

类别
宏观市场月报

日期
2025 年 2 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



美国经济滞涨风险上升

近期研究报告

《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》

《宏观专题-20240422-央行降息、实体补库与再通胀过程》

观点摘要

- 2025 年初中国经济表现平稳，DeepSeek 横空出世带动人工智能与机器人投资热潮，动画片哪吒 2 票房持续火爆催生消费改善预期，刺激政策支持下房地产市场延续温和复苏步伐，1 月份金融总量与结构数据均呈现边际好转迹象，陆港股市表现全球领先而中国国债利率低位回升。特朗普 2.0 新政沿对内驱逐非法移民和改革政府体系、对外重构地缘政治空间和关税武器化四条线索展开，新政不确定性、物价上涨预期、高利率环境以及若干短期因素使得美国经济出现滞胀风险，市场对美联储降息预期重新升温，美国股市、美元汇率和美债利率阶段性走弱。地缘政治方面，为期六周的以哈第一阶段停火协议于 1 月 19 日开始生效，双方互相交换被扣押人员；目前第二阶段停火协议已经开始谈判，但以色列、美国、阿拉伯国家等各方对谁应该接管加沙，以及如何筹集资金重建加沙存在较大分歧。美国和俄罗斯谈判表达结束俄乌冲突并重启美俄交流合作意愿，乌克兰在重重压力下被迫接受美国以矿产偿还援助的建议，欧洲被美国出卖后欲重整欧洲防务；中俄元首通话强调战略性关系不受第三方影响，以消除外界对美国离间中俄、推动联俄制中的揣测，然俄罗斯表态支持美国关于削减国防支出的提议而中国反对。贸易方面，美国持续以关税威胁施压墨西哥和加拿大加强边境管理并减弱中国经济影响，特朗普明确钢铝关税并谋划铜产品关税；中美方面，美国对中国产品加征 10% 关税而中国也坚定反击，特朗普指示外国投资委员会限制中国在美投资，并欲启动 301 条款抑制中国海运物流主导权。
- DeepSeek 与哪吒 2 火爆提振投资消费预期以及中国股市表现，但我们预计 2024 年底新一轮大规模经济刺激措施的效果将逐渐减退，2025 年中国房地产市场继续偏弱寻底但对经济的拖累作用边际减轻，特朗普关税武器化或冲击中国对外贸易和人民币汇率，而决策层也将加大经济刺激力度以图稳定经济社会。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 1-2 月份宏观市场回顾 - 4 -
- 二、宏观环境评述 - 4 -
 - 2.1 中国年初经济表现平稳 - 4 -
 - 2.2 美国经济短期呈滞涨迹象 - 6 -
 - 2.3 特朗普新政继续扰动市场 - 8 -
- 三、资产市场分析 - 11 -
- 四、中期资产配置 - 14 -

一、2025 年 1-2 月份宏观市场回顾

2025 年初中国经济表现平稳,DeepSeek 横空出世带动人工智能与机器人投资热潮,动画片哪吒 2 票房持续火爆催生消费改善预期,刺激政策支持下房地产市场延续温和复苏步伐,1 月份金融总量与结构数据均呈现边际好转迹象,陆港股市表现全球领先而中国国债利率低位回升。特朗普 2.0 新政沿对内驱逐非法移民和改革政府体系、对外重构地缘政治空间和关税武器化四条线索展开,新政不确定性、物价上涨预期、高利率环境以及若干短期因素使得美国经济出现滞胀风险,市场对美联储降息预期重新升温,美国股市、美元汇率和美债利率阶段性走弱。地缘政治方面,为期六周的以哈第一阶段停火协议于 1 月 19 日开始生效,双方互相关换被扣押人员;目前第二阶段停火协议已经开始谈判,但以色列、美国、阿拉伯国家等各方对谁应该接管加沙,以及如何筹集资金重建加沙存在较大分歧。美国和俄罗斯谈判表达结束俄乌冲突并重启美俄交流合作意愿,乌克兰在重重压力下被迫接受美国以矿产偿还援助的建议,欧洲被美国出卖后欲重整欧洲防务;中俄元首通话强调战略性关系不受第三方影响,以消除外界对美国离间中俄、推动联俄制中的揣测,然俄罗斯表态支持美国关于削减国防支出的提议而中国反对。贸易方面,美国持续以关税威胁施压墨西哥和加拿大加强边境管理并减弱中国经济影响,特朗普明确钢铝关税并谋划铜产品关税;中美方面,美国对中国产品加征 10%关税而中国也坚定反击,特朗普指示外国投资委员会限制中国在美投资,并欲启动 301 条款抑制中国海运物流主导权。

二、宏观环境评述

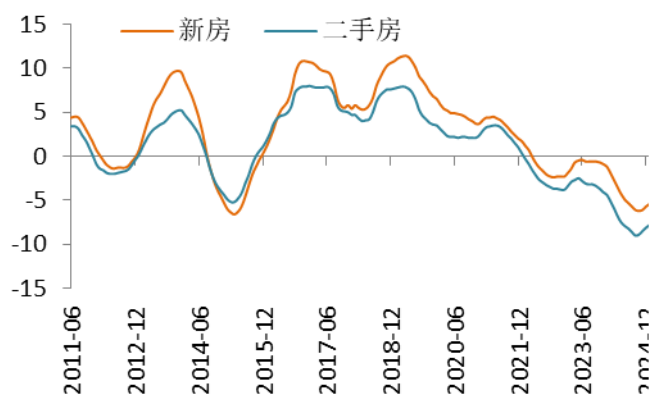
2.1 中国年初经济表现平稳

2025 年 1 月份中国七十大中城市新房均价环比萎缩 0.1%,萎缩程度持平于上一个半月;同比跌幅从上一月的 5.7%收窄到 5.4%,为 2024 年 8 月份以来最低值;新房房价环比上涨的城市有 24 个,环比增加 1 个且达到 2023 年 7 月份以来的最高水平。1 月份七十大中城市二手房均价环比萎缩 0.3%,萎缩程度持平于上一月;同比跌幅从上一月的 8.1%收窄到 7.8%,为 2024 年 6 月份以来最低值;二手房房价环比上涨城市有 7 个,较上一月减少 2 个。总体上看房地产价格继续偏弱寻底,但在系列政策支持下房价回落速度持续放缓。

房地产销售端复苏逐步传递到投资建造端,春节假期过后土拍市场热度不减,多个城市出现房企(包括国企和民企)溢价拿地现象;2 月 23 日当周成交土地溢价率达到 14.07%,为 2021 年 8 月份以来最高值。具体来看,2 月 19 日,位于苏州

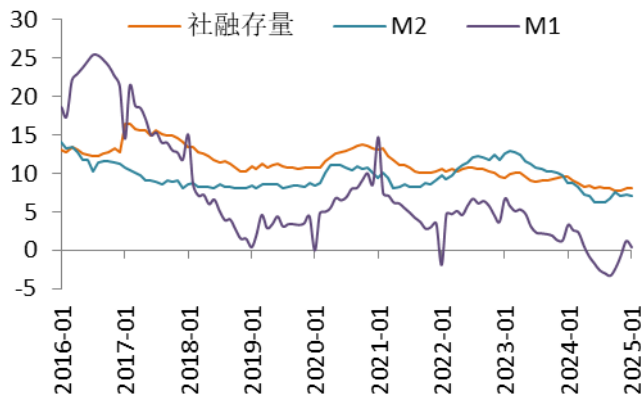
工业园区的一宗地块经过 122 轮竞价，最终由绿城房地产以 14.29 亿元的总价成功拿下，溢价率 21.61%；2 月 18 日，浙江嘉兴海宁市出让 1 宗宅地，最终经过 204 轮竞价，由嘉兴浙华置业以总价 3.19 亿元竞得，溢价率 34.15%；2 月 8 日，郑州市金水区一宗住宅地块经过 255 轮激烈竞价，由郑州中海地产以 87.5% 的高溢价率成交，刷新市内七区楼面价纪录。

图1：中国房价同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：中国社会融资与货币供应增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

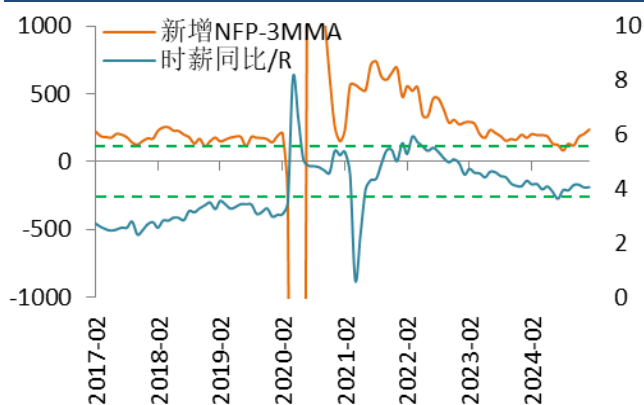
2025 年 1 月份中国新增社会融资 7.1 万亿元，同比多增 5833 亿元；其中对实体经济发放的人民币贷款增长 5.22 万亿元，同比多增 3793 亿元；政府债券净融资 6933 亿元，同比多增 3986 亿元。；社融存量同比增长 8%，增速持平于前一月。人民币贷款中企业中长期贷款 3.46 万亿元，同比多增 1500 亿元。1 月份广义货币 M2 同比增长 7%，增速较前一月回落 0.3 个百分点；新口径狭义货币 M1 同比增长 0.4%，增速较前一月回落 0.8 个百分点。总体看 1 月份信贷、社融与 M1 均相对高增，且财政扩张力度更为积极，为实体经济延续复苏提供坚实的金融支持，我们对中国一季度经济继续持谨慎乐观观点。

2025 年春节假期数据显示民间消费意愿有所改善。根据 2025 年综合运输春运工作专班的数据，春节期间全社会跨区域人员流动量超 23 亿人次，较 2024 年春节同期增长 6%。经文化和旅游部数据中心测算，春节期间全国国内出游 5.01 亿人次，同比增长 5.9%；国内出游总支出 6770 亿元，同比增长 7%。据商务部测算，春节期间重点监测零售企业家电、通讯器材销售额同比增长 10% 以上。根据国家电影局数据，春节期间电影票房 95.1 亿元，观影人次达 1.87 亿，创造了新的春节档票房和观影人次记录。根据猫眼专业版数据，截至 2 月 26 日下午 2 点，《哪吒之魔童闹海》累积票房达到 139.16 亿元，在全球影史票房榜上名列第七位（还有继续上升可能）。

2.2 美国经济短期呈滞涨迹象

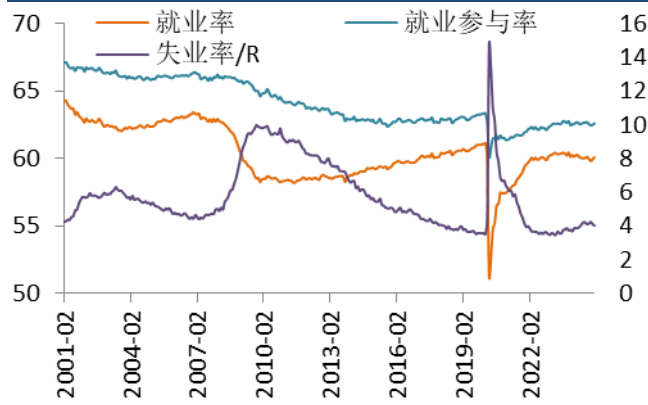
2025 年 1 月份美国新增非农就业回落到 14.3 万，但前两个月新增非农就业合计上修 10 万，近三个月移动平均进一步回升到 23.7 万，为 2023 年 4 月份以来最高值。2024 年 9 月份以来，滞后 1 个月、3 个月和 6 个月的就业扩张指数均呈现较为明显的企稳回升迹象，说明就业增长的分布具有广泛性。1 月份私人非农企业雇员薪资同比增长 4.06%，大致持平前一月的 4.05%，而近六个月环比折年率增长 4.56%。1 月份美国就业参与率从 62.51% 微升至 62.62%，主要是壮年劳动力的就业参与率从 83.4% 回升到 83.5%；U3 失业率从上一月的 4.09% 回落到 4.01%，为连续第二个月回落且达到 2024 年 6 月份以来的最低值，萨姆指标值则回落到 0.387，美国经济衰退风险进一步缓解。

图3：美国非农就业与薪资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：美国就业参与率与失业率



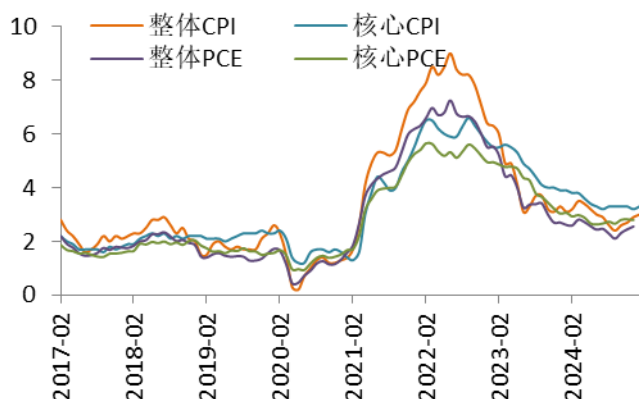
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024 年 12 月份美国就业空缺率从上一月的 4.9% 回落到 4.5%，仅略高于 2024 年 9 月份的阶段性低点 4.4%；就业供需缺口从 104 万减少至 71 万，裁员率略有上升但仍处较低水平。总体看，在美联储累积 100BP 降息的影响下，美国就业市场缓解过程或已经结束；但特朗普 2.0 新政不确定性也使得企业缩减开支并冻结招聘，特别是特朗普大规模整顿联邦机构势必对就业市场产生短期影响；因此美国就业市场重新扩张速度较为缓慢，供需缺口缩小抑制雇员薪资增速，就业市场短期内不会成为美国通胀的主要来源。

2025 年 1 月份美国 CPI 增速超出市场主流预期。1 月份整体 CPI 同比增速从前一月的 2.9% 进一步上升到 3%，这也是 2024 年 6 月份以来的最高值；核心 CPI 同比增速则回到 3.3%，2024 年 6 月份至今都是在 3.2-3.3% 之间波动。从环比上看，1 月份美国核心 CPI 环比增长 4%，为 2023 年 3 月份以来最大值；二手车 CPI 环比增长 2.2%，增速为 2023 年 6 月份以来最大值。1 月份美国通胀超预期可能反映了季节性调价以及禽流感、加州山火等自然灾害影响，数据公布后克利夫兰联

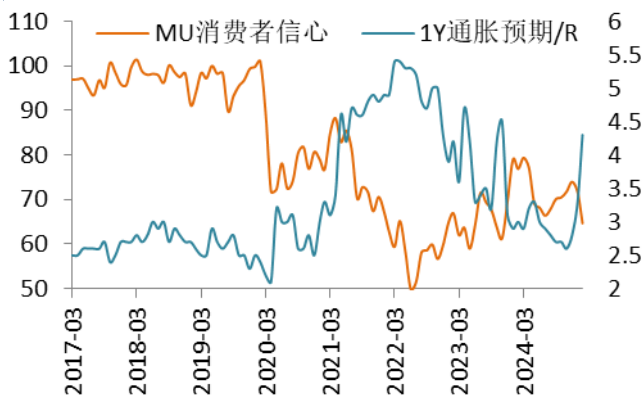
储的 Inflation Nowcasting 模型上调了 2 月份美国通胀预估(整体 CPI 和核心 CPI 分别上调到 2.81%和 3.16%)但仍低于 1 月份, 因此美国通胀缺乏进展并不意味着通胀压力就此重新上升。但 2 月份起特朗普 2.0 大规模驱逐移民和加征关税对通胀的冲击就会逐步体现, 而近期“特朗普交易”热潮降温使得美元汇率高位回落恐进一步加剧输入性通胀, 因此美国通胀形势将呈现出较大的不确定性。

图5: 美国通胀增速



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图6: 美国消费者信心与通胀预期



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

密歇根大学消费者调查报告显示, 由于禽流感 and 加州山火等自然灾害导致的物价上升以及特朗普 2.0 的驱逐移民和加征关税措施, 2025 年 2 月份美国通胀预期显著增强; 1 年期通胀预期由上个月的 3.3% 飙升至 4.3%, 为 2023 年 12 月份以来最高值, 5 年期通胀预期也上升到 3.5%, 为 1994 年以来最高值。由于通胀预期的上升, 2 月份美国消费者信心指数回落到 64.7, 为 2023 年 1 月份以来最低值。数据显示, 由于特朗普新政集中在对内驱逐非法移民和整顿联邦政府、对外重构地缘安全空间和关税武器化方面, 暂时没有涉及到减税减费和削减监管等促进美国经济增长的领域, 而且“特朗普交易”热潮推高美元汇率和美债利率、恶化美国货币金融环境也抑制了房地产和金融等利率敏感型行业, 因此美国经济短期滞涨的风险有所上升。

美国 1 月份零售销售环比萎缩 0.9%, 萎缩力度达到 2023 年 3 月份以来最大; 受到 1 月份寒冷天气、加州山火以及消费者信心减弱等因素的综合作用; 2 月份全美住宅建筑商协会 NAHB 住房市场指数环比回落 5 个点至 42, 也是 2024 年 10 月份以来最低值, 主要受关税政策不确定性以及房贷利率居高不下、房地产价格持续上升的综合影响。亚特兰大联储的 GDPNow 模型最新预计 2025 年一季度美国实际 GDP 环比年率增长 2.3%, 其中私人消费和固定资产投资分别拉动 1.54 和 0.45 个百分点, 库存投资和政府支出分别拉动 0.41 和 0.35 个百分点而净出口拖累 0.41 个百分点。

2.3 特朗普新政继续扰动市场

1月20日特朗普宣誓就职美国总统后，其新政沿对内以保守价值观整顿美国行政体系和大规模驱逐非法移民、对外循丛林法则肆意推行关税武器化和重构美国地缘战略空间等四条线索展开，亲手摧毁二战之后美国主导建立的全球政经体系并开启乱纪元模式。在减税降费 and 放松监管等刺激经济措施落地之前，行政体系整顿和关税武器化势必会削弱美国经济增长动能并推高民众通胀预期，加上加州火山以及禽流感等短期外部冲击因素，美国经济就呈现出经济增长停滞而通胀预期上升的滞胀格局。

在关税武器化方面，2月1日特朗普称非法移民和芬太尼等毒品构成国家紧急状态，援引《国际紧急经济权力法》对加拿大和墨西哥进口商品征收25%关税(加拿大能源产品税率为10%)并对中国进口商品加征10%关税(包括符合临时免税资格的小规模邮寄包裹)，美国将持续征收关税直到芬太尼危机得到缓解。2月3日特朗普与墨西哥总统辛鲍姆达成口头协定，墨西哥同意在墨美边境部署1万名士兵专门负责阻止芬太尼和非法移民进入美国，美国则同意在一个月内暂停实施针对墨西哥产品的关税措施；在这一个月里，美方将由国务卿鲁比奥、财政部长贝森特和候任商务部长卢特尼克牵头与墨方进行谈判以期达成一项协议。同一天特朗普与加拿大总理特鲁多也达成口头协议，加拿大提出耗资13亿美元的边境计划，任命芬太尼问题特使、成立加拿大-美国联合打击部队，打击有组织犯罪、芬太尼和洗钱活动，美国则同意在一个月内暂停实施针对加拿大产品的关税措施。2月26日特朗普称对墨西哥和加拿大的25%关税会在4月2日生效，商务部长补充称如果墨西哥和加拿大在芬太尼问题上的应对措施能让特朗普满意，则关税暂停期限可能延长至4月2日。

2月4日中国方面宣布多项反制措施，国务院关税税则委员会发布公告，自2025年2月10日起对原产于美国的部分进口商品加征关税；其中对煤炭和液化天然气加征15%关税，对原油、农业机械、大排量汽车和皮卡加征10%关税。商务部将美国PVH集团和因美纳公司等两家涉歧视中国企业的美国企业列入不可靠实体清单，并将美征税措施诉至世贸组织争端解决机制；国家市场监督管理总局以涉嫌违法《中国反垄断法》对谷歌开展立案调查，商务部和海关总署对钨、铋、铟、铊和铋相关物项实施出口管制。2月2日《华尔街日报》报道称中国有意与美国就关税进行谈判，中国的初步提议包括恢复中美第一阶段贸易协议、中国增加在美投资、承诺不进行竞争性货币贬值、减少芬太尼出口以及将TikTok视为商业问题而非政治问题等。

2月10日特朗普宣布，自3月12日起对外国钢铁和铝全面征收25%的关税。据白宫官员称，与特朗普第一任期内的类似政策不同的是，这次的关税措施不会为依赖进口钢铁和铝的美国公司提供任何豁免。特朗普在第一任期内就曾对进口钢铁和铝征收25%的关税，尽管他和拜登最终取消了对大多数主要金属供应国的这项关税，但这些关税往往被其他贸易壁垒（如配额）所取代。2月13日特朗普签署了一份备忘录，将引入对等关税；特朗普提名的商务部长表示，政府将根据不同国家逐一处理，政策研究预计在4月1日前完成；白宫官员表示，美国将在180天内提出一份报告，详细说明针对具体国家的拟议措施。特朗普表示，通过其他国家运送商品以避免关税的做法将不被接受，将考虑把采用增值税制度的国家作为关税对象；很快将对汽车和药品加征关税，汽车关税可能与其他行业关税同时实施。2月25日特朗普签署行政命令对铜启动232调查，可能导致征收铜进口关税。

在地缘政治方面，2月初美国国务卿鲁比奥出访巴拿马以及中美洲和加勒比海地区的另外四个国家。特朗普多次指责巴拿马政府将巴拿马运河的运营权交给中国（实际上是香港长和集团在巴拿马运河入口附近经营两个港口），鲁比奥与巴拿马总统穆利诺会面时表示当前现状不可接受，如果巴拿马政府不做出任何改变，美国将采取必要措施以捍卫美国在巴拿马运河条约下的权利。会面后穆利诺宣布将不再续签中国的一带一路倡议，而且将在当前协议于2026年到期之前评估是否退出；巴拿马将审查境内一些中国企业的业务，包括长和集团持有25年的关键特许权；巴拿马还将允许美国海军舰艇免费使用巴拿马运河，在遣返无证移民方面与美国加强合作，让美国使用达连峡地区的一个机场来遣返移民。2017年6月份巴拿马宣布与台湾断交后同年11月份签署加入一带一路倡议，成为首个签署一带一路倡议的拉丁美洲国家；一带一路倡议每三年会自动续约延长三年，除非任何一方终止。

2月12日特朗普与俄罗斯总统普京进行电话交流，双方讨论了乌克兰问题、中东、能源、人工智能、美元的力量以及其他多个话题。特朗普表示，双方希望结束俄乌冲突并同意紧密合作，双方还同意让各自的团队立即开始谈判，特朗普已请求美国国务卿、中央情报局局长、国家安全顾问和中东问题特使威特科夫领导谈判。另据俄总统新闻秘书12日晚公布的消息，普京和特朗普就中东和平进程以及俄美双边关系进行了讨论，普京同意特朗普有关通过谈判实现长期解决乌克兰问题的观点，强调必须消除冲突产生的根本原因。

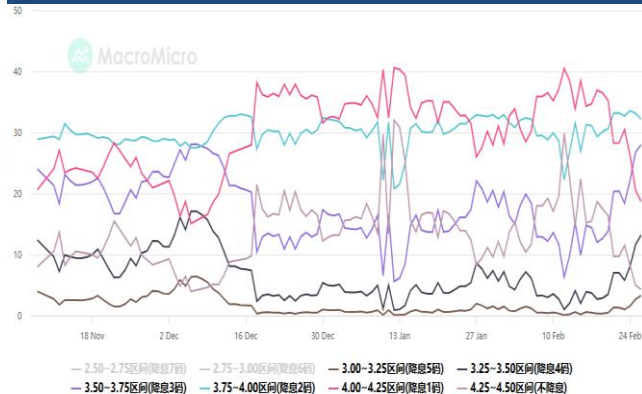
2月18日美国和俄罗斯高级官员在沙特利雅得举行会谈，双方决定任命高级别团队负责乌克兰问题谈判，共同努力以持久、可持续和各方均可接受的方式，

尽快结束乌克兰冲突；双方同意建议磋商机制，解决双边关系中的棘手问题，以采取必要措施恢复各自外交使团的正常运作；美俄也会开始探讨未来就共同地缘政治利益，以及乌克兰冲突结束后产生的历史性经济和投资机会合作的可能。欧盟将于下周对俄罗斯实施第16轮制裁，以期在美国与俄罗斯谈判时继续施压，包括禁止进口俄罗斯的铝矿物，将73艘船只列入黑名单，将13家俄罗斯银行从全球SWIFT支付系统中剔除，并禁止另外八家俄罗斯媒体在欧洲播出。2月20日乌克兰总统泽连斯基表示，他与美国总统乌克兰特使凯洛格进行了良好的讨论，讨论集中在战场局势、乌克兰寻求的安全保障以及战俘遣返问题；乌克兰准备迅速且不懈地努力，与美国达成一项有力且实用的投资和安全协议。2月26日特朗普表示，乌克兰总统泽连斯基将于周五前往华盛顿签署一项稀土矿产协议，泽连斯基表示协议的成功与否将取决于这些会谈以及美国的持续援助。

据《纽约时报》报道，特朗普希望与中国达成一个范围广泛的协议，协议内容包括中国承诺在美国大量投资以及购买更多美国商品，特朗普也希望协议涵盖关于核武器的安全问题。中美双方的官员和智库正在拟定计划书，要促成中国元首到特朗普的私人别墅海湖庄园会面；中方官员与智库也在研究可吸引特朗普的献议，并向中国商界征询看法。中方的献议可能包括在美国投资设立太阳能、电动车和电池工厂，创造50万个就业机会；中国企业与美国企业设立合资公司，持有少数股权，或授权美企使用中国科技；中国大量购买美国商品，在维护朝鲜半岛和平以及重建乌克兰问题上合作，以及承诺维持美元作为主要全球货币。而中方可能要求美国减免一些关税，以及放宽对中国获取先进技术的出口限制。

图7：美国银行体系准备金弹性指标


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：2025年底美联储政策利率预期


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2月11日和12日美联储主席鲍威尔分别赴国会两院作证，证词要点如下：1、经济增长强劲通胀居高不下，通胀与就业风险大致平衡，美联储不急于调整政策立场；中性利率较新冠疫情前高很多；评估关税的经济影响评估为时尚早，但关

税有可能推升通胀；美联储准备在银行准备金余额一定程度上高于据美联储判断符合的充足水平时停止缩表。2024 年纽约联储制定准备金弹性指标 (Reserve Demand Elasticity) 来观测美国银行体系准备金状况，2025 年 1 月份准备金弹性指标在零轴附近窄幅波动，意味着目前银行体系准备金水平仍然充足。目前市场主流预期美联储将在 2025 年 7 月 31 日会议实施下一次降息 (概率 69.3%)，年内降息两次的概率仅为 66.5%。

2 月 19 日美联储公布 1 月会议的纪要文件，大部分官员认为目前的高度不确定性使得美联储在考虑对货币政策进行进一步调整时采取谨慎态度是适当的。官员们指出当前美国通胀回落趋势仍然不稳固，需要更多持续性证据来确认通胀下降的趋势；由于特朗普 2.0 新政的关税武器化、大规模驱逐移民以及减税降费等措施，官员们普遍担忧通胀前景的上行风险。官员们认为，未来几个月美国联邦政府债务上限问题可能导致美国银行系统准备金出现大幅波动，因此暂停或放缓缩减资产负债表进程，直到债务上限问题得到解决可能是合适的。2024 年纽约联储制定准备金弹性指标 (Reserve Demand Elasticity) 来观测美国银行体系准备金状况，2025 年 1 月份准备金弹性指标在零轴附近窄幅波动，意味着目前银行体系准备金水平仍然充足。由于美国经济短期疲软信号持续增加且市场担忧特朗普 2.0 新政会抑制短期经济增长动能，目前市场主流预期美联储将在 2025 年 6 月 19 日会议实施下一次降息 (概率 50.3%)，年内降息两次的概率为 48.1%。

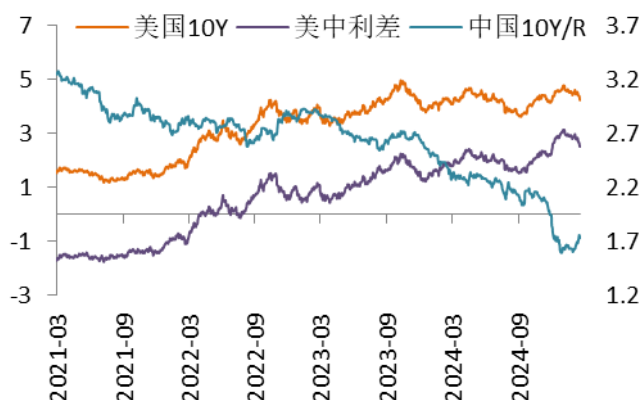
三、资产市场分析

2024 年中国国债利率全线回落，10 年期国债利率从 2023 年底的 2.56% 回到 2024 年底的 1.67%，主要是国际地缘政治风险和国内房地产市场疲软等中周期因素持续提振避险需求，而充裕流动性在疲软经济增长前景下催生资产荒逻辑。2025 年初特朗普 2.0 关税武器化威胁继续施压 10 年期国债利率低位运行且一度跌破 1.6% 关口，但中国央行有意适度收紧人民币流动性以支撑汇率，DeepSeek 与哪吒 2 持续增强投资消费预期并推高中国股市，并且金融数据证实 2025 年财政扩张力度将有所增强，因此 2 月底国债利率有所回升。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，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 年美国国债利率曲线利差从倒挂转为正向，3 个月期美债利率回落 103BP，而 2 年期和 10 年期国债利率分别上行 2BP 和 70BP，主要是就业市场缓解与通胀

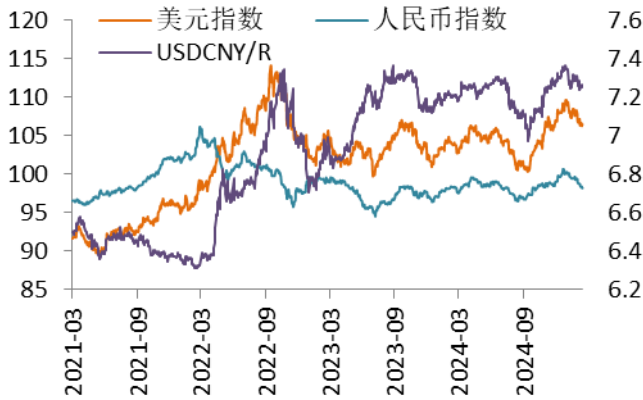
韧性减弱使得美联储开启降息进程，但美联储降息与美国政府财政扩张重新增强就业与通胀韧性。2025 年初至今美国 10 年期国债利率先从 4.58% 回升到 4.79% 再回落到 4.25%，虽然美国就业通胀韧性支持美联储放缓降息步伐，但特朗普对内大规模驱逐移民、整顿联邦机构以及对外领土扩张、关税武器化使得美国经济滞胀风险显著上升，市场对美联储降息预期再度升温。全年看，美国政府财政扩张以及地缘政治机遇增强美国经济就业与通胀韧性，但美联储政策利率和美元汇率偏高运行也会抑制通胀压力，特朗普 2.0 新政不确定性提振避险需求，我们判断 2025 年美债利率大概率高位盘整，10 年期国债利率核心波动区间为 4-5%。

图9：中美10年期国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美元和人民币汇率



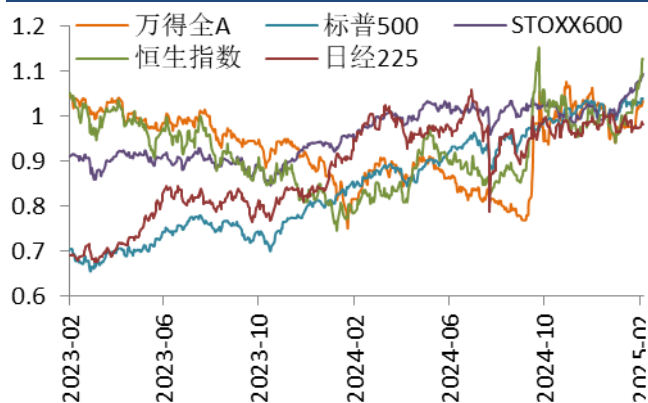
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025 年初至今美元指数短期冲高后震荡回落，因特朗普 2.0 新政的不确定性、联邦机构整顿以及加州山火和禽流感等外部因素因素可能在短期内抑制美国经济增长动能，美联储探讨暂停或放缓缩表进程以应对债务上限问题解决前可能出现的美国银行系统准备金波动风险，而特朗普强力介入俄乌冲突可能降低地缘政治风险带来的避险需求，利差支撑的减弱以及避险需求的减退使得美元指数在冲高至 110 之后震荡回落到 106 附近。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，美元指数核心波动区间为 103-114；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。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，人民币兑美元汇率核心波动区间为 7.1-7.7。

2024 年全球主要股市普遍上涨，万得全 A 指数、香港恒生指数、美国标普 500

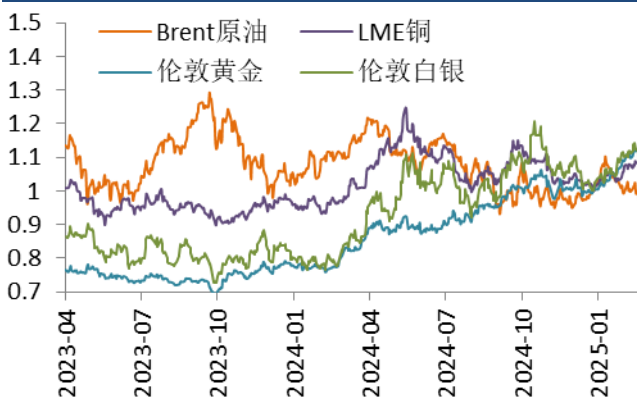
指数、欧洲 STOXX600 指数和日经 225 指数分别上涨 10%、17.7%、23.3%、6% 和 19.2%，主要得益于全球央行携手宽松以及制造业主动补库周期，但中周期差异以及地缘政治风险使得各市场表现迥异。2025 年迄今恒生指数、STOXX600、标普 500 和万得全 A 分别上涨 12.7%、9.4%、4% 和 3.4% 而日经 225 指数下跌 1.8%，欧洲央行持续降息预计财政扩张前景刺激欧股，陆港股市受到 DeepSeek 以及哪吒 2 引发的投资消费改善预期推动，美国经济滞胀风险打压美股高位回落，日本央行持续加息以及日元汇率持稳恶化日股流动性环境。年初中国股市强势受到经济复苏预期和财政扩张预期的提振，但中国房地产市场疲软或继续抑制内部需求，特朗普 2.0 关税武器化倾向恶化国际环境；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11：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12：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

2024 年国内外大宗商品市场整体冲高回落，国际标普高盛商品指数和国内万得商品指数分别上涨 9.3% 和 5%（年内分别最高上涨 14.2% 和 16.5%），虽然环球央行携手宽松以及制造业主动补库需求两度推高商品价格，但补库力度偏弱以及特朗普 2.0 新政分别从终端需求因素和计价货币因素打压商品。2025 年迄今万得商品指数上涨 3.8%，得益于贵金属和农产品的带动，“特朗普交易”热潮减退以及美联储降息预期升温给了大宗商品反弹机会，而特朗普 2.0 新政不确定性引发的避险需求推动金价再创新高，但关税武器化也恶化了全球经济增长前景。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

DeepSeek 与哪吒 2 火爆提振投资消费预期以及中国股市表现，但我们预计 2024 年底新一轮大规模经济刺激措施的效果将逐渐减退，2025 年中国房地产市场继续偏弱寻底但对经济的拖累作用边际减轻，特朗普关税武器化或冲击中国对外贸易和人民币汇率，而决策层也将加大经济刺激力度以图稳定经济社会。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>