



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

宏观蒋座

经济下行是主基调，回到谈判桌是理智选择

蒋东义

2025/5/6

从业资格证号：F03103802

审核：肖兰兰

交易咨询证号：Z0018548

交易咨询证号：Z0013951

我公司依法已获取期货交易咨询业务资格



2025 年全球宏观经济呈现显著下行压力，中美两国作为核心经济体面临不同挑战与政策权衡。美国经济在关税战副作用下陷入衰退边缘，2025 年 Q1 季度 GDP 环比折年率 - 0.3%，Q2 受关税冲击最严重时期大概率延续收缩，符合经济衰退定义。尽管私人投资短期支撑经济，但消费与政府支持力度放缓，净出口因关税摩擦大幅拖累 GDP。3 月份美国 PCE 显著下降，同比 2.29%，环比为负，如果没有特朗普的对等关税，美国通胀持续下降基本成定局，但是当前关税冲击尚未提现到通胀数据当中，就业市场维持稳定，5 月不可能降息，政策转向节奏取决于后续数据。特朗普政府从强势关税政策逐步退缩，显示经济现实也迫使政策理性调整。

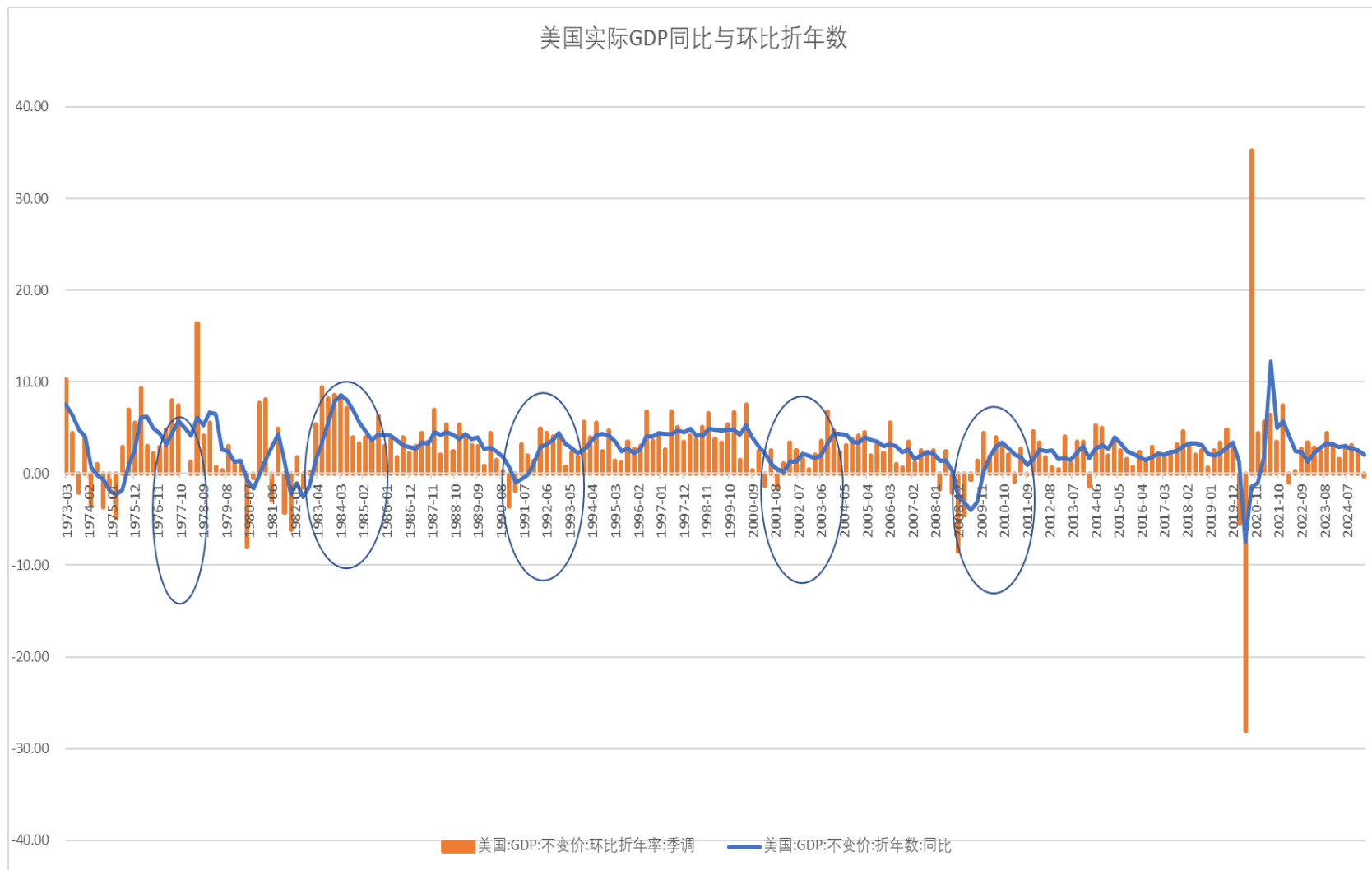
中国经济面临更直接的外部需求冲击，4 月制造业与非制造业新出口订单骤降，降幅堪比疫情冲击，不仅拖累货物贸易，更对货运、金融等服务行业形成连锁影响，经济下行压力实际高于美国。在此背景下，政治局会议明确以高质量发展为核心，通过“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”应对外部不确定性，强调底线思维与预案储备，同时保持“打谈结合、以战促和”的对美谈判主动权，释放出在转型中抵御风险的政策定力。

全球经济同步放缓特征显著，主要经济体 PMI 在 2025 年 4 月多数重回收缩区间，仅欧元区略有回升，显示需求疲软成为共性挑战。大类资产表现反映市场对风险再定价：黄金因避险需求走强，原油等能源资产受供给冲击承压；美股在政策预期修复中率先反弹，港元触及强兑换保证并获金管局干预，凸显资本对中国资产的阶段性青睐。值得关注的是，中证 500、中证 1000 等指数在财报风险释放后，因盈利韧性与估值优势展现较大修复空间，成为资产配置中的潜在亮点。

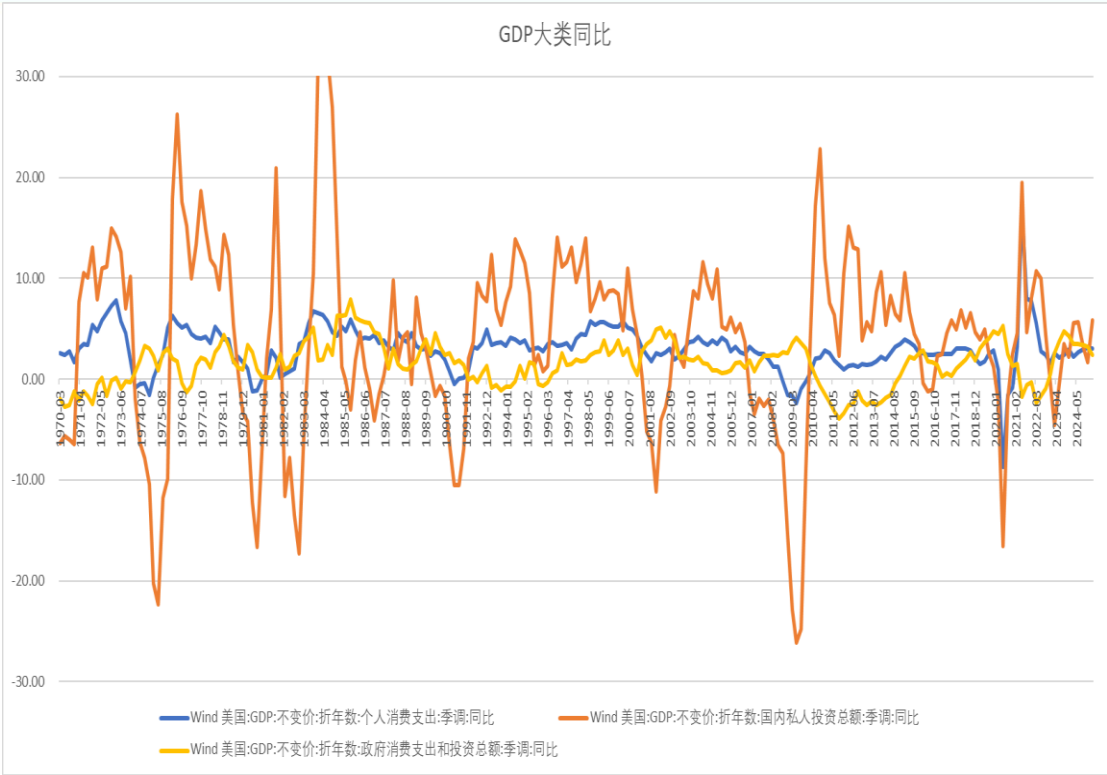
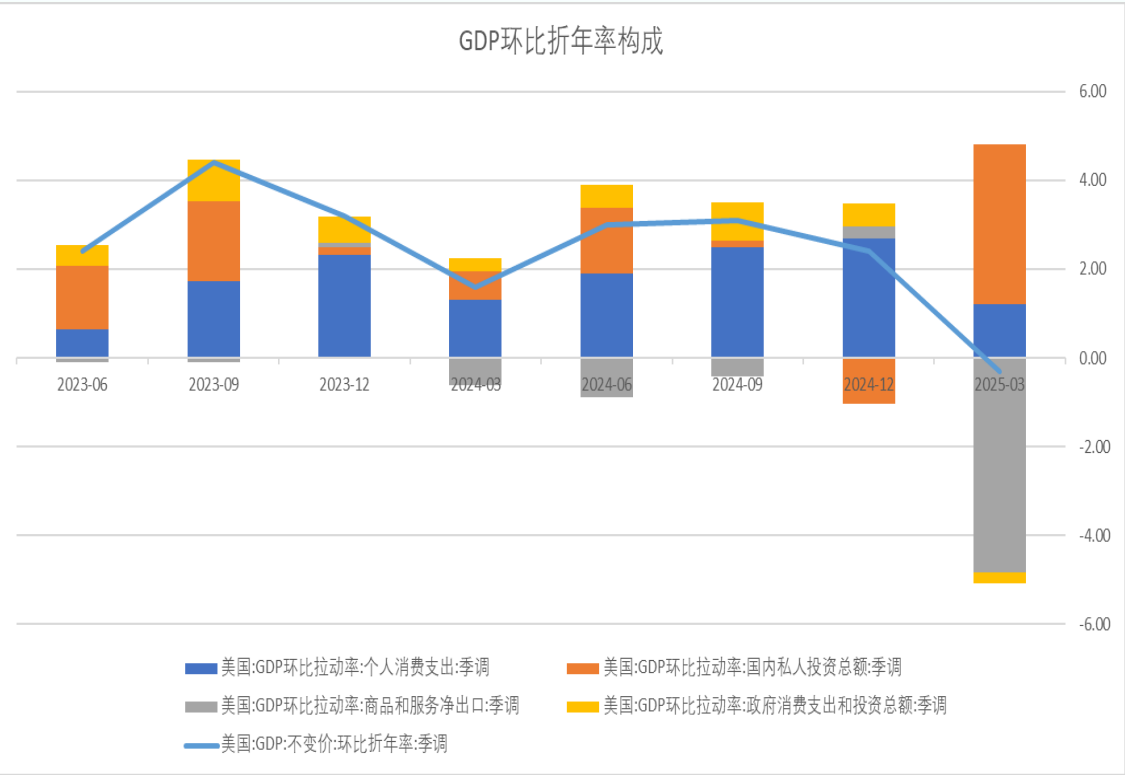
总体来看，经济下行是中美共同面对的主基调，美国政策从激进转向务实妥协，中国则在转型与稳增长间寻求平衡。随着关税摩擦边际缓和与市场风险偏好修复，全球资产定价逻辑正从“避险”向“修复”切换，具备内生增长动力与政策托底的领域或将率先走出调整，为投资者提供结构性机会。

美国GDP步入收缩

2025年Q1季度美国GDP环比折年率-0.3%，Q2季度是受关税战冲击最严重的时期，大概率继续收缩，符合美国经济研究局衰退的定义了。形式比人强，特朗普发动对等关税以来，从暂停对等关税实施，到表示无意解雇鲍威尔，到包括电子产品等各个品类不断豁免，特朗普显然从强势变成了逐步退缩。



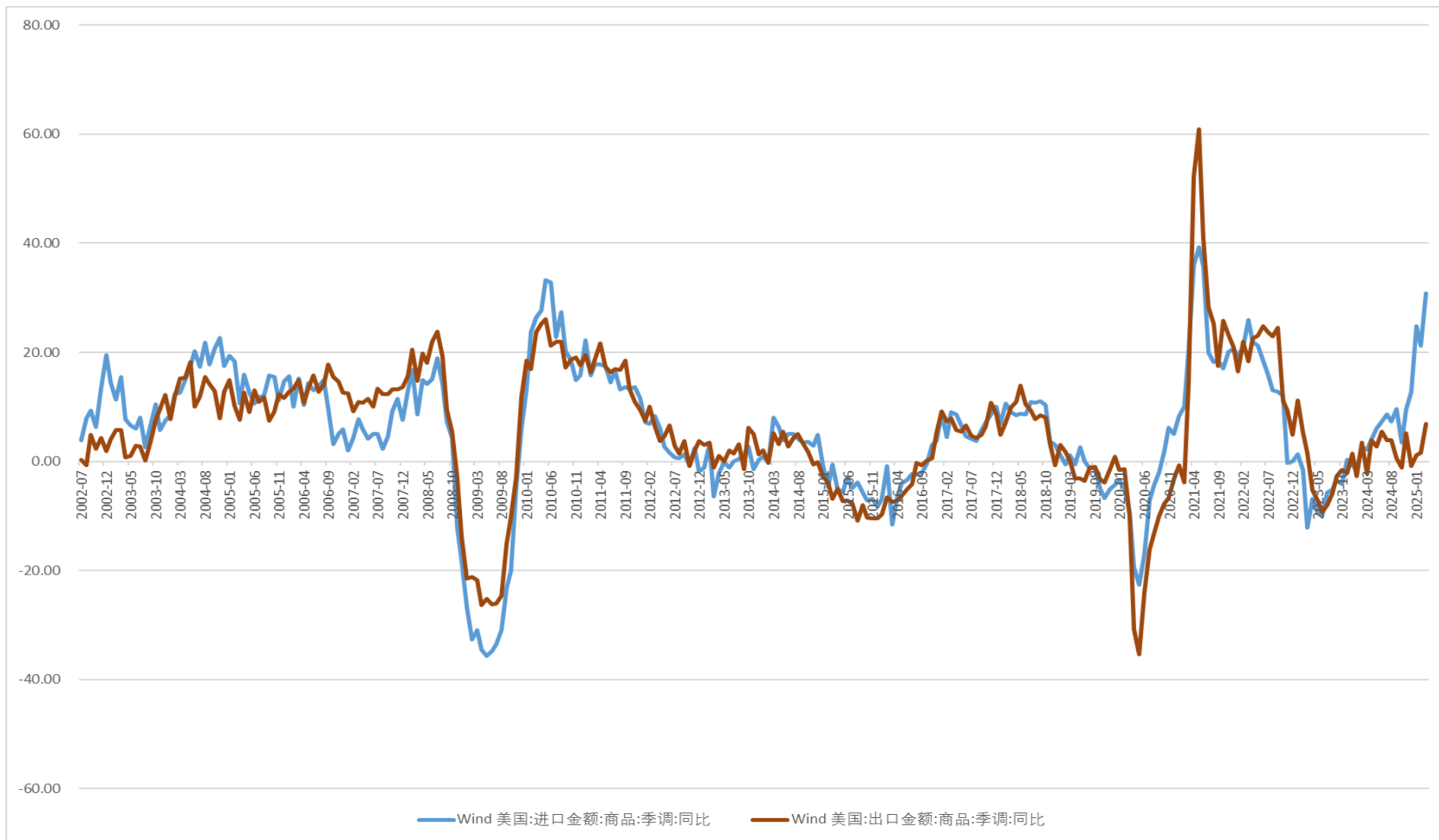
美国GDP构成



2025年Q1季度GDP贡献率最大的是投资，拖累最大的净出口。同比来看，私人投资同比增速维持较高水平，而消费增速和政府支持放缓。

美国进出口数据异常

受特朗普关税战影响最大的当然是进出口，3月出口增速高达30%，前两次如此高增速分别对应着2009年和2021年，都是危机后大幅刺激所致。本轮显然来自于人为的供应冲击，明显表现为抢出口，不可持续。



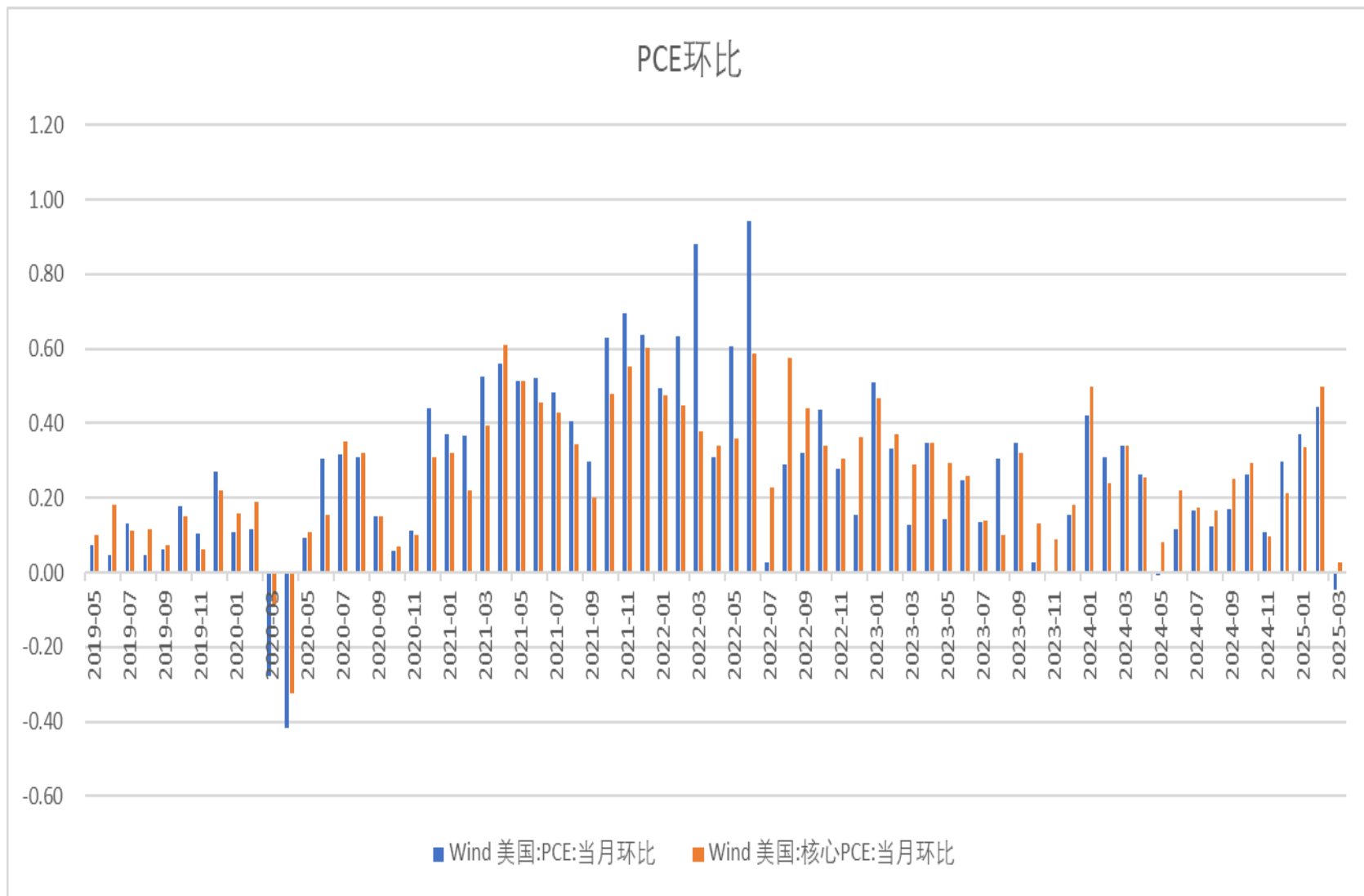
美国PCE指数



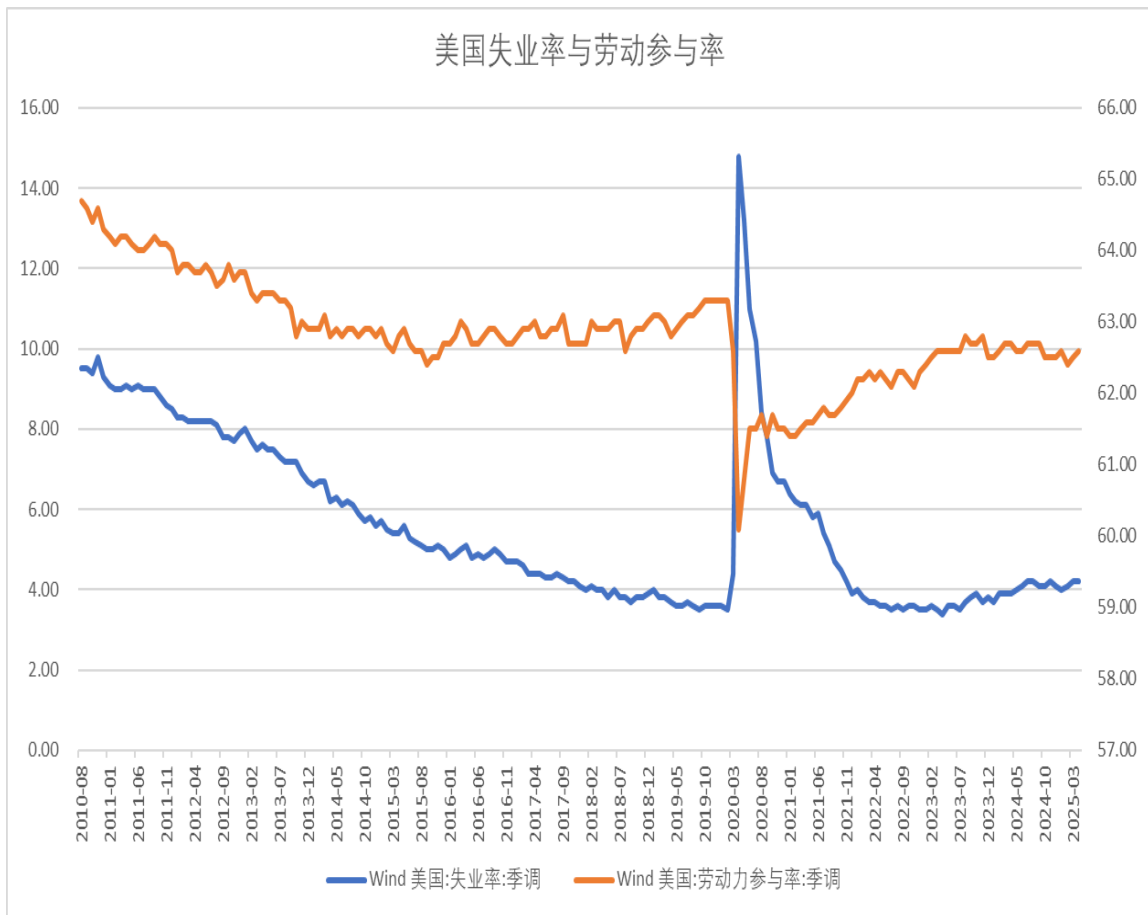
紫金天风期货

立足产业 研究驱动

3月份美国PCE显著下降，同比2.29%，环比为负，如果没有特朗普的对等关税，美国通胀持续下降基本成定局，美联储降息也会恢复，但是当前关税冲击尚未提现到通胀数据当中，美联储持有观望态度。特朗普不断放缓的对等关税与赦免，通胀上行压力也将放缓。



数据来源：Wind



2025年4月美国非农就业基本稳定，失业率维持4.2%，职位空缺数继续下降，初次申请失业金人数小幅上升。就业基本维持稳定，美联储有理由继续观望。

市场对美联储降息幅度预测

经济数据公布后，市场对美联储今年降息幅度的预测回升了20个基点，5月降息几无可能，6月要视数据情况。

【宏观】当下到2025.12FOMC的降息幅度预测

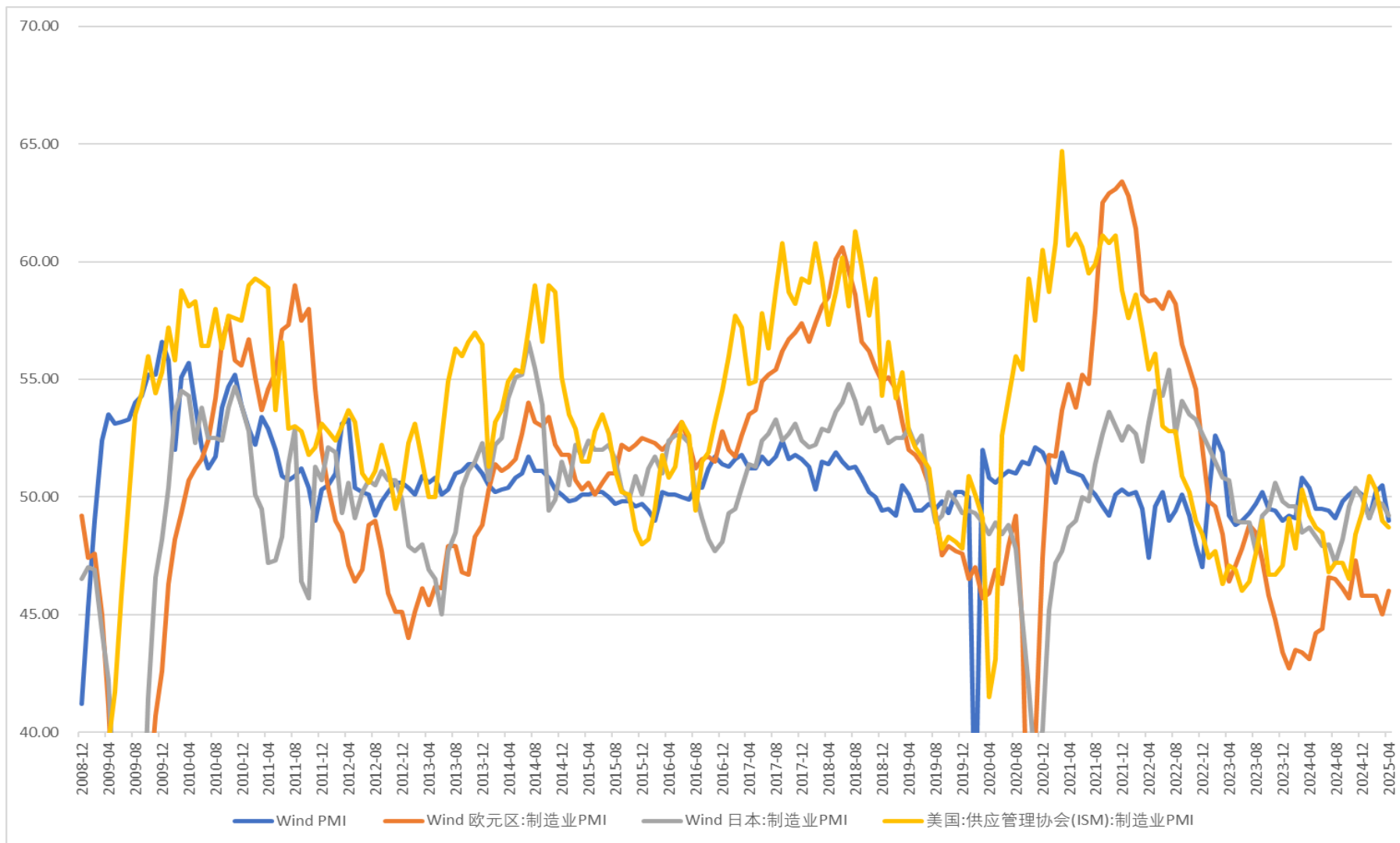


—○— 当下到2025.12 FOMC的降息幅度预测

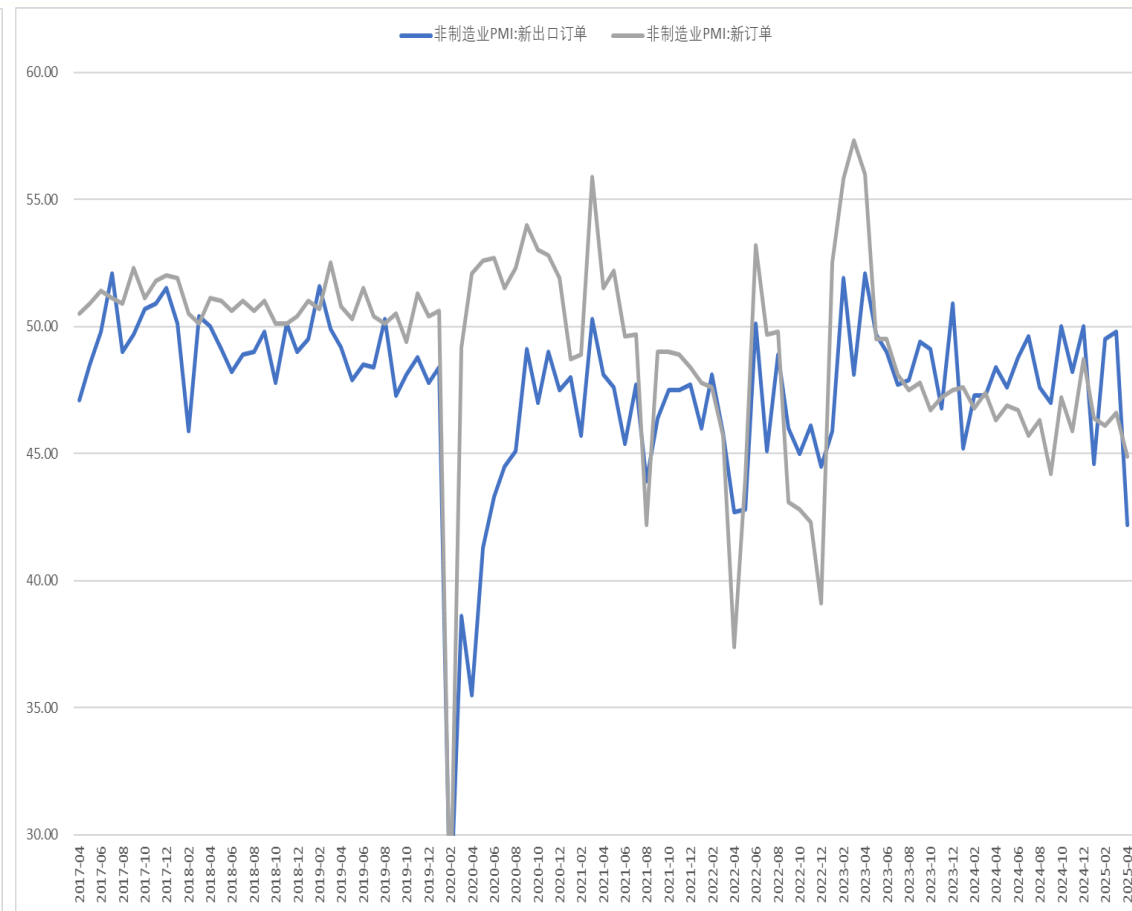
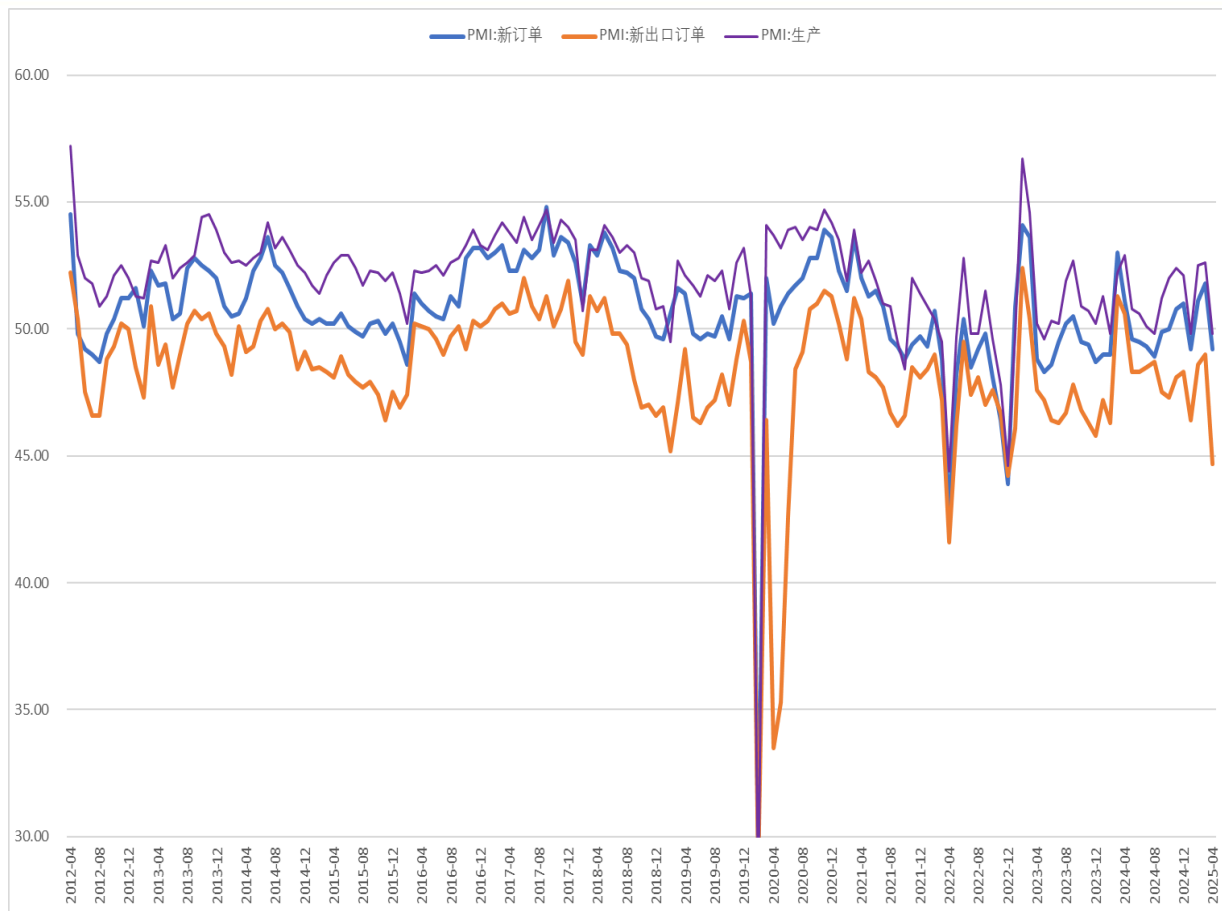


4月主要经济体PMI

2025年4月主要经济体PMI都处于收缩状态，中美日短暂扩张后都重新向下进入收缩区间，欧元区有所回升。全球经济放缓是主要趋势。



中国PMI新出口订单跳水



4月中国制造业和非制造业新出口订单都大幅下降，降幅类似于疫情的冲击。非制造业新出口订单的大幅下降证实了对美出口不是单一的需求，它会拖累一系列相关的货运、保险、金融、信息服务、项目建设等需求。通常来说，需求端的下降在供应链上会向上游逐渐放大，中国经济下行压力肯定高于美国。

政治局工作会议偏向高质量发展

4月25日政治局会议总基调不在加大刺激力度，而是强调“着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，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。”以底线思维和预案储备来应对外部冲击。随后政治局就加强人工智能发展和监管进行第二十次集体学习，坚持自立自强 突出应用导向 推动人工智能健康有序发展。

政治局的定调说明一方面中国在提高对经济下行忍受力的阈值，促进经济转型为主，一方面于美国谈判仍有空间，五一期间表示正在评估与美国谈判的可行性。中国策略上 保持“打谈结合、以战促和” 的主动权。

对比维度	2024年12月会议	2025年4月会议
政策基调	超常规逆周期调节，首次转向宽松	底线思维+预案储备，应对外部冲击
财政重点	预期赤字率提升，未明确国债规模	加快专项债、1.3万亿特别国债发行
货币工具	适度宽松，预期降准降息	适时降准降息+结构性工具创新（科技、消费）
消费内需	全方位扩大内需，未细化措施	提高中低收入收入，清理限制性措施
产业方向	现代化产业体系，未明确重点	新质生产力、人工智能+、科技板债券
外部应对	防范外部冲击，未具体化	统筹国际经贸斗争，关税对冲（失业保险支持）
风险与民生	防范风险，未细化民生保障	化债+民生兜底（粮食、社保）

大类资产当中股指存在显著修复可能

4月份受对等关税冲击，大类资产表现最强的是黄金，表现最弱的是原油与能源。在特朗普不断退缩后，市场风险偏好不断修复，美股已经基本修复完毕，能源有新的供给冲击，美元跌幅放缓，人民币维持中性，但是值得关注的是港元首次触及强兑换保证，香港金融当局入市干预维持港元稳定。港元的强劲表明资本是流入中国资产的。大类资产当中，中证500中证1000等品种仍存在较大的修复空间，本身财报披露结束风险充分释放，值得重点关注。

大类资产涨跌幅%	万得代码	2025Q2 (截止 5/5)	2025Q1	2024Q4
comex金	gc.cmx	4.2738	20.5989	-1.0794
NASDAQ	ixic.gi	3.7796	-11.2255	6.5741
日元兑美元	usdjpy.fx	3.2498	4.3715	-10.5633
SP500	spx.gi	1.8945	-4.9956	2.5001
中国十债期货	t.cfe	1.0335	-0.6585	3.1340
生猪	lhfi.wi	0.9747	2.4073	-16.7069
人民币	usdcnh.fx	0.8033	0.6754	-5.0950
美十债期货	ty00.cbt	0.0281	2.2512	-5.2022
一线房地产指数	reii00.wi	0.0000	-0.6604	0.0159
中证农产品指数	h11062.csi	-1.6342	3.5112	-4.1926
上证50	000016.sh	-1.7382	-1.9536	4.4217
中证金属指数	h11063.csi	-2.1167	5.5780	-1.4956
沪深300	000300.sh	-3.6932	-2.7944	6.2431
美元指数	usdx.fx	-3.8365	-3.5572	8.0280
恒生指数	hsi.hi	-3.9354	15.3590	-2.7740
螺纹钢指数	rbfi.wi	-4.0013	-3.2605	-1.0720
LME铜	ca.lme	-4.3800	8.9787	-12.0311
万得商品指数	100001.CCI	-4.5034	2.9864	-0.7855
中证500	000905.sh	-4.8040	-0.6969	10.0750
中证1000指数	000852.sh	-5.0764	1.3134	15.9892
铁矿指数	ifi.wi	-7.6667	-3.2068	3.9060
中证化工品指数	h11064.csi	-8.3245	-4.0875	0.5420
中证能源指数	h11065.csi	-11.1159	-5.7581	4.7572
布伦特原油	b.ipe	-15.5443	0.9731	4.5988

数据来源：Wind

免责声明

本报告的著作权属于紫金天风期货股份有限公司。未经紫金天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为紫金天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于紫金天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但紫金天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且紫金天风期货股份有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，紫金天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与紫金天风期货股份有限公司及本报告作者无关。





紫金天风期货

立足产业 研究驱动

宏观蒋座

谢谢！

