
key takeaways

Q1: 7月下旬的 zzj 会议对中国经济政策会有何影响？

预计 7 月下旬召开的 zzj 会议将**维持温和观察的基调，不会出台明确的政策调整或刺激加码措施**。这主要是因为**上半年中国 GDP 增速已达目标**，预计累计增速达到 5.2%，略高于 zf5% 的目标。尽管名义 GDP 因通缩压力依然疲弱，但实际 GDP 达标使得短期内 zf 缺乏推出更多政策转向的强烈动力。此外，上半年经济量增的原因包括抢出口和财政政策前置发力，这些因素的影响力在下半年将有所减弱。**真正的政策加码可能要等到秋季，届时第三季度数据将更为明朗**，若 GDP 增速回落到 4.5% 以下，可能才会促成进一步的财政政策出台。

Q2: 中美博弈如何体现在货币结算体系和稀土牌上？

中美博弈已从经济、贸易和产业链竞争延伸到地缘政治层面，并体现在货币结算体系和稀土牌上。中国担忧美元稳定币会强化美元在链上支付结算的霸权地位，因此**对人民币稳定币更感兴趣**。中国推动稳定币主要着眼于**跨境贸易结算**，以减少对美元主导的 SWIFT 支付体系的依赖。稀土作为战略资源，中国在全球供应中占据主导地位（稀土 88%，石墨 93%，锂精矿 75%），有可能**尝试将稀土出口管制与人民币稳定币结算结合**，以数字化、可控化和智能化战略敏感物资出口，并冷启动人民币稳定币的网络效应。

Q3: 为何美国金融市场在“东稳西荡”格局下仍能震荡上行？

尽管长期来看，美国经济和美元资产可能面临去霸权化的过程，但**短期内**美国金融市场，**特别是美股，在震荡中不断创新高**。这主要有两方面原因：

- **地缘政治事件的影响**：历史数据显示，除非地缘政治导致油价大幅且可持续上涨（如超过 70%），否则**通常对美国经济和金融市场有利**。当前尽管局势紧张，但油价同比下跌 20%，美国不具备输入性滞胀的条件，反而促使资金回流美国资产。
- **美联储的政策预期**：**市场预期美联储可能在今年不降息，但未来两年将大幅降息 175 个基点**。这种“略晚但更深”的降息预期，尽管可能导致美元贬值，但对美国债券收益率下降和股市上涨形成了支撑。

Q4: 如何看待人民币稳定币与稀土战略物资出口的结合牌？

robin 认为**人民币稳定币与稀土等战略物资的出口管制结合，具有相互促进的可能性**。具体建议是，由中国的三家国有稀土提纯企业和中资银行联合发行人民币稳定币，与人民币 1:1 兑换，**专门用于稀土的出口贸易结算**。这样做可以使战略敏感物资的出口更加数字化、可控化和智能化，同时为人民币稳定币的落地提供真实场景，冷启动其网络效应。这**有助于构建**

非美元体系下的新支付路径，增强中国的金融自主性，改变目前稀土定价和结算均使用美元，通过 SWIFT 进行清算的“物在中国、定价在人、结算在人”的局面。

Q5：海外能否在短期内减少对中国稀土的依赖？

海外国家（特别是欧美）正积极重建稀土产业链以减少对中国的依赖。从矿产端来看，新的轻稀土和重稀土项目预计从 2027 年到 2030 年逐步投产。在磁材方面，全球也有八个新项目，其中三个预计今年底投产。然而，这些海外项目的规模普遍较小（最大 2000 吨，远低于中国企业的 2 万-4 万吨），导致成本差异巨大。此外，中国从 2023 年起不再允许稀土技术和设备出口，并加强了对掌握稀土技术人员出国的管控，进一步限制了海外的技术获取。因此，尽管海外正在努力，但短期内（未来三五年）很难摆脱对中国稀土的依赖，“中国稀土牌”仍能发挥一段时间的作用，有效防止地缘政治和非关税壁垒的无序升级。

Q6：中国的出口前景如何？

从高频指标来看，6 月份中国对美直接出口可能大幅收窄甚至转正，这得益于中美关税暂缓期以及美国零售商和渠道商的年末备货需求释放。然而，港口集装箱吞吐量同比下滑，显示中国对除美国之外的其他经济体的出口出现回落，这印证了“抢转口”力度不及“抢出口”的观点。预计三季度对美出口会持续回落。总体而言，贸易关税引发的不确定性最终将导致全球贸易周期的调整，预计中国名义出口可能逼近零增长，四季度在高基数下可能转负，对整体经济增长带来较大压力。

Q7：中国财政政策在下半年的展望是怎样的？

上半年，财政政策前置发力，特别是债务置换和对地方 zf 的转移支付力度很大，对经济增长起到了强劲支撑作用。然而，这些流量方面的增量可能效应短暂，可能只会引起一到两个季度的迷你经济周期。房地产市场持续放缓，地方 zf 土地出让金收入和流转税收入不及预期，而社会保障等刚性支出维持高增长，加剧了财政压力。虽然消费品以旧换新政策将继续下达资金，但节奏会相对平稳。因此，财政政策的脉冲在下半年可能会有所回落，对经济的支撑可能边际减弱。预计第三季度 GDP 面临下行压力，实际 GDP 可能回落到 4.5% 以下。如果数据偏离年度增长目标，秋季（三季度末或四季度初期）可能会出台新一轮的政策宽松，但规模可能较为温和（5000 亿到 1 万亿人民币左右），主要支持重点基建和科创投资，以“托底”为主。

Q8：香港房地产市场是否已触底回暖？

香港房价可能已触底，租金市场迎来曙光。房价从五年前高位下跌 30% 后，在今年上半年仅下跌 1%，过去三个月相对稳定，预计全年持平，一手成交量将增加 5%。乐观的关键原因包括：

- 房价滞后于恒生指数：历史数据显示，房价最终会追赶股市上涨。

- **租金回升和利率趋势：** 租金从 2023 年上涨 15%，**租金回报率（3.5%）** 高于按揭利率（1-2 个点），**推动了刚性和投机性需求**。美联储降息周期开启后，香港市场利率下滑，进一步减轻房贷压力。
- **负担能力改善：** 房价下跌使购房负担能力回到 15 年前水平。
- **土地供应减少：** 开发商减少拿地，潜在供应减少，新盘去化率良好。
- **人口增长：** 香港人口重新增长，加上内地人才增加，改善了房屋供需格局。从股票角度看，开发商估值处于周期低位，具备强劲资产负债表和高股息率。看好恒基地产和新鸿基地产，不建议新世界和九龙仓。整体而言，**短期及中长期对香港住宅市场持积极观点**，但对零售和写字楼板块不建议。

宏观部分全文

大家上午好，欢迎来到 1 周一度的大摩宏观策略谈，我是 Robin 邢志强。大家肯定很关注接下来七月份有 zzj 会议对下半年的经济政策定调，会不会有一些新的调整变化。我从昨天开始，周末就到了北京，这周也会参加一些闭门研讨。我想现在各个部委、各个智库、各个体制内都在紧锣密鼓的分析经济形势，为决策层供稿谏言准备一些政策选项。我今天和我们团队的三位主讲嘉宾，包括蔡志鹏博士经济学家，包括张雷，我们大宗商品和战略原材料行业的主管，以及跟我们香港房地产的分析师一起会聚焦四个问题。**第一点就是 zzj 会议对下半年经济政策节奏和空间的判断。第二点则是最近把中美博弈的因素扩展到货币结算体系，包括人民币稳定币以及稀土这张牌中国接下来会怎么打？其实稀土小院高墙这张牌跟稳定币人民币的贸易结算之间是有互相促进的可能性**，我们会做一些探讨和分析。

这里面尽管今天 lao ra 我们的首席策略是由于在休假错过一周，但我们也会简单的涉及到一点，从过去三四个月我们讲到的东稳西大，就美国的各种政策不确定性带来的对于未来长线美元资产和美国经济例外论的去魅退坡。但是短线来讲，最近美国金融市场，特别是**美股似乎在不断的收复失地，震荡中创出新高，怎么看？**我来抛砖引玉。

长话短说，**首先还是从 zzj 会议讲起来**，我们的一个基本结论就是可能这个**会议基调会维持一个温和观察的基调**，暂时不会进行更明确的政策调整或者说刺激的加码。**原因很清楚，就是上半年 GDP 单单从量的走势的角度来讲达到了目标**。我们估计二季度 GDP 同比增速高达 5%，那上半年累计的增速就到了 5.2 是略高于 zf5% 的目标。当然这个都是量，所谓的实际 gdpr 市场最在乎的是价，就是名义 GDP。由于 CPI 还带通缩的泥潭，民意 GDP 还是相对疲软比较脆弱的。但是从 zf 比较关注的实际 GDP 的角度，上半年是达标了。所以短期他没有很强的动力来支撑更多的政策转向。

当然上半年表面上有量的原因是两个前置因素，一个是抢出口企业拼命的在关税战升级之前出口。第二是财政政策的前置发力，包含了对地方债的置换，你像这 2 万亿的额度，上半年用去不少，包括对以旧换新的补贴，头五个月也是比较热火的。还有包含了对今年社会保障相关的福利支出，1 到 5 月份的支出速度进度是快于往年的，这些某种意义上可能透支了今年持续的增速。

到了六月份以来，我们做的**经济体温计就是高频指标显示动能是有所放缓的。但因为这个才刚刚开始，可能还不足以做出政策转向的判断，因为决策层更看重的是半年度报和季度的经济报道，而不只是六月份的高频指标**。而且中美之间现在虽然关税的进展谈判有不确定性，但目前还是处于这个所谓的关税的暂缓期的对，暂缓期可能要到 8 月份才结束，所以

估计决策层也会在这种暂缓期结束之前保留了有一定的灵活性。总而言之，七月下旬要召开的 zzj 会议可能只是维持一个温和观察的基调，那可能会留下一些灵活性，说看下半年外部变量的冲击，如果出现这种情况，要避免出现财政空档和经济的断档，但不大可能提前下发更多的财政刺激。**那什么时候可能出台下一步的政策呢？大约在秋季可能要等到三季度数据更为明朗。**刚才提到的六月份以来的数到了三季度，这三个因素的退坡，不管是财政的前置发力和出口抢出口因素的退坡，以及我们看到地方，待会蔡立鹏博士也会讲到，其实毕竟做的这种纾困债务置换还是九牛一毛。地方上可能财力上最近又有一些新的压力，到了三季度同比 GDP 增速从量的角度回落到 4.5% 以下，可能会给秋天的进一步加码财政政策铺垫一定的共识。

但大约在秋季，也就是说到 9 月底或者十月份，这是对 zzj 会议和下一步政策的判断。具体的经济体温表待会蔡博士会进行更明确的分析，但我想大家肯定也比较重视在这个过程中似乎东稳西荡的格局。**自从 4 月 2 号关税战发起以来，尽管长线来讲这是开启了对美元和美国经济例外论渐进去魅的过程。但是短线这几个月在不断的震荡过程中，美国市场似乎又震荡中前行，不断的接近创出新高。**这个怎么跟我们讲到的东稳西荡，就是中国的政策路径比较清晰稳健，美国现在的政治和政策的摇摆创造了很多的不确定性，但现实为什么是中国的通说，现实依然是苦涩的，政策依然是托底的，美国短期它的基本面却没那么差，展现出意外的韧性。我想说一千道一万了，罗马不是一天建成的，他也不会一天之内崩塌。那么从最近的几个地缘政治的冲击事件可以看到，正如我们**美国的策略首席 Michael Wilson 所言，在地缘政治的大事中，美国通常是一个主动参与的搅局者，但结局往往对美国经济和美国金融市场是有利的。**这是他梳理了过去几十年的很多地缘政治政策的一些结果。这比较典型的就是最近全球不太平，很多地方都有军事之争，这种情况之下反而往往不会造成美国市场的崩溃。

回顾历史，除非是这些地缘政治造成油价同比可持续大幅上涨，才会引发美国市场的系统性的回调。比如说油价同比上涨超过 70%，这种对美国是有害，但今天看起来，尽管各地局势紧张，但是由于供给的原因，油价其实比去年同期还是下跌了 20%。美国并不具备这种输入性的智障，相反，在地缘政治事件中，大家又回归到了美国结局上往往对他有利的这种逻辑。这也是很有意思的现象，就是中美之间的博弈，它不只是简单的在经济、在贸易、在一些产业链的升级创新能力，在 AI 还包含了大的地缘政治的下棋。这里面可能有军事战略等一方面各方面的储备，中国只能慢慢的聚沙成塔。

除了这个地缘政治事件对美股本身不利空之外，**美联储的政策预期也起到了支撑美国市场的作用。**我们预计，**尽管联储今年不降息，但后面会强降息、快降息，也就是说它降的会略晚一点，但一旦开启降息，就是暴风骤雨般的，像未来两年可能会降息 175 个基点。**那这也是我们公司的美国经济学家一个跟市场预期稍微有点不一样的观点。这里面原因就是关税短期是通胀的，但是中长线一旦过了这个点，过了六个月之后，它对经济产生通缩约束的影响。因为消费下行，而且美国财政刺激现在没有什么太大的手段，它的刺激的边际效应递减。所以尽管美联储降息略晚一点，但是降的会更深。

这种情况之下，对美国的资产市场也产生了非常有意思的现象，就是**美元会贬值，但是美国的债券收益率可能会继续下降。**同时这个过程中美股也受到了降息预期的推动。所以美国并不是全面的资产都面临巨大的调整崩塌的过程。毕竟是罗马不是一天建成，它的慢慢的退坡也比较长，现在是一个百毒之重的阶段。那至少在这个过程中，大家会发现美国金融市场、股票市场，它最近的一些业绩等等，基本面还是不错的。

但我们认为美元会继续贬值，毕竟全球还是有很多主权基金，财富管理者配置一些非美元的资产，新兴市场的本币资产以及其他的一些黄金商品，甚至像稳定币这些另类的资产获得实际上的分配，所以美元我们预计会继续贬 10% 左右。实际上到目前为止，美元已经从高点贬

了10%，还贬个10%，也就是累积会贬20%，这也是我们做的一个较强的判断。所以美国资产从一枝独秀的主导地位走向全球多元化共存地位的转变，它是一个慢变量，不是一下子就吃成一个胖子。这个过程中，我想大家都高度关注中国的东稳西荡过程中能做些什么。

上周和上上周，尽管在休假中间，我们还是讨论了最近忽如一夜春风来，[北京的决策层开始重视稳定币这个话题](#)。包括了香港在沙河上面已经开始测试，有些机构拿到了这个牌照，进行港币稳定币的一些试点。这已经不只是一个简单的政策话题，甚至成了一个大的战略话题。因为这背后还是反映了决策层也担心，如果说美元借助 swift 这些结算，跨境支付体系本来在原有的国际货币体系中就占据了主导。而现在在一个新的市场就是链上化代币化的经济里面，结算里面又占据了绝对垄断地位。因为当前的稳定币主要是 USTCUSD 和 ESDC 已经占据了全球稳定比例交易量的 99.9%。

那么是否会强化美元在支付结算里的霸权地位？正如我们的 PPT 上所显示的，尽管 VISA master 这些传统意义上经过 swift 结算的这些国际体系，还是占据了二十几万亿美元的交易量。但是现在像稳定币等另类的这种结算量，交易量也上升到几乎有 vista master 加总起来的 5 分之 1 了。所以[北京肯定是担心美元稳定币会成为一个美元霸权继续延伸到链上的工具，所以才对人民币和港币的稳定币更感兴趣](#)。但其实港币的稳定币意义不大了，因为港币本身就是个稳定币，是连接中国和香港经济和美联储美元之间的一个稳定币。所以港币稳定币本身只是继续绑在美元稳定币的这个战车上。

大家[会更关注人民币稳定币](#)，但中国对加密货币的态度一贯是比较犹豫的这里面有资本账户的管理，有一些风险腐败问题，所以当局一定会继续采取比较严苛的态度来监管它。所以[中国推稳定币一定不是从大量的投资或者投机到加密货币的角度，让稳定币成为投资这些加密货币和交易所的工具的角度来推广](#)。中国的视角肯定是跨界的贸易结算，让稳定币以及其他的一些技术和基础设施手段，成为将来能够帮助中国部分的。抵消减少对 swift 的这种传统美元主导的报价支付体系的依赖性。毕竟稳定币可能可以锚定人民币，合规上也是可以追踪的。可编程的支付它可能会适用于一些场景，比如说资源的出口，供应链的支付，跨境的对冲这些场景。

我在参与很多跟官方和半官方的研讨中间，[我想到的一些建议](#)。就是待会也跟我们蔡博士和张雷要提到的中国如何打好稀土这些战略出口物资这些牌有关。[可以将稀土等战略物资的出口的管控跟人民币稳定币结算的试点结合起来，相互促进](#)。比如说现在稀土的提纯永磁供给，中国也就是两三家国企，基本上垄断了全球 85% 到 90% 的市场。如果这里参加国企和中资银行的联合们发行人民币的稳定币，允许跟人民币一比一兑换，专门用于稀土的出口贸易结算可能部分就能实现，让我们在战略敏感物资资源的出口方面更加数字化、可控化、智能化，而且实施了一个人民币稳定币落地的真实场景，可以启动它的网络效应。毕竟现在美元占了全球稳定币交易市场的 99.9%。

人民币得找到一个场景，慢慢的启动它的网络效应，来构建非美元体系下的新的支付路径，增强中国自己的金融自主性。所以选稀土作为突破口，一个原因就是我看到 Rachel 张磊也跟我们全球的大宗商品和工业团队合写了一份重要的报告。稀土是未来产业升级的战略心脏。比如说未来的人形机器人、电动车、AI 设备，都需要大量的用到稀土等战略物资。一台人形机器人平均含有 1 公斤的稀土，2 公斤的理，3 公斤的石磨，6.5 公斤的铜。而我们估算了到 2050 年，全球机器人的产业对这些关键矿物的需求，战略矿产资源的需求会达到 8000 亿美元。而中国目前占据了全球稀土供应的 88%，石墨的 93%，礼金链市场的 75%。

原来现在是一个食物，在我就是食物是由中国来生产，定价在人，结算在人都是用美元计价，用 swift 来做贸易清算的。所以人民币稳定币选择这些只有中国能供应的提纯生产的战略资源，这是一块重要的拼图，可以拼起来，是一个突破口。当然这些都处于初期，我想最核心的就是这个过程中中国把稀土这个牌继续的打好。后面张磊也会继续的分析其他的发达国家

能否在短期两三年搞一个战略的联盟，减少对中国稀土的依赖，看看这个答案对我们有没有启发，我们这个牌能打多久，是否能够推动人民币稳定币结算试点形成一定的网络效应的启动。

所以回归到今天我们的四大话题，我想由于上半年经济超过五了，尽管还面临着通缩，但毕竟从官方的角度，现在要推出新的政策的迫切感不强。所以七月份的 zzj 会议更多的是温和观察的基调，要到 8 月份中美这一轮按下的贸易暂停键结束之后，再看到各种不确定性，新增的政策也许大约在秋季，与此同时，中美的博弈从稀土换科技再上升到稳定币。是否能够推动中国部分的减少对美元和 swift 等传统意义上的支付结算体系的依赖？这块已经进入了实质性的大家讨论研究的阶段，那我们也提出了相关的建议。最后则是针对香港房地产，那后面会交给我们的分析员 anson 具体的分析。我接下来就把时间交回给我们的经济学家蔡志鹏，他会分析[六月份我们经济体温计展现出来的新气象，以及对 zzj 会议一些具体的下半年到了九月、十月如果才出台政策的一些从量级到政策方向的判断](#)。我把时间交给志鹏。好的，感谢罗斌总。我最近的观察是无论市场对于一些地缘政治的一些大新闻反应的钝化，还是整体风险偏好的上升，这背后其实都离不开经济基本面展现了部分的超出预期的一些韧性。我想无论是中国和美国可能都是比较类似。

中国二季度的宏观经济，就像 Robin 总刚才提到的，大概还能维持实际 5% 以上的同比增速。并且我们看到出口暂时也没有出现大幅下滑的迹象。与此同时消费品以旧换新仍然带动着一些政策的覆盖内的一些部分商品，保持一个非常高的销售的增速。在大洋彼岸，美国的通胀仍然没有明显的上升，就业市场虽然放缓了，但是没有超预期的下滑，而工资的增长还是比较的稳健的。那么在这个背景之下，我也是观察到市场可能对于接下来发生可能出现了一些前景，出现了一些分歧和分化。包括接下来三季度中国的出口还能否维持一定的韧性，以及美国通胀在关税的脉冲之后，它回落的速度是怎么样。对于这些基本面，对于这些宏观指标的预判如果有一些不同，那自然而然也会引发对于政策时点包括路径的一些不同的预期。[首先还是回到大家比较有共识的那一面，也就是说在中国二季度宏观整体是维持着一个比较好的韧性](#)。虽然说六月份整体出现了更大程度的一些分化。比如说根据今天早上刚刚出炉的 PMI 指数，二季度的实际的实际实际的 GDP 同比大概能维持在 5% 甚至更高的水平。那这样上半年就是 5.2，给全年增长目标的达成是奠定了比较好的基础。因此在七月份的 zzj 会议，大家的预期普遍是比较平淡，比较平和，不认会有一个不认为会有一个显著的政策调整，特别是不会对增加财政的补充预算有一个明确的指引。

当然这里要注意到 PMI 可能是一个软数据，可能出现的一个情形就是二季度整体还不错，但是六月单月的硬数据可能出现一个明显的下滑。这样的话政策会如何的反应？需要强调的是，这个不是我们的基准情形。但是如果它发生了，那么一个潜在的可能性，就是四月底 zzj 会议已经提出的所谓的新型政策性金融工具，是不是能够更快的落地给地方的一些基建项目补充资本金，加快除了电力投资之外的一个基建投资的落实进度，这个可能是一个短期的变量，但总体上市场可能以一个平常心去展望七月底的 zzj 会议。那回到市场的一个分一些分歧点，特别是当前整体平稳的一个基本面，给资本市场的风险偏好提供支撑，那这样的支撑能够持续多久？特别是近一个世纪以来，[可能全球最大的一个贸易端的政策冲击，到底会如何影响经济增长和通胀？](#)

首先谈一谈接下来出口会怎么走。从高频指标来看，六月份中国直接对美国的出口大概率会同比大幅收窄，甚至不排除转正。这里一个主要的原因就是中美的关税处在暂缓期。那么美国的零售商和渠道商对于年末购物季的一个备货需求是得到了一定的释放，并且也不排除一些前期在巨大的关税差之下需要绕道的商品，也部分的转为直接的出口。但是如果我们观察港口整体集装箱的吞吐量，那么六月份的同比相对于五月份还是出现了进一步的下滑。那这大概率显示中国对美除美国之外的其他的惊喜的出口出现了一个回落，这也印证了我们前

期跟大家交流的一个观点，就是**抢转口会有，但是它的力度可能是不及第一轮的抢出口**的。那再往前看，**三季度之后是否会呈现对美国出口重回低位，但是对别的经济的出口维持比较高的增速，在整体上维持一定韧性的可能性呢？**那我们觉得对于美国来说，包括一些连带着一些转口贸易的节点，我觉得**中国的出口还是有比较大的可能会持续的回落**的那，但是**上半年出口的一个比较大的亮点是对欧盟对日本的出口**，这里面底层有两大原因，一个是**欧盟本身的景气度**，由于财政政策的预期和欧 PBoC 的降息出现了一定的反弹。二是**人民币对于非美元货币的汇率也明显出现了一些贬值，在客观也有利客观上也有力的支撑了出口**。但是我们还是认为**关税整体引发的不确定性，最终会引起全球贸易周期的调整**。以 2018 至 19 年为例，在第一轮关税宣布的 4 到 5 个月份之后，以全球的资本贸易，资本品的贸易为表征的全球投资周期才开始出现了明显的下滑。而之所以出现这样一个比较长的实质，还是因为很多的投资计划都是提前确定好的，很多的项目也不会直接的叫停。存在的一些惯性。因此我们觉得三季度还是一个观察关税对于中国出口，对于全球整体贸易影响的一个关键的时点。那我们**对于中国出口的一个基准情形的判断，还是觉得名义的出口可能往零逼近，并且在高基数下四季度可能转负**。考虑到当前中国经济增长对于出口的依赖，如果出口出现了一个比较明显的回落，那么可能会对整体经济增长带来一个比较大的压力，这个是出口方面。

再谈一谈**内需**，就像 Robin 总刚才提到的，上半年有**两大亮点**，消费品在**以旧换新的政策**的牵制之下，受到政策支持的品类的增速的确是非常的可观。而财政政策方面，特别是**债务置换前置**也非常的明显，对地方 zf 的融资的状况提供了比较宝贵的一个缓冲期。给一些日常的开支，包括三宝的支出提供了比较强的支持。根据 MoF 的一个报告全年 2 万亿的这个特殊再融资债券的发行量，在 1 到 5 月份就已经发行了 1.63 万亿。而全年 zf 对于地方 zf 10.3 万亿的转移支付也下达了 9 万亿，超过 9 万亿。这些财政的脉冲，毫无疑问对于经济增长是有很强的支撑作用。

但是我们也要注意，**在存量的债务的压力之下，这些流量方面的增量可能往往是效应比较短暂，可能会引起 1 到 2 个季度为单位的迷你经济周期，而并不是像我们传统意义上以年为单位的一个上行周期**。所以我们看到**房地产市场在近两个月是又开始放缓了**，这和我们一直以来的观点是比较一致的。就是说房地产市场分化比较的严重，在占比市场超过七成的一些下沉市场，它的出清的路径可能还是比较的漫长，价格有继续调整的空间，整个去杠杆这个螺旋并没有触底。

与此直接相关的就是地方 zf 土地出让金的收入在 1 至 5 月份也是远远的低于年初的预算的水平。流转税包括 VAT 等等，他的收入也因为通缩的环境不及预算。而对于一些刚性的支出，比如说社会保障，包括利息的支出是维持了比较高的增速的那在消费品以旧换新的层面，FGW 在近期也是发出了比较明确的信号，他不会像之前担心的那样暂停，会在七月份下达第三批的资金。但是他也进行了所谓的窗口指导，要求地方 zf 在使用资金的时候，节奏相对比较平稳。那这也是在我们看来，反映了决策层逐步的关注到了这一类需求政策的局限性。那这些加起来，都意味着财政政策的脉冲可能在经过了九月份的政策转向以及上半年的前置之后，在下半年会有所的回落，对经济的支撑可能边际上会有所减弱。因此我们**认为三季度 GDP 会面临一些更大的下行的压力，实际 gdp 可能会回落到 4.5% 以下**。

而随着决策层观察到了阅读的数据，比如说 7 月 8 月的数据，开始比较明显的偏离了年度的增长目标，同时也将意识到四季度的这个 GDP 的基数会明显的走高。那么到了三季度或者三季度的末，或者四季度初期，也许会出台新一轮的政策宽松。当然这个新一轮的宽松，额外的财政的补充预算规模是会比较的温和的，可能在 5000 亿到 1 万亿左右。

并且它**总体上可能还是支持一些重点的基建的项目，包括科创的一些投资，所以整体上我们觉得还是以托底为主**，这个是我们对于中国经济在三季度，包括政策接下来会怎么走的

一个具体的判断。那么再看到再回到美国我们也是观察到所谓的 fat speak。也就是说[美国的公开市场委员会的一些委员，在上两周释放了一些相对比较鸽派的信号](#)。市场的定价也是觉得七月份降息的概率上升到了 29%，月份甚至高达 90% 这样一个降息的概率。但是我们美国经济团队还是注意到，首先第一，鲍威尔在国会听证会上的一个表态还是非常的明确，继续采用一个所谓的静观其变的这么一个态度，即使是一些释放的比较相对比较鸽派信号的美联储的一些官员，他们也提及了必须需要数据去确认关税对通胀的影响之后，再做政策方面的一些改变。把这些前瞻的指引结合我们通胀的预测，可以得到的结论，就是短期可能还不会降息。

我们的美国团队预期三季度核心 PCE 的环比折年率高达 4.5%。也就是说关税对于通胀的传导可能存在一定的滞后性。它并不是在五月甚至不在六月，但是到了夏天三季度会高达 4.5% 的这样一个环比折年率。而他们也认为整体的通胀可能还会存在一定的粘性，后续的放缓需要可能更长时间去确认。因此他们对于美联储的一个判断是今年不降息，但是到了明年 3 月开始。连续降息，全年降息百分 175 个基点，这是一个相对来说偏离市场预期的这么一个对美联储的判断。

当然虽然说偏离了市场预期，我们的美国团队也意识到，注意到美国的美联储的这个点阵图，可能在最近的一次一些会议，是更往我们本身的美联储的预期去进一步的逼近。这个是美国方面的一个情况。可以说[中国和美国可能都在政策都处在一个观望的状态。贸易谈判接下来怎么走，就是一个很关键的变量。对于贸易谈判来说，7月9号可能会出现端倪，就是说美国怎么处理跟那么多国家，在90天暂缓期之后，这个关税会如何变化？](#)中美的这个贸易的暂缓期是截止到 8 月 12 号。