



2025 年一季度季报

2025 年 4 月 2 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

联系人:

吴昕玥

从业资格证号: F03124129

相关研究报告:

股指衍生品: 估值修复, 磨底等待启动契机

股指衍生品: 稳增长政策渐明朗 期待基本面拐点

【专题报告】国联期货股指分红观察(一): 分红对股指基差的影响

【专题报告】美国通胀拐点将现, 加息临近尾声

多空拉锯, 全球高波动弱增长格局深化

➤ 2025 年一季度全球宏观经济格局深度调整, 呈现出“高波动、低增长”的特征。这一态势主要源于欧美政治周期更迭引发的政策框架范式转变, 以及由此导致的全球政治经济秩序重构。地缘政治冲突与贸易壁垒升级形成共振效应, 全球经济及贸易增速面临结构性放缓压力。中国经济在一季度展现出相对较强的发展韧性, 但复苏基础仍需巩固。

➤ 展望二季度, 全球宏观经济将步入“预期转现实”的关键验证阶段。

对于中国来说, 随着“政策给早给足”导向的持续深化, 财政货币政策协同效应将加速显现, 消费提振与房地产托底政策的边际改善作用有望进一步释放。但当前经济复苏仍处于政策外生驱动阶段, 居民资产负债表修复滞后、就业质量待提升等深层矛盾尚未根本缓解, 微观主体活力与政策刺激强度的错位可能延续, 经济内生动能的培育仍需经历从量变到质变的积累过程。

海外层面, 美国“滞胀”困局可能深化, 关税政策推升后续通胀上行可能性, 而消费疲软、企业债到期高峰与财政扩张空间收窄将加剧经济下行风险。特朗普政策框架的内在矛盾或导致政策效果不及预期。欧洲虽开启历史性财政扩张周期, 但政策落地效率受制于政治博弈与产能约束, 货币宽松节奏亦受通胀粘性掣肘, 其经济复苏的可持续性面临严峻考验。地缘政治风险与贸易保护主义的共振效应, 则进一步强化了全球供应链重构压力, 中国出口面临的不仅是周期性回落, 更是结构性挑战。

➤ 因此二季度全球政经格局将步入“规则重构”深水区。对中国而言, 消费提振政策的乘数效应释放、房地产市场的渐进筑底、科技产业的估值重构将是观察经济韧性的关键维度; 对海外市场, 美国政策信任危机的演化路径、德国财政扩张的实际效能、全球供应链的韧性测试将成为影响资产定价的核心变量。这种分化格局本质上反映了不同经济体在政策空间、产业基础、风险抵御能力上的深层差异, 也预示着全球资本将加速向确定性溢价更高的领域配置。随着经济基本面与政策预期的博弈进入新阶段, 二季度市场波动率中枢或将系统性上移。

正文目录

一、 中国政策预期落地验实效，结构分化定复苏成色.....	3 -
1.1 消费提振政策驱动为主、内生修复为辅.....	3 -
1.2 政策松绑托举一线企稳，房地产延续分化筑底.....	5 -
1.3 关税冲击叠加外需疲弱，出口趋势向下.....	6 -
1.4 概念退潮业绩为王，科技板块估值重构.....	8 -
1.5 财政货币协同发力，扩内需防风险稳增长.....	9 -
1.5.1 积极财政加码，结构性支持扩内需.....	9 -
1.5.2 货币政策审慎宽松，二季度或迎窗口期.....	10 -
二、 海外：政治经济多重不确定性持续发酵.....	12 -
2.1 美国：滞胀深化与政策信任危机.....	12 -
2.1.1 顽固的“胀”.....	12 -
2.1.2 风险升级中的“滞”.....	14 -
2.1.3 特朗普政策矛盾或加剧美国滞胀困局.....	15 -
2.2 欧元区财政扩张：战略突围下的现实瓶颈.....	16 -
2.3 地缘动荡叠加贸易壁垒，加剧全球经济结构性压力.....	18 -
三、 二季度宏观展望：全球分化加剧资产定价逻辑重构.....	19 -
四、 二季度大类资产展望.....	20 -
4.1 美元：滞胀深化与政策信任危机下震荡偏弱.....	20 -
4.2 人民币：政策韧性对冲关税不确定性下以稳为主.....	21 -
4.3 黄金：信用折价及风险溢价驱动中枢上移.....	21 -
4.4 A股：政策验证期聚焦盈利复苏斜率.....	22 -

图表目录

图 1 : 中国全体居民消费倾向 (%)	- 4 -
图 2 : 中国居民部门杠杆率 (%)	- 4 -
图 3 : 中国商品房库存.....	- 5 -
图 4 : 中国一线城市二手房成交面积 (7DMA, 万平方米)	- 6 -
图 5 : 中国二手住宅销售价格指数 (%)	- 6 -
图 6 : 我国出口产品结构优化 (%)	- 7 -
图 7 : 各经济体在我国出口中所占份额 (%)	- 7 -
图 8 : 2025 年年初以来资金面偏紧.....	- 10 -
图 9 : 美国 PCE 同环比 (%)	- 12 -
图 10 : 美国 CPI 各分项同比走势 (%)	- 12 -
图 11 : 美国住房租金 CPI 与房价走势 (%)	- 14 -
图 12 : 美国债务/GDP 比率.....	- 15 -
图 13 : 美国财赤字率 (%)	- 15 -
图 14 : 欧元区通胀情况 (%)	- 17 -
表 1 : 特朗普关税政策反转及市场影响.....	- 13 -

2025 年一季度，全球格局进入深度调整期，呈现出显著的“高波动、低增长”特征。这一态势主要源于欧美国家政治周期更迭引发的政策框架范式转变，以及由此引发的全球政治经济格局重构。

从外部环境来看，美国政策转向的全球外溢冲击及对其本国经济及信息的负面影响正在显现。特朗普 2.0 政策显现出两个显著特征：一是单边主义倾向强化，其相关贸易政策正在加速重构全球贸易体系，并加剧全球经济及供应链脆弱性；二是政策不确定性高企，导致市场对特朗普新任期政策的预期逐渐由中性评估转向负面预期。

这种政策转向已对美国内部造成双重冲击，一方面推升美国本土通胀粘性，另一方面加剧市场对美国经济衰退风险的担忧。更为严峻的是，美国财政可持续性正面临系统性挑战。2025 年美国财政赤字占 GDP 比例可能维持在 7% 左右的高位，政府债务占 GDP 的比重达 125% 左右，这种财政不可持续性正在推高全球债务风险，并加剧全球金融市场脆弱性。同时，通胀高企和经济疲软的“滞胀”局面制约了美联储货币政策宽松空间，在进一步限制美国政府财政扩张能力的同时，也加深了市场对美联储决策失误可能带来的负面冲击的忧虑。

欧洲方面，一季度欧洲经济在财政扩张预期和货币政策宽松的双重作用下，呈现出微弱的复苏迹象，但增长动能仍不稳固。欧洲央行 3 月 6 日宣布下调三大关键利率 25BP，表明其货币政策仍保持相对宽松立场以应对经济下行压力。德国等主要经济体正推动大规模财政扩张计划以增加国防支出，在一定程度上推升德国及欧元区名义 GDP 增长预期。

但内部政治动荡仍是阻碍欧洲经济复苏的主要不确定性因素。德国于 2025 年 2 月提前举行大选，联盟党虽重新执政，但由于主流政党支持率创历史新低，导致组阁过程不得不依赖多党联合，不仅组阁进程困难重重，后续政策协调成本也大幅攀升，政策连续性面临挑战。法国总统支持率持续低迷，财政改革推进或将受阻。此外，美国频繁调整的关税政策可能对欧洲经济增长产生负面影响，其中出口导向型经济体德国所受冲击尤为显著。

在此背景下，全球经济增速呈现长期下行趋势。经合组织（OECD）在其最近发布的《中期经济展望》报告中下调全球 GDP 增长率预测，分别将 2025 年和 2026 年的经济预期增速从 3.3% 下调至 3.1% 和 3%。

面对日趋复杂的外部环境，中国则展现出相对较强的发展韧性。一季度中国经济

呈现温和复苏态势，前期政策效果正在逐步显现。从主要经济指标来看，受益于“抢出口”提振和年初地方专项债发行节奏加快，各地加速推进重大工程项目落地，工业生产和固定资产投资表现相对亮眼；3C 产品国家补贴和家电以旧换新对零售的拉动作用持续凸显；房地产销售面积同比降幅有所收窄。但社会消费品零售总额和房地产销售额绝对数额仍低于去年同期水平，表明当前中国经济复苏基础尚不牢固，内需不足问题依然突出，房地产市场仍处调整阶段，且后续贸易摩擦升级可能进一步加大经济下行压力。

为应对内部经济复苏基础尚不稳固、外部环境更趋复杂严峻的双重挑战，中国两会及后续一系列政策部署。2025 年政府工作报告明确提出 5% 左右的经济增长目标。为实现这一目标，我国在总量政策框架上呈现出鲜明的“政策给早给足”导向，财政政策从“积极”升为“更加积极”，赤字率首次打破“3% 隐形约束”，货币政策延续“适度宽松”基调，且后续在消费、房地产等领域，多部委均提出更具针对性的政策举措，核心逻辑在于以确定性政策对冲内外部不确定性风险，体现出政策储备的提前布局和灵活性，在全球不确定性大环境中为中国经济发展提供了相对稳定的政策预期。

展望二季度，预计全球政策高波动特征仍将延续，市场或步入“预期转现实”的关键验证阶段。

一、中国政策预期落地验实效，结构分化定复苏成色

2025 年二季度，中国经济将进入政策落地与实际效果验证的关键阶段。随着“给早给足”政策的持续推进，消费提振、房地产修复、出口波动和科技题材盈利验证将成为观察国内经济复苏成色的四条主线。

1.1 消费提振政策驱动为主、内生修复为辅

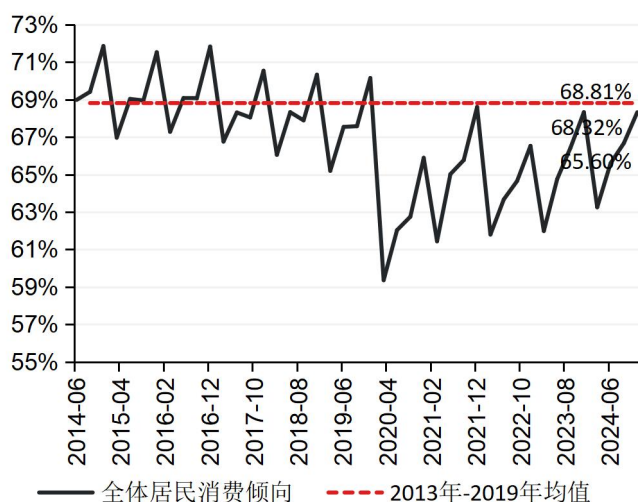
2025 年二季度，消费市场将步入政策提振与内生动能相互角力的关键阶段。随着《提振消费专项行动方案》的发布，以及 3000 亿元特别国债对以旧换新政策的资金支持，消费市场或迎来新一轮政策红利释放期。但在居民资产负债表尚未修复的背景下，消费复苏的可持续性仍面临多重挑战。

政策支持方面，2025 年两会将“大力提振消费”提升至政府年度工作任务首位，目前已公布的 3000 亿元超长期特别国债的投入规模较 2024 年实现翻倍。参照商务部

数据，2024 年 1500 亿元补贴带动 1.3 万亿元相关消费的乘数效应，那 2025 年相应消费提振政策的杠杆作用值得期待。随着 3 月 16 日《提振消费专项行动方案》的出台，消费提振的政策导向从短期刺激向长效机制建设过度，强调从需求端入手夯实消费基础，对增加居民收入以提振居民消费能力的关注度显著上升。配套政策方面，目前已明确的是，央行拟推出金融支持扩大消费的专门文件，研究创设新型结构性货币政策工具；财政部则计划对消费领域服务业经营主体和个人消费贷款实施定向贴息，通过供需双侧协同发力降低消费成本。

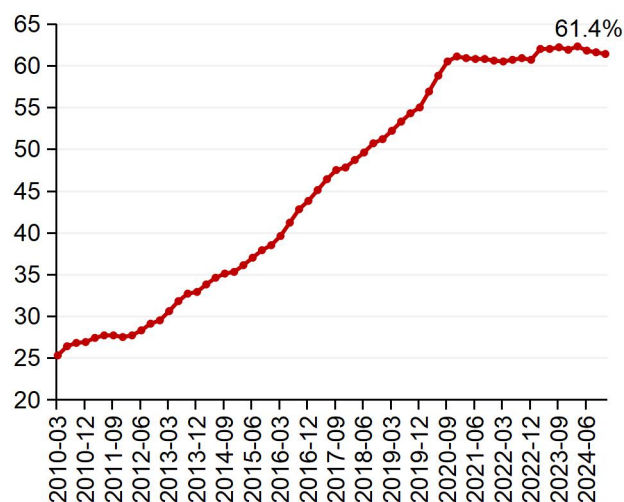
市场内生动力方面，制约因素依然显著：2 月全国城镇调查失业率为 5.4%，整体就业状况难言乐观，且青年群体就业质量有待提升；2024 年末以居民可支配收入衡量的全体居民消费倾向虽达到 68%，仍低于疫情前水平；2024 年底居民部门 61.4% 的高杠杆率持续抑制消费潜能释放。

图 1：中国全体居民消费倾向（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 2：中国居民部门杠杆率（%）



数据来源：国家资产负债表研究中心、国联期货研究所

需要认识到，居民消费需求的根本性改善和持续增长，仍有赖于居民收入预期的实质性提升和资产负债表的渐进式修复，这一过程仍需要放在中长期维度来统筹推进。二季度内育儿补贴等增收政策对消费的拉动效应可能有限，而房地产市场的企稳向居民端传导仍需时日。在此背景下，耐用品消费可能面临政策红利边际递减的挑战，特别是在以旧换新补贴政策实施中后期。

总体来看，二季度消费市场将呈现“政策驱动为主、内生修复为辅”的运行特征，预计社零增速将保持温和复苏态势。政策层面建议重点关注居民增收及生育补贴实施细则的出台节奏和金融财税政策的协同配合效果，这些因素将共同决定二季度消

费市场的复苏成色。

1.2 政策松绑托举一线企稳，房地产延续分化筑底

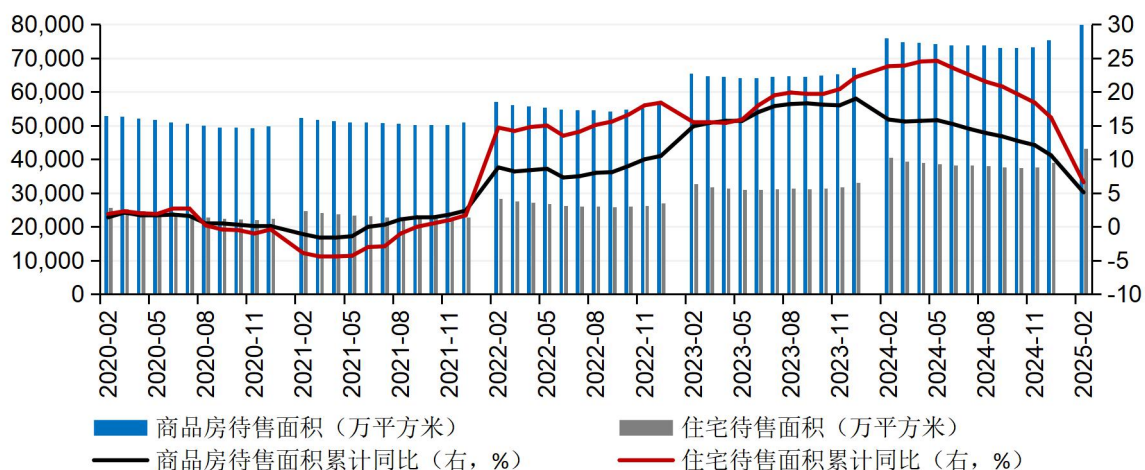
2025 年春节以来，我国房地产市场呈现结构性修复态势，重点城市房屋成交数
据边际改善，其中二手房市场表现尤为显著，市场看房情绪有所回暖。但仍然有大量
城市房价仍然处于下行通道，市场对房地产行业的负面预期尚未实现根本性扭转。

在此背景下，今年全国两会延续了去年中央经济工作会议“稳住股市楼市”的政
策基调，强调地产政策的优化和市场结构的改善，更加注重“止跌回稳”的总体目标
实现。在增量表述上，因城施策的限制性措施将被进一步调减，一定程度上预示着尚
未完全解除限购的北京、上海、深圳可能进一步扩大放松范围。地区政策导向也出现
积极变化，2025 年 2 月，重庆明确提出“全力推动房地产和建筑业企稳回升”，深
圳则要求“房地产投资尽快恢复增长”，反映出地方政府对房地产修复的期待值正在
提高。

从市场自身运行情况来看，房地产市场目前呈现两大特征：

第一是库存压力持续高企。1-2 月数据显示，虽然销售端边际回暖，但商品房待
售面积绝对值仍呈上升态势，表明去库存进程依然缓慢。目前全国约 10 个省市已启
动专项债支持的商品房收储试点，但受制于地方债务限额约束及项目收益平衡能力制
约，距离有效化解库存压力仍有差距。

图 3：中国商品房库存

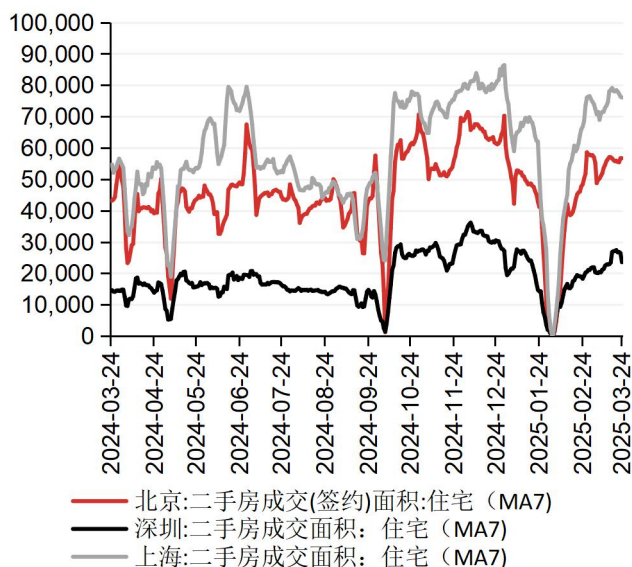


数据来源：WIND、国联期货研究所

第二是城市能级分化显著。一线城市二手房市场率先显现企稳迹象，这主要得益
于：一是近年来成交量持续下行推动价格调整，而二手房价格形成机制更为市场化，
调整幅度更为充分；二是二手房交易规避了新房交付不确定性风险。由此，去年 5

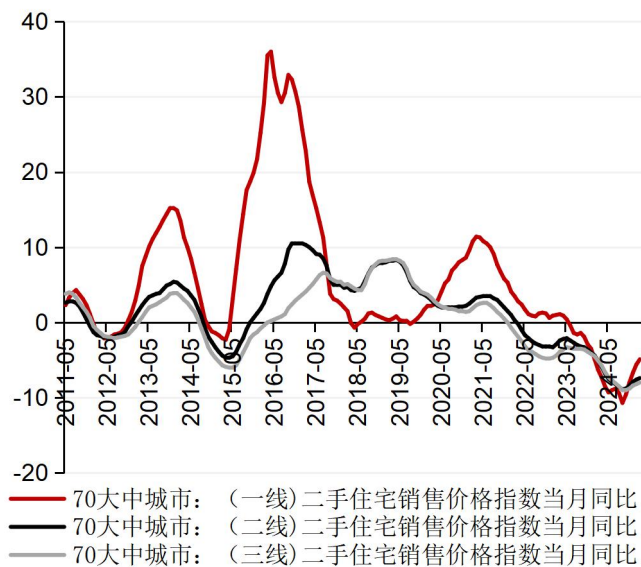
月中旬以来，一线城市二手房成交量明显上升，今年春节后仍保持较强走势。这种分化格局或预示着市场正在酝酿筑底过程。

图 4：中国一线城市二手房成交面积（7DMA，万平方米）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 5：中国二手住宅销售价格指数（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

综合来看，积极因素方面，持续宽松的政策环境将为市场提供有力支撑，一线及核心二线城市有望率先企稳，二手房市场的活跃度可能进一步提升；制约因素方面，高库存压力短期内难以根本缓解，专项债收储效率偏低仍将制约市场复苏力度，加之房地产周期的惯性特征，全面回暖尚需时日。因此我们预计二季度房地产市场将延续分化修复态势，对宏观经济的拖累效应将逐步减弱，但行业全面复苏仍需政策持续发力与市场信心进一步修复。

1.3 关税冲击叠加外需疲弱，出口趋势向下

2025 年 1-2 月，我国出口金额（以美元计）同比增长 2.3%，增幅较前期显著回落，主因 2024 年闰年效应导致的同期基数偏高，实际出口金额绝对值表现不弱，这主要源于关税预期下的“抢出口”及企业出海等需求推动。需要警惕的是，“抢出口”效应的存在或意味着后续出口读数波动可能进一步加大。

展望 2025 年二季度，我国出口将面临更为复杂的国际经贸环境：

需求端方面，制造业 PMI 新出口订单指数已连续 10 个月处于荣枯线下方，OECD 综合领先指标持续走弱，预示全球贸易需求收缩态势难以在短期内得到根本性改善。

政策风险方面，全球市场正密切关注即将于 4 月 2 日实施的“对等关税”政策，

目前市场预期主要围绕两种可能的加征方案展开：第一种方案可能仅针对美国前三大进口来源国，即中国、加拿大和墨西哥实施关税加征，而对其他国家暂缓执行；第二种方案则可能根据不同地区和行业设置差异化的关税比例，同时保留后续谈判空间，汽车、木材、半导体关税或先行。

从国别角度来看，美国大概率对主动示好或展现妥协意愿的国家采取“边打边谈”的策略，预计美国政府将根据各国的反应动态调整施压力度，评估潜在合作空间，而非采取“一刀切”的强硬措施。

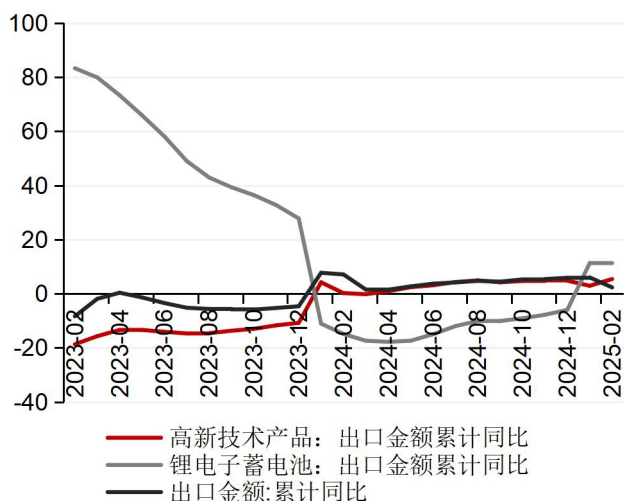
针对中国，美国的政策取向可能呈现双重特征：一方面，预计将继续加征对华直接关税，同时寻求建立正式的高级别磋商机制；另一方面，美国或将在“对等关税”谈判框架下，通过给予关税豁免等条件，要求其他经济体配合对中国实施贸易限制，包括加征关税及遏制中国转出口贸易行为。

从加征关税行业维度分析，贸易政策风险不仅来自4月初的“对等关税”初步落地，还包括美国可能针对特定行业实施的“定点”关税。当前美国对进口汽车加征关税的政策细节已基本确定，后续半导体、基本金属以及能源相关产品或成为下一轮“定点”关税的目标行业。预计这些措施将进一步加剧全球供应链的碎片化趋势，并对相关行业的国际贸易格局产生深远影响。

当然，出口端仍有一些积极因素：

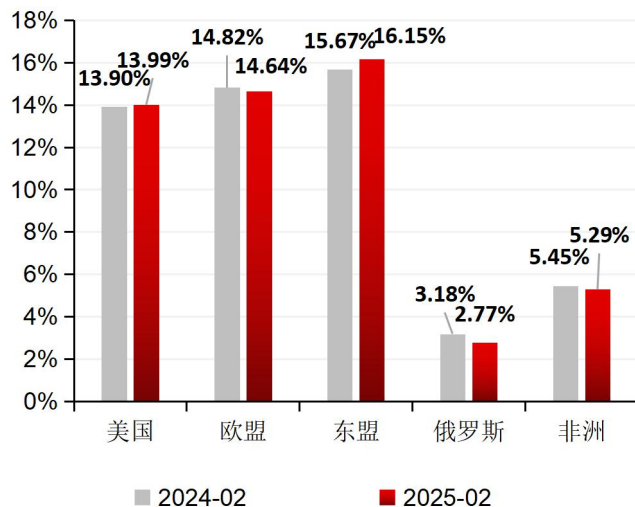
首先，美国这种“前瞻指引型”的关税政策特点可能导致实际冲击时点后移，短期内出口下行幅度或相对可控。

图 6：我国出口产品结构优化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 7：各经济体在我国出口中所占份额（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

其次，当前中国出口产品结构优化与市场多元化或带来一定抗风险能力提升，我国高技术含量、高附加值产品占比不断提升，且对东盟等新兴市场国家出口的份额占比仍在抬升（建议关注美国关税政策中东盟相关情况）。

综合来看，在前期“抢出口”效应逐步消退、新增关税政策落地以及其他经济体对华实施协同贸易限制等多重压力下，我国出口面临的系统性压力将进一步提升，二季度我国出口不容乐观。尽管出口产品结构优化与市场多元化策略能在一定程度上增强行业韧性，且美国“前瞻指引型”关税政策可能使实际冲击呈现渐进性特征，但在全球贸易需求持续疲软、供应链加速重构、美国或通过豁免条件促使其他经济体协同遏制中国转口贸易的背景下，外需收缩与政策不确定性的叠加效应不容乐观。后续需重点关注美国关税政策的实际执行力度、其他经济体的跟进行为，以及由此引发的全球贸易秩序连锁反应。

1.4 概念退潮业绩为王，科技板块估值重构

2025 年一季度，科技板块在 DeepSeek 技术突破的催化下呈现显著超额收益，部分科技股短期涨幅已偏离业绩增速。二季度市场或逐步回归理性，科技产业或将迎来从概念驱动到业绩验证的转折期，这一阶段的核心特征在于，估值逻辑从单纯的技术概念溢价转向对商业化落地能力与真实盈利水平的实质性考量。

从政策环境来看，产业支持力度预计将持续强化。广东、深圳等地相继出台人工智能终端产业专项扶持政策，全国范围内人工智能创新发展试验区建设加速推进，这些政策红利将为科技产业提供长期制度性支撑。二季度需关注 AI 技术在各垂直领域的渗透率提升情况，特别是制造业智能化改造和金融服务创新方向的实质性进展。

尽管政策面仍保持较强的支持力度，但科技投资热潮下的低效产能问题已日益突出。部分缺乏核心技术的企业过度依赖政府补贴维持经营，在市场更关注企业是否将技术优势转化为实在业绩增长的背景下可能面临淘汰。我们认为接下来国内科技产业或将出现一波科技行业的市场出清。这对行业长期健康发展有利，但短期内可能对市场风险偏好形成压制。

整体来看，二季度科技产业将经历从规模扩张向质量提升的重要转型，具备以下特征的企业将更具市场竞争力：一是掌握关键核心技术；二是有明确的商业化路径；三是现金流状况健康。在此背景下，科技板块的投资逻辑将更趋理性务实，市场或经历一轮估值回归。

1.5 财政货币协同发力，扩内需防风险稳增长

面对日益复杂的内外部环境，2025 年二季度中国宏观经济政策预计将呈现“更加积极的财政政策稳步推进，货币政策维持宽松基调”的特征，形成政策合力稳定经济运行。

1.5.1 积极财政加码，结构性支持扩内需

财政政策方面，今年政策基调从“积极”升为“更加积极”，为 2010 年以来首次调整财政政策强度表述。根据政府工作报告，今年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元（含赤字、特别国债和专项债），对应广义赤字率达 8.4%，较 2024 年年初提升 1.8 个百分点，财政支出强度明显加大。

从政策力度来看有三大亮点：

第一是赤字率破界。2025 年赤字率设定在 4%，不仅打破了“3%赤字率隐形约束”，更是历年目标赤字率的最大升幅。对应 5.66 万亿元赤字规模，显著强化基建投资、民生保证等领域的支出强度。

第二是特别国债双规并行创先例。首次采用不同形式：1.3 万亿元超长期品种聚焦“两重”“两新”，通过超长周期平滑债务压力，截至 3 月底已安排超 2300 亿元资金支持“两重”建设，带动社会资本投入约 2.1 万亿元；0.5 万亿元定向注入六大行用于补充核心一级资本，3 月 30 日，建行、中行、交行、邮储发布公告，共获得财政部 5000 亿元战略投资，均用于补充各行核心一级资本，预计可提升核心一级资本充足率 0.5 个百分点左右，增加银行体系信贷投放能力，并助力形成“财政政策引导-银行信贷跟进-社会资本参与”的传导链条，实现“两重两新加力扩围+金融造血”双重刺激。

第三是专项债额度突破。随着新增专项债用途拓展到土地收储、存量商品房收购以及支持地方政府补充综合财力，新增专项债额度首次突破 4 万亿元。

预计二季度政策工具和方向将更加精准，旨在通过结构性支持来助力内需扩张。方向上来看：

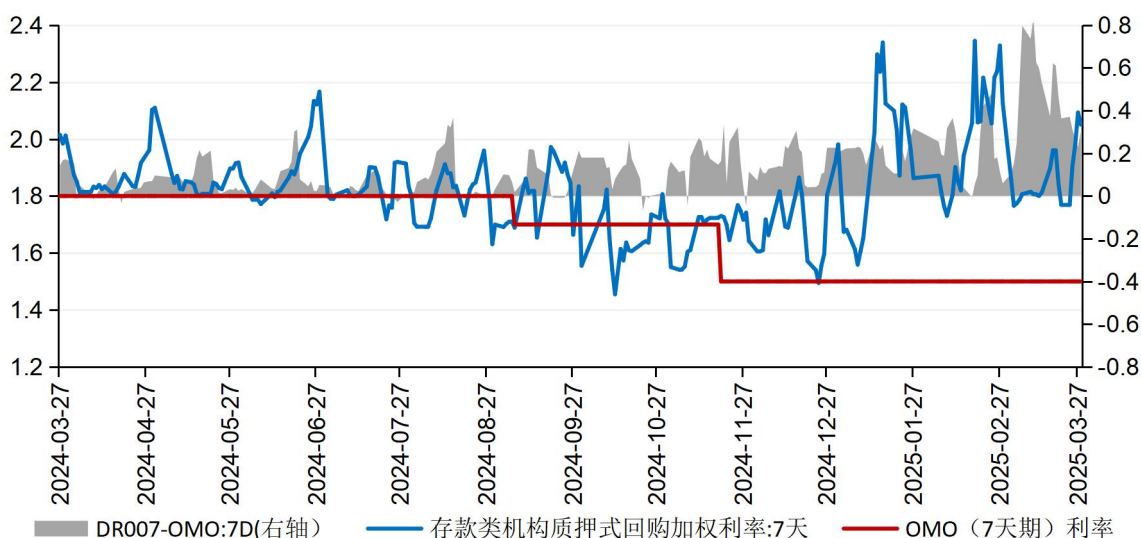
首先，消费提振仍是核心着力点，除 3000 亿元“以旧换新”特别国债资金外，二季度可能进一步拓展政策覆盖范围，包括完善生育补贴、优化养老金发放机制，从增收层面发力提升居民消费能力。其次，考虑到 2025 年宏观政策主线聚焦防范风险，

房地产领域专项债支持土地收储的政策或加速落地，3月11日发布的《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》已明确相关操作细则，预计二季度专项债用于存量房收购的规模有望扩大，边际推动库存去化并助力房地产市场止跌回稳。此外，今年超长期特别国债发行规模较上年增加3000亿元至1.3万亿元，预计“两重”方向投资将实现稳步增长。

1.5.2 货币政策审慎宽松，二季度或迎窗口期

货币政策方面，年初以来，DR007利率持续大幅高于OMO利率，表明国内资金面始终处于紧平衡状态，央行并未开展降准降息。货币政策偏紧的原因，以及后续“择机降准降息”是市场较为关注的因素。

图 8：2025 年年初以来资金面偏紧



数据来源：WIND、国联期货研究所

结合央行一季度货币政策委员会例会，我们认为央行“择机”的考量如下：

一方面，“择机”的表述反映出央行对政策不确定性及海外通胀的高度关注。央行一季度例会中对国内经济金融形势的描述中，对于外部环境的描述发生变化：“当前外部环境更趋复杂严峻...通胀走势和货币政策调整不确定性上升”，基于特朗普政府及美联储政策路径仍存在较大不确定性等因素，对外部经济形势的担忧有所加深。美国经济“滞胀”情况仍未发生转变，结合美国关税政策带来的波动，美联储全年降息节奏和幅度预期均存在变数。同时，我国外部环境对我国贸易、科技、全球市场预期冲击也会我国货币政策“择机”的重要考虑因素。

另一方面，国内金融风险防控也是政策考量的重要因素。本次例会新增“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”，并着重强调“防范资金空转”。一方面，表明资金空转是央行当下较为关注的因素，是掣肘货币政策的直接因素。在存款利率多次下调的背景下，2024年以来居民存款向非银机构转移的趋势持续强化，债券市场收益率一度大幅下行，引发对金融空转和期限错配风险的担忧，一定程度限制了国内货币政策操作空间。一季度央行通过暂停国债买入、回笼流动性等操作，推动国债收益率适度回升，维护金融市场稳定。因此，当前央行更倾向于优化资金分布结构，而非简单扩大总量投放。另一方面，与货币政策工具使用相比，更加聚焦长期收益率的变化，防范债券市场价格波动带来的金融市场风险，也是近期央行重点关注因素。

展望后市，二季度可能成为重要政策观察窗口，届时美国关税框架、美联储货币政策取向或更趋明朗，“择机降准降息”可能迎来窗口期。

降准层面，对外而言，美联储政策路径尚未明朗，地缘政治风险延续，需通过适度降准提升银行体系长期流动性储备，增强应对外部金融波动与资本流动冲击的缓冲能力；对内来看，配合财政政策发力需要基础货币投放协同，特别国债发行、专项债提速等财政扩张举措将消耗超储，降准可有效对冲流动性缺口并降低银行资金成本。3月底财政部发行5000亿元特别国债以补充大型国有银行核心一级资本，央行可能通过“降准+mlf超额续作”释放流动性，进一步激发银行放贷意愿。因此综合来看，二季度降准仍有一定可能性。

降息层面，受制于海外政策不确定性和国内防范金融风险需要，央行可能采取渐进式宽松路径：先调整结构性货币政策工具利率，再择机下调逆回购利率、LPR，以平衡稳增长与防风险的双重目标。二季度降准概率高于降息。

此外，货币政策结构性工具或加大对重点领域的定向支持，包括：（1）聚焦科技与消费，二季度或创设新结构性货币政策工具加大消费重点领域低成本资金支持，包括文旅、养老等领域，科技创新和技术改造再贷款支持范围和政策覆盖面或进一步扩大，从目前的5000亿元扩大到8000亿至10000亿元；（2）聚焦风险化解，“稳楼市稳股市”，房贷利率有望进一步下调，房企融资协调机制下的“白名单”项目贷款加速投放，证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款这两项资本市场支持工具或进一步优化，以稳定市场预期。

二季度财政政策协同性亦有望增强，财政与货币的联动或主要体现在两个维度：

一是消费补贴与消费信贷政策结合，降低居民加杠杆成本；二是房地产“收储+融资”双管齐下，通过专项债收购存量房与房企流动性支持形成闭环。此外，政策节奏强调“应早尽早”，突出时效性，若美国关税政策等外部冲击加速显化，储备政策工具将迅速响应，包括但不限于特别国债增发、存量房贷利率动态调整等工具备用。

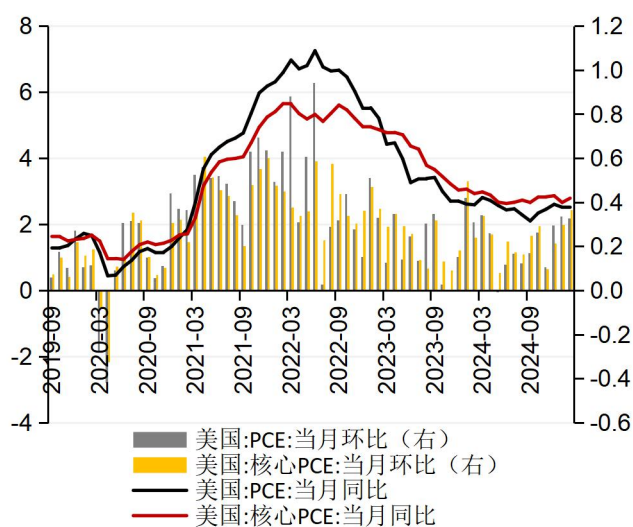
二、海外：政治经济多重不确定性持续发酵

2.1 美国：滞胀深化与政策信任危机

2.1.1 顽固的“胀”

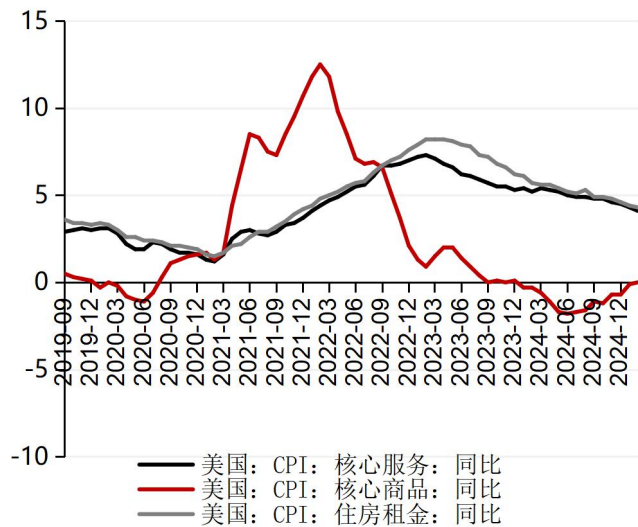
最新数据显示，2月美联储最青睐的通胀指标——核心PCE同比增速为2.8%，创下2024年12月以来新高。且同期美国CPI商品分项表现仍相当顽固，显示美国通胀压力尚未得到有效缓解。

图 9：美国 PCE 同环比 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 10：美国 CPI 各分项同比走势 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

展望二季度，美国前期宽松货币与财政政策对通胀的推升效应已明显减弱，但新的通胀风险正在积聚，主要集中在特朗普关税政策可能带来的负面影响。基于当前宏观环境判断，二季度美国通胀形势难有实质性改善，通胀问题将持续成为市场关注焦点。

从宏观背景分析，美国不断升级的单边主义政策使得全球贸易摩擦加剧和供应链重构已成为确定性趋势。即便特朗普关税政策最终实施力度可能不及预期，这一结构性变化仍将持续对通胀产生推动作用。值得注意的是，特朗普执政期间关税政策具有

高度不确定性，其频繁调整政策立场的特点进一步放大了市场对负面影响的预期。在此背景下，**二季度美国通胀中枢维持高位运行将是大概率事件。**

表 1：特朗普关税政策反转及市场影响

反转阶段	时间节点及政策内容	市场观点及分析	行情影响
第一次反转	1月31日：特朗普宣布拟对加拿大、墨西哥征收 25% 关税	部分机构认为最终关税力度或弱于预期	市场乐观情绪升温，美股 2025 年 2 月 3 日-6 日呈现反弹
	→2月3日：签署行政令暂缓加征至 3 月 4 日	贸易不确定性或创造买入机会，2025 年经济增长仍是主旋律	
第二次反转	3月4日：宣称将按计划加征关税且无谈判空间		悲观情绪蔓延，美股自 2025 年 3 月 10 日起连续下跌
	→3月7日：签署修正案对符合美墨加协定产品免税至 4 月 2 日	华尔街投行密集下调美国经济增长预测	
	3月8日：宣布加征加拿大木材及乳制品关税	分析师指出关税不确定性将持续扰动市场	
	→3月10日：推迟至 4 月 2 日		
第三次反转	3月5日：宣称 4 月 2 日起实施全球"对等关税"	摩根大通等机构预计美股或迎喘息之机	超跌反弹显现，市场关注政策实际落地情况
	→3月24日：美媒爆料政策或更具针对性	CNN 评论认为特朗普采用"预期管理"策略，实际政策强度可能低于最初威胁	
	3月25日：特朗普称可能给予多国豁免		
	→3月26日：改口称关税没有太多例外		
	→3月27日：税率将"低于预期"		

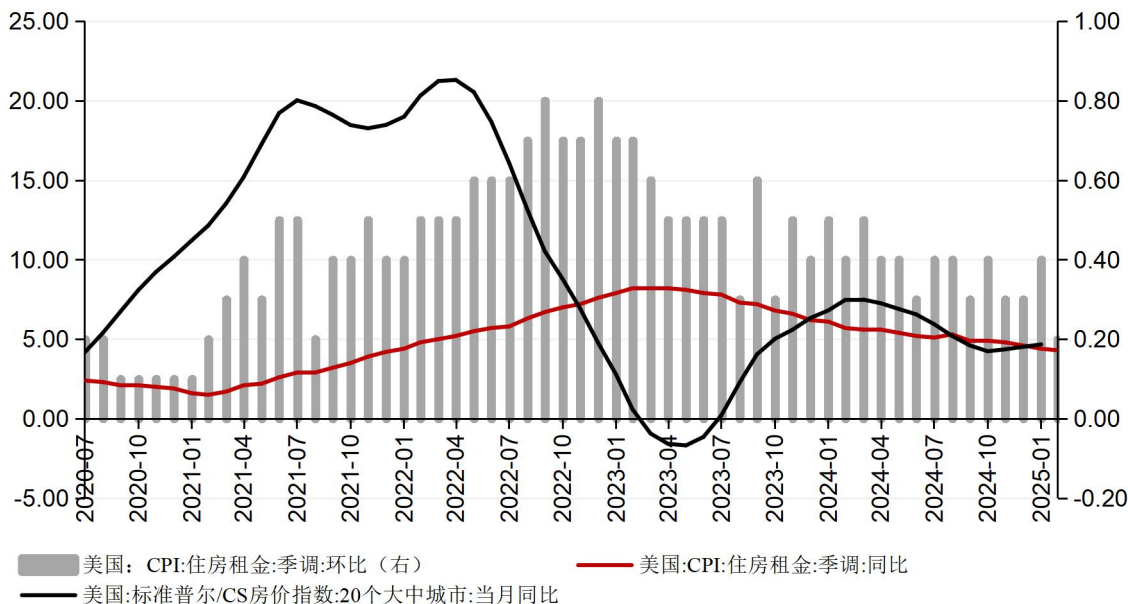
数据来源：Wind、国联期货研究所

从分项来看，**服务价格下行空间相对有限**。除移民政策收紧导致的劳动力成本上升外，住房租金等关键分项已也呈现企稳迹象。预计二季度服务通胀将保持较强粘性，特别是人力密集型服务行业价格易涨难跌。与此同时，**商品价格进一步上行可能正在积聚**。截至 3 月末，本轮已确认实施的关税涉及商品贸易规模达万亿美元量级，显著超过 2018 年对华关税涉及的 3700 亿美元规模，且仍有多个关税提案处于酝酿阶段。因此，关税政策全面实施势必会通过进口商品价格传导机制进一步推升美国通胀，相关政策传导效应将在二季度逐步显现。

根据美联储测算，美国对贸易伙伴加征关税政策将在未来 4 个季度对通胀产生显著影响。基于此，美联储已将 2025 年核心 PCE 通胀预期从 2.5% 上调至 2.8%。与特朗普第一任期相比，当前全球供应链更为脆弱，关税政策对物价的传导效率显著提升，2018 年关税政策未明显推升通胀的情况恐难重现。**综合来看，二季度美国通胀将呈**

现商品价格上涨和服务价格粘性积聚的特征，政策不确定性可能进一步放大价格波动。

图 11：美国住房租金 CPI 与房价走势（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

2.1.2 风险升级中的“滞”

2025 年二季度，美国经济正面临“滞胀”风险的结构性升级，经济增长乏力的迹象也愈发明显。3 月 4 日的国会演讲中，特朗普明确表态，为推进中长期结构性转型，短期经济阵痛是可接受的代价。这一信号释放后，特朗普政府核心官员有意集中释放经济利空预期，暗示其可能通过主动引导一场短期“可控衰退”以寻求未来美国制造业回流以及经济的高质量发展。受此影响，金融市场迅速反应，美元、美股及美债收益率同步下行，几乎回吐特朗普胜选以来的全部涨幅，市场定价中的“衰退预期”。这一轮市场剧烈波动不仅凸显了特朗普 2.0 政策框架的高度不确定性，更预示着未来美国经济的基准情景或将从“高通胀、稳健增长”滑向“滞胀”格局。

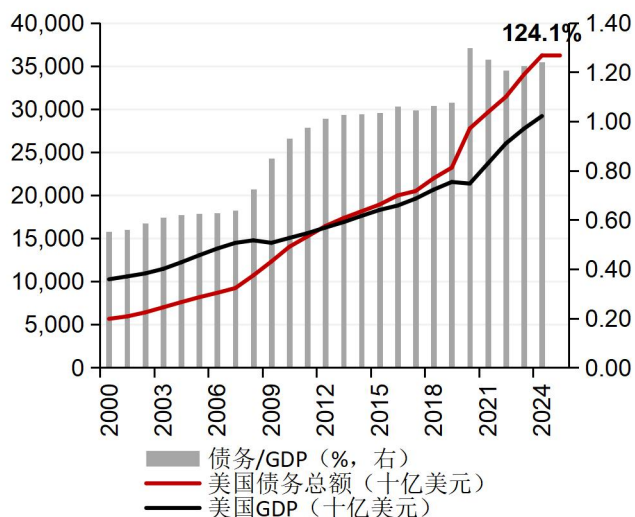
美国经济放缓的信号已从多个维度显现，亚特兰大联储 GDPNow 模型在短短一个月内将 2025 年二季度实际 GDP 季调环比折年率从+2.9%大幅下调至-2.4%，主要反映净出口、消费及住宅投资的疲软预期。我们认为尽管经济未必如模型预测般深度收缩，但增长动能减弱已成定局。

首先，美国消费端正受到多重压制。特朗普政府关税政策的影响将在二季度逐渐显现，关税将直接推高进口成本，削弱居民实际购买力；就业市场走软迹象显现，美国 2 月失业率升至 4.1%，已达到 11 月以来高位，且美国政府效率部规模裁员的影响

尚未完全传导至劳动力市场，未来美国就业状况或进一步恶化；股市回调导致的财富效应减退进一步抑制消费意愿，美国居民资产中权益占比高达 36.6%，金融资产缩水对消费的负反馈效应显著强化。

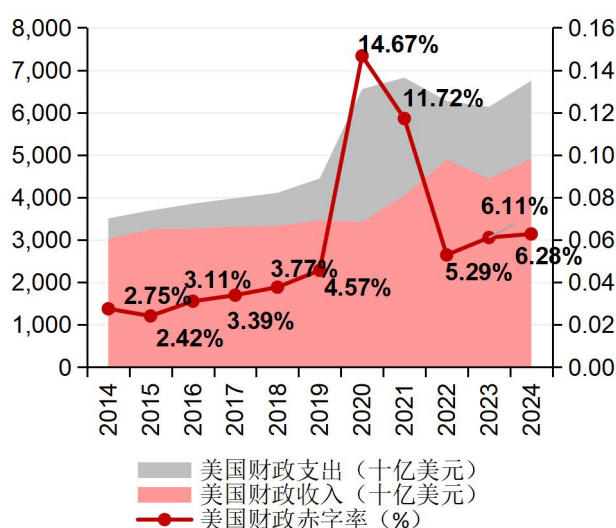
其次，美国财政政策空间亦受制约。特朗普政府刺激经济增长的政治诉求在很大程度上依赖于财政扩张，但 2025 年美国财政赤字占 GDP 比例可能维持在 7% 左右的高位，政府债务占 GDP 的比重达 125% 左右，美国财政可持续性正面临系统性挑战，债务压力限制美国财政扩张能力，特朗普政府或较难通过传统扩张性财政手段对冲经济下行压力。

图 12：美国债务/GDP 比率



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 13：美国财赤字率 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

再次，美国企业部门面临显著的再融资风险。二季度将迎来美国企业债到期高峰，高利率环境下的再融资压力将加剧信用收缩风险。数据显示，若不考虑提前偿还因素，该季度到期企业债规模将超过 6000 亿美元，这一数值较 2024 年下半年平均水平激增 70%，主要对应 2020 年史无前例的企业债发行高峰。如此大规模的债务集中到期，很可能进一步加剧美国经济下行压力。

综合来看，在财政空间收窄、消费意愿低迷、企业债务压力上升的多重约束下，二季度美国经济维持韧性的难度显著增加。

2.1.3 特朗普政策矛盾或加剧美国滞胀困局

当前美国正陷入典型的“滞胀”困局，这一局面的形成与特朗普政府的政策设计高度相关。其政策框架的核心矛盾在于特朗普 2.0 的战略目标和现实约束，其战略聚焦于“美国产业回流+财政重整”，旨在通过关税保护、移民限制等手段提升美国

制造业竞争力，维护美元中心制，同时通过债务重组、削减政府开支等手段降低高财政赤字，以降低主权信用风险来巩固美元储备货币地位并寻求进一步财政扩张。然而，这一政策框架在实施过程中面临多重制约，包括通胀反弹、金融市场动荡以及国际博弈的反噬效应，使得美国在二季度可能进一步滑向“滞胀”格局。

特朗普政府的核心经济诉求是逆转制造业外流趋势，而关税政策是其关键工具。根据“海湖庄园协议”的构想，高关税将迫使跨国企业将供应链迁回美国，同时增加联邦税收以缓解财政压力。但供应链重构具有滞后性，制造业回流或无法迅速填补供给缺口，因此这一政策会在短期内推升进口成本，加剧通胀压力。而特朗普的移民政策旨在优先保障本土就业，但其副作用是加剧劳动力短缺，尤其是低技能岗位，因此这一政策与制造业回流的目标形成冲突，若企业因人力成本高企而延缓投资，产业回流的效果将大打折扣。同时，劳动力市场紧张可能推高工资增速，强化服务业通胀的黏性，使美联储的货币政策调整更为被动。

“海湖庄园协议”的内核可能还涉及债务重组，以降低美债融资成本，包括将短期美债置换为长期低息债券，甚至探索零息债券的可能性。这一设计的初衷是减少利息支出，缓解财政压力，但其可行性面临两大挑战：一是市场对美债信用风险的担忧可能推高长期收益率，抵消债务置换的收益；二是国会两党对财政紧缩的分歧使得赤字削减难以落地。若债务重组被视为变相违约，可能引发美债抛售潮，进一步加剧金融市场波动。

面对“高通胀+低增长”的组合，美联储货币政策陷入两难。基于当前特朗普政策路径推演，二季度美联储可能维持“边际宽松”，即暂停降息但放缓缩表节奏，三季度则可能转向“衰退应对模式”，但降息幅度将受制于通胀预期。

总体来看，二季度将是检验特朗普经济政策可行性的关键阶段。预计关税等政策实施在二季度显著推动美国出现产业边际回流的概率偏低，而债务重组或引发市场抵触，美国可能面临“政策失效→增长放缓→通胀顽固”的恶性循环。对于国际市场而言，需警惕美国政策外溢带来的双重冲击，即短期流动性收紧与长期去美元化趋势的加速。

2.2 欧元区财政扩张：战略突围下的现实瓶颈

2025年二季度，欧洲经济的关键变量聚焦于德国历史性的财政扩张法案落地及其对欧元区经济的传导效应。3月22日，德国总统施泰因迈尔正式签署《基本法》

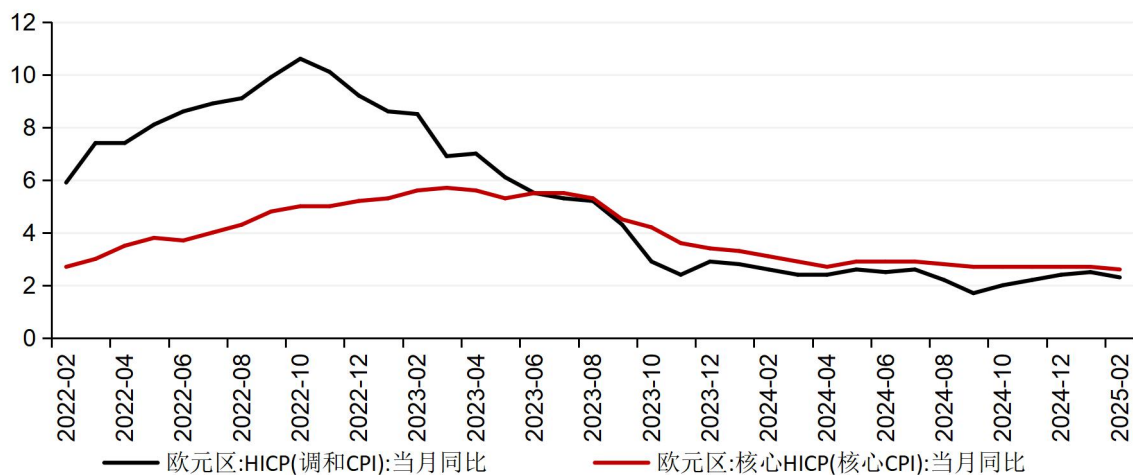
修正案，标志着德国正式突破长期奉行的“债务刹车”机制，允许联邦政府设立 5000 亿欧元的特别基金用于基础设施投资，并豁免国防支出受债务上限约束。这一政策转向的直接驱动因素是地缘政治格局的深刻变化，美国特朗普政府收缩对欧安全承诺，迫使欧洲尤其是德国加速国防自主化进程，降低对美国安全保障的依赖。

尽管德国财政扩张法案已获立法通过，但执行层面仍面临多重挑战。一方面，基础设施投资的乘数效应需较长时间显现，德国新执政党支持率新低或导致后续政策协调成本大幅上升，进而导致项目落地滞后。另一方面，国防支出虽不受债务约束，但其资金流向存在结构性分化，德国国防部长曾在多个场合表达过强化欧洲本土防务合作与采购的立场，但欧洲军工产能短期内难以匹配需求，部分装备仍将依赖美国进口，这意味着财政扩张对欧洲内部产业链的提振可能受限。

此外，欧元区其他国家跟进财政扩张的可能性较低，或进一步限制政策协同效应。欧盟 8000 亿元的额外防务支出计划本质还是要各国政府继续增加负债，但在欧盟四大国中，除了德国，法国、意大利、西班牙都存在不小的债务风险，或难以效仿大规模赤字支出。且欧盟缺乏财政一体化机制，各国政策取向分化，或意味着德国财政扩张较难带动欧元区整体增长，反而可能加剧核心国与边缘国的经济分化。因此，德国财政扩张对欧元区经济的实际拉动效应可能相对有限。

因此在初期乐观情绪消退滞后，市场对德国财政扩张所带来的影响逐步转向“强预期、弱现实”。同时欧洲央行货币政策与财政扩张的协同性同样存在不确定性，尽管 2 月欧元区通胀回落至 2.6%，但服务业通胀仍具粘性，德国财政刺激推高通胀预期，叠加关税等不确定因素增长，欧央行二季度进一步降息空间或将受到明显制约。

图 14：欧元区通胀情况（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

展望二季度，欧洲财政转向的战略意义大于短期经济影响，其本质是通过国防自主化重塑地缘政治格局，而非单纯的经济刺激工具。德国财政扩张政策的执行效率将成为驱动欧洲资产重估的关键变量，特别是 5000 亿欧元特别基金首批项目的实际落地进度。根据德国财政部最新披露的工作日程，首批基础设施项目招标流程预计将于二季度末完成，若能在 6 月前实现资金拨付，将显著改善市场对政策传导效果的预期。

从全球资产配置视角来看，欧元资产的估值体系正在经历地缘风险溢价的重构过程。欧洲军工产业链本土化进程的加速推进将为相关板块创造结构性投资机会，而美国潜在关税壁垒升级的风险因素仍将持续压制欧元区的增长预期，进而制约资产价格的持续上涨空间。当前市场定价已部分反映政策转向预期，但实际经济拉动效应与地缘政治红利的兑现程度将决定后续重估的可持续性。

2.3 地缘动荡叠加贸易壁垒，加剧全球经济结构性压力

2025 年二季度，全球地缘政治与经济格局仍将处于高波动状态，多重风险因素交织叠加，对全球供应链及金融市场稳定性构成持续挑战。

地缘政治方面，俄乌冲突虽因特朗普重返白宫后推动和谈而出现阶段性缓和迹象，但欧美协调能力下降及乌克兰内部政治分歧可能延缓实质性进展，俄乌双方在领土问题上的根本矛盾仍未化解，短期停火协议难以转化为长期和平框架，能源与粮食供应链的脆弱性将持续存在。中东局势在大国博弈下进一步复杂化，地区内冲突可能因外部势力介入而再度升级，伊朗核问题谈判陷入僵局，红海航运通道的安全风险将加剧全球物流成本上行压力，进而推高欧洲及亚洲部分经济体的输入性通胀。区域地缘政治风险的增加将放大供应链局部中断风险，尤其对芯片、航运等关键行业形成扰动。

贸易政策方面，特朗普政府的关税 2.0 政策已进入实施阶段，其对全球供应链的冲击将从预期层面转向实质影响，全球产业链重构进程被迫加速。这一政策不仅直接推高美国国内通胀压力，还通过报复性关税和贸易壁垒的扩散效应削弱全球贸易增长动能。

综合来看，二季度地缘政治与关税政策的双重不确定性将加剧全球宏观环境的结构性压力。地缘冲突与贸易保护主义的“长期化”趋势，使得各国需在供应链韧性建设与多边合作机制修复上寻求突破。

三、二季度宏观展望：全球分化加剧资产定价逻辑重构

2025 年二季度，全球经济将在多重矛盾交织中步入关键验证期，不同经济体的政策效能与增长韧性将面临更严峻考验。中国作为全球重要增长极，政策传导效率与结构转型进程将成为稳定全球经济的重要锚点。随着“政策给早给足”导向的持续深化，财政货币政策协同效应将加速显现，消费提振与房地产托底政策的边际改善作用有望进一步释放。但需要认识到，当前经济复苏仍处于政策外生驱动阶段，居民资产负债表修复滞后、就业质量待提升等深层矛盾尚未根本缓解，微观主体活力与政策刺激强度的错位可能延续，经济内生动能的培育仍需经历从量变到质变的积累过程。这种结构性特征决定了宏观经济数据的边际改善与微观感受温差仍将阶段性存在，需要保持战略定力。

海外市场的高波动性与政策不确定性将对中国经济形成多维度挑战。美国“滞胀”困局不断深化，特朗普 2.0 政策框架成为核心催化因素：一方面，核心 PCE 通胀中枢持续高于美联储目标水平，商品价格受关税传导影响面临二次上行压力；另一方面，消费动能衰减、财政扩张空间有限与企业债务到期高峰叠加，经济衰退风险加速显化。这种“滞胀并存”格局不仅制约美联储政策空间，更通过美债收益率波动、风险偏好传导等渠道加剧全球金融市场结构性压力。与此同时，特朗普政策组合内部存在深刻矛盾：其推动产业回流、实施财政重整、维护美元中心地位的战略目标，与产业链重构具有滞后性、关税政策对通胀粘性的强化、财政整顿面临的内部制度约束等现实因素产生冲突，或使得美国在二季度“滞胀”格局深化。

欧洲虽开启历史性财政扩张周期，但政策落地效率受制于政治博弈与产能约束，货币宽松节奏亦受通胀粘性掣肘，其经济复苏的可持续性面临严峻考验。地缘政治风险与贸易保护主义的共振效应，则进一步强化了全球供应链重构压力，中国出口面临的不仅是周期性回落，更是结构性挑战。

展望二季度，全球政经格局将步入“规则重构”深水区。对中国而言，消费提振政策的乘数效应释放、房地产市场的渐进筑底、科技产业的估值重构将是观察经济韧性的关键维度；对海外市场，美国政策信任危机的演化路径、德国财政扩张的实际效能、全球供应链的韧性测试将成为影响资产定价的核心变量。这种分化格局本质上反映了不同经济体在政策空间、产业基础、风险抵御能力上的深层差异，也预示着全球资本将加速向确定性溢价更高的领域配置。随着经济基本面与政策预期的博弈进入

新阶段，二季度市场波动率中枢或将系统性上移。

四、二季度大类资产展望

2025 年第二季度，全球宏观经济格局将步入“高波动、弱增长”的深化阶段，政策路径分化与风险溢价重构将成为主导资产定价的核心逻辑。美国“滞胀”格局的持续发酵、欧洲财政扩张的落地瓶颈，以及中国政策落地效果验证期的开启，将共同驱动全球资本向具备更高确定性溢价的资产转移。

美国经济相对于非美经济体的增长优势收窄与政策公信力的削弱可能引发美元资产重估。美元资产信用基础的动摇与美股盈利预期的持续下调或将对美元资产构成中长期贬值压力。

非美资产方面，欧洲财政扩张政策预期与实施效果之间的落差可能加剧欧元资产的波动性。而中国资产在政策护航与科技创新突破的双重支撑下，有望成为全球资产配置中稳定性较强的选择。

总体而言，二季度全球资产表现将深刻反映各经济体政策韧性与结构转型进程的差异，市场波动率中枢上移与风格切换频率加快或成为新常态。

4.1 美元：滞胀深化与政策信任危机下震荡偏弱

2025 年二季度，美元将面临“滞胀深化+政策信任危机”的双重考验，中长期贬值压力与短期政策扰动相互角力将主导其波动节奏。

从货币信用层面观察，美国经济“高通胀粘性+潜在增长率下移”的滞胀特征持续强化，叠加联邦政府债务规模突破 36 万亿美元引发的财政可持续性担忧，正实质性动摇美元作为全球储备货币的底层逻辑。特别是在全球货币体系重构背景下，全球央行连续三年购金超千吨且仍在维持净增持、新兴市场加速推进本币结算机制，标志着去美元化进程已进入量变向质变演进的关键阶段。

政策风险维度则呈现双重压力：一方面，美联储在“控通胀”与“防衰退”的政策两难中陷入操作僵局；另一方面，特朗普政府政策框架内部存在深刻矛盾，已引发国际投资者对美国经济治理能力的系统性质疑。CFTC 数据显示，截至 3 月 18 日投机性交易者持有的美元净空头仓位为 9.32 亿美元，为 2024 年特朗普胜选以来首次转向看跌美元，也反映出市场对美元稳定性溢价的重新定价。

短期波动情景中，不排除阶段性关税政策冲击引发美元反弹：若美国政府实施超

出市场预期的关税政策，潜在关税压力可能导致非美货币贬值，从而推动美元被动走强。但从中长期来看，美元指数受制于信用折价和全球外汇储备多元化的压力，预计二季度大概率呈现“震荡偏弱”格局。

4.2 人民币：政策韧性对冲关税不确定性下以稳为主

2025 年二季度人民币汇率预计将呈现总体稳定、双向波动的特征。尽管外部环境仍存在不确定性，但在中美利差持续收窄、国内经济预期改善以及稳汇率政策工具的有效支撑下，人民币汇率有望保持韧性。

从外部影响来看：一方面，美国货币政策不确定性较强，且特朗普加关税政策仍在博弈期，对人民币兑美元汇率稳定造成压力。关税可能加剧美国通胀反弹风险，增加美联储货币政策不确定性，且中美政策博弈也会加大中美关系不确定性，使得人民币汇率阶段性承压明显。但另一方面，美国经济相对优势的减弱和美元信用折价或导致美元震荡偏弱，从而减轻人民币的被动贬值压力，且中美贸易可能存在阶段性谈判空间，或能阶段性改善市场风险偏好。

国内政策层面，央行降准和结构性货币政策工具或率先落地，而政策利率调降或有所推迟。同时我国也积累了丰富且有效的稳汇率工具，增强了人民币抵御外部冲击的能力，有助于支撑人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。

展望二季度，人民币对美元汇率大概率维持在 7.1 至 7.3 的区间内波动。尽管关税政策可能阶段性加大汇率波动，但国内经济修复动能和政策调控的及时性将限制贬值空间。而升值动能则受制于外部贸易摩擦的持续扰动，人民币或较难呈现单边升值趋势。

4.3 黄金：信用折价及风险溢价驱动中枢上移

一季度金价如期走强，有多方面因素驱动，如年初美债收益率下行，美股剧烈震荡，跨市套利引发的逼仓行情，对美国贸易政策不确定的担忧以及特朗普政府可能加征贵金属关税预期引发的美国市场抢金潮等等。

展望二季度，我们认为黄金市场仍将维持强势，主要基于以下三方面因素：

首先，特朗普就任后推行的系列政策，包括关税政策落地、移民政策收紧以及 DOGE 裁员等举措，正逐步对美国经济、就业市场和通胀水平产生负面影响。与此同时，美国财政赤字的持续扩张和债务规模的不断攀升削弱了美元体系的稳定性，美元信用折价推升黄金信用对冲需求。

其次，地缘政治风险已呈现常态化特征，使得黄金从短期避险工具转变为主权信用及地缘风险对冲锚，其长期价值正经历系统性重估。

再次，全球央行购金趋势持续，国内开放险资购买进一步打开机构购金的想象空间，强化了市场对黄金的投资信心。

因此当前黄金的战略配置价值需要跳出短期交割博弈，置于全球债务周期与货币秩序重构的宏观坐标中审视，央行购金刚性化、美元体系信用折价和地缘风险溢价抬升等仍在持续强化，黄金在中长期维度都有望维持相对表现。

黄金价格有效突破 3000 美元/盎司后，COMEX 黄金 2900-3000 美元/盎司区间有望形成新的支撑区间。尽管过去三个月金价上涨超过 15%，客观上存在修整需求，短期需警惕技术性超买与市场情绪过热可能引发的回调压力。但考虑到黄金定价逻辑已然发生转变，且今年 6-8 月美国财政部资金将耗尽，美国国会应会尽量在此前提高债务上限，预计二、三季度金价中枢可能随美国政府债务扩张再度上移。短期技术性调整不改长期上行趋势，建议逢低配置，近期金价相对处于高位，可等待下一个战略布局时机。

4.4 A 股：政策验证期聚焦盈利复苏斜率

2025 年二季度，A 股市场将步入政策效能验证与结构性机会挖掘的阶段，在外部高波动环境与内部政策托底的格局下，市场或呈现指数震荡的特征，盈利恢复情况或将成为定价核心逻辑。

从外部环境来看，尽管最新美国通胀数据仍旧高于市场预期，但美元指数、10 年期美债收益率不断逆势回落，降息预期有所升温，显示当前资本市场正在不断定价美国经济衰退预期，但关税政策或给通胀带来较强粘性，美联储降息进程存在一定不确定性。与此同时，美方对华加征关税等贸易保护措施进入实施阶段，对我国国际收支双账户构成双重压力。

从内部环境来看，尽管消费端政策红利能否突破收入约束形成可持续复苏仍需观察，房地产行业整体仍在延续分化筑底，出口链受关税冲击显性化，通缩风险尚未完全出清，但 A 股市场已实现从融资市场向投资市场的转型，吸引险资、养老金等中长期资金配置布局，配合政策的持续发力与后续政策的持续性预期，共同构筑起市场的底部支撑。股指或延续 2024 年四季度以来的宽幅震荡态势，呈现上有压力、下有支撑的箱体格局。

A股市场经历2024年9月末以来的估值修复后，当前市盈率仍处于历史中枢区间，中长期配置性价比犹存。但需注意，随着股指反弹，股债风险溢价指标虽较前期回升，目前仍低于历史均值水平，权益资产的相对吸引力有所减弱。从结构看，当前估值修复进程领先于盈利复苏斜率，盈利恢复情况将是市场整体中枢能否抬升的关键。因此虽然股指市场依然具有配置必要性，但仍需维持审慎态度，当前市场尚不具备系统性趋势行情的坚实基础，权益资产的相对吸引力有所减弱，需重点关注市场整体盈利水平恢复情况。

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600