



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司  
投资咨询业务资格  
证监许可【2011】1780 号

研究员：廖宏斌  
期货从业资格号 F3082507  
期货投资咨询从业证书号 Z0020723

联系电话：0595-86778969  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

 研究服务



扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

## 海外周期分化加剧 中国政策更为宽松

### 摘要

2024 年全球经济在通胀问题与紧缩政策交织的环境下经历了调整与适应。美联储在经历快速加息周期后，于年末逐步开启降息进程，而非美发达经济体则因经济增长乏力而加速进入货币宽松周期。这种政策差异推动全球市场对未来经济结构和资本流向进行重新评估。除此之外，特朗普的再次当选为 2025 年美国经济发展带来了新的动力。基于其执政风格和政策导向，新一届政府可能延续其在税收改革、财政扩张以及贸易政策方面的主张。特朗普提出的企业税率进一步下调至 15%、扩大基础设施投资以及强化国内制造业和能源独立的政策主张，有望为美国经济注入新的增长动力。同时，这些措施将提高就业水平并刺激消费需求，从而强化美国经济的韧性。然而，这些政策也进一步抬升市场对通胀回升的担忧。

相较之下，非美发达经济体在高利率环境下增长显著放缓。欧元区和英国的制造业活动持续低迷，服务业恢复乏力，劳动力市场也面临较高的失业率和薪资增长压力。非美央行迫于经济增长乏力和通胀回落压力，不得不采取宽松政策以刺激需求，这进一步加大了与美国的货币政策分化。

中国经济缓慢复苏，出口表现最为突出。但从数据来看，居民消费的修复相对有限，内需不足的问题仍然存在。展望 2025 年，我国经济料延续复苏，但可能遭受特朗普新政冲击，经济增速或先升后降。上半年 GDP 增速在宏观政策宽松、“抢出口”效应持续以及美欧降息提振外需的背景下，料延续延续 5% 以上；但三四季度 GDP 增速可能降至 4.7%、4.3%。从政策目标来看，2025 年大概率将维持 5% 不变，以传递稳增长信心。2025 年我国财政政策将更加积极，广义赤字率料随之提高，增速有望创新高，同时政府大概率延续“以旧换新”补贴政策并扩大补贴范围；货币政策宽松方向不变，全年或降准 2-3 次，幅度在 50-100BP 左右，旨在稳增长、稳物价、稳地产，结构性工具仍是货币政策发力重点。

## 正文目录

一、国外宏观经济回顾展望 .....	3
（一）财政扩张明确，美国经济软着陆预期走强 .....	3
（二）非美国国家经济表现薄弱，货币宽松需求较高 .....	4
（三）高利差及投资标的或持续支撑美元 .....	6
（四）全球资产仍以美国为主轴，但尾部风险同样存在 .....	7
二、国内宏观经济回顾展望 .....	9
（一）GDP：2025 年料先升后降 .....	9
（二）投资端：“三保”或挤压基建投资 .....	9
（三）房地产：去库存为重点 .....	10
（四）消费端：年内弱复苏，但在一揽子政策下料显著回升 .....	12
（五）贸易端：“抢出口”显著，聚焦特朗普关税政策 .....	13
（六）价格端：物价回升为重要考量 .....	14
三、2025 年国内重点政策 .....	16
（一）政策目标：加码加力，更为宽松 .....	16
（二）财政政策：更加积极，提高赤字率 .....	17
（三）货币政策：维持宽松，降准降息有空间 .....	19
四、总结 .....	21
免责声明 .....	23

## 图表目录

图 1 特朗普上任后相关政策或有利美国经济增速上升 .....	4
图 2 美国经济增速在减税法案生效后有所得到提振 .....	4
图 3 非美国国家经济增速在高利率环境下承压 .....	5
图 4 非美国国家政策利率仍有较大下调空间 .....	6
图 5 非美国国家与美国利差持续走扩 .....	7
图 6 美元资产表现在特朗普就任期间表现不俗 .....	8
图 7 GDP 三大产业当季增速 (%) .....	9
图 8 投资端小幅回落 .....	10
图 9 商品房销售面积低位运行 .....	11
图 10 商品房销售面积全年低位运行 .....	12
图 11 社会消费品零售总额同比增速 .....	13
图 12 家电类零售额增速 .....	13
图 13 我国进出口同比增速 .....	14
图 14 CPI 同比围绕在 0%界限浮动 .....	15
图 15 2025 年经济预期 .....	17
图 16 赤字率料走高 .....	18
图 17 财政力度低于 24 年，为 25 年新增债务规模留空间 .....	19
图 18 2024 年我国货币政策目标 .....	20

## 一、国外宏观经济回顾展望

### （一）财政扩张明确，美国经济软着陆预期走强

2024 年美国总统大选尘埃落定，特朗普再次当选后延续其执政时期的核心政策框架，强调财政扩张与经济增长优先。新一届政府预计将继续推进“减税与就业法案”，计划将企业税率从 21% 进一步下调至 15%，并对家庭收入税级进行调整，预计将在未来十年减少约 1.5 万亿美元的税收负担。与此同时，政府将扩大基础设施投资，预计将投入超过 1 万亿美元用于现代化建设和修复项目，以强化国内供给链条与就业市场。这一系列措施或将在短期内推动美国经济增速回升，预计 GDP 增长将额外提升 0.3% 至 0.5%，并提升市场对美国经济软着陆的预期。

财政扩张直接推动消费与投资增长，减税措施提高企业盈利预期，资本支出随之增加。同时，居民可支配收入上升将进一步刺激消费需求。在供给端，基础设施投资计划预计投入超过 1 万亿美元，其中包括 4000 亿美元用于交通运输系统升级、3000 亿美元用于能源及清洁技术开发，剩余部分将覆盖数字基础设施和城市更新项目。这些投资不仅有望改善制造业及物流网络，进一步增强供应链韧性，同时也将对 GDP 增长产生约 0.4% 至 0.6% 的额外贡献。此外，美国政府或将加大能源、科技及国防领域投入，进一步支撑经济基本面。

然而，这一系列财政扩张措施也带来了潜在副作用。首先，财政刺激可能进一步推高政府赤字和债务水平，增加联邦政府未来的债务负担。同时，财政扩张叠加高就业需求与工资上涨，可能加剧通胀压力，抬升物价水平。尽管市场对经济增长预期乐观，但高通胀的持续存在将对货币政策形成新的挑战。

与此同时，特朗普政府的移民管制政策或将进一步减少劳动力供给，导致劳动力市场持续失衡。在前期人口增长放缓及劳动参与率回升乏力的背景下，劳动力缺口难以快速弥合，从而推升薪资增速。这不仅强化居民消费能力，也进一步推升通胀预期。

在此背景下，美联储在 2025 年的降息预期或将受到削弱。尽管市场此前对 2024 年降息有所期待，但财政扩张带来的通胀回升以及劳动力市场的结构性失衡，使得美联储在调整政策时需更加谨慎。从历史经验来看，财政扩张往往伴随着通胀压力上行，这意味着美联储可能倾向于维持较高利率水平，以应对通胀风险。

市场对美国经济软着陆的信心则在财政政策支持下进一步增强，强劲的财政刺激与韧

性较高的就业市场为经济提供了缓冲空间，使其更可能避免急剧下滑或衰退风险。然而，这一软着陆预期也可能引发投资者对利率长期保持于高位的担忧，从而影响资产价格表现。

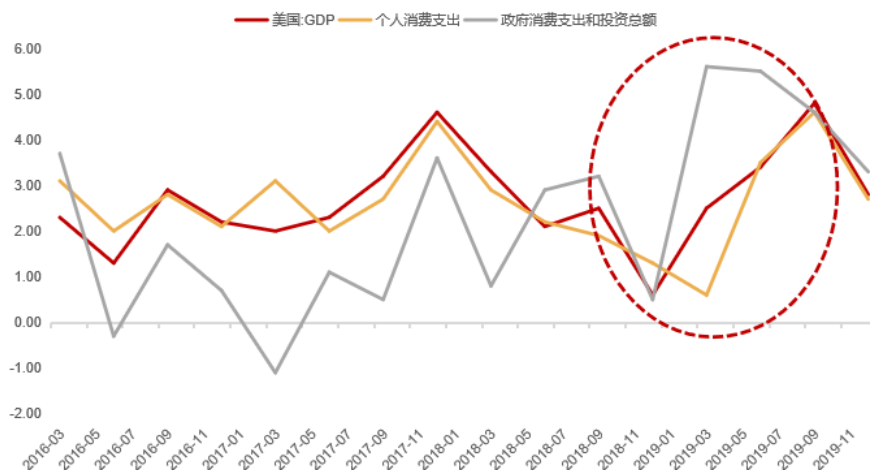
综上所述，2025 年美国财政扩张政策预计将继续推动经济增长。在减税及基础设施投资带动下，美国经济有望保持稳健增长。但需要注意的是，通胀压力及劳动力市场供需失衡或将成为限制美联储政策转向的关键因素，市场对降息的预期可能被进一步削弱。

图 1 特朗普上任后相关政策或有利美国经济增速上升

	特朗普2.0相关政策
财政与税收	减税、增加财政赤字 影响：利好经济增速回升，加大赤字风险
贸易	对多数其他经济体增加更高的关税 影响：短期内有利美国本土制造业发展回暖，中长期增加生产成本
基建	增加如桥梁、公路及港口等传统基建项目的投资 影响：短期内利好基建投资增加并提升相关原材料需求
移民	加大移民管控 影响：劳动力供给减少或促使就业市场供需走向紧张

资料来源：互联网公开资料，瑞达期货研究院

图 2 美国经济增速在减税法案生效后有所得到提振



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## （二）非美国国家经济表现薄弱，货币宽松需求较高

进入 2024 年，非美发达经济体整体表现持续低迷。欧元区和英国等主要经济体面临增长乏力的困境，制造业和服务业活动低迷，而消费需求和投资意愿同样受高利率环境抑制。

最新数据显示，欧元区制造业 PMI 在 2024 年 12 月录得 45.2，连续多月低于 50 的荣枯线，表明制造业活动持续萎缩。而服务业 PMI 从 11 月的 49.5 上升至 51.4，重回扩张区间，这带动综合 PMI 初值从 48.3 升至 49.5，显示出收缩程度有所减缓，但整体经济增长仍乏力。

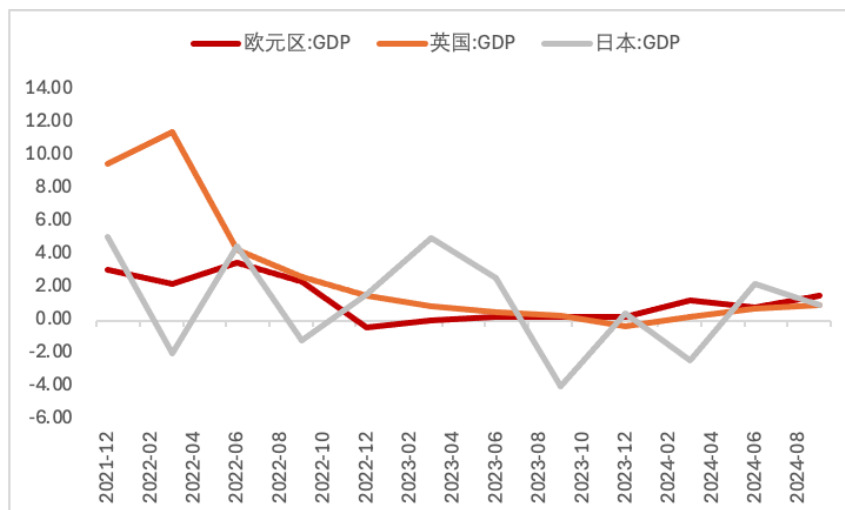
英国制造业 PMI 在 2024 年 12 月录得 47.3，创 11 个月新低，制造业活动显著收缩。而服务业 PMI 则升至 51.4，达到两个月高点，显示服务业活动小幅改善，但整体经济增长依旧受限。

在此基础上，欧元区在能源价格高企及外部需求疲软的背景下，出口表现显著下滑，同时内部消费复苏乏力，抑制了经济增长动能。尽管通胀率在 2024 年下半年有所缓和，但核心通胀水平依然居高不下，使得消费增长受限，市场信心恢复缓慢。英国方面，脱欧后经济调整尚未完全结束，贸易壁垒与供应链问题进一步拖累企业投资与生产效率。

此外，劳动力市场紧张以及薪资增速放缓进一步反映出需求疲软的局面。最新数据显示，欧元区 2024 年 12 月失业率维持在 6.4%，而青年失业率仍在 15.3% 的高位，显示劳动力市场压力持续。英国方面，失业率保持在 4.2% 的水平，反映出就业市场复苏乏力，进一步加剧市场对经济持续放缓的担忧。

面对经济增速放缓和通胀趋缓的双重局面，非美央行或不得不采取更加宽松的货币政策基调，以确保经济活动不至进一步恶化。因此，未来非美央行或采取降低基准利率、扩大量化宽松措施以及提供流动性支持等多种手段来确保经济得到刺激。

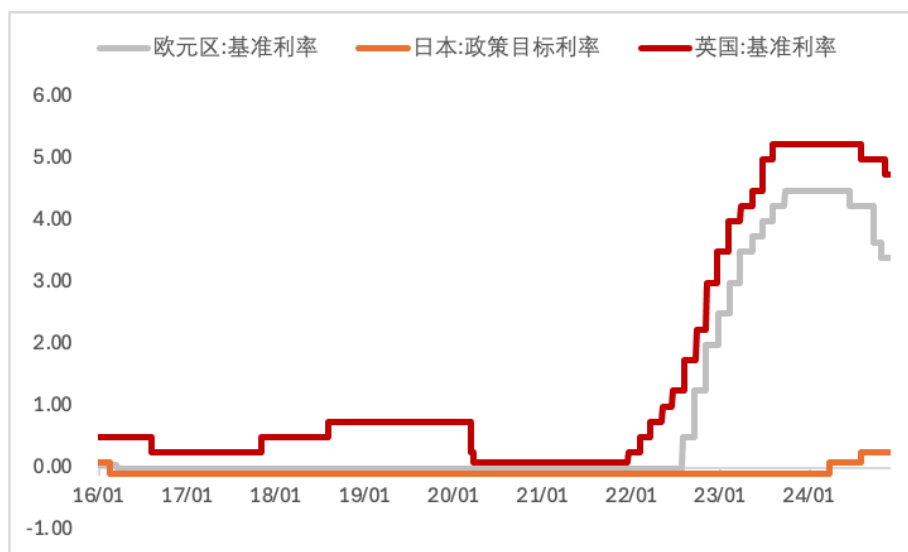
图 3 非美国家经济增速在高利率环境下承压



资料来源：Wind，瑞达期货研究院



图 4 非美国国家政策利率仍有较大下调空间



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

### (三) 高利差及投资标的或持续支撑美元

2025 年, 美元指数的走势将或受到美国与其他发达经济体货币政策差异的影响而得到一定支撑。2024 年 12 月, 美联储在 FOMC 会议上将联邦基金目标利率下调 25 个基点至 4.25%-4.5%, 并暗示未来降息的幅度和节奏将放缓。这一政策调整反映了美联储对通胀风险的重新评估, 预计 2025 年核心 PCE 通胀率将从此前预测的 2.2% 上升至 2.5%。因此, 市场预期美联储在 2025 年将仅降息两次, 每次 25 个基点, 显示出对通胀压力的持续关注。

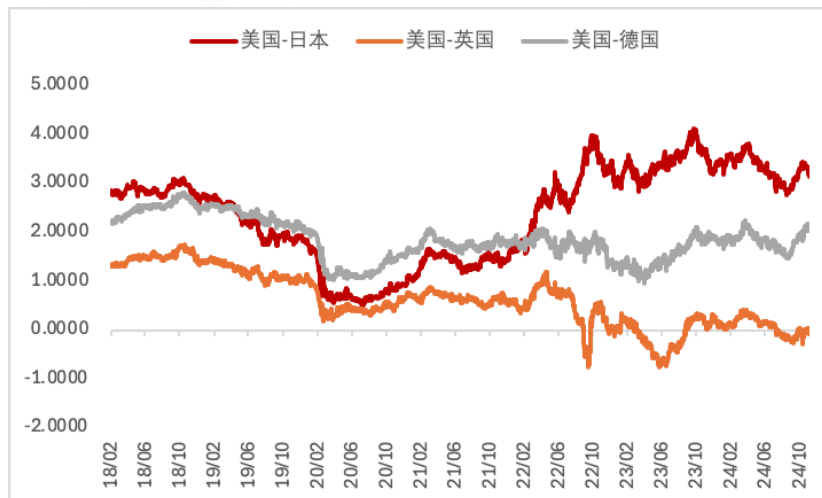
与此形成对比的是, 欧元区和英国的经济增长乏力, 通胀水平相对温和。欧元区制造业 PMI 持续低于荣枯线, 服务业虽有改善但整体经济增长仍显乏力。英国制造业活动也呈现收缩迹象。在这种经济背景下, 欧洲央行和英国央行可能倾向于维持或进一步放松货币政策, 以刺激经济增长。

这种货币政策分化或将导致美国与其他发达经济体之间的利差扩大。尽管美联储可能放缓降息步伐, 但其政策利率仍将高于欧元区和英国的水平。这一利差优势将吸引全球投资者将资金配置到美元资产, 寻求更高的收益率。特别是在全球经济不确定性增加的情况下, 美元资产的相对安全性和收益性将进一步提升其吸引力。

利差的扩大直接支撑了美元指数的强势表现。投资者在寻求高收益和避险资产的过程中, 增加了对美元的需求, 推高了美元兑其他主要货币的汇率。此外, 美国经济相对稳健

的表现和财政政策的扩张，也为美元提供了基本面的支持。

图 5 非美国国家与美国利差持续走扩



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

#### （四）全球资产仍以美国为主轴，但尾部风险同样存在

2025 年，全球资产配置预计仍将围绕美国市场展开。得益于强劲的经济增长预期、相对较高的利率水平以及美元的强势表现，美国资产预计将继续吸引全球投资者的目光。美元计价资产，如美债和美股，因收益率较高和避险属性而成为配置核心。

特朗普再次当选后，其政策主张进一步强化了美元资产的吸引力。减税与财政扩张政策的推进不仅提振市场对美国经济增长的信心，还通过改善企业盈利能力和消费需求，为美股提供持续支撑。此外，基础设施投资计划将直接刺激相关行业增长，同时提升就业和收入水平，进一步推动美国经济的内生增长动力。

在货币政策方面，美联储尽管在 2024 年底开始降息，但 2025 年仍将维持较高的政策利率水平，确保通胀受控的同时保持金融市场稳定。这使得美国债券市场的收益率依然高于全球主要经济体，为寻求固定收益的投资者提供了安全且具有吸引力的投资标的。美元作为全球储备货币的地位进一步巩固，也将全球资金配置中占据主导地位。

相比之下，非美国国家由于经济增长薄弱和货币宽松政策需求较高，整体资产收益率可能不及美国，进一步巩固美元主导地位。欧元区和英国在经济复苏乏力的背景下，预计将采取更为宽松的政策，导致资金流出至收益率更高的美元资产市场。此外，新兴市场国家由于面临资本流出和本币贬值压力，资产吸引力同样受到抑制。



然而，这种资产配置格局也加大了尾部风险，包括美国经济增长放缓、债务水平升高以及全球贸易摩擦等不确定因素。特朗普政府可能采取更为激进的贸易政策和税收改革，这些措施虽然有助于短期经济增长，但也可能加剧全球贸易紧张局势，影响全球经济复苏节奏。同时，美国财政赤字进一步扩大可能引发长期债务可持续性担忧，导致市场波动性上升。

此外，美联储政策转向的不确定性也是潜在风险来源。如果通胀降速不及预期或劳动力市场保持紧张，美联储可能调整降息步伐，从而引发市场对经济增长和利率前景的重新定价。全球投资者需关注政策调整对美元流动性和资产估值的潜在影响。

综上所述，2025 年全球资产配置仍将以美国市场为主轴，受益于经济增长、财政刺激和相对较高的利率环境。然而，市场需警惕尾部风险，包括贸易摩擦、债务压力以及政策不确定性对市场情绪的潜在冲击。

图 6 美元资产表现在特朗普就任期间表现不俗

指标名称	标准普尔500指数	美国:国债收益率:10年	美元指数	欧元兑美元	东京日经225指数	欧洲STOXX50价格指数
2019-12	4.22	-0.3356	-0.0932	-0.4046	8.36	4.11
2019-09	2.62	-23.1272	0.6541	-1.0393	-0.72	-0.39
2019-06	5.93	-11.8382	0.9691	-1.0835	1.96	5.01
2019-03	0.82	-12.7648	-0.0995	-0.4428	-4.24	1.51
2018-12	-5.29	4.0132	1.6240	-1.9012	-3.04	-7.37
2018-09	5.42	0.1090	2.4310	-2.4089	1.24	-2.32
2018-06	-1.11	5.8763	2.8156	-3.0236	0.07	-3.58
2018-03	5.00	16.3222	-3.7648	4.3257	0.68	1.19
2017-12	5.52	5.8009	0.2362	0.2027	11.62	3.04
2017-09	2.89	-0.8635	-4.9583	6.7273	1.81	3.38
2017-06	3.10	-7.5885	-2.5370	3.3737	1.43	7.75
2017-03	6.46	14.3978	1.0415	-1.1562	7.20	5.76
2016-12	1.06	36.7120	4.2805	-3.4309	8.80	-3.01

资料来源：Wind，瑞达期货研究院

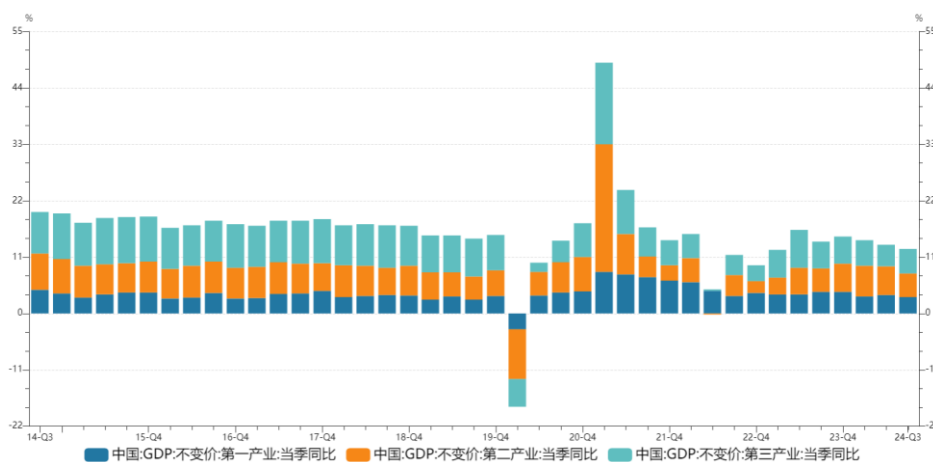
## 二、国内宏观经济回顾展望

### （一）GDP：2025 年料先升后降

2024 我国经济缓慢复苏，海外经济体韧性较强带动我国出口表现亮眼，进而拉动制造业支撑整体经济，多因素共同影响下市场复苏稳健。但从数据来看，我国经济前三季度累计同比 4.8%，剔除政府主导的基建项目后，居民消费的修复相对有限，内需不足的问题仍然存在，并且距离全年 5% 的目标仍有差距。四季度以来，一揽子政策宽松提振资本市场信心、房市情绪和耐用品消费，更高关税预期刺激抢出口效应，中国经济明显改善，预计 GDP 增速可能升至 5.0% 上方，从而支撑全年经济增速完成预期目标。

展望 2025 年，我国经济料延续复苏，但可能遭受特朗普新政冲击，经济增速或先升后降。上半年 GDP 增速在宏观政策宽松、“抢出口”效应持续以及美欧降息提振外需的背景下，料延续延续 5% 以上；但三四季度 GDP 增速可能降至 4.7%、4.3%，国内宽松政策效应递减导致内需放缓，特朗普加征关税也将对我国出口产生打击，使得经济增速缺乏支撑，全年 GDP 增速或承压。但从政策目标来看，2025 年大概率将维持 5% 不变，以传递稳增长信心。

图 7 GDP 三大产业当季增速（%）



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

### （二）投资端：“三保”或挤压基建投资

2024 年我国固投增速较为平稳，但受地产低景气拖累明显。截止至 11 月，扣除房地产开发投资后，全国固定资产投资增长 7.4%，表现较为突出，新质生产力、产业转型升级

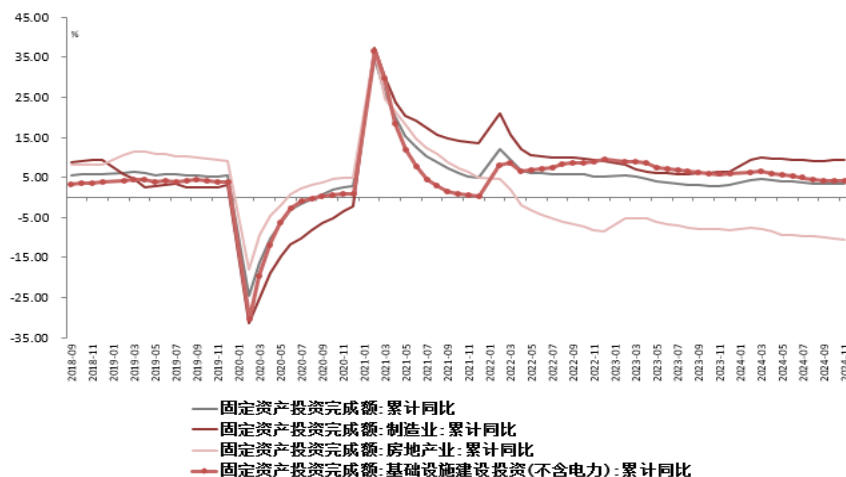
带动整体投资端运作，而天气因素改善、专项债持续发力也将促进基建的好转。

2025 年，制造业投资行业料维持分化。2024 年除汽车外其他运输设备业（铁路、船舶、航空航天设备）受益于低空经济和无人机产业爆发，投资增速大幅上涨带动整体制造业，有色金属业、金属制品业增速也受强外贸推动而超过 15%，但电气机械及器材业和汽车制造业因为产能过剩和价格战压力影响，投资增速大幅下滑，行业分化趋势大概率在 2025 年继续维持，并且随着特朗普新政的落地，这一现象料更为突出。

基础设施投资或受超长期特别国债支撑。结合 2024 年 10 月财政部和发改委发布会表述，明年要继续发行超长期特别国债并优化投向，加力支持“两重”建设，进而推动基建。在积极财政和化债的背景下，基建有望保持稳定增长。此外，由于疫情干扰，“十四五”期间的重大项目落地不及预期，2025 年是“十四五规划”的收官之年，项目进程进一步加速，公用事业和铁路运输业等投资料保持双位数增长。

因此，2025 年我国固定资产投资增速或从今年的 3% 水平升至 2025 年的 3.5% 左右。其中房地产开发投资降幅从 10% 小幅收窄至 9% 左右；制造业投资增速在产能过剩、通缩压力的背景下大概率将略微下调；基础设施投资增速可能从 2024 年的 4.2% 回升至 5.0%，与经济增速目标相符。

图 8 投资端小幅回落



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

### （三）房地产：去库存为重点

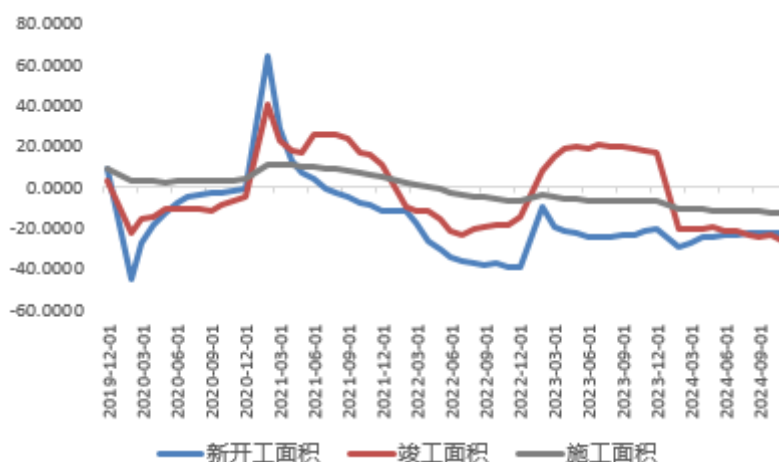
截止至 11 月末，我国商品房待售面积/销售面积比达到 76%，远高于去年年末值 60% 和

2015-2021 年平均值 36%，房市需求仍疲软，供大于求的格局说明房价仍有进一步下跌空间，但因需求料在政策影响下改善，跌幅或收窄。

2014 年开始，国家提出去库存战略，2014-2023 年间，我国商品住宅销售规模为 132 亿平米，期间共有 198 亿平米的土地出让，无形中增加了 66 亿平米的潜在库存。因此，该阶段实际是再“补库存”。11 月末，十大城市商品房库存消化天数达到 581 天，大幅高于 2012-2021 年均值 284 天，但相比 2024 年 9 月末 601 天开始下降，去库进程有所加速。由于全国商品住宅销售大幅下降，大量城市广义库存去化周期超过 3 年以上，库存依旧承压，未来房地产去库存仍是重点目标。

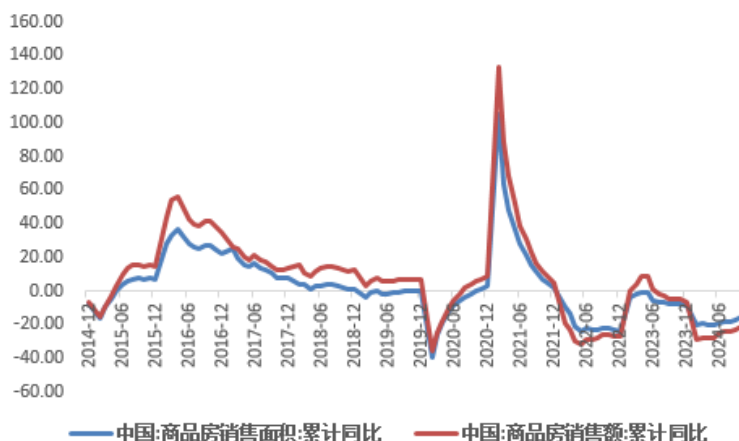
2024 年三季度的政治局会议为房地产市场的未来发展方向作了指导，从发展路径看，应“严控增量、优化存量、提高质量”；从短期结果看，应实现地产市场“止跌回稳”的目标。而“严控增量”意味着未来地产投资基本不在政策刺激的工具箱内。在企业投资趋于谨慎，保证健康的现金流为首要前提的背景下，预计土地成交仍将承压，2025 年地产投资仍将继续萎缩，投资增速或在-10%界限附近低位运行。

图 9 商品房销售面积低位运行



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 10 商品房销售面积全年低位运行



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

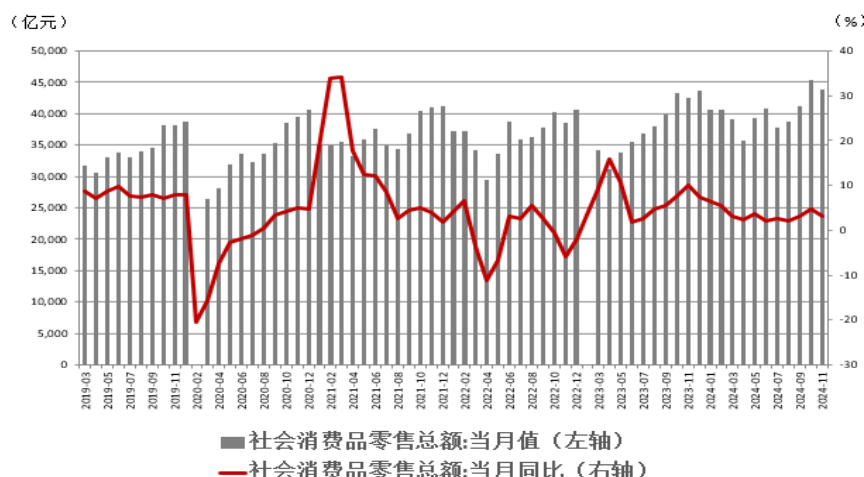
#### (四) 消费端：年内弱复苏，但在一揽子政策下料显著回升

今年上半年我国消费总体呈偏弱复苏态势，社零同比略低于 2022-2023 年平均增速 3.4%。消费疲弱的原因包括当下收入下降、未来就业与收入预期较差、房地产大幅收缩和通缩预期。针对内需不足的问题，我国政府迅速做出应对。三季度以来，我国推出一揽子宽松政策，“两重”“两新”迅速落实，显著提升房地产市场情绪和居民消费意愿，社零增速从前三季度的 3.3% 升至 10 月的 4.8%，其中家电、家具和汽车零售额增速回升幅度最大。

而“以旧换新”政策虽带动商品消费回升，但居民消费意愿仍未完全修复，消费的增量主要在必选消费和部分服务消费。其中，今年旅游消费的特点是出游人次增速高于旅游消费的增速，犯怵“增量不增价”的特征，“五一”和“国庆”小长假人均旅游支出未达到 2019 年同期水平，这也说明服务消费仍弱。8-10 月商品零售增速从 1.9% 升至 5%，代表服务消费的餐饮收入从 3.3% 小幅降至 3.2%，服务业的“物价-工资”循环并无明显好转。另一方面，“以旧换新”本质是将未来的部分换新需求预支至现阶段，在改善当下需求的同时，可能存在透支未来需求的风险。

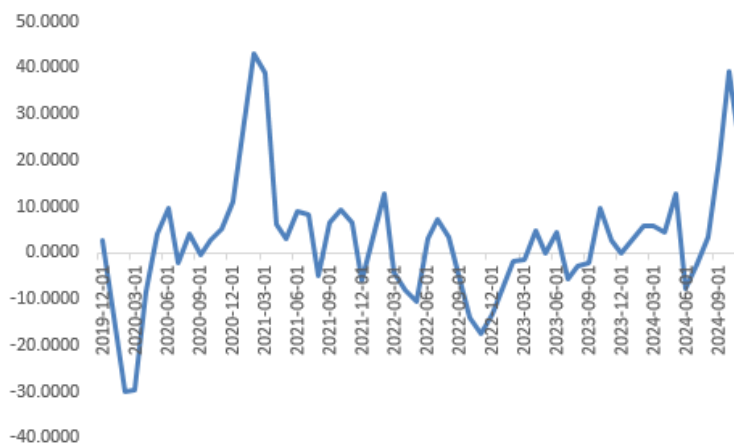
2025 年房地产销量料明显改善，政策部门可能延续“以旧换新”补贴政策并扩大补贴产品范围，将带动家电、家具、建筑装潢、文化办公用品、汽车、通讯器材等耐用消费品延续增长。2025 年家庭消费增速将有所回升。社会零售额增速可能从 2024 年的 3.7% 升至 2025 年的 4-5% 区间%。

图 11 社会消费品零售总额同比增速



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 12 家电类零售额增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

### （五）贸易端：“抢出口”显著，聚焦特朗普关税政策

今年以来，我国贸易端表现亮眼，带动整体经济增速。而四季度随着规避美国大选带来的不确定性因素，各外贸公司纷纷进行“抢出口”，再度带动我国出口走高。分商品来看，受益于需求改善、温和补库存与抢出口效应，家电、家具、医疗设备、计算机、手机、消费电子、集成电路等产品出口增速今年以来保持较快增长，明年或将延续；而因高基数上升影响，汽车出口增速可能放缓。分地区来看，中国对东南亚、拉美、中东等新兴市场出口增速仍将显著快于对发达市场出口。

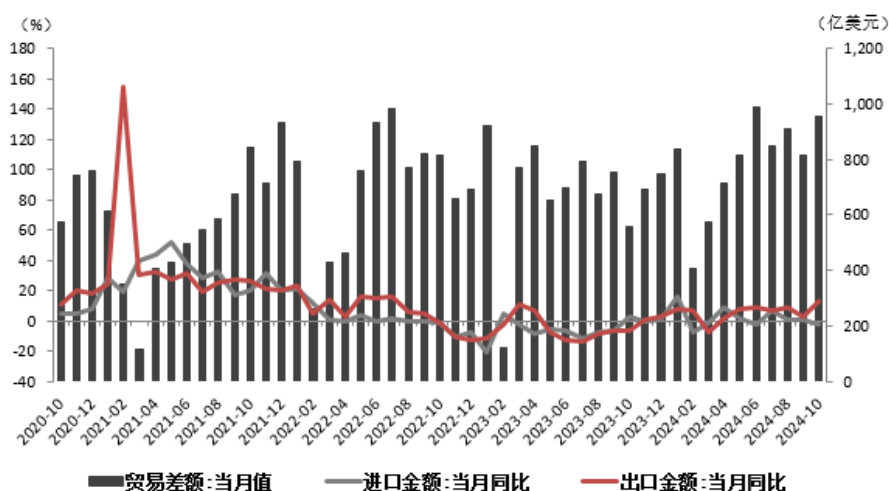
目前我国外贸仍处于扩张周期，全球商品消费在 2022-2023 年经历需求收缩与去库存，



在 2024 年温和复苏与补库存，贸易价格跌幅收窄。2025 年上半年美欧降息周期可能进一步提振住房、耐用消费需求与库存投资，欧洲供应链和贸易活动可能改善，而更高关税预期将刺激抢出口效应，中国货物出口可能保持快速增长。但 2025 年下半年特朗普可能开启新一轮贸易战，全球贸易活动面临冲击，中国货物出口增速可能降至 2.2% 左右。2026 年贸易冲突影响持续显现，货物价格跌幅重新扩大，中国货物出口增速可能进一步降至 0.2%，其中上半年因为高基数将同比下跌，下半年可能转为同比正增长。

此前特朗普扬言将对来自中国的所有进口商品加征 10% 的额外关税。按照历史经验而言，总统在就职演讲中通常会以“百日新政”等名义提出就任后的优先政策事项。因此 2025 年 1 月 20 日特朗普就任美国总统后，其所颁布的新政或对我国外贸产生较大风险。但短期来看，多数出口企业为降低其影响，四季度乃至 2025 年一季度外贸“抢出口”料继续进行，以规避政策风险，但在下半年时，我国出口增速或受特朗普新政影响从而承压，全年出口料呈前高后低态势。

图 13 我国进出口同比增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## （六）价格端：物价回升为重要考量

年内我国 CPI 同比围绕在 0% 界限浮动，核心 CPI 同比均值约为 0.5%，反映出消费修复不及预期，居民信心依旧偏弱，增速显著低于 2023 年底 CPI 回升至 1.0% 以上的预期。此外，今年 CPI 房租同比均值约为 -0.15%，房市景气的疲弱也对通胀水平产生较大的拖累。

PPI 方面，年内均值在 -2% 左右，同样显著低于 2023 年底 PPI 同比转正的预期，主要受房

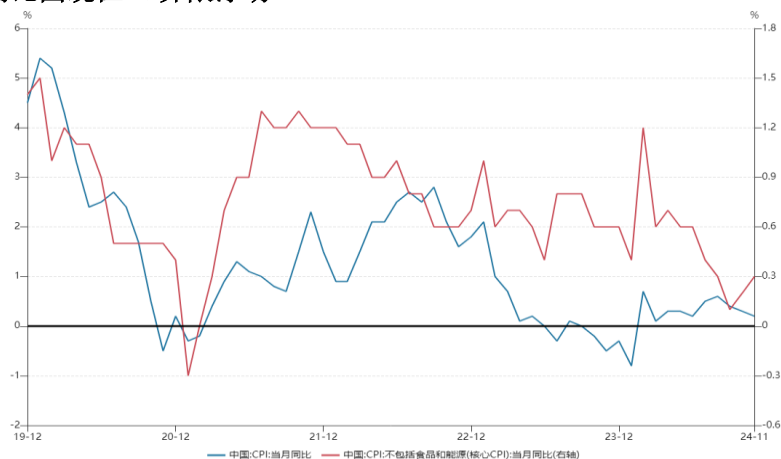
地产销售、投资进一步下行，基建实物工作量持续低于预期多因素共同影响。

明年我国通胀水平可能先降后升。受 2024 年第 4 季度以来房地产、耐用消费回升和出口增长支撑，CPI 全年增速可能升至 2025 年的 0.5%，年内最高点受基础影响可能在一季度达成，约为 1%。但随着下半年内需复苏放缓和贸易冲突开始，叠加房市偏弱、生猪存栏始终偏高，CPI 增速料有所回落。

PPI 或延续下跌，但跌幅料持续收窄。2025 地产投资在政策指引下降幅料趋缓，并且随着新一轮化债落地，基建项目工作量可能有所好转，从而对 PPI 进行支撑。

央行三季度货币政策执行报告中提到，“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”，这与二季度报告中“把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量”不同，物价或在政策目标中权重加大。

图 14 CPI 同比围绕在 0%界限浮动



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

### 三、2025 年国内重点政策

#### （一）政策目标：加码加力，更为宽松

目前来看，2025 年我国政策方向料更加宽松。今年二、三季度 GDP 增速与 5% 的目标差距扩大，财政收入、企业利润等多数指标加速下滑，经济遭受内需不足、外需走弱、地缘不确定性等多类因素影响。因此经济增速上，我们预计 2025 年目标仍然为 5%。作为十四五计划的收官之年，向市场传递稳增长的决心与信心尤为重要。考虑到明年特朗普新政落地后将对我国外贸产生巨大影响，5% 的经济增速目标具有一定难度，但稳市场信心和提振经济的重要性不言而喻，目标维持 5% 的可能性更大。

CPI 增速目标亦或维持 3%。自 2014 年以来，我国 CPI 均未超过 3%，内需不足的基本面下，我国经济面临通缩压力，向上提升目标预期的可能性不大。央行三季度货币政策执行报告中提到，“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”，物价或在政策目标中权重加大，“推动物价回升”有望成为 2025 年新增目标。

2025 年宏观政策料更加宽松。12 月 11 日，中央经济工作会议中指出接下来政策重点是稳住楼市股市，稳定预期，大力提振消费，促进科技创新与新质生产力发展。同时，明年是首次实施“更加积极的财政政策”，广义赤字率可能进一步上升约 1-2 个百分点，延续并扩大“以旧换新”补贴、对特定人群减税和补贴、对中小企业减税降费等政策。此外，将连续实施了 14 年的“稳健的货币政策”改为“适度宽松的货币政策”。利率端预计仍有下调空间，准备金率可能下调 1 个百分点，信贷供应进一步扩大。

具体来看，地产贷款利率料继续随政策利率下降，一线城市进一步放松甚至取消限购，去存量库存持续推动。股市端，政策部门将大力引导社保、保险、理财等中长期资金入市，同时加强市值管理，防范金融风险。消费端，维持“稳民生”目标，提升家庭收入与消费意愿，延续并扩大“以旧换新”政策效果。

2025 年宽松政策落实时点或与特朗普新政时点强相关。四季度一揽子增量政策提振居民消费需求，“抢出口”效应也支撑出口短期迅速增长。但“以旧换新”政策的本质是透支未来需求，明年下半年经济增速料放缓，同时叠加贸易冲突，政策宽松力度或进一步加大。

图 15 2025 年经济预期

指标名称	2024 年	2025 年
经济增速	5%	5%
CPI	3%	3%
失业率	5.5%以内	5.5%以内
赤字率	3%	3.5-4%
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应里同经济增长和价格水平预期目标相匹配。加强总量、结构双重调节，盘活存量、提升效能，加大重大战略、重点领域和薄弱环节支持力度。	实施适度宽松的货币政策，综合运用多种货币政策工具，适时降准降息，保持流动性充裕，结构性工具仍是货币政策发力重点。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量。
财政政策	积极的财政政策要适度加力、提质增效。要大力优化支出结构，强化国家重大战略任务和基本民生财力保障，严控一般性支出。	更加积极，增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”“两新”。增加地方政府专项债券发行，更加惠民生、促消费。

资料来源：互联网公开资料，瑞达期货研究院

## （二）财政政策：更加积极，提高赤字率

回顾 2024 年，我国财政有所发力，但节奏较慢，下半年进度才逐步加快，而土地财政走弱、地方政府债务压力加大是主要拖累项。2024 年全年赤字率 3%、专项债发布 3.9 万亿、特别国债 1 万亿，对应广义财政赤字率 6.8%，较 2023 年上涨 0.7 个百分点。但预算外城投融资明显收缩，1-10 月城投债净融资-3513 亿，同比大幅少增 1.39 万亿。节奏看，2024 年财政发力节奏也明显后置，上半年财政支出进度仅 39.4%，远不及三年内均值，而直至 10 月份，进程为 71.9%，也明显低于三年均值 77%，总体发行节奏明显偏慢。主要原因有两点：一是房地产下行背景下，土地财政持续承压，地方土地出让收入连续两年大幅下行；二是地方政府隐性债务压力加大，叠加监管趋严，预算外债务扩张明显放缓。

往后看，2025 年财政政策将更加积极，广义赤字率料随之提高。近期政治局会议、中央经济会议等多次会议提及“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，“更加积极”

也指向 2025 年赤字率或高于 3%，因此我们预计或 3.5%-4% 区间内，对应赤字规模为 5.5 万亿左右。专项债方面，人大常委会表示将“扩大专项债券发行规模”，预计 2025 年新增专项债规模或高于近三年平均（3.5-4 万亿），即扩大至 4 万亿乃至 4.5 万亿以上（近几年为 3.5-4 万亿之间）。因此，我们预计 2025 年赤字率有望创新高。

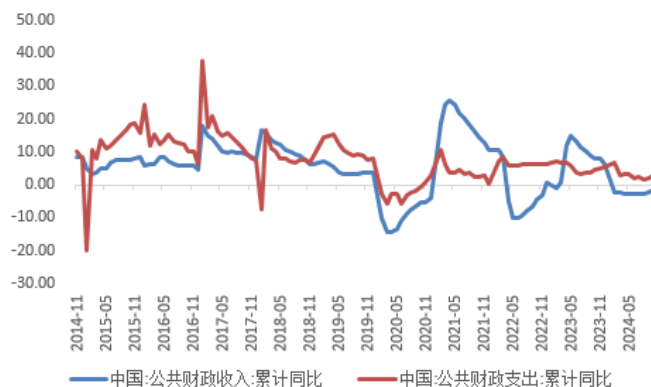
具体方向上，参考今年中央政治局会议及金融工作会议，预计 2024 年专项债资金可能更多投向城中村改造、保障性住房等民生领域，在提升地方财政资金使用灵活性的同时，也有助于更好发挥专项债对投资的拉动作用。从数据来看，政策协同发力后，2028 年之前，地方需要消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅下降至 2.3 万亿元，化债压力大大减轻。除此之外，这一举措还能清理地方拖欠企业账款，提升企业经营信心和活力，提升企业收入和盈利能力。居民和企业收入预期得到改善，将有效提振消费和投资需求，进而形成正反馈，发挥财政乘数效应。此外，政府大概率延续“以旧换新”补贴政策并扩大补贴范围。11 月 19 日国家发改委举行的新闻发布会上，在问及“明年‘两新’是否还会有更多的延续政策和新政策”这一问题时表示，一方面，将开展加力支持“两新”政策效果评估，总结延续好的经验做法；另一方面，我们将研究提出未来继续加大支持力度、扩大支持范围的政策举措，待履行相关程序后适时公开发布，持续以“两新”政策推动群众受益、企业获利、经济向好。因此明年料延续该政策，并将补贴范围扩大至更多耐用消费品。

图 16 赤字率料走高



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 17 财政力度低于 24 年，为 25 年新增债务规模留空间



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### （三）货币政策：维持宽松，降准降息有空间

9 月政治局会议以来，央行宣布降准、降息、调降存量房贷利率，并通过支持资本市场再贷款工具及国债购买等方式形成扩表，这一系列增量政策提升市场预期，提振市场整体风险偏好，有助于提升货币供应，增加总体流动性。但从结构上看，我国居民、企业杠杆率已经与欧美相当，整体宏观杠杆率较高。

回顾 2024 年，我国货币政策总体宽松，年内共 2 次降准、3 次降息，具体分为三个阶段：1、一季度担忧经济压力较大，央行于 2 月宣布降准 50BP、5 年期 LPR 调降 25BP；2、二季度汇率压力加大，国债收益率超预期下行，央行转向稳汇率、防风险为政策目标；3、二三季度经济增速低于预期，央行再度转向稳增长，7 月 1 年期和 5 年期 LPR 均调降 10BP，9 月降准 50BP，10 月 1 年期和 5 年期 LPR 再度调降 25BP。但宽信用未有明显起色，信贷、社融增速持续回落、并创历史新低，M1、M2 增速也持续走弱，内需不足仍是关键。

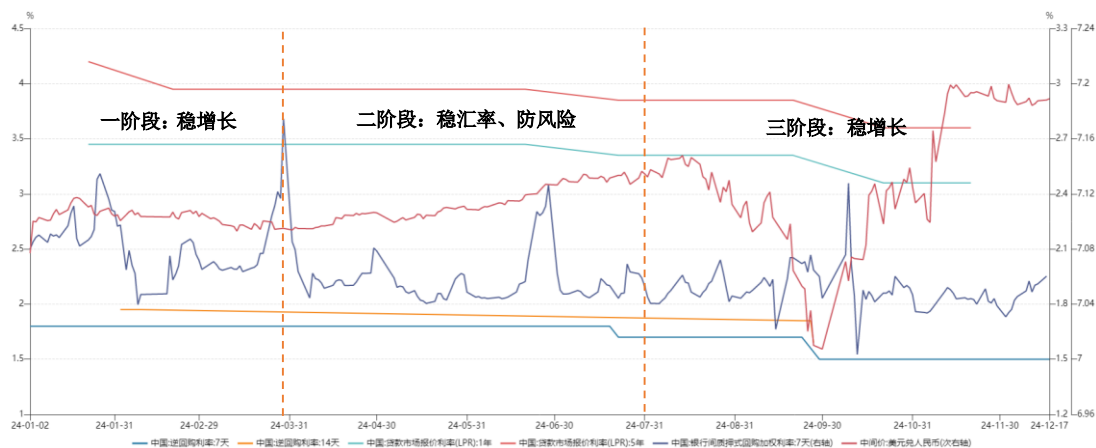
2008 年，为了应对国际金融危机，我国开始实施“适度宽松”货币政策，出台 4 万亿刺激政策。随后，连续 4 次下调金融机构人民币存款基准利率，5 次下调了人民币存款基准利率，4 次下调了法定存款准备金率，使得 2009 年货币量暴增 30%，由 47 万亿涨至 60 万亿元，也带动了房地产大幅上行趋势。本次时隔 10 多年再提“适度宽松”，向市场发出了更加清晰、明确的政策信号，对后续政策形成一致性积极预期，增强经济复苏向好信心。

展望 2025 年，我国货币政策宽松方向不变，全年或降准 2-3 次，幅度在 50-100BP 左右，旨在稳增长、稳物价、稳地产，结构性工具仍是货币政策发力重点。截至今年三季度，结构性工具规模高达 6.66 万亿，主要针对重点领域，以及做好科技金融、绿色金融、普惠



金融、养老金融、数字金融，较总量工具作用更加精准有效。因此 2025 年在经济转型的大背景下，因此我们认为结构性政策工具仍是货币政策的重要发力方向。随着美联储进入降息周期，中美利差倒挂产生的汇率压力有所减轻，因此稳增长、稳物价、稳地产仍是政策核心诉求。当前实际利率仍处于较高水平，需进一步降息以刺激实体融资需求，从而达到稳增长、稳物价的目的。

图 18 2024 年我国货币政策目标



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## 四、总结

2025 年全球经济格局将在政策分化与经济增长不均衡的背景下继续演变，美国和非美国经济体的表现差异将成为市场关注的核心焦点。美国凭借财政扩张、货币政策调整以及美元资产的吸引力，有望继续保持全球经济和市场的主导地位。而非美国国家则受限于经济增长疲弱和货币宽松政策需求，整体表现相对疲软，进一步加剧全球资金的流向分化。美国方面，特朗普政府重启减税与财政扩张政策，将推动消费和投资的进一步增长，同时大规模基础设施投资将增强经济韧性，预计 GDP 增速将继续保持正向动能。然而，财政刺激带来的赤字压力和债务水平攀升可能加剧市场对通胀回升的担忧，迫使美联储在政策调整中保持更高的警惕性。尽管美联储已于 2024 年底开启降息周期，但其步伐相较非美央行仍显缓慢，高利率环境可能继续吸引全球资本流入美元资产市场，为美元指数提供支撑，并进一步强化美国金融市场的核心地位。相对而言，欧元区和英国等非美发达经济体在 2024 年已经显露经济增长放缓的迹象。制造业和服务业活动持续低迷，消费需求复苏乏力，劳动力市场疲软且失业率居高不下。面对这些经济挑战，非美央行预计将在 2025 年进一步维持或加大宽松政策力度，以刺激经济复苏。然而，货币宽松带来的利率下降与资本回报率下滑将进一步削弱非美资产的吸引力，资本流出压力加剧，使这些经济体难以迅速恢复增长动能。

美元与非美货币之间的利差扩大将成为 2025 年资本市场配置的关键因素。美债收益率在较高水平上保持稳定，使其继续作为全球避险资金的主要配置对象。同时，美元作为全球储备货币的地位仍然牢固，进一步吸引国际资本流入美元资产市场。然而，这种资本流向集中于美国的格局也意味着市场需要面对潜在的尾部风险。总的来看，2025 年全球市场将继续围绕美国经济表现与政策变化展开，美元资产凭借收益率优势和避险需求保持主导地位。然而，尾部风险的存在要求投资者在全球资产配置中保持谨慎和灵活性，以应对市场可能出现的突发波动和结构性调整。

今年以来，我国经济遭受内需不足、房产疲弱、地缘冲突不确定性强、海外政权更换等多种不确定性因素影响，总体复苏缓慢。三驾马车中，仅出口强劲，拉动撑整体经济，但其余经济指标上，恢复进度不及预期。剔除政府主导的基建项目后，居民消费的修复相对有限，内需不足的问题仍然存在。针对这些问题，四季度以来，我国政府采取一揽子增

量政策来提振资本市场信心、房市情绪和耐用品消费，叠加更高关税预期刺激抢出口效应，中国经济明显改善，全年有望达到 5% 的经济增速。12 月的中央经济工作会议中指出接下来政策重点是稳住楼市股市，稳定预期，大力提振消费，促进科技创新与新质生产力发展。同时，明年是首次实施“更加积极的财政政策”，广义赤字率可能进一步上升约 1-2 个百分点，延续并扩大“以旧换新”补贴、对特定人群减税和补贴、对中小企业减税降费等政策。除此之外，将连续实施了 14 年的“稳健的货币政策”改为“适度宽松的货币政策”。利率端预计仍有下调空间，全年或降准 2-3 次，幅度在 50-100BP 左右，准备金率可能下调 1 个百分点，信贷供应进一步扩大。展望 2025 年，我国经济料延续复苏，但可能遭受特朗普新政冲击，经济增速或先升后降。上半年 0 宏观政策宽松、“抢出口”效应持续带动下总支撑较强，但随着国内宽松政策效应递减导致内需放缓，特朗普加征关税也将对我国出口产生打击，使得经济增速受拖累。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。