

# 年度策略

## 等待拐点——2025年海外宏观展望

前言：“肥尾”阶段过后，全球经济将迎来新一轮周期

回顾2024年，我们曾在海外年度展望报告中将全球经济所处的状态称为“肥尾”阶段，即下行斜率放缓乃至走平，但暂时无法出现趋势性回升，全球经济的实际表现与我们的判断基本一致。

展望2025年，我们认为全球经济有望走出“肥尾”，乐观情形下欧美可能相继进入新一轮上行周期。对于资产价格，交易主线有三条：全球经济回升、美国二次通胀、特朗普新政。在此背景下，预计风险资产表现将好于避险资产，需重点关注全球经济拐点的确认，以及特朗普政策的扰动。

### 一、全球经济：迎新一轮周期，节奏前低后高

1. 随着时间推移，降息对经济的提振将逐步显现。货币政策对经济的影响通常滞后一年左右，随着主要央行开启降息，对经济的提振效果将在2025年显现。根据历史领先规律推演，欧洲经济最快在2025年初回升，美国经济更有可能在2025年下半年回升，“美强欧弱”格局将进一步弱化。

2. 主要经济体去杠杆后，经济内生动能得到修复。2022至2024年，由于全球央行大幅加息、信用环境收紧、衰退担忧升温共同影响，主要经济体持续去杠杆，对经济形成拖累。目前主要经济体非金融企业和居民杠杆率均已降至较低水平，经济内生动能已有所修复。

3. 信贷条件已开始改善，全球债务周期有望重启。随着杠杆率降至低位、信用环境转向宽松，2025年主要经济体有望从去杠杆切换至重新加杠杆，这将带动全球经济动能进一步强化。

### 二、海外央行：降息节奏放缓，甚至可能暂停

1. 美国通胀进展停滞，二次通胀风险加大。2025年美国通胀面临三重上行压力：住房通胀反弹、工资物价螺旋、特朗普关税。在不考虑关税影响的情况下，根据我们测算，2025Q1-Q4美国CPI同比分别为2.3%、2.2%、2.4%、2.4%，核心CPI同比分别为2.8%、2.7%、2.7%、2.6%。PIIE的研究显示，关税可能导致美国通胀到2026年上升4.1至7.4个百分点。

2. 经济回升+二次通胀，将制约降息空间。在经济下行风险不大、通胀仍偏高的情况下，美联储可能希望将实际政策利率控制在2%左右。基于对经济和通胀的判断，我们预计2025年底前美联储再降息50-75bp，其中大部分降息可能会在2025上半年完成，下半年不排除会暂停降息。

3. 市场降息预期不断下调，目前已经不高。目前市场预期2025年底之前美联储再降息75bp，欧央行再降息125或150bp，日央行再加息50bp。我们认为美联储降息预期已经不高，进一步下调空间有限；而欧央行降息预期有些偏高，随着欧洲经济逐步改善，欧央行降息预期可能有所下调。

### 三、大类资产：等待经济拐点，风险资产更佳

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《“再通胀”事重重演——美国10月CPI点评》2024-11-14
- 2、《特朗普会改鲍威尔吗？——美联储11月议息会议点评》2024-11-8
- 3、《特朗普再次当选，影响几何？》2024-11-6
- 4、《怎么看近期美债利率大幅反弹？——兼评美国三季度GDP》2024-10-31
- 5、《“肥尾”阶段——2024年海外宏观展望》2023-11-29

我们认为 2025 年海外市场的交易主线有三条：全球经济回升、美国二次通胀、特朗普新政，其中：全球经济回升节奏将是资产定价的核心，在此背景下，预计风险资产表现将好于避险资产，需要重点关注全球经济拐点的确认，以及特朗普政策的扰动。对主要资产的具体判断如下：

1. 美股：整体保持上涨趋势，下半年好于上半年；
2. 美债：收益率短期偏震荡，中长期仍易上难下；
3. 汇率：美元指数震荡为主，人民币贬值压力大
4. 商品：黄金上涨节奏放缓，原油有望企稳反弹。

**风险提示：**全球经济回升不及预期，特朗普政策影响程度超预期，地缘冲突超预期演化。

---

请仔细阅读本报告末页声明

## 内容目录

前言：“肥尾”阶段过后，全球经济将迎来新一轮周期 .....	4
一、全球经济：迎新一轮周期，节奏前低后高 .....	4
1.随着时间推移，降息对经济的提振将逐步显现 .....	4
2.主要经济体去杠杆后，经济内生动能得到修复 .....	5
3.信贷条件已开始改善，全球债务周期有望重启 .....	6
二、海外央行：降息节奏放缓，甚至可能暂停 .....	7
1.美国通胀进展停滞，二次通胀风险加大 .....	7
2.经济回升+二次通胀，将制约降息空间 .....	8
3.市场降息预期不断下调，目前已经不高 .....	9
三、大类资产：等待经济拐点，风险资产更佳 .....	11
1.三条主线：经济回升+二次通胀+特朗普新政 .....	11
2.美股：整体保持上涨趋势，下半年好于上半年 .....	11
3.美债：收益率短期偏震荡，中长期仍易上难下 .....	12
4.汇率：美元指数震荡为主，人民币贬值压力大 .....	13
5.商品：黄金上涨节奏放缓，原油有望企稳反弹 .....	14

## 图表目录

图表1：美联储货币政策对经济的影响滞后1年左右 .....	4
图表2：欧央行货币政策对经济的影响滞后8个月左右 .....	4
图表3：“美强欧弱”格局已开始持续弱化 .....	5
图表4：过去2年美国银行贷款坏账率持续上升 .....	5
图表5：过去2年美国破产企业数量维持偏高水平 .....	5
图表6：主要经济体非金融企业杠杆率已明显下降 .....	6
图表7：主要经济体居民杠杆率已明显下降 .....	6
图表8：美国企业杠杆可能已充分去化 .....	6
图表9：欧洲企业杠杆可能已充分去化 .....	6
图表10：美国企业信贷条件已明显放松 .....	7
图表11：美国居民信贷条件已明显放松 .....	7
图表12：美国企业信贷需求已开始恢复 .....	7
图表13：美国居民信贷需求已开始恢复 .....	7
图表14：2025年美国住房通胀大概率止跌反弹 .....	8
图表15：2025年美国“工资-物价螺旋”压力将加大 .....	8

图表16: 美国CPI和核心CPI同比测算 .....	8
图表17: 特朗普关税和驱逐非法移民对美国通胀的影响 .....	8
图表18: 美联储可能将实际政策利率锚定在2%左右 .....	9
图表19: 美国经济触底回升后降息往往放慢乃至暂停 .....	9
图表20: 基于7种货币政策规则的联邦基金利率路径测算 .....	9
图表21: 年初以来, 全球货币政策预期经历了3个阶段 .....	10
图表22: 最新美联储降息预期 (截至11/22) .....	10
图表23: 最新欧央行降息预期 (截至11/22) .....	10
图表24: 最新日央行加息预期 (截至11/22) .....	10
图表25: 其他央行货币政策通常跟随美联储调整 .....	10
图表26: 美股表现与美国经济高度相关 .....	11
图表27: 目前美股估值已处在历史高位 .....	11
图表28: 近期美债短端利率和期限利差均上行 .....	12
图表29: 近期美债隐含的通胀预期大幅反弹 .....	12
图表30: 美债盈亏平衡通胀率短期可能有所回落 .....	12
图表31: 美国经济触底回升将带动美债期限利差进一步走扩 .....	12

图表32：美联储降息预期下调带动美元指数走强.....	13
图表33：前期美元指数做空偏拥挤.....	13
图表34：美欧经济相对表现不支持美元指数持续走强.....	13
图表35：中美利差仍对人民币汇率形成压制.....	13
图表36：全球央行和ETF仍在增持黄金.....	14
图表37：黄金多头持仓拥挤度下降但仍偏高.....	14
图表38：2024年原油的下跌与基本面表现背离.....	15
图表39：美国原油库存已降至过去10年同期最低.....	15
图表40：当前原油做空偏拥挤.....	15
图表41：美国经济触底回升后油价往往会反弹.....	15

## 前言：“肥尾”阶段过后，全球经济将迎来新一轮周期

在 2024 年海外宏观展望报告中，我们曾把全球经济所处的状态命名为“肥尾”阶段，即：下行斜率放缓乃至走平，但暂时无法出现趋势性回升。回过头看，2024 年初以来，全球 PMI 先小幅反弹、随后再度回落但并未创出新低，总体呈现底部震荡的走势，与我们的判断基本一致。

展望 2025 年，我们认为全球经济有望走出“肥尾”，乐观情形下欧美可能进入新一轮上行周期；与此同时，美国可能再度面临二次通胀压力，美联储降息节奏大概率放缓、甚至不排除暂停降息。对于资产价格而言，交易的主线有三条：全球经济回升、美国二次通胀、特朗普新政，其中经济回升是资产定价的核心。在这一背景下，预计风险资产表现将好于避险资产，需要重点关注全球经济拐点的确认，以及特朗普政策的扰动。

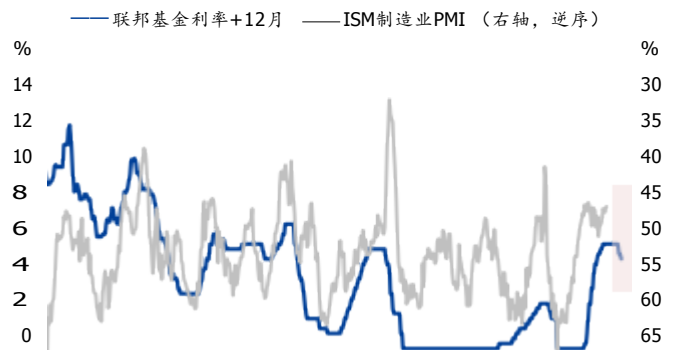
### 一、全球经济：迎新一轮周期，节奏前低后高

#### 1. 随着时间推移，降息对经济的提振将逐步显现

去年底时我们之所以判断 2024 年全球经济呈“肥尾”状态，一个重要的依据是高利率对经济的抑制效果仍将持续。历史上看，美联储货币政策对经济的影响通常滞后 1 年左右，欧央行货币政策则通常滞后 8 个月左右。美联储和欧央行最后一次加息分别在 2023 年 7 月和 9 月，首次降息分别在 2024 年 9 月和 6 月。因此，2024 年大部分时间里，美欧经济依然受到前期加息的滞后影响；只不过随着加息放缓乃至结束，对经济的抑制效果也会边际减轻。

根据利率的领先性推演，欧洲经济最快将在 2025 年初迎来上行拐点，而美国经济更有可能在 2025 年下半年迎来上行拐点。此外，考虑到迄今为止欧央行的降息节奏比美联储更快，对经济的提振效果也会更明显。因此，2025 年欧洲经济有望先于美国开始回升，并且回升速度也可能更快，这意味着“美强欧弱”格局将进一步弱化。

图表1：美联储货币政策对经济的影响滞后1年左右



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/357146006006010004>