



光期研究 见微知著

宏观形势及大类资产展望

2025年5月17日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

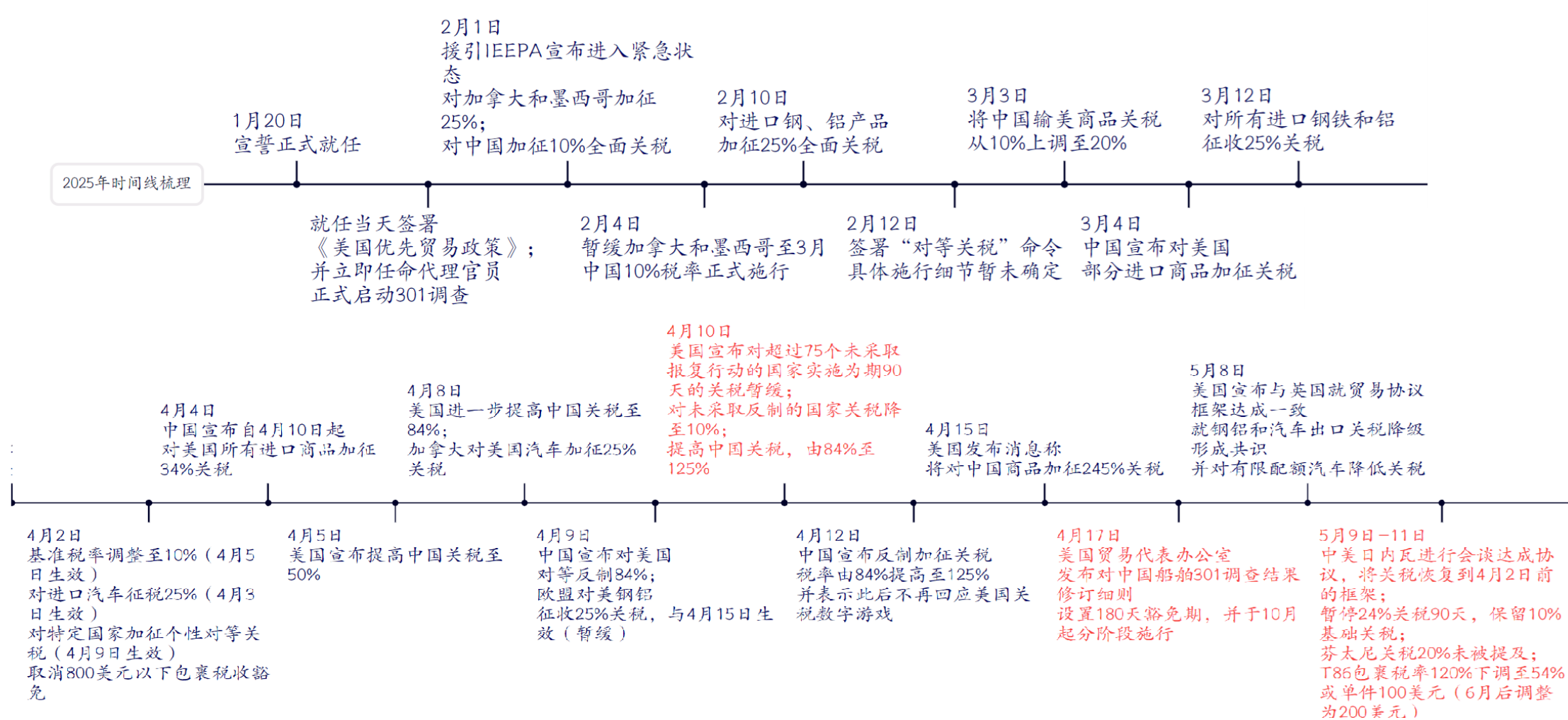
提 纲

一、对等关税如何演绎？

二、国内政策怎样应对？

三、资产配置有何机会？

一、对等关税如何演绎？



重构全球贸易体系三部曲《重构全球贸易体系用户指南》——斯蒂芬·米兰

图表：美国贸易政策的核心目标



资料来源：《重构全球贸易体系用户指南》——斯蒂芬·米兰，光大期货研究所

特朗普看似混乱动作的背后，是有理论指导的，这个理论基础就是《重组全球贸易体系的用户指南》。作为世界储备货币，美元被用来为石油或黄金等大宗商品定价，结算跨境交易，并在经济动荡期间提供“避风港”功能。全球都需要美元，因此美国政府债务和国债的需求量一直在增加。这赋予美国通过贸易逆差提供全球流动性的特权，但它带来了一系列相关的严重问题，例如经济内生动力不足、制造业空心化、美元估值被动升高以及长期债务问题。

对等关税是达成短期目标的手段之一

图表：对等关税规模、范围双双超预期

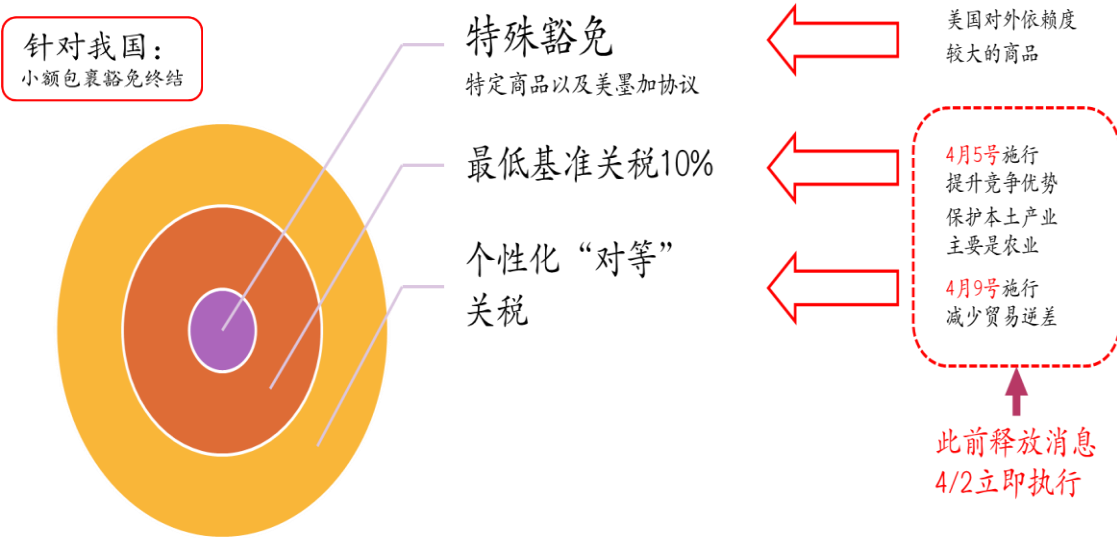
内容分类	具体内容
定义与内涵	对等关税的核心逻辑是“以牙还牙”，即美国根据贸易伙伴对其商品征收的关税水平，以及非贸易壁垒水平，对进口商品采取相同税率。
政策目标	旨在纠正不公平贸易、增加关税收入、强化谈判筹码，同时保护美国主权与经济安全。
关税结构	1. 调涨基准关税：对所有国家统一征收10%基础税率（豁免商品除外），覆盖价值约8.2万亿美元进口商品。 2. 预设个性关税：针对21个主要贸易伙伴实施差异化税率，如中国34%、日本24%、韩国25%、欧盟20%等。 3. 取消小额豁免：针对800美元以下的小额包裹取消关税豁免。 4. 加征汽车关税：对进口汽车加征25%关税。
豁免机制	1. 商品豁免：包括半导体、药品、木材等538类商品（占2024年总进口额12.7%）。 2. 区域豁免：美墨加协定框架下61%的加拿大商品、73%的墨西哥商品维持零关税。
实施时间	汽车关税和取消小额豁免分别于4月2日和3日生效；基准关税4月5日生效；对等关税4月9日生效。
法律工具	援引《国际紧急经济权力法》第1702条，以“国家安全受威胁”为由启动国家紧急状态。
影响范围	1. 国家层面：涵盖巴西、印度、欧盟、中国等多个主要贸易伙伴。 2. 商品层面：钢铁、铝、汽车等制造业产品成为重点征税对象，而半导体、药品等商品被列入豁免清单。

资料来源：公开新闻，光大期货研究所

对等关税大超市场预期主要体现在以下四点：1）所有贸易伙伴10%的基线关税，4月5日生效；2）针对21个主要贸易对手家政24%-49%不等个性化关税；3）取消800美元以下的小额包裹关税豁免；4）针对进口汽车加征25%关税。

“对等” 关税不对等

图表：对等关税针对性非常明确



资料来源：公开新闻，光大期货研究所

图表：美方声称的“基础税率+非关税壁垒”模式

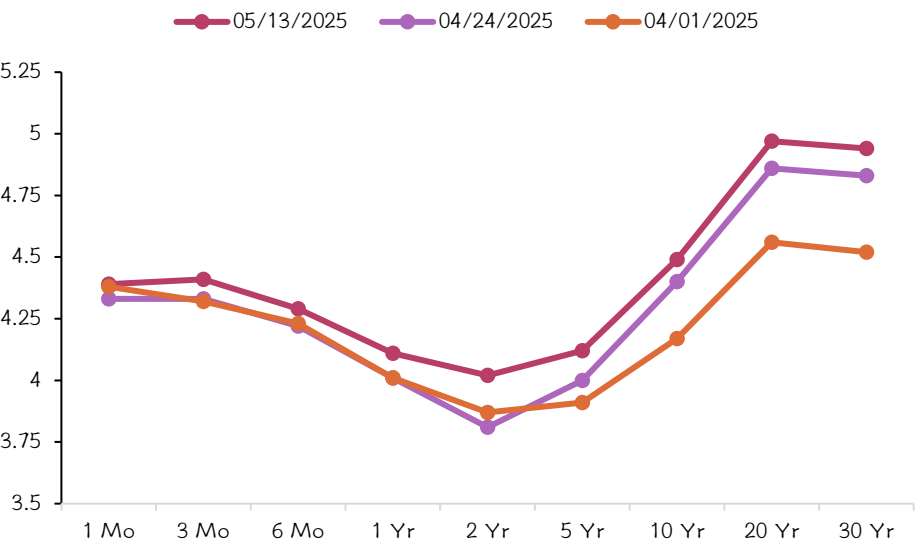


资料来源：公开新闻，光大期货研究所

对等关税不对等：此次关税设置的针对性非常明确，并且在考虑具体税率的时候，增加了对于非关税壁垒的考量，使得政策变得不可预期。同时，特朗普政府保留“修改权限”，可以根据贸易谈判的进展或全球经济形势的变化，随时调整关税水平，包括提高或降低关税，具有明显的“以税促谈”的特征。

关税影响：短期维度的美债信用危机初现

图表：美债短期收益率倒挂状态持续（%）



图表：鲍威尔坚持美联储独立性

时间线	特朗普施压美联储降息	鲍威尔回应
2025年4月17日	特朗普在社交媒体上发文，指责鲍威尔“总是太迟且犯错”，要求美联储立即降息，并称鲍威尔“越早走人越好”。	鲍威尔在芝加哥经济俱乐部发表讲话，指出政府的关税政策增加了经济的不确定性，美联储需要更多时间来评估其影响。
2025年4月4日	特朗普在“对等关税”宣布后两天称“现在是鲍威尔宣布降息的绝佳时机”，并指责鲍威尔行动迟缓。	无明确回应，但此前鲍威尔强调美联储将保持政策独立性，政策调整需基于经济数据。
2025年3月24日	特朗普在内阁会议上表示，物价和能源价格下行，希望美联储降息	无明确回应，但此前鲍威尔强调美联储将保持政策独立性，政策调整需基于经济数据。
2025年3月19日	特朗普在社交媒体上发文称“美联储最好还是降息”，因为美国关税影响开始逐渐渗透到经济中。	鲍威尔在芝加哥大学布斯商学院发表讲话，表示美联储应保持谨慎，现阶段无需急于调整政策利率。
2025年3月8日	无明确施压事件。	鲍威尔在讲话中提到，尽管存在不确定性，美国经济仍处于良好状态，就业市场稳健，通胀接近目标，美联储无需急于调整利率。
2025年2月26日	特朗普团队提及希望利率下降，但未明确要求美联储降息。	鲍威尔在国会听证会上表示，鉴于经济韧性，美联储不需要急于下调利率。

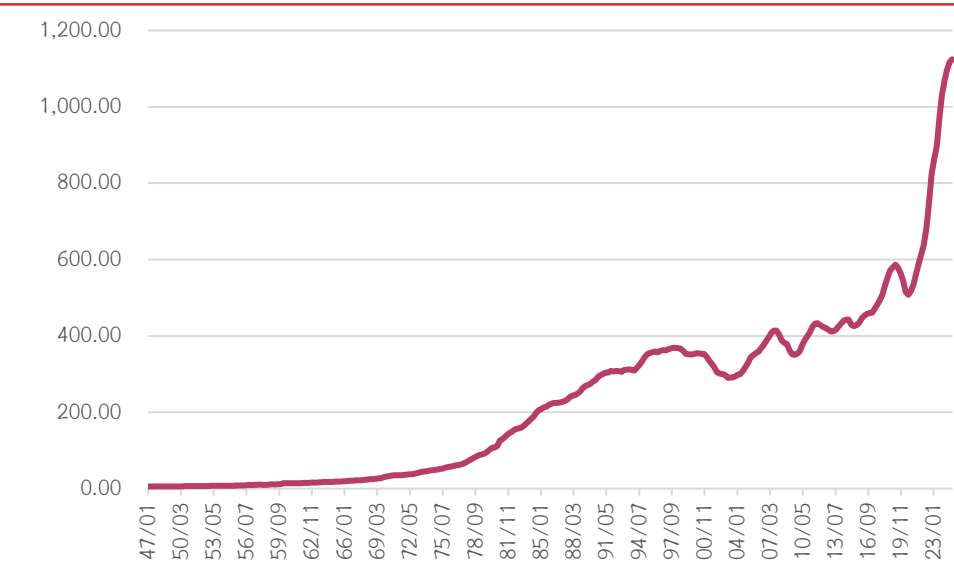
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

资料来源：公开新闻，光大期货研究所

美联储5月会议第三次保持利率区间不变，本次会议声明新增“经济前景的不确定性进一步增加”的表述，但仍肯定了在关税不确定性的影响下，尽管美国近期软硬数据分化，经济活动继续以稳健的速度扩张。美联储现在处于观望的有利位置，不必着急采取行动，进一步观望高失业率和更高通胀的风险有多大，并且会后鲍威尔强调六月降息的门槛仍然偏高，CME定价显示6月不降息概率升至80%以上。美债短期收益率倒挂状态短期内难以逆转。

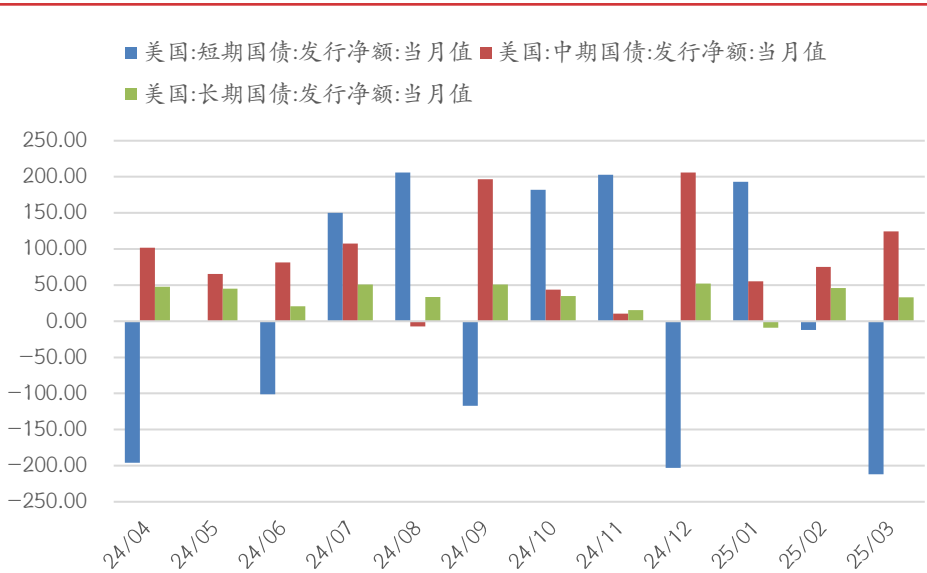
美国利息支出攀升，融资结构依赖短债

图表：2024年美债利息支出预估超1.1万亿（单位：十亿美元）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：近期的美国政府运行高度依赖短债融资（单位：十亿美元）



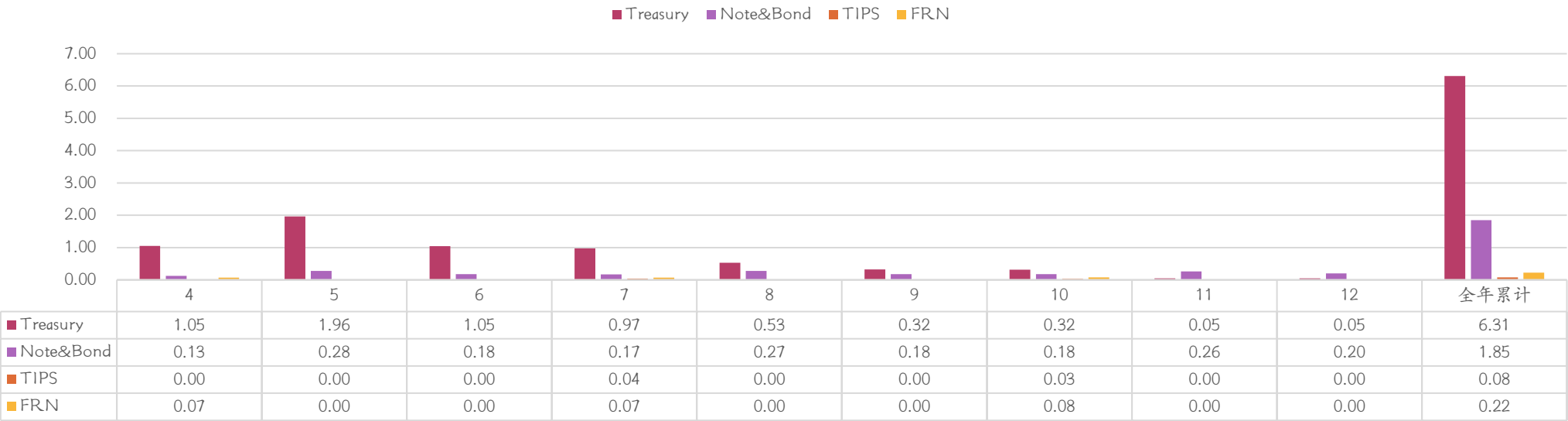
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

持续的高利率环境使美债利息支出攀升，2024财年利息支出约为1.1万亿，今年保守估计将超过1.5万亿美元，这使得美国政府融资能力大大受限。并且2025财年预算仍未达成一致，短期支出法案仅确保可使用短期融资手段维持美国政府正常运作。

但这一方式在近期存在明显的风险：一方面，高利率下实际融资能力下降；另一方面，短期债务即将面临集中到期压力。

美债供需失衡、债务规模逼近上限

图表：美债年内集中到期压力巨大（单位：万亿美元）

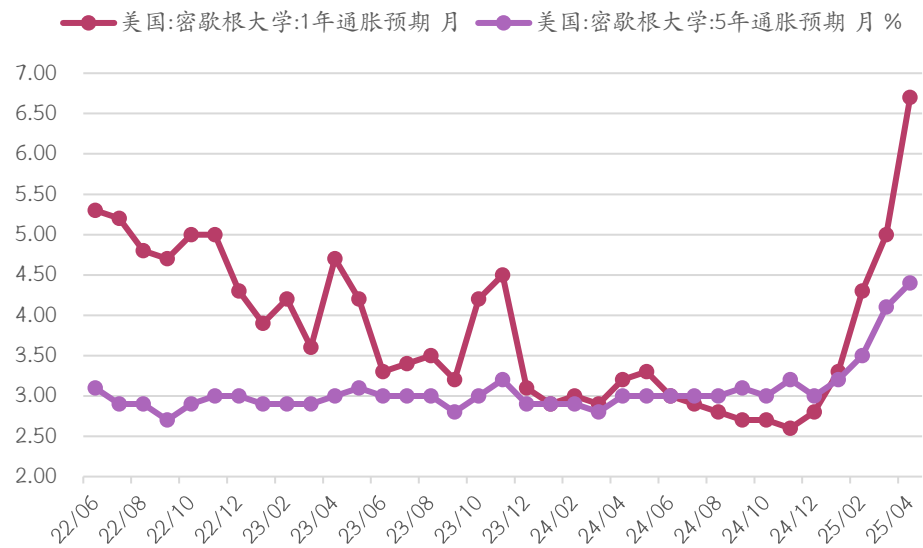


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

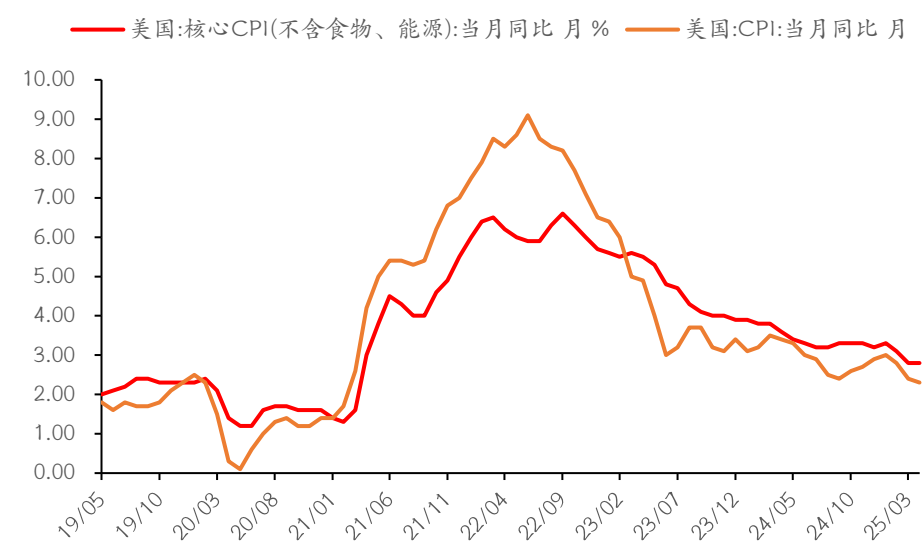
美债供需失衡、债务规模逼近上限（余额约2000万亿美元），使得近期美债市场陷入动荡，引发美元信用危机。美国财政部数据显示，年内即将到期的一年期以下短期债务（treasury）、中长期国债（note&bond）、抗通胀债券（TIPS）和浮动利率债券（FRN）分别有6.31万亿、1.85万亿、800亿和2200亿美元。并且从到期结构来看，4-6月将是美债到期置换的最大压力时刻。

关税影响：短期维度的消费与投资信心衰退

图表：居民调查反映出短期与中期通胀预估均大幅飙升（%）



图表：关税通胀影响存在滞后性（单位：%）



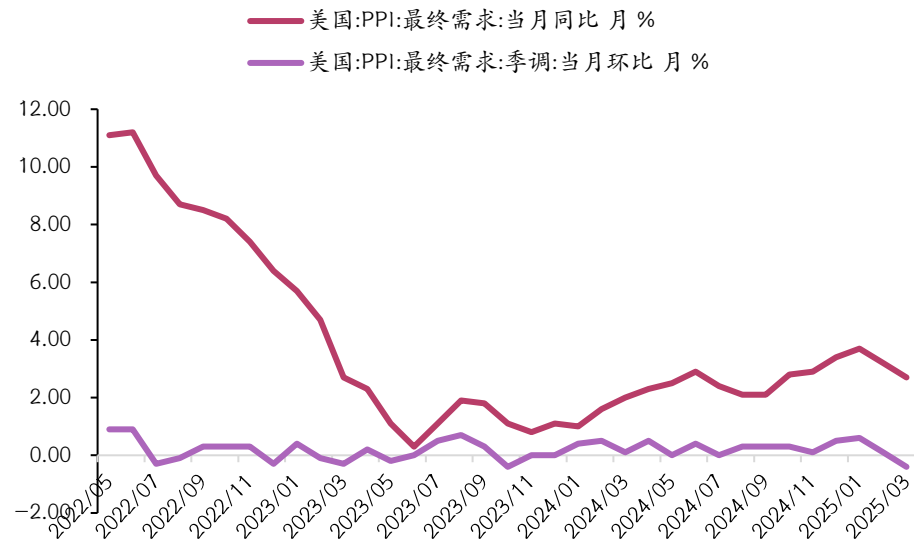
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

总的来看，虽然CPI环比并未大幅反弹，但这可能是因为短期内企业可能更多得在消化现有库存，或通过保税仓形式来暂时绕过关税，避免价格的大幅提升。随着零售商库存逐步耗尽，补库需求必然会带来价格上行压力。另外，虽然在90天的缓和期可能意味着价格上涨仍会比较温和，但居民端对于通胀的预期仍然偏高或继续抑制居民消费与投资信心，关税对于价格的影响仍会在5月或者6月数据中逐步显现出来。

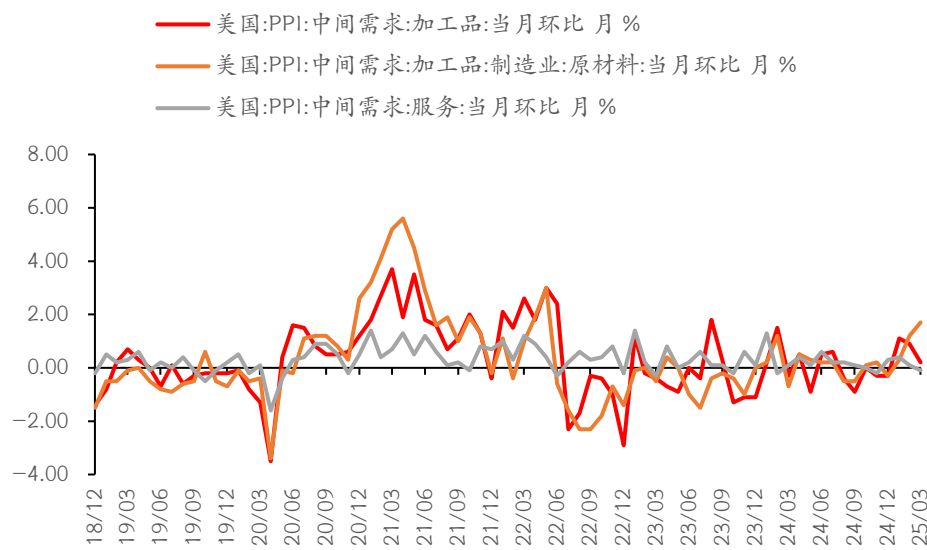
制造业投入成本难以转嫁终端消费

图表：能源价格下跌成最大推手（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：关税或继续加重投入成本（单位：%）

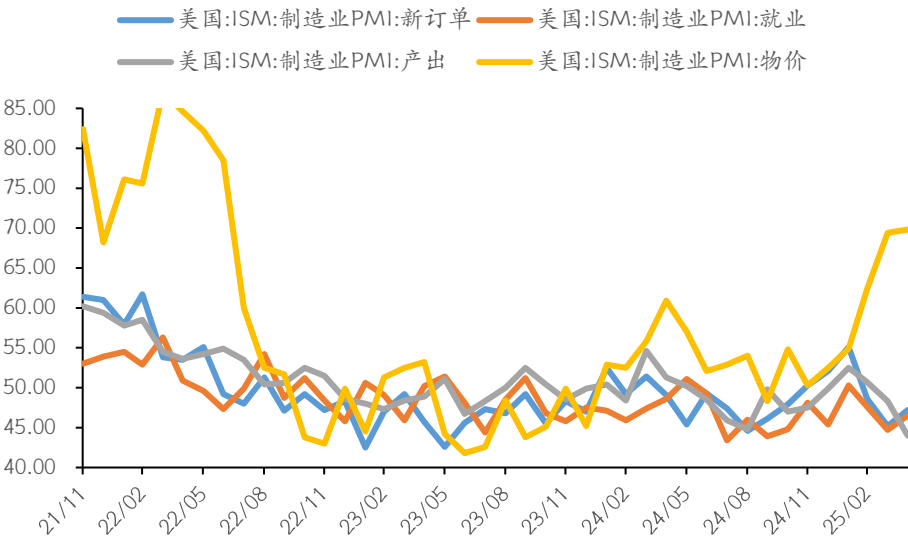


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

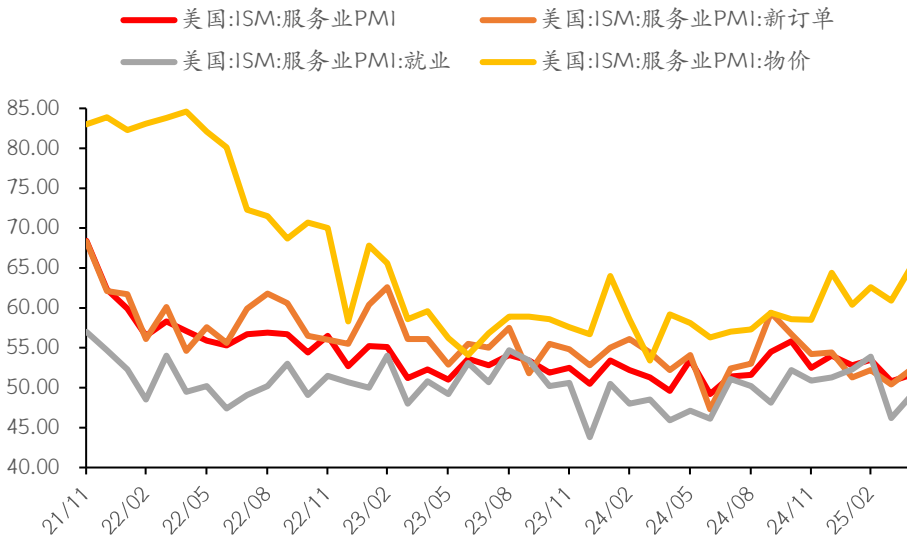
美国3月PPI环比下降0.4%，创下自2023年10月以来最大跌幅，主要受能源成本下降的影响。这使得PPI的同比增幅降至2.7%，创下自2024年9月以来的新低。PPI服务价格环比也下降了0.2%，或表明美国服务业利润也正面临越来越大的压力，并且价格压力难以转嫁终端消费。

制造业与服务业的短期压力正在累积

图表：美国制造业将面临需求不足、成本上升（%）



图表：服务业商业信心不足与物价上行（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

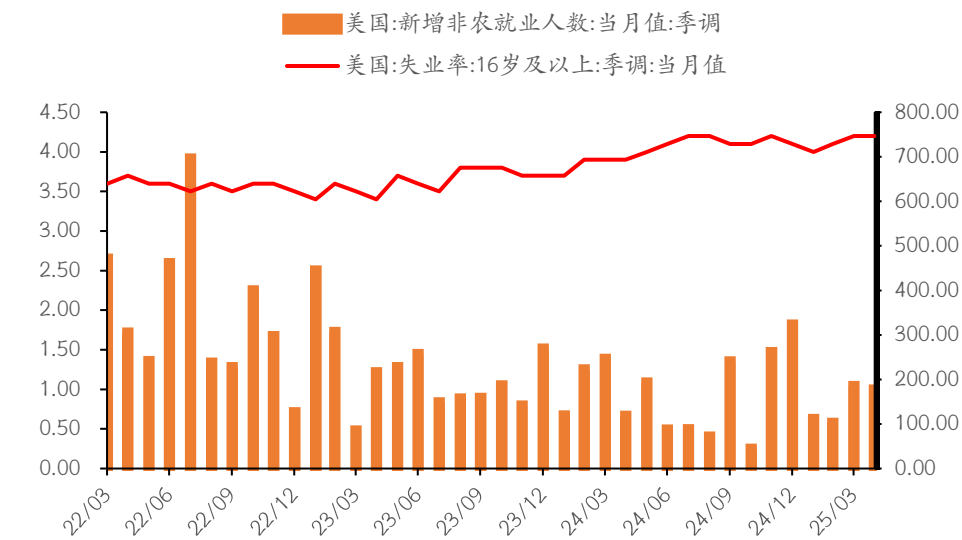
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

高频数据显示制造业与服务业表现出一定韧性，但短期压力正在累积。美国4月ISM制造业PMI数据反映出需求不足、成本上升以及政策不确定性等多重挑战，经济前景也面临着关税不确定性所带来的风险。

服务业PMI仍处于扩张区间，但前景不太乐观。原因是就业指数大幅下降，以及国内和国际订单放缓。尽管商业活动保持相对弹性，但整体情况不那么令人鼓舞，商业信心与物价上行的进一步恶化可能严重拖累该行业。

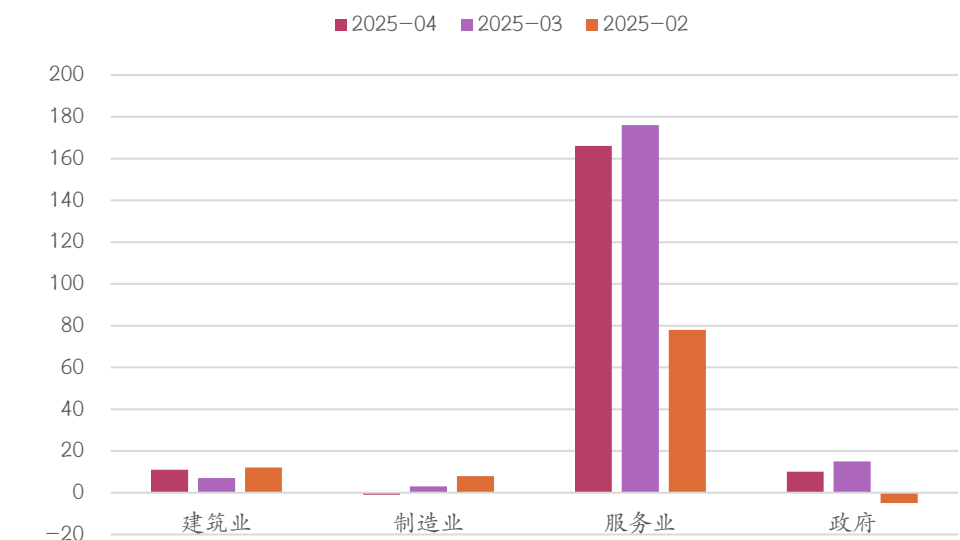
劳动力市场仍具有较强的韧性

图表：美国非农就业超预期增长（%，千人）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：服务业就业大幅增加（千人）

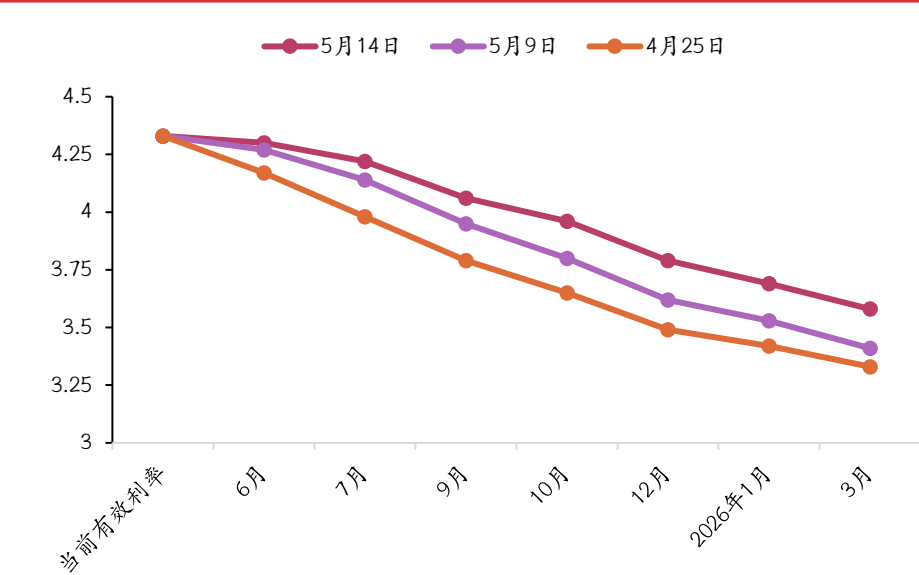


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

美国4月非农就业人数大超预期，增加了17.7万人，失业率保持在4.2%不变，这表明整体劳动力市场仍具有较强的韧性。同时，美国4月劳动参与率小幅上升至62.6%，这一上升可能意味着劳动力市场的信心有所增强，更多人愿意寻找工作或重新进入职场，尤其是服务业就业大幅增加是过去两个月美国就业增长的最主要贡献项。

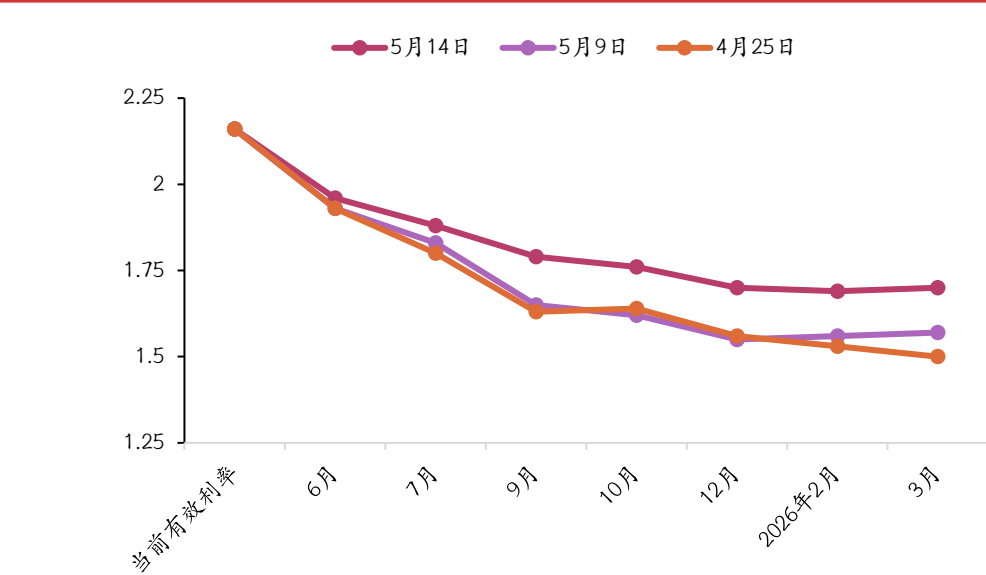
欧美央行降息路径

图表：美联储利率预期（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：欧央行利率预期（%）



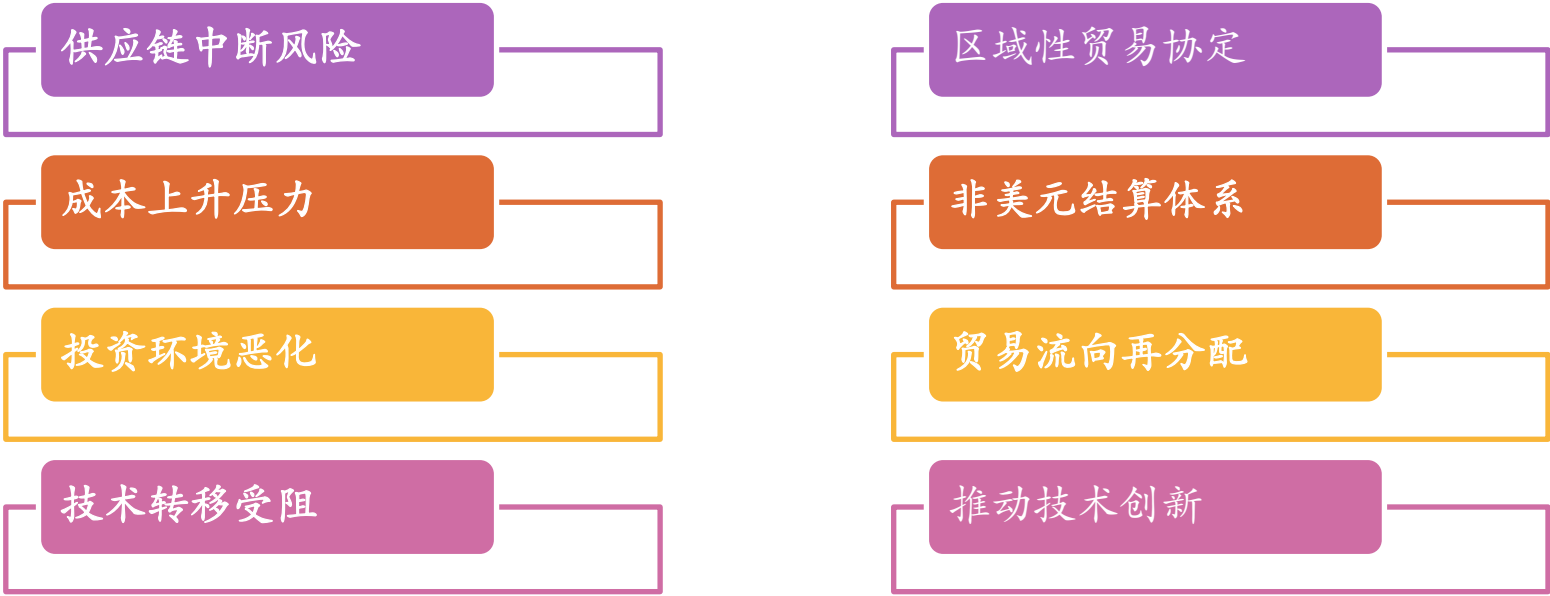
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

虽然4月通胀降温有利于未来降息，但美联储继续保持观望态度以便更清晰地了解关税对通胀和整体经济产生的后续影响，在经济数据并未出现明显衰退迹象前，美联储大概率维持按兵不动来应对通胀上行风险。CME数据显示美联储年内降息押注已回落至2次（此前为3-4次），6月不降息概率升至80%以上，并且首次降息的时间点可能会在9月；2026年也仅有两次降息机会，上下半年各一次。

欧洲方面，分析师下调欧元区通胀预期，大家更为担心的是关税所带来的经济衰退压力，市场认为欧央行有必要加码宽松货币政策抗衰退，年内可能再降息两次。

关税影响：中长期维度的挑战与机遇

图表：机遇与挑战



资料来源：公开新闻，光大期货

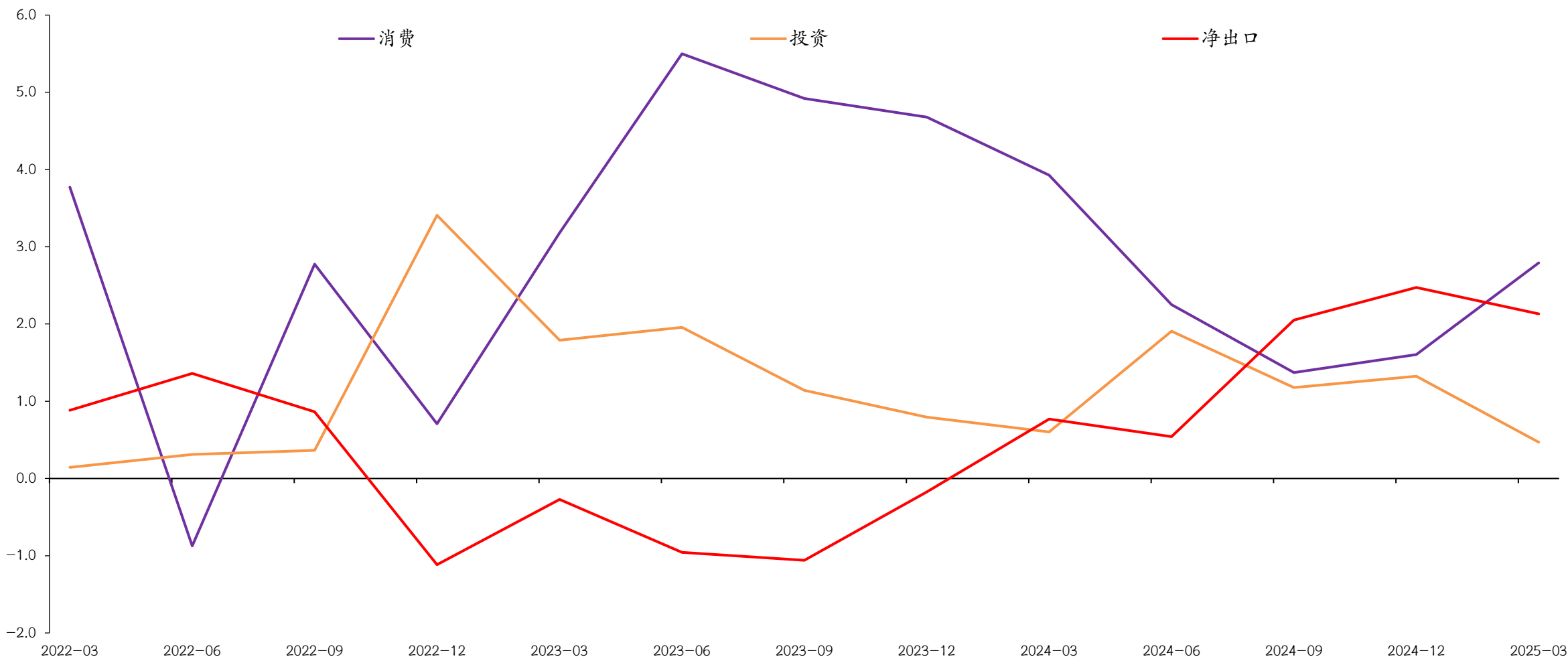
对等关税不仅标志着特朗普2.0时代贸易战的全面升级，也引发了全球供应链震荡和经贸格局的深度调整。但美国与多边贸易的主动脱钩，也可能带来新的机遇，可能促成新的区域性贸易协定的成立、构建非美元结算体系、贸易流向的再分配以及技术创新与跨境投资的再融合。

二、国内政策怎样应对？

	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2E
GDP	4.6	5.4	5.4	5.0
工业增加值	5.8	5.8	6.5	5.6
社零	3.3	3.5	4.6	7.0
固定资产投资	3.4	3.2	4.2	4.3
制造业投资	9.2	9.2	9.1	8.0
基建投资	4.1	4.4	5.8	4.0
房地产投资	-10.1	-10.6	-9.9	-7.0
出口	4.5	5.9	5.8	1.0
CPI	0.3	0.2	-0.1	0.4
PPI	-2.0	-2.2	-2.5	-1.4
社融	8.0	8.0	8.4	8.2
人民币信贷	7.8	7.2	7.4	7.0

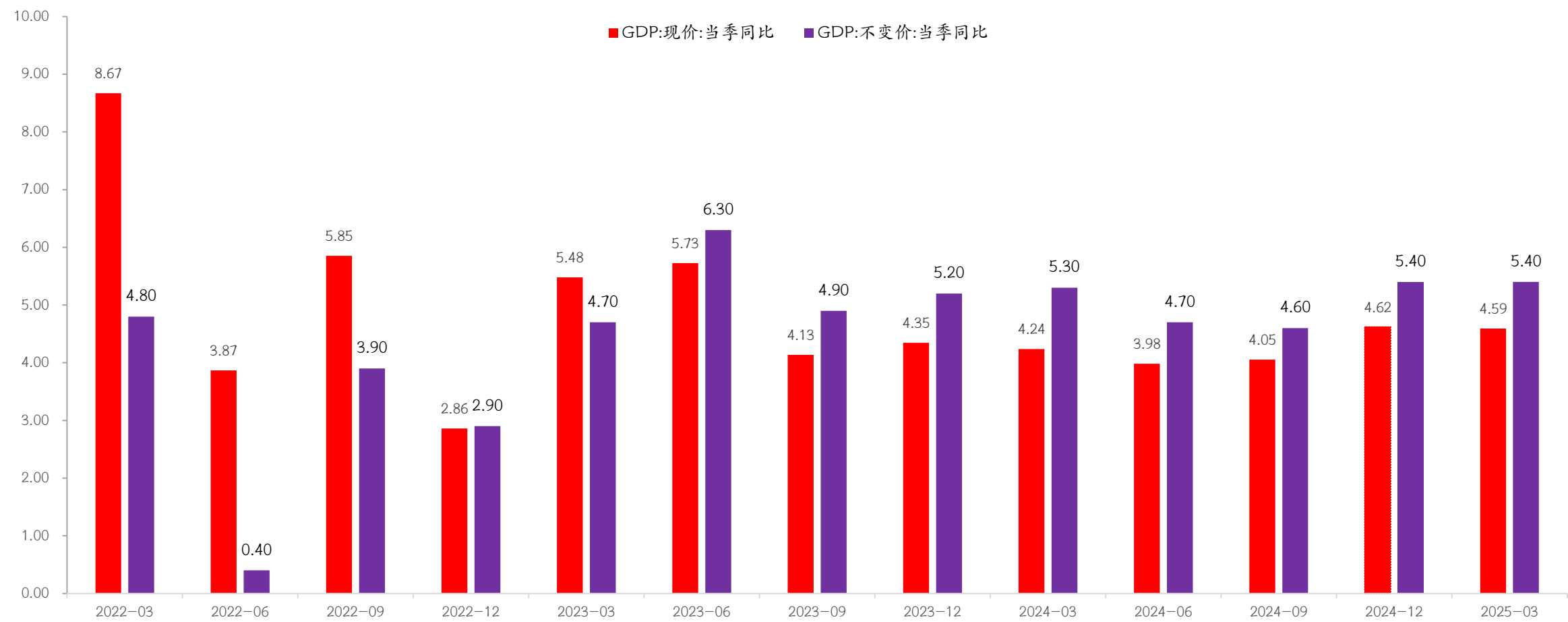
资料来源：Wind，光大期货研究所

挑战1：外部不确定性加大



资料来源：Wind，光大期货研究所

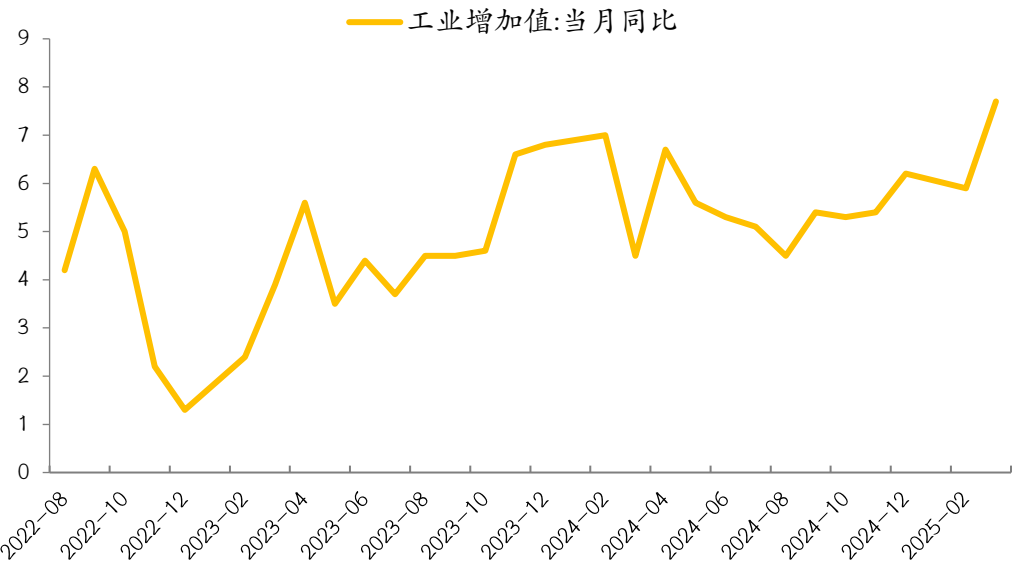
挑战2：需求不足问题依然存在



资料来源：Wind，光大期货研究所

生产：规模以上工业增加值增幅持续提升

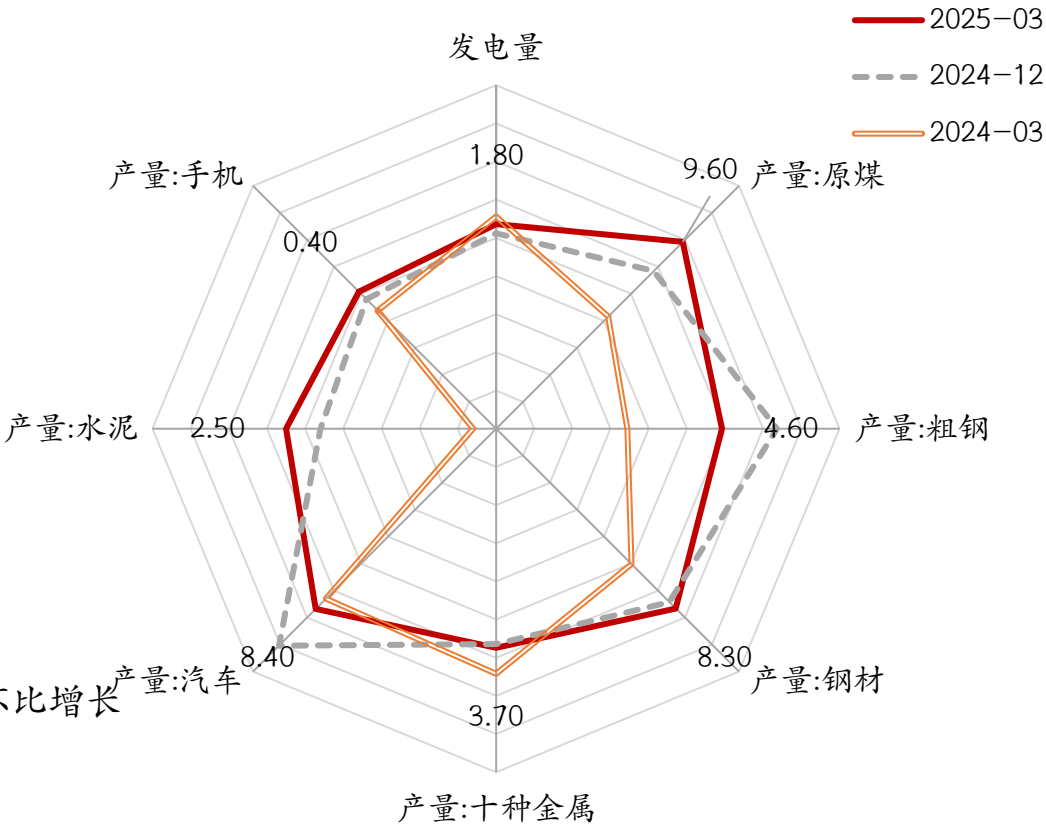
图表：工业增加值当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

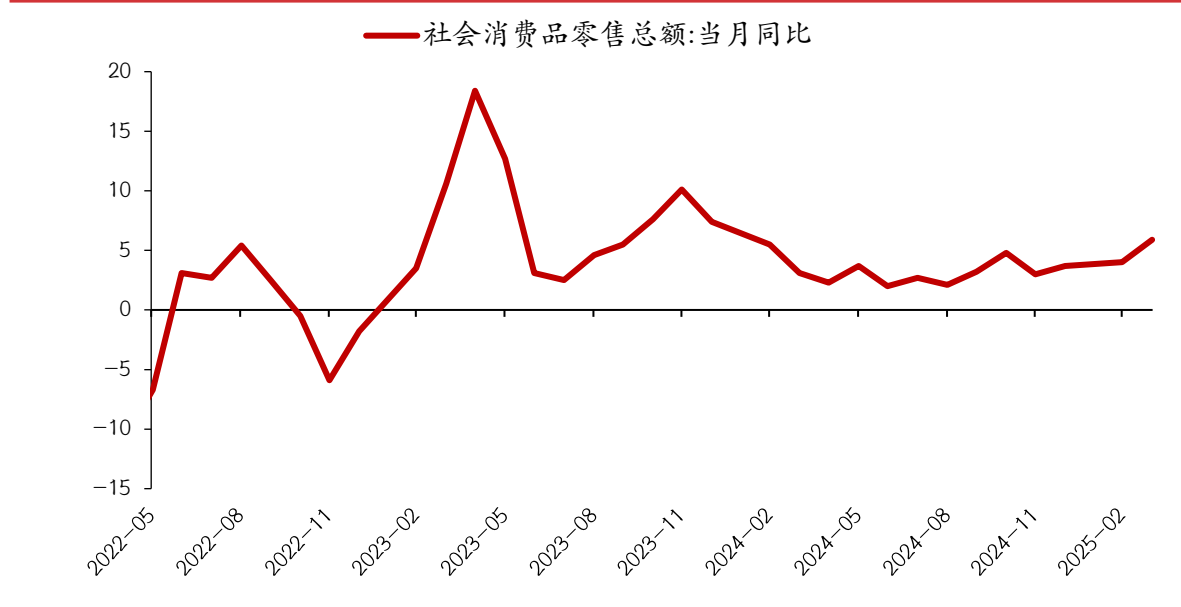
3月份，规模以上工业增加值同比增长7.7%，比1-2月份加快1.8个百分点；环比增长0.44%。分产品来看，原煤、钢材、水泥同比增速均高于去年同期水平。

图表：主要工业品产量当月同比增速（单位：%）



消费：“以旧换新”效果持续显现

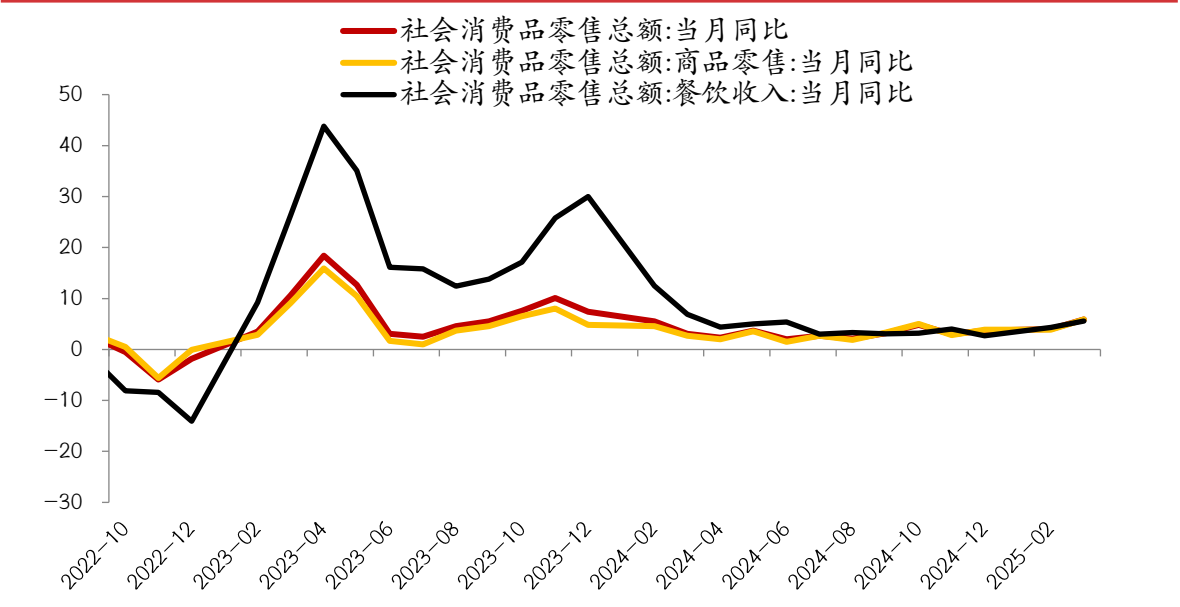
图表：社零当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

3月份社会消费品零售总额同比增长5.9%，比1-2月份加快1.9个百分点。

图表：社零分项当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

消费：“以旧换新”效果持续显现

图表：社零分项同比增速（单位：%）

	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03
粮油、食品类	13.80	11.50	9.90	10.10	10.10	11.10	10.10	9.90	10.80	9.30	8.50	11.00
饮料类	4.40	-2.60	-8.50	-4.30	-0.90	-0.70	2.70	6.10	1.70	6.50	6.40	5.80
烟酒类	8.50	5.50	10.40	-3.10	-0.10	-0.70	3.10	-0.10	5.20	7.70	8.40	9.40
服装鞋帽针纺织品类	3.60	3.30	-0.30	-4.50	8.00	-0.40	-1.60	-5.20	-1.90	4.40	-2.00	3.80
化妆品类	1.10	4.40	0.80	-26.40	40.10	-4.50	-6.10	-6.10	-14.60	18.70	-2.70	2.20
金银珠宝类	10.60	5.40	-1.00	-5.90	-2.70	-7.80	-12.00	-10.40	-3.70	-11.00	-0.10	3.20
日用品类	8.80	5.70	6.30	1.30	8.50	3.00	1.30	2.10	0.30	7.70	4.40	3.50
家用电器和音像器材类	35.10	10.90	39.30	22.20	39.20	20.50	3.40	-2.40	-7.60	12.90	4.50	5.80
中西药品类	1.40	2.50	-0.90	-2.70	1.40	5.40	4.30	5.80	4.50	4.30	7.80	5.90
文化办公用品类	21.50	21.80	9.10	-5.90	18.00	10.00	-1.90	-2.40	-8.50	4.30	-4.40	-6.60
家具类	29.50	11.70	8.80	10.50	7.40	0.40	-3.70	-1.10	1.10	4.80	1.20	0.20
通讯器材类	28.60	26.20	14.00	-7.70	14.40	12.30	14.80	12.70	2.90	16.60	13.30	7.20
石油及制品类	-1.90	0.90	-2.80	-7.10	-6.60	-4.40	-0.40	1.60	4.60	5.10	1.60	3.50
建筑及装潢材料类	-0.10	0.10	0.80	2.90	-5.80	-6.60	-6.70	-2.10	-4.40	-4.50	-4.50	2.80
汽车类	5.50	-4.40	0.50	6.60	3.70	0.40	-7.30	-4.90	-6.20	-4.40	-5.60	-3.70

资料来源：Wind，光大期货研究所

消费品以旧换新政策继续显效，限额以上单位通讯器材类、文化办公用品类、家具类、家用电器和音像器材类商品零售额分别增长28.6%、21.5%、29.5%、35.1%。

汽车零售额同比增长5.5%，据中汽协，3月乘用车销量246.8万辆，同比增长10.4%。近几个月社零汽车类销售额增速明显低于乘用车销量同比增速，主要由于报废更新、置换补贴政策启动影响，叠加车企价格战，价格下降的幅度抵消了量的增长。

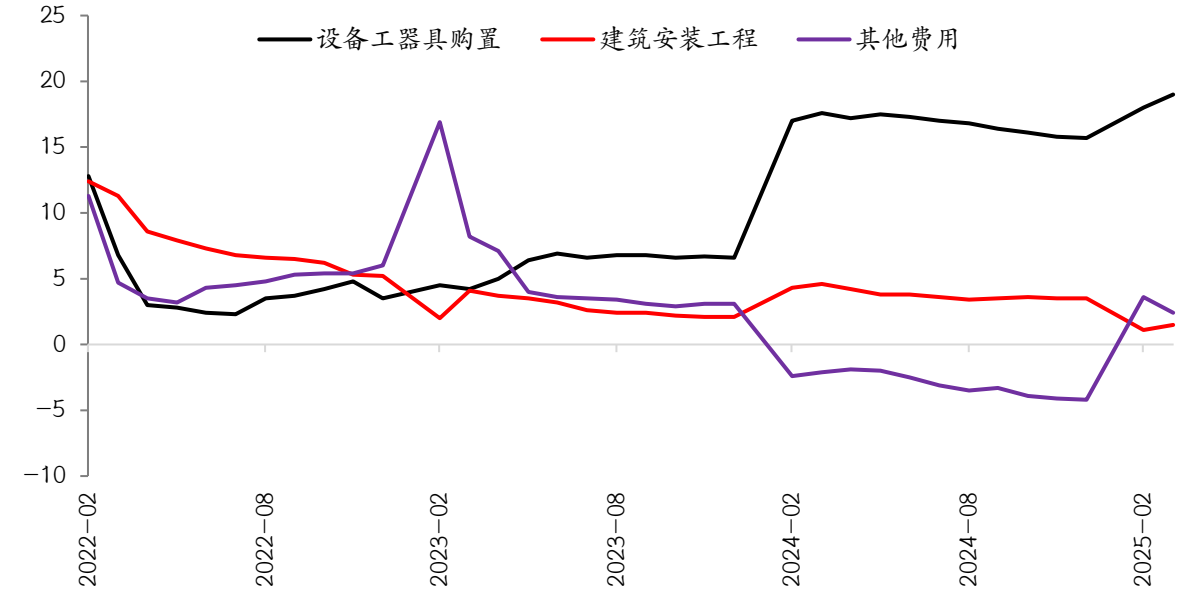
投资：固定资产投资保持韧性

图表：固定资产投资完成额同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

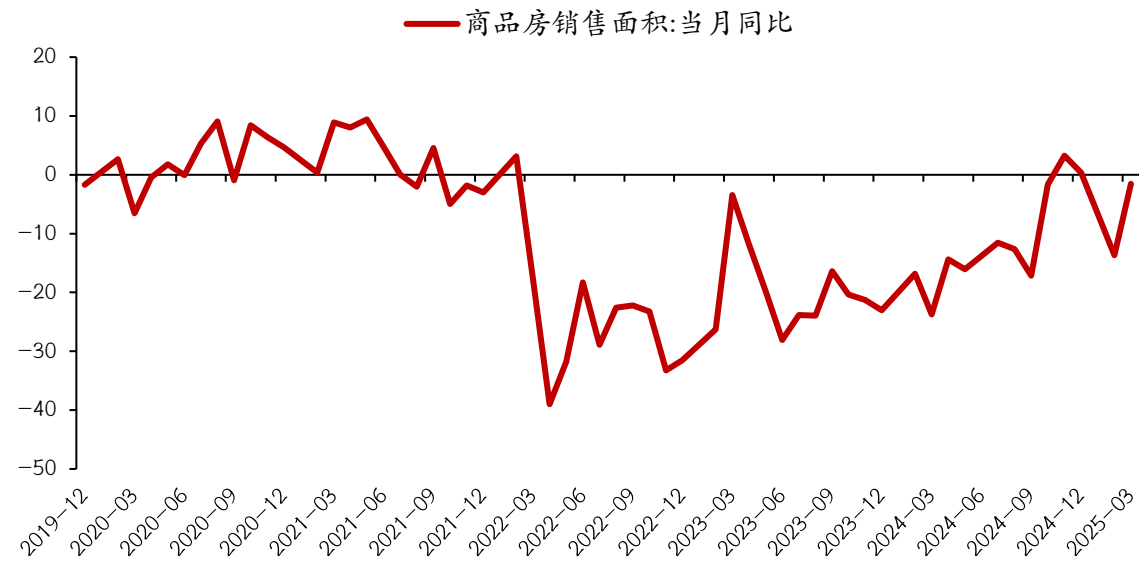
图表：固定资产投资完成额分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

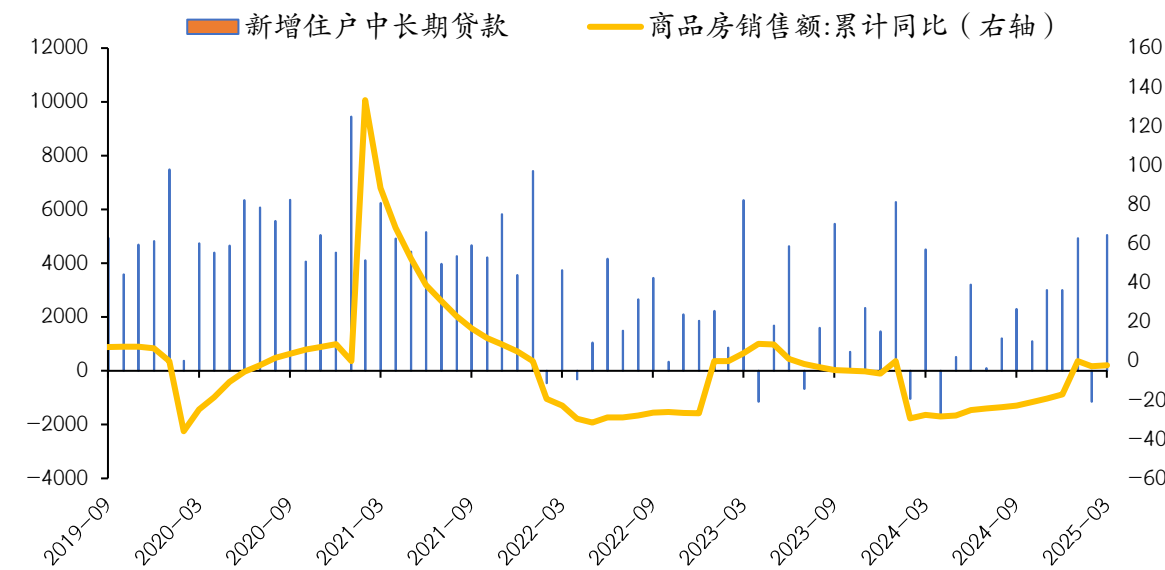
投资：商品房销售降幅收窄

图表：商品房销售面积当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：商品房销售额和新增住户中长期贷款（单位：亿元，%）

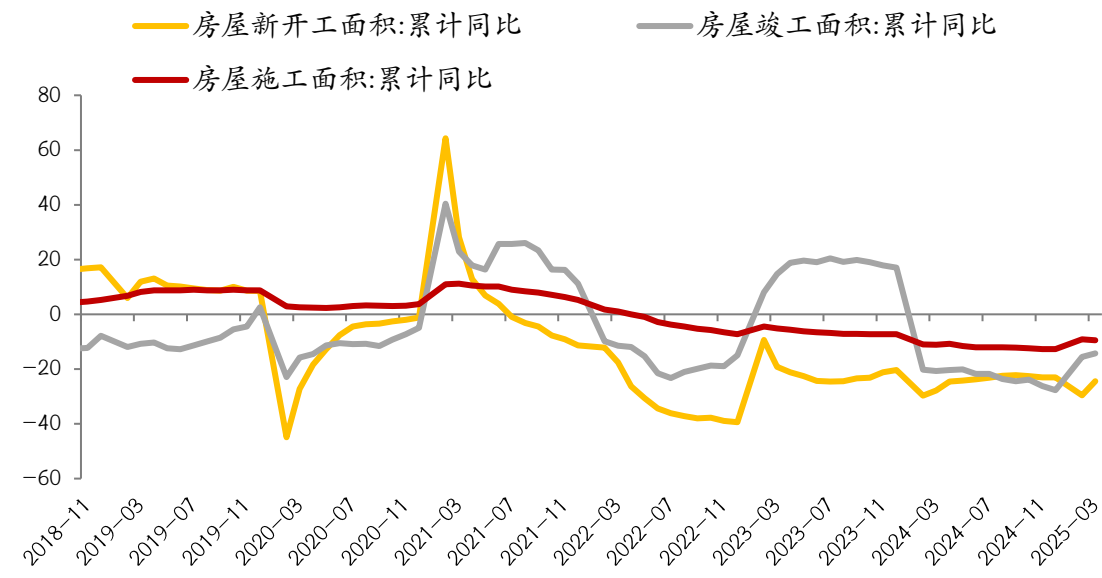


资料来源：Wind，光大期货研究所

3月商品房销售面积同比下降1.5%，降幅比1-2月收窄12.2个百分点。从去年四季度一系列政策的加码下，市场成交量底部的中枢逐渐上移，量价均有所修复。

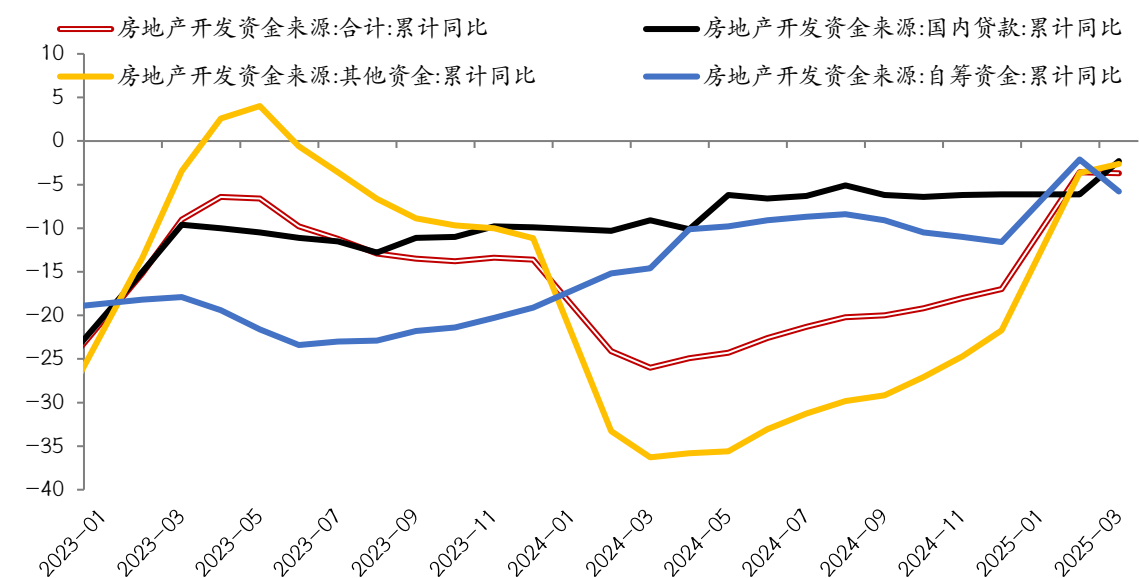
投资：新开工和竣工跌幅收窄

图表：房地产投资分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：房地产开发投资完成额同比（单位：%）

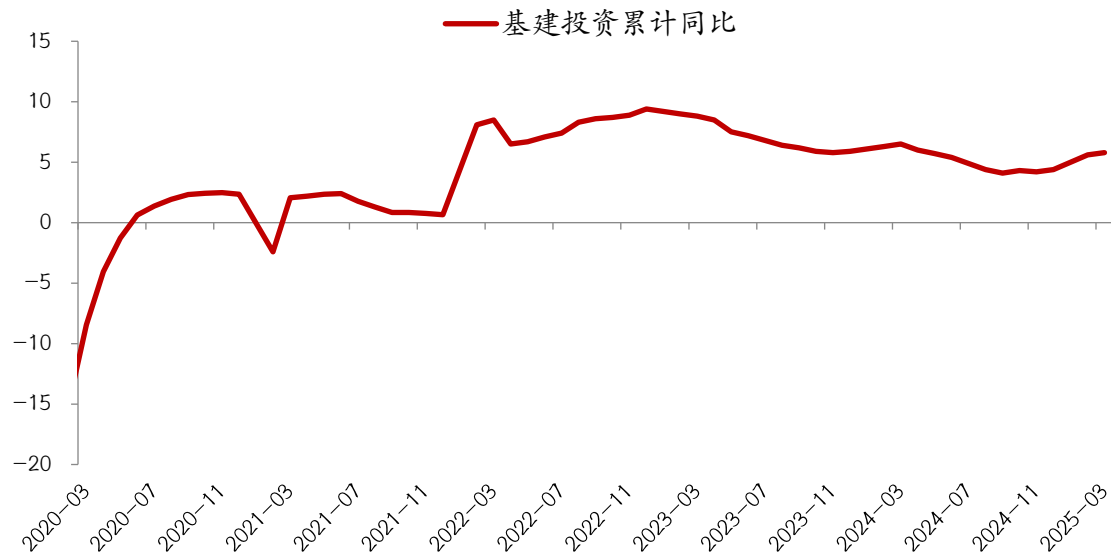


资料来源：Wind，光大期货研究所

房地产分项来看，1-3月新开工/施工/竣工同比分别为-24%/-9%/-14%，施工跌幅略微扩大，新开工和竣工跌幅收窄。房地产改善的传导路径是销售端-资金端-投资端，目前销售端和资金端有明显回暖，投资端主要改善施工和竣工，新开工仍需政策进一步放松提振房企预期。

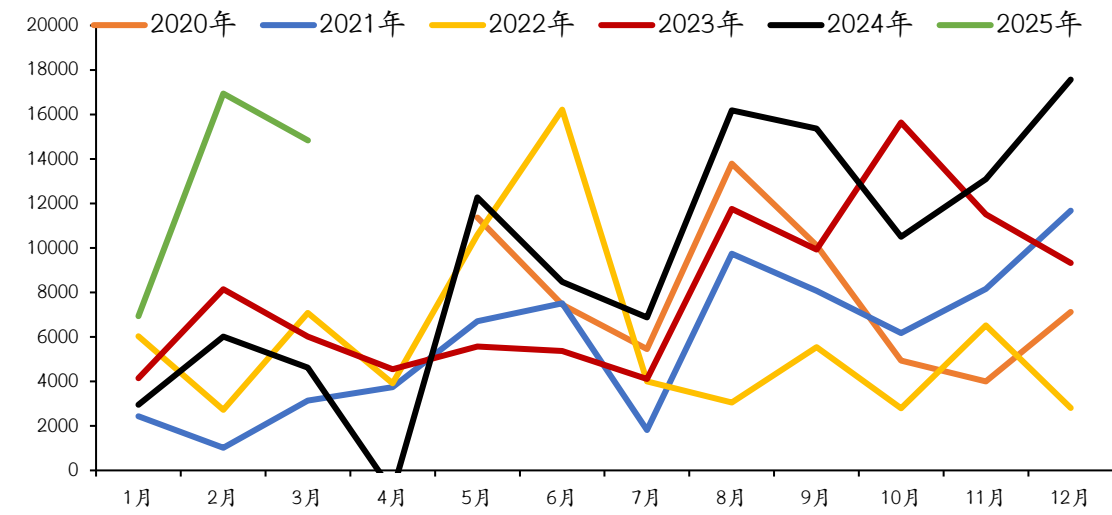
投资：基建投资保持韧性

图表：基建投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

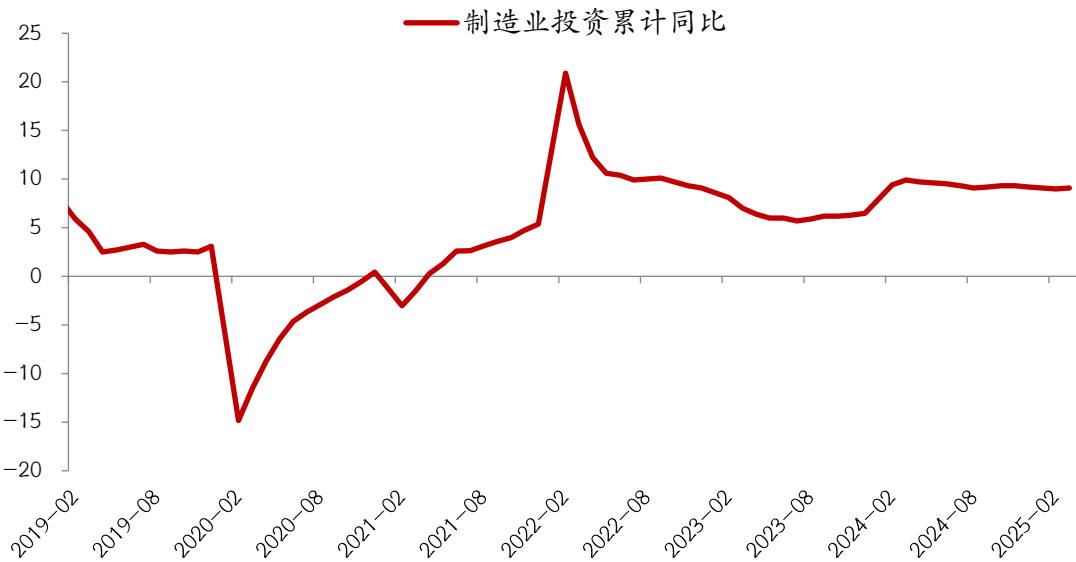
图表：政府债券发行（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

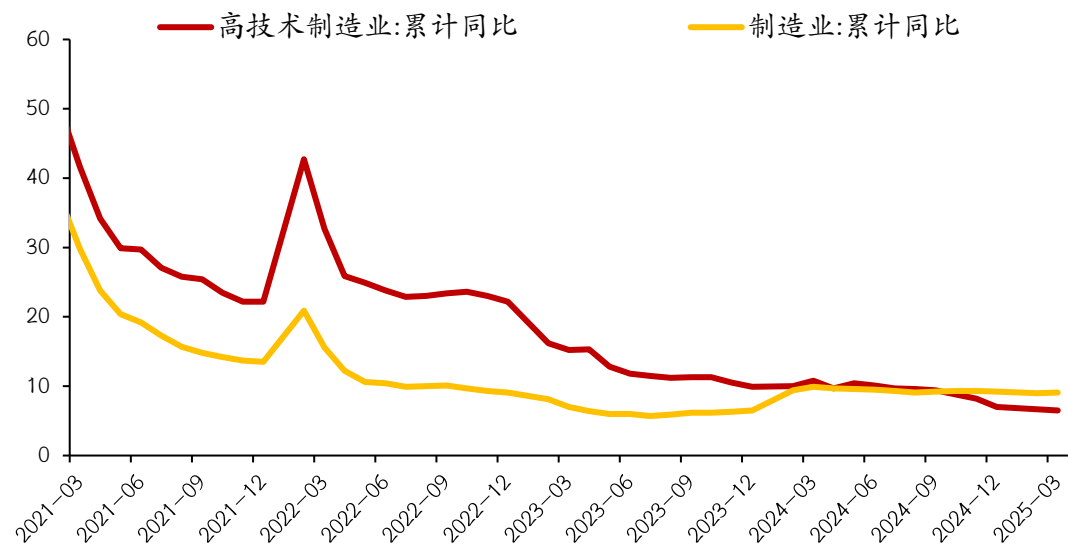
投资：制造业投资增速保持高位

图表：制造业投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：高技术制造业和制造业投资同比（单位：%）

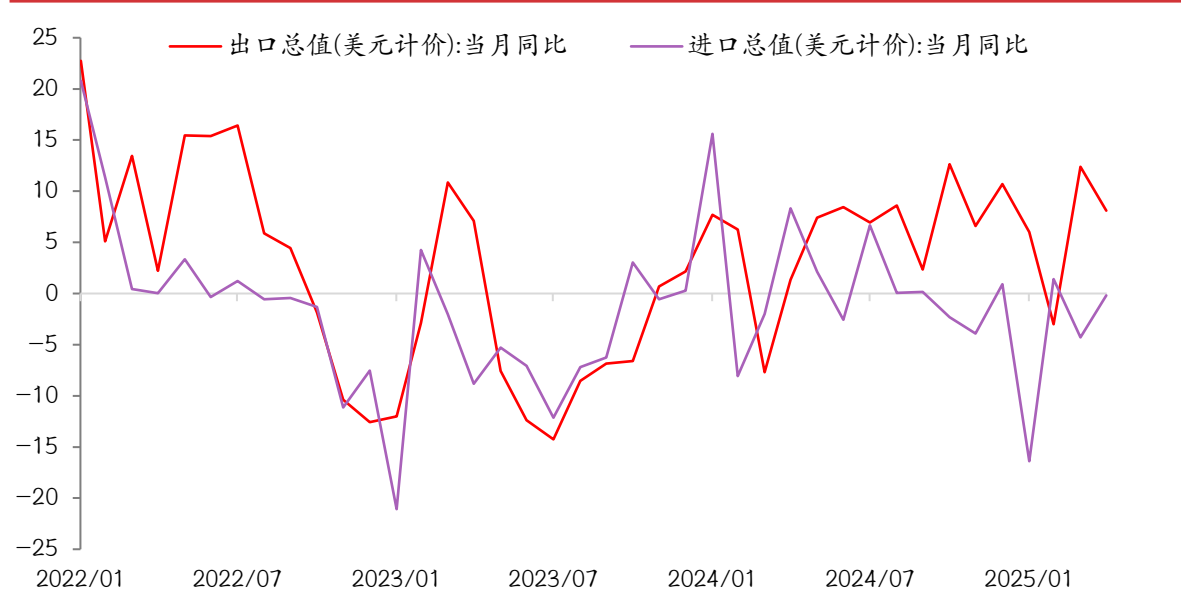


资料来源：Wind，光大期货研究所

1-3月制造业投资同比增长9.1%，高技术产业投资同比增长6.5%。

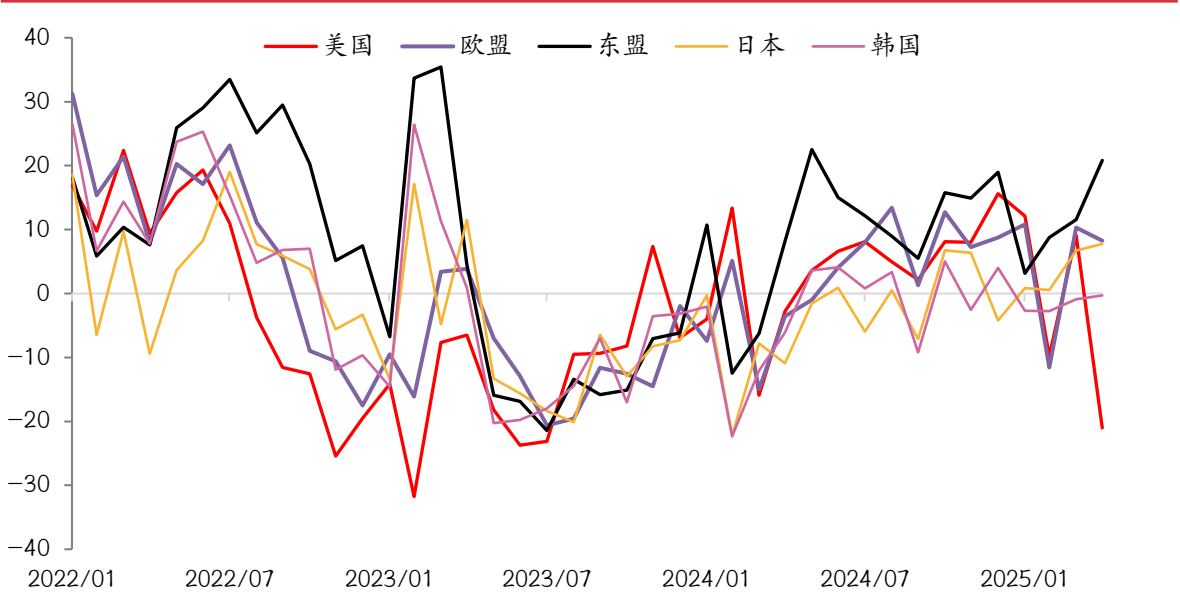
进出口：4月抢出口效应仍在

图表：中国进出口金额同比（以美元计）（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：中国对主要发达经济体出口金额同比（单位：%）



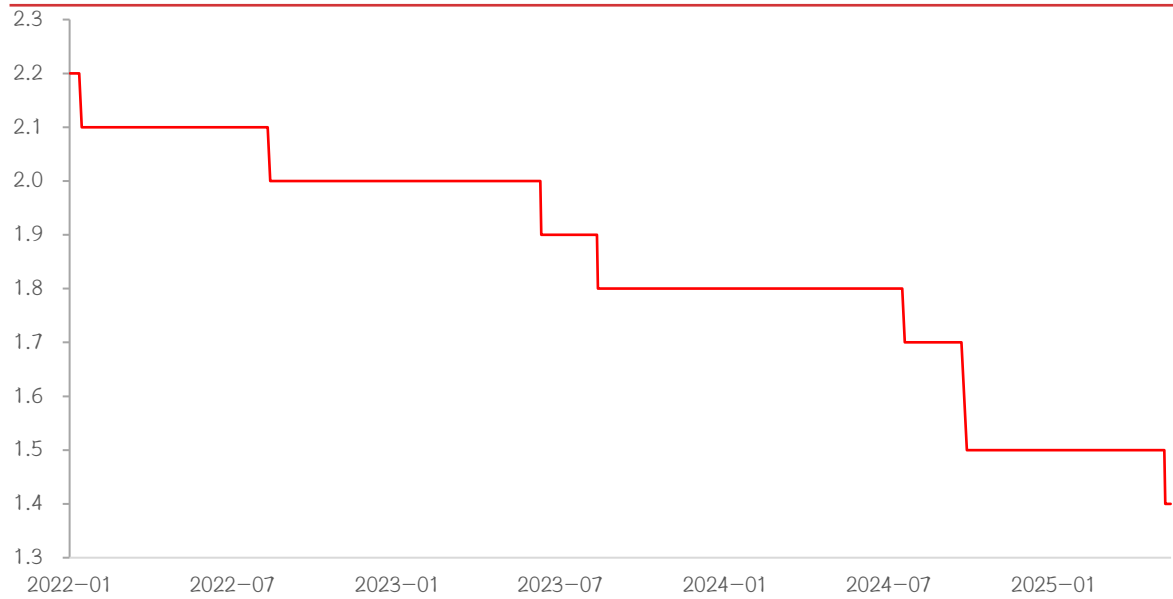
资料来源：Wind，光大期货研究所

货币政策：外部不确定加大，择机降准降息落地

时间	会议	要点
1月3日-4日	2025年中国人民银行工作会议	实施适度宽松的货币政策，为经济稳定增长创造适宜的货币金融环境。综合运用多种货币政策工具，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息，保持流动性充裕、金融总量稳定增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。更好把握存量与增量的关系，注重盘活存量金融资源，提高资金使用效率。
2月13日	2024年第四季度货币政策执行报告	实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。
3月5日	政府工作报告	实施适度宽松的货币政策。发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展，加大对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持。进一步疏通货币政策传导渠道，完善利率形成和传导机制，落实无还本续贷政策，强化融资增信和风险分担等支持措施。推动社会综合融资成本下降，提升金融服务可获得性和便利度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
3月6日	十四届全国人大三次会议经济主题记者会	在总量上，货币政策取向是一种对状态的表述。将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息；去年以来货币政策逆周期调节效果较为明显，其政策效果在今年还将会持续显现；目前金融机构存款准备金率平均为6.6%，还有下行空间；在结构上，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的金融支持。研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸。
3月21日	一季度货币政策例会	加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息；“研究创设新的结构性货币政策工具”；“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”。
4月25日	4月政治局会议	要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层“三保”底线。适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。强化政策取向一致性。

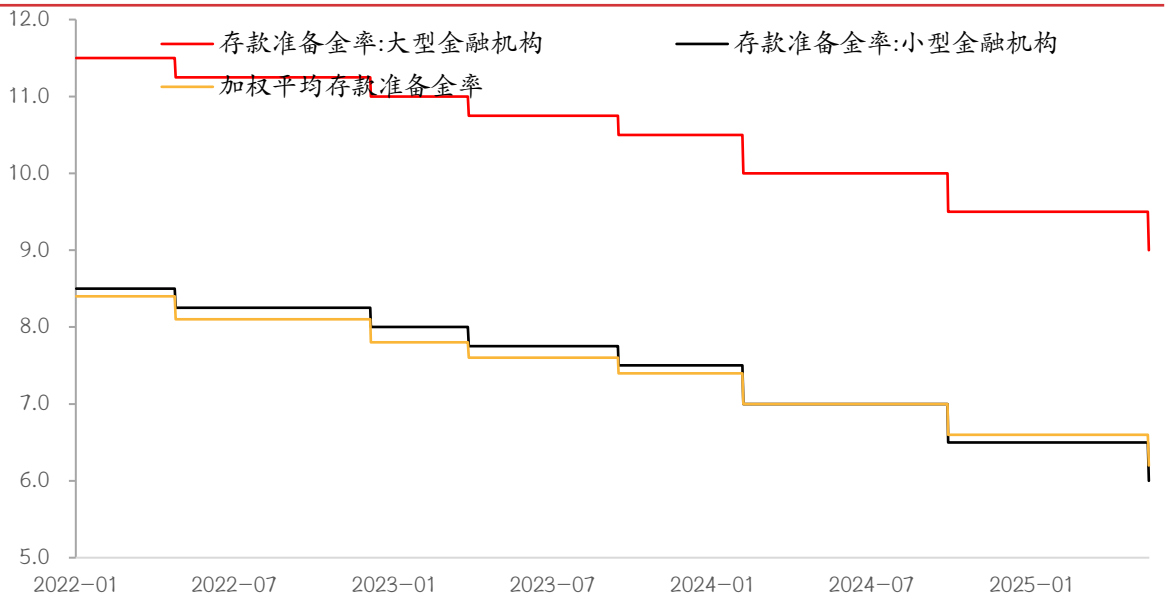
货币政策：外部不确定加大，择机降准降息落地

图表：7天期逆回购利率（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

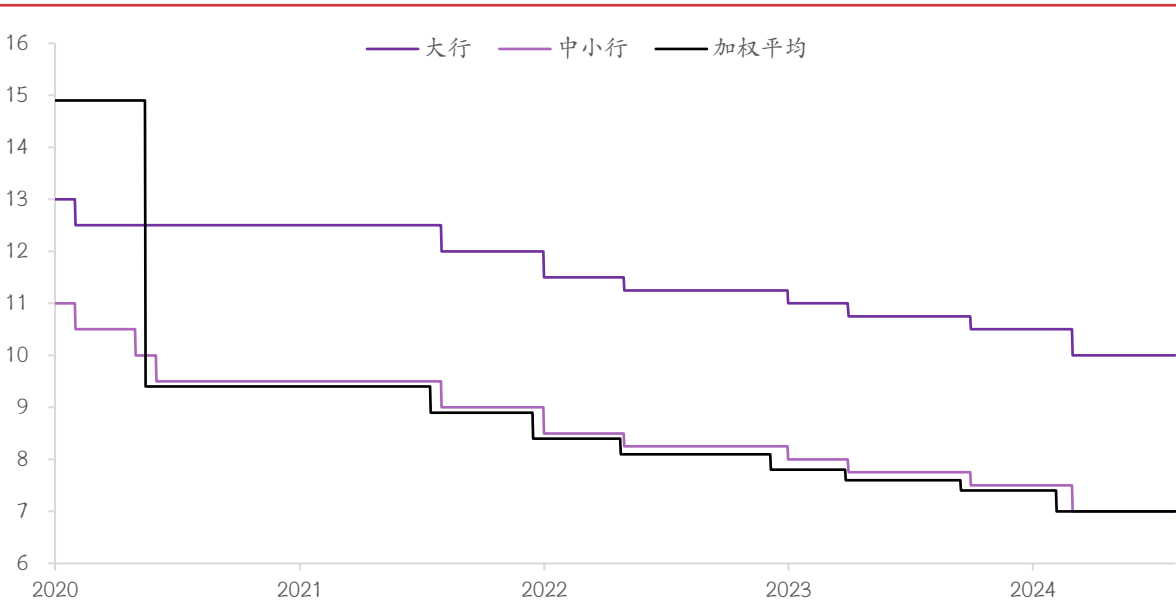
图表：存款准备金（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

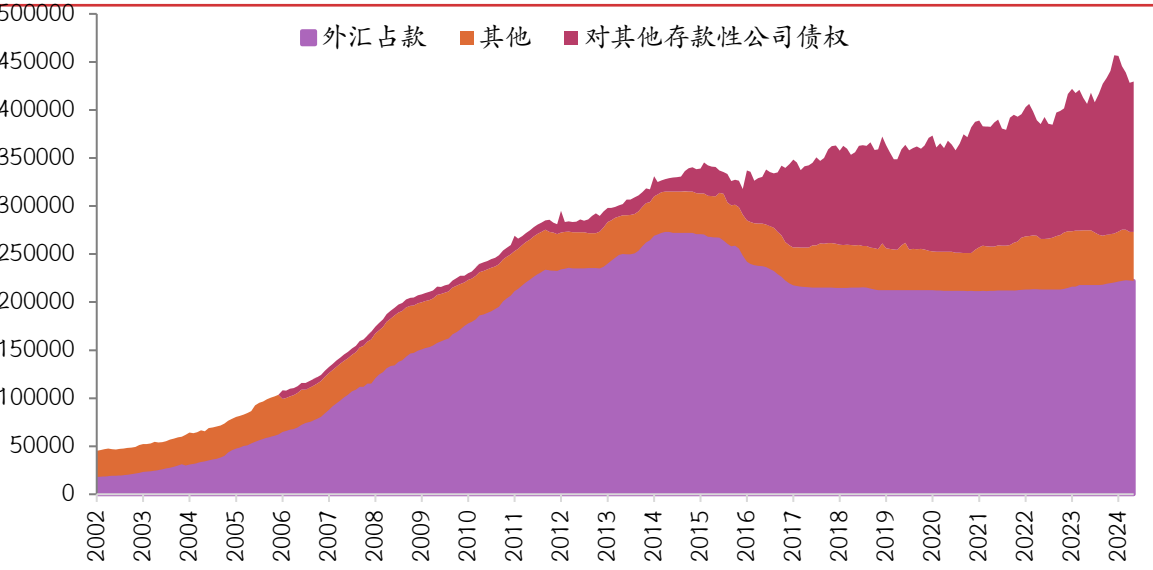
货币政策：央行进行国债买卖将逐步成为一种流动性管理工具

图表：存款准备金率（单位：%）



资料来源：Wind, 光大期货研究所

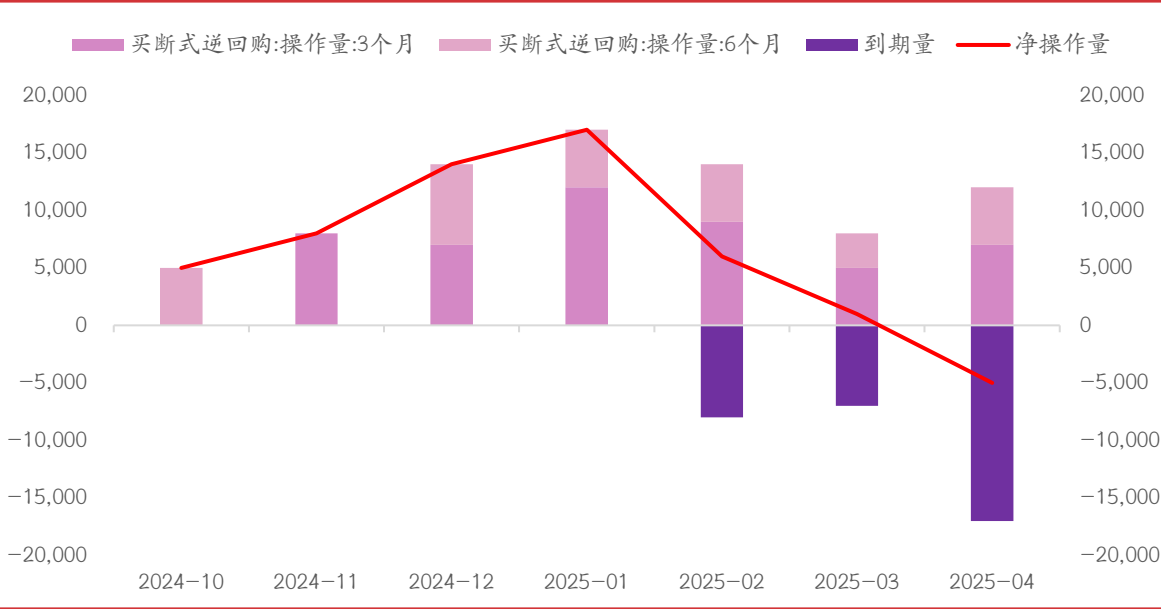
图表：货币当局资产结构（单位：亿元）



资料来源：Wind, 光大期货研究所

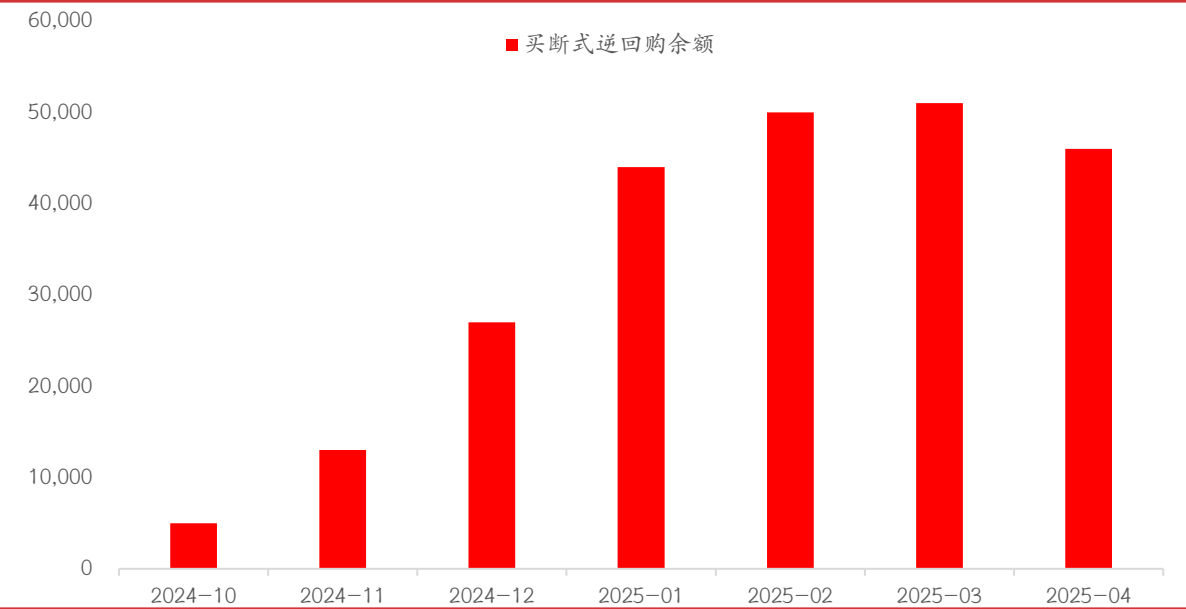
货币政策：买断式逆回购成为投放基础货币的主要手段

图表：买断式逆回购操作情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

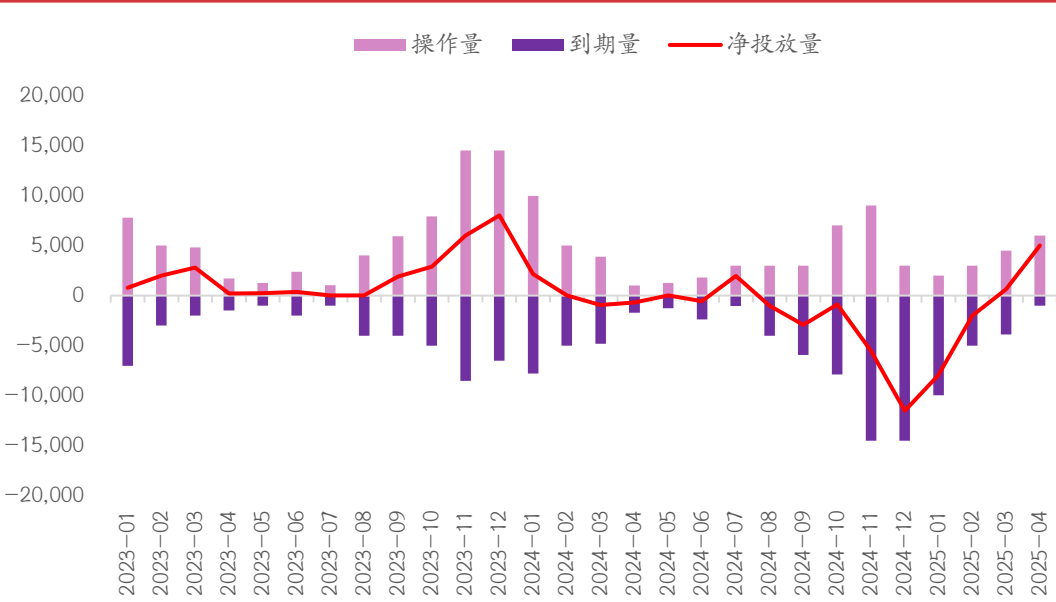
图表：买断式逆回购余额（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

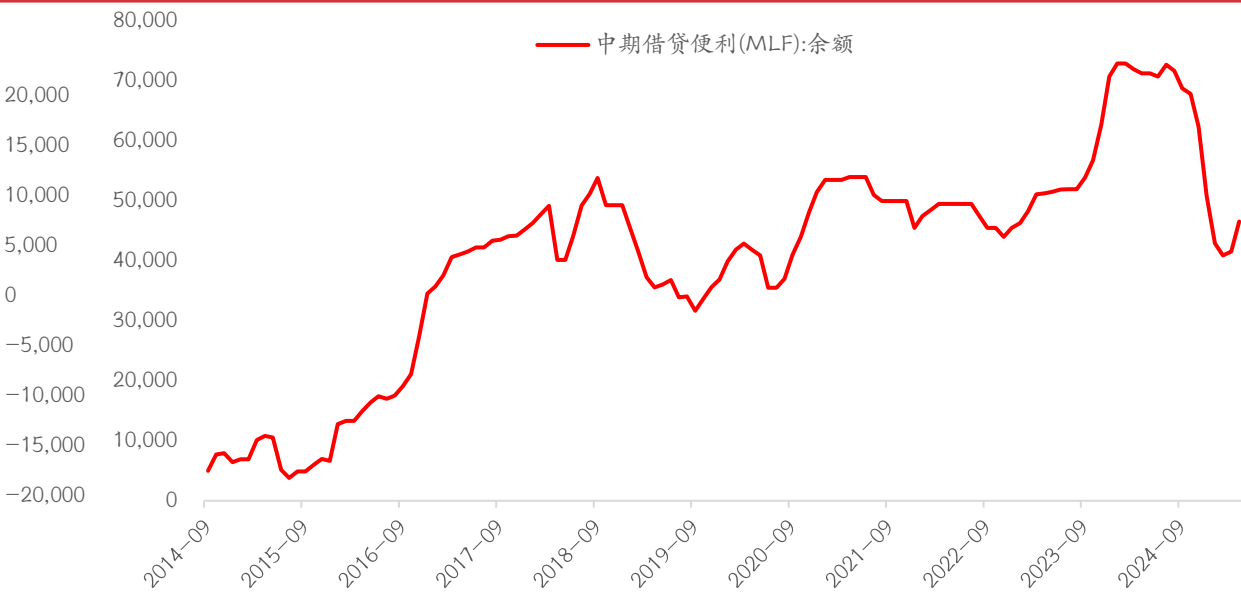
货币政策：MLF政策利率属性彻底淡出

图表：MLF操作情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

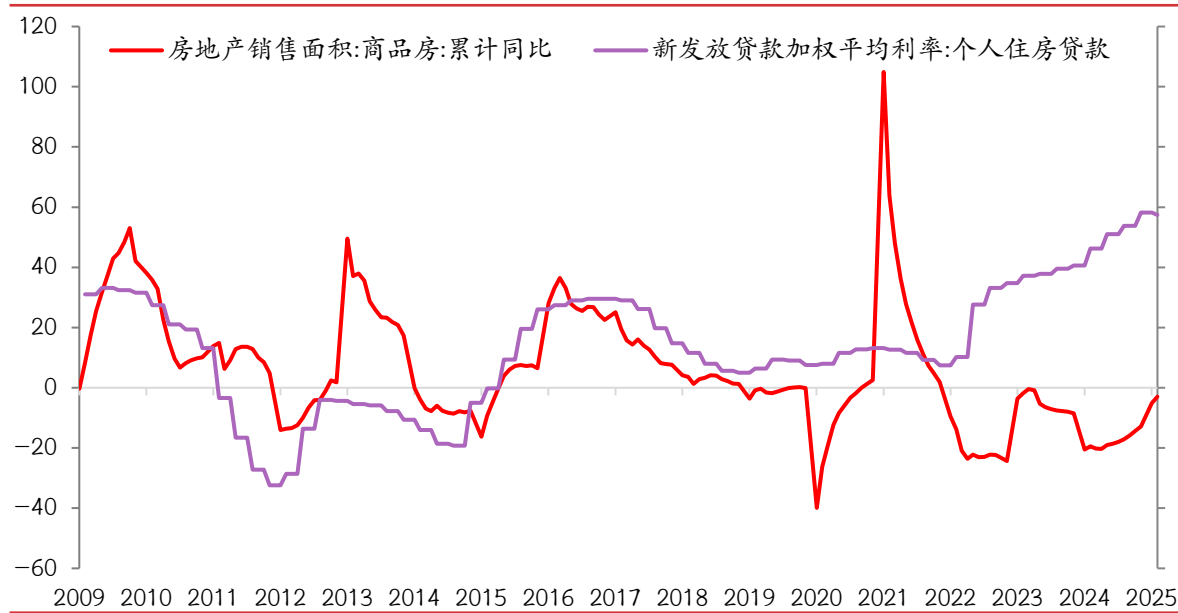
图表：MLF余额（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

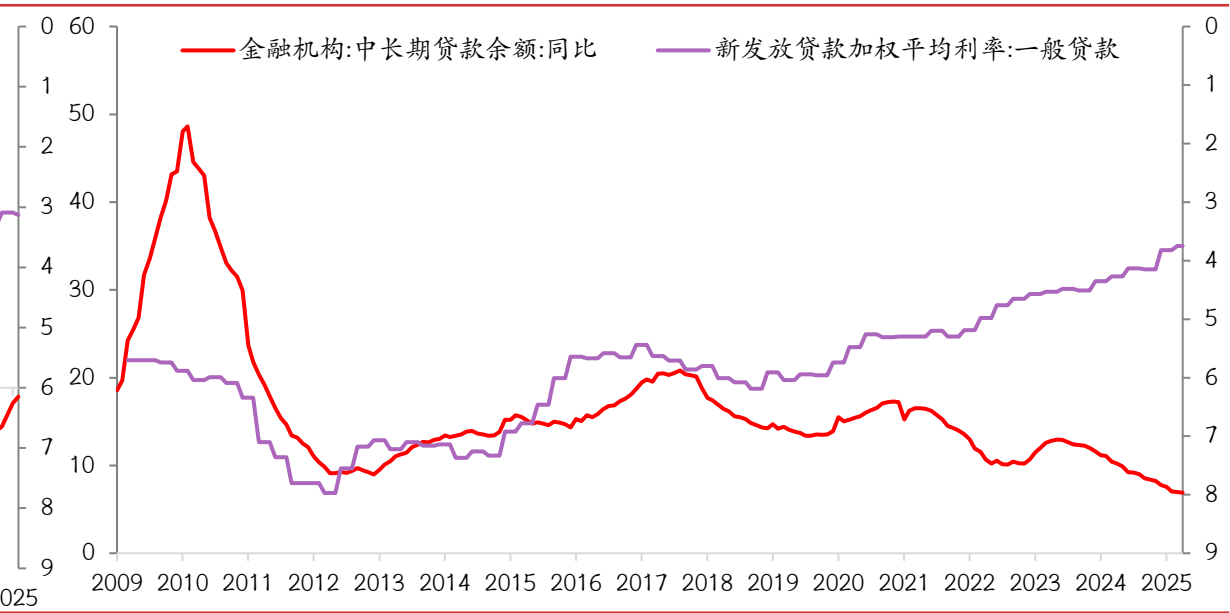
货币政策：只降低融资成本无法解决实体融资需求偏弱的问题

图表：地产销售与房贷（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

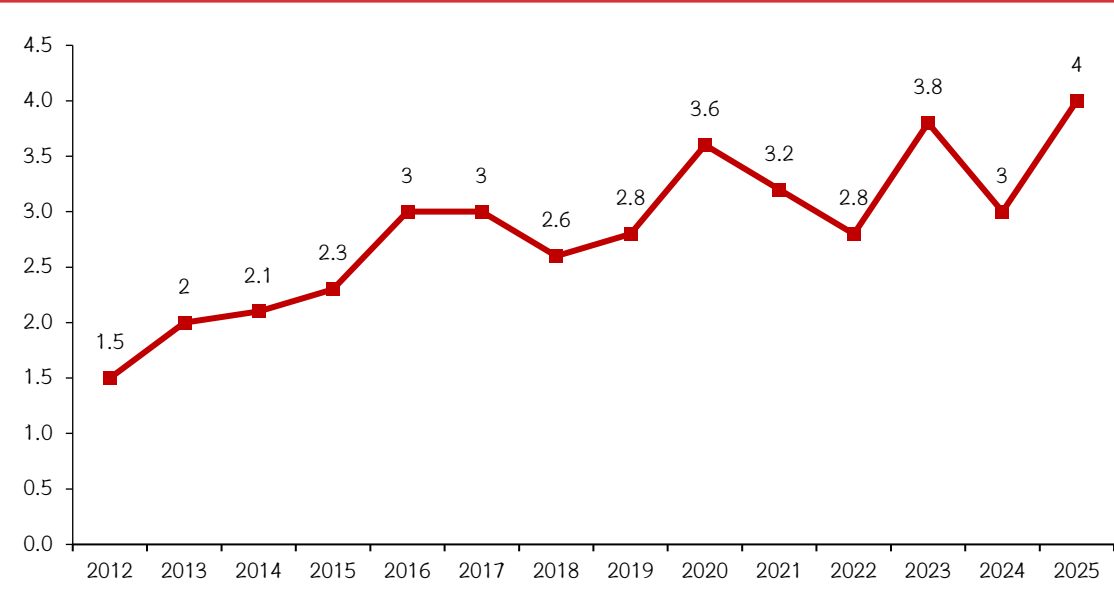
图表：企业中长期投资与贷款利率（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

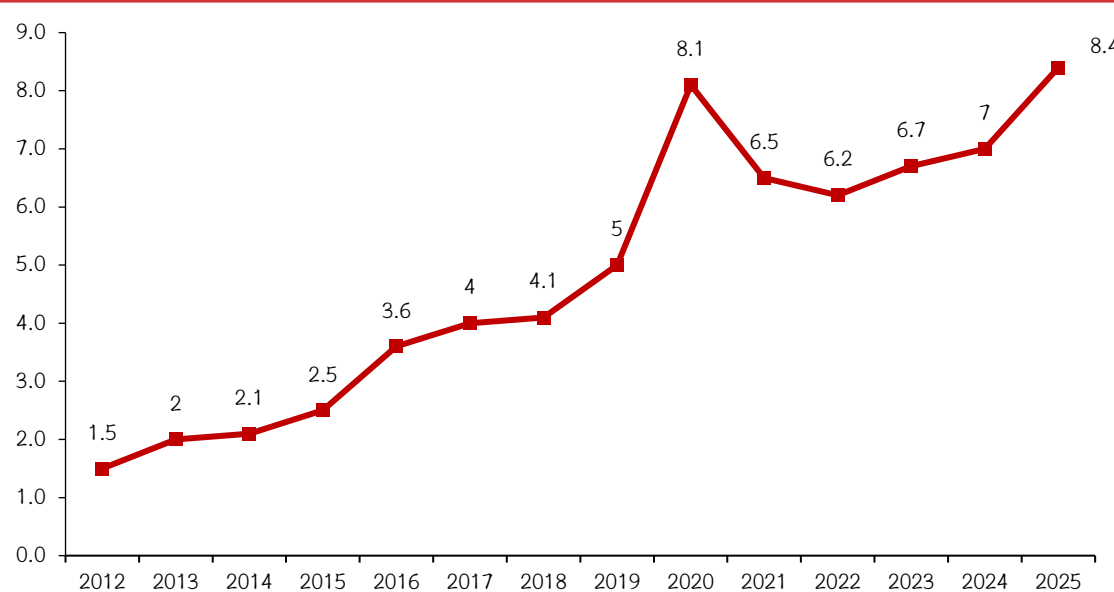
财政政策：预算赤字率大幅提升

图表：狭义财政赤字率（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

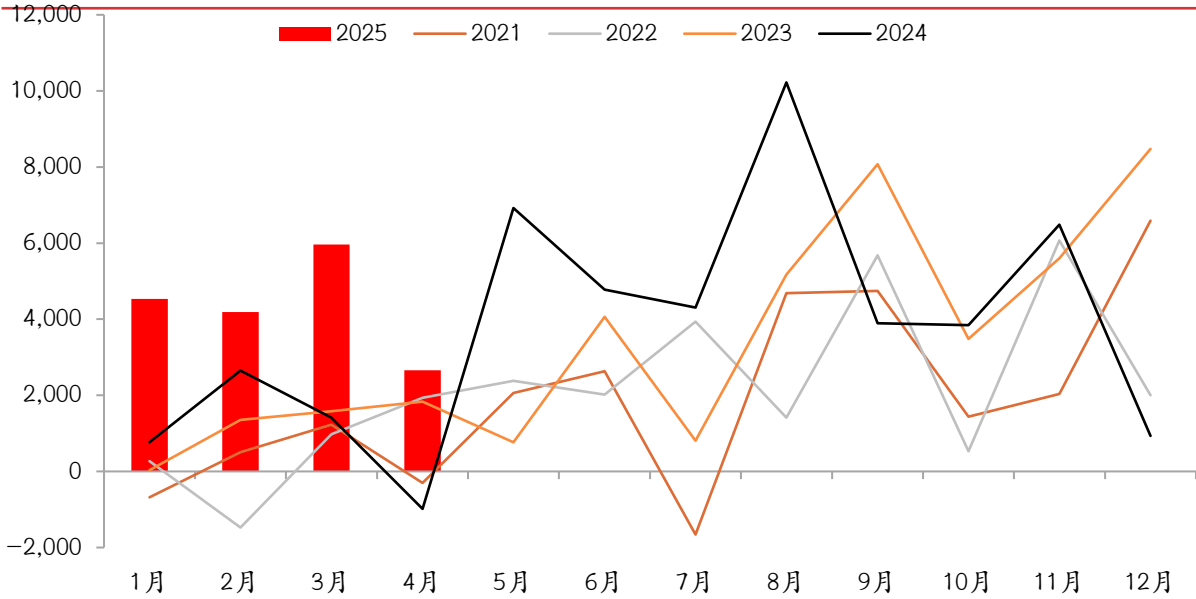
图表：广义财政赤字率（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

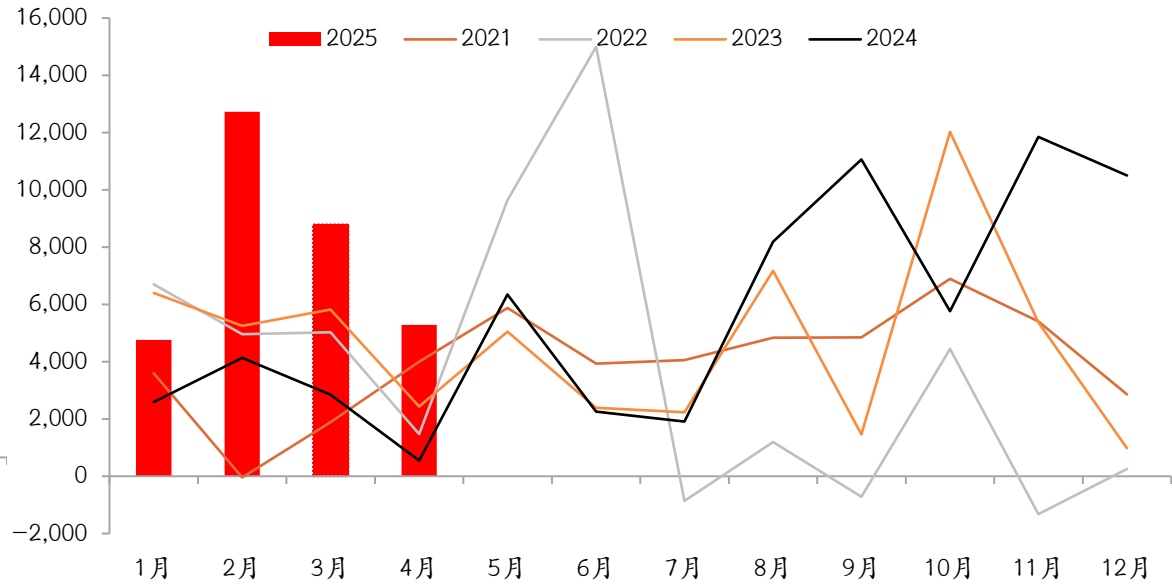
财政政策：政府债发行节奏明显前置

图表：国债净发行（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

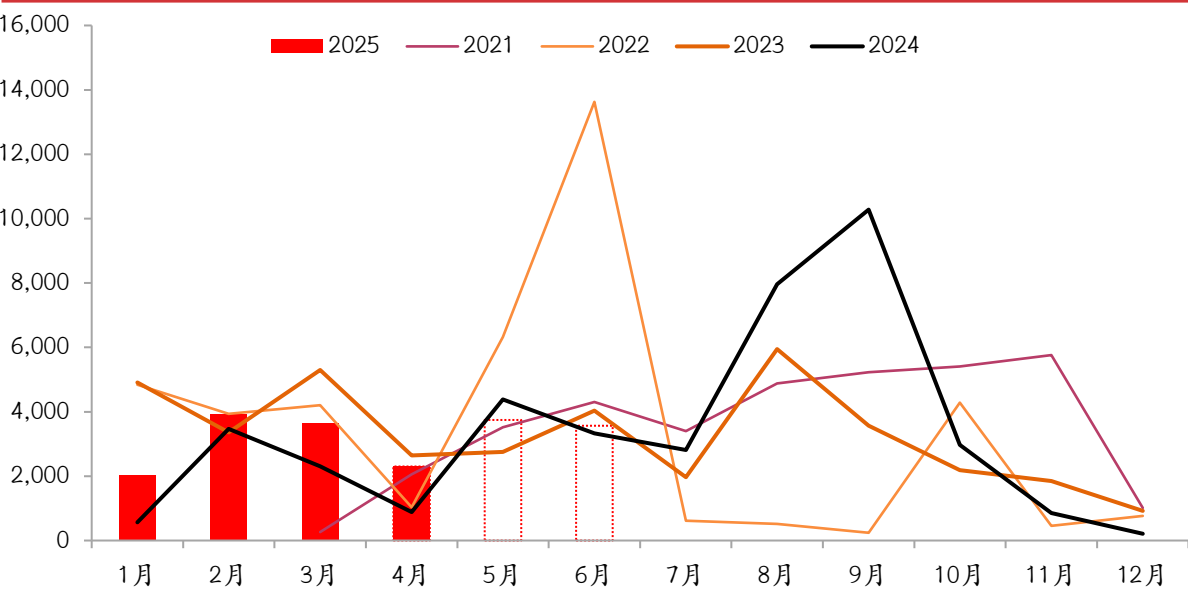
图表：地方债净发行（单位：亿元）



资料来源：企业预警通, 光大期货研究所

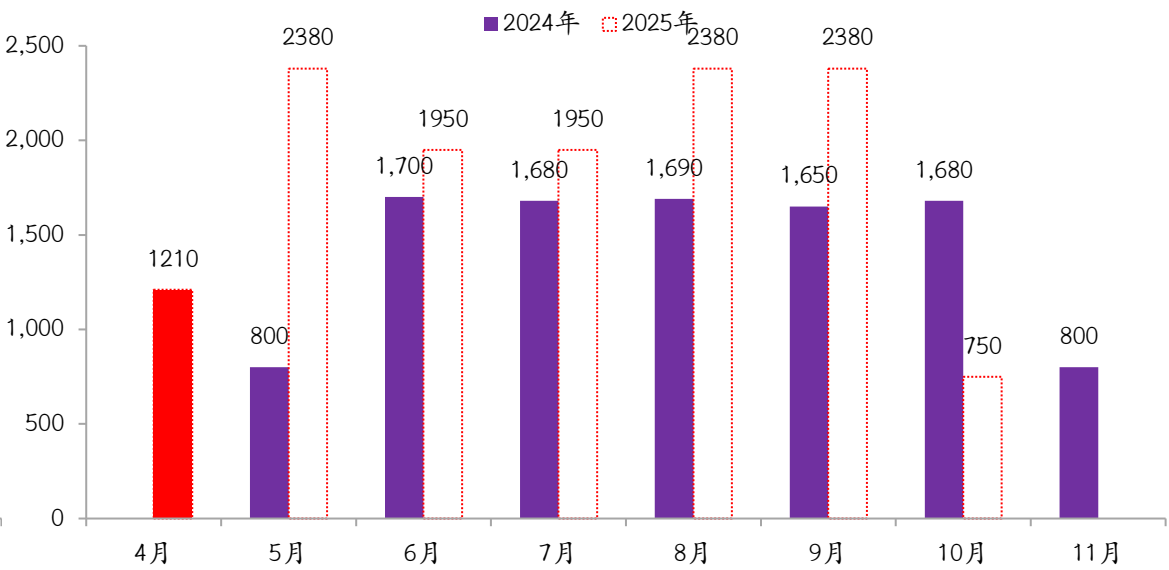
财政政策：存量财政政策加速落地

图表：新增专项债发行（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

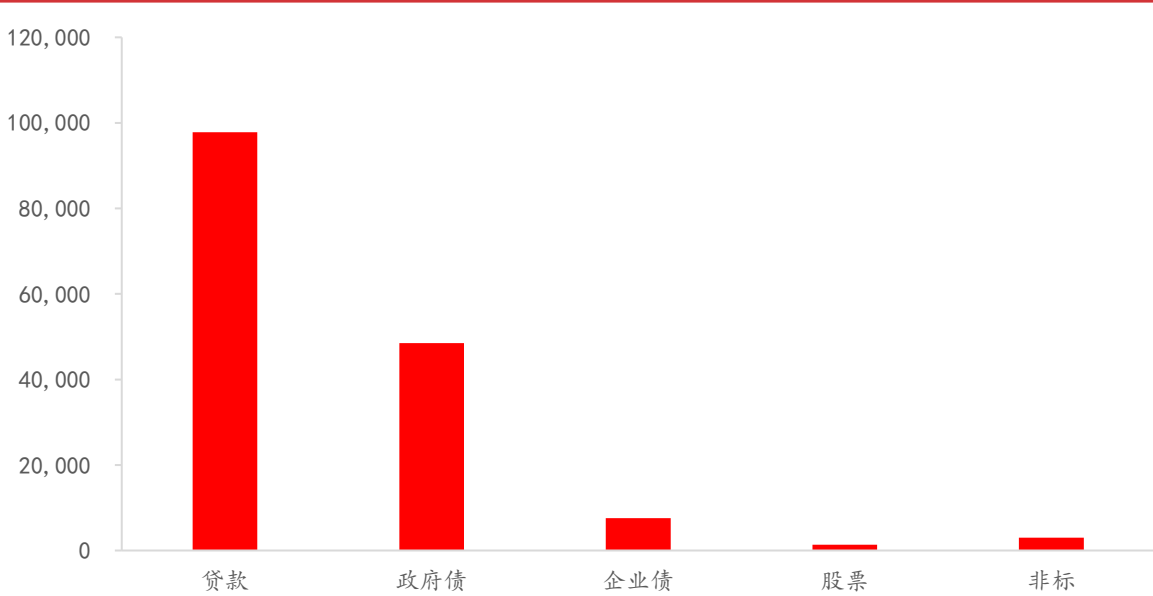
图表：超长期特别国债发行预测（单位：亿元）



资料来源：企业预警通, 光大期货研究所

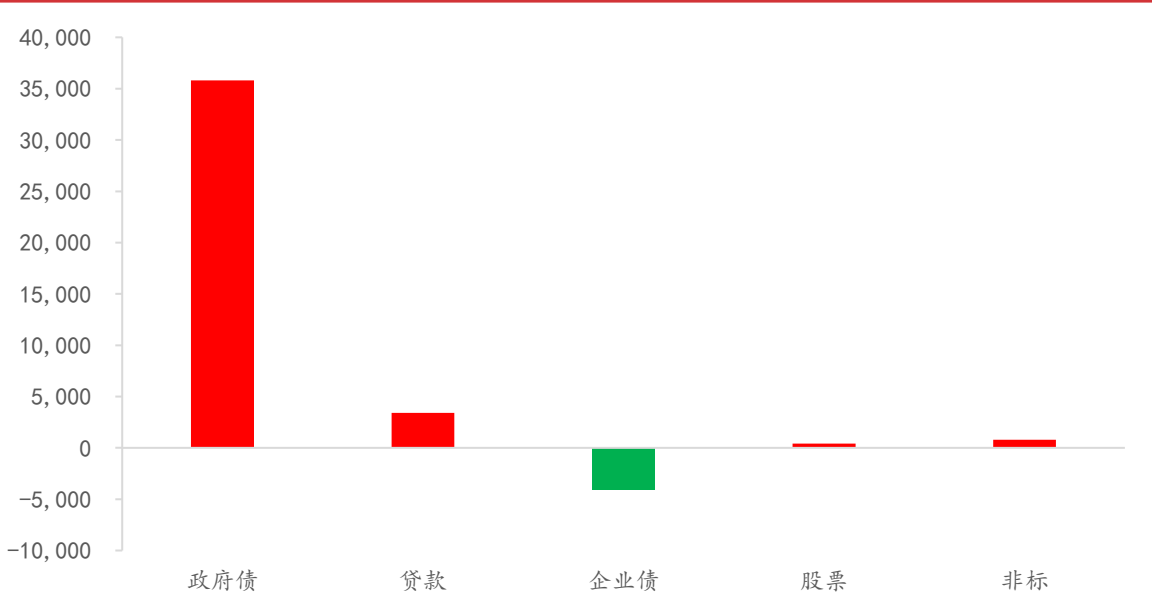
财政政策：政府债融资成为社融最大支撑项

图表：1-4月社融增量（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

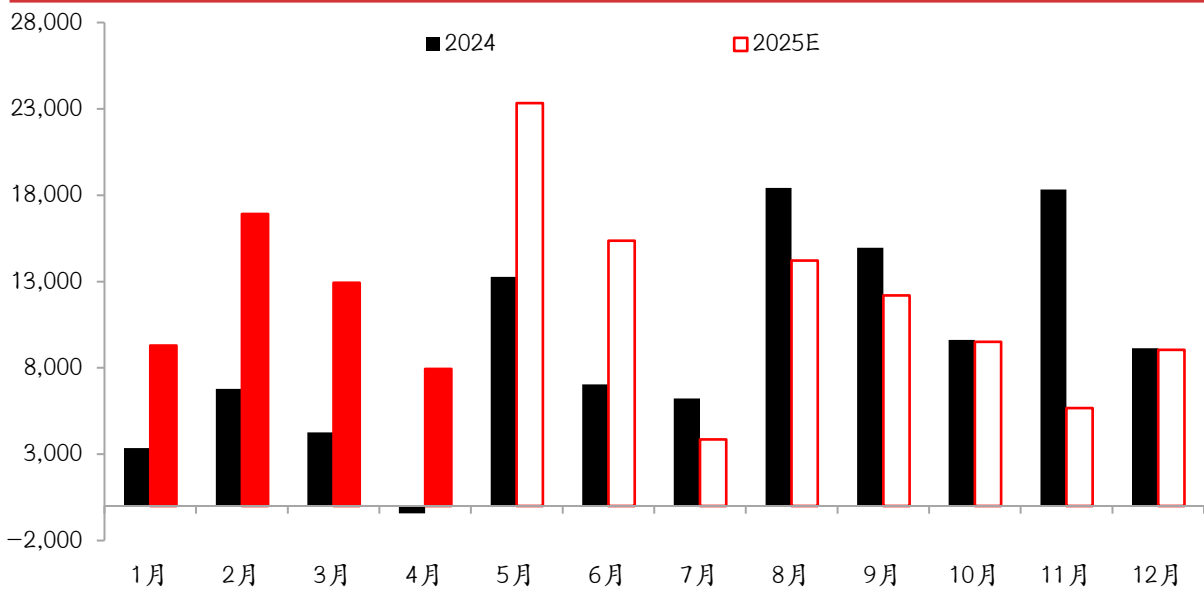
图表：1-4月社融同比变化（单位：亿元）



资料来源：企业预警通, 光大期货研究所

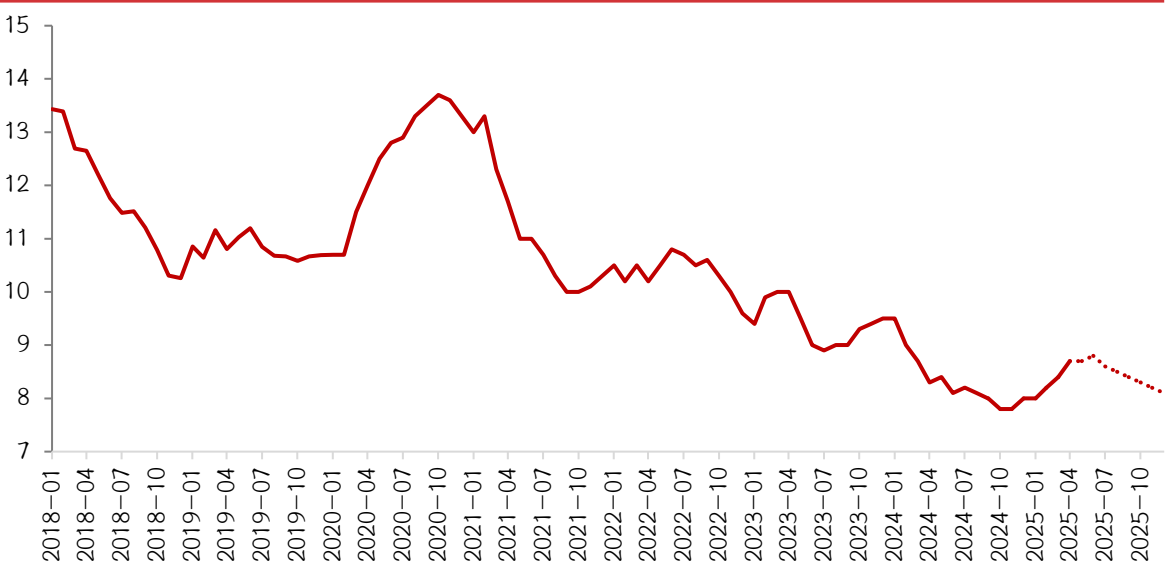
政府债支撑社融增速持续回升

图表：政府债发行预测（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

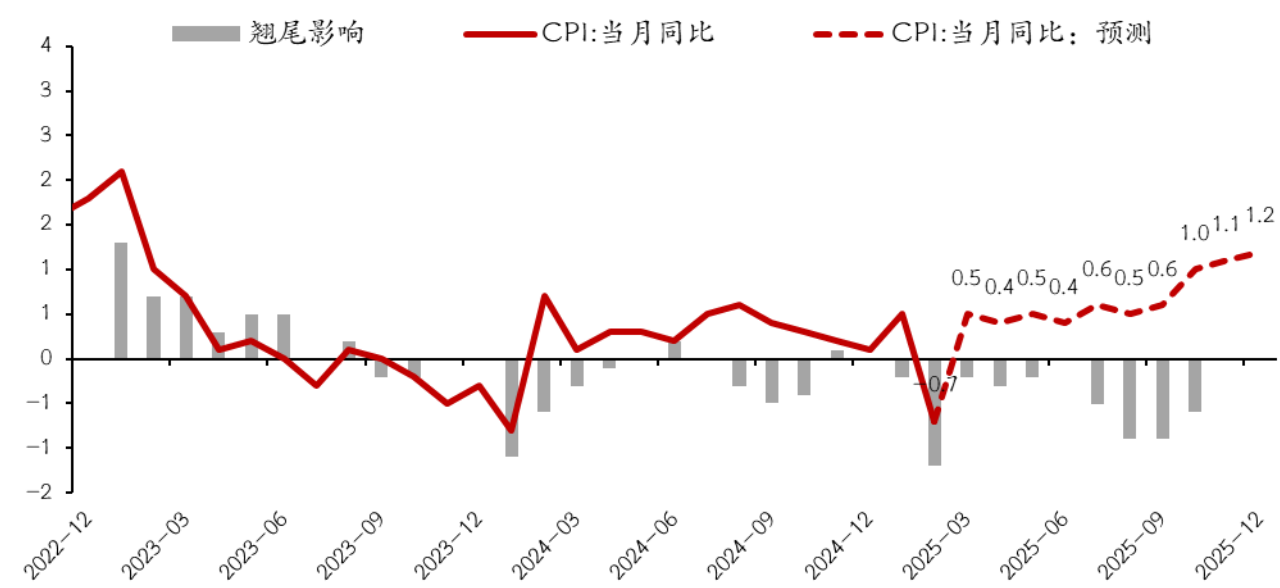
图表：社融增速预测（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

通胀：预计CPI温和企稳

图表：CPI同比预估（单位：%）

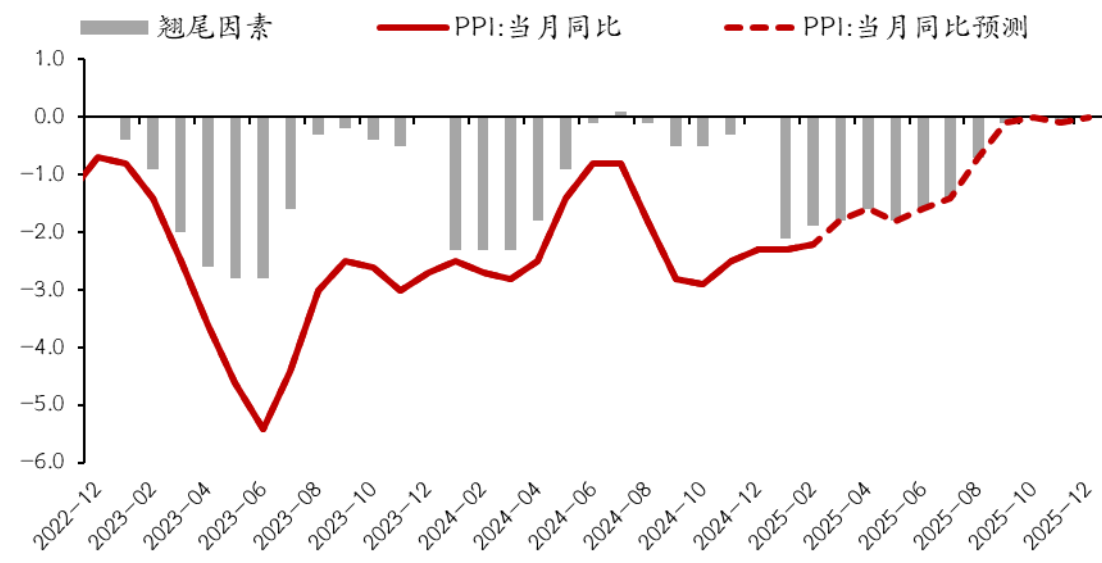


资料来源：Wind，光大期货研究所

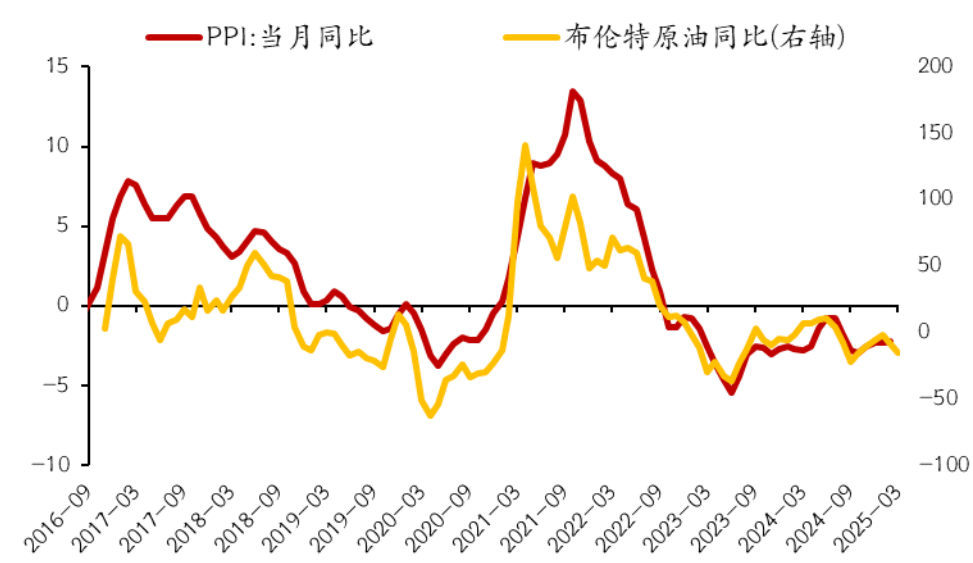
整体来看，居民收入及预期或将有所改善，叠加促消费政策加码，在低基数效应之下，2025年CPI维持温和企稳，全年中枢为0.6%。

通胀：预计PPI同比降幅收窄

图表：PPI当月同比 预估（单位：%）



图表：PPI和原油价格当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

三、资产配置有何机会？

图表：中美主要股指走势



资料来源：Wind，光大期货研究所

- ◆ 经济相关：中国供给满足西方需求，经济关联度高，沪深300走势与美股同步。
- ◆ 资本相关：美国降息和加息政策影响全球资产估值，货币供给是主要矛盾。中证1000与美股走势同步。
- ◆ 负相关：美国AI产业链兴起，中国阶段性未参与其中。中美股指负相关。
- ◆ 风险再平衡：美国科技股波动率陡增，带动日本在内多国股市重挫，国际配置资金加仓中国。
- ◆ 不相关：美国动用关税手段，根源在于其国际收支中金融账户融资能力下降（科技增长放缓、存量美债压力），企图通过经常账户取得再平衡。而中国主要面临化债压力。两国资产表现相对独立。

股市：境外收入占比较高的板块可能受到影响

图表：申万一级行业境外收入占比与财务指标比较

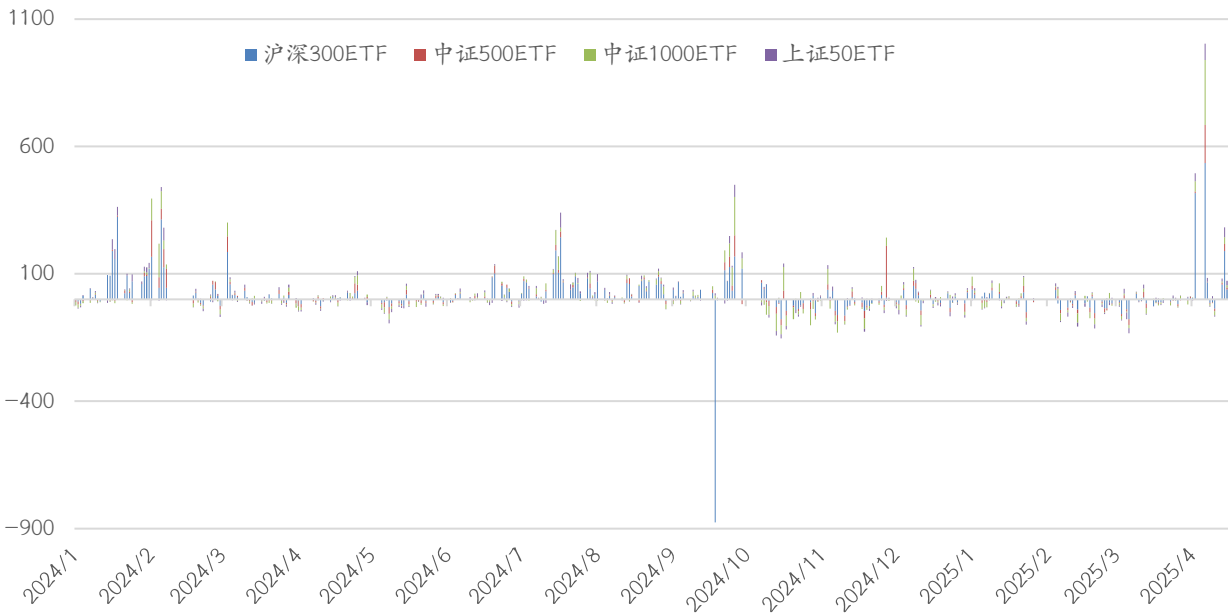
申万一级行业	2023境外收入占比	相比于2017年变化百分比	资本支出占比营收	ROE	营业净利率	资产周转率	权益乘数
电子	42.16%	-2.89%	11.46%	4.01%	3.21%	65.85%	1.90
家用电器	36.62%	3.59%	3.13%	15.14%	7.82%	79.94%	2.42
汽车	24.43%	10.96%	8.46%	7.79%	4.01%	76.15%	2.55
机械设备	22.39%	6.44%	6.52%	6.41%	6.22%	49.43%	2.08
电力设备	20.90%	6.18%	13.84%	5.32%	4.04%	52.77%	2.50
基础化工	20.06%	2.86%	17.66%	5.97%	5.21%	59.03%	1.94
有色金属	19.24%	6.21%	6.83%	11.07%	5.22%	104.93%	2.02
轻工制造	19.21%	4.31%	6.32%	6.01%	4.76%	64.87%	1.95
美容护理	16.70%	0.37%	4.42%	7.42%	8.41%	59.78%	1.48
纺织服装	15.47%	0.86%	3.62%	7.73%	5.67%	81.84%	1.66
国防军工	14.39%	2.20%	10.82%	3.00%	4.04%	36.41%	2.04
商贸零售	12.93%	1.70%	0.66%	4.32%	1.97%	85.27%	2.57
交通运输	11.86%	-1.03%	5.58%	7.21%	4.46%	69.94%	2.31
计算机	11.14%	1.65%	3.87%	3.19%	2.82%	64.21%	1.76

- ◆ 境外收入占比较高的板块主要集中在三条产业链：（1）高端科技制造业，（2）新能源车产业链、（3）能化制品。
- ◆ 资本支出占比较高意味着该板块在过去几年中仍处于发展扩张阶段，对关税政策更加敏感。
- ◆ 多数境外收入占比较高的板块其ROE低于A股均值（7.8%左右），属于薄利多销模式，对关税政策更加敏感。

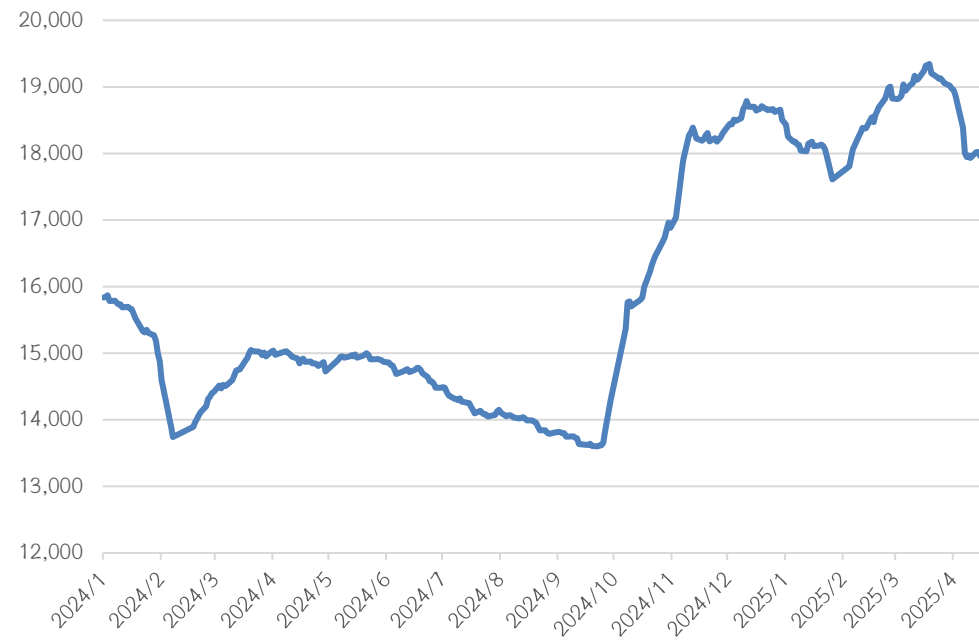
资料来源：Wind，光大期货研究所

股市：短期内资金托底稳定股市

图表：宽基指数ETF净申购（单位：亿元）



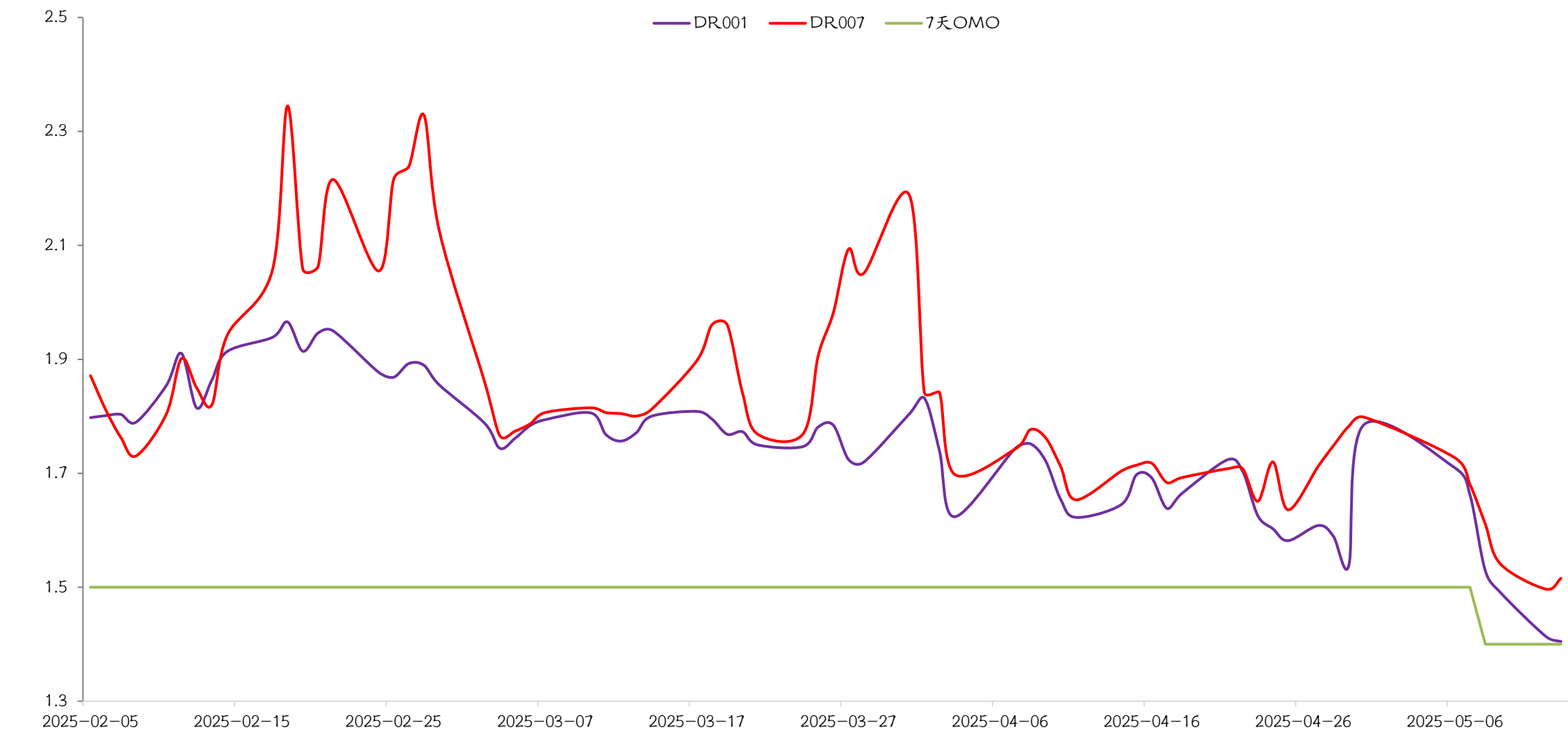
图表：融资余额（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

- ◆ 自4月2日至4月16日，四大宽基指数ETF净申购达1920亿元，其中4月7日单日净申购1003亿元，为历史最高值。短期内资金托底股市。
- ◆ 自4月2日至4月17日，融资余额减少1016亿元，市场情绪显著降温。

债市：资金面持续宽松



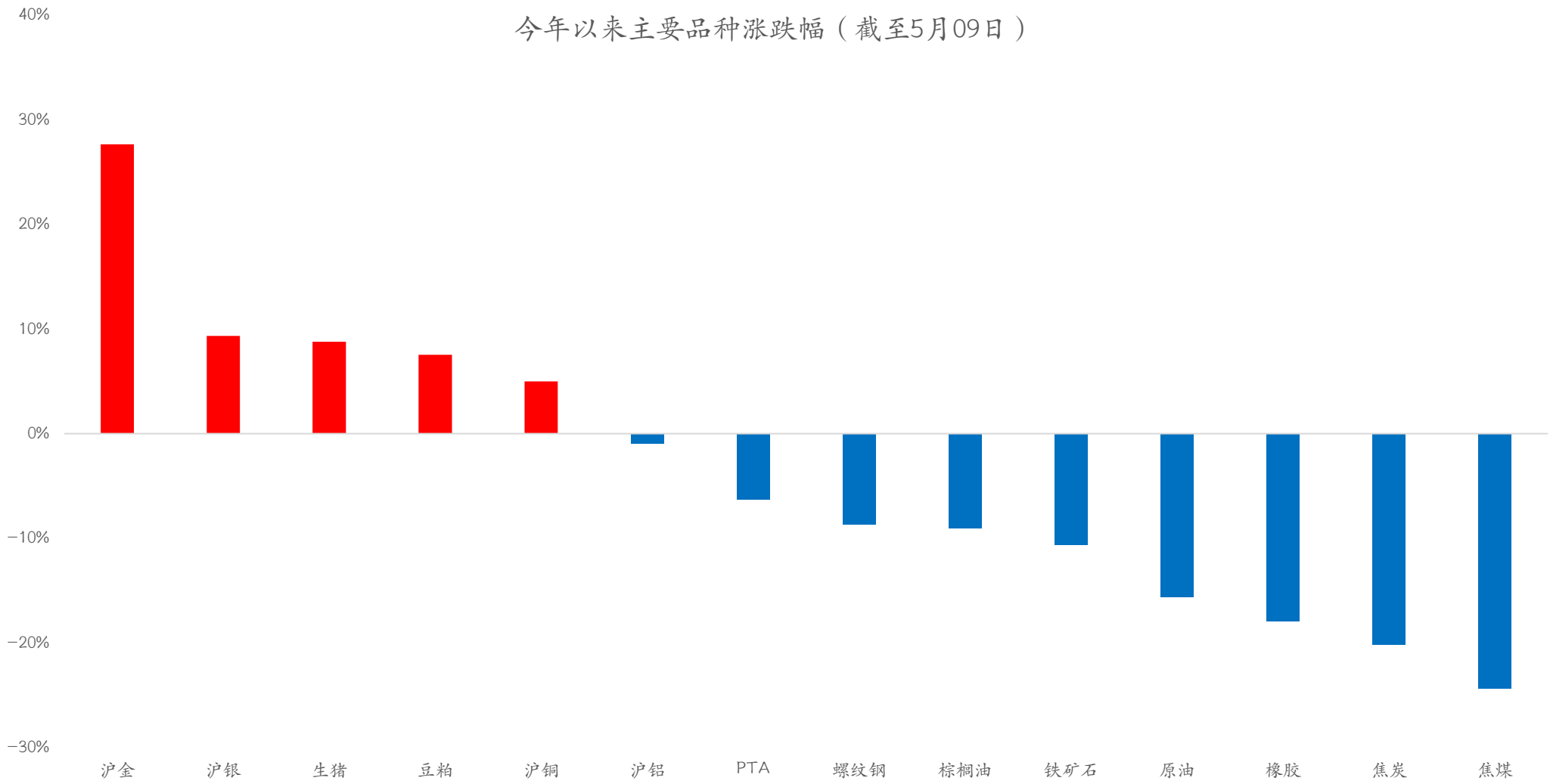
债市：调整基本到位



债市：强预期VS弱现实



商品：2025年商品市场回顾



商品：二季度主要商品展望

板块	品种	主要矛盾	观点
贵金属	黄金	定价和对冲美元信用风险的逻辑未变	趋势上行
有色	铜	美关税政策扰动全球经济；但铜精矿供应紧张格局未变。	价格修复
	铝	易涨难跌，核心在于高利润、紧供应与需求兑现之间博弈结果，去库超预期将强化多头逻辑。	震荡偏强
	碳酸锂	除新增投产项目未能精确测算成本外，多数成本下调，导致均衡价格重心仍有下移空间。	弱势寻底
黑色	钢材	二季度从需求看或将见顶回落，尤其是出口需求将面临较大压力。从供应看目前钢厂仍有利润空间，供应仍将继续增加，不过要关注粗钢产量压减政策可能的落地执行情况。总体看二季度国内钢材市场供需驱动向下，价格或将震荡偏弱运行。	震荡偏弱
能化	原油	地缘扰动持续升级，俄乌问题及中东问题仍是不稳定因素，预计二季度原油地缘溢价有所抬升；同时关税加码政策扰动下，全球贸易格局结构重塑，需求面临冲击，供需平衡仍存在过剩的压力。	重心下移
	橡胶	供应预期正常释放，供需缺口预计小幅收窄。	震荡偏弱
	集运指数	供应压力暂时可控，旺季预期偏强或带来阶段性行情。	区间波动
农产品	生猪	能繁母猪、仔猪供应增加带来的2季度肥猪供应压力持续加大，猪价下行预期激发二育出栏，集团厂生猪体重增加，出栏压力随之加大。二季度，生猪市场供大于需的矛盾持续存在，猪价面临下行风险。	重心下移
	油脂	主要国家库存低，存在补库需求，价格下方支撑强。二季度供应季节性增加需求不确定性高，因生物柴油政策、关税、贸易流向等待明朗。	震荡偏强

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。