

研究员：王鹏

期货从业证号：

F03127257

投资咨询资格编号：

Z0020170

✉：

wangpeng_qh@chinastock.com.cn

周而不比

—2025 年宏观经济与大类资产年报

报告摘要

未来，科技仍支持康德拉季耶夫周期上行，但美国库兹涅茨周期和朱格拉周期的下行将导致美国经济韧性的减弱。近几年，市场反复预期美国“衰退”而不得的情况，在未来几年将慢慢减少，美国经济下行压力逐步增大。本轮周期下的中国经济尽管较为艰难，但库兹涅茨周期在逐步临近高峰，各种问题的解决也将一定程度支持朱格拉周期表现。中期看，中国经济风险小于美国。2025 年，美中库兹涅茨周期和朱格拉周期分化将继续导致美国经济具有韧性，国内经济回升幅度取决于政策效果。基钦周期见顶后，逐步进入去库阶段也将在一段时间内体现出对中美经济走势的压力。

目前所处的康德拉季耶夫周期位置决定了国际关系的冲突和对抗仍可能继续。大宗商品定价逻辑出现改变，尽管商品价格已有了部分体现，但未来，受不确定性影响强、资源属性强、供给受约束的商品仍具优势。美债收益率中枢长期不断下降的趋势将改变，美国或维持高利率环境。美股核心资产不断向少数几只股票集中的集中的情况也可能改变，美股核心行业或迎来板块轮动。在中美库兹涅茨周期和朱格拉周期分化格局维持的情况下，美国房价短期维持高位，后增速将见顶下行。国内房地产价格将继续寻底，各线城市房价分化的格局维持。

展望 2025 年，美国经济的基本走势是“浅衰退”，其波动的主要因素将来自特朗普政策冲击、财政政策调整和基钦周期见顶下滑，中美经济结构分化短期仍将维持。国内经济继续保持企稳回升态势，幅度仍需观察政策效果和持续性。房地产拖累减轻，基建和以新质生产力为代表的制造业投资将是经济主要支撑，消费缓慢修复，进出口不确定强。拉升通胀过程任重道远。

估值比较看，美国股票仍是估值最高的资产，大宗商品的估值也不算低，美债和中国国债收益率估值不高。美股大幅下跌风险有限，但板块调整在所难免。美债收益率下行幅度有限。预计 2025 年，美联储降息次数也比较有限。国内股市将延续慢牛走势，高股息和以国产替代为代表的政策支持板块值得关注。国债收益率将延续震荡走势，短期风险较为突出，曲线策略值得关注。大宗商品需求驱动并不强，2025 年供给端的影响和相对低估值将是商品价格主要影响因素。贵金属走势仍值得关注，但波动增大，需关注风险。

2025 年关注中美经济分化、平衡的看待各类资产和策略可能是最佳的选择。

风险因素：政策不及预期、国际冲突加剧

2024 年全球宏观预期反复摆动。海外看，2024 年初市场宽松预期转变，到预期美国经济“直接起飞”，再到衰退预期导致降息次数不断增加，再到“特朗普交易 2.0”。国内看，从一季度宏观经济超预期增长，到悲观预期逐步加重，再度“926”政策转向。宏观预期的每一次转向都使得金融资产价格出现波动，并使得部分资产价格更加趋于极致。

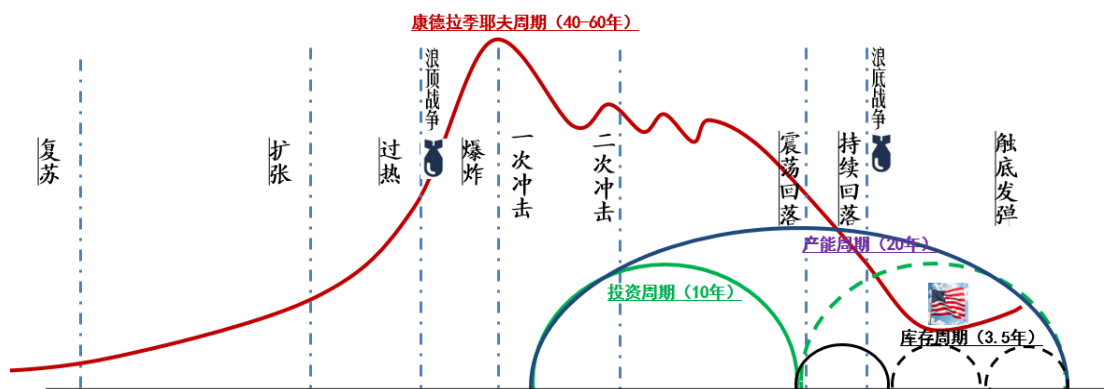
一、宏观周期位置及周期变化对资产价格的影响

从周期的角度观察经济可以有多种方式，其中康德拉季耶夫周期、库兹涅茨周期、朱格拉周期和基钦周期等四周期嵌套的视角是近期比较有效的方式。周期的力量即决定经济走势的方向，也影响着资产价格的走势。

1、宏观周期位置及未来走势

从四周期嵌套的角度看，2019 年以来，新技术创新发展对全球经济的带动力量日渐增强，这使得中国和美国均处于新一轮康德拉季耶夫周期刚启动的位置。2009 年起，以劳动力为观察指标的一系列数据的回升显示美国新一轮库兹涅茨周期的启动，截至 2024 年此轮周期已经走过 15 年，未来几年可能是最后的下降阶段。以地产投资、制造业投资为代表观察指标显示，2016 年开始的美国新一轮朱格拉周期也已经运行过半，未来也将是最后的下行阶段。先行指标显示，截至 2024 年底，美国本轮基钦周期已经临近见顶，未来也将迎来下行阶段，但本轮朱格拉周期中，可能还有一个基钦周期，这会对经济 and 商品需求产生扰动。

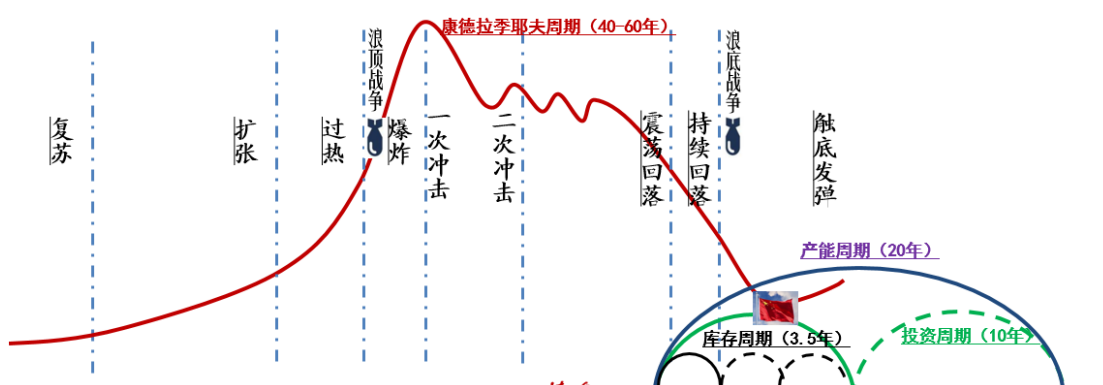
图1：美国多周期嵌套下的宏观位置



数据来源：Wind、银河期货

中国在与美国共同处于新一轮康德拉季耶夫周期启动初期的同时，人口数据显示，中国的新一轮库兹涅茨周期在 2015 年开始启动，投资数据显示的新一轮朱格拉周期也于 2017 年左右启动，但本轮库兹涅茨周期和朱格拉周期均受到海外技术限制、美国贸易争端、突发疫情和国内政策调整的影响，周期性趋势变化非常弱，这也导致与上述两个周期相关的经济增长动力较弱、大宗商品需求不振，部分资产价格出现极端走势，后续托底政策见效时间，与以往相比也较为缓慢。

图2：中国多周期嵌套下的宏观位置



数据来源：Wind、银河期货

未来，尽管科技仍支持康德拉季耶夫周期上行，但美国库兹涅茨周期和朱格拉周期的下行将导致美国经济韧性的减弱。近几年，市场反复预期美国“衰退”而不得的情况，在未来几年将慢慢减少，美国经济下行压力逐步增大。本轮周期下的中国经济尽管较为艰难，但库兹涅茨周期在逐步临近高峰，各种问题的解决也将一定程度支持朱格拉周期表现。中期看，中国经济风险小于美国。

短期看，2025 年，美中库兹涅茨周期和朱格拉周期分化将继续导致美国经济具有韧性，国内经济回升幅度取决于政策效果。基钦周期见顶后，逐步进入去库阶段也将在一段时间体现出对中美经济走势的压力。

2、周期变化对资产价格的影响

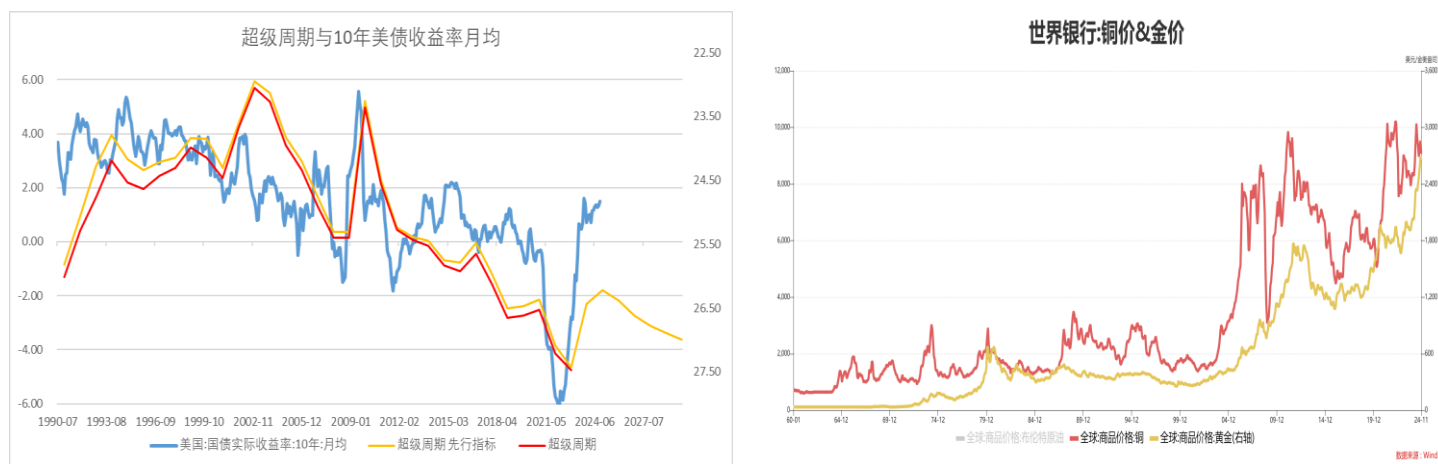
伴随 AI、新能源技术等领域的创新发展和逐步应用，其在驱动新一轮康德拉季耶夫周期的同时，这对全球经济发展模式、国家间的政治格局、贸易模式等

都带来巨大的变化，更是全球主要资产走势造成影响。

在康德拉季耶夫周期的顶峰和底部均是全球冲突的高发时间，未来国际关系的冲突和对抗仍可能继续。全球供应链重新布局，各国经济结构调整，企业加速出海或回归。

大宗商品定价逻辑出现改变，尽管商品价格已有了部分体现，但未来，受不确定性影响强、资源属性强、供给受约束的商品仍具优势。美债收益率中枢长期不断下降的趋势将改变，美国或维持高利率环境。美股核心资产不断向少数几只股票集中的集中的情况也可能改变，美股核心行业或迎来板块轮动。在中美库兹涅茨周期和朱格拉周期分化格局维持的情况下，美国房价短期维持高位，后增速将见顶下行。国内房地产价格将继续寻底，各线城市房价分化的格局维持。

图3：超季周期与美债收益率长期趋势和大宗商品价格走势



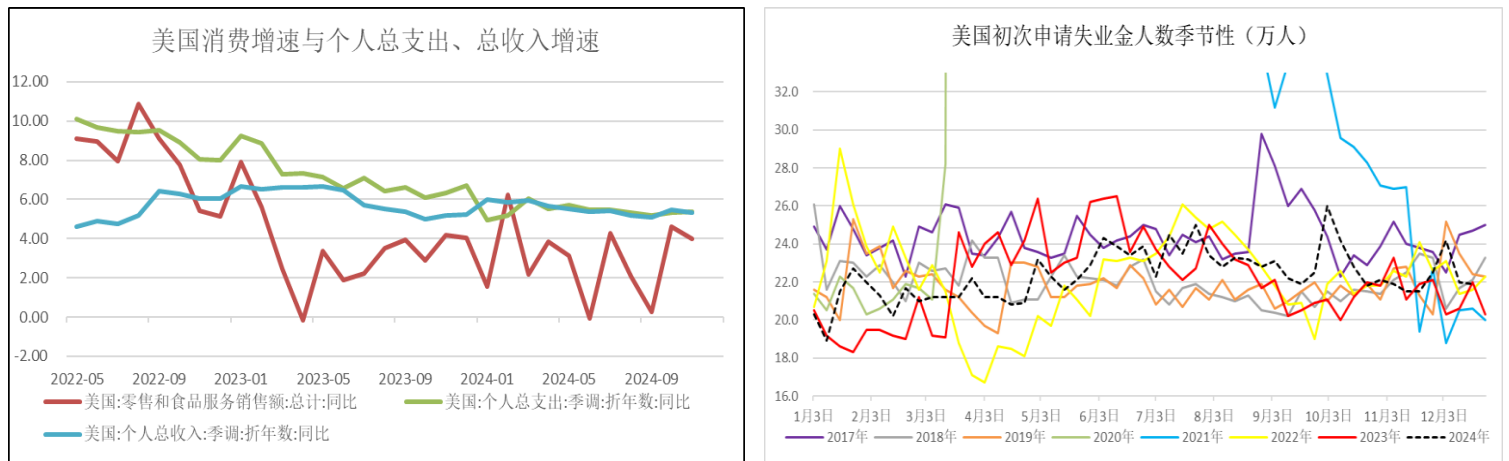
数据来源：Wind、银河期货

二、2025 年经济走势展望

1、美国经济展望

2024 年市场对美国经济预期反复变化，但经济底色始终充满韧性。美国强劲的劳动力市场带来个人收支增速的稳定，也使得美国消费表现韧性。

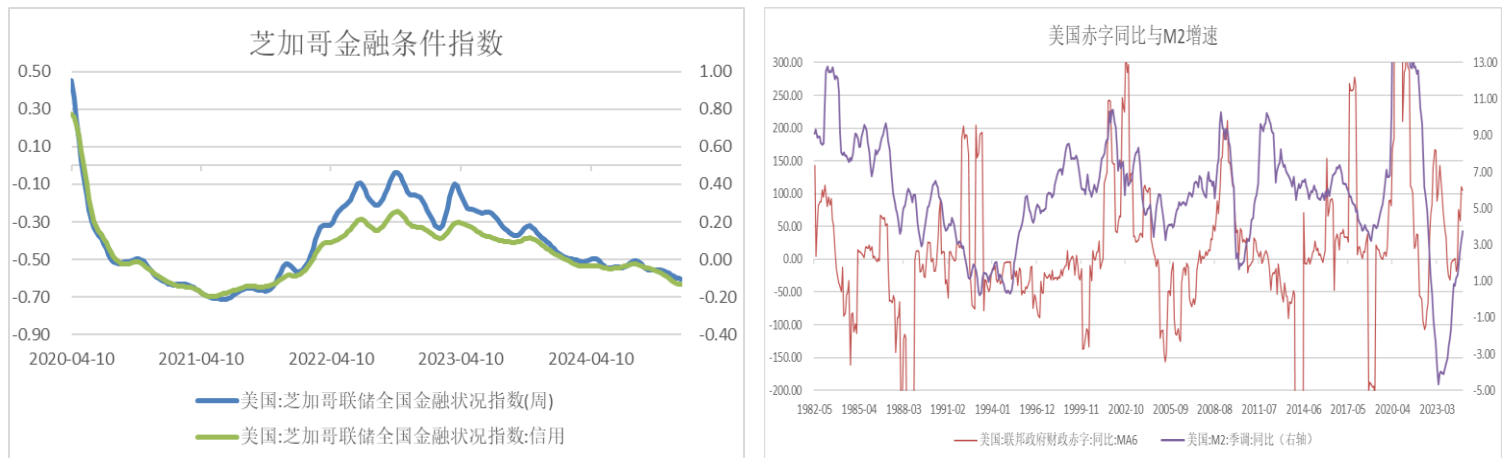
图4：美元消费走势与就业形势



数据来源：Wind、银河期货

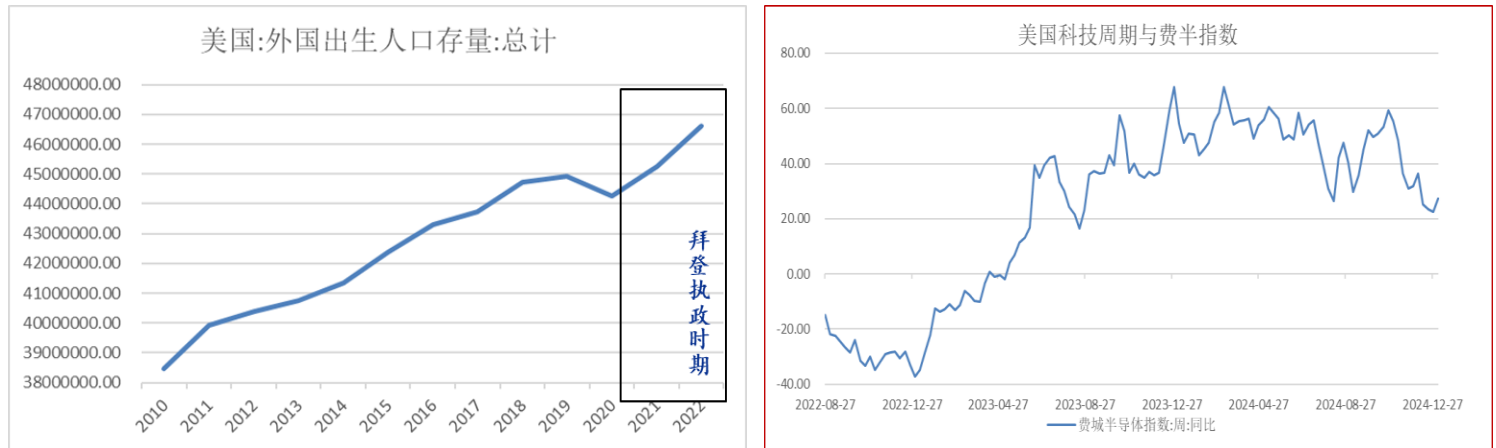
美国经济韧性更核心的原因既有周期处于高光时刻的原因，也有移民政策、科技短周期支撑、金融条件宽松和基钦周期上行等等因素。这些因素在未来都将逐步走向衰落，并且这个过程将逐步加快。

图5：美国金融条件指数与货币及财政



数据来源：Wind、银河期货

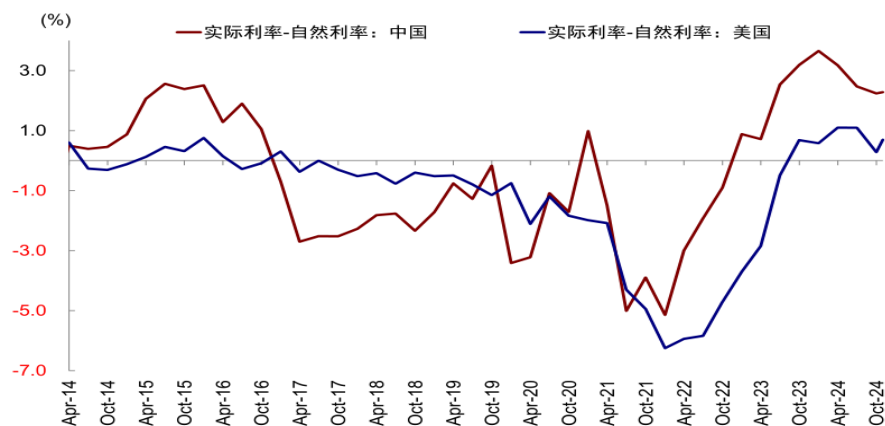
图6：美国外来人口与科技短周期



数据来源：Wind、银河期货

短期看，美国经济仍具有一定的韧性。一方面劳动市场尚可，一方面美国实际利率与自然利率差很低，美联储继续货币政策调整就会使得货币对美国经济压力进一步减轻。因此展望 2025 年，美国经济的基本走势是“浅衰退”，其波动的主要因素将来自特朗普政策冲击、财政政策调整和基钦周期见顶下滑，中美经济结构分化短期仍将维持。

图7：中国和美国实际利率与自然利率差走势



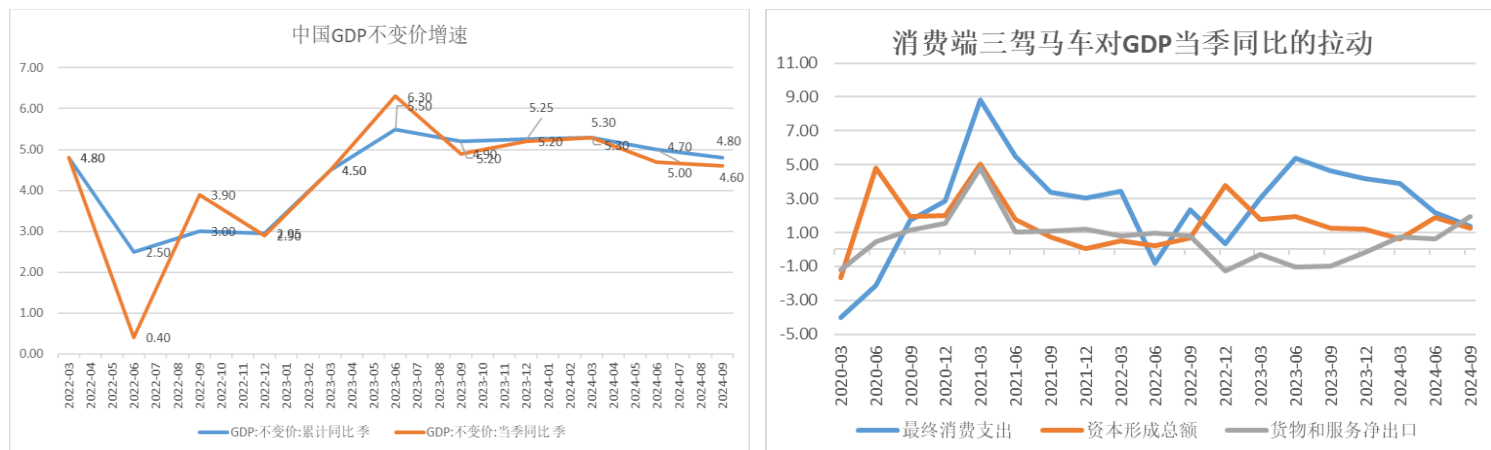
数据来源：中金、银河期货

2、国内经济展望

2024 年中国经济筑底回升，前三季度 GDP 增速从 5.3%，逐步下降到 4.7%，4、6%，伴随“926”政治局会议为标志的政策转向，托底政策带动经济呈现回升态势，预计四季度 GDP 增速将明显回升，全年 5% 的经济政治目标将顺

利实现。从长期经济增长需求和短期经济波动因素综合考虑，预计 2025 年全年 GDP 增速目标仍是 5%。

图8：中国GDP走势与三驾马车对GDP拉动

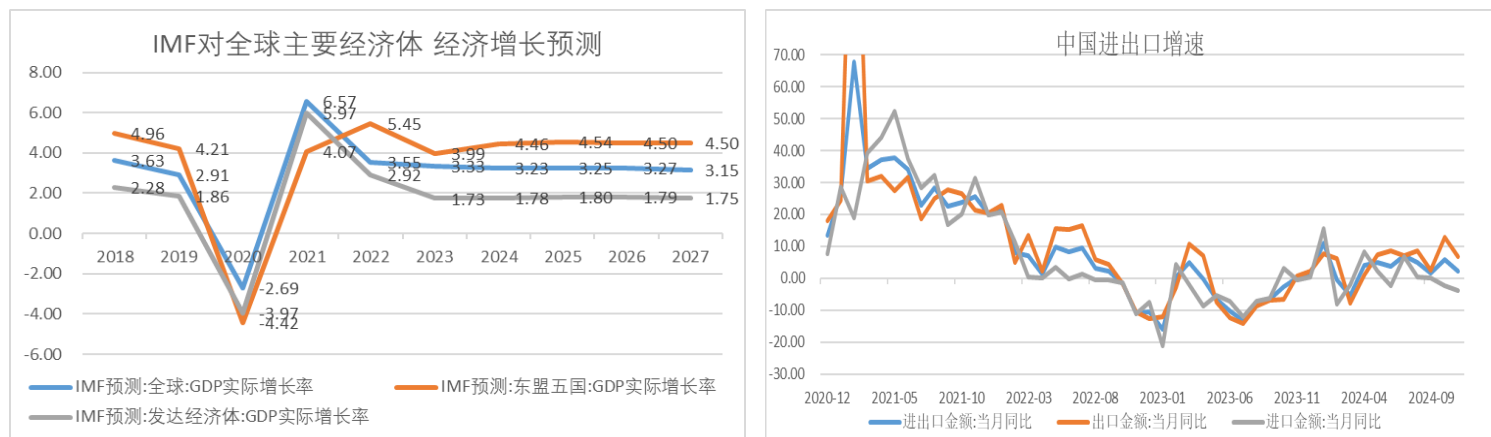


数据来源：Wind、银河期货

从三驾马车对 GDP 支持看，国内经济结果性偏弱的情况将稍有改善。从高频数据看，最终消费对 GDP 支持将有所回升，资本形成对 GDP 支持偏稳，净出口对 GDP 支持将小幅下降，但三者差距仍小，进出口波动仍可能对 2025 年国内经济增速造成影响。

从各国际组织对 2025 年全球经济增长的预测、中国出口结构变化及特朗普上一任期经验看，中国进出口增速大概率无法维持目前的状态，尤其出口不确定性较高。如果贸易争端中，美国对我加征 60%关税并引发连锁反应，不排除出口增速大幅下降到 1% 以下的可能。

图9：中国进出口与IMF对全球经济增长预测

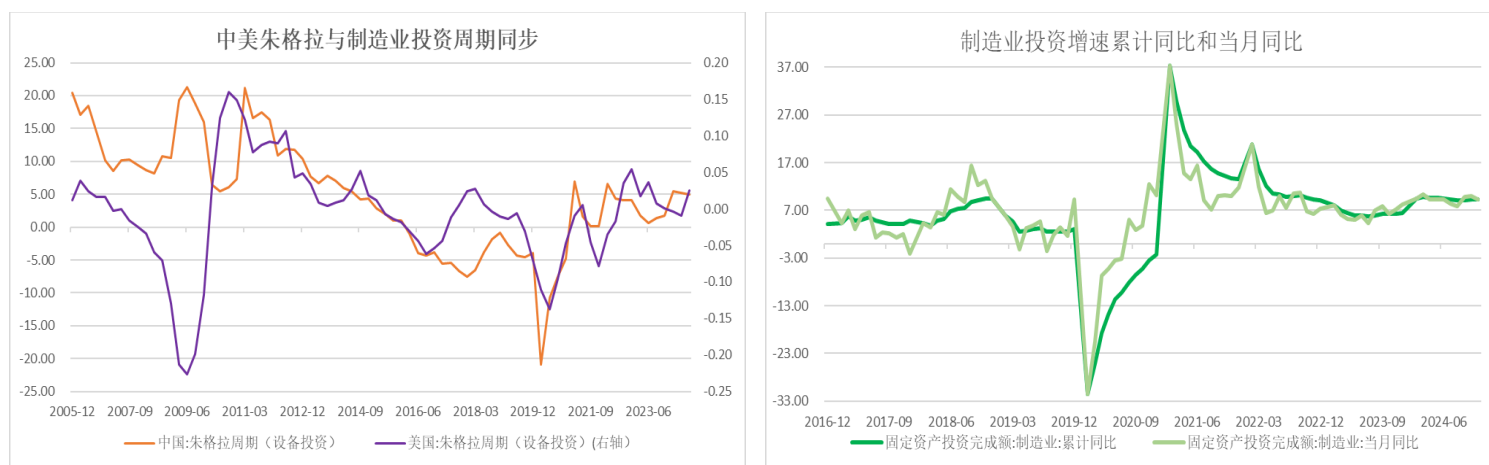


数据来源：Wind、银河期货

截至 2024 年 11 月，中国固定资产投资增速累计同比小幅下滑到 3.3%，其中地产投资增速下滑到-10.4%，制造业投资增速稳定在 9.3%，基建投资增速四季度快速上升到 9.4%。

从中美朱格拉周期走势看，国内制造业投资增速面临下滑压力，其中以新质生产力为代表的政策支持性方向将是 2025 年制造业投资的重要支撑。

图10：中国制造业投资与中美朱格拉周期



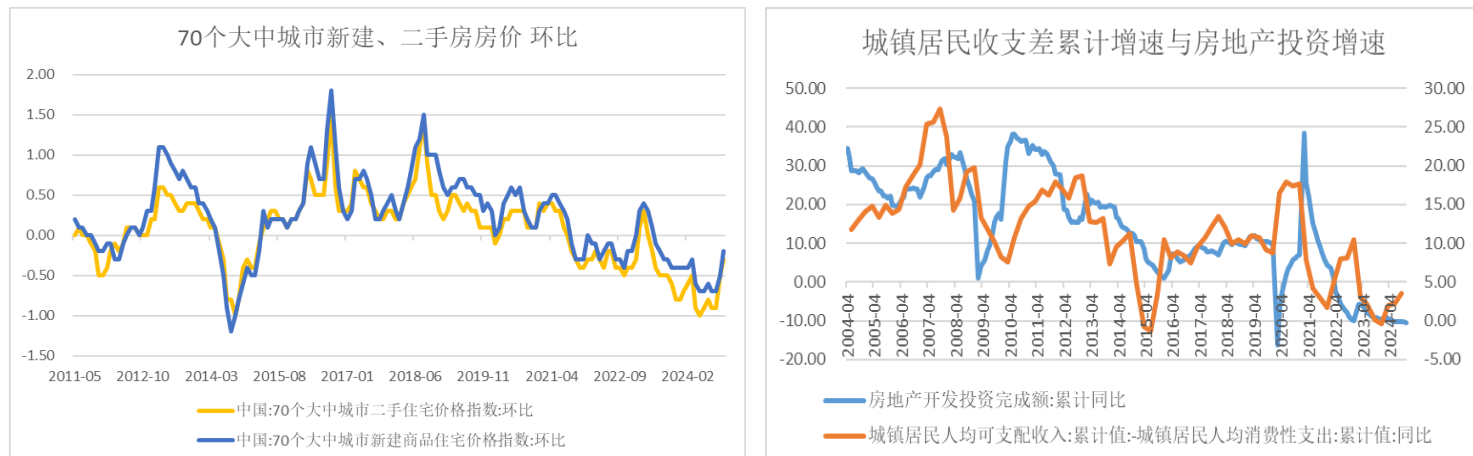
数据来源：Wind、银河期货

地产政策放松、基数效应叠加刚性需求释放带来 11 月房地产销售面积当月同比回正，但房地产产业链其他分项增速仍弱。从居民加杠杆能力看，未来房地产产业链增速企稳并不遥远，但具体时间仍需看销售向下传导的效果和政策的持续性。

目前居民购房能力和预期、地产公司质量、一二手房价格和各线城市房价仍需支持，未来至少看到一、二手房价格企稳并且劈叉情况改善，一、二线城市地产改善不断向低级别城市传导才能乐观看待整个房地产产业链。

预计 2025 年地产分项数据下行趋缓，部分指标低位企稳，各线城市房地产分化现象持续，地产产业链仍弱，但对经济拖累稍减轻。

图11：中国房价指数与房地产投资

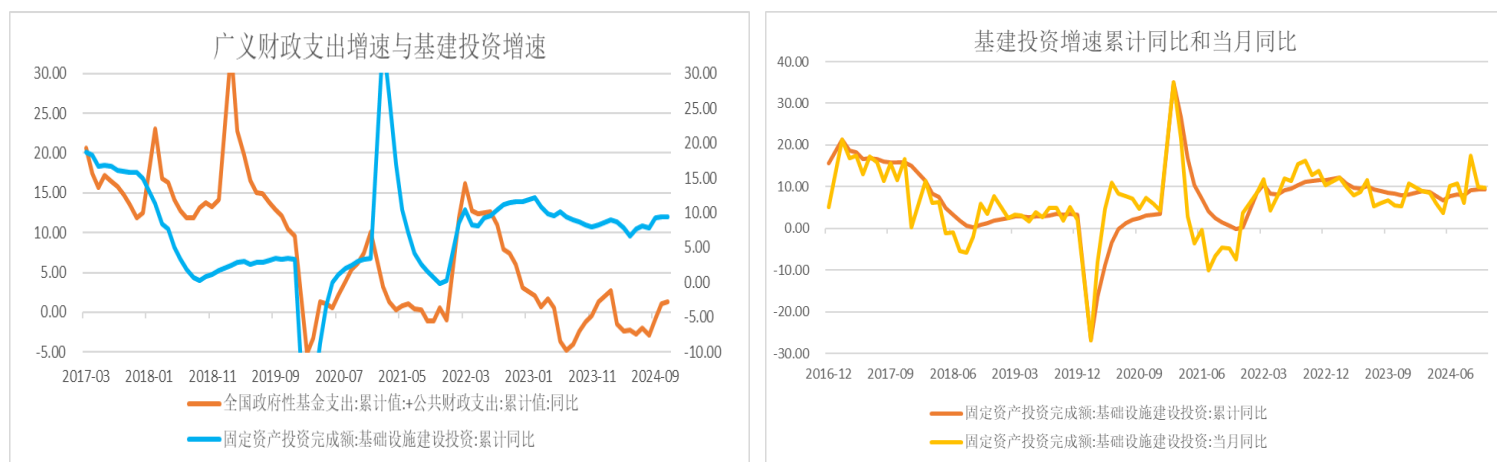


数据来源：Wind、银河期货

2022年后，伴随房地产行业走弱，土地财政受限，导致地方政府财政能力下降，地方投资和配套资金也相应减少，并引发三角债等连锁反应。2024年以来，发债进度缓慢，优质项目缺乏和其他机制制约使得本该发挥逆周期支持作用的基建板块表现并不突出。2024年三季度政策转向后，广义财政支出明显加快，基建增速明显回升。

预计2025年，随着化债进一步了和专项债等项目的增发，基建增速将进一步上行，投资的重点将更加突出，城市改造，管网、水利和算力为代表的新基建领域。

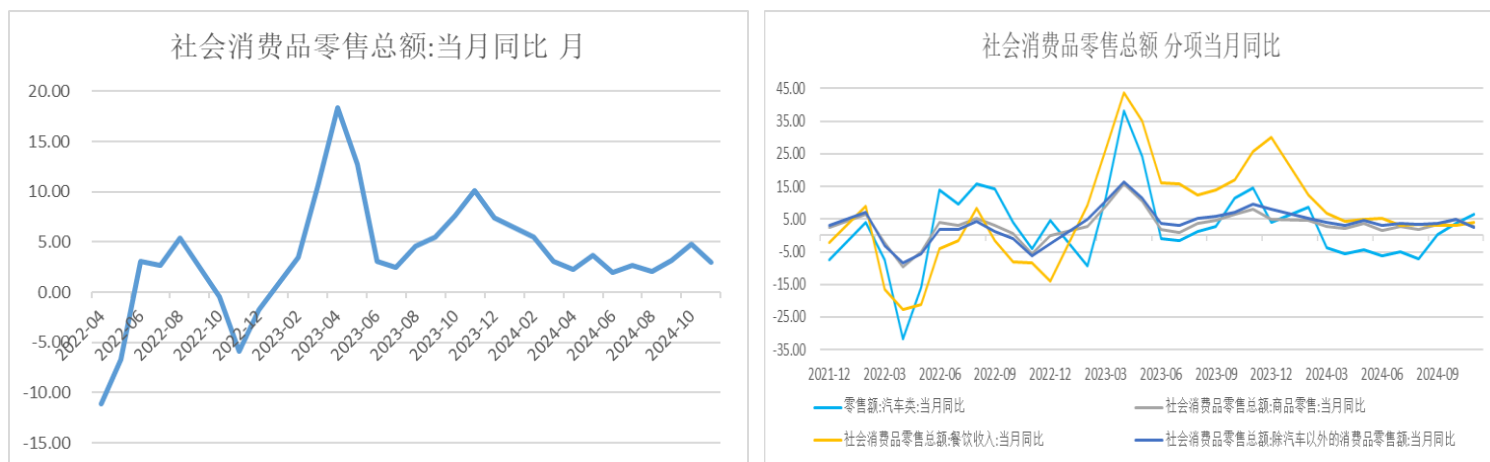
图12：中国广义财政支出与基建投资



数据来源：Wind、银河期货

随着四季度政策转向，居民预期和消费意愿回升带来消费回暖，其中汽车、零售等分项均好转。2025 年消费好转的有利条件是通胀水平预计将有所回升，但收入回升幅度需要观察经济走势，作为滞后变量，消费回升将是缓慢并持续的走势。

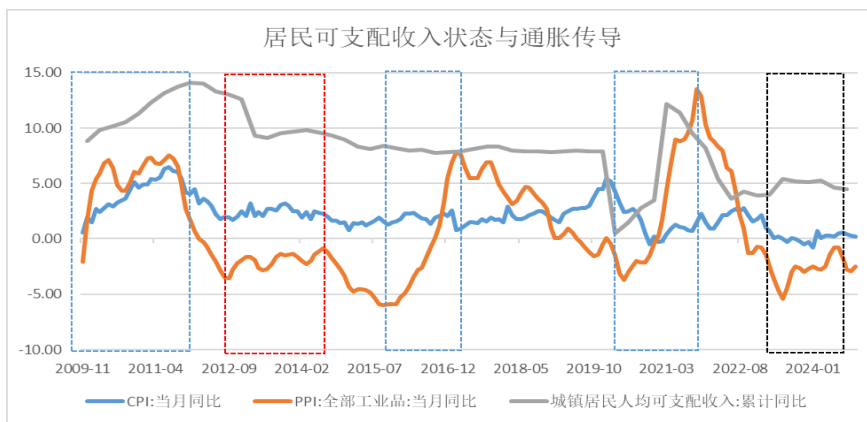
图13：中国社会消费品零售总额及分项



数据来源：Wind、银河期货

2024 年国内通胀较低，11 月 CPI 同比 0.2%，PPI 同比-2.5%，GDP 平减指数也是从 2009 年下半年最低位置缓慢回升。从历史上，需求和收入情况决定了拉升通胀的难易程度，对比 2008 年、2012 年、2015 年和 2020 年的过程，预计 2025 年通胀仍维持缓慢回升的走势。

图14：中国通胀传导

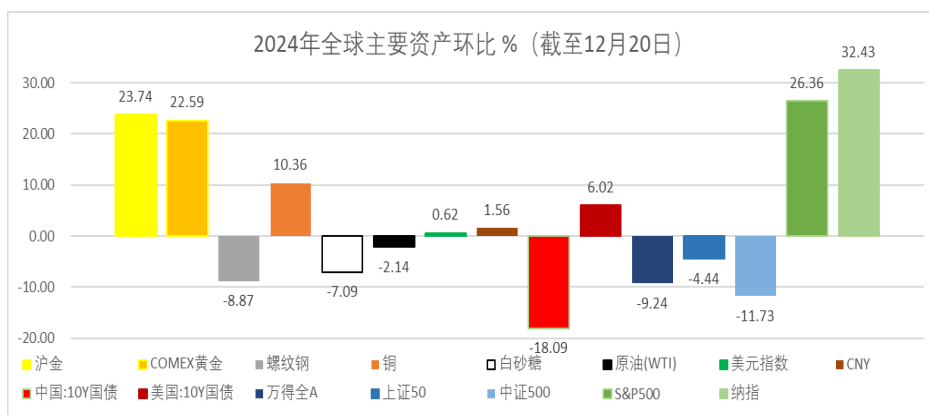


数据来源：Wind 资讯、银河期货

三、大类资产走势展望

从年度收益角度，2024 年最值得关注的资产是美股、黄金和中国国债。从近几年持续性看，黄金最好，中国国债过程最纠结。2024 年，各类资产价格也受到海外预期摆动和国内政策四季度转向的影响，资产价格在上半年及下半年分别出现顶和底。

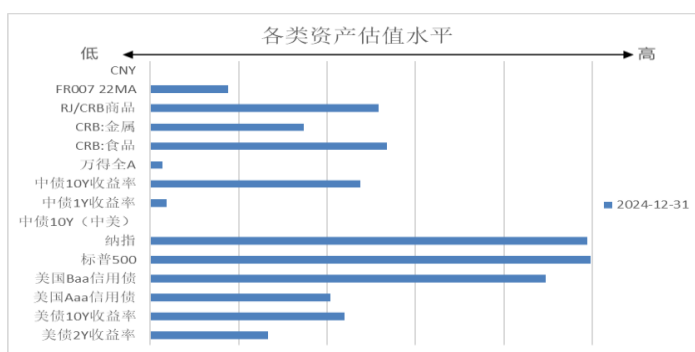
图15：2024年大类资产环比走势



数据来源：Wind 资讯、银河期货

从主要资产估值比较看，美国股票仍是估值最高的资产，大宗商品的估值也不算低，美债和中国国债收益率估值不高。

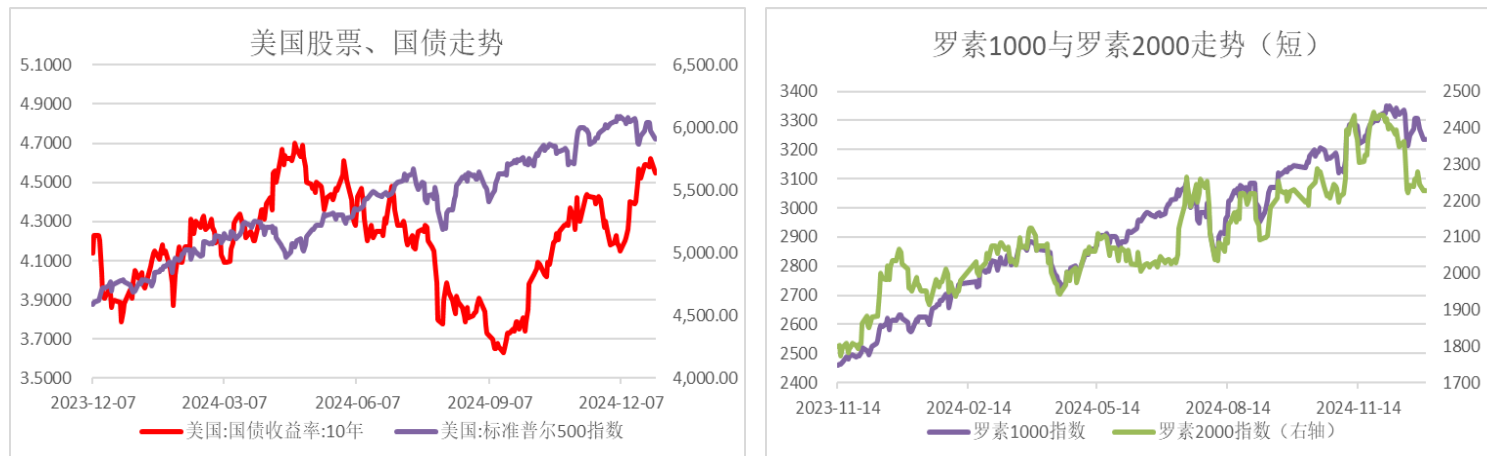
图16：大类资产估值



数据来源：Wind 资讯、银河期货

美股的驱动一方面来自经济的表现，一方面来自市场对美元资产的追逐。从目前市场情况看，美股大幅下跌风险有限，但板块调整在所难免。美债收益率下行幅度有限。预计 2025 年，美联储降息次数也比较有限。

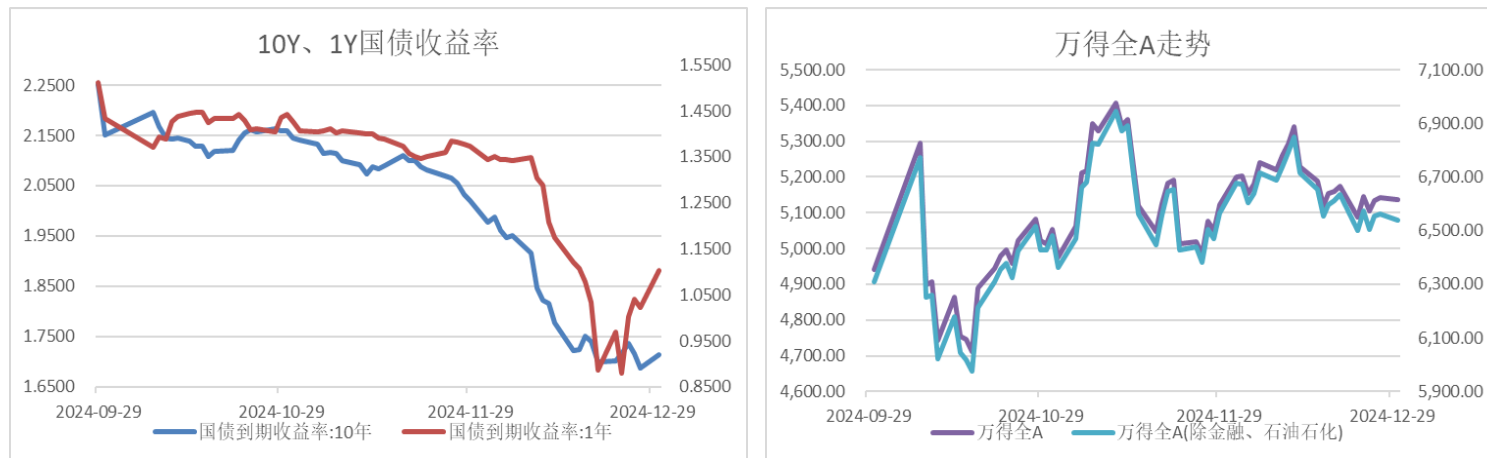
图17：美股及美债收益率走势



数据来源：Wind、银河期货

国内股市将延续慢牛走势，高股息和以国产替代为代表的政策支持板块值得关注。国债收益率 2024 年不断创出新低，未来将延续震荡走势，短期风险较为突出，曲线策略值得关注。

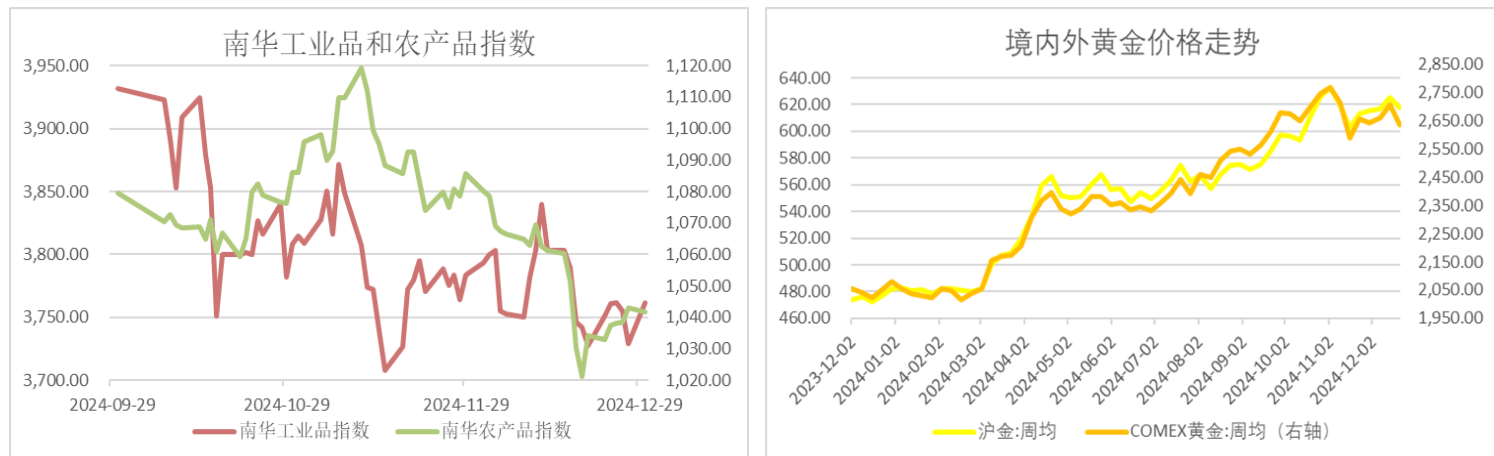
图18：中国股市及国债收益率走势



数据来源：Wind、银河期货

大宗商品方面，各品种价格大幅分化的情况持续。从驱动角度看，全球需求并不强，2025 年供给端的影响和相对低估值将是商品价格主要影响因素。贵金属走势仍值得关注，但波动增大，需关注风险。

图19：大宗商品走势



数据来源：Wind、银河期货

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 302200000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799