

## 潮平两岸阔，风正一帆悬

### 【核心观点】

2024年是政策变革的一年，自疫情放开后，宏观矛盾持续切换，政策端在9月26日政治局会议上出现变化，出台了一系列增量政策，货币政策先行，财政政策后至，提升了市场风险偏好和居民信心。展望2025年，全年的宏观预计仍然将以政策转型为主线，货币政策先行，地产政策和资本市场政策紧跟，财政政策殿后，施行“双宽”政策，从稳定工业需求开始，刺激居民需求，止跌建筑需求。国内方面，从政策出发，关注化债落地，地产止跌回稳以及居民消费复苏三个方向。海外方面，主要关注美国再通胀风险以及关税政策的影响。

**化债方面**，化债的逐渐落地预计会在未来几年内减轻地方政府债务到期的压力，2025年财政周期开启，预计将从地产、消费等各方面托底经济，地方政府现金流改善，有望带动需求回升，促使地方企业和居民收入恢复，从而在价格层面迎来温和修复。

**地产方面**：消费需求不足的本质原因是由于房价和资本市场价格同时下行，导致全社会收入和财富效应下滑，各部门资产负债表收缩。当前地产的政策仍然集中在存量去库，库存去化与地产企稳相关度很高，通常库存去化半年之后，房价滞后迎来反弹。若后续通过收储实现商品房去库存的过程顺利进行，未来市场对房地产的悲观预期可能有望改善。

**消费方面**：2025年，财政政策投放有望从投资端向消费端进行偏移，加强对居民部门的支持，目前来看仍有很大的增量空间。

**再通胀方面**：虽然移民政策可能会影响美国劳动力市场供求关系，抬升就业工资成本，但美国职位空缺更取决于制造业周期的变化，制造业周期偏弱的背景下通胀压力很难大幅提升。

**关税政策**：关税政策在美国制造业周期恢复之前很难全面落地，政策出台后，中国的出口产业链受到冲击是肯定的，但是其影响程度不一定会超过上一轮。且为应对政策出台，国内货币政策宽松力度可能会加大，关税落地前抢出口现象一定程度上可以推升上半年经济复苏。

**大宗商品影响**：全球大宗商品如果想要走出趋势上行的行情需要依靠中美宏观周期的共振复苏，整体来看大概率结构性机会为主，主要关注三个重要的主线：地缘变化、内需复苏以及关税政策。地缘变化主线来看，原油价格维持中性预期，黄金作为避险工具价格由需求提供支撑。内需复苏主线，有色、能化产业链主要受制造业周期复苏节奏影响，黑色金属考虑到地产景气度，价格依旧承压。关税政策方面，碳酸锂、工业硅等新能源相关商品以及豆油等关联度较强的品种面临较大价格波动。

投资咨询业务资格：  
京证监许可【2012】76号

霍柔安

电话：010-84555194

邮箱

huorouan@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03129173

投资咨询资格号

Z0020307

## 【目 录】

|  |    |
|--|----|
| 一、国内宏观环境回顾与展望 .....                      | 1  |
| 1.1 化债落地：防风险和促发展并重 .....                 | 4  |
| 1.2 房地产：房价企稳是需求和物价回升的关键： .....           | 6  |
| 1.3 消费：财政政策有望偏移，增量空间仍存 .....             | 8  |
| 二、国内宏观环境回顾与展望 .....                      | 9  |
| 2.1 再通胀：制造业周期偏弱，通胀压力难提升 .....            | 10 |
| 2.2 关税政策：制造业周期恢复前很难全面落地，影响预计低于 1.0 ..... | 11 |
| 三、宏观环境对大宗商品的影响 .....                     | 13 |
| 3.1 地缘变化主线：原油维持中性预期，避险情绪支撑金价 .....       | 13 |
| 3.2 内需修复主线：有色能化主要受制造业周期影响，黑色依旧承压 .....   | 14 |
| 3.3 关税政策主线：新能源、油脂相关板块面临波动 .....          | 15 |

2024 年是政策变革开始的一年，自 2022 年底疫情放开以来，宏观的主要矛盾一直在持续切换，2024 年 9 月 26 日政治局会议上，政策端方向出现变化，正视困难，坚定信心，会议上提到“当前经济运行出现一些新的情况和问题”，并连续出台一系列增量政策，货币政策先行，财政政策后置，引领市场风险偏好好转，提升居民信心。2025 年是“十四五”的收官之年，也是“十五五”的新的开始，从蓄势蓄力到发力追赶，大概率是经济复苏转型，政策转向的拐点之年，政策落地后经济开始由预期走向现实，国内外也将迎来新的宏观周期。

## 一、国内宏观环境回顾与展望

2023 年之后，国内名义 GDP 连续 6 个季度低于不变价 GDP，通缩压力较大，其主要原因在于内需改善的缓慢。内需疲软的背景之下，生产端的增长潜力受限，导致综合物价下滑，虽然有增量政策作为对冲，但是由于政策支持力度偏谨慎，所以截止到“926”会议之前，内需下滑的惯性都没有能顺利打破。9 月下旬，政策端的态度开始发生转变，开始“正视困难，坚定信心”，一揽子增量政策陆续出台，在资本市场、房地产市场、地方政府债务、金融机构、消费民生等方面连续改善市场预期。伴随着政策的持续落地见效，9 月以来国内经济持续边际改善。

图表 1. 9 月 24 日以来国内一揽子逆周期政策梳理汇总

| 时间       | 来源                | 政策措施   |
|----------|-------------------|--|
| 9 月 24 日 | 国新办新闻发布会（证监会等七部委） | <p>降准：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。</p> <p>降息：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>创设新的货币政策工具：创设证券、基金、保险公司互换便利；创设股票回购增持专项再贷款。</p> <p>房地产新政：引导降低存量房贷利率降低至新发放贷款利率附近；统一首套房和二套房贷款最低首付比例，二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%；经营性物业贷款和“金融 16 条”两项政策文件延期到 2026 年底；优化保障性住房再贷款政策；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</p>  |

|        |               |   |
|--------|---------------|---|
|        |               | 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。  |
| 10月8日  | 国新办新闻发布会(发改委) | (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) 促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，实施提振消费行动；(4) “坚持问题导向”，不能违规异地执法和趋利执法，不能乱罚款、乱检查、乱查封。及时对罚没收入增长异常的地方进行提醒，必要时进行督查。(5) 大力实施就业优先战略，加强宏观政策协调配合，引导树立正确就业观念，坚持依靠发展促就业。(6) 在未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近60万公里，投资总需求约4万亿元。(7) 推进以人为本的新型城镇化 |
| 10月12日 | 国新办新闻发布会(财政部) | 加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度；发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；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；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；提出中央财政还有较大的举债和赤字空间，会有其他政策工具。   |
| 10月17日 | 国新办新闻发布会(住建部) | “四个取消”，充分赋予城市政府调控自主权，城市政府要因城施策，调整或取消各类购房的限制性措施，主要包括取消限购、限售、限价、普通住宅和非普通住宅标准。<br>“四个降低”，降低住房公积金贷款利率；降低住房贷款首付比例，统一一套、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。<br>“两个增加”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；年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿元。   |
| 11月8日  | 人大常委会         | 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。<br>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。<br>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。<br>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。<br>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。                       |

数据来源：国新办、全国人大常委会等、国元期货

展望2025年，全年的宏观预计仍然将以政策转型为主线，货币政策先行，地产政策和资本市场政策紧跟，财政政策殿后，施行“双宽”政策，上半年通过预期管理提振市场信心，下半年盼望数据落地指引经济改善。对于政策的大方向，稳增长政策预计仍然会延续二十届三中全会上提出的高质量发展的大框架，不会搞大水漫灌式的强刺激。比如货币政策会更注重其支持性，过快降息的概率不大，而财政政策、房地产政策会更注重其托底功能，基建投资注重投资效率等。当前国内的最主要的问题仍然在于内需的低迷，2025年特朗普上台之后贸易摩擦的不确定会更进一步证明提振需求端的重要性，以拉动内需作为首要任务是当前市场的一个共识。

对于高质量发展阶段来看，需求的依赖程度通常是工业需求>居民需求>建筑需求，而2025年政府拉动内需的方式，大概率是从稳定工业需求开始，刺激居民需求，止跌建筑需求，

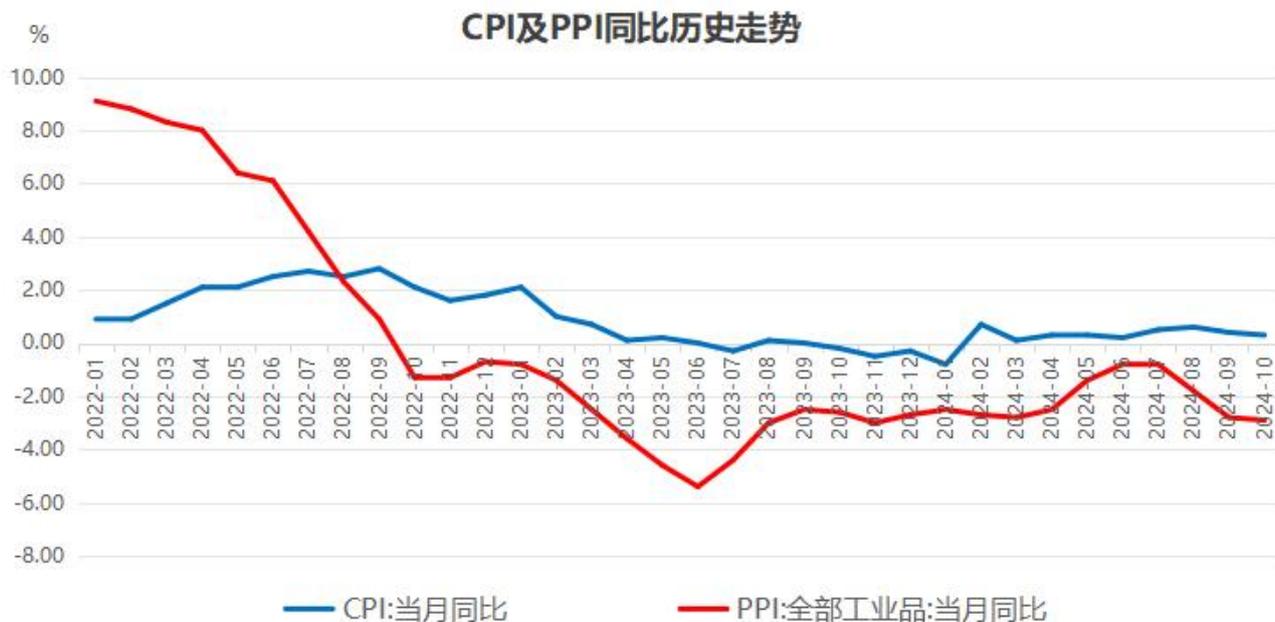
近年主推的大规模设备更新、以旧换新政策在过去的一年中取得了良好的成果，且仍将继续推进，接下来重点关注的大概率将会是居民需求和建筑需求，也就是消费和地产。一方面提振资本市场和促进房地产止跌的政策组合有助于居民财富效应的改善，另一方面促消费和惠民生结合，以旧换新等消费鼓励政策也有更多的增量空间，更大范围的特定人群收入补助也在预期之中，预计将促进物价合理回升。而基建方面，大规模的化债一定程度上缓解了地方财政面临的困境，政府兜底之下结构转型造成的拖累料将有所缓解，部分债务高风险地区脱困，配套融资和项目建设有望加速。虽然中长期来看，我国经济仍然具有比较大的潜力，但是短期来看，2025年的经济仍然需要政策的提振。截至11月底，2024年3季度实际GDP同比增速为4.6%，经济生产量确实有所改善，但是价格端依旧偏弱，虽然降幅已经有所收窄，但是CPI依然保持低位，PPI负增长。进入2025年，“双宽”的政策组合仍将持续，以对经济的稳增长进行支撑，具体政策态度是否真的转向，还需要密切关注接下来两个重要会议所释放的信号，也就是12月的经济工作会议以及3月的两会，关注财政赤字率是否会得到显著提升，政策表态是否会向居民需求进一步倾斜等。对于2025年的政策方向，关注化债落地，地产止跌回稳以及居民消费复苏三个方向。

图表 2. 目前 GDP 现价同比表现依然低于不变价



数据来源：Wind、国元期货

图表 3. CPI 依然保持低位，PPI 负增长降幅收窄

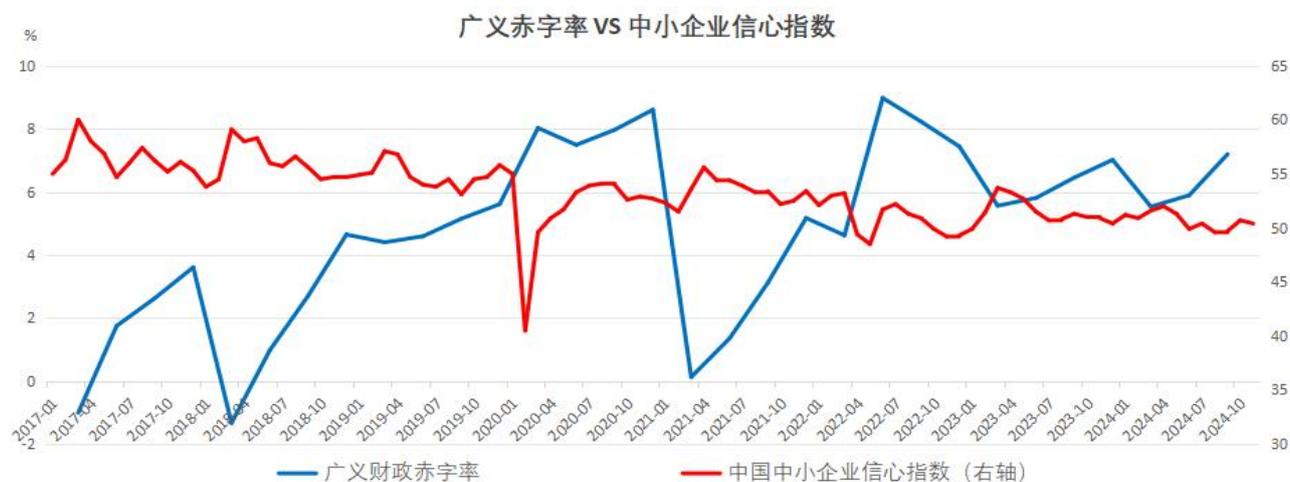


### 1.1 化债落地：防风险和促发展并重

2025 年的财政政策重点将是着重于帮助地方政府和企业减负，地方政府偿债压力在过去几年快速上涨，使得地方政府用于民生的财政支出被压缩。11 月 8 日，全国人大常委会举办新闻发布会，批准增加 6 万亿元地方政务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，累计共计新增 10 万亿化债将在未来几年内为地方政府减轻债务到期的压力。同时 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。总的可以看出，政府的化债思路逐渐从侧重于防风险，转向防风险和促发展并重。根据历史经验来看，企业端信心存在较大下行压力时，往往广义财政端都有较强的发力意愿。2024 年我国预算赤字增加 1800 亿，专项债额度增加 1000 亿，并且增加 1 万亿特别国债，叠加 2023 年增发的部分国债，整体来看狭义财政边际扩张。但地方城投净融资行为明显放缓，这一点也印证了高质量发展不搞大水漫灌，广义财政相对克制，没有进行强刺激。政策态度的转向往往伴随着财政赤字率的扩张，比如 2016 和 2020 年，2024 年 9 月底一揽子增量政策的密集发布，政府表态更加积极，市场上偏乐观的情绪认为 2025 年政策态度大概率转向，财政周期的序幕即将拉开。因此我们认为 2025 年的财政工作除了前面说的 12 万亿化债计划之外，预算内赤字率有望升至 3.5% 及以上，专项债规模也会边际扩大，特别国债大概率继续发行，用来补充银行资本金、土地收储或者继续支持“两新”政策等，从地产、消费等各个方位托底经济。地方政府以及中央政府在财政端的持

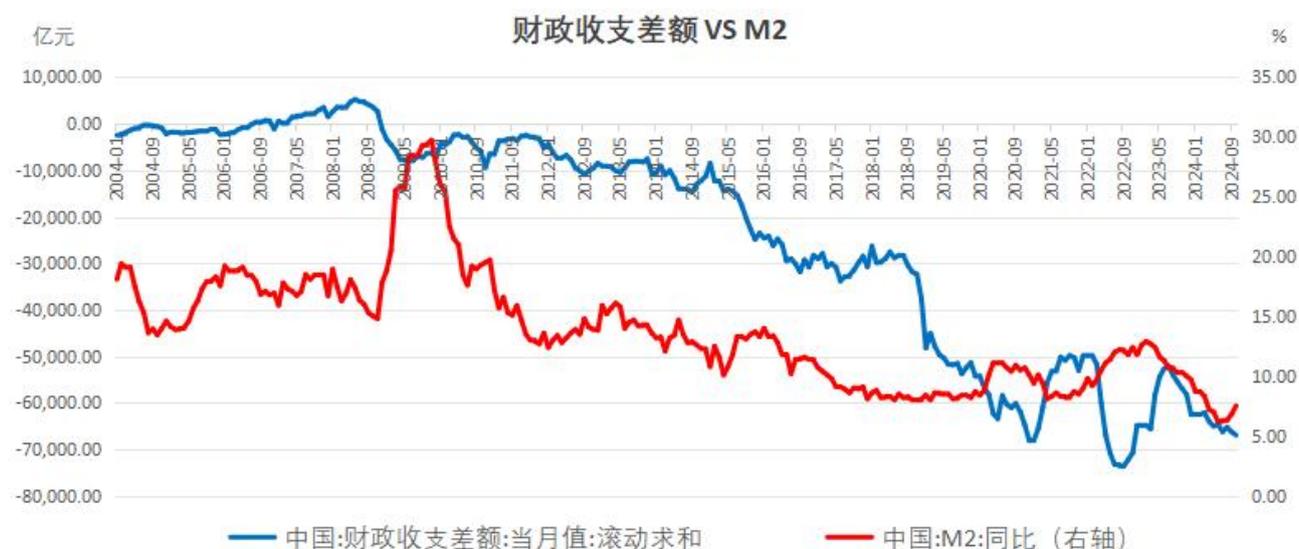
续发力，预计会将相关积极信号传递到企业端，带动经济进入复苏的正循环，地方政府现金流改善，有望带动需求回升，促使地方企业和居民收入恢复，从而在价格层面迎来温和修复。

图表 4. 中小企业信心指数下行时，广义赤字率往往有较强的刺激意愿



数据来源：同花顺、国元期货

图表 5. 双宽政策组合是政策转向的必要不充分条件



数据来源：Wind、国元期货

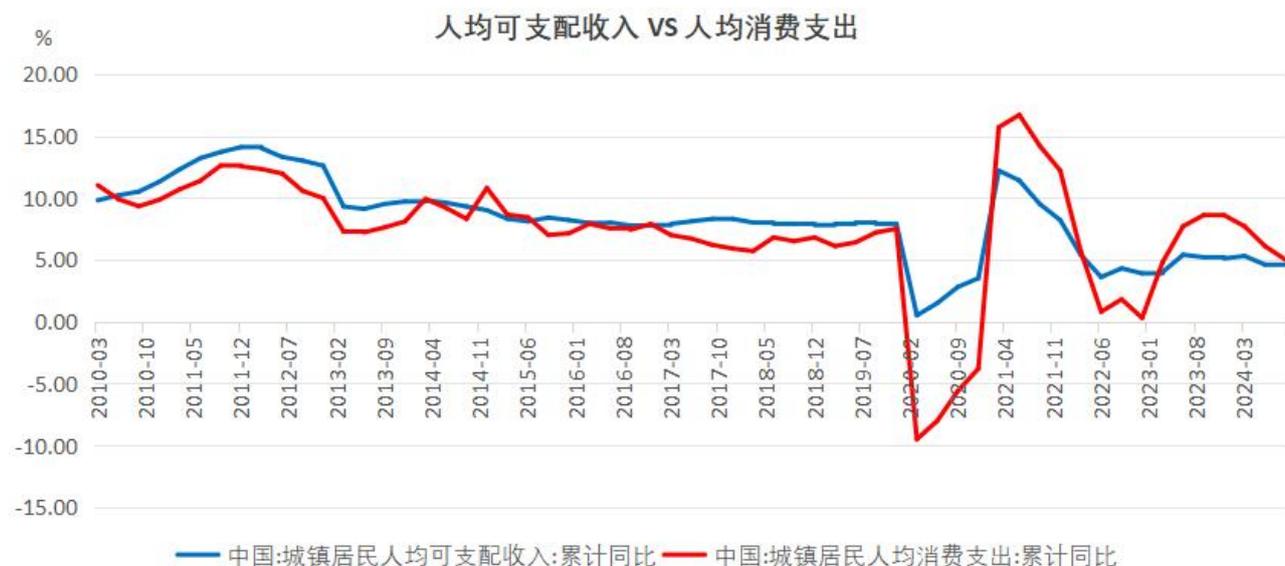
图表 6. 赤字率往往是政策转向的确认信号



## 1.2 房地产：房价企稳是需求和物价回升的关键

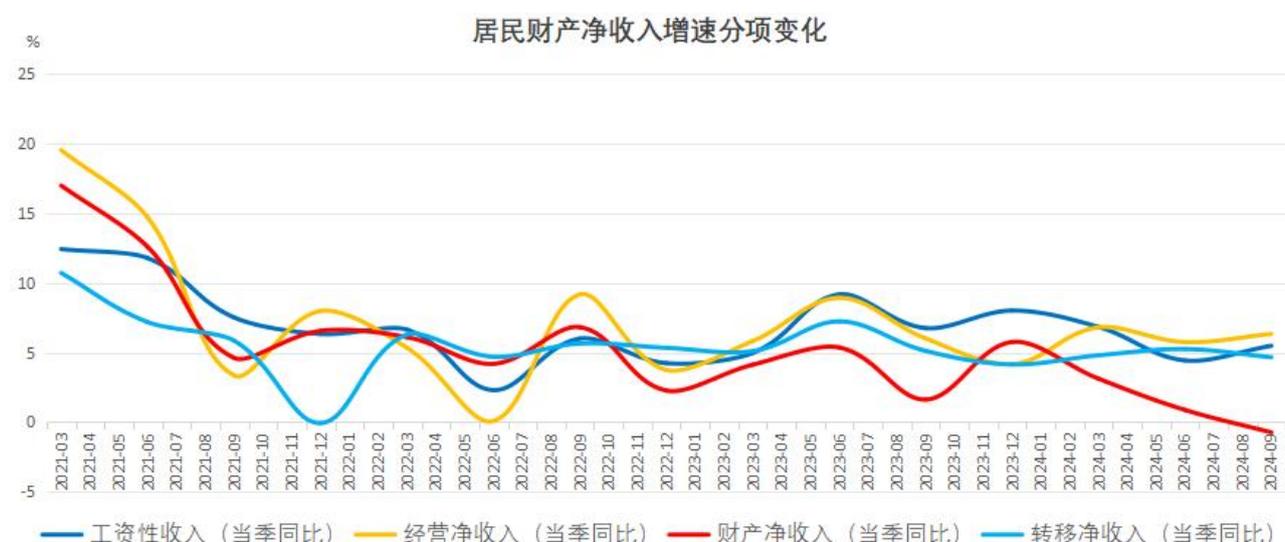
2024 年二季度以来，消费需求不足成为制约国内经济增长的关键因素。从浅层来看，消费需求的走弱与居民收入增速放缓，就业压力增加、提前还贷等因素有关。但本质的原因则来源于传统经济的低迷，经济迅速去地产化，房价与资本市场价格同时下行导致全社会收入和财富效应下降，进而导致地方政府、居民、企业资产负债表收缩。根据《中国居民资产负债表估计：1978-2019 年》中的统计，2019 年居民资产结构中住房的比例高达 63%，金融资产则占了 31.6%，足以证明房价及资本市场价格对居民资产的影响。本轮稳地产政策的思路是促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，也就是说，政策的重心更偏向“价”。房地产价格的下跌，对地方政府而言，会导致土地财政收入下滑，地方偿债压力加大，进而影响到企业部门和居民部门，与此同时，房地产上下游产业链众多，足以支撑经济，房地产步入下行周期，相关行业需求放缓，也会影响企业营收和利润，进而影响居民部门收入。居民消费的不足传导至企业端盈利下滑，制约生产，企业以价换量，增收但不增利，进一步影响居民收入、政府税收，加剧资产负债表的收缩程度，所以对房地产价格的支撑对内需的提振尤为重要，价格的止跌企稳有利于稳定居民财富，进而稳定预期和消费，而具体的落脚点在于“优化存量”。

图表 7. 居民消费走弱与居民收入增速放缓呈正相关



数据来源: Wind、国元期货

图表 8. 居民财产净收入 2024 年开始加速回落

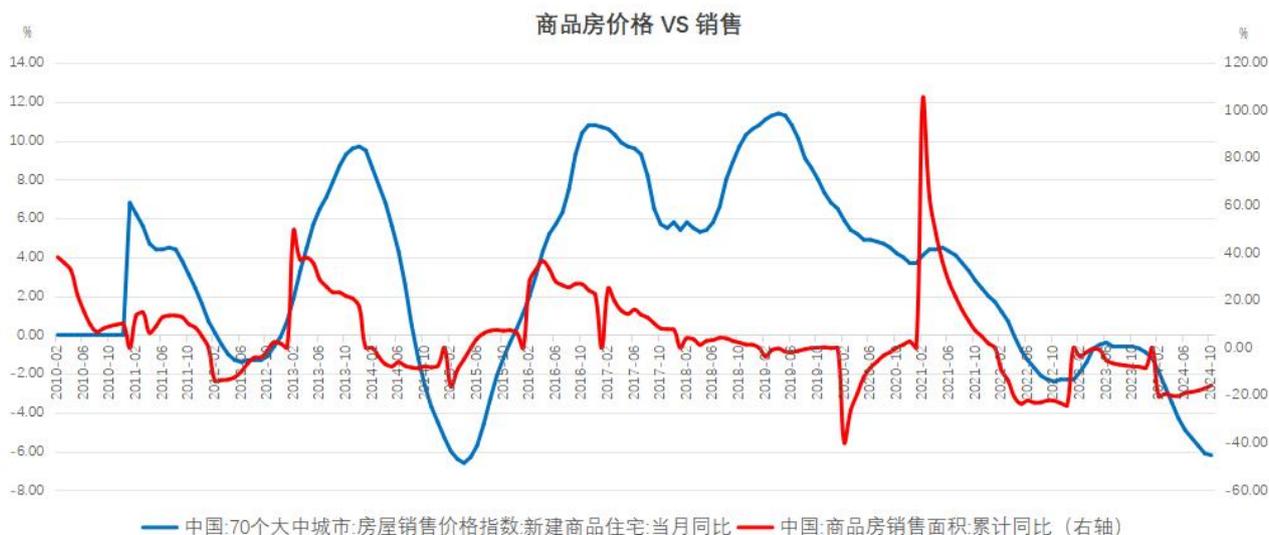


数据来源: 同花顺、国元期货

9月底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，地产相关政策的出台均围绕着该核心目标。根据历史来看，库存去化与地产企稳相关度很高，通常库存去化半年之后，房价滞后迎来反弹。当前居民的购房需求低迷一方面是由于居民资产负债表的萎缩，另一方面也是因为房价的低迷导致投资性房地产需求回落，若后续通过收储实现商品房去库存的过程顺利进行，未来市场对房地产的悲观预期可能有望改善，地产若迎来修复可以带动整体预期的改善，但对于通胀预期的改善可能相对有限，从估值上来看房价未来反弹的空间也相对有限，预计高点将在上半年出现。当前地产的政策仍然集中在存量去库，针对未开工土地库存，允许专项债收购闲置土地、存量商品房，研究设立收购存量土地专项借

款。针对已开工未销售库存，新增城中村改造的 100 万套住房，保障性住房再贷款，以及“四个取消”、“四个降低”。针对已销售未竣工项目，扩大了“白名单”房地产项目的规模。虽然 9 月份的一揽子政策带动四季度商品房销售数据降幅收窄，购房需求集中释放，但是对于投资端的拉动有限，政府所发专项债也主要用于新增城中村改造、土地储备和收购存量房，对于大宗商品的边际需求回升有限，房地产价格企稳是物价稳定回升的必要条件。

图表 9. 房地产价格的复苏往往领先于销售端的复苏



数据来源：Wind、国元期货

### 1.3 消费：财政政策有望偏移，增量空间仍存

9 月 26 日政治局会议中曾提出，要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，10 月 12 日再次提出加大对重点群体的支持保障力度，以增强居民消费能力。2025 年，财政政策投放有望从投资端向消费端进行偏移，加强对居民部门的支持，目前来看仍有很大的增量空间。大规模消费品以旧换新和大规模设备更新政策在 2024 年取得了良好的成效，且 2025 年仍将继续。还有更多的消费支持政策可以期待，比如面向更大范围群体的现金补贴，提升高校学生资助标准、向特定困难群众发放一次性生活补贴等。且后续围绕生育、养老等公共服务领域都可能会有进一步的政策支持。此外，2025 年是“十四五”收官之年，下半年有望推出个税制度改革，历史上的个税制度改革中有 4 次提高个税免征额，每次都对消费增长起到了很强的拉动作用。

至此，内需复苏的路径已经大致清晰，9 月份的增量政策有效改善市场预期，与以旧换新等促消费相关的大宗消费品的消费数据开始改善，比如家电、汽车。随后，伴随着 2024 年开始的地方化债政策逐步落地，政府现金流改善，推动企业和居民部门收入效应改善对消费端形成初步支撑。最后房地产价格若止跌企稳，政府、企业、居民部门的资产负债表均得到

修复，带动上下游产业链恢复，经济开始进入复苏的正循环，物价的修复与内需复苏的路径同频，但也需要关注海外因素的影响。

图表 10. 家电率先带动消费回升



数据来源: Wind、国元期货

## 二、海外宏观环境回顾与展望

2024 年美国大选最终落地，特朗普再度胜选迎来 2.0 时代，且由特朗普领导的共和党获得了美国一宫两院的全部控制权，完成横扫，将更有利于特朗普政策的推动。2025 年海外市场的焦点就放在特朗普第二次任期的施政节奏上，特朗普的核心政策关注点如下表所示，其核心政策的关注点在于对外关税、对内减税、驱逐非法移民以及平息俄乌冲突上，其上台之后的政策的直接影响以及给美联储政策带来的间接影响，都是我们关注的重点。特朗普施政节奏未定，国内重要会议未开，其施政节奏一定程度上对我国政策节奏产生影响。在本次，我们主要讨论其关税政策的冲击情况以及由于再通胀担忧给美联储货币政策带来的影响。

图表 11. 特朗普主要政策主张

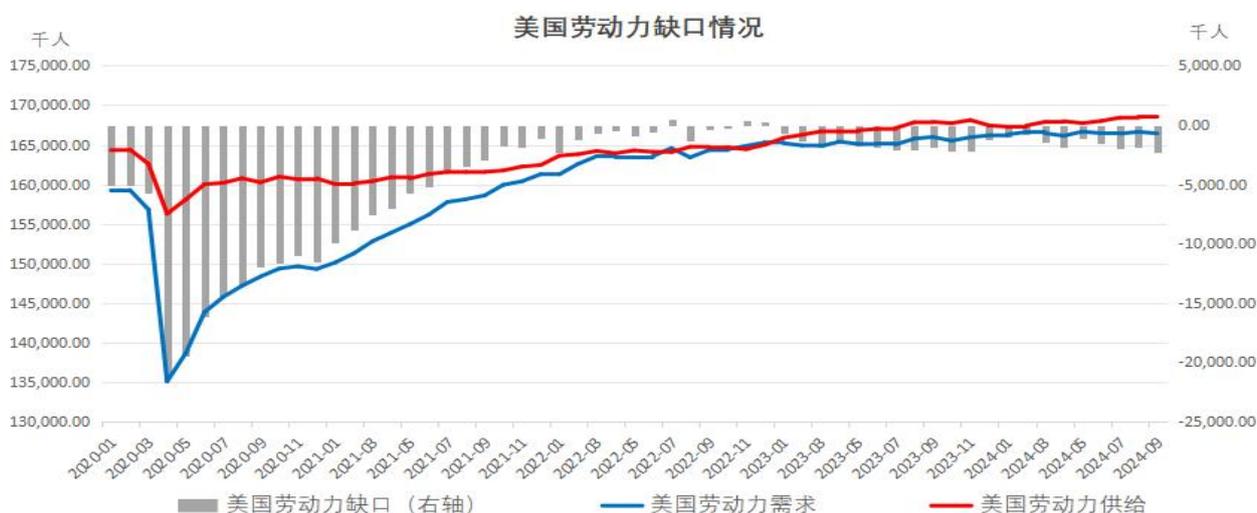
| 方向 | 主张  |
|----|---|
| 税务 | 通过刺激内需来推动经济增长，财政端主张对内减税，货币端倾向于维持低利率。                                  |
| 能源 | 重视传统化石能源的发展。计划大幅提高石油产量，以此削减能源成本并降低通胀。                                 |
| 移民 | 承诺实施“美国历史上最大规模的驱逐计划”，减少非法移民数量并缓解劳动力市场压力。                              |
| 外贸 | 扩大全面保护主义规模，对所有中国进口货品全面征收 60% 的关税，并对所有其他国家进口货品征收 10%-20% 关税，但实际政策仍然待定。 |
| 外交 | 主张避免军事干预，试图针对俄乌进行停火谈判，试图与伊朗谈判达成新协议                                    |

数据来源: 公开媒体、国元期货

## 2.1 再通胀：制造业周期偏弱，通胀压力难提升

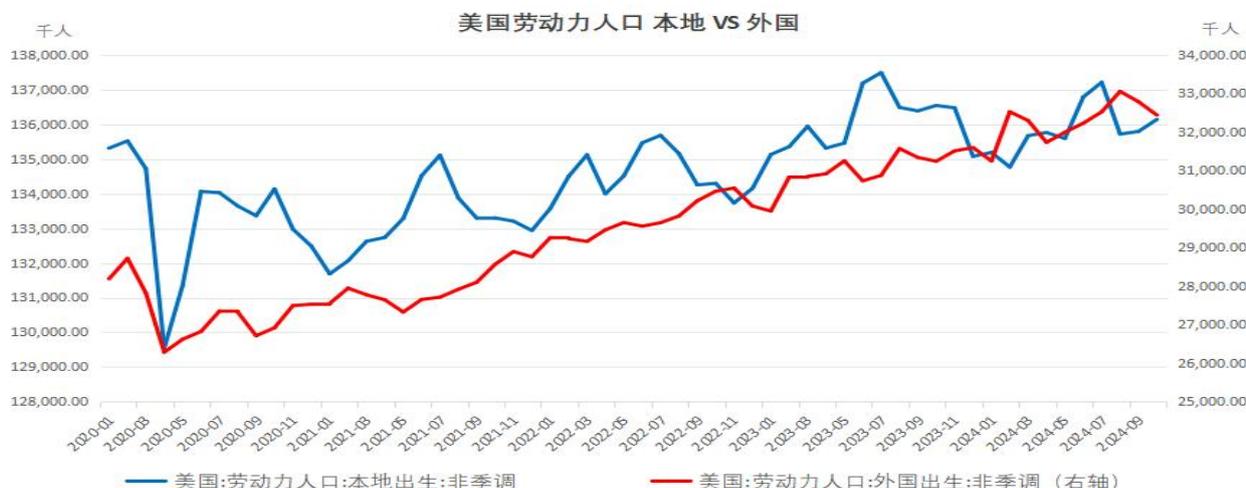
特朗普将于明年 1 月正式任职，根据其政策主张，他以鼓励传统能源开发为核心手段可能推动整体 CPI 下降，但是剔除能源价格后的核心 CPI 和核心 PCE 可能维持高位。特朗普对外籍劳工的限制可能持续影响美国劳动力市场供求关系，推升劳动者就业工资成本，进而推升核心通胀，引发再通胀风险。且根据特朗普 1.0 时期对于移民政策的态度，移民政策很有可能率先落地。在美联储的决策框架中，核心通胀是其量化利率指引的重要指标，特朗普上台后可能会导致美联储降息幅度收窄，若美国降息路径受阻，人民币汇率可能存在一定压力。但无需过度担忧，因为根据其上一任期的经验来看，在美国职位空缺不止取决于净移民人数的下降，更取决于制造业周期的变化。当前美国制造业周期偏弱，即使特朗普 1 月份上任后立刻执行移民政策，短期内也并不会造成很大幅度的职位空缺，通胀压力很难大幅抬升。

图表 12. 外籍劳动的限制可能影响劳动力市场供求关系



数据来源：Wind、国元期货

图表 13. 美国外国出生劳动力人口仍处高位



数据来源：Wind、国元期货

## 2.2 关税政策：制造业周期恢复前很难全面落地，影响预计低于 1.0

关税政策是当前市场对于特朗普上任之后的几大政策主张中最关注的一项，也是最容易被落实的一项，因为总统具有广泛的自由量裁权。根据历史经验来看，关税政策最容易引发贸易摩擦，进而冲击全球经济，而中国作为美国贸易赤字的主要来源国，对华关税政策是最为强硬也是力度最大的。特朗普主张对华加征 60%-100% 的关税，对其他国家 10%-30%，目前需要讨论的就是其征税的范围、时间、节奏以及影响。

关税政策的落地大概率分三种情况，其一是比较温和分阶段的，而不是一次性增加的，对中国加关税到 60% 左右，对其他国家也陆续加 10% 的关税。其二就是单打独斗，类似 2018 年-2019 年的对华贸易战的升级版，只对中国加 60%。最后一种就是全面开花，对其他国家也要加 10% 的集体关税，尤其是那些对美国有贸易顺差的国家，不只是对中国，对跨国企业的投资和企业信心造成冲击，影响面也相对较大，美国经济增速可能会下行 1.4%。但目前来看，第一种的可能性会更大一些，在重点地区进行谈判，比如近期特朗普发言中提到的中国、墨西哥、加拿大、东盟、欧盟等。而关于关税政策落实的节奏来看，预计在制造业周期恢复前很难全面落地，当前美国的经济与特朗普的上一任期也存在差异，制造业周期偏弱且通胀存在粘性，赤字远高于 16 年，实际利率水平更高，失业率趋势也更差，关税政策的全面开花势必会给美国本土也造成一定的拖累，是否会为了应对关税政策采取减税措施也面临不确定性，所以整体来看全面开打的概率比较低。

图表 14. 当前美国赤字远高于 16 年



数据来源：Wind、国元期货

图表 15. 美国占中国贸易差额比重较前期有所回落



数据来源：Wind、国元期货

图表 16. 特朗普 1.0 时期美国制造业周期下行



数据来源：Wind、国元期货

在影响层面上来看，中国的出口产业链受到冲击是肯定的，但是其影响程度不一定会超过上一轮。一方面，对于中国必然会采取一些措施来应对即将到来的关税政策。比如相应的货币政策调控，18-19 年虽然关税增加但是人民币相应贬值，最后中国出口并没有跑输全球出口，而当前中国对美国的依赖程度更低，汇率和国际收支压力升温时，货币政策宽松力度可能会加大，以进一步强化财政政策、产业政策的配合，降准幅度和频率可能加大，比如全年共计仍有 160BP 的降准空间，实际落地可能超 100BP，降息也将继续发力，兼顾汇率形势择机选择，幅度超 20BP。此外，中国还可以反制增加关税，转向新兴市场出口等手段可以应

对。另一方面，在关税落地前，抢出口现象预计会持续到明年一季度末，一定程度上推升上半年经济复苏。

### 三、宏观环境对大宗商品的影响

2024 年大宗商品整体走势偏震荡，结构显著分化，与外需相关的商品表现强于与内需相关的商品，与新经济相关的商品表现强于与传统经济相关的商品。中美宏观周期错位致使商品 2024 难以走出趋势性上涨行情，国内需求低迷，地产周期下行趋势难改，经济结构转型的过程中，制造业需求相对偏强，而地产行业相关商品的需求偏弱，表现也偏弱。进入 2025 年，全球大宗商品如果想要走出趋势上行的行情需要依靠中美宏观周期的共振复苏，整体来看大概率结构性机会为主，主要关注三个重要的主线：地缘变化、内需复苏以及关税政策。

#### 3.1 地缘变化主线：原油维持中性预期，避险情绪支撑金价

首先是地缘变化主线，近年来的各大地缘冲突均出现了预期外的发酵，俄乌冲突爆发至今已进入第三年且战争边界持续扩大，巴以冲突也进一步升级成黎以冲突。各项冲突从表面来看是美国大选矛盾的外溢，从本质来看是以中美博弈为主线的地缘格局重构，未来仍将继续。与地缘冲突相关的主要商品包括黄金、原油、油脂等。原油 2025 整体维持中性预期，一方面从供需层面来看，OPEC+ 为代表的能源大国对油价上涨的诉求较强，沙特、俄罗斯主动减产使得原油供应偏紧，而需求端在中国经济温和复苏以及美国经济难衰退的背景下，原油价格预计下方存在支撑。但另一方面，特朗普 2.0 的主要主张之一是取消化石能源生产限制，降低原油成本，以及缓和俄乌冲突等，对油价产生一定的负面压制。

图表 17. 特朗普 1.0 时期原油产量上行



数据来源：Wind、国元期货

黄金方面，2024 年黄金价格经历了一轮气势磅礴的上涨，主要来自于避险情绪的升温。去美元背景之下，美国政府债务快速扩张，地缘冲突背景之下美元作为制裁工具被滥用，避险属性减弱，导致全球央行为避险购入黄金的需求升高。2025 年，黄金价格仍然从两个层面被地缘政治冲突影响，一方面作为避险工具的需求预计仍将持续，另一方面若特朗普上任之后，俄乌冲突确实出现平息迹象，那么预计黄金价格会出现小幅回落，但在避险需求的支撑之下，预计回落空间有限。

图表 18. 特朗普 1.0 时期黄金走势



数据来源：Wind、国元期货

### 3.2 内需修复主线：有色能化主要受制造业周期影响，黑色依旧承压

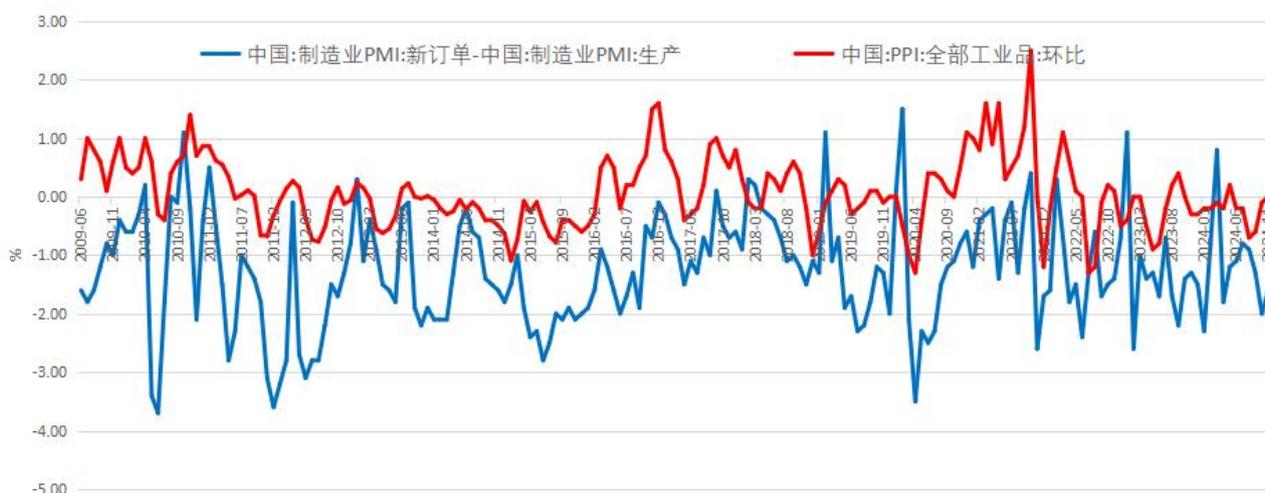
再来看内需修复主线，需求端是当前影响工业品和基本金属价格的核心因素，当前全球耐用品尚未出现趋势性回升的迹象，消费改善乏力，若供给端无明显干扰，则整体难以走出趋势性行情，以结构性行情为主。在高质量发展阶段，工业需求是政策支持重点，居民需求随后，建筑需求最低。预计有色、能化等产业链主要受到制造业周期的影响，虽然当前供求关系依然偏松导致价格承压，但是后续如果供给侧改革推动之下，制造业率先修复产能出清，预计价格可能会率先复苏。黑色金属绕不开建筑周期，房地产景气度是建筑需求修复和旧经济动能强弱的关键变量，需要关注后续地产政策落地后对景气度的拉动，但目前来看价格依旧承压。

图表 19. 当前国内制造业生产端依然强于需求端



数据来源：Wind、国元期货

图表 20. 价格水平受供需关系影响承压



数据来源：Wind、国元期货

### 3.3 关税政策主线：新能源、油脂相关板块面临波动

最后来看关税政策主线，特朗普强调能源独立，积极推动煤炭、石油和天然气等传统化石能源的开发和利用，降低对双碳目标和清洁能源的重视程度，并且在关税层面预计较拜登更为激进，这可能导致新能源需求下降，且近日特朗普宣布上台之后将立即对加拿大、墨西哥出口产品加收 25%关税，对中国加收 10%关税，出口需求回落，碳酸锂、工业硅等商品的价格预计将承压。此外油脂板块也可能会受到较大影响，美国作为中国重要的大豆供应国之一，其贸易政策增加了豆油市场的不确定性，影响其供需平衡，导致价格波动加大。短期对原料供应的担忧可能会对油脂市场形成一定利多驱动，棕榈油的强基本面也会对豆油带来一定利

多提振。但后续，一方面考虑到贸易伙伴可能采取反制措施，另一方面特朗普的政策主张中曾表明其更倾向于使用化石燃料，豆油后市工业需求可能会受到冲击，大豆价格可能会下滑进而拖累国内豆油价格。

图表 21. 特朗普 1.0 时期豆油走势



数据来源：Wind、国元期货

## 免责声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

**国元期货总部**

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B

电话：010-84555000

**福建分公司**

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室（即磐基商务楼 1502-1503 室）

电话：0592-5312522

**大连分公司**

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

**西安分公司**

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

**上海分公司**

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层（实际楼层 13 层）04 室

电话：021-50872756

**广州分公司**

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元

电话：020-89816681

**北京分公司**

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室

电话：010-84555050

**安徽分公司**

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层

电话：0551-68115888

**郑州营业部**

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

**青岛营业部**

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户

电话：0532-66728681

**深圳营业部**

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

**杭州营业部**

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

**通辽营业部**

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区西门街道龙兴紫云公馆 9#楼 1-101-2 室

电话：0475-6380818

**上海中山北路营业部**

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室

电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

**国元投资管理（上海）有限公司**

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元

办公地址：（北京地区）北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906

（上海地区）上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B

电话：010-84555221