

国内基本面向好与美 联储降息的双重信号

华泰期货研究院 2025年12月12日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：
朱思谋 F03142856

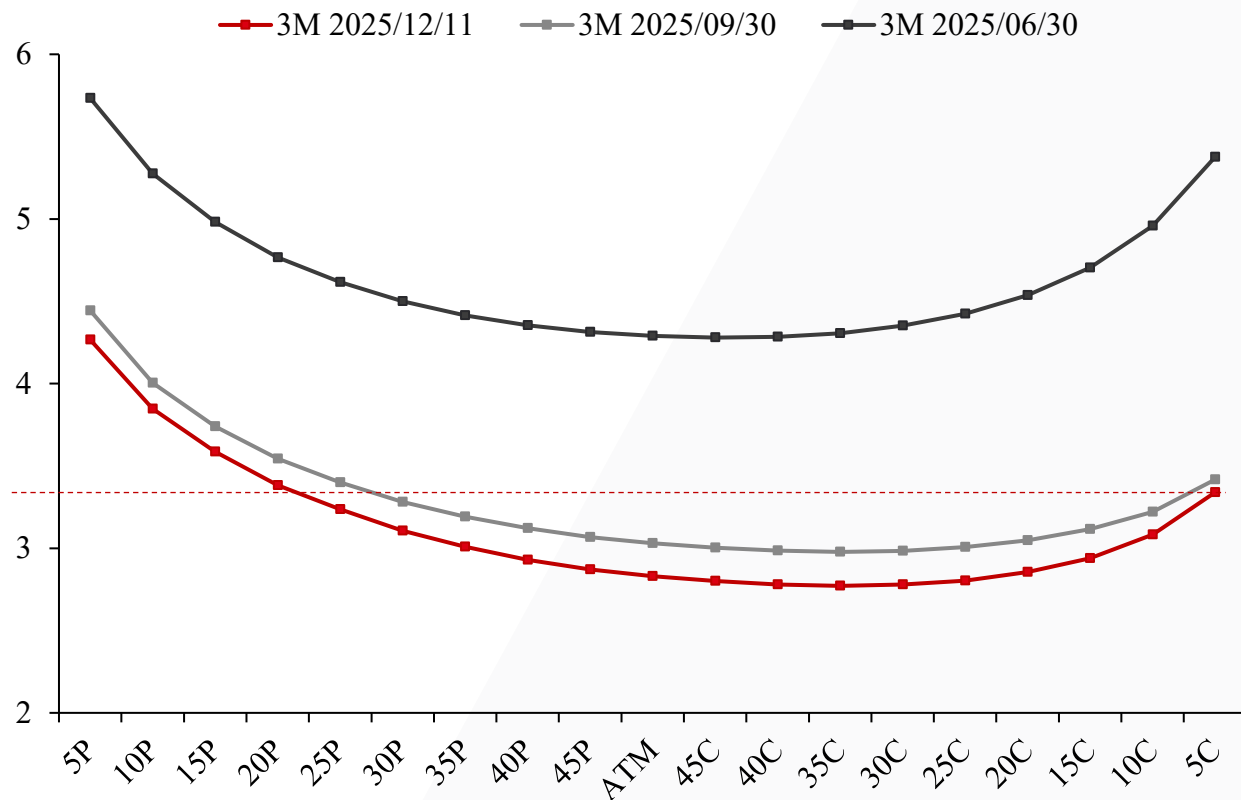


— 量价和政策信号 —

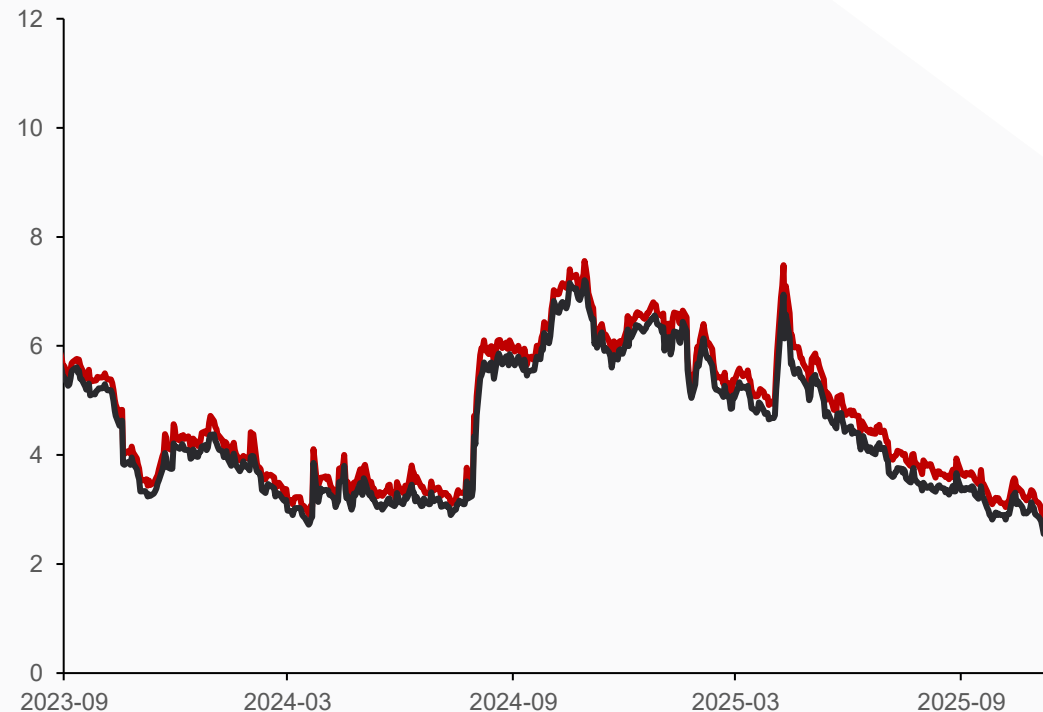


◆ 3个月的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示出人民币的升值趋势，Put端波动率高于Call端

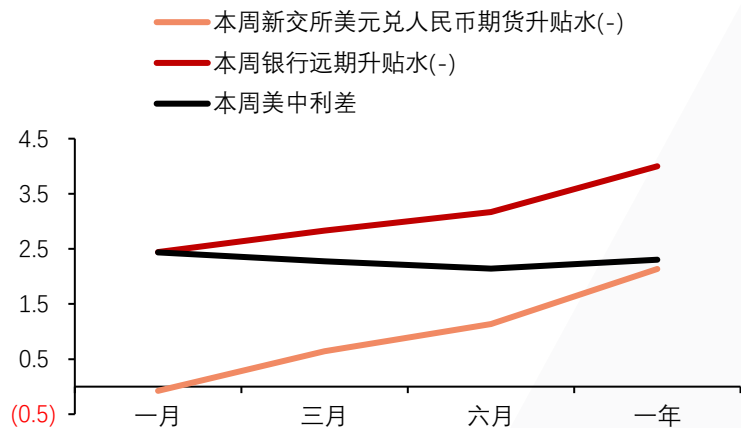
美元兑人民币期权隐含波动率



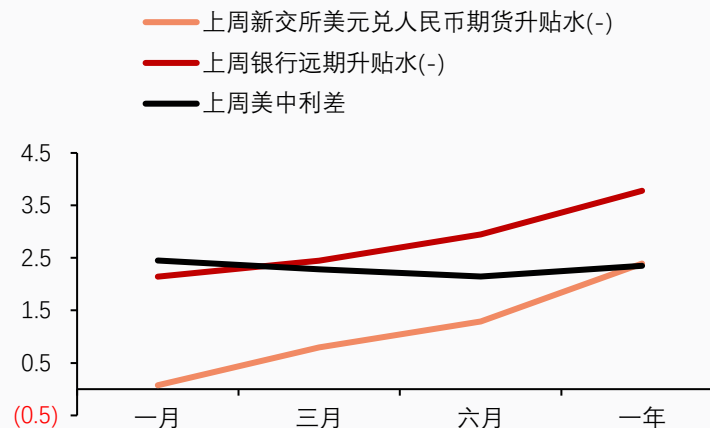
Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



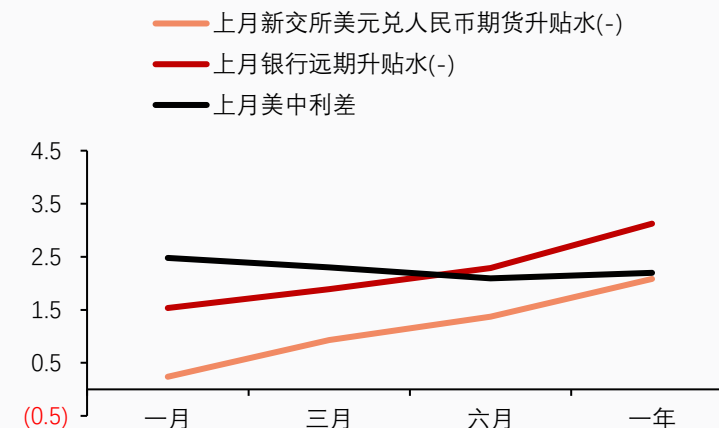
20251210 (%)



20251203 (%)

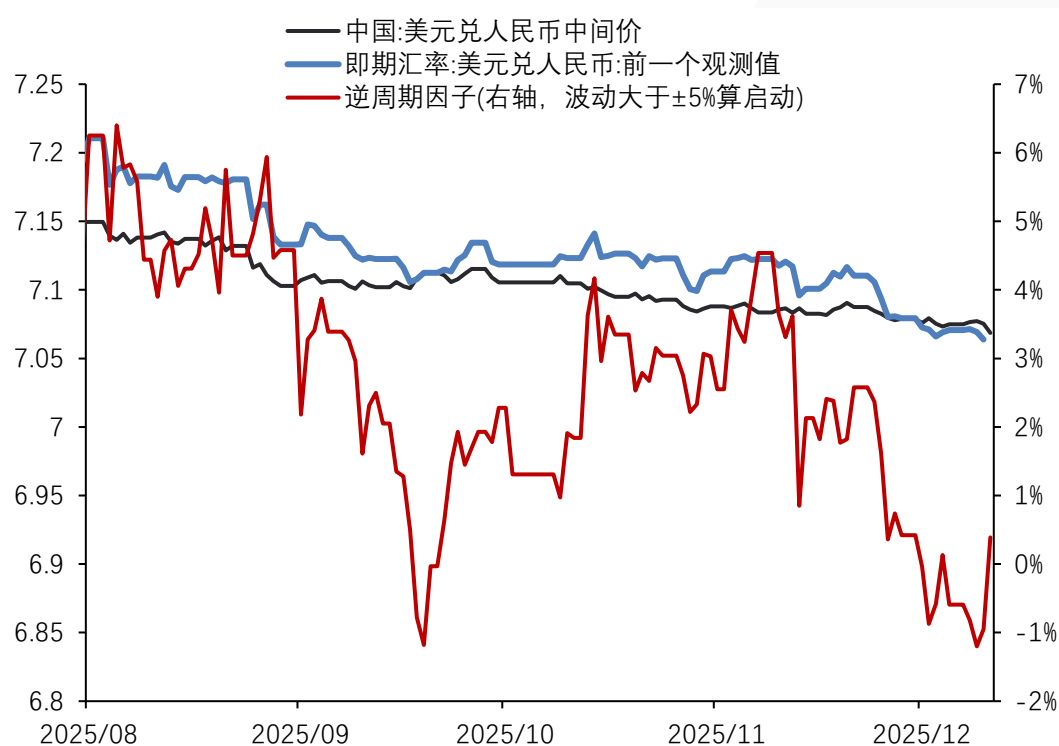


20251112 (%)



- ◆ 逆周期因子的调节方向由负向重新回到0%以上
- ◆ 三个月CNH HIBOR-SHIBOR逆差波动

人民币汇率中间价逆周期因子



离岸在岸人民币利差



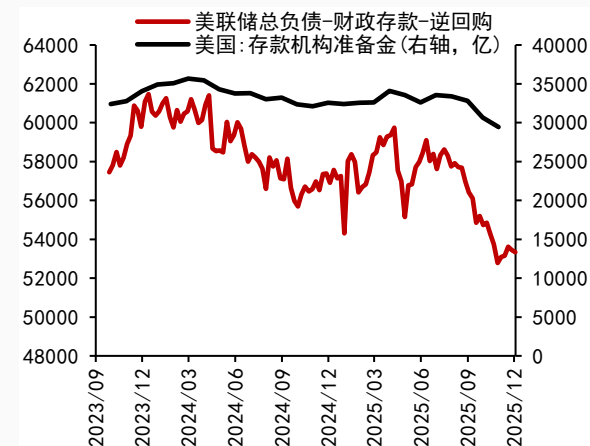
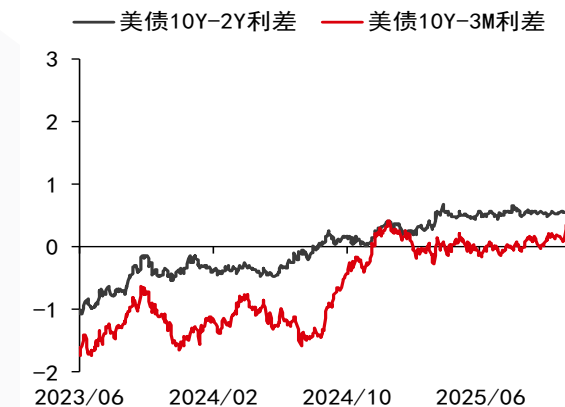


— 基本面及观点 —

【宏观】降息和流动性

- ◆ 美国、欧洲降息计价分化；TGA账户12月3日9085亿（维持高位）；10月存款机构准备金余额2.94万亿（-1234亿）。
- ◆ 非美央行降息步伐整体转缓，部分转为加息预期。

	2025年												2024年														
	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	最新值	12M变化	衍生品26年10月变动计价	
美国			-0.25	-0.25									-0.25	-0.25		-0.50								4	-0.5	-69.2bp	
欧元区						-0.25		-0.25	-0.25	-0.25			-0.25		-0.25	-0.60			-0.25					2.15	-1	-2.6bp	
日本											0.25						0.15					0.20		0.5	0.25	+7.9bp	
英国				-0.25			-0.25				-0.25			-0.25		-0.25								4	-0.75		
加拿大			-0.25	-0.25						-0.25		-0.25	-0.50		-0.50	-0.25		-0.25	-0.25					2.5	-1	+29.3bp	
澳大利亚					-0.25		-0.25				-0.25													3.6	-0.75		
新西兰	-0.25	-0.50		-0.25			-0.25	-0.25		-0.50				-0.50	-0.50		-0.25							2.25	-2		
瑞典		-0.25				-0.25					-0.25	-0.25		-0.50	-0.25		-0.25			-0.25				1.75	-1		
瑞士					-0.25				-0.25				-0.50			-0.25			-0.25		-0.25			0	-0.5		
挪威			-0.25			-0.25																		4	-0.5		
中国							-0.10								-0.25			-0.10						3	-0.1		
中国香港		-0.25	-0.25										-0.25	-0.25		-0.50								4.25	-0.5		
韩国							-0.25			-0.25				-0.25	-0.25									2.5	-0.5		
印度	-0.25					-0.50		-0.25		-0.25														5.25	-1.25		
印尼			-0.25	-0.25	-0.25		-0.25				-0.25					-0.25				0.25				4.75	-1.25		
泰国				-0.25				-0.25		-0.25					-0.25									1.5	-0.75		
马来西亚					-0.25																			2.75	-0.25		
菲律宾		-0.25		-0.25		-0.25		-0.25					-0.25						-0.50					5.25	-1		
巴西						0.25	0.50		1.00		1.00	1.00	0.50		0.25				-0.25		-0.50	-0.50	15	2.75			
俄罗斯		-0.50	-1.00		-2.00	-1.00									2.00	1.00		2.00					16.5	-4.5			
墨西哥	-0.25		-0.25	-0.25		-0.50	-0.50		-0.50	-0.50			-0.25	-0.25		-0.25	-0.25					-0.25	7.25	-2.75			
土耳其		-1.00	-2.50		-3.00			3.50	-2.50		-2.50	-2.50									5.00		39.5	-8			
南非	-0.25			-0.25			-0.25				-0.25		-0.25			-0.25							6.75	-1			
智利					-0.25							-0.25			-0.25	-0.25			-0.25	-0.50	-0.75	-1.00	4.75	-0.25			
阿根廷						-29					-3	-3	-5							-20	-20	-20	0	-32			



【宏观】美联储票形

- ◆ 斯蒂芬-米兰：临时席位，为美联储主席候选人做准备，贝森特：12月25日圣诞节前确定人选；
- ◆ 博斯蒂克：2026年2月提前退休，原来是鹰派，候选人待定；库克：最高法院26年1月将裁定特朗普是否有权解雇；
- ◆ 美联储以 9:3 通过 12 月议息决定，将联邦基金利率下调 25bp 至 3.50%–3.75%。

姓名	职位	投票权	发言时间	言论内容
杰罗姆·鲍威尔	美联储主席	常驻票委	2025/11/26	尽管通胀率已经大幅下降，但美联储需要看到更多证据， 不急于调整政策 。美联储将“ 谨慎行事 ”，并将根据“经济前景和风险平衡的演变”来决定政策。美联储“不太可能在3月份会议上降息，我们将根据数据、前景和风险平衡来做出决定。如果劳动力市场意外走弱，那将是美联储需要考虑的”重要信息”。 美联储的政策立场是“限制性的”，这意味着它正在抑制经济增长和通胀。
约翰·威廉姆斯	纽约联储主席，美联储副主席	常驻票委	2025/11/21	仍认为 近期存在降息空间 。通胀上行风险有所减弱，但预计到2027年将达到2%。货币政策具有温和的限制性。经济增长已经放缓，劳动力市场逐步降温。当前劳动力市场与疫情前几年相当，并未过热。 美联储实现通胀目标至关重要，但必须避免对最大就业目标造成不必要风险。
菲利普·杰斐逊	美联储副主席	常驻票委	2025/11/17	当前货币政策在一定程度上具有限制性。美国就业市场的供应与需求逐步降温。不清楚能在12月FOMC货币政策会议之前掌握多少官方数据。 剔除关税因素之后，通胀仍然朝着2%取得进展 。关税可能会造成价格一次性的转变。当前能够了解到的那些风险凸显出需要缓慢地推进（货币政策）。
迈克尔·巴尔	理事	常驻票委	2025/11/20	担心美国通胀仍然高达3%。需要支持就业市场，但也要让 通胀率回归2% 。
克里斯托弗·沃勒	理事	常驻票委	2025/11/24	重申 12月降息立场 。他称担忧集中在劳动力市场，这天乎美联储双重使命，所以力推下次会议降息。通胀方面，他承认近期通胀有所上升， 但认为后续会下降 ，还指出关税对通胀仅产生一次性影响。
米歇尔·鲍曼	理事	常驻票委	2025/10/27	“我认为，只要我们看到劳动力市场和其他经济数据按照我预期的方式发展，那么我们会继续走降低联邦基金利率的道路。”“我仍然认为今年年底前还会有 两次降息 。”
丽莎·库克	理事	常驻票委	2025/11/04	支持近期的降息决定，愿意考虑进一步降息，但还没有就12月降息与否做决定 。对于未来的政策走向，库克表示她将继续坚持“ 依赖数据 ”的立场。
斯蒂芬·米兰	理事	常驻票委	2025/12/02	由于美联储过高的利率目标，导致就业市场恶化，他建议加大降息力度以支持经济。
苏珊·柯林斯	波士顿联储主席	常驻票委	2025/11/21	认为当前政策仅具有温和限制性，并表示通胀存在上行风险。保持具有温和限制性的利率水平将有助于确保通胀持续回落。对于 进一步降息，确实认为有理由犹豫不决 。
奥斯坦·古尔斯比	芝加哥联储主席	常驻票委	2025/11/21	短期内降息过多，且政府停摆导致官方经济数据缺失问题，使其 对继续降息感到不安 ，不排除12月投反对票。美联储的角色应该是在这些不确定条件下引导货币政策的“ 稳定之手 ”。
杰弗里·施密德	堪萨斯联储主席	常驻票委	2025/11/14	进一步降息可能会造成持久的通胀效应 。金融市场和实体经济并没有体现出紧缩的货币政策应有的效果。对12月降息持不确定态度，称政策处于“ 应有位置 ”。
阿尔贝托·穆萨勒姆	圣路易斯联储主席	常驻票委	2025/11/10	继续降息的空间有限 。保持谨慎行动的态度具有重要意义。实际联邦基金利率已经在过去一年下降250个基点。继续侧重于 压低通胀具有重要意义 。高通胀正严重冲击中低收入家庭，重申美联储必须坚持控通胀目标，将通胀率降至2%。

【宏观】美联储主席候选人

- ◆ **核心角逐在沃勒和哈塞特之间。**对特朗普而言，二者是“最适合”与“最听话”之间的比较。目前市场概率显示哈塞特领跑，但特朗普对贝森特高度信任，建议关注呵护美联储独立性的贝森特主导面试可能带来的预期差。若沃勒或最终胜出，且可能触发“美联储失去独立性”的反转交易：利多整体美元资产、利空黄金，市场或削减对明年的降息预期。若哈塞特胜出，我们预计会触发市场面对“美联储失去独立性”的“肌肉记忆”：利空整体美元资产、利多黄金，市场或上调对明年的降息预期。

姓名	职位	发言时间	最新言论内容	观点汇总
克里斯托弗·沃勒	现任美联储理事	2025-10-16	他表示民间部门数据持续反映劳动力市场疲软；目前通胀率估计在2.5%左右，似乎没有什么迹象表明通胀会大幅上升。 他主张维持每次25个基点的谨慎降息步伐以应对疲软的劳动力市场。	他是今年最先提出恢复降息的美联储理事，警告劳动力市场出现疲软迹象，而夏季一系列令人失望的就业报告印证了其判断。 虽然沃勒目前主张特朗普所希望的低利率政策，但他长期倡导央行独立性。 不过，沃勒可能愿意配合美联储内部的一些改革，例如精简机构运作、降低成本。他也支持美联储应避免介入多元化或气候变化等政治性议题。
米歇尔·鲍曼	现任美联储理事	2025-10-14	“我认为，只要我们看到劳动力市场和其他经济数据按照我预期的方式发展，那么我们会继续走降低联邦基金利率的道路。” “我仍然认为今年年底前还会有两次降息。”	自6月出任监管副主席以来，鲍曼主导放宽大型银行的关键资本规划，并支持撤销要求银行披露气候风险管理的监管标准。 她也是今年最早支持降息的官员之一，7月，她与沃勒共同对维持利率不变的多数决定提出异议。
凯文·沃什	前美联储理事			离开美联储后，沃什多次公开批评美联储，最近更呼吁“体制变革”。他在7月接受采访时表示：“这需要打破一些旧框架，因为他们现在的做法已经行不通了。” 沃什特别批评美联储资产负债表的扩张，他主张应通过大幅缩表来为降息创造更多空间。他今年由长久以来的通胀鹰派转向鸽派，目前对低利率的开放态度。
凯文·哈塞特	白宫国家经济委员会主任			哈塞特与特朗普在美联储事务上的立场高度一致。今年早些时候，当美联储连续数月维持利率不变时， 哈塞特呼应了特朗普对鲍威尔的批评，指责美联储在降息方面“行动落后”。 他还表示，美联储自身的做法让其独立性与公信力陷入危险。
里克·里德尔	贝莱德（BlackRock Inc.）高管	2025-10-25	“总体而言，今天的通胀数据令人鼓舞。虽然还高于美联储2%的通胀目标。但我们认为，整体通胀趋势在未来一年可以继续缓和，正如通胀盈亏平衡点最近所显示的， 这将允许美联储维持降息倾向。 ”	在9月接受采访时，里德尔表示，美联储应当选择更大幅度的降息，即一次性下调50个基点，而非25个基点。 他还强调，美联储独立性至关重要，因为投资者需要对美元、债务及融资体系保持信心，但同时补充说，央行应当更加创新。

【核心图表】美国经济：政府重新开门，关注关门期间对经济冲击

◆ 就业：权威下降。11月ADP超预期；通胀：等待数据；

◆ 经济：预期上修。PMI有所回落，10月地产销售微升；

增量的贡献（2024年对实际GDP同比贡献率）		指标名称	单位	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12
		GDP:不变价:同比	%							1.99		1.99			2.53
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	52.20	52.50	52.00	53.00	49.80	52.90	52.00	50.20	50.20	52.70	51.20	49.40
		全部制造业:新增订单:当月同比	%			3.55	3.74	1.64	5.59	9.70	0.71	4.92	2.97	3.28	-0.87
		成屋+新建住房销售	万套		410	405	480	467.4	458.6	466.3	470.5	469	494.4	474.4	500.3
就业		新增非农就业人数	万人			11.90	2.20	7.30	14.70	13.90	17.70	22.80	15.10	14.30	25.60
		失业率（色阶相反）	%			4.40	4.30	4.20	4.10	4.20	4.20	4.20	4.10	4.00	4.10
		非农职位空缺数	万人		767	765.8	722.7	720.8	735.7	771.2	739.5	720	748	776.2	750.8
通胀		CPI:当月同比	%			3.00	2.90	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00	2.90
		核心CPI:当月同比	%			3.00	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	3.30	3.20
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%			5.68	3.49	4.43	4.12	3.16	5.19	4.76	-0.14	4.42	4.63
		Markit服务业PMI	%	54.10	54.80	54.20	54.50	55.70	52.90	53.70	50.80	54.40	51.00	52.90	56.80
		个人可支配收入:同比	%			4.79	4.78	4.53	4.30	4.17	4.92	4.41	4.19	3.78	4.61
		个人消费支出:同比	%			4.99	5.43	5.18	4.79	4.66	5.20	5.47	5.70	5.69	5.80
财政	20.3%	财政收入:同比	%		23.75	3.16	12.32	2.46	12.91	14.70	9.53	10.71	9.33	7.54	5.85
		财政支出:同比	%		17.89	-22.61	0.36	9.67	-7.03	2.40	4.43	-7.12	6.35	28.58	-3.14
净出口	-13.9%	出口金额:同比	%				1.85	3.45	4.21	5.16	9.08	5.81	4.61	4.37	2.55
		进口金额:同比	%				-1.89	2.58	-1.03	3.20	3.34	26.36	19.72	23.04	12.25

美国
经济
热力
图

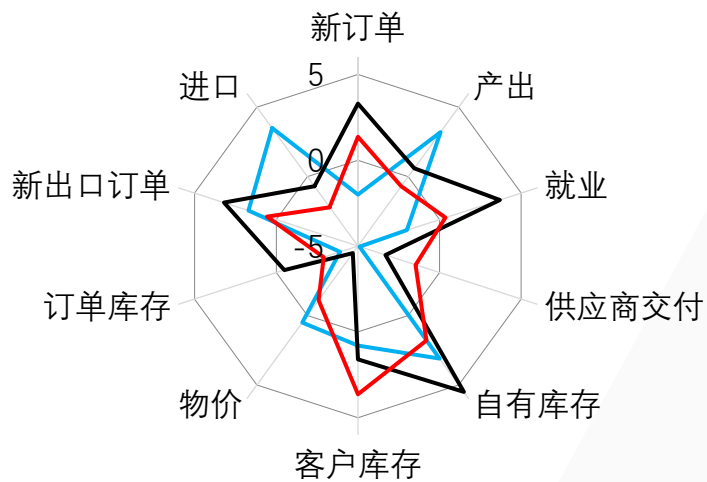
【经济】美国11月PMI

◆ **制造业：** 新订单、就业、交付负贡献； 物价、产出正贡献

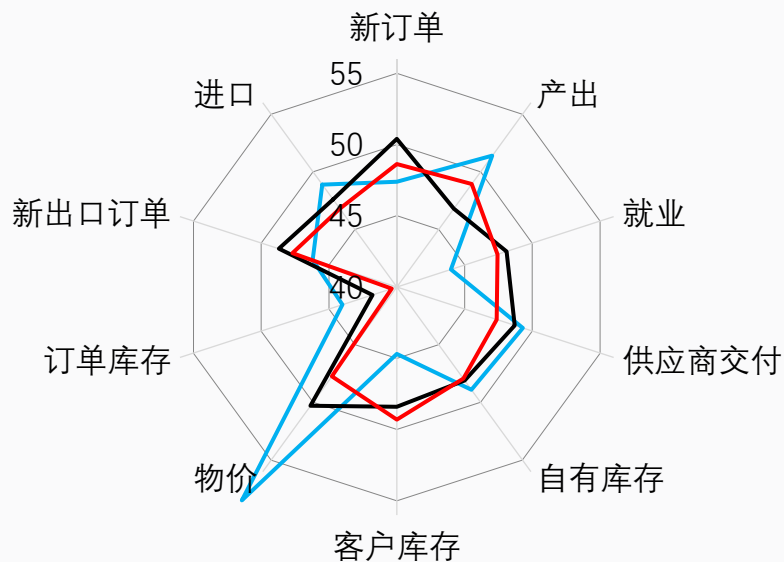
◆ **服务业：** 物价正贡献； 就业、进口负贡献。

制造业PMI

— 2025-11 — 2024-11 — 近三年环比

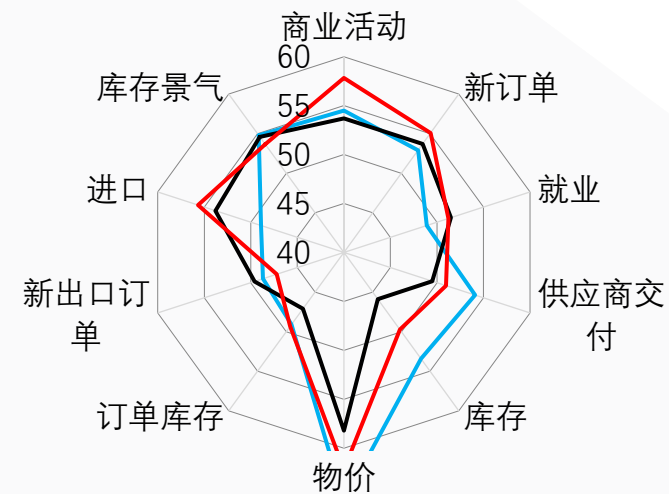


— 2025-11 — 2024-11 — 近三年均值



非制造业PMI

— 2025-11 — 2024-11 — 近三年均值



◆ 经济结构分化：11月进出口回升；10月工作日减少拖累10月数据，11月有望小幅回升。12月政治局会议显示政策预期回摆。

增量的贡献（2024年对实际GDP 同比贡献率）		指标名称	单位	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12
		GDP:不变价:当季同比	%			4.8		5.2		5.4		5.4			5.4
净出口	30.3%	出口金额:累计同比	%			6.1	5.8	6.1	5.9	6.0	6.3	5.7	2.2	6.0	5.8
		进口金额:累计同比	%	5.4	5.3	-1.1	-2.2	-2.7	-3.8	-4.8	-5.2	-7.0	-8.4	-16.4	1.1
投资	25.2%	固投:累计同比	%	-0.6	-0.9	-0.5	0.5	1.6	2.8	3.7	4.0	4.2	4.1		3.2
		地产投资:累计同比	%		-1.7	-13.9	-12.9	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8		-10.6
		制造业投资:累计同比	%		-14.7	4.0	5.1	6.2	7.5	8.5	8.8	9.1	9.0		9.2
		基建投资:累计同比	%		2.7	3.3	5.4	7.3	8.9	10.4	10.9	11.5	10.0		9.2
		制造业PMI	%		1.51	49.8	49.4	49.3	49.7	49.5	49	50.5	50.2	49.1	50.1
消费	44.5%	社会零售:累计同比	%	49.2	49	4.5	4.6	4.8	5	5	4.7	4.6	4		3.5
		服务业PMI	%		4.3	50.1	50.5	50	50.1	50.2	50.1	50.3	50	50.3	52
		城镇调查失业率（色阶相反）	%	49.5	50.2	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1
通胀		CPI:当月同比	%		5.1	-0.3	-0.4	0	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.7	0.5	0.1
金融		社会融资规模存量:同比	%	0.7	0.2	8.7	8.8	9	8.9	8.7	8.7	8.4	8.2	8	8
		金融机构:各项贷款余额:同比	%		8.5	6.6	6.8	6.9	7.1	7.1	7.2	7.4	7.3	7.5	7.6
财政		财政收入:累计同比	%		6.5	0.5	0.3	0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-1.1	-1.6		1.3
		财政支出:累计同比	%		0.8	3.1	3.1	3.4	3.4	4.2	4.6	4.2	3.4		3.6

中国经济热力图

【宏观】：11月出口回升

- ◆ 转口特征延续：美国出口-28.58%，前值-25.17%，东盟、印度、南非分别8.17%、7.97%、5.4%，前值分别为10.96%、14.3%、23.3%；分项普遍回落，稀土、机电产品、汽车仍有韧性；
- ◆ 市场对于出口呈现一致乐观预期，若意外下修则关注冲击风险。

								出口商品数量累计同比		2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
发达国家 和地区	美国	33789	-28.58	-18.9	11.30%	-1.1	-0.11%	农产品	农产品 (*)	1.2	1.1	1.4	1	1.8	1.8
		47147	14.83	8.1	14.88%	0.6	-0.06%		水产品	8.4	9.1	10.4	10	11.5	11.9
		14713	4.30	3.4	4.22%	0.1	0.02%		粮食	35.7	33.6	37.2	32.2	36.6	38.5
		3933	4.75	3.6	1.29%	0.1	-0.01%		肥料	46.4	48.3	45.4	41.7	45.7	35.9
		12433	1.92	-1.3	3.83%	0.3	-0.01%	劳动密集型	塑料制品 (*)	-1.2	-1	0	-0.5	-0.6	-1.3
新兴市场 国家出口	东盟	58090	8.17	13.7	17.54%	-0.6	0.00%		箱包及类似容器	1.9	1.9	3.3	3.5	4.5	5.2
		11063	7.97	11.9	3.60%	-0.4	-0.03%		纺织纱线、织物及其制品 (*)	0.9	0.9	2.1	1.6	1.6	1.8
		6385	12.46	-1.6	1.92%	1.4	0.00%		服装及衣着附件 (*)	-4.4	-3.8	-2.5	-1.7	-0.3	-0.2
		9546	-4.90	-11.9	2.68%	0.7	0.02%		鞋靴	-1.3	-1.7	-1.2	-1.4	-0.7	-0.3
		1912	5.43	5	0.61%	0	0.00%	制造业+机电	玩具 (*)	-12.1	-10.8	-8.3	-5.2	-2.3	-2.1
	欧洲	47147	14.83	8.1	14.88%	0.6	-0.06%		船舶	17.8	20.5	23.5	24.4	22.7	27.5
		14713	4.30	3.4	4.22%	0.1	0.02%		通用机械设备 (*)	6.4	6.5	8.3	6.5	6.8	7
		3933	4.75	3.6	1.29%	0.1	-0.01%		机电产品 (*)	8	7.8	8.6	8.1	8.1	8.2
		12433	1.92	-1.3	3.83%	0.3	-0.01%		汽车(包括底盘)	25.7	23.3	21	20.5	19.7	18.6
		58090	8.17	13.7	17.54%	-0.6	0.00%	汽车	手机	-8.1	-8.2	-7.3	-7.2	-6.5	-7
	印度	11063	7.97	11.9	3.60%	-0.4	-0.03%		音视频设备及其零件 (*)	5.6	5.6	5.8	5.5	5.7	5.4
		6385	12.46	-1.6	1.92%	1.4	0.00%		集成电路	18	19.2	20.3	20.8	20	20.6
		9546	-4.90	-11.9	2.68%	0.7	0.02%		液晶平板显示模组	10.8	10.6				
		1912	5.43	5	0.61%	0	0.00%		陶瓷产品	0	-0.1	0.8	1.2	1	1.1
	巴西	47147	14.83	8.1	14.88%	0.6	-0.06%	地产后周期	家用电器	-0.4	-0.3	0.8	1.4	2.2	3.5
		14713	4.30	3.4	4.22%	0.1	0.02%		家具及其零件 (*)	-5.9	-5.6	-4.8	-5.3	-5.6	-6.8
		3933	4.75	3.6	1.29%	0.1	-0.01%		钢材	6.7	6.6	9.2	10	11.4	9.2
		12433	1.92	-1.3	3.83%	0.3	-0.01%		未锻轧铝及铝材	-9.2	-8.6	-8.1	-8.2	-7.9	-8
		58090	8.17	13.7	17.54%	-0.6	0.00%	贱金属	中药材及中式成药	2.3	1.8	1.3	-0.3	-0.8	-1.1
	俄罗斯	11063	7.97	11.9	3.60%	-0.4	-0.03%		稀土	11.7	10.5	12.6	14.5	13.3	11.9
		6385	12.46	-1.6	1.92%	1.4	0.00%		成品油	-3.2	-3.3	-4.9	-5.4	-7.3	-9.7
		9546	-4.90	-11.9	2.68%	0.7	0.02%		高新技术产品 (*)	6.6	6.5	7.1	6.4	6	6.4
		1912	5.43	5	0.61%	0	0.00%		医疗仪器及器械 (*)	6.5	6.1	7	6.7	6.8	5.9
	南非	47147	14.83	8.1	14.88%	0.6	-0.06%	其他							
		14713	4.30	3.4	4.22%	0.1	0.02%								
		3933	4.75	3.6	1.29%	0.1	-0.01%								
		12433	1.92	-1.3	3.83%	0.3	-0.01%								
		58090	8.17	13.7	17.54%	-0.6	0.00%								

12月政治局对2026年的任务部署变化

2025年九大任务部署
(1)【内需】要 大力提振 消费、提高投资效益， 全方位扩大 国内需求；
(2)【科技/产业】要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系；
(3)【改革】要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效；
(4)【开放】要扩大高水平对外开放， 稳外贸、稳外资 ；
(5)【防风险】要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线；
(6)【城乡】要持续巩固拓展脱贫攻坚成果，统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展；
(7)【区域】要加大区域战略实施力度， 增强区域发展活力 ；
(8)【绿色】要协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型。
(9)【民生】要 加大 保障和改善民生 力度 ，增强人民群众获得感幸福感安全感。

2026年八大任务部署	
(1)【内需】要坚持 内需主导 ，建设强大国内市场；	
(2)【科技/产业】坚持创新驱动， 加紧 培育壮大新动能；	
(3)【改革】坚持改革攻坚，增强高质量发展动力活力；	
(4)【开放】坚持对外开放，推动多领域合作共赢；	
(5)【城乡】坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动；	合并 城乡区域
(6)【绿色】坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型；	
(7)【民生】坚持 民生为大 ，努力为人民 多办实事 ；	提升1位
(8)【防风险】坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。	降至最后

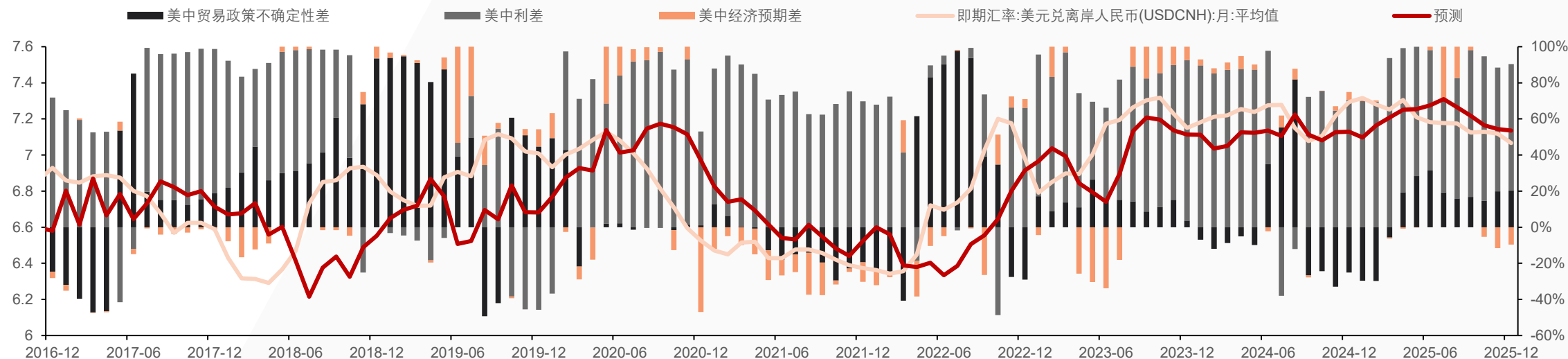
【国内】政治局会议+中央经济工作会议

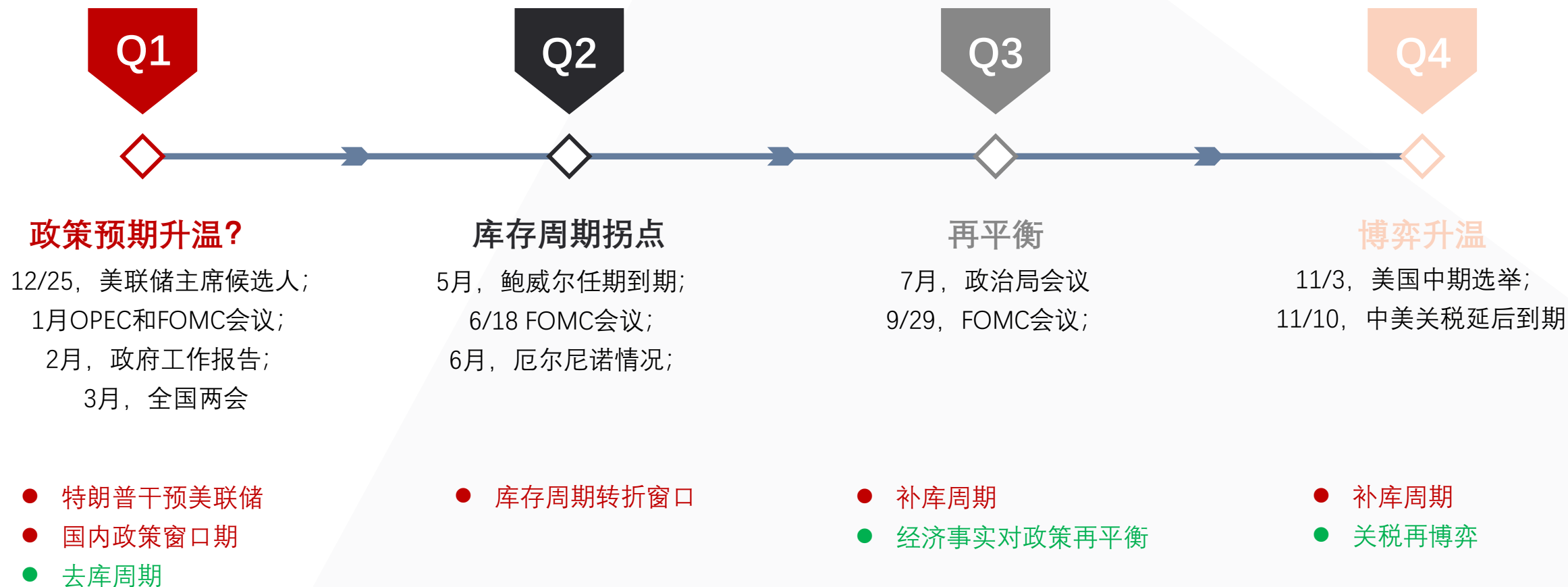
对比维度	2025 年 7 月 30 日政治局会议	2025年12月8日政治局会议
对经济形势的判断	我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，中国特色社会主义制度优势、超大规模市场优势、完整产业体系优势、丰富人才资源优势更加彰显。 我国经济运行稳中有进，高质量发展取得新成效。主要经济指标表现良好，新质生产力积极发展，改革开放不断深化，重点领域风险有力有效防范化解，民生兜底保障进一步加强，我国经济展现强大活力和韧性。	我国经济运行总体平稳、稳中有进，新质生产力稳步发展，改革开放迈出新步伐，重点领域风险化解取得积极进展，民生保障更加有力，社会大局保持稳定。过去5年，我们有效应对各种冲击挑战，我国经济、科技、国防等硬实力和文化、制度、外交等软实力明显提升，“十四五”即将圆满收官，第二个百年奋斗目标新征程实现良好开局。
经济工作总体要求	当前我国经济运行依然面临不少风险挑战，要正确把握形势，增强忧患意识，坚持底线思维，用好发展机遇、潜力和优势，巩固拓展经济回升向好势头。 做好下半年经济工作，要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有力促进国内国际双循环，努力完成全年经济社会发展目标任务，实现“十四五”圆满收官。	做好明年经济工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻党的二十大和二十届历次全会精神，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，坚持稳中求进工作总基调，更好统筹国内经济工作和国际经贸斗争，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，增强政策前瞻性针对性协同性，持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，因地制宜发展新质生产力，纵深推进全国统一大市场建设，持续防范化解重点领域风险，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，保持社会和谐稳定，实现“十五五”良好开局。
宏观政策基调	宏观政策要持续发力、适时加力。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。兜牢基层“三保”底线。货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行。用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。支持经济大省发挥挑大梁作用。强化宏观政策取向一致性。	明年经济工作要坚持稳中求进、提质增效，继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，切实提升宏观经济治理效能。
消费和投资	要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。尽快清理消费领域限制性措施，设立服务消费与养老再贷款。加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。	要坚持内需主导，建设强大国内市场；坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能；
风险防范重点	要持续用力防范化解重点领域风险。继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。持续稳定和活跃资本市场。	坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。
民生保障	要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本盘。	坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动；坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型；坚持民生为大，努力为群众多办实事；编制好国家和地方“十五五”规划及专项规划。做好岁末年初重要民生商品保供工作，关心困难群众生产生活，解决好拖欠企业账款和农民工工资问题，兜牢民生底线。以时时放心不下的责任感抓好安全生产，坚决防范遏制重特大事故发生。
对外贸易	对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。健全分层分类的社会救助体系。加强农业生产，稳定粮食等重要农产品价格。巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。持续抓好安全生产和防灾减灾等各项工作。	坚持改革攻坚，增强高质量发展动力活力；坚持对外开放，推动多领域合作共赢；
统一大市场建设	培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业。持续用力推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的“科技板”，加快实施“人工智能+”行动。大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序。 加快全国统一大市场建设，扎实开展规范涉企执法专项行动。加大服务业开放试点政策力度，加强对企业“走出去”的服务。同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸凌行径。	--

【总体观点】人民币震荡偏强逻辑

- ◆ **现状：1)经济预期差(chā)中性：**中国 11 月 CPI 同比 上涨约 0.7%、核心 CPI 约 1.2%，显示消费价格温和回升；PPI 虽仍下行，但外需支撑明显——11 月出口同比 增长约 5.9%、进口增速约 1.9%，贸易顺差创高。美国方面，美联储最新预测显示经济仍温和增长、通胀将逐步降向目标、失业率保持稳定，反映对美国基本面“稳中偏韧”的预期；**2)中美利差(chā)利好人民币：**美联储如预期降息 25 bp 至 3.50%–3.75%，但长期美债收益率仍较高，中国政策利率稳定，利差收窄；**3)贸易政策不确定性中性：**全球贸易仍面临关税及其他贸易措施的多方影响，但目前并无新的大范围贸易冲突爆发或实质性升级。
- ◆ **策略：**预计美元兑人民币维持 7.05–7.10 区间震荡。美元受降息与流动性预期压制，但美国经济数据稳健预期及政策不明令方向性受限；若美国核心数据显著弱于预期或中国外需继续改善，人民币短线上行概率加大，但短期内突破7.0的概率较小。

人民币汇率拟合模型



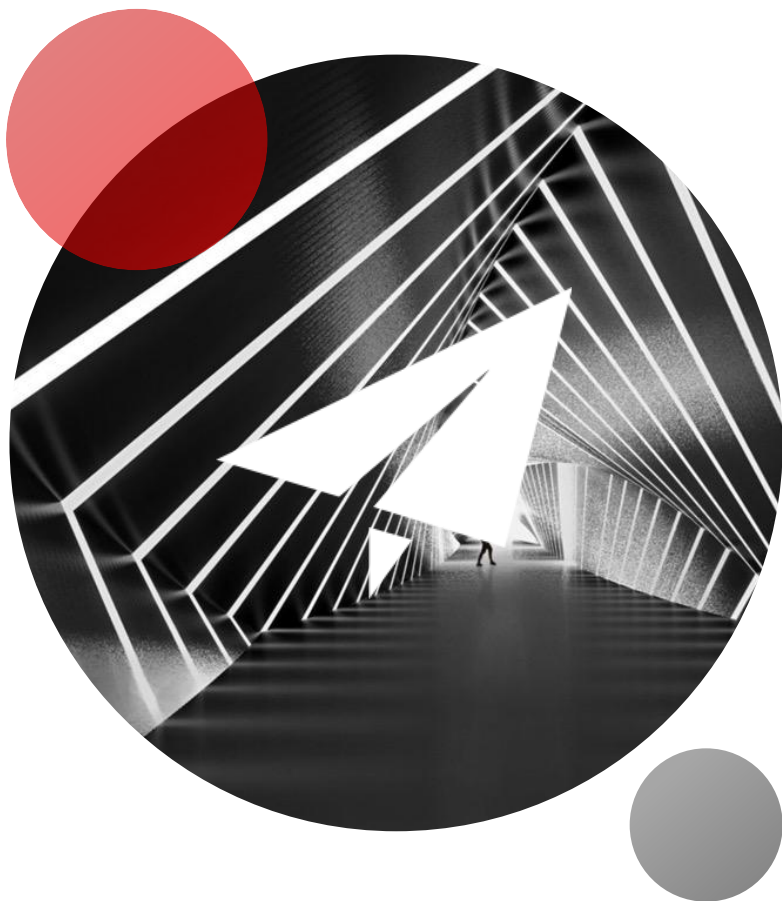


本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。



THANKS



华泰期货期赢通
APP



华泰期货研究院

公司总部：广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元

全国热线：400-628-0888

网址：www.htfc.com