

政策转向消费，关注资产价格对信心的提振

——2025 年“两会”系列一

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

策略摘要

2025 年的政府工作报告释放了相对积极的讯号，总体符合预期。广义财政发力，后续重点关注政策投放的节奏。产业政策方面主要从三个维度发力，重点关注消费政策增量。

核心观点

■ 宏观

全球宏观定价等待转变，美国经济短期压力上升，市场逐渐增加对“降息”的定价。我们预计 2025 年前三季度美国经济下行风险依然很大。

中国宏观定价逐渐积极，政府工作报告表述总体符合预期。经济目标 5%、通胀目标 2% 的表述凸显国内宏观政策在外部对抗和内部化债约束下仍显谨慎，但“左右”的表述意味着扩张空间已经打开，房市股市价格对于政策着力点的影响正在加强。

■ 中观

产业复苏结构化，经济呈现产需协同回暖、库存周期结构性调整、价格传导非对称性回升的特征。产业政策 2025 年主要聚焦新兴产业、未来产业的培育壮大，传统产业的改造提升以及数字经济的创新活力。关注今年消费的关键词频次明显提升。

■ 资产

国债：超长期特别国债增加 3000 亿元，预计将提高长期国债收益率，对长久期 T、TL 合约产生较大压力。

外汇：货币政策操作将更多依赖结构性工具，在必要时动用逆周期因子等调控工具，若美联储进入降息周期，中美利差修复将降低资本流动波动性，人民币有望维持稳健运行。

股指：科技政策与资金驱动格局有望强化，长线资金仍具备显著增长潜力。

商品：重点关注供给侧变量的可能性，上半年逢低多配股指和宏观相关商品，下半年关注商品需求改善的可能。长期来看，黄金仍然将会是难以替代的保值资产，并且在实际利率未来变动预期仍然大概率向下的情况下，黄金仍建议以逢低买入为主。

■ 风险

地缘政治风险（能源板块上行风险）；全球经济超预期下行（风险资产下行风险）；美联储超预期收紧（风险资产下行风险）；海外流动性风险冲击（风险资产下行风险）。

目录

核心观点	1
全球宏观定价等待转变	4
中国宏观定价逐渐积极	5
高频：国内经济短期改善缓慢	7
政策：中央财政扩张略有加码	9
国债：两会政策推动市场再平衡	12
外汇：韧性增强，稳健格局可期	14
股指：政策强化股指科技叙事	17
商品：继续关注供给侧的空间	19

图表

图 1：道金比价历史走势和四次顶部市场特征 单位：指数点/盎司	4
图 2：道金比价跌破 2024 年低点 单位：指数点/盎司	4
图 3：道金比同比转负和消费不乐观 单位：%YOY	4
图 4：美国相对弱势，中国预期等待改善 单位：STD	5
图 5：美联储降息定价持续上升 单位：%PCT	5
图 6：2025 年经济目标稳定 单位：%	6
图 7：2025 年通胀目标下调 单位：%	6
图 8：2 月制造业进出口 PMI 订单回升 单位：%	7
图 9：2 月制造业 PMI 价格指数反弹 单位：%	7
图 10：2025 全国工程项目开复工率较往年偏弱	8
图 11：2025 全国工程项目劳务上工率较往年偏低	8
图 12：2 月制造业 PMI 阶段性反弹 单位：%YOY	8
图 13：各规模企业制造业 PMI 单位：%	8
图 14：2013-2023 全国两会前后的资产历史复盘 单位：%	10
图 15：国债发行情况 单位：亿元	12
图 16：地方债发行情况 单位：亿元	12
图 17：各期限国债收益率走势 单位：%	13
图 18：各期限国债期货近期走势 单位：元	13
图 19：中国外汇储备 单位：亿美元	14
图 20：存款准备金率 单位：%	14
图 21：人民币汇率和逆周期因子 单位：无	15
图 22：美中利差 单位：%	15
图 23：美国国债收益率 单位：%	15
图 24：中国国债收益率 单位：%	15
图 25：银行结售汇 单位：亿美元	16
图 26：出口金额和出口结汇率 单位：无	16
图 27：险资持股及持股市值 单位：亿股，亿元	18

图 28：股票型 ETF 净申购份额 | 单位：亿份

图 29：开放式基金股票仓位 | 单位：%

图 30： 全球基金净流入股市累计金额 | 单位：亿美元

表 1：政府工作报告摘要

表 2：2024-2025 年节能降碳行动方案

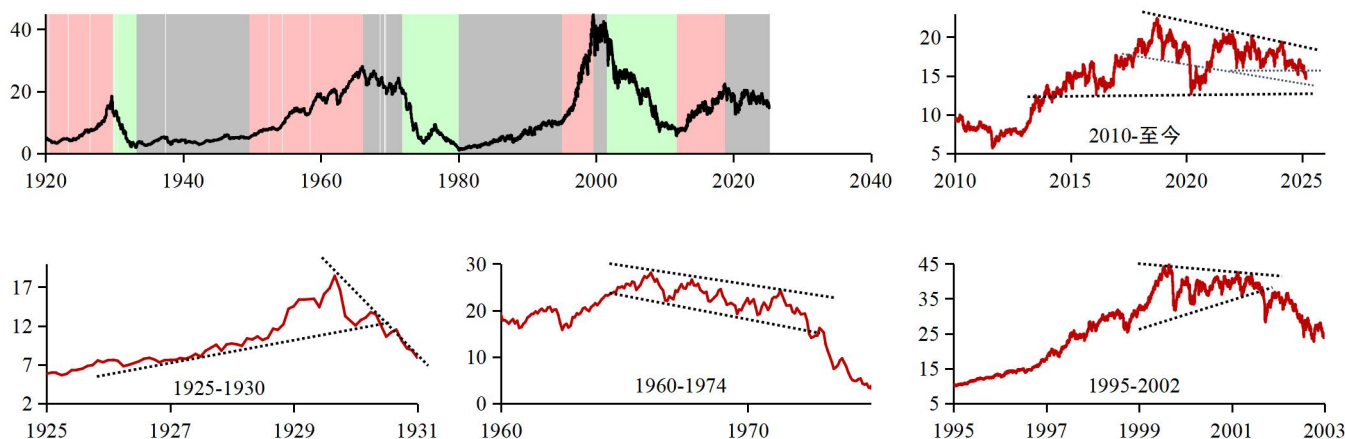
181818919

全球宏观定价等待转变

美国经济短期压力上升，市场逐渐增加对“降息”的定价。我们以“道金比”来衡量市场对于美国经济周期的定价，该比值在去年四季度美联储开始首次降息的引导下持续回落，今年3月初创出2021年以来的新低，显示全球技术“祛魅”和美国财政约束下的压力上升。

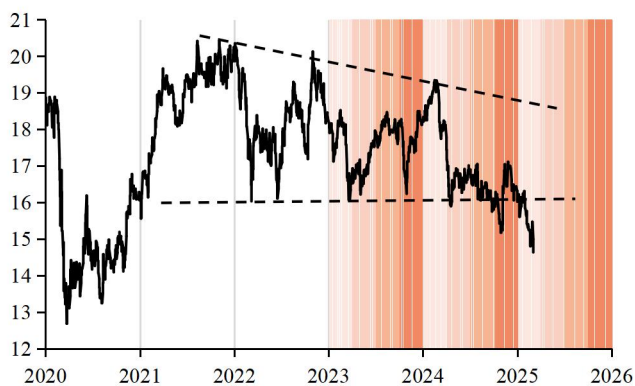
道金比价结构显示2010年以来的经济扩张进一步走向收敛，且2021年疫后的扩张结束。伴随着2018年经济繁荣的开始褪去，对外美国从特朗普1.0向中国发起贸易战、科技战和金融战到特朗普2.0进一步指向盟友，对内美国重新回到量化宽松的框架，并且经过2020年疫情的冲击将非常规政策“常规化”。2024年11月美国大选以来，道金比价再次回落，同比下行开始加速，我们预计2025年前三季度美国经济下行风险依然很大。

图 1：道金比价历史走势和四次顶部市场特征 | 单位：指数点/盎司



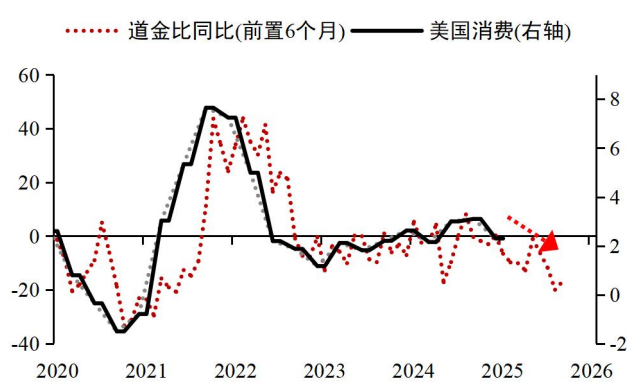
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：道金比价跌破 2024 年低点 | 单位：指数点/盎司



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：道金比同比转负和消费不乐观 | 单位：%YoY



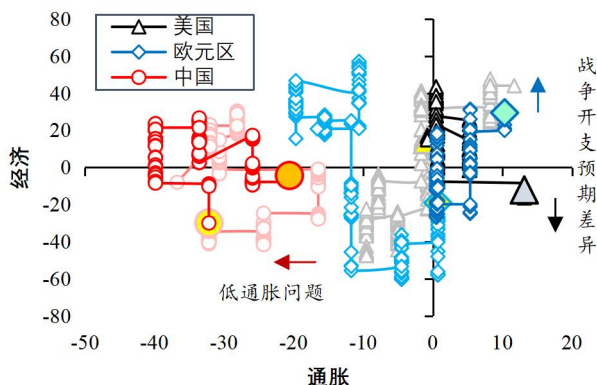
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

中国宏观定价逐渐积极

从外部来看，美联储向“鸽派”的转向扩张了国内宏观政策空间。自 2024 年 8 月美联储从“加息暂停”向“降息”切换，12 月开始的“降息收敛”自 2025 年 2 月春节过后再次转向“降息加强”。随着美国经济预期的走弱，美元指数从年初以来再次回落——从 110.1 降至 104.4——一方面，美国服务业 PMI 等软数据在 1 月表现出疲弱状态，一度跌破荣枯线，引发市场对美国经济“滞胀”甚至“衰退”的定价；另一方面，美国财长在今年 3 月指出希望达成平衡财政预算的状态，利率需要得到降低，引发市场对美联储利率政策加速回落的猜想。

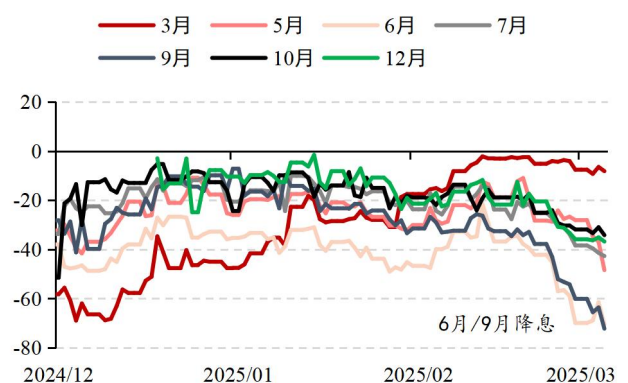
从内部来看，尽管春节以来经济恢复仍不强劲，但是 2024 年的圆满收官以及 2 月份的高频数据显示整体经济仍保持一定韧性，市场或进一步计入在内需政策（扩内需放在了 2025 年重点任务的首位，通过 3000 亿特别国债支持消费品以旧换新的提振消费专项行动）的推动下经济有望逐渐走出底部。

图 4：美国相对弱势，中国预期等待改善 | 单位：STD



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：美联储降息定价持续上升 | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

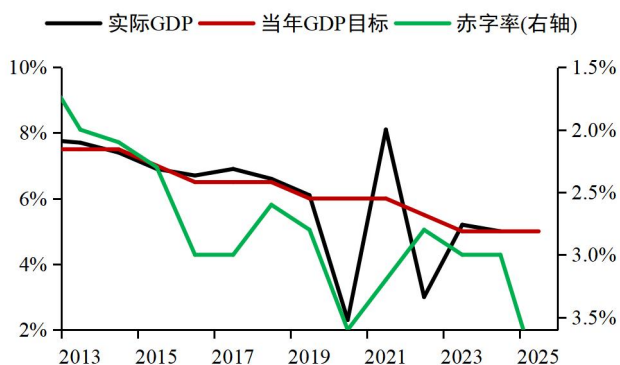
政府工作报告对于经济目标和宏观政策的表述总体符合预期。

一方面，对于经济目标 5%“左右”的表述，通胀目标 2%“左右”的表述，都凸显了国内宏观政策尽管在外部对抗和内部化债约束下仍显谨慎，短期为应对海外经济的不确定性，国内政策继续处在观望状态。

另一方面，“左右”的表述意味着扩张的空间已经打开。从报告的表述结构来看，尽管工作量依然是经济中一个重要的变量，但是价格对于经济信心的作用、对于政策着力点的影响正在加强。2025 年对于房价、股价的政策关注度在上升，这是比较少见的政府文件

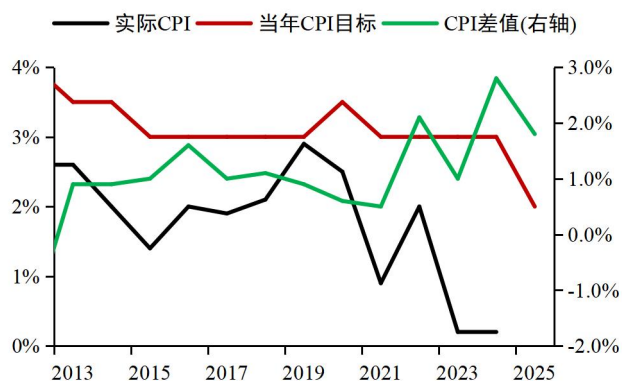
表达，前者再次强调“止跌回稳”的目标对于人民币资产存量抵押品的价值起到稳定预期的作用，后者借助于结构性货币政策工具、改革发行上市和并购重组制度，有利于市场的财富效应的回升以及经济结构的转型。

图 6：2025 年经济目标稳定 | 单位：%



数据来源：政府工作报告 华泰期货研究院

图 7：2025 年通胀目标下调 | 单位：%



数据来源：政府工作报告 华泰期货研究院

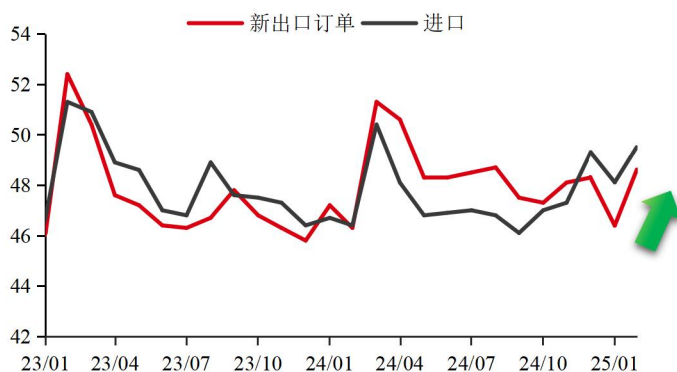
高频：国内经济短期改善缓慢

2025 年 2 月，中国制造业 PMI 环比上升 1.1 个百分点至 50.2，重回扩张区间。经济呈现产需协同回暖、库存周期结构性调整、价格传导非对称性回升的特征。

产业复苏呈现结构化特征。尽管宏观政策持续发力维持经济韧性，节后产能恢复却呈现显著行业分化。其中汽车制造、消费电子等产业链完备的领域实现快速复工，而纺织服装、建材等劳动密集型产业则显现恢复滞后的特点。据百年建筑调研数据显示，截至 2 月 27 日农历正月三十，全国 13532 个工地开复工率为 64.60%，农历同比减少；劳务上工率 61.7%，农历同比减少；资金到位率 49.1%，农历同比略增。其中房建项目开复工率农历同比减少；非房建项目开复工率农历同比减少。

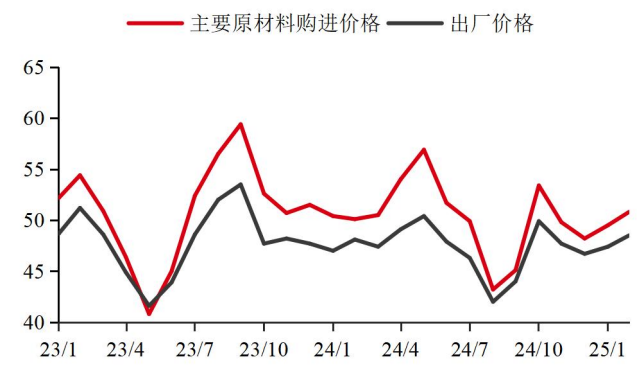
值得关注的是，生成式人工智能技术恰在节前取得突破性进展，刺激智能制造、算力服务等相关企业在节后率先启动数字化改造投入，形成拉动 PMI 回升的技术溢价效应。综合而言，前两个月数据的大幅震荡本质仍属春节效应主导下的常规波动。随着节后生产秩序全面恢复，预计 3 月起制造业运行将回归经济基本面主导的常态轨迹，当季累计环比及绝对指标均将遵循传统季节性规律与中长期经济周期特征演变。

图 8：2 月制造业进出口 PMI 订单回升 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：2 月制造业 PMI 价格指数反弹 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

规模层面，大型企业 PMI 快速回暖，彰显龙头企业强劲的复苏动能，而中小企业景气度继续下滑且处在收缩区间，凸显中小企业在需求疲软与成本压力下的经营压力。

行业层面，2 月份有 47% 的行业处在扩张区间，设备制造占据主导地位，基建投资及设备更新补贴拉动通用设备、专用设备需求，汽车制造业则受益于新能源渗透率提升与出口韧性。有色金属行业受“新三样”消费的拉动，化学原料行业因节后复工复产加速及市

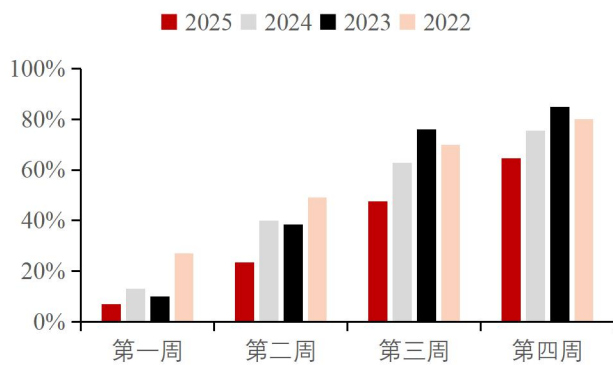
场预期回暖，供需两端同步改善，有色金属、化学原料维持强劲。

出口层面，2月新出口订单指数回升2.2个百分点至48.6%，美国关税落地预计影响出口增速逐步回落。

进口层面，2月进口订单回升1.4个百分点至49.5%，显现出节后行业逐步恢复内需。

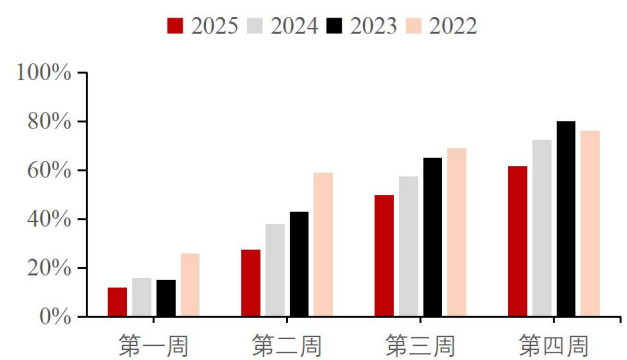
价格层面，受到大宗商品价格反弹，2月原材料价格指数继续反弹1.3个百分点、2月出厂价格指数反弹1.1个百分点。

图 10：2025 全国工程项目开复工率较往年偏弱



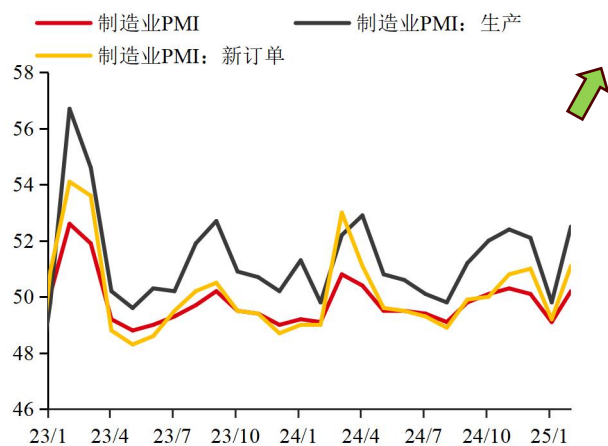
数据来源：百年建筑调研、华泰期货研究院

图 11：2025 全国工程项目劳务上工率较往年偏低



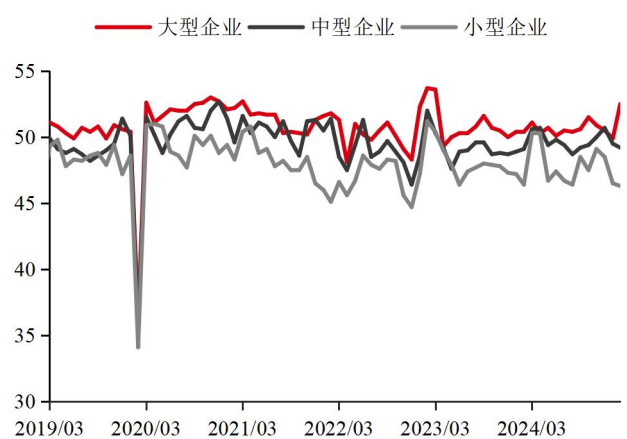
数据来源：百年建筑调研、华泰期货研究院

图 12：2 月制造业 PMI 阶段性反弹 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD、华泰期货研究院

图 13：各规模企业制造业 PMI | 单位：%



数据来源：iFinD、华泰期货研究院

政策：中央财政扩张略有加码

今年政府工作报告看点如下：

广义财政发力，5.66 万亿赤字规模，4.4 万亿专项债，1.8 万亿特别国债；叠加此前三年每年 2 万亿的地方债务置换额度；后续重点关注政策投放的节奏。

产业政策方面，2025 年主要从三个维度发力。1、培育壮大新兴产业、未来产业。深入推进战略性新兴产业融合集群发展，深化先进制造业和现代服务业融合发展试点，加快国家高新区创新发展，梯度培育创新型企业。2、推动传统产业改造提升。加快制造业重点产业链高质量发展，进一步扩范围、降门槛，加快制造业数字化转型，开展标准提升引领传统产业优化升级行动。3、激发数字经济创新活力。持续推进“人工智能+”行动，扩大 5G 规模化应用，加快完善数据基础制度，促进平台经济规范健康发展。

消费方政策方面，今年消费的关键词频次明显提升，2025 年将安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。

表 1：政府工作报告摘要

项目	2025 年	2024 年
GDP 增速	5%左右	5%左右
CPI 增速	2%左右	3%左右
赤字率和赤字	4%，5.66 万亿元	3%，4.06 万亿元
专项债限额	4.4 万亿元；2 万亿置换债	3.9 万亿元；2 万亿置换债
特别国债	1.8 万亿；5000 亿补充国有银行资本	1 万亿
单位 GDP 能耗	单位国内生产总值能耗降低 3%左右，生态环境质量持续改善	单位国内生产总值能耗降低 2.5%左右，生态环境质量持续改善
总基调	坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破	坚持稳中求进、以进促稳、先立后破
宏观政策取向	充实完善政策工具箱，根据形势变化动态调整政策，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。注重目标引领，把握政策取向，讲求时机力度，强化系统思维，提升宏观政策实施效能	稳是大局和基础，各地区各部门要多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，谨慎出台收缩性抑制性举措，清理和废止有悖于高质量发展的政策规定。强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合
财政政策	实施更加积极的财政政策：统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保财政政策持续用力、更加给力	积极的财政政策要适度加力、提质增效：综合考虑发展需要和财政可持续，用好财政政策空间，优化政策工具组合。
货币政策	实施适度宽松的货币政策：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，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效：保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配
扩大内需	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚 实施提振消费专项行动。安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。 积极扩大有效投资。今年中央预算内投资拟安排 7350 亿元。	着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用 促进消费稳定增长。 积极扩大有效投资。今年中央预算内投资拟安排 7000 亿元。

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

项目	2025 年	2024 年
房地产	持续用力推动房地产市场止跌回稳。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房。	
重点任务	1、大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；2、因地制宜发展新质生产力,加快建设现代化产业体系；3、深入实施科教兴国战略，提升国家创新体系整体效能；4、推动标志性改革举措加快落地，更好发挥经济体制改革牵引作用；5、扩大高水平对外开放，积极稳外贸稳外资；6、有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线；7、着力抓好“三农”工作，深入推进乡村全面振兴；8、推进新型城镇化和区域协调发展,进一步优化发展空间格局；9、协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型；10、加大保障和改善民生力度，提升社会治理效能	
产业政策	因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。培育壮大新兴产业、未来产业。深入推进战略性新兴产业融合集群发展，深化先进制造业和现代服务业融合发展试点，加快国家高新区创新发展，梯度培育创新型企业。推动传统产业改造提升。加快制造业重点产业链高质量发展，进一步扩范围、降门槛，加快制造业数字化转型，开展标准提升引领传统产业优化升级行动。激发数字经济创新活力。持续推进“人工智能+”行动，扩大 5G 规模化应用，加快完善数据基础制度，促进平台经济规范健康发展	大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力；2、深入推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力；3、着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环；4、坚定不移深化改革，增强发展内生动力；5、扩大高水平对外开放，促进互利共赢；6、更好统筹发展和安全，有效防范化解重点领域风险；7、坚持不懈抓好“三农”工作，扎实推进乡村全面振兴；8、推动城乡融合和区域协调发展，大力优化经济布局；9、加强生态文明建设，推进绿色低碳发展；10、切实保障和改善民生，加强和创新社会治理

数据来源：政府工作报告 华泰期货研究院

图 14：2013-2023 全国两会前后的资产历史复盘 | 单位：%

	上证综指	10Y国债利率(绝对值变化%)	美元兑人民币	创业板指	上证50	沪深300	中证500	中证1000	Wind商品指数	软商品	油脂油料	煤焦钢矿	有色	化工	非金属建材	谷物	农副产品	黄金	原油
前一周	平均涨跌幅 0.73%	0.0214	0.09%	0.25%	0.74%	0.40%	0.83%	0.87%	0.82%	0.31%	0.25%	0.97%	-0.05%	0.71%	1.10%	0.52%	0.11%	0.22%	2.84%
	样本上涨概率 55%	73%	64%	36%	45%	45%	55%	64%	55%	55%	73%	55%	55%	82%	73%	64%	56%	55%	45%
期间	平均涨跌幅 -0.72%	-0.0028	0.07%	0.34%	-1.22%	-1.10%	-0.86%	-0.05%	-1.85%	-0.23%	-0.60%	-2.38%	-1.67%	-1.41%	-0.58%	-0.12%	-2.14%	-0.15%	-1.67%
	样本上涨概率 45%	27%	64%	55%	45%	36%	45%	55%	18%	45%	45%	36%	27%	36%	45%	55%	0%	55%	45%
后一周	平均涨跌幅 1.32%	-0.0047	-0.11%	2.57%	0.69%	1.22%	2.42%	2.80%	-0.36%	-0.09%	-0.45%	0.17%	-0.32%	-1.22%	-0.43%	0.12%	-0.05%	0.42%	0.28%
	样本上涨概率 64%	36%	18%	64%	55%	55%	64%	73%	45%	45%	36%	45%	55%	36%	55%	64%	67%	55%	55%
后一月	平均涨跌幅 3.60%	-0.0010	-0.17%	4.54%	2.90%	3.69%	5.43%	5.09%	-0.25%	1.39%	-1.39%	-1.17%	0.31%	-2.83%	-0.52%	-0.73%	0.28%	0.26%	3.07%
	样本上涨概率 73%	55%	36%	55%	55%	73%	73%	64%	55%	64%	36%	55%	64%	27%	45%	36%	33%	55%	73%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

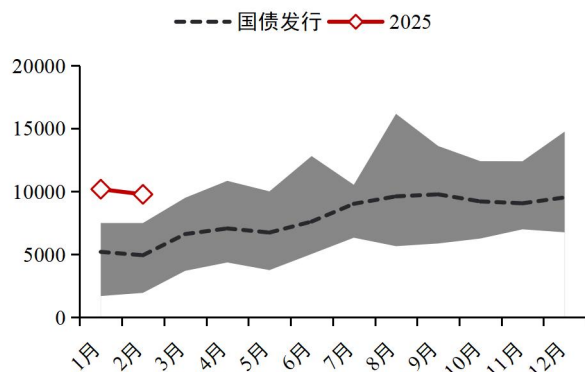
全国两会的日历效应分析。复盘近 11 年的两会历史表现来看，A 股受益明显，两会后一周和后一月中证 1000 和中证 500 表现较强，样本上涨概率在 70%左右；商品在两会期间有所承压，两会后逐步企稳修复。

国债：两会政策推动市场再平衡

积极财政政策力度加大，国债供给侧提升。两会政府工作报告明确提出，2025 年财政政策将更加积极，财政赤字率提升至 4%，赤字规模上升至 5.66 万亿元，并新增政府债务总规模 11.86 万亿元，相比去年增加 2.9 万亿元。这意味着随着政府融资需求上升，国债供给增加，供给扩张可能对收益率构成上行压力。其中，超长期特别国债的发行规模较去年增加 3000 亿元，预计将提高长期国债收益率。这一趋势可能对供给侧变换更敏感的长久期 T、TL 合约产生较大压力，收益率上行会使国债期货价格一定程度承压。

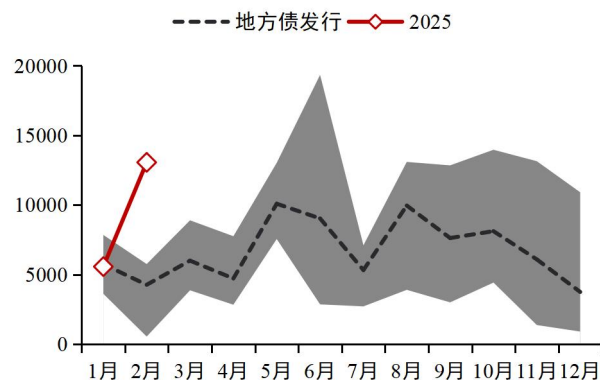
地方政府专项债带动基建投资。地方政府专项债券额度提升至 4.4 万亿元，比上年增加 5000 亿元，重点用于基建投资、土地收储等。基建投资增加，可能推高经济增长预期，并可能抑制债市上涨。春节后市场风险偏好回暖，资金向权益市场流动，债市资金受到一定分流影响。未来需要关注地方专项债资金落地节奏，节奏的加快将增强市场对经济复苏的预期，国债收益率可能维持高位，国债期货价格短期承压。然而，基建项目的长期回报周期较长，若后续经济增长未达预期，债市可能仍面临修复空间。

图 15：国债发行情况 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16：地方债发行情况 | 单位：亿元



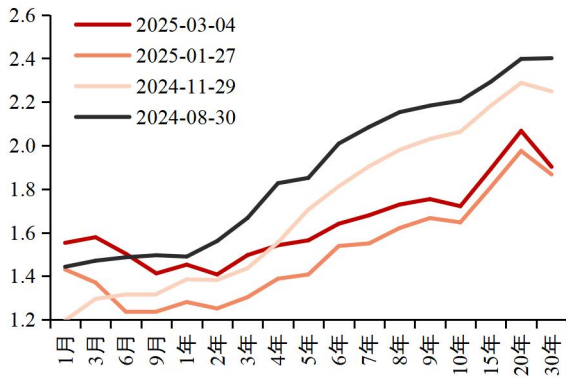
数据来源：Wind 华泰期货研究院

央行货币政策适度宽松，国债市场压力有望缓解。政府工作报告强调，适时降准降息，保持流动性充裕，降低社会融资成本。如果后续央行通过降准或 MLF 操作向市场注入流动性，短端利率可能回落，有助于稳定短久期国债期货合约 TS、TF。2 月以来央行已进行流动性回笼，资金面趋紧，短端利率上行，这使短期国债期货承压。如果未来货币政策放松，短债利率下降，TS、TF 合约可能迎来企稳反弹。

未来展望，政策落地后债市或迎修复机会。两会的财政扩张和货币宽松政策将对国债市场带来短期压力。但若后续降准降息落地，或者经济增长未能达到预期，债市仍可能出

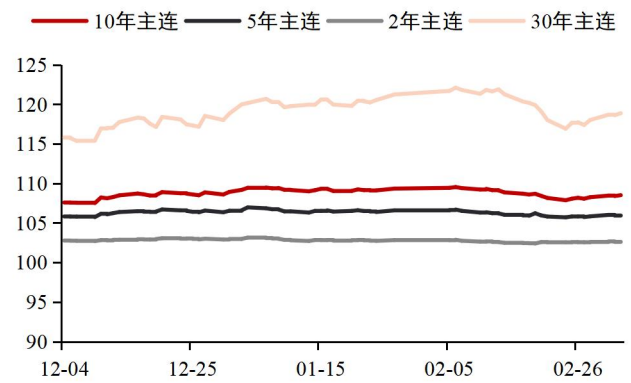
现修复行情。当前阶段需密切关注政策执行力度、央行操作节奏及市场资金流向，以判断国债期货价格的进一步走势。

图 17：各期限国债收益率走势 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 18：各期限国债期货近期走势 | 单位：元



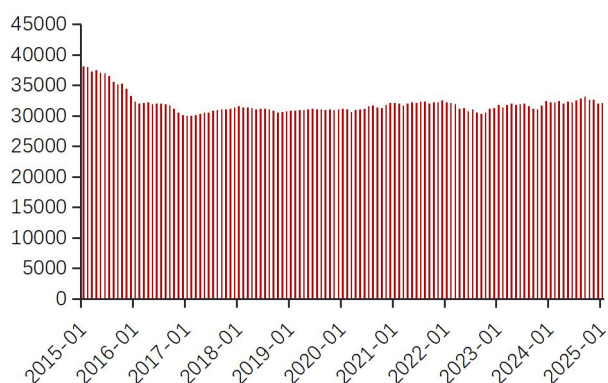
数据来源：Wind 华泰期货研究院

外汇：韧性增强，稳健格局可期

2025 年的两会政府工作报告对外汇与货币政策的表述显示，政策基调继续围绕稳增长、调结构、防风险展开，在保持货币政策适度宽松的同时，强调增强政策传导效率，促进人民币汇率在合理均衡水平上的稳定。

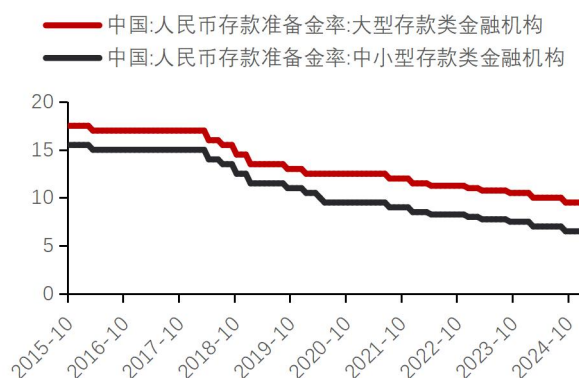
首先，2025 年政府工作报告提出适时降准降息，以保持流动性充裕，并确保社会融资规模和货币供应量的增长与经济增长和价格总水平预期目标相匹配。这表明货币政策仍将维持较强的灵活性，以应对国内外经济环境的变化。在美元仍保持相对高利率的背景下，中国央行的货币政策操作将更多依赖结构性工具，而非全面宽松。与此同时，推动社会综合融资成本下降，提升金融服务可获得性，将有助于增强市场流动性，提高人民币资产的吸引力。

图 19：中国外汇储备 | 单位：亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20：存款准备金率 | 单位：%

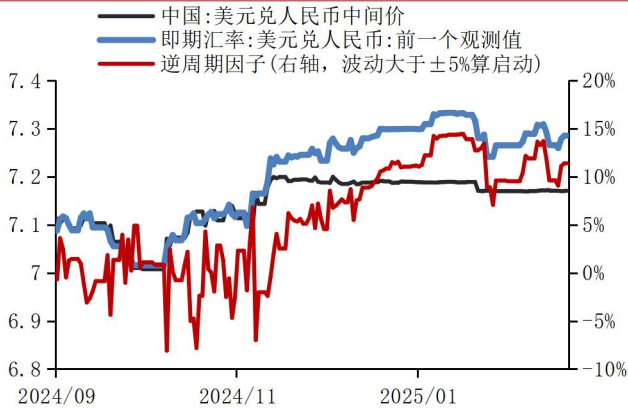


数据来源：Wind 华泰期货研究院

其次，结构性货币政策工具的创新和优化是本次会议的一大亮点。政府强调更大力度支持楼市和股市的健康发展，并加强对科技创新、绿色发展、消费提振及民营经济的扶持。这表明政策重点已转向“稳增长”，同时在政策传导机制方面，将强化利率形成与传导，落实无还本续贷政策，增强融资增信和风险分担措施。

第三，人民币汇率管理方面，政府工作报告重申“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。2024 年的外汇政策已表明央行在必要时会动用逆周期因子等调控工具，以防止市场非理性波动。2025 年，考虑到全球经济仍存在较大的不确定性，人民币汇率政策预计将在市场化与调节之间取得平衡，以稳定市场预期。与此同时，在美联储货币政策可能转向降息的背景下，中美利差有可能逐步修复，这将在中长期内增强人民币的韧性，并降低外资流出压力。然而，若外部环境恶化，例如全球贸易摩擦升级或资本外流压力加大，人民币仍可能面临阶段性调整。

图 21：人民币汇率和逆周期因子 | 单位：无



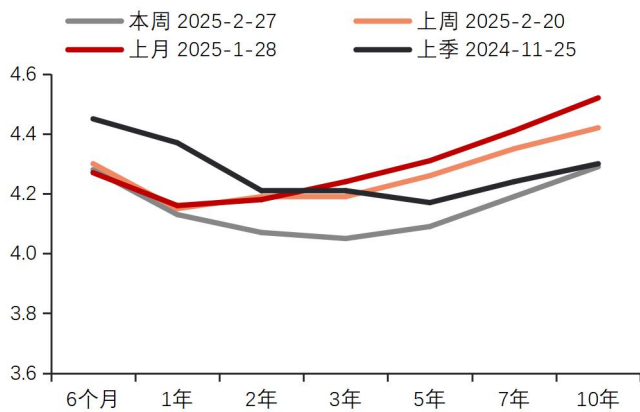
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22：美中利差 | 单位：%



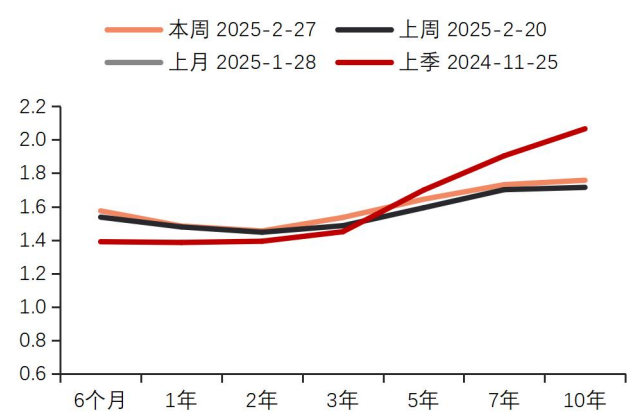
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 23：美国国债收益率 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 24：中国国债收益率 | 单位：%

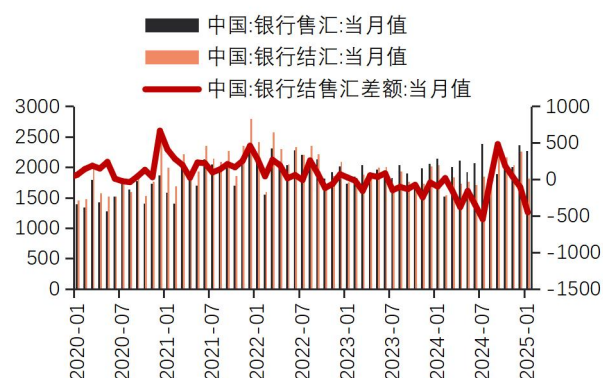


数据来源：Wind 华泰期货研究院

最后，政府提出稳定外贸发展的系列政策，包括加大稳外贸政策力度，支持企业稳订单拓市场，优化融资、结算、外汇等金融服务，并扩大出口信用保险承保规模和覆盖面。这些措施表明政策层面对外贸企业的支持力度加大，有助于维持国际收支的基本稳定。然而，若全球贸易摩擦加剧或外部需求下行，人民币结汇意愿可能下降，从而加大人民币汇率的波动性。

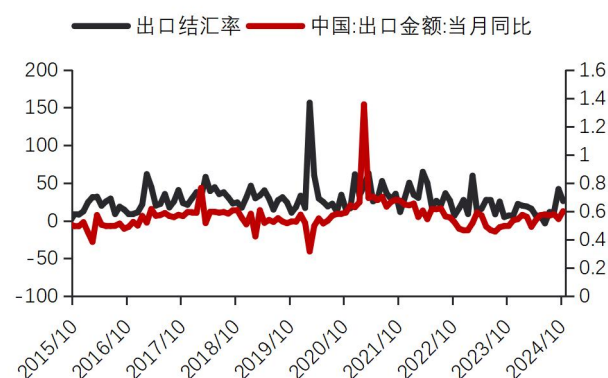
2025 年政府工作报告强调“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，并通过适度宽松的货币政策、稳外贸、稳地产等措施增强市场信心。短期来看，流动性保持合理充裕，有助于支持经济修复，优化市场预期，同时增强人民币的韧性。长期来看，若美联储进入降息周期，中美利差修复将降低资本流动波动性，人民币有望维持稳健运行。然而，外部不确定性仍较高，人民币走势仍取决于政策落地效果及全球贸易、经济环境变化。

图 25：银行结售汇 | 单位：亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 26：出口金额和出口结汇率 | 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

股指：政策强化股指科技叙事

2025 年政府工作报告首次将“稳住楼市股市”明确写入政策框架，标志着宏观调控思路的重要创新。相较于 2024 年政府工作报告提出的“增强资本市场内在稳定性”的宽泛定调，2025 年报告对股市的表述更为具体，涵盖制度优化、资金引导和风险防控等多个维度。相较于 2024 年 12 月中央政治局会议首次提出相关表述，2025 年报告进一步强调通过深化资本市场改革、优化结构性货币政策工具等系统性措施，更大力度促进市场健康发展。具体而言，报告在“实施适度宽松的货币政策”部分提出“优化和创新结构性货币政策工具”，重点支持科技创新、绿色发展等领域，并明确要求“改革优化股票发行上市和并购重组制度”；在“深化财税金融体制改革”部分则细化了“推动中长期资金入市”的路径，包括加强战略性力量储备和稳市机制建设。

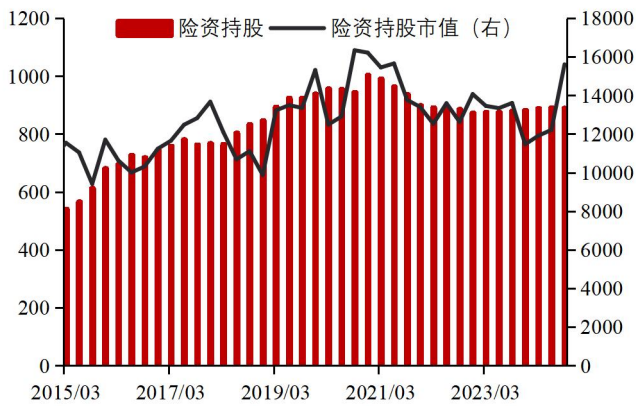
根据 2025 年政府工作报告的最新部署，科技政策与资金驱动格局有望强化。

科技创新领域，政策明确提出“因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系”，通过“人工智能+”行动深化数字技术与实体经济融合，重点支持智能网联新能源汽车、人工智能终端设备、智能机器人等新一代智能终端发展，同步推进 5G 规模化应用与工业互联网创新，打造具有国际竞争力的数字产业集群。报告特别强调“推进高水平科技自立自强”，通过优化国家战略科技力量布局、强化企业创新主体地位、完善科技成果转化机制等系统性举措，加速关键核心技术攻关与前沿领域布局，生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业被列为重点培育方向。

另一方面，“大力推动中长期资金入市”的政策导向有望从流动性层面为资本市场注入动能。2024 年，险资已成为 A 股重要增量资金来源，根据最新政策，大型国有保险公司计划自 2025 年起，将每年新增保费的 30% 定向投资 A 股，预计将带来约 4000 亿元资金。公募基金方面，开放式基金股票仓位超季节性提升，机构配置意愿增强；但股票型 ETF 出现大幅净赎回，反映出市场存在机构主动增配与投资者短期行为博弈的结构性矛盾。从全球资金流向来看，外资尚未形成大规模流入趋势，但近期海外机构对华投资态度明显转暖。若结合政府工作报告提出的稳外资政策落地，有望推动外资配置比例提升。

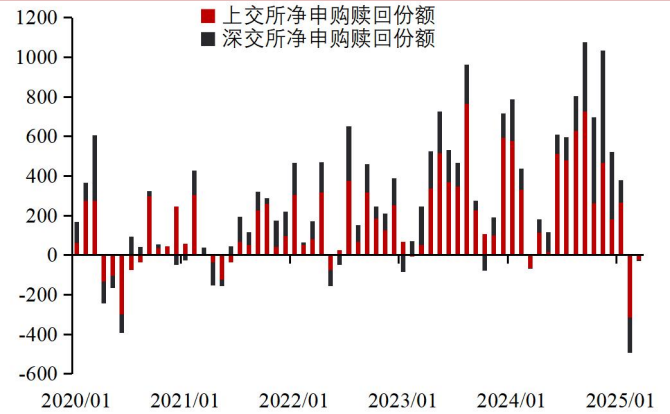
从当前市场格局来看，长线资金仍具备显著增长潜力。这类资金以投资周期长、风险偏好稳健为特征，其入市行为对优化 A 股投资者结构、提升市场稳定性具有战略意义，有望推动股市稳健上涨。

图 27：险资持股及持股市值 | 单位：亿股，亿元



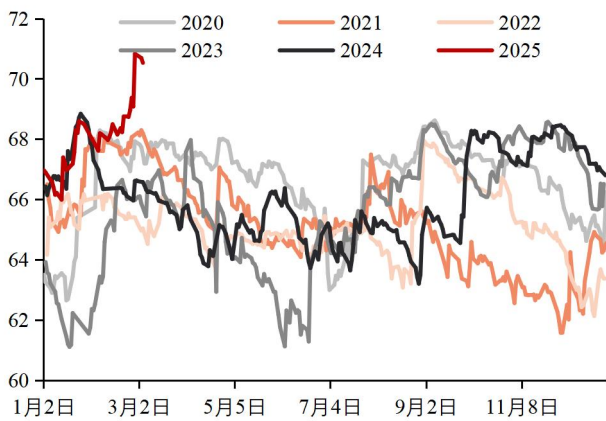
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 28：股票型 ETF 净申购份额 | 单位：亿份



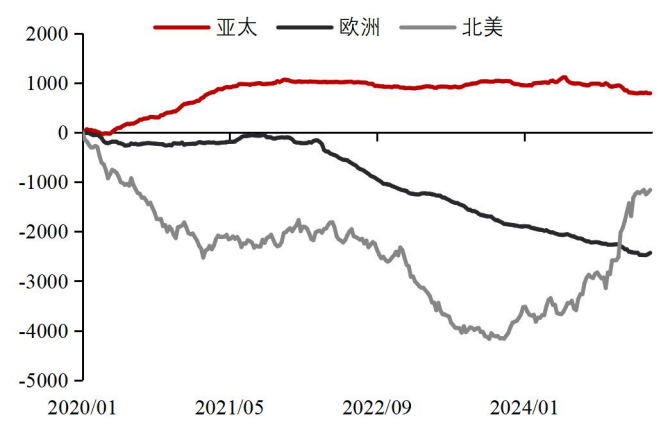
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 29：开放式基金股票仓位 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 30：全球基金净流入股市累计金额 | 单位：亿美元



数据来源：Lipper 华泰期货研究院

商品：继续关注供给侧的空间

今年政府工作报告提出，“单位国内生产总值能耗降低 3%左右，生态环境质量持续改善”的目标；同时央行的 2024 年四季度货币政策执行报告也提出“推动物价合理回升”；2 月 10 日，国常会研究化解重点产业结构性矛盾政策措施。后续商品重要关注供给侧变量的可能性。

自上而下节能降碳的政策思路可以参考此前国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》：从细分行业来看，“方案”要求 2024 年-2025 年钢铁、石化化工、有色金属、建材四大高耗能行业节能降碳改造形成的节能量分别达 2000、4000、500、1000 万吨标准煤，共占“方案”节能量总要求的 77.7%。在节能、减排量总要求中，石化化工行业的绝对值负担最大，分别达 4000 万吨标准煤、11000 万吨二氧化碳，占总要求的 40%、42%；钢铁行业次之，分别占总要求的 20%、21%；而建材、有色金属行业压力较小，分别占 10%、5%。

表 2：2024-2025 年节能降碳行动方案

政策要求	品种	品种	单吨耗电	产量(万吨)	耗电
到2025年底，电炉钢产量占粗钢总产量比例力增提升至15%，废钢利用率达到3亿吨。 2024-2025年，钢铁行业节能降碳改造形成节约能量约2000万吨标准煤，减排二氧化碳约5300万吨	钢材	黑色	500	106477	53238500
	动力煤	黑色	25	390200	9755000
	硅铁	黑色	8200	538	4411600
	锰硅	黑色	4200	1021	4288200
	铁矿石	黑色	100	24784	2478400
	焦炭	黑色	45	47116	2120220
	热轧	黑色	88	19063	1677544
	不锈钢	黑色	500	3000	1500000
	焦煤	黑色	25	48510	1212750
	冷轧	黑色	160	6972	1115520
	玻璃	黑色	85	4729	401965
	锌	有色	3500	640	2240000
到2025年底，再生金属供应占比达到24%以上，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比达到30%；铜、铅、锌冶炼能效标杆水平以上产能占比达到50%；有色金属行业能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。2024—2025年，有色金属行业节能降碳改造形成节能量约500万吨标准煤、减排二氧化碳约1300万吨。	铜	有色	1000	1002	1002000
	铅	有色	800	640	512000
	镍	有色	4000	81	324000
	镍	有色	10000		
	工业硅	有色	12000		
	铝	有色	13500	3708	50058000
	电石(PVC原料)	化工	3400	2758	9377200
	乙二醇(合成气制)	化工	1100	5198	5717800
	苯乙烯	化工	3600	999	3596400
	甲醇	化工	375	6935	2600625
	PTA	化工	470	4950	2326500
	聚丙烯	化工	800	2554	2043200
到2025年底，炼油、乙烯、合成氨、电石行业能效标杆水平以上产能占比超过30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。2024—2025年，石化化工行业节能降碳改造形成节能量约4000万吨标准煤、减排二氧化碳约1.1亿吨。	聚乙烯	化工	800	2032	1625600
	尿素	化工	250	5373	1343250
	乙二醇(石脑油制)	化工	190	5198	987620
	PVC	化工	450	2081	936450
	纯碱	化工	175	2812	492100
	天然橡胶	化工	10	1000	10000

数据来源：政府工作报告 华泰期货研究院

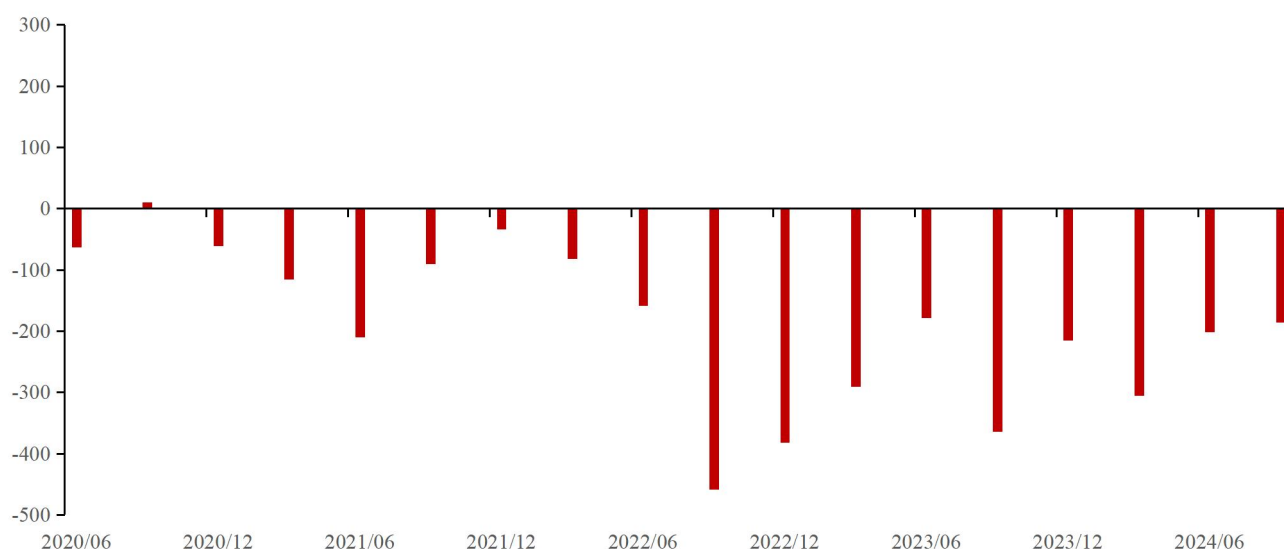
黄金仍是较明朗的配置资产。短小时内黄金价格有所回落，此前由于金价涨幅过大，其被赋予了一定“风险资产”的属性，因此在收益率曲线转入“牛平”后，黄金与其余风险资产也均出现一定回落。但长期来看，黄金仍然将会是难以替代的保值资产，并且在实际利率未来变动预期仍然大概率向下的情况下，黄金仍建议以逢低买入为主。

利率方面，2025 年 2 月间，10 年期美债收益率大幅走低 34 个基点，而 1 年期美债收益率则下降 9 个基点，目前美债收益率曲线在很短的时间内从此前的几近“熊陡”转为“牛平”（通常发生在经济陷入滞胀，市场预期经济下行但货币政策尚未及时做出调整之时），而 3 月与 10 年期美债收益率则再现倒挂。目前持续升温的再通胀预期或制约短端利率下行，但当下联储官员并无十分明显的将会在未来加息以抑制通胀的态度，同时联邦基金利率期货计价显示 6 月美联储再度降息 25 个基点的概率接近 60%。

通胀方面，2025 年 2 月间，反映通胀预期的 breakeven inflation rate 下降 4 个基点至 2.38%，美国 1 月 CPI 同比 3.0%，高于预期值和前值 2.9%，连续 4 个月反弹。同时 CPI 已经连续 56 个月环比上升。PCE 则符合预期。目前从通胀细分来看，服务业仍是推升通胀的主要动力，此前商品价格则是起到了抑制通胀上涨的作用，并且未来的 3 至 6 月为原油价格低基期时间段，这或许仍有助于继续压低通胀水平，但通胀进一步下行的可能性仍然较低，而在名义利率不会进一步抬升的情况下，实际利率大概率仍将下降。

2024 年全年，全球央行累计 1,044.63 吨，目前已经连续第 17 个季度呈现净购入的情况。同时在进入 2025 年后，全球黄金 ETF 持仓量也出现显著回升，因此目前看来，黄金仍然是受到追捧的投资品种。

图 31：全球央行购售金 | 单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com