



2025 年全球经济和大类资产白皮书

全球经济：景气度回升 权益、商品机会仍存

格林大华期货研究院

王骏

交易咨询号：Z0021220

王凯

交易咨询号：Z0013404

于军礼

交易咨询号：Z0000112

➤ 摘要

- 美国经济自 2024 年 5 月、6 月进入主动补库存状态，主动补库存有望延续至 2025 年四季度。随着美国开启降息周期，中美经济共振向上，美国将进入二次通胀上行期。因此美国本轮降息周期时间窗口较短，大概率在 2025 年三季度结束本轮降息。
- 2025 年中国增量政策将扩大国内大循环对冲外部不确定性，内需增长有望接力出口。投资的三驾马车中，中国继续在新兴产业、未来产业进行大规模投资，存量制造业加速智能化，制造业投资有望延续中高增速。中央政府加杠杆和地方政府化债后轻装上阵，基建有望继续保持高增速。房地产投资大概率由减分项转身为正贡献。2025 年中国经济增速有望继续运行在 5% 左右，继续向科创型经济体转型升级。
- 9 月欧盟 27 国零售销售指数同比增速上升至 2.8%，已进入正向增长区间。2024 年欧洲央行处于降息周期，2025 年欧盟经济有望在货币宽松和消费回暖带动下回升。
- 联合国将印度 2024 年经济增速上调至 6.9%，印度有 14 亿的人口规模，占全球经济中的占比持续上升，印度经济增长是大宗商品消费的重要增量。东盟已经成为中国最大的贸易伙伴，东盟已成为中国重要的产成品销售地，大宗原材料、农产品的进口地。2025 年，东盟经济有望随同全球经济回暖，并成为大宗工业品消费的新增量。
- 在中国一系列增量货币政策和增量财政政策带动下，中国经济将在四季度进入新一轮扩张期，从而拉动对大宗商品的需求。中美经济共振向上，有利于带动全球经济向上运行，拉动大宗商品需求。大宗商品价格的上行趋势，有望延续至 2025 年三季度。
- 中国经济加速向科创型经济体升级，资本市场是其中的关键核心。中国需要资本市场为居民部门创造财富效应，从而拉动消费，拉动经济增长。中国股市具有估值低、成长性好、容量大的优势，国际资本持续增加对中国资产的配置。在国内资金、海外资金持续流入，上市公司盈利增长的大背景下，中国股市有望震荡上行至 2025 年夏天。
- 美国债务激增已经失控，2025 年黄金的核心作用仍然是对冲美元的信用货币风险。美国共和党上台后的大规模减税、大规模驱逐非法移民、对各国普遍提高关税的政策，





证监许可【2011】1288号

必定会引发大范围通胀。二次通胀上行意味着美国实际利率下行，甚至可能为负值，黄金将成为对冲大通胀风险的重要财富保护工具。

- 9月24日央行增量货币政策出台后，股市应声而起，社会预期发生根本性转变。大量资金从债市流出，向股市流动。同时经济向好的预期也推动债市存量资金向实体经济流动。通胀上行预期也对长久期国债形成压力。
- 就人民币而言，2025年总体上是弹性防守局，在保出口的大背景下，7.30元是第一道防线，7.50元是第二道防线。极端情况下，7.8元--8.0元之间，将是人民币的终极防线。一旦中美达成阶段性贸易协议，人民币汇率将再次向7.0元一线升值。

白皮书编辑委员会

宏观金融

王骏 王凯 刘洋

于军礼 纪晓云 史伟澈

历年获奖荣誉宣传：

格林大华期货研发咨询团队成员均为研究生及以上学历，平均从业年限8年以上，其中博士后、博士2名，硕士研究生16名，专业水准高，实践经验丰富，多名研究员为南开大学、北京师范大学、中国石油大学、中国农业大学等知名大学校外导师，研究咨询团队连续超过十年荣获郑商所高级资深分析师、期货日报“中国金牌期货研究所”，多次获和讯网“金牌投研团队”，大连商品交易所“十大研发团队”，各期货交易所、期货日报、证券时报等机构最佳分析师称号，我们坚守工匠精神，为广大客户和投资者提供宏观与大类资产配置、金融期货期权、大宗商品各板块期货与期权等市场研究、交易咨询、策略建议、产业资讯、投资者教育和期货期权基础培训等多方位、多维度的研发咨询服务。

王骏：格林大华期货副总经理、首席专家，华中科技大学经济学博士、清华大学管理学博士后，央视财经频道和央广“经济之声”期货市场评论员，中国注册会计师、高级经济师；有21年的大宗商品现货企业、期货交易所和期货公司工作经历。曾在大连商品交易所、中粮集团油脂油料部、北京中期和方正中期从事期现货研究和研发管理工作。曾获上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所和中国金融期货交易所历年优秀分析师或高级分析师称号。曾获期货日报-证券时报最佳期货研究机构领头人、最佳宏观策略分析师奖等荣誉。在新华社、《人

民日报》、《经济日报》、《光明日报》、《中国证券报》、《中国黄金报》、《中国有色金属报》、《中国冶金报》、《期货日报》、《当代金融家》、《中国外汇》等发表文章百余篇。

王凯：院长 北京大学博士，多次获得上期所优秀分析师、“中国最佳期货经营机构暨最佳期货分析师评选”的最佳期货研究机构领头人、最佳期货首席、最佳分析师等荣誉，十五年以上产业研究经验，十年期货市场经验，为众多知名金融机构、产业企业、上市公司提供宏观经济、市场分析、大类资产配置、套期套利、投资建议等讲座、培训、服务方案等，尤其在能源、新能源等市场领域提升了公司影响力。

刘洋，格林大华期货研究院副院长，金融投资领域从业 20 余年，曾任职证券公司固定收益部高级投资经理、企业集团财务公司投资总监、私募股权投资基金研究部负责人，长期跟踪研究宏观经济和金融市场，现主要从事宏观经济和国债期货品种研究，研究分析宏观经济数据、货币政策和利率走势，提出国债期货投资策略。2023 年、2024 年连续两年获得《期货日报》中国最佳期货分析师评选——最佳宏观金融分析师称号。

于军礼：宏观、股指研究员，拥有 29 年证券行业、期货行业、资产管理行业从业经验；历任格林期货金融研究院院长、资管投资经理。专注于国内外经济周期研究，擅长根据经济周期对权益类、大宗商品类、利率类、避险类、外汇类资产进行大类资产轮动配置，权益类资产专注于行业主题 ETF 轮动策略。长期担任央视智库成员。

纪晓云：黑色金属研究员，10 年以上期货从业经历。曾在国家发改委、大商所期货与期权研究中心工作。负责和参与国家发改委专题研究，参与大商所课题，负责期货业协会课题，期货从业人员系列丛书主编之一；多次荣获期货日报 证券时报“最佳金融期货分析师”、“最佳建材类分析师”等荣誉。

史伟澈：格林大华期货有限公司研究院期权研究员，期权组组长，期货从业资格号 F3083590，期货投资咨询资格号 Z0018627，哥伦比亚大学理学硕士，CFA 持证人。对金融类期权、商品类期权有深入研究，善于结合实际需求，为投资者提供期权交易策略、场外期权结构等综合风险管理方案。

目录

第一部分 美国经济	2
一、美国经济 2024 年回顾	2
二、美国经济 2025 年展望	3
第二部分 中国经济	5
一、中国经济 2024 年回顾	5
二、中国经济 2025 年展望	6
第三部分 欧洲经济	8
一、欧洲经济 2024 年回顾	8
二、欧洲经济 2025 年展望	9
第四部分 新兴经济体	错误！未定义书签。
一、印度经济 2024 年回顾和 2025 年展望	错误！未定义书签。
二、东盟经济 2024 年回顾和 2025 年展望	错误！未定义书签。
第五部分 大宗商品	错误！未定义书签。
一、大宗商品 2024 年回顾	错误！未定义书签。
二、大宗商品 2025 年展望	错误！未定义书签。
第六部分 中国权益资产	错误！未定义书签。
一、中国权益资产 2024 年回顾	错误！未定义书签。
二、中国权益资产 2025 年展望	错误！未定义书签。
第七部分 黄金白银避险资产	错误！未定义书签。
一、黄金白银避险资产 2024 年回顾	错误！未定义书签。
二、黄金白银避险资产 2025 年展望	错误！未定义书签。
第八部分 国债资产	19
一、国债资产 2024 年回顾	19
二、国债资产 2025 年展望	20
第九部分 外汇资产	21
一、外汇资产 2024 年回顾	21
二、外汇资产 2025 年展望	22
第十部分 结论与操作建议	23



第一部分 美国经济

一、 美国经济 2024 年回顾



图 1-1 美国 GDP 季度同比增速

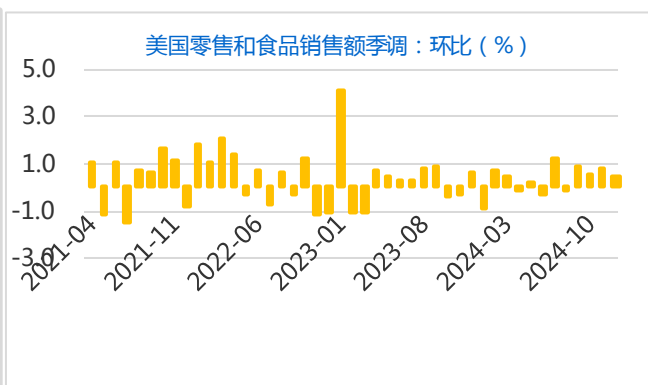


图 1-2 美国零售和食品销售额环比（季调）

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

美国 2024 年经济保持较强增速，一季度 GDP 同比增速为 2.9%，二季度为 3.0%，三季度为 2.7%，经济表现超预期。

拉动美国经济增长的主要因素仍然是消费，7 月美国零售和食品销售额环比劲增 1.2%，9 月环比增 0.8%，11 月环比劲增 0.7%，12 月环比增 0.45%，美国消费需求强劲。

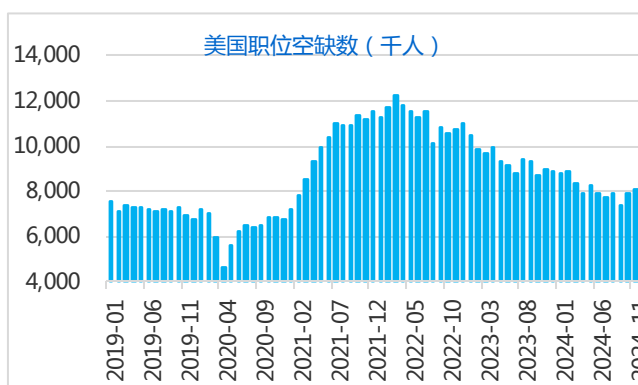


图 1-3 美国职位空缺数

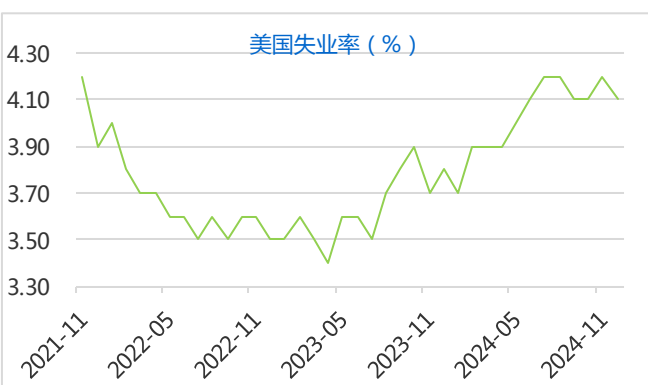


图 1-4 美国失业率

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

美国职位空缺数持续下降，显示美国劳动力市场恢复至疫情前状态。美国失业率的上升缘于移民数量的增加，并非企业出现大规模解聘，“萨姆法则”并不成立。随着美国移民政策的收紧，美国失业率有望维持在4%左右，呈现出充分就业的状态。

二、 美国经济 2025 年展望

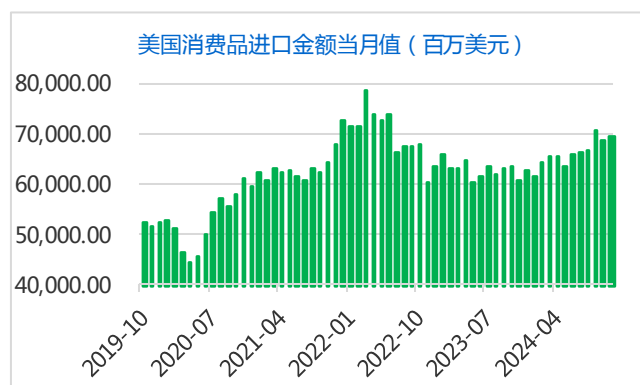


图 1-5 美国消费品进口金额当月值



图 1-6 美国消费品进口金额当月值同比增速

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

美国消费逐步走强，11 月美国消费品进口额当月值同比增速上升至 14.5%，创下两年来的新高，显示美国消费已进入新一轮增长期，2025 年有望延续消费强劲的势头。

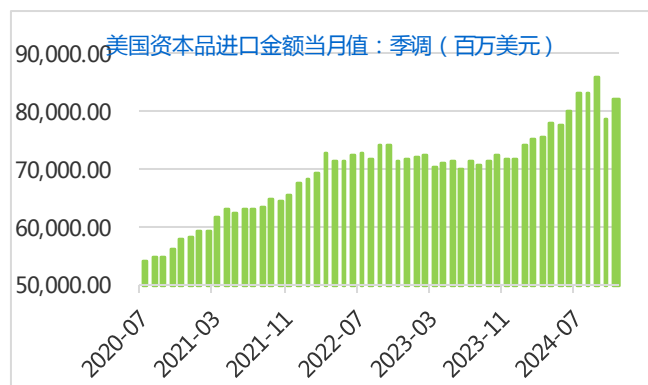


图 1-7 美国资本品进口金额当月值



图 1-8 美国资本品进口金额当月值同比增速

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

美国 11 月资本品进口金额 822 亿美元，保持高位，当月同比增速 14.2%。显示美国制造业回流持续提速，美国“再工业化”的制造业投资将继续在 2025 年拉动美国经济增长。

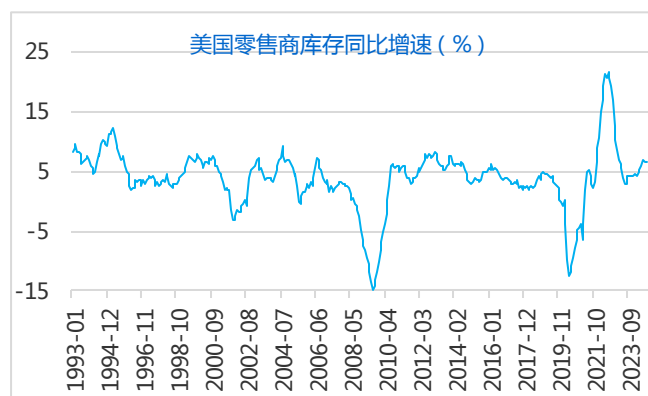


图 1-9 美国零售商库存同比增速



图 1-10 美国批发商库存同比增速

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

11 月美国零售库存同比增速为 6.6%、批发商库存同比增速为 0.9%。美国经济自 2024 年 5 月、6 月进入主动补库存状态，主动补库存有望延续至 2025 年四季度。

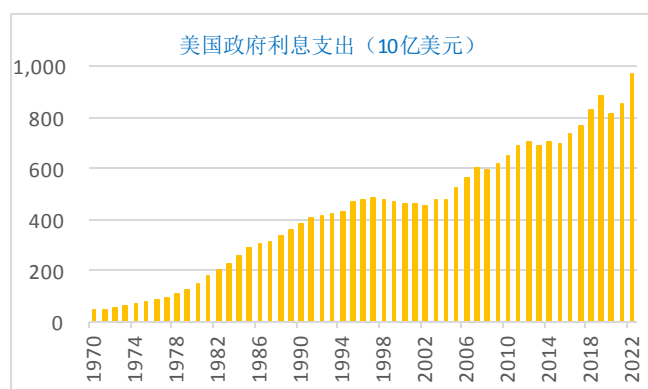


图 1-11 美国政府利息支出



图 1-12 美国核心 CPI 同比

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

美国 9 月份进入新一轮降息周期，但美国本轮降息并非缘于经济衰退，而是因为巨额债务利息支出压力。美国国债总额已突破 36 万亿美元，并以每季度 1 万亿美元的速度光速增长。经测算，如果美联储不降息，则美国财政部年化利息支出将高达 1.6 万亿美元，而美国政府 2024 财年的收入不过 4.4 万亿美元。

美国超发的货币必然会引发通胀，随着美国开启降息周期，中美经济共振向上，美国将进入二次通胀上行期。因此美国本轮降息周期时间窗口较短，大概率在 2025 年三季度结束本轮降息。

美联储在 2025 年三季度结束降息后，全球金融环境将发生巨大的边际变化。

在二次通胀压力下，美联储很可能最早在 2025 年底被动重新进入加息周期。

第二部分 中国经济

一、 中国经济 2024 年回顾

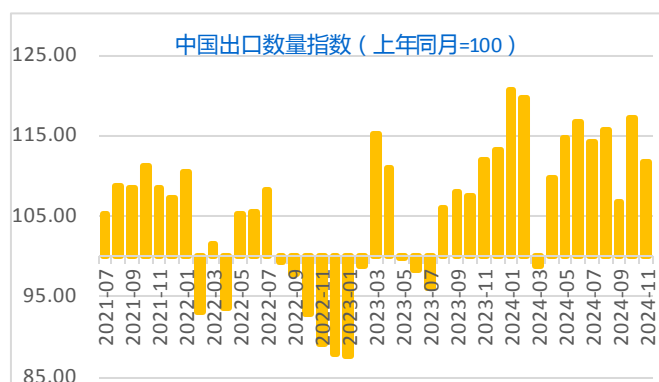


图 2-1 中国出口数量指数



图 2-2 制造业固定资产投资当月同比增速

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理



3 月份后，中国外需月度出口基本保持在 3000 亿美元左右，机电产品、高技术商品占比持续提升，成为 2024 年拉动中国经济的主要动力。在中国产业链持续升级和降本的带领下，中国出口数量指数当月同比增速远超当月金额同比增速，显示在价格下行的趋势下，出口带动了更大规模的实物量消耗。

12 月制造业固定资产投资金额为 3.21 万亿元，当月同比增速为 8.3%。2024 年以来制造业固投持续保持中高速增长，显示中国在新兴产业、未来产业持续进行大规模投资，同时存量制造业加速智能化。制造业投资成为 2024 年拉动中国经济增长的重要动力。

二、中国经济 2025 年展望



图 2-3 中国公共财政支出累计值同比增速



图 2-4 中国基建投资当月值同比增速

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

随着土地财政的瓦解，地方政府收入下降，地方债问题束缚了地方政府的手脚，导致地方政府支出困局，影响了国内经济发展。

11 月 8 日，《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》已经获批，将增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。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。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。

三项政策协同发力，2028 年之前，地方需消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元，平均每年消化额从 2.86 万亿元减为 4600 亿元，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻。地方政府有望轻装上阵，发力国内经济建设。



图 2-5 商品房销售额当月同比

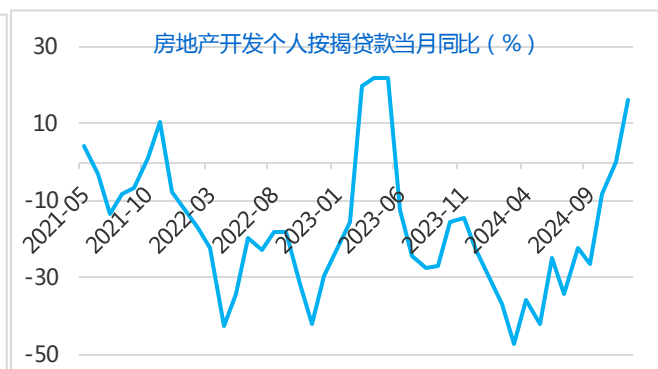


图 2-6 房地产开发个人按揭贷款当月同比

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

2024 年国庆节前，房地产市场处于尾部冲击阶段，成为中国经济增长的主要拖累项。在白名单等一系列政策稳定下，房地产新房销售和二手房销售已经在 10 月份开始发生变化。

12 月份商品房销售额 1.16 万亿元，当月同比增速 2.8%，在 11 月恢复正增长后，继续延续正增长。12 月房地产开发个人按揭贷款 1749 亿元，当月同比增速快速上冲至 16.1%。12 月当月房地产开发资金来源 1.10 万亿元，当月同比增速 6.4%，恢复正增长。

2025 年房地产市场大概率不再是中国经济增长的拖累项，而是会成为中国经济增长的加分项。

2025 年中国增量政策将扩大国内大循环对冲美国可能的贸易战，内需增长有望接力出口。投资的三驾马车中，中国继续在新兴产业、未来产业进行大规模投资，存量制造业加速智能化，

制造业投资有望延续中高增速。中央政府加杠杆和地方政府化债后轻装上阵，基建有望继续保持高增速。房地产投资大概率由减分项转身为正贡献。

2025 年中国经济增速有望继续运行在 5%左右，继续向科创型经济体转型升级。

第三部分 欧洲经济

一、 欧洲经济 2024 年回顾

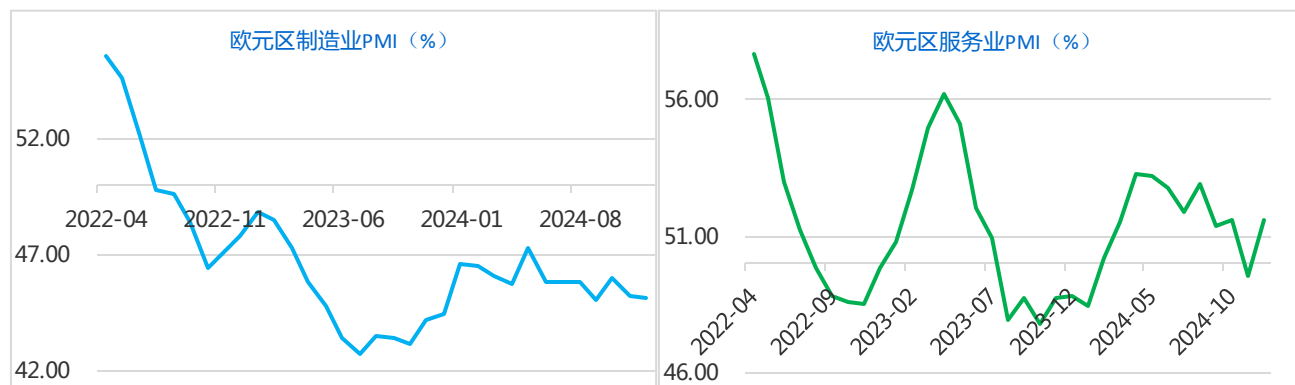


图 3-1 欧元区制造业 PMI

图 3-2 欧元区服务业 PMI

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

2024 年，在能源高成本的压力下，欧元区制造业外迁严重，制造业 PMI 持续收缩。从服务业 PMI 来看，欧元区服务业在 2024 年总体保持扩张，对冲了制造业的收缩，从而使欧元区经济总体保持平稳状态。



二、 欧洲经济 2025 年展望



图 3-3 欧盟 27 国 PPI 消费品同比

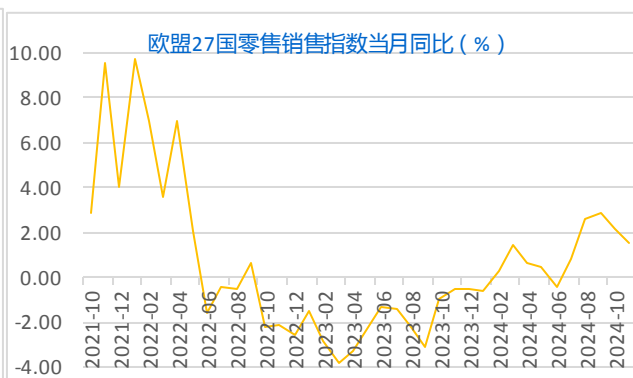


图 3-4 欧盟 27 国零售销售指数当月同比

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

欧盟 27 国 PPI 消费品同比增速已在 2024 年 6 月触底，进入回升周期，2025 年 PPI 消费品同比增速有望延续回升趋势。11 月欧盟 27 国零售销售指数同比增速为 1.5%，已连续处于正向增长区间。2024 年欧洲央行已进入降息周期，2025 年欧盟经济有望在货币宽松和消费回暖带动下回升。

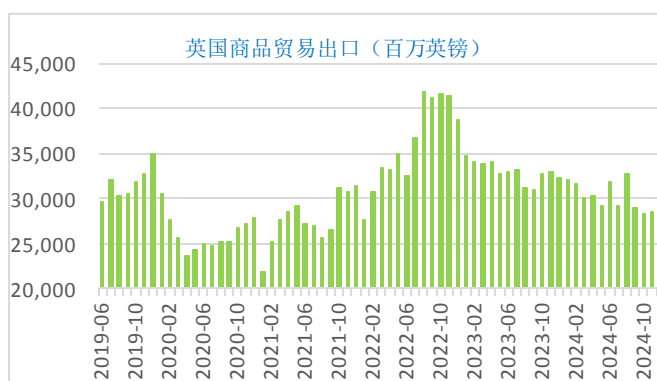


图 3-5 英国商品贸易出口

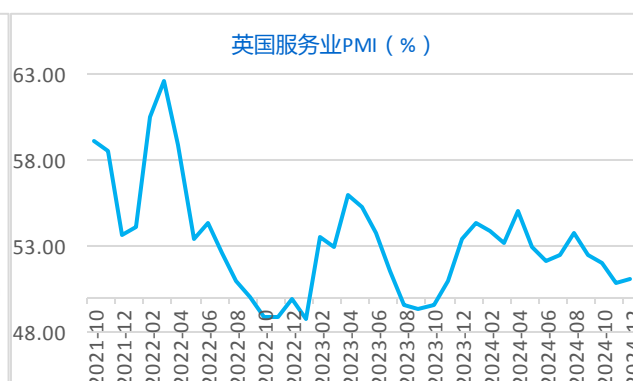


图 3-6 英国服务业 PMI

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

英国商口贸易出口有所恢复，英国服务业 PMI2024 年长期处于扩张区间，显示出英国经济的韧性。2025 年英国经济有望跟随全球经济和欧盟经济，延续复苏。

第四部分 新兴经济体

一、 印度经济 2024 年回顾和 2025 年展望

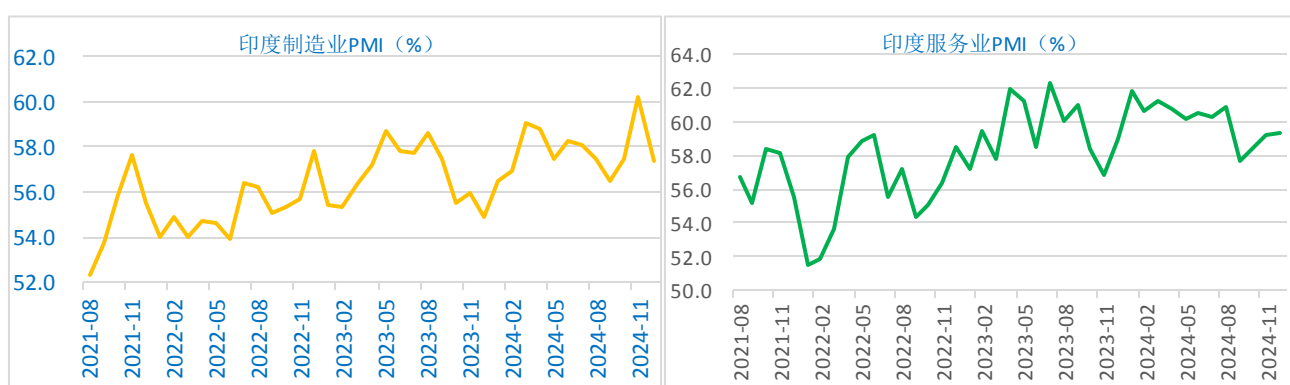


图 4-1 印度制造业 PMI

图 4-2 印度服务业 PMI

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

在美欧将供应链向印度迁移的大背景下，印度制造业 PMI 已经保持了三年多的持续扩张，景气长度惊人。印度是以服务业为主导的经济体，印度服务业 PMI 同样保持了三年多的持续扩张。

印度已经是世界第五大经济体，并有望在 2030 年前，超过日本和德国，成为第三大经济体。联合国将印度 2024 年经济增速上调至 6.9%，并预计印度 2025 年经济增速有望达到 6.6%。印度有 14 亿的人口规模，占全球经济中的占比持续上升，并在大宗商品领域持续和中国争夺大宗原材料，印度经济增长是大宗商品消费的重要增量。



二、 东盟经济 2024 年回顾和 2025 年展望

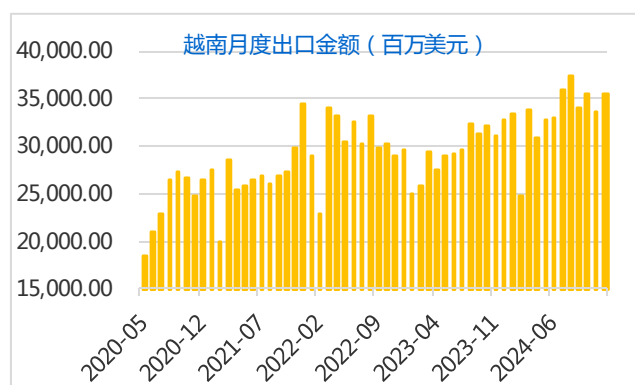


图 4-3 越南月度出口金额

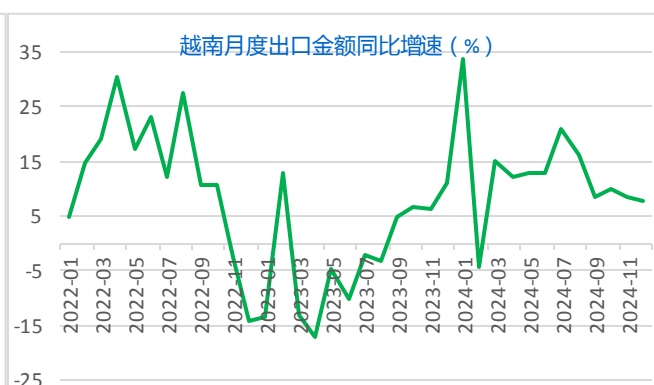


图 4-4 越南月度出口金额同比增速

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

东盟是重要的新兴市场，在东盟国家中，越南的经济发展最具代表性。多家欧美企业向越南迁移，也有众多的中国企业在越南设厂，除了占领东盟新兴市场外，另一个重要原因就是绕过美欧的关税壁垒。

越南从中国进口大量中间品，以消费品的形态向美欧出口，表现为进出口的大进大出，越南已接棒韩国，成为国际经济景气的重要风向标。

从越南的出口情况看，越南在 2024 年的当月出口额处于高位，当月出口增速也处于高位，显示全球外需持续景气，全球外需景气有望在 2025 年延续。

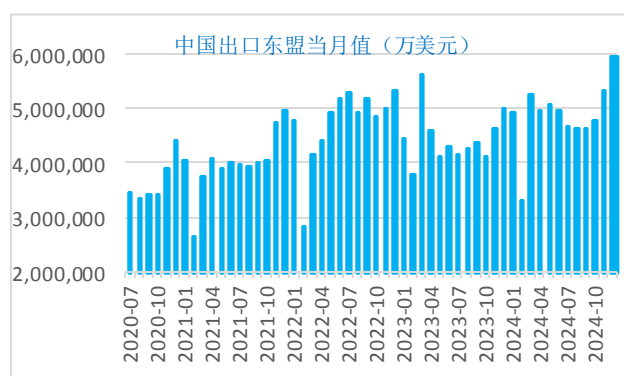


图 4-5 中国出口东盟当月值

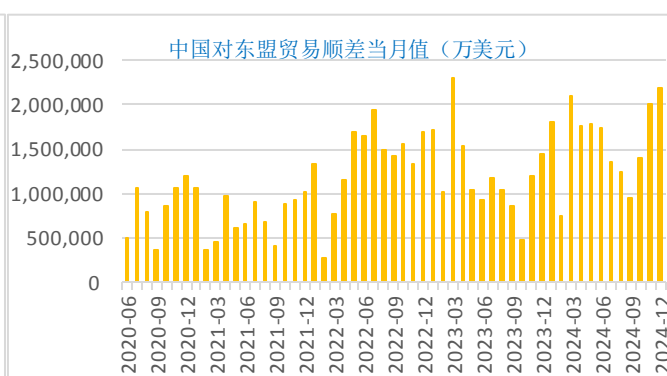


图 4-6 中国对东盟贸易顺差当月值





数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

东盟已经成为中国最大的贸易伙伴，12月中国对东盟出口597亿美元，创下新的历史记录，当月同比增速为18.9%；12月从东盟进口376亿美元，12月当月顺差达到220亿美元。

东盟已成为中国重要的产成品销售地，大宗原材料、农产品的进口地。

2025年，东盟经济有望随同全球经济回暖，并成为大宗工业品消费的新增量。

第五部分 大宗商品

一、大宗商品 2024 年回顾



数据来源：文华财经，格林大华期货研究院整理



从文华工业品指数观察，本轮大宗商品的低点产生于2023年6月，第一轮上涨至2023年9月见顶，随即进入横盘整理。2024年4月初，在宏观利多鼓舞下，大宗商品展开第二轮上涨，在5月底见顶。随后在公共预算支出失速、房地产市场下行尾部冲击、美国交易“萨姆法则”的影响下，大宗商品出现快速回落，直至9月11日见底。在美国降息和国内系列宏观增量政策引领下，大宗商品走出快速上冲，然后回落整理。

二、大宗商品 2025 年展望

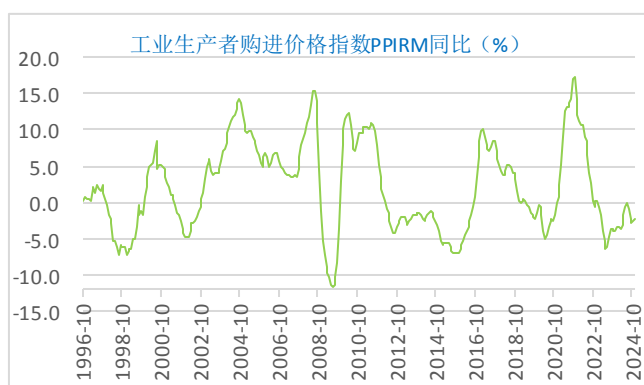


图 5-1 工业生产者购进价格指数同比



图 5-2 原材料及中间品库存累计值同比增速

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

从工业生产者购进价格指数同比增速看，9月、10月的增速回落不改变其整体上行趋势，11月已开始回升。从原材料及中间品库存累计值同比增速看，同样处于上行趋势中。中国经济整体上仍然运行于主动补库存的大方向。

在中国一系列增量货币政策和增量财政政策带动下，中国经济将在四季度进入新一轮扩张期，从而拉动对大宗商品的需求。

证监许可【2011】1288号

美国降息周期持续，有利于美国经济继续增长。从美国零售商库存、批发商库存、制造商库存看，美国经济已在 2024 年 6 月进入全面主动补库存。共和党在 2025 年 1 月 20 日上台后的大规模减税政策，对美国经济会起到加速效果，同样会增加对大宗商品的需求。

中美经济共振向上，有利于带动全球经济向上运行，拉动大宗商品需求。

大宗商品价格的上行趋势，有望延续至 2025 年三季度。

第六部分 中国权益资产

一、中国权益资产 2024 年回顾



数据来源：WIND，格林大华期货研究院整理

从沪深 300 指数观察，2024 年初在“雪球产品”的流动性冲击下，沪深 300 指数在 2 月初探明“雪球底”3100 点附近，随后在以中央汇金公司为代表的沪深 300ETF 买盘持续推动下，震荡上行至 5 月下旬的 3700 点。

而后在公共预算支出失速、房地产下行尾部冲击、中美利差扩大的影响下，沪深 300 指数阴跌下行，直至 9 月 18 日美联储降息，低点回至年初的 3145 点一线。

美联储降息意味着全球金融环境的巨大变化，中美利差开始边际缩减，巨额海外资金开始回流。在有利的国际金融环境下，9 月 24 日上午央行增量货币政策大规模出台，发布互换便利工具，为股票回购和增持提供再贷款，启动了对资本市场的“定向印钞”。

增量货币政策工具从根本上改变了市场预期，股市应声而起，大幅上涨，沪深 300 指数 10 月 8 日上冲至 4450 点，而后回落整理。

二、中国权益资产 2025 年展望



图 6-1 沪深两市滚动市盈率



图 6-2 中国融资融券余额

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

在上市公司质量趋严，强化分红，央行发放股票回购和增持再贷款的大背景下，中国股市开始从融资型市场向投资型市场转型。



中国经济加速向科创型经济体升级，需要海量资金持续投入科创领域，资本市场是其中的关键核心。房地产市场已衰落，股市将成为中国居民财富新的蓄水池，居民部门资金有望向股市持续大规模流动。中国需要资本市场为居民部门创造财富效应，从而拉动消费，拉动经济增长，创造国内大市场。

中国股市具有估值低、成长性好、容量大的优势，在美联储进入降息周期后，国际资本持续增加对中国资产的配置。

新兴市场基金 10 月卖出了 104 亿美元的印度股票，创造了历史最高的单月卖出额，从印度流出的资金大部分流向了中国。

高盛报告显示 10 月 A 股市场获得 243 亿美元（约合人民币 1700 亿元）净流入，中长期看海外资金有望持续向低估值、高容量的中国股市流动。

ETF 成为增配中国资产的重要工具，中证 A500ETF 自 9 月发行以来规模快速增长，跟踪中证 A500 指数的资本已高达 3500 亿元以上。管理层希望将中证 A500 指数打造成对标美国标普 500 指数的中国资产风向标。

在国内资金、海外资金持续流入，上市公司盈利增长的大背景下，中国股市有望震荡上行，牛市延续至 2025 年夏天。

美国本轮降息周期较短，有望在 2025 年三季度结束降息，中美利差边际缩窄有望在 2025 年夏天结束。全球金融环境可能在 2025 年夏天发生改变，海外资金流向在 2025 年夏季可能会出现逆转。

在 2025 年夏季，中国权益资产慢牛策略，开始向市场中性策略转化。



第七部分 黄金白银避险资产

一、黄金白银避险资产 2024 年回顾



数据来源：WIND，格林大华期货研究院整理

从 COMEX 黄金期货走势看，年初在 2000 美元一线整理，3 月初走出第一轮上升，而后进入横盘整理。在美国降息预期下，8 月初黄金价格越过平台向上突破，上涨至美国大选前的 2800 美元一线。美国大选结束后，黄金价格出现回落。

在 3 月至 5 月的上涨中，COMEX 白银期货从 23 美元上涨至 32.7 美元，涨幅超过 40%，大于黄金，显示出了白银价格的高弹性。

2024 年黄金价格的上涨，主要是在美国债务持续激增的背景下，对美元信用货币的对冲。新兴国家央行持续买入黄金，也是推动黄金价格上涨的重要力量。



二、黄金白银避险资产 2025 年展望

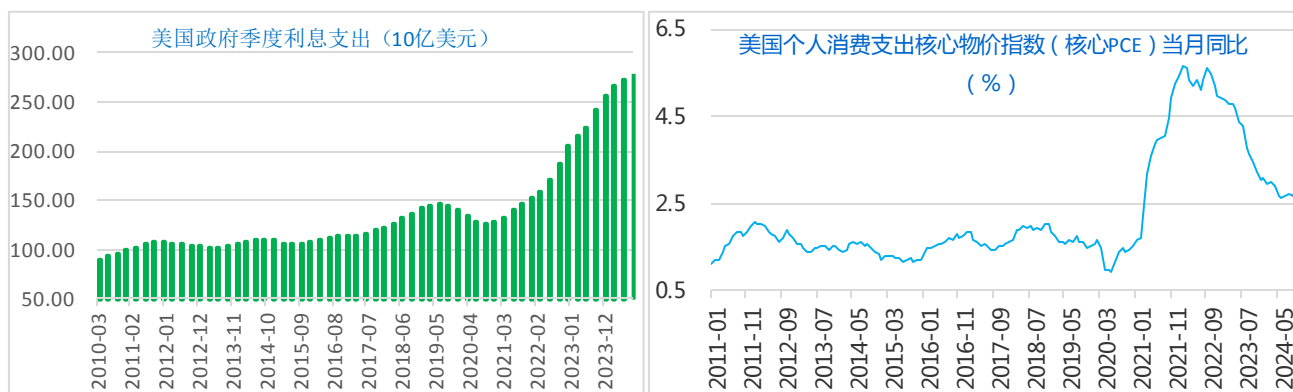


图 7-1 美国政府利息支出

图 7-2 美国核心 PCE 同比

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

美国债务激增已经失控，2025 年黄金的核心作用仍然是对冲美元的信用货币风险。

从美国核心 PCE 同比增速来看，美国核心 PCE 同比已不再下降，开始酝酿二次上冲。

特朗普 2025 年 1 月 20 日上台后的大规模减税、大规模驱逐非法移民、对各国普遍征收 20%关税的政策，必定会引发大范围通胀。

美国前财长萨默斯 11 月 13 日表示，如果特朗普坚持竞选期间所说做的政策，美国将遭受比 2021 年更严重的通胀冲击，这或意味着两位数的通胀，引发数十年未见的通胀危机。

二次通胀上行意味着美国实际利率下行，甚至可能为负值，黄金将成为对冲大通胀风险的重要财富保护工具。

黄金和白银的比值稳定在 80 多倍，白银价格将具有比黄金价格更高的弹性。

对于中国家庭而言，黄金是重要的财富保护工具。单个家庭不可能将全部家庭资金买入实物金或黄金 ETF，但黄金期货具有杠杆机制，可以用 20%--30%的资金通过买入持有黄金期货实现家庭财富黄金化。相当于用首付机制解决了财富保护问题。剩余的 70%--80%资金可以继续配置股票和 ETF 权益资产、债券资产、大宗商品资产。



第八部分 国债资产

一、国债资产 2024 年回顾



数据来源：WIND，格林大华期货研究院整理

为应对经济压力，2024 年中国货币政策持续宽松，利率下行的大背景下，理财资金、城商行资金持续进入债市，推动了长久期债券价格的持续上行。

为防止长久期债券价格出现羊群效应，央行多次预警债市要警惕经济上行和通胀回升，并开始借入长债以干预债市。

9 月 24 日央行增量货币政策出台后，股市应声而起，社会预期发生根本性转变。大量资金从债市流出，向股市流动。同时经济向好的预期也推动债市存量资金向实体经济流动。通胀上行预期也对长久期国债形成压力。

在多重压力下，长久期国债价格在 9 月 24 日开始剧烈波动。



二、国债资产 2025 年展望

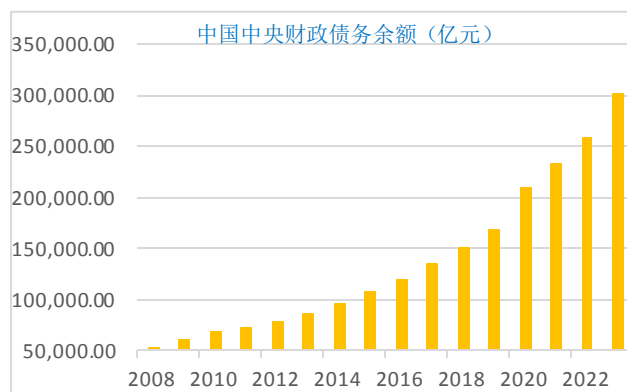


图 8-1 中国中央财政债务余额

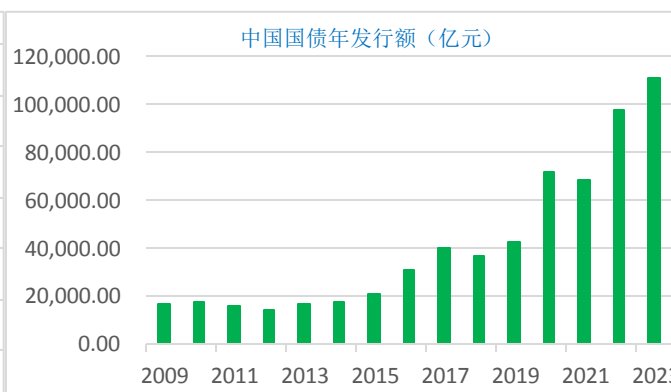


图 8-2 中国国债年发行额

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

中央政府已下发了 10 万亿元的地方债化债资源。

在当前局面下，只有中央政府具备大规模加杠杆的能力，预期国债规模、特别是长久期国债规模会出现大规模增加，在供给层面对长债市场构成压力。

中国股市正在发生根本性转变，由融资型市场向投资型市场转型。股市预期已明显转强，从股票平衡角度，债市资金将持续向股市流动。

中国经济启动新一轮扩张期，在债市中躺平的资金开始向实体经济流动。

美国共和党大选获胜后，由于对美国通胀的预期，美国 10 年期国债收益率已持续上行至 4.6% 左右，美国 10 年期国债收益率将对中国 10 年期国债收益率形成向上牵引。

中国央行货币政策已说明，央行致力于推动物价合理回升，央行大规模买入国债已成为投放基础货币的新方式。中国通胀回升，叠加美国二次通胀展开，将对中国长久期国债构成持续压力。



第九部分 外汇资产

一、 外汇资产 2024 年回顾



数据来源：WIND，格林大华期货研究院整理

上半年，在美国利率高位，中美利差高启的大背景下，人民币兑美元离岸汇率由 7.10 元向 7.30 元波动。

在中国出口规模持续增长，贸易顺差大幅增加的底气下，央行将汇率稳定在了 7.30 元的下方。

7 月份，美储降息预期开始明朗，中美利差预期开始缩减。中国企业囤积于海外的贸易盈余美元开始持续向中国国内回流，人民币持续升值，在国庆节前升值至 6.96 元。

人民币随后出现技术性贬值，市场焦点转向美国大选，特朗普的胜率开始快速增加，推动人民币走软。11 月 4 日，特朗普胜出后，人民币大幅贬值，开始重新坚守 7.3 元一线。



二、外汇资产 2025 年展望

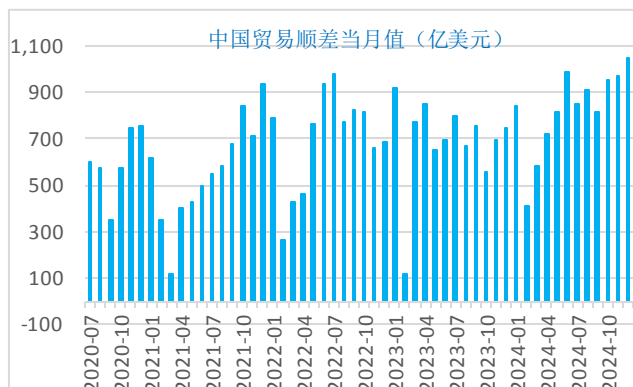


图 9-1 中国贸易顺差当月值

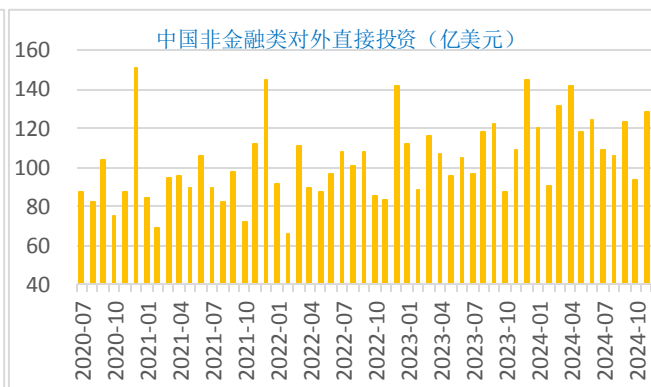


图 9-2 中国非金融类对外直接投资

数据来源：Wind，格林大华期货研究院整理

特朗普已获胜，其在竞选中称将把对中国的关税上调至 60%，共和党则酝酿取消中国的贸易最惠国待遇。

美国仍是中国的第一大贸易顺差来源国，美国对中国发动贸易战必然对中国造成一定的困难。但和上一轮贸易战相比，对美出口占比已下降至中国出口总量的 30%，影响已大幅下降。

美国虽然会增关税，但其国内需求仍是刚需，从贸易转移角度看，美国的需求将会由其它国家提供。其他国家则会将其国产商品销售给美国，并从中国进口相关商品满足消费。在贸易转移的背景下，对中国的真实影响会更小。

但需要指出的是，美国正在酝酿对各国统一征收 20% 的关税，大多数国家也必定会发动反击，对美国商品征收 20% 的关税。对全球的总消费会产生一定的负向冲击。

就人民币而言，2025 年总体上是弹性防守局，在保出口的大背景下，7.30 元是第一道防线，7.50 元是第二道防线。极端情况下，7.8 元--8.0 元之间，将是人民币的终极防线。

一旦中美达成阶段性贸易协议，人民币汇率将再次向 7.0 元一线升值。



第十部分 结论与操作建议

2025 年中美经济共振向上。2025 年看多大宗商品、中国权益资产、黄金白银。美联储降息大概率在 2025 年三季度结束，中国权益资产慢牛策略需在 2025 年夏季转换为中性策略。大宗商品高点需关注 2025 年三季度。全球二次通胀徐徐展开，看多黄金白银。经济向好、通胀上行背景下，看空长久期国债。人民币汇率是弹性防守局。

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
北京总部	北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼北京国际财源中心 B 座 29 层	010-56711700
期货研究院	北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼北京国际财源中心 B 座 29 层	010-56711856
产业机构业务总部	北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼北京国际财源中心 B 座 29 层	15110165709
金融机构业务总部	北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼北京国际财源中心 B 座 29 层	010-56711830
分支机构信息		
北京分公司	北京市朝阳区光华路 7 号楼十二层 12B11 单元	010-53672071
重庆分公司	重庆市渝中区五一路 99 号一单元 23-2、23-3（平安国际金融中心）	023-63798698
山西分公司	山西省太原市小店区长风街 123 号 1 幢君威财富中心五层 0504、0505、0506 号	0351-7728088
河南分公司	河南省郑州市郑东新区商务外环路 29 号 17 层	0371-65618784
浙江分公司	浙江省杭州市西湖区天目山路 198 号财通双冠大厦东楼 2008 室（实际楼层 2310 室）	0571-28055969
上海分公司	上海市浦东新区福山路 500 号/浦电路 380 号 7 层（实际楼层 6 层）02 单元	13764666557
深圳分公司	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 178 号华融大厦 1705	0755-83358603
福建分公司	福建省厦门市思明区鹭江道 100 号厦门财富中心 26 层 07 单元	0592-5085516
山东分公司	山东省青岛市市南区山东路 2 号甲，华仁国际大厦 17 层 F 区	0532-83095257
河北分公司	河北省石家庄市桥西区自强路 118 号中交财富中心 T1、T2 商务办公楼 02-1701A	0311-87879080
天津分公司	天津市南开区长江道与南丰路交口博朗园 1 号楼 26 楼 2601-2/2604-2 号	022-23046198
大连分公司	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2112 号房间	0411-84806858
广东分公司	广东省广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 9 层 909 房	020-22100288
呼和浩特营业部	内蒙古自治区呼和浩特市赛罕区腾飞南路 65 号 1102 号商铺三楼	0471-3243085
洛阳营业部	河南省洛阳市涧西区西苑路 6 号友谊宾馆 5F501-510 室	0379-64687775
泉州营业部	福建省泉州市丰泽区宝洲路浦西万达写字楼 A 座 2509 室	0595-28980095
银川营业部	宁夏银川市解放西街 2 号老大楼写字楼 13 层 18 号	0951-6072204
福州营业部	福建省福州市鼓楼区杨桥东路 19 号衣锦华庭一期一号楼 3 层	0591-87813682
哈尔滨营业部	黑龙江省哈尔滨市南岗区果戈里大街 316-2 号 5 层	0451-53679290
南京营业部	江苏省南京市中山东路 288 号 A-3006	025-85288202
桂林营业部	桂林市七星区漓江路 28 号中软现代城 2 区酒店 6-01 号 809 室	0773-3116555
合肥营业部	安徽省合肥市政务区潜山路 888 号百利中心北塔 1609、1610-2 室	0551-65534256

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，格林大华期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，格林大华期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为格林大华期货研究院所有，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，须注明出处为格林大华期货有限公司。