

中国宏观经济：百战不死 因时制宜

——2024 年中国宏观经济回顾与 2025 年展望

方正中期期货研究院 宏观金融与航运团队 李彦森 Z0013871

➤ 摘要：

○ 2024 年经济总体呈现先降后升的触底反弹走势。前三季度 GDP 增速持续缓慢下降，四季度在大量稳经济政策集中影响下增速明显回升。供大于需持续困扰决策层和金融市场，海外需求明显修复情况下，消费持续放缓、投资总体稳定但结构性差异较大是需求端主要问题。从周期角度看，今年多数时间仍在加库存周期中，但已经出现一定不利信号。此外，国内通缩总体有所修复，但再通胀步伐并不快。财政和货币政策宽松幅度则明显加快。

○ 我们预计，2025 年周期性风险放大，其背后是全球制造业库存周期波动，以及美国新一届政府对华加征关税风险，外需回落压力明显。内需仍要关注地产情况，如销售改善的持续则 2025 年投资将受到正向带动，至少出现边际改善。基建投资和制造业投资或维持较快增长，前者也是政府直接刺激经济的主要抓手。消费则需要等待就业、收入出现明显改善后才能出现持续性的回升。CPI 和 PPI 均将延续中枢上移态势，且上半年是增量政策集中投放时期，再通胀节奏或略有加速。而国内供需矛盾改善前景不明，外需风险持续放大，再通胀速度能否持续加速仍有不确定性。虽然外部风险不断累积，但在刺激政策不会退坡、内需持续对冲外需情景下，2025 年经济即使回落空间也有限。尤其是名义增长速度有望伴随价格跌幅收窄而好转，存在政策加码对冲，经济超预期的可能性，可保持乐观看待。

目录

第一部分	政策转向后继续关注外需压力.....	3
一、	供需存结构性矛盾 警惕外源风险拖累.....	4
二、	基建投资加大对冲 地产投资仍有不确定性.....	6
三、	刺激政策助力消费反弹 收入改善仍是关键.....	8
四、	中美贸易退潮风险下 外需恐再生变化.....	10
第二部分	通缩情况缓和 但再通胀步伐缓慢.....	12
一、	多重拖累导致 CPI 复苏缓慢.....	12
二、	PPI 触底反弹 再通胀步伐或放慢.....	14
第三部分	财政货币政策仍有加码宽松空间.....	15
一、	货币政策加速宽松以支持实体经济.....	16
二、	财政扩张大幅加速 提振内需作用增强.....	18
三、	政府加杠杆趋势将延续 居民去杠杆或结束.....	19
第四部分	汇率维持高波动 走弱风险不可忽视.....	23
第五部分	大宗商品或继续底部震荡且波动加大.....	27
第六部分	全文总结与 2025 年展望.....	28

第一部分 政策转向后继续关注外需压力

今年¹以来经济总体呈现先降后升的触底反弹走势。前三季度 GDP 增速持续缓慢下降，四季度在大量稳经济政策集中影响下增速明显回升。供大于需持续困扰决策层和金融市场，海外需求明显修复情况下，消费持续放缓、投资总体稳定但结构性差异较大是需求端主要问题。从周期角度看，今年多数时间仍在加库存周期中，但已经出现一定不利信号。2025 年周期性风险放大，其背后是全球制造业库存周期波动，以及美国新一届政府对华加征关税风险，外需回落压力明显。内需仍要关注地产情况，如销售改善的持续则 2025 年投资将受到正向带动，至少出现边际改善。基建投资和制造业投资或维持较快增长，前者也是政府直接刺激经济的主要抓手。消费则需要等待就业、收入出现明显改善后才能出现持续性的回升。虽然外部风险不断累积，但在刺激政策不会退坡、内需持续对冲外需情景下，2025 年经济即使回落空间也有限。尤其是名义增长速度有望伴随价格跌幅收窄而好转。以现有情况看，2025 年 GDP 增速或略低于 5.0%，且存在未来政策加码对冲，经济超预期的可能性，可保持乐观看待。

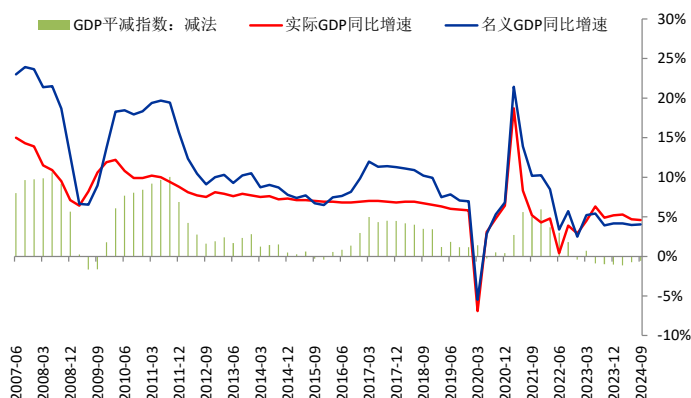


图 1 名义 GDP 增速相对实际 GDP 增速更快

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

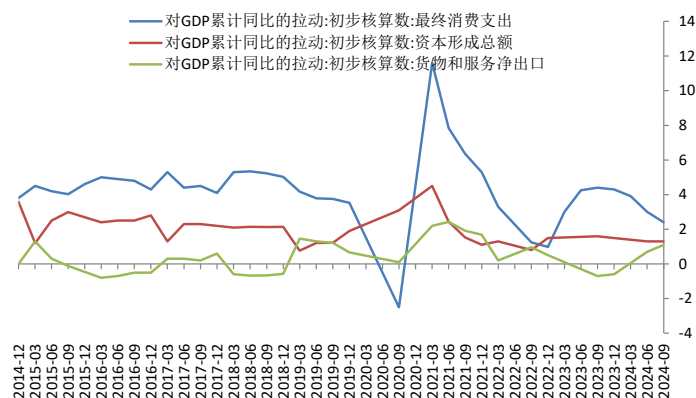


图 2 外需对经济带动回升

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

2025	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP同比 增速	6.00%	6.00%	5.00%	5.00%	5.47%
	5.50%	5.50%	4.80%	4.80%	5.13%
	5.20%	4.80%	4.60%	4.60%	4.78%
	4.70%	4.50%	4.40%	4.40%	4.49%
	4.50%	4.00%	4.20%	4.20%	4.22%

表 1 不同情境下的 2025 年 GDP 增速预期

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

¹ 本文以 2024 年为出发点展望 2025 年，因此如无特殊说明，文中“今年”“年内”“年中”等均指 2024 年，“明年”均指 2025 年。

数据名称	单位	2022	2023	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10
实际GDP累计同比	%	2.95	5.25	--	5.25	--	--	5.30	--	--	5.00	--	--	4.80	--
名义GDP累计同比	%	4.83	4.64	--	4.64	--	--	4.18	--	--	4.07	--	--	4.06	--
工业增加值累计同比	%	3.60	4.60	4.30	4.60	26.30	7.00	6.10	6.30	6.20	6.00	5.90	5.80	5.80	5.80
制造业PMI	点	49.14	49.89	49.40	49.00	49.20	49.10	50.80	50.40	49.50	49.50	49.40	49.10	49.80	50.10
出口金额:累计同比	%	5.58	-4.67	-5.29	-4.67	7.80	6.70	1.10	1.10	2.40	3.50	4.00	4.60	4.30	5.10
进口金额:累计同比	%	0.74	-5.53	-6.06	-5.53	15.50	3.70	1.60	3.30	3.00	2.10	2.80	2.40	2.20	1.70
贸易差额:累计值	亿美元	8379	8221	7474	8221	840	1226	1800	2514	3331	4318	5168	6078	6895	7853
固定资产投资:累计同比	%	5.10	3.00	2.90	3.00	--	4.20	4.50	4.20	4.00	3.90	3.60	3.40	3.40	3.40
房地产投资:累计同比	%	-10.00	-9.60	-9.40	-9.60	--	-9.00	-9.50	-9.80	-10.10	-10.10	-10.20	-10.20	-10.10	-10.30
基建投资:累计同比	%	11.52	8.24	7.96	8.24	--	8.96	8.75	7.78	6.68	7.70	8.14	7.87	9.26	9.35
制造业投资:累计同比	%	9.10	6.50	6.30	6.50	--	9.40	9.90	9.70	9.60	9.50	9.30	9.10	9.20	9.30
名义社会消费:累计同比	%	-0.20	7.20	7.20	7.20	--	5.50	4.70	4.10	4.10	3.70	3.50	3.40	3.30	3.50
GDP平减指数累计同比	%	1.82	-0.58	--	-0.58	--	--	-1.07	--	--	-0.89	--	--	-0.71	--
CPI:累计同比	%	2.00	0.20	0.30	0.20	-0.80	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.20	0.20	0.30	0.30
核心CPI:累计同比	%	0.90	0.70	0.70	0.70	0.40	0.80	0.70	0.70	0.70	0.70	0.60	0.60	0.50	0.50
PPI:累计同比	%	4.10	-3.00	-3.10	-3.00	-2.50	-2.60	-2.70	-2.70	-2.40	-2.10	-2.00	-1.90	-2.00	-2.10
PPIRM:累计同比	%	6.10	-3.60	-3.60	-3.60	-3.40	-3.40	-3.40	-3.30	-3.00	-2.60	-2.20	-2.10	-2.10	-2.10
M2:存量同比	%	11.80	9.70	10.00	9.70	8.70	8.70	8.30	7.20	7.00	6.20	6.30	6.30	6.80	7.50
贷款余额存量同比	%	11.10	10.60	10.80	10.60	10.40	10.10	9.60	9.60	9.30	8.80	8.70	8.50	8.10	8.00
社融规模存量同比	%	9.60	9.50	9.40	9.50	9.50	9.00	8.70	8.30	8.40	8.10	8.20	8.10	8.00	7.80

表 2 近一年主要经济数据变动情况

数据来源：Wind、方正中期研究院

一、 供需存结构性矛盾 警惕外源风险拖累

今年名义产出增速先升后降，其中实际产出增速持续小幅下行，价格变动造成的影响较明显。节奏上看，一季度主要是实际工增加速推动，二季度则更多受到价格修复的影响，三季度价格和实际产出影响均偏负向，令名义工增再受拖累。从行业实际产出看，上游能源增速变动相对较小。中游原材料行业尤其是黑色呈现先走弱后修复走势，有色和能化增速放缓但绝对增速不低。中下游制造业表现相对较好电子制造、交运设备等行业多数时间增速超 10%。医药制造和汽车制造较快增长。两方面影响因素造成上述结果：一是政策发力节奏主要在年初和下半年，同时更集中在对原材料行业的带动。二是国内经济转型和海外需求扩张之下，新质生产力行业表现强势。往后看，上述两项因素仍是原材料和制造业的主要带动力。但后者存在的风险需要警惕。从周期角度看，PMI 等指标表明当前经济周期已经处于顶部左侧阶段。历史上中国制造业库存周期跟随全球波动，通常完整周期为 40 个月左右，其中前 60%时间约 24 个月处于上升期，之后 16 个月处于下降期。上一轮周期底部处于 2022 年四季度，以此计算至 2024 年四季度内生周期力量将处于顶部，2025 年回落风险较大。事实上，年内三季度已经出现被动加库存信号，但经济政策影响下四季度或短暂重回上行周期。政策力度是否足以扭转经济周期存在不确定性。但相对乐观的是，本轮周期波动明显弱于此前——两年来需求改善斜率和绝对水平平均低于历史，结合大量提前出台的对冲政策，后期即使经济在外需带动下回落，幅度和斜率也相对有限。而在内需对产出影响方面，年内供大于需情况持续存在，多个行业的“价格战”持续影响产出，压缩企业营收和利润空间。刺激政策对结构性矛盾的缓解程度、对全球制造业周期性压力对冲力度，均需要持续关注。

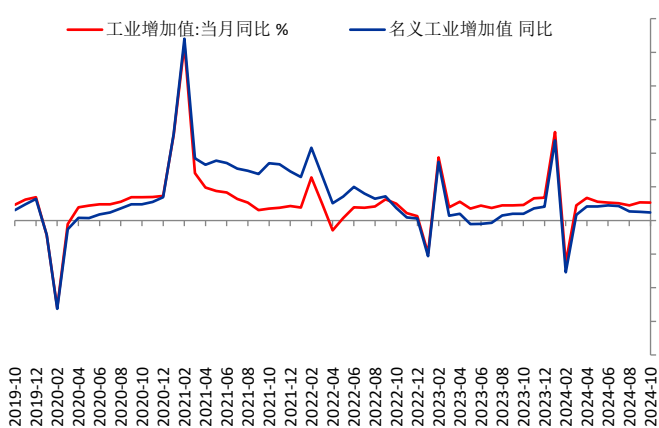


图 3 名义产出 Q3 再受价格拖累
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

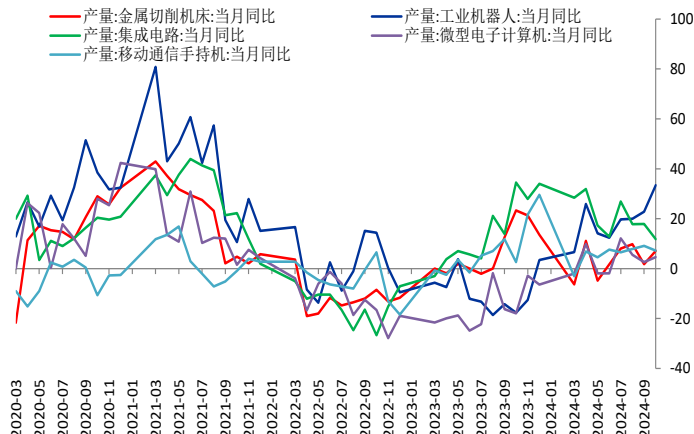


图 4 新质生产力行业表现较好
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

官方同比	下游行业					中游行业										上游行业						
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采辅助活动
2024/10	4.2	1.3	3.8	7.8	6.2	2.4	3.0	5.1	10.5	4.4	5.5	4.0	7.7	-2.6	7.2	6.9	4.5	5.8				
2024/09	4.1	1.7	5.1	11.0	4.6	4.6	4.0	6.1	10.6	13.7	10.2	2.7	8.8	-3.8	6.9	4.6	3.2	2.0	14.5	3.8	4.5	7.4
2024/08	6.9	-0.1	4.4	2.8	4.5	2.2	2.9	2.6	11.3	12.0	6.9	-2.1	6.6	-5.5	5.4	5.9	3.3	4.0	11.0	-1.1	4.9	3.6
2024/07	7.1	0.2	5.9	1.5	4.4	3.2	2.5	2.8	14.3	12.7	3.2	-1.5	9.4	-2.9	7.3	8.6	4.7	5.7	4.7	0.0	3.1	0.9
2024/06	4.8	0.9	5.1	6.2	6.8	3.4	3.4	4.4	11.3	13.1	4.1	3.3	10.2	-0.4	8.6	9.2	4.2	4.4	6.8	4.1	4.2	3.4
2024/05	3.5	-0.9	5.3	4.0	7.6	2.4	2.1	3.9	14.5	11.8	4.0	3.9	9.3	-0.6	8.6	12.7	4.4	1.6	3.3	13.7	-0.2	-9.0
2024/04	4.8	1.2	6.6	4.9	16.3	3.7	2.0	5.8	15.6	13.2	5.7	2.0	11.4	-1.5	10.5	12.3	1.5	0.7	7.2	15.4	-1.9	-5.2
2024/03	4.9	5.2	2.5	3.1	9.4	0.0	0.9	4.8	10.6	8.6	4.9	3.3	11.2	-2.8	5.3	9.1	-1.6	1.5	6.7	9.9	-2.0	7.3
2024/02	7.3	2.3	6.6	-3.5	9.8	4.1	2.0	4.6	14.6	11.0	7.8	8.7	12.5	3.9	13.1	21.0	1.4	3.0	7.7	5.8	2.4	1.4

表 3 原材料行业弱于制造业
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

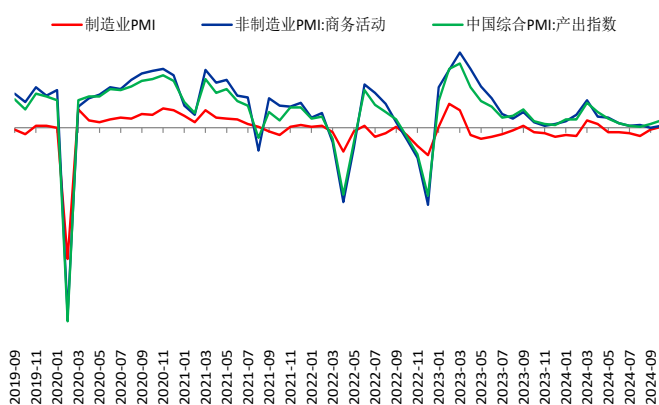


图 5 制造业 PMI 在 Q1 末期和 Q4 相对强
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

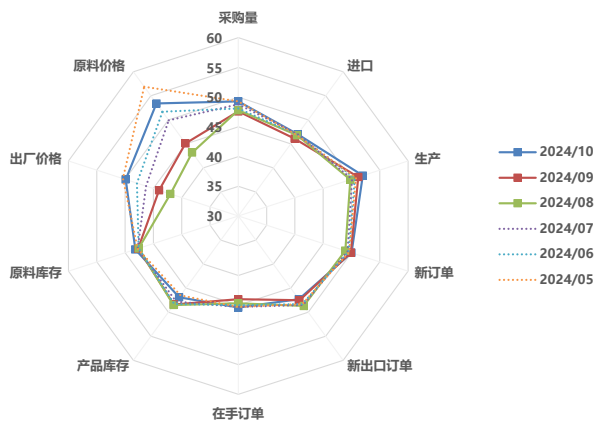


图 6 PMI 分项显示价格波动较大
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

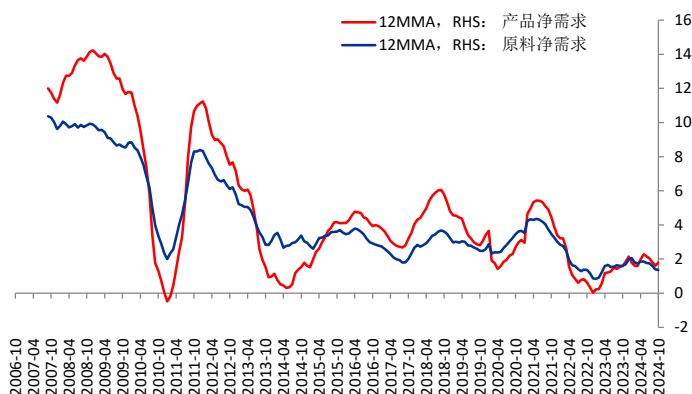


图 7 需求周期已初现顶部迹象
数据来源：Wind、方正中期研究院

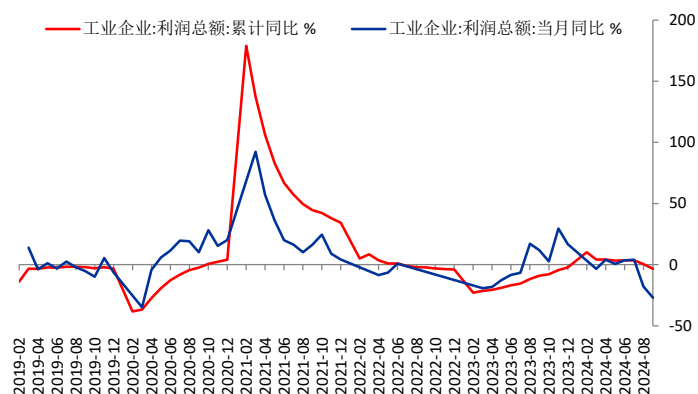


图 8 企业利润同比跌幅持续收窄
数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 基建投资加大对冲 地产投资仍有不确定性

2024 年投资增速先下降后反弹，整体波动加大，同时受到去通胀影响，名义投资增速明显弱于实际投资增速。从分项上看，基建投资对增速波动影响较大，地产投资则持续拖累总投资，制造业投资表现相对稳定。基建投资受到资金面带动（2023 年末结转 5000 亿元），一季度维持强势，但二季度资金增量下降后明显回落。随后新一轮超长期特别国债开始发行且资金逐步投放，基建投资增速持续反弹至四季度。往后看，赤字率提升、专项债额度提升等财政资金增量对基建投资支持不减，化债政策则有利于地方政府减轻财政压力，带来间接支持。制造业投资表现相对稳定，大规模设备更新上半年效果显著，降息降准等货币政策则持续产生支持，上述因素均有利于制造业投资维持强势，但政府投资加大带来的“挤出效应”也有负面影响，且未来需要关注外需风险对制造业投资的不利影响。而房地产投资增速仍在放缓，投资增量以及上游开工、施工增量持续刷新低位，并且倒闭政策不断放松。924 新的政策拐点到来之后，包括进一步全面降息、降准，全面降低房贷首付和存量贷款利率等政策对房屋销售的支持显著，10 月开始明显超季节性，存量房库存拐点开始显现。从资金角度看，自筹资金代表的表外融资维持低位，银行贷款代表的表内融资稳定，定金及预收款、个人按揭贷款代表的销售回款四季度开始回升，但幅度和斜率仍不够高。且上游土地购置和购置土地溢价率处于低位，侧面反映市场信心仍偏谨慎。如果改善趋势延续至年末，则 2025 年或对上游投资端产生带动。此外，去库存和市场出清还有赖存量房收储政策落地，因此地方专项债用于房储额度也将是关键影响。长期看，受到人口回落、城市化转向平稳等影响，地产下行周期不变。

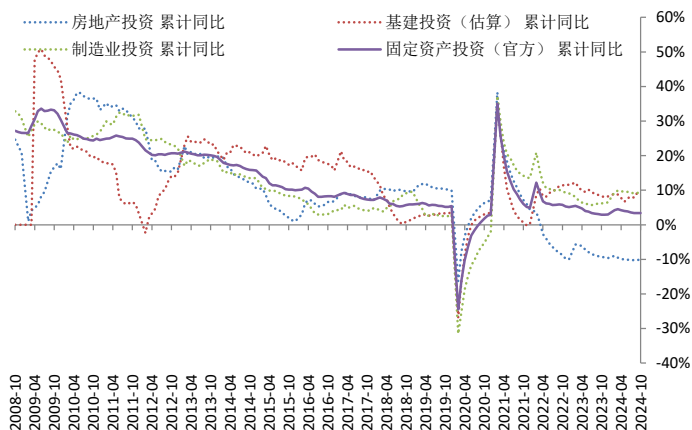


图 9 名义投资增速较实际投资更弱
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

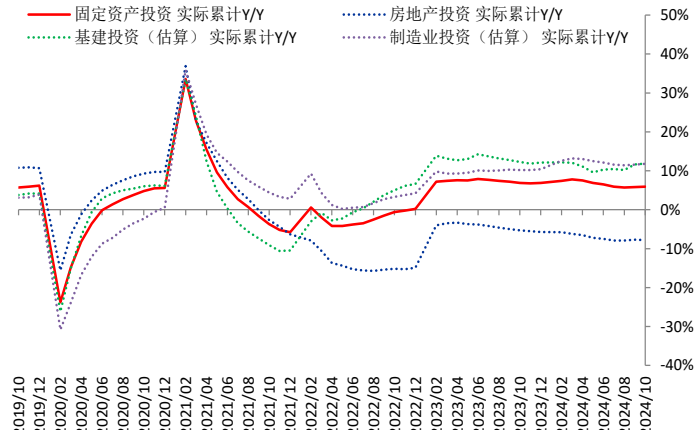


图 10 实际投资制造业持稳、基建先降后升、地产走弱
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

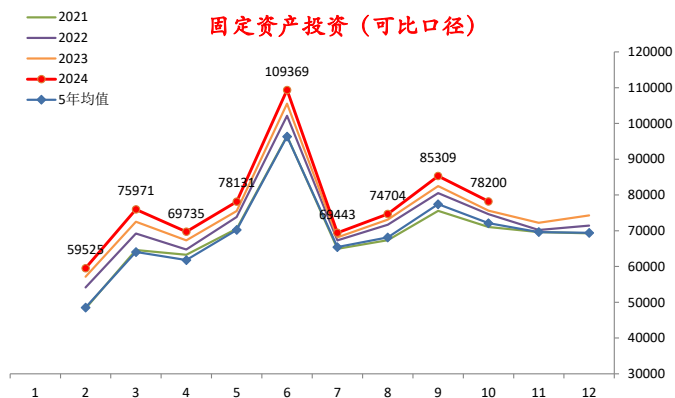


图 11 可比口径的固投高点在一三季度
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

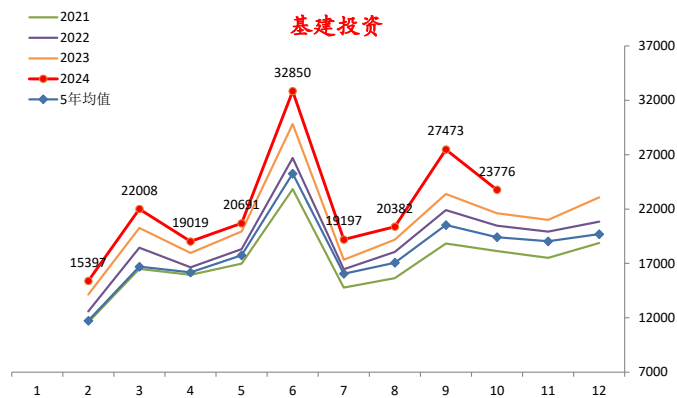


图 12 基建投资超季节性带动明显
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

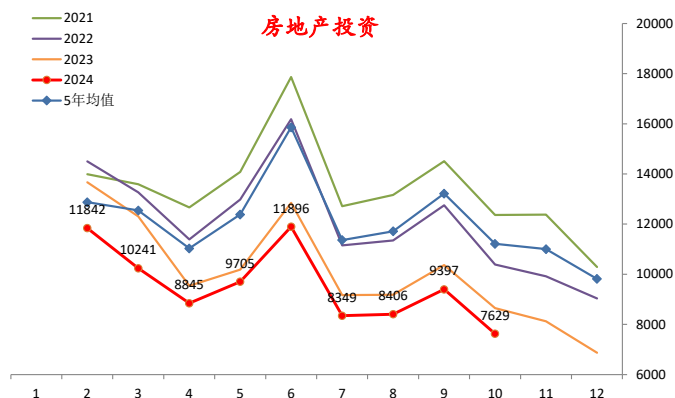


图 13 房地产投资增量多次刷新低位
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

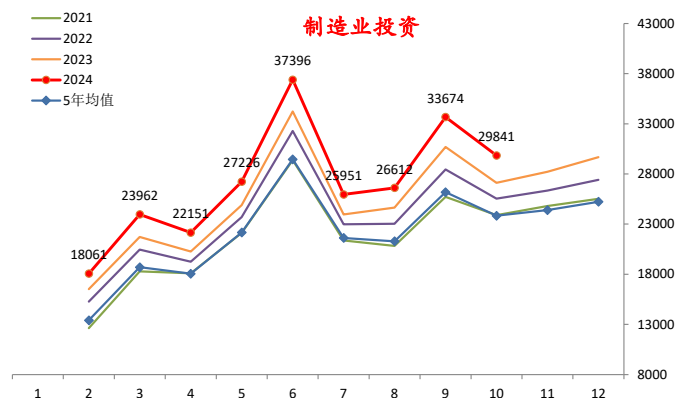


图 14 制造业投资基本稳定
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

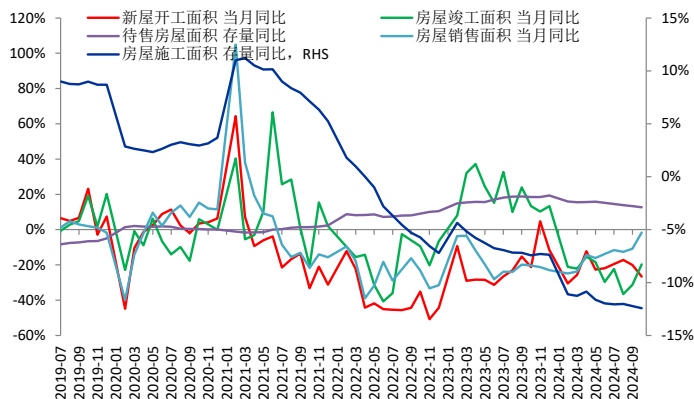


图 15 多数地产指标走弱，四季度销售端改善
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

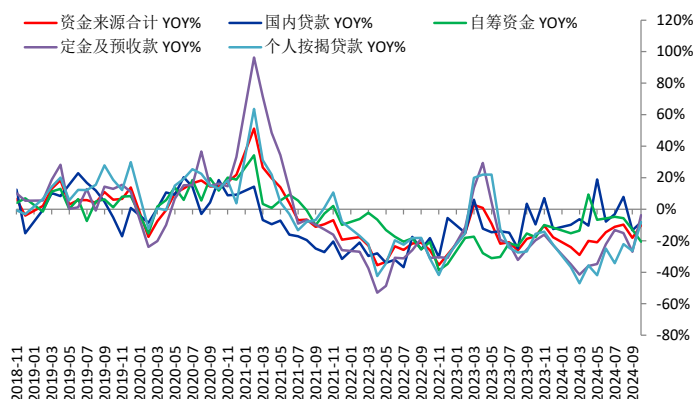


图 16 四季度销售回款拖累资金程度下降
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

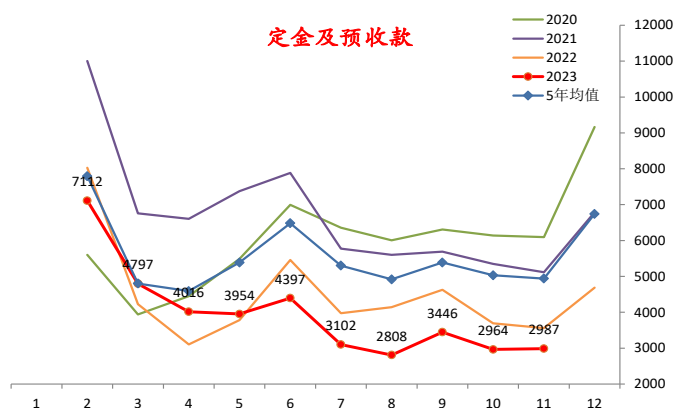


图 17 销售回笼至地产的现金流严重不足
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

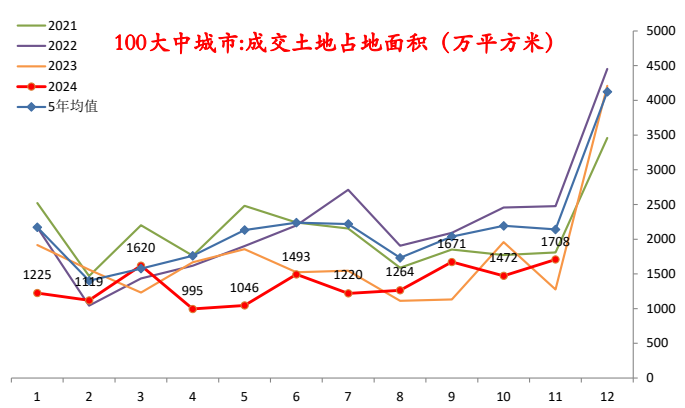


图 18 土地购置水平仍偏低
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

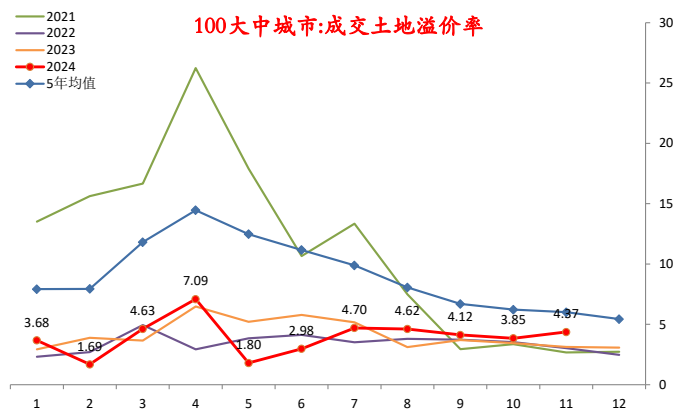


图 19 成交土地溢价率处于低位
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

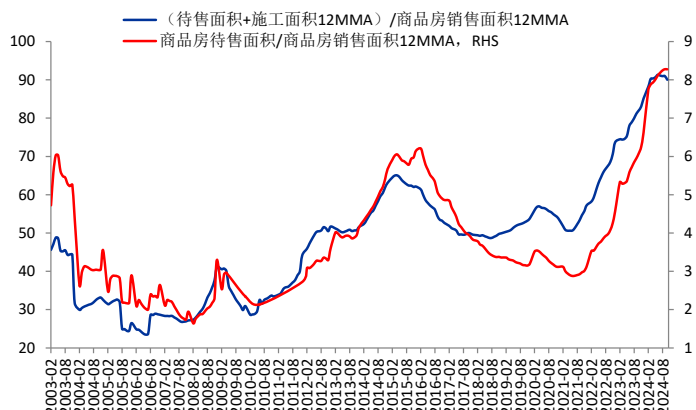


图 20 库销比初步转头向下
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

三、 刺激政策助力消费反弹 收入改善仍是关键

2024 年消费增速呈现先减速后回升态势，其中同比增速地点位于 6 月的 2%，前三季度累计同比增速回落至 3.3%，对经济贡献明显减弱。但 9 月开始出现明显回升，且 10 月回升势头进一步加速。从分项情况看，呈现以下几个特点：一是消费品以旧换新等补贴政策，对三季度末以来的消费回升影响显著，主要体现在家电、汽车等耐用消费品方面。二是季节性因素影响有所放大，包括 5、6 月和 10 月开始的购物季带来的短期拉动效果，特别是后者还叠加有消费刺激。三是服务消费增速先快后慢，这与消费总体增长缓慢下，服务和商品额度相互挤占有关，同时也是“消费降级”逻辑的延续。四是地产销售不佳对消费尤其是建材、家具、家电等相关商品消费拖累更明显。但此情况自四季度房屋销售明显改善后好转。我们预计，在消费补贴政策延续的情况下，2025 年消费仍有望保持加速，尤其是商品消费的贡献将进一步上升。另外值得关注的是房屋销售修复后的相关消费。从内生逻辑看，疫情结束后消费倾向显然已经回归常态位置，2025 年关注重点仍是收入情况。居民降杠杆和存量房贷利率下降有助于收入被动改善，但收入（包括财产性收入）主动改善待不足，资产负债表收缩（预期相互作用）也有不确定性，消费增长的内生逻辑仍需加强。极端情况下，仍不排除发放现金或变相发放现金等地生居民收入的手段。上述因素影响下，消费对经济的贡献也将有所回升。长期来看，人口增量、年龄结构是制约消费总量、改变消费习惯、影响消费结构和消费升级进程的关键因素。

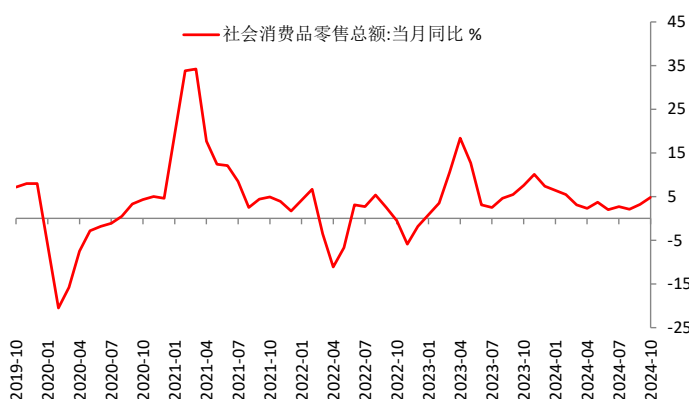


图 21 社消总额同比先降后升
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

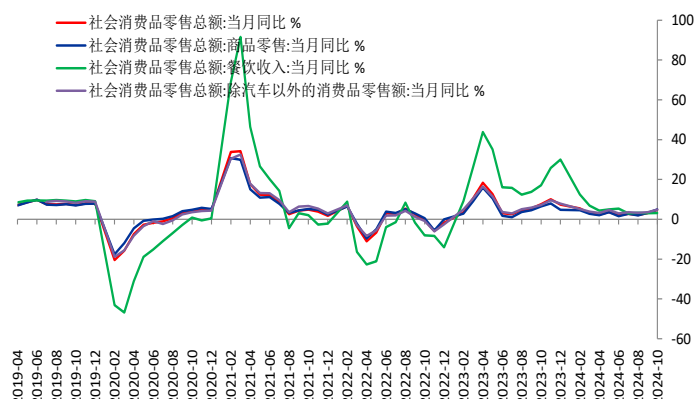


图 22 服务消费（餐饮）增速先快后慢
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

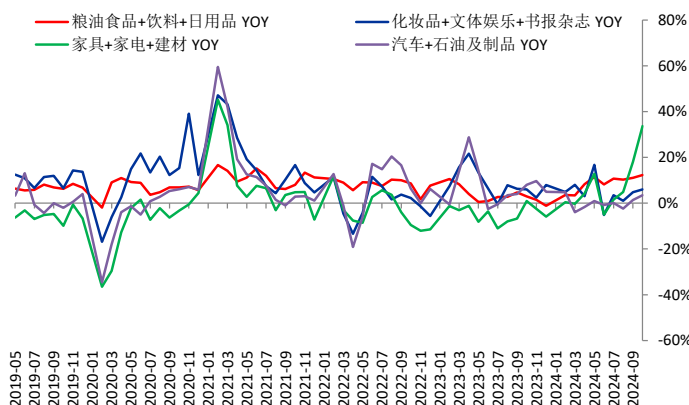


图 23 必须消费稳定、可选和地产消费恢复
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

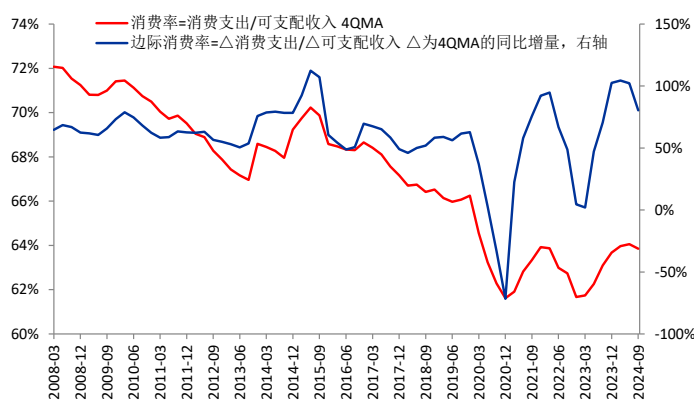


图 24 消费倾向已回归疫情前水平和趋势
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

四、中美贸易退潮风险下 外需恐再生变化

2024 年以来，出口呈现明显的两阶段走势。一是年初开始承接 2023 年下半年的修复趋势，出口除 3 月因基数原因同比负增长外，其余时间持续正增长，且增速不断加快，至 10 月上升至 12.7%。进口增速相对较弱，二季度之后持续慢于出口。从增量上看，出口在二季度改善最为显著，持续超过季节性，进口增量主要是二季度中前期较强。三季度开始，进出口增量均出现一定走弱。但贸易差额持续上升并刷新历史记录。从结构上看，一般贸易和传统劳动密集型产品出口表现较弱，尤其是下半年开始。高新技术产品和机电产品持续强势。主要出口商品中汽车出口持续刷新历史记录，也从侧面反映我国产业升级和出口商品转向高附加值产品。从影响逻辑上看主要有三个方面。一是海外需求伴随全球制造业加库存的扩张周期持续强势，该因素也是推动出口从 2023 年下半年开始持续回升的关键因素。二是受到前期贸易冲突影响，中国产能向海外转移过程中，给工业装备等带来短期出口支撑，在上半年表现更明显。三是在全球贸易链重新分工，即中国出口产业升级完成后，高附加值产品出口占比提升，有助于出口金额增长。此外，上半年人民币持续走弱对出口也存在利好影响。另外 2023 年二季度开始出现的低基数效应，也给出口同比读数带来提升作用。进口方面逻辑相对清晰，基于外需的工业中间品、基于投资的大宗原材料、基于消费的工业制成品。其中工业中间品和原材料受到 2023 年末增量财政政策影响，年初保持强势。但二季度开始国内补库节奏放慢以及消费需求滑落影响下，进口明显走弱。

往后看，2025 年出口面临两个不确定性。一是 2023 年下半年开始的全球加库存周期正接近尾声，主要国家制造业 PMI 已经在荣枯线下走弱。全球贸易的内生风险仍在积累中，不利于 2025 年出口表现。二是美国新当选总统特朗普上台后，对进口商品普遍加征 10% 关税，对中国进口商品再额外加征关税的概率较高，这将直接打击中美和全球贸易，是主要的外生风险。上述因素影响下，明年出口增速或有显著回落，甚至不排除出现持续负增长。而在节奏上，特朗普关税政策落地前抢出口将带来阶段性出口高增，落地后可能断崖式下跌，波动幅度将会大幅增加。进口则取决于国内经济修复和重新补库的速度。9 月政策大幅转向之后，四季度至 2025 年初效果将有所显现，对进口有阶段性带动作用，但后期持续性和政策跟进力度仍需要观察。此外，如果外需承压上述进口逻辑的第一条难以满足，也将对进口造成拖累。总体上看，2025 年出口是我国经济面临的重大风险，这也意味着稳内需政策的必要性和持续性将不断提升。

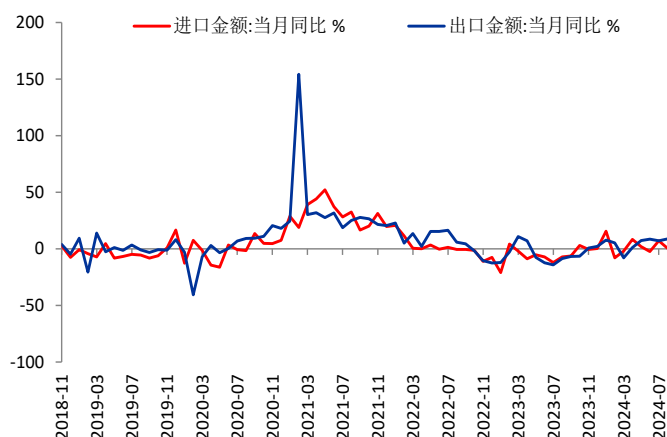


图 25 出口持续改善，进口改善后承压
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

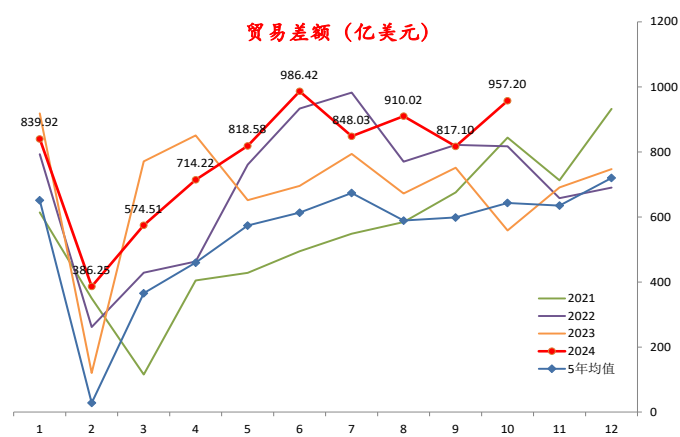


图 26 贸易差额持续刷新记录
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

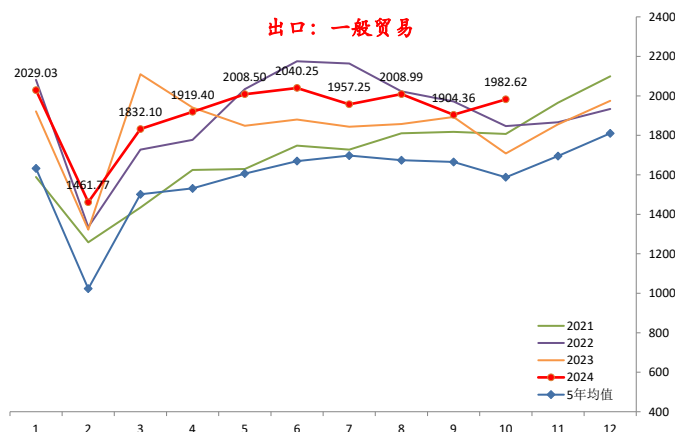


图 27 一般贸易出口先强后弱
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

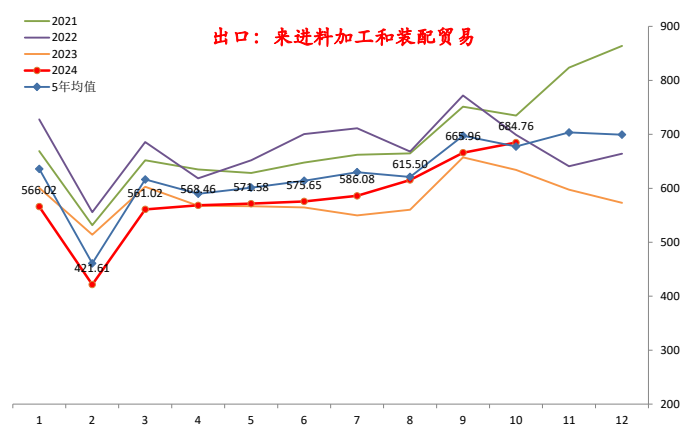


图 28 来进料加工贸易出口三季度改善
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

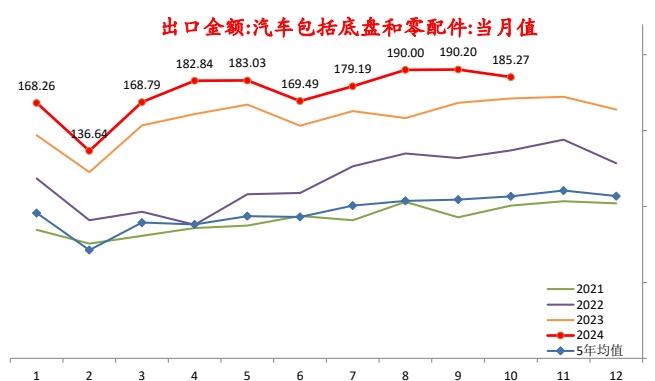


图 29 产业转型升级后出口的代表商品——汽车
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

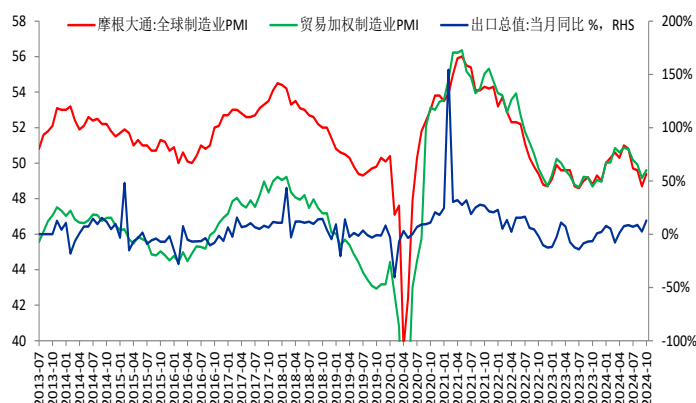


图 30 全球内生风险正在增加
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

第二部分 通缩情况缓和 但再通胀步伐缓慢

综合来看，2024 年国内物价呈现通缩总体修复，但再通胀步伐逐步放缓的情况。CPI 维持低位、PPI 反弹后改善斜率减缓。GDP 平减指数从前一年末的-1.04%逐步回升至第三季度的-0.56%。CPI-PPI 差值先下降后上升，主要是 PPI 运行节奏影响。我们预计，2025 年 CPI 和 PPI 均将延续中枢上移态势，且上半年是增量政策集中投放时期，再通胀节奏或略有加速。而国内供需矛盾改善前景不明，外需风险持续放大，再通胀速度能否持续加速仍有不确定性。全年来看，中性情景下 CPI 同比高位或在 1%附近，PPI 同比高位或在 0%附近。平减指数能够修复至 0%，对名义 GDP 拖累将会减弱，但较难有进一步带动。对抗通缩和促进温和通胀仍是财政和货币政策的重要出发点，尤其是货币政策宽松依然不会有约束。

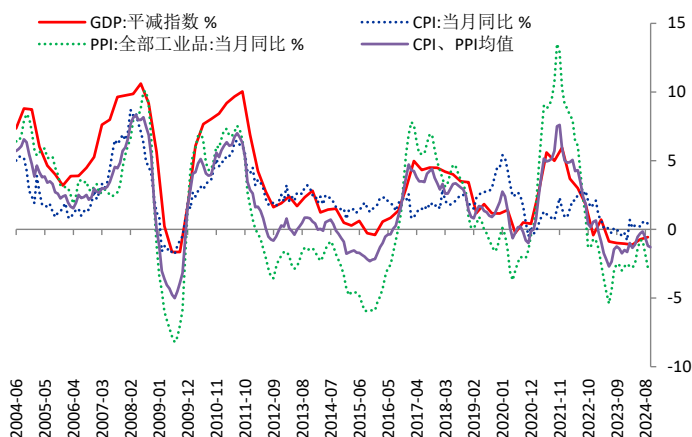


图 31 通胀总体缓慢修复

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

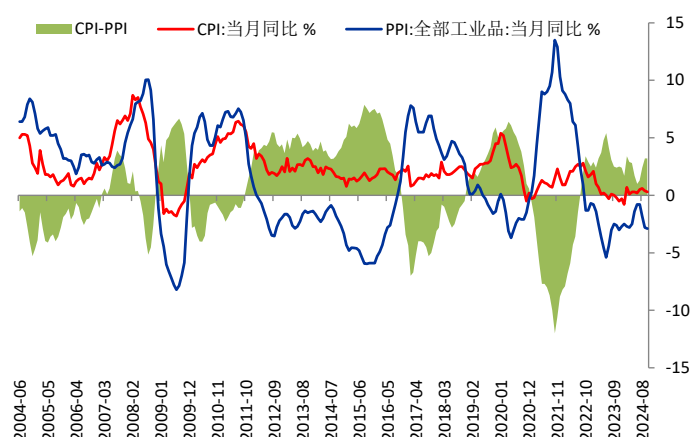


图 32 CPI-PPI 下降后回升

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

一、多重拖累导致 CPI 复苏缓慢

2024 年 CPI 基本处于低位运行，最高仅为 8 月的 0.6%。其中一季度受到春节影响波动明显放大，二季度波动幅度减小，下半年依然总体偏弱。影响 CPI 的主要因素包括四个方面。一是食品价格同比反弹，由上半年的同比负增长下半年开始转为正增长。其中三季度鲜果、鲜菜价格受到天气因素影响涨幅明显，产生一定拉动。但猪肉价格新涨价缓慢，猪周期在去库存阶段遇到阻力，生猪库存和母猪库存二季度降幅放缓并反弹，令猪肉价格上行乏力甚至转为下跌。但在低基数影响下，同比仍有拉动力。二是国内燃料价格跟随国际油价大幅回落，尤其是三季度跌幅较大并拖累 CPI。三是耐用消费品受到供大于求影响价格持续走弱，并叠加有政府补贴对终端消费需求实际价格的压降效应，反映在家用器具等分项走弱中。四是“消费降级”等因素导致服务消费价格不振，且叠加有房租回落影响。后两项因素也是核心 CPI 持续走弱的主要问题。我们预计，在猪周期暂未加速去库的情况下，猪肉价格上行动力不强，甚至仍有走弱风险，

对 CPI 带动不足。国际油价反弹乏力，该输入性因素向上影响也有限。核心商品继续跟随弱势 PPI 维持低位，供需趋势性改善前难以明显回升，且消费补贴因素对消费价格影响偏向下。核心服务价格或在四季度进入底部后回升，其中伴随经济修复租金项表现值得关注。总体上看，2025 年 CPI 中枢可能略有回升，但节奏仍将缓慢，且上方空间受限，高点或在 1% 附近。长期来看，经济修复、消费复苏节奏将决定消费通胀尤其是核心 CPI 回升步伐。

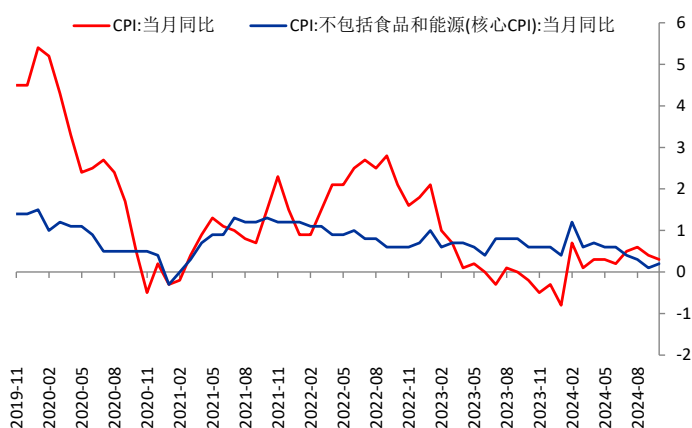


图 33 CPI 在 0 以上震荡，核心 CPI 走弱

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

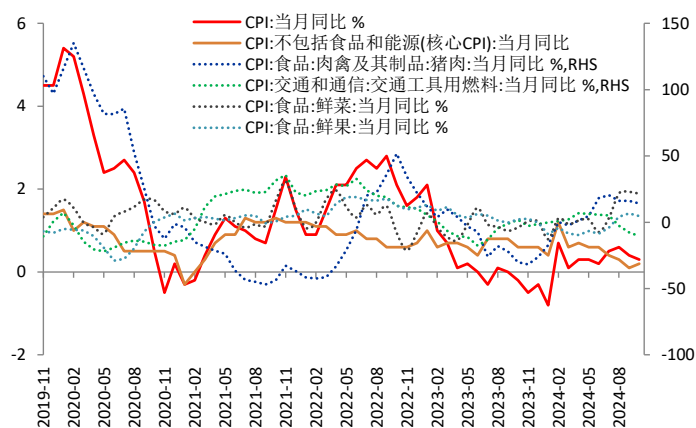


图 34 食品多为正向带动

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

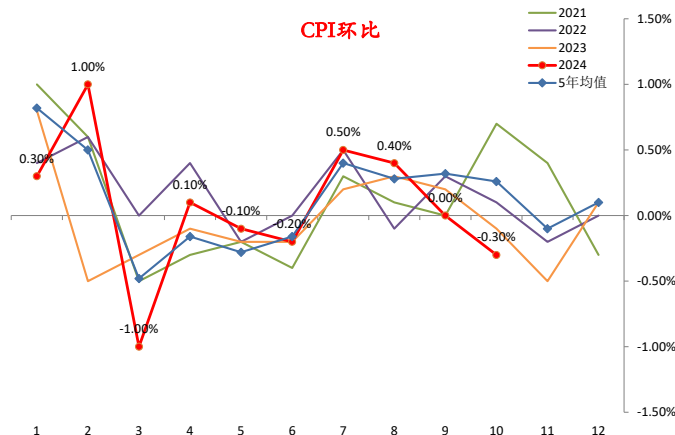


图 35 CPI 环比中枢不高

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

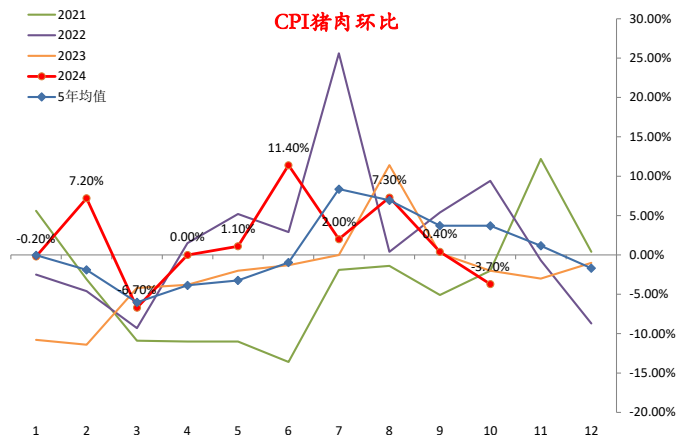


图 36 猪肉涨价有限，低基数效应明显

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

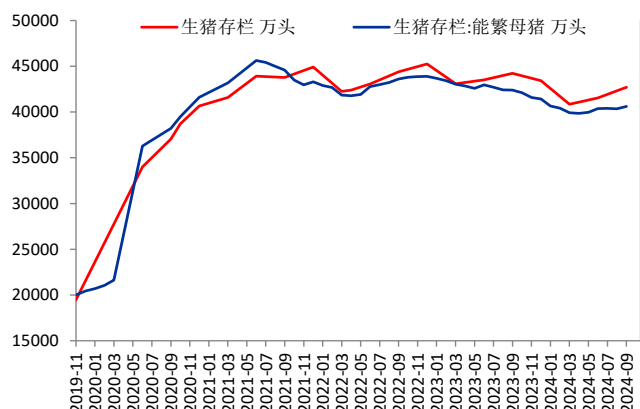


图 37 猪周期遭遇波折

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

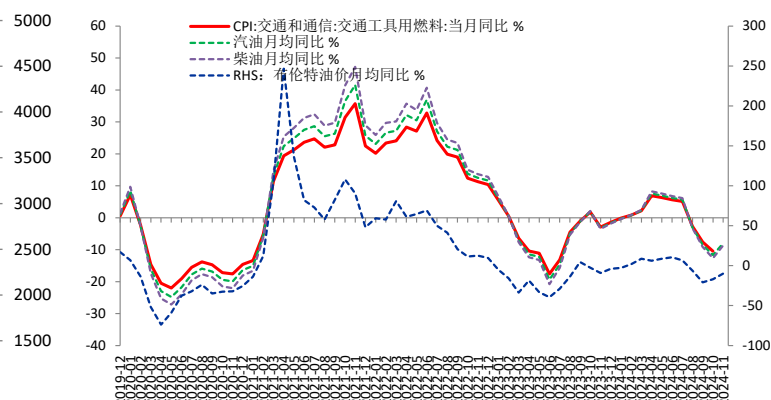


图 38 油价主要在三季度有负面影响

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

二、 PPI 触底反弹 再通胀步伐或放慢

2024 年 PPI 波动较大，上半年基本呈现触底后反弹走势，基数作用影响显著，但二季度初期也有较强的新涨价因素存在。下半年开始改善速度放慢，进入震荡阶段，尤其是三季度后商品价格加速回落造成新跌价因素的拖累。而 9 月后期刺激政策出台后大宗商品价格迎来情绪面反弹，并对四季度新涨价因素形成支持。PPI-PPIRM 增速持续下行后出现负增长，下游行业相对上游承受更大的价格压力。从影响因素上看，大宗商品价格波动仍是首要扰动，并对上游产生更多冲击。行业中有色明显强于黑色，则与出口强于投资有关，这一现象二季度有所加强。下游行业则面临更多的库存压力，和供大于需的产能失衡问题，带来汽车行业“价格战”等现象。这也是造成 PPI 弱于 PPIRM 的主要原因。我们预计，2025 年国内 PPI 或延续改善，但再通胀步伐将逐步放慢。年初刺激政策集中落地后带来的效果显现，需求阶段性稳定，商品价格跌幅减小以及反弹，能够引致更多新涨价因素。但全年来看，PPI 持续增长的动能仍不强，尤其是外需受到打击后，需求缺口进一步增加风险高，刺激政策能增加多少需求仍存在不确定性。且美国新政府潜在的增加能源供给政策可能压低油价等关键商品价格，造成输入性通缩风险。此外，低基数效应消退后，2025 年新涨价因素对 PPI 影响会明显上升，同比读数的波动或对金融市场产生更大扰动，PPI 同比或恢复至 0 附近，但转为正增长仍有一定困难。长期来看，全球经济基本面、政策节奏，以及商品供给波动均为大宗商品价格和 PPI 的主要影响。

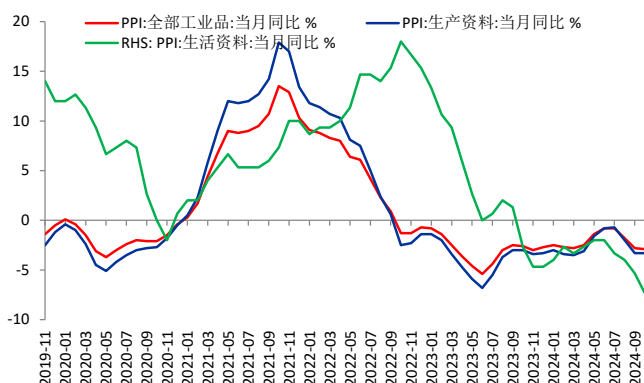


图 39 PPI 触底反弹后震荡
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

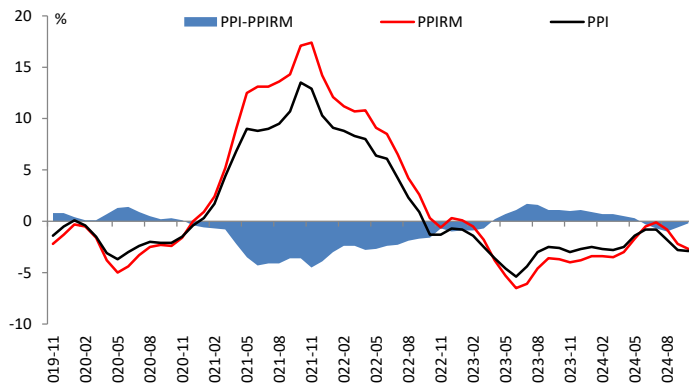


图 40 PPI 弱于 PPIRM，下游价格更加承压
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

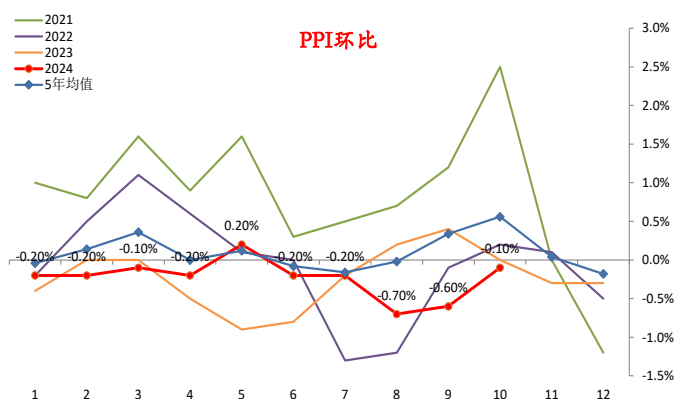


图 41 新涨价主要在 5 月，Q3 压力增加
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

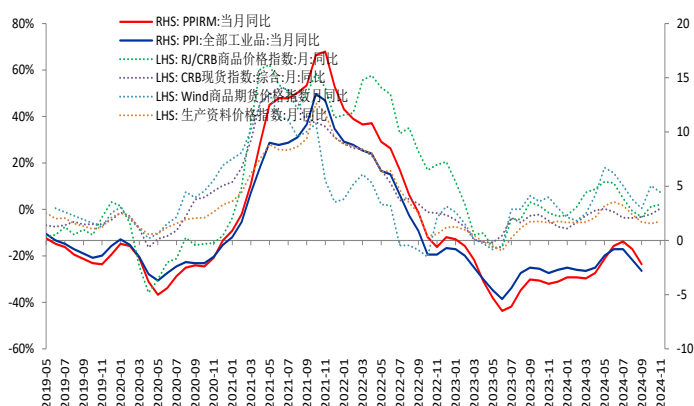


图 42 大宗商品价格是 PPI 最重要影响因素
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

第三部分 财政货币政策仍有加码宽松空间

2024 年财政和货币政策宽松幅度明显加快。央行两次降息、两次降准，社会融资成本继续下降。商业银行明显扩表，尤其是对政府。房屋销售不振、提前还贷对一度拖累社融，但四季度情况扭转，存在继续修复可能。而增量地方专项债、特别国债、潜在赤字率提升空间等影响下，政府融资对社融支持不会下降，社融增速或在持续回落后迎来反弹。化债政策也有助于企业部门流动性改善，以及降低地方政府资金成本，提升其融资能力。预计 2025 年仍存在两次降准、两次降息可能性。财政政策扩张逻辑清晰，即增加支出稳经济、化解债务风险降成本两个方向。预计本轮广义财政修复将持续至 2025 年年初，后期财政空间取决于狭义赤字率、新增地方专项债额度、名义增长和土地购置。具体政策预计在特别国债增加银行资本、房储专项债额度、预算赤字提升幅度三个方面。为提振内需对冲海外不确定性，财政、货币政策宽松仍将持续加速，政府杠杆率将会上升，居民有所反弹。

一、 货币政策加速宽松以支持实体经济

年内央行货币政策总体维持宽松，年初和三季度末两次调降准备金率，7月和8月两次调降MLF利率。值得注意的是，7月央行政策调整，MLF操作时间也推迟到每月25日，7天逆回购操作利率已经成为事实上新的基准利率。从央行角度看，上半年曾出现持续缩表，试图挤压银行间剩余流动性进入实体经济，以打破“资产荒”问题，包括4月禁止手工补息也为同样逻辑。商业银行承接政府债务，对扩表高达6万亿元，对居民扩表仅为2万亿元。从融资角度看，社融增速持续回落受到两方面影响。一是居民贷款尤其是居民长贷持续走弱，受到房屋销售不振、提前偿还贷款的双重影响。而该问题随着924政策转向改善，包括降低首付比例和存量房贷利率在内的支持政策效果将持续显现。二是政府融资是社融的主要支持项，尤其是三季度加大对冲政策力度时期，且四季度也仍将有所表现。这既是稳定总体社融的主要力量，也是稳经济的重要抓手（通过基建投资的直接作用和化债的间接作用）。企业部门融资相对稳定，对社融扰动相对较小，但部分受到“挤出效应”三季度略弱于季节性。从存款角度看，M1持续低迷至三季度，主要反映企业存款处于低位，四季度有所恢复，受到政府支出明显加速对企业营收回款的积极带动。此外，证券市场成交活跃则继续支持非银存款维持高位。总体上看，居民部门拖累社融的节奏已经放慢，未来关注新屋销售情况，存在继续修复可能。包括增量地方专项债、特别国债、潜在赤字率提升空间等影响下，政府融资对社融支持不会下降，社融增速或将开始反弹。同时化债政策也有助于企业部门流动性改善，以及降低地方政府资金成本，提升其融资能力。实体经济流动性正迎来好转，且2025年财政政策继续宽松之下，货币政策必然配合，仍有一定的降息、降准空间。

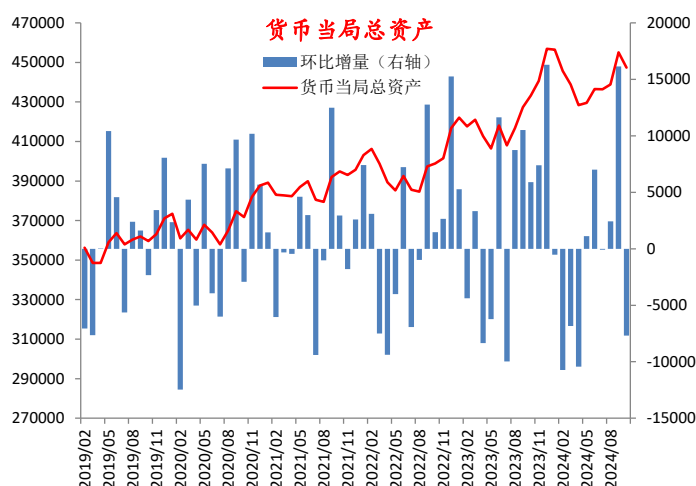


图 43 央行资产负债表年初曾明显收缩
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

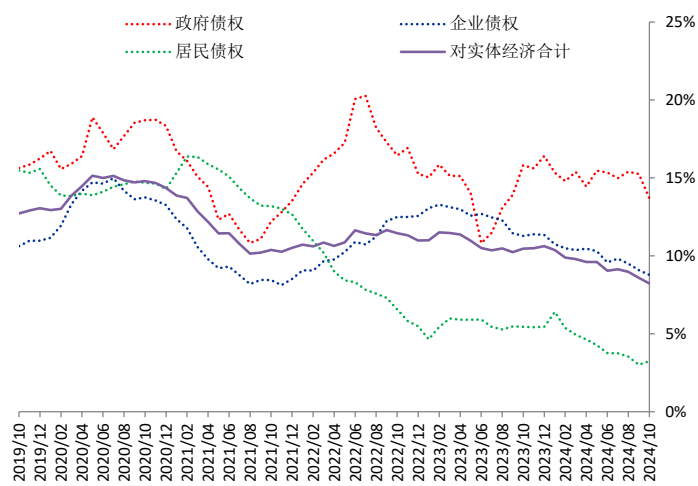


图 44 商业银行对政府扩表增速最快
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

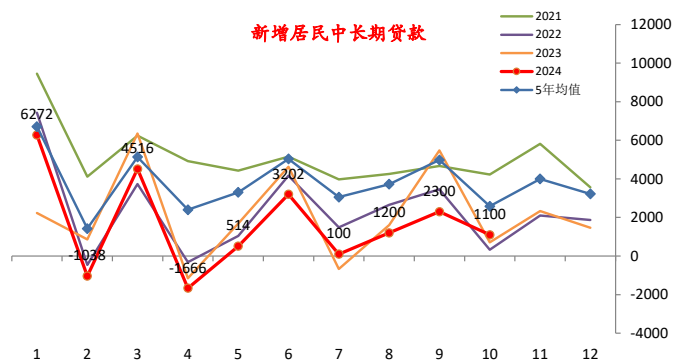


图 45 居民长贷四季度开始好转
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

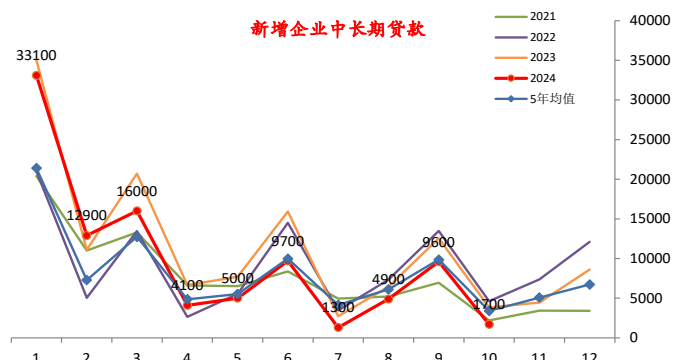


图 46 企业长贷稳中有降
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

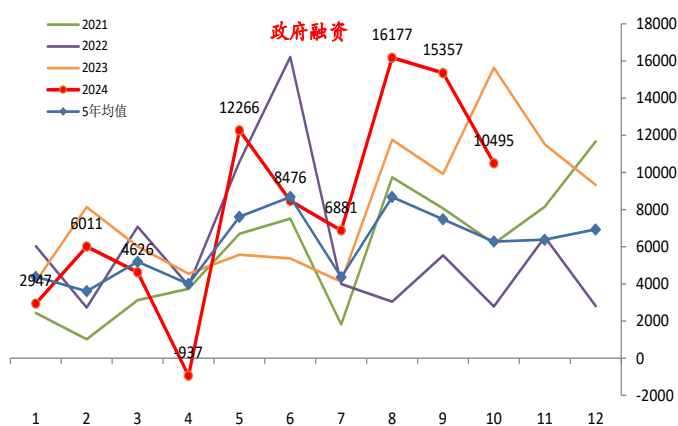


图 47 政府融资持续上升
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

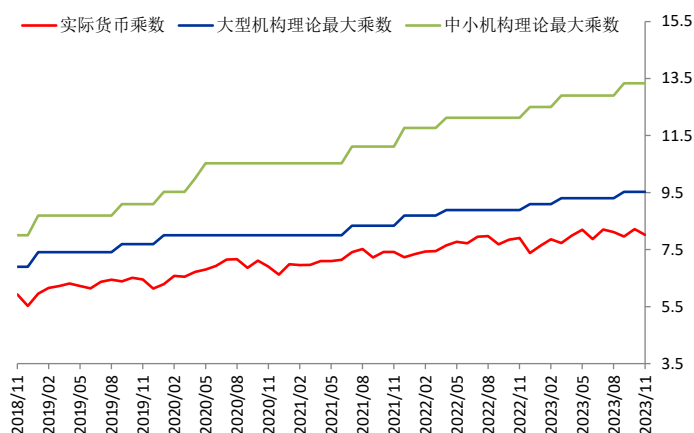


图 48 央行两次降准带动货币乘数上升
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

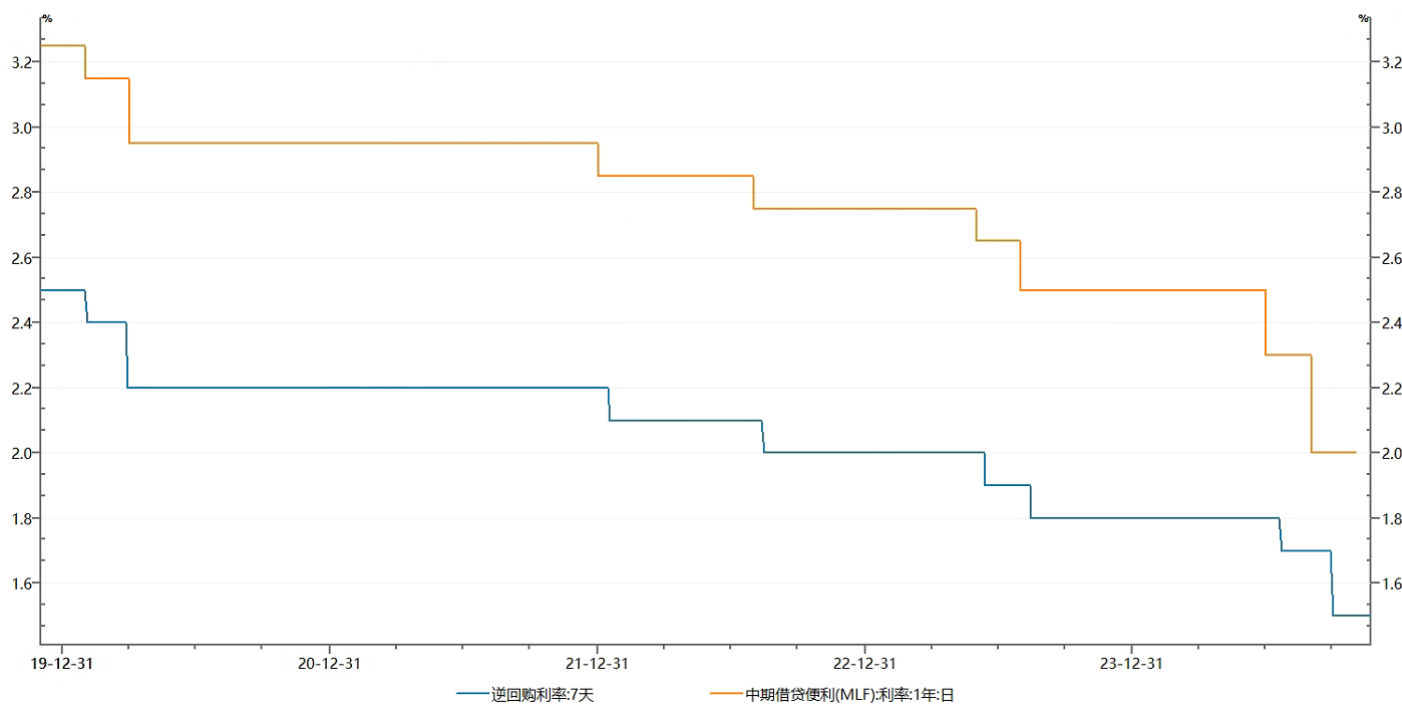


图 49 基准利率连续两次调降

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

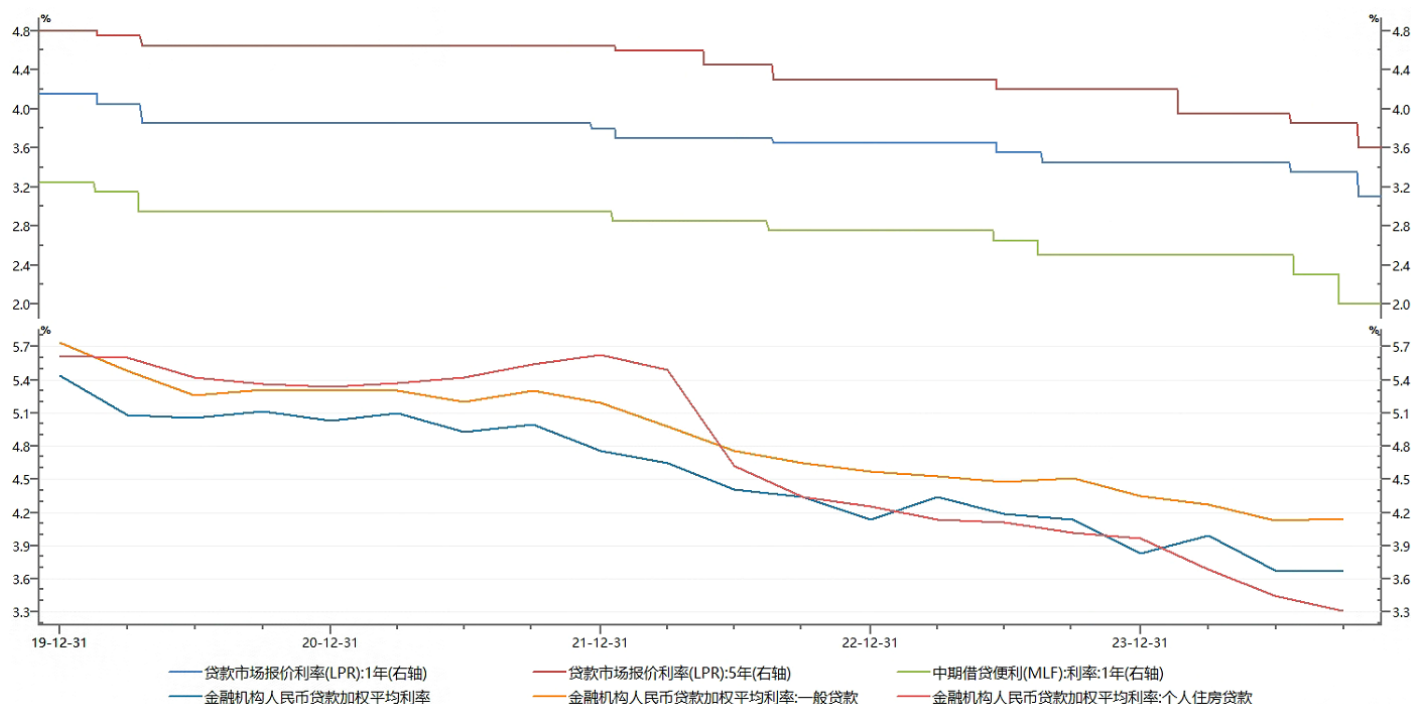


图 50 实体经济融资成本持续下行
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

二、 财政扩张大幅加速 提振内需作用增强

今年以来财政收支波动较大，年初开始财政收入同比持续明显负增长，财政支出受到一定限制。截至11月中旬，国债净融资已累计实现4.11万亿元。按照年初设定的3.34万亿中央财政赤字率加上1万亿特别国债发行安排，2024年的国债发行进度已完成94.7%。从节奏上看，一季度支出包括2023年四季度特别国债结余5000亿元，该部分资金也是支持年初基建投资明显加速的主要原因。二季度开始财政支出增速放慢，受到资金到位“青黄不接”以及名义增长减速对预算内收入拖累的双重影响。下半年开始新一轮超长期特别国债资金逐步到位，对支出起到促进作用。从收入角度看，前三季度名义增长回落和土地出让金持续低迷分别是狭义财政和广义财政的主要约束。但四季度开始，税收明显改善，受到名义增长恢复对企业 and 居民收入相关税收、消费补贴政策对消费相关税收的双重带动。预算外收入则在土地出让金的缓慢回升下初步得以改善。此外，财政政策总量扩张同时，积极帮助地方政府化解债务风险，四季度人大常委会确定“6+4”化债方案，使用存量地方专项债额度4000亿元，年内增加化债空间2.4万亿元，且2025年和2026年还将分别有2万亿限额增量。总体上看，财政政策扩张逻辑清晰，即围绕增加支出稳经济、化解债

务风险降成本两个方向进行。我们预计本轮广义财政修复将持续至 2025 年年初，往后的财政空间仍取决于三方面：狭义赤字率、新增地方专项债额度（包括化债和房屋收储规模）、名义增长和土地购置的结构性支持。前两项将在 12 月后形成预期并在两会上明确，后一项则要关注内生经济动力。此外，具体政策预计在特别国债增加银行资本、房储专项债额度、预算赤字提升幅度三个方面，三者均有较大空间。为提振内需对冲海外不确定性，财政宽松的方向不变。

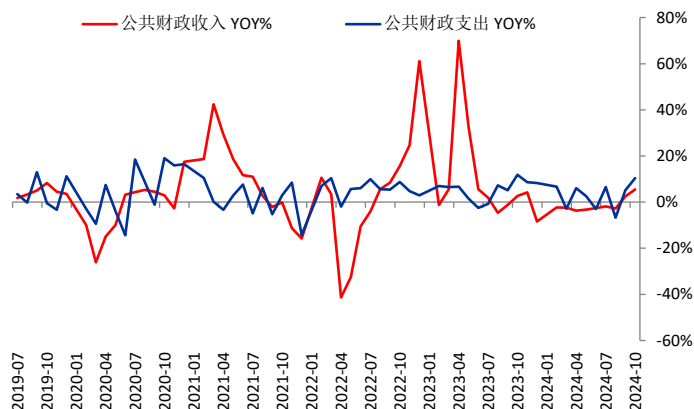


图 51 财政收支增速四季度开始修复
数据来源：Wind、方正中期研究院

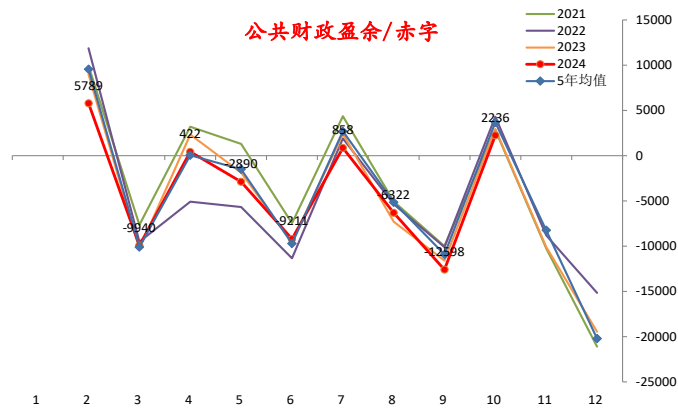


图 52 狭义赤字多数时间处于高位
数据来源：Wind、方正中期研究院

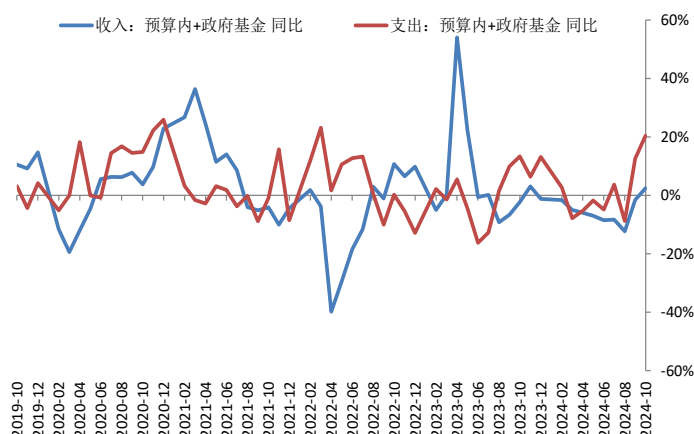


图 53 广义财政收支增速也有改善
数据来源：Wind、方正中期研究院

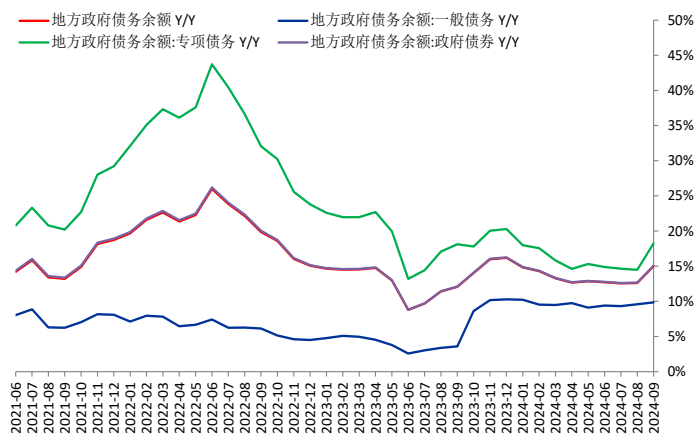


图 54 下半年地方债余额加速增长
数据来源：Wind、方正中期研究院

三、政府加杠杆趋势将延续 居民去杠杆或结束

我们把国内经济划分为居民、企业、政府、金融系统四个部门，四部门的杠杆率今年总体继续上升，从 2023 年底 290.87% 上升至 2024Q3 的 301.0%。同时不同部门差异开始加大，呈现出三个特点。一是企业部门杠杆率贡献依然较大，截至三季度已经上升至 179.9%，为四部门中最高。二是居民部门杠杆率不升反

降，从 2023 年年底的 62.07% 下降至三季度的 61.78%，存量房贷提前还款、房贷增量下降的影响依然巨大。三是政府部门杠杆明显扩张，从 2023 年年底的 55.36% 上升至 59.32%。情况表明，居民部门“资产负债表衰退”影响显著放大，但 9 月末地产政策大幅转向后，存量房贷利率显著下行，全国购房首付比例统一下调至 20%，杠杆率恢复的条件已经具备，四季度房屋销售数据明显改善，该趋势下居民杠杆率或将企稳并逐步止跌回升。为应对经济促进经济修复，应对潜在的海外风险，扩充内需必要性上升，尤其是政府支出将明显增加，政府部门加杠杆的必要性上升。10 月人大常委会已经确认未来三年增加 6 万亿元地方专项债限额，且 2025 年调升狭义赤字率的可能性较高，政府加杠杆空间也已经打开。我们预计，政府加杠杆仍是 2025 年主要方向，且居民去杠杆趋势将缓和以及逐步回升。此外从结构上看，化债政策可能将部分国企（尤其是地方国企）等企业负债转移至地方政府，可能造成政府杠杆和企业杠杆一升一降的内在影响。

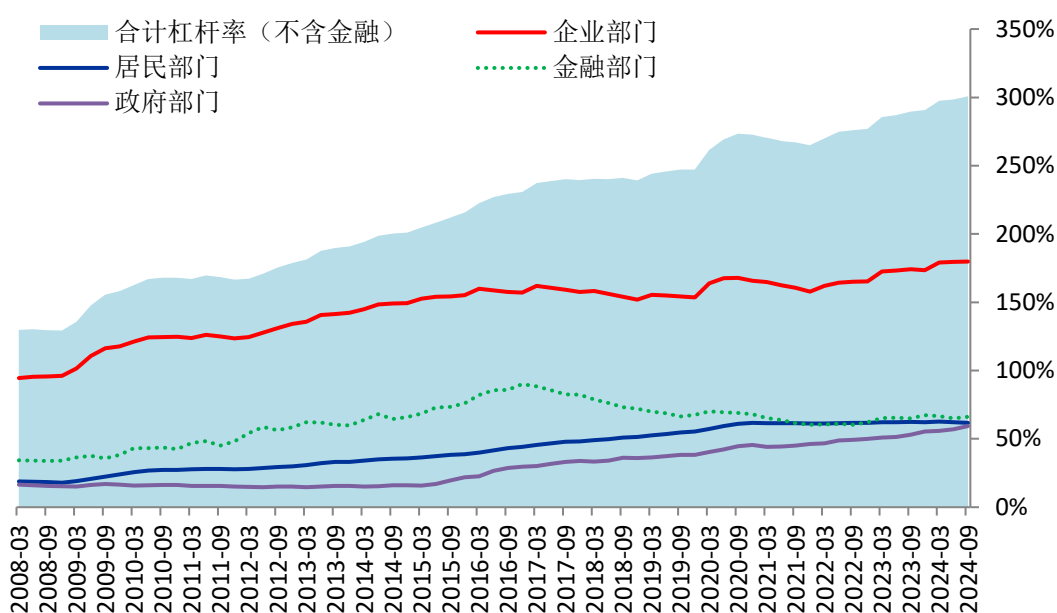


图 55 社会总体杠杆率持续上升
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

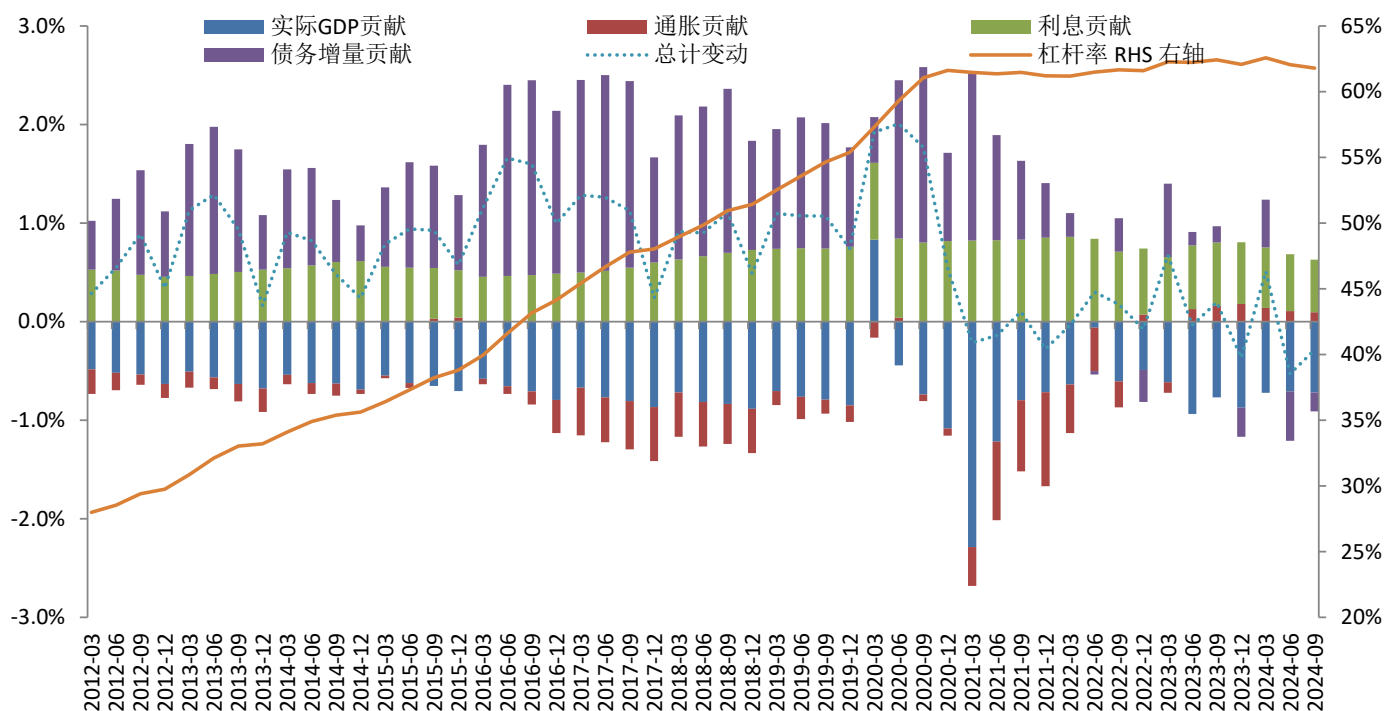


图 56 居民部门债务增量下降带动杠杆率回落
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

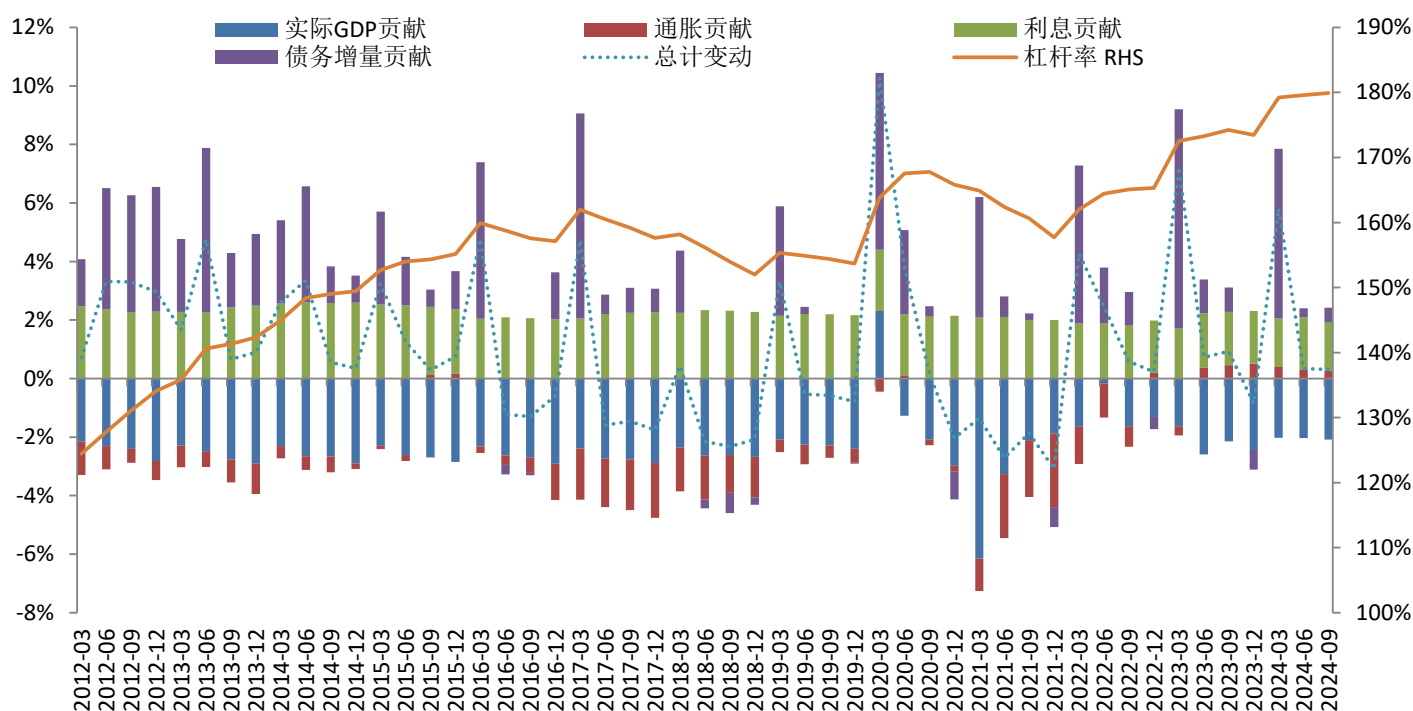


图 57 企业部门利息增量负担较大
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

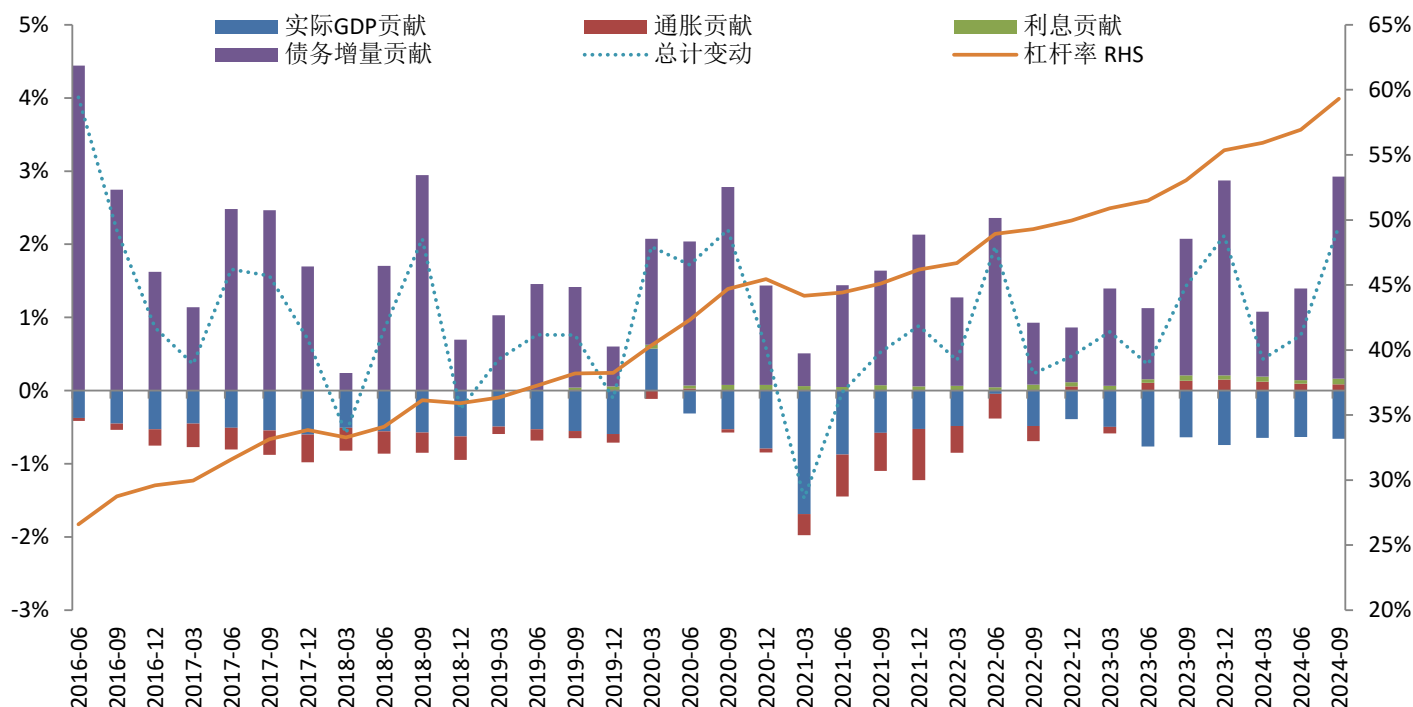


图 58 政府部门债务增量持续加速上升
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

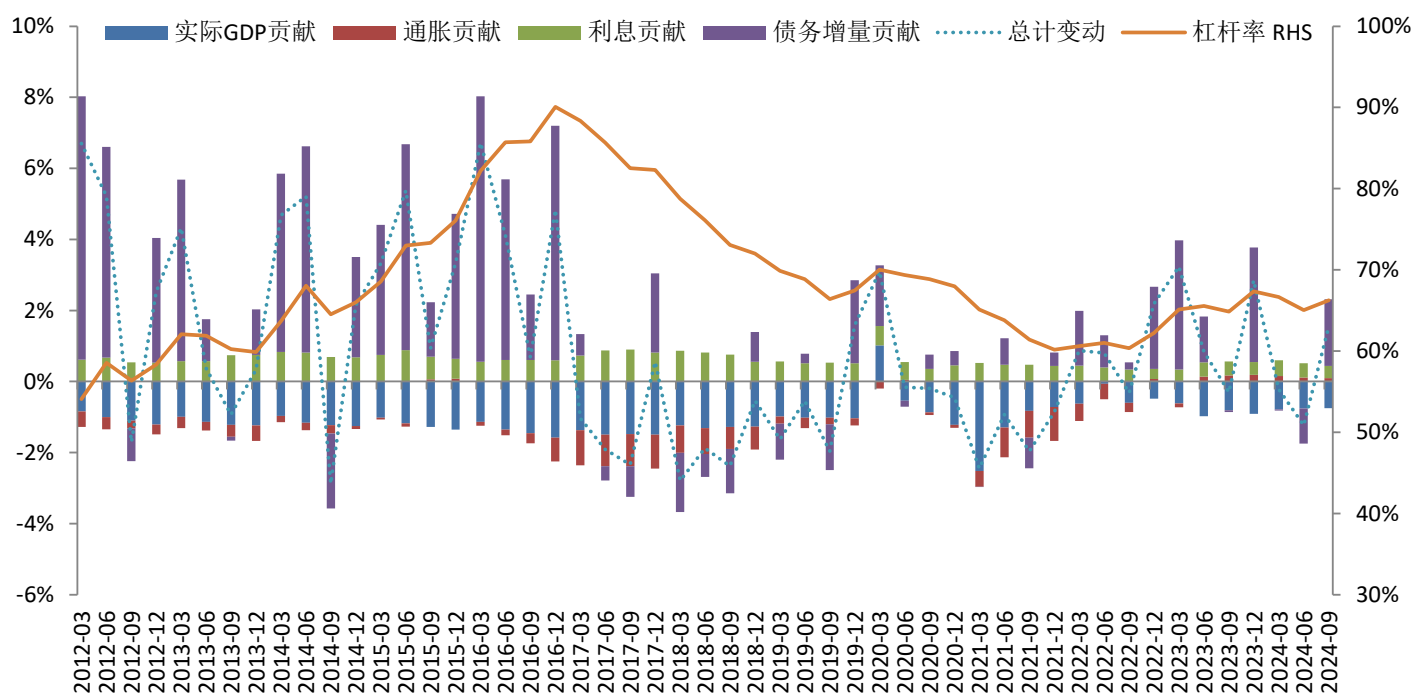


图 59 金融部门杠杆率变动不大
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

第四部分 汇率维持高波动 走弱风险不可忽视

2024 年人民币总体延续贬值，且呈现明显的三阶段走势。从美元兑人民币汇率来看，上半年持续震荡走弱至 7 月来到年内最低点，离岸人民币跌至 7.35 附近。之后出现明显的升值走势并延续至 9 月末来到年内最高位 6.97 附近。10 月则开始再度走弱。并且下半年以来汇率波动幅度明显扩大。但 CFETS、BIS、SDR 等篮子下主要人民币汇率指数均有小幅升值，从 CFETS 篮子来看，人民币相对大部分货币明显升值，如日元、韩元、欧元、卢布、墨西哥元等，但相对美元、马币、港元、沙特、南非兰特均有贬值。从政策角度看，央行上半年基本坚持稳汇率政策，中间价持续明显强于实际汇率水平，尤其是二季度实际汇率持续位于“跌停”位置附近，显示央行尝试通过中间价定价中的逆周期因子维持汇率稳定，但效果并不理想。从金价隐含汇率持续偏弱以及人民币汇率弹性明显下降等可以看出。直到下半年美联储货币政策调整后压力才有所减小。从基本面角度看，上半年美国经济相对中国并未明显超预期，下半年开始中美基本面预期差有所收敛，该因素并非影响汇率的主要问题。从外汇流动性来看，主要指标分化较大，上半年汇率贬值过程中，银行代客结售汇、涉外收付款均有明显逆差，但下半年随着汇率单边走弱趋势结束，上述指标恢复为顺差为主。表明上半年实体经济对汇率存在观望，结汇并不积极。新增外币贷款、外汇占款变动则基本呈现持续逆差趋势。从影响因素上看，中美利差仍是影响汇率波动的最直接因素。上半年 10 年美国国债收益率差一度下降至最低-2.4%附近，1 年美国国债收益率差也下降至-3.6%左右，严重倒挂的利差拖累汇率明显走弱。但三季度和四季度利差波动又分别带动汇率走强和走弱。美联储态度变动成为影响利差的背后关键因素，上半年美联储持续偏鹰派，但年中开始迅速转向鸽派，并于 9 月大幅降息 50 基点。二季度国内经济走弱并未对汇率造成更强影响。下半年开始汇率大幅变动还有一个重要原因即美国总统大选。往后看，利多人民币汇率的阶段性因素已经结束，汇率不确定性正在上升。除全球总需求可能走弱并拖累出口的基本面因素之外，2025 年美国新政府如果对华大加关税，也将从经济基本面对中国造成直接影响。且提升美国通胀中枢后又通过抑制美联储降息步伐、压制中美利差产生间接影响，且不排除汇率在特朗普政策落地前后出现明显调整的可能性。继续关注 7.35 一线的关键位置，一旦突破央行将再度加大调控力度，高点超过 6.97 的难度较高。

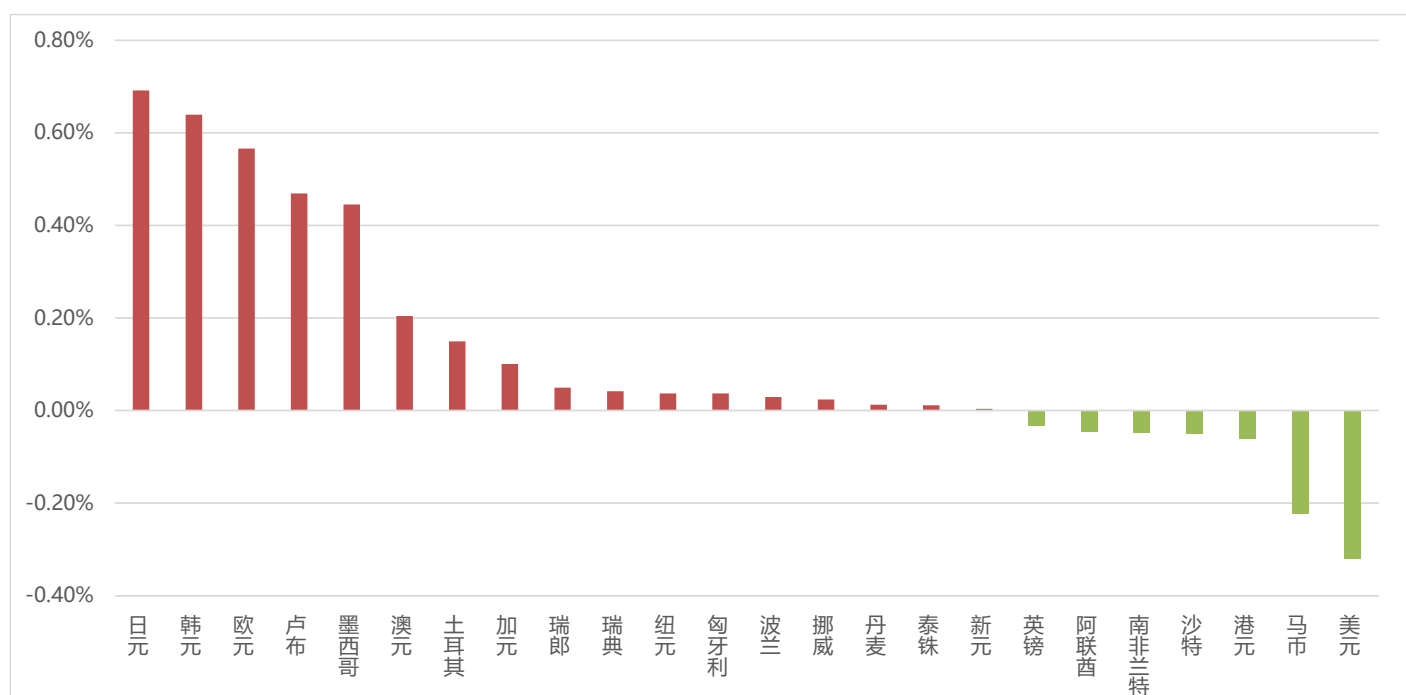
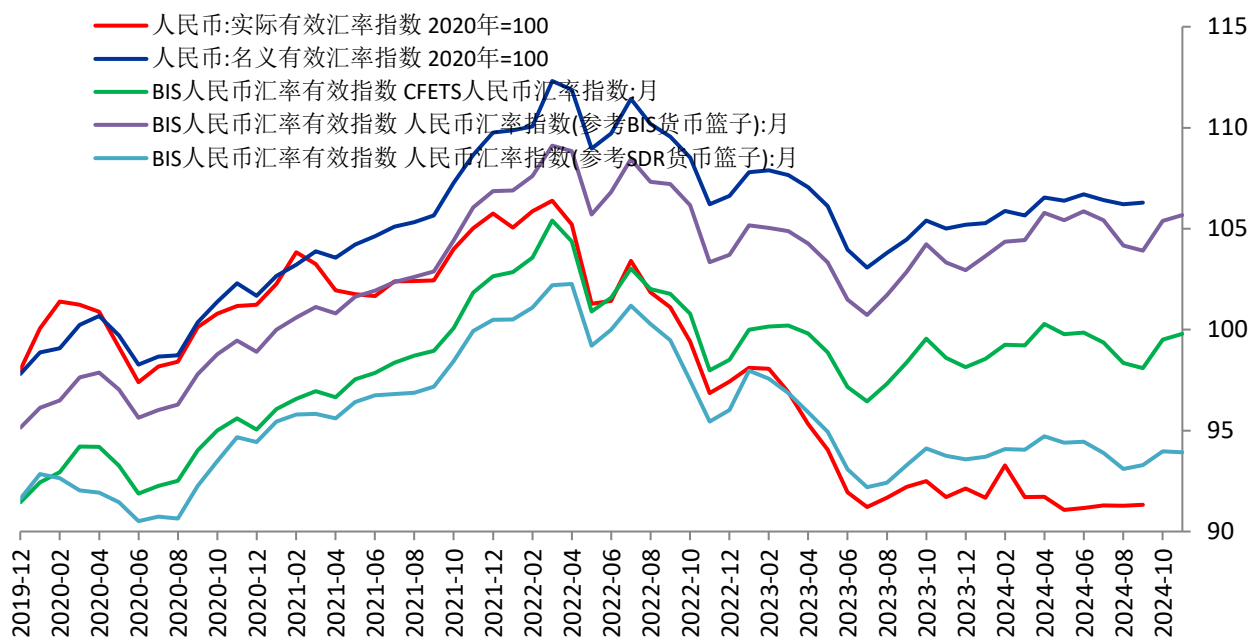


图 61 主要国家汇率对人民币指数影响幅度（CFETS 篮子权重）

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

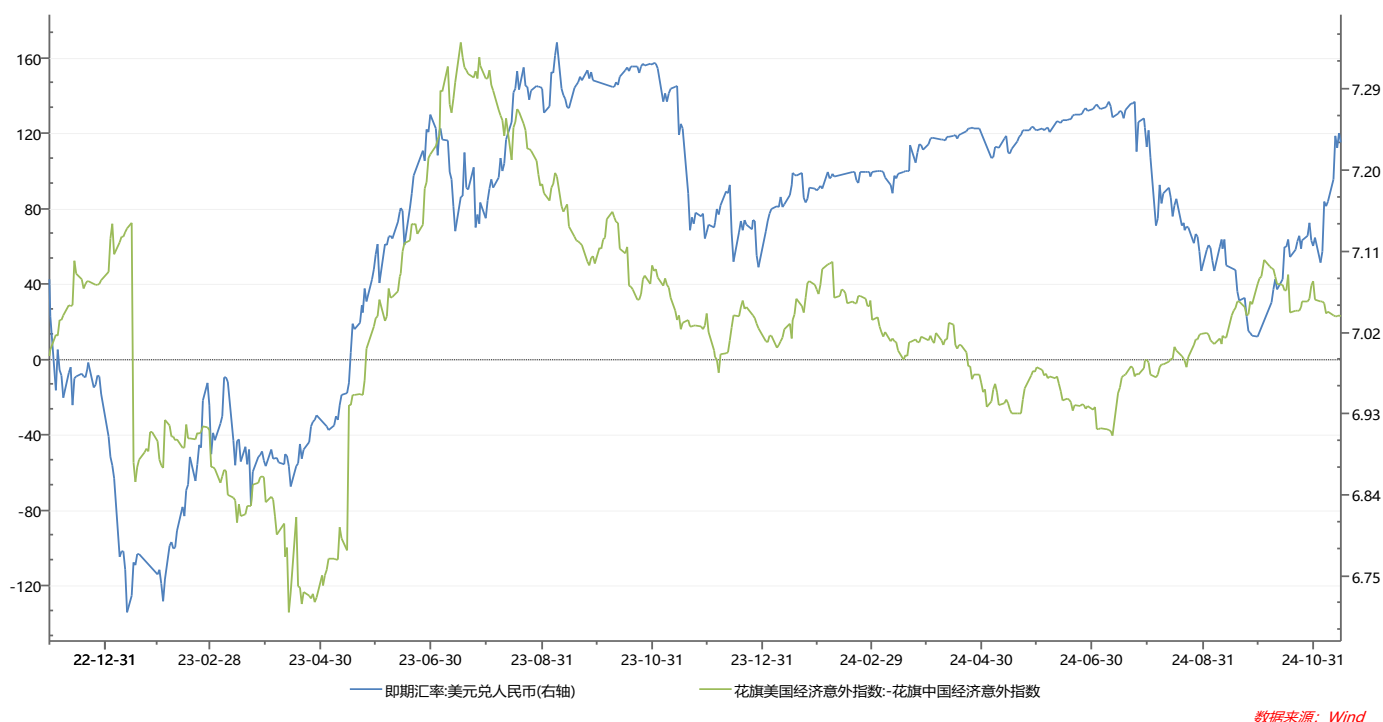


图 62 中美宏观经济预期差上半年较大, 下半年收敛

数据来源: Wind、方正中期期货研究院



图 63 中美利差引领汇率下跌反弹后再回落

数据来源: Wind、方正中期期货研究院

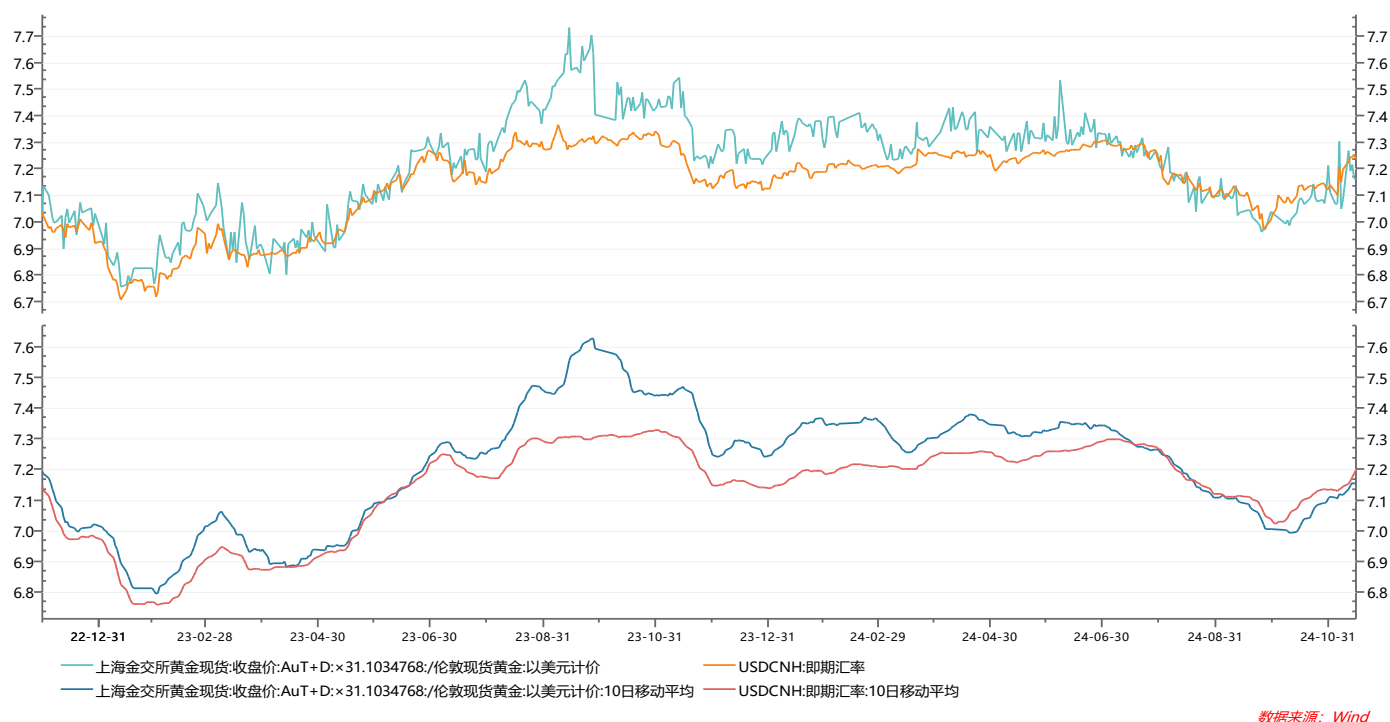


图 64 金价隐含汇率一度明显偏离外汇市场计价，暗示央行调控力度增加
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

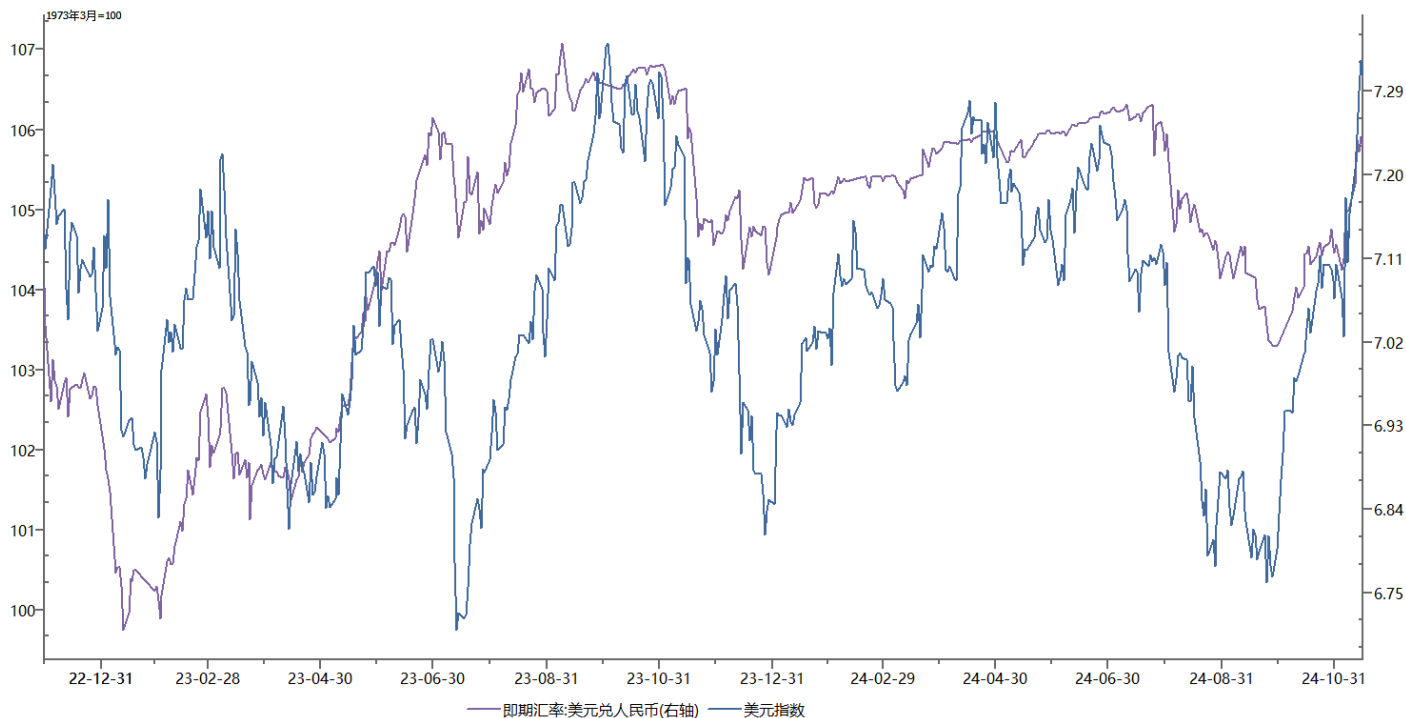


图 65 人民币汇率跟随美元波动但弹性更低，央行干预存在影响
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

第五部分 大宗商品或继续底部震荡且波动加大

2024 年以来国内大宗商品价格基本跟随经济基本面走势波动。从节奏上看，一季度主要商品价格多数呈现回落走势，二季度则有所反弹，三季度再度走弱直至 9 月末大幅反弹。从品种角度看，黑色、建材相关品种如螺纹、铁矿和玻璃、纯碱等跌幅较大，显然与房地产投资持续走弱有关。有色主要品种如铜、铝、锌、铅、镍、锡均小幅上涨，尤其是二季度上涨幅度较大，受到出口带动明显。化工品多数维持震荡走势，原油价格大幅波动影响成本端，但需求端稳中回落影响价格上限。农产品中猪肉价格总体震荡，生猪产能、库存去化过程反复是造成价格波动的主要因素。豆类受到中美贸易冲突影响，也有较大波动。此外，地缘政治风险以及美联储转向降息周期影响下，贵金属尤其黄金价格涨幅明显。金融期货中期债总体上涨，但斜率逐步放缓，期指相反，涨幅主要是三季度末政策转向后市场预期扭转带动。展望 2025 年，主要逻辑仍是全球经济处于更多不确定性中，且市场已经预期明年中美以及全球经济增速继续放缓。美联储虽然将继续降息，但降息步伐存在放缓可能。从历史上看，其进入降息的宽松周期后，商品市场也不会迅速扭转，需要等待全球宏观基本面修复。另外从外生风险角度看，特朗普当选美国总统后将奉行孤立主义政策，从更多地区收缩期势力范围，集中力量针对个别国家，这可能造成更多地缘风险并对供给产生更大影响，加大主要商品波动幅度。虽然特朗普上次当选美国总统后大宗商品基本处于上行走势中，但背后有起政策包含大搞基建、中国进行供给侧改革量大影响，当前环境均不存在。我们预计大宗商品价格仍将维持阶段底部宽幅震荡走势，出现一轮明显牛市可能性不大。

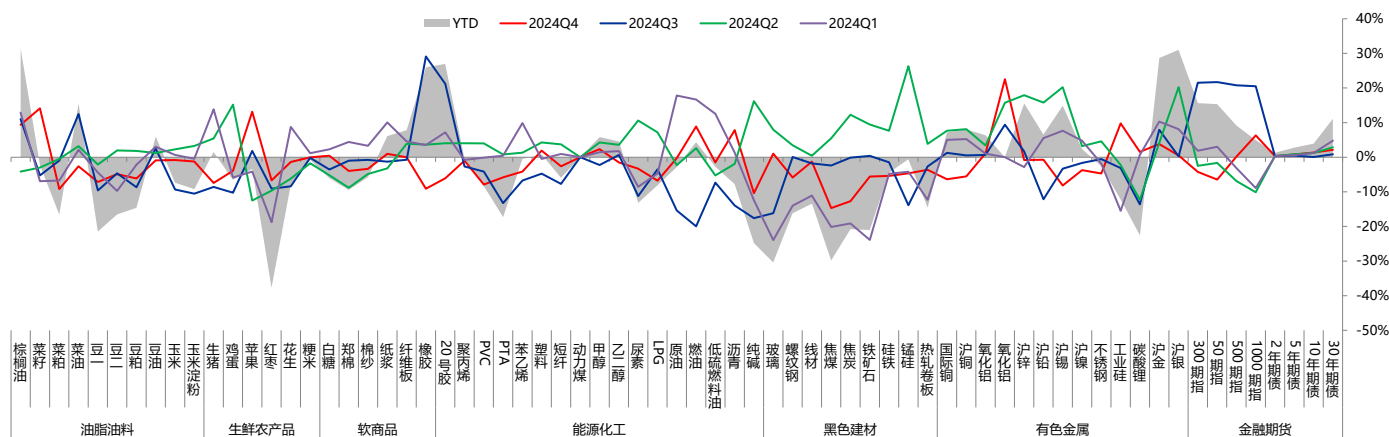


图 66 2024 年国内期货品种表现（截至 11 月 21 日）

数据来源：Wind、方正中期研究院

大类资产	民主党候选人当选							共和党候选人当选							2016年特朗普当选						
	-1月	-1周	+1周	+1月	+3月	+6月	+12月	-1月	-1周	+1周	+1月	+3月	+6月	+12月	-1月	-1周	+1周	+1月	+3月	+6月	+12月
上证指数	-7.68%	-1.35%	-0.80%	23.91%	44.50%	54.40%	38.22%	0.40%	0.08%	3.06%	3.52%	-0.03%	-1.39%	-7.69%	4.01%	0.68%	2.26%	2.54%	0.48%	0.07%	7.88%
沪深300指数	-4.56%	2.44%	1.61%	6.21%	18.71%	24.55%	35.83%	-1.85%	-0.57%	2.82%	2.90%	-1.81%	-4.16%	2.00%	3.10%	0.42%	1.88%	3.44%	0.31%	1.50%	19.04%
恒生指数	3.90%	5.99%	-0.57%	-2.03%	1.10%	7.36%	14.68%	-2.48%	2.22%	0.11%	-0.61%	1.79%	-0.59%	0.43%	-5.47%	-1.36%	-0.49%	-0.61%	2.15%	9.02%	26.33%
标普500	-0.77%	2.01%	-1.83%	0.86%	4.19%	9.55%	22.41%	-0.04%	1.55%	0.36%	1.45%	2.27%	1.40%	2.01%	-3.50%	-1.94%	3.80%	5.73%	10.18%	14.60%	24.11%
道琼斯工业指数	-1.22%	1.87%	-1.26%	1.51%	3.88%	9.83%	19.07%	0.48%	1.41%	1.61%	3.38%	4.87%	6.11%	6.75%	-2.08%	-1.50%	5.36%	7.42%	12.20%	17.12%	31.59%
纳斯达克指数	-0.27%	2.34%	-2.00%	1.45%	7.59%	9.76%	29.66%	0.41%	1.92%	-2.06%	-1.91%	-3.24%	-6.63%	-2.53%	-4.91%	-2.77%	3.78%	5.20%	12.29%	20.39%	34.05%
德国DAX	-0.62%	3.47%	-0.72%	0.65%	4.88%	12.48%	27.27%	0.87%	0.49%	0.69%	0.28%	4.02%	4.78%	7.01%	-2.93%	-4.09%	3.98%	4.15%	13.57%	23.28%	31.38%
法国CAC40	2.51%	4.75%	-0.25%	0.56%	3.85%	11.28%	22.29%	0.13%	0.10%	0.02%	-0.58%	1.73%	4.48%	5.04%	-2.29%	-3.76%	2.55%	4.50%	10.23%	22.73%	26.05%
日经225	-1.72%	3.79%	-1.47%	0.50%	2.84%	16.69%	14.37%	-3.35%	0.45%	1.14%	2.42%	2.41%	3.89%	10.33%	0.04%	-3.10%	2.78%	8.10%	11.91%	15.03%	33.33%
2Y 美国国债	8.26	-4.52	-2.20	-2.42	-7.92	-11.27	-8.12	-5.43	-1.50	10.23	5.73	-3.40	-8.13	-25.83	-6.40	-6.70	12.90	33.40	41.10	52.00	83.50
10Y 美国国债	11.34	-4.04	-1.58	-19.14	-7.28	-4.38	0.50	-0.13	6.10	10.93	10.03	0.43	-0.97	-15.37	3.90	-7.10	36.00	62.30	68.90	57.40	56.50
CBOE波动率	4.65%	-9.85%	-3.05%	-9.17%	-15.65%	-23.64%	-8.39%	27.92%	4.51%	-6.73%	-15.62%	-24.45%	-17.48%	-11.79%	75.31%	39.04%	-37.05%	-46.07%	-51.27%	-53.53%	-59.40%
伦敦金现	-3.84%	0.05%	-1.11%	-1.19%	0.65%	-0.98%	2.42%	2.02%	1.20%	-1.67%	-1.02%	-3.11%	-2.13%	2.65%	3.98%	2.22%	-5.87%	-10.26%	-6.47%	-5.89%	-2.63%
伦敦银现	-0.92%	2.82%	-2.50%	-1.71%	5.14%	3.37%	10.37%	2.61%	2.04%	-1.81%	-0.86%	-4.99%	-8.68%	-6.82%	6.47%	3.73%	-5.80%	-9.18%	-4.95%	-11.52%	-8.66%
ICE布油连续	-9.10%	-1.54%	-0.91%	-1.64%	4.16%	6.65%	19.98%	-4.69%	-4.54%	-2.48%	-2.10%	4.80%	2.40%	8.94%	-13.29%	-8.06%	-2.37%	18.84%	25.33%	6.03%	36.16%
NYMEX WTI原油连续	-9.50%	-0.75%	-1.37%	-2.11%	4.97%	10.42%	23.12%	-3.79%	-4.52%	-0.97%	-2.84%	3.68%	-3.06%	3.18%	-12.72%	-9.31%	-2.29%	15.45%	22.05%	3.08%	26.22%
LME铜	-5.69%	-2.23%	-1.56%	0.59%	3.38%	11.59%	13.82%	-1.48%	1.53%	4.28%	7.79%	5.29%	3.67%	15.67%	4.87%	3.02%	11.36%	18.74%	15.49%	10.99%	37.84%
LME铝	-2.93%	1.22%	-1.16%	-3.44%	-5.86%	0.13%	7.42%	0.06%	0.18%	0.73%	-0.04%	3.83%	4.37%	19.25%	2.33%	0.03%	1.95%	0.58%	7.23%	11.71%	27.36%
LME锌	-7.55%	-0.69%	-0.76%	1.76%	5.69%	14.46%	38.94%	0.08%	2.70%	1.44%	10.34%	15.84%	9.42%	36.97%	5.09%	1.92%	1.43%	13.32%	13.93%	5.28%	31.62%
LME铅	-3.47%	1.41%	-3.69%	-7.16%	1.01%	2.67%	28.39%	-0.19%	4.16%	2.07%	7.12%	4.87%	2.06%	11.41%	1.72%	1.43%	1.45%	11.56%	10.70%	4.65%	17.66%
LME镍	-6.33%	-2.10%	-2.84%	-3.53%	8.42%	1.75%	20.09%	-4.39%	2.15%	5.01%	1.44%	0.59%	-2.17%	1.64%	1.85%	0.67%	7.22%	11.24%	-1.63%	-13.78%	21.63%
LME锡	-5.42%	1.43%	-3.50%	-3.82%	7.64%	15.21%	38.91%	2.89%	2.23%	1.37%	-1.58%	-10.07%	-9.22%	-19.08%	5.50%	3.06%	1.37%	0.40%	-7.27%	-6.11%	-7.86%
CBOT大豆	-0.71%	-0.55%	0.34%	-0.43%	8.25%	18.69%	5.20%	-0.25%	-1.19%	0.39%	4.30%	-0.10%	4.40%	2.60%	3.39%	-2.08%	-0.30%	5.45%	3.58%	-1.74%	-0.50%
CBOT玉米	-3.33%	-2.18%	3.01%	1.17%	9.41%	19.08%	5.08%	1.07%	0.90%	-0.76%	1.54%	3.43%	2.45%	-2.21%	2.06%	-2.11%	-2.01%	3.02%	4.86%	5.54%	0.36%
CBOT豆粕	4.91%	-2.14%	-2.55%	-5.04%	5.76%	8.63%	-6.89%	-0.56%	-1.11%	-0.77%	5.92%	2.28%	8.28%	5.37%	1.95%	-2.83%	-0.13%	3.40%	7.28%	3.14%	1.59%
CBOT豆油	-2.17%	0.45%	1.10%	1.12%	7.82%	22.50%	18.99%	-0.64%	-1.49%	0.55%	2.69%	-3.15%	1.38%	6.32%	4.23%	-1.89%	-0.81%	8.35%	-2.22%	-6.65%	-0.95%
ICE2号棉花	-3.51%	-0.32%	-1.22%	2.25%	11.86%	16.92%	25.92%	-3.28%	-2.01%	2.28%	2.43%	1.73%	3.99%	-11.04%	1.38%	-3.40%	1.02%	3.80%	12.00%	15.20%	0.28%
ICE11号糖	-0.51%	0.24%	-0.98%	-3.36%	1.13%	14.17%	31.23%	-5.48%	-0.94%	-1.26%	-2.59%	1.89%	-11.78%	-8.65%	-6.13%	-1.85%	0.14%	-13.02%	-5.70%	-29.30%	-33.85%
中证商品期货指数	0.32%	0.11%	0.73%	4.67%	9.47%	11.13%	11.86%	10.36%	1.00%	12.17%	13.55%	12.18%	2.97%	12.65%	10.36%	1.00%	12.17%	13.55%	12.18%	2.97%	12.65%
美元兑离岸人民币	-1.48%	-0.81%	-0.08%	-0.92%	-1.37%	-1.63%	-2.84%	0.95%	-0.22%	0.72%	1.31%	0.43%	1.75%	-2.02%	0.95%	-0.22%	0.72%	1.31%	0.43%	1.75%	-2.02%
美元指数	2.22%	0.27%	0.79%	0.51%	1.83%	2.04%	1.42%	-1.58%	-1.60%	0.96%	-0.15%	-0.36%	0.73%	2.24%	0.23%	-1.42%	2.14%	3.33%	2.91%	1.91%	-2.04%
欧元兑美元	-2.72%	-0.73%	-0.54%	0.40%	-0.30%	-0.42%	0.23%	1.71%	1.88%	-0.93%	0.78%	1.67%	0.67%	-0.25%	-0.01%	1.46%	-2.59%	-3.42%	-3.23%	-1.44%	4.15%
美元兑日元	0.43%	0.11%	-0.94%	-0.62%	3.05%	5.93%	3.95%	-2.55%	-1.06%	1.38%	3.63%	5.46%	7.12%	12.13%	-0.86%	-1.50%	3.42%	10.43%	9.22%	9.10%	10.64%

表 4 特朗普上次当选美国总统后大类资产价格变动

数据来源：Wind、方正中期研究院

国内商品大类	民主党候选人当选							共和党候选人当选							2016年特朗普当选						
	-1月	-1周	+1周	+1月	+3月	+6月	+12月	-1月	-1周	+1周	+1月	+3月	+6月	+12月	-1月	-1周	+1周	+1月	+3月	+6月	+12月
Wind油脂油料指数	-3.05%	1.77%	-1.93%	-4.74%	1.59%	5.70%	9.34%	-0.35%	-1.31%	2.34%	5.35%	3.21%	1.14%	-5.51%	3.39%	-3.27%	5.58%	9.53%	5.14%	-4.44%	-3.49%
Wind能源指数	-12.45%	1.24%	-1.29%	-0.82%	13.27%	26.99%	31.51%	13.15%	3.34%	-1.75%	-7.11%	-14.26%	-3.69%	15.62%	22.52%	5.15%	-2.50%	-8.67%	-20.55%	-20.21%	-6.08%
Wind有色指数	-10.71%	-0.86%	-1.30%	-0.62%	3.40%	16.19%	20.94%	-1.31%	2.18%	6.37%	6.21%	5.35%	8.58%	22.18%	3.67%	1.31%	15.65%	15.50%	9.47%	4.37%	24.55%
Wind软商品指数	2.69%	-0.75%	-1.39%	-0.77%	2.35%	7.24%	21.46%	-3.36%	-0.22%	1.68%	1.54%	4.07%	6.61%	-0.03%	0.37%	-0.32%	4.50%	3.72%	4.00%	-0.09%	-5.53%
Wind谷物指数	0.60%	-0.91%	-0.16%	-0.76%	2.58%	0.23%	-0.71%	-0.16%	-0.46%	2.08%	1.46%	0.11%	-0.72%	-6.81%	8.27%	-0.62%	8.51%	8.02%	7.60%	12.04%	14.31%
Wind化工指数	-4.69%	0.37%	-0.95%	-5.82%	4.94%	4.67%	2.17%	2.63%	-0.98%	2.46%	5.48%	4.68%	-7.90%	-0.10%	6.62%	-2.07%	12.79%	17.90%	26.46%	-0.54%	6.87%
Wind非金属建材指数	-2.27%	0.28%	3.12%	6.60%	4.88%	18.91%	-0.29%	20.30%	3.97%	9.02%	-2.91%	-1.69%	-13.28%	-9.41%	20.30%	3.97%	9.02%	-2.91%	-1.69%	-13.28%	-9.41%
Wind煤焦钢矿指数	2.55%	1.78%	1.80%	5.52%	13.99%	12.09%	-1.37%	24.96%	4.99%	14.57%	14.81%	9.97%	-6.43%	8.20%	24.96%	4.99%	14.57%	14.81%	9.97%	-6.43%	8.20%
Wind农副产品指数	-0.94%	-2.43%	-0.68%	5.10%	3.83%	4.03%	1.73%	6.64%	-2.30%	-8.31%	-5.91%	0.85%	-3.25%	-14.51%	6.64%	-2.30%	-8.31%	-5.91%	0.85%	-3.25%	-14.51%

表 5 特朗普上次当选美国总统后主要商品大类价格波动情况

数据来源：Wind、方正中期研究院

第六部分 全文总结与 2025 年展望

2024 年经济总体呈现先降后升的触底反弹走势。前三季度 GDP 增速持续缓慢下降，四季度在大量稳经济政策集中影响下增速明显回升。供大于需持续困扰决策层和金融市场，海外需求明显修复情况下，消费持续放缓、投资总体稳定但结构性差异较大是需求端主要问题。从周期角度看，今年多数时间仍在加库

存周期中，但已经出现一定不利信号。此外，国内通缩总体有所修复，但再通胀步伐并不快。财政和货币政策宽松幅度则明显加快。

我们预计，2025 年周期性风险放大，其背后是全球制造业库存周期波动，以及美国新一届政府对华加征关税风险，外需回落压力明显。内需仍要关注地产情况，如销售改善的持续则 2025 年投资将受到正向带动，至少出现边际改善。基建投资和制造业投资或维持较快增长，前者也是政府直接刺激经济的主要抓手。消费则需要等待就业、收入出现明显改善后才能出现持续性的回升。CPI 和 PPI 均将延续中枢上移态势，且上半年是增量政策集中投放时期，再通胀节奏或略有加速。而国内供需矛盾改善前景不明，外需风险持续放大，再通胀速度能否持续加速仍有不确定性。虽然外部风险不断累积，但在刺激政策不会退坡、内需持续对冲外需情景下，2025 年经济即使回落空间也有限。尤其是名义增长速度有望伴随价格跌幅收窄而好转。以现有情况看，2025 年 GDP 增速或略低于 5.0%，且存在未来政策加码对冲，经济超预期的可能性，可保持乐观看待。

商品市场主要逻辑仍是全球经济的不确定性，美联储宽松周期不会令商品市场迅速扭转，需要等待全球宏观基本面修复。地缘风险产生更大影响，加大主要商品波动幅度。大宗商品价格仍将维持阶段底部宽幅震荡走势，出现一轮明显牛市可能性不大。

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881312
期货研究院	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881111
交易咨询部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881108
业务发展部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578910
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-82868098
北京朝阳分公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881205
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-82868050
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396860
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012600
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-85530971
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65105067
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588186
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811208
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号	027-87267728
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84313486
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84312376
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-84319733
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香岭路1号4号楼1706户	0532-85706107
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2909室	022-58308206
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210527
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-2053696
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889626
西安营业部	西安市高新区唐延南路东側逸翠园二期(i都会)6幢10101	029-81870836
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1502D室	021-68401347
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1106室	021-50581277
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861627
宁波营业部	浙江省宁波市鄞州区扬帆路71号扬帆广场2栋西单元5-1	0574-87096853
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁国街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065918
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990210
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881001
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831589
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号(优托邦第3号写字楼第7层C-704号)	0731-28102771
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2812007
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7319919
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市静安区延平路69号延平大厦三层305室 北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	021-20778818 010-85881188

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。