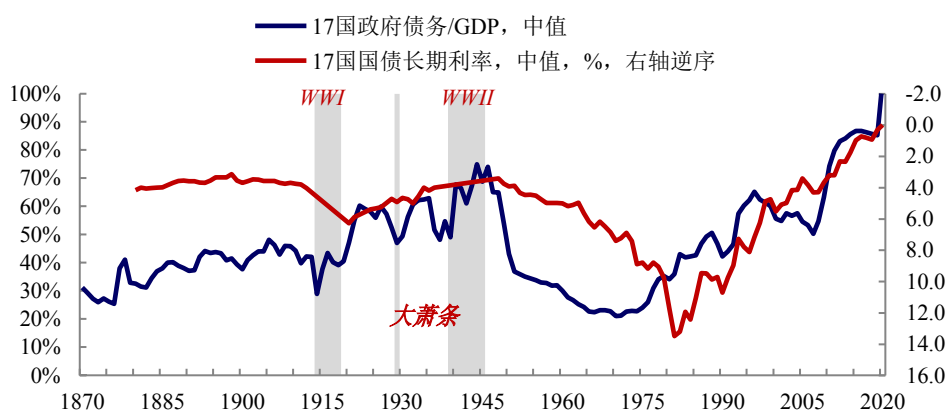
- **近年来，逆全球化加剧，保护主义抬头。**2008年金融危机成为冷战结束以来全球化高歌猛进的“分水岭”。面对世界经济深度调整、复苏动力不足、增长分化加剧以及国际贸易投资低迷的“全球化波折”等新形势，加之广大发展中国家的加速兴起，曾经的自由贸易倡导者纷纷走上向内的道路，从强调释放市场力量的新自由主义范式向主张社会保护转变。近年来各种形式的保护主义明显抬头，内病外治、转嫁矛盾等现象令人担忧。¹
- **展望特朗普 2.0，全球政经格局面临新挑战。**特朗普在其 1.0 任内向全球多个经济体施加关税、退出《跨太平洋伙伴关系协定》（TPP）、驱逐非法移民，推动逆全球化加剧。2025 年特朗普即将迎来第二任总统任期，从其目前的言论主张和内阁成员的提名来看，特朗普“美国优先”的倾向有增无减，冷战以来的全球政经格局面临新挑战。

图表 1：二战后，全球主要发达经济体经济增速从高点回落



注：取澳大利亚，比利时，加拿大，丹麦，芬兰，法国，德国，意大利，日本，荷兰，挪威，葡萄牙，西班牙，瑞士，瑞典，英国，美国十七个经济体的中值。
数据来源：Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database,

图表 2：发达经济体货币长期宽松、政府债务扩张



注：取澳大利亚，比利时，加拿大，丹麦，芬兰，法国，德国，意大利，日本，荷兰，挪威，葡萄牙，西班牙，瑞士，瑞典，英国，美国十七个经济体的中值。其中政府债务率数据德国 1914-1926 年、1944-1949 年；法国 1914-1919 年；日本 1945 年数据缺失

数据来源：Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database,

¹ 来自人民日报《携手推动平等有序的世界多极化》，求是《【理响中国】倡导平等有序的多极化和普惠包容的全球化》，新华网刊载解放日报《推动实现“新全球化”是大势所趋》

特朗普“美国优先”方针或令美国盟友受损

- 特朗普 2.0 奉行“美国优先”执政方针。“美国优先”是特朗普自 2016 年竞选时期提出的核心议程，旨在确保美国在全球事务中的利益和地位，主要表现为施加关税、退出多边协议、反对移民等政策取向。该议程所呈现的孤立主义倾向或对美国当前盟友产生不利影响。

图表 3：全球政策不确定性持续高于 2018 年之前的水平



数据来源： ，

- 特朗普 2.0 内阁：非传统政治精英，共性是普遍支持“美国优先”。不同于拜登的“政治精英治国”，下一届内阁年纪更轻、且多缺乏从政经验——包括财政部长、商务部长等主导经贸政策的关键职位均无政界经历。比起个人背景和经历，特朗普或更重视政策主张的一致性，内阁成员普遍反对非法移民、支持传统能源、对华态度鹰派、维护以色列等，和特朗普一致奉行“美国优先”的孤立主义。

图表 4：特朗普 2.0 内阁政策主张高度一致，普遍支持特朗普的“美国优先”方针

职务	姓名	所属州	年龄	族裔	专业	关键立场/重大经历	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
副总统+重点内阁部长 (按总统继任顺序排列)																		
副总统	JD·万斯	俄亥俄	40		政治学+法律	曾经参加过伊拉克战争；支持以色列；支持脱离对华贸易依赖	耶鲁毕业后在律所工作											俄亥俄参议员
国务卿	马尔科·鲁比奥	佛罗里达	53	古巴裔	法律	支持以色列。对华态度鹰派												佛罗里达参议员
财政部长	斯科特·贝森特	南卡罗来纳	62		政治学	支持强美元、削减赤字、减税、放松监管、能源增产；将关税视为谈判工具												对冲基金经理 (1991-2000年在索罗斯基金管理公司任职；是特朗普本届竞选活动的经济顾问)
国防部长	皮特·赫格塞思	明尼苏达	44		政治学	曾在伊拉克、阿富汗服役；批判北约；批判拜登对特朗普的“造谣”调查	现役军											美国陆军国民预备役；国民自卫队 (2021年退役、2024年1月正式脱离军队)；FOX主持
司法部长	帕姆·邦迪	佛罗里达	59		刑事司法+法律	指控2020年选举欺诈；领导America First Policy Institute法律部门												佛罗里达州检察长 (2018年在FOX台播报主持)；作为政府特别雇员协助特朗普应对弹劾案；加入Ballard Partners (和特朗普关系紧密)
内政部长	道格·伯古姆	北达科他	68		商科	支持化石燃料；反对堕胎；对华鹰派												风险投资 (科技)；北达科他州州长
商务部长	霍华德·卢特尼克	纽约州	63	犹太裔	经济学	弟弟和上百名同事死于9·11；支持关税												Cantor Fitzgerald和BGC公司CEO
能源部长	克里斯·莱特	科罗拉多			电气工程	支持油气开发												油田服务公司Liberty Energy创始人兼CEO
国土安全部长	克里斯蒂·诺姆	南达科他	52		政治学	2017年支持特朗普难民禁令												南达科他在众议院代表；南达科他州州长
其他重点人选：白宫办公厅+总统行政办公室+独立行政机构																		
白宫办公厅主管	苏西·沃尔斯	佛罗里达 (出生于新泽西)	67		英语	曾协助过里根竞选；高度参与特朗普的总统竞选活动												竞选活动职业经理 (包括2016年负责特朗普在佛罗里达的竞选活动、2024年负责特朗普总统竞选活动)
国家安全顾问	迈克尔·沃尔茨	佛罗里达	50		国际学	对华态度鹰派												美国陆军和国民自卫队 (曾在阿富汗、中东、非洲作战)；佛罗里达第六国会选区众议员代表
贸易代表	杰米森·格里尔	华盛顿DC			国际学+法律	美国空军服役4年；参与中美第一阶段关税谈判、参与北美三方贸易重谈												从事国际贸易实务相关工作；USTR员工主管；律所合伙人
管理和预算办公室	罗素·沃特	弗吉尼亚	不详			2020年曾阻止拜登过渡团队和管理和预算办公室会面												从事政治游说等工作；管理和预算办公室任职；创立Center for Renewing America
联合国大使	爱丽斯·斯蒂芬尼克	纽约州	40		政府	支持以色列												家族企业经营；纽约州第二十一国会选区众议员代表 (该区是共和传统区)
北约大使	马修·惠特克	爱荷华	55		法律	曾批判拜登对特朗普的“造谣”调查；参与孟晚舟案指控；无外交经验	律所和咨询											担任“问责与公民信任基金会”执董，该组织参与希拉里邮件门调查；由特朗普任命为代理司法部长；兼职CNN评论员、担任共和党游说公司Axiom Strategies公共事务部门的执董
中央情报局长	约翰·拉特克里夫	伊利诺伊	59		政府+国际学+法律	小布什时期曾在司法部参与反恐和国安行动；曾参与逮捕非法移民；对华鹰派												德克萨斯州第四国会选区众议员代表；由特朗普任命为国家情报总监
国家情报总监	图尔西·加巴德	夏威夷 (出生于美属萨摩亚)	43		制片	曾在伊拉克服役；2021年退出民主党、2024年加入共和党												夏威夷第二国会选区众议员代表；主持FOX的脱口秀节目Tucker Carlson Tonight

数据来源：百度，

特朗普政策核心：对内提振经济、对外态度较鹰

- **特朗普 2.0 核心政策：对内减税、对外加税。**对内，特朗普主张对居民和企业全面减税、放松监管，包括延长其 2017 年减税法案、进一步调降企业所得税等。对外，特朗普主张通过加征关税来弥补因减税而损失的政府收入，包括 10%~20%的全面关税、至少 60%的对华关税等。

图表 5：特朗普上一任期实施的减税措施及新任期预计实施的措施

特朗普2017《减税与就业法案》已落实的税改情况	
个税简化	个人所得税7个等级中的5个等级税率下调 ：最高税率从39.6%降至37%，33%的税率降至32%，28%的税率降至24%，25%的税率降至22%，15%的税率降至12%，10%和35%税率不变
	大幅提高个人、共同申请的标准扣除额
	儿童税收抵免提高到2,000美元 将夫妻共同申请的抵押贷款利息扣除额限制在75万美元，低于旧法律规定的100万美元
企业所得税	企业所得税税率由35%永久性调降至21%
	实行属地税原则，只有国内收益需要纳税
	允许将短期资本投资全部费用化，调整流转税 个人从合伙企业和有限责任公司等商业实体的转嫁收入获得20%的税收抵扣
其他	取消了《平价医疗法》颁布的对未获得最低医疗保险者的个人税收
	提高了个人替代性最低税（AMT）的免税额等，减少了最富裕人群的纳税数量；废除企业AMT 提高了遗产税的税收豁免
特朗普本次竞选的减税主张	
延长到期条款	延长减税法案所有条款，将于2025年到期的包括降低个人所得税税率、提高标准扣除额、更大幅的儿童税收抵免、提高遗产和赠与税的免税额等
企业减税	特朗普表示或将企业所得税率从当前21%降至15%

数据来源：CNN, Tax Foundation, Cornell, CNBC, Investopedia, CFRB,

- **政策推行节奏：根据 1.0 经验，头两年可能是政策密集落地的窗口。**一方面，总统上台后往往先推行实施难度低的政策，而把“难啃的骨头”向后推迟；另一方面，特朗普1.0时期的上任头两年是共和党横扫两院——和当前的情况类似，但后两年共和党丢失了众议院，因此特朗普推行财税政策的难度大幅上升。

图表 6：特朗普在任期间顺利实施和未实施的主要政策耗时情况

领域	具体政策	提出时间	落实时间	2017				2018				2019				2020			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
财税	减税法案	2017/4/26	2017/12/22	—	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
移民	非法居留者快速驱逐程序	2017/1/25	2019/7/23	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
	建设边境墙	2017/1/25	2018/4/9	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
关税	232条钢铝产品	2017/4/20	2018/3/18	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
	201条洗衣机和太阳能电池板	2017/5/17	2018/1/23	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
	301条中国产品	2017/8/24	2018/7/6	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
	301条欧盟民航飞机	2019/4/12	2019/9/10	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
贸易协定	退出TPP	2017/1/20	2017/1/23	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
	美墨加协定	2017/7/17	2020/1/29	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
疫情救助	CARES法案	2019/1/24	2020/3/27	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
	新冠病毒对策法案	2020/3/11	2020/3/18	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
领域	具体政策	提案时间	否决/放弃时间	2017				2018				2019				2020			
医疗改革	废除奥巴马医改	2017/3/20	2017/9/25	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
基建	大规模基建计划	2018/2/12	2019/5/22	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....

注：浅红色阴影表示该政策从被提出到正式签署落地/被否决的时间长度，黄色格代表政策推进中的关键时间节点。“关税”部分政策的“提出时间”为贸易调查启动时间，“落实时间”为宣布征税时间（232 条关税政策提出时间为特朗普在总统备忘录中提出进行钢材调查的时间）。“废除奥巴马医改”使用的是共和党提出的奥巴马医改的代替方案《American Health Care Act》。“退出TPP”提出时间采用总统上任日期。减税法案落实时间为法案签署通过的时间。

数据来源：CNN，美国国会，federalregister，texastribune，美国商务部，USTR，politifact，CSG，National Archives，Bloomberg，

挑战一：特朗普孤立主义将给全球贸易带来挑战

- **关税在特朗普 2.0 时期政策优先序可能较高。**对于特朗普下一任期来说，关税政策可能会被放在比较优先和重要的位置上。
 - **一方面，关税政策总统裁量权大，政策实施难度较低。**美国宪法赋予总统在关税方面的较大权力，总统有权在不经国会批准流程的情况下，对贸易制裁行为颁布行政命令，例如特朗普在上一任期内通过 301、201 和 232 章节对特定经济体和特定商品开展调查和加征关税。除取消最惠国待遇之外，大多数法律适用于总统直接援引并颁布行政命令，从而开展加征关税措施。对于中国来说，目前已在 301 清单上的商品无需重新调查即可提高税率，落地节奏可能更快，而未在清单上的商品需经完整流程方可征税，从上轮经验来看，或需近一年的时间。
 - **另一方面，征收关税是美国收窄政府赤字缺口的重要手段。**从目前特朗普 2.0 的政策主张来看，政府赤字将要进一步扩张。根据 Tax Foundation 测算，特朗普减税主张加总来看，将造成美国未来十年税收减少 7.8 万亿美元；而其关税政策如果成功实施，将带来未来十年 3.8 万亿美元的收入增加。因此，在政府债务高企的背景下，关税对政府收入的补充将成为政府财政增收的重要来源。

图表 7：上一轮加征 301 关税，在流程上相对简单，不需要过国会



数据来源：USTR，

图表 8：关税收入能够在一定程度上弥补部分政府赤字

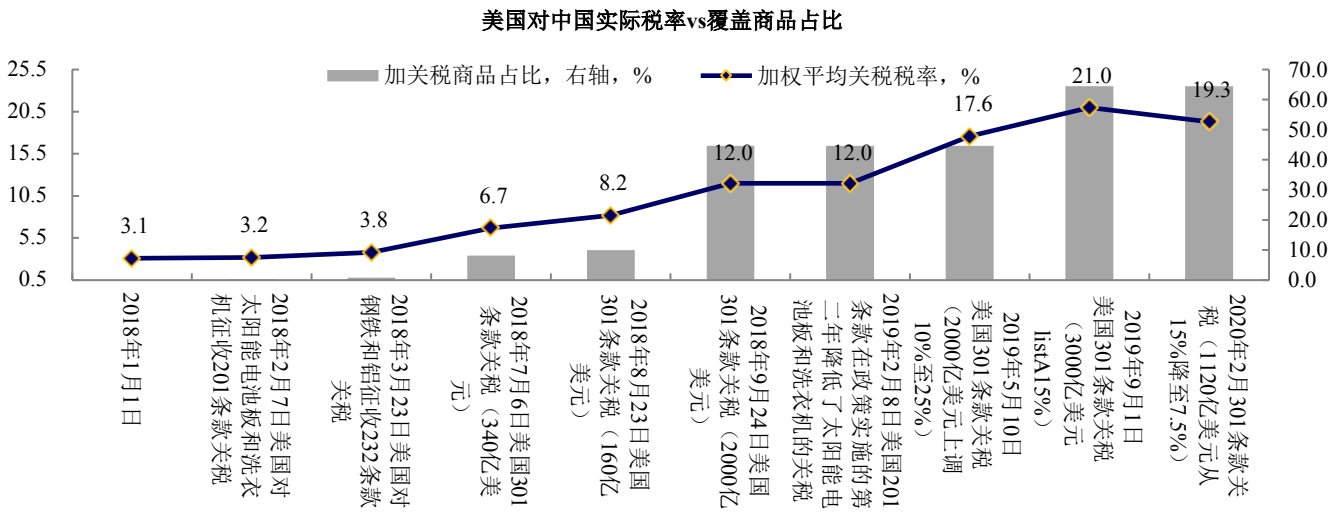
特朗普主张对未来10年财政影响测算，十亿美元	
TCJA 个人减税永久化	-3392
TCJA 遗产税永久化	-206
TCJA 企业减税永久化	-643
恢复对州和地方税收的扣除	-1041
将国内生产活动的公司税率降至 15%	-361
免除社会保障福利所得税	-1189
免除加班费所得税	-748
免除小费所得税	-118
为汽车贷款利息创建逐项扣除	-61
减税总额	-7758
废除 IRA 绿色能源税收抵免	921
对所有进口商品征收 20% 的普遍关税，并对从中国进口的商品加征 50% 的关税	382
增税总额	4745
减税和增税对总收入的影响	-3013
<i>其他可能的减税措施</i>	
免除小费和加班费的工资税	-450
免除海外美国人的所得税	-100
将儿童税收优惠扩大到 5,000 美元	-2432
总潜在收入影响	-5995

数据来源：Tax Foundation，

- 上一轮 301 调查之后，还未在加征关税贸易清单中的商品占比四分之一。根据 PIIE 的测算，目前美国对中国加征关税的商品平均税率为 19.3%。从 2023 年美国进口结构来看，有四分之一还未在清单中，占比较 2018 年有所扩大。分行业大类来看，还未在关税清单中的商品以电机、家具、药品、

汽车零部件为主。这一部分商品关税安全垫较厚，由于其本身未在此前的关税清单中，即使被加关税也需要经过完整流程（例如再走一遍 301 调查），加征关税落地的时间可能较晚。

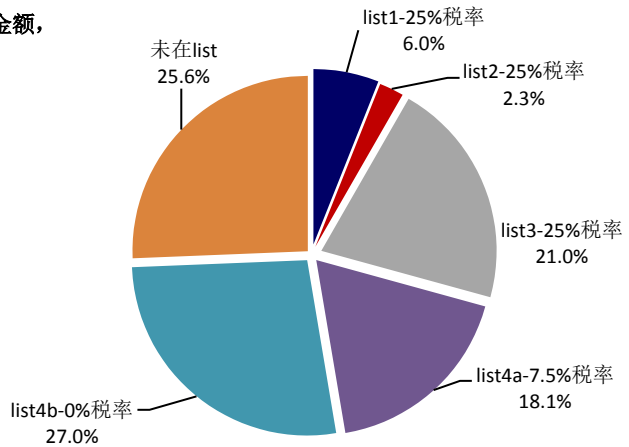
图表 9：特朗普 1.0 任期贸易战之后，美国对中国的实际税率升至 19.3%



注：上图数据截至 2020 年 2 月
数据来源：PIIE,

图表 10：从 2023 年美国从中国进口来看，未在 301 清单中的商品占比四分之一

2023年美国从中国进口金额，按关税清单结构



数据来源：USITC,

图表 11：还未在 301 清单中的商品主要为电机、家具、药品、汽车零部件等

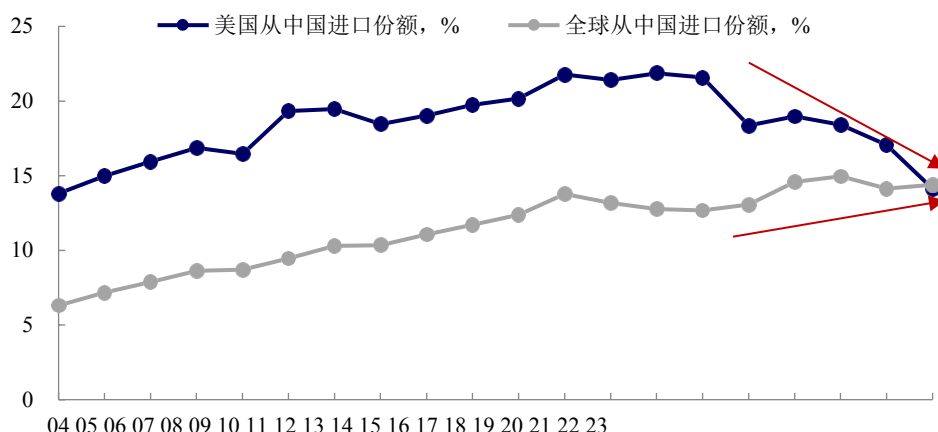
未在此前关税清单主要商品，美国从中国进口额，2023年，十亿美元



数据来源：USITC，

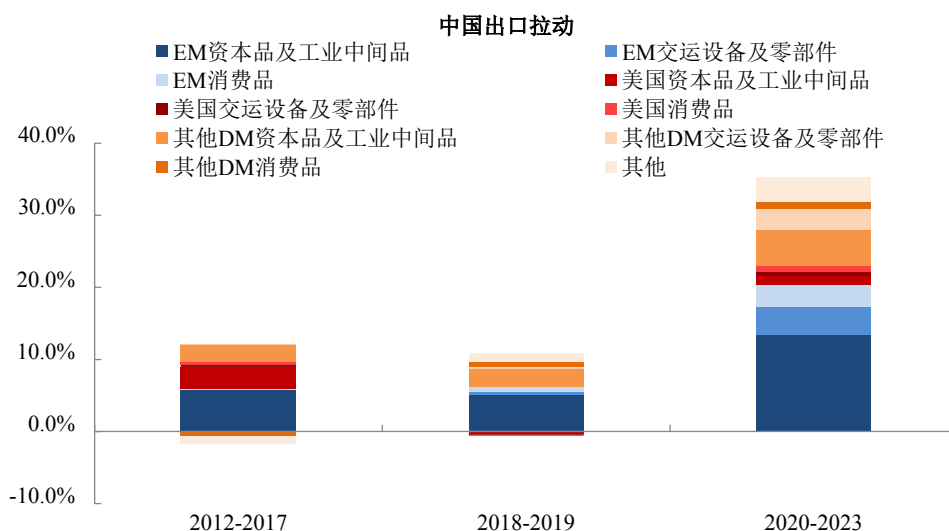
- **关注特朗普对其他国家加征关税进而对中国出海企业的潜在冲击。**根据美联社的报道，特朗普在竞选过程中曾多次宣称，要对在墨西哥设厂的中国汽车制造商征收高达 200%的关税。如果切实落地，则中国出海企业的海外布局可能也会受到冲击。从可行性上看，在美国现行的法律中，虽然存在可援引的对全球加关税的法律条文（例如《国际经济紧急状态权力法》、《1974 年贸易法 Section 122》等），但当前的美国并不满足应用的前提。基于此，我们也需要密切关注出海企业特定出海目的地被美国加征关税的可能性。
- **中国的应对：区域和商品结构多元化。**上一轮贸易战之后，美国从中国进口的份额明显下滑，美国转向墨西哥、东盟、欧盟等经济体寻求进口替代。不过，中国大陆在全球出口的份额反而有所上行——虽然美国降低了从中国进口，但全球其他经济体增加了从中国进口，使得缺口得以填充。具体来看，新兴市场接受 FDI 并进行工业化的过程中，从中国进口资本品和工业中间品，成为中国出口快速增长的重要来源。除此之外，发达经济体的产业链回流带来的资本品和中间品总需求的扩张，也带来了中国出口的增量。因此，在贸易形势逐渐严峻的当下，中国主动寻求区域和商品结构的多元化，能够为整体的出口格局带来机遇。

图表 12：上一轮贸易战前，中国大陆在全球出口中的份额不降反升



数据来源：Trade Map,

图表 13：2020 年以来，新兴市场大幅拉动了中国出口的上行

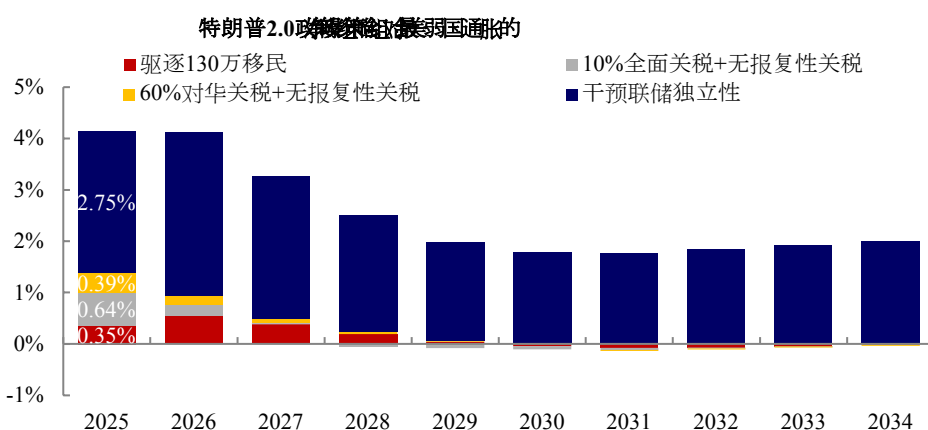


数据来源：UN Comtrade,

挑战二：特朗普或推升美国通胀和货币政策不确定性

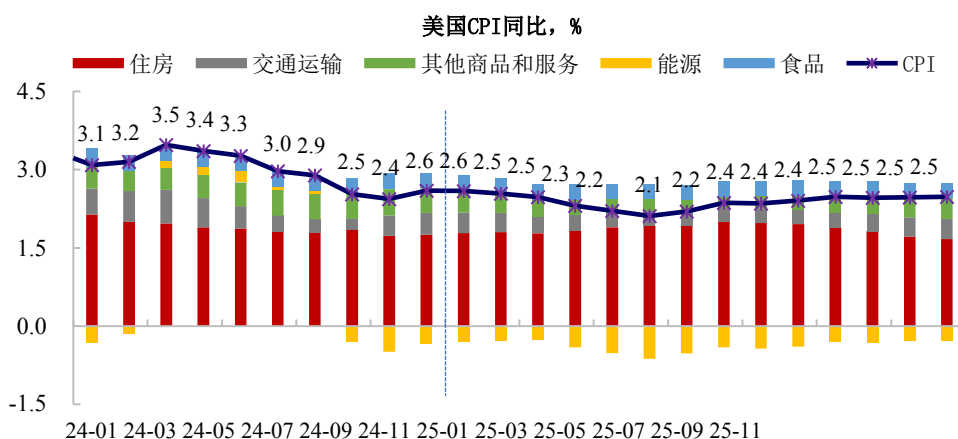
- **特朗普经济学加剧中远期通胀风险：关税和反移民或推升核心通胀。**一方面，加征关税意味着美国家庭将为进口商品支付更高的金额，从而加剧核心商品通胀。另一方面，移民是疫后美国劳动力的重要补充来源，大规模驱逐移民造成的劳动力供需缺口将支撑核心服务通胀——当前通胀中最有韧性的部分。

图表 14：不考虑联储独立性，关税和移民政策可能在明年推升通胀约 1.4%



数据来源：PIIE,

图表 15：不考虑政策影响的基准情形下，美国 2025 年通胀中枢约 2.36%

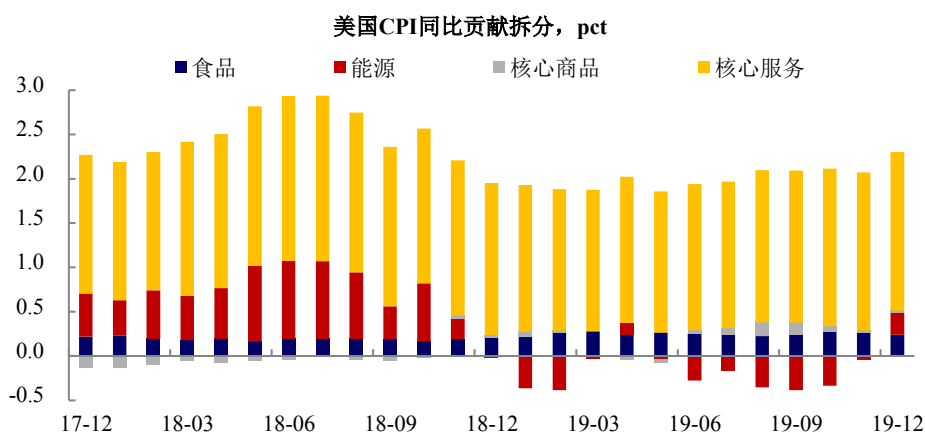


注：2024.11 开始是预测值

数据来源：CEIC,

- 更关键的是，特朗普 2.0 时期正面临和 2018 年不同的通胀环境。
 - 通胀结构：上轮贸易战推升了核心商品通胀，但该影响被油价下行拖累，整体通胀反而走弱——WTI 原油价格中枢从 2018 年 Q2（301 关税落地前）的约 68 美元/桶降至 2019 年的约 57 美元/桶，降幅超 15%。这意味着，考虑到本轮更加全面、税率更高的关税，特朗普政府或需要油价更加大幅的下降才能有效对冲核心商品通胀压力。
 - 汇率影响：2018 年联储处于加息周期尾部，美元从 2018 年 Q2 持续升值至 2019 年 Q3，累计涨幅近 10%，对冲了进口价格上涨。根据 PIIE 的测算，特朗普 2.0 关税政策或令美元升值 5.4%，但驱逐移民引发的资本外流将造成美元贬值。在美国经济短期仍向下、联储将继续降息的背景下，通胀能否依靠美元大幅走强来对冲具有不确定性。

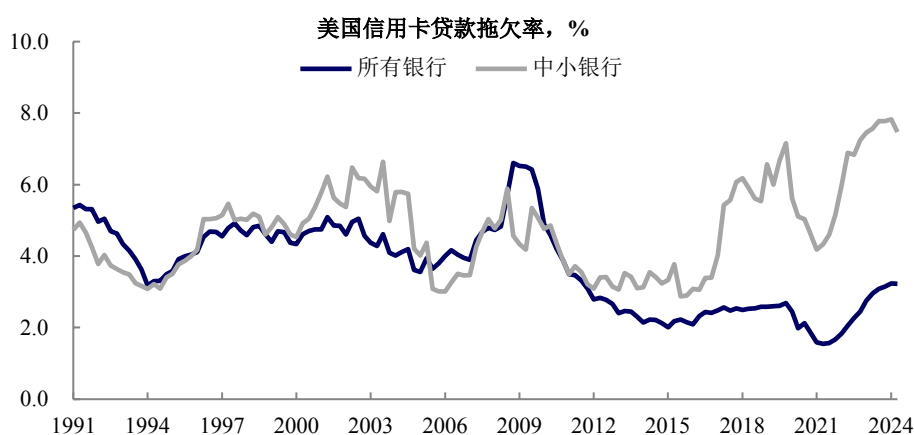
图表 16：2018 年四季度后的核心商品通胀上升被能源通缩给超额抵消



数据来源：同花顺，

- 新一轮减税落地前，联储宽松对冲美国经济下行的方向不变。**虽然特朗普主张在 2.0 任内延长居民减税政策、进一步降低企业税率，但从立法流程来看，涉及税制的改革法案需要经过国会参、众议院的协商和审批，特朗普 1.0 时期，从白宫提出“一页纸”税改方案到税改正式生效耗时约 8 个月。加之减税从收入端对经济的传导也需要一定时间，展望看，短期内财政层面对美国经济的提振或将有限，财政偏紧+利率仍高的宏观环境意味着短期内美国经济的降温趋势未发生改变。
- 短期来看，美联储降息方向不变，仍给我央行带来宽松空间。**特朗普 2.0 政策或加剧中期通胀上行风险，但对联储短期决策影响有限。联储主席鲍威尔在 11 月 FOMC 货币政策会议后的新闻发布会上表示，“近期来看，大选不会对我们的政策决定产生影响”。短期内，联储降息来对冲经济下行压力的方向并不会发生改变，美联储在 2025 年一至二季度可能仍保持降息步伐，这对应仍然相对宽松的外部环境。因此，对于中国来说，在短期内，外部环境仍将维持宽松，货币政策空间也依然打开。

图表 17：美国中小银行信用卡贷款拖欠率已升至历史高位



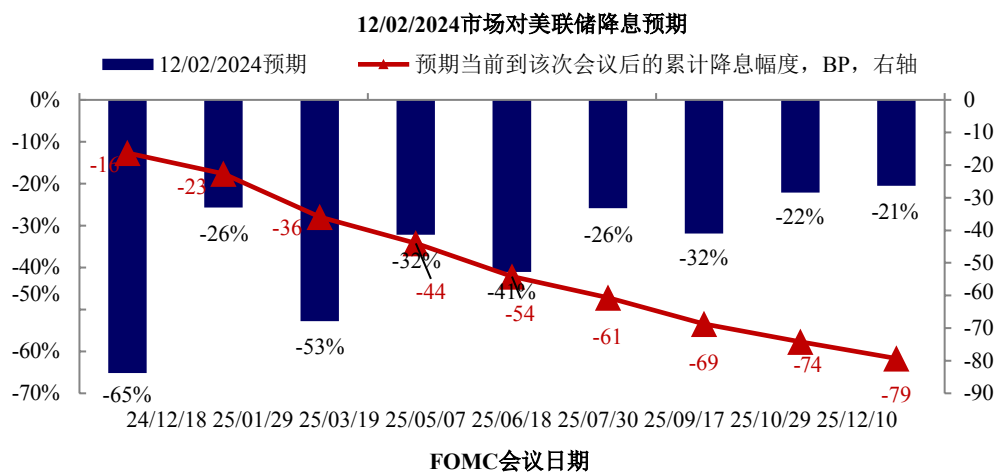
数据来源：同花顺，

图表 18：特朗普上一任期内，税改在 2018 年初正式落地



数据来源：美国国会，CNN，

图表 19：当前市场预期现在到明年年末，联储再降息约79个基点（约3次降息）



数据来源：Bloomberg，

重构

中国经济的三大转变

在 2025 年乃至更长周期内，经济、债务、产业三个维度的重构或是我们理解中国经济运行的新坐标：1) 经济结构重构，中国经济正经历新老动能切换，房地产调整接近底部区域，对经济的拖累有望逐步减弱，居民资产负债表有望修复；2) 债务结构重构，新一轮大规模支持化债措施有望推动实体部门现金流量表修复；3) 产业结构重构，转型期间的供需失衡导致价格低位承压，但当前供需缺口已有所收窄，利润表正处于盘整修复期。

图表-经济数据预测

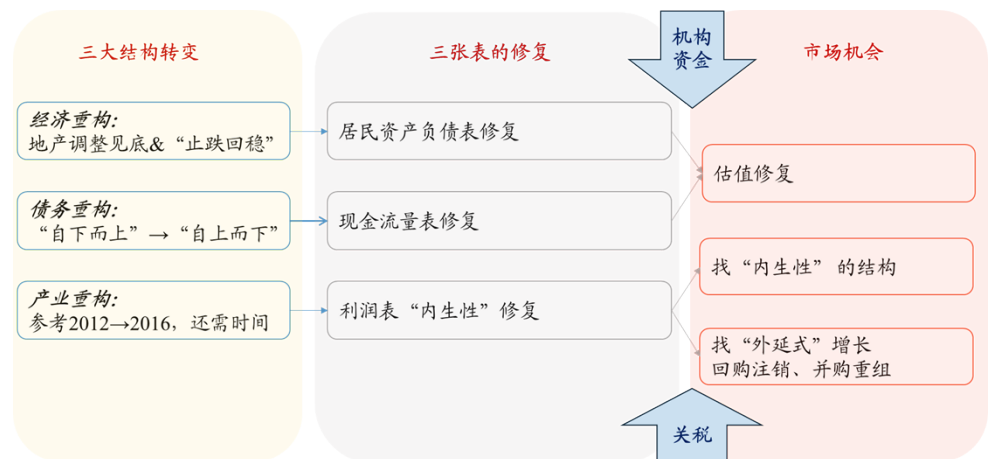
指标	4Q24E	Y24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	Y25E
GDP 同比 (%)	5.30	5.00	4.60	4.90	4.90	4.40	4.70
现价 GDP 同比 (%)	4.70	4.30	4.70	4.90	4.90	4.70	4.80
工业增加值同比 (%)	5.30	5.50	4.70	5.20	5.20	4.90	4.90
固定资产投资累计同比 (%)	3.70	3.70	4.10	4.80	5.30	5.40	5.40
制造业投资累计同比 (%)	9.20	9.20	8.50	8.50	8.20	7.80	7.80
基建投资累计同比 (%)	9.50	9.50	8.10	8.80	9.00	9.00	9.00
地产投资累计同比 (%)	-10.00	-10.00	-10.70	-9.30	-8.20	-7.20	-7.20
社会消费品零售同比 (%)	5.00	3.80	3.60	4.20	4.70	4.20	4.20
出口同比 (美元计·%)	8.10	5.30	5.80	-0.70	-6.20	-9.50	-3.00
进口同比 (美元计·%)	1.50	2.00	2.30	0.60	-0.40	-4.10	-0.50
CPI 同比 (%)	0.50	0.30	1.00	0.80	0.30	0.80	0.70
PPI 同比 (%)	-2.70	-2.20	-1.60	-1.30	-0.60	-0.30	-0.90
期末一年期 LPR (%)	3.10	3.10	3.00	2.90	2.80	2.80	2.80
期末五年期 LPR (%)	3.60	3.60	3.45	3.30	3.15	3.15	3.15

数据来源： ，

理解中国经济重构的新框架：经济、债务和产业

- **内部转型叠加外部变局背景下，中国经济框架处于重塑阶段。**我们在年中策略报告中指出，近年来宏观经济数据表现可能会让很多经济学者感到困惑，传统的宏观经济框架正逐步失效（详见《[20240623：经济重构，静待花开——2024年宏观经济中期策略报告](#)》）。而究其根本，是当前世界百年未有之大变局下，中国面临的内外部宏观形势出现结构性变化，传统经济框架正进入重塑阶段。一方面，在中国人口日趋老龄化、城镇化进程放缓和全球新一轮 AI 科技革命等现实背景下，传统依赖房地产驱动经济的增长模式不仅难以适应人口红利消退的现实，也无法充分捕捉科技革命带来的新兴产业和生产力提升的机遇；另一方面，当前地产模式退坡的影响正向债务和产业领域外溢，土地财政减弱下的地方政府债务压力加剧，以及供需失衡下价格低位对实体部门利润表的拖累，也亟需通过新一轮结构重塑来实现经济良性循环。在 2025 年乃至更长周期内，经济、债务、产业三个维度的重构或是我们理解中国经济运行的新坐标：
 - **经济结构的重构**——中国经济正经历新老动能的切换，房地产在经济结构中的调整拖累了居民的资产负债表，从国际比较来看，当前房地产部门的调整接近底部区域，对经济的拖累有望逐步减弱。
 - **债务结构的重构**——地产部门调整和土地财政退坡带来了政府债务压力，全社会资金循环陷入堵点。新一轮大规模的地方化债措施有望推动实体部门的现金流量表修复，系统性风险有望逐渐缓解。
 - **产业结构的重构**——经济动能新老切换中产业结构在同步调整，新质需求尚未匹配上新质供给的扩张速度，供需失衡导致价格低位承压。但趋势上看，当前供需缺口已有所收窄，利润表正处于盘整修复期。

图表 20：中国经济重构下的三表修复



数据来源： 绘制

经济重构：地产调整或接近底部区域

- **关注地产调整接近底部之后，居民资产负债表的修复。**2024 年，经济结构转型持续推进，地产在经济当中占比持续回落，对居民的资产负债表带来一定

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文
请访问：<https://d.book118.com/745140330101012013>