



三立期货  
SANLI FUTURES



# 2025年宏观及大类资产年报

外部挑战未明  
内部增长有望



三立期货  
SANLI FUTURES

让每一个客户成为专业的交易者

CONTENTS

# 目 录

01

行情回顾

02

宏观经济回顾

03

2025年展望

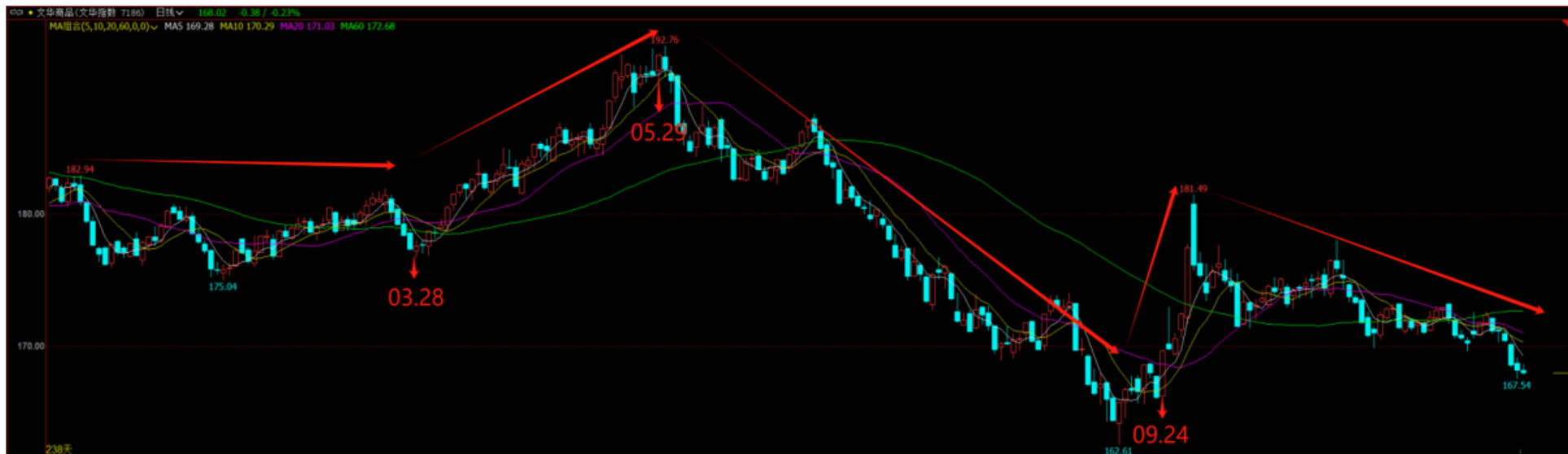


# 01

2024年行情回顾——  
商品市场整体偏弱  
贵金属大涨，A股两度反弹



## 国内商品期货经历震荡、上涨、下跌后宽幅震荡的四个阶段



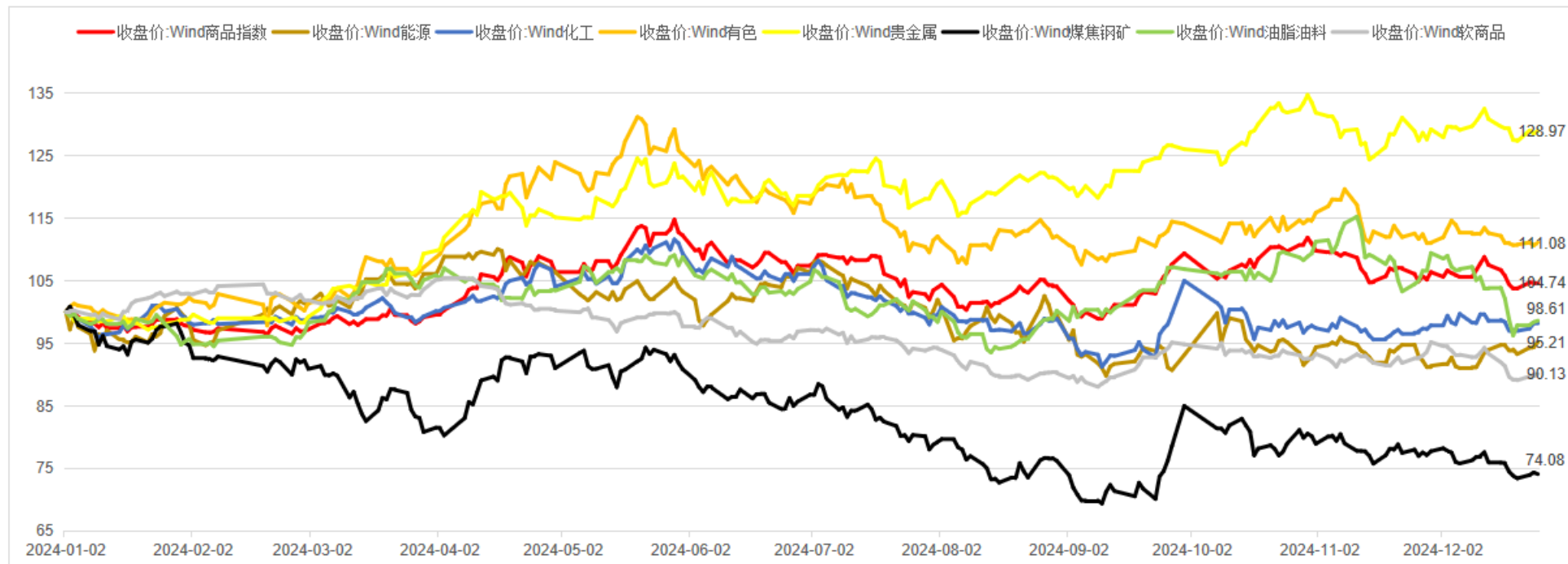
数据来源：文华财经，三立期货

2024年，国内商品期货主要有四个阶段：

- 第一阶段，1月至3月底的震荡行情，一季度，经济迅速回暖，但时值冬日与春节，产销均为淡季，商品价格行情清淡。
- 第二阶段，3月底至5月底的上涨行情，3月底政治局会议利好，叠加全球制造业回暖，以有色金属引领商品价格上涨。
- 第三阶段，5月底至9月中旬的下跌行情，二季度经济数据出台，普遍不及预期，GDP仅上涨4.7%，三季度经济数据持续下滑，且全球衰退预期重燃、美联储降息预期一再推迟，商品价格进入长期下跌。
- 第四阶段，9月中旬至年底的反弹回落行情，9月美联储正式进入降息周期，且国内924新政后政策预期大涨，但缺乏经济基本面的配合，四季度经济数据依然偏弱，全球制造业低迷，需求抑制下商品价格回落。



## 国内商品期货经历震荡、上涨、下跌后宽幅震荡的四个阶段



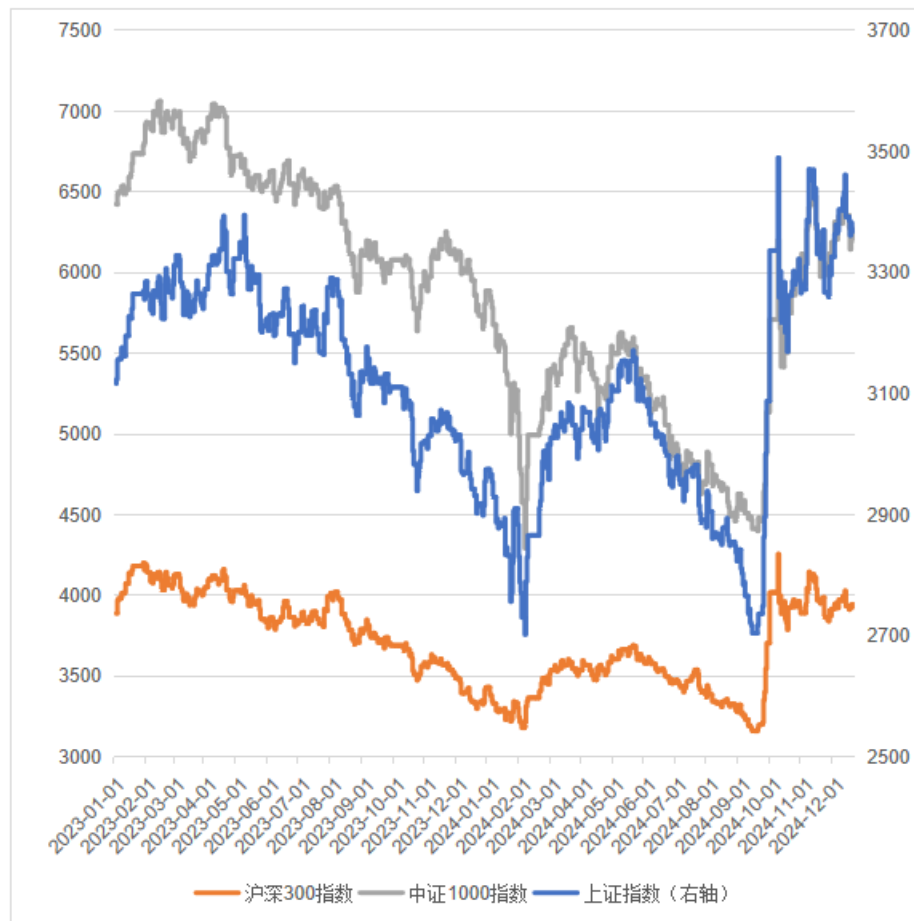
数据来源: wind, 三立期货

贵金属表现最强，录得30%涨幅；黑色金属表现最弱，全年下跌超过20%；有色金属一度表现强劲，但之后经历过山车；能源化工则表现平淡，大宗商品价格分化的背后则是国内外宏观经济和产业格局的变化。



## 政策催化，国内股市年内两次反弹

- 2024年初，在证监会加强监管、限制减持、收紧IPO、暂停转融通等一系列稳资本市场措施之下，股市自2月初出现超跌反弹。
- 然而经济复苏出现波折，经济基本面难以配合政策利好，且企业年中财报预期较差，股市反弹幅度有限，且自5月起股市又陷入长期下跌趋势，几乎回到2月反弹前的最低点。
- 直到9月24日多部门同时推出促经济、稳楼市股市政策，国家宽松政策上升到了一个新台阶，市场信心回暖，股市大幅反弹。之后经济复苏预期较高，但现实数据有一定落差，股市陷入高位震荡。



数据来源：同花顺，三立期货





## 美国经济政策驱动接力，美股持续上涨

- 2024年美国股市延续涨势，继续突破新高。
- 上半年，美国降息预期虽然一直推迟，但美国强劲的经济与劳动力市场依然是支撑美股上涨的最重要因素。
- 年中，美国劳动力市场的意外衰退叠加日本央行加息带来的日元升值，引发了全市场的衰退预期，但后续美国经济依然保持韧性，美联储适时释放降息信号，叠加特朗普遇刺后当选预期大幅提高，“特朗普交易”开启，接力带动美股上涨。
- 第三第四季度，美联储连续降息，美国劳动力市场趋于稳定，通胀稳步下降，经济有望实现“软着陆”，且特朗普当选下任总统，唯一的不利因素在于明年美联储降息预期的转弱。美股呈现震荡上行走势。

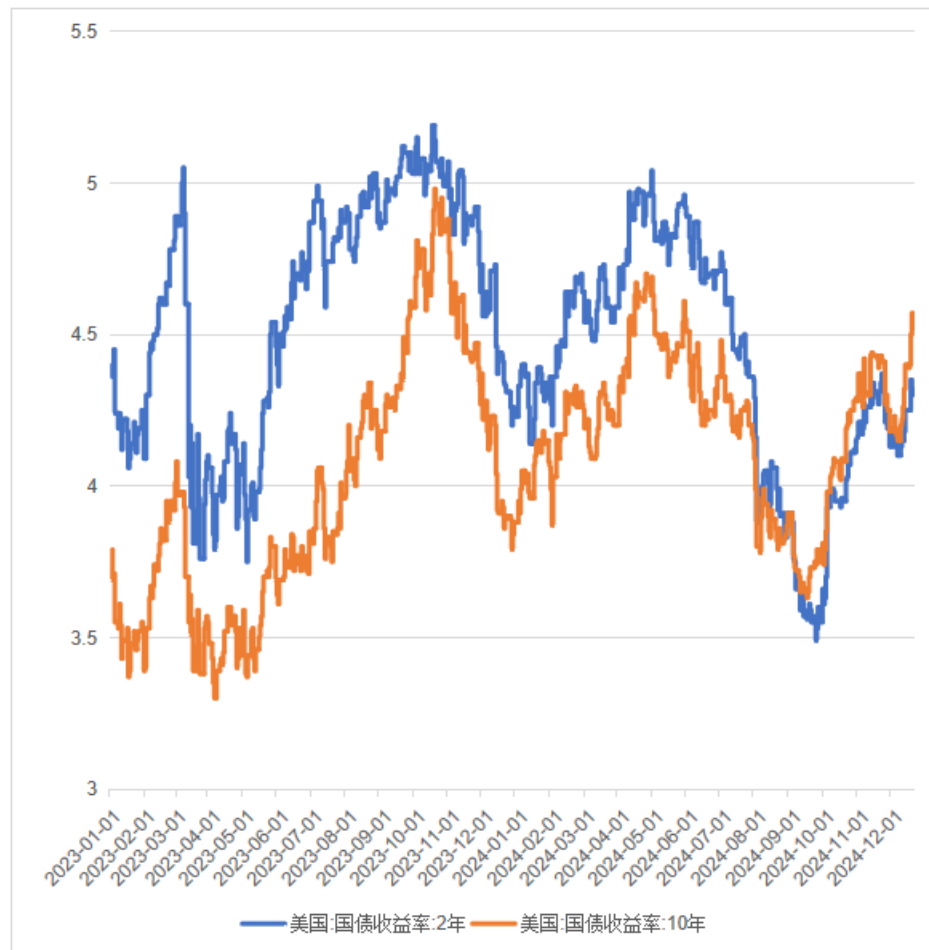


数据来源：同花顺，三立期货



## 美国国债呈“N”字型走势，利率倒挂结束

- 2024年美债收益率大体呈“N”字型，经历了上涨、下跌、再上涨的三个阶段。同时，长达两年多的美国长短国债收益率倒挂结束。
- 上半年，随着美国降息预期一再推迟，国债收益率也随之上升。
- 自6月开始，全球衰退预期重燃，叠加美联储降息预期随着时间推演慢慢强烈，全球避险情绪升温，美国国债收益率回落。
- 9月起，美国正式进入降息周期，但随着美国经济“软着陆”预期上升，美联储收紧降息预期，叠加“特朗普”交易持续，市场避险情绪减弱，风险偏好抬升，美国国债收益率走高，且自2022年9月以来的美国长短期国债收益率倒挂正式结束。



数据来源：同花顺，三立期货





## 历次美国国债收益率倒挂与美股表现

第一次：1979.08-1982.07

1979-1982世界经济危机，第二次“石油危机”

第二次：1988.12-1990.03

1990-1992世界性经济危机，雅尔塔体系终结

第三次：2000.02-2000.12

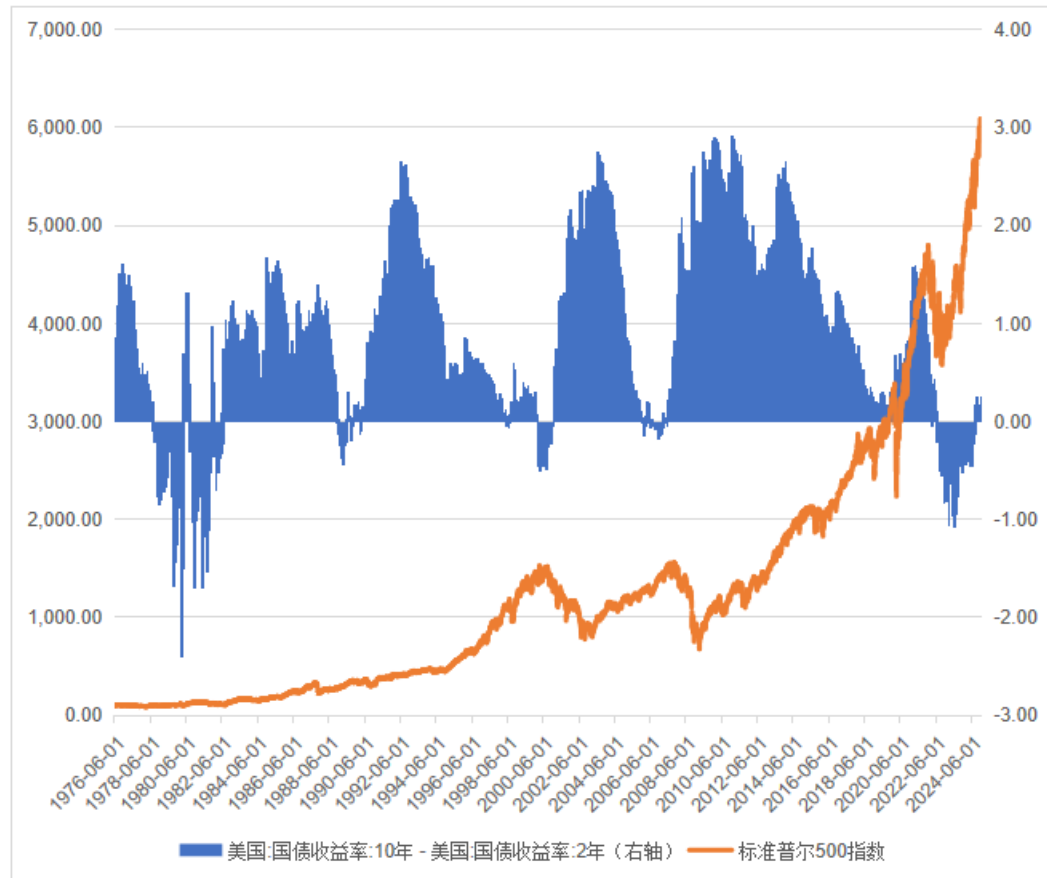
2000年互联网经济泡沫破裂

第四次：2006.06-2007.06

2008年次贷危机

第五次：2022.09-2024.09

疫情后-未知



数据来源：同花顺，三立期货



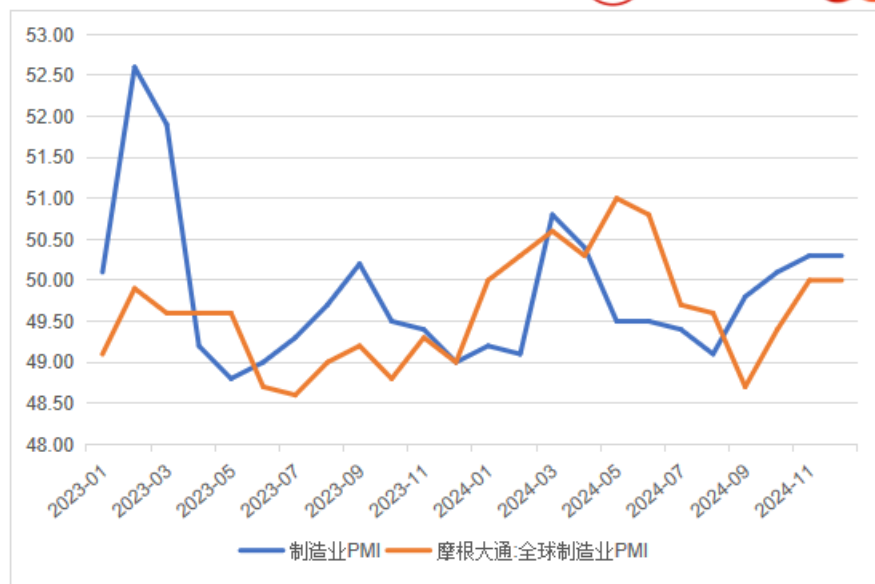
# 02

2024年宏观回顾——  
全球金融周期趋于同步  
国内复苏节奏出现反复

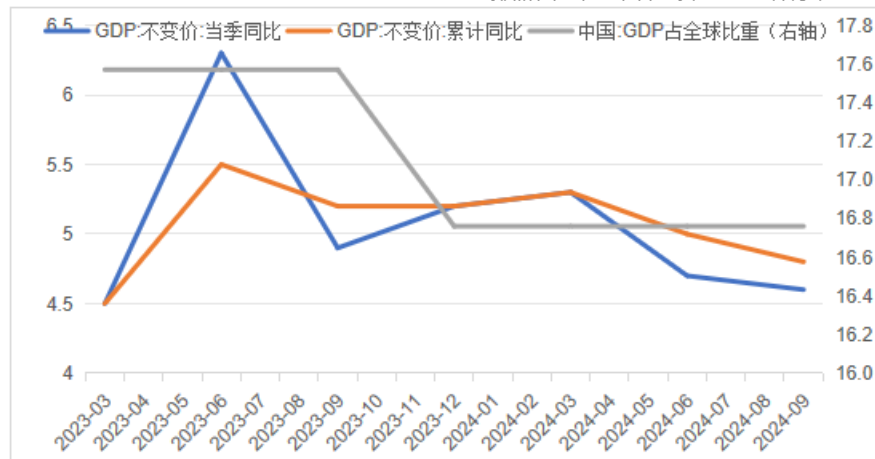


## 国内经济基本面——复苏不及预期

- 2024年整年全球制造业陷入困境，从制造业来看，全球制造业PMI仅在前半年快速上涨，在6月后又回落至收缩区间，直至年底才再次接近扩张区间。国内制造业也连续5个月陷入收缩区间，在10月才重回扩张区间。
- 今年国内经济复苏不如预期，前三季度GDP走势呈现前高后低。第一季度GDP增长5.3%，远超去年同期的4.5%，也使得市场对于经济恢复有较高预期。而第二季度GDP仅录得4.7%，第三季度更是进一步下降至4.6%，使得经济恢复的预期落空，也是市场下跌的主因。从预期来看，中央经济工作会议表示全年经济增长目标有望达成，因此今年的GDP预期在4.9%以上（基本达成5%的GDP增长目标），第四季度GDP增长需要达到4.9%-5.2%左右，如果经济增速超过5%，或对市场信心形成提振。



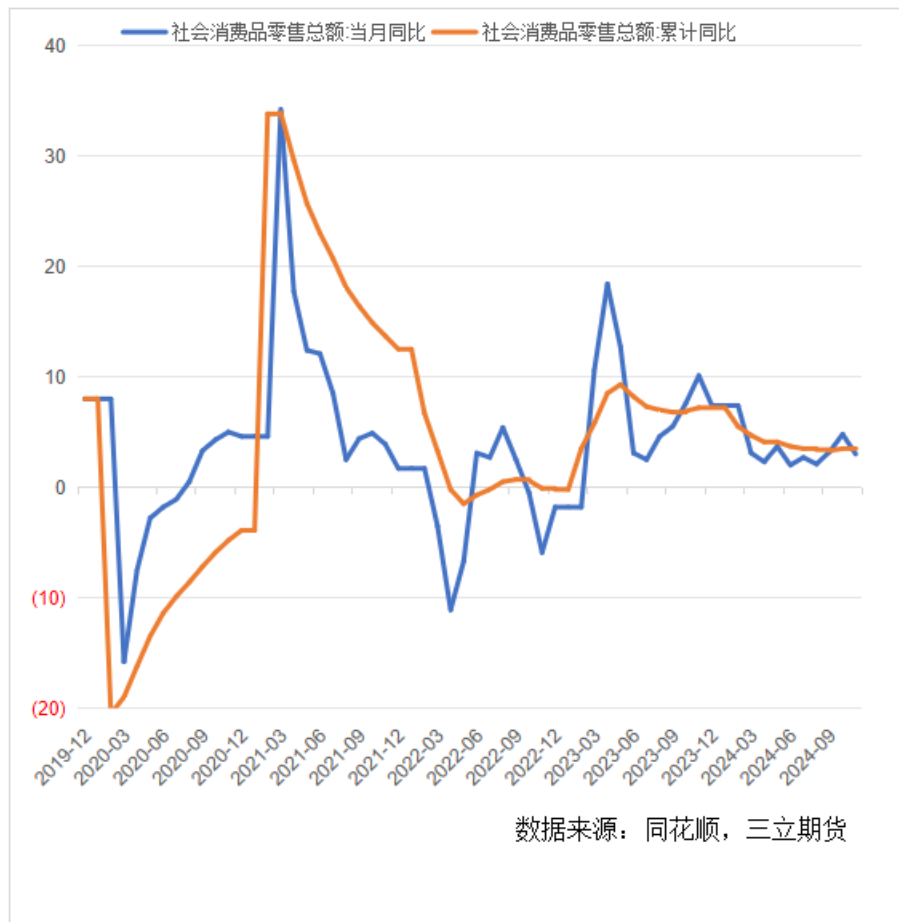
数据来源：同花顺，三立期货



数据来源：同花顺，三立期货



## 消费—— 内需持续偏弱，拖累经济增长



- 从三驾马车的角度看今年经济增长，影响最大的拖累项无疑消费。
- 1-2月消费在低基数下有较好表现（增长7.4%），3、4、5月在高基数下表现平平（在2%-3%）左右，但是在6、7、8月，去年基数较低的情况下消费依然薄弱（仅录得2%左右）。需求的回落是6、7、8月商品市场持续回落的主因。
- 9月国家出台强力的刺激政策及宽松态度后，10、11月消费有一定回暖，但仍不稳定。如何提振内需是明年经济的最大挑战之一，也是商品市场能否回暖的重要影响因素。



## 消费——居民负债表受损，未来预期悲观

居民人均可支配收入:实际累计同比



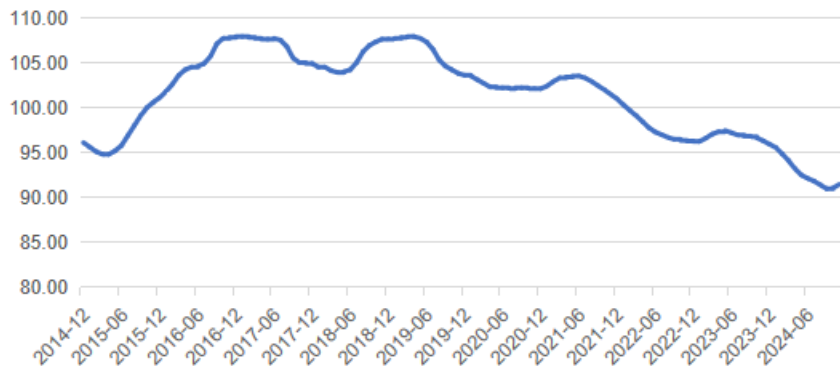
数据来源：同花顺，三立期货

消费者预期：收入



数据来源：同花顺，三立期货

二手住房价格指数(上年同期=100)



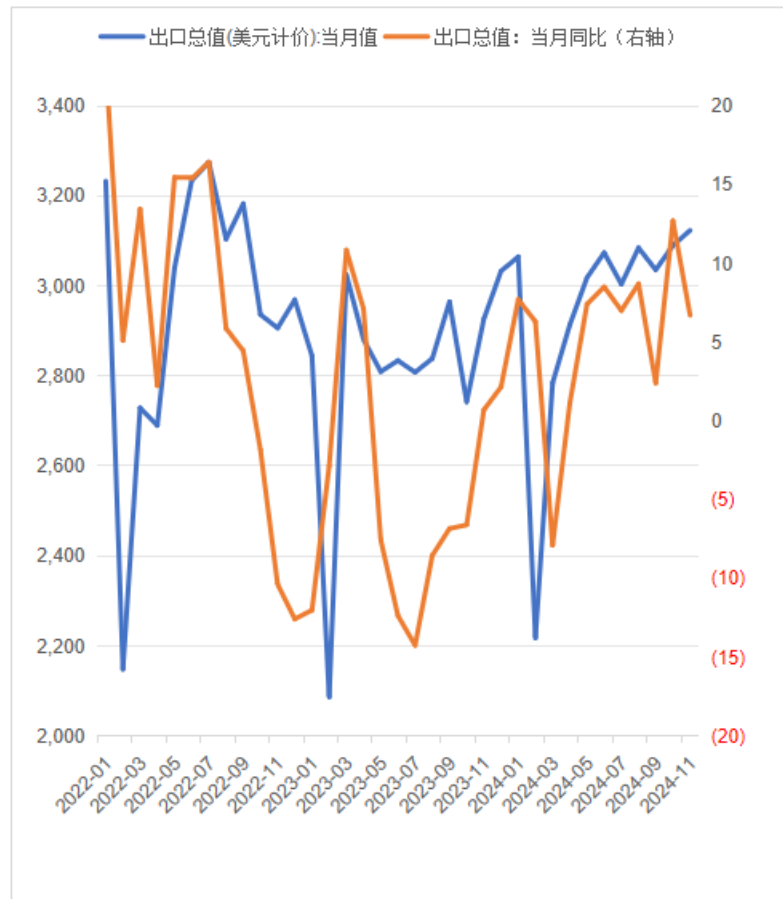
数据来源：同花顺，三立期货

- 拖累消费的最重要因素是居民资产负债表端受损，且对未来前景悲观。国内居民的主要资产集中在房地产上，负债集中在房贷上。据国家统计局数据，自2020年起房地产市场下行，二手房价一路走低，且自2021年开始居民实际人均可支配收入也在下滑，同时消费者对收入的预期也在走低。另一方面，一部分居民资产及收入预期也依赖于股市表现，而2023、24年主要股指均处于下降趋势，这也是未来政策扶持的重点之一。



## 出口——全年增长亮点，拉动经济主动力

- 2024年，进出口表现较强，在全球金融宽松背景下出口总体比去  
年增长更亮眼。这点超出了市场预期，也是今年经济增长的主要拉动力之一。
- 2024年1-11月，以美元计价的出口总值累积增长5.4%，除了10  
月11月对未来美国关税预期下的抢跑因素外，全球金融宽松下外需增  
长是重要因素之一，对欧盟（2.4%）、东盟（11.2%）、美国（3.9%）、  
俄罗斯（4%）、拉美（12.7%）的出口均有较大增长。
- 在出口量增的基础上，我国出口结构也发生变化，今年1-11月出  
口累计增长最多的品种是船舶（累计增长63.6%）、集成电路（累计  
增长18.8%）及汽车（累计增长15.8%）等高新技术产品。



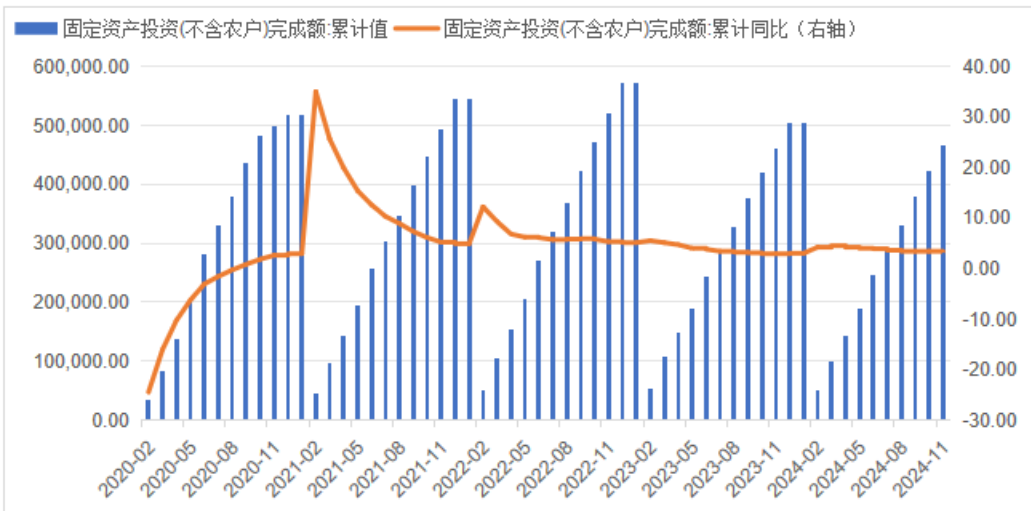
数据来源：同花顺，三立期货



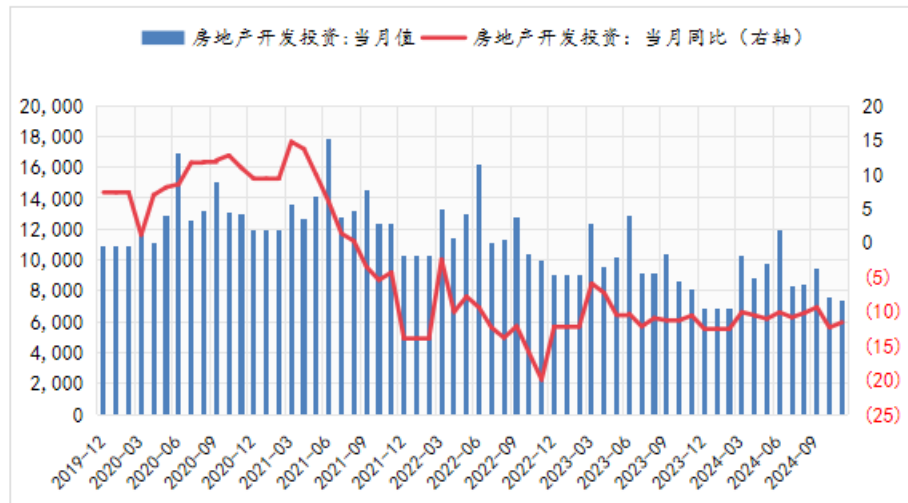


## 投资——固定资产投资总体偏弱，难以拉动经济

- 2024年，固定投资总体放缓的趋势有所缓解，到11月固定资产累积同比录得3.3%，较前值2.9%稍好，但仍无法成为拉动经济增长的主动力。首先是去年年底的基建预期兑现较弱，其次是房地产止跌企稳的预期难以落地，这两大因素使得固定资产投资增速不及年初预期，一定程度上也拖累了今年经济增长及需求的上涨。
- 从房地产行业来看，房地产开发投资额进一步回落，并未出现止跌企稳的迹象，后续房地产行业的利好或依然偏向于“去库存”，短期内房地产很难带动固定资产投资，将投资增速寄希望于基建及企业扩张或更为明智。



数据来源：同花顺，三立期货



数据来源：同花顺，三立期货

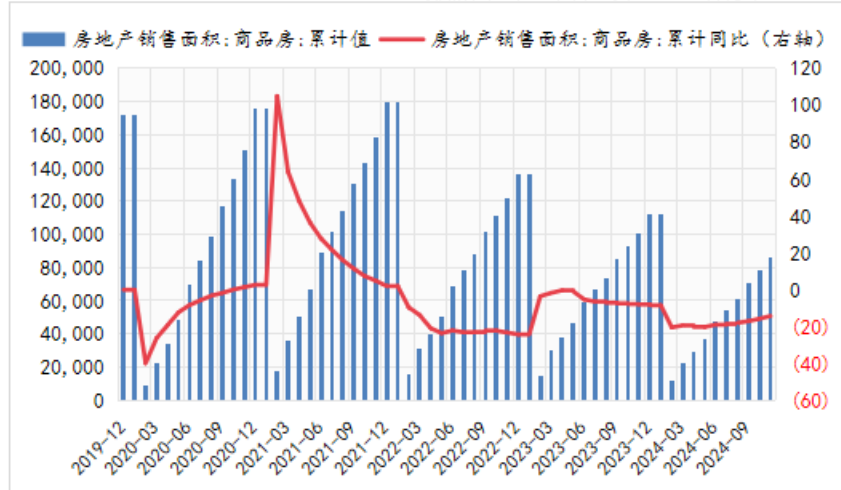


## 房地产——需求面仍为负增长，但政策扶持下降幅收窄

- 近三年房地产需求明显下降，房地产行业总体处于下行周期。2024年房地产行业止跌企稳的预期没有兑现，也是导致黑色系品种全年偏弱势的主因。
- 房地产政策继续宽松，在年初“消化存量房产和优化增量住房”基调下，全年房地产松绑政策不断出台，包括降首付比例、降存量房贷利率等一系列政策。除此之外，一线城市以外主要城市已基本全面放开限购，一线城市的限购政策也有所松绑，广州更是全面退出限购。
- 在房地产各类政策出台后，房地产销售面积与销售额降幅开始逐步收窄，销售额累计同比从年初的-20.5%收窄至-14.3%，销售面积从年初的-29.3%收窄至-19.2%，虽依然处于负增长，但需求面止跌企稳有望。



数据来源: 同花顺, 三立期货

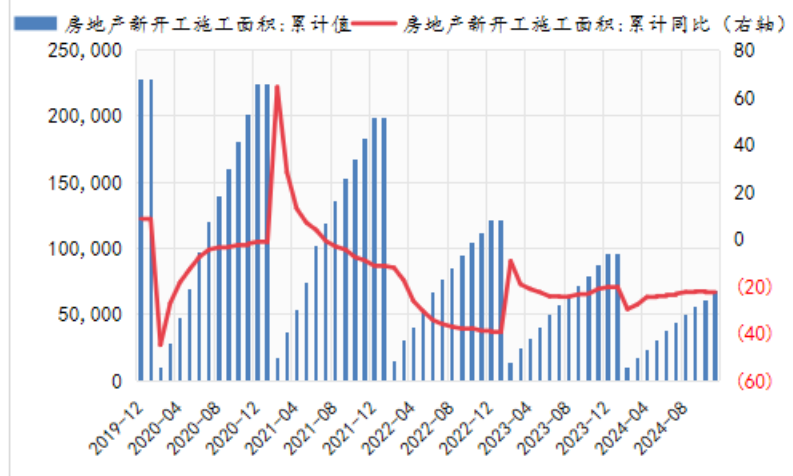


数据来源: 同花顺, 三立期货

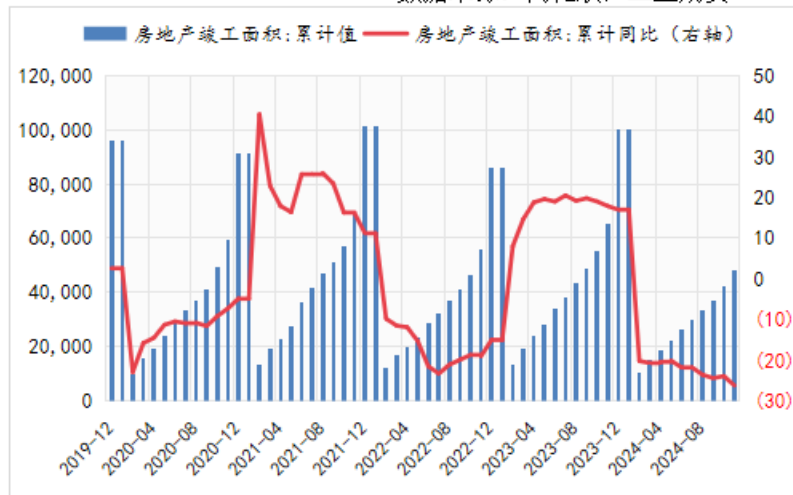


## 房地产——新开工继续萎靡，竣工端下行

- 房地产供给层面对大宗商品影响较大，近两年房屋新开工面积以及施工面积大幅下降，今年房地产供给侧表现依然薄弱。截止至11月份，房地产新开工面积累计下降23%，施工面积累计下降12.7%，较去年进一步下降，也使得今年房地产链条上的焦煤、焦炭、螺纹钢等表现相对较弱。
- 而今年房地产竣工端的表现也不尽如人意，在政府严控房地产供给的背景下，竣工端年初就录得-20.2%的降幅，且降幅一直扩张，到11月底，竣工面积累计同比已下降至-26.2%。竣工端的薄弱也使得玻璃、纯碱等房地产末端链条品种处于弱势。
- 展望2025年，房地产长期供过于求的格局很难改变，需求端虽有望止跌企稳，但供给端或仍处于弱势，对相关性较强的商品如螺纹钢等支撑较弱，这些品种对财政支出和基建投资依赖度加强。



数据来源：同花顺，三立期货

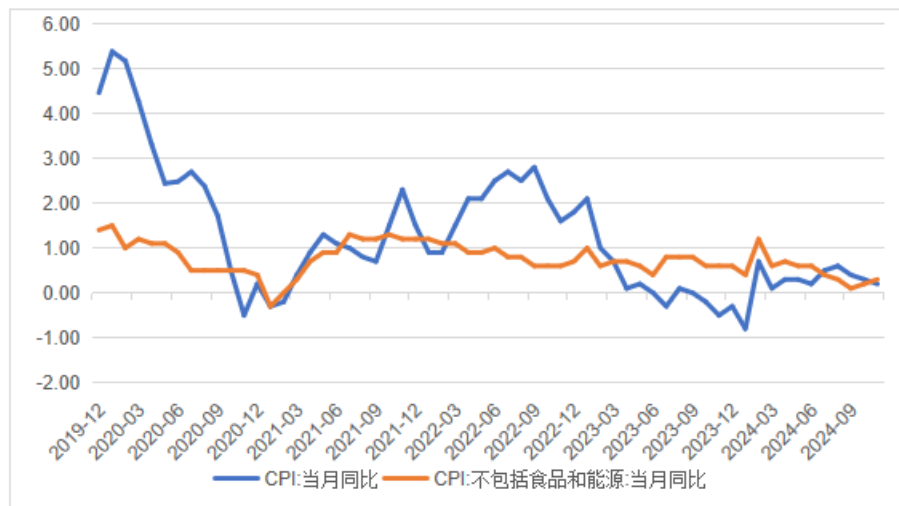


数据来源：同花顺，三立期货

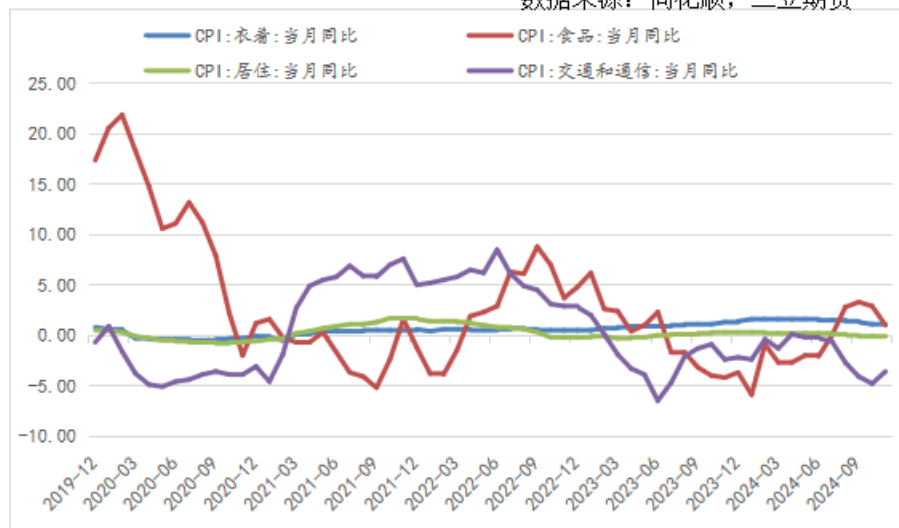


## 通胀——CPI由负转正，但依然偏低

- 2024年CPI由负转正，年中较高，随后走低，但全年依然处于1%以下的较低值。国内CPI自2023年一路下滑，连续4个月处于负值，连续21个月处于1%以下的低值区间（2008年左右金融危机时期，CPI保持负值9个月，保持1%以下11个月）。
- 分项来看，食品价格的回暖是支撑CPI转正的主要拉动因素，居住与衣着虽然保持增长，但涨幅逐渐收窄。交通通信则是主要拖累项，全年保持负增长，其中新能源汽车对交通工具价格的冲击及原油价格下降是主因。



数据来源：同花顺，三立期货

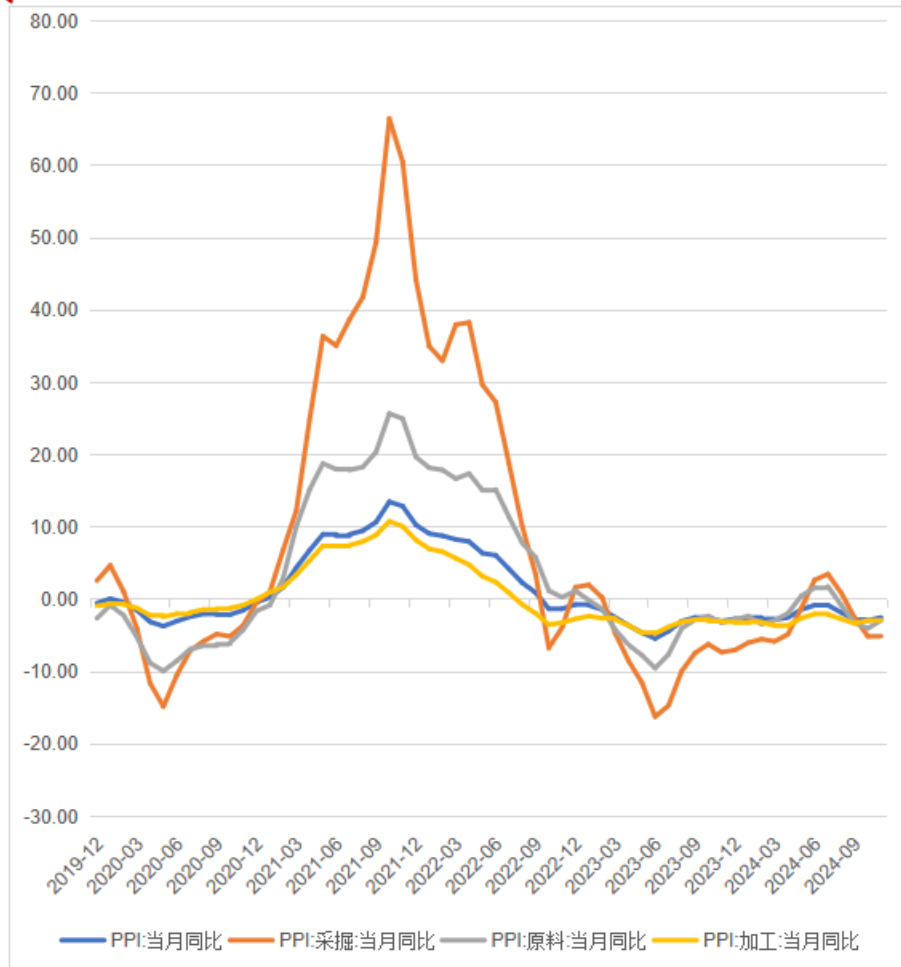


数据来源：同花顺，三立期货



## 通胀——加工环节拖累，PPI全年为负

- 2024年PPI依然处于负值，上半年总体来看，PPI降幅不断收窄，下半年PPI降幅又有扩张趋势。到11月，PPI累计同比降低2.1%。
- 分项来看，上半年随着全球制造业PMI的不断回暖，以有色金属为代表的原材料价格上升，PPI中的原料及采掘环节同比转正，但需求仍然不足，加工环节依然处于负增长，拖累全年PPI。
- 下半年随着全球制造业PMI回归收缩区间，原料与采掘环节同比转负，拖累PPI降幅扩张。



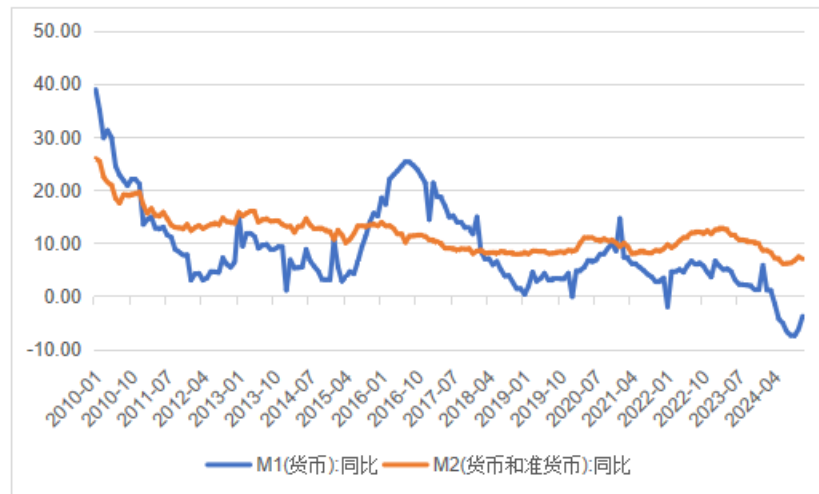
数据来源：同花顺，三立期货



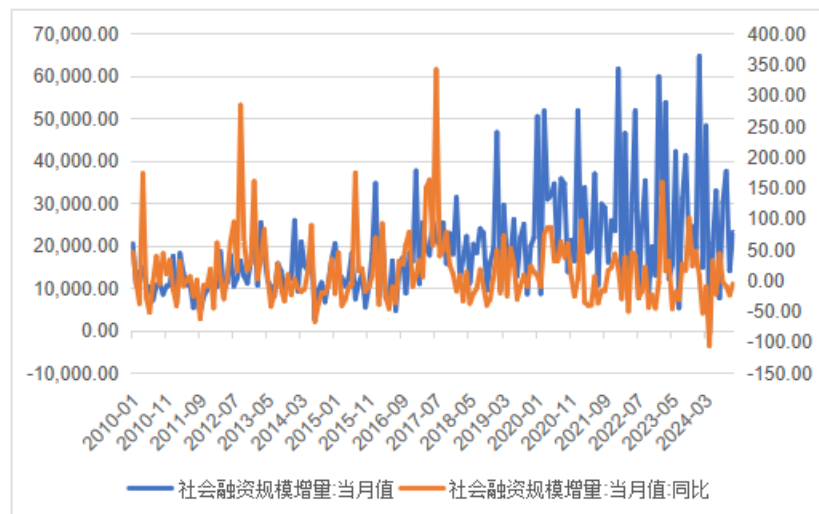


## 货币——信用持续偏紧，M1罕见负增长

- 宏观流动性方面，整体处于宽货币、紧信用的状态。虽然货币供应继续增长，但通胀水平下降，表明货币的增长并未流入实体经济以推动物价上涨，货币政策的有效性下降，未来经济恢复对财政政策的依赖度上升。
- 2024年货币供应量总体呈下降趋势，M1自今年4月开始，连续8个月处于负值区间，M2增速也收窄，从年初的8.7%收窄至11月的7.1%。而社融增量也处于下降趋势，截止至11月底，累计同比下降12.62%，且在4月同样录得负值，是历史上较少出现的。
- 货币供应量M1处于负值区间如此之久是在有数据以来没有先例的，在M1负增长之下，M1、M2的剪刀差大幅扩张，表明企业用于产出及投资的活期存款量在减少，用于储蓄的量在增长，实体企业活动减弱，对投资、生产消费产生制约。



数据来源：同花顺，三立期货



数据来源：同花顺，三立期货





## 货币——降息降准幅度上升

- 2024全年，央行保持宽松的货币政策，在年内三次降息两次降准，并通过公开市场操作向市场释放了大量流动性，带动国债价格上升。
- 全年降息降准幅度较去年有所增长，去年两次降准共降0.5个百分点，今年两次共降1个百分点，且去年一年期LPR与五年期LPR各降15个bp，今年一年期LPR共降35个bp，五年期LPR共降60个bp。

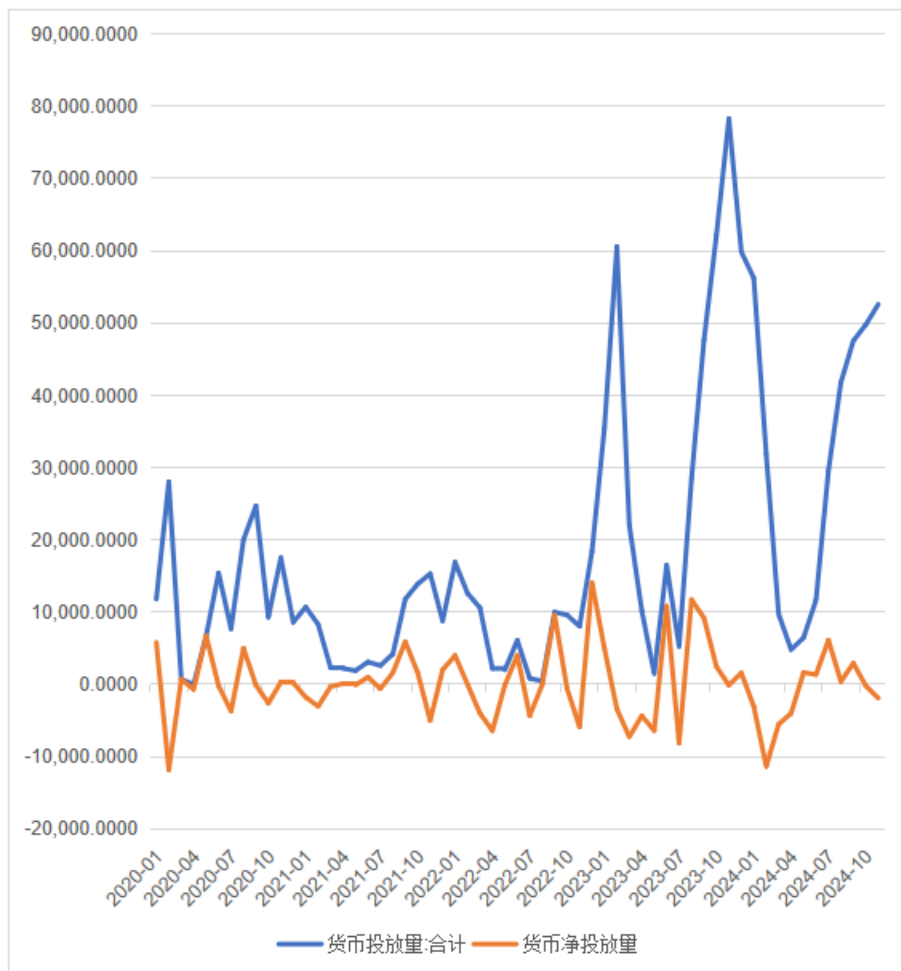
时间	货币政策	幅度
2023. 02	第一次降息	一年期LPR未变 五年期LPR降低25个基点
2023. 07	第二次降息	一年期LPR降低10个基点 五年期LPR降低10个基点
2023. 10	第三次降息	一年期LPR降低25个基点 五年期LPR降低25个基点
2024. 02	第一次降准	0.5个百分点
2024. 09	第二次降准	0.5个百分点

数据来源：中国人民银行，三立期货



## 货币——央行货币投放适度宽松

- 全年货币投放量在4月前处于下降阶段，也直接导致4月开始的M1、社融处于负值，而消费、投资增速也有下滑，在4-7月，央行货币投放量及净投放量均大幅上涨，但比2023年的投放力度减弱，在7月-11月净投放量再次下降。
- 央行在货币净投放方面进行合理宽松，力度较2023年有所减弱，延续了年初中央经济工作会议“灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕”的基本要求，保持了一定克制。
- 明年的中央经济工作会议对货币政策的要求改为“适度宽松”，货币投放量与降息降准幅度有望进一步增长，宽松预期上升。

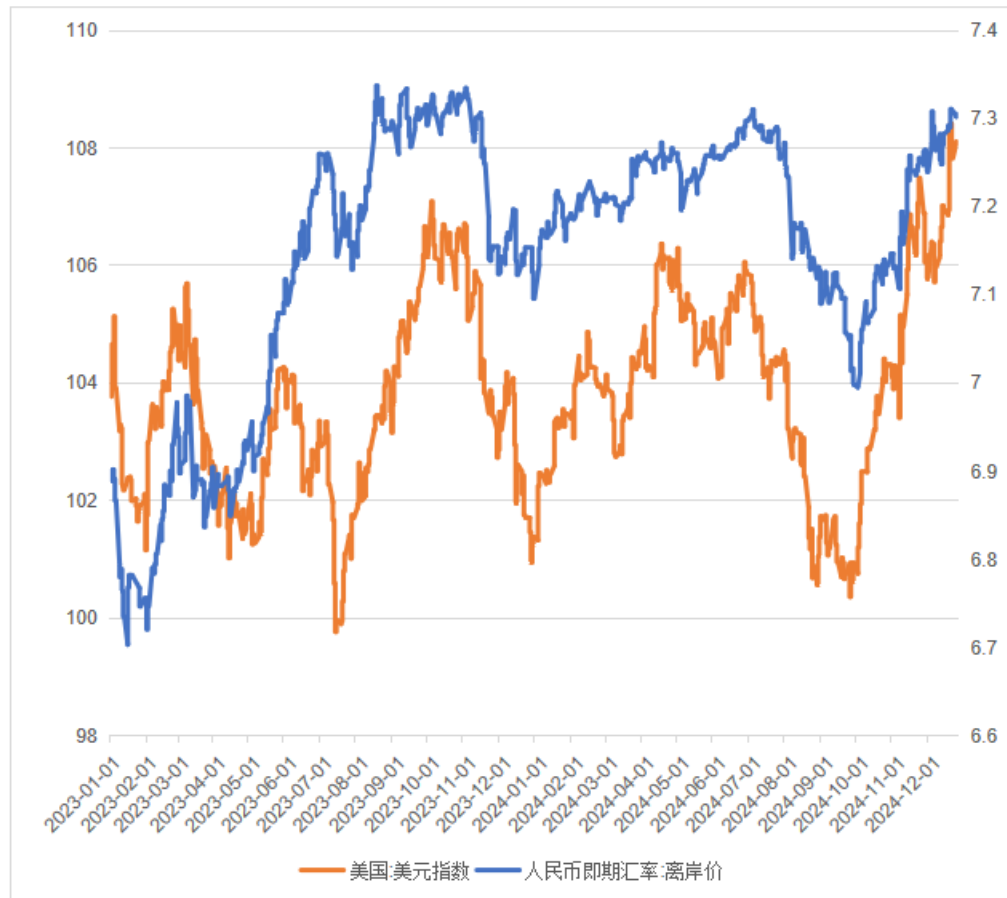


数据来源：同花顺，三立期货



## 货币——人民币汇率压力偏大，压制货币宽松力度

- 2024年初受美联储降息预期变化影响，人民币汇率先跌后涨。在美国大选前后，特朗普交易预期下美元指数大幅增长，压制人民币汇率。
- 同时，在9月末美联储超预期降息50基点、人民币大涨的节点，国内政策利好频出，宽松预期大振，刺激政策下对国内经济向好的预期使得人民币汇率贬值幅度要小于美元指数。
- 目前来看，美元指数的上涨对人民币汇率形成显著压制，出于稳汇率的考虑，强势美元也限制了国内宽松力度，如果明年美国经济一直保持强势、美联储降息预期推迟，人民币汇率保持高位或对国内宽松预期产生影响。



数据来源：同花顺，三立期货



# 03

2025年展望——  
宏观经济面临外部挑战与内部机遇



## 总结——国内需求不振拖累经济增长，宽货币紧信用格局仍存

- 总结目前我国经济，长期低位的通胀及处于薄弱的社融意味着我国经济依然处在宽货币紧信用的复苏周期前端，最表征的拖累项是内需，内需不振的核心是居民资产负债表端的受损及对未来经济发展的悲观预期。今年经济最大的亮点是进出口，出口结构的优化和总量上升是目前国内保持相对较高增速（5%左右）的主要拉动力。
- 然而，往2025看，利空因素在于美国未知的关税政策或对我国进出口形成打击，而强势美元使得人民币汇率面临较大压制，国内宽松力度或受限。利多因素在于924后政策开始针对目前经济重要堵点倾斜，财政宽松预期提振。因此明年国内宏观经济形势的主要不确定因素就集中在这两个方面。



## 展望——逆全球化趋势持续，贵金属投资机会仍存

### 贵金属：

明年贵金属的主线依然是美国经济走势对降息预期的影响及地缘政治进展。

目前美国经济韧性十足，明年一季度来看经济大幅走弱的可能性较小，降息预期有推迟可能，且特朗普之前承诺在上任后尽快结束俄乌战争，地缘冲突担忧有减弱预期。从这个角度来看，在短期内（1-2月）贵金属向上突破的动力较弱，除非拜登政府在特朗普上台前继续激化地缘冲突，则会对贵金属价格形成推动力。

中期来看，特朗普的关税政策及移民政策有较大概率增加美国通胀风险，减弱美国经济发展速度。若二三季度美国经济依然强劲，“软着陆”预期大涨，会推迟美联储降息可能，对贵金属形成压制。若美国经济在特朗普政策下有走弱倾向，贵金属有望继续上涨。

长期来看，无论是特朗普关税政策或是地缘冲突，本质上都是逆全球化风险的一部分，是新兴国家与老牌国家在供应链分工矛盾下的结果，在此情况下贵金属尤其是黄金作为美元的替代品功能在不断上升，各国央行对黄金的需求也在升高，在11月国内央行再次增持黄金。可以继续关注金银贵金属的投资机会。

风险点：特朗普兑现承诺平复地缘冲突；美国意外衰退可能等





## 展望——外部挑战未明，内部增长有望

### 大类资产：

明年大类资产的主线是美国关税落地情况及国内刺激政策下经济恢复情况。目前美国经济韧性十足，“软着陆”预期大增，但美股在如此高位且长期利率倒挂下回调风险仍存，叠加特朗普关税及移民政策，美国经济是否能“软着陆”仍待进一步确认。

明年年初特朗普关税政策的落地节奏很大程度上会影响商品走势，若一次性大幅增加对国内关税，出口导向性的商品及商品原材料价格将受到冲击，国内反制性措施下进口导向商品及原材料的价格或有上涨机会。若特朗普以关税为威胁，多次少量增加关税，商品价格受到的冲击较小。

以近期中央经济工作会议的偏向来看，明年刺激政策及宽松程度会有较大提升，在大幅刺激政策落地前后，以股市为代表的风险资产及黑色系商品或有较大波动，刺激政策带来的效应能否持续要看经济基本面复苏情况是否配合，若国内经济持续回暖与刺激宽松政策相配合，股市或有上涨机会。若经济基本面仍弱或复苏无法持续，股指或有向下风险。

风险点：经济复苏遇阻；关税政策及反制措施等



## 展望——明年重要事件一览

- 1. 3月5日，我国两会，重点关注赤字率，经济增长目标等数值确立及政策安排。
- 2. 3月18日，美联储议息会议，目前市场对于此会议降息预期最高。

3月

- 1. 美国长短期国债倒挂结束前后6个月内美股大概率会出现调整，关注美股。
- 2. 年中关注国内年初政策落地情况及经济恢复情况。

6月

1月

特朗普就任，关注上任后对于关税的推进程度。

3-4月

- 1. 一般而言关税落地程序在1-3个月左右，可以在此关注关税落地情况。
- 2. 此外，金3银4是传统工业品需求旺季，关注复工复产情况及制造业PMI。

9月

- 1. 9月16日，市场预期最高的美联储议息会议，关注降息预期落地情况。
- 2. 第三季度结束，关注美国经济“软着陆”落地情况。