

# 财政货币双宽松，春节前后或迎布局机会——12月大类资产

2025年1月7日  
宏观策略分析

## 主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

李席丰

[lixif@cspengyuan.com](mailto:lixif@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元”

微信公众号。



### 独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 一、表现回顾：债券大幅走强，股市冲高回落，黄金价格跌幅收窄

12月国内大类资产收益上“债券>股票>商品”。债券里10年期国债利率下行35BP至1.68%，中债国债指数和中债信用债指数单月分别录得2.25%和0.70%的收益，3年期中短期票据信用利差收窄，等级利差走阔，中债城投收益率继续下行，偏长端城投收益率下行幅度更大；A股主要指数分化，价值和大盘风格更优，防御属性的银行板块涨幅靠前；商品里南华综合指数继续下跌；国际市场，美股涨跌不一，COMEX黄金价格跌幅收窄，布伦特原油价格小幅上涨。

### 二、市场分析：货币政策定调转变，债市迎来巨幅上涨，股市围绕政策预期博弈

(1) 宏观基本面：11月经济延续“供强需弱”的格局，基建投资和制造业投资保持韧性，房地产投资还在筑底阶段，消费和出口等数据在高基数下回落，内生动能有待强化；CPI和PPI同比一降一升，通胀水平偏低；金融信贷数据延续少增，政府仍是加杠杆主体，居民信贷边际企稳，企业扩表意愿偏弱；12月制造业景气度小幅回落。积极的财政政策持续用力、更加给力，扩大个人养老金个人所得税优惠政策范围。货币政策定调由稳健转向适度宽松，加大逆周期调节力度。(2) 债市：银行间流动性先紧后松，资金价格呈“N”形波动，10年期国债利率主要在偏弱基本面、货币政策宽松基调、自律机制新倡议等影响下大幅下行，跌破1.7%。(3) 股票：12月，市场围绕政策预期博弈，两市成交量和指数均冲高回落。(4) 商品：12月，COMEX黄金价格主要在美国降息预期收敛、地缘冲突升级、央行购金增加等多空因素下先扬后抑，在高位窄幅震荡；原油价格主要受OPEC+再次推迟增产、中东地缘冲突升级、美国原油库存降幅超预期等影响下小幅走高。

### 三、展望和策略：债券短中长多，股市春节前后迎布局机会，长期看多黄金

(1) 经济基本面：国内经济仍在筑底，延续偏弱状态，政策推动下内外需景气度边际收敛。财政政策将积极扩张，转向民生消费相关领域的必要性提升。货币政策上提高降息降准的幅度，更加依靠结构性货币政策工具，着力推动

物价回升。(2) 债券：债市提前定价利好因素，估计短期保持区间低位震荡走势，长期看多债市。(3) 股票：策略上，春节前后或迎布局机会，相对看好春季行情，同时保持多元化配置。(4) 商品：美联储降息预期收敛，黄金短期以震荡为主，长期仍看好。虽然 OPEC+ 维持减产力度，但是原油供给相对过剩，布伦特原油价格预计将偏弱震荡，价格中枢或小幅下移。

## 一、大类资产表现回顾：债券大幅走强，股市冲高回落，黄金价格跌幅收窄

### （一）大类资产收益对比

12月国内大类资产收益上呈现“债券>股票>商品”的格局。债券里中债国债指数收益再次高于中债信用债指数收益，单月分别录得2.25%和0.70%；A股主要指数分化，其中上证综指上涨0.76%，创业板指数下跌3.71%，沪深300上涨0.47%，港股恒生指数单月上涨3.28%；商品里南华综合指数继续下跌，单月跌幅1.04%；国际市场，美股涨跌不一，其中标普500下跌2.50%，纳斯达克指数上涨0.48%；国际主要的大宗商品继续走势分化，其中COMEX黄金价格下跌0.81%，布伦特原油单月上涨2.33%。

表1 12月国内大类资产中“债券>股票>商品”

资产类别	累计收益	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
纳斯达克指数	28.6	1.0	6.1	1.8	-4.4	6.9	6.0	-0.8	0.6	2.7	-0.5	6.2	0.5
COMEX黄金	26.8	-1.7	0.3	9.3	2.7	1.4	-0.0	5.2	2.1	5.4	4.3	-3.6	-0.8
标普500	23.3	1.6	5.2	3.1	-4.2	4.8	3.5	1.1	2.3	2.0	-1.0	5.7	-2.5
恒生指数	17.7	-9.2	6.6	0.2	7.4	1.8	-2.0	-2.1	3.7	17.5	-3.9	-4.4	3.3
沪深300	14.7	-6.3	9.4	0.6	1.9	-0.7	-3.3	-0.6	-3.5	21.0	-3.2	0.7	0.5
创业板指数	13.2	-16.8	14.9	0.6	2.2	-2.9	-6.7	0.3	-6.4	37.6	-0.5	2.8	-3.7
上证综指	12.7	-6.3	8.1	0.9	2.1	-0.6	-3.9	-1.0	-3.3	17.4	-1.7	1.4	0.8
中债国债指数	9.5	1.3	0.9	0.2	0.3	0.4	1.1	0.9	0.1	0.2	0.3	1.1	2.3
MSCI新兴市场	5.1	-4.7	4.6	2.2	0.3	0.3	3.6	-0.1	1.4	6.4	-4.4	-3.7	-0.3
MSCI欧洲	4.9	1.2	2.2	4.0	-1.3	2.3	-1.5	0.9	1.1	-0.7	-2.9	0.3	-0.6
中债信用债总指数	4.5	0.6	0.5	0.2	0.4	0.5	0.4	0.5	-0.1	-0.1	0.2	0.6	0.7
南华综合指数	-1.3	-0.4	0.2	0.4	5.8	1.7	-2.9	-5.2	-1.5	4.6	-1.4	-1.1	-1.0
布伦特原油	-3.1	6.1	2.3	4.6	0.4	-7.1	5.9	-6.6	-2.4	-8.9	1.9	-0.3	2.3

注：数据截止2024年12月末，下同，单位：%；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

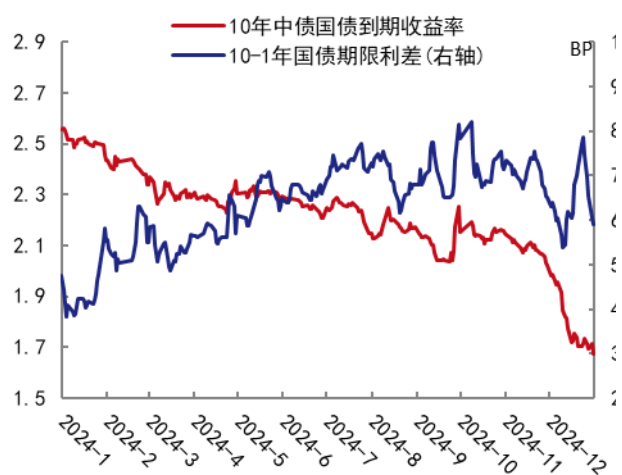
## （二）债券市场表现回顾

**10年期国债利率下行 35BP 至 1.68%，中债 10年期国债指数继续再次表现相对较好。**12月，10年期国债到期收益率大幅下行，收益率较上月末下降 35BP，在[1.68, 1.99]区间波动，月度均值 2.80%，较前一个月下降 29BP；10年期国债和 1年期国债的期限利差单月下降 6BP，在[54, 79]区间波动，月度均值 64BP，较前一月下降 6BP，国债短端下行幅度低于长端。收益回报上，12月份中债 10年期国债指数在 5大债券指数中再次表现最好，收益率为 2.05%，其次是中债总指数，收益率为 1.56%，中债企业债 AA 指数表现最差，单月收益率为 0.18%。

**3年期中短期票据信用利差收窄，等级利差走阔。**12月，3年期中短期票据 AAA、AA+、AA 信用利差分别为 55BP、73BP 和 88BP，分别较前一月分别收窄 9BP、0.2BP 和 3BP，信用利差历史分位数分别为 21.3%、19.1%、11.6%，分位数下行。从 3年期中短期票据等级利差走势看，各等级利差扩大，AA+/AAA 等级利差为 18BP，较上个月扩大 8BP，AA/AAA 等级利差为 33BP，较上个月扩大 5BP。

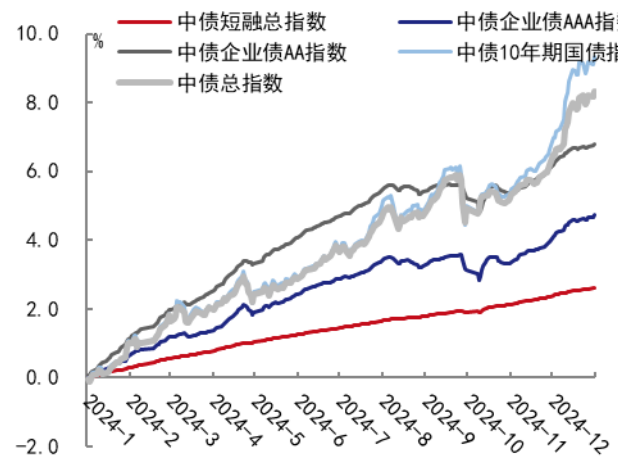
**中债城投收益率继续下行，偏长端城投收益率下行幅度更大。**上月城投债收益率表现上，AAA、AA+、AA 和 AA-级 1年期中债城投债收益率分别收于 1.71%、1.78%、1.88%和 2.2%，较前一月变化-27BP、-26BP、-23BP 和-15BP；AAA、AA+、AA 和 AA-级 3年期城投债收益率分别收于 1.81%、1.91%、2.05%和 2.46%，较前一月变化-24BP、-22BP、-18BP 和-36BP；AAA、AA+、AA 和 AA-级 5年期城投债收益率分别收于 1.91%、2.01%、2.2%和 3.3%，较前一月变化-31BP、-30BP、-23BP 和-37BP。从收益率历史分位来看，上述期限中 AAA、AA+、AA 等级城投到期收益率所处的历史分位较上月下行，分位数在 0%至 0.1%区间；AA-等级城投收益率历史分位数在 0.6%至 2%区间，其中 5年期 AA-级历史分位数最高，为 2%。

图 1 12月 10年期国债到期收益率大幅下行



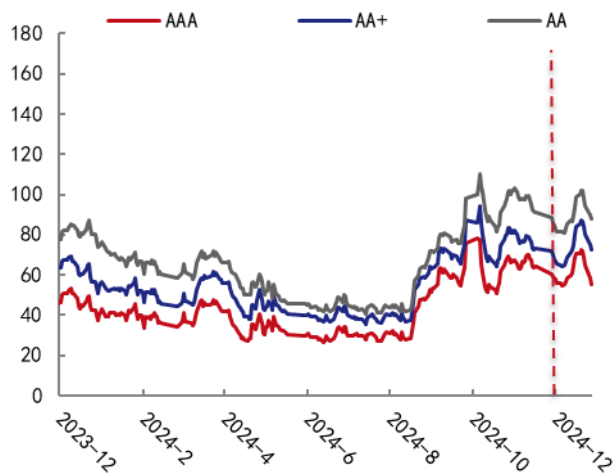
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 12月中债 10年期国债指数再次表现较好



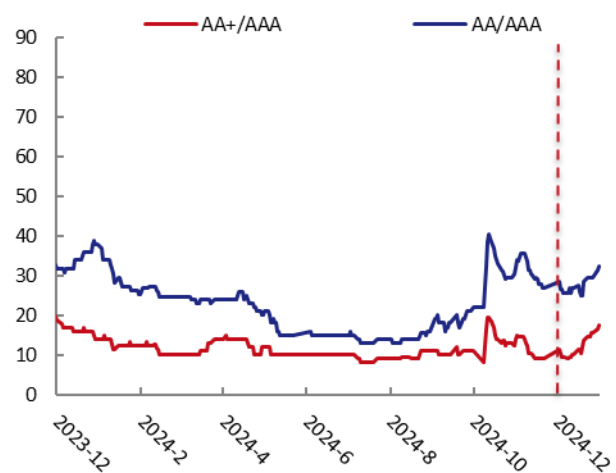
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 3年期中短期票据信用利差整体下行



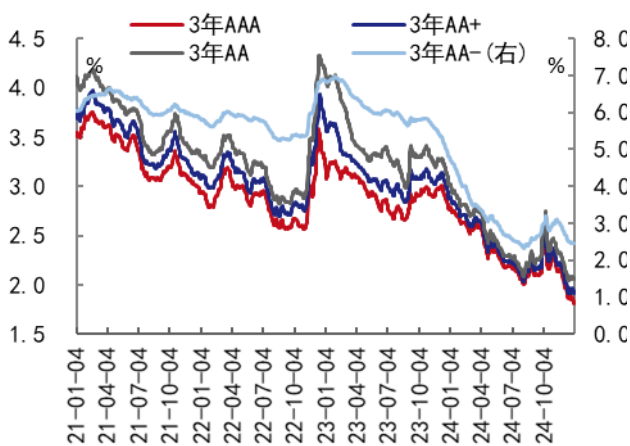
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 3年期中短期票据等级利差上行



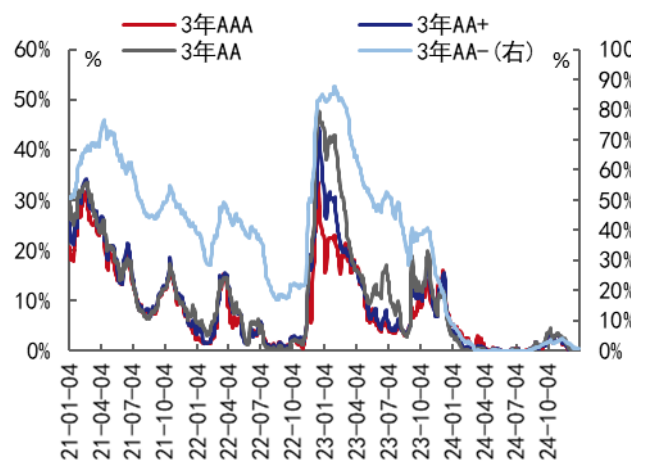
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图5 3年期中债城投到期收益率继续下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 3年期中债城投到期收益率分位数下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

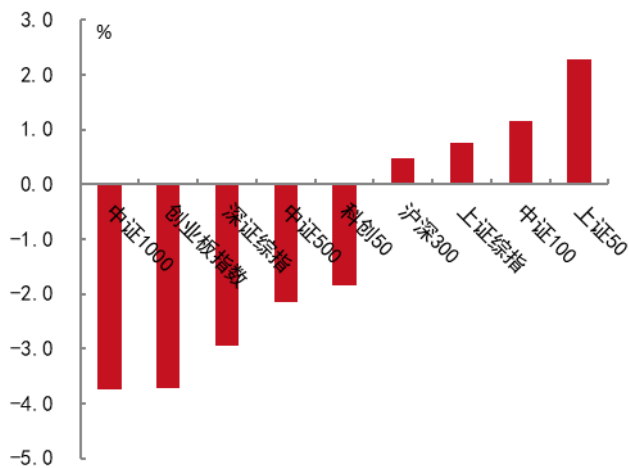
### （三）股票市场表现回顾

12月，A股主要指数震荡分化，上证50领涨。上证综指、深证综指、创业板指三大指数分别上涨0.8%、下跌3.0%、下跌3.7%。9个指数中，上证50涨幅最高，其次是中证100，而中证1000跌幅最大。

市场风格上，市场偏防守，价值风格表现较好，大盘优于小盘。12月，录得正收益的风格为价值风格，大盘价值收益最高，分别上涨4.9%，小盘成长和中盘成长收益靠后。

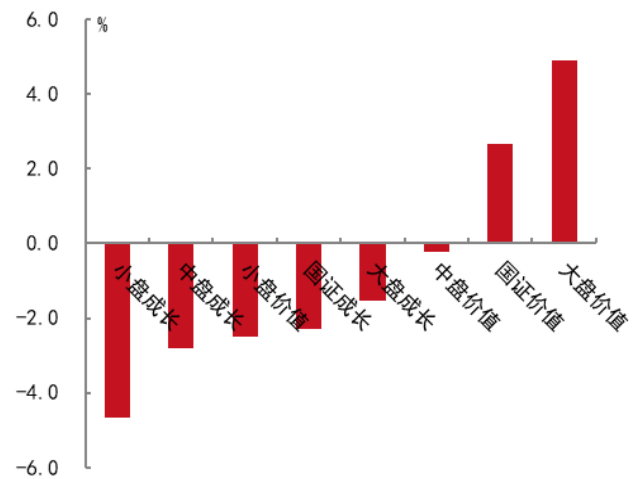
申万一级行业涨少跌多，防御属性的银行板块涨幅靠前。12月，31个申万一级行业有10个上涨、21个下跌，其中银行、通信、家用电器涨幅前三，分别上涨6.68%、4.39%、2.79%；房地产、计算机和美容护理行业跌幅靠前，跌幅分别为9.81%、7.07%、6.64%。

图7 12月主要股票指数震荡分化



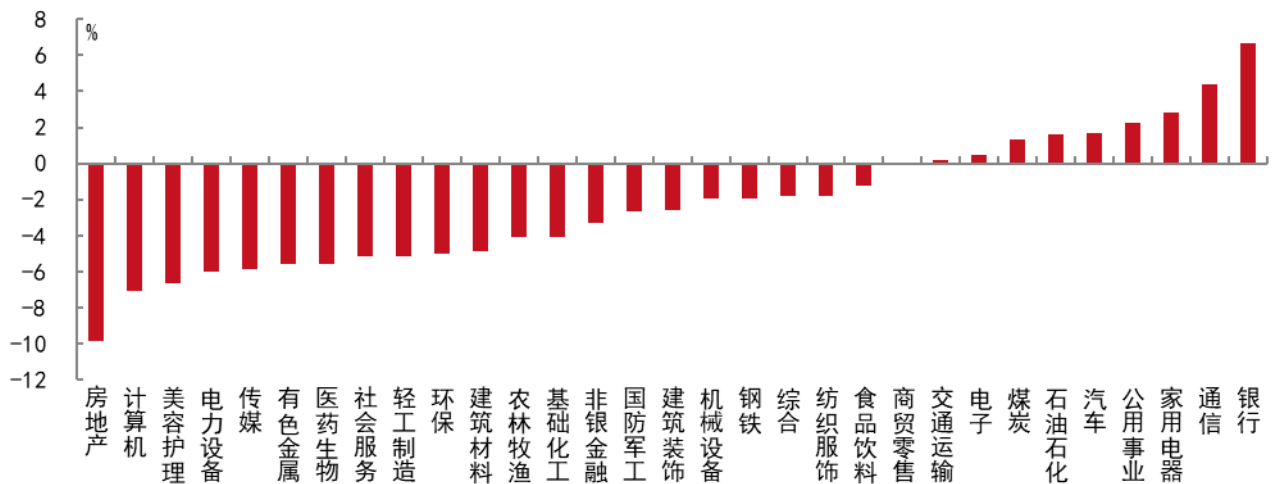
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图8 12月市场偏防守, 价值风格表现较好



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图9 12月申万一级行业涨少跌多, 银行板块领涨



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

#### (四) 商品市场表现回顾

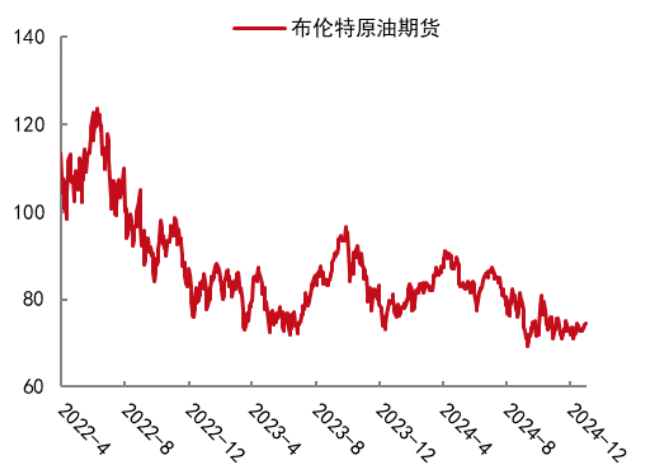
国内南华综合指数和国际黄金继续下跌, 原油小幅反弹。12月, 南华综合指数连续三月下跌, 本月跌幅1.04%, 收于2496.47点。国际商品中, COMEX黄金期货连续2月回调, 跌幅有所收窄, 布伦特原油均由跌转涨。12月, COMEX黄金期货价格环比下降22美元/盎司, 环比跌幅为0.81%, 跌幅收窄2.77pct; 布伦特原油价格上升1.7美元/每桶, 环比上涨2.33%, 前一月环比下跌0.30%。

图 10 南华综合指数和 COMEX 黄金均下跌



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 11 布伦特原油小幅反弹



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 二、市场分析：货币政策定调转变，债市迎来巨幅上涨，股市围绕政策预期博弈

### （一）宏观经济和政策分析

#### 1、经济基本面

11 月经济延续“供强需弱”的格局，基建投资和制造业投资保持韧性，房地产投资还在筑底阶段，消费和出口等数据在高基数下回落，内生动能有待强化；CPI 和 PPI 同比一降一升，通胀水平偏低；金融信贷数据延续少增，政府仍是加杠杆主体，居民信贷边际企稳，企业扩表意愿偏弱；12 月制造业景气度小幅回落，内需景气度连续四月回升。具体分项如下：

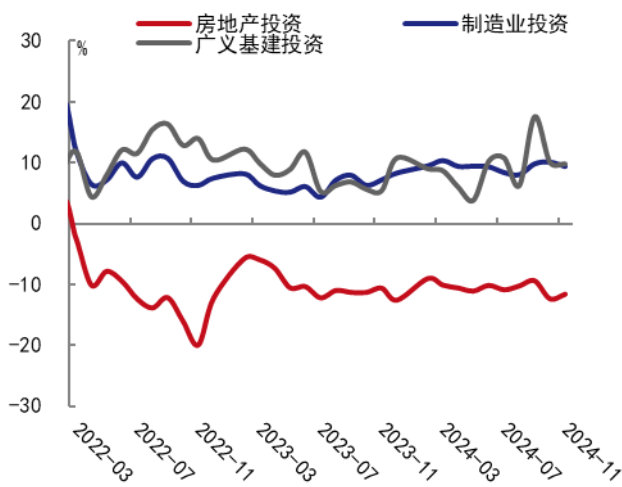
1) 经济增长：投资、消费和出口同比增速均出现回落，其中房地产投资是主要拖累项。投资端 11 月广义基建投资当月同比 9.7%，较 10 月增速下降 0.3pct，狭义基建当月同比 3.3%，较 10 月下降 2.4pct；制造业投资当月同比为 9.3%，较 10 月增速下降 0.7pct；房地产投资当月同比为 -11.6%，较 10 月增速上升 0.8pct；总体上 11 月固定资产累计同比增速小幅下降 0.1pct 至 3.4%，同期民间固定资产投资增速小幅下降 0.1pct 至 -0.4%。消费端，11 月社零总额同比增长 3.0%，较 10 月增速下降 1.8pct，两年平均增速 6.5%，较 10 月两年平均增速回升 0.3pct。11 月社会消费品零售总额季调环比 0.16%，继续弱于季节性（0.37%）。出口方面，11 月出口同比增速下降 6.0pct 至 6.7%，两年平增速升至 3.7%，11 月贸易顺差 974.43 亿美元，同比增长 41.1%。

2) 通胀水平：CPI 和 PPI 同比一降一升，核心 CPI 同比连续两个月小幅回升，价格水平整体偏低。11 月 CPI 同比上涨 0.2%，较前一月下降 0.1pct；CPI 环比 -0.6%，显著弱于季节性（-0.1%），低于前一月环比（-0.3%）。分项来看，11 月 CPI 内部分化继续收窄，其中食品项同比 1.0%，较上月下降 1.9pct，非食品项

同比 0.0%，较上月上升 0.3pct，食品项和非食品项同比差距减小。剔除食品和能源后，11 月核心 CPI 同比上涨 0.3%，较上月上升 0.1pct，连续两个月回升；环比-0.1%，略强于季节性（-0.18%），低于前一月环比（0.0%）。食品项超季节性回落，带动 CPI 环比跌幅扩大，旅行淡季出行和服务消费需求不强。11 月，PPI 同比-2.5%，高于市场预期（-2.7%），较前值上升 0.2pct；PPI 环比 0.1%，由跌转涨，较上月上升 0.2pct，略强于季节性（0.04%）。分行业看，国际定价的原油价格震荡走低，有色金属继续走强，政策发力下内需定价的黑色金属板块、非金属等工业品价格继续回暖。综合来看，PPI 环比由跌转涨，同比跌幅收窄，主要受到政策组合拳发力、工业品市场需求边际修复等因素的影响。

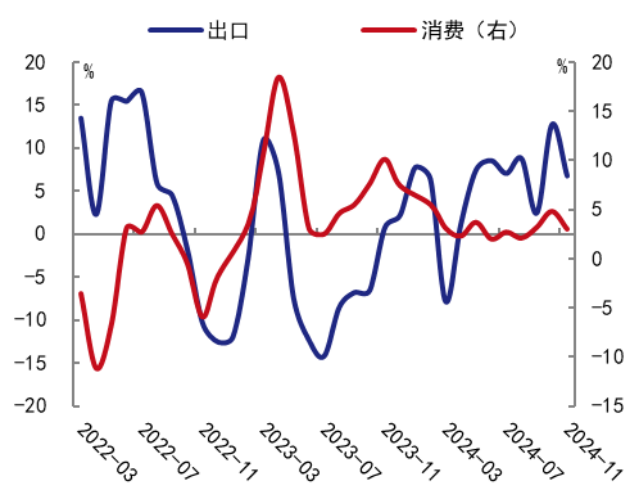
**3) 金融信贷：政府仍是加杠杆主体，居民信贷边际企稳，企业信贷延续偏弱。**11 月社会融资规模增量为 23,262 亿元，同比少增 1,292 亿元，社融存量同比增速为 7.8%，和上月持平，主要受到信贷分项的拖累和政府债的支撑。具体来看，表内融资弱，社融口径人民币信贷新增 5,216 亿元，同比少增 5,904 亿元；企业债券新增 2,381 亿元，同比多增 993 亿元；政府债券新增 13,089 亿元，同比多增 1,577 亿元，政府仍是加杠杆主体。11 月人民币贷款新增 5,800 亿元，同比少增 5,100 亿元；9 月底以来稳房地产政策下居民端信贷边际企稳，11 月居民端贷款新增 2,700 亿元，同比少增 225 亿元，其中居民中长贷新增 3,000 亿元，同比多增 669 亿元，连续两个月同比多增；企业端融资延续弱势，贷款新增 2,500 亿元，同比少增 5,721 亿元，其中企业中长贷新增 2,100 亿元，同比少增 2,360 亿元，主要受到盈利压力下扩张需求偏弱以及化债置换下贷款需求较少等因素的影响。11 月 M2 同比增长 7.1%，较上月下降 0.4pct；M1 同比增速为-6.1%，比上月末上升 2.4pct，M1 同比连续 2 月回升，后续 M1 改口径后预计增速回升，同时波幅减少，但总的趋势不变。总的来看，11 月社融数据主要由政府债拉动，但是信贷融资拖累下同比继续少增；信贷端居民融资需求边际企稳，尚未传递到企业信贷端，带动信贷整体偏弱，反映实体融资需求仍旧有待强化。

图 12 房地产投资低位徘徊，基建增速回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

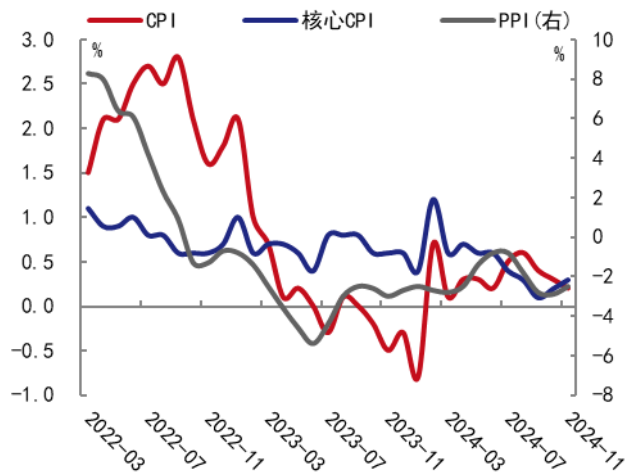
图 13 消费和出口在高基数下同比增速回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

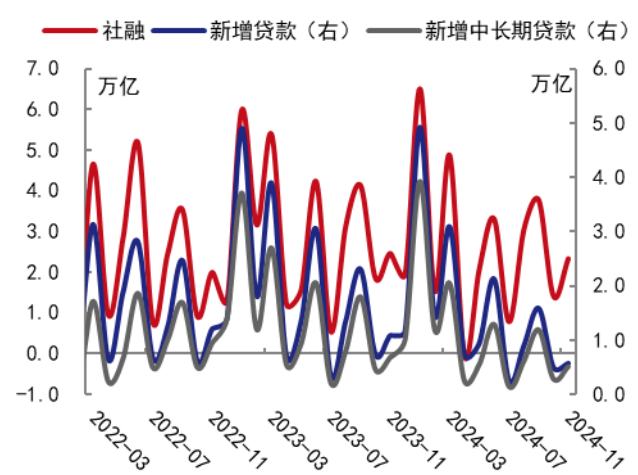


图 14 价格水平延续低迷



资料来源：Wind，中证鹏元整理

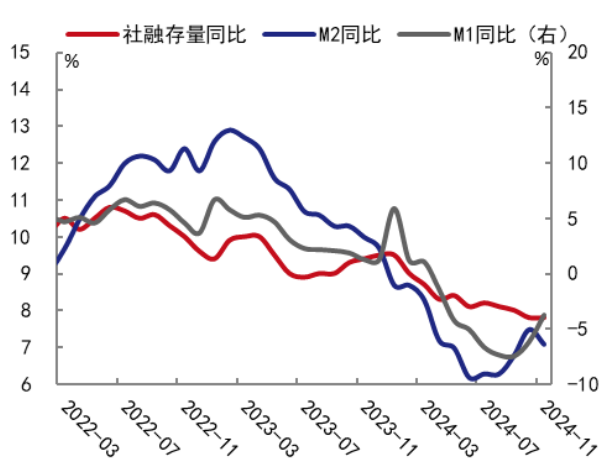
图 15 社融和信贷同比继续少增



资料来源：Wind，中证鹏元整理

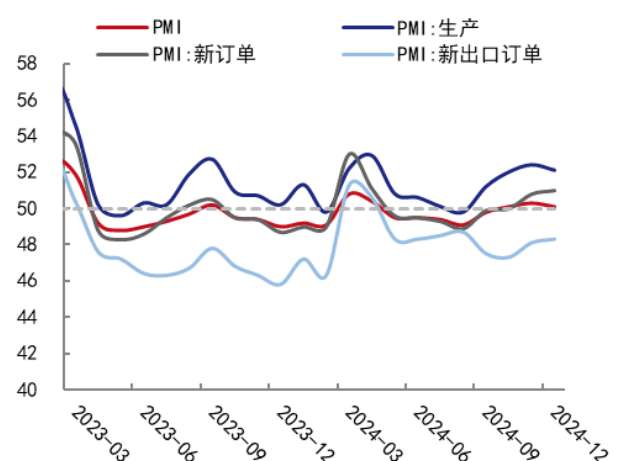
4) 景气度：12月制造业 PMI 在扩张区间小幅回落，内需景气度连续四月回升，供需缺口收窄。12月制造业 PMI 为 50.1%，较上个月下降 0.2pct，但仍在扩张区间。分项来看，供给端方面，12月 PMI 生产指数为 52.1%，较上月下降 0.3pct，连续 4 个月在扩张区间；需求端方面，PMI 新订单指数和新出口订单指数分别为 51.0%和 48.3%，较上月均上升 0.2pct。价格端，PMI 主要原材料购进价格和 PMI 出厂价格指数分别为 48.2%、46.7%，较上月分别下降 1.6pct 和 1.0pct。从数据上看，制造业景气度和生产端小幅回落，新订单指数连续 4 个月上升，供需缺口再度收窄，9 月底以来的政策组合拳持续显现；出口订单指数虽然同样小幅回升，但仍在收缩区间，外需可能不强；价格端连续两个月下降，PPI 环比动能预计走弱。

图 16 社融存量增速持平，M1 增速低位回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 17 制造业 PMI 小幅回落，仍在扩张区间



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 2、宏观政策

积极的财政政策持续用力、更加给力，扩大个人养老金个人所得税优惠政策范围。全国财政工作会议

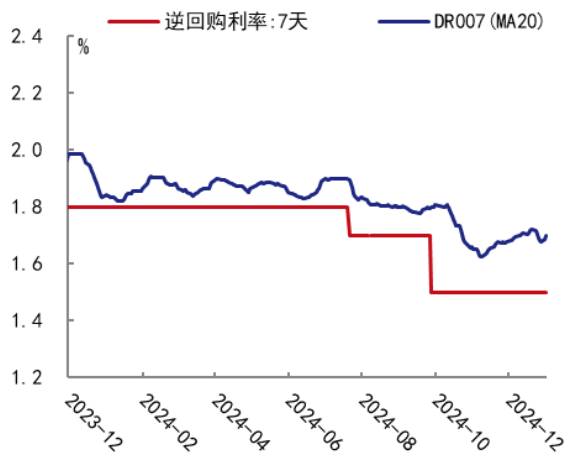
要求 2025 年要实施更加积极的财政政策，持续用力、更加给力，打好政策“组合拳”，明确 2025 年主要支持 6 个方面的工作：扩大国内需求、现代化产业体系建设、保障和改善民生、城乡区域融合发展、生态文明建设和高水平对外开放，为完成“十四五”规划目标任务、实现“十五五”良好开局提供有力保障。另外，财政上优化税收政策，随着个人养老金制度在全国全面实施，个人养老金个人所得税优惠政策也从 36 个先行城市和地区同步扩大到全国，对鼓励民众提前规划养老有着积极意义。财政收支上，1-11 月全国一般公共预算收入 199,010 亿元，同比下降 0.6%，降幅再度收窄，其中税收收入同比下降 3.9%，非税收入同比增长 17%；全国一般公共预算支出 245,053 亿元，同比增长 2.8%，支出强度边际上升。1-11 月全国政府性基金预算收入和国有土地使用权出让收入同比分别下跌 18.4%和 22.4%，跌幅均超 15%。财政收入同比下滑，尤其是土地出让收入跌幅明显扩大，制约财政支出力度，非税收入增幅扩大。

**货币政策定调由稳健转向适度宽松，加大逆周期调节力度。**12 月，央行保持政策利率平稳，同时为加大货币政策逆周期调节力度，维护银行体系流动性合理充裕，本月开展国债净买入 3000 亿元及 14000 亿元买断式逆回购操作，合计投放 1.7 万亿中长期流动性，保持了较大的净投放力度。政策基调上，12 月政治局会议要求“实施更加积极有为的宏观政策”，时隔 14 年对货币政策定调“适度宽松”，历史首次提出“加强超常规逆周期调节”，政策表述罕见。中央经济工作会议整体延续政治局会议的表述，总体来看货币政策还在宽松周期，着力完成稳定物价、促进经济增长、扩大就业等目标。

### 3、市场流动性

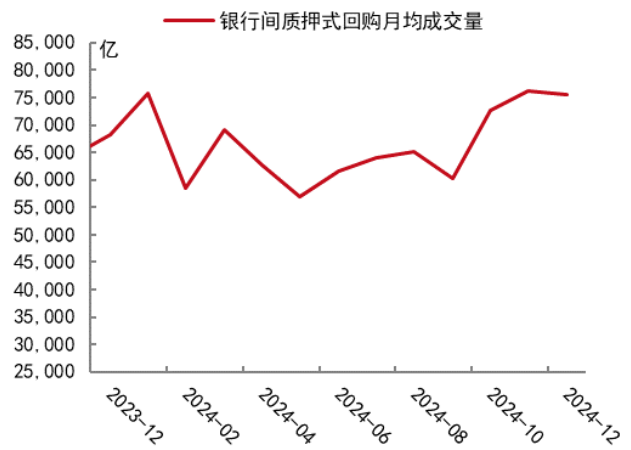
**银行间流动性先紧后松，资金价格呈“N”形波动，整体边际收敛。** 上月，央行整体净回笼资金，叠加地方新增置换债大量发行，R007 和 DR007 持续上行；中旬，随着缴税走款、MLF 操作时间延后等因素下资金继续收紧，7 天资金利率来到 1.85%附近。下旬，央行公开投放加大下资金先松后紧，在降准预期落空和跨年时大行融出意愿下降等因素下资金利率再次走高，10 年期国债利率和 R007 资金利率持续倒挂，本月流动性整体边际收敛。12 月，央行公开市场投放 33978 亿逆回购、3000 亿 MLF，当月有 42308 亿元逆回购、14500 亿 MLF 到期和 1200 亿元国库现金定存到期，因此 12 月公开市场净回笼 21030 亿元。本月资金利率中枢环比近似持平，其中 DR001 在[1.31,1.66]区间运行，月度均值 1.43%，较上月上升 1BP；DR007 在 [1.49, 1.98]区间波动，月度均值 1.71%，较上月上升 3BP，比公开市场 7 天逆回购利率高 21BP。银行间质押式回购日均成交量环比微降 0.9%，为 7.55 万亿。

图 18 12 月货币市场资金利率中枢环比持平



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 19 12 月银行间质押式回购成交额小幅回调

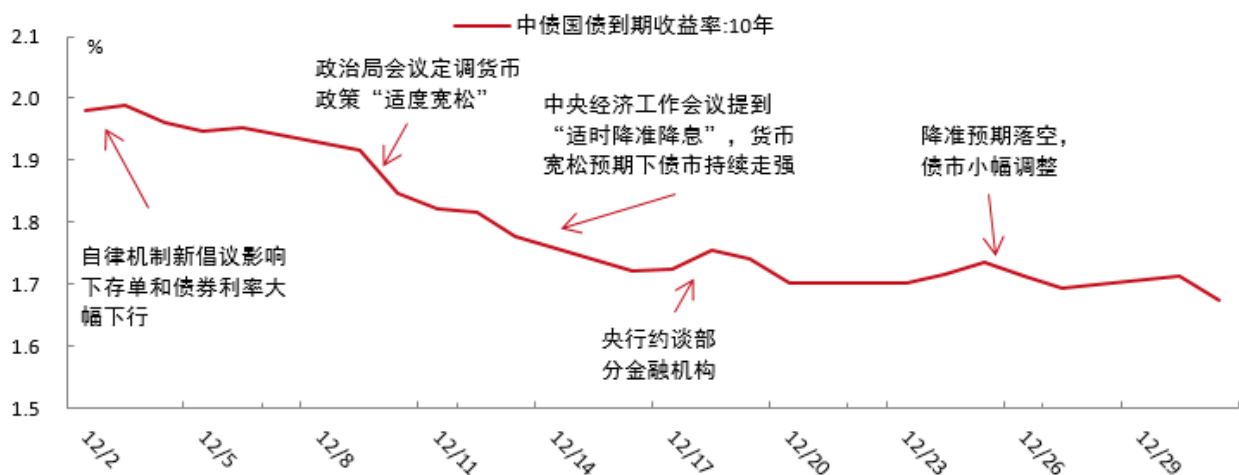


资料来源：Wind，中证鹏元整理

## (二) 债券市场分析

12 月，10 年期国债利率主要在偏弱基本面、货币政策宽松基调、自律机制新倡议等影响下大幅下行，跌破 1.7%。上月，自律机制新倡议影响下存单利率和债券大幅下行，10 年期国债利率跌破 2%，进入“1”时代，9 号政治局会议修改货币政策基调为“适度宽松”，债券利率继续下行；中旬中央经济工作会议提到“适时降准降息”，货币宽松预期下债市持续走强，同期经济金融、通胀等数据表现偏弱，18 日央行约谈部分金融机构，关注利率风险，债市单日小幅调整。下旬，虽然有央行对债市投资行为进行监管、降准预期落空等不利因素，债市出现小幅调整，但是货币宽松预期和市场抢跑 2025 年初行情下，债市整体偏强震荡，月底 10 年期国债利率跌破 1.7%。

图 20 10 年期国债收益率单月大幅下行 35BP

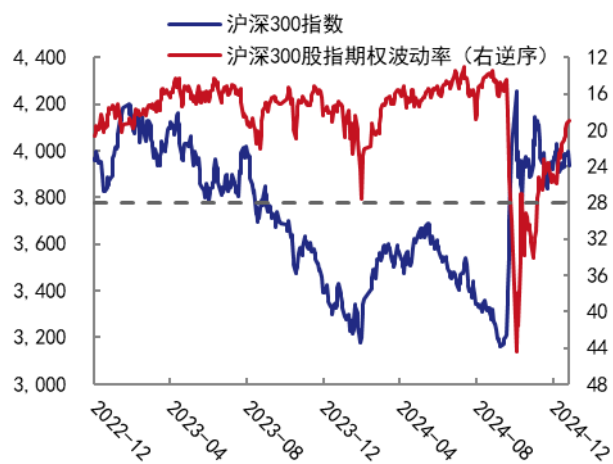


资料来源：Wind，中证鹏元整理

### （三）股票市场分析

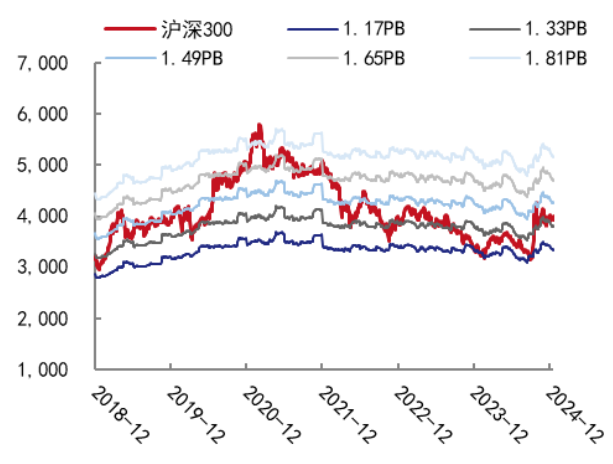
12月，市场围绕政策预期博弈，两市成交量和指数均冲高回落。上旬，市场围绕中央政治局会议和中央经济工作会议的政策预期进行博弈，并在政治局会议通稿公布后的首个交易日高开，市场成交量和指数均来到月内高点。中央经济工作会议后市场对政策预期的交易出现部分获利了结，偏好红利和大票的机构与偏好中小票的游资难以形成合力，叠加经济现实和预期偏低迷，市场进入震荡调整，成交量从2.2万亿回落至1.5万亿下方，做多情绪逐步退潮。回调过程中，大资金涌向偏防御的银行等高股息板块，11月涨幅大的小盘本月显著下跌，市场风格回归平衡。12月，A股交易活跃度明显回落，两市单日平均成交额为15,899亿元，环比下降17.5%。

图 21 沪深 300 指数期权波动率逐步降低



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 22 指数估值在低位回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

### （四）商品市场分析

12月，COMEX 黄金价格主要在美国降息预期收敛、地缘冲突升级、央行购金增加等多空因素下先扬后抑，在高位窄幅震荡。上旬，11月ISM制造业PMI指数显示美国经济强劲，降低市场对避险资产黄金的需求，但是叙利亚政权更迭、中东局势动荡等激发市场的避险需求，叠加最新数据显示各国央行10月份的黄金净购买量创单月峰值，其中中国时隔半年再次启动购金，推动黄金价格上涨，COMEX黄金价格一度突破2700美元/盎司。中旬，美联储如期降息，但是发言偏鹰派，进一步提升美元指数和美债利率，黄金价格承压下跌。下旬，美国第三季度GDP增速上调、初请失业金人数减少等再次降低未来的降息预期，压制黄金价格上涨，同时地缘冲突还在持续，黄金价格在多空因素下高位震荡。12月底，COMEX黄金非商业净多头持仓24.76万张，环比减少0.27万张，跌幅1.1%；SPDR黄金ETF持有量为872.52吨，环比增加6.03吨，环比减少0.7%，显示市场12月对黄金价格偏空。

12月，原油价格主要受OPEC+再次推迟增产、中东地缘冲突升级、美国原油库存降幅超预期等影响下小幅走高。上旬，OPEC+会议总体符合预期，其中200万桶/日的正式减产、166万桶/日的额外减产将延长至2026年12月底，八国220万桶/日的自愿减产再次延长三个月，至2025年4月执行，原油供应过剩担忧缓解，但是期间中东局势升级，原油价格多空因素下先涨后跌。中旬，虽然存在OPEC月报下调2025年原油需求等不利因素，但欧盟同意对俄实行新一轮制裁，叠加我国放松货币政策，原油价格小幅上涨。下旬，EIA周报显示美国原油库存降幅超预期，美国对原油的消费需求保持韧性，同时低温天气提振欧美的取暖需求，原油价格小幅上涨。

图 23 12月黄金价格窄幅震荡



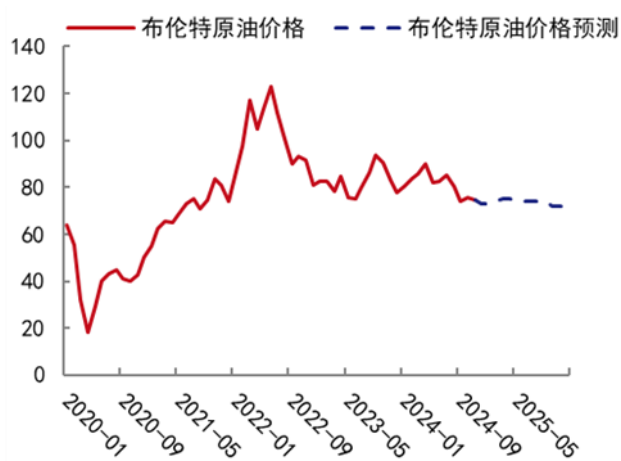
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 24 市场对黄金价格整体偏空



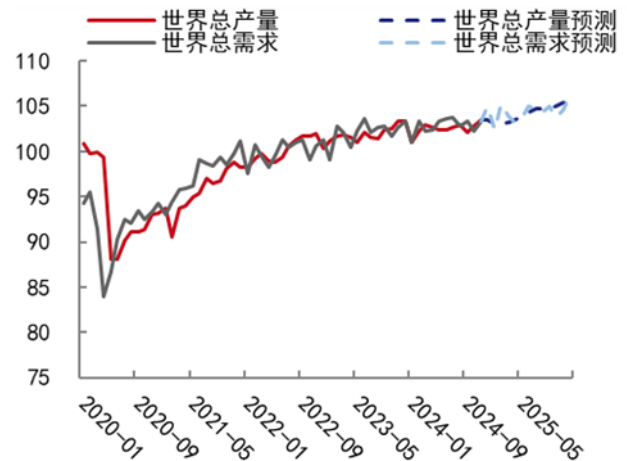
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 25 布伦特原油价格和 EIA 价格预测



数据来源：EIA 中证鹏元整理

图 26 世界原油产量需求和 EIA 预测



数据来源：EIA 中证鹏元整理

### 三、市场展望和投资策略：债券短中长多，股市春节前后迎布局机会，长期看多黄金

#### （一）宏观形势

基本上，国内经济仍在筑底，延续偏弱状态，政策推动下内外需景气度边际收敛。投资端，政策上将继续松地产，但是居民购房意愿不高，楼市复苏动能不强，因此房地产投资同比增速在低基数下跌幅预计有所收窄；对于制造业投资，政策端大力支持新质生产力发展，重点在于制造业，叠加融资成本走低，制造业投资有望保持较高增速；基建投资方面，财政扩张是 2025 年宏观的主基调之一，而扩张财政政策的落地主要依赖基建投资作为抓手，因此 2025 年基建投资仍然是经济增长的重要支撑。消费端，居民资产负债表仍在缓慢修复中，同时收入增速回落以及承受高负债率的限制，居民消费意愿有待提升，但在以旧换新政策、楼市股市逐步企稳下，消费整体将温和修复。出口端，全球外贸需求稳定，对我国出口形成支撑，但是关税和贸易壁垒下出口预计承受扰动。整体来看，国内经济延续偏弱状态，向上的弹性较小，企稳回升需要政策持续发力。投资端有下行压力，出口面临外部不确定性加大，扩大内需是稳定经济的主要发力方向，逆周期政策对冲力度增加和基数效应下内外需景气度预计边际收敛。

**财政政策将积极扩张，转向民生消费相关领域的必要性提升。**2024 年经济增长主要依靠出口和制造业，在 2025 年外部环境更加严峻的情况下，要保持经济增速稳定，需要财政政策继续发力。从政策空间看，我国政府负债率显著低于主要经济体和新兴市场国家，而且地方政府债务形成了大量有效资产，因此有较大的举债空间。从政策基调上，12 月政治局会议要求“实施更加积极的财政政策”，财政部明确“结合明年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策”，重点围绕稳增长、扩内需、化风险，具体方向是提高财政赤字率、扩大政府债券发行规模、优化支出机构、防范化解重点领域风险、加大中央对地方转移支付规模。预计 2025 年财政政策继续扩张，财政赤字率从 3% 提升到 3.5%-4%，新增地方专项债增加至 4-5 万亿，特别国债有望扩容至 2-3 万亿，其中 1 万亿元用于补充银行资本金，广义财政赤字率可能将提高至 8% 左右。在出口可能承压、通胀水平偏低的背景下，财政政策由基建转向民生消费相关领域的必要性提升，这将有助于提升财政质效，同时继续推动化债。

**货币政策上提高降息降准的幅度，更加依靠结构性货币政策工具，着力推动物价回升。**目前海外降息周期已经开启，货币政策的外部制约弱化，为促进国内经济稳增长、防范化解地方债务和房地产等领域风险以及对冲外部冲击，2025 年我国有望大幅降息，可能将调降政策利率（7 天逆回购利率）40BP 至 1.1% 左右，降息可能是 2-4 次；同时可能将进行降准、调降存贷款利率等等，以降低实体融资成本，配合财政政策协同发力，推动化债进程，累计降准幅度可能超过今年的 100BP，降准可能有 2-3 次。时点和节奏方面，在加大逆周期调节的基调下，宏观政策预计继续前置发力，首轮降准降息可能在年初的 1 月或者 2 月，三季度降准降息的概率也较大，其他时候将择机落地，以支持实体经济和房地产市场稳步发展。具体降准降息时

间节点可能会根据经济形势和政策需求进行调整，重点观察经济增长、价格水平、房地产销售、就业以及国际情况等因素。在大幅降息后，中美利差还将较长时间保持高位，叠加中美贸易摩擦可能加剧，央行预计将放宽人民币贬值预期，来对冲关税的冲击。另外，随着经济高质量发展，央行将更加依靠结构性货币政策工具来调节经济、支持特定领域，提高货币政策调控的精准性，比如创设工具来加大对科技创新、绿色经济和小微等领域的支持。除此之外，央行预计将继续健全货币政策框架，完善利率市场化机制，提高货币政策传导效率，确保资金流向实体经济。最后，本轮低通胀持续时间较为罕见，其中 CPI 近两年持续在低位波动，这对实体预期和企业盈利等产生深远影响，中央经济工作会议罕见对物价提出“合理回升”的明确要求，后续估计货币政策上将有所倾斜，推动物价稳步回升。

## （二）债券市场

**策略上，债市提前定价利好因素，估计短期保持区间低位震荡走势，长期看多债市。**从基本面看，经济数据上呈现生产偏强但是需求回落的特征，价格水平、社融信贷等数据仍较弱，房地产逆周期下经济整体偏弱，因此基本面整体还将继续支撑债市。流动性上，在房地产低迷、经济修复基础不牢固、一揽子化债等背景下，央行货币政策基调发生罕见转变，预计将大幅降准降息，流动性整体偏宽松。长期来看，国内经济增速中枢将继续下移，银行端息差压力较大，企业端和地方政府债务付息负担较重，叠加地方存量债务高企，金融体系需要继续保持低利率的状态，还存在着存款利率和政策利率下调的必要性。另外，特朗普时代 2.0 下我国可能将面对更加严峻的外部环境，经济基本面继续承压，长债利率中枢预计将继续下行，财政逆周期发力下债市会有供给扰动。市场在 12 月出现跨年抢跑行情，对 2025 年弱基本面和货币政策宽松已经部分定价，10 年期国债来到 1.6% 的历史极低分位，短期预计保持区间低位震荡走势，中期下行空间具体观察降息幅度，长期仍看多债市。

## （三）股票市场

**策略上，春节前后或迎布局机会，相对看好春季行情，同时保持多元化配置。**目前增量政策持续落地见效，后续稳增长的决心较高，基本面改善周期可能持续至 2025 年一季度及以后。政策上，决策层对资本市场的重视度明显提升，并且创设两大货币政策工具后来支持股市，因此对后市保持谨慎乐观。在经济弱现实与政策强预期下，指数可能延续区间震荡、底部逐步抬高的趋势，调整到位后市场将迎来反弹机会。具体来看：1) 时间维度，根据北证 50 等先行指数以及目前调整时间和幅度，大盘和小盘指数可能在 1 月中上旬处在震荡调整期，春节前后一周左右有望企稳，并迎来中期布局机会，看好基本面改善周期里的“春季躁动”行情。2) 空间维度，指数企稳反弹后的点位预计低于 2024 年 10 月 8 日的高点。3) 配置维度，一方面，在基本面未实质性改善前积极跟踪 A 股市场情绪和成交量的变化，在两市成交额高于 1.5 万亿时增加仓位配置，低于 1.5 万亿时建议减仓防守，具体可以多关注涉及自主可控或者有海外映射的科技板块，以及本轮调

整期间跌幅大的板块，比如 AI 算力、字节概念、人形机器人等板块。另一方面，增加多元化配置，关注处在其他国家处在牛市中的股票市场，可以采用初期底仓配置+回调时增加配置的方法，其中美股受益于美国强韧的基本面、降息周期等因素仍然处于慢牛走势中，跌幅大时宜逐步增加定投。

#### （四）商品市场

**美联储降息预期收敛，黄金短期以震荡为主，长期仍看好。**首先，零售销售、GDP 增速等数据显示美国经济韧性，同时特朗普 2.0 带来再通胀预期，市场的降息预期有所收敛。另外，中东和朝鲜半岛局势近期有所升级，地缘不确定性增加，黄金资产避险属性的价值仍较高。最后，美国债务规模和赤字均创新高，尤其是特朗普主张更为积极的财政政策，推升美元信用风险，部分国家为减少对美元的依赖并追求储备资产多元化，持续购买黄金，黄金的货币属性也是推动其价格上涨的重要原因。其中，12 月 5 日世界黄金协会最新数据显示各国央行 10 月份的黄金净购买量为 60 吨，为 2024 年的单月峰值，印度等新兴市场央行主导今年的购买量，我国央行在黄金价格回调后时隔半年重启购金。近期黄金价格上行趋势减弱，但是在美国降息周期、美元信用风险上升、央行持续购金、地缘冲突等因素支撑下，黄金价格预计 2025 年还有继续上涨的空间，COMEX 黄金有望突破 3000 美元/盎司，再创历史新高。黄金具备长线配置价值，短期偏震荡，可逢低增加配置，长期仍看好，国内黄金在人民币贬值预期下有额外的溢价。

**虽然 OPEC+维持减产力度，但是原油供给相对过剩，布伦特原油价格预计将偏弱震荡，价格中枢或小幅下移。**原油供给方面，OPEC+维持减产力度，推迟增产计划；美国原油产能在缓慢提升，而在特朗普当选后，地缘风险溢价预计将下降，而且特朗普大力推行的“能源独立”政策支持传统能源的开采，减少对外能源依赖，倾向于低油价来控制通胀，因此美国或将增加本国原油开采或者施压产油国增产，对油价整体偏利空。需求上，美国经济保持韧性，中国内需不足，欧洲经济疲软，世界几大主要经济体需求不强，因此国际能源署(IEA) 预计全球石油市场 2025 年将面临百万桶/日的供应过剩，OPEC 连续五月下调 2025 年原油需求。另外，地缘因素是影响原油价格的重要因素，其中特朗普一方面可能将促使俄乌和谈，另一方面加大对以色列支持，加剧中东冲突。最后，中美关系、能源政策调整和清洁能源转型等因素也会对油价产生波动。整体来看，原油供给相对过剩和特朗普当选下布伦特原油价格中枢有所降低，可能主要在 65 美元/每桶-80 美元/每桶的区间波动。原油价格不确定性高，需要根据主要产油国减产力度、地缘冲突等因素调整预期。



## 免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 中证鹏元资信评估股份有限公司

**深圳** 地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼 邮编：518040  
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

**北京** 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022  
电话：010-66216006 传真：010-66212002

**上海** 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120  
总机：021-51035670 传真：021-51035670

**湖南** 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000  
电话：029-88626679 传真：029-88626679

**江苏** 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019  
电话：025-87781291 传真：025-87781295

**四川** 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号  
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

**山东** 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室  
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

**陕西** 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室  
电话：029-88626679 传真：029-88626679

**香港** 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼  
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140