

海外经济展望：博弈“再通胀”

周浩

Hao.zhou@gtjas.com.hk

核心观点

Key Points

全球金融市场2024年回顾

科技股+3C跑赢，3C特指China(港股)、commodities(商品)和crypto(数字货币)

2024年第四季度的金融市场

特朗普交易升温

美元和利率反弹成为新的变量

“软着陆”预期加持美股

如何看待2025年的全球金融市场？

再通胀成为博弈焦点

美国中期财政问题成为新的焦点

美元、美股、美债

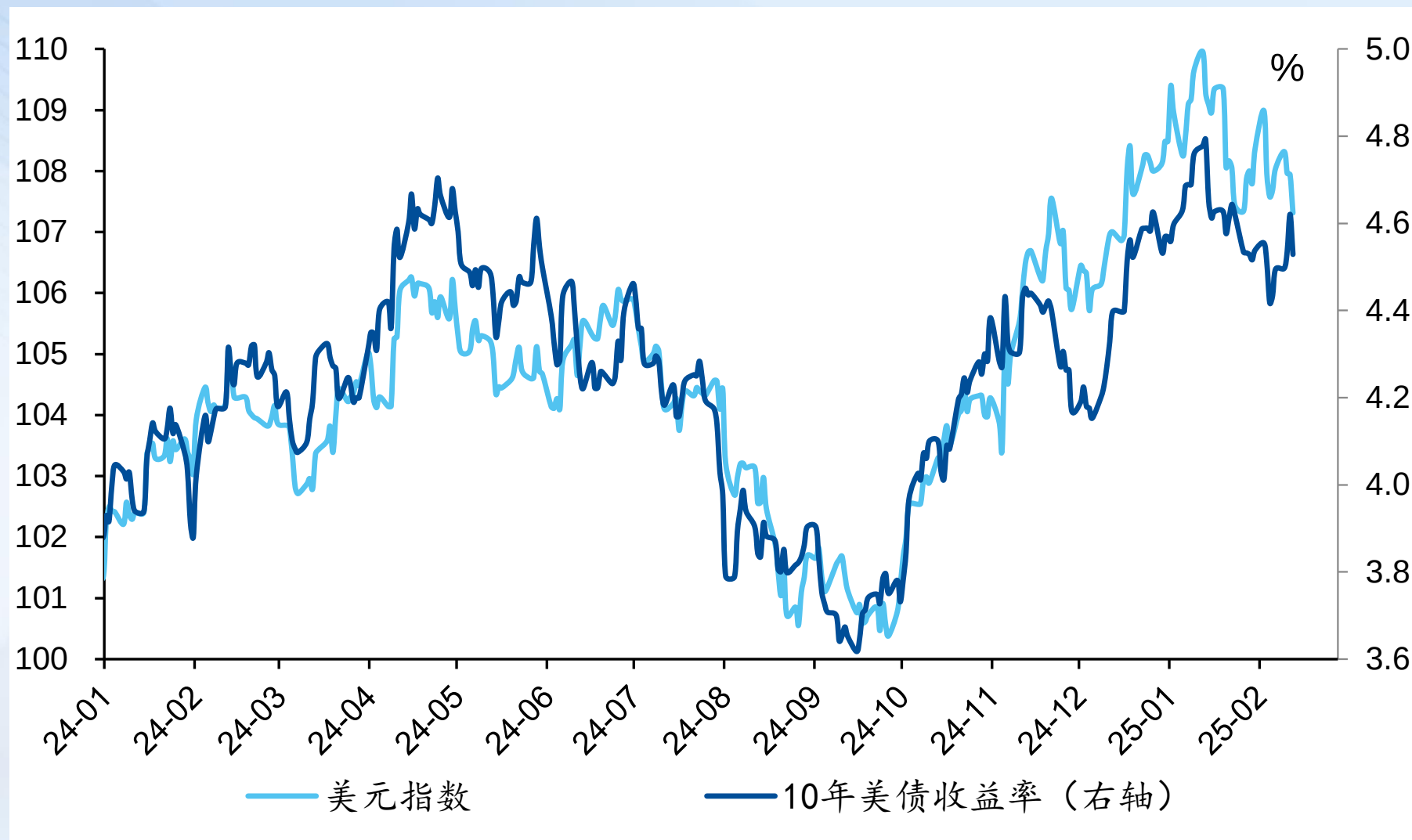
全球市场是什么样的

从综合债务角度看，全球总债务规模约为313万亿美元，超过全球GDP的3倍。其中债券和股票规模为255万亿美元，自2008年全球金融危机以来增长2.5倍。负收益率的债券已经消失，而2020年其峰值规模仍有18万亿美元。此外，美国政府债务平均每100天就会增加1万亿美元，华尔街资产价值也已达到美国GDP规模6倍，接近历史峰值。

按全球排名看，美国占据全球国债市场规模的44%，股票市场占比更是高达65%，均为世界第一。中国和日本分别为全球第二大国债和股票市场，占比为14%、12%。日本银行持有日本近一半未偿还国债，较2008年（8%）大幅提升。

从股票市场看，全球股市总市值为125万亿美元，较2008年低点增长近4倍。与美国相比（65%），欧洲和日本股票市场总占比从2008年39%下降至现在20%。美国科技行业股票总市值约为19万亿美元，占全球科技行业股票总市值比重81%；前5家最大市值公司占标普500公司市值比重已经达到27%，超过科技泡沫时期的峰值（18%）。

再通胀交易降温



特朗普 vs. 贝森特

- 特朗普的经济政策结合了国内减税和提高关税，可能会推动扩张性财政政策并带来通胀压力。预计其经济影响可能要到2025年第三季度才会显现，形成“前低后高”的增长模式。在对外关税方面，特朗普表态对全球普加关税，但是我们预计关税实施进程可能不会太快。
- 新任财长贝森特的“333计划”设定了雄心勃勃的目标：到2028年实现3%的GDP增长、3%的赤字占GDP比率和每日300万桶的能源生产增长。他的策略强调财政纪律和放松监管。
- 贝森特的宏观观点与特朗普在美元强势方面一致，但他更注重通过削减开支和支持数字货币来控制赤字，特别是他认为日元被低估了40%。
- 尽管二者都致力于维持美元的主导地位，但他们的方法有所不同：特朗普的减税和关税政策可能需要更高的利率来对抗通胀，而贝森特则优先控制赤字以保护美元的储备货币地位。
- 这些政策变化表明，美联储主席鲍威尔的影响力可能会减弱，货币政策将面临更多审查，同时需要在保持美元强势和管理通胀之间取得平衡。

美联储降息进入“中局”

特朗普与鲍威尔的博弈才刚开始

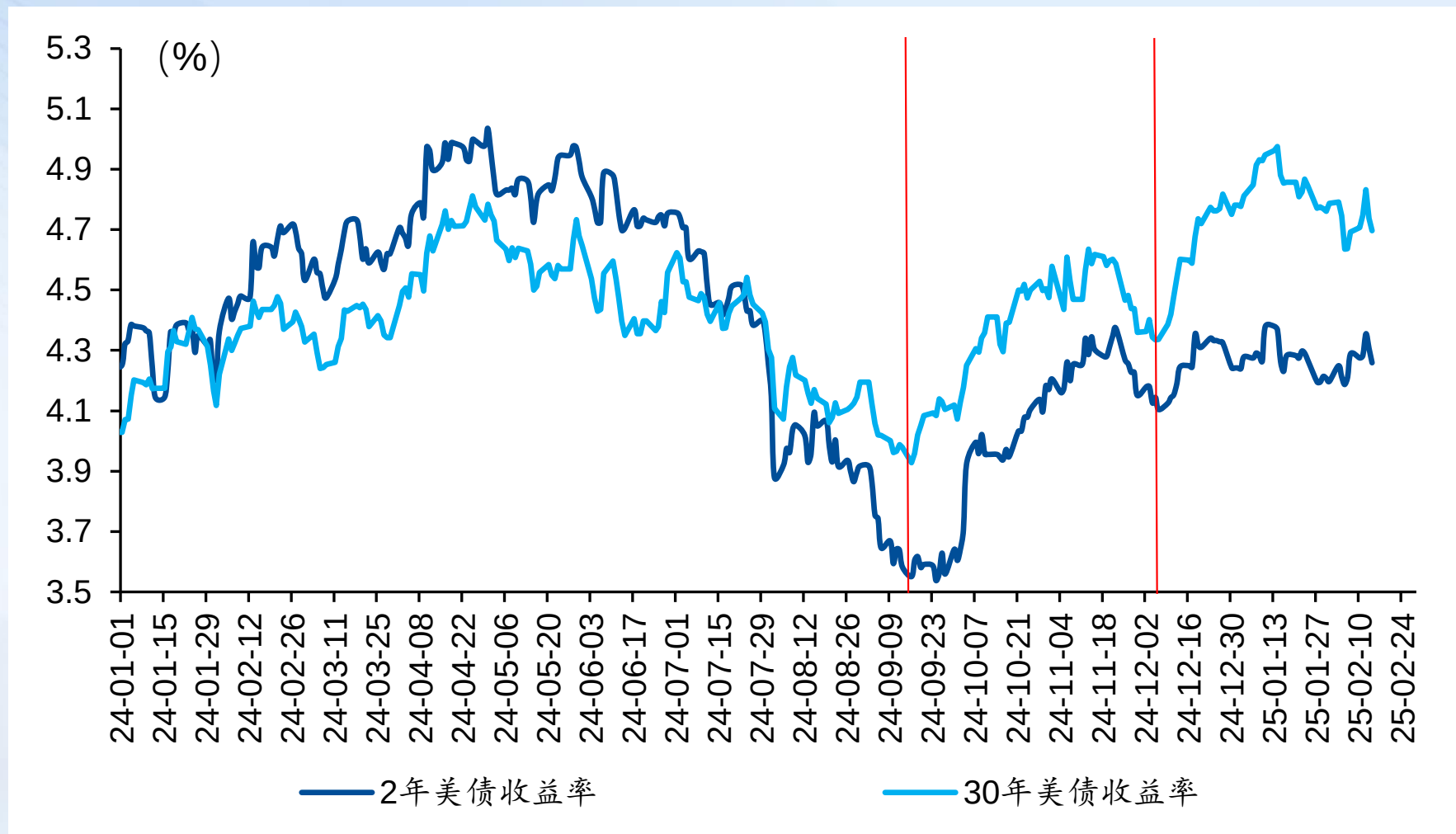
Variable	Median ¹					Central Tendency ²					2024
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4–2.5	1.8–2.2	1.9–2.1	1.8–2.0	1.7–2.0	2.3–2.7
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9–2.1	1.8–2.2	1.9–2.3	1.8–2.1	1.7–2.0	1.8–2.6
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2–4.5	4.1–4.4	4.0–4.4	3.9–4.3	4.2
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3–4.4	4.2–4.5	4.0–4.4	4.0–4.4	3.9–4.3	4.2–4.5
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4–2.5	2.3–2.6	2.0–2.2	2.0	2.0	2.4–2.7
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2–2.4	2.1–2.2	2.0	2.0	2.0	2.1–2.7
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.5	2.2	2.0		2.8–2.9	2.5–2.7	2.0–2.3	2.0		2.8–2.9
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6–2.7	2.1–2.3	2.0	2.0		2.4–2.9
Memo: Projected appropriate policy path											
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0	4.4–4.6	3.6–4.1	3.1–3.6	2.9–3.6	2.8–3.6	4.4–4.6
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4–4.6	3.1–3.6	2.6–3.6	2.6–3.6	2.5–3.5	4.1–4.9

降息路径：“片段式”降息

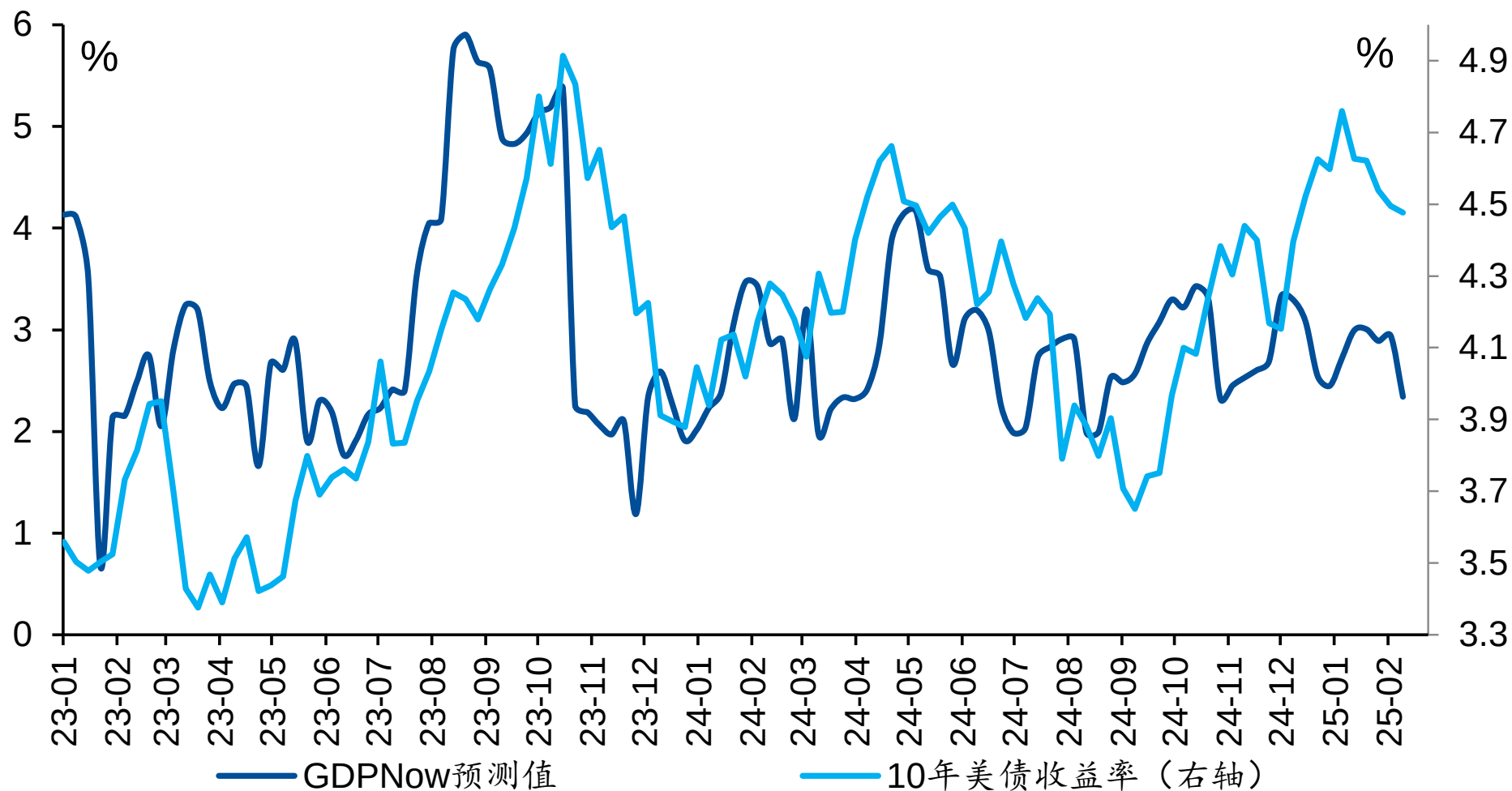
- 基准情形下，我们预计到2025年总降息200个基点，终端利率为3.5%；上半年降息25-50个基点，下半年降息50-75个基点。
- 通胀可能稳定在3%左右，3.5%的终端利率保持紧缩立场。降息都将依赖于数据，每次FOMC会议都非常重要。
- 本轮降息周期与此前相比最大的特点是“片段性”，即无法通过一次或几次降息来简单推导整个降息周期的降息幅度和节奏，降息本身需要参照当期的经济数据和金融市场状况来做出，这也意味着每一次议息会议都会存在不确定性。
- 这样的不确定性也会逐步在资产定价中显现，从长端利率而言，这样的不确定性大概率意味着利率本身会被计入一定的“风险溢价”，也就是说，长端利率在降息周期中，即使出现下行，也会显得较为粘滞和不流畅。

市场开始关注“期限溢价”

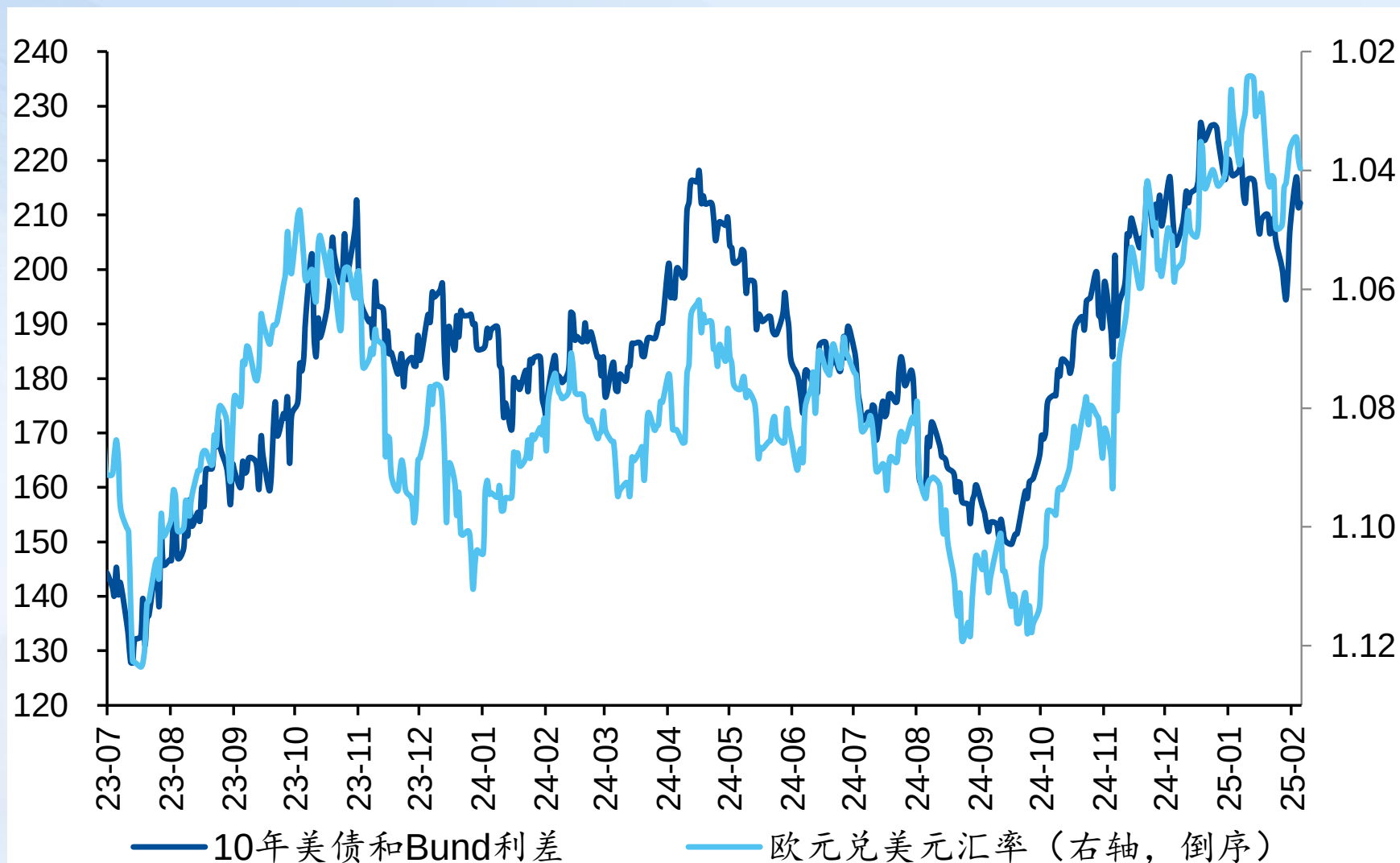
FOMC数次成为市场的转折点



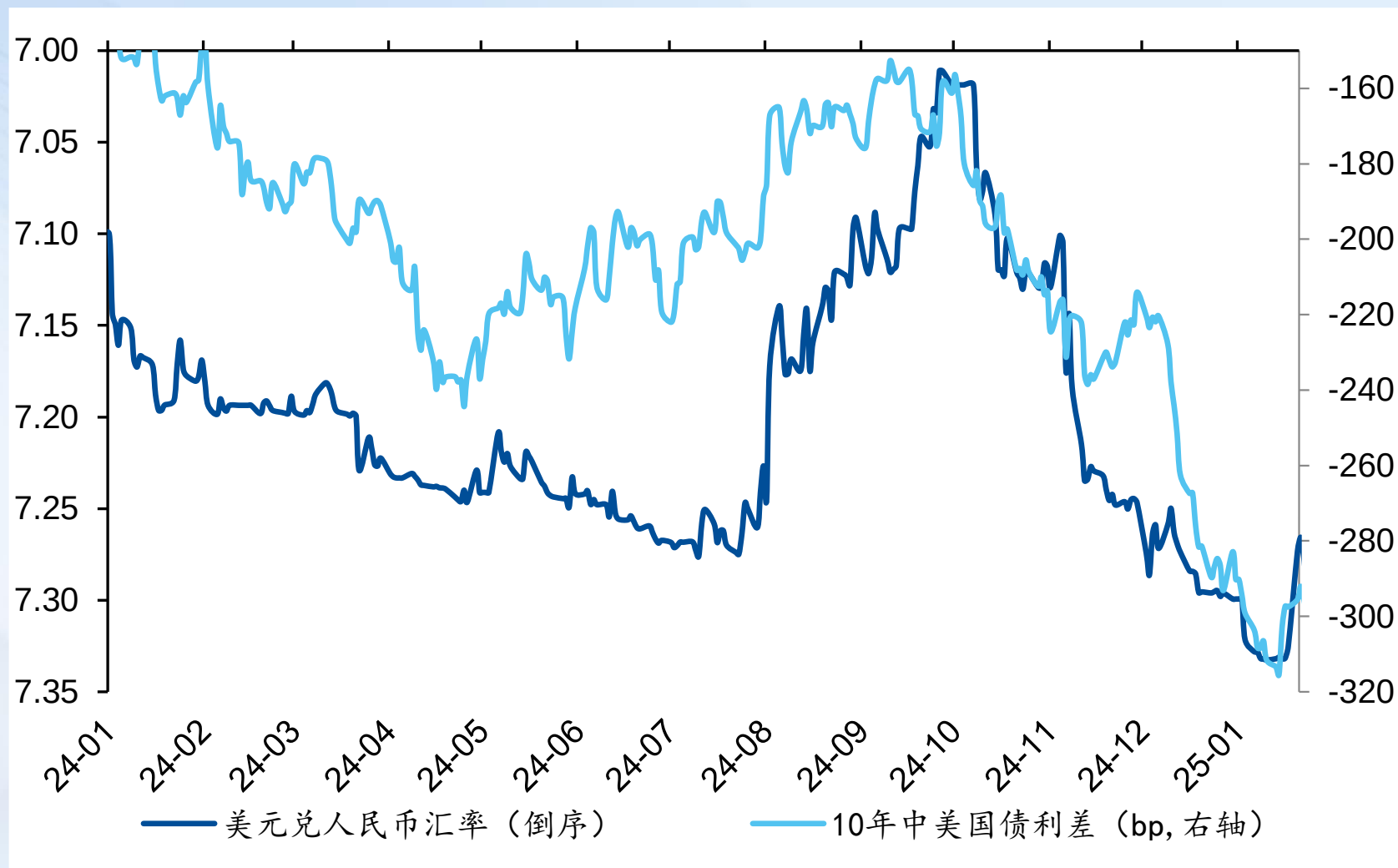
10年美债利率 vs GDPNow



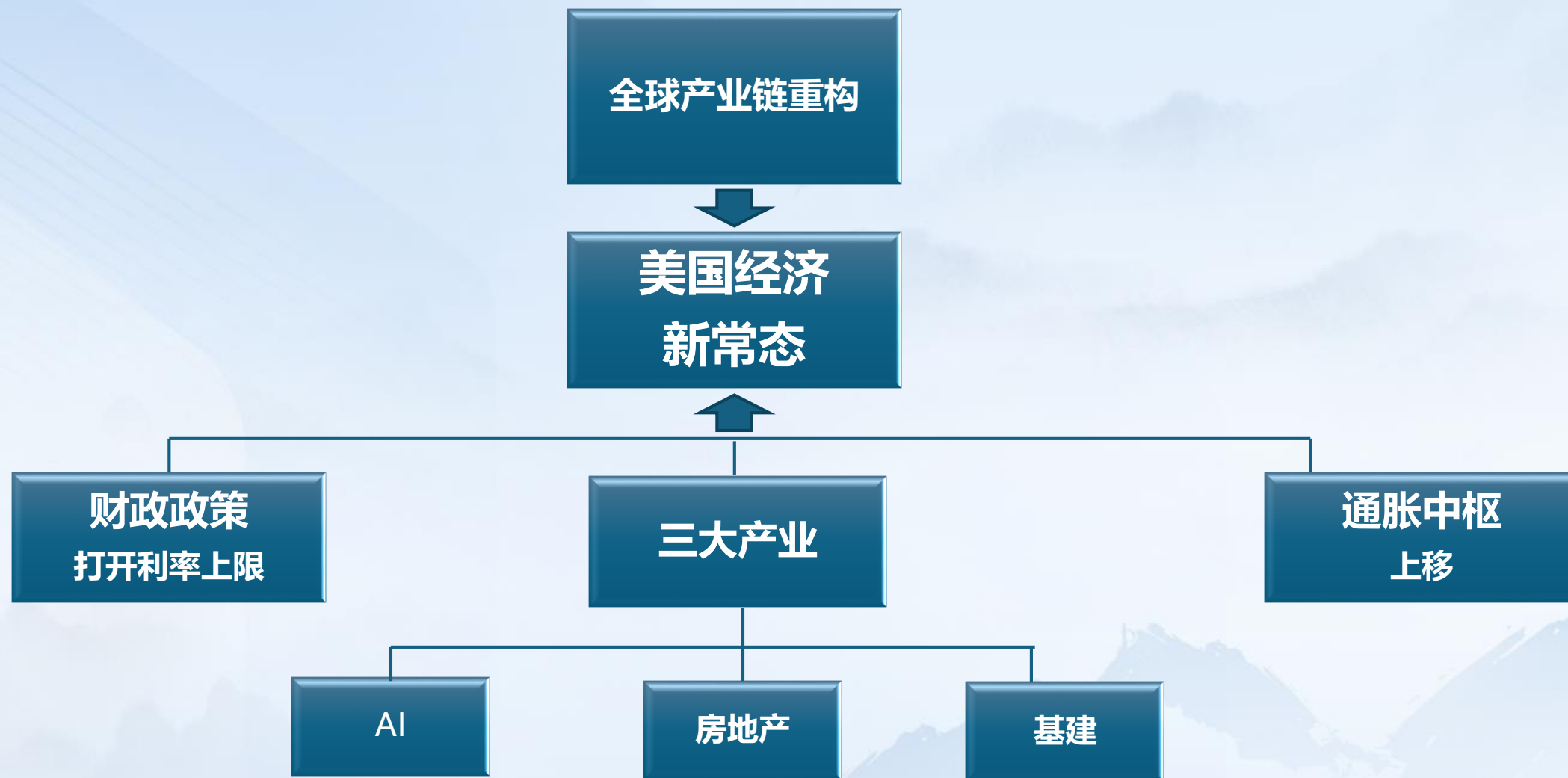
欧美利差vs欧元汇率



中美利差vs人民币汇率



美国经济分析框架



2025财年美国财政预测

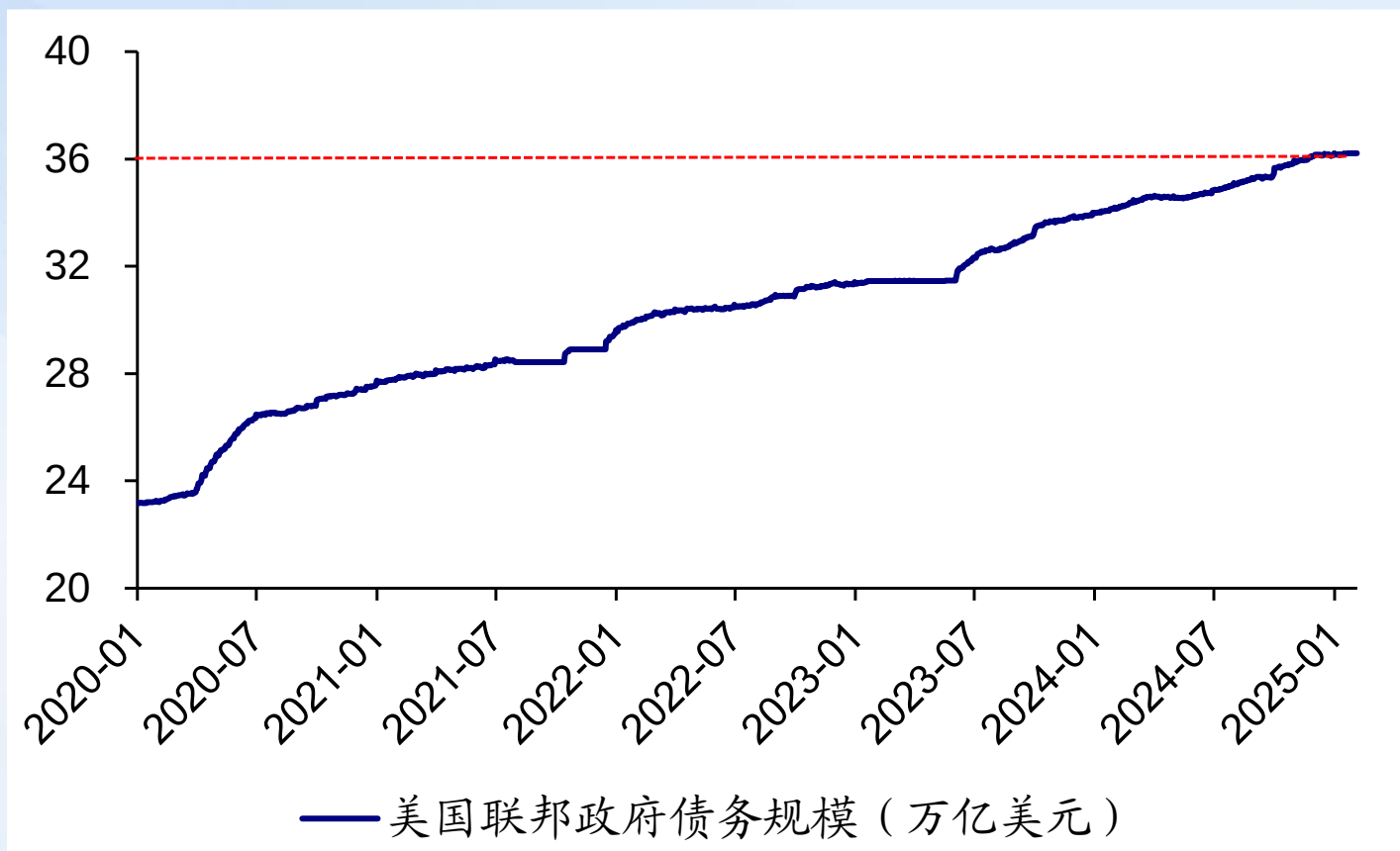
(十亿美元)	2021	2022	2023	2024	2025 (拜登预算草案)	2025 (预测)
名义GDP	23,315	25,016	26,905	28,641	30,885	30,102
收入	4,050	4,897	4,439	4,919	5,023	5,001
支出	6,820	6,273	6,134	6,752	6,907	6,875
非利息支出	6,468	5,797	5,475	5,870	5,956	5,924
利息支出	352	476	659	882	969	951
利息支出占 GDP比重(%)	1.51	1.9	2.45	3.08	3.08	3.16
预算赤字	-2,770	-1,376	-1,695	-1,833	-1,884	-1,874
预算赤字占 GDP比重(%)	-11.88	-5.5	-6.3	-6.4	-6.5	-6.2

注：CBO（美国国会预算办公室）预测FY2025 赤字率为6.5%；
OMB（白宫管理和预算办公室）预计FY2025 美国赤字率为6.1%。

美国财政收支构成



美国联邦政府债务规模突破36万亿美元



D.O.G.E 改革政府计划

	改革政府计划
废除过度监管	除非国会明确授权，政府机构不能制定涉及重大经济或政策问题的法规。 DOGE将把相关法规清单提交给特朗普总统，他可以通过行政命令立即暂停这些法规的执行，并启动审查和废除程序
减少行政开支	在联邦官僚体系中进行大规模裁员，裁员规模将与法规删减数量成正比。 特朗普可以实施任何数量的“竞争性服务管理规则”，以遏制行政机构的膨胀，从大规模裁员到将联邦机构迁出华盛顿地区 要求联邦雇员一周五天在办公室工作，拉马斯瓦米预测，如果强制要求返回办公室工作，可能会有多达25%的公务员辞职。
节省成本	DOGE也将通过瞄准每年超过5000亿美元的未经国会授权或未以国会预期方式使用的联邦开支，来帮助结束联邦政府的过支，包括： 每年用于公共广播公司的5.35亿美元 每年用于给国际组织拨款的15亿美元 每年用于资助计划生育组织等进步团体的近3亿美元 审查联邦政府的采购流程，在暂时中止支付期间进行大规模审计将显著节省开支。 DOGE旨在精准识别行政工作中的浪费、欺诈和滥用问题，直接给纳税人节省成本。

政府部门非农就业占比相对较高

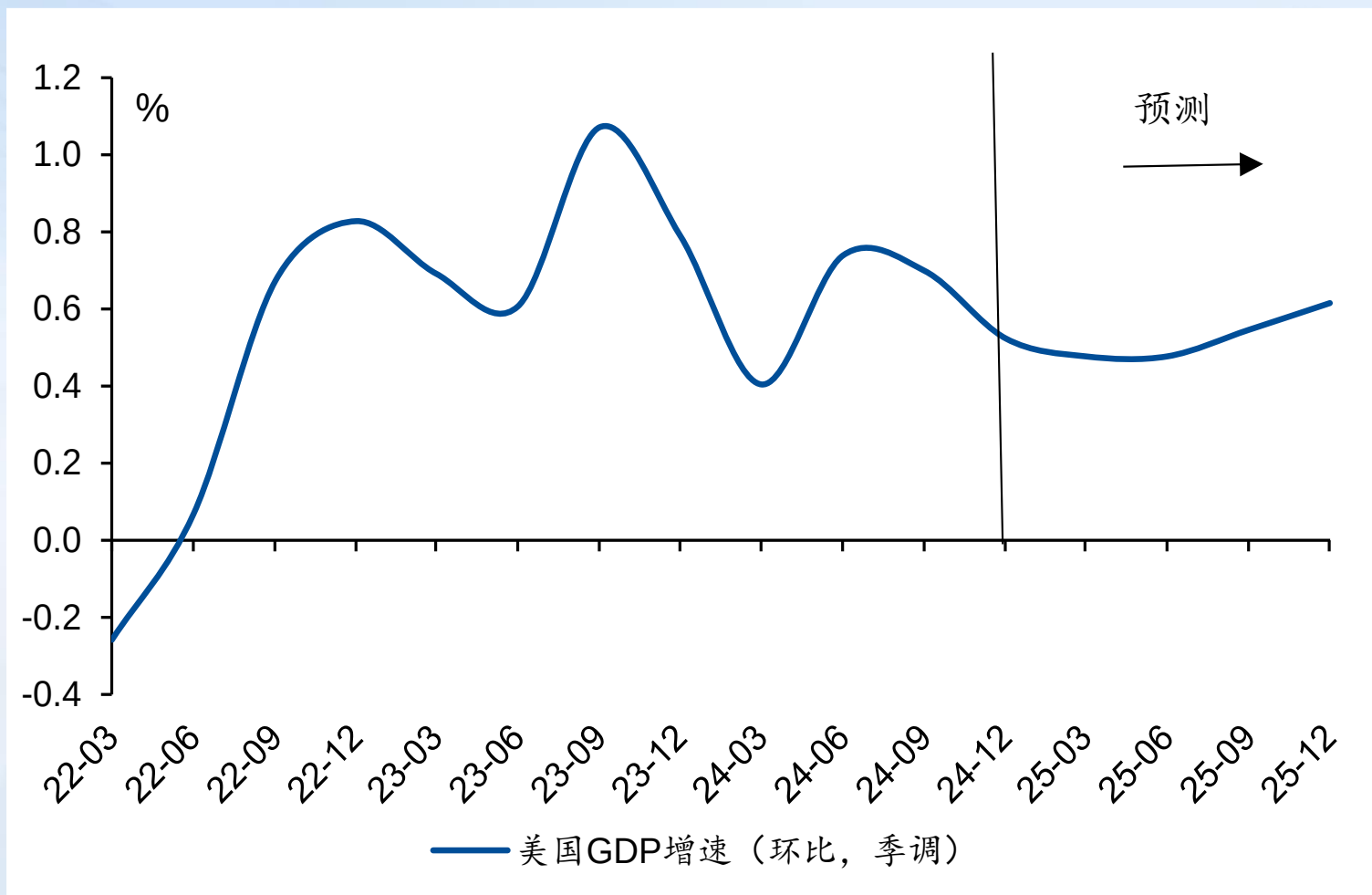


美国财政部Buyback记录

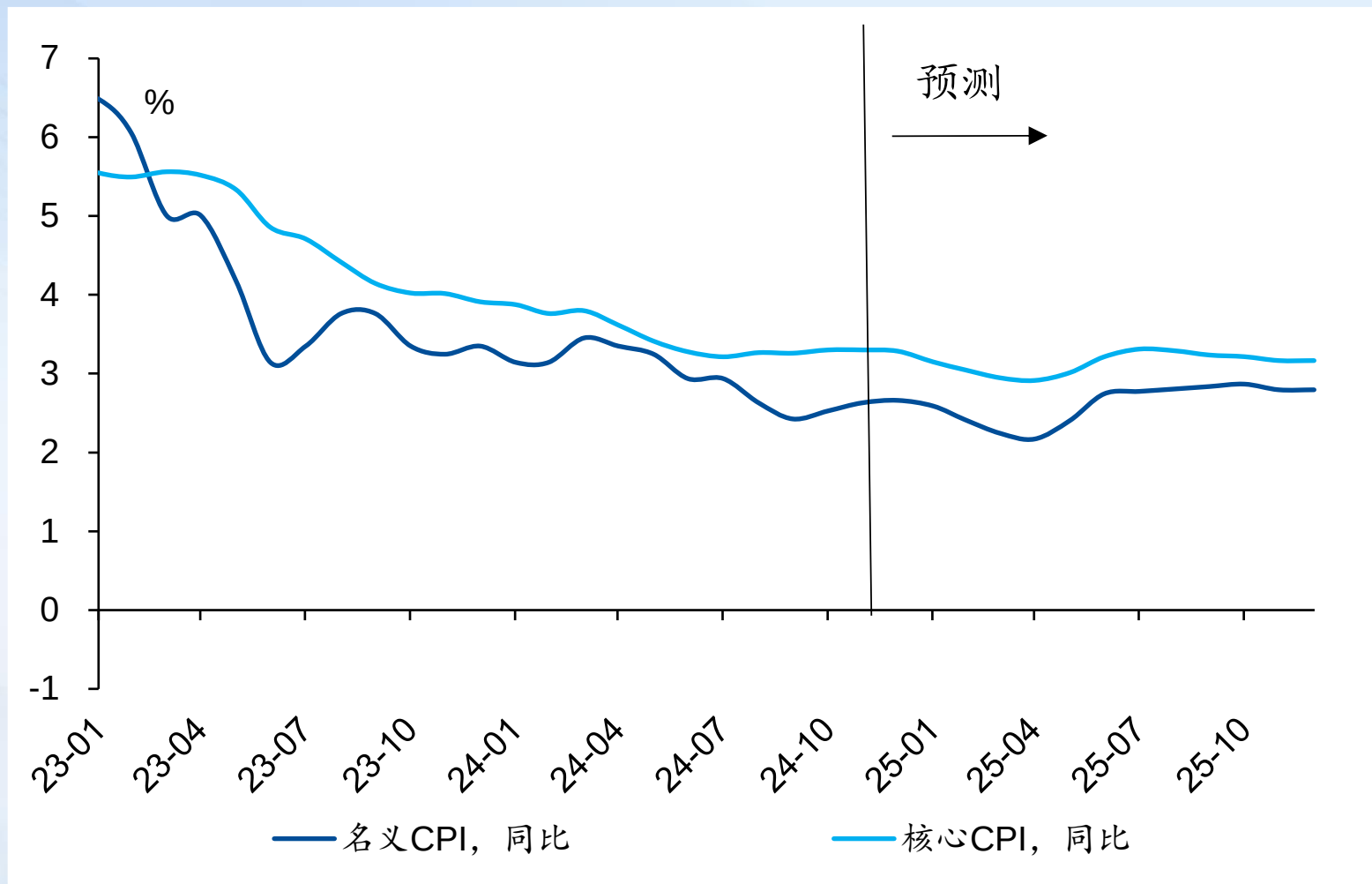
	市场拟出售规模 (百万美元)	财政部实际回购规模 (百万美元)	回购债券类型
2023年	91	24	Notes
2022年	92	25	Bonds
2021年	108	25	FRN
2020年	162	25	Bills
2019年	120	25	TIPS
	151	25	Notes
2018年	325	50	Notes
2017年	515	50	Notes
2016年	265	50	Notes
2015年	102	25	Notes
2014年	22	22	Notes
2000年-2002年	280,667	67,500	Bonds

美国2025年经济预测：陌生的周期

经济增长率预期将超过2%

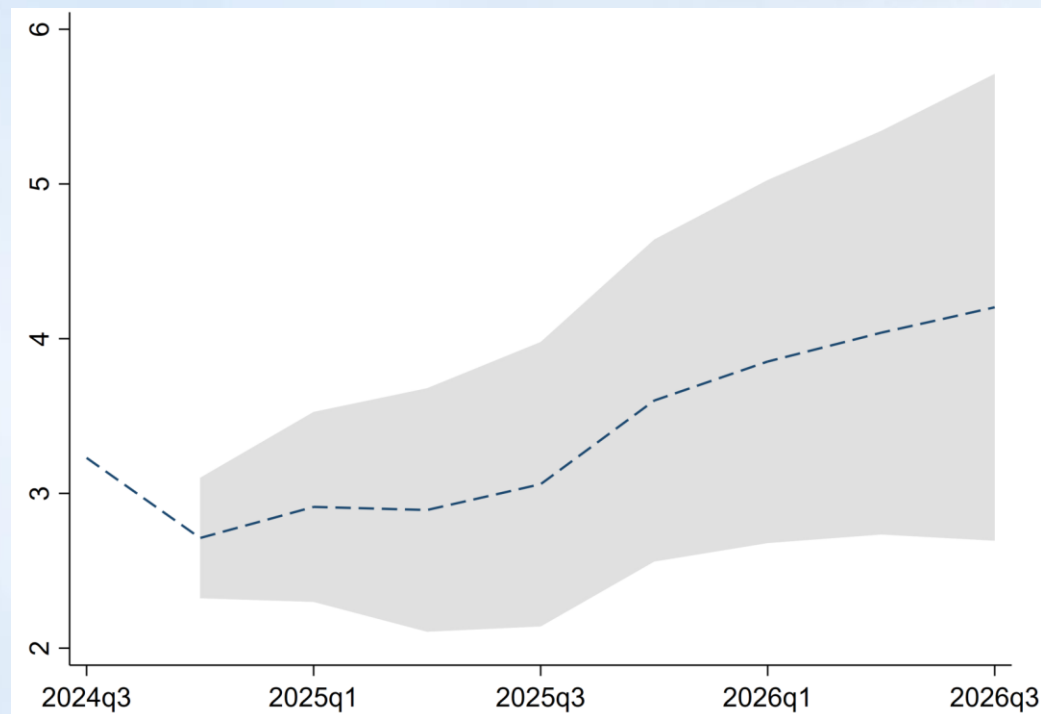


2%的通胀控制目标成为疑问



美国中期通胀展望——取决于赤字

- 我们的中期通胀预测模型也显示，2021年以来，美国中期通胀预期中枢明显抬升。
- 密歇根大学5年期通胀预期维持在3%附近震荡，通胀惯性仍值得关注。
- 基于通胀中长期驱动因子的结构VAR模型（SVAR）结果显示，短期核心通胀（2024年四季度）无虞，但中长期核心通胀延续粘性，“再通胀”压力加大。



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际

免责声明

Disclaimer

利益披露事項

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com

THANK YOU !