

## 时间的接力

### 报告要点

二季度国内宏观总量平稳，基本面验证在结构上和节奏上依次轮动；海外宏观整体维持高波动，关注非美国国家的边际变化，内外联动逐渐增强。

### 摘要

#### （一）内外宏观经济政策的结构和节奏轮动

在 2025 年宏观策略报告《转向新周期》中我们提出 2024 年最大的变量是宏观政策预期，而进入 2025 年二季度之后更重要的是基本面的验证。政策方向水落石出后，执行层面和经济结构修复展开时间上的接力。

两会结束之后，国内政策思路 and 方向清晰，后期更重要的是落地节奏。“低物价”、“宽财政节奏前置”、“货币节奏后置”预期延续，择机降准降息可能会兼顾外部市场节奏。经济方面，向上支撑来自基建增速有望维持高位，“两新”政策对制造业需求仍有增量；向下压力来自地产销售持续性二季度面临考验且销售向投资端传导还有较长时间，消费刺激对需求拉动效果下半年或边际递减，以及二季度后半段开始我国出口压力将逐渐体现。

伴随 4 月以后美国的关税政策逐渐落地，以及美联储近期的“鸽派”边际变化，二季度的海外宏观政策思路可能会比年初更加清晰。不过，美国“滞胀”叙事还在继续，以欧洲为代表的海外非美国国家政策转向，地缘博弈持续，宏观环境尤其关税落地节奏存在反复和预期差，预计二季度海外仍处于高波动环境。

#### （二）大类资产策略建议

我们从国内三重视角和海外风险溢价、远端通胀预期推演资产的可能情形。

##### 国内资产：

**权益：**在二季度是个政策落地之后需求验证的承上启下阶段，在地产企稳之前，更多由消费提供增量需求，因此权益行情早于其他大类资产，且权益市场也是成长风格结构。随着下半年地产销售企稳，内需的中期内核趋于稳定，叠加科技创新促进，股市有望走出更加稳健的中长期行情。

**债券：**消费品边际刺激效果回落，基建资金分流，外需压力加大，债券仍具备逢低配置的机会。

**商品：**内需定价的大宗商品而言，制造业相关品种的需求边际拉动二季度

##### 宏观研究组：

###### 研究员：

姜 婧

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

刘道钰

从业资格号：F3061482

投资咨询号：Z0016422

仲鼎

从业资格号：F03107932

投资咨询号：Z0021450

朱善颖

从业资格号：F03138401

投资咨询号：Z0021426

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

仍有韧性且强于三季度，建筑业相关品种的需求二季度边际拉动有限；外需定价的商品在出口增速回落后，价格向下压力加大。潜在变量是后期内部对冲的弹性存在上升的可能。

### 海外资产：

**权益：**美国经济演绎先“滞”后“胀”，经济数据下行压力尚未完全释放，权益类风险资产缺乏经济扩张预期与风险偏好（权益溢价）支撑；欧洲、新兴市场等国家存在边际改善预期。维持多避险、多波动思路。

**货币：**非美国科技突破，欧盟宽财政和国防支出计划使得“美国例外论”动摇，带动美元、美债利率走弱，二季度后半段有望企稳。

**商品：**欧洲国防投资将带动铜、白银、小金属等工业品需求升温，布局战略金属多头，此外，黄金保持中长期多头思路。俄乌地缘变化叠加 OPEC 复产、关税对经济预期压力，原油价格或震荡偏弱。二季度海外金属强于能源。

**风险因子：**1) 地缘政治风险；2) 海外关税压力大幅超预期；3) 国内政策落实和经济修复不及预期

## 目录

<b>一、 2025 年一季度回顾：宏观政策博弈阶段性尾声</b>	<b>6</b>
(一) 需求视角：国内喜忧参半、外需保留韧性	6
(二) 金融视角：社融需求开始前置回升，信贷结构有待进一步改善	7
(三) 外部视角：关税推升不确定性，美国需求初显疲态	8
(四) 大类资产：一季度走出阶段性“东升西落”行情	9
<b>二、 二季度展望：水落石出后，重点国内结构变化与外部预期差</b>	<b>10</b>
(一) 国内政策思路清晰，二季度重在执行和基本面验证	10
1. 需求侧的存量：二季度化债力度仍大，房地产收储是二季度的观察重点	11
2. 需求侧的增量：消费支撑二季度内需韧性，民生政策改善长期预期	15
3. 供给侧的存量：强化产业调控、提质升级破“内卷”	17
4. 供给侧的增量：通过科技创新提升生产率，促进民营企业发展	19
(二) 海外政策思路有望明朗化，博弈环境存在反复和预期差	20
1. 特朗普政府继续推进“海湖庄园协议”	20
2. 全球关税影响评估：中性情景下，二季度美国延续补库，对欧盟对等关税存推迟可能，我国出口增速前高后低	22
3. 欧美经济预期差异驱动货币政策分化	25
<b>三、 二季度大类资产展望</b>	<b>27</b>
(一) 三重视角下，股市结构市、债券逢低配、商品有色强于黑色	27
(二) 二季度维持海外多避险、多波动配置思路	30

## 图表目录

图表 1： 今年全国工程项目开工复工率慢于往年同期	6
图表 2： 资金前置支持一季度基建增速保持高位	6
图表 3： 社融存量同比增速回升至 8.2%	7
图表 4： 政府债券是社融主要增量支撑	7
图表 5： 居民信贷增速低位企稳	7
图表 6： 企业中长期贷款意愿有限	7
图表 7： 2025 年特朗普上任以来“新一轮”关税威胁及落地情况	8
图表 8： 2025 年一季度主要股指涨跌幅	10

图表 9: 2025 年一季度主要国债期货涨跌幅 .....	10
图表 10: 2025 年一季度主要商品涨跌幅 .....	10
图表 11: 2025 年一季度主要汇率涨跌幅 .....	10
图表 12: 2025 年国内主要经济数据前瞻 .....	11
图表 13: 化债相关资金跟踪 (亿元) .....	11
图表 14: 2024 年 10 月以来地产存量消化重要政策梳理 .....	12
图表 15: 全国 41 城商品房成交面积尚未完全企稳 .....	13
图表 16: 全国 19 城二手房成交面积略超季节性 .....	13
图表 17: 当前一线城市新房成交占比高于季节性 .....	13
图表 18: 一、二、三线城市地产库销比 (中指云口径) .....	13
图表 19: 北京二手房挂牌价与挂牌量, 价格未稳 .....	14
图表 20: 上海二手房挂牌价与挂牌量, 价格未稳 .....	14
图表 21: 广东土储中, 各收储价/成交价占比 .....	15
图表 22: 广东土储中, 各类用地性质占比 .....	15
图表 23: 2025 年“两新”政策资金对设备更新和汽车家电的需求拉动效果测算 .....	15
图表 24: “两新”政策扩围新增的商品销售效果开始体现 .....	16
图表 25: 2024 年我国出生人口近 8 年来首次反弹 .....	16
图表 26: 部分地区育儿补贴政策 .....	16
图表 27: 2024 年各地区社会消费品零售总额与 GDP .....	17
图表 28: 二三线城市的消费占 GDP 比值更高 .....	17
图表 29: 二三线城市消费具备更大潜力 .....	17
图表 30: 近期关于整治内卷的重要政策事件 .....	18
图表 31: 历史上钢铁行业去除过剩产能的历程和效果 .....	19
图表 32: 2016 年与 2025 年的投资需求相差较大 .....	19
图表 33: 2016 年开始钢铁行业利润回升 .....	19
图表 34: 近几年中国专利申请数量上升 .....	20
图表 35: 民营企业专利发明数量大幅领先 .....	20
图表 36: 美国关税跟踪 .....	21
图表 37: DOGE 行动一览 .....	22
图表 38: 特朗普上任后财政赤字同比扩张 .....	22
图表 39: 美国财政支出细分 .....	22

图表 40: 美国销售总额和库存总额同比增长, 预计本轮补库或持续到 6 月或 7 月份.....	23
图表 41: 2022 年以来中国铝制品进口额中俄罗斯占比攀升 .....	24
图表 42: 中国对外出口额中主要经济体所占份额.....	24
图表 43: 有色金属、计算机通信或延续韧性.....	24
图表 44: 纺织服装、橡胶木材等或延续韧性.....	24
图表 45: 消费者情绪逊于市场预期或拖累非农数据预期差.....	25
图表 46: 美国 CPI 核心商品、服务及住房指标分化.....	25
图表 47: 近期美国需求端数据逊于预期, 物价数据强于预期, 市场交易逻辑向滞胀修正.....	25
图表 48: 德国 DAX 表现亮眼 .....	26
图表 49: 欧债收益率与欧元兑美元跳涨.....	26
图表 50: 欧元区制造业 PMI 与 ZEW 暗示经济边际改善.....	27
图表 51: 欧元区投资信心预期指数出现明显升温.....	27
图表 52: 市场隐含欧洲央行利率水平以较低斜率上行.....	27
图表 53: 中国消费者信心与楼市股市的关系.....	28
图表 54: 中国消费者信心与国债利率的关系 .....	28
图表 55: 重点行业产能利用率降幅与近三年 PPI 累计涨跌幅 (%) .....	28
图表 56: PPI 当月同比与工业企业营业收入、产成品存货、利润总额累计同比 (%) .....	29
图表 57: 从 2005 年至今, 地产销售 3 次底部反弹.....	29
图表 58: 地产企稳前后大类资产表现 (2009 年) .....	29
图表 59: 地产企稳前后大类资产表现 (2012 年) .....	30
图表 60: 地产企稳前后大类资产表现 (2015 年) .....	30
图表 61: 美国期限溢价与权益溢价收敛, 市场 risk-off .....	30
图表 62: 美国远端通胀预期与经济走弱组合.....	30



## 一、2025 年一季度回顾：宏观政策博弈阶段性尾声

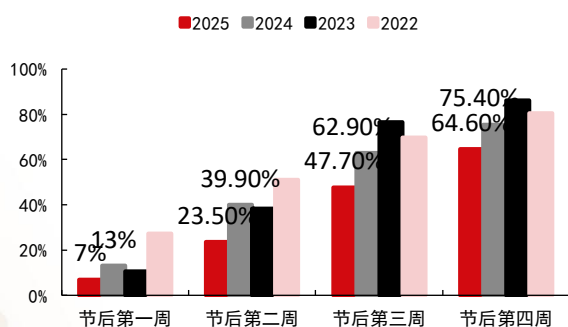
### （一）需求视角：国内喜忧参半、外需保留韧性

一季度我国经济整体平稳，结构分化，在中央经济工作会议、政府工作报告等重要稳增长宏观政策窗口期，市场信心明显改善。表现亮眼的部分体现在：一是，工业生产相对偏强，2 月制造业 PMI 中的生产分项指标环比上涨 2.7 个百分点至 52.5%，是去年 4 月以来的新高。二是，制造业投资和基建投资增速维持高位，今年财政发力节奏前置，1-2 月基建投资增速接近 10%创 2023 年 6 月以来新高，不含电力的基建增速自去年 9 月起持续抬升。三是，消费活力进一步释放，化妆品、金银珠宝等可选消费零售额环比改善，在“两新”政策扩围支持下，家具、通信器材等商品销售也较去年底大幅上涨。四是，房地产市场成交回暖，尤其是以一线城市为代表的房地产销量出现企稳迹象。

经济发展态势向好的同时，也存在一些结构问题，体现在内需尚未完全企稳以及外部压力增加。一是，春节以后复工进度慢于去年同期，建筑业需求弱于制造业。节后建筑业整体复工慢于往年同期，四季度建筑业有赶工现象，需求前置或影响开年复工。但从资金情况来看，2025 年专项债资金发放表现尚可，我们认为一季度基建或仍保持韧性。二是，房地产市场依旧为“以价换量”的成交模式。结构上，二手房复苏较新房更为明显，自 2024 年 9 月政策出台，情绪转暖使得一线城市二手房市场呈现供需双增的格局，但行至 2025 年 3 月，在供给增量相对较大的背景下，价格仍旧处于相对偏弱的水平。三是，从 CPI 和 PPI 看宏观价格仍处于低位，从 CPI 分项来看，2 月多数食品、非食品价格季节性回落；消费品“以旧换新”支撑 2 月家用器具价格环比上涨 0.2%；汽车降价促销导致 2 月交通工具价格下跌 0.2%。从 PPI 分项看，2 月 PPI 环比仍在下降，反映工业品整体需求仍略弱于供给，原油、螺纹等大宗商品价格回落也在反映内外需求预期，但有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.3%表现相对偏强。四是，一季度我国出口仍有韧性，关税的不确定性也在上升。全球贸易和地缘格局处于不确定环境中，一季度美国关税政策对铜、铝、燃料油、菜粕等大宗商品价格扰动增强。

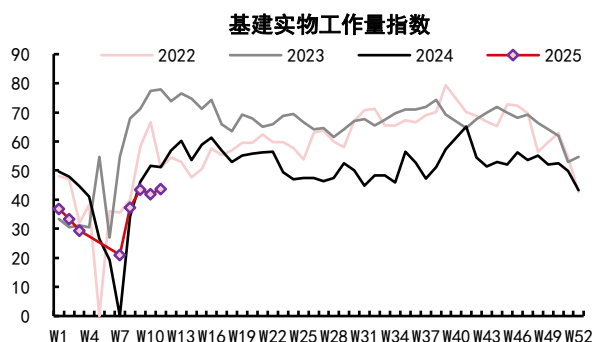
外需方面，预计对等关税落地前我国“抢出口”将延续，二季度前半段我国出口或将保持韧性。1-2 月我国出口的走弱或主要受高基数、春节错位和工作日减少等影响。从海外其他经济出口表现来看，作为全球经济风向标的韩国 1-2 月出口额同比增速回落至-6.0%、12 月为 6.6%，受去年同期高基数拖累较大；而与我国出口结构较相似的越南出口保持一定韧性，1-2 月越南出口额同比 8.4%、2024 年 12 月为 8.0%；2025 年 1 月美国进口额同比增速为 23.1%、2024 年 12 月为 12.3%，指向美国“抢进口”对我国短期出口提供支撑。

图表1：今年全国工程项目开复工率慢于往年同期



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表2：资金前置支持一季度基建增速保持高位



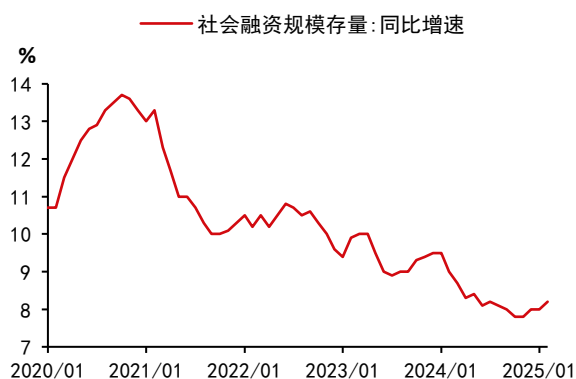
资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）金融视角：社融需求开始前置回升，信贷结构有待进一步改善

去年四季度以来，国内财政政策更加积极，金融数据已经开始前置改善，社融存量同比增速回升 0.4 个百分点至 8.2%。今年 2 月，社会融资规模存量同比增长 8.2%，增速比上月高 0.2 个百分点，比去年 9 月最低点高 0.4 个百分点。去年四季度以来，国内财政政策转向更加积极，政府债券净融资存量同比增速回升 3.0 个百分点至 18.2%。国内政策加力也提振了企业信心，去年 10 月以来，企业债券净融资存量同比增速回升 1.8 个百分点至 4.0%。

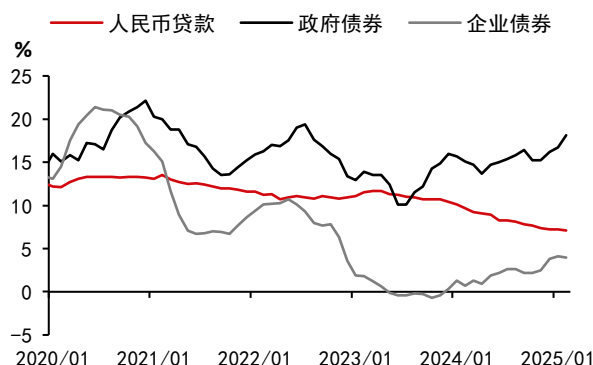
结构上，企业和居民信贷需求有待进一步提升。近几个月，人民币贷款余额同比增速回落 0.6 个百分点至 7.1%，制约了社融增速回升。企业端，企事业单位中长期贷款余额同比增速回落 2.5 个百分点至 9.1%，部分化债资金被用于偿还贷款。此外，由于年初银行积极投放信贷，去年 11 月以来，企事业单位短期贷款及票据融资余额同比增速回升 2.4 个百分点至 9.6%。居民端，楼市初步止跌回稳带动去年四季度住户贷款余额同比增速回升 0.4 个百分点至 3.4%；今年春节之后，居民集中偿还贷款，住户贷款余额同比增速又回落 0.4 个百分点至 3.0%。

图表3：社融存量同比增速回升至 8.2%



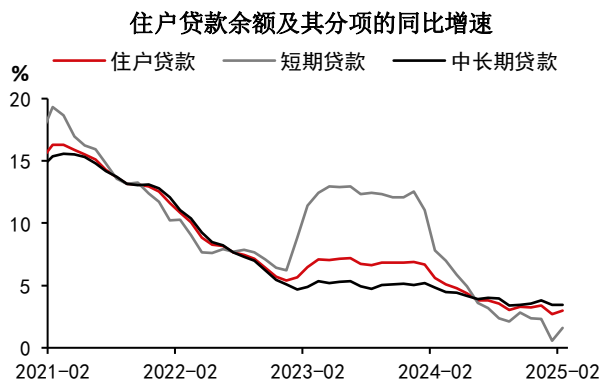
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：政府债券是社融主要增量支撑



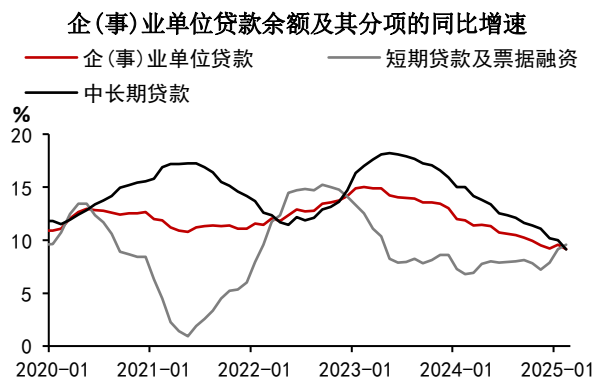
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：居民信贷增速低位企稳



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：企业中长期贷款意愿有限



资料来源：Wind 中信期货研究所

### （三）外部视角：关税推升不确定性，美国需求初显疲态

特朗普上任后频繁使用关税作为谈判筹码，对外关税落地速度较其上一轮任期明显加快，且关税加征覆盖商品、国别范围扩大。分国别看，特朗普使用总统令的方式，已于 2 月、3 月对中国输美商品合计 20% 的关税加征落地，对加拿大和墨西哥部分输美商品关税加征于 3 月落地、部分推迟到 4 月 2 日。包括对从加拿大进口但不属于美加墨协定优惠范围的能源产品征收 10% 的关税；提出对加墨地区汽车和符合美加墨协定商品的关税加征豁免将截止至 4 月 2 日；对不符合美加墨原产地规则的商品征收 25% 的关税，等等。此外，特朗普亦表示对欧盟关税税率将设定在 25%，以及对全球对等关税将于 4 月 2 日生效。分商品看，特朗普使用 232 条款，以危害国家安全的名义，对全球钢、铝 25% 的关税加征于 3 月 12 日生效，启动对全球铜及其衍生品、木材及其衍生品的关税调查，要求商务部在相关命令发布之日起 270 天内提交调查报告。

**图表7：2025 年特朗普上任以来“新一轮”关税威胁及落地情况**

2025年特朗普上任以来“新一轮”关税威胁及落地情况	
2月1日	特朗普签署行政令，宣布2月4日起对进口自中国商品加征10%的关税。
2月13日	特朗普签署了一项总统备忘录提出实施对等关税，但并未立即实施，要求相关建议于4月1日前提交。
2月25日	特朗普签署行政令，指示商务部长卢特尼克根据《贸易扩展法》第232条对铜进口启动调查；要求在本命令发布之日起270天内，商务部长应向总统提交一份报告，内容包括： 1) 关于美国对铜进口的依赖是否威胁国家安全的调查结果； 2) 减轻此类威胁的行动建议，包括可能的关税、出口管制或激励措施以增加国内生产； 3) 通过战略投资、许可改革和加强回收计划来加强美国铜供应链的政策建议。
3月1日	特朗普总统签署了一项行政命令，指示商务部长根据 1962 年《贸易扩张法》启动第 232 条调查，对进口木材、木材及生产品如何威胁美国的国家安全和经济稳定展开调查。
3月4日	美国借口芬太尼问题，对中国商品再加征10%关税。
	特朗普在国会联席会议上发表首次演讲，指出4月2日对等关税开始生效。 特朗普根据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）对加拿大和墨西哥征收关税，以遏制非法越境和毒品流入；并指出为了尽量减少对美国汽车行业和工人的干扰，调整加拿大和墨西哥商品的关税是适当的，这样它们就不会因加拿大和墨西哥未能应对边境危机而受到不成比例的冲击。 1) 对不符合美国-墨西哥-加拿大协定（USMCA）原产地规则的商品征收 25% 的关税； 2) 对从加拿大进口但不属于 USMCA 优惠范围的能源产品征收 10% 的较低关税； 3) 对从加拿大和墨西哥进口但不属于 USMCA 优惠范围的任何钾肥征收 10% 的较低关税； 4) 对来自加拿大和墨西哥的声称并符合 USMCA 优惠条件的商品不征收关税。
3月5日	以表彰致力于将生产引入美国的汽车供应链结构，特朗普宣布针对通过美墨加协定从墨西哥和加拿大进口的汽车产品免除25%的措施，特朗普指出豁免期是暂时的，到期后将不再对汽车产品给予关税豁免。
3月12日	美国对所有进口钢铁和铝征收 25% 关税的举措正式生效；此前 3 月 11 日特朗普虽称要对从加拿大进口的钢铝产品加征关税，令其总税率提升至 50%，但白宫发言人随后表示该提议暂不生效。

资料来源：美国白宫网站 中信期货研究所根据公开资料整理

伴随特朗普对外关税加征，美国居民消费和收入预期信心受到影响。目前美国 1、2 月消费零售端数据已显现疲态，今年前两个月美国居民耐用品购买景气、不同收入群体居民消费信心和收入预期均有所下滑，服务业增长速度放缓。住房方面，美国营建发放许可和完工增加，叠加贷款抵押利率仍处高位、抑制居民购房需求，对美国房价和租金形成拖累。

受关税影响，美国长期通胀预期上行，美联储在谨慎操作和“鸽派”中寻找均衡。一方面，特朗普对外关税加征对商品的影响在通胀数据中已有所显现，2 月美国 CPI 分项中二手车、家居、服装的价格上涨。另一方面，考虑到特朗普关税加征对长端通胀的影响、以及移民和裁员对就业端的扰动，美联储在降息抉择时更加谨慎。3 月美联储议息会议维持联邦基金利率 4.25-4.5% 不变，上调了通胀预测，下调了经济预测。但是，缩表进程将有所放缓，4 月开始每月国债缩减上限从 250 亿下降至 50 亿，MBS 缩减上限维持 350 亿不变，这是一个相对“鸽派”的信号，提升了市场对于美联储 6 月降息的预期。



## （四）大类资产：一季度走出阶段性“东升西落”行情

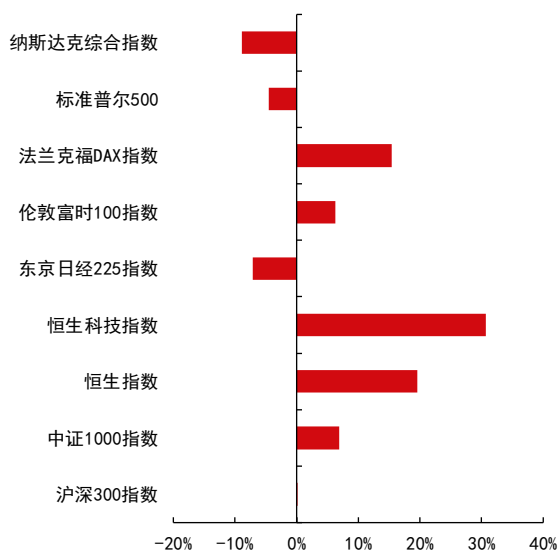
中国科技突围、地缘和经济政策博弈、货币政策不确定预期，共同构成了一季度全球大类资产主线。

**主线一：中国 AI 技术突破，“美国例外论”被质疑，全球科技股表现分化。**首先，一月底中国 DeepSeek R1 模型发布，技惊四座。作为中国 AI 技术的代表性突破，其技术普惠性、开源生态构建及成本优势正在重塑全球科技产业链格局，打破了“算力即霸权”的固有认知，并对全球资本市场带来了显著的冲击，出现了一定的“东升西落”局面。与此同时，欧盟也于 1 月公布《竞争指南》，聚焦人工智能领域。全球科技股分化加剧，美国科技股在估值泡沫和信心动摇下受到较大冲击而大幅下跌。其次，DeepSeek 的出现引发了市场对 AI 商业化加速的乐观预期，这种技术突破与国内政策利好相结合，推动了中国资产尤其是科技板块的强势上涨。恒生科技指数在 2025 年 3 月初创下新高，显示出市场对中国科技板块的高度关注和热情。

**主线二：地缘和经济政策博弈加剧，推升海外避险情绪和大宗商品价格波动。**美国方面，特朗普上台后为俄乌、巴以冲突带来了新的不确定性，叠加关税威胁，给全球经济政策前景都增添了新变量。一季度美股下跌，黄金价格突破 3000 美元/盎司新高；原油在 OPEC+增产计划和美国“衰退”预期中持续下挫；工业金属因特朗普关税威胁出现跨市套利潮，COMEX/LME 期铜价差扩大；农产品方面，中国对加拿大菜籽油加征 100%关税，推动菜籽、菜粕等农产品价格大幅波动。欧洲方面，在美国对俄乌立场变化与德国近年经济低迷的背景下，德国候任总理默茨公布总额超过 1 万亿欧元的财政刺激计划，重点投向国防安全和基础设施两大领域。此举将结束德国过去十几年的财政紧缩状态，转入积极扩张财政支出的新局面。该计划公布后，欧洲尤其是德国股市迅速迎来资金涌入，一季度欧元和欧债利率也强势上行。中国方面，政策方向明确，宏观政策着力点转向消费和民生，最新公布的《提振消费专项行动方案》进一步提振居民收入预期，国内信心正在改善。在科技创新和稳增长预期下，一季度国内股债呈现强跷跷板效应，股市计价 AI 对生产率的提升以及“东升西落”逻辑，债市计价资金面偏紧以及对年初基于“适度宽松”预期抢跑的修正。

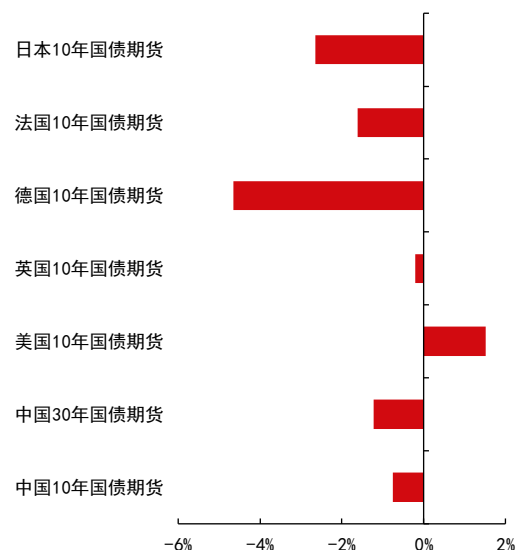
**主线三：全球主要央行货币政策分化，美国债券利率下行，非美主要经济国家债券利率上行。**货币政策方面，美联储维持政策利率不变但放缓缩表进度，欧洲央行 1 月和 3 月两次降息共 50bps，日本央行 1 月加息 25bps，中国央行强调“择机”降准降息和结构性政策工具。权益方面，美国高估值成长股因利率敏感性和贴现率抬升承压，而周期股受益于通胀韧性及政策二次通胀风险预期。欧洲股市则因货币宽松与财政扩张共振，金融和工业板块表现突出。债券方面，美国 10Y 国债收益率从 4.8%下行至 4.3%附近，相反的是，欧元区 10Y 国债收益率从 2.4%上行至 2.9%附近，日本 10Y 国债收益率从 1.1%上行至 1.5%左右，中国 10Y 国债收益率从 1.6%上行至 1.8%上方。汇率方面，美元指数从 110 高位下跌至 103 附近，欧元、英镑、日元、人民币均出现不同程度的上涨。

图表8：2025 年一季度主要股指涨跌幅



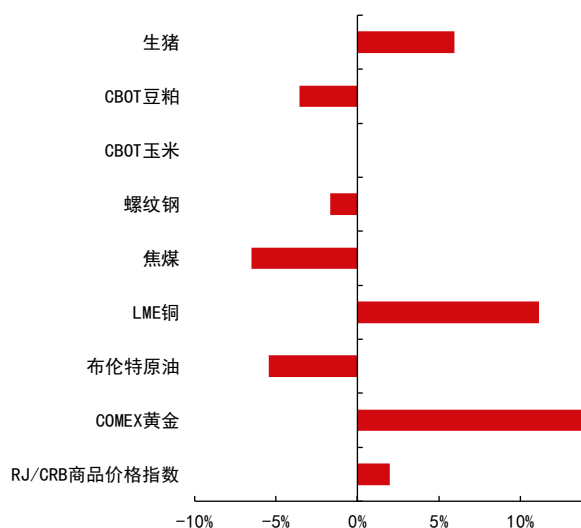
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表9：2025 年一季度主要国债期货涨跌幅



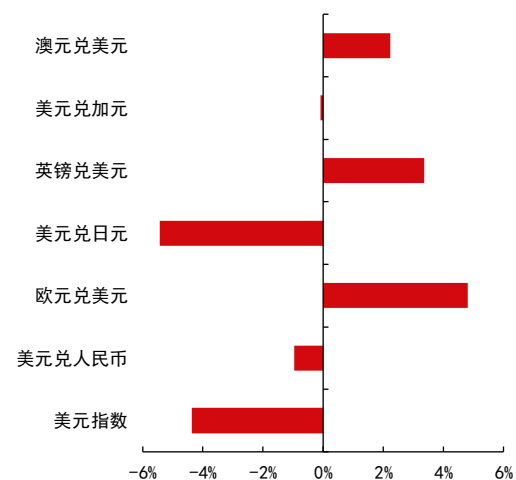
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：2025 年一季度主要商品涨跌幅



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表11：2025 年一季度主要汇率涨跌幅



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、二季度展望：水落石出后，重点国内结构变化与外部预期差

### （一）国内政策思路清晰，二季度重在执行和基本面验证

一季度宏观政策预期落地后，二季度更多面临执行的考验，以及基本面回暖的持续性验证。在政策基调延续下，总量层面的宏观矛盾预计有限，我们更多关注经济结构发生的边际变化。供需视角下，结构上的驱动逻辑不同：需求侧的“存量驱动”关注化债进展和房地产收储对于去库存的推动，需求侧的“增量驱动”关注消费和民生进展；供给侧的“存量驱动”关注产业生产的价格和利润改善情况，供给侧的“增量驱动”侧重科技创新和民营企业促进。

图表12：2025 年国内主要经济数据前瞻

单位:同比 %	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1E	2025Q2F	2025Q3F	2025Q4F
通胀数据								
CPI: 当季同比	0.0	0.3	0.5	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.4
PPI: 当季同比	-2.7	-1.6	-1.8	-2.6	-2.0	-1.8	-0.8	-0.1
金融数据								
M2: 同比	8.6	6.8	6.5	7.3	7.3	8.4	8.2	8.0
社会融资规模存量: 同比	9.1	8.3	8.1	7.9	8.1	8.5	8.7	8.5
社会融资规模存量: 人民币贷款: 同比	9.7	8.8	8.1	7.4	7.1	6.5	6.8	7.1
经济数据								
固定资产投资完成额: 累计同比	4.4	4.0	3.5	3.3	4.3	3.6	3.1	2.8
工业增加值: 规模以上工业企业: 当季同比	6.0	5.9	5.0	5.6	5.8	4.5	5.2	4.2
出口金额: 当季同比	2.1	5.7	6.0	10.0	4.4	2.5	1.2	0.5
社会消费品零售总额: 当季同比	4.3	2.7	2.7	3.8	2.6	2.8	5.1	3.0
GDP: 不变价: 当季同比	5.3	4.7	4.6	5.4	5.4	4.7	5.2	4.7

资料来源: Wind 中信期货研究所

1. 需求侧的存量：二季度化债力度仍大，房地产收储是二季度的观察重点

（1）化债进展：今年地方化债前置，二季度化债力度仍大，有利于经济活力提升

2025 年化债资金发行偏前置，预计二季度化债力度仍大，或对拉动实物需求有一定资金分流。2024 年化债资金积极推进，全年化债资金落地 3.38 万亿元。在 3 月 6 日十四届全国人大三次会议记者会上，财政部提到后续将加快落实落细债务置换政策，做到早发力、早见效。截至 3 月 9 日，2025 年共有约 1.25 万亿化债资金落地，占全年 2.8 万亿化债专项债额度的 45%，整体化债进度明显前置。地方政府可能优先发行使用化债专项债，从而尽快降低隐性债务负担。因此，二季度化债专项债发行使用力度可能仍较大，不排除 2.8 万亿化债专项债在上半年全部发行完毕。不过，从化债相关资金来源上看，用于化债的专项债以及用于土储的专项债都将占用 2025 年 4.4 万亿的专项债规模，从二季度乃至全年的角度来看，化债政策的推进或仍对地方政府拉动实物需求的资金有一定分流。

图表13：化债相关资金跟踪（亿元）

月份	每年 2 万亿用于置换隐性债务的专项债	专项债结存限额中用于化债的专项债	当年新增专项债额度中 8000 亿用于化债的新增专项债	化债规模合计
2024 年 1 月	-	-	-	-
2024 年 2 月	-	324.58	-	324.58
2024 年 3 月	-	417.41	-	417.41
2024 年 4 月	-	93.79	-	93.79
2024 年 5 月	-	251.87	-	251.87

2024 年 6 月	-	-	520.00	520.00
2024 年 7 月	-	-	1776.65	1776.65
2024 年 8 月	-	-	2683.02	2683.02
2024 年 9 月	-	45.21	3230.24	3275.45
2024 年 10 月	-	2231.25	219.78	2451.03
2024 年 11 月	10852.11	706.00	348.07	11906.17
2024 年 12 月	9147.89	948.00	-	10095.89
<b>2024 年合计</b>	<b>20000.00</b>	<b>5018.11</b>	<b>8777.76</b>	<b>33795.87</b>
2025 年 1 月	1719.07	-	150.00	1869.07
2025 年 2 月	7823.33	-	655.43	8902.85
2025 年 3 月 (截至 3.9)	1575.22	-	127.35	1702.57
<b>2025 年合计</b>	<b>11117.62</b>		<b>932.78</b>	<b>12474.50</b>

资料来源: Wind 中信期货研究所

## (2) 房地产进展: 一线城市回暖更加明显, 依旧“以价换量”, 推动收储是二季度的观察重点

在政策频出和“小阳春”背景下, 地产销售出现初步企稳迹象。2024 年 10 月以来, 在政策频出的背景下, 新房与二手房成交均有企稳迹象, 尤其一线城市销售回暖。销售方面, 截止到 3 月 12 日, 2025 年前十周(含春节) 41 城商品房成交面积 1823.52 万平米, 同比 13%, 较前期有明显好转, 2025 年前十周(含春节) 19 城二手房成交面积为 1645.65 万平米, 同比 26%, 表现更佳。

**图表14: 2024 年 10 月以来地产存量消化重要政策梳理**

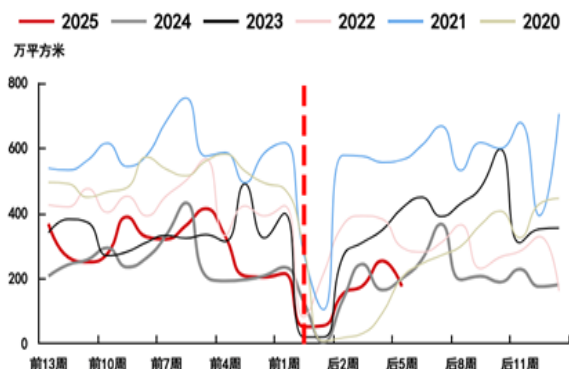


资料来源: Wind 中信期货研究所



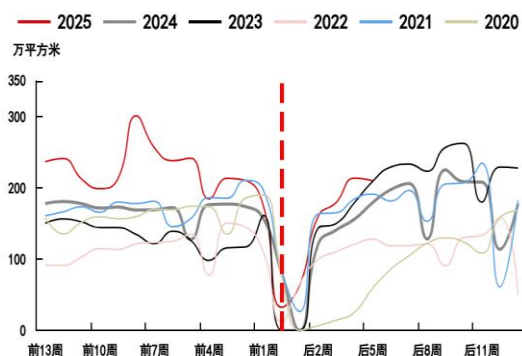
**细拆成交结构，一线城市表现相对较好，回升动能相对较高。**一是**销售增速**，高能级城市成交表现优于低能级城市，一线城市成交情绪明显改善。2025 年前十周（含春节）一线城市 445.58 万平米，同比 29%，优于二、三线的 14%、-3%同比增速。2025 年前十周（含春节）一线城市二手房成交面积为 389.13 万平米，同比 49%，优于二、三线的 20%、16%同比增速。二是**成交占比**，自 24 年 10 月以来，一线城市新房成交占比明显抬升，当前一线城市占比已达为 24.29%，高于过去两年平均水平，抬升幅度超季节性。从存量结构观察，一线城市占比较低，当前一线城市占比为 6.99%，与 2 年内平均水平一致。从库存角度观察，一线城市库销比表现相对较好，2025 年 2 月去化幅度较高。

图表15：全国 41 城商品房成交面积尚未完全企稳



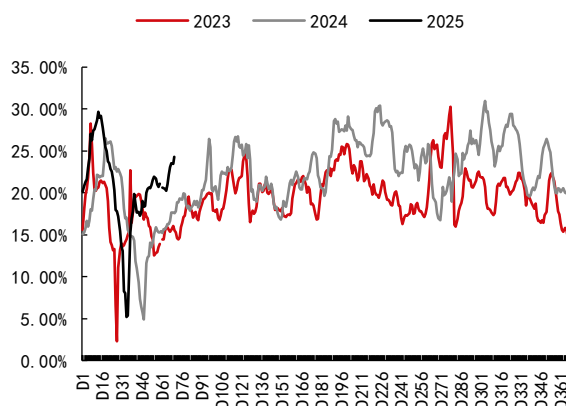
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表16：全国 19 城二手房成交面积略超季节性



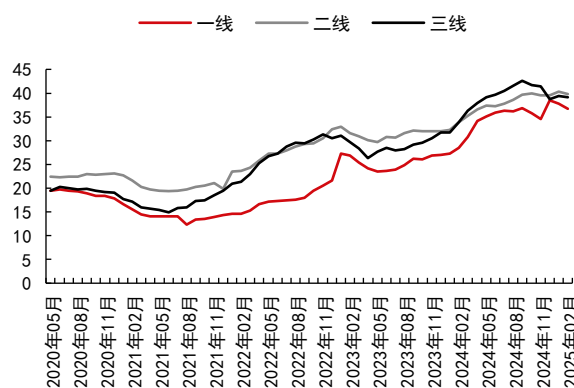
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表17：当前一线城市新房成交占比高于季节性



资料来源：Wind 中信期货研究所

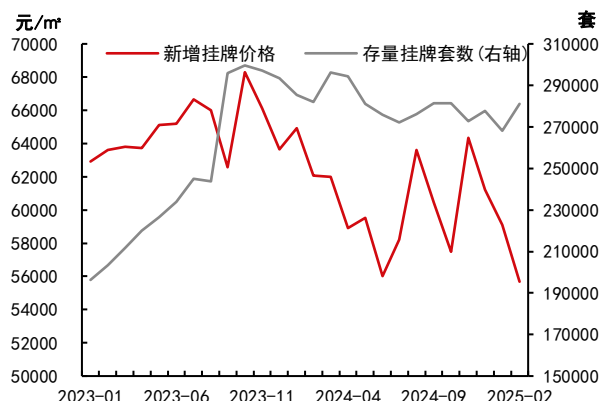
图表18：一、二、三线城市地产库销比（中指云口径）



资料来源：中指云 中信期货研究所

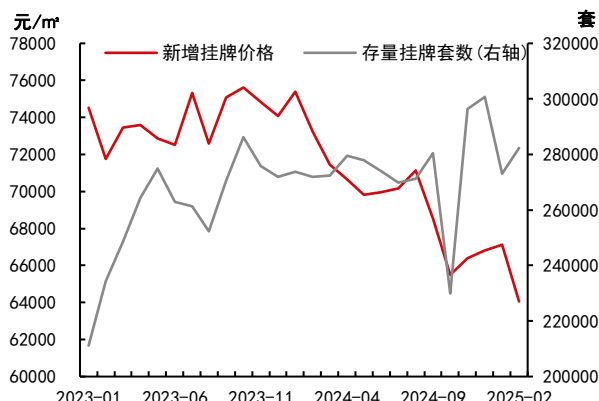
**但房价方面，整体表现相对偏弱，仍弱于季节性。**截止至 3 月 7 日，北京中原报价指数为 19.47，同比-25.12%，环比-4.93%，上海中原报价指数为 22.00，同比-22.29%，环比-12.00%，广州中原报价指数为 22.64，同比-16.64%，环比-4.55%。深圳中原报价指数为 36.35，同比 121.78%，环比-8.58%。从中指云口径来看，一线城市的二手房挂牌量仍位于高位，而挂牌价自 2025 年初也持续走低。整体而言，我们看到自 2024 年 9 月政策出台，情绪转暖使得一线城市二手房市场呈现供需双增的格局，但行至 2025 年 3 月，在供给增量相对更高的背景下，价格仍旧处于相对偏弱的水平，依旧为“以价换量”的成交模式，在政策锚定“止跌回稳”的背景下，预计居民购房成本将进一步下降，限制条件将进一步放松，以引导居民部门增加地产库存消化的力度。

图表19：北京二手房挂牌价与挂牌量，价格未稳



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表20：上海二手房挂牌价与挂牌量，价格未稳



资料来源：中指云 中信期货研究所

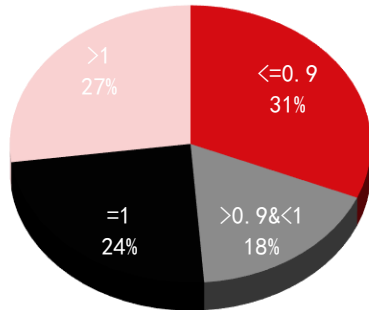
供给端政策方面，土储专项债亦有实质推进，为 2025 年地产“止跌回稳”的关键政策。当前土储专项债主要用于回收闲置存量土地以及新增土地储备，尚无土储专项债用于收购存量房。开年以来，北京、广东、吉林等地已发行用于土地储备的专项债。其中，北京投向土地储备金额共计 116.87 亿元，全部用于新增土地储备。广东省投向土地储备金额共计 307.18 亿元，全部用于回收闲置存量土地。2 月 6 日至 2 月 12 日，广东省各市自然资源局陆续发布拟收储公告，拟用专项债资金对 219 块地块进行收购。219 块土地的拟收储金额为 437.63 亿元，约为 2024 年土地成交额的 17.3%。其中，203 块土地有面积数据，总面积为 969.24 万平米。吉林省随后于 2 月 14 日公告 5 个拟用专项债收储地块，面积总额 47.04 万平米，总金额 4.65 亿元。尽管原则上专项债也被允许用于回收存量房，但由于存量房回收具体政策尚未明确，当前发行的专项债均用于 1) 回收闲置存量土地以及 2) 新增土地储备。

以广东为例，广东拟收储土地以折价和平价回收为主，大部分收储资金流向地方国企，或反映在收储政策实施初期，专项债资金更侧重于盘活存量国有资产。收储价格方面，高于九折价格回收的土地占比近 70%。广东各市公告的拟收储地块中，166 宗地块过去的拿地成交价格数据可得，每平方米土地的平均成交价格为 3605 元。根据 166 个样本计算收储价/成交价，得到最低值 0.04，最高值 10.8，平均值 1.28。其中，收储价/成交价小于等于 0.9 的共 52 桩，占比 31%；大于 0.9 小于 1 的共 29 桩，占比 18%；等于 1 的 40 桩，占比 24%；大于 1 的共 45 桩，占比 27%。一般认为，溢价收购的项目实际可能是因为用地性质改变等原因发生了容积率调整，进而导致补缴地价。拟收储土地的原用地性质方面，综合用地（含住宅）占比最高，为 32%，其次为住宅用地和商办用地，均占 27%。收储资金流向方面，地方国企占据拟收储地块涉及用地企业的 86%，在收储中获益更大。广东拟收储地块中，183 宗具有用地单位数据，涉及地方国企、民营企业及港澳台投资三类企业。其中 162 家均为地方国企，占比 89.5%。由于部分地块具有相同的用地单位，因此真实涉及到的企业数为 124 家，其中 105 家为国企，占比 86.1%。更值得注意的是，大部分被收储国企为城投平台的下级公司，或反映在收储政策实施初期，专项债资金更侧重于盘活存量国有资产，流向狭义房地产行业的资金占比相对较低。

整体来看，2025 年土储专项债的总量规模有望进一步推动地产库存去化。在全国两会上，2025 年专项债总量规模得以披露，为 4.4 万亿元，比上年增加 5000 亿元。会议中提及今年专项债将重点用于投资建设、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，预计土储专项债总量规模不低。从当前已披露的土储专项债规模以及上一轮土储专项债的历史经验推算，预计 2025 年土储专项债约在 4000-

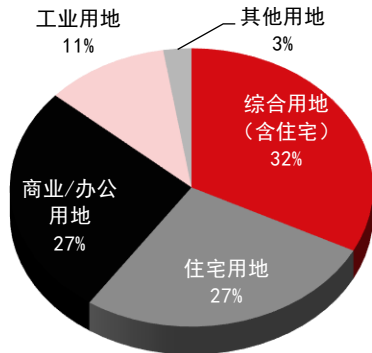
8000 亿元左右，或将对地产库存去化起到关键作用。

图表21：广东土储中，各收储价/成交价占比



资料来源：中指云 中信期货研究所

图表22：广东土储中，各类用地性质占比



资料来源：中指云 中信期货研究所

## 2. 需求侧的增量：消费支撑二季度内需韧性，民生政策改善长期预期

二季度需求侧最大的增量来自宏观政策对消费和民生的发力，考虑实际落地节奏，消费刺激的短期效果出现的时间要早于民生改善的长期效果时间。

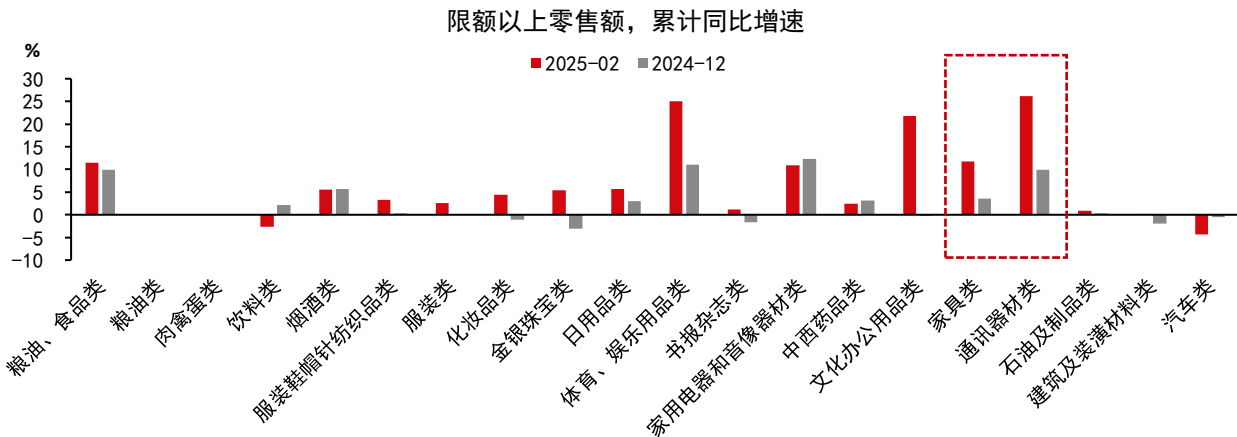
首先，2025 年“两新”政策资金加码扩围，对二季度消费品需求形成支撑，之后效果或边际递减。一是，去年下半年以来表现效果较好的“两新”政策资金加码，以旧换新的政策资金从去年的 1500 亿元增加到今年的 3000 亿元，设备更新的政策资金从 1500 亿元增加到今年的 2000 亿元，资金对消费品给予了更大力度的支持。二是，参考历史上消费品政策刺激周期里家电和汽车销售同比上涨大概持续一年左右时间，随后逐渐回落。鉴于本轮消费品以旧换新效果从 2024 年下半年开始体现，我们预计销售同比高增态势大概率可以在 2025 年上半年维持。三是，2024 年以旧换新对汽车和家电的资金撬动比分别为 9.6 和 5.1，在资金倍速和边际效果前高后低的假设下，预计 2025 年以旧换新可带动汽车更新数量超 900 万台（去年是 660 万台），带动家电更新数量超 7000 万台（去年是 5600 万台）。四是，今年“两新”政策范围向数码产品和家装消费品扩围，从 1-2 月社会消费品零售数据看，已经开始体现政策效果。

图表23：2025 年“两新”政策资金对设备更新和汽车家电的需求拉动效果测算

类型	内容	2024	2025E 情景一	考虑前高后低	2025E 情景二
设备更新	超长期特别国债资金（亿元）	1500	2000	系数调整	3000
	超长期特别国债支持的设备更新（万台或套）	200	267	0.7	187
	“两新”政策综合带动下的重点领域设备更新（万台或套）	2000	2667	0.7	1867
以旧换新 (2024 年汽车和 家电的财政补贴 比例为 2:1，假设 2025 年不变)	超长期特别国债资金（亿元）	1500	3000	系数调整	3000
	带动汽车更新数量（万台）	660	1320	0.7	924
	带动汽车销售额（亿元）	9200	18400	0.7	12880
	带动家电更新数量（万台）	5600	11200	0.7	7840
	带动家电销售额（亿元）	2400	4800	0.7	3360

资料来源：Wind 中信期货研究所

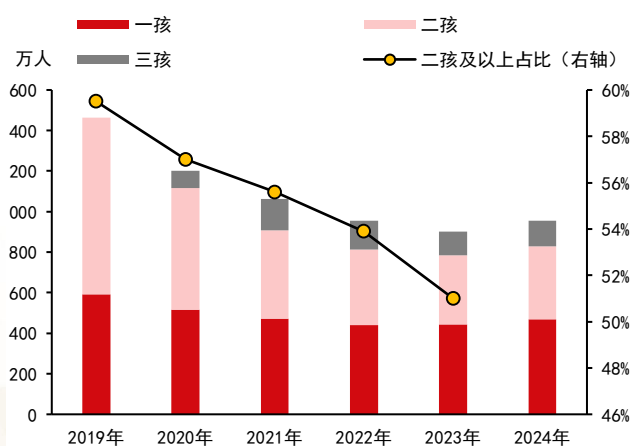
图表24：“两新”政策扩围新增的商品销售效果开始体现



资料来源：Wind 中信期货研究所

其次，相较于消费的短期刺激政策，对民生和收入改善的长期刺激政策更加重要，预计二三季度是地方政策的落地窗口期，实际效果体现可能要在下半年后期或者明年。今年财政政策的着力点之一在于大力提振消费，注重惠民生和促消费相结合，通过提高养老金水平、发放育儿补贴等方式，增强消费能力和意愿。以3月13日呼和浩特市发布的育儿补贴方案为例：生育一孩一次性发放育儿补贴1万元；生育二孩发放育儿补贴5万元，按照每年1万元发放，直至孩子5周岁；生育三孩及以上发放育儿补贴10万元，按照每年1万元发放，直至孩子10周岁。根据呼和浩特卫健委数据，2023年呼和浩特市出生人口2万人，假设2025年出生人口持平为2万人，则第一年财政投入资金2亿元，约占2024年呼和浩特市财政收入254亿元的0.7%。每年1万元/孩的补贴金额，约占2024年呼和浩特人均可支配收入4.92万元/人的20%，补贴金额力度可观。更进一步，3月7日国家卫生健康委主任雷海潮透露，今年将发放育儿补贴，国家卫生健康委正在会同有关部门起草育儿补贴的操作方案。《2022年我国卫生健康事业发展统计公报》显示，2022年出生人口956万人，其中二孩占比为38.9%，三孩及以上占比为15.0%。2024年我国出生人口954万人，假设2025年出生人口和比例不变，那么全国补贴金额可能在大约千亿元级别。未来政策观察重点在地方政策的执行落地效果和节奏。

图表25：2024年我国出生人口近8年来首次反弹



资料来源：统计局 中信期货研究所

图表26：部分地区育儿补贴政策

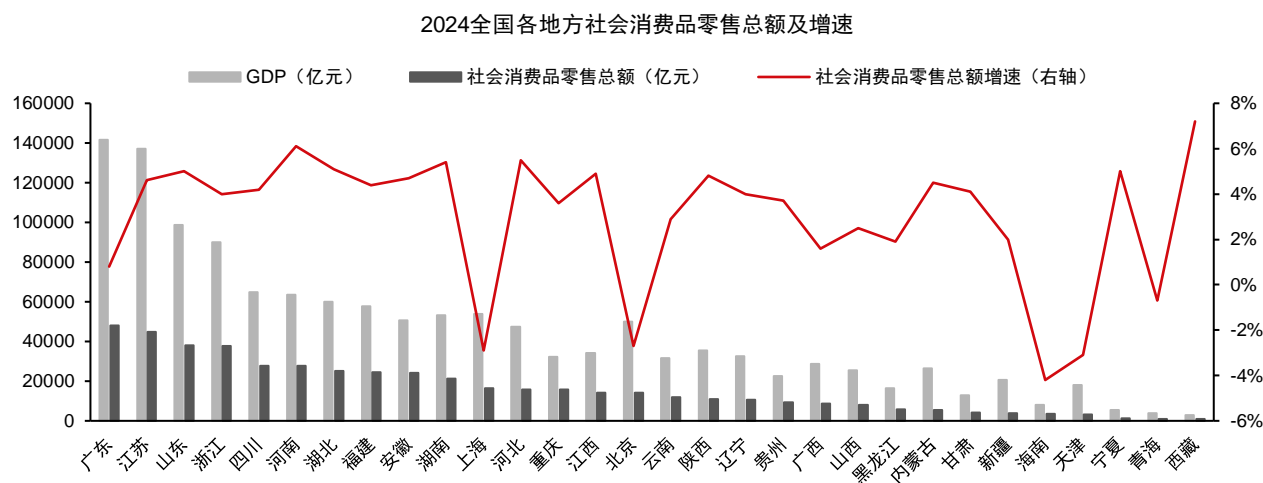
地方	育儿支持政策
云南	省级层面政策覆盖，云南对生育二孩、三孩的家庭分别发放2000元、5000元的一次性补贴，每年发放800元的育儿补贴到3周岁。
贵州	省级层面政策覆盖，宁夏对生育二孩、三孩的家庭发放2000元、4000元的一次性补贴，对三孩家庭每月给予不少于200元的补贴至孩子满3周岁。
内蒙古呼和浩特市	生育一孩一次性发放育儿补贴1万元；生育二孩发放育儿补贴5万元，按照每年1万元发放，直至孩子5周岁；生育三孩及以上发放育儿补贴10万元，按照每年1万元发放，直至孩子10周岁。
江苏省	女职工生育津贴不用准备材料再申请，产妇产假结束后能自动到账；一胎顺产的生育津贴是25696元，还有一次的营养费3193元，一共是28889元。
四川攀枝花	2021年7月，攀枝花在全国率先推出了育儿补贴政策，对按政策生育第二个及以上孩子的家庭，每月每孩发放500元育儿补贴金，直至孩子3岁。

资料来源：中信期货研究所根据公开新闻整理



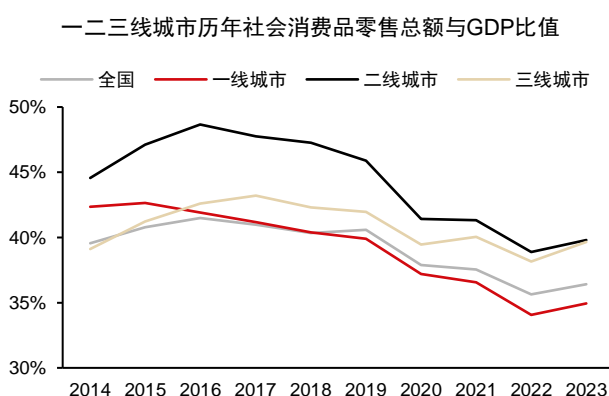
再次，除了能力和意愿的提升，消费政策的落地效果与区域和层级也有结构性的关系。**区域方面**，东部省份聚焦消费升级，发力高端服务业，中西部地区则依托补贴政策促进耐用品换新。各地积极推动“两新”消费升级，主要聚焦家电补贴扩围（上海涵盖家电、数码、装修建材，陕西拓展至44类电器）、汽车置换补贴（北京、吉林最高2万元）及适老化改造（江苏、陕西）。服务消费端，各省普遍强化家政职业化（北京、上海）、发展银发经济（上海百大品牌、江西三级养老网络）、提振餐饮消费（广东“食在广东”、江西“赣菜”推广）及培育夜经济（江苏）。**层级方面**，一二三线城市在消费方面存在差异，一线城市的消费能力和意愿更强，但从消费对经济拉动来看，二三线城市更具潜力空间，背后的逻辑是更大的总量规模和低杠杆资产负债表结构下的可支配收入潜力释放。

图表27：2024年各地区社会消费品零售总额与GDP



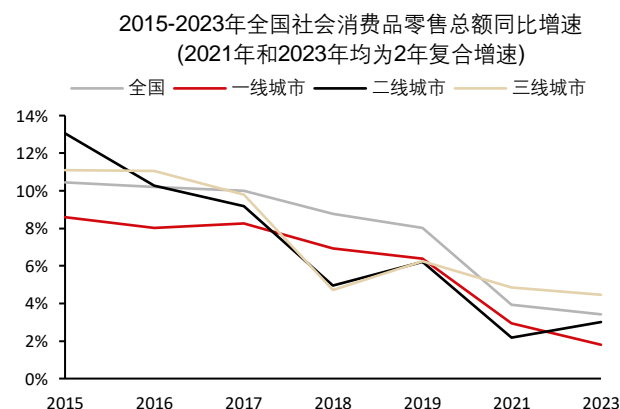
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表28：二三线城市的消费占GDP比值更高



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表29：二三线城市消费具备更大潜力



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 3. 供给侧的存量：强化产业调控、提质升级破“内卷”

促进宏观价格回升，均衡部分行业过剩产能，整治“内卷式价格竞争”被提升到中央政策高度。今年政府工作报告首次写入综合整治“内卷式”竞争，要求“加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市

场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治‘内卷式’竞争。”2024年7月政治局会议、12月中央经济工作会议、2025年1月发改委文件和3月政府工作报告是“整治内卷”在中央层面的四个重要节点。

**图表30：近期关于整治内卷的重要政策事件**

时间	事件	内容
2024/7/30	中共中央政治局会议将“内卷”提到中央层面	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争
2024/12/12	中央经济工作会议将措辞从“防止”变为“综合整治”	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2024/12/13	全国发展和改革工作会议	大力支持制造业高质量发展，综合整治“内卷式”竞争。
2025/1/3	国家发展改革委副秘书长在“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会发言	综合整治“内卷式”竞争，积极化解一些行业供大于求的阶段性矛盾，着力提升产业链供应链韧性和安全水平，大力培育壮大未来产业、新兴产业
2025/1/7	国家发展改革委公开《全国统一大市场建设指引（试行）》，对实行统一的市场准入制度、维护统一的公平竞争制度做出指引	各地区、各部门要 <b>严格落实“全国一张清单”管理模式</b> 。地方依法设定的市场准入管理措施，要全部列入全国统一的市场准入负面清单管理。 各地区、各部门 <b>不得未经公平竞争审查或违反审查标准，起草关于市场准入和退出、产业发展、招商引资、招标投标、政府采购、经营行为规范、资质标准等涉及经营主体经济活动的法律、行政法规、地方性法规、规章、规范性文件以及具体政策措施。</b>
2025/1/10	市场监管总局副局长在“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会发言	二是在提高公平竞争政策实施效能方面。不断夯实公平竞争法治基础，部署开展 <b>地方保护、市场分割突出问题专项整治行动</b> 。开展民生领域“ <b>反垄断执法专项</b> ”行动和“ <b>价监竞争守护</b> ”行动。持续提升经营者集中监管质效， <b>推动优化平台经济领域竞争生态</b> ，督促各大电商平台整改“仅退款”和平台补贴、价格收费等领域存在的突出问题，让竞争环境更健康。
2025/2/25	市场监管总局召开企业公平竞争座谈会	总局党组成员、副局长孟扬主持会议，与天合光能、晶澳科技、隆基绿能、阿里集团、京东集团、北汽集团、奔驰集团等7家企业有关负责人围绕整治“内卷式”竞争进行深入交流，听取意见建议。
2025/3/5	政府工作报告首次写入综合整治“内卷式”竞争	纵深推进全国统一大市场建设。加快建立健全基础制度规则， <b>破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。</b>

资料来源：中国政府网 中信期货研究所根据公开资料整理

**目前工业生产的上游和下游行业均有开展产能控制，上游为呼吁和政策措施相结合，下游多以行业自律为主，二季度或将有新一步进展。**上游行业以传统产业钢铁和水泥为例，钢铁行业在中国钢铁工业协会的呼吁下，认真践行“三定三不要”经营原则（以销定产，不要把现金变成库存；以效定产，不要产生经营性“失血”；以现定销，不要把现金变成应收款），共同自律。《2025年国民经济和社会发展计划》的“任务二：因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系”里提到“通过强化产业调控、提质升级破‘内卷’；持续实施粗钢产量调控，推动钢铁产业减量重组”。水泥行业整治内卷方面，主要是两种路径：一是常态化错峰生产，二是区域联合重组。下游行业产能过剩以新能源光伏和锂电池行业为例，光伏行业自律措施一是提供权威成本数据，治理低价竞争。中国光伏行业协会表示针对低于成本中标，以及低于成本中标后可能出现的以次充好、不能履约的行为，协会将予以关注，并考虑采取全行业通报、向市场监管部门举报等方式，加强行业自律。二是进行全行业质量抽检，防止因企业亏损运营造成的产品质量问题。锂电

池行业在行业自律的基础上，也加入了政府引导，2025 年 2 月 10 日工业和信息化部等八部门印发《新型储能制造业高质量发展行动方案》的通知，加强锂电池等产能监测预警。

**参考历史经验，控制过剩产能可以促进行业利润回升，不过，当前需求偏弱，或将影响产品价格弹性。**回顾钢铁和水泥行业历史上的产能调控经验，2011 年至 2015 年，产能过剩造成行业利润率大幅下滑，2016 年国务院发布明确去产能目标，并通过钢铁企业并购重组、水泥企业错峰生产等一系列措施，推动 2016 年后连续三年行业利润显著回升。与现在不同的是，2016 年起地产销售和 investment 需求回暖进入上行周期，而 2025 年地产投资增速还在负值区间且短期难以快速提振，因此，本轮供给侧政策对价格回升促进作用有限。

图表31：历史上钢铁行业去除过剩产能的历程和效果

钢铁	2011-2015	产能过剩，行业利润率下行，2015 年降至 2000 年以来最低水平				
	2016-2018	制定明确去产能目标	2016/2/4	国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见	从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿-1.5 亿吨	
			2017/3/5	政府工作报告	（去年）全年退出钢铁产能超过 6500 万吨，今年要再压减钢铁产能 5000 万吨左右	
			2018/3/5	政府工作报告	五年来，退出钢铁产能 1.7 亿吨以上，今年再压减钢铁产能 3000 万吨左右	
		企业并购重组	2016/9/22	经国务院批准，宝钢集团和武钢集团实施联合重组为宝武集团		
		需求:再次进入上升周期				
	效果	16、17、18 年行业利润总额持续回升				

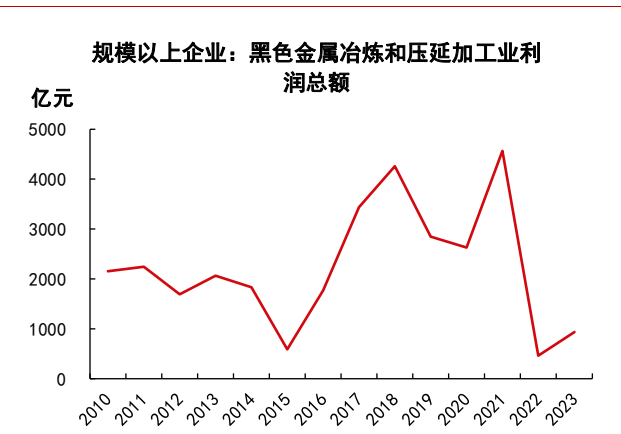
资料来源：中信期货研究所根据公开资料整理

图表32：2016 年与 2025 年的投资需求相差较大



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表33：2016 年开始钢铁行业利润回升



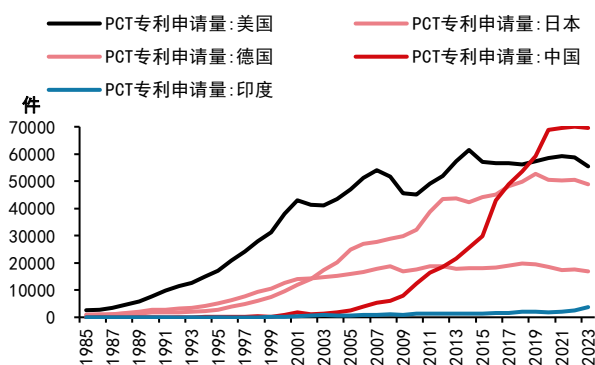
资料来源：Wind 中信期货研究所

4. 供给侧的增量：通过科技创新提升生产率，促进民营企业发展

新型举国体制下，科技创新、科教兴国成为长期战略方向，DeepSeek 横空出世是典型代表，也冲击了美股的 AI 叙事，其带来了全球科技估值锚点重构。时隔七年、国内再次召开由习总书记主持的民企座谈会，主要内容聚焦民企在科创和文娱领域均做出较大突破、中美竞争加剧，并释放了“新质生产力”产业导向。一方面，民营企业在专利发明、科创、对外出口、吸纳就业等方面发挥着愈加重要的作用。研发方

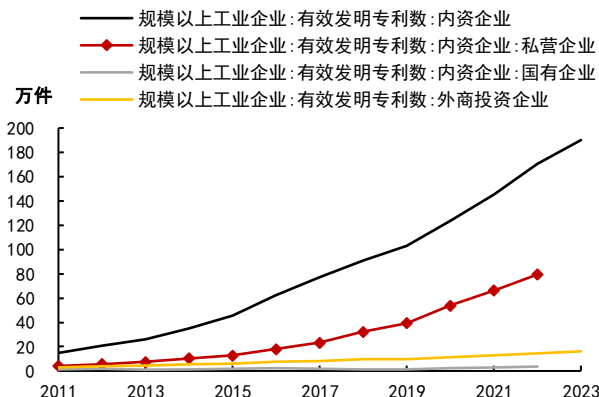
面，我国规模以上内资企业有效发明专利中，民营企业发明占比从 2015 年的 28.2% 逐年上升至 2022 年的 46.4%。另一方面，尽管 DeepSeek 极大降低了训练成本，这并不意味着芯片需求的下降，反而可能会因为杰文斯悖论而推升推理芯片的需求。此外，AI 的技术竞争、实际应用场景等将会对相关产业形成新的需求拉动，进一步推进产业结构转型升级。

图表34：近几年中国专利申请数量上升



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表35：民营企业发明专利数量大幅领先



资料来源：Wind 中信期货研究所

总而言之，国内政策思路清晰，二季度重点观察后续执行落地情况，尤其是聚焦消费和民生重要政策的地方执行情况。“低物价”、“宽财政节奏前置”、“货币节奏后置”预期延续，择机降准降息可能会兼顾外部市场节奏。经济方面，向上支撑来自基建增速有望维持高位，“两新”政策对制造业需求仍有增量；向下压力来自地产销售持续性二季度面临考验且销售向投资端传导还有较长时间，消费政策对汽车、家电需求拉动效果下半年或边际递减，以及二季度后半段开始我国出口压力可能将逐渐体现。

## （二）海外政策思路有望明朗化，博弈环境存在反复和预期差

伴随 4 月以后美国的关税政策逐渐落地，以及美联储近期的“鸽派”边际变化，二季度的海外宏观政策思路可能会比年初更加清晰。不过，美国“滞涨”叙事还在继续，以欧洲为代表的海外非美国国家政策转向，地缘博弈持续，宏观环境始终存在反复和预期差，预计二季度海外仍将处于高波动环境中。

### 1. 特朗普政府继续推进“海湖庄园协议”

由于美元储备地位，美元、美债因非经济要素被持续高估，导致出口竞争力下降、制造业不断收缩。随着外围经济体增长加速，美国债务规模加速扩张，加之地缘风险与日俱增，产业空心化不再安全，美国逼近“特里芬临界点”，美国全球议价能力存下降风险。特朗普第二任期内将着手推进“海湖庄园协议”，通过关税与政府效率部门（DOGE）实现财政“开源节流”，通过松监管、低税率改善国内生产环境与贸易赤字。

开源方面，特朗普关税威胁不断加码，全球贸易摩擦快速升级。截至 3 月 12 日，美国加权平均税率约为 8.1%，年关税收入 306.5 亿美元，占美国进口商品的 32%。一季度针对中国、墨西哥、加拿大等国家的新关税政策逐步生效，欧盟也将被征收 25% 关税，预计加权平均税率升至 12%，总关税收入增至 461 亿美元，占美国进口商品的 51%。



图表36：美国关税跟踪

国家/地区	生效日期	关税税率	关税详情	关税收入 (十亿美元)	美国进口商品占比
多个国家	2018年之前	不同税率	各类商品	27.9	-
多个国家	2018年1月	15%	太阳能板	0.2	1%
多个国家	2018年3月, 2025年3月	25%	钢铁	6.3	1%
多个国家	2018年3月, 2025年3月	25%	铝	4.7	1%
中国	2018年 & 2019 年, 2024年9月, 2025年2月 & 3 月	23%	25%中间产品和资 本设备, 7.5%消 费品; 额外对所有 商品加征20%	139.3	14%
墨西哥	2025年3月	11%	所有商品	65	15%
加拿大	2025年3月	16%	所有商品25%, 能 源商品10%	63	13%
美国加权平均关税税率:		8.1%			
总年度关税收入 & 美国进口商品占比:				306.5	32%
拟加征关税					
欧盟	2025年4月	25%	所有商品	154.4	18%
多个国家	未定	未定	铜	-	1%
多个国家	未定	未定	对等关税	-	-
总年度拟议关税收入 & 美国进口商品占比:				154.4	19%
美国加权平均关税税率:		12%			
总年度关税收入 & 美国进口商品占比:				461	51%

资料来源: Wells Fargo 中信期货研究所

**节流方面，DOGE 进展有限，美国赤字高企，司法风险使其“四面楚歌”。**自 2025 年 1 月特朗普签署行政令成立 DOGE 以来，该机构迅速渗透多个联邦政府部门，包括人事管理办公室(OPM)、总务管理局(GSA)等，并限制了高级官员访问人事和支付系统。DOGE 推出大规模裁员计划，包括 20 万名试用期雇员和 GSA 的 90 名技术人员，并试图用 AI 管理政府人事系统。同时，DOGE 推动预算削减，宣布削减 600 亿美元军费，并终止 1127 项政府合同。

**距离 DOGE 解散时间 2026 年 7 月尚一年有余，DOGE 任务完成进度不足一成，未来存在提速可能。**综合 DOGE 裁员、出售以及解约倡议，截至目前 DOGE 生成预计节省 1050 亿美元财政支出，占比目标 1.8 万亿约 5.83%，按照 DOGE 所有提议足额计算节省约 1471 亿美元，占比目标 8.71%。

图表37：DOGE 行动一览

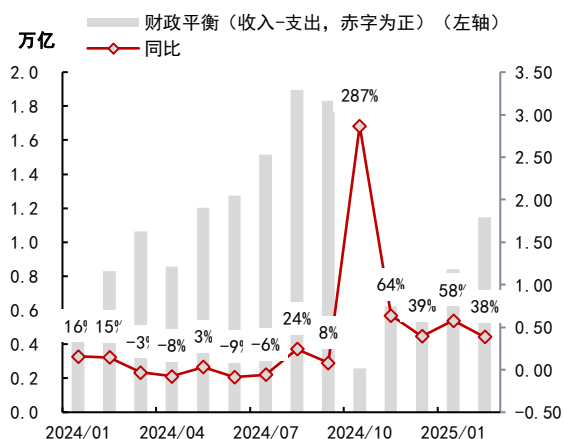
时间	事件	具体措施	涉及金额
1月20日	特朗普签署行政令成立DOGE取代美国数字服务局（USDS），负责削减政府支出、提升行政效率		
1月28日	OPM推出“延期辞职”计划	鼓励政府雇员自愿离职，仅4万余人接受，低于预期	目标节省 \$12 亿
1月31日	DOGE锁定政府雇员计算机访问权限	影响财政部、GSA、农业部等机构，导致支付系统短暂受阻	-
2月1日	未经授权访问USAID机密数据库	21名USDS技术人员辞职抗议	-
2月5日	军费削减计划公布	削减 \$600 亿，优化武器采购、关闭低效基地、减少军工外包	预计节省 \$600 亿
2月13日	裁减20万试用期雇员	涉及FAA（航空管理局）、NNSA（国家核安全局）等	预计节省 \$180 亿
2月17日	公布1127项政府合同终止名单	终止冗余和低效合同，但部分数据被指重复计算	目标节省 \$420 亿
2月22日	马斯克要求联邦雇员提交工作总结	未提交视为辞职，遭国务院、FBI等机构抵制	-
2月26日	特朗普行政令要求改革支付系统	计划出售443处非核心联邦资产，包括政府办公楼	目标节省 \$250 亿
3月7日	GSA裁员90名技术人员，引入AI管理	DOGE用AI取代部分GSA职能，优化办公支出	预计节省 \$9 亿
			≈1471亿美元

资料来源：DOGE.GOV 中信期货研究所

尽管特朗普配合 DOGE 推动减少自由支配支出，但社会福利、收入保障和债务利息支出难以撼动，财政赤字高企。截至 2025 财年（FY2025）前五个月（美国财年以前一年 10 月作为财年第一月），美国预算赤字触及 1.15 万亿美元，同比增长 38%，创历史同期新高。支出方面，医疗保险计划、公共债务利息支出和社会保障支出是增长最为显著的领域。

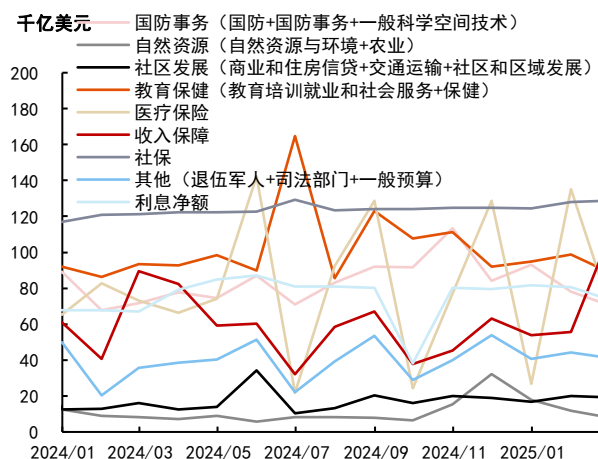
此外，DOGE 的行动引发广泛争议，司法系统已对其合法性展开审查。3 月，法院裁定 DOGE 未经国会批准实施大规模裁员，行使的权力“史无前例”。此外，多个机构对其削减预算和合同终止决定表示不满，认为可能影响国家安全和政府运作稳定。尽管马斯克强调 DOGE 的目标是削减浪费并提高行政效率，但其强硬手段和不透明操作方式，已导致政府内部分裂，并面临法律和政治上的挑战。

图表38：特朗普上任后财政赤字同比扩张



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表39：美国财政支出细分



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

## 2. 全球关税影响评估：中性情景下，二季度美国延续补库，对欧盟对等关税存推迟可能，我国出口增速前高后低

### （1）二季度美国对欧盟、乃至全球对等关税的落地节奏尤为重要

二季度美国对欧盟乃至全球对等关税的落地节奏尤为重要，我们预判美国对全球的对等关税部分可能进一步推迟到 5 月、6 月或三季度执行（或对不同国家关税加征非同时落地），或将进一步支撑我国二季度出口韧性。

极端情景下，如果美国对所有国家对等关税、以及汽车关税均于 4 月 2 号落地生效，则我国 5 月起出口压力将显现、二季度出口增速或明显低于 2%，二季度市场避险情绪将进一步放大。

中性情景下，目前美国仍处于补库阶段、预计补库将持续到 2025 年 6 月或 7 月。美国 PMI 新订单指数/自有库存领先美国库存同比约 10-11 个月，结合美国滞后处理的新订单/自有库存指标于 2025 年 6、7 月触顶，预估美国补库或将持续到 6 月或 7 月份；叠加 2025 年美国“抢进口”将导致部分下半年需求前置到上半年，部分美国需求亦将通过转口贸易传导到我国国内，因而预估二季度我国出口或保持韧性。2 月美国通胀数据中商品通胀表现已初显关税影响，如二手车、家居和服装等受关税影响较大的品类价格的上涨，显示部分美国消费者在关税生效前提前购买。

图表40：美国销售总额和库存总额同比增长，预计本轮补库或持续到 6 月或 7 月份



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （2）关注地缘影响下，全球贸易格局的新变化，中国与欧洲、俄罗斯的贸易边际变化

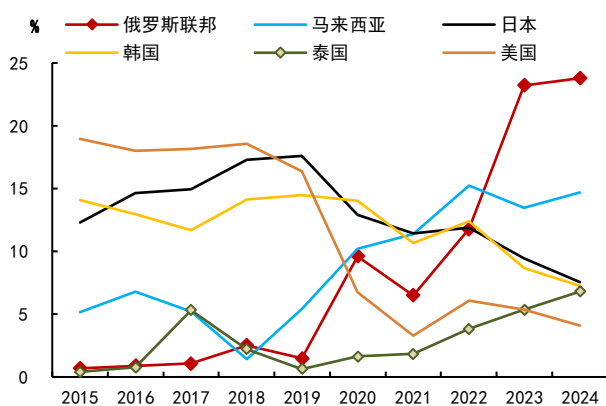
特朗普上台后，美国开始频繁“退群”、并对多国发起关税威胁，导致全球逆全球化思潮再起、持续推升了市场避险情绪，对国别间经贸关系亦产生影响。

面对美国的关税威胁、以及美俄关系修复等，欧洲亦在着手准备减少对美国的贸易依赖，或利于后续中欧关系的修复，支撑我国部分产品二季度的出口韧性。2025 年 3 月 5 日欧盟外长会议秘密流出一份备忘录，其中“减少对美依赖”被标为红色重点。与之同时，近期欧洲方面的表态和举措释放了中欧关系可能回暖的信号：首先，2025 年是中欧建交 50 周年，在 2025 年达沃斯论坛上，冯德莱恩谈及了中欧关系时表示可以推动中欧扩大合作、深化双边的贸易投资关系；其次，2025 年 3 月初，欧盟委员会主席冯德莱恩主动提出想将《中欧全面投资协定》重新纳入中欧议程，欧洲议会也撤销了限制议员与部分中国官员会面的规定。若特朗普对欧盟、乃至全球的对等关税于 4 月 2 日落地（很大可能推迟到 5、6 月），一方面将持续推升我国的抢出口和转口贸易，另一方面美国对欧关税的落地或利于后续中欧贸易关系好转。

特朗普着力推动俄乌和谈，预计俄罗斯对我国进口依赖、以及对我国铝锭出口将减少，长期或推动欧洲电解铝复产；此外，将增加俄罗斯销往中国、印度、欧洲的原油出口，利于缓解欧洲能源压力，叠加 OPEC 复产、长期将推动油价中枢下移。伴随俄乌冲突缓和，一方面，预计 2025 年俄罗斯对我国进出口依赖将会

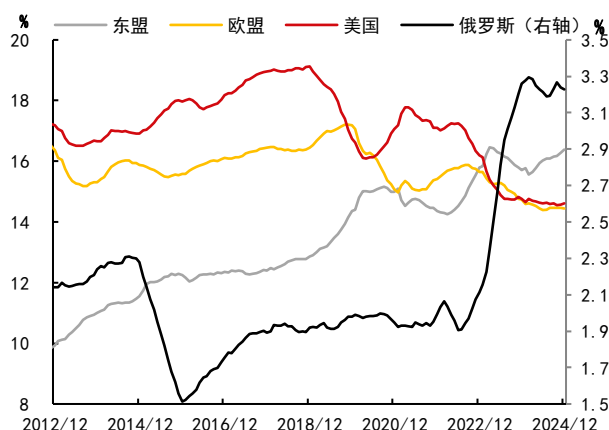
走弱，例如俄罗斯销往我国铝锭出口量将减少，进而恢复对美国等西方市场的铝供应。另一方面，预计俄罗斯原油的供应和出口将逐渐恢复。中国、印度作为俄罗斯最重要的原油出口市场，3月起中国、印度从俄罗斯进口原油出现明显升温，叠加 OPEC 决定从 2025 年 4 月起分阶段恢复 220 万桶 / 日的产能、至 2026 年 9 月完成增产原油增产启动，预计对长期油价中枢形成向下压力。

图表41：2022 年以来中国铝制品进口额中俄罗斯占比攀升



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表42：中国对外出口额中主要经济体所占份额

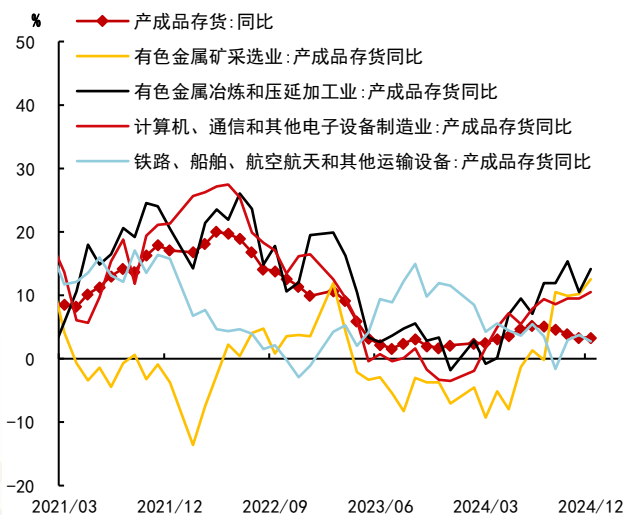


资料来源：Wind 中信期货研究所

### （3）预计二季度后半段，我国出口高景气行业的下行压力将加大

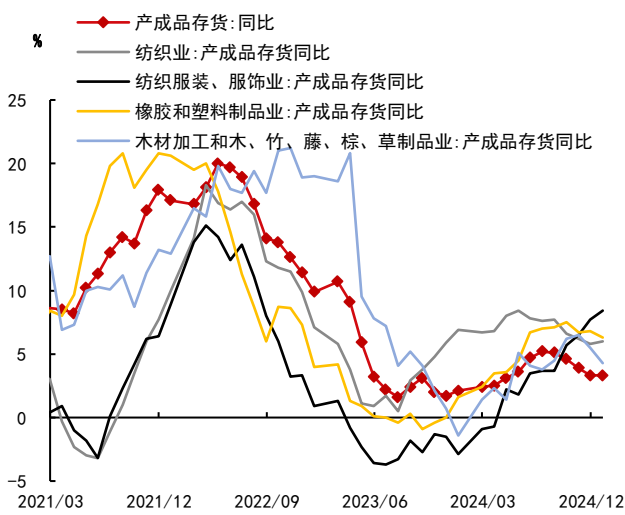
考虑到我国的转口贸易等，预计 4 月特朗普对全球对等关税落地前、我国“抢出口”将延续，预计二季度出口增速或在 2%-3% 左右（以美元计价）。预计我国有色金属、计算机、通信和其他电子设备、以及纺织服装、橡胶、木材等行业的出口压力将在二季度后半段加快显现，其中木材、铜等出口强势亦或受益于特朗普发起的 232 调查。由于 2024 年我国出口的强劲增长，带动我国国内与出口相关性较高的行业营业收入、利润等方面表现明显好于整体，甚至在 2024 年下半年出现较明显的补库迹象。中性情景下，二季度前半段这些行业出口延续韧性，而在二季度后半程、尤其是三季度这些行业出口压力或将加快显现。

图表43：有色金属、计算机通信或延续韧性



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表44：纺织服装、橡胶木材等或延续韧性



资料来源：Wind 中信期货研究所



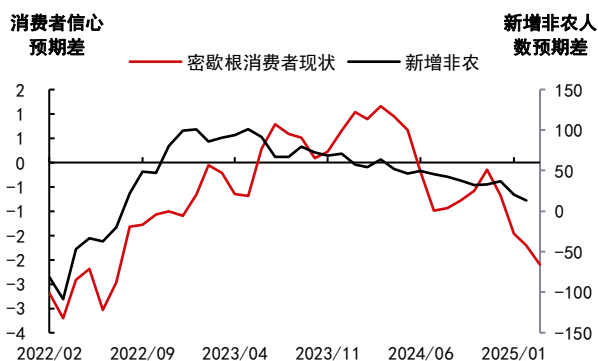
### 3. 欧美经济预期差异驱动货币政策分化

#### (1) 美国滞胀风险犹存，美联储上半年延续相机决策

**美国一季度就业回落、物价波动，“海湖庄园协议”阵痛初显。**就业方面，1-2月美国新增非农就业不及预期，零售业、联邦政府就业人数均出现大幅回落，减少联邦官僚机构的影响开始部分显现。2月劳动力参与率、就业率下行，失业率上行，暗示劳动力市场边际转“冷”，伴随特朗普政府裁员计划的继续推进，预计后续政府就业数据将会承压更多。通胀方面，1-2月美国整体CPI与核心CPI“冲高回落”，但核心商品价格、家居用品和服装价格上涨，显示关税对物价的影响开始显现，暗示消费者在关税正式生效前提前购买。服务业价格增速放缓，核心服务价格环比边际走弱，表明消费者对于可选消费支出保持谨慎。

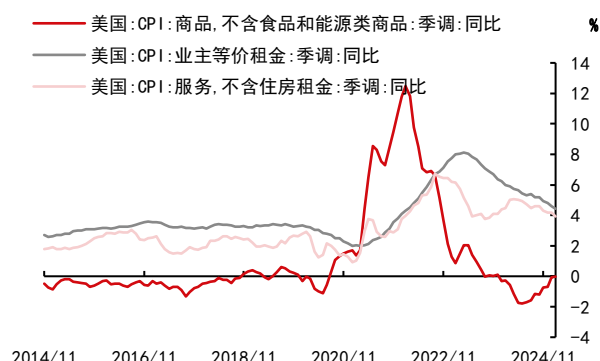
**展望二季度，美国经济继续演绎先“滞”后“胀”逻辑。**首先，消费景气度具有领先性，美国消费者情绪恶化或拖累二季度经济数据。一季度美国密歇根大学消费者信心连续逊于市场预期，消费者耐用品购买景气度下降，假期预定计划下挫。消费景气恶化料带动后续零售销售、个人消费支出与非农数据“跑输”市场预期，二季度美国经济数据料延续弱势。其次，关税威胁对商品价格通胀形成向上支撑。根据路透社报道，美国国务卿卢比奥3月16日发言表示，美国对其主要贸易伙伴征收关税后，可以与各国就新的贸易安排进行双边谈判。二季度关税对于通胀的渗透将取决于特朗普关税落地以及新双边贸易谈判进展。

图表45：消费者情绪或拖累非农数据预期差



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表46：美国CPI核心商品、服务及住房指标分化



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表47：近期美国需求端数据逊于预期，物价数据强于预期，市场交易逻辑向滞胀修正

经济数据（实际-预期）12MMA	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05
需求											
密歇根消费者现状	-2.10	-1.70	-1.46	-0.68	-0.14	-0.58	-0.78	-0.93	-0.99	-0.19	0.6
谘商会消费者信心	未公布	-0.80	-1.14	-1.03	0.24	0.29	-0.26	-0.03	-1.07	-0.68	-0.2
零售销售	未公布	未公布	0.03	0.03	0.07	0.08	0.09	0.12	0.13	0.09	0.0
个人消费支出	未公布	未公布	0.02	0.04	0.05	0.05	0.04	0.05	0.06	0.07	0.0
新屋销售	未公布	未公布	0.00	0.00	0.00	-0.01	-0.01	0.00	0.00	-0.01	-0.0
新屋开工	未公布	未公布	-0.01	-0.02	-0.03	-0.01	-0.01	-0.01	-0.03	-0.02	-0.0
营建许可	未公布	未公布	0.00	0.00	0.00	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	-0.0
耐用品新订单	未公布	未公布	-0.05	-0.28	-0.13	0.20	0.03	0.27	0.11	-0.34	0.5
工厂订单	未公布	未公布	-0.06	-0.13	-0.11	-0.06	-0.13	-0.09	0.01	0.02	0.0
供给											
工业产能利用率	未公布	未公布	-0.05	-0.08	-0.14	-0.13	-0.16	-0.13	-0.10	-0.03	-0.1
工业生产	未公布	未公布	0.13	0.08	0.03	0.06	0.03	0.07	0.04	0.13	0.0
平均时薪	未公布	0.04	0.03	0.03	0.04	0.04	0.03	0.01	-0.01	0.01	0.0
商业库存	未公布	未公布	未公布	-0.03	-0.01	-0.01	-0.02	-0.01	0.00	-0.02	-0.0
新增非农	未公布	13.25	20.25	36.92	32.75	32.08	38.00	42.33	45.25	49.25	46.5
失业率	未公布	0.02	0.03	0.03	0.03	0.01	0.02	0.03	0.06	0.03	0.0
ISM制造业PMI	未公布	-0.14	-0.24	-0.16	-0.21	-0.36	-0.46	-0.33	-0.26	-0.13	-0.1
ISM非制造业PMI	未公布	-0.13	-0.28	-0.05	-0.28	0.03	-0.24	-0.50	-0.42	-0.47	0.0
物价											
CPI	未公布	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0
核心CPI	未公布	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03	0.02	0.01	0.01	0.01	0.0

资料来源：Datastream 中信期货研究所

**前瞻不确定性加强，美联储维持相机决策，降息节点或在年中。**美联储在3月的议息会议上决定维持基准利率在4.25%-4.50%的区间不变，并预计年内将进行两次降息。同时，从4月开始将每个月250亿美元国债的上限下降至每个月50亿美元，放松缩表节奏略超市场预期，表现偏鸽。

**鲍威尔重申不急于调整政策，对于前瞻仍然保持观望态度。当前关税支撑市场通胀预期，经济数据趋弱支撑降息预期，未来分情形看：**

- 1) 经济物价双强，美联储将“维持较长时间的政策紧缩”，形成预期差；
- 2) 经济物价双弱，美联储将“相应放松政策”，靠拢市场预期；3月会议放缓缩表开始出现边际变化；
- 3) 经济趋于滞胀，市场远端通胀预期失控，使美联储优先选择控制通胀，将利率保持高位，形成预期差；

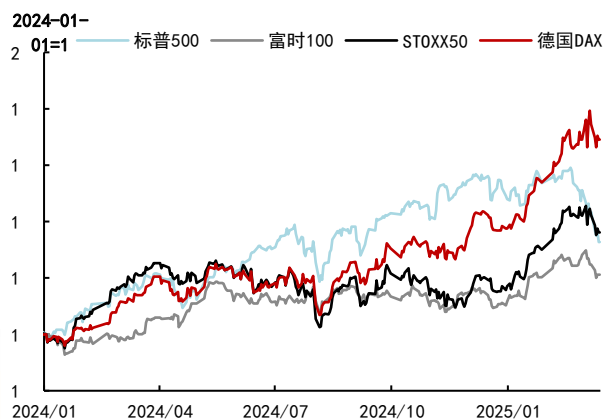
基准假设下，我们预计美国经济数据先“滞”后“胀”，可能驱动美联储在年中左右进行下一次降息。

## (2) 欧洲加速推进国防投资，财政扩张料推动经济增长预期，限制降息空间

**海外宏观在2025年一季度的一个重要边际变化是在欧洲。**3月16日，德国议会预算委员会批准大规模增加国家借贷的计划：设立5000亿欧元（5280亿美元）基础设施基金，在未来10年内投资交通、能源网络和住房等领域。此外，欧盟委员会主席冯德莱恩宣布，将提议向成员国提供1500亿欧元（1580亿美元）长期低息贷款，同时启动财政豁免条款，使各国可在未来四年内额外支出6500亿欧元用于国防，而不会受到欧盟预算规则限制。这些措施合计可调动近8000亿欧元的资金，以加强欧洲的军事防御能力。

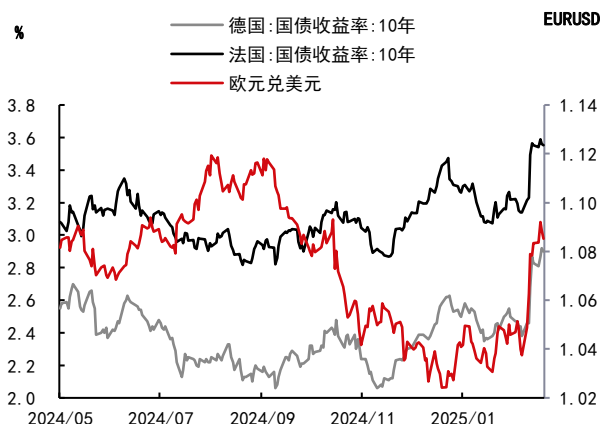
**欧洲财政扩张消息公布后，欧元区资产上涨，欧洲经济增长预期上升。**欧元飙升至2023年11月以来最高水平，德国10年期国债收益率开盘后飙升23个基点至2.73%，创2022年6月以来最大盘中涨幅。同时，德国DAX指数上涨超2%，同期美股大幅下挫，投资者押注政府支出将推动德国经济增长。受益于降息以及工业生产，一季度欧元区PMI、ZEW经济景气指数边际改善，欧元区HICP一季度震荡回落至2.6%。3月欧洲央行经济预测中，下调2025年经济增长预测的同时指出，财政支出增加可能会对未来经济产生长期影响。

图表48：德国DAX表现亮眼



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表49：欧债收益率与欧元兑美元跳涨



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表50：欧元区制造业 PMI 与 ZEW 暗示经济边际改善



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

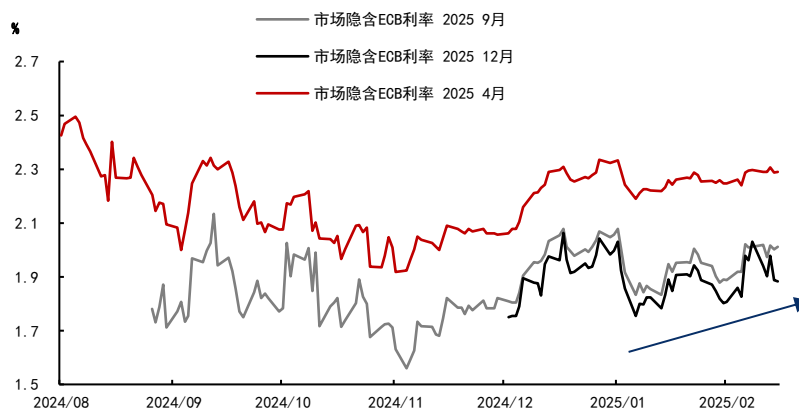
图表51：欧元区投资信心预期指数出现明显升温



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

与此同时，经济增长预期驱动市场降息预期边际收敛。尽管欧洲央行在声明中暗示额外降息空间，但拉加德多次强调，外部和国内经济前景存在不确定性，政策制定者将在数据驱动的基础上做出利率调整决策。拉加德前瞻指引缺失使一季度市场欧洲央行降息预期宽幅震荡，由于财政扩张计划带动经济及通胀预期升温，市场削减对未来降息押注，一季度市场对欧洲央行降息预期整体收敛约 10bp，预计今年最多再降息两次，4 月降息概率降至 50%以下。

图表52：市场隐含欧洲央行利率水平以较低斜率上行



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

## 三、二季度大类资产展望

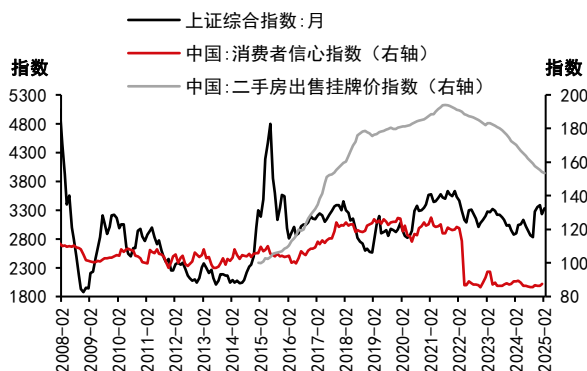
### （一）三重视角下，股市结构市、债券逢低配、商品有色强于黑色

我们选择消费、价格与库存、地产周期这三个不同视角，分别论证二季度到下半年可能的大类资产演绎情况。

视角一，消费视角下，提振消费者信心的必要条件是稳住楼市股市，而消费者信心的改善会制约利率的下方空间，至于消费对大宗商品的影响，则由于住房和消费品的节奏存在差异。对楼市而言，“房价”止

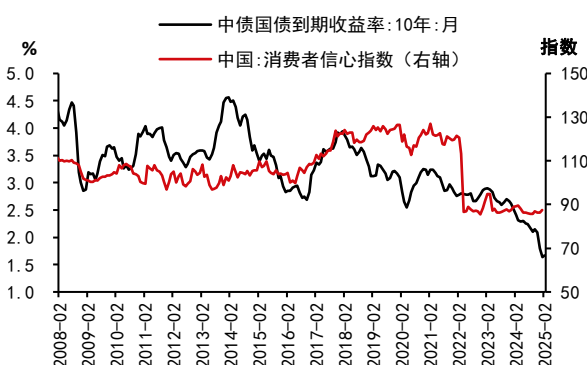
跌回稳是政策的锚点，如果政策持续推动商品房去库存，有可能可以在今年下半年实现价格企稳。*对股市而言*，房地产企稳对股市核心中枢的判断尤为重要，如果房地产可以在下半年企稳，那么股市可以具备突破区间结构市的底气。*对债券利率而言*，债市前期计价较多经济下行和宽松货币政策预期，伴随过去半年逆周期政策大力推出，宽财政前置、货币后置“择机”降准降息等信号转变，市场预期也正在发生转变，长债利率正在变得更加谨慎。*对大宗商品而言*，依然有着结构上的分化，地产销售企稳对黑色建材短期影响有限，但消费刺激政策对有色金属的拉动二季度可能将延续，需求改善对化工品影响相对中性。

图表53：中国消费者信心与楼市股市的关系



资料来源：Wind 中信期货研究所

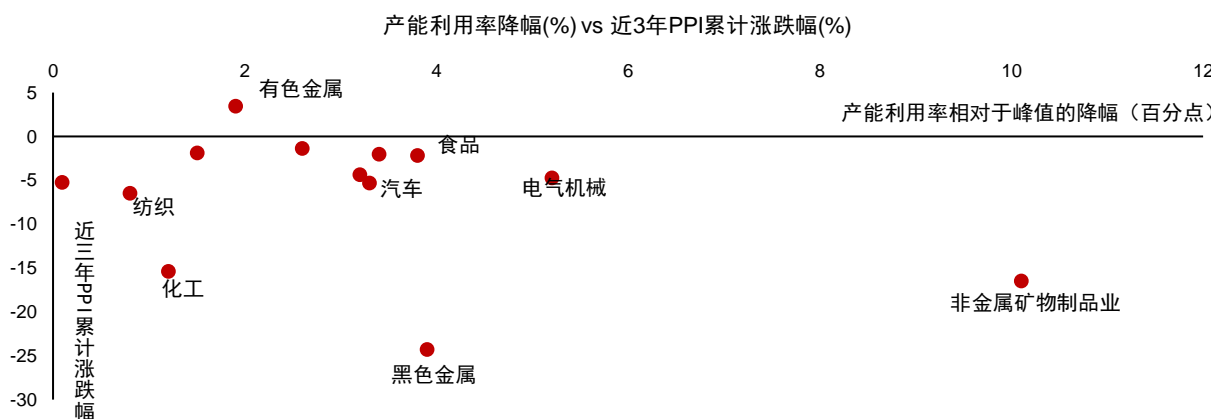
图表54：中国消费者信心与国债利率的关系



资料来源：Wind 中信期货研究所

**视角二，价格与库存周期视角下，商品板块有色金属仍强于黑色建材，股市风格仍偏向成长，债市可逢低配置。**下半年房地产去库存继续抑制房屋新开工、施工与竣工。截至2024年四季度，与地产相关性较强的非金属矿物制品业、钢铁行业的产能利用率仍显著低于近五年峰值水平，这一特征在下半年大概率延续，继续抑制相关行业价格水平。相对而言，有色金属需求受益于全球能源转型、科技叙事、以及供应偏紧，产能利用率以及价格表现相对较好。*从库存周期来看*，最近一年，PPI、工业企业营收以及产成品库存同比增速均在磨底，库存周期并未启动，主要原因在于国内需求尚未显著改善。今年GDP目标增速持平于去年，意味着国内政策目标是保持经济平稳增长。因此，国内政策加力主要是对冲房地产投资不足以及外需下滑，下半年整体需求增长仍难以显著加快，预计库存周期继续磨底，PPI与工业企业利润增速也继续磨底。在这样的背景下，大盘股难有持续表现，股市风格仍偏向科技成长，债市仍可逢低配置。

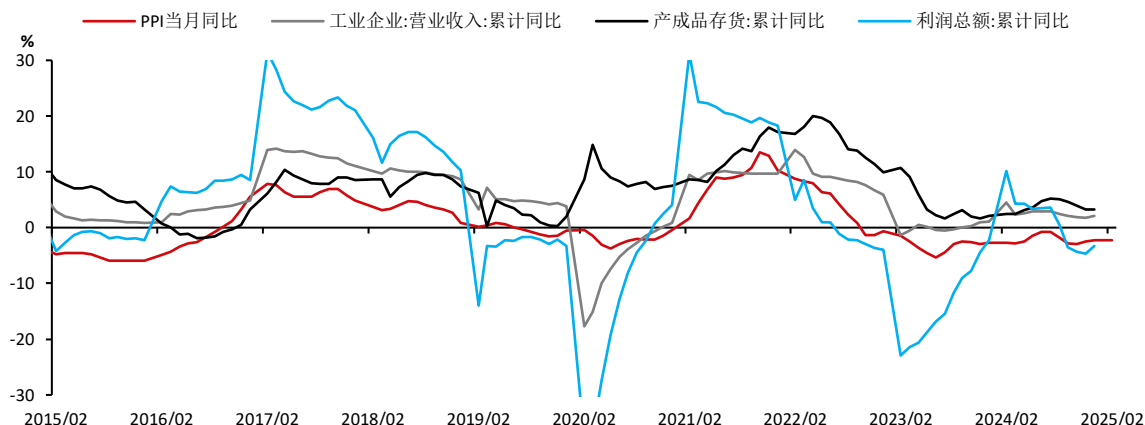
图表55：重点行业产能利用率降幅与近三年PPI累计涨跌幅(%)



资料来源：Wind 中信期货研究所



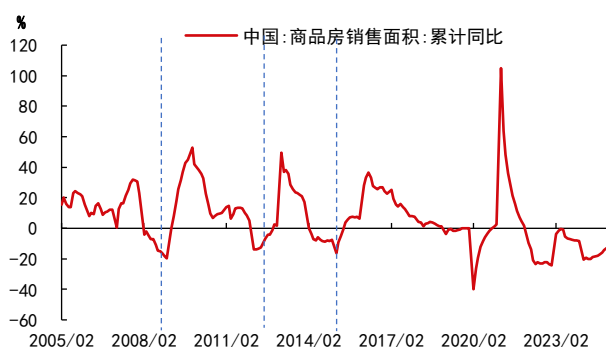
图表56：PPI 当月同比与工业企业营业收入、产成品存货、利润总额累计同比（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

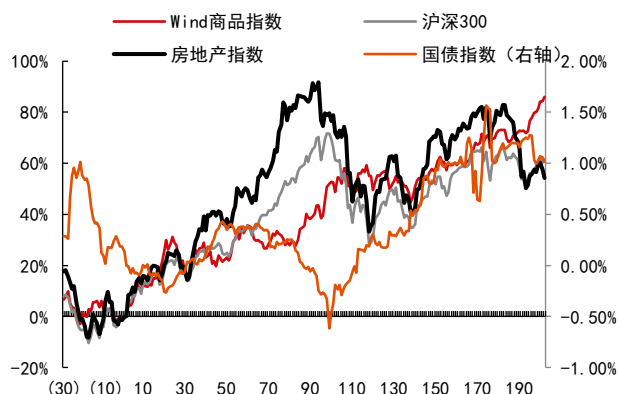
**视角三，地产周期视角下，假如我们预计下半年地产销售有望企稳，则大类资产的轮动顺序为权益板块靠前，内需定价的商品与债券板块相对靠后。**复盘历史上地产销售企稳前后的大类资产走势，普遍以房地产板块指数率先走强开启上行行情并带动整体权益板块，而商品板块与债券板块则相对滞后。以统计局的商品房销售面积为观测指标，从2005年至今，共有房地产市场共有3次销售从底部开始企稳并同比回正，分别为2009年3月、2012年11月以及2015年5月。以当月中旬为起点，对前30天至后200天为观察时段，观测整体商品指数、煤焦钢矿指数、房地产指数、沪深300指数以及国债指数的涨跌幅。从资产表现上来看，整体房地产相关情绪在销售企稳后开始出现好转，带动以房地产板块为代表的权益资产出现走强，但由于销售传导至新开工以及施工还存在时滞，现实建筑板块的需求相对偏滞后，因此以黑色商品为代表的整体商品表现偏弱，国债依旧以走强为主。

图表57：从2005年至今，地产销售3次底部反弹



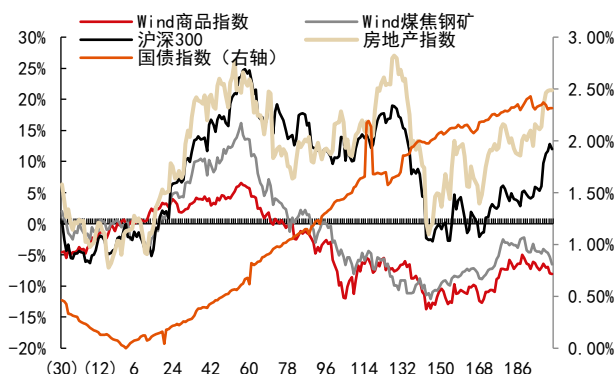
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表58：地产企稳前后大类资产表现（2009年）



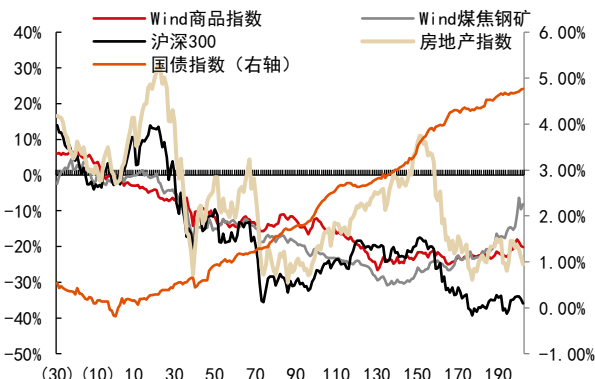
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表59：地产企稳前后大类资产表现（2012年）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表60：地产企稳前后大类资产表现（2015年）



资料来源：Wind 中信期货研究所

综上，国内市场在二季度是个政策落地之后需求验证的承上启下阶段，在地产企稳之前，更多由消费提供增量需求，因此权益行情早于其他大类资产，且权益市场也是成长风格结构。随着下半年地产销售企稳，内需的中期内核趋于稳定，叠加科技创新促进，股市有望走出更加稳健的中长期行情；而消费品边际刺激效果回落，基建资金分流，外需压力加大，债券仍具备逢低配置的机会；内需定价的大宗商品而言，制造业相关品种的需求边际拉动二季度仍有韧性且强于三季度，建筑业相关品种的需求二季度边际拉动有限；外需定价的商品在出口增速回落后，价格向下压力加大。潜在变量是后期内部对冲的弹性存在上升的可能。

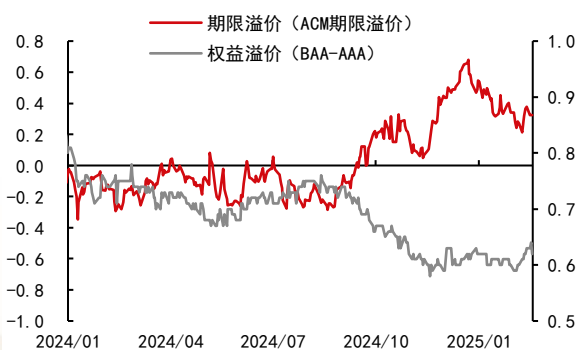
## （二）二季度维持海外多避险、多波动配置思路

未来一个季度维持海外避险资产、全球权益类风险资产波动率、黄金及战略金属多头配置建议：

1) 经济扩张预期对风险资产支撑尚不稳固，经济数据下行压力尚未完全释放，权益类风险资产缺乏经济扩张预期与风险偏好（权益溢价）支撑；

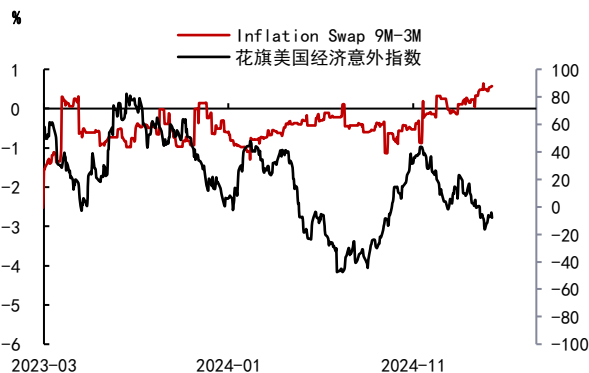
2) 非美国科技突破，欧盟宽财政和国防支出计划使得“美国例外论”动摇，带动美元、美债利率走弱，欧洲国防投资将带动铜、白银、小金属等工业品需求升温，此外，黄金保持中长期多头思路。

图表61：美期限溢价与权益溢价收敛，市场 risk-off



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表62：美国远端通胀预期与经济走弱组合



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 中信期货有限公司

### 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>