

类别
宏观市场月报

日期
2025 年 3 月 28 日



宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwenxin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongbin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198



中国加大经济刺激力度应对外需 不确定性

近期研究报告

《宏观专题-20250306-特朗普 2.0 新政阶段性回顾：回归保守价值观、回归丛林法则》

《宏观专题-20250120-特朗普 2.0 与 2025 年宏观市场展望》

《宏观专题-20241015-选情胶着的美国大选会否出现十月惊奇》

《宏观专题-20240930-非典型补库周期与大类资产波动》

《贵金属专题-20240820-金价大涨后的供需基本面变化》

《宏观专题-20240607-美国总统大选对地缘政治和宏观市场的影响》

观点摘要

- 2025 年一季度特朗普 2.0 新政是影响全球宏观市场的主线。特朗普 2.0 对内以保守价值观整顿联邦政府和改造美国社会，对外循丛林法则推行关税武器化并重构美国地缘战略空间，而以更大民意授权重返白宫的特朗普在第二个总统任期更加刚愎自用、肆意妄为，因此其政策推行节奏更快且朝令暮改，引发巨大的不确定性和避险需求。特朗普 2.0 新政推高通胀预期、抑制消费投资意愿并引发抢进口行为，叠加短期外部因素共同使得美国经济短期恶化，市场交易逻辑从“特朗普交易”转到“特朗普衰退”，美元汇率、美债利率和美国股市纷纷承压回落；面对经济疲软压力，美联储给予重视并再次放缓缩表步伐，但在通胀预期压力下美联储继续维持观望态度以等待更好的降息机会。中国方面，决策层决定加大经济刺激力度以应对外需不确定性，在加大新质生产力支持力度的同时也着力全方位扩大内部需求，政策刺激再加上特朗普 2.0 关税武器化威胁引发的抢出口行为，就使得 2025 年初中国经济表现相对平稳；特朗普 2.0 新政使得美国经济阶段性疲软，而中国经济表现相对平稳再加上 DeepSeek 横空出世引发的人工智能投资热潮，就使得中国资产成为全球资产的避风港，陆港股市年度涨幅排名全球前列，但地缘政治风险以及国内房地产市场也展现出新的隐患。
- 特朗普 2.0 新政对内整顿联邦政府以及对外关税武器化催生美国经济滞胀风险，另一方面逆周期调节政策以及抢出口行为支持中国经济温和复苏，DeepSeek 横空出世引发人工智能投资热潮，中国政策环境稳定性使得中国成为美国滞胀时期的避风港，由此出现典型的东升西降现象，环球股市中恒生科技独领风骚。另一方面，我们看到在地缘政治风险和中美贸易纷争的影响下，中国跨境资金仍表现为净流出，经济数据显示房地产刺激政策的效用出现边际走弱现象，而且抢出口行为通过出口前置在支撑短期经济的同时也会恶化后期经济增长动能，当然我们相信在经济疲软迹象愈加明显滞后决策层也会如 2024 年那样加大稳增长支持力度。在这种情况下，我们建议 2025 年大类资产配置整体防御但下半年可伺机进攻，上半年加大国债作为对冲经济增长动能转弱的配置力度，保持黄金作为对冲人民币汇率贬值的配置力度，下半年加大蓝筹股和依赖国内需求的工业金属作为对冲稳增长政策预期的配置力度；而由于中国央行维持宽松货币金融环境稳增长，中国房地产市场下行周期尚未结束，我们建议继续低配货币和房地产。

目录

- 一、2025 年 1-3 月份宏观市场回顾 - 4 -
- 二、宏观环境评述 - 4 -
 - 2.1 中国经济平稳开局 - 4 -
 - 2.2 美国经济短期衰退 - 7 -
 - 2.3 中国加大经济刺激力度 - 9 -
 - 2.4 特朗普颠覆性改革 - 11 -
 - 2.5 美联储维稳未降息 - 15 -
- 三、资产市场分析 - 16 -
- 四、中期资产配置 - 19 -

一、2025 年 1-3 月份宏观市场回顾

2025 年一季度特朗普 2.0 新政是影响全球宏观市场的主线。特朗普 2.0 对内以保守价值观整顿联邦政府和改造美国社会，对外循丛林法则推行关税武器化并重构美国地缘战略空间，而以更大民意授权重返白宫的特朗普在第二个总统任期更加刚愎自用、肆意妄为，因此其政策推行节奏更快且朝令暮改，引发巨大的不确定性和避险需求。特朗普 2.0 新政推高通胀预期、抑制消费投资意愿并引发抢进口行为，叠加短期外部因素共同使得美国经济短期恶化，市场交易逻辑从“特朗普交易”转到“特朗普衰退”，美元汇率、美债利率和美国股市纷纷承压回落；面对经济疲软压力，美联储给予重视并再次放缓缩表步伐，但在通胀预期压力下美联储继续维持观望态度以等待更好的降息机会，而在民意压力下特朗普 2.0 内阁也略为安抚市场。中国方面，决策层决定加大经济刺激力度以应对外需不确定性，在加大新质生产力支持力度的同时也着力全方位扩大内部需求，政策刺激再加上特朗普 2.0 关税武器化威胁引发的抢出口行为，就使得 2025 年初中国经济表现相对平稳；特朗普 2.0 新政使得美国经济阶段性疲软，而中国经济表现相对平稳再加上 DeepSeek 横空出世引发的人工智能投资热潮，就使得中国资产成为全球资产的避风港，陆港股市年度涨幅排名全球前列，但地缘政治风险以及国内房地产市场也展现出新的隐患。在特朗普 2.0 战略中心从欧洲转到亚太的压力下，欧洲意图重建防务力量并加强基础设施建设，财政扩张预期短期增强欧洲资产吸引力，但欧洲各国异质性也可能被激发。

二、宏观环境评述

2.1 中国经济平稳开局

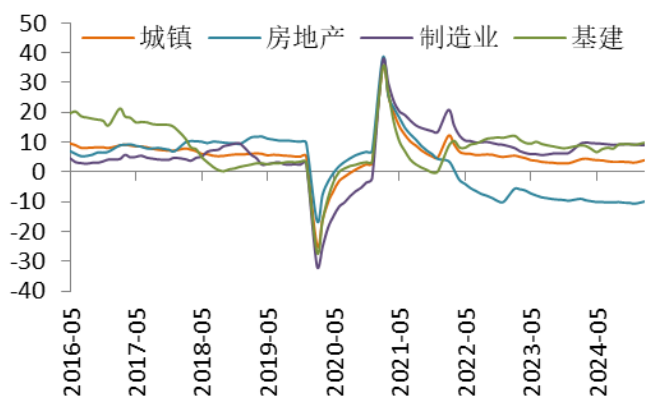
由于两重(国家重大战略实施和重点领域安全能力建设)两新(大规模设备更新和消费品以旧换新)财政刺激措施、房地产和股市支持措施继续起效，以及特朗普 2.0 关税武器化威胁下的抢出口行为，2025 年年初中国经济总体上延续 2024 年四季度以来的稳步复苏格局；但 K 型复苏态势较为明显，在国家支持和进口替代需求刺激下工程师红利推动新质生产力蓬勃发展，而地缘政治风险、逆全球化进程以及环保压力使得旧经济萎靡不振。

2025 年 1-2 月份中国城镇固定资产投资同比增长 4.1%，增速较 2024 年全年加快 0.9%。其中房地产投资同比萎缩 9.8%，萎缩程度较 2024 年全年收窄 0.8 个百分点；制造业投资同比增长 9%，增速较 2024 年全年放缓 0.2 个百分点；基建投资同比增长 9.95%，增速较 2024 年全年加快 0.76 个百分点。总体看房地产投

资继续拖累整体投资，制造业投资在外需不确定性影响下有放缓风险，但基建投资继续起到稳增长作用。

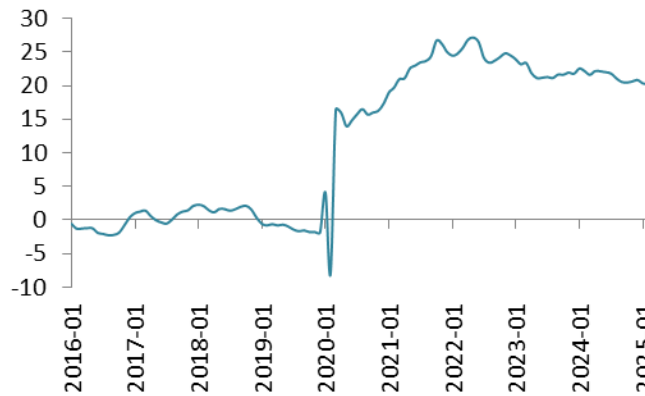
2025 年 1-2 月份中国社会零售总额同比增长 4%，增速较 2024 年全年加快 0.5 个百分点；其中通讯器材、体育娱乐、办公用品消费高增，家电消费回暖但建筑装潢消费继续低迷，汽车消费萎缩程度从 2024 年全年的 0.5% 扩大到 4.4%。2025 年 1-2 月份中国工业产出同比增长 5.9%，较 2024 年全年的 5.8% 小幅加快。以 2016 年至 2019 年线性趋势外推值为基准，2025 年 2 月份中国产出较基准超出 2.5 个百分点，投资和消费分别较 2016/19 年线性趋势萎缩 24.5 和 11 个百分点，供求失衡指数从 2024 年底的 20.84 微降至 20.27，中国经济供过于求状况继续小幅改善但整体上仍较为显著，社会经济存在较大的内在通缩压力。

图1：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：中国总体供求失衡指数



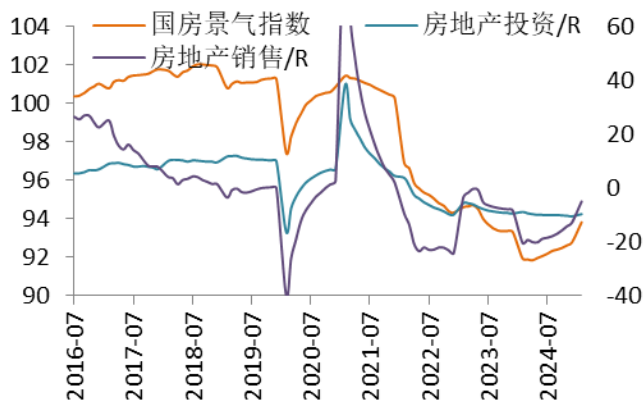
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024 年 1-2 月份中国房地产销售面积同比萎缩 5.1%，萎缩程度较 2024 年全年收窄 7.8 个百分点；竣工面积同比萎缩 15.6%，萎缩程度较 2024 年全年收窄 12.1 个百分点；新开工面积同比萎缩 29.6%，萎缩程度较 2024 年全年扩大 6.6 个百分点；2025 年 2 月份国房景气指数环比回升 0.45 个点至 93.8，为 2023 年 7 月份以来最高值。2025 年 2 月底房地产待售面积 7.99 亿平方米，较 2024 年同期增长 3922 万平方米；以近 12 个月滚动平均销售计算的去化月数达到 9.1 个月，环比增长 0.6 个月；以“待售面积+施工面积-竣工面积”计算的去化月数环比大降至 77 个月，但仍比去年同期增长 2.4 个月；总体上看房地产库存压力继续上升但上升速率有所放缓，房地产库存压力使得销售端回暖难以传递到投资建造端。

2025 年 2 月份七十城新房平均房价环比萎缩程度持平于上个月的 0.1%，房价环比上涨城市数从上个月的 24 个减少至 18 个，环比下跌城市数从上个月的 42 个增加至 45 个；七十城二手房平均房价环比萎缩程度持平于上个月的 0.3%，房

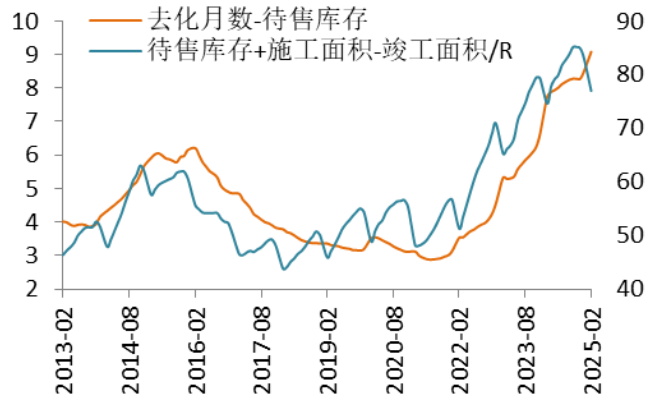
价环比上涨城市数从上个月的7个减少至3个，环比下跌城市数从上个月的60个增加至65个。总体上看房地产政策对房地产市场的刺激作用尚在但边际上出现减弱迹象，观察房价调整压力与购房意愿减弱的正反馈循环是否重新启动，我们判断年内仍有进一步的房地产支持政策出台，如全面放开房地产市场限购限售以及下调公积金贷款利率等。

图3：中国房地产市场整体指标



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

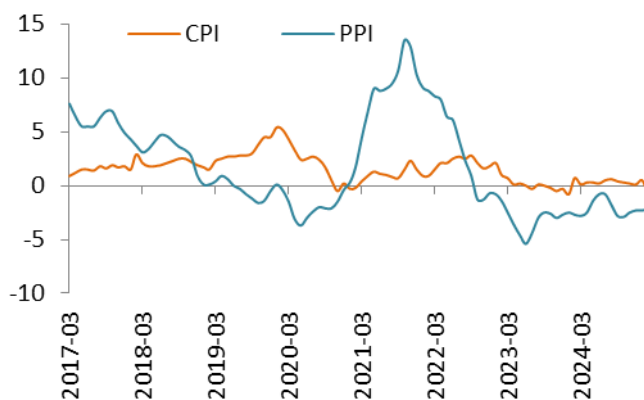
图4：中国房地产库存压力



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

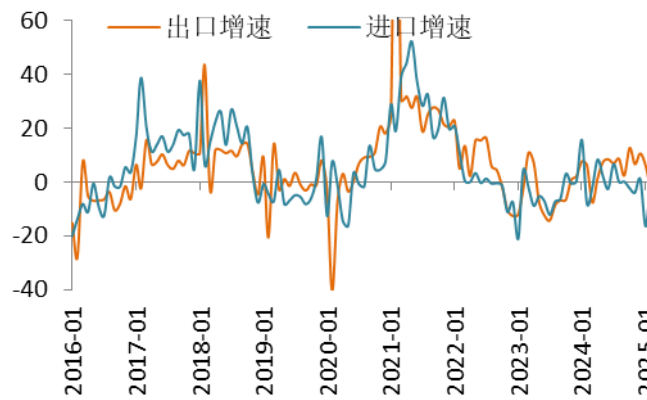
2025年2月份中国CPI环比萎缩0.7%，主要源于食品价格回落以及春节错位影响。前两个月中国CPI累积萎缩0.1%，其中食品累积萎缩1.5%，萎缩程度较2024年全年扩大0.9个百分点；核心CPI累积增长0.3%，增速较2024年全年放缓0.2个百分点，数据显示中国仍存在较大通缩压力。2025年1-2月份中国出口累积同比增长2.3%，增速较2024年全年放缓3.6个百分点，进口累积同比由2024年全年的增长1.1%转为萎缩8.4%。年初进出口增速回落主要源于基数效应和工作日减少，美国关税影响暂时未体现在进出口数据上，关税武器化威胁下的抢出口行为支撑短期出口，我们判断2025年中国出口增速前高后低。

图5：中国通胀增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国进出口增速



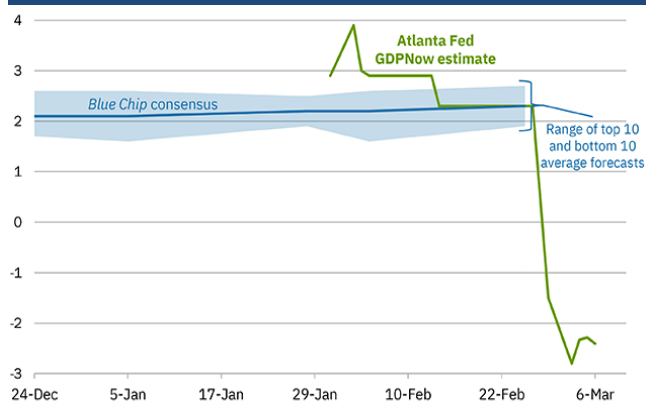
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

由于地缘政治风险与特朗普 2.0 关税武器化的影响，2025 年 1-2 月份外商直接投资 1712.1 亿元，同比萎缩 20.4%，为 2021 年以来同期最低值；海外资产追逐中国资产，更多是在香港市场而不是在内地市场，因此我们看到年内港股涨势如虹。中国银行代客结售汇在 2024 年 8 月份至 11 月份由逆差转为顺差之后，2024 年 12 月份至今再次转为逆差；2025 年 1-2 月份银行代客结售汇逆差 459.1 亿美元，同期贸易顺差 1705.2 亿美元，广义资金外流 2164.3 亿美元（2024 年全年外流 11036 亿美元）。总体上看在地缘政治风险以及美中利差扩大压力下，跨境资金外流情况依然存在，中国央行维持人民币汇率稳定的压力没有减轻。

2.2 美国经济短期衰退

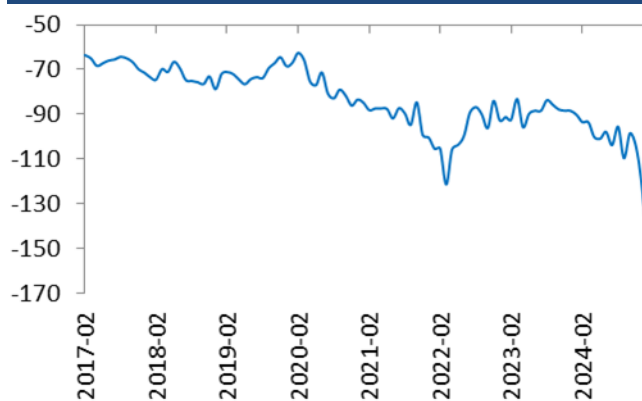
由于特朗普 2.0 减税降费措施还没出台，而特朗普 2.0 新政的不确定性、联邦政府整顿以及关税武器化在推高通胀预期的同时也抑制了消费投资意愿并诱发抢进口行为；加上恶劣天气、加州山火与禽流感等短期外部因素影响，美国经济短期技术性衰退已不可避免。亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预估美国 2025 年一季度实际 GDP 环比年率萎缩 1.8%，其中个人消费和固定投资分别拉动 0.3 和 0.87 个百分点，库存投资和政府支出分别拉动 0.68 和 0.34 个百分点，净出口拖累 3.95 个百分点。2025 年 1 月份美国商品贸易赤字季调后达到 1568 亿美元，较前一月增长 335 亿美元且为历史最高值，我们判断抢进口行为可能导致美国一季度商品贸易将出现较大逆差。

图7：美国一季度经济增长预估



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：美国商品贸易盈余

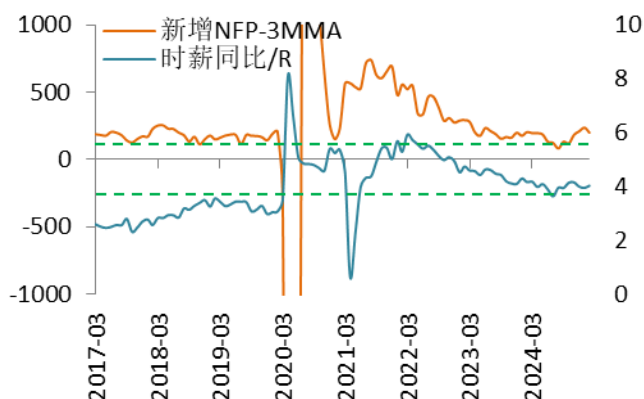


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025 年 2 月份美国新增非农就业 15.1 万，前值从 14.3 万下修为 12.5 万，近三个月移动平均从 23.6 万回落到 20 万。就业增长主要来自医疗、交通和金融活动等领域，而制造业和零售业的就业增长则相对疲软，联邦政府雇员数量则出现了自 2022 年 6 月份以来的最大幅度下降。2 月份私营雇员薪资同比增长 4.02%，略高于前一个月的 3.95%，但近六个月环比折年率从 4.33% 回落到 3.97%，数据说

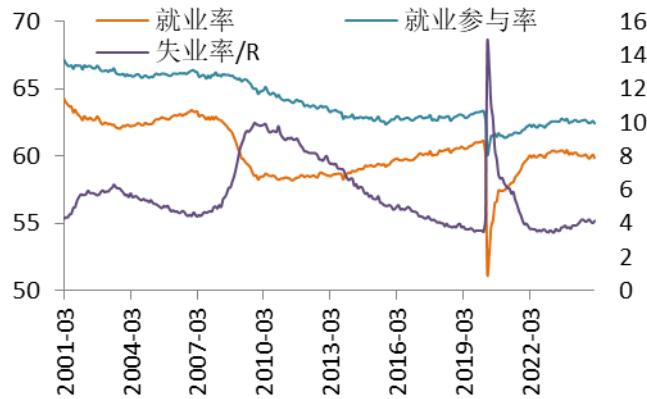
明在美联储宽松货币政策的支持下，美国就业市场有止跌回稳迹象；但在特朗普 2.0 整顿联邦机构和关税武器化的影响下，企业招聘活动趋于谨慎且政府部门短期内可能出现大量失业，就业前景不确定性抑制雇员薪资增速，就业市场短期内不成为美国通胀的主要来源。

图9：美国新增非农与薪资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美国就业参与率与失业率



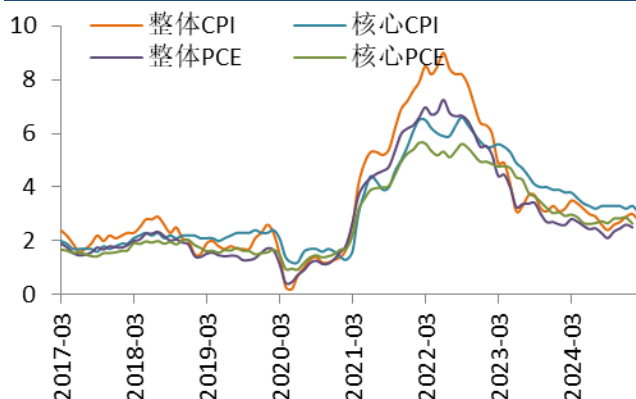
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2 月份美国就业参与率环比回落至 62.44%，也是 2023 年 2 月份以来最低值，主要表现为前几个月壮年就业参与率回落青年和中老年就业参与率的回落，同时也印证了 2023 年 9 月份阶段性高点的有效性。2 月份 U3 失业率环比回升 0.13 个百分点至 4.14%，近 8 个月均在 4-4.25% 区间内窄幅波动；但 U6 失业率上升到 7.97%，为 2021 年 11 月份以来最高值，因经济原因从事兼职工作者以及边缘劳动力数量均上升到近期高点。数据说明在新政不确定性以及联邦政府整顿的影响下，美国就业市场仍处底部稳固状态且呈现出边际恶化迹象，不排除在联邦政府整顿以及新政不确定性影响下美国就业市场继续恶化的可能性。从高频数据看，3 月 15 日当周美国初请失业金人数环比增长 0.2 万人至 22.3 万，近四周移动平均值 22.7 万较 2 月底小幅增长 0.25 万；3 月 8 日当周续请失业金人数环比上升 3.3 万至 189.2 万，继续处于 2022 年以来的高水平区间。

2025 年年初美国美国压力缓解但通胀预期走高。禽流感、加州山火以及服务业价格季节性调整等短期因素曾推高 1 月份 CPI 增速，但 1 月份 PCE 通胀增速以及 2 月份 CPI 通胀增速均有所回落，高利率环境以及新政不确定性对投资消费意愿的抑制使得美国经济增长动能回落并部分对冲了关税武器化带来的输入性通胀压力。1 月份核心 PCE 通胀同比增长 2.65%，较前一个月回落 0.19 个百分点，并处于 2021 年 4 月份以来的低水平区间；2 月份核心 CPI 同比增长 3.1%，较前一个月回落 0.2 个百分点且跌破 2024 年 6 月份至 2025 年 1 月份的波动区间 3.2-3.3%，为 2021 年 5 月份以来的最低值。克利夫兰联储 Inflation Nowcasting 模型预估

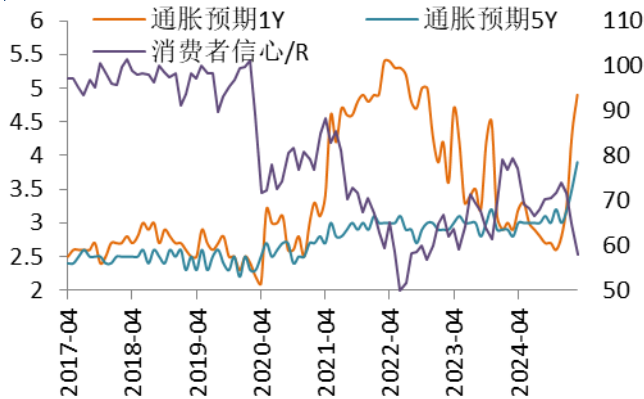
2 月份和 3 月份美国核心 PCE 通胀增速将分别下降至 2.6% 和 2.47%，通胀压力的缓解为美联储重启降息进程提供必要条件。

图11：美国通胀同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：消费者信心与通胀预期



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

虽然新政不确定性抑制美国经济增长动能与现实通胀压力，但关税武器化威胁显然提振了市场通胀预期且打压消费者信心，并对美联储重启降息进程构成障碍。2025 年 3 月份密歇根大学调查报告显示，1 年期通胀预期回升至 4.9%，为 2022 年 12 月以来最高值；5 年期通胀预期上升到 3.9%，为 1993 年以来最高值；与此同时消费者信心回落到 57.9%，为 2022 年 12 月以来最低值。

2.3 中国加大经济刺激力度

2025 年政府工作报告提出，将 2025 年经济增长目标持平于在 5% 左右，CPI 增长目标由 3% 下调至 2% 左右，新增就业持平于 1200 万人；在外需预期减弱的情况下维持经济增长目标，一方面是大学毕业生就业压力所需，另一方面也体现了提振内需应对中美博弈的坚决立场。在 3 月 6 日经济主题记者会上，发改委称要实施提振消费专项行动方案（3 月 16 日下发文件但缺乏细节），设立国家创业投资引导基金；分行业出台化解重点产业结构矛盾的具体方案，推动落后低效产能退出，扩大中高端产能供给。

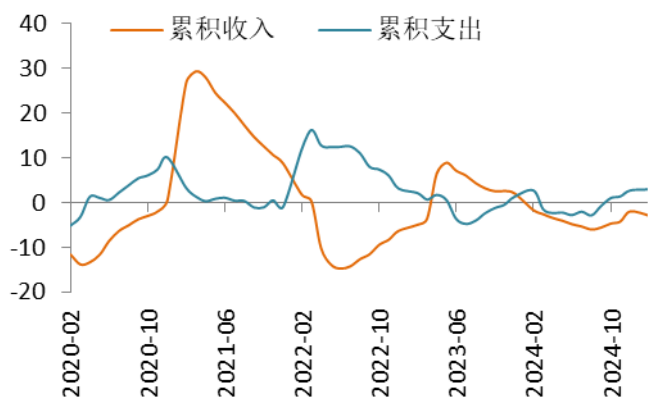
政府工作报告中的 2025 年政府工作任务将提振消费和提高投资效益放在第一位。消费提振将通过提高消费能力、增加优质供给和改善消费环境来实现，安排 3000 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新，中央预算内投资支持力度从 7000 亿元增长至 7350 亿元并进一步鼓励民间资本参与。政府工作报告对发展新质生产力从三方面进行部署：一是培育壮大新兴和未来产业，提到了商业航天、低空经济、生物制造、量子科技、具身智能、6G 等。二是推动传统产业改造提升，提到“加快制造业重大基数改造升级、大规模设备更新和数字化转型。三是激发

数字经济活力，要求持续推进“人工智能+”行动、扩大5G规模化应用、促进平台经济规范健康发展等。

财政政策方面，财政赤字率从3%提高至4%左右，也是除疫情冲击时期外首次突破3%红线；赤字规模从4.06万亿元增加至5.66万亿元，一般公共预算支出从28.5万亿元增加至29.7万亿元；地方专项债规模从3.9万亿元增长至4.4万亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量房、消化地方政府拖欠企业账款等；发行特别国债规模从1万亿元增加至1.8万亿元，其中超长期特别国债发行量从1万亿元增加至1.3万亿元（8000亿元用于支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设（2024年为7000亿元），3000亿元用于支持消费品以旧换新（2024年为1500亿元），2000亿元用于支持设备更新（2024年为1500亿元）），另发行0.5万亿元特别国债补充国有大型银行资本金；上述三项（一般财政赤字、地方专项债、特别国债）相加，可知2025年合计新增政府债务总规模11.86万亿元，较2024年增长2.9万亿元。

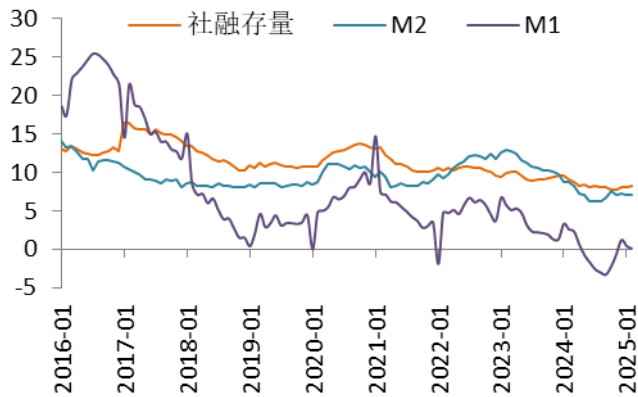
决策层要求更加积极的财政政策要靠前发力，尽快形成实际支出；但继续要求政府部门过紧日子，将不新增隐性债务作为铁的纪律，坚决防止化了旧债又添新账。2025年1-2月政府债券合计发行23900亿元，显著高于2024年同期的8958亿元；2025年1-2月份广义财政收入同比萎缩2.89%，萎缩速度较2024年全年加大0.91个百分点；广义财政支出同比增长2.93%，增长速度较2024年全年加快0.22个百分点；数据表明中国财政扩张力度有所加快，但财政收入的萎缩仍有可能拖累财政扩张力度。我们知道2024年发债速度偏慢叠加房地产市场动荡，最终导致1-8月广义财政收支分别同比萎缩6%和2.9%，财政负面冲击是2024年二三季度经济增长动能减弱的重要原因。

图13：中国广义财政收支增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：中国新增社融与货币供应



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

货币政策方面，要发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕；更大力度促进楼市股市健康发展，加大对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持。中国央行称今年将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息；目前金融机构存款准备金率平均为 6.6%，还有下行空间，还可研究降低结构性货币政策工具利率；还可进一步扩大科技创新和技术改造再贷款规模，拓宽政策支持的覆盖面。2025 年 2 月份社融存量同比增长 8.2%，从 2024 年低点 7.8% 小幅回升；M1 同比增长 0.1%，从 2024 年低点 -3.3% 小幅回升但年内走弱；M2 同比增长 7%，从 2024 年低点 6.2% 小幅回升但年内走弱。

1 月 15 日和 2 月 14 日央行分别在相关发行 600 亿元央票，为迄今最大单次发行规模；1 月 13 日央行将跨境融资宏观审慎调节参数从 1.5 上调至 1.75，是自 2022 年 10 月以来的第三次上调且达到历史最高水平；我们判断在中美贸易协议希望尚未彻底破灭之前，中国央行有意维稳人民币汇率以作为谈判筹码，但一旦中美谈判希望破灭则人民币汇率贬值压力将骤增。但人民币流动性的边际收紧也推高国内融资利率水平因此不利于经济复苏，因此 3 月份开始中国央行也小幅增加流动性供给，3 月 25 日中国央行开展 4500 亿元一年期中期借贷便利 MLF 操作，3 月份实现 MLF 净投放 630 亿元，为 2024 年 7 月份以来 MLF 首次净投放；央行并将 MLF 操作由单一价位中标调整为固定数量、利率招标、多重价位中标，意味着 MLF 的政策利率属性完全淡化而回归流动性投放工具定位，也有望通过多重价位中标的方式推动 MLF 成本总体下降进而推动社会融资利率回落。

2.4 特朗普颠覆性改革

2016 年特朗普以政治素人身份凭借民粹主义的支持当选为美国总统，特朗普 1.0 时期高管层内讧不断，内阁级官员频繁变动，对外又遭到民主党以及共和党建制派的桎梏；其竞选承诺虽然在宏观层面大多得到推进，但微观落实效果较差，且在政坛内在结下不少梁子，因此在 2020 年新冠疫情冲击下被拜登赶下台。2024 年美国大选，竞选阶段特朗普曾三次遭遇暗杀未遂，因此帮助塑造了特朗普“天选之人”形象；最后特朗普全取七个摇摆州且在普选层面也超过民主党哈里斯，可以说是取得较大的民意授权；而且共和党在本次大选中也包揽国会两院多数席位，为特朗普在人事任命和立法层面提供支持（但共和党参议院 53 个席位、众议院 219 个席位仅为微弱多数，民主党参议院 47/众议院 215）。由于特朗普成功塑造“天选之人”形象并在大选中取得较大的民意授权，八年来特朗普已经将共和党改造成 MAGA 党，且美国最高法院九名大法官中有六名呈保守倾向（其中三名是特朗普第一个总统任期期间任命的），美国经济总量全球占比从 2016 年的 24.6%

回升到 2024 年的 26.5%；因此特朗普 2.0 将有更大勇气、更足底气和更多资源去推进其 MAGA 议程。

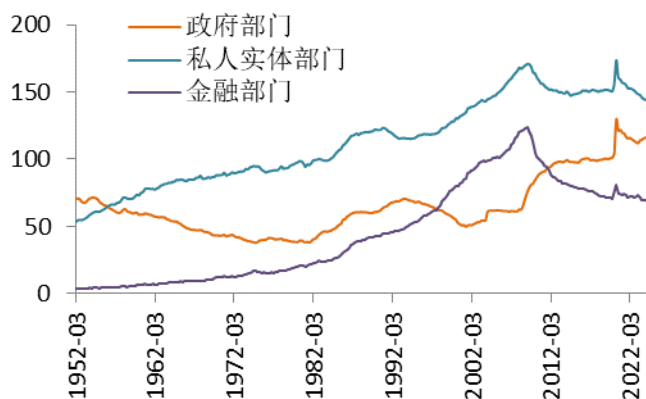
特朗普 2.0 新政在内政方面主要围绕三个方向展开：通过 DOGE 以企业经营思路整顿联邦机构，目的是压缩政府运行成本、减少支出浪费现象并提高行政部门效率；社会秩序管理，目的是逆转社会民主左倾思潮并大力宣扬保守价值观，推动美国社会重返欧裔占优的基督教国家；边境安全整固，目的是降低移民难民、跨境犯罪活动以及毒品贩卖对美国社会的冲击。内政管理总的愿景是以保守价值观全面改造联邦官僚体系和美国社会。DOGE 的目标为到美国建国 250 周年时，削减 1 万亿美元联邦政府支出（约占美国 2024 年名义 GDP 的 3.3%），DOGE 在其网站声称截至 3 月 12 日已经节省 1150 亿美元，通过资产出售、合同/租赁取消和重新谈判、欺诈和不当付款删除、赠款取消、利息节省、计划变更、监管节省和裁员等。政府与社会改革必然遭到民主左派的强力阻碍甚至反扑，短期内带来社会秩序混乱、就业市场恶化、企业投资推迟、增长动能减弱的负面冲击（先破后立，转型阵痛期），但也会对冲关税武器化带来的通胀压力，且中期看私营部门的扩张有助于经济增长潜力的修复。

特朗普 2.0 新政在经济方面主要围绕三个方向展开：重振化石能源，目的是降低美国重要经济资源成本并支持制造业回流，降低美国通胀压力并推动美联储降低融资利率；减税降费促进投资，目的是通过降低企业税收成本、放松限制投资的监管措施、拟定产业发展政策以及增强民众实际购买力，促进企业投资生产和个人消费支出意愿；重组国际贸易体系，目的是摧毁以美国消费吸收全球过剩供应的国际贸易体系，而以美国优先原则建立以公平对等为核心的国际贸易体系。经济管理总的愿景是通过降低国内生产成本（资源成本、税费成本和监管成本等）、提高物品进口成本（关税武器化）并增强民众消费能力来推动制造业回流和增强美国经济竞争力。3 月 6 日美国财政部长在纽约经济俱乐部阐述美国优先经济政策的三个关键支柱：1、负责任地放松金融监管以加速经济再私有化（针对 20 年前资本不足状况的金融监管法规已经不适宜，要推动政府部门去杠杆&私营部门再杠杆）；2、以关税等工具重新平衡国际经济体系（美国强劲消费吸收需求不足的其他国家的过剩供应，强大军事弥补了其他国家国防开支的不足，但这个系统是不可持续的），获得廉价商品并不是美国梦的本质，美国梦植根于任何公民都可以实现繁荣、向上流动和经济安全的理念；3、强化经济制裁作为谈判筹码的使用，如伊朗核谈判等。

我们知道，2007 年至 2024 年，为了应对 2008 年次贷危机和 2020 年新冠疫情冲击，美国政府部门杠杆率从 61.3% 上升到 117.7%，与此同时私人实体部门和

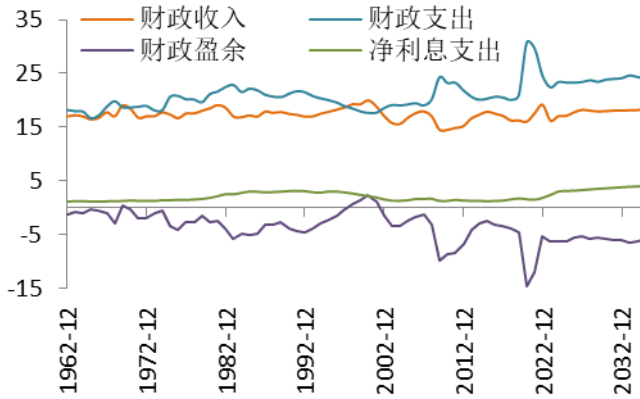
金融部门杠杆率分别从 165.5%和 117.5%下降至 140.5%和 68.3%。如果美国能通过放松监管推动私人部门重新加杠杆，必然会增强美国经济增长动能并为美国政府部门去杠杆提供条件。3月14日民主党勉强同意由共和党提出的短期支出法案(至2025年9月30日)从而避免了政府停摆，但两党重要立法博弈还有债务上限、减税法案与互惠贸易法案。2月25日美国众议院通过预算决议，建议未来十年减税4.5万亿美元，增加国防支出0.3万亿美元，削减支出2万亿美元，因此赤字增加2.8万亿美元，未来十年平均赤字率5.7%；提高债务上限4万亿美元，因此共和党在2026年中期选举前不用再担心债务上限问题。从历史经验看我们判断美国削减财政支出有难度，未来十年平均赤字率或超过6%，与过去半年的7.1%相差不多，事实上2025财年前五个月(2024年10月份至2025年2月份)美国财政支出和赤字分别累积同比增长13.2%和38.5%。

图15：美国部门债务杠杆率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：美国财政收支占GDP比重



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

二十世纪前半叶美国有效关税税率在5-28%之间波动(1930年斯姆特-霍利关税法)，二战后震荡回落到2008年的1.3%；2002年至2018年美国有效关税税率在1.3-1.6%之间窄幅波动，2019年至2022年上升到2.8-3.1%之间，2024年小幅回落到2.3%；2017年至2022年关税占美国GDP比重从0.18%上升到0.39%，然后回落到2024年的0.27%。现时美国低税率是在二战后美国主导第三次全球化的情况下才得以实现的，既然特朗普认为美国在本轮全球化中得不偿失，因此特朗普扩大关税壁垒来遏制甚至逆转全球化就是合情合理的事情，特别地我们认为特朗普2.0有很强动力去推动《特朗普互惠贸易法》；但国际贸易体系重组必然会在短期内扰乱国际贸易秩序并抑制全球经济增长动能，关税武器化更是会招致对手方的坚定反击。

2月1日特朗普以边境安全为由，决定自2月4日起对加墨产品加征25%关税(加拿大能源产品加征税率为10%)、对中国物品加征10%关税；2月3日，决定对

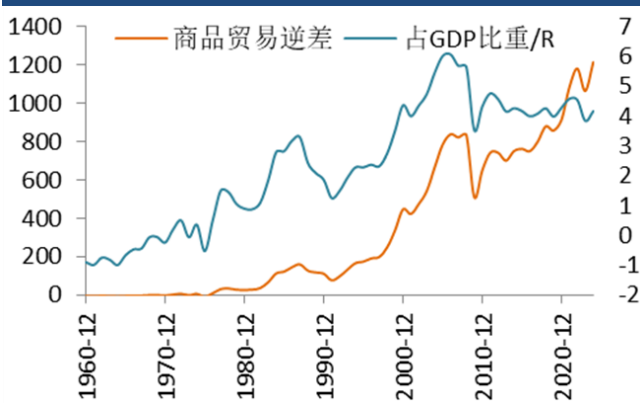
加墨产品的关税延迟至3月4日生效；2月4日中国宣布多项反制措施，包括自2月10日起对价值139亿美元的美国能源汽车等产品分别加征15%或10%关税。3月4日美国正式对加墨产品征收25%关税，对中国产品加征税率从10%上调到20%；3月4日中国宣布多项反制措施，包括自3月10日起对美国部分农产品分别加征15%或10%关税；加拿大宣布自3月4日起分批对价值1550亿加元的美国产品征收25%反制关税；3月6日特朗普决定对美墨加协定下的加墨产品加征关税延迟至4月2日。2月10日特朗普决定扩大现有232条款对钢铝的关税，从3月12日起结束所有现有豁免，扩大衍生产品清单(总覆盖约1250亿美元)，并将铝关税税率从10%提高到25%；3月12日欧盟决定从4月起分两步对价值260亿欧元的美国产品征收对等反制关税，加拿大称将对价值298亿加元美国产品征收对等反制关税。3月26日特朗普援引1962年《贸易扩张法》第232条，从4月3日起对进口乘用车和轻型卡车以及关键汽车零部件(发动机、变速器、动力总成零部件和电气零部件等)加征25%关税，美墨加协定下的汽车进口商将有机会认证汽车中的美国成分，25%的关税仅适用于非美部分。

图17：美国有效关税税率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：美国商品贸易状况



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

特朗普 2.0 新政在外交方面主要是回归强权即真理、弱肉强食的丛林法则，完全抛弃二战后美国主导建立起来的以所有国家公平公正参与国际合作为愿景的全球政治经济体系，抛弃美国几十年来在全世界不遗余力推广美式民主的理想主义，而是从实力出发依美国优先原则根据现实主义处理国际事务，着力构建对美国经济增长和社会稳定更为有利的地缘战略空间；核心思路是在巩固北美大本营的同时将战略重心从欧洲转向亚太，在中东支持以色列对抗伊朗而在东欧联络俄罗斯离间中俄(最低程度要防止中俄结盟)；但拒绝履行国际警察的义务必然无法享受到世界霸主的权力，美国硬实力的增强以软实力的削弱为代价。

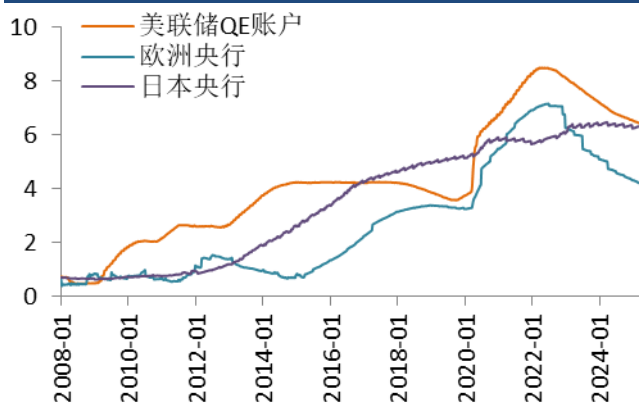
北美方面，美国逼迫巴拿马退出中国一带一路倡议，3月4日长和集团意欲

出脱包括巴拿马港口在内的 43 个国际港口(大多分布在一带一路节点附近)权益给美国财团。亚洲方面, 3 月 10 日美国在台协会处长称俄乌冲突一旦结束, 将转而加速武装台湾; 3 月 13 日台湾地区赖清德召开国安会议, 宣布就大陆对台威胁提出 17 项应对策略; 国台办回应称赖清德是不折不扣的两岸和平破坏者和台海危机制造者, 若台独势力胆敢突破红线, 将不得不采取断然措施。3 月 15 日美国开始大规模空袭胡塞武装, 以求重新开放红海航道。欧洲方面, 特朗普竭力拉拢俄罗斯, 但乌克兰与欧洲无法接受俄罗斯的停火条件; 面对美国战略转移风险, 欧洲意图扩大财政支出实现再军事化, 德国从债务刹车机制中豁免相当于 GDP1% 的国防开支, 并设立 5000 亿欧元的基础设施建设基金, 欧盟通过欧委会主席提出的规模 8000 亿欧元的“重新武装欧洲”计划。

2.5 美联储维稳未降息

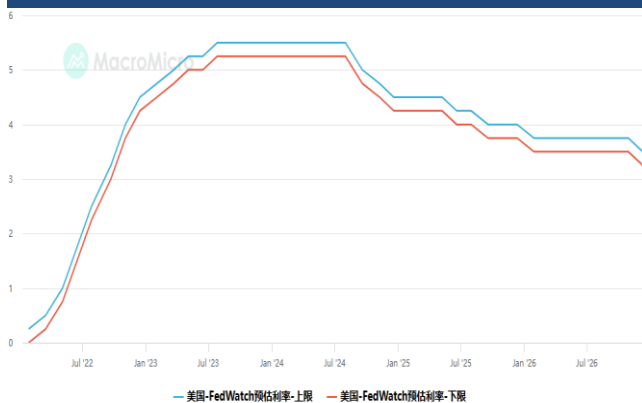
尽管美国经济因内外部各种因素而短期面临技术性衰退风险, 但鉴于关税武器化对通胀预期的增强作用, 美联储对调整货币政策继续持谨慎立场, 而改以增加流动性来安抚市场。2025 年 3 月 7 日美联储主席鲍威尔在芝加哥大学布斯商学院发表讲话称, 尽管面临不确定性, 当前美国经济形势仍然良好; 美联储可以耐心等待形势变得更加清晰, 现阶段无需急于调整政策利率, 保持谨慎的代价非常低; 如果经济继续保持稳健, 而通胀未能进一步回落至 2% 目标, 美联储可能会继续保持基准利率当前水准。

图19: 美欧日央行QE账户规模



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图20: 市场对美联储政策利率路径预期



数据来源: MacroMicro, 建信期货研究发展部

3 月 19 日美联储会议决定维持政策利率在 4.25-4.5% 不变, 这是美联储连续第二次会议按兵不动; 但从四月起将缩表步伐从 600 亿美元/月放缓至 400 亿美元/月, 其中国债减持上限从 250 亿美元/月减少至 50 亿美元/月, 而 MBS 减持上限维持在 350 亿美元/月, 这是美联储 2024 年 6 月份第一次放缓缩表步伐后的第二次放缓缩表步伐。美联储在会议声明中增加“围绕经济前景不确定性增加”措辞,

并删除“实现其就业和通胀目标风险大致平衡”的说法，说明美联储对目前经济增长动能减弱势头给予关注，并认为就业市场有继续走弱的风险。美联储在经济通胀预测材料中，将 2025 年经济增长预期从 2.1% 下调至 1.7%，将 2025 年四季度失业率预期从 4.3% 上调到 4.4%，将 2025 年四季度 PCE 通胀预期从 2.5% 上调到 2.7% (核心 PCE 通胀预期从 2.5% 上调到 2.8%)，说明美联储认为美国经济有滞胀风险。

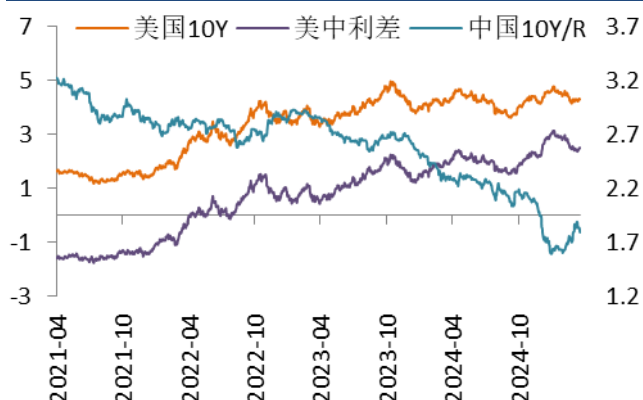
在利率点阵图中，美联储对 2025 年底至 2027 年底的政策利率的中值预期维持不变，但从均值预期角度看，美联储对 2025 年底政策利率预期从 3.833% 上调到 4.007%，2026 年底政策利率预期从 3.342% 上调到 3.454%；这说明虽然美联储整体上更加关注总体经济和就业市场疲软风险，但美联储官员也非常关注关税武器化对美国通胀压力的推升作用。我们判断美联储先以放缓缩表步伐、改善流动性状况来安抚市场，并等待一个更有利的时间窗口 (如 2024 年 8 月份的就业市场恶化) 再启动新一轮降息进程。目前市场预期 2025 年 6 月和 9 月美联储分别降息 25BP (概率 65.8% 和 58.3%)，年内降息三次的概率为 47.5%。

三、资产市场分析

2025 年初中国国债利率顺接 2024 年 10 月中旬以来的下行趋势，2 月上旬 10 年期和 30 年期国债利率分别创下 1.61% 和 1.81% 的历史记录，原因是中国股市冲高回落以及特朗普 2.0 关税武器化威胁引发避险需求，且 2024 年底的中央经济工作会议提出 2025 年要实施宽松的货币政策。2 月中旬至 3 月中旬国债利率中幅回弹，3 月 18 日 10 年期和 30 年期国债利率分别回升至 1.89% 和 2.12%，原因是特朗普 2.0 新政的不确定性以及对内整顿联邦机构和对外关税武器化引发美国经济滞胀风险，美国资产遭到市场抛弃；与此同时中国经济政策环境保持稳定，财政刺激与关税武器化威胁下的抢出口行为使得岁末年初中国经济温和复苏，哪吒 2 票房火爆与 DeepSeek 横空出世进一步增强市场风险偏好并引发人工智能投资热潮，而美联储按兵不动以及中美博弈背景使得中国央行短期有意收紧货币流动性来支持人民币汇率，来自经济增长与金融市场的避险需求减退以及流动性环境收紧全面打压国债市场。但随着中美第二阶段贸易纷争逐步升温，美联储放缓缩表步伐而中国央行也边际宽松货币流动性，3 月下旬国债利率也小幅回落。由于人口结构老龄化、房地产市场疲软以及国际地缘政治风险等中周期因素继续存在，我们判断 2025 年中国国债利率将延续下行趋势；但中国决策层势必加大经济刺激力度以对冲经济短周期回落以及特朗普 2.0 新政的冲击，因此国债利率下行速率受到制约；我们预计 2025 年中国国债利率整体偏弱运行，10 年期国债利率核心运行区间为 1.3-1.9%。

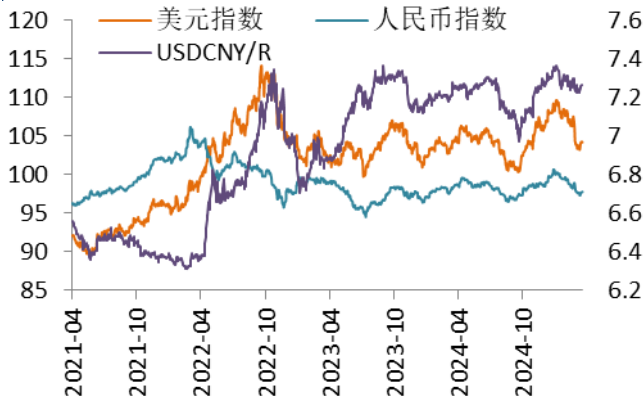
2024年9月中旬至2025年1月中旬,美债短期利率随着美联储降息而回落,但中长期利率反而上升,因为美联储开启降息进程缓解美国经济衰退风险并减少国债的避险需求,而特朗普再次当选为美国总统之后市场臆测美国经济通胀韧性将进一步增强,1月13日美债3个月期利率回落到4.37%而10年期利率上升至4.79%,美债3M/10Y以及2Y/10Y利差均回归正常正向形态。2025年1月中旬至3月上旬,由于特朗普2.0新政整顿联邦机构和对外关税武器化使得美国经济滞胀风险持续上升,市场交易逻辑从“特朗普交易”转到“特朗普衰退”,美债利率平坦化回落,3月3日美债10年期利率回落到4.16%。3月上旬至3月底,市场对美国经济衰退担忧有所缓解,欧洲财政扩张预期和再军事化进程推高欧债利率也影响到美债,美联储从4月起再次放缓缩表步伐但对利率政策继续持观望立场,美债10年期利率小幅回升到4.35%。由于美国政府财政扩张以及地缘政治机遇增强美国经济就业与通胀韧性,但美联储政策利率和美元汇率偏高运行也会抑制通胀压力,特朗普2.0新政不确定性提振避险需求,我们判断2025年美债利率大概率高位盘整,10年期国债利率核心波动区间为4-5%。

图21: 中美10年期国债利率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图22: 美元和人民币汇率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

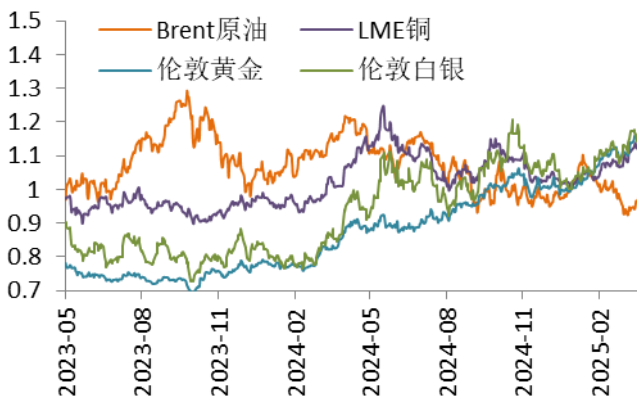
2024年10月份至2025年1月中旬,美元指数从100附近大幅反弹至110上方,并于1月13日创下2022年12月份以来最高值;其主要因素为美联储开启降息进程后美国经济就业通胀韧性重新增强,而特朗普再次当选为美国总统之后市场臆测美国经济通胀韧性将进一步增强,而美联储将被迫放缓降息步伐缩减降息幅度甚至转入加息进程,经济基本面差异以及利差因素支持美元汇率强势上行。1月下旬至3月中旬美元指数偏弱回调,3月18日美元指数最低触及103.2(美国大选当日美元指数收于103.4),主要是特朗普2.0新政催生美国经济滞胀风险,市场交易逻辑从“特朗普交易”转到“特朗普衰退”,市场纷纷抛售美国资产,与此同时日本央行加息以及欧洲财政扩张预期也增加了欧日资产的吸引力。3月下旬美元指数小幅反弹至104.5附近,因为美联储再次放缓缩表步伐缓解了流动性

风险，同时特朗普也有意缓解新政的混乱程度。全年看，由于美国政府财政扩张与美联储紧缩货币构成正反馈循环，特朗普 2.0 关税武器化在增强美国经济就业通胀韧性的同时也会削弱海外经济增长动能，我们预计 2025 年美元指数继续偏强运行；但由于特朗普 2.0 新政以及外部短期因素对美国经济的冲击，在美国通过降税减费政策以及美国经济就业通胀韧性再度增强之前美元指数将有阶段性降温过程，美元指数年度核心波动区间为 102-113。特朗普 2.0 关税武器化威胁冲击中国外贸形势并施压人民币汇率，但有迹象表明中国决策层有意维持人民币汇率稳定，我们判断 2025 年人民币汇率整体偏弱但贬值幅度取决于中美博弈因此存在较大不确定性，人民币兑美元汇率年度核心波动区间为 7.1-7.7。

2025 年迄今恒生指数、STOXX600 和万得全 A 分别上涨 17.5%、8.1%和 3.6% 而标普 500 指数和日经 225 指数分别下跌 2.9%和 5.3%，DeepSeek 横空出世引发中国人工智能投资热潮，但中美贸易纷争抑制 A 股风险偏好，欧洲央行持续降息以及财政扩张预期刺激欧股，美国经济滞胀风险打压美股高位回落，日本央行持续加息恶化日股流动性环境。目前看在中美贸易谈判结果出来之前 A 股有望维持高位盘整态势，中国经济增长韧性与地缘政治风险的多空影响限制股指的波动区间，中国央行边际增加流动性以及美联储放缓降息步伐使得股指暂无大幅调整风险，凭借国家政策支持 and 国产替代需求充分发挥工程师红利的新质生产力仍然是行业选择标的，中美能否达成第二阶段贸易协议决定股指在震荡之后的突破方向。综合基本面因素、市场风险偏好、政策刺激预期和估值因素看，我们判断 2025 年中国股市大概率低位震荡，企业盈利疲软与地缘政治风险使得股市暂不具备全面牛市条件，但市场支持政策以及底线思维也限制了股市下行空间。

图23：中美欧股票指数 (2024年底为1)


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图24：国际重点商品 (2024年底为1)


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025 年 1-3 月份标普高盛商品指数和万得商品指数分别上涨 3.6%和 7.3%，主要源于特朗普 2.0 关税武器化威胁对全球正常生产贸易秩序的扰动，中国加大

稳增长力度以及美元汇率贬值也起到重要作用。分类别看特朗普 2.0 新政推动全球政经体系进入乱纪元模式引发的避险需求推动贵金属指数上涨 13.7%，关税武器化威胁的抢出口抢进口行为以及供应端扰动使得有色指数上涨 9.3%，关税威胁与反制措施影响下农产品普遍录得年度涨幅，国际 OPEC+增产以及国内房地产库存压力打压油气价格以及黑色链。从中周期看，环球央行携手宽松和美中财政扩张推动的制造业主动补库周期行将结束，特朗普关税武器化倾向通过提振美国潜在通胀风险和打压海外经济增长动能，来推高美元汇率并抑制工业商品需求，两者均不利于大宗商品表现。我们判断 2023 年下半年至 2024 年上半年的大宗商品中级上涨趋势已经结束，2025 年大宗商品可能进一步偏弱下行，但调整幅度受到大周期商品超级牛市的约束，而人民币汇率贬值与逆周期政策加码或使得国内商品强于国际商品。

四、中期资产配置

特朗普 2.0 新政对内整顿联邦政府以及对外关税武器化催生美国经济滞胀风险，另一方面逆周期调节政策以及抢出口行为支持中国经济温和复苏，DeepSeek 横空出世引发人工智能投资热潮，中国政策环境稳定性使得中国成为美国滞胀时期的避风港，由此出现典型的东升西降现象，环球股市中恒生科技独领风骚。另一方面，我们看到在地缘政治风险和中美贸易纷争的影响下，中国跨境资金仍表现为净流出，经济数据显示房地产刺激政策的效用出现边际走弱现象，而且抢出口行为通过出口前置在支撑短期经济的同时也会恶化后期经济增长动能，当然我们相信在经济疲软迹象愈加明显滞后决策层也会如 2024 年那样加大稳增长支持力度。在这种情况下，我们建议 2025 年大类资产配置整体防御但下半年可伺机进攻，上半年加大国债作为对冲经济增长动能转弱的配置力度，保持黄金作为对冲人民币汇率贬值的配置力度，下半年加大蓝筹股和依赖国内需求的工业金属作为对冲稳增长政策预期的配置力度；而由于中国央行维持宽松货币金融环境稳增长，中国房地产市场下行周期尚未结束，我们建议继续低配货币和房地产。

表1：中期资产配置建议

大类	细分	配置建议	影响因素
货币	货币	低配	中国央行宽松货币政策稳增长，货币收益率偏低；
债券	利率债	超配	内部房地产疲软与外部地缘政治风险将继续拖累中国经济增长前景，国债的避险需求持续呈现；
	信用债	中配	资产荒继续利多固收类资产，但信用利差已然偏低，恐无法覆盖信用风险；
股票	蓝筹股	中配	蓝筹股股债差值处于较高水平，隐性平准基金有效平抑蓝筹股波动，可作为进攻配置底仓；
	成长股	低配	内部房地产疲软与外部地缘政治风险将继续拖累中国经济增长前

			景，人民币汇率贬值或再次带来股市流动性风险；
商品	原油	低配	全球经济增长动能转弱抑制原油需求，特朗普 2.0 新政或刺激美国原油产出；
	黄金	超配	地缘政治风险以及国际贸易纷争提振黄金避险需求，人民币汇率贬值进一步推高国内金价；
主要风险因素			特朗普 2.0 新政，中美贸易纷争，中国刺激政策

数据来源：建信期货研究发展部

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

免责声明:

本报告由建信期货有限责任公司(以下简称本公司)研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,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。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在授权范围内使用,并注明出处为“建信期货研究发展部”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

电话:021-60635548 邮编:200120

深圳分公司

地址:深圳市福田区鹏程一路8号深圳建行大厦39层3913

电话:0755-83382269 邮编:518026

山东分公司

地址:济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室

电话:0531-81752761 邮编:250014

广东分公司

地址:广州市天河区天河北路233号中信广场3316室

电话:020-38909805 邮编:510620

北京营业部

地址:北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室

电话:010-83120360 邮编:100031

福清营业部

地址:福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室

电话:0591-86006777/86005193 邮编:350300

郑州营业部

地址:郑州市未来大道69号未来大厦2008A

电话:0371-65613455 邮编:450008

宁波营业部

地址:浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室

电话:0574-83062932 邮编:315000

总部金融机构业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)6楼

电话:021-60636327 邮编:200120

西北分公司

地址:西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室

电话:029-88455275 邮编:710075

浙江分公司

地址:杭州市上城区五星路188号荣安大厦602-1室

电话:0571-87777081 邮编:310000

上海浦电路营业部

地址:上海市浦电路438号1306室(电梯16层F单元)

电话:021-62528592 邮编:200122

上海杨树浦路营业部

地址:上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室

电话:021-63097527 邮编:200082

泉州营业部

地址:泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座

电话:0595-24669988 邮编:362000

厦门营业部

地址:厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908

电话:0592-3248888 邮编:361000

成都营业部

地址:成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号

电话:028-86199726 邮编:610020

【建信期货联系方式】

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

邮编:200120

全国客服电话:400-90-95533 转5

邮箱:khh@ccb.ccbfutures.com

网址:http://www.ccbfutures.com