

类别
宏观市场月报

日期
2025 年 2 月 7 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



特朗普 2.0 新政激发避险需求

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 年初全球经济表现平稳，金融市场聚焦央行货币政策以及特朗普 2.0 新政。内需刺激以及抢出口行为使得中国 2024 年四季度 GDP 显著回暖并顺利达成年度经济增长目标，2025 年 1 月份 PMI 季节性回落也在市场预期之内；库存投资拖累美国 2024 年四季度 GDP，就业市场边际收紧但通胀增速低于市场预期。特朗普 2.0 关税武器化担忧推高美中国债利差并施压人民币兑美元汇率，这反过来抑制了中国央行货币政策宽松力度；通胀缺乏进展以及输入性通胀担忧使得美联储暂停降息步伐，经济疲软压力下欧洲央行延续降息进程，日本走出长期通缩漩涡前景使得日本央行继续推进货币政策正常化，日本央行政策利率上升到 1996 年以来最高值。美国当选总统特朗普一边组建“忠诚/鹰派/外部”团队一边发出针对整个北美洲的领土扩张和针对全球的关税武器化威胁，上任伊始即全力推进其驱逐非法移民、整顿官僚体系和关税武器化进程，2 月 1 日特朗普宣布对加拿大和墨西哥输美商品征收 25% 关税并对中国输美商品加征 10% 关税，而加拿大和墨西哥也已宣布反制措施；由此催生的避险需求推高黄金和国债等避险资产，1 月底伦敦黄金再创历史新高而美债 10 年期国债利率也回落到 2024 年底水平；美联储降息预期加强以及特朗普交易热潮减退施压美元汇率，但经济增长前景差异、央行货币政策基调以及避险需求支撑美元指数高位运行。
- 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，但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 年初宏观市场回顾..... - 4 -

二、宏观环境评述..... - 4 -

 2.1 中国年度经济增长目标顺利完成..... - 4 -

 2.2 美国经济展现韧性但通胀压力受控..... - 7 -

 2.3 主要央行货币政策分道扬镳..... - 9 -

 2.4 特朗普 2.0 新政催生乱纪元..... - 11 -

三、资产市场分析..... - 13 -

四、中期资产配置..... - 16 -

一、2025 年初宏观市场回顾

2025 年初全球经济表现平稳，金融市场聚焦央行货币政策以及特朗普 2.0 新政。内需刺激以及抢出口行为使得中国 2024 年四季度 GDP 显著回暖并顺利达成年度经济增长目标，2025 年 1 月份 PMI 季节性回落也在市场预期之内；库存投资拖累美国 2024 年四季度 GDP，就业市场边际收紧但通胀增速低于市场预期。特朗普 2.0 关税武器化担忧推高美中国债利差并施压人民币兑美元汇率，这反过来抑制了中国央行货币政策宽松力度；通胀缺乏进展以及输入性通胀担忧使得美联储暂停降息步伐，经济疲软压力下欧洲央行延续降息进程，日本走出长期通缩漩涡前景使得日本央行继续推进货币政策正常化，日本央行政策利率上升到 1996 年以来最高值。美国当选总统特朗普一边组建“忠诚/鹰派/外部”团队一边发出针对整个北美洲的领土扩张和针对全球的关税武器化威胁，上任伊始即全力推进其驱逐非法移民、整顿官僚体系和关税武器化进程，2 月 1 日特朗普宣布对加拿大和墨西哥输美商品征收 25% 关税并对中国输美商品加征 10% 关税，而加拿大和墨西哥也已宣布反制措施；由此催生的避险需求推高黄金和国债等避险资产，1 月底伦敦黄金再创历史新高而美债 10 年期国债利率也回落到 2024 年底水平；美联储降息预期加强以及特朗普交易热潮减退施压美元汇率，但经济增长前景差异、央行货币政策基调以及避险需求支撑美元指数高位运行。

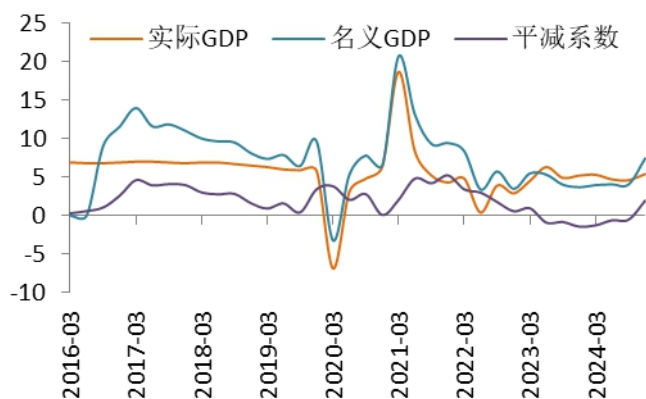
二、宏观环境评述

2.1 中国年度经济增长目标顺利完成

2024 年四季度中国实际 GDP 同比增长 5.4%，增速较前值提高 0.8 个百分点且为 2023 年三季度以来最高值；名义 GDP 同比增长 7.43%，增速较前值提高 3.39 个百分点且为 2022 年二季度以来最高值；GDP 平减系数同比增长 1.92%，增速较前值提高 2.45 个百分点且为 2022 年三季度以来最高值，说明中国经济呈现出摆脱通缩的初步迹象。从三大需求对 2024 年四季度实际 GDP 季度同比的拉动率看，消费和投资分别拉动 1.6 和 1.32 个百分点，较 2024 年第三季度的 1.37 和 1.18 个百分点均有所提高，显示出 2024 年 9 月份之后新一轮大规模一揽子经济刺激措施特别是长期国债支持大规模设备更新和消费品以旧换新政策的实施起到积极作用；但两者合计而来的内需拉动率仅为 2.92 个百分点，虽然较第三季度的 2.55 个百分点有所回升，却是 2023 年一季度以来首次连续跌破 3 个百分点，显示内部房地产疲软和外部地缘政治风险依然抑制内需；净出口拉动率从第三季度的 2.05 个百分点进一步提升到 2.47 个百分点，为 2017 年以来除 2021 年一季度外的最高值，体现出欧美央行降息以及特朗普 2.0 关税武器化威胁下的抢出口行为对外需的提振。

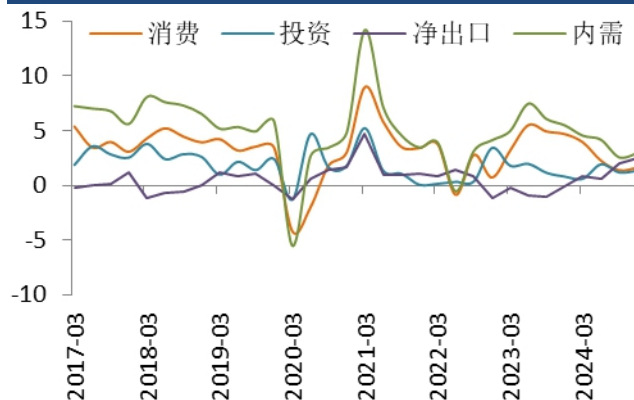
2024 年中国生产法名义 GDP 达到 134.9 万亿元，较 2023 年增长 4.2%，按不变价格计算比上年增长 5.0%，由此推算 GDP 平减指数同比萎缩 0.8%。2024 年城镇调查失业率平均值为 5.1%，比上年下降 0.1 个百分点；年末全国人口 140828 万人，比上年末减少 139 万人；城镇人口占全国人口的比重（城镇化率）为 67.00%，比上年末提高 0.84 个百分点。总体上看经济社会发展主要目标任务顺利完成。

图1：中国GDP增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

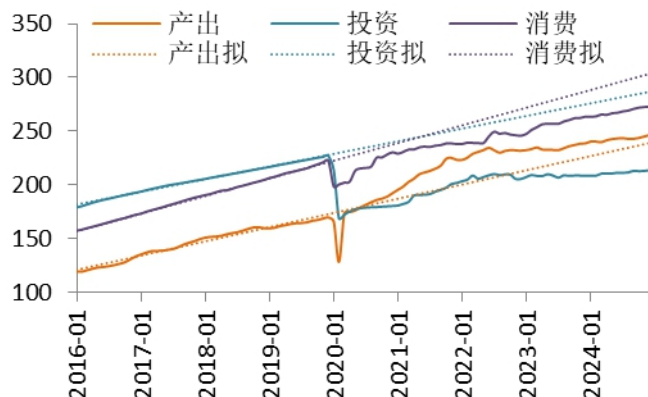
图2：中国GDP拉动率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

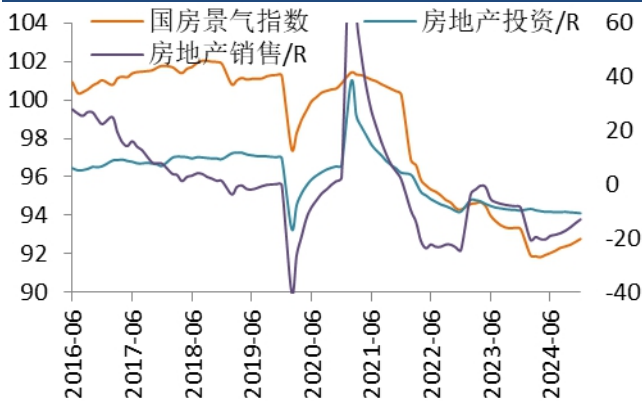
2024 年 1-12 月份中国城镇固定资产投资同比增长 3.2%，增速较 1-11 月份放缓 0.1 个百分点且接近 2023 年的 3%。其中制造业投资同比增长 9.2%，增速较 1-11 月份放缓 0.1 个百分点，延续了 2024 年 4 月份以来的放缓趋势，虽然决策层加力支持大规模设备更新，但在制造业库存周期转弱以及特朗普 2.0 新政影响下企业投资意愿有所减弱；基础设施建设投资同比增长 9.2%，增速较 1-11 月份的 9.4% 放缓 0.2 个百分点，但总体上还是维持在较高水平，显示出地方政府存量债务置换对财政资源的优化配置；房地产投资同比萎缩 10.8%，萎缩程度较 1-11 月份扩大 0.2 个百分点，说明高库存压力下房地产销售端的回暖暂时还没传递到投资端。2024 年 1-12 月份社会零售消费同比增长 3.5%（12 月单月消费同比增长 3.7%），增速持平于 1-11 月份但显著低于 2023 年全年的 7.2%；金银首饰、建筑装潢、化妆品、汽车以及办公用品是主要拖累项，而在政策加力支持消费品以旧换新的刺激下家电与通讯器材消费显著高增，另外体育娱乐和食品餐饮类消费增速显著高于整体水平，也显示出后疫情时代人们消费结构的改变。2024 年 1-12 月实际工业产出同比增长 5.8%（12 月单月工业产出同比增长 6.2%），考虑到 PPI 累计同比萎缩 2.2% 则名义工业产出增长高达 8%，增速较 2023 年加快 0.4 个百分点。产出高增而投资消费低增使得中国社会供需结构进一步失衡，供过于求部分通过出口传递到海外市场；2024 年 12 月中国产出较 2016/19 年线性趋势出超 2.91%，出超程度在年底有所扩大；投资较 2016/19 年线性趋势萎缩 25.48%，消费较 2016/19 年线性趋势萎缩 10.16%，萎缩程度在年底均有所扩大。

图3：中国社会供需依然失衡



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：中国房地产供需景气

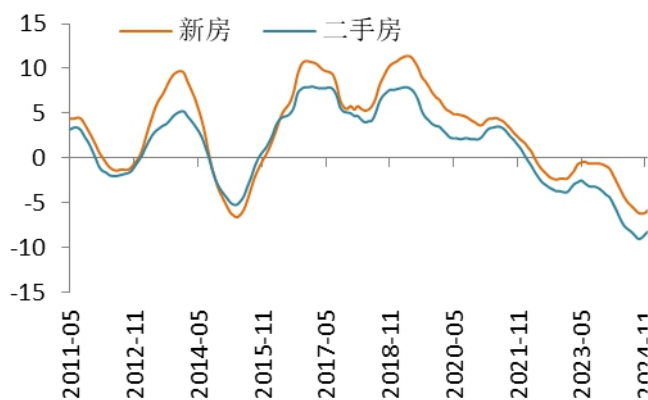


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024 年底中国房地产行业需求端持续修复，但投资生产环节继续维持弱势。

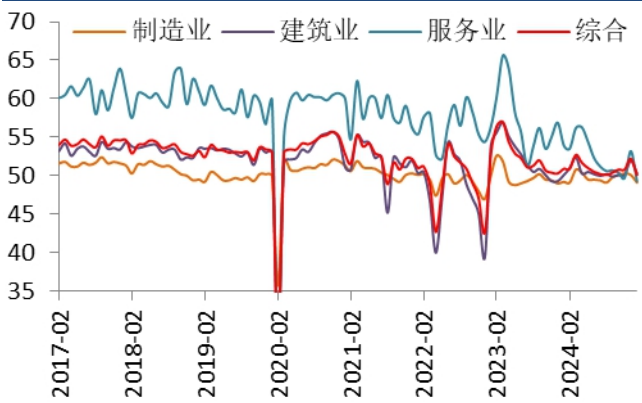
2024 年中国 1-12 月份房地产销售面积同比萎缩 12.9%，萎缩程度较 1-11 月份收窄 1.4 个百分点，但萎缩程度仍比 2023 年全年扩大 4.4 个百分点。以近 12 个月销售面积计算，2024 年底房地产待售库存去化月数为 8.51 个月，较 2023 年底上升 1.89 个月；以“待售面积+施工面积-竣工面积”计算的广义去化月数为 83 个月，延续了自 10 月份以来的下降趋势但仍较 2023 年底上升 3.67 个月，因此整体上看房地产库存仍然较大。高库存压力使得销售端的回暖尚未传递到投资建造端，1-12 月份竣工面积同比萎缩 27.7%，萎缩程度较 1-11 月份扩大 1.5 个百分点，较 2023 年全年扩大 44.7 个百分点；1-12 月份新开工面积同比萎缩 23%，萎缩程度持平于 1-11 月份，较 2023 年全年扩大 2.6 个百分点。2024 年 12 月份七十个大中城市新房价格环比萎缩 0.1%而同比萎缩 5.7%，环比同比萎缩程度均连续两个月收窄；其中房价环比上涨城市数 23 个，较 11 月份增加 6 个且达到 2023 年 7 月份以来最大值；二手房价格环比萎缩 0.3%而同比萎缩 8.1%，环比同比萎缩程度均连续三个月收窄；其中房价环比上涨城市数 9 个，较 11 月份减少 1 个。

图5：中国房地产价格增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025 年 1 月份中国官方制造业 PMI 回落到 49.1%，是时隔三个月之后再次落入萎缩区间，这其中大部分可归结为春节假期的短期原因，但也需警惕抢出口行为的结束。制造业供需两端均有所放缓，生产指数、新订单指数和新出口订单指数均低于荣枯分界线，新出口订单指数 46.4% 为 2024 年 3 月份以来最低值；企业层面，原材料库存指数、产成品库存指数以及采购量指数均环比回落，但购进价格指数和出厂价格指数因国内经济刺激措施和国际地缘政治风险而环比回升，按历史规律推算 1 月份 PPI 环比或持平。1 月份服务业 PMI 环比回落 1.7 个百分点至 50.3%，回到 2024 年 4 月份至 11 月份的波动区间之内；建筑业 PMI 环比回落 3.9 个百分点至 49.3%，为 2021 年以来最低值，与房地产投资建造的萎缩相呼应；综合 PMI 环比回落 2.1 个百分点至 50.1%，为 2023 年以来最低值，短期经济企稳态势尚不明朗，刺激政策有必要继续加码。

2.2 美国经济展现韧性但通胀压力受控

2024 年四季度美国实际 GDP 环比年率增长 2.25%，低于三季度的 3.07% 以及市场主流预期的 2.6%；名义 GDP 环比年率增长 4.51%，为 2020 年四季度以来的次低值；GDP 平减指数环比年率增长 2.2%，略高于三季度的 1.94%。从分项看，四季度个人消费拉动实际 GDP 环比年率 2.82 个百分点，拉动程度为 2023 年二季度以来最高值，与美联储开启降息进程、美国就业市场重新趋紧以及关税武器化担忧均有关系；私人固定资产投资拖累 0.1 个百分点，企业在特朗普 2.0 新政不确定性影响下暂时冻结投资支出；私人库存投资拖累 0.93 个百分点，净出口和政府支出分别拉动 0.04 和 0.42 个百分点；根据美国最新外贸数据，我们判断净出口和库存投资后期或有较大调整但整体上大致相互抵消。

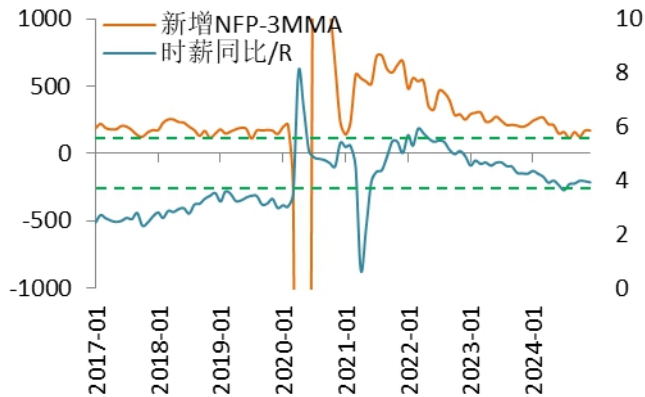
2024 年美国实际 GDP 同比增长 2.8%，增速仅略低于 2023 年的 2.9%；名义 GDP 同比增长 5.3%，较 2023 年的 6.6% 显著回落，GDP 平减指数增速则从 2023 年的 3.7% 回落到 2.5%。以 2016 至 2019 年线性趋势为基准，截至 2024 年四季度，中国、欧盟和日本经济产出较基准分别减少 1.42%、5.71% 和 3% 而美国经济产出较基准出超 0.17%，全球四大经济体中只有美国经济恢复到疫情前趋势水平，IMF 数据显示从 2019 年到 2024 年美国在全球占比上升而欧元区和日本占比均有所下降（中国经济占比先上升后回落整体大致不变）。2025 年 1 月 31 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预估 2025 年一季度美国实际 GDP 环比年率增长 2.9%，其中个人消费和私人固定资产投资分别拉动 2.05 和 0.45 个百分点；国际货币基金组织 IMF 在 2025 年 1 月版《世界经济展望 WEO》报告中预计 2025 年美国经济增长 2.7%（较 2024 年 10 月份预估提高了 0.5 个百分点），显著高于美联储在 2024 年 12 月会议中的预估 2.1%。

图7：美国实际GDP分解



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：美国新增非农就业与薪资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

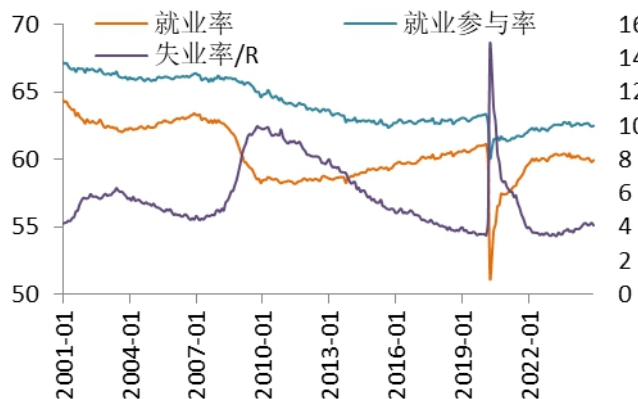
2024年12月美国新增非农就业25.6万，为2024年4月份以来最大值；新增非农就业三个月移动平均值从年内最低值11.33万震荡回升到17.03万，物流销售、金融信息、休闲酒店以及核心服务业等行业就业状况均有所改善。12月份私人非农企业雇员薪资同比增长3.93%，近三个月增速均在3.9-4%区间内，周平均工作时间连续五个月维持在34.3小时。从新增非农就业和雇员薪资增速数据看，2021年下半年以来的本轮美国就业市场缓解有结束可能性，但重新收紧态势暂时并不是非常明显。2024年美国月均新增非农就业18.6万，低于2023年的月均25.1万，但高于2019年的月均16.6万且接近2018年的月均19万，说明美国就业市场吸纳劳动力能力好于上一周期的相似时段。

12月份美国就业参与率环比回升0.05个百分点至62.51%，主要是青年就业参与率从55.6%上升到56.4%所致，壮年就业参与率则延续了7月份以来的回落趋势。从人口结构老龄化以及新冠疫情对人们工作休闲观念冲击等因素出发考虑，我们判断2020年疫情后的就业参与率回升趋势有可能于2023年8月份见顶，但美国政府财政扩张带来的工作机会以及通胀压力使得就业参与率回落步伐较慢。12月份美国适龄劳动力规模同比增长0.61%，2024年各月增速维持在0.59-0.61%区间之内，低于2022年至2023年的运行区间0.9-1.2%；由于特朗普2.0以大规模驱逐非法移民和严格控制移民难民数量为重任，我们预计特朗普2.0时期内美国适龄劳动力规模增速将进一步下降至0.5%附近甚至更低水平，适龄劳动力规模增速下降以及就业参与率震荡回落将进一步收紧美国就业供应。

12月份美国U3失业率从上月的4.23%回落到4.09%，近七个月在4.08-4.23%区间内运行，有见顶回落可能但其趋势尚未明显表现出来；萨姆法则指标从8月份阶段性高值0.544震荡回落到0.43，美国经济衰退担忧持续缓解。U5与U6失业率同步回落，主动离职与被动裁员之比上升到39.6%，为2023年8月份以来最

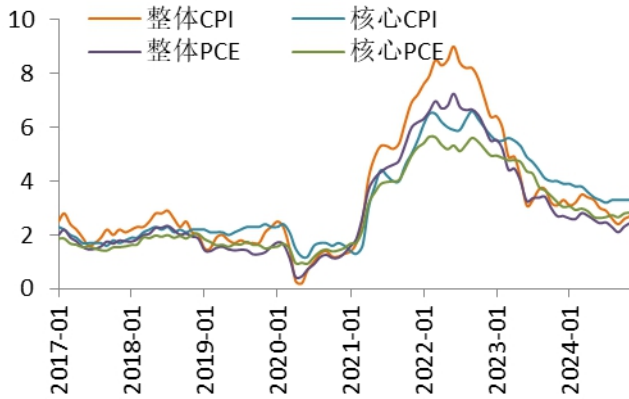
高值。新增非农就业、薪资增速、失业率以及主被动失业比等数据，共同指向美国就业市场缓解过程结束可能性。

图9：美国就业参与率和失业率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美国通胀增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024年12月美国整体CPI和核心CPI分别同比增长2.9%和3.2%，能源成本推高整体CPI增速但核心CPI实现五个月以来首次回落，部分得益于美元汇率升值对进口商品价格的打压以及利率上行对房地产市场的抑制。12月美国整体PCE和核心PCE分别同比增长2.55%和2.79%，变化趋势与CPI一致。整体看虽然特朗普2.0关税武器化、减税减费和大规模驱逐移民诱发通胀回升担忧，但美元汇率升值对冲输入性通胀，而美国货币金融环境收紧对房地产市场和房价的冲击率先呈现，减税减费和大规模驱逐移民对美国经济和就业市场的影响暂时缺席，我们判断2025年上半年美国通胀压力可能继续缓和，这也为美联储降息提供时间窗口。克利夫兰联储的Inflation Nowcasting模型最新预计美国2025年1月份整体CPI和核心CPI分别同比增长2.85%和3.13%（整体PCE和核心PCE分别同比增长2.34%和2.52%），2月份整体CPI和核心CPI分别同比增长2.62%和3.02%（整体PCE和核心PCE分别同比增长2.21%和2.49%），同样指向美国通胀压力短时间内继续缓解。

2.3 主要央行货币政策分道扬镳

由于2024年9月下旬以来中国决策层陆续推出包括货币宽松、财政扩张、股市和房地产支持政策在内的一揽子经济刺激措施，中国经济短期状况有所改善；同时11月份特朗普当选美国总统之后，市场担忧其关税武器化威胁可能推高美国通胀并打压中国经济，美中国债利差显著扩大并施压人民币兑美元汇率；因此中国央行在9月下旬降准并在10月中旬降息后，货币政策大体上保持稳定，9月下旬央行行长提到的“年内将视情况再降准25-50基点”也没有兑现。2025年1月9日中国央行称将在香港地区发行600亿元人民币六个月期中央银行票据，为迄

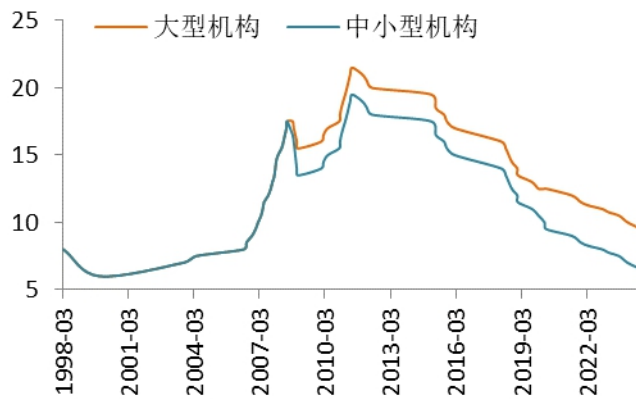
今最大单次发行规模；1月13日中国央行与外管局将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.5上调至1.75，是自2022年10月以来的第三次上调且达到历史最高水平；上述措施有利于减少境外人民币流动性并增加境内美元流动性，达到促进外汇市场供需平衡和稳定人民币汇率的积极作用。

图11：美中国债利差与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：中国法定存款准备金率



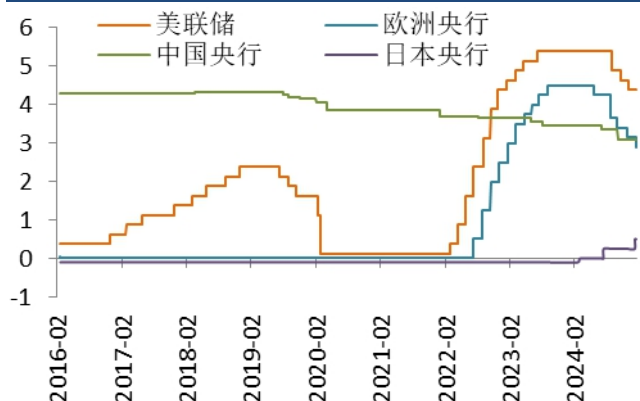
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025年1月29日美联储在会议声明中删除“劳动力市场状况逐步缓解，失业率有所上升但仍保持低位”以及“通胀率朝着2%目标去的进展但仍保持一定程度的高企”的描述，而以“近几个月来失业率稳定在较低水平，劳动力市场状况依然良好”以及“通胀率保持一定程度的高企”的描述来代替，这说明美联储认为在降息100BP后劳动力市场恶化风险已经被消除，而通胀也缺乏进展，从而为美联储暂停降息提供理据。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示目前的情况对政策和经济来说非常好，长期通胀预期似乎得到很好的锚定，通胀与就业双重使命所面临的风险大致平衡，因此美联储并不急于调整货币政策；在再次调整政策之前，通胀需要真正取得进展，或者劳动力市场出现疲软；会议声明的调整不应被解读为鹰派转变，美联储仍预计通胀将进一步改善。1月下旬特朗普就职后在达沃斯论坛曾要求美联储立即降低利率，鲍威尔称美联储还在努力评估特朗普新政对经济的影响，虽然尚无具体结论但毫无疑问新政与经济通胀均存在巨大不确定性，而且他与特朗普之间尚无直接交谈。在美国经济就业通胀数据、美联储议息会议以及特朗普2.0新政的综合影响下，目前市场预计美联储大概率2025年6月降息一次（概率60.6%），年内降息两次的概率继续在50%附近波动。

1月24日日本央行加息25BP，政策利率上升到0.5%，持平1996年以来的最高值；日本央行称通胀前景支持日本央行继续推进货币政策正常化，目前实际利率仍显著为负，宽松的金融条件将继续支持经济活动；并称若经济通胀表现符合预期，日本央行将继续提高政策利率。1月30日欧洲央行议息会议决定下调欧元

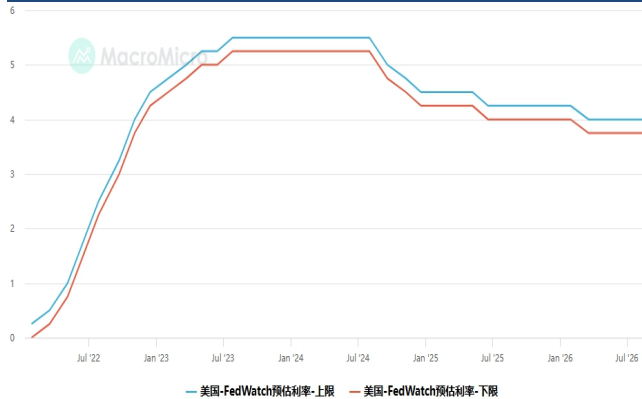
区三大关键利率 25BP，主要是对经济增长乏力的担忧超过了对持续通胀的担忧，这也是欧洲央行继 2024 年 6 月开启降息进程以来的第 5 次降息。目前欧元区存款机制利率为 2.75%，主要再融资利率为 2.90%，边际借贷利率为 3.15%，市场预期欧洲央行今年还将降息 70 个基点。

图13：美欧中日央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：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

目前美联储和欧洲央行继续缩表但缩表步伐有所放缓。2025 年 1 月底美联储量化宽松 QE 账户规模 6.5 万亿美元，较 2022 年阶段性高点减少 2.01 万亿美元但仍远高于 2019 年底的 3.74 万亿美元；美联储总资产与美国经济总量之比从阶段性高点 38.54% 回落到 23.54%，但仍小幅高于 2019 年底的 19.62%。欧洲央行 QE 账户规模 6.41 万亿欧元，较 2022 年阶段性高点减少 2.88 万亿欧元但仍远高于 2019 年底的 3.26 万亿欧元；欧洲央行总资产与欧元区经济总量之比从阶段性高点 70.15% 回落到 42.29%，但仍小幅高于 2019 年底的 39.14%。

2.4 特朗普 2.0 新政催生乱纪元

2024 年 11 月美国大选中特朗普再次当选为美国总统且共和党同时掌控国会两院多数党席位，特朗普在竞选过程中多次遭暗杀未遂且 2017 年以来美国经济全球占比有所上升，这意味着特朗普 2.0 将有更大勇气、更足底气和更多资源去完成其构想中的历史使命-通过战略收缩、内部整固和中美博弈来实现美国再次伟大(MAGA)。在候任阶段特朗普快速物色构建以“忠诚、鹰派、外部”为特征的高级行政团队，并以候任总统身份开展社媒治国活动；2025 年 1 月 20 日特朗普宣誓成为美国第 47 任总统，而后快速通过官员任命和行政命令等方法实践其治国理念，全球政治经济贸易体系再次面临巨大的不确定性。

截至 2 月 3 日，特朗普 2.0 提名内阁级官员中有 9 名已经通过参议院确认，包括国务卿鲁比奥(99 票赞成/0 票反对)、财政部长贝森特(68 票赞成/29 票反对)、

国防部长赫格塞特(51票赞成/50票反对,需动用副总统作为参议院议长的一票)、内政部长伯古姆(79票赞成/18票反对)、交通部长达菲(77票赞成/22票反对)、能源部长赖特(59票赞成/38票反对)、国土安全部部长诺姆(59票赞成/34票反对)、环境保护署署长泽尔丁(56票赞成/42票反对)和中央情报局局长拉特克利夫(72票赞成/26票反对)。

1月20日就职后,特朗普在白宫网站公布作为百日计划的“美国优先事项”;随后特朗普签署了超过40项行政命令以推进各项议程。在边境与移民方面,宣布美国南部边境进入国家紧急状态,将包括国民警卫队在内的武装部队部署到边境,授权美国北方司令部封锁边境;认定墨西哥卡特尔贩毒集团为外国恐怖组织并适用《外国敌人法》,终止拜登的“抓捕-释放”政策并恢复特朗普1.0的“留在墨西哥”政策,终止非法移民或持临时签证者子女的出生公民权等。在国内社会改革方面,结束联邦机构内部的DEI(多元、公平与包容)项目,恢复历史地标命名以重塑国家认同感,要求联邦雇员结束远程办公模式并实施以绩效为核心的管理模式等。在外交政策方面,宣布退出世界卫生组织,退出《联合国气候变化框架公约》下的《巴黎协定》,将墨西哥湾更名为美国湾,暂停美国对外发展援助90天以对援助计划进行重新评估和审查,推迟TikTok禁令以寻求既能保护国家安全又能维持平台运行的解决方案等。在能源方面,宣布美国进入国家能源紧急状态,鼓励联邦土地和水域的能源勘探和生产,取消电动汽车强制令等。在贸易政策方面,特朗普签署了题为“美国优先贸易政策”的备忘录文件,其中要求商务部长和国土安全部长应评估来自加拿大、墨西哥、中国等区域的非法移民和芬太尼流动,并建议采取适当的贸易和国家安全措施来解决上述问题;指示联邦机构对贸易政策展开深入研究,并全面评估美国与其他国家的贸易关系。

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;特朗普并称计划很快对欧盟产品征收关税,但英国可能可以避免关税。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,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

在一个月內暫停實施針對加拿大產品的關稅措施。

2月4日中國方面宣布多項反制措施，國務院關稅稅則委員會發布公告，自2025年2月10日起對原產於美國的部分進口商品加征關稅；其中對煤炭和液化天然氣加征15%關稅，對原油、農業機械、大排量汽車和皮卡加征10%關稅。商務部將美國PVH集團和因美納公司等兩家涉歧視中國企業的美國企業列入不可靠實體清單，並將美征稅措施訴至世貿組織爭端解決機制；國家市場監督管理總局以涉嫌違法《中國反壟斷法》對谷歌開展立案調查，商務部和海關總署對鎢、碲、鉍、鉬和銻相關物項實施出口管制。2月2日《華爾街日報》報道稱中國有意與美國就關稅進行談判，中國的初步提議包括恢復中美第一階段貿易協議、中國增加在美投資、承諾不進行競爭性貨幣貶值、減少芬太尼出口以及將TikTok視為商業問題而非政治問題等。

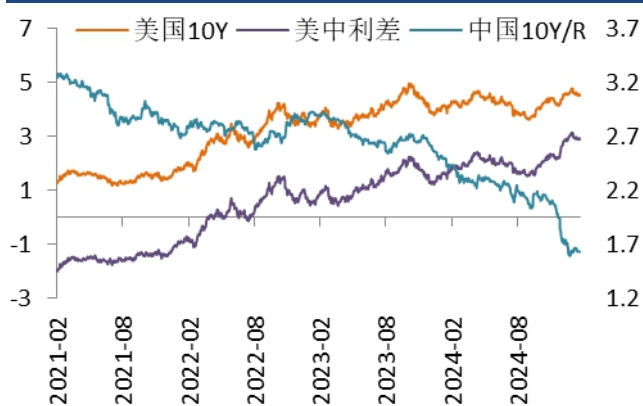
2月初美國國務卿魯比奧出訪巴拿馬以及中美洲和加勒比海地區的另外四個國家。特朗普多次指責巴拿馬政府將巴拿馬運河的運營權交給中國（實際上是香港長和集團在巴拿馬運河入口附近經營兩個港口），魯比奧與巴拿馬總統穆利諾會面時表示當前現狀不可接受，如果巴拿馬政府不做出任何改變，美國將採取必要措施以捍衛美國在巴拿馬運河條約下的權利。會面後穆利諾宣布將不再續簽中國的一帶一路倡議，而且將在當前協議於2026年到期之前評估是否退出；巴拿馬將審查境內一些中國企業的业务，包括長和集團持有25年的關鍵特許權；巴拿馬還將允許美國海軍艦艇免費使用巴拿馬運河，在遣返無證移民方面與美國加強合作，讓美國使用達連峽地區的一個機場來遣返移民。2017年6月份巴拿馬宣布與台灣斷交後同年11月份簽署加入一帶一路倡議，成為首個簽署一帶一路倡議的拉丁美洲國家；一帶一路倡議每三年會自動續約延長三年，除非任何一方終止。

三、資產市場分析

2024年中國國債利率全線回落，10年期國債利率從2023年底的2.56%回落到2024年底的1.67%，主要是國際地緣政治風險和國內房地產市場疲軟等中周期因素持續提振避險需求，而充裕流動性在疲軟經濟增長前景下催生資產荒邏輯。2025年1月份貨幣流動性節前小幅收緊，但特朗普2.0關稅武器化威脅繼續施壓10年期國債利率低位運行且一度跌破1.6%關口。由於人口結構老齡化、房地產市場疲軟以及國際地緣政治風險等中周期因素繼續存在，2025年中國國債利率將延續下行趨勢；但中國決策層勢必加大經濟刺激力度以對沖經濟短周期回落以及特朗普2.0新政的沖擊，因此國債利率下行速率受到制約；我們預計2025年中國國債利率整體偏弱運行，10年期國債利率核心運行區間為1.3-1.9%。

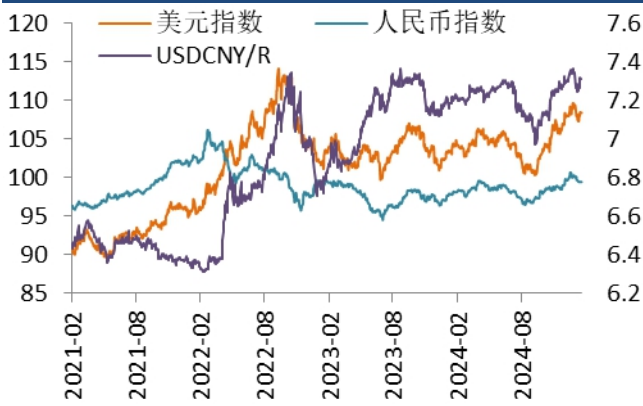
2024 年美国国债利率曲线利差从倒挂转为正向,3 个月期美债利率回落 103BP, 而 2 年期和 10 年期国债利率分别上行 2BP 和 70BP, 主要是就业市场缓解与通胀韧性减弱使得美联储开启降息进程, 但美联储降息与美国政府财政扩张重新增强就业与通胀韧性。2025 年 1 月份美国 10 年期国债利率先从 4.58% 回升到 4.79% 再回落到 4.52%, 因为美国就业市场显著好转但通胀压力继续缓解且特朗普 2.0 新政提振了避险需求。美国政府财政扩张以及地缘政治机遇增强美国经济就业与通胀韧性, 但美联储政策利率偏高运行以及美元汇率显著升值也会抑制通胀压力, 特朗普 2.0 新政提振避险需求, 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15: 中美10年期国债利率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图16: 美元和人民币汇率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

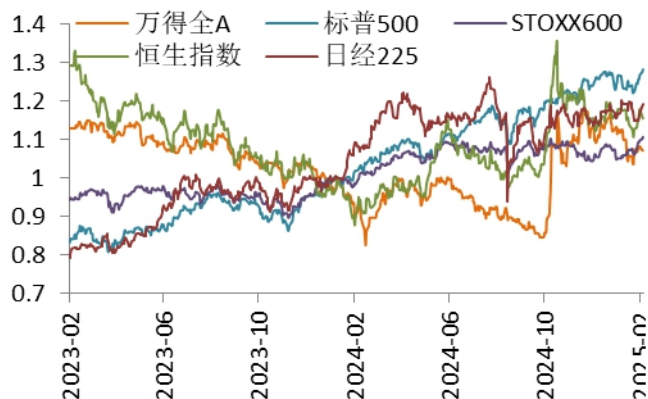
2024 年美元汇率高位偏强运行,美元指数年度上涨 7%而美元对欧元、日元和英镑分别升值 6.2%、11.5%和 1.7%, 主要是美国政府财政扩张与地缘政治机遇、AI 投资热潮增强美国经济就业通胀韧性并要求美联储保持紧缩货币政策基调, 但俄乌战争以及中国工业转型升级削弱了欧洲经济竞争力, 特朗普 2.0 政策组合可能在增强美国通胀压力的同时抑制海外经济动能。2025 年 1 月份美元指数高位偏强运行曾一度突破 110 关口, 因欧洲央行继续降息且特朗普开始实施关税武器化, 但日本央行继续加息且美国通胀压力继续缓解。由于美国政府财政扩张与美联储紧缩货币构成正反馈循环, 特朗普 2.0 关税武器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 103-115。

2024 年人民币指数年度上涨 3.8%而人民币对美元汇率贬值 3%, 因为中国外贸盈余同比增长 18.8%但中美利差持续扩大。2025 年 1 月份人民币指数贬值 0.7%而人民币对美元汇率贬值 0.2%, 因特朗普 2.0 关税武器化威胁恐冲击中国外贸形势。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 7.1-7.6。

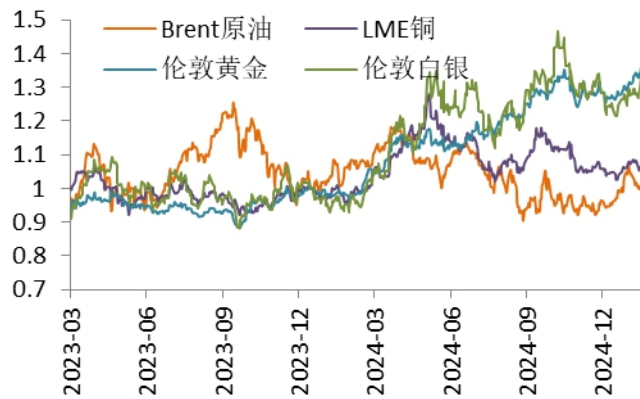
2024 年全球主要股市普遍上涨，万得全 A 指数、香港恒生指数、美国标普 500 指数、欧洲 STOXX600 指数和日经 225 指数分别上涨 10%、17.7%、23.3%、6% 和 19.2%，主要得益于全球央行携手宽松以及制造业主动补库周期，但中周期差异以及地缘政治风险使得各市场表现迥异。2025 年 1 月份标普 500 指数、STOXX600 指数和恒生指数分别上涨 2.7%、5.4% 和 3.6% 而万得全 A 指数和日经 225 指数分别下跌 2.3% 和 2.8%，欧洲央行持续降息刺激欧股而其他股市受到特朗普 2.0 新政冲击的影响。2025 年中国房地产市场疲软或继续抑制内部需求，特朗普 2.0 关税武器化倾向恶化国际环境，然而决策层大概率也会在外部冲击影响下加大逆周期调节力度；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 年中国股市或再次因内外负面因素而回调并测试前低支撑力度，然后在政策刺激预期下开展估值修复行情。

图17：中美欧股票指数(2023年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：国际重点商品(2023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 1 月份万得商品指数上涨 3.7%，得益于贵金属、能源品和农副产品的带动，“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。从中周期看，环球央行携手宽松和中美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

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，但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3：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>