

国际环境复杂多变，超常规政策依然可期

宏观经济/资产配置

内容提要：

- ◆ 进入 2025 年，特朗普执政将对全球经济格局产生深远的影响，新一轮减税政策将刺激美国经济增长，关税政策可能引发更多贸易摩擦，推高通胀预期。美联储不得不将此纳入货币政策考量，重新调整或修改对未来利率前景的预测，预计未来降息的空间收窄，降息节奏或将进一步放缓；欧元区经济表现疲软，欧洲央行 2024 年累计降息 100 个基点，货币政策声明下调今后三年 GDP 增速预期，取消保持利率“限制性”的表述，货币市场预计 2025 年底前降息 125 个基点；美强欧弱的经济格局下，欧洲央行降息的节奏将快于美联储，从而推动美欧国债利差边际走阔，支撑美元指数走强。日本经济温和复苏，工资和通胀螺旋式上升的趋势有望延续，日本央行将维持缓慢加息的节奏，逐步实现利率政策正常化，可能引发海外日元套利资金回流，进而推动日元升值，加剧金融市场波动。
- ◆ 中央经济工作会议要求实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，加大财政支出强度，增加发行超长期特别国债和地方专项债；实施适度宽松的货币政策，发挥好总量和结构双重功能，适时降准降息。美国对华进口商品加征关税可能导致出口下滑，将成为我国经济的最大拖累项。考虑到国内宏观政策发挥缓冲的作用，基建和制造业投资有望企稳，消费将保持稳定，预计全年 GDP 增长 4.5%-4.8%。
- ◆ 股指的估值主要受分子端企业盈利增速下滑的拖累，而分母端的支撑，主要来自宏观政策预期推动下风险偏好的回升。展望 2025 年，在企业盈利尚未显著改善之前，预计股指维持宽幅震荡的可能性较大。
- ◆ 2025 年货币政策的立场由“稳健”转向“适度宽松”，未来仍有进一步降准和降息的空间，预计 10 年期国债收益率重心有望继续下移，波动区间在 1.5%-2% 区间。
- ◆ 受特朗普执政的影响，美国经济潜在增速有望上升，中性利率也将水涨船高，美联储降息节奏将进一步放缓。如果实际利率长期维持在高位，对于无息资产来说，意味着持有成本增加，黄金的吸引力将会下降。此外俄乌和中东地缘局势有望缓和，避险情绪降温，2025 年黄金中期或面临阶段性调整。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

第一部分 国际篇

2024 年以来，随着海外货币紧缩的负面影响持续显现，全球经济下行压力加大，欧美等主要发达国家补库存接近尾声。具体来看，欧元区经济表现疲软，制造业持续萎缩的形势恶化，且影响逐渐向服务业等其他领域传导。第一大经济体德国已经陷入技术性衰退，未来可能有更多国家步入后尘。欧洲央行 6 月宣布下调关键利率 25 个基点，为 2019 年以来首次降息，之后分别于 9、10、12 月各降息 25 个基点。相比欧元区而言，美国经济依然稳健，但劳动力市场逐渐降温，通胀正在朝着 2% 的目标迈进。美联储 9 月会议下调联邦基金利率 50 个基点，四年来首次宣布降息，意味着新一轮降息周期正式开启。除了美联储和欧洲央行以外，瑞士、加拿大、英国等主要发达国家，以及南非、印尼、泰国等部分新兴市场国家央行也已陆续开始降息。

一、美国大选尘埃落定，特朗普执政对世界经济格局的影响深远

美国 2024 年大选尘埃落定，特朗普赢得 7 个关键摇摆州的选举，最终获得 312 张选举人票，击败哈里斯成功当选第 47 任总统。美国共和党已取得国会控制权成为多数党，分别在众议院和参议院获得 218 和 53 个席位，为特朗普执政后的立法工作铺平了道路。

表 1. 特朗普经济团队的政策主张

	相关措施	主要目的
贸易政策	对大多数外国商品征收 10%-20% 的新关税；对所有中国商品征收 60% 的关税；对不再使用美元的国家征收其他关税。	保护美国本土企业，吸引制造业回流。
财政政策	延长将于 2025 年底到期的减税政策；承诺将在美国生产产品的企业税率从 21% 降至 15%；寻求立法以结束对小费和加班费征税；不会征税或削减社会保障福利。	吸引其他国家企业到美国投资建厂，创造更多就业岗位，刺激消费。
外交政策	通过与俄罗斯谈判达成和解，结束俄乌冲突；寻求推动巴以和谈的解决方案；加大对伊朗的经济制裁。	削减对外援助支出。
能源政策	退出《巴黎气候协定》，放松环保标准；增加化石能源开采；加大石油钻井数量；取消部分新能源补贴。	削减能源成本，降低通胀。
移民政策	实施严格的移民政策，加强边境管控，承诺当选后将大规模驱逐非法移民。	保护美国本土就业。

1. 特朗普关税政策对外贸及经济的影响

从特朗普贸易政策的直接影响来看，加征关税将引发更多贸易摩擦，不利于国际贸易和供应链稳定，威胁全球经济增长的前景。如果各国之间互相加征关税，将导致贸易保护盛行，削弱出口竞争力，降低商品流通的效率，增加生产和生活成本，抑制大宗商品需求。

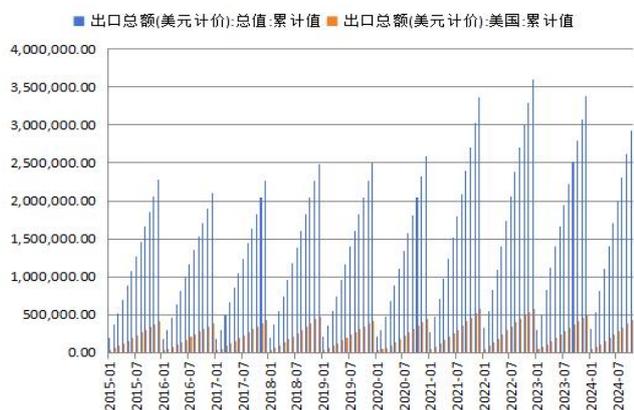
2018 年美国贸易代表办公室对中国输美商品发起 301 调查，并于 6 月 15 日宣布对华 500 亿美元进口商品加征 25% 的关税，9 月 24 日起对从中国进口的 2000 亿美元商品加征关税，2019 年 9 月 1 日起对 3000 亿美元进口商品中的部分加征关税。截至 2019 年 12 月，中美达成第一阶段经贸协议，美国总共对中国约 3700 亿美元的进口商品加征关税，其中对 2500 亿美元商品加征 25% 的关税，对 1200 亿美元商品加征 7.5% 的关税。按照加权平均计算，美国 2018 和 2019 两年对中国商品加征关税的平均税率约为 20%。

表 2. 中国 2018 和 2019 年出口情况及对经济的影响

	出口美国 (%)	出口全球 (%)	净出口 (%)	净出口对 GDP 增长贡献率(%)	净出口对 GDP 增长的拉动(%)
2018 年	11.3%	9.9%	-16.4%	-7.2%	-0.5%
2019 年	-12.5%	0.5%	20%	12.6%	0.7%
两年平均	-0.6%	5.2%	1.8%	2.7%	0.1%

按美元计价，2019 年中国出口商品总额为 24990.29 亿美元，较 2018 年增长 0.5%，其中对美国出口商品 4186.74 亿美元，同比 2018 年下降 12.5%。根据国家统计局公布的数据，2019 年净出口对 GDP 增长的贡献率为 12.6%，拉动 GDP 增长 0.5 个百分点。2018 和 2019 年，中国 GDP 同比分别增长 6.6% 和 6.1%，两年平均放缓 0.4 个百分点。根据美国 2018 和 2019 年加征关税对我国 GDP 的影响测算，如果 2025 年美国对华 5000 亿美元进口商品全部加征 60% 的关税，在不考虑国内宏观政策对冲的情况下，预计我国 GDP 增速将放缓 1.2-1.6 个百分点。

图 1. 中国出口总额连续两年回落（百万美元）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 2. 中国对美出口增速放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

2. 美国减税政策对经济的影响

美国在 2017 年通过 1986 年以来最大规模的减税法案，2018 年起正式生效，预计 10 年内累计减税 1.4 万亿美元。减税的对象主要是美国居民、本土企业和跨国企业三个部分，主要包括将联邦企业所得税税率由 35% 削减至 21%，为个人提供临时性税收减免，包括降低税率、提高起征点、增加扣除额和儿童税收抵免等，其中个人减税部分将于 2025 年底到期。受特朗普减税政策的刺激，2018 年美国一枝独秀，年度 GDP 同比增长 3%，增速较 2017 年加快 0.5 个百分点，创 12 年新高。虽然 2019 年经济有所放缓，但 GDP 依然实现 2.6% 的增长，除了 2020 年疫情下滑 2.2%，2017-2019 年 GDP 平均增速为 2.7%，较 2013-2016 年平均增速提高 0.4 个百分点。

图 3. 美国年度 GDP 同比增速 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 4. 美国 ISM 制造业和服务业 PMI (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

2024 年特朗普再次当选后承诺将延长即将到期的减税政策，并进一步削减企业税率，将在美国生产产品的企业税率由 21% 下调至 15%，取消对小费和加班费征税。减税有利于降低企业税费负担，增厚企业利润，吸引制造业回流，推动企业扩大投资和增加资本支出，创造更多就业岗位；给个人减税相当于变相提高居民收入，有利于刺激消费，促进企业和居民、投资和消费之间形成良性循环，进而拉动美国经济增长。根据国会预算办公室的估算，特朗普提出的新一轮减税计划将在未来 10 年内耗资 4.6 万亿美元。参考特朗普上一轮减税政策对经济的影响，预计 2025 年美国经济增长有望加快 1-1.2 个百分点。

图 5. 美国 CPI 持续下降 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 6. 美国核心 PCE 通胀加速回落 (%)

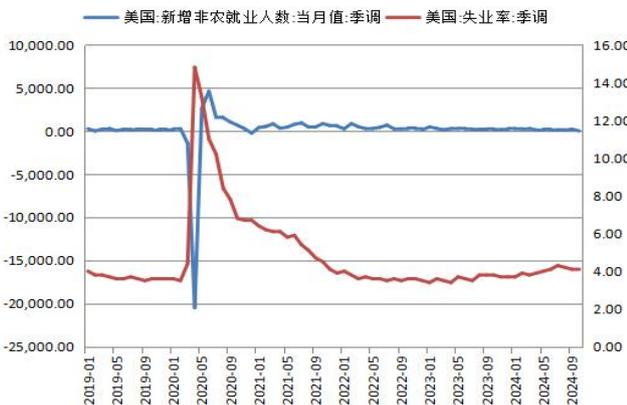


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

3. 美国经济政策对美联储货币政策的影响

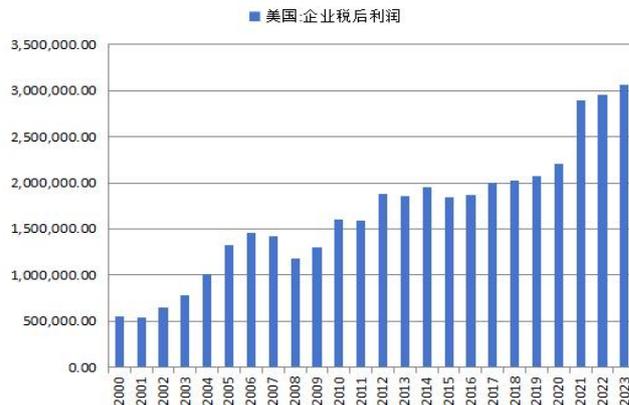
美联储 11 月会议如期降息 25 个基点，货币政策声明中删除了“对通胀更有信心”的措辞，没有就未来降息发出任何明确的信号。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，美国经济整体表现强劲，通胀已经大幅缓解，劳动力市场依然稳健，数据没有显示出急于降息的必要。短期内选举不会对政策产生影响，将继续采取逐次会议的方式做出决策，可以更慢或更快地调整利率，不希望提供过多的前瞻性指引。目前尚未对潜在的财政政策变化进行建模，一旦立法实际通过，财政政策将纳入考量。我们认为，特朗普减税政策有利于刺激美国经济增长，但关税政策将加剧全球贸易摩擦，提高商品流通的成本，引发通胀预期。目前来看，美联储正在评估特朗普执政对经济、通胀和就业所产生的影响，只是尚未纳入货币政策考量，在政策立法通过后，将会调整货币政策框架，修改对未来利率前景的预测。

图 7. 美国非农就业稳健、失业率维持低位 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

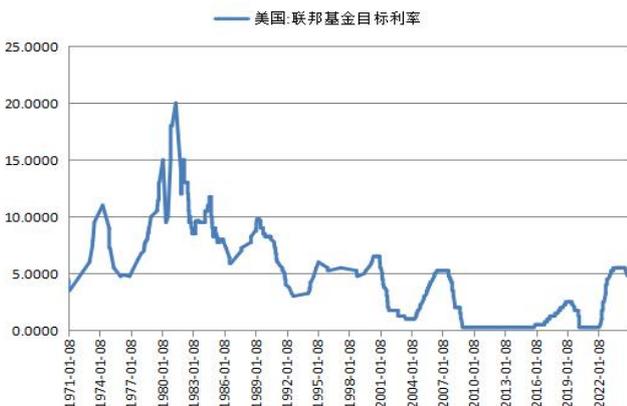
图 8. 美国企业利润增长加快 (百万美元)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

由此来看，特朗普当选后美联储官员接连发表鹰派讲话，强调实现通胀目标的不确定性增加，需要对降息保持谨慎和耐心，暗示未来降息的节奏可能进一步放缓，达到中性利率可能需要更长时间。美联储此举是在进行预期管理，提前就特朗普执政可能对未来货币政策产生的影响与市场沟通，向市场传递未来降息可能放缓的信号，避免利率曲线落后于经济形势。根据美国联邦基金利率期货的定价，美联储将在 2025 年底前累计降息 71 个基点。考虑到美联储 2024 年 12 月再次降息 25 个基点是大概率事件，意味着 2025 年仅有 50 个基点的降息空间，低于利率点阵图预测的 100 个基点。

图 9. 美国联邦基金利率目标上限 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 10. 美联储总资产和存款准备金规模 (百万美元)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

展望 2025 年，随着特朗普新一轮减税和关税政策出台，美联储降息步伐将进一步放缓，预计当联邦基金利率接近中性利率水平时停止降息。缩减资产负债表方面，美联储 2024 年 6 月开始放缓缩表，规模从每月 950 亿美元降至 600 亿美元。截至 2024 年 12 月 11 日当周，美联储总资产规模降至 6.94 万亿美元，较历史峰值减少 2 万亿美元，隔夜逆回购使用规模降至 1801 亿美元，历史最高为 2.3 万亿美元。表明随着美联储缩表持续推进，金融市场流动性不断减少，为应对日常支付结算，金融机构闲置在美联储逆回购账户上的资金不断被取回。一旦美联储逆回购资金耗尽，银行存款准备金将被快速消耗，从而导致美国货币供应量和离岸美元流动性紧张，甚至引发美元流动性短缺。根据纽约联储发布的相关报告，当美联储总资产规模削减至 6.5 万亿美元左右时停止缩表，按照当前的缩减速度推算，美联储将在 2025 年 6 月以后停止缩表。

二、欧元区经济接近停滞，欧洲央行降息节奏有望加快

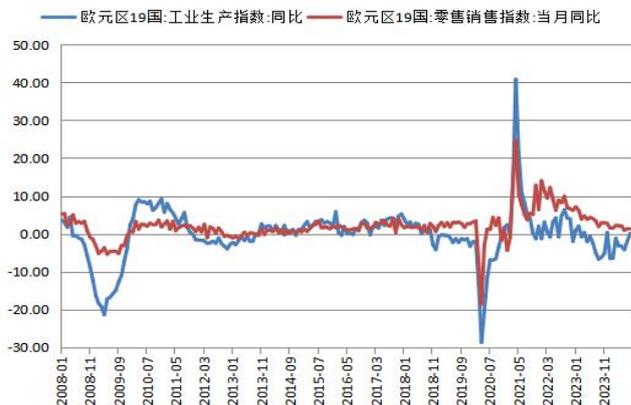
欧元区 2024 年前三季度 GDP 同比分别增长 0.4%、0.6%和 0.9%，其中德国 GDP 一季度同比下降 0.9%，二、三季度同比增长 0.3%和 0.2%。从先行指标来看，欧元区 11 月制造业 PMI 由 46 降至 45.2，连续 29 个月处于收缩区间，服务业 PMI 降至 49.2（前值 51.2），时隔 9 个月再次跌破扩张区间。欧元区 10 月经济景气指数录得 95.6（前值 96.3），创 3 月以来新低，11 月消费者信心指数降至-13.7，为 7 月以来新低。同步指标显示，欧元区 9 月工业产出同比下滑 2.4%，时隔一个月再次转负，零售销售同比增长 2.4%，增速延续 2022 年以来的下行趋势。对外贸易方面，欧元区 9 月进口同比下降 1.1%，出口同比下降 1%，实现贸易顺差 56.11 亿欧元，创 5 月以来新低。数据表明，欧元区经济接近停滞，制造业持续萎缩的形势恶化，且影响逐渐向服务业、商业等其他领域传导，进而拖累居民收入和消费。第一大经济体德国经济已经陷入技术性衰退，未来可能有更多国家步入后尘。

图 11. 欧元区经济景气指数低位运行 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 12. 美国工业产出和零售销售低迷 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

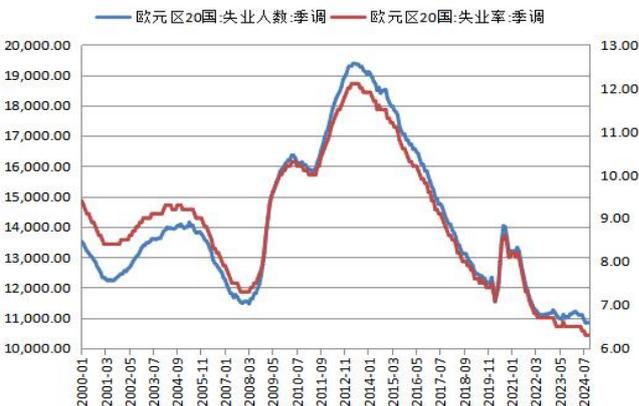
从通胀和就业来看，欧元区 10 月 CPI 同比上涨 2%（前值 1.7%），核心 CPI 同比持平于 2.7%，为 2022 年 2 月以来最低水平。9 月 PPI 同比下降 3.5%，创 6 月以来最大降幅，连续 17 个月负增长。欧元区 9 月失业人数降至 1088.4 万人，失业率持平于 6.3%，维持在历史低位。数据表明，在欧洲央行货币紧缩政策的影响下，欧元区通胀自 2022 年 10 月以来进入下行通道，并于 2024 年三季度降至 2%的目标附近。与此同时就业整体保持稳定，失业率连续两年维持在历史低位。

图 13. 欧元区通胀接近 2%的目标 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 14. 欧元区失业率持续下降 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

展望 2025 年，考虑到海外货币紧缩的滞后效应尚未完全显现，欧元区经济衰退的风险仍在，通胀有望稳定在 2%的目标附近。截至 2024 年 12 月底，欧洲央行年内已进行 4 次降息，累计降幅 100 个基点，隔夜存款利率降至 3%。预计 2025 年欧洲央行将继续降息，逐渐向中性利率水平靠拢。根据货币市场的定价预测，欧洲央行存款利率将于 2025 年 7 月降至 1.8%，

如果每次降息 25 个基点，意味着欧洲央行将在 7 个月内降息 5 次。

三、日本经济温和复苏，央行利率政策走向正常化

在宽松的货币政策和积极的财政政策双重刺激下，近几年日本经济逐渐走出低谷，进入温和复苏的轨道，2021-2023 年实际 GDP 分别增长 2.6%、1%和 1.9%，三年平均增速为 1.8%。日本 2024 年前三季度实际 GDP 增速分别为-2%、3.1%和 0.9%，预计全年实际 GDP 增长 1%左右。从先行指标来看，日本 2024 年 11 月制造业 PMI 由 49 回升至 49.2，自 2 月以来呈现缓慢上升的态势，11 月 Sentix 投资信心指数录得 6.5，连续 3 个月回升，创 8 月以来新高。同步指标显示，日本 2024 年 9 月工业生产指数上升至 104.2（前值 91.4），为 4 月以来次高水平，商业销售额同比增长 0.6%，增速有所放缓，但整体表现稳健。外贸方面，日本 2024 年 10 月进口同比增长 0.4%，增速连续 3 个月回落，创 4 月以来新低，出口同比增长 3.1%（前值-1.7%），贸易逆差自 6 月以来持续收窄。

图 15. 日本 GDP 增速稳步回升（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 16. 日本工业生产和商业销售保持稳定（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

从通胀和就业来看，日本 2024 年 10 月 CPI 同比上涨 2.3%，为 2 月以来最低水平，但已连续 31 个月高于 2% 的目标。剔除能源和食品价格后的核心 CPI 同比上涨 1.6%，涨幅较年内高位有所回落。日本 2024 年 9 月失业人数降至 173 万人，创 2 月以来新低，失业率持平于 2.5%，整体维持在近 30 年低位。数据表明，日本劳动力市场具有韧性，失业率长期维持低位，通胀连续 3 年稳定在 2% 的目标上方，支持日本央行缓慢退出量化宽松政策。

图 17. 日本通胀回到 2% 的目标上方（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 18. 日本失业人数（万人）和失业率（%）维持低位



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

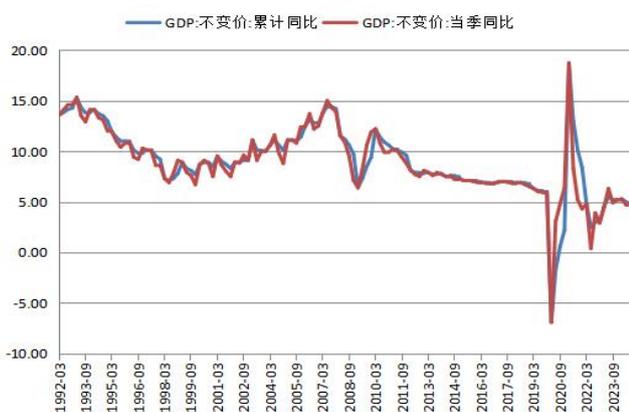
2024 年 3 月 19 日，日本央行开启 2007 年以来的首次加息，基准利率由-0.1%-0 上调至 0-0.1%，结束长达 8

年的负利率政策，并于 7 月再次加息 15 个基点。日本央行行长植田和男在新闻发布会上表示，工资上涨正促使更多企业通过涨价来转嫁劳动力成本的上升，经济正朝着持续的工资驱动型通胀迈进，将在 12 月会议上讨论是否需要进一步加息。展望 2025 年，我们预计日本经济将保持温和复苏，劳动力市场维持充分就业的状态，通胀稳定在 2% 的目标上方。春季工资谈判将继续取得进展，日本最大工会组织寻求加薪 5%，工资有望实现连续 3 年上涨，工资和通胀螺旋式上升的趋势有望延续，日本央行将维持缓慢加息的节奏，逐渐实现利率政策正常化。

第二部分 国内篇

回顾 2024 年，中国经济增速呈现前高后低的走势，前三个季度 GDP 分别增长 5.3%、4.7% 和 4.6%，累计同比增长 4.8%，在一揽子增量政策举措的推动下，预计全年能够完成 5% 左右的增长目标。整体来看，我国经济发展呈现不平衡性，表现为生产强、需求弱和服务业强、制造业弱，需求不足仍是主要矛盾。主要原因在于，居民部门杠杆率处于历史高位，家庭资产负债表需要时间修复，且对未来收入的预期和信心不足，边际消费倾向依旧低迷。预防性储蓄的动机依然较强，谨慎负债和主动去杠杆，从而抑制了对其他非必需品的需求。由于居民部门支出减少，导致企业部门收入下降，反过来影响居民收入和消费，阻碍企业和居民、投资和消费之间形成良性循环。

图 19. 中国 GDP 增速前高后低 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 20. 中国官方制造业和服务业 PMI (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

进入 2025 年，特朗普执政后的关税政策引发更多贸易摩擦，对全球经济造成负面影响，我国出口将面临下行压力。为应对中美贸易摩擦的影响，国内宏观政策仍将加强逆周期调节，在扩大内需方面进一步加码。中央政治局会议在分析研究 2025 年经济工作中指出，要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。

从会议释放出的政策信号来看，货币政策的基调由“稳健”改为“适度宽松”，为 2011 年以来首次，意味着明年货币政策宽松的力度有望加大，降息降准仍有空间；首次提出“加强超常规逆周期调节”，暗示宏观政策可能会打破惯例，财政赤字率或将进一步上调，超长期特别国债发行规模有望扩大，在支持“两重项目”建设的同时，加大对民生领域的支持；会议提出要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求，为应对中美贸易摩擦对出口的负面影响，明年扩大内需将是重要抓手，重点是提振消费，预计消费品以旧换新将继续实施，其他消费刺激政策有望陆续出台。

由此来看，我国财政政策有望继续扩张，连续几年发行超长期特别国债，预计 2025 年发行规模将在 1 万亿元基础上有所扩大。随着一揽子化债方案推出，各地正在加快再融资专项债发行工作。货币政策仍将保持宽松，预计存款利率有望继续下调，引导金融机构贷款利率下行，进一步推动社会综合融资成本下降。为配合超长期特别国债和地方专项债发行，未来仍有再次降准的空间。展望 2025 年，美国对华进口商品加征关税可能导致出口下滑，将成为我国经济的最大拖累项。考虑到国内宏观政策发挥缓冲的作用，基建和制造业投资有望企稳，消费将保持稳定，预计全年 GDP 增长 4.5%-4.8%。

一、房地产投资延续下行趋势，降幅有望边际收窄

受房地产投资降幅扩大和基建投资增速放缓的拖累，2024 年固定资产投资增速继续回落，是制约我国经济增长的主要因素。从房地产销售、新开工、施工和竣工整个链条来看，投资和消费之间形成的负反馈效应仍在延续。2024 年 1-10 月，全国商品房销售面积为 77930.16 万平方米，同比下降 15.8%，降幅较上年同期扩大 8 个百分点；房屋新开工面积 61226.93 万平方米，同比下降 22.6%，降幅较上年同期收窄 0.6 个百分点；房屋施工面积为 720659.8 万平方米，同比下降 12.4%，降幅较上年同期扩大 5.1 个百分点；房屋竣工面积为 41995.15 万平方米，去年同期为 48704.63 万平方米，从增长 19.8% 转为下降 23.9%。由此来看，房地产销售面积已连续 3 年下降，较历史峰值下降近 50%，基本回到 2012 年同期水平；房屋新开工面积连续 5 年下降，较历史峰值下降超过 60%，接近 2006 年同期水平。截至 2024 年 10 月，全国商品房待售面积为 73057 万平方米，正在建设中的商品房面积为 720659.8 万平方米，假设商品房销售面积每年维持在 10 亿平方米左右，意味着商品房未来将进入存量消化阶段，在没有大规模的增量需求情况下，房地产去库周期将更加漫长。

图 21. 房地产投资降幅扩大、基建投资增速放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 22. 房屋新开工、施工面积同比下滑 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

2024 年以来房地产新政轮番出台，包括降低住房公积金贷款利率，下调首套房和二套房最低首付比例，取消商业性个人住房贷款利率下限等。在新一轮楼市刺激政策的带动下，商品房销售有所回暖，但成交主要集中在一二线城市和二手房领域，三四线城市和新房销售依旧低迷。主要原因在于，二手房价格下跌的幅度明显超过新房，二套房首付比例和贷款利率降至与首套房同等水平，刺激了部分刚需和潜在改善型住房需求。从长期因素来看，全面二孩政策开后，我国新生人口自 2017 年以来持续下降，总人口在 2021 年达到峰值，2022 年开始进入下行周期，意味着潜在购房总需求下降；从中短期因素来看，疫情三年带来的“疤痕效应”尚未完全消退，居民杠杆率处于历史高位，家庭资产负债表需要时间修复，且对未来收入的预期和信心不足，预防性需求的动机依

然较强，谨慎负债和主动去杠杆。此外，商品房价格处于下降通道，房地产投机“稳赚不赔”的预期被打破，主动加杠杆的意愿下降。展望 2025 年，我们认为房地产销售难以出现实质性回暖，预计全年销售面积低于 10 亿平方米。由于商品房销售低迷，开发商资金周转的时间拉长，对土地购置和新项目建设保持谨慎，从而对房地产投资形成拖累，预计房地产投资增速仍将延续下行趋势，但降幅有望边际收窄。

图 23. 商品房销售依旧低迷 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 24. 居民部门杠杆率处于历史高位 (%)

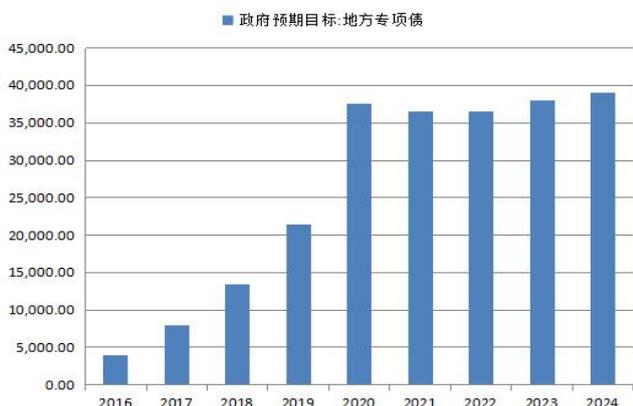


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

二、实施更加积极的财政政策，一揽子化债方案加快落实

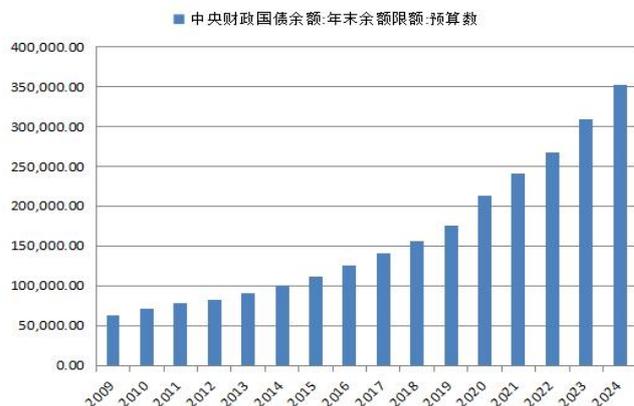
积极的财政政策加力提效，全国人大批准了规模高达 10 万亿元的一揽子化债方案，包括增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，一次报批、分三年实施，2024-2026 年每年 2 万亿元；从 2024 年开始，每年从新增地方政府专项债中安排 8000 亿元，专门用于化债，5 年内累计置换隐性债务 4 万亿元；明确 2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。从政策所能发挥的效果和影响来看，一方面，用地方再融资专项债置换高息隐性债，预计 5 年内可累计节约利息支出 6000 亿元，有利于减轻地方政府债务负担，缓解地方财政收支压力，兜牢三保底线，更好地服务实体经济发展；另一方面，专项化债资金可用于清理地方逾期欠款，有利于化解地方政府、企业和个人之间形成的债务链条，畅通资金链和恢复实体经济循环。

图 25. 地方专项债发行 (亿元)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 26. 中央国债发行规模扩大 (亿元)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

2025 年将继续发行超长期特别国债，预计发行规模有望扩大至 2 万亿元，重点支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，同时安排部分资金加大对民生领域的支出，包括就业和社会保障补贴，鼓励生育补贴等。

预计2025年新增地方政府专项债限额将达到4万亿左右，且使用范围有望扩大，除了基础设施建设和化债以外，支持地方政府收购存量商品房用于保障性住房。其中部分新增地方专项债限额将2024年四季度提前下达，按照全年新增额度的60%测算，预计可提前下达的地方专项债额度将达到2.4万亿左右。有利于尽早形成实物工作量，创造新的增量需求，拉动基建等相关领域投资增长，带动民间投资，扩大就业和刺激消费，促进投资和消费之间形成良性循环。

三、货币政策坚持支持性立场，降准、降息仍有空间

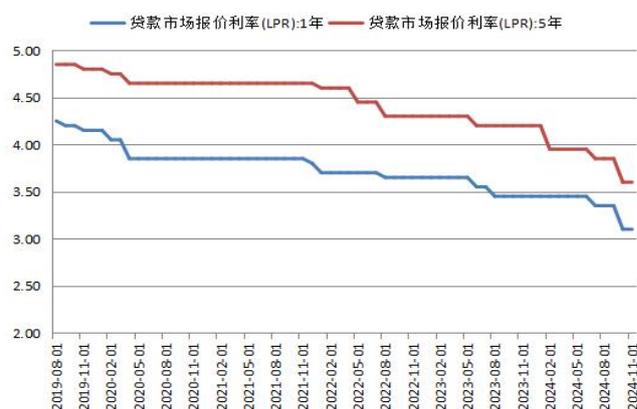
央行2024年三季度货币政策执行报告指出，外部环境的不确定性增多，世界增长动能总体放缓，国内经济仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。强调把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。央行行长潘功胜在中国金融论坛年会上表示，2025年将继续坚持支持性的货币政策立场和政策取向，综合运用多种货币政策工具，加大逆周期调控力度，保持流动性合理充裕，降低企业和居民综合融资成本。发挥好结构性货币政策工具作用，重点加强对科技创新、绿色金融、消费金融等领域的支持力度，促进房地产市场和资本市场平稳发展。积极推动货币政策框架改革，强化利率政策执行和传导，丰富货币政策工具箱。由此来看，国际环境错综复杂，全球经济面临诸多不确定性，给我国经济带来压力和挑战。为应对外部冲击，完成全年经济增长目标，我国货币政策仍将保持宽松，加大逆周期调节的力度。继续运用降准、再贷款等数量型货币政策工具，保持流动性合理充裕，更加注重发挥价格型政策工具的作用，引导金融机构贷款利率下行，进一步向实体经济让利。

图 27. 金融机构法定存款准备金率仍有下调空间 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 28. 贷款市场报价利率再创新低 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

央行金融统计报告显示，截至2024年10月末，我国人民币存款余额为301.48万亿元，同比增长7%，广义货币供应量M2余额为309.71万亿元，同比增长7.5%。金融机构存款准备金方面，存款性公司准备金余额为211051.8亿元。其中大型金融机构金融法定存款准备金率为9.5%，中小型金融机构存款准备金率为6.5%，金融机构加权平均存款准备金率为6.6%，意味着降准1个百分点，可释放长期资金约2万亿元。金融机构存贷款利率方面，2024年10月18日各期限存款利率迎来新一轮下调，六大国有银行将一年期存款挂牌利率下调至1.1%，二、三、五年期存款利率下调至1.2%、1.5%和1.55%。贷款市场报价利率（LPR）跟随下调，一年期和五年期LPR分别下调25BP至3.1%和3.6%。国家金融监督管理总局披露数据显示，2024年三季度末，商业银行净息差为1.53%，环比下降0.01个百分点，再创历史新低。展望2025年，我国货币政策仍将坚持支持性立场，存款利率有望继续

下调，预计下调幅度在 30BP 左右。有利于降低银行负债成本和稳定存贷利差，引导金融机构贷款利率下行，推动社会综合融资成本下降。此外，为配合超长期特别国债和地方专项债发行，维护银行体系流动性稳定，未来仍有再次降准的可能，预计空间为 0.5-1 个百分点。

第三部分 资产配置

国外方面，特朗普执政将加剧全球贸易摩擦，增加商品流通的成本，推高通胀预期，给世界经济带来诸多不确定性。在此背景下，美联储货币政策可能转向更加中性的立场，预计未来降息的空间将会收窄，随着降息的节奏逐渐放缓，达到中性利率可能需要更长时间。相比美国而言，欧元区经济表现疲软，制造业持续萎缩的形势恶化，且影响逐渐向服务业、商业等其他领域传导。第一大经济体德国已经陷入技术性衰退，未来可能有更多国家步入后尘。美强欧弱的经济格局下，欧洲央行 2024 年已进行 4 次降息，预计未来降息的节奏将快于美联储，从而推动美欧国债利差边际走阔，支撑美元指数走强。展望 2025 年，美联储将于下半年停止缩表，在此之前美元流动性持续收紧的趋势不变，外汇储备不足以及高债务国家仍将面临去杠杆压力，进而引发资本外流、货币贬值、资产价格下跌等风险，金融市场动荡或在所难免，投资者需做好风险应对。

国内方面，特朗普关税政策将对我国出口造成负面影响，外需面临下行压力，成为经济增长的最大拖累项；房地产投资仍将延续下行趋势，但降幅有望边际收窄，对经济增长的拖累有所减弱；消费增长属于慢变量，很大程度上决于居民资产负债的修复和边际消费倾向的改善。进入 2025 年，宏观政策仍将加强逆周期调节，在扩大内需方面持续发力。考虑到前期出台的一揽子货币政策和财政化债方案逐渐发挥效能，叠加潜在增量政策举措陆续出台，我国经济下行压力将在一定程度上缓解，预计全年 GDP 增速略低于 5%。

(1) 股指

从企业盈利和库存周期的关系来看，企业利润和产成品存货同比增速存在显著的正相关性，即企业盈利增速上行，对应被动去库存和主动补库存；企业盈利增速下行，则对应被动补库存和主动去库存。国家统计局公布的数据显示，2024 年 1-10 月全国规模以上工业企业实现利润总额 58680.4 亿元，同比下降 4.3%，降幅较 1-9 月扩大 0.8 个百分点，连续两个月负增长；其中 10 月规模以上工业企业利润同比下降 10%，降幅较上月收窄 17.1 个百分点。分行业来看，煤炭、石油、天然气开采等上游原材料加工业利润同比降幅扩大，纺织、家具、化学纤维等下游制造业利润增长继续放缓，汽车、专用设备、电气机械等高端和装备制造业利润同比转负。1-10 月产成品存货同比增长 3.9%（前值 4.6%），增速连续 3 个月回落，创 6 月以来新低。数据表明，受需求下滑以及大宗商品价格下跌的拖累，上游原材料加工业利润明显承压。由于终端需求疲软，企业经营压力依然较大，生产成本难以向下游消费者转嫁。部分行业产能过剩，产品价格“内卷”严重，企业利润空间被压缩，增收不增利的现象依然存在，不得不主动减少产量和降低库存。从库存周期来看，2003-2023 年，我国共经历了 6 轮库存周期，平均持续时间为 40 个月左右。最新一轮库存周期始于 2023 年 7 月，至今已持续 17 个月，随着利润增速由升转降，企业由被动补库存进入主动去库存阶段。

从企业融资成本的角度来看，2024 年我国央行分别进行了两次降准和三次降息，金融机构存款准备金率累

计下调 1 个百分点，一年期贷款市场报价利率（LPR）累计调降 35 个基点，五年期 LPR 累计下调 60 个基点。根据国家金融监管总局公布的数据，2024 年前三季度，全国新发放普惠型小微企业贷款平均利率 4.42%，较 2023 年下降 0.35 个百分点。中央经济工作会议对 2025 年工作进行了系统部署，强调要实施适度宽松的货币政策，发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。进入 2025 年，我国货币政策仍将坚持支持性立场，预计存款利率有望继续下调，引导金融机构贷款利率下行，推动社会综合融资成本下降，进一步向实体经济让利。此外，为配合超长期特别国债和地方专项债发行，维护银行体系流动性稳定，帮助化解地方债务风险，未来存在进一步降准的必要性，无风险利率仍有下降空间，分母端有利于提升股指的估值水平。

进入 2025 年，特朗普关税政策给全球经济带来不确定性，我国出口面临下行压力，外向型企业经营风险加大，影响可能从下游制造业向上游原材料加工业传导，企业利润将受到收入和成本端的双重挤压。为对冲经济下行风险，缓解企业经营压力，减税降费、降息降准等逆周期调节政策将继续实施。由此来看，股指的估值主要受分子端企业盈利增速下滑的拖累，而分母端的支撑，主要来自宏观政策预期推动下风险偏好的回升。展望 2025 年，在企业盈利尚未显著改善之前，预计股指维持宽幅震荡的可能性较大，长期能否走出上升趋势，关键取决于需求恢复、各项政策落实的情况和实际效果。

（2）债券

随着海外货币紧缩政策的负面影响持续显现，欧美等主要发达国家以及部分新兴市场国家开启新一轮降息周期。美联储 2024 年累计降息 100 个基点，预计未来将采取谨慎和渐进的降息策略，逐渐向中性利率水平靠拢。全球央行进入降息周期，将在一定程度上缓解人民币汇率贬值压力，为我国货币政策提供更多可操作的空间。展望 2025 年，为应对中美贸易摩擦对我国经济的冲击，货币政策的立场由“稳健”转向“适度宽松”，未来仍有进一步降准和降息的空间，预计 10 年期国债收益率重心有望继续下移，波动区间在 1.5%-2% 区间。

（3）黄金

布雷顿森林体系瓦解后，黄金与美元脱钩，长期以来，二者之间形成此消彼长的关系。此外，黄金作为一种无息资产，其价格还受到实际利率的影响，当实际利率上升时黄金趋于下跌，反之当实际利率下降时，黄金倾向于上涨。从中长期来看，黄金价格的走势主要取决于美元和实际利率的变化。

美元作为世界货币的锚，除了受美国经济以及货币政策等自身因素的影响，还受到欧洲、日本等 G7 国家经济和货币政策的影响。美国 2024 年大选尘埃落定，考虑到特朗普当选后的政策主张将刺激美国经济增长，推高通胀预期，美联储不得不将此纳入货币政策考量，重新调整或修改对未来利率前景的预测。由此来看，美国潜在经济增速可能上升，中性利率也将水涨船高，意味着美联储未来降息的空间收窄，降息节奏将进一步放缓。相比美国而言，欧元区经济表现疲软，制造业持续萎缩的形势恶化，且影响逐渐向服务业、商业等其他领域传导。美强欧弱的经济格局下，欧洲央行 2024 年已进行 4 次降息，预计未来降息的节奏将快于美联储，从而推动美欧国债利差边际走阔，支撑美元指数走强。

此外，美联储于 2024 年 6 月开始放缓缩表步伐，但仅代表美元流动性减少的速度放慢，并不改变流动性持续收紧的趋势。当前美联储资产负债表仍在以每月 600 亿美元的速度缩减，根据纽约联储相关报告测算，美联储

可能在 2025 年 6 月末停止缩表。在此之前，美元流动性仍将持续下降，高债务国家将面临去杠杆压力，引发货币贬值、资产价格下跌等连锁反应，预计 2025 年美元指数多数时间仍将保持强势。

综上所述，特朗普执政将刺激美国经济增长，推高通胀预期，美联储降息节奏将进一步放缓，达到中性利率可能需要更长时间。如果实际利率长期维持在高位，对于无息资产来说，意味着持有成本增加，黄金的吸引力将会下降。此外，特朗普当选后承诺将结束俄乌冲突，寻求推动巴以和谈的解决方案，俄乌和中东地缘局势有望缓和，避险情绪将明显降温。展望 2025 年，黄金中期或面临阶段性调整，建议维持逢高偏空思路。

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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引致的任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698
邮编：400010
地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8