

通胀担忧重燃 美联储降息前景生变

北京时间12月19日凌晨，美国联邦储备委员会结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间下调25个基点到4.25%至4.50%之间，并预计2025年降息幅度或收窄至50个基点。这是美联储今年9月以来连续第三次降息。

机构人士表示，从美联储此次利率决议声明、点阵图以及美联储主席鲍威尔的新闻发布会表态来看，从现在开始，美联储将在降息决策上比之前更加谨慎，下一次议息会议或宣布暂停降息。从大类资产配置角度看，美股短期调整的压力加大，波动性加强；黄金也可能阶段性承压，但仍具配置价值。

● 本报记者 周璐璐



视觉中国图片 数据来源/美联储 制表/周璐璐

美联储声明显示，此次会议上有联邦公开市场委员会成员明确投出反对票。机构人士称，美联储此次“鹰派”降息传递出对未来货币政策决策的谨慎信号。

美联储在当天发表的声明中表示，实现就业和通胀目标的风险大致处于平衡状态，但美国经济前景仍不确定。在评估适当的货币政策立场时，美联储决策机构联邦公开市场委

根据美联储发布的前景预期，19名联邦公开市场委员会成员中有10人认为，到2025年底联邦基金利率目标区间将降至3.75%到4%之间。以每次降息25个基点计算，美联储2025年或仅降息两次，与今年9月预计的四次降息有较大程度放缓。

各大机构在其最新的观点中也纷纷下调了对美联储明年降息的预期。

美联储12月利率决议公布后，海外金融市场出现明显波动，美股、黄金出现明显跳水行情，美元和美债收益率走高。

对此，国盛证券首席经济学家熊园认为，考虑到美联储2025年完全不降息的可能性很低，目前市场的降

息预期已经接近触底。若后续美国经济和通胀数据的表现并未明显超预期，反而存在降息预期上调的可能性，因此本轮资产价格调整的时间和幅度或有限。

美联储降息预期生变，大类资产配置逻辑如何演绎？

海通证券宏观首席分析师梁中华表示，美联储将仔细评估未来的数据、不断变化的前景和风险平衡，增加了“程度和时机”的表态，也就意味着美联储后续降息节奏或放缓，或按下暂停键。

“2025年美联储可能仍有2-3次的降息空间。”钟正生认为，在美国经济温和下行的背景下，美国通胀的基准情形保持相对稳定。随着时间推移，美联储中性利率可能

仍在3%附近，美联储维持3.5%以上的利率仍是合适的。若美国就业市场意外降温，也可能触发美联储降息。

工银国际首席经济学家程实预计，2025年美联储降息幅度在50个-75个基点，即降息2-3次，进一步降息的节奏将取决于美国经济数据的表现与美联储的政策评估结果。考虑到一系列综合因素，若美国经济数据没有显示劳动力市场的急剧恶化，

在降息决策上比之前更加谨慎。

东吴证券首席经济学家芦哲表示，在谨慎的背后，美联储开始为美国移民、关税、减税政策给通胀带来的上行风险做评估。

广发证券资深宏观分析师陈嘉荔表示，美联储的货币政策决策仍然遵循数据依赖法则，短期通胀数据变化以及后续关税、移民政策对决策结果影响较大。

对于美联储2025年货币政策的

具体路径，崔嵘判断，美联储大概率将在下次议息会议上宣布暂停降息并观察，或需等到3月的会议才能给出较为清晰的指引。

芦哲预计，2025年美联储货币政策或先松后紧，3月、6月各有25个基点的降息，警惕2025年下半年不降息风险。

崔嵘表示，短期来看，在美联储指引不清晰的情况下，美股市场乐观的“假日交易”情绪或告一段落，波动性将有所上升。

从配置角度上，芦哲判断，当前10年期美债以及已有一定程度回调的黄金具有较高的配置性价比。

“美联储对2025年美国通胀有明显的担忧。”中信证券海外研究首席分析师崔嵘表示，在通胀问题上，鲍威尔较多回顾已经取得的通胀进展，表示可能还需要一两年的时间才能达到2%的通胀目标，显示其对通胀展望的信心不足，并罕见地表示其他国家也面临通胀问题。美联储2%通胀目标的实现时间节点或从2026年推迟到2027年。

2025年1月美联储暂停降息是有可能的。

对于美联储2025年货币政策的

具体路径，崔嵘判断，美联储大概率将在下次议息会议上宣布暂停降息并观察，或需等到3月的会议才能给出较为清晰的指引。

崔嵘表示，短期来看，在美联储指引不清晰的情况下，美股市场乐观的“假日交易”情绪或告一段落，波动性将有所上升。

从配置角度上，芦哲判断，当前10年期美债以及已有一定程度回调的黄金具有较高的配置性价比。

山西证券党委书记、董事长侯巍：锚定一流投行建设目标 坚定走差异化高质量发展之路

● 本报记者 赵中昊

山西有故事，山水皆文章。表里山河，人文蔚起，八百里三晋大地，积淀了深厚而丰富的历史文化底蕴。作为山西省内唯一的国有控股上市券商，山西证券传承晋商文化中“诚信为本、信义为先”的经营哲学，形成“诚信、稳健、规范、创新、高效”的经营理念 and “以义制利、协作包容、追求卓越”的核心价值观，打造了独具特色的证券公司文化。

“未来，山西证券将聚焦功能性作用发挥，围绕建设一流投资银行的目标，坚定走好差异化高质量发展之路。”山西证券党委书记、董事长侯巍近日在接受中国证券报记者专访时表示，党的二十届三中全会绘就了新时代新征程全面深化改革的宏伟蓝图。作为地方性金融机构和上市证券公司，山西证券将不断深化内部体制机制改革，找准定位，守正创新，以自身差异化高质量发展促进资本市场高质量发展，更好服务实体经济和人民生活。

进一步提高政治站位 全方位推进差异化高质量发展

侯巍表示，党的二十届三中全会提出“深化金融体制改革”“完善金融机构定位和治理，健全服务实体经济的激励约束机制”等一系列重要任务，既对全面深化资本市场改革提出了新要求，也为资本市场创造了新的发展机遇。

“山西证券将进一步提高政治站位，坚持金融工作的政治性和人民性，把促进资本市场高质量发展、更好服务实体经济和人民生活作为使命任务。”侯巍表示，公司将聚焦功能发挥，锚定国家和地方重大发展战略、重点产业领域，以做好“五篇文章”、培育发展新质生产力、构建现代化产业体系等为服务方向，充分发挥资本市场价值发现、资源配置、促进创新资本形成以及财富管理等功能作用，增强综合金融服务优势，全方位推进自身差异化高质量发展，为建设金融强国贡献力量。

在侯巍看来，金融高质量发展离不开文化的有力支撑和丰厚滋养。培育和践行中国特色金融文化，是金融服务实体经济的必然要求。一直以来，山西证券坚持以党建引领金融文化建设，把诚信作为立司之本，同时从晋商“诚信为本、信义为先”的经营哲学中汲取营养和智慧，接续形成“诚信、稳健、规范、创新、高效”的经营理念 and “以义制利、协作包容、追求卓越”的核心价值观，打造了独具特色的证券公司文化。公司以弘扬和培育行业文化为核心，以保护投资者合法权益为出发点，坚持法治与德治并重、奖优与惩劣并举、近期和长远并行，持续优化健全制度体系，强化员工职业道德建设，积极履行社会责任。“五要五不”中国特色金融文化、行业文化和公司核心价值观，正在全体干部员工中形成高度的思想共识和行动自觉，成为公司全方位推进差异化高质量发展生生不息的源泉动力。

新时代新征程，公司将深入践行“五要五不”中国特色金融文化，厚植金融为民情怀，坚持营利服从功能发挥，把服务实体经济、保障投资者利益摆在更加突出位置，稳健审慎、守正创新，完善公司治理体系，全面加强风险管理，为公司可持续健康快速发展蓄能加力。

矢志服务实体经济 全面融入国家和山西发展大局

“公司始终把服务实体经济和人民生活作为壮大自身综合实力、打造核心竞争力的根本路径。”侯巍表示，近年来，公司牢记金融初心使命，全面融入国家战略和山西转型发展大局，构建了培训、股改、挂牌上市、并购重组、咨询服务、投融资等全链条服务机制，为高质量发展和现代化建设贡献力量。在山西省内，公司服务了90%以上的省属国企、大多数新三板企业和四板企业，近年来帮助省内企业直接融资超过1300亿元，公司债券承销金额连续四年在省内券商中排名首位。

公司深度服务山西国企改革，推进了一批具有广泛市场影响力的标杆项目，提升了区域影响力，打出了全国知名度。通过自有资金、产业基金、创投基金等累计滚动投资省内各类企业近46亿元，引导社会资本服务实体经济，孵化出一大批优质企业。

侯巍介绍，山西证券立足山西，结合中小企业实际需求，成立了专门工作

团队，构建了以总部专业服务为支撑、分支机构为触角、覆盖省内11个地市的中小企业服务体系。

公司加强“投资+投行+研究”共建与联动，聚焦科技金融服务新质生产力培育。子公司山证投资在省内投资了国润储能、太原市京丰铁路电器器材、向明智控等一批科技型企业；在省外发起设立扬州山证启航基金、安徽芯屏基金、山东新引擎基金等多只市场化投资基金，形成较为丰富的基金产品矩阵，助力企业成长，服务新质生产力发展。

据侯巍介绍，公司近年来经营业绩保持了较好韧性，驱动因素主要来源于持续的业务聚焦和差异化转型。今年上半年，公司传统业务稳步发展，优势业务稳中有升。在财富管理方面，公司加快产品化、机构化和数字化转型，上半年代销金融产品业务同比增长51.9%，债券经纪业务规模同比增长95.30%。在资产管理方面，公司聚焦多资产配置业务转型，持续优化产品体系和销售体系，管理规模稳步提升。在投资银行方面，公司聚焦企业并购重组和债券融资业务，公司债券承销规模位列山西省券商首位。

侯巍表示，山西证券以高质量发展为首要任务，持续推进差异化发展战略，推动基础业务转型升级，大力培育业务新动能。未来，公司将坚持以客户为中心，聚焦个人、机构和企业三大类客群需求，打造专业化、综合化、平台化服务体系，以客户视角重构协同，提升高质量发展核心竞争力。

加强党的全面领导 全力推动全面风险管理体系建设

举一纲而万目张。中央金融工作会议提出，“坚持党中央对金融工作的集中统一领导”。侯巍表示，公司始终坚持和加强党的全面领导，明确党委研究“三重一大”事项清单、前置研究重大经营管理事项清单，把党的领导融入公司治理、经营管理全过程，把党的政治优势、制度优势转化为公司治理效能。公司全面加强基层党组织建设，打造“山证先锋”党建品牌，充分发挥党支部战斗堡垒作用。坚持党管干部和市场化选用人才相结合，不断加强干部人才队伍建设。纵深推进全面从严治党，持之以恒正风肃纪，深入开展党纪学习教育，推动全体干部员工进一步增强纪律意识、提高免疫力，以高质量党建引领高质量发展。公司党委被评为山西省先进基层党组织，公司团委荣获共青团中央授予的“全国五四红旗团委”荣誉称号。

侯巍表示，新“国九条”和资本市场“1+N”系列政策，贯穿其中的主线就是强监管、防风险、推动资本市场高质量发展。山西证券坚持审慎稳健的经营理念，持续推进全面风险管理工作。每一年度，公司结合业务发展战略、市场环境、监管变化和实际风险状况制定集团化的风险指标体系，覆盖各类风险、各业务条线、各层级子公司。在“两强两严”监管背景下，公司高频次全面开展风险排查，制定负面清单及黑名单，明确业务边界与风险底线，提升整体风险管控能力和基础管理水平，实现对风险的早识别、早预警、早暴露、早处置。

同时，公司大力推进风险管理数字化转型，构建了全面、科学、灵活的压力测试体系以及一线实时监测与总部非现场监测相结合的多层次风险监测体系，打造了一支专业过硬的风险管理队伍，实现高质量发展与高水平安全良性互动。

“公司以‘五要五不’中国特色金融文化为指引，深入践行‘合规、诚信、专业、稳健’行业文化理念，并将其融入公司合规文化。”侯巍表示，今年以来，公司先后组织开展多项专题培训，不断增强员工廉洁从业、规范执业意识，促进合规展业。公司党委承担廉洁文化建设和廉洁从业风险防控主体责任，董事会制定廉洁从业管理目标，监事会对履职情况进行监督，形成纪检专责监督、合规、风控、审计、纪检全方位形成合力的监督体系。

侯巍表示，未来，公司将聚焦差异化发展路径，坚持以高质量发展为首要任务，坚定服务实体经济和财富管理转型方向，优化业务结构，形成内外一体化、产品多元化、服务综合化的联动格局，全方位推动差异化高质量发展，努力实现区域综合实力领先、全国有差异化竞争优势的战略目标。

全球降息风不止 中国资产配置价值凸显

● 本报记者 胡雨

继瑞士、加拿大等国央行上周继续降息后，日前美联储也公布最新利率决议，如期降息25个基点。但相较于此前较为汹涌的全球降息潮，经历明显宽松后，市场普遍预计，不少央行将在明年放缓降息步伐。

对中国资产而言，业内人士认为，外围宽松环境延续叠加国内强有力政策持续释放，使得其明年配置价值仍然获得看好，A股及港股中的红利、电子、互联网等细分领域值得关注。

流动性环境维持宽松

北京时间12月19日凌晨，美联储公布最新利率决议，如期降息25个基点。不过，从美联储主席鲍威尔的表态看，美联储此次堪称“鹰派”降息，释放出倾向于明年更少降息的信号，并引发美股明显调整。

从2024年3月瑞士打响海外主要发达经济体降息“第一枪”以来，瑞典、加拿大、英国、欧盟、美国、新西兰等多个经济体陆续加入降息行列，新一轮全球降息潮为权益市场走强

提供了重要的流动性支撑。不过，与美联储本次降息声明相似，随着利率不断下行以及国内通胀持续降温，近期多个经济体央行在继续降息的同时，也释放出后续或放缓降息步伐的信号。

以加拿大央行为例，其于北京时间12月11日晚间将政策利率下调50个基点，至此其年内累计降息幅度已达到175个基点。从该国央行发布的声明看，其不再提及“如果经济发展与预测一致，预期进一步降息是合理的”的措辞，这被市场视为可能放慢货币宽松步伐的信号。

展望2025年，外围市场流动性会出现怎样的变化？对此，中航证券首席经济学家董忠云判断，美国国内诸如对内减税、对外加征关税等政策如果落地，可能引发美国二次通胀，对2025年美联储降息节奏和幅度的扰动可能较大，美联储大概率将在后续政策讨论中计入这一风险。“后续外部流动性环境依然维持宽松，但宽松幅度边际减弱且不确定性提升。”

结合对全球经济景气度下行趋势、朱格拉周期下行趋势以及主动去库存周期的判断，国金证券首席策略分析师张弛认为，至少到2025年上

半年，海外流动性向好的环境仍然可以延续。

科技、内需仍是中期主线

如果说海外流动性宽松延续为中国资产提供了积极的外部环境，那么国内政策端的强劲发力以及A股市场相对较低的估值，则有望成为市场资金进一步加大配置中国资产的动力。

“12月政治局会议和中央经济工作会议对于2025年经济工作的安排，出现了多个历史上的首次表述和罕见表述，如‘加强超常规逆周期调节’‘适度宽松的货币政策’等，体现了中央对于明年做好经济工作的紧迫感和坚定决心。”在董忠云看来，2025年万得全A中枢有望进一步提升。

随着“政策底”“市场底”陆续出现，A股“盈利底”何时出现成为投资者下一步关注的重点。张弛表示，预计2025年全A盈利增速约为7.2%，全年估值扩张空间大约19%，这意味A股市场2025年或有26%的上涨空间。总体上，张弛对后市行情并不悲观，但预计真正的发力点将在2025年下半年。

立足当下，A股市场哪些行业板块更值得提前布局？对此，董忠云认为，短期看，降准降息有望较快落地，红利板块性价比将有所提升；中期看，内需板块有望成为未来市场的主线之一，以科技创新引领新质生产力发展也是2025年重要任务，当下由人工智能引领的新一轮科技浪潮正持续升温，建议关注人工智能+、半导体、量子信息技术等相关领域的投资机会。

张弛判断，2025年上半年A股市场或以主题投资为主，“春季躁动”期间，电子、计算机、机械、军工相对比较占优，其中机械板块主要关注机器人相关投资主题；2025年二季度投资机遇主要集中在三个方向：黄金及黄金股、创新药和内循环主题。

相对而言更加受益于美联储降息的港股市场，后市投资价值同样得到重视。平安证券首席策略分析师魏伟建议关注三条主线：一是供给出清后需求再度回升且盈利趋势平稳的互联网板块；二是政策支持和产业转型方向，如中端制造业出海等；三是红利板块，如明年财政政策发力，红利板块中的大金融板块投资机会或更突出。