

2025年3月3日

全球关税风险加剧，国内关注两会情况

——宏观月度策略报告

分析师：

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758120

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

投资要点：

国内外宏观：海外宏观方面，虽然美国1月通胀和核心通胀超预期回升，一度导致年内降息预期下降至1次，但由于美国经济增长有所放缓、消费信心下降，以及特朗普对全球发出新一轮的关税威胁，市场对于特朗普关税政策对经济负面影响的担忧加深。美元短期持续走弱，全球市场波动加剧。虽然短期商品需求整体改善，对能源、有色、贵金属等国际大宗商品价格短期有一定的支撑，但关税风险使得商品市场短期波动加大。3月继续关注美国关税政策的变化以及经济、通胀情况对市场的影响。国内宏观方面，由于美国近期经济增长有所放缓，以及市场对于关税对经济的冲击担忧加深，美元指数短期持续走弱，人民币汇率有所升值，但由于中美之间的贸易冲突短期仍在继续，表现相对略微偏弱。国内股市由于经济延续复苏、政策刺激预期增强，AI相关科技的信心提升、民营企业座谈会提振市场信心，国内外资金持续流入股市，国内股市表现相对稳健偏强。中期关注国内两会经济目标以及相关政策是否超预期，存量政策落地情况、国内消费、投资、国内基建和房地产实际开工恢复情况以及中美贸易冲突的进展。

供需：需求方面，当前国外需求加快回暖，海外商品需求端回升对大宗商品支撑增强，铜等有色金属以及原油等商品价格受到支撑增强。国内商品需求逐步恢复，且政策支持力度预期加强，需求预期有所回暖，短期对黑色等内需型商品价格有一定的支撑，中期关注3月两会具体政策情况、继续关注中美贸易冲突进展、房地产政策效果和实际需求情况。**供给方面，**欧洲对俄罗斯能源实施新一轮制裁，天然气供应受到影响，以及需求回暖，天然气价格短期偏强运行；虽然工业生产由于能源成本较高、但需求回升加快，工业生产有所回升，但仍旧低迷。美国需求大幅改善，工业生产整体继续回暖。国内供给方面，2月节后有色、钢材、建材、化工开工率整体均逐步上升，供给整体有所加快；2月节后，商品需求逐步恢复，国内开工整体上升，供给整体加快，但由于需求弹性弱于供给，供应整体较为充裕。

大类资产配置：股市方面，国内经济延续复苏，资金持续流入、但特朗普关税政策落地，股市短期波动加大；**债市方面，**国内经济延续复苏、政策刺激预期增强、股涨债落，国内债券价格大幅回调；**汇率方面，**美元走弱，人民币压力有所缓解；但美国关税落地，人民币汇率短期跟随美元波动。**大宗商品板块策略方面，**美元走弱，欧美需求回升，商品价格震荡反弹。其中，**能源板块，**国内外需求回升，但美国供应预期增加以及俄乌地缘风险降温，油价偏弱震荡；**有色板块，**美元走弱，以及欧美需求回升，有色震荡反弹；**贵金属板块，**美元短期走弱，且贸易战加剧避险需求，但俄乌地缘风险降温，贵金属短期高位震荡。**黑色板块，**基建和地产需求延续改善以及供给侧改革，黑色短期震荡。

风险因素：中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

正文目录

1. 宏观：全球关税风险加剧，国内关注两会情况	4
1.1. 美国通胀超预期回升，通胀上行风险较大	4
1.2. 美国经济增长有所放缓	4
1.3. 美联储降息预期减弱	5
1.4. 国内市场情绪升温，关注 3 月两会情况	6
2. 需求：欧美商品需求继续回升，国内需求逐步恢复	7
2.1. 海外商品需求增长继续加快	7
2.2. 国内商品需求逐步回升	8
2.2.1. 房地产销售继续回暖且投资继续修复	8
2.2.2. 基建投资有所加快	9
2.2.3. 制造业投资小幅回落但保持高速增长	10
2.3. 国内消费持续向好	10
2.4. 12 月出口增速超预期回升	11
3. 供给：欧美供应增速继续回升，国内供给逐步回升	12
3.1. 国外商品供应增速继续上升	12
3.2. 国内工业生产有所加快	13
3.3. 各行业开工整体上升	14
4. 2025 年 3 月大类资产及商品策略	15
4.1. 2025 年 3 月大类资产及商品板块策略	15
4.2. 2025 年 3 月具体品种策略	15

图表目录

图 1 欧洲天然气和原油价格	4
图 2 美国 CPI 及分项构成	4
图 3 欧美经济景气情况	5
图 4 美国薪资和消费情况	5
图 5 美联储 1 月暂停降息 50BP	5
图 6 欧央行 1 月降息 25BP	5
图 7 国内股市走势	6
图 8 人民币汇率走势	6
图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI	7
图 10 美国制造业及商品订单	7
图 11 美国房屋销售情况	7
图 12 美国房地产市场景气度	7
图 13 美国就业数据	8
图 14 美国个人商品消费支出	8
图 15 国内经济景气程度	8
图 16 经济增长驱动力	8
图 17 房地产投资及资金来源	9
图 18 房屋销售面积、销售额数据	9
图 19 房屋新开工、施工、竣工数据	9
图 20 国房景气指数	9
图 21 基建投资增速数据	10
图 22 建筑业景气度及订单	10
图 23 制造业投资数据	10
图 24 目前制造业处于主动降库阶段	10
图 25 社会零售总额同比数据	11
图 26 汽车及地产相关消费数据	11
图 27 中国进出口数据：以美元计	12
图 28 中国制造业 PMI 进出口分项	12
图 29 美国工业生产数据	13
图 30 欧洲工业生产数据	13
图 31 欧美制造业产出数据	13
图 32 美国处于补库阶段	13
图 33 国内工业生产	14
图 34 制造业生产 PMI	14
图 35 能源产量	14
图 36 钢材水泥等建材开工率	14
图 37 化工品开工率	14
图 38 有色金属产量	14

1. 宏观：全球关税风险加剧，国内关注两会情况

1.1. 美国通胀超预期回升，通胀上行风险较大

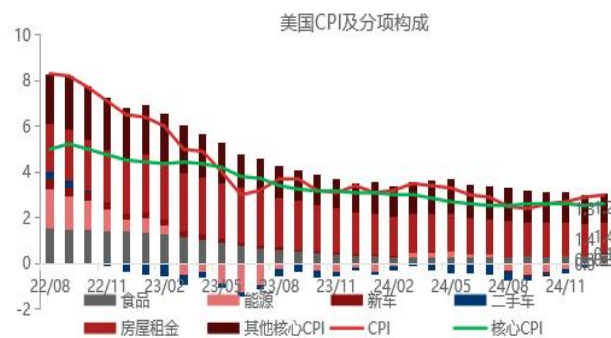
目前美国通胀整体继续回升，美国 1 月 CPI 同比升 3%，预期升 2.9%，前值升 2.9%；季调后 CPI 环比升 0.5%，预期升 0.3%，前值升 0.4%；核心 CPI 同比升 3.3%，预期升 3.1%，前值升 3.2%；季调后核心 CPI 环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.2%。美国通胀超预期回升。一方面，欧洲对俄罗斯能源实施新一轮制裁，天然气供应受到影响，以及需求回暖，天然气价格短期偏强运行。另一方面，OPEC+延续减产，全球经济增长有所加快；但俄乌地方风险大降以及美国原油供应增长预期增强，对原油价格支撑减弱。由于能源价格下跌，欧美能源通胀整体有所下降。但是目前美国核心 CPI 由于房屋租金、服务业消费等核心 CPI 支撑维持较高水平，且整体超预期回升。在整体通胀 3.0%中，能源和食品通胀共计贡献 0.4%，上升 0.1%。核心通胀方面，房屋租金维持不变，对通胀贡献为 1.4%，服务消费贡献下降 0.1%至 1.2%，二手车上升 0.1%至 0%。

图 1 欧洲天然气和原油价格



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 2 美国 CPI 及分项构成



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 美国经济增长有所放缓

美国方面，美国 2 月标普全球制造业 PMI 初值 51.6，预期 51.5，前值 51.2；服务业 PMI 初值 49.7，预期 53，前值 52.9；综合 PMI 初值 52.4，预期 55.6，前值 55.4；综合 PMI 初值降至 50.4 的 2023 年 9 月以来最低。美国 1 月服务业 PMI 超预期回落，但制造业 PMI 意外扩张，美国经济景气有所下降。就业方面，美国 1 月季调后非农就业人口增 14.3 万，预期 17 万，前值 30.7 万。失业率 4.0%，预期 4.1%，前值 4.1%，低于市场预期。平均时薪同比升 4.1%，预期 3.8%，前值 4.1%；环比升 0.5%，预期升 0.3%，前值 0.3%；薪资增速超预期上升。目前美国劳动力市场整体市场缓慢降温，但势头仍然强劲。就业--薪资--通胀螺旋上升循环依旧。消费方面，美国 2 月密歇根大学消费者信心指数终值录得 64.7，预期 67.8，前值 67.8，2 月实际消费支出环比增长-0.5%，预期-0.1%，消费增速有所回落。

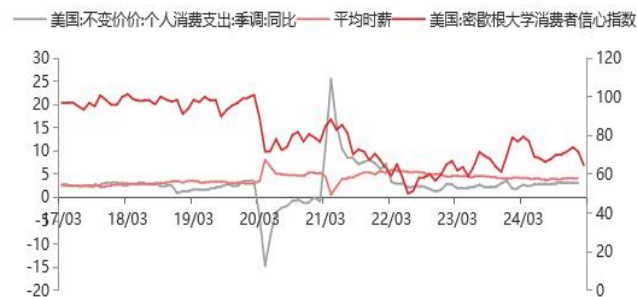
欧洲方面，欧元区 2 月制造业 PMI 初值 47.3，预期 47.0，前值 46.6；服务业 PMI 初值 50.7，预期 51.5，前值 51.3；综合 PMI 初值 50.2，预期 50.5，前值 50.2；欧元区 2 月份 PMI 数据显示欧洲经济增速缓慢增长。

图3 欧美经济景气情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图4 美国薪资和消费情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.3. 美联储降息预期减弱

美联储方面，美联储1月会议纪要显示美联储同意将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.5%之间。

委员会一致认为，最近的指标表明经济活动继续以稳健的速度扩张。目前通胀率仍然略高，经济前景不确定，实现就业和通胀目标的风险大致平衡。

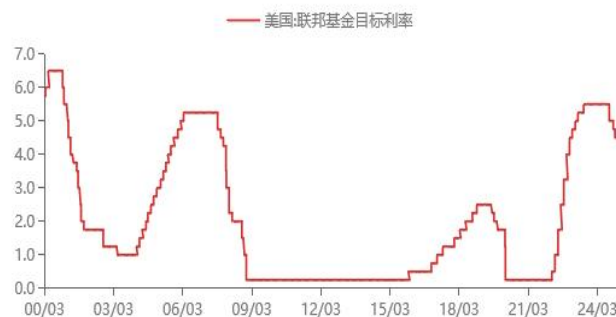
在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间的幅度和时机时，美联储将仔细评估未来的数据、不断变化的前景和风险平衡。美联储将继续减持国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券，坚定致力于支持就业最大化和通胀恢复至2%的双重目标。

在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会实现目标的风险，他们将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际发展情况。

美国总统特朗普的初步政策提议引发了美联储对通胀上升的担忧。与会者“普遍指出通胀前景的上行风险”，而不是就业市场的风险。

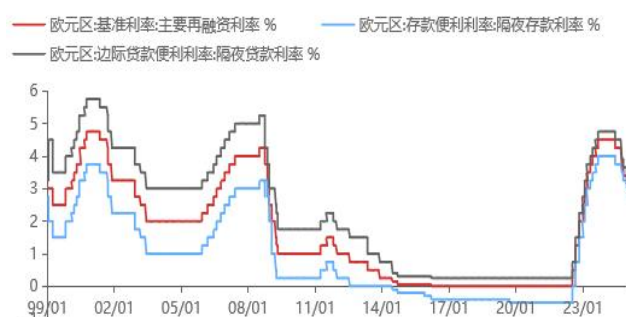
美国2月服务业PMI超预期走弱，以及消费信心放缓，显示经济出现了一定程度的见顶迹象，后续关注贸易战加剧后美国经济能否平稳落地。降息预期方面，市场降息预期有所增加。目前市场中性预期年内大约降息接近2次，并最晚于7月进行降息。

图5 美联储1月暂停降息50BP



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图6 欧央行1月降息25BP



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

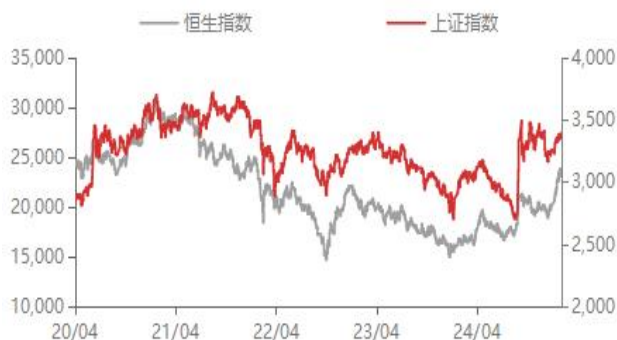
1.4. 国内市场情绪升温，关注 3 月两会情况

经济和政策方面，2 月国内处于经济数据和政策的真空期。但是 2 月中下旬以来，特朗普对全球发出新一轮的关税威胁，将对汽车、芯片、药品、木材等征收 25% 或者更高的关税，将于 4 月 2 日，对欧盟加征 25% 的关税，以及加大对中国半导体和人工智能方面的限制，全球关税战风险进一步加大。3 月中国将召开两会，届时将会对全年经济目标、财政、货币政策以及产业政策作出具体的安排，在当前外部风险加大的情况下，政策刺激加强预期有所升温。

汇率方面，由于美国近期经济增长有所放缓，以及市场对于关税对经济的冲击担忧加深，美元指数短期持续走弱，人民币汇率有所升值，但由于中美之间的贸易冲突短期仍在继续，表现相对略微偏弱。国内股市由于经济延续复苏、政策刺激预期增强，AI 相关科技的信心提升、民营企业座谈会提振市场信心，国内外资金持续流入股市，国内股市表现相对稳健偏强。

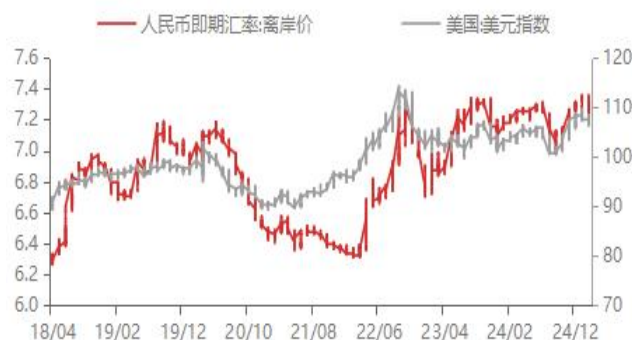
展望 2025 年 3 月，关注国内两会经济目标以及相关政策是否超预期，存量政策落地情况、国内消费、投资、国内基建和房地产实际开工恢复情况以及中美贸易冲突的进展。

图 7 国内股市走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 8 人民币汇率走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外宏观方面，虽然美国 1 月通胀和核心通胀超预期回升，一度导致年内降息预期下降至 1 次，但由于美国经济增长有所放缓、消费信心下降，以及特朗普对全球发出新一轮的关税威胁，将对汽车、芯片、药品、木材等征收 25% 或者更高的关税，对欧盟加征 25% 的关税，市场对于特朗普关税政策对经济负面影响的担忧加深。美元短期持续走弱，全球市场波动加剧。虽然短期商品需求整体改善，对能源、有色、贵金属等国际大宗商品价格短期有一定的支撑，但关税风险使得商品市场短期波动加大。3 月继续关注美国关税政策的变化以及经济、通胀情况对市场的影响。国内宏观方面，2 月国内处于经济数据和政策的真空期，但由于美国近期经济增长有所放缓，以及市场对于关税对经济的冲击担忧加深，美元指数短期持续走弱，人民币汇率有所升值，但由于中美之间的贸易冲突短期仍在继续，表现相对略微偏弱。国内股市由于经济延续复苏、政策刺激预期增强，AI 相关科技的信心提升、民营企业座谈会提振市场信心，国内外资金持续流入股市，国内股市表现相对

稳健偏强。中期关注国内两会经济目标以及相关政策是否超预期，存量政策落地情况、国内消费、投资、国内基建和房地产实际开工恢复情况以及中美贸易冲突的进展。

2. 需求：欧美商品需求继续回升，国内需求逐步恢复

2.1. 海外商品需求增长继续加快

欧美商品需求增长继续加快。制造业方面，美国 2 月 Markit 制造业 PMI 51.6%，较上月上升 1.5%；欧元区制造业 PMI 47.3%，较上月上升 1.2%；欧美制造业景气整体继续大幅上升，商品需求继续上升；欧美 2 月制造业新订单需求也大幅回升；且美国短期有补库的迹象。房地产方面，2 月美国房贷利率处于整体有所上升，2 月美国住房市场指数为 42，前值 47，房地产景气度有所回落；新屋和成屋销售有所放缓，对经济的拖累作用仍存。汽车方面，汽车贷款利率持续较高，汽车销售有所加快。

消费方面，美国 2024 年 1 月个人实际消费支出同比 3.1%，环比-0.5%。其中，耐用品环比-3.35%，同比 5.26%；非耐用品环比-0.77%，同比 2%。1 月零售环比-0.9%，增速下降，低于预期。美国消费支出短期有所放缓，其中服务消费依旧较高，商品消费短期有所放缓。

图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 10 美国制造业及商品订单



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 11 美国房屋销售情况



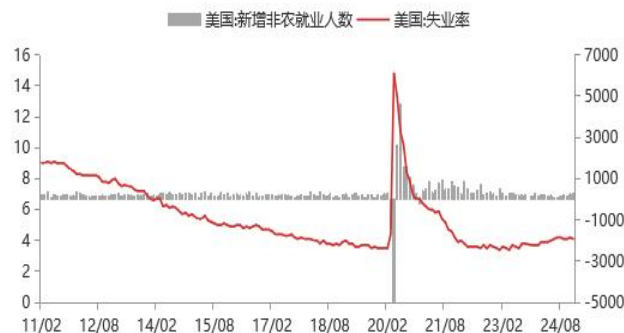
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 12 美国房地产市场景气度



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 13 美国就业数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 14 美国个人商品消费支出

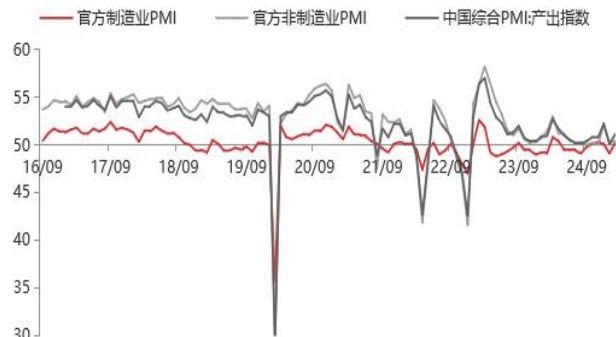


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2. 2. 国内商品需求逐步回升

中国 2025 年 2 月份制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 50.2%、50.4%和 51.1%，分别比上月上升 1.1、0.2 和 1 个百分点，我国经济总体产出维持扩张，企业生产经营活动保持恢复发展态势。制造业 PMI 有所回升，商品需求逐步回升。从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中 1-12 月固定资产投资累计同比 3.2%，较 1-11 月下降 0.1%；消费同比增长 3.5%，较 1-11 月持平；1-12 月进出口同比 3.8%，较 1-11 月上升 0.2 个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，基建、制造业增长较快，房地产投资逐步修复；外贸出口短期超预期回升；消费延续复苏，是拉动经济增长的主要动力。

图 15 国内经济景气程度



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 16 经济增长驱动力



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2. 2. 1. 房地产销售继续回暖且投资继续修复

12 月商品房销售面积同比增长 0.4%，较前值下降 2.9%，商品房销售额同比增长 2.8%，较前值上升 1.4%，由于低基数效应以及政策刺激力度加强且逐步落地显效，销售继续好转。房地产开发资金来源方面，12 月当月同比增长 6.4%，上升 10.1%，资金来源压力大幅改善；房地产开发投资当月同比增长-3.2%，降幅较前值缩窄 6.6 个百分点，房地产投资有所修复。12 月房地产新开工面积同比增长-16.9%，降幅较前值缩窄 9.7%；施工面积同比增长 3%，上升 39.7%；竣工面积同比增长-26%，降幅较前值缩窄 12.9%；施工端有所修复但仍旧较弱。目前房地产销售持续回暖，房地产资金来源大幅改善，房地产投资继续修复；房地产施

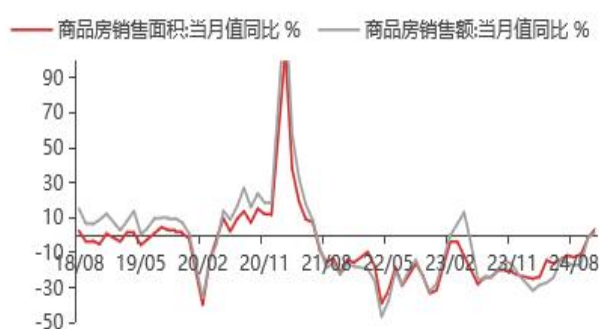
工和竣工由于严控增量政策修复较慢。目前国内地产政策持续放松，刺激力度持续加强，目前房地产市场整体止跌回暖，后续关注地产刺激政策效果的持续性。

图 17 房地产投资及资金来源



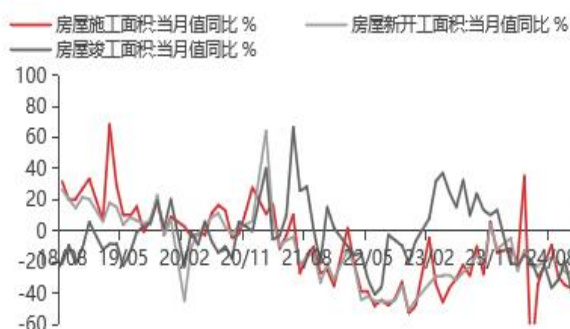
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 18 房屋销售面积、销售额数据



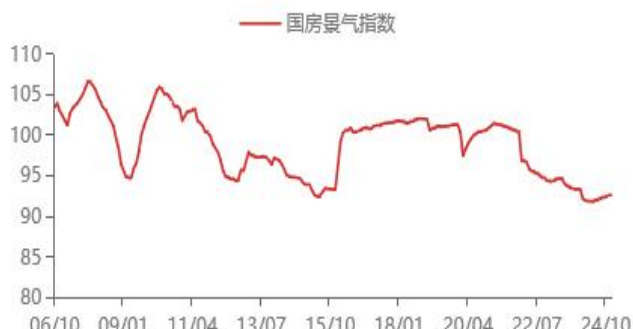
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 19 房屋新开工、施工、竣工数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 20 国房景气指数



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.2. 基建投资有所加快

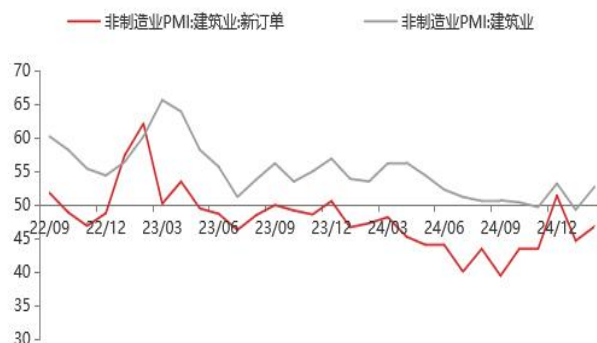
12月基建投资当月同比6.3%，前值3.3%，较前值上升3%，基建投资增速有所加快。随着专项债使用进度加快，以及年前工地赶工，基建投资增速大幅回升。2月建筑业PMI 52.7%，前值49.3%，上升3.4%，景气度大幅上升；建筑业新订单46.8%，前值44.7%，较上月上升2.1%，短期订单大幅回升；需求端短期逐步恢复。政策方面，2025年在外部贸易风险加大的情况下，国内政府支出力度会加强、基建对冲力度可能加强，而且财政支出的重点领域在于设备更新和消费品以旧换新，相关领域财政支出将进一步增大，对国内经济的托底作用进一步增强。关注3月两会财政政策以及基建政策情况，房市恢复和土地成交情况以及基建资金到位情况以及增量财政政策落地情况。

图 21 基建投资增速数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 22 建筑业景气度及订单



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.3. 制造业投资小幅回落但保持高速增长

国内制造业投资小幅回落但保持高速增长，12月制造业投资当月同比8.3%，前值9.3%，较前值下降1%，整体小幅回落但继续保持高速增长。目前国家大力发展投资高科技行业，高科技行业整体维持高景气水平，专用设备、汽车业、计算机、通信等高技术产业投资依旧保持较高增速；而且大规模设备更新政策继续落地显效，制造业投资支撑较强。其中，存货投资方面，12月工业企业产成品存货同比3.3%，较上月持平，制造业仍处于主动降库阶段。资本开支投资方面，1-12月工业企业利润增速同比增长-3.3%，降幅较上月收窄1.4%，企业业绩整体持续修复，对未来资本开支意愿的支撑有所增强。

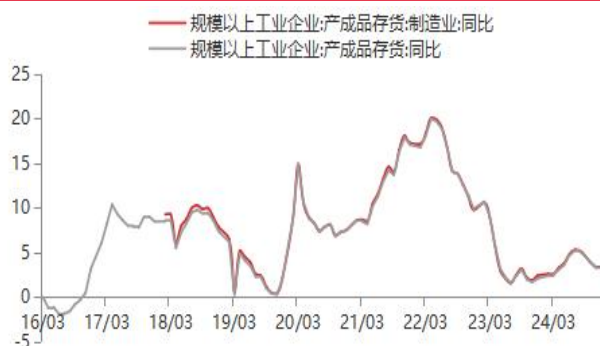
未来一方面随着制造业企业利润逐步筑底回暖以及大规模设备更新政策继续施行落地，未来企业资本开支意愿可能上升，对制造业投资有一定的支撑；另一方面，目前国内外需求增速整体继续回升，国内外可能将进入补库阶段，短期制造业投资动力有所加强，支撑整体投资。

图 23 制造业投资数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 24 目前制造业处于主动降库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

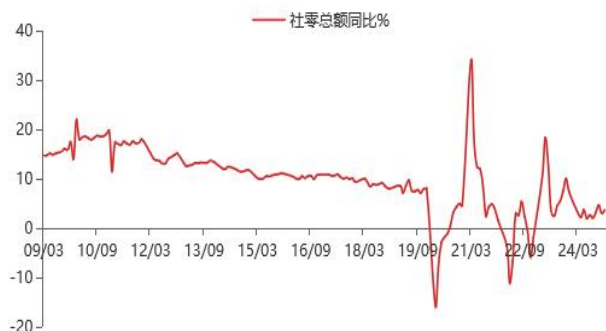
2.3. 国内消费持续向好

12月份，社会消费品零售总额同比增长3.7%，预期3.5%，前值3%，较前值上升0.7个百分点，高于市场预期。

消费品以旧换新政策持续加力显效，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、汽车类、建筑及装潢材料类商品零售额分别增长 39.3%、8.8%、0.5%、0.8%，继续大幅回升。

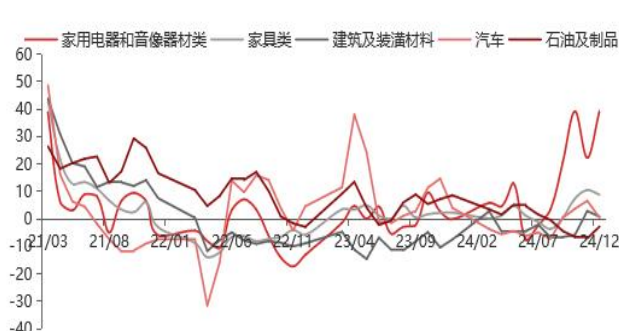
目前来看，消费复苏方向不变，短期由于随着春节假期影响消退，中国消费市场的潜力持续激发以及消费品以旧换新政策持续加力显效等因素导致消费整体持续回暖而且有可能高于市场预期；后期随着国内消费刺激政策继续落地显效以及居民财富效应的回升，国内消费将继续保持恢复回升态势。

图 25 社会零售总额同比数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 26 汽车及地产相关消费数据

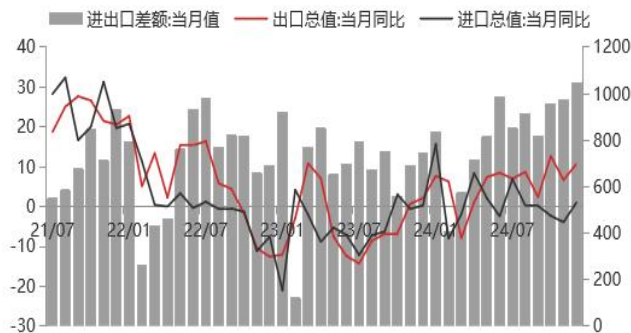


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.4.12 月国出口增速超预期回升

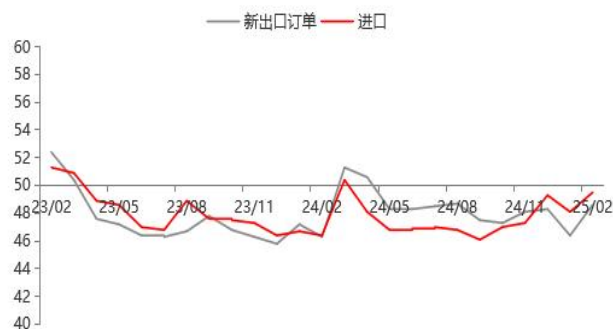
中国 2024 年 12 月进出口总额（以美元计）5664.16 亿美元，同比 6.5%，前值为 2.1%，上升 4.4%。其中，出口 3356.27 亿美元，同比上升 10.7%，预期上升 7.3%，前值上升 6.7%，上升 4%，高于市场预期；进口 2307.89 亿美元，同比上升 1%，预期下降 1.5%，前值下降 3.9%，上升 4.9%；贸易顺差 1048.4 亿美元，预期 998 亿美元，前值 974.4 亿美元。进出口订单方面，2 月新出口订单 48.6%，较上月上升 2.2%；进口订单 49.5%，较上月上升 1.4%，进出口订单增速整体有所上升。目前商品外需整体有所回升、内需有所改善的局势导致国内顺差有所扩大。随着美国对中国商品加征 10% 的关税政策落地，对中国出口的影响将逐步显现，国内出口短期将有所回落，但是对东盟及一带一路沿线国家出口增长以及新出口增长动能对国内整体出口仍有一定的支撑。而进口由于国内财政货币政策支持力度进一步加大，需求预期有所提升，商品需求支撑进一步增强，预计进口增速有望回升，短期净出口对经济的拉动将有所下降。

图 27 中国进出口数据：以美元计



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 28 中国制造业 PMI 进出口分项



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，外需方面，虽海外经济整体有所放缓，欧美制造业景气及需求整体继续加快，商品消费整体加快回升；外需短期加快回暖，外需对大宗商品需求支撑增强。内需方面，节后制造业投资需求有所回升，基建需求逐步恢复；房地产市场继续修复，投资需求整体有所改善；短期对螺纹热卷等黑色金属，铝、锌、铜等有色金属、以及甲醇等部分化工商品价格有一定的支撑。对商品价格影响方面，当前国外需求加快回暖，海外商品需求端回升对大宗商品支撑增强，铜等有色金属以及原油等商品价格受到支撑增强。国内商品需求逐步恢复，且政策支持力度预期加强，需求预期有所回暖，短期对黑色等内需型商品价格有一定的支撑，中期关注3月两会具体政策情况、继续关注中美贸易冲突进展、房地产政策效果和实际需求情况。

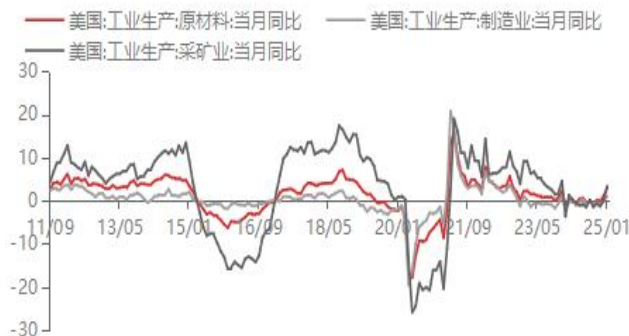
3. 供给：欧美供应增速继续回升，国内供给逐步回升

3.1. 国外商品供应增速继续上升

工业生产方面，2024年2月美国原材料、采矿业、制造业生产有所加快，产能利用率上升；但仍然不及需求增速。欧洲工业生产由于需求回暖而整体改善。2月欧美需求继续改善，工业生产整体进一步加快。美国商品需求继续加快，美国原材料和制造业补库动力增强，整体利多商品价格。

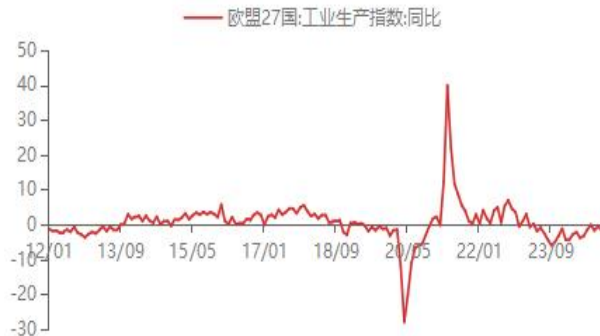
行业方面，能源方面，随着欧洲对俄罗斯能源进行进一步的制裁，天然气供应受到影响，以及需求回暖，天然气价格短期偏强运行。原油方面，OPEC+延续减产，全球经济增长有所加快；但俄乌地方风险大降以及美国原油供应增长预期增强，对原油价格支撑减弱。

图 29 美国工业生产数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 30 欧洲工业生产数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 31 欧美制造业产出数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 32 美国处于补库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.2. 国内工业生产有所加快

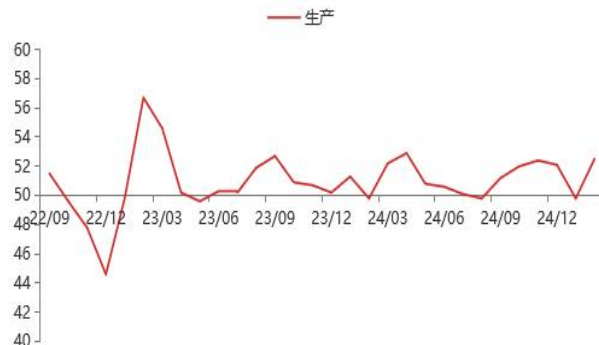
工业生产方面，12月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.2%，预期5.4%，前值5.4%，较前值上升0.8个百分点，远高于市场预期；主要由于内外需求回升，以及抢出口效应，工业企业开工率普遍上升，增速大幅回升且高于市场预期。分三大门类看，12月份，采矿业增加值同比增长2.4%，制造业增长7.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.1%。由于季节性需求回升，煤炭等采矿业生产继续上升；制造业由于国内外需求回升，制造业等工业生产增速进一步加快；汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比录得17.7%和10.6%的大幅增长。随着国内外经济整体回升，工业生产增速整体有望整体保持高位。2月份，制造业生产PMI 52.5%，较前值49.8%上升2.7%，制造业生产短期大幅回升；2月节后随着国内需求逐步恢复，国内工厂开工率整体上升，目前国内生产整体有所加快。

图 33 国内工业生产



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 34 制造业生产 PMI



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.3. 各行业开工整体上升

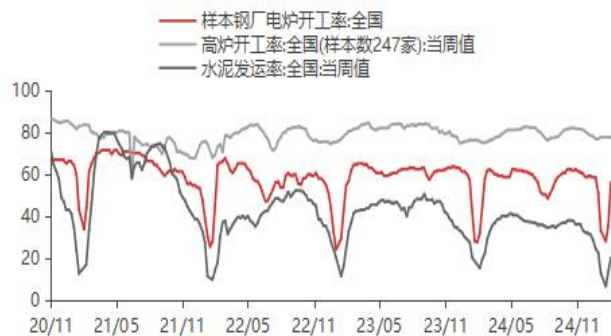
能源方面，12月原煤产量同比4.2%，较上月上升2.4%；发电量同比0.6%，较上月下降0.3%。建材方面，12月钢材产量同比7.1%，上升2%；水泥-2%，降幅收窄8.7%；沥青9.92%，上升16.5%。2月节后全国高炉、沥青开工率上升，供应整体逐步恢复。化工方面，12月液化石油气6.06%，较上月下降0.3%；塑料制品8.1%，上升1.6%；2月节后纯碱、聚酯、尿素开工率有所上升，PTA、甲醇、尿素开工率有所下降。有色方面，12月十种有色金属同比3.2%，上升1.7%；铜材8.9%，上升9.3%。有色产量增速有所上升。国内供给方面，2月节后有色、钢材、建材、化工开工率整体均逐步上升，供给整体有所加快。

图 35 能源产量



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 36 钢材水泥等建材开工率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 37 化工品开工率

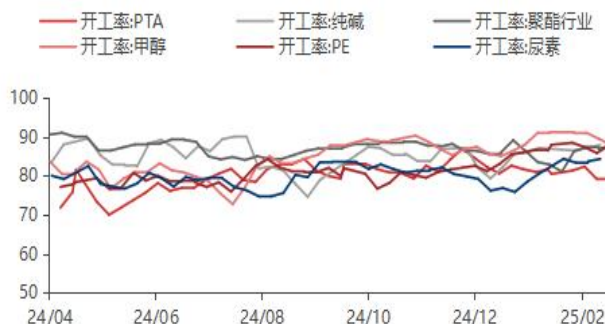


图 38 有色金属产量



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外供给方面，欧洲对俄罗斯能源实施新一轮制裁，天然气供应受到影响，以及需求回暖，天然气价格短期偏强运行；虽然工业生产由于能源成本较高、但需求回升加快，工业生产有所回升，但仍旧低迷。美国需求大幅改善，工业生产整体继续回暖。国内供给方面，2月节后有色、钢材、建材、化工开工率整体均逐步上升，供给整体有所加快；2月节后，商品需求逐步恢复，国内开工整体上升，供给整体加快，但由于需求弹性弱于供给，供应整体较为充裕。对商品价格影响方面，能源方面，欧洲对俄罗斯能源实施新一轮制裁，天然气供应受到影响，以及需求回暖，天然气价格短期偏强运行；原油方面，OPEC+延续减产，全球经济增长有所加快；但俄乌地方风险大降以及美国原油供应增长预期增强，对原油价格支撑减弱。有色，美元短期回调，且美国商品需求加快以及中国政策刺激预期加强，有色整体震荡反弹。建筑材料，短期需求逐步恢复，钢铁、水泥等开工率上升，供需短期双升，以及钢铁行业供给侧改革推进，价格短期震荡反弹。化工，开工率有所回升，生产有所加快，需求逐步恢复，整体维持震荡。

4. 2025年3月大类资产及商品策略

4.1. 2025年3月大类资产及商品板块策略

由于美国经济有所放缓，通胀整体回升，美联储降息预期整体降温，且特朗普关税2.0政策即将落地，美元整体偏弱。国内经济整体延续复苏，国内需求逐步恢复，实际需求逐步回升。关注国内两会政策情况，存量政策落地情况、国内消费、投资、国内基建和房地产实际开工恢复情况以及中美贸易冲突的进展。

因此，股市方面，国内经济延续复苏，资金持续流入、但特朗普关税政策落地，股市短期波动加大；债市方面，国内经济延续复苏、政策刺激预期增强、股涨债落，国内债券价格大幅回调；汇率方面，美元走弱，人民币压力有所缓解；但美国关税落地，人民币汇率短期跟随美元波动。大宗商品板块策略方面，美元走弱，欧美需求回升，商品价格震荡反弹。其中，能源板块，国内外需求回升，但美国供应预期增加以及俄乌地缘风险降温，油价偏弱震荡；有色板块，美元走弱，以及欧美需求回升，有色震荡反弹；贵金属板块，美元短期走弱，且贸易战加剧避险需求，但俄乌地缘风险降温，贵金属短期高位震荡。黑色板块，基建和地产需求延续改善以及供给侧改革，黑色短期震荡。

4.2. 2025年3月具体品种策略

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	关注需求兑现情况，3月钢价或先抑后扬	1. 两会召开在即，但政策力度超越去年中央经济工作会议概率不大。 2. 诸多利空因素影响下，3月上半月需求集中释放概率不高。 3. 钢材库存高点预计显著低于去年。	政策力度高于预期，钢材需求超预期回升	单边策略:钢材以区间震荡思路对待，螺纹钢运行区间 3150-3400；热卷 3200-3500

铁矿石	短期高位震荡，3月有下行风险	1. 供给侧改革预期再起，铁水产量连续两周回落。 2. 3月之后外矿发货量将逐步回升。 3. 钢厂仍有利润，铁水产量不具备趋势下降动力。	铁矿石供应超预期回落	单边：铁矿石建议以偏空思路对待
原油	不确定性仍高，维持宽幅震荡	1. 俄罗斯制裁影响有限，伊朗/委内瑞拉制裁影响较大且未落定。 2. 关税影响长期需求，但短期原油贸易流重塑体现为成本增加。 3. OPEC 或继续推迟增产。 4. 以哈停火执行或陷入僵局。	制裁措施，关税落地情况，地缘政治因素	短期观望
PTA	区间震荡，中枢或小幅上移	1. PTA 加工费长期低位，开工下行，装置检修量增加。 2. 下游开工前期恢复不及预期，但后期验证仍有时间。 3. 下游利润短期尚可，可能出现抬价情况。 4. 海外汽油略超预期，PX 仍存触底反弹可能。	下游需求大幅走弱，原油/PX 价格继续大幅走弱	TA05 区间逢低多
乙二醇	长期看多，短期区间震荡	1. 下游前期开工恢复偏慢，后期旺季需求仍有恢复预期。 2. 存量装置恢复空间有限，价格低位后下游屯库需求或逐渐兴起。	产能存量装置短期大面积回归，下游需求长期走弱	EG05 等待长期多配时点/逢低多操作
甲醇	震荡偏弱	1. 供应端国产方面预计仍维持高供应，进口方面环比小幅下降，整体变动预计有限。 2. 需求端 MTO 装置有重启预期，传统下游金三银四需求大概率继续提升，基本面或存边际改善，对 MA2505 合约有一定支撑作用，不足以形成持续向上驱动，价格预计震荡修复。	进口，MTO 装置。宏观、原油、地缘政治，政策风险等。	观望，或关注 2505 合约反弹做空机会
聚烯烃	震荡偏弱	1. 原油价格偏弱，聚烯烃成本略有下移。 2. 3月新产能陆续投放，检修陆续开始，供应压力或稍有缓解。 3. 需求旺季来临，整体环比提升预计明显。 4. 投产计划来看 PE 压力大于 PP，PE 需求季节性走强幅度大于 PP，PP 检修量大于 PE。	装置、进出口。原油、宏观、地缘政治，政策等	区间操作为主。
铜	震荡	1. 宏观方面，3月国内“两会”即将召开，留意相应的政策预期差，警惕利多出尽后带来的市场情绪回落，或政策超预期后的品种共振上行。 2. 供应端，铜精矿加工费维持在负数，炼厂生产亏损和减停产的压力不断增加，潜在的供应扰动支撑铜价重心暂未出现大幅回落。 3. 需求端，受铜价重心偏高的影响，2月下游企业复工复产以后以刚需采购为主，社会库存延续累库走势，整体需求受到一定程度的抑制。 4. 总体而言，警惕会后利多出尽带来的期价向下突破，以及下游趁机补库带动的需求超预期以及对铜价	政策超预期，供应扰动消除	期价回落后短中线波段做多

		的正反馈。		
锡	偏弱震荡	1. 供应端，缅甸佤邦矿山在 2 月下旬已经筹备复工复产，供应扰动部分消除已经带动期价重心下移；但刚果（金）的动乱仍然萦绕不散，限制期价的整体下移幅度。受矿山复产预期的影响，炼厂开工或仍有上行空间，进口盈利幅度或受到抑制。 2. 需求端，下游开工后主要以刚需采购为主，但在期价重心回落后，或带动社会库存的累库放缓或阶段性去库，但受国内政策支持和 AI 概念的影响，锡的需求预期相对较好。 3. 总体来看，在“两会”利多出尽的影响下，期价重心仍可能阶段性下移，但刚果（金）的扰动和需求预期亦对期价形成支撑，预计整体价格走势先回落、后震荡。	刚果（金）扰动结束、需求预期被证伪	短中线区间操作
黄金	高位震荡	1. 特朗普关税政策对美元信用和通胀双向扰动，黄金受避险属性支撑长线向好 2. 美联储仍保持延缓降息的态度。美联储官员在 1 月份会议上维持基准利率不变，并表示愿意保持观望，直到通胀进一步降温。 3. 央行购金需求依然强劲，未来有望持续保持净流入。 4. 近期受美元反弹的影响，COMEX 黄金承压较大，且 3000 关口存在较大的获利盘抛压，预期短期内高位宽幅震荡。中长期向好的逻辑不变，节奏上看市场有阶段性调整趋势，若发生回调可择机入场长线配置	关税政策、降息预期、地缘局势、宏观经济走势、央行需求等	暂时观望，短期宽幅震荡，关注主力合约阶段性回调后的长线布局机会
白银	震荡偏弱	1. 关税地缘扰动支撑避险属性，长周期供应缺口支撑银价长期上行，库存历史低位限制沪银回调空间。 2. 受累于避险属性占比，近期白银走势明显落后黄金，补涨逻辑迟迟得不到市场确认，且沪银自开年以来已有可观涨幅，因此短期内上行动力不足，随着黄金开始高位调整，沪银预计存在较大回调压力。但供应缺口和货币属性在下方提供有利支撑，白银中长期向好逻辑不变，若充分回调可分批次入场布局长线多单	黄金走势、经济回暖程度、地缘局势、关税扰动、美联储预期等	暂时观望，短期震荡偏弱，关注沪银 2504 合约充分回调后的配置机会
股指	区间震荡	1. 新一轮全球性的贸易战或将落地，对市场冲击较大。 2. 国内货币宽松预期有所减弱。 3. 美元反弹，人民币汇率压力加大。 4. 继续关注中美贸易争端进一步进展，国内政策落地、增量政策及资金流入情况。	稳增长政策不及预期，流动性收紧超预期，地缘关系恶化超预期。	谨慎做多
蛋白粕	震荡偏弱	1. 国内 3 月预计进口大豆到供需缺口近 400 万吨，即便国储轮出调控，3 月油厂大豆短缺事实不变，或将加速去库，豆粕高基差因此获得相对稳定支撑。 2. 南美大豆集中上市阶段，国内进口大豆即期成本对豆粕驱动不足，但也支撑也相对稳定。 3. 因此，3 月豆粕价格或维持高位偏弱震荡。	1、中美大豆贸易关系稳定性； 2、南美大豆产区天气及收割节奏。	区间操作

油脂	区间震荡	1. 国内豆油成本支撑叠加去库趋势下高基差稳定，价格趋稳，对油脂板块价格重心也较强支撑。 2. 棕榈油，3月产区供需双增、库存紧缩，叠加B40政策执行提振国内消费，强现实预期不变；远月基于丰产预期，近期油料偏弱带动豆油替代性价比也依然偏强，棕榈油顶部或将确认。 3. 菜油，美加、中加贸易菜系贸易关系不确定性较大，但国内未来菜系供应收缩，国外ICE菜籽近月紧库存+远月减产预期，支撑偏强，菜油宽幅震荡且有望领涨油脂。 4. 3月油脂强弱：菜油>豆油>棕榈油	1、印尼棕榈油出口政策及B40执行情况，会扰动市场预期； 2、3月东南亚产区过量降雨或扩大阶段性错配风险。	买菜油空棕榈油套利
生猪	区间震荡	1. 生猪产能充足且生产效率高，同时疫情季节性冲击较小，中周期生猪宽松供应预期不变。 2. 2月二育及集团场阶段性出栏节奏偏慢导致3月的生猪集中出栏压力增加。 3. 进入3月随着肥标价差季节性收缩，供给压力或被释放，现货价格下行风险较高，期货端，3月仓单交割压力释放，高基差阶段性收缩导致期货有望出现小幅反弹。	冷暖交替猪疫病风险增加	区间操作
玉米	区间震荡	1. 今年玉米销粮节奏快，且进口谷物替代消费有望缩减，叠加收储提振下贸易储量意愿增加，玉米后期行情大局稳定。 2. 供应方面，3月随着天气转暖，短期产地地趴粮抛售或增加阶段性压力。 3. 需求方面，南港去库缓慢，下游观望及刚需采购居多；华北深加工利润亏损，东北粮流入导致跨地区价差有望快速收缩。 4. 北港高库存叠加贸易流速偏慢，玉米现货补涨或依然迟缓，期货政策提振预期也有透支，3月玉米期货或维持窄幅震荡。	增储政策、谷物进口政策调整影响较大	区间操作

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn