

压力仍大，亮点涌现

——二季度中国宏观分析报告

2025 年 3 月 24 日

目录

一、一季度宏观经济形势回顾	2
二、2025 年二季度国内宏观经济所面临的挑战	2
2.1 关税大战越演越烈，外贸形势严峻	3
2.2 房地产市场仍面临下行压力，不宜对“金三银四”有过高期待	4
2.3 固定资产投资增速下行压力仍大	5
2.4 消费升级仍面临较大阻力	6
2.5 对当前宏观经济的整体判断	7
三、积极应对，化压力为动力	7
3.1 更加积极的财政政策	7
3.2 “降准降息”仍在路上	8
3.3 激发创新活力，改变了国内科技题材叙事	9
3.4 “稳地产、稳股市”，改善了市场预期	9
四、二季度国内宏观经济形势展望	10
五、二季度大类资产配置策略	11
免责声明	12

投资咨询部

作者 | 曹有明

从业资格号：F3038998

交易咨询号：Z0013152

联系邮箱：

caoyouming@sd-gold.com

审核 | 王云飞

从业资格号：F03141565

交易咨询号：Z0021688

联系邮箱：

wangyunfei@sd-gold.com

审核 | 刘书语

从业资格号：F03107583

联系邮箱：

liushuyu@sd-gold.com

山金期货官方微信号



一、一季度宏观经济形势回顾

今年前两个月，工业生产高位略降，投资、消费有所上行，房地产市场有所分化，一线及强二线城市新房价格企稳，但三四城市房价仍在回落。外需方面，1-2月出口因春节错位、关税加征以及高基数等因素回落，而考虑到美国关税不确定性带来的抢出口以及下月低基数等因素影响，短期出口仍有一定支撑。内需中，投资和消费均有回升，一方面，地产投资改善，制造业投资高位回升，基建投资有所回落。其中，房地产企业经营改善，带动地产投资降幅缩窄。产业升级和设备更新推动制造业中高技术、技改和设备工器具投资高增，与生产相关的交运和通用设备制造表现较好。另一方面，受一揽子消费刺激政策、基数走低以及五普带来的口径调整等因素影响，社零较上月回升，以旧换新扩围行业受益更大。最后，从供给端来看，工业生产和服务生产均维持高位。其中，外需对工业生产拉动下降，出口交货值同比增速有所回落，但部分行业因抢出口等因素，表现整体较好。

二、2025 年二季度国内宏观经济所面临的挑战

2025 年是“十四五”的收官之年，也是“十五五”的规划之年。在此关键时刻，需要结合国家发展战略的远景目标以及国内外政治、经济发展变化，对过去和当下进行再审视，对未来进行布局。在百年未有之大变局中，我们当前面临的主要挑战在于内外两个循环均面临较大的压力。国内方面，从金融周期的角度看，目前已经未来一个年度甚至几个年度均处于金融周期的下行阶段，国内所面临的很多问题和压力是各方面矛盾在金融周期处于下行阶段的具体体现。所不同的是，有些问题相对容易解决，而有些问题则相当棘手。海外方面，美国发动新一轮贸易战。美国已经对中国输美商品加征了新一轮关税，使得中国输美商品整体关税税率高达 39%。美国对墨西哥、加拿大加征关税已经落地，并于 4 月 2 日开始加征对等关税。另外，中美在科技等关键领域的争夺将更加激烈，美国针对中国的“小院高墙”将被“大院高墙”所取代。而且，去年 10 月底，欧盟确定对中国的电动汽车加征关税。这些现象均表明，随着我国逐渐向产业链上游发起冲击的过程中，发达国家对我国在经贸领域的打压将愈演愈烈。虽然我们接过了全球化的大旗，但逆全球化之风愈演愈烈。美国发动的贸易战，势必会引起其他国家的跟进。

2.1 关税大战越演越烈，外贸形势严峻

3月4日，特朗普政府宣布对原产于中国的商品额外加征10%关税的新政令正式生效。这是继2月1日美国对华加征10%关税后，本年度第二次提高关税税率，累计加征幅度已达20%。叠加此前“301调查”实施的25%关税，中国输美商品最高综合税率将达45%，而钢铁产品更因多重条款叠加面临70%的惩罚性关税。随后，中国宣布对美加征关税的反制措施，国务院关税税则委员会发布将莱多斯公司、吉布斯和考克斯公司等15家美国实体列入出口管制管控名单，并对美国对鸡肉、小麦等29类进口商品加征15%关税，对高粱、大豆等711类进口商品加征10%关税。另外，特朗普上台之后，恢复了对全球贸易伙伴征收钢铝关税，宣布征收对等关税，还对中国造船等行业提出征收港口费等301关税调查措施。

美国对加、墨加征关税，一个附带的目标仍是我国。在美国关税大棒的威逼下，不排除加、墨对我国出口至该两国的商品加征一定的关税。美国在华盛顿与墨西哥代表团的会议上已暗示墨西哥官员，主动对中国进口商品加征关税，可以作为避免特朗普威胁加征关税的策略之一。墨西哥官员对此表示赞同，并愿意提高对中国商品的关税，同时计划增加从美国的商品采购，以换取避免征收的25%关税。墨西哥提议对中国征收的关税将主要针对汽车、汽车零部件以及部分制成品等产品，此举很可能是为应对美国即将对墨西哥商品征收的25%关税而做出的回应。

特朗普上一任期加征关税后，中美双边贸易规模下滑明显，但我国出口占全球份额并未受到明显影响。具体来看，美国自中国进口比例从2018年的18%下降至2023年的11%，但贸易份额占全球比重维持在相对稳定水平，背后与中国转口贸易、企业出海、产业链升级、关税豁免清与政策支持等多方面因素有关，对本轮贸易摩擦后的影响与应对具有借鉴意义。不过，随着关税比例的上升以及对“原产地”原则要求的上升，美国自中国进口比例预计将进一步下降，中国部分产业海外转移将加速。在这两个因素的共同影响下，预计2025年全年的出口形势将更加严峻，出口增速将下降，中国出口占全球贸易的比例将有所回落。

图 1：出口增速已经出现了回落



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2.2 房地产市场仍面临下行压力，不宜对“金三银四”有过高期待

从今年 1-2 月公布的数据看，全国房地产开发投资 10720 亿元，同比下降 9.8%，降幅比上年全年收窄 0.8 个百分点；其中住宅投资 8056 亿元，下降 9.2%，降幅收窄 1.3 个百分点。房地产开发企业房屋施工面积 605972 万平方米，同比下降 9.1%。新建商品房销售面积 10746 万平方米，同比下降 5.1%，降幅比上年全年收窄 7.8 个百分点；其中住宅销售面积下降 3.4%，降幅收窄 10.7 个百分点。2 月末，商品房待售面积 79891 万平方米，同比增长 5.1%。其中，住宅待售面积增长 6.6%。

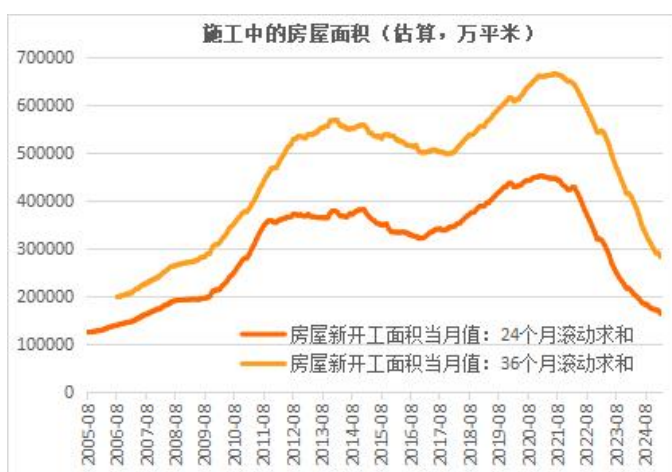
今年房企“保交付”压力持续增大，销售回款压力大。不论从单月或是累计情况来看，房企竣工面积同比降幅持续增加，住宅待售持续增长。新房开工面积在去年大幅回落的基础上，同比仍大幅回落。如果将过去两年或三年房屋新开工面积进行累计计算，则该数据已经跌至 2008 年的水平。所以，今年不宜对“金三银四”有过高的期待。

图 2：房屋新开工面积大幅回落



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 3：累计施工面积（估算）回到 2008 的水平



数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

图 4：房屋销售面积降幅收窄



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 5：房地产开发投资完成额继续回落



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2.3 固定资产投资增速下行压力仍大

中国 1 至 2 月固定资产投资（不含农户）52619 亿元，同比增长 4.1%，比上年全年加快 0.9 个百分点。不过，从过去多年的情况来看，一般一年中，第一季度是投资的高峰期，增速也相对较快，进入二季度之后，固定资产投资增速一般都会下滑。而且，相对疲弱的房地产投资预计很难有根本性的改变。乐观情形是，在低基数的影响，降幅趋缓，全年来看，不大可能同比转为正增长。

受贸易战影响，制造业出海节奏加快，制造业景气度承压，制造业固定资产投资增速大概率承压。在宽财政影响下，基础设施建设投资主要依赖中央加杠杆，增速预计将有所抬升。但地方政府目前主要任务是“化债”，无力进行大规模基建投资，而且化债不影响当期的实物工作量。

图 6：固定资产投资增速低位徘徊



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2.4 消费升级仍面临较大阻力

2024 年，中国消费市场在宏观经济环境的多重压力下，终端需求持续疲软。根据国家统计局数据，2024 年社会消费品零售总额同比仅增长 3.5%，远低于过去几年的平均水平。中国 1 至 2 月社会消费品零售总额 83731 亿元（人民币，下同，15424 亿新元），同比增长 4.0%，比上年全年加快 0.5 个百分点。此数据高于 12 月的 3.7% 增长。1-2 月因春节效应录得一定程度增长外，其余月份的增速大概率将维持在低单位数水平。整体而言，必选消费表现略优于可选消费，低价值消费表现优于高价值消费。

消费市场的疲弱主要源于消费者信心不足和可支配收入的受限。2024 年，中国消费者信心指数持续处于低位徘徊，城镇居民人均可支配收入同比增长仅为 3.9%，较过去几年明显下降。消费者对未来的经济预期和就业形势感到担忧，导致消费意愿大幅下降，购物频次减少，线下门店客流和交易订单量显著下滑。这种需求不足的局面不仅影响了消费行业的整体表现，也对企业的库存管理和盈利能力提出了严峻挑战。

图 7：消费者信心指数低迷拖累整体消费



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2.5 对当前宏观经济的整体判断

从金融周期的角度看，目前中国处在金融周期下行阶段。房地产和信贷下行相互叠加带来紧缩压力，地方政府因为隐性债务的原因而导致基建投资乏力，居民因为收入预期转差而出现消费降级，特朗普发动贸易战，使得出口面临很大的压力。这些因素在一定程度上互为因果，形成正反馈循环从而导致整体需求不足。

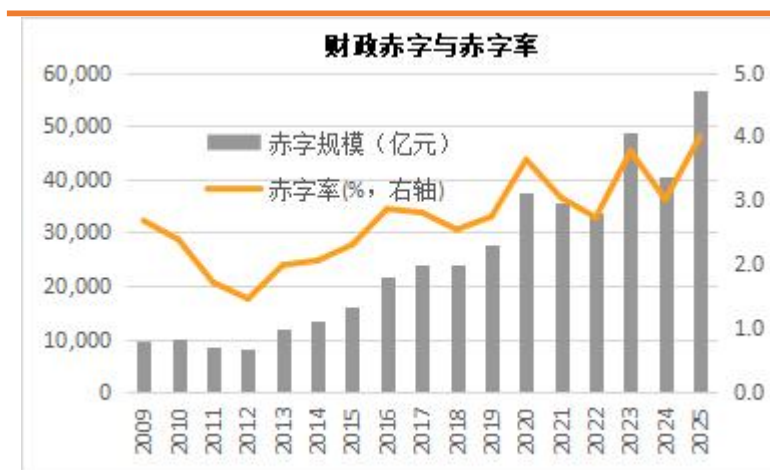
三、积极应对，化压力为动力

3.1 更加积极的财政政策

2025 年财政政策安排“持续用力、更加给力”。一是，赤字率 4% 左右、比上年大幅提高 1 个百分点，赤字规模 5.66 万亿、比上年增加 1.6 万亿。二是，发行超长期特别国债 1.3 万亿、比上年增加 3000 亿元，拟发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本。三是，安排地方政府专项债券 4.4 万亿、比上年增加 5000 亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。以上加总，今年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿、比上年增加 2.9 万亿，扣除补充商业银行资本的 5000 亿，直接用于稳增长的财政资金规模增加了 2.4 万亿。更大力度的财政增量安排，有助于扭转经济主体的预期与信心。

除了总量上的支持，财政政策的支出结构、保障机制与体制改革也未缺席。支出结构上，今年的政府工作报告提出“强化宏观政策民生导向”。

图 8：财政赤字大幅增加，二季度效果将有所显现



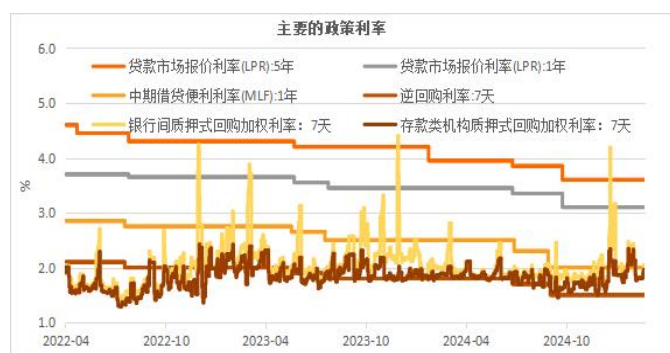
数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

3.2 “降准降息”仍在路上

2024 年 10 月以来降准、降息预期一再落空，今年政府工作报告打消市场疑虑，“适时降准降息”、“保持流动性充裕”、“推动社会综合融资成本下降”，都是非常明确的指示。年初以来，人民币汇率压力（美联储放缓降息下美中利差高企）、前期债券市场过热、银行净息差收窄（受 LPR 重定价影响，历年一季度商业银行净息差都有较大幅度的收窄）等因素限制了货币宽松的节奏。在政府债供给压力较大的情况下，银行间资金面还呈现出紧平衡。

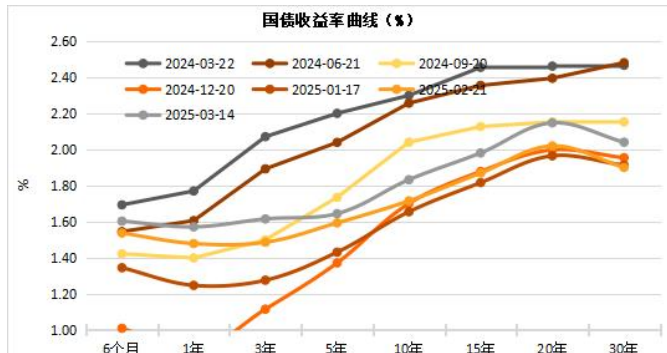
当前，随着美元指数走弱、美国对华关税冲击暂时弱于预期，人民币贬值压力有所缓和；债券市场回吐了此前偏激进、偏“抢跑”的降息预期，10 年国债收益率从 1.6% 附近回升到 2.0% 附近；两会确定了 5000 亿特别国债补充商业银行资本，帮助缓解净息差约束；推动房地产企稳回升也逐渐需要新的调节政策跟进。降准、降息的窗口逐渐临近。

图 9：政策利率走势



数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

图 10：债券收益率已经有所反弹



数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

3.3 激发创新活力，改变了国内科技题材叙事

在中国人口负增长和资本回报率回落的背景下，外围对华科技封锁和“卡脖子”动作频频，企图遏制中国崛起。而新质生产力的发展、科技领域的突破能够带来全要素生产率的提升，这对于稳定经济增速，顺利实现 2035 远景目标有至关重要的作用。2025 年政府工作报告中，尤其强调“高水平科技自立自强”，“培育壮大新兴产业、未来产业”。我国新质生产力发展步伐明显加快，成为生产和投资的重要增长极。2024 年，国家统计局公布的高技术制造业增加值增长 8.9%，较工业总体增速高 3.1 个百分点；高技术制造业和服务业投资增速分别为 7.0% 和 10.2%，分别较固定资产投资总体高 3.8 和 7.0 个百分点。

2025 年春节期间，DeepSeek 横空出世，证明在关键技术领域“单兵突破”是可行的。DeepSeek 展现了以低算力成本复现最先进模型的可能，使得原本认为美国在 AI 领域拥有绝对领导力的竞争格局变得更加扑朔迷离。这意味着美国对中国高科技产业的“卡脖子”战略未必能够全然奏效，中国可能弯道超车、甚至成为旗鼓相当的竞争者，大大提振了企业家信心和资本市场情绪。

外资对于中国科技领域的突破也有积极反馈。近期，国际主要的投行纷纷发布看多中国股市的报告，上调中国今年 GDP 的增速。国际金融协会(IIF)数据显示，2025 年 1 月外国投资者积极布局中国资产，中国股票和债券吸纳的外资净流入总和超过 100 亿美元，特别是，中国股票吸纳了 20 亿美元的资金净流入，而中国以外的新兴市场股票在当月遭遇的资金净流出量达到了 115 亿美元。

3.4 “稳地产、稳股市”，改善了市场预期

去年四季度以来，房地产行业已出现积极迹象。房价方面，随着商品房销售面积的跌幅逐步收窄，70 大中城市二手房价格自 2024 年 10 月以来连续 4 个月同比降幅收窄，尤其是一线城市二手房价格连续四个月环比正增长。库存方面，去年四季度新房销售复苏，推动了重点城市库存和去化周期的改善。据克而瑞 CRIC 监测，截至 2025 年 12 月末，50 城新建商品住宅狭义库存去化周期约 21.5 个月，较去年 9 月的高点下降 2.5 个月。今年初以来，房地产销售仍呈现韧性，1-2 月百强房企销售操盘金额累计同比回落 1.2%，与去年 12 月同比持平。

2025 年，政府工作报告部署增加 5000 亿元地方政府专项债券“重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等”提供资金支持；“盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权”，有助于收储政策的更好落实；“有效防范房企债务违约风险”，万科风波如何演绎具有重要信号意义，房地产行业的“风险底”有望逐步确认。

图 11：新建住宅价格降速趋缓



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

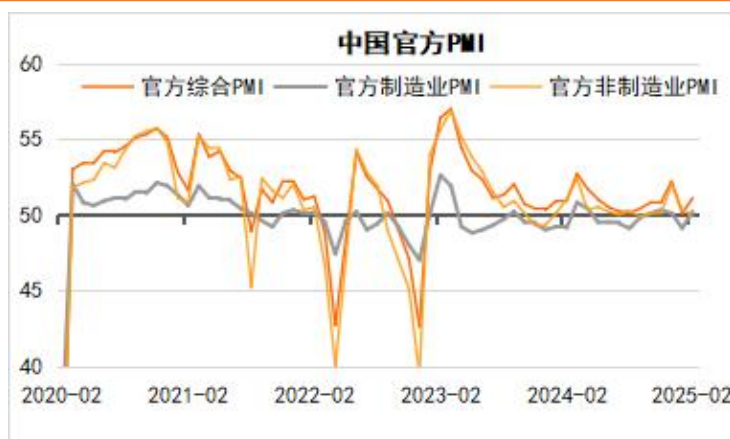
四、二季度国内宏观经济形势展望

从金融周期的角度看，目前中国处在金融周期下行阶段的末期。房地产和信贷下行相互叠加带来紧缩压力，地方政府因为隐性债务的原因而导致基建投资乏力，居民因为收入预期转差而出现消费降级，特朗普发动贸易战，使得出口面临很大的压力。这些因素在一定程度上互为因果，形成正反馈循环从而导致整体需求不足

然而，2024 年 9 月底以来，宏观政策转向，基本面也出现了积极的变化。一、二线城市新房价格环比出现止跌企稳迹象，个别强二线城市土地拍卖火爆，科创方面出现了鼓舞人心的成果，《哪吒 2》的爆火改善了市场对于居民消费的预期。2 月份的 PMI 数据也反映处于这方面的积极因素。总之，尽管今年宏观经济整体处于筑底阶段，但积极的因素正在逐步累积，从更长远的角度看，有望逐步引发“燎原”之势。

在这样的大背景下，单就二季度而言，还需要考虑季节性的影响。“两会”结束之后，政策进入落地期，从市场情绪而言，利多已经充分的兑现，无论是股票、工业品的价格，均已经兑现了这方面的利多。从实体经济的角度来看，二季度是一年中需求最为旺盛的季节，但美国发动的贸易战大概率将导致国内出口受到影响。所以，在二季度，宏观经济整体应该处于比较平稳的状态，但情绪面可能偏悲观。

图 12：PMI 企稳回升



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

五、二季度大类资产配置策略

纵观过去国内股市的发展，牛市往往是在经济弱复苏的阶段出现，因为在那个时期，政策面积积极，市场的信心触底回升，但由于基本面较差，资金并不会很快流入实体经济，而是进入股市，因而能推动股市的持续走高。当上涨到一定程度后，在财富效应带动，增量资金不断进场会推动股市进一步走高。因此，当前虽然基本面仍处于筑底阶段，但市场信心已经得到极大的提振，股市仍有继续上涨的空间。

对于商品而言，宏观经济周期决定了价格的长周期方向，风险偏好和供求等中线因子共同决定了每一轮中线级别行情的涨跌幅。因为目前商品的价格本身已经处于非常低的水平，多个品种的价格已经跌至 2020 年疫情时期的低点，继续下跌的空间已经不大。不过，由于特朗普发动的贸易战以及国内宏观经济方面的因素，工业品大概率上将维持震荡偏弱的走势。

对于债券而言，虽然政策面维持积极，但由于风险偏好的改善，国债期货大概率将进入中线级别的调整行情，但长期债券的牛市并没有结束。而且，股市在短期冲高之后，难免会出现调整。国债期货有望逐步企稳，且不排除挑战前期高点的可能。

所以，整体来看，从资产配置的角度来说，在总起，股票》债券》商品。

免责声明

本报告由山金期货投资咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。