

2025 年度宏观经济与大类资产配置展望

无限风光在险峰

全球经济延续温和复苏，美联储四个季度各降息 25BP，美欧不同的基本面和货币政策节奏将对美元构成支撑，美国的货币宽松和中国的财政宽松有望共振。中国经济名义增速有望回升，财政政策如何发力仍是关注焦点，货币政策易松难紧，预计 2025 年中国全年 GDP 实际增长 4.7%，名义增长 5.1%，2025 年大类资产排序为：股票>大宗>债券>货币。

- 2025 年，全球经济仍在复苏趋势中，但复苏势头偏温和；全球通胀逐渐从高位回落，但绝对水平依然不低。2025 年中美宽松有望共振，进而驱动新一轮全球经济增长。美联储开始降息后，全球金融周期已经转向宽松，但流动性的拐点仍未到来，美联储何时停止或者放缓缩表将是全球流动性的真正拐点。预计 2025 年的基准情景仍是美联储四个季度各降息 25BP，欧央行降息可能快于美联储，美欧不同的基本面和货币政策节奏将对美元构成支撑。
- 中国经济在政策支撑下名义增速有望回升。出口不确定性增强，但仍有结构性亮点，预计维持韧性；投资仍是经济增长的重要支撑，制造业投资有望维持活跃，“城中村改造”将为基建投资注入新动能，地产投资仍待修复，对经济增长的拖累将明显缓解；消费的复苏关键仍在居民收入改善。2025 年价格走势较 2024 年将有所好转，但绝对水平依然不强；预计 CPI 同比涨幅有所扩大，但仍在历史偏低水平；PPI 同比在 2025 年年中转正；GDP 平减指数将摆脱负值区间，但全年同比涨幅仍难超过 1%。
- 财政政策如何发力仍是 2025 年关注焦点，关注地方化债和扩大专项债资金使用范围对地方支出的提振作用；货币政策易松难紧，预计除了降准和调降政策利率外，还将从创新工具扩容、加大公开市场操作中买断式逆回购净投放量和国债净买入量、疏通政策利率传导渠道等方面落实宽松。
- 2025 年大类资产价格表现排序为：股票>大宗>债券>货币。预计经济增长基本面和积极的宏观政策组合拳，仍将是 2025 年人民币资产定价的两大主要影响因素；但是海外的不确定性较大。考虑到政策托底经济，PE 仍在中位数下方，货币政策宽松，叠加资本市场改革带来的中长期利好等因素，看好 A 股市场在 2025 年的表现。债券方面，关注债券供给的增加以及政策利率下行对市场利率的引导。商品面临强势美元和供给端的挑战，预计金价维持强势，油价或面临供给冲击，国内定价商品关注需求变化。货币基金 7 天年化收益率中枢或维持在 1.5% 附近。
- **风险提示：**国内宏观政策落地速度不及预期，全球经济周期超预期下行，地缘政治局势复杂化，美国新一届政府政策的外溢性影响。

相关研究报告

《中银量化 2025 年度策略》20241212

《11 月通胀点评》20241210

《1-11 月进出口数据点评》20241210

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

目录

1. 海外经济：环球同此凉热.....	5
1.1 全球仍在复苏通道，通胀回落但仍有不确定性	5
1.2 降息周期开启，流动性拐点未至	7
1.3 中美宽松共振可期.....	8
2. 中国经济：而今迈步从头越.....	9
2.1 2025 年中国经济增速预计企稳回升	9
2.2 政策展望：财政政策发力，货币政策及时预调	16
3. 大类资产配置：无限风光在险峰.....	21
3.1 2024 年主要大类资产表现：风险资产依然强劲	21
3.2 改革和流动性等内因是人民币资产价格的主导因素	22
4. 结论、预测与风险	29
4.1 结论与预测	29
4.2 风险提示	30

图表目录

图表 1. IMF 预测 2025 年全球增速依然偏低.....	5
图表 2. IMF 预测 2024 年和 2025 年主要经济体增速.....	5
图表 3. IMF 预测 2025 年全球通胀继续回落但仍在偏高水平.....	6
图表 4. 全球 PMI 显示全球经济仍在复苏通道.....	6
图表 5. OECD 综合领先指标自 2024 年 2 月触底上行.....	7
图表 6. 美联储仍在缩表.....	7
图表 7. 美国 10 月核心通胀有所回升.....	7
图表 8. 融资成本的压力可能迫使美联储延续降息.....	8
图表 9. 三驾马车对 GDP 当季同比的拉动.....	9
图表 10. 中国出口增速与美国利率水平的关系.....	9
图表 11. 美国 CPI、核心 CPI 表现.....	9
图表 12. 中国出口各国的各类产品对 1-10 月出口同比增速的贡献 (pct).....	10
图表 13. 基建、房地产对投资增速的贡献表现.....	11
图表 14. 高技术产业对投资增速的贡献表现.....	11
图表 15. 设备制造业、高技术产业对投资增速的贡献表现.....	11
图表 16. 高耗能产业对投资增速的贡献表现.....	11
图表 17. 基建主要行业对投资增速的贡献表现.....	12
图表 18. 基建主要细分行业对投资增速的贡献表现.....	12
图表 19. 商品房广义库存仍在下降.....	12
图表 20. 现房库存去化难度加大.....	12
图表 21. 2024 年 1—10 月限额以上各类型消费表现.....	14
图表 22. 人均居民可支配收入表现.....	14
图表 23. 居民收入与企业利润总额存在一定的正相关性.....	14
图表 24. 2024 年价格偏弱.....	15
图表 25. 2024 年前三季度 GDP 平减指数为负.....	15
图表 26. 核心 CPI 回升有待居民消费复苏.....	15
图表 27. 猪肉价格难以走强.....	15
图表 28. PPI 走势更多受大宗商品价格和国内库存周期影响.....	16
图表 29. 公共财政收入同比增速表现.....	17
图表 30. 公共财政支出同比增速表现.....	17
图表 31. 财政存款余额同比增速表现.....	17
图表 32. 政府性基金预算支出同比增速表现.....	17
图表 33. 9 月下旬至 11 月中旬央行政策调整.....	19
图表 34. 2024 年截至 11 月 15 日主要大类资产价格表现 (单位: %).....	21
图表 35. 2024 年 A 股和十年国债利率走势.....	22
图表 36. 2024 年美元指数和十年美债利率走势.....	22

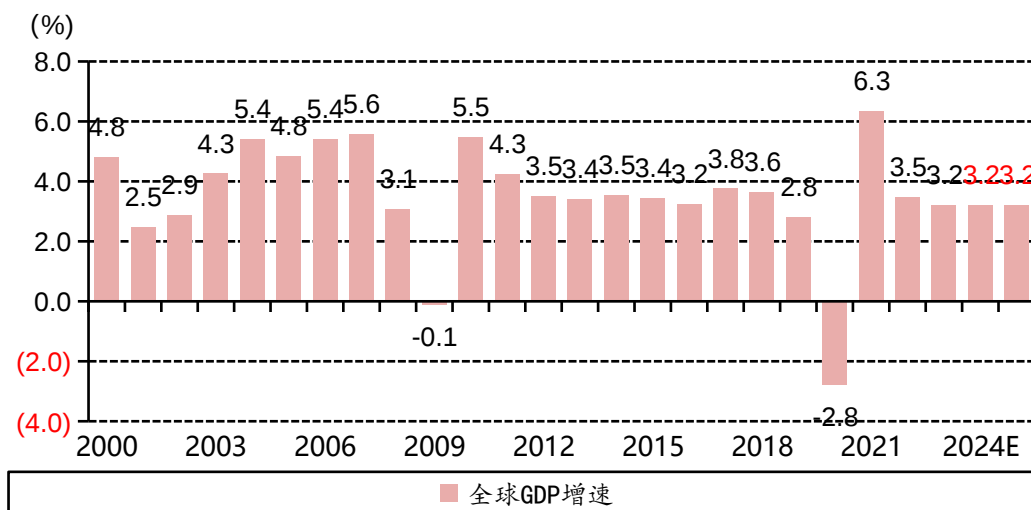
图表 37. 2024 年下半年不同时间段内 A 股指数涨跌幅表现.....	23
图表 38. 不同市值上市公司分红结构.....	23
图表 39. 不同市值上市公司回购金额结构.....	23
图表 40. A 股 PE 仍有估值优势（截至 11 月 30 日）	24
图表 41. 债市收益率中枢逐渐下移（截至 11 月 30 日）	24
图表 42. 政府债发行量同比多增.....	25
图表 43. 政策利率引导市场利率中枢下行.....	25
图表 44. 2024 年截至 11 月 15 日万得大宗商品指数涨跌幅（单位：%）	26
图表 45. 国际金价与美联储基准利率走势.....	26
图表 46. 原油期货与美元指数走势.....	26
图表 47. 万得周期品大宗商品指数年内相对涨跌幅.....	27
图表 48. 万得农产品大宗商品指数年内相对涨跌幅.....	27
图表 49. 货币基金 7 天年化收益率与主要投资品种收益率波动情况.....	28
图表 50. 2025 年主要经济指标预测（单位：%）	29

1. 海外经济：环球同此凉热

1.1 全球仍在复苏通道，通胀回落但仍有不确定性

IMF 在 2024 年 10 月《世界经济展望》中预测全球经济 2024 年与 2025 年均增长 3.2%，仍是 2010 年以来的偏低水平。

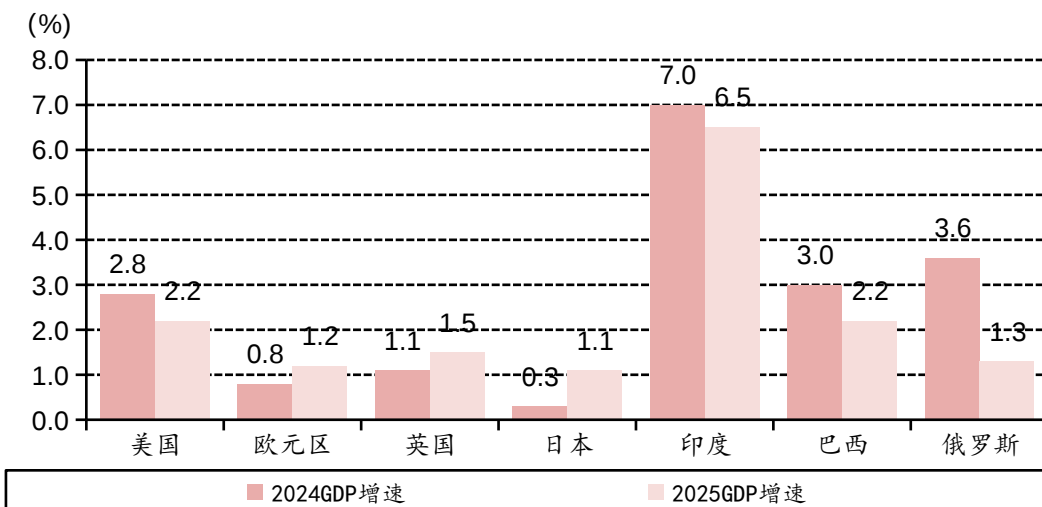
图表 1. IMF 预测 2025 年全球增速依然偏低



资料来源：Wind，中银证券

在 IMF 的最新预测中，2025 年发达经济体增长 1.8%，新兴市场与发展中经济体增长 4.2%。除美国外，2025 年发达经济体增速多数强于 2024 年，其中美国经济增速自 2024 年的 2.8% 下降至 2025 年的 2.2%，欧元区经济增速自 0.8% 上升至 1.2%，日本经济增速自 0.3% 升至 1.1%，英国经济增速自 1.1% 上行至 1.5%。而新兴市场与发展中经济体增速则多数弱于 2024 年，其中巴西经济增速自 3.0% 下降至 2.2%，俄罗斯经济增速自 3.6% 下降至 1.3%；印度经济增速自 7.0% 下降至 6.5%。

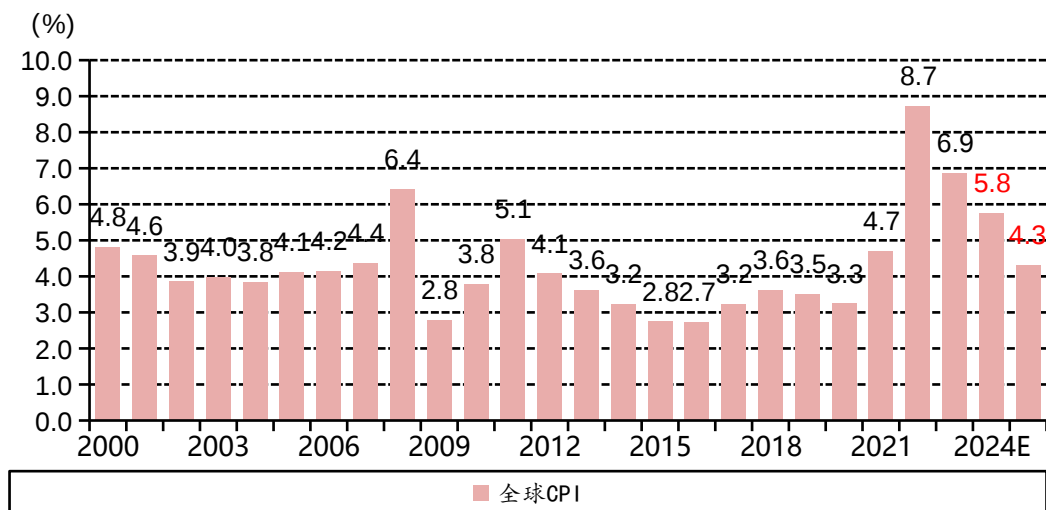
图表 2. IMF 预测 2024 年和 2025 年主要经济体增速



资料来源：IMF，中银证券

在全球经济增长放缓的同时，全球通胀逐渐从高位回落，但绝对水平依然不低。IMF 预测 2024 年全球 CPI 同比增速为 5.8%，2025 年进一步回落至 4.3%。通胀的回落意味着全球降息周期仍将延续。不过，随着特朗普当选美国总统，市场对于美国通胀回升的预期有所上升，后续全球通胀的演变可能仍然存有不不确定性。

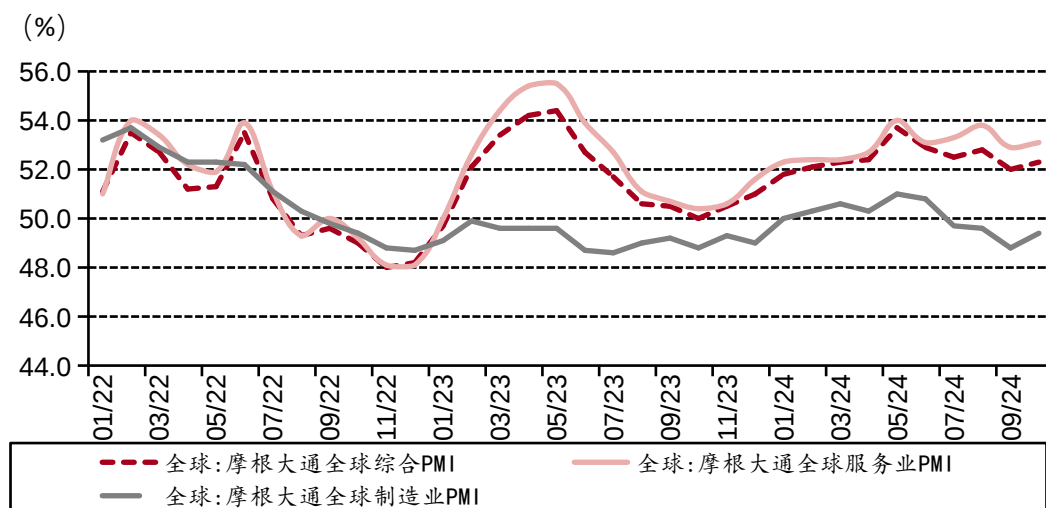
图表 3. IMF 预测 2025 年全球通胀继续回落但仍在偏高水平



资料来源：Wind，中银证券

从全球景气指标看，2024 年上半年摩根大通全球制造业 PMI 仍运行在荣枯线上，但 7 月开始跌破 50，连续 4 个月位于收缩区间，不过，10 月摩根大通全球制造业 PMI 为 49.4，较 9 月的 48.8 有所回升。全球服务业景气程度相对偏强，持续运行在荣枯线上方，10 月摩根大通全球服务业 PMI 为 53.1，较 9 月上行 0.2。

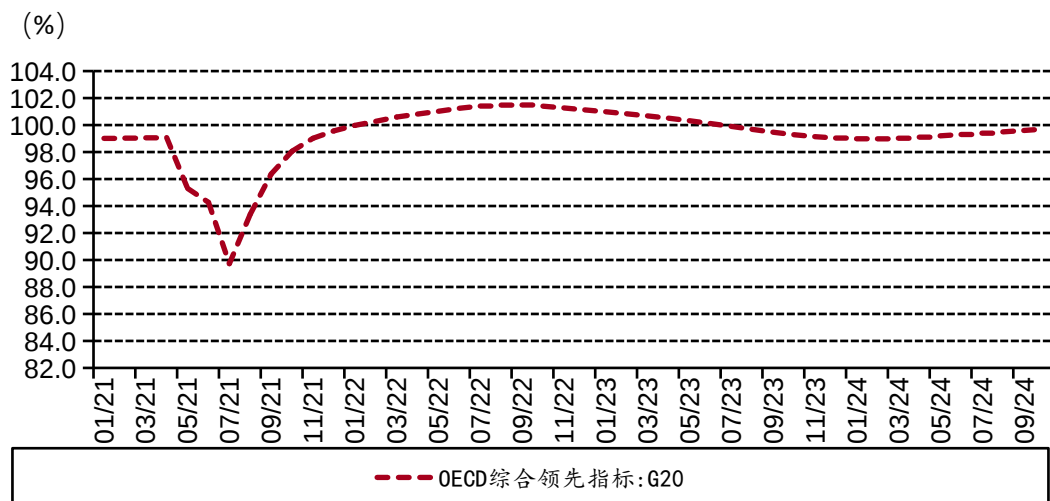
图表 4. 全球 PMI 显示全球经济仍在复苏通道



资料来源：Wind，中银证券

以 G20 国家为样本的 OECD 综合领先指标在 2024 年 2 月触底，此后开始上行，但 10 月读数为 99.7，仍在 100 下方。

图表 5. OECD 综合领先指标自 2024 年 2 月触底上行



资料来源: Wind, 中银证券

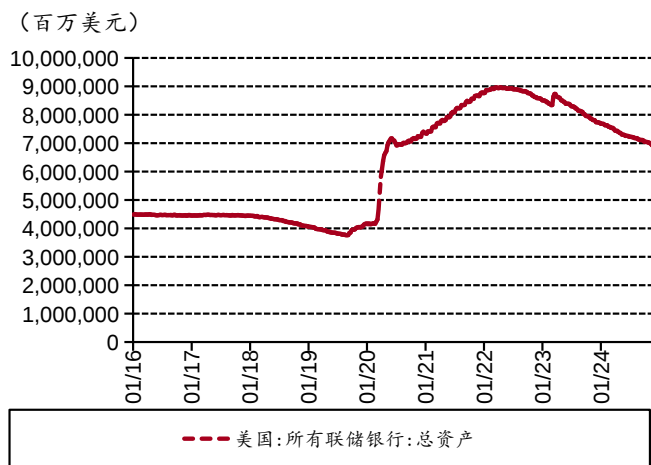
综合看, 全球经济仍在复苏趋势中, 但复苏势头偏温和。考虑到全球货币政策已经开始转向, 2025 年中美宽松有望共振, 进而驱动新一轮全球经济增长。

1.2 降息周期开启, 流动性拐点未至

2024 年 9 月, 美联储降息 50BP, 正式开启了降息周期; 11 月, 美联储再度降息 25BP。随着美联储货币政策的转向, 其他主要央行也纷纷转向降息进程, 欧央行于 2024 年 6 月、9 月、10 月三次降息, 将主要再融资利率自 4.5% 下降至 3.4%; 英国央行在 2024 年 8 月和 11 月分别降息 25BP。唯一的例外是日本央行, 日本央行于 2024 年 3 月将政策目标利率自 -0.1% 上调至 0.1%, 结束了持续 8 年的负利率时代, 7 月, 日本央行再度将政策目标利率上调至 0.25%。综合看, 全球降息周期已经开启, 货币政策转向宽松。

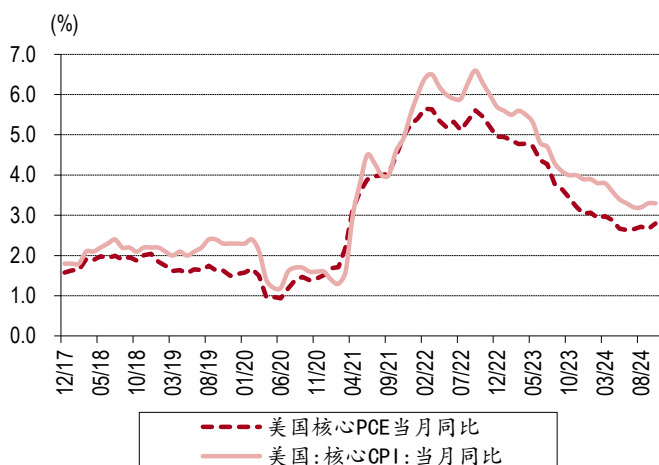
与此同时, 美联储仍在延续每月 600 亿美元的缩表。从这一角度看, 尽管全球金融周期已经转向宽松, 但流动性的拐点仍未到来, 美联储何时停止或者放缓缩表将是全球流动性的真正拐点。

图表 6. 美联储仍在缩表



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 美国 10 月核心通胀有所回升



资料来源: Wind, 中银证券

美国 10 月核心 CPI 同比 3.3%，持平于 9 月；10 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%，涨幅较 9 月有所扩大。美联储开始再度对通胀回升的风险有所担忧。美联储 11 月会议尽管延续了降息，但会议声明删去了“委员会对通胀朝向 2% 的目标更有信心”的表述，意味着美联储对通胀的担忧上升，通胀再度成为美联储决策的重要依据。而特朗普的当选则使得对通胀的担忧进一步强化。

我们预计 2025 年将是美联储较为纠结的一年。一方面，特朗普的当选强化了通胀上升的预期，其竞选时提出的减税、低利率、加征关税等措施均可能对美国通胀构成助推，通胀上升增加了降息的压力。另一方面，特朗普称当选后将大幅降低利率。尽管从经济运行的逻辑看，特朗普的相关政策主张不乏矛盾之处。但从其上一任期看，美联储迅速从加息转向降息，背后的确有白宫的影响。

另一方面，即使没有来自白宫的压力，美国企业面临的融资成本仍可能迫使美联储即使在通胀回升的情形下继续降息。目前美国穆迪评级 AAA 级企业债收益率仍在 5% 以上，相比美联储 2022 年 3 月加息前不到 3% 的水平大幅上升。而从 9 月中旬以来，尽管美联储已开启降息周期，但企业债收益率不降反升。在融资成本的压力下，我们预计 2025 年的基准情景可能仍是四个季度各降息 25BP，同时，通胀的读数可能再度成为影响市场预期的关键。

图表 8. 融资成本的压力可能迫使美联储继续降息



资料来源: Wind, 中银证券

从目前的情况看，欧央行的后续降息进程可能快于美联储。背后仍是美欧不同的基本面背景。2024 年以来，欧元区经济增速在主要经济体中明显偏弱，欧央行面临的挑战已经从控制物价转向维持增长，使得欧洲央行迅速调整货币政策，以期望支持经济复苏并控制通胀。美欧不同的基本面和货币政策节奏将对美元构成支撑。

1.3 中美宽松共振可期

值得关注的是，2025 年全球大概率再度面临中美宽松共振的局面。特朗普承诺将在美国国内施行大规模减税政策，尽管其减税政策落地情况仍待观察，但 2025 年美国财政和货币双宽松局面基本确定。相对而言，美国货币的宽松确定性强于财政。而中国宏观政策自 2024 年 9 月以来已经发生明显变化，2025 年中国财政刺激的加码是大概率事件。美国货币宽松和中国财政刺激的共振将是 2025 年全球经济和资本市场的重要背景。

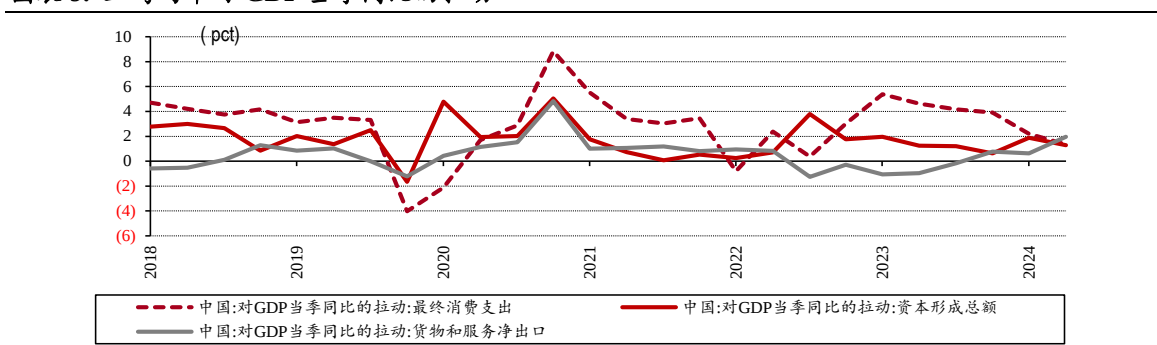
2. 中国经济：而今迈步从头越

2.1 2025 年中国经济增速预计企稳回升

2024 年以来，中国经济增长结构性差异较为明显，2024 年三季度 GDP 实际同比增速实现 4.6%，较二季度下降 0.1 个百分点，其中，最终消费支出对经济增长的贡献为 1.35 个百分点，较上半年下滑 0.84 个百分点；资本形成总额对经济增长的贡献为 1.28 个百分点，较上半年下滑 0.60 个百分点，货物与服务净出口贡献为 1.97 个百分点，较上半年增加 1.34 个百分点。外贸对增长的贡献较为凸出，制造业、基建投资对内需的支撑维持韧性，地产、消费不足仍是经济增长的主要“短板”。

9 月 26 日中央政治局会议以后，政策向“稳增长”倾斜；四季度配套政策密集发力，化解地方政府隐性债务压力，促进房地产行业“止跌回稳”政策均在落实。

图表 9. 三驾马车对 GDP 当季同比的拉动



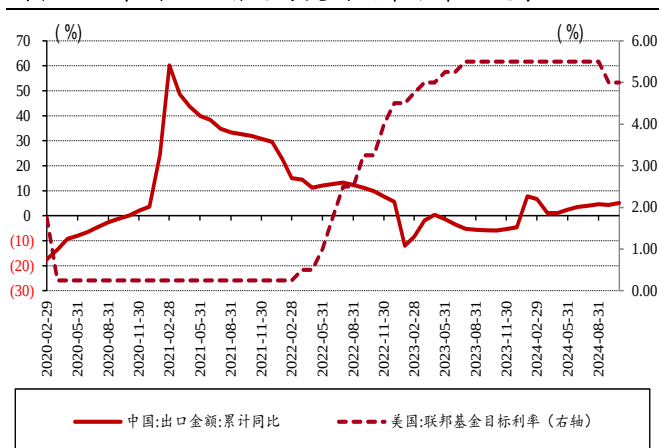
资料来源: Wind, 中银证券

2.1.1 出口不确定性增强，但结构性亮点仍值得关注

从降息的逻辑看，美联储旨在通过调降联邦基金目标利率释放流动性，以扩充其国内需求，海外经济体需求也将受到影响。中国出口增速与美联储联邦基金目标利率水平存在一定的负相关关系，当前美联储已进入宽松周期，有望为中国出口需求带来一定程度的修复，但 2025 年出口形势仍将受到以下几方面因素影响：

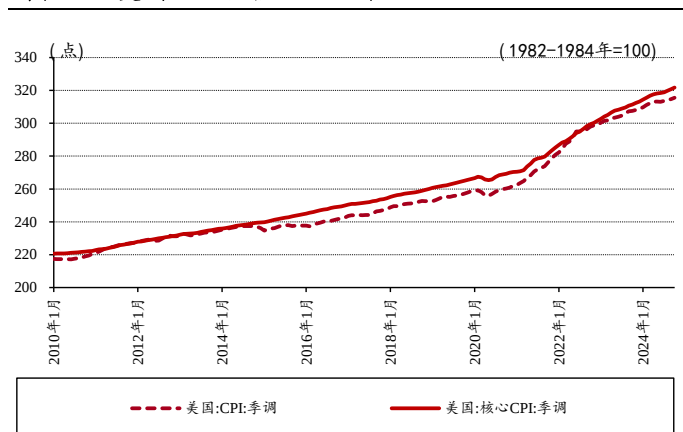
首先，美国物价绝对水平仍然较高。2024 年 10 月美国 CPI、核心 CPI 同比增速均实现 2.60%，较其政策目标差距不大。但从绝对水平看，当前美国物价水平明显高于疫情前，以 1982—1984 年为基准，2024 年 10 月美国 CPI、核心 CPI 分别实现 315.45 和 321.67 点，较 2019 年 12 月分别上行 56.82 和 55.65 点。此外，疫情以来美国 CPI 上行斜率明显更为陡峭，2014 年 12 月至 2019 年 12 月美国 CPI、核心 CPI 仅分别上行 22.38 和 26.44 点。

图表 10. 中国出口增速与美国利率水平的关系



资料来源: Wind, 中银证券

图表 11. 美国 CPI、核心 CPI 表现



资料来源: Wind, 中银证券

其次，2025 年美国政策环境仍存在较强的不确定性。特朗普曾在竞选美国总统时表示，计划对中国征收 60% 关税，若该计划顺利实施，或将直接对我国对美出口增速造成较大影响，并将通过物价间接影响美联储降息进程。商务部国际贸易谈判代表兼副部长王受文表示，“最终关税是由进口国的消费者和最终用户来支付，它必然导致了消费者支付价格的上升”；叠加此前特朗普承诺将在美国国内施行大规模减税政策，或对美国物价环境带来更多不确定性，掣肘美联储降息操作。

且从美联储的官方表态看，美国后续货币政策立场或将维持温和降息态势。美联储主席鲍威尔在 11 月 8 日新闻发布会上表示，“随着接近中性利率，可能有必要放缓降息步伐”，我们预计 2025 年上半年联邦基金利率或将维持在高于中性利率的水平。

结构性亮点仍存，2025 年出口有望维持韧性。“一带一路”对外需的补充作用已较明显。首先，一带一路国家对中国出口市场总量形成了较好的补充。据海关 HS 口径，2024 年 1—10 月，东盟、俄罗斯及一带一路代表国家（不包括东盟、土耳其、俄罗斯及欧洲国家）对中国出口同比增速的贡献分别实现 5.7、5.0 和 7.8 个百分点，而同期欧、美对出口同比增速的贡献分别为 1.6 和 3.0 个百分点，新兴市场国家对外需的贡献较为明显。

其次，一带一路国家对中国出口优势商品的海外市场形成较好补充。1—10 月，中国对东盟、俄罗斯及一带一路代表国家出口的机电产品分别拉动当期出口同比增速 5.0、1.3 和 5.2 个百分点，机电产品是中国出口的重要优势产品，在 1—10 月中国出口总金额中占比实现 41.8%。

此外，新能源汽车对中国出口同比增速的正贡献持续较强，1—10 月，中国对欧盟、美国、俄罗斯、土耳其及一带一路代表国家出口的汽车等运输设备分别拉动当期出口同比增速 1.0、0.9、3.3、1.5 和 1.8 个百分点。尽管此前有个别海外经济体宣布将对中国新能源商品加征关税，但一带一路国家已成为中国新能源产品的重要海外市场，2025 年新能源汽车出口有望延续优势。

图表 12. 中国出口各国的各类产品对 1-10 月出口同比增速的贡献 (pct)

产品种类	东盟	欧盟	美国	俄罗斯	土耳其	一带一路（代表国家）
第 16 类 机电、音像设备及其零件、附件	5.0	(1.5)	0.1	1.3	(4.4)	5.2
第 15 类 贱金属及其制品	(0.6)	0.4	0.4	(0.0)	(0.1)	1.9
第 17 类 车辆、航空器、船舶及运输设备	(0.2)	1.0	0.9	3.3	1.5	1.8
第 5 类 矿产品	(1.1)	(0.2)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.9)
第 11 类 纺织原料及纺织制品	0.0	0.2	0.5	(0.3)	(1.0)	(0.7)
第 20 类 杂项制品	0.6	0.2	(0.5)	0.0	(0.1)	(0.4)
第 6 类 化学工业及其相关工业的产品	(0.2)	(0.2)	0.3	0.3	(0.3)	0.6
第 7 类 塑料及其制品;橡胶及其制品	0.3	0.4	0.0	(0.3)	(0.0)	(0.0)
第 22 类 特殊交易品及未分类商品	2.2	1.0	1.0	0.3	0.3	0.0
第 4 类 食品;饮料、酒及醋;烟草及制品	(0.6)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0
第 13 类 矿物材料制品;陶瓷品;玻璃及制品	(0.3)	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.1)
第 18 类 光学、医疗等仪器;钟表;乐器	0.2	0.1	0.1	0.5	0.1	(0.0)
第 8 类 革、毛皮及制品;箱包;肠线制品	0.0	0.0	(0.1)	(0.5)	0.0	(0.2)
第 2 类 植物产品	0.0	0.1	0.1	0.2	(0.1)	0.2
第 10 类 木浆等;废纸;纸、纸板及其制品	0.0	0.1	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.0)
第 14 类 珠宝、贵金属及制品;仿首饰;硬币	0.2	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.3
第 1 类 活动物;动物产品	(0.0)	(0.0)	0.0	0.2	(0.0)	0.0
第 9 类 木及制品;木炭;软木;编结品	(0.0)	0.1	(0.0)	(0.0)	0.0	0.1
第 3 类 动、植物油、脂、蜡;精制食用油脂	0.1	(0.0)	0.1	0.0	(0.0)	0.0
第 21 类 艺术品、收藏品及古物	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
第 19 类 武器、弹药及其零件、附件	(0.0)	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0

资料来源：Wind，中银证券

2.1.2 投资：地产投资修复仍需时间

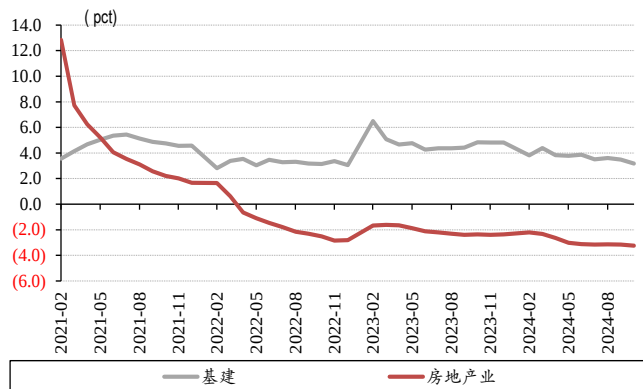
2024 年中国固定资产投资温和修复，2024 年 1—10 月固定资产投资增速为 3.4%；分类别看，制造业投资累计同比增长 9.3%，基建（不含电力）投资累计同比增长 4.3%，地产投资累计同比下降 10.3%，地产投资对固定资产投资的拖累仍较明显。

(1) 制造业投资有望维持活跃

制造业投资有望维持活跃。2024 年 1—10 月，在 2023 年同期连续较高基数的背景下，制造业投资继续拉动我国固定资产投资增速 4.5 个百分点，“大规模设备更新”对当期制造业投资产生了明显的拉动作用。

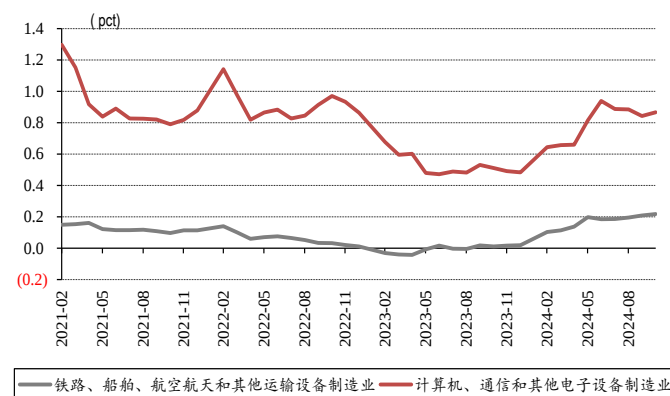
得益于“新质生产力”的发展带动，1—10 月高技术产业固定资产投资增速均较亮眼，计算机通信电子设备制造业拉动当期固定资产投资增速 0.9 个百分点；高技术制造业投资整体活跃，为当期固定资产投资同比增速贡献了 0.9 个百分点。

图表 13. 基建、房地产对投资增速的贡献表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 14. 高技术产业对投资增速的贡献表现

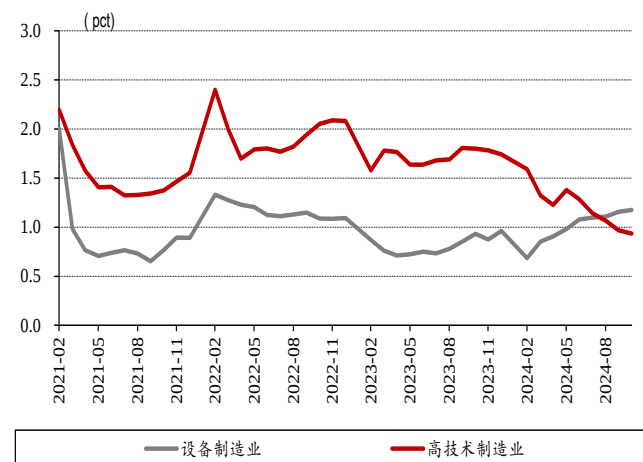


资料来源: Wind, 中银证券

此外，1—10 月设备制造业共计拉动当期固定资产投资同比增速 1.2 个百分点，其中，通用设备、专用设备及汽车制造业分别实现正贡献 0.5、0.5 和 0.2 个百分点，均在 2024 年较高基数的基础上实现了正增长；“大规模设备更新”对中游机械投资实现整体提振。

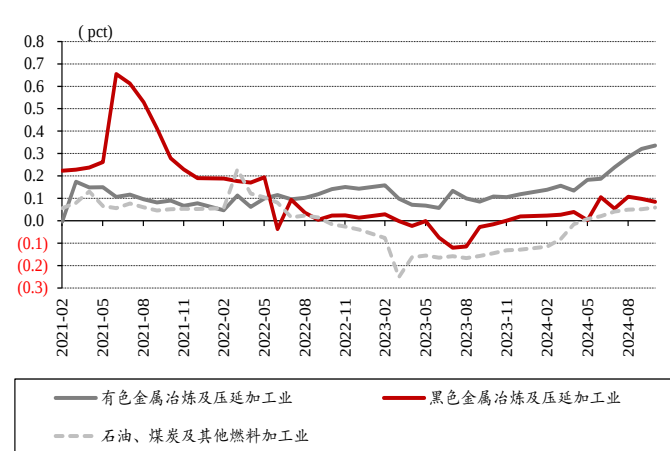
高耗能行业的投资修复有望加快。1—10 月，采矿业、原材料制造业分别拉动当期固定资产投资增速 0.3 和 1.5 个百分点，整体延续正贡献。且从细分行业看，黑色冶炼加工业和有色金属冶炼及压延加工业对当期固定资产投资增速的贡献分别为 0.1 和 0.3 个百分点，对固定资产投资增速的正贡献延续温和，在扩内需政策积极发力的背景下，高耗能行业的投资修复有望加快。

图表 15. 设备制造业、高技术产业对投资增速的贡献表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 16. 高耗能产业对投资增速的贡献表现



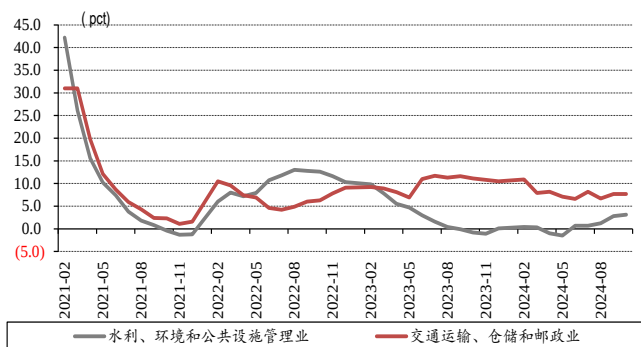
资料来源: Wind, 中银证券

(2) “城中村改造”有望为基建投资注入新动能

基建方面，2024 年 1—10 月基建投资共计拉动我国固定资产投资增速 0.1 个百分点，年内基建投资增速支撑力度弱势。从具体行业看，年内水利管理业发挥积极带动作用，对当期固定资产投资增速的正贡献为 0.9 个百分点，较 2023 年改善 0.8 个百分点。值得一提的是，公共设施管理业表现仍较弱势，拖累当期基建投资同比增速 0.5 个百分点。

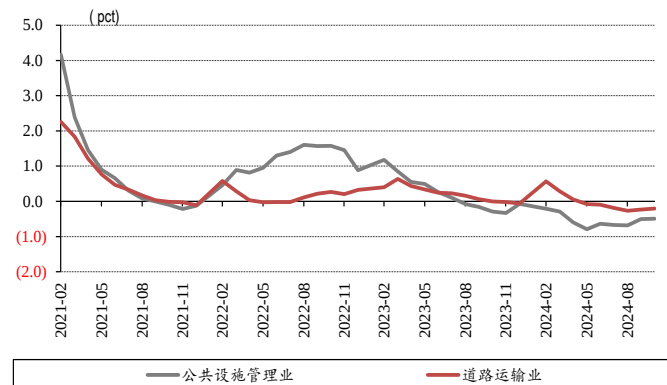
展望 2025 年，我们认为基建投资有望被注入新动能，公共设施管理业有望再度发挥支撑作用。10 月 17 日，住房和城乡建设部部长倪虹在国新办新闻发布会上表示，将“新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造”，有望直接拉动区域房地产投资及公共设施管理投资，1—10 月，两项投资对当期固定资产投资同比增速的贡献分别为-3.2 和-0.5 个百分点。此外，“大规模设备更新”已通过“建筑和市政基础设施领域设备更新”拓展至基建投资，2025 年公共设施管理业投资有望获得多方面支撑。

图表 17. 基建主要行业对投资增速的贡献表现



资料来源：Wind，中银证券

图表 18. 基建主要细分行业对投资增速的贡献表现



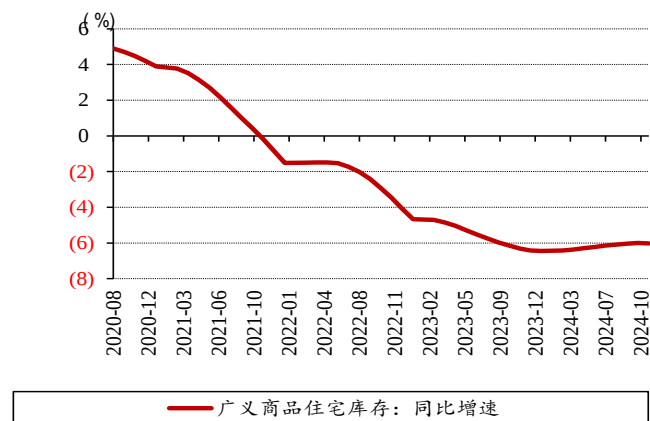
资料来源：Wind，中银证券

(3) 关注促销售政策效果，2025 年地产投资增速降幅有望明显收窄

年内地产产业链预期仍待修复。2024 年地产行业库存状况呈现出以下特点：其一，广义商品房库存延续下滑；2024 年 1—10 月，广义商品房库存同比下滑 6.0%。其二，现房库存去化难度较大；1—10 月商品房待售面积同比增长 19.6%，在年内竣工增速弱势的背景下，现房待售面积同比增速仍然较高，现房库存去化难度较大。

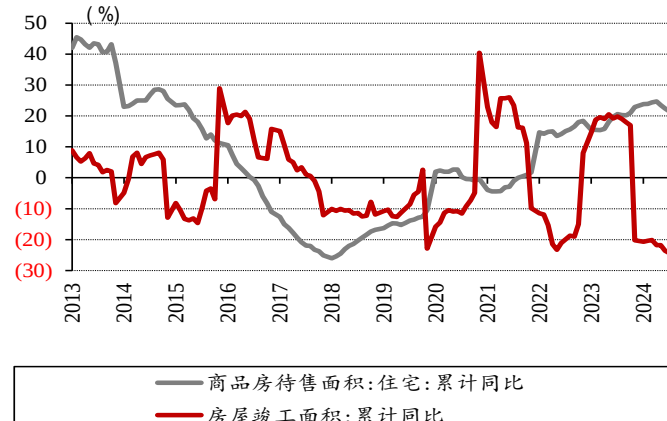
地产行业广义库存、现房库存同比增速趋异，反映出当前地产产业链预期仍待修复；一方面，商品房销售弱势，导致现房库存积累，1—10 月商品住宅销售面积同比降幅实现 17.7%；另一方面，投资端开工仍较不足，1—10 月住宅累计新开工面积同比下滑 22.7%；地产行业参与实体的观望情绪仍然较浓。

图表 19. 商品房广义库存仍在下降



资料来源：Wind，中银证券

图表 20. 现房库存去化难度加大



资料来源：Wind，中银证券

政策持续加码，2025 年地产销售有望迎来改善。2024 年三季度以来，地产提振政策持续加码，政治局会议定调“止跌回稳”，各部委配套政策密集发力。9 月 26 日政治局会议提出，“要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式”。

10 月 17 日，住建部等五部委出席国新办新闻发布会，住建部部长倪虹表示，将要“会同财政部、自然资源部、人民银行、金融监管总局等部门”，打出一套包括“四个取消、四个降低、两个增加”的组合拳。其中“两个增加”包括“新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造”和“年底前，将‘白名单’项目的信贷规模增加到 4 万亿”，同时发力地产行业销售端和投资端。

值得一提的是，财政部积极发力房地产“止跌回稳”。10 月 12 日，财政部相关负责人在国新办新闻发布会上表示，允许专项债券资金用于土地储备及购买存量商品房，在缓解“地方政府收入弱势、支出刚性”问题的同时，有助于消化待售现房库存。

此外，为进一步提振居民购房意愿，下调居民商品房交易成本，9 月 24 日中国人民银行、国家金融监督管理总局下调商业性个人住房贷款最低首付款比例下限至 15%，并不再区分首套、二套住房。11 月 13 日财政部等三部委对契税、土地增值税等土地相关税种征收方法做出优化，地产相关税负切实下降。

我们预计，随着政策持续加码，2025 年商品房销售有望持续改善，进而带动地产投资表现，地产投资对宏观经济的拖累有望大幅减轻。

2.1.3 促消费的重点在于改善居民的收入预期

（1）必选消费成为年内消费的重要支撑

2024 年以来，国内消费温和复苏，1—10 月社会消费品零售总额同比增长 3.5%，较 2023 年有所下滑；其中商品零售收入同比增长 3.2%，拉动当期社零同比增速 2.9 个百分点。

从商品消费结构看，1—10 月，尽管汽车零售额对当前社零同比增速维持正贡献，但正贡献仅实现 0.2%；截至 10 月，汽车消费已连续 19 个月实现同比正增长，较高基数或将使 2025 年汽车消费的正贡献下滑。

从限额以上单位消费品零售结构看，必选消费是年内消费的主要支撑，共计拉动限额以上商品零售增速 1.7 个百分点，其中粮油食品饮料烟酒类消费正贡献实现 1.4 个百分点。可选消费品共计拉动当期限额以上商品零售增速 0.6 个百分点，较 2023 年明显收窄。

地产后周期类消费已出现回暖。1—10 月地产销售数据延续弱势，但政策多维度加码对地产后周期消费已有提振，限额以上家具、家电及建筑装饰材料消费同比增速分别实现 1.9%和 7.8%和 1.3%，合计拉动限额以上社零同比增速 0.4 个百分点。我们预计，2025 年商品房销售有望改善，从而带动地产后周期消费改善。

图表 21.2024 年 1—10 月限额以上各类型消费表现

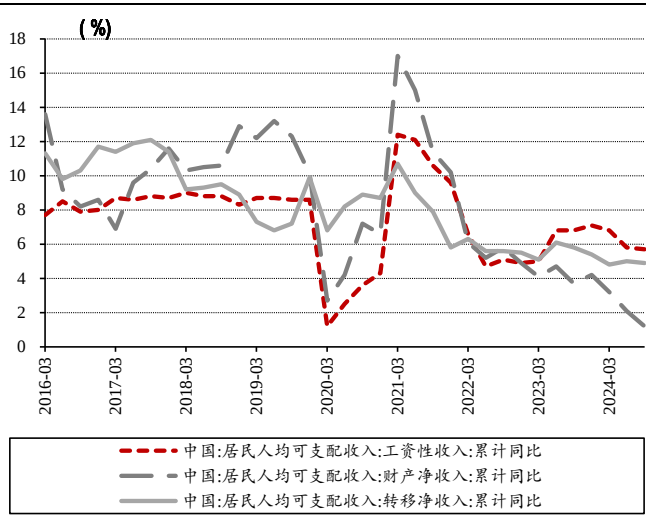
产品种类	贡献 (pct)		增速 (%)	
	2024 年 1-10 月	2023 年	2024 年 1-10 月	2023 年
限额以上商品零售总额	2.7	5.2	2.7	5.2
粮油食品、饮料烟酒类	1.4	1.0	8.5	5.9
粮油、食品类	0.5	0.3	3.9	2.4
饮料类	0.2	0.1	9.9	5.2
烟酒类	0.2	0.3	6.1	10.3
服装鞋帽、针、纺织品类	0.1	0.8	1.1	10.2
服装类	0.0	0.7	0.6	12.3
化妆品类	0.1	0.1	3.0	6.2
金银珠宝类	-0.1	0.2	-3.0	12.0
日用品类	0.1	0.2	2.9	3.6
体育、娱乐用品类	0.1	0.1	11.5	9.9
书报杂志类	0.0	0.1	1.2	6.3
家用电器和音像器材类	0.4	0.0	7.8	0.3
中西药品类	0.2	0.4	4.3	8.7
文化办公用品类	0.0	-0.1	-0.6	-5.5
家具类	0.0	0.0	1.9	2.9
通讯器材类	0.5	0.2	12.2	5.2
石油及制品类	-0.4	-1.1	-3.0	-7.5
建筑及装潢材料类	0.0	0.1	1.3	6.4
汽车类	-0.4	1.5	-1.5	5.3
其他类	0.1	-0.1	4.0	-2.0

资料来源: Wind, 中银证券

(2) 政策发力提振居民收入

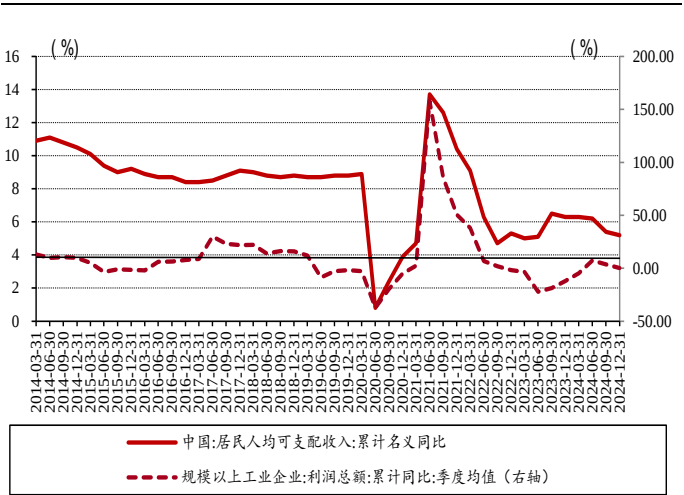
2024 年前三季度,我国人均居民可支配收入和财产净收入同比增速分别实现 5.7%和 1.2%,增幅较上半年均有下滑,居民收入增速放缓是消费复苏的“硬性约束”,但在“一揽子稳增长政策”集中发力的背景下,地方政府向居民收入倾斜的空间打开,转移性收入或是后续财政支出的发力重点。

图表 22. 人均居民可支配收入表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 23. 居民收入与企业利润总额存在一定的正相关性



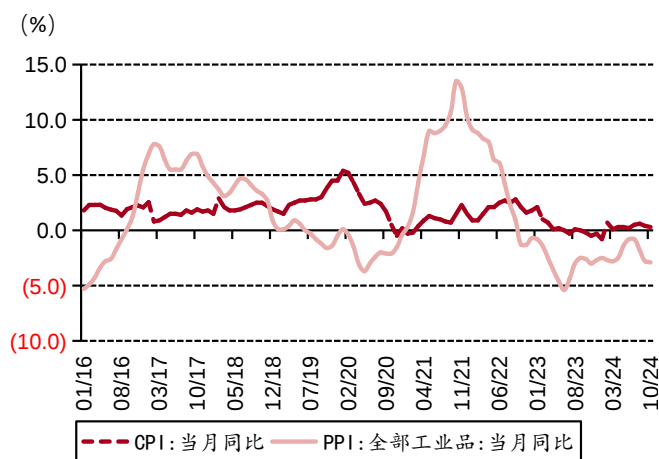
资料来源: Wind, 中银证券

此外,着眼企业盈利端,1-10 月全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降 4.3%,降幅较前三季度继续走扩 0.8 个百分点。企业盈利持续弱势终将传导至居民收入端,进而对消费需求产生影响。据我们测算,2013 年四季度至 2024 年三季度,工业企业利润总额累计同比增速季度值与居民人均可支配收入累计名义同比增速的相关系数为 0.7,具备相对较强的正相关性,当前工业企业盈利不足,消费需求仍显不足,但财政政策正在积极发力需求侧,2025 年有望实现企业盈利、居民收入间的良性循环。

2.1.4 通胀有所回升但依然偏弱

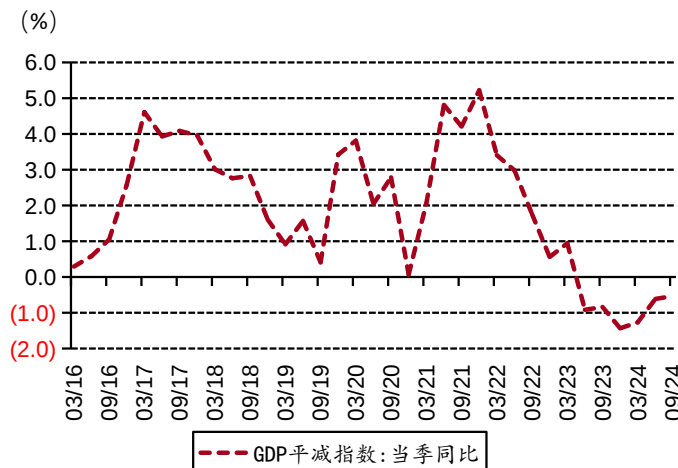
2024 年 1—10 月，中国 CPI 同比增长 0.3%，PPI 同比下降 2.1%，前三季度 GDP 平减指数持续为负，尽管降幅逐渐收窄，但价格整体处于弱势。

图表 24. 2024 年价格偏弱



资料来源: Wind, 中银证券

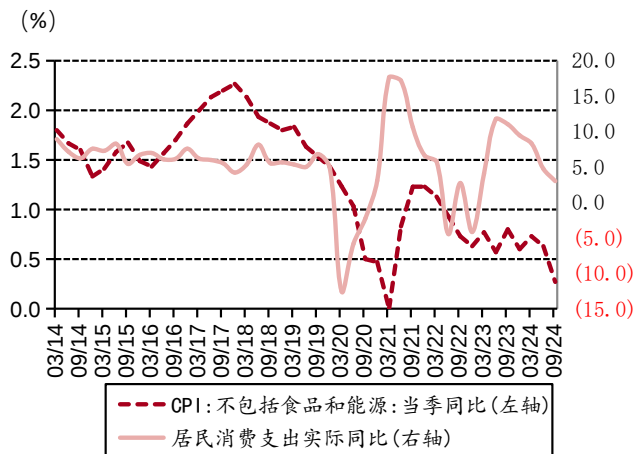
图表 25. 2024 年前三季度 GDP 平减指数为负



资料来源: Wind, 中银证券

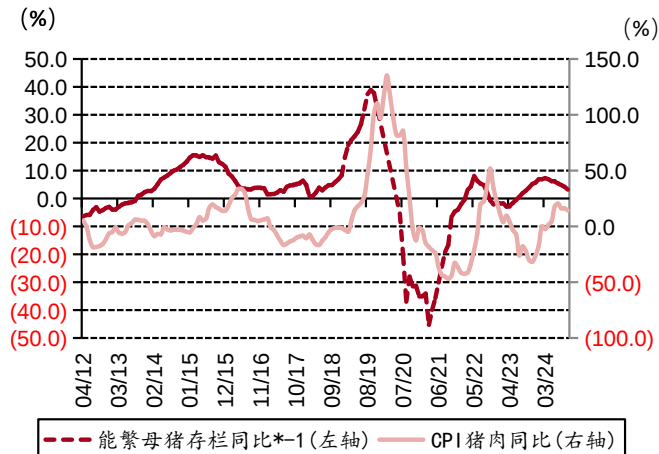
2024 年 10 月，核心 CPI 同比增长 0.2%，处于历史偏低水平。展望 2025 年，考虑到政策效果的体现仍需一定时间，我们预计居民消费的明显好转或要到 2025 年二季度，相应的，核心 CPI 的回升仍需等待。而近期能繁母猪存栏数同比降幅有所收窄，预示未来猪肉价格难以走强。综合判断，2025 年 CPI 涨幅预计较 2024 年有所扩大，但仍在历史偏低水平。

图表 26. 核心 CPI 回升有待居民消费复苏



资料来源: Wind, 中银证券

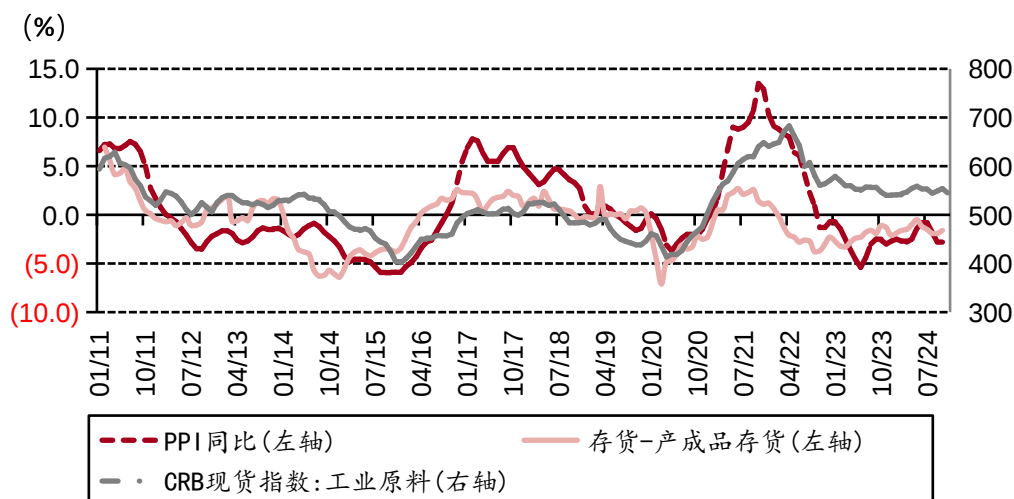
图表 27. 猪肉价格难以走强



资料来源: Wind, 中银证券

相对于 CPI 而言，国内 PPI 的走势更多受国际大宗商品价格和国内库存周期影响。考虑到 2025 年中美元共振有望逐步提振大宗商品价格，中国的刺激政策有望启动国内库存周期，预计 2025 年 PPI 先抑后扬，同比约在年中转正。

图表 28. PPI 走势更多受大宗商品价格和国内库存周期影响



资料来源: Wind, 中银证券

综合判断, 2025 年价格走势较 2024 年将有所好转, 但绝对水平依然不强, GDP 平减指数将摆脱负值区间, 但全年同比涨幅仍难超过 1%。

2.2 政策展望：财政政策发力，货币政策及时预调

2.2.1 财政发力仍是 2025 年关注重点

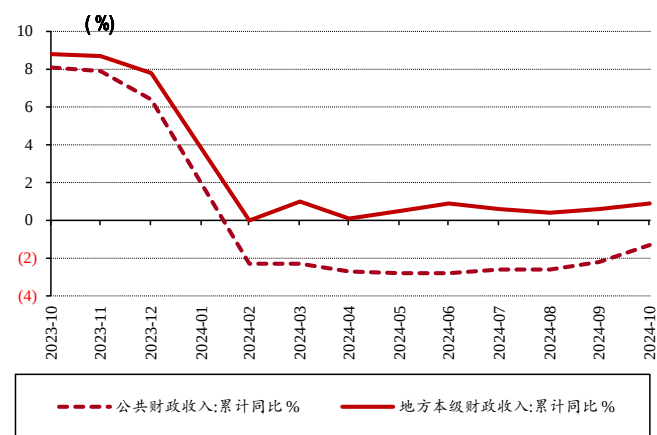
2024 年 1—10 月, 中国广义财政收入、支出进度均较 2023 年偏慢; 截至 10 月, 全国广义财政收入仅占全年广义财政收入预算目标的 74.8%; 全国广义财政支出则占全年广义财政支出预算目标的 71.9%。

9 月 26 日政治局会议提出, “保持必要的财政支出力度”, “更好发挥政府投资带动作用”; 10 月 12 日, 财政部相关负责人出席国新办新闻发布会, 释放财政进一步积极发力信号, 主要包括以下两方面重要内容:

其一, 着重扩大专项债资金、特别国债资金的使用范围。包括发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本; 允许专项债券用于土地储备及收购存量商品房用作各地的保障性住房, 合理支持前瞻性、战略性新兴产业基础设施。

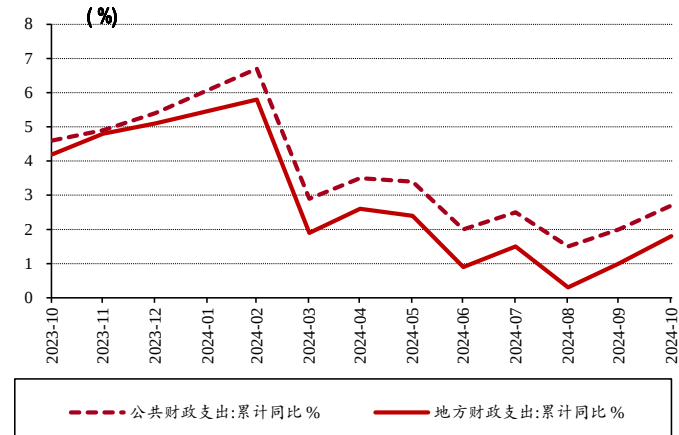
其二, 着力化解地方隐性债务压力, 拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务。11 月 8 日, 十四届全国人大常委会表决通过了《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》, 目标到 2028 年之前, 将地方需消化的隐性债务总额压降至 2.3 万亿元。我们认为, 一次性大规模化解地方存量隐性债务兼具“防风险”和“稳增长”双重功能, 随着地方政府债务风险缓释, 地方财政筹措资金压力下降, 支出有望更多向经济发展倾斜。

图表 29. 公共财政收入同比增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 30. 公共财政支出同比增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

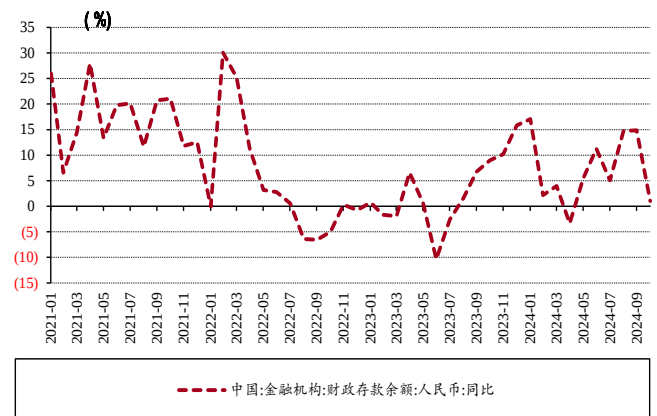
10月财政支出已在积极发力。9月26日政治局会议以后,公共财政预算、政府性基金预算支出共同发力,10月单月全国广义财政支出规模实现28899.0亿元,同比增长4.6%,而同期广义财政收入规模同比下滑8.1%,专项债资金或是10月财政加速发力的重要资金来源。我们认为,政府债资金仍将是2025年财政支出的发力重点,特别国债、专项债资金均有望发挥撬动作用。

此外,2025年地方财政土地收入表现仍需关注。2024年1—10月,国有土地使用权出让收入实现26971.0亿元,在当期广义财政收入中占比12.2%,为22年以来最低水平,地产投资弱势是土地收入不足的主要原因。我们预计,在地产行业“止跌回稳”、专项债资金可用于土地储备的双重支撑下,2025年地方土地收入有望温和修复。

在支出领域方面,10月12日国新办发布会提出,“改善居民收入预期,激发消费潜能”,2025年财政社会保障就业支出有望进一步发力,居民转移性收入有望增长。另外,为发挥政府投资的支撑作用,2025年财政支出有望继续向稳增长领域倾斜。2024年1—10月公共财政向基建领域支出占比实现20.6%,较前三季度增加0.2个百分点;1—10月公共财政预算支出向农林水事务、交通运输和城乡社区事务领域的支出同比增速较前三季度分别改善4.1、1.6和0.5个百分点。

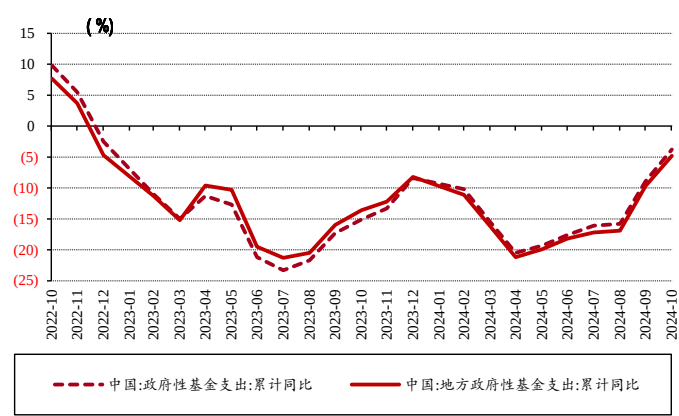
综合看,随着地方债务风险缓释,地方财政筹措资金压力下降,2025年的财政支出有望更多向经济发展倾斜。

图表 31. 财政存款余额同比增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 32. 政府性基金预算支出同比增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

2.2.2 货币政策展望：预调不微调

(1) 货币政策及时“预调”

货币政策转变始于9月24日国新办新闻发布会。在金融支持经济高质量发展国新办新闻发布会上，央行、金融监管局、证监会对未来一段时间金融监管工作的方向进行了较详细的介绍。其中央行首次表述了货币政策将从三个方面推出八项政策，具体包括：

第一，降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行。一是将下调存款准备金率0.5个百分点，向金融市场提供长期流动性约1万亿元，并同时提出在2024年年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率0.25—0.5个百分点；二是降低中央银行的政策利率，7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点，从1.7%调降至1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。

第二，降低存量房贷利率，并统一房贷的最低首付比例。一是引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右；二是统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由25%下调到15%；三是将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款中央资金的支持比例由60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励；四是将年底前到期的经营性物业贷款和“金融16条”这两项政策文件延期到2026年底。

第三，创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展。一是创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性；二是创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。

9月26日政治局会议超预期分析研究当前经济形势和经济工作。从历史经验看，研究分析经济形势和经济工作的政治局会议通常在每年的4月、7月和12月召开，因此2024年9月26日的政治局会议，召开时间上位于7月和12月之间，对于四季度经济工作产生较大影响，对经济的影响大概率将延续至2025年。从会议内容看，从总体目标看，会议强调“努力完成全年经济社会发展目标任务”，在三季度GDP当季实际同比增长4.6%的水平上提振了市场信心；从宏观政策上，会议强调“要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出”；在货币政策方面，则具体提出“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”，此外与货币政策相关的政策导向还包括“加大‘白名单’项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地”，“降低存量房贷利率”，“要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点”，“要支持上市公司并购重组”等。

(2) 货币政策及时宽松，加快落地

货币政策调整步伐加快。最先落地的是房地产相关金融支持政策：9月24日，央行首先落地了支持房地产的相关政策，包括下调个人住房贷款最低首付款比例为不低于15%，以及延长部分房地产金融政策期限至2026年12月31日；9月27日，落地向金融机构发放保障性住房再贷款的比例从贷款本金的60%提升到100%；9月29日，推出完善商业性个人住房贷款利率定价机制有关事宜，政策目标明确为推动降低存量房贷利率。其次落地的是降准政策：9月27日，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为6.6%。提振资本市场的货币政策出台时间相对靠后，但落地也较为迅速：10月18日，央行同日推出了两项创新工具，分别是证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）操作，和股票回购增持再贷款，前者首批额度5000亿元，申请额度已超2000亿元，后者首期总额度3000亿元。

公开市场业务落地时间紧随其后。降息率先落地，9月27日，7天逆回购利率下调20BP；9月25日，一年期MLF利率较8月下调30BP；10月21日，1年期LPR和5年期LPR利率均较9月下降25BP；证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）从10月10日政策公告，到10月21日首次操作，过程仅用11天；10月底，央行开展首次买断式逆回购操作，并在当月开展了公开市场国债买卖操作。

图表 33. 9月下旬至11月中旬央行政策调整

	时间	政策	具体内容和影响
公开市场业务	9月27日	公开市场业务公告 [2024] 第5号	公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.70%调整为1.50%。
	10月10日	中国人民银行公开市场业务公告 [2024] 第6号	中国人民银行决定创设“证券、基金、保险公司互换便利 (Securities, Funds and Insurance companies Swap Facility, 简称SFISF)”，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。首期操作规模5000亿元，视情可进一步扩大操作规模。即日起，接受符合条件的证券、基金、保险公司申报。
	10月21日	证券、基金、保险公司互换便利 (SFISF) 操作结果公告 [2024] 第1号	本次操作金额500亿元，采用费率招标方式，20家机构参与投标，最高投标费率50bp，最低投标费率10bp，中标费率为20bp。
	10月28日	中国人民银行公开市场业务公告 [2024] 第7号	操作对象为公开市场业务一级交易商，原则上每月开展一次操作，期限不超过1年。公开市场买断式逆回购采用固定数量、利率招标、多重价位中标，回购标的包括国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等。
	10月31日	国债买卖业务公告 [2024] 第3号	2024年10月人民银行开展了公开市场国债买卖操作，全月净买入债券面值为2000亿元。
	10月31日	公开市场买断式逆回购业务公告 [2024] 第1号	2024年10月人民银行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了6个月5000亿元买断式逆回购操作。
	11月18日	2024年中央国库现金管理商业银行定期存款 (九期) 招投标	中标量1200亿元，中标利率2.16%；中标利率较5月下调12BP。
货币政策调整	9月24日	中国人民银行 国家金融监督管理总局关于优化个人住房贷款最低首付比例政策的通知	对于贷款购买住房的居民家庭，商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于15%。
	9月24日	中国人民银行 国家金融监督管理总局关于延长部分房地产金融政策期限的通知	一、《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（银发〔2022〕254号）中支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期政策的适用期限延长至2026年12月31日。二、《中国人民银行办公厅 国家金融监督管理总局办公厅关于做好经营性物业贷款管理的通知》（银办发〔2024〕8号）中有关政策有适用期限的，将适用期限延长至2026年12月31日。
	9月27日	中国人民银行办公厅关于优化保障性住房再贷款有关要求的通知	为支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房用作保障性住房，进一步增强对金融机构和收购主体的市场化激励，中国人民银行决定对保障性住房再贷款有关事项进行调整优化。对于金融机构发放的符合要求的贷款，中国人民银行向金融机构发放再贷款的比例从贷款本金的60%提升到100%。
	9月27日	中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率	自2024年9月27日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为6.6%。
	9月29日	中国人民银行公告〔2024〕第11号	完善商业性个人住房贷款利率定价机制有关事宜。包括：一、借款人申请商业性个人住房贷款时，可以选择固定利率或浮动利率作为定价方式。二、固定利率商业性个人住房贷款借款人可与银行业金融机构协商，由银行业金融机构新发放浮动利率商业性个人住房贷款置换存量贷款。三、自2024年11月1日起，合同约定为浮动利率的，商业性个人住房贷款借款人可与银行业金融机构协商约定重定价周期。四、自2024年11月1日起，浮动利率商业性个人住房贷款与全国新发放商业性个人住房贷款利率偏离达到一定幅度时，借款人可与银行业金融机构协商，由银行业金融机构新发放浮动利率商业性个人住房贷款置换存量贷款。等等。政策目标明确为推动降低存量房贷利率。
	10月18日	中国人民银行即日起正式启动证券、基金、保险公司互换便利 (SFISF) 操作	中国人民银行委托特定的公开市场业务一级交易商（中债信用增进公司），与符合行业监管部门条件的证券、基金、保险公司开展互换交易。互换期限1年，可视情展期。互换费率由参与机构招投标确定。可用质押品包括债券、股票ETF、沪深300成分股和公募REITs等，折扣率根据质押品风险特征分档设置。通过这项工具获取的资金只能投向资本市场，用于股票、股票ETF的投资和做市。目前获准参与互换便利操作的证券、基金公司有20家，首批申请额度已超2000亿元。即日起，中国人民银行将根据参与机构需求正式启动操作，支持资本市场稳定发展。
	10月18日	中国人民银行 金融监督管理总局 中国证监会关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知	中国人民银行设立股票回购增持再贷款，引导金融机构向上市公司和主要股东提供贷款，贷款资金坚持“专款专用，封闭运行”，分别支持其回购和增持上市公司股票，推动上市公司积极运用回购、股东增持等工具进行市值管理。21家全国性金融机构可发放股票回购增持贷款。21家金融机构按本通知规定向上市公司和主要股东发放股票回购增持贷款的，可向中国人民银行申请再贷款。再贷款首期总额度3000亿元，年利率1.75%，期限1年，可视情况展期。中国人民银行会同中国证券监督管理委员会对申请材料进行审核，对于符合要求的贷款，按贷款本金的100%向21家金融机构发放再贷款。

资料来源：中国人民银行官网，中银证券

（3）货币政策展望：面对经济运行的新情况和问题，货币政策易松难紧

结合央行已经落地的货币政策和央行三季度货币政策执行报告中的政策展望来看，我们认为 2025 年货币政策易松难紧。

从 9 月 24 日国新办会议上，央行行长的表述看，人民银行在设计货币政策工具调整过程中，有几个重要的考量因素：第一个因素是支持中国经济的稳定增长；第二个因素是价格层面的，也是货币政策工具设计中的一个重要考量因素，即要推动价格的温和回升；第三个因素是兼顾支持实体经济增长和银行业自身的健康性，要在这中间有个比较好的平衡；第四个因素是汇率，要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。此外，还要注重货币政策和财政政策协同配合，支持积极的财政政策更好发力见效。

结合央行三季度货币政策执行报告，我们认为 2024 年年底到 2025 年，货币政策宽松可能从以下几个方面落地：

一是落地降准。潘行长此前表示，9 月“降准政策实施后，银行业平均存款准备金率大概是 6.6%，这个水平与国际上主要经济体的央行相比，还是有一定的空间”，年底前“会根据情况，有可能进一步再下调 0.25—0.5 个百分点”。我们认为即便 2024 年四季度经济数据或货币市场流动性偏好，再度降准落地概率也较大，只是落地时间在 2024 年或 2025 年的差别。

二是创新工具扩容。SFISF 首期规模 5000 亿元，股票回购增持再贷款首期规模 3000 亿元，两项创新工具都存在扩容的可能性。

三是逐步加大公开市场操作中，买断式逆回购净投放量和国债净买入量，维持货币市场流动性适度宽松，拆借资金利率在当前偏低的水平上平稳波动。

四是疏通政策利率传导渠道。在三季度货币政策执行报告中，央行明确 7 天期回购操作利率是政策利率，央行通过调整政策利率，影响货币市场利率（如同业存单利率）和债券市场利率（如国债收益率），并影响存贷款利率（如贷款市场报价利率（LPR）和银行存款挂牌利率）。目前来看，政策利率传导过程中的问题，主要集中在不同市场的传导效率存在差异，现阶段体现在存贷款利率与政策利率调整幅度存在较大偏离。

3. 大类资产配置：无限风光在险峰

2024 年截至 11 月 15 日主要大类资产表现如下：美股>A 股>大宗>债券>货币；2024 年下半年，影响大类资产价格的主要因素是国内外宏观政策的变化，海外方面主要是美联储降息落地的影响，国内则主要是 9 月下旬宏观政策调整的影响。我们预计 2025 年国内外宏观政策的影响仍将延续，与全球经济增长基本面一起，构成影响 2025 年大类资产价格表现的两大因素。我们对 2025 年大类资产价格表现排序为：股票>大宗>债券>货币。

3.1 2024 年主要大类资产表现：风险资产依然强劲

从全年表现看，风险资产价格整体强劲。截至 11 月 15 日，美股涨幅最为可观，标普 500 指数和纳斯达克指数涨幅均在 20%以上，A 股表现也较好，主要市场指数涨幅均在 10%上方；大宗商品分化较明显，其中黄金涨幅 23.92%，表现最好，海外周期品价格如铜和铝也收涨，但原油、螺纹钢、大豆等期货价格有不同程度的下跌；债券方面，国债和海外债券收益率表现分化最明显，十年国债收益率全年整体保持下行趋势，但海外债券收益率波动相对较大，年内整体以收益率上行为主；货币基金收益率下行幅度较大，截至 11 月 15 日，7 天年化收益率收于 1.55%，年内收益率下行 82BP。

2024 年上半年和下半年，大类资产价格表现分化明显，政策变化是主导价格走势出现拐点的重要因素。海外方面，2024 年下半年美联储降息从预期到落地，是影响海外大类资产价格变动的主要因素。从美联储在 7 月议息会议上引导市场降息预期升温，到 9 月议息会议上降息落地，是三季度海外债券收益率下行的主要原因。国内方面，9 月下旬宏观政策集中调整，是推升风险资产价格在三季度时间内上行的主要原因。受货币政策、财政政策和房地产相关政策调整的影响，9 月下旬人民币风险资产价格走势较上半年出现明显上行拐点，政策的正面影响在四季度当中也有所延续。表现为 A 股在四季度价格涨多跌少，强于上半年的跌多涨少，以螺纹钢为代表的国内期货价格，四季度价格虽然仍在下跌，但跌幅较上半年有所收窄，受宽松的货币政策影响，固收类资产收益率虽然在历史区间内偏低水平，但仍保持在下行通道当中。

图表 34. 2024 年截至 11 月 15 日主要大类资产价格表现（单位：%）

分类	名称	收盘价	（截至 11 月 15 日）	四季度截至 11 月 15 日	三季度	上半年	年初至今
股票	上证综指	3,330.73		-0.17	12.44	-0.25	11.96
	深证成指	10,748.97		2.08	19.00	-7.10	12.85
	中小板指	6,638.30		1.97	14.86	-5.86	10.26
	创业板指	2,243.62		3.15	29.21	-10.99	18.62
	万得全 A	5,120.60		3.62	17.68	-8.01	12.17
	沪深 300	3,968.83		-1.22	16.07	0.89	15.67
	标普 500	5,870.62		1.88	5.53	14.48	23.08
	NASDAQ	18,680.12		2.70	2.57	18.13	24.44
	MSCI 发达市场	3,710.50		-0.34	6.02	10.81	17.08
	MSCI 新兴市场	1,085.00		-7.33	7.79	6.11	5.98
债券	十年国债	2.09		-6 BP	-5 BP	-35 BP	-46 BP
	十年美债	4.43		62 BP	-55 BP	48 BP	55 BP
	十年欧债	2.46		22 BP	-27 BP	42 BP	38 BP
	十年日债	1.08		19 BP	-17 BP	42 BP	44 BP
大宗商品	NYMEX 原油	66.95		-1.79	-16.25	13.69	-6.56
	SHFE 螺纹钢	3,232.00		-6.89	0.40	-11.40	-19.20
	LME 铜	8,971.00		-8.73	2.77	12.00	4.81
	LME 铝	2,656.50		1.72	3.19	5.60	11.43
	CBOT 大豆	998.25		-5.56	-4.28	-14.83	-23.09
	COMEX 黄金	2,567.40		-3.46	13.54	12.80	23.92
货币类	货币基金	1.55		-13 BP	-10 BP	-59 BP	-82 BP
外汇	美元指数	106.68		5.88	-4.80	4.40	5.23

资料来源：万得，中银证券

注：债券、货币基金收盘价单位：%；大宗商品现价单位：原油：美元/桶；黄金：美元/盎司；螺纹钢：元/吨；铜：美元/吨；铝单位：美元/吨；大豆：美元/蒲式耳。

基本面仍是影响人民币资产价格走势的重要因素。2024 年当中，3 月至 9 月期间，A 股指数与十年国债收益率趋势较为相似，一定程度上均受到经济趋势走弱的影响；二者走势分化出现在 9 月下旬，主要原因是 9 月 26 日政治局会议前后，宏观政策出现了放松的情况，受货币政策宽松和更加积极的财政政策影响，市场对四季度实际 GDP 增速较三季度上行的信心增强，推动 A 股指数上涨，同时宽松的货币市场流动性带动国债利率继续下行。

十年美债收益率与美元指数走势高度一致。从 2024 年整体情况来看，十年美债收益率的波动与美元指数的波动，无论从趋势还是拐点来看，都高度一致。年内美元和美债的两个拐点，一个出现在 4 月，受美联储降息时点延后影响，市场担忧高利率会影响美国经济前景，带动美元指数走弱，避险情绪上升，美债收益率下行，另一个拐点出现在 9 月，美联储如期降息之后，美国经济数据表现依然较好，美元指数重新走强，美债收益率回升，调整对美联储降息幅度过于乐观的预期。

展望 2025 年，预计经济增长基本面和积极的宏观政策组合拳，仍将是人民币资产定价的两大主要影响因素；但是海外的不确定性较大，一是美国政府换届后，特朗普的各项政策有较大不确定性，特别是其关税、利率、财政政策，是影响美元资产和全球资产定价的重点，二是包括美国在内的海外经济增长前景的不确定性。

图表 35. 2024 年 A 股和十年国债利率走势



资料来源：Wind，中银证券

图表 36. 2024 年美元指数和十年美债利率走势



资料来源：Wind，中银证券

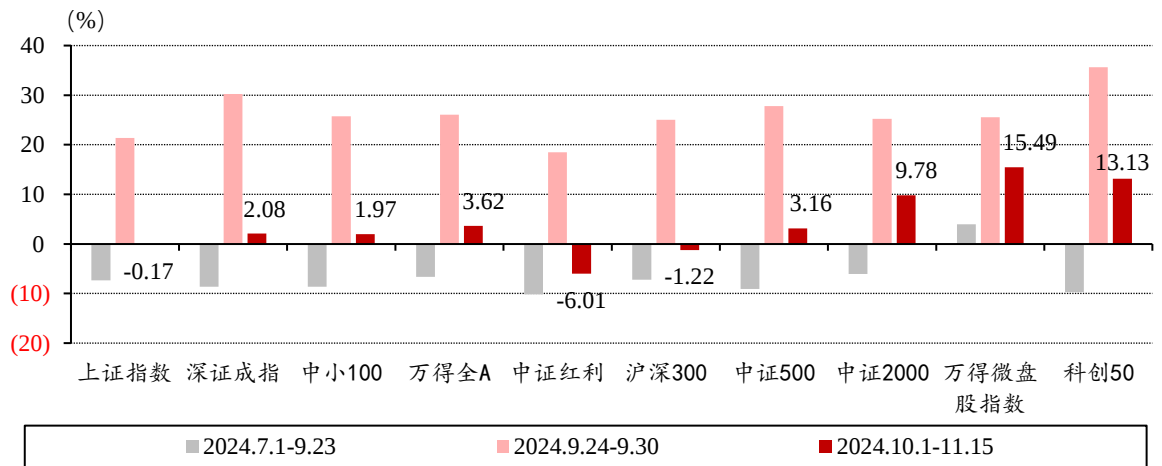
3.2 改革和流动性等内因是人民币资产价格的主导因素

在稳增长的宏观背景下，实现科技创新发展和经济转型升级，是 9 月下旬宏观政策加大宽松力度的主要考量。我们预计宽松的宏观政策环境将在 2025 年延续，大类资产价格表现排序为：股票>商品>债券>货币。

3.2.1 A 股：重点关注资本市场改革政策

A 股分化体现在市场指数当中。我们将下半年截至 11 月 15 日分为三个时间段：9 月 24 日国新办金融支持经济高质量发展会议之前，A 股主要指数以下跌为主，除了万得微盘股指数上涨，其他指数的跌幅大多在 5%—10% 之间；9 月 24 日会议召开后至十一假期前，A 股指数整体上涨，涨幅最高的是科创 50，指数上涨 35.66%，涨幅较小的是中证红利，指数上涨 18.48%，主要指数平均涨幅达到 26.12%；十一之后，A 股市场乐观情绪有所回落，指数表现分化加剧，表现较好的主要是小市值指数，如万得微盘股指数（15.49%）、科创 50（13.13%）和中证 2000（9.78%），表现较弱的主要是权重股指数和大盘股指数，如中证红利（-6.01%）、沪深 300（-1.22%）和上证指数（-0.17%）。

图表 37. 2024 年下半年不同时间段内 A 股指数涨跌幅表现

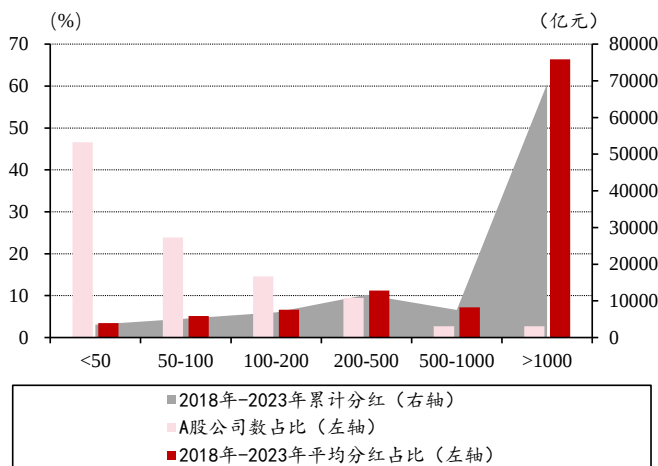


资料来源：万得，中银证券

关注本轮资本市场改革，在分红和回购两方面对 A 股的结构性影响。一是证监会发布的《上市公司监管指引第 10 号—市值管理（征求意见稿）》，提出鼓励董事会制定并披露中长期分红规划，增加分红频次，优化分红节奏，合理提高分红率，增强投资者获得感，二是央行、金融监管局、证监会关于设立股票回购增持再贷款的政策。虽然上述政策并未对上市公司市值规模提出要求，但是从分红能力和回购能力来看，经营预期稳定、盈利能力较强、市值明显低估的上市公司，受益于政策的可能性更大。

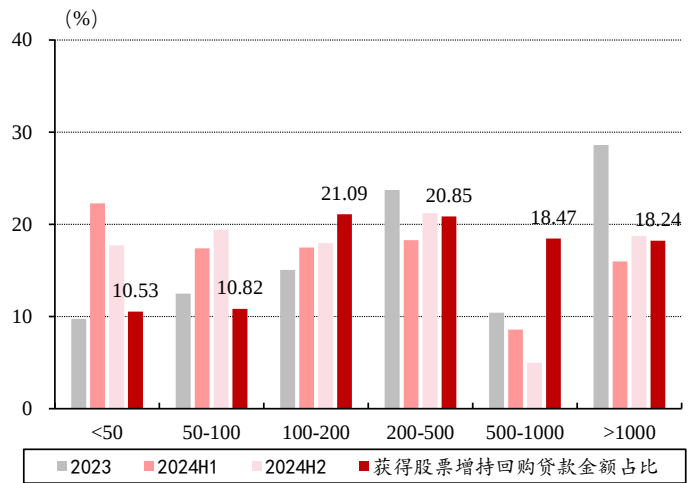
分市值规模来看，分红较多的 A 股更多分布在市值 200 亿元以上的范围内，回购金额较多的 A 股分布在市值 100 亿元以上的范围内。从 2018—2023 年 A 股上市公司分红情况看，上市公司数量占比仅为 2.71% 的市值 1000 亿元以上的公司，期间平均分红占比高达 66.37%，从 A 股市值结构看，市值在 200 亿元以上的上市公司，平均分红占比共计 84.81%，且平均分红比例超过公司数在 A 股市场的占比，是 A 股市场分红收益的主要来源。从 2023 年以来上市公司回购金额情况看，在不同市值区间的上市公司分布差异明显更小，2023 年 A 股上市公司回购金额分布大致上与市值规模呈正相关关系，2024 年这一情况有所改变，市值 200 亿元以下的上市公司回购金额占比明显上升，从 10 月 20 日至 11 月 20 日期间上市公司公告的获得股票增持回购贷款情况看，市值在 100 亿元以上的上市公司占比相对平均，且明显高于市值小于 100 亿元的上市公司。此外，无论是从分红还是从回购的情况看，市值规模在 500 亿元至 1000 亿元范围内的上市公司，其占比均偏低，但这一市值规模的上市公司在近期公告得到增持回购贷款的比例，明显高于近两年回购金额的比例。

图表 38. 不同市值上市公司分红结构



资料来源：Wind，中银证券

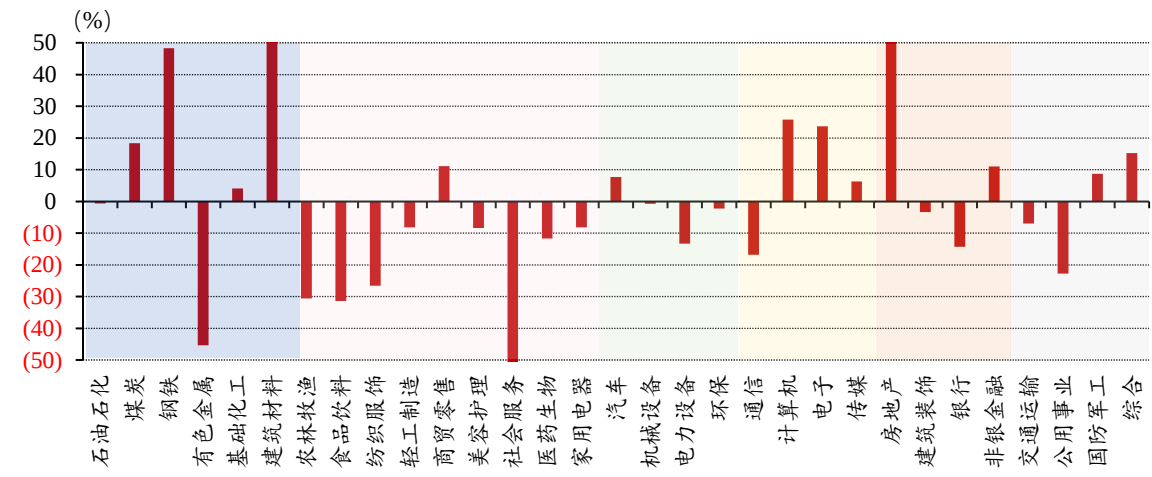
图表 39. 不同市值上市公司回购金额结构



资料来源：Wind，中银证券

A 股估值仍处于相对偏低水平。与 2015 年以来的估值中位数相比，分行业来看，消费品和制造业估值整体偏低的情况更加明显；周期品的 PE 有反向的特点，当行业周期下行、业绩较差时，整体 PE 偏高；房地产也存在类似情况，受业绩较差的影响，偏低的 EPS 导致 PE 偏高；各板块中，目前估值相对 2015 年以来中位数偏高的行业，较为集中在 TMT 当中。

图表 40. A 股 PE 仍有估值优势（截至 11 月 30 日）



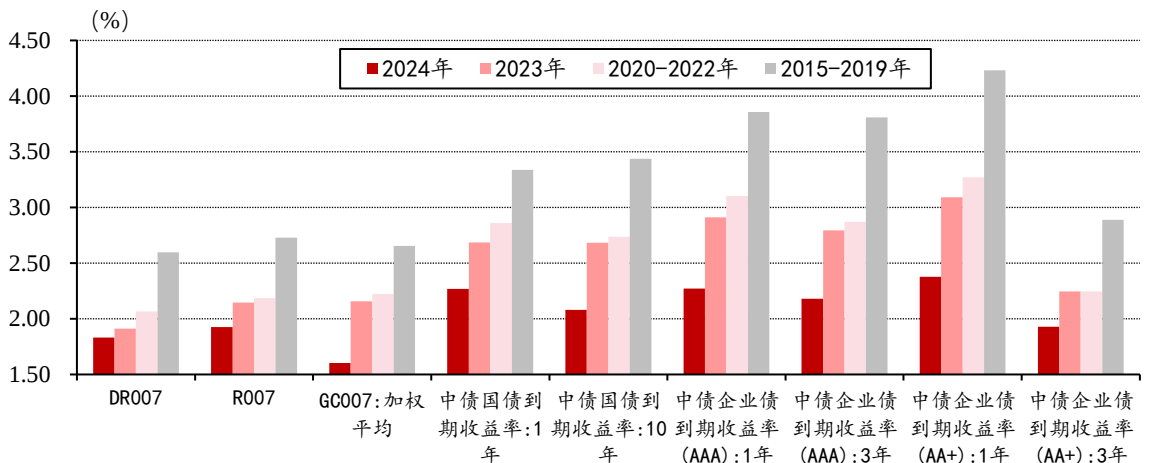
资料来源：万得，中银证券

2025 年 A 股有“底”。盈利方面，稳增长的宏观政策组合拳仍有加码放松的空间，经济有政策托底；估值方面，当前 A 股 PE 仍在 2015 年以来中位数下方，我们预计 A 股指数下行有底；流动性方面，央行主导的宽松的货币市场流动性，以及包括 SFISF 和股票增持回购再贷款等政策带来的增量资金，都可能给 A 股带来机构的增量资金。叠加资本市场改革带来的中长期利好，我们看好 A 股市场在 2025 年的表现。

3.2.2 债券：供求加大，利率维稳

债市收益率中枢不断下移。2020 年至 2022 年期间，为应对疫情冲击造成的经济下行压力，货币政策开始阶段性加大宽松力度，与疫情前 2015—2019 年相比，疫情三年期间债市收益率中枢明显下移了一个台阶。随着疫情的结束，市场曾经担忧货币政策是否会边际收紧，进而推升债市收益率中枢向疫情前回归，但从实际情况来看，2023 年债市收益率中枢不仅没有回升，反而在疫情期间的中枢水平上继续小幅回落。2024 年是疫情结束后的第二年，相较于 2023 年经济呈现波浪式修复的特点，2024 年经济增长压力不减，因此从全年来看，货币政策易松难紧，债市收益率较 2023 年再次下行一个台阶。

图表 41. 债市收益率中枢逐渐下移（截至 11 月 30 日）

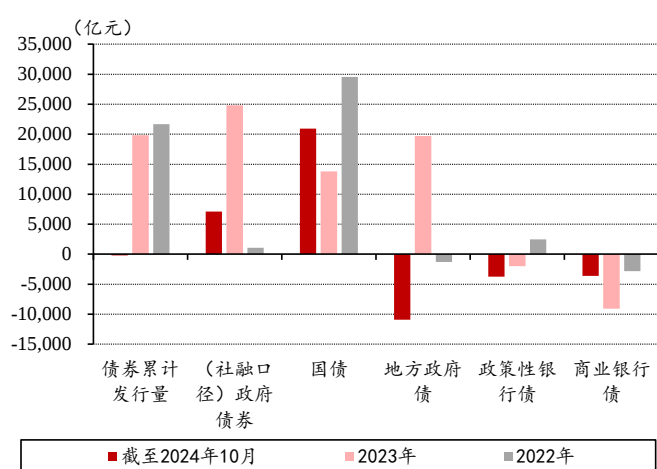


资料来源：万得，中银证券

政府债供给量增多。2024 年经济特点与 2023 年略有差异，消费表现偏弱，房地产产业链未见显著好转，使得稳增长更加依赖固定资产投资，特别是财政支出创造的需求。从债券累计发行量同比多增的情况来看，2022 年债券发行多增 2.17 万亿元，其中国债同比多增 2.96 万亿元，2023 年债券发行多增 1.98 万亿元，其中国债多增 1.38 万亿元，地方政府债多增 1.97 万亿元，2024 年截至 10 月，债券累计发行量同比多增主要体现在国债多增 2.09 万元，地方政府债发行量同比少增 1.09 万亿元。这一情况对地方政府财政支出和基建投资都造成较为不利的影响。但随着 11 月人大常委会推出新增地方政府 10 万亿化债规模政策，我们预计 2025 年政府债发行量同比将重回明显多增。

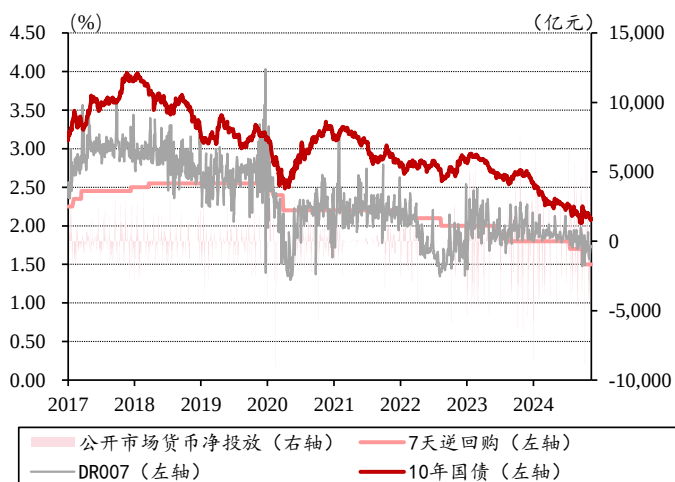
政策利率引导市场利率下行。虽然债券市场供给量增加，但央行自 9 月下旬以来，通过降准、降息、创设新货币政策工具等方式，在向市场持续注入流动性，因此市场利率仍维持平稳波动。从央行三季度货币政策执行报告来看，7 天逆回购利率是央行的政策利率，央行通过公开市场投放等工具，调整货币和债券市场流动性，进而达到政策利率传导的作用。拉长时间来看，特别是 2020 年以来，7 天逆回购利率下行的过程中，DR007 利率和十年国债利率都随之出现趋势性下行。

图表 42. 政府债发行量同比多增



资料来源: Wind, 中银证券

图表 43. 政策利率引导市场利率中枢下行



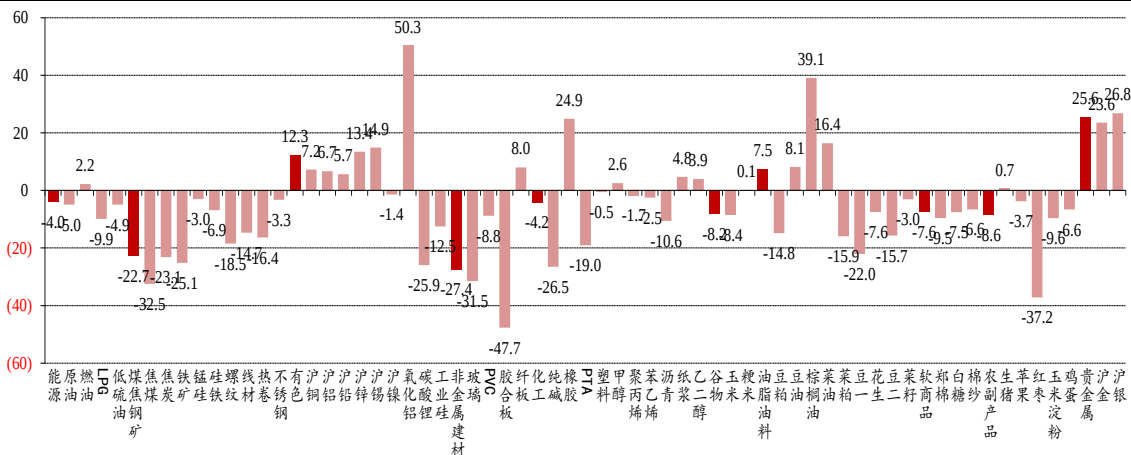
资料来源: Wind, 中银证券

我们认为 2025 年央行可用来影响市场利率波动的工具明显增多，包括但不限于逆回购、MLF、买断式逆回购、SFISF、直接参与二级市场国债交易等等。因此即便考虑到债券供给量增加，央行也能够 在现有货币政策工具中对市场流动性进行及时有效的调整。

3.2.3 大宗商品：需求尚可，供给波动，美元震荡

2024 年国内大宗商品跌多涨少。上涨的仅有贵金属 (25.6%)、有色 (12.3%) 和油脂油料 (7.5%)，下跌的包括非金属建材 (-27.4%)、煤焦钢矿 (-22.7%)、农副产品 (-8.6%)、谷物 (-8.2%)、软商品 (-7.6%)、化工 (-4.2%) 和能源 (-4.0%)。其中贵金属和能源价格受国际大宗商品价格影响较大，受国内定价影响较大的非金属建材、煤焦钢矿、化工和有色行业，表现有所分化，主要原因是需求端表现差异，特别是非金属建材，受房地产产业链疲弱拖累，年内价格跌幅较大。

图表 44. 2024 年截至 11 月 15 日万得大宗商品指数涨跌幅（单位：%）



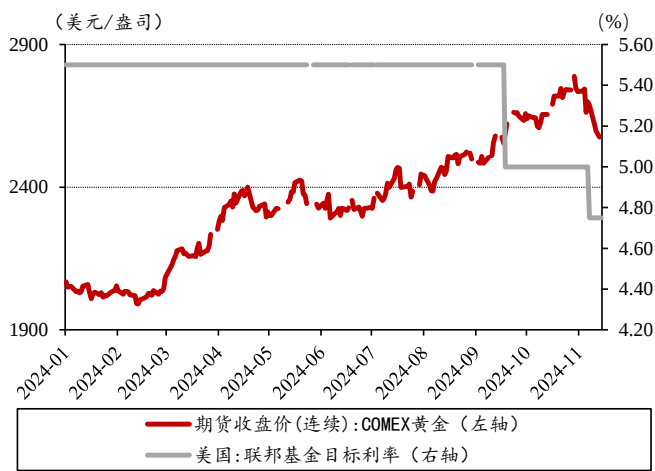
资料来源：万得，中银证券

2025 年国际大宗商品价格面临两方面挑战，一是强势的美元，二是供给端或出现显著变化。强美元对国际大宗商品价格或产生系统性的负面影响，但是考虑到特朗普胜选之后美元指数已经开始走强的趋势，目前已经波动至 106 上方，2025 年美联储降息的幅度和节奏仍有不确定性，强美元或更多表现为上行有顶、下行有底的在偏高水平上波动。对国际大宗商品影响更大的或是供给端的变化。

我们预计金价或仍将保持强势。主要原因有三点：一是美联储等海外主要央行货币政策仍在降息通道当中，利率走低对黄金价格构成利好；二是以印度为代表的央行，为稳定本国币值，有继续增加黄金储备的需求；三是全球范围内地区冲突未见显著缓和，国际资本避险需求仍将延续。

国际油价或面临供给冲击。从需求端看，欧佩克 11 月 12 日发布月度石油市场报告，下调对 2024 年和 2025 年全球石油需求的预期，这是欧佩克今年 8 月以来连续第四次下调明两年全球石油需求预期；从供给端看，11 月初，欧佩克发表声明说，8 个“欧佩克+”成员国决定将原定于本月底到期的日均 220 万桶的自愿减产措施延长至 12 月底，但同时根据欧佩克的报告，“欧佩克+”10 月日均产量为 4034 万桶，比 9 月增加 21.5 万桶，且最新声明里未提及 8 个“欧佩克+”成员国是否将于明年 1 月开始回撤这部分减产力度，另一方面，美国当选总统特朗普计划加大石油和天然气出口，或进一步加剧国际原油市场供求失衡。

图表 45. 国际金价与美联储基准利率走势



资料来源：Wind，中银证券

图表 46. 原油期货与美元指数走势



资料来源：Wind，中银证券

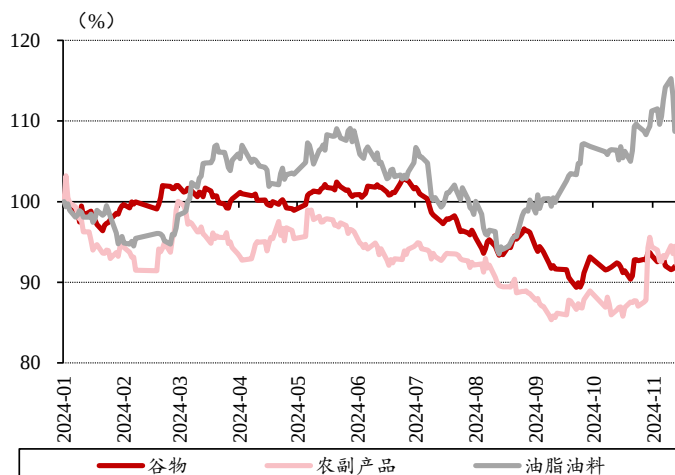
对于国内定价的大宗商品来说，需求仍是最重要的定价因素，建议关注部分行业可能出台类似供给侧结构性改革措施的影响。对于周期品来说，考虑到9月下旬至今稳地产的宏观政策更加给力，我们预计2025年房地产产业链或有望企稳，需求端的改善或带动非金属建材、煤焦钢矿等行业相关产品价格企稳回升，有色有望延续周期品中相对较好的表现，继续受益于下游需求增长。农产品方面则需要关注极端气候条件和部分地区局势紧张的情况下，全球农产品产量和贸易量的变化。此外考虑到2024年CPI同比受食品价格拖累增速偏低，关注2025年食品价格是否会有改革措施出台。

图表 47. 万得周期品大宗商品指数年内相对涨跌幅



资料来源：Wind，中银证券

图表 48. 万得农产品大宗商品指数年内相对涨跌幅



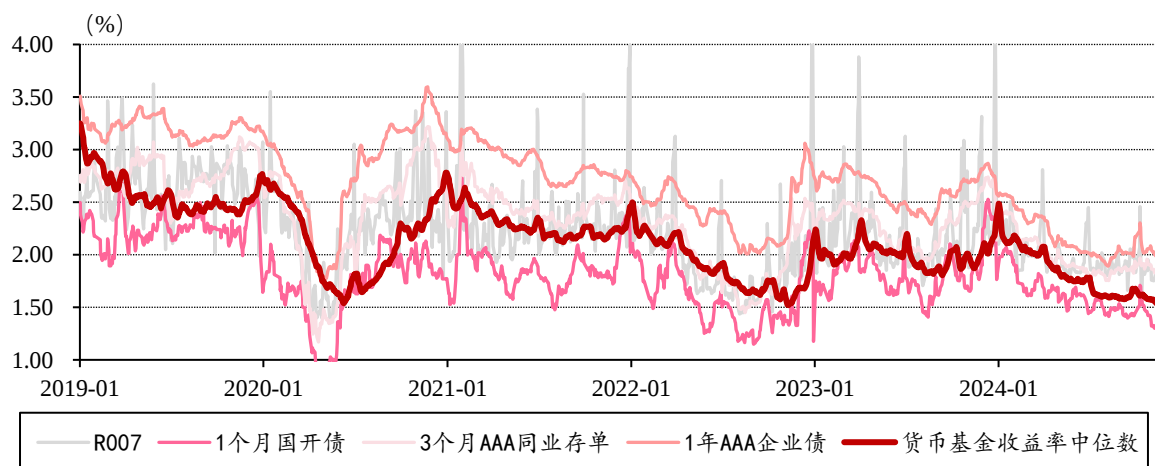
资料来源：Wind，中银证券

3.2.4 货币基金：7 天年化收益率中枢或在 1.5% 附近

货币基金收益率一直在下行通道当中。拉长时间看，2019 年以来货币基金 7 天年化收益率整体处于波动下行通道当中，波动区间从 2019 年的 2.5% 附近，到 2021 年的 2.0%—2.5%，再到 2023 年的 2.0% 附近和 2024 年的 1.5%—2.0%。货币基金 7 天年化收益率下行的趋势，整体来看，与货币市场拆借利率波动的趋势，和债券市场收益率波动的趋势是一致的。

但随着监管收紧和行业规范，货币基金收益率波动通道有所变化。根据《货币市场基金监督管理办法》，货币基金可以投资于现金、期限在 1 年以内（含 1 年）的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单，剩余期限在 397 天以内（含 397 天）的债券、非金融企业债务融资工具、资产支持证券，以及其他流动性较好的货币市场工具。从货币基金 2024 年三季报情况看，债券配置比例占净值 33.98%，其中 26.82% 为同业存单，3.64% 为金融债，现金资产占净值比例为 46.77%，其他资产（主要是逆回购）占比 25.57%。2023 年之前，货币基金 7 天年化收益率的水平与 R007 利率水平相近，较长时间运行在 R007 和银行同业存单收益率通道当中；但 2023 年之后，商业银行新增债券发行量同比大幅少增，货币基金 7 天年化收益率的运行通道下移至 1 年期国开债收益率和 R007 通道当中。若 2025 年同业存款利率以公开市场 7 天逆回购操作利率为定价基准，则货币基金 7 天年化收益率或较当前仍有一定下行空间。

图表 49. 货币基金 7 天年化收益率与主要投资品种收益率波动情况



资料来源：万得，中银证券

4. 结论、预测与风险

4.1 结论与预测

2025 年，全球经济仍在复苏趋势中，但复苏势头偏温和；全球通胀逐渐从高位回落，但绝对水平依然不低。2025 年中美宽松有望共振，进而驱动新一轮全球经济增长。美联储开始降息后，全球金融周期已经转向宽松，但流动性的拐点仍未到来，美联储何时停止或者放缓缩表将是全球流动性的真正拐点。预计 2025 年的基准情景仍是美联储四个季度各降息 25BP，欧央行降息可能快于美联储，美欧不同的基本面和货币政策节奏将对美元构成支撑。

中国经济在政策支撑下名义增速有望回升。出口不确定性增强，但仍有结构性亮点，预计维持韧性；投资仍是经济增长的重要支撑，制造业投资有望维持活跃，“城中村改造”将为基建投资注入新动能，地产投资仍待修复，对经济增长的拖累将明显缓解；消费的复苏关键仍在居民收入改善。2025 年价格走势较 2024 年将有所好转，但绝对水平依然不强；预计 CPI 同比涨幅有所扩大，但仍在历史偏低水平；PPI 同比在 2025 年年中转正；GDP 平减指数将摆脱负值区间，但全年同比涨幅仍难超过 1%。财政政策如何发力仍是 2025 年关注焦点，关注地方化债和扩大专项债资金使用范围对地方支出的提振作用；货币政策易松难紧，预计除了降准和调降政策利率外，还将从创新工具扩容、加大公开市场操作中买断式逆回购净投放量和国债净买入量、疏通政策利率传导渠道等方面落实宽松。

2025 年大类资产价格表现排序为：股票>大宗>债券>货币。预计经济增长基本面和积极的宏观政策组合拳，仍将是 2025 年人民币资产定价的两大主要影响因素；但是海外的不确定性较大。考虑到政策托底经济，PE 仍在中位数下方，货币政策宽松，叠加资本市场改革带来的中长期利好等因素，看好 A 股市场在 2025 年的表现。债券方面，关注债券供给的增加以及政策利率下行对市场利率的引导。商品面临强势美元和供给端的挑战，预计金价维持强势，油价或面临供给冲击，国内定价商品关注需求变化。货币基金 7 天年化收益率中枢或维持在 1.5% 附近。

我们对 2025 年主要经济指标的预测见图表 50。

图表 50. 2025 年主要经济指标预测（单位：%）

	2024E	2025E	2025Q1E	2025Q2E	2025Q3E	2025Q4E
实际 GDP 同比	4.8	4.7	4.3	4.6	4.9	4.9
名义 GDP 同比	4.2	5.1	4.4	4.5	5.3	6.1
工业增加值同比	5.6	5.6	5.5	5.7	5.7	5.6
固定资产投资同比	3.3	4.1	3.6	3.5	3.5	4.1
社会消费品零售总额同比	4.0	6.0	5.3	7.4	6.8	4.7
出口（美元计价）同比	6.2	3.8	3.2	5.2	7.0	0.1
进口（美元计价）同比	2.1	2.4	-1.2	0.4	7.2	2.9
CPI 同比	0.3	0.9	1.2	0.5	0.5	1.3
PPI 同比	-2.2	-0.6	-1.8	-1.4	-0.1	1.1
存量社融同比	7.9	9.2	7.9	8.8	9.1	9.2
M2 同比	7.6	8.2	7.9	8.9	8.1	8.5

资料来源：中银证券

4.2 风险提示

（1）国内宏观政策落地速度不及预期。从 11 月人大常委会决定新增地方政府化债额度 10 万亿元，到 2025 年 3 月两会将出台年度财政预算案，在财政政策落地生效过程中仍有两个重要环节，一是政府债发行发行节奏和发行量，二是地方政府财政支出方向和项目。因此整体来看，稳增长的财政政策从出台到拉动经济增长，过程中仍存在生效时间和力度不及预期的可能。

（2）全球经济周期超预期下行。从中长周期的角度看，全球经济增长动力不足的问题依然存在，在海外发达国家通胀回落、基准利率下调过程中，经济能否平稳着陆并实现稳定增长，仍需密切观察。

（3）地缘政治局势复杂化。俄乌冲突和中东地区局势仍未得到显著缓解，可能影响全球经济复苏前景。

（4）美国新一届政府政策的外溢性影响。美国下一届总统特朗普的经济政策主张，可能造成较大外溢性影响的包括关税、降低企业税、低利率、以及减少财政赤字。受其政策主张影响，美国经济基本面能否延续稳定向好，通胀是否能够延续回落趋势，美联储货币政策节奏是否会有所改变，以及类似 2018 年的关税冲击是否会再度上演，都值得市场关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371