

2024年12月18日

曙光初现阴霾散 长风破浪会有时

恒泰期货研究所

——2025年宏观经济与大类资产报告

交易咨询业务资格号:

证监许可(2012)336号

首席经济学家 魏刚

【交易咨询编号】 Z0012988

【联系电话】 021-60212762

【电子邮箱】 weigang@cnhtqh.com.cn

相关研究

《静观重大事件落地 ——2024年11月
宏观经济与大类资产》《国内宏观政策全面宽松,美联储年内
继续降息 ——2024年10月宏观经济与
大类资产》

《美联储降息周期大类资产展望》

《国内经济有望边际改善,美联储即将
开启降息 ——2024年9月宏观经济与
大类资产》《国内稳增长更加积极,美联储释放降
息信号-2024年8月宏观经济与大类资
产》《国内宏观预期改善,美联储或调低降
息预期 ——2024年6月宏观经济与大
类资产》

摘要

当前美国劳动力市场有所降温,但消费需求强劲,经济运行在潜在增速以上。2025年美国宏观经济确认软着陆,增速略有放缓。关税和驱逐移民对经济的不利影响在明年上半年显现,减税政策效应需要更长时间。特朗普的关税政策、驱赶移民政策将导致再通胀风险,CPI同比上半年走低,下半年逐渐走高。

再通胀风险导致美联储对降息问题将更加谨慎,降息空间显著受压制。在中性市场环境下,预计2025年降息2-3次共计50-75基点。

2025年美债长端名义利率将偏强震荡,前低后高。在美国经济强势表现及美债利率偏强震荡带动下,美元指数有望整体偏强运行,全年波动区间102-112。美元指数走强、美债收益率震荡偏强,以及特朗普执政的宏观环境下,全球资产波动加大,表现分化。

2025中国宏观政策更加积极,加强超常规逆周期调节,确立了“宽财政+宽货币”的政策组合。预算赤字率将超过3.8%,特别国债发行规模提高到2万亿元。政策利率将大幅低于中性利率,降息降准幅度将显著超过今年,市场流动性将更加充裕。

2025中国经济内需改善,企稳回暖。扩内需、促消费是重要抓手,制造业投资、基建投资保持强度,对冲房地产拖累。

在美元强势运行的背景下,特朗普上任即启动对中国加征关税,人民币将面临贬值压力。2025年大类资产中,看好黄金表现。中国资产中,股指机会较大,国债会有阶段性机会。大宗商品显著分化,整体偏弱震荡为主。

一、全球宏观定价因素

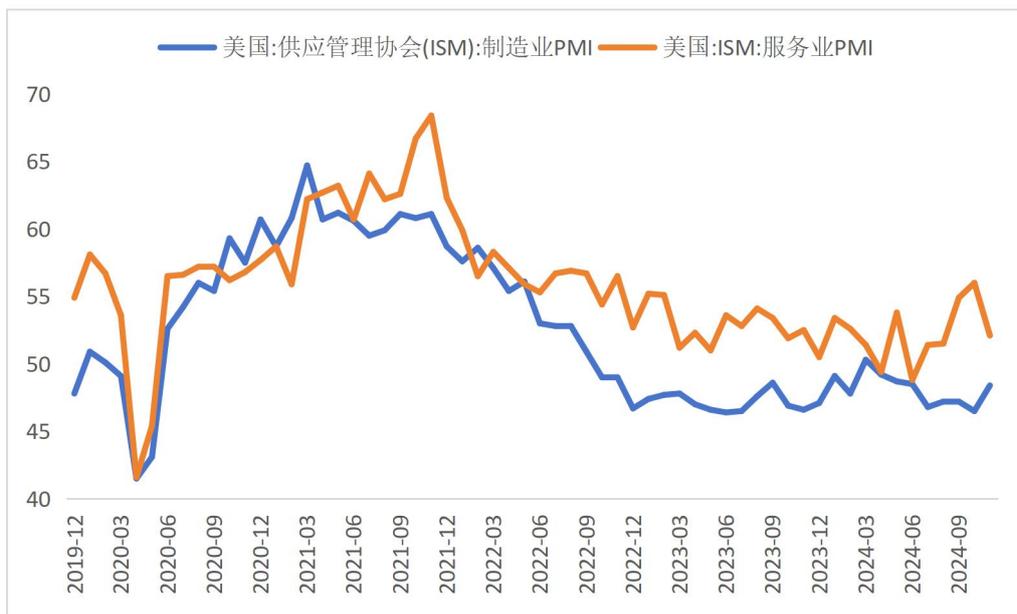
（一）美国经济

1. 经济周期：软着陆

从美国经济运行短周期看，2020年疫情冲击后，拜登政府实施大规模扩张性政策，推动美国经济快速走出低谷，开启上行周期；2021年出现经济过热，周期见顶；2022年在美联储持续加息下经济不断走低；2023年在一致性的衰退担忧中，经济韧性超预期，实际GDP同比增长2.9%；2024年虽然触发萨姆规则衰退预警信号，但实际经济运行并未出现衰退迹象，处在软着陆周期中。前三季度实际GDP环比折年率分别录得1.6%、3%、2.8%。当前需求有所放缓、供给温和修复，共同推动经济再平衡，经济运行在潜在增速2%以上。

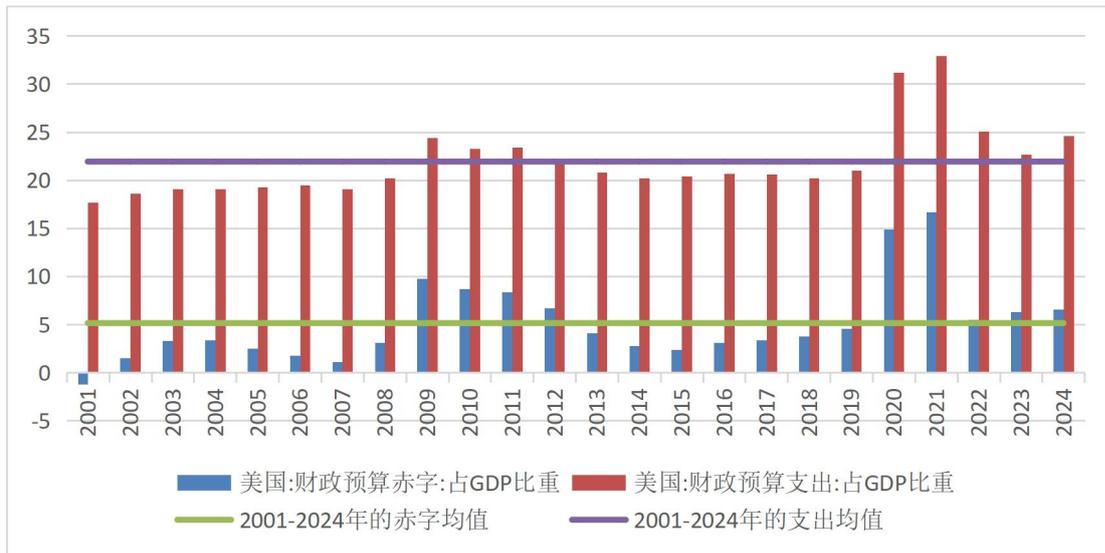
持续的大规模的财政扩张政策，是最近两年经济极具韧性，实现软着陆的重要推动因素。疫情之后，美国持续实施了扩张性财政政策，一是向居民发放补贴，二是加大政府开支，三是通过基建法案、芯片法案、抗通胀法案，促进制造业回流。从财政支出占GDP比例看，2020, 2021年高达31.2%、32.9%；之后财政补贴逐渐退坡，2022, 2023年分别为25.1%、22.7%；显著高于2001年以来均值21.92%。从财政赤字占GDP比例看，2020, 2021年高达14.92%、16.7%；2022, 2023年仍达5.5%、6.3%，显著高于2001年以来均值5.6%。进入2024年，财政扩张力度超过2023年。2024财年（2023年10月1日至2024年9月30日），美国联邦政府预算赤字高达1.83万亿美元，较上一财年增加1390亿美元，财政赤字占GDP比例高达6.6%，高于2023年的6.3%。财政支出占GDP比例为24.6%，高于2023年的22.7%。

图 1：美国经济短周期运行在软着陆阶段



资料来源：iFind、恒泰期货研究所

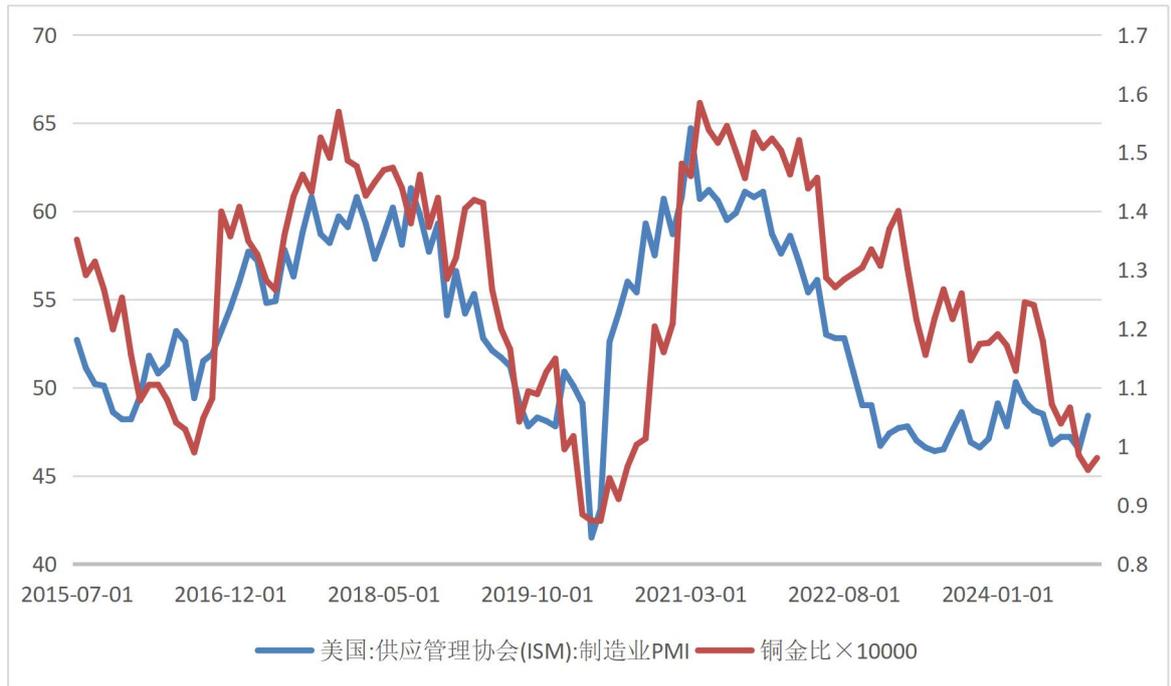
图 2：美国财政赤字及支出预算占 GDP 比例显著高于均值



资料来源：iFind、恒泰期货研究所

铜金比可以反映美国经济周期，制造业 PMI 与铜金比价同向波动（图 3）。目前铜金比价 (COMEX 铜/COMEX 黄金) 仍未摆脱下行趋势，但已接近前轮周期底部区域。商品比价对于美国经济增长预期的定价仍处在下行周期，有一定企稳但尚未转向。

图 3：美国制造业 PMI 与铜金比



资料来源：iFind、恒泰期货研究所

2. 2024 年美国的经济仍具韧性，劳动力市场有所降温但消费需求强劲

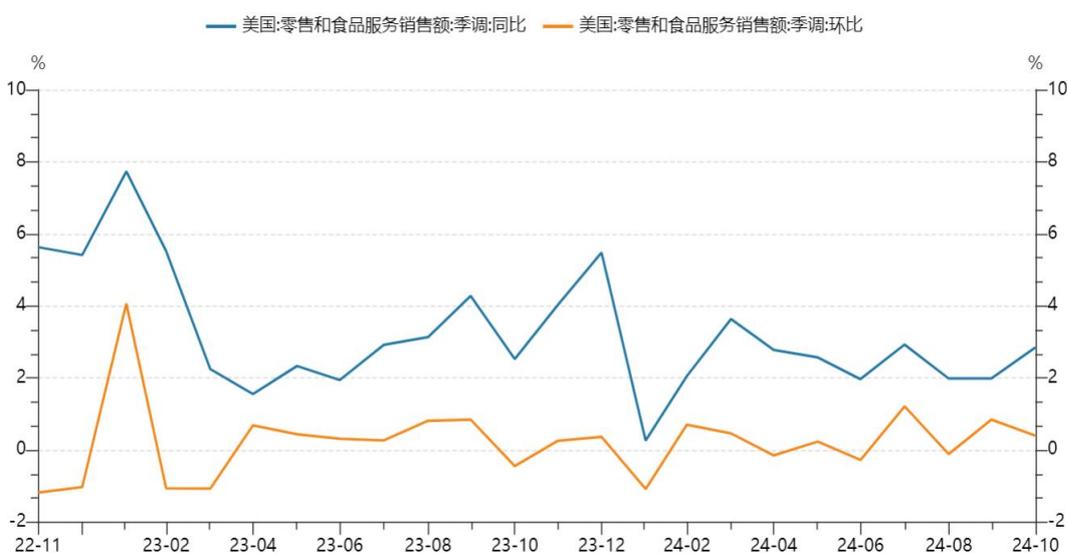
2024 年美国的经济总体表现极具韧性，从 PMI 指数看，ISM 以及 Markit 制造业与服务业 PMI 均较去年底震荡走高。ISM 服务业 PMI 持续处在扩张区间，10 月录得 56%，达 2022 年 11 月以来最高值，处于较高景气度。ISM 制造业 PMI 由去年 12 月的 47.1 升至 11 月的 48.4，中枢显著高于 2023 年下半年，3 月录得 50.3%，为一年半以来最高。从 GDP 看，2024 年前三季度，美国实际 GDP 环比折年率分别录得 1.6%、3%、2.8%，全年经济增速或在 2.6%-2.7%。

从最新的 11 月 ISM 数据看，制造业与服务业景气度再度分化。制造业 PMI 由前值 46.5%超预期升至 48.4%，创今年 6 月以来的最高，制造业景气度显著边际改善。其中大多数分项指数均出现改善，新订单指数由前值 47.1%大幅升至 50.4%，八个月以来首次进入扩张区间，反映特朗普胜选后，乐观情绪升温企业信心正在改善。ISM 服务业 PMI 在经历下半年连续上升，在 10 月创下 2022 年 7 月以来的新高之后，11 月回落至 52.1%，低于预期值，其中新订单和就业分项均有所走低，显示下半年服务业在持续扩张后有所放缓。

从消费数据看，零售销售 2024 年整体稳健，10 月零售销售环比增速为 0.4%，

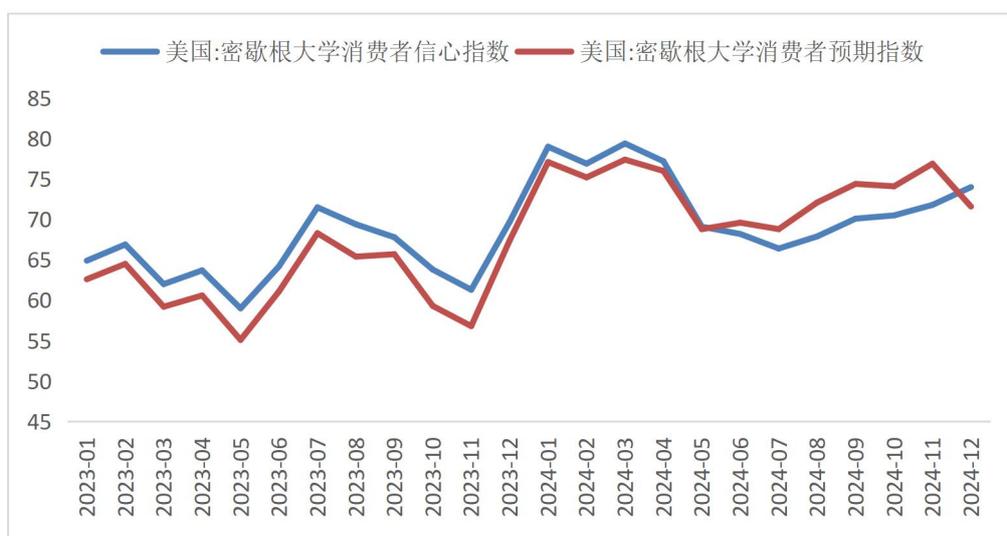
高于预期，9月初值大幅上修至0.8%，显示消费支出总体偏强。13个类别中8个类别出现增长，其中汽车销售创下三个月来最强劲的增长。密歇根大学消费者信心指数2024年整体震荡走高，由2023年末的69.7升至74.3月创出2021年7月以来最高值79.4之后二季度有所回落，下半年持续走高，12月录得74，为8个月最高值，反映消费者对未来预期不断改善，信心不断增强。

图 4：美国零售销售整体稳健



资料来源：Wind、恒泰期货研究所

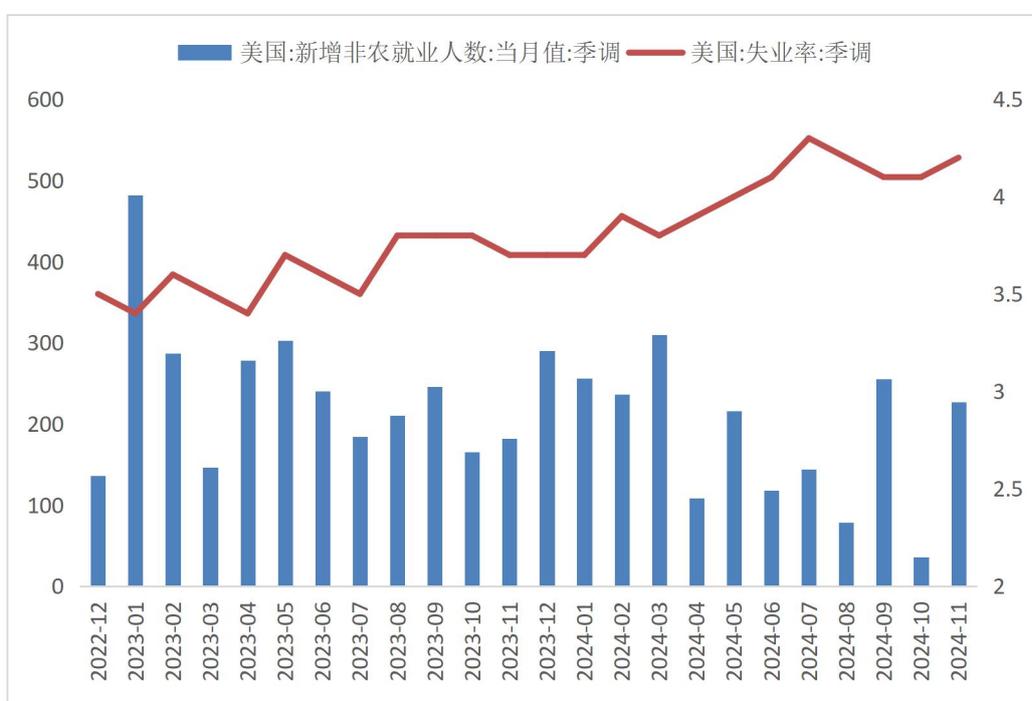
图 5：美国消费者信心指数及预期指数震荡走高



资料来源：iFind、恒泰期货研究所

今年以来，美国劳动力市场有所降温，失业率缓步走高，由 2023 年末的 3.7% 升至 4.2%。但整体仍具韧性，非农就业数据超过半数的月份均是超预期的。从最新 11 月数据看，飓风和罢工的造成的冲击已经消散，就业市场稳健增长，11 月非农新增就业 22.7 万人，略高于预期值 22 万人，9 月和 10 月新增合计上修 5.6 万人。但失业率录得 4.2%，高于预期和前值 4.1%。此外，平均时薪同比和环比增速分别达到 4% 和 0.4%，均超预期，仍处在较高增速，对服务通胀形成拉动。

图 6：美国新增非农就业人数强势，失业率逐渐走高



资料来源：iFind、恒泰期货研究所

2. 2025 年美国软着陆，增速略放缓

不利因素：

- 特朗普 2.0 将加强对边境和非法移民的管控力度。特朗普在 12 月 12 日接受采访时表示，他计划在法律允许的范围内最大限度动用军队，推动大规模驱逐非法移民的计划。并将在未来四年内驱逐所有非法移民。预计特朗普就职后很快将推出驱逐非法移民政策，这将直接导致建筑、农业、医疗保健和酒店等非法移民较集中的行业出现劳动力短缺，对劳动力市场造成较大冲击，直接冲击总供给，并减少消费者支

出，进而压制美国经济。根据美国国会联合经济委员会（JEC）的报告，非法劳工占劳动力总数的 4.4%-5.4%。若每年驱逐 100 万人可能导致 GDP 损失 4.2%-6.8%。到 2028 年，驱逐 830 万非法移民将导致国内生产总值下降 7.4%，就业率下降 7%。

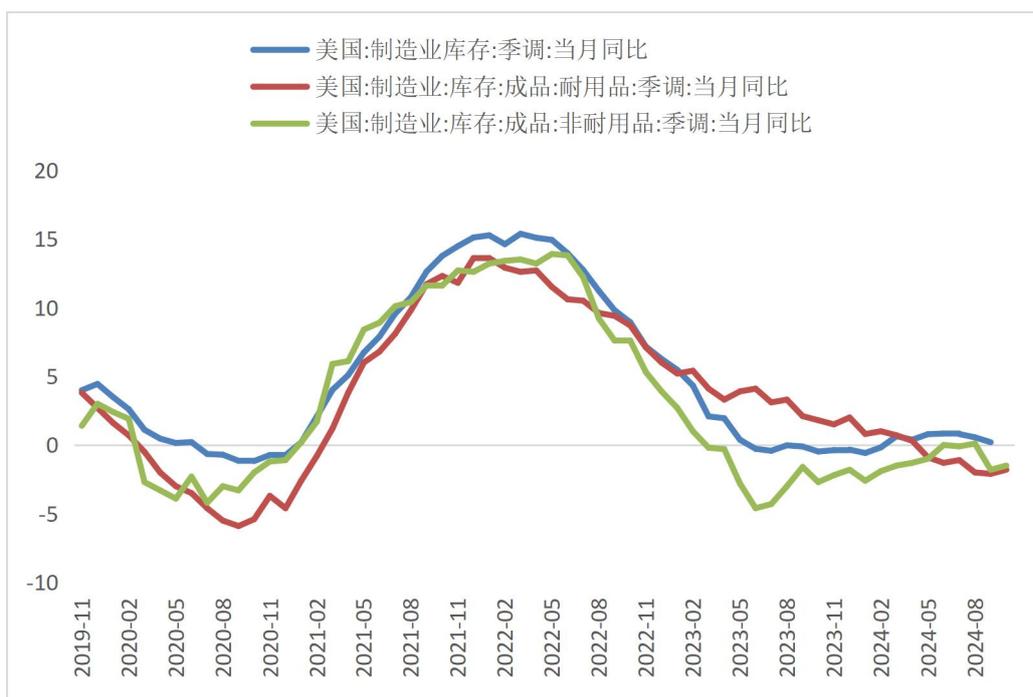
- ▶ 特朗普 2.0 时代将延续上一任期的关税政策，特朗普竞选时多次宣称将对除中国外的所有进口商品全面加征 10% 的关税，对中国加征 60% 的关税。特朗普在 11 月 25 日表示，将对墨西哥和加拿大所有产品加征 25% 关税；对中国产品加征 10% 关税。虽然加征关税具体比例处于变动中具有较大不确定性，但确定是，对进口商品广泛征收高关税将大幅提高美国家庭购买商品的价格，并给企业带来成本压力，对美国经济增长造成不利影响。同时，全球贸易也将受损，减缓全球经济增长。
- ▶ 居民超额储蓄在 2023 年充分释放后，对消费的支撑力度继续减弱。

有利因素：

- ▶ 特朗普 2.0 将采取扩张性财政政策，延长 16-20 年任期内通过的减税法案，对居民和企业部门实施减税。根据竞选承诺，将延续对居民部门的即将到期的减税法案，将企业所得税率由 21% 降至 20%。对内减税将拉动总需求，对经济基本面形成支撑。
- ▶ 过去两年美国股市、楼市的持续走牛推高了消费倾向，如果 2025 年股市、楼市不出现系统风险，较高的消费倾向仍会对消费形成支撑。
- ▶ 2025 年美联储将延续降息周期。降息累积效应将会在 2025 年推动制造业投资、制造业 PMI 等指标的转好。
- ▶ 制造业库存同比持续处于低位，去库存周期已经结束，2025 年将开启补库存周期，对美国经济将形成一定支撑。

综合研判：预计 2025 年美国确认软着陆，经济增速将较 2024 年略有放缓，GDP 同比或在 2.4-2.5% 左右，IMF10 月报告预计美国 2024 年经济增长率为 2.8%。但需注意特朗普政策推出节奏对经济运行的影响，预计关税和驱逐移民导致的对经济的不利影响在 2025 年上半年显现出来，减税政策效应可能需要更长时间。

图 7：美国制造业去库存周期即将结束



资料来源：iFind、恒泰期货研究所

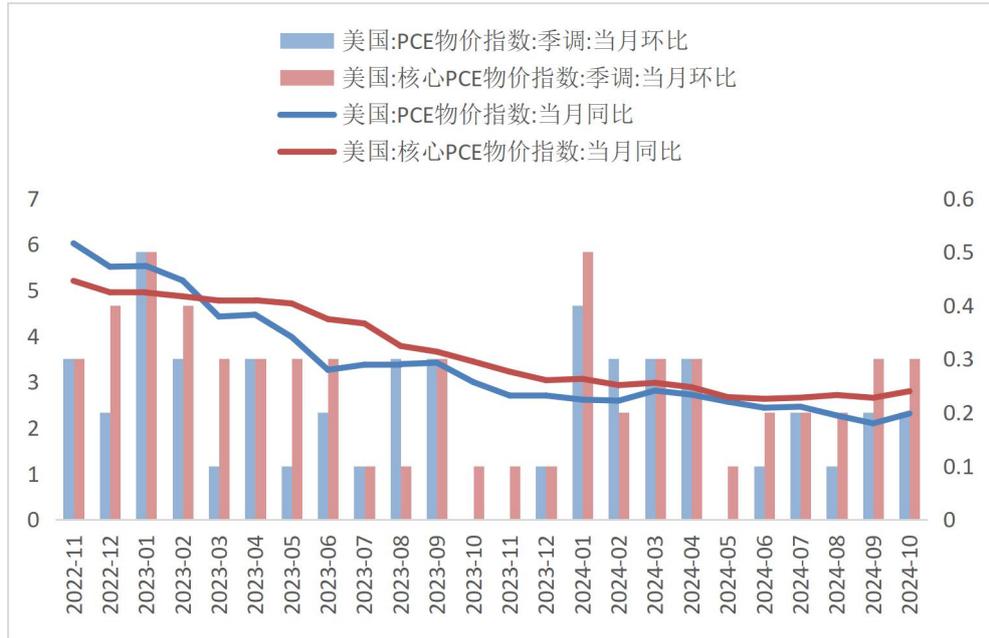
(二) 美国通胀

1. 2024 年美国通胀总体继续降温，但核心通胀压力仍存

美国 CPI 同比自 2022 年 6 月创出 40 年最高值 9.1% 之后，就开启趋势性下行，持续加息的累积效应显现，新增涨价因素趋缓。2024 年美国通胀总体下行，CPI 与核心 CPI 同比由 2023 年 12 月的 3.3%、3.9% 分别下降至 2024 年 11 月的 2.7%、3.3%。但进入四季度，CPI 同比出现反弹，核心 CPI 出现停滞。

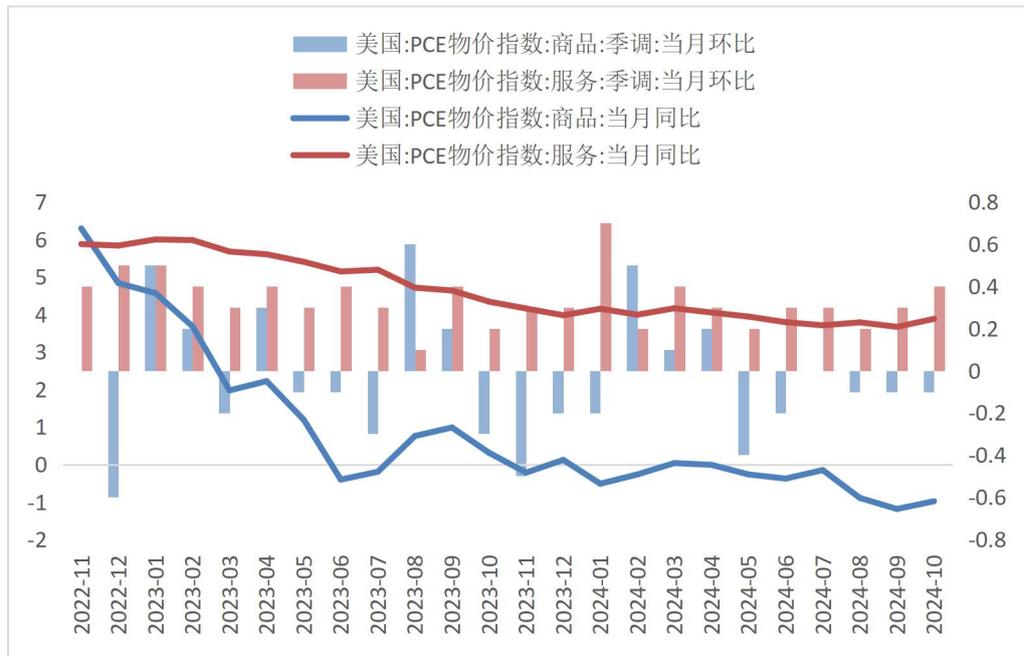
美联储最关注的核心 PCE 物价指数 10 月同比上涨 2.8%，加快 0.1 个百分点，连续两个月环比上涨 0.3%，仍然偏高，涨幅仍居 6 个月最大值，通胀粘性仍在，仍有反弹风险。商品通胀完全降温，今年以来 PCE 商品价格指数持续处于负值；服务通胀仍是物价主要拉动因素，PCE 服务价格指数同比增长 3.87%，且环比录得 0.4%，连续 3 个月走高。

图 8：美国 PEC 物价指数显示通胀粘性仍存



资料来源：iFind、恒泰期货研究所

图 9：美国 PEC 价格指数显示服务通胀是主要拉动因素

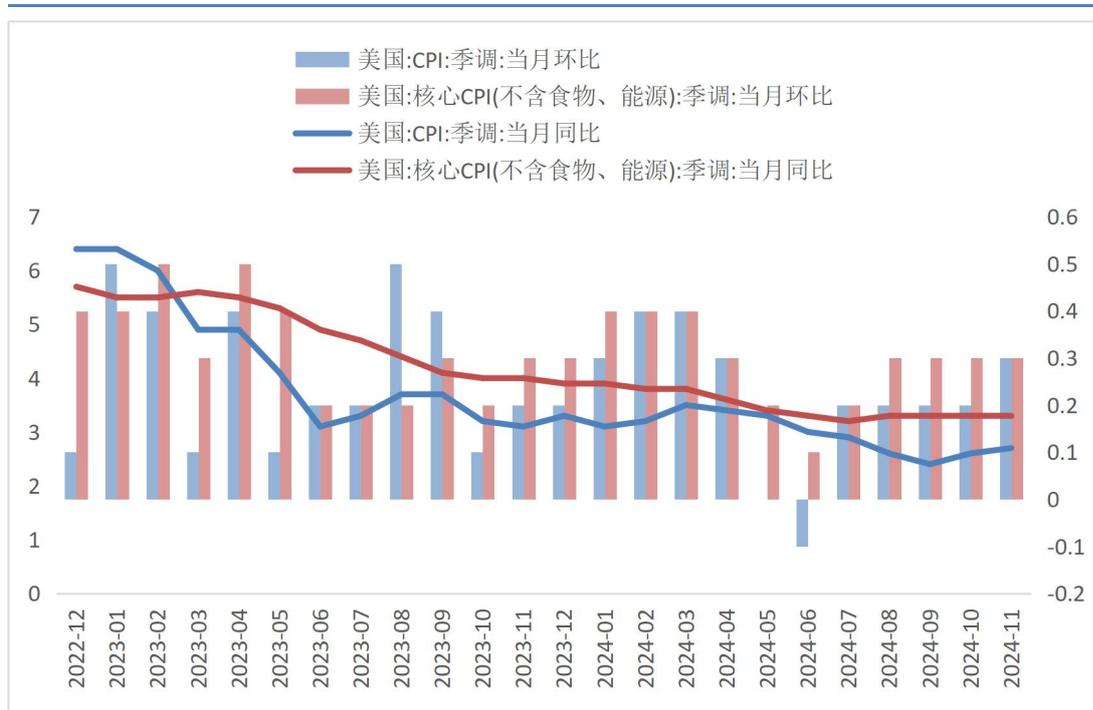


资料来源：iFind、恒泰期货研究所

最新 11 月美国 CPI 同比录得 2.7%，连续 3 个月走高。核心 CPI 同比录得 3.3%，环比增速连续 4 个月录得 0.3%，新增涨价因素仍然偏高。房租、运输、医疗服务价格同比分别上涨 4.8%、7%、3.7%，服务通胀是 CPI 主要推升因素。

而能源、二手车价格大幅走低，商品通胀已经不是主要矛盾。

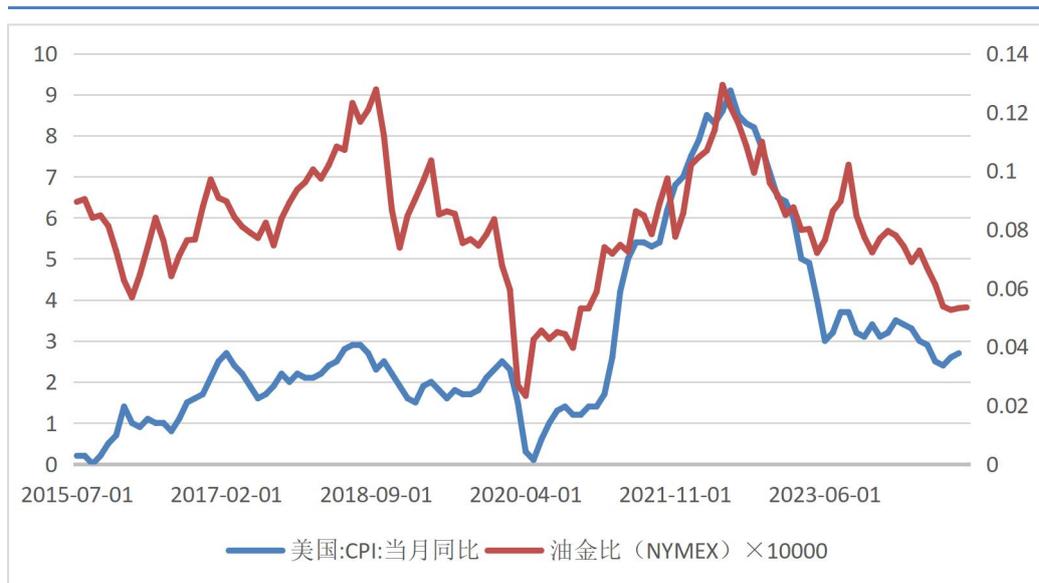
图 10: 美国 CPI 与核心 CPI 显示四季度以来控通胀进程陷入停滞



资料来源：iFind、恒泰期货研究所

美国 CPI 同比与油金比价(WTI 原油/COMEX 黄金)呈同向波动(图 11)。2024 年油金比价整体仍处在下行趋势中，未出现显著转向迹象。商品比价对于美国通货膨胀预期的定价仍处在下行周期，并未定价周期向上转向。

图 11: 美国 CPI 同比与油金比



资料来源：iFind、恒泰期货研究所

2. 2025 年面临再通胀风险

- 特朗普政策：当前美国失业率处在 4.1% 左右较低水平，总需求相对旺盛，实际产出大于潜在产出。在此环境下，特朗普的“对内减税+对外加税+驱赶移民”的政策组合将加大通胀压力，这已形成共识。
- 供需缺口：当前总需求有所放缓、总供给温和修复，推动供需缺口趋于再平衡。但特朗普驱赶移民及关税政策将人为加大供需缺口。
- 商品通胀：特朗普执政下地缘政治冲突短期将出现缓和，利空原油价格。而且他支持美国增加原油供给，对油价形成压制。IEA 和 EIA 下调明年两年全球原油需求预期。综合看 2025 年原油价格有望维持弱势。但另一方面，特朗普普遍加征关税，将导致商品价格显著上涨，推升商品通胀压力。
- 服务通胀：房租通胀呈现出较强粘性，存在反弹风险，由于住房分项占 CPI 权重较高，因此对 CPI 形成支撑。当前工资增速显著仍居高位，11 月平均时薪同比和环比增速分别达到 4% 和 0.4%，均超预期，仍处在较高增速，对服务通胀形成拉动。而且，特朗普驱逐非法移民的行动将对劳动力市场形成冲击，抬升工资增速。
- 基数效应：上半年 CPI 基数较高，有利于 CPI 同比走低。

综合研判：2025 年美国面临再通胀风险。特朗普政策将对通胀走势造成较大影响，由于关税政策、驱赶移民政策实施的力度、节奏尚不明确，明年 CPI 增速有较大不确定性，但通胀下行趋势基本停滞甚至反弹。CPI 同比上半年走低，下半年逐渐走高。

（三）美联储利率路径

1. 再通胀风险压缩 2025 降息空间

2024 年 9 月美联储降息 50 基点，开启降息周期。此后 11 月、12 月各降息 25 基点，联邦基金利率目标区间已由 5.25%-5.5% 下调至 4.25% 至 4.5%。2024 年累计降息 100 基点。

展望 2025 年，美联储需要均衡促进就业和控制通胀这两大政策目标。如

前述分析，2025 年美国的经济仍具韧性，确认软着陆。但特朗普的关税政策、驱赶移民政策将导致再通胀风险，通胀难再走低。因此，美联储最优先考虑的是通胀反弹问题，而不是就业和经济。美联储对降息问题将更加谨慎，降息空间显著受压制。综合考虑，在中性市场环境下，没有超预期的冲击因素的情况下，预计 2025 年降息 2-3 次共计 50-75 基点。最终美联储将根据通胀、就业数据相机抉择。

表 1: 2025 年美联储议息会议时间表

2025年美联储议息会议时间表（美国东部时间）	
1月28日-1月29日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会
3月18日-3月19日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会、公布点阵图及经济预测
5月6日-5月7日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会
6月17日-6月18日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会、公布点阵图及经济预测
7月29日-7月30日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会
9月16日-9月17日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会、公布点阵图及经济预测
10月28日-10月29日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会
12月9日-12月10日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会、公布点阵图及经济预测

资料来源：美联储官网

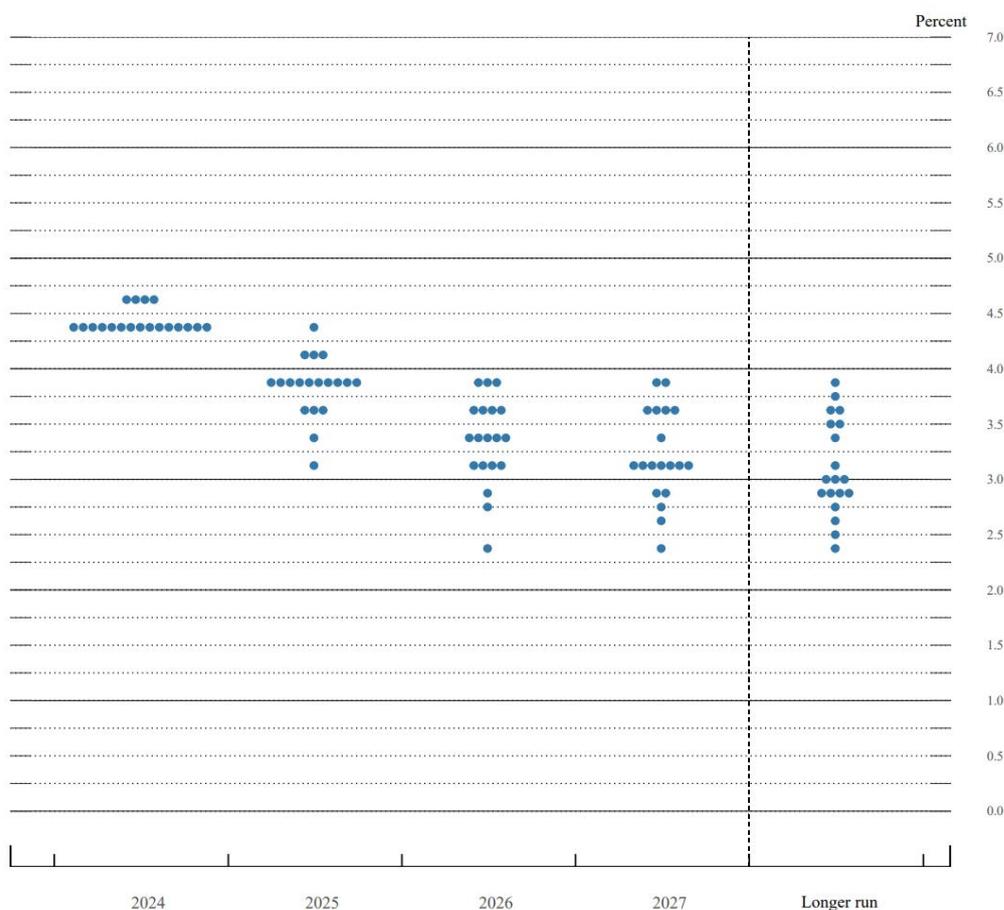
2. 美联储 12 月 FOMC 会议

12 月 18 日结束的美联储货币政策会议决定将基准利率下调 25 个基点至 4.25%-4.50% 区间，为连续第三次降息，符合市场预期。本次会议更大的看点在于，反映美联储官员对利率路径态度的点阵图和经济预测。本次点阵图显示，19 位公开市场操作委员会成员中，14 位成员认为 2025 年美联储降息 2 次，年底联邦基金利率预测中值将不低于 3.75%。利率预测中位值显示，美联储官员预计，2025 年底联邦基金利率中位值在 3.9%，较 9 月预计的 3.4% 上调 50 个基点，也就意味着减少 50 基点降息空间。按每次降息 25 个基点为计算，美联储明年或降息两次，与今年 9 月预计的四次降息有较大程度放缓，与我们 2025 年美联储降息 2-3 次的观点基本一致。经济展望显示，美联储官员上调 2025 年 GDP 增速预期至 2.5%，上调 2025 年核心 PCE 通胀预期至 2.5%，意味着美联储对经济更有信心，但更担心通胀反弹风险。

本次会议美联储态度显著转鹰：其一，从鲍威尔发言来看，美联储对明年通胀有明显的担忧。其二，鲍威尔发言对后续降息时间点问题没有清晰的指引，明年 1 月的 FOMC 会议很可能暂停降息。其三，点阵图和利率预测均较 9 月会议上调，预期明年降息 50 基点，较 9 月会议少降 50 基点。

图 12：2024 年 12 月美联储 FOMC 会议点阵图显示预期明年降息两次

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储官网

（三）定价因素：美债收益率与美元指数

美债长端收益率主要受到实际经济增长、通胀预期、美联储货币政策，以及违约风险带来的风险溢价共同影响。根据前述分析，2025 年美国仍具韧性，增速略有放缓，上半年不利经济增长的因素偏多，下半年有利经济增长的因素偏多；通胀面临反弹压力，CPI 同比前低后高；美联储降息空间有限，上

半年或降息密度更大。综合分析，长端国债收益率上半年偏弱，下半年偏强，总体偏强运行。收益率曲线陡峭化。

美元指数主要受到美国和欧元区经济增长和利差的强弱对比、美联储货币政策以及避险情绪的影响。2025 年美国仍具韧性，实现软着陆，整体强于欧元区，对美元形成支撑；2025 年全球经济仍未走出下行周期的基本面为美元指数提供了托底支撑。美债收益率总体偏强运行将支撑美元指数；

在上述经济、通胀、联储利率路径基准假设下，预计 2025 年美债长端名义利率将偏强震荡，前低后高。在美国经济强势表现及美债利率偏强震荡带动下，美元指数有望整体偏强运行，强于美债长端利率表现，全年波动区间 102-112。美国经济、就业、通胀数据的超预期变动会导致美元、美债的短期波动。2025 年美元指数走强、美债收益率震荡偏强，以及特朗普执政的宏观环境下，全球资产波动加大，表现分化。

图 13: 美国 10 年期国债收益率与美元指数四季度震荡走强



资料来源：iFind、恒泰期货研究所

二、中国宏观政策与经济环境

(一) 2025 政策更加积极有为，确立“宽货币+宽财政”组合

12月12日中央经济工作会议对当前经济形势的困难和挑战认识充分，忧患意识更强，提出“以进促稳”，对经济增长有更高诉求，预计2025年GDP增长目标在5%。面对困难挑战，2025年将“实施更加积极有为的宏观政策”，“加强超常规逆周期调节”，“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，确立了2025年宽财政+宽货币的政策组合。“扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击。”全面调动各项政策，以推动经济持续向好。

1. 财政政策更加积极

12月9日政治局会议定调由“积极的财政政策”转变为“更加积极的财政政策”之后，中央经济工作会议做出具体指引，一是提高财政赤字率。2023年初财政预算赤字设定为3%，增发1万亿元特别国债后，最终财政赤字率达到3.8%，为史上最高。预计2025年预算赤字率将超过3.8%，赤字率设定在4%以上将更有效发挥积极财政政策的作用。主要投向兜牢基层三保底线，以及民生等领域。二是增加发行超长期特别国债，预计在今年发行1万亿元的基础上，2025年将发行2万亿元规模，其中1万亿用于支持国有大型商业银行补充核心一级资本，1万亿主要用于“两重”项目和“两新”政策实施。三是增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。主要用于化债、基建、房地产收储等方向。2024年初制定的地方政府专项债务新增限额为3.9万亿元，比上年增加1000亿元。11月8日人大常委会批准新增6万亿元地方政府债务限额，分三年实施，2024年—2026年每年新增2万亿元额度，支持地方用于置换各类隐性债务。预计2025年新增地方专项债额度将扩张至6万亿以上。在财政资金使用方面，突出惠民生、促消费的重要方向。会议明确提出“确保财政政策持续用力、更加给力”，明年积极的财政政策力度无疑将大幅加力。

2. 货币政策重大转向

12月9日政治局会议定调由“稳健的货币政策”转变为“适度宽松的货币政策”，这是2010年以来货币政策首次定调为“适度宽松”，这是中国货币政策的重大转向。2001年以来，仅有2009、2010年定调为适度宽松的货币政策。在宽松的货币政策下，政策利率要大幅低于中性利率，才能对经济产生支

持作用，降息幅度将大于中性利率下降幅度，也就是真正的货币宽松。

12月12日中央经济工作会议做出具体指引，一是直言“适时降准降息”，指向明年降息降准幅度将显著超过今年，预计7天逆回购利率将下调3次共50基点左右，降准3次共100基点左右。“适时”二字指向降息降准节奏上要视美联储降息、特朗普关税等外部因素和内部流动性需求而定。这将提供良好的流动性环境，有利于股债商的表现。“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。”的要求与去年相同。二是首次提出“探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。”指向央行将承担更多金融稳定功能，稳住股市、债市。在已创设互换便利、股票回购增持再贷款、买断式逆回购等创新工具的基础上，将继续创设新工具以增强金融稳定功能的发挥。

3. 促消费与“AI+”两翼齐飞

宏观政策正在由重投资向重消费转变，将提高居民收入置于经济增长前面，“扩大国内需求”位居明年重点任务之首。政策着力点一是“实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准”；二是“加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。”

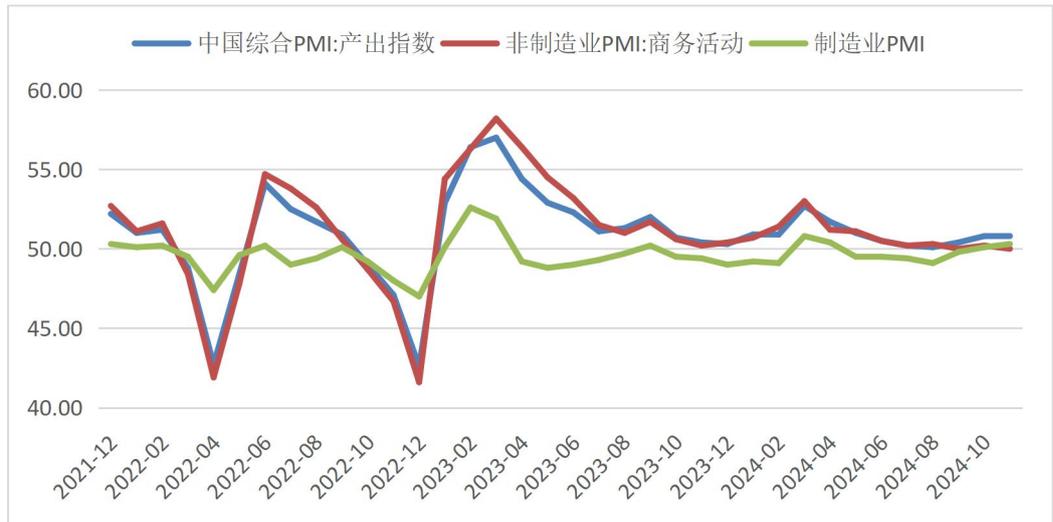
科技创新是另一项重点工作：以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。一是加强基础研究和关键核心技术攻关，超前布局重大科技项目，开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动。二是开展“人工智能+”行动，培育未来产业，指明了科技创新大方向。

（二）2025年中国经济企稳复苏

1. 2024年内需不足矛盾突出，一揽子增量政策已初显成效

从中国经济运行短周期看，2020年疫情爆发后扩张性政策推动经济快速复苏。2021年一季度经济触顶之后，即进入下行周期，并于2022年末触底，2023年开启弱复苏后再度走弱，2024持续筑底震荡，仍在谷底位置。

图 14: PMI 指数显示 2024 年中国经济筑底企稳

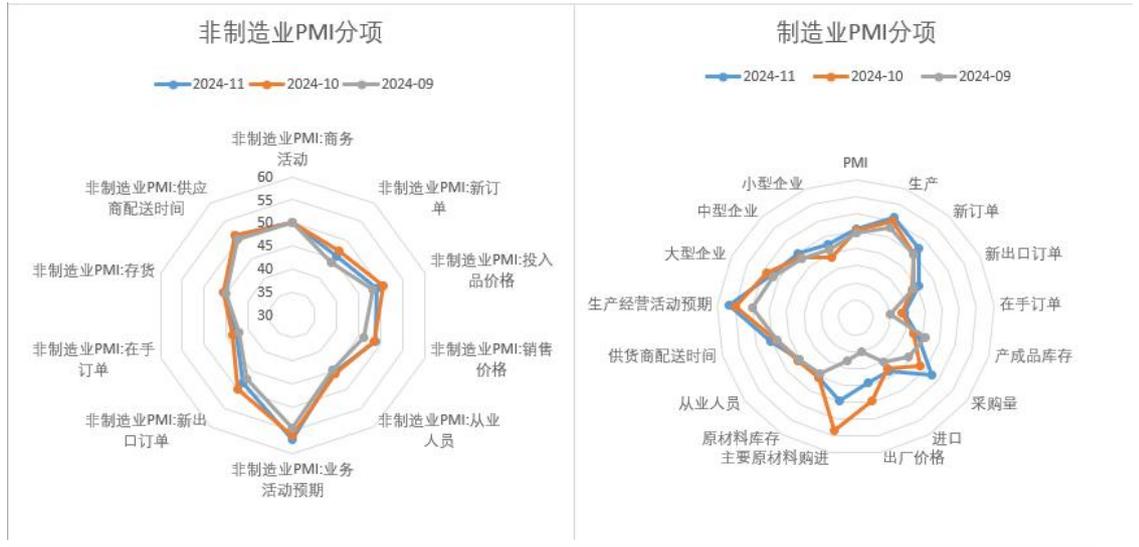


资料来源: iFind、恒泰期货研究所

当前中国经济如何看? 9 月末开始, 宏观政策全面转向宽松, 降息降准落地, 特别国债加速发行, 财政投放加快进度, 形成合力驱动经济从宏观、中观层面企稳。随着一揽子增量政策和存量政策组合拳集中落地生效, 近期宏观数据边际回暖, 显示经济企稳回升积极信号。12 月增量政策仍将加速落地, 推动国内需求进一步改善, 叠加抢出口对外需的带动, 全年 GDP 同比 5% 增长目标有望实现。

11 月 PMI 数据显示经济景气度持续改善, 制造业 PMI 升至 50.3%, 连续三个月回升, 连续两个月处于扩张区间。供需两端均明显回升, 新订单指数大幅上升 0.8 个百分点至 50.8%, 显示需求端改善更加显著。中小型企业景气度回升幅度更大。隐忧在于, 原材料库存持平在 48.2%, 产成品库存回升至 47.4%, 仍未开始补库存; 原材料价格和出厂价格在荣枯线以下双双走弱, 指向 PPI 短期仍有压力。就业指数整体回落, 显示就业压力仍大。

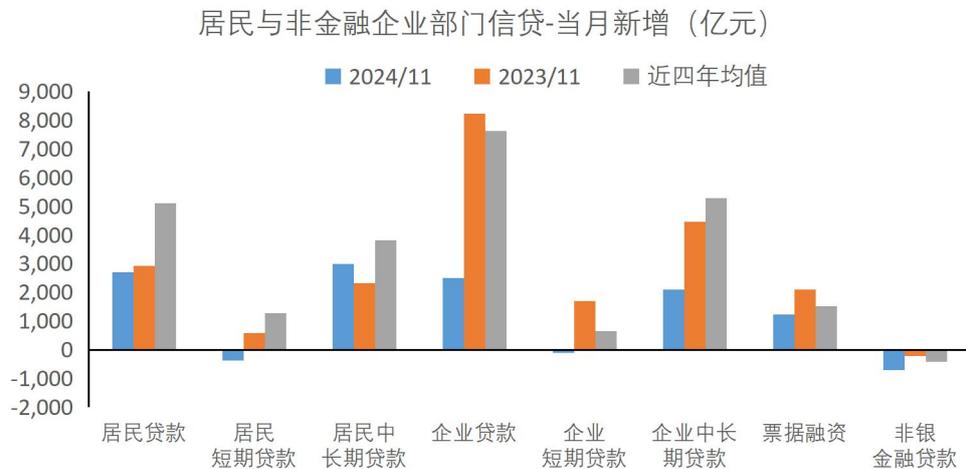
图 15: 11 月 PMI 数据显示景气度持续改善



资料来源: iFind、恒泰期货研究所

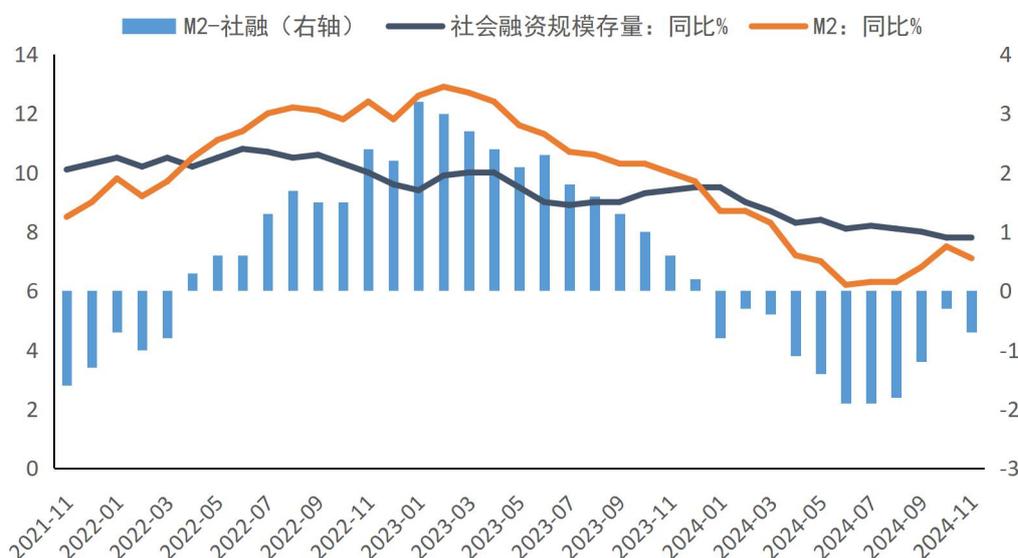
从 11 月信贷社融数据看, 已出现向好迹象。M1 同比增速连续两个月回升, 由 9 月最低值-7.4%升至-3.7%, M1 与 M2 的剪刀差连续两个月收窄; 居民中长期贷款新增 3000 亿元, 同比环比均出现正增长, 反映居民房贷需求触底反弹, 主动还贷去杠杆现象弱化。在政府债券集中发行的带动下, 新增社融规模 23357 亿元, 接近了去年同期和过去四年均值。但也应看到隐忧仍在: 新增信贷弱于季节性, 企业贷款持续低迷, 仅新增 2500 亿元, 虽高于上月, 但大幅低于上年同期 8211 亿元、过去四年均值 7637 亿元, 反映企业经营活力仍然偏低。

图 16: 11 月新增信贷结构喜忧参半



资料来源：iFind、恒泰期货研究所

图 17：中国社融存量增速仍未好转



资料来源：iFind、恒泰期货研究所

2. 2025 年总需求修复，经济企稳回升

经济运行主线：一手抓消费，一手抓创新，打通内循环，稳住股市楼市，修复居民资产负债表，摆脱通缩螺旋，实现经济重启。

内需方面：

① 消费：居民消费支出=收入*消费倾向。促消费的抓手有两个，一是增加居民收入，中央经济工作会议提出“实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准”。措施有利于改善部分人群收入，但希望覆盖面继续扩大；二是提高消费倾向，提高股市楼市资产价格是提高消费倾向的最大驱动，政治局会议提出“稳住股市楼市”也是切中要害。如果由“托住”转为“提升”，则会有更好效果。根据商务部数据，今年以来消费品以旧换新带动相关产品销售额超 1 万亿元，财政补贴的拉动系数在 5-6 倍，效果非常显著。中央经济工作会议提出“加力扩围实施“两新”政策”，将带动 2025 年社会消费品零售继续快速增长。但需注意的是耐用消费品复购率低，今年已经透支部分消费需求，明年需要加大补贴力度，扩大补

贴范围到 3C 及非耐用消费品，效果才会明显。此外，首发经济、冰雪经济、银发经济也是促销费的重要抓手。预计 2025 年社会消费品零售总额同比增速较 2024 年的 3.5% 显著提升。

② 制造业投资：2025 年制造业投资将继续作为对冲房地产投资拖累的主要投资抓手。中央经济工作会议提出，“以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。” 制造业资本开支有较强政策驱动，制造业投资的重要方向，一是以培育新质生产力为引领，以自主可控为核心的现代化产业体系再造；二是以“人工智能+”为切入点，培育未来产业，打造先进智造。制造业投资将是 2025 年拉动经济的重要驱动因素，有望维持 2024 年 9% 左右的偏强增长态势。

③ 基建投资：2025 年扩张性财政政策力度将加大，超长期特别国债发行规模有望从今年的 1 万亿元增加至 2 万亿元，其中 1 万亿元主要用于“两重”项目（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）和“两新”政策实施。根据 10 月 8 日发改委发布会上的表述，后期超长期特别国债投向包括：“十四五”102 项重大工程中尚未开工的 409 个项目、“两新”行动方案、城市更新、新型城镇化、粮食安全、区域协调发展、美丽中国等八个方向，大部分与基建相关。2025 年新增地方专项债额度预计将扩张至 6 万亿以上（包含置换隐性债务的新增 2 万亿），投向主要是基建项目资金需求、置换隐性债务、收购存量商品房用作保障房等。因此，特别国债和专项债将为明年基建投资提供较为充分的资金供给。预计 2025 年基建投资将继续保持较高强度，与今年增速接近。

④ 房地产投资：经济工作会议提出“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，这是 2025 年房地产政策的主线，预计房地产政策将继续放松。具体抓手一是需求端，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。10 月 17 日住建部提出新增 100 万套城中村和危房改造计划。如果提高货币化安置的覆盖范围，会更加有效带动商品房销售，促进房价企稳。二是供给端，继续控制新增房地产用地供应，但由上年的“严格控制”改为“合理控制”，指向房地产投资端将有增量。三是供给端优化结构，盘活存量用地和商办用房，预计商改住等新政策将推出。四是消化库存，推进处置存量商品房工作，预计将更大力度推进商品房收储用作保障房工作。五是在制度结构方面，继续以构

建房地产发展新模式为核心，有序搭建相关基础性制度。此外，因城施策，一线城市等房市政策将进一步放松。在控制增量稳定房价的政策背景下，2025年房地产投资难有显著回升，仍将维持负增长，较2024年同比-10%左右的降幅有所收窄。

外需方面：

2025年全球经济仍处在调整周期中，难以对外需提供较强支撑。IMF发布的《世界经济展望报告》预计，2025年全球经济将增长3.2%，与2024年持平。特朗普即将执政，以“MAGA”和“美国优先”为核心执政理念，孤立主义崛起，新贸易战将对全球贸易体系造成较大冲击，对中国额外加征关税将对中国出口造成非常不利影响。在人民币汇率持续低位的情况下，继续贬值的空间有限，势必对外需造成影响。如果出现美国加征20%-30%高关税的情况，外需对经济的拖累将较为显著。但同时，在全球地缘冲突加剧，市场动荡风险加大的环境下，中国制造业的供给优势将更加凸显。

（三）2025年CPI中枢上移，PPI降幅收窄

今年以来，物价水平持续低迷，GDP平减指数自2023年2月以来连续6个季度负增长。11月CPI同比0.2%，环比-0.6%，连续两个月负增长；PPI同比-2.5%，环比0.1%。整体看通缩压力较大。

2025年宏观政策高度重视物价稳定，首次将“物价合理回升”作为年度工作目标。中央经济工作会议提出“着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合”，意味着在充分认识通缩的不利影响后，将有系列措施推动物价回升。

CPI方面，在扩内需促消费政策的驱动下，需求端将温和改善，非食品价格有望温和回暖。食品价格主要看生猪，2025年上半年生猪整体供应充足，猪价大概率围绕成本线上下波动，价格区间在13-15.5元/公斤。随着能繁母猪存栏加速去化，2025年下半年生猪供需趋向于平衡，预计猪价有所反弹，价格区间或在15.5-18元/公斤。猪价总体温温和上涨将对食品价格形成正向拉动。预计2025年CPI同比将温和回升，受基数效应及贸易战影响，上半年偏高，下半年偏低。

PPI 方面，不利因素包括：受原油全球需求减弱，以及中东地缘溢价下降的影响，2025 年原油价格有望走低；特朗普对中国加征关税影响机电产品出口，压制铜铝等有色金属价格。有利因素包括：大力推进“两重”“两新”项目，将支撑有色金属需求；经济企稳回暖，制造业补库存将支撑工业品价格。预计 2025 年 PPI 同比有望低位企稳降幅收窄，幅度受贸易战加税程度影响，全年走势前高后低。

图 18：能繁母猪存量持续下行，明年 1 季度末完成去产能周期



资料来源：iFind、恒泰期货研究所

三、大类资产配置观点

2025 年，全球经济仍未完全摆脱下行周期，特朗普执政对美国经济及国际关系带来巨大的不确定性，国际贸易争端加剧，美债收益率及美元指数走强的环境下，各类资产的波动率将加大。

（一）人民币汇率

2025 年特朗普执政，对内减税+对外加税+货币宽松的政策环境对经济基本面形成支撑。美国经济仍具韧性，基本面强于欧元区，利多美元指数；美债收益率总体偏强运行也将支撑美元指数。在美国经济强势表现及美债利率偏强震荡带动下，美元指数有望整体偏强运行。

在美元强势运行的背景下，特朗普上任即启动对中国加征关税，人民

币将面临双重贬值压力。具体幅度与加征关税程度直接相关，目前存在较大不确定性。12月12日中央经济工作会议提出明确要求：“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”预计如果出现汇率大幅波动，将有稳定措施推出。

（二）A 股指数

定价逻辑：分子端，2025年中国宏观政策将加强超常规逆周期调节，财政宽松力度更大，货币政策重大转向，确立了“宽财政+宽货币”的政策组合。针对地方债务风险、房地产风险、金融体系风险推出的三大政策方案推进实施后，经济基本面有望显著改观，市场信心得以改善。经济筑底回升、企业盈利出现改善，分子端企稳有一定向上驱动。分母端，货币政策自2010年以来首次定调为“适度宽松”，意味着降息幅度将大于中性利率下降幅度，出现真正的流动性宽松。明年降息降准幅度将显著超过今年，这将提供良好的流动性环境，分母端存在明确的向上驱动。风险溢价方面，一是美国对中国加征关税，对风险偏好造成阶段性影响；二是人民币汇率贬值压力集中释放阶段，会影响市场风险偏好；三是中国宏观政策显著转向，注重消费和民生，总体提升市场风险偏好。综合上述定价因素分析，基本面方面总体偏有利于多头。

供需分析：今年IPO公司数量仅为89家，规模大幅萎缩。在“稳住股市”的政策要求下，管理层对股市的呵护态度在2025年将继续延续，预计IPO数量仍会维持较低规模，股市供给端压力较小。需求端主要看股市资金面，今年11月份以来，以中证A500指数基金为代表的公募基金发行大幅放量，A500指数基金单月发行966.19亿份。预计明年公募基金发行规模将持续改善。此外，个人养老金制度已经推广至全国，保险资金入市限制政策也已放宽。综合看，在美国、中国均在降息周期的环境下，2025年股市供需结构将出现显著改善。

市场运行节奏：今年9月开始的牛市第一波上攻行情在10月8日结束之后，市场开始运行在复杂的横盘调整浪，目的是通过反复震荡，消化上方套牢盘和下方解套盘压力。目前仍运行在这一阶段，有可能延续至明年1月份，为后续第二阶段行情做好充分的蓄势准备。

综合研判，股指大概率走出春季上攻行情，但以震荡攀升的方式展开。然后等待 2 季度经济数据验证，之后或波段回落。下半年仍有第二次波段机会，但不确定性较大。上证指数波动区间：常态 3200-3700，极端 3100-3800。 风险因素：政策宽松的具体力度规模和实施落地效果目前尚未可知，经济复苏的斜率和节奏决定了行情的高度和波动，对此仍需保留一份谨慎。

（三）国债

在上述分析的中国经济金融环境基准假设下，

定价逻辑：2025 年宏观政策更加积极，中国经济大概率企稳温和复苏，总需求改善，通缩压力减弱，CPI 中枢温和上移，决定了名义 GDP 温和回暖，为长端国债利率提供了支撑，但驱动力温和。

货币政策：适度宽松的定调，更大力度的支持性取向，降息降准力度大于今年，利率中枢总体继续下行，带动短端利率走低，并传导至长端利率下行。

供求关系：2025 年财政政策继续发力，赤字率提升，特别国债发行规模增加 1 万亿，利率债供给明显增多，银行承接能力承压，在发行密集期对国债价格有一定压力。

综合研判：由于财政赤字率、债券发行量等财政总规模尚需等到两会才能明确，当前物价、融资需求指标均未出现改善信号，近期 10 年期国债收益率快速跌破 1.8%。我们认为，在两会之前的经济数据真空期，这一趋势可能还会延续。但两会前后或出现重要转折点，如果制定的赤字率等财政规模符合或好于市场预期，且信贷脉冲、M2 也出现改善，则国债价格调整压力将加大。但在降息周期，市场利率中枢仍在下行阶段，国债价格上行趋势尚未结束，直到名义 GDP 真正有力回升。

（四）大宗商品

2024 年大宗商品定价存在几条线索：

总需求：全球经济下行周期仍未结束，美欧经济略有放缓，在总需求

端尚不能给予大宗商品强劲支持。

中国周期：中美经济周期政策周期不同步，中国积极财政政策力度加大，扩大特别国债、专项债规模，“两重”项目和“两新”政策实施，将支撑基建投资、制造业投资维持较强增速。促消费扩内需，经济企稳回暖，对大宗商品价格有一定向上支撑。

特朗普执政：对大宗商品将产生分化、多面的影响。

库存周期：中美制造业进入补库存周期，或对冲部分全球经济放缓对总需求的压力，对 CRB 指数同比上行存在一定驱动。

流动性：特朗普政策将导致美国通胀压力再度反弹，打压降息预期，金融属性方面对大宗价格的支撑将趋于弱化。而且美元指数总体偏强，金融属性方面对大宗价格难以形成支撑。

综合研判：大宗商品走势分化，总体震荡为主。

（五）黄金

主线逻辑：全球地缘政治格局重塑的背景下，黄金对冲美元信用风险是驱动黄金中期走强的主要逻辑。当前美国财政赤字高企，债务持续增高，特别是明年特朗普上任，继续采取宽松的财政政策，对居民和企业部门继续减税，继续实施制造业回流的产业政策，大概率财政赤字继续扩张，债务负担继续加重。

支线逻辑：通胀预期变化带动美债实际利率波动，黄金价格反向运行。2025 年特朗普执政下通胀反弹预期强烈，会对冲掉美债名义利率的走强的影响，导致实际利率下行的现实，推升黄金价格。

隐线逻辑：美联储降息预期阶段性升温或降温，带动美债收益率与美元指数波动，黄金价格反向运行。明年仍在美联储降息周期，预计降息时点或密集在一季度或上半年，对黄金价格产生阶段性影响。

短期逻辑：地缘政治冲突、国际争端爆发时，将增大黄金阶段性避险需求。

综合研判：驱动黄金价格中期走强的主线逻辑和支线逻辑 2025 年内持续有效，预计黄金价格整体偏强震荡为主，我们看好黄金长期配置价值。关注降息预期降温时的回调风险。地缘政治、美国通胀就业数据会对金价造成短期扰动。关注回调后逢低配置机会。

免责声明：

本报告由恒泰期货研究所制作，在未获得恒泰期货股份有限公司授权的情况下，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对所用信息准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成交易、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。同时提醒期货交易者，期市有风险，入市须谨慎。

公司及关联机构信息：

恒泰期货股份有限公司

办公地址：上海市浦东新区峨山路 91 弄 120 号 2 层 201

公司网址：<http://www.cnhtqh.com.cn>

电子邮件：htqh@cnhtqh.com.cn

联系电话：021-60212736

相关关联机构：

恒泰证券股份有限公司

办公地址：中国北京市西城区金融大街 17 号中国人寿中心 11 楼

公司网址：<http://www.cnht.com.cn>

联系电话：956088

恒泰盈沃资产管理有限公司

办公地址：上海市浦东新区峨山路 91 弄 120 号 2 层 201

电子邮件：htyw@cnhtqh.com.cn

联系电话：021-60212795