

## 2025 年美国经济与货币政策展望

2024 年/12 月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

1. 2024 年 11 月，共和党候选人特朗普再次当选为美国总统。由于其一贯的激进风格，以及拟施政方针可能造成诸多有争议的政策后果，使得 2025 年很可能成为美国乃至全球经济具有相当不确定性的一年。
2. 2024 年美国经济增长，主要原因是消费和政府支出表现强劲，而高利率下的私人投资则较为疲软。通过对美国居民消费、国内私人投资、进出口、政府支出几个方面的详细分析，我们判断 2025 年美国经济增长将逐步回落至 2.2% 左右，从而实现软着陆。
3. 目前美国劳动力市场处于缓慢降温趋势中，但明年 1 月特朗普上台后拟采取的驱逐非法移民政策，可能导致美国劳动力市场波动剧烈，部分行业将出现劳动力短缺现象，并进一步导致劳动力薪酬水平上涨。
4. 通过对通胀各分项及劳动力市场的详细分析，我们判断 2025 年上半年，美国通胀将进一步回落，但难以实现 2% 的通胀目标；下半年考虑到基数效应，以及随着加征关税、驱逐移民的影响显现，可能出现反弹，不排除出现二度通胀。
5. 我们预计美联储在 2025 年上半年仍可能降息 2 次，幅度为每次 25bp，而下半年在二次通胀可能发生的情况下将暂停降息，全年降息总幅度为 50bp。
6. 对 2024 年大类资产价格走势，我们的判断是：
  - 预计美股仍将维持小幅攀升走势，但整体涨幅将弱于 2024 年。
  - 预计美元指数将在 100-110 区间宽幅震荡，继续上探 110 概率较大。
  - 预计十年期美债收益率短期将继续维持 4% 以上震荡，中期将回到 3.5-4% 区间。
  - 预计黄金价格短期仍将维持 2600 美元/盎司以上高位震荡，但涨幅将弱于 2024 年，中期价格区间为 2500-2800 美元/盎司。

## 图表目录

图表 1: 特朗普 2.0 阶段的部分内阁成员 .....	5
图表 2: 特朗普 2.0 阶段的可能采取的政策框架 .....	6
图表 3: 美国 GDP 各分项环比折年率 .....	7
图表 4: 美国 GDP 各分项同比变化 .....	7
图表 5: 美国个人消费及各分项变化 .....	8
图表 6: 美国个人消费及各分项同比增速变化 .....	8
图表 7: 美国居民个人总收入及储蓄存款总额 .....	9
图表 8: 美国居民可支配收入与消费支出 .....	9
图表 9: 美国居民实际个人可支配收入和消费支出 .....	9
图表 10: 美国居民个人储蓄存款及占可支配收入比例 .....	9
图表 11: 美国私人投资及各分项变化 .....	10
图表 12: 美国私人投资及各分项同比增速变化 .....	10
图表 13: 美国长期抵押贷款利率 .....	11
图表 14: 美国新屋和成屋销售增速 .....	11
图表 15: 美国商业银行各项贷款规模 .....	12
图表 16: 美国商业银行各项贷款增速 .....	12
图表 17: 美国进出口分项变化 .....	13
图表 18: 政府支出及分项同比变化 .....	13
图表 19: IMF 对全球主要经济体 GDP 增速的预测 .....	13
图表 20: CPI 和 PCE 同比增速 .....	14
图表 21: 美国 CPI 各分项增速 .....	14
图表 22: 美国 CPI 商品、服务项增速 .....	15
图表 23: CPI 各分项贡献 .....	15
图表 24: WTI 原油现货价格及同比变化 .....	16
图表 25: CRB 食品现货指数及同比变化 .....	16
图表 26: 美国 Manheim 二手车价格指数 .....	16
图表 27: Zillow 房租指数月度同比 .....	16
图表 28: 美国初请失业金人数及失业率 .....	17
图表 29: 与疫情前相比美国各行业非农就业人数缺口 .....	17
图表 30: 职位空缺率 .....	18
图表 31: 非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速 .....	18
图表 32: 美联储 12 月 FOMC 对 2024 年美国展望 .....	20
图表 33: 美联储 12 月 FOMC 利率点阵图 .....	20
图表 34: 美联储 9 月 FOMC 利率点阵图 .....	20
图表 35: 市场对美联储未来利率的预期 (2024.12.25 数据) .....	21



图表 36: 纳斯达克指数和标普 500 指数走势 ..... 22

图表 37: 美元指数走势 ..... 22

图表 38: 美国国债走势 ..... 22

图表 39: 黄金价格走势 ..... 22



如果说 2024 年的关键词是“降息”，那么 2025 年的关键词将是：“冲突”。

2024 年 11 月，共和党候选人特朗普再次当选为美国总统；此外，共和党同时取得参议院和众议院的优势地位，加之特朗普对美最高法院现任大法官的巨大影响力，使其很可能成为美国历史上继罗斯福之后权力最大的总统。

由于特朗普一贯的激进风格，以及其拟施政方针可能造成诸多有争议的政策后果，使得 2025 年很可能成为美国乃至全球经济具有相当不确定性的一年。

本文将尝试梳理特朗普的未来执政框架，在不确定性中寻找相对确定性，从经济、通胀、劳动力等多维度对特朗普 2.0 时代的美国经济展开初步分析，并尝试对 2025 年美联储的货币政策进行前瞻判断，进而对投资者 2025 年大类资产配置给出相应的投资建议。

## 一、2025 年美国前景展望

### 1、特朗普 2.0 阶段的初步政策框架

特朗普在 2024 年 11 月 6 日宣布赢得总统大选后，迅速启动内阁成员的提名工作。截止 11 月底，已宣布超过 20 项任命，财政、外交、国防、司法等各领域团队已初步成型。此外，新设政府效率部，由特斯拉创始人埃隆·马斯克和维韦克·拉马斯瓦米共同领导，旨在削减联邦政府开支，审查联邦政府采购合同，提高政府工作效率。

目前出台的特朗普政府核心内阁成员人选中，虽然此前从事的行业相当多元化，但无一不是特朗普的忠实拥趸，其政策倾向与特朗普基本一致，可以大概率保证其政策执行顺利，同时均对华态度强硬。

**图表 1：特朗普 2.0 阶段的部分内阁成员**

内阁成员姓名	拟任职务	主要特点
万斯	副总统	MAGA运动的主要成员，对华强硬派，耶鲁法学博士，海军陆战队服役4年，硅谷风投家
马尔斯·卢比奥	国务卿	著名对华强硬派，主张对华加税，限制敏感技术对华出口；主张大幅增加国防预算等
斯科特·贝森特	财政部长	著名对冲基金创始人，建议分批实施关税，支持减税和放松监管，支持强势美元等
霍华德·卢特尼克	商务部长	亿万富翁，对华强硬派，支持对华加税，支持比特币等
彼得·赫格塞斯	国防部长	福克斯新闻节目主持人，退役军人，但无深厚军队根基，支持强硬军事手段，强调美国优先等
小肯尼迪	卫生部长	电台节目主播，对疫苗持怀疑态度等
苏西·威尔斯	白宫幕僚长	特朗普竞选团队负责人

资料来源：美国白宫、新闻整理、致富研究院

结合特朗普政府的竞选纲领，以及特朗普本人的近期言论，我们梳理了“特朗普 2.0”阶段可能采取的政策框架，列表如下：

图表 2: 特朗普 2.0 阶段的可能采取的政策框架

政策领域	政策主张
贸易	将采取更为激进的关税政策，包括可能对几乎所有进入美国市场的商品征收10%的关税；取消中国最惠国待遇，对中国商品征收60%的统一关税；鼓励制造业回流等。
能源	进一步放开传统能源开采，加大对传统能源企业的补贴，鼓励页岩油企业提高石油产量等。
税收	将2017年的减税措施永久化；将美国的国内企业所得税从21%下调至15%等。
移民	强硬驱逐非法移民；取消非法移民自动获取美国身份的政策等。
金融	放松金融管制，鼓励比特币发展等。
财政	成立政府效率部门，削减财政开支等。
外交	减少参与国际事务，重塑军事力量，更强调美国优先；俄乌战争或缓和、中东战争可能继续；继续对抗中国等。

资料来源：美国白宫、新闻整理、致富研究院

通过初步梳理，我们认为特朗普 2.0 阶段可能产生相对确定的政策后果包括：

- 传统能源供给增加，加之全球地缘政治缓和，很可能造成原油价格回落，并导致上游商品通胀下行
- 对内减税，并放松管制，可能会增加企业利润
- 对外加关税，并实施贸易保护政策，可能会促使制造业回流
- 驱逐非法移民，将导致部分行业劳动力短缺，并带来薪酬上涨
- 对加密货币的支持，将导致其价格上涨

而存在较大不确定性的政策后果则包括：

- 对外加关税可能导致下游商品价格上涨，并引发商品通胀，并可能对全球经济造成负面影响
- 通胀的不确定可能导致货币政策存在较大不确定

➤ 政策的执行力度和效果不确定

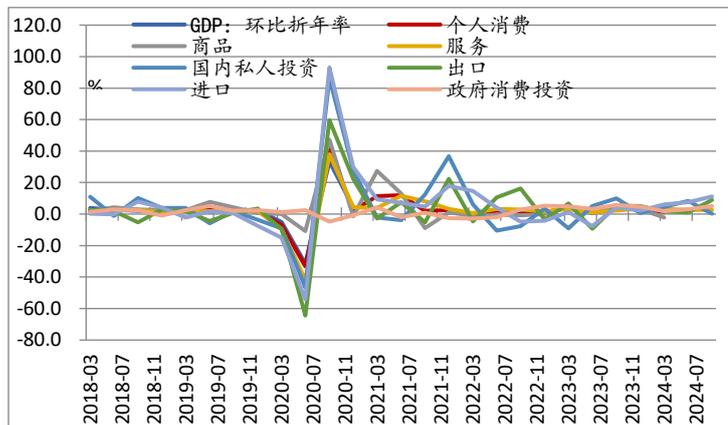
以下对 2025 年美国经济的分析将主要依据相对确定的政策后果进行，而不确定的政策后果则尝试进行开放式预测。

### 3、2025 年美国经济增长将回落至 2% 左右

美国商务部公布的修正后的三季度经济数据显示，2024 年美国经济增长，主要原因是消费和政府支出表现强劲，而高利率下的私人投资则较为疲软。

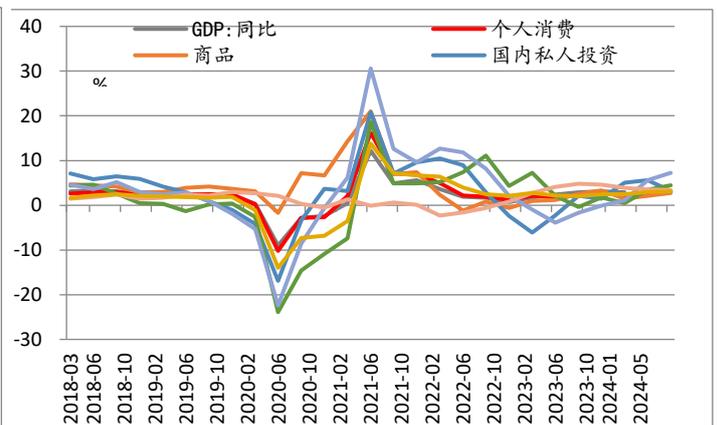
具体来看，2024 年美国三季度实际 GDP 为 23.282 万亿美元，环比折年率为 3.1%，相比二季度 3% 小幅回升。其中，占比 69.2% 的个人消费环比折年率增速 3.7%，相比二季度 2.8% 明显回升，同比增长 2.98%；占比 18.8% 的私人投资环比折年率增速 0.8%，相比二季度 8.3% 大幅回落，同比增长 3.31%；出口环比折年率增速 9.6%，相比二季度 1% 大幅回升，同比增长 4.63%；占比 5.4% 的进口环比折年率增速 10.7%，相比二季度 7.6% 大幅回升，同比增长 7.14%；占比 24.6% 的政府支出环比折年率增速 5.1%，相比二季度 3.1% 大幅回升，同比增长 3.39%。

图表 3：美国 GDP 各分项环比折年率



资料来源：BEA、致富研究院

图表 4：美国 GDP 各分项同比变化



资料来源：BEA、致富研究院

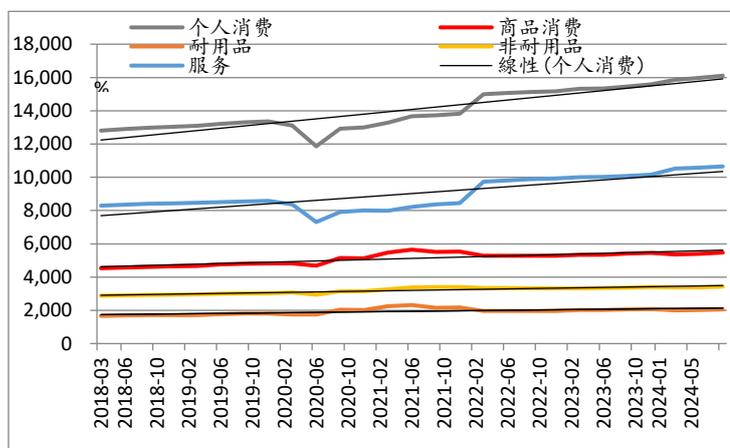
展望 2025 年，以下我们从美国居民消费、国内私人投资、进出口、政府支出几个方面分析，以期对 2025 年美国的经济状况进行初步的前瞻判断。

首先，2024 年居民消费表现强劲，是支持美国 GDP 稳步增长的主要动力。但随着居民超额储蓄基本消耗完毕，未来消费可能稳中有落。

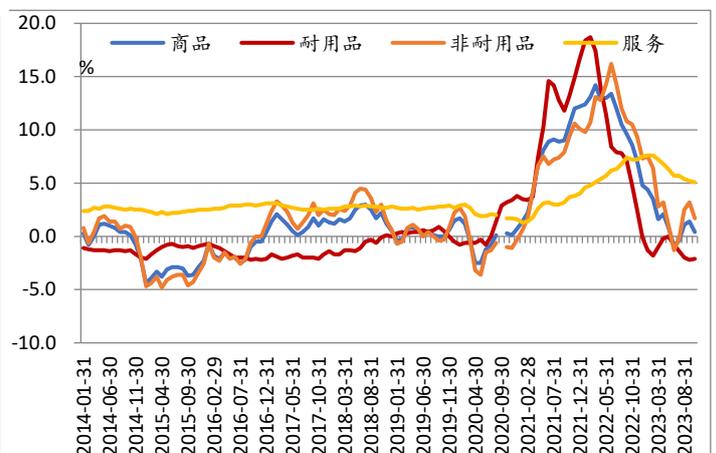
数据显示，2024 年三季度美国个人消费名义支出年化为 16.11 万亿美元，同比增长 2.97%，环比年化增速为 3.7%。主要原因是商品消费增长强劲，同时服务

消费也较为稳定。具体来看,商品类消费支出为 5.477 万亿美元,同比增加 2.67%,环比年化增速为 5.6%(前值 3%);其中耐用品消费 2.06 万亿美元,同比增加 3.48%;非耐用品消费 3.427 万亿美元,同比增加 2.25% (主要贡献来自机动车等消费增长)。服务类消费 10.0657 万亿美元,同比增加 3.13% (主要贡献来自食品住宿和医疗等消费增长), 环比年化增速为 2.8% (前值 2.7%)。

图表 5: 美国个人消费及各分项变化



图表 6: 美国个人消费及各分项同比增速变化

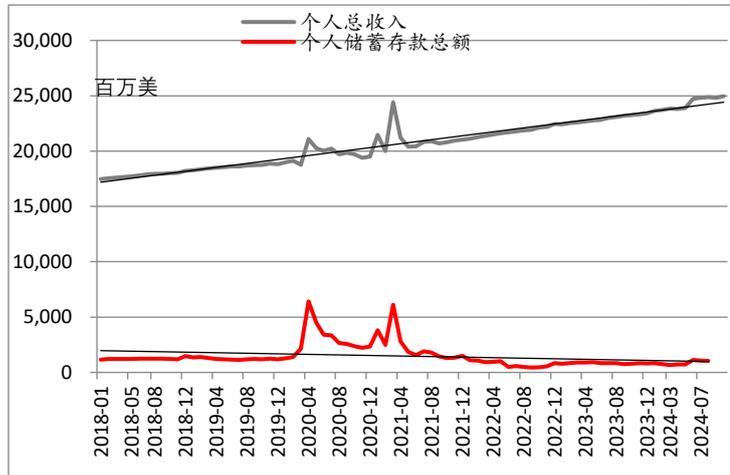


资料来源: BEA、致富研究院

资料来源: BEA、致富研究院

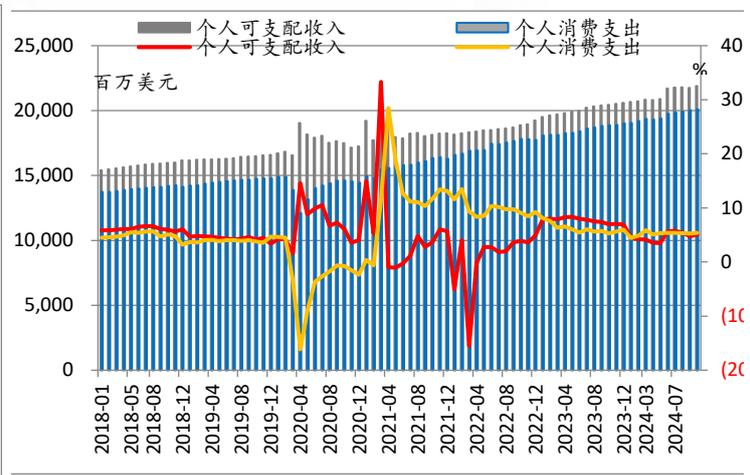
2024 年美国居民消费表现亮眼的重要因素是此前宽松财政政策带来的超额储蓄, 导致居民个人总收入和可支配收入较高。美国商务部最新数据显示, 2024 年 10 月美国居民个人总收入为 2.496 万亿美元, 个人可支配收入为 2.189 万亿美元, 均突破 2021 年 3 月峰值, 创历史新高。但我们注意到, 2024 年 9 月开始, 美国个人居民储蓄存款开始逐步回落, 随着个人总收入逐渐回归长期趋势线, 以及个人可支配收入的逐步回落, 预计 2025 年美国居民消费可能稳中有落。

图表 7：美国居民个人总收入及储蓄存款总额



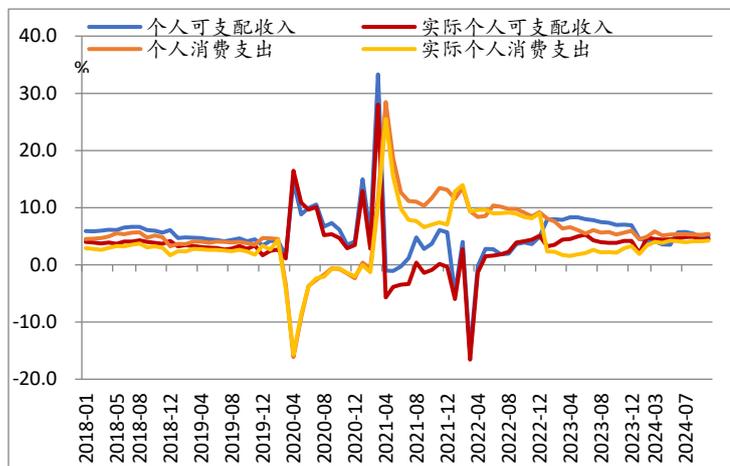
资料来源：BEA、致富研究院

图表 8：美国居民可支配收入与消费支出



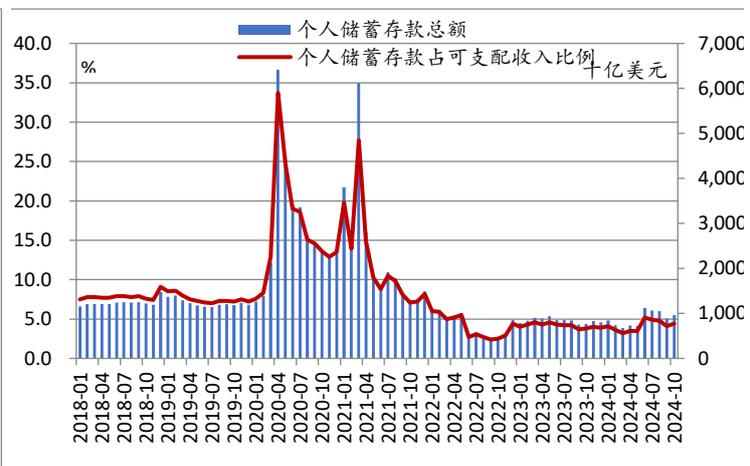
资料来源：BEA、致富研究院

图表 9：美国居民实际个人可支配收入和消费支出



资料来源：BEA、致富研究院

图表 10：美国居民个人储蓄存款及占可支配收入比例



资料来源：BEA、致富研究院

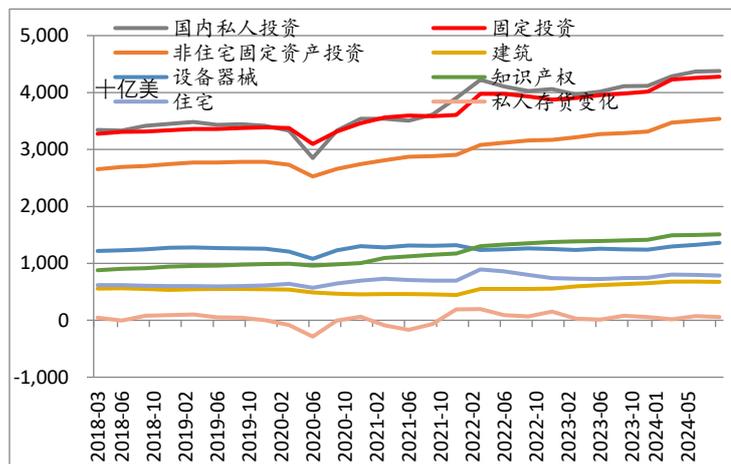
其次，2024 年在高利率的影响下，美国国内私人投资表现疲软，尤其是住宅类投资大幅放缓，拖累经济增长。但随着多次降息的效果累积，同时结合特朗普即将实施的减税政策，以及鼓励制造业回流美国国内，2025 年美国国内私人投资可能出现一定反弹。

数据显示，三季度美国国内私人投资总额年化为 4.38 万亿美元，同比增长 3.2% (前值 5.62%)，环比年化增速为 0.3% (前值为 8.3%)，相比二季度明显放缓。其中，设备投资 1.36 万亿美元，同比增长 5.39% (前值 2.37%)；非住宅类建筑

投资 3.537 万亿美元，同比增长 1.88%（前值 3.63%）；知识产权类投资 1.507 万亿美元，同比增长 4.11%；住宅类投资 7850.5 亿美元，同比仅增长 1.83%（前值 5.13%）；私人存货变化 578.8 亿美元，同比增长 3.3%（前值 3.9%），

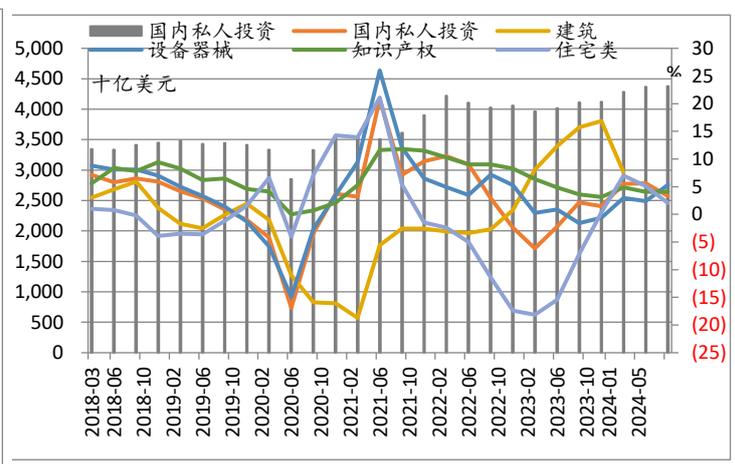
美国国内私人投资子行业分化明显。其中，设备投资出现一定增长，而建筑、住宅类投资在 2024 年则明显走低。由于 30 年期抵押贷款利率在 2024 年 10 月回落至 6%，相比 2023 年 11 月的高点 7.76% 回落明显；成屋销量增速从 10 月开始由负转正，已开工住宅和新建住宅销量增速也有触底反弹迹象，预计 2025 年美国国内建筑和住宅投资可能出现反弹，并带动美国国内私人投资回升。

图表 11：美国私人投资及各分项变化



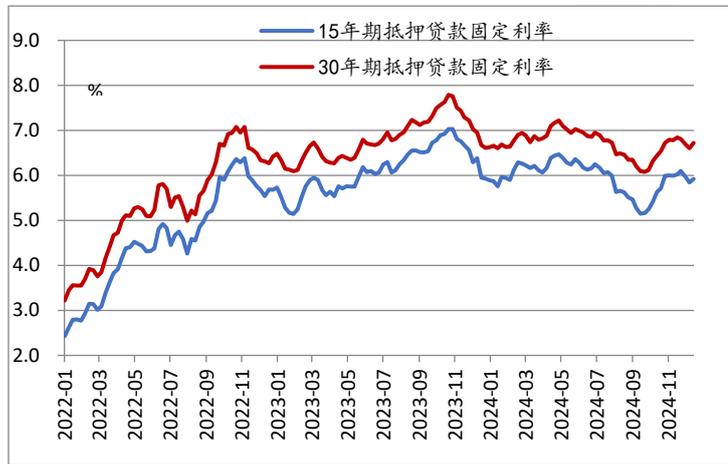
资料来源：BEA、致富研究院

图表 12：美国私人投资及各分项同比增速变化

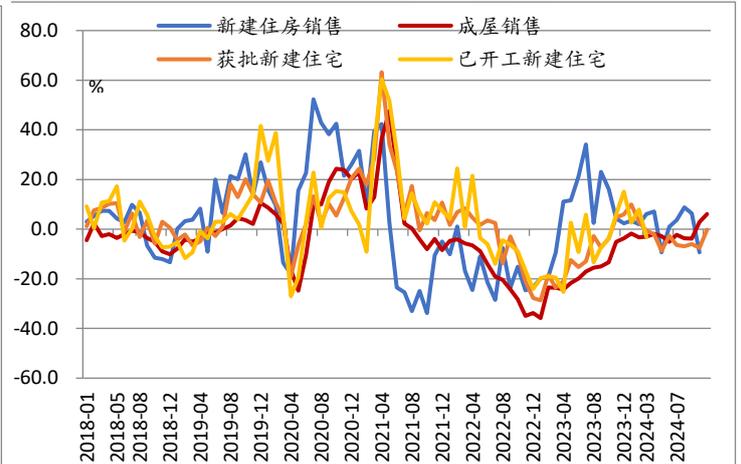


资料来源：BEA、致富研究院

图表 13: 美国长期抵押贷款利率



图表 14: 美国新屋和成屋销售增速



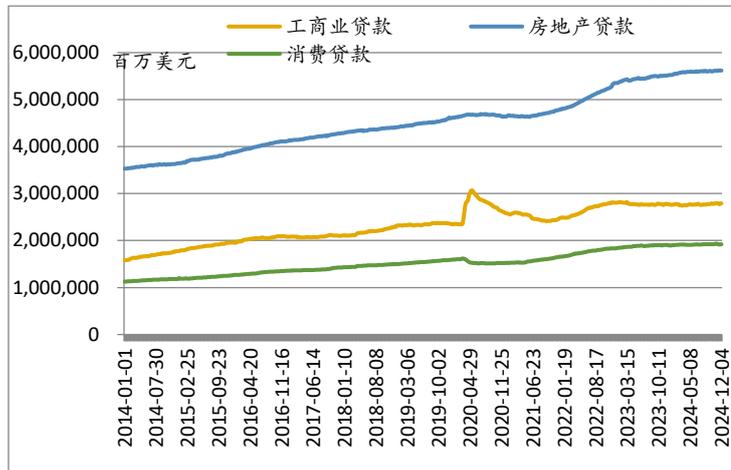
资料来源：房地美、致富研究院

资料来源：wind、致富研究院

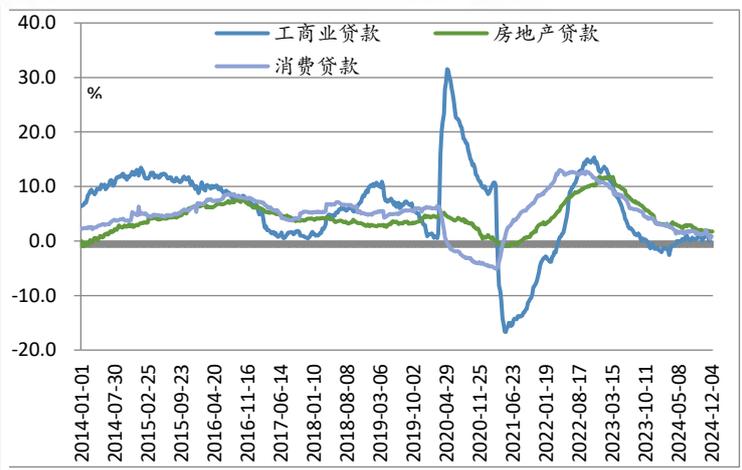
虽然近两年来美国商业银行贷款总规模不断攀升，但进入 2024 年，美国商业银行贷款中，除了房地产抵押贷款总量还在小幅增加，工商业贷款和消费贷款的规模都在持续萎缩，同时消费贷款和房地产贷款的增速也在持续下降，高利率对私人投资的负面影响逐步显现。

不过我们注意到，从 2024 年 10 月开始，商业银行贷款增速出现一定的触底反弹迹象。其中，工商业贷款增速从年初-2.5%的负增长反弹至 1.2%的正增长；消费贷款和房地产抵押贷款增速的持续下降趋势也出现扭转迹象。预计随着 2024 年 9 月开始的降息效果逐渐累积，叠加特朗普即将采取的减免税收、鼓励制造业回流的政策，以及席卷全球的 AI 浪潮热度不减，2025 年美国私人投资将可能出现反弹。

图表 15: 美国商业银行各项贷款规模



图表 16: 美国商业银行各项贷款增速



资料来源: 美联储、致富研究院

资料来源: 美联储、致富研究院

第三, 2024 年美国进出口均表现强劲, 预计 2025 年在特朗普加征关税的影响下, 该项将波动剧烈。

数据显示, 修正后的三季度美国出口总额年化为 2.638 万亿美元, 同比增长 4.63% (前值 3.48%), 环比折年率为 9.6% (前值为 1%), 主要原因是商品和服务进出口都表现强劲。其中商品出口额 1.759 万亿美元, 同比增长 3.97%; 服务类出口额 8830.5 亿美元, 同比增长 5.91%。进口总额为 3.707 万亿美元, 同比增长 7.14% (前值 5.64%), 环比折年率为 10.7% (前值为 7.6%)。其中商品进口额 3.026 万亿美元, 同比增长 6.77%; 服务类进口 6820.6 亿美元, 同比增长 8.65%。

由于特朗普加征关税的对象、节奏和幅度存在很大的不确定性, 预计 2025 年美国进出口项将波动剧烈, 对美国 and 全球经济增长的影响需要继续跟踪观察。

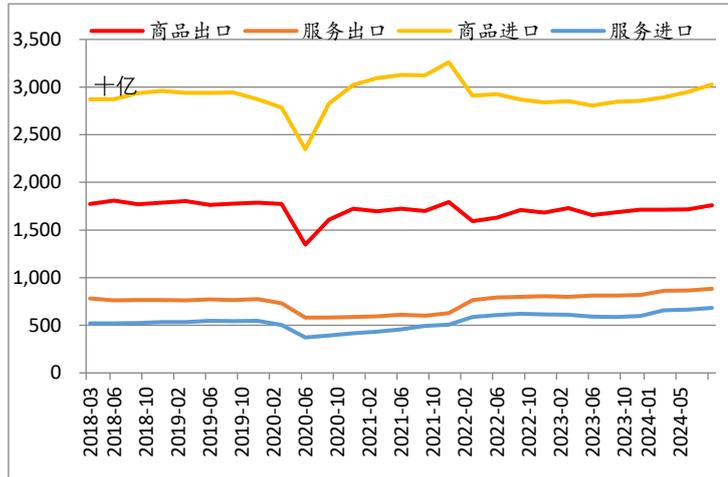
第四, 2024 年, 国防费用增长导致政府支出总额出现较快增长。预计随着特朗普孤立外交政策的实施, 以及对政府部门费用的裁减, 2025 年政府总支出将可能有所降低。

数据显示, 三季度美国政府支出总额年化为 3.966 万亿美元, 同比增加 3.37%, 环比折年率为 5.1% (前值为 3.1%), 其中联邦政府支出总额 1.52 万亿美元, 同比增加 3.06% (前值为 2.18%); 州和地方政府支出总额 2.445 万亿美元, 同比增加 3.58% (前值为 4.33%)。而联邦政府支出部分, 国防费用支出总额为 8657.3 亿美元, 同比增加 3.93% (前值为 2.24%); 非国防支出总额为 6539.6 亿美元, 同比增加 1.9% (前值为 2.11%)。

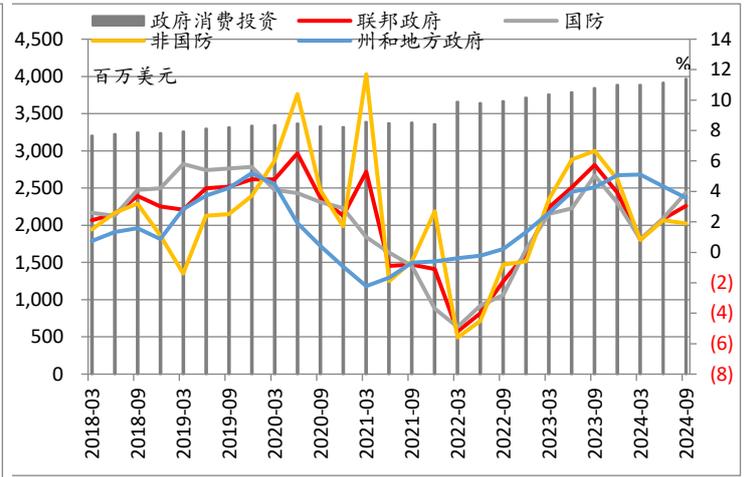
随着特朗普上台后外交政策的实施, 如向盟友转嫁军费开支等, 可能导致美国自身的国防开支出现下降; 同时马斯克主导的政府效率部门对政府支出的削减,

也将带来非国防支出进一步下降，进而共同导致 2025 年政府总支出有所回落。

图表 17: 美国进出口分项变化



图表 18: 政府支出及分项同比变化



资料来源: BEA、致富研究院

资料来源: BEA、致富研究院

美联储在最新的 12 月议息会议上，将 2025 年美国的 GDP 增速小幅调整为 2.1%，相比 2024 年 2.5% 的 GDP 增速有所回落。同样，IMF 也将美国的 GDP 增速从 2024 年的 2.8% 下调至 2025 年的 2.2%。

综合以上分析，我们预计 2025 年美国将逐步回落至 2.2% 左右，从而实现软着陆。

图表 19: IMF 对全球主要经济体 GDP 增速的预测

	2024 年预	2025 年预
全球	3.2%	3.2%
美国	2.8%	2.2%
欧元区	0.8%	1.2%
日本	0.3%	1.1%
中国	4.8%	4.5%

资料来源: IMF、致富研究院

## 二、2025 年货币政策难言放松

### 1、通胀粘性较大，下半年可能出现二次通胀

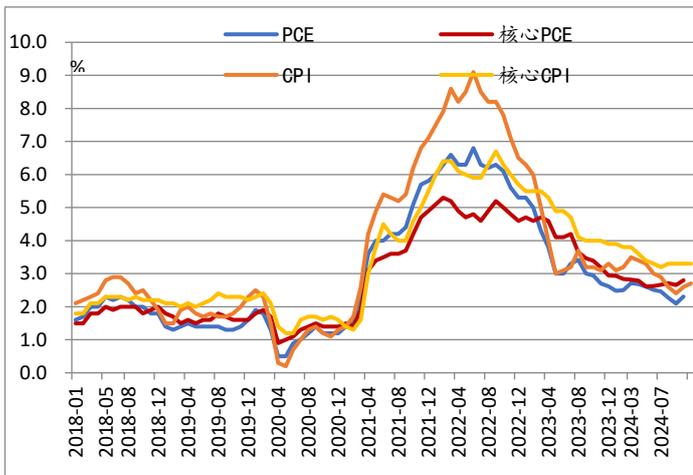
美国通胀水平自 2022 年 6 月触顶以来持续回落。最新数据显示：2024 年 11 月美国 CPI 同比上涨 2.7%，核心 CPI 同比上涨 3.3%，相比 2022 年 6 月的峰值 9% 和 6.6% 下行明显。

但同时我们注意到，进入 2024 年，通胀下行的速度开始变缓，且一度出现反复。2024 年 11 月 CPI 同比增速连续 2 个月出现小幅反弹，核心 CPI 同比增速也是连续 4 个月持平，表现出较强的通胀粘性，距离美联储 2% 通胀目标“最后一公里”实现阻力较大。

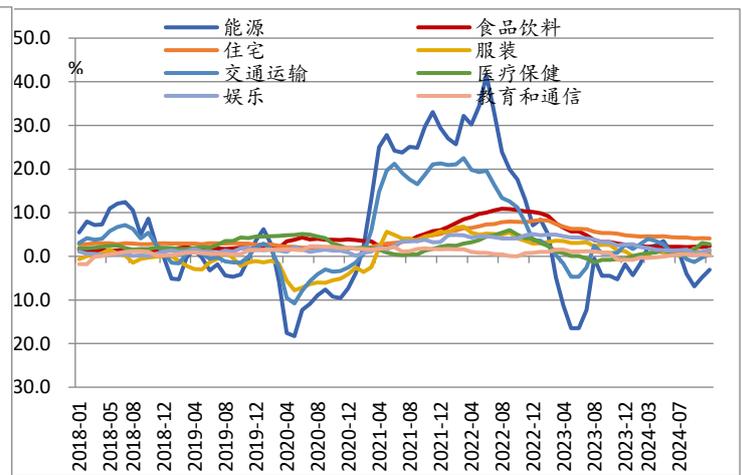
从分项数据看，2024 年通胀下行较慢的主要原因是服务项中的家计价格和商品项中的食品价格下降速度变慢，以及能源价格的宽幅波动。此外，劳动力市场过热导致的薪酬水平居高不下，也加强了核心通胀的粘性。

其中，能源价格在 2024 年 3 月至 7 月从负增长转为正增长，导致通胀一度出现上行；食品价格在 10 月至 11 月同比增速触底反弹，连续 2 个月出现上涨；除能源和食品外的核心商品价格在 9 月之后同比降幅明显收窄；服务价格近 2 个月也是出现反复。

图表 20：CPI 和 PCE 同比增速



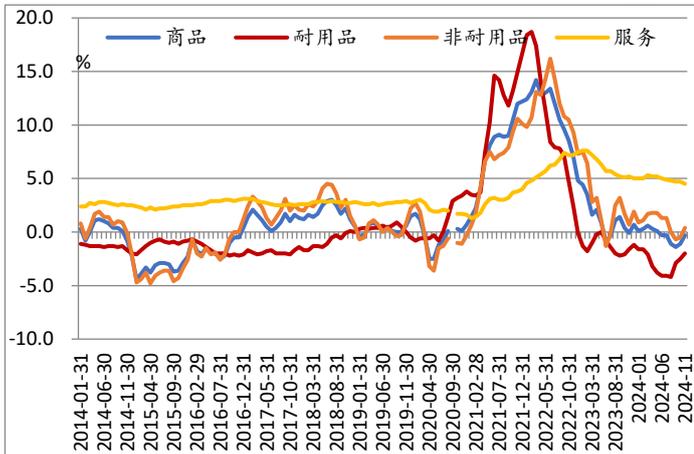
图表 21：美国 CPI 分项增速



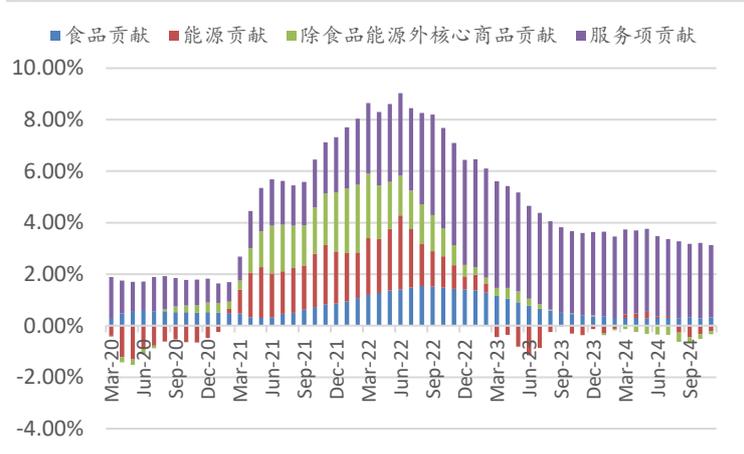
资料来源：美国劳工部、BEA、致富研究院

资料来源：美国劳工部、致富研究院

图表 22: 美国 CPI 商品、服务项



图表 23: CPI 各分项贡献



资料来源: 美国劳工部、致富研究院

资料来源: 美国劳工部、致富研究院

展望 2025 年, 我们选取了 WTI 原油现货价格、CRB 食品现货指数、Manheim 二手车指数、Zillow 房租指数等变量, 作为能源、食品、核心商品、核心服务等分项的替代变量, 来进一步观察 CPI 的变化趋势。

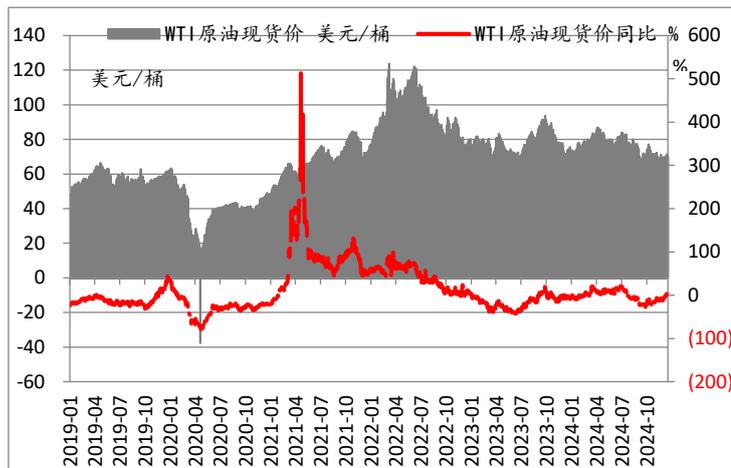
首先, WTI 原油现货价格自从 2024 年 4 月创出 86 美元/桶的高位之后, 持续震荡走低, 目前基本维持 70 美元/桶的低位窄幅震荡, 相比 4 月高点, 回落幅度接近 20%。美国能源信息署 EIA 预计, 在全球经济放缓的背景下, 从 2025 年 2 季度开始, 全球原油市场将总体处于供过于求的状态, 国际油价存在一定下行压力。同时, 考虑到基数效应的存在, 由于 2024 年国际原油价格从下半年开始回落, 预计 2025 年下半年能源项对通胀将产生一定的正向拉动作用。

其次, 作为先行指标的 CRB 食品现货指数与 CPI 统计中的食品分项的价格一般存在 5-6 个月的领先效应, 该指数在 2024 年 1 月触底反弹后持续缓慢回升, 并且从 10 月开始连续三个月反弹, 预计 2025 年食品分项对 CPI 的正向拉动可能会在二季度以后有所体现。

第三, 作为先行指标的美国 Manheim 二手车指数与 CPI 统计中的交通运输项的价格一般存在 2-3 个月的领先效应, 该指数自 2024 年 6 月触底以来持续反弹, 目前处于高位盘整。考虑到滞后效应, 以及基数效应的存在, 预计交通运输项对 CPI 的拖累已经触底, 并可能在 2025 年 6 月前后带动商品项出现反弹。此外, 特朗普对外加征关税对核心商品价格的拉动也可能在明年下半年体现出来, 目前对通胀的影响未知, 具体将视加税的幅度、广度和速度继续跟踪观察。

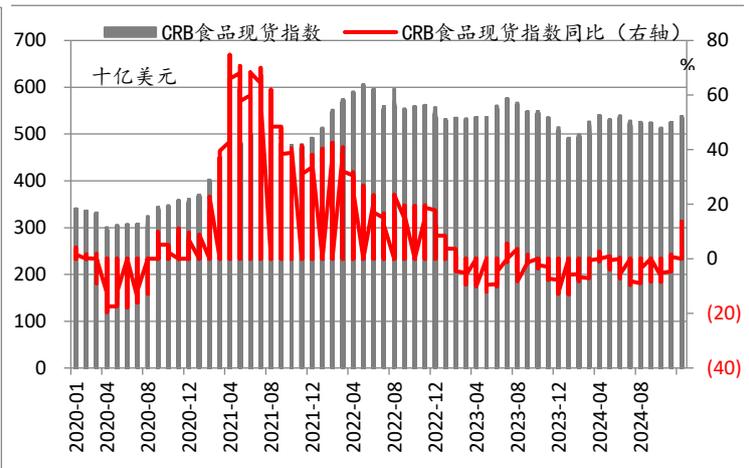
第四，作为先行指标的美国 ZILLOW 房租指数同比涨幅与 CPI 统计中的租金价格涨幅存在 13 个月的领先效应，由于前者从 2022 年 2 月至 2023 年 9 月处于持续回落趋势，之后走平并小幅回升，考虑到滞后效应，预计 2025 年 CPI 住宅分项增速难以进一步下行，很可能将止跌并小幅反弹。

图表 24: WTI 原油现货价格及同比变化



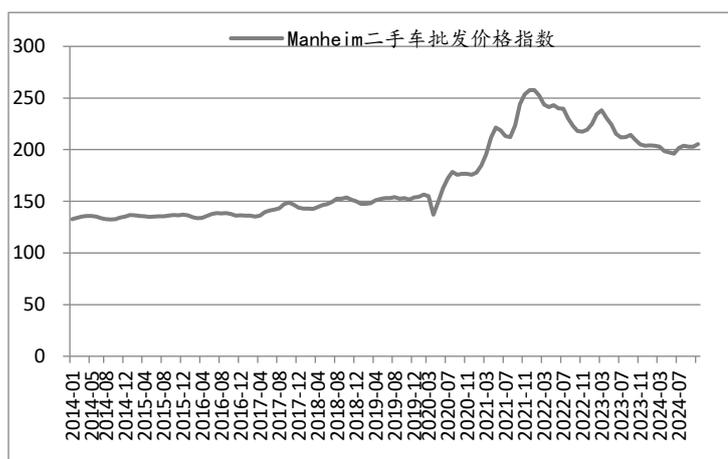
资料来源: wind、致富研究院

图表 25: CRB 食品现货指数及同比变化



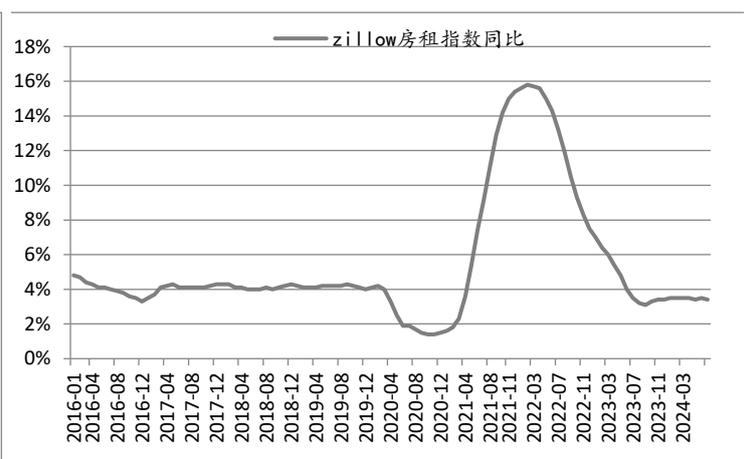
资料来源: wind、致富研究院

图表 26: 美国 Manheim 二手车价格指数



资料来源: Cox Automotive、致富研究院

图表 27: Zillow 房租指数月度同比



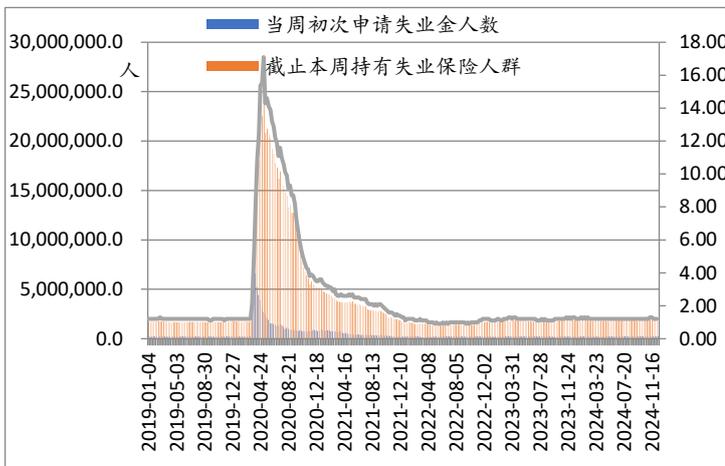
资料来源: zillow网站、致富研究院

劳动力方面，目前美国劳动力市场除采矿业等个别行业外，已经完全恢复至疫情之前水平。今年以来，职位空缺率明显下降，劳动者薪酬增速趋缓，失业率连续突破 4%，均指向美国劳动力市场处于缓慢降温趋势中。

具体来看，各行业的职位空缺率均明显下降。2024年10月美国职位空缺率为4.6%，自2021年2月以来首次连续7个月跌破5%，相比2022年3月高点7.4%大幅下跌38%。其中，建筑业职位空缺率从高点6.4%小幅下降至4.2%；制造业职位空缺率从高点6.8%大幅下降至3.5%；采矿业职位空缺率从高点5.3%大幅下降至2.9%；贸易运输公用职位空缺率从高点7%大幅下降至3.2%；商业服务业职位空缺率从高点9.7%大幅下降至6.7%；教育医疗业职位空缺率从高点8.8%大幅下降至5.3%；休闲餐饮业职位空缺率从高点9.7%大幅下降至6.2%；政府部门职位空缺率从高点4.4%小幅下降至3.6%。

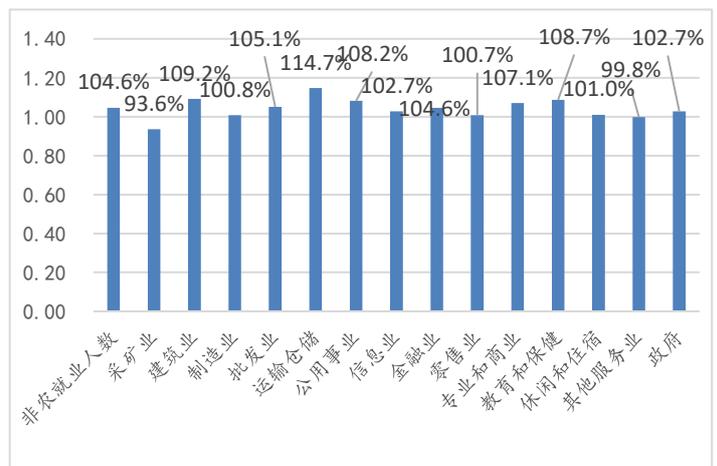
此外，劳动者时薪、周薪增速明显放缓。其中，平均时薪增速从高点7.7%下降至3.7%，平均周薪增速从高点8.3%下降至3.7%，均在近两年的低点附近。同时，失业率自2024年5月以来，已经连续7个月超过4%。这些数据均佐证美国劳动力市场的缓慢降温趋势。

图表 28： 美国初请失业金人数及失业率



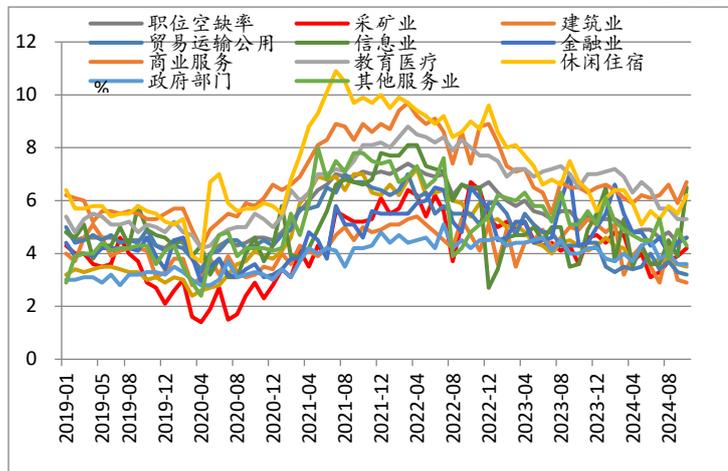
资料来源：美国劳工部、致富研究院

图表 29： 与疫情前相比美国各行业非农就业人数缺口

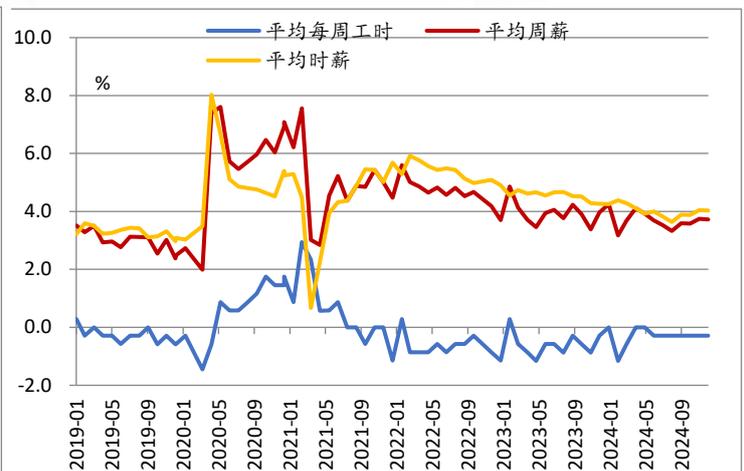


资料来源：美国劳工部、致富研究院

图表 30: 职位空缺率



图表 31: 非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速



资料来源：美国劳工部、致富研究院

资料来源：美国劳工部、致富研究院

但需要注意的是，明年1月特朗普上台后拟采取的驱逐非法移民政策，可能导致美国劳动力市场波动剧烈，部分行业将出现劳动力短缺现象，并进一步导致劳动力薪酬水平上涨。

劳工部数据显示，2024年1-11月美国非农季调累计新增就业人数为198.4万人，其中，教育医疗、休闲餐饮和政府部门是新增就业最多的部门，三者总计达154.3万人，占全部新增非农就业的比例高达78%。由于前两个行业是非法移民较为集中的行业，而政府部门则是马斯克主导的政府效率部门重点裁员对象，假定特朗普上任第二个月就开始大面积驱逐目前总量为1300万左右的非法移民，同时着手进行政府部门裁员，届时美国的每月新增非农就业人数预计将从目前的16万人左右大幅下调，进而导致教育医疗、休闲餐饮行业出现劳动力短缺，引发劳动者薪酬上涨，加剧核心通胀的粘性，导致二次通胀产生。

按照彼德森国际经济研究所的估计，如果驱逐非法移民的数量达到130万人，2025年美国通胀将较基准线上升0.35个百分点，2026年将上升0.54个百分点；如果驱逐数量达到830万人，那么2026年美国通胀将较基准线大幅上升3.5个百分点！

综合分析，我们认为2025年上半年，美国通胀将进一步回落，但难以实现2%的通胀目标；下半年考虑到基数效应，以及随着加征关税、驱逐移民的影响显现，可能出现反弹，不排除出现二度通胀。

## 2、预计 2025 年美联储将降息 2 次，总幅度为 50bp

最新的 12 月美联储议席会议决定：再次降息 25bp，将联邦基准利率降至 4.25% -4.5% 的目标区间，同时维持每月 250 亿美元国债和 350 亿美元 MBS 的缩减规模不变。这是美联储自 2024 年 9 月首次开启降息之后的连续第三次降息，2024 年全年降息幅度为 100bp。

同时，美联储调整未来三年美国经济和通胀的预期，2025 年美国可能面临增长放缓但通胀上行的轻微“滞涨”。

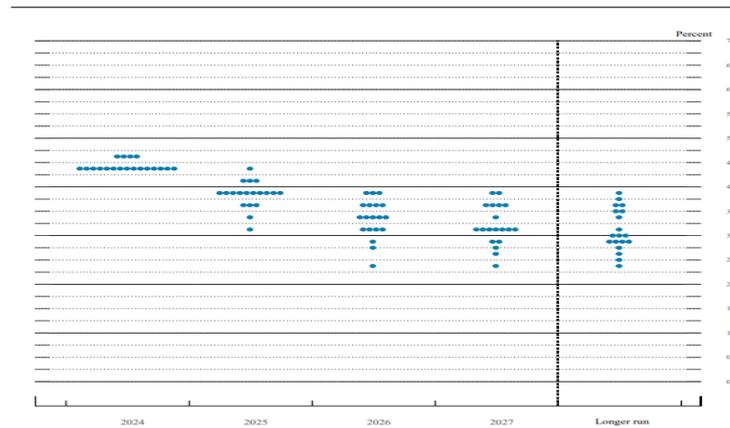
- 上调美国 2024 年和 2025 年的 GDP 增速，维持 2026 年 GDP 增速预期不变。其中，2024 年 GDP 增速预期上调为 2.5%（9 月预计 2.0%），2025 年为 2.1%（9 月预计 2.0%），2026 年维持 2.0%。
- 下调美国 2024 年和 2025 年失业率预期，维持 2026 年失业率预期不变。其中，2024 年失业率预期为 4.2%（9 月预计 4.4%），2025 年预期为 4.3%（9 月预计 4.4%），2026 年维持 4.3% 不变。
- 上调未来三年的通胀预期。其中，2024 年 PCE 预期为 2.4%（9 月预计 2.3%），2025 年预期为 2.5%（9 月预计 2.1%），2026 年 PCE 预期为 2.1%（9 月预计 2.0%）。
- 上调未来三年的核心通胀预期。其中，2024 年核心 PCE 预期为 2.8%（9 月预计 2.6%），2025 年预期为 2.5%（9 月预计 2.2%），2026 年 PCE 预期为 2.2%（9 月预计 2.0%）。
- 维持 2024 年联邦基金利率预期不变，上调未来三年的联邦基金利率预期。其中，2024 年利率预期维持 4.4% 不变，2025 年利率预期为 3.9%（9 月预计 3.4%），2026 年利率为 3.4%（9 月预计 2.9%）。暗示 2025 年降息幅度可能仅为 50BP，降息次数可能为 2 次（每次 25BP）。

图表 32：美联储 12 月 FOMC 对 2024 年美国经济的展望

Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Rate	
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025
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	1.6-2.5
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	1.3-2.5
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	4.2-4.5
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	4.2-4.7
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	2.1-2.9
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	2.1-2.4
Core PCE inflation <sup>4</sup>	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	2.1-3.2
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	2.1-2.5
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	3.1-4.4
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	2.9-4.1

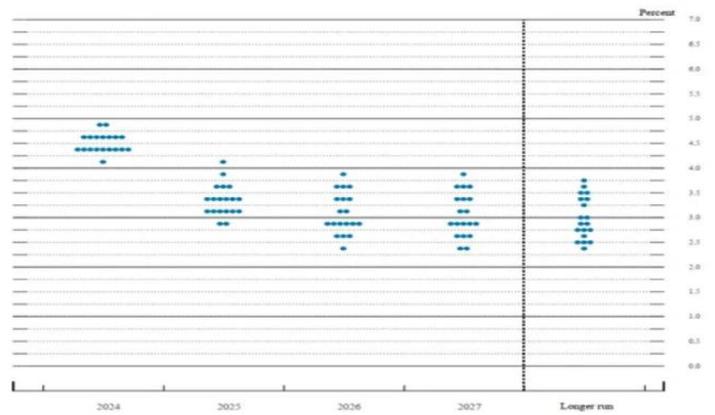
资料来源：美联储、致富研究院

图表 33：美联储 12 月 FOMC 利率点阵图



资料来源：美联储、致富研究院

图表 34：美联储 9 月 FOMC 利率点阵图



资料来源：美联储、致富研究院

目前 CME 交易所预测美联储 1 月停止降息的概率超过 90%。市场预计到 2025 年底为止，联储将降息 2 次，总降息幅度为 50-75b。

我们从今年 6 月的报告开始，就提前预判本轮美联储将于 9 月开始降息，全年降息幅度为 75-100bp，此后联储降息的时间点和幅度基本在我们预期之内（9 月降息 50bp 幅度略超预期）。展望 2025 年，基于对美国经济和通胀的分析，我们预计美联储在 2025 年上半年仍可能降息 2 次，幅度为每次 25bp，而下半年在

二次通胀可能发生的情况下将暂停降息，全年降息总幅度为 50bp。

图表 35：市场对美联储未来利率的预期（2024.12.25 数据）

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%	3.8%	45.0%	51.2%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.7%	11.3%	46.2%	41.9%
2025/6/18	0.0%	0.2%	3.8%	21.5%	44.9%	29.6%
2025/7/30	0.0%	0.6%	6.0%	24.4%	43.0%	25.9%
2025/9/17	0.1%	1.6%	9.2%	27.7%	40.0%	21.4%
2025/10/29	0.3%	2.2%	10.8%	28.7%	38.4%	19.6%
2025/12/10	0.5%	3.2%	12.9%	29.9%	36.2%	17.3%

资料来源：CME、致富研究院

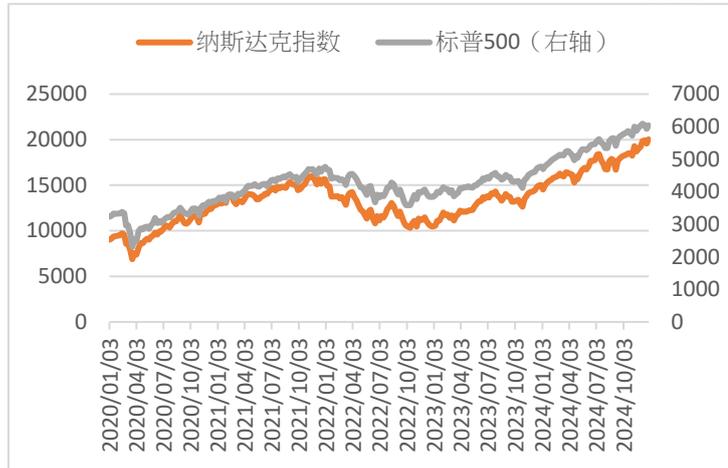
### 三、对 2025 年大类资产价格判断

纳斯达克指数和标准普尔 500 指数在 2024 年二季度出现了一波快速调整，然而自 8 月初触底之后迎来了一波快速上涨，全年涨幅分别达到 33% 和 26%，均创年内新高。十年期美债收益率在 2024 年 4 月之后快速跳水，然而从 9 月中旬触底以来，出现一波大幅反弹，目前收益率逼近 4.7%。黄金价格从年初开始就一路高走，无大幅调整，在 10 月底一度突破 2800 美元/盎司，创历史新高，全年涨幅接近 27%。美元指数在 2024 年 9 月一度逼近 100 整数关口，之后一路走高，目前逼近 108 的年内高点，全年涨幅超过 6.6%。

对 2025 年大类资产价格走势，我们的判断是：

- 预计美股仍将维持小幅攀升走势，但整体涨幅将弱于 2024 年。
- 预计美元指数将在 100-110 区间宽幅震荡，继续上探 110 概率较大。
- 预计十年期美债收益率短期将继续维持 4% 以上震荡，中期将回到 3.5-4% 区间。
- 预计黄金价格短期仍将维持 2600 美元/盎司以上高位震荡，但涨幅将弱于 2024 年，中期价格区间为 2500-2800 美元/盎司。

图表 36: 纳斯达克指数和标普 500 指数走势



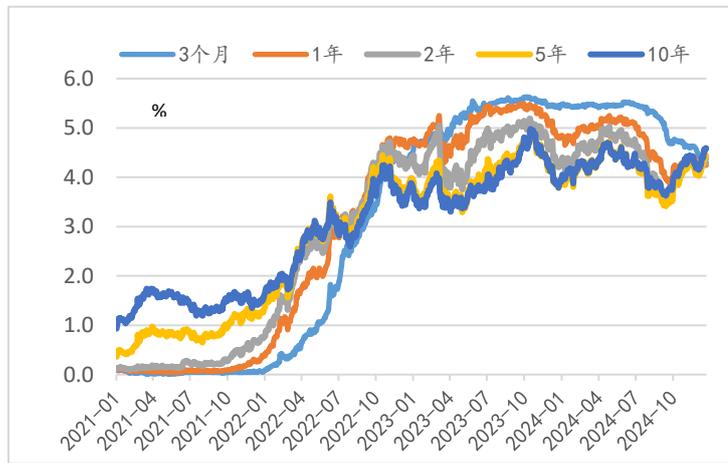
资料来源: wind、致富研究院

图表 37: 美元指数走势



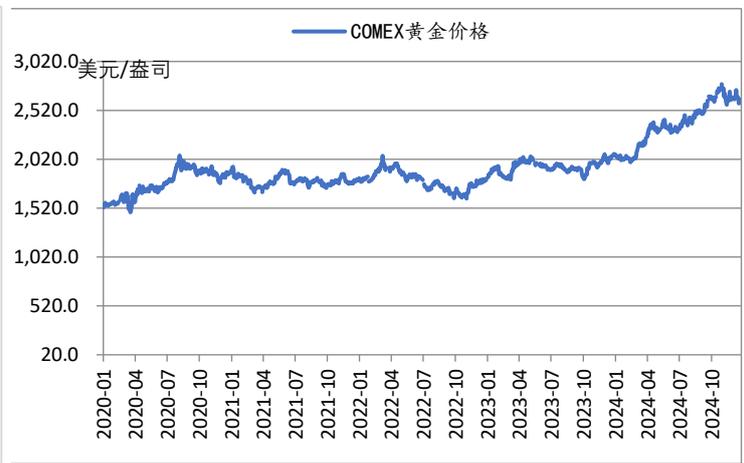
资料来源: wind、致富研究院

图表 38: 美国国债价格走势



资料来源: wind、致富研究院

图表 39: 黄金价格走势



资料来源: wind、致富研究院

## 四、结论

1、2024 年美国经济增长, 主要原因是消费和政府支出表现强劲, 而高利率下的私人投资则较为疲软。通过对美国居民消费、国内私人投资、进出口、政府支出几个方面的详细分析, 我们判断 2025 年美国经济增长将逐步回落至 2.2% 左右, 从而实现软着陆。



2、目前美国劳动力市场处于缓慢降温趋势中，但明年1月特朗普上台后拟采取的驱逐非法移民政策，可能导致美国劳动力市场波动剧烈，部分行业将出现劳动力短缺现象，并进一步导致劳动力薪酬水平上涨。

3、通过对通胀各分项及劳动力市场的详细分析，我们判断2025年上半年，美国通胀将进一步回落，但难以实现2%的通胀目标；下半年考虑到基数效应，以及随着加征关税、驱逐移民的影响显现，可能出现反弹，不排除出现二度通胀。

4、我们预计美联储在2025年上半年仍可能降息2次，幅度为每次25bp，而下半年在二次通胀可能发生的情况下将暂停降息，全年降息总幅度为50bp。

5、对2024年大类资产价格走势，我们的判断是：

- 预计美股仍将维持小幅攀升走势，但整体涨幅将弱于2024年。。
- 预计美元指数将在100-110区间宽幅震荡，继续上探110概率较大
- 预计十年期美债收益率短期将继续维持4%以上震荡，中期将回到3.5-4%区间。
- 预计黄金价格短期仍将维持2600美元/盎司以上高位震荡，但涨幅将弱于2024年，中期价格区间为2500-2800美元/盎司。

## 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中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作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
<b>香港致富证券有限公司</b>	<b>香港致富证券有限公司北京代表处</b>	<b>香港致富证券有限公司上海代表处</b>	<b>香港致富证券有限公司深圳代表处</b>
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址：[www.chiefgroup.com.hk](http://www.chiefgroup.com.hk)