

2024年12月9日

迎风而立，向远而行

——2025年宏观及大类资产年度配置策略

分析师：

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758120

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

投资要点：

- **海外宏观方面**：2024年，美联储9月降息50BP，开启降息周期，但随着美国经济和通胀的回升，以及特朗普的政策主张可能进一步推升美国经济和通胀，美联储降息预期继续下降，2025年预计只会降息2-3次左右。相应美元指数中枢预计在100上方运行，国债收益率维持震荡走势，下降空间不大；但通胀预期上升，实际利率可能下降，利多美股。经济方面，随着美联储的降息，企业成本下降，支出意愿上升，制造业可能再次进入补库周期；房地产需求随着利率的下降逐步改善，商品需求会被比较好；消费方面，服务消费随着股市和房市的向好会继续偏强，商品消费随着就业市场好转、薪资改善，消费好转。因此，美国经济明年软着陆预期增强，走向弱复苏。资产方面，股市在企业盈利和估值的支撑下继续慢涨，商品得益于补库需求，国际定价商品表现较好。
- **国内宏观方面**：随着美联储的降息，国内货币政策进一步放松，支撑实体经济和股市。财政方面，财政支持力度较大，财政赤字率以及专项债规模进一步上升。经济方面，消费是主要拉动，通过增加收入，股市、房价止跌企稳等增加财富效应，以及财政支出向民生和消费倾斜的方式增加消费。投资方面，制造业投资今年依靠设备更新投资，明年外加补库；基建投资力度加大，房地产拖累减弱，整体投资比今年要好。出口方面，虽然商品外需可能好转，但特朗普政府的关税主张可能导致国内出口遭受打击，净出口可能对国内的经济支撑减弱。整体来看，2025年上半年中国经济受中美贸易战风险经济可能偏弱，整体呈现前低后高态势，全年经济增速在5.0%上下，GDP平减指数可能会由负转正，这意味着2025年中国名义GDP增速有望反弹接近2个百分点左右，有利于企业业绩的好转。资产方面，股市是最佳配置资产，经济基本面向好、财政货币政策支持、国家大力推动；商品随着内外需求的好转，表现会比较好，但内需型商品因为基建和地产大幅改善空间不大，因此表现要弱于外需型商品。
- **大类资产配置方面**：从美林投资时钟来看，海外方面，2025年随着美联储等主要央行进入降息周期、以及美国减税政策实施，海外经济有望实现弱复苏；通胀方面，欧美核心通胀压力仍存，2025年欧美通胀上行风险加大。因此，海外大类资产配置方面，美股由于经济复苏预期增强，企业业绩可能继续改善，实际收益率下降，继续维持高配。美债由于经济复苏可能加快、通胀预期上升，美国10年期国债收益率继续维持较高水平，短期利率由于美联储继续降息至年中左右，短端利率可能偏弱运行，长短端利差有望继续走扩，配置方面维持高配或下调长端债券配置。美元由于美联储进入降息周期、但由于经济和通胀的回

升，明年预计只会降息2-3次左右。相应美元指数中枢预计在100上方运行，美元维持中配。国内大类资产配置方面，2025年在国家财政刺激预期加码、地产刺激增强，货币宽松持续加码的情况下，内需复苏可能加快；但中美贸易战可能拖累经济复苏的力度；通胀逐步修复抬升，国内进入加速宽信用阶段。因此，股市由于内需回复加快、业绩修复好转和进入宽信用阶段，股市表现较强，由中配+上调至高配。债券方面，虽然内需恢复加快以及通胀可能抬升、但货币持续宽松，债券收益率预计维持震荡走势，配置上可以从高配下调至中配+。商品方面，由于全球需求同步上升，但强美元压制，整体价格中枢小幅上移，从中配上调至中配+。但国内由于房地产投资受限，基建有支撑，内需型商品需求回升弹性不大，整体表现可能弱于外需型商品。人民币由于美元整体偏强有一定的贬值压力，但国内需求恢复加快以及人民币资产更受青睐，人民币走势相对偏强；在美元指数中枢在100上方运行的情况下，人民币中枢大约在7上方运行，维持中配。

- **大宗商品：全球弱复苏背景下商品价格中枢小幅抬升。**2025年上半年欧美央行继续降息，海外经济复苏可能加快，外需整体回升。国内由于美国上半年将对中国商品加征关税，外需回落；国内财政刺激加码，内需回升；需求整体平稳。全球大宗商品价格由于强美元和贸易战的压力整体承压，且内需型商品弱于国际大宗商品。下半年随着美国减税政策的逐步落地以及欧美可能进入补库周期，海外经济和需求进一步回暖；国内在政策刺激以及外需整体回暖的情况下进入补库周期，全球大宗商品价格中枢小幅抬升。
- **股市：政策刺激有望加码，配置价值进一步提升。**2025年上半年由于中美之间可能的贸易战导致外需回落，虽然有财政、货币等内需刺激政策的对冲，国内企业业绩整体可能恶化，以及人民币汇率的贬值压力，国内股市有一定的调整压力。下半年，一方面随着全球进入补库阶段，国内经济有望逐步回暖，且在政策刺激下国内有望进入加速宽信用阶段、企业利润增速加快增长，国内股市有望进入上行阶段，配置价值进一步提升。
- **债市：价格高位震荡，配置价值仍旧较高。**2025年上半年，随着中美之间可能爆发贸易战、国内经济短期可能承压，以及国内可能采取宽松的货币政策进行对冲，国内利率保持低位运行，债券价格保持高位偏强走势，仍具有较高的配置价值。下半年，一方面随着国内外经济加快复苏、通胀逐步触底回暖以及货币政策宽松放缓，国内债券利率中枢可能小幅抬升，债券价格将高位调整，维持震荡走势，国内债市配置价值有所下降。
- **汇率：中美贸易战背景下，人民币汇率可能承压。**2025年上半年中美之间可能爆发贸易战，以及美元走强和外需的回落，人民币汇率有一定的贬值压力。下半年随着国内外经济的回暖以及股市表现可能较好、人民币资产配置价值提升，人民币贬值压力将有所缓解。

风险因素：中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

正文目录

1. 降息和减税背景下，美国经济弱复苏	5
1.1. 美联储进入降息周期，明年预计降息步伐放缓	5
1.2. 美国经济增长将进一步加快	5
1.2.1. 收入和财富效应增长进一步推升美国私人消费	5
1.2.2. 降息和减税背景下，美国私人投资将逐步回升	7
1.2.3. 美国贸易逆差扩大，贸易战风险再临	7
1.3. 美国通胀上行风险加大	8
1.4. 海外宏观小结	9
2. 政策刺激支持下，国内需求复苏有望加快	10
2.1. 消费将是拉动经济增长的主要动力	10
2.2. 政策继续发力，投资有望逐步回升	11
2.2.1. 政策刺激持续加码，房地产有望止跌企稳	12
2.2.2. 基建投资将加快	14
2.2.3. 国内将进入补库存阶段，制造业投资有望延续高位增长	15
2.3. 外部风险上升，净出口对经济拉动减弱	16
2.4. 通胀有望回升，拉动企业业绩好转	17
2.5. 宽货币有望向宽信用传导	17
2.6. 国内宏观小结	18
3. 全球经济周期运行情况	19
4. 2025 年大类资产配置策略	20
4.1.1. 大宗商品：全球弱复苏背景下商品价格中枢小幅抬升	21
4.1.2. 股票市场：政策刺激有望加码，配置价值进一步提升	21
4.1.3. 债券市场：价格高位震荡，配置价值仍旧较高	21
4.1.4. 汇率市场：中美贸易战背景下，人民币汇率可能承压	21
4.2. 全球弱复苏背景下商品价格中枢小幅抬升	21

图表目录

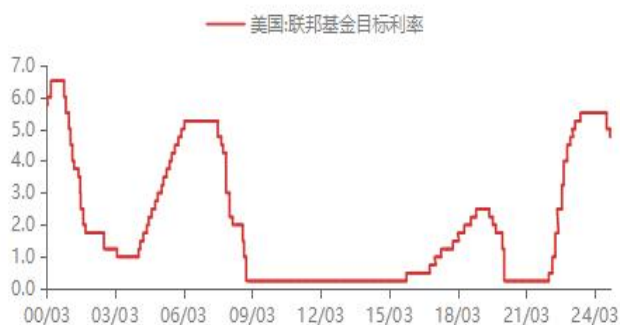
图 1 美联储进入预防式降息周期	5
图 2 美联储点阵图	5
图 3 美国就业市场有所改善	6
图 4 美国薪资和消费信心情况	6
图 5 美国服务业 PMI 景气度持续回升	6
图 6 美国商品和服务消费结构	6
图 7 美国企业利润和信心在筑底回升	7
图 8 美国处于补库初期	7
图 9 美国房贷利率下降	7
图 10 美国房地产信心逐步筑底回升	7
图 11 美国贸易逆差	8
图 12 美国进出口情况	8
图 13 美国 CPI 及分项构成	9
图 14 美国食品通胀将逐步回升	9
图 15 美国房屋通胀与房价走势	9
图 16 美国高服务业景气支撑服务通胀	9
图 17 三大需求对 GDP 增速的贡献	10
图 18 三大驱动累计同比增长情况	10
图 19 国家消费相关政策措施	11
图 20 社会消费零售总额同比数据	11
图 21 政策支持下消费有所回升	11
图 22 “5.17” 地产政策	13
图 23 9 月 24 日后续地产政策	13
图 24 房地产销售数据	13
图 25 房地产施工数据	13
图 26 房地产投资数据	14
图 27 房地产库存数据	14
图 28 国家财政方面政策	15
图 29 基建投资增速数据	15
图 30 地方政府专项债发行情况	15
图 31 制造业库存周期	16
图 32 政策支持下设备更新投资加快	16
图 33 制造业投资继续保持高位	16
图 34 PPI 与工业企业利润基本同步	16
图 35 国内进出口及贸易帐数据	17
图 36 OECD 领先指标与出口关系	17
图 37 中国 CPI 与 PPI	17
图 38 三大部门杠杆率情况	18
图 39 国内货币信用周期	18
图 40 全球主要经济体经济情况	19
图 41 全球主要经济体通胀情况	19
图 42 全球经济周期运行情况	20

1. 降息和减税背景下，美国经济弱复苏

1.1. 美联储进入降息周期，明年预计降息步伐放缓

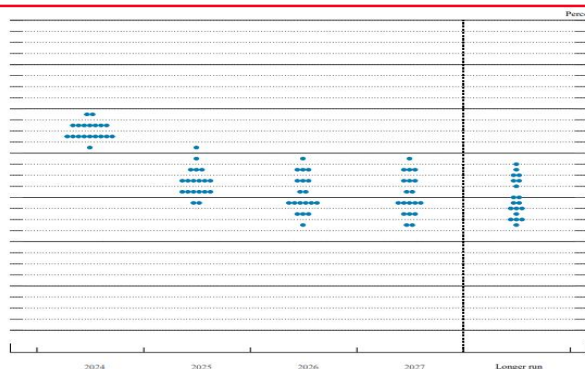
在美国经济持续放缓、劳动力市场快速降温、市场对于美国经济衰退担忧加深以及通胀持续下降的背景下。2024 年 9 月 18 日，美联储宣布降息 50BP，正式宣告美联储进入降息周期。目前美联储的点阵图显示，年内在 11 月和 12 月再分别降息 25BP，2025 年美联储的利率中枢在 3.5%-3.75%，2025 年再降息 3-4 次左右。但是据我们的研究，本轮降息为预防式降息，美联储采取预防式降息后一般会伴随着美国经济的复苏和好转（除 2020 年新冠危机外）。因此，随着经济和通胀的回升，降息预期逐步下降；此外特朗普胜选后，其对内减税、对外加关税、严控移民等政策主张可能进一步推升美国经济和通胀，美联储降息步伐或将进一步放缓。因此，2024 年 12 月降息的概率大幅下降，2025 年预计只会降息 2-3 次左右。相应美元指数中枢预计在 100 上方运行，国债收益率维持震荡走势，下降空间不大；但通胀预期上升，实际利率可能下降，利多美股和全球股市。

图 1 美联储进入预防式降息周期



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 2 美联储点阵图



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 美国经济增长将进一步加快

由于美联储进入降息周期，以及特朗普减税政策主张，美国实体经济经营成本下降，美国制造业、房地产市场有望回暖，私人消费和投资有望保持强劲增长，经济驱动增强，美国经济增长有望进一步加快。

1.2.1. 收入和财富效应增长进一步推升美国私人消费

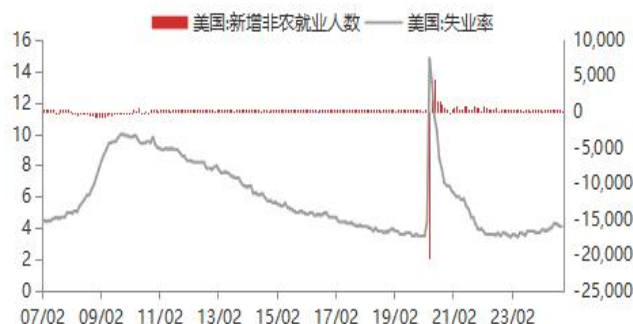
美国的消费对经济的贡献接近 8 成，其中服务消费占总消费的比重为 65%，商品消费占比 35%。商品消费与薪资增速相关性较大；而服务消费与股市以及房市的财富效应相关性更大。2024 年居民薪资增速整体放缓，因此商品消费整体不强；但是在美国房价和股市的财富效应下，美国服务消费增长强劲，支撑了当前美国居民的消费。2025 年在薪资增速回升以及财富效应进一步增强的情况下，美国消费整体继续回升，对经济的拉动作用进一步增强。

首先，从劳动力市场来看，2024 年美国劳动力市场整体放缓，但仍然较为强劲，是美国经济维持韧性的重要支撑之一。2024 年 10 月新增非农就业人口增 1.2 万人，主要由于罢工和飓风天气的短期冲击；失业率 4.1%，仍然处于低位；11 月之后美国劳动力市场持续改善。薪资方面，平均时薪同比升 4%，较上月上升 0.1%，环比升 0.3%，薪资增速继续回升，增速较为强劲。2025 年，我们认为美国的薪资增速进一步加快。一是随着美联储的进一步降息，利率对劳动力市场的限制性进一步减弱，劳动力市场将进一步回暖，进而推动薪资增速的回升。二是特朗普的减税计划预计在 2025 年下半年实施，企业经营成本下降有了利于企业的扩张进而带动就业需求的回升。三是特朗普的“美国优先”政策以及关税政策将促进制造业回流，进而创造更多的就业机会。四是特朗普的移民政策将导致劳动力供给的下降进而在供给端推动薪资的回升。因此在美国居民收入上升的情况下，美国的商品消费以及服务消费增长将进一步加快。

其次，在美国经济软着陆预期增强以及经济预期回暖复苏的背景下，美股业绩和估值将进一步抬升，美股表现将有较好的表现；而且随着房贷利率的下降，美国房地产市场有望回暖，房价将延续上涨趋势；在财富增长效应下，美国服务业将继续保持高景气水平，服务消费保持强劲增长。

因此，2025 年在薪资增速回升以及财富效应进一步增强的情况下，美国商品和服务消费将进一步回升，消费增长整体进一步加快，对经济的拉动作用进一步增强。

图 3 美国就业市场有所改善



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 4 美国薪资和消费信心情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 5 美国服务业 PMI 景气度持续回升



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 6 美国商品和服务消费结构



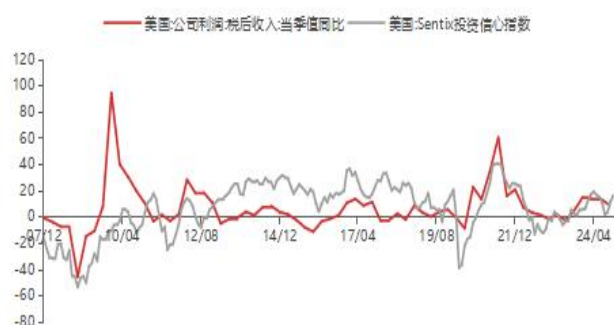
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2.2. 降息和减税背景下，美国私人投资将逐步回升

由于美联储进入降息周期，以及特朗普的减税政策主张，或将企业所得税率由 21% 下调至 15%，美国实体经济经营成本下降，企业盈利上升，美国制造业、房地产市场有望回暖，美国私人投资驱动增强，美国经济有望进入复苏阶段。

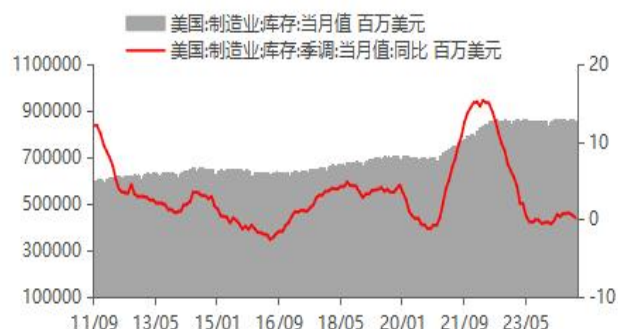
私人投资方面，我们从三个视角来分析。一个是从设备更新投资来看，目前美国企业利润处于好转上行期，投资信心也在改善。2025 年，随着美联储持续降息、特朗普的减税方案有望在下半年实施、以及美国制造业回流计划的逐步推进，美国制造业企业投资成本有望下降，美国制造业设备投资增长将进一步加快，美国私人投资有望继续回升。第二个是从库存投资来看，美国当前处于补库周期的初期，随着制造业企业借贷成本的下降、美国制造业补库动力加强以及美国商品消费需求在 2025 年预期回升，美国将大概率进入主动补库周期。第三个是，随着美联储的降息，美国房贷利率整体下降，美国房地产销售开始改善，房地产景气度回暖。2025 年，随着特朗普住房方面的政策主张：开发联邦土地用于新屋建设，提供税收和首次购房优惠，预期美国房地产销售和房地产投资将继续改善，房价有望延续上行趋势，房地产市场对于美国经济的拖累明显减弱。因此可以预期，2025 年，私人投资对美国经济的拉动将逐步增强。

图 7 美国企业利润和信心在筑底回升



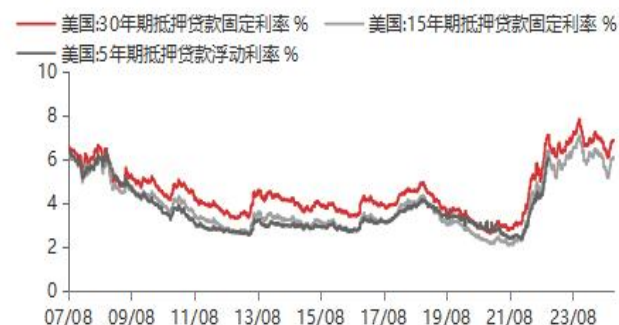
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 8 美国处于补库初期



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 9 美国房贷利率下降



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 10 美国房地产信心逐步筑底回升



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

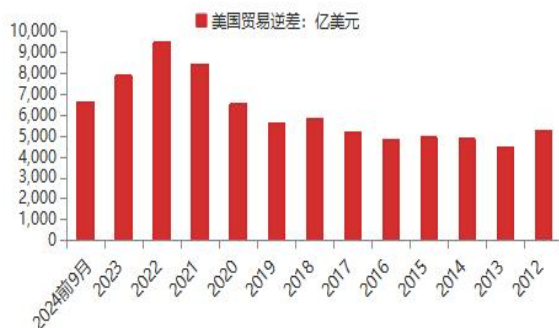
1.2.3. 美国贸易逆差扩大，贸易战风险再临

2023 年美国贸易逆差 7849 亿美元，贸易逆差较 2022 年降低 1600 亿美元，同比

下降 17%。但是 2024 随着美国经济的逐步改善以及制造业企业阶段性的补库存，进口有所回升，导致贸易逆差有所扩大；2024 年前 9 月，美国贸易逆差累计达 6605 亿美元，同比增长 11.8%。随着特朗普的胜选，特朗普表示将再次实施对外加征关税措施，以平衡美国巨额贸易逆差问题。第一，实施 10% 普遍基准关税，使用关税作为谈判工具，迫使欧洲、日本等其他国家和地区重新进行贸易协议谈判，以争取有利条件。第二，重谈北美自贸协定，填补中国商品转口漏洞。第三，取消中国的最惠国待遇，对来自中国的商品征收 60% 或更高的关税，阻止美国人在中国投资。第四，加强对敏感技术和产品的出口管制。第五，振兴工业基础，优先考虑国防重要行业，要求关键设备必须“美国制造”。

由于美国关税政策属于行政政策，实施落地速度较快；但是特朗普政府可能鉴于对经济、通胀以及金融市场的考虑，市场普遍预期，特朗普此次加征关税的力度可能不及其竞选承诺时那么大，具体措施将于 2025 年二季度左右开始分批次、分阶段实施，对于美国经济、市场以及资本市场冲击降低。不过，2024 年 11 月 25 日，美国当选总统特朗普表示，将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收 25% 关税，对中国商品额外加征 10% 的关税。特朗普的关税措施可能提前实施，不确定性增大；可以预期，2025 年美国的贸易逆差可能有所降低，净出口对美国经济的拖累可能有所减弱。但是一方面，通胀的回升可能导致美国的实际消费能力下降，导致实际经济增长下降；另一方面，全球范围性的贸易战风险可能对全球经济产生负面冲击进而波及美国自身。

图 11 美国贸易逆差



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 12 美国进出口情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

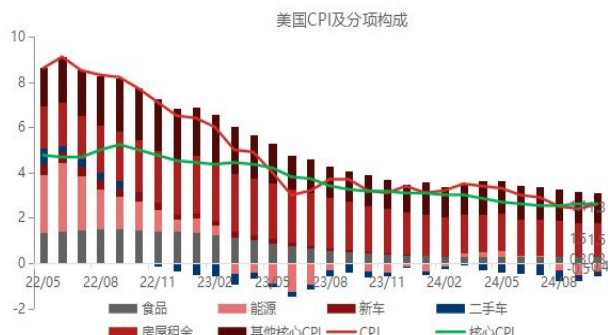
1. 3. 美国通胀上行风险加大

目前美国通胀整体延续放缓趋势，美国 10 月 CPI 2.6%，较上月上升 0.2%；核心 CPI 3.3%，与上月持平；美国核心通胀压力较大，通胀整体上升，通胀上行风险加大。目前美国核心 CPI 由于房屋租金、服务业消费等核心 CPI 支撑维持较高水平。

2025 年，我们预计通胀上行风险进一步加大。一是随着美国薪资增长加快以及美国进入补库周期，商品消费增加，商品通胀将进一步提升。二是随着全球食品价格的回升，食品价格大约领先食品通胀 9 个月，预计食品通胀也会重回上行通道。三是房租通胀方面，随着美国房屋需求改善，以及成屋供给偏紧，预计成屋房价继续上行；因此房屋租金由于较强的黏性，同比增速将触底回升，房租通胀对核心通胀的推升作用将加强。四是由于美股和房地

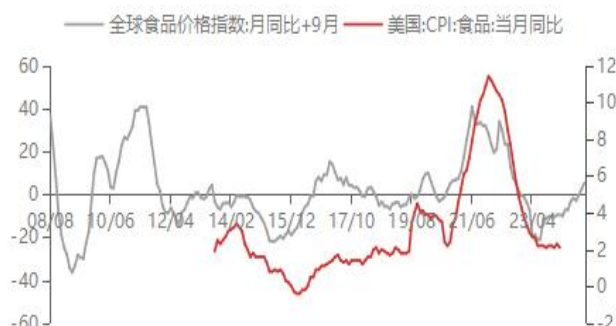
产市场的财富效应，美国服务业景气度维持高景气，服务消费通胀会保持较高的粘性，美国核心通胀预计会有所回升。五是，特朗普的关税政策会进一步提升美国进口商品的成本，预计会大幅推升美国的通胀水平。因此在美国整体通胀上行风险加大的情况下，美联储降息预期可能将进一步减弱。

图 13 美国 CPI 及分项构成



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 14 美国食品通胀将逐步回升



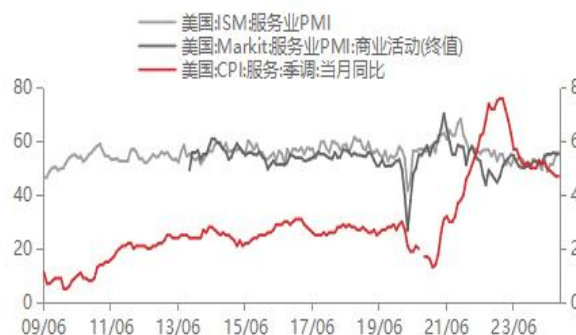
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 15 美国房屋通胀与房价走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 16 美国高服务业景气支撑服务通胀



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1. 4. 海外宏观小结

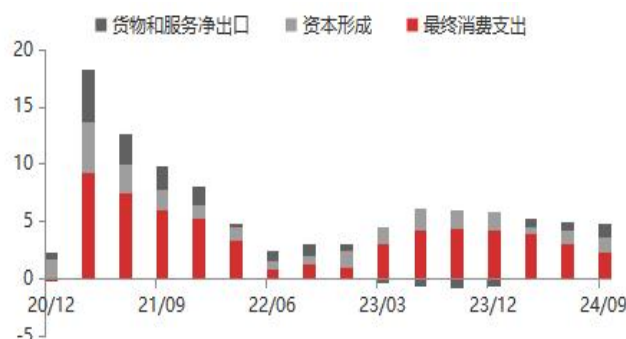
海外方面，美联储 9 月降息 50BP，开启降息周期，但随着美国经济和通胀的回升，以及特朗普的政策主张可能进一步推升美国经济和通胀，美联储降息预期继续下降，2025 年预计只会降息 2-3 次左右。相应美元指数中枢预计在 100 上方运行，国债收益率维持震荡走势，下降空间不大；但通胀预期上升，实际利率可能下降，利多美股。经济方面，随着美联储的降息，企业成本下降，支出意愿上升，制造业可能再次进入补库周期；房地产需求随着利率的下降逐步改善，商品需求会被比较好；消费方面，服务消费随着股市和房市的向好会继续偏强，商品消费随着就业市场好转、薪资改善，消费好转。因此，美国经济明年软着陆预期增强，走向弱复苏。经合组织发布最新经济展望报告，预测 2024 年全球经济将增长 3.2%，2025 和 2026 年将继续温和增长，增速均稳定在 3.3%；其中，预计美国经济增长率从 2024 年的 2.8% 降至 2025 年的 2.4%，但大

幅上调了通胀预期。资产方面，股市在企业盈利和估值的支撑下继续慢涨，商品得益于补库需求，国际定价商品表现较好。

2. 政策刺激支持下，国内需求复苏有望加快

从中国前三季度 GDP 来看，累计同比增长 4.8%，其中最终消费支出拉动 GDP 增长 2.4%，资本形成总额拉动 GDP 增长 1.3%，净出口拉动 GDP 增长 1.1%。消费是拉动经济增长的主要动力，净出口对经济的边际贡献最大。从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中 1-10 月固定资产投资累计同比 3.4%，较 1-9 月持平；消费同比增长 3.5%，较 1-9 月上升 0.2 个百分点；1-10 月进出口同比 3.7%，较 1-9 月上升 0.3 个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，消费有所回升，对经济的拉动增强，投资整体继续平稳，对经济的支撑不强；外贸出口回暖，对经济的拉动贡献增量最大。

图 17 三大需求对 GDP 增速的贡献



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 18 三大驱动累计同比增长情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.1. 消费将是拉动经济增长的主要动力

2024 年以来，由于居民收入下降，房价和股市下行、财富效应下降，国内消费增速持续下降。1-10 月，社会消费品零售总额累计同比增长 3.5%，较去年 12 月下降 3.7 个百分点。

2025 年我们认为消费增速将大幅回升，同比预计录得 5-6%，是拉动经济增长的主要动力。一是 9 月 25 日，发布了《关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》，要提高劳动报酬在初次分配中的比重。9 月 26 日政治局会议强调促进中低收入群体增收，提升消费结构。10 月 21 日，发布《关于深化产业工人队伍建设改革的意见》，提高产业工人经济收入，完善产业工人工资决定、合理增长。同时结合国家降低存量房贷利率增加居民可支配收入等措施，居民增收政策陆续出台以及逐步落地，居民收入有望增加，进而促进消费增速的回升。二是 2024 年 3 月 1 日，国家推动大规模设备更新和消费品以旧换新。主要涉及汽车、家电、消费电子等耐用品消费领域。8 月 16 日，商务部等 7 部门正式发布《关于进一步做好汽车以旧换新工作的通知》，将补贴标准由此前的购买新能源乘用车补贴 1 万元、购买燃油乘用车补贴 7000 元，分别提高至 2 万元和 1.5 万元，均增长了一倍及以上。消费政策刺激力度进一步加强，在政策推动下，2024 年 10 月家用电器类消费同比增长 39.2%，通讯器材类同比增长 14.4%，继续保持高速增长；汽车类同比增长 3.7%，继续大幅回升；政

策刺激效果明显。目前国家已提前谋划明年的汽车以旧换新接续政策，稳定市场预期；预计消费品以旧换新将延续至 2025 年，政策刺激力度可能进一步加大，对消费的拉动作用进一步加强。三是政治局会议表示要努力提振资本市场，当前股市已经大幅上涨，居民财富效应大幅增加，边际消费倾向有所提升。四是，政治局会议表示要促进房地产市场止跌回稳，结合财政部表示可以用专项债资金收购存量房，以及城中村改造从 35 座超大特大城市扩容至 300 座地级及以上城市，房地产去库力度将进一步增大，房价以及房地产市场有望实现止跌企稳，居民房产财富效应有望止跌。因此可以预见，2025 年，在居民收入增速预期回升、居民股市和房产财富效应作用下，消费增速将逐步回升，是拉动经济增长的主要力量。

图 19 国家消费相关政策措施



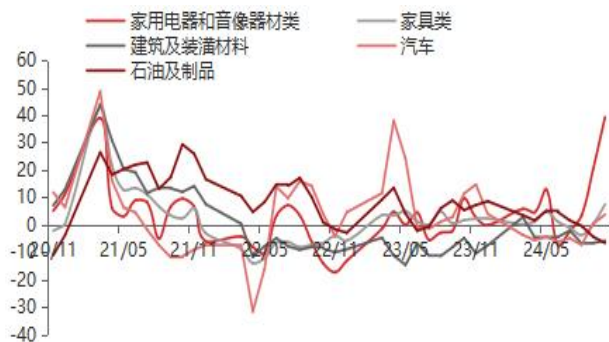
资料来源: 东海期货研究所, 同花顺, Wind

图 20 社会消费零售总额同比数据



资料来源: 东海期货研究所, 同花顺, Wind

图 21 政策支持下消费有所回升



资料来源: 东海期货研究所, 同花顺, Wind

2.2. 政策继续发力，投资有望逐步回升

2024 年 1-10 月固定资产投资累计同比增长 3.4%，较 2023 年下降 3%。2025 年在地产政策刺激加强、基建投资发力对冲外需回落以及国内外有望进入补库阶段，国内房地产投资有望加快修复回升、基建投资有所加快、制造业投资保持较高速度增长。我们预计 2025 年投资继续稳中回升，固定资产投资增速有望回升至 5% 以上。

2.2.1. 政策刺激持续加码，房地产有望止跌企稳

今年 1-10 月地产情况整体偏弱，修复不及预期。首先一季度国内房地产市场持续降温，居民部门提前还款现象较为普遍，国内房地产销售和投资降幅扩大。二季度“5.17”房地产新政推出，房贷利率大幅下调、公积金贷款利率下调、首套房付款比例调整为不低于 15%、二套住房最低首付款比例调整为不低于 25%以及央行将设立 3000 亿保障性住房再贷款支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，随着政策的推出和实施，国内房地产市场开始逐步修复，房地产销售和投资降幅开始收窄。三季度以来，国内房地产市场有重新放缓的迹象，9 月 24 日，随着央行等相关部委在国新办新闻发布会上宣布若干政策，涉及地产方面存量房贷调降和首付调整，目前已逐步落地。9 月 26 日政治局会议表示，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。10 月 17 日，住建部等召开新闻发布会，提到两方面政策，一是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；二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。11 月 15 日，住房城乡建设部、财政部联合印发通知，城中村改造政策支持范围从最初的 35 个超大特大城市和城区常住人口 300 万以上的大城市，进一步扩大到近 300 个地级及以上城市。

在政策的支持下，国内房地产市场快速回暖，房地产销售大幅改善。2024 年 10 月，商品房销售面积当月同比增长-1.6%，降幅较前值收窄 9.2%，商品房销售额同比增长-1.4%，降幅较前值收窄 14.7%，房地产销售降幅大幅收窄，整体大幅改善。因此从政策方面来看，2024 年四季度以及 2025 年，房地产市场主要基调是止跌企稳，走修复路径，正向拉动经济的可能性较小，但对经济拖累将大幅减弱。房地产销售方面，随着政策的实施逐步修复回升，叠加 2024 年的低基数效应，同比增速甚至可能阶转正。房地产投资方面，由于政治局会议明确对商品房建设要严控增量，因此房地产投资方面可能修复偏慢。房地产施工端，新开工方面由于严控增量可能继续偏弱，但竣工端由于保交楼政策的推进相对较好。库存方面，今年以来随着国内地产政策的实施，库存已经在逐步去化，商品房待售面积和库存同比增速已经有所下降；2025 年随着销售端政策刺激力度加大、政府收购商品加速以及货币化安置重启，房地产库存去化速度将加快。房价方面，政府目标是止跌企稳，在控供给增量、促销售以及去库存三方面的推动下，国内房地产供需格局将大幅改善，房价止跌企稳的可能性在增大，其中一二线等高能级城市房价可能率先止跌企稳，表现较强；三四线等低能级城市可能需要到 2025 年下半年或者 2026 年上半年止跌企稳。

图 22 “5.17” 地产政策

		政策
4.30	政治局会议	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
5.17	库存	住建部副部长董建国：推动消化存量商品住房。城市政府坚持以需定购，可以组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品住房，用作保障性住房。进一步发挥房地产融资协调机制作用，满足房地产项目合理融资需求，城市政府推动符合白名单条件的项目应进尽进，商业银行对合规白名单项目应贷尽贷，满足在建项目合理融资需求。
	需求	中国人民银行行长陶玲5月17日在国务院政策例行吹风会上表示，央行将设立3000亿保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。预计将带动银行贷款5000亿元。
	供给	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。 央行、国家金融监督管理总局：对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款利率最低首付款比例调整为不低于25%。 中国人民银行5月17日发布通知，5月18日起下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。对此，多位业内人士向记者确认，新的通知除适用于新购房且用公积金贷款购房者外，也同样适用于已购房且用公积金贷款的购房者，即在重新定价日，已购房且用公积金贷款的购房者的住房公积金贷款利率也会相应下调，至于具体的重新定价日期，还要依据各地政策及贷款合同而定。
5.21	公积金	住建部：目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活，推动房地产企业缓解困难和压降债务，促进土地资源高效利用。 保交楼 5月21日，住房城乡建设部办公厅发布通知，要求各地住房公积金管理中心做好住房公积金个人住房贷款利率下调相关工作。通知要求，自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。做好存量住房公积金个人住房贷款利率调整政策衔接，对贷款期限在1年及1年以内的，实行合同利率，不分段计息；对贷款期限在1年以上的，应于下月1日开始，按相应利率档次执行新的利率规定，国家另有规定的除外。

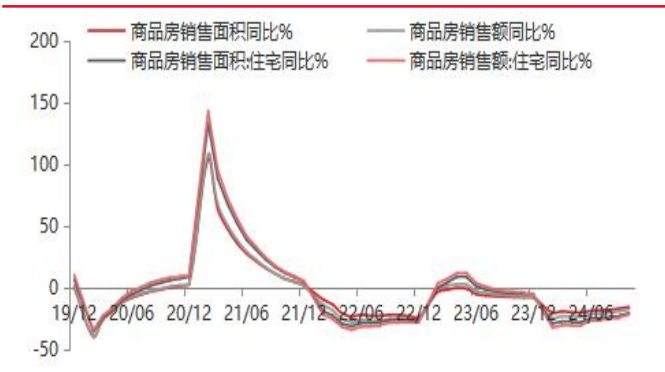
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 23 9 月 24 日后续地产政策

		政策
9.24	央行行长	1) 降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅在0.5个百分点左右。 2) 统一首套房和二套房的房贷最低首付比例。将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的25%下调到15%。 3) 将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。
9.26	政治局会议	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。
10.17	促进房地产市场平稳健康发展发布会	四个取消，就是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、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。 四个降低，就是降低住房公积金贷款利率，降了0.25个百分点；降低住房贷款的首付比例，统一套、二套房最低首付比例到15%；降低存量房贷利率；降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。通过落实这些已出台的政策，降低居民购房成本，减轻还贷压力，支持居民刚性和改善性住房需求。 两个增加，一是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。城中村安全隐患多、居住环境差，群众改造意愿迫切。据有关调查，仅在全国35个大城市，需要改造的城中村就有170万套，那么从全国其他城市来看，这个量还会很大，也可以说，其他城市也有改造的需求。全国城市需要改造的危旧房，我们也做了一个调查，有50万套。这次提出的新增实施100万套，主要是对条件比较成熟、通过加大政策支持力度可以提前干的项目，我们就可以提前干、抓紧干。这次主要采取货币化安置的方式，更有利于群众根据自己的意愿和需求选择合适的房子，减少或者不用在外过渡，能够直接搬入新居。同时，也有利于消化存量商品房。二星年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。城市房地产融资协调机制要将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。
10.21	央行	央行授权全国银行间同业拆借中心公布：1年期贷款市场报价利率（LPR）为3.10%，5年期以上LPR为3.60%，均下行25个基点。
11.13	财政部、税务总局、住房城乡建设部	财政部、税务总局、住房城乡建设部发布促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告。对个人购买140平方米及以下住房的，按1%的税率征收契税；购买面积为140平方米以上的也按不同比例减税。新政将自2024年12月1日起执行。

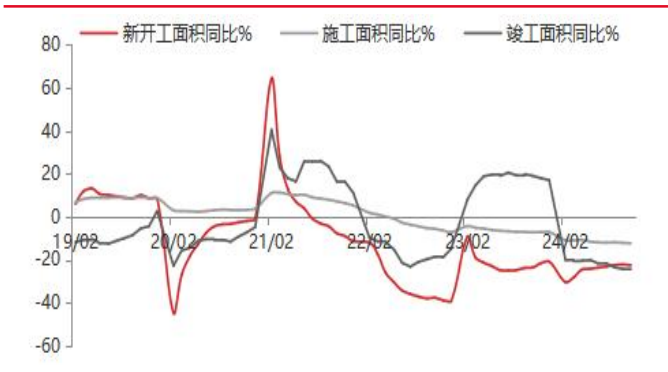
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 24 房地产销售数据



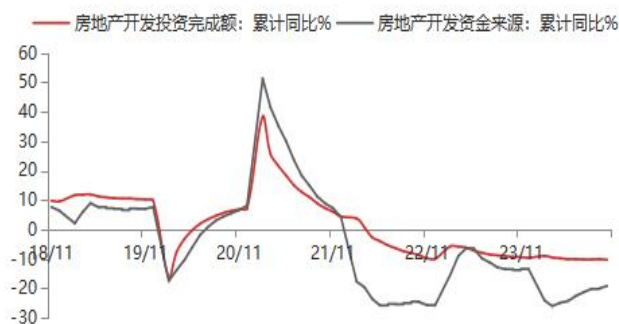
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 25 房地产施工数据



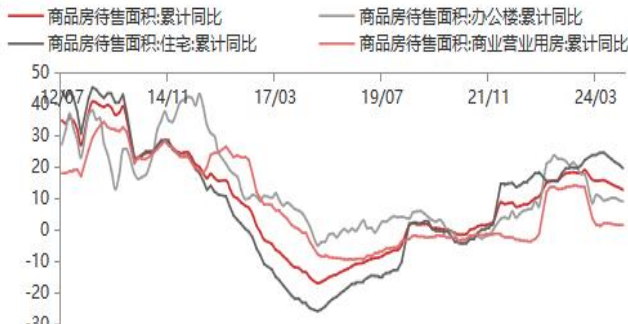
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 26 房地产投资数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 27 房地产库存数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.2. 基建投资将加快

今年的基建投资整体是在快速放缓，2024 年 1-10 月基建投资累计同比增长 4.3%，较去年 12 月下降 1.6%，这个增速与年初市场普遍预期的 9-10% 这样的增速还是有很大的差别的。一是由于地方政府隐性债务风险突出，地方政府基建投资受到限制；二是房地产市场修复不及预期，地方政府政府性基金收入缺口较大。目前建筑业景气和需求持续偏弱，基建投资增速整体放缓。

2025 年基建投资预计将保持较高速度增长。主要有五方面原因。一是财政收入方面，在全球再通胀预期以及国内通胀预期回升的情况下，2025 年国内通胀回升，名义 GDP 明显高于 2024 年，税收收入增长将有所加快。二是在房地产止跌企稳的预期下，政府性基金收入同比降幅有望收窄，地方财政资金缺口收窄。三是根据 2014 年 10 月 12 日财政部发言，2025 年财政赤字率有一定的提升空间，市场预期财政赤字率将提升至 3.5%-4%；再叠加表外的广义赤字，广义的赤字一共比今年要扩张 2 万亿人民币左右，占 GDP 的比例比今年上升接近 1.4 个百分点，财政支持力度将进一步增大。四是 2024 年 11 月 8 日，全国人大常委会表决通过了《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，通过增加地方政府债务限额 6 万亿元，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，以及按原合同偿还 2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元等三项政策协同发力，化债的组合规模达 12 万亿元。随着地方政府隐性债务的一次性加大规模的去化，地方政府将可以腾挪出更大的财政空间和更多的精力用于支持经济发展。五是，随着特朗普的胜选，美国在 2025 年将对中国加征 60% 及以上的关税，在外需受到巨大冲击的情况下，需求加大基建投入的方式对冲外需的不足。因此，2025 年名义基建投资将进一步提升。

图 28 国家财政方面政策

分项	政策
9月26日政治局会议	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。
10月12日财政部增量政策	一是 加力支持地方化解政府债务风险 ，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生。 二是 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本 ，提升这些银行抵御风险和信贷投放能力，更好地服务实体经济发展。 三是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 。 四是 加大对重点群体的支持保障力度 ，国庆节前已向困难群众发放一次性生活补助，下一步还将针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力。 中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。
11月8日全国人大常委会	11月8日，全国人大常委会表决通过了《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，增加地方政府债务限额6万亿元，用于置换存量隐性债务。根据财政部部长蓝佛安介绍，从2024年开始，我国将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，累计可置换隐性债务4万亿元。同时明确，2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。上述三项政策协同发力，此番用于化债的组合拳规模达12万亿元。

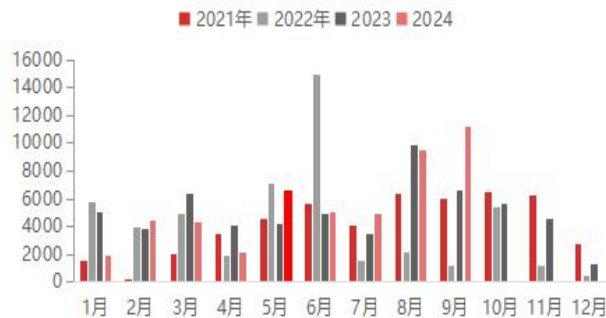
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 29 基建投资增速数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 30 地方政府专项债发行情况



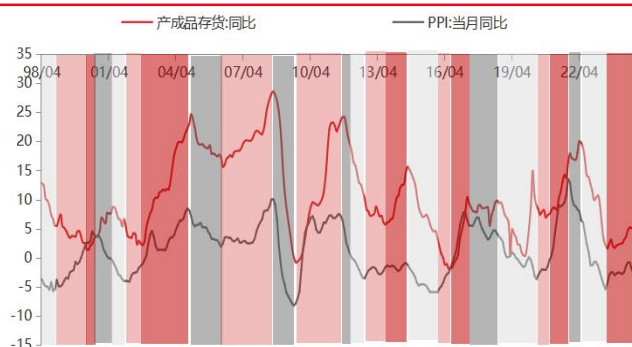
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.3. 国内将进入补库存阶段，制造业投资有望延续高位增长

2024 年 1-10 月制造业投资同比增长 9.3%，较去年 12 月上升 2.8%。一是去年基数效应相对较低。二是国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，推动制造业企业大规模设备更新投资，截至 9 月设备工器具投资累计同比增长 16.4%，是拉动制造业投资的主要动力。2025 情况如何，我们主要从两个角度分析。第一个是库存周期投资，从中国库存周期来看，中国每轮库存周期大约 43 个月，上行周期 24 个月，下行期 19 个月，从 2023 年 11 月开始中国进入补库存周期，目前已持续 11 个月，处于本轮补库的中期，但是由于需求不足，补库动力不强，目前处于阶段性被动补库阶段。因此，2025 年库存投资仍有一定的上行时间；而且随着国家需求侧刺激政策的逐步落地显效，补库动力将逐步增强，将是制造业投资的一大驱动力；但是由于地产相关制造业受累于地产市场整体托而不举，地产制造业对整体补库的贡献并不强。第二个是从企业利润和设备更新投资的角度来看，这里我们可以从 PPI 和工业企业利润这两个指标来分析。一是 PPI 走势和工业企业利润走势基本是同步的，因此 PPI 走势对企业利润有一定的前瞻预测作用，PPI 在 2024 年整体呈修复趋势，工业企业利润增速整体修复回升；2025 年随着国内需求的逐步回升，PPI 有望继续修复回升，企业业绩有望进一步修复回升，对制造业设备投资和补库有一定的支撑；此外，

国家《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的政策预计将继续实行，届时对制造业投资仍会形成一定的支撑。因此，2025 年制造业投资有望延续当前高位增长的趋势，但是由于高基数效应，增速可能有所回落。

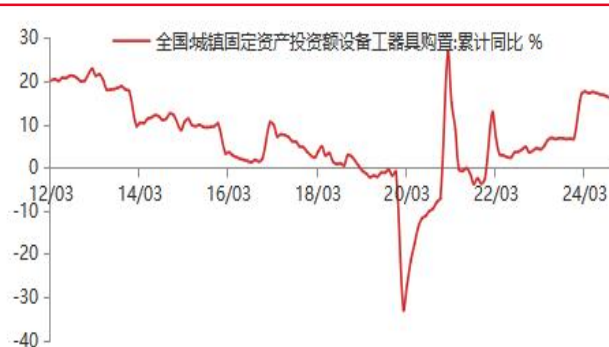
图 31 制造业库存周期



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

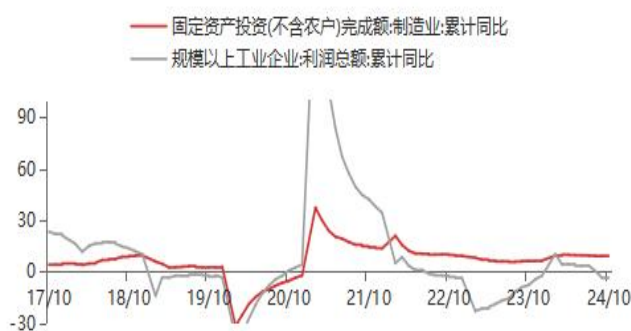
注：浅红色表示被动去库，深红色表示主动补库，深灰色表示主动去库，浅灰色表示被动去库

图 32 政策支持下设备更新投资加快



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 33 制造业投资继续保持高位



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 34 PPI 与工业企业利润基本同步



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

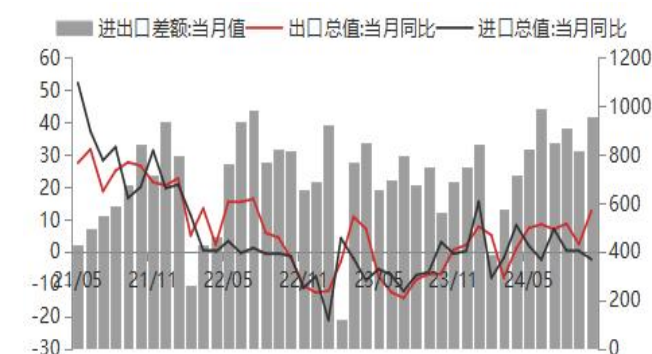
2.3. 外部风险上升，净出口对经济拉动减弱

今年前 10 月出口累计 2.93 万亿美元，同比增长 5.1%；进口累计 2.14 万亿美元，同比增长 1.7%；贸易顺差 7853 亿美元，同比增长 15.8%，净出口对经济的拉动明显增强。

2025 年，在美联储以及欧央行进入降息周期的背景下，欧美经济复苏预期增强，海外商品需求可能回升，进入主动补库阶段，对我国出口有一定的支撑。此外，根据前瞻性指标，OECD 领先指数目前呈继续回升的趋势，意味着 2025 年出口仍有一定支撑，净出口对国内经济的支撑仍将存在。但是随着美国大选结果落地，特朗普胜选，其主张对华强硬的贸易政策主张：一是重谈北美自贸协定，填补中国商品转口漏洞。二是取消中国的最惠国待遇，对来自中国的商品征收 60% 或更高的关税，限止美国人在中国投资。三是加强对敏感技术和产品的出口管制。2024 年 11 月 28 日，特朗普表示就职当天将对中国商品额外加征 10% 的关税，届时中国将实施反击；后续特朗普将分阶段、分批次对中国商品加征关税，势必会对

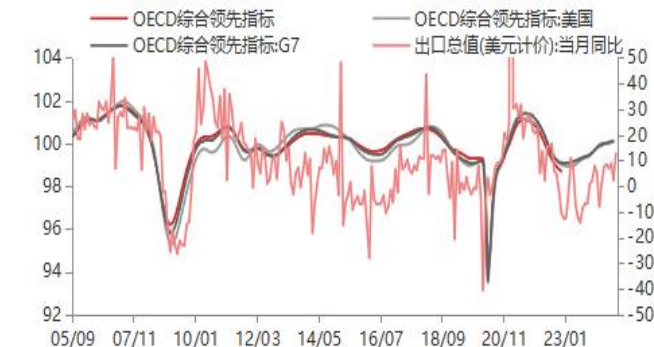
我国出口产生较大影响。但是，在“抢出口”、转口贸易支撑下，预计出口对全年经济或仍有一定支撑，但贸易顺差或有所收窄，净出口对经济支撑作用或有所减弱。

图 35 国内进出口及贸易帐数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 36 OECD 领先指标与出口关系



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.4. 通胀有望回升，拉动企业业绩好转

2024 年 10 月 PPI 同比增长-2.9%，CPI 同比增长 0.3%，PPI 连续 27 个月处于负值区间，通胀整体较低。一是由于国内工业品需求不足，价格持续偏弱。二是国内消费持续放缓，核心通胀持续下降。三是猪肉等食品价格虽然短期上涨，但食品通胀对整体通胀支撑有限。但是，从另一个角度来看，目前国内通胀持续低迷，一方面表明当前消费，特别是商品消费复苏动力仍旧不强；另一方面表明，鉴于当前的低通胀，央行货币政策将继续保持宽松，且有进一步宽松的可能。2025 年，由于 2024 年的低基数效应，以及国内消费刺激政策加强，预计政策效果将逐步落地显效，消费预计逐步回升，核心通胀可能触底回升。在国内需求以及通胀修复回升的情况下，将推动国内企业业绩的修复好转。

图 37 中国 CPI 与 PPI

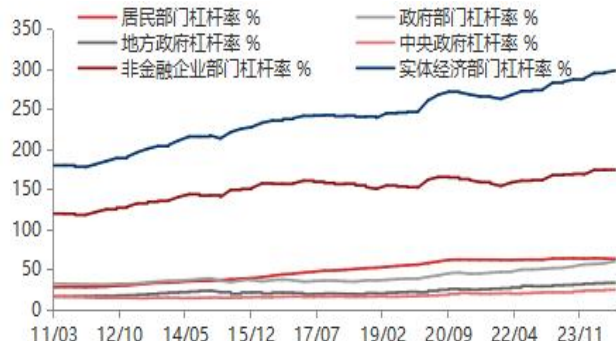


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.5. 宽货币有望向宽信用传导

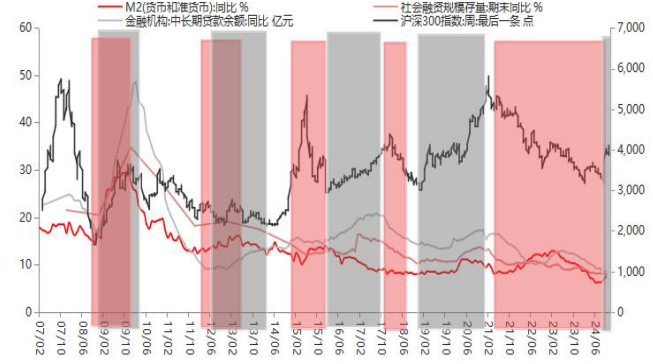
宽货币方面，中国于 2021 年 7 月货币政策逐步转向宽松，进入宽货币周期，目前由于经济复苏偏慢、通胀持续低迷，以及当前积极的财政政策需要流动性支持，实体经济需要宽松货币政策的呵护，中国央行持续降息和降准，货币政策持续宽松；此外，叠加预计美联储将持续降息至 2025 年年中左右，持续为国内货币政策打开空间，预计 2025 年上半年宽货币政策大概率延续。宽信用方面，2024 年由于居民部门提前还款、企业部门信心不足、地方政府隐性债务风险，居民、企业和政府部门宽信用放缓。但是随着 9 月中央政治局会议后，存量房贷利率下调，房地产调控持续放松，居民部门预计将重新小幅加杠杆；企业部门融资成本下降、房地产企业融资支持力度加大，企业部门延将续加杠杆；政府部门随着专项债发行速度加快以及预计国家增加财政赤字率，中央政府部门快速加杠杆；预计 2025 年国内宽信用过程整体有所加快。这对于股市和大宗商品市场来说是一个相对比较友好的环境。

图 38 三大部门杠杆率情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 39 国内货币信用周期



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.6. 国内宏观小结

总结来看，随着美联储的降息，国内货币政策进一步放松，支撑实体经济和股市。财政方面，财政支持力度较大。第一，12 万亿总规模的化债方案化解地方政府隐性债务风险，将解放地方政府的债务负担，腾挪出财力支持实体经济；此外，为对冲美国贸易外部风险，基建对冲力度将进一步加大。第二，专项债收购土地以及商品房，解决房地产问题，房地产止跌企稳。经济方面，消费是主要拉动，通过增加收入，股市、房价止跌企稳等增加财富效应，以及财政支出向民生和消费倾斜的方式增加消费。投资方面，制造业投资今年依靠设备更新投资，明年外加补库；基建投资力度加大，房地产拖累减弱，整体投资比今年要好。出口方面，虽然商品外需可能好转，但特朗普政府的关税主张可能导致国内出口遭受打击，净出口可能对国内的经济支撑减弱。整体来看，2025 年上半年中国经济受中美贸易战风险经济可能偏弱，整体呈现前低后高态势，全年经济增速在 5.0% 上下，GDP 平减指数可能会由负转正，这意味着 2025 年中国名义 GDP 增速有望反弹接近 2 个百分点左右，有利于企业业绩的好转。资产方面，股市是最佳配置资产，经济基本面向好、财政货币政策支持、国家政策大力推动；商品随着内外需求的好转，表现会比较好，但内需型商品因为基建和地产大幅改善空间不大，因此表现要弱于外需型商品。

3. 全球经济周期运行情况

结合前面两个部分内容，我们来看一下全球经济周期运行情况。

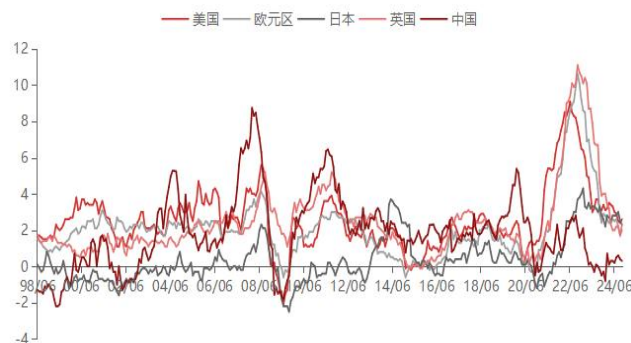
从经济方面来看，全球经济处于缓慢复苏阶段。其中欧洲复苏较慢；美国经济整体放缓，但韧性较强，2025年在宽松的货币政策和减税的政策环境下，经济复苏有望加快；国内经济处于复苏初期，2025年复苏步伐有望加快，但美国对中国的贸易战将拖累中国的经济复苏力度。整体来看，欧美处于复苏的初步阶段，中国也处于复苏的初步阶段，全球整体复苏动力不强。从通胀方面来看，全球通胀处于下行期，其中欧美通胀下行速度放缓，核心通胀仍然较高，通胀上行风险加大；国内通胀处于下行筑底期。2025年欧美再通胀风险上升，核心通胀压力可能加大；国内通胀将进入筑底回升期。从货币政策方面来看，美联储和欧央行大概率继续降息，美联储可能2025年年中左右停止降息，欧央行由于欧元区经济压力更大，宽松的时间可能相对较长一些；国内央行预计上半年将继续维持宽松的货币政策。2025年中国与美欧等世界主要央行货币政策基本趋同，经济可能共振回升。

图 40 全球主要经济体经济情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

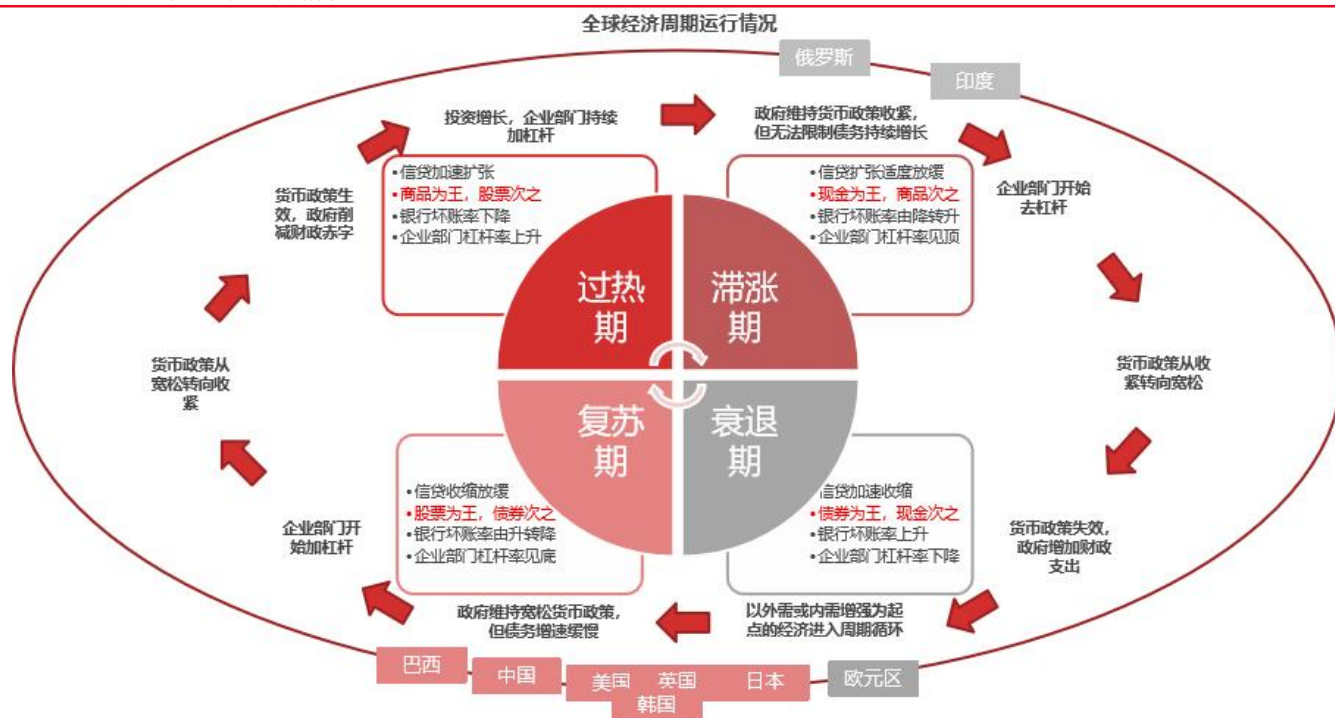
图 41 全球主要经济体通胀情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，中、美、欧、英、日等仍处于复苏初步阶段，目前经济软着陆的可能性在增加，经济强弱方面：印度>美国>日本>英国>欧元区；俄罗斯处于经济过热到滞胀阶段；中国进入复苏的初步阶段，但复苏力度较弱。

图 42 全球经济周期运行情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4. 2025 年大类资产配置策略

从美林投资时钟来看，海外方面，2025 年随着美联储等主要央行进入降息周期、以及美国减税政策实施，海外经济有望实现弱复苏；通胀方面，欧美核心通胀压力仍存，2025 年欧美通胀上行风险加大。因此，海外大类资产配置方面，美股由于经济复苏预期增强，企业业绩可能继续改善，实际收益率下降，继续维持高配。美债由于经济复苏可能加快、通胀预期上升，美国 10 年期公债收益率继续维持较高水平，短期利率由于美联储继续降息至年中左右，短端利率可能偏弱运行，长短端利差有望继续走扩，配置方面维持高配或下调长端债券配置。美元由于美联储进入降息周期、但由于经济和通胀的回升，明年预计只会降息 2-3 次左右。相应美元指数中枢预计在 100 上方运行，美元维持中配。国内大类资产配置方面，2025 年在国家财政刺激预期加码、地产刺激增强，货币宽松持续加码的情况下，内需复苏可能加快；但中美贸易战可能拖累经济复苏的力度；通胀逐步修复抬升，国内进入加速宽信用阶段。因此，股市由于内需回复加快、业绩修复好转和进入宽信用阶段，股市表现较强，由中配+上调至高配。债券方面，虽然内需恢复加快以及通胀可能抬升、但货币持续宽松，债券收益率预计维持震荡走势，配置上可以从高配下调至中配+。商品方面，由于全球需求同步上升，但强美元压制，整体价格中枢小幅上移，从中配上调至中配+。但国内由于房地产投资受限，基建有支撑，内需型商品需求回升弹性不大，整体表现可能弱于外需型商品。人民币由于美元整体偏强有一定的贬值压力，但国内需求恢复加快以及人民币资产更受青睐，人民币走势相对偏强；在美元指数中枢在 100 上方运行的情况下，人民币中枢大约在 7 上方运行，维持中配。

4.1.1. 大宗商品：全球弱复苏背景下商品价格中枢小幅抬升

2025 年上半年欧美央行继续降息，海外经济复苏可能加快，外需整体回升。国内由于美国上半年将对中国商品加征关税，外需回落；国内财政刺激加码，内需回升；需求整体平稳。全球大宗商品价格由于强美元和贸易战的压力整体承压，且内需型商品弱于国际大宗商品。下半年随着美国减税政策的逐步落地以及欧美可能进入补库周期，海外经济和需求进一步回暖；国内在政策刺激以及外需整体回暖的情况下进入补库周期，全球大宗商品价格中枢有望小幅抬升。

4.1.2. 股票市场：政策刺激有望加码，配置价值进一步提升

2025 年上半年由于中美之间可能的贸易战导致外需回落，虽然有财政、货币等内需刺激政策的对冲，国内企业业绩整体可能恶化，以及人民币汇率的贬值压力，国内股市有一定的调整压力。下半年，一方面随着全球进入补库阶段，国内经济有望逐步回暖，且在政策刺激下国内有望进入加速宽信用阶段、企业利润增速加快增长，国内股市有望进入上行阶段，配置价值进一步提升。

4.1.3. 债券市场：价格高位震荡，配置价值仍旧较高

2025 年上半年，随着中美之间可能爆发贸易战、国内经济短期可能承压，以及国内可能采取宽松的货币政策进行对冲，国内利率保持低位运行，债券价格保持高位偏强走势。下半年，一方面随着国内外经济加快复苏、通胀逐步触底回暖以及货币政策宽松放缓，国内债券利率中枢可能小幅抬升，债券价格将高位调整，维持震荡走势，国内债市配置价值有所下降。

4.1.4. 汇率市场：中美贸易战背景下，人民币汇率可能承压

2025 年上半年中美之间可能爆发贸易战，以及美元走强和外需的回落，人民币汇率有一定的贬值压力。下半年随着国内外经济的回暖以及股市表现可能较好、人民币资产配置价值提升，人民币贬值压力将有所缓解。

4.2. 全球弱复苏背景下商品价格中枢小幅抬升

2025 年上半年欧美央行继续降息，海外经济复苏可能加快，外需整体回升。国内由于美国上半年将对中国商品加征关税，外需回落；国内财政刺激加码，内需回升；需求整体平稳。全球大宗商品价格由于强美元和贸易战的压力整体承压，且内需型商品弱于国际大宗商品。下半年随着美国减税政策的逐步落地以及欧美可能进入补库周期，海外经济和需求进一步回暖；国内在政策刺激以及外需整体回暖的情况下进入补库周期，全球大宗商品有望同步走强。具体板块来看，能源方面，2025 年上半年 OPEC+ 大概率延续减产政策，对原油价格有一定的支撑；但是美元偏强，中东俄乌地缘风险下降、以及海外需求回升偏慢，油价维持震荡走势。下半年随着国内外需求逐步回暖，原油价格中枢有望小幅抬升。有色方面，2025 年上半年美元偏强以及可能的贸易战打压需求，有色维持震荡走势；下半年随着全球需求逐

步回暖且进入补库周期，有色价格中枢有望小幅抬升。黑色方面，2025年上半年地产政策支持力度加大，整体呈修复态势，以及财政发力支撑内需，但外需走弱，整体需求保持平稳，黑色等内需型商品维持震荡走势；下半年随着地产市场的进一步修复回升，国内外可能进入补库周期，黑色价格中枢有望小幅抬升。贵金属由于美联储逐步停止降息，美元偏强运行；且全球地缘风险有望降温，避险需求减弱，贵金属整体震荡运行或震荡回调。

表 1 大宗商品供需及库存

行业大类	细分大宗商品	供给预期	需求预期	库存状况	下游主要行业	价格预期
有色	铜	供给上升	先降后升	库存低位	电线电缆	重心上移
	铝	供给小幅上升	需求回升	库存低位	建筑、交运、包装	重心抬升
黑色	焦煤	供应回升	需求平稳	库存中位	钢铁冶炼	小幅下跌
	螺纹钢	供应回落	需求回落	库存低位	基建地产制造业	重心下移
	铁矿石	供应回升	需求下降	库存高位	炼钢	重心下移
能化	原油	OPEC+减产、供给过剩	先降后升	库存低位	化工、交运、汽车	先降后升
建材	玻璃	供给下降	需求回落	库存高位	建筑、汽车、光伏	震荡

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，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，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn