

中国宏观经济月报

2024/11/18

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

2025 年中国宏观经济和投资展望

2025 年中美经济都将进入一个相对动荡的时期。无论是美国经济、还是中国经济，都将运行至长中短周期共振下行阶段，经济增长均面临较大压力。明年中国经济内部面临有效需求不足、产能过剩、预期疲弱、外部面临制裁升级等问题，经济增速将下降至 4.5% 左右。积极财政政策会向稳经济、促内需倾斜，对基建投资支持力度加大。货币政策将继续降息、降准，为经济发展提供宽松金融环境。

一、从长中短周期定位美国经济所处发展阶段

1、当前全球处于第 5 个康德拉季耶夫周期的萧条阶段

我们通常说的长周期是康德拉季耶夫周期，周期长度为 50-60 年。学术界存在多种不同的康波周期划分方法，当前认可度较高的是荷兰经济学家雅各布·范杜因的划分。他将资本主义世界以来的时间划分为 5 个康波周期，现在处于第 5 个康波周期中。

以美国 GDP 走势划分，第 5 个康波周期自 1982 年进入回升阶段，1991 年进入繁荣阶段，2004 年进入衰退阶段，2015 年进入萧条阶段。按照以往周期中萧条阶段持续十年左右的规律推算，第 5 个康波周期将持续至 2025 年左右，随后开启新一轮康波周期，进入第 6 个康波周期的回升阶段。

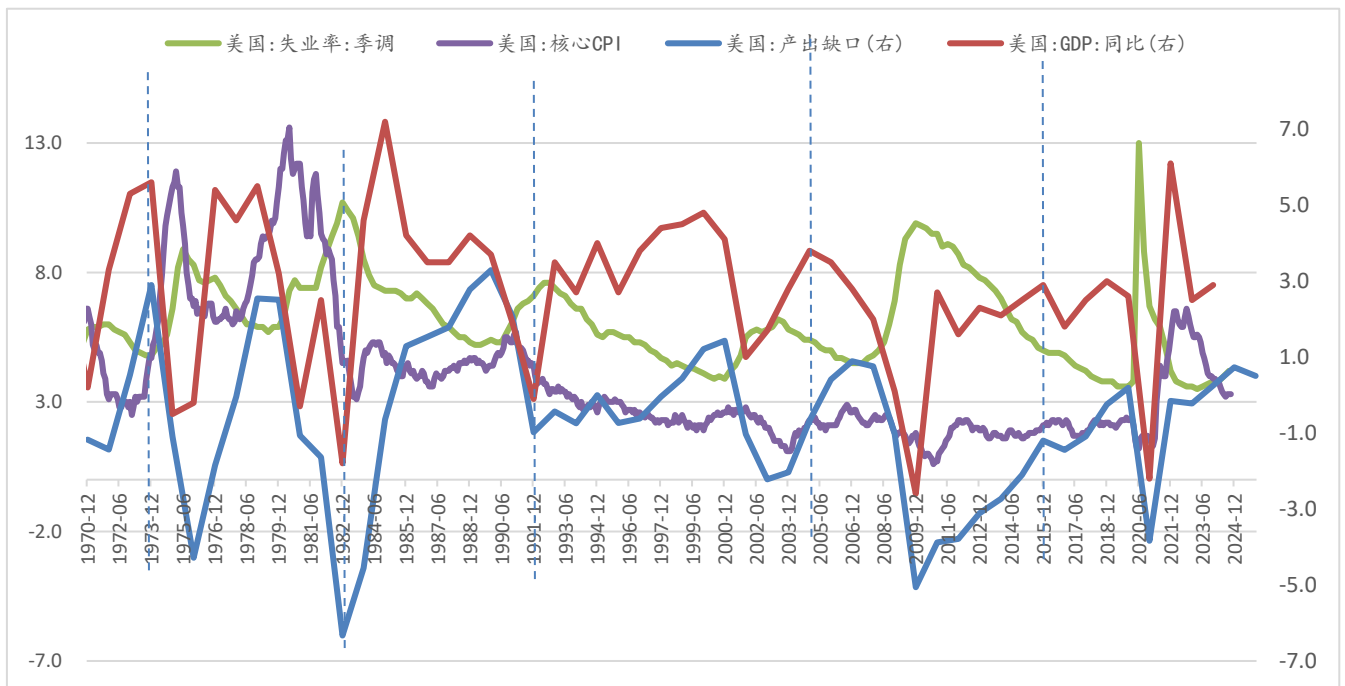
以美国产出缺口走势划分，本轮康波周期自 1982 年进入回升阶段，1991 年进入繁荣阶段，2006 年进入衰退阶段，2019 年进入萧条阶段。按照以往周期中萧条阶段持续十年左右的规律推算，第 5 个康波周期将持续至 2030 年左右，当前仍处于第 5 个康波周期的萧条阶段。

图表 1: 5 个康波周期的划分

	繁荣	衰退	萧条	回升	标志创新技术	主导国
第一波	1782-1802 (20 年)	1815-1825 (10 年) (战争 1802-1815)	1825-1836 (11 年)	1838-1845 (9 年)	纺织机、蒸汽机	英国
第二波	1845-1866 (21 年)	1866-1873 (7 年)	1873-1883 (10 年)	1883-1892 (9 年)	钢铁、铁路	英国
第三波	1892-1913 (21 年)	1920-1929 (9 年) (战争 1913-1920)	1929-1937 (8 年)	1937-1948 (11 年)	电气、化学、汽车	美国
第四波	1948-1966 (18 年)	1966-1973 (7 年)	1973-1982 (9 年)	1982-1991 (9 年)	汽车、计算机	美国
第五波	1991-2004 (13 年)	2004-2015 (11 年)	2015-2025?		信息技术、生物 (美国 GDP)	美国
	1991-2006 (15 年)	2006-2019 (13 年)	2019-?		信息技术、生物 (美国产出缺口)	

资料来源：雅各布·范杜因，《创新随时间的波动》、致富研究院

图表 2: 当前处于第 5 个康波周期的萧条阶段



资料来源：Wind、致富研究院

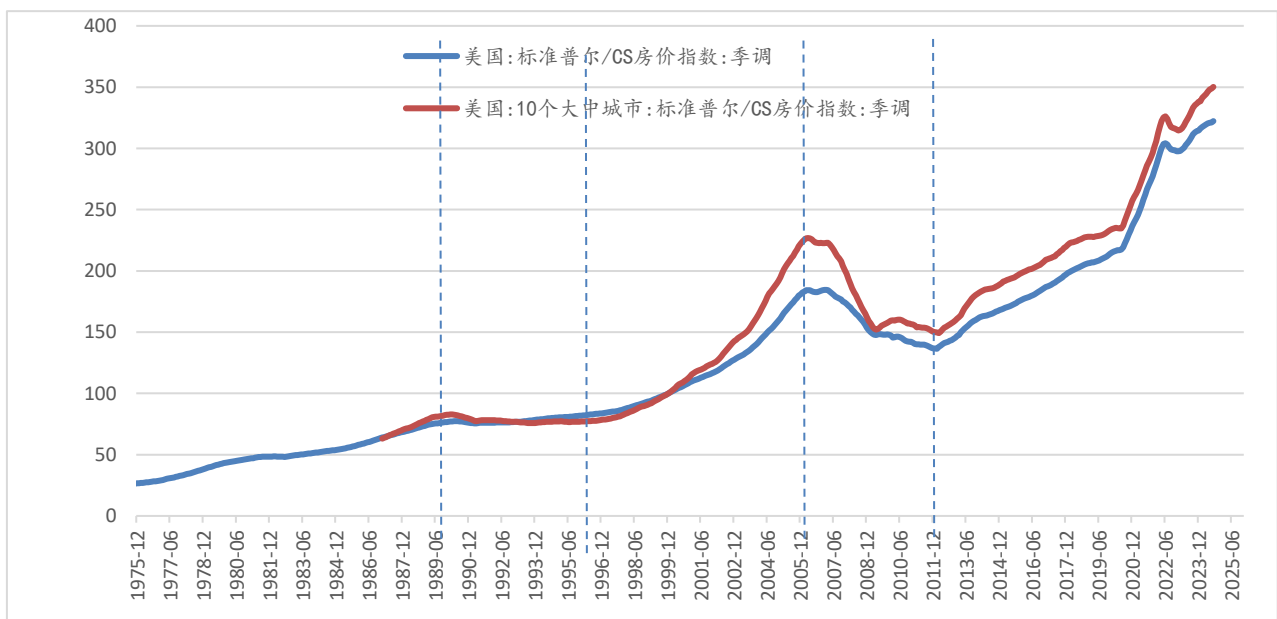
2、美国处于房地产周期的筑顶阶段

库兹涅茨周期也称为建筑周期或房地产周期，周期长度为 20 年左右。

具体到美国而言，周期长度为 18 年左右。霍伊特在著作《百年来芝加哥地区的土地价格》中统计了 1830-1933 年芝加哥的土地和房地产市场，得出这 103 年间芝加哥地区的房地产周期平均为 18 年的结论。哈里森在《土地的力量》、《繁荣：2010 年的萧条与房价》等著作里对 200 多年来英国和美国的房地产进行研究，也得出英美房地产周期为 18 年左右的结论。

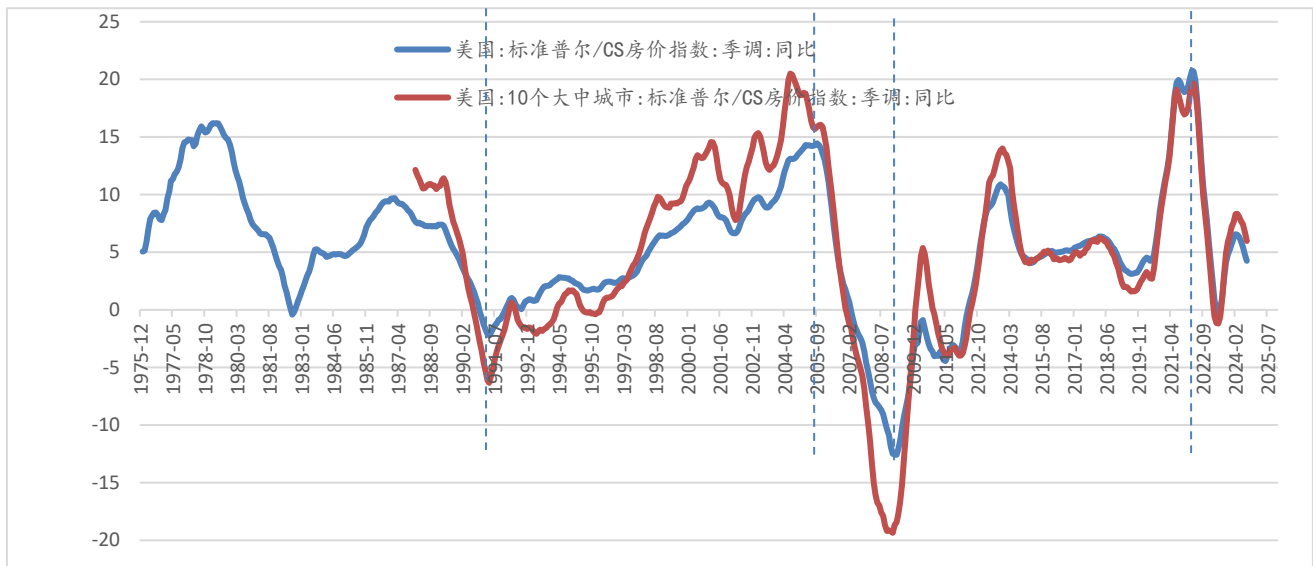
上轮美国房地产周期自 1993 年 10 月开启，房价上涨阶段持续 12 年半至 2006 年 4 月，房价回落阶段持续 6 年至 2012 年 3 月。之后房价重回上涨通道，开启新一轮房地产周期，从 2012 年 3 月到现在，上行阶段持续时间已经达到 12 年半。按照美国房地产运行规律推算，美国房价大概率会于 2025 年筑顶回落，房地产周期转为下行阶段。

图表 3：美国本轮房价上涨阶段已持续 12 年半时间



资料来源：Wind、致富研究院

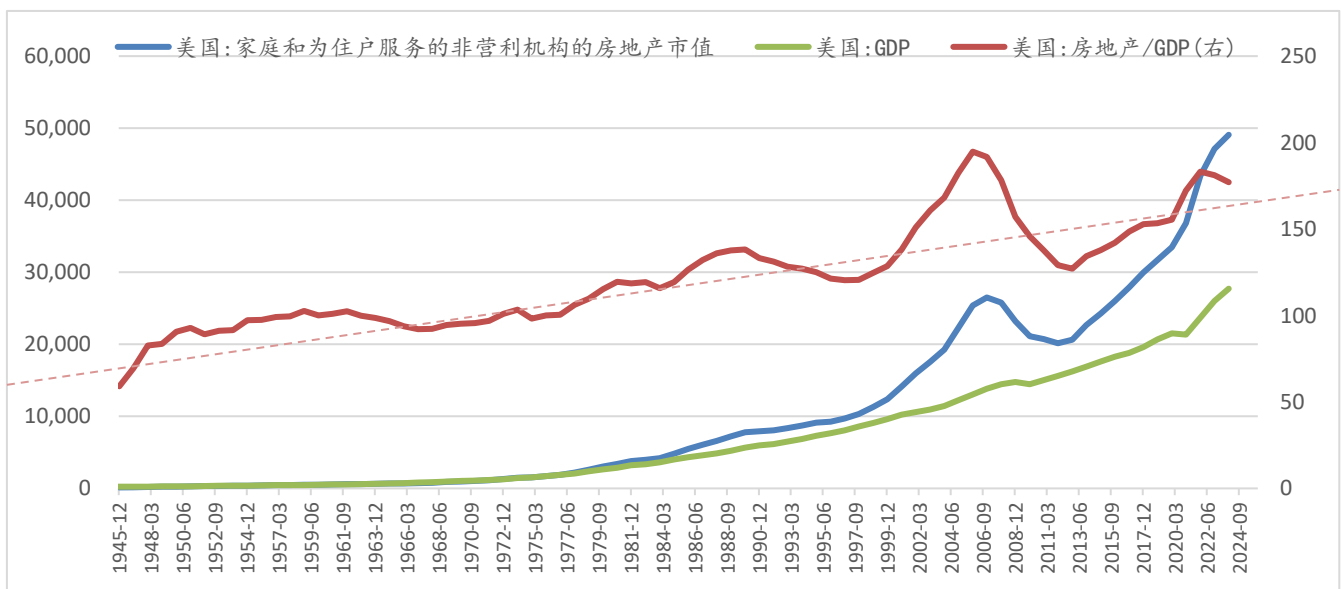
图表 4：房价增速变动情况



资料来源：Wind、致富研究院

从美国家庭部门拥有的房地产价值与 GDP 的比值看，这一指标的实际数值已经高于其趋势性变动的理论值，显示当前美国房地产市场存在泡沫。

图表 5：房地产市值占 GDP 的比例已超过其趋势值



资料来源：Wind、致富研究院

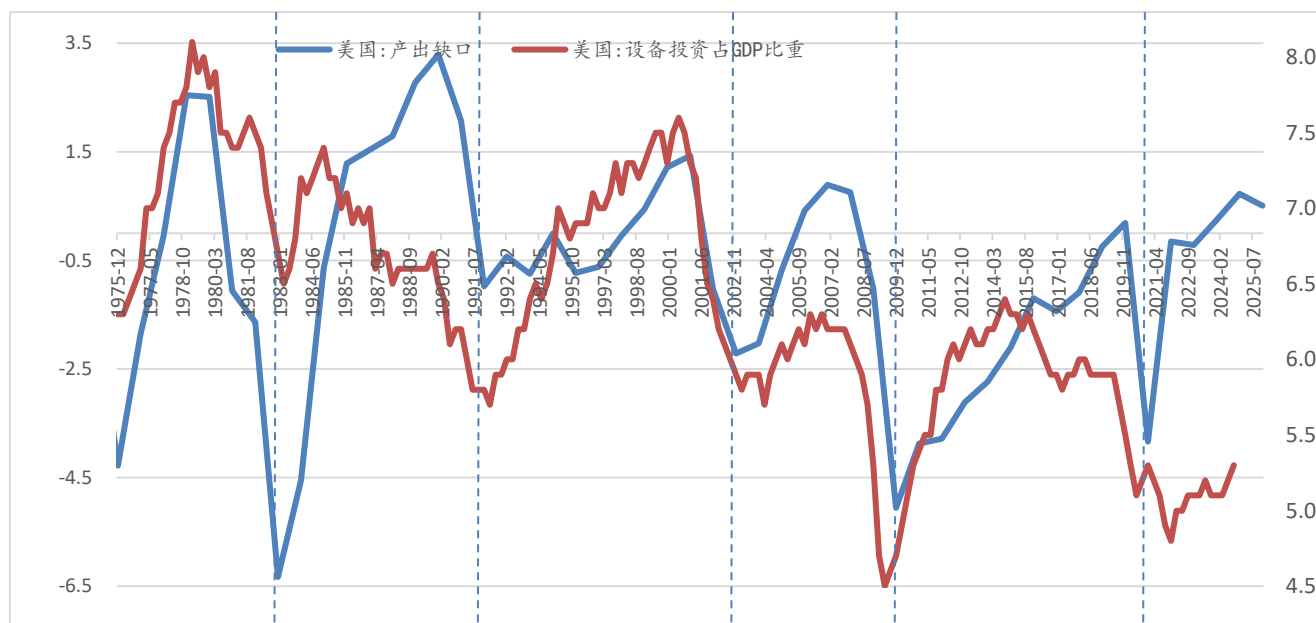
3、美国处于设备投资周期的上行阶段

朱格拉周期又称为设备投资周期，长度为 10 年左右。

美国当前处于自 2020 年开启的周期的上升阶段，该周期是本轮康波周期的第 5 个朱格拉中周期。本轮周期中，设备投资在 GDP 中占比提升速度较为缓慢、提升幅度较为有限，原因或许与当前处于 AI 技术的扩散期，投资侧重于专利投资，尚未传导到设备投资有关。

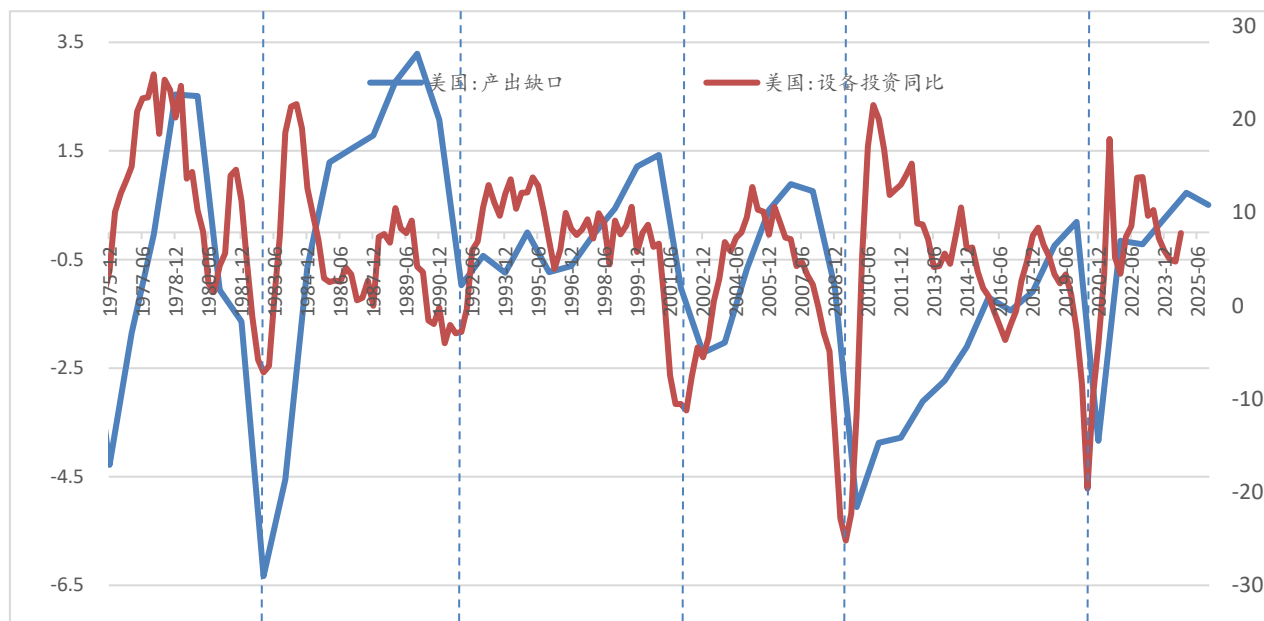
对设备投资周期而言，其上行期和下行期的持续时间没有显著的规律性，有些周期上行期长下行期短，有些周期上行期短下行期长。但以平均 10 年的周期长度看，2020 年到 2025 年时，上行期持续 5 年，已达到设备投资周期时长的一半，离转为下行期的转折点也就越来越近了。

图表 6：当前美国处于本轮康波周期的第 5 个设备投资周期的上行阶段



资料来源：Wind、致富研究院

图表 7: 从设备投资增速也能得出与上图一样的结论



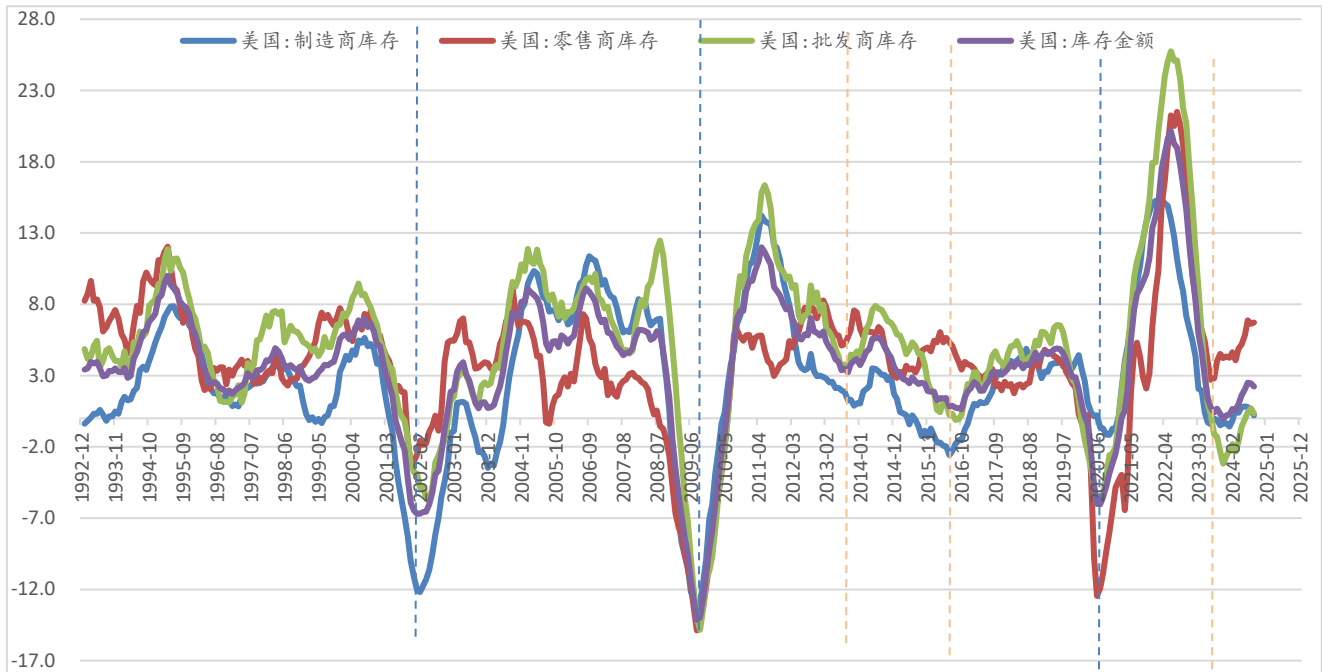
资料来源: Wind、致富研究院

4、美国处于库存周期的补库存阶段

基钦周期又称为库存周期，长度为 40 个月左右，通常 1 个朱格拉中周期包含 3 个基钦短周期。

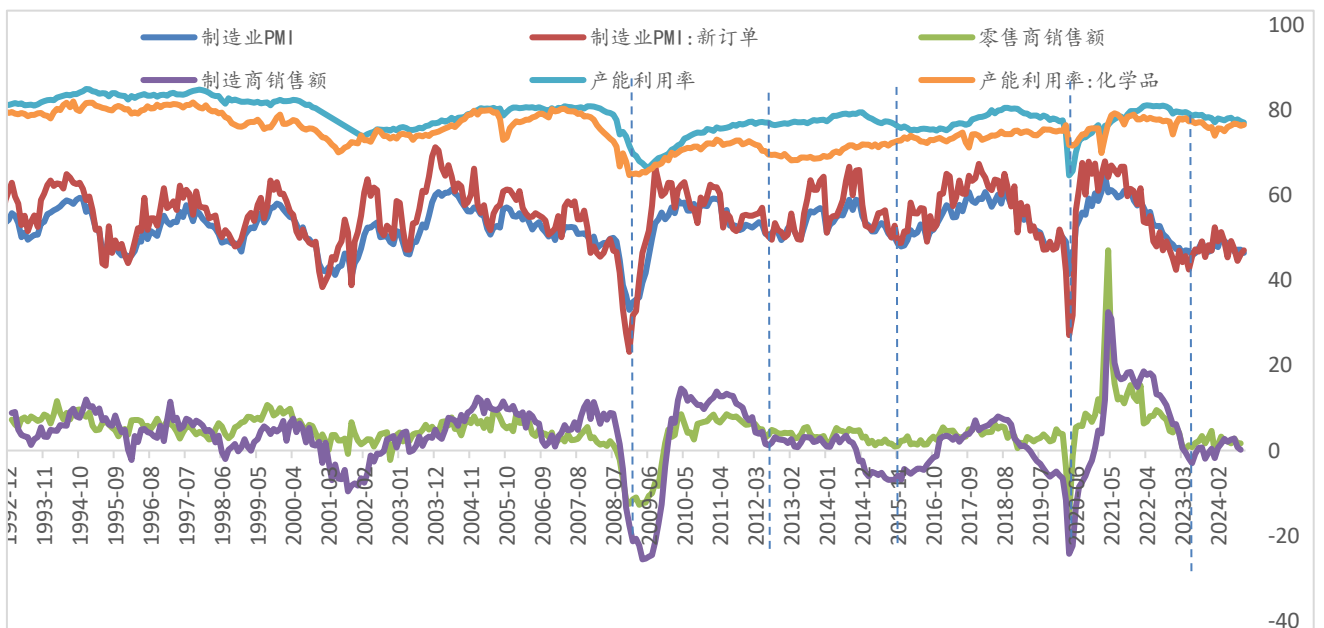
美国当前处于本轮朱格拉中周期的第二个库存周期中。自 2023 年中开始补库存，到当前已经持续 1 年半时间，预计 2025 年会转入去库存阶段。

图表 8：当前处于本轮设备投资周期的第二库存周期补库存阶段



资料来源：Wind、致富研究院

图表 9：当前处于本轮设备投资周期的第二库存周期的补库存阶段



资料来源：Wind、致富研究院

房地产周期、设备投资周期、库存周期的共振上行使近年来美国经济保持强劲韧性。但 2025 年这几个周期都将运行至转折点，随后逐渐进入下行期将带动美国经济增长动能走弱。

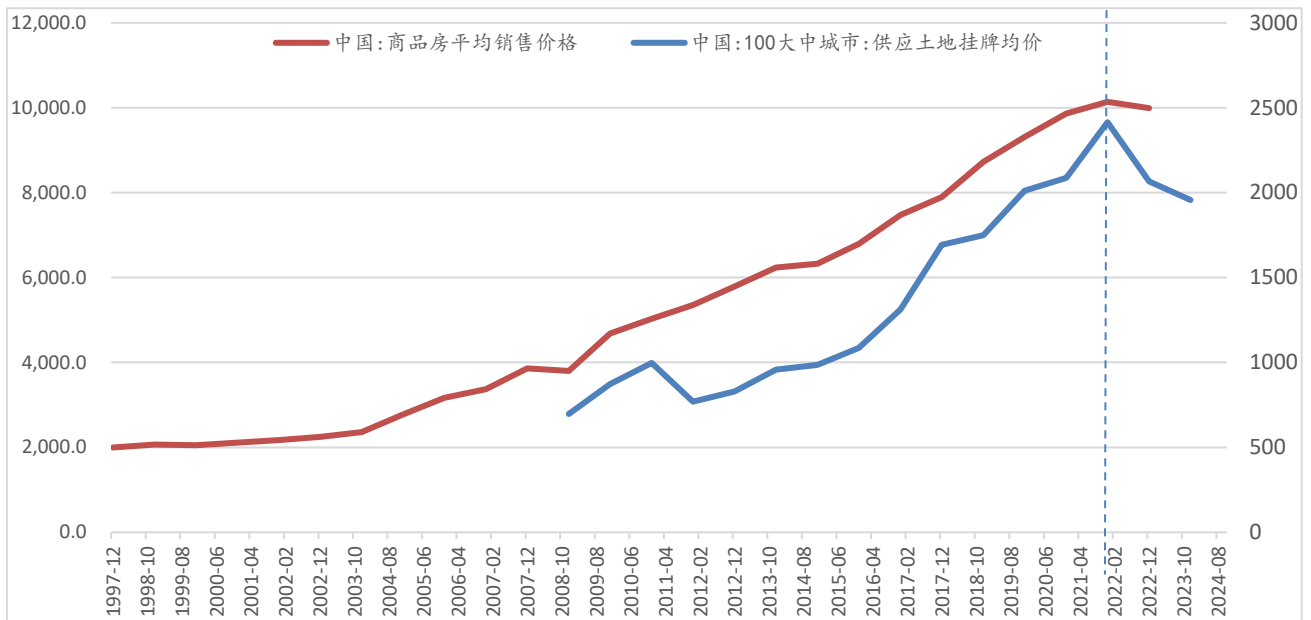
二、从长中短周期定位我国经济所处发展阶段

在第 5 个康波周期中，美国是主导国，我国是追赶国。我国经济高速增长期正好赶上本轮康波周期的回升和繁荣阶段，使我国经济发展具备良好的外部环境，这在一定程度上延长了我国经济高速增长阶段的持续时间。但 08 年金融危机之后，我国经济社会发展逐渐转换为中高速发展阶段，正好赶上本轮康波周期的衰退和萧条阶段。这一阶段，全球经济进入下行期，地缘政治风险激增，国家间矛盾冲突频发。我国作为发展势头最猛的追赶国，自然而然成为以美国为首的发达国家制裁针对的首要目标。内部艰巨繁重的发展改革任务，外部复杂多变的国际环境，便是我国当下所处的大的时代背景。

1、我国处于房地产周期的回落阶段

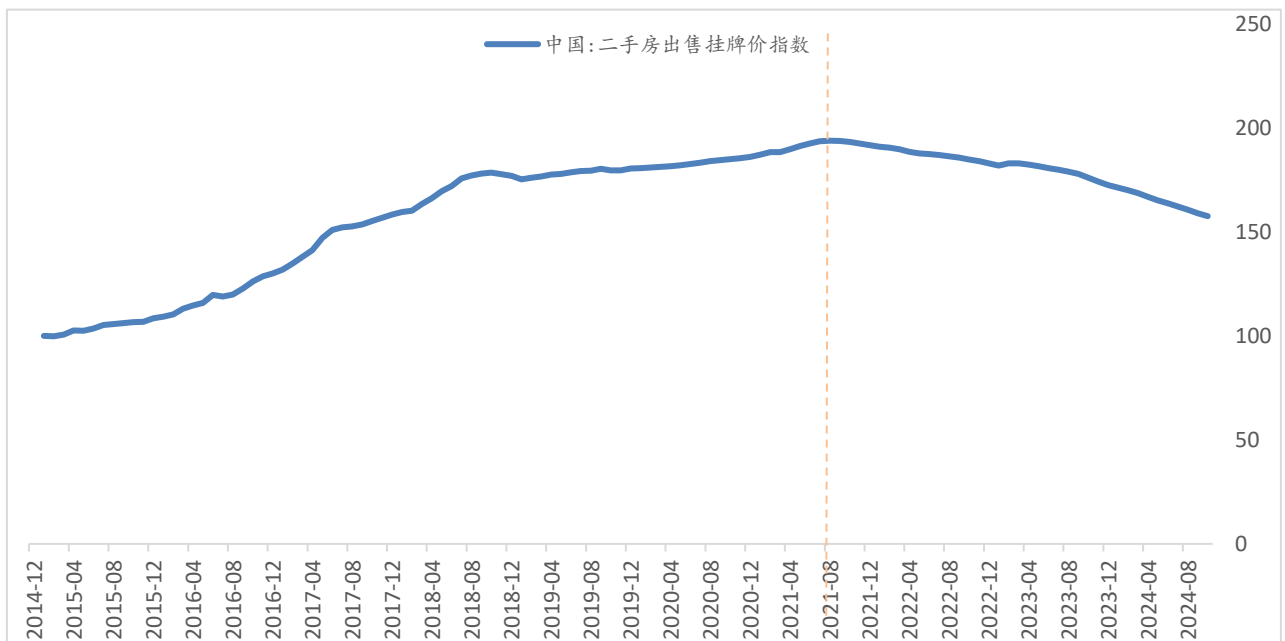
我国房地产周期开始于 1998 年房改，经历了 23 年近乎无回调的持续上涨，于 2021 年 8 月达到历史性高点后转入回落阶段。到目前为止，房地产回落阶段已持续 3 年，虽然政策定调要“促进房地产市场止跌回稳”，但从时长和价格回调幅度等指标看，本轮周期回落阶段尚未结束，2025 年房地产市场会继续下行。

图表 10: 经过 20 多年的持续上涨后, 2021 年房价和地价均筑顶回落



资料来源: Wind、致富研究院

图表 11: 房价于 2021 年 8 月开始从高位回落



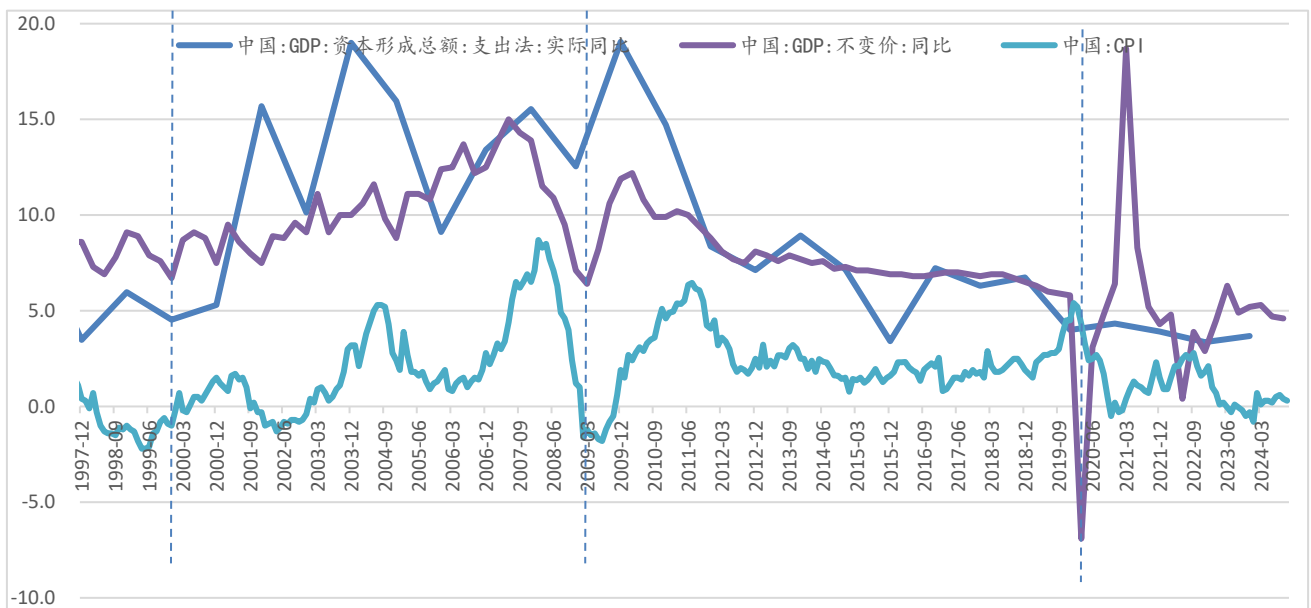
资料来源: Wind、致富研究院

2、我国处于设备投资周期的回落阶段

我国设备投资周期的阶段划分与美国较为一致，当前也处于 2020 年开启的中周期之中。

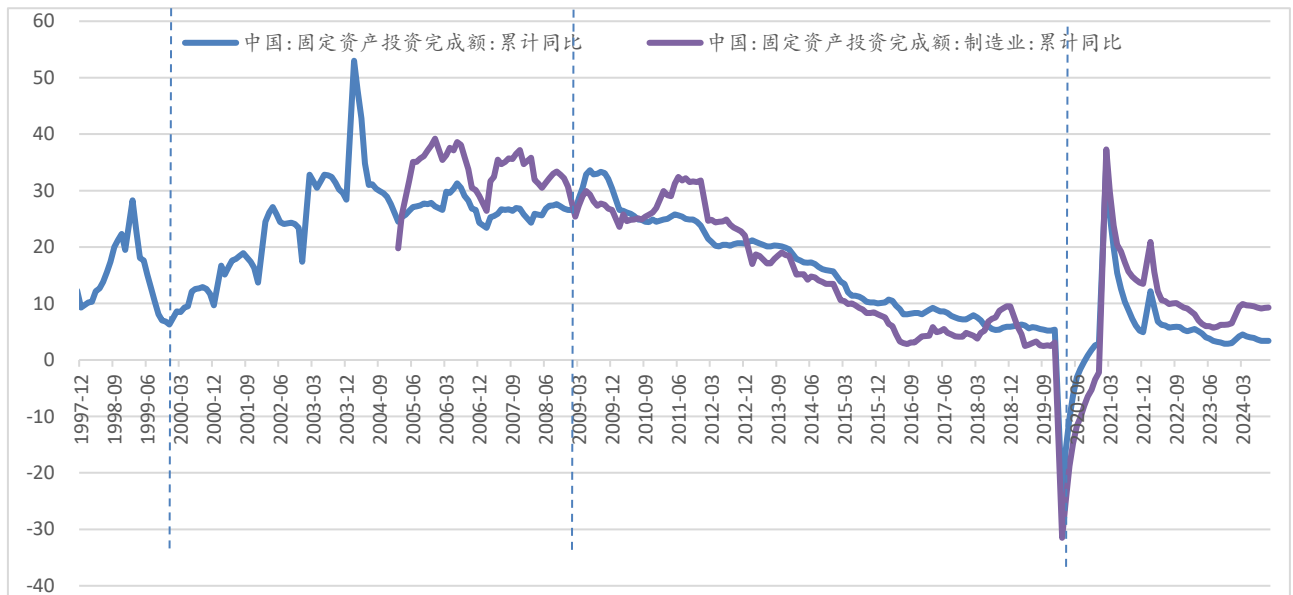
与美国不同的是，我国最近两轮设备投资周期均呈现出“快升慢降、短升长降”的走势。当前已处于本轮设备投资周期的回落阶段。

图表 12：本轮设备投资周期自 2020 年开启



资料来源：Wind、致富研究院

图表 13: 当前处于设备投资周期的回落阶段

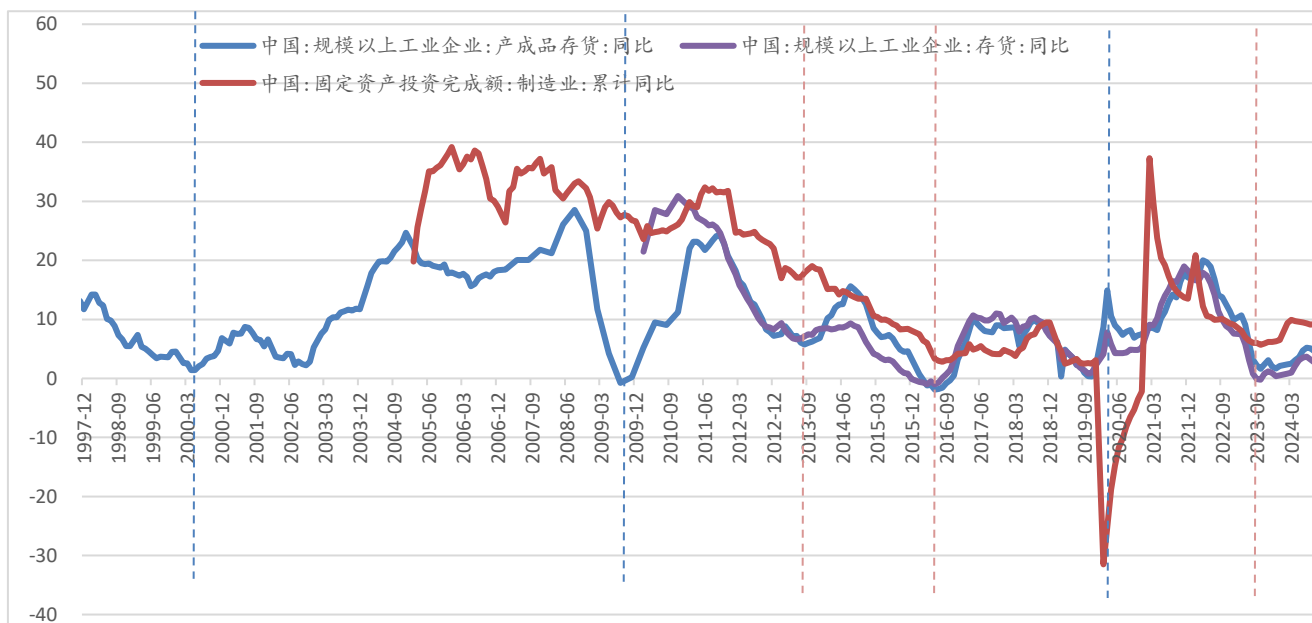


资料来源: Wind、致富研究院

3、我国处于库存周期的补库存阶段

我国的库存周期也与美国较为同步，也处于本轮朱格拉中周期的第二个库存周期之中。自2023年年中开始补库存，到现在已持续1年半的时间，预计2025年会转入去库存阶段。

图表 14：当前处于本轮设备投资周期的第二库存周期的补库存阶段



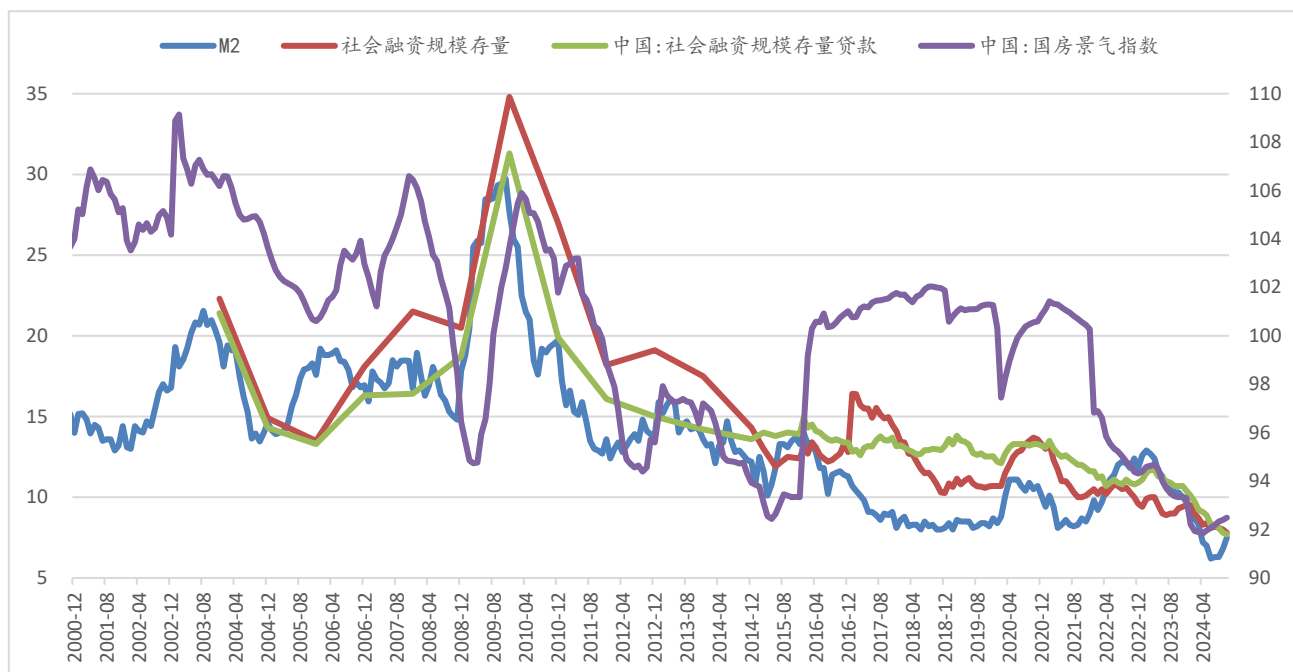
资料来源：Wind、致富研究院

4、我国处于金融周期的下行阶段

通常而言，银行信用扩张需要以房子作为抵押物，所以金融周期与房地产周期的关联度较高。2021年以来，随着房地产进入下降阶段，我国信贷和社融增速也双双显著下降。所以，从金融周期看，我国当下也处于下降阶段。

货币和信用具备金融加速器和金融顺周期等特点，所以金融周期对经济的影响较大。2021年以来信贷和社融增速的大幅下降，也成为当下经济增长动能疲弱的重要原因之一。

图表 15: 2021 年以来贷款和社融增速均显著下降

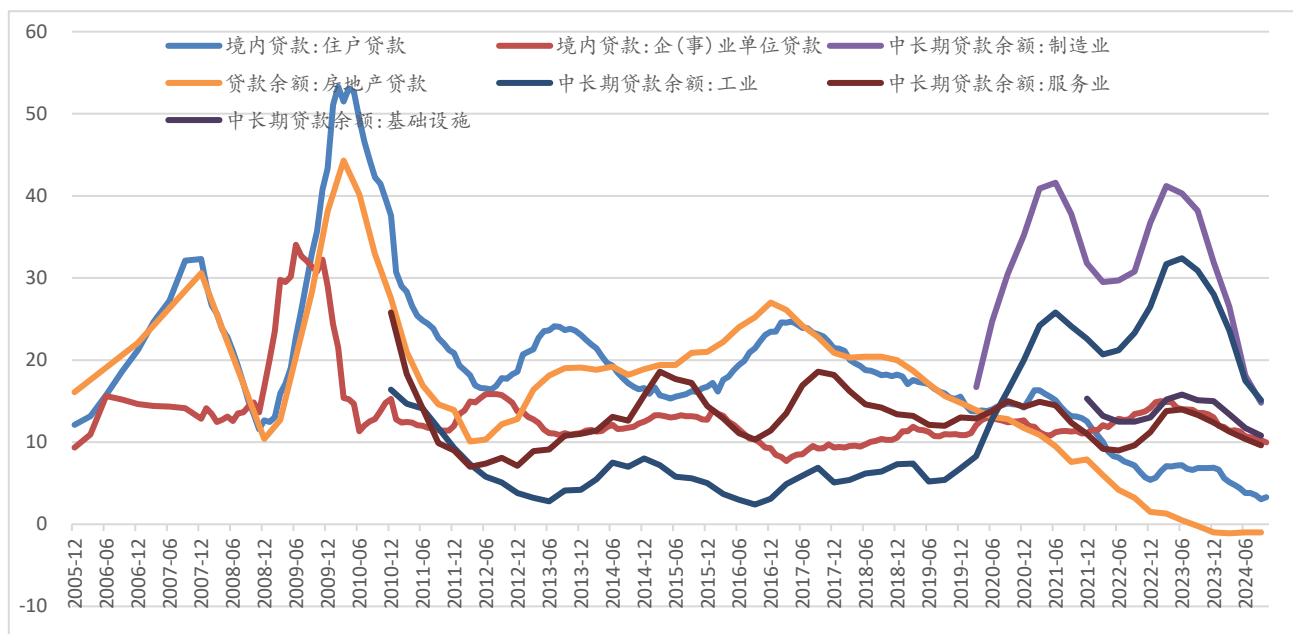


资料来源: Wind、致富研究院

分部门、行业看，2020 年之前，信贷资金大量流向房地产，居民部门贷款增速显著高于企业部门；房地产业贷款增速高于服务业，高于工业。2020 年之后，贷款投向发生结构性变化。房地产从周期上行阶段转为周期下行阶段，房地产贷款增速显著回落；与此同时，政府持续强调高质量发展，政策和资金均向制造业倾斜，尤其是高技术制造业，制造业贷款持续录得高增速（这也是近几年制造业投资增速一直维持在高位的重要原因之一）；服务业贷款增速保持稳定。

除结构性变化之外，还有一个值得注意的点是——2023 年年中以来，无论是居民部门还是企业部门，无论是工业、服务业，还是房地产业，贷款增速均持续回落。按照金融领先经济 2-3 个季度的规律推算，明年二季度之前制造业和服务业都难有显著改善。

图表 16: 2023 年以来各类贷款增速均下降



资料来源: Wind、致富研究院

5、我国当前经济发展定位

综合前面对中美两国的周期分析可知:

一、从大周期看,当前全球处于第5个康波周期的萧条期,全球经济增长动能减弱,地缘政治风险激增,局部矛盾冲突、甚至战争频发。我国作为本轮周期中的主要追赶国,从一个经济贫穷落后的国家一跃成为世界第二大经济体,直接威胁到美国第一强国的地位,自然而然成为以美国为首的发达国家制裁打压的对象;而且意识形态的差异进一步加剧了欧美等国对我国的打压与孤立。这个大背景决定了我国在相当长时间内都将处于复杂多变的外部发展环境之中,即便第5个康波周期萧条期结束,进入AI技术、新能源等引领的第6个康波周期的回升期,美国对我国的打压都不会结束。

二、从美国中短周期看,2012年开启的房地产周期支撑美国经济增长,推动美元指数同步升值;叠加2020年开启的设备投资周期和2023年年中开始的补库存周期,使疫情之后美国经济展现出强劲韧性。而且,拜登政府对我国经济领域并未施加太激进的制裁举措。因此,近两年我国出口增速较高,出口对经济的拉动较强。但展望2025年,美国中短周期将先后转入下行阶段,再加上特朗普政府进一步对我国出口加征关税,均会使我国出口遭受冲击。

三、从我国中短周期看,房地产周期性下行阶段仍将持续,金融周期回落将抑制明年上半年的经济增长,库存周期仍在补库存,但对经济的拉动有限,而且明年也大概率转为去库存;各周期将共振

回落。

同时，除周期性因素之外，我国还面临着人口老龄化，未富先老，社会保障不足，科技创新能力不强，全要素生产力不高，企业、资金出海、FDI 从持续流入转为净流出且引致就业岗位减少，有效需求不足，产能过剩，预期疲弱，通缩持续等诸多结构性问题。

三、2025 年中国宏观经济展望

1、消费依然疲弱，基建投资增加和房地产投资降幅收窄带动投资增速小幅提升

※ 消费增速将小幅回落

今年消费增速较上年回落，且呈现服务消费好于商品消费的现象。今年前 10 个月社会消费品零售总额同比增长 3.5%，商品零售增长 3.2%，服务零售增长 6.5%。服务消费中，文旅市场持续活跃，带动餐饮、交通、文娱等消费快速增长；营业性演出等文体休闲类服务消费、交通出行类增速均持续高于服务消费总体增速。

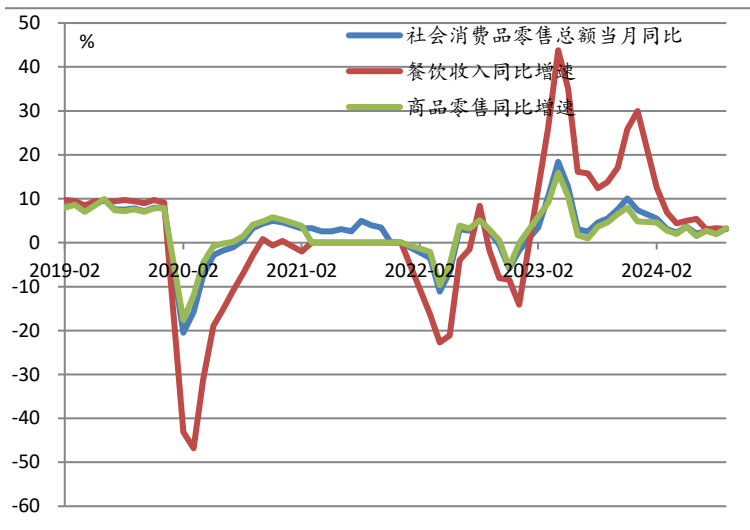
消费品以旧换新带动下半年商品增速提升。7 月出台《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》之后，8、9 月各地以旧换新措施纷纷落地，带动汽车、家电等相关商品销售增加。9 月、10 月家电和音像器材类、文化办公类、通讯器材类、汽车和家具等商品销售均显著改善，叠加“双十一”促销活动的拉动，商品零售和消费增速均显著提升。

展望 2025 年，我们认为消费增速会较今年小幅回落，原因有二：

一、消费品以旧换新还将被纳入一揽子刺激性财政政策之中，但其效果会逐渐减弱。由于家电、汽车、手机等耐用消费品的消费需求前置释放，后续对消费的拉动将逐渐递减。

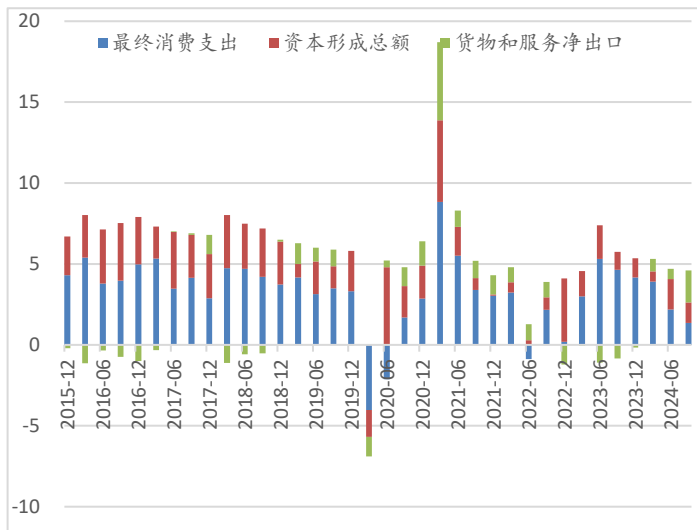
二、虽然统计局公布的失业率指标保持稳定，但就业景气度等指标显示我国服务业和建筑业就业状况恶化；而且居民收入增速下降、收入预期偏弱。再加上居民部门加杠杆能力显著减弱，房价回落对居民资产负债表的冲击，产生的负财富效应等都将对居民消费形成抑制。

图表 17: 社会消费品零售总额增速



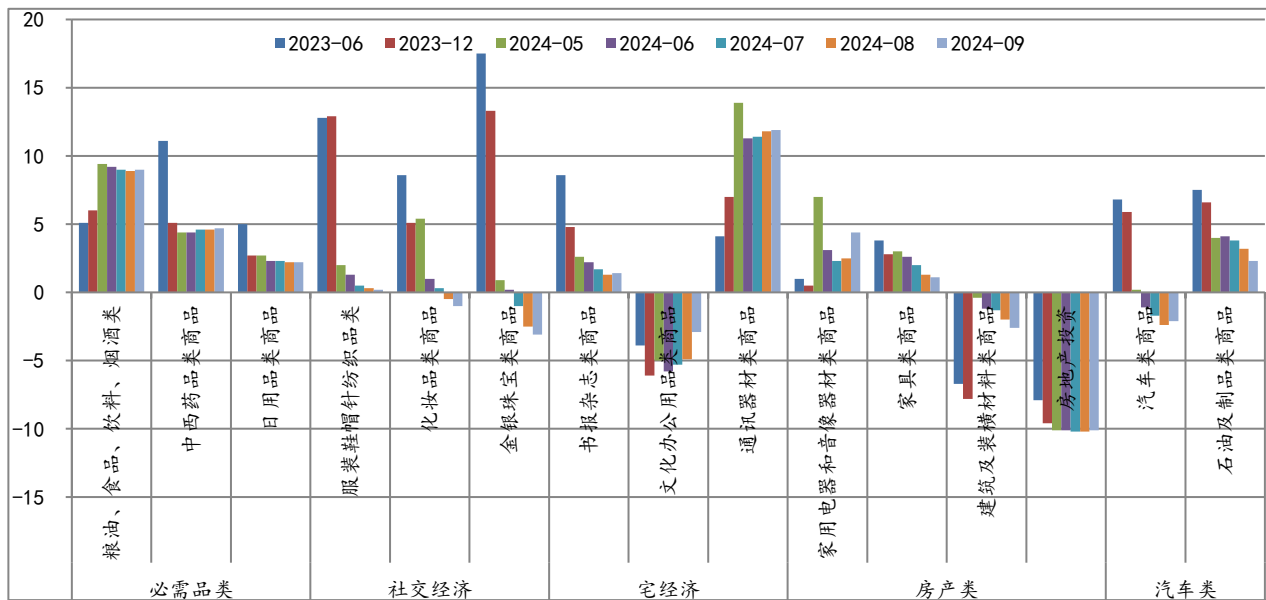
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 18: 消费对经济增长的拉动回落



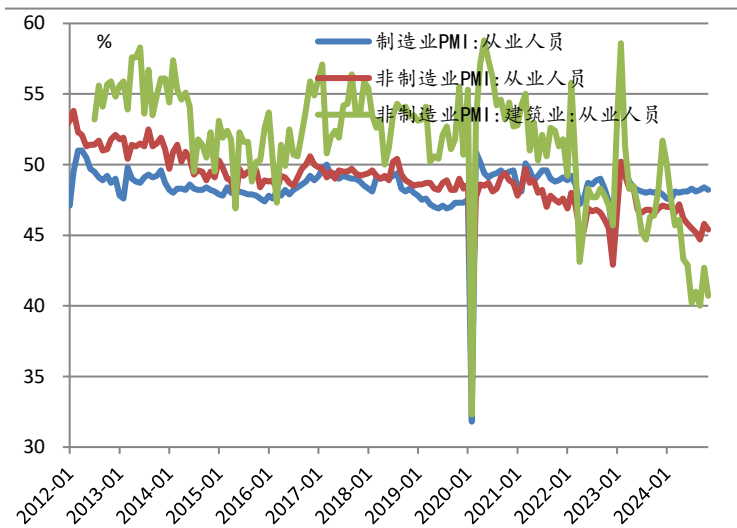
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 19: 各类商品销售增速



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 20: 就业景气指数显著回落



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 21: 工资增速持续回落



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

※ 制造业投资回落，基建投资提升，房地产投资降幅小幅收窄，三者共同作用下投资总增速小幅提升

今年前 10 个月城镇固定资产投资同比增长 3.4%。各投资间分化显著，制造业、基建、房地产之间的分化是其一，国企、私企之间分化是其二。

民间固定资产投资同比下降 0.3%，已经连续一年多维持在 0 值附近。扣除房地产开发投资之后，民间固定资产投资同比增长 6.3%。分领域看，制造业民间投资增长 11.6%，基建民间投资增长 4.7%。

基建投资增速将有所提升

前 10 个月，不含电力的基建投资（窄口径基建投资）同比增长 4.3%，全年呈现增速逐月回落走势；由于电力热力投资增速高达 30%，含电力的基建投资（宽口径基建投资）同比增长 9.4%，基建投资的重心继续在电力投资领域。

8 月之前地方债发行及资金落地缓慢，发改委审批通过项目数量减少，基建投资增速较低。随着 8、9 月地方债和国债发行的加速，以及之前发行尚未使用的债券在 Q4 的投入使用，Q4 基建投资增速会有所回升。

展望 2025 年，我们认为政策会向基建倾斜，带动基建投资增速提升。在“促进房地产止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量”的政策导向以及房地产所处的发展阶段下，财政政

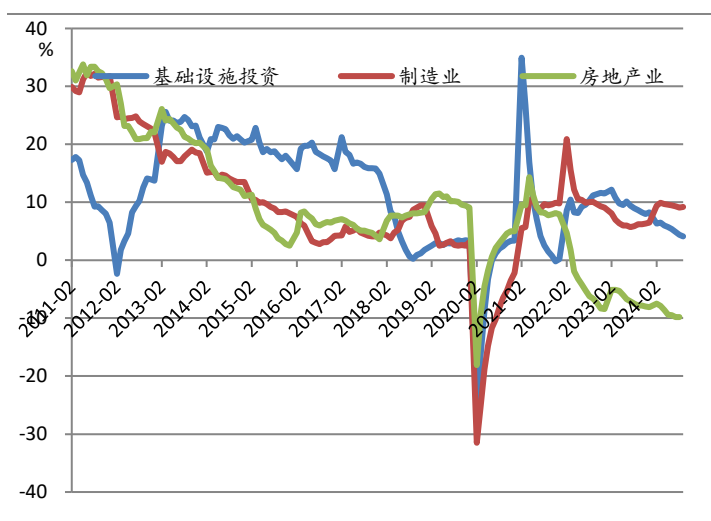
策通过房地产稳经济的意愿低、效果差。在产能过剩，内需疲弱，外需将遭受高关税冲击的大背景下，财政政策大力支持制造业投资的可行性和效果也不好。同时前面也提到，明年居民消费在资产负债表受损、收入增速下降、预期转弱的大环境下依然疲弱。因此，三驾马车中，可以依靠且较快能看到成效的只剩基建投资。明年是十四五规划的收官之年，为完成规划的经济社会发展目标任务，财政政策大概率会向基建投资倾斜，预计基建投资增速将从今年的5%左右升至明年的10%左右。

图表 22：全国固定资产投资同比增速



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 23：分三大产业固定资产投资增速



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

制造业投资增速将有所回落

前 10 个月制造业增加值同比增长 9.3%。今年制造业投资持续维持较高增速的原因在于高技术产业快速发展、大规模设备更新政策推动设备工具购置投资较快增长、重大项目建设带动力增强。高增速是疫情后银行信贷资金向制造业倾斜和本轮补库存周期共同作用的结果。

展望 2025 年，制造业投资增速将较今年有所回落，原因有三：

一、制造业贷款增速从 2023 年年中的高位持续回落。经过一年的下降，2024 年下半年，增速数值已显著低于前两年，经过 2-3 个季度的传导时滞，将抑制 2025 年投资增速；

二、中美两国同步于 2023 年年中开启的补库存周期对制造业投资形成支撑，本轮库存周期的补库存阶段将于 2025 年结束，转入去库存阶段，将带动制造业投资增速回落；

三、2025 年特朗普 2.0 对中国加征关税举措将通过商品出口、产业链转移、企业生产经营预期等渠道冲击我国制造业投资。

综合这些因素，我们认为 2025 年制造业投资增速将回落至 6% 左右。

房地产投资增速降幅小幅收窄

今年前 10 个月房地产开发投资同比增速为-10.3%，销售增速-15.8%，新开工增速-22.2%，施工增速-12.2%，竣工增速-23.9%。在支持政策的带动下，销售增速降幅收窄，施工端各增速降幅依然较大，没有收窄迹象。

与 2020-2021 年峰值数据相比，商品房销售面积较峰值下降一半左右，地方政府土地出让收入下降一半左右，新开工面积下降七成左右，施工面积下降 1/4 左右，销售、拿地、新开工降幅较大，施工和竣工降幅较小。结合商品房销售、土地购置、新开工、竣工和施工面积之间的传导关系，以及施工面积与房地产开发投资之间的关系，我们认为 2025 年施工面积和房地产投资增速继续为负，但降幅较今年小幅收窄，预计收窄至-8% 左右。

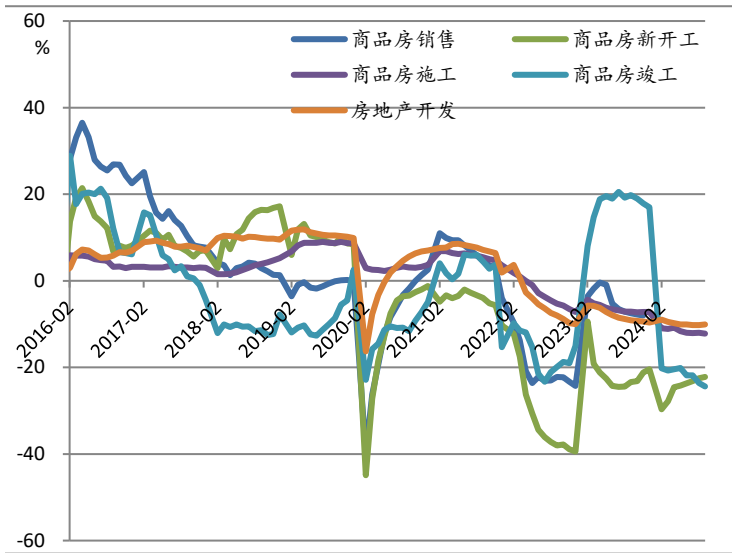
从中长期看，我们认为房地产仍处于下行周期之中，尚未见底，原因如下：

一、库存量大。当前商品房待售面积 7.4 亿平方米，处于历史高位；而且我国还有巨量施工面积。虽然与 2021 年年末的峰值 97.5 亿平方米相比，施工面积已下降 1/4 至 72.0 亿平方米，但假设施工面积降至 30 亿平方米的水平上才能达到新的均衡水平保持稳定，那将有 40 亿平方米面积形成供给。以今年新开工面积 8 亿平方米、销售 10 亿平方米、净消化 2 亿平方米计算，消化掉 7.4 亿平方米的现有商品房库存和 40 亿平方米的新增库存需要好几十年时间。即便考虑到一些施工面积会停建、缩建、退出市场等情况，消化掉这些库存所需时间也较漫长。

二、房地产周期运行规律使然。自 1998 年到 2021 年我国房地产上行周期持续了 23 年，参照其他国家房地产周期数据，下行期平均值为 6 年左右，按照这一数值计算，我国本轮房地产下行期将持续到 2027 年。

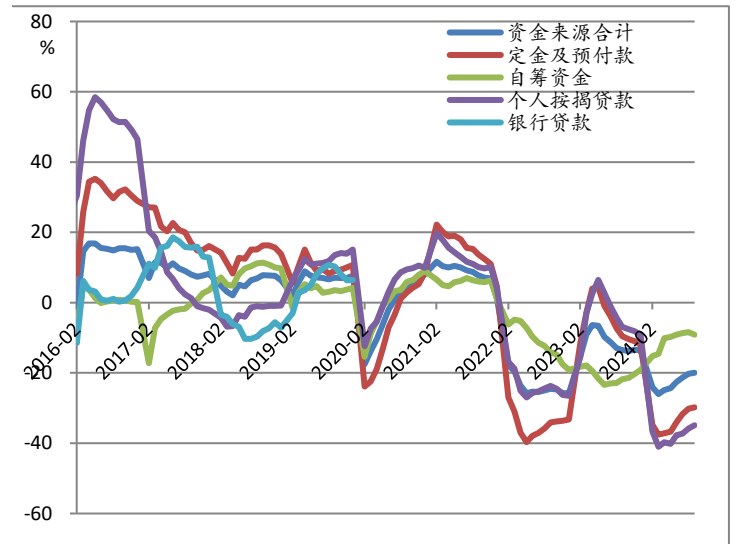
三、考虑到我国经济内生增长动能较弱、人口老龄化加重、年轻人购房和生育观念转变、居民部门收入预期和增速回落且杠杆率处于高位、复杂的国内外发展环境等情况，我们认为我国房地产下行期结束后，不会立刻开启新一轮上涨周期，大概率会在低的均衡位置持续一段时间。

图表 24: 房地产活动情况



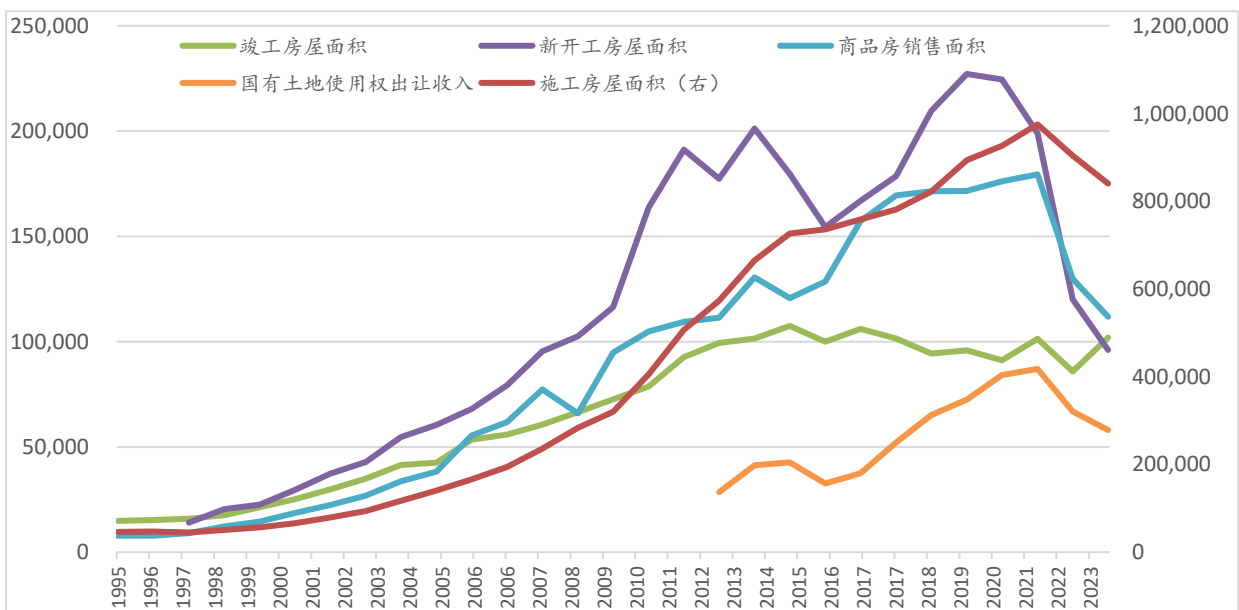
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 25: 房地产开发资金来源增速



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 26: 房地产投资各指标较高点均显著回落



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

2、我国外贸受冲击程度要视特朗普加征关税覆盖国家和商品范围、提升幅度等而定

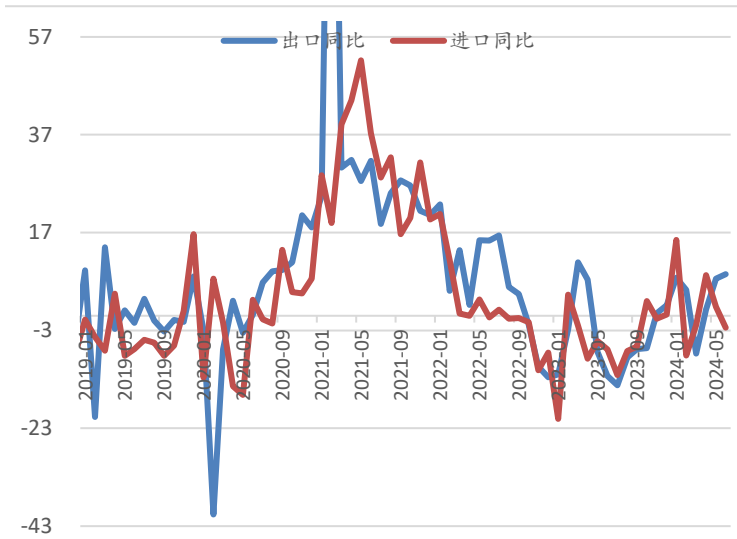
在美国补库存周期、我国出口“以价换量”等因素的共同作用下，今年出口韧性较强。前10个月出口金额累计同比增长5.1%，剔除价格，实际增速超过10%；进口同比增长1.7%；净出口成为今年经济增长的主要贡献者。

特朗普的压倒性胜利，使得他的移民、防务、经济和贸易等各方面政策都可以得到有效实施。自2018年特朗普1.0时期中美贸易摩擦以来，美国、欧盟、香港在我国进、出口中的占比均显著下降；台湾、日本、韩国占比相对较为稳定；东盟占比显著提升。当前，对美国出口商品金额占我国出口商品总金额的比值为14.8%，较2018年19.3%的高点下降了4.5个百分点。对美国而言，从我国进口商品在其总进口商品中的份额从2017年的21.6%降至2023年的13.2%。两国间直接货物贸易量的减少和上轮制裁以来我国的应对措施和取得的经验，将弱化同等幅度关税提升对我国出口产生的冲击。

但如果特朗普对我国关税提升幅度过大，或者对东南亚等国、墨西哥、加拿大等周边国家、欧盟等盟国、甚至美国之外所有国家都加征关税的话，那对我国出口的冲击将较大。但此时，除了会抑制全球贸易之外，也会弱化美国与其盟友国之间联盟的稳定性。在这种大环境下，各国和地区或许会基于各自的利益、条件做出不同的回应，这样无疑会给2025年的经济、军事、政治等都增加很大不确定性。

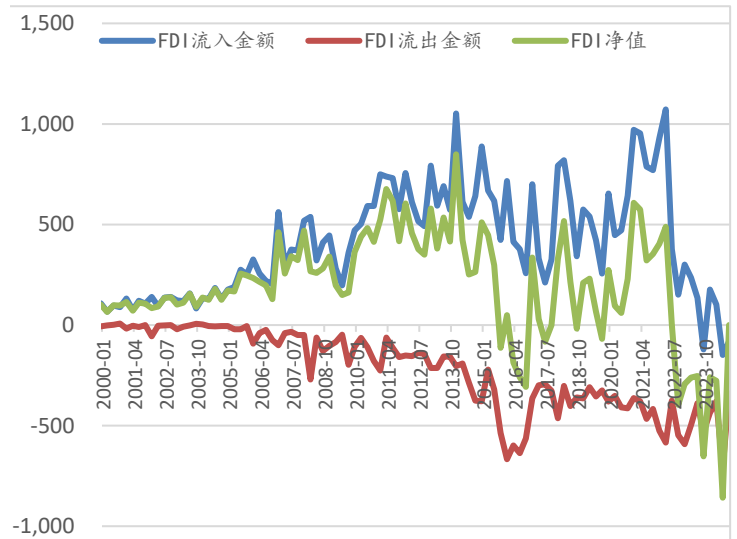
在中美对立加剧的大环境下，跨国企业纷纷选择把产业链迁往东南亚、或美国友邦国家、甚至直接回流美国，我国FDI流入金额大幅减少。自我国加入WTO以来，我国FDI流入金额持续为正值，2023年Q3首次录得-120.6亿美元的负值，今年Q2、Q3又继续录得-148.6亿美元和-81亿美元的金額，而且今年大概率会成为第一个录得负值的年份。

图表 27: 进出口增速



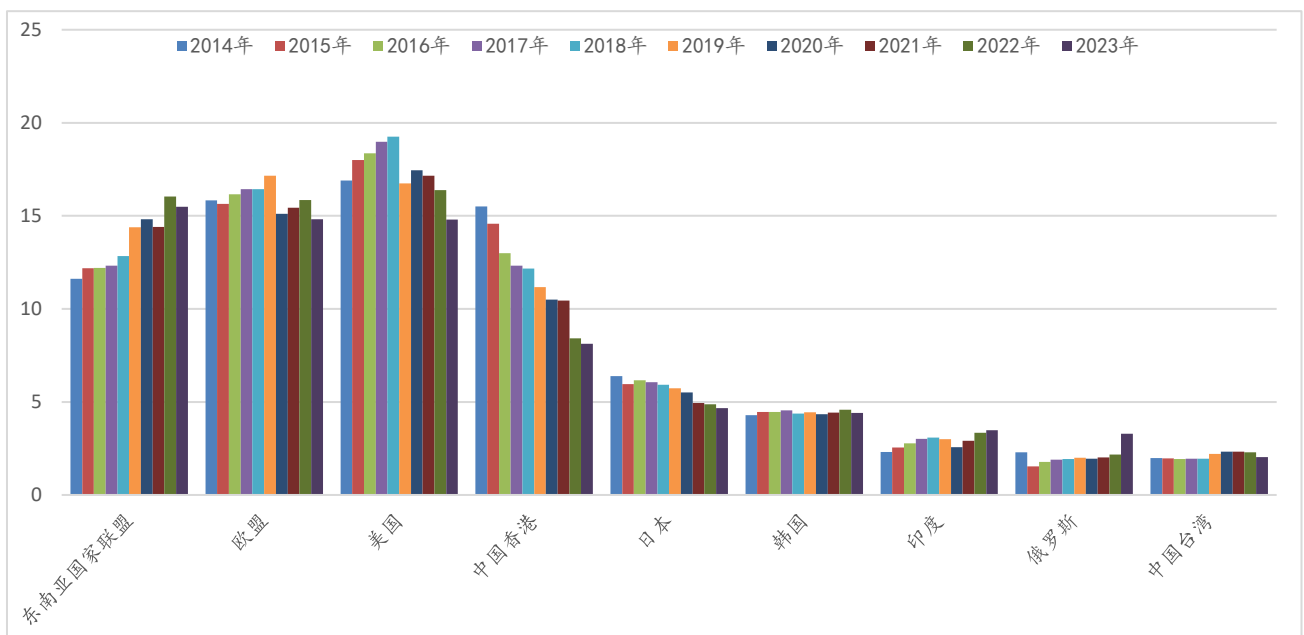
资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

图表 28: 加入 WTO 以来我国 FDI 流入金额首次转负



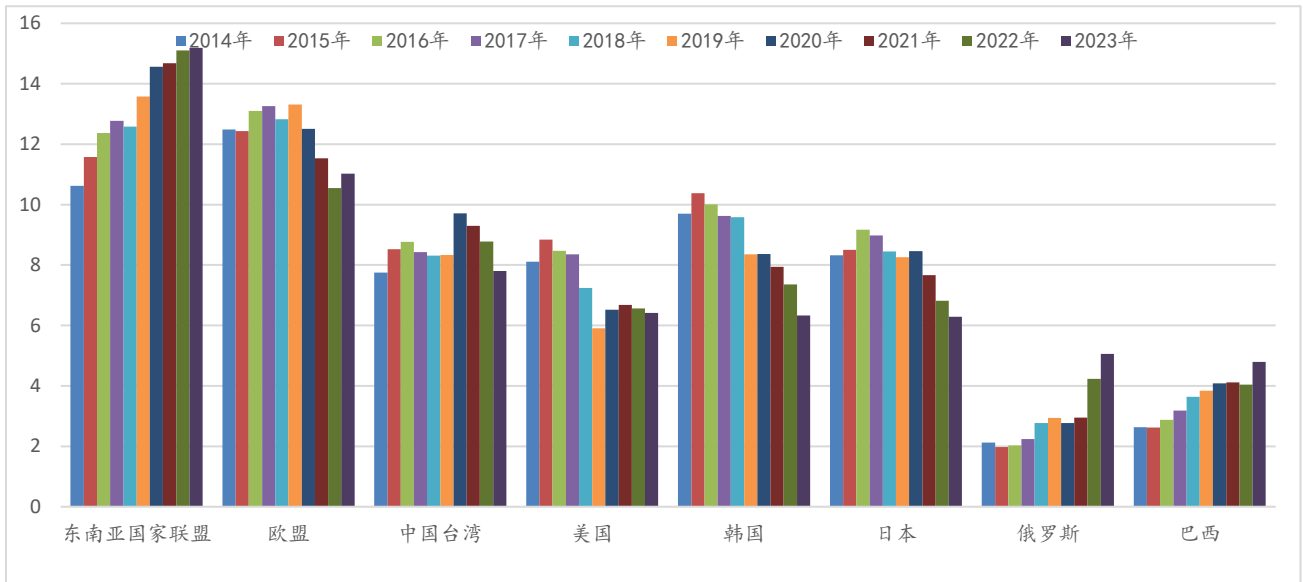
资料来源: 外管局、Wind、致富研究院

图表 29: 出口地域结构变动



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

图表 30：进口地域结构变动

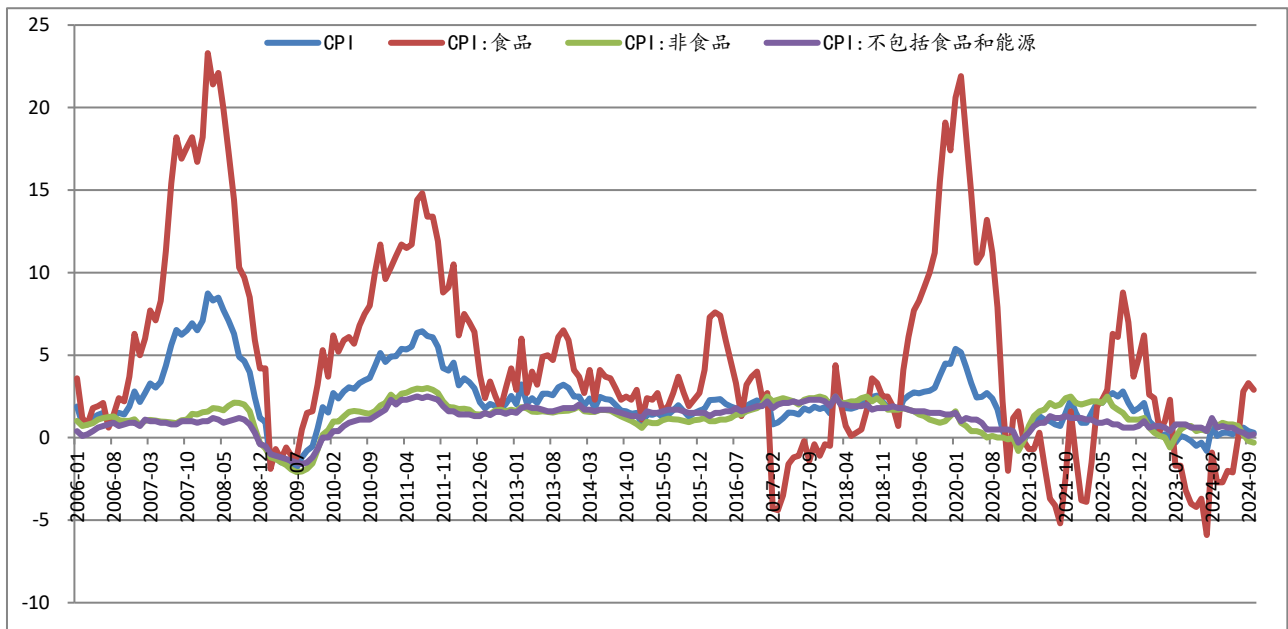


资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

3、通缩延续

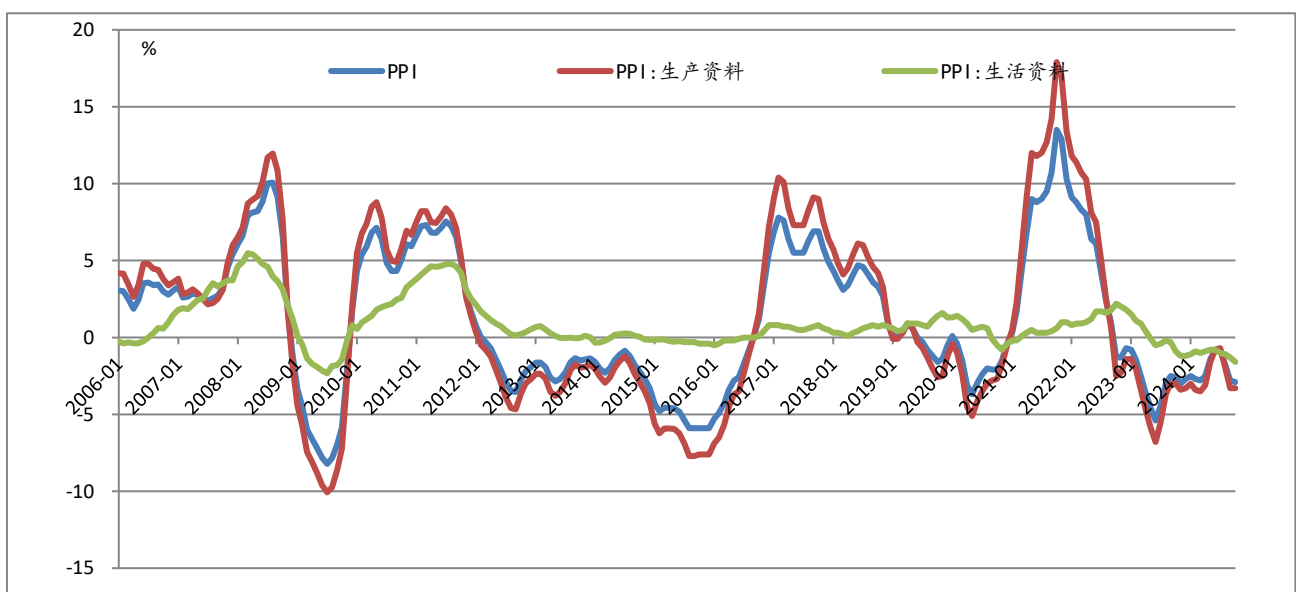
今年在猪肉价格和蔬菜价格上涨的带动下，食品价格出现一波上涨走势，但CPI、CPI非食品价格、核心CPI均持续处于低位，GDP平减指数已连续6个季度为负，PPI也已经连续两年维持负值。价格指标指向我国居民有效需求疲弱、企业产能过剩以及企业盈利状况持续不好。

图表 31: CPI 走势



资料来源：统计局、Wind、致富研究院

图表 32: PPI 持续处于通缩之中



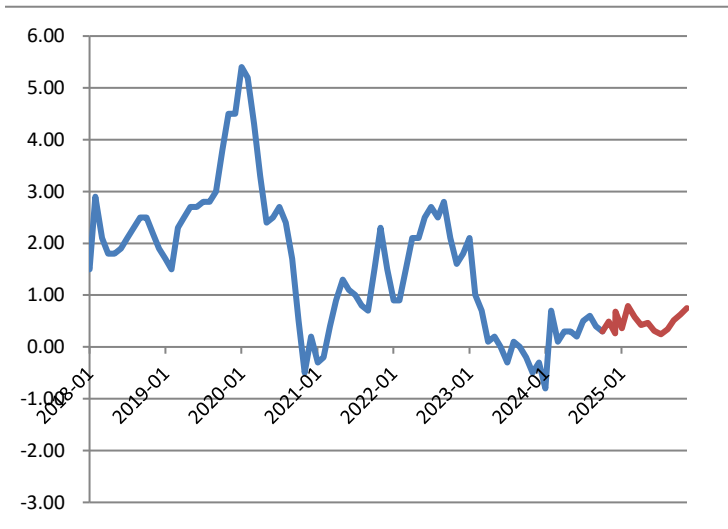
资料来源：统计局、Wind、致富研究院

展望 2025 年，我们认为我国经济仍难以走出通缩泥潭，原因在于：

- 一、关税和非关税壁垒将冲击我国出口，加重产能过剩情况；
- 二、就业和收入状况难以显著好转，居民和企业预期依然悲观，有效需求持续疲弱；
- 三、特朗普支持原油等传统能源，将使原油价格回落，进而带动其他大宗商品和商品价格随之回落；

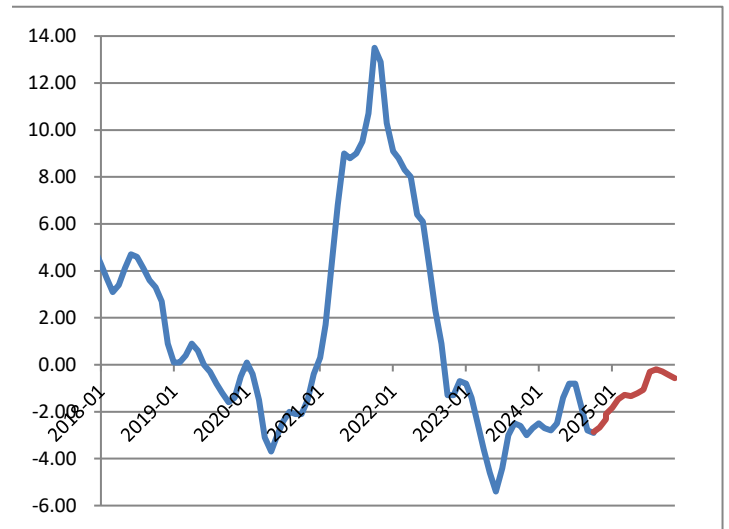
综上，我国经济短期内将继续处于通缩之中，GDP 平减指数和 PPI 继续为负值，CPI 和核心 CPI 继续维持低数值。

图表 33：2025 年 CPI 继续维持低位



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 34：2025 年 PPI 继续为负



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

4、逆周期政策支持力度加大，财政政策发力，货币政策继续提供宽松金融环境

今年税收收入和土地出让金收入增速双双持续录得负值，前 10 个月税收收入同比减少 4.5%，土地出让金收入同比减少 22.9%。

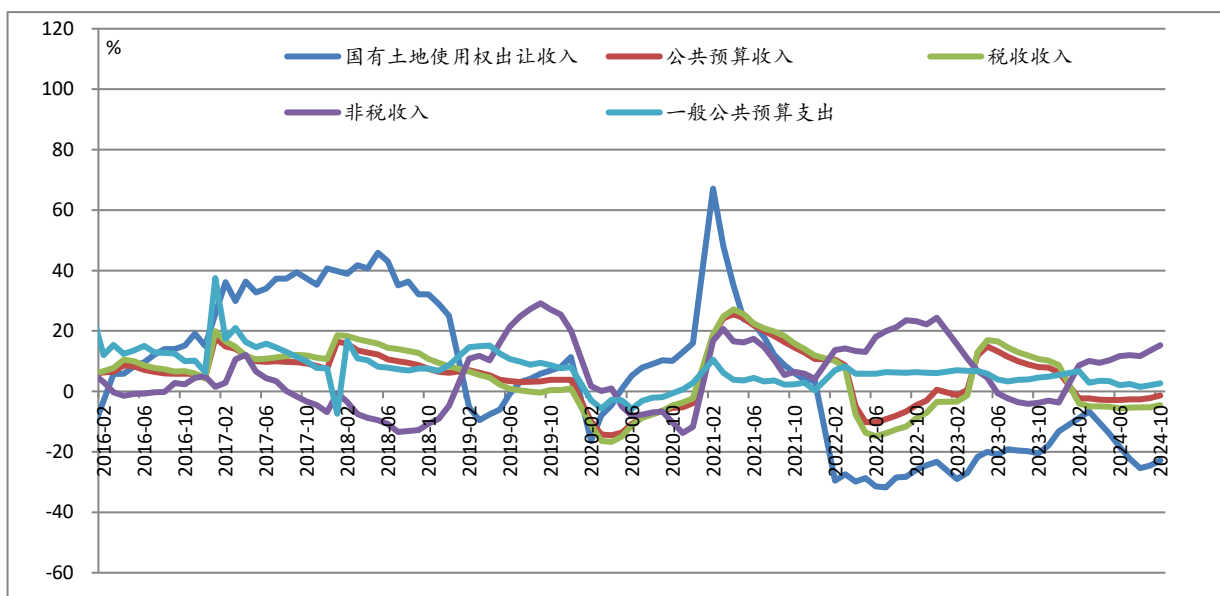
虽然政府尽力增加非税收入，将增速大幅提升至 15.3%，但依然未能弥补税收收入减少的缺口，财政收入总额增速仍然为负。在赤字率既定的前提下，收入减少直接抑制了财政支出的增速，前 10 个月财政支出仅增长 2.7%。

9 月底政策转向，财政政策着力点为地方政府化债（2024-2028 年总规模 10 万亿元）、补充商业银行一级资本金、促进房地产市场止跌回稳、对重点群体加大支持保障力度，这些政策主要解

决经济发展到当前阶段出现的存量问题，降低地方政府、房地产、商业银行等领域风险，增量政策较少，稳经济、扩内需方面政策较少，对经济拉动有限。2025年财政政策将继续发力，预计赤字率将提升至3.8%，地方政府债额度提升至4.8万亿元。除已公布的化债、补充银行资本金、稳房地产等政策之外，新增政策举措会向稳经济、提振内需倾斜，预计对基建投资、保民生、强社保等方面支持力度加大。

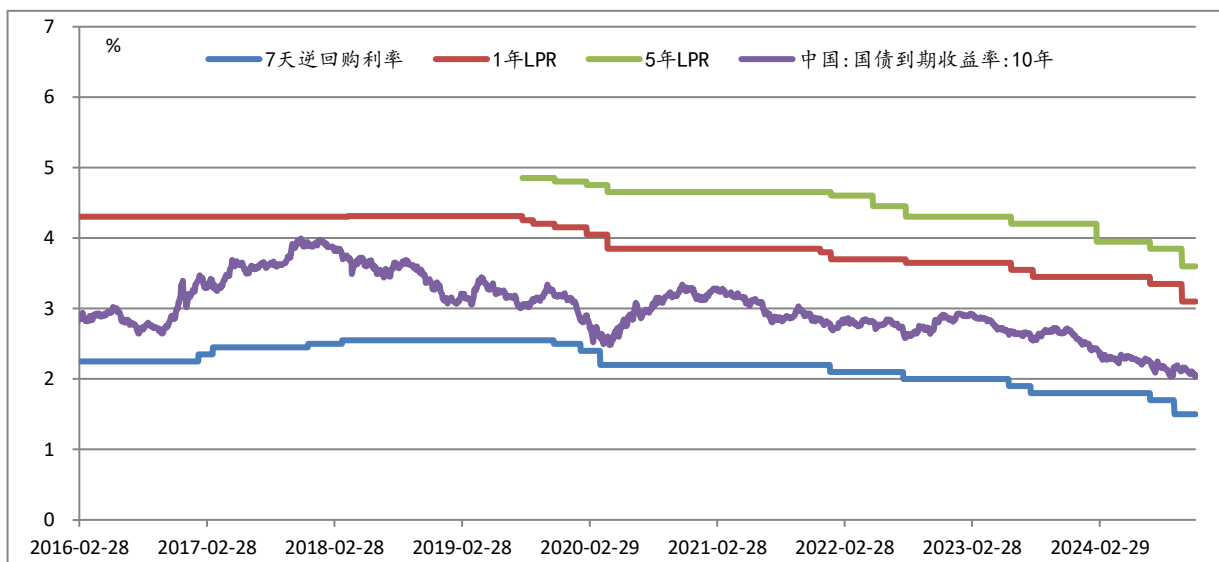
货币政策方面，今年2月、9月两次下调存款准备金率共1个百分点，释放长期流动性约2万亿元；1月下调支农支小再贷款、再贴现利率2bp，7月、9月下调公开市场7天逆回购利率30bp；降低房贷利率，下调房贷首付比例；创设证券、基金、保险公司互换便利与股票回购、增持再贷款，支持股票市场稳定发展。2025年货币政策会延续今年的降息周期，预计12月到明年将继续降低存款准备金率50bp左右，调降7天逆回购利率40bp左右；降低政府、居民、企业等各部门融资成本，以利于政府逆周期调节经济、居民和企业部门去杠杆、生产经营等活动的顺利进行。

图表 35：财政收入减少抑制财政支出



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 36: 利率回落



资料来源: Wind、致富研究院

四、2025 年投资展望

1、股票市场维持区间震荡走势

对明年 A 股走势而言，利好因素有——货币政策继续处于降息的宽松周期，无风险利率和市场利率将继续下降；当前 A 股估值处于低位等。利空因素有——经济动能疲弱，企业盈利状况不会显著好转，特朗普加征关税对经济、市场预期、市场风险偏好的冲击等。

多空因素相互作用之下，我们认为 2025 年 A 股投资要点有二：

一、市场大概率维持区间震荡走势，上证指数的震荡区间为 3100-3700。

二、重点挖掘结构性机会。比如增量政策作用的领域——基建投资等；再比如中美贸易摩擦升级引致的进口替代等。

2、债券收益率回落

从基本面看，明年居民消费依然疲弱，外部关税制裁升级，制造业和外贸对经济的贡献下降，虽然财政政策会逆周期调节，但不能完全弥补经济回落的缺口，经济增速将回落至 4.5% 左

右，物价依然处于通缩之中，对债市形成利好。

从政策导向看，货币政策会延续今年的降息周期，明年将继续降低存款准备金率 50bp 左右，调降 7 天逆回购利率 40bp 左右。各期限利率也将随之回落，预计 10 年期国债收益率将降至 1.6% 左右，降低政府、居民、企业等各部门融资成本，以利于政府逆周期调节经济、居民和企业部门去杠杆、生产经营等活动的顺利进行。

3、人民币适度贬值以缓冲美国加征关税的影响

2018-2019 年美国对我国加征关税时，CNH 从阶段性低点 6.23 到阶段性高点 7.19，贬值幅度 15%。2025 年，为应对特朗普 2.0 加征关税对我国出口的冲击，央行和外管局会让人民币适度贬值来进行一定的对冲。综合分析中美经济和利差走势、人民币当前所处位置、此轮加征关税对我国出口的冲击等因素，本轮人民币贬值幅度小于上轮，预计贬至 7.5 左右。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司 香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼 电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	香港致富证券有限公司北京代表处 北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层 电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555831	香港致富证券有限公司上海代表处 上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室 电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	香港致富证券有限公司深圳代表处 深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼 电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk