

坚定看多中国资产 ——2025年宏观展望

2025年3月29日

• 研究员-赵嘉瑜 • 联系电话: 13686866941

• zhaojiayu@cmschina.com.cn • 执业资格号: Z0016776

目录

contents

01 大类资产的时空结论

02 动态研判的三个变量

03 期货市场的经营分析

目录

contents

01 大类资产的时空结论

02 动态研判的三个变量

03 期货市场的经营分析

逻辑：

- 1) Deepseek诱发新需求，引发对三驾马车范式的再思考
- 2) 产能由过剩逻辑转向新质逻辑（“脑”+“身”，海外或许有好“脑”，但没有“身”）
- 3) 通缩螺旋（房价、物价、股价）有一些缓解迹象
- 4) 针对中国的逆全球化 转向 美国的孤立主义
- 5) 国际政治环境变化

经济数据仍有待改善

做多中国

股票、利率、商品、外汇

仍是长久期优于短久期

股票（科技小盘 > 大盘）

>

商品（有色贵金属 > 黑色化工）

后续场景，观察 政府发债进度+社融/M1增速+企业存款和居民存款差值是否收窄+CPI/PPI是否修复

- 1) 现实仍偏弱——回归杠铃策略，红利/债以及科技，商品里头有色贵金属会更强
- 2) 现实走强——工业品期货（黑色弹性更高）和顺周期板块迎来机会
- 3) 无论如何，科技板块都会是贯穿全年的主线



1. 春节后到3月中下旬是很好的做多窗口——小盘占优，股债跷跷板，股票带动商品

- 1) 至少三个月的中美和平期（关税“以打促谈”）；
- 2) 三月的全国两会。

2. 当下——大盘估值，股债跷跷板，股票带动商品

- 1) 资金长期看好但短期畏高；
- 2) AH溢价最低到了128点多，过去130以下可随时调整；
- 3) 海外的带动：一是美股容易带崩国政策，4月报复性关税；
- 4) 财报季+经济现实验证。

3. 等待下一个时间点——大概率还是小盘占优，股债跷跷板，股票带动商品

- 1) 等价格；
- 2) 等驱动：外部利空兑现+经济好转/政策加码。

1. 股市和商品的关系：“同向”交易需求，“反向”交易供给和汇率
2. 当前未出现反向的条件，换言之，看好股市也不该看空商品，股市的短期调整也会带动商品的回落。



贵金属：持续看好黄金，白银或存在补涨空间。

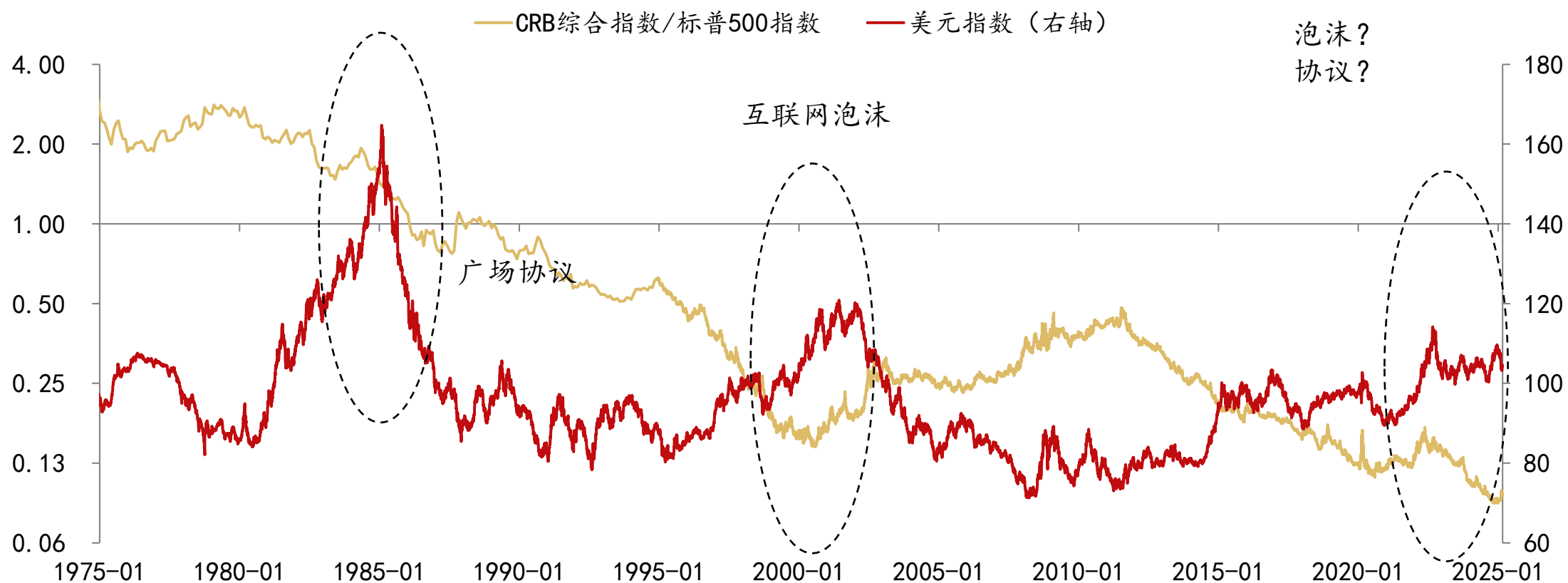
有色：看多，普遍存在供应瓶颈。继续看多铜（TC已经降为负值）、铝（被氧化铝拖累但自身基本面好）、锡（供应扰动且跟随半导体周期）、镍（矿成本持续上升）。

黑色建材：目前价格不看空。黑色（钢矿、玻璃纯碱）整体处于供需过剩中，后续最大变数是供给侧改革引发的上行风险，但时间不明确。

能化：原油、煤炭整体过剩，压制估值。但原油是变数，地缘因素（上行风险）与美国经济（下行风险）。下游来看，芳烃链（PTA等）基本面较强。

农产品：生猪鸡蛋以及油脂油料整体依旧供应宽松，需求偏弱。当下的扰动项是美国大豆似乎会降低种植面积。

美国抢铜等资源，中国收储购金背后的意涵？



I 继续看好黄金——对比1970-1980年代

- 长期下跌的两个条件还未形成：1. 经济增长 cover 债务增长：科技革命且对GDP明显正贡献；2. 美国财政可持续；
- 前者是慢变量，但起到决定性作用。后者可跟踪，如果看到美国可以坚决地削财政赤字，那么黄金上涨的基础就动摇了。
- 地缘因素只构成短期影响。



- 保证金交易，自带杠杆：目前 $12\%+x\%$ （交易所+期货公司），春节20%（5倍杠杆）
- 每日结算：每天计算盈亏
- 有涨跌停板：目前6%
- 黄金期货市场规模：持仓最高达1000吨黄金（24.05.20），目前360吨左右，对应货值2300亿，单边保证金规模295亿（ $360*1000*1000*680*12\%$ ）
- 期货参与主体：矿山、冶炼厂、贸易商、终端、私募、银行、券商自营、个人投资者
- 其他期货产品：场内期权&场外期权（投资者适当性）
- 银行利用场外期权做结构型理财产品

黄金期货合约

上海期货交易所黄金期货标准合约

交易品种	黄金
交易单位	1000克/手
报价单位	元（人民币）/克
最小变动价位	0.05元/克
每日价格最大波动限	不超过上一交易日结算价±3%
合约交割月份	最近三个连续月份的合约以及最近13个月以内的双月合约
交易时间	上午9:00—11:30，下午1:30—3:00和交易所规定的其他交易时间
最后交易日	合约交割月份的15日（遇法定假日顺延）
交割日期	最后交易日后连续五个工作日
交割品级	金含量不小于99.95%的国产金锭及经交易所认可的伦敦金银市场协会（LBMA）认定的合格供货商或精炼厂生产的标准金锭（具体质量规定见附件）
交割地点	交易所指定交割金库
最低交易保证金	合约价值的4%
交割方式	实物交割
交易代码	AU
上市交易所	上海期货交易所

- 2022年10月、2023年10月和2025年1月人民币贬值压力的减缓跟外部环境（欧美之间对比）有关。
- 关税加征的程度会影响汇率的准绳，但目前20%的关税不足以挣脱即期汇率7.35的绳索，而国内经济的表现也不足以让人民币破7。
- 人民币依旧运行在7.0-7.3的区间中。



目录

contents

01 大类资产的时空结论

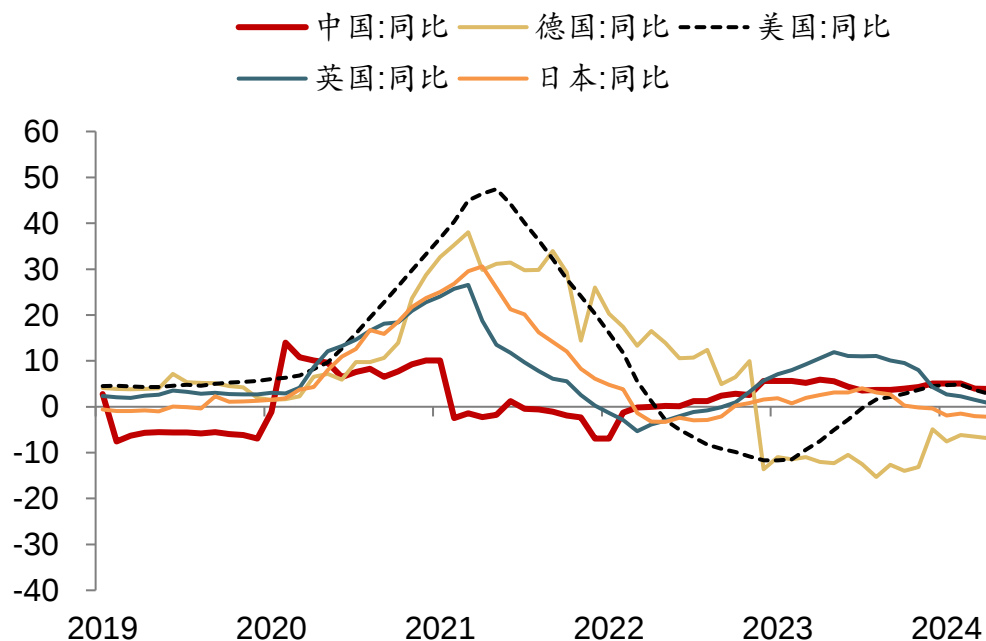
02 动态研判的三个变量

03 期货市场的经营分析

1. 财政决定了全球各国经济表现差异。1) 美国：财政发力抵消货币收缩；2) 欧洲：走出俄乌冲突的泥淖，占GDP1%左右的能源补贴被释放；德国与法国的变局；欧盟突破财政纪律扩大军费支出。3) 中国：财政赤字率的提升。4) 日本：“三支箭”的财政赤字货币化走出通缩

2. 财政与贸易的联动看国际变局： $Y = C + I + G + (X - M) = C + S + T \Rightarrow M - X = (I - S) + (G - T)$
贸易赤字 财政赤字

各国财政支出滚动同比（12月滚动求和，%）



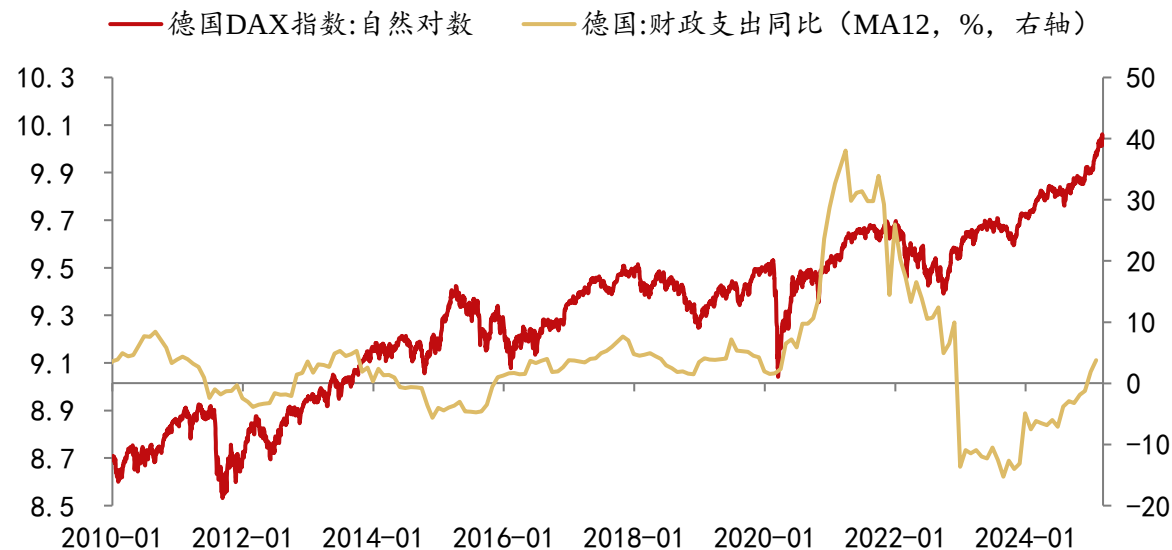
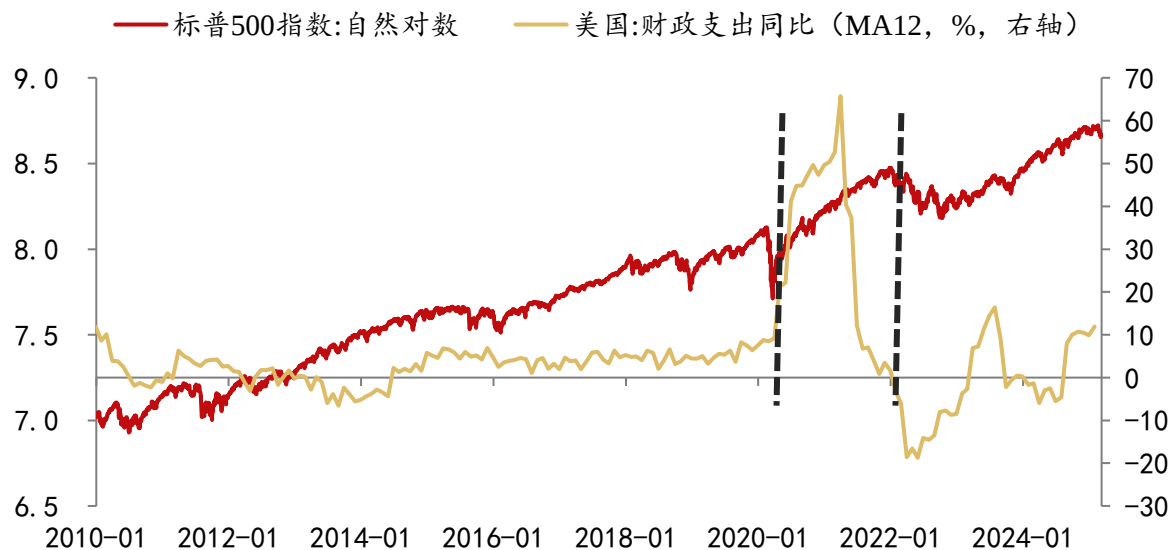
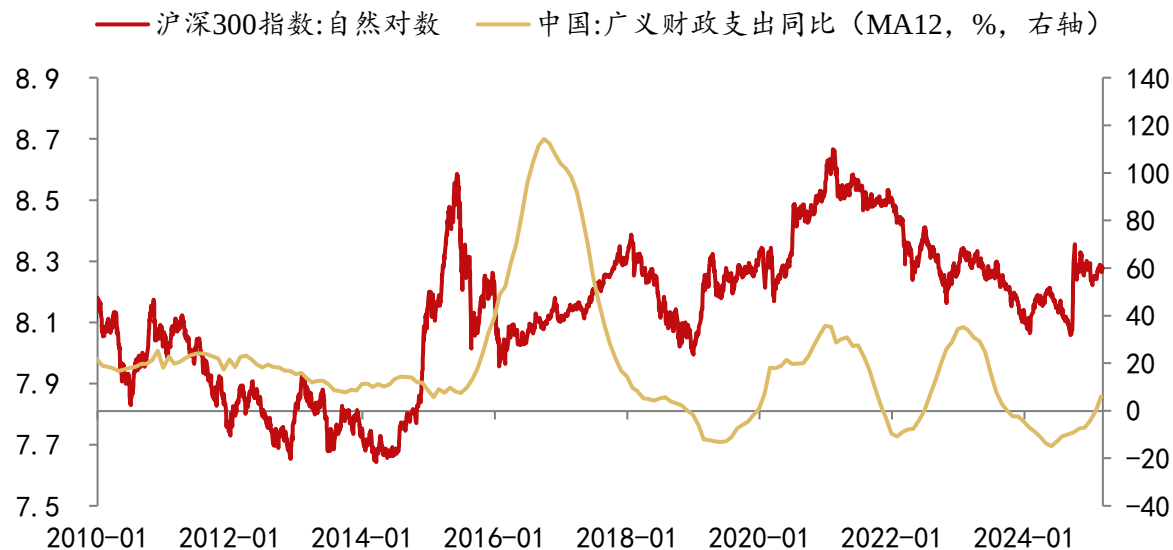
宏观杠杆率	美国	中国	日本	欧元区	IMF风险线
居民部门	70.70	62.10	65.40	52.20	60.00
企业部门	75.20	142.50	116.70	102.10	90.00
政府部门	111.70	87.40	218.00	88.00	100.00

2020年来，铜与美国财政支出相关性在增强



螺纹钢对中国财政支出的增速也保持敏感





- 提高赤字率：预算赤字率3%→4%，广义赤字率6.6%→8.4%。（其中特别国债方面略低于预期，其他持平预期）
- 降低通胀目标：3%→2%。
- 其他目标变动不大。

图表1：历年两会主要目标对比

目标	较上年变化	2025年	2024年	2023年	2022年
GDP增速	持平	5%左右	5%左右	5%左右	5.5%左右
单位GDP能耗	降低	降低3%左右	降低2.5%左右	继续下降	“十四五”内统筹考核
财政					
赤字率	提高	4%左右	3%	3%	2.8%左右
赤字规模年初目标	增加	5.66万亿元	4.06万亿元	3.88万亿元	3.37万亿元
专项债规模	增加	4.4万亿元	3.9万亿元	3.8万亿元	3.65万亿元
增发国债规模	增加	1.3万亿元超长期特别国债, 5000亿元特别国债	1万亿元超长期特别国债	年底增发1万亿元特殊国债	
就业					
城镇调查失业率	持平	5.5%左右	5.5%左右	5.5%左右	5.5%以内
城镇新增就业	持平	1200万人以上	1200万人以上	1200万人左右	1100万人以上
金融物价					
CPI增速	降低	2%左右	3%左右	3%左右	3%左右
M2与社会融资	持平	同经济增长、价格总水平预期目标相匹配	同经济增长和价格总水平预期目标相匹配	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配

I 欧洲——“ReArm Europe”能带来多少财政增量？

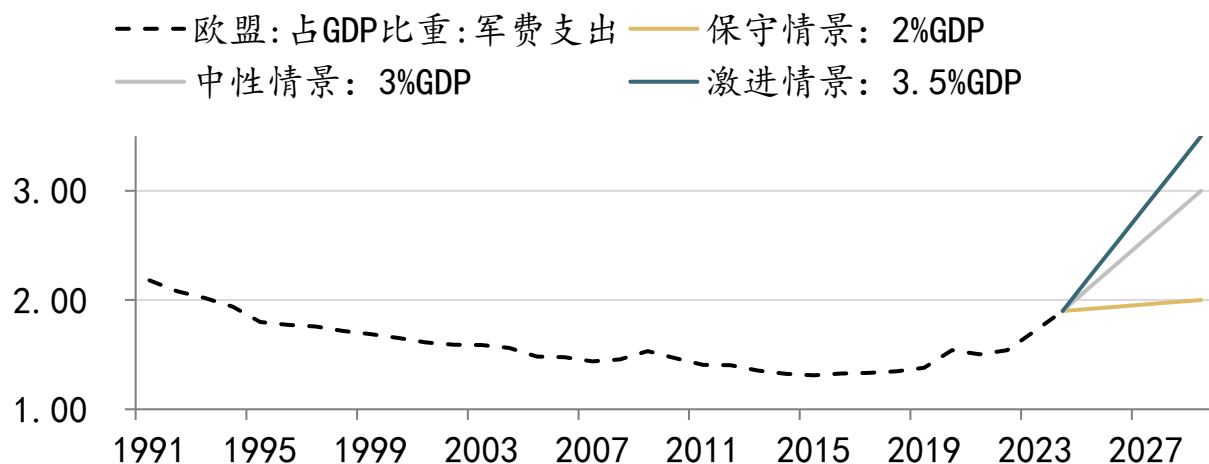
当地时间3月4日，欧盟委员会主席冯德莱恩提出“重新武装欧洲”（ReArm Europe）倡议，该倡议旨在建设一个更安全、更具韧性的欧洲。倡议预计占用未来4年赤字8,000亿欧元，为2024年欧元区GDP的5%。

该倡议实际落地过程面临一系列问题，评估财政增量需要分情景来看：

- 保守情景：未来5年将国防开支提升到2% GDP的目标——与2014年北约峰会的设定一致。
- 中性情景：未来5年将国防开支提升到3% GDP的目标——参考德国最新的国防政策调整，也与倡议所言接近（目前的国防开支为1.9% GDP， $1.9\% + 5\%/4 = 3.125\%$ ，略高于3%）。
- 激进情景：未来5年将国防开支提升到3.5% GDP的目标——参考美国的国防开支（3.43%）。

财政乘数有多大？分两种场景——低乘数0.4，高乘数0.8。在高乘数、激进情景下，对欧元区GDP增速的拉动约为1.28%。

2024年，欧美真实GDP增速差距约2%，国防开支或能大大缩小二者的差距。



对GDP增速的拉动	保守情景	中性情景	激进情景
低乘数 (0.4)	0.04%	0.4%	0.64%
高乘数 (0.8)	0.08%	0.8%	1.28%

- 赤字 = 收入减少/支出增加，二者对美国企业都是利好
- 上一次货币和财政的双紧发生在大萧条之前
- 长期行为（加杠杆+套息）的扭转，容易诱发危机

Treasury Secretary Scott Bessent on Friday acknowledged some signs of weakness in the U.S. economy.

“Could we be seeing that this economy that we inherited starting to roll a bit? Sure. And look, there’s going to be a natural adjustment as we move away from public spending to private spending,” Bessent said on CNBC’s “[Squawk Box](#).”

“The market and the economy have just become hooked. We’ve become addicted to this government spending, and there’s going to be a detox period,” he added.

During an interview on Fox News "Sunday Morning Futures," Trump was asked if he is expecting a recession this year after the Atlanta Federal Reserve projected negative GDP growth for the first quarter of 2025.

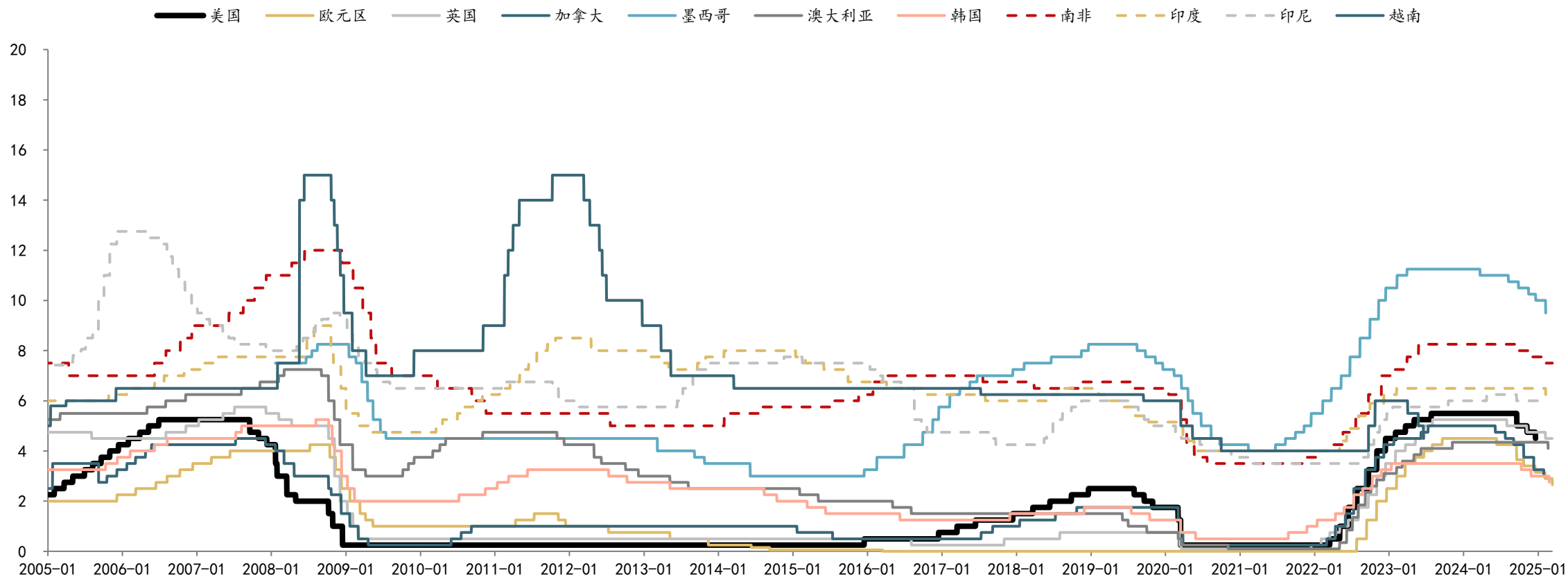
"I hate to predict things like that," Trump responded. "There is a period of transition, because what we're doing is very big. We're bringing wealth back to America. That's a big thing, and there are always periods of, it takes a little time. It takes a little time, but I think it should be great for us."

He was pressed on his hesitation to strike down the possibility later Sunday as he spoke with reporters on Air Force One.

"Ill tell you what, of course you hesitate. Who knows? All I know is this: Were going to take in hundreds of billions of dollars in tariffs, and were going to become so rich, youre not going to know where to spend all that money," he said. "Im telling you, you just watch. Were going to have jobs. Were going to have open factories. Its going to be great."

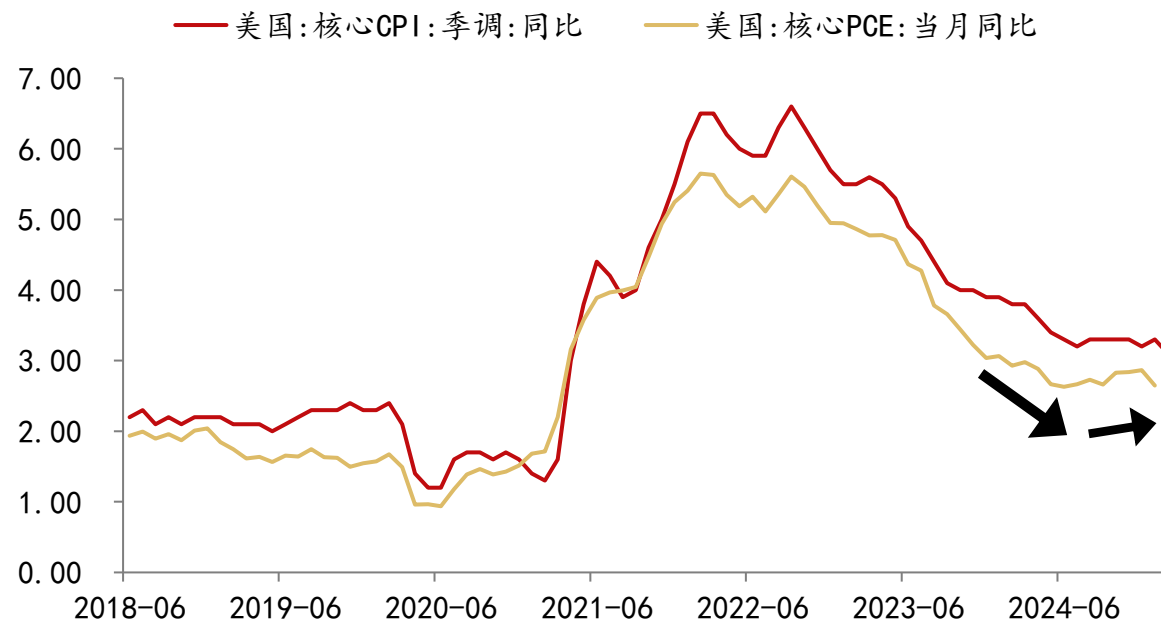
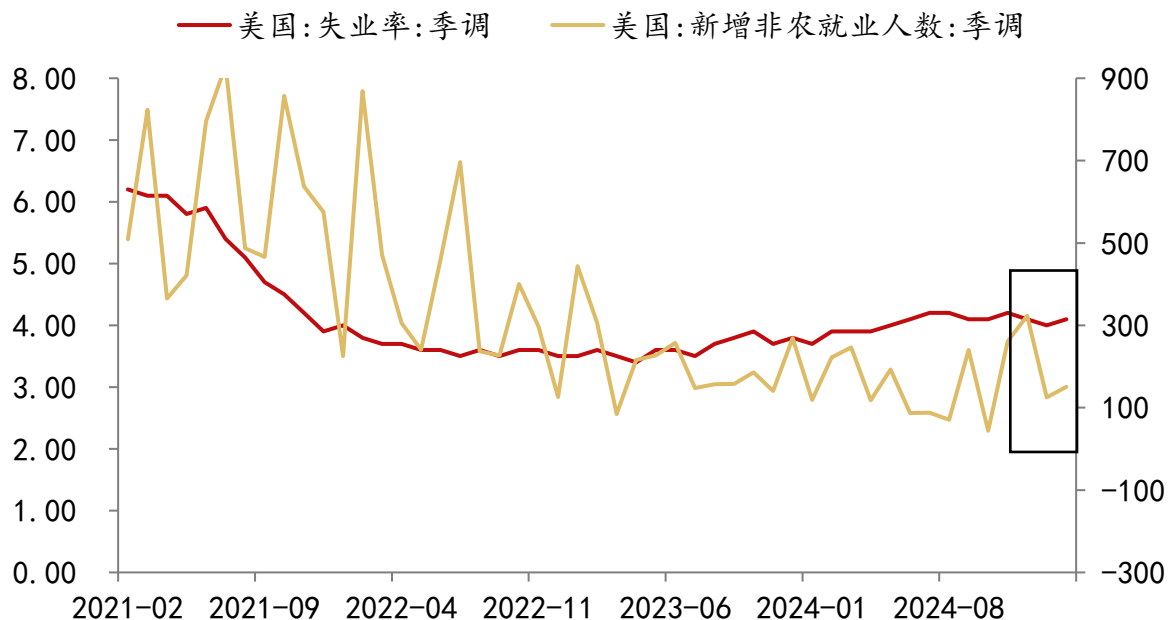
观察变量二——美国能给全球多大的利率空间

1. 联邦政府与美联储打架听谁的？暂时还是听美联储的
2. 目前的基准研判是全年降息2次（第一次在6月）
3. 本轮发展中国家较美国没有更大的降息空间
4. 衰退型降息和预防性降息，对于资产表现有巨大差异，目前还是后者，但有往前者走的倾向



I 美国：经济侧-滞胀将成为市场主旋律

- 经济有放缓迹象
- 再通胀会成为后续市场的主旋律：CPI的下行趋势中止，通胀再抬头的风险不容忽视

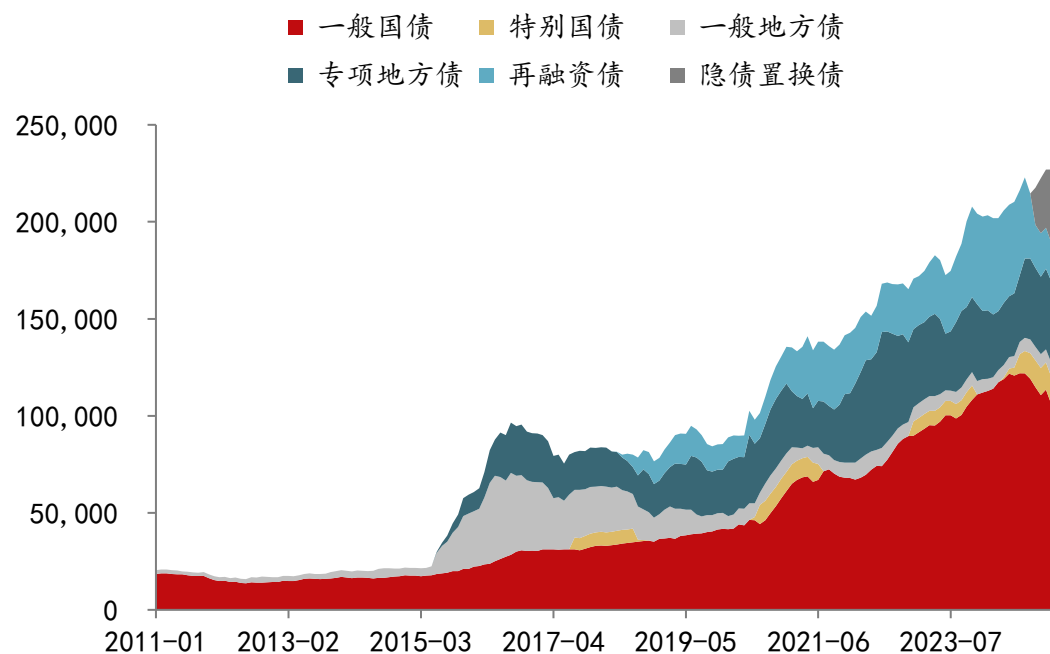


	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.6%	88.4%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	58.5%	34.4%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	28.3%	48.6%	20.2%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	17.6%	40.1%	32.1%	8.5%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	6.8%	24.8%	37.5%	24.5%	5.8%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.5%	15.2%	30.7%	31.5%	15.8%	3.1%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	5.3%	17.6%	30.8%	29.1%	13.8%	2.6%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.2%	2.0%	8.7%	21.3%	30.3%	24.9%	10.7%	1.9%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.5%	2.8%	10.2%	22.4%	29.7%	23.1%	9.6%	1.7%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.1%	0.8%	4.0%	12.1%	23.5%	28.7%	21.0%	8.4%	1.4%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.2%	1.1%	4.7%	13.2%	24.0%	27.9%	19.8%	7.7%	1.3%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.3%	1.4%	5.5%	14.2%	24.3%	27.2%	18.7%	7.2%	1.2%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.2%	1.3%	5.1%	13.4%	23.4%	27.0%	19.5%	8.2%	1.7%	0.1%
2026/12/9	0.2%	0.9%	3.7%	10.4%	19.8%	25.7%	22.2%	12.3%	4.1%	0.7%	0.0%

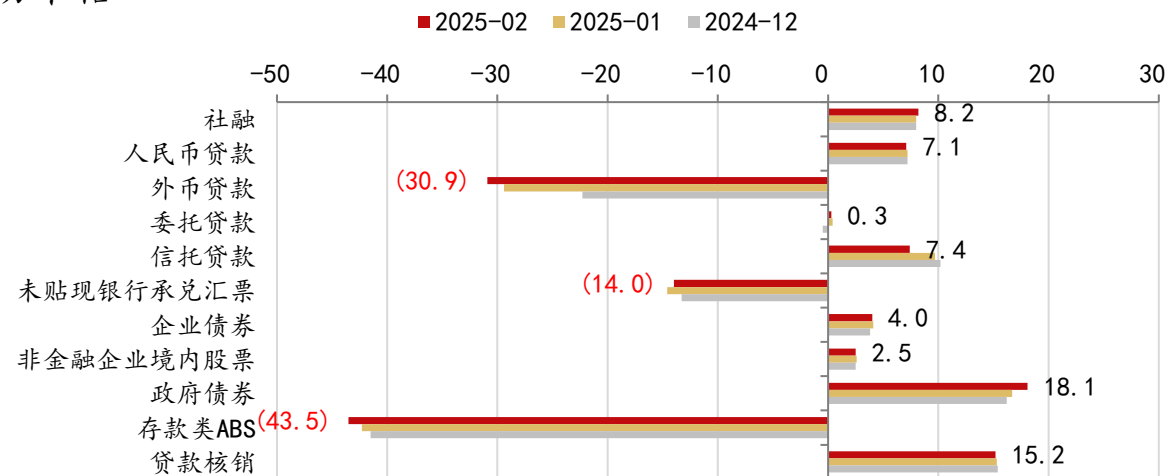
观察变量三——国内经济现实-社融和贷款结构

- 2月社融同比+8.2%，其中政府债券+18.1%，政府债务带动下信贷或进入扩张周期。
- 企业贷款久期仍偏短，信心恢复仍需要时间。
- 先要看到企业短期贷款有起色。

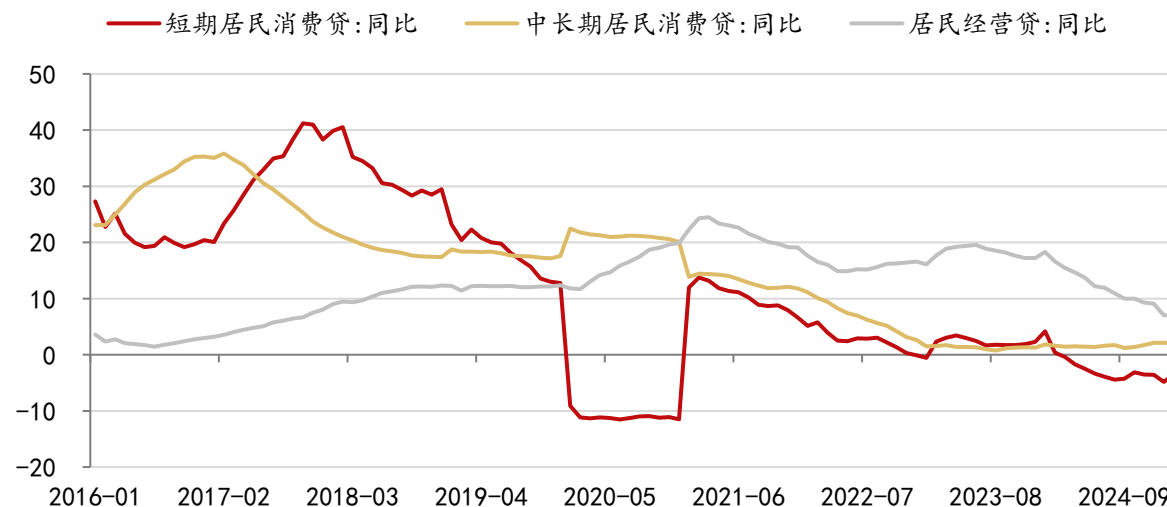
滚动12月政府债务：新发（单位：亿元）



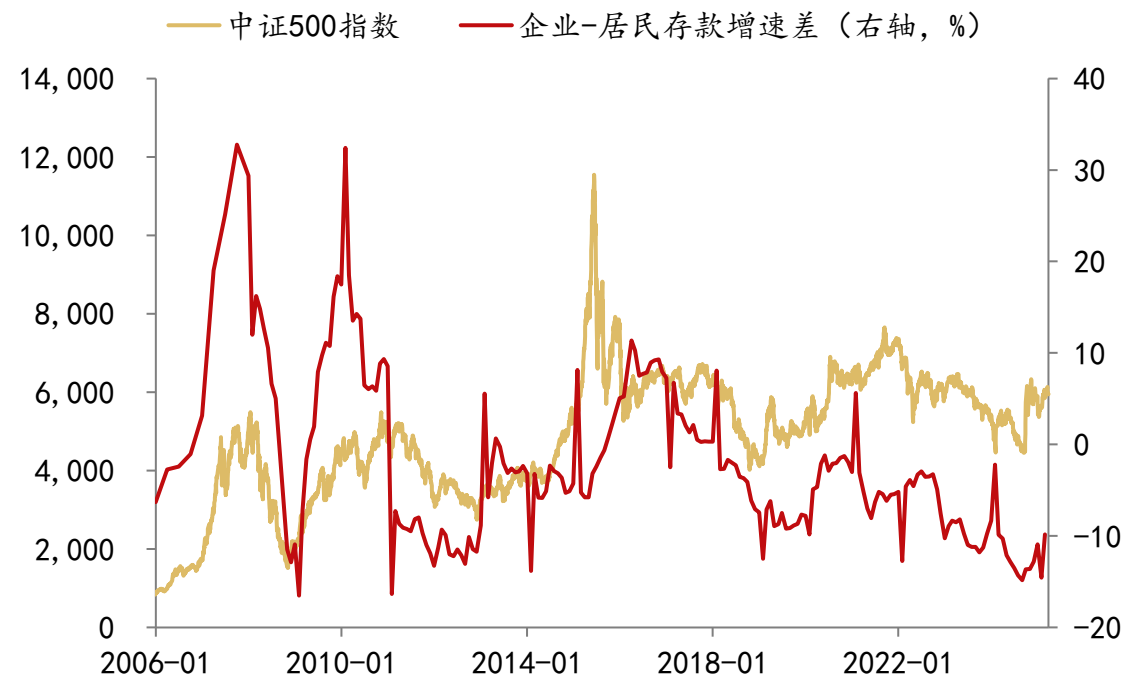
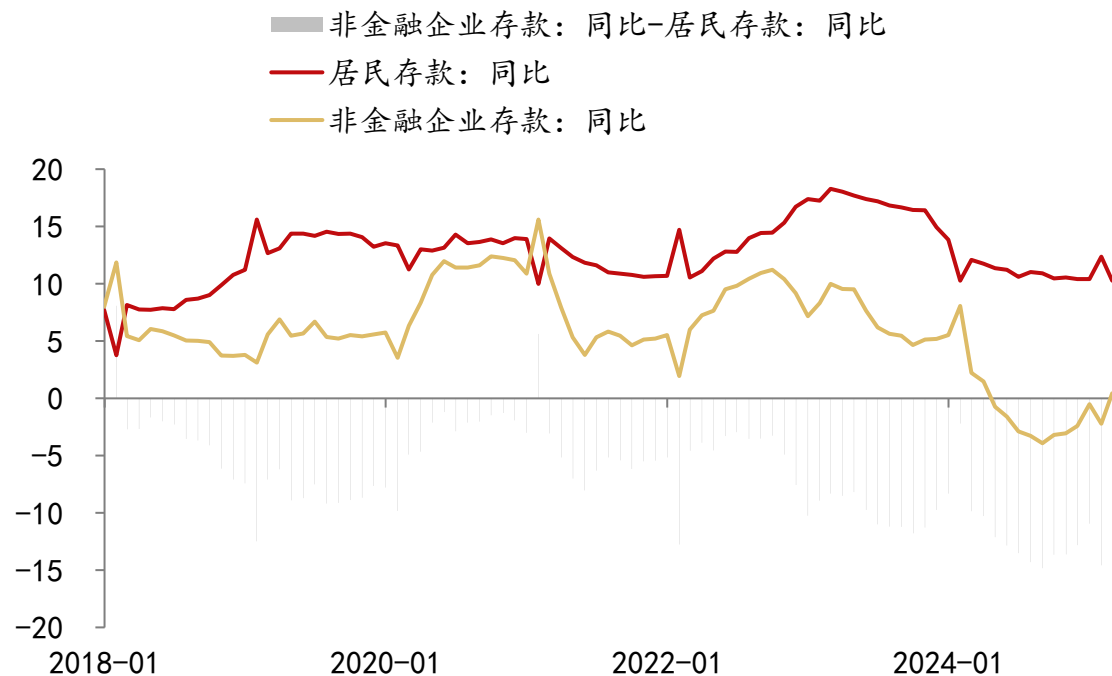
社融及分项同比

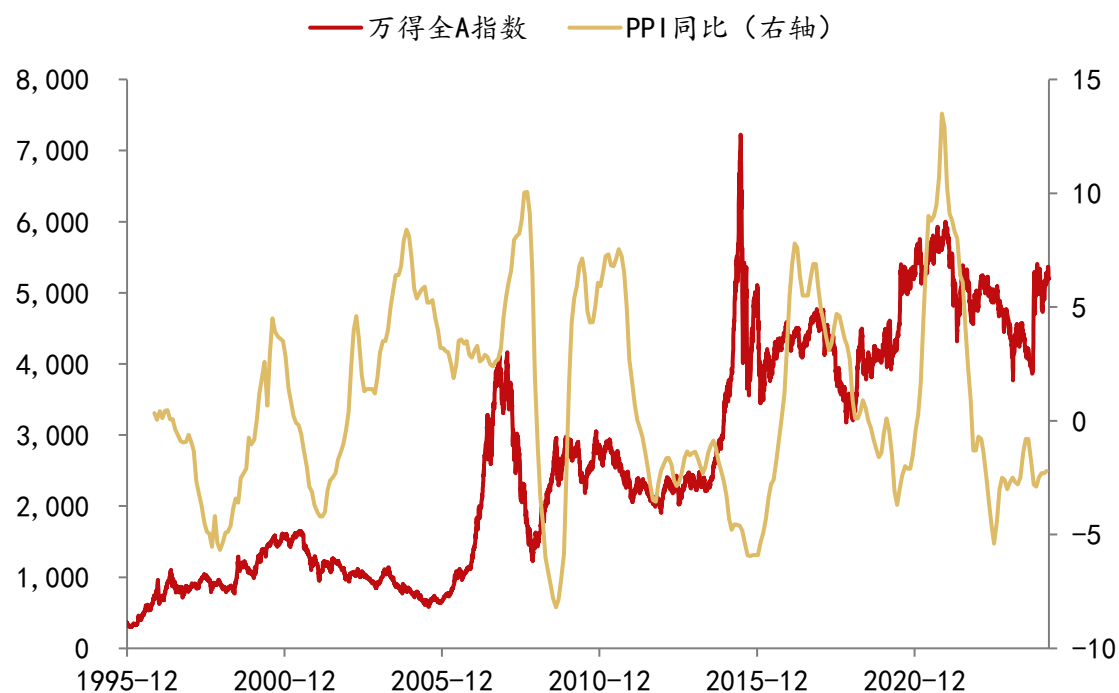
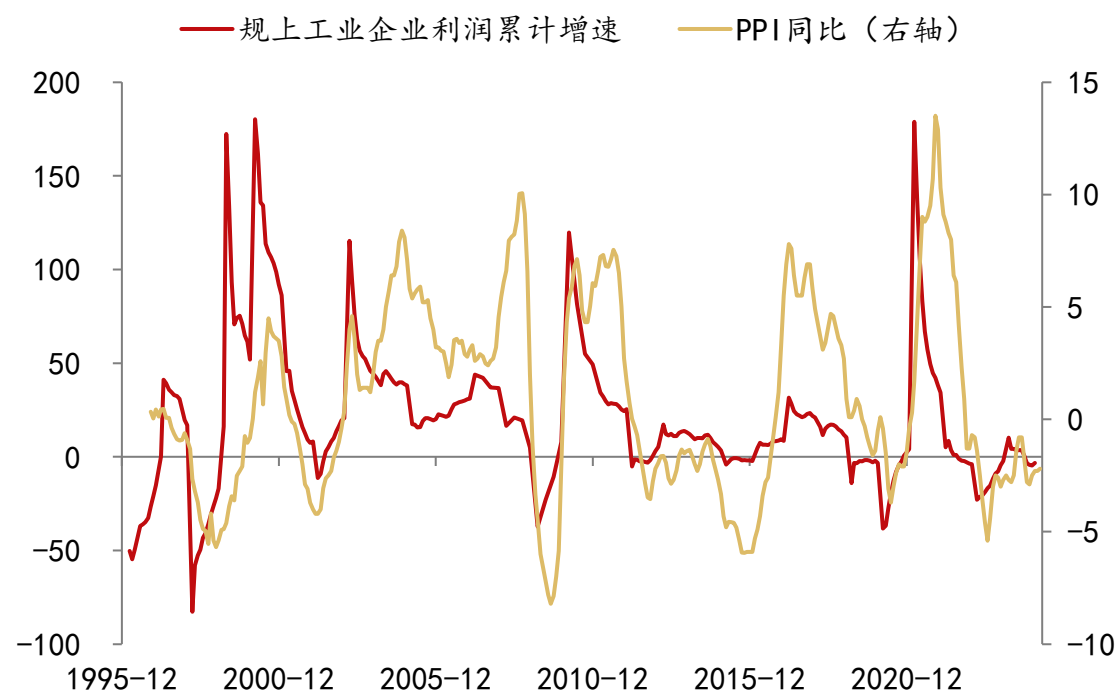


居民贷款结构



I 居民、企业存款是否收窄





目录

contents

01 大类资产的时空结论

02 动态研判的三个变量

03 期货市场的经营分析

■ 市场交易量：2025年1-2月，市场交易量同比增长17.2%

CMF招商期货

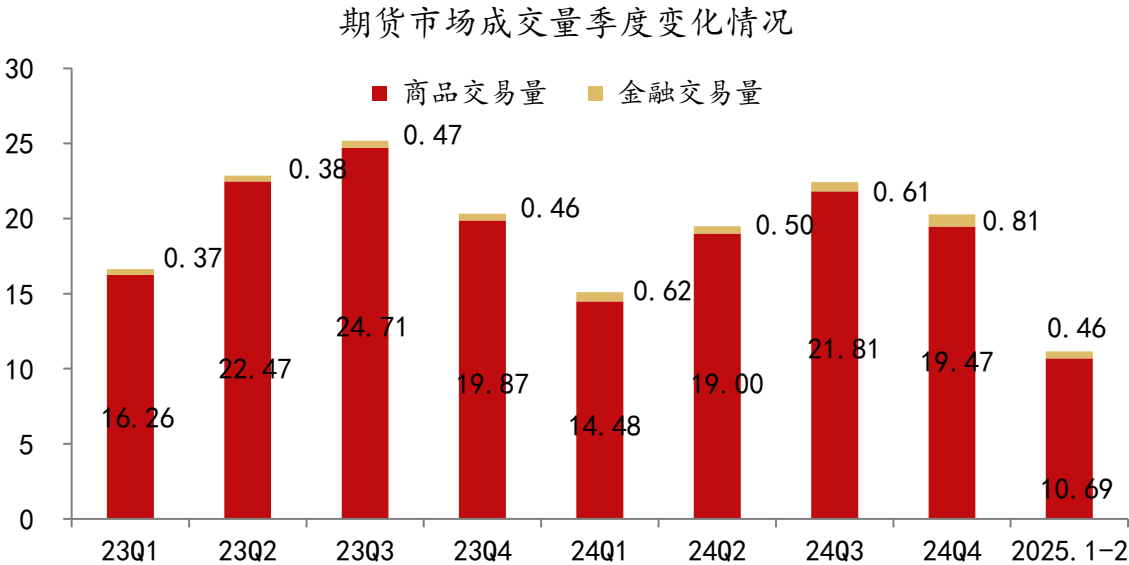
- 2025年1-2月，国内期货市场总成交量11.2亿手，同比增长17.2%，其中：商品成交量10.7亿手，同比增长27.0%；金融成交量0.4亿手，同比增长10.5%。
- 2024年4季度，国内期货市场总成交量20.7亿手，环比下降11.5%，同比下降1.7%，其中：

✓ 商品成交量19.5亿手，环比下降10.7%，同比下降2.0%；

✓ 金融成交量0.8亿手，环比增长33.9%，同比增长76.8%。

2025年1-2月期货交易市场成交情况

单位：亿手	25年1-2月	24年1-2月	同比变化
期货市场总成交量	11.15	9.52	17.2%
其中：商品成交量	10.69	8.42	27.0%
金融成交量	0.46	0.42	10.5%



市场成交金额：2025年1-2月，市场成交金额同比增长34.7% 招商期货

■ 2025年1-2月，国内期货市场总成交金额100.4万亿，同比增长34.7%，其中：

- ✓ 商品成交总金额61.8万亿，同比增长34.0%
- ✓ 股指成交总金额23.7万亿，同比增长22.3%
- ✓ 国债成交总金额9.1万亿，同比增长65.7%

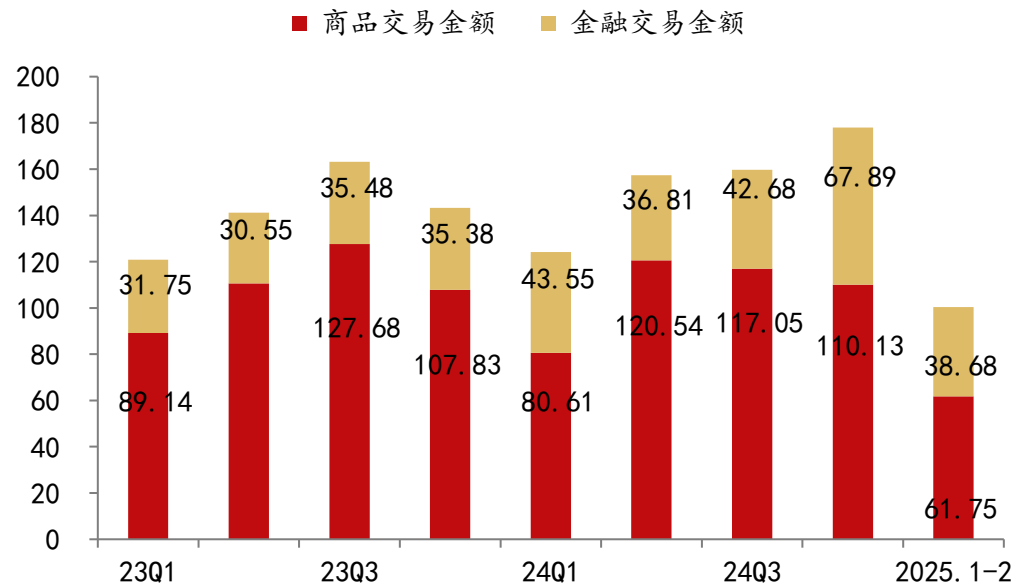
■ 2024年4季度，国内期货市场成交总金额178.0万亿，环比增长11.6%，同比增长24.4%，其中：

- ✓ 商品成交总金额110.1万亿，环比下降5.9%，同比增长2.1%
- ✓ 金融成交总金额67.9万亿，环比增长59.1%，同比增长91.9%

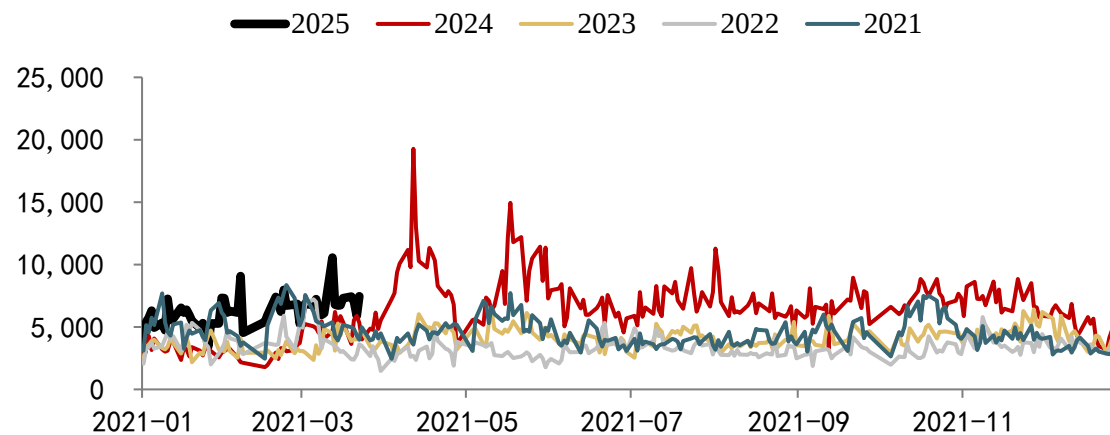
2025年1-2月期货市场成交金额总体情况

单位： 万亿	25年1-2月	24年1-2月	同比变化
期货市场总成交金额	100.4	74.6	34.7%
其中：商品成交金额	61.8	46.1	34.0%
股指成交金额	23.7	19.4	22.3%
国债成交金额	15.0	9.1	65.7%

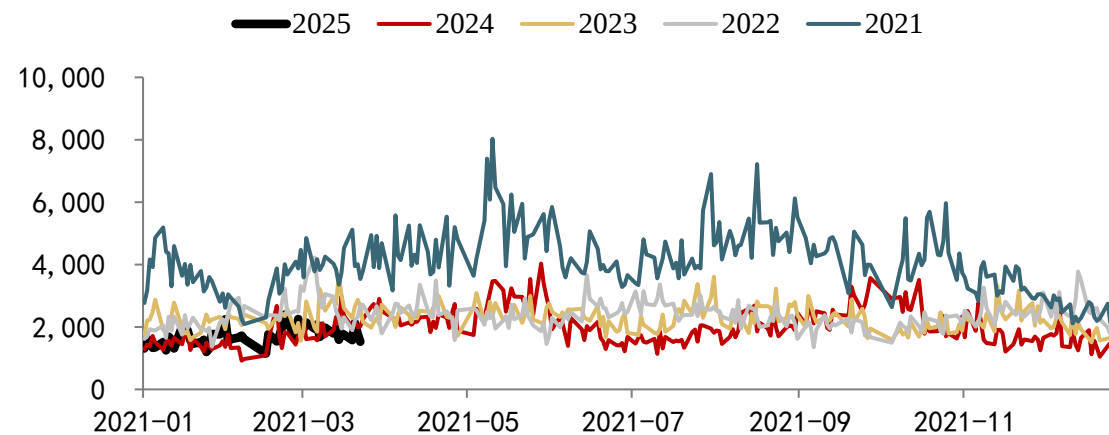
期货市场成交额季度变化情况 (单位: 万亿)



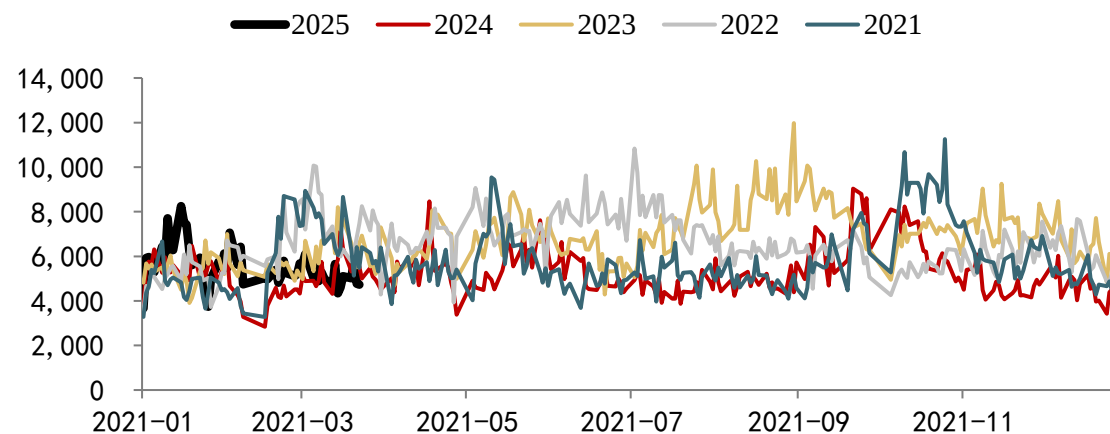
有色+贵金属



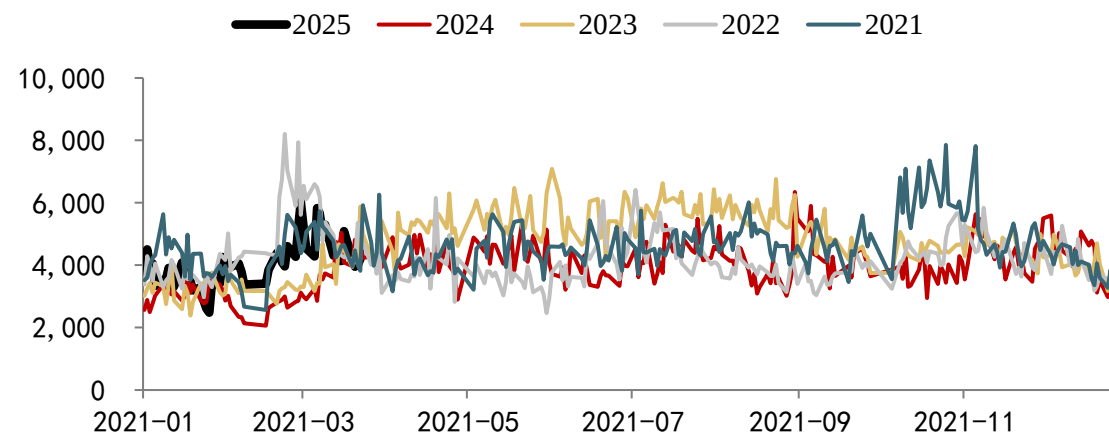
黑色



能化



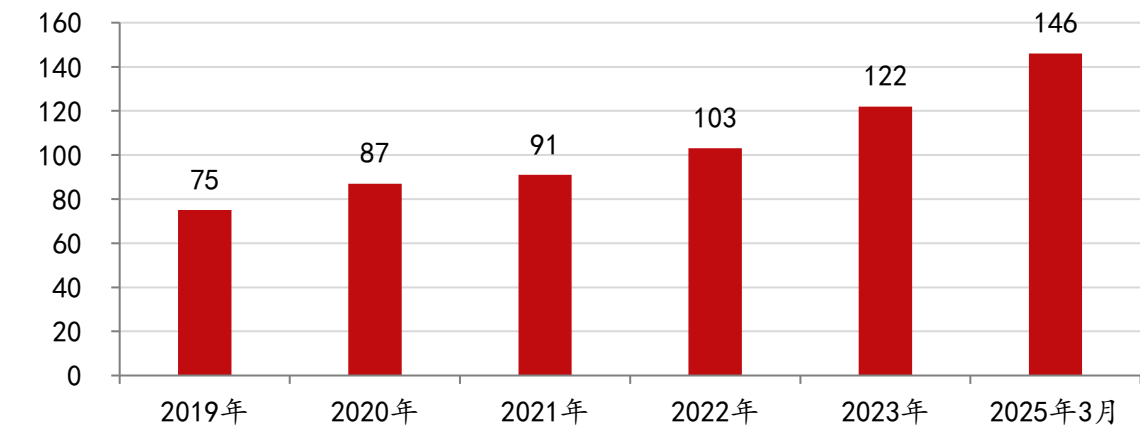
农产品



期货期权品种：截至3月，已上市期货期权品种146个

品种数量由2019年的75个增加至2025年3月末的146个

2019年以来已上市期货期权品种数量



	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2025年3月末
上市品种数量（个）	75	87	91	103	122	140
其中：商品类	68	80	84	93	111	129
金融类	7	7	7	10	11	11
期货品种	64	68	70	72	79	89
期权品种	11	19	21	31	43	57

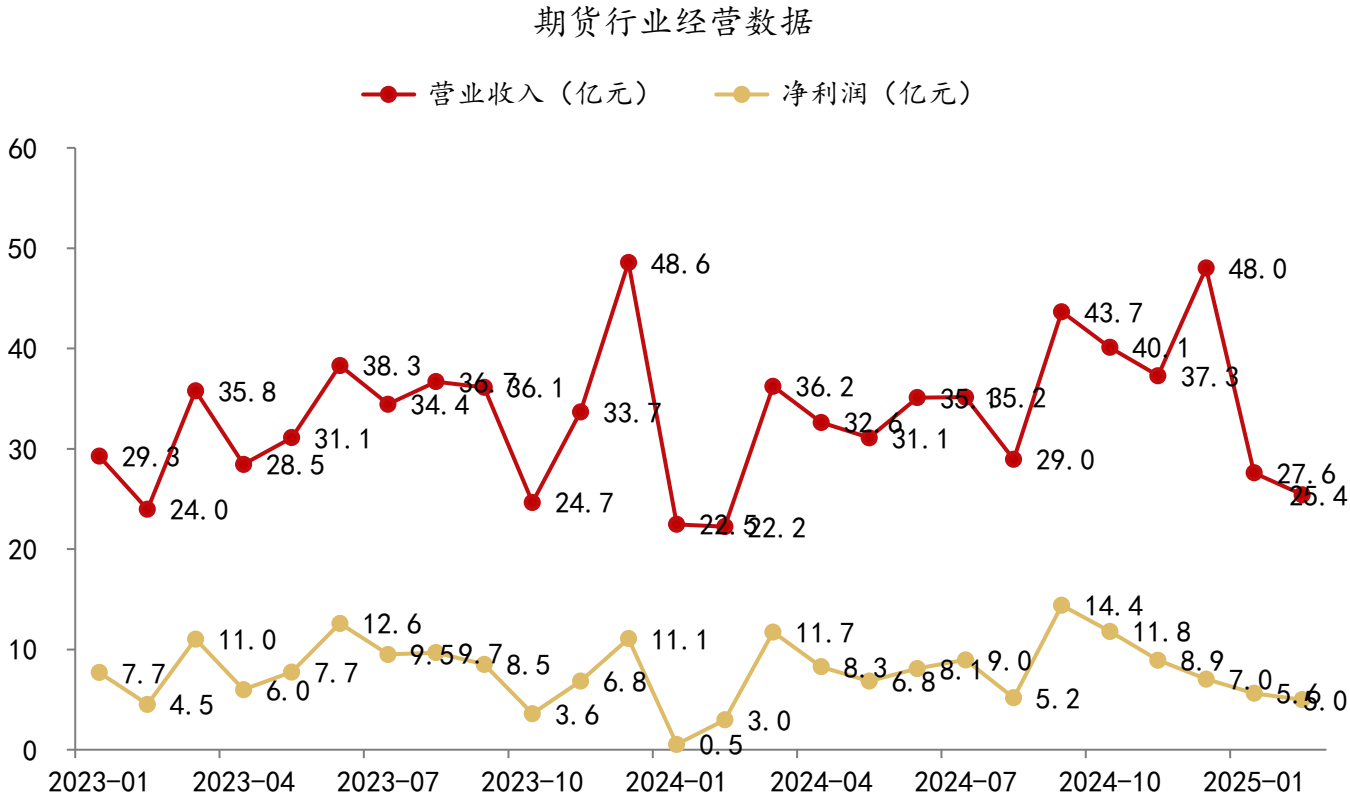
各大期货交易所筹备上市品种		
交易所	类型	筹备上市品种
大商所	农产品	油茶籽、茶油、干辣椒
	化工品	东北亚原油、纯苯、乙醇、硫磺、石油焦、冰醋酸
	钢铁	再生钢铁原料
	新型衍生品	集装箱运力、温度指数、化工类均价指数
郑商所	农产品	国际原糖、白糖短期系列期权、鸡肉、大蒜、葵花籽马铃薯
	化工品	长丝、丙烯
	建材	钢坯、水泥、金刚石
	新型衍生品	BPI指数、绿色低碳衍生品、航运运力、天气指数、中欧班列指数、冷链货运指数
上期货及能源中心	化工	成品油、石脑油、天然气、原油ETF
	金属	铝合金、铬铁、镁、钨、氢氧化锂、钴、石墨
	钢材	冷轧卷板、工业线材
	造纸	双胶纸、瓦楞原纸、纸浆期货
广期所	金属	氢氧化锂、稀土、铂、钯
	新型衍生品	电力、碳排放、天气、中证商品指数
中金所	金融	外汇期货

数据来源：中国期货业协会、招商期货

主要经营指标：1-2月，行业利润同比增长200%

■ 2025年1-2月，期货行业营业收入53.03亿元，同比增长18.6%；净利润4.99亿元，同比增长202.6%

单位：亿元	25年1-2月	24年1-2月	同比变化
营业收入	50.03	44.70	18.6%
净利润	10.62	3.51	202.6%



研究员简介

赵嘉瑜：招商期货首席策略分析师，金工与金融团队主管，负责宏观策略、资产配置及基本面量化，带队获得中金所优秀分析师团队称号。具有期货从业资格（证书编号：F3065666）和投资咨询从业资格（证书编号：Z0016776），美国纽约大学国际政治与国际经济硕士，上海交通大学经济学与法语双学士，曾在曼氏金融工作。在《中美聚焦》、《中国能源报》、《澎湃新闻》、《上海证券报》、《期货日报》等媒体发文，多次担任人民大学及哈尔滨工业大学（深圳）的客座讲师。

重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，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。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对他人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。



招商期货有限公司

总部地址：深圳市福田区福华一路111号招商证券大厦16、17楼

CMF  招商期货

感谢聆听
Thank You



招商期货有限公司

总部地址：深圳市福田区福华一路111号招商证券大厦16、17楼

CMF  招商期货