

2025年中国经济展望

全力稳增长

中国将优先项转向提振经济，2025年或维持5%增长目标，以传递稳增长信心。政策重点是稳定房市股市，大力提振消费，促进科技创新与新质生产力发展。宏观政策将更加宽松，广义财政赤字率将高位上升，准备金率与政策利率将进一步下降，货币流动性将非常宽松，信贷增速可能企稳。中国经济将延续复苏势头，资本市场更加活跃，地产跌势趋缓，消费温和回升，企业盈利改善，但复苏可持续性或面临特朗普冲击等挑战，考验经济韧性与政策勇气。

- 中国经济面临特朗普冲击、地产收缩后遗症、通缩压力和结构性问题等挑战。我们估计特朗普对华30%和他国10%关税或降低中国不变价GDP 0.7%，但中国市场反应将比1.0时代更加温和。中国经济仍在消化地产收缩后遗症和推进住房供求再平衡。中国经济面临通缩压力，通缩预期抑制消费需求、增加债务负担和削弱盈利前景。中国经济面临老龄化与少子化、城乡二元结构和市场激励弱化等结构性问题。
- 中国政策转向强宽松。积极财政政策将更有力度，货币政策基调14年来首次从稳健转为适度宽松。政策重点是稳定房市股市，大力提振消费，促进科技创新。政策节奏取决于经济形势变化和特朗普冲击时间。
- 积极财政政策将更有力度。预计公共预算赤字、地方政府专项债额度和中央特别国债规模可能分别从2024年GDP的3.1%、3%和0.8%升至2025年GDP的3.7%、3.2%和1.5%。增量政策重点化解地方财政困境、注资国有大行、稳定房地产、保障民生和延续“以旧换新”补贴。特朗普冲击可能促使中国重视提振消费，但财政大规模对家庭转移支付可能性较低。
- 货币政策将更加宽松。预计降准1个百分点，货币市场利率和LPR分别下调30和20个基点，货币流动性实质充裕。信贷供应扩大，政府和家庭信贷需求回升，但企业信贷需求延续疲弱，预计社融存量和贷款余额增速将分别从2024年末的7.8%和8%升至2025年末的8%和8.1%。汇率政策更加灵活，美国对华30%、对他国10%关税情景下，美元/人民币或从2024年末的7.3升至2025年末的7.50，美国对华60%、对他国20%关税情境下，2025年末美元/人民币可能达到7.80。
- 经济增速前高后低。上半年宽松政策提振内需，抢出口和美欧降息提振外需，GDP增速达到5.1%。下半年宽松政策效应递减，贸易冲突来临，GDP增速降至4.3%-4.7%。GDP增速从2024年的4.9%降至2025年的4.7%和2026年的4%，其中净出口贡献从1.2个百分点降至0.6和-0.4个百分点，消费贡献从2.4个百分点升至2.7和2.8个百分点，投资贡献从1.3个百分点升至1.4和1.6个百分点。
- 通缩压力先降后升。预计CPI增速将从2024年的0.3%升至2025年的0.6%，2026年降至0.4%；PPI延续下跌，预计跌幅将从2024年的2.1%收窄至2025年的0.3%，2026年扩大至0.7%；GDP平减指数增速从2024年的-0.7%升至2025年的0.2%，2026年降至0。
- 货物出口增速前高后低，上半年达到4.5%，因海外降息和关税前抢单提振外需，下半年降至2.2%，因贸易冲突打击贸易。全年货物出口和进口增速分别从2025年的3.3%和2.2%降至2026年的0.2%和0.4%，而2024年为5.2%和1.8%。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

- 房地产收缩趋缓，需求短期周期性改善，但供大于求和供求再平衡延续。2025 年商品房销售面积和开发投资分别下降 7%和 9.3%，而 2024 年分别下降 14%和 10.4%。区域分化明显，一线城市房价有望率先企稳。中长期内，城镇新增人口和人均居住面积增幅均将下降，新增住房需求仍有下行空间。
- 家庭消费增速回升。预计社会零售额和服务业名义 GDP 增速将从 2024 年的 3.7%和 4.6%升至 2025 年的 4.7%和 5.5%。一揽子宽松政策将提升房地产销售、耐用品零售和消费者信心。
- 固定资产投资增速反弹。预计投资增速将从 2024 年的 3.4%降至 2025 年的 3.3%。房地产或对投资增速拖累，从 2.3 个百分点收窄至 2.1 个百分点。制造业和基础设施投资增速可能从 2024 年的 9.3%和 9.2%降至 2025 年的 8.5%和 8.7%。

目录

主要挑战.....	5
特朗普 2.0 冲击.....	5
地产大收缩后遗症.....	8
通缩压力.....	9
结构性问题.....	10
重点政策.....	12
政策框架.....	12
财政政策.....	14
货币政策.....	15
经济趋势.....	19
增长与通胀.....	19
货物出口.....	20
房地产.....	21
家庭消费.....	24
固定资产投资.....	25

图 1: 中国经济预测

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
GDP	GDP增速(%)	7.9	7.8	7.4	7.0	6.8	6.9	6.7	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	4.9	4.7	4.0
	名义GDP(万亿美元)	8.5	9.6	10.4	11.0	11.2	12.3	13.9	14.3	14.7	17.8	17.9	17.8	18.2	18.6	18.7
	人均GDP(美元)	6304	7078	7611	7943	8091	8822	9899	10141	10412	12617	12659	12609	12889	13198	13330
通胀(%)	GDP平减指数	2.3	2.2	1.0	(0.0)	1.4	4.2	3.5	1.3	0.5	4.6	1.8	(0.6)	(0.7)	0.2	(0.0)
	CPI	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	0.2	0.3	0.6	0.4
	PPI	(1.7)	(1.9)	(1.9)	(5.2)	(1.4)	6.3	3.5	(0.3)	(1.8)	8.1	4.1	(3.0)	(2.1)	(0.3)	(0.7)
分行业GDP增长(%)	农业	4.5	3.8	4.1	3.9	3.3	4.0	3.5	3.1	3.1	7.1	4.2	4.1	3.4	3.5	3.3
	工业与建筑	8.4	8.0	7.2	5.9	6.0	5.9	5.8	4.9	2.5	8.7	2.6	4.7	5.6	4.7	3.7
	-规模以上企业工业增加值	10.0	9.7	8.3	6.1	6.0	6.6	6.2	5.7	2.8	9.6	3.6	4.6	5.7	4.9	3.8
	第三产业	8.0	8.3	8.3	8.8	8.1	8.3	8.0	7.2	1.9	8.5	3.0	5.8	4.7	4.9	4.5
对GDP增长拉动(百分点)	消费	4.4	3.9	4.2	4.9	4.5	3.9	4.3	3.5	(0.2)	4.9	1.2	4.3	2.4	2.7	2.8
	投资	3.3	4.1	3.3	1.6	3.1	2.7	2.9	1.7	1.8	1.7	1.4	1.5	1.3	1.4	1.6
	净出口	0.2	(0.2)	(0.1)	0.6	(0.8)	0.3	(0.5)	0.8	0.6	1.9	0.4	(0.6)	1.2	0.6	(0.4)
需求指标(%)	固定资产投资	20.6	19.6	15.7	10.0	8.1	7.2	5.9	5.4	2.9	4.9	5.1	3.0	3.4	3.3	4.0
	-制造业	22.0	18.5	13.5	8.1	4.2	4.8	9.5	3.1	(2.2)	13.5	9.1	6.5	9.3	8.5	7.0
	-房地产	16.2	19.8	10.5	1.0	6.9	7.0	9.5	9.9	7.0	4.4	(10.0)	(9.6)	(10.4)	(9.3)	(4.0)
	-基础设施	13.7	21.2	20.3	17.3	15.7	14.9	1.8	3.3	3.4	0.2	11.5	8.2	9.2	8.7	8.0
	社会零售额	14.5	13.1	12.0	10.7	10.4	10.2	9.0	8.0	(3.9)	12.5	(0.2)	7.2	3.7	4.7	4.2
	商品出口额	7.9	7.8	6.0	(2.9)	(7.7)	7.9	9.9	0.5	3.6	29.6	5.6	(4.7)	5.2	3.3	0.2
	商品进口额	4.3	7.2	0.5	(14.3)	(5.5)	16.1	15.8	(2.7)	(0.6)	30.1	0.7	(5.5)	1.8	2.2	0.4
金融条件(%)	社融存量增速	19.1	17.5	14.3	12.4	12.8	14.1	10.3	10.7	13.3	10.3	9.6	9.5	7.8	8.0	7.7
	贷款余额增速	15.0	14.1	13.6	14.3	13.5	12.7	13.5	12.3	12.8	11.6	11.1	10.6	8.0	8.1	7.8
	大型银行准备金率	20.0	20.0	20.0	17.5	17.0	17.0	14.5	13.0	12.5	11.5	11.0	10.5	9.5	8.5	7.5
	存款类机构7年回购利率	0.00	0.00	4.96	2.32	2.59	3.09	3.04	2.65	2.46	2.29	2.36	1.91	1.67	1.37	1.07
	10年国债利率	3.58	4.56	3.62	2.83	3.02	3.88	3.24	3.14	3.14	2.77	2.84	2.56	2.00	1.80	1.60
	1年期LPR		5.73	5.51	4.30	4.30	4.30	4.31	4.15	3.85	3.80	3.65	3.45	3.10	2.90	2.70
	5年期LPR								4.80	4.65	4.65	4.30	4.20	3.60	3.40	3.20
离岸美元/人民币(年末值)								6.96	6.50	6.36	6.92	7.12	7.30	7.50	7.80	
财政收支(%)	公共财政收入增速	12.9	10.2	8.6	5.8	4.5	7.4	6.2	3.8	(3.9)	10.7	0.6	6.5	0.0	3.0	2.5
	公共财政支出增速	15.3	11.3	8.3	13.2	6.3	7.6	8.7	8.1	2.9	0.0	6.1	5.4	2.0	5.0	4.0
	一般财政赤字/GDP	1.5	2.0	2.1	2.4	2.9	2.9	2.6	2.8	3.7	3.1	2.8	3.1	3.1	3.7	3.7
	政府性基金收入增速	(9.3)	39.2	3.5	(21.8)	11.9	34.8	22.6	12.0	10.6	4.8	(20.6)	(9.2)	(18.0)	(7.0)	(2.5)
	政府性基金支出增速	(9.7)	37.9	1.8	(17.7)	11.7	32.7	32.1	13.4	28.8	(3.7)	(2.5)	(8.4)	(3.5)	1.5	5.0
	地方政府专项债额度/GDP					0.5	1.0	1.5	2.2	3.7	3.2	3.0	3.0	3.0	3.2	3.3

资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

主要挑战

特朗普 2.0 冲击

特朗普 1.0 时代开启中美关系自由落体式下滑，带来贸易冲突、投资限制、科技制裁和人文交流减少。中美双边货物贸易受到冲击，但中国整体货物贸易表现平稳。全球供应链重组进化以规避中美高关税，东盟、墨西哥等第三方连接者加强联通中美市场和扩大对两国贸易，避免中美经贸完全脱钩，中国对非美地区贸易的显著增长弥补了对美贸易的相对下降。2018-2019 年中美进口关税平均税率上升约 15 个百分点，2019 年中美商品贸易比 2012-2017 年趋势线低 19%，但中国整体商品外贸比之前趋势线高 7.1%。2020-2021 年疫情冲击阻断全球供应链，超级宽松政策刺激全球商品需求，世界通胀大幅攀升，中国依靠全品类稳定供应链优势实现出口爆发式增长，2020-2023 年中国整体商品外贸额比之前趋势线高 26.6%，中美商品贸易额则比 2012-2017 年趋势线低 14.5%。中国大陆在美国商品进口中份额从 2017 年的 21.6% 降至 2024 年前 9 个月的 13.3%，东盟、墨西哥、中国台湾、韩国和印度在美国商品进口中份额显著上升，中国大陆对这些经济体商品出口尤其是中间品出口大幅增长，在全球商品出口中份额则从 2017 年的 12.8% 升至 2023 年的 14.2%。

特朗普 1.0 冲击影响到中美双边投资。中国对美直接投资和证券投资均大幅减少，美国对华直接投资有所下降，但对华证券投资大幅净流入，因为中国证券市场加速开放；中国整体跨境投资表现好于中美双边投资，FDI 和 ODI 出现单位数下降，而外国对华证券投资和对中国对外证券投资均大幅增长。拜登时期中美双边投资和中国整体跨境投资均加速下滑，一方面中美关系进一步恶化，俄乌冲突加剧市场对台海不确定性担忧，跨国公司、产业资本和长线投资者为规避贸易壁垒或对冲地缘风险，加速推进“中国+X”供应链策略和降低中国资产配置，另一方面美国高通胀和中国强通缩，两国利差扩大，人民币承压，资金流向美元资产。中美冲突打击外企和民企信心，外企投资下滑，民企投资放缓，但国企投资增速加快，令中国整体投资增速仍持续超过消费增速，加剧产能过剩和通缩压力。中美冲突引发中国金融市场短期动荡，2018 年第 2-4 季度恒生指数、沪深 300 指数与人民币汇率大幅下跌，但市场超跌、中美启动协议谈判和美联储转向降息支撑 2019 年中国股市和人民币先后反弹。

特朗普 2.0 时代贸易冲突范围可能扩大，对华投资限制与科技制裁可能加强。近年来美国联邦政府赤字率居高，家庭储蓄率降至低位，企业资本支出强劲，投资储蓄缺口扩大，贸易不平衡加剧。中国在美国商品进口中份额已大幅下降，但中国商品通过嵌入第三方供应链仍可绕道进入美国市场。特朗普坚持以保护主义解决贸易不平衡和重建制造业，对华经贸脱钩政策可能更加猛烈，关税对象可能扩大至墨西哥、加拿大、韩国、欧盟、越南等更多经济体。特朗普明年 1 月下旬上任后优先事项是降低通胀和减少非法移民，他可能通过增加能源生产、放慢能源转型和结束俄乌冲突来降低油价，但这些政策产生作用存在时滞，移民政策和关税政策因具有滞胀效应而与降通胀目标相冲突。如果仅对中国加征关税，那么中国商品仍可通过第三方供应链进入美国，无法降低美国贸易不平衡和对中国供应链依赖。如果对主要国家均加征关税，那么可能推升美国通胀与美企供应链成本。特朗普在上任初期可能不会对主要贸易伙伴同时加征较高关税，而是以高关税为筹码施压试探，实现更加优先目标，例如施压墨西哥、加拿大和中国解决非法移民或芬太尼等问题。

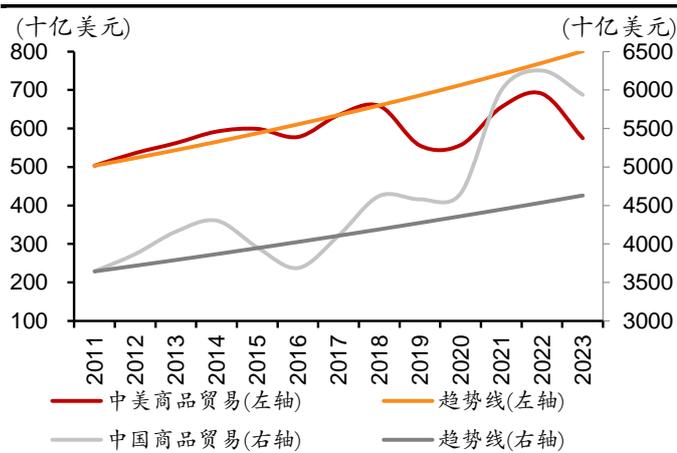
特朗普可能在美国通胀降至低位后开始分步实施关税政策。基准情境下，2025 年下半年美国分步对华加征 30% 关税、对其他国家加征 10% 关税、主要国家对美加征 5% 关税，2026 年中国不变价商品出口和 GDP 将被分别拉低 2.7% 和 0.7%。悲观情景下，2025 年下半年美国逐步对华加征 60% 关税、对其他国家加征 20% 关税、主要国家对美加征 10% 关税，2026 年中国商品出口和实际 GDP 将被分别拉低 5.3% 和 1.6%。乐观情况下，美国与贸易

伙伴仅发生小规模贸易冲突，中国商品出口和实际 GDP 受影响较小。中美贸易冲突将加速中企出海，以规避关税或寻求市场多元化，中国对东盟、墨西哥、荷兰、匈牙利等经济体的直接投资可能持续增加，但对美投资仍将受到特朗普政策限制。特朗普政策将削弱美国盟友体系，为中国加强与非美地区经贸投资联系创造机遇，中国与欧洲、日本、韩国、澳大利亚等国关系将会改善。

特朗普 2.0 冲击可能使中国金融市场阶段性承压。特朗普政策将推升美国通胀，减少美元降息，助推美元强势，令新兴市场货币承压。同时，特朗普保护主义将打击全球贸易和制造业活动，而中国对进出口和制造业依存度较高，经济前景将会受损，股市和人民币可能承压。对中国市场而言，特朗普 2.0 时代相比 1.0 时代的不利因素是美国内需变得更强而中国内需变得更弱。美国个人消费增速从 2017-2019 年平均 4.3% 升至 2024 年前 3 季度 5.2%，同期中国社会零售额增速则从平均 9% 大幅降至 2024 年前 10 月 3.2%。

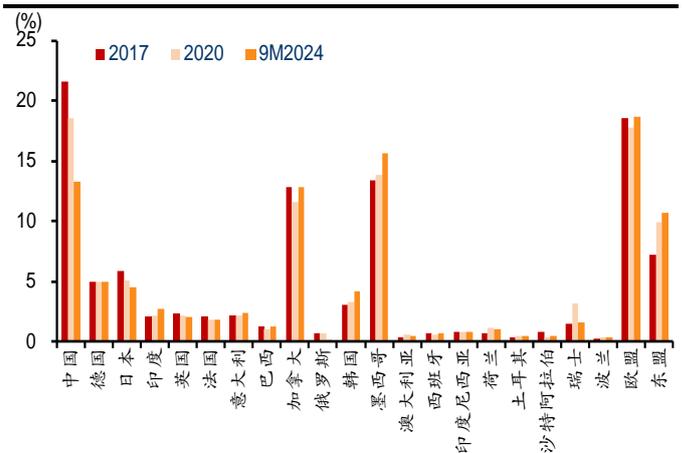
但中国市场对特朗普 2.0 冲击的反应将比 1.0 时代更加温和。有利因素包括：一是中国制造业与科技企业竞争力显著提升，许多大型企业已在海外布局，中国对中美冲突的准备比之前更好；二是当前美元处于降息周期，而彼时美元在升息周期；三是中国金融条件比美国更加宽松，美元利率居高，人民币利率较低；四是美元资产估值经过多年上涨后处于高位，人民币资产估值经过较长下跌而在低位；五是市场最怕不确定性和不可测性，中国市场已经历过特朗普 1.0 时代，特朗普 2.0 时代的不确定性和不可测性相对下降。

图 2: 中美贸易相对下降，但中国整体贸易强劲



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 3: 前 20 大经济体在美国进口中份额



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美国对华投资流量

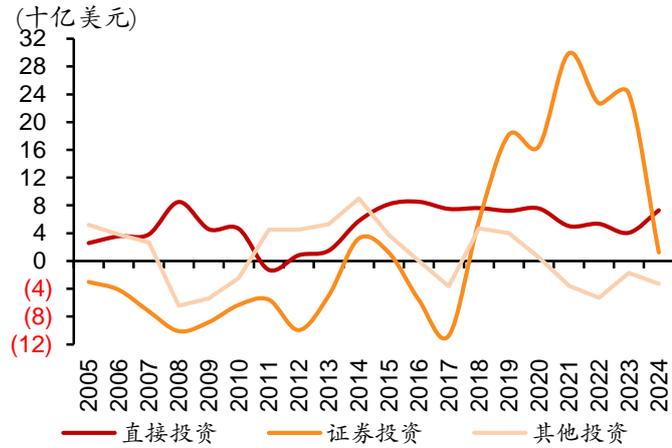


图 5: 外国对华投资与中国对外投资流量

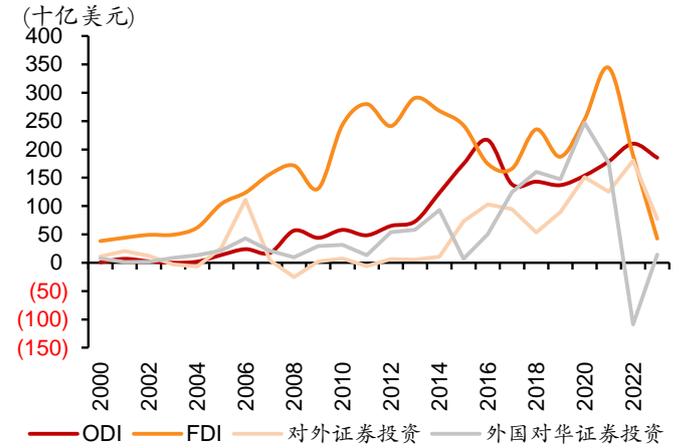


图 6: 近年来美国消费增速超过中国

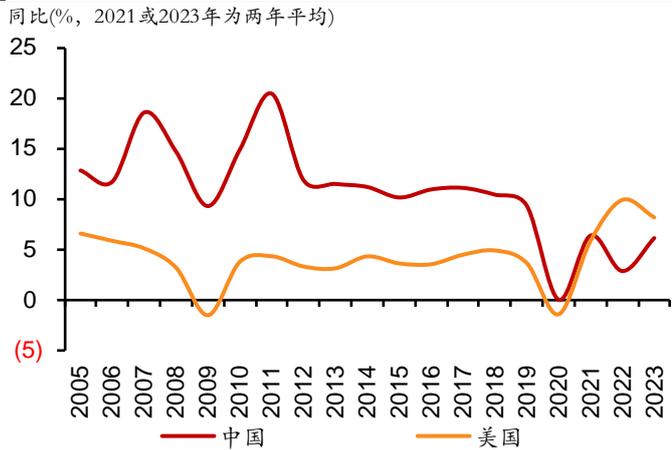


图 7: 中国对美出口/GDP 下降, 对非美出口/GDP 上升

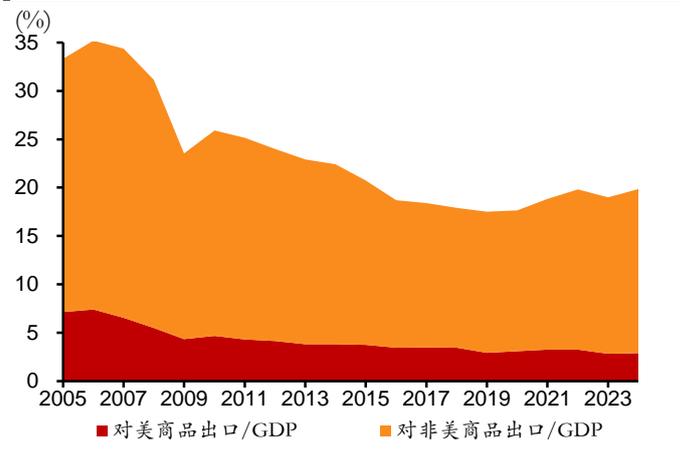


图 8: 美元与人民币利差大幅扩大

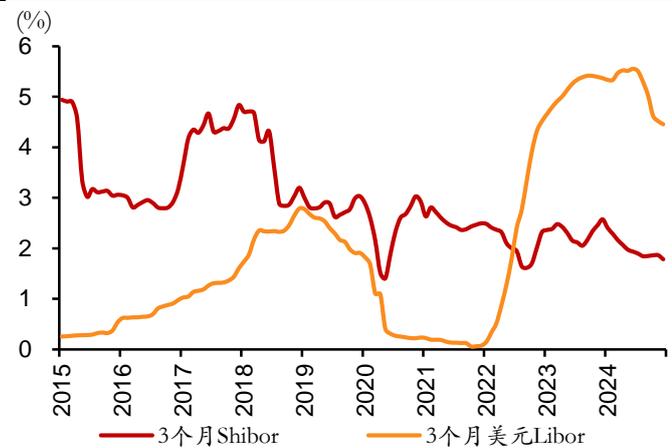
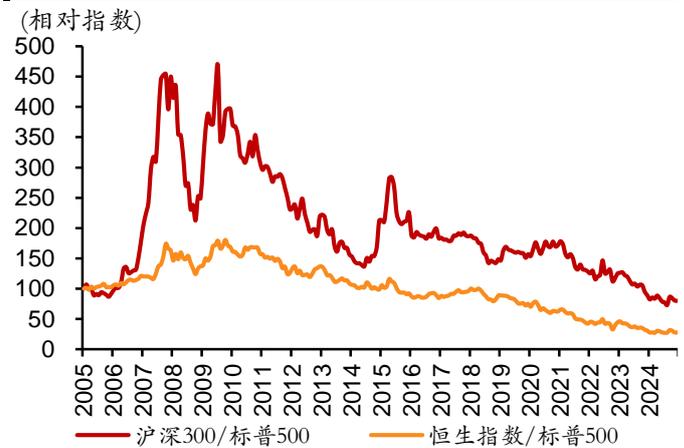


图 9: 中国股指相对美股指数不断走低



地产大收缩后遗症

中国经济仍需更多时间和政策来消化房地产大收缩后遗症和推进房地产供求再平衡。中国房地产经过大繁荣和泡沫化发展后，因政策急剧去杠杆和疫情逆城镇化效应而进入大收缩。2022 年至 2024 年前 10 月，商品房销售面积、新开工面积、住宅土地成交面积和一线城市房价累计分别下降 51%、69%、68%和 28%。

房地产收缩降低中国经济增速，房地产业增加值对中国 GDP 增速的年均拉动从 2016-2019 年的 0.35 个百分点降至 2022-2024 年的-0.22 个百分点，如果加总地产建筑及其投入产出效应、家具家装相关消费和土地财政影响，那么对中国 GDP 增速的年均贡献则从 2016-2019 年的 1.4 个百分点降至 2022-2024 年的-0.18。

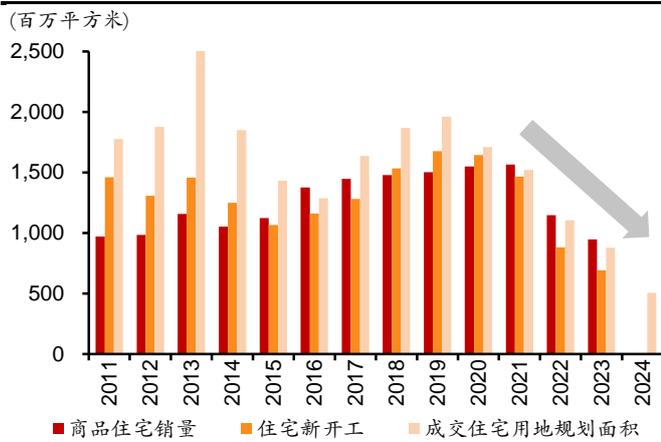
房地产收缩加剧地方财政困境。广义土地财政收入（房地产税收、土地收入、城投债净融资）预计从 2021 年的 13.1 万亿骤降至 2024 年的 5.6 万亿，占地方政府可用收入比例从 38.1%降至 15.8%。地方政府被迫通过资产处置、罚没等创收，一般非税收入大幅增长，同时收缩基建等支出，甚至拖欠工资或供应商贷款。

房地产收缩通过减少就业、损失财富、削弱信心和加剧通缩影响消费。房地产及相关建筑业在就业中占比达到 14%，房地产收缩影响家庭就业和收入。房产在中国家庭资产配置中占比高达近 60%，房价下跌通过财富效应和信心渠道抑制家庭消费。住房相关项目在中国 CPI 篮子中权重超过 20%，房价连带房租下跌加剧当前通缩压力。

房地产收缩增加金融体系压力，房企大面积违约影响金融市场信心并增加金融机构坏账风险，中资房企美元债指数从高点至今累计下跌超过 70%，银行业开发贷坏账率显著上升，但按揭贷款违约率仍在低位。

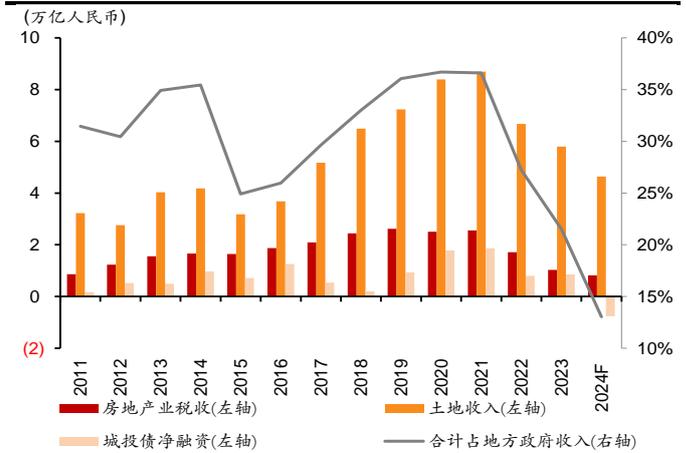
房地产进入收缩后，政策部门逐步放松政策，2024 年 9 月变得更加果敢，住房销量显著反弹但可持续性仍需观察。一线城市表现亮眼，三四线城市表现依然较弱，大部分城市房地产仍面临供大于求和房价下行压力，需要更多时间推进供求再平衡。房地产对中国经济依然构成拖累，但拖累幅度将有所下降。

图 10: 房地产销量与开工大幅收缩



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 11: 地方政府房地产相关收入大幅下滑



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 12: 房地产对中国经济影响

(百分点,%)	2016-2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
GDP增速	6.6	2.2	8.4	3.0	5.2	4.9	4.7
房地产对GDP增速贡献	1.4	0.7	0.5	(0.4)	0.1	(0.3)	0.1
-地产相关服务	0.36	0.10	0.25	(0.26)	(0.08)	(0.30)	(0.10)
-地产建设	0.25	0.13	0.05	0.12	0.19	0.10	0.10
-投入产出效应	0.49	0.22	0.15	0.10	0.26	0.06	0.10
-土地财政	0.24	0.29	0.05	(0.32)	(0.25)	(0.13)	(0.07)
-家具&装饰等相关消费	0.05	(0.01)	0.03	(0.01)	(0.01)	0.02	0.03
相关税费占政府收入%	9.0	8.9	8.1	5.9	3.6	2.8	2.6
土地收入占政府收入%	19.0	25.0	22.9	18.2	15.1	11.8	10.7
房地产相关贷款占总贷款%	27.3	28.7	27.1	24.8	22.2	20.5	19.8
-房贷占总贷款%	18.7	19.9	19.9	18.1	16.1	14.6	14.0
-开发商贷款占总贷款%	8.6	8.8	7.2	6.7	6.1	5.9	5.8

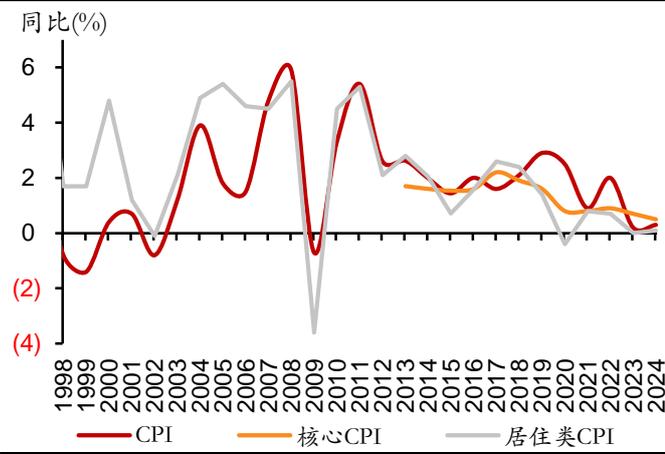
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

通缩压力

中国经济面临显著通缩压力。GDP 平减指数和 PPI 连续两年下跌, CPI 增速持续低于 0.5%。导致通缩压力的原因是消费需求疲弱、产能过剩加剧和政策刺激投资而非消费。经济重启后家庭消费复苏较弱。2022 年 11 月经济重启后, 服务消费补偿性释放, 家庭消费快速复苏, 但仅持续 4 个月即再次放缓, 延续疲弱态势, 直至 2024 年 9 月中国政策转向强宽松, 房地产销量和耐用消费显著反弹, 家庭消费增速再度回升, 但市场对其可持续性依然存疑。家庭消费复苏较弱的原因是房地产剧烈收缩、民企资本支出不振和股市大幅下跌打击家庭就业、收入与信心, 青年人失业率延续超过 15%, 个人所得税同比持续下降, 消费者信心指数处于历史低位, 家庭储蓄率依然较高。经济重启后投资增速持续快于消费, 对经济重启后强复苏的乐观预期刺激服务业投资快速扩张, 制造业投资增速超过疫情前 2017-2019 年水平, 但随着消费需求短暂复苏结束, 供大于求和价格战接踵而至。经济重启后政策聚焦于救助企业和提振投资, 对家庭和消费的支持相对有限。中国社会保障体系仍不完善, 对失业人群、低收入家庭和广大农民的保障程度较低, 失业人群陷入没钱消费困境, 而有收入家庭则大幅增加防御性储蓄。

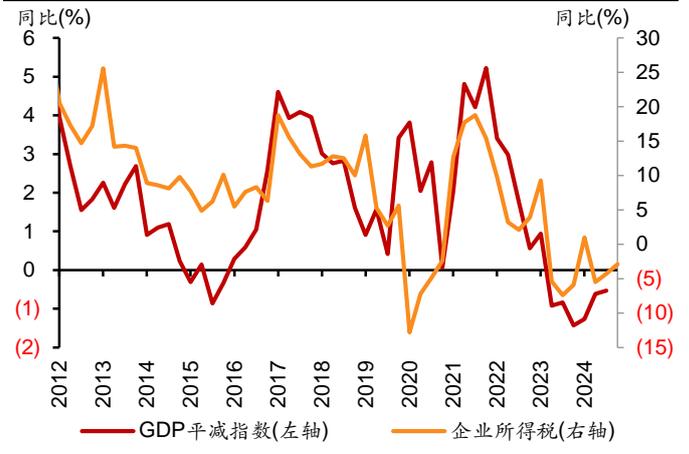
日本经验表明通缩产生既有周期性原因也有结构性因素, 通缩预期形成后具有自我强化机制短期很难消除, 通缩危害较大包括抑制消费需求、增加债务负担和削弱盈利前景, 打破通缩螺旋需要果断推出一揽子综合政策。日本在 1990-2010 年期间面临长期通缩压力有多方面原因。一是房地产和股市泡沫破裂, 家庭和企业资产负债表衰退, 消费与投资需求萎缩; 二是金融机构不良资产大增, 信贷供应能力和意愿下降, 政府对注入财政资金救助犹豫不决; 三是人口老龄化与少子化, 减少内需空间与经济潜在增速; 四是美国贸易保护限制了日本出口增长、技术进步与产业升级; 五是泡沫经济时代大规模投资转化为过剩产能, 企业为争夺市场份额而开启价格战; 六是日本央行在资产泡沫破裂后反应过于迟缓和保守; 七是日本政府在财政刺激与平衡之间摇摆 (例如 1997 年上调消费税), 大量公共资金投入低效投资, 并未有效提振消费需求; 八是技术创新与全球化, 生产率提高和国际竞争激烈加剧通缩压力; 九是风险规避与储蓄文化, 东亚民族普遍忧患意识更强, 泡沫破裂令日本家庭更加规避风险, 储蓄率上升, 抑制消费。

图 13: CPI 增速



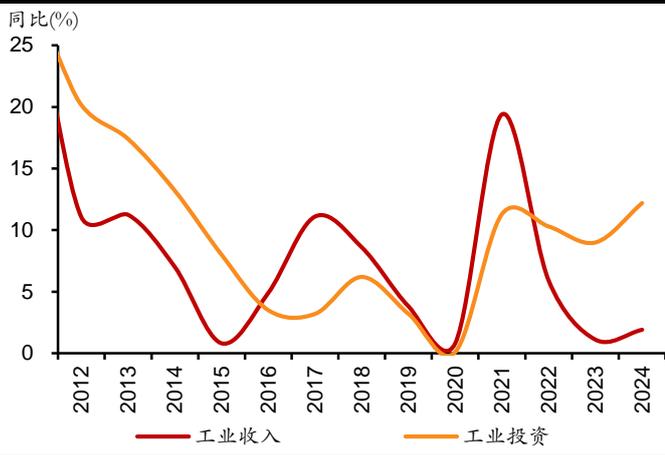
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 14: GDP 平减指数与企业所得税增速



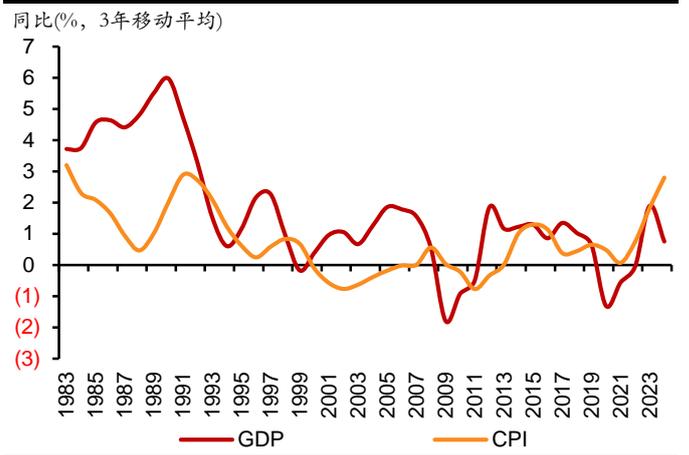
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 15: 制造业投资和收入增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 16: 日本 GDP 与 CPI 增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

结构性问题

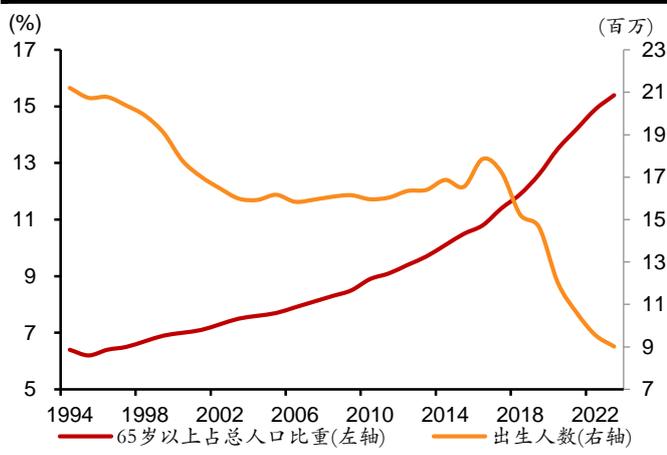
一是人口老龄化与少子化。对经济体系的影响包括减少劳工供应、削弱创新活力、降低经济增速、增加社保赤字、推升政府债务和改变消费结构。60 岁以上人口及占比分别从 2013 年的 2.02 亿人和 14.8% 升至 2023 年的 2.96 亿人和 21.1%，2030 年可能达到 3.7 亿人和 26%；出生人口从 2017 年的 1,723 万人降至 2023 年的 902 万人，2030 年可能降至 700 万人左右。劳动年龄人口已在 2013 年见顶延续下降，2013-2023 年年均下降 0.6%，预计 2024-2030 年均降幅扩大至 0.7%，考虑延迟退休因素后降幅收窄至 0.5% 左右。中国城镇职工养老保险缴费人数/领取人数比从 2013 年 3 倍降至 2023 年 2.67 倍，预计 2030 年降至 2.45 倍；剔除财政补贴后社保基金已在 2013 年由盈余转为赤字，2023 年社保赤字 1 万亿，财政对社保基金补贴投入 2.4 万亿（GDP 的 1.9%），未来可能持续扩大，推升政府债务。人口老龄化和少子化将提升医疗保健、养老、护理等消费需求，降低教育服务、儿童用品等消费需求。

二是城乡二元结构。城乡二元结构成因复杂，制度差异是重要原因。户籍制度分割，公共服务体系存在多轨制，农业与非农业两类户籍人群在就业机会、自身教育、子女教育、社会保障和其他公共服务方面待遇差距较大，对要素自由流动、经济效率改善、社会公平和

共同富裕构成障碍。土地存在双轨制，城镇新增用地主要来自占用农村土地，但地方政府获得城镇化过程中农村土地转为城镇用地的巨大增值收益，用来支持城镇的基础设施建设、产业招商引资和公共服务完善，而农民作为农村土地集体所有者仅获得以农用价值计算的补偿。2013-2022 年国有土地使用权收入累计达到 56.2 万亿，相当于城乡居民可支配收入的 11%。

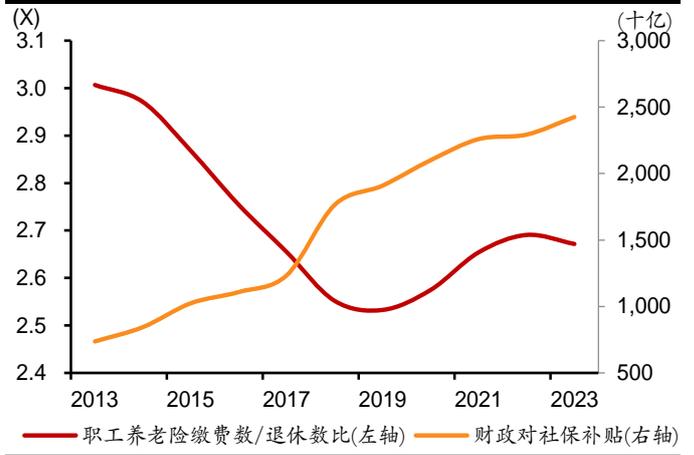
三是市场激励弱化。面对中美新冷战，中国更加强调国家安全，决策体制更加集中，政府在资源配置中作用增强，国有部门在经济体系占比上升。2022 年至 2024 年前 10 月，国企投资年均增长 7.6%，但民间投资年均仅增长 0.1%，其中外资投资年均下降 8.2%。中国计划经济历史表明，过度依赖政府计划和国有部门可能导致资源配置效率低下、市场激励不足、预算软约束、信息传递失真、决策失误增加、创新活力下降、经济结构失衡和国际冲突上升。

图 17: 老龄人口占比与新出生人数



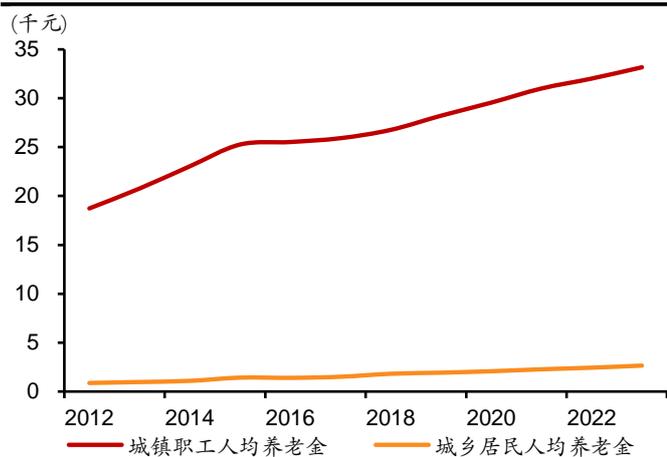
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 18: 养老金压力与财政对社保基金补贴



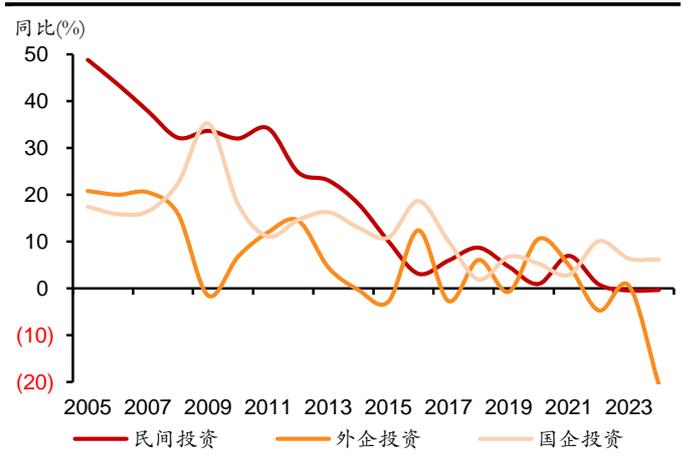
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 19: 城镇职工和城乡居民人均年养老金



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 20: 民间、外企和国企固定资产投资增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

重点政策

政策框架

中国政策已转向更有力度宽松。2024 年第 2、3 季度 GDP 增速与目标差距扩大，财政收入、国企利润等指标加速下滑，决策层更加深刻地认识到经济面临的严峻挑战，指示各部委出台增量政策。9 月 24 日央行、金融监管总局和证监会率先召开新闻发布会释放政策转向信号，宣布较大幅度下调准备金率、基准利率和存量按揭贷款利率，扩大对白名单房企融资，创设股票互换再融资机制和股票回购或增持再贷款机制，迅速点燃中国市场乐观情绪。9 月 26 日政治局会议确认政策转向强宽松，提出加力推出增量政策，推动经济持续回升向好。随着中国股市进入疯涨模式，市场对政策预期升至高位。10 月 7 日央行官员开始提示央行不会下场买股票，严禁信贷资金违规进入股市，同日发改委新闻会包含的增量政策信息低于预期，市场情绪转差。10 月 12 日财政部召开新闻会，重申有较大规模增量政策但未透露具体数字，基本符合预期。中国宏观政策的转变与 2022 年 11 月防疫政策调整类似，均是自上而下突然变化，引发市场预期大幅波动。

2025 年 GDP 增速目标可能为 5% 与 2024 年持平。12 月 9 日中央政治局会议召开，随后中央经济工作会议召开，讨论确定明年经济目标和政策基调。明年 3 月初“两会”期间政府工作报告将公布经济目标和政策框架。明年 GDP 增长目标可能维持在 5% 左右，决策者希望向市场传递稳增长的决心与信心，并保持更高增速以实现 2035 年远景目标，疫情等因素导致 2020-2023 年经济平均增速显著下降。考虑到明年特朗普冲击等不确定性，5% 的增长目标非常具有挑战性，部分专家建议设定更加务实灵活目标如 4.5%-5%，但决策者急于修复信心和提振经济的心态令目标定在 5% 可能性更大。

明年 CPI 增速目标可能仍为 3%。但该目标的真实含义似乎是不超过 3%，对政策约束力不强。过去 10 年中国 CPI 增速从未超过 3%，经济重启后中国再通胀压力不大，反而面临通缩压力。央行似乎对通缩压力有清醒认识，多次表示把推动价格温和回升作为货币政策重要考量。前行长易纲 9 月曾表示中国应该重点抵御通缩压力，未来几个季度推动 GDP 平减指数增速转正。但中国央行目标太多，并未锚定通胀单一目标，而更高决策层和其他部委则从未公开提及通缩压力。抵御通缩在中国政策反应函数中的优先顺序并不明确，央行无法前瞻性地通过预期渠道对抗通缩压力，但好在决策者推动经济回升向好的目标与抵御通缩方向是一致的。

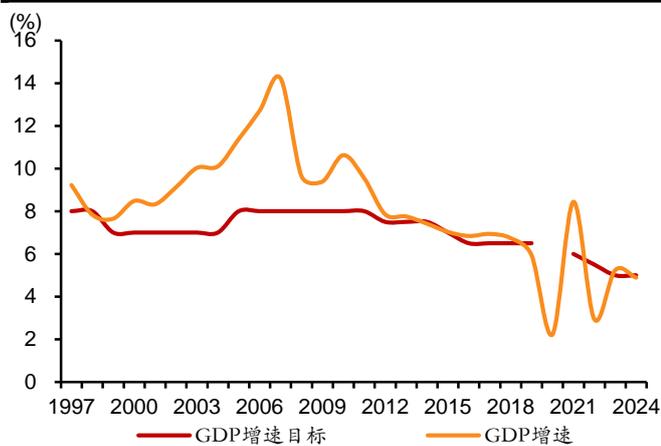
明年城镇调查失业率目标可能保持在 5.5%。尽管失业压力较大，但该目标不难实现，因为统计对失业认定非常苛刻。只要过去一周从事有报酬活动达到一小时或者因临时停工而暂时离岗都属于就业。就业定义为国际统一标准，但在中国适用性值得研究。中国大部分劳工失业后愿意从事临时有报酬工作，所以中国城镇调查失业率已降至疫情前水平。但出生在富足时代的青年对工作质量要求高，失业率则居高不下。

2025 年宏观政策将更加宽松，政策重点是稳定房市与股市，大力提振消费，促进科技创新与新质生产力发展。明年积极财政政策将更有力度，广义赤字率可能上升近 2 个百分点，包括地方政府债务置换、注资国有银行、支持房地产收储、延续并扩大“以旧换新”补贴、对特定人群减税和补贴、对中小企业减税降费等。货币政策基调从稳健转为适度宽松，这是 2009 年全球金融危机以来首次变化，预计准备金率可能下调 1 个百分点，货币市场利率下降 30 个基点，LPR 下调 20 个基点，市场流动性将非常宽松，信贷供应进一步扩大，人民币汇率更加灵活。政策第一个重点是稳地产，按揭贷款平均利率将随政策利率下降和二套房贷政策放松而下降 20-30 个基点，一线城市进一步放松或取消限购，更多城市实施城中村改造和收购滞销商品房与闲置土地。政策第二个重点是提振股市，政策部门将大力引

导社保、保险、理财等中长期资金入市，加大退市力度，引导上市公司改善盈利分红和加强市值管理，支持上市公司并购重组。政策第三个重点是大力提振消费，政策部门将改善社会民生，加大对就业困难群体、低收入人口、多胎家庭支持，提升家庭收入与消费意愿。政策第四个重点是促进科技创新与新质生产力发展，政策部门将修复企业信心，完善法制化、市场化、国际化营商环境，规范政府涉企执法、监管行为，加快对外开放，加大引外资稳外资力度。

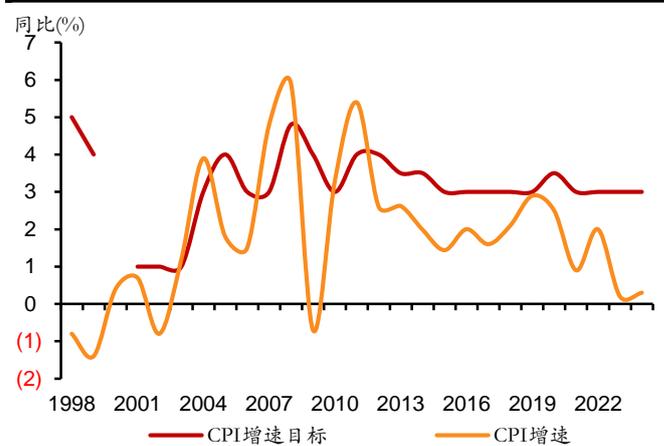
2025年宽松政策出台时点取决于经济强弱趋势和特朗普冲击时间。10月以来房地产、汽车、家电等销量显著回升，作为先行指标预示未来数月消费需求可能改善，而抢出口效应可能支撑出口短期保持不错增长，政策或进入暂时观察期。随着之前积累的住房需求释放和“以旧换新”政策对耐用品未来部分需求透支，明年下半年内需可能开始放缓，同时外部贸易冲突威胁上升，政策宽松力度或进一步加大。中国将为特朗普冲击做准备，但不会在冲击到来之前提前出台对策。

图 21: GDP 增速目标与实际增速



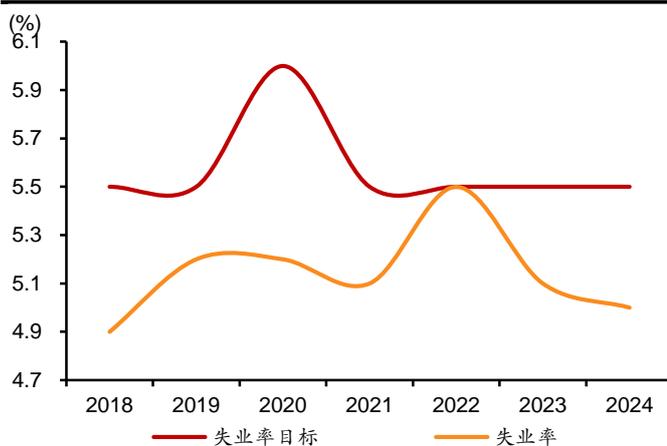
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 22: CPI 增速目标与实际增速



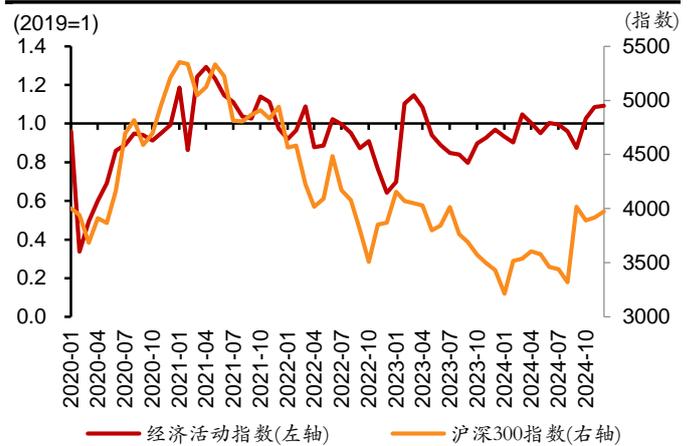
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 23: 调查失业率目标与实际失业率



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 24: 经济活动与股市表现



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

财政政策

2025 年财政政策将更具扩张性。广义赤字率将有所提高。一般公共预算赤字、地方政府专项债额度和中央特别国债额度分别从 2024 年的 4.06 万亿（GDP 的 3.1%）、3.9 万亿（GDP 的 3%）和 1 万亿（GDP 的 0.8%）升至 2025 年的 5.06 万亿（GDP 的 3.7%）、4.4 万亿（GDP 的 3.2%）和 2 万亿（GDP 的 1.5%），合计广义赤字率从 6.1% 升至 6.9%。以四大财政预算¹收支差额计算，广义赤字率可能从 2024 年的 8.7% 升至 2025 年的 9.7% 和 2026 年的 10.4%；以政府债券与城投债券净融资计算，广义赤字率可能从 2024 年的 8% 升至 2025 年的 9.8% 和 2026 年的 10%；以四大财政预算收支差额、地方政府债务置换额和城投债净融资加总计算，广义赤字率可能从 2024 年的 9.2% 升至 2025 年的 10.6% 和 2026 年的 11.4%。

2025 年增量财政政策重点是化解地方财政困境、注资国有大行、稳定房地产、保障民生和延续“以旧换新”补贴。一是化解地方财政困境，中央政府批准地方政府 2024-2026 年 3 年 6 万亿债务置换和 2024-2028 年 5 年 4 万亿专项债资金以解决隐性债问题，对地方政府转移支付可能从 2024 年的 10 万亿增至 2025 年的 11 万亿，这有助于改善地方政府现金流压力，对城投、地方国企和政府供应商利好。二是中央财政为 6 个国有大行注资可能至少 6,000 亿元，应对银行净息差和不良资产压力，鼓励国有大行在化解地方政府隐性债务、降低实体经济融资成本、扩大白名单房企贷款等方面发挥更大作用。三是支持地方政府实施城中村改造和收购滞销商品房与闲置土地，减免房地产交易税费。城中村改造与房地产收储可以加快住房供求再平衡，但实际推进仍面临痛点，例如地方财政陷入困境难以投入启动资金，房地产供大于求情况下改造或收购项目很难盈亏平衡和市场化融资，地方政府、项目所有者和背后债权人对交易价格很难达成一致。四是加强民生保障，可能提高城乡居民养老保险水平，降低失业保险金领取标准，增加对低收入群体补助，提高个人所得税在子女教育、赡养老人等专项支出方面抵扣额等，增量投入可能为 2,000 亿元。五是可能延续对企业设备和耐用消费品“以旧换新”补贴政策并扩大补贴范围。今年补贴规模预算 3,000 亿元，中央财政承担比例 90%，对企业 and 家庭补贴几乎各占一半，补贴政策将在今年年底至明年 1 月上旬到期。预计明年可能延续该政策，并将补贴范围扩大至更多耐用消费品。

增量财政政策对家庭直接转移支付较少，但对促进家庭消费和缓解通缩压力具有积极的间接作用，因为房地产收缩和地方财政困境是导致消费疲弱和通缩压力的重要原因。特朗普冲击可能推动中国财政政策更加重视提振家庭消费，但中国财政大规模增加对家庭转移支付的可能性较低。中国财政体系存在量入为出思想，目前广义赤字率并不低，政策部门不愿大幅增加赤字。现有财政资金的分配格局和政策传导渠道可能已经固化，政府运营（行政事业单位直接与间接支出）、社会民生（医疗、养老保险、教育、就业、低保、社会福利、拆迁补偿等）和基建与产业发展（公用事业、交通运输、水利、环保、公共设施、科技、农业、工业、服务业等）在广义政府支出中分别占 25%、40% 和 35%，前两者支出非常刚性，若要大幅增加对家庭转移支付，就需要压缩基建与产业发展支出，这是资源配置机制与利益分配格局的变革。中央政府希望集中资源办大事，优先支持供给侧科技创新与高端产业发展，应对中美战略竞争，而不是将资源返还给私人部门配置；地方政府偏好基建投资和产业发展，可以更快创造政绩和其他好处。

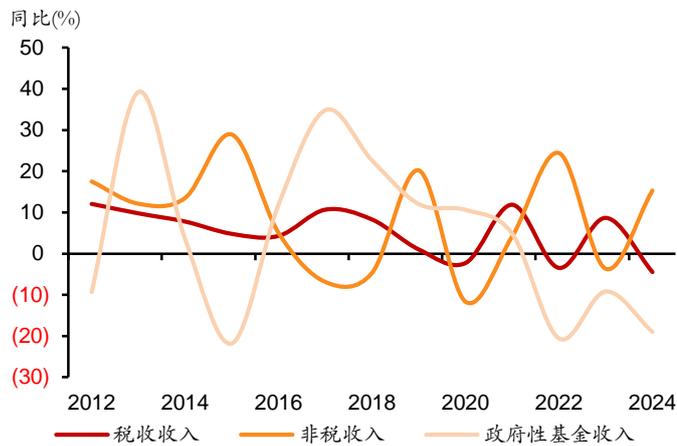
¹ 四大财政预算体系包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算。

图 25: 广义财政收支

占GDP比(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024年 预测	2025年 预测	2026年预 测
一般公共预算收入	22.1	21.4	20.7	19.9	19.3	18.0	17.6	16.9	17.2	16.5	16.2	15.8
一般公共预算支出	25.5	25.2	24.4	24.0	24.2	24.2	21.4	21.6	21.8	21.3	21.4	21.2
支出-收入	3.4	3.8	3.7	4.1	4.9	6.2	3.8	4.7	4.6	4.8	5.1	5.3
政府性基金收入(土地收入为主)	6.1	6.2	7.4	8.2	8.6	9.2	8.5	6.5	5.6	4.4	3.9	3.6
政府性基金支出	6.1	6.3	7.3	8.8	9.3	11.6	9.9	9.2	8.0	7.4	7.2	7.2
支出-收入	0.0	0.0	(0.1)	0.6	0.7	2.4	1.3	2.7	2.4	3.0	3.3	3.6
国有资本经营收入(国企分红等)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
国有资本经营支出	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
支出-收入	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
社保基金收入(扣除财政补贴)	5.2	5.2	5.5	6.7	6.5	5.4	6.5	6.6	7.0	7.1	7.1	7.1
社保基金支出	5.7	5.8	5.8	7.3	7.6	7.7	7.5	7.5	7.9	8.2	8.4	8.6
支出-收入	0.4	0.6	0.3	0.7	1.1	2.3	1.1	0.9	0.8	1.0	1.3	1.5
政府总收入	33.9	33.2	34.0	35.1	34.8	33.2	33.1	30.4	30.4	28.5	27.7	27.0
政府总支出	37.7	37.6	37.8	40.4	41.3	43.9	39.0	38.6	37.9	37.2	37.2	37.2
广义赤字1	3.8	4.4	3.9	5.2	6.5	10.7	5.9	8.2	7.6	8.7	9.5	10.2
地方政府债务置换	4.6	6.5	3.3	1.4	0.2	0.1	0.4	0.4	1.1	1.5	1.5	1.4
城投债融资	1.6	1.7	0.6	0.2	1.0	1.8	1.7	0.7	0.7	(1.0)	(0.6)	(0.3)
广义赤字2	10.0	12.6	7.8	6.9	7.7	12.6	8.1	9.3	9.3	9.2	10.4	11.3
一般公共预算赤字	2.4	2.9	2.9	2.6	2.8	3.7	3.1	2.8	3.1	3.1	3.7	3.7
特别国债额度						1.0				0.8	1.5	1.4
地方政府专项债额度	0.1	0.5	1.0	1.5	2.2	3.7	3.2	3.0	3.0	3.0	3.2	3.3
广义赤字3	2.5	3.5	3.8	4.1	5.0	7.4	6.3	5.8	6.1	6.1	6.9	7.0
广义赤字4(政府与城投债净融资)	8.5	11.2	7.4	5.4	5.8	10.1	7.9	6.6	8.5	8.0	9.8	10.0

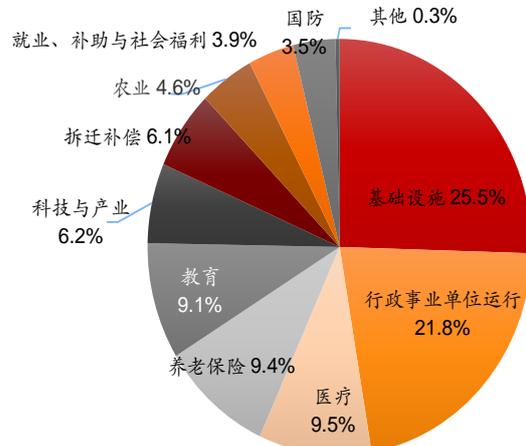
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 26: 政府收入增速



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 27: 广义财政支出结构



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

货币政策

2025 年货币流动性将实质宽松。中国央行可能增加流动性供应，下调法定存款准备金率 1 个百分点，降低公开市场操作利率 30 个基点，以货币政策向利率调控模式转型为契机，推动货币流动性实质充裕，预计银行间 7 天逆回购利率（DR007）可能从 2024 年末的 1.7% 降至 2025 年末的 1.4% 左右。发达国家央行多以货币市场成交量最大的隔夜或 7 天利率为操作目标，通过调控货币市场超短期利率影响证券市场、外汇市场、银行信贷和经济主体预期，进而作用于终端实体经济，次贷危机后则加入 QE 可以直接压低中长期国债利率，

但货币市场始终作为政策传导的起点发挥基础性作用，而证券市场相比银行信贷对货币市场利率变化反应更加灵敏，对货币政策的传导速度也更快。

中国央行长期以来依赖存贷款利率作为政策利率，绕过货币市场和证券市场传导直接调控终端实体融资成本。这种调控模式有四大弊端：一是存贷款市场定价具有粘性，无法适应经济不确定性约束下政策渐进灵活调节的需要，政策反应时滞变得更长；二是不利于利率形成机制市场化和金融资源配置优化，抑制金融市场发展；三是强化银行间接融资在金融体系中的主导作用，不利于证券市场发展、风险分散承担与科技创新融资；四是弱化金融市场对货币政策反馈机制，增加货币政策失误风险。

最近两年中国货币政策宣示宽松，央行多次下调公开市场操作利率和法定存款准备金率，但并未有效降低货币市场资金价格。DR007 均值从 2022 年的 1.8% 反弹至 2023 年的 2%，2024 年前 7 个月为 1.9%，比 2021 年仅低 0.3 个百分点。但与合宜利率水平密切相关的名义 GDP 增速从 2020-2021 年的 7.4% 大幅降至 2023 年的 4.2% 和 2024 年前 3 季度的 4%，反映中长期经济预期的 10 年国债收益率均值从 2021 年的 3.03% 降至 2023 年的 2.75% 和 2024 年以来的 2.1%。

债券与货币利差大幅收窄为金融体系拉响警报，央行起初提醒市场长债收益率过低风险，但与充斥着大量噪音交易者的 A 股市场不同，以大型金融机构为主的债市非常有效，它在提示央行应该大幅降低货币市场利率而非尝试调控债市收益率。随着更高层政策态度变化，9 月政策利率下调后，DR007 降至 1.67%，货币流动性显著宽松。目前 1 年国债收益率已降至 1.37% 左右，预示明年货币市场利率仍有进一步下降空间。

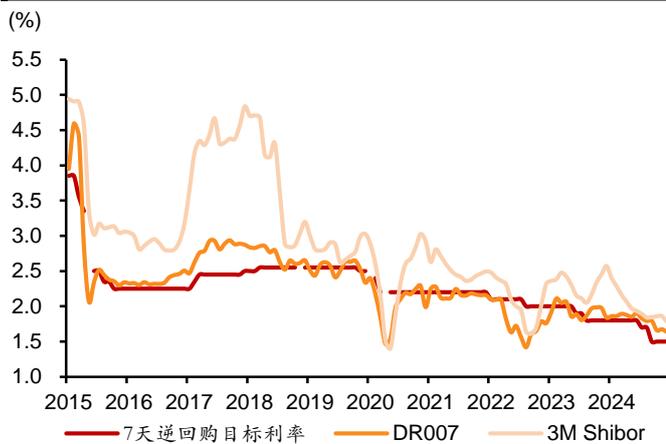
2025 年信贷政策将延续宽松。预计 1 年和 5 年 LPR 可能均下调 20 个基点，从 2024 年末的 3.1% 和 3.6% 降至 2025 年的 2.9% 和 3.4%；社融存量和人民币贷款余额增速分别从 2024 年末的 7.8% 和 8% 升至 2025 年末的 8% 和 8.1%。LPR 走势与中期国债收益率强相关，但前者变化比后者滞后。2022 年以来中国 1 年和 5 年国债收益率累计均下降 90 个基点左右，1 年和 5 年 LPR 累计则分别下调 70 和 105 个基点。2025 年中期国债收益率可能下降 20 个基点左右。央行近期表示将推动实体融资成本稳中有降，暗示未来贷款利率可能小幅下调。随着货币政策调控机制转型，央行可能更加依赖货币市场利率作为政策利率，减少对 LPR 直接调控。为降低对银行净息差影响，存款利率可能下调 20 个基点左右，但由于存款重定价明显慢于贷款，银行净息差仍面临一定下行压力。

2025 年信贷需求和社融存量增速可能小幅反弹。广义财政赤字上升意味着政府融资需求增加，政府债券存量增速可能从 2024 年末的 15.5% 升至 2025 年末的 17.5%，推升社融存量增速约 0.4 个百分点。由于房地产降幅收窄、耐用消费增速回升和资本市场更加活跃，家庭部门贷款增速可能从 2024 年末的 3.5% 反弹至 2025 年末的 4.3%，推升社融存量增速 0.2 个百分点。但由于产能过剩、通缩预期和资本支出转向海外，企业境内融资需求延续疲弱，企业信贷增速可能从 2024 年末的 8% 降至 2025 年末的 7.6%，拉低社融存量增速 0.2 个百分点。社融存量增速与实际贷款利率强负相关，名义利率温和下降和价格指数跌幅收窄将推动实际贷款利率回落，支撑社融存量增速。高端制造业、科技企业、数字经济、现代服务、绿色发展等领域信贷增速将超过总贷款增速，2023 年 9 月末高技术制造业中长期贷款、科技型中小企业贷款和绿色贷款同比增速分别达到 12%、13.5% 和 25.1%，均显著高于总贷款增速。

2025 年汇率政策更加灵活，人民币汇率或明显走弱。中国央行表示坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能，但强化预期引导防止形成单边一致性预期，坚决防范汇率超调风险。中国的汇率体制是有管理浮动汇率，市场供求决定中长期趋势，但央行希望通过预期引导防范短期超调风险。2017 年以来央行外汇

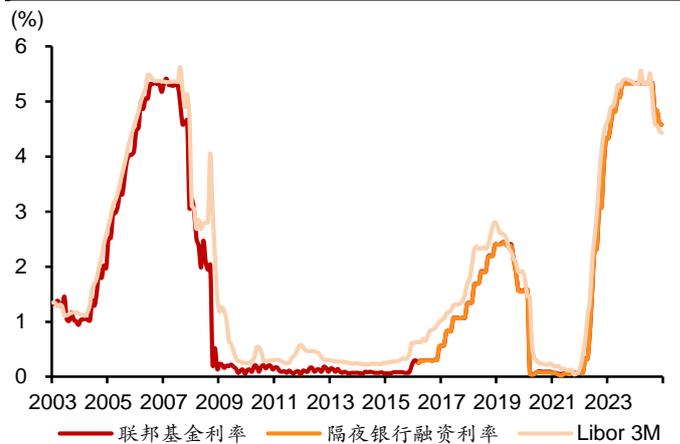
占款保持稳定，央行已极少通过买卖外汇来干预汇率，而更多通过口头干预、影响中间价设定、窗口指导国有大行等方式引导市场预期来间接影响汇率。美元/人民币汇率走势与两国利差高度相关，反映两国经济相对强弱和国际市场风险偏好变化。2022 年以来美国名义 GDP 增速大超中国，不可贸易部门服务业 CPI 增速差反映美国内需增长比中国强劲，是支撑美中利差扩大和美元兑人民币升值的核心因素。明年新一轮贸易冲突可能令人民币承压，但人民币汇率对特朗普 2.0 反应可能相对更加温和。在基准情景下（美国对华关税 30%、对其他贸易伙伴关税 10%和主要伙伴国对美关税 5%），2025 年末美元/人民币可能相比美国大选日前上涨 4%-6%至 7.50；在悲观情景下（美国对华关税 60%、对其他贸易伙伴关税 20%和主要伙伴国对美关税 10%），2025 年末美元/人民币可能达到 7.80。

图 28: 中国货币利率目标与短期市场利率



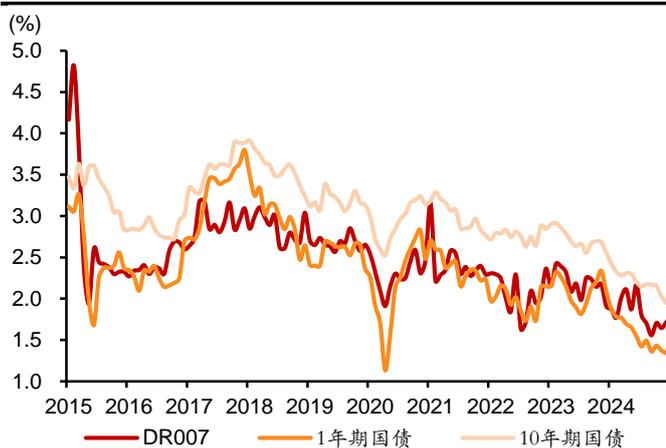
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 29: 美国政策利率目标与货币市场利率



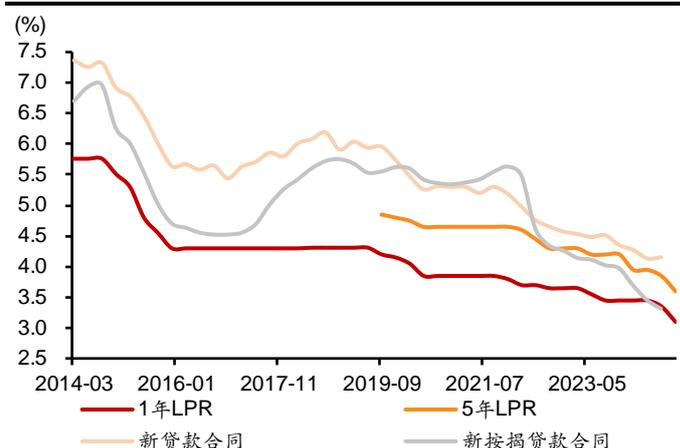
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 30: 中国货币市场与国债利率



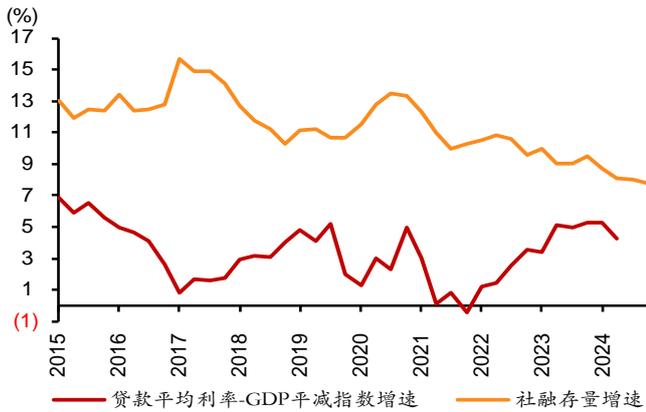
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 31: LPR 与新贷款合同利率



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 32: 贷款实际利率与社融存量增速



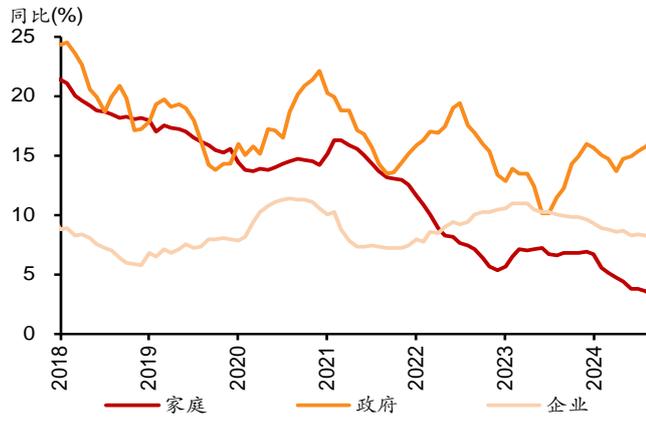
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 33: M1 增速与沪深 300 指数



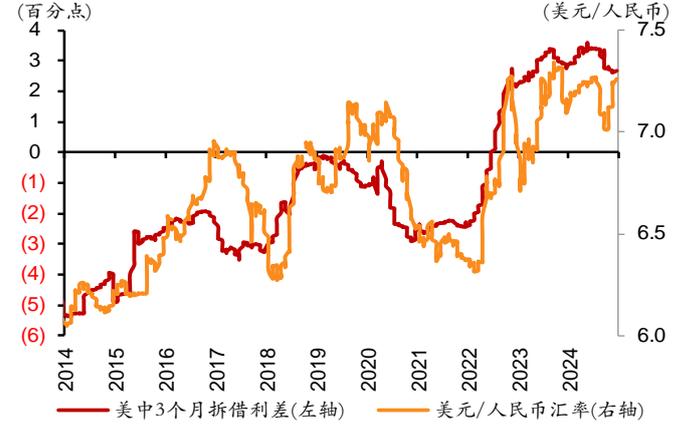
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 34: 对实体部门信贷增速



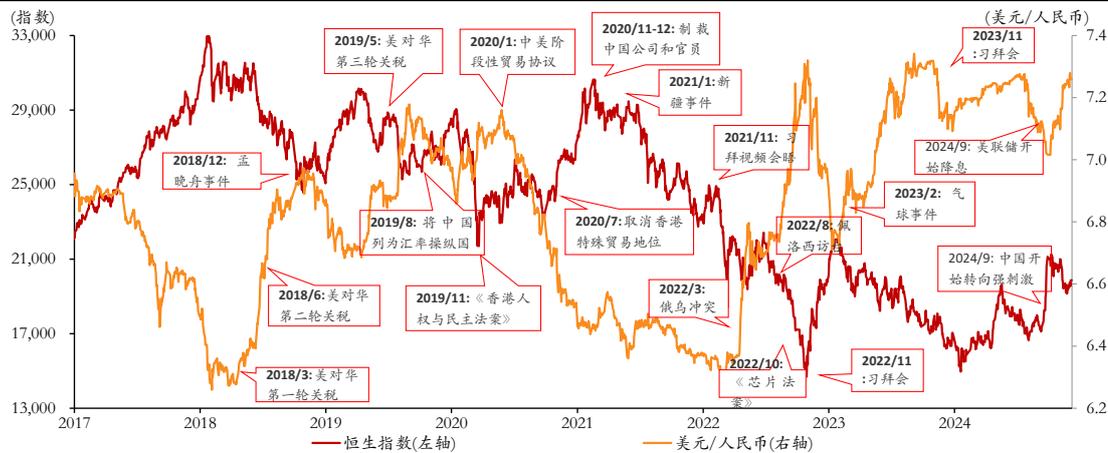
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 35: 美元/人民币利差与汇率



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 36: 恒生指数与美元/人民币汇率作为中美关系晴雨表



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

经济趋势

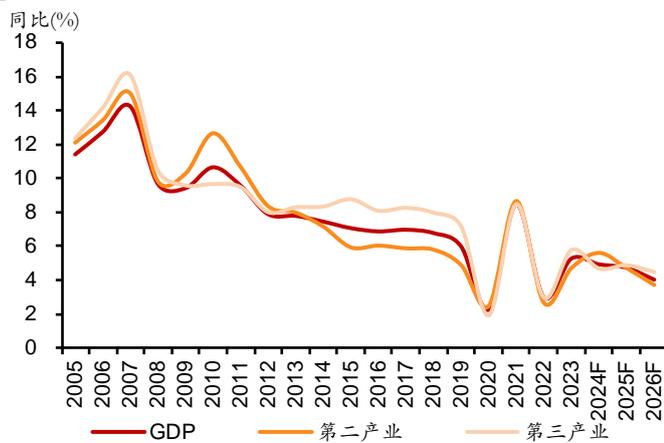
增长与通胀

近期中国经济由弱转强，初现复苏迹象。2022 年中国经济进入底部，疫情冲击、房地产急剧去杠杆、对资本强监管等多因素叠加，股市暴跌，通缩压力开始浮现。2023 年经济重启，服务消费率先改善，企业恢复生产与投资，但经济很快冲高回落，宏观政策未随之对冲，房地产大幅收缩，消费信心处于低位，海外高利率和去库存打击出口。2024 年前 3 季度，经济依然较弱，出口显著回升，但房地产降幅仍然较大，通缩持续时间比预期更久，企业盈利仍未明显改善。但 2024 年第 4 季度，一揽子政策宽松提振资本市场信心、房市情绪和耐用消费品消费，更高关税预期刺激抢出口效应，中国经济明显改善，我们预计 GDP 增速可能从第 2、3 季度的 4.7%、4.6% 升至第 4 季度的 5.1%。

中国经济短期将延续复苏，但中期可能面临特朗普冲击，经济增速或先升后降。第 1、2 季度 GDP 增速可能达到 5%、5.1%，因为国内宽松政策提振内需，抢出口效应和美欧降息提振外需。但第 3、4 季度 GDP 增速可能降至 4.7%、4.3%，因为国内宽松政策效应递减导致内需放缓，贸易冲突开启打击出口。全年 GDP 增速可能从 2024 年的 4.9% 略降至 2025 年的 4.7% 和 2026 年的 4%，其中净出口对 GDP 增长贡献可能从 2024 年的 1.2 个百分点降至 2025 年的 0.6 个百分点和 2026 年的 -0.4 个百分点，消费和投资的贡献则分别从 2024 年的 2.4 和 1.3 个百分点升至 2025 年的 2.7 和 1.4 个百分点、2026 年的 2.8 和 1.6 个百分点。

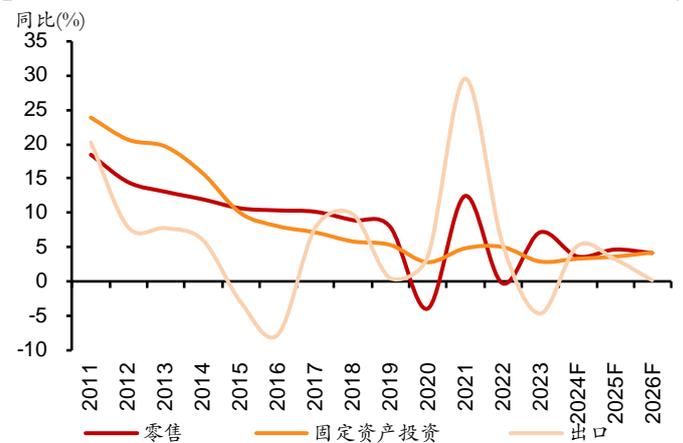
未来中国通缩压力可能先降后升。受 2024 年第 4 季度以来房地产、耐用消费回升和出口增长支撑，CPI 增速可能从 2024 年的 0.3% 升至 2025 年的 0.6%，年内最高点可能在第 1 季度为 1% 左右，但随着下半年内需复苏放缓和贸易冲突开始，CPI 增速将再度降至 0.5% 以下，2026 年 CPI 增速可能在 0.4% 左右。PPI 延续下跌，但跌幅可能从 2024 年的 2.1% 收窄至 2025 年的 0.3%，2026 年扩大至 0.7%。预计 GDP 平减指数增速将从 2024 年的 -0.7% 升至 2025 年的 0.2%，并在 2026 年降至 0。中国通缩压力可能持续存在，因为国内消费复苏动力较弱，大部分行业供大于求明显，特朗普政策打击全球贸易与经济前景。

图 37: 分产业 GDP 增速



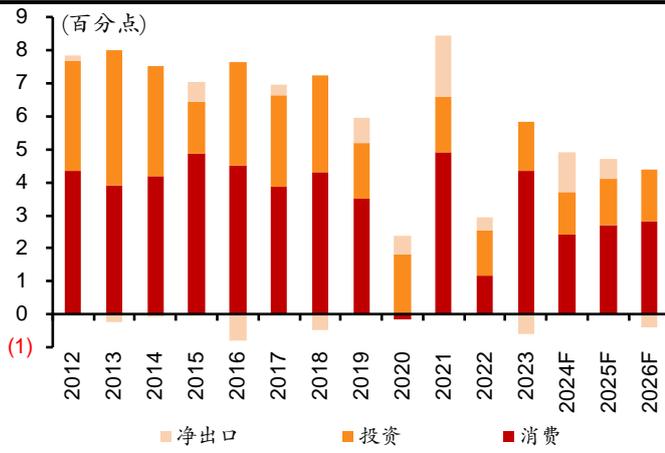
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 38: 主要需求项增速



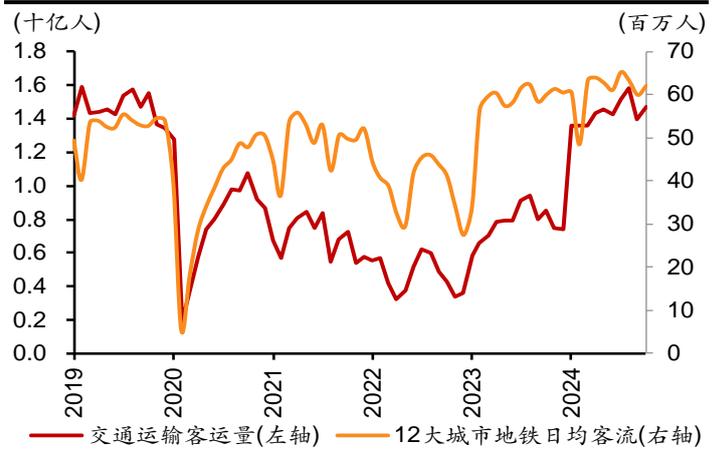
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 39: 主要需求项对 GDP 增速的拉动



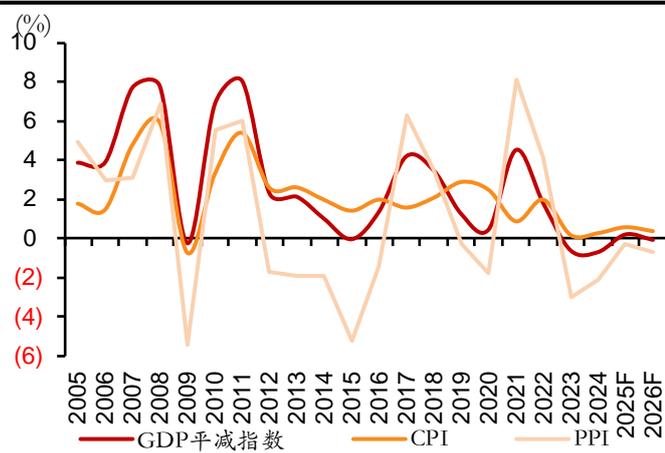
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 40: 交通运输客运量和地铁日均客流



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 41: 中国主要价格指数增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 42: MSCI 中国股票指数与国际金属价格指数



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

货物出口

2025 年中国货物出口增速可能前高后低。货物出口增速上半年可能达到 4.5%，下半年或降至 2.2%，全年增速 3.3% 低于 2024 年的 5.2%。目前中国货物贸易仍处于扩张周期，全球商品消费在 2022-2023 年经历需求收缩与去库存，在 2024 年温和复苏与补库存，货物贸易价格跌幅收窄。2025 年上半年美欧降息周期可能进一步提振住房、耐用消费需求与库存投资，欧洲供应链和贸易活动可能改善，而更高关税预期将刺激抢出口效应，中国货物出口可能保持快速增长。但 2025 年下半年特朗普可能开启新一轮贸易战，全球贸易活动面临冲击，中国货物出口增速可能降至 2.2% 左右。2026 年贸易冲突影响持续显现，货物价格跌幅重新扩大，中国货物出口增速可能进一步降至 0.2%，其中上半年因为高基数将同比下跌，下半年可能转为同比正增长。

分商品来看，中国耐用消费品出口将保持相对更快增长。受益于需求改善、温和补库存与抢出口效应，家电、家具、医疗设备、计算机、手机、消费电子、集成电路等产品出口增速将相对较快；但因高基数和贸易壁垒上升，汽车出口增速可能放缓。分地区来看，中国对东南亚、拉美、中东等新兴市场出口增速仍将显著快于对发达市场出口。近年来跨国公司实施“中国+X”的供应链策略，中国大型企业将境内产业链延长至海外，中国的零部件、

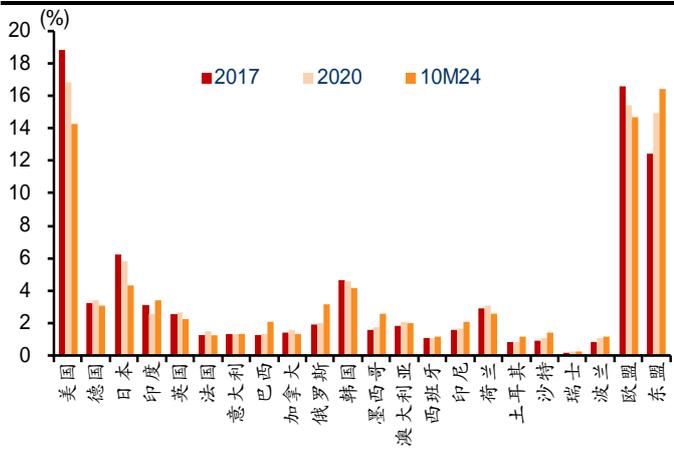
中间品、设备与技术逐步深度嵌入新兴市场产业体系，共同服务于全球市场需求，降低了美欧对华贸易壁垒的影响。

图 43: 中国对主要目的地出口增速及占比

	同比增速 (%)							占比 (%)						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	10M24	2018	2019	2020	2021	2022	2023	10M24
世界	9.9	0.5	3.6	29.6	5.6	(4.7)	5.1	100	100	100	100	100	100	100
东盟	14.2	12.7	6.7	26.1	17.7	(5.0)	10.8	12.8	14.4	14.8	14.4	16.0	15.5	16.1
美国	11.3	(12.5)	7.9	27.5	1.2	(13.1)	3.3	19.2	16.8	17.4	17.2	16.4	14.8	14.6
欧盟	9.8	4.9	6.7	32.6	8.6	(10.2)	1.9	16.4	17.2	15.1	15.4	15.9	14.8	14.6
拉美	13.7	2.1	(0.8)	52.0	10.6	(2.4)	12.8	6.0	6.1	5.8	6.8	7.1	7.3	7.9
非洲	10.8	7.9	0.9	29.9	11.2	7.5	0.5	4.2	4.5	4.4	4.4	4.6	5.1	4.9
日本	7.2	(2.6)	(0.4)	16.3	4.4	(8.4)	(4.4)	5.9	5.7	5.5	4.9	4.9	4.7	4.3
韩国	5.9	2.1	1.4	32.4	9.5	(7.2)	(2.4)	4.4	4.4	4.3	4.4	4.6	4.4	4.1
印度	12.7	(2.4)	(10.8)	46.2	21.7	0.8	2.7	3.1	3.0	2.6	2.9	3.3	3.5	3.4
俄罗斯	12.0	3.7	1.7	33.8	12.8	46.9	4.7	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1	3.3	3.2
英国	(0.3)	10.4	16.3	19.9	(6.1)	(3.4)	1.0	2.3	2.5	2.8	2.6	2.3	2.3	2.2
澳大利亚	14.2	1.8	10.9	24.2	19.0	(5.3)	(3.8)	1.9	1.9	2.1	2.0	2.2	2.2	2.0
加拿大	12.1	5.0	14.0	22.4	4.5	(14.9)	3.9	1.4	1.5	1.6	1.5	1.5	1.3	1.3
沙特阿拉伯	(5.1)	36.9	17.7	7.9	25.7	14.5	15.3	0.7	1.0	1.1	0.9	1.1	1.3	1.4
中国香港	8.2	(7.6)	(2.3)	28.6	(15.0)	(6.3)	9.1	12.1	11.2	10.5	10.4	8.4	8.1	8.1
中国台北	10.6	13.2	9.1	30.4	4.2	(16.0)	9.8	2.0	2.2	2.3	2.3	2.3	2.0	2.1

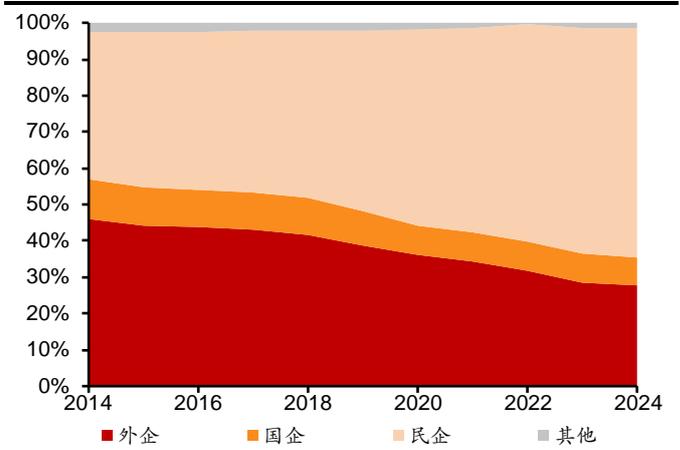
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 44: 前 20 大经济体在中国商品出口中份额



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 45: 各类企业在中国商品出口中份额



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

房地产

房地产需求短期可能周期性改善。二手房销量作为先行指标在 2022 年见底，2023 年开始正增长，2024 年基本持平，预计 2025 年恢复增长且增速超过 2023 年。新房销量跌幅可能明显收窄，预计 2024 年和 2025 年商品房销售面积分别下降 14%和 7%。新房销量跌幅收窄来自三大因素支撑。第一，城镇新增人口周期性反弹。城镇新增人口因疫情冲击从 2020 年的 1,790 万人骤降至 2022 年的 650 万人，2023 年因经济重启反弹至 1,200 万人，城镇人流恢复较好，但就业和收入恢复较差，导致住房和消费复苏落后。第二，房贷利率和房价大幅下降，住房购买力大幅提升。新房贷平均利率从 2021 年第 4 季度的 5.6%累计下降 230 个基点至 2024 年第 3 季度的 3.3%，2025 年可能进一步降至 3.1%，同期大部分城市

房价累计跌幅估计 30% 左右，30 年期房贷月供负担累计下降近 50%。第三，前期限购、限贷等政策抑制了许多改善型需求，随着限制取消，积压需求可能逐步释放，提振短期住房销量。

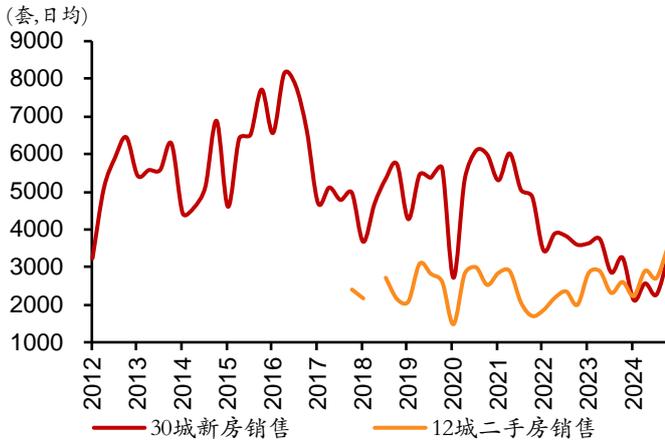
房地产短期仍供大于求，供给活动可能依然疲弱，供求再平衡将持续推进，房价跌幅可能趋缓。2024 年 11 月末全国商品房待售面积/销售面积比达到 76%，高于 2023 年末的 60% 和 2015-2021 年平均的 36%；但反映未来供求关系的新开工面积/销售面积比则从 2012-2021 年平均 122% 降至 2023 年 89% 和 2024 年前 11 月 85%。2024 年 10 月末十大城市商品房库存消化天数达到 581 天，大幅高于 2012-2021 年均值 284 天，但相比 2024 年 9 月末 601 天开始下降。房地产供应活动仍将疲弱，土地购置和房屋新开工跌幅或延续两位数下跌，跌幅仅小幅收窄，2024 年和 2025 年房地产开发投资可能分别下降 10.4% 和 9.3%。住房供大于求意味着房价仍有下跌空间，但因需求改善和供求再平衡，房价跌幅将收窄。在 6 个经济体典型房价泡沫破裂或金融危机周期²中，房价经常先经历第一轮大幅下跌，后迎来第二轮平缓下跌，合计平均跌幅 39%，持续时间达到或超过 5 年。中国一线城市房价此轮下跌周期已持续 3.2 年，累计跌幅达到近 30%，预计未来可能进入第二轮平缓下跌。

房地产将延续区域分化。一线城市经济前景和住房需求韧性更好，土地供应受限，房地产供大于求压力相对更小，房价可能率先见底。深圳房市可以作为先行指标观察，其二手房日均销量在 2022 年见底，2023 年和 2024 年前 11 个月分别反弹 49.3% 和 56.6%；商品房日均销量在 2024 年 10 月以来大幅反弹，支撑全年日均销量几乎接近去年水平，商品房可售套数则从 2023 年 9 月的 9.5 万套持续降至 2024 年 11 月末的 6.8 万套，预计可供消化天数可能在 2025 年末降至 2012-2021 年平均水平。三四线城市住房需求复苏将更慢，供大于求压力相对更大，房价下跌周期持续时间可能更长。

住房需求中长期仍有下行空间。住房需求中长期前景取决于城镇新增人口、人均住房面积增速和拆迁改造等决定的真实住宅需求。城镇新增人口经过短期周期性恢复后，长期或结构性下行。出生人口持续下降意味着未来适龄购房人口不断减少，根据 1983-2005 年出生人口简单推算，2030 年 25-40 岁主力购房人口相比 2023 年累计下降 12% 左右。城镇化可能明显放缓，因为城镇就业机会减少、公共服务不开放和农村剩余人口技能不匹配等。城镇人均居住面积提升空间下降。2020 年住建部统计城镇人均住房建筑面积为 38.6 平方米，已满足基本居住需求。假设城镇新增人口从 2024 年的 1,080 万人降至 2030 年的 570 万人，人均居住面积年均增速将从 2010-2020 年的 2.5% 降至 2020-2030 年的 1.6%，则住房需求面积将降至 2030 年的 7.6 亿平方米。未来二手房交易、养老地产、旅游地产、住房服务等可能成为房地产业新增长点。

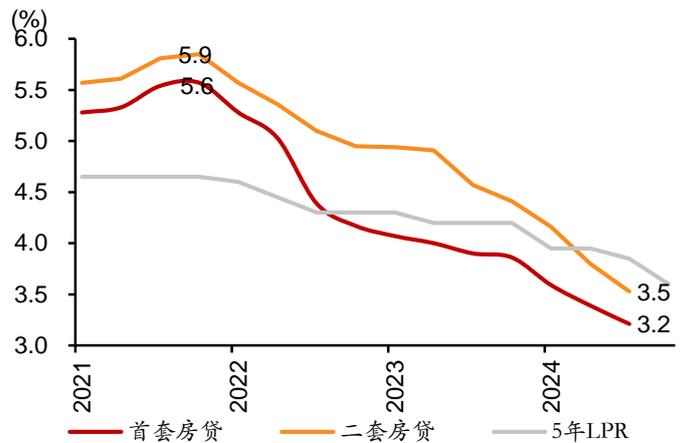
² 6 个经济体为日本、韩国、中国香港、美国、意大利和西班牙。

图 46: 新房与二手房销量



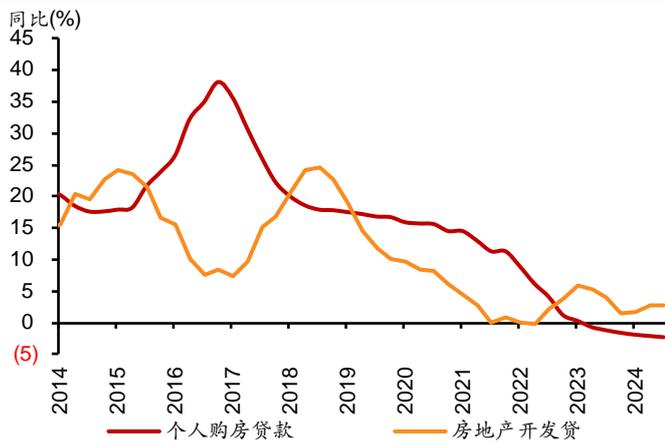
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 47: 房贷利率



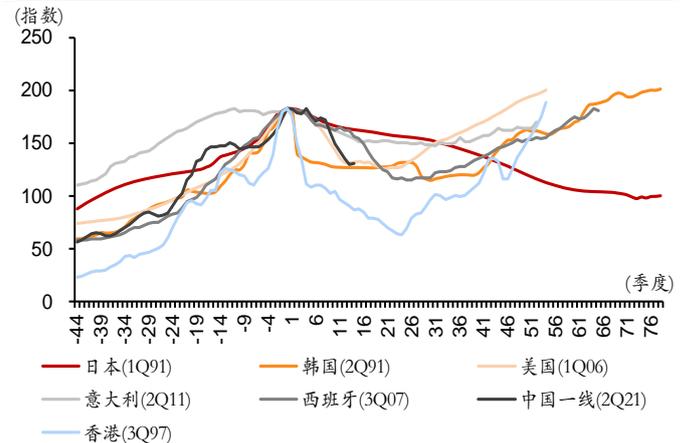
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 48: 房地产贷款增速



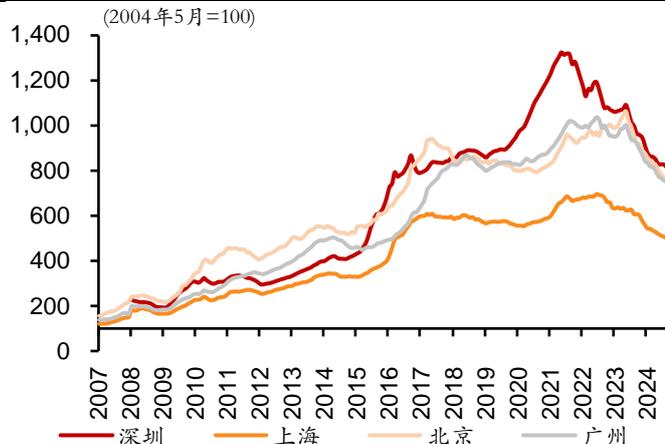
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 49: 地产泡沫破裂或金融危机前后房价走势



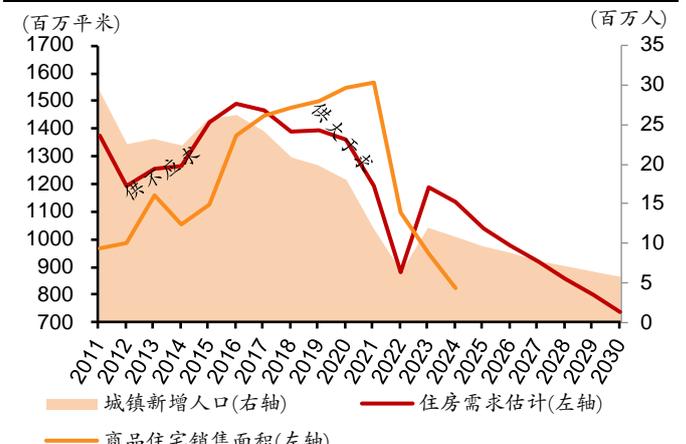
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 50: 一线城市房价



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 51: 城镇新增人口、住房需求与商品住宅销售



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

家庭消费

2024 年前三季度家庭消费延续疲弱复苏。社会零售额同比增长 3.3%，与 2022-2023 年平均增速基本持平。服务业 GDP 同比增长 4.7%，略高于 2022-2023 年平均增速，但由于通缩，服务业名义 GDP 增速从 2022-2023 年平均 5.9% 降至 2024 年前三季度 4.6%。分商品来看，文化办公用品、建筑装潢材料、汽车、金银珠宝和化妆品零售额延续同比下跌，家具、服装和日用品零售额增速均低于 3%，仅食品、烟酒和通讯器材零售额保持 5% 以上增长。家庭消费疲弱的原因包括当下收入下降、未来就业与收入预期较差、房地产大幅收缩和通缩预期。2024 年前三季度中国个人所得税和企业所得税同比分别下降 4.9% 和 4.3%，消费者信心指数低迷，个人存款中定期存款占比仍在高位，短期消费贷款增速处于低位。

2025 年家庭消费增速将有所回升。社会零售额增速可能从 2024 年的 3.7% 升至 2025 年的 4.7%，服务业名义 GDP 增速可能从 2024 年的 4.6% 升至 2025 年的 5.5%。2024 年 9 月中国推出一揽子宽松政策，显著提升资本市场信心、房地产市场情绪和家庭消费意愿，社会零售额增速从前季度的 3.3% 升至 10 月的 4.8%，其中化妆品、家电、文化办公用品、服装、日用品、家具和汽车零售额增速回升幅度最大，是市场信心回升、房地产回暖、“以旧换新”补贴等多因素作用的结果。2025 年房地产销量将明显改善，政策部门可能延续“以旧换新”补贴政策并扩大补贴产品范围，这将直接带动家电、家具、建筑装潢、文化办公用品、汽车、通讯器材等耐用消费品持续增长。

中期内家庭消费持续复苏需要改善收入前景和筑牢社会保障网。消费由永久收入决定，未来收入前景影响永久收入。改善收入前景需要扩大就业数量、提升就业质量和增加财产性收入。由于民营企业占就业需求 80%，改善就业需要恢复企业家信心、创造力和资本支出，这既需要提振内需市场前景，也需要体制改革建立法制化与市场化的营商环境。增加财产性收入需要实体创业机会和资本市场的繁荣，同样需要体制改革。筑牢社会保障网既可以增加无收入或低收入群体消费力，也可以降低家庭过高储蓄率，释放消费潜力。筑牢社会保障网需要财政体系转型，压缩基建与产业发展类支出，扩大基础民生类支出。

图 52: 部分必选消费与可选消费零售增速

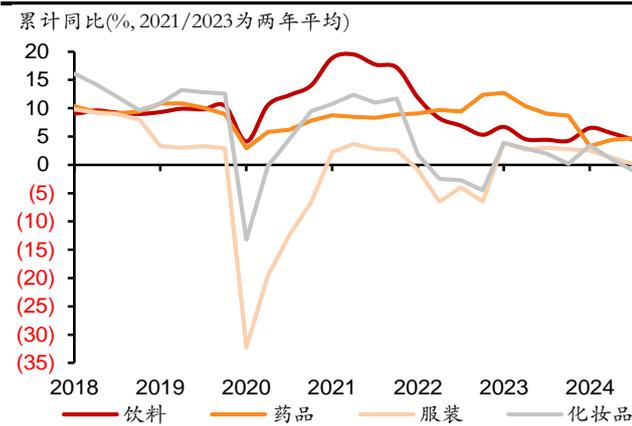


图 53: 家电、通讯器材与汽车零售增速

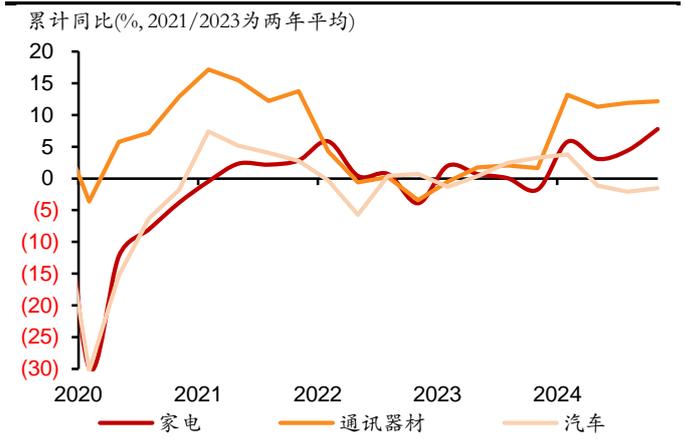


图 54: 文化办公用品、家具与装修材料零售增速

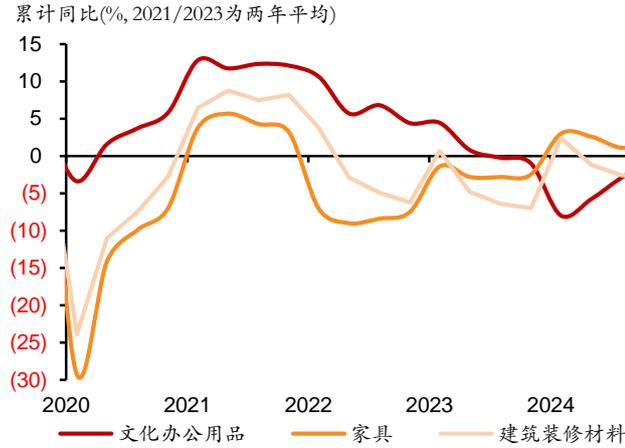


图 55: 餐饮、烟酒和体育娱乐用品零售增速



图 56: 个人所得税增速与消费者信心指数

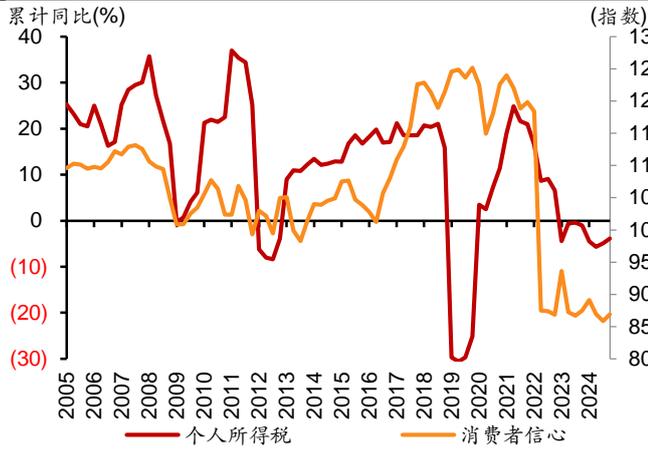


图 57: 储蓄存款定期化趋势与短期消费贷款增速



固定资产投资

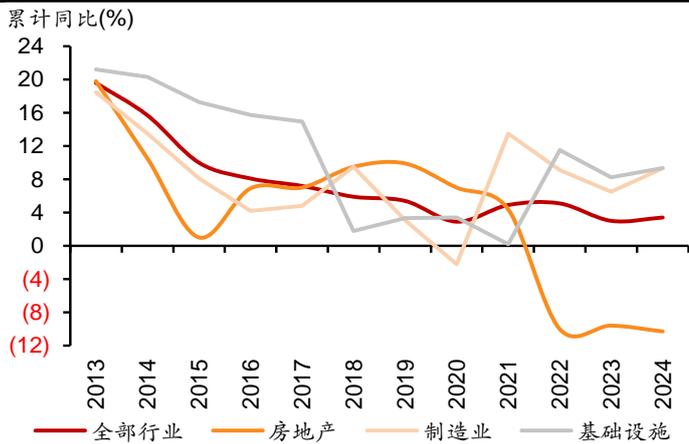
固定资产投资增速可能从 2024 年的 3.4% 升至 2025 年的 3.7%。其中房地产开发投资降幅从 2024 年的 10.4% 收窄至 2025 年的 9.3%，对固定资产投资增速拖累从 2.3 个百分点收窄至 2.1 个百分点。制造业投资增速可能从 2024 年的 9.3% 降至 2025 年的 8.5%，因为产能过剩、通缩压力和贸易冲突不确定性。基础设施投资增速可能从 2024 年的 9.2% 降至 2025 年的 8.7%，地方政府主导的基础设施投资增速可能小幅回升，但仍在低位，因为土地财政很难复苏，地方政府新增隐性债仍严格受限，增量财政政策重点是解决地方政府存量隐性债问题，对基础设施投资的直接拉动可能有限。在“以旧换新”补贴政策刺激下，2024 年企业设备工器具购置投资同比增长超过 15%，对固定资产投资增速贡献率达到 60% 左右，预计 2025 年补贴政策可能延续，企业设备投资可能前 3 季度保持快速增长，第 4 季度因高基数效应而明显放缓。

制造业投资行业分化明显。2024 年除汽车外其他运输设备业（铁路、船舶、航空航天设备）投资增速可能超过 30%，受益于低空经济和无人机产业爆发，有色金属业、金属制品业、食品制造业和纺织业投资增速超过 15%，通用设备业、计算机、通信设备和其他电子设备

业、专用设备业和化工业投资增速超过 10%，但电气机械及器材业和汽车制造业投资增速大幅下滑，因为产能过剩和价格战压力。

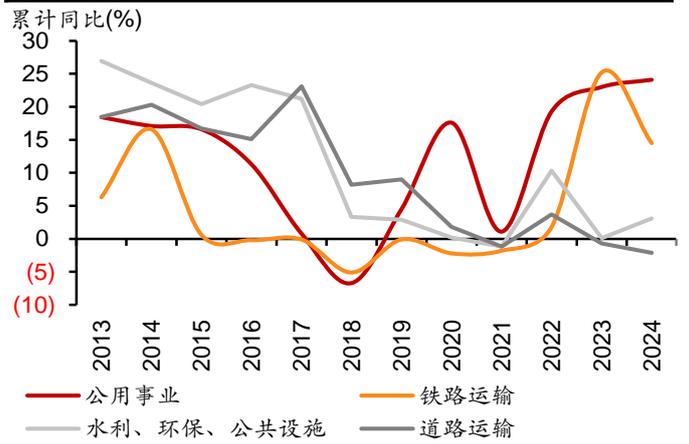
基础设施投资也存在行业差异。其中地方政府及国企主导的投资大幅放缓，如道路运输业与公共设施管理业投资出现同比下降，因为地方财政困境和隐性债务融资严格受限。但中央企业主导的投资保持快速增长，例如公用事业和铁路运输业投资均保持双位数增长。

图 58: 固定资产投资增速



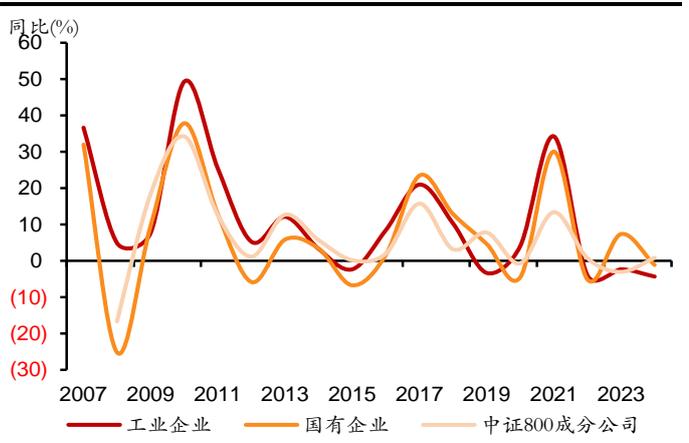
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 59: 央企与地方国企主导的基建投资增速



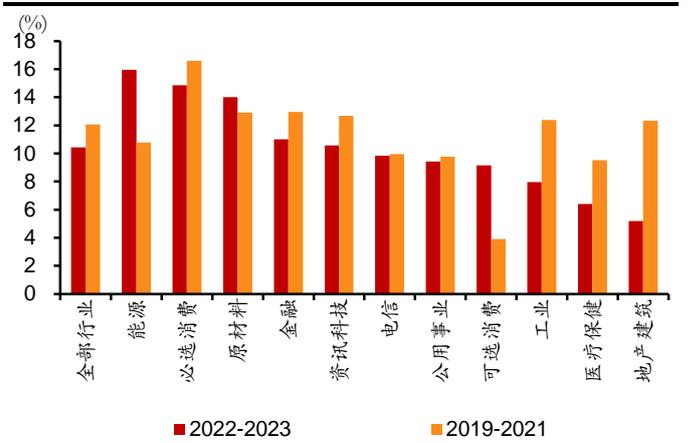
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 60: 固定资产投资增速



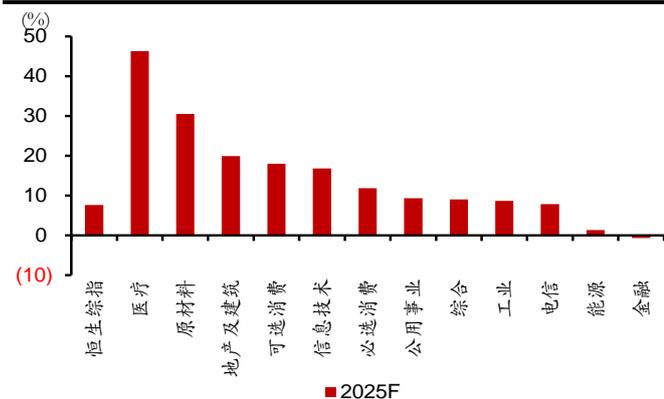
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 61: 恒生综指行业指数 ROE



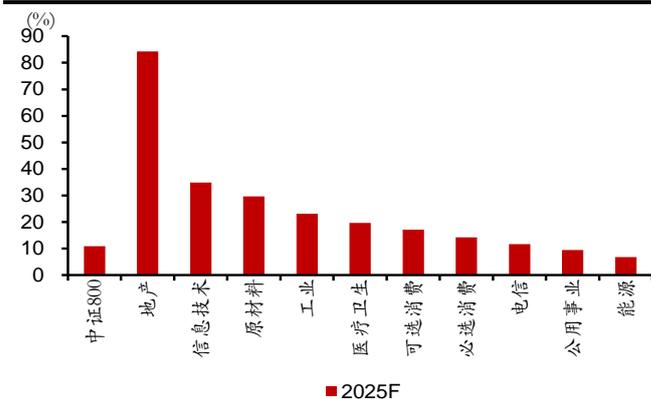
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 62: 2025 恒生综指行业盈利增速彭博一致预测



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 63: 2025 中证 800 行业盈利增速 Wind 一致预测



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。