

每日投资策略

中国经济/行业展望

中国经济展望

■ 2025年中国经济展望：全力稳增长

中国将优先事项转向提振经济，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与股市，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。我们认为，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。中国经济仍在消化房地产大收缩后遗症和等待住房供求再平衡。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。

财政政策将更具扩张性。我们预计公共预算赤字、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。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	20,311	-0.50	19.15
恒生国企	7,306	-0.74	26.66
恒生科技	4,592	-1.39	21.99
上证综指	3,423	0.59	15.05
深证综指	2,075	0.87	12.91
深圳创业板	2,264	0.69	19.70
美国道琼斯	44,248	-0.35	17.40
美国标普500	6,035	-0.30	26.52
美国纳斯达克	19,687	-0.25	31.15
德国DAX	20,329	-0.08	21.36
法国CAC	7,395	-1.14	-1.97
英国富时100	8,280	-0.86	7.07
日本日经225	39,368	0.53	17.64
澳洲ASX 200	8,393	-0.36	10.57
台湾加权	23,125	-0.64	28.97

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	34,957	0.02	17.21
恒生工商业	11,479	-0.78	24.32
恒生地产	15,872	-0.91	-13.40
恒生公用事业	35,052	0.05	6.63

资料来源: 彭博

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%。

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%。 ([链接](#))

行业展望

■ 房地产 2025 展望：脱虚向实，迈向健康发展

初步恢复由刚改带动，投资需求基本消失。2024年1-10月全国商品房住宅累计销售6.54亿平方，同比下降17%，较23年跌幅扩大。高频数据显示11月30城新房销售面积环比增16%，系924政策包效果得以延续。二手房方面，截至11月30日，年初至今销量同比已回正，11月单月环比增15%。房价方面，前11个月新房跌幅较去年明显扩大，二手房11月见少许城市环比止跌。渠道调研显示政策对原本被抑制的刚性购房需求释放有较好的效果，而投资需求几乎消失，我们认为基于真实需求的销售恢复更符合行业长期发展目标。

供给锐减，城投兜底比例降低。土地供应量价齐缩，前10个月住宅类供地面积同比降33%，成交率降8个百分点至71%，住宅土地出让金占综合土地出让金的比例下降7个百分点至73%。住宅平均楼面价自21年首次转跌，同比降13%，除了受购房情绪低迷、开发商投资信心影响外，城投拿地比例减少也是原因之一，2023年城投兜底拿地使地价停留在真实供需所反映价格之上，24年城投流动性压力较大兜底比例降低，故地价逐步脱水。

展望：24年末翘尾，25年持续缩量。我们预计2024、25年全年新房销售额增速分别为-20%、-11%至7.4、7.0万亿，二手房成交额分别达7.1、7.5万亿，并正式成为房地产市场主导，主要基于1)政策端：已出台政策效果尚有余温且多项措施正在落地中尚需时日观察，故推测短期内出台重磅政策（如更多一线城市解开限购等）可能性较小；同时收储等政策推进仍有难点，

可能在 25 年较难大规模消化库存；2) 供应端：土地供应规模大幅削减、开发商拿地强度大降导致后续优质可售资源减少；且配售型保障房供应增加可能分流部分需求；3) 需求端：在新房交付担忧推动下需求继续向二手房转移等；假设详情及情景分析请参考报告图 41。

投资建议：回顾 24 年，我们看到跑赢行业的地产股主要为“困境反转”标的及“业绩见底回升”标的，物业股主要为“拓展能力突出”及“母公司困境反转”标的。虽然销售端展现初步恢复，但行业库存仍在历史高位，且部分关键政策落地仍需时日，故我们认为行业基本面见底信号并未显现，我们建议：1) 关注商业运营能力较强的标的如华润置地、新城发展、龙湖集团等，由于开发持续缩量，零售业务可抗风险。经济企稳回暖时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产相对更容易获得增量融资。2) 关注存量市场发展受益者。交易角度，贝壳 (BEKE.US) 作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升。从服务角度，物业管理是存量市场的长期受益者，建议关注如华润万象生活 (1209 HK)、绿城服务 (2869 HK)、保利物业 (6049 HK)、滨江服务 (3316 HK)、万物云 (2602 HK) 等。3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源的标的，如拿地强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。 ([链接](#))

■ 必选消费 2025 展望：情绪消费主导内需修复与高质量增长

企业积极转型，加速市场优胜劣汰。2024 年，各类消费趋势在新周期下进一步显现。零售业态呈现出金字塔结构高端化放缓、企业内部深度调整及经营杠杆降低等多重考验。然而，厂商端的激烈竞争反而加速了新兴消费趋势的显现，推动市场格局快速调整，优胜劣汰进程加快，帮助行业更精准地捕捉消费者实际需求并走出低谷。大量企业在年内坚定推进改革，以更适应新的高质量发展阶段。

情绪价值类消费引领市场。进入 2025 年，情绪价值类消费将继续引领市场。食品饮料行业中，高品质、好口碑的大健康类产品有望继续领跑。随着产品升级步伐放缓，行业将再度聚焦消费者实际需求。啤酒：企业计划扩充中端价格带产品，以满足更广泛的大众需求。吨价较低的华润啤酒 (291 HK) 借助喜力铺货率的提升，有望延续 ASP 的增长。水饮：农夫山泉 (9633 HK) 作为龙头，将重新定位包装水产品线，缓解利润率侵蚀，并通过旗下无糖茶饮迎合大健康的消费趋势，保持高速增长。零食：卫龙 (9985 HK，未评级) 凭借持续的产品创新和升级，在社会压力增大的背景下，预计将在明年实现销量的显著增长，成为低成本的心理安慰和情感价值提供者。

品质升级，消费长期主义延续。在美妆护肤领域，随着本土审美意识的觉醒和文化自信的增强，“国货替代 2.0”理念推动下，消费者对国产护肤品的认可度达到了全新高度。国货护肤品牌已成功完成从无到有的突破，实现了初步成长与发展。展望 2025 年，领先品牌有望通过持续的高质量研发与创新，紧密贴合消费者实际需求，进一步巩固市场地位。尽管短期内头部品牌仍面临来自新兴品牌的激烈竞争，但这些企业正在新生态体系中逐渐掌握全链路运营的精髓，不仅有助于它们在激烈的市场竞争中稳固自身的生态地位，而且能够加速提升品牌形象和实力，稳步推进国际化进程，使中国功效性护肤品牌在全球市场上崭露头角。

个股推荐。我们认为，符合情绪引领的高质消费仍是市场的核心驱动力。我们持续推荐盈利确定性较高的公司。在美妆护肤品消费中，我们维持对珀莱

2024 年 12 月 11 日

雅 (603605 CH) 的“买入”评级；在食品饮料行业中，维持华润啤酒 (291 HK) 的“买入”评级。 ([链接](#))

招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代碼	行業	評級	股價	目標價	上行/下行	市盈率(倍)		市淨率(倍)		ROE(%)	股息率
				(當地貨幣)	(當地貨幣)	空間	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
長倉												
理想汽車	LI US	汽車	買入	22.88	30.00	31%	2.6	1.8	3.4	13.4	0.0%	
吉利汽車	175 HK	汽車	買入	15.80	19.00	20%	9.8	13.2	1.6	19.3	3.0%	
中國宏橋	1378 HK	裝備製造	買入	12.10	19.60	62%	6.5	6.0	1.0	18.3	9.2%	
波司登	3998 HK	可選消費	買入	4.03	6.05	50%	11.5	9.8	2.7	25.4	6.9%	
江南布衣	3306 HK	可選消費	買入	15.02	17.61	17%	8.1	7.4	3.1	40.6	9.6%	
百勝中國	9987 HK	可選消費	買入	384.00	451.11	17%	176.1	144.9	22.2	12.0	0.2%	
珀萊雅	603605 CH	必選消費	買入	93.25	133.86	44%	24.3	19.5	6.8	31.8	1.4%	
百濟神州	BGNE US	醫療	買入	187.50	276.02	47%	N/A	N/A	43.1	N/A	0.0%	
聯影醫療	688271 CH	醫療	買入	139.21	162.81	17%	74.4	N/A	5.3	7.8	0.2%	
中國太保	2601 HK	保險	買入	26.30	35.50	35%	6.5	6.5	0.8	14.9	4.8%	
中國財險	2328 HK	保險	買入	12.18	14.00	15%	8.5	8.1	1.0	13.1	5.1%	
騰訊	700 HK	互聯網	買入	414.80	525.00	27%	16.0	14.7	3.7	20.1	1.1%	
網易	NTES US	互聯網	買入	96.48	125.50	30%	1.9	1.8	3.1	21.5	2.6%	
阿里巴巴	BABA US	互聯網	買入	89.83	132.20	47%	1.4	1.2	1.5	N/A	1.0%	
綠城服務	2869 HK	房地產	買入	3.95	6.13	55%	17.2	14.6	1.5	9.7	4.3%	
鴻騰精密	6088 HK	科技	買入	3.30	4.38	33%	126.9	76.7	8.4	7.3	0.0%	
小米集團	1810 HK	科技	買入	31.45	32.70	4%	31.8	25.4	3.9	11.3	0.1%	
比亞迪電子	285 HK	科技	買入	41.50	44.41	7%	21.1	15.4	2.7	18.6	1.5%	
中際旭創	300308 CH	半導體	買入	123.15	186.00	51%	25.6	17.7	7.1	31.2	0.6%	
北方華創	002371 CH	半導體	買入	398.35	426.00	7%	36.4	28.0	7.1	21.3	0.3%	
金蝶	268 HK	軟件&IT服務	買入	9.61	10.80	12%	N/A	139.3	3.8	N/A	0.0%	

資料來源：彭博、招銀國際環球市場（截至2024年12月10日）

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关于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。

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

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策。

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风险。任何使用本报告信息所作的投资决策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业务相关业务联系。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商投资者

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个人。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，都应通过美国注册的经纪交易商进行交易。

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属的研究报告。如果报告在新加坡分发给非《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。