



Research and
Development Center

中美博弈，消费修复

——2025 年中国宏观展望

2024 年 12 月 23 日

解运亮

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮箱：mailinyue@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号: S1500524070002

邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编: 100031

中美博弈，消费修复

——2025年中国宏观展望

2024年12月23日

摘要:

- **2025年需要解决哪些问题?** 外部看，需要直面中美博弈，这可能是下一阶段的主旋律。过去几年，中国GDP占美国比重持续下降，同时中国GDP占全球比重也在下降，而美国比重却持续上升，需充分重视并努力扭转之。内部看，需要扭转物价疲弱走势，缓解青年就业压力，乃至追赶2035年再翻一番的目标。为此，我们建议2025年GDP目标继续设在5%左右为宜。在必要的政策支持力度下，我们预计2025年GDP增速有望达到5%，节奏上可能呈“两头低、中间高”的形态。
- **财政货币双双宽松的推演。** 过去多年来，我国财政政策蓄力未发，国际比较看，我国中央加杠杆空间充足。我们预计，2025年将在2024年基础上继续增发不少于2万亿国债，狭义赤字率提高到4%左右，特别国债增加到1.5-2万亿元，地方专项债增加到4.2万亿元以上。我们预计2025年降息幅度可能为50个BP，降准幅度可能为1个百分点，基于准备金缺口测算，超过1个百分点的降准可能并无必要。
- **向消费和基建要增长动力。** 2025年消费可能有三大积极变化，包括居民收入增速止跌企稳，居民消费倾向继续修复，社会集团消费止跌企稳等，再叠加消费刺激政策可能加码，消费有望从经济增长的拖累因素转为拉动因素。另外一大增长动力可能来自于基建，过去几年多个基础设施细分行业投资不足，“化债+增加刺激”有望继续推动基建投资保持高增。房地产投资可能降幅收窄，制造业投资可能高位回落，新一轮贸易摩擦下，出口回落恐难以避免。
- **股市债市都可以保持乐观。** 财政货币双宽背景下，股市行情仍然值得期待，建议重点关注消费板块和科技板块。2025年主要增长动力可能来自消费和基建，回顾A股历史，在社零和基建双回升时期，消费板块有较好投资机会。科技板块受益于流动性宽松和产业政策支持。债市收益率仍有下降空间，进一步降息下，不排除10年期国债收益率下探至1.5%的水平。同时，2025年平减指数虽然有望企稳但缺乏向上弹性，债市收益率上行风险可能有限。
- **风险因素:** 政策落地低于预期，政策环境大幅变化，地缘政治风险突发等。

一、2025 年需要解决哪些问题？	4
1.1 直面中美博弈	4
1.2 扭转物价疲弱走势	5
1.3 缓解青年就业压力	6
1.4 追赶中长期翻一番目标	7
1.5 我们预计 2025 年 GDP 增速有望达 5%左右	8
二、财政货币双双宽松的推演	10
2.1 财政政策：可能明显提高赤字率和特别国债规模	10
2.2 货币政策：可能有幅度可观的降息降准	12
三、向消费和基建要增长动力	14
3.1 消费：从拖累因素转为拉动因素	14
3.2 基建投资：有望继续保持高增	17
3.3 房地产投资：降幅有望收窄	19
3.4 制造业投资：回归合理增速	19
3.5 出口：面临较大不确定性	21
四、股市债市都可以保持乐观	23
风险因素	26

图目录

图 1：过去几年，中国 GDP 占美国比重不断下降	4
图 2：中国 GDP 占全球比重下降，美国 GDP 占全球比重上升	5
图 3：本轮 GDP 平减指数已连续 6 个季度为负	5
图 4：一二三线城市新房房价下降趋势均未扭转	6
图 5：目前青年人失业率处于较高水平	7
图 6：当前 GDP 每增长 1 个百分点，可拉动约 250 万人就业	7
图 7：2021-2024 年连续 4 年 GDP 增速低于理想路径	8
图 8：目前 GDP 实际规模低于理想水平	8
图 9：2025 年 GDP 目标设为 5%则好于趋势，设为 4.5%则低于趋势	9
图 10：2025 年增长高峰可能出现于二、三季度	9
图 11：多年来，财政政策力度变化不大	10
图 12：我国中央政府加杠杆空间充足	11
图 13：预计 2025 年狭义赤字率提高到 4%左右	11
图 14：预计 2025 年特别国债增加到 1.5-2 万亿元	12
图 15：两次“宽松”货币政策的背景	12
图 16：两次“宽松”货币政策时期，均大幅降息	13
图 17：2025 年准备金缺口约为 1.2 万亿元	13
图 18：若降准资金超过准备金缺口，则会发生 MLF 净回笼	14
图 19：居民收入与名义 GDP 基本同步	15
图 20：居民消费倾向具有稳定的季节性规律	15
图 21：2024 年 Q3 居民消费倾向明显改善	16
图 22：社会集团消费出现止跌企稳迹象	16
图 23：刺激消费的必要性	17
图 24：2018-2021 年为基建投资低谷期	17
图 25：多个基础设施细分行业过去几年投资不足	18
图 26：刺激基建投资的必要性	18
图 27：现阶段合理商品房需求维持在每年 7-10 亿平方米	19
图 28：竣工面积、新开工面积、销售面积或先后收敛于合理区间	19
图 29：工业产能的测算方法推导	20
图 30：我们刚刚经历了一轮产能扩张	20
图 31：规上工业部门过剩产能规模已处于历史较高水平	21
图 32：2018-2019 年中美贸易摩擦复盘	21
图 33：中国出口份额在上轮中美贸易摩擦后不降反升	22
图 34：美国在中国出口中所占份额持续下降	22
图 35：社零和基建双回升时期，A 股消费板块有较好机会	23
图 36：平减指数疲弱下，收益率仍有下降空间	24
附：2025 年主要经济指标预测表	25

一、2025 年需要解决哪些问题？

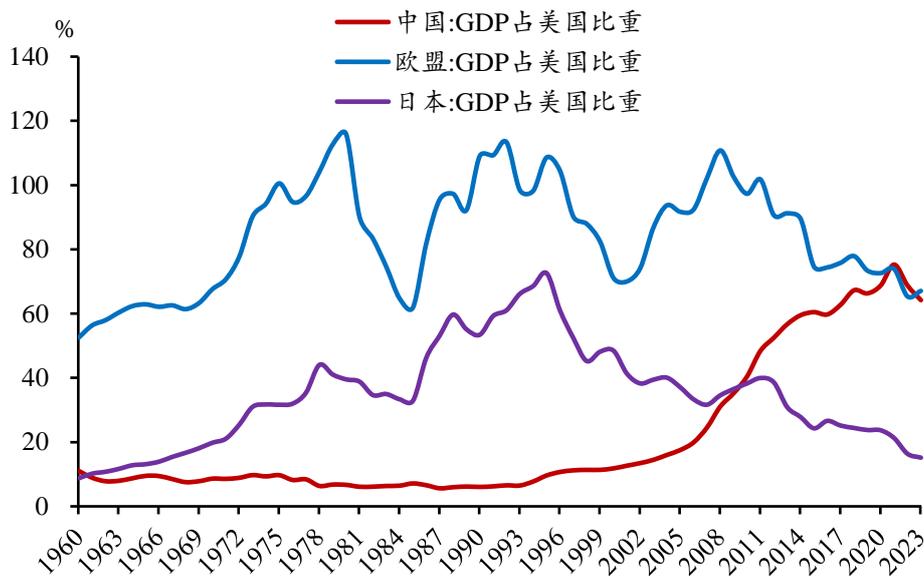
2025 年，在中国，为“十四五”规划收官和“十五五”筑基之年；在美国，为拜登离任和特朗普开启第二任期之年。国内外问题和挑战不少，我们需要有针对性地加以攻破。

1.1 直面中美博弈

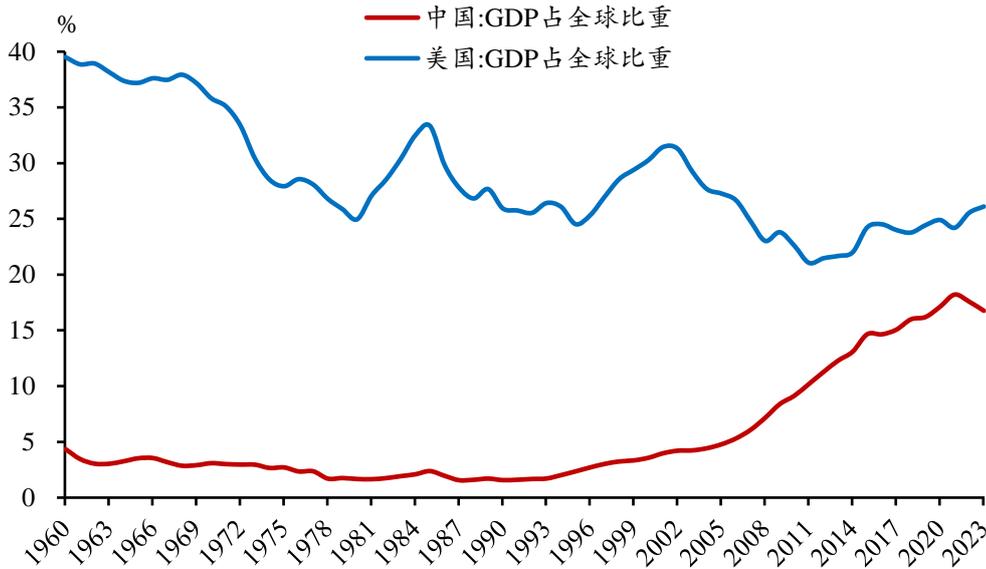
中美博弈，可能成为下阶段的主旋律。实现中华民族伟大复兴，是中华民族近代以来最伟大的梦想。现阶段，我们正凝神聚力以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴。特朗普第二次当选美国总统后，将于 2025 年 1 月携其 MAGA 战略（Make America Great Again/直译为“让美国再次伟大”）强势回归白宫。中美两个大国，不约而同地提出了相似的战略目标，若能求同存异竞合发展，未必不是一桩美谈。但美国大搞保护主义、滥用国家力量遏制打压中国发展，使中美两国关系和发展前景面临不确定性。对于中国而言，理性的应对是，把我们下一阶段的目标、战略和措施，放在（潜在的）中美博弈的大格局下通盘考虑。

应充分重视并努力解决中国 GDP 占美国比重不断下降问题。过去几年，尽管中国 GDP 不变价增速持续高于美国，但现价增速却持续低于美国。按照国际通行的比较基准，以美元现价计，中国 GDP 规模与美国差距不断拉大。2021-2023 年，中国 GDP 规模维持在 17-18 万亿美元，而美国 GDP 规模从 23 万亿美元升破 27 万亿美元。2024 年，鉴于中国 GDP 现价增速可能仍低于美国，规模差距可能仍在拉大。体现在中国 GDP 占美国比重上，2021 年该比重达到阶段性高点 75.3%，2023 年已降至 64%，降幅已超 10 个百分点（图 1）。不仅如此，过去几年，中国 GDP 占全球比重也在不断下降，而美国 GDP 占全球比重却在持续上升。2021 年，中国 GDP 占全球比重为 18.2%，2023 年降至 16.8%。2011 年，美国该比重为 21.1%，2023 年升至 26%（图 2）。这应该足以引起我们的警醒，及时采取措施扭转这一趋势。

图 1：过去几年，中国 GDP 占美国比重不断下降



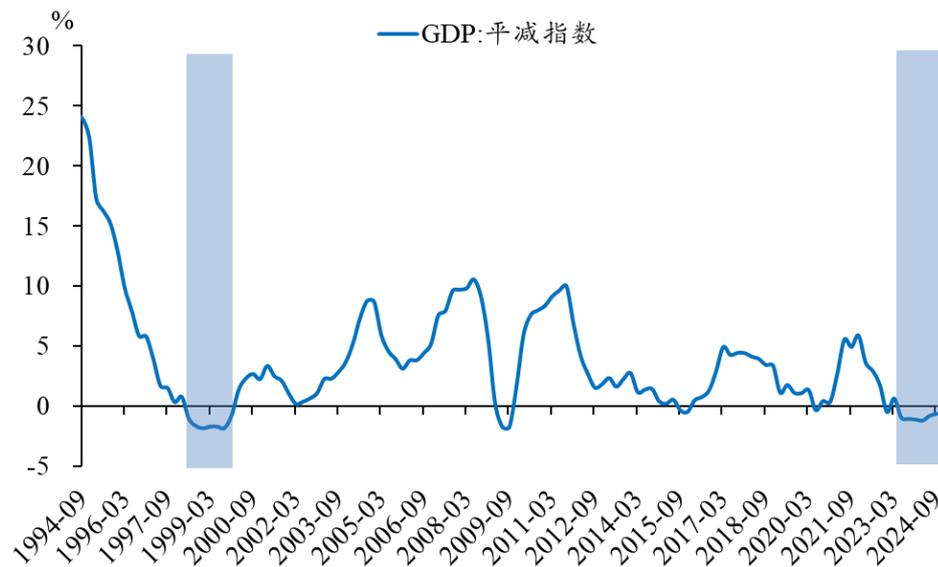
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 2：中国 GDP 占全球比重下降，美国 GDP 占全球比重上升


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

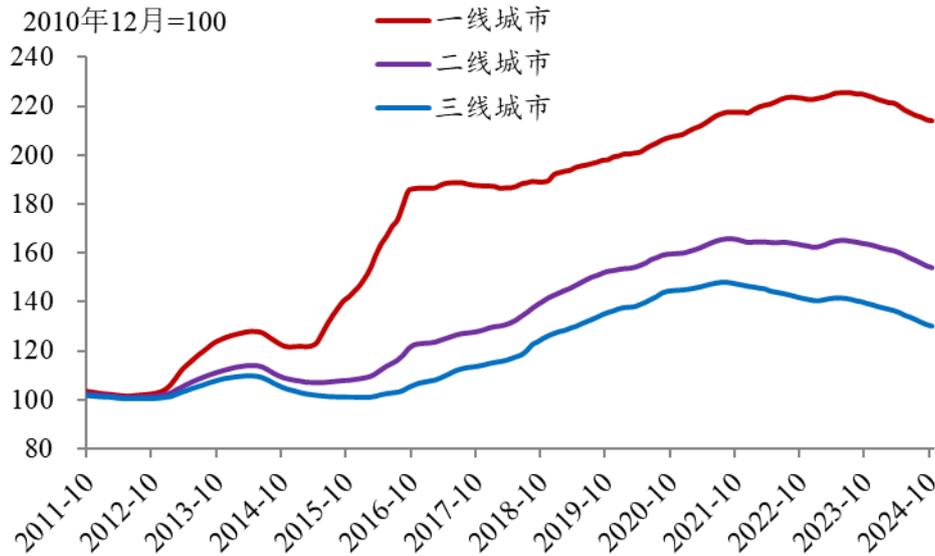
1.2 扭转物价疲弱走势

当前，我国仍面临物价总水平疲弱的问题，更广义地看，也包括房价疲弱的问题。改革开放以来，1998-1999 年为我国通缩持续最长的时间，GDP 平减指数在负区间持续了七个季度。截至 2024 年三季度，本轮 GDP 平减指数已在负区间持续了六个季度，持续时间可能超过 1998-1999 年那轮(图 3)。再看房价，尽管 9.24 政策大转向后，房地产市场迎来降首付比、降房贷利率等一波政策利好，但到目前为止，全国房价或仍然谈不上企稳。2024 年 10 月，70 个大中城市新房房价仍在继续下降，分一二三线城市看，新房房价环比分别下降 0.2%、0.5%、0.5%，降幅较 9 月有所收窄，但下降趋势均尚未扭转(图 4)。物价总水平持续疲弱，集中反映了当前总需求不足的现状。

图 3：本轮 GDP 平减指数已连续 6 个季度为负


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 4：一二三线城市新房房价下降趋势均未扭转

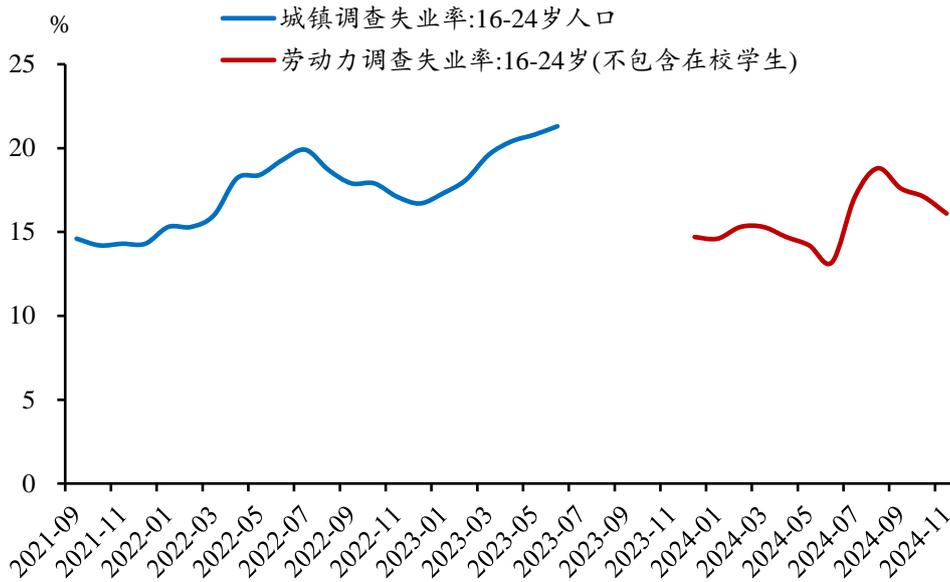


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

扭转物价疲弱走势的核心举措是扩大内需。2024年9月政策大转向后，政策已进入解决问题的应对模式，旨在解决通缩，解决资产价格持续下降问题，扩大有效需求，避免陷入资产负债表衰退。2024年底中央经济工作会议作出了全方位扩大内需，着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合的决策。从经济学原理上看，扩大供给对GDP不变价和现价的影响不同向，可能带来GDP不变价增速上升，同时伴随现价增速回落，过去几年我国经济的走势恰与扩大供给有关；扩大需求对GDP不变价和现价的影响同向，有利于推动二者增速同步上升，是解决当前问题最好的办法之一。

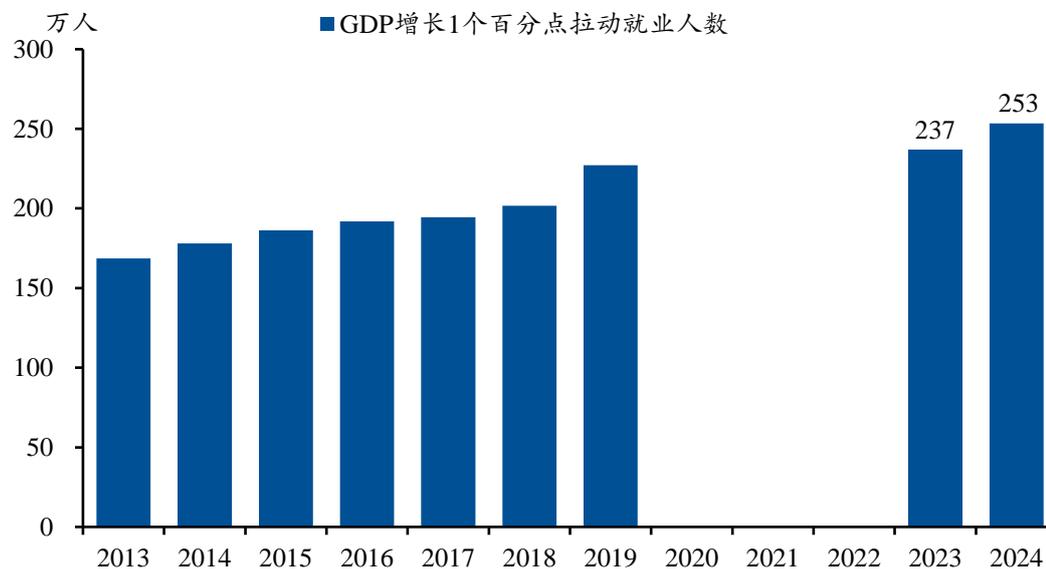
1.3 缓解青年就业压力

当前我国就业仍面临压力，突出表现在青年人就业上。我国城镇调查失业率总体上控制在5%左右的较低水平上，但16-24岁青年人的失业率仍然较高，反映青年人就业压力仍大。我国青年人失业率统计口径曾发生过调整，此前公布的是含在校学生的老口径数据，自2023年12月起开始公布不包含在校学生的新口径数据，新口径数据公布初期曾较老口径明显下降，但2024年再次出现快速上升，截至2024年11月，新口径仍高达16%以上(图5)。2025年，青年人就业压力可能有增无减，据教育部和人社部数据，2025届全国普通高校毕业生规模预计达1222万人，同比增加43万人，再创历史新高。

图 5：目前青年人失业率处于较高水平


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

GDP 保持必要增长速度，有利于缓解青年人就业压力。2024 年底中央经济工作会议高度重视就业问题，把“群众就业增收面临压力”列为当前经济面临的主要问题之一，提出实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划，促进重点群体就业。从就业和经济增长的关系看，GDP 增长能够拉动就业，2024 年预计 GDP 增长 5% 左右，城镇新增就业 1270 万人左右，GDP 增长 1 个百分点可拉动 253 万人就业。基于此，若 2025 年 GDP 增长能够继续保持在 5% 左右，或可拉动城镇新增就业 1300 万人左右，促使青年人就业压力得到缓解。

图 6：当前 GDP 每增长 1 个百分点，可拉动约 250 万人就业


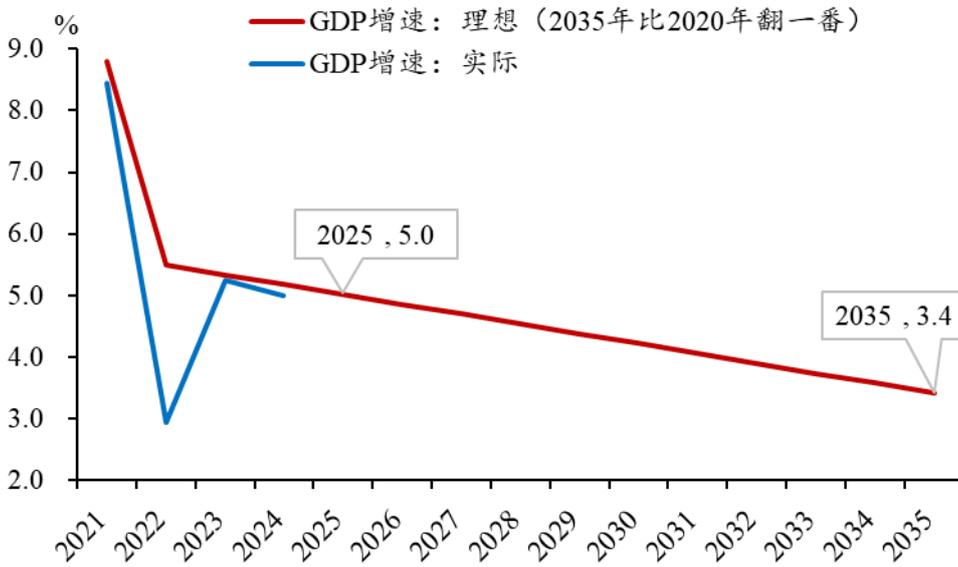
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

1.4 追赶中长期翻一番目标

目前我国 GDP 实际规模，距离 2035 年再翻一番的目标存在一定差距。总书记在关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明中曾指出，到 2035 年实现经济总量或人均收入在 2020 年基础上翻一番，是完全有可能的。为实现此目标，存在一条理想路径，即从 2022 年到 2035 年，GDP 增速从 5.5% 匀减速至 3.4%，到 2035 年可恰好实现再翻一番的目标，但过去几年经济增速受新冠疫情等多种

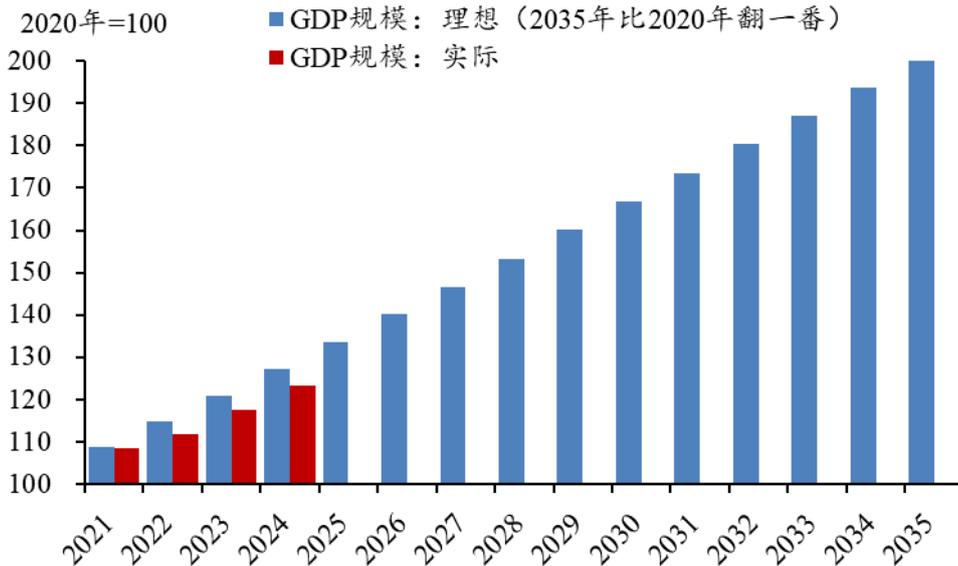
冲击影响均低于理想路径（图 7）。在理想路径下，2024 年 GDP 规模应达到 2020 年的 127%，实际仅达到约 123%（2024 年按 5% 增速测算，图 8）。

图 7：2021-2024 年连续 4 年 GDP 增速低于理想路径



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 8：目前 GDP 实际规模低于理想水平



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

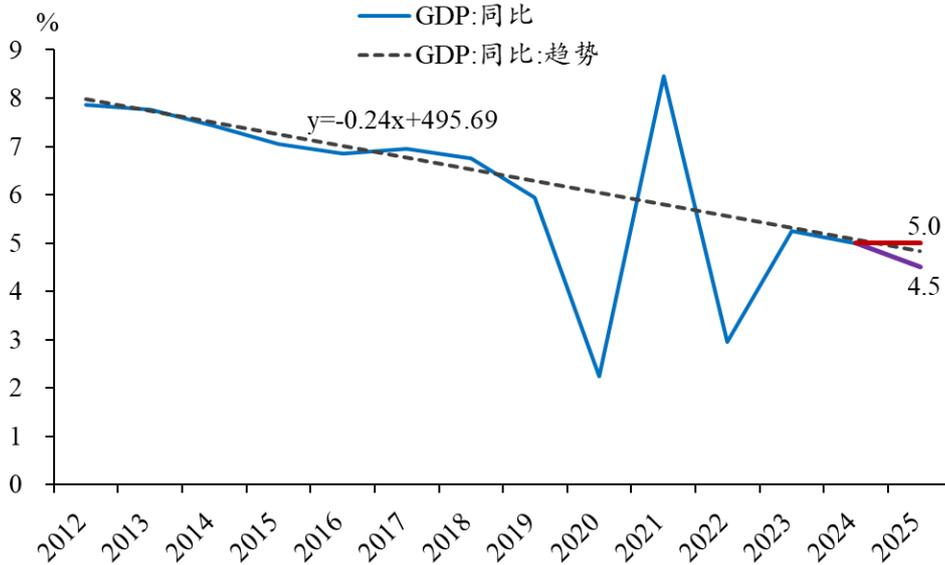
为实现中长期目标，我们需要及时让 GDP 增速回到理想路径上来，并择机补上过去几年的缺口。实现再翻一番的目标，需要 2021-2035 年 GDP 年均增长 4.7%。实际中，考虑到人口负增长和资本边际产出递减的背景，GDP 很难始终保持该速度，逐渐放缓可能更加符合实际，我们测算的理想路径已将此考虑在内。若 2025 年 GDP 增速继续保持在 5%，则刚好回到理想路径上来，相比过去几年，已经是一个积极的变化。至于过去几年留下的缺口，不必急于一时，可在未来择机补上。但若 2025 年 GDP 增速仍低于理想路径，那么缺口就会进一步累积，未来实现目标的难度也会进一步变大。

1.5 我们预计 2025 年 GDP 增速有望达 5% 左右

2025 年 GDP 目标设为 5% 则好于趋势，设为 4.5% 则低于趋势。中国 GDP 增速从 2012 年起开始回落，告别了过去

持续了三十多年的高速增长阶段。在此背景下，中央 2014 年作出中国经济进入“新常态”的判断，2017 年提出我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。从趋势上看，2012 年至今，中国经济增速大致每年放缓 0.24 个百分点（剔除疫情三年）。2023 年、2024 年 GDP 增速分别为 5.3%、5% 左右，基本回到了疫情前的趋势上来。按此趋势线性外推，2025 年 GDP 增速趋势值为 4.8%，若 2025 年 GDP 目标设为 5%，则好于趋势；若设为 4.5%，则低于趋势（图 9）。综合考虑直面中美复兴博弈、扭转物价疲弱走势、缓解青年就业压力、追赶中长期翻一番目标等因素，我们建议 2025 年 GDP 目标继续设在 5% 左右为宜。

图 9：2025 年 GDP 目标设为 5% 则好于趋势，设为 4.5% 则低于趋势



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

预计 2025 年 GDP 增速有望达 5% 左右，增长高峰可能出现于二、三季度。2024 年底中央经济工作会议提出了“明年要保持经济稳定增长”的目标，决定实施更加积极有为的宏观政策，全方位扩大国内需求。在必要的政策支持力度下（具体政策推演在下节展开），我们预计 2025 年 GDP 增速有望达 5% 左右，顺利实现保持经济稳定增长的目标。节奏上，考虑到 2024 年一季度、四季度可能为增长高峰，基数相对较高，二季度、三季度为增长低谷，基数相对较低，我们判断 2025 年增长高峰可能出现于二、三季度，形成“两头低、中间高”的形态，高点可能为 5.3% 左右，低点可能为 4.6% 左右（图 10）。

图 10：2025 年增长高峰可能出现于二、三季度



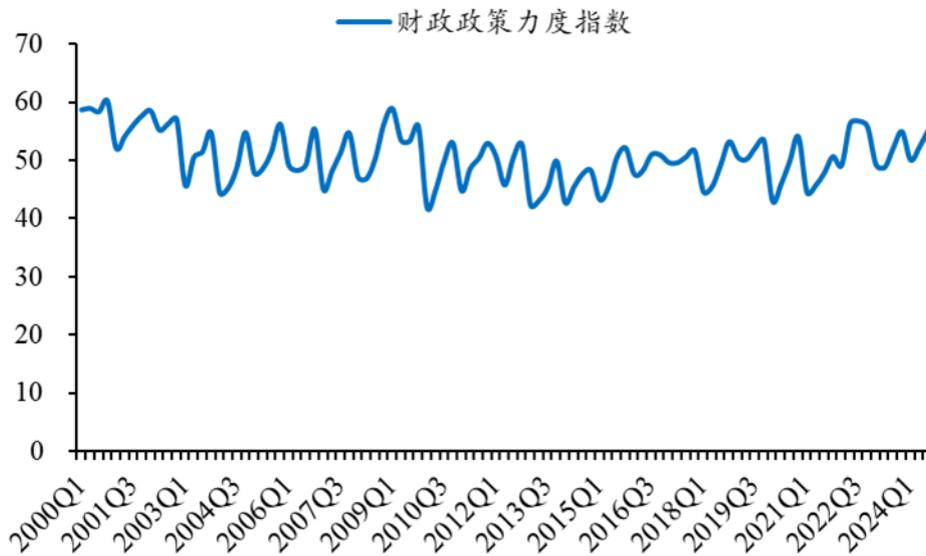
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

二、财政货币双双宽松的推演

2.1 财政政策：可能明显提高赤字率和特别国债规模

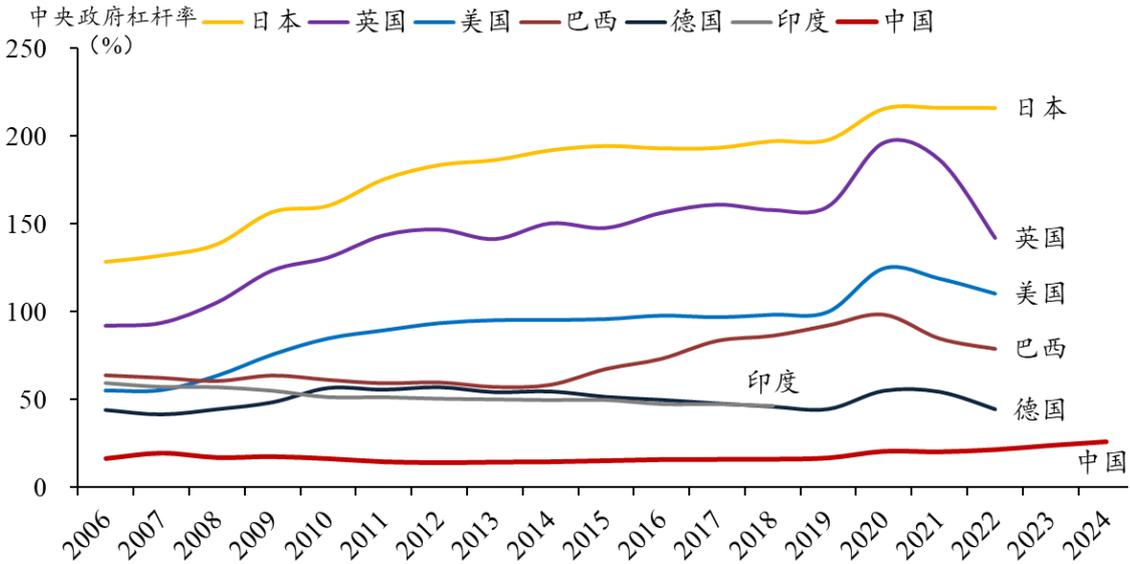
过去多年来，我国财政政策处于蓄力待发状态。宏观政策“三策合一”指数（MPTI）显示，我国财政政策力度指数多年来一直处于 43-57 之间，显示财政政策力度变化不大，即便在金融危机爆发后和新冠疫情爆发后，也只是短期加力后即迅速收力（图 11）。2021 年下半年以来，我国房地产市场进入深度调整，房地产销售、投资等全链条数据持续走弱，而我国始终未通过财政政策发力对冲，而是借助产业政策引导制造业投资保持高增来对冲，固然保持了 GDP 增速基本平稳，但也带来了部分行业产能过剩的问题。至于今日，这一模式或不可持续，已经到了财政政策发力逆周期调节的时候。

图 11：多年来，财政政策力度变化不大



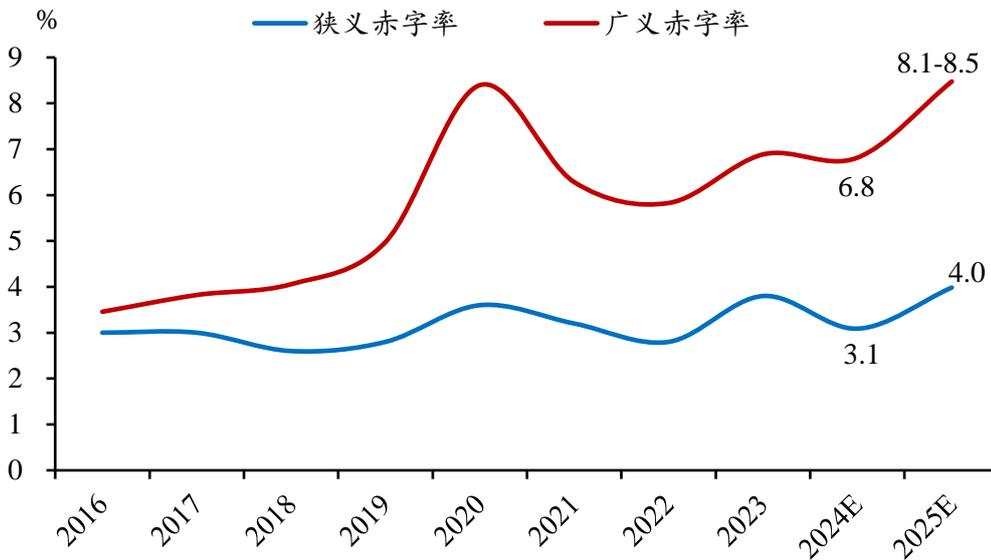
资料来源：MPT，信达证券研发中心

与世界主要经济体横向比较，我国中央政府加杠杆空间充足。截至 2023 年底，我国政府全口径债务余额为 85 万亿元，其中国债 30 万亿元，地方法定债务 40.7 万亿元，隐性债务 14.3 万亿元，政府杠杆率为 67.5%。国际比较而言，我国政府杠杆率并不算高，具有进一步加杠杆的空间，尤其是中央政府。2024 年 10 月，财政部部长蓝佛安公开表示，中央财政还有较大举债空间和赤字提升空间。据世界银行数据，截至 2022 年，日本、英国、美国、巴西、德国中央政府杠杆率分别为 216.2%、141.2%、112.9%、79.1%、44.5%，印度中央政府杠杆率仅公布至 2018 年（46.5%）。截至 2024 年三季度，我国中央政府杠杆率只有 25.8%。即便我们不与高债务的日本、美国等经济体比较，而是把印度、德国等中央政府债务水平相对较低的经济体作为参考对象，那么理论上我国中央政府也有 20 个百分点的加杠杆空间（图 12）。

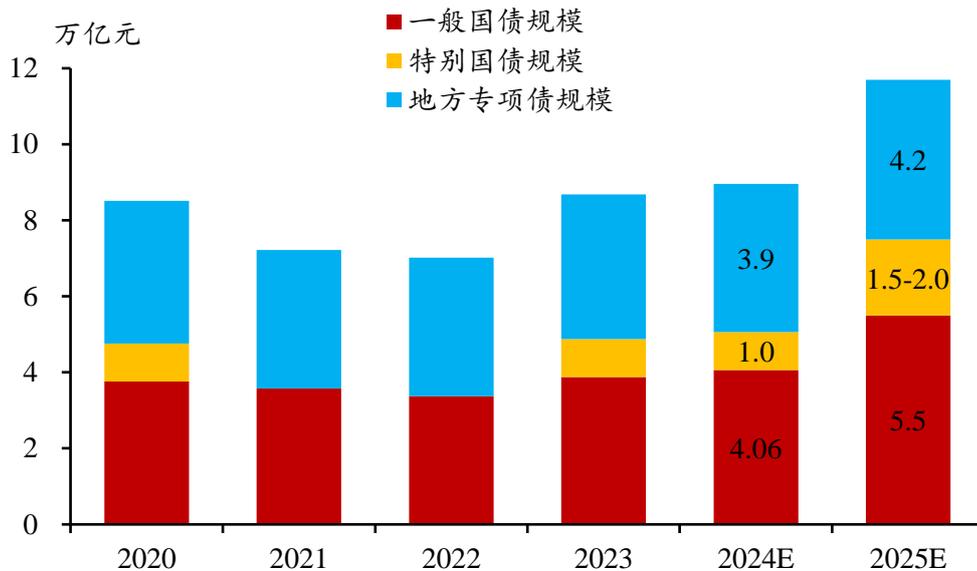
图 12：我国中央政府加杠杆空间充足


资料来源: iFind, 世界银行, 信达证券研发中心, 2024 年数据截至 Q3

预计 2025 年狭义赤字率提高到 4% 左右，特别国债增加到 1.5-2 万亿元，地方专项债增加到 4.2 万亿元以上。中央经济工作会议明确提出，要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债。我们测算，为实现 5% 左右的 GDP 目标，2025 年需要在 2024 年基础上继续增发不少于 2 万亿国债（含计入赤字的一般国债和不计赤字的特别国债，详见下文讨论）。其中，一般国债和特别国债具有替代关系，若一般国债多发些，则特别国债可以相应少发些，反之亦然。我们预计，2025 年狭义赤字率可能从 3% 提高到 4% 左右，对应增发一般国债约 1.4 万亿；特别国债（超长期特别国债）可能提高到 1.5-2 万亿，相比 2024 年增发 0.5-1 万亿。至于地方专项债，预计从 3.9 万亿提高到 4.2 万亿，占 GDP 比重基本保持平稳。综合考虑一般国债、特别国债和地方专项债后，预计 2025 年广义赤字率将提高到 8.1-8.5%（不含每年 2 万亿化债）（图 13-14）。

图 13：预计 2025 年狭义赤字率提高到 4% 左右


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 14：预计 2025 年特别国债增加到 1.5-2 万亿元


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2.2 货币政策：可能有幅度可观的降息降准

2025 年货币政策基调从“稳健”转为“适度宽松”，缘于两大条件同时满足。中央经济工作会议提出，2025 年要实施适度宽松的货币政策。自全球金融危机爆发至今，我国只有两个时期实施“宽松”货币政策，分别是：2008 年下半年-2009 年，为应对金融危机影响，中央政治局作出决策实施“适度宽松”的货币政策；2016 年，时任央行行长周小川在新闻发布会上提出，货币政策处于“稳健略偏宽松”的状态。其他时间均实施稳健货币政策。总结历史可知，货币政策“宽松”基调需同时满足两大条件，缺一不可：一是国内稳物价压力大，二是国外美联储处于宽松周期（图 15）。2025 年两大条件均满足，货币政策基调及时转为“适度宽松”，体现宏观政策更加积极有为的要求。

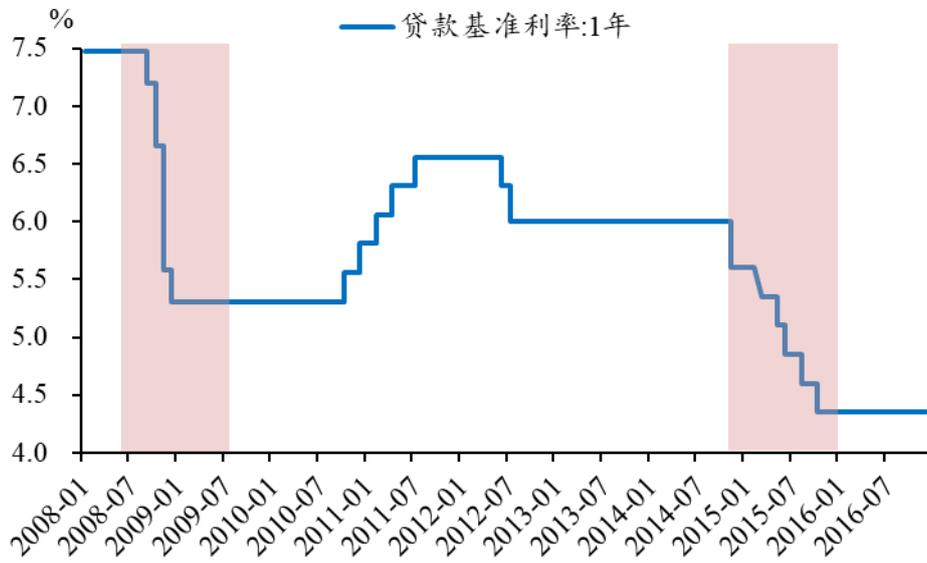
图 15：两次“宽松”货币政策的背景


资料来源: iFind, 中国人民银行, 信达证券研发中心

在“适度宽松”基调下，我们预计 2025 年降息幅度可能为 50 个 BP。此前两次“宽松”货币政策时期，央行均大幅降息：2008 年 9 月-2008 年 12 月，央行 5 次降低贷款基准利率，累计下调 216 个 BP；2014 年 11 月-2015 年 10 月，央行 6 次降低贷款基准利率，累计下调 165 个 BP（图 16）。今年 12 月 13 日，央行货币政策司司长邹

澜表示，适度宽松的货币政策取向增强了货币政策的应对能力和空间。国际上，日本、美国房地产危机发生后，基准利率均降至零。考虑到中国国情与日美有显著不同，我国政策利率可能难以降至零，但目前我国7天逆回购利率仍高达1.5%，预计可能下降50个BP至1%的水平。

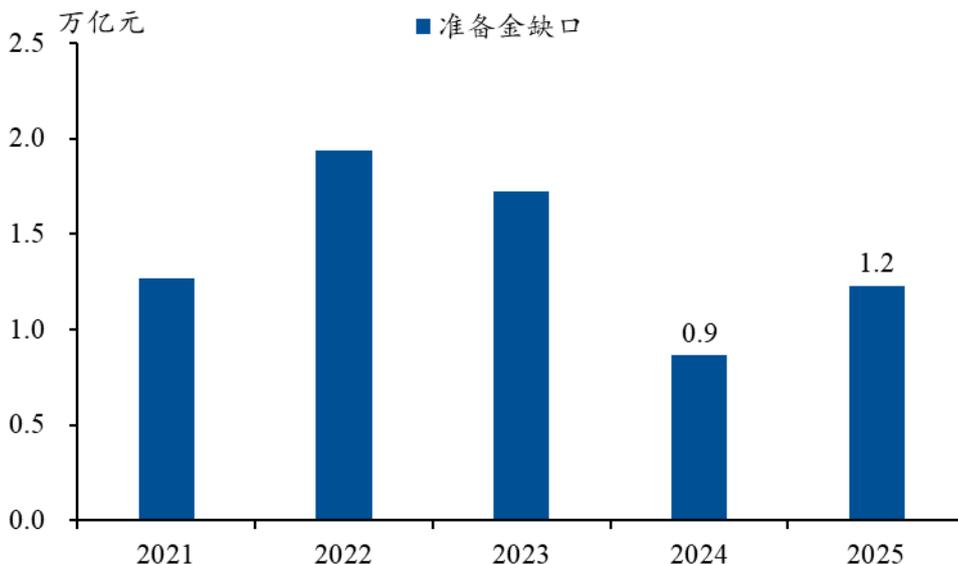
图 16：两次“宽松”货币政策时期，均大幅降息



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

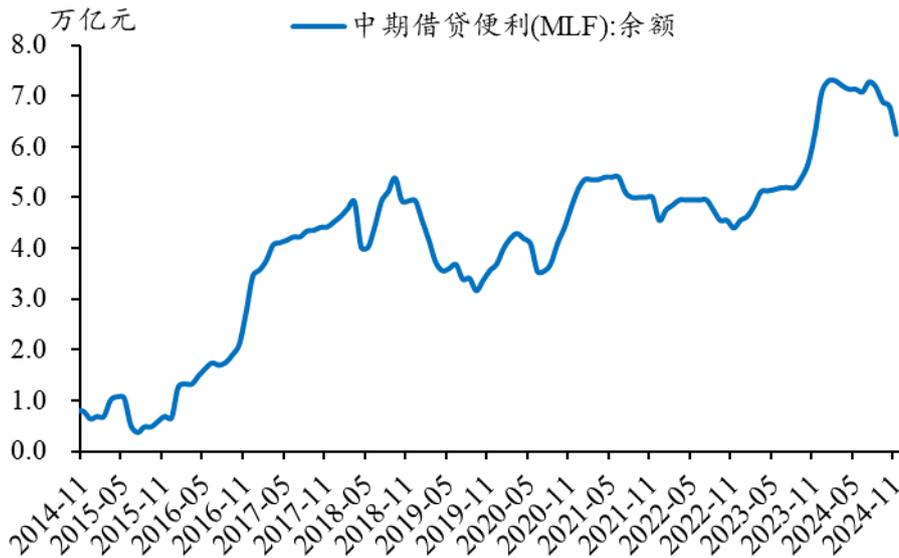
预计 2025 年降准幅度可能为 1 个百分点，超过 1 个百分点的降准可能并无必要。降准幅度主要取决于准备金缺口，即由于存款增长和法定准备金率的要求，银行体系法定准备金需要增长的缺口。其他资金缺口，如政府发债造成的资金缺口、税期造成的资金缺口等，更多地是造成资金吞吐在不同时点的错位，对全年流动性总量的影响趋于平衡，可用 MLF 操作等其他政策工具解决，不必使用降准。我们测算，2025 年准备金缺口约为 1.2 万亿元（图 17）。当前每降准 0.5 个百分点，即可释放资金超过 1 万亿元，2025 年若降准 1 个百分点，已经足以解决该缺口且有余量，超过 1 个百分点的降准预期可能难以落地。另外，若降准资金超过准备金缺口，则会发生 MLF 净回笼，以 2024 年为例，2 月、9 月各降准 0.5 个百分点，合计释放资金约 2 万亿元，超出全年准备金缺口，因此 MLF 余额显著下降（图 18）。

图 17：2025 年准备金缺口约为 1.2 万亿元



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 18: 若降准资金超过准备金缺口, 则会发生 MLF 净回笼



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

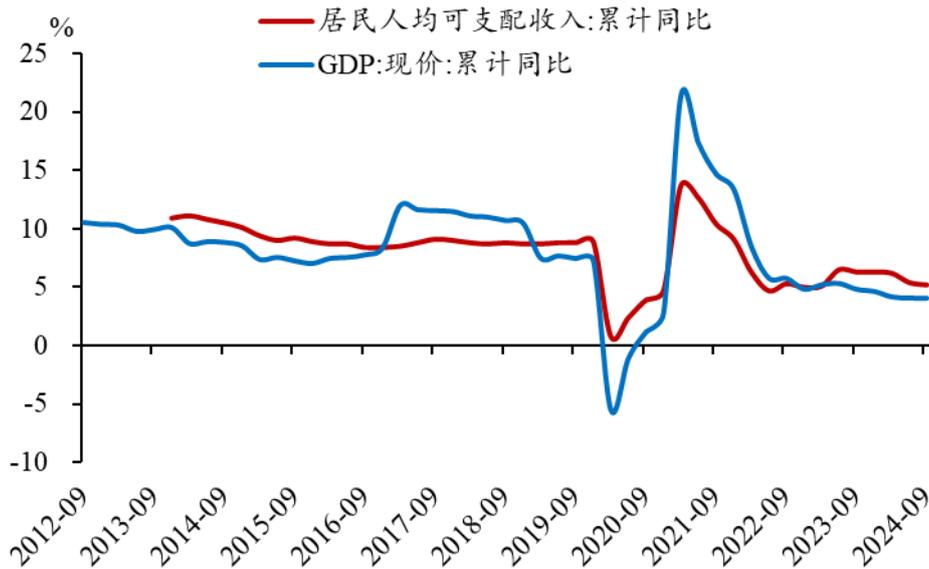
我们认为, 虽然中央经济工作会议对宏观政策的表述积极, 但实际落地情况可能仍与外部冲击有关。若外部冲击较大, 我国财政政策和货币政策力度均可能超预期; 若外部冲击有限, 财政政策和货币政策力度同样存在不及预期的可能。

三、向消费和基建要增长动力

3.1 消费: 从拖累因素转为拉动因素

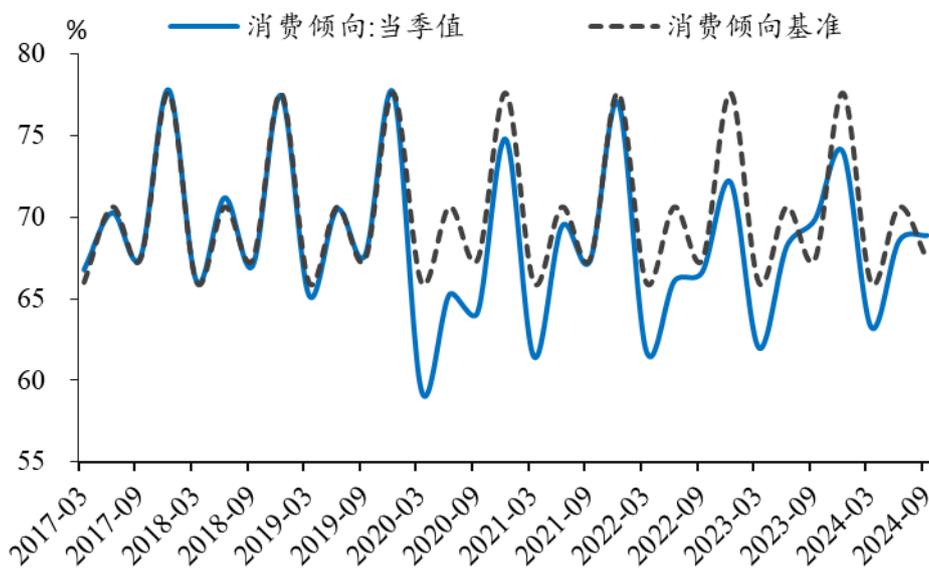
2024 年消费表现较为疲弱, 2025 年在政策进一步加大对消费的支持情况下, 消费有望从经济增长的拖累因素转为拉动因素。

第一, 居民收入增速有望止跌企稳。过去三年来, 居民收入增速不断放缓, 受多行业降薪影响, 居民对未来收入预期仍不乐观。逻辑上, 居民收入与名义 GDP 基本同步, 若名义 GDP 企稳, 居民收入也应相应企稳 (图 19)。中央经济工作会议提出, 实施提振消费专项行动, 推动中低收入群体增收减负。尽管“全民发钱”可能看不到, 但针对中低收入群体, 通过专项行动为他们增收是已经明确的措施。此外, 会议还明确提出“促进居民收入增长和经济增长同步”, 有望推动居民收入和名义 GDP 在 2025 年双双企稳, 从而有利于消费复苏。

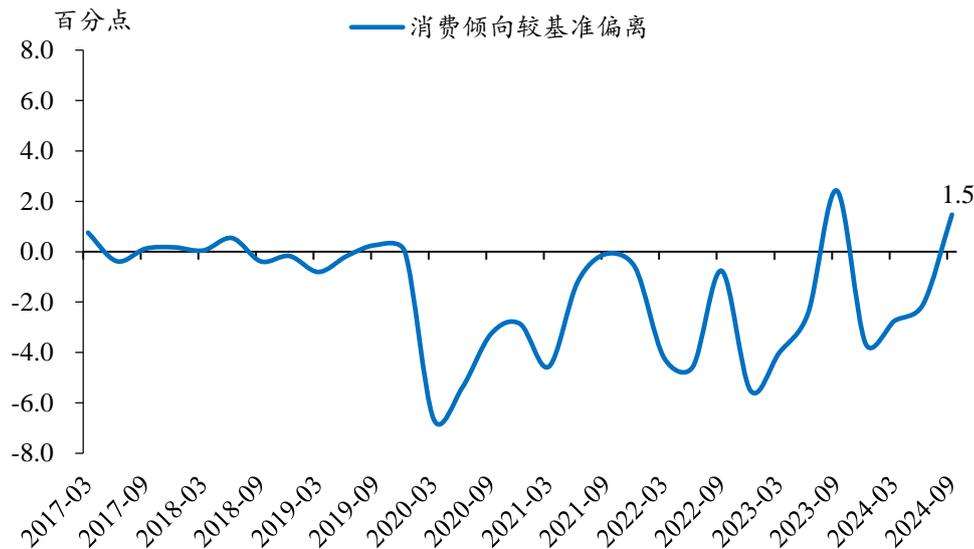
图 19：居民收入与名义 GDP 基本同步


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

第二，居民消费倾向有望继续修复。过去几年来，居民消费倾向持续偏低，指向居民储蓄意愿强而消费意愿弱。2024年三季度，在消费品以旧换新政策提振下，居民消费倾向出现明显上升（图 20-21）。商务部数据显示，截至2024年12月13日零时，消费品以旧换新政策整体带动相关产品销售额超1万亿元。中央经济工作会议提出，2025年要加力扩围实施“两新”政策，有望推动居民消费倾向有望在2024年基础上进一步修复，从而促进消费复苏。

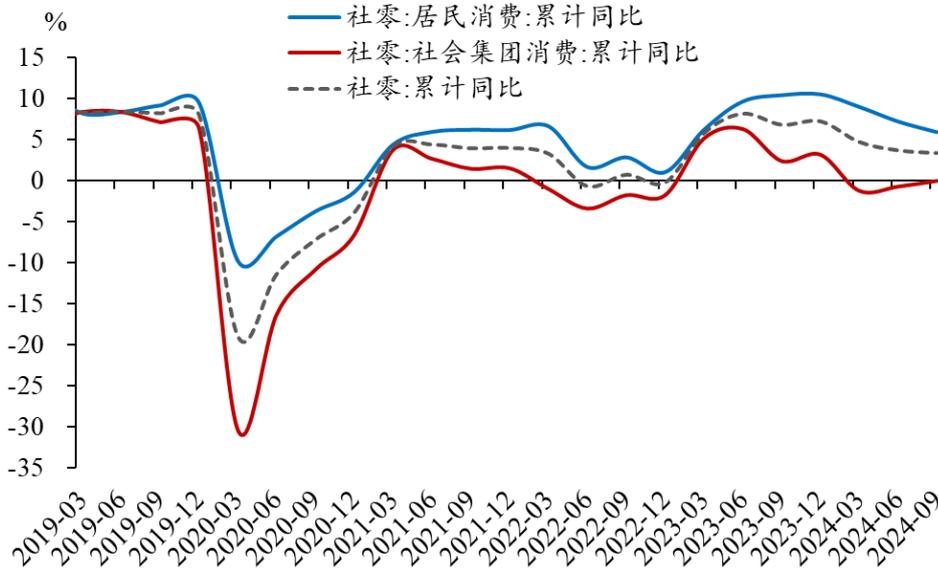
图 20：居民消费倾向具有稳定的季节性规律


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 21：2024 年 Q3 居民消费倾向明显改善


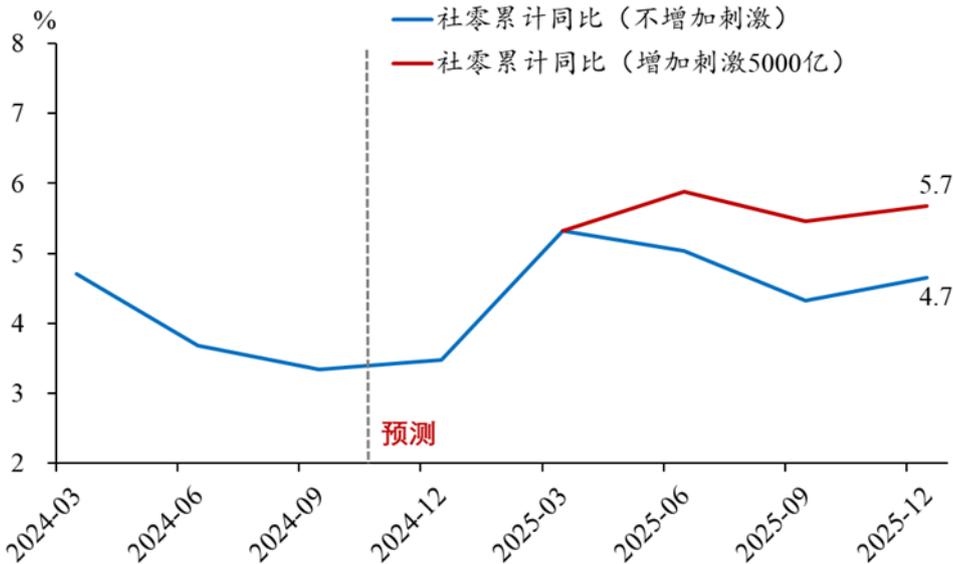
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

第三，社会集团消费出现止跌企稳迹象。社会集团消费（包括政府消费和企业消费）在社零中占比约为 40%，过去几年走势持续疲弱，一直是消费的重要拖累。中央经济工作会议仍然强调“党政机关要坚持过紧日子”，但与上年相比，删去了“严控一般性支出”，仍然是一个积极的变化。我们跟踪的数据显示，2024 年三季度社会集团消费已从负增长回到零增长（图 22），叠加政策的些许改变，2025 年社会集团消费企稳可期。

图 22：社会集团消费出现止跌企稳迹象


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

第四，政策有望进一步增加对消费的支持，从而提高消费复苏的弹性。给定上述三大因素，2025 年消费有望实现弱企稳，但向上弹性不足。这种情况下消费有望达到 4-5%的增速，但可能仍低于名义 GDP 增速，难以支撑经济实现 5%左右的增长目标。我们测算，当前社零总规模接近 50 万亿元，若 2025 年追加刺激消费 5000 亿，全年可提振社零增速 1 个百分点，达到 5.7%左右，从对经济的拖累因素转变为拉动因素（图 23）。

图 23：刺激消费的必要性


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

3.2 基建投资：有望继续保持高增

除消费以外，2025 年经济的另外一个重要增长动力可能来自于基建投资。

第一，化债政策有利于重新释放地方政府开展基建投资的意愿。2017 年前，我国基建投资持续保持高增。2018 年起，我国相继出台一系列关于隐性债务认定、核算、监测、问责的政策文件，受此影响，2018-2021 年基建投资进入低谷期（图 24），直到 2022 年后，在特别国债和超长期特别国债拉动下，基建投资才恢复高增。2024 年 11 月，财政部推出一揽子化债方案，2028 年之前，地方需要消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅下降至 2.3 万亿元，化债压力大大减轻。

图 24：2018-2021 年为基建投资低谷期


资料来源: iFind, 信达证券研发中心, 2024 年数据截至 11 月

第二，多个基础设施细分行业过去几年投资不足，基建并非没有投资空间。或许有人认为，我国各种基础设施水平已经足够完备，投资空间已经不大了，事实可能并非如此。2018-2024 年 11 月，我国铁路运输业、道路运输业、水上运输业、航空运输业、管道运输业、公共设施管理业等多个基础设施细分行业平均投资增速均跑输同期

名义 GDP 平均增速，这些行业都有进一步增加投资的空间和必要（图 25）。此外，基建投资的增长点，还包括“两重”项目（重大战略实施和重点领域安全能力建设）和新基建等。

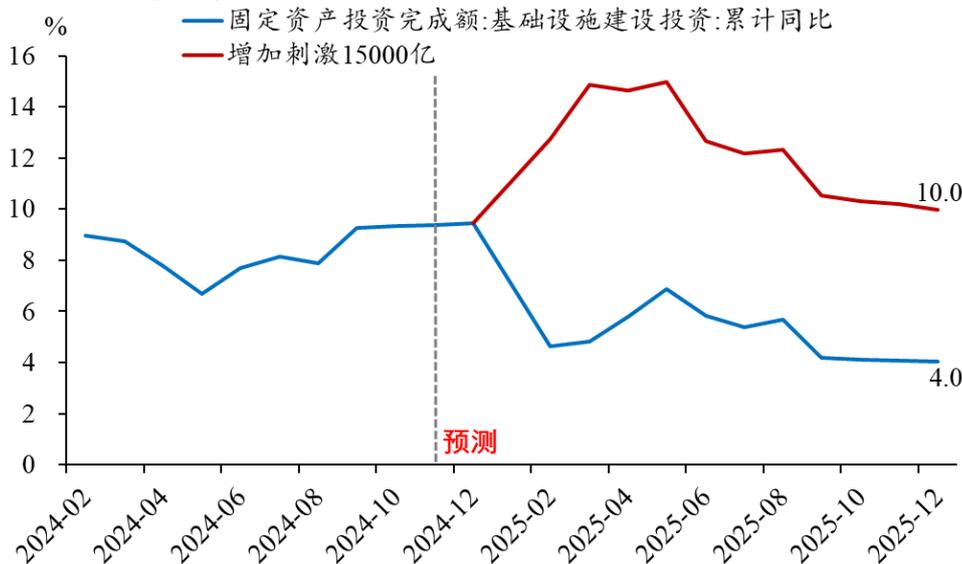
图 25：多个基础设施细分行业过去几年投资不足

项目	电力热力燃气及水生产和供应			交通运输、仓储和邮政业						水利、环境和公共设施管理业			GDP名义增速
	电力热力生产供应	燃气生产和供应	水生产和供应	铁路运输	道路运输	水上运输	航空运输	管道运输	装卸搬运和仓储	水利管理	环境管理	公共设施管理	
2018	-12.3	6.4	15.3	-5.1	8.2	-9.6	4.8	-4.4	-1.3	-4.9	43.0	2.5	10.5
2019	-0.2	18.1	16.9	-0.1	9.0	-22.5	-17.8	-3.4	-7.7	1.4	37.2	0.3	7.3
2020	17.0	8.6	22.4	-2.2	1.8	9.5	-15.1	8.8	9.9	4.5	8.6	-1.4	2.7
2021	3.2	-2.2	-4.2	-1.8	-1.2	17.9	18.8	-1.4	6.6	1.3	-2.6	-1.3	13.4
2022	24.3	6.6	7.3	1.8	3.7	16.5	4.8	11.2	25.1	13.6	6.0	10.1	4.8
2023	27.3	16.7	7.6	25.2	-0.7	22.0	4.1	2.0	27.5	5.2	-2.9	-0.8	4.6
2024	29.8	5.7	3.5	15.0	-1.9	8.6	18.2	-19.5	19.8	40.9	3.0	-2.9	4.1
平均增速	12.7	8.6	9.8	4.7	2.7	6.1	2.5	-1.0	11.4	8.9	13.2	0.9	6.8

资料来源: iFind, 信达证券研发中心, 单位为%, 数据截至 2024 年 11 月

第三，政策有望进一步增加对基建的支持，维持基建投资高增。2018-2019 年，在当时清理隐债、不刺激基建背景下，基建投资增速仅有 2-3%。考虑到超长期特别国债的提振，若不进一步增加刺激，现阶段基建投资稳态增速可能为 4% 左右，这一增速无法对 5% 的增长目标提供足够支撑。中央经济工作会议强调，加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目。适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资。若 2025 年追加刺激基建 15000 亿，可提振基建增速达到 10% 左右（图 26），从而对冲房地产投资下降影响，支撑增长目标实现。

图 26：刺激基建投资的必要性



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

综合考虑进一步增加刺激消费和基建的需求，我们认为 2025 年继续增发国债（含一般国债和特别国债）的规模不应少于 2 万亿。

3.3 房地产投资：降幅有望收窄

现阶段我国每年合理的商品房需求可能处于7-10亿平方米区间。不考虑投资/投机需求，仅考虑实际居住需求，合理商品房需求主要包括城镇化需求、改善型需求、拆迁和更新需求等三大类型：一是人口从农村向城镇异地转移带来的城镇化需求，预计每年新增约4-5.5亿平方米；二是城镇居民住房面积增加带来的改善型需求，预计每年新增约2.7-4.5亿平方米；三是城镇老旧房屋拆除重建带来的拆迁需求，预计每年新增0.3-0.5亿平方米。将三类需求加总，现阶段合理商品房需求维持在每年7-10亿平方米（图27）。

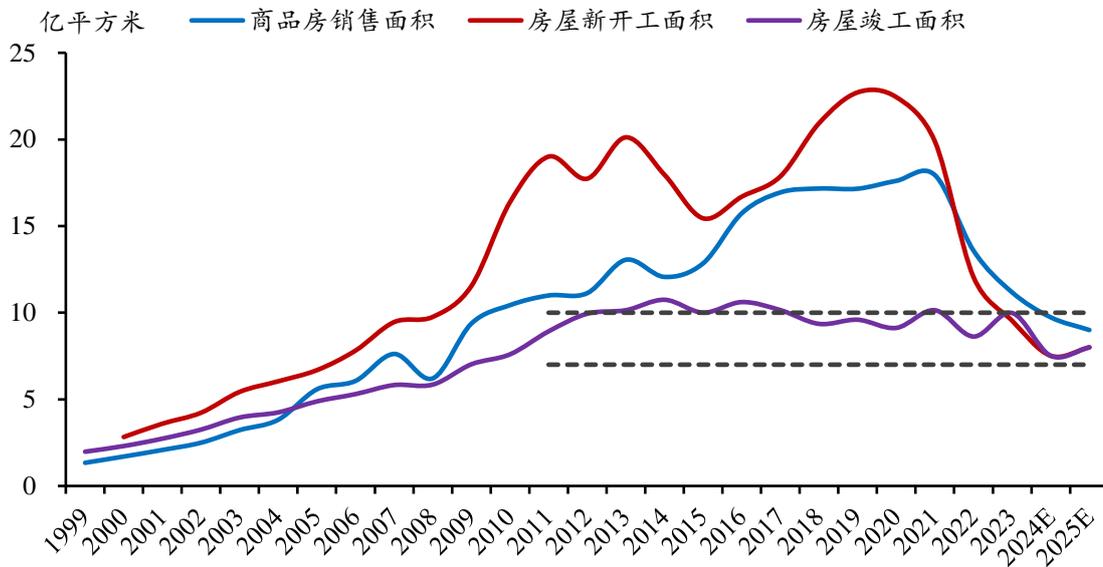
图 27：现阶段合理商品房需求维持在每年7-10亿平方米

需求类型	假设思路	需求量
城镇化需求	年增1000-1400万城镇人口，人均面积40平米	4-5.5亿平米
改善型需求	9亿+城镇人口，人均居住面积年增0.3-0.5平米	2.7-4.5亿平米
拆迁和更新需求	每年30-50万套，平均每套90平米	0.3-0.5亿平米
合计	——	7-10亿平米

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

竣工面积、新开工面积、销售面积或先后收敛于合理区间，促使2025年房地产投资降幅收窄。尽管新开工面积、销售面积曾大幅偏离7-10亿平的合理区间，但竣工面积（直接关联实际居住需求）自2011年以来已收敛于该区间。房地产市场经历几年深度调整后，2024年新开工面积、销售面积已接近合理区间下沿，调整基本已经到位；销售面积已接近合理区间上沿，仍有一定调整空间。考虑这些变化，我们预计2025年新开工面积、销售面积有望企稳，销售面积继续向合理区间中部靠拢，预计2025年房地产投资降幅为5%左右，较2024年明显收窄。

图 28：竣工面积、新开工面积、销售面积或先后收敛于合理区间



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

3.4 制造业投资：回归合理增速

当前我国制造业部门的产能过剩可能已较为严重。2023年12月中央经济工作会议指出“部分行业产能过剩”。国家统计局2017年四季度开始公布工业产能利用率，但未公布产能数据，我们依据有关公开数据，推算工业总

产能数据（图 29）。截至 2024 年三季度，我们测算我国规上工业总产能规模已超过 180 万亿元（181.5 万亿元，现价）。2022 年下半年起，制造业投资实际增速触底回升，推动产能经历了一轮扩张（图 30）。若将产能利用率 78%-82% 视为合意水平，超出的产能视为过剩产能，那么截至 2024 年三季度，我们测算我国规上工业部门过剩产能规模高达 7.8 万亿元，在历史上处于较高水平（图 31）。

图 29：工业产能的测算方法推导

已知工业产能利用率的定义如下，

工业产能利用率

= 工业总产值 / 生产能力

= (工业销售产值 + 库存期末期初差额) / 生产能力

≈ (工业企业营业收入 + 库存期末期初差额) / 生产能力

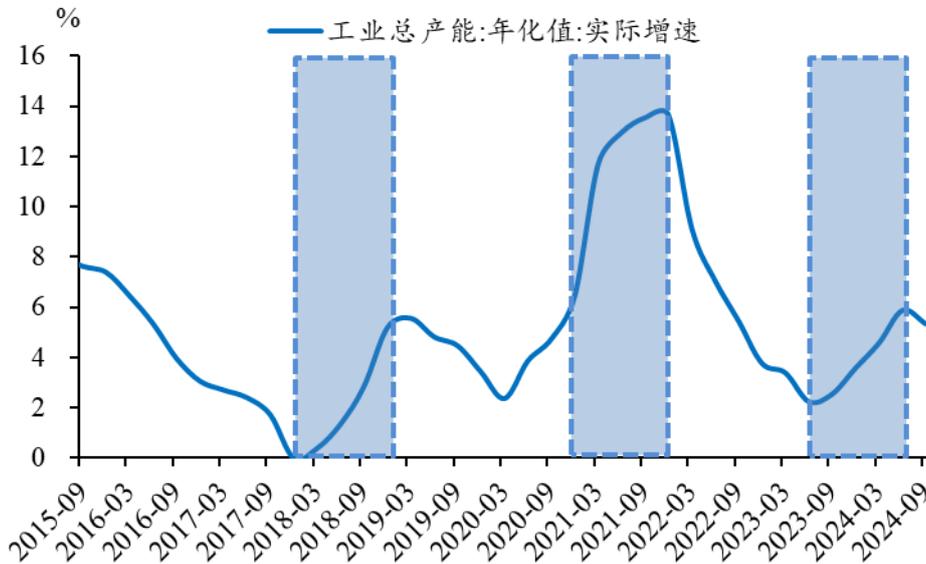
对上式加以变换得到，

产能（生产能力）

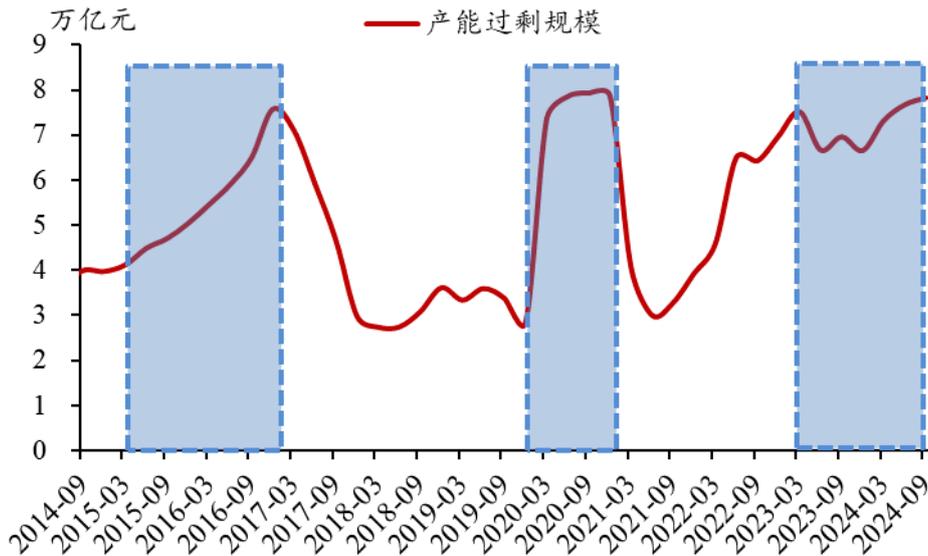
≈ (工业企业营业收入 + 库存期末期初差额) / 产能利用率

资料来源：信达证券研发中心，上述公式为简要推导，可能存在偏差

图 30：我们刚刚经历了一轮产能扩张



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 31：规上工业部门过剩产能规模已处于历史较高水平


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

产能过剩和贸易摩擦背景下，预计 2025 年制造业投资增速将高位回落。产能过剩和贸易摩擦，均不利于制造业投资。以史为鉴，2016 年在当时产能过剩背景下，制造业投资增速从上年 8.1% 降至 4.2%；2019 年受当时中美贸易摩擦影响，制造业投资增速从上年 9.5% 降至 3.1%。考虑到 2025 年可能兼具产能过剩和贸易摩擦特征，与 2016 年、2019 年类似，预计 2025 年制造业投资增速将明显回落。同时，考虑到在制造业立国的既定战略下，制造业投资增速下行有底，不会降至太低水平。综上，我们预计 2025 年制造业投资将降至 4.5% 左右。

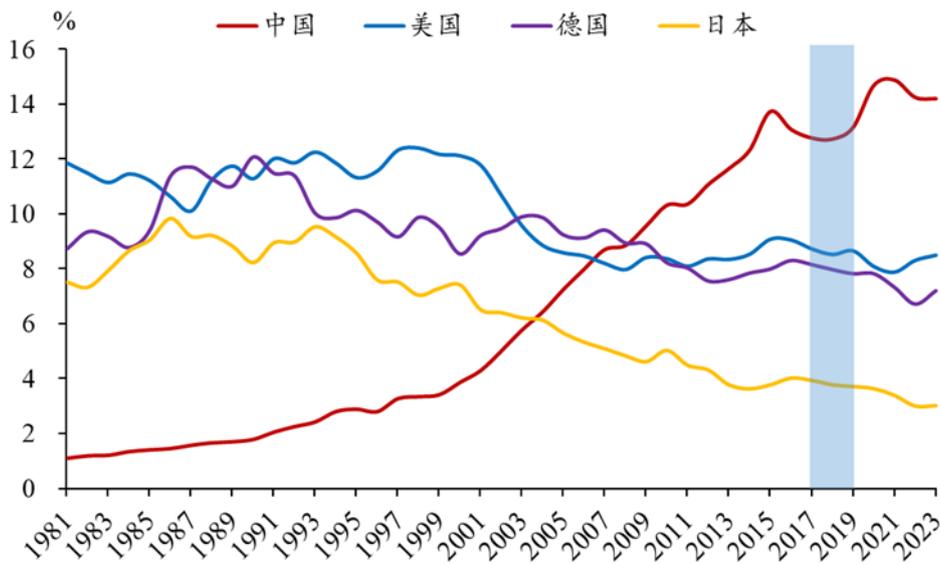
3.5 出口：面临较大不确定性

2025 年中美贸易摩擦可能重启，出口多元化战略能够一定程度上缓解其影响。特朗普再次当选美国总统后，威胁将对中国进口商品再次加征关税。2018-2019 年，在特朗普上一任期内，美国曾对中国加征五轮关税，加征税率高达 25%，中国被迫实施反制，直到 2020 年 1 月，中美双方签订第一阶段经贸协议，贸易摩擦才暂告一段落（图 32）。受贸易摩擦影响，中国对美出口明显下降，同时积极实施多元化战略，对东盟、非洲等出口上升，最终中国出口占全球的份额不降反升（图 33）。

图 32：2018-2019 年中美贸易摩擦复盘

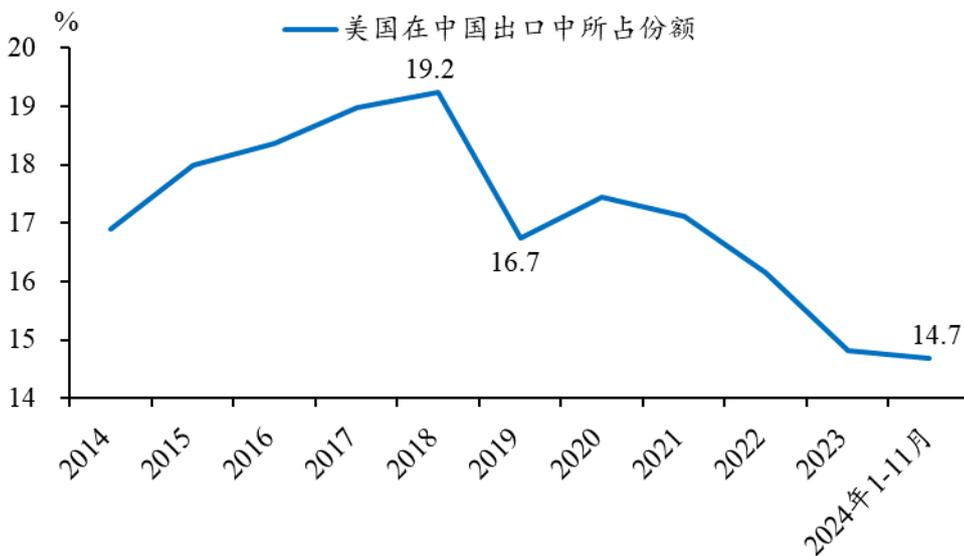
轮次	加税方	商品价值	加征税率	主要加税商品类别	生效时间
第一轮	美国	340亿美元	25%	航空航天、信息技术、汽车零件等高科技领域	2018年7月6日
	中国	340亿美元	25%	农产品、汽车、水产品等	2018年7月6日
第二轮	美国	160亿美元	25%	电子零件、化工、电池、轨道机车等	2018年8月23日
	中国	160亿美元	25%	褐煤、柴油、润滑油、石油沥青、大型客车、轿车、越野车等	2018年8月23日
第三轮	美国	2000亿美元	10%	衣食住行、轻工业、机械制造、生活用品等方方面面	2018年9月24日
	中国	600亿美元	部分 10%，部分 5%	农业品、化工原料、轻工业品等	2018年9月24日
第四轮	美国	2000亿美元	进一步提升至 25%	衣食住行、轻工业、机械制造、生活用品等方方面面	2019年6月15日
	中国	600亿美元	进一步提升至 25%、20%、10%、5%	农业品、化工原料、轻工业品等	2019年6月1日
第五轮	美国	3000亿美元部分	15%	电机电气、机械设备、针织服装等	2019年9月1日
	中国	750亿美元部分	5%~10%	大豆、原油等	2019年9月1日

资料来源: 《关税争端对中美贸易差额、贸易条件与贸易结构的影响》鞠建东等, 信达证券研发中心

图 33：中国出口份额在上轮中美贸易摩擦后不降反升


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2025 年出口面临较大不确定性，增速回落恐难以避免。将非美地区和美国分开来看，对非美地区出口的确定性相对较高，2024 年 10 月，IMF 和 WTO 发布最新预测，均预计 2025 年全球经济和贸易增长有望基本持平于 2024 年，我国对非美地区出口有望保持稳定；对美出口的不确定性很大，在上轮贸易摩擦背景下，2019 年中国对美国出口下降 12.5%(美元计价)。过去几年，美国在中国出口中所占份额持续下降，2018 年美国该份额曾高达 19.2%，目前已降至不足 15% (图 34)，但无论如何，对美出口下降可能仍将拖累中国出口表现。我们预计 2025 年中国出口同比增长 2.5%，节奏上可能前高后低。

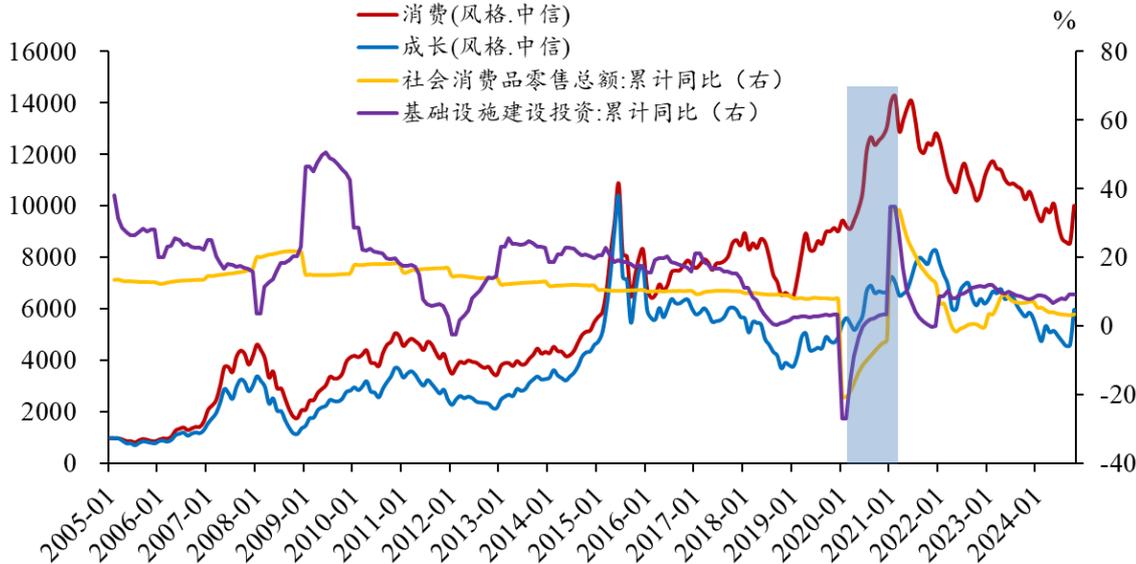
图 34：美国在中国出口中所占份额持续下降


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

四、股市债市都可以保持乐观

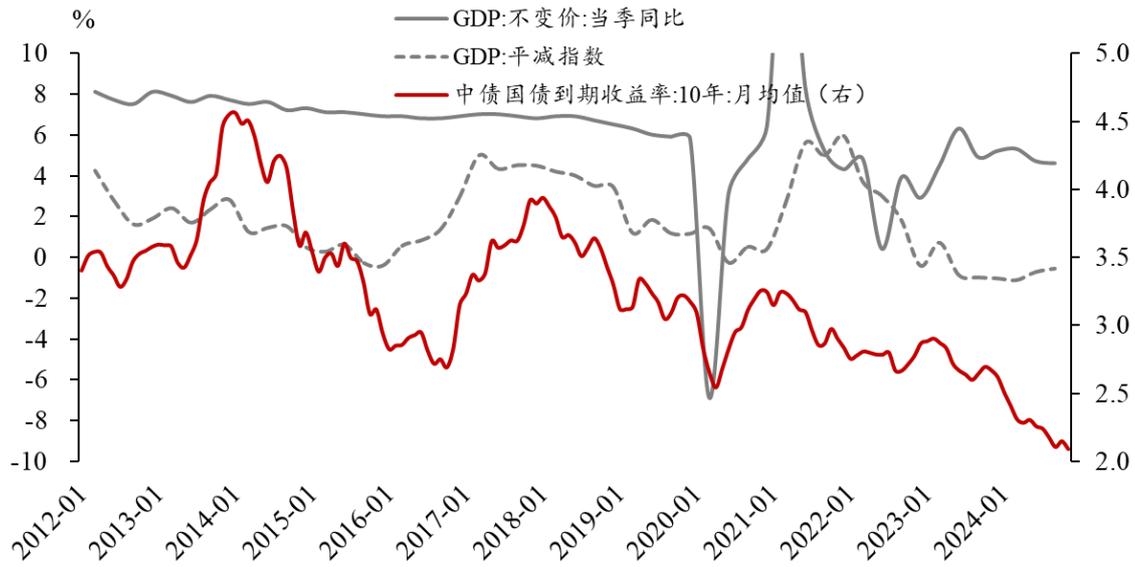
财政货币双宽背景下，股市行情仍然值得期待，建议重点关注消费板块和科技板块。我们认为，即便 2025 年政策不是强刺激，至少温和政策刺激是有的，财政货币双宽，对股市是较好的宏观环境，没有必要悲观。在宏观政策重点支持下，2025 年的主要增长动力可能来自消费和基建，消费修复，直接对 A 股消费板块构成利好，地方政府推动基建的积极性若如期提高，实际上也会间接对消费构成利好。回顾 A 股历史，在社零和基建双回升时期，消费板块有较好投资机会，2020 年下半年是一个典型案例（图 35）。另外，产业政策重点支持的方向是核心技术、未来产业、国家战略科技力量等，有望对科技板块构成利好。

图 35：社零和基建双回升时期，A 股消费板块有较好机会



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

债市收益率仍有下降空间，且上行风险有限。适度宽松的货币政策环境，对债市仍然构成利好。尽管债市近期已经明显抢跑，但随着央行进一步降息，未来仍有下降空间，不排除 10 年期国债收益率下探至 1.5% 的水平。2012 年以来，债市收益率对 GDP 增速脱敏，GDP 增速波动不大（剔除疫情三年），债市已经经历了几轮牛熊。相比之下，债市收益率对 GDP 平减指数变化更为敏感（图 36）。若平减指数强劲回升，往往会带来收益率的明显上行，如 2016-2017 年。然而，2025 年平减指数虽然有望企稳，但受制于产能过剩和贸易摩擦，向上弹性可能并不强，因此债市收益率上行风险有限。

图 36: 平减指数疲弱下, 收益率仍有下降空间


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

附：2025 年主要经济指标预测表

经济指标	2024	2025	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
实际GDP（%，同比）	5.0	5.0	5.3	4.6	5.3	5.3	4.7
名义GDP（%，同比）	4.4	4.9	4.4	4.1	4.8	5.2	5.4
社会消费品零售（%，累计同比）	3.5	5.7	3.5	5.3	5.9	5.5	5.7
固定资产投资（%，累计同比）	3.4	5.0	3.4	6.7	6.1	5.3	5.0
房地产投资（%，累计同比）	-10.4	-5.0	-10.4	-9.1	-7.5	-6.2	-5.0
基建投资（%，累计同比）	9.5	10.0	9.5	14.9	12.7	10.5	10.0
制造业投资（%，累计同比）	9.3	4.5	9.3	8.2	6.5	5.4	4.5
出口（美元）（%，同比）	5.5	2.5	9.1	7.0	2.4	2.1	-0.8
CPI（%，同比）	0.3	0.6	0.2	0.6	0.3	0.4	1.1
PPI（%，同比）	-2.1	-1.3	-2.5	-2.4	-1.7	-1.0	-0.2

数据来源：信达证券研发中心

风险因素

政策落地低于预期：若最终政策落地不及预期，投资增速可能低于预期；

政策环境大幅变化：若外部政策环境出现大幅变化，国内政策可能发生调整；

地缘政治风险突发等：若地缘政治风险突发，国内政策调整节奏可能有影响。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020年“21世纪最佳预警研究报告”获得者。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024年Wind金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。