

拨雪寻春：2025年中国宏观经济展望

- 风险提示：战争影响超预期风险、大宗价格波动风险、中美贸易壁垒提高超预期风险、地方财政收缩幅度更大的风险、假设条件变化影响预测及测算结果的风险。

研究结论

- 2025 或将成为寻找潜力与弹性的一年——消费、基建、地方作为的空间、中央财政的撬动力、产业布局的优化与升级、三中全会部分改革措施的落地，都有望成为亮点所在。**政策空间远未穷尽，因此不需要对相机抉择过度忧虑，甚至内部潜力与政策助力有望在外部风险超预期的情形下得到进一步演绎和激发。**
- 消费：超长期特别国债支持“以旧换新”是近期政策思路转变的重要标志，意味着逆周期稳增长资金不再单纯专注于基建、设备、新质生产力等领域（立足于长期效益），而是兼顾居民内需（一次性兑现）。从 2024 年的实践来看，这一做法财政成本不太高（最新数据显示未超过 1000 亿），杠杆明显（1:3 以上）、中西部地区的弹性更大（意味着能平衡各地发展）、大城市的配套能力更强，**明年扩大以旧换新品种和规模已是确定性事件**，预计相应财政资金的时间窗口也将延长，测算认为社零增速有望达到 5.1%。
- 出口：**关税冲击的关注点有三，一是豁免是否可能，二是转口逻辑有无改变（限制转口贸易可能也是关税 2.0 的政策目标之一），三是宣布与落地的时间，这涉及抢出口的时间窗口。**我们测算认为，如果中美顺利形成贸易共识，使得摩擦力度与 2019 年相近，转口也相对顺利，则 2025 年出口增速预计在 0.2% 附近；如果摩擦明显加剧，未形成贸易共识，且严格限制转口，则出口增速预计约为 -3.8%。
- 制造业：**对新质生产力的追求本身就意味着不断的更新升级，带来较高的投资增速，但产能相对需求存在“过剩”的疑虑也开始出现，导致财政与产业互动关系正在发生改变。**我们预计 2025 年政策对设备更新的支持大概率将作用于全年，规模也相应增加，同时考虑到招商引资模式的变化以及中长期贷款、利润等指标对投资的传导，不宜对基准预期过高，综合预测明年制造业投资增速 7.6% 左右。
- 基建：2024 年基建增速已经不低，但我们认为未来仍有韧性，**今年区域间表现有比较大的方差，是否争取到足够中央加杠杆资金或央企重大项目是各地基建走势差异的关键所在，从这个角度看，明年赤字与中央杠杆率提升空间的兑现，有利于继续维持甚至推升基建增长。**项目方面，新市民的形成、老旧基建的维护、重要区域战略的推进都会成为空间所在，测算认为明年广义基建增速在 10.2% 左右。
- 地产：**新质生产力的增长和财政秩序的重塑有利于实体经济发展基础较好、新型工业化动力较强的城市/区域发展，城中村、保障房政策对这一趋势也有顺应，人口与产业有进一步集聚的动力，带来与新市民有关的住房乃至地产后周期需求，基于此，房地产尤其是一二线城市地产销售已经初步具备企稳回升的条件，不过传导到投资仍需时间**，预计地产投资增速 -10% 左右。结合往年绝对值与近年增速所计算的占比，2025 年整体固定资产投资增速预计 3.8% 左右，较今年改善。
- 财政、货币与产业政策激活改革红利，改善需求短板，对冲出口风险。值得期待的维度包括：**（1）生育与养老，如构建中央与地方双管齐下的生育补贴、丰富养老金融第三支柱税优模式尤其是推动税收优惠向中低收入者倾斜、更新养老金计发公式等。常住人口是流动的，地方支持下的新增人口可能未来会流入其他省份，所以中央支持具有逻辑合理性；（2）推进财政体制改革尤其是夯实地方政府财力，未来的变化包括落实消费税征收环节后移并下划地方、授权地方政府确定各自适用的地方附加税税率等；（3）强化区域政策与产业规划，这与规范地方投融资体系、加强中央事权、推动区域经济布局优势互补（而不是更进一步走向“内卷”）等因素都有关；（4）利用好中央加杠杆的宝贵空间，包括更大规模的超长期特别国债、赤字率与地方专项债，辅以偏积极的 GDP 增长目标；（5）货币与汇率政策在位且不断优化框架，稳外贸并降低出口信用保险、信贷便利等服务的门槛，提高普惠性。**

证券分析师

| | |
|-----|---|
| 陈至奕 | 021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001 香港证监会牌照：BUK982 |
| 孙国翔 | sunguoxiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080009 021-63325888*7590 |
| 孙金霞 | sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001 021-63325888*3046 |
| 曹靖楠 | caojingnan@orientsec.com.cn |

相关报告

| | |
|-----------------------------|------------|
| 产需两侧均回升——11月 PMI 点评 | 2024-12-01 |
| 政策助力凸显消费弹性——10 月经济数据点评 | 2024-11-15 |
| 如何理解经济数据的改善快于预期：月度宏观经济回顾与展望 | 2024-11-06 |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 2024：需求短板浮现，对症下药开启..... | 4 |
| 增长模式转型，内需压力显现 | 4 |
| 财政节奏影响增长节奏..... | 5 |
| 政策思路边际调整，对消费端的支持力度提升 | 6 |
| 房地产需求修复任重道远 | 7 |
| 外需弥补部分内需不足..... | 7 |
| 2025年：寻找潜力与弹性..... | 8 |
| 内需：财政溢出到消费是最大变化 | 8 |
| 财政成本小，撬动力度大 | 8 |
| 区域分布看，中西部地区的弹性更大 | 8 |
| 政策拉动大概率将在 2025 年继续演绎且力度加大 | 10 |
| 外需：立足优势，迎战风险..... | 11 |
| 当前中国出口份额表现强于预期 | 11 |
| 2025 外需有韧性，但贸易摩擦或成为核心变量 | 11 |
| 不同情境下出口的假设与测算 | 14 |
| 制造业：走高质量发展驱动之路 | 15 |
| 财政与产业互动关系的改变 | 15 |
| 利润低迷难以否认，但企业间竞争将催化升级更新需求 | 17 |
| 房地产：仍在转型过程中，投资端表现或不如销售端..... | 18 |
| 基建：新市民趋势与基建维护有提升空间，明年有望继续抬升 | 18 |
| 货币与通胀：预计会有小幅抬升..... | 19 |
| 中央加杠杆进程仍处前期，中长期改革不断落地..... | 20 |
| 生育与养老政策 | 20 |
| 推进财政体制改革尤其是夯实地方政府财力 | 20 |
| 强化区域政策与产业规划 | 21 |
| 利用好中央加杠杆的宝贵空间，提振财政资金撬动力 | 21 |
| 货币与汇率政策在位且不断优化框架 | 21 |
| 稳定外贸企业，纾困政策可能重现 | 21 |

风险提示..... 22

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1：GDP 增速及其分项（%） | 4 |
| 图 2：CPI 及部分分项当月同比（%） | 5 |
| 图 3：PPI 及部分分项当月同比（%） | 5 |
| 图 4：工业企业利润与营收累计同比（%） | 5 |
| 图 5：制造业投资及其分项（%） | 5 |
| 图 6：一般公共预算收支累计同比（%） | 6 |
| 图 7：政府性基金收支累计同比（%） | 6 |
| 图 8：社零和服务业生产服务指数累计同比（%） | 6 |
| 图 9：居民累计消费倾向（%） | 6 |
| 图 10：地产开发投资累计同比（%） | 7 |
| 图 11：商品房销售和房屋新开工当月同比（%） | 7 |
| 图 12：出口累计同比增速（%） | 7 |
| 图 13：中国出口份额（%） | 7 |
| 图 14：2024 年 10 月 IMF 展望中贸易价格部分 | 15 |
| 图 15：制造业投资与相应中长期贷款（%） | 18 |
| 图 16：制造业投资与盈利能力（%） | 18 |
| | |
| 表 1：下半年各省消费券形式不完全整理 | 8 |
| 表 2：2024 年 10 月 WTO 全球外贸展望（%） | 12 |
| 表 3：历次 301 关税情况..... | 13 |
| 表 4：出口的假设与预测 | 15 |
| 表 5：各地“拨改投”实践..... | 16 |

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/445321131334012011>