



畅通经济循环， 走出低通胀

国联期货研究所

王娜 从业资格证号：F3055965 交易咨询资格证号：Z0001999

吴昕玥 从业资格证号：F03124129

目录

01

目前中国经济主要挑战 03

02

中国的应对 17

03

大类资产展望 37

01

目前中国经济主要挑战



中国当下经济主要挑战





中国当下经济主要挑战

当前中国经济正处于房地产调整、人口结构变化、旧财税体制亟待变革的经济结构转型阶段，地方债务风险、居民消费升级不畅等问题逐渐显露，因此2024年我国经济增速修复略不及预期，呈现结构性弱复苏态势。

我们认为当下中国经济面对来自**四个方面的挑战**：

1、经济新旧动能转换和经济转型问题

随着人口结构及房地产供需格局变化，中国经济增长摆脱以房地产和基建为驱动的模式，逐步向依靠技术进步和产业升级转型。房地产市场下行和相关债务紧缩带来压力，导致需求疲软；同时中国绿色能源产业通过技术进步和效率提升推升了供给，整体上国内面临有效需求不足的问题。由于地缘经济冲突等方面的影响，未来相当长时间内外需仍将受到抑制，从而进一步加剧需求不足的问题。

2、财政紧平衡

由于财政收入顺周期属性，在宏观经济增速偏弱的形势下，税收增长（第一本账）不及预期、土地出让收入（第二本账）大幅下降，地方政府债务偿付压力较大。在逆周期调节的基调下，财政支出增速维持一定强度，但在收入放缓及地方债务压力下，扩张空间受限。

财政体制角度，财政收入端，大部分税收来自累退属性的增值税，调节收入分配差距有进步空间；财政支出端，更注重供给端（经济建设），逆周期对消费端的支持仍有上涨空间；融资端，更依赖于顺周期的土地收入，逆周期政府债券作用不足；这些都需要长期财税体制改革完成。



中国当下经济主要挑战

3、低价负螺旋

总需求放缓在政府、企业和居民部门均有体现。房地产价格下行，抑制居民资产增速、影响私人部门财富，进而使居民预期趋弱，影响消费及投资意愿，并导致需求回落，价格走弱。企业部门受物价和房价下行的影响，盈利下降，预期走弱，开支收缩，导致居民部门就业形势的走弱和收入增速的放缓，并使股价趋弱，从而进一步影响居民的预期和需求。与此同时，政府部门受“土地金融”影响，地方收入回落，还债同时亦压降财政支出，进一步影响总需求。

这些都导致包括房价、股价及PPI等价格信号走弱，并在24年3季度期间呈现一定的负向循环加速的状态。2024年9月起一揽子增量政策逐步落地后，七八月经济快速下行的趋势已部分遏制，但底层逻辑尚未完全重置，房地产有待企稳，通缩现实依然严峻。

4、外部约束

随着2024年“超级选举年”的落幕，主要经济体内外政策发生重大变化，涉及国际力量重新分配、地缘政治及地缘经济冲突等方面的世界局势加速严峻，世界秩序重塑充满挑战 and 不确定性。

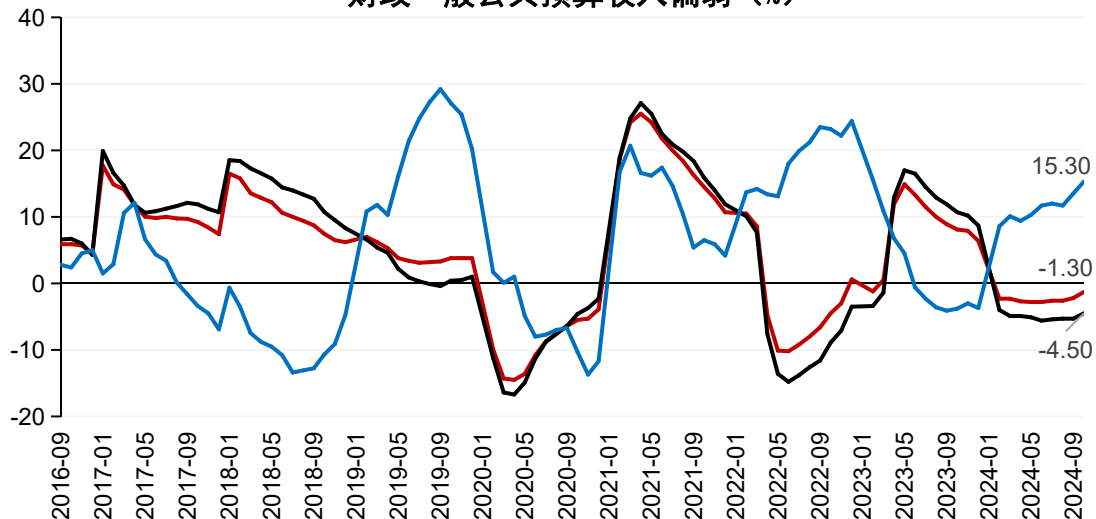
特朗普2.0时代对华政策立场或趋向更强硬，关税壁垒的进一步升级成为潜在风险，极端情境下的顶格关税施压将对中国外贸构成实质性威胁。同时，美国的政策组合大概率将推高美国通胀，可能迫使美联储再度平衡通胀和就业风险，降息节奏的放缓甚至暂停或制约中国货币政策发力空间。此外，全球地缘政治波动可能引发的能源与大宗商品价格震荡，不仅抬高了中国的进口成本，还进一步压缩了外需空间，这些因素共同构成了中国经济当前面临的多重外部约束。



税收“顺周期”，财政收入表现偏弱

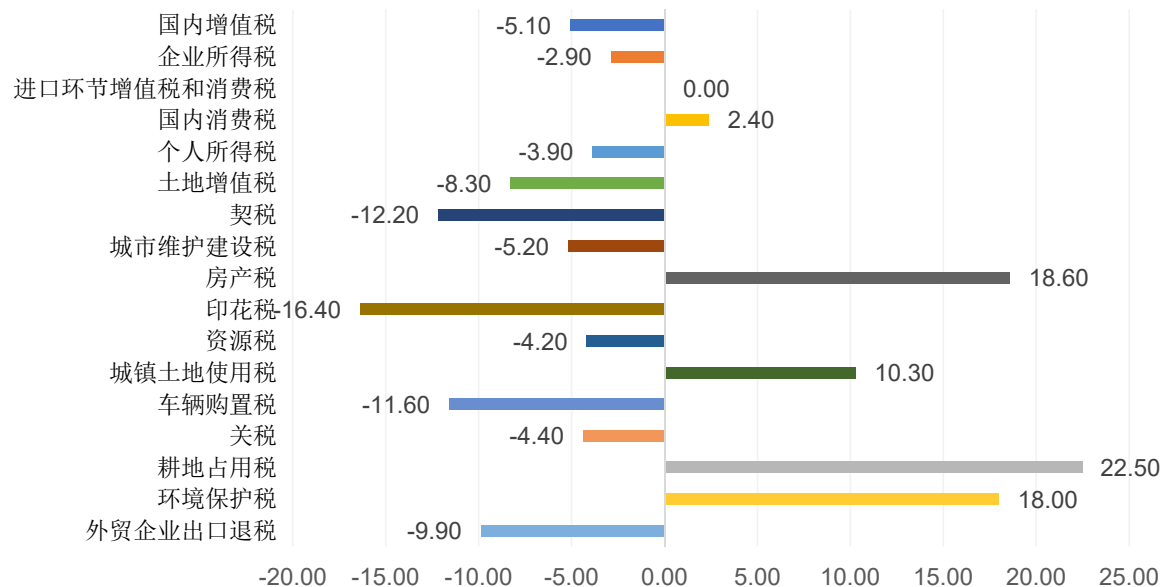
- 税收具有“顺周期”特点，在今年宏观经济增速偏弱的形势下，税收收入增长压力较大。2024年1-10月，一般公共预算收入累计同比-1.3%。其中，地方本级财政收入累计同比+0.9%；因中央财政承担减税退税责任，中央本级财政收入累计同比-3.9%。一般公共预算收入完成进度偏慢，存在一定的缺口。
- 地方土地使用权转让收入下降，叠加严控新增债务的背景下，地方盘活存量资产用来偿付债务，非税收入明显提升。2024年1-10月非税收入占一般公共预算收入比重达18.49%，创历史同期新高。

财政一般公共预算收入偏弱（%）



— 中国:一般公共预算收入:累计同比 — 中国:税收收入:累计同比 — 中国:非税收入:累计同比

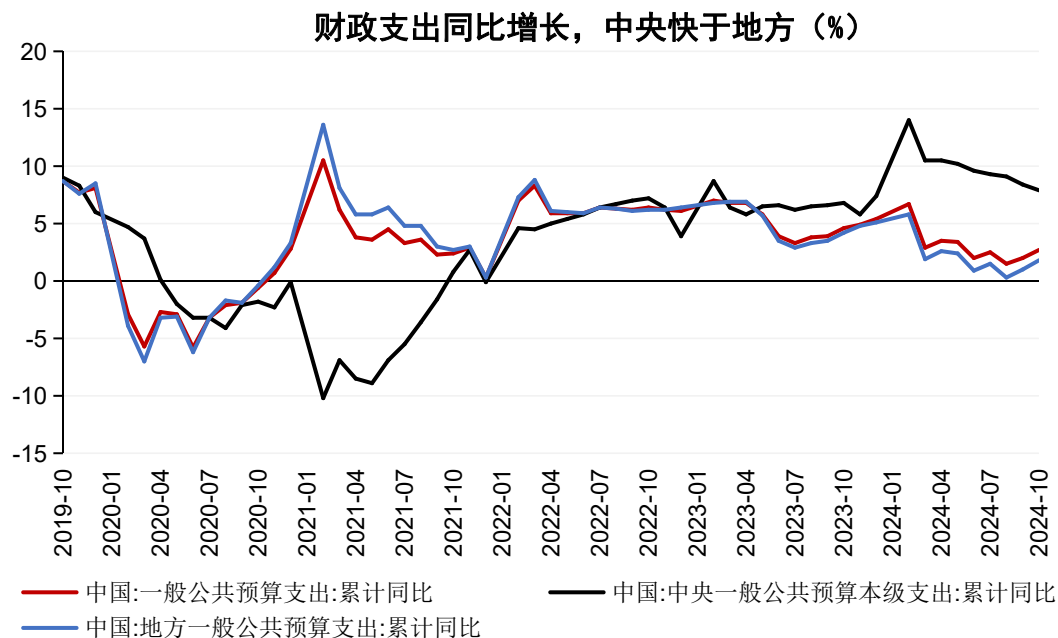
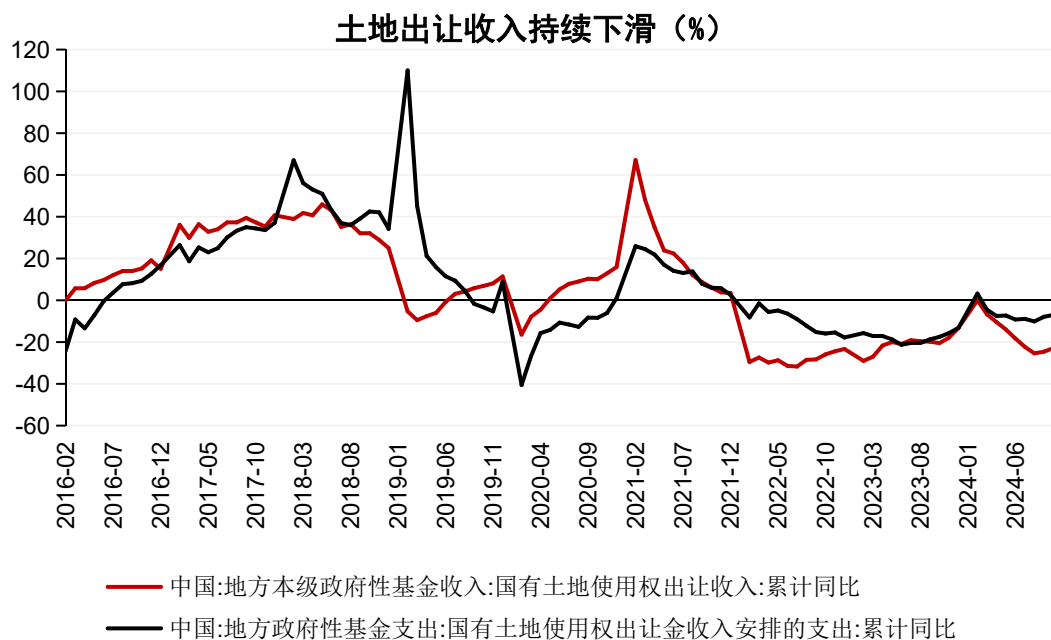
主力税种增收压力较大（%）





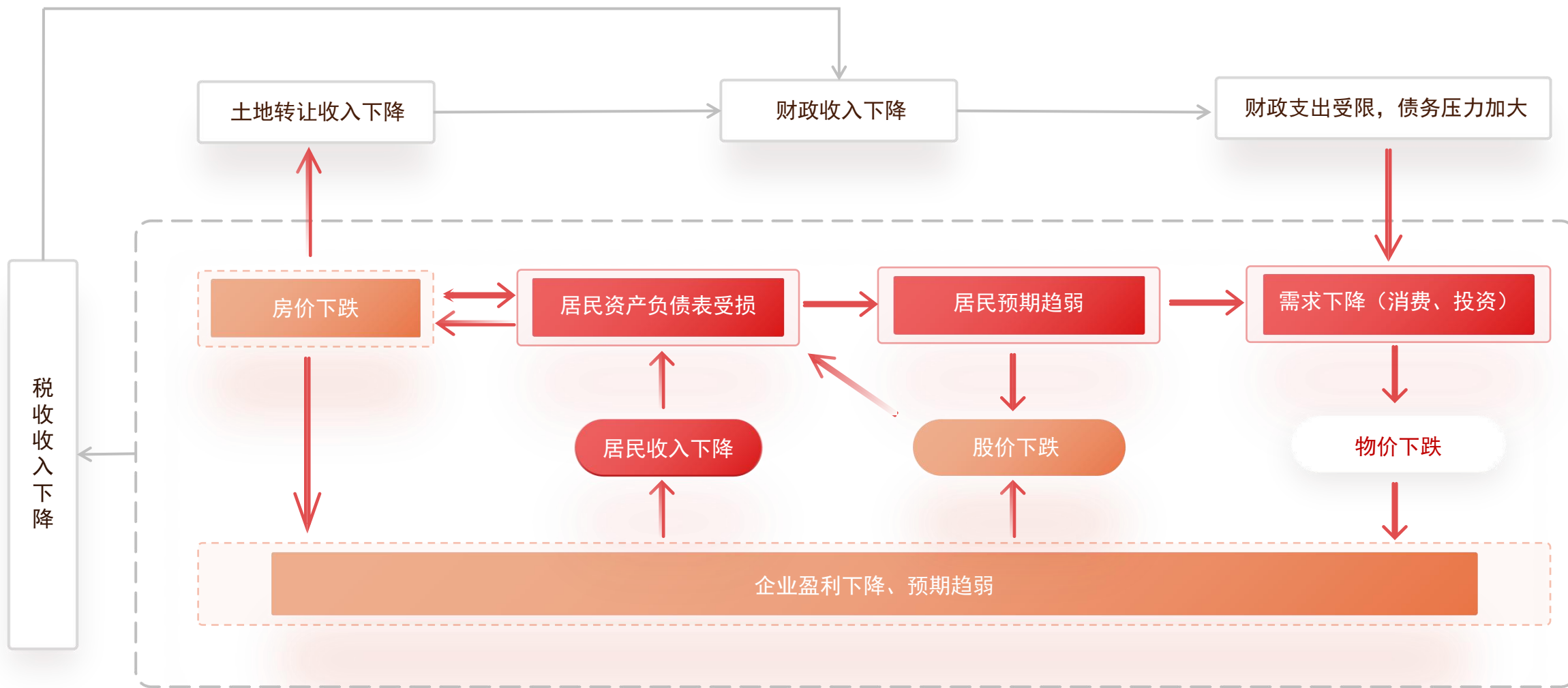
财政支出维持一定强度，但扩张有限

- 财政政策逆周期调节，2024年以来财政支出增速维持一定强度。但在收入放缓的情况下，扩张空间有限。随着9-10月财政收入同比回升，同期支出增速亦回到扩张区间。
- 地方承担主要支出责任，其财政支出占全国一般公共预算支出的87.2%。由于近年来政府性基金收入增长乏力，地方政府财政支出力度较为依赖中央对地方的转移支付，结构上倾向于支持基层“三保”，一定程度可以解释2024年狭义基建投资增速偏弱。



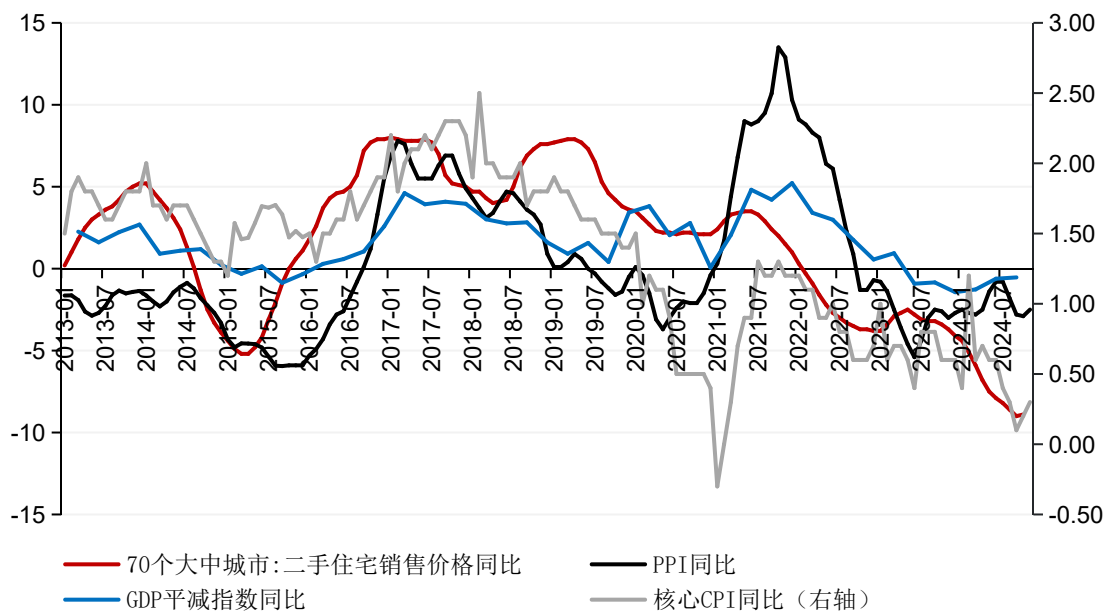


价格负螺旋：政府、企业及居民部门

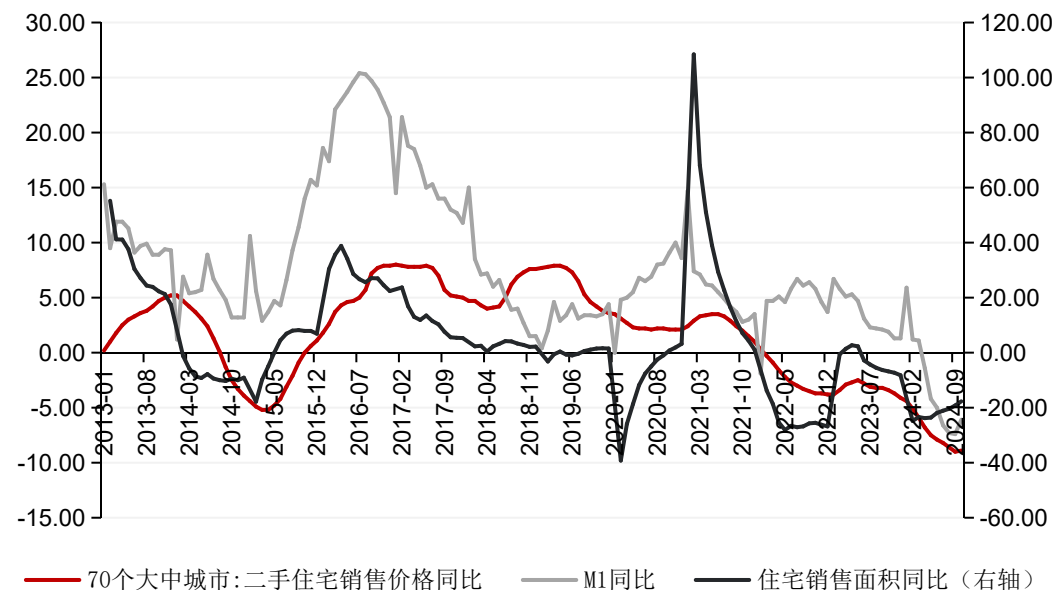


价格负螺旋：影响路径

房价-PPI-核心CPI (%)



M1与房价 (%)





外部约束

2024 “超级选举年” 落幕，
主要经济体政策在新周期
下均面临新变化

特朗普2.0的冲击

其他经济体面临的
问题复杂性提升

全球地缘摩擦高发

世界秩序重塑

地缘经济冲突

地缘政治风险



外部约束：特朗普2.0时代政策主张

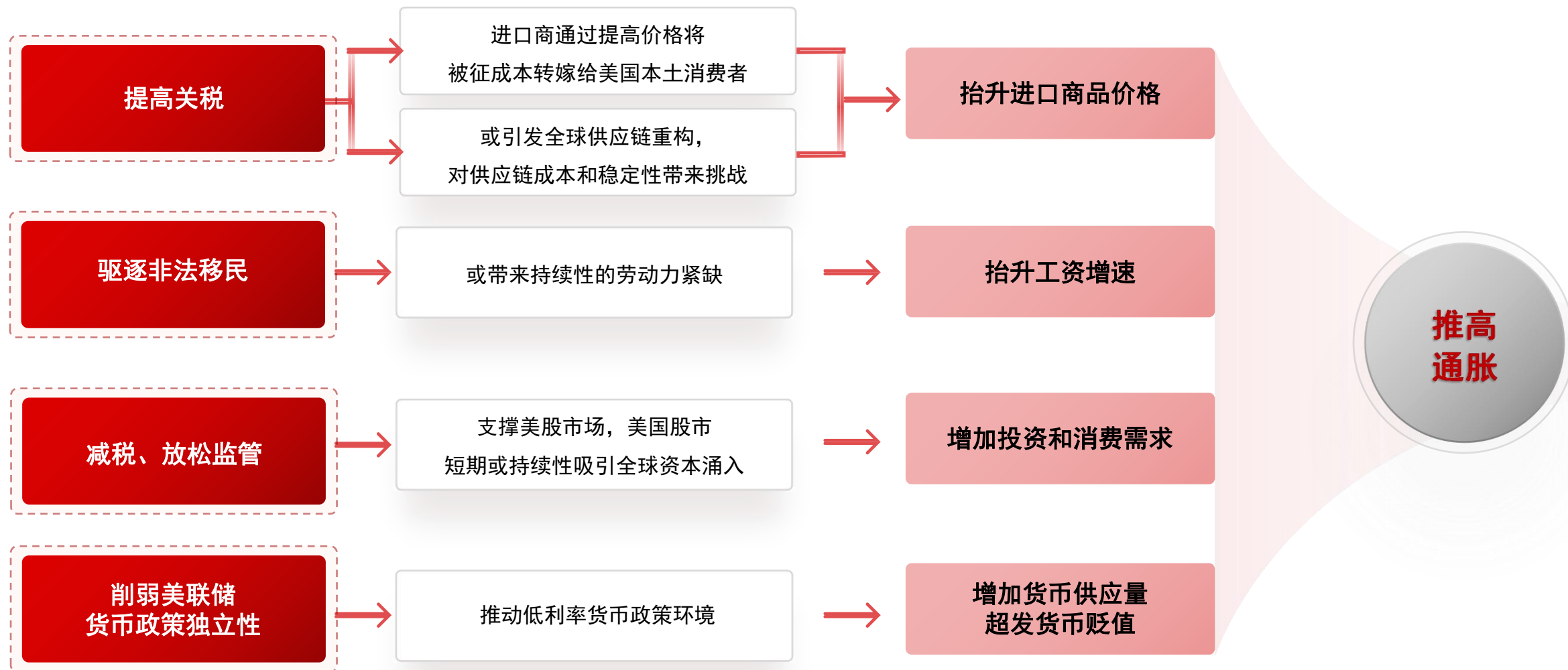
- 当前特朗普已赢得2024年美国总统大选，且共和党在国会众议院和参议院均获得较大优势，这意味着特朗普2025年入主白宫后将实现“全执政”，预计将会对美国经济和通胀产生一定影响。
- 在其政策主张中，对美国经济和通胀影响最大的即贸易、税收和移民政策。

表 特朗普的主要竞选政策主张

政策领域	部分详细政策内容
税收政策	继续推进大规模减税： 将企业所得税从当前的21%进一步降至20%（若在美国制造则按15%征收），刺激企业加大资本支出和生产； 永久延长2017年《减税就业法案》中规定的个人所得税率、加快资本支出折旧的规则； 取消对加班费、社会保障福利和消费征收所得税
贸易政策	坚持美国优先： 对外贸易关税提升，可能对进入美国的所有商品征收无差别的10%-20%的基准关税，对中国加征60%或更高的关税； 取消中国的贸易最惠国待遇； 限制对中国的半导体出口； 逐步停止从中国进口电子等关键类别产品； 恢复对欧盟钢铝征收关税
移民政策	收紧移民政策，限制移民流入： 预计将迅速重启“第42条”边境条款和“留在墨西哥”政策； 恢复墨西哥边境政策和设施； 对移民进行严格审核
能源政策	回归传统化石能源，寻求美国能源自主，降低美国能源成本： 加快发放石油、天然气勘探许可，增加美国能源产量； 宣布退出《巴黎协定》
货币政策	加强对美联储货币政策判断独立性的施压： 削弱美联储政策独立性； 推动低利率货币政策环境；



外部约束：特朗普2.0或重新“点燃”美国通胀



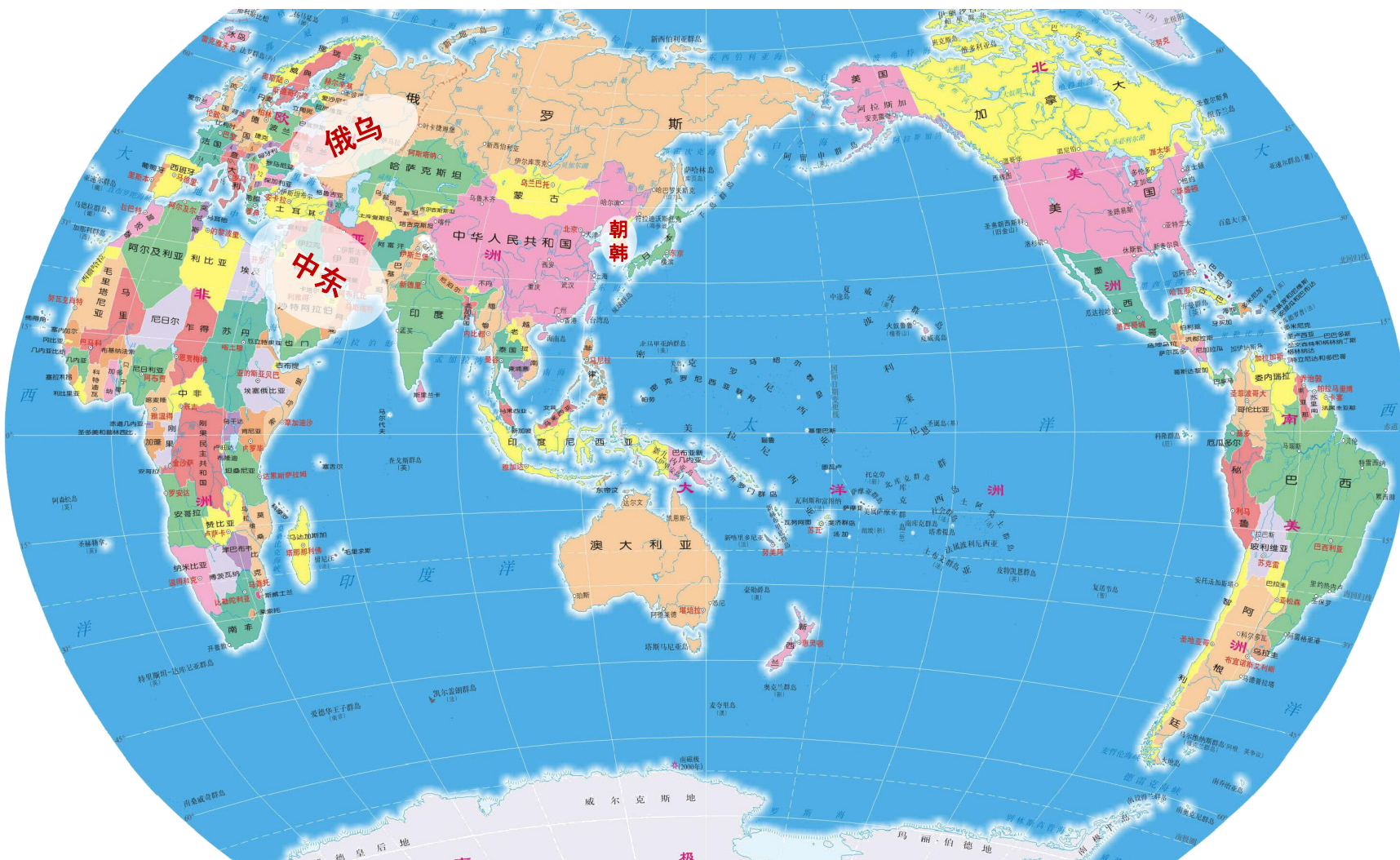


外部约束：其他经济体面临的问题复杂性提升



外部约束：全球地缘摩擦高发

- 中东局势、俄乌冲突、朝鲜半岛局势
- 未来全球的脆弱性、不确定性和地缘政治的风险都在增强。





外部约束：对中国的影响

外部环境新常态：

世界秩序重塑、地缘经济冲突加剧、地缘政治风险上升

全球地缘政治冲突
增强经济悲观预期

特朗普2.0时代
中国外贸环境
呈现边际变化

我国货币政策发力空间
受到制约

特朗普“美国优先”
中国&欧洲
或有更多合作空间

特朗普2.0时代面临更少的国内政治阻力



对华收紧和加征关税可能节奏较快，

预计仍分批次实施加征关税，首先锚定

新兴制造业等中美竞争博弈关键领域，进而逐步扩围。

极端情况下对华顶格（60%）关税所带来的负面冲击不可小觑

美国通胀再起



美联储降息步伐或放缓



人民币相对美元贬值压力



中国货币政策外部约束增强

02

中国的应对



中国如何应对？

为了迎接挑战，我们认为2025年国内将从以下几个方面着手应对：

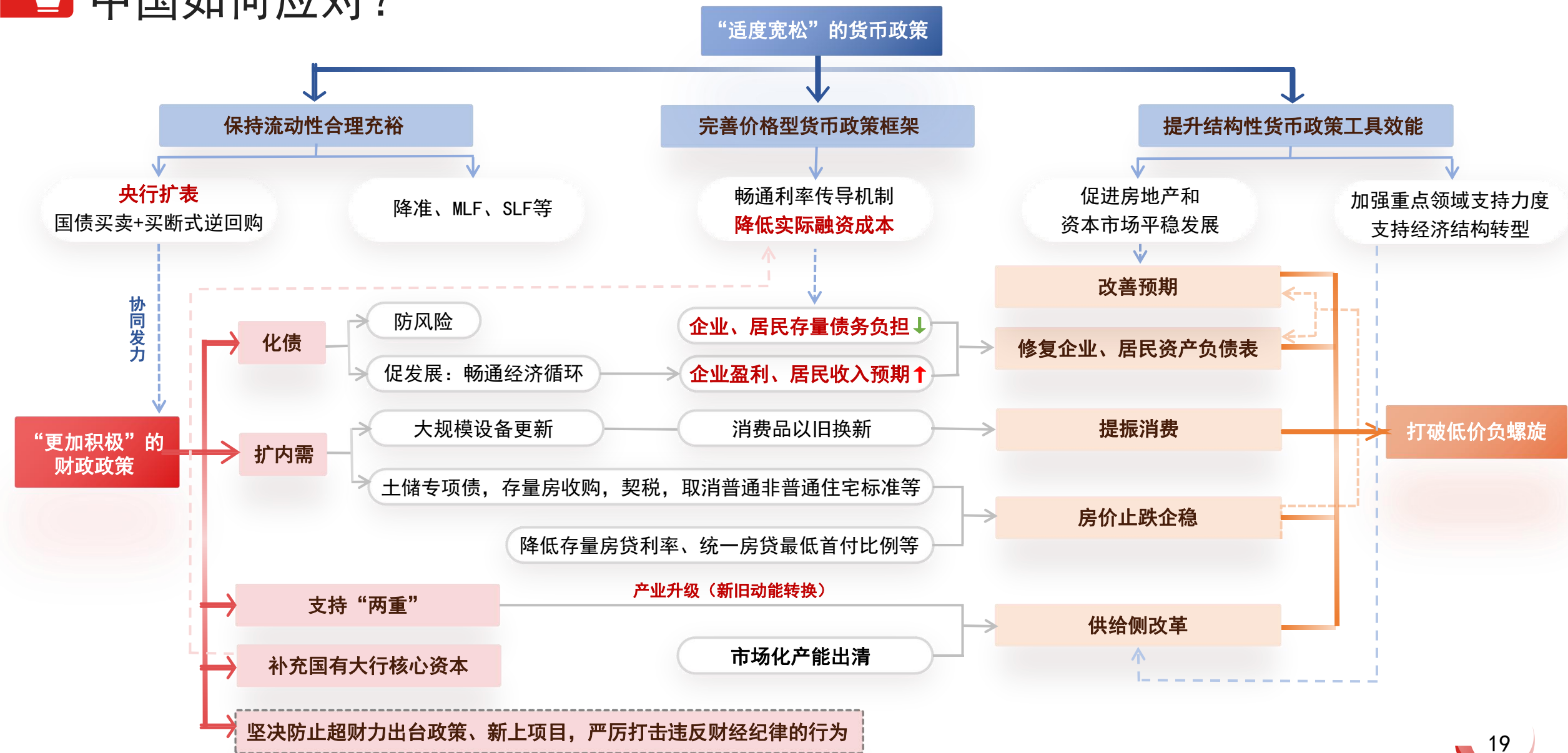
我们客观认识到，在经济新旧动能切换期，总需求不足问题将超越短周期。政策在此背景下，应该做好支持以保证平稳过渡，预防内需无序收缩。同时，也应该寻求新增长动能，呵护产业升级的时间和空间，重塑内外循环。

面对2025年外部约束加大的现实，同时2025年既是“十四五”收官之年，亦是迈向2035年远景目标的首个关键节点，国内将采取**更加积极有为**、更大力度的宏观政策，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**。同时，国内政策相机抉择特征将更为明显。

打破低价负螺旋的关键是弥补需求缺口，而具体来看包括降低债务缩表压力并修复资产负债表、改善预期、促进消费、房价止跌企稳，并同时以供给侧改革化解过剩产能和实现产业升级，最终实现供需改善，物价回升。



中国如何应对？





中国如何应对？

1、降低债务缩表压力

降低债务缩表压力有助于稳定市场预期，为稳增长、扩内需政策的落地实施创造良好的宏观经济环境，畅通经济循环，释放长期增长潜力。

地方政府债务化解一方面有助于地方政府节约债务利息成本，腾挪更多财政空间用于经济建设，另一方面有助于改善相关微观主体的资产负债和现金流。

中国实际利率仍处于高位，**调降名义利率仍有必要**，一方面有助于减轻经济主体的债务负担，另一方面放松信贷条件有助于改善实体经济的现金流。

在利率下行周期、商业银行净息差收窄的背景下，通过发行特别国债**补充国有大行核心资本**，可缓解银行经营压力并提升抵御风险能力，有助于打通金融体系梗阻，推动信贷周期扩张。

2、改善预期

股市和房市作为影响经济主体资产负债表的重要因素，相关政策的出台可有效稳定市场预期；通过财富效应和企业直接融资增加两大渠道提振实体需求，阻断“资产-收入-支出”下降的负反馈。

2025年国内政策将致力于促进房地产和资本市场平稳发展。一方面持续优化和放松房地产相关政策，以促进房地产止跌回稳；另一方面结构性货币政策工具（证券、基金、保险公司互换便利、股票回购增持再贷款、平准基金等）将加大效能支持资本市场发展，改善居民预期和财富效应。



中国如何应对？

3、更加积极的财政政策，扩大内需

与货币政策相比，**财政政策通过转移支付、税收减免等方式直达企业和居民，无需经过中间传导，逆周期力度效能更强。**所以，2025年财政政策加大力度提振国内需求，是应对外部冲击的最有效措施。

以往财政政策提振经济的重要抓手是基建投资，但投资短期提振需求，中期也会提升供给，或会导致需求缺口扩大，不利于物价回升。因此，在经济下行周期中，**财政支出重点由基建投资转向增加社会保障，更多刺激向居民倾斜有助于财政政策提质增效，也有助于提振物价。**

提高目标赤字率一方面增列赤字规模，缓和税收压力，扩大财政对经济的支持力度，另一方面通过转移支付投入民生支出，拉动相对直接，但仍需配合居民部门消费意愿回升，因此同时改善预期也是必要的。

发行超长期特别国债，支持“两重”“两新”。“大规模设备更新改造”打动制造业投资，“以旧换新”拉动家电、汽车消费，可以撬动数倍的设备投资和消费额，财政拉动固定资产投资增速和消费增速的效果较为突出。

预计2025年3月两会相关政策会更为明晰。但需注意的是，外部环境的变化也会影响内部财政的力度，后续存在灵活调整的可能。



中国如何应对？

4、“适度宽松”的货币政策，与财政协同加强

2025年货币政策需要兼顾稳增长、稳市场、稳物价及内外均衡等目标，保持支持性、“适度宽松”政策基调，资金面预计维持在中性水平。面对复杂的外部环境，货币政策会留足灵活性，在货币政策框架演变和工具层面如何更高效能的直达实体、配合财政值得期待。

为配合财政扩张，货币政策将更加注重营造适宜的流动性环境。除降准、MLF、SLF等传统工具以外，还将通过在公开市场买卖国债、开启买断式逆回购操作等“央行扩表”方式，适时向市场注入中长期流动性，配合地方政府债券顺利发行。

即**灵活安排“降准、MLF、SLF+二级市场买入国债+买断式逆回购”操作组合拳，多层次呵护流动性**，降准预计有1-2次，窗口期关注一季度，信贷开门红+对冲政府债发行。

在结构性货币工具上，结合财政的发力方向（经济结构转型、房地产、资本市场发展）推出更多的创新型货币政策工具，更好实现对定向领域支持。



中国如何应对？

5、地产企稳结束内需螺旋下行

2025年房地产市场基本政策框架已较为清晰，政策端将**通过严控增量、优化存量的组合拳，推动房地产市场“止跌回稳”**。具体而言，财政政策方面将细化存量房收购和土地收储政策，通过专项债等资金消化存量商品房及土地；货币政策方面进一步调整房贷利率以改善居民现金流，并依托保障性住房再贷款等结构性货币政策工具精准配合财政政策以支持房地产库存去化。同时，“白名单”规模或进一步扩容并改进拨付方式，以纾解楼盘交付困难。

预计政策合力下，2025年房地产市场基本面有望迎来改善，尤其是一线城市二手房价有望率先结构性企稳，进而改善居民预期，并为经济“轻装上阵”和结束内需螺旋下行奠定基础。

6、供给侧改革

2024年《政府工作报告》中指出“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用”。深化供给侧改革，一方面通过市场化机制完成过剩产能出清，实现供需改善、物价回升，另一方面可以加快产业结构优化升级，尽快完成中国经济新旧动能转换。

从政策层面，除重点产业的产业政策以外，财政政策对于“两重”领域的支持和货币政策结构性货币政策工具对科技创新、绿色金融、消费金融等领域的支持以及创新性工具的扩容都值得期待。



中国如何应对？

真正的提振内需并非一蹴而就。2024年9月起的一揽子超预期增量政策有效的改善市场预期，并已初见成效，相关价格出现回升。**后续价格层面能否持续回升，取决于需求端改善力度和供给侧改革的节奏。**但考虑到目前国内经济仍处于新旧动能切换期，供给侧发力较需求端改善或略为靠后，**明年价格层面的回升仍主要靠需求侧的带动。**

在经济明显转向前，政策“组合拳”仍将保持力度，共同发力推动超常规逆周期调节。我们建议动态跟踪价格数据如M1、一线城市房价和PPI的变化以观测政策实施的效果，并以此预判政策的动向。



财政政策：更加积极，增强自动稳定器作用

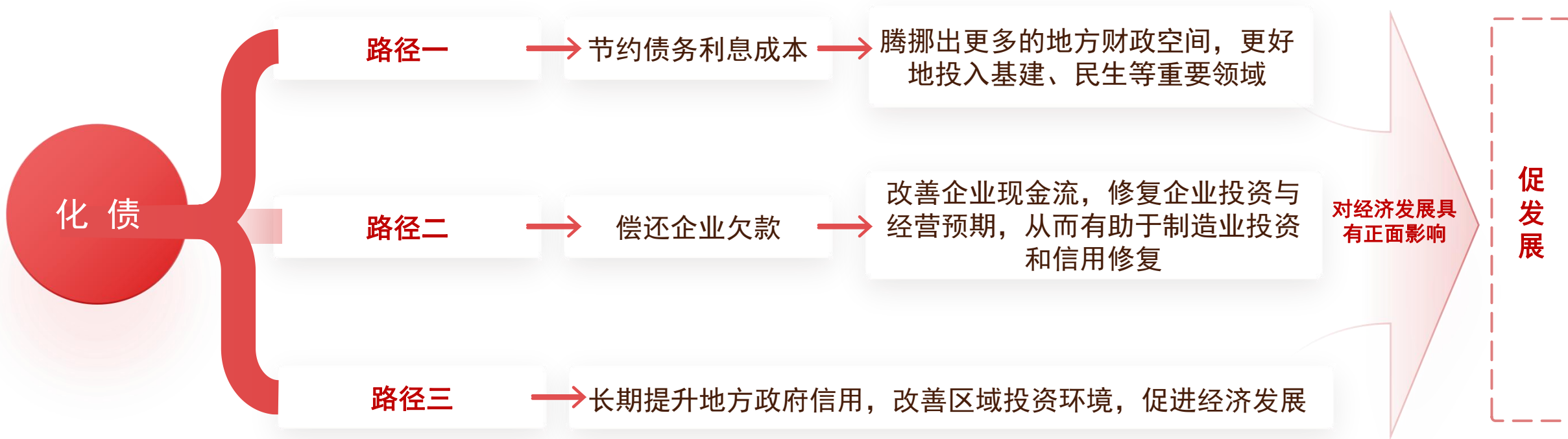
- 2025年财政政策维持扩张，将在**化解地方政府债务、支持国有商业银行补充核心一级资本、多维度扩大内需**三个层面发力。





财政政策：化解地方政府债务风险迫在眉睫

- 国内经济增速放缓、房地产行业深度调整，地方政府财政收入增长受到制约，各地隐性债务化解难度加大，需要借助外力来弥补化债资源的缺口。
- 化债有利于畅通经济循环：**资金能够用于偿还企业欠款、发放工资等，也有助于改善其他微观主体的资产负债表、现金流量表。需注意本次对地方隐债的置换并非再度支持地方政府资产负债表扩张，而是在于**畅通经济循环，释放长期增长潜力**。

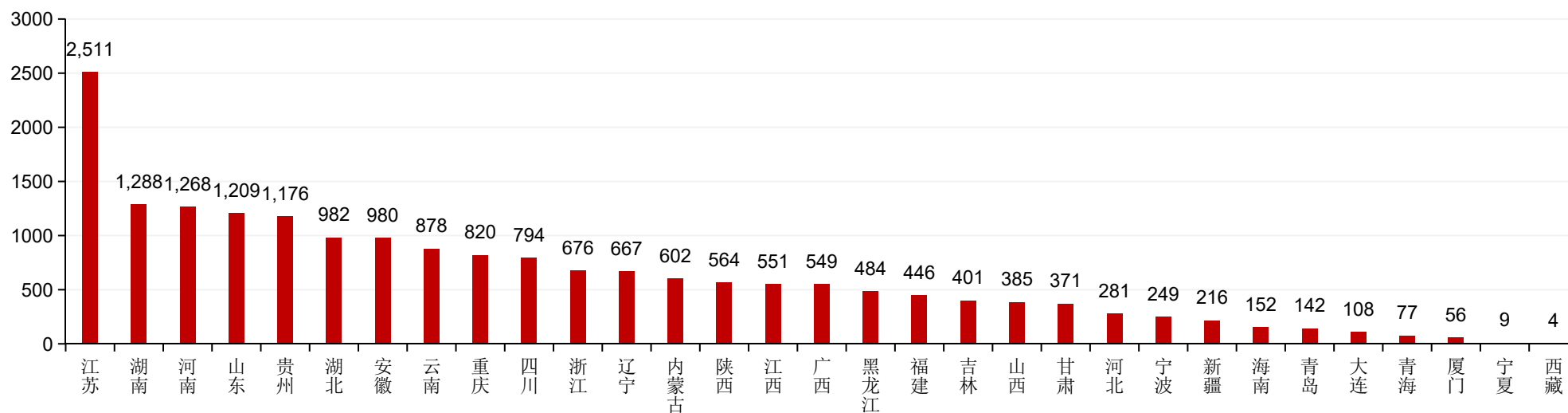




财政政策：防风险&促发展，“6+4+2”化债进行时

- 2024年11月8日人大常委会，“6+4+2”化债框架宣布，为近年来出台的支持化债力度最大的一项措施。
- “6”：增加6万亿地方政府债务限额，2024年-2026年每年2万亿元，支持地方用于置换各类隐性债务；
- “4”：2024年起连续五年每年从地方新增专项债中安排资金8000亿元，补充政府性基金财力，累计可置换隐性债务4万亿元；
- “2”：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。

各地区已公告特殊再融资债发行规模（亿元，截至12月10日）





财政政策：多增量政策扩内需稳增长

2025年“更加给力”的增量财政政策

增量政策	政策背景	政策预估规模	政策意义	关注时点
发行特别国债， 补充国有大行资本金	2024. 10. 12, “正在等待各家银行提交资本补充具体方案”； 2024. 11. 8, “发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作，正在加快推进中”	1. 5-2万亿	在利率下行周期、商业银行净息差收窄的背景下，商业银行需要通过补充资本缓解经营压力，提升抵御风险能力， 有助于打通金融体系梗阻 ，推动信贷周期扩张	12月人大常委会、 明年3月前后两会
提高目标赤字率	2024. 10. 12, “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”； 2024. 11. 8, “积极利用可提升的赤字空间”“加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度”	4. 00%	有利于向市场传递积极的财政政策信号； 增列赤字规模，缓和税收压力，扩大财政对经济的支持力度； 通过转移支付投入民生支出，直接拉动居民部门	定量：2025年3月，两会
完善专项债投向清单管理， 扩大使用范围	2024. 10. 12, “研究扩大专项债券使用范围，健全管理机制，保持政府投资力度和节奏，合理降低融资成本”“研究完善专项债券投向清单管理，增加用作项目资本金的领域”“合理支持前瞻性、战略性新兴产业基础设施”； 2024. 11. 8, “扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例”	较2024年3. 9万亿增加1-5万亿元； 2万亿/年用于地方政府隐性债务置换；	专项债投向领域进行动态调整，适时拓宽投向领域，可以更好地稳增长、扩投资、补短板，同时有利于推动产业转型升级和经济结构优化，促进高质量发展。 适当扩大用作资本金的领域、规模、比例。提高专项债券用作资本金的比例，可以更好带动社会资本加大投入，发挥政府投资“四两拨千斤”的撬动作用。	
土储专项债， 支持地方政府和地产	2024. 10. 12, “允许专项债券用于土地储备”，“用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房”； 2024. 11. 8, “专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地”。	新增5000-8000亿元地方专项债	回收闲置土地：以回购方式盘活长期闲置的开发用地，为施工企业和地方城投释放压力；缓解土地出让收入滞后性对地方财政的冲击， 稳定土地财政的收入来源，降低地方财政风险 。 收购存量商品房：有利于 消化存量房源 ，也可筹集资金增加保障性住房供应， 直接惠及民生	
发行超长期特别国债， 支持“两重”“两新”	2024. 11. 8, “继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设”，“加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模”。	1万亿	支持“两重”具有深远意义，有利于加速我国产业升级、经济转型，为国家的长期发展和安全打下坚实的基础； 支持“两新”体现了对当下的关注：通过支持设备更新及消费品以旧换新，可以 撬动数倍的设备投资和消费额 ，财政拉动固定资产投资增速和消费增速的效果较为突出。	



货币政策：适度宽松，做好与财政政策协同

- **基调：**实施“**适度宽松**”的货币政策立场，加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性，为经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境。

最终目标

- 抗通缩
- 稳增长
- 内外均衡
- 稳市场
- 防空转...

- **抗通缩：**央行对通胀回升更加迫切。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平，
- **稳增长：**支持中国经济的稳定增长，注重与财政政策协同配合，支持积极的财政政策更好发力见效。
- **内外均衡：**内部需求不足，外部不确定性增多，汇率波动或加大，因此“**强化汇率预期引导**”，防止形成单边一致预期并自我“实现”。
- **稳市场：**创设互换便利、股票回购增持再贷款等新货币政策工具支持股票市场稳定发展，着力**稳预期、强信心**。关注相关结构性工具的使用进度和续作，后续或适时推出平准基金。
- **严监管（防空转）：**兼顾支持实体经济增长和银行业自身的健康性，避免资金沉淀空转，畅通货币政策传导，推动银行增加有效贷款投放。



货币政策：价格型货币政策框架进一步完善

- **强化广谱利率联动性：**进一步淡化MLF政策利率色彩，**7天期逆回购操作利率明确为央行主要政策利率**，由短及长理顺利率传导关系，既要力度、又要节奏、也要效果。
- **畅通利率传导机制：**2024. 4，禁止“手工补息”；2024. 11，同业存款分类锚定政策利率，引导非银同业存款利率锚定7天期逆回购利率，**有利于缓解银行息差收窄压力，进一步疏通利率传导体系，拓展货币政策调控空间。**



- **2025年进一步降息仍有必要性**，降低实际利率以缓解企业、居民债务负担，并降低实际融资成本，进而缩小需求缺口并提振物价。明年预计至少有一次降息，关注一季度：推动经济开门红，幅度预计在10-20BP。
- **动态完善货币供应量口径：**在M1现行基础上，进一步纳入个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。**宽口径M1更能准确反映实体经济活跃度**，且增速波动将明显降低。

货币政策：保持流动性合理充裕

表 中国货币政策工具箱（部分）

工具类型	工具名称	政策工具意义
公开市场业务	二级市场买卖国债	(1) 基础货币投放（央行扩表） (2) 调整国债收益率曲线
	买断式逆回购	(1) 市场中短期流动性补充 (2) 配合国债买卖等操作进一步强化收益率曲线控制

- **2025年货币政策与财政政策配合度将加强：**为配合财政扩张，货币政策将更加注重营造适宜的流动性环境。
- **基础货币投放方式更多元：**工具方面，预计央行除了在继续使用降准、MLF、SLF等传统工具以外，还将通过在公开市场买卖国债、开启买断式逆回购操作等方式，适时向市场注入中长期流动性，配合地方政府债券顺利发行。即**灵活安排“降准、MLF、SLF+二级市场买入国债+买断式逆回购”操作组合拳，多层次呵护流动性。**

其中，降准预计有1-2次，窗口期关注一季度：信贷开门红+对冲政府债发行。

- **转变货币投放方式：**降低信贷投放货币作用，增加财政投放货币比重。即降低对信贷依赖，**“财政扩张+央行扩表”**，增加安全资产供给，有效满足私人部门安全资产需求，通过增加私人部门净资产提振消费和投资意愿。

货币政策：提升结构性货币政策工具效能

- **发挥货币政策结构优化作用：**央行结构性工具箱投向领域不断扩容，有望更好实现对定向领域支持，精准触达总量政策难以兼顾的细分领域。

表 中国货币政策工具箱（部分）

工具类型	工具名称	政策工具意义
结构性货币政策工具	科技创新和技术改造再贷款	支持经济结构转型： 工具箱增设扩容与提质增效双向发力支持经济结构转型，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
	保障性住房再贷款	支持房地产： 持续优化和放松房地产相关政策，以促进房地产止跌回稳
	证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）	支持资本市场发展： 创新工具支持资本市场发展，增强资本市场内在稳定性，以更好发挥资本市场对经济发展的支持作用，并改善居民预期和财富效应
	股票回购增持再贷款	
	平准基金	

房地产：房价止跌回稳，形成市场预期修复“支点”

- 政策定调：促进房地产市场止跌回稳，**严控增量**、优化存量、提高质量。

止跌回稳路径：“控量保价”，改善房价预期和修复房价良性趋势

目标

托底房地产

稳住居民部门存量财富

修复实体部门资产负债表

防止地产牵引内需无序收缩

形成市场预期修复“支点”

推动物价
稳定回升



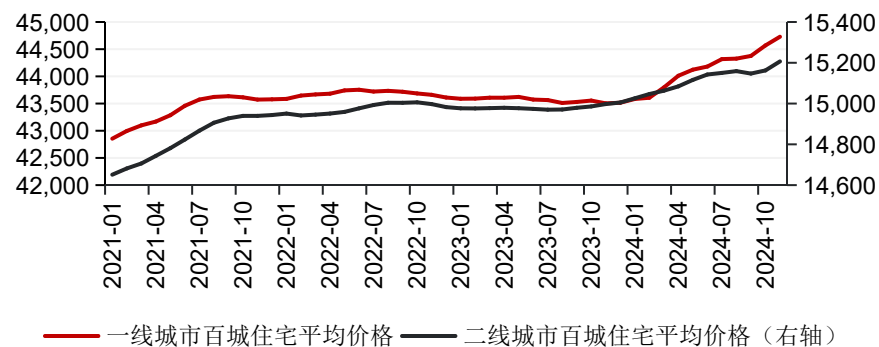
- 表 房地产政策组合拳

百城住宅价格变动城市数 (个)

时间	百城住宅价格指数:同比上涨城市数	百城住宅价格指数:同比下跌城市数	百城住宅价格指数:同比持平城市数
2023-10	28	70	32
2023-11	30	68	32
2023-12	35	65	18
2024-01	41	58	17
2024-02	47	53	0
2024-03	46	52	32
2024-04	46	50	48
2024-05	48	48	64
2024-06	55	44	16
2024-07	57	42	16
2024-08	57	43	0
2024-09	55	45	0
2024-10	55	42	3
2024-11	58	41	1

■ 百城住宅价格指数:同比上涨城市数
■ 百城住宅价格指数:同比下跌城市数
■ 百城住宅价格指数:同比持平城市数 (右)

百城住宅平均价格（元/平方米）





房地产：2025年增量政策落实落地仍可期待

- 核心：优化存量

针对大量预售楼盘交付困难



白名单规模扩展并改进拨付方式，有效保障所有合格项目获得合理融资支持

针对现房去化困难



房贷利率或有进一步调整空间



持续改善居民现金流，助力商品房库存去化

(1) 专项债资金用于存量房收购和土地收储政策有望进一步落地和优化，辅以用好用足保障性住房再贷款等结构性货币政策工具；

(2) 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，盘活存量用地



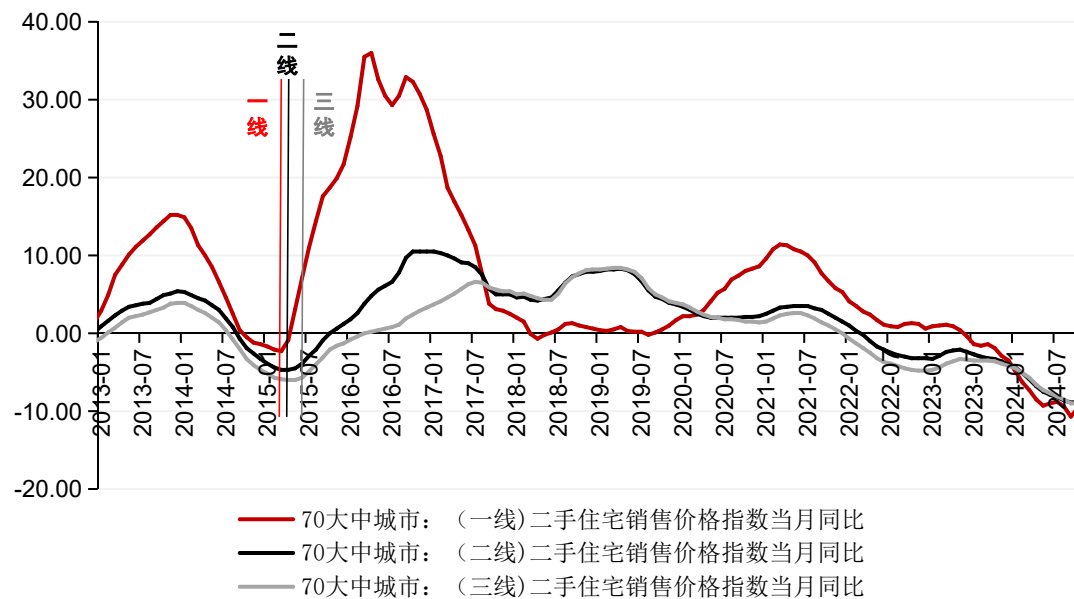
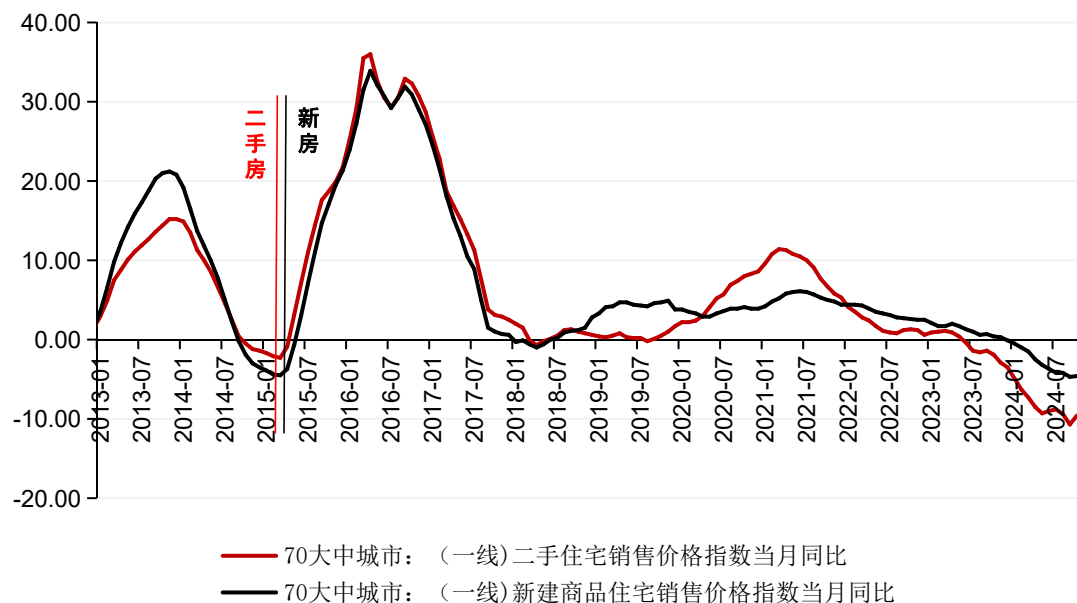
消化存量商品房和闲置土地 & 缓解房企资金压力



房地产：2025年房价有望结构性回暖回升

- 在“止跌回稳”政策基调下，2025年房地产市场基本面有望迎来改善。
- 从节奏上来看，**一线城市二手房价有望率先实现价格企稳**，进而带动二线及以下城市步入改善周期。
- “严控增量”思路下，投资链条预计仍承压，但同比增速降幅或有收窄。

回顾2015年前后，二手房房价回暖领先新房，一线城市房价回暖领先二三线城市（%）



03

大类资产展望



2025年大类资产展望：

A 股

- 随着增量政策的逐步加码和基本面改善预期增强，2025年市场或聚焦于从估值修复到盈利预期改善的驱动切换。
- 在市场与政策预期的博弈期间，市场预期可能反复波动，宽基指数更大可能维持震荡走势，市场以结构性机会为主。
- 考虑到2025年一季度开门红，国内流动性整体宽松，支撑股市表现。但接下来由于出口潜在风险和中美利差走扩预期，股指流动性层面或面临一定压力。下半年则重点关注盈利预期改善能否能够支撑股指中枢的进一步抬升，随着国内需求将在“超常规逆周期调节”政策的刺激下提振，预计2025年PPI有望实现向上修复，或能在下半年进入同比正增区间，届时企业盈利或有明显改善。因此，**股指在2025年整体或将呈现“N”形走势。**

中 债

- 2025年中国将实施“适度宽松”的货币政策，**政策利率引导市场基准利率下行，这将一定程度上持续利多债市。**
- **但债券利率下行同样面临制约：**一方面，债券供给方面，考虑到政策稳增长诉求明确，2025年政府债供给预计将显著高于2024年；另一方面，在政策指引下权益市场边际回暖会分流配债资金，且在政策出台和供给增加的基础上资产荒逻辑将边际削减，其对债市的支撑作用将有所收敛。
- 央行在二级市场买卖国债维持利率曲线形态，提升利率传导效率，将在2025年成为影响利率曲线的重要工具。因此**在结构上，短端利率相对长端利率具备更多下行空间。**



2025年大类资产展望：

- 特朗普2.0政府大概率将采取的加征关税、对内减税和驱逐移民政策很可能触发美国二次通胀。鉴于此，美联储或需重新平衡通胀与就业风险，预计2025年下半年可能减缓降息步伐乃至暂停降息操作。

美 债

- 美联储降息节奏调整或导致**美债收益率再度上行**。
- 美国政府庞大的债务压力和利息支出负担加剧了美国财政失衡风险，**风险溢价的攀升也将对美债收益率形成额外的推升**。

美元指数

- **2025年美元指数预计将维持强势**。
- 一方面，特朗普2.0政策主张可能在中长期抬高美元指数中枢，美国对内政策、地缘政治风险以及全球贸易不确定性上升或能形成合力对美元指数形成强支撑。
- 另一方面，欧元区和日本面临经济增长放缓和政治稳定性下降的风险，预计2025年“**美强欧日弱**”的格局大概率将延续，支撑美元指数。



2025年大类资产展望：

人民币汇率

- **2025年人民币汇率或面临一定贬值压力，但大幅贬值可能性较低，预计双向波动率有所扩大。**
- 人民币汇率面临的贬值压力一方面来源于中美利差仍维持倒挂，并且不排除会进一步走扩。另一方面，2025年特朗普政府收紧和加征关税的节奏或快于其第一任期，中国外部环境不确定性将显著增多，尤其需关注美国泛安全化行为对我国全球布局的产供应链安全的潜在冲击，这将影响我国外贸前景并对人民币汇率构成压力。
- **从长期来看，决定人民币汇率走势的根本因素仍在国内因素。**考虑到2025年国内稳增长政策有望持续加码，“更加积极”的财政政策或部分对冲外部关税扰动，对人民币汇率也无需过于悲观。强化汇率预期引导，防止形成单边一致预期并自我实现仍是我国货币政策的重要目标，因此汇率政策或将提前预留适当的政策空间，以有效对冲潜在市场风险，从而确保人民币汇率在合理区间内稳定运行，避免无序贬值。

黄金

- **2025年黄金市场预计维持高位震荡，中期或呈上行态势。**
- 国际地缘政治风险仍存。中东局势、俄乌冲突及朝韩等问题上不稳定的因素仍较多，同时“大选年”后世界主要经济体内部政坛动荡加剧，2025年大国博弈和政治不确定因素将继续对金价形成支撑。
- 中期来看，特朗普政策的不确定性，特别是贸易保护主义和减税政策，将继续削弱美元信用地位，同时可能加剧市场对全球经济和债务风险的担忧，从而进一步增强黄金的避险需求。
- 综上所述，在地缘政治风险仍存和“去美元化”的大逻辑下，中期维度仍看好黄金的配置价值。



Thanks

感谢观看

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险投资需谨慎