

否极泰来

浙商期货：郑弘

期货交易咨询号：Z0015227

日期：2025年1月

- 01. 全球视角简单观察
- 02. 美国2.0新政指引经济
- 03. 超常规从“0”到“1”
- 04. 大类资产配置策略

01

全球视角简单观察



郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428



期货交易咨询号: Z0015227

回顾过去一年宏观市场

- ①中国特征：经济指标磨底，政策转向后，资产价格仍在底部整理
- ②美国特征：经济持续放缓，但政策转向带来资产预期回暖



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428



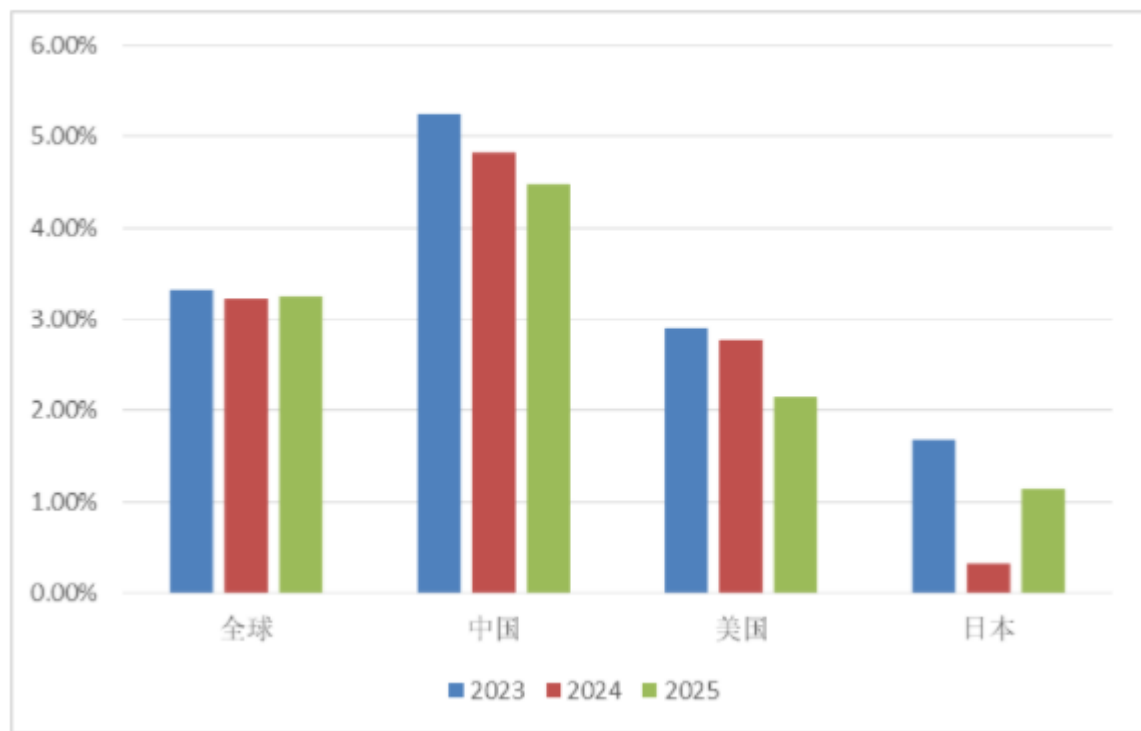
期货交易咨询号：Z0015227

	中国	美国
GDP	5.3%--4.7%--4.6%	2.7%--3.1%--2.7%
PMI	49.2--50.3	49.1--48.4
失业率	5.1%--5.0%	3.7%--4.2%
通胀率	(-0.8%)--0.2%	3.1%--2.7%
货币政策	宽松	紧缩--宽松
	中国	美国
股票	沪深300 (3386--3975)	标普500 (4743--6038)
利率	10债收益率 (2.54%--1.71%)	10债收益率 (4.04%--4.58%)
汇率	CNY (7.12--7.31)	美元指数 (101.32--108.14)
商品	螺纹钢 (4233--3281)	WTI原油 (70.3--70.0)
黄金	上海金 (483--620)	COMEX金 (2067--2648)

全球主要经济体增速均放缓

- ①根据IMF的预测，近年来全球经济增速或持续走弱，各大主要经济体2023-2025年经济增速存在中枢放缓的趋势。
- ②其中中国经济增速预期在2025年进一步走弱至4.5%，美国经济增速下行至2.1%，日本经济2024年处于过低水平，所以2025年相对小幅增加至1.2%。

全球部分经济体GDP预测



郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428



期货交易咨询号: Z0015227

主要经济体进入降息周期

欧元区：基准利率（主要再融资利率） 2024-12-18



—●— 欧元区：基准利率（主要再融资利率）

欧元区公债收益率 2025-01-07



—●— 1年期欧元区公债收益率 —●— 2年期欧元区公债收益率
—●— 10年期欧元区公债收益率 —●— 30年期欧元区公债收益率



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428



期货交易咨询号：Z0015227

①自2024年6月开始，欧央行基准利率从4.50%降至3.15%，已开展降息4次共135bp。

2025年地缘局势



02

美国2.0新政指引经济



郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428



期货交易咨询号: Z0015227

2025美国主要逻辑

特朗普2.0时代：推出财政货币双宽松政策，以及多种产业政策

①预期较快落地政策：加征关税，严格移民，地缘和平，美国总统的外交权与行政权使其得以迅速被实施。

贸易政策：全商品加征10%-20%，中国加征60%

短期贸易战或将干扰美国通胀指标中核心商品分项出现回升

移民政策：更加严格的移民限制，驱逐非法劳工

驱逐非法移民将大幅减少非法劳工，使得美国就业再度失衡，劳动力供应短时间下降或使得职位空缺大幅上升，同时就业情况逐渐改善。

地缘政策：促进地缘和平，降低地缘溢价

特朗普政府倾向于保守主义，减少地缘参与，或促进俄乌局势缓和，但由于美国撤出也有可能使得中东地区更加动荡。

2025年美国外贸与行政政策首先落地，贸易战或部分干扰通胀下行趋势，驱逐非法劳工将明显改善就业市场，地缘方面或仍维持偏紧。

②长期未来落地的**财政政策**：承诺将推出大幅减税政策，但需经过两院讨论投票，短期内无法推出

永久化2017特朗普税改，进一步降低企业所得税率，以及取消小费税等减税措施

③延续宽松的**货币政策**：美联储将延续降息，但节奏上或保持谨慎。

受近期通胀与就业的改善扰动，目前Fed Watch预期2025年1次降息，点阵图预期2次，但我们认为上半年货币与财政政策的落空会导致经济放缓压力加大，下半年加速降息，全年3-4次。

长周期来看，财政货币双宽松政策下，将使得美国经济企稳回升，但节奏上或偏后，上半年有预期落空的可能



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428



期货交易咨询号：Z0015227

加征贸易关税

- ①时间：最早在1月即开启关税政策。
- ②内容：提及加征全商品10%-20%关税，以及对商品加征60%关税。
- ③影响：商品价格或上行；贸易差额或影响较小。

美国:贸易差额:季调 2024-10-31



美国:贸易差额:季调



郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428



期货交易咨询号: Z0015227

驱逐非法移民

- ①时间：上台第一个总统法令或为移民政策。
- ②内容：承诺一要封锁边境，阻止移民入侵，二要进行美国历史上最大规模的驱逐行动。
- ③影响：劳动力供需再度失衡，职位空缺率回升。



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428



期货交易咨询号：Z0015227

美国:职位空缺率:非农:总计:季调 2024-10-31



美国:职位空缺率:非农:总计:季调

单位：%

- ①时间：预计上半年落地
- ②内容：俄乌在美国斡旋下开展谈判，整体局势倾向于缓和
- ③影响：俄乌形势改善，避险情绪回落，地缘溢价下行。



郑弘 高级研究员

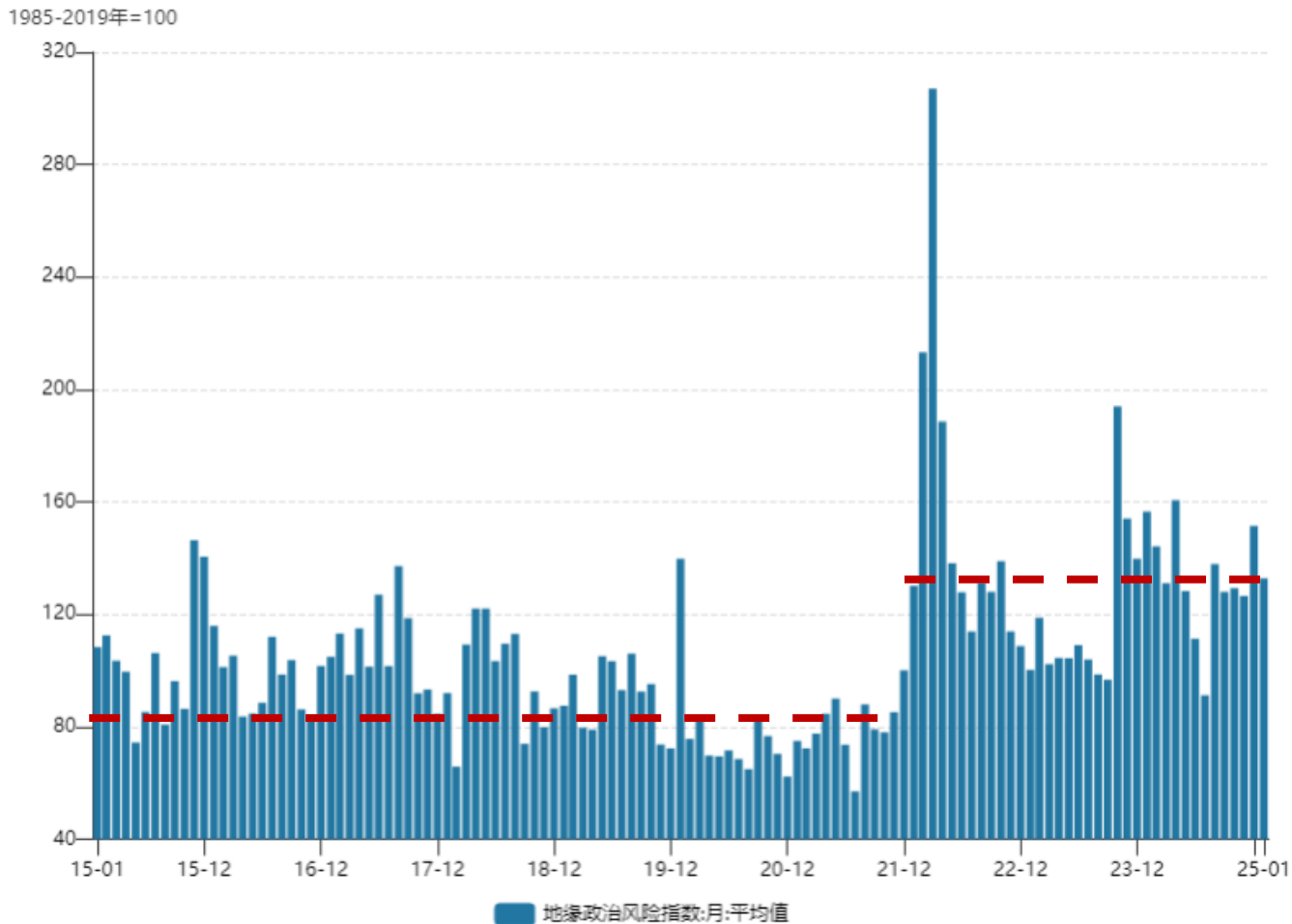


从业资格证号：F3027428

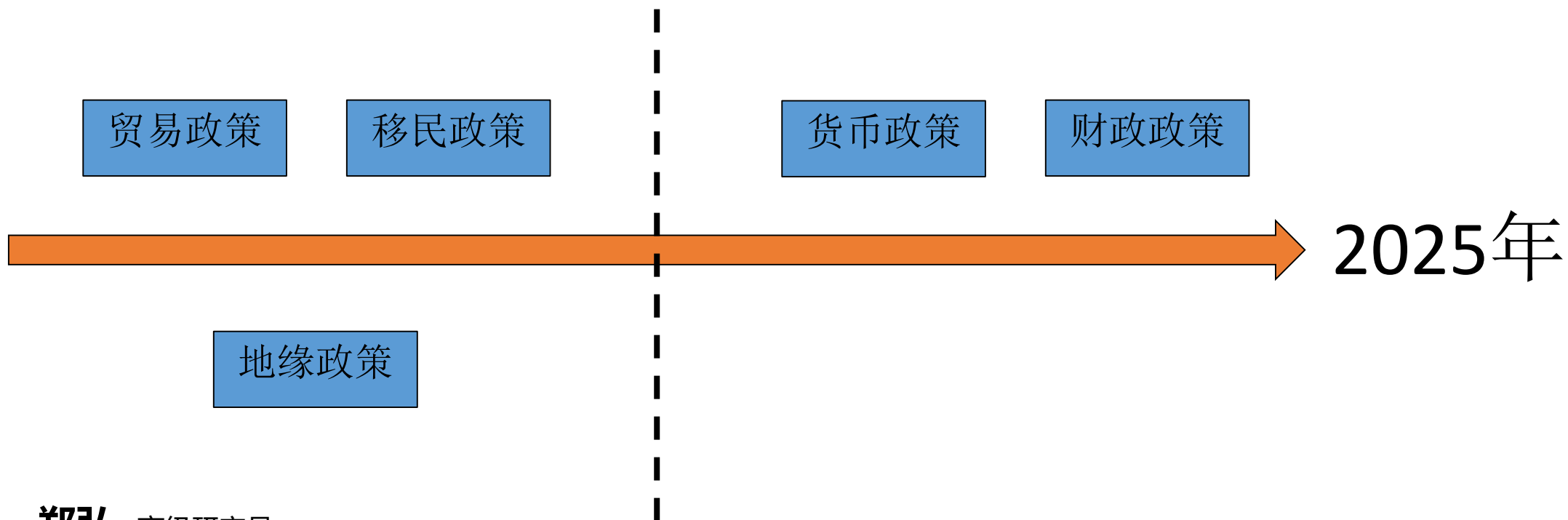


期货交易咨询号：Z0015227

GPR 月度地缘政治风险指数



注意政策的节奏



郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428



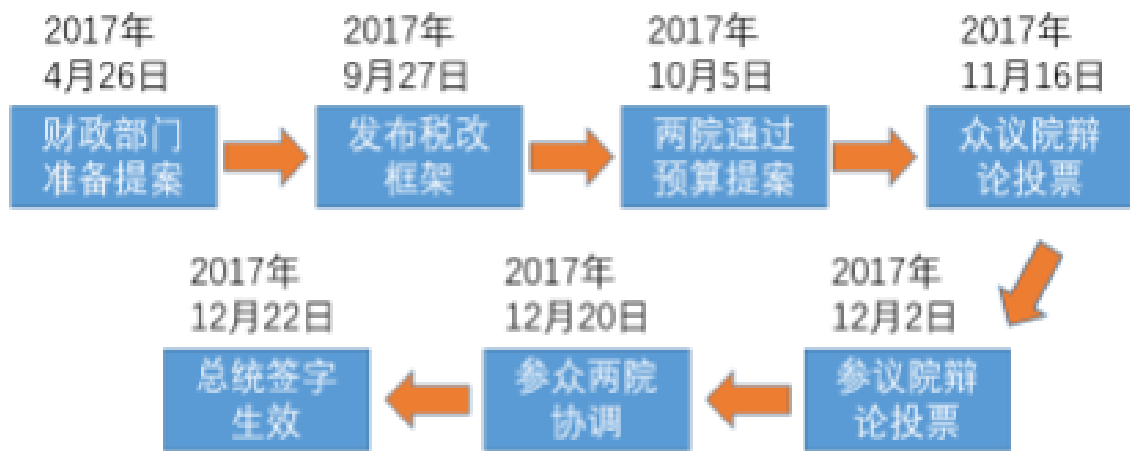
期货交易咨询号: Z0015227

减税是财政的主要亮点

宽松财政：

- ①目前税改方案将在2025年到期，永久化2017特朗普税改是重要的竞选承诺。进一步将21%的企业所得税降至15%。取消小费税，并降低部分个人所得税率。
- ②根据2017年经验从推出到签署经历8个月时间，预期本轮税改方案也难以在上半年落地。

2017年税改立法流程



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428



期货交易咨询号：Z0015227

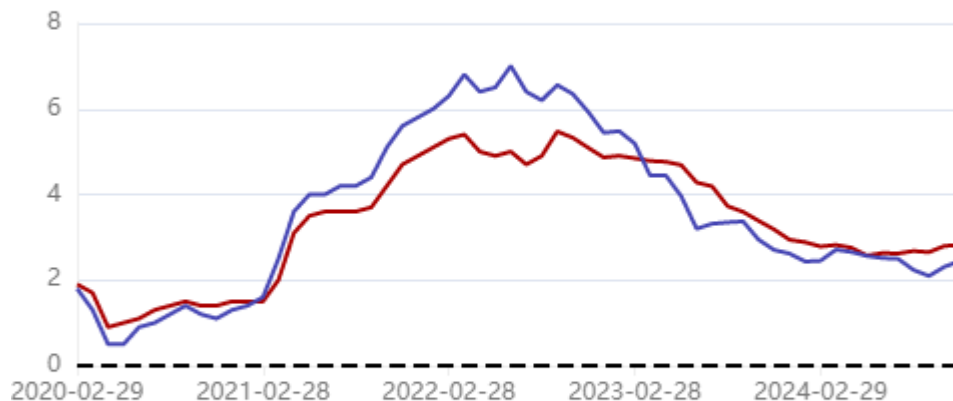
美联储是否延续降息？

美国：失业率：季调 2024-11-30



—○— 美国：失业率：季调

美国：PCE：同比 2024-11-30



—○— 美国：核心PCE：当月同比 —○— 美国：PCE：当月同比



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428

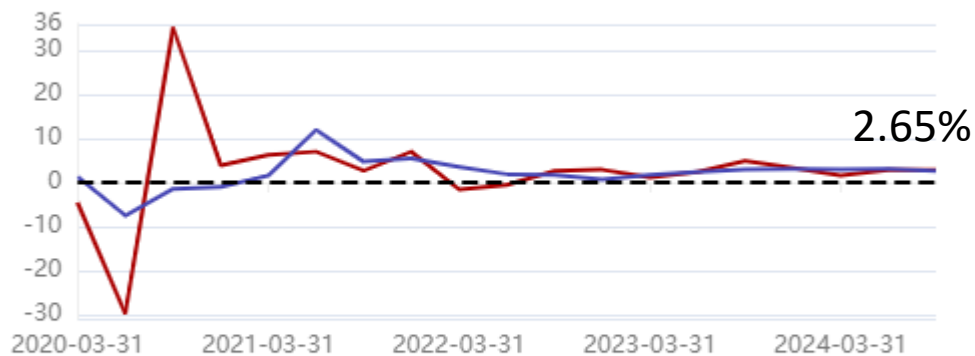


期货交易咨询号：Z0015227

- ①预防降息关键看经济指标变化：通胀，就业
- ②纾困降息则取决于金融市场波动

经济延续放缓，增速仍具韧性

美国:GDP:不变价 2024-09-30



—○— 美国:GDP:不变价: 环比折年率: 季调 —○— 美国:GDP:不变价: 折年数: 同比

更新频率: 季度



郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428



期货交易咨询号: Z0015227

联储GDP预期

Percent

Variable	Median ¹					Central Tendency ²				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4-2.5	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4-2.5	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.5	2.2	2.0		2.8-2.9	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0	
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path										
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0	4.4-4.6	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5

- ①2024年美国GDP不变价增速2.65%，较之前增速放缓
- ②相对于9月预期，12月增速回升显示出较强的经济韧性，但2025预期增速仍将延续放缓。

是否会有二次通胀？

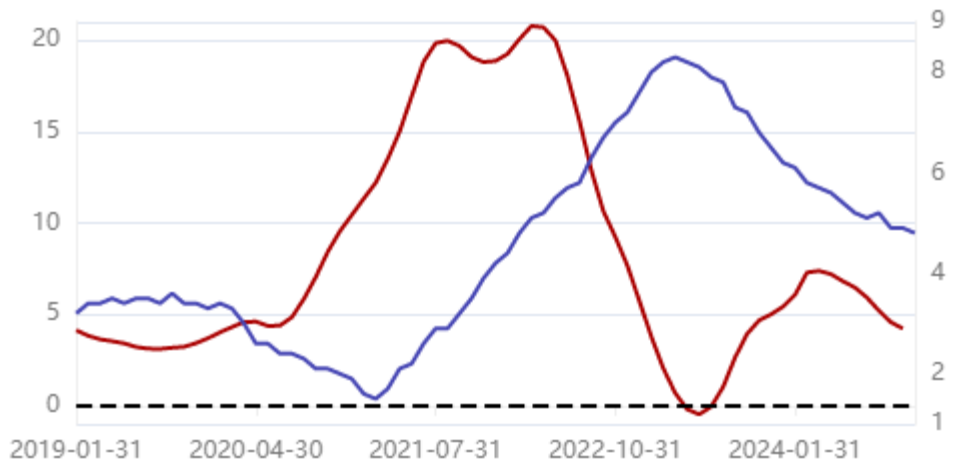
美国：CPI：能源：当月同比 2024-11-30



—○— 美国：CPI：能源：当月同比

更新频率：月度

美国房屋价格一般领先于房租 2024-11-30



—○— 美国：标准普尔/CS房价指数:当月同比 —○— 美国：CPI:服务:住房租金:季调:当月同比



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428

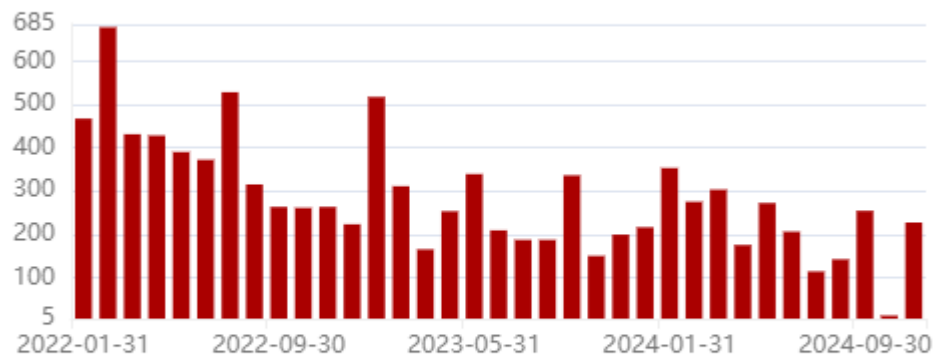


期货交易咨询号：Z0015227

- ① 油价中枢下行，带动非核心通胀回落
- ② 房租趋势放缓带动核心服务回落
- ③ 加征关税带动核心商品回升

就业是降息的重要推动

美国新增非农就业人数超预期 2024-11-30



美国：新增非农就业人数：初值

更新频率：月度

美国：失业率：季调 2024-11-30



美国：失业率：季调

更新频率：月度



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428



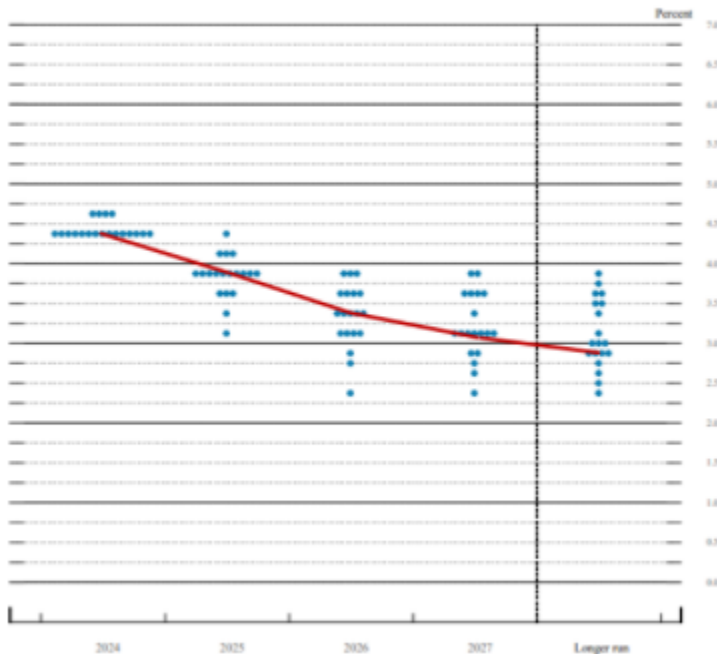
期货交易咨询号：Z0015227

- ① 驱逐非法劳工或使得职位空缺回升。
- ② 宽松政策是就业改善的重要因素。

当前市场降息预期偏低

12月美联储点阵图

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



Fed Watch-降息概率 20240108

会议日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025.01.29	0%	0%	0%	4.8%	95.2%	0%
2025.03.19	0%	0%	1.7%	37.3%	60.9%	0%
2025.05.07	0%	0.3%	8.8%	42.0%	48.9%	0%
2025.06.18	0.1%	3.4%	21.0%	44.6%	30.9%	0%
2025.07.30	0.7%	6.3%	24.9%	42.4%	25.8%	0%



郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428



期货交易咨询号: Z0015227

①点阵图显示官员预期2025年将降息2次，共50bp左右。

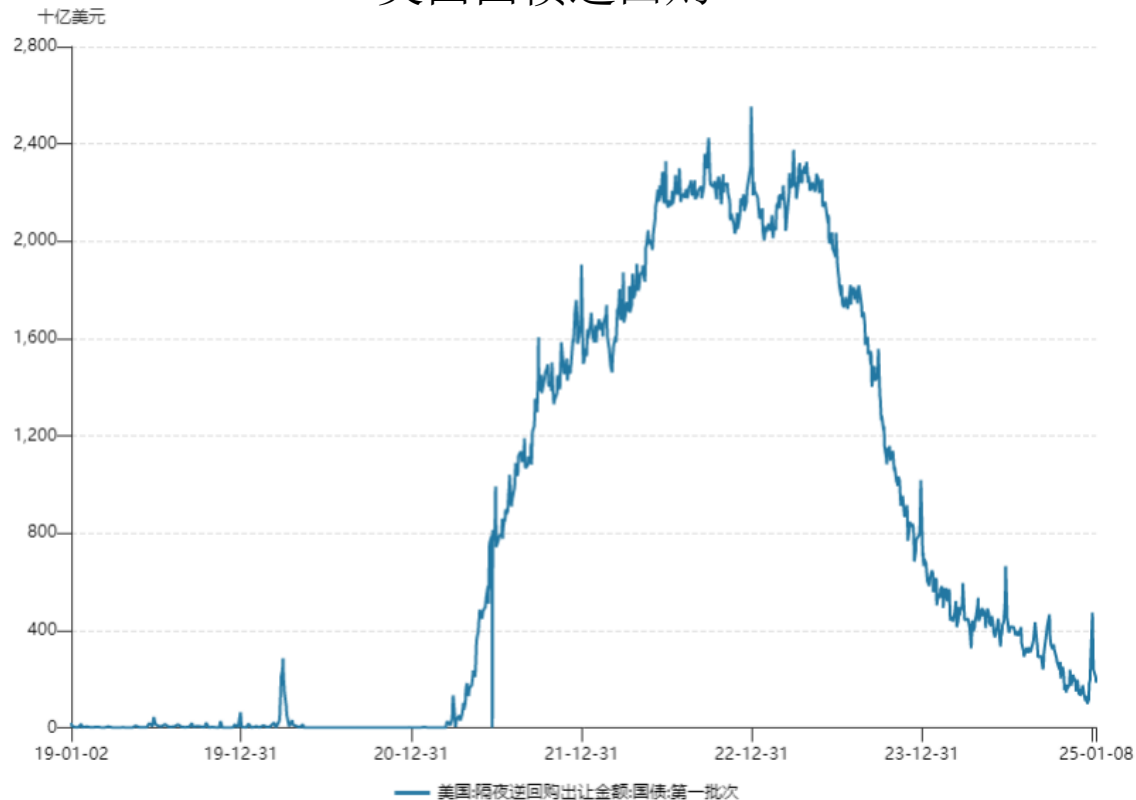
②联储观察工具降息预期持续下滑，显示全年仅6月一次降息，共25bp。

美联储缩表或在2025结束

美联储缩表延续



美国国债逆回购



郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428



期货交易咨询号: Z0015227

- ①在持续缩表下美国国债逆回购持续下降至2600亿美元，按照每月300亿的速度，预期在2025年下半年将会见底。
- ②而当前6.8万亿或将在继续缩减至接近6万亿水平后结束缩表。

海外宏观主要观点

- 1、全球及主要经济体GDP增长2025延续放缓。
- 2、特朗普上任推出贸易、移民、地缘等政策，或部分改善经济数据。
- 3、财政政策主要为减税，但过会较慢，或在下半年落地。
- 4、货币政策预期将有75-100bp的降息，主要集中在下半年。
- 5、欧元区经济偏弱，大概率延续降息，俄乌之后重建或带来新的需求。



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428



期货交易咨询号：Z0015227

03

超常规从“0”到“1”



郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428



期货交易咨询号: Z0015227

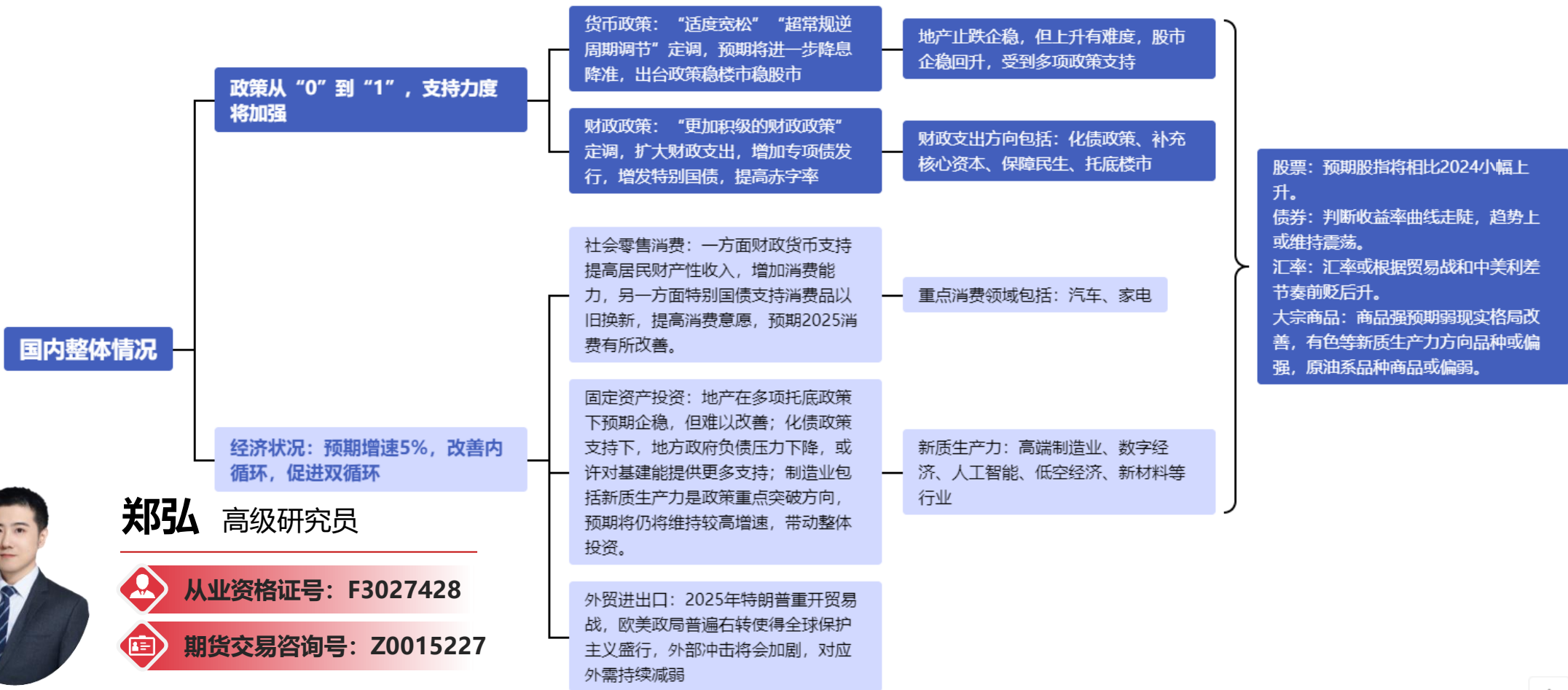
2025年国内主要逻辑

国内主要逻辑 2024-12-29

国内主要逻辑 2024-12-29

讲解视频

回顾视频

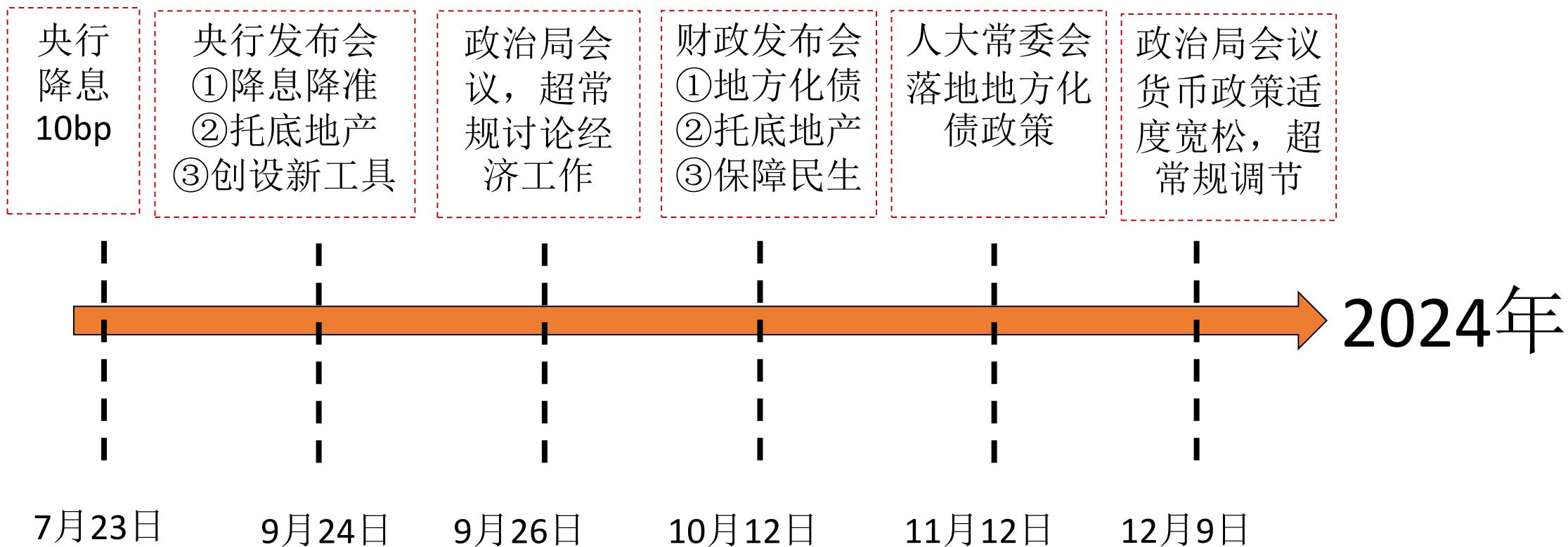


郑弘 高级研究员

从业资格证号：F3027428

期货交易咨询号：Z0015227

Q3之后政策从0到1



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428



期货交易咨询号：Z0015227

9. 24央行货币政策回顾

- ①货币宽松：降息20bp，降准50bp
- ②托底地产：存量房贷利率，去库存
- ③创设新工具：支持股市

	近期政策	未来方向	预期变化	资产影响
货币 政策	①存款准备金率下调50个基点	年内还有0.25%-0.5%的下调可能	提供长期流动性约1万亿元	利好股、商、债
	②7天逆回购操作利率下调0.2个百分点至1.5%	引导LPR和存款利率同步下行	流动性进一步宽松	利好股、商，短端利率下降，整体曲线陡峭化，汇率贬值压力
地产 政策	①降低存量房贷利率平均大约0.5%	银行需要时间来落实，考虑完善按揭贷款的定价机制	每年减少家庭的利息支出总数大概1500亿元左右，有助于促进消费投资	利好经济，间接利好股、商，利空债
	②统一房贷首付比例至15%	各地可以因城施策	可能会提高部分购房需求	托底地产
	③保障性住房再贷款支持比例提高至100%	-	加快推动商品房的去库存进程	托底地产
	④经营性住房再贷款和“金融16条”延期至2026年底	-	维持市场稳定	托底地产
	⑤支持企业收购房企存量土地	研究由人民银行提供再贷款支持	缓解房企资金压力	托底地产
创设 新工 具	①创设证券、基金、保险公司互换便利一期5000亿元	可能有二期、三期分别为5000亿元	只能用于投资股票市场	利好股
	②创设股票回购增持转向再贷款1.75%+0.5%，一期3000亿元	可能有二期、三期分别为3000亿元	用于回购和增持上市公司股票	利好股



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428



期货交易咨询号：Z0015227

货币政策持续加码

M2: 同比 2024-11-30



—○— M2: 同比

更新频率: 月度

逆回购利率: 7天 2025-01-10



—○— 逆回购利率: 7天

更新频率: 日度



郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428



期货交易咨询号: Z0015227

- ①中央经济工作会议：“适当宽松”，“超常规的逆周期调节”
- ②预期货币供应再度回升，或进一步降息20bp，带动经济增速和价格指数同步回升。

财政政策预期强烈

- ①中央经济工作会议定调“更加积极的财政政策”
- ②政策预期包括：地方化债、补充资本、托底地产、保障民生等
- ③本轮政策预期经济不起，政策不止

财政政策预期

地方化债	每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险。
补充资本	发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，不仅能够提升银行的稳健经营能力，而且可以发挥资本的杠杆撬动作用，增强信贷投放能力，进一步加大服务实体经济发展的力度。
托底地产	①允许地方政府专项债券用于土地储备，既可以调节土地市场的供需关系，又有利于缓解地方政府和房地产企业的流动性和债务压力 ②专项资金支持收购存量房，优化保障性住房供给 ③将进一步研究加大支持力度，调整优化相关税收政策
保障民生	①向困难群众发放一次性生活补助，增强低收入群体的消费能力和意愿 ②提高了城乡居民基础养老金最低标准等 ③下一步还将针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力



郑弘 高级研究员



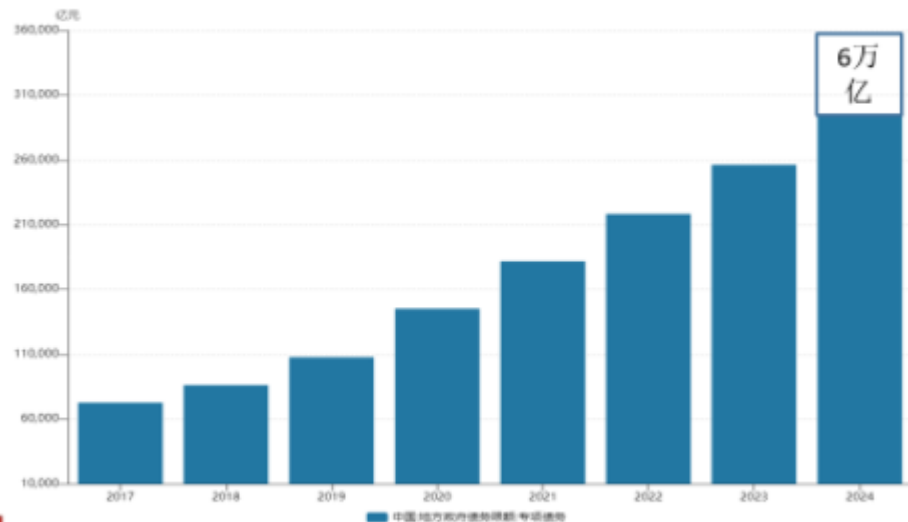
从业资格证号：F3027428



期货交易咨询号：Z0015227

化债政策已经落地

增加专项债务限额



预期化债进度

2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	自行解决
2万亿+0.8万亿	2万亿+0.8万亿	2万亿+0.8万亿	0.8万亿	0.8万亿	2万亿	2.3万亿

14.3万亿隐性债务

平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻



郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428

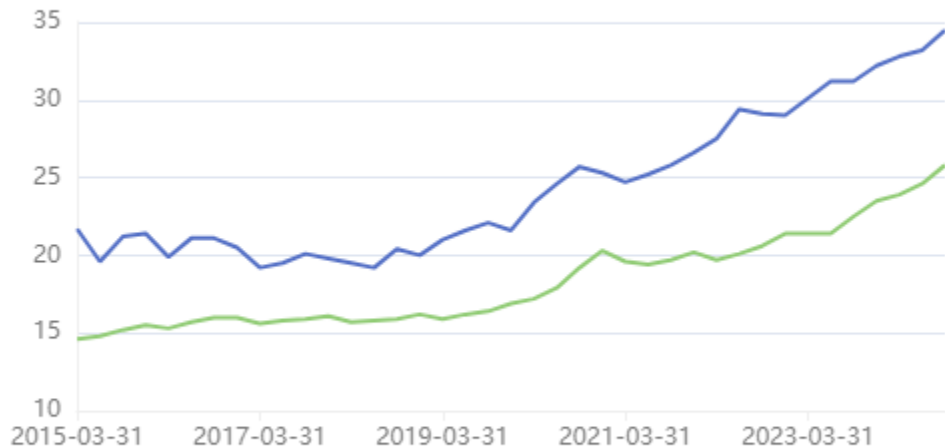


期货交易咨询号: Z0015227

- ①人大常委会增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，分三年施行，年均两万亿，从2024年开始
- ①连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，总共四万亿
- ③2029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。

财税改革方向

政府杠杆率 2024-09-30



—○— 地方政府杠杆率 —○— 中央政府杠杆率



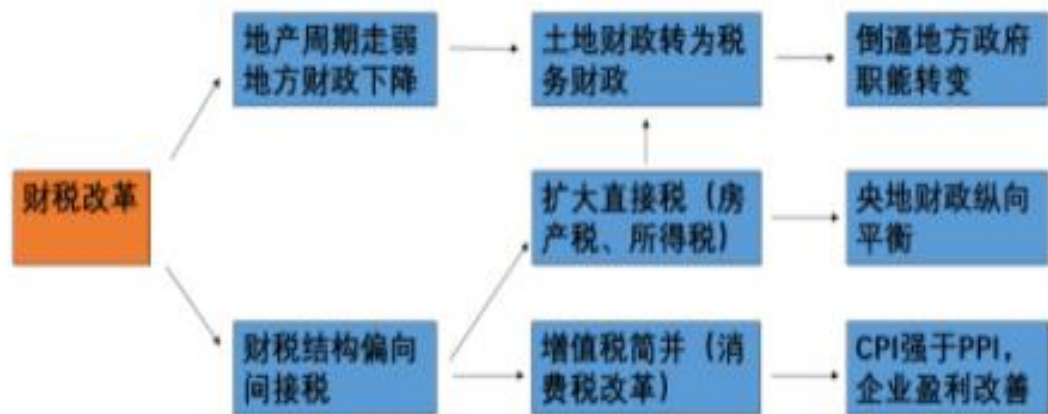
郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428



期货交易咨询号: Z0015227



- ①当前财税亟待改革，财权事权不匹配，使得地方财政紧张，而中央杠杆率仍在低位。
- ②改变部分税收的央地分配，增加遗产税、赠予税等新税种提高地方收入等，可以有效改善地方政府财力物力，以及对政策的执行力度。

经济增速目标

①到2035年，中国经济规模要比2020年翻一番，按此计算，为实现到2035年经济总量翻一番的目标，2025-2035年间我国GDP年均需增长4.5%。预计2025年中国经济增速目标设置在“5%左右”。



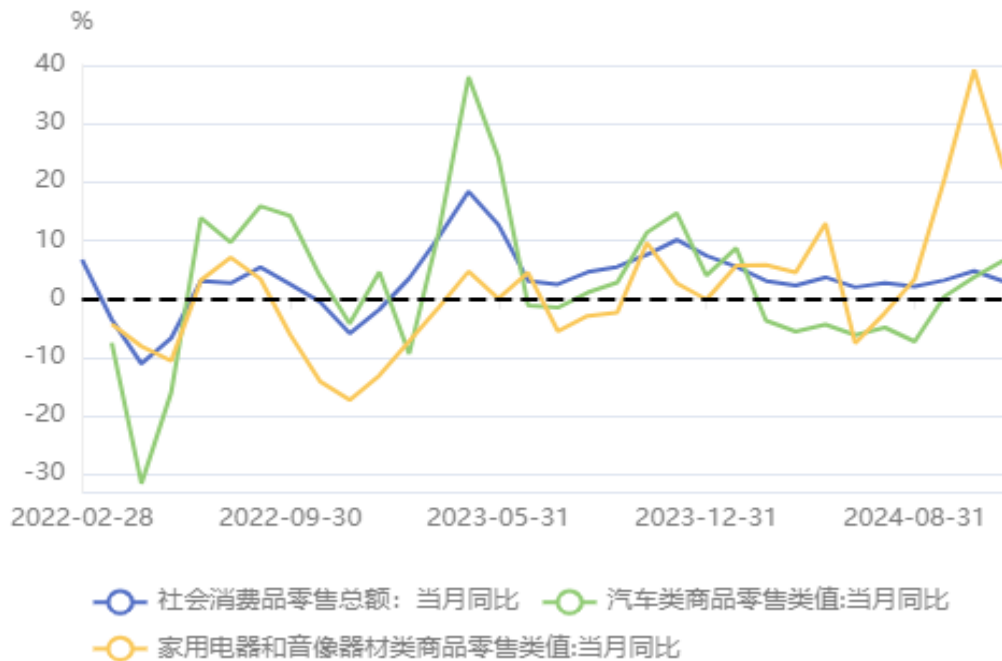
郑弘 高级研究员

从业资格证号：F3027428
期货交易咨询号：Z0015227

	中国GDP：现价	增速
2020	1013567.000	
2021	1149236.980	13.39%
2022	1210207.240	5.31%
2023	1270717.607	5.00%
2024	1327899.899	4.50%
2025	1387655.395	4.50%
2026	1450099.888	4.50%
2027	1515354.382	4.50%
2028	1583545.330	4.50%
2029	1654804.870	4.50%
2030	1729271.089	4.50%
2031	1807088.288	4.50%
2032	1888407.261	4.50%
2033	1973385.587	4.50%
2034	2062187.939	4.50%
2035	2154986.396	4.50%

促消费政策加码，居民收入仍待改善

社会消费品零售总额：当月同比 2024-11-30



可支配收入影响消费支出



郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428



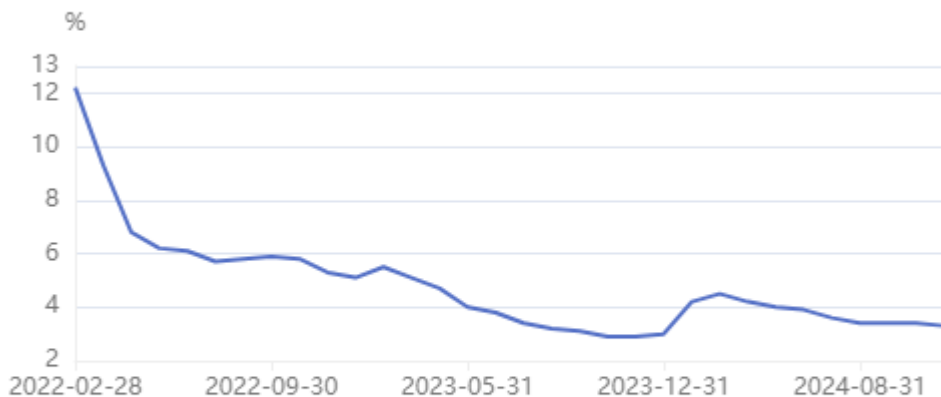
期货交易咨询号: Z0015227

①2024年社会消费延续放缓趋势，由年初5.5%降至3%，成为拖累GDP的因素之一。其主要原因是居民收入下降造成的消费能力下降以及预期偏差导致消费意愿回落。

②Q4消费品以旧换新政策的落地明显改善了汽车以及家电的消费，目前政策预期是在2025年将继续开展，或使得2025年整体消费回升。

投资压力与动力并存

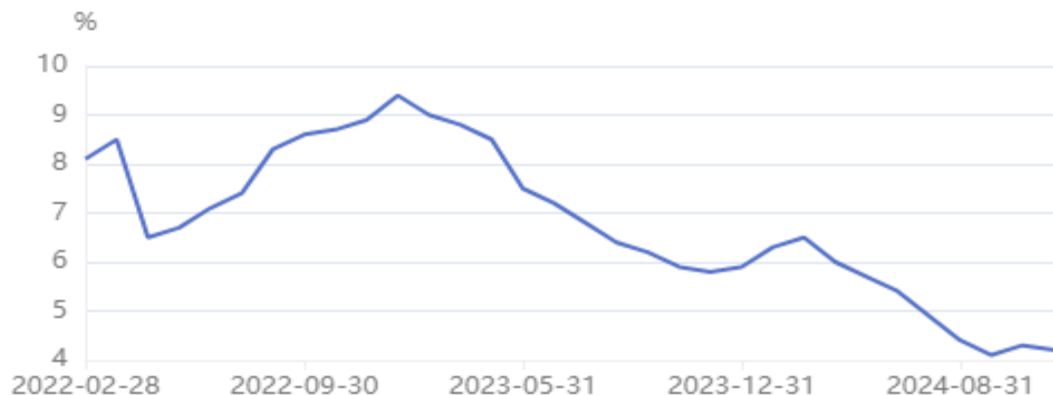
固定资产投资完成额：累计同比 2024-11-30



—●— 固定资产投资完成额：累计同比

更新频率：月度

基础设施建设投资：累计同比 2024-11-30



—●— 固定资产投资完成额：基础设施建设投资（不含电力）：累计同比

更新频率：月度



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428



期货交易咨询号：Z0015227

①2024年固定资产投资增速从4.2%下降到3.3%，显示出整体投资水平仍然偏弱。2025年分别观察：

①2024年不含电力的基建增速持续走弱，自年初最高6.5%降至年末仅4.5%，背后一部分原因可能是基建项目已经较少，其次也有可能是地方政府负债压力过大导致。

地产亮点难寻，维稳是主要目标

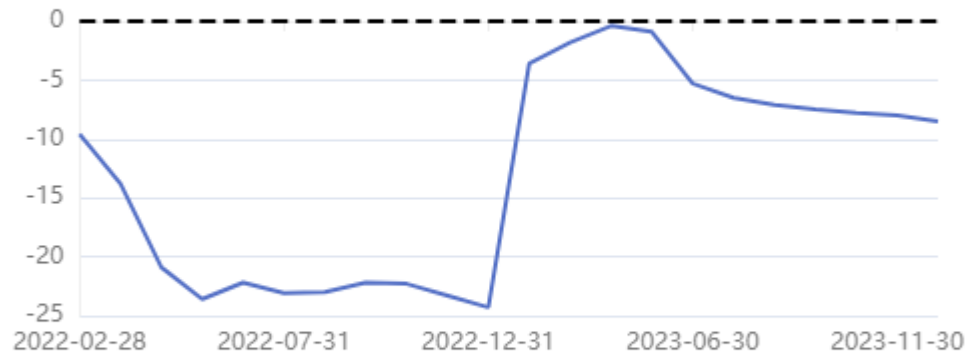
房地产开发投资完成额：累计同比 2023-12-31



—○— 房地产开发投资完成额：累计同比

更新频率：月度

商品房销售面积：累计同比 2023-12-31



—○— 商品房销售面积：累计同比

更新频率：月度



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428



期货交易咨询号：Z0015227

- ①2024年Q4以来稳地产政策持续加码，从商品房成交面积看，地产销售未明显回暖。从成交土地占地面积看，土地成交也未回暖。由于当前商品房销售和新开工均较弱，房屋销售压力后市依然很大，预计将继续拖累地产投资。
- ②当前居民购房意愿下降、去杠杆，预计地产景气难有明显好转，2025年房地产投资维持低位走平预期。

制造业新质生产力方向

固定资产投资完成额：制造业：累计同比 2024-11-30



固定资产投资完成额：制造业：累计同比

更新频率：月度

固定资产投资完成额：高技术制造业：累计同比 2024-11-30



固定资产投资完成额：高技术制造业：累计同比

更新频率：月度



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428

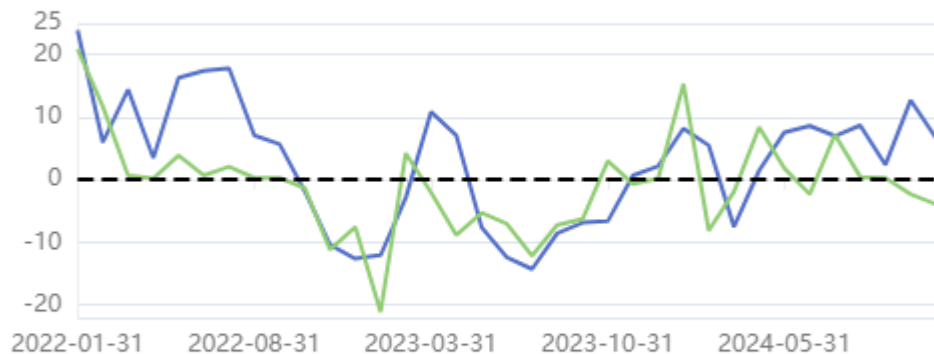


期货交易咨询号：Z0015227

- ①2024年，制造业投资增速维持9%以上高位，相对整体投资明显偏强。但趋势上也出现前高后低的变化，其中高科技制造业从年初超10%的增速降至8%左右，显示出高增速难以维持的迹象。
- ②不过制造业包含了大多新质生产力的方向，较多高科技产业都能得到政策支持，所以制造业的高增速预期在政策支持下不会出现大幅走弱。

外需或受到挑战

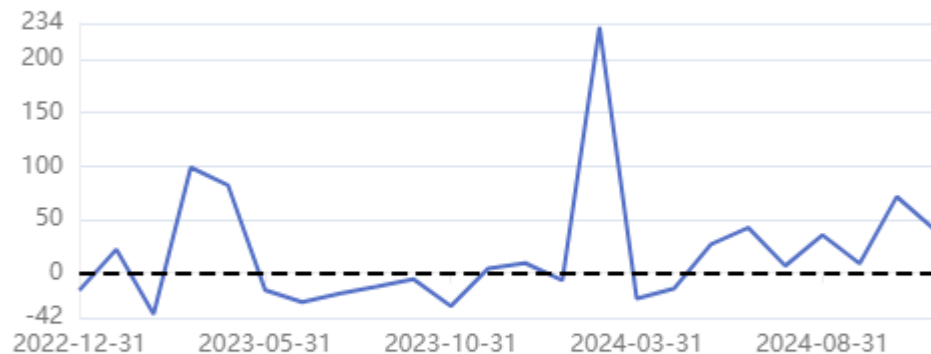
出口金额：当月同比 2024-11-30



—○— 出口金额：当月同比 —○— 进口金额：当月同比

更新频率：月度

贸易差额：当月同比 2024-11-30



—○— 贸易差额：当月同比

更新频率：月度



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428



期货交易咨询号：Z0015227

- ①2024年国内出口增速中枢上行，对经济形成正面支撑，进口增速转负，整体表现外需强于内需。
- ②2025年特朗普上台预期重新开启贸易战，对中国商品再度加码关税，可能会影响出口形势，打击外贸需求。

库存周期持续磨底

- ①新一轮库存周期目前仍在底部区域，预期在财政货币双宽松政策支持下，补库速度或有起色，支撑部分国内定价商品需求。
- ②本轮中美库存周期已经在底部运行超过1年时间，而库存、需求指标目前仍未有明显改善，表明目前仍处于新一轮库存周期的起步阶段。



郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428



期货交易咨询号: Z0015227

数值:美国:库存总额:季调 同比数值:美国:销售总额:季调 2024-1



国内宏观主要观点

- 1、展望2025年，货币政策“适度宽松”“超常规逆周期调节”定调，预期将进一步降息降准，出台政策稳楼市稳股市，财政政策“更加积极的财政政策”定调，扩大财政支出，增加专项债发行，增发特别国债，提高赤字率。经济不起，政策不止。
- 2、在外部冲击影响下，改善内循环是2025年的重点。其中包括要改善居民消费能力与消费意愿，提振社会消费，多种政策配合托底地产，稳住房价。也包括要着重发展新质生产力的方向，在高端制造业形成突破，以点带面，改善需求。
- 3、预计2025年中国库存周期进入补库，CPI中枢上行，PPI在政策带动下回暖。



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428



期货交易咨询号：Z0015227

04

大类资产配置策略



郑弘 高级研究员



从业资格证号: F3027428



期货交易咨询号: Z0015227

大类资产配置策略

“美联储降息+美国降税预期”交易充分，2025年关注美股风险；国内在政策支持与周期改善下经济有望企稳回升。

股指期货：各项政策均利好股市，预期2025年股指将相比2024重心小幅上升，但波动率较大。

债券市场：判断收益率曲线走陡，债市长短利差或走扩，单边趋势维持震荡判断。

汇率市场：根据中美经济政策变化判断汇率前贬后升，关注潜在汇率进一步市场化可能。

大宗商品：商品强预期弱现实格局得到改善，PPI在政策带动下回暖，有色、橡胶等品种或偏强，原油系品种商品或偏弱。



郑弘 高级研究员



从业资格证号：F3027428



期货交易咨询号：Z0015227

本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。

THANK YOU