

2025中美宏观主线展望

永安期货研究中心 凌晓慧

Contents

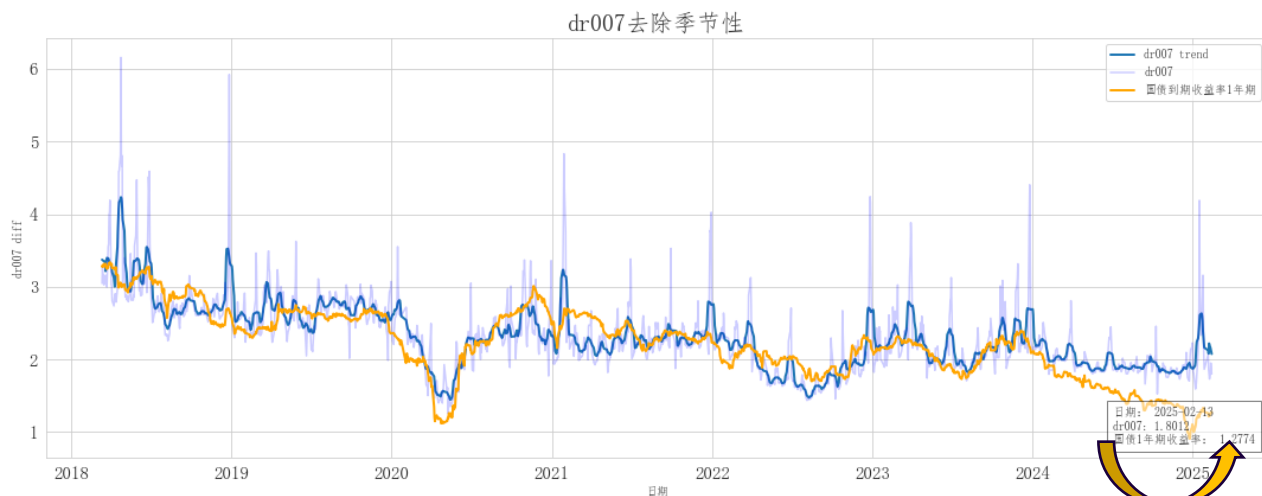
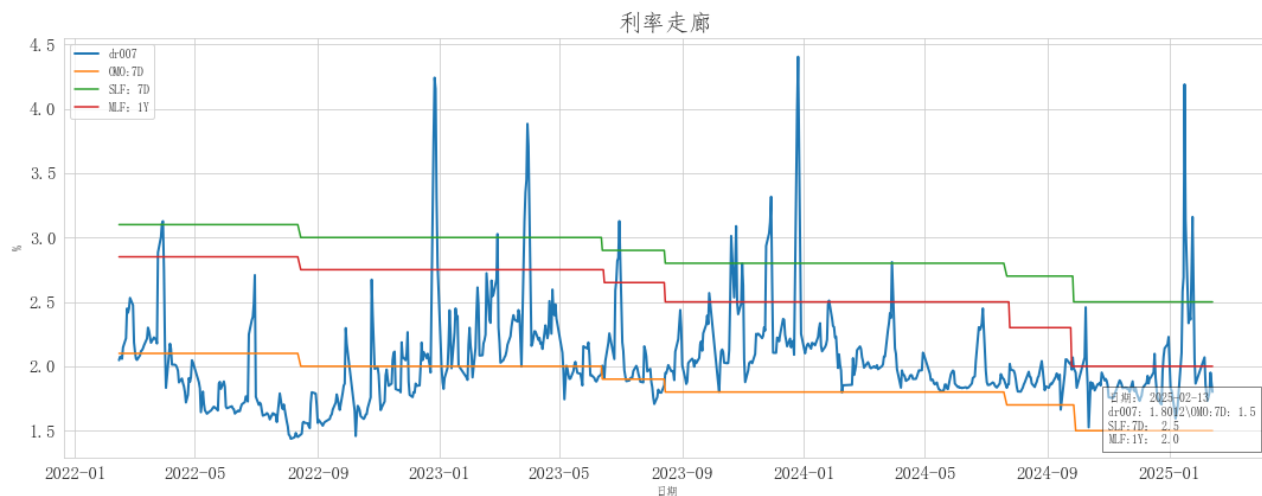
目录

- 01 货币周期的异与同
- 02 财政周期的异与同
- 03 信用周期的异与同
- 04 品种总结与展望

01 货币周期的异与同

银行间流动性

- 2025年开年债市迎来流动性小考：央行春节前开始新一轮出手调控资金面，公开市场净回笼叠加指导银行融出资金价格，银行间资金价格始终处于中性偏高位置。节前隔夜资金利率高达16%。
- 2024Q3开始随着收益率曲线被大幅压平，**央行出于正向收益率曲线的诉求**，银行间流动性出现阶段性收敛。



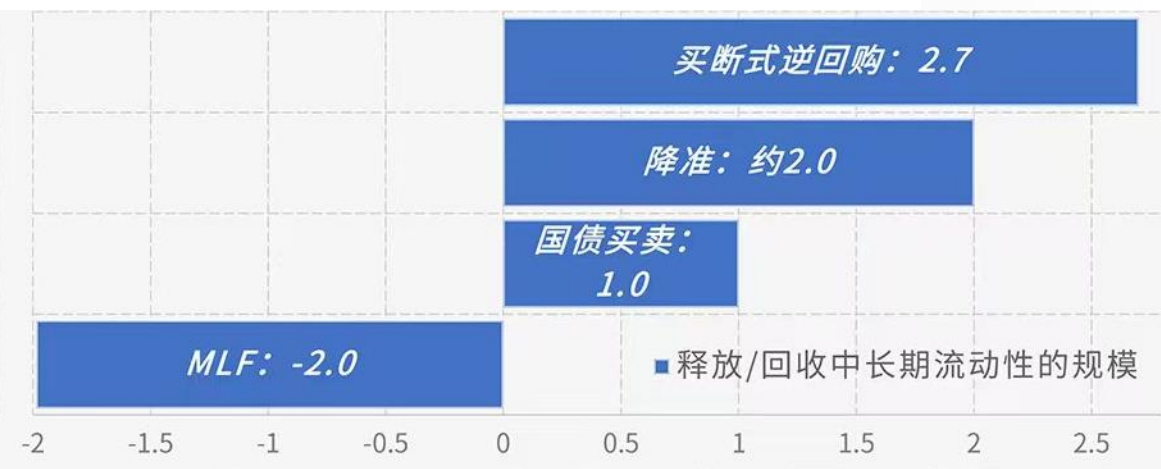
央行调控新工具落地

- 2024年8月以来，央行分别设立国债买卖、买断式逆回购、SFISF三大公开市场业务工具；
- 截至2024年12月31日，央行净买入国债+买断式逆回购共计1.7万亿元；
- 买断式逆回购与国债二级市场净买入**成为央行补充流动性的新工具，并且为未来央行调控工具箱增加新工具。

国债净买入与买断式逆回购操作规模

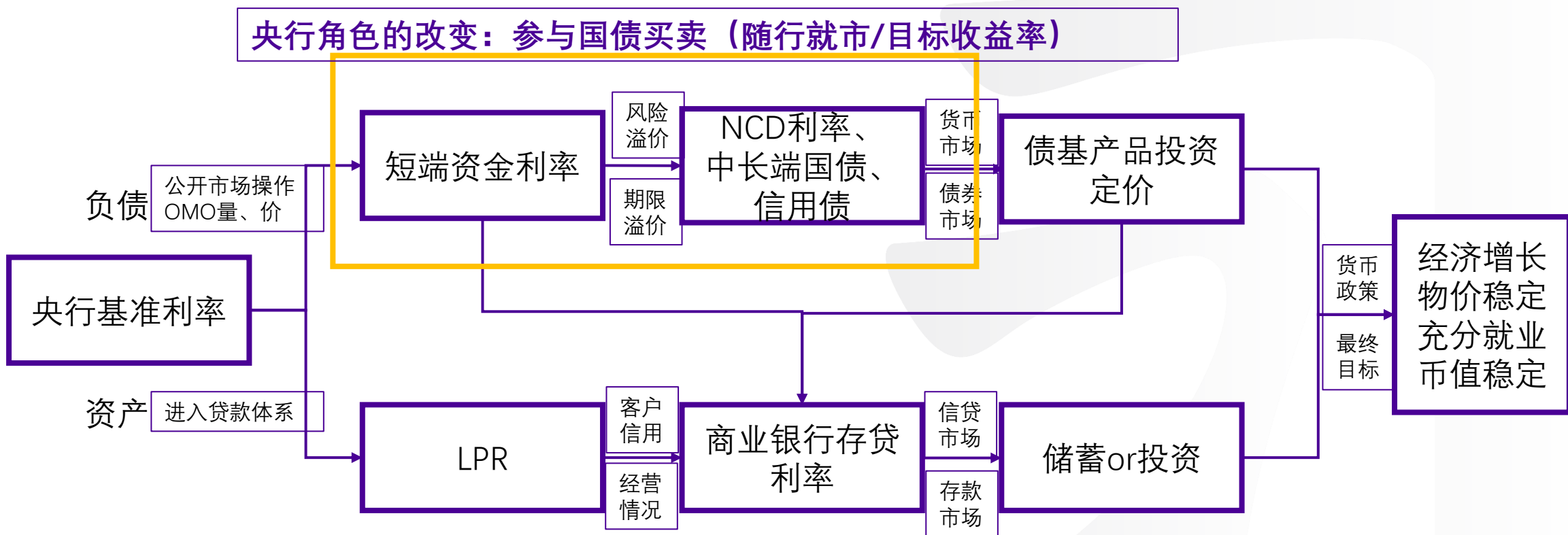


2024年降准、国债买卖、买断逆、MLF所释放流动性



央行货币政策框架

- 央行货币政策框架更加明确**价格指标>数量指标**。
- 基准利率调节的两条通道**：从银行资产负债两个视角看，资产端央行通过政策利率对lpr的影响传导至贷款利率；从银行负债角度看，央行通过政策利率对货币市场利率、以及债券收益率的影响，传导至银行同业融资成本以及债基产品的定价。



联储担忧通胀不确定性，谨慎降息是基准

- 大选落地后美国方面政策不确定性并未下降，联储12月起对降息路径表态谨慎，强调后续会谨慎降息。
- 联储多次表态后续关注关税政策对通胀的影响，春节期间关税预期先行，目前CME期货定价年内尚存下半年一次降息预期。

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
3/19/2025			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	97.5%	0.0%	0.0%
5/7/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	18.1%	81.5%	0.0%	0.0%
6/18/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.4%	39.7%	53.8%	0.0%	0.0%
7/30/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	12.3%	42.2%	44.3%	0.0%	0.0%
9/17/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	5.1%	22.7%	42.9%	28.9%	0.0%	0.0%
10/29/2025	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	8.3%	26.3%	40.4%	23.6%	0.0%	0.0%
12/10/2025	0.0%	0.0%	0.4%	3.0%	12.6%	29.7%	36.3%	17.9%	0.0%	0.0%
1/28/2026	0.0%	0.1%	0.6%	3.8%	14.2%	30.3%	34.7%	16.3%	0.0%	0.0%
3/18/2026	0.0%	0.1%	1.0%	5.1%	16.1%	30.8%	32.5%	14.4%	0.0%	0.0%
4/29/2026	0.0%	0.2%	1.2%	5.6%	16.8%	30.9%	31.6%	13.7%	0.0%	0.0%
6/17/2026	0.0%	0.3%	1.7%	6.8%	18.3%	31.0%	29.7%	12.2%	0.0%	0.0%
7/29/2026	0.0%	0.4%	2.0%	7.7%	19.3%	30.9%	28.4%	11.3%	0.0%	0.0%
9/16/2026	0.0%	0.2%	1.3%	5.2%	14.3%	25.9%	29.5%	18.7%	4.9%	0.0%
10/28/2026	0.0%	0.2%	1.2%	4.9%	13.5%	24.8%	29.2%	19.6%	6.1%	0.4%
12/9/2026	0.6%	2.5%	7.8%	17.3%	26.3%	25.9%	15.1%	4.2%	0.3%	0.0%

Fed's Goolsbee Warns Against Ignoring Tariff Inflation Impact

- Trump's tariffs will put central bank in 'difficult position'
- Impact on supply chains could be long-lasting, Goolsbee says

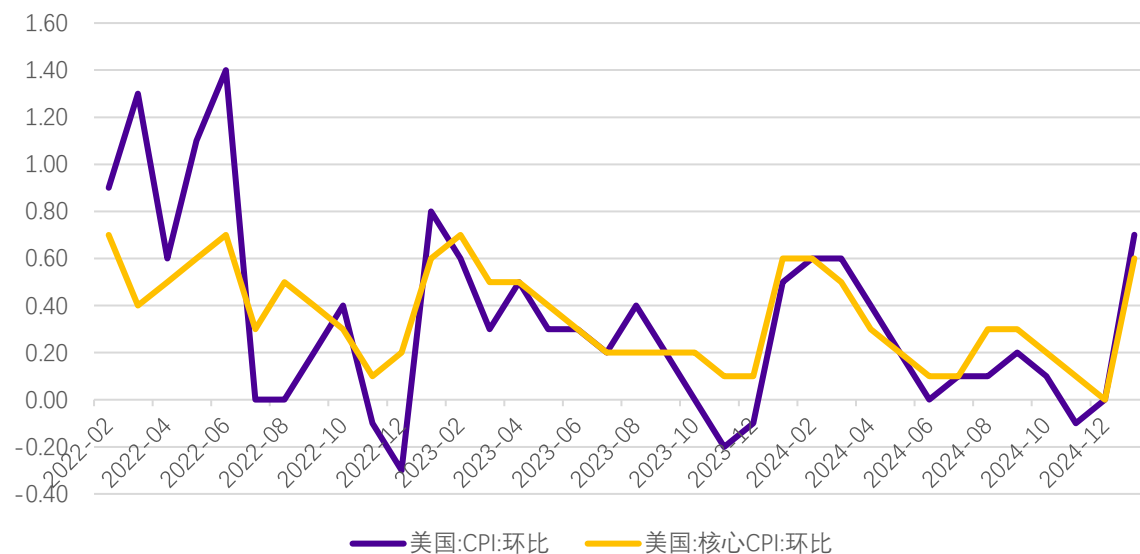
Bessent Says Trump Wants Lower 10-Year Yields, Not Fed Cuts

- Treasury chief highlights importance of energy in inflation
- Asked about DOGE, Bessent says payments not being touched

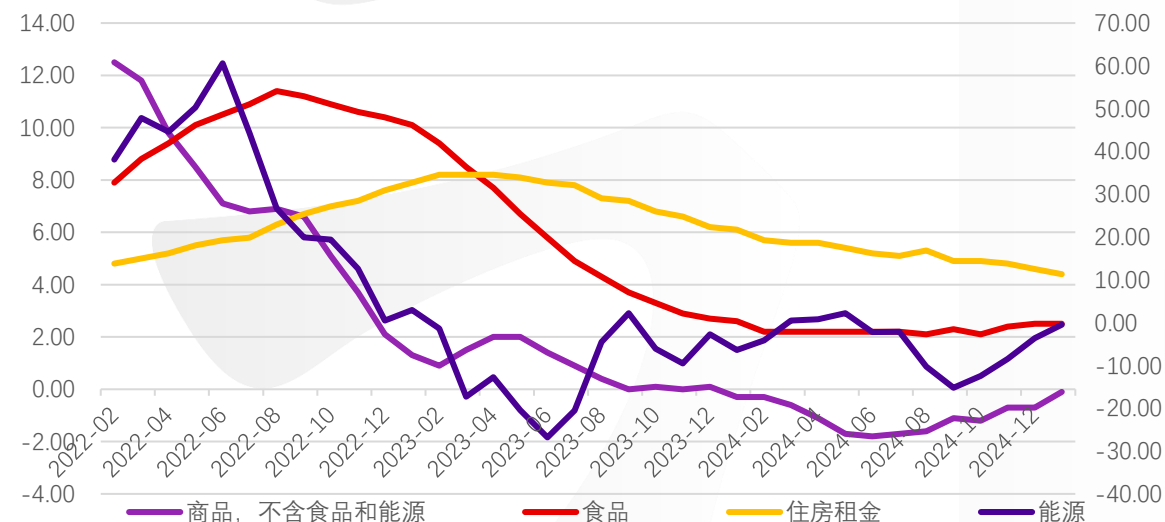
商品通胀下行受阻，美国通胀筑底特征

- 当前核心CPI仍然处于相较疫情前的高位，核心商品与核心服务CPI走势分化：核心商品CPI出现反弹，但核心服务CPI在租金下行的带动下继续去通胀进程。
- 较高的核心通胀，健康的劳动力市场，高于2%的实际增速是市场对于中性利率提升的主要原因。

美国CPI与核心CPI环比（%）



美国CPI分项同比（%；能源：右轴）



小结

- 1、中美货币周期在2025年上半年大概率同向运行，依旧处在流动性宽松的象限之内。国内12月银行间流动性实际来看阶段性处在阶段性宽松顶点，后续流动性出现小颠簸，但整体宽松趋势不改。短期内汇率压力减轻亦是打开货币政策出台窗口期。
- 2、国内通胀上半年无虞，暂时不担心通胀对货币政策宽松幅度的限制，且偏高的实际利率仍然需要通过政策利率的压低去传导；但海外通胀具备二次反弹的前期特征，后续需持续关注。

02 财政周期的异与同

化债+提高赤字+特别国债

- 本轮特殊再融资债已发行+披露发行计划已**超过2万亿**，全部发行完毕。化债大方向确定之下，信用尾部风险解除。
- 12月12日中央经济工作会议指出，将在2025年增加新增专项债额度，中性假设新增上限为4.2万亿元。接下来重点关注两会窗口期内增量财政政策的落地。
- 基准假设：赤字率3.5%-4%，对应赤字增量规模1-1.7万亿；特别国债2-3万亿（1万亿用于国有大行注资，1万亿用于“两重”“两新”）



特朗普内阁搭建与政策

- 目前所公布的特朗普政府包括其内阁成员执政思路如下：
 - 1、3+3+1计划：长期财政赤字率维持在3%，长期经济增长中枢维持在3%，美国每日新增原油供应100万桶。
 - 2、关税政策：强调对各大贸易伙伴加征关税，威胁对华关税提高60%-80%。
 - 3、地缘政治：强调把主要力量集中于中东地区，并承诺推进俄乌和谈。
 - 4、其他政策上，承诺为降低油价做出努力，着力扩大油气行业相关的资本支出。



JD Vance
Vice President



Marco Rubio
State



Scott Bessent
Treasury



Pete Hegseth
Defense



Pam Bondi
Attorney general



Doug Burgum
Interior



Brooke Rollins
Agriculture



Howard Lutnick
Commerce



Lori Chavez-DeRemer
Labor



Robert F. Kennedy Jr.
Health and Human Services



Scott Turner
Housing and Urban Development



Sean P. Duffy
Transportation



Chris Wright
Energy



Linda McMahon
Education



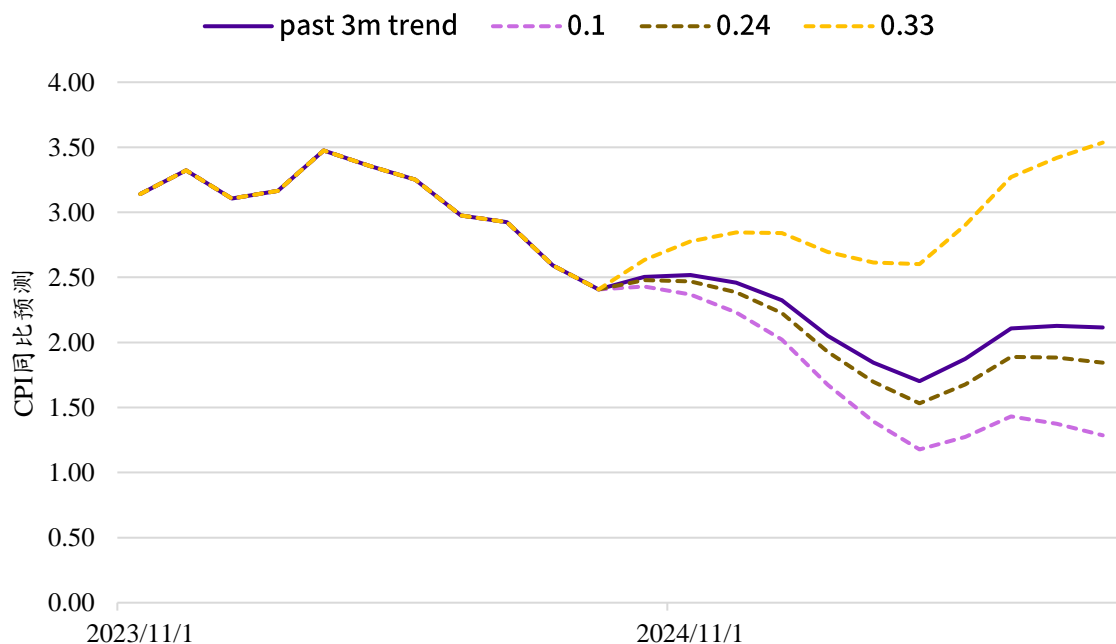
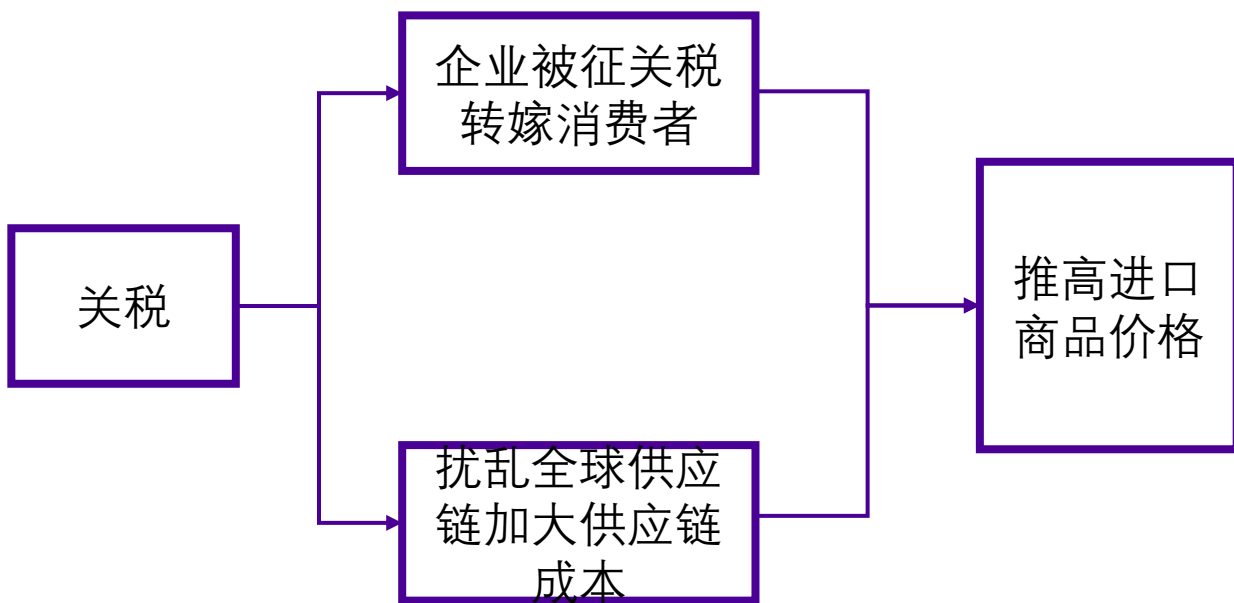
Douglas A. Collins
Veterans Affairs



Kristi L. Noem
Homeland Security

财政支出强度决定再通胀力度

- 按照当前通胀节奏，预期美国通胀继续在2025年**一季度寻找底部，二季度关注反弹动力**。
- 关税促成商品通胀上行，但影响偏一次性，并且对消费拖累会逐步显现。重点关注关税对供应链的扰动是否持续。
- 财政支出的强度对通胀的反弹力度影响有很大的影响，支出强度决定了再通胀的力度。



小结

1、中国新一轮财政政策展望：

总量层面：

- 财政政策：赤字率提升3.5%-4%，特别国债与专项债扩容；
- 货币政策：央行买断逆与买国债代替降准，年内降息1-2次；

结构层面：

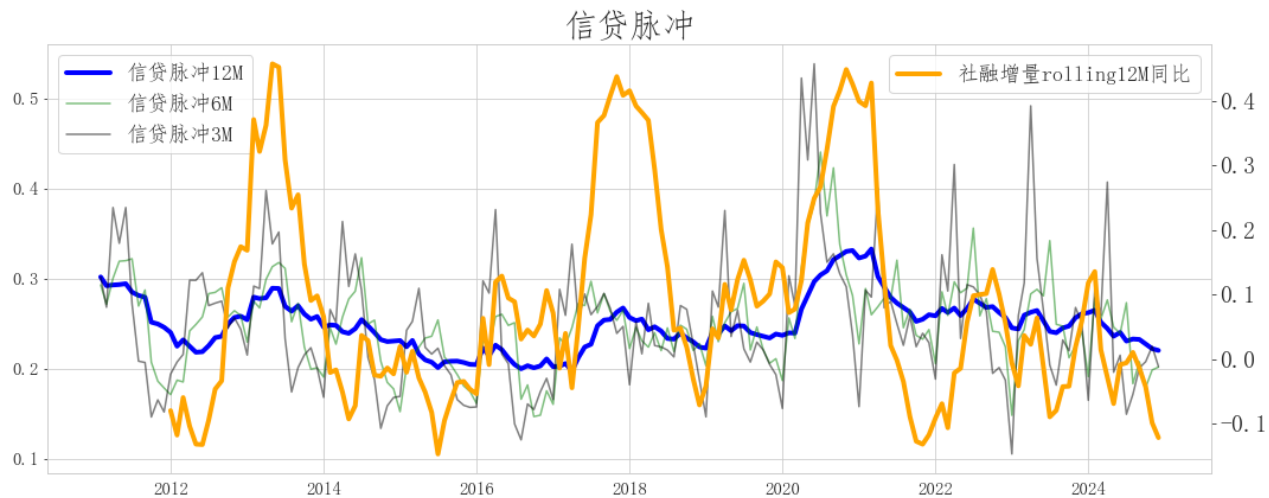
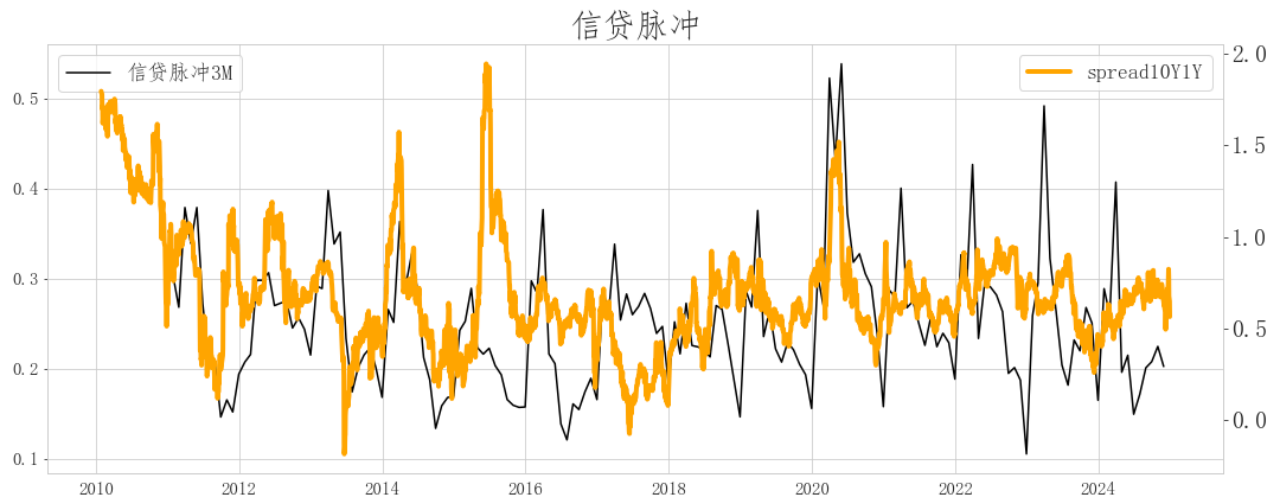
- 财政政策关注向消费的倾斜，关注投向消费的财政政策落地，包括以旧换新、消费券、生育等。

2、美国财政政策面临边际收紧的可能性，关注财政赤字上限突破后特朗普政府的举措。

03 信用周期的异与同

信用周期

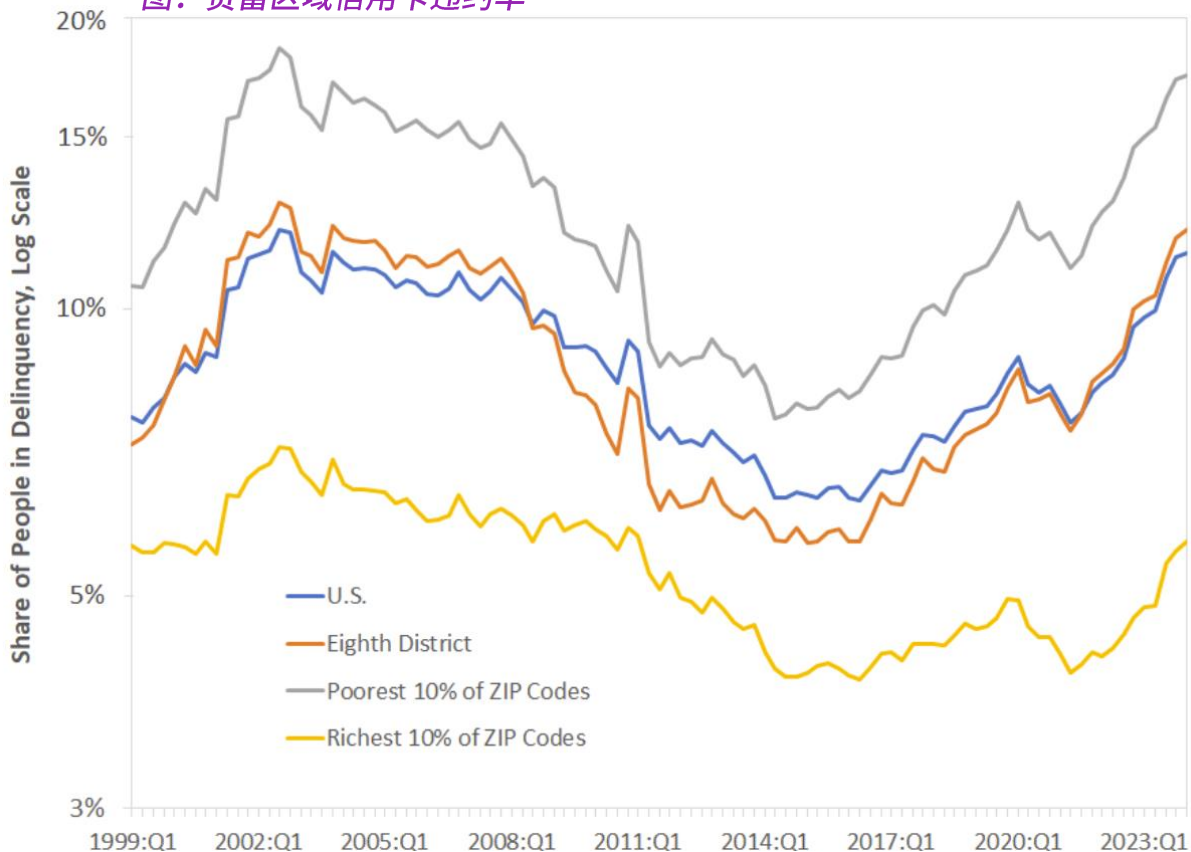
- 国内**信贷脉冲动能一直偏弱**，政府加杠杆托底信贷周期，但居民与企业加杠杆意愿偏低；
- 与金融数据相互印证，当前企业短贷继续出现净偿还，中长贷继续少增；居民贷款受益于地产政策组合拳对短期地产刚需投资的促进与以旧换新对家电需求的促进，12月、1月数据环比体现出改善，后关注持续力度。



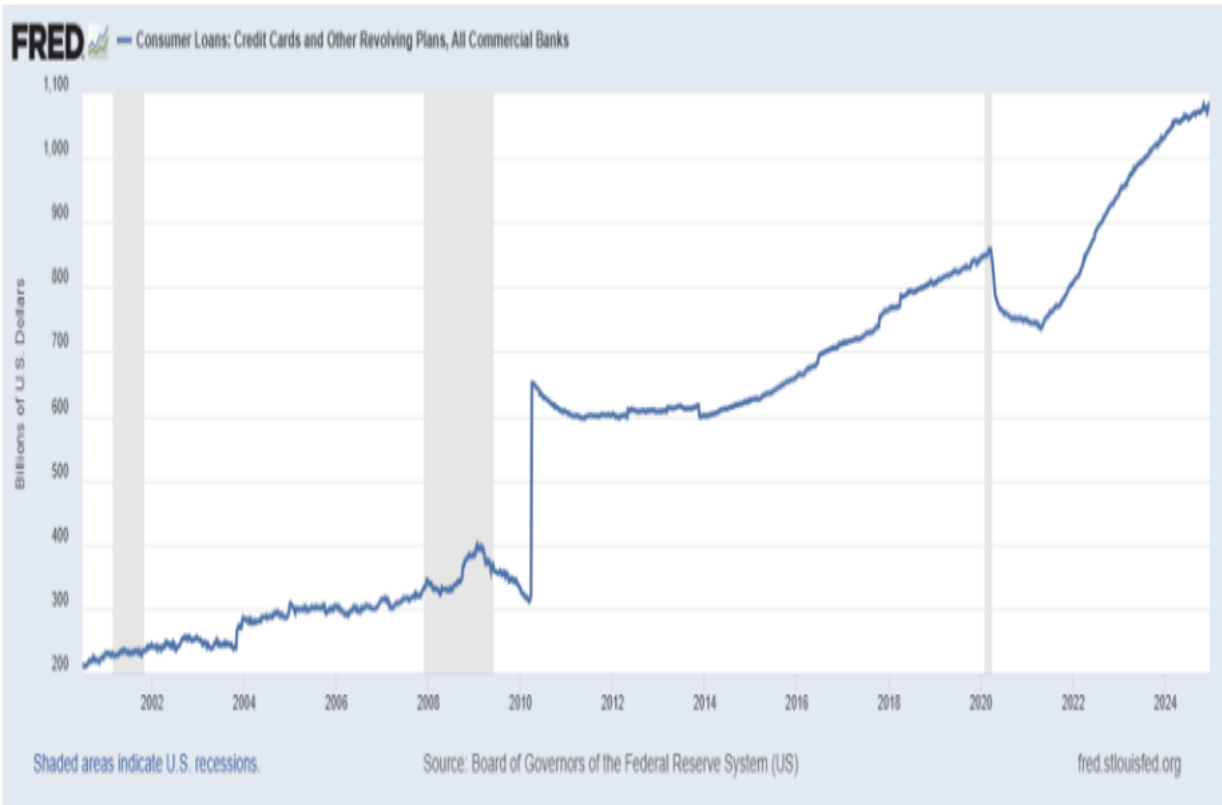
美国消费端变化

- 美国信用卡违约率创2010年以来新高，具体来看：
 - 小型银行的违约率远高于中大型银行；
 - 参考联储工作论文，按照邮政编码划分，最富裕10%地区的违约率远低于贫困地区。

图：贫富区域信用卡违约率



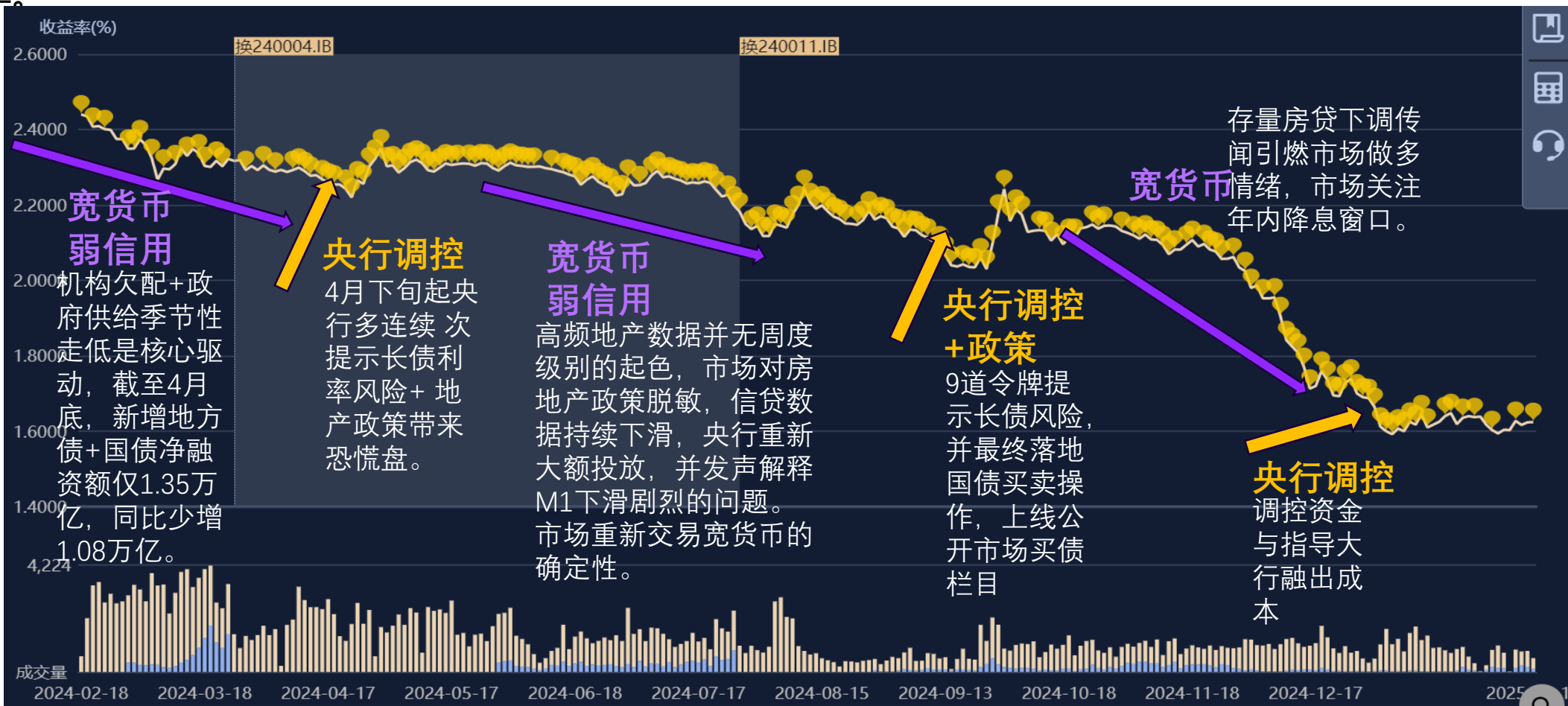
图：信用卡贷款数据



04 总结与展望

债

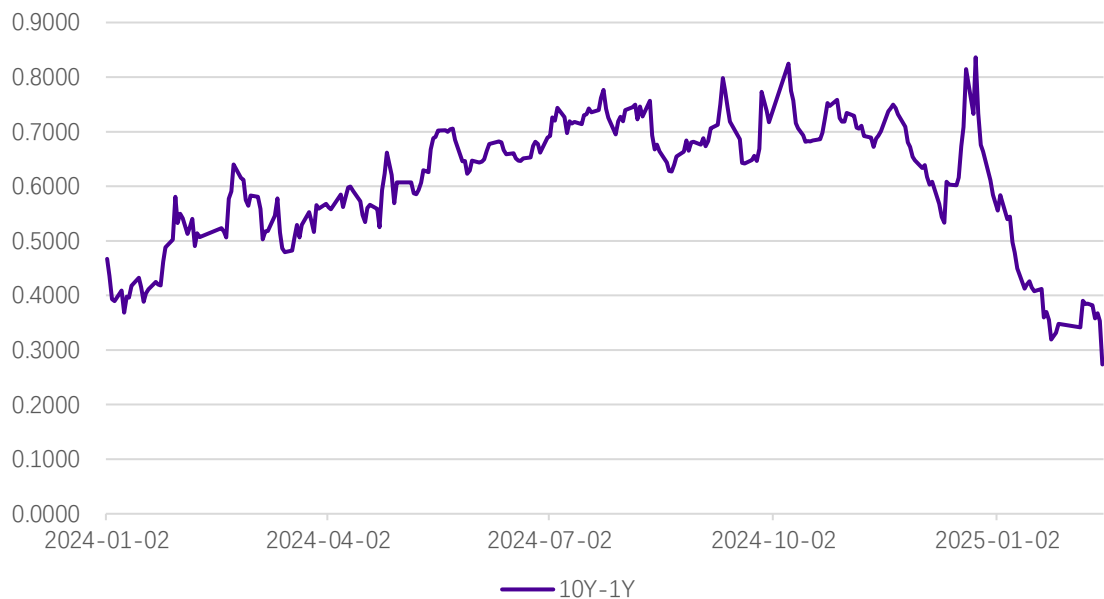
- 央行从2024年至今有过三轮下场干预债市的行为（出于正向收益率曲线诉求与遏制提前债市提前抢跑），十债每轮调整幅度在20bp范围内，且从三轮市场反馈来看，市场具备很快的学习能力。
- 换言之，24年以来债市三轮调整均有央行干预的身影，最终**宽货币+弱信用**的货币信用组合始终让市场再度向下交易国债利率。



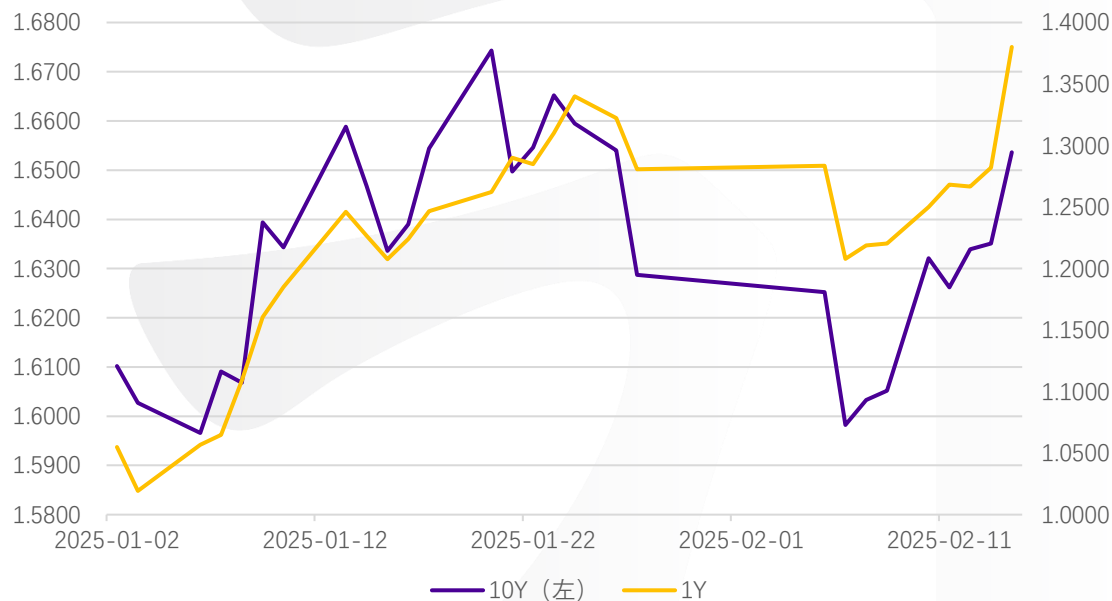
债

- 本轮央行调控以来短债与长债表现分化，期限利差压缩至20bps以下极端位置。短债定价与资金挂钩更相关，调整幅度接近40bps，长债定价经济预期与降息预期，从最低点仅小幅调整5.5bps。
- 机构行为近两年成为债市行情的放大器。
- **债市大逻辑依旧支撑债牛格局，降息周期未完，债市趋势不改；短周期来看我们认为本轮央行调控也已接近尾声。**

10Y-1Y期限利差



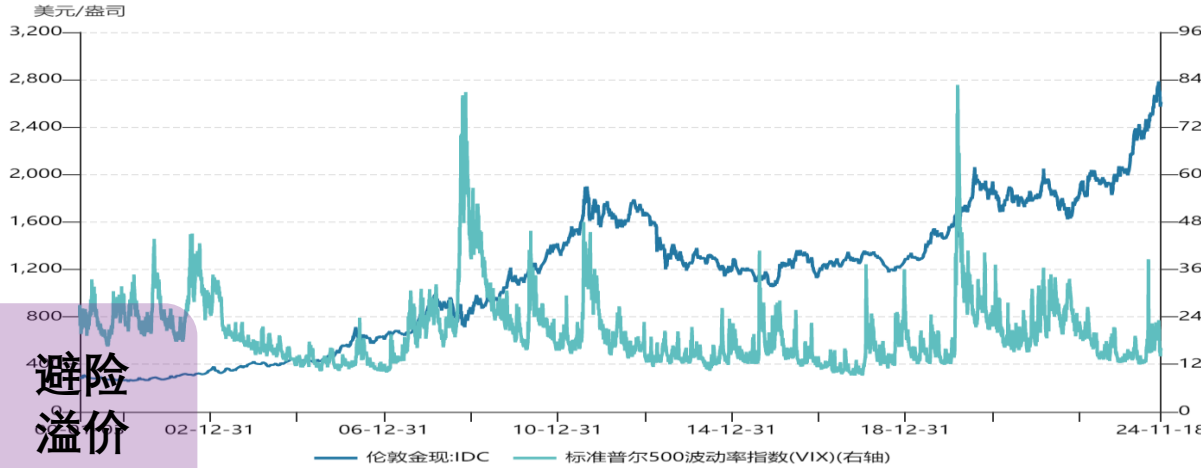
本轮资金调控以来10Y与1Y表现分化



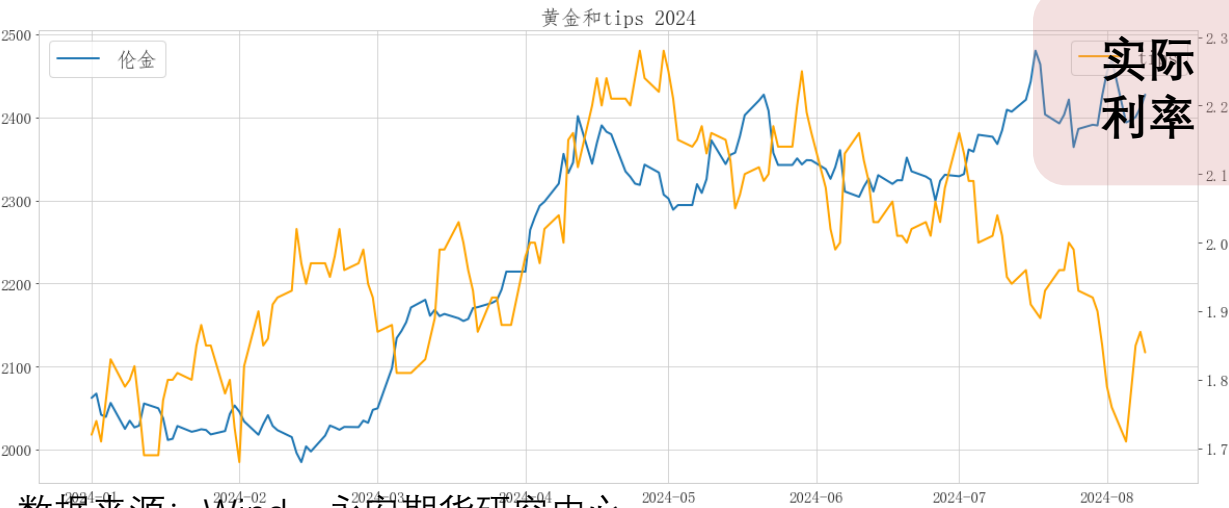
贵金属



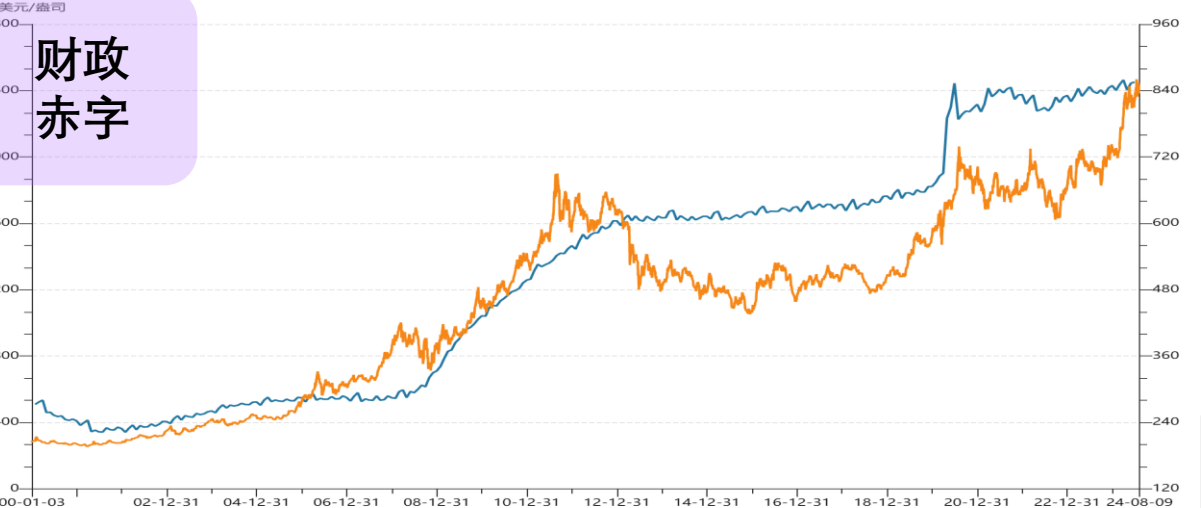
数据来源: Wind



数据来源: Wind



数据来源: Wind、永安期货研究中心



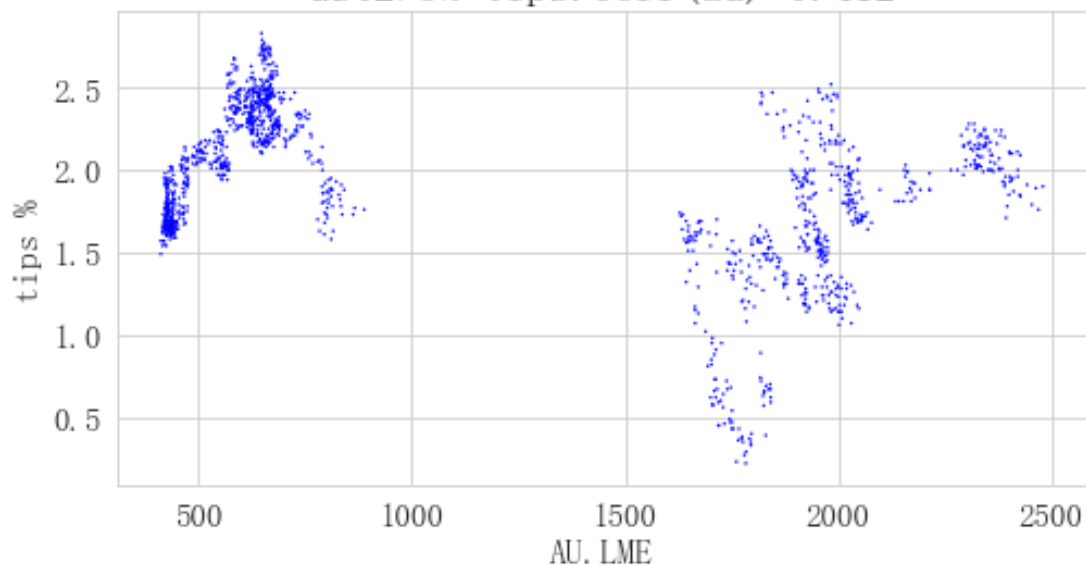
数据来源: Wind

黄金与实际利率的有效性

- 高利率环境之下，黄金和实际利率相关性明显走低，黄金对实际利率相对不敏感。
- 降息周期内黄金往往受益于货币财政双宽政策，金价偏向于正收益，尤其是低利率环境之下黄金吸引力大幅上升。但降息周期内经济危机带来的流动性枯竭带动黄金大幅回调。黄金被视为避险资产在经济金融不确定性加剧时往往买盘增加，衰退比软着陆对黄金更友好，但警惕流动性危机中黄金会短期失去避险属性，一同被抛售（2024.8日元套息、2020.1疫情、2008.9次贷）。

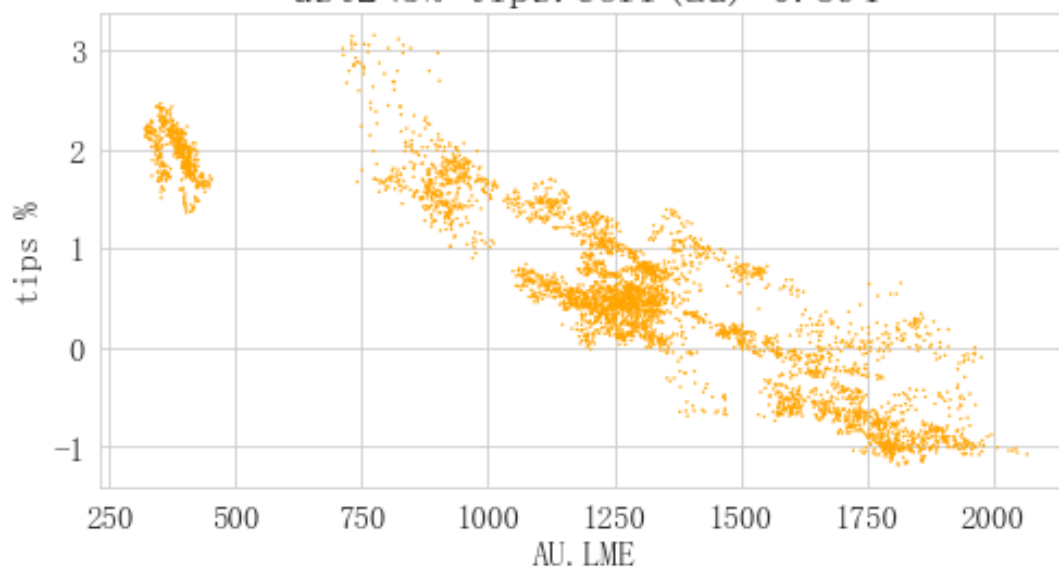
图：短债利率>3%时黄金与实际利率相关性

ust2>3% tips.corr(au) -0.412



图：短债利率<3%时黄金与实际利率相关性

ust2<3% tips.corr(au) -0.894



黄金供需平衡

图：黄金平衡

黄金季度平衡表	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24
供应											
矿山	839.37	889.70	949.05	946.71	853.00	899.70	937.30	954.60	859.10	906.97	989.84
生产商净套保	25.68	1.65	-26.81	-13.64	38.70	-15.70	23.80	23.00	-24.50	8.49	0.20
回收	295.92	285.20	268.32	290.70	311.20	324.00	290.10	313.50	348.50	336.44	322.97
总供给	1160.97	1176.55	1190.56	1223.77	1202.80	1207.90	1251.20	1291.10	1183.10	1251.90	1313.01
需求											
金饰	517.40	493.46	582.62	601.86	531.10	494.10	581.00	583.40	534.40	408.19	543.27
工业	81.06	78.33	77.29	72.07	72.80	72.80	77.30	82.20	80.50	80.25	82.98
投资	555.85	209.31	100.49	247.39	276.40	252.60	155.90	257.40	200.40	266.07	364.09
——金币金条	284.10	257.62	344.21	336.62	305.00	273.70	295.00	312.80	313.40	273.20	269.44
——ETF	271.75	-48.31	-243.72	-89.23	-28.61	-21.09	-139.11	-55.40	-133.00	-7.00	94.65
央行购金	82.44	158.57	458.77	382.10	286.20	173.60	359.40	211.10	299.90	202.00	186.20
总需求	1236.75	939.66	1219.18	1303.43	1143.75	988.57	1166.20	1149.83	1295.60	1222.71	1540.64
央行购金占比需求	7%	17%	38%	29%	25%	18%	31%	18%	23%	17%	12%

黄金需求的边际变化：

1. 投资需求（连续9个季度净流出转为净流入）：黄金ETF流入是推动投资需求增长的核心动力。
2. 实物需求（-6%）：受高金价影响，总体珠宝需求同比下滑，但印度市场逆势增长；金条和金币需求因高金价略有下降。
3. 央行需求（占比下滑至12%，表外购买）：净购买量显著减少，反映出高金价对官方储备需求的抑制。
4. 工业需求（非常稳定）：随着电子行业复苏，工业用金需求小幅增加，表现稳定。

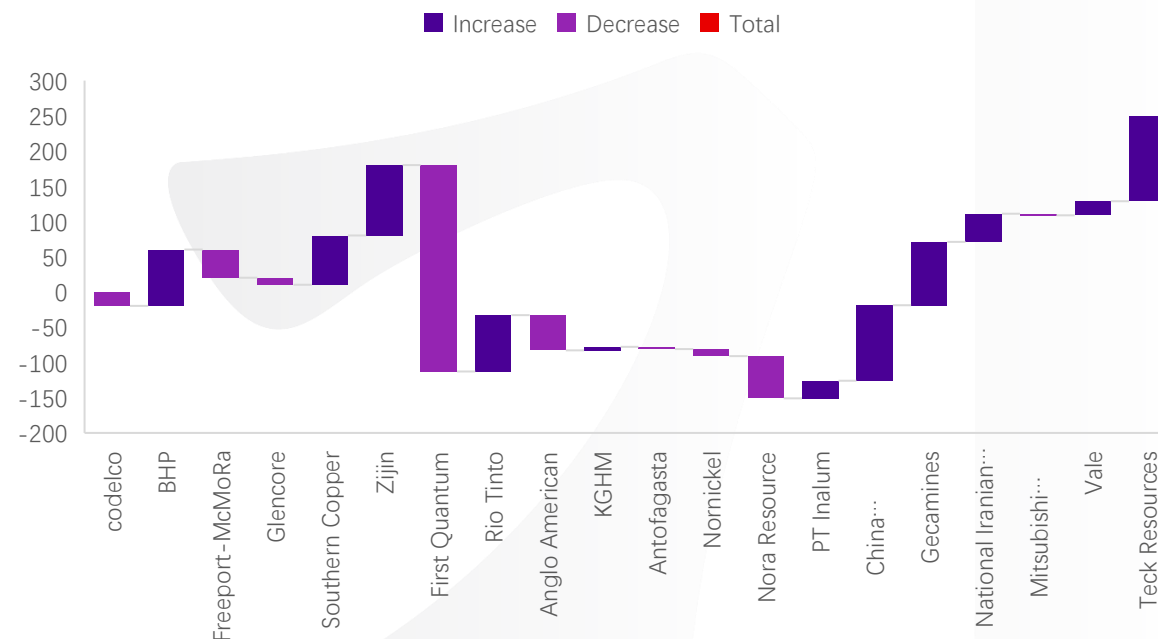
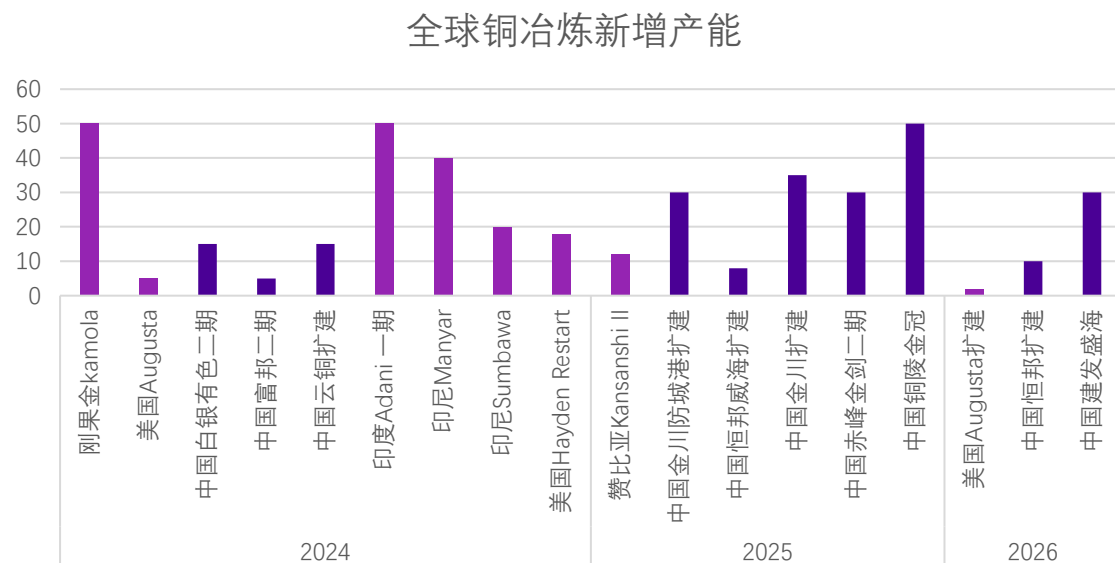
贵金属

- 短期来看，**贵金属软逼仓**和**现货紧张情绪**的**缓解**关注**远期曲线**倒挂能否回正。（截至周四收盘时**纽金现货**溢价回落至1美金，**纽银**溢价依旧**维持高位**。）
- 中长期来看，在黄金的宏大叙事**逻辑**没有被打破前，黄金整体依旧是**处于多头**叙事的框架下不轻言见顶。但是跳出宏大叙事**回归实际**利率的基本面，黄金的**走势**依旧和**降息预期**牢牢挂钩。今年在美**联储**降息**空间**目前看整体有限的情况之下，黄金**节中大涨**已经对**关税**带来的再通胀预期有较为充分的计价。
- 黄金的中长期叙事逻辑：
 - ①**央行购金**：前年到去年的以中国央行为首的持续购金买盘；
 - ②**地缘冲突**：这几年的地缘冲突、复杂国际政局不断带动避险情绪一直升温；
 - ③**财政赤字**：美国财政的赤字率高企带动的美元不可持续性。

铜产业矛盾集中于中上游

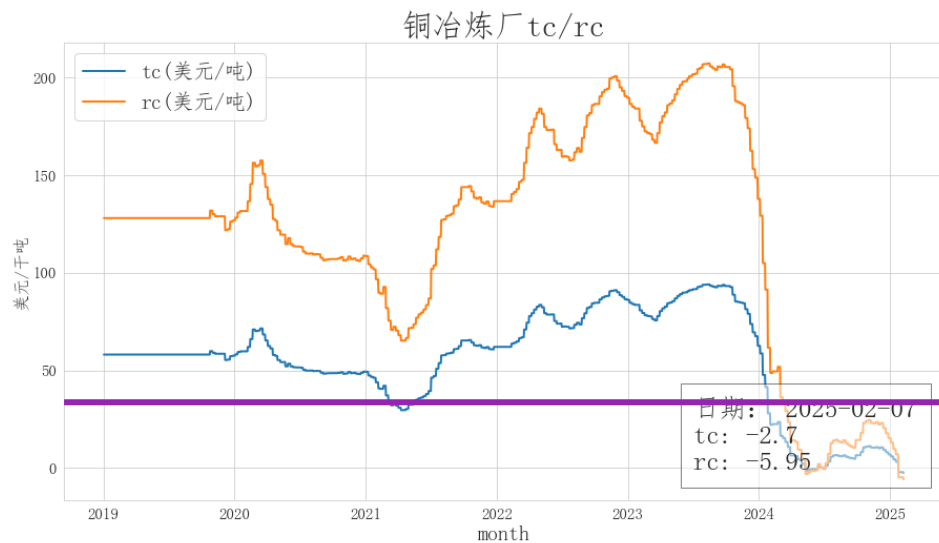
- 24年矿增量来自于大型、中型矿企，从目前年报公布扩产计划来看，24年为未来三年内项目增量最大的一年。从前20大铜矿产量预估来算，前20大铜矿24年整体增量27.6w吨，其中第一量子矿产量预计下行29.3w吨（Cobre巴拿马矿），洛钼矿增量10.7w吨（KFM、TFM），紫金矿增量10w吨（卡莫拉卡库拉、巨龙、黑龙江铜山）。
- 24年矿山端增量预期仅有31.5w吨，25年目前预期矿端增量64.5w吨。眼下存量项目扰动风险依旧很高，智利方面受制于矿山生命周期后半程开采品味下滑、治理问题以及极端干旱，低于Codelco2023年年报预期；秘鲁全年增量项目较少，存量矿山因社区问题以及天气等因素也有潜在风险。事件方面明年继续跟踪巴拿马Cobre矿的复产可能性（目前按照25年不复产推算）。

前20大铜矿2024年增量预期



冶炼亏损但供需整体平衡偏宽

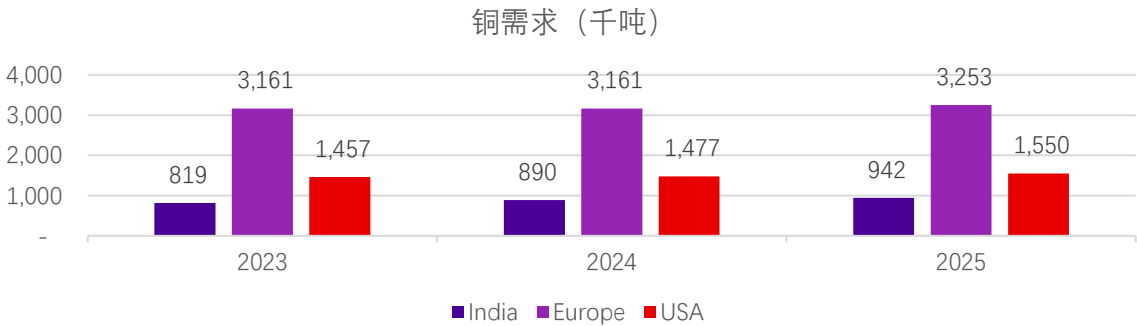
- 去年冶炼并未减产是因为长单TC费用敲定在80美金/吨，因而长单盈利有保障，可以覆盖零单的亏损。加之废铜在二季度对冶炼厂冶炼铜元素补充较为充分，因此冶炼厂并无实质性减产行为。
- 今年长单TC2025年签署在21.25美金/吨的水平，长单不赚钱且零单更低，关注投产与减产节奏的差异。



铜

- 铜精矿供应紧缺，矿企CAPEX不足、缺少优质绿地项目，25年矿紧缺延续，尤其是相较冶炼产能增速来看，矿紧格局延续，原料紧张格局进一步向冶炼端传到，更有可能看到实质性减产的应对措施。
- 铜基本面并无明显供需错配，眼下关税与宏观情绪占主导，后续关注淡季累库格局。
- 尽管有新能源与东南亚快速发展中的国家提供新需求，但目前铜供需前景无法与05-11年中国的需求爆发相提并论。铜依旧在全球宏观总量、全球新旧行业结构与中美高强度碰撞中矛盾前行。

图：海外部分国家耗铜



图：全球平衡

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
铜精矿供应	1731	1745	1798	1873	1903	1980
铜精矿需求	2022	2100	2136	2191	2244	2379
铜精矿平衡	-291	-355	-338	-318	-341	-399
精铜供应	2396	2470	2521	2565	2630	2718
精铜需求	2335	2474	2537	2575	2612	2702
精铜平衡	61	-4	-16	-10	18	16

谢谢
THANKS



免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我们对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。