

转向新周期

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

报告要点

2025 年将从政策预期逐渐走向现实博弈，国内外也将转向新的宏观周期。上半年宏观环境相对有利，下半年外部压力上升，国内价格信号企稳是关键。预计权益弹性大于商品，债券跟随机构配置需求和货币政策节奏。

摘要：

2024 年国内外重要政策变量相继确认，国内新的政策思路和海外宏观环境逐渐清晰，在国内超预期逆周期政策和流动性推动下，市场预期改善、风险偏好明显提升。政策信号落地后，2025 年将从预期逐渐走向现实，国内外也将转向新的宏观周期。

国内宏观主线从政府、企业、居民先后发力，上半年关注化债效果，下半年关注价格信号改善。国内财政加杠杆明年预计 2.8 万亿元化债资金减轻地方政府和企业的资金负担，释放民生类支出和经济发展能力，信贷数据有望反弹。库存去化预期指引明年房价大概率企稳，下半年随着房地产市场修复，市场信心进一步企稳，通缩的局面有望缓解。由于本轮地产政策思路优化存量、严控新增，国内投资对大宗商品新增需求拉动有限，且出口面临回落风险，因此通胀反弹的幅度短期可能相对有限，稳健走出通缩还需政策持续支持、改善就业和收入预期并扩大对消费的增量刺激空间。

海外关注美国新政府政策实施带来的通胀预期变化对美联储货币政策的影响以及出口实际冲击情况。一方面，我们维持 2025 年上半年美国经济软着陆的预期，下半年观察特朗普政策落地情况，预计美联储可能还有 2 次降息机会，但通胀预期反弹正在减小降息的空间和放缓降息节奏，美联储政策大概率根据数据相机抉择。另一方面，全球贸易和资本流动进入新格局，若特朗普对华 60%全面进口关税加征落地，劳动密集品和消费品将受到冲击，同时我国外需结构转移。2025 年一季度可能为我国“抢出口”重要窗口期，我们预计 2025 年出口增速或在 3.2%左右，节奏前高后低。

2025 年二季度逐渐从政策预期转向现实博弈，上半年宏观环境相对有利，下半年外部压力上升，国内价格信号企稳是关键。在房价止跌、走出通缩之前，政策端会不断刺激，因此国内资产仍然存在政策博弈、修正预期的过程，第一个阶段是 3 月两会之前。但是，如果基本面持续跟不上节奏，那么资产波动也会放大。债券第一波配置机会在年初受益于流动性宽松，下半年有待基本面验证。下半年随着特朗普政策相继落地起效，美元和美债利率或偏强，对大宗商品和我国股市形成一定负面扰动。若房价企稳，则以股市为代表的国内资产可以走出更加稳健的行情，商品预计整体弹性有限。如果供应端配合出现限产导致商品库存快速去化，则可能部分商品投资机会上升。

风险提示：国内政策刺激力度和经济修复不及预期，贸易冲击、地缘风险超预期

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

宏观研究组

姜 婧

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

刘道钰

从业资格号：F3061482

投资咨询号：Z0016422

陈健照

从业资格号：F03093837

投资咨询号：Z0020032

目 录

| | |
|--|----|
| 摘要: | 1 |
| 一、政策思路变化是 2024 年最大的宏观变量 | 3 |
| (一) 2024 年顶层政策思路发生变化, 指引我国长期高质量发展方向 | 3 |
| (二) 9 月下旬逆周期政策超预期密集落地, 大力扭转市场预期 | 4 |
| (三) 海外美国大选落地, 特朗普 2.0 相关政策可能会更快推进 | 7 |
| (四) 风险偏好提振, 流动性推动本轮风险资产的上涨行情 | 8 |
| 二、当前我国经济在筑底阶段, 外部仍有时间窗口 | 10 |
| (一) 国内经济当前表现为外需强于内需, 但三驾马车边际上正在发生变化 | 10 |
| (二) 大选落地叠加降息改善美国经济前瞻, 海外降息周期打开国内政策空间 | 14 |
| 三、2025 年宏观展望: 转向新周期 | 15 |
| (一) 国内宏观主线上半场: 财政化债帮助地方政府轻装上阵, 提振企业信心 | 15 |
| (二) 国内宏观主线下半场: 库存去化预期指引明年房价大概率企稳, 关注通胀价格信号的改善 | 17 |
| (三) 海外 2 个核心问题: 2025 年软着陆能否实现, 美联储还有多少降息空间 | 21 |
| (四) 内外联动视角下, 全球贸易和资本流动进入新格局 | 23 |
| (四) 大类资产展望: 明年二季度逐渐从政策预期转向现实博弈, 内需定价资产有待价格信号指引走出区间震荡格局 | 26 |
| 免责声明 | 27 |

一、政策思路变化是 2024 年最大的宏观变量

2024 年是国内外宏观政策的重要转折年，2025 年政策环境将更加清晰。在第二十届三中全会、新“国九条”等顶层设计下勾勒出我国经济未来 5-10 年长期方向，在 9 月政治局会议、一系列国新办会议和 11 月人大常委会的部署下，超强逆周期政策密集落地，大力逆转市场预期，投资信心显著改善。海外美国大选落地，政策博弈的不确定性下降，我国外部环境逐渐清晰。

（一）2024 年顶层政策思路发生变化，指引我国长期高质量发展方向

新的改革思路从经济体制、高质量发展、宏观经济治理、资本市场、对外开放等领域统筹设计，要在进一步全面深化改革中实现长期经济发展目标。首先，根据《关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》，在构建高水平社会主义市场经济体制方面，深化国企改革，为民营企业发展营造良好环境和提供更多机会等。在经济高质量发展方面，因地制宜发展新质生产力，促进实体经济和数字经济深度融合，支持服务业发展，健全现代化基础设施建设体制机制，提升产业链供应链韧性和安全水平等。在宏观经济治理体系方面，强调科学的宏观调控、有效的政府治理，增强宏观政策取向一致性。深化财税体制改革，增加地方自主财力。在城乡融合发展方面，深化土地制度改革。其次，新“国九条”对资本市场高质量发展的框架和路径做出指引，投融资再平衡，更加关注投资者回报、上市公司提升投资价值、加强交易监管、引导中长期资金入市、做好五篇大文章等内容。最后，将有序扩大我国商品市场、服务市场、资本市场、劳务市场等对外开放等，统筹资本市场高水平制度型开放和安全，拓展优化资本市场跨境互联互通机制等。

顶层指引明晰后，具体的政策开始落实，也体现出统筹协调、执行效率、工具创新、预期管理等一系列的新变化，引导市场信心持续改善。一是，不同部门之间的协同效应明显加强，以 9 月下旬以来的国新办一系列新闻发布会为例，几乎都是几个部门联合开会，关于房地产的会议上，住建部与财政部、自然资源部、央行、金融监管局共同出席，央行与财政部也成立国债买卖联合工作组。二是，后续政策落地的速度明显加快，不仅有近期一揽子逆周期政策的“组合拳”，还有“上市公司分红”“市值管理”等上市公司监管指引、《民营经济促进法》（草案）、《关于推动中长期资金入市的指导意见》、《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》等一系列市场基础制度体系政策快速落地。三是，政策工具不断创新，央行创设两项结构性货币政策工具支持股市发展，设立保障性住房再贷款支持商品房收储，开展公开市场国债买卖操作，专项债和特别国债的使用范围不断拓宽等等。四是，预期管理的重要性提升，9 月 24 日新闻发布会上，央行行长提到支持股市的创新货币政策工具时表示“只要这个事儿做得好，第一期 5000 亿元，还可以再来 5000 亿元，甚至可以搞第三个 5000 亿元，我觉得都是可以的，我们的态度是开放的”，10 月 12 日新闻发布会介绍

一揽子增量政策时，财政部长讲到“逆周期调节绝不仅仅是以上的四点，这四点是目前已经进入决策程序的政策，我们还有其他政策工具也正在研究中”“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，预期管理变得常态化，给市场注入强有力的信心。

（二）9 月下旬逆周期政策超预期密集落地，大力扭转市场预期

梳理 9 月 24 日以来一揽子逆周期政策，在资本市场、房地产市场、地方政府债务、金融机构、民生消费等方面连续改变市场预期。

资本市场方面，创新结构性货币政策工具改善流动性，迅速提振市场信心。9 月 24 日，央行首次创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展：证券、基金、保险公司互换便利首期操作规模是 5000 亿元，股票回购增持专项再贷款首期额度是 3000 亿元，目前两项工具都已经实际落地。央行表示，通过这两个工具所获取的资金只能用于购买股票，而且未来可以持续扩大规模。

房地产市场方面，止跌回稳成为明确政策目标。9 月 26 日，政治局会议首次提出要“促进房地产市场止跌回稳”，房地产支持政策密集推出，打出一套“组合拳”。包括调降存量房贷利率、下调二套房首付比例、优化保障性住房再贷款政策、加大“白名单”项目贷款投放规模到 4 万亿、支持盘活存量闲置土地、新增实施 100 万套城中村改造等“四个取消”、“四个降低”、“两个增加”。落实方面，9 月下旬央行已实施降准降息，并下调二手房最低首付比例。10 月份，央行引导商业银行于 2024 年 10 月 31 日前开展一次存量房贷利率批量调整。

地方政府债务方面，化债思路“从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变”。10 月 12 日，财政部宣布一揽子增量政策，包括拟较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，并释放中央财政增加举债的信号。11 月 8 日，新的地方政府隐性债务化解方案宣布，地方政府化债资源增加 10 万亿，包括 6 万亿一次性增加的专项债额度。政策效果“一石二鸟”，一方面，2024-2028 年地方政府需要依靠自身努力化债的规模从 2.86 万亿元减为 4600 亿元，减轻了负担，另一方面，债务置换平均每年减少地方利息支出 1200 亿元左右，地方政府可以腾出更多精力和资源促进经济发展。11 月中旬，新增的 2 万亿用于置换隐性债务的专项债开始发行。由于今年 8 月以来新增专项债加快发行，9 月广义财政支出随之加快。其中，9 月广义财政支出 40158 亿元，同比增长 12.6%，远高于前值 8.8%；广义财政支出与收入之差为 2.08 万亿，同比多 4796 亿元。

金融机构是连接实体经济的桥梁，本轮政策注重提升金融稳定性。作为增量政策举措的一部分，财政部表示将发行特别国债支持国有大型商业银行补充

核心一级资本，提升银行抵御风险和信贷投放能力。

促消费和惠民生方面，重点做好重点人群就业工作，稳定收入预期。重点提及加大对重点群体的支持保障力度，将针对学生群体加大奖优助困力度，有利于稳定青年就业，改善青年群体消费预期。此外，今年的 3000 亿元超长期特别国债支持设备更新和以汽车家电为主的消费以旧换新等，提升了资金使用效率和稳增长效果。

图表1：9 月 24 日以来国内一揽子逆周期政策梳理汇总

| 来源 | 政策措施 |
|--------------------------------|---|
| 9 月 24 日国新办新闻发布会（央行、证监会、金融监管局） | <p>央行宣布几项重大政策：</p> <p>降准降息：下调存款准备金率 0.5 个百分点，年内可能择机进一步下调存款准备金率 0.25-0.5 个百分点。降低中央银行的政策利率，即 7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点至 1.5%。</p> <p>股市支持：创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。第一项是创设证券、基金、保险公司互换便利；第二项是创设股票回购增持专项再贷款。</p> <p>楼市支持：人民银行会同金融监管总局出台了五项房地产金融的新政策。一是引导银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近。二是将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%，统一首套房和二套房的房贷最低首付比例。三是将年底前到期的经营性物业贷款和“金融 16 条”两项政策文件延期到 2026 年底。四是优化保障性住房再贷款政策。五是支持收购房企存量土地。研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地。</p> |
| 9 月 26 日中央政治局会议 | <p>会议强调，要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。</p> |
| 10 月 8 日国新办新闻发布会（发改委） | <p>（1）10 月底将提前下达明年 1000 亿元“两重”项目清单和 1000 亿元中央预算内投资计划；（2）督促有关地方到 10 月底，完成今年剩余的大概 2900 亿元地方政府专项债额度发行工作；（3）扩大地方政府专项债支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模和比例；（4）建立支持小微企业融资协调机制，指导金融机构按照市场化原则提供融资支持，努力做到应贷尽贷；（5）大力引导长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市的堵点，支持上市公司并购重组等；（6）地方管网建设改造未来 5 年预计达到总量 60 万公里，总投资需求 4 万亿，优先支持地下管网建设项目。</p> |
| 10 月 12 日国新办新闻发布会（财政部） | <p>财政部部长表示，近期陆续推出一揽子有针对性增量政策举措。主要包括以下几个方面：</p> <p>一是加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度。</p> <p>二是发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。</p> <p>三是叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。</p> <p>四是加大对重点群体的支持保障力度，针对学生群体加大奖优助困力度。</p> <p>此外，还有其他政策工具也正在研究中。比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。</p> <p>住建部会同多个部门，打出一套“组合拳”，推动房地产市场止跌回稳。“组合拳”包括：</p> |
| 10 月 17 日国新办新闻发布会（住建部等） | <p>“四个取消”，即因城施策，取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。</p> <p>“四个降低”，就是降低住房公积金贷款利率 0.25 个百分点；降低二套房贷最低首付比例到 15%；降低存量贷款利率；降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。</p> <p>“两个增加”，一是通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造。二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。</p> |
| 11 月 8 日人大常委会新闻发布会 | <p>未来 5 年通过四类方式化债，2024-2028 年，地方需消化的隐性债务从 14.3 万亿大幅降至 2.3 万亿。</p> <p>第一，6 万亿隐性债务通过一次性增加的专项债额度化解，2024-2026 年每年 2 万亿。此次人大常委会批准将 2024 年末地方政府专项债务限额将由 29.52 万亿元增加到 35.52 万亿元，新增 6 万亿额度。</p> <p>第二，4 万亿隐性债务通过每年新增的专项债额度化解，2024-2028 年每年 8000 亿。</p> <p>第三，2 万亿的棚户区改造隐性债务在 2029 年及以后年度到期，仍按原合同偿还。</p> |

第四，2.3 万亿隐性债务依靠地方自身努力化解，2024-2028 年每年 4600 亿。

资料来源：国新办，中国政府网，全国人大常委会办公厅，中信期货研究所

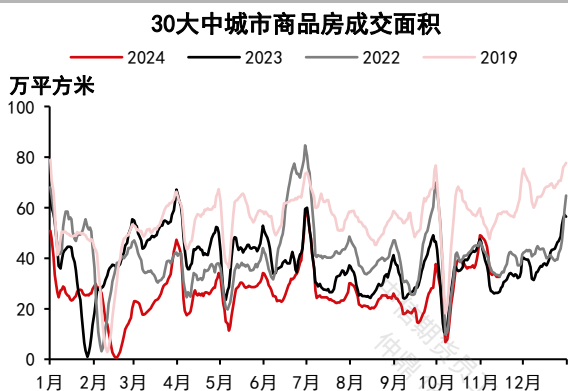
图表2：政策落地情况

| 政策类型 | 政策落地情况 |
|------|---|
| 降准降息 | 9 月 27 日，央行宣布降准 0.5 个百分点。 9 月 29 日，7 天期 OMO 利率调降 20BP 至 1.5%。 10 月 21 日，1 年与 5 年期 LPR 均下调 25BP。 |
| 楼市支持 | 9 月 24 日，首套、二套住房商业性个人住房贷款的最低首付款比例统一为不低于 15%，各地因城施策。 10 月，央行引导商业银行于 2024 年 10 月 31 日前开展一次存量房贷利率批量调整。 11 月 12 日，《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策》发布。 |
| 股市支持 | 10 月 10 日，央行宣布创设“证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）”。首期操作规模 5000 亿元。 10 月 18 日，央行正式启动证券、基金、保险公司互换便利操作。首批申请额度已超 2000 亿元。 10 月 18 日，央行设立股票回购增持再贷款。 10 月 21 日，人民银行开展了 SFISF 首次操作。本次操作金额 500 亿元，中标费率为 20bp。 |
| 财政工具 | 9 月 25 日，民政部、财政部部署向特困人员、孤儿等困难群众发放一次性生活补助。 10 月 29 日，《关于调整高等教育阶段和高中阶段国家奖助学金政策的通知》发布。 11 月中旬，新增的 2 万亿用于置换隐性债务的专项债开始发行。 |

资料来源：央行、财政部、住建部等，中信期货研究所

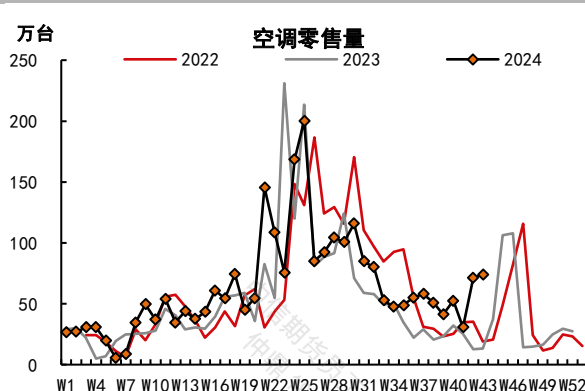
随着政策持续落地见效，9 月以来国内经济持续边际改善。9-10 月中国制造业 PMI 综合指数分别为 49.8%、50.1%，连续 2 个月回升。房地产信心改善，10 月 30 大中城市商品房销售面积环比增加 46%，逆季节性大幅增长。11 月上半月，商品房销售仍维持良好态势，30 大中城市商品房销售面积同比增加 20%，18 城二手房成交面积同比增加 37%。专项债资金的加快落地，9 月以来基建投资增长亦有所加快。1-10 月广义基建投资累计同比增长 9.4%，较 1-8 月增速提高 1.5 个百分点。由于消费品以旧换新效果持续显现，9 月家电类零售额同比增长 20.5%，10 月增速进一步提高至 39.2%。

图表3：地产销售数据初现改善迹象，持续性待观察



资料来源：Wind，中信期货研究所

图表4：受以旧换新影响，空调零售显著上涨



资料来源：Wind，中信期货研究所

（三）海外美国大选落地，特朗普 2.0 相关政策可能会更快推进

特朗普 2.0 的相关政策可能会更快落地。2024 年美国大选中，特朗普以 312 张选举人票获胜，重返总统之位。国会选举中，根据 POLITICO，截至北京时间 11 月 16 日，共和党在参议院 100 个席位中占据 53 个，在众议院 435 个席位中获得 218 票，均超过半数。因此，特朗普领导的共和党获得美国一宫两院全部控制权，完成“横扫”，将有利于特朗普的政策推动。

新一届“美国优先”政府雏形显现，或将全方位贯彻特朗普竞选承诺。两党将以和平方式完成权利交接，特朗普已开始组建过渡团队，未来一段时间将陆续公布其内阁成员意向人选。从候选人列表来看，班底将从贸易、财税、能源、外交与人口，全方位贯彻特朗普竞选承诺。对外，预计特朗普政府姿态偏鹰：特朗普称联合国大使为“美国优先斗士”，其将辅助其处理特朗普对结束俄乌战争和加沙冲突承诺，国务卿候选人历来对华与伊朗强硬，国家安全顾问将聚焦应对亚太地区的安全威胁。对内，特朗普政府将削减政府冗余，管理非法移民：国土安全与边境事务将强调驱逐对安全和秩序构成威胁的非法移民，环保署将帮助推进特朗普的能源政策，包括减少管制以加速石油和天然气生产，美国政府效率部旨在削减官僚主义与过度监管。

预计特朗普过渡团队组建后将与拜登政府团队展开交接工作。此后，特朗普将于 2025 年 1 月 20 日正式举行就职典礼，并向参议院提交国务卿等关键职位的候选人。鉴于共和党“横扫”一宫两院，预计特朗普的提名将面临较少阻碍。随着参议院陆续确认提名，特朗普政府的核心团队将逐步正式到位。

图表5：特朗普内阁候选人

| 姓名 | 职位 | 背景与职责 |
|------------------|-----------------|--|
| 苏西·威尔斯 | 白宫幕僚长 | 特朗普竞选经理之一，以高效的竞选活动著称。预计将为白宫带来秩序和纪律。 |
| 汤姆·霍曼 | 边境事务负责人 | 前移民和海关执法局代理局长，负责监督边境政策，优先处理对安全有威胁的非法移民，支持特朗普加强边境安全的承诺。 |
| 埃莉斯·斯特法尼克 | 联合国大使 | 纽约州共和党国会议员，众议院共和党会议主席，支持“美国优先”外交政策，承诺推动俄乌战争和加沙冲突的结束。 |
| 李·泽尔丁 | 环保署署长 | 前国会议员，支持通过减少环保法规推动石油和天然气的生产，以实现特朗普的能源政策目标。 |
| 马尔科·卢比奥 | 国务卿 | 佛罗里达州参议员，可能成为首位拉美裔国务卿，主张对中国、伊朗和古巴等国采取强硬政策，近年与特朗普非干预外交政策保持一致。 |
| 皮特·赫格塞斯 | 国防部长 | 福克斯新闻评论员，反对五角大楼“觉醒”政策，主张清除被认为支持多样性政策的军方领导，旨在改革军队。 |
| 迈克·沃尔兹 | 国家安全顾问 | 退役绿色贝雷帽军官和国会议员，批评中国在亚太地区的活动，将负责协调国家安全政策，应对亚太地区潜在的冲突威胁。 |
| 埃隆·马斯克、维韦克·拉马斯瓦米 | 政府效率部负责人 | 马斯克和拉马斯瓦米将领导新设的部门，旨在削减政府繁文缛节，精简开支，推动政府机构结构性改革。 |
| 克里斯蒂·诺姆 | 国土安全部长 | 南达科他州州长，以抗疫期间反对口罩令而闻名，负责边境保护和灾难应对。将与霍曼合作加强边境安全。 |
| 约翰·拉特克利夫 | CIA局长 | 前国家情报总监，被视为特朗普忠实盟友，预计将在CIA推行符合特朗普政策的情报措施。 |
| 斯科特·贝森特 | 财政部长候选人 | 特朗普经济政策顾问，支持自由放任的经济政策，但也支持特朗普以关税作为谈判工具的立场。 |
| 罗伯特·莱特希泽 | 贸易事务负责人、财政部长候选人 | 特朗普前贸易代表，主张使用关税保护美国贸易利益，可能继续担任贸易事务负责人。 |
| 琳达·麦克马洪 | 商务部长候选人 | WWE联合创始人，前小企业管理局局长，支持特朗普并协助管理选后过渡团队，可能会出任商务部长。 |
| 迈克·李 | 司法部长候选人 | 犹他州参议员，曾在选举争议中支持特朗普，公开表达对选举和“1月6日”事件的质疑，可能会推进符合特朗普立场的司法政策。 |
| 卡什·帕特尔 | 国家安全相关职位候选人 | 特朗普的忠实支持者，曾担任多个高级职位，但因争议性可能会在需要参议院确认的职位上遇到阻碍。 |

资料来源：根据新闻整理，中信期货研究所

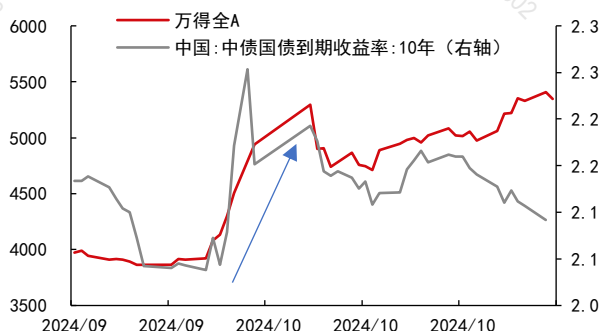
（四）风险偏好提振，流动性推动本轮风险资产的上涨行情

从资产表现看，国内商品和权益的风险偏好同步改善，利率受股债跷跷板影响先上后下。权益方面，股指于9月24日当日开始上行，以万得全A为口径，其最高涨幅达38%。在9月底到10月上旬的快速趋势上行阶段，内需高相关的板块弹性更高，随后市场跟随政策预期博弈进入高波动阶段，成长板块受到资金关注。利率方面，9月最后一周10年期国债利率从2.06%快速上行至2.24%，股债跷跷板效应明显，债券类理财产品承受赎回压力。10月8日以后，市场分歧加大，10年期国债利率从2个月高位回落，债市在流动性宽松环境下体现对经济预期和货币政策的博弈，窄幅区间波动。商品同样受到宏观预期驱动，但整体弹性小于股市。其中，黑色系与内需基本面最为相关，涨幅最为明显，螺纹钢最高涨幅达15%，铁矿石最高涨幅达25%，玻璃最高涨跌幅达33%。与之对应的是权益板块中地产行业指数表现良好，最高涨跌幅达49%，远高于整体指数。

中信期货研究|2025 年度宏观策略报告

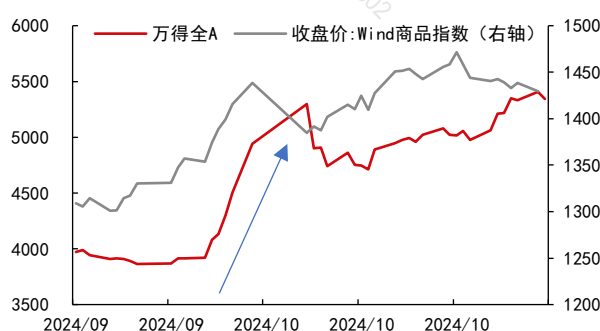


图表6：9月24日后股债表现



资料来源：Wind，中信期货研究所

图表7：9月24日后股商表现

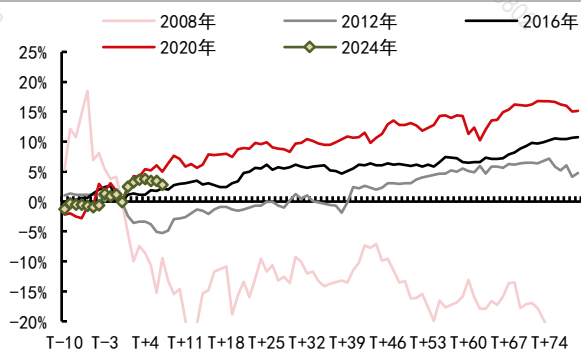


资料来源：Wind，中信期货研究所

海外定价资产方面，“特朗普交易”具有滞涨特征，体现为与通胀和流动性定价权重高的美债、美元有向上弹性，经济属性定价权重高的铜有一定承压，美股、贵金属在同时有利好和利空因素下保持一定韧性。有色方面，2024 年铜价格变化与全球金融压力指数高度相关，体现市场对于软着陆预期的交易。能源方面，特朗普能源独立以及需求下行的担忧均对油价产生一定负面压制。

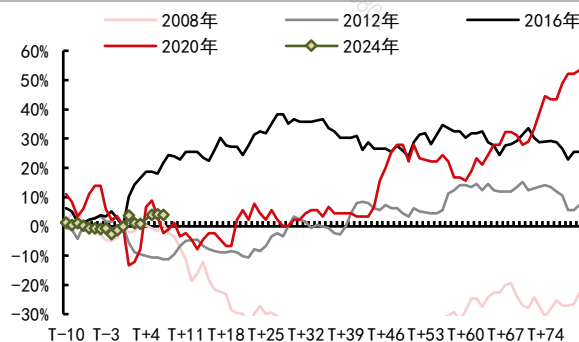
当前海外资产走势与上一轮特朗普胜选时相似，铜与原油走势存在差异。对于铜价而言，今年铜价宏观交易的主逻辑为软着陆预期，即交易降息使美国经济企稳，铜价对软着陆路径已有部分定价。而特朗普胜选引发市场对于通胀上行进而无法顺利降息实现软着陆的担忧，因此受到负面影响。对于油价而言，2016 年受 OPEC、俄罗斯等减产预期影响，油价走势更强，当前特朗普有意释放传统能源且流动性预期边际变化对油价形成压制，但原油仍然存在地缘支撑。

图表8：大选后美股走势（以大选日为起点）



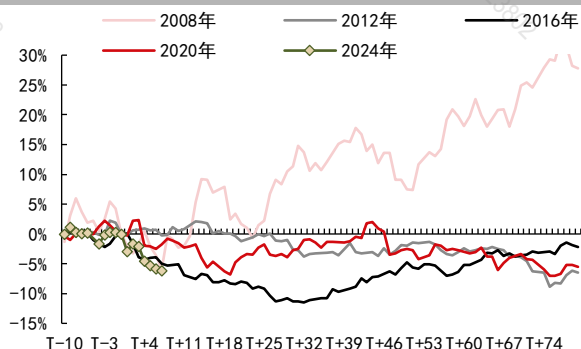
资料来源：Wind，中信期货研究所

图表9：大选后美债走势（以大选日为起点）



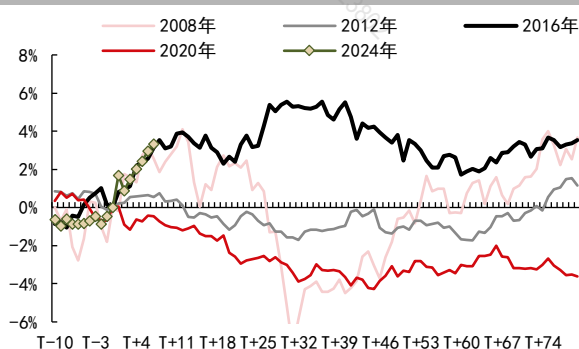
资料来源：Wind，中信期货研究所

图表10：大选后黄金走势（以大选日为起点）



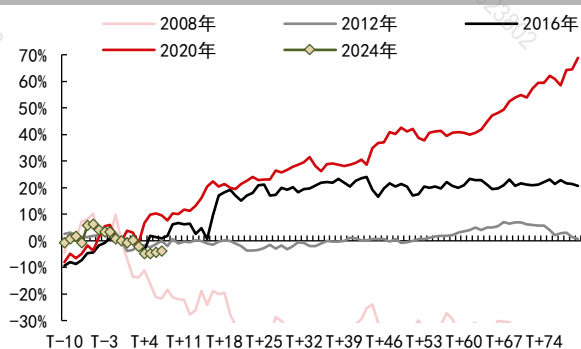
资料来源：Wind，中信期货研究所

图表11：大选后美元走势（以大选日为起点）



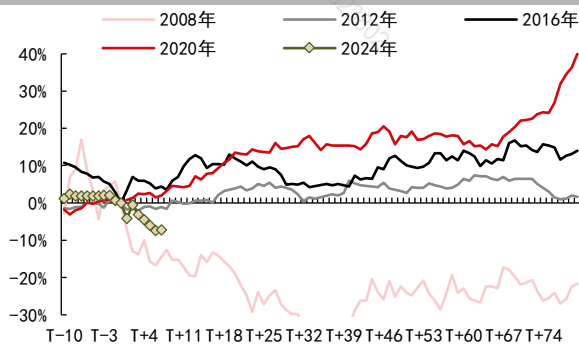
资料来源：Wind，中信期货研究所

图表12：大选后原油走势（以大选日为起点）



资料来源：Wind，中信期货研究所

图表13：大选后铜走势（以大选日为起点）



资料来源：Wind，中信期货研究所

二、当前我国经济在筑底阶段，外部仍有时间窗口

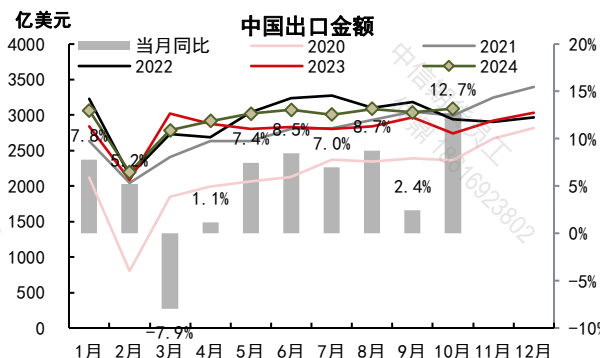
进入四季度之后，我国内外环境均迎来较大变化，国内政策预期迎来大转变，海外美国大选尘埃落定，随着特朗普上台，我国外贸环境面临挑战。10月基本面出现部分边际改善迹象，全面企稳还需时间，后续国内三驾马车预计将面临不一样的变化。

（一）国内经济当前表现为外需强于内需，但三驾马车边际上正在发生变化

今年以来我国出口保持相对强势的状态，在内需修复相对缓慢的阶段，成为拉动我国经济的主要分项。一方面，截至今年前10个月，按美元计价，前10个月我国进出口总值5.07万亿美元，增长3.7%。其中，出口2.93万亿美元，增长5.1%；进口2.14万亿美元，增长1.7%；贸易顺差7852.7亿美元，扩大15.8%。今年出口保持强势的核心原因，一方面受益于人民币相比去年而言有所贬值，汇率优势叠加企业纷纷转向出海，除欧美以外其他地方出口增速持续保

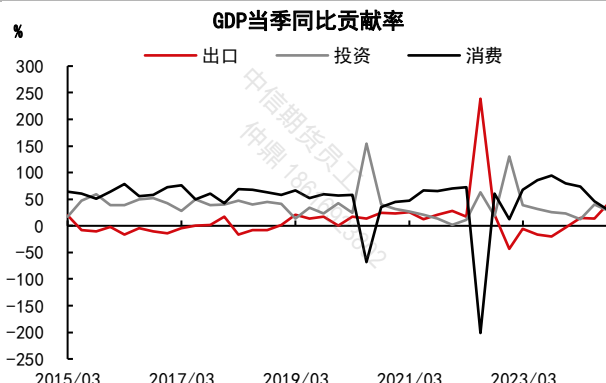
持高增。另一方面我国新三样等新兴产品具备显著的成本优势，对外有明显的吸引力，相关产品高增保证我国出口仍能维持增长势头。另一方面，从对 GDP 当季同比贡献率来看，出口从一季度的 14.5% 上涨至第三季度的 42.9%，除疫情以外首次反超投资和消费的贡献率，反映当下外需的重要性相比往年已显著增加。在内需修复相对缓慢的阶段，后续需重点关注外需持续性以及潜在风险。

图表14：2024 年中国出口金额累计同比上涨超过 5%



资料来源：Wind、中信期货研究所

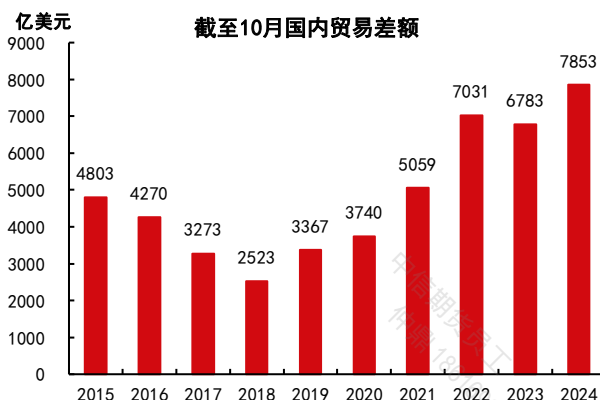
图表15：当前出口对 GDP 贡献率持续提升，已超过投资和消费



资料来源：Wind、中信期货研究所

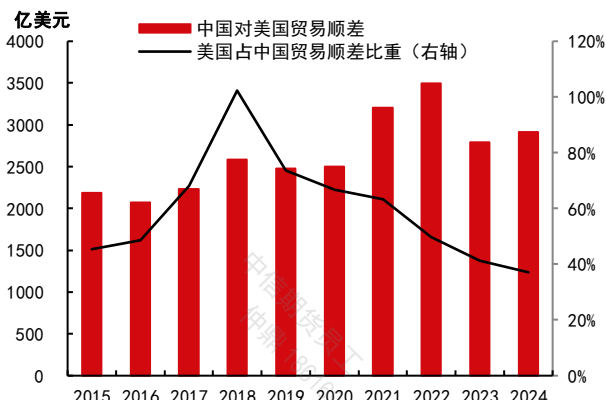
中国对美国贸易顺差规模高于 2018 年，潜在关税压力不容小觑。特朗普正式当选美国新任总统，其竞选过程中表态若再次当选将考虑对所有中国进口产品征收高达 60% 的关税、取消中国特惠国待遇。从潜在风险的角度来看，当前国内贸易顺差创下历史新高，其中美国在其中占比仍有接近 40%，是我国对外最大贸易顺差国。虽然近年来美国占中国的贸易顺差比重持续回落，但从绝对量来看仍然比上一轮贸易战更高，这意味着后续加征关税的压力在未来持续提升。

图表16：截止 10 月国内贸易顺差创下历史同期高位



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表17：中国对美国贸易顺差占比持续下滑

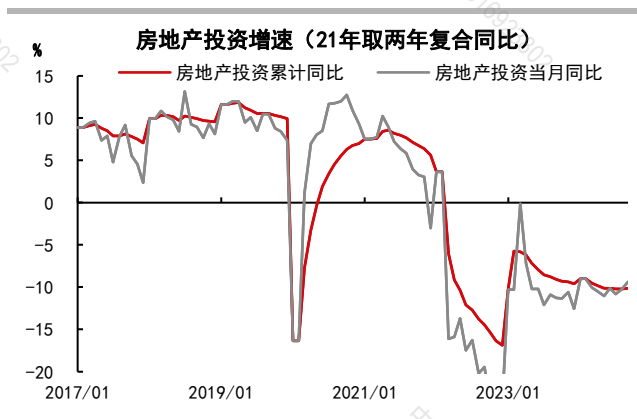


资料来源：Wind、中信期货研究所

地产在 2024 年仍然处于低位盘整状态，市场预期正在逐渐修复。在经历了

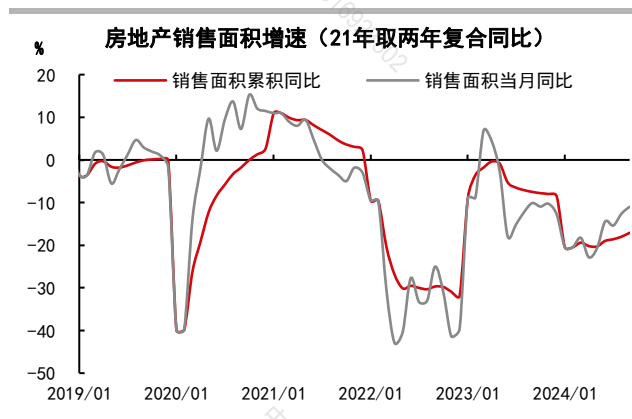
2022 年地产的快速下行以及 2023 年疫情放开后的反弹，整体宏观环境的不稳定影响了地产修复的持续性，进入 2024 年以来，地产整体尚未明显好转，背后的主要原因是国内对房价修复的预期仍未形成。今年 5 月份针对地产领域出台过多次刺激政策，其中包括一线城市放松限购、政府收储等重磅政策，但是对于一个过度悲观的市场而言，政策有效性有所削弱。截至 2024 年 1-9 月地产投资仍然下滑 10%，商品房销售同比跌幅接近 20%，反映房企开发意愿以及居民购房需求尚未被有效激发。在一揽子促进房地产市场平稳健康发展的政策落地后，当前商品房销售相比前期有所修复，尤其是部分城市的二手房成交量在 10 月环比大增，但整体仍然偏弱，距离房价止跌的目标还需政策持续发力。

图表18：当前地产投资仍处于低位



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表19：当前销售相比前期有所修复，但仍然偏弱



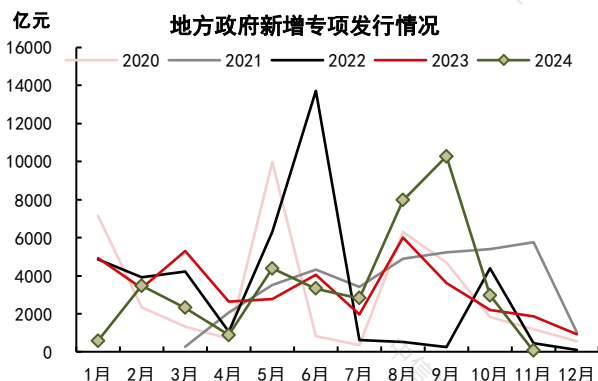
资料来源：Wind、中信期货研究所

随着近期专项债加速发行，基建增速有所回升。从资金端来考虑，2024 年上半年基建投资增速回落的核心原因是专项债发行增量明显减少，上半年新增专项债同比下降接近 30%，对实物工作量有所拖累。进入 7 月后，新增专项债发行同比明显加速，项目方反馈需求明显上涨。此外，从项目的角度来看，9 月重大项目开工投资额环比出现反弹，边际上对开工量有一定提振。在资金和项目的共同作用下，9 月基建增速显著反弹，1-9 月基建累计同比为 9.3%（前值 7.9%）。根据财政部表示，今年后三个月各地仍有 2.3 万亿元专项债券资金可使用，10 月以后实物工作量或比当前有所好转。综合来看，2024 年全年基建增速有望维持在 9-10%，高于前值。

中信期货研究|2025 年度宏观策略报告

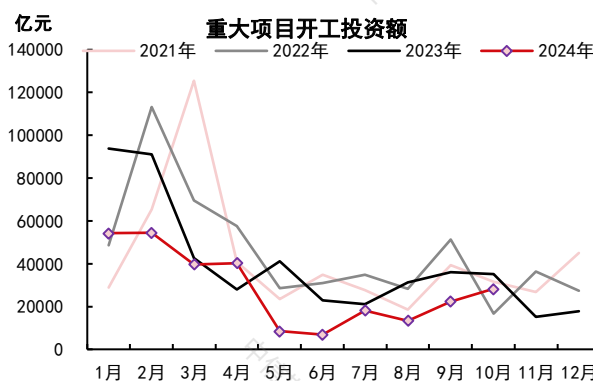


图表20：目前新增专项债发行约 39016 亿元，同比上涨 1%



资料来源：Wind、中信期货研究所

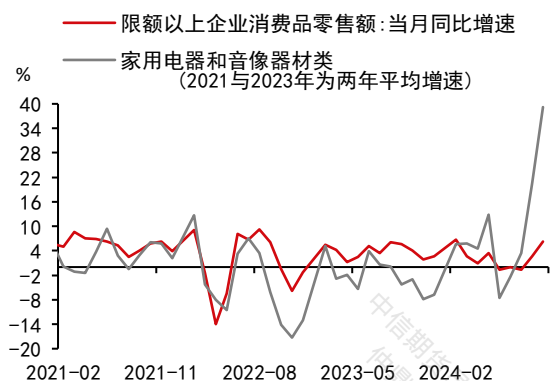
图表21：今年 1-10 月全国新开工项目总投资额同比下滑 35.4%



资料来源：Wind、中信期货研究所

消费整体呈现弱修复的态势，“以旧换新”正在成为破局关键。首先，2024 年前三季度社零总额为 35.4 万亿元（同比+3.3%），相比 2023 年超过 10%的增速，今年以来整体呈弱复苏态势。究其原因，主要是受居民当前收入增长趋势放缓以及未来对经济整体预期偏弱所影响，进入 2024 年我国城镇居民人均可支配收入累计同比上涨 4.5%，相比 2023 年有所下滑，相比疫情前下行幅度更大。在当下居民收入信心尚未修复的情况下，消费积极性反弹弹性相对偏弱。其次，7 月 24 日，国家发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。受相关政策拉动，后续汽车及家电的零售额均出现明显反弹。最后，考虑到未来几年针对消费相关的刺激政策预计会持续出台，明年需求有望相比今年进一步复苏。

图表22：家电销售高景气带动社零数据回升



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表23：2024 年人均可支配收入增速有所放缓



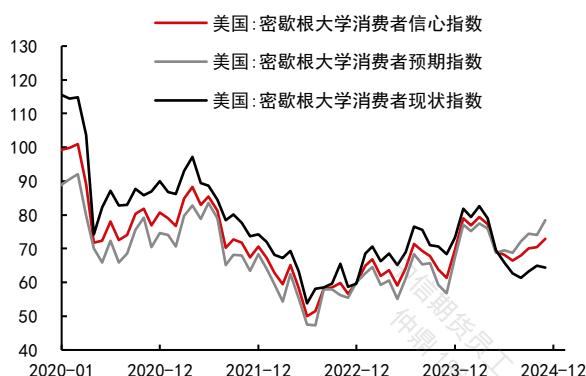
资料来源：Wind、中信期货研究所

（二）大选落地叠加降息改善美国经济前瞻，海外降息周期打开国内政策空间

前三季度，美国消费支出保持高增，为 GDP 增速主要贡献。细分当中，服务消费支出增速平稳增长，商品消费支出震荡走高。随着美国消费者信心进一步修复，个人消费支出平稳增长料将带动职位空缺以及美国新增非农人数趋势止跌企稳。劳动力市场现实层面稳定又将反馈至消费者对就业的感知，改善收入预期，进而形成正向反馈。

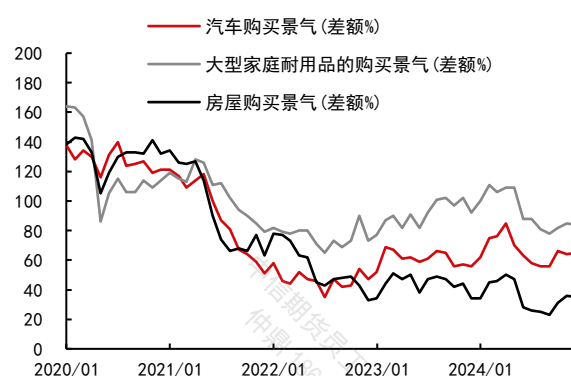
2024 年美国消费者信心探底回升，大选落地进一步改善消费者预期。9 月美联储超预期降息 50bp 开启本轮降息周期，美国消费者现状指数企稳回升。消费者耐用品购买景气与消费者现状指数走势同步，汽车、家庭耐用品、房屋购买景气于今年 8 月探底回升。截至 11 月，耐用品总体购买景气震荡上扬。贡献拆分来看，与价格相关购买景气回升，与利率相关购买景气磨底。后续随着美联储继续降息，价格与利率对于商品消费约束有望进一步松绑，带动需求回暖。

图表24：美国消费者预期上行



资料来源：Wind，中信期货研究所

图表25：汽车和大型家庭耐用品购买保持景气



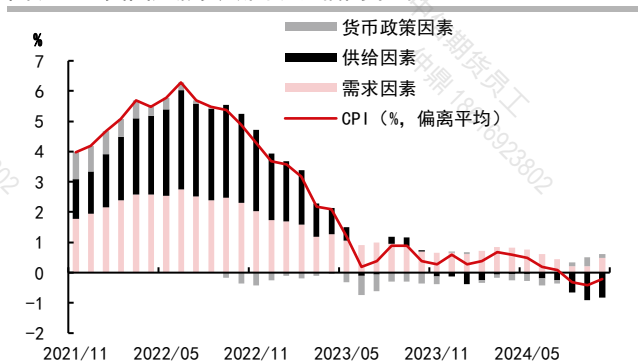
资料来源：Wind，中信期货研究所

美国就业存在结构性放缓，整体数据保持韧性。观察行业细分，我们发现美国就业松动主要来自于信息业就业调整以及采矿业与制造业就业下滑，在教育、医疗及休闲酒店业等服务行业就业人数趋势仍保持相对稳健。10 月美国新增就业数据大幅下降，受飓风和波音员工罢工扰动较大；薪资透露新增非农走弱可能更多来自劳动力供给的下滑而非用工需求端的萎缩；叠加 10 月失业率维持 4.1%、退出“萨姆规则”警戒线，指出美国劳动力市场仍存韧性。消费者对劳动力市场的预期也有所改善，仅 28%的消费者预期失业率在未来一年会上升，为两年多来最低比例。

对于通胀而言，三季度美国通胀延续下行趋势。分项指标显示商品相关通胀拖累趋于收窄，服务分项高位下探。商品方面，耐用品指标年内持续保持同比负增长，降息环境下需求有望回暖。服务方面，周期末在建住宅同比下探，房价下行料带动通胀指标里的居住分项降温。往后看，美国商品项通胀与服务项通胀分歧收敛，需求因素与供给因素博弈，通胀或回落至 2%附近。

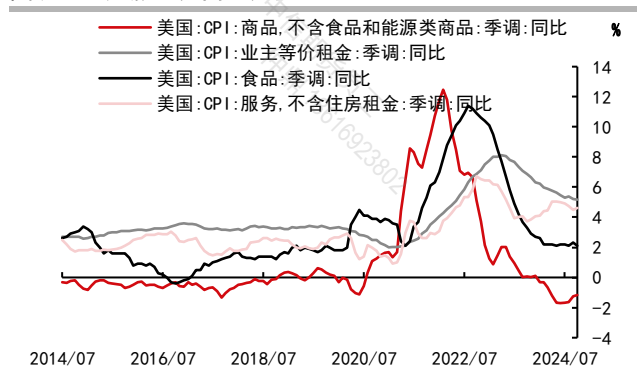
预计今年美联储总共降息 100bps，美国政策利率下调有利于减轻我国外部流动性压力以及维持汇率稳定。继 9 月 50bps、11 月 25bps 降息后，美联储政策利率下降至 4.50%-4.75%。根据 CME Fedwatch，市场预期大概率 12 月议息会议还有 25bps 的降息。今年美联储货币政策的变化显示美联储在价格稳定和充分就业的双重使命中，当前更关注就业市场表现。今年 5-9 月，市场提前交易美联储降息预期，10 年期美债收益率 4.7%下行至 3.6%，美元指数三季度趋势下行，9 月人民币汇率升值接近 7.0 关口，市场信心提振的同时也为一揽子逆周期政策大规模推出创造有利环境。

图表26：美国通胀贡献因素及偏离平均值



资料来源：Bloomberg，中信期货研究所

图表27：通胀细分同比走势



资料来源：Wind，中信期货研究所

三、2025 年宏观展望：转向新周期

明年国内关注财政化债和走出通缩两条主线，海外关注通胀预期变化对美联储货币政策的影响以及出口实际冲击情况。

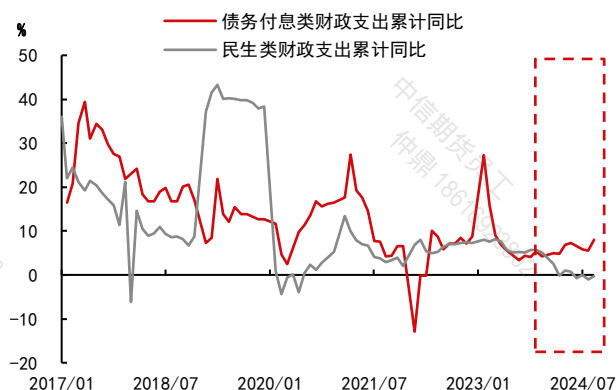
（一）国内宏观主线上半场：财政化债帮助地方政府轻装上阵，提振企业信心

明年上半年的财政重点或是帮助地方政府和企业减负，财政化债后释放精力和资金的效果逐渐显现，对于经济增长是个积累量变的过程。11 月 8 日，全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，财政部部长蓝佛安介绍，全国人大常委会批准增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。此外从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。地方政府新增的十万亿化债资金在未来 3-4 年内成为让地方政府轻装上阵的重要支持。

缓解偿债压力释放地方政府民生类支出空间。对于地方政府而言，当下城投有息负债压力持续上涨，从 2017 年的 13.3 万亿上涨至 2023 年接近 40 万亿，

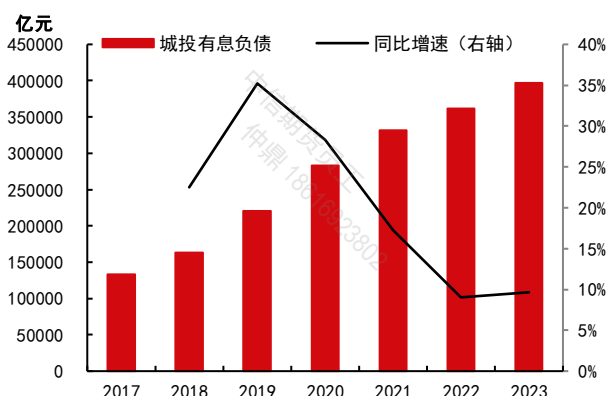
复合增速达 17%，背后反映地方政府偿债压力在过去几年快速上涨。在偿债付息持续上涨的时期，地方政府用于民生类财政支出被压缩。进入 2024 年以来该趋势愈演愈烈，截至 9 月份偿债付息类支出同比上涨 8%，民生类支出累计同比下滑 0.3%。后续随着化债资金持续落地，预计地方政府偿债压力有所缓解，后续加码刺激民生类需求的空间相对充足。

图表28：往年若偿债付息压力过高将挤占民生类支出



资料来源：Wind，中信期货研究所

图表29：近年来城投有息负债持续上涨

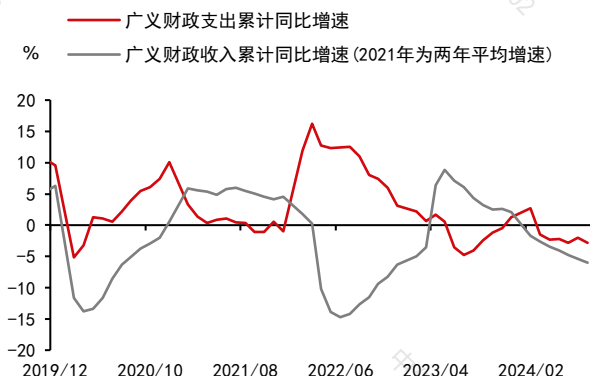


资料来源：Wind，中信期货研究所

财政发力是缓解企业资金压力，稳定企业预期、增强企业信心的重要一环。

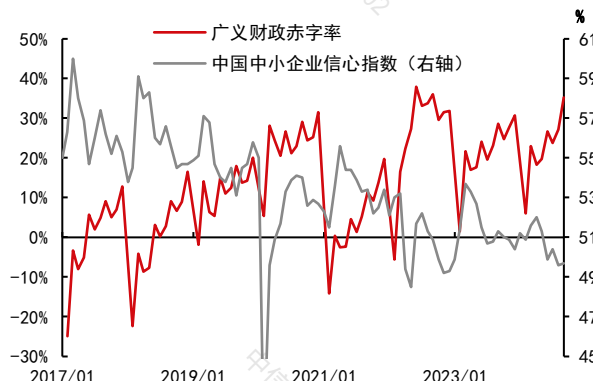
一方面，财政化债资金可以帮助地方政府尽早偿还欠款，缓解企业资金压力，改善企业信心。根据财政部数据，2023 年末，经过逐个项目甄别、逐级审核上报，全国隐性债务余额为 14.3 万亿元，而今年前 9 个月，我国税收收入 13.2 万亿元，今年以来税收累计同比-5.3%持续负增长，地方政府土地出让金收入 3.3 万亿元，累计同比增速为-7.9%。10 月 18 日国务院印发《关于解决拖欠企业账款问题的意见》，对推进解决拖欠企业账款问题作出系统部署，11 月 8 日人大常委会宣布财政直接增加地方化债资源 10 万亿元，除了减轻地方政府负担，也为企业纾困解难，保障企业资金及时回笼。另一方面，根据企业信心指数和广义财政赤字率做比较，我们发现每当企业端信心面临较大下行压力，广义财政端均有较强发力的意愿，且在疫情之后该趋势变得更为明显。随着后续地方政府以及中央政府在财政端持续发力，相关积极信号会传递到企业端，进而形成正循环，带动国内经济进入一个复苏的态势。

图表30：财政收支双弱



资料来源：Wind，中信期货研究所

图表31：通常企业信心指数偏低时财政赤字率会有所上涨



资料来源：Wind，中信期货研究所

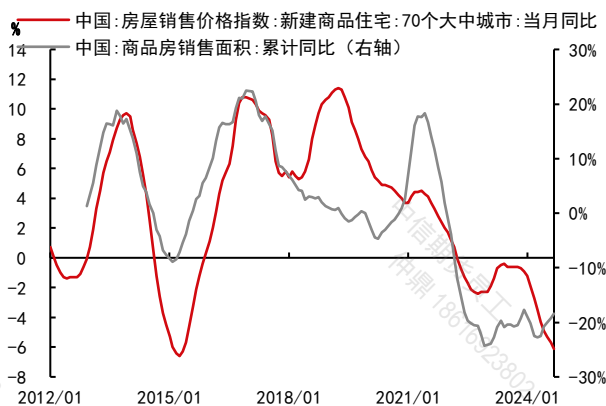
（二）国内宏观主线下半场：库存去化预期指引明年房价大概率企稳，关注通

胀价格信号的改善

明年下半年关注价格信号改善，前期释放精力促发展积累是否会发生质变，即看到房价企稳和通胀数据同比翻正，以及财政的抓手向居民转移。

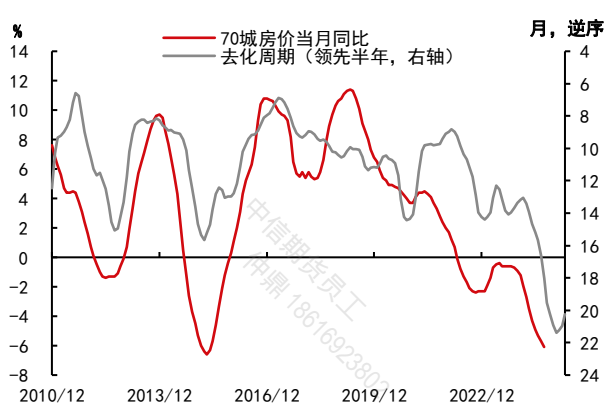
从房价预期波动方向看，库存去化预期指引明年房价大概率企稳。9 月底的政治局会议定调房地产“止跌回稳”成为后续地产的重点目标之后，后续地产相关政策的出台均围绕该核心目标。从历史上来看，库存去化对于地产企稳至关重要。根据房价与商品房去化周期的关联性，我们发现过去每当库存去化以后，房价滞后半年将迎来反弹。对于当前居民的购房需求释放来说，房价企稳预期十分重要，因此我们觉得通过支持收储实现商品库存去化，能在未来有效改变市场对房地产的悲观预期，利好地产止跌回稳。

图表32：过去几轮地产周期均是成交领先房价反弹



资料来源：Wind，中信期货研究所

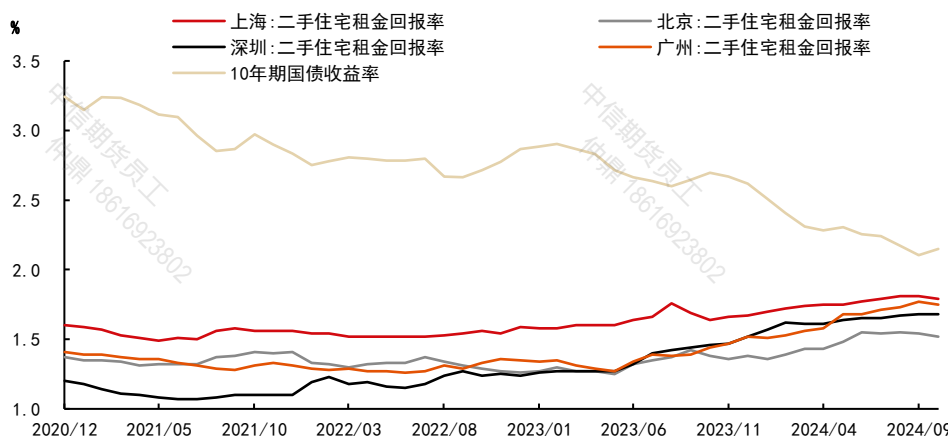
图表33：库存去化周期波动领先房价大概半年左右



资料来源：Wind，中信期货研究所

从房价波动幅度看，整体估值水平尚未调整到位，房价弹性不足。从估值的角度来看，目前一线城市租金回报率与 10 年国债相比，整体均明显低于 2% 的水平。考虑到租金增速在当前宏观背景下较难显著增长，因此从估值上来看房价未来反弹空间也相对有限，预计明年房价在乐观情况下上半年跌幅收窄，下半年价格同比持平微增。

图表34：租金收益率持续偏低抑制房价反弹空间



资料来源：Wind，中信期货研究所

政策刺激下地产迎来修复可以带动整体预期改善，物价有望温和回升，通胀反弹的幅度短期可能相对有限。

首先，地产销售回暖对于通胀改善预期有领先指示意义，不过由于当前地产政策以存量优化、严控增量、止跌回稳为主，对新增需求拉动有限。一方面，止跌回稳体现在当前政府对于房地产引导的方向，从 10-11 月的商品房成交数据可以看到，随着居民对于房价预期有所调整，购房需求释放较为集中，预计销售明年将迎来跌幅进一步收窄。地产销售回暖对于通胀改善有指示意义，历史上看，商品房销售面积对于 GDP 平减指数有半年左右的领先性，伴随商品房销售在政策刺激下逐渐回暖，当前物价通缩的状况有望缓解，GDP 平减指数从-0.71% 或将负值收窄。另一方面，本轮地产销售以存量去库为主，商品房销售对于地产投资的影响弱于以往，而且严控增量体现在允许专项债用于土地储备以及收购存量房，从拉动投资的角度，对大宗商品的边际增量需求非常有限，预计在地产销售明显好转之前，地产投资端仍然面临较大压力。

其次，基建投资拉动需求角度，化债过程中基建增速可能存在下行压力。从 2023 年下半年开始，各地开始新一轮化债任务。回顾过去几轮化债，固投新开工项目投资额同比均出现明显回落，主要集中在 2015、2018 以及 2023-2024 年。根据历史来看，上一轮大型化债集中在 2015-2018 年，基建增速的显著回落也集中在 2018 年，说明短期的新开工增速回落并不会影响年内的基建增速下行，其影响更多是在后续 2-3 年逐渐体现。

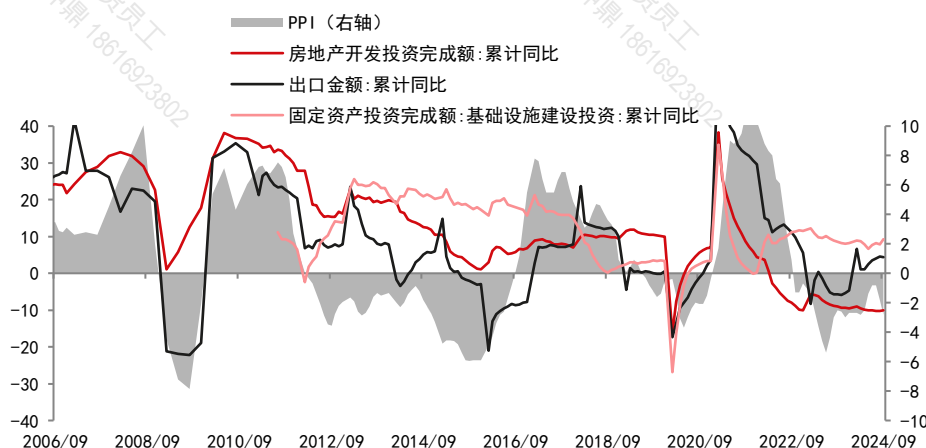
再次，明年出口增速或前高后低，持续走出通缩还需政策在内部持续对冲。

美国关税压力在即，明年一季度或为抢出口窗口期，支撑上半年出口增速。随着关税冲击逐步落地，对我国出口增速的影响也将逐渐显现，进而拖累商品需求。因此，在国内投资和海外出口拉动通胀回升面临一定压力时，2025 年能否持续走出通缩的关键或将取决于未来政策对于消费的增量刺激空间。

此外，内卷式价格竞争以及产能利用率偏低的情况有望缓解，有利于工业品价格企稳回升。2024 年 7 月中央政治局会议明确提出“要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。”相关措施正在逐步落地，光伏产品的价格也因此止跌回稳。随着相关政策的继续推进，2025 年内卷式价格竞争以及产能利用率偏低的情况有望缓解，有利于工业品价格企稳回升。

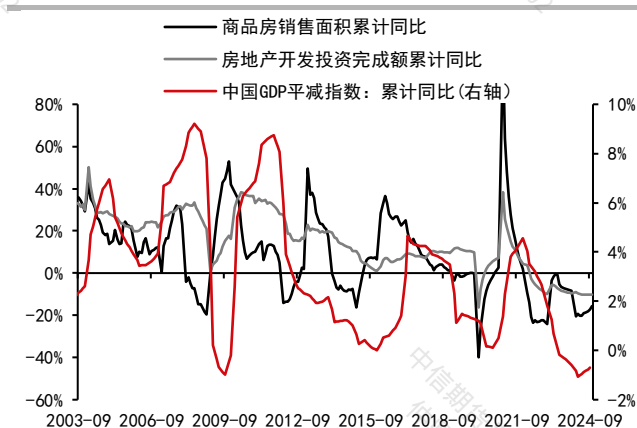
最后，从大宗商品视角看 2025 年通胀，底部有支撑，通胀有望向上修复。CPI 方面，2025 年猪肉价格或先降后升，根据中信期货农业研究团队观点，2025 年前三季度，生猪价格中枢或在供应持续递增的趋势下震荡偏弱运行，四季度需求边际回暖与供应增速下滑有望推动猪价低位回升。此外，CPI 上升的核心还是改善居民的就业和收入预期，稳定青年群体就业信心、房价预期企稳、股市回暖等都有助于提振居民可支配收入进而提升消费意愿。PPI 方面，2025 年原油价格上方空间或大于下方，根据中信期货能源化工研究团队观点，2024 年原油对金融风险 and 衰退预期的计价，使年底价格相对库存已经中度低估。目前油价已接近页岩油完全成本，进一步下跌空间有限。2025 年，如果衰退预期证伪，欧佩克维持减产，则原油从基本面估值角度存在向上修复动力。

图表35：2025 年投资端对 PPI 的拉动相对有限，外需面临前高后低



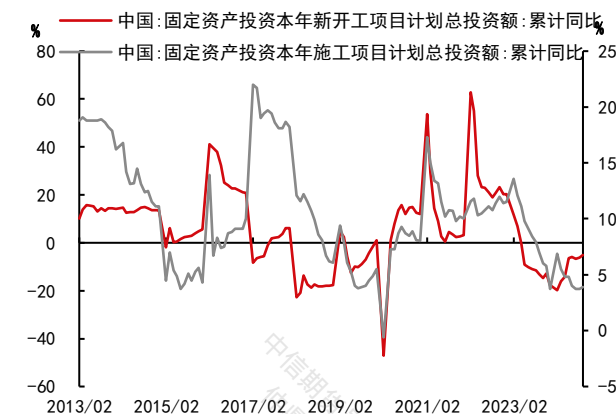
资料来源: Wind, 中信期货研究所

图表36：历史上，商品房销售领先 GDP 平减指数约半年时间



资料来源：Wind，中信期货研究所

图表37：2023 年下半年以来，固投新开工项目投资额同比持续下滑

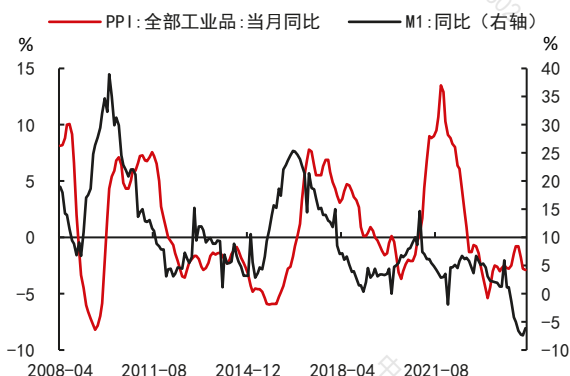


资料来源：Wind，中信期货研究所

2025 年宏观主线预计将从财政化债向价格信号改善过渡，伴随财政前置发力，上半年财政扩张或将推动社融增速回升。首先，大规模政府债待发行使用叠加货币宽松环境下利率维持低位，将促进社融增速在明年上半年回升。2024 年 11 月中旬，新增的 2 万亿用于化债的专项债已经开始发行，随着新的化债方案的实施，2025 年还有 2.8 万亿元化债相关的政府债资金有待使用。尽管一部分用于化债的新增专项债资金部分会用于置换已经计入社融统计的存量债务，但还有一部分化债资金预计将用于没有计入社融统计的债务，比如欠款，这部分化债资金的最终效果将会推动社融存量增加。其次，10 月 M2 同比 7.5%，连续两个月回升，比 8 月增速已经提高 1.2 个百分点，10 月 M1 环比 0.8%，止跌回升。一方面，支持股市发展的政策极大地提振了投资者信心，另一方面，财政支出加快也推动货币供应增速回升。

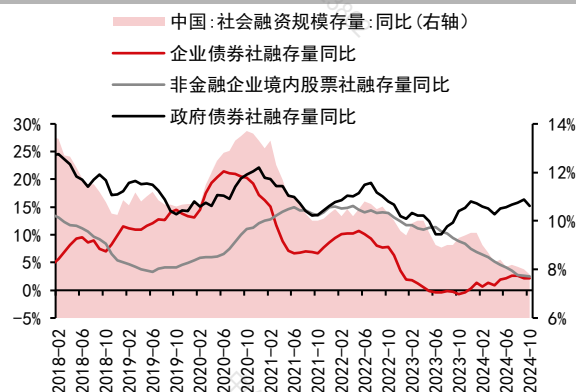
综上，2025 年国内财政加杠杆大规模化债，帮助地方政府和企业减轻负担并逐渐释放发展能力，上半年信贷数据有望反弹。库存去化预期指引明年房价大概率企稳，下半年随着房地产市场修复，就业和收入预期改善，市场信心进一步企稳，物价有望回升，通缩局面改善。由于投资拉动商品边际新增需求有限、出口面临回落风险，通胀反弹的幅度短期可能相对有限，稳健走出通缩还需未来政策持续支持并扩大对消费的增量刺激空间。

图表38：10 月 M1 初步止跌，政策效果开始显现



资料来源：Wind，中信期货研究所

图表39：政府债券社融增速有望保持高增



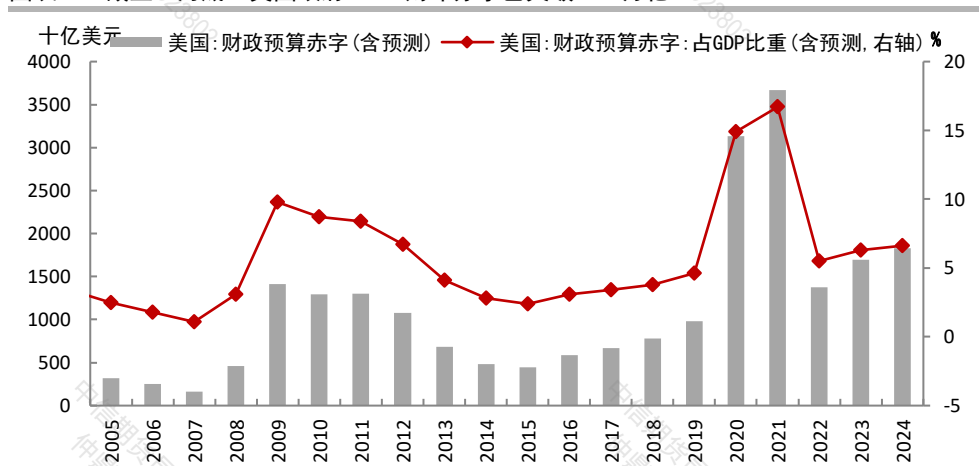
资料来源：Wind，中信期货研究所

（三）海外 2 个核心问题：2025 年软着陆能否实现，美联储还有多少降息空间

在回答 2025 年的两个问题之前，我们先回到新任美国政府对经济的影响。特朗普的竞选政策推升通胀预期，还将进一步推升美国财政赤字、政府发债量规模和财富不平等。

第一，特朗普的对内全面减税方案将进一步加剧美国财政赤字和国内财富不平等。特朗普称将采取以全面减税为基础的税收政策，延长并修改他在 2017 年签署的《减税与就业法案》(TCJA)，进一步为美国制造业减税，承诺将企业税率从 21% 进一步降低到 15%、免除社会保障所得税、将小费从所得税中免除、将 TCJA 个人部分更改永久化等。一方面，根据美国税收基金会的测算，特朗普提出的税收政策将自 2025 年起的 10 年内使美国的常规税收收入减少约 3 万亿美元，动态税收收入减少约 2.5 万亿美元，未来 10 年内减税净额可能高达约 6 万亿美元。而美国国会预算办公室预测，特朗普全面实行的政策（不仅仅是税收）将在未来十年为美国增加 7.75 万亿美元债务。2024 财年，美国赤字已突破 1.8 万亿美元、同比增加 8%，赤字规模达到有记录以来第三高水平；赤字与 GDP 之比连续两年超过 6%。其中利息支出为重要支撑，美国财政部指出美国 2024 财年联邦债务利息首次超过 1 万亿美元、支出增加主要集中在社会保障、医疗保健和军事方面，债务利息的支出相当于 GDP 的 3.9%、创 1998 年来新高。在 11 月 7 日议息会议上，鲍威尔再次重申了对赤字高企的担忧，表示美国联邦政府的财政政策正走上一条不可持续的道路、而不是经济债务水平的问题，指出尽管美国经济状况强劲、但仍需警惕财政赤字可能对美国经济的间接影响。另一方面，美国税收政策中心数据显示，到 2025 年底，特朗普的减税法案将使美国收入最高的 1% 的家庭平均减税额超过 6 万美元，收入最低的 60% 的家庭平均减税额不到 500 美元，且公司税的削减使高管薪酬增加更多。

图表40：截至9月底、美国政府 2024 财年赤字已突破 1.8 万亿



资料来源：Wind，中信期货研究所

第二，特朗普的对外加征关税和移民政策推升美国二次通胀和经济下滑风险。关税在短期内可能会使特定的国内产业受益，但通常会导致消费者价格上涨，并可能引发贸易伙伴的报复性措施，中期来看有害国内产出与生产效率，带来失业，加剧贫富分化（Furceri et al, 2018）¹。根据 Tax Foundation，若对所有进口商品征收 10% 的关税，可能会导致长期国内生产总值下降 0.75%，并减少 589,000 个全职就业机会（York, 2024）²。Saussay（2024）³指出特朗普关税可能将拖累美国 GDP 增长 0.64%。此外，特朗普激进关税政策可能导致严重的市场扰动，通胀之外或引发供应链混乱。以往贸易争端的计量经济研究表明，如此高额的关税通常会给进口和出口国都带来显著的福利损失（Fajgelbaum and Khandelwal, 2024）⁴。

第三，美国居民消费、财富与股市嵌套愈加紧密，特朗普减税政策利于美元美股上涨，将进一步推升美国消费韧性和通胀反弹风险。目前美国消费保持韧性、高收入人群对消费支出的支撑明显。居民资产和消费等与股市嵌套相较于以往愈加紧密，美国财富等级 90-99 百分位人群资产中公司和股票共同基金所占份额在二季度达到 26.3%，特朗普减税政策利于美元走强，高收入人群股票增长预期进一步驱动信心修复，预计美国消费将保持韧性、推升国内通胀。

¹ Furceri D, Hannan SA, Ostry JD and Rose AK (2018) Macroeconomic consequences of tariffs. NBER Working Paper Series.

https://www.nber.org/system/files/working_papers/w25402/w25402.pdf

² York E (2024) Trump Tariffs & Biden Tariffs: Economic Impact of the Trade War. The Tax Foundation.

<https://taxfoundation.org/research/all/federal/trump-tariffs-biden-tariffs/>

³ Aurélien Saussay (2024) The economic impacts of Trump's tariff proposals on Europe

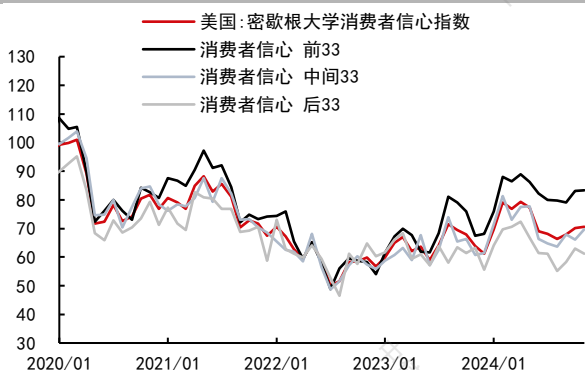
<https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2024/10/Economic-impacts-of-the-Trump-Tariff-Proposals-on-Europe.pdf>

⁴ Fajgelbaum PD, Khandelwal A (2024) The Value of De Minimis Imports. Working Paper. National Bureau of Economic Research.

<https://doi.org/10.3386/w32607>

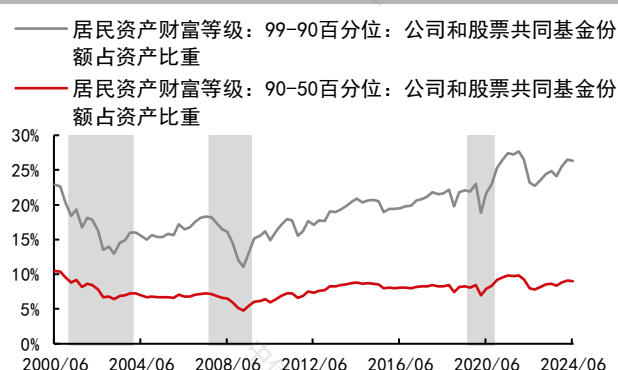
中信期货研究|2025 年度宏观策略报告

图表41：美国高收入人群消费信心更强（前 33 为收入前 33 百分位人群，后 33 为收入后 33 百分位人群）



资料来源：Bloomberg，中信期货研究所

图表42：美国高收入人群资产中公司与股票共同基金份额占比达到 26.3%



资料来源：Bloomberg，中信期货研究所

因此，我们维持 2025 年上半年美国经济软着陆的预期，下半年观察特朗普政策落地情况，预计美联储可能还有 2 次降息机会，但通胀预期反弹正在减小降息的空间和放缓节奏，美联储政策根据数据相机抉择。前美联储政策制定者梅斯特 11 月 12 日表示，如果特朗普的全球关税政策得以实施，美联储可能会在明年减少先前预期的降息次数。关于后续降息，鲍威尔指出，如果经济保持强劲，通胀率不能持续地向 2% 迈进，我们可以更缓慢地减少政策限制；如果劳动力市场意外疲软或通胀下降速度快于预期，我们可以更快地采取行动。在回答 2025 年降息 100 个 BP 是否为一个合理的前景时，鲍威尔表示要等着看 12 月的情况如何，还有整整六周的数据需要查看、以便在 12 月做出这个决定。

图表43：CME Fedwatch 显示 2025 年有 2 次各 25bps 的降息预期(截至 11 月 15 日)

| CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 |
| 2024/12/18 | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 58.9% | 41.1% |
| 2025/1/29 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 16.4% | 54.0% | 29.7% |
| 2025/3/19 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 9.0% | 37.0% | 40.6% | 13.4% |
| 2025/5/7 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 2.3% | 16.2% | 38.0% | 33.6% | 9.9% |
| 2025/6/18 | 0.0% | 0.0% | 1.0% | 8.4% | 25.7% | 36.1% | 23.3% | 5.6% |
| 2025/7/30 | 0.0% | 0.2% | 2.8% | 12.5% | 28.2% | 33.0% | 19.1% | 4.3% |
| 2025/9/17 | 0.0% | 0.7% | 4.7% | 15.6% | 29.1% | 30.2% | 16.1% | 3.4% |
| 2025/10/29 | 0.1% | 1.2% | 6.0% | 17.2% | 29.3% | 28.5% | 14.6% | 3.0% |
| 2025/12/10 | 0.2% | 1.7% | 7.2% | 18.5% | 29.2% | 27.1% | 13.4% | 2.7% |

资料来源：CME Fedwatch，中信期货研究所

（四）内外联动视角下，全球贸易和资本流动进入新格局

全球贸易格局将发生变化，中美贸易关联减弱，我国外需结构转移，预计东盟、中亚国家对我国出口支撑将走强，俄罗斯对我国出口支撑或难延续快速上升趋势。

中美方面，若特朗普对华 60%全面进口关税加征落地，劳动密集型和消费品将受到冲击。考虑出口规模和税率空间，我国劳动密集消费品对美国出口仍较多，预计纺织服装等劳动密集型、化工品、以及以往关税加征未涉及的药品等可能面临更大的关税压力，将导致 2025 年我国出口以及相关制造业后续承压，净出口对经济增长贡献率将下滑。

预计 2025 年一季度将为我国“抢出口”重要窗口期，预计我国 2025 年上半年出口将明显好于下半年、出口增长或呈逐季回落态势。从节奏上来考虑，参考特朗普上一次任期内的关税政策落地时间大致是 6-7 个月，这一次对华发起的新一轮关税制裁可能落地速度更快。“抢出口”提振下，叠加美国圣诞节等备货、出口基数等，预计今年四季度我国出口增速或达 8%，2025 年一季度或为 7%左右，家电、化工、纺织服装、杂项制品等偏消费商品出口增速回升明显。结合出口基数等，预计 2025 年我国四个季度出口增速将分别为 7%、4%、2%、0.5%，2025 年出口增速或维持在 3.2%左右、而 2024 年或为 5.4%左右。

图表44：特朗普任期对中国四轮关税加征清单梳理

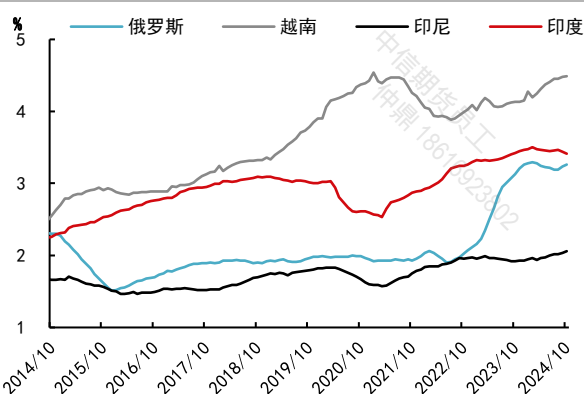
| | 301清单1 | 301清单2 | 301清单3 | 301清单4 |
|-----------|---|--|---|--|
| 被加征关税商品价值 | 340亿美元 | 160亿美元 | 2000亿美元 | 3000亿美元 |
| 征税商品清单个税号 | 818项(由1334种减少) | 279项(原清单中284项中有5种商品被移除) | 5745项(较7月10日公布的6031项删减了297项) | 3805项 |
| 公布日期 | 2018年4月3日 | 2018年6月15日 | 2018年9月17日 | 2019年8月15日 |
| 加征税率 | 25% | 25% | 初始税率为10%，将于2019年1月1日提升至25% | 最高25%的关税 |
| 最终生效日期 | 2018年7月6日 | 2018年8月23日 | 2018年9月24日起，美国海关将对清单中的产品征收10%的额外关税； 2019年1月1日起征收25%的额外关税。 | 分两批自2019年9月1日、12月15日起实施：从9月1日起将对部分中国输美商品征收15%（由10%提升）的关税；其余包括手机和笔记本电脑等产品，则将从12月15日起征收15%的关税。 |
| 主要涉及行业 | 1) 核反应堆、锅炉、机械器具 2) 电机电气、音像设备 3) 光学照相、医疗设备及其附件 4) 车辆及零件 5) 航空器、航天器、船舶 6) 橡胶制品、无机化学品 | 1) 塑料及制品 2) 电机电气、音像设备、核反应堆、锅炉、机械器具 3) 车辆及其零件 4) 光学照相、医疗设备及其附件 5) 钢铁制品、矿物燃料、铝制品、杂项化学品、玻璃制品、船舶制品 | 涵盖消费者产品、化学和建筑材料、纺织品、工具、食品和农业产品等 1) 化学工业品、纺织原料、贱金属制品 2) 机电、音像设备及零附件 3) 植物产品、食品饮料、酒及醋、烟草、活动物、动物产品、木及制品、木炭、编结品 4) 矿物材料和矿产品、陶瓷品、玻璃制品 5) 箱包、皮革制品、塑料和橡胶制品 6) 车辆、船舶、光学医疗仪器、贵金属制品 | 第四批征税清单：集中了大量的消费品，涵盖了前三轮已被加征关税的340亿美元、160亿美元和2000亿美元产品之外的几乎所有中国输美产品，至此也基本涵盖了所有中国输美照明产品；包括智能手机、笔记本、平板电脑、服装、鞋履、家居商品及农畜产品等。其中，排名第一的是电机、电气及其零件。 1) 纺织原料及制品、食品饮料、贱金属制品、动物产品 2) 机电、音像设备、光学医疗仪器 3) 植物产品、杂项制品、化工品、鞋帽伞、矿物材料、陶瓷品、动植物油脂、贵金属制品、橡胶和塑料制品、箱包皮革制品、木制品 4) 车辆、航空器、船舶、矿产品、艺术品 |
| 排除在外的行业 | | 从建议清单中删除的产品：包括某些消费电子产品，例如智能手表和蓝牙耳机；用于制成品的、纺织品和农业的某些化学投入；某些健康和安全生产品，例如自行车头盔，以及儿童安全家具，例如汽车座椅和婴儿围栏。 | 删除的商品包括一些消费电子产品（如智能手表和蓝牙耳机）、化学投入品（用于制成品、纺织品和农业等）、健康和安全生产品（如自行车头盔，儿童安全家具，如汽车座椅和游戏围栏）等。 | 被排除在外的仅有药品、原料药、部分医疗用品、稀土和关键矿产品。 |

资料来源：USTD 中信期货研究所

外需结构将发生变化，预计“一带一路”沿线国对我国出口支撑将进一步走强，东盟 10 国和中亚 5 国的增量需求延续，由于欧洲地缘格局变化，俄罗斯对我国的贸易依赖度或将放缓。其一，目前我国出口中美国占比维持在 15%左右，已不再为我国最大进口来源地，东盟已上升至我国第一大进口来源地，以东盟为代表的“一带一路”沿线 65 国对我国出口支撑走强、近年来维持在 34.7%-38.7%。其二，预计东盟 10 国、中亚 5 国等对我国出口支撑将走强，其中马来西亚、新加坡、越南、印尼等为重要中转国，对我国出口支撑较为明显，尤其体现在机电机械产品、塑料制品、钢铁以及化学品等。哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦

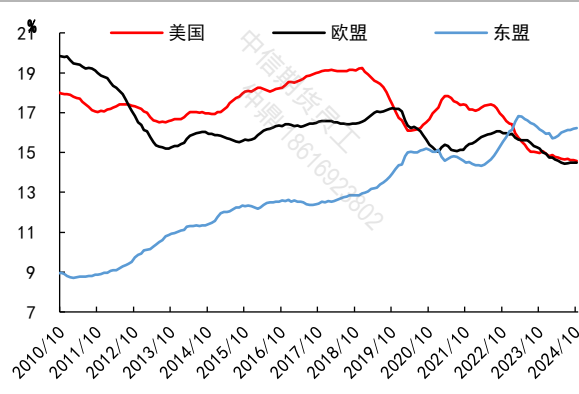
坦、塔吉克斯坦等资源国近些年在快速发展制造业，固定资产投资增速明显提升，其基建扩张等对我国出口需求边际增量延续。其三，俄罗斯对我国出口支撑或难延续快速上升趋势。俄乌冲突以来，欧美对俄罗斯实施多项严厉制裁，俄罗斯对我国进口依赖上升明显，我国出口中俄罗斯占比从 2022 年 3 月的 1.4% 上升至 2024 年 10 月的 3.6%。特朗普宣称上任后将减少对乌克兰的援助，预计俄乌冲突或缓和，俄罗斯受到的欧美制裁或减弱，俄罗斯后续对我国进口依赖上升幅度或放缓、对我国出口支撑或走弱。

图表45：出口中俄罗斯、越南等份额上升明显（12MMA）



资料来源：Wind，中信期货研究所

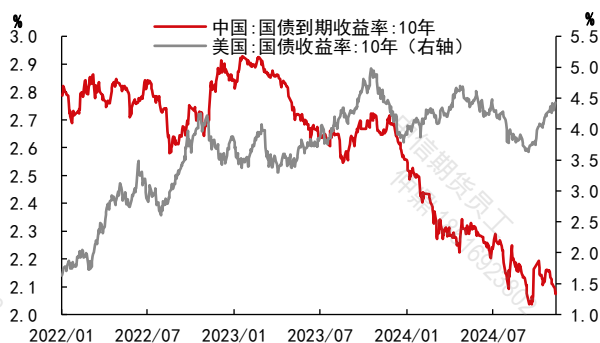
图表46：中国出口中美国、欧盟、东盟等所占比重（12MMA）



资料来源：Wind，中信期货研究所

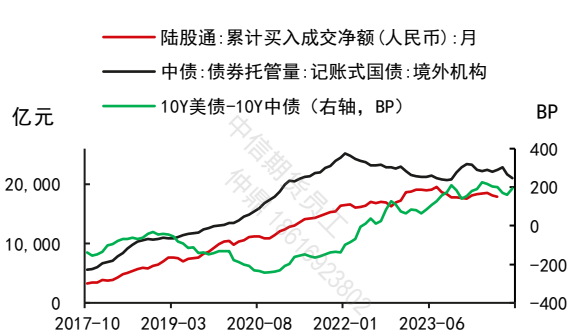
全球流动性仍在宽松周期中，明年上半年美联储仍有降息预期，国内基本面改善和人民币汇率稳定将有利于提升中国资产吸引力。2025 年中美货币政策趋于一致，边际转宽方向不变，上半年空间大于下半年。上半年美联储或仍处于降息过程中，叠加国内财政政策发力，人民币或相对偏强，中国资产吸引力有所上升。国内方面，伴随逆周期调节政策的发力，货币政策仍将进一步宽松，以降低融资成本，引导物价温和回升。当前实际利率相对偏高，宽货币转至宽信用仍需财政引导。海外方面，上半年有望延续宽松货币环境，目前依旧朝软着陆方向运行，仍存降息空间，但下半年新一届政府的相关增量政策将逐步落地，使海外基本面存在新的不确定性。从政策倾向来看，特朗普政府关于关税、移民、减税等政策抬升二次通胀预期，从而限制美联储降息空间。

图表47：美联储降息将有助中美利差收窄



资料来源：Wind，中信期货研究所

图表48：中美利差走扩后，外资进入中国市场放缓



资料来源：Wind，中信期货研究所

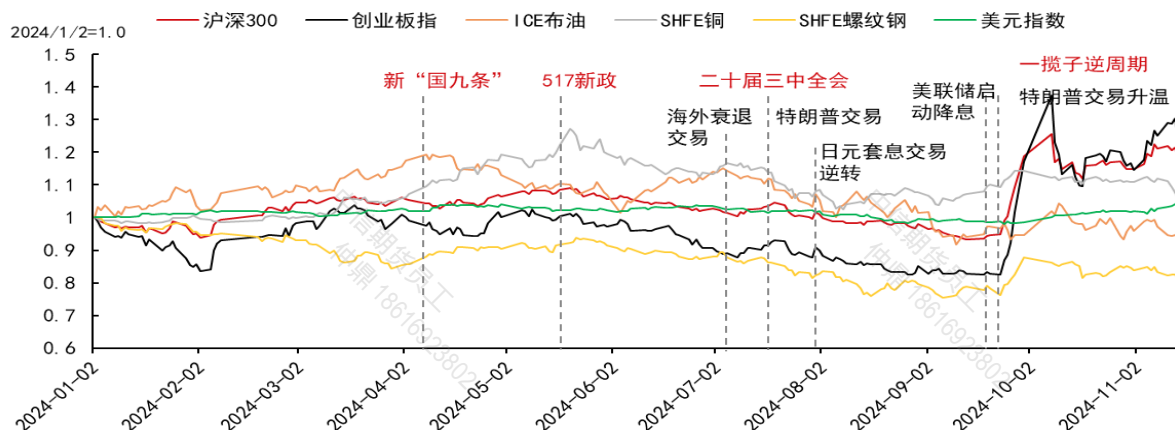
(四) 大类资产展望：明年二季度逐渐从政策预期转向现实博弈，内需定价资产有待价格信号指引走出区间震荡格局

2025 年上半年：宏观环境相对有利，内需定价资产区间震荡，外需定价资产可能相对偏强。宏观环境具备四个特点，一是国内流动性宽松，利率维持低位；二是国内延续政策博弈，上半年政策有望继续落地；三是海外美国有望经济软着陆，一季度还有抢出口窗口，短期外需延续；四是年初金融机构存在配置需求。在以上四个前提假设下：内需定价资产或将是区间震荡格局，如权益类资产，一方面存在估值和流动性支撑，另一方面国内基本面暂时限制了上方空间。外需定价资产受益于基本面需求韧性，美联储仍在降息周期，美股可能延续强势，原油和有色金属在成本支撑和供应扰动下，上方空间大于下方。

2025 年下半年：外部压力上升，国内价格信号企稳是关键。特朗普政府政策相继落地起效，海外流动性可能边际收紧，美元或偏强，美债利率上升，对大宗商品和国内股市形成一定压制，债券市场有待货币政策对冲外部影响。同时我国出口压力加大，出口对经济拉动效果减弱，国内重点看房价能否企稳，若企稳，则以股市为代表的国内资产可以走出更加稳健的行情，如果进一步走出通缩，则价格信号提振企业盈利和居民收入预期，有望打开股市上方空间。由于本轮地产政策思路强调存量优化、严控新增，因而投资端对于国内大宗商品的新增需求拉动有限，商品预计整体弹性有限；如果供应端配合出现限产导致商品库存快速去化，则可能部分商品确定性上升。

总体而言，在国内价格信号明确之前，政策端会不断刺激，因此前期仍然存在政策博弈、修正预期的过程。短期权益在预期博弈下的弹性可能高于商品，后者相对均衡预期和现实，第一个阶段是3月两会之前。但是，如果基本面持续跟不上节奏，那么资产波动也会放大。债券第一波配置机会在年初受益于流动性宽松，下半年有待基本面验证。

图表49：2024 年国内交易政策预期，海外交易大选和流动性，2025 年将逐步交易现实落地情况（数据截至 11 月 15 日）



资料来源：Wind，中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826