

春动虬枝破西风

——2025 宏观二季报

一德期货宏观战略部

张 晨

期货从业资格号：

F0284349

交易咨询从业证书号：

Z0010567

刘晓艺

期货从业资格号：

F3012593

交易咨询从业证书号：

Z0012930

肖利娜

期货从业资格号：

F3019331

交易咨询从业证书号：

Z0013350

车美超

期货从业资格号：

F0284346

交易咨询从业证书号：

Z0011885

报告制作时间：

2025 年 3 月 28 日

审核人：寇宁

一德期货交易咨询业

务资格：证监许可

〔2012〕 38 号

■ 内容摘要

宏观经济：二季度，外需有调整压力，更大力度促进内需修复是维稳的主线，在外需拉动减弱而内需平稳增长但存在诸多不确定性因素下，GDP 增速或放缓至 4.7%。美国经济或将在关税不确定性和消费放缓下增长走低，但陷入衰退可能还有待观察，预计二季度美国经济增长降至 2% 左右。

债券市场：一季度，国债在抢跑降准降息后迎来纠偏行情，目前估值基本修复到位。二季度，国债将回归基本面定价。在银行间流动性易松难紧情况下，国债期货仍将维持高位运行，股债跷跷板行情可能延续。

集运市场：二季度欧元区经济增长或延续弱势复苏，在欧洲零售业夏季备货周期启动提振有效需求作用下，欧洲航线海运市场供需矛盾有所缓和，预计运价中枢或将呈现环比回升但明显弱于 2024 年同期的走势。

贵金属：一季度，宏观维度上去“美元化”参与仍起决定性影响。展望二季度，需要关注中观维度上关税落地可能推动通胀上行、欧强美弱预期反转给贵金属价格带来调整压力。

人民币：面对贸易和经济前景不确定性，企业减少远期购汇敞口，跨境资金压力缓解。考虑美国经济走弱而韧性仍存，人民币积极因素增多，二季度有望企稳。

大宗商品：二季度，国内经济处于稳增长与结构调整并行的关键阶段，有色金属相关需求还是要好于黑色建材等商品需求，在国内内需修复支撑及美国经济担忧制约的影响下，中外宏观周期不共振，大宗商品价格驱动不强，将延续震荡分化走势。

■ 核心观点

- **债券市场：**二季度内外需求均有弱化，即使降准降息缺位，债券收益率也会跟随贷款利率的下行回落；考虑商业银行负债压力有望缓解，“资产荒”将再次成为债市焦点，预计十年国债收益率波动区间为1.55%-2.0%。
- **集运市场：**地缘局势反复，中短期绕航延续。预计2025年二季度欧洲航线的运力供给将保持增长6%-8%，需求增速将环比增长4%-5%，供需增速较2024年均有所放缓。船公司5-6月挺价概率增加，但幅度受限。
- **贵金属：**尽管中长期升势无碍，但仍需防范可能出现的调整，预计调整空间有限。交易策略上推荐逢低分批配置交易为主，杠杆交易仍建议把握波段机会。
- **人民币：**二季度贸易争端影响仍在，叠加美元在“衰退”交易纠偏后企稳反弹，人民币汇率仍受到一定扰动。但对比年初中美经济基本面而言，人民币乐观因素增加，预计二季度美元兑人民币波动区间或在7.05-7.33。
- **大宗商品：**二季度在国内内需修复支撑及美国经济担忧制约的影响下，中外宏观周期不共振，大宗商品价格驱动不强，将延续震荡分化走势。结构上，新经济增长动能在不断增强，预计有色或仍强于黑色，能化表现居中。

■ 风险点

地缘政治风险再度升级；海外股市大幅下挫；美国经济衰退；其他宏观情景出现。

目 录

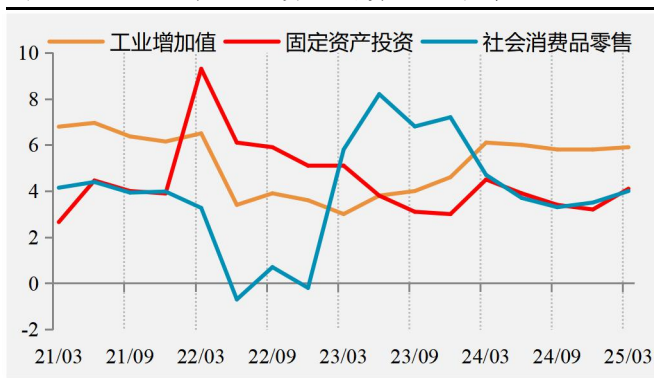
1. 国内经济：稳增长与结构调整并行 内需修复是关键支撑.....	1
1.1 地产改善基建支撑 固定资产投资稳步慢增.....	1
1.2 收入制约消费中枢 政策驱动消费弹性.....	5
1.3 关税加征再延续 出口增速或转负.....	6
1.4 需求修复偏缓 通胀回升仍待时日.....	7
1.5 总量放松可期 结构工具为主.....	9
2. 海外经济：政策不确定性增加 加大美国经济担忧.....	10
2.1 美国经济下行压力加大.....	10
2.2 关税政策阻碍去通胀进程.....	14
2.3 市场与联储政策博弈空间收窄.....	15
3. 债券市场：回归现实定价 股债跷跷板弱化.....	16
3.1 抢跑行情纠偏基本到位.....	16
3.2 基本面将主导债券走势.....	17
3.3 银行负债压力有望缓解.....	18
3.4 收益率下行挑战前低.....	19
4. 集运市场：供需矛盾有所缓和 运价中枢或将上移.....	20
4.1 一季度集运市场走势回顾.....	20

4.2 新船交付出现放缓 二季度欧线运力投放或增加.....	21
4.3 欧元区经济弱势修复 二季度海运需求迎来改善.....	24
4.4 地缘关税不确定因素犹存 集运市场波动弹性增强.....	26
5.贵金属：“去美元化”叙事新高度强化涨势.....	2
5.1 2025 年一季度贵金属走势回顾.....	2
5.2 宏观：“去美元化”叙事提升到新的高度.....	2
5.3 中观：欧强美弱驱动持有成本走低.....	3
5.4 微观：投机水位重回高位 黄金投机资金边涨边撤.....	5
5.5 供需：虚拟投资需求年内显著回升.....	6
5.6 二季度贵金属走势展望.....	8
6. 人民币：波动区间或加大 阶段性企稳可期.....	8
6.1 年初贬值压力提前释放.....	8
6.2 积极因素增加人民币转向乐观.....	9
6.3 扰动因素仍存约束升值空间.....	11
7. 大宗商品：商品趋势驱动不强 结构分化态势延续.....	12
免责声明.....	15

1. 国内经济：稳增长与结构调整并行 内需修复是关键支撑

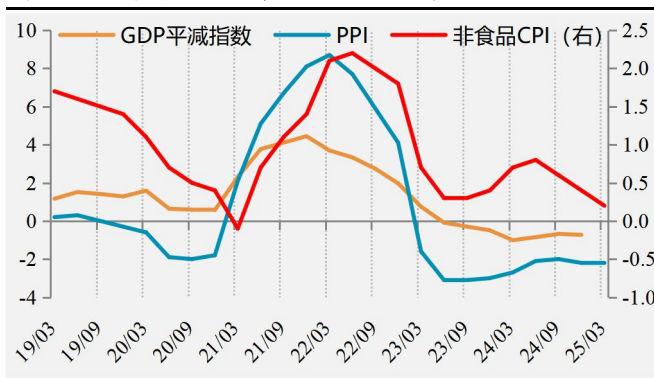
2025 年开年，国内经济保持弱修复态势，但结构上，生产相对需求更快增长导致国内价格依然弱势。2025 年 1-2 月，规模以上工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额的累计同比均较 2024 年有所回升，呈现供需改善，且供需缺口有所收窄（见图 1.1）；在价格端，1-2 月 PPI 累计同比持平 2024 年的负增长，内需驱动为主的非食品 CPI 同比延续调整之势（见图 1.2），反映“抢出口”因素下外需增长是国内经济的重要拉动，国内稳增长与结构性调整并行，内需恢复动力不强对经济修复依然存在制约。二季度，随着美国对华加征关税政策加大落地，外需有调整压力，更大力度促进内需修复会是国内经济维稳的主线；其中，地产投资边际企稳、基建投资前置发力及加大消费修复是经济实现均衡增长的关键。总体来看，在外需拉动减弱而内需平稳增长但存在诸多不确定性因素下，二季度 GDP 同比增速会低于一季度，或将放缓至 4.7%，上半年国内经济同比增长在 4.8%-4.9%。

图 1.1：工业生产及投资、消费的累计同比（%）



资料来源：万得、2021 年数据为两年复合增速

图 1.2：我国价格水平依然处于弱势



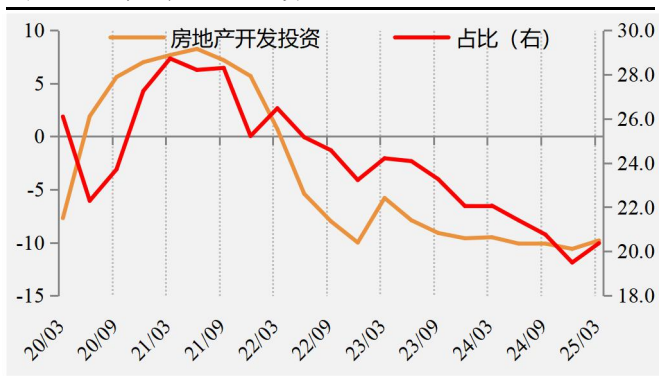
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

1.1 地产改善基建支撑 固定投资稳步慢增

2025 年初，房地产市场在政策的引导及低基数影响下呈现企稳，房地产投资降幅收窄。1-2 月，房地产投资累计同比下降 9.8%，好于 2024 年的 -10.6%（见图 1.3）；房地产施工、竣工面积同比降幅也较 2024 年有所收窄，但新开工面积降幅延续扩大（见图 1.4）。施工与竣工的改善是政策托底和存量消化的结果，而新开工的持续低迷反映楼市需求不足的核心矛盾。虽然 2024 年以来，一系列支持刚性和改善性住房需求的

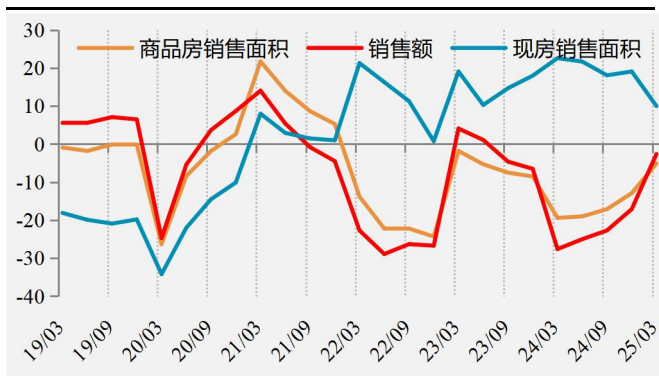
政策出台，部分城市的房地产销售出现积极变化，但在现房库存依然偏高的背景下，现房与期房销售增长持续分化，预计 2025 年上半年现房销售会保持 10% 以上的增长拉动。同时，在 2024 年商品房销售负增较大的基础上，二季度商品房销售增速有望修复扭正，其中房价企稳的作用也不可忽视（见图 1.5）。在房地产供求关系已经改变的基本面情况下，还是要关注 2024 年四季度提出的城中村改造计划、商品房和土地收储等政策增量的带动，对建安工程及土地购置费的拉动。2024 年，央企和国企在土地市场表现强劲，拿地金额和建面均占据主导地位；滞后拉动 2025 年 1-2 月房地产开发投资中其他费用降幅大幅收窄 8.7 个百分点至 -1.4%。但土地购置费用的改善尚未有效传导至施工建设端，1-2 月建筑安装工程投资增速仍在低位且有下降，实体建筑需求尚未有实质性回暖（见图 1.6）。二季度建安投资或有提速，但提振效果不会太大。随着 2025 年地方政府专项债券对土地储备项目的重点支持，叠加土地购置的持续放量，预计二季度其他费用对房地产开发投资降幅的收窄效应将持续强化，同比增速或至 -8%。

图 1.3：房地产开发投资增速及对固投占比（%）



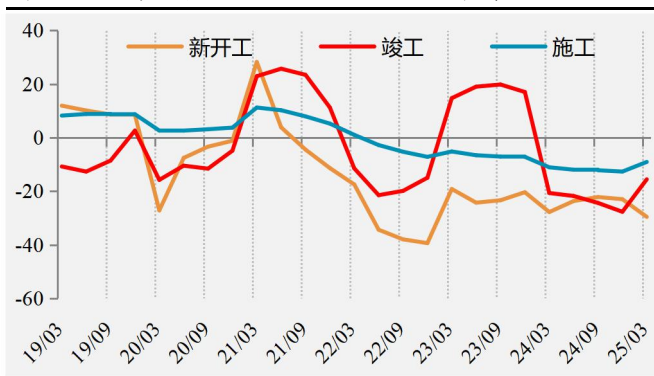
资料来源：万得、2021 年投资数据为两年复合增速

图 1.5：商品房和现房的销售累计同比（%）



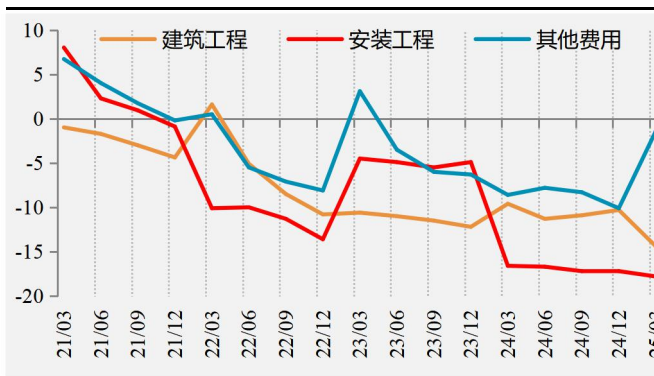
资料来源：万得、2021 年投资数据为两年复合增速

图 1.4：地产新开工、施工、竣工累计同比（%）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

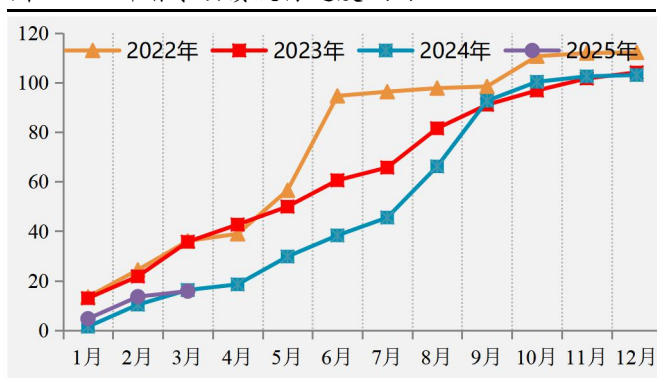
图 1.6：房地产开发投资完成额主要分项增速（%）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

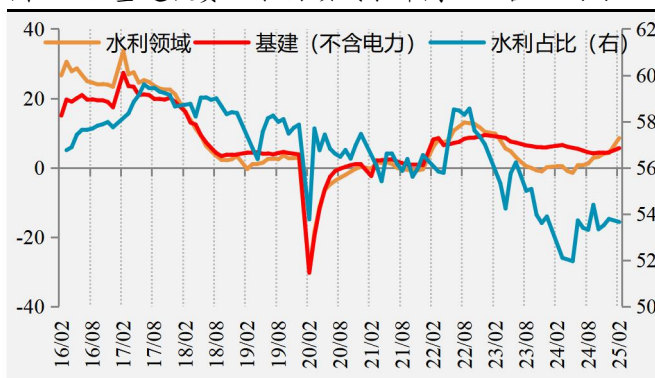
2025 年在“一揽子化债”政策的推动下，地方政府的化债进程积极推进，但不同省份的成效存在差异，地方化债压力虽有缓解，但基建资金依然是中央主导，基建投资年内将持续呈现“中央发力、区域分化”的特征。2025 年拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元，比上年增加 5000 亿元，但新增土储和收购存量商品房等，预计投向基建领域资金总量变化不大，但发行节奏影响基建投资增速。截至 3 月 21 日，2025 年新增专项债发行进度 15.8%，略高于 2024 年，但仍不及 2022 年和 2023 年（见图 1.7）。1-2 月，基建（不含电力）投资累计同比增长 5.6%，高于 2024 年的 4.4%，靠前发力的特征有所体现。结构上，由于地方政府去杠杆延续，交运等受地方主导投资的领域仍受压制增速放缓；而中央主导的水利及“两重两新”等新兴领域或将超预期，带动水利领域占比有望逐步修复至 56%，对基建投资的支撑作用加大；1-2 月，水利领域投资累计同比增长 8.5%，高于 2024 年的 4.2%和基建投资总体增速（见图 1.8）。在政策驱动及资金落地下，预计二季度水利建设同比增速在 8%-10%，带动二季度基建（不含电力）整体增速维持 5%中枢。

图 1.7：新增专项债发行进度（%）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 1.8：基建投资及水利领域累计同比及占比（%）

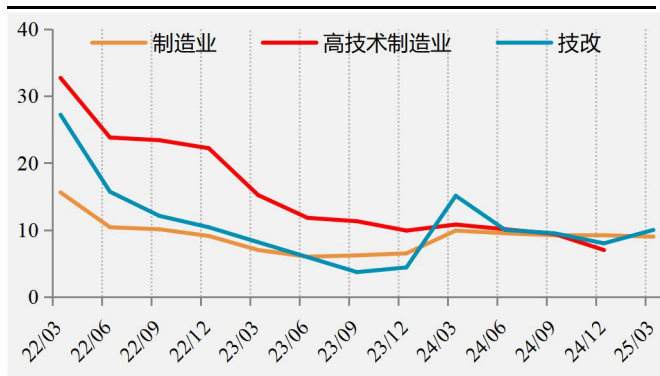


资料来源：万得、一德期货宏观战略部

2025 年制造业投资的核心逻辑是“政策驱动转型以及技术重塑竞争力”，年初制造业投资增速在高位小幅回落至 9%，大规模设备更新政策仍是核心驱动力。1-2 月，高技术制造业投资中计算机设备及航空航天器设备制造业投资分别增长 31.6%和 27.1%，引领增长；技改投资增速也由 2024 年的 8%提升至 10%，推动我国制造业转型升级（见图 1.9）。但高技术制造业的总体投资增速及行业产能利用率、利润率水平均出现回落，产业基本面对投资拉动减弱（见图 1.10）。而 2025 年，国家发改委和财政部发布的关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策，重点

支持高端化、智能化、绿色化设备应用。1-2 月份,设备工器具购置投资同比增长 18.0%,增速比 2024 年全年加快 2.3 个百分点,二季度设备更新政策效应还会持续显现(见图 1.11)。外围上,特朗普贸易政策将重塑全球供应链格局,美国在 3 月 4 日启动第二轮 10%关税后,中国对美出口增速明显回落。对华加征关税逐步推进会冲击二季度的出口份额,出口导向的劳动密集型产业及技术依赖型产业投资将会承压,制造业投资结构加剧分化(见图 1.12),国内需要通过精准扶持政策和市场化改革缓解外部冲击。因此,二季度还需重点关注“两重两新”等设备更新政策落地效果、出口订单修复节奏及高新技术应用突破。基于设备更新政策加码但出口订单承压放缓,预计二季度制造业投资同比增速或小幅回落在 7%-8%之间。

图 1.9: 制造业、高技术制造业及技改累计同比 (%)



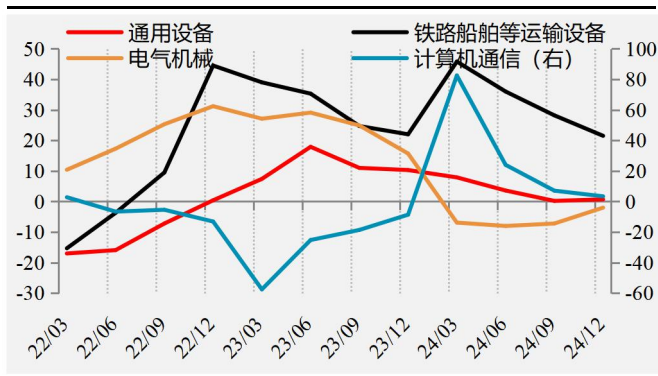
资料来源: 万得、一德期货宏观战略部

图 1.11: 设备工器具购置累计同比 (%)



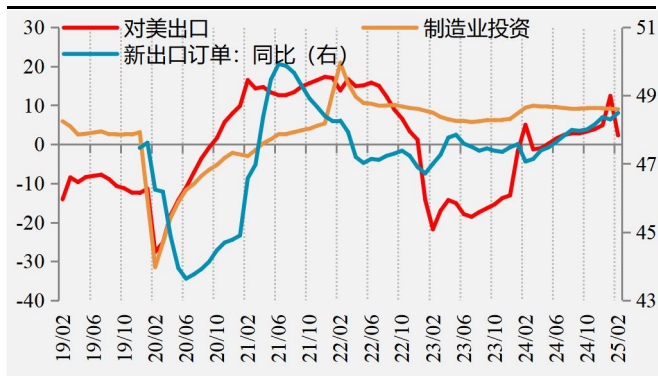
资料来源: 万得、一德期货宏观战略部

图 1.10: 主要高技术制造业利润累计同比 (%)



资料来源: 万得、一德期货宏观战略部

图 1.12: 二季度出口放缓制约相关制造业投资



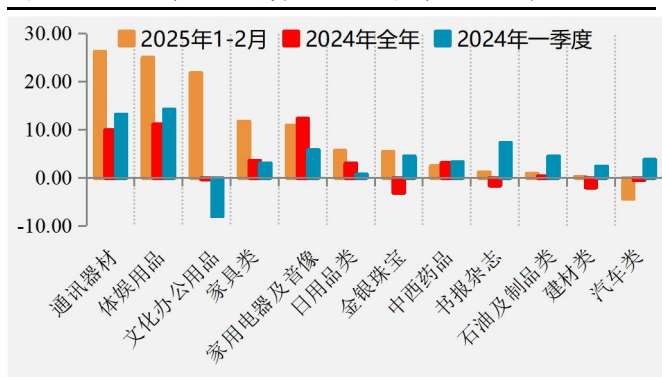
资料来源: 万得、一德期货宏观战略部

总体来看, 2025 年初国内固定资产投资增长在政策驱动下回升。二季度, 在房地产投资降幅收窄、政策继续前置发力驱动基建投资增长维稳及制造业投资高位回落的综合影响下, 预计国内固定资产投资增长较一季度略有小幅回落至 3.8%。

1.2 收入制约消费中枢 政策驱动消费弹性

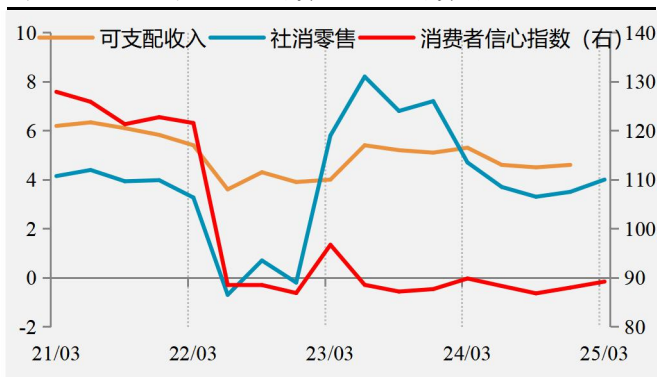
随着消费品以旧换新扩围，特别国债补贴规模扩大至 3000 亿元，覆盖家电、汽车、家居、消费电子等领域，2025 年初的消费增速明显回升。1-2 月，社会消费品零售总额同比增长 4%，较 2024 年回升 0.5 个百分点。结构上，1-2 月通讯器材、体娱用品及文化办公用品等消费品的增速回升较大，以旧换新扩围政策驱动相关产品销售增长显著；而家电、汽车等消费增速较 2024 年回落居前，与上一轮以旧换新补贴拉动效果减退有关（见图 1.13）。二季度，消费品以旧换新政策延续，加上 3 月《提振消费专项行动方案》落地更多在二季度体现，因此，政策依然会是二季度消费增长的主要驱动，消费在需求端的提振空间或将要大于投资。加上二季度有多个节假日对出行、餐饮等服务消费也有一定的拉动，预计二季度消费增长会较一季度进一步回升。2024 年城镇居民可支配收入同比增长 4.6%，中枢低于 2023 年，消费者预期信心指数持续处于低位，是 2024 年消费恢复动力不足的主因。2025 年，在关注政策阶段驱动的同时，居民收入增长依然是影响消费持续改善的核心因素。2025 年 1 月，消费者信心指数呈现全面回升，对收入的信心指数也回升至与 2024 年同期相当的较为积极的水平，预计 2025 年一季度居民可支配收入有望回升至 4.8% 左右，二季度逐步向 5% 趋近，均对消费增速有支撑，预计二季度社会消费品零售总额同比增速或也有望突破 5%。

图 1.13：不同类型消费品的累计同比增长率（%）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 1.14：居民收入、消费增速及消费者信心指数（%）

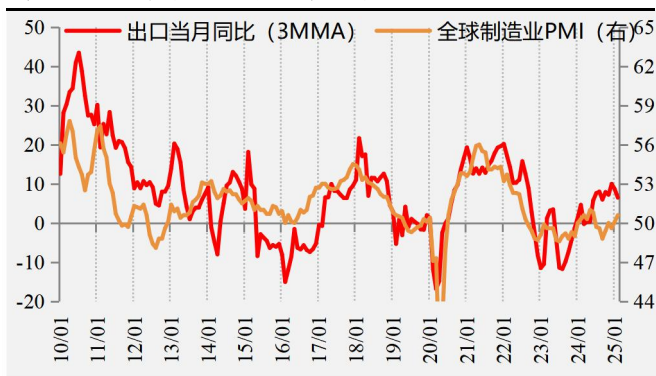


资料来源：万得、一德期货宏观战略部

1.3 关税加征再延续 出口增速或转负

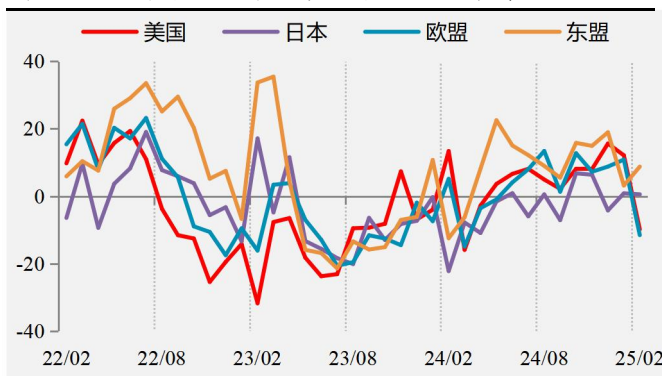
2025 年 1-2 月，我国出口累计同比增长 2.3%，较 2024 年全年的 5.9% 有所回落，但仍处于阶段高位，且高于趋势上较为一致的全球制造业景气水平位置，关税政策下的“抢出口”因素显著体现（见图 1.15），贸易顺差同比扩大至 37%，净出口为一季度国内经济增长继续提供支撑。2025 年 2 月，全摩根大通全球制造业 PMI 为 50.6%，连续两个月处于扩张区间，全球经济复苏动能仍存但结构分化；美国 PMI 景气放缓、欧元区景气持续处于收缩区间，但主要新兴经济体保持扩张，对我国出口也形成结构性支撑（见图 1.16）。

图 1.15：我国出口增速与全球制造业 PMI（%）



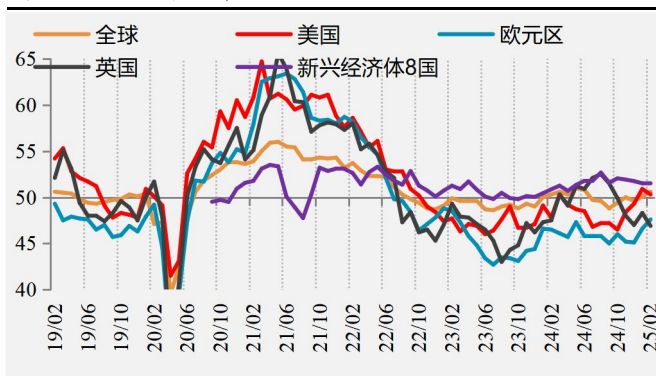
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 1.17：我国对主要贸易伙伴出口当月同比（%）



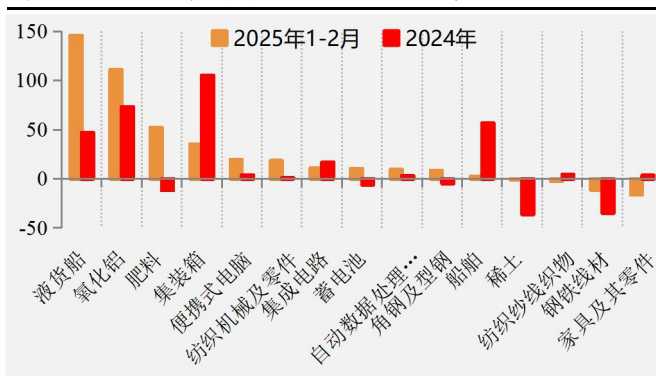
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 1.16：主要经济体制制造业 PMI 指数（%）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 1.18：1-2 月我国出口增长较快的产品增速（%）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

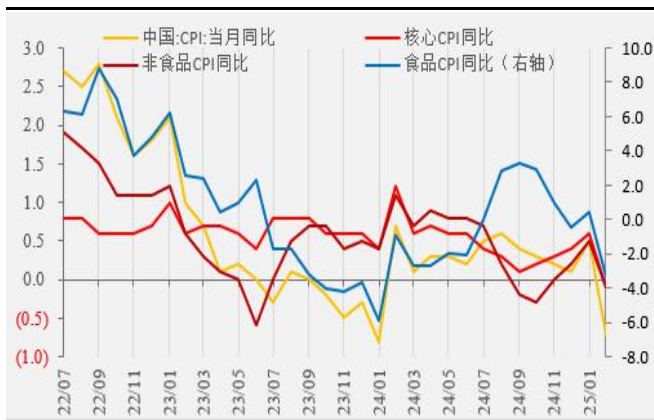
美国制造业需求虽有放缓但韧性较强，但特朗普政府 1 月起对华加征 10% 关税，并在 3 月宣布进一步上调至 20%，1-2 月对美出口增速回落至 2.3%，占比回落至 14% 第三大贸易伙伴，而其中仍有“抢出口”效应的部分延续。另外，特朗普表示部分商品的关税可能在 4 月 2 日之后分阶段上调，当前对华 20% 的关税若未能达到施压效果，

税率可能继续提高，尤其是针对劳动密集型商品和战略产业，二季度“抢出口”效应将显著减弱，我国对美出口增速或将回落至-5%左右。叠加欧盟对华政策也逐步趋严，碳关税 2025 年正式实施，覆盖钢铁、铝、化肥等行业，1-2 月我国对欧盟出口增速仅 0.6%（见图 1.17）。随着 4 月特朗普“对等关税”落地，针对转口贸易加征，二季度中国通过墨西哥、欧盟等地的转口贸易将面临双重关税压力，而高新技术产品有望通过新兴市场对冲部分损失。1-2 月机电产品出口占比 60%，其中集成电路、自动数据处理设备出口分别增长 13.2%和 11.7%，受益于全球半导体产业链回暖和新市场数字化需求。1-2 月未锻轧铝及铝材出口量同比降 11%，但氧化铝等高附加值深加工产品或成为新增长点（见图 1.18）。二季度，随着东南亚、拉美等地工业化进程加速，东盟、拉美等“一带一路”市场占比会持续提升，机电等相关产品出口或有 6%左右的增速；随着新能源、半导体等产业持续扩张，高附加值产品将逐步成为我国出口产品的核心增长点。总体来看，二季度我国出口增速会较一季度边际回落至-3%附近。

1.4 需求修复偏缓 通胀回升仍待时日

2025 年 1-2 月受暖冬天气影响，食品价格对 CPI 同比读数形成拖累，2 月 CPI 同比回升再度转负。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比和环比增速同样转负，反映出当前消费力依然不足。尽管年初促消费政策再度加码，但受制于居民收入和就业预期修复缓慢影响，服务消费需求依然疲弱带动非食品价格读数走低。考虑 2024 年基数影响，二季度核心 CPI 预计反弹到 1%附近。食品价格中方面，猪肉价格在供给端没有大规模冲击下总体弹性不大，猪价对 CPI 同比的拉动近半年都维持在 0.2 个百分点左右，随着能繁母猪存栏总体持续加速去化，年底前猪价仍延续回落。预计二季度 CPI 同比在 0-0.5%区间运行。

图 1.19: 核心 CPI 修复缓慢



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

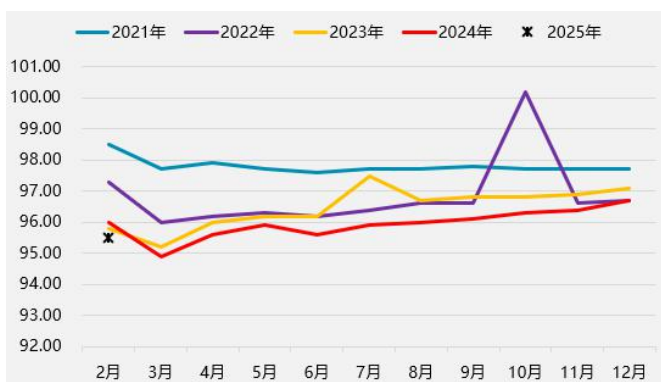
图 1.20: 二季度生猪价格将继续回落



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

PPI 方面，春节后下游复工速度较慢，叠加关税因素扰动，上游价格表现偏弱。2025 年前 2 个月规模以上企业产销率低于历史同期，表明当前供给端修复强于需求端，物价依然承压。考虑国内房地产投资仍在调整中，建材相关行业需求难有较大起色。供给端短期较难出现产能的大幅收缩，需求端恢复节奏偏缓，叠加二季度关税扰动仍存，3 月后抢出口效应退潮，商品价格存在进一步走弱可能。另外，考虑 4 月份 OPEC+ 逐步复产，特朗普政府大力促进美国能源生产，以及中东和俄乌冲突带来的地缘风险溢价趋于下降，二季度油价中枢或取决于特朗普对传统能源扩产支持力度强弱。综合来看，二季度 PPI 同比或在 -2% 附近波动。

图 1.21: 前 2 月规上工业企业产销率低于历史同期



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 1.22: 2025 年油价低位运行制约 PPI 回升幅度



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

1.5 总量放松可期 结构工具为主

一季度中国央行按兵不动，降准降息的缺席成为市场预期差。我们认为年初货币政策相对克制源于外部环境改变使得货币政策目标阶段性向稳汇率和防风险倾斜。年初，市场较为担心特朗普上台后关税政策超预期，人民币兑美元贬值到 7.33，央行发行离岸央票释放稳汇率信号。叠加年初债市过度交易降息预期，长债收益率下行过快引发监管层担忧，央行有意控制流动性投放量。2 月美对华加征关税落地，但并未超出市场预期，随后科技股引领 A 股整体走强，同时美股和美元下跌，市场预期转向“东升西落”。外部冲击暂缓、股价企稳、开年数据未明显走弱，货币宽松必要性不强。

展望二季度，在内需增长承压、外部环境更加严峻、物价维持低位、实际利率依然偏高的背景下，稳增长或成为货币政策阶段性重点目标，货币总量宽松可期。但考虑当前货币政策更加重视防范债市风险和货币政策传导，货币政策第一季度例会强调“防范资金空转”、“关注长期收益率的变化”、“加强利率政策执行和监督”，降准降息的落地或许要等待国内外经济走弱和金融市场运行风险信号的出现。当前决策层有意保持实体流动性供给充裕，避免资金在金融体系空转。因此，结构性货币政策工具将成为 2025 年政策的主要抓手，将流动性定向输送至实体以支持信贷融资、促消费和稳外贸。若后续基本面明显转弱、关税谈判不及预期、金融市场波动加剧，则央行可能全面降息对冲风险，而降准可能会配合政府债发行节奏落地，以提供流动性支持并缓和商业银行负债压力。

3 月 24 日央行宣布于 25 日开 4500 亿元中期借贷便利（MLF）操作，并从本月起将 MLF 操作由单一价位中标调整为多重价位中标（即美式招标）。此次操作为 2024 年 7 月以来首次净投放，且罕见提前预告操作量，有助于稳定季末流动性预期，释放暖意。更值得关注的是央行修改了 MLF 招标方式，由此前的固定利率改为多重价位招标，这意味着 MLF 利率的市场化程度提高，政策属性退出。据金融时报，“机构投标 MLF 通常参考市场化的融资成本，目前国股行 1 年期同业存单利率在 1.95% 左右”，这大概率意味着本期 MLF 加权价格或向 1.90% 靠拢，相较此前 2.0% 利率存在降息效果。目前 MLF 存量 4 万亿，约占银行负债的 1%，其平均利率下降 10BP，为银行负债净息差扩大贡献 0.1%。未来，央行可以通过改变 MLF 投放数量影响市场利率水平，因此 MLF 招

标方式的改变可视为打响结构性降息的第一枪。后续更多结构性工具的推出将助力商业银行负债压力进一步缓解，促进实体信贷加快投放。

图 1.23：外汇掉期点收窄隐含人民币贬值压力暂缓



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 1.25：扣除通胀后国内实际利率水平仍偏高



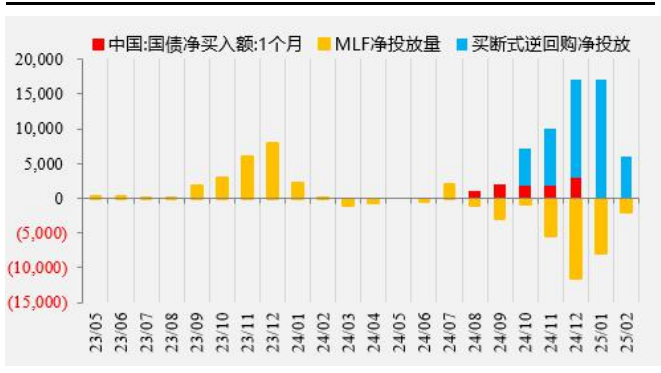
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 1.24：票据转贴现利率弱于历史同期表明信贷需求不强



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 1.26：2025 年 3 月 MLF 转为净投放



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

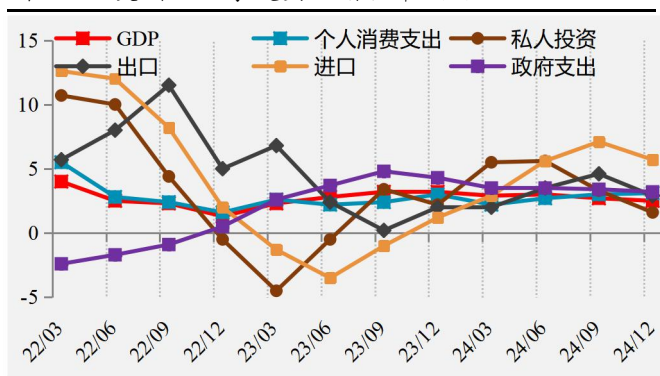
2. 海外经济：政策不确定性增加 加大美国经济担忧

2.1 美国经济下行压力加大

一季度，美国经济延续了较强的韧性，消费支出依旧是经济增长的主要动力，但也开始显示出经济放缓迹象，投资下滑和进口增加继续减弱 GDP 增长动能（见图 2.1）。2025 年 2 月美国零售销售数据环比虽转正至 0.2%，但仍低于一致性预期，美国居民消费意愿下降；3 月密歇根大学消费者信心指数降至 57.9，是 2022 年 7 月以来最低水平；2 月服务业 PMI 大幅回调至 2024 年以来的低位 51%，美国综合 PMI 放缓至 51.6%，扩

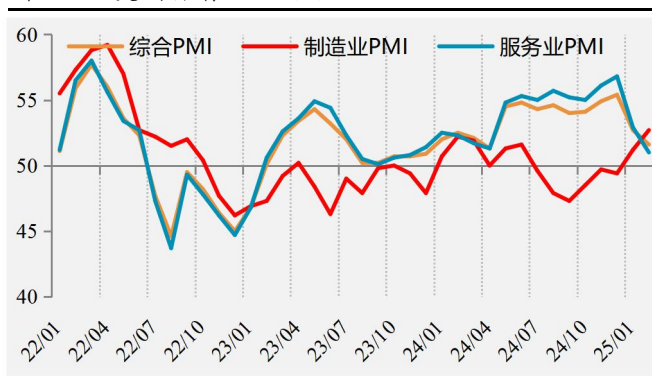
张速度显著放缓（见图 2.2）。机构对 2025 年美国 GDP 增长由 1 月预期的 2.3% 降低至 2%-2.2%，市场担忧关税政策或导致美国经济衰退，也担心贸易政策可能会引发美国国内通胀再度抬头。美国经济处于不确定性的背景下，二季度，美国经济或仍将在关税不确定性和国内消费再度放缓中呈现增长走低。

图 2.1：美国 GDP 季度实际增长率（%）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 2.2：美国标普 PMI（%）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

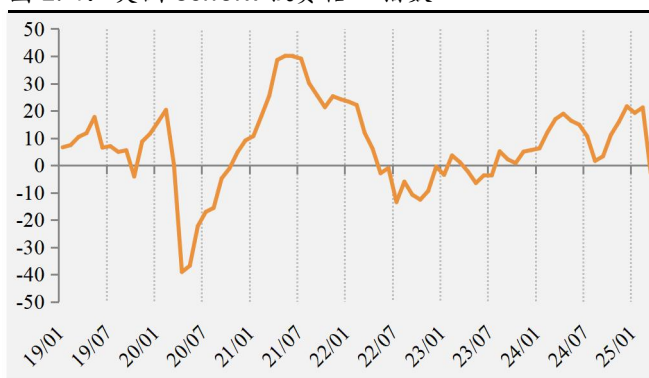
一季度美国制造业保持扩张回升而新订单下降，表明企业资本开支和居民耐用品消费并未同步改善。另外，非住宅设备投资走低和 Sentix 投资信心指数转负，企业对未来需求预期悲观而不愿扩大产能（见图 2.3）。2 月，美国 ISM 制造业 PMI 新订单指数降至 48.6，结束连续三个月的扩张。一季度税收减免到期前的“抢生产”行为或将透支二季度订单，引发“订单-生产”负反馈循环，同时企业资本开支受高利率和产能利用率下降压制，设备更新周期延后，二季度非住宅设备投资延续低迷。而 2 月开始更多的关税导致终端物价上涨，制造业和非制造业 PMI 物价指数均至高位，引发美联储对通胀压力上升的担忧。反映企业投资信心的 Sentix 投资信心指数在 3 月由 21.2 骤降至 -2.7（见图 2.4），预计二季度企业的投资及生产意愿还将受到压制。综合预计，在需求、利润下滑及政策风险加大的情况下，非住宅设备投资增长二季度还将延续低迷，加上美联储降息不确定性，投资还将维持弱势。

图 2.3：美国核心资本品及非住宅设备投资增长 (%)



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

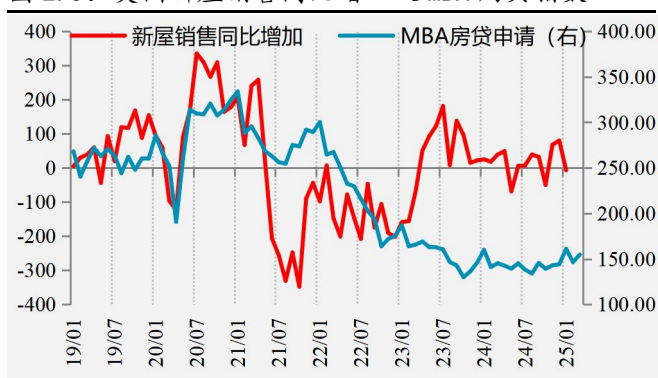
图 2.4：美国 Sentix 投资信心指数



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

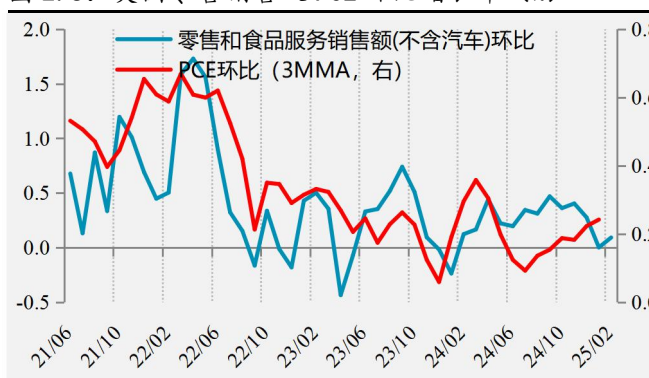
美国房地产市场一季度保持底部平缓态势，房屋销售仍显疲态。2 月美国新房销售同比增加 33 万套，1 月与 2024 年同期相同；3 月前两周的 MBA 购买指数 154.6，仍在 2024 年以来的较低水平（见图 3.5），预计二季度的成品房销售也将延续低迷，消费支出也不会大幅改善。地产需求低迷，而随着天气状况在全国多地改善，美国新开工项目在经历 1 月份的低迷后迎来两位数反弹，2025 年上半年房屋供给宽松。3 月建筑商信心下降至七个月低点 39，对市场前景的担忧主要集中在关税、持续高企的按揭利率以及高房价问题上。在此背景下，二季度住宅建设前景仍然有较大变数，美国房地产投资压力不减。3 月前三周的 30 年期抵押贷款利率在 6.67%，较前两个月略有下降。加上特朗普的政府裁员计划在 2 月落地，3 月力度会进一步加强及后续继续推进，预计二季度就业市场承压，影响居民购买力，二季度新屋销售难有显著改善，美国房地产投资将延续温和放缓的趋势。

图 2.5：美国新屋销售同比增加及 MBA 购买指数



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 2.6：美国零售销售及 PCE 环比增长率 (%)

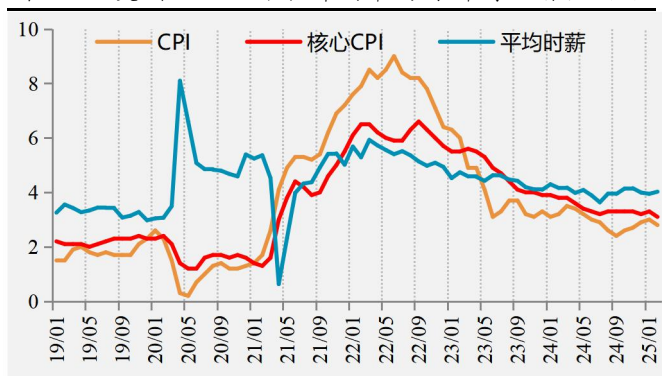


资料来源：万得、一德期货宏观战略部

一季度特朗普关税政策导致进口商品囤货，短期支撑美国消费数据，但贸易逆差扩大可能挤压后续消费动能。1 月美国个人消费支出（PCE）环比增速放缓至 0.3%，2

月美国零售和食品服务销售额剔除机动车辆和零部件店季调后仍为 0.33%，三个月移动平均仍处低位（见图 2.6），均反映出一季度零售销售数据呈现走低。而 4 月还将加征关税可能推升核心商品价格，同时挤压实际收入，低收入群体消费进一步收缩。另外，住房通胀滞后性或使核心 CPI 维持在 3% 以上，限制二季度美联储政策空间（见图 2.7）。在美国通胀风险上升及美联储降息放缓的预期下，美国消费者信心连续降温，3 月密歇根指数消费者信心指数跌至 57.9，为 2023 年以来的新低（见图 2.8）。预计二季度美国消费仍将会有放缓，但总体降幅不会太大。

图 2.7：美国 CPI 及非农部门平均时薪同比增长（%）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 2.8：美国密歇根大学消费者信心及标普 500 指数



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

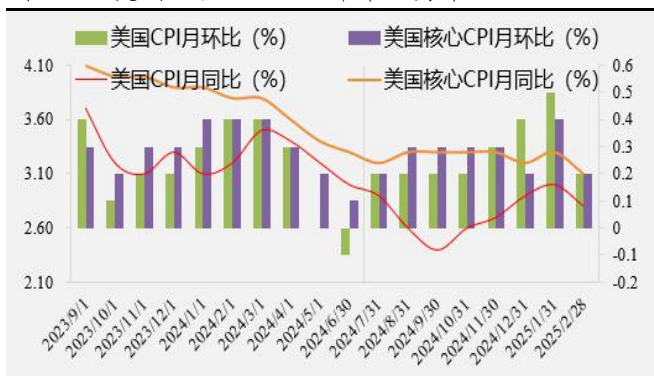
另外，一季度美国股市下行对居民财富效应也造成一定冲击。一季度，标普 500 出现回调，尤其科技股大幅回调导致美国居民财富缩水。而股票资产占美国家庭净资产的约 30%，高收入家庭持有更高比例的股票资产，股市下跌将直接减少居民可支配收入和消费意愿，高收入群体对高端服务消费可能出现收缩加剧经济分化。历史上，美国密歇根消费者信心与标普 500 指数双降会对经济增长形成叠加压制（见图 2.8）。美国经济在 2020 年一季度出现了显著萎缩，实际 GDP 年化季环比下降 1.4%；2022 年一季度实际 GDP 年化季环比下降 1.5%，这是自 2020 年二季度以来首次出现负增长。根据亚特兰大联储的最新预测，美国 2025 年一季度的 GDP 环比年率增速为 -1.8%。一季度美股下跌主要是源于对特朗普政府关税政策不确定性和科技公司资本过度开支的担忧，二季度仍面临特朗普政府关税与财政政策、美联储利率政策等多重不确定因素，美股回撤幅度若不能较快修复，消费支出和私人投资会双双承压，短期加大美国经济的下行压力，但陷入衰退可能还有待观察。预计二季度美国经济增长降至 2% 左右，全年经济增长下调到 1.7%。

2.2 关税政策阻碍去通胀进程

经历了令人失望的 2024 年四季度去通胀进程再度停滞，2025 年一季度 CPI 数据取得了一定的进展，这一方面源于偶发因素（如洛杉矶山火）对核心商品扰动的退却，另一方面，美联储最为关注的核心服务通胀总体延续 2024 年二季度去化趋势是去通胀进程大局延续的保障。最新公布的数据显示，2 月美国核心 CPI 年率 3.10%，为去通胀进程启动以来最低，核心 CPI 月率同步回落至 0.2%，符合美联储政策目标核心年率 2% 对应的月率水平。

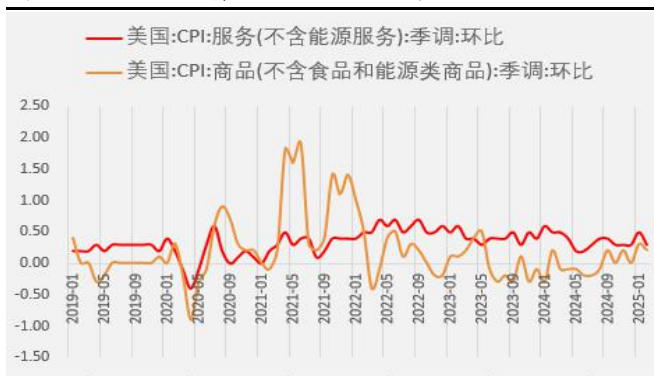
展望二季度，基于关税政策影响，核心商品通胀回潮的情况需重点予以防范。一方面，随着汽车等核心商品通胀占比高的品种关税落地，势必对核心商品通胀形成较大冲击，进而可能对核心服务中机动车保险等扰动项产生影响，进一步拉慢核心服务通胀去化进程。

图 2.9：美国（核心）CPI 年率及月率（%）



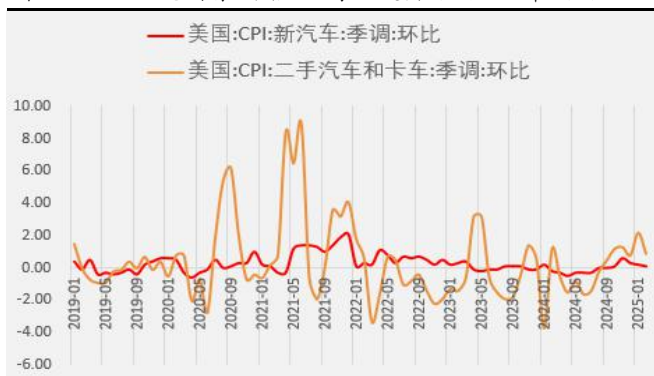
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 2.11：核心服务延续去通胀态势（%）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 2.10：偶发因素对核心商品通胀扰动退却（%）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 2.12：汽车保险扰动“超级核心”通胀去化（%）



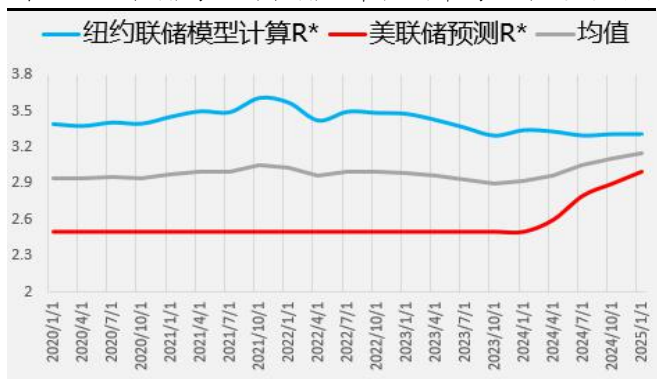
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

2.3 市场与联储政策博弈空间收窄

在一季度已经结束的两次 FOMC 会议上，“政策不确定性”成为联储官方文件及官员讲话中出现最为高频的词汇。美国新政府移民、关税等政策尚未完全落地，美国经济“硬数据”依然偏强的背景下，保持观望似乎成为联储短期的“最优解”。3 月的经济展望中，联储调降年内经济增速而调升核心通胀水平给出了“类滞胀”的经济预测，但并未于点阵图中增加降息次数，暗示货币政策的重心依然在通胀。此外，会议上官员们对此前连续 4 次上调的联储认可的中性利率水平维持 3.0% 的预测，这与点阵图暗示的本轮降息周期末端的终值利率 3.1% 基本重合。基于此，除非经济衰退成真，本轮降息周期已经降息 100 基点，从空间而言或已过半。展望二季度，基于终值利率与联储中性利率基本重合的背景，也相应压缩了与市场预期差的博弈空间，唯一需要关注或许是降息节奏相对变化，但在有限的空间里，降息速率相较 2024 年 9 月降息甫落地时边际放缓已成定局。

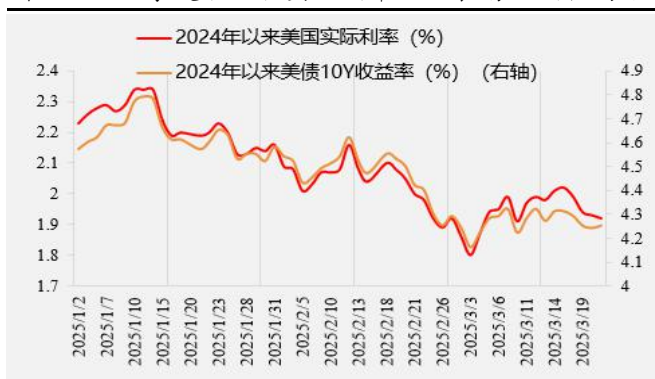
一季度，10 年期美债利率呈现震荡回落走势，主要受到美国新政府政策预期反复无常及美国经济“软数据”不及预期带来市场风险偏好急转的影响。同时上述政策预期下，通胀预期持续位于相对高位也从期限溢价端对名义利率提供支撑。基于上述对于终值利率 3.00-3.25% 的预测，基准情形下名义利率中期犹有一定下行空间，但短期关税等政策尚未完全兑现，通胀预期难有较大回落余地，故 4% 一线支撑暂时较为强劲。而参考纽约联储模型测算的中性利率水平 3.3% 更为接近实际，因而极限情况下名义利率恐较难跌破上述水平。

图 2.13: 联储与纽约联储的中性利率与无限趋近 (%)



资料来源：纽约联储、美联储、一德期货宏观战略部

图 2.14: 一季度名义和实际利率呈现震荡回调格局 (%)



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

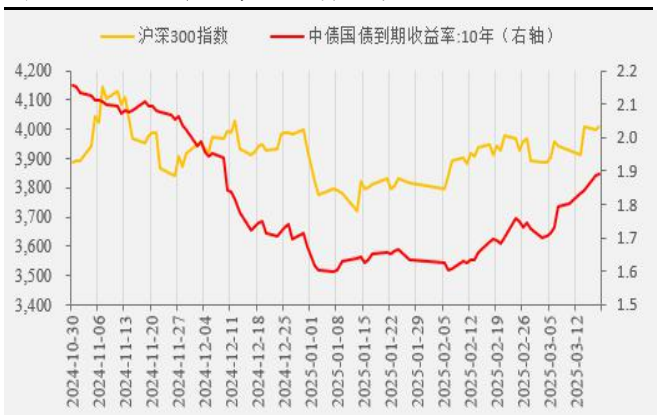
3. 债券市场：回归现实定价 股债跷跷板弱化

3.1 抢跑行情纠偏基本到位

2025 年一季度中债收益率呈现 V 型走势。1 月债市延续 2024 年 12 月的“疯狂上涨”，十年国债收益率一度下行突破 1.6%。2 月债券收益率逐步止跌反弹，随着资金面不断收敛，债券开启调整。3 月两会后，降准降息预期延后，股票市场的强势带动风偏回升，股债呈现明显跷跷板走势，债基负反馈和大型商业银行卖债兑现收益（为季末考核）成为债市波动的放大器，连续的下跌冲击债市信心。

从市场驱动来看，一季度基本面变化不大，债市行情由央行态度和资金面变化主导。而央行态度和资金面变化受外部的冲击影响较大。年初，市场对于特朗普上台后关税的推行存在较大担忧，权益和商品整体表现弱势，而债市在资金面宽松和风偏的双重利好驱动下演绎极致行情，十年国债一度透支 40BP 降息空间。春节后，美国对华加征关税消息落地，中国同步开启反制，叠加科技股引领内外开启“东升西降”交易，中债上涨按下暂停键。同业存单利率逐步抬升释放商业银行负债压力加大信号，债市负 Carry 交易得以纠偏。3 月中旬，十年国债收益率回升至 12 月 9 日政治局会议提出“适度宽松货币政策”之前位置，基本完成对前期抢跑行情的纠偏。

图 3.1：2025 年一季度股债走势联动性增强



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 3.2：2 月存单利率明显抬升



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

3.2 基本面将主导债券走势

二季度，外部环境越加复杂，基本面压力将再度显现，并推动利率中枢的再度下行。2025 年两会政府工作报告中将赤字率上调至 4%，为历史最高水平。但如果把新增专项债、特别国债、置换债、补充大行资本全部算进来，广义赤字率并未超过历史最高水平 2016 年。考虑当前内外宏观复杂程度远远超过 2016 年，而且 2016 年有供给侧结构性改革、棚改货币化、大规模债务置换等，财政加码并未大超预期。

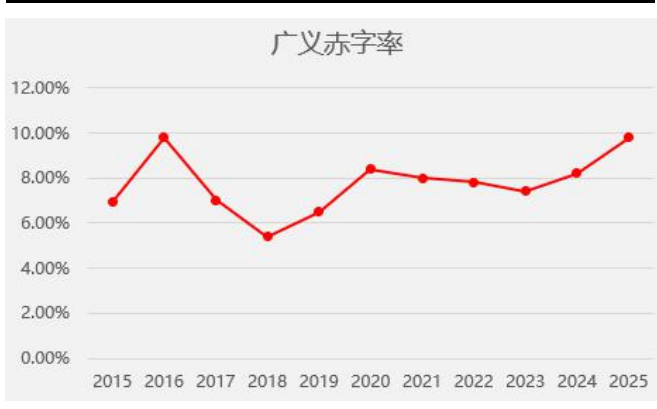
尽管本轮宽信用政策从 2024 年 9 月底就已开启，但居民和企业部门资产负债表修复节奏较为缓慢。2025 年前 2 月居民短期贷款和中长期贷款增长均不及 2024 年同期，而居民存款增加 6.13 万亿元，高于 2024 年同期 5.73 万亿元，表明目前居民加杠杆意愿仍不强。受化债影响，企业中长期贷款同比少增，但还原地方专项债置换因素后企业中长期贷款仍低于 2024 年同期。微观主体资产负债表承压，而财政加码力度未超预期情况下，信用收缩的扭转需要货币政策进一步放松刺激。经历一季末债市抢跑纠偏后，二季度债市将回归基本面定价，利率中枢将再度下行。

图 3.3：财政赤字率上调至历史新高

政策目标	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
财政赤字率	2.8%	3.6%	3.2%	2.8%	3.00%	3.0%	4.0%
财政赤字规模	27600	37600	35700	33700	38800	40600	56600
中央财政赤字	18300	27800	27500	26500	31600	33400	48600
地方财政赤字	9300	9800	8200	7200	7200	7200	8000
地方专项债额度	21500	37500	36500	36500	38000	39000	44000
特别国债（含超长期）	0	10000	0	0	0	10000	18000
国债到期量	24094	30820	44684	71475	69762	79905	78740
地方债到期量	13152	20757	26685	27758	36647	29808	30142
政策性银行债到期量	24574	26547	34059	37726	40192	40701	44205
国债发行量	41641	71173	67967	97222	111010	124748	145340
地方债发行量	43624	64438	74826	73556	93254	97761	102142
政策性银行债发行量	38237	52126	55601	58405	58790	56789	60000
利率债净融资	61682	109613	92966	92224	110453	128884	154395

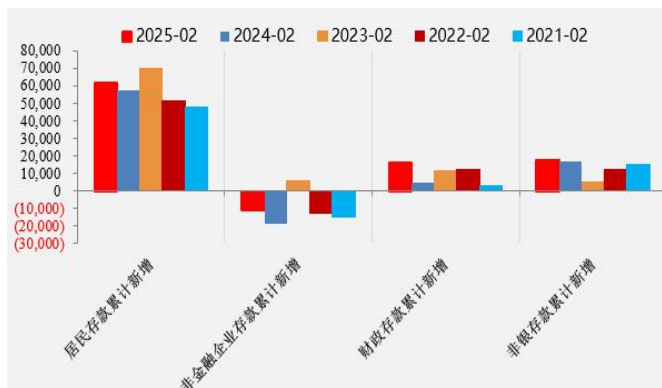
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 3.4：广义赤字率并未超过 2016 年



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 3.5：前 2 月居民存款高增、企业存款略降



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 3.6：企业中长期贷款相比 2024 年同期回落



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

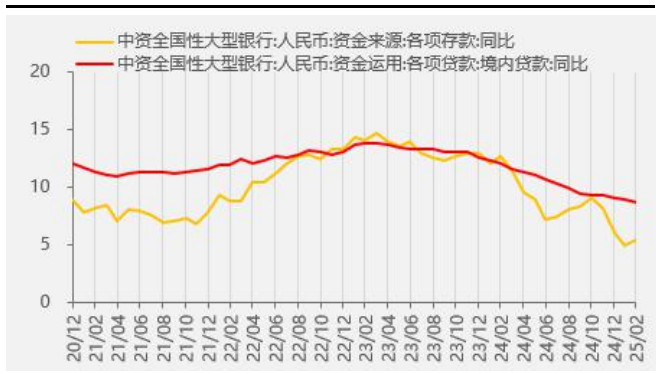
3.3 银行负债压力有望缓解

2025 年一季度在存款增速放缓、政府债大规模发行、央行向银行体系投放流动性有限的情况下，商业银行负债压力再度走升，1 年期国股行同业存单利率上行一度突破 2%，对于债市形成明显冲击。实际上，自 2024 年一季度开始，存款利率快速下行导致大行单位存款增速明显放缓，居民和企业存款通过非银渠道回存银行系统，非银存款增加抵消一般存款回落。2024 年 4 月手工补息叫停后，大行单位活期存款规模大幅下降 2 万亿至 14 万亿左右，而非银存款历时 5 个月多增 3 万亿，到 2024 年三季度末二者接近平衡，大行的负债压力缓解，银行间资金面随之进入平稳宽松状态。但 2024 年末非银同业存款利率规范执行后，大行非银存款存量规模大幅回落近 2.5 万亿，其负债压力再度加大。大行被迫以卖出回购资产方式在银行间市场大规模融资以稳定负债，从原来的资金净融出方变为资金的融入方，导致银行间流动性传导的倒置，非银向大行融出资金，加剧银行间资金面压力。

考虑 2024 年二季度至 2025 年一季度，大行负债在单位活期存款、非银存款、卖出回购资产之间转换，其负债端的稳定性下降，若降准降息继续缺位，则股债跷跷板效应大概率将延续。不过，考虑当前信用收缩趋势并未改变，二季度降准降息的概率依然很大（详见本文货币政策部分阐述），届时商业银行负债端压力将明显缓和，股债跷跷板行情也将一定程度弱化。

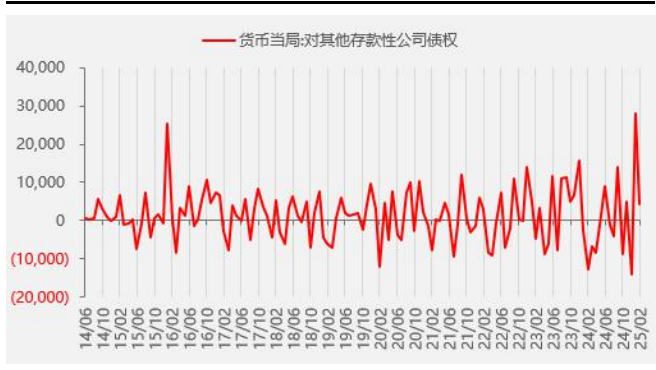
此外，当前央行已经关注到大行负债不稳定问题，并采取措施缓解其压力。2月央行资产负债表显示，央行对其他存款性金融公司债权增加4337亿元，而扣除OMO净回笼9673亿元、MLF净回笼2000亿元、买断式逆回购净投放6000亿元和PSL到期1000亿，央行向商业银行投放1.1万亿元，相当于降准0.5个百分点，但从大行资金融出和存单发行利率表现来看，仍不足以完全抵消负债压力。由此可见，央行有意投放基础货币缓解银行负债压力，但并不想释放过于宽松信号以免资金空转问题出现。

图 3.7：自 2024 年一季度大行存款增速放缓



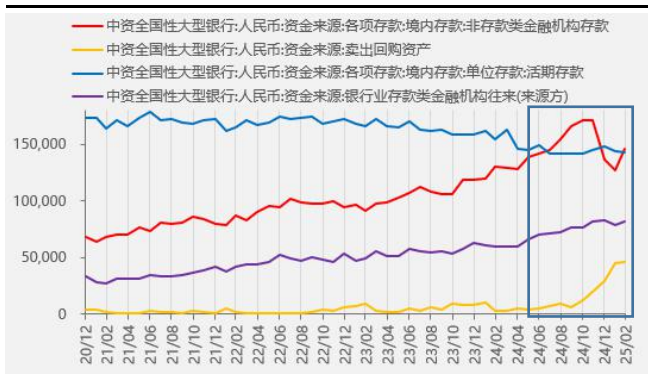
资料来源：央行、万得、一德期货宏观战略部

图 3.9：2 月央行对其他存款性公司债权意外增加



资料来源：央行、万得、一德期货宏观战略部

图 3.8：2024 年以来非银存款快速增长



资料来源：央行、万得、一德期货宏观战略部

图 3.10：同业存单利率与流动性投放工具



资料来源：央行、万得、一德期货宏观战略部

3.4 收益率下行挑战前低

展望二季度，我们对于债市并不悲观。原因如下：一是相对于一季度，二季度内外需求均有弱化，基本面对债市有支撑，即使降准降息缺位，债券收益率也会跟随贷款利率的下行回落；二是财政刺激力度并未超预期的环境下，居民和企业资产负债

表的稳定需要货币政策进一步放松；三是考虑商业银行负债压力有望缓解，二季度“资产荒”将再次成为债市焦点。

从估值角度看，截止3月中旬，1年期国债收益率已经回升至1.55%，上行幅度超50BP，接近2024年6月水平，已经抹去2024年7月和9月两次OMO降息累计30BP的带来的下行幅度。无论从其自身绝对估值，还是期限利差角度看，短债价格明显低估。而长债方面，如果将30年国债和房贷利率相比，2.0%以上的30年国债收益率相比扣除不良率、增值税、所得税后的按揭贷款综合收益1.91%（央行数据显示2024年四季度按揭贷款利率为3.09%），债券性价比略胜。考虑近期消费贷等利率调降，后续贷款加权利率进一步下行，债券配置价值凸显。考虑二季度基本面压力加大和降息概率加大，下调二季度十年国债收益率波动区间为1.55%-2.0%。

图 3.11：2%的 30 年国债收益率相对房贷利率具有性价比



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 3.12：当前债券收益率曲线相对平坦



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

4. 集运市场：供需矛盾有所缓和 运价中枢或将上移

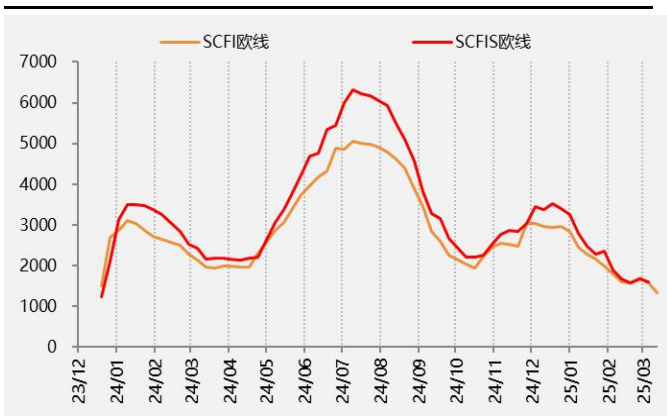
4.1 一季度集运市场走势回顾

现货市场：由于2024年年底航运市场集中出货行情以及2025年春节前囤货行情均未启动，传统季节性走势失灵，欧洲航线现货运价整体呈现下行趋势，这在近年来的现货市场表现是极为罕见的。一方面运输需求疲弱，市场货量低迷；另一方面，航运联盟重组初期，船公司之间竞争加剧，纷纷采取降价揽货策略来提高市场占有率。

据上海航运交易所数据统计，截至 3 月 24 日，上海出口欧洲航线（基本港）集装箱结算运价指数较 2024 年年底跌幅超逾 50%。

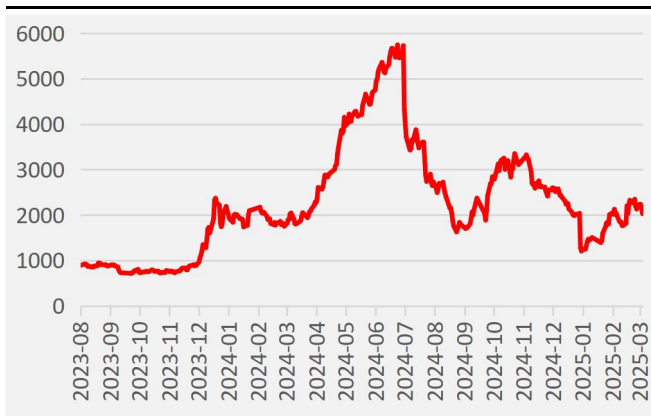
期货市场：一季度集运欧线主力合约整体呈现先抑后扬而后偏震荡的走势，主要波动区间在【1400，2300】点。年初在现货承压下指数跟随调整，随后受地缘局势影响，复航估值得到修复。在船商宣涨运价的提振作用下，盘面提前交易需求改善预期，节后指数迎来反弹。不过季节性淡季由于货量有限，船东被迫继续调降运价，3 月涨价证伪，指数再度回调。为抑制运价进一步下跌，部分船商于 3 月中上旬再度宣涨 4 月运价，叠加胡塞武装袭击美国航母，红海区域再添变数，对市场情绪形成扰动。目前集运现货市场偏弱令指数承压，但二季度需求改善预期仍在，多重因素交织影响下，交易驱动频繁切换，指数波动弹性有所增强。

图 4.1：SCFI 欧线与 SCFIS 欧线走势



资料来源：上海航运交易所、一德期货宏观战略部

图 4.2：集运指数（欧线）期货结算价（活跃合约）



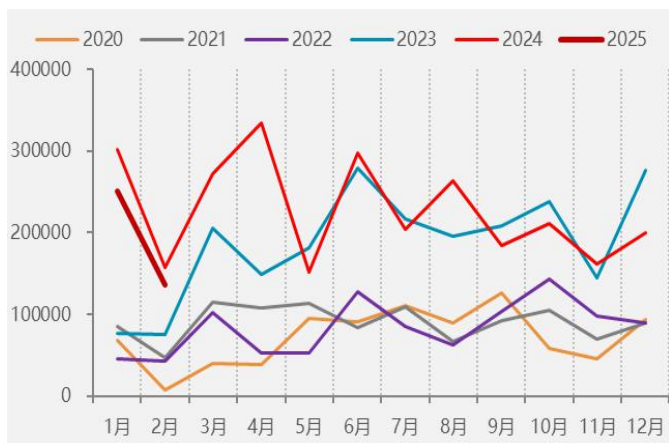
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

4.2 新船交付出现放缓 二季度欧线运力投放或增加

据克拉克森数据统计，2024 年集装箱船交付量达 300 万 TEU，创有记录以来新高。在新船交付的船型中，大型船舶占比较高，其中 8000TEU 及以上船舶构成了交付主体，而 12000TEU 以上的大型集装箱船舶占比约为 60%。由于新船集中交付且老旧船舶拆解量低，2024 年全球集装箱船队规模增长近 8.7%至 3040 万 TEU，船队规模较 2020 年年初扩大 30%。2025 年 1-2 月，新船交付量约为 38.7 万 TEU，较 2024 年同期下降 15.9%，对供给压力有所缓解。2025 年 1-14 周船舶检修量较 2024 年同期减少 116.8 万 TEU，

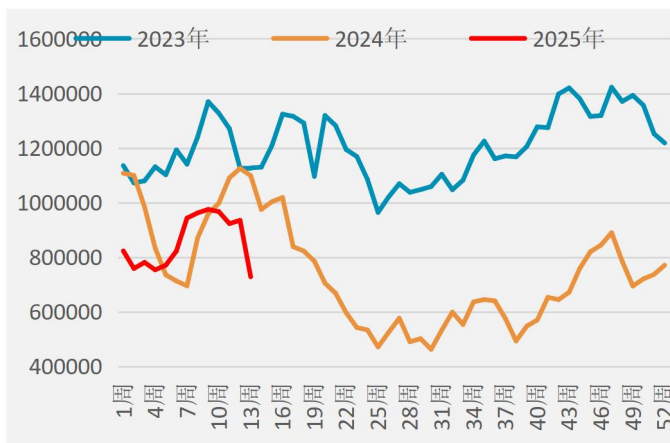
同比下降 9.5%，随着船舶维修数量减少，市场上可供使用的船只数量相应增加，不过船公司适时采用减班降速的方式来平衡供需关系，叠加红海危机导致的绕航持续，运输时间延长需要额外运力补给，在一定程度上抵消了部分运力过剩的影响。

图 4.3：近年来新船交付情况（TEU）



资料来源：一德期货宏观战略部

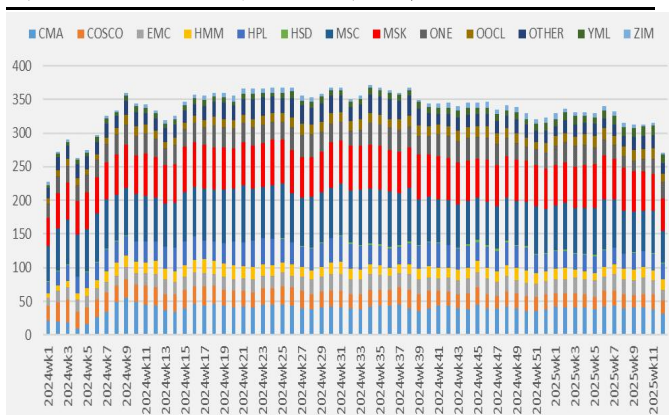
图 4.4：船舶维修监测（TEU）



资料来源：一德期货宏观战略部

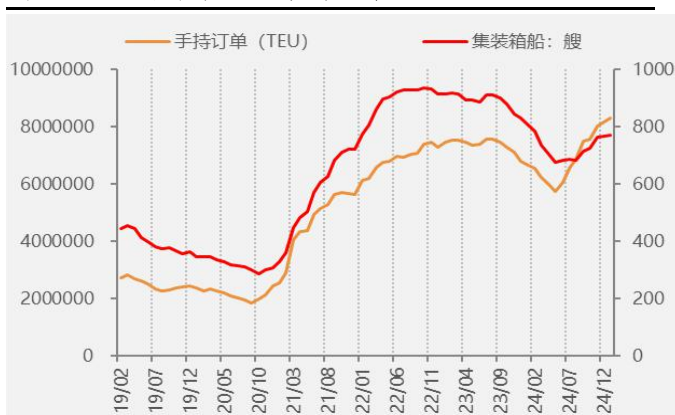
按照造船周期以及全球集装箱船手持订单量预估 2025 年新船交付量将达 284 万 TEU，通过近年来交付情况的季节性规律观察，二季度交付处于中等偏上水平，预计 2025 年二季度新船交付将超逾 70 万 TEU。船舶拆解方面，随着国际海事组织等机构对船舶节能减排要求的逐步提高，老旧船舶难以符合新标准，将促使更多的船公司选择拆解老旧船舶。据克拉克森预计 2025 年世界集装箱船舶拆解量将达 23.6 万 TEU，较 2024 年大幅增长 172%。考虑到船舶拆解量和交付量，预测 2025 年全球船队运力规模为 3253.3 万 TEU，较 2024 年增长 5.3%，增速减少约 5 个百分点。此外，专业机构 Alphaliner 也预测 2025 年拆船市场有可能呈现大幅增长，对运力增长起到一定的抑制作用。

图 4.5：主流船公司绕航统计分析（TEU）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 4.6：全球集装箱船手持订单（TEU）

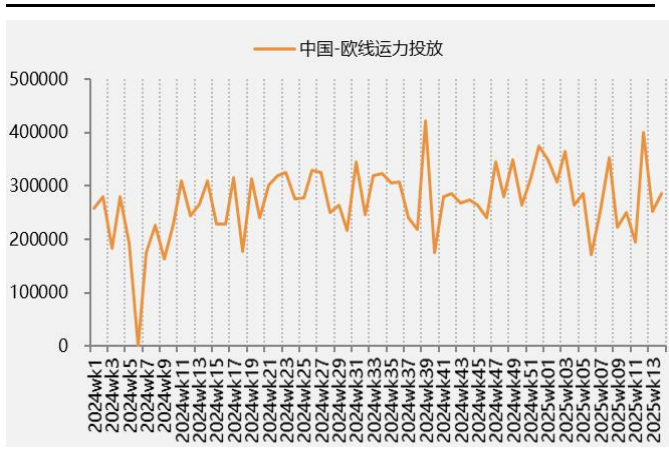


资料来源：万得、一德期货宏观战略部

2025 年一季度，由于绕航好望角航线导致的静态运力缺口基本被填补，超大型集装箱船利用率下降，部分改用 12000-16000TEU 中型船舶，单航次运力削减近 20%-30%，有效降低空驶率至 18% 以下。据测算，2025 年 2 月后，中国欧洲航线周度平均投放运力约为 26.2 万 TEU，同比增长 13%。上海至欧洲基本港周班次增至 40 班以上，运力供给环比扩张约 12%，周均运力同比增幅或达 9%。船公司通过扩大“减速航行”范围来吸收 10%-15% 的过剩运力，目前平均航速降至 14-16 节。在不考虑船公司主动停航的情况下，预计中国-欧洲航线运力投放理论高值二季度或在 36 万 TEU/周附近，相较 2024 年周度运力理论高值 32 万 TEU/周增加 12% 左右。

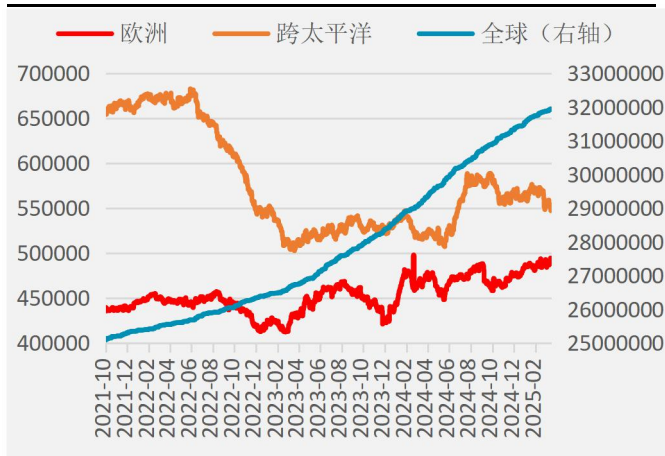
航运联盟重塑后，中国-北欧航线上的常规服务数量由此前的 16 条增加至 17 条，4 月后将增加至 18 条。新联盟中，亚洲至北欧的航线可能会有 19 条，其中挂靠中国港口的有 17 条左右。具体来看，马士基的 AE6、AE7、AE10、AE55（均为原 2M 航线）取消、独立运营航线 ME7 取消，赫伯罗特的 FP1、FE2、FE3、FE4（均为原 THE 航线）取消，Gemini 航线 MSK(AE5) HPL(NE4) 全部由马士基投船，对比 2024 年 2M 联盟运营挂靠港也几乎全部改动，由原来的 5 个港口变为现在的 2 个：青岛和盐田，目的港也是由 5 个变为现在的 3 个：伦敦、不来梅哈芬和汉堡。此外，新增 3 条 Gemini 航线：MSK(AE1) HPL(NE2)、HPL(NE1) MSK(AE2) 和 MSK(AE3) HPL(NE3)。

图 4.7：中国-欧线运力投放（TEU）



资料来源：一德期货宏观战略部

图 4.8：全球集装箱船运力以及分航线运力（TEU）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

4.3 欧元区经济弱势修复 二季度海运需求迎来改善

2024 年欧洲经济受高利率、高通胀以及地缘政治拖累，国际货币基金组织将其 GDP 增速下调至 0.8%，2025 年经济增速预计将有所回升，但过程或慢于 2024 年 10 月的预期，主要原因在于地缘政治紧张局势持续影响市场情绪，制造业修复弱于预期叠加关税政策存在高度不确定性，2025 年的增速预测值被下调了 0.2 个百分点至 1.0%，不过较 2024 年出现了改善。2026 年，随着金融环境趋于宽松、信心改善以及不确定因素或有所下降，欧元区需求有望走强，使经济增速上升至 1.4%。

宏观数据显示，欧元区 3 月综合 PMI 初值由 2 月的 50.2 升至 50.4，为 8 月以来最高，且自 2025 年年初以来，该指数一直高于 50 的荣枯分界线，表明制造业持续的长期低迷有所缓解。随着基础设施和国防领域的巨额支出计划(尤其是德国)，欧元区商业环境有望获得更多动力。二季度欧元区服务业有望继续保持增长态势，成为推动经济增长的重要力量，居民消费信心可能会有所提升，进而带动服务业需求的进一步增加。然而，服务业的增长也可能受到劳动力市场和成本上升等因素的制约，因此后期需要关注其可持续性。预计二季度欧洲制造业有望延续弱势恢复态势，但复苏动能仍不强劲。德国和法国作为欧元区最大的两个经济体，其制造业表现对整体制造业复苏至关重要，但目前来看，两国制造业仍在低位徘徊，复苏基础尚不牢固。此外，全球制造业竞争激烈以及外部需求的不确定性，也将制约欧洲制造业的快速复苏。对于

制造业企业，由于需求恢复较慢，可能还会继续面临一定的库存压力，而对于服务业企业则可能根据市场需求的变化，适时调整库存水平，预计二季度库存周转速度有望加快，补库周期或推升中国至欧洲的工业中间品海运量，对需求形成提振。

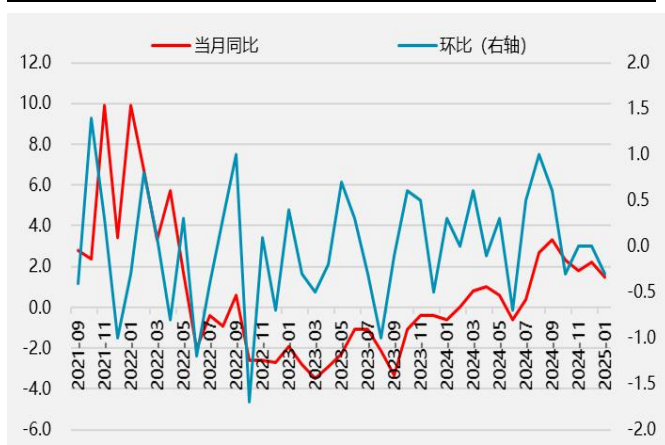
二季度欧元区零售销售数据可能呈现温和增长态势，随着经济的弱势复苏和就业市场的稳定，居民收入有望增加，消费者信心有望逐渐升温，从而推动零售销售的增长。不过需要警惕的是高利率环境下居民储蓄倾向较高，对消费和投资的抑制作用仍在，可能会限制消费支出的大幅增加。整体来看，随着欧洲央行降息周期的推进，货币政策对经济的支持作用有望逐渐显现，二季度欧元区经济增长或延续弱势复苏态势，服务业将持续成为经济增长的重要驱动力，制造业复苏动能略显不足，此外，欧洲面临与美国贸易冲突升级的局面以及地缘政治的不稳定性，因此需要警惕多重风险带来的潜在压力。

图 4.9: 《世界经济展望》增长率预测 (%)

(实际GDP, 年百分数变化)	估计值	预测值	
	2024	2025	2026
全球产出	3.2	3.3	3.3
发达经济体	1.7	1.9	1.8
美国	2.8	2.7	2.1
欧元区	0.8	1.0	1.4
德国	-0.2	0.3	1.1
法国	1.1	0.8	1.1
意大利	0.6	0.7	0.9
西班牙	3.1	2.3	1.8
日本	-0.2	1.1	0.8
英国	0.9	1.6	1.5

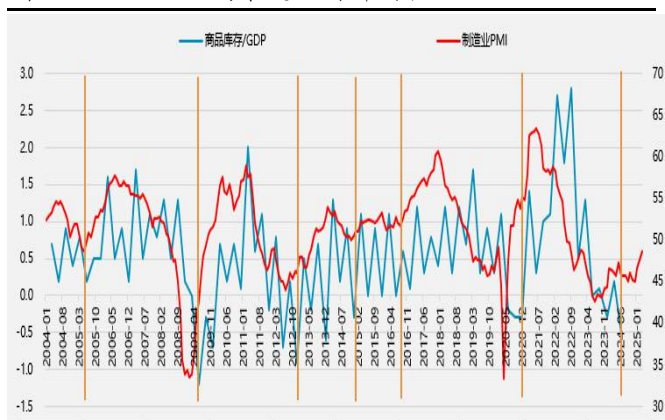
资料来源: IMF、《世界经济展望》2025 年 1 月更新

图 4.11: 欧元区零售销售数据 (%)



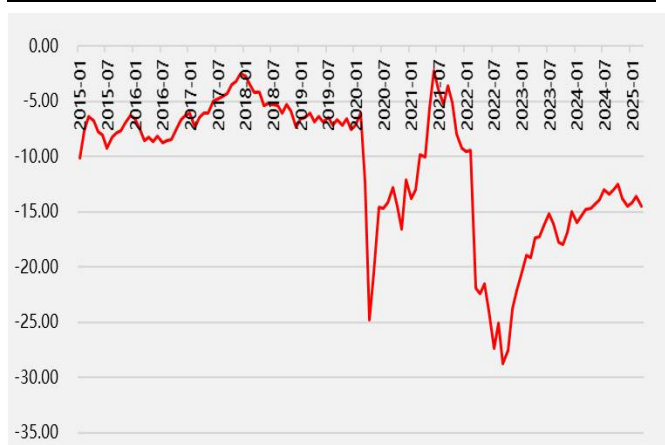
资料来源: 万得、一德期货宏观战略部

图 4.10: 欧元区尚未进入补库阶段



资料来源: 万得、一德期货宏观战略部

图 4.12: 欧元区消费者信心指数



资料来源: 万得、一德期货宏观战略部

据 CTS 数据统计，2024 年全球集装箱运输量达 18316 万 TEU，较 2023 年增长近 6.2%，其中 12 月份全球货运量达到 1600 万 TEU，较 11 月环比增长 4.5%，比 2023 年同期增长 6.6%。货运量的增长主要由北美的需求推动，12 月远东-北美的货运量超过 200 万 TEU，同比增长 8.6%，北美东西海岸的全年货运量达到 2410 万 TEU，同比增长 13.2%，是全球水平的两倍多。对于远东和欧洲的贸易来说，12 月欧洲从亚洲进口的货物达到 170 万 TEU，同比增长 10.4%，1 月远东-欧洲的运输量为 178 万 TEU，中东/印度-欧洲运输量达为 28.5 万 TEU。得益于远东、印度和中东的强劲出口，欧洲进口同比增长 13%。考虑到上海港出运货量有限，可以推断出一方面转口贸易增加，另一方面产业制造转移造成不利影响。此外，欧盟和南美国家对中国出口的新能源汽车等一系列贸易壁垒政策，严重影响中国对欧洲的出口，进而降低海运运输量。

春节后中国制造业及出口活动通常经历 2-3 周的低迷期，季节性淡季叠加 2025 年春节后欧线货量恢复缓慢，导致 2 月货量环比下降 10%-15%。为应对需求低谷，船公司采取灵活停航策略，其中上海至欧洲航线周班次减少至约 35 班，环比下降 6%，部分航次合并以维持装载率。一季度欧洲经济受制于主动去库存周期，进口需求出现明显放缓。随着二季度欧洲零售业夏季备货周期启动，叠加下半年重要假期提前备货，需求存在改善预期，历史数据显示，2021-2023 年二季度欧线货量平均环比增长 9.2%，结合当前中国出口欧洲市场的特点，预计二季度中国至欧洲航线的海运需求增速环比增长 4%-5%，受制于制造业复苏缓慢，消费品进口增速（如家电、纺织）或低于资本品（机械、汽车零部件）。考虑到欧洲对可再生能源的需求不断上升，我国的光伏产品在技术和成本上具有优势，出口有望进一步扩大。对于塑料制品、机电、玩具等产品在中国的生产和出口一直保持较高水平，通过跨境电商平台出口或维持高增。

4.4 地缘关税不确定因素犹存 集运市场波动弹性增强

地缘局势方面，自 2023 年 10 月新一轮巴以冲突爆发以来，以色列在加沙地带的军事行动已造成超过 5 万人死亡。2025 年年初双方达成第一阶段停火协议，但好景不长，3 月中旬，以色列突然结束了脆弱的为期两个月的停火，恢复了对加沙地区空袭轰炸和地面行动。此外，胡塞武装对红海北部海域的美国海军航空母舰实施了打击，并声称如果以色列继续围困加沙地带，他们将恢复对红海和阿拉伯海与以色列有关联

船只的攻击。鉴于红海航运危机仍未结束，欧盟理事会决定将欧盟在红海地区的海上安全行动任务期限延长至 2026 年 2 月 28 日，以继续保障该区域内的航行自由，此次延期伴随着超过 1700 万欧元的资金支持，旨在覆盖整个延长期限内的运营成本。中短期来看，红海区域大规模复航概率较低，绕航对运价底部支撑逻辑还在。

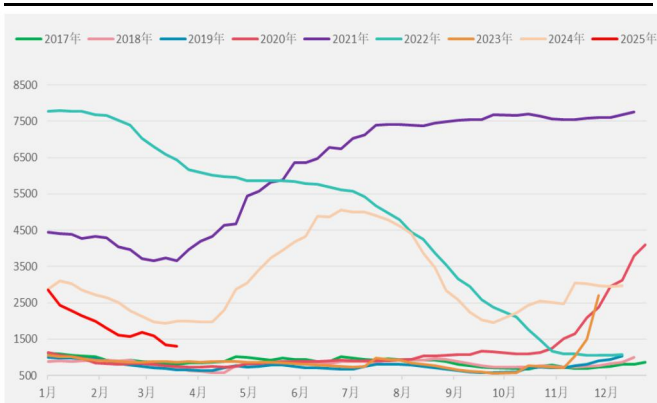
供需基本面，根据造船周期、全球集装箱船手持订单量和季节性规律估算，二季度新船交付将超逾 70 万 TEU，处于中等偏上水平，不过老旧船舶拆解较 2024 年有所增加，叠加绕航持续导致的运力损失约 20%-25%，综合预计 2025 年二季度欧洲航线的运力供给将保持增长 6%-8%，增速较 2024 年有所放缓。同样需求同比增速预计也会有所放缓，2024 年绕航初期，运力损失未能得到及时弥补，美欧补库周期提前叠加大量港口拥堵等多重因素共同作用，导致航运市场阶段性供需失衡，船公司趁机持续大幅提涨运价。2025 年由于绕航常态化，静态运力缺口已被填补。随着欧洲央行降息周期的推进，预计二季度欧元区经济增长或延续弱势复苏态势，欧洲零售业夏季备货周期启动将对需求起到一定的提振作用，预计二季度中国至欧洲航线的海运需求增速将环比增长 4%-5%，因对海运市场需求有改善预期，所以推断船东 5-6 月挺价概率将明显增加，但受制于制造业复苏缓慢，预计运价涨价幅度将弱于 2024 年，价格中枢或将呈现环比回升但同比回调的走势。

政策方面，贸易摩擦升级势必引发全球贸易的连锁反应，短期抢出口或带动运价回升，但长期来看将阻碍国际贸易流通，进而削弱海运需求令运价承压。回顾上一轮中美贸易摩擦演绎可知，2018 年 3 月美国宣布对中国加征关税，美线出现抢出口现象，转口贸易调整间接推高欧线需求，船东对大部分航线运价进行上调，其中 SCFI 欧线运价在 2018 年第三季度上涨约 1000-1100 美元/TEU，下半年贸易摩擦逐步升级，海运需求增速放缓，运价回落至 800-900 美元/TEU 区间。2019 年上半年贸易摩擦进入僵持阶段，贸易量收缩，运价下行至 600-700 美元/TEU。当前供应链转移的影响已初步显现，国内企业提前出口更多商品至产能转移地区，在该地区生产加工后再出口至美国来规避短期风险。在特朗普关税不断升级的预期下，出口贸易合同签订有可能延期，全球海运市场的不确定性增强。近期美国 301 调查拟对中国船只征收高额停港费，单次靠港费用可能高达 150 万美元。虽然这一政策主要针对美国港口，但其影响可能波及全球航运市场，包括欧洲航线。船公司可能会调整航线以避免高额费用，从而增加绕行

成本。停港费用一旦加征，船公司势必会将成本转嫁给托运人，可能导致运价提涨。

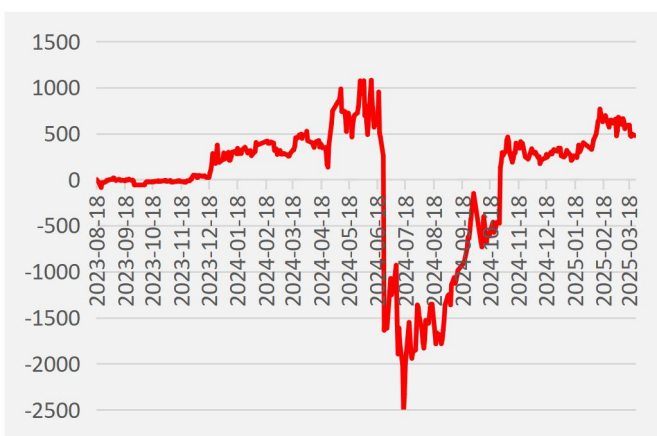
策略方面，EC2504 合约即将进入交割月，交易驱动转向基差收敛，因此需密切关注现货运价变化。二季度供需矛盾阶段性缓和，建议货主把握 4 月窗口期签订季度合约。运力供给过剩但增速放缓，补库提振需求存在改善预期，对于 EC2506 合约不宜过分看空。按照传统季节性规律，10 月由于国庆长假及节后一周通常成交清淡预计运价波动有限，套利方面可继续择机（价差收窄时）关注 EC2506 与 EC2510 合约的正套机会。

图 4.13: SCFI 欧洲航线季节性走势 (美元/TEU)



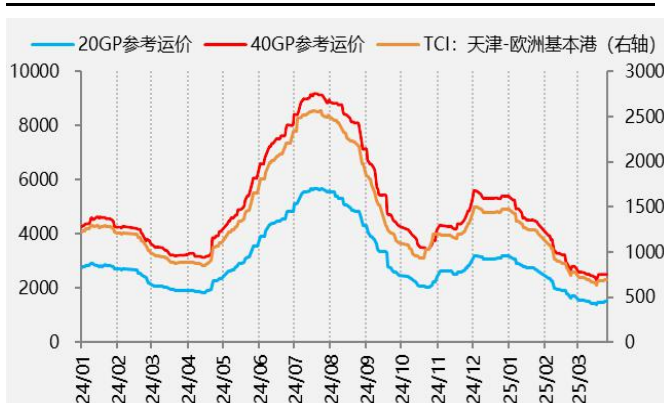
资料来源：上海航运交易所、一德期货宏观战略部

图 4.15: EC2506-EC2510 价差走势



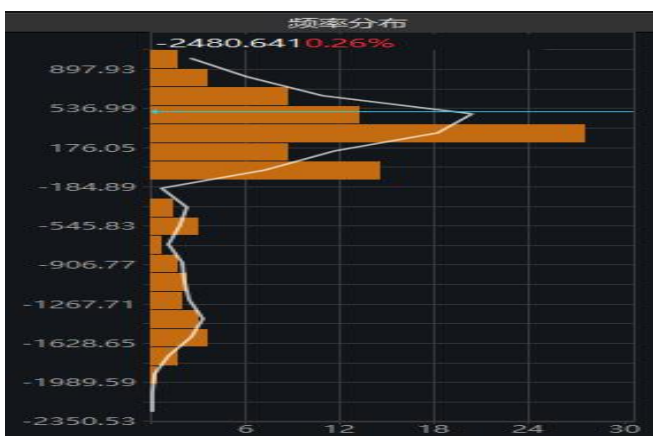
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 4.14: TCI: 天津-欧线与参考运价走势



资料来源：天津国际贸易与航运中心、一德期货宏观战略部

图 4.16: EC2506-EC2510 价差频率分布



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

风险提示：地缘风险升级；贸易壁垒加剧；欧洲经济修复不及预期。

5. 贵金属：“去美元化”叙事新高度强化涨势

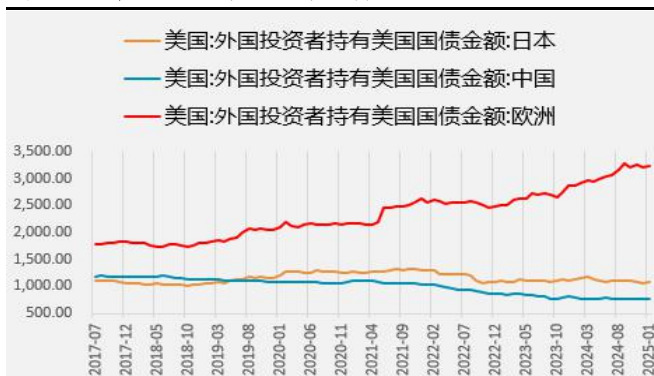
5.1 2025 年一季度贵金属走势回顾

一季度，贵金属延续强势格局，内外金价联袂上涨续创历史新高，内盘白银总体弱于外盘。截至 2025 年 3 月 25 日，沪金主力合约年内上涨 14.4%，沪银主力合约上涨 10.4%；同期纽期金总体上涨 14.7%，纽期银上涨 16.9%。走势节奏上，由于美国新政府在内政外交方面朝令夕改、过于功利，“去美元化”参与再度高潮，美元资产被抛弃情况下黄金再度成为唯一的避风港；加之在商品属性层面，出于忌惮关税政策的考量，贵金属库存向美国迁移贯穿一季度全部时间，因而推动金价前 3 个月均录得上涨，内外盘分别突破 700 元/克及 3000 美元/盎司整数关口，而在海外风险情绪总体受抑的市场氛围下，内外白银涨幅未能显著超越黄金。

5.2 宏观：“去美元化”叙事提升到新的高度

2022 年俄乌冲突以来，“去美元化”叙事参与方兴未艾，以中国央行为代表的东方主要经济体央行一方面通过减持美债回流外汇资产，同时通过增持黄金将外汇储备多元化，回避美国债务违约或赖账等信用信誉风险。2015 年一季度美国新政府上台后，无论是以邻为壑的关税政策，还是调停地缘争端时唯利是图的嘴脸，均将 2022 年以来逆全球化加剧的局面推上了一个新的高度。基于此，在当下国际政治形势主导贵金属尤其是黄金价格趋势的背景下，显而易见的是传统代表金价机会成本的中观维度影响因素——美元指数和美国实际利率走强，因其与逆全球化大势（“去美元化”）方向相悖以及其他相关市场影响力上升，故而对价格抑制作用减弱。

图 5.1：中日两国持续减持美债（十亿美元）



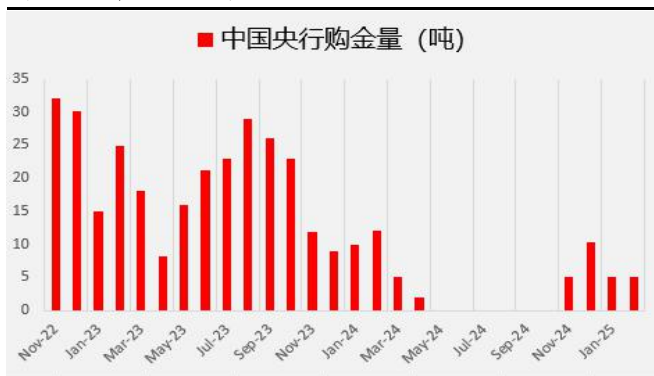
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 5.3：GDPNOW 围绕实际 GDP 宽幅波动（%）



资料来源：万得、圣路易斯联储，一德期货宏观战略部

图 5.2：中国央行月度购金量（吨）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 5.4：美国消费数据依然稳健（%）



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

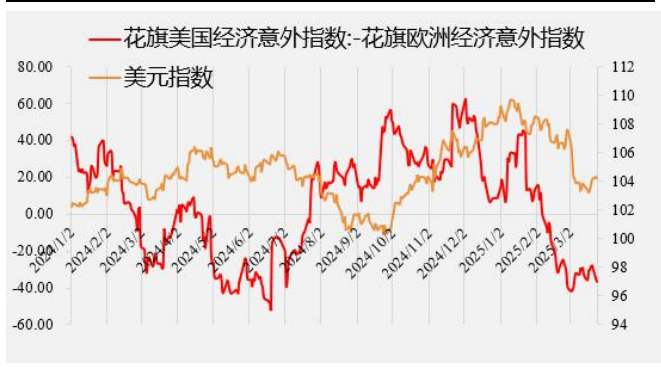
5.3 中观：欧强美弱驱动持有成本走低

2025 年一季度，美国实际利率与美元指数走势同步回落从中观维度上为贵金属价格震荡上行提供支持。基于上文的探讨，前者主要反映了针对美国经济“软数据”走弱出现了“类衰退”的定价，而后者基于宏观维度反应了美国新政府上台后内政外交的功利做派深化了“去美元化”的大类资产定价，基于中观维度则受到了欧美经济形势阶段性逆转的影响。

经济增长方面，尽管联储 3 月 SEP 中再度调低年内经济增速，加之亚特兰大联储 GDPNOW 暗示美国经济一季度即将陷入衰退，但考虑到 SEP 预测距离衰退尚有距离加之 GDPNOW 模型预测通常大幅偏离 GDP 增长实际；更为重要的是，支撑美国经济的消费数据依然稳健，现有条件依然不足以预测经济衰退，故相对悲观定价后续可能面临修正。

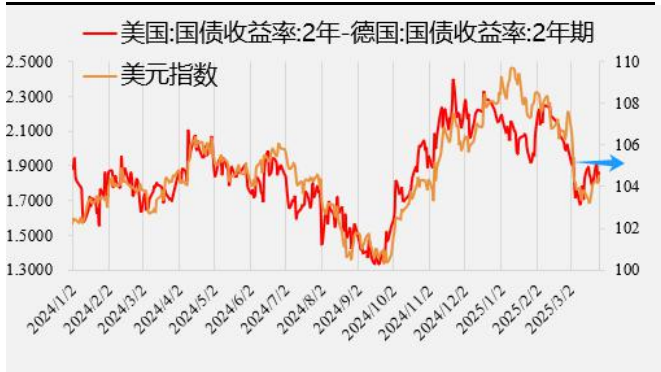
美元大幅回落的另一个因素在于欧元区政治形势发生了改变。自2月末美乌首脑会晤传出了不和谐的一面后，欧洲迅速团结一致，寻求摆脱美国安全保护，通过自主研发提升军事实力和防务水平，增加对乌克兰军事支持等等。欧元区核心国德国以新总理上台为契机，通过设立基建专项基金、豁免国防开支，并提高各州政府债务借款上限等方式开启财政扩张，但我们预计上述政策短期难见成效，影响更偏向中长期，对欧元资产形成阶段性风险偏好提振后，欧强美弱的叙事能否持续存在疑问。特别是美国新政府的对等关税政策一旦落地，对当下处于高贸易盈余且对美综合相对税率最高的欧洲不利影响首当其冲。根据欧央行的最新测算，如美国对欧洲进口商品征收25%的关税，可能会使欧元区第一年的经济增长率降低约0.3个百分点；如果欧盟进行对等报复，经济增长率下降幅度将会进一步增至0.5个百分点。在关税政策阴霾下，预计二季度欧洲经济增长前景或将明显回落，欧强美弱之势也将迎来反转。

图 5.5：美元走弱主要反映了“欧强美弱”



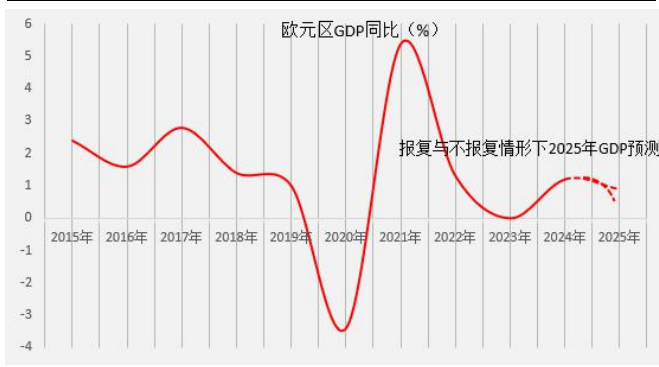
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 5.7：利差和美元基本收复欧洲“不顾一切”前失地



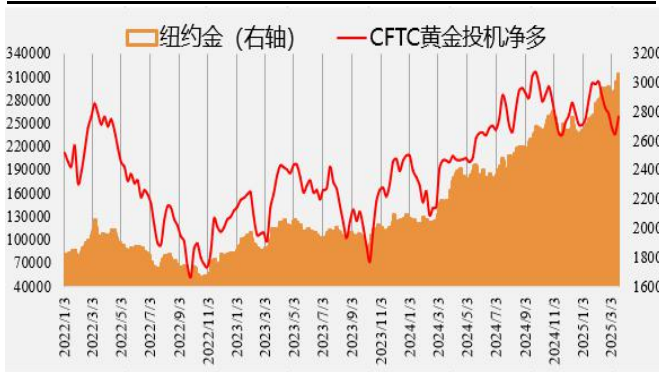
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 5.6：关税冲击下欧元区 GDP 预测 (%)



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 5.8：CFTC 黄金投机净多持仓与纽期金



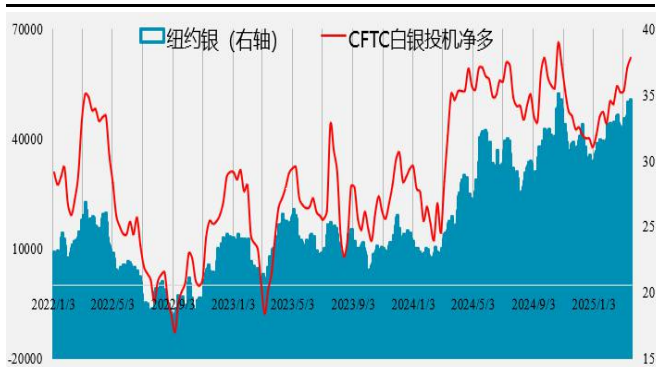
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

5.4 微观：投机水位重回高位 黄金投机资金边涨边撤

2025 年一季度，与金银价格走势基本一致，CFTC 投机净多持仓水平总体呈现震荡上行格局：CFTC 黄金投机净多持仓于季末维持 25 万张上方，较 2024 年年末不足 25 万张的水平略有提升。从数量看，CFTC 黄金投机净多持仓均值为 27.2 万张，较 2024 年的 17.4 万张明显提升，处于历史高位水平但距离绝对高位 30 万张一线尚有距离；CFTC 白银投机净多持仓均值为 5.1 万张，较 2024 年同期的 2.8 万张升幅超 80%，亦处于历史高位水平。值得注意的是 2 月以来，纽期金一改与 CFTC 投机净多持仓高度正相关走势短期出现背离，或与 ETF 背后代表的配置资金持续流入有关。

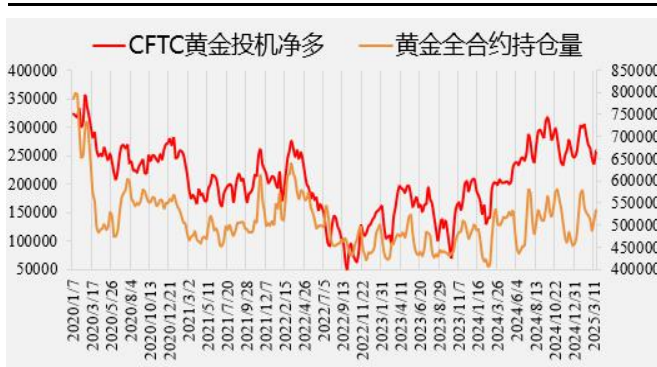
总持仓方面，纽期金总持仓与 CFTC 投机净多持仓变动趋势一致性仍明显强于期银。从绝对水平来看，纽期金、银一季度平均持仓水平为 52.5 万和 16.1 万张，相比 2024 年同期水平平均上升 12%，显示出年内大部分时间内，由于价格多头趋势明显，金、银期货市场对投机资金的吸引力持续升温。3 月以来，尽管外盘纽期金价突破 3000 美元，Comex 黄金期货市场总持仓水平却未能突破 1 月末高点 59.7 万张，形成了仓价背离局面，需警惕价格可能出现回调风险。

图 5.9：CFTC 白银投机净多持仓与纽期银



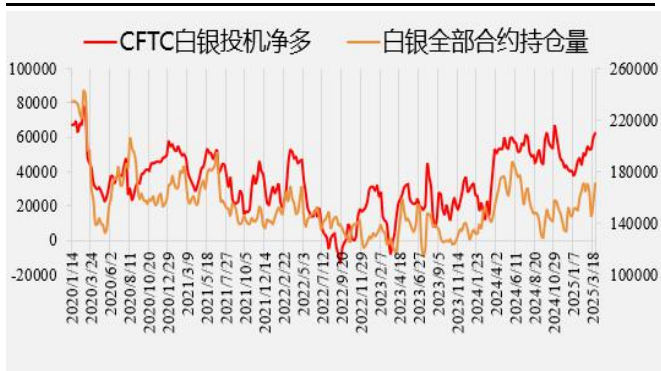
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 5.10：CFTC 黄金投机净多持仓与总持仓



资料来源：万得、CME、一德期货宏观战略部

图 5.11: CFTC 白银投机净多持仓与总持仓



资料来源：万得、CME、一德期货宏观战略部

图 5.12: 配置需求年内大增助力投资需求回暖（吨）

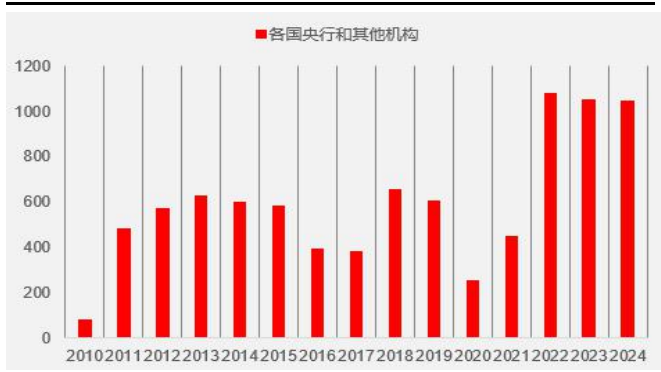


资料来源：世界黄金协会、一德期货宏观战略部

5.5 供需：虚拟投资需求年内显著回升

2024 年全年，随着金价反复刷新历史新高，实物消费延续边际回落态势，但投资需求较之 2023 年明显好转，此外，央行购金步伐虽略微边际放缓但总量上仍维持高位。特别是美国总统大选尘埃落定后，配置资金持续涌入黄金，推动投资需求超越央行购金重回分项需求的第二把交椅。

图 5.13: 央行购金连续三年位于千吨上方



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 5.14: 2024 全球黄金需求稳中有升



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

从黄金总体供需情况看，2024 年全球黄金总需求为 4945.9 吨，较 2023 年增长 0.6%；其中四季度黄金总需求为 1297.4 吨，较 2024 年同期增长 0.5%。分项指标中，2024 年金饰（制造）需求为 2003.5 吨，同比下滑 8.6%，金价高企拖累金饰消费回落 8.6% 至 1877.1 吨，为有统计以来新低。投资需求逆势增长 24.7% 至 1179.5 吨，为 2020 年以来最高，超越央行购金重回分项需求第二位，其中金条需求创 2013 年以来最高，同

比增长 10%至 860 吨；以及虚拟投资需求结束连续 3 年的大幅流出，较 2023 年流出量减少 97.2%至 6.8 吨。央行维持偏高购金量，2024 年全球央行购金量同比下浮下滑 0.6%至 1044.6 吨，为近三年最低但仍连续三年位于千吨之上。人工智能投资浪潮下，2024 年科技用金同比增长 6.8%至 326.1 吨，为 2018 年以来最高。供应方面，受高价提振，依然呈现回收产量增幅超过矿产产量的格局，分项数据显示 2024 年金矿产量增长 0.5%至 3661.2 吨，为有记录以来最高；回收金产量增长 11%至 1370 吨，为 2012 年以来最高。展望二季度，ETF 虚拟投资需求及央行购金仍为影响黄金需求进而影响金价的主要变量，考虑到美国新政府政策不确定性，上述两大分项预计将维持净流入状态，特别是后者持稳于长期均值水平上方将对金价提供中长期情绪利多。

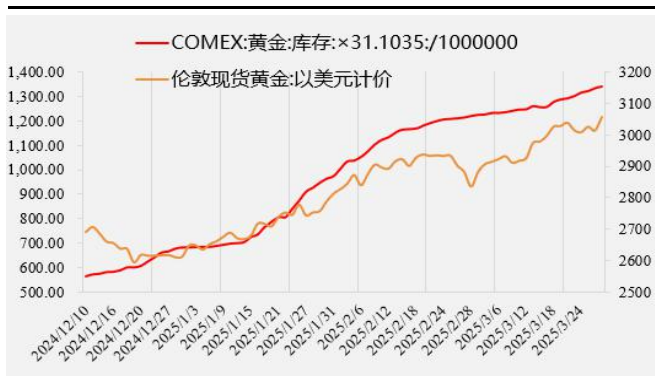
一季度以来，以美国宣布对加、墨征收关税为开端，掀起了国际贵金属库存向美国迁移的高潮。在此过程中，基于政策预期套利资金的行动一度令纽伦价差显著扩大，尽管价差一度回归，但库存迁移尚未结束，叠加以 SPDR 黄金 ETF 为代表的北美 ETF2 月以来持仓大幅增加，显示出美国本土贵金属需求相当旺盛，这与 2020 年 3-8 月的贵金属行情如出一辙。当时，疫情冲击下的物流不畅，使得纽伦价差异异常扩大，而物流恢复后，仍监测到大规模的贵金属库存向美国迁移行为，叠加 SPDR 黄金 ETF 持仓同步上行，旺盛的需求对金价拉动明显；而后续一旦二者同时开始回落，价格升势即告终止。对比当下行情，需重点关注纽期金库存及 SPDR 黄金 ETF 持仓动向，有助于我们及时获取行情可能出现转折的信号。

图 5.15: 关税阴霾令纽伦溢价率宽幅波动



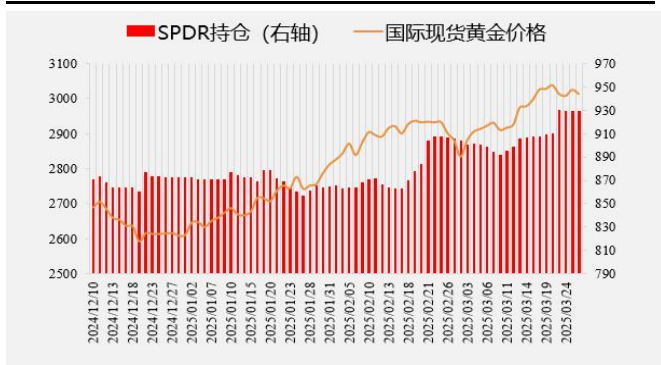
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 5.16: 纽期金库存迁移持续



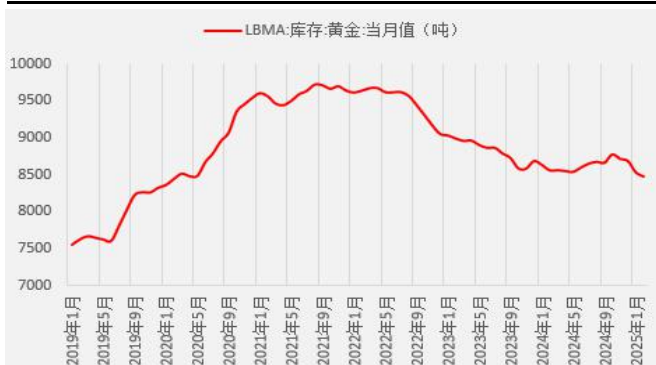
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 5.17: 年初美国 SPDR 黄金 ETF 大幅流入



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 5.18: LBMA 库存大幅减少



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

5.6 二季度贵金属走势展望

总体而言，一季度贵金属的强势行情主要基于宏观层面的“去美元化”参与持续发酵、中观层面由于美国经济“软数据”回落及欧洲财政扩张推动经济欧强美弱格局形成两个维度共同影响。展望二季度，在宏观维度仍处于决定性影响的前提下，中观维度如关税落地后造成通胀上行、欧强美弱预期扭转可能带动美元和实际利率回升，对“去美元化”参与形成阶段性阻碍，相应给贵金属价格带来调整压力。一旦出现调整，我们预计纽期金主要支撑将位于 2760-2800 美元（沪金 655-670 元）一线，对应纽期银为 30.5-32 美元（沪银为 7550-7650 元），价格在其上方运行仍以看多为主。策略上，当前仍处高位背景下，建议以逢低分批配置交易为主，杠杆交易上仍建议把握波段机会。

6. 人民币：波动区间或加大 阶段性企稳可期

6.1 年初贬值压力提前释放

2025 年一季度 CFETS 人民币汇率指数平稳回落，兑美元先贬后升。关税担忧和国内降息预期是人民币贬值的主要原因，而美元指数的大起大落影响了人民币节奏。年初美元指数和美债收益率大幅走升，从息差角度对人民币施压，中美利差倒挂幅度一度倒挂加深至 315BP 的情况下，人民币兑美元快速贬值至 7.33。中国央行动用逆周期

调控因子、调升跨境融资宏观审慎调节参数、发行离岸央票、暂停国债买入操作等工具以稳定汇率，1月中旬人民币止跌。1月20日，特朗普正式就职后，尽管关税政策反复威胁市场，但实际落地未超出预期，随后中方于2月推出反制措施，人民币兑美元止跌。2月中国科技股引发“东升西降”交易，美股、美债收益率、美元指数下跌，人民币贬值压力减轻，央行减少汇率干预。3月美国“衰退交易”，美元指数快速一度下行至103，中美利差倒挂大幅收敛至237BP，人民币兑美元升值到7.21。总的来看，一季度人民币体现出较强的韧性，主要在7.20-7.33区间波动。

图 6.1：一季度人民币汇率三大指数均平稳回落



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 6.3：年初以来中美利差先扩后缩



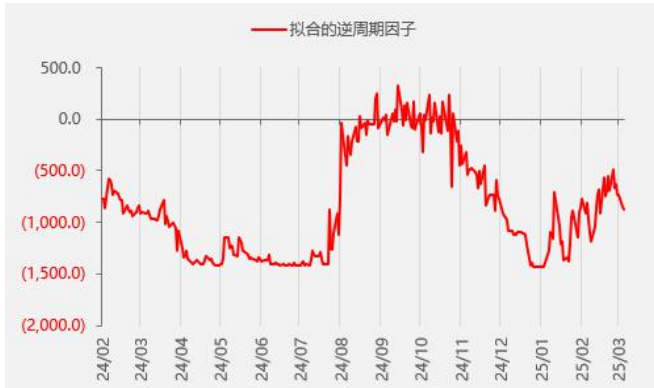
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 6.2：一季度人民币兑美元受美元影响更大



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 6.4：2月开始逆周期因子显示央行减少汇率干预



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

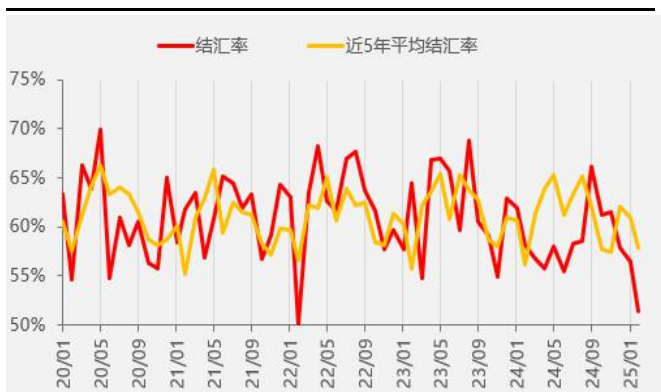
6.2 积极因素增加人民币转向乐观

相比一季度，二季度人民币积极因素有所增加，有望打开阶段性升值空间。从银行结售汇数据来看，2月银行结售汇逆差104亿美元，较前值452亿美元大幅收窄，反映跨境资金流动压力改善。剔除远期履约额后结汇率环比下降5%至51.4%，购汇率

环比下降 12%至 61.1%，购汇率环比降幅大超结汇率降幅，意味着面对贸易和经济不确定性时企业倾向减少购汇敞口，规避美元贬值风险。远期购汇需求减弱，表明企业有意锁定结汇成本面对汇率波动。

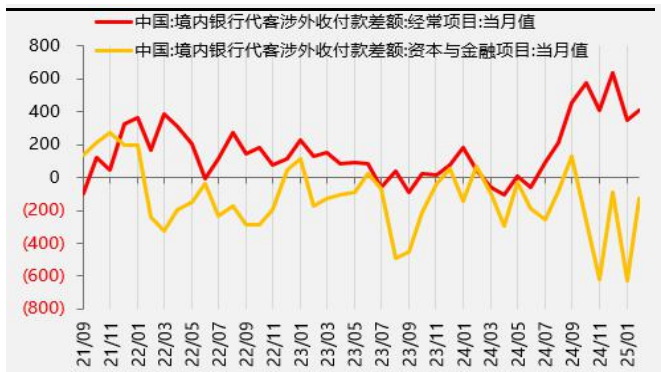
另外，2 月境内银行代客收付款差额由前期的逆差转为顺差，录得 290 亿美元。其中经常项目涉外收付款顺差环比增加 62 亿美元至 410 亿美元，资本与金融项目涉外收付款逆差环比大幅收窄 495 亿美元至 130 亿美元。资本与金融项目逆差的收窄主要得益于证券投资项在当月环比增加 394 亿美元。2 月国产 AI 大模型的推出吸引大量海外资金涌入，显示人民币资产风险偏好大幅修复。而截止 3 月末，以恒生科技为代表的中国科技类权益资产估值相对美国科技股估值依然便宜，二者仍有收敛空间。因此，后续资本项目差额大概率延续回升转正，支持人民币兑美元的进一步走强。

图 6.5：2025 年前 2 月结汇率大幅低于历史同期



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 6.7：2 月经常项目和资本项目结售汇环比均上涨



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 6.6：2025 年 2 月购汇率明显回落



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 6.8：中美科技股估值有进一步收敛空间



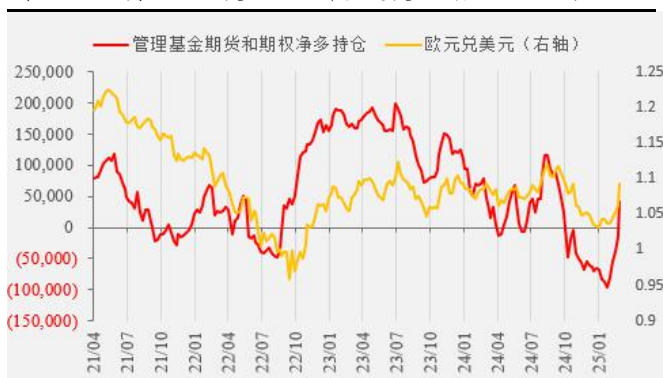
资料来源：万得、一德期货宏观战略部

6.3 扰动因素仍存约束升值空间

3月初美元指数的快速回落一度推动美元兑人民币回落至7.21。二季度，美元指数下行趋势能否延续对于人民币走势至关重要。从其驱动看，3月初德国公布千亿欧元财政刺激计划后欧元的大幅走强，同期美股大跌引发“衰退交易”，双重施压美元。目前来看，上述两项驱动可能已被市场充分计价，二季度很难持续影响美元指数。考虑德国财政扩张需要欧央行给予宽松配合，其对于经济拉动作用存在一定滞后性，美国加征关税对欧元区经济和欧元汇率产生负面影响，二季度欧元兑美元易贬难升，支持美元指数反弹。而从美国自身经济角度看，尽管3月以来经济数据有所放缓，且美国股跌债涨一度营造出“衰退”的氛围，但美债期限利差同步走升并未透露“衰退”信号。结合我们对二季度美国经济韧性的判断，后续“衰退交易”纠偏概率较大，在前期内外共振下跌后美元指数或迎来反弹，预计二季度美元指数运行区间下移至100-107。

此外，二季度中美贸易争端影响仍在，人民币汇率仍然会受到一定扰动。但对比年初中美经济基本面而言，二季度人民币乐观因素增加，美元兑人民币或难突破年初7.33高点。考虑美国经济放缓而通胀韧性仍存，二季度美国进入“滞胀”的概率加大，美联储存在继续按兵不动可能，1年期美债收益率维持3.9%-4.3%区间震荡概率较大。假设二季度中国央行OMO降息10-20BP，1年期中债预计在0.9%-1.6%区间运行。由此推算二季度人民币兑美元波动区间或在7.05-7.33。

图 6.9：3月欧元兑美元大幅升值是美元指数大跌主因之一



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 6.10：美债期限结构并未显示衰退信号



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 6.11：目前美元指数管理基金仍为净多持仓



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 6.12：二季度人民币波动率往往高于一季度



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

7. 大宗商品：商品趋势驱动不强 结构分化态势延续

一季度，大宗商品价格总体震荡上行，但结构分化明显。结构上，贵金属大幅上行，农产品强于工业品，工业品中有色强于能化更强于黑色。有色板块更多因美国经济韧性、新能源及设备更新政策而震荡上涨，而黑色板块因国内经济修复偏弱及地产基本面承压下呈现调整；能化板块更多跟随原油价格波动，全球经济弱复苏态势下，原油需求增长有限，而地缘政治扰动频繁增加了原油供应的不确定性，价格维持在区间震荡。

二季度，国内经济处于稳增长与结构调整并行的关键阶段，政策方向聚焦于推动经济高质量发展。随着国内积极的财政政策和稳健的货币政策逐步落实，加大对新型基础设施建设、科技创新等领域的投入来培育新兴产业，同时部分行业产能过剩等问题也仍待解决，带动有色金属相关需求还是要好于黑色建材等商品需求。另外，海外关税及货币等政策的不确定性也显著影响着全球总需求和大宗商品市场，全球供应链或重建加剧大宗商品供求错配，美国经济面临的诸多问题也给大宗商品市场带来一定压力。总体来看，二季度在国内内需修复支撑及美国经济担忧制约的影响下，中外宏观周期不共振，大宗商品价格驱动不强，将延续震荡分化走势。

能源化工板块，美国传统能源投放增加及地缘因素缓和，原油供给冲击有望降低，原油价格对需求依赖增强。在美国经济弱而不衰和中国经济结构转型温和复苏下，全

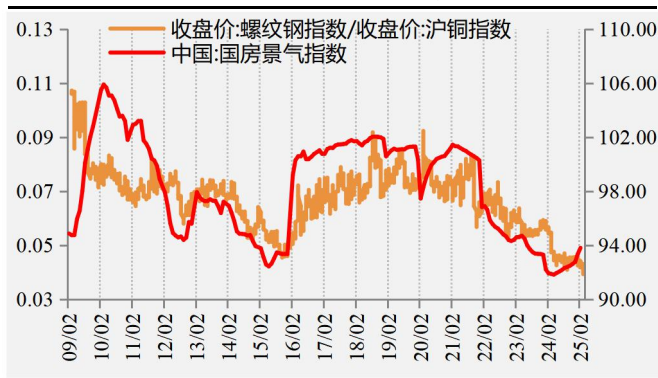
球经济总体复苏力度预期不强，原油消费或保持韧性，但难显著增长，预计二季度原油价格大概率还是以震荡为主。

图 7.1：原油消费对价格的影响



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 7.2：房地产景气是影响新旧经济强弱关系的关键



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

二季度若无供给扰动，需求仍是影响工业品和基本金属价格的核心因素，且二季度全球耐用品周期也难趋势回升，结构性机会更大。商品之间的分化还主要在有色和黑色板块之间，也代表了新能源等绿色经济的新增长动能与传统建筑的传统经济增长动能的表现，而房地产景气度则是影响建筑需求修复和新旧经济强弱的关键变量。从冶炼端及下游需求增长来看，有色冶炼的产能利用率和投资增长都在高位，且设备投资有明显增长，反映了以新能源和消费品以旧换新为代表的新经济增长动能在不断增强，再者与铜价走势密切相关的美国通胀预期二季度向下动力减弱，预计以铜为代表的有色金属价格还有支撑或中枢上移。而黑色冶炼行业产能利用率下滑但产能仍在扩张的阶段，投资依然在下行期，建筑需求占比持续下滑，产能出清待开启；在需求瓶颈期下，二季度国房景气指数的向上持续性仍待进一步观察，国内经济结构分化和国内货币宽松环境抑制票据利率上行空间，黑色金属价格上涨动力不足，预计维持震荡偏弱态势。因而结构上，二季度有色金属的表现或仍强于黑色金属，能源化工板块表现居中。

图 7.3：铜价和通胀预期关系密切



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

图 7.4：中短票据利率与螺纹钢指数基本正相关



资料来源：万得、一德期货宏观战略部

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何交易、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。



公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层



全国统一客服热线：400-7008-365



官方网站：www.ydqh.com.cn