

2025年2月8日

美国关税2.0政策落地，全球市场波动加大

——宏观月度策略报告

分析师：

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758120

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

投资要点：

国内外宏观：海外宏观方面，虽然美国12月核心通胀意外回落，但整体通胀继续上升；且美国经济继续回暖、劳动力市场趋向稳固，美联储1月暂停降息，符合市场预期，美元高位运行。但是2025年2月1日，特朗普关税2.0政策落地。但随后表示暂缓执行对墨西哥和加拿大关税措施一个月。美元短期波动加剧，先涨后跌，叠加短期需求整体改善，对能源、有色、贵金属等国际大宗商品价格短期有一定的支撑，全球市场短期波动加剧。2月继续关注美国关税政策的变化以及经济、通胀情况对市场的影响。国内宏观方面，2月国内处于经济数据和政策的真空期，但美国关税2.0政策落地，短期国内股市、汇市波动加剧。国内股市由于市场对特朗普的关税政策已有预期，以及DeepSeek大模型对国内科技股的利好，国内股市表现相对稳健偏强。人民币汇率方面，由于美元先涨后跌，人民币汇率跟随波动，但中美之间的贸易冲突短期仍在继续，表现相对略微偏弱。中期关注国内存量政策落地情况、节后国内消费、投资、国内基建和房地产实际开工恢复情况以及中美贸易冲突的进展。

供需：需求方面，当前国外需求加快回暖，海外商品需求端回升对大宗商品支撑增强，铜等有色金属以及原油等商品价格受到支撑增强。国内商品需求季节性放缓，但政策支持力度预期加强，需求预期有所回暖，短期对黑色等内需型商品价格有一定的支撑，中期继续关注中美贸易冲突进展、房地产政策效果和实际需求情况。**供给方面，**海外供给方面，欧洲与俄罗斯的地缘风险短期加剧，天然气供应受到影响，以及需求回暖，天然气价格短期偏强运行；工业生产由于能源成本较高、需求回升不强，工业生产有所回升，但仍旧低迷。美国需求大幅改善，工业生产整体有所回暖。国内供给方面，有色、钢材、建材开工率有所下降，化工开工率整体上升，供给整体有所回落；1月以来国内逐步进入春节假期，商品需求季节性回落，国内开工整体下降，供给整体回落，但由于需求弹性弱于供给，供应整体较为充裕。

大类资产配置：股市方面，国内经济延续复苏，特朗普关税政策落地符合预期以及国内AI大模型突破，股市短期偏强震荡；**债市方面，**国内经济延续复苏不及预期、关税政策落地影响经济，国内债券价格高位偏强震荡；**汇率方面，**美元走弱，但美国关税政策落地，人民币汇率短期跟随美元波动，但相对略偏弱。**大宗商品板块策略方面，**美元走弱，欧美需求回升，商品价格震荡反弹。其中，**能源板块，**国内外需求回升以及美元走弱，但美国供应预期增加以及库存上升，油价震荡回调；**有色板块，**美元走弱，以及欧美需求回升，有色震荡反弹；**贵金属板块，**美元短期走弱，且贸易战和地缘风险加剧避险需求，贵金属短期偏强运行。**黑色板块，**基建和地产需求延续改善，但季节性需求回落，黑色短期震荡。

风险因素：中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

正文目录

1. 宏观：美国关税 2.0 政策落地，全球市场波动性加大	4
1.1. 美国通胀继续回升，但核心通胀意外回落	4
1.2. 美国经济增长有所加快	4
1.3. 美联储 1 月暂停降息，符合市场预期	5
1.4. 美国关税 2.0 政策落地，国内市场短期波动有所加剧	6
2. 需求：欧美商品需求继续回升，国内需求放缓	7
2.1. 海外商品需求增长有所加快	7
2.2. 国内商品需求短期季节性放缓	8
2.2.1. 房地产销售继续回暖且投资继续修复	8
2.2.2. 基建投资有所加快	9
2.2.3. 制造业投资小幅回落但保持高速增长	10
2.3. 国内消费增速同比回升且高于市场预期	10
2.4. 12 月出口增速超预期回升	11
3. 供给：欧美供应增速继续回升，国内供给回落	12
3.1. 国外商品供应增速继续上升	12
3.2. 国内工业生产有所放缓	13
3.3. 各行业开工整体回落	13
4. 2025 年 2 月大类资产及商品策略	14
4.1. 2025 年 2 月大类资产及商品板块策略	14
4.2. 2025 年 2 月具体品种策略	15

图表目录

图 1 欧洲天然气和原油价格	4
图 2 美国 CPI 及分项构成	4
图 3 欧美经济景气情况	5
图 4 美国薪资和消费情况	5
图 5 美联储 9 月降息 50BP	5
图 6 欧央行 10 月降息 25BP	5
图 7 国内股市走势	6
图 8 人民币汇率走势	6
图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI	7
图 10 美国制造业及商品订单	7
图 11 美国房屋销售情况	7
图 12 美国房地产市场景气度	7
图 13 美国就业数据	8
图 14 美国个人商品消费支出	8
图 15 国内经济景气程度	8
图 16 经济增长驱动力	8
图 17 房地产投资及资金来源	9
图 18 房屋销售面积、销售额数据	9
图 19 房屋新开工、施工、竣工数据	9
图 20 国房景气指数	9
图 21 基建投资增速数据	10
图 22 建筑业景气度及订单	10
图 23 制造业投资数据	10
图 24 目前制造业处于主动降库阶段	10
图 25 社会零售总额同比数据	11
图 26 汽车及地产相关消费数据	11
图 27 中国进出口数据：以美元计	11
图 28 中国制造业 PMI 进出口分项	11
图 29 美国工业生产数据	12
图 30 欧洲工业生产数据	12
图 31 欧美制造业产出数据	13
图 32 美国处于补库阶段	13
图 33 国内工业生产	13
图 34 制造业生产 PMI	13
图 35 能源产量	14
图 36 钢材水泥等建材开工率	14
图 37 化工品开工率	14
图 38 有色金属产量	14

1. 宏观：美国关税 2.0 政策落地，全球市场波动加大

1.1. 美国通胀继续回升，但核心通胀意外回落

目前美国通胀整体继续回升，美国 12 月 CPI 2.9%，预期 2.9%，前值 2.7%，较上月上升 0.2%，符合市场预期；环比 0.4%，预期 0.3%，前值 0.3%，高于市场预期。核心 CPI 1.2%，预期 1.3%，前值 1.3%，较上月下降 0.1%；环比 0.2%，预期 0.2%，前值 0.3%，低于市场预期。美国通胀整体回升，但核心通胀意外回落。一方面，欧洲与俄罗斯的地缘风险短期加剧，天然气供应受到影响，以及需求回暖，天然气价格短期偏强运行。另一方面，OPEC+延续减产，全球经济增长有所加快；但美国原油供应增长预期增强，地缘风险对供应端的扰动减弱，对原油价格支撑减弱。由于能源价格下跌，欧美能源通胀整体有所下降。但是目前美国核心 CPI 由于房屋租金、服务业消费等核心 CPI 支撑维持较高水平，但整体继续回落。在整体通胀 2.9% 中，能源和食品通胀共计贡献 0.3%，上升 0.2%。核心通胀方面，房屋租金继续下降，对通胀贡献维持不变为 1.4%，服务消费贡献持平于 1.3%，二手车维持于-0.1%。

图 1 欧洲天然气和原油价格



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 2 美国 CPI 及分项构成



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 美国经济增长有所加快

美国方面，美国 1 月标普全球制造业 PMI 50.1，预期 49.8，前值 49.4；服务业 PMI 初值 52.8，预期 56.5，前值 56.8；综合 PMI 初值 52.4，预期 55.6，前值 55.4。美国 1 月服务业 PMI 超预期回落，但制造业 PMI 意外扩张，美国经济景气有所下降。就业方面，美国 12 月季调后非农就业人口增 25.6 万，预期 16 万，前值 22.7 万。失业率 4.1%，预期 4.2%，前值 4.2%，低于市场预期。平均时薪同比升 3.9%，预期 4.0%，前值 4%；环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值 0.4%；薪资增速小幅下降。目前美国劳动力市场整体市场缓慢降温，但势头仍然强劲。就业--薪资--通胀螺旋上升循环依旧。消费方面，美国 1 月密歇根大学消费者信心指数为 71.1，前值为 74，12 月实际消费支出环比增长 0.4%，预期 0.3%，消费增速有所回升。

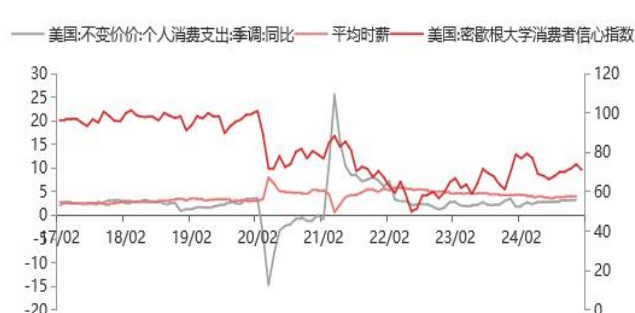
欧洲方面，欧元区 10 月制造业 PMI 初值 46.1，预期 45.3，前值 45.1；服务业 PMI 初值 51.4，预期 51.5，前值 51.6；综合 PMI 初值 50.2，预期 49.7，前值 49.6；欧元区 1 月份 PMI 数据显示欧洲经济增速略有回升。

图3 欧美经济景气情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图4 美国薪资和消费情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.3. 美联储1月暂停降息，符合市场预期

美联储方面，1月美联储暂停降息，政策利率维持在4.25-4.50%，这是自去年9月开启降息周期以来首次暂停降息。美联储将继续减少其持有的美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，且未对减持速度进行调整。美联储主席鲍威尔表示美联储不急于降息，但政策利率仍高于中性利率。

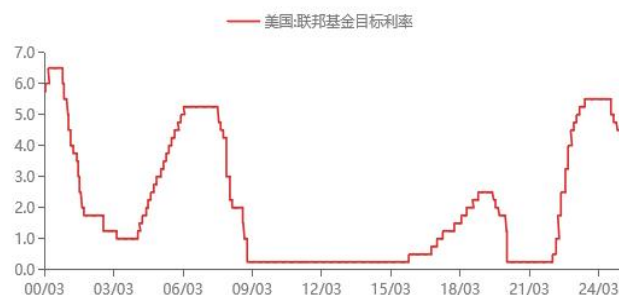
通胀方面，1月会议声明对通胀的表述由上次会议的“通胀在实现委员会2%的增长目标方面取得了进展，但仍然有些高企”变为“通胀仍然略高”。

就业方面，1月会议声明对劳动力市场的表述由上次会议的“自今年早些时候以来，劳动力市场状况普遍缓解，失业率有所上升，但仍处于低位”变为“近几个月来，失业率已稳定在低水平，劳动力市场状况仍然稳固（solid）”。

经济方面，1月会议声明指出“经济活动继续以稳健的速度扩张”，鲍威尔在新闻发布会上指出“2024年全年，在消费者支出恢复性增长的推动下，GDP增幅有望超过2%，设备和无形资产投资在第四季度似乎有所放缓，但全年整体表现强劲，住房部门的活动似乎已趋于稳定”。

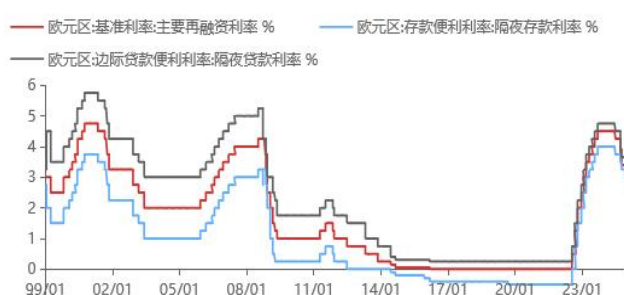
当前美国经济基本面良好、就业市场稳固、通胀仍然偏高并且面临特朗普政策的不确定性，因此美联储选择在1月份暂缓降息。由于会议声明和新闻发布会表述偏中性，且对暂停降息的预期较为充分，市场在议息会议结束后的反应偏平淡，市场预期2025年美联储将合计降息不到2次，下一次降息时间的基准预期为6月份。

图5 美联储1月暂停降息50BP



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图6 欧央行1月降息25BP



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

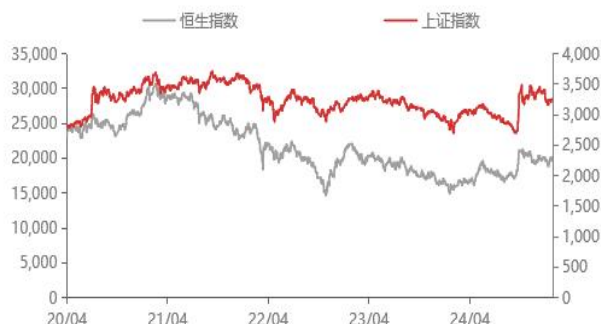
1.4. 美国关税 2.0 政策落地，国内市场短期波动有所加剧

经济和政策方面，2月国内处于经济数据和政策的真空期。但是2025年2月1日，特朗普签署命令，对加拿大和墨西哥商品征收25%关税，对加拿大原油征收10%关税，对中国商品征收10%的额外关税。2月3日，美国总统特朗普表示暂缓执行对墨西哥和加拿大关税措施一个月，以换取加墨两国在边境及打击犯罪执法方面做出让步。2月4日，中国将对原产于美国的部分进口商品加征关税，市场监管总局依法对谷歌公司开展立案调查，对钨、碲、铋、钼、铟相物项实施出口管制，将美国PVH集团、因美纳公司列入不可靠实体清单等。

汇率方面，由于特朗普关税2.0政策落地，近期全球汇率波动加剧，美元先涨后跌，人民币汇率跟随波动，但由于中美之间的贸易冲突短期仍在继续，表现相对略微偏弱。国内股市由于市场对特朗普的关税政策已有预期、且中国方面精准反击，以及DeepSeek大模型对国内科技股的利好，国内股市表现相对稳健偏强。

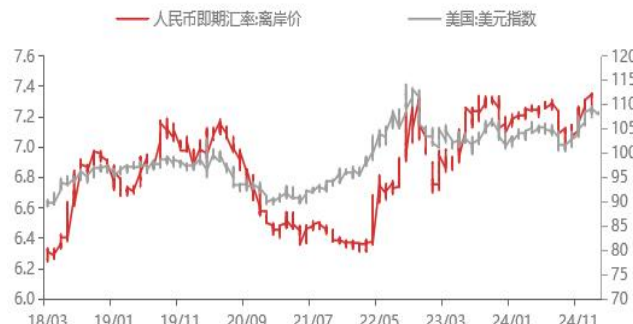
展望2025年2月，关注国内存量政策落地情况、节后国内消费、投资、国内基建和房地产实际开工恢复情况以及中美贸易冲突的进展。

图7 国内股市走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图8 人民币汇率走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外宏观方面，虽然美国12月核心通胀意外回落，但整体通胀继续上升；且美国经济继续回暖、劳动力市场趋向稳固，美联储1月暂停降息，符合市场预期，美元高位运行。但是2025年2月1日，特朗普签署命令，对加拿大和墨西哥商品征收25%关税，对加拿大原油征收10%关税，对中国商品征收10%的额外关税。2月3日，美国总统特朗普表示暂缓执行对墨西哥和加拿大关税措施一个月。美元短期波动加剧，先涨后跌，叠加短期需求整体改善，对能源、有色、贵金属等国际大宗商品价格短期有一定的支撑，全球市场短期波动加剧。2月继续关注美国关税政策的变化以及经济、通胀情况对市场的影响。国内宏观方面，2月国内处于经济数据和政策的真空期，但美国关税2.0政策落地，短期国内股市、汇市波动加剧。国内股市由于市场对特朗普的关税政策已有预期、且中国方面精准反击，以及DeepSeek大模型对国内科技股的利好，国内股市表现相对稳健偏强。人民币汇率方面，由于美元先涨后跌，人民币汇率跟随波动，但由于中美之间的贸易冲突短期仍在

继续，表现相对略微偏弱。中期关注国内存量政策落地情况、节后国内消费、投资、国内基建和房地产实际开工恢复情况以及中美贸易冲突的进展。

2. 需求：欧美商品需求继续回升，国内需求放缓

2.1. 海外商品需求增长有所加快

欧美商品需求增长有所加快。制造业方面，美国 1 月 Markit 制造业 PMI 50.1%，较上月上升 1.8%；欧元区制造业 PMI 46.6%，较上月上升 1.5%；欧美制造业景气整体大幅上升，商品需求上升；欧美 1 月制造业新订单需求也大幅回暖；但美国短期有补库的迹象。房地产方面，1 月美国房贷利率处于整体有所上升，1 月美国住房市场指数为 47，前值 46，房地产景气度继续上升；新屋和成屋销售持续回升，但对经济的拖累作用仍存。汽车方面，汽车贷款利率持续较高，但汽车销售有所加快。

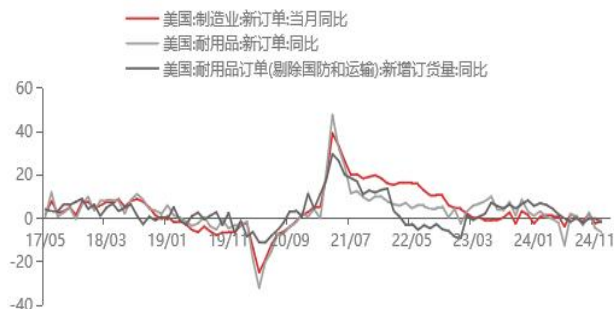
消费方面，美国 2024 年 12 月个人实际消费支出同比 3.1%，环比 0.4%。其中，耐用品环比 1.07%，同比 6.05%；非耐用品环比 0.51%，同比 2.16%。12 月零售环比 0.4%，增速下降，略低于预期。美国消费支出短期有所加快，其中服务消费依旧较高，商品消费短期持续加快。

图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 10 美国制造业及商品订单



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 11 美国房屋销售情况



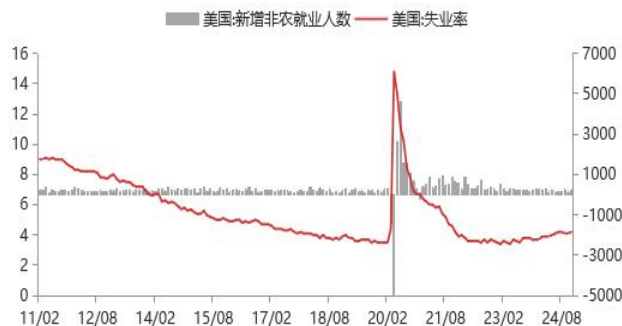
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 12 美国房地市场景气度



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 13 美国就业数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 14 美国个人商品消费支出

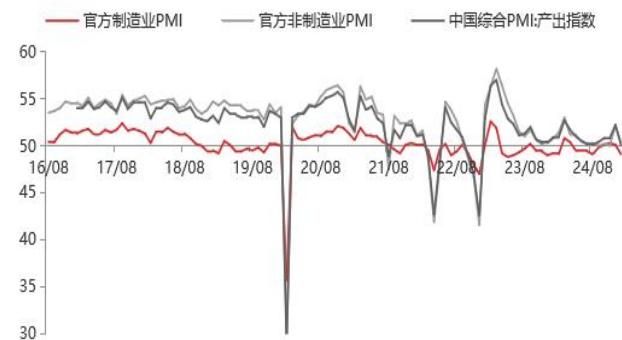


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2. 2. 国内商品需求短期季节性放缓

中国 2025 年 1 月份制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 49.1%、50.2%和 50.1%，分别比上月下降 1、2 和 2.1 个百分点，我国经济总体产出维持扩张，企业生产经营活动保持恢复发展态势，但短期由于春节效应季节性放缓。制造业 PMI 有所回落，商品需求短期季节性放缓。从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中 1-12 月固定资产投资累计同比 3.2%，较 1-11 月下降 0.1%；消费同比增长 3.5%，较 1-11 月持平；1-12 月进出口同比 3.8%，较 1-11 月上升 0.2 个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，基建、制造业增长较快，房地产投资逐步修复；外贸出口短期超预期回升；消费延续复苏，是拉动经济增长的主要动力。

图 15 国内经济景气程度



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 16 经济增长驱动力



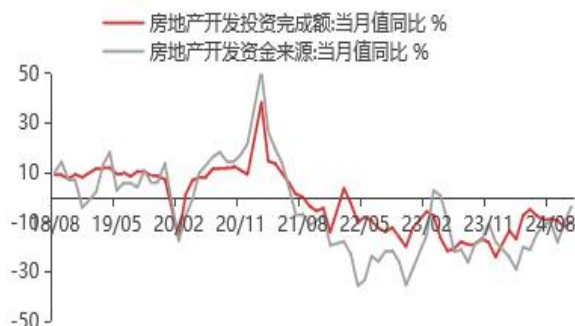
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2. 2. 1. 房地产销售继续回暖且投资继续修复

12 月商品房销售面积同比增长 0.4%，较前值下降 2.9%，商品房销售额同比增长 2.8%，较前值上升 1.4%，由于低基数效应以及政策刺激力度加强且逐步落地显效，销售继续好转。房地产开发资金来源方面，12 月当月同比增长 6.4%，上升 10.1%，资金来源压力大幅改善；房地产开发投资当月同比增长-3.2%，降幅较前值缩窄 6.6 个百分点，房地产投资有所修复。12 月房地产新开工面积同比增长-16.9%，降幅较前值缩窄 9.7%；施工面积同比增长 3%，上升 39.7%；竣工面积同比增长-26%，降幅较前值缩窄 12.9%；施工端有所修复但仍旧较

弱。目前房地产销售持续回暖，房地产资金来源大幅改善，房地产投资继续修复；房地产施工和竣工由于严控增量政策修复较慢。目前国内地产政策持续放松，刺激力度持续加强，目前房地产市场整体止跌回暖，后续关注地产刺激政策效果的持续性。

图 17 房地产投资及资金来源



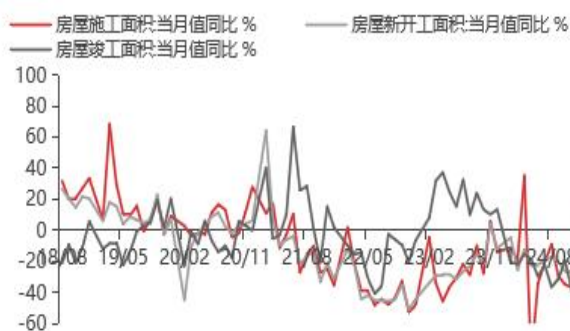
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 18 房屋销售面积、销售额数据



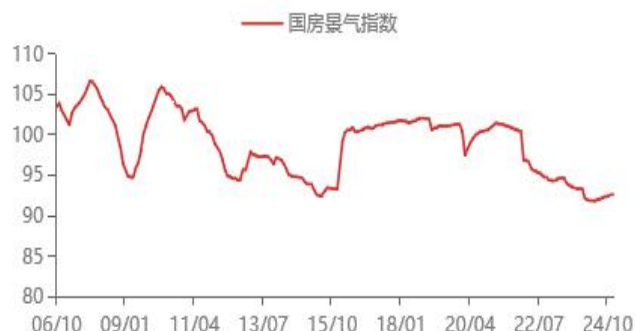
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 19 房屋新开工、施工、竣工数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 20 国房景气指数



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.2. 基建投资有所加快

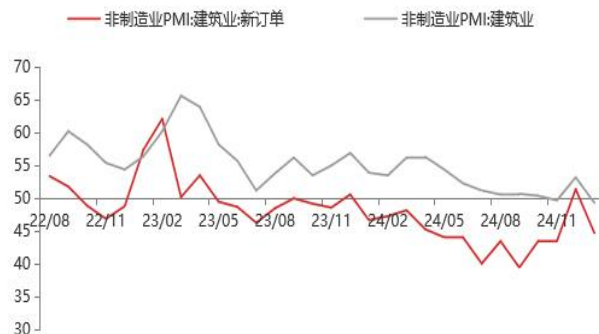
12月基建投资当月同比6.3%，前值3.3%，较前值上升3%，基建投资增速有所加快。随着专项债使用进度加快，以及年前工地赶工，基建投资增速大幅回升。1月建筑业PMI 49.3%，前值53.2%，下降3.9%，景气度大幅下降；建筑业新订单44.7%，前值51.4%，较上月下降6.7%，短期订单大幅回落；需求端短期季节性回落。政策方面，2025年在外部贸易风险加大的情况下，国内政府支出力度会加强、基建对冲力度可能加强，而且财政支出的重点领域在于设备更新和消费品以旧换新，相关领域财政支出将进一步增大，对国内经济的托底作用进一步增强。后期关注房市恢复和土地成交情况以及基建资金到位情况以及增量财政政策落地情况。

图 21 基建投资增速数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 22 建筑业景气度及订单



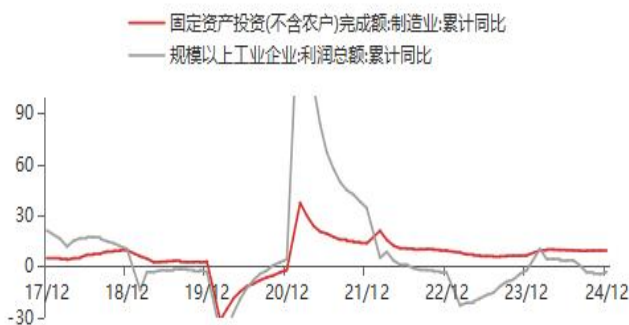
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.3. 制造业投资小幅回落但保持高速增长

国内制造业投资小幅回落但保持高速增长，12月制造业投资当月同比8.3%，前值9.3%，较前值下降1%，整体小幅回落但继续保持高速增长。目前国家大力发展投资高科技行业，高科技行业整体维持高景气水平，专用设备、汽车业、计算机、通信等高技术产业投资依旧保持较高增速；而且大规模设备更新政策继续落地显效，制造业投资支撑较强。其中，存货投资方面，12月工业企业产成品存货同比3.3%，较上月持平，制造业仍处于主动降库阶段。资本开支投资方面，1-12月工业企业利润增速同比增长-3.3%，降幅较上月收窄1.4%，企业业绩整体持续修复，对未来资本开支意愿的支撑有所增强。

未来一方面随着制造业企业利润逐步筑底回暖以及大规模设备更新政策继续施行落地，未来企业资本开支意愿可能上升，对制造业投资有一定的支撑；另一方面，目前国内外需求增速整体继续回升，国内外可能将进入补库阶段，短期制造业投资动力有所加强，支撑整体投资。

图 23 制造业投资数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 24 目前制造业处于主动降库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

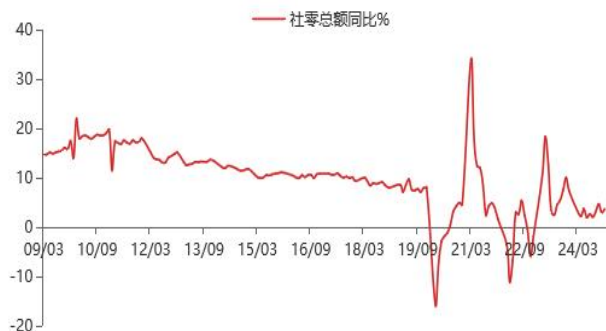
2.3. 国内消费增速同比回升且高于市场预期

12月份，社会消费品零售总额同比增长3.7%，预期3.5%，前值3%，较前值上升0.7个百分点，高于市场预期。

消费品以旧换新政策持续加力显效，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、汽车类、建筑及装潢材料类商品零售额分别增长 39.3%、8.8%、0.5%、0.8%，继续大幅回升。

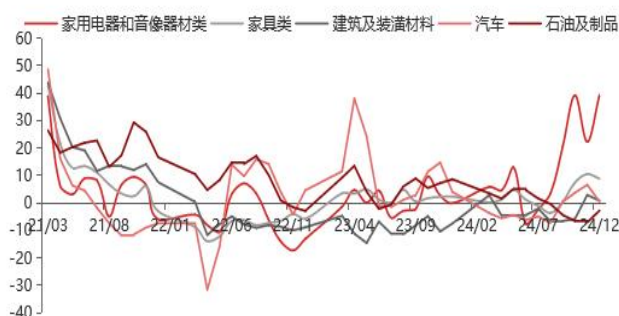
目前来看，消费复苏方向不变，短期由于基数效应降低以及消费品以旧换新政策持续加力显效等因素导致消费增速回升且高于市场预期；后期随着国内消费刺激政策继续落地显效以及居民财富效应的回升，国内消费将继续保持恢复回升态势。

图 25 社会零售总额同比数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 26 汽车及地产相关消费数据

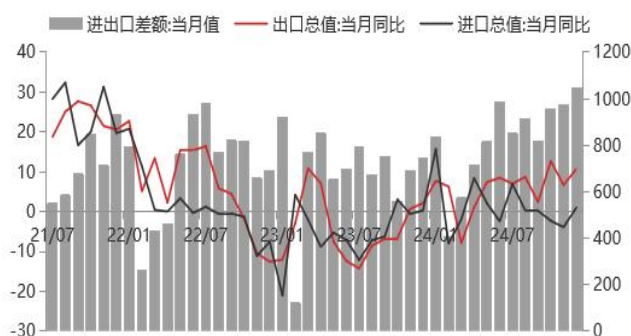


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.4.12 月国出口增速超预期回升

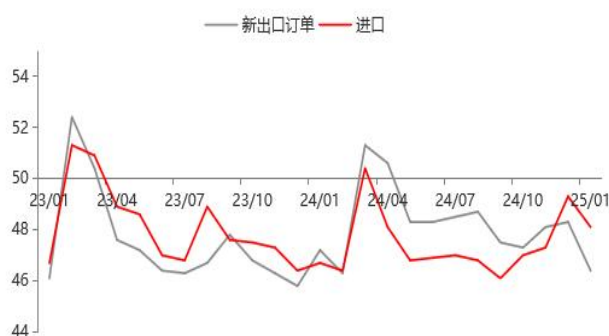
中国 2024 年 12 月进出口总额（以美元计）5664.16 亿美元，同比 6.5%，前值为 2.1%，上升 4.4%。其中，出口 3356.27 亿美元，同比上升 10.7%，预期上升 7.3%，前值上升 6.7%，上升 4%，高于市场预期；进口 2307.89 亿美元，同比上升 1%，预期下降 1.5%，前值下降 3.9%，上升 4.9%；贸易顺差 1048.4 亿美元，预期 998 亿美元，前值 974.4 亿美元。进出口订单方面，1 月新出口订单 46.4%，较上月下降 1.9%；进口订单 48.1%，较上月下降 1.2%，进出口订单增速整体有所下降。目前商品外需整体有所回升、内需有所改善的局势导致国内顺差有所扩大。随着美国对中国商品加征 10% 的关税政策落地，对中国出口的影响将逐步显现，国内出口短期将有所回落，但是对东盟及一带一路沿线国家出口增长以及新出口增长动能对国内整体出口仍有一定的支撑。而进口由于国内财政货币政策支持力度进一步加大，需求预期有所提升，商品需求支撑进一步增强，预计进口增速有望回升，短期净出口对经济的拉动将有所下降。

图 27 中国进出口数据：以美元计



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 28 中国制造业 PMI 进出口分项



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，外需方面，海外经济整体有所回暖，欧美制造业景气及需求整体有所加快，商品消费整体加快回升；外需短期加快回暖，外需对大宗商品需求支撑增强。内需方面，当前制造业投资需求有所回落，基建需求有所改善；房地产市场继续修复，投资需求整体有所改善；虽然商品需求季节性放缓，但影响不大；短期对螺纹热卷等黑色金属，铝、锌、铜等有色金属、以及甲醇等部分化工商品价格有一定的支撑。对商品价格影响方面，当前国外需求加快回暖，海外商品需求端回升对大宗商品支撑增强，铜等有色金属以及原油等商品价格受到支撑增强。国内商品需求季节性放缓，但政策支持力度预期加强，需求预期有所回暖，短期对黑色等内需型商品价格有一定的支撑，中期继续关注中美贸易冲突进展、房地产政策效果和实际需求情况。

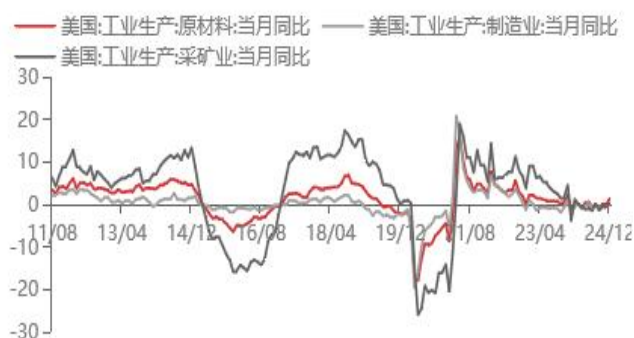
3. 供给：欧美供应增速继续回升，国内供给回落

3.1. 国外商品供应增速继续上升

工业生产方面，2024 年 12 月美国原材料、采矿业、制造业生产有所加快，产能利用率上升；但仍然不及需求增速。欧洲工业生产由于需求回暖而整体改善。1 月欧美需求有所改善，工业生产整体有所加快。美国商品需求有所加快，但美国原材料和制造业补库动力增强，整体利多商品价格。

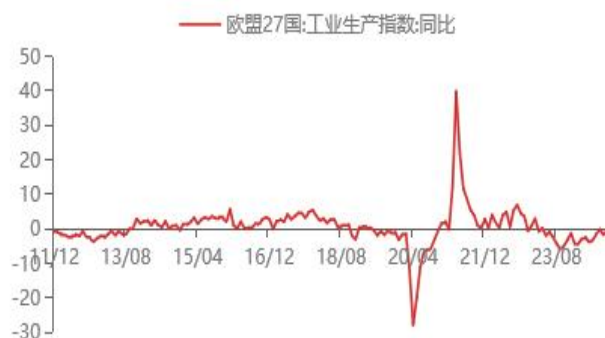
行业方面，能源方面，随着欧洲与俄罗斯的地缘风险短期加剧，天然气供应受到影响，以及需求回暖，天然气价格短期偏强运行。原油方面，OPEC+延续减产，全球经济增长有所加快；但美国原油供应增长预期增强，地缘风险对供应端的扰动减弱，对原油价格支撑减弱。

图 29 美国工业生产数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 30 欧洲工业生产数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 31 欧美制造业产出数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 32 美国处于补库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.2. 国内工业生产有所放缓

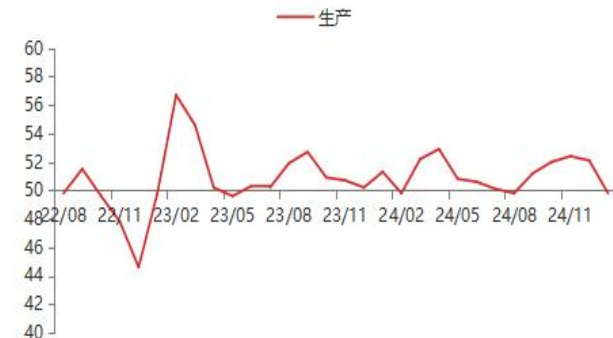
工业生产方面，12月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.2%，预期5.4%，前值5.4%，较前值上升0.8个百分点，远高于市场预期；主要由于内外需求回升，以及抢出口效应，工业企业开工率普遍上升，增速大幅回升且高于市场预期。分三大门类看，12月份，采矿业增加值同比增长2.4%，制造业增长7.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.1%。由于季节性需求回升，煤炭等采矿业生产继续上升；制造业由于国内外需求回升，制造业等工业生产增速进一步加快；汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比录得17.7%和10.6%的大幅增长。随着国内外经济整体回升，工业生产增速整体有望整体保持高位。1月份，制造业生产PMI 49.8%，较前值52.1%下降2.3%，制造业生产短期大幅回落；11月随着国内需求季节性回落，国内工厂开工率整体下降，目前国内生产整体有所放缓。

图 33 国内工业生产



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 34 制造业生产 PMI



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.3. 各行业开工整体回落

能源方面，12月原煤产量同比4.2%，较上月上升2.4%；发电量同比0.6%，较上月下降0.3%。建材方面，12月钢材产量同比7.1%，上升2%；水泥-2%，降幅收窄8.7%；沥青9.92%，上升16.5%。1月全国高炉、沥青开工率下降，供应整体季节性下降。化工方面，12月液化石油气6.06%，较上月下降0.3%；塑料制品8.1%，上升1.6%；1月纯碱、甲醇、PE、尿素开工率有所上升，PTA、聚酯开工率有所下降。有色方面，12月十种有色金属同

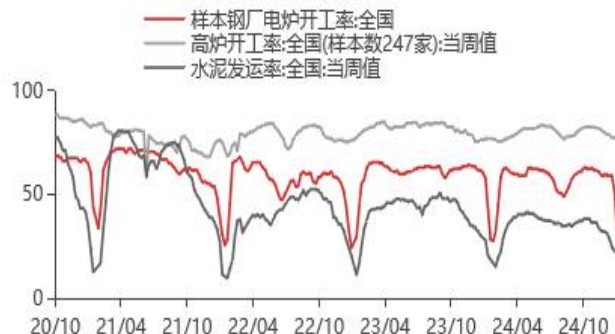
比 3.2%，上升 1.7%；铜材 8.9%，上升 9.3%。有色产量增速有所上升。国内供给方面，1 月有色、钢材、建材开工率有所下降，化工开工率整体上升，供给整体有所回落。

图 35 能源产量



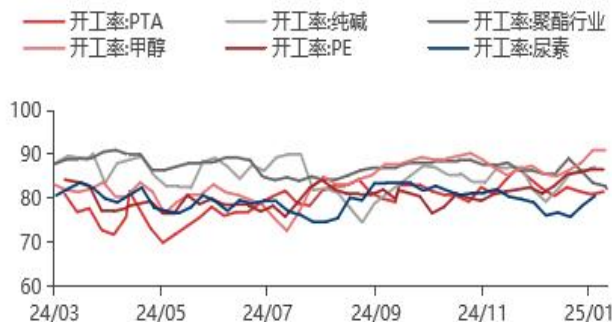
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 36 钢材水泥等建材开工率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 37 化工品开工率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 38 有色金属产量



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外供给方面，欧洲与俄罗斯的地缘风险短期加剧，天然气供应受到影响，以及需求回暖，天然气价格短期偏强运行；工业生产由于能源成本较高、需求回升不强，工业生产有所回升，但仍旧低迷。美国需求大幅改善，工业生产整体有所回暖。国内供给方面，有色、钢材、建材开工率有所下降，化工开工率整体上升，供给整体有所回落；1 月以来国内逐步进入春节假期，商品需求季节性回落，国内开工整体下降，供给整体回落，但由于需求弹性弱于供给，供应整体较为充裕。对商品价格影响方面，能源方面，欧洲与俄罗斯的地缘风险短期加剧，天然气供应受到影响，以及需求回暖，天然气价格短期偏强运行；原油方面，OPEC+延续减产，全球经济增长有所加快；但美国原油供应增长预期增强，地缘风险对供应端的扰动减弱，对原油价格支撑减弱。有色，美元短期回调，且美国商品需求加快以及中国政策刺激预期加强，有色整体震荡反弹。建筑材料，短期需求季节性回落，钢铁、水泥等开工率下降，供需短期双降，价格短期震荡。化工，开工率有所回升，生产有所加快，需求季节性偏弱，整体维持震荡。

4. 2025 年 2 月大类资产及商品策略

4.1. 2025 年 2 月大类资产及商品板块策略

由于美国经济继续回暖，通胀整体回升，美联储 1 月暂停加息，但特朗普关税 2.0 政策落地，美元先涨后跌，波动加大。国内经济整体延续复苏，但国内需求整体季节性回落，实际需求短期放缓。关注国内存量政策落地情况、节后国内消费、投资、国内基建和房地产实际开工恢复情况以及中美贸易冲突的进展。

因此，股市方面，国内经济延续复苏，特朗普关税政策落地符合预期以及国内 AI 大模型突破，股市短期偏强震荡；债市方面，国内经济延续复苏不及预期、关税政策落地影响经济，国内债券价格高位偏强震荡；汇率方面，美元走弱，但美国关税政策落地，人民币汇率短期跟随美元波动，但相对略偏弱。大宗商品板块策略方面，美元走弱，欧美需求回升，商品价格震荡反弹。其中，能源板块，国内外需求回升以及美元走弱，但美国供应预期增加以及库存上升，油价震荡回调；有色板块，美元走弱，以及欧美需求回升，有色震荡反弹；贵金属板块，美元短期走弱，且贸易战和地缘风险加剧避险需求，贵金属短期偏强运行。黑色板块，基建和地产需求延续改善，但季节性需求回落，黑色短期震荡。

4. 2. 2025 年 2 月具体品种策略

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	库存低位&政策强预期，2 月钢价继续震荡偏强	1. 中美贸易冲突再起，市场对于 3 月份；两会政策加码预期增强。 2. 春节期间钢材虽有累库，但库存绝对量依然处于历史同期低位。 3. 钢厂利润尚可，成材供应回升幅度较快。	政策力度低于预期，钢材需求继续大幅下滑	单边策略：螺纹、热卷建议以区间震荡思路对待，下方关注电炉谷电成本支撑
铁矿石	需求尚可，价格继续维持强势	1. 钢厂补库暂告一段落，但铁水产量仍有回升空间。 2. 一季度为外矿供应低点，发货及到港量均处于低位。 3. 铁矿相对估值仍中性偏低。	铁水产量短期快速下降，钢材需求持续走弱	单边：铁矿石建议以区间震荡思路对待，关注 5-9 正套
原油	波动加剧，继续回调概率偏低，市场等待关税落地	1. 制裁影响 2 月后彻底落定，船舶运能受限下供应或有实质减量。 2. 关税影响下，美洲贸易流或重塑，加拿大供应也存减少可能。 3. OPEC 延续原有增产计划，对冲制裁影响。	制裁措施，关税落地情况，地缘政治因素	SC 主力逢低做多
PTA	下游存良好需求恢复预期，但 PTA 开工仍然偏高，过剩预期仍在	1. PTA 装置开工继续保持高位，且后期仍有新投产计划。 2. 下游开工保持同期偏高水平，旺季仍存良好恢复预期 3. 下游库存保持低位，利润中性偏高，出口短期有冲量，投产仍有部分余量。	下游需求大幅走弱，原油/PX 价格继续大幅走弱	TA05 震荡操作
乙二醇	短期存量装置开工提升拖后去库时点，长期多配/逢低多不变	1. 显性库存去化停滞，存量装置尤其是煤制开工部分走高。 2. 下游库存偏低，丝端利润良好。乙二醇港口发货水平较高，后期去库预期仍在。	产能存量装置短期大面积回归，下游需求长期走弱	EG05 等待长期多配时点/逢低多操作

甲醇	震荡偏弱	1. 进口下降导致港口库存压力减轻,但内地开工大幅提升背景下,库存整体情况恶化,2月预计小幅累库,内地弱,港口强,而港口是现货基准地,对价格有一定支撑。 2. 上半月受春节影响库存上涨,下半月随着传统下游需求恢复,价格有望企稳修复,整体来看价格震荡偏弱,节奏上先跌后修复。同时两会3月即将召开,政策预期上或对商品价格有一定支撑。	进口, MTO 装置。宏观、原油、地缘政治, 政策风险等。	观望, 或关注 2505 合约短多机会
聚烯烃	震荡偏弱	1. 原油价格偏弱, 聚烯烃成本略有下移。 2. 2月整体供应偏高, 新产能陆续投放, 供应短期压力凸显。 3. 需求短2月下半月开始恢复, 基本面预计略有修复, 但整体供应过剩, 单边价格预计震荡偏弱。 4. 投产计划来看 PE 压力大于 PP。	装置、进出口。原油、宏观、地缘政治, 政策等	区间操作为主, 关注 05LP 价差走弱。空配 LLDPE2505 合约。
铜	重心或维持上移	1. 宏观方面, 2月重点关注特朗普政府政策对市场的冲击和情绪变化, 国内关注3月“两会”可能带来的市场预期变化。 2. 供应端, 铜精矿加工费再度转为负数, 炼厂生产亏损和减停产的压力不断增加, 潜在的供应扰动支撑铜价重心上移。 3. 需求端, 关注中下旬下游企业复工复产及库存去化的情况, 以及需求端对高铜价的接受程度, 库存或持续累库至3月初。 4. 总体而言, 当前期价受海外宏观情绪变化影响较大, 供应扰动的存在使得期价缺乏做空动力, 铜价重心或维持上移。	下游需求不及预期, 供应扰动消除	短中线波段做多
锡	重心或将整体上移	1. 供应端, 矿端紧张逐渐在进口量、加工费上体现, 炼厂开工率受原料紧张的影响而逐渐回落, 进口窗口维持打开状态, 印尼锡锭的出口在1月中下旬再度恢复。 2. 需求端, 下游需求季节性走弱, 但受 AI 概念及半导体指数的影响, 锡的需求预期相对较好。 3. 总体来看, 在供应扰动叠加需求预期的双重影响下, 锡价重心或将整体上移。	缅甸佤邦宣布复产、需求预期被证伪	短中线跟多为宜
金/银	偏强震荡	1. 中东地缘风险短期有重燃迹象, 俄乌冲突短期难以达成协议, 以及美国关税 2.0 政策落地, 避险需求持续升温支撑金价。 2. 美联储1月维持利率不变, 但是特朗普政府对墨加两国的关税政策推迟一个月, 贸易风险低于预期, 美元短期走弱支撑金价。后续预计贵金属仍偏强运行。	美联储降息预期, 关税和地缘风险大幅降温	谨慎做多
股指	区间震荡	1. 中美新一轮贸易争端落地, 市场已有预期, 对市场冲击不大。 2. 国内货币宽松预期仍存。 3. 人民币汇率压力不大, 资金流出压力缓解。 4. 继续关注中美贸易争端进一步进展, 国内政策落地、增量政策及资金流入情况。	稳增长政策不及预期, 流动性收紧超预期, 地缘关系恶化超预期。	谨慎做多

蛋白粕	震荡偏强	1. 国内一季度进口大豆供应偏紧，一是叠加巴西大豆收割进度偏慢影响，豆粕基差偏高且或能得到稳定的风险支撑，二是降导致豆粕库存同比偏低且季节性去库节奏或会加快。 2. 美国关税新政导致巴西大豆出口溢价上涨，国内进口大豆成本也易涨难跌。现阶段豆粕溢价或能得到相对稳定支撑，关注逢低买入机会。	美国关税政策执行节奏额和中美贸易关系均对市场有较大影响；南美大豆产区天气和收割进展对豆粕供应影响也较大。	逢低买入
油脂	震荡偏强	1. 国内豆油“低估值+成本驱动”逻辑依然成立，且伴随进口大豆供应减少，库存去化预期强，基差趋稳且不排除节后阶段性补库驱动价格上涨。 2. 菜油受 ICE 菜系市场及加出口贸易风险影响或持续偏弱，国内菜油商业库存偏高且短期油厂菜籽供应依然充足，基本面支撑或也不足。 3. 棕榈油产区阶段性供需紧缩叠加国内外低库存支撑稳定，受相关市场利多影响或也会突出。预计国内外豆棕价差倒挂局面或加速修复。	国际能源端价格波动及美、印生物柴油政策导向仍有可能或引发油脂大幅波动	买豆油空棕榈油套利
生猪	震荡偏弱	1. 2 月生猪出栏供需宽松，虽然冻品库存低，但养殖利润存在，入冻意愿可能偏差。 2. 肥标价差高，饲料成本价格相对偏低，但二育也十分谨慎。此外，季节交替且冷暖变化快，局部疫病风险也不容忽视。 3. 综合看，短期需求端被二育投机分流或冻品入库的可能性不大，供应端滞后的出栏压力释放或疫病导致的短期供应增加的风险偏高，猪价因此下跌的概率大，高基差对期货提振空间或有限。	疫病	逢高卖出
玉米	区间震荡	1. 现阶段交易东北再次增储，以及港口库存转移预期。 2. 节前产区销粮节奏就有加快迹象、下游终端认价采购增多、贸易端储粮意愿也有增强，但实际现货去库仍有很大不确定。 3. 政策利好略有透支，期货预期抢跑并把基差拉至过高，理论上买现货卖期货的套利空间也已被打开，因此逢高来自产业卖压风险较大。	增储政策、谷物进口政策调整影响较大	区间操作

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn