

2024年12月05日

## 中国扩大内需的路径选择

宏观研究团队

——2025年宏观展望

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

潘伟楨（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

### ● 国内面临需求不足的问题

1、**房地产下行拖累经济。**广义房地产占经济比重从2020年的34.7%降至2023年的28.0%左右。测算2022、2023年房地产对GDP的拖累约为-1.92%、-1.45%，预计2024、2025年分别为-1.84%、-0.84%。对于房价财富效应系数，复盘1970年以来全球26次较大的房地产泡沫破裂来看，房价跌幅与居民消费支出增速降幅的弹性系数： $Y=0.1984*X$ 。若按统计局口径2021年7月至2024年9月我国二手房价下跌15.3%，则拖累居民消费支出增速3.1%、平均每年约1.0%。

2、**物价偏低拖累企业盈利和居民收入。**截至2024年Q3，GDP平减指数同比已连续6个季度为负，PPI同比已连续24个月处于负区间，核心CPI环比已连续7个月弱于季节性；企业端多数行业以价换量；居民工时拉长、时薪放缓。

3、**全社会杠杆率被动上行。**宏观杠杆率加速上行，名义GDP处在下滑区间；居民存贷差加速扩大；资金活性降至历史低位。

### ● 历史上三次走出物价低迷的途径对比

上世纪90年代以来，我国GDP平减指数连续为负的现象共发生过4次，分别为1998-1999年、2009年、2015年以及2023年至今。将固定资产投资、房地产投资、出口与社零四大指标分别与GDP平减指数进行匹配，通过其与物价的走向关系判断推动经济回升的主导因素。复盘发现，外需回暖在过去几轮物价回升过程中发挥显著作用；地产投资是弥补外需缺口的核心因子；在面临较为严重的需求不足问题时，将看到央行的大幅降准降息与财政的明显积极转向。

### ● 中国扩大内需的路径选择

1、**海外环境：**海外降息周期开启，2025年或将持续进行。2024全球大选结束，国际政治环境或趋于稳定。特朗普或优先兑现减税、移民、加大能源供给以降低通胀等竞选承诺，关税议题或相对靠后。预计2025年出口同比有所回落，但可能仍小幅正增长。

2、**国内政策：**2025年大概率宽财政宽货币。常规货币政策可操作空间较大，降准降息幅度可能超过2024年，对地产、资本市场的结构性支持有望加深。同时新货币政策框架重心在于疏通利率传导，优化公开市场操作，调控手段向重价轻量转型。财政赤字率或提高至4%-5%，专项债、超长期特别国债扩容扩围，财政资金投向进一步向消费、民生和地产倾斜；安排一次性大规模化债额度。广义财政赤字率有望显著增长至9%-10%。

3、**扩大内需的路径选择：长期看好消费，消费将迎新时代。**

(1)**2025年往后地产有望止跌企稳，这是消费回升的前提。**海外国家金融危机/地产出清时居民偿债比率收敛于11%-13%，我国在924货币政策加码后该指标已改善至10.9%，指向已突破地产需求政策的有效性边界，叠加政府端货币化安置+收储贡献增量需求，预计2025年新房销售增速-3%、二手房销售增速+5%。

(2)**股票财富效应拉动消费。**标普500当季收益率超过5%、10%、15%时，对应美国居民消费增速提高0.3、0.45、0.3个百分点，剔除经济增长影响后仍成立。

(3)**重视民生和社会保障、扩张服务业有利于提高居民收入，解决就业。**对于服务业：一则服务业劳动者报酬率更高，服务业扩张有利于收入分配更多倾向于居民；二则服务业在吸纳就业方面优势明显；三则服务消费跨期挤出效应不明显。

(4)**消费品以旧换新效果显著。**测算边际拉动倍数约2.5-3.2倍，若2025年有3000亿消费品以旧换新补贴，则额外拉动消费4000多亿元，社零增速约4.5%。

(5)**第二次城镇化是“人口”的城镇化，主要拉动居民消费、住房消费和公共消费（服务）。**假设2024-2029年户籍人口和常住人口城镇化率的轧差收窄2-4个百分点，则年均拉动经济5242-10483亿元、占2023年GDP 0.4%-0.8%。

### ● 资产配置

1、国内资产配置：股好于债，行业配置先是科技+顺周期，然后是内需偏消费。

2、海外资产配置：不确定性提升。短期美股>美元>黄金>美债>原油。

● **风险提示：**国内政策不及预期，美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《央企助力稳增长稳投资—宏观周报》-2024.12.1

《经济改善延续性或未充分定价—兼评11月PMI数据》-2024.12.1

《汽车接棒家电，预计11月社零进一步修复—10月企业利润数据点评》-2024.11.27

## 目录

1、国内面临需求不足的问题 .....	5
1.1、起因：四维度拆解房地产对经济拖累 .....	5
1.2、表现：价格和资产负债层面的现状剖析 .....	7
1.2.1、价格指标连续走低 .....	7
1.2.2、物价偏低拖累企业盈利和居民收入 .....	8
1.2.3、资产负债表层面的表现：杠杆率被动上行 .....	13
2、历史上三次走出物价低迷的途径对比 .....	15
3、中国扩大内需的路径选择 .....	18
3.1、全球环境：降息周期开启，政治环境趋稳，我国政策空间加大 .....	18
3.2、国内政策：宽财政宽货币以稳增长和提物价 .....	23
3.2.1、货币：创造宽松环境的同时完善新调控框架 .....	23
3.2.2、财政：广义财政扩张，大规模化债，资金也有望向消费与民生倾斜 .....	26
3.3、路径选择——长期看好消费，消费将迎新时代 .....	30
3.3.1、消费因素 1：消费企稳的一大前提或在于地产 .....	30
3.3.2、消费因素 2：重视股市慢牛财富效应 .....	32
3.3.3、消费因素 3：服务业扩张有利于提高居民收入、解决就业 .....	33
3.3.4、消费因素 4：消费品以旧换新政策效果显著 .....	34
3.3.5、消费因素 5：新二次城镇化更多利好消费 .....	35
4、资产配置建议 .....	39
4.1、全球大类资产：不确定性显著提升 .....	39
4.2、国内资产：股好于债，行业配置先科技+顺周期，然后内需偏消费 .....	41
5、风险提示 .....	42

## 图表目录

图 1：2023 年地产链占 GDP 比重或不足三成 .....	5
图 2：新质生产力板块部分抵消地产下行的拖累 .....	5
图 3：房地产对经济的直接、间接影响及测算逻辑 .....	5
图 4：2022、2024 年房地产对 GDP 拖累较重，预计 2025 年或收窄至-0.84% .....	6
图 5：房价与消费关系的文献梳理 .....	6
图 6：地产下行阶段，房价财富效应约为 0.2 .....	7
图 7：2023 年 Q2 至 2024 年 Q3，GDP 平减指数同比连续 6 个季度为负 .....	7
图 8：截至 2024 年 9 月，PPI 同比连续 24 个月为负 .....	8
图 9：截至 2024 年 9 月，核心 CPI 环比连续 7 个月弱于季节性 .....	8
图 10：预计 2025 年下半年 PPI 同比转正 .....	8
图 11：预计 2025 年 CPI-PPI 同比剪刀差前高后低 .....	8
图 12：利润三因子拆解来看，2024 年工业企业呈现“以价换量”特征 .....	9
图 13：采矿业价好于量，但上游加工以价换量 .....	9
图 14：中游深度以价换量 .....	9
图 15：下游消费浅幅以价换量 .....	10
图 16：中游负 PPI 持续时间较长 .....	10
图 17：中游深度以价换量 .....	10

图 18: 设备更新提振制造业投资增速 .....	11
图 19: “两新”加快生效, 工业企业产销率改善 .....	11
图 20: 失业基金支出与失业率小幅背离 .....	12
图 21: 居民工时拉长、时薪增速放缓 .....	12
图 22: 美团财报显示, 外卖人均收入下降 .....	12
图 23: 博尔捷招股说明书显示, 骑手单件佣金下滑 .....	12
图 24: 滴滴财报显示, 司机年均收入下降 .....	12
图 25: 滴滴客单价连续 4 个季度负增长 .....	12
图 26: 医生供给增加、收入下滑 .....	13
图 27: 公务员或已降薪 .....	13
图 28: 看准网显示, 部分行业招聘平均工资下降 .....	13
图 29: 宏观杠杆率和名义经济增速出现背离 .....	14
图 30: 企业部门贷款增速下滑 .....	14
图 31: 居民消费贷款快速收缩 .....	14
图 32: 中央政府杠杆率扩张有限 .....	15
图 33: 近 3 年居民存贷差加速上行 .....	15
图 34: M1 同比降至历史低位 .....	15
图 35: 物价低迷时, 总投资常与 GDP 平减指数相反 .....	17
图 36: 地产拐点往往领先或同步于 GDP 平减指数拐点 .....	17
图 37: 1998-1999 与 2009 年, 社零拐点领先于物价拐点 .....	17
图 38: 外需波动是国内物价波动的重要原因 .....	17
图 39: 欧美通胀均经历了大幅下行 .....	19
图 40: 美国民众通胀预期较为稳定 .....	19
图 41: 9 月点阵图显示 2025 年将降息至 3.25% 左右 .....	20
图 42: CME 市场预期 2025 年将降息 75bp .....	20
图 43: 欧央行在 2024 年已降息 75bp .....	20
图 44: OIS 利率预期欧央行或将继续降息 .....	20
图 45: 银行结汇率 2022 年以来大多低于售汇率 .....	21
图 46: 人民币汇率经历了一定贬值压力 .....	21
图 47: 我国对美出口比重持续下降 .....	22
图 48: 从韩国、越南出口走向看, 全球经贸周期已进入下行阶段 .....	23
图 49: 从最新数据看, 美国需求仍具较强韧性 .....	23
图 50: 与名义利率不同, 实际利率并未降至历史低点 .....	24
图 51: 央行构筑调控更加精细化的利率走廊 .....	24
图 52: 预测 2025 年社融增速改善后趋于平稳 .....	25
图 53: M2 同比可能回升至 8-9% .....	25
图 54: 利率的传导效率仍有待完善 .....	25
图 55: 测算 M1 口径调整后曲线形态 .....	25
图 56: 2025 年广义赤字率可能显著提升 .....	27
图 57: 2015-2018 年置换债券发行后国债收益率表现 .....	29
图 58: 近期央行对资金面较为呵护 .....	29
图 59: 上轮特殊再融资债主要在四季度发行 .....	29
图 60: 地方已发行约 1.1 万亿特殊再融资专项债 .....	29
表 1: IMF 对全球经济预测 (%) .....	40

---

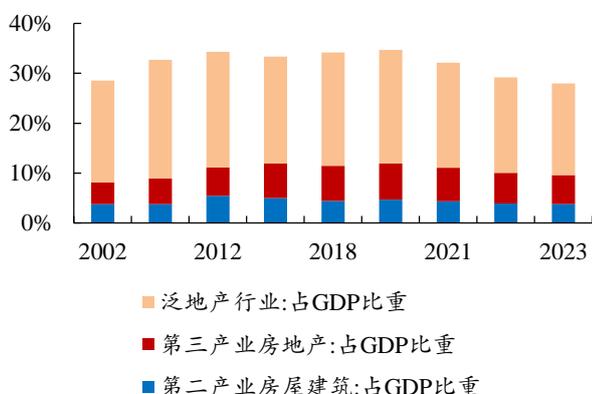
表 2: OECD 对全球经济预测 (%) .....	41
表 3: 2025 年经济数据预测 .....	42

## 1、国内面临需求不足的问题

### 1.1、起因：四维度拆解房地产对经济拖累

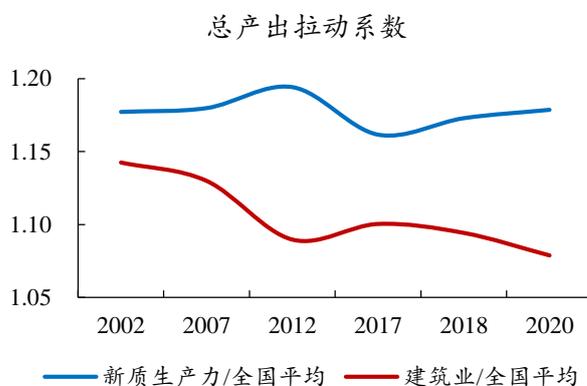
三年疫情叠加地产缓步下行，对我国宏观经济运行、供需结构、微观主体预期产生了多方面的影响。从投入产出表来看，2020年狭义房地产（第二产业房屋建筑+第三产业房地产）占GDP比重约11.9%，估算2023年或下降2.3个百分点至9.6%；广义房地产（狭义房地产+相关链条）则从2020年的34.7%降至2023年的不足三成，估算2023年占GDP比重约为28.0%。好的方面在于，新质生产力扩张部分抵消了地产下行的拖累。建筑业对总产出拉动系数从2012年的3.4倍下滑至2020年的3.0倍，而新质生产力稳定保持在3.3倍，展现出了较强的韧性。

图1：2023年地产链占GDP比重或不足三成



数据来源：统计局、Wind、开源证券研究所

图2：新质生产力板块部分抵消地产下行的拖累



数据来源：统计局、Wind、开源证券研究所

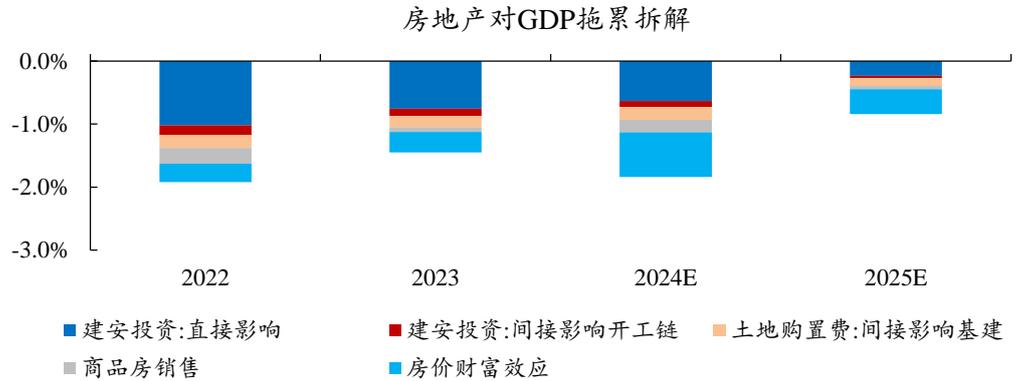
我们从4条传导链详细拆解了房地产对经济的直接和间接影响：一则拖累建安投资及地产开工链（钢铁、非金属矿物制品等）；二则土地购置费下滑，政府性基金减收而间接影响基建；三则商品房销售需求下行，拖累第三产业房地产和地产后周期消费品；四则房价下行带来的财富效应抑制居民消费支出。测算来看，2022、2023年房地产对GDP的拖累约为-1.92%、-1.45%，预计2024、2025年分别为-1.84%、-0.84%，2025年往后或有望迎来房地产市场的止跌企稳。具体来看，房地产拖累的因子贡献逐年变化，2022、2023年主要由建安投资、商品房销售贡献，2024年则房价财富效应的拖累明显增大。

图3：房地产对经济的直接、间接影响及测算逻辑

传导链条	直接影响 GDP	间接影响 GDP	
房地产	建安投资	第二产业房屋建筑	影响地产开工链（钢铁、非金属制品等），可用投入产出表“房屋建筑”的影响力系数进行估算
	土地购置费	不计入 GDP	减少政府性基金收入而影响基建等支出
	商品房销售	第三产业房地产	影响后周期消费（建材、家具、家电等），由于历史数据拟合效果不佳，且可能与房价对消费的财富效应存在重复，因此暂不计算
	房价		财富效应影响居民消费支出，可通过学术论文和全球复盘规律进行交叉测算

资料来源：统计局、Wind、开源证券研究所

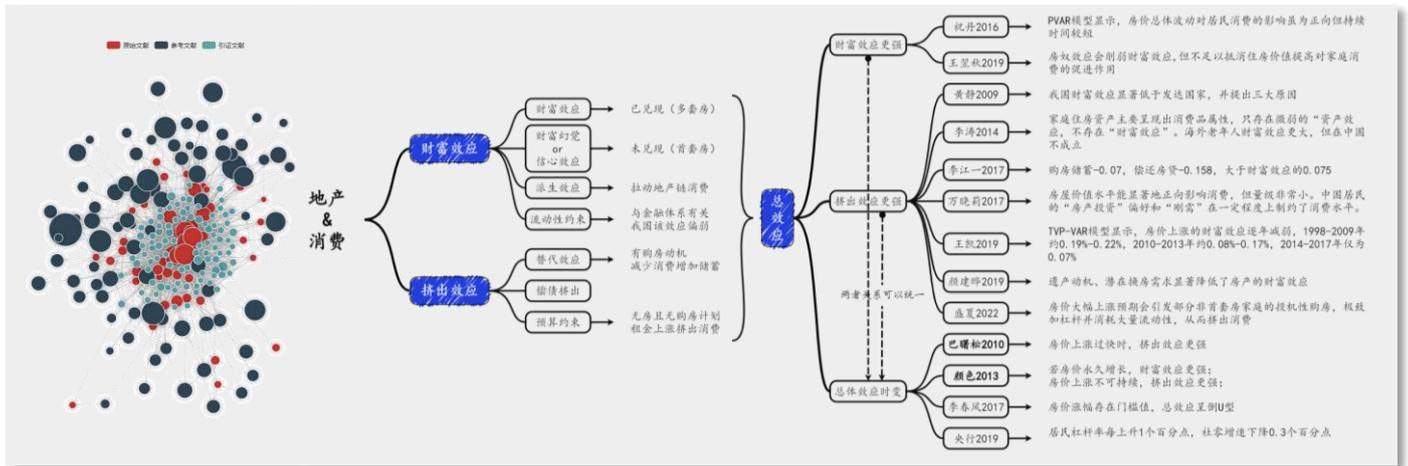
图4：2022、2024年房地产对GDP拖累较重，预计2025年或收窄至-0.84%



数据来源：OECD、Wind、开源证券研究所

其中，房价财富效应系数具体如何？我们从学术论文和全球复盘规律两个维度作进一步探讨。首先从72篇高引学术论文来看，多数认为房价与消费的关系具有时变性，可初步归结为4个阶段：财富效应→挤出效应→负财富效应→负挤出效应。黄静（2009）和王凯（2019）认为房价上涨带来的财富效应逐年下降，前者测算我国财富效应约0.08-0.12，低于OECD国家的0.11-0.17；后者基于TVP-VAR测算，1998-2009年约0.19-0.22、2010-2013年约0.08-0.17、2014-2017年为0.07。因此，学术论文指向我国房价财富效应约0.07-0.12。

图5：房价与消费关系的文献梳理

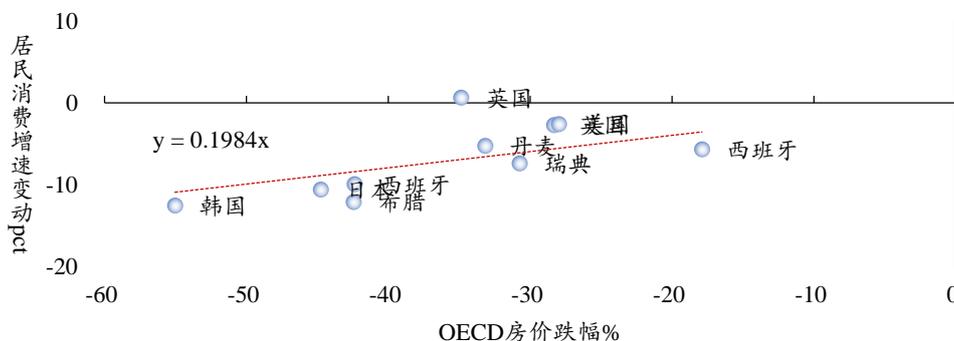


数据来源：知网、黄静《房地产财富与消费：来自于家庭微观调查数据的证据》、王凯《我国房价上涨对居民消费的影响：财富效应还是挤出效应？》等、开源证券研究所

从全球复盘来看，1970年以来主要有18个国家发生了26次较大的房地产泡沫破裂，我们基于期间房价跌幅与居民消费支出增速降幅，计算了双方的弹性系数： $Y=0.1984 * X$ ，即房地产出清阶段的房价财富效应约为0.2，这一水平略高于学术文献的测算，考虑到风险厌恶会导致房价效应的非对称性（即下跌阶段的财富效应大于上涨阶段），0.2同样具有合理性。具体我国而言，若按统计局口径则2021年7月

至 2024 年 9 月我国二手房价下跌 15.3%，则拖累居民消费支出增速 3.1%、平均每年约 1.0%。

图6：地产下行阶段，房价财富效应约为 0.2



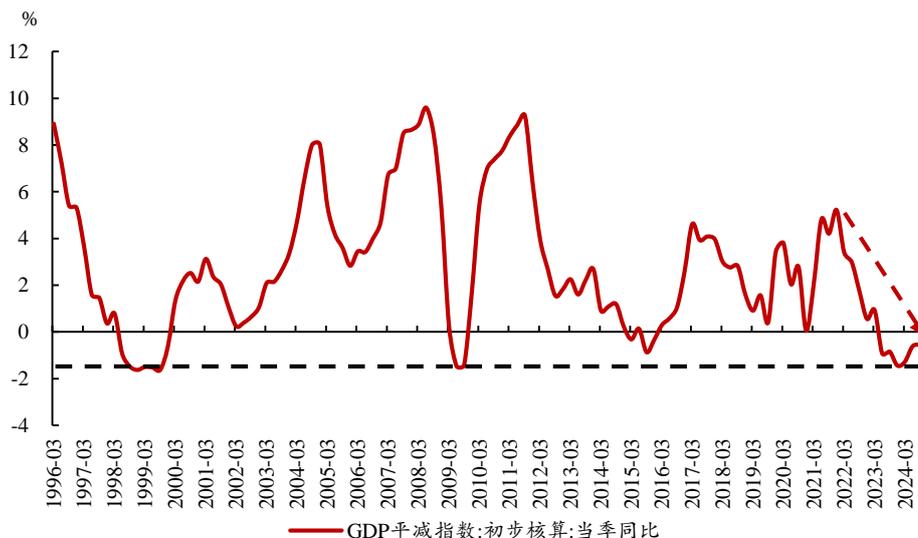
数据来源：OECD、Wind、开源证券研究所

## 1.2、表现：价格和资产负债层面的现状剖析

### 1.2.1、价格指数连续走低

首先从表象上看，各项价格指数表现偏低：GDP平减指数自 2022 年起同比进入下行通道；2023 年 Q2 至 2024 年 Q3，GDP 平减指数同比已连续 6 个季度为负，持续时间为近二十年来最长，同比最大降幅与金融危机后的 2009 年 Q2 接近。

图7：2023 年 Q2 至 2024 年 Q3，GDP 平减指数同比连续 6 个季度为负

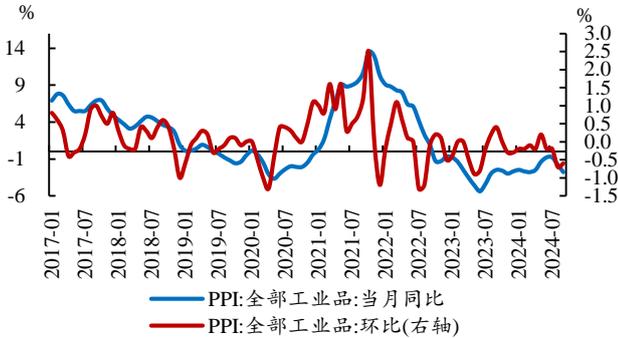


数据来源：Wind、开源证券研究所

具体到 CPI 与 PPI 而言：PPI 同比自 2022 年 10 月起由正转负，截至 2024 年 9

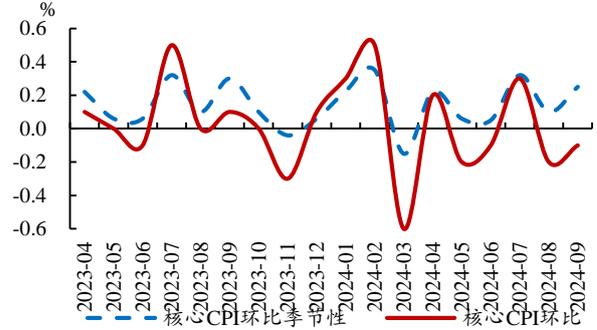
月已连续 24 个月处于负区间，环比在近 4 个月连续为负；核心 CPI 环比在 2023 年 10 月至 2024 年 9 月的近 12 个月中，9 次弱于季节性，且近 7 个月连续弱于季节性。

图8：截至 2024 年 9 月，PPI 同比连续 24 个月为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：截至 2024 年 9 月，核心 CPI 环比连续 7 个月弱于季节性

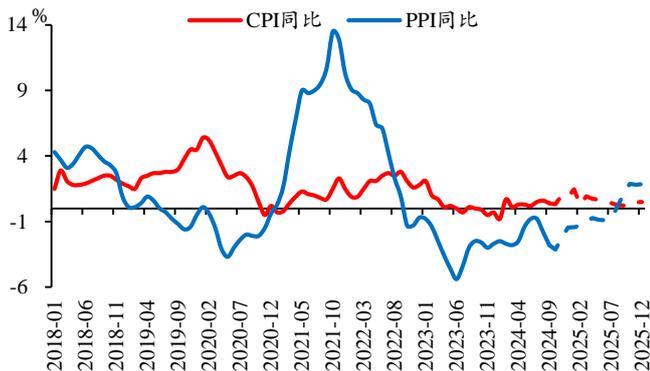


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2023 年 1-3 月环比季节性采用 2012、2014、2017 环比平均值(2012 空缺则采用 2014、2017)，2024 年 1-3 月环比季节性采用 2016、2018-2019、2021 环比平均值，4-12 月环比季节性采用 2016-2019，2021 环比平均值。

往后看，预计 2024 年全年 CPI 同比或在 0.2% 左右；2025 年，扩内需政策推动下，预计 CPI 温和回升。环比按等于季节性假设，猪肉与原油价格方面，生猪供给自 11 月开始增加，特朗普政策导向下后续传统能源价格或将承压，假设 2025 年猪肉、原油价格呈缓步下行态势，考虑到猪肉、成品油价格调整，预计 2025 年 CPI 同比或将前高后低，全年平均同比或在 0.4% 左右。

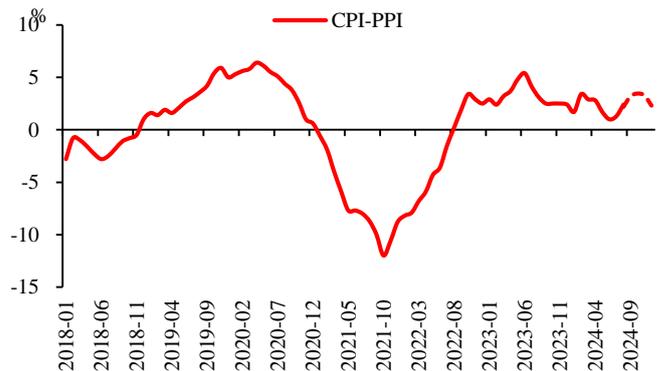
PPI 方面，年内 PPI 同比难有大幅提升，预计 2024 年 PPI 同比或在 -2% 左右；2025 年 PPI 或将随扩内需政策见效有所回升，环比按等于 2015-2017 年季节性假设，则 2025 年下半年 PPI 同比有望转正，预计 2025 全年 PPI 同比或在 0% 左右。

图10：预计 2025 年下半年 PPI 同比转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：预计 2025 年 CPI-PPI 同比剪刀差前高后低



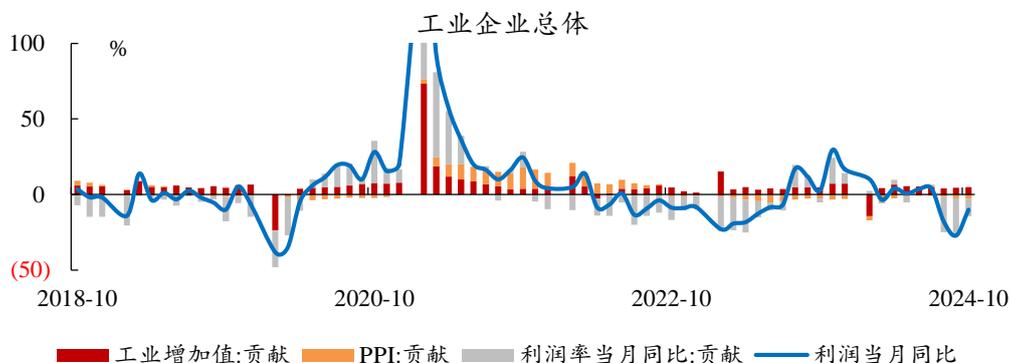
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2.2、物价偏低拖累企业盈利和居民收入

(1)企业端：利润增速下滑，多行业以价换量，有待低效产能退出以实现供需平衡。2024 年 1-10 月全国规模以上工业企业利润累计同比 -4.3%，拆分利润来看（利润增速=工业增加值\*PPI\*利润率同比），2024 年价（PPI）贡献持续为负，量（工业

增加值)基本为正贡献。截至2024年10月,上游加工、中游设备、下游消费、通用的PPI负增长区间,平均持续了11.2、20.0、13.5、7.7个月,中游持续时间最长、且在加深。

图12: 利润三因子拆解来看, 2024年工业企业呈现“以价换量”特征



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 采矿业价好于量, 但上游加工以价换量



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 中游深度以价换量



数据来源: Wind、开源证券研究所

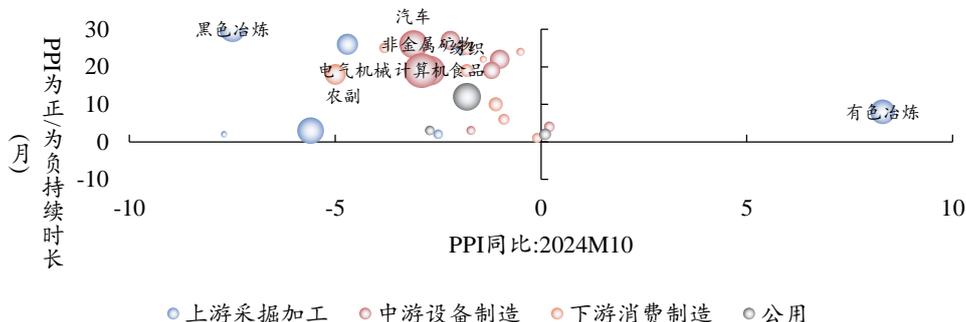
图15: 下游消费浅幅以价换量



数据来源: Wind、开源证券研究所

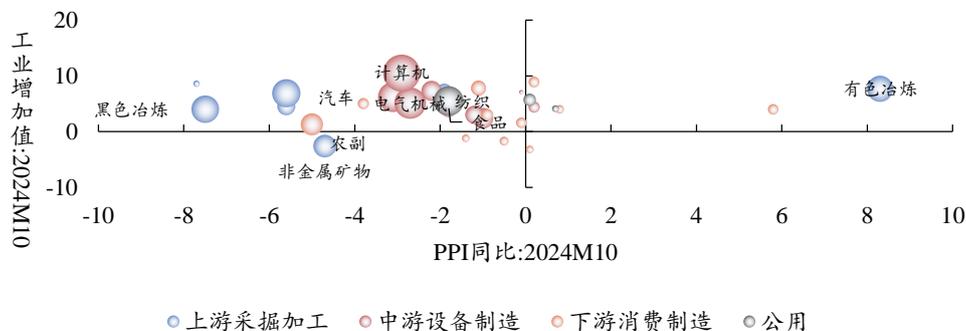
分行业来看，采矿业价好于量；上游加工的地产链量价齐跌，有色量价齐升；中游设备深度以价换量，主要为电气机械、汽车、计算机通信电子等新质生产力；下游浅幅以价换量（造纸、纺织、鞋革等），纺服、农副、食品等量价齐跌。

图16: 中游负 PPI 持续时间较长



数据来源: Wind、开源证券研究所

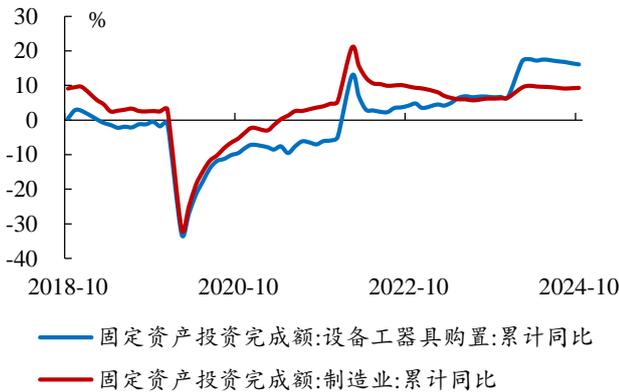
图17: 中游深度以价换量



数据来源: Wind、开源证券研究所

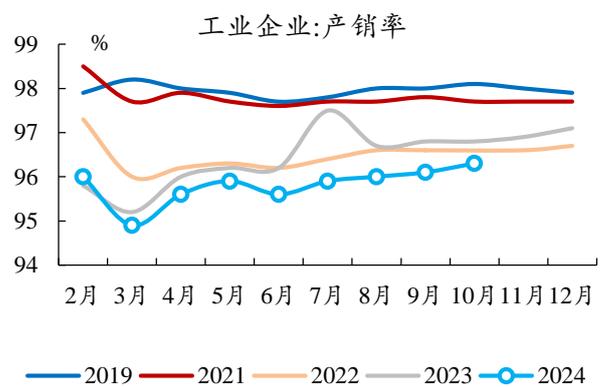
**大规模设备更新提振制造业投资增速。**1-10月制造业累计同比9.3%，设备工器具购置累计同比16.1%。分行业来看，有色冶炼、化学制品、纺织业投资增速较前值改善了1.1、1.1、0.6个百分点，食品制造、农副食品加工、金属制品仍维持较高增速。往后看，设备更新动能受供需关系约束，2024年1-10月工业企业产销率回暖了0.2个百分点至96.3%，指向“两新”加快生效提振需求、进而缓解供需不平衡问题，预计2025年制造业投资略低于2024年，但仍维持8%左右的中高增速。

图18：设备更新提振制造业投资增速



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

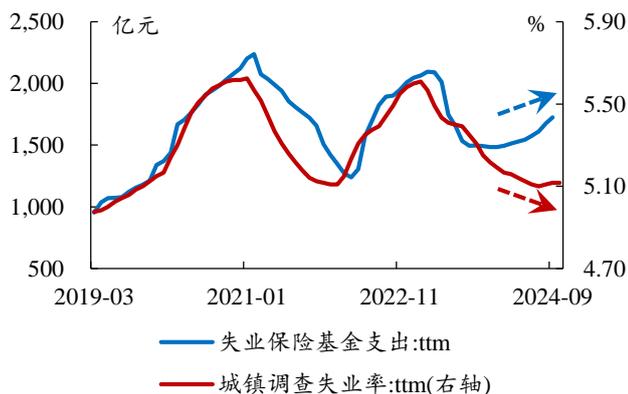
图19：“两新”加快生效，工业企业产销率改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

**(2)居民端：就业压力增加，收入“以价换量”，多行业调整优化约束居民消费支出。**一则就业总量和质量均有压力，2024年高校毕业生人数创历史新高的1179万，灵活就业超过2亿人或指向就业质量有待提升，历史数据显示失业率与失业保险基金支出相关性较好，但2024年以来两者呈现一定背离。二则居民工时拉长、时薪放缓，2024Q3就业人员周均工作时间提高至48.7小时，时薪增速降至6.2%、连续2个季度放缓，工时拉长、时薪放缓则描绘了居民收入端的“以价换量”；三则部分行业调整优化，居民收入预期和消费信心下滑进一步约束了其消费支出，我们梳理了网约车、外卖、医疗、公务员等微观数据予以佐证。（详见《一线城市消费走弱的两点成因——兼评7月经济数据》）

图20: 失业基金支出与失业率小幅背离



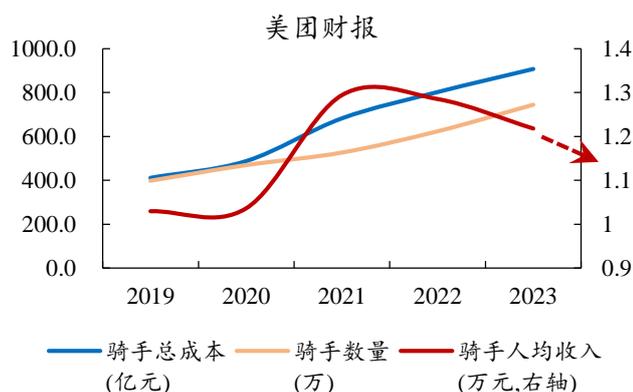
数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 居民工时拉长、时薪增速放缓



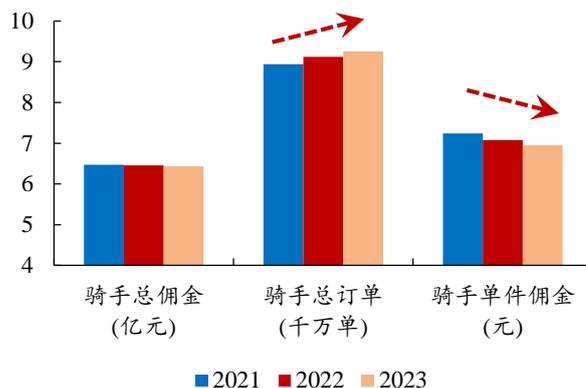
数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 美团财报显示, 外卖人均收入下降



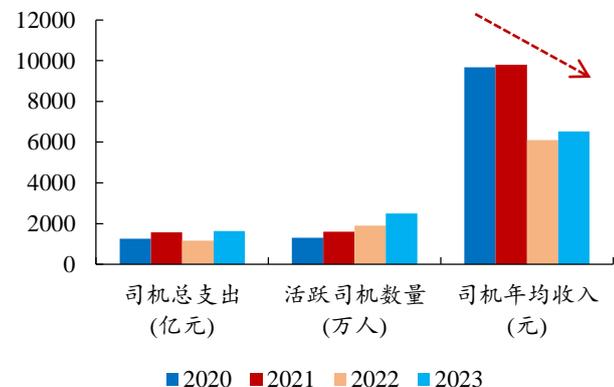
数据来源: 美团财报、Wind、开源证券研究所

图23: 博尔捷招股说明书显示, 骑手单件佣金下滑



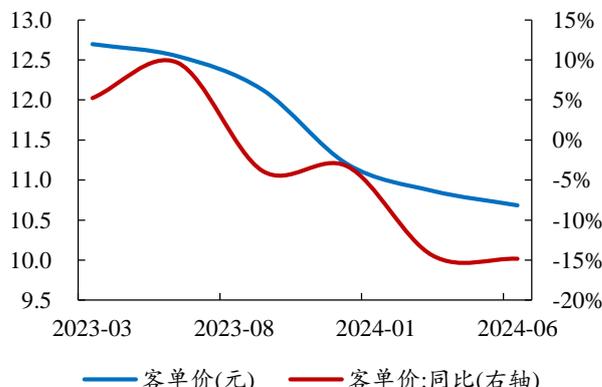
数据来源: 博尔捷招股说明书、Wind、开源证券研究所

图24: 滴滴财报显示, 司机年均收入下降



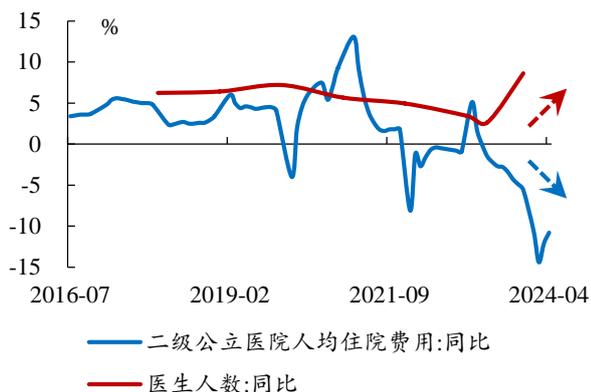
数据来源: 滴滴财报、Wind、开源证券研究所

图25: 滴滴客单价连续4个季度负增长



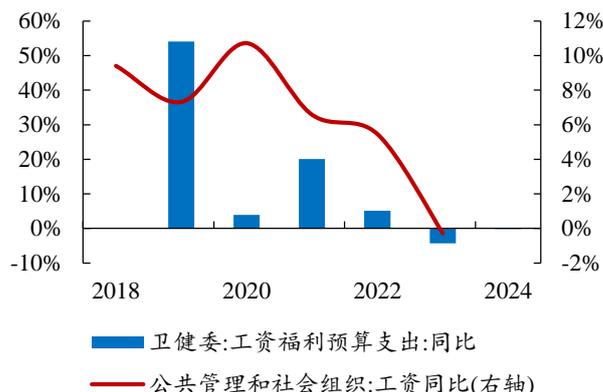
数据来源: 滴滴财报、Wind、开源证券研究所

图26: 医生供给增加、收入下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

图27: 公务员或已降薪



数据来源: Wind、开源证券研究所

图28: 看准网显示, 部分行业招聘平均工资下降

平均 工资	银行 柜员	直播	数据 分析师	律师	企业管 理咨询	会计	导游	教师
2021	9017	11579	22832	16977	16901	6050	6418	8059
2022	10511	12053	23668	22339	18733	6305	6411	7714
2023	8951	11349	23990	20635	17918	6266	6674	7734
2024	7611	11334	23020	15296	15800	6081	6902	7713

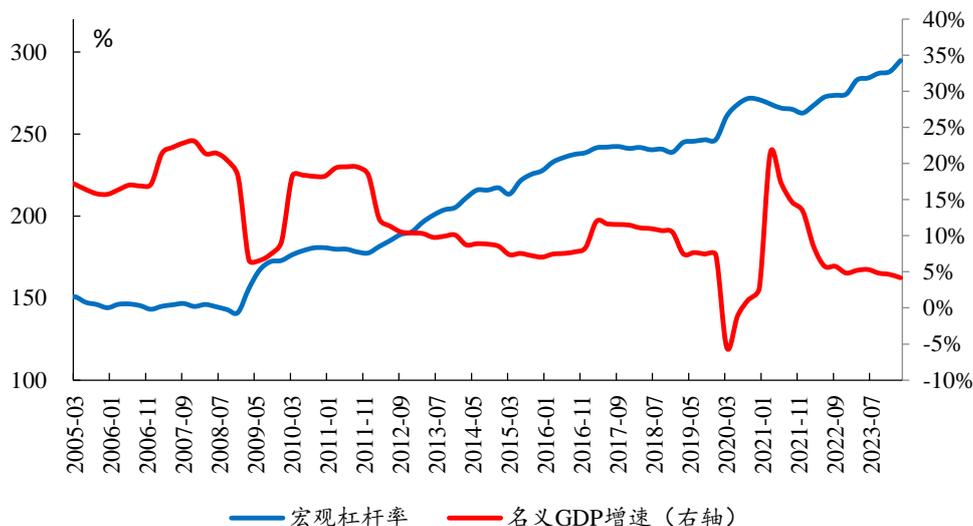
数据来源: 看准网、开源证券研究所; 数据截至 2024 年 7 月 17 日

### 1.2.3、资产负债表层面的表现: 杠杆率被动上行

**宏观杠杆率被动上行。**2022 年至今, 宏观杠杆率开始加速上行, 同一时期名义 GDP 也处在下滑区间。信贷紧缩的现实和杠杆率的背离或能用名义 GDP 下行解释。分部门来看, 企业和政府部门杠杆率在上述时期有所上升, 但企业贷款呈收缩趋势, 与杠杆率走势背离。居民杠杆率自 2020 年 Q3 起增长乏力, 主要原因是地产下行导致的居民消费贷款增长缓慢。

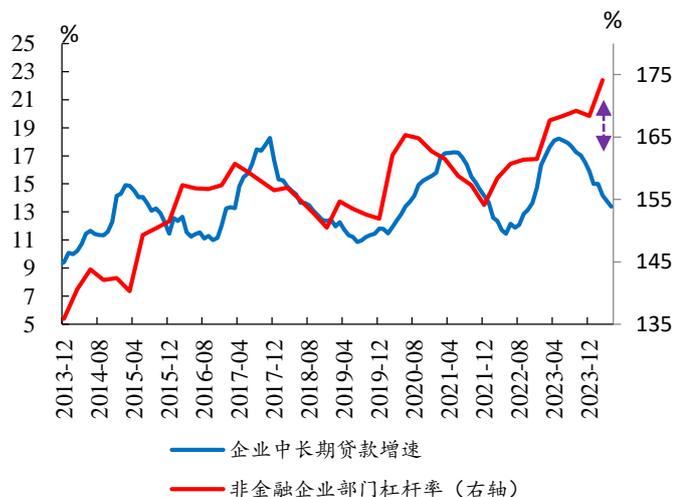
**居民和企业资产负债表有待优化。**2022 年起居民存贷差加速扩大。受权益市场和房地产价值下跌影响, 资产的财富效应减弱, 加之可支配收入增速下台阶, 居民资产端承压。结果便是居民收缩信贷, 将更多资产转移至存款, 居民存贷差大幅提高。企业方面, 资金活性降至历史低位。2024 年 M1 增速下探至-7.4%的历史最低水平, 反映企业经营中资金利用效率大幅走弱。与企业“惜贷”行为一致体现出需求不足、信心亟待改善的特点。

图29：宏观杠杆率和名义经济增速出现背离



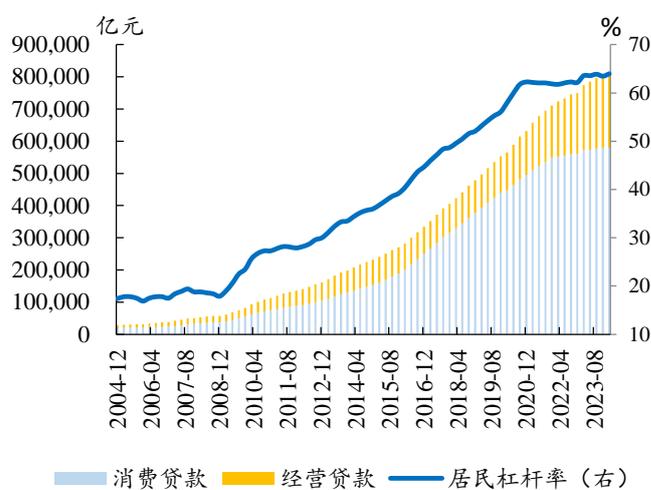
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：企业部门贷款增速下滑



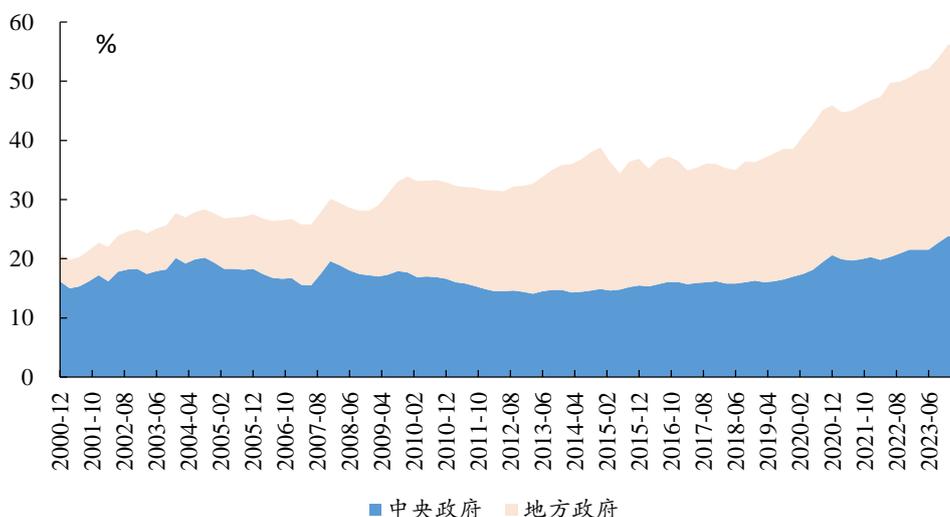
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：居民消费贷款快速收缩



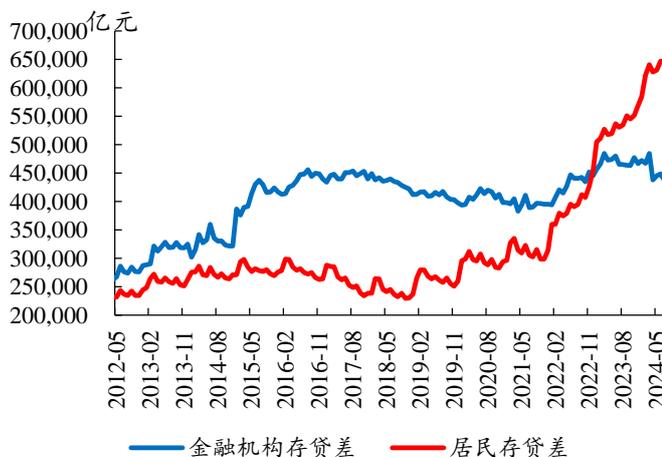
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：中央政府杠杆率扩张有限



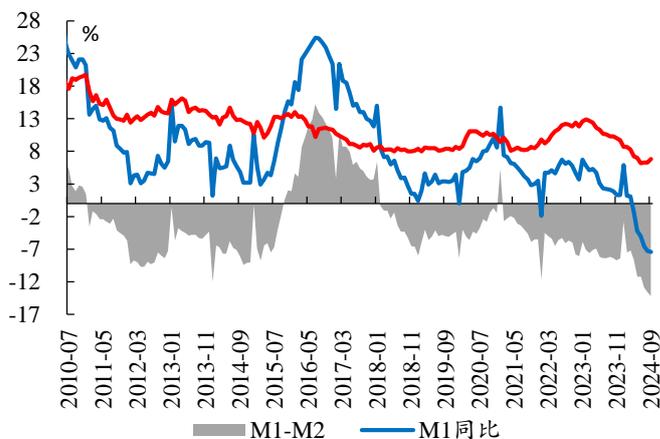
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：近3年居民存贷差加速上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：M1同比降至历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、历史上三次走出物价低迷的途径对比

上世纪90年代以来，我国GDP平减指数连续为负的现象共发生过4次，时间分别为1998-1999年、2009年、2015年以及2023年至今。过去三次走出物价低迷的路径与主导因素各有不同。

价格是供需均衡后的结果，供给端主要为国内，需求端分为可分为出口与国内需求。我们将GDP平减指数作为物价的代表性指标，将其触底回升的拐点视为物价反弹的拐点，并将固定资产投资、房地产投资、出口与社零四大指标分别与GDP平减指数进行匹配，通过以上指标与物价的走向关系以及该指标拐点与物价反弹拐

点的先后顺序判断当时走出带动物价走出低迷的可能主导因素与因果关系。其中，总投资偏向于代表供给端，地产投资因其特殊属性偏向于代表地产链需求，出口与社零则代表海外与国内终端需求。

**(1)1998-1999年：供给、内外需三重压力。**供给端，前期投资过热带来的产能过剩问题显现；需求端，国有银行不良资产问题压制国内需求，同时亚洲金融危机压制外需，GDP平减指数连续7个季度为负。

对此情形，我国在供需两端对症下药：供给端，我国推进国有企业改革，进行部分行业产能去化。需求端，央行多次降准降息；同时财政部向四大国有行一次性定向发行2700亿元特别国债用于补充其资本金，并上调财政赤字投入基础设施建设；推进地产市场化；积极与欧美协商达成贸易双边协议，促进外需增长。这一期间相应指标关系体现为：供给端总投资降低，同时需求端外需率先转暖、消费与地产投资需求随后见到起色，带动物价回升，物价回升后带动总投资转暖。

**(2)2009年：外需拖累总需求。**全球金融危机影响下，外需大幅走弱，拖累总需求，GDP平减指数连续2个季度为负。

对此情形，我国主要从需求端进行刺激：央行多次降准降息；财政推出“四万亿”计划，投向基础设施建设与地产等领域，并给予补贴推行“家电下乡”刺激消费；通过下调首付比例、贷款利率等方式刺激地产；同时海外经济刺激下，外需迅速回暖。这一期间相应指标关系体现为：需求端，国内地产投资与消费先后转暖，外需随后转暖，带动物价回升，我们更倾向于认为本轮物价回升的主要动力为地产与国内外终端消费。

**(3)2015年：供给、外需双重压力。**供给端，国内以中上游行业为代表的工业产能过剩；需求端，外需显著回落拖累总需求，国际大宗商品价格低迷。2015年，除Q3外，其他三个季度GDP平减指数均为负。

对此情形，我国推出了供给端结构性改革与多重刺激内需的举措：供给端，推出“三去一降一补”的供给侧结构性改革，加速产能出清。需求端，央行进行一定程度的降息降准；对于地产推行棚改货币化安置，快速拉动内需；后期阶段，外需逐渐修复，为总需求增长助力。这一期间相应指标关系体现为：供给端，总投资不断下降；需求端，地产投资带动物价回升，经济回暖后消费增速下行斜率放缓，后续出口回暖，为物价回升提供额外动力。

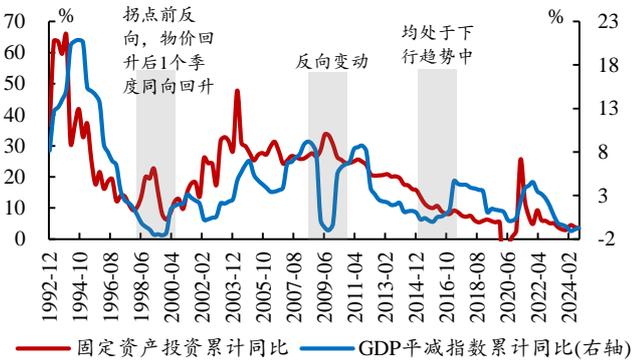
复盘以上三轮物价走出低迷的过程，可以得到以下三点结论：

1、作为出口导向性国家，外需的放缓通常是过去三轮物价低迷的主要原因，而外需的回暖也在过去几轮物价回升过程中发挥显著作用。

2、由于出口内生性较强，在外需持续低迷时，地产投资是拉动内需以弥补外需缺口的核心因子，而总投资在此阶段往往与物价走势相反。

3、在面临较为严重的需求不足问题时，需求侧将看到央行的大幅降准降息与财政的明显积极转向。

图35：物价低迷时，总投资常与 GDP 平减指数相反



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：地产拐点往往领先或同步于 GDP 平减指数拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：1998-1999 与 2009 年，社零拐点领先于物价拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：外需波动是国内物价波动的重要原因



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：统一比较方式后，出口与社零累计同比与平减指数累计同比的方向与领先滞后关系并未发生改变，为便于观察，出口与社零分别采用单季同比与季度平均同比，对比平减指数采用当季同比，固定资产投资与房地产开发投资采用累计同比，对比平减指数采用累计同比。

**表1: 三轮走出物价低迷的主要因素均有地产投资**

项目	1998-1999年	2009年	2015年
背景	供给过剩，外需内需均弱	外需下行拖累总需求	供给过剩，外需阶段性下行
平减指数同比为负持续时长	7个季度	2个季度	2-3个季度(2015年仅Q3为0.14, 其他3个季度均为负)
总投资与物价关系	拐点前倾向于反向变动, 拐点后变为正向变动, <b>滞后于物价拐点1个季度</b>	反向变动	均处于下行趋势中, 因此在拐点前同向变动, 拐点后反向变动
房地产投资与物价关系	同向变动, 与物价拐点 <b>同步</b>	同向变动, <b>领先物价拐点2个季度</b>	同向变动, <b>同步关系</b>
出口与物价关系	同向变动, <b>领先物价拐点2个季度</b>	同向变动, <b>同步关系</b>	同向变动, <b>滞后物价拐点2个季度</b>
社零与物价关系	同向变动, <b>领先物价拐点1个季度</b>	同向变动, <b>领先物价拐点1个季度</b>	下行阶段同向变动, 物价拐点后下行速度放缓, <b>滞后物价拐点约1个季度</b>
由指标关系推测出的物价回升的主导原因与因果关系	供给端总投资降低, 同时 <b>需求端外需率先转暖、国内消费与地产投资需求随后起色</b> , 带动物价回升, 物价回升后带动总投资转暖	需求端, 国内地产投资与消费先后转暖, 外需随后转暖, 带动物价回升; 供给端, 2008年Q4起总投资大幅增加, 2009年Q3大幅回落, 而2009年Q4平减指数达到拐点, 我们更倾向于认为 <b>本轮物价回升的主要动力为地产与国内外终端消费</b>	供给端, 总投资不断下降; 需求端, <b>地产投资带动物价回升</b> , 经济回暖后消费增速下行斜率放缓, 后续出口回暖, 为物价回升提供额外动力

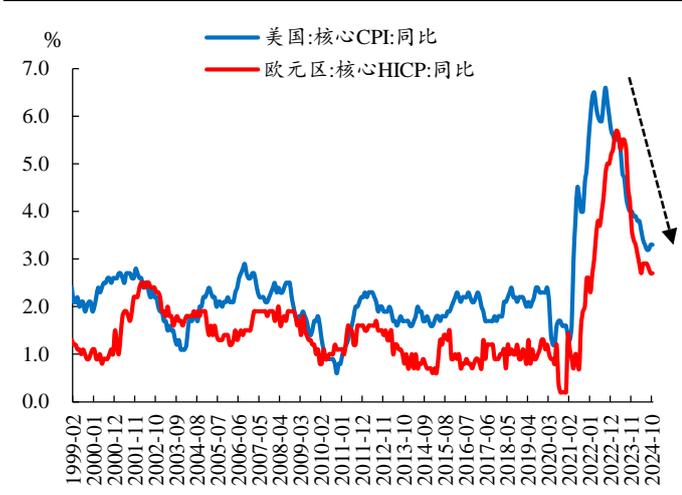
资料来源: Wind、开源证券研究所

### 3、中国扩大内需的路径选择

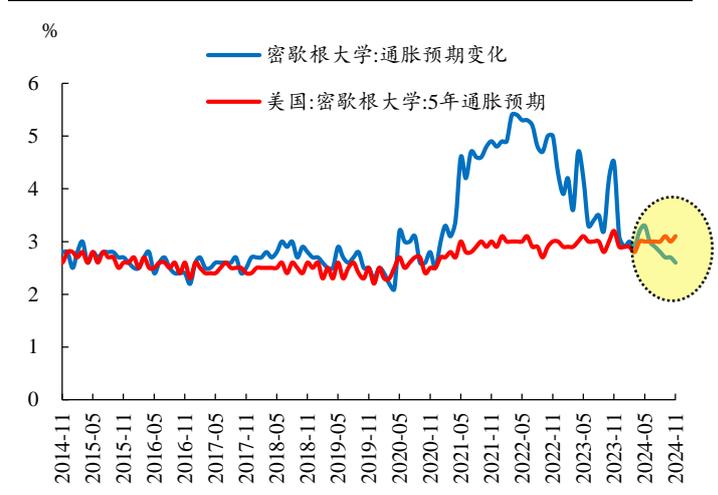
#### 3.1、全球环境: 降息周期开启, 政治环境趋稳, 我国政策空间加大

欧美国家通胀已较高点大幅下降。截至2024年10月, 海外国家通胀已较2022年高点大幅下降, 且通胀下行的趋势尚在。如果观察更为稳固的核心通胀, 2024年10月美国核心CPI较年初回落0.6个百分点至3.3%, 欧元区核心HICP亦回落至2.7%, 去通胀的进程目前来看仍在持续进行中, 其不确定性仅在于下行的斜率。

进一步来看美国, 我们认为**美国通胀有较强韧性, 且中枢可能上升, 但二次大通胀的可能性较小**。从10月美国CPI数据来看, 由于美国经济需求端韧性较强, 美联储降息75bp后, 对经济中的利率敏感部门有比较明显的提振作用, 使得美国通胀有较强韧性, 且中枢上行, 美联储2%的目标在2025年或较难实现。但考虑到当前居民通胀预期相对稳定, 我们认为出现1970年代的二次大通胀的可能性较低。

**图39：欧美通胀均经历了大幅下行**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图40：美国民众通胀预期较为稳定**


数据来源：Wind、开源证券研究所

随着通胀水平趋势性下行，自 2024 年中开始，欧央行、美联储先后开始降息。其中欧央行分别在 6 月、9 月、10 月降息 25bp<sup>1</sup>，美联储在 9 月降息 50bp、11 月份降息 25bp，除日本央行外，其它发达国家央行也均步入降息周期。

从近期欧美主要国家的经济数据来看，经济增长均面临不同程度的下行压力，区别在于是否能够顺利实现经济软着陆（降低通胀的同时避免经济衰退）。因此**虽然各大央行降息节奏面临相当大的不确定性，但降息周期或将在 2025 年持续进行。**

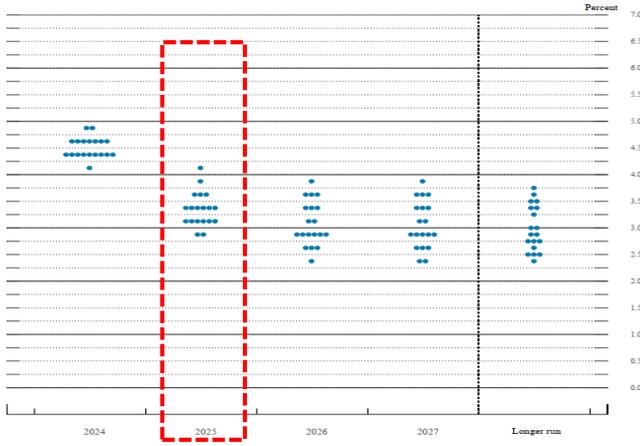
**首先来看美联储**，在 11 月的 FOMC 会议上，美联储宣布再度降息 25bp，虽然鲍威尔对后续的降息节奏透露的并不多，仅表示如果经济表现强劲或者通胀没有持续向 2% 前进，后续降息将放缓，反之亦然；后续的降息节奏仍将根据经济活动的变化来进行决定，但对于后续通胀回落的信心减弱。（《美联储后续政策面临多重不确定性——11 月 FOMC 会议点评》）事实上，由于特朗普当选后的政策选择变数较高，美联储能做的只能是被动应对。目前虽然通胀有一定的反弹压力，但考虑到目前美国利率水平仍然比较高，因此降息的方向不会发生变化，更多的是对未来降息的节奏有影响。

基准情形下，我们预计 2024 年 12 月份或以后降息可能会暂停，2025 年大概率会改为季度降息，总计降息 2-3 次，且很有可能降息幅度不及预期。9 月点阵图显示美联储将会在 2025 年降息至约 3.25% 左右，但随着特朗普当选，其更进一步的减税、提升关税、驱逐移民政策（劳动力供给减少）会对美国通胀起到较为明确的支撑。基准情形下，2025 年美联储可能降息 2-3 次，且很有可能降息幅度还要继续收窄。近期美联储主席鲍威尔也表示，**不急于降息，有时间了解特朗普政策影响<sup>2</sup>**。CME 市场预期美联储 2025 年降息 75bp。

<sup>1</sup> 欧央行由于货币政策框架调整，主要再融资利率（main refinancing operations）向存款便利（deposit facility）靠近，因此在 9 月份主要再融资利率多下降了 35bp，其降息节奏实际为每次 25bp。

<sup>2</sup> <https://wallstreetcn.com/articles/3734137?keyword=%E9%B2%8D%E5%A8%81%E5%B0%94>

图41：9月点阵图显示2025年将降息至3.25%左右



资料来源：美联储、开源证券研究所

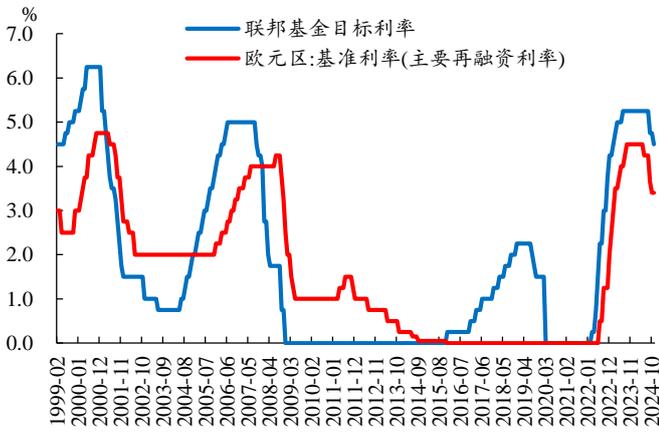
图42：CME市场预期2025年将降息75bp

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18	0.00%	0.00%	0.00%	58.32%	41.68%
2025/1/29	0.00%	0.00%	0.00%	91.46%	8.54%
2025/3/19	0.00%	0.00%	48.46%	51.54%	0.00%
2025/5/7	0.00%	0.00%	84.03%	15.97%	0.00%
2025/6/18	0.00%	27.59%	72.41%	0.00%	0.00%
2025/7/30	0.00%	54.46%	45.54%	0.00%	0.00%
2025/9/17	0.00%	79.49%	20.51%	0.00%	0.00%
2025/10/29	0.00%	94.46%	5.54%	0.00%	0.00%
2025/12/10	3.31%	96.69%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：CME、开源证券研究所，数据截至11月19日

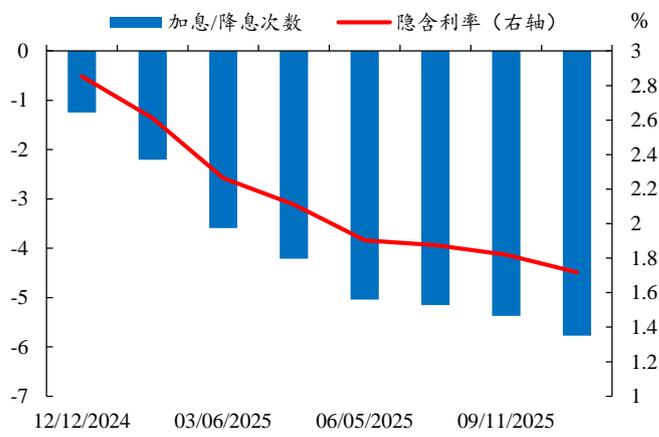
其次则是欧央行，在10月份的议息会议上，欧央行行长拉加德表示欧元区经济表现低于预期，经济增长风险偏下行。同时通胀下降进程顺利，所有指标均呈下降趋势。在后续的讲话中，其也表示欧央行降息的方向是明确的，只是降息的幅度需要谨慎对待<sup>3</sup>。目前市场预期欧央行或将继续降息，在2025年中将存款利率降至约2%。我们认为，2025年欧央行的总体降息幅度或超过美联储，考虑到特朗普可能对欧洲征收10%关税造成的负面经济影响，总体降息幅度则可能超预期。

图43：欧央行在2024年已降息75bp



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：OIS利率预期欧央行或将继续降息



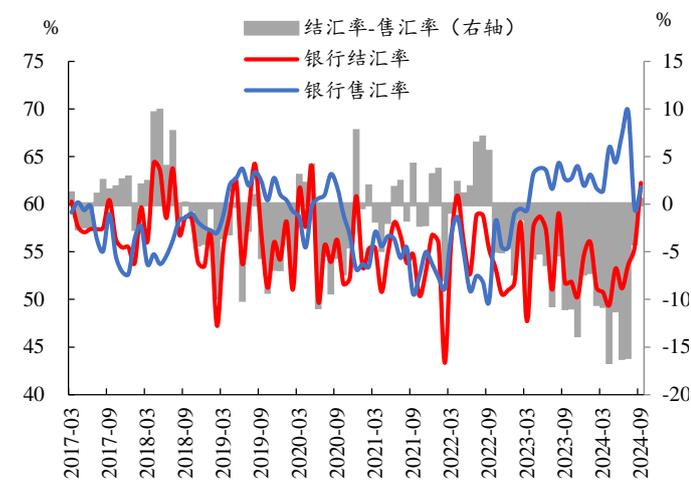
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所，数据截至11月19日

海外央行持续降息之下，我国面临的外部经济环境或将边际改善，特别是人民币汇率弹性有望恢复，货币政策空间将会进一步扩大。自2022年以来，由于中美经济周期错位，在美联储的快速加息下，中美利差逐渐走向深度倒挂，银行结汇率始终处于较低位置，人民币汇率面临较大压力，部分限制了我国货币政策空间。但随着欧美国家经济增速下移、利率水平持续下降，国内与海外国家利差大概率将会缩窄，从而有助于提升结汇率，缓解人民币汇率的贬值压力，汇率的弹性也将恢复。央行稳汇率的压力降低，宽货币的政策空间将会进一步打开，从而为经济稳定增长和高质量发展创造更加良好的货币政策空间。短期来看，人民币汇率或在7.2-7.25区间波动，若后续中美关系面临较大压力（如60%关税正式进入特朗普政府议程），

<sup>3</sup> <https://finance.eastmoney.com/a/202410233214070773.html>

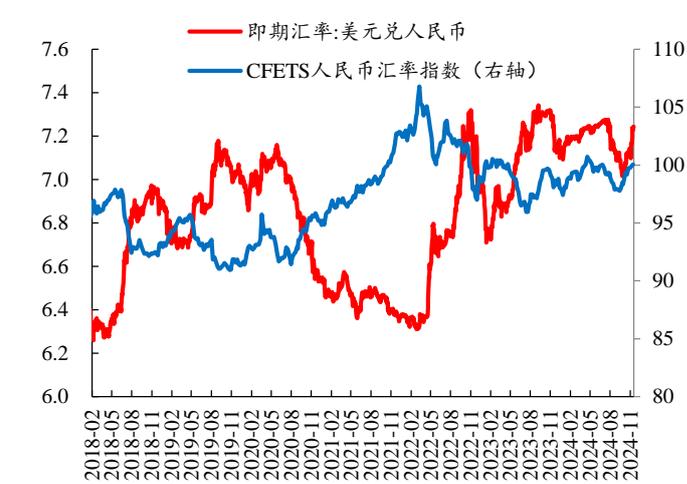
我们认为人民币汇率有一定可能会突破前期 7.3 高点，挑战 7.4-7.5 区间，时间节点或在 2025 年 Q2-Q3，从而减轻我国出口行业的部分压力。

图45：银行结汇率 2022 年以来大多低于售汇率



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：人民币汇率经历了一定贬值压力



数据来源：Wind、开源证券研究所

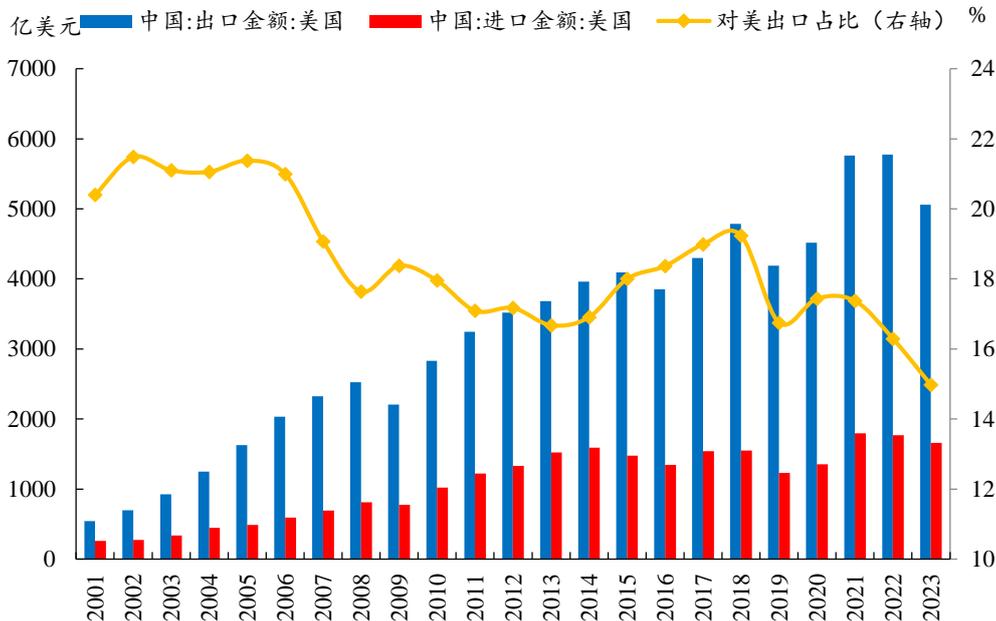
更为重要的是，随着 2024 全球大选年的结束，海外政治环境也将趋于稳定，我国面临的国际政治掣肘或也将减轻。11 月 5 日举行的美国总统选举中，特朗普成功当选。虽然其在前期的竞选中表示将会对中国征收 60% 的关税，进而可能对我国出口形成一定的冲击。但我们认为特朗普或优先兑现减税、移民、加大能源供给以降低通胀等竞选承诺。由于共和党同时赢得了白宫以及众议院、参议院控制权，且考虑到特朗普在共和党内部的控制力相较过去大幅增强，在国内施政基本上没有阻碍，内政将是其优先处理项。（《对特朗普优先兑现政策及影响的几点理解——美国总统大选结果点评》）

因此关税议题或相对靠后，但不会很晚，冲击短期可能会较为明显。如前所述，关税的优先级或相对靠后，不过作为特朗普上届任期重要的兑现政策，此次关税的提出不会拖延太久，我们预计将在 2025 年 Q2-Q3 出现相关冲击，且短期冲击会相对明显，特别是部分高科技行业将会遭受更大的负面影响。根据 LSE 的测算，如果全面征收 60% 的关税，可能会使得美国、中国 GDP 分别减少 0.64%、0.68%<sup>4</sup>。

但我们认为关税是手段而不是最终目的，参考中美第一阶段贸易协定，关税的最终征收范围、幅度及影响不确定性很大。在经历了 2018 年的中美贸易摩擦之后，特别是在双方达成过第一阶段贸易协议的背景下，如此高额的关税税率征收存在诸多变数（对美国经济、股市、通胀等均有负面影响），且我国近年来已经大幅降低了对美直接出口比重，因此应对空间或相对较足，我们倾向于认为 2025 年底-2026 年可能会有中美第二阶段贸易协定。

<sup>4</sup> <https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/publication/the-economic-impacts-of-trumps-tariff-proposals-on-europe/>

图47：我国对美出口比重持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

关税之外，由于特朗普奉行孤立主义路线，提倡所谓美国优先，参考其上一任期内的政策表现，**外交政策将更趋保守。**

基准情形下，美国与其传统盟友国家（欧洲、日韩等）的关系将面临一定的压力，大概率也将退出相关的国际组织（巴黎协定、世界卫生组织等），拜登政府期间推出的所谓 IPEF（印太经济架构）、AUKUS 联盟、QUAD（四方安全对话）等具有较强烈针对性质的合作架构或将瓦解。**对我国而言，与欧盟、日韩等国的关系或将迎来边际提升，相关的地缘政治压力、经贸压力或将有所减轻。**美国对乌克兰的援助或将逐渐减少，若乌克兰缺少美国的相关援助，俄乌之间谈判的可能性将会大大提升，俄乌冲突有较大概率解决。近期乌克兰总统泽连斯基表示，乌克兰必须尽一切努力，以外交手段在明年结束冲突<sup>5</sup>，届时国际地缘政治环境或将趋于稳定，原油等大宗商品价格、航运价格或将难有向上波动的空间。

结合特朗普第一任期中欧关系表现、全球地缘政治局势来看，**虽然中美关系可能面临很大的不确定性和挑战，但我国面临的综合国际政治环境可能会迎来改善，从而为我国的经济发展创造了一个较为稳定的外部环境。**事实上，在特朗普当选后，中欧已就欧盟对华电动汽车加征关税的价格承诺方案进行磋商<sup>6</sup>，2021年5月被冻结的《中欧全面投资协定》或也有望重新开启。

### 预计 2025 年出口同比有所回落。

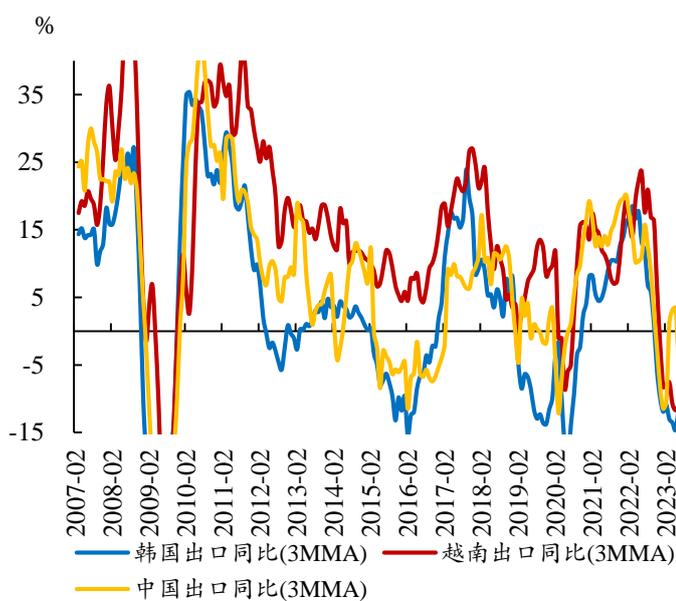
首先，不考虑关税冲击的情况下出口会周期性回落。一方面，从近期韩国、越南出口以及美国库存与销售情况看，全球经贸周期已进入下行阶段；但另一方面，从近期欧美消费及零售数据看，海外需求仍具备一定韧性，且 2025 年将处于全球流

<sup>5</sup> [https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_29372913](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_29372913)

<sup>6</sup> <https://www.stcn.com/article/detail/1402585.html>

动性宽松阶段，对出口的冲击也不会太大。其次，潜在关税可能导致出口前高后低。美国潜在关税政策能否执行且执行时间窗口前的“抢出口”或将削弱关税对2025年出口的负向冲击，或将抬高前期出口金额，拉低后期出口金额。最后，我们按2018-2019及2023-2024年部分季节性测算，预计2025年出口同比在0%左右。

图48：从韩国、越南出口走向看，全球经贸周期已进入下行阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：从最新数据看，美国需求仍具较强韧性



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.2、国内政策：宽财政宽货币以稳增长和提物价

2024年9月以来，政策出现转向。当前财政、货币政策均较上半年有所发力，但力度仍有提升空间。

**2025年大概率宽财政宽货币。**常规货币政策可操作空间较大，降准降息幅度可能超过2024年。货币政策注重向价格型调控转型，将落实新利率走廊调控、二级市场国债买卖等操作，为调节长端利率提供更多手段与空间。同时对地产、资本市场的结构性支持有望加深。财政赤字率或提高至4%-5%，超长期特别国债扩容扩围，财政资金投向进一步向消费、民生和地产倾斜；安排一次性大规模化债额度。广义财政赤字率有望显著增长。

### 3.2.1、货币：创造宽松环境的同时完善新调控框架

2019年以来，名义利率<sup>7</sup>保持着平均每年下降30bps的速度下行，已降至历史低位。但实际利率下降速度并不同步，甚至相对2019年初仅下行26bps，实体部门实际的储蓄和消费行为仍受之影响。而实际利率难下的核心因素是通胀水平偏低。2025

<sup>7</sup> 此处讨论名义利率为探讨居民和企业行为，以加权平均贷款利率为代表；实际利率为“平均贷款利率-CPI同比”

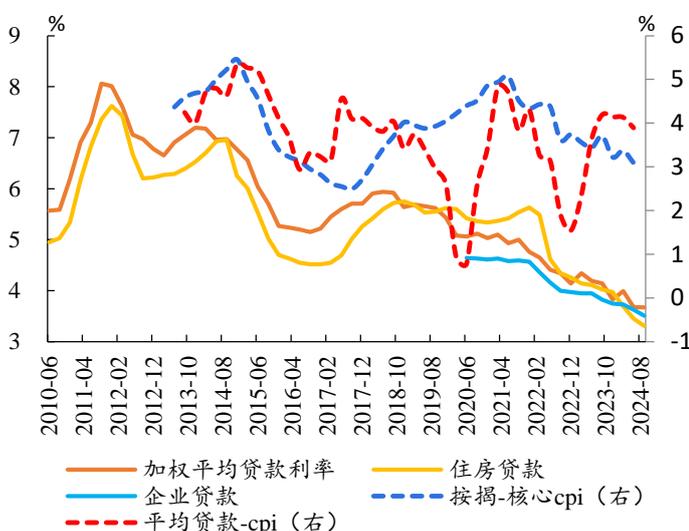
年货币政策或围绕提高物价水平展开，用好用足政策空间。

## （一）加大货币政策调控强度，提高物价水平为重要考量，将继续降准降息，提升名义 GDP

（1）2019 年以来，名义利率已降至历史低位，但实际利率仍高。央行指出“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”。结合 9 月 12 日全国人大常委会会议上“有的出席人员提出，目前我国通货紧缩压力增加，原因在于基础货币发行量不足…等”，有望持续降准降息。关注 2025 年经济和物价目标的提法。

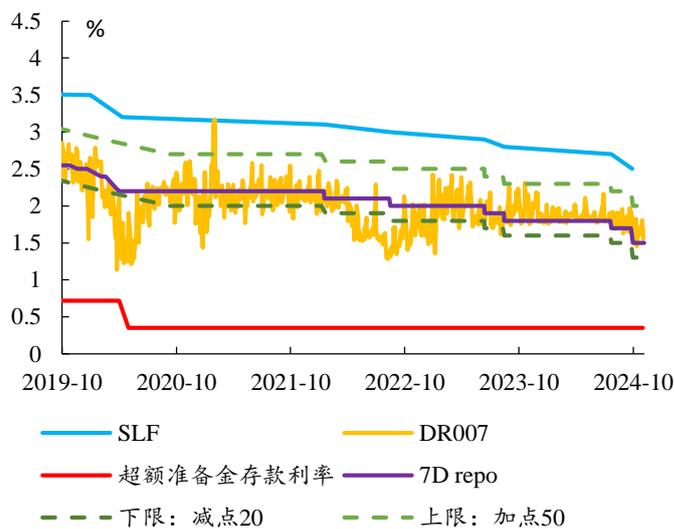
（2）预计 2025 年降准幅度可能最低 100bps，降息幅度或超过 2024 年，存款利率也将下行。

图50：与名义利率不同，实际利率并未降至历史低点



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线代表以贷款衡量的实际利率，居民端实际利率由按揭贷款-核心 cpi 代表、实体部门由平均贷款利率-cpi 代表

图51：央行构筑调控更加精细化的利率走廊



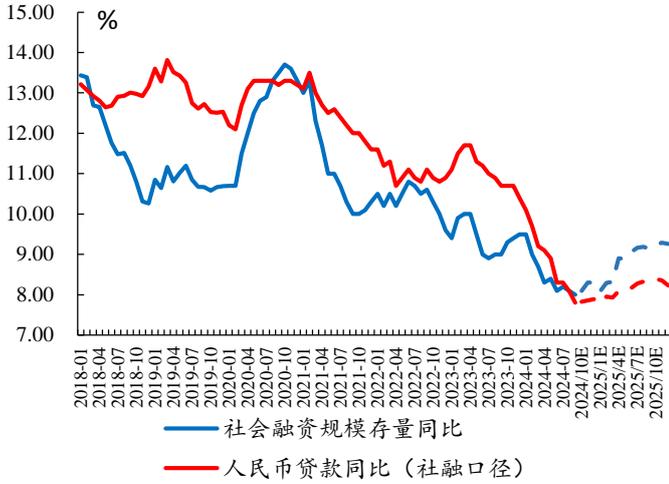
数据来源：Wind、开源证券研究所

## （二）宽货币助力宽信用：社融、M2 明年都有望稳步回升

在宽货币和宽财政的环境下，2025 年信用环境有转宽的利好条件。政府债规模总体较高，假设社融口径的政府债券相对于 2024 年有 4 万亿左右的增量（增量包括普通国债 1 万亿，超长期特别国债 1 万亿，特别国债 1 万亿，专项债 0.5-0.6 万亿，假设置换债 0.5 万亿左右置换社融之外的债务）。

人民币贷款方面，一季度或仍有开门红。政府债券发行将拉动配套融资，预计地方债发行节奏较为前置。货币和财政宽松将带动信用增速回升，实体流动性有望好转。我们预测 2025 年社融存量增速弹性更大，或回升 9.3%；M2 同比可能升至 8.4%。

图52: 预测 2025 年社融增速改善后趋于平稳



数据来源: Wind、开源证券研究所

图53: M2 同比可能回升至 8-9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

### (三) 框架转型: 重价轻量, 推进货币政策调控框架转型

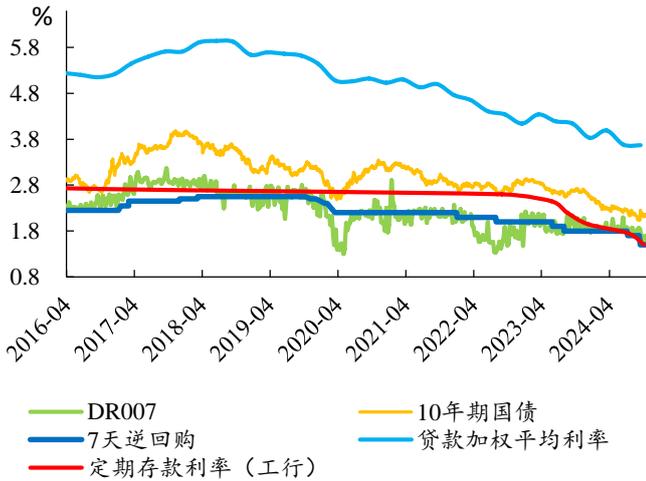
**(1) 疏通利率传导。**7 天逆回购作为唯一政策利率, 存贷款利率与政策利率偏差大, 通过规范银行定价, 改善利率传导。央行三季度货币政策执行报告提出, 要进一步疏通货币政策传导渠道。目前货币市场、债券市场的传导效率较高, 但存贷款利率与政策利率存在较大偏离, 特别是贷款利率“下行快”, 存款利率“降不动”。未来将通过规范银行存贷款定价, 改善政策利率传导。2024 年 11 月出台的存款自律机制调整, 为非银活期存款定价做出调整, 是央行继禁止手工补息后的又一重要举措, 预计将推动一年以内的资金利率曲线陡峭化。

**(2) 优化公开市场操作, 降低资金利率波动幅度。**2024 年央行缩窄利率走廊, 引导资金利率平稳运行、塑造陡峭的国债收益率曲线; 此外央行推出多项货币调控新工具, 例如二级市场买卖国债、买断式回购操作等, 在未来有望成为常规操作。

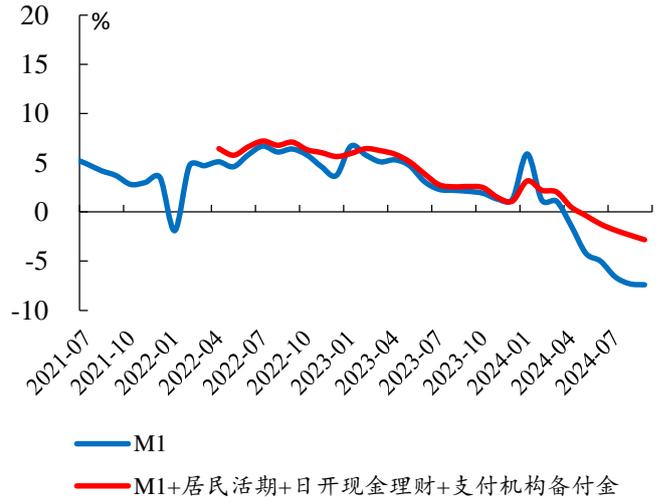
**(3) 重价轻量, 推进货币政策调控框架转型。**其一, 央行已宣布将 M1 口径调整, 纳入个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。M1 指标的解释意义将更加科学, 同时有望平滑读数上的较大波动性。其二, 当前融资结构变化对 M2 影响加大, M2 作为货币量的指标可参考性或有所减弱。跟踪内需的变化及财政政策效果可关注社会融资规模。央行认为货币供应量与经济变量相关性减弱, 未来更重视利率调控的作用。狭义流动性方面, 央行趋向于将价格指标作为调控的抓手, 资金利率将反映更多信息。

图54: 利率的传导效率仍有待完善

图55: 测算 M1 口径调整后曲线形态



数据来源：Wind、开源证券研究所



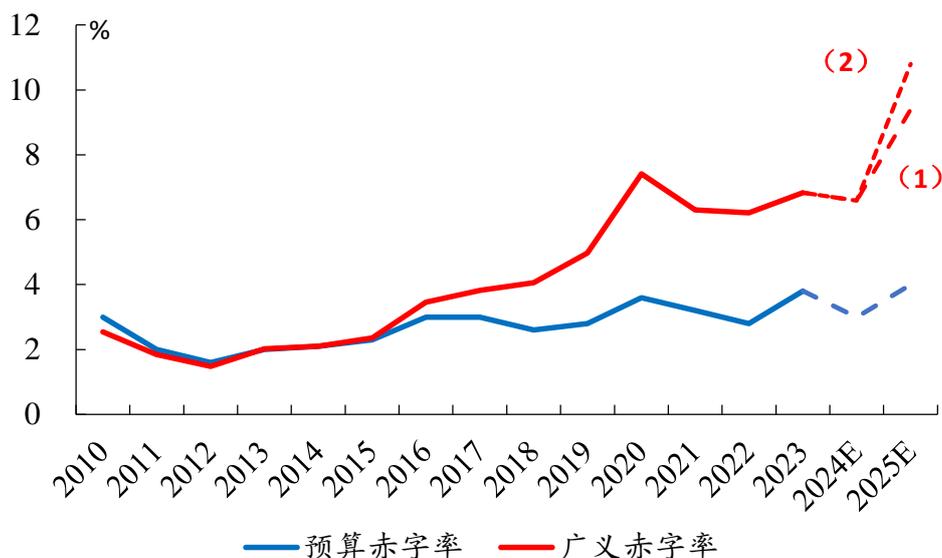
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2.2、财政：广义财政扩张，大规模化债，资金也有望向消费与民生倾斜

**1、延续扩张性财政政策，赤字率或提高。**我们认为，10.12 的财政部发布会是一次扩财政思路变化的转折点。区别于以减税降费、财政补贴为主的传统方式，会议强调通过举债来解决问题，且表示“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，或暗示 2025 年提升赤字规模的可能。

当前经济面临内需不足的压力，扩财政的刺激更有效。支持性财政政策确定性较强，赤字规模大概率会提高。2025 年中性情形赤字率可能为 3.5%-4.0%，乐观情形为 4.0%-5.0%。我们假设 2025 年预算赤字率为 4%，且假设 2024 年名义 GDP 为 4.3%，2025 年名义 GDP 为 6%，则广义赤字率可能为 9.4%/10.8%。

图56：2025年广义赤字率可能显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：广义财政赤字口径为一般赤字+政府性基金赤字，假设超长期特别国债 2 万亿、补充银行资本金特别国债 1 万亿，专项债 4.5 万亿；图中 (1) 包含特别国债、超长期特别国债、专项债，不含 2 万亿化债政府债券；(2) 包含特别国债、超长期特别国债、专项债、化债专项债券

## 2、资金投向是财政博弈的关键

财政资金拆解：超长期特别国债扩容扩围、安排一次性大规模化债额度、财政资金投向进一步向消费、民生和地产倾斜。

(1) **超长期特别国债的规模和投向是明年财政关键博弈点。**延续支持“两重”“两新”，2024 年约有 70%超长期特别国债用于“两重”、30%用于“两新”，预计 2025 年超长期特别国债将延续这两大类领域的支持，结构上可能有调整，消费领域资金投向或加码。消费券、消费品以旧换新、惠民生、社会保障方面可能有更大力度支持。综合上述假设，推测超长期特别国债规模在 1.5-2 万亿左右。重点观察 12 月政治局会议&中央经济工作会议。

(2) 10 月 12 日财政部发布会指出支持国有大型银行补充核心一级资本，推测特别国债规模可能在 1 万亿左右。

(3) **专项债的投向确定性相对较高，规模或有所扩张。**财政部发布会提出，研究完善专项债券投向清单管理，增加用作项目资本金的领域，最大限度扩大使用范围。2025 年专项债的使用范围可能包括：1、常规用途，传统基建和新型基建收益项目等；2、收存量土地、存量商品房，这是财政部提出的新用途，支持房地产健康发展，我们推测 2025 年规模可能为 4000-5000 亿元；3、化解存量债务。在 11 月 8 日人大常委会闭幕式上，财政部提出，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，其中有 6 万亿一次性置换限额，以及每年从地方专项债当中安排 8000 亿用于隐性债务置换，合计未来 5 年内将有 10 万亿专项债额度用于化债。2025 年额度为 2.8 万亿 (2 万亿再融资债+0.8 万亿新增专项债)。我们判断 2025 年不包含 2 万亿再融资债的地方专项债规模在 4.5 万亿左右。

**表2：2025年财政资金投向预测**

财政科目类别	具体形式	用途	估算规模(亿元)
一般财政	普通国债、一般债	常规用途	55000
广义财政	特别国债	补充国有银行核心一级资本	10000
	超长期特别国债	支持“两重”“两新” 支持消费	20000
	专项债	1. 收储	5000
		2. 收益项目建设	32000
		3. 化债	8000
置换债(专项债券)	置换地方政府隐性债务	20000(2024-2026一共6万亿)	

数据来源：开源证券研究所

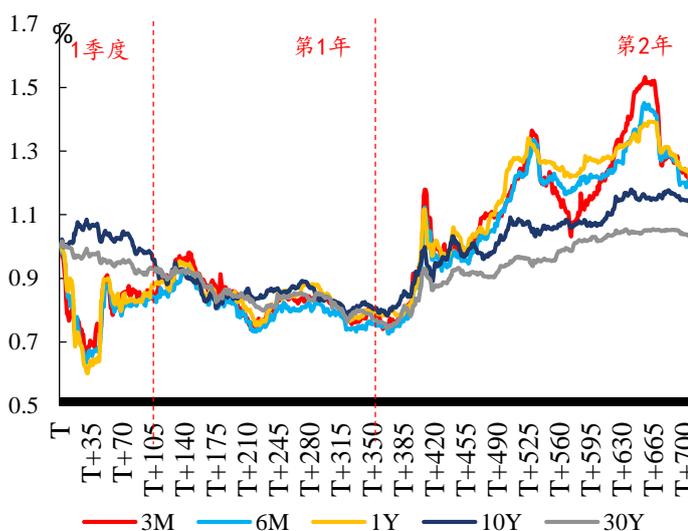
### 3、化债新政规模和形式略超预期

2024年-2028年，新增6+4万亿化债额度。一是增加6万亿元专项债券限额置换隐性债务，分三年实施；二是连续5年从新增专项债限额中安排8000亿元用于化债，共4万亿。前者更类似2020-2023年的特殊再融资债，本质皆为置换存量隐债，后者是常规专项债限额用途的扩围。根据蓝部长介绍，2028年之前，地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元。

**专项债券为化债的主要形式。**常规专项债券的还本付息依赖于有收益的项目收入，则大规模专项债的付息对地方政府收入现金流有一定要求，未来地方政府需积极拓展收入来源，保证财政收入的稳定性。

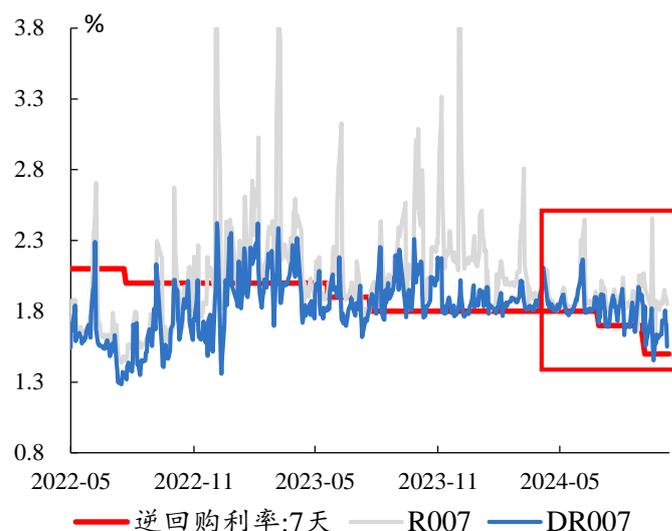
**对经济和权益类资产影响较为积极，促进地方政府资源流向经济和民生。**财政部测算共将减少6000亿元付息支出，地方政府会有更多资源会流入重点民生领域、消费和投资领域。**基建投资方面**，化解的债务是针对2015-2018年财政部口径隐性债务和偿还企业欠款。2025年专项债新增额度的制定将建立在已安排8000亿化债用途基础上，或将部分减弱基建资金的挤出，但严控增量下短期影响可能中性；此外将显著改善与政府密切合作的建筑/工程类企业的现金流。**债市方面，短期央行资金面配合是关键，长期回归基本面。**短期或不必要太过担忧，央行将在资金面给予护航可对冲供给端的压力，当前资金面较为宽松。截至11月25日，各地已发行约1.1万亿特殊再融资债券，发行进展顺利。

图57：2015-2018年置换债券发行后国债收益率表现



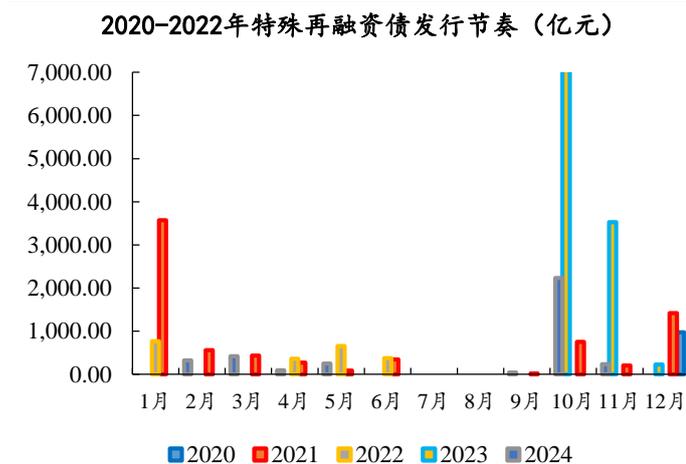
数据来源：Wind、开源证券研究所

图58：近期央行对资金面较为呵护



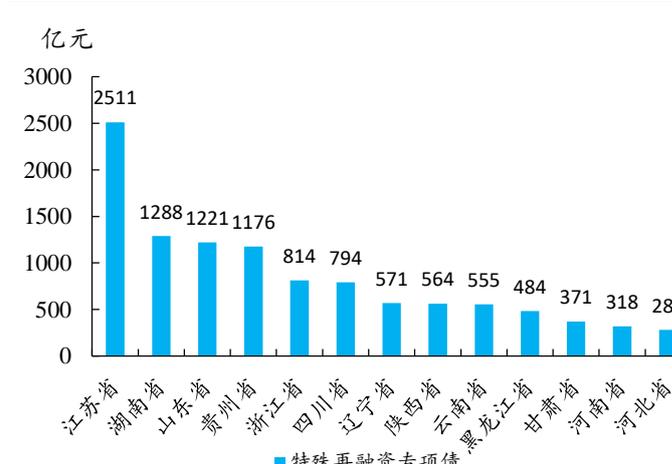
数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：上轮特殊再融资债主要在四季度发行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：地方已发行约1.1万亿特殊再融资专项债

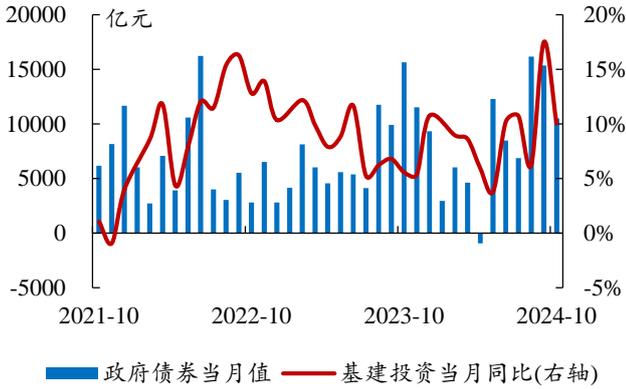


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：截至11月25日

**基建：预计2025年化债挤出效应收窄。**2024上半年专项债发行支出缓慢且部分用于化债，导致基建实物工作量表现不佳。往后看，11月8日一揽子化债“组合拳”在五年累计可节约地方利息支出6000亿元，则化债对三保和基建支出的挤出效应有望收窄，预计2025年广义基建增速可能在10%左右。

**水利投资进入第二轮上行期，有望持续贡献增量。**第一轮为2008-2012年，受益于四万亿投资和中央一号文件《国务院关于加快水利改革发展的决定》；第二轮始于近年来暴雨和洪涝极端天气增多，2023年8月政治局会议研究部署防汛抗洪救灾和灾后恢复重建工作、2023年11月增发国债其中超过5000亿投向水利，推动新一轮水利投资（例如西南水电）上行，2024年1-9月水利占基建比重大幅提高至6.4%。

图61：专项债基本发行完毕，基建仍增速仍高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：水利基建进入第二轮上行期



数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4、财政或加大向社保与民生、消费领域倾斜

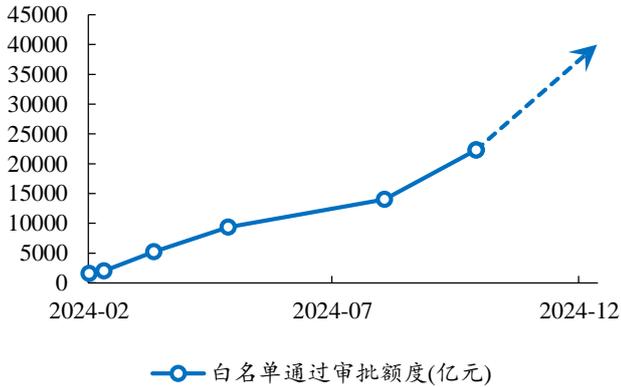
在11月8日的十四届全国人大常委会第十二次会议新闻发布会上，财政部部长表示“加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度”。结合近期出台的生育、农民工、就业等领域扶持政策，我们认为这或是2025年财政工作的另一个重点。可关注财政预算内资金向民生倾斜的程度，以及制度体制上增量政策出台的可能性。

### 3.3、路径选择——长期看好消费，消费将迎新时代

#### 3.3.1、消费因素1：消费企稳的一大前提或在于地产

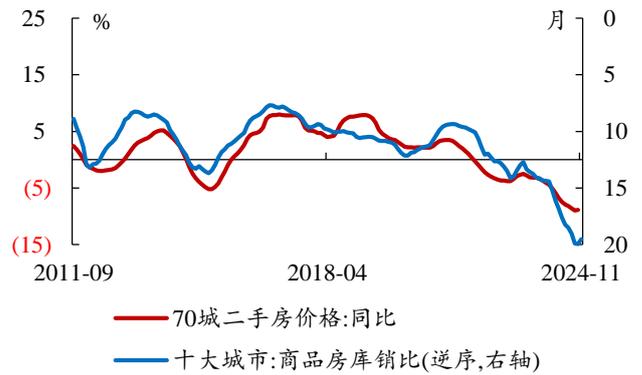
**(1)地产已有初步企稳迹象。**1-10月地产投资累计同比为-10.3%，11月二手房成交持续上扬、大幅超过了历史高位，新房成交延续改善且好于2023年同期，作为领先指标的库销比已见底回升，或指向二手房价降幅有望逐步收窄。10月17日住建部提出，年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿，或能初步解决保交楼问题。海外经验来看，房地产消化泡沫对应商品房成交从新房转向二手房，预计2025年地产投资降幅小幅收窄至-5%。

图63：4万亿白名单或能初步解决保交楼



数据来源：住建部、开源证券研究所

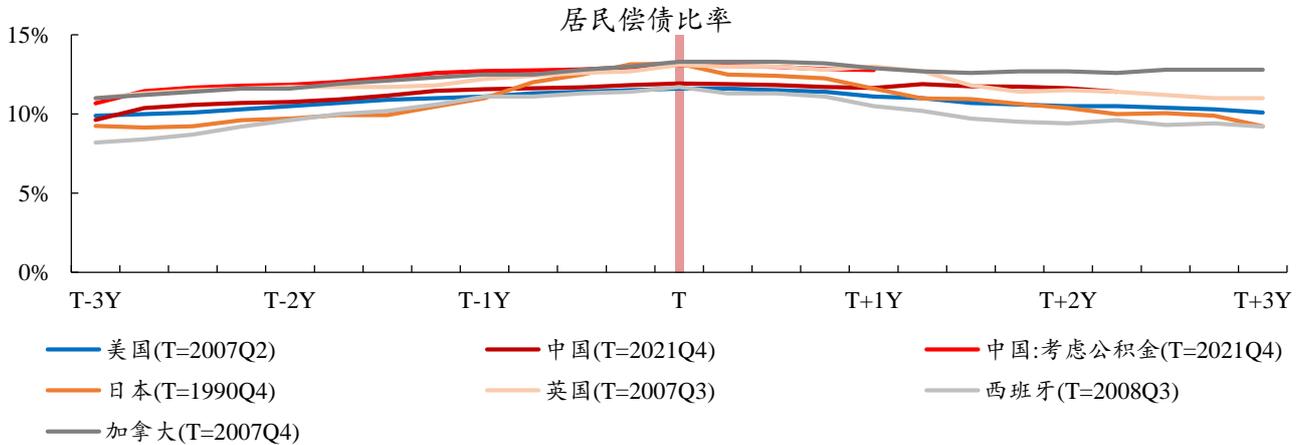
图64：库销比领先于二手房价、已止跌回升



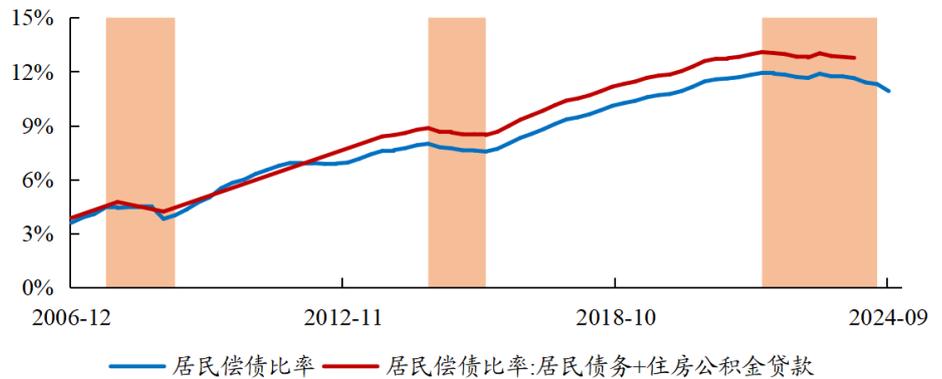
数据来源：Wind、开源证券研究所

**(2)居民端偿债比率修复至临界水平以下:**居民偿债比率=居民当年应还债务本息/居民可支配收入，复盘海外国家金融危机/地产出清的时点，居民偿债比率收敛于11%-13%的水平。我国同样符合该规律，2021Q3年居民偿债比率达到11.9%、超过了临界水平。在924一揽子货币政策加码后，2024Q3该指标已改善至10.9%，预计2025年新房销售增速-3%、二手房销售增速+5%。若能配合一定的收入性政策，则改善幅度更大。

图65：海外国家发生金融地产风险/去杠杆时点，普遍对应居民偿债比率在11%-13%



数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

**图66：2024Q3 我国居民偿债比率修复至 10.9%，已位于临界水平（11%）以下**


数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

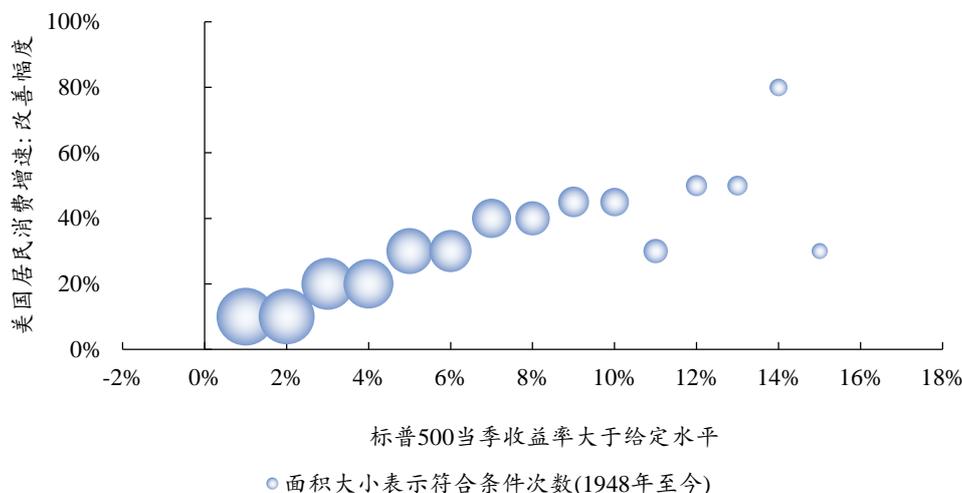
**(3)政府端货币化安置+收储贡献增量需求。**10月17日住建部提出，通过货币化安置等方式新增实施100万套城中村和危旧房改。2018-2020三年攻坚后，棚改规模和货币化比例大幅下降，测算2023年货币化约50万套，则本次对商品房销售的边际增量约50万套；专项债收储可参考2018-2022年，棚改专项债年均规模约4000亿元，预计本次体量可能相仿、约4000-5000亿元。

### 3.3.2、消费因素2：重视股市慢牛财富效应

9月24日央行大礼包突破性创新两项工具以支持资本市场，且规模上有较大想象空间，体现中央层面支持资本市场的决心和力度；9月26日政治局会议提出“要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市”，后续应重视股市慢牛带来的财富效应。

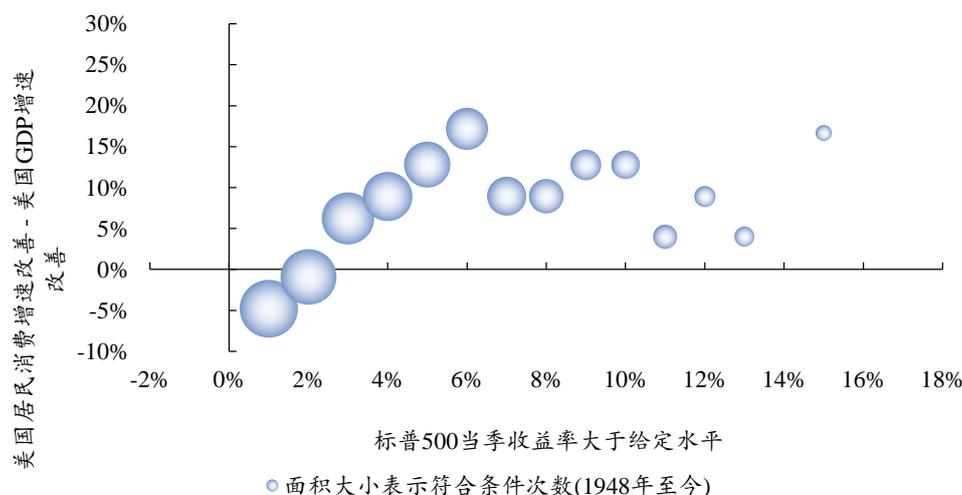
**从国内研究来看：**曾静(2012)实证指出“在长期，股市的正财富效用系数约为0.12”，马强(2016)测算表明“股票市场的价格每增长1%，城镇居民的日常消费支出增加0.09%，即正财富效应0.09”；**美国历史规律指向股票的财富效应较为显著：**标普500当季收益率超过5%、10%、15%时，分别对应美国居民消费支出增速提高0.3、0.45、0.3个百分点。从更严谨的角度（剔除经济增长的影响）来看该结论仍成立，标普500当季收益率超过3%，美国居民消费增速的改善幅度会大于GDP增速的改善幅度，当标普500当季收益率超过5%、10%、15%，前者分别跑赢了0.128、0.129、0.167个百分点。

图67：美国股票财富效应较为显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

图68：剔除经济增长的干扰后，美国股票财富效应仍较显著



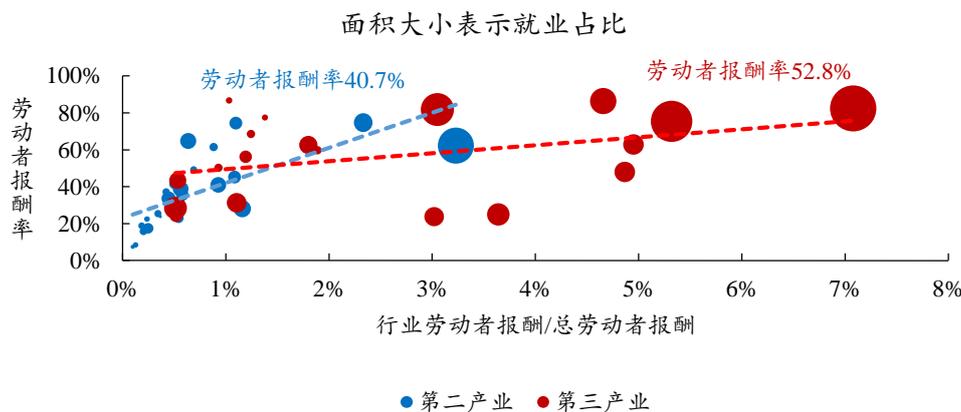
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3.3、消费因素 3：服务业扩张有利于提高居民收入、解决就业

7月30日，政治局会议首提“扩大内需更重视消费”，并“把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手”；8月3日，国务院日前印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》，服务消费有望成为扩内需的政策重点支持领域。926政治局会议强调“把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收”，“要守住兜牢民生底线”，“加强低收入人口救助帮扶”，10.12财政发布会提出加大对重点群体的支持保障力度，扩大高校学生资助，新增国家奖学金奖励名额翻倍等。

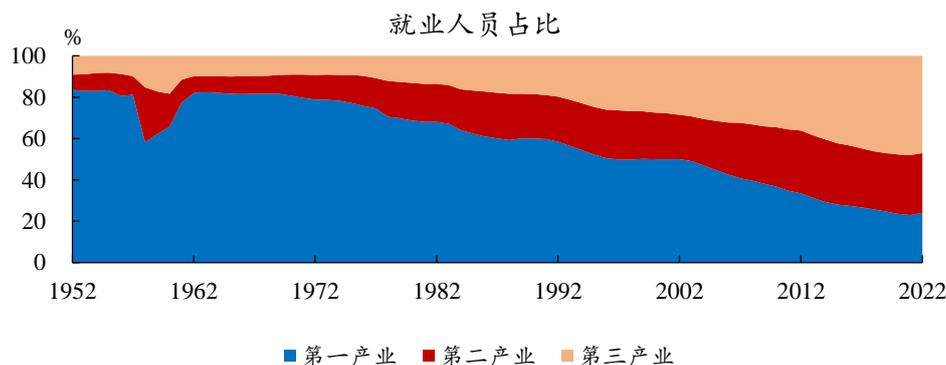
此前我们曾提出“以服务消费为核心的消费新时代或将到来”（详见《迈入消费新时代》），前提在于后续会否切实出台收入性政策以及房地产负财富效应的收窄情况。一则服务业扩张利于提高居民劳动报酬。产业本质决定了第三产业（人力资本）的收入分配更多倾向居民，第二产业收入分配更多倾向资本。2020年我国第三产业的劳动者报酬率为52.8%，远高于第二产业的40.7%，美国数据呈现相同特征；二则劳动密集度较高的服务业在吸纳就业方面优势明显，我国第三产业就业人员占比从2000年的27.5%大幅提升至2022年的47.1%，明显强于第二产业；三则商品消费具有周期性、服务消费具有粘性因而跨期挤出效应不明显，上海5亿元服务消费券或是一次前置的小范围政策试点。

图69：服务业扩张有利于提高居民劳动报酬率



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

图70：服务业扩张有利于提高居民劳动报酬率



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3.4、消费因素 4：消费品以旧换新政策效果显著

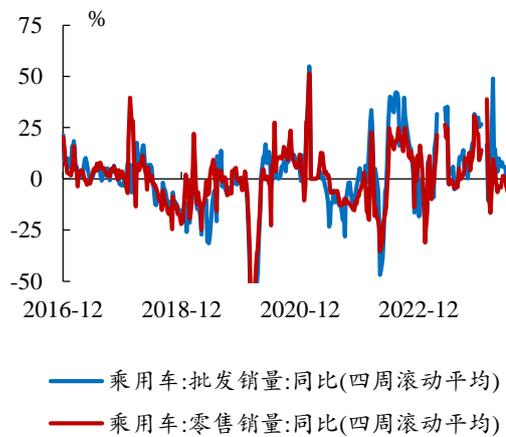
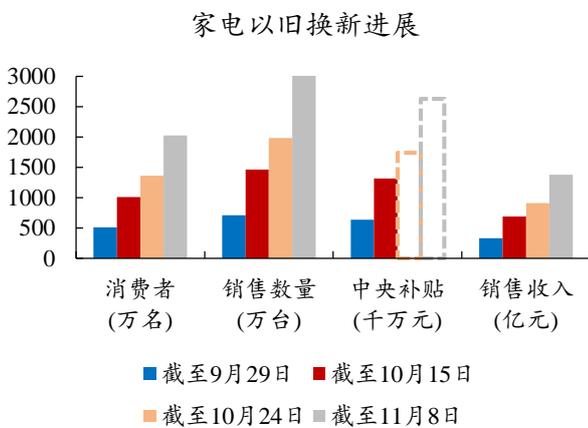
本次以旧换新政策始于2023年12月中央经济工作会议，第一阶段为2023年12月至2024年7月、对应政策部署和落地；第二阶段为2024年7月至今，对应政策加码和加快见效。7月25日，发改委、财政部统筹安排超长期特别国债资金支持两新，其中1500亿用于加力支持消费品以旧换新；8月初资金全部下达地方，早于原计划的8月底；截至9月23日，我们统计全部31省已出台落实《超长期特别国债支持消费品以旧换新实施方案》。

持方案》。

高频数据显示，9月10月家电消费先行放量，11月汽车予以接棒。10月家用电器、文化办公用品、家具、汽车的零售增速分别为39.2%、18.0%、7.4%、3.7%，较7月改善了35.8、19.9、11.1、11.1个百分点。家电：根据商务部数据，截至11月8日共有2025.7万名消费者购买8大类家电产品3045.8万台、带动销售1377.9亿元，按此前披露信息对应中央财政补贴约为262.7亿元；汽车：截至11月18日，全国汽车报废更新和置换更新补贴申请均突破200万份，两者合计超过400万份。需要注意的是，以上均为总体拉动而非边际拉动，不可直接用于测算对社零和GDP的提振作用。

图71：截至11月8日，家电以旧换新销售1377.9亿元

图72：截至11月24日，汽车滚动四周批发销量增速38%、零售销量增速37%



数据来源：商务部、发改委、开源证券研究所

数据来源：商务部、发改委、开源证券研究所

**测算本轮消费品以旧换新政策的边际拉动倍数约2.5-3.2倍。**市场通常测算的是消费政策的总体拉动，例如家电5-7倍、汽车超过10倍，但实际上原本有消费计划的并非增量。8至9月家电、文化用品、家具、汽车四大行业的边际增量约807亿元，同期中央财政发放家电补贴64.03亿元，家电占总补贴比重约20%-25%，则中央财政资金的边际拉动倍数=807/(64.03/家电补贴占比)约为2.5-3.2倍，推算Q4剩余财政资金约1200亿元，有望拉动社零3000-4000亿元，预计1-12月社零累计同比或回升至3.9%-4.1%。伴随政策重心逐渐从投资转向消费民生，预计2025年超长期特别国债有望扩容至2万亿，若其中3000亿用于消费品以旧换新，则较2024年增量资金1500亿元、额外拉动消费为3750-4800亿元，预计2025年社零增速约4.5%。

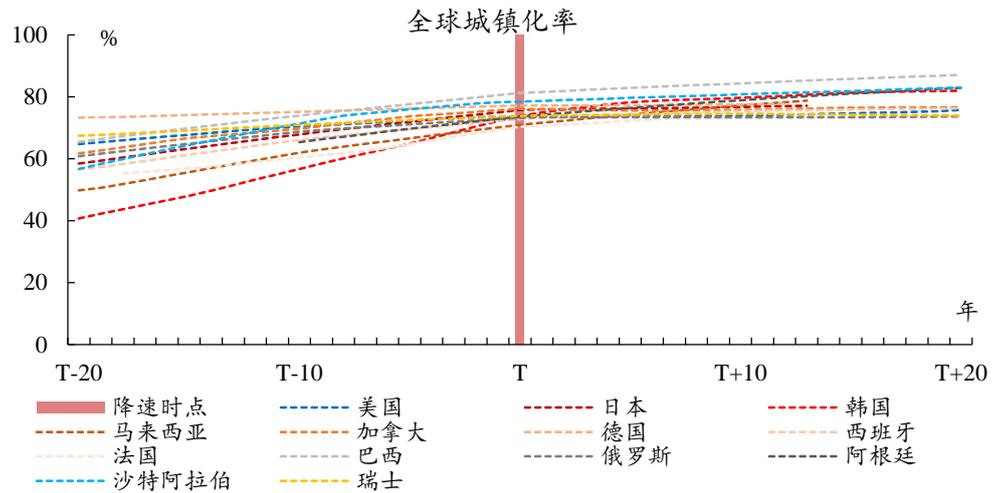
### 3.3.5、消费因素5：新二次城镇化更多利好消费

2024年7月31日，国务院印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》的通知（下简称《通知》），要求“经过5年的努力，常住人口城镇化率提升至接近70%”。

**2015年我国经济活动人口见顶、城镇化出现放缓趋势，叠加2020年疫情、房**

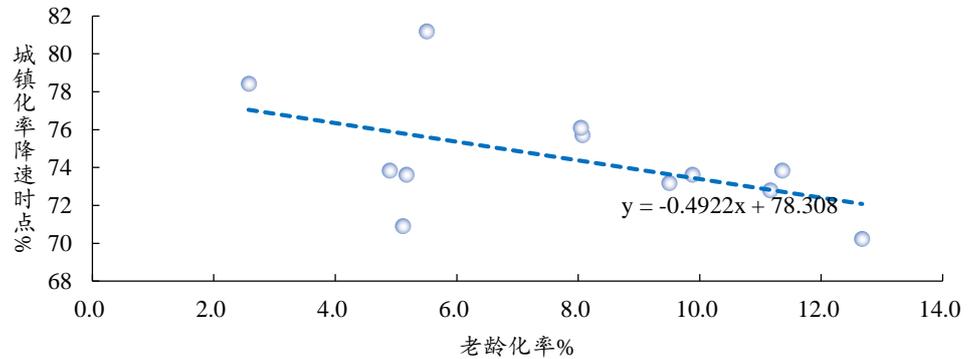
房地产市场持续调整、总人口负增长，城镇化率速率进一步走低。全球复盘来看，城镇化率降速时点集中于70%-75%，降速时点与老龄化程度（以“65岁及以上人口占总人口比重”作为表征）负相关。2023年我国老龄化率已达14.3%，我们认为“新型城镇化”并非逆势加速自然城镇化，其增量含义在于推动“流动人口市民化”，2023年我国常住人口和户籍人口城镇化率的轧差达17.9%，这一轧差收窄将显著拉动消费增长。

图73：全球来看，城镇化率降速时点集中于70%-75%



数据来源：联合国、世界银行、Wind、开源证券研究所

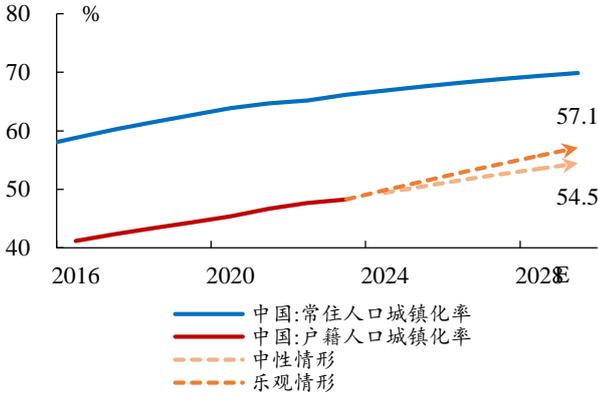
图74：老龄化会导致城镇化提前降速



数据来源：联合国、世界银行、Wind、开源证券研究所；注：老龄化率指标为“65岁及以上占总人口比例”；若无特殊说明，中国城镇化率专指常住人口城镇化率（下同）。

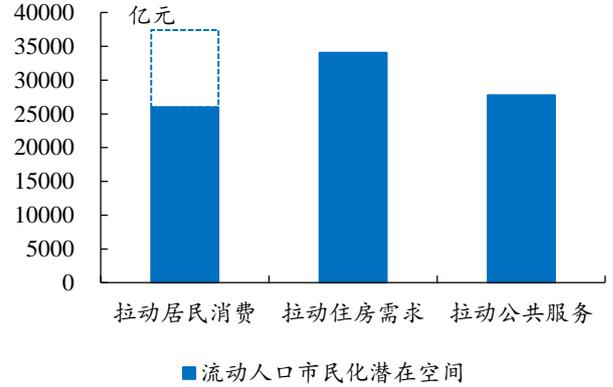
第一次城镇化是“土地”的城镇化、主要拉动投资；第二次城镇化是“人口”的城镇化，主要拉动居民消费、住房消费和公共消费（服务），测算最大潜在空间合计8.8-9.9万亿元。假设2024-2029年户籍人口和常住人口城镇化率的轧差收窄2-4个百分点，则年均拉动经济5242-10483亿元、占2023年GDP 0.4%-0.8%。（详见专题《第二次城镇化的梦想与现实》）。

图75: 假设 2024-2029 年, 户籍人口和常住人口城镇化率的轧差合计收窄 2-4 个百分点



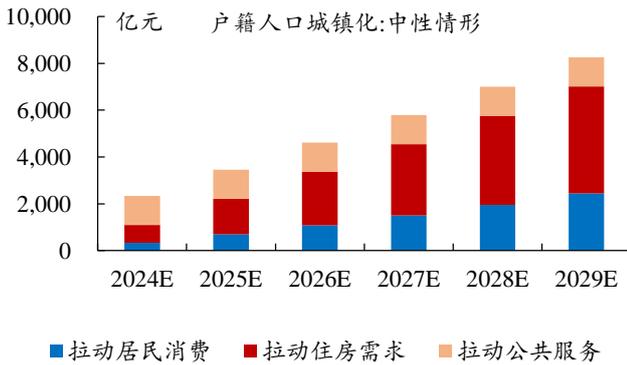
数据来源: Wind、开源证券研究所

图76: “流动人口市民化”潜在空间合计 8.8-9.9 万亿元



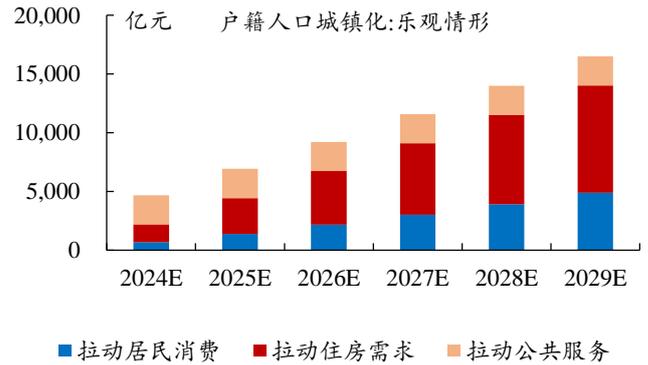
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 虚线表示拉动区间。

图77: 中性情形, 2024-2029 年均拉动 5242 亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

图78: 乐观情形, 2024-2029 年均拉动 10483 亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

**(1)居民消费: 2024-2029 年或年均拉动 1336-2672 亿元。**首先, 学术研究指出转换城市居民身份可能拉动人均消费 27%-30%。王美艳(2016)研究指出“若农民工转换为城市居民身份则人均总消费将大幅度增长 27%”<sup>8</sup>; OECD(2017)<sup>9</sup>实证指出, 农村人口前往城市工作并获得居民身份后, 可能会导致消费增加近 30%, 驱动主要来自更高的收入和更长的教育时间。

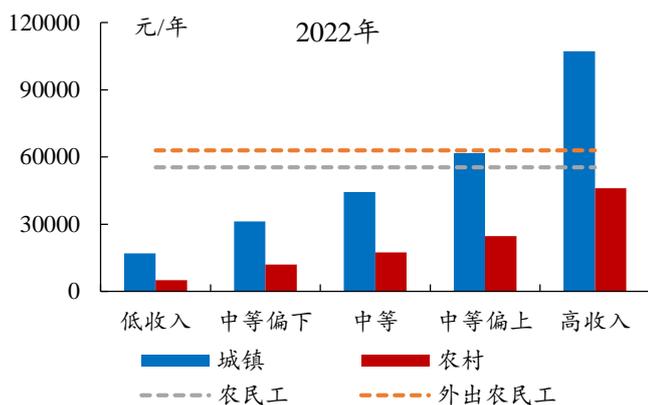
其次, 我们刻画了三类人群的画像, 即城镇、农村、农民工: 2023 年我国城镇人口 9.3 亿、农村人口 4.8 亿, 农民工 3.0 亿、外出农民工 1.8 亿。从收入水平来看, 2023 年农民工和外出农民工的平均工资为 5.5 万元、已接近中等收入群体 (实际上并未达到, 可支配收入以家庭为单位进行统计, 农民工工资统计个体并非以家庭为单位); 消费倾向呈现为“农村>城镇>农民工”, 2023 年农村、城镇消费倾向分别

<sup>8</sup> 王美艳 (2016), “农民工消费潜力估计——以城市居民为参照系”, 《宏观经济研究》第 2 期, 第 3-18 页。

<sup>9</sup> Molnar M, Chalaux T, Ren Q. Urbanisation and household consumption in China[J]. Oecd Economics Department Working Papers, 2017. DOI:10.1787/D8EEF6AD-EN.

为 83.8%、63.7%，明显高于 2015 年农民工的 30.1%；除了“三大不平等”的约束，还在于农民工会积极储蓄、通过“转移支付”满足其农村家庭的消费开支。需要指出的是外出农民工计入城镇常住人口、本地农民工计入农村常住人口<sup>10</sup>，若以家庭为消费决策单位，则农民工+农村的“真实消费倾向”=(农村消费+外出农民工消费)/(农村收入+外出农民工收入)，测算 2023 年约为 53%，该数值与国研中心测算的 50% 差距不大，较城镇居民 64% 的消费倾向有 11 个百分点的提升空间。

图79：农民工可能接近中等收入群体



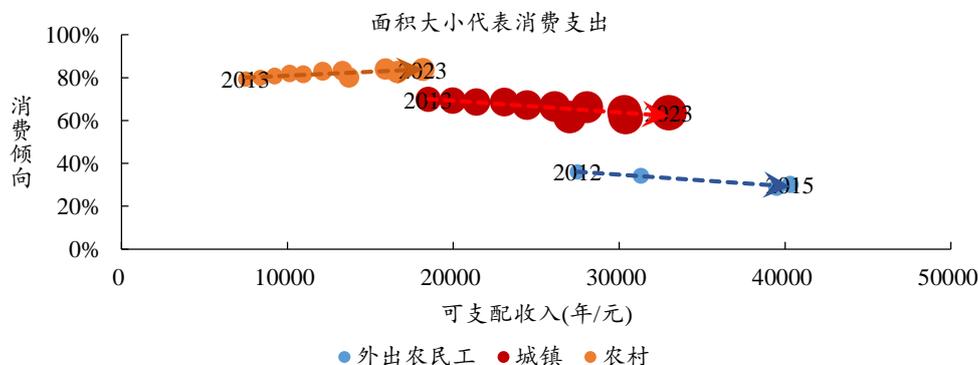
数据来源：Wind、开源证券研究所

图80：农民工消费倾向约 30%



数据来源：全国农民工监测调查报告、Wind、开源证券研究所

图81：外出农民工消费倾向偏低



数据来源：全国农民工监测调查报告、Wind、开源证券研究所；注：农民工为工资收入

消费支出=可支配收入\*消费倾向，农民工转换为城市居民身份后，收入改善为慢变量、在较长期间会有明显贡献，消费倾向可能在短期贡献更大。“流动人口市民化”对应其消费倾向从 53% 提高至 64%，则消费倾向改善带来的增量为  $14.2*17.9\%*51821*11\%$  (即总人口\*流动人口市民化空间\*年均收入\*消费倾向改善空间) = 1.4 万亿元，“流动人口市民化”进程具有较大不确定性，假设 17.9 个百分点的空间在 20-30 年内完全释放，考虑收入增长后则潜在空间约为 2.6-3.7 万亿元，略低于按学术文献增长 27%-30% 对应的拉动消费 3.5-3.9 万亿元。同理，测算 2024-2029

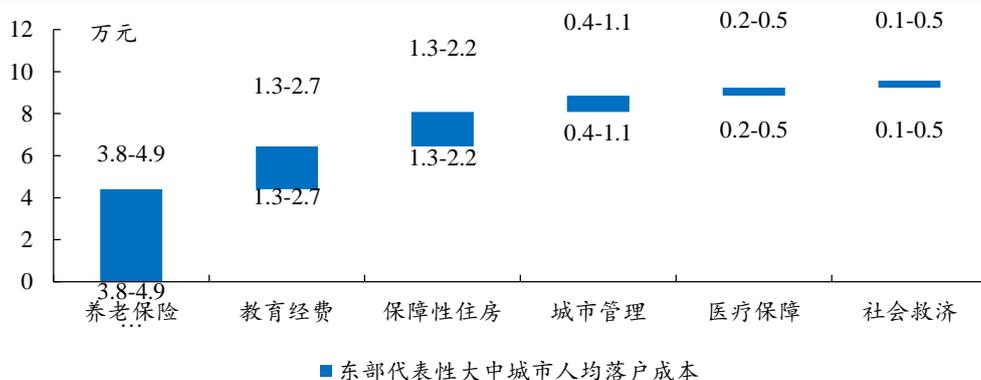
<sup>10</sup> 详见 <http://snzd.stats.gov.cn/zsjd/2022/44406.shtml>

或年均拉动居民消费 1336-2672 亿元。

**(2)住房需求：2024-2029 或年均拉动 2665-5330 亿元。**国研中心认为“若进城农民工人均居住面积提高至 30 平方米，则十四五期间年均拉动住房（保障房）投资 1 万亿元以上；每年 5%进城农民工由租转购拉动 2.3 万亿元住房消费”。该测算存在一定高估，我国“土地城镇化”明显快于“人口城镇化”，商品住宅面临较大的库存去化压力、尤其三四线和四五线城市，因而第一项对房地产投资的拉动可忽略不计；住房消费方面，我们沿用“每年 5%由租转购”、“进城农民工人均居住面积提高至 30 平方米”两个比例，考虑到房价调整或未结束、按 9000 元/平计，同理可得最大潜在空间为  $14.2*17.9%*30*9000*5%=3.4$  万亿元，2024-2029 年均拉动住房消费 2665-5330 亿元。

**(3)公共消费：2024-2029 或年均拉动 1241-2482 亿元。**2020 年城市和小城镇改革发展中心课题组基于山东济南、烟台、浙江台州等东部地区大中城市的落户情况和城市政府统计数据，测算平均一个农民工（外来人口）进城落户需要增加政府支出约为 11 万元，前三大支出项分别为养老保险财政补贴、随迁子女义务教育、保障性住房，占比 35%-45%、12-25%、12-18%。但课题组同时指出“新增落户的公共服务支出要小于 11 万元”，原报告未提及具体数值，我们粗略假设边际成本为 10%即 1.1 万元/人，则最大潜在空间为  $14.2*17.9%*11000=2.8$  万亿元，2024-2029 年均拉动公共消费支出 1241-2482 亿元。

图82：平均一个农民工（外来人口）进城落户需要增加政府支出约为 11 万元



数据来源：发改委城市和小城镇改革发展中心、开源证券研究所

## 4、资产配置建议

### 4.1、全球大类资产：不确定性显著提升

短期来看美股 > 美元 > 黄金 > 美债 > 原油

**美股：**2024 年由于美国经济基本实现软着陆，叠加 AI 等板块热度仍存，美股继续录得较大涨幅。短期往后看，由于美国经济没有衰退风险，且市场对特朗普减税预期较强，因此美股或将有所表现，可能震荡上行。但需要注意的是，2025 年 1

月份特朗普正式执政后，其经济政策具有非常大的不确定性，届时美股可能承受来自估值端的压力，行业层面或也有分化，波动可能放大；

**美元：**2024年，由于美国经济较为强劲，且领先欧洲与日本，美元指数在100以上较宽幅震荡，并未有趋势性回落。短期看，由于美国经济韧性较强，美元指数或在104以上。再往后，考虑到特朗普可能向全球施加关税，从其上一任期的经验来看，可能会促使全球资本回流至美国，从而助推美元进一步走强；

**黄金：**2024年黄金价格录得约40%涨幅，为近10年来最大涨幅。一方面是央行购金，使得黄金的需求相较于以往出现了较大的提升；另一方面美联储进入降息周期，促使实际利率降低。叠加全球地缘政治局势冲击，共同推动了黄金的持续上涨。短期来看，黄金可能由于前期涨幅过大，价格或相对承压。但中长期来看，上述推动黄金价格上升因素还在，黄金或有持续较好表现；

**美债：**2024年美债走势也较震荡，但整体波动幅度较2023年有一定程度收敛。短期看，由于美国经济较强，且市场预期特朗普可能增加美国财政赤字，推动美债供给变多、美债市场供需结构恶化，10y美债收益率或将在4.3%-4.5%区间。再往后，由于特朗普减税政策存在一定不确定性，驱逐移民、加征关税也可能对美国经济产生冲击，美债走势或较震荡，波动也将放大；

**原油：**2024年由于美国经济韧性较强，叠加OPEC减产，原油价格呈现出M型走势。我们认为后续原油价格或难有较好表现，因OPEC虽然减产，但随着特朗普可能加大原油开采，且俄乌冲突可能结束，全球原油供给将会增多，而需求端或并无明显改善。

表1: IMF对全球经济预测 (%)

国家/地区	2023年	2024年(预测)	2025年(预测)
世界产出	3.3	3.2	3.2
发达经济体	1.7	1.8	1.8
美国	2.9	2.8	2.2
欧元区	0.4	0.8	1.2
日本	1.7	0.3	1.1
英国	0.3	1.1	1.5
新兴市场和发展中经济体	4.4	4.2	4.2
中国	5.2	4.8	4.5
印度	8.2	7	6.5
俄罗斯	3.6	3.6	1.3
巴西	2.9	3	2.2
墨西哥	3.2	1.5	1.3
沙特阿拉伯	-0.8	1.5	4.6

数据来源：IMF、开源证券研究所

**表2: OECD 对全球经济预测 (%)**

国家/地区	2023 年	2024 年 (预测)	2025 年 (预测)
世界产出	3.1	3.2	3.2
G20	3.4	3.2	3.1
美国	2.5	2.6	1.6
欧元区	0.5	0.7	1.3
日本	1.7	-0.1	1.4
英国	0.1	1.1	1.2
中国	5.2	4.9	4.5
印度	8.2	6.7	6.8
俄罗斯	3.6	3.7	1.1
巴西	2.9	2.9	2.6
墨西哥	3.2	1.4	1.2
沙特阿拉伯	-0.7	1	3.7

数据来源: OECD、开源证券研究所

#### 4.2、国内资产：股好于债，行业配置先科技+顺周期，然后内需偏消费

预计权益资产表现好于债券资产，债券利率先下后上，行业配置方面先科技成长再转向顺周期、内需偏消费。

**债券：**利率可能先下后上。预计财政加码分两个阶段：第一阶段以化债为主，解决存量问题。期间估计央行释放流动性进行配合，降低全社会融资成本，利好债市。第二阶段加码增量政策，刺激经济。这时经济和信用可能企稳回升，利空债市。

**股票：**预计 2025 年宽财政、宽货币，政策效果逐渐向宽信用传导，总体利好股市。

(1)政策率先在地产、化债、银行等方面发力，解决存量问题，稳定预期，改善居民、企业、政府资产负债表，对应估值提升；

(2)化债释放财政资金以及潜在的特朗普调停俄乌冲突带来重建需求，利好银行保险、建筑建材、化工、有色金属等顺周期板块；

(3)新质生产力驱动新一轮 TFP 上行，叠加特朗普上台催化自主可控主题，关注电子半导体、计算机、新能源；

(4)随着宽财政从预期走向现实，投向上重视民生消费，叠加房价有望止跌回稳，以及第二次城镇化提振消费需求，汽车、食品饮料、医药、旅游等有望受益，家电家具等出口消费或受加征关税扰动。

考虑政策加码、10 月 12 日财政政策加码后，上调 2024 年 GDP 增速至 5.0%。往后看，2025 年财政扩张确定性较强，预计仍能保持 5.0% 的 GDP 增速，且通胀水平或进一步回升、推动名义 GDP 增速改善至 5.3%。外资方面，截至 11 月 22 日已有

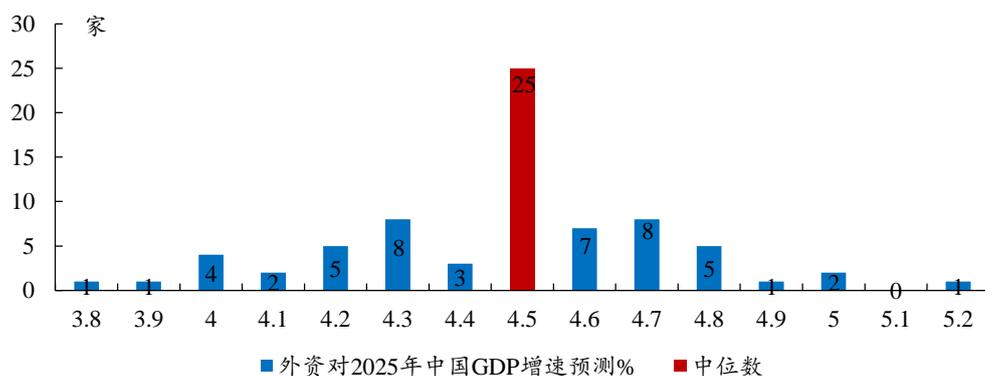
3 家国际金融机构、75 家外资机构对 2025 年中国 GDP 增速进行了预测，其中位数约 4.5%。

表3：2025 年经济数据预测

	2025Q1(E)	2025Q2(E)	2025Q3(E)	2025Q4(E)	2025 全年(E)
GDP 实际	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0
GDP 名义	4.8	5.3	5.5	5.5	5.3
固定资产投资*	3.7	4.2	4.6	4.8	4.8
制造业*	7.6	8.0	8.2	8.0	8.0
地产*	-6.0	-5.1	-4.5	-5.0	-5.0
广义基建*	8.50	9.50	11.00	10.00	10.00
社零*	4.7	3.7	3.3	4.0	4.0
出口	-2.2	-1.5	0.2	-0.1	-0.8
进口	-2.0	-0.9	0.1	-3.1	-1.5
CPI	0.5	0.4	0.1	0.7	0.4
PPI	-1.2	-0.7	0.2	1.7	0.0
汇率	7.15-7.25	7.15-7.3	7.15-7.3	7.1-7.2	7.1-7.2
信贷	7.9	8.2	8.4	8.2	8.2
社融	8.3	9.1	9.1	9.3	9.3
M2	6.8	8.3	8.3	8.5	8.5

资料来源：开源证券研究所数据来源：Wind、开源证券研究所；注：\*表示累计同比

图83：外资对 2025 年中国 GDP 增速预测中位数 4.5%



数据来源：彭博、开源证券研究所

## 5、风险提示

(1)国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。

(2)美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn