

**主讲人：党靖翔**

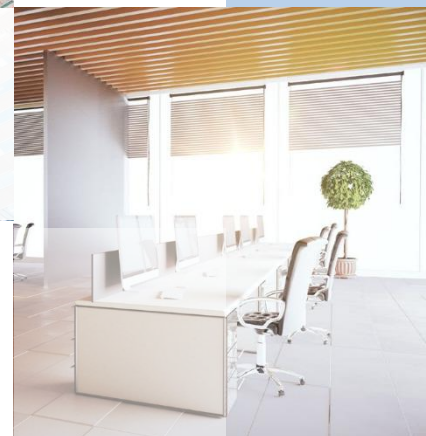
首创期货资产管理部投资经理

从业资格证号：F3054802

投资咨询资格证号：Z0015960

中级黄金投资分析师证号：Z202212000150

**2025年1月2日**



# 2025年宏观与大类资产配置

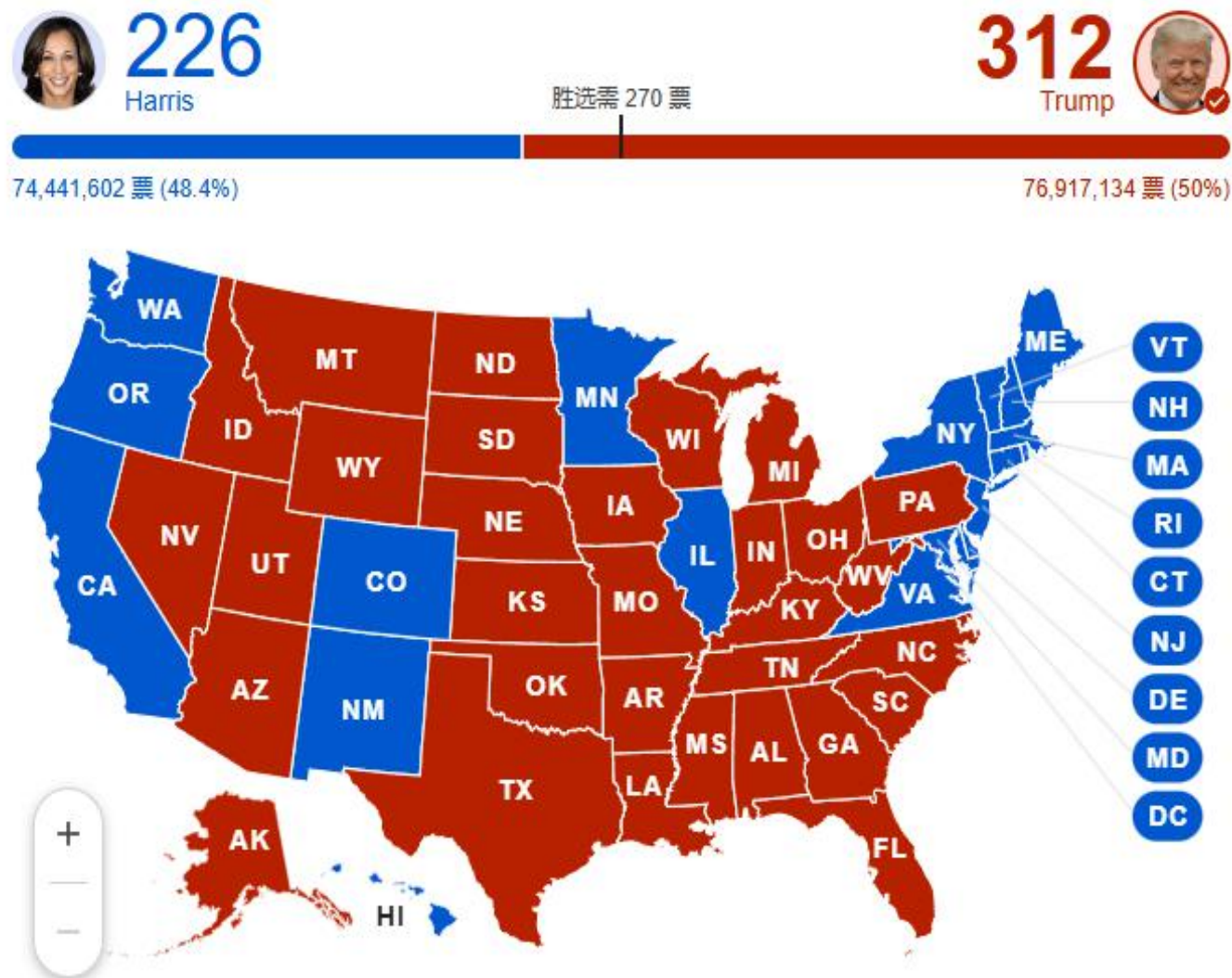


**北京首创期货有限责任公司**  
BEIJING CAPITAL FUTURES CO.,LTD

- I. 海外宏观**
- II. 国内宏观**
- III. 大类资产配置**

## 美国共和党赢得大选，特朗普上台

- 两院均被共和党拿下
- 官员年轻化，且有多名官员对华鹰派
- 主要政策倾向：对外加关税、驱逐非法移民、对内减税（包括居民和企业，降低所得税）、平衡贸易帐（减少贸易逆差）、鼓励产业回流、降低通胀、成立政府效率部门缩减政府支出等。
- 最大看点在于是否削减政府支出（去政府杠杆）：是否做与**是否能做到**

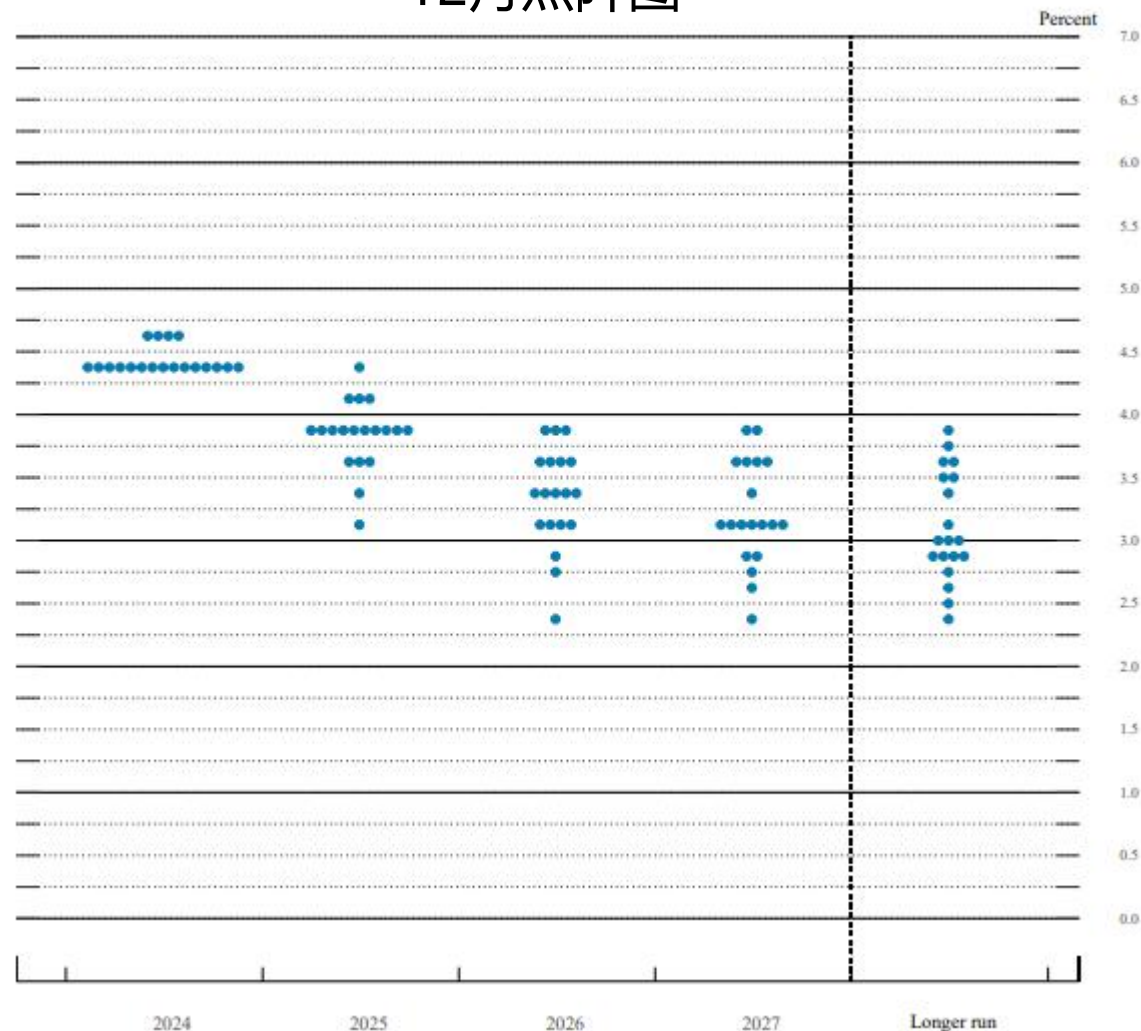


## 贸易战不可避免

- 可能的具体内容：美国将对所有进口商品加征关税，据特朗普竞选时期所述，可能征收10%-20%的基准关税，对中国所有商品征收60%关税并逐步停止从中国进口必需品，并撤销中国最惠国待遇。
- 特朗普发动贸易战的原因
  1. 首要目的是推动产业链回流美国
  2. 减少进口依赖，促进美国贸易平衡（导致强美元的原因之一）
  3. 弥补财政缺口，将征收的关税作为财政扩张的资金来源之一
  4. 打压中国制造业
- 贸易战影响
  1. 对我国：制造业与出口（2500亿→5000亿，25%→60%）、市场情绪。留意时间窗口问题。
  2. 对全球：经济收缩、通胀下滑
  3. 对美国：通胀上涨（中对美出口商品占比13%左右，居民商品消费占比6.5%，但普遍加关税提高通胀）

- 降息25BP，符合预期。继9月四年来首次启动宽松周期后，这是美联储连续第三次降息。自2022年3月至2023年7月累计加息525个基点后，三次合计降息100个基点。
- 克利夫兰联储主席哈马克、对利率决议表示反对，支持暂停降息。哈马克成为今年第二位投反对票的票委，此前美联储理事鲍曼在9月份反对降息50个基点。
- 鲍威尔表示，降息步伐放缓反映出今年的经济数据走高；明年降息步伐放缓反映通胀预期上升。
- 点评：美联储政策声明中增加了“幅度和时间”这一措辞，暗示将放缓降息步伐，以修改潜在的调整。12月议息会议联储立场非常鹰派。
- 影响：美股、贵金属、加密货币大跌

### 12月点阵图





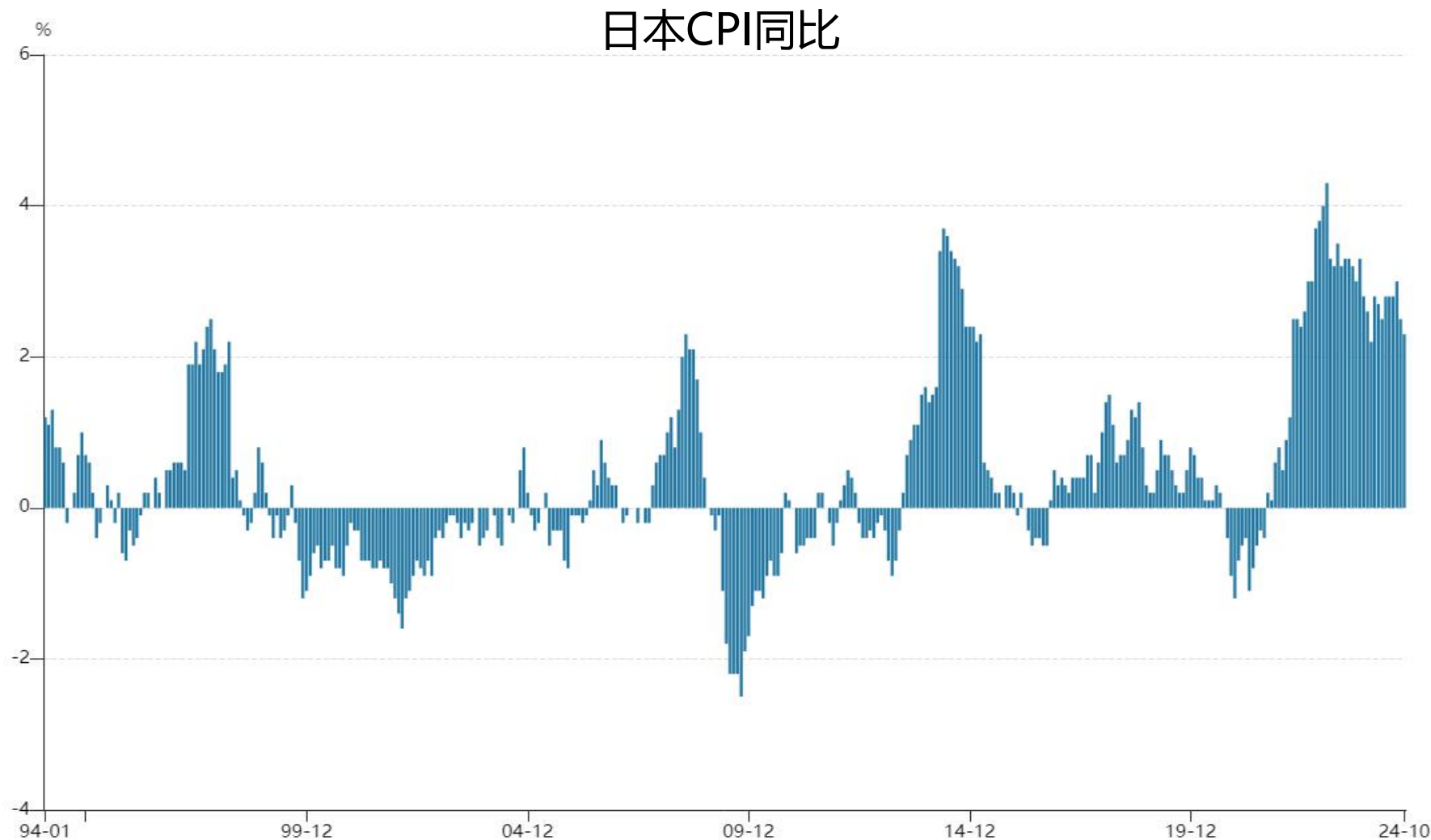
## CME 美联储观察工具

- 本轮降息周期的变量：  
通胀、美国经济是否持  
稳、特朗普对美联储的  
干预、大小周期
- 目前预期是2025年降  
息2次。降息的重要性  
下滑。
- 对多头来说是好消息

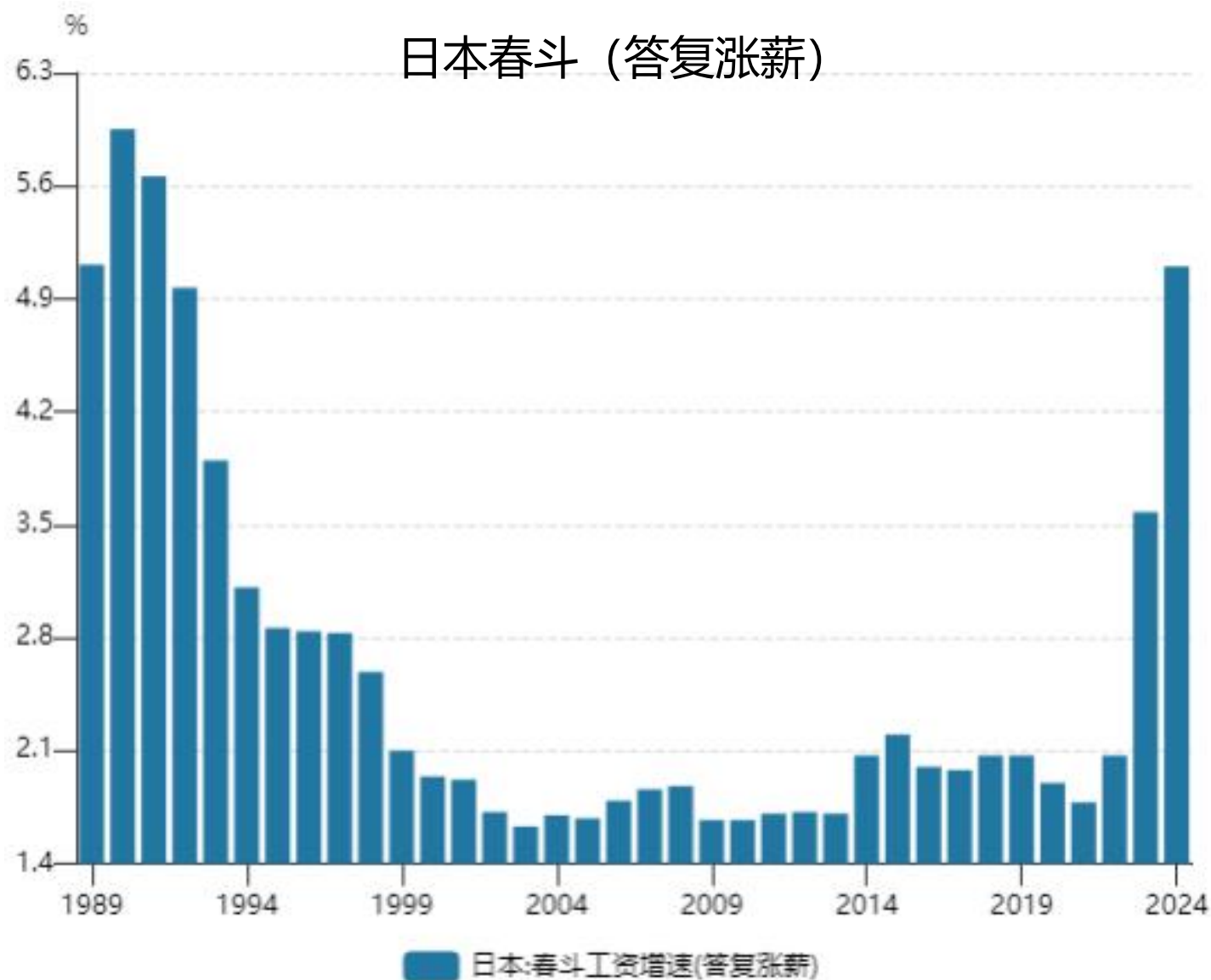
|              | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |
|--------------|-------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 300-325                                               | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 |
| 2025/1/29    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 8.6%    | 91.4%   |
| 2025/3/19    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 3.4%    | 41.7%   | 54.9%   |
| 2025/5/7     | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.6%    | 9.8%    | 43.9%   | 45.8%   |
| 2025/6/18    | 0.0%                                                  | 0.2%    | 3.4%    | 20.4%   | 44.5%   | 31.6%   |
| 2025/7/30    | 0.0%                                                  | 0.5%    | 5.4%    | 23.1%   | 43.0%   | 28.0%   |
| 2025/9/17    | 0.1%                                                  | 1.3%    | 8.1%    | 26.2%   | 40.7%   | 23.7%   |
| 2025/10/29   | 0.2%                                                  | 1.9%    | 9.8%    | 27.6%   | 39.1%   | 21.4%   |
| 2025/12/10   | 0.4%                                                  | 2.8%    | 11.7%   | 28.8%   | 37.2%   | 19.2%   |

数据来源：CME官网

- 日本在2024年两次加息，第一次是3月加息10BP，自此结束0利率，第二次是7月底加息15BP。



- 劳动力市场紧俏、薪资增长是推动通胀的主要原因。日本2024年春斗答复涨薪5.1%，达30多年新高。
- 目前预期是2025年1月加息
- 日本加息影响：日元汇率与反向套息交易





- 人口周期（总量、少子化老龄化、城市化率66%）
- 企业与居民杠杆率制约（居民杠杆率60%，企业杠杆率176%）
- 外部环境（产业链中游）
- 分配问题（能通过主动改革解决有效需求不足）
- 房地产（系统性风险、泡沫、过剩、烂尾等）
- 地方债务（时间换空间）

➤ 四季度二手房成交火热。



期市有风险，入市需谨慎，投资者须自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

数据来源：Wind

各线城市二手房销售价格



数据来源: Wind

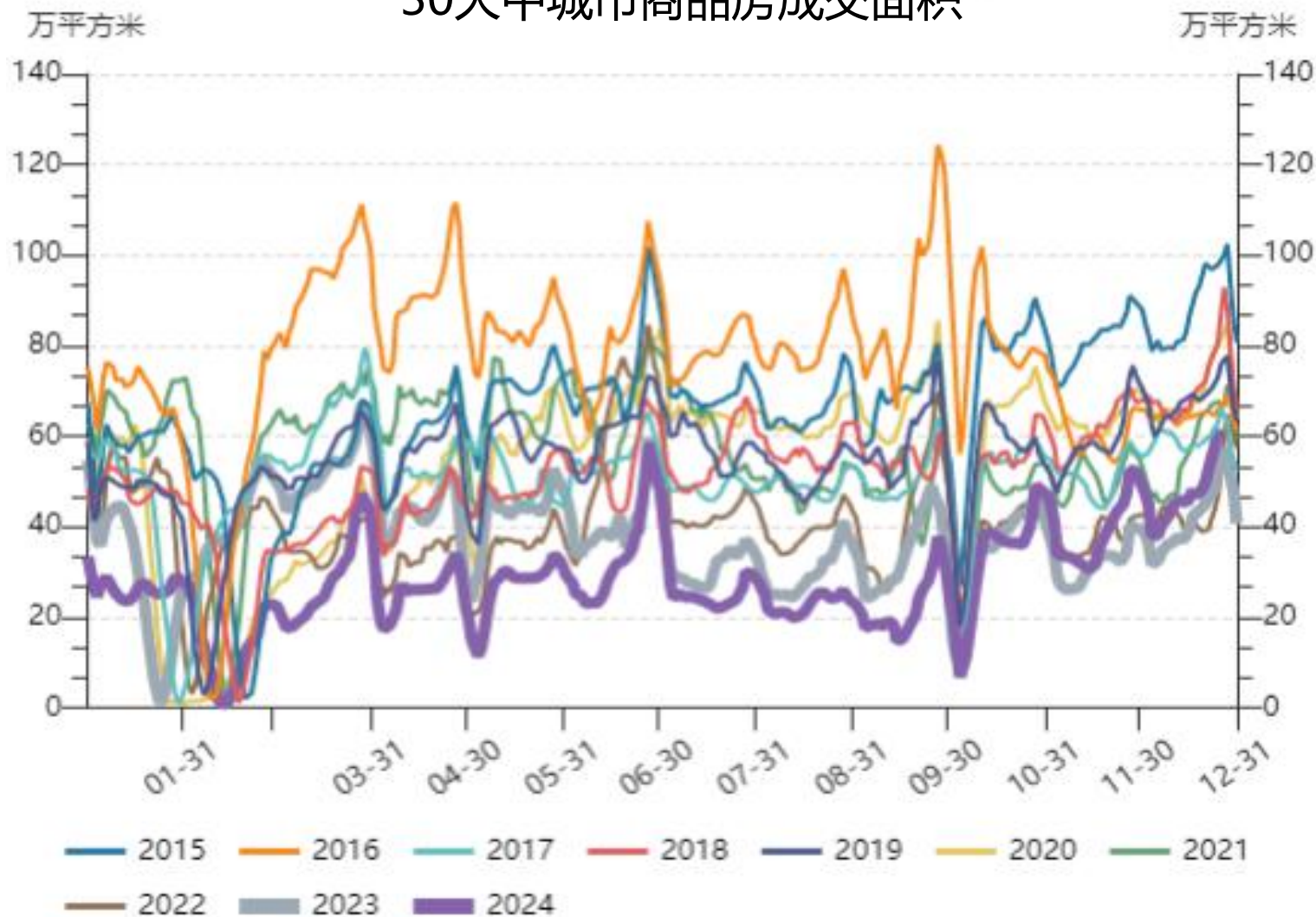
全国二手房挂牌价指数



数据来源: Wind

- 9月份之前，新房成交为近10年最低水平，9月份之后有所回暖，超过2022年和2023年。
- 高低线城市的分化、新房和二手房的分化

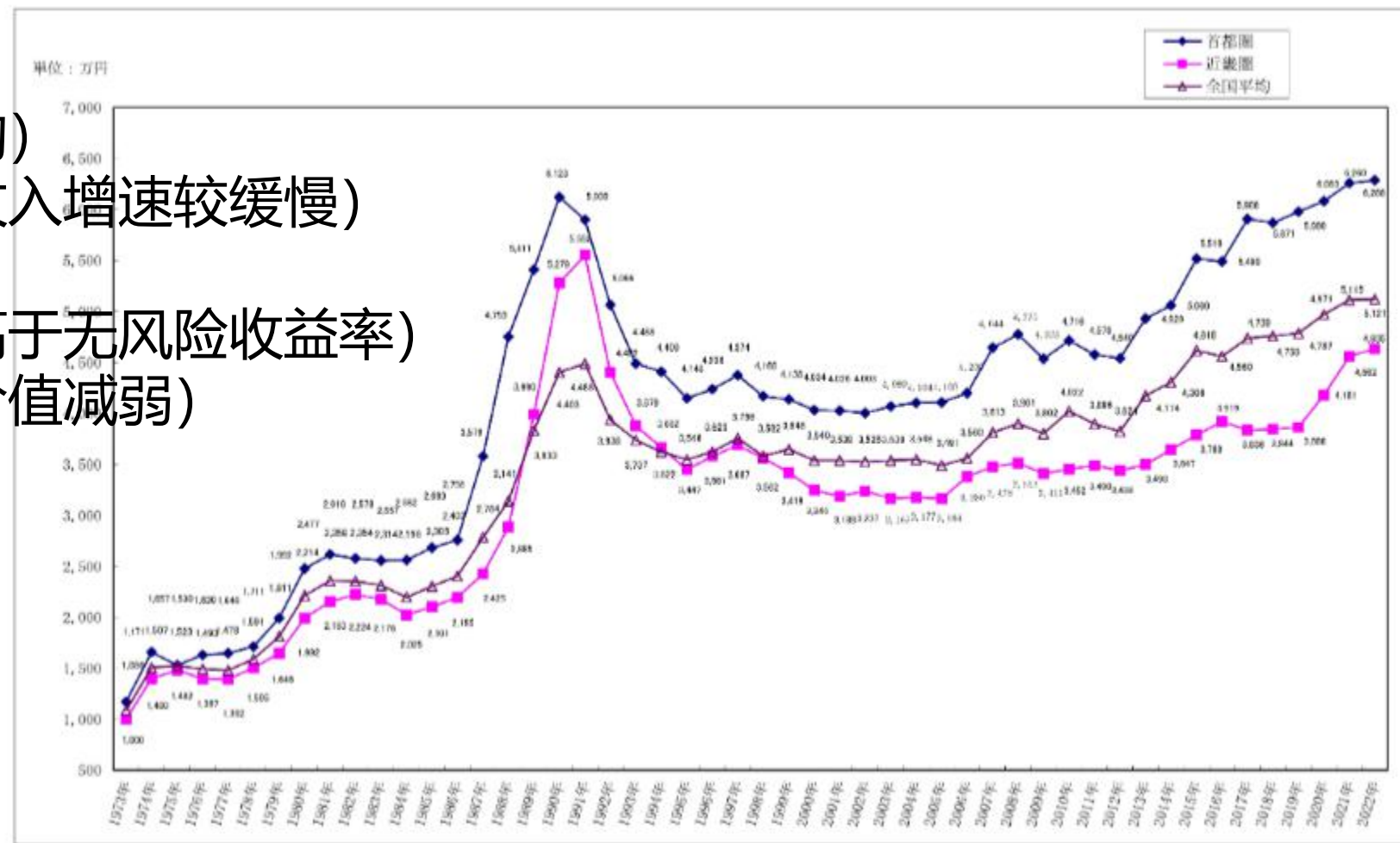
30大中城市商品房成交面积





## 房价长期基本面

- ① 人口因素 (人口数量与结构)
- ② 收入因素 (中低收入群体收入增速较缓慢)
- ③ 库存压力 (连续四年累库)
- ④ 估值过高 (租金回报率不高于无风险收益率)
- ⑤ 金融属性逐渐丧失 (投机价值减弱)



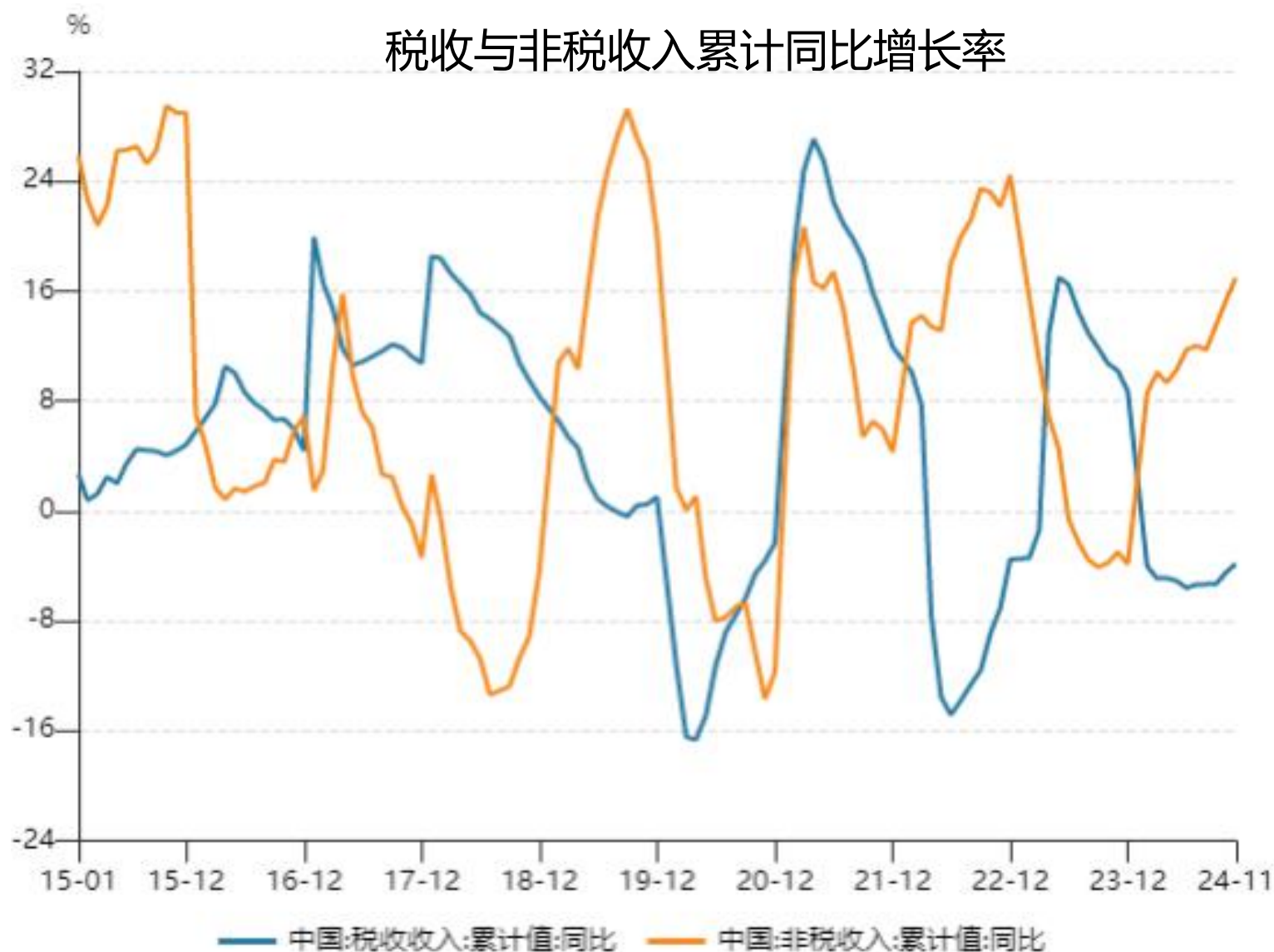


## 房地产政策

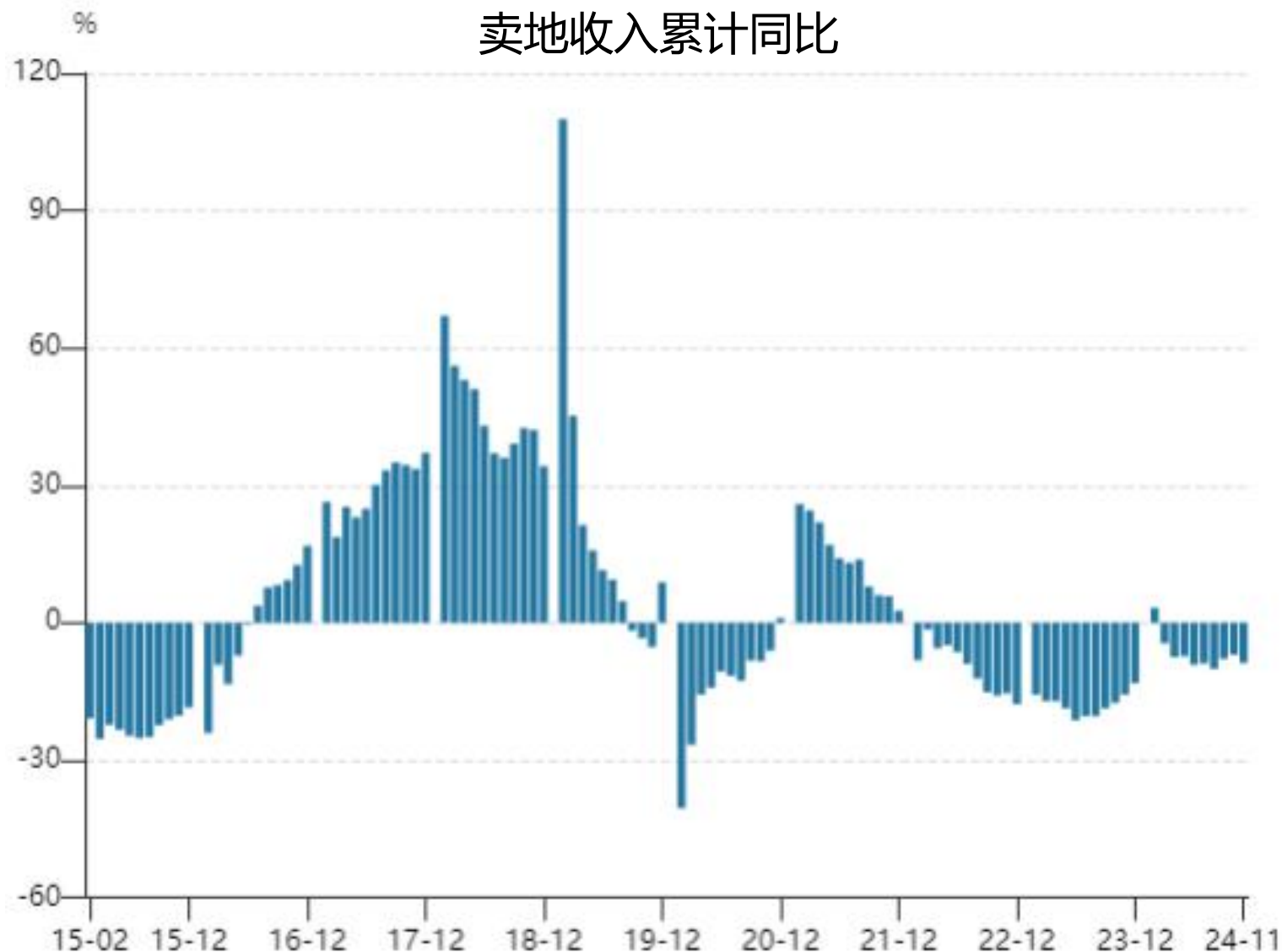
- ① 继续刺激，稳楼市（降准降息等）
- ② 供给收缩（收储），刺激需求（注意黑色系与房地产的分化）
- ③ 高线城市强于低线城市

**总结：**2024年房地产二手房市场火热，但主要是以价换量，新房市场提振有限。房价长期下行没有结束，但未来政策刺激下可能阶段持稳（“止跌回稳”）。2025年的房地产政策倾向是缩供给、扩需求，房地产各类指标降幅有望减少，但高低线城市表现会继续分化。重点关注：库存和新房销售！

- 第一本账方面。税收收入减少（3%-4%），同比减少约6000-7000亿元。
- 非税收入增加（10%+），占比不到三成，同比大约增加6000亿元。

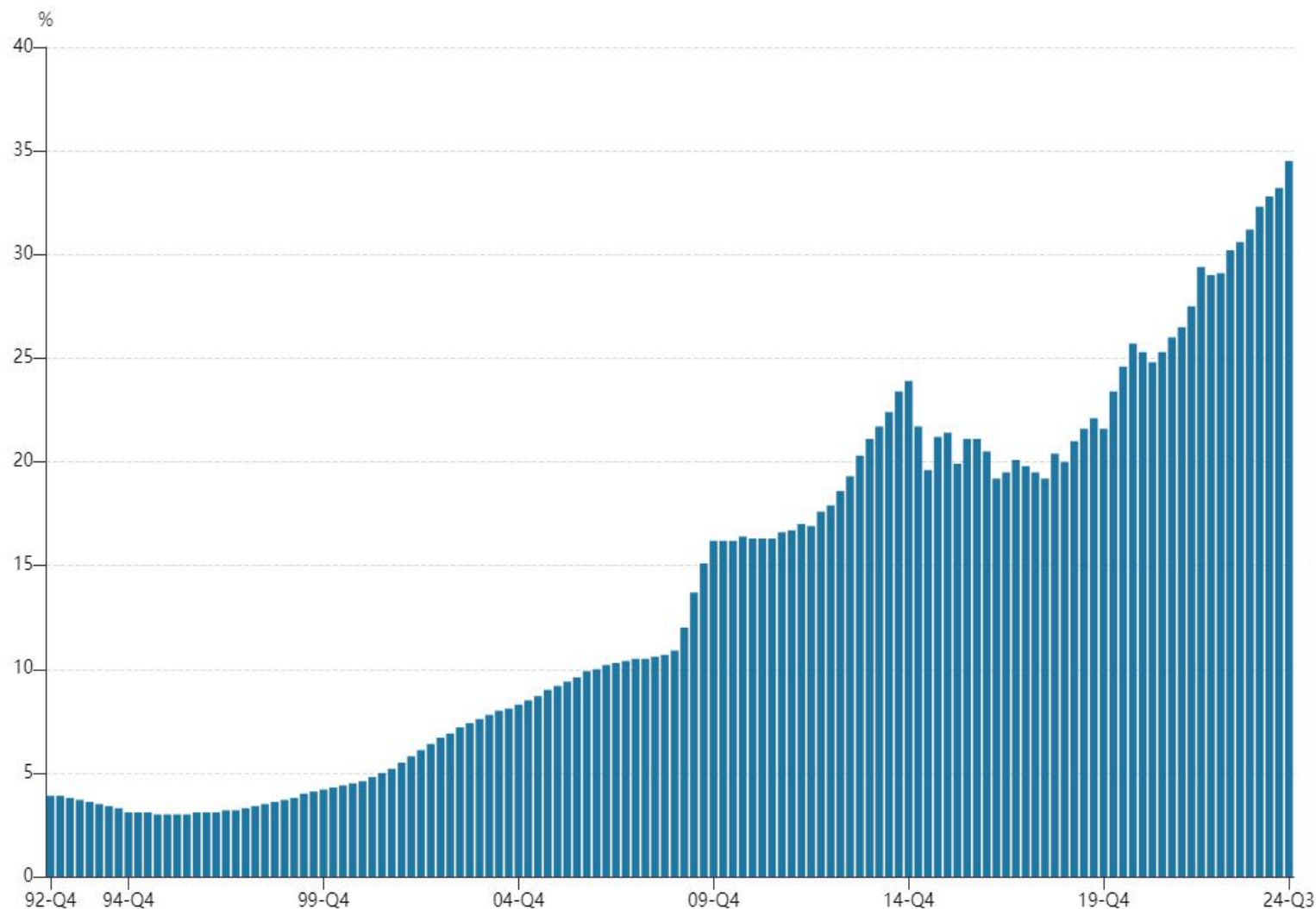


- 第二本账。卖地收入下滑约22%，同比减少约13000亿元（58000亿元→45000亿元）。



- 不考虑隐性债务，地方杠杆率达到34%，如果算上隐性债务，将达到110%左右。

地方政府杠杆率



- 2024年9月政策面迎来重大改革举措。**924新政和926政治局会议**是国内宏观政策的重要转折点，宣告了政策方向从“固本培元”向大力度宽货币和宽财政转变。924新政包括了货币政策、资本市场政策、房地产政策三个方面的刺激计划，926会议将经济议题前置一个月，强调了经济工作的重要性，向市场展望了未来的政策路径。
- 2024年货币政策总结：2024年1月下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点，2月、9月两次**下调存款准备金率（至9.5%）共1个百分点**，释放长期流动性约2万亿元。5月份市场一度形成降息预期，但汇率因素制约，降息难以落地。7月、9月下调**公开市场7天期逆回购操作利率（至1.5%）共0.3个百分点（30BP）**。
- 11月8日的6+4+2化债（时间换空间）：6，是指11月8日全国人大常委会批准的增加6万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务；4，是指从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元；2，是指2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还，不必提前偿还。



## 12月政治局会议宏观政策

加大宏观调控力度→实施更加积极有为的宏观政策，加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出→实施**更加积极的财政政策**和**适度宽松的货币政策**，加大宏观调控力度→提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。

宏观政策力度的表述极乐观、积极，还首次使用了“加强超常规逆周期调节”的表述，不再提及跨周期调节。财政方面，在已经通过了10万亿化债方案的情况下，继续实施更积极的财政政策，而货币政策的“适度宽松”，已经是最宽松的表述，上一次这种表述还是金融危机时期，可见当前政策的力度是足以对标金融危机时期。

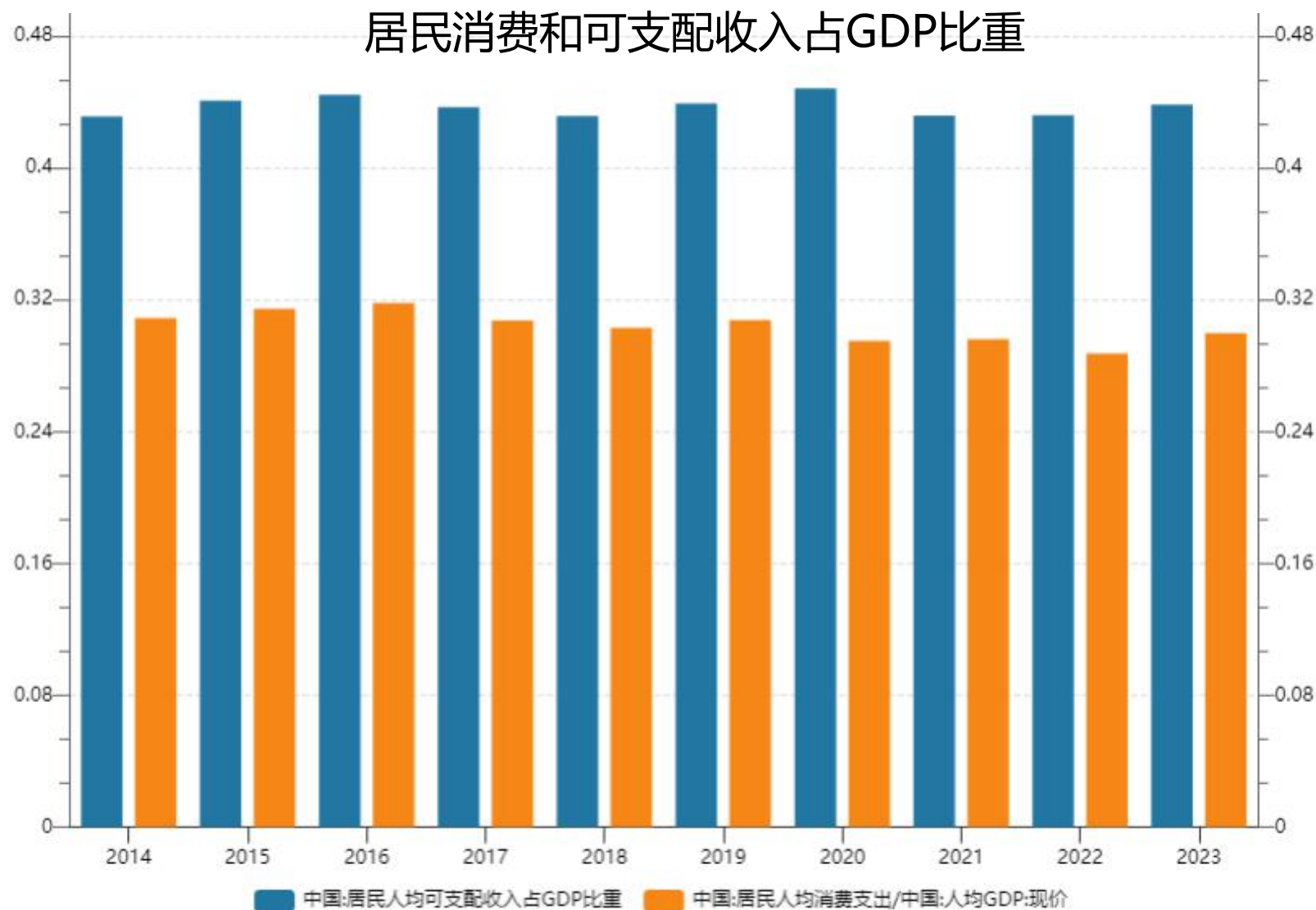
## 中央经济工作会议要点

定调：当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是**国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多**。同时必须看到，**我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变**。比起9月政治局会议定调，更直接的挑明了当前经济面临的主要困难。

财政：**提高财政赤字率（广义赤字率可能在9%-10%）**，确保财政政策持续用力、更加给力。加大财政支出强度，加强重点领域保障。**增加发行超长期特别国债（3万亿）**，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线。党政机关要坚持过紧日子。

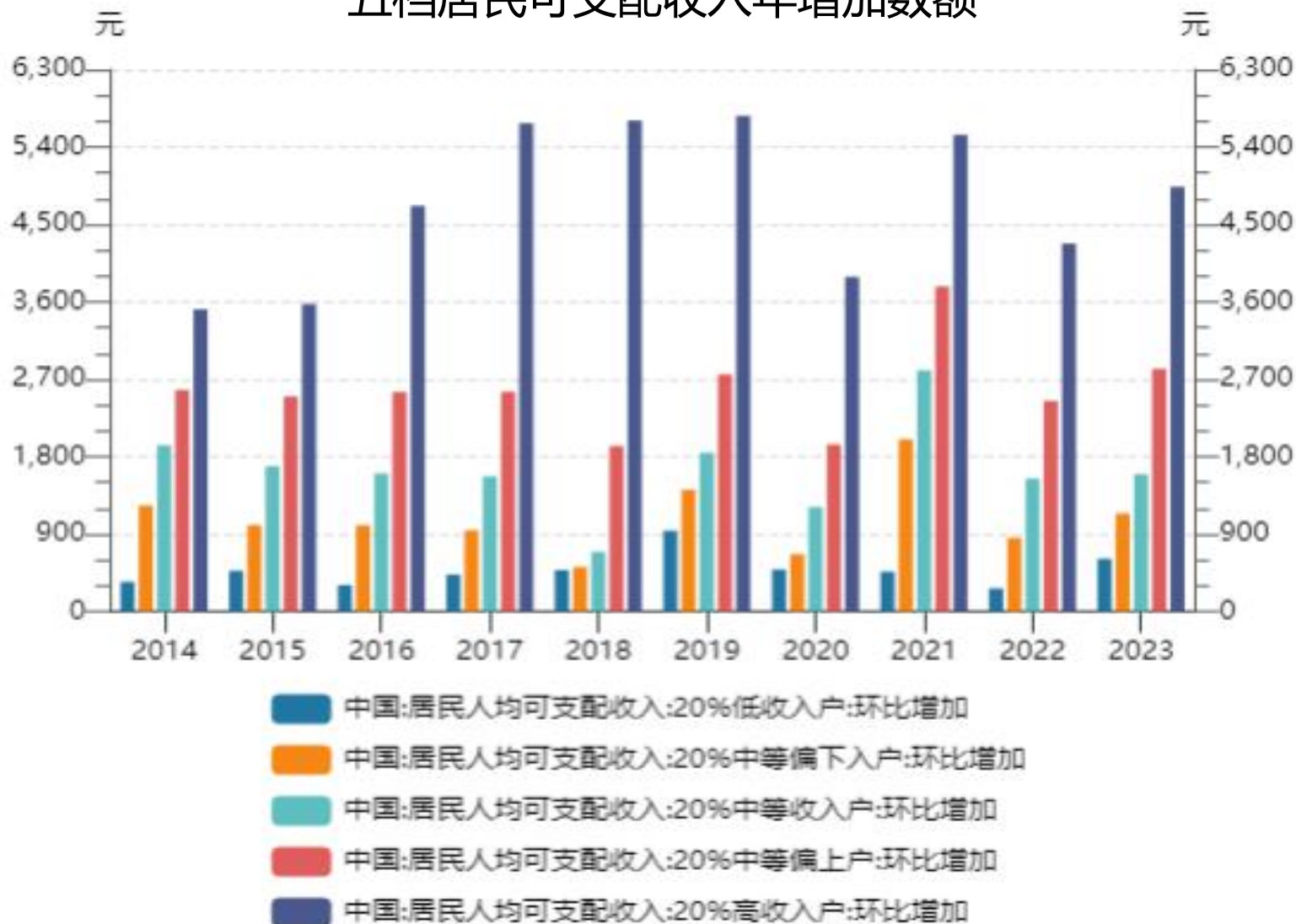
货币：要实施适度宽松的货币政策（**40BP**）。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

- 需求侧比供给侧的刺激更有益于解决通缩，尤其是居民消费。
- 我国居民可支配收入占GDP比重44%，消费支出占GDP比重30%。
- 消费提振的空间巨大，但提振消费需要先提振收入。



- 收入的结构性问题突出：中等偏下收入户可支配收入平均年增加额约为1000元出头，而低收入户可支配收入平均年增加额不足500元。
- 12月政治局会议：“促进中低收入群体增收”。

五档居民可支配收入年增加数额



- 防风险放首位（地方财政、楼市、股市），稳经济次位
- 可能更多放在供给侧、投资（两重两新），消费的地位边际增加，以旧换新增加新项目。
- 当前政策力度不足以摆脱通缩，但政策空间非常大，期待2025年中央财政发力
- 政策转变：第一步，认识转变（2024年8月）；第二步，防风险政策落地（2024年9-11月）；第三步，稳经济、解决通缩政策落地（2025年）——静待复苏



- 2024年的A股走势主要是三个关键节点，第一是春节前，国家队通过增持托底股市，A股出大底，第二是五月份经济数据没有明显改善，A股回落，第三是以924、926为标志的改革，A股见底强势反弹。
- 政策及其效果预期决定方向，市场情绪决定幅度。



四大股指的估值中等偏低



## 2025年是否有长牛？

长牛需要两个条件，一是资本市场走向投资市的改革（融资市→投资市），二是基本面的现实修复，而非预期，而且政策的作用有滞后性，需要耐心等待。政策能提振风险偏好和基本面预期，增加流动性，而数据则是验证，政策的影响是波段的，而数据才能支撑起长牛。

## 整体看法

2025年看好股市长期温和上涨。在中美博弈、国内政策推出的关键期则有波段机会（包括多和空）。2025年不用太担心大幅下跌，因为下跌通常是基本面、外部环境冲击导致，而这些因素往往会有相应政策进行对冲，包括国家队救市，股市已经是防风险的一环。

## 节奏上

1月特朗普上任至3月两会之间的政策空窗期，这段时间可能会有一定压力，而3月之后，第二轮刺激政策应该能落地。国内政策滞后于特朗普加关税，可能呈现先跌后涨，另外关注美联储的降息落地。



## 2024年单边牛市



期市有风险，入市需谨慎，投资者须自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

数据来源：Wind

## 2025年基准情形仍是债牛

宽货币、紧信用是债牛的最佳组合，这也是贯穿2024年的主线逻辑，目前情况不变，而且2025年政策利率下调幅度可能比较大，因此，2025年债市的基准情形是延续大牛市。

## 何时反转？

债市真正的压力在于经济底，国内经济底出现，债市将会出现大顶，其核心的指标是信用，经济从**紧信用过渡到宽信用**时（类比2009年），债券的牛市面临结束。



2024年震荡为主



期市有风险，入市需谨慎，投资者须自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

数据来源：Wind

- 2024年人民币汇率走势受美元影响为主，几乎无独立行情。
- 8月份美元贬值、人民币升值的导火索是日央行加息，套息交易逆转，但十月份市场交易美国大选，强势美元导致人民币贬值。



## 2025年人民币有较大贬值压力

尽管当下人民币汇率已经是历史低位，但2025年面临更多贬值压力，人民币汇率平均水平可能跌至7.5左右。

- ① 首先是国内利率下行幅度较大，中美利差可能继续走扩
- ② 贸易战开始后，人民币有大幅贬值的倾向
- ③ 套息交易利空
- ④ 强势美元兑现

➤ 2024年贵金属继续上涨。



期市有风险，入市需谨慎，投资者须自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

数据来源：Wind

## 2025年贵金属牛市面临一定风险

贵金属市场基准情形仍是长牛。贵金属继续处在2018年以来的大牛市之中，美联储处在降息周期、央行购金、美国政府杠杆率继续提升、通胀抬升贵金属名义价格、国际局势更复杂多变是看好长期走势的主要因素，潜在的利多包括地缘冲突（中东、俄乌等）、美国经济走弱等。

贵金属潜在的利空潜在的利空包括：**特朗普削减政府开支**、美国经济软着陆、数字货币分流、俄乌和谈等。比起前两年，2025年的金价牛市是不稳定的，不利因素在积累。

关注度优先级：财政 > 通胀 > 美联储



## 2025年看好有色，黑色不乐观

有色金属从宏观和货币政策两个层面看，都十分乐观。国内经济有望迎来复苏，美国重心重回制造业、基建，并且特朗普政府支撑AI等高科技产业发展，有色需求前景乐观，中美两国都处在宽货币周期，也利多有色，尤其是铜。加关税是阶段性的利空。

对黑色系看法中性偏弱。房地产政策：上游的政策倾向是收紧，利空建材。

## 2025年各类资产看法总结及强弱排序

A股：温和看涨，下方底部空间不大且支撑强。

债市：牛市，但应注意紧信用过渡到宽信用的转向风险。（可以考虑股债同时多配对冲）

人民币：贬值压力大，且确定性较高。

贵金属：仍看涨，但不利因素在积累，关注美国财政。

大宗商品：看好有色，不看好黑色。

**强弱排序：利率债 > A股 > 贵金属 > 有色 > （中性） > 黑色 > 人民币**

感谢倾听!

规范 · 诚信 · 创新 · 卓越



THANK YOU!



公众号: shouchuangyj (首创研究)

### 免责声明

本报告由北京首创期货有限责任公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询资格。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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。本报告力求客观、公正，但文中观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者须自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。本公司及报告撰写人不承担任何责任，且在任何时候均不会直接或间接地因研究报告所表达的具体建议或观点获得任何报酬。本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，任何个人、机构不得以任何方式更改、转载、传发及复印。

© 2024年 北京首创期货有限责任公司 版权所有

### 重要提示：

期市有风险，入市需谨慎，投资者须自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。