

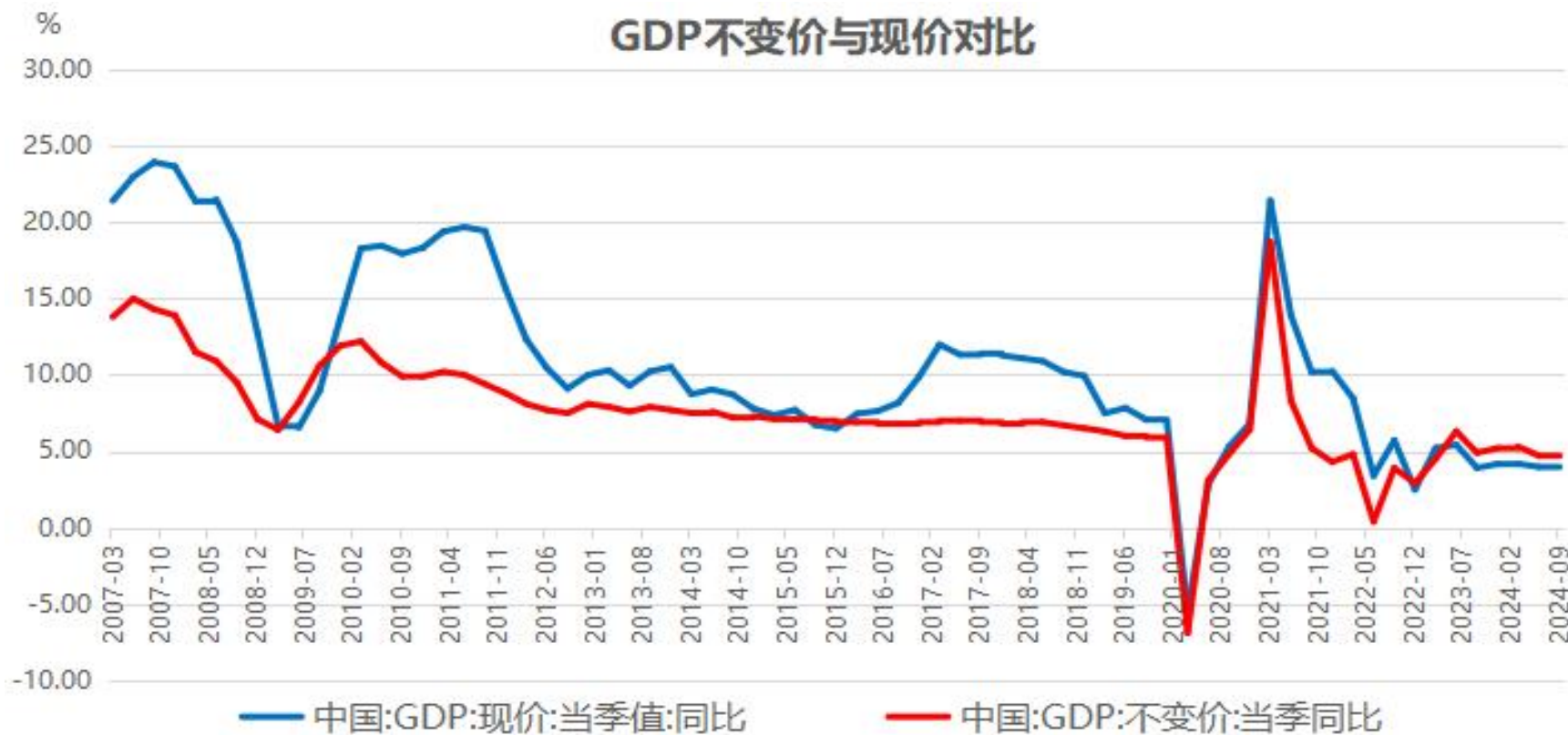
潮平两岸阔，风正一帆悬

——2025年宏观经济展望

国元期货 研究咨询部 霍柔安



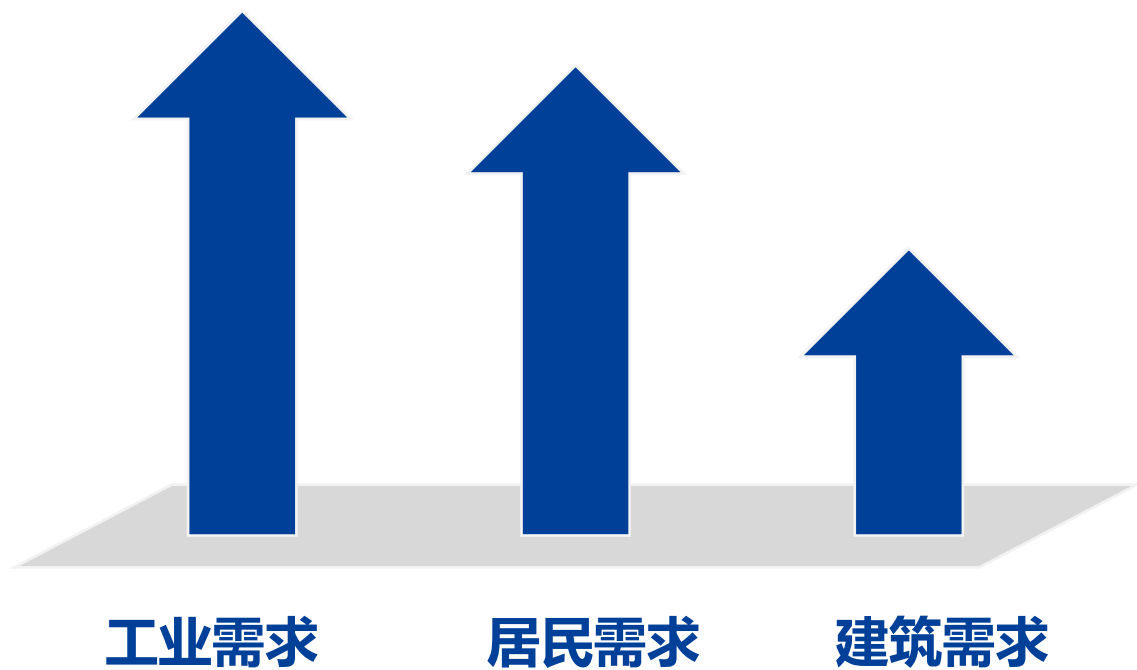
图表1：2023年开始，连续6个季度GDP现价同比低于不变价



数据来源：Wind，国元期货

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，伴随着政策态度的转变，在资本市场、房地产市场等方面市场预期连续改善。

2025年依旧以政策转型为主线，专注高质量发展，以拉动内需为首要任务，工业需求 > 居民需求 > 建筑需求。“两重”“两新”政策再过去一年已经取得了良好成果，接下来关注的重点大概率回事居民需求和建筑需求，也就是消费和地产



房价



预期

股价



财富

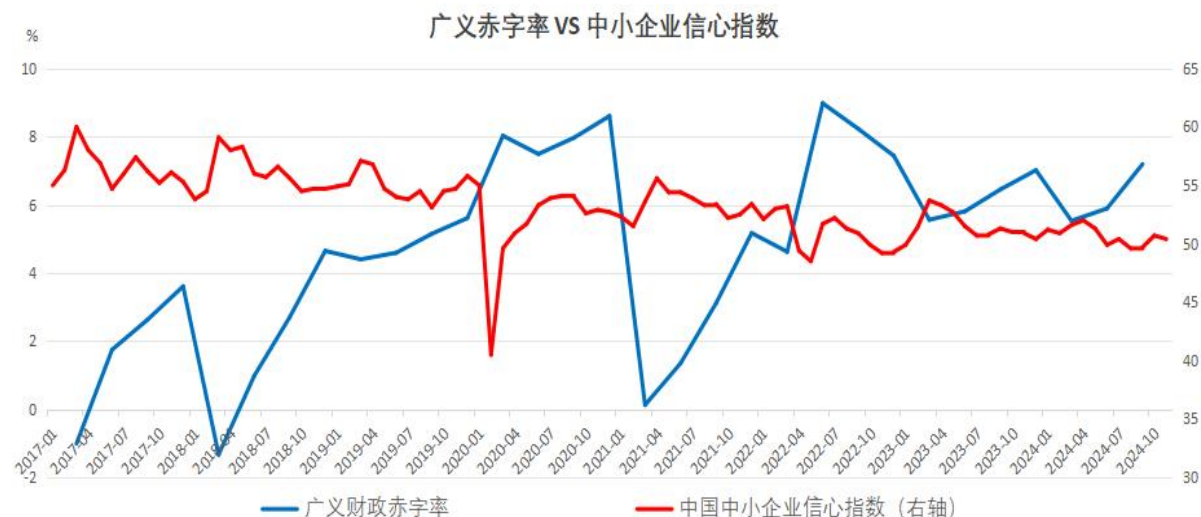
PPI



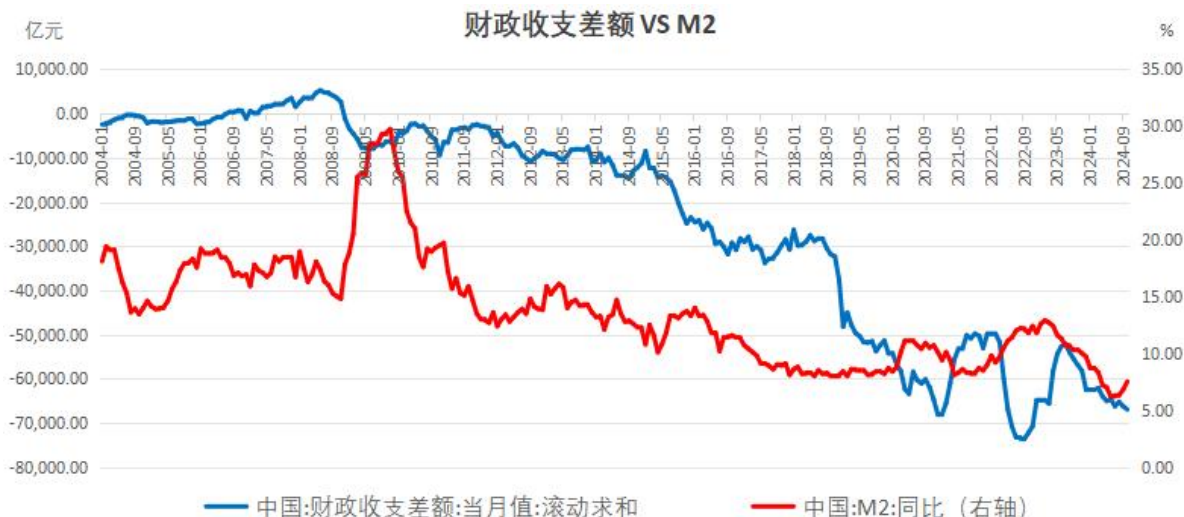
经济

2025年政策态度大概率转向，当前广义财政相对克制没有强刺激，但明年财政货币政策“双宽”，财政赤字率的扩张是政策态度转向的一个必要条件，所以我们建议关注明年的赤字率。2025年财政政策重点将是着重于帮助地方政府和企业减负，化债思路逐渐从侧重于防风险，转向防风险和促发展并重。

图表2：中小企业信心指数下行时，广义赤字率通常有较强刺激意愿



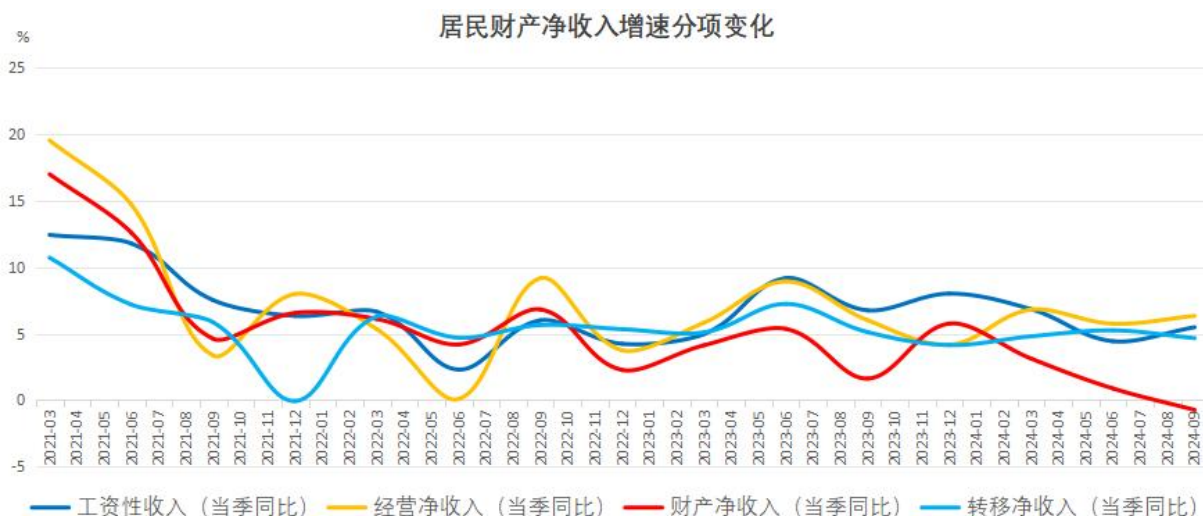
图表3：双宽政策组合是政策转向的必要不充分条件



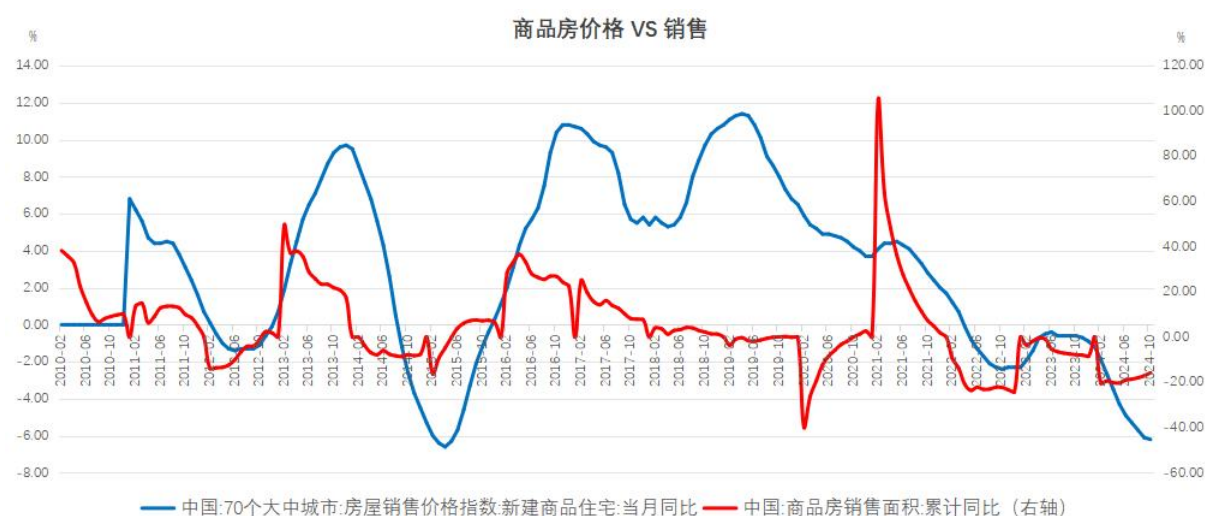
数据来源：Wind，国元期货

2025年稳地产的思路还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”，具体的落脚点在于“优化存量”。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，但对大宗商品的边际需求回升有限，物价如果想要企稳还是要看到房价的企稳。

图表4：居民财产净收入2024年开始加速回落



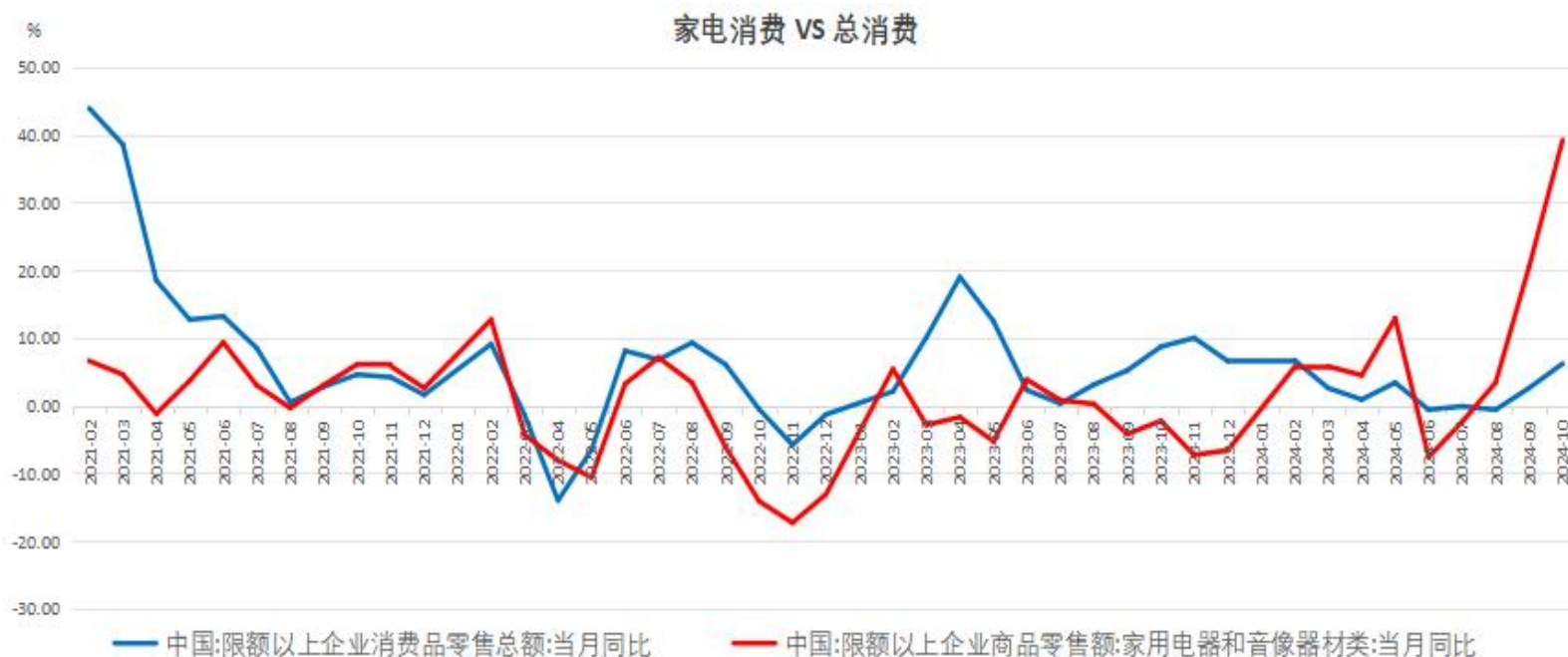
图表5：房地产价格的复苏往往滞后于销售端的复苏



数据来源：Wind，国元期货

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，2025年仍将继续，还有更多的消费支持政策可以期待。

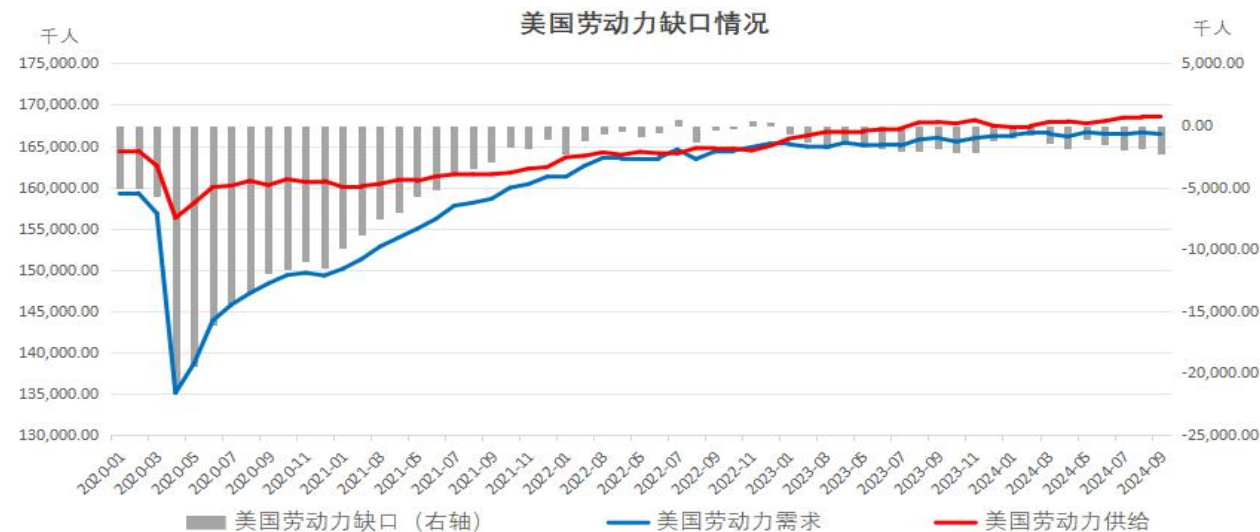
图表6：家电率先带动消费回升



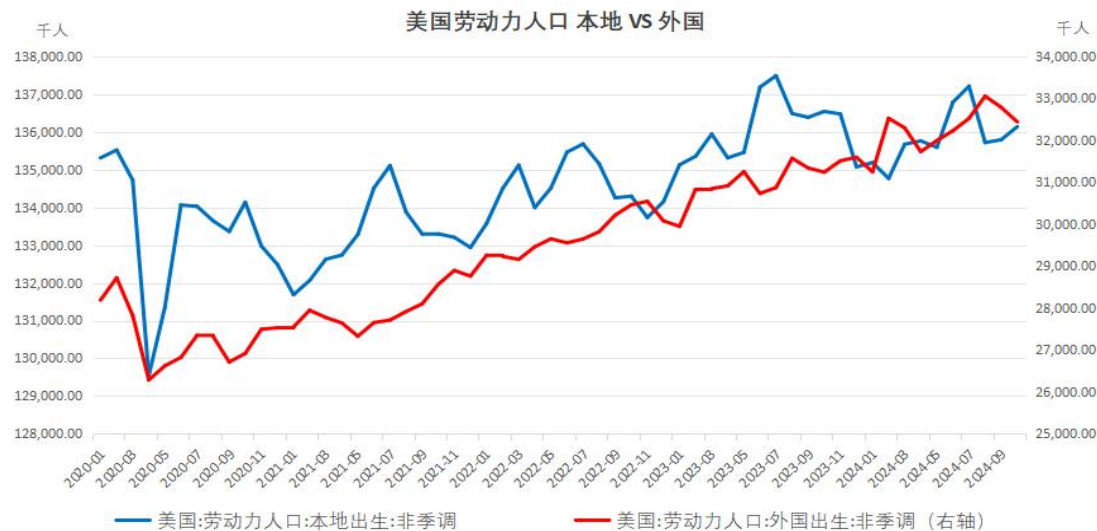
数据来源：Wind，国元期货

根据特朗普的政策主张，能源价格虽然下行但是对外籍劳工的限制可能会影响美国劳动力市场供求关系，进而推升核心通胀，进而影响降息幅度，给人民币汇率带来压力。但是也无需太担忧，美国职位空缺更取决于制造业周期变化，当前制造业周期仍然偏弱，通胀压力很难大幅抬升。

图表7：外籍劳动的限制可能影响劳动力市场供求关系



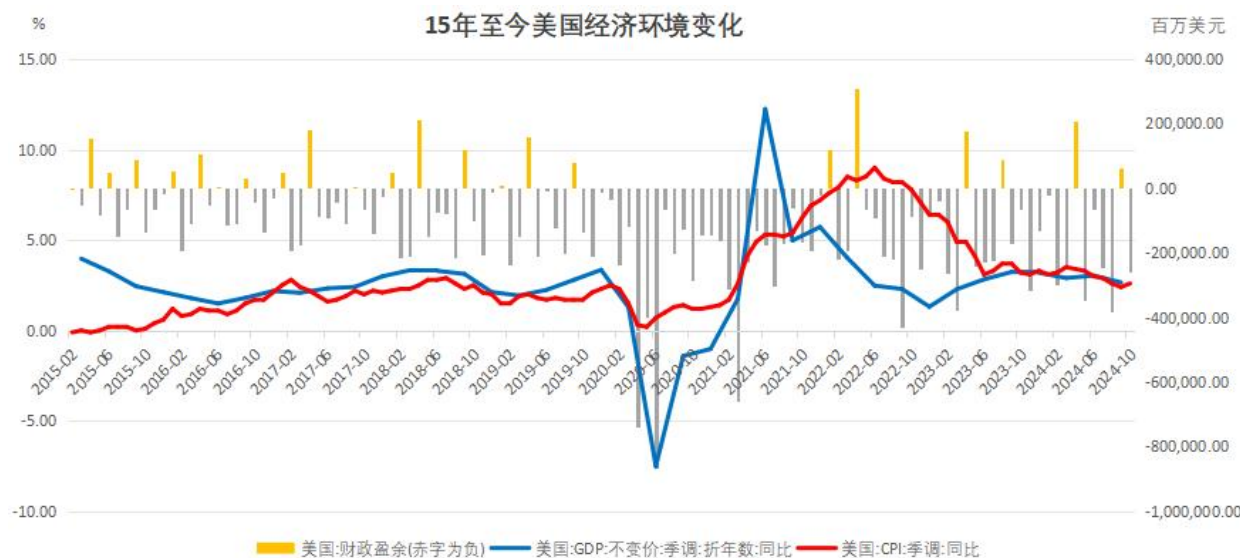
图表8：美国外国出生劳动力人口仍处高位



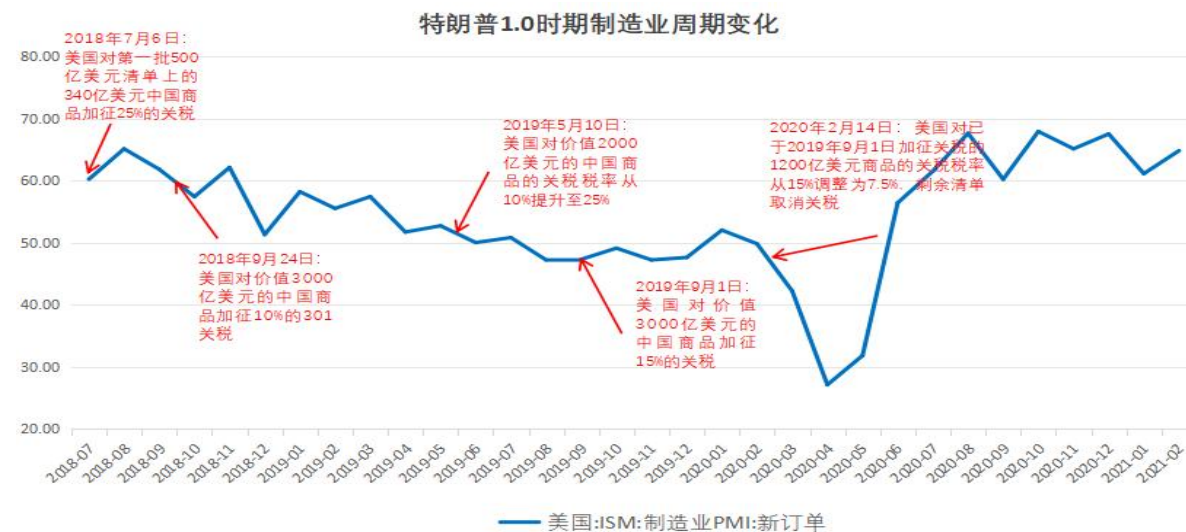
数据来源：Wind，国元期货

主要分析关税政策征税的范围、时间、节奏以及影响，目前来看，大概率分阶段对中国加征关税，当前美国的经济形势跟上一任期不同，所以制造业周期恢复前，关税政策很难全面落地。且考虑到中国必然会采取相应的货币政策、甚至反制措施来应对关税政策，叠加关税实施前会有抢出口情况出现，大概率影响会弱于上一任期。

图表9：当前美国赤字远高于16年



图表10：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

近年来的各大地缘冲突均出现了预期外的发酵，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。原油方面2025整体维持中性预期，供需层面看OPEC+为代表的能源价格对油价上涨诉求较强，下方存在支撑，但特朗普的主张对油价有一定负面压制。黄金层面，作为避险工具需求仍将持续，但若地缘出现平息迹象，预计金价会小幅回落，但避险情绪支撑下空间有限。

图表11. 特朗普1.0时期原油产量上行



图表12. 特朗普1.0时期黄金走势

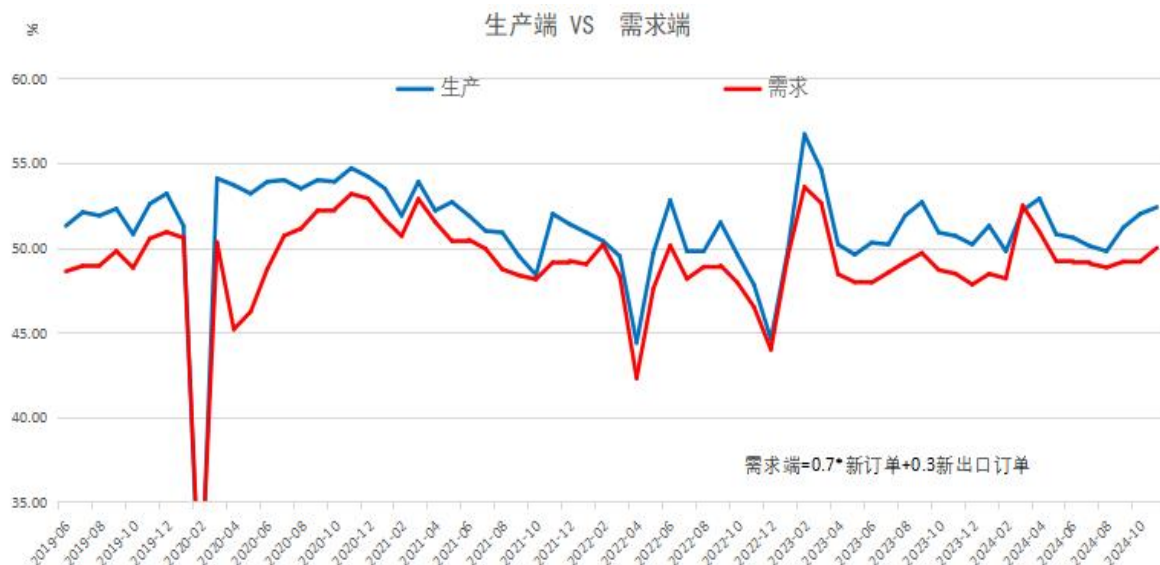


数据来源：Wind，国元期货

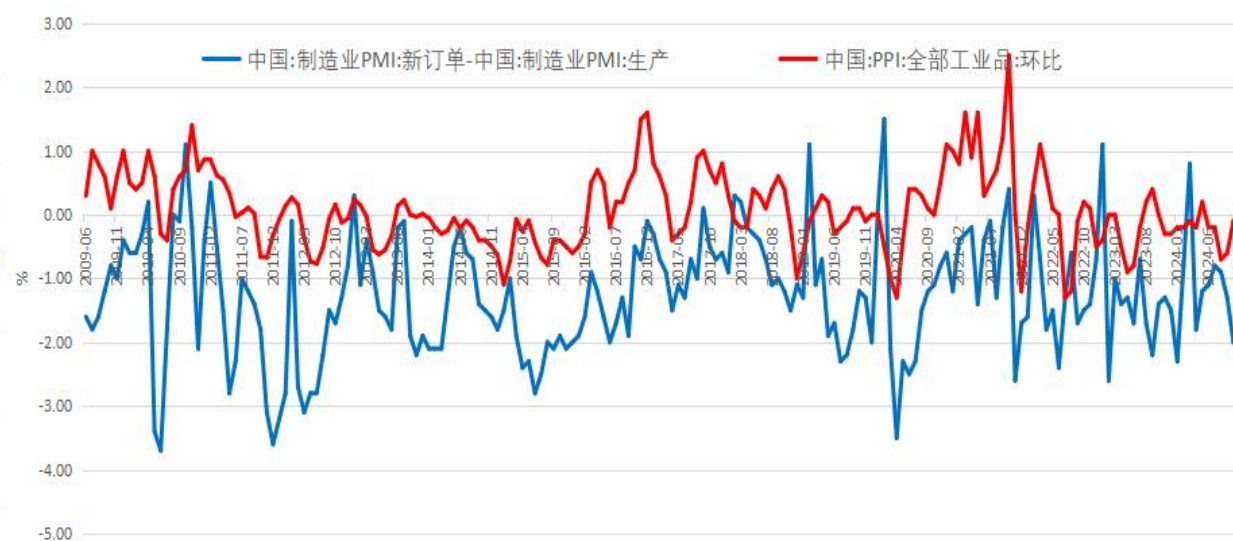


当前全球耐用品尚未出现趋势性回升的迹象，消费改善乏力，若供给端无明显干扰，则整体难以走出趋势性行情，以结构性行情为主。有色、能化等产业链主要受到制造业周期的影响，虽然当前供需偏松导致价格承压，但是后续制造业若能率先修复产能出清，价格会优先复苏。黑色金属受建筑周期影响，也就受房地产景气度影响，需要关注后续地产政策落地后对景气度的拉动，但目前来看价格依旧承压。

图表13. 当前国内制造业生产端依然强于需求端行



图表14. 价格水平受供需关系影响承压



数据来源：Wind，国元期货

特朗普强调能源独立，偏向化石能源，预计会降低双碳和清洁能源的重视程度，叠加关税政策，新能源需求可能下降，碳酸锂、工业硅价格可能承压。油脂层面，虽然短期贸易政策导致的原料供应担忧可能会给油脂市场带来一定利多驱动，但后续由于化石能源偏好以及反制措施的可能，豆油工业需求可能会受到冲击，美豆价格下降可能会拖累国内豆油价格。

图表15. 特朗普1.0时期豆油走势



数据来源：Wind，国元期货



国元期货
GUOYUAN FUTURES



谢谢观赏

团结、务实、专业、创新、担当

Solidarity, Factualism, Professionalism, Innovation, Responsibility

全国统一客户热线：400-8888-218
www.guoyuanqh.com

