



徽商期货
HUISHANG FUTURES



徽商期货金钥匙
HUISHANG FUTURES GOLDEN KEY

RESEARCH REPORT

徽商期货

升级换挡，高质发展
—回顾2024，展望2025

徽商期货研究所

徽商期货有限责任公司

投资咨询业务资格：皖证监函字【2013】280号

徽商期货研究所

蒋贤辉 研究所所长

从业资格号：F0311865

投资咨询证：Z0011822

制作日期：2025年1月13日

赋能实体 携手共赢
徽商期货2025年度商品投资策略会

【免责声明】

本课件所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本课件观点不应视为对任何期货商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本课件内容全部或部分发布、复制。

【团队介绍】

徽商期货研究所成立于2009年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培育中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、微眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系和投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



徽商期货
HUISHANG FUTURES

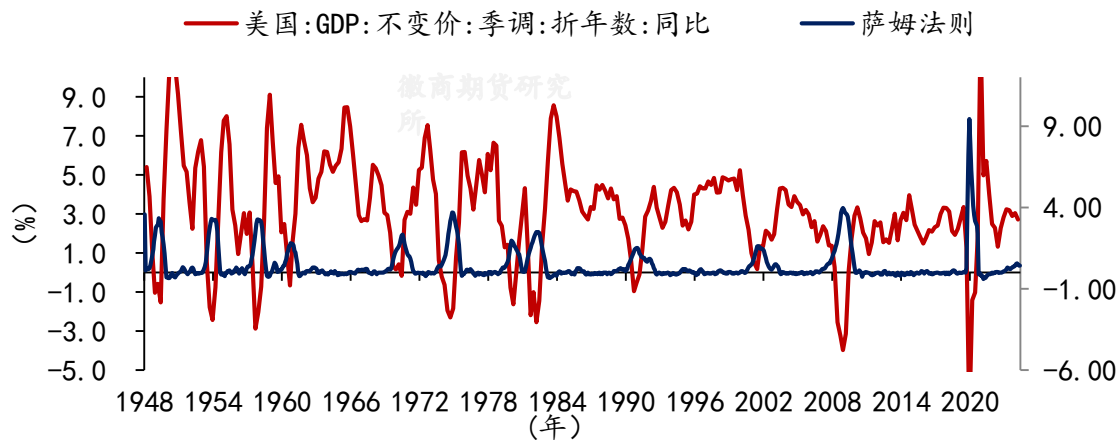
一、海外：风云变幻 波谲云诡

/01

■ 衰退预期被证伪

- 2024年，市场交易关注点在于美国衰退，特别是进入下半年，随着一系列经济数据的发布，市场对美国衰退的预期增强，大类资产在6-8月间大幅下挫。
- 通过统计1949年以来美国经济触发的13次“萨姆法则”发现，“萨姆法则”在经济衰退预测方面确实起到了较好的效果。然而“萨姆法则”作为经验法则并不是每次都有效。
- 美国经济表现呈现韧性，衰退预期短期仍被证伪。

图：美国1949年以来触发了13次萨姆法则，11次验证了经济衰退

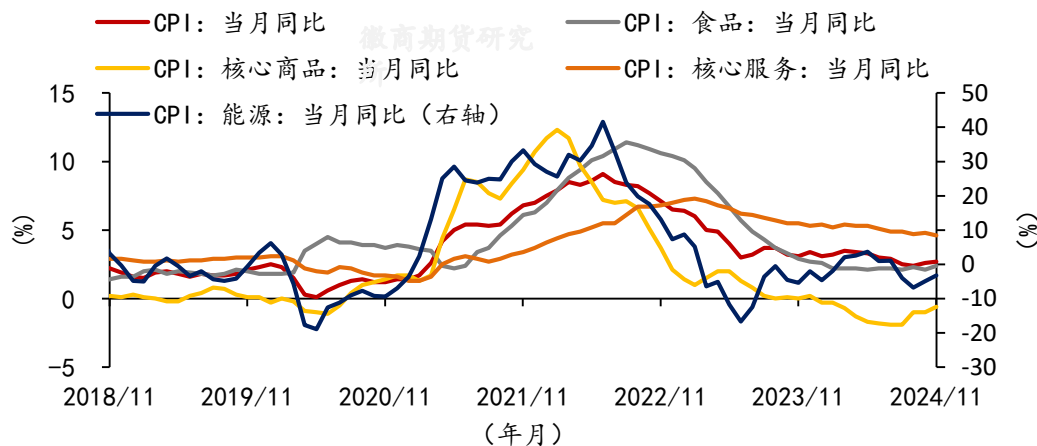


序号	日期	GDP 年率 (%)	衰退 持续时间 (季)	萨姆法则触 发时间	提前于衰退 (月)	当时的 失业率 (%)	萨姆法则持 续时间 (月)
1	1949年6月	-0.01	3	1949年2月	4.00	4.33	15
2	1954年3月	-1.78	3	1953年11月	4.00	3.17	15
3	1958年3月	-2.87	3	1957年10月	5.00	4.67	15
4	-	-	-	1959年11月	-	5.67	2
5	1961年3月	-0.67	1	1960年10月	5.00	5.73	14
6	1970年12月	-0.17	1	1970年3月	10.00	4.17	20
7	1974年6月	-0.21	5	1974年7月	-1.00	19.00	19
8	1980年6月	-0.78	3	1980年2月	4.00	6.20	15
9	1982年3月	-2.19	4	1981年11月	4.00	7.93	20
10	1991年3月	-0.95	3	1990年10月	5.00	5.83	25
11	-	-	-	2001年7月	-	4.47	16
12	2008年12月	-2.54	4	2008年2月	10.00	4.97	28
13	2020年6月	-7.50	3	2020年4月	3.00	7.57	12

■ 通胀预期增强

- 美国通胀再次面临全面上升的趋势。2024年9月以来，23个通胀细分项中有15个通胀项呈现了环比上升的趋势。
- 核心服务项下行缓慢同时未来存在再次抬升的可能。
- 特朗普上台后实行的减税、关税政策等措施可能进一步加深美国通胀。

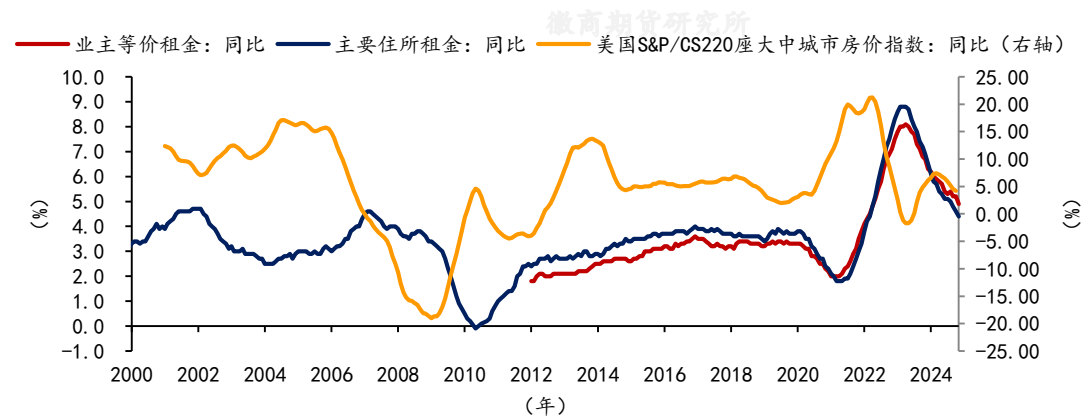
图：美国有趋于全面通胀可能



图：美成屋销售快速增长



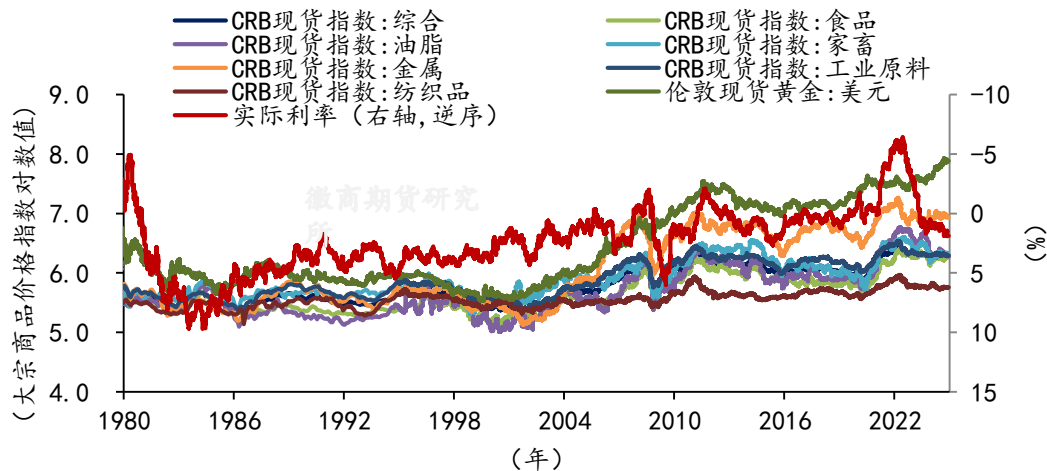
图：房价指数上涨可能带来未来通胀上行



实际利率缓慢下行

- 自2022年3月，因美联储抗击通胀，开启加息，将联邦基金利率从0-0.25%提升至3.75%-4%的水平，通胀从6月9.1%的高位下降到12月6.5%。实际利率在加息和通胀缓和情况下提升，从2022年中-5.68%上升到2024年1.9%的水平。
- 随着通胀的缓和，以及美国经济的韧性，美国国债收益率的上涨明显，使得2024年实际利率上升到1.9%左右的水平。
- 2025年，由前述分析，美国通胀有卷土重来之意，2024年12月的美联储利率决议中点阵图显示2025年降息预期由此前的4次降低为2次，降息幅度虽有下调但并没有大幅加息的可能。综合通胀上行和利率下行，以及实际利率目前处于历史极高值附近，可以推断，2025年实际利率将缓慢下行。

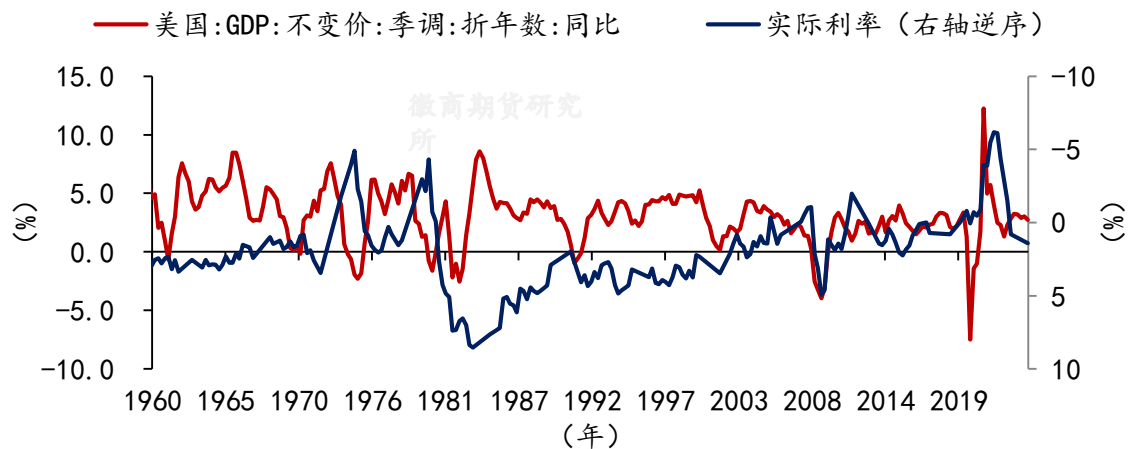
图：实际利率已上行至高位，未来存在下行可能



图：12月利率点阵图预示2025年降息次数下调至2次



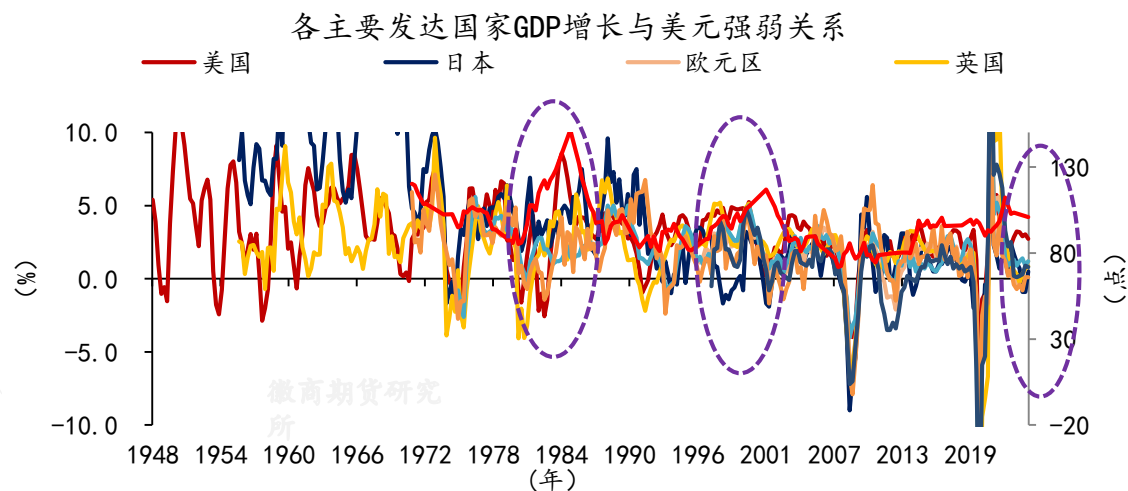
图：实际利率下行驱动经济增长



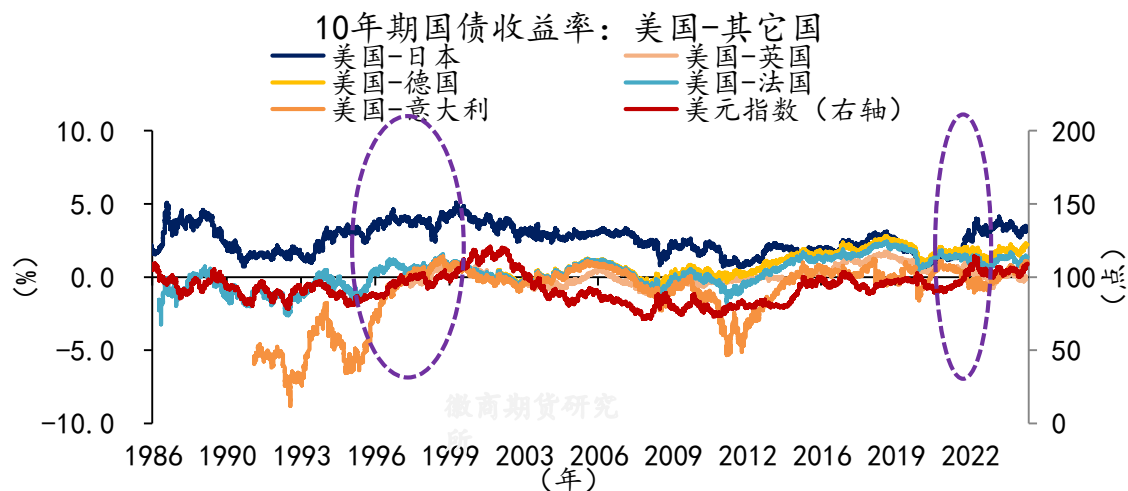
➤ 美元的强势与否其重要原因在于美国经济与其它非美经济的相对强弱。2024年，市场预期的美国经济衰退并没有发生，且美联储12月议息会议中分别上调了2024年、2025年的GDP增长预期，从9月给出的2%的增速分别上调至2.5%和2.1%。2024年，日本经济经历了一、二季度的负增长，德国也刚经历2023年四季度和2024年一季度的负增长，英国和法国以及欧元区的经济增长均在1%左右徘徊。美国经济增速远高于多数发达国家，这为美元提振奠定基础。

➤ 美元的强势与否，还取决于各国货币政策的相对松紧。欧元区的降息时间早于美国，2024年6月将主要再融资利率降低25bp，随后在9月、10、12月分别降低了60bp、25bp、25bp，本轮降息合计降低135bp。英国在今年8月、11月分别调降了本国基准利率共50bp。日本与其它国家不一样，随着日本通胀的恢复，日本货币政策逐渐正常化，走出负利率区间，于2024年3月和8月加息20bp和15bp，将政策目标利率由-0.1%上调至0.25%。美国政策利率高于其它大多数国家，国债收益率居高不下，这为美元提振创造基础。

图：非美经济体经济增长不及美经济体，为美元走强奠定基础



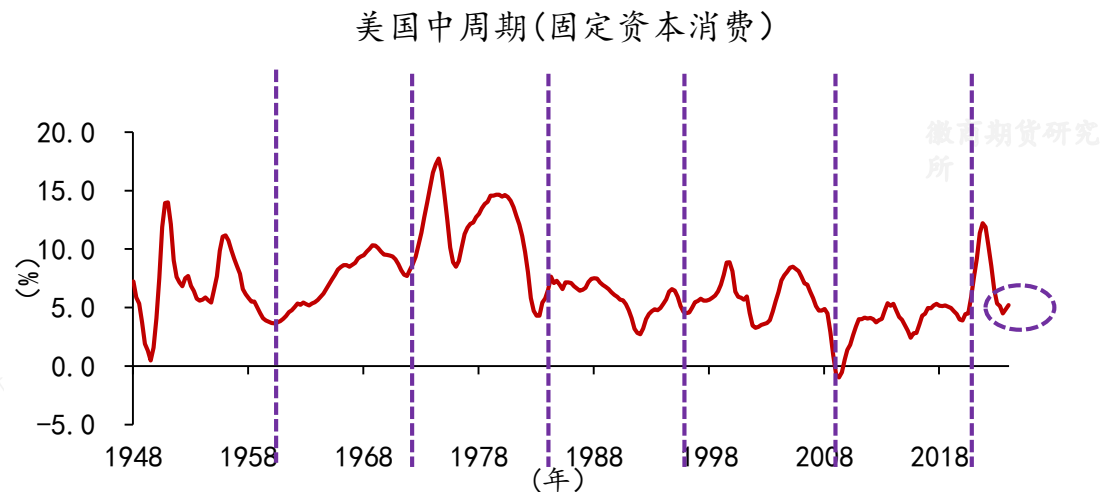
图：美经济体利率高于非美经济体，为美元走强创造条件



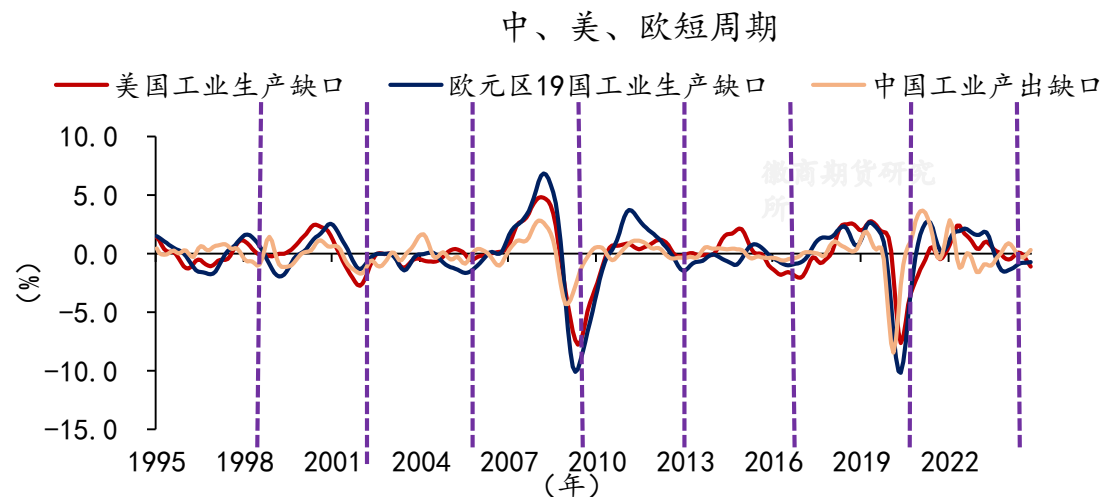
◆ 中周期向上和制造业补库期共振

- 美国中周期经历前期低点后于2020年9月开启上升，在2022年6月经历了第一个高点。按照历史统计规律，中周期一般会出现两个高点，即固定资本消费增速会有再次上升至另一个高点的可能。但结合当前的货币经济环境来看，下一个高点可能不及第一个高点，即固定资本消费增速可能远低于第一个高点对应的增速12.2%。
- 欧美无论从上一轮库存周期经历的高点还是从目前来看，其补库的力度并不大，美国在第一轮库存周期中，工业生产只提升了20%，欧元区提升了45%，美国补库力度更弱。可以预见的是，2025年，欧美工业制造业仍在补库期内，但金融与经济环境决定了其补库力度可能会比第一轮更弱。

图：中周期经历第一个高点后目前处于低位，未来存在上行可能



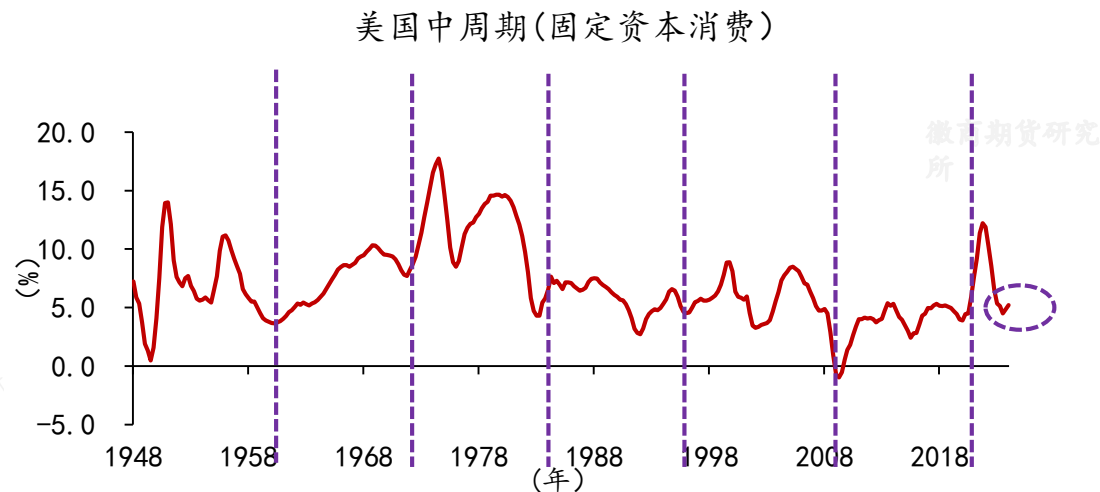
图：中美欧周期并没有形成共振，美国的补库力度较弱



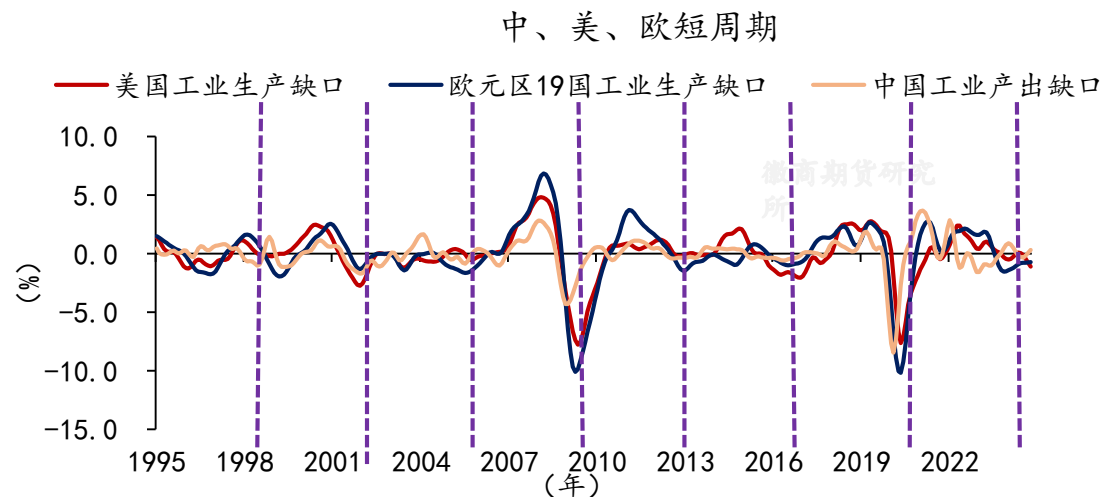
◆ 中周期向上和制造业补库期共振

- 美国中周期经历前期低点后于2020年9月开启上升，在2022年6月经历了第一个高点。按照历史统计规律，中周期一般会出现两个高点，即固定资本消费增速会有再次上升至另一个高点的可能。但结合当前的货币经济环境来看，下一个高点可能不及第一个高点，即固定资本消费增速可能远低于第一个高点对应的增速12.2%。
- 欧美无论从上一轮库存周期经历的高点还是从目前来看，其补库的力度并不大，美国在第一轮库存周期中，工业生产只提升了20%，欧元区提升了45%，美国补库力度更弱。可以预见的是，2025年，欧美工业制造业仍在补库期内，但金融与经济环境决定了其补库力度可能会比第一轮更弱。

图：中周期经历第一个高点后目前处于低位，未来存在上行可能



图：中美欧周期并没有形成共振，美国的补库力度较弱





徽商期货
HUISHANG FUTURES

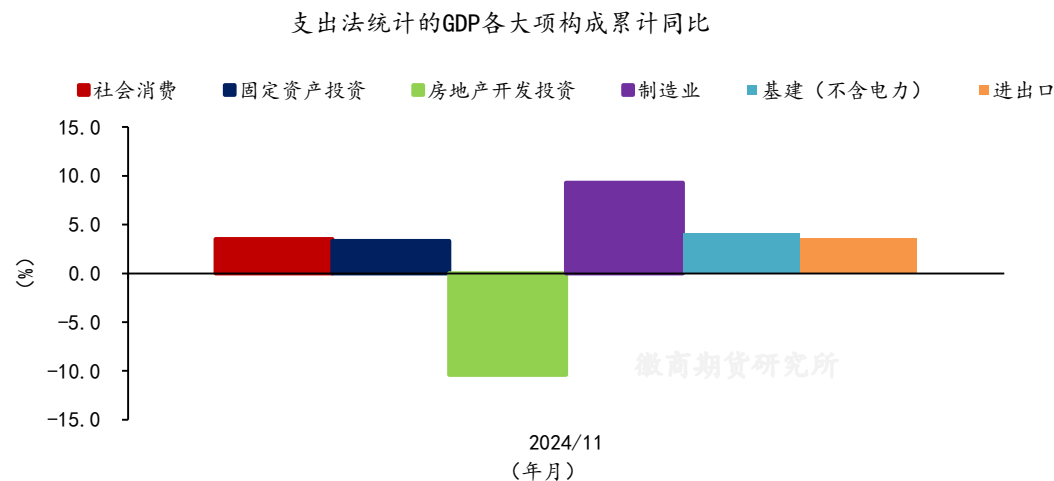
二、国内：升级换挡，高质发展

/02

◆ 当前经济现状

- 2024年，我国制造业增长表现最为亮眼，房地产投资跌幅最为突出。
- 2024年两会提出的国内生产总值GDP增长目标5%。以不变价计算，2024年前三季度GDP分别增长5.3%、4.7%、4.6%，四季度需要完成5.4%的增长才能完成全年5%的GDP目标增速。9月24日以来，一系列政策频出，在政策刺激下，消费、制造业、基建、出口增速近两月有所抬升，预计全年GDP（不变价）增速接近5%。

图：制造业增长亮眼，房地产投资跌幅突出



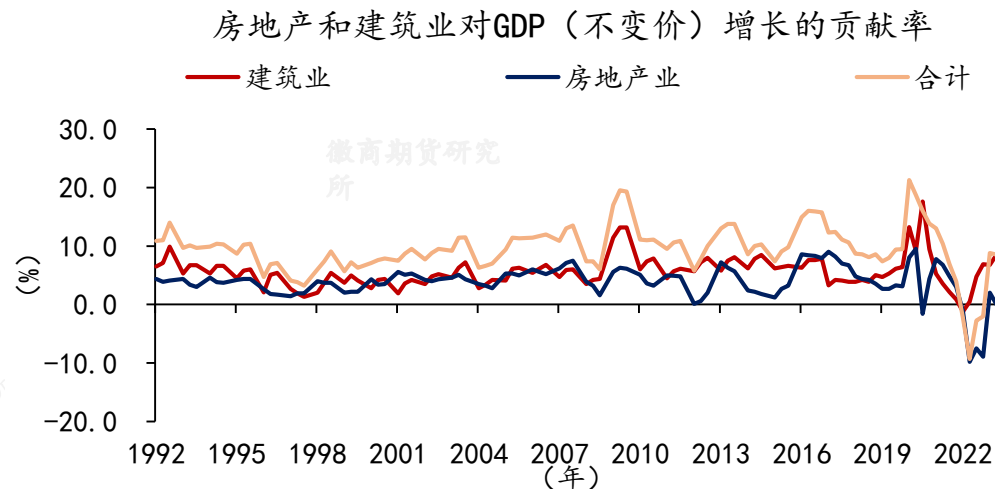
图：前三季度GDP增速逐次下移，四季度需大幅发力



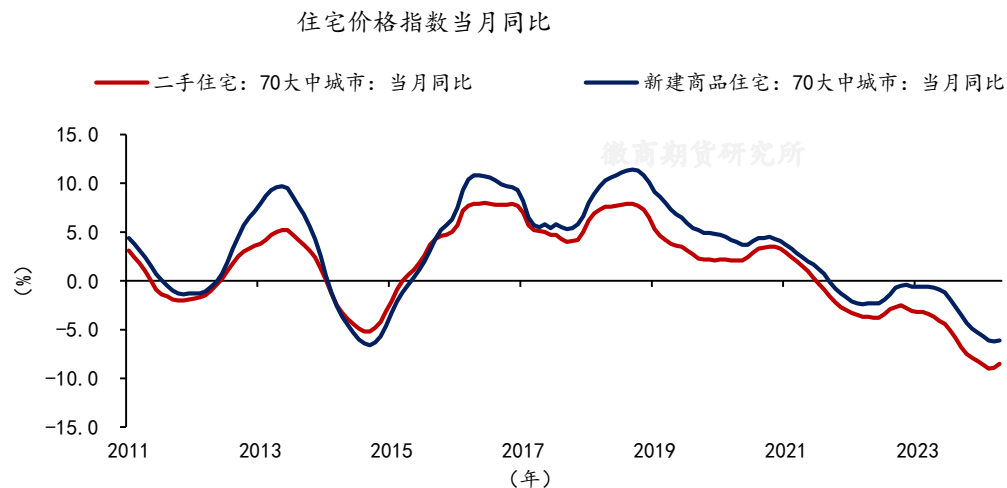
➤ 房地产在过去十几年时间驱动中国经济高速发展。不考虑房地产相关的上下游产业链，房地产和与之相关的建筑业对中国GDP（不变价）增长的合计贡献在2009年高达19.5%，在2020年第一季度达到21.27%。但从2022年一季度开始，房地产下行，对GDP增长的贡献由正转负，且负向贡献呈扩大态势。

➤ 房地产从2022年以来的调整太快，拖累了中国经济的增长。从2022年12月开始，我国开始对房地产从融资端、销售端分别进行了调控，但至2024年9月前，调控措施并没有拉住房地产的下跌速度。最直接的表现是房价跌幅经历了数月的扩大。

图：房地产对我国GDP增长贡献由正转负



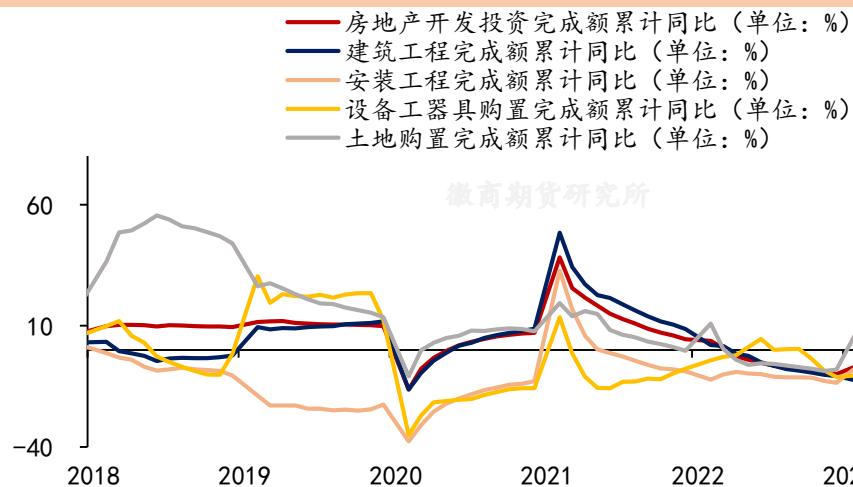
图：商品房价格指数同比持续回落



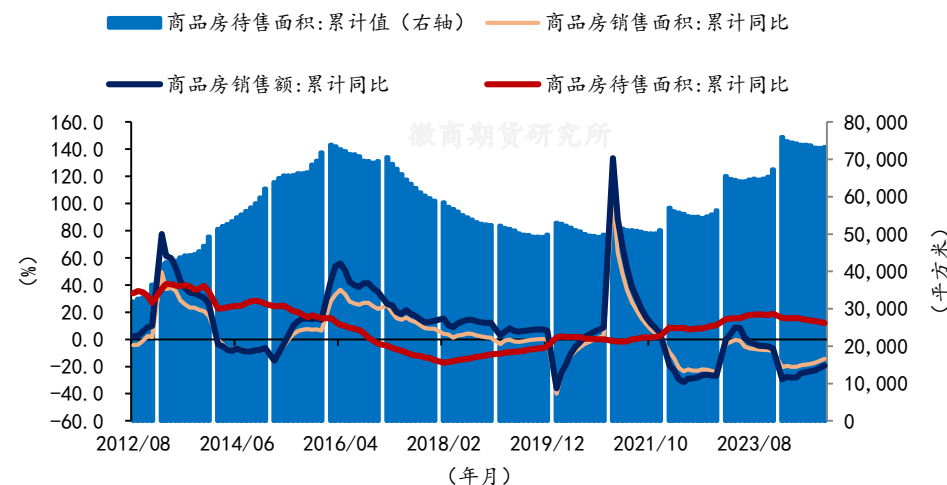
◆ 稳汇率与稳地产

- 在房价下跌之下，销售、到位资金和投资都出现了不同程度下滑。
- 房地产销售面积、销售额维持了30个月的负增长。与此同时，商品房待售面积2024年保持两位数的增速，去化时间增至18个月。
- 销售不畅致使到位资金不足。房地产开发资金来源累计同比维持了32个月的负增长。占房地产商到位资金主要构成的定金及预付款、个人按揭贷款跌幅在2023年收窄至个位数跌幅之后2024年却又呈现扩大之势，最大跌幅再次放大至2024年3月的-37.5%和-41%。
- 到位资金不畅导致投资萎靡。房地产开发投资完成额维持30个月的负增长，且跌幅由2022年4月的-2.7%扩大至2024年11月的-10.4%，土地购置费跌幅扩大至-7.8%。

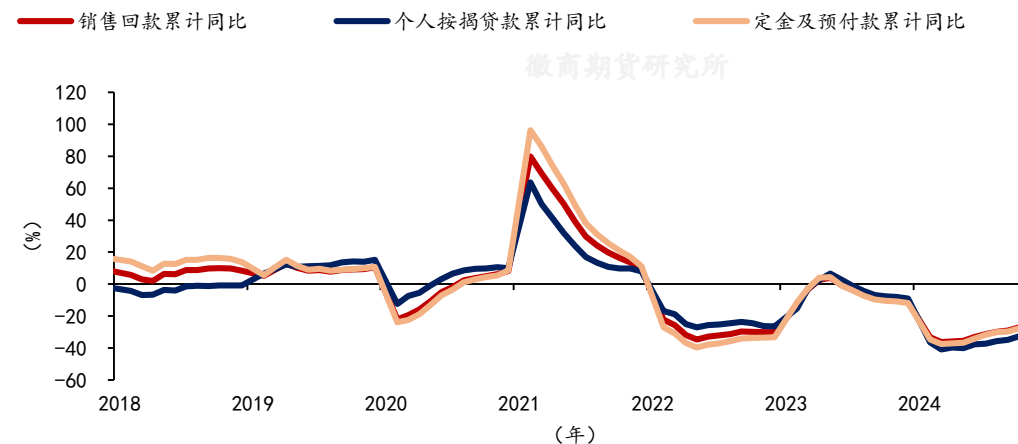
图：房地产开发投资萎靡



图：房地产销售不畅，库存累积



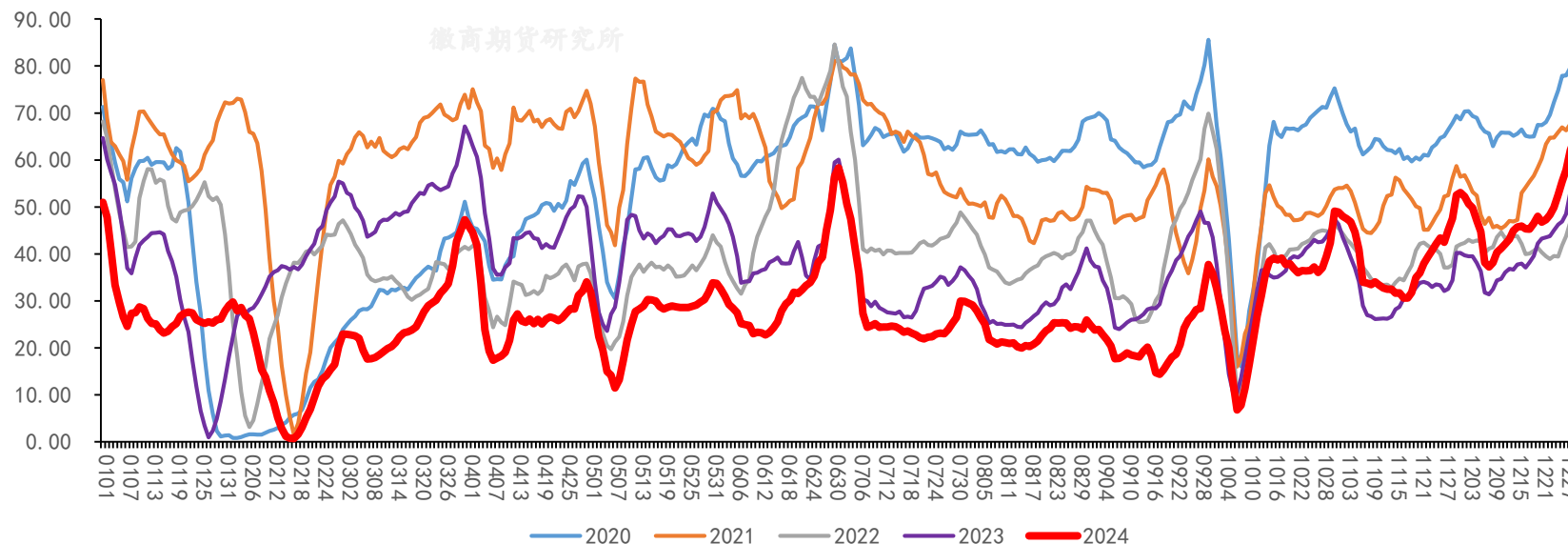
图：房地产商的销售回款负增长



今年以来国家政策重要地产政策		
4月30日	中央政治局会议	要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
1月5日	住房和城乡建设部、 国家金融监督管理总局	发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》： 建立城市房地产融资协调机制，筛选确定支持对象，满足合理融资需求，做好融资保障工作。
5月17日	中国人民银行 国家 金融监督管理总局	发布《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》： 对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。 在此基础上，中国人民银行各省级分行、国家金融监督管理总局各派出机构根据城市政府调控要求，按照因城施策原则，自主确定辖区各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例下限。
5月17日	中国人民银行	发布《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》： 一、取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。 二、中国人民银行各省级分行按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平（如有）。 三、银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限（如有），结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。
5月17日	中国人民银行	发布《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》 自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。
5月17日	中国人民银行	中国人民银行副行长陶玲在主题为“切实做好保交房工作配套政策有关情况”的国务院政策例行吹风会介绍，央行拟设立3000亿元保障性住房再贷款，利率1.75%，期限1年，预计可带动银行贷款5000亿元。
9月24日	国新办新闻发布会	降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，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%。将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。将年底前到期的经营性物业贷款和“金融16条”这两项政策文件延期到2026年底。原来这两份文件是今年底到期，我们和金融监管总局一起，把这两份文件延长到2026年底。
9月26日	中央政治局会议	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。
9月29日	中国人民银行	对于贷款购买住房的居民家庭，商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于15%。 金融机构发放的符合要求的贷款，中国人民银行向金融机构发放再贷款的比例从贷款本金的60%提升到100%。 支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期政策的适用期限延长至2026年12月31日。
12月9日	中央政治局会议	稳住楼市股市

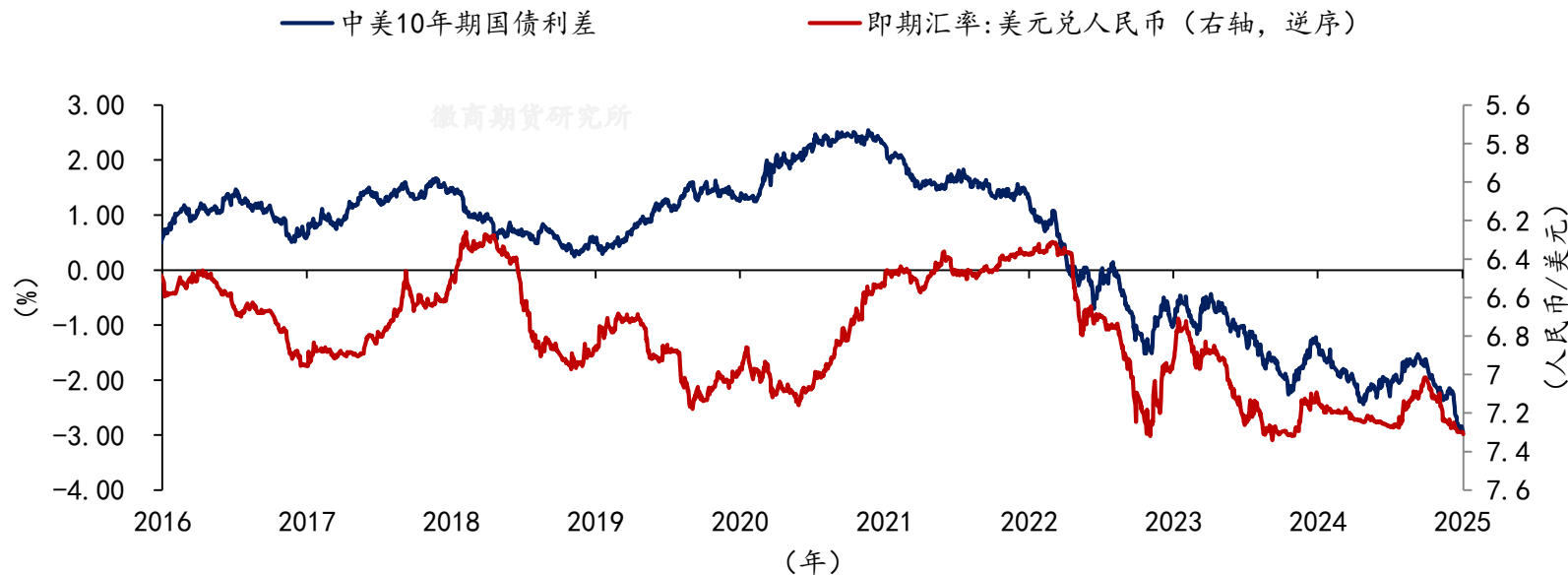
图：商品房成交面积在9月政策颁布后多数时间高于2023年同期水平，部分时间高于2022年同期水平

30大中城市商品房成交面积季节性（7DMA）



- 在“止跌回稳”的政策基调下，在系列政策的支持下，后续房地产价格、销售、到位资金、投资将接续企稳。倘若不如此，仍然会有地产相关地产政策出台。预计政策将倾向于销售端，将高企的库存慢慢去化，使房地产经济逐渐软着陆。而销售端的政策将进一步降低政策利率，从而推动市场利率的下滑。
- 9月之后，70大中城市新建商品住宅价格同比降幅收窄至11月的-6.1%，环比跌幅由9月的-0.7%明显收窄至11月的-0.2%。商品房销售面积从9月的-17.1%收窄至11月的-14.3%。9月之后30大中城市成交面积多数时间段超出了去年同期，甚至部分时间超出了2022年的成交水平，成交面积一改10月之前长期位于5年之下的颓势。

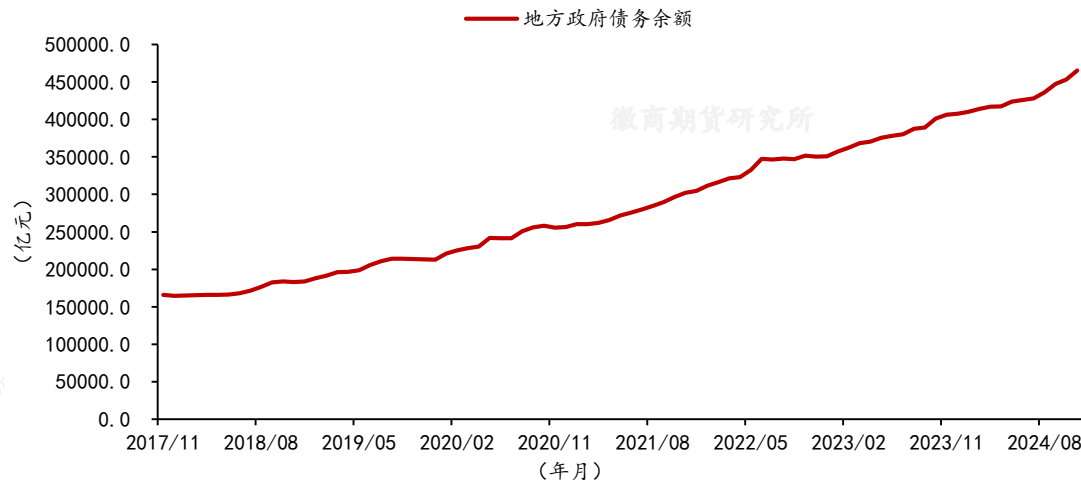
图：中美利差倒挂，人民币贬值趋势维系



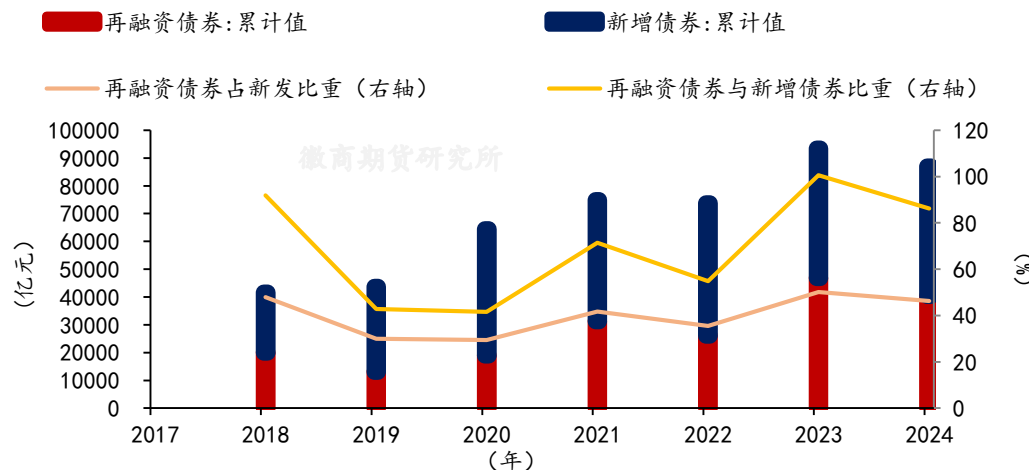
- 市场利率的下滑将使得人民币倾向于贬值。
- 2022年3月以来人民币贬值的主要因素在于中美利差，其背后逻辑在于中美经济周期的错配和货币政策的背离，由此导致的国际收支基础账户呈现资金外流趋势，经常账户顺差缩窄，资本与金融账户维持逆差。
- 2024年中美国债利差由年初的-1.3506%扩大至年底的-2.9026%，与此同时即期人民币汇率由年初的7.1434人民币/美元贬值至7.2988人民币/美元。人民币贬值趋势在国内利率下滑的背景下得到加强，趋势将维系。

- 当前，我国经济面临着地方政府债务达峰、居民债务和企业杠杆率高企的特点。
- 截止2024年11月，地方政府显性债务余额高达46.5万亿元，按照平均利率3.08%计算，每年付息额高达1.4万亿元。来自中泰证券的相关研究数据统计，地方政府隐性债务高达55万亿元，这部分由城投公司发行的债务承担的利率更高。包含隐性债务的地方政府债务合计总额近101万亿元。
- 地方政府债券发行中，作为偿还旧债的再融资券2023年全年高达46803亿元，占全年新发地方债93374亿元的50.12%，即一半新发债券用于偿还旧债。2024年1至11月再融资券累计值40283亿元，占新发地方政府债务87023亿元的46.29%。

图：地方政府债务高企



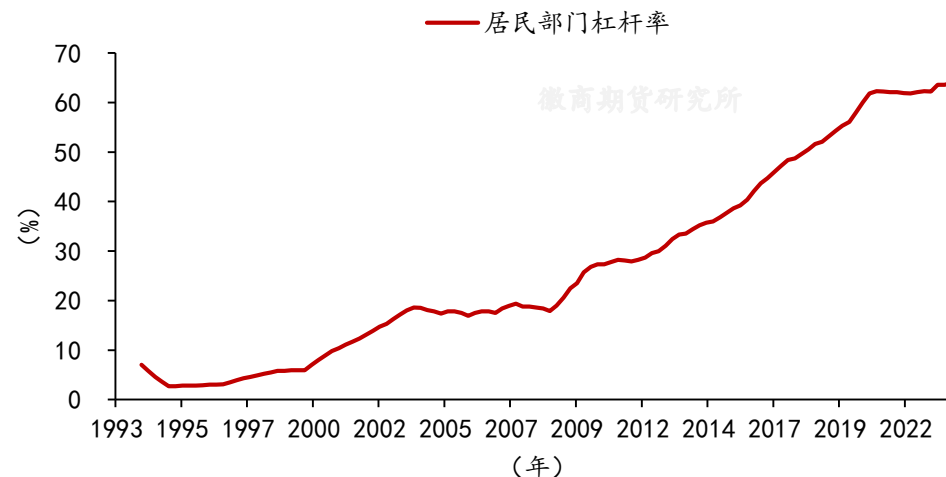
图：再融资券占比近半数



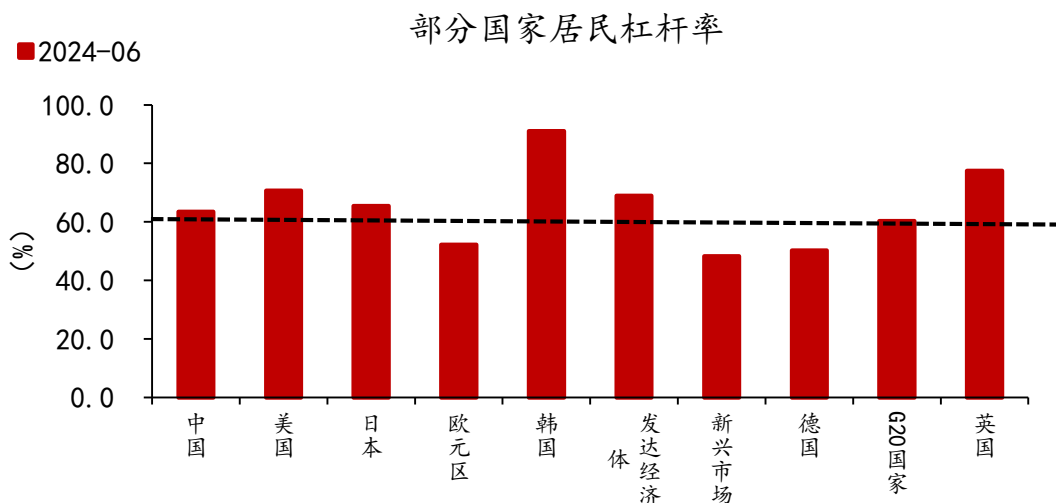
化债与促发展

- 居民债务达峰，这可以从新增贷款与债务余额呈现明显下滑态势得到反映。
- 截至2024年9月，居民部门的杠杆率63.2%。居民部门杠杆率超过德国，接近日本，低于美国、韩国。
- 在2016年至2021年期间，新增居民中长期贷款呈现高增长，增长值六年平均为73399亿元。而与之形成鲜明对比的是，2022年、2023年两年均值下降至40800亿元，降幅近45%，2022年至今近三年均值为35081亿元，降幅近52%。
- 个人住房贷款余额在2022年6月达到2004年以来的峰值38.9万亿元以后下滑，截至2024年9月，个人住房贷款余额相比高峰时下降1.34万亿元，降幅3.4%。

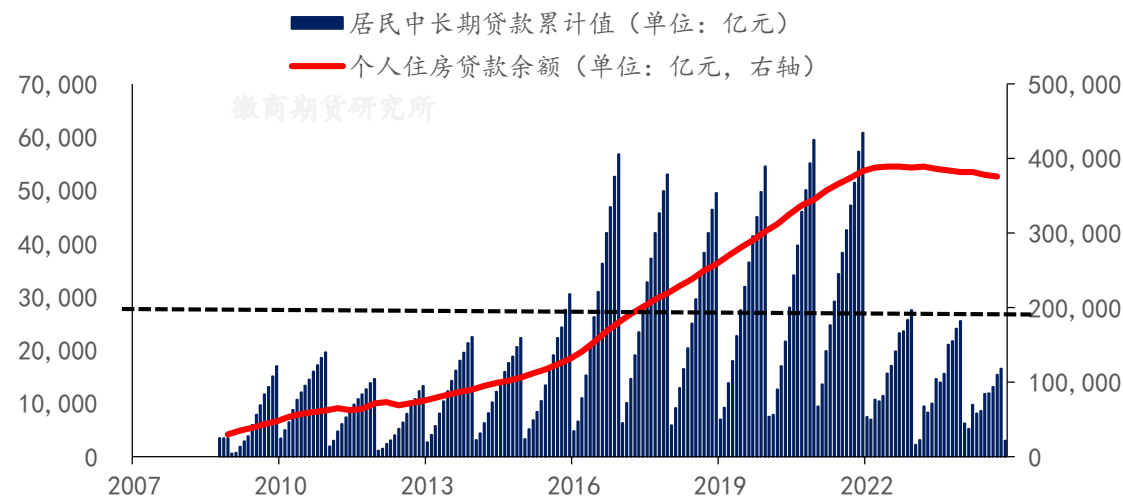
图：居民部门杠杆率高



图：我国居民部门杠杆率高于德国、欧元区、新兴市场



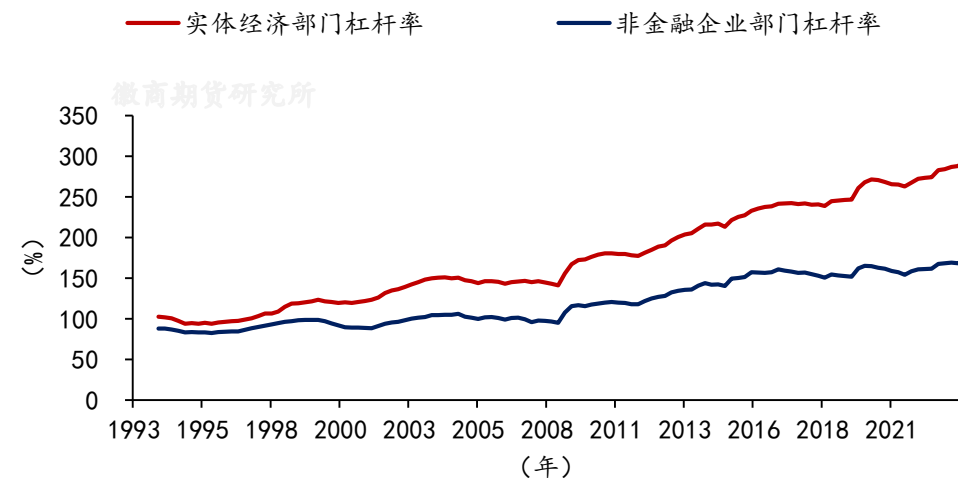
图：居民中长期贷款新增相比高峰期减半



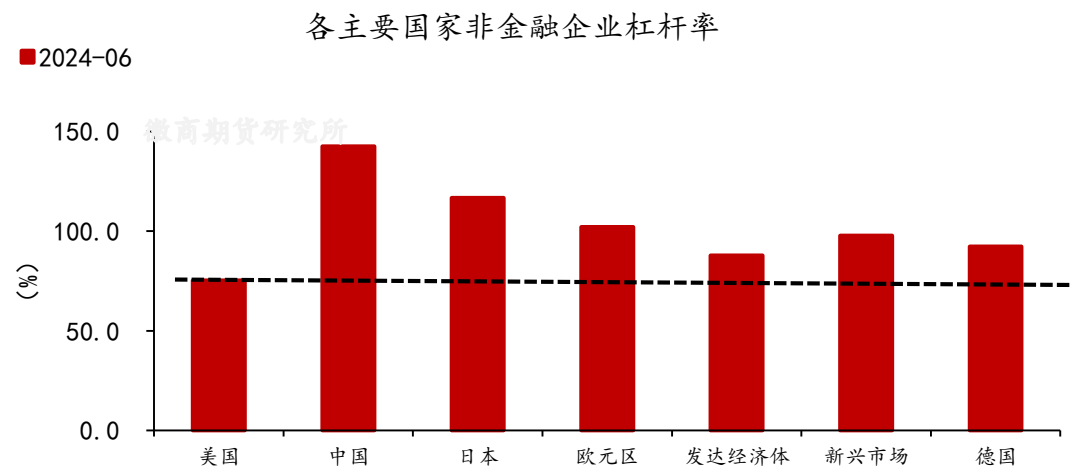
化债与促发展

- 企业债务同样高企。
- 最新数据显示中国实体经济部门杠杆率达到294.8%，非金融企业杠杆率高达174.6%，这一水平超过美国、日本、欧元区等发达体和新兴市场整体。

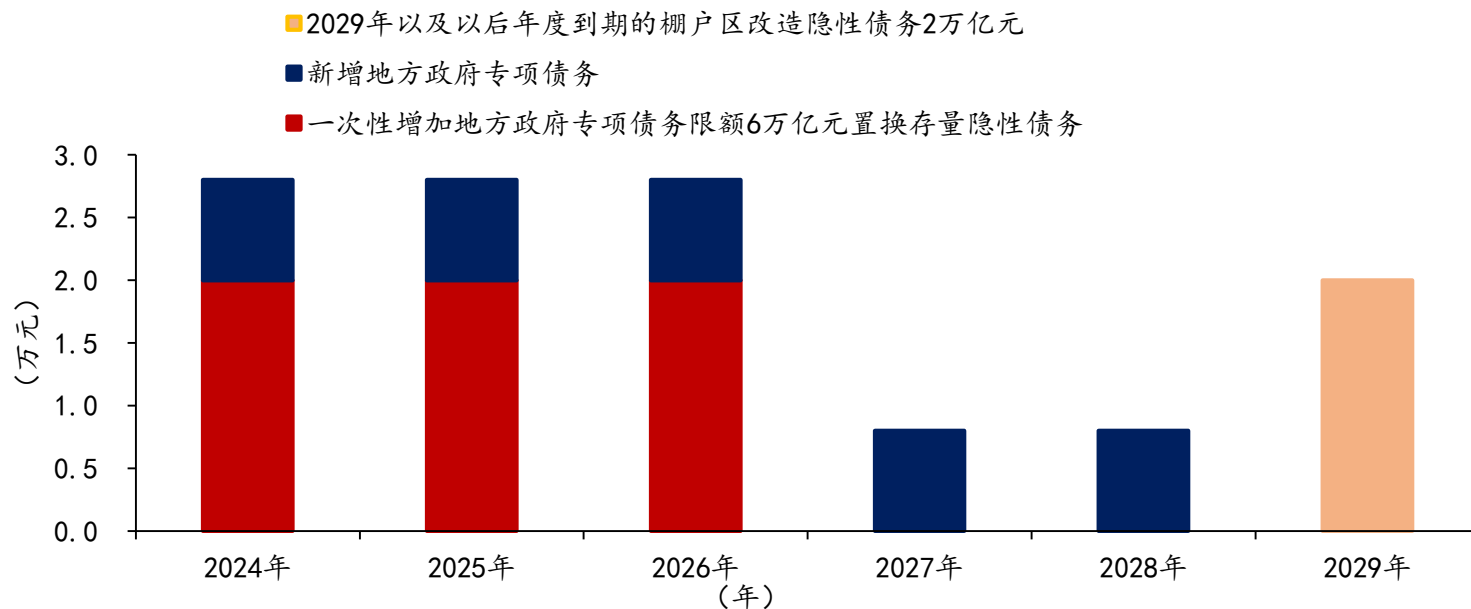
图：实体部门杠杠率高



图：我国实体企业的杠杠率相对较高



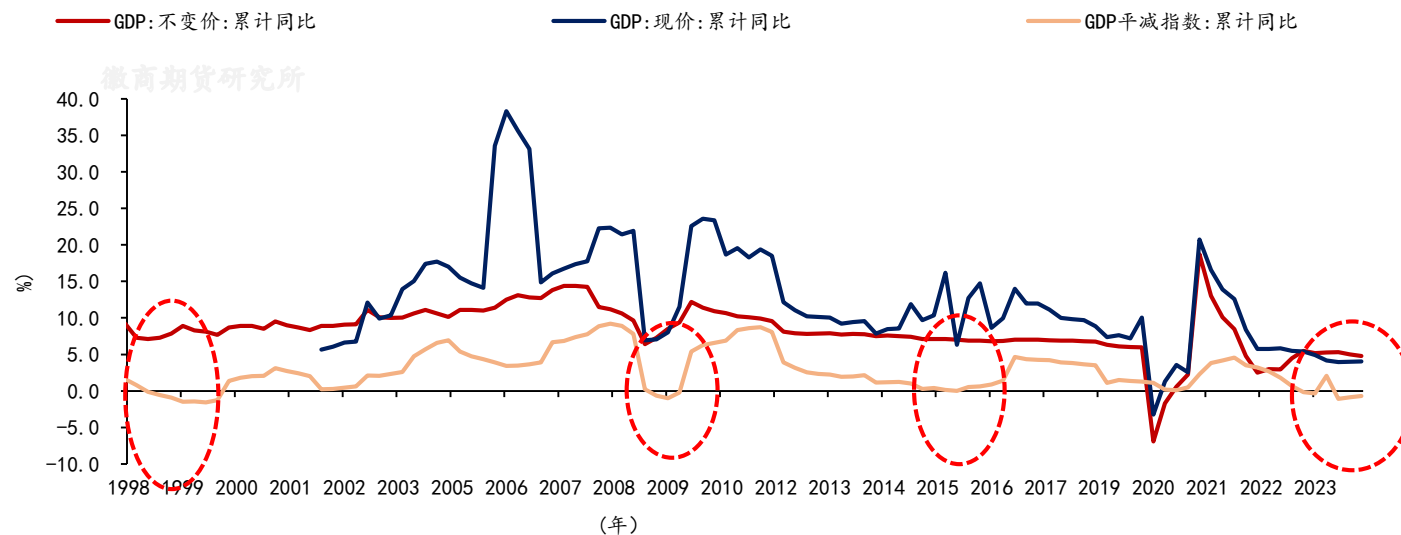
图：地方政府化债方案



- 2024年11月8日第十四届全国人大常委会第12次会议公布了化债方案。
- 一次性增加地方政府专项债务限额6万亿元置换存量隐性债务，一次报批，分三年实施，在2024-2026年期间每年新增额度2万亿元。
- 从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债务中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，共计4万亿元，该项在2024年已经落地。
- 2029年以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，无需地方政府在2028年之前进行消化。
- 为解决地方政府债务高企和隐性债务问题，中央政府实施了化债方案，标志着地方政府债务去化进入了新的阶段，未来一段时间，地方政府化债或将成为财政的一项长期重要的工作。在化解地方政府债务过程中，也将一定程度上抵消用于其它领域的政府支出。

➤ 从1998年至今，我国发生了四次通缩。

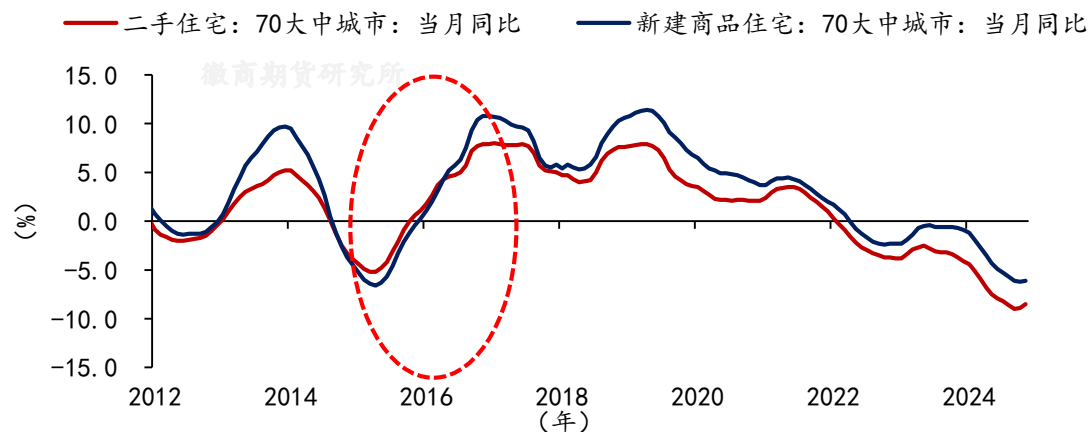
图：我国从1998年以来发生过三轮通缩



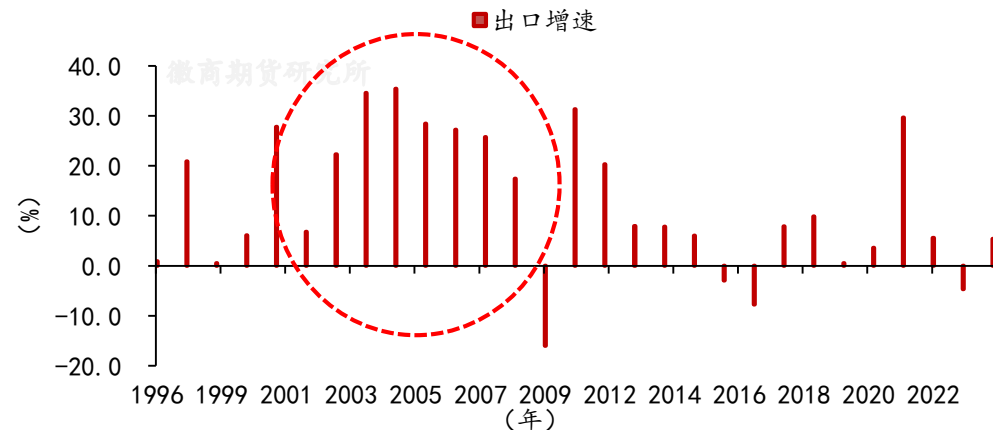
◆ 通缩的困境

- 第一次通缩发生在1998年和1999年之间，当时GDP平减指数持续7个季度在负值区间。2000年后，随着我国加入世贸组织，出口拉动中国经济快速增长。
- 第二次通缩发生在2009年，由于美国次贷危机传导拖累中国经济增长，持续三个季度。2009年推出了四万亿投资计划，刺激了中国经济快速反弹。
- 第三次通缩发生在2015年，持续时间1个月。当时国家出台了供给侧改革政策。大宗商品价格大幅上涨，房地产库存去化，价格上涨，经济回到正常发展轨道。

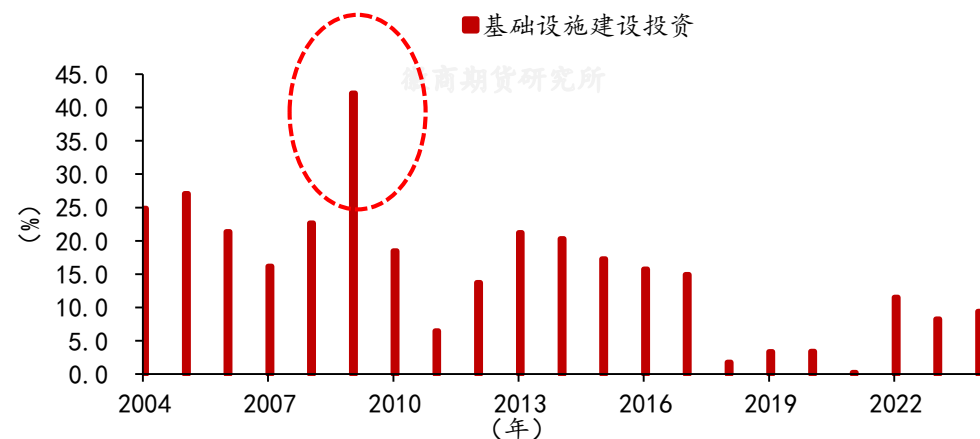
图：2015年的供给侧改革驱动房价上行



图：出口的高增长驱动我国经济增长

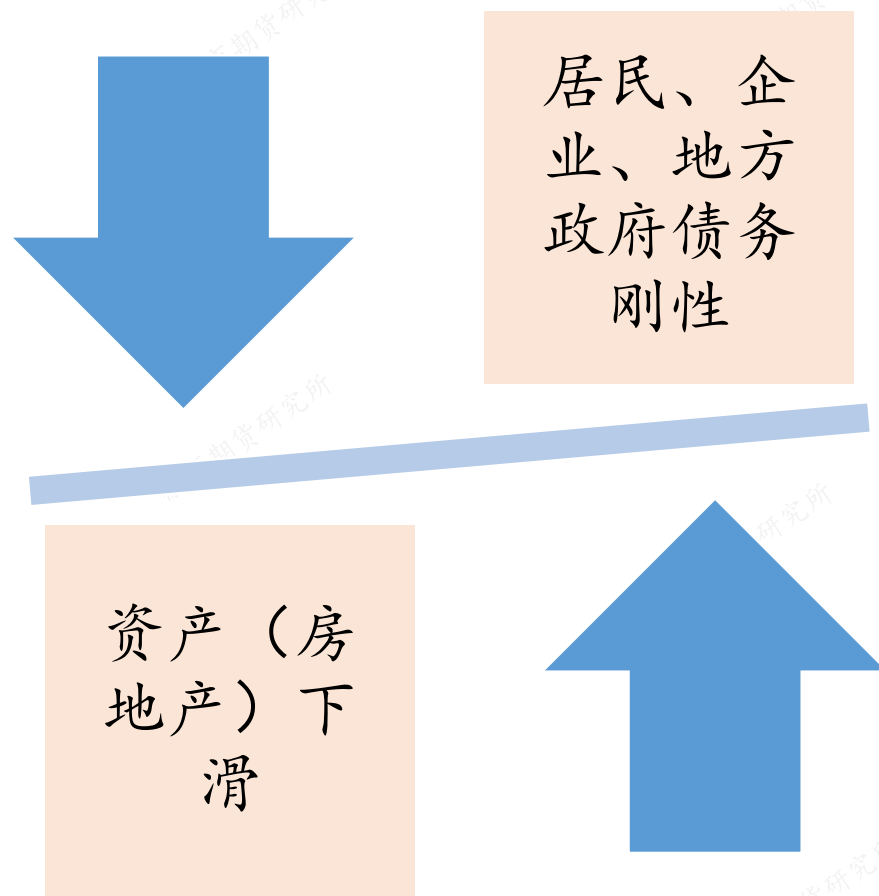


图：2009年4万亿刺激基建大幅增长



- 此轮通缩从价格来看起于2023年年中，持续至今，超出此前三轮持续的平均时间。原因：
- 房地产作为中国居民、企业、地方政府重要的资产，是中国居民的主要资产，同时也是地方政府的收入来源之一。房地产价格的下行导致居民、企业资产缩水、地方政府基金收入减少，同时源于房地产高增长带来的债务刚性，居民、企业和地方政府的资产负债表有发生衰退的风险，由此带来的居民偿债增加、消费疲软，企业借贷不旺投资疲弱，地方政府收入不足、基建支出乏力，最终将引发有效需求的萎缩，从而诱发通缩的风险。

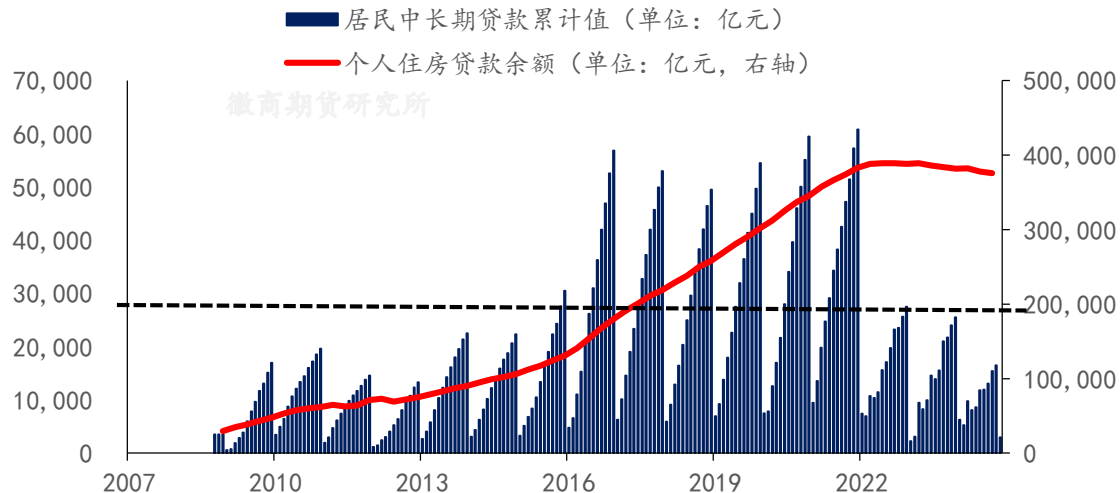
图：资产负债表有衰退的风险



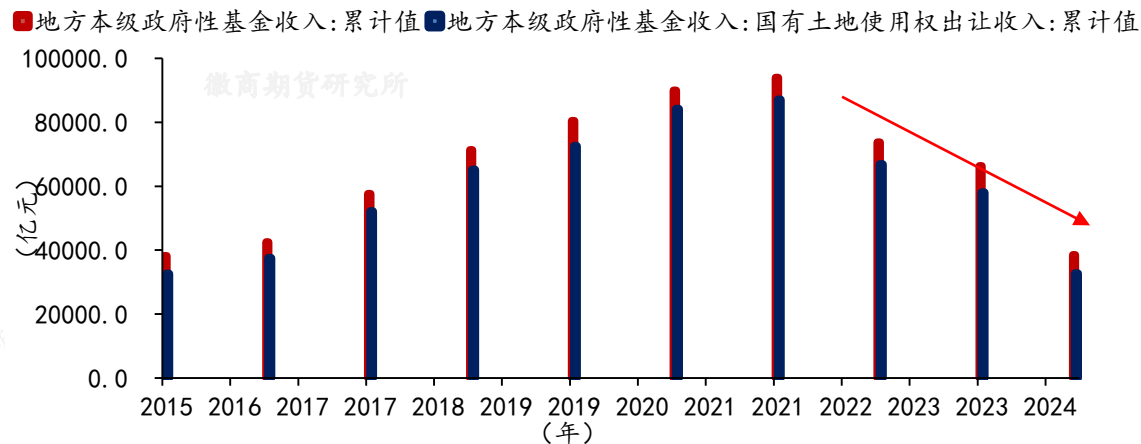
通缩的困境

- ▶ 地方政府国有土地出让金收入从2012年28517亿元快速增长至2021年的87051亿元，增幅205%，而后转入快速下跌，2024年截至11月国有土地出让金收入仅为32626亿元，相较于高峰期下滑54425亿元，下滑64.68%。
- ▶ 居民债务达峰导致的新增居民中长期贷款大幅减少以及个人住房贷款余额减少客观上反映居民偿债的增长。
- ▶ 2024年1至11月，工业企业利润总额累计同比-4.7%，工业企业40个行业中16个行业利润总额呈下滑态势。

图：居民中长期贷款新增相比高峰期减半



图：政府性基金收入由于国有土地出让收入减少而减少



图：工业企业利润下滑

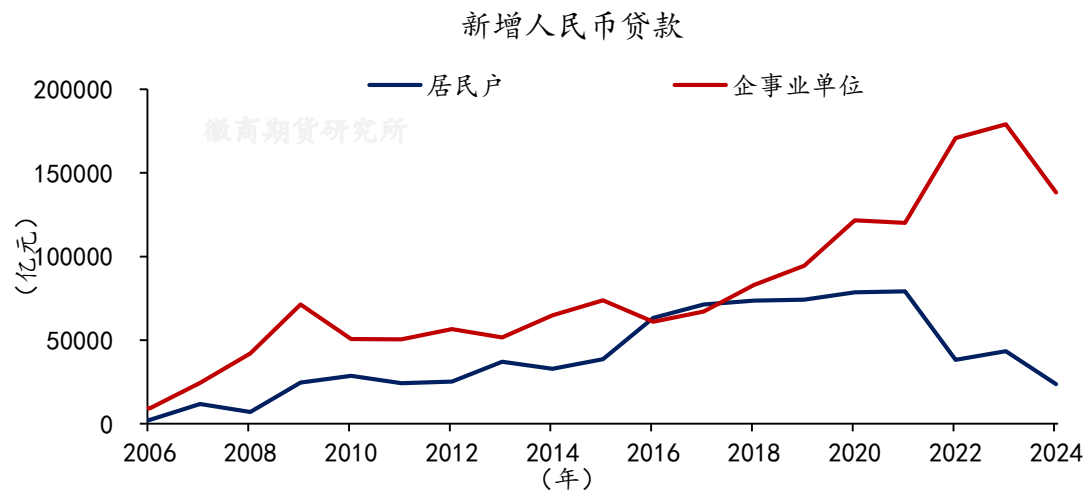


- 2022年以来，央行多次下调政策利率，将1年期MLF利率从2022年年中的2.85%下调至2024年的2.0%，7天期逆回购利率从2022年年中的2.1%下调至今1.5%，5年期LPR利率2022年初的4.6%下调至今3.6%，十年期国债收益率跌破1.8%，但市场的融资水平并没有得到明显提升，其同比增速呈现下滑态势。
- 2024年1至11月，与去年同期相比，居民户新增贷款额度下滑了17379亿元，企事业单位贷款新增额度下滑了31784亿元，降幅分别为42%和18%。

图：政策利率追着市场利率下滑而下调

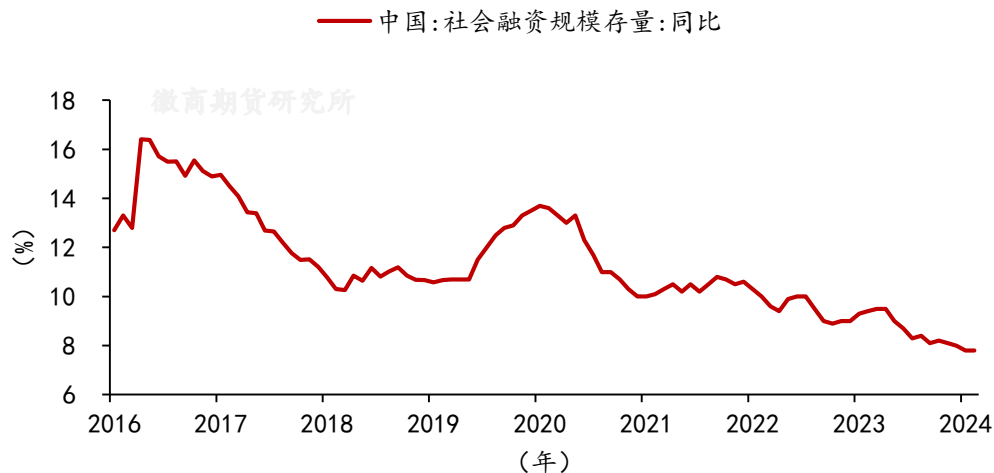


图：利率下调同时贷款却在减弱



- 截至2024年11月，社会融资规模存量405.6万亿元，虽同比去年同期增长7.8%，但纵观近两年的社融增速，却处于快速下滑态势。
- 贷款催生货币，而货币是金融经济之水。因为贷款增速的减少，货币供应量增速下滑。2024年M2同比增速缩窄至7.1%，M1增速维持了8个月的负增长，最大跌幅2024年9月-7.4%。

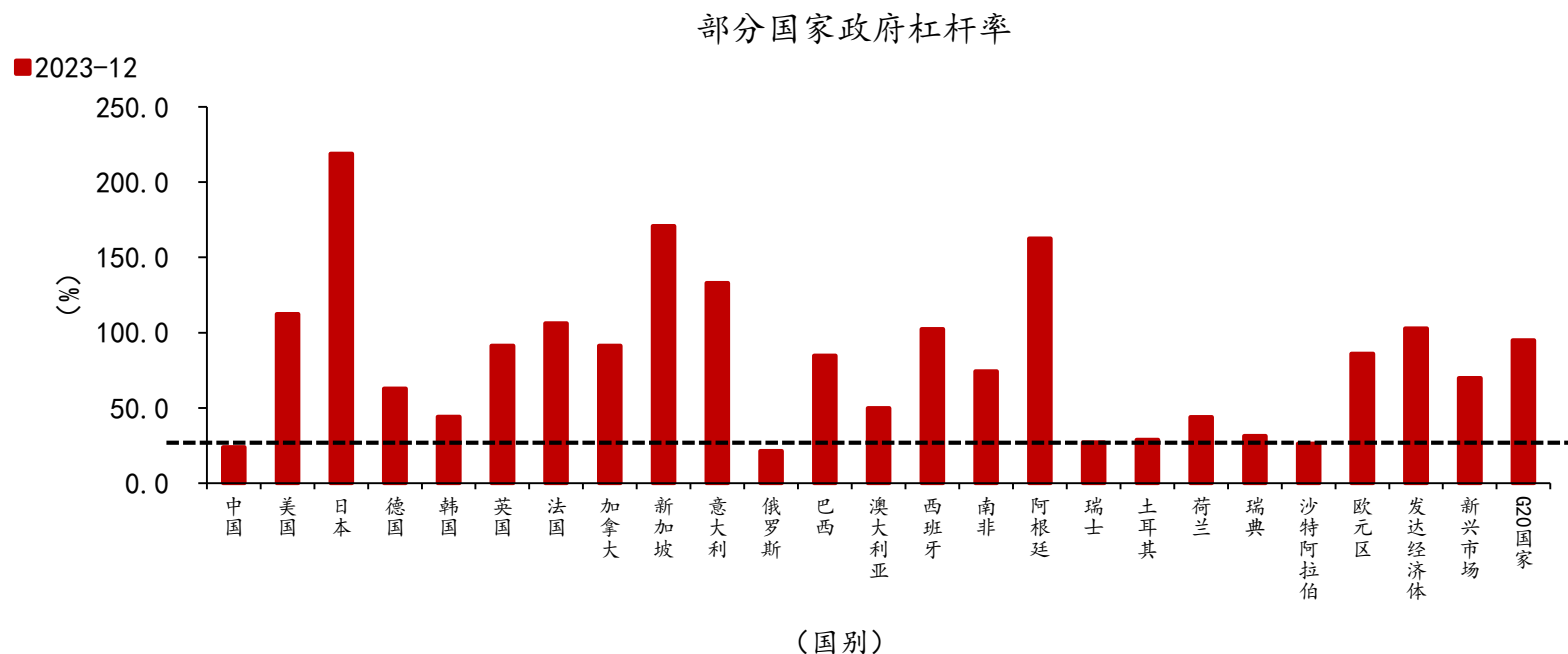
图：社融余额下滑明显



图：货币供应增速下降



图：我国中央政府杠杆率偏低

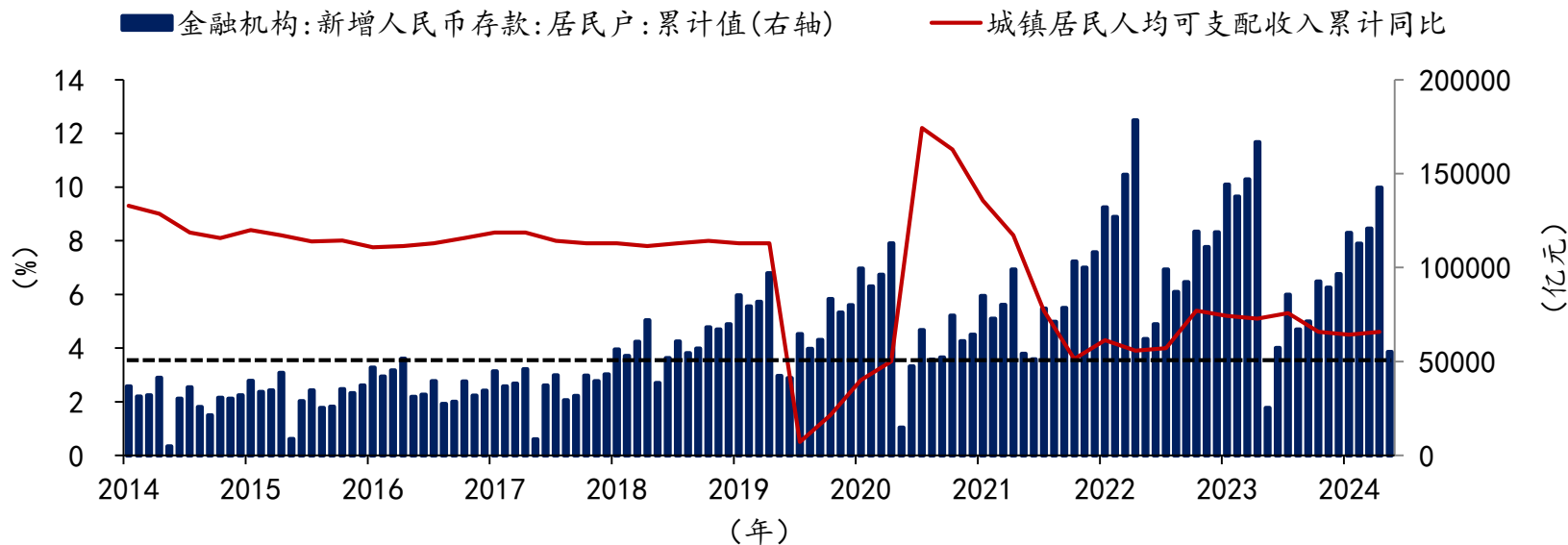


■ 更加积极的财政政策

- 当前我国的宏观经济存在着资产（地产）价格下行同时债务高企而诱发债务通缩的风险，长期以往导致的负面影响将是居民的消费不足，企业的经营以偿债为目的而非盈利为目的而导致投资不足，地方政府由于债务去化而支出不足，债务的清除导致货币供应的萎缩，资产价格进一步下滑，形成负向反馈。
- 当前我国中央政府的杠杆率在全球中明显较低，存在较大的发力空间。2024年12月中央政治局会议提出 to 实施更加积极的财政政策。这将有效对冲外部压力和内部通缩压力而造成的经济下滑。财政政策一方面通过置换现有表外债务，减缓了货币供应下滑的速度，同时，通过财政政策增加支出，对冲居民、企业部门现有的有效需求不足问题。

图：居民可支配收入增速下滑同时偿债增加从而抑制消费

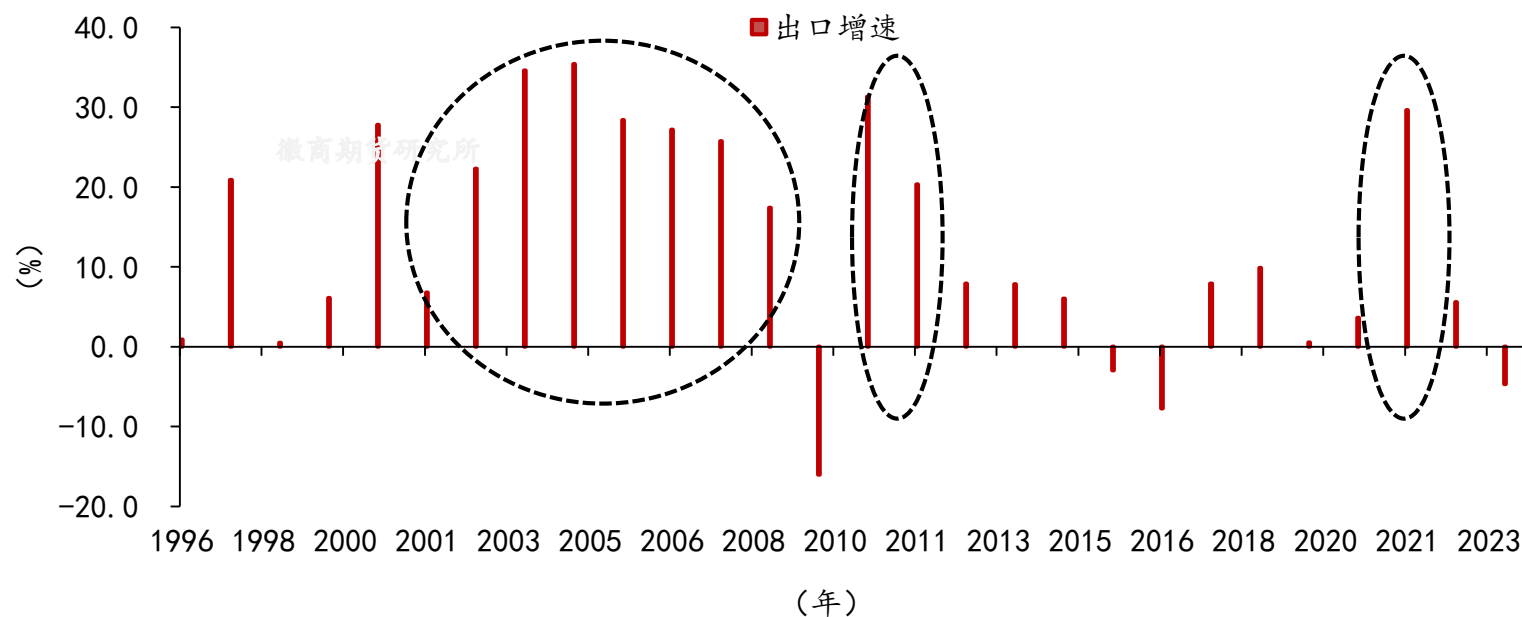
城镇居民人均可支配收入和新增人民币存款



■ 增加居民财富，提高收入，刺激消费

- 消费的源泉来自居民的资金，来自财富和收入两部分。在地产价格下行下，首当其冲是居民财富缩水，同时，多数行业受到拖累，经济增速存在压力下，居民收入不足，而居民因为债务刚性需要支出，储蓄和偿债抵消了消费动力，所以可以看到近些年来的消费呈现增长乏力之势。数据显示，截至2024年11月，2024年社会消费品零售总额累计同比3.5%，增速趋于下滑。
- 2024年12月中央政治局会议提出，大力提振消费，同时提到稳住股市，并且在中央经济工作会议九大任务中将大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求放在第一大任务中。预计，2025年消费政策将聚焦于终端消费提振、居民收入增加和稳股市方面。

图：出口的高增长驱动我国经济增长



■ 科技转型

- 过去中国经济的高速发展无不伴随着出口的高速增长。2000年后，中国加入世贸组织，出口呈现年均25%的增长。2021年，出口呈现29.6%的增长同样拉动中国经济表现亮眼。2024年，出口虽不及以前大幅增长，但仍然保持相对景气，截至2024年11月，2024年全年出口金额累计增速5.4%，对冲了内需的不足。
- 2025年，新一届美国总统特朗普上台后，可能加剧国际贸易紧张关系，对我国的出口形势构成威胁。同时随着人口出生率的下降、人口老龄化的加深，我国经济长期增长的人口红利正在趋弱。未来经济的发展将除了提升本国消费水平以外，更多需要在科技方面形成自身实力。



徽商期货
HUISHANG FUTURES

三、总结及大类资产投资逻辑

/03

- 海外，2024年，美国衰退预期被证伪，实际利率上升至高位，美元偏强运行，资本支出高位回落，制造业补库力度不强。
- 2025年，预计美国衰退仍然不会发生，且通胀预期增强，降息预期下修，实际利率将在通胀上行和降息作用下从高位缓慢下行，美元在非美经济体表现不及美经济体前提下保持强势运行，资本支出将低位攀升，即中周期将重启向上，海外制造业补库力度在高利率、高通胀下不及预期。
- 实际利率的下行、中周期的重启将有利于大宗商品价格上行，美元的强势运行和制造业的不及力度的补库将形成阶段性的压制，国际贸易局势的紧张将从供应方面给大宗商品提供波动。
- 国内，2024年，在出口表现景气下以及制造业补库周期带动下，制造业表现亮眼，维持着经济稳定运行，但房地产形成明显拖累，消费增长乏力。国内经济仍桎梏于地产和汇率的稳定、化债和通缩的困局中。由于地产资产价格的下行，居民、企业、地方政府债务的高企和刚性，制约我国经济的发展，同时2025年还面临着贸易环境紧张的可能。
- 2025年及更长期，预计经济仍然处在高质量发展的转型期，在此期间，要避免通缩困境，同时要对冲海外的压力，中央财政政策将作为一项重要的工具，力度将比以往年份更大，在提升居民收入、刺激消费和稳定股市等方面将有积极作为，随着人口红利减弱，外部环境趋紧，科技转型，提升全社会资本效率是高质量发展的方向。
- 利率在稳地产、化债和解决通缩困境下仍将趋于下行，人民币维持双向波动同时趋于贬值，大宗商品受国内通缩压制，但同时政策抵抗通缩下，将提供阶段性上行的投资机会，消费、科技等权益类资产将受政策提振。
- 总的来说，2025年，国内外宏观经济周期和政策周期仍然存在错配，国外通胀和国内通缩并存，海外定价权重较大资产将主要受到海外实际利率下行和中周期上行的驱动，国内定价权重较大资产将主要受到财政政策的驱动，上行压制力量海外主要来自美元的强势和制造业补库的疲弱以及国内通缩环境的延续。



徽商期货
HUISHANG FUTURES

THANKS

徽商期货 如期而获

徽商研究 明道取势

文中数据来源于wind、同花顺iFind、SMM、上海钢联、政府网站等，经徽商期货研究所整理

赋能实体 携手共赢
徽商期货2025年度商品投资策略会