

观势明变·本固枝荣

国泰君安期货

2025年度中期策略会

2025年全球宏观与商品策略

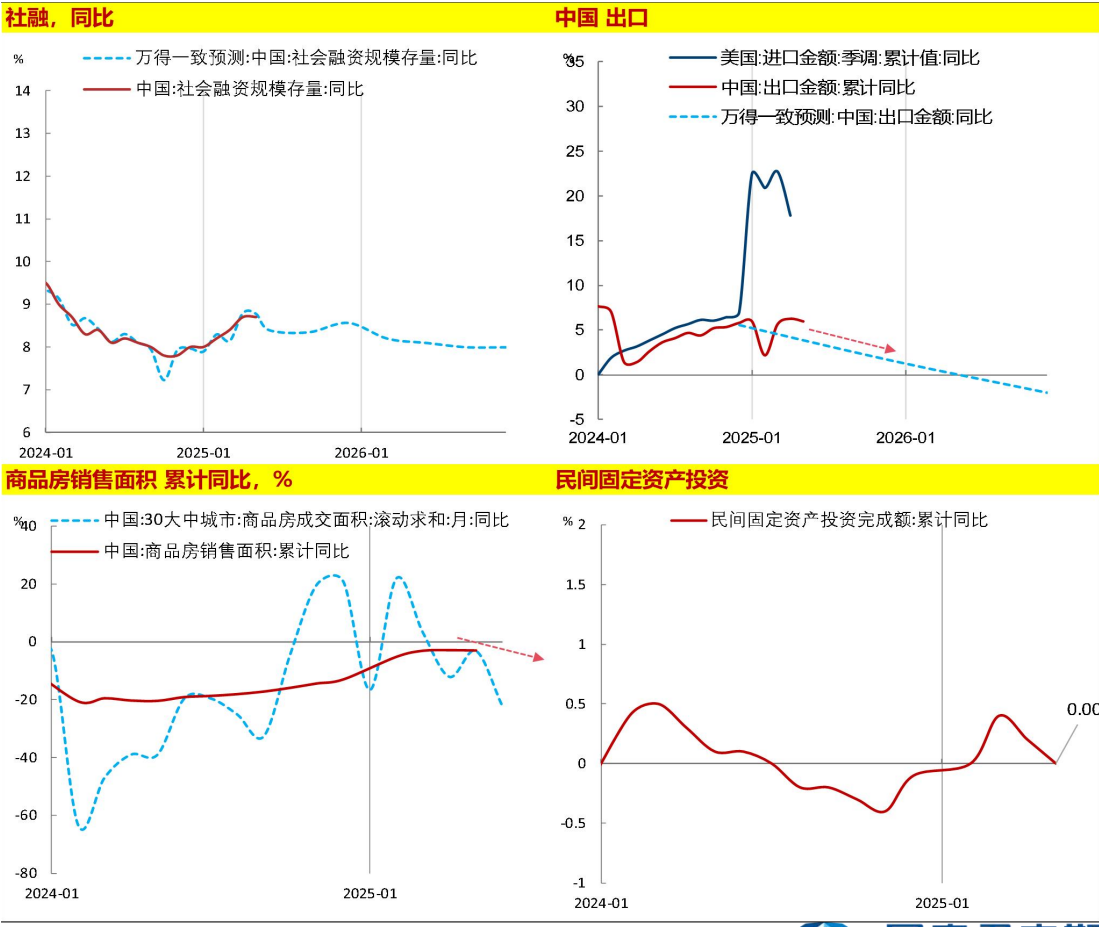
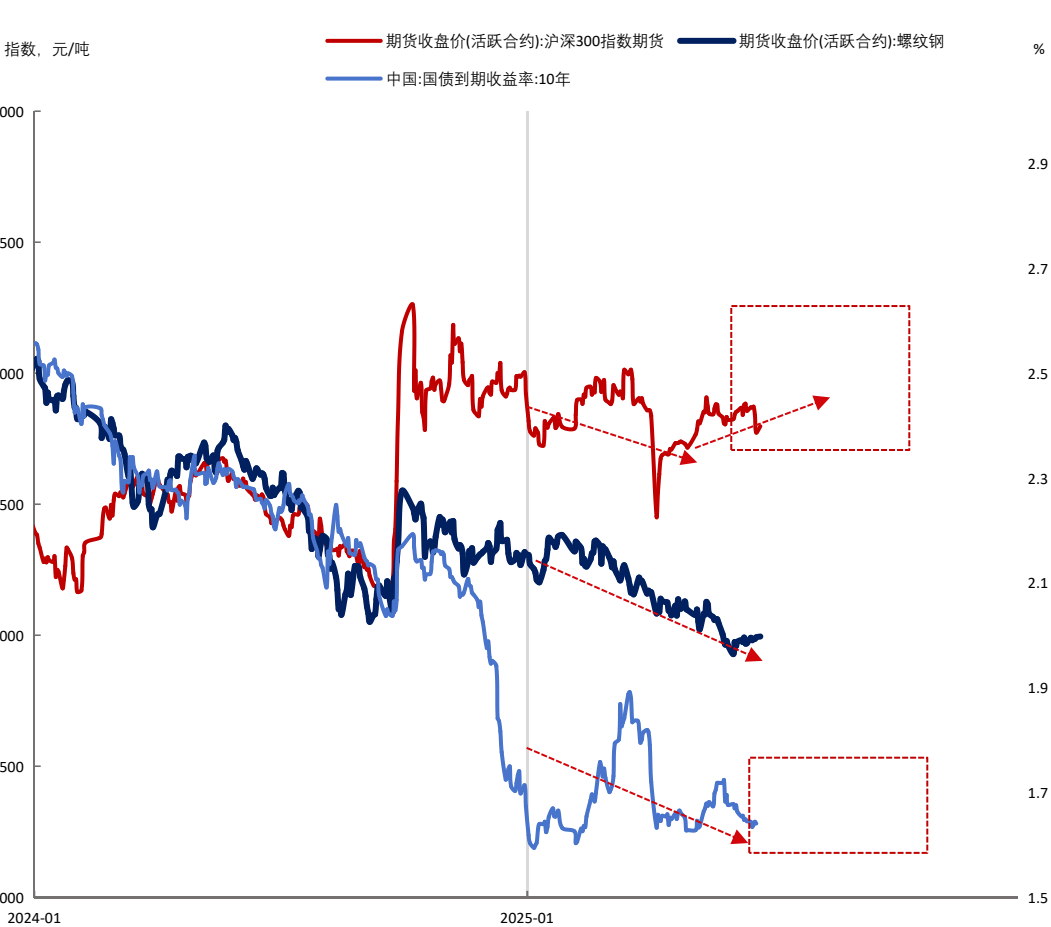
瞿新荣 国泰君安期货研究所

投资咨询从业证书号：Z0018524

日期：2025年6月

一，回顾，2025H1，内需回落，外需韧性...

2025年Q1，中国GDP实际 5.3%，美国GDP环比折年率-0.2%。
2025年1-5月固定资产投资3.7%，其中房地产投资-10.7%；1-5月出口累计6.0%；1-5月社会消费品零售总额累计同比5.0%。 5月，中国PPI -3.3%；CPI-0.1%。

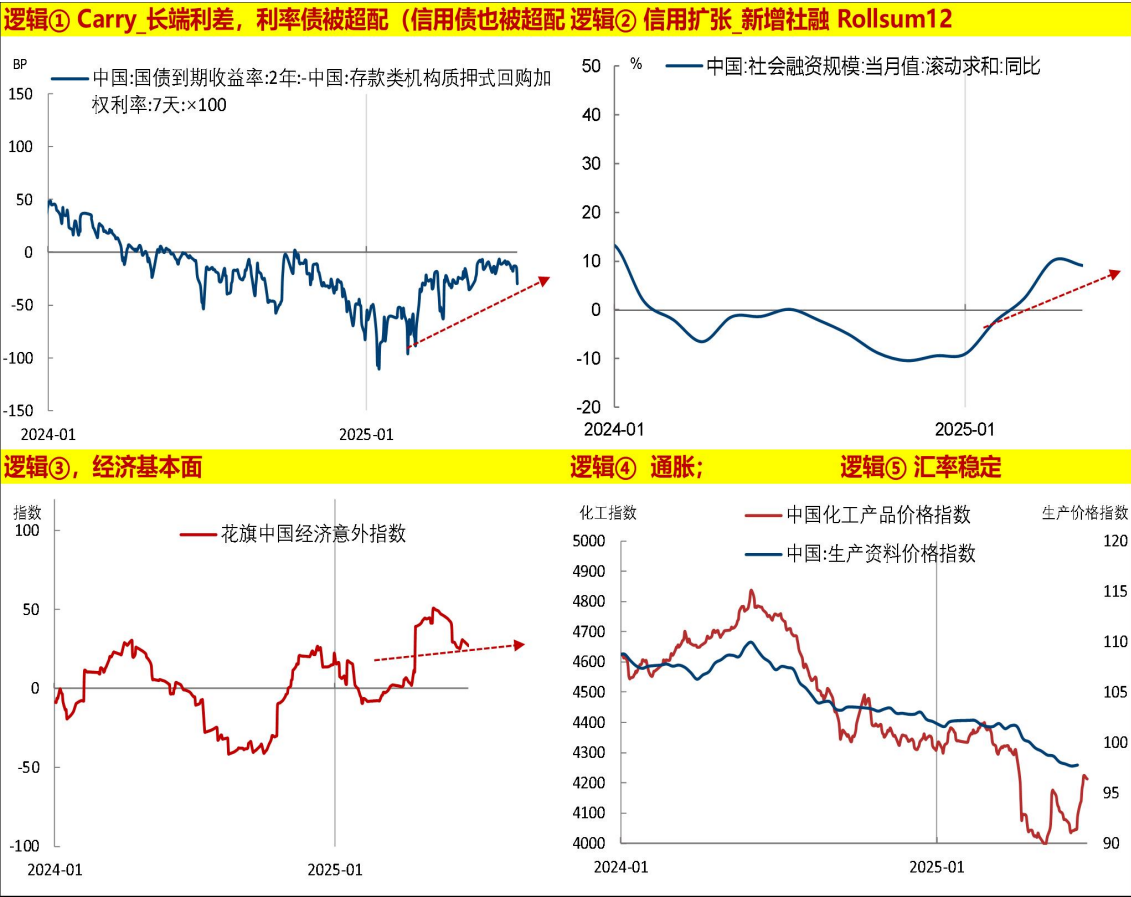


回顾，国债期货震荡偏多，商品震荡偏空...2025H2继续...

国债利率的五大逻辑：

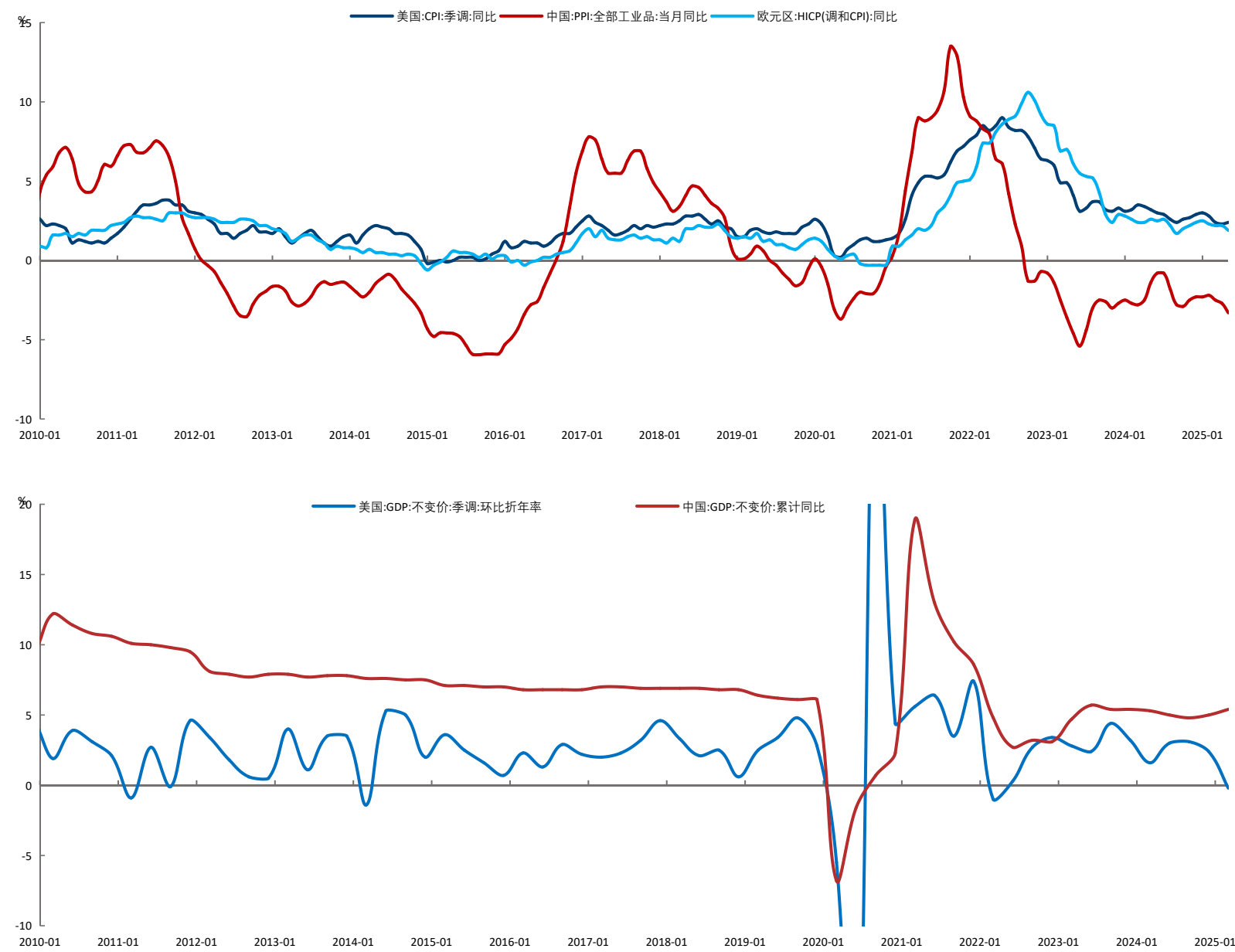
- ① 政策利率与市场利率，carry。
- ② 信用扩张，地产+出口，与美债利率联动。
- ③ 经济基本面。
- ④ 通胀。
- ⑤ 汇率稳定。

2025年H2，由于美国利率依然有下行风险，通胀回升需要消耗国内过剩产能；10年期国债利率预期1.6-1.8%震荡...



二，当前经济周期

商品周期~通胀周期
通胀周期~信用周期



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

当前经济周期

商品与国债利率（尤其远期）正相关，商品→通胀→利率，当

实际利率（贷款利率）> 自然利率（生产利润），压制通胀；

实际利率（贷款利率）< 自然利率（生产利润），提高通胀；

...

一般来讲，降息后半程（政策利率 < 自然利率），商品开始见底，一般3-4年一小周期（基钦周期），6-8年一大周期（产能周期）：

1972.10（美元危机，布雷顿解体...）

1978.04

1986.06（拉美债务危机，降息里根减税增加赤字，...）油底铜底

1994.01（储贷危机与日本泡沫，降息中国过热，...）铜底油底

1999.01（亚洲金融危机，降息中国积极财政，...）油底铜底

2001.10（互联网泡沫）油底铜底

2005.05

2009.01（次贷危机，QE降息，6个月）

2012.11

2016.01（欧洲危机，中国棚改美国补库，...）

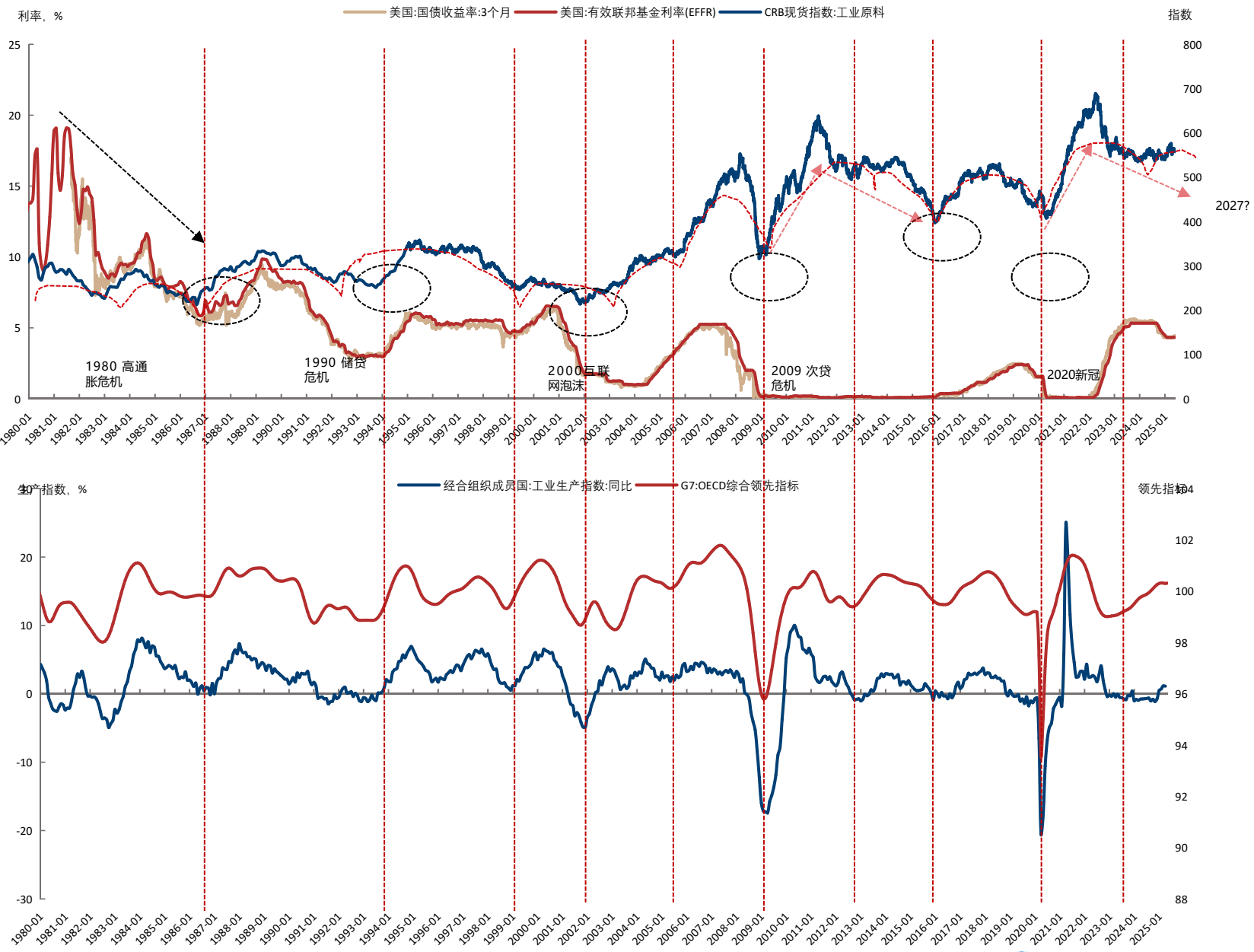
2020.04（新冠疫情，QE降息，3个月...）

2023.06（硅谷银行危机，QE，3个月...）

2027.01 ?

...

2025年，有下行压力，商品回落取决于美国进口放缓斜率...

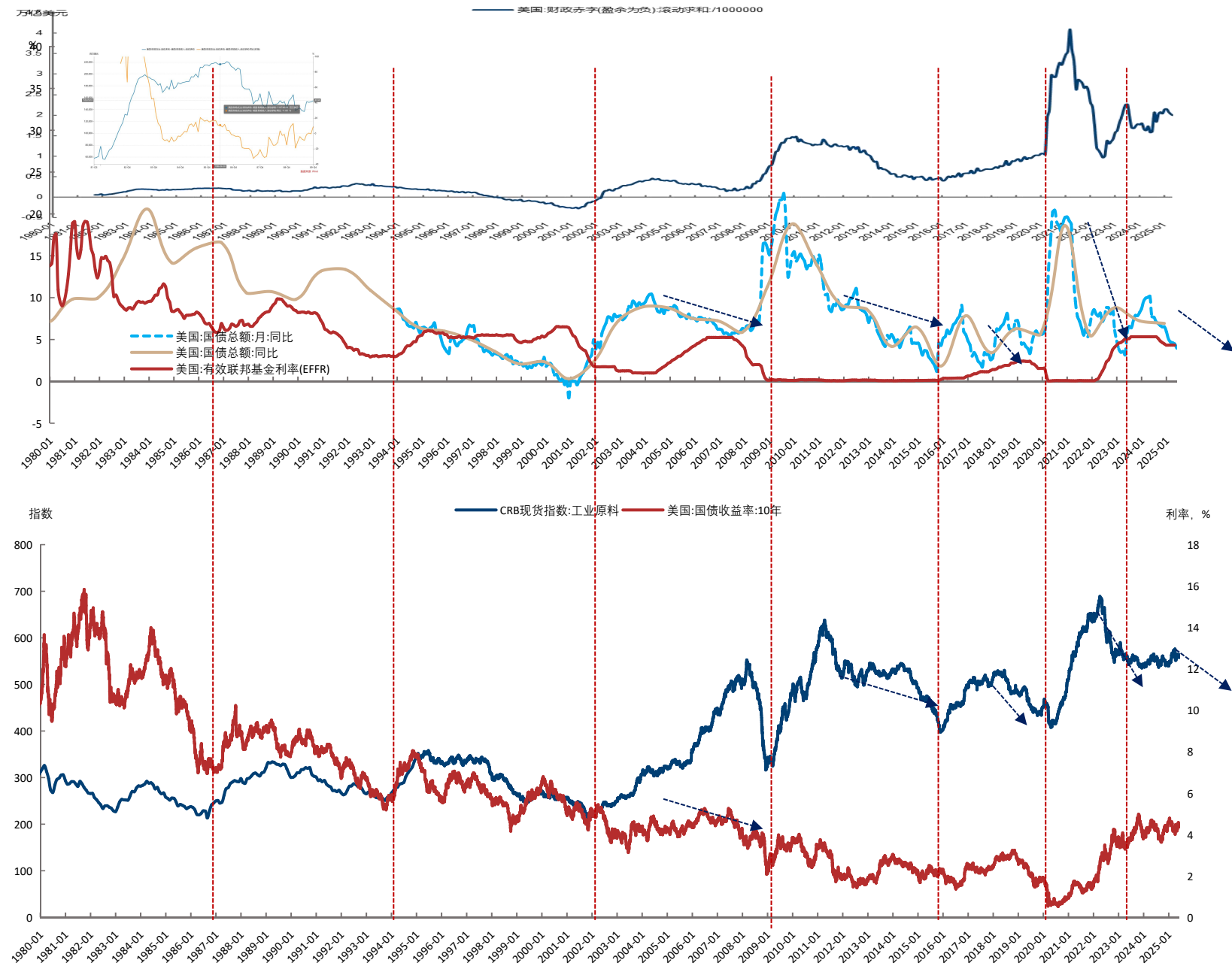


资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

经济周期，与财政赤字与国债增速

商品的底部一般都是降息后期，以及财政发力。
例如，
2002，
2009，
2016，
2020，

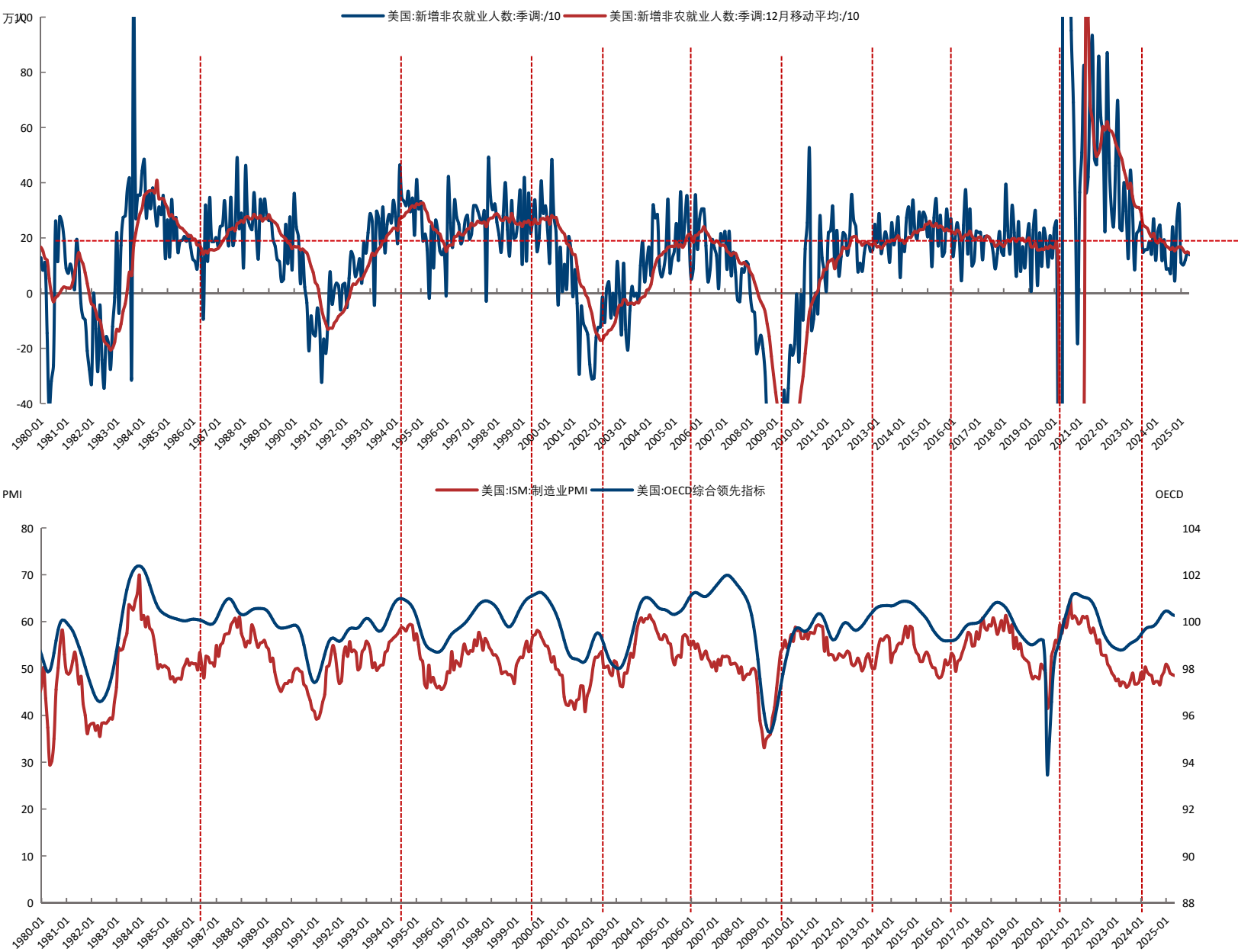
在财政退坡的时候，商品基无牛市...



经济周期，PMI，美国就业

美国新增就业人口低于20万人/月时，经济一般有放缓预期...

2025年5月，美国失业率4.2%...



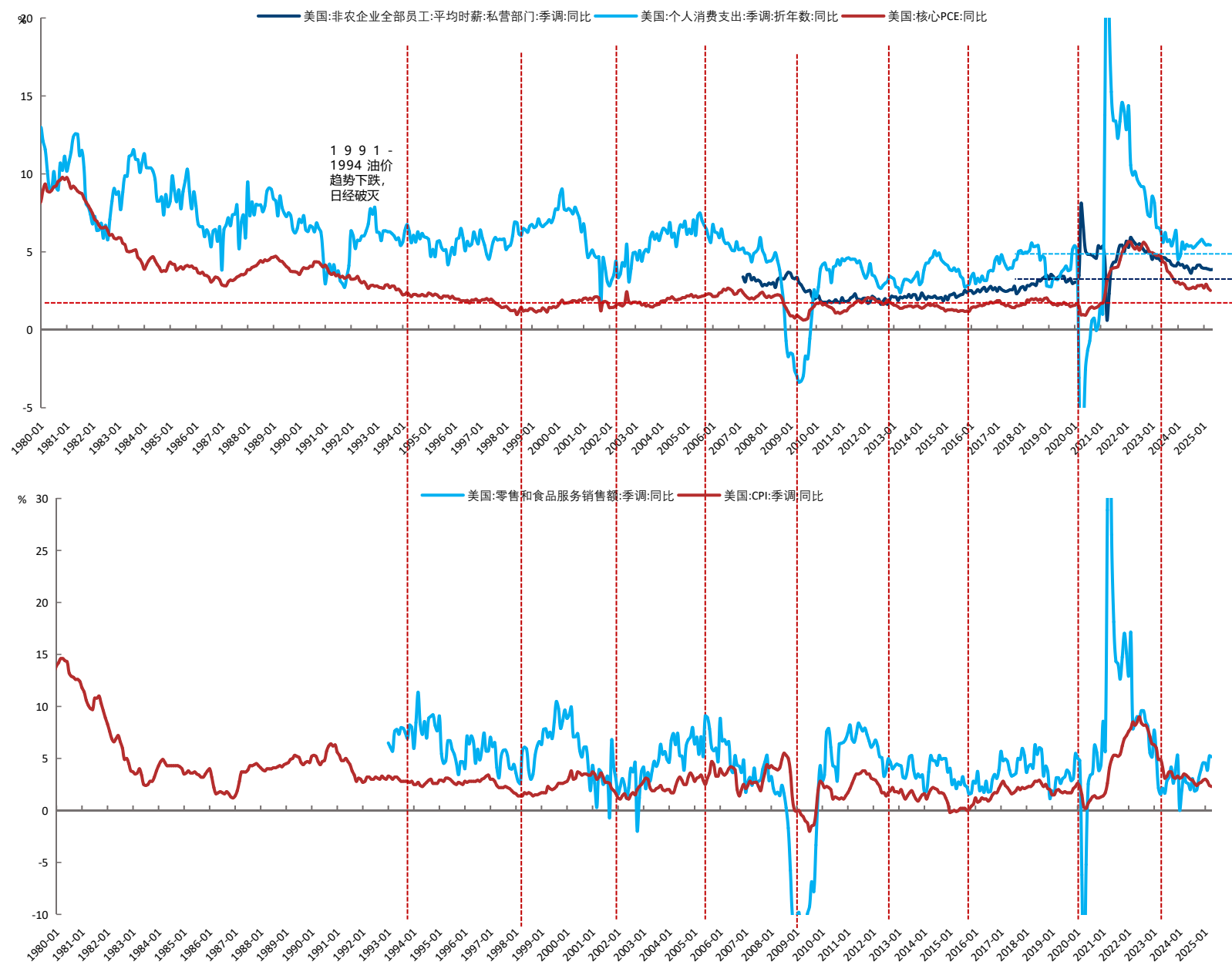
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

经济周期，薪酬，消费，耐用品订单，进口，地产，通胀...

财政与货币支持了较高薪资增速，支持了支出与通胀。

2014年8月，美国个人消费支出突然从5%高位开始下行。

2025年4月，美国个人消费支出折年数同比5.5%，平均薪资同比增速3.9%，依然偏高。



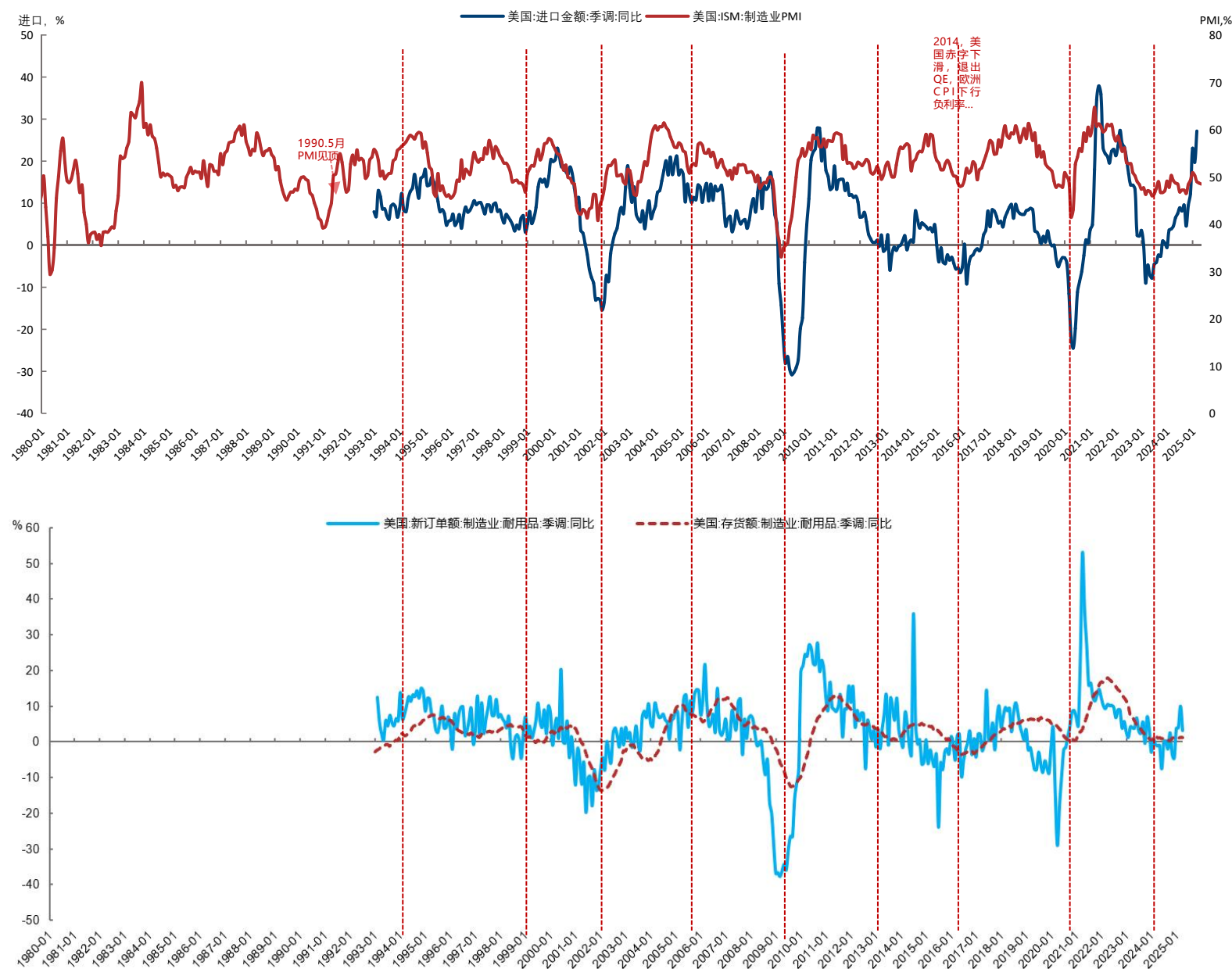
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

经济周期，进口、耐用品订单、成屋、出行

1971年以来，“美元-石油”为美元奠定了全球货币地位。全球商品以美元定价，美元成为商品引擎。

商品历次的底部与顶部，与美国进口（消费需求）密切相关。1980年以来，商品周期与美国进口周期同步（右图。除2006-2007年美国进口下行，商品上行，原因是中国奥运及地产崛起）。

资产价格→消费、投资→GDP，美国经济形成这样的循环。
美国消费主要包括：收入、零售、进口、地产、石油...
进口是美国消费（占GDP 70%）和GDP增速一个缩影。



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

库存周期，批发商库存销售比，39个月

库存周期

批发商库存销售比，与库存总额增速背离，往往代表销售需求特别旺盛，库存被动下降，对商品是大利多。比如：

1995.08-1996.10

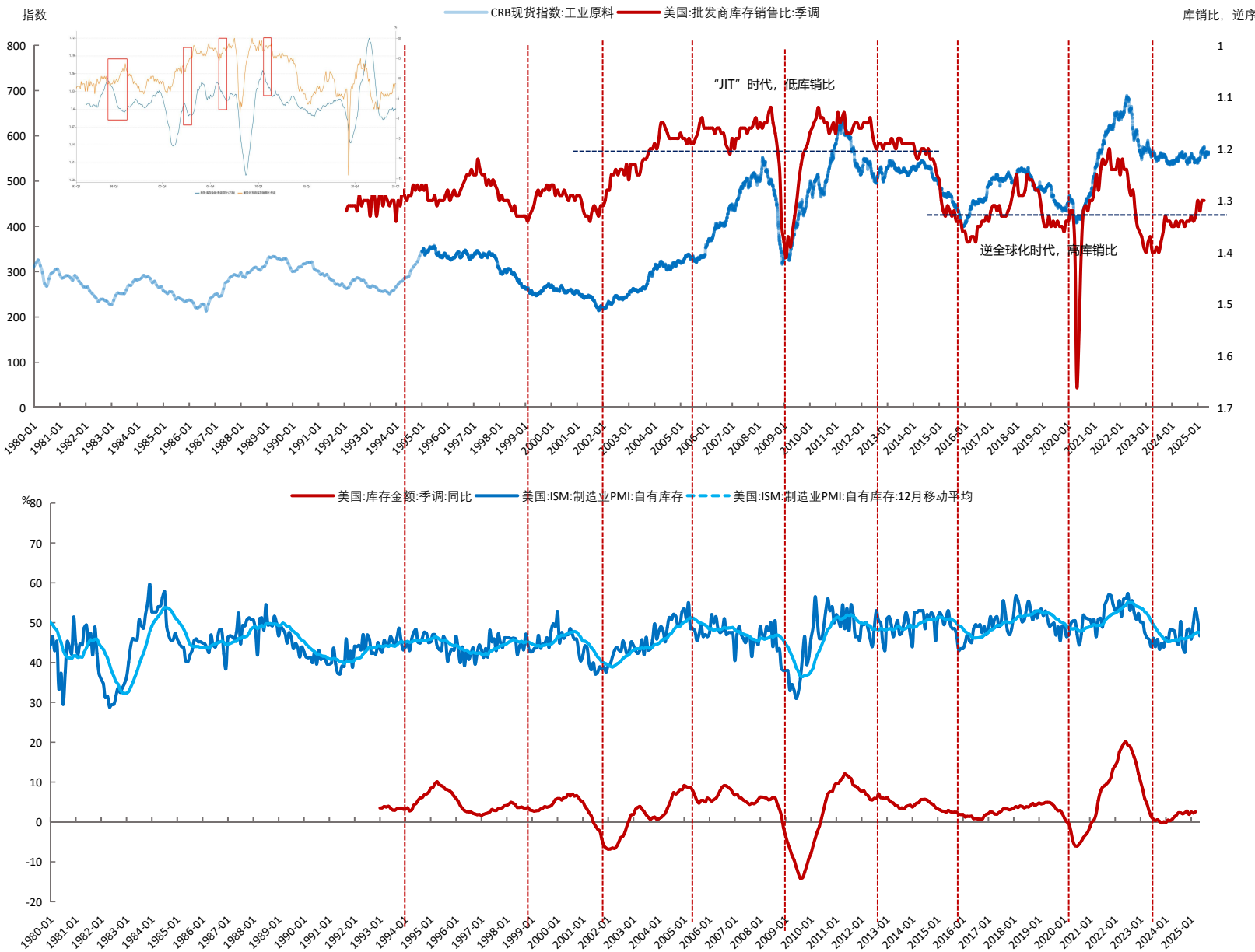
2005.05-2005.12

2006.10-2007.10（油价短期下跌后回升）

2011.07-2012.03（布油98-128）

2025年3月美国批发商库存销售比1.30。

2025年5月美国ISM 自有库存46.7，前值50.8；
新订单47.6，前值47.2。



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

交易方面，商品与利率

商品研究，遵循：

- 1) 经济周期
- 2) 库存周期
- 3) 产能周期

经济周期遵循：信用扩张是通胀充分非必要条件。

跟踪：

PMI

就业

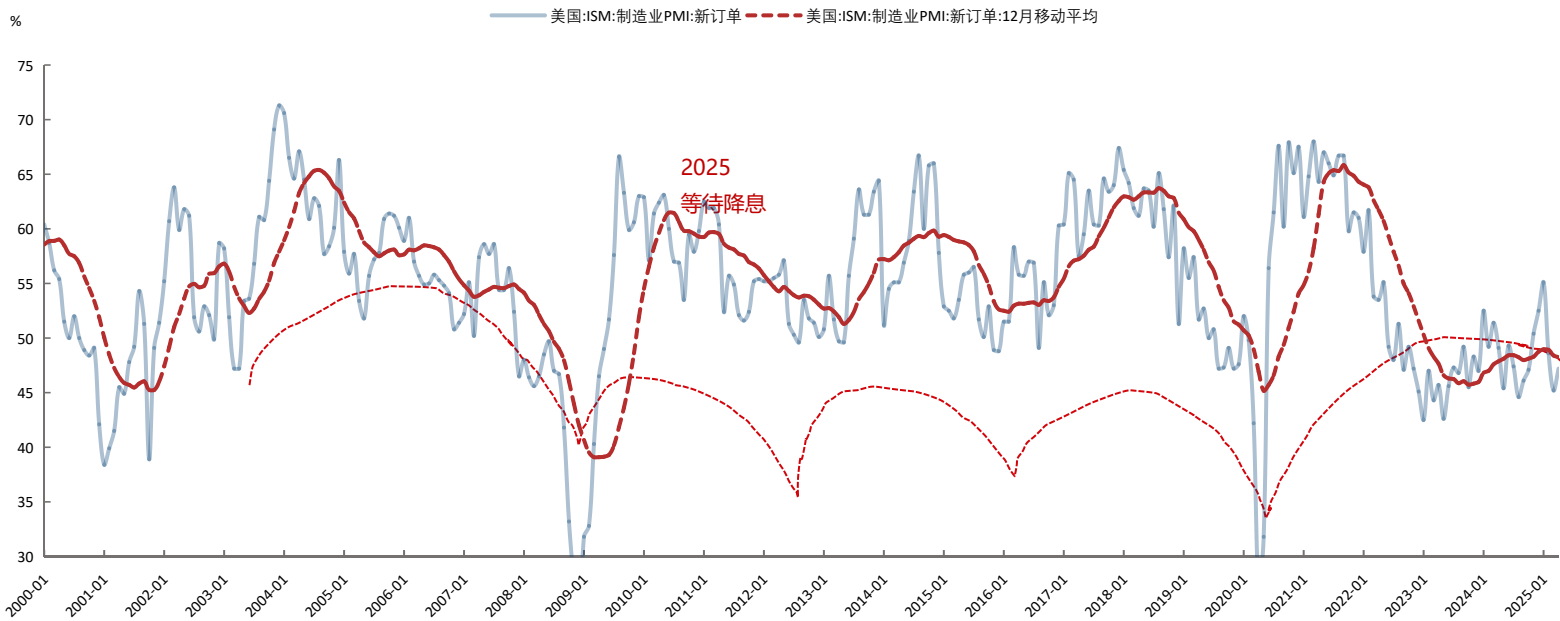
消费，进口，地产

通胀

财政

货币

...

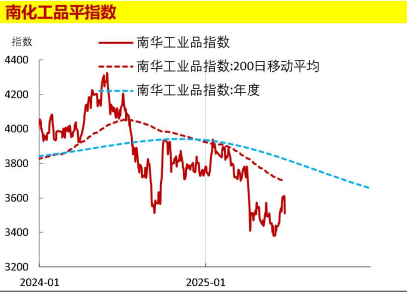
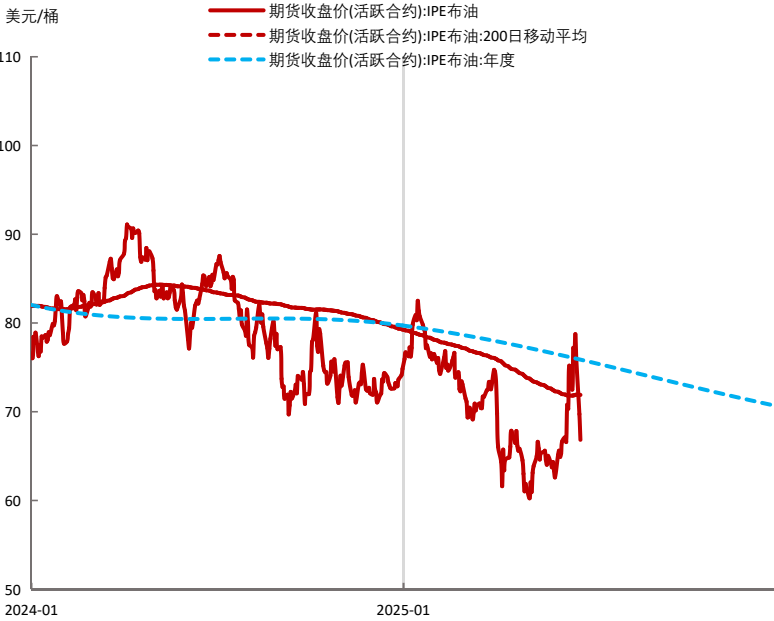
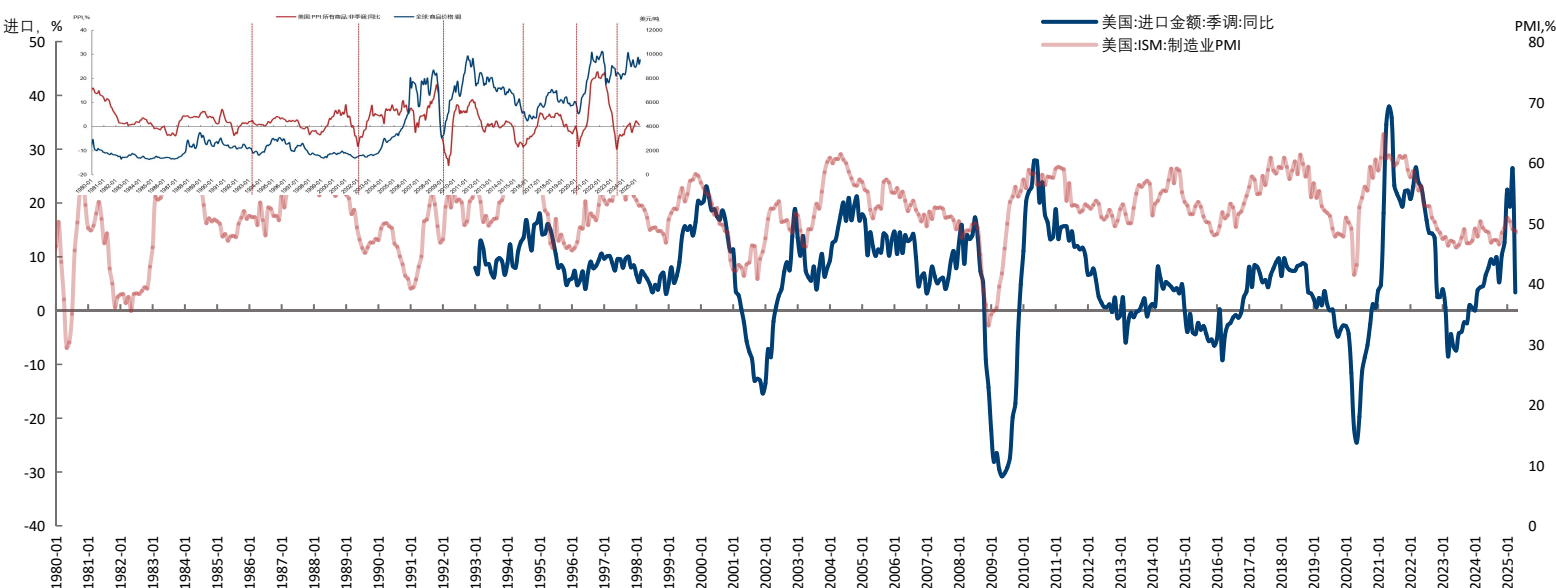


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2025年，交易谁？原油逢高布空...多配继续等待...

2023年，美国进口回升，交易基本金属，铜铝...

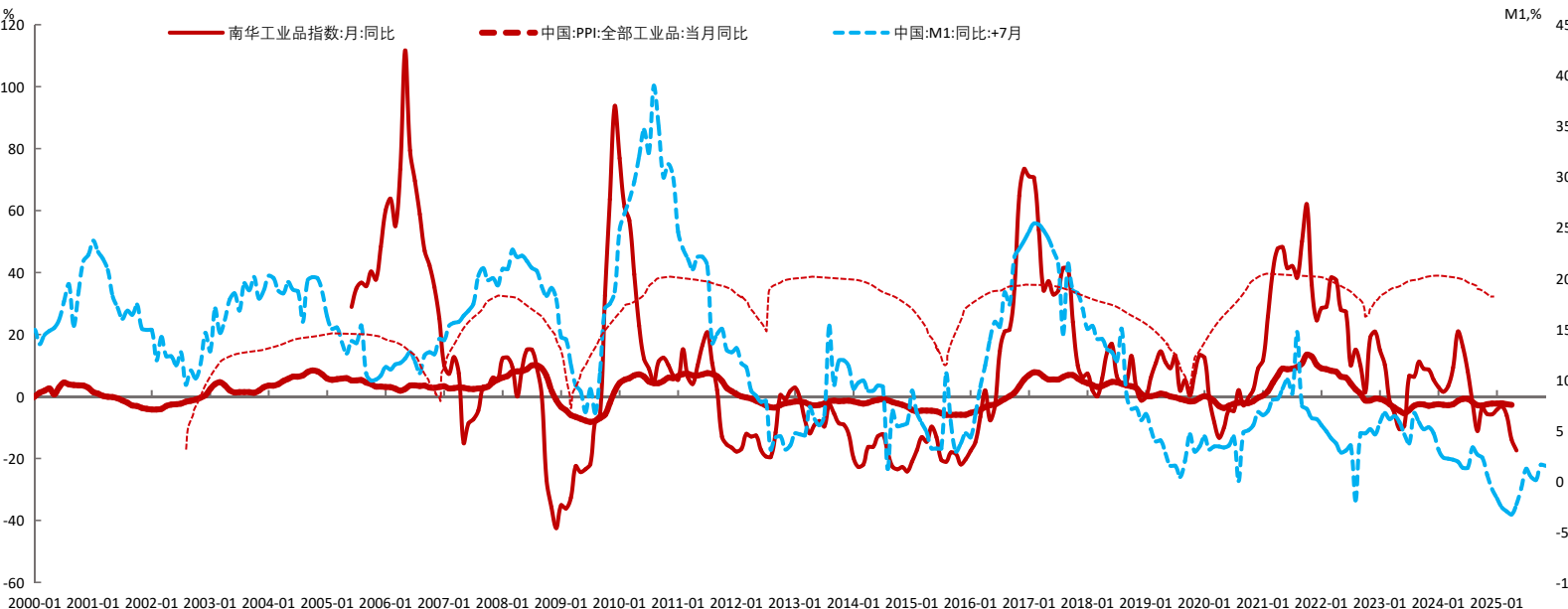
具体参考：
《原油月报与策略》



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2025年，商品分化，等待共振...

商品一般在经济过热时候会有较好机会，比如
2020-2021
1996-1997
...



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

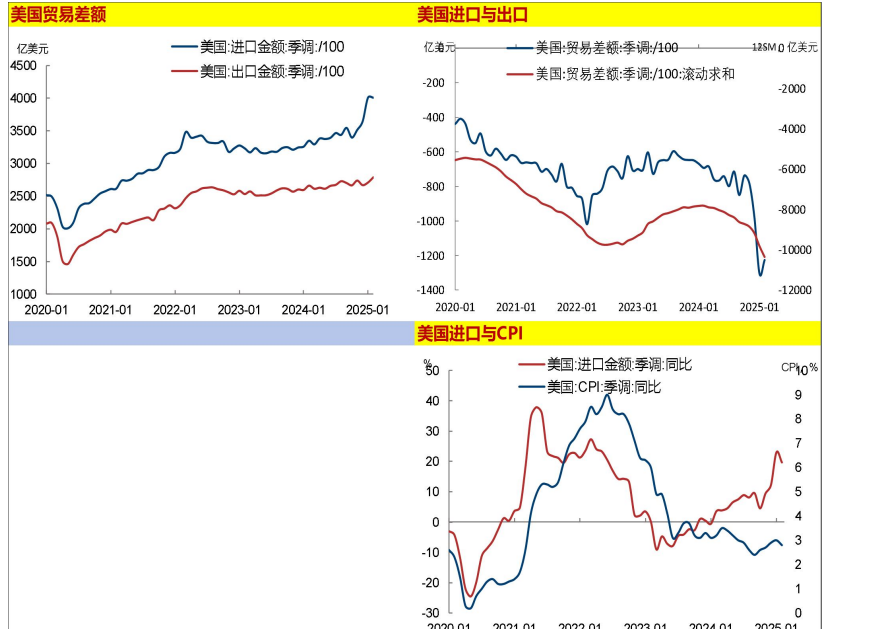
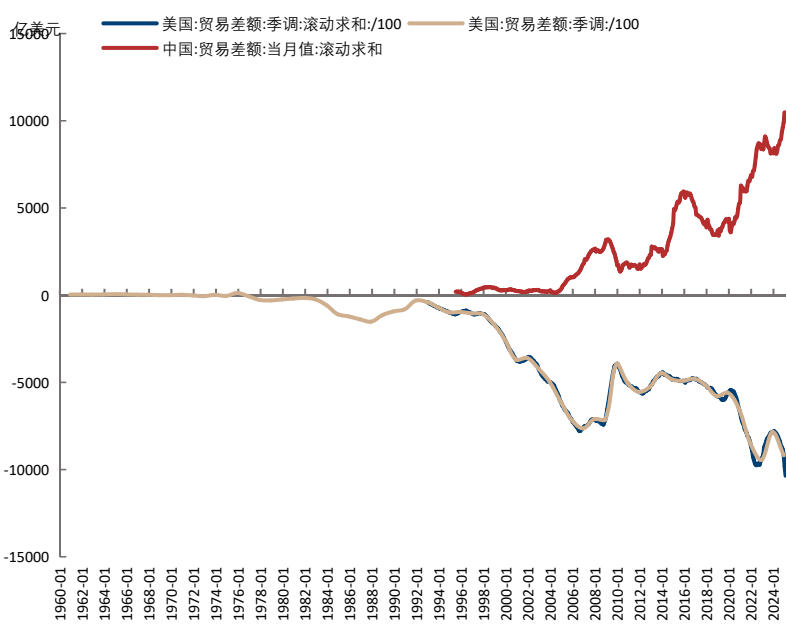
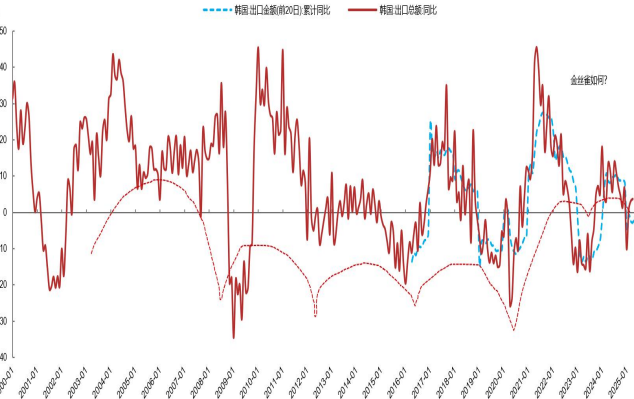
2025，等待共振...会重演2014吗？ 预期不会

如何解决美国不可持续的贸易赤字问题，重新平衡全球贸易？

巴菲特在2003年写过一篇《日益沉重的贸易赤字》文章，提出过一个方案，与2025年特朗普方案本质上是一致的——即提高进口成本（进口方多付10%成本），转移给出口方（补贴出口方10%的成本，出口方获得“进口凭证”IC，可以转给进口方），让进口成本增高，补贴出口，使出口更有竞争力，来实现进出口平衡。这种方法，与2025年特朗普对外加征关税（减少进口），对内减税（补贴出口），类同。希望此来实现美国贸易平衡。当然，中美平衡贸易的过程是痛苦的，可能造成的影响包括：

- ① 减少美国进口，促进美国出口，美国贸易差额缩减。（图1，图4-1）
- ② 美国进口成本上升，需求下滑，可能拖累全球经济与物价（图1）。
- ③ 贸易摩擦引发的政策的不确定性。冲突可能进一步扩展到科技战、金融战，甚至部分热战。

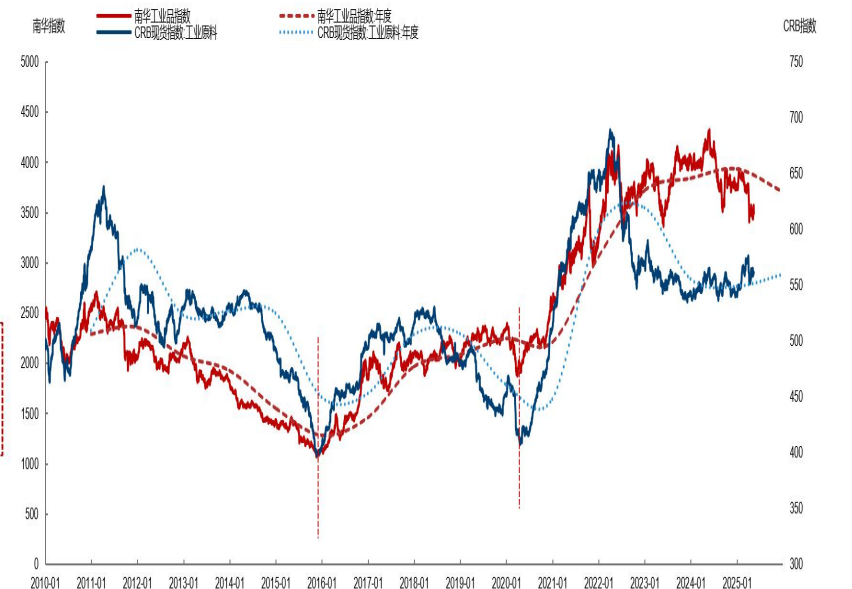
2025年4月美国进口3510亿美元，同比3.3%；
2025年4月美国Rollsum12月 4.37万亿美元，同比12%；
2025年5月韩国出口572亿美元，同比-1.3%；
2025年5月越南出口396亿美元，同比20.7%；
2025年5月中国出口3161亿美元，同比4.8%；
5月中国Rollsum12月 3.7万亿美元，同比7.2%；



2025，等待共振

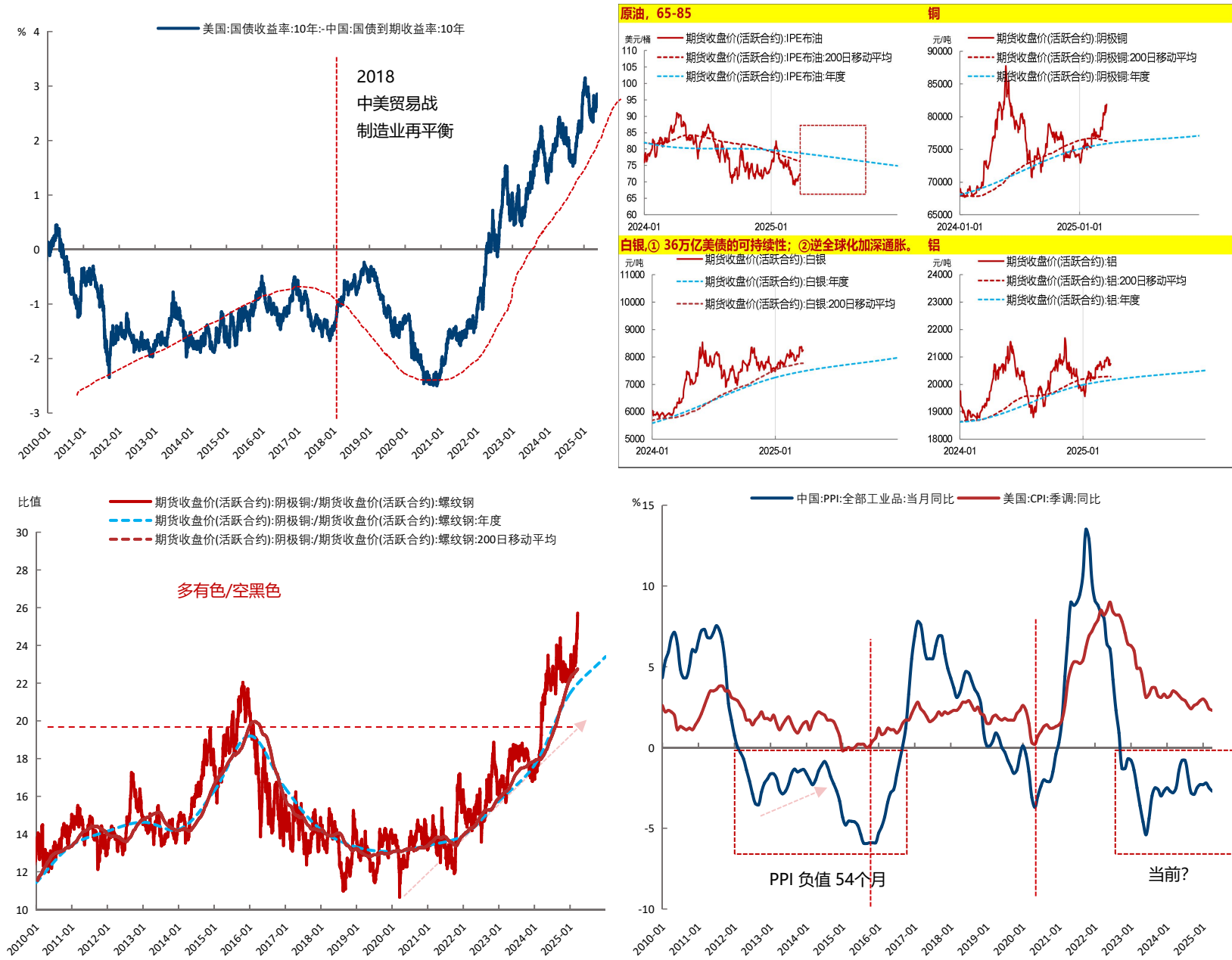
4%的国债利率，使美国财政难以为继。如果利率有下行风险，商品会单独涨吗？回顾1960年来经验，不会出现（除非出现供应中断）。

如果美债利率有下行风险，商品很难出现单独上涨。



2025，多有色空黑色...

- 2025年：
- ① 多配基本金属与贵金属。
 - ② 多外空内。多有色空黑色。基本逻辑，中美利差。



三，具体品种...欧线

欧线期货价格影响链条：

影响集装箱运价的因素→班轮/货代公司的集装箱结算运价→以结算运价构成的SCFIS指数→以SCFIS为标的的集运指数（欧线）期货。

欧线价格影响因素：

- ① 需求，美欧经济周期。
- ② 供应，集装箱船，集装箱数量，航线（地缘），港口（排队拥堵...）
- ③ 库存周期
- ④ 汇率

专题，欧线，出口汇率与欧线... 2025逢高空

2025年，逢高空欧线或许一个机会。主要逻辑：

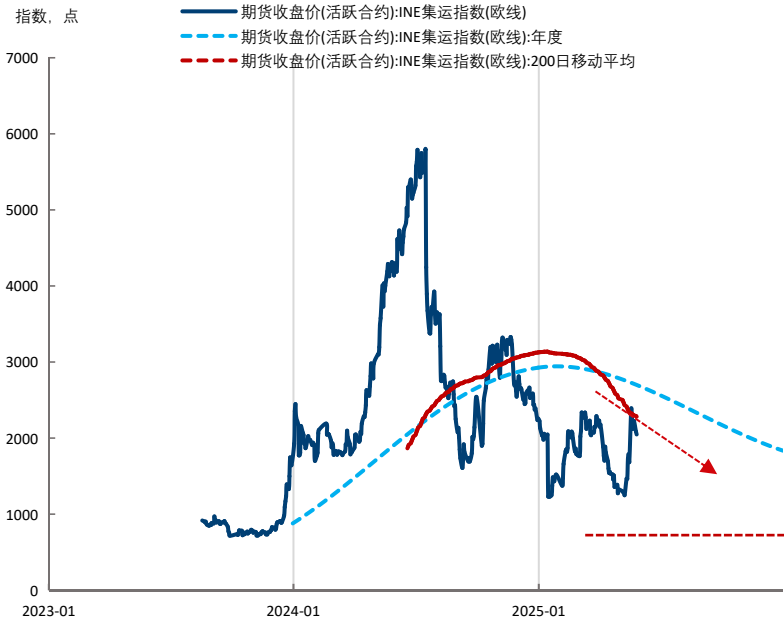
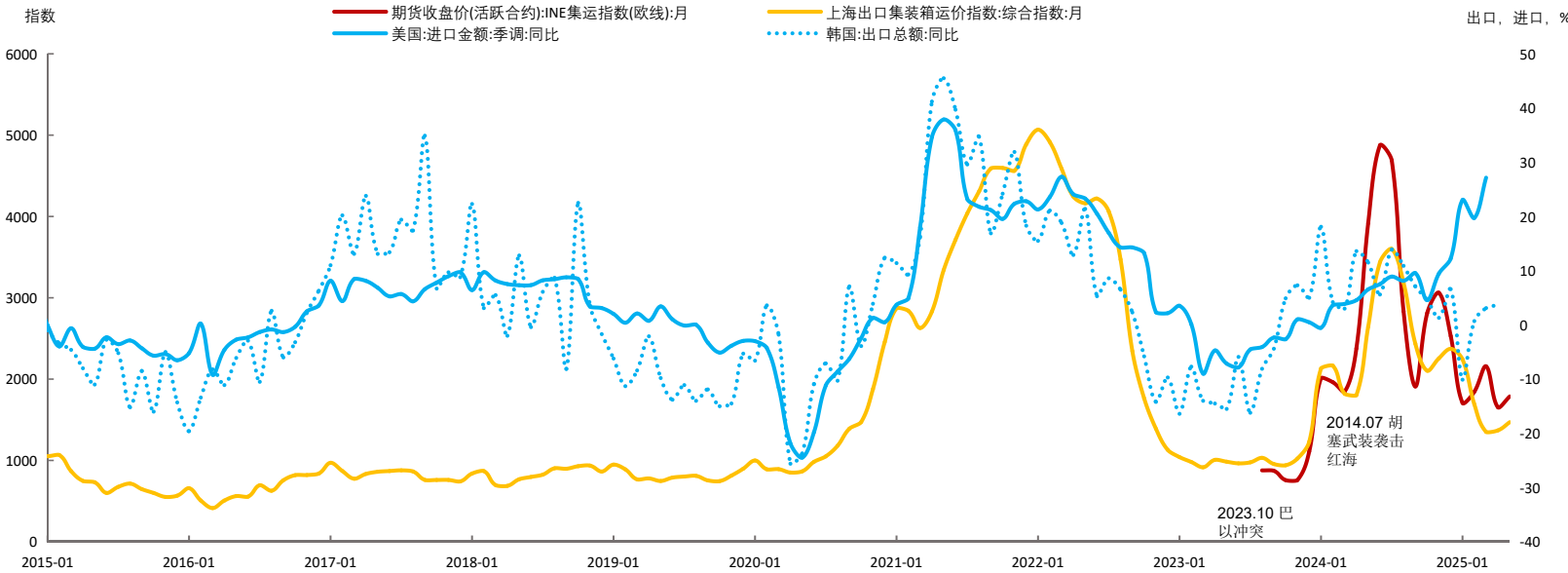
- a. 全球经济周期向下。美国进口有大幅下行风险。美国进口中韩出口在关税战摩擦下有下行风险...
- b. 以美国来看，（零售/批发）库存销售比有重新走高风险（逆全球化及新订单回落，需要较高库存）
- c. 集装箱供应没有大的问题（红海绕行成常态）

备注：

SCFI指数 $\approx$ XX美元/FEU $\times 0.68 \sim 0.71$

OA联盟

PA联盟

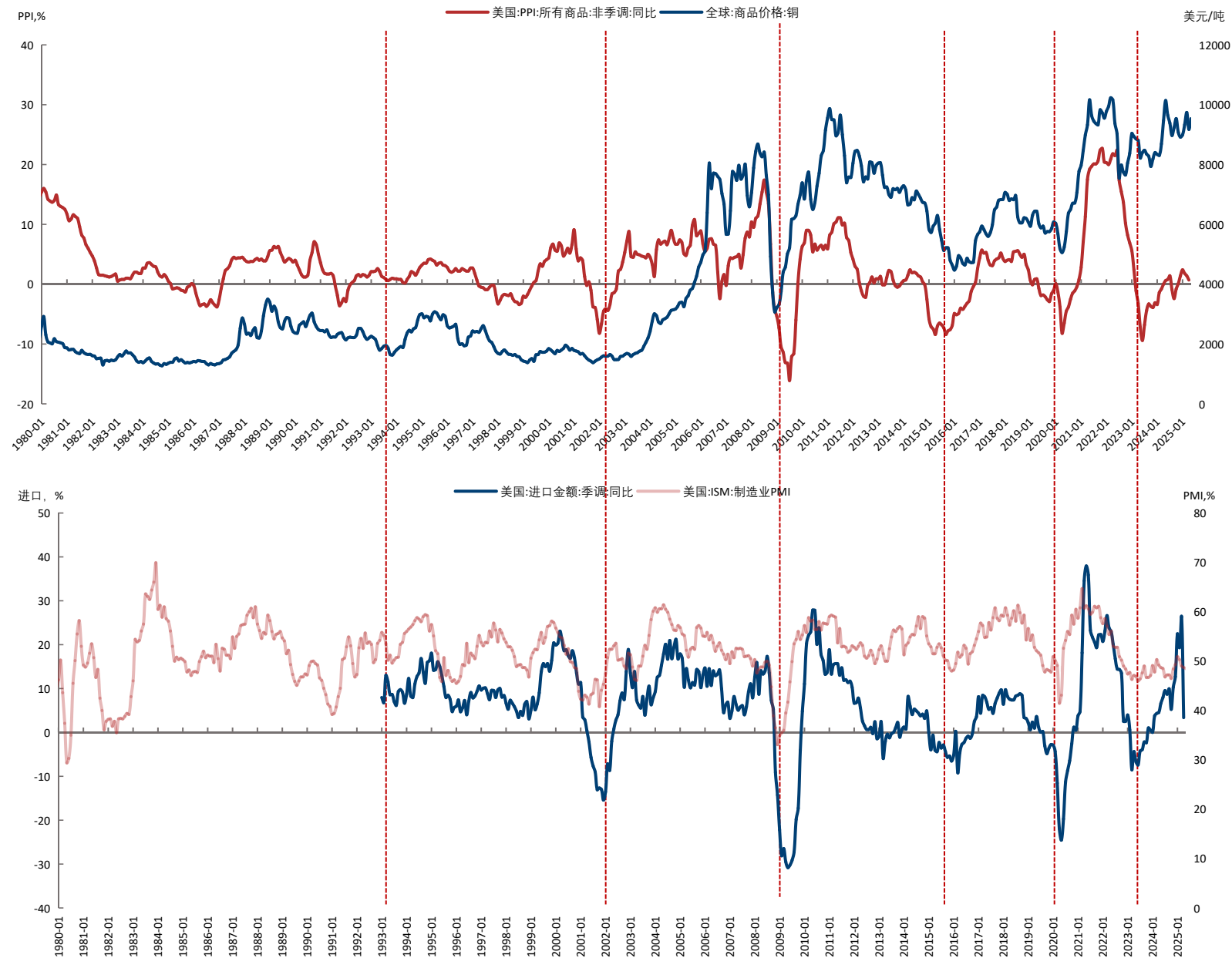


最重要的图

美国欧洲进口，中国出口...

工业品，有色，铜

铜，宏观与产业



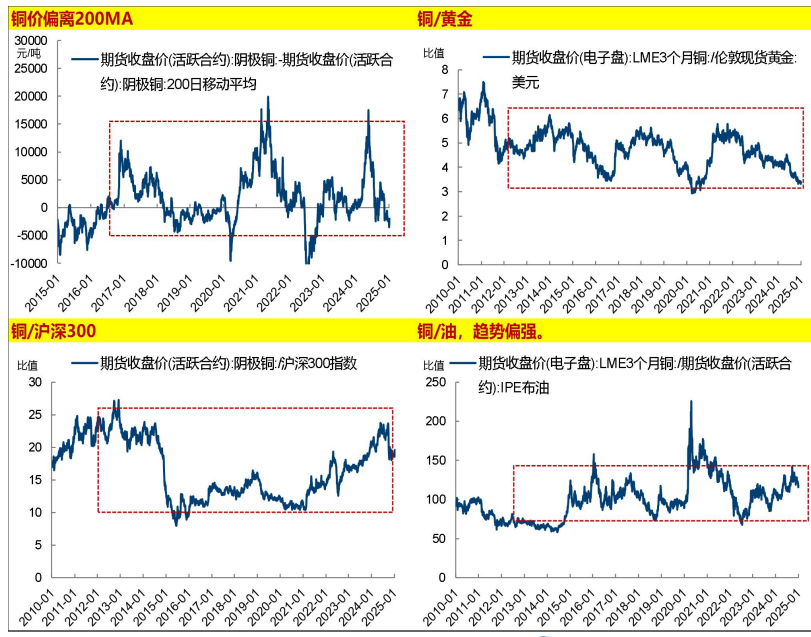
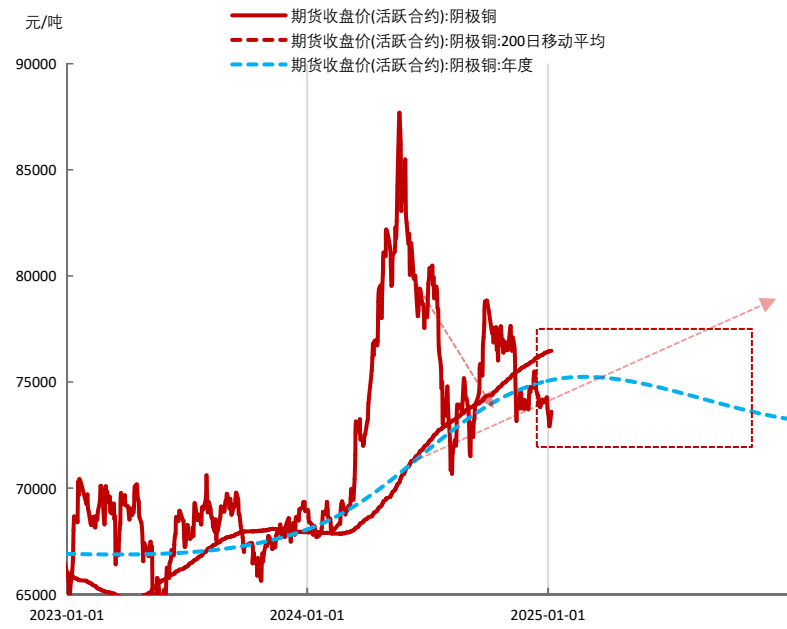
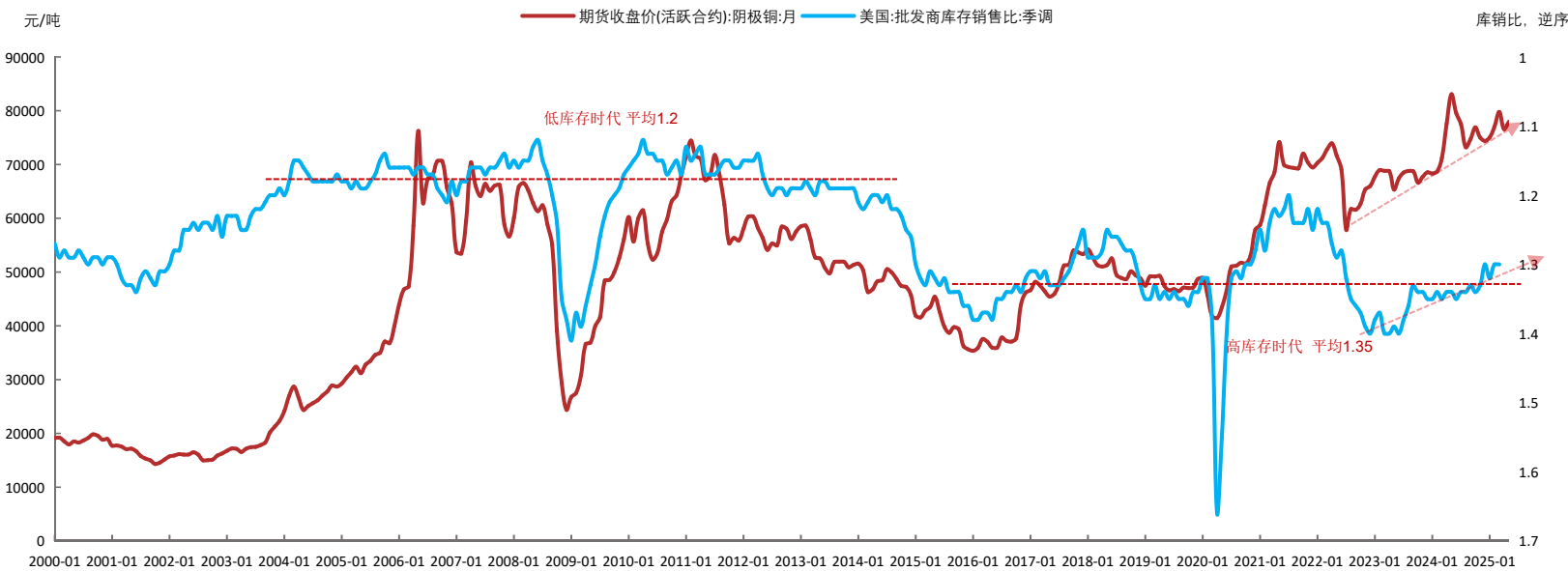
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

工业品，有色，铜

铜：
跟踪美国就业、消费；中国再通胀。

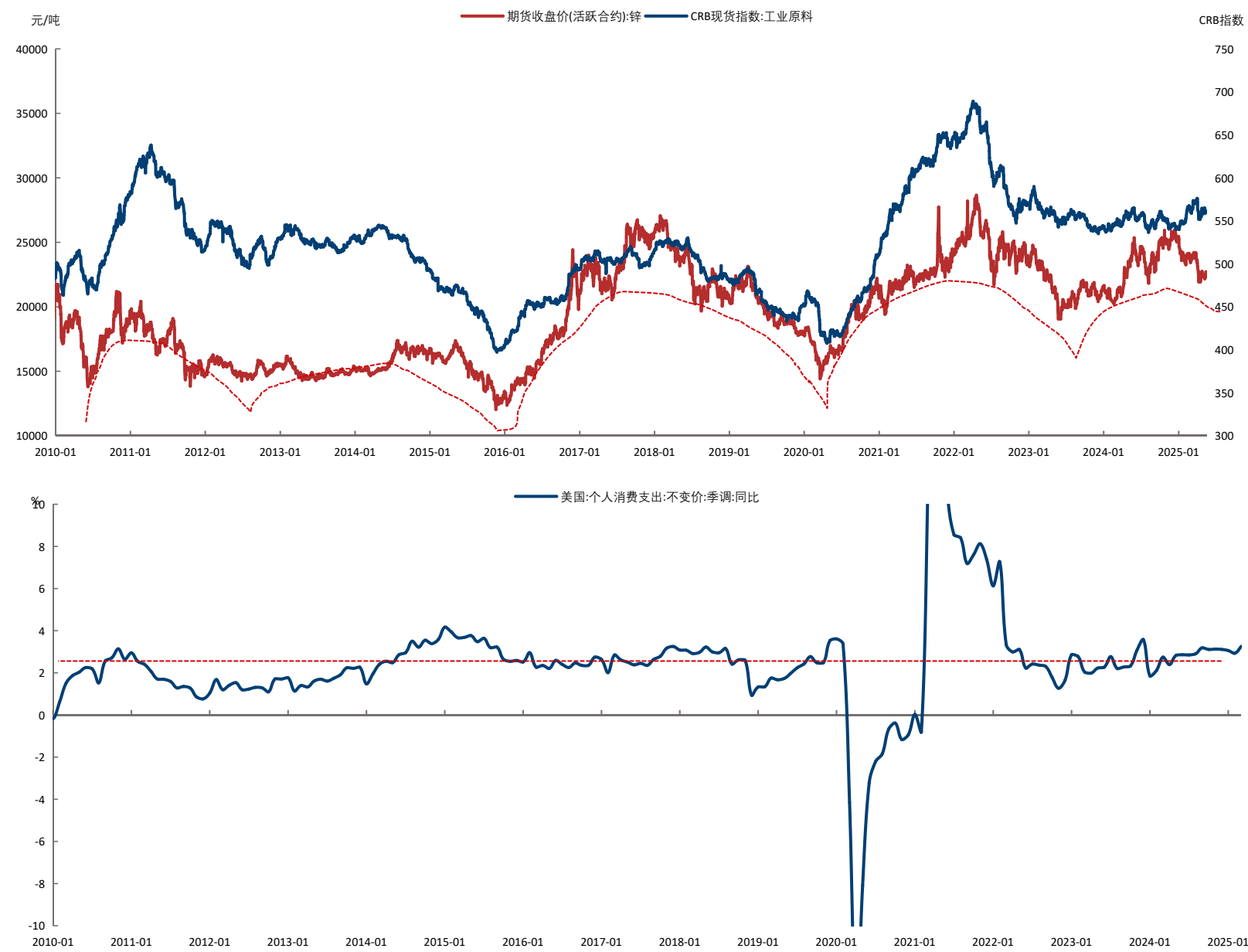
铜供应扰动弱于油，更能代表经济趋势。
未来铜油比中枢可能从80上升到100。

交易上，关注多配。



工业品，有色，锌

等待...



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

工业品，黑色，等待...

2023年，内需不足，工业品价格与M1背离。原因：

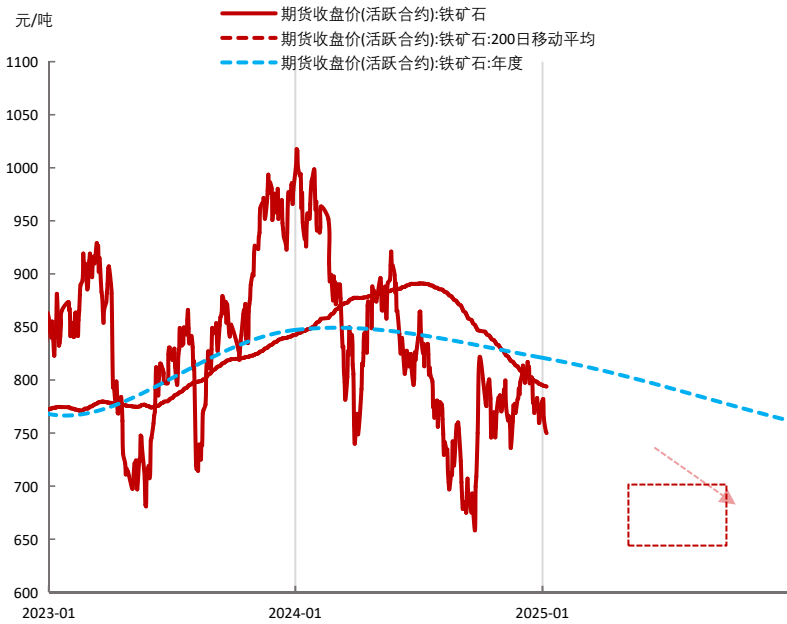
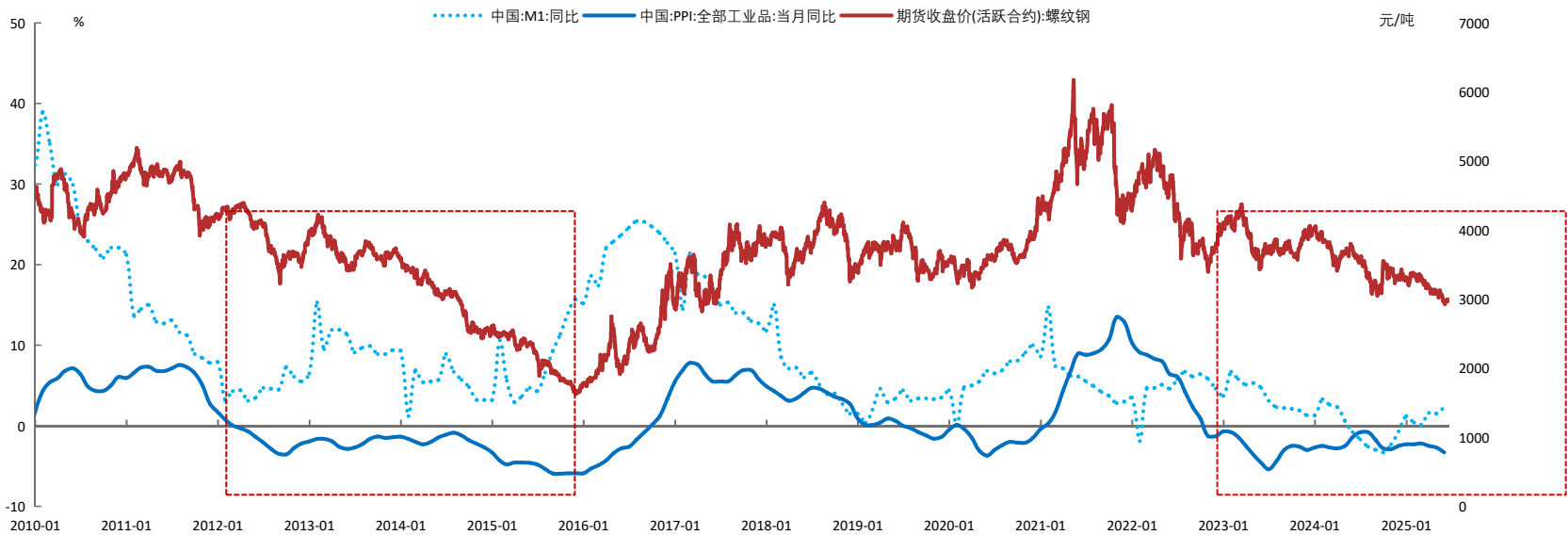
- 1) 制造业投资与出口强劲。工业增加值与用电量高位。
- 2) 人民币贬值压力。

2024年，内需不足，黑色价格韧性，加工利润不足。

- 1) 内需疲弱。市场呼吁中央发债！但动作迟缓。
- 2) 出口偏强。工业增加值增速维持高位。导致美欧加关税！

中国作为制造业大国，“重投资，轻消费”，内需(服务)消费不足，过渡依赖制造与出口，人民币贬值(居民缺少获得感)，导致商品被动超涨。

2016年开始，以黄金、铁矿为代表工业品持续上涨逻辑？



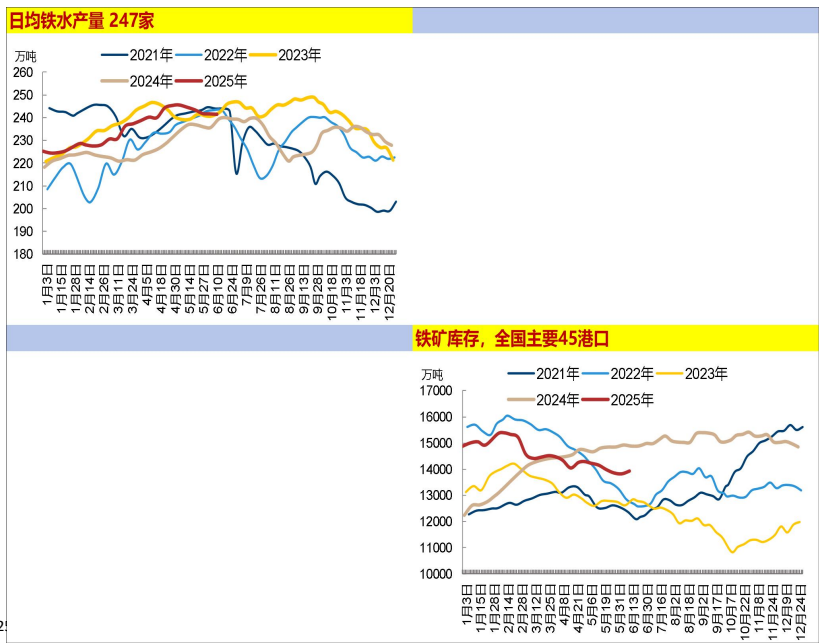
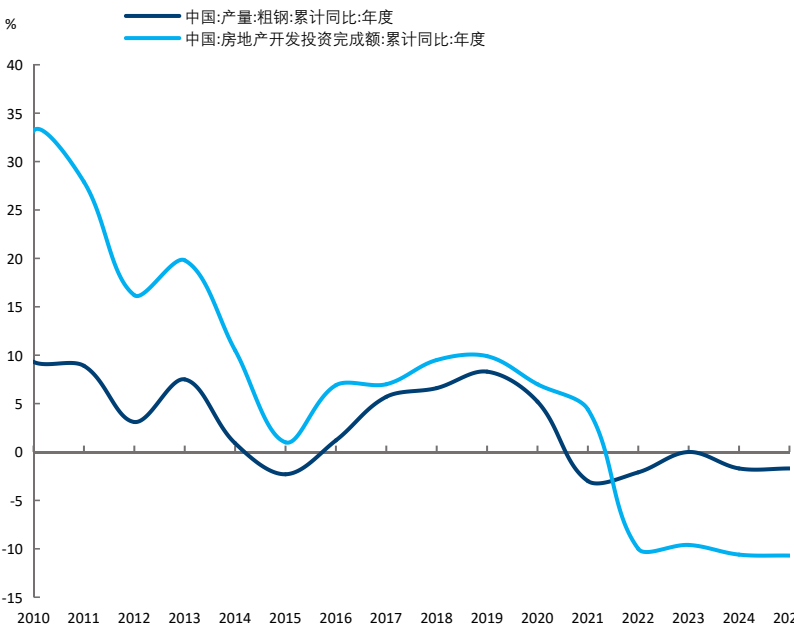
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

工业品，黑色，等待...铁矿石，关注2605...

2025年H2，预期铁矿石承压下行：

- ① 房地产投资（销售）依然比较疲弱；
- ② 出口有下行风险；
- ③ 预期2025H2 粗钢产量下行，铁矿开始累库...

关注2605 多配

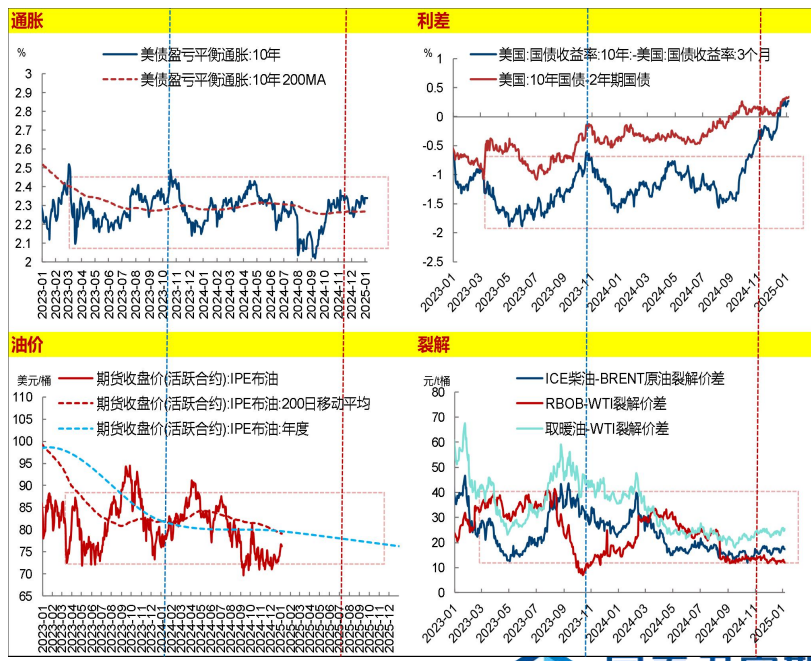
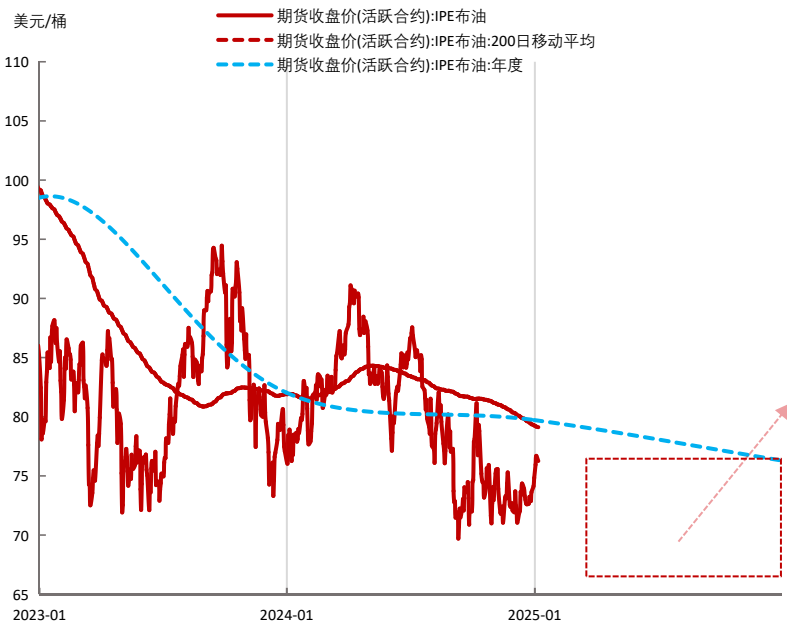
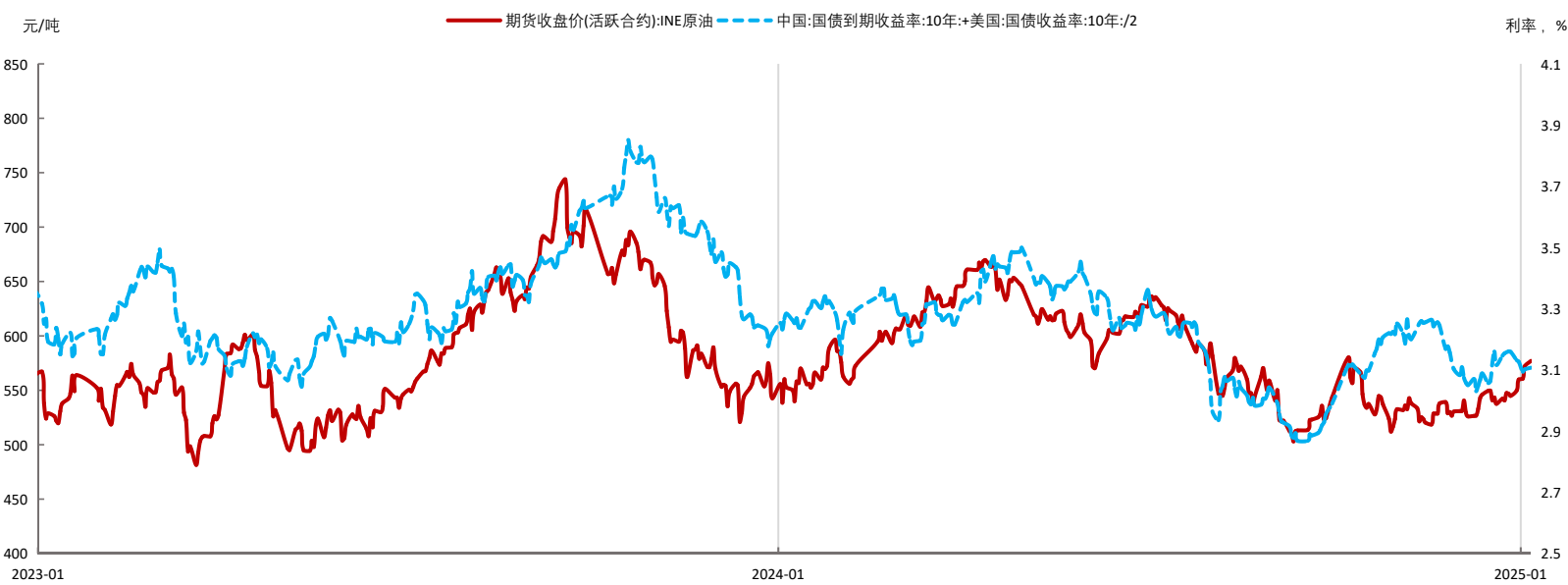


工业品，原油，震荡偏弱

原油2025，65-85。

- ① 地缘冲突。
- ② 美国补库。
- ③ 气候风险。
- ④ 欧洲日本经济超预期。

风险：
美国衰退。美沙联盟。



具体参考《专题，原油市场展望_2025》

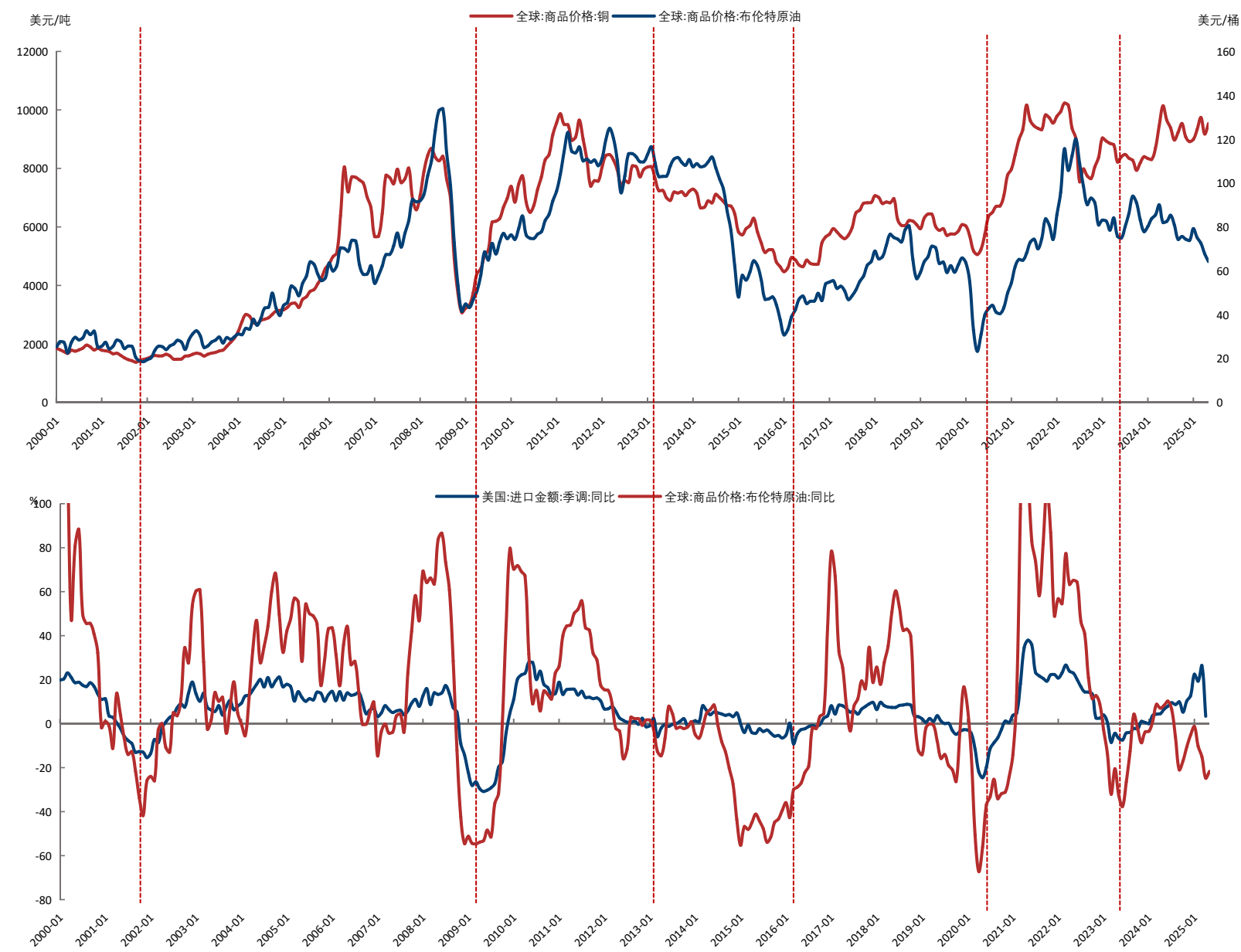
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

工业品，原油，与铜价

2023年以来，原油与铜出现大幅劈叉...

2001.10

美国进口若回落，商品会有好的上涨行情？难。
(除了2004-2006)



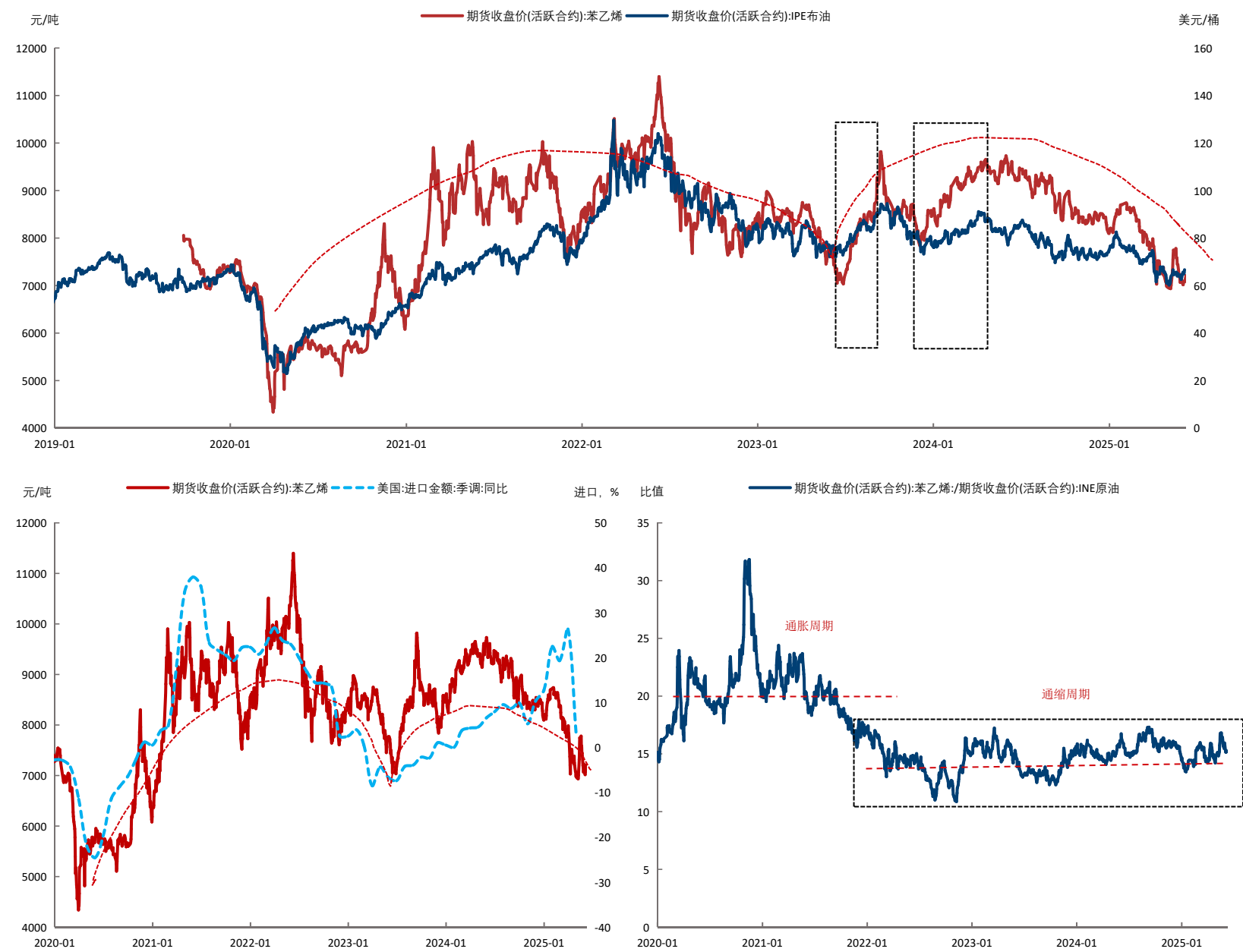
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

工业品，苯乙烯，震荡偏弱

苯乙烯与原油趋势相同，振幅不一。

EB/SC 正常比较关系中枢15左右，根据通胀预期以及产能情况，会超涨超跌。比如，2020-21年较SC溢价，2023年Q3，2024年1-5月，均因美国通胀回升，交易美国“再通胀”，而明显上涨（右图1）...

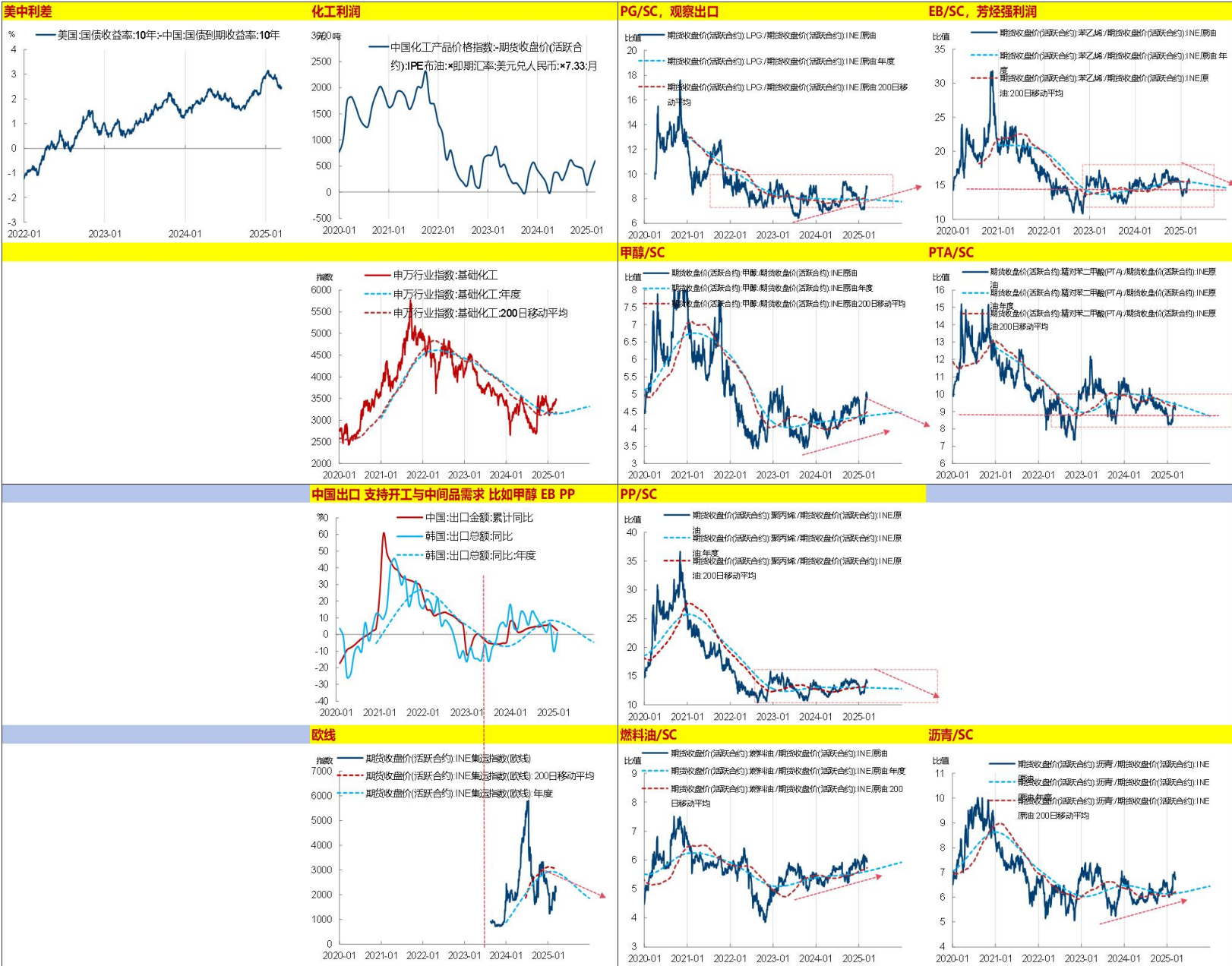
作为不易存储的低库存品种，EB存在着较为明显的急涨行情...



工业品，化工，震荡偏弱

2024，强出口支持开工与中间品需求。

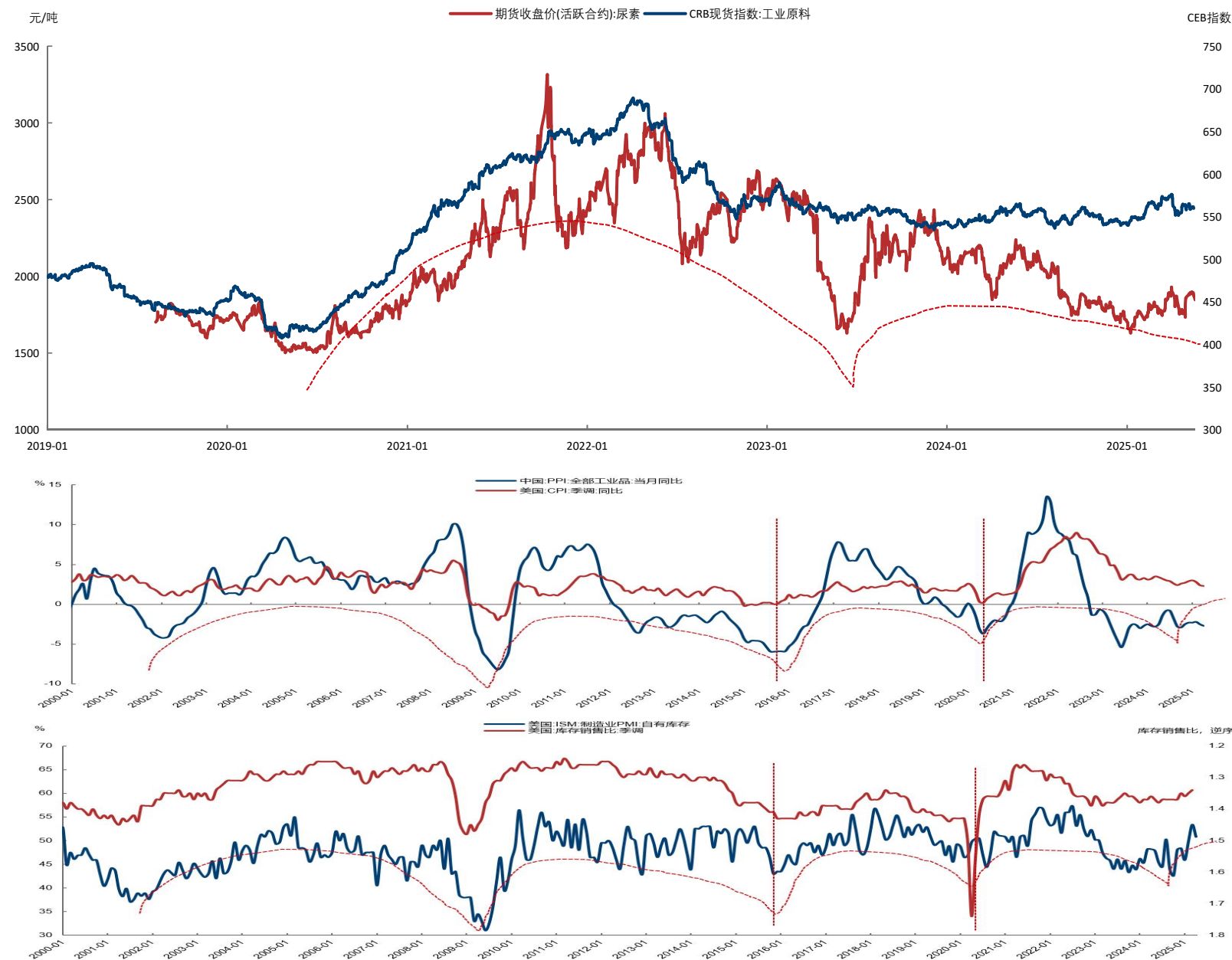
2025，。。。。。



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

农产品，尿素，等待

中国CPI与美国PPI到底了吗？



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

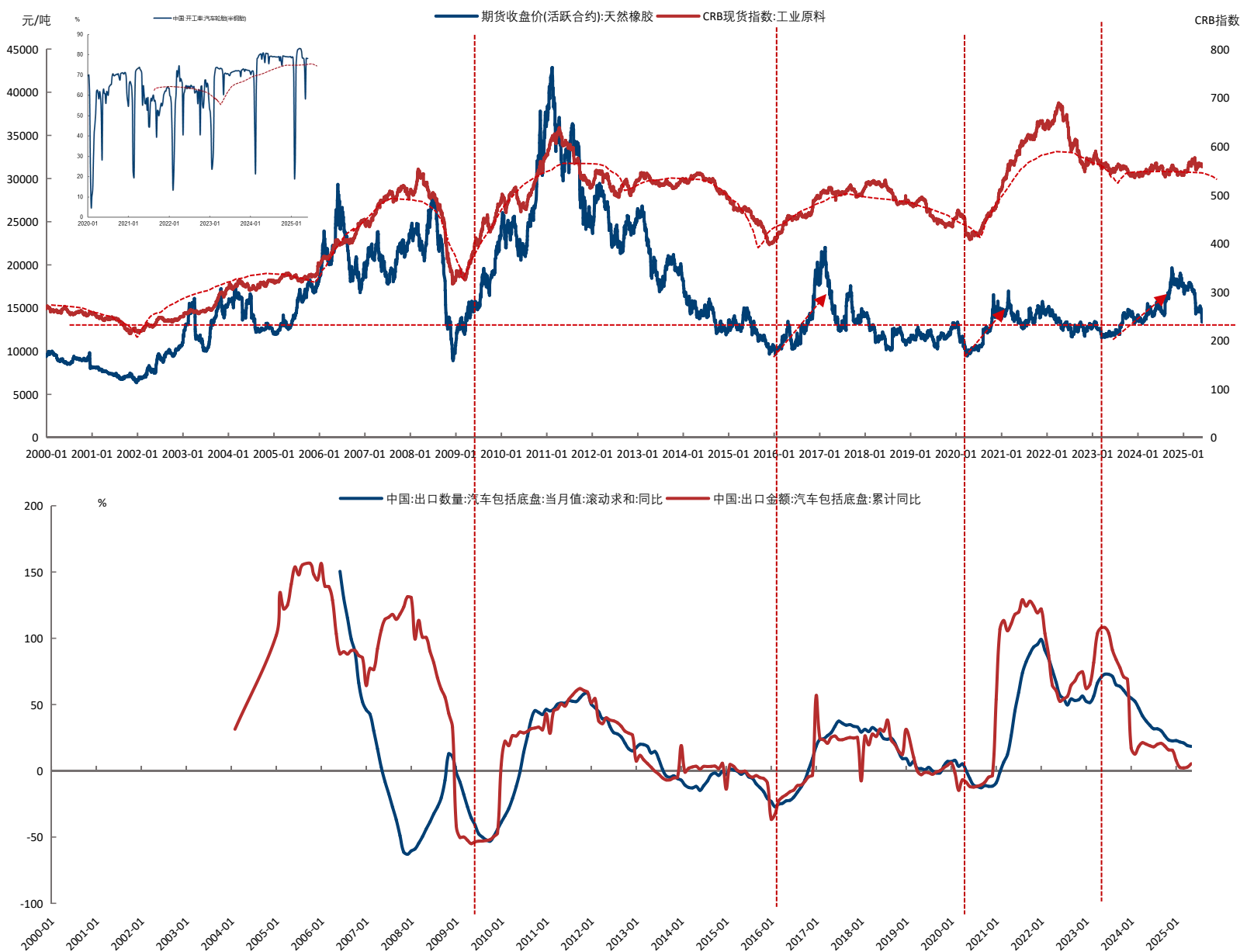
农产品，橡胶，2010年以来快涨慢跌，高库存

橡胶，2010年以来库存高，Contango结构，快涨慢跌....

橡胶从产能周期上来讲，偏多配，从需求上来讲，跟踪：

- ① 中国内需补贴的持续性...
- ② 中国出口量及价格增速...

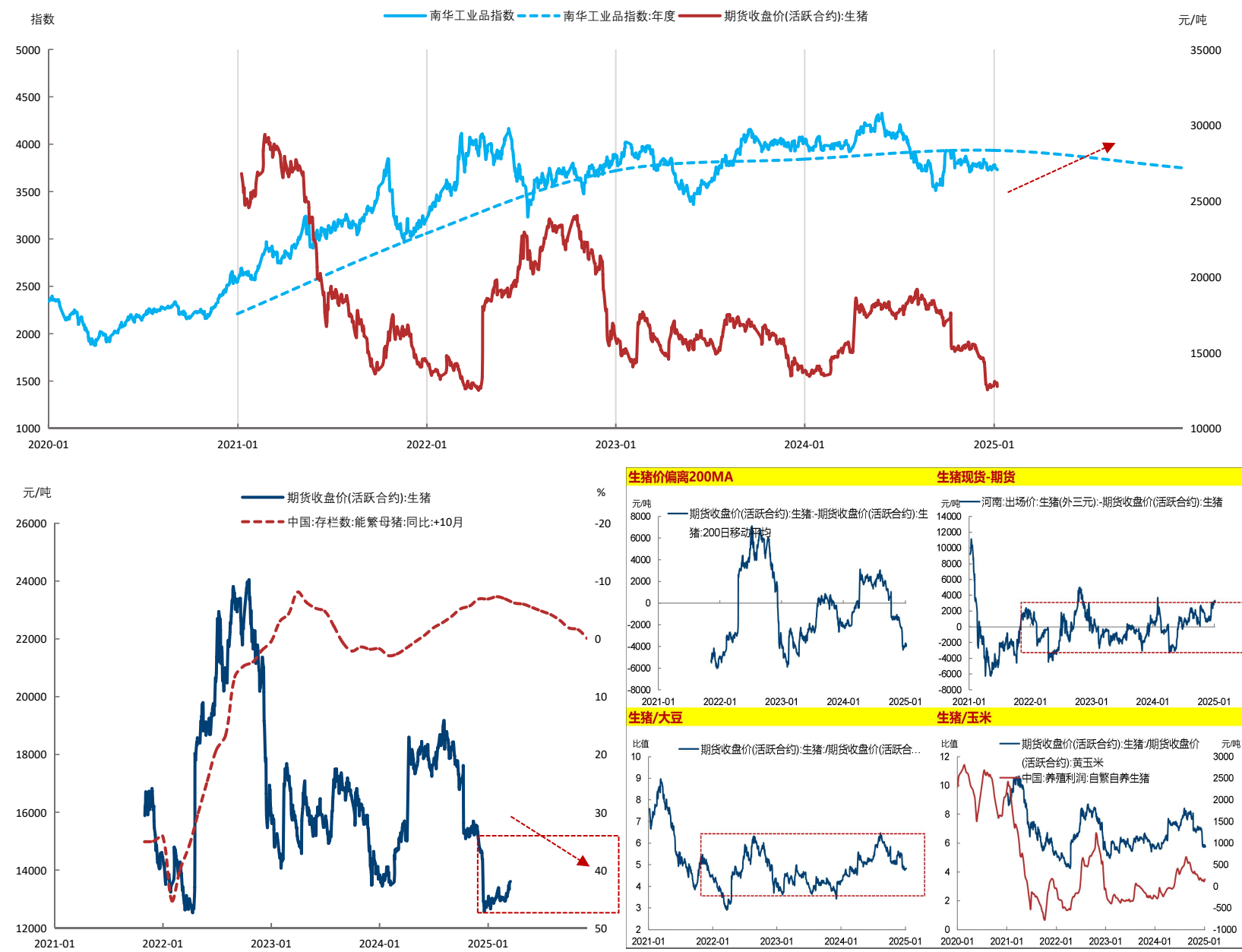
橡胶偏多配品种，耐心等待...



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

农产品，生猪，去产能

生猪问题，周期与产能。逢高偏空配。



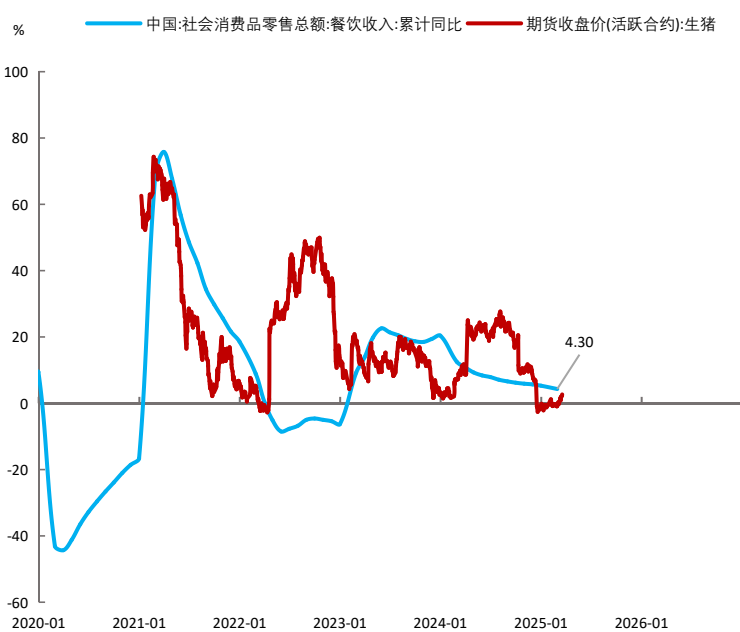
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

农产品，生猪，去产能

消费的几个趋势：

- ① 人口老龄化。
- ② 进入低通胀。
- ③ 消费分化。

收入增加，增加消费，被动增加商品价格。



生猪与宏观的关系：

- ① CPI与工资关联，受生猪影响变弱。
- ② 生猪与CRB，从成本上有关联，更多受自身供需影响。

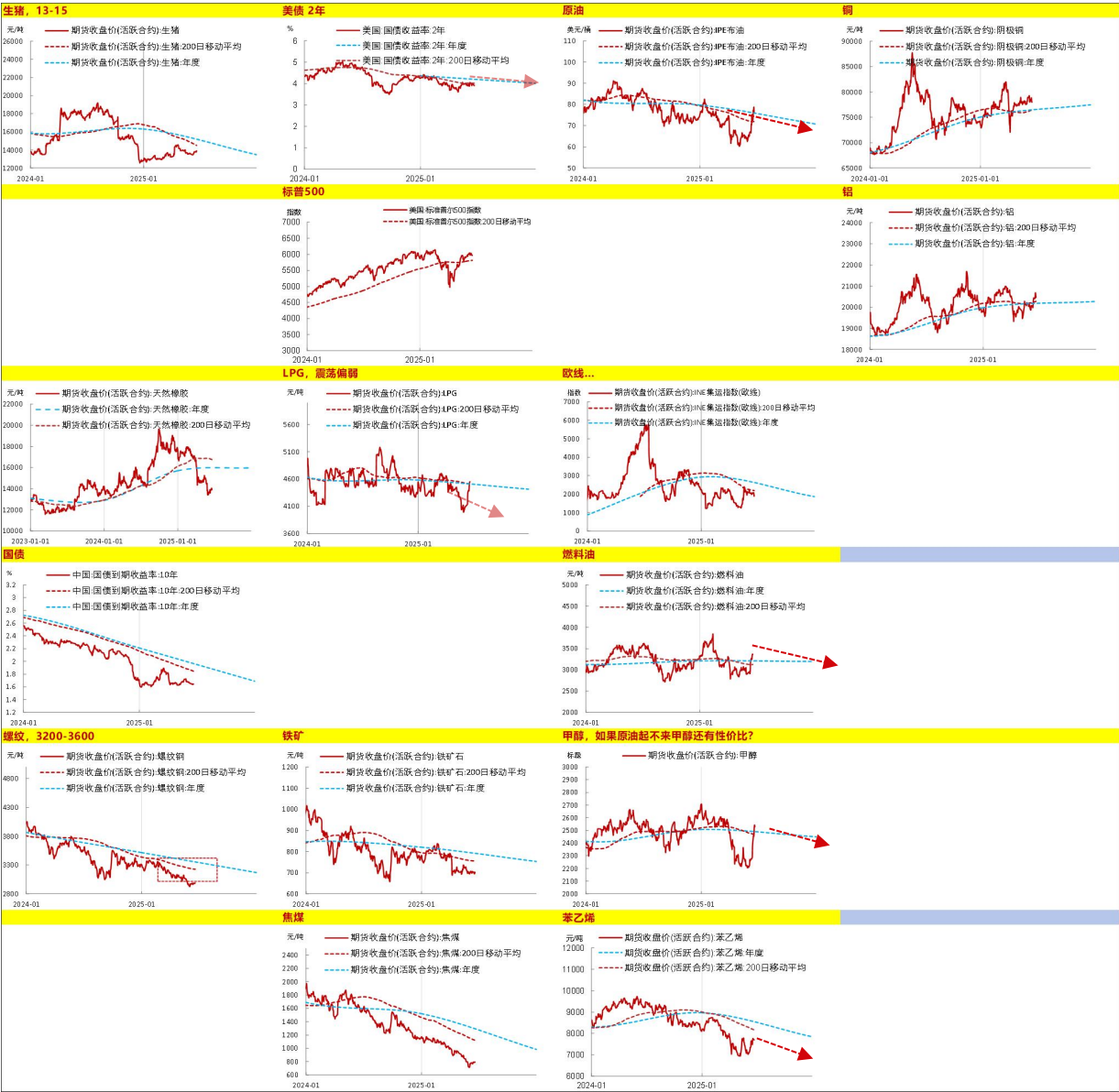


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2025年H2展望：整体偏空，多配等待贵金属、有色、能源、黑色

结论：

- ① 2025年H2，震荡偏空，中期（3-6个月）等待找机会布多：贵金属、有色铝铜、原油...
- ② 关注多有色空黑色。
- ③ 做多back结构商品，向生产企业闲置库存要利润。



感谢聆听

THANK YOU FOR LISTENING



免责声明

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，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，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自在发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。