

2025 宏观经济展望：白日耀中庭，青春恰自来

分析概述

- 2024 年中国经济从高速增长阶段进入高质量发展阶段，当发展阶段变化时，旧模式、旧视角转为新局面，出现了包括地产、消费等行业对宏观经济的拖累，经济呈现一定的通缩迹象。预计 2024 年 GDP 增速完成“5%”左右的目标，但面对宏观中出现的问题，结构上需要进一步优化。
- 2025 年宏观目标和方向基本上已经确定。那就是关税问题大概率对我国经济产生短期冲击，为了确保中国的长期战略“进一步推进国际化”的干扰减少。因此需要稳住内需，尤其是扩大消费需求，是应对外部冲击的必要抓手。宏观政策已经确定从扩大财政刺激，加大货币宽松力度，加大消费扶持力度，多角度稳外贸等方向入手，由于政策方向确定，预计市场信心将明显恢复，经济增长目标顺利实现。
- 预计 2025 年主要的大宗工业品难以出现大的单边趋势行情，目前工业品面临的宏观环境和供需关系缓慢改善，矛盾并不尖锐。内盘定价的工业品整体所处的位置较低，处在“估值有优势，驱动仍匮乏”的阶段，需要等待催化的出现。外盘定价的品种所处位置较高，回调之后方有买入价值。

研究员

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

目 录

当前宏观经济面临的主要压力.....	3
经济转型之下，内需压力明显.....	3
通缩压力明显.....	5
地产企稳仍需时日.....	8
外部压力明显将逐渐显现.....	9
2025 年宏观展望：对策、潜力与弹性.....	11
2025 年宏观经济展望之一：财政政策力度加大.....	11
2025 年宏观经济展望之二：提振消费优先级明显提升.....	16
2025 年宏观经济展望之三：积极应对外贸冲击.....	19
2025 年宏观：以进促稳，开启新篇章.....	21
法律声明.....	23

当前宏观经济面临的主要压力

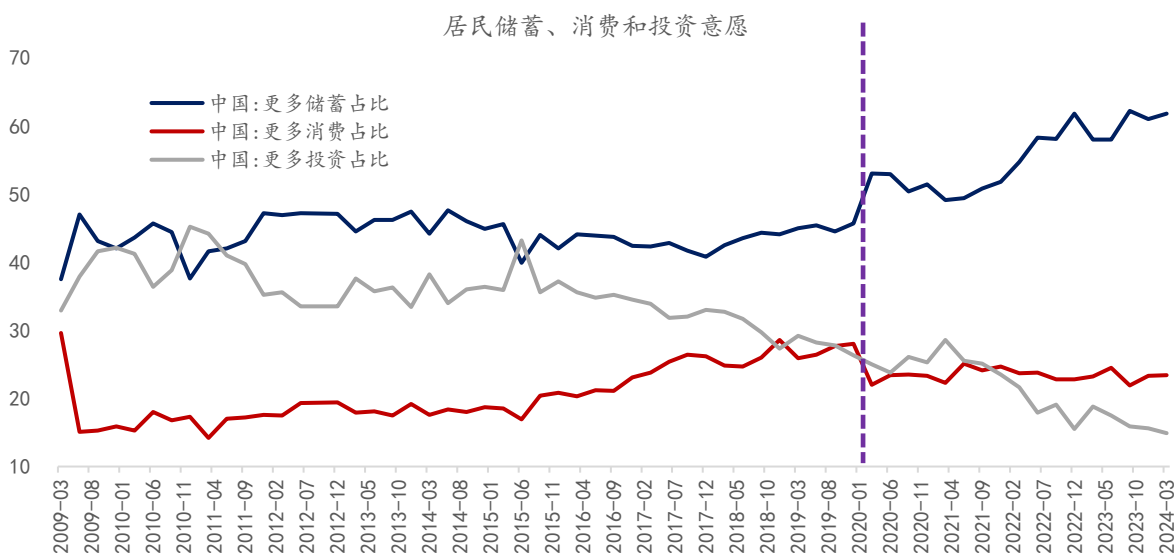
经济转型之下，内需压力明显

消费和投资组成的内需，是经济增长的重要引擎。国务院发展研究中心表示，“当前中国经济面对的主要问题是宏观经济总量失衡，总供给大于总需求。”

国内需求不足，导致整个经济循环面临压力，经济中出现的部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，消费低迷等现象，是目前经济面临的压力之一。

1-3 季度最终消费支出对 GDP 增长的贡献率分别为 73.8%、46.6%、29.3%，其中 2、3 季度处在历史较低水平，在供给端难以迅速调整的情况下，部分演化为通胀修复不足、企业营收和利润分化。

图表 1：居民储蓄、消费和投资意愿

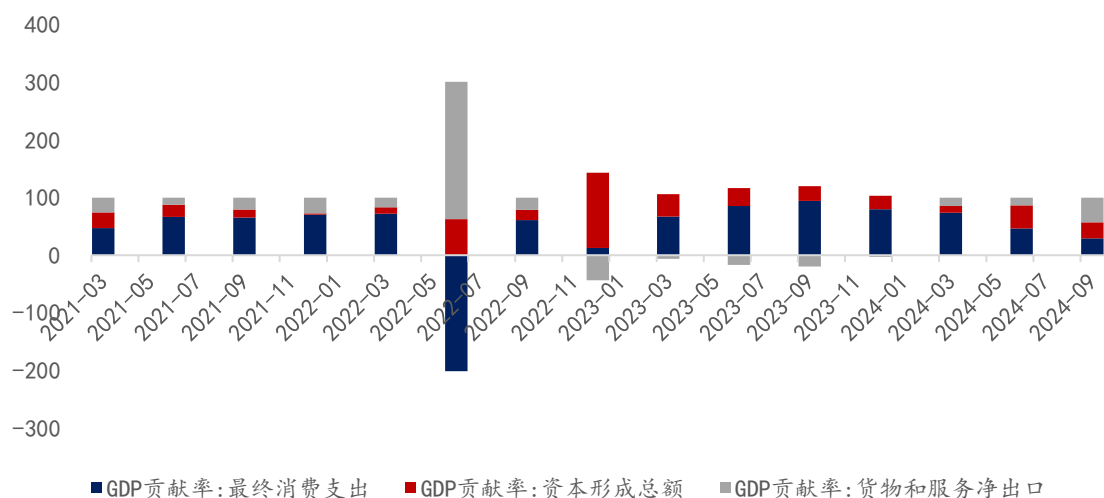


数据来源：Wind，中金财富期货研究所

通胀受需求端拖累。CPI 方面，2024 年 3 月的当月核心 CPI 为 0.6%，与 2023 年 12 月持平，且基本维持到 2 季度末，然而随着内需压力进一步显现，截至 10 月核心通胀趋势性回落，同期服务项和非食品项同比读数均下降；PPI 方面，3、6、9 月当月同比分别为 2.8%、-0.8%、-2.8%，整体呈倒 U 型，始终未能回正。

工业企业利润表现明显弱于营收。截至 9 月，规上工业企业营收和利润累计同比分别为 2.1%、-3.5%；累计营收利润率为 5.27%，低于 23 年同期 0.35 个百分点，其中百元营收所需的成本和费用均上升，结合规模以上工业增加值走势来看（截至 9 月累计增长 5.8%），“以价换量”的现象较为明显。

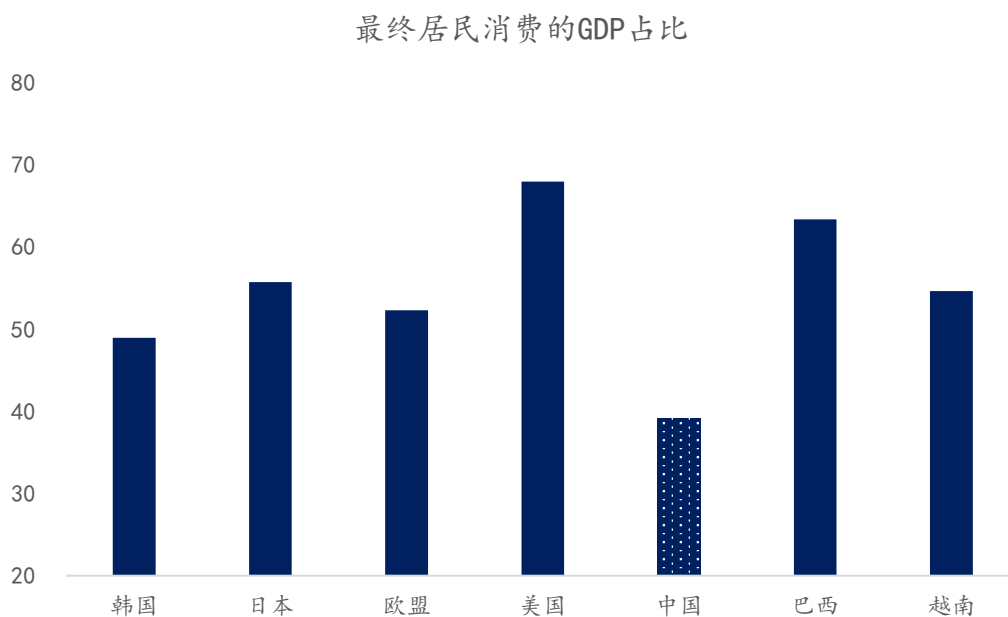
图表 2: 消费在 GDP 的贡献持续回落



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

从三驾马车的角度看,我国经济结构上存在一定程度的不均衡,2023 年投资占 GDP 的 42% (而全球平均为 24%),消费占 56% (而全球平均为 76%),净出口占其余部分。这些失衡相对全球的均值较为明显,如果能够将消费在 GDP 中的份额提高十个百分点,同时将投资份额降低十个百分点,我国的投资份额仍将是世界上最高的之一 (甚至高于许多增长更快的发展中国家),而消费份额则是世界上最低的之一。

图表 3: 我国最终消费的占比



数据来源: wind, 中金财富期货研究所

但是宏观方面存在明显的约束，如果能让总消费增长快于家庭收入，必须有家庭储蓄的收缩或家庭或财政债务的增加（后者是为了资助增加的家庭转移支付）。出于相同的原因，要让总消费增长慢于家庭收入，必须有家庭储蓄的扩张或家庭或财政债务的减少。虽然这些情景都有可能发生，但家庭储蓄及家庭和财政债务的扩展或收缩是有限制的。

未来五到十年，如果 GDP 增长快于消费增长，这意味着中国内部的失衡将进一步恶化。在这种情况下，平衡 GDP 与消费增长之间日益扩大的差距只有两种方式：要么投资必须比 GDP 增长得更快，要么中国的贸易顺差必须激增。

依赖于投资增长加速的问题在于，投资，尤其是在扩展基础设施方面，越来越不具生产性，且仅仅为未来中国带来更大的调整困难。随着更多资源用于产生递减的经济价值，投资与经济增长之间的差距只能通过增加债务暂时弥合，但中国依赖增长债务来填补这一差距的空间是有限的。

中国的 GDP 与消费同步增长。在这种情况下，中国经济仍将极度不平衡，但至少失衡不会进一步恶化。这意味着，中国长期的 GDP 增长将主要取决于长期的消费增长。

从投资继续高增长，以及贸易顺差继续大幅扩大的难度加大，这意味着在中长期内，最可能的情景是以消费逆转经济失衡，在这种情况下，中国长期的 GDP 增长率约等于长期消费增长率。这也是为什么当前首要经济任务必须是以可持续的方式提升消费增长率。可以这么说，未来五到十年消费增长率上限，也将是中国 GDP 增长的上限。

通缩压力明显

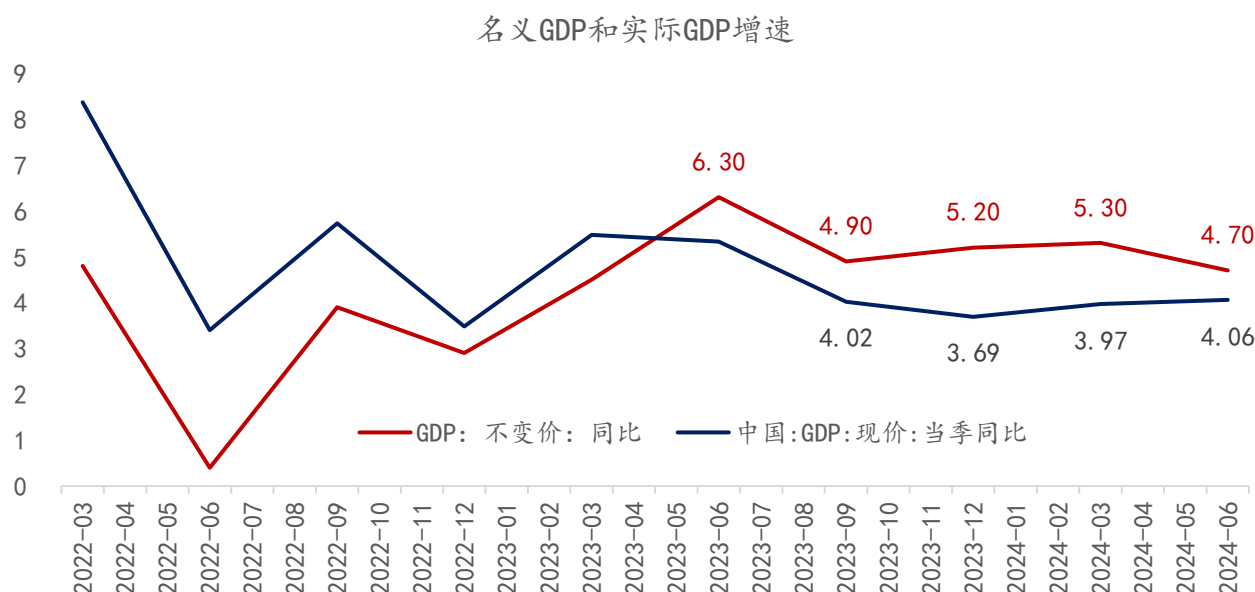
通货紧缩是指一般物价水平持续下跌，货币供给量持续下降和经济衰退的现象。当市场上流通的货币减少，居民的货币所得减少，购买力下降，导致物价下跌，造成通货紧缩。长期的货币紧缩会抑制投资与生产，导致失业率升高及经济衰退。

从 GDP 的走势看，自 2023 年下半年以来，我国的实际 GDP 增速一直高于名义 GDP 增速，呈现一定程度的通缩态势。

历史上，最令人胆寒的通缩发生在大萧条时期，在 1929-1933 年“大萧条”时期。在此期间，美国物价下降了 227%，货币数量年均减少 10%，银行数目减少了 42%，实际国民生产总值下降了 30%。

另外一个通缩的例子是日本，自 90 年代泡沫破灭之后，日本经济开始了长达 30 年的通货紧缩。在这段时间里，日本的物价、工资、资产价值都几乎没有变化。因为经济基本毫无发展，被称为“消失的三十年”。

图表 4: 我国名义 GDP 和实际 GDP 增速

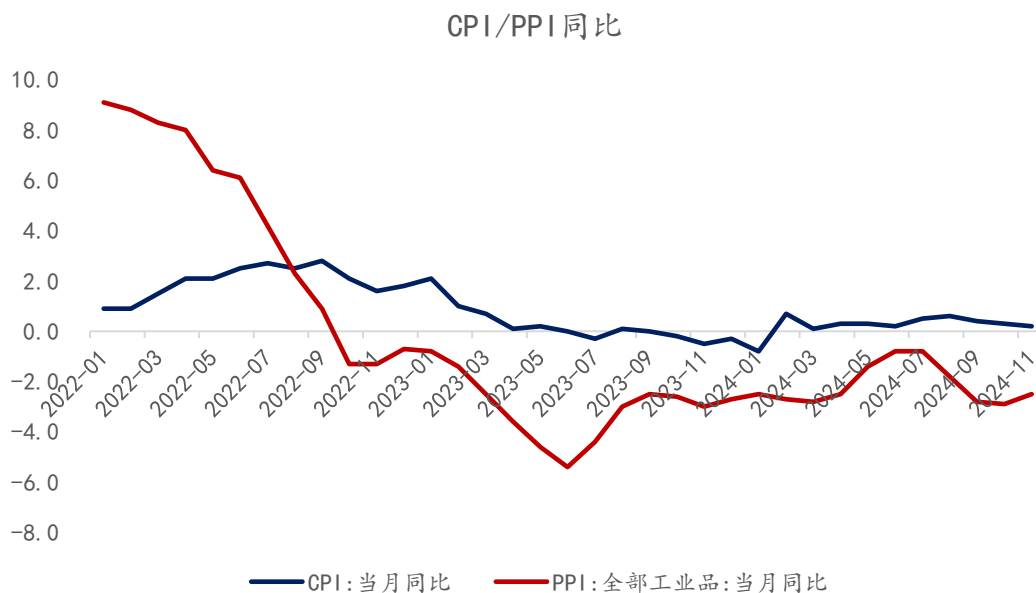


数据来源: wind, 中金财富期货研究所

对于通货紧缩关于判断标准,一般认为,若消费者物价指数(CPI)连跌两季,则表示经济出现通缩。但这只是窄义的关于消费品的通缩,广义的通缩还应包括消费品以外的经济要素,特别是资产,包括房地产和股票等金融资产的通缩。实际上,有时候资产的通缩比消费品的通缩对经济的影响更大。

窄义通缩的情况下,消费者觉得货币值钱,储蓄比消费更为有利,所以增加储蓄减少消费;企业在产品或服务价格走低下利润降低,同时预计会继续降低,因而减少投资。于是,消费和投资同时减少,导致经济增长放缓甚至衰退。资产通缩情况下,资产的财富效应由正变负,消费者面对所拥有的财富缩水消费意愿和能力均收到削弱,不得不减少消费;企业的资产除机器设备外还有很多是金融资产和房地产,这些资产的缩水导致企业的资产负债表恶化,从而投资能力和意愿减弱,同样致使经济增长走弱甚至衰退。

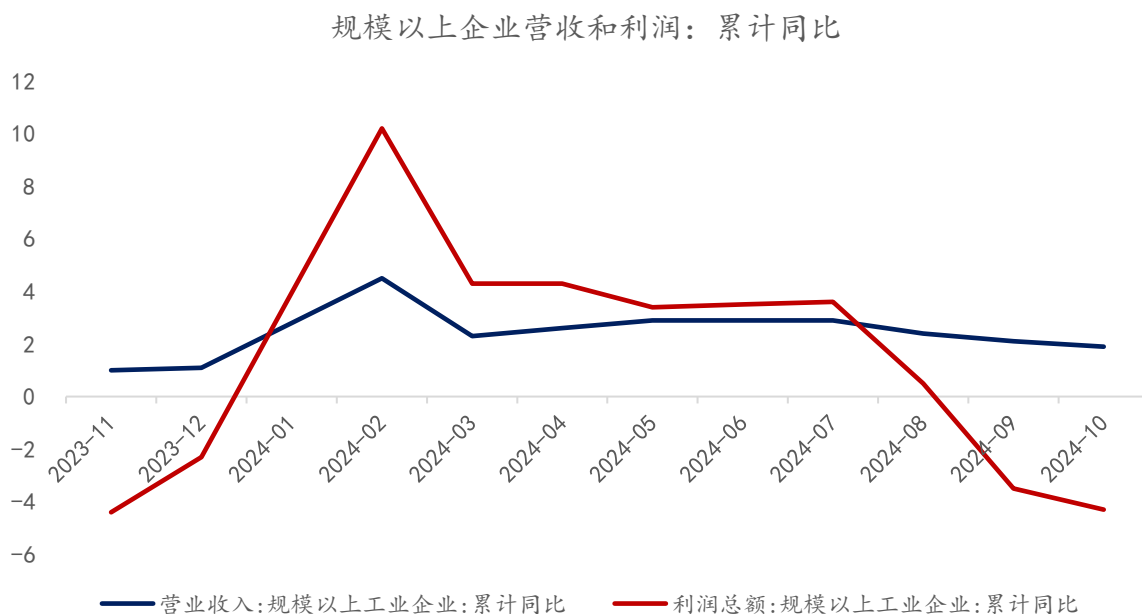
图表 5: PPI 回升依然疲弱



数据来源: wind, 中金财富期货研究所

经过多年的高速增长和货币大量发行,我国很多消费者和企业都积累了大量的资产,决定她们消费或投资的主要变量已不仅仅是流量收入的多少,还包括存量资产的价值。如此,从国内环境来看,通缩对经济增长的影响已经是不应低估。

图表 6: 工业企业利润同比收缩明显



数据来源: wind, 中金财富期货研究所

地产企稳仍需时日

2022 年，地产完成投资额为 13.29 万亿，已经相比于 2021 年的峰值降低了 8.4%，而 2023 年地产投资仍然在持续下降，已经下降至 11.09 万亿，同比跌幅为 8.1%。2024 年 1-11 月，房地产累计投资完成额为 9.3 万亿，预计全年在 10 万亿附近。

图表 7：房地产投资完成额



数据来源：wind，中金财富期货研究所

地产对经济的影响，远不止单纯的直接影响 GDP 这么简单，其对财政，就业，信贷等方面的影响，十分巨大。

在财政收支方面，土地出让金，作为地方财政收入的关键来源，多年来在许多城市的财政结构中占据着举足轻重的地位。数据显示，大部分一二线城市，土地出让金占地方财政收入的比例长期徘徊在 40% - 60%之间；而在某些经济结构相对单一的三四线城市，这一比例更是一度超过 70%。例如，巅峰时期，杭州在 2021 年土地出让金收入高达 3000 多亿元，成为支撑当年城市建设与公共服务支出的重要财源。同时，房地产开发、交易过程中产生的各类税费，如契税、土地增值税、房产税等，亦如涓涓细流，汇聚成地方财政收入的浩瀚江河。有财经专家一针见血地指出：“地方财政对房地产的依赖，已然形成一种深度绑定的格局，一荣俱荣，一损俱损。”

图表 8：土地出让金对财政影响



数据来源：wind，中金财富期货研究所

就业吸纳的维度上，房地产承载着海量的就业人口。统计，建筑行业及其关联产业所吸纳的劳动力人口超过 8000 万人，尤其是中国富余劳动力农村人口的主要吸纳行业，成为稳定社会就业大盘的关键力量。

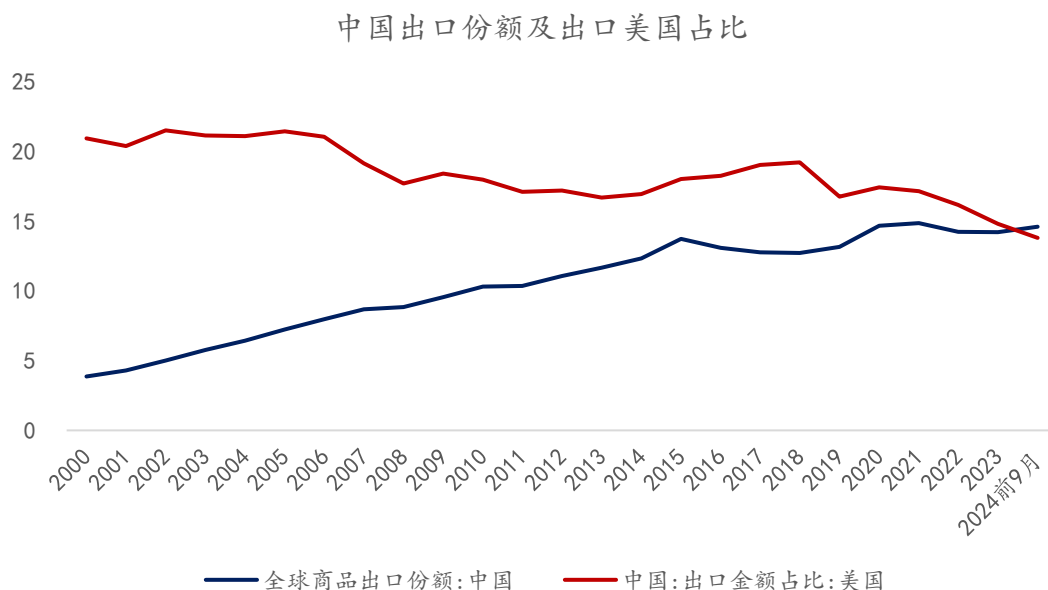
地产是中国信贷的最大单一行业，对中国的信用扩张影响巨大。央行数据显示，商业银行的房地产贷款余额长期在信贷总额中占据相当比例。截至 2023 年末，房地产贷款余额约 55 万亿元，占各项贷款余额的 28% 左右。房地产作为一种优质的抵押资产，成为金融机构信贷业务的重要依托。众多企业以房产为抵押获取资金用于扩大再生产或日常运营周转，大量居民家庭通过按揭贷款圆了住房梦的同时，也构建起了家庭资产负债表的核心部分。中国家庭金融调查 (CHFS) 数据表明，中国家庭资产配置中房产所占比重平均高达 75% 左右。这意味着房地产市场的任何风吹草动，都可能通过资产负债表渠道，对金融体系的资产质量和稳定性产生深远影响。

外部压力明显将逐渐显现

外部的压力主要来自外循环较好的出口可能面临压力。

2024 年中国商品和服务出口实际增速或将达到 10% 左右，数据上看是非常强劲的。这既得益于中国在很多领域的商品具备竞争力，同时也因为全球科技行业正处在上升期。出口美国的商品减少，但是因为对东盟、俄罗斯、墨西哥等地区的出口增加了，所以整体中国的出口总量仍然是增多的。

图表 9：中国出口份额及出口美国占比



数据来源: wind, 中金财富期货研究所

先从显性的美国来看，自 2018-2019 年中美贸易战以来，中国占美国进口的份额有所下降。尽管如此，美国对华贸易逆差仍超过美国对亚太地区（乃至全世界）其他经济体的贸易逆差规模，随着特朗普重新上台，预计中国将成为美国加征关税的主要目标对象。

根据路透社在 11 月 13 日至 20 日对 50 多名经济学家进行的调查，绝大多数经济学家预计特朗普将在明年初实施关税，中值为 38%，预测范围从 15% 到 60%。

在对经济学家的调查中，45% 的受访者表示“特朗普对中国商品征收的关税水平”将在 31% 至 45% 之间。35% 的受访者表示，关税水平将在 15% 至 30% 之间，20% 的受访者表示，关税水平将在 46% 至 60% 之间。

关税税率每提高 1 个百分点，预计会导致中国对美出口下降 0.9 个百分点。因此，若关税提升至 60%，将使对美出口减少约 40 个百分点。换算下来，中国的总体出口将减少约 6 个百分点，这意味着通过贸易渠道对 GDP 增长的直接拖累约为 1 个百分点。而由于出口行业是中国就业和投资的核心支柱，这种冲击还将进一步扩散至更广泛的经济领域。

除了美国之外，欧洲方面的经济也面临一定的压力。

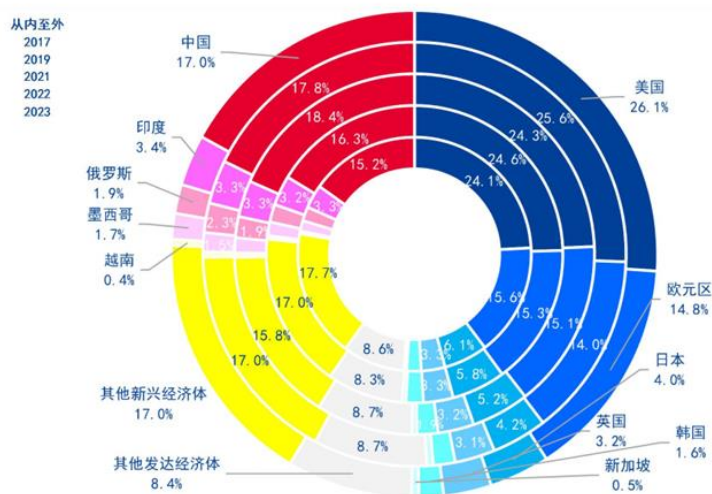
对于德国等欧洲国家而言，利率维持在偏高的位置，财政扩张受到限制，再加上俄乌战争的因素导致产业大规模扩张缓慢，经济在衰退边缘不断徘徊。欧洲经济已经较为明确的从滞胀进入衰退，现在我们需要关注的是否进一步的衰退加深的问题，尤其是制造业的问题其实压力比中国大很多。现在欧洲的服务业也开始加速回落，这意味着经济的压力更大，这势必会带来更弱的经济预期。

2025 年宏观展望：对策、潜力与弹性

2025 年宏观经济展望之一：财政政策力度加大

正如上文所述，今年以来随着外部形势更趋复杂严峻、房地产市场调整和地方政府化债同步进入深水区，经济阵痛叠加显现，是触发本轮政策加码的重要背景。中国经济在全球的占比在 2021 年达到峰值 18.4% 之后，连续两年出现了合计 1.4 个百分点的下滑。2024 年以来，美国延续高增长高通胀状态，而中国经济名义增速较低，最近 4 个季度中美 GDP 之比较 2023 年再度下降 1.6 个百分点至 62.5%，较 2021 年峰值水平低 12.7 个百分点。

图表 10：主要经济体 GDP 占比



数据来源：Wind，中金财富期货研究所

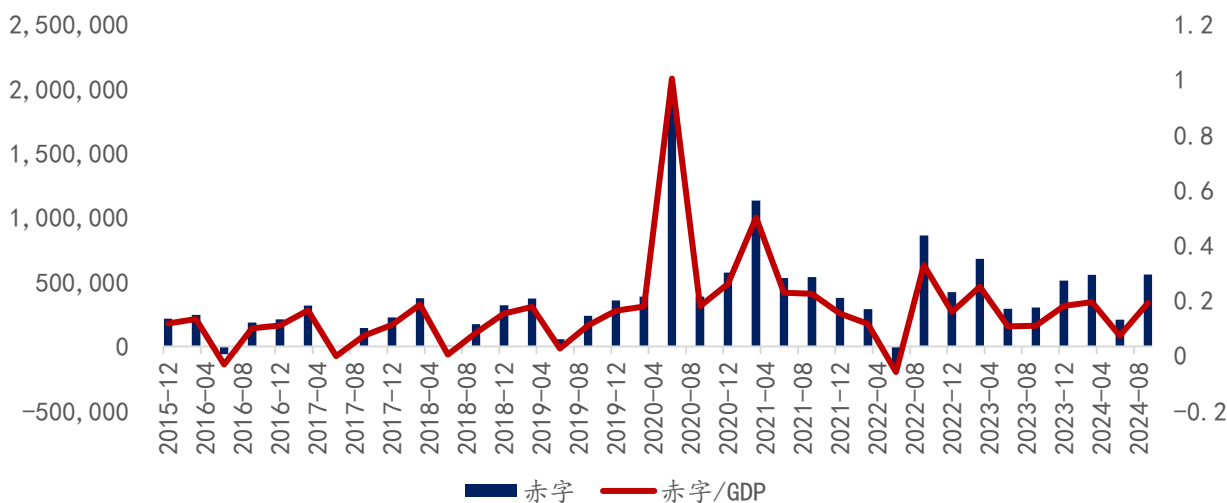
经济赶超是稳增长(供给侧)、优结构(需求侧)、稳汇率(外部均衡)三者共同作用的过程，本轮政策全面加码需兼顾短期刺激、中期可持续性、以及长期结构优化之间的精准平衡，政策目标三角，无一不可偏废。通胀偏低显示出国内消费和有效投资需求不足的特征明显，当前实施需求刺激措施需同时追求内需的可持续而非一次性增长。

美国当前“高赤字+宽货币+保护主义”的罕见政策架构可能在特朗普任内进一步走向极致，美元指数如进一步震荡上行，稳汇率的重要性又将进一步提升，这意味着夯实由消费升级和新质生产力强化研发所构成的国内供需循环可能比短期杠杆化刺激投资更具战略意义和可操作性。其中美国的经验值得我们借鉴。

美国持续的财政赤字扩张，是经济强势的核心因素之一，以减税、补贴等形式增加居民收入，推动消费需求进一步升温。特朗普主张的对外加关税、对内减个税、优化政府支出和进一步提升财政赤字率，可能加快美国居民消费增速。大流行前两年美国政府赤字率创战后纪录，对居民给予天量补贴。此

后俄乌冲突爆发，美国没有进行修复性财政紧缩，而是维持了 6% 左右显著高于疫情前的赤字率，美国居民储蓄率由此进一步走低，消费需求持续旺盛。

图表 21：美国赤字及占 GDP 比重

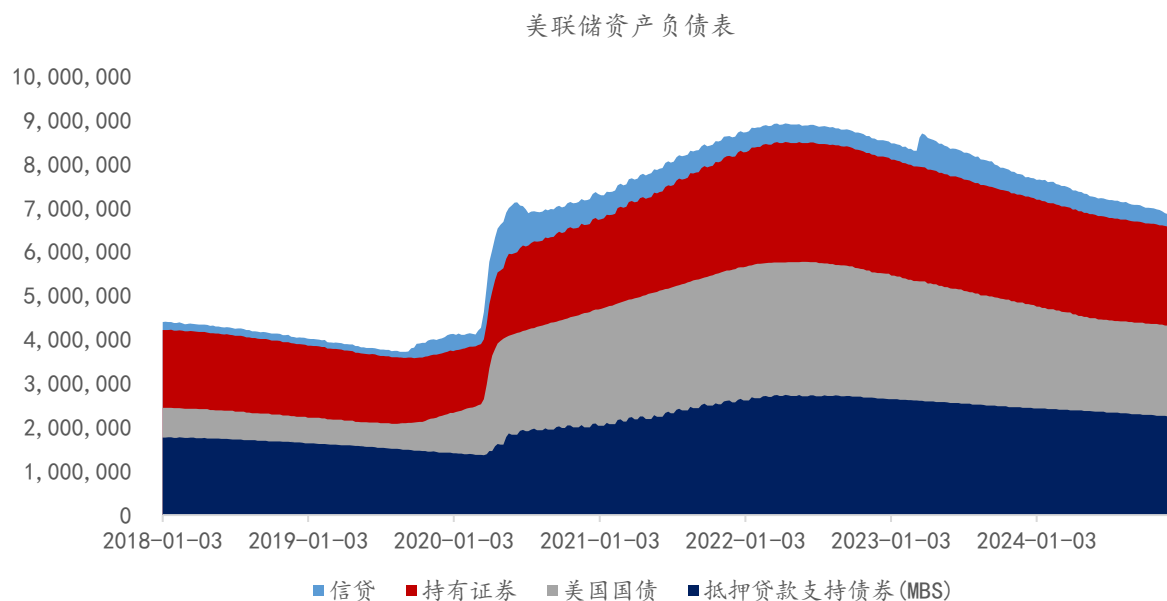


数据来源：Wind，中金财富期货研究所

美国经济的第二支柱就是货币宽松，以 2024 年 5 月美联储决定大幅放缓国债缩表速度为重启宽松之标志。货币政策启动大流行之后的第二个宽松周期，有利于遏制长期利率超基本面上行的趋势，美国房地产市场继利率高峰罕见创出房价新高之后，可能再度迎来升温，积极的财富效应预期亦可能加强美国偏热的消费需求。特朗普的政策主张中明确包括寻求更大程度货币宽松的导向。

2024 年 5 月美联储决定大幅放缓国债缩表步伐，货币宽松周期自此已经启动，长端美债收益率连续上行的趋势得到遏制，重新向经济增长和长期通胀等基本面因素回归，美国房价在利率顶部罕见创出新高之后，随着货币宽松重启，已经开始呈现新一轮上涨预期升温的趋势。

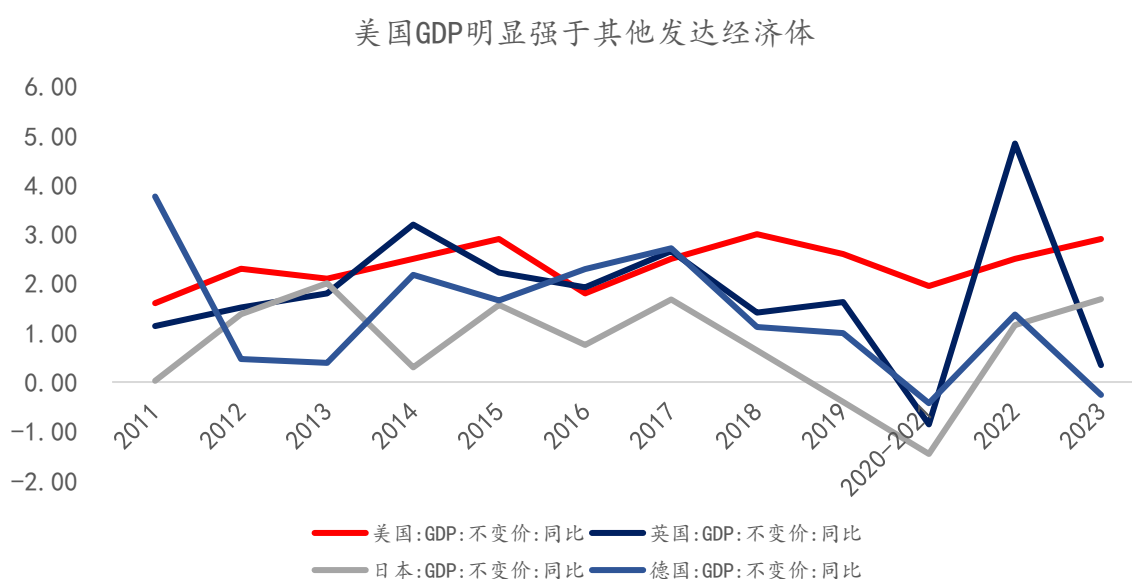
图表 12: 美联储接近停止缩表



数据来源: wind, 中金财富期货研究所

非美发达经济体普遍因财政扩张空间缺乏、以及对本土产业链和劳动力市场的调控能力弱等原因，而在近几年中面临越来越突出的内需疲弱问题。欧元区、日本在数十年前即分别曾有过连续透支财政的现象，导致疫情爆发之后持续缺乏新的财政扩张空间，这一问题导致了国内需求较之美国的显著疲软。同时因经济体量较小，产业链局部性特征突出，没有能力实施类似美国的保护主义贸易投资和产业政策，从而无法强力推升国内生产活跃度。

图表 13: 欧美日德 GDP 增速

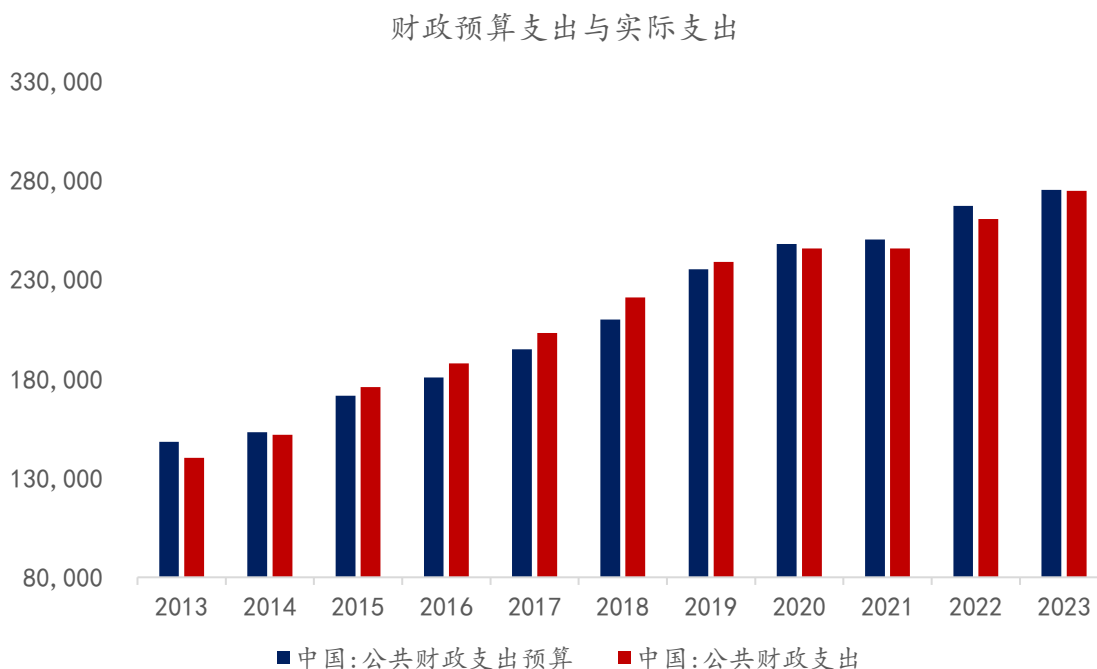


数据来源: SMM, 中金财富期货研究所

这导致非美发达经济体 GDP 增长态势与美国的差距在大流行消退之后非但没有收敛，反而分化进一步加剧。大流行后期非美发达经济体供给恢复一度较快，但自 2022 年下半年开始迅速陷入因新的需求不足而导致的新一轮经济停滞。

反观我们的财政支出情况，前 10 月财政支出远不及预期。按照 2024 年前 10 个月增速推测，全年广义财政收入（前 10 月同比增长-4.7%）与预算存在 2.1 万亿缺口。那是什么原因造成的呢？是收入不及预期约束了财政发力，还是财政支出进度过慢，存在蓄力的情况呢？主要是因为收入不及预期造成的。

图表 14：实际财政支出持续低于预算支出



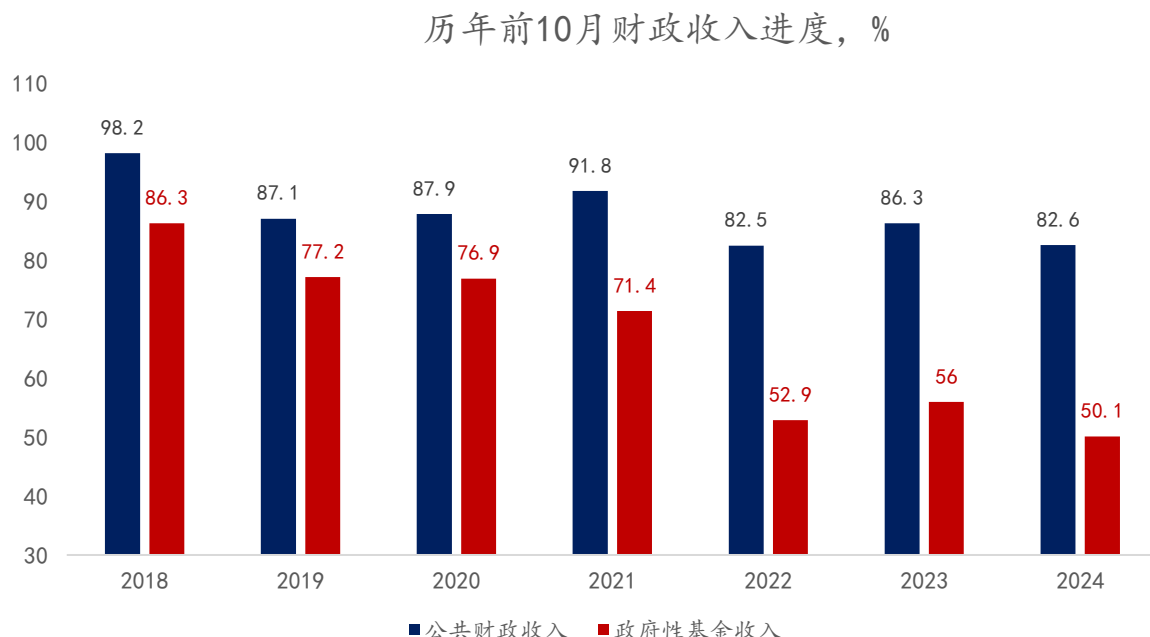
数据来源：wind，中金财富期货研究所

财政支出不及预期的主要原因：

1. 收入不及预期。

从数据上看，一般公共财政收入完成全年预算进度的 82.6%，政府性基金收入仅完成预算进度的 50.1%，说明卖地收入下滑是财政欠收的更主要原因。

图表 15: 财政收入不及预期



数据来源: wind, 中金财富期货研究所

二是地方政府化债对财政发力形成紧约束

也就是说，2019-2022 年通过 1.3 万亿债务限额撬动了 9.5 万亿隐性债务化解，而 2023 年通过 2.2 万亿债务限额仅撬动了 4.8 万亿隐性债务化解，在财政收入缩减的情况下，地方隐性债务化解的难度明显加剧了（隐性债务性质从期限短、利率高）。2024 年新增地方专项债额度中已有 8000 亿被安排用于支持地方化债，也占用了部分地方用于稳增长的赤字空间

三是，地方政府债务率纳入政绩考核机制可能存在激励不相容问题。

2025 年主要财政扩张方式的规模预测为：

赤字率：3.6%-4.0%

超长期特别国债：1.5 万亿-2 万亿

新增专项债：4.2 万亿。

专项债主要方向：2025 年地方专项债需进一步扩大规模，除已经安排用于化债的 0.8 万亿新增专项债+2 万亿再融资专项债持平于今年外，预计主要用于支持房地产止跌回稳，设立特殊专项债品种（可突破收益平衡要求），支持地方政府收购存量商品房转为保障性住房、回收存量闲置土地等。结合支持房地产去库存所需资金体量评估，我们预计新增专项债发行规模可能从 2024 年的 3.9 万亿扩大至 4.5-5 万亿。

超长期特别国债主要方向：预计 2025 年特别国债对“两新”和“两重”的支持总量将保持力度。结构上，考虑到蓝部长在人大常委会后的新闻发布会上特别指出，2025 年将“加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换

新的品种和规模”，预计支持“两新”项目的规模可能扩大至 5000 亿，高于 2024 年水平。相应地，2025 年特别国债支持“两重”项目的规模或略有减少。为弥补这一资金缺口，2024 年 11 月 25 日，经国务院批准及国资委安排，由中国诚通和中国国新分别发行 2000 亿和 3000 亿元稳增长扩投资专项债，用于重点支持“两重”、“两新”项目投资，央企发债与特别国债存在一定互补性，这有助于保持对“两重”项目的支持力度。上述加上支持国有大型商业银行增加核心一级资本的 1 万亿，预计 2025 年特别国债规模在 2 万亿。

2025 年宏观经济展望之二：提振消费优先级明显提升

11 月社零同比增速降至 3.0%，消费压力仍然较大，中央经济工作会议提出“大力提振消费”，会议将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为**明年经济工作的重点任务之首**，这是多年内首次出现消费的位置排在科技前面，凸显消费对于经济复苏的重要性。

目前出台的消費政策集中在：**消費品以旧换新政策升级；稳定资产价格，发挥财富效应；完善社会保障，提升消费预期。**

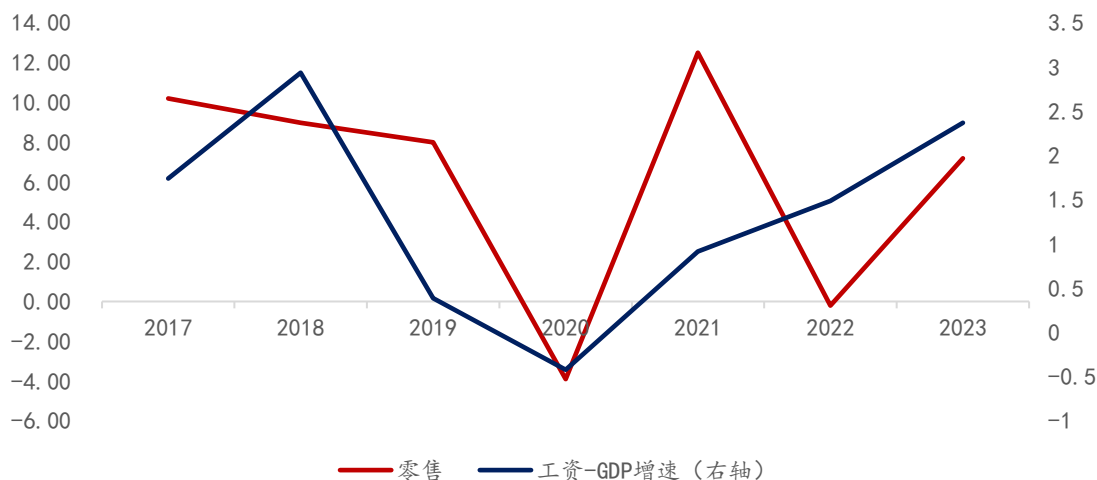
消費弱勢有短期經濟周期因素的影响，但是也有多个中长期因素的影响，甚至与经济结构有很大关系，我们从影响消費的主要因素来看政策的变化。

1. 从居民收入来看，“工资-GDP”增速差下行是影响消費的重要原因，2022 年以来，“工资-名义 GDP”增速差先上升后下降，社零的季度增速也走出了相同的趋势，而“工资-GDP”增速差又受到“服务业-工业”增速差影响。

决定消費的因素，除了收入的总量增速（GDP）、微观消費倾向之外，还有分配。

我们用“工资-名义 GDP”增速差来跟踪分配，这个增速差向上走，工资增速相对于名义經濟增速表现更好，意味着經濟增长中的居民分配开始改善；增速差下降，代表工资增速表现差于經濟增速。“工资-名义 GDP”增速差基本能解释社零增速的变动。2022 年以来，“工资-名义 GDP”增速差先上升后下降，社零的季度增速也走出了相同的趋势。

图表 16: 零售增速与“工资-GDP”增速差基本一致



数据来源: wind, 中金财富期货研究所

根本原因在于,相比于工业,服务业是人力密集型行业,分配更偏向于居民。从成本端来看,根据广东省 2023 年企业调查 1,制造业人工成本占总成本的比重为 14.1%,而 13 个服务行业的平均比重是 25.5%,最高超过 40%。从分配端来看,按照 2020 年全国投入产出表,我们测算了三大产业的劳动报酬在增加值中的占比,农业最高,接近 100%,其次是第三产业(服务业)为 53%左右,最低的是第二产业(工业和建筑业),为 41%左右。

生产的分化,导致分配格局发生变化,成为需求不足的重要原因。

2.从资产价格来看,财富效应最被低估,超额储蓄被高估。房价下跌时通过收入路径、关联消费路径、现金流路径等 3 个途径影响消费,从历史经验来看,我国房价涨跌对居民财产性收入和消费信心的影响都是比较显著的,不要低估财富效应的影响。另一方面,超额储蓄≠超额财富,2019 年后居民部门超额储蓄快速增长,但居民资产增速在下降,2019-2022 年从 9.9%降至 3.7%,不要高估超额储蓄。

2015 年之前,地产和消费周期反向变动。2008-2009 年金融危机期间,房地产周期大幅下行,但消费周期项逆势上升,显示出消费的韧性。这主要是因为房价下跌减少了居民购房支出,对其他消费的挤出效应减弱,消费表现相对较好。

2015 年之后,地产和消费周期同向变动。2016-2019 年间,尽管地产销量经历了波动,但房价持续上升,消费周期项也同步上扬。此期间,财富效应成为主导,当房价上涨时,居民财富增加,消费意愿随之增强。

数据显示,2015 年前,地产在居民资产中的占比为 45%-50%;但 2015 年后,随着房价的快速上升,这一比重上升至 60%左右。日本的经验表明,当地产在居民财富中的占比下降至 50%以下,并伴随房价跌幅温和化(年均跌幅从 5%以上下降到 2%以下),消费才能真正企稳回升。

如果房价继续下跌,房地产市场对消费的负面影响或将持续存在。2024 年

地产在居民财富中的占比将降至约 55%，假设维持当前的下降速度，降到 50%的临界值以下需要约两年的时间。

图表 17: 房价的财富效应

房价	日期	企业商品	房产下游消费 (家居+家电+ 装潢)	剔除房产的 消费	北上广深零 售
房价下跌	2018年9月	5.6	6.95	5.45	2.56
	2018年10月	3.6	6.38	3.3	-0.31
	2018年11月	2	11.29	0.95	2.27
	2018年12月	2.25	12.65	1.12	3.4
房价下跌	2021年9月	2.7	3.56	3.67	1.33
	2021年10月	4.7	4.8	5.9	4.09
	2021年11月	4.5	4.87	5.82	-1.16
房价下跌	2022年10月	0	-9.56	4.43	-0.52
	2022年11月	-5.7	-12.04	-1.87	-8.2
	2022年12月	-0.2	-11.43	4.33	-7.42

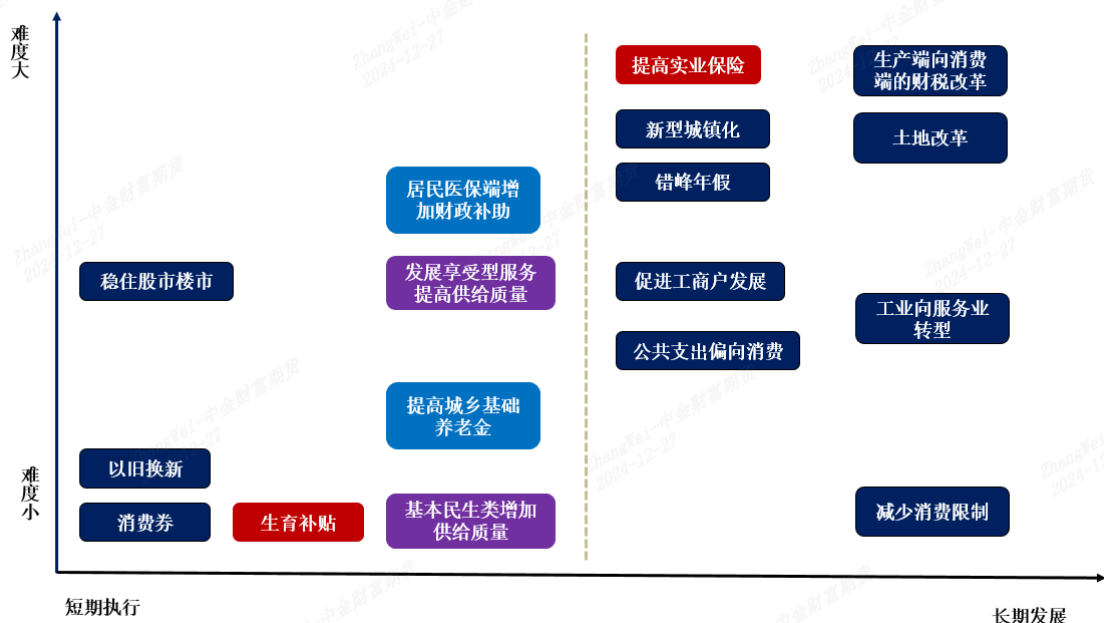
数据来源: wind, 中金财富期货研究所

3. 从价格指数来看，与前几轮低通胀时期相比，商品价格降幅并不大，反而是服务价格出现了有史以来的首次下跌。此前几轮 GDP 平减指数负增长阶段，第二产业的价格指数平均为-4.5%，第三产业平减指数平均为+2.9%。今年前三季度，第二产业价格指数为-1.7%，降幅不到前几轮的一半，但第三产业价格指数为-0.1%，有史以来首次下跌。这表明相比于前几轮低通胀时期，当前工业供需失衡没有那么严重，但服务消费需求的压力可能是最大的。

4. 从消费群体来看，青年消费的减速可能是过去几年的主要拖累。2020 年之前，青年群体贡献了近六成的消费增量，是消费增长的“领头羊”；2020 年后，“领头羊”掉队，青年消费增速下降的幅度比其他群体更大，使得整体消费难以维持此前增速。

消费增长可以靠刺激吗？可以，但难以持续，因此提振消费政策必然是改革和刺激并重，通过短期补贴扭转消费下行趋势，通过改革体制机制中约束消费的部分，释放中长期消费活力。促消费政策可以着眼于 5 个方向的 17 个政策抓手，进一步将 17 个政策抓手通过“政策时间(短期执行、长期推进)”和“政策难度”两个维度，进行了分类。短期内，直接消费补贴和生育补贴政策推出的难度最小、概率最大。一些针对特定群体增收的政策空间充足，但推出难度较大，如提高失业保险受益率。

图表 18：促进消费政策的 5 个方向和具体政策



数据来源：财政部、央行、中金财富期货研究所

综合来看，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。中性来看，在信心有所修复、地产风险暴露已近尾声、化债力度加大，以及消费刺激力度加大的情况下，明年消费大概率能维持在 4.2%-4.5% 的增速。

2025 年宏观经济展望之三：积极应对外贸冲击

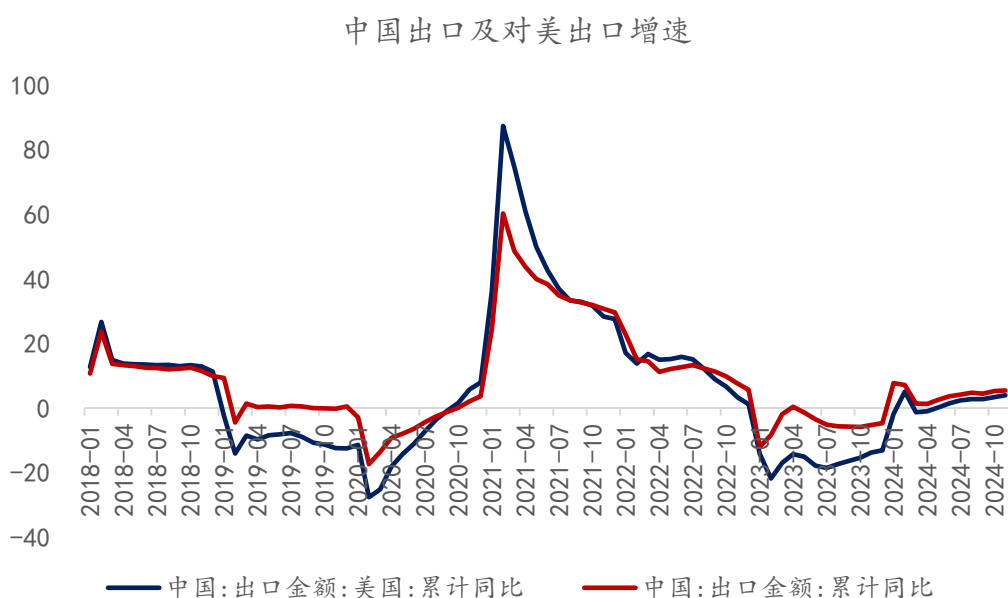
回顾 2018-2019 年的中美贸易摩擦，美国一度将自中国进口商品的关税加征至 21%（2019 年 10 月），比贸易摩擦前的 3.1%（2018 年 1 月）提升 17.9 个百分点。在此背景下，中国对美出口增速较快回落。从短期影响看，相比于中美贸易摩擦开启之前的 2017 年末，2019 年末中国商品在美国进口中的份额回落 2.1 个百分点，至 17.2%。从中长期影响看，即便存在新冠疫情扰动的例外，中美“脱钩”形势的影响也在远期持续，2023 年末中国商品在美国进口中的份额进一步回落至 16.3%，较 2019 年末低 0.9 个百分点。

以此推算，如果 2025 年美国将进口中国商品的关税加征到 60%，中国的反制措施与 2018-2019 年基本相当，短期内将使中国商品在美国进口中的份额回落 4.9 个百分点左右；假设美国进口规模维持不变，对应约 1470 亿美元的出口金额回落，占到近一年中国出口总额的 4.2%。如果美国自 2025 年二季度起逐步加征关税，预计在 2025 年年内影响中国出口约 2 个季度，冲击约是前述的 1470 亿美元的 1/3 左右，约占近一年中国出口总额的 1.4%。

加征关税对中国经济的影响不仅体现在出口增速的回落，还会间接影响其他需求。据 PIIE（彼得森研究所）测算，若美国对华额外加征 60% 的关税，不考虑中方反制措施，2025 年中国实际 GDP 增速将较不加征关税的情形回落

0.9 个百分点，其中出口增速回落 0.8 个百分点，消费和投资增速分别回落 0.6 和 2.2 个百分点，并使就业人数减少 2.3%。若考虑中国实施同等规模的报复性关税，2025 年中国实际 GDP 增速将回落 0.8 个百分点，其中出口增速回落 1.4 个百分点，投资和消费增速分别回落 0.6 个百分点和 2.7 个百分点，并使就业人数减少 2.2%。

图表 19：中国出口及对美出口增速



数据来源: wind, 中金财富期货研究所

针对可能存在的贸易压力，高盛预计中国央行将允许一定程度的货币贬值，这一点在上一次贸易争端中已经使用过，811 汇改经验表明，领导层可能更重视外汇管理，并可能决定保持货币稳定，使用其他工具来抵消关税冲击。但是在外贸受到较大冲击的时候，仍会综合使用汇率政策，比如 2018 年贸易争端中离岸人民币从 6.2 贬值 6.9 的位置，有利的对冲了关税的冲击。预计 2025 年 USD/CNY 波动上限发触及 7.40-7.50 区间。

我们认为明年特朗普对华 60% 以上关税承诺或难以全面兑现，且可能存在最多拉扯。原因在于：首先是特朗普难以内（宽财政）外（加关税）两线同步作战，参考 2016-2017 年，红色横扫优势下，特朗普或优先执行需要两院同时在手且对美国经济影响更积极的宽财政，再执行流程简单、对美国经济影响更负面的关税政策；其次是共和党 2026 有中期选举政治诉求，或需要留给 2026 年一个政策真空期；第三是关税政策落地过程中将持续存在外贸政策的拉扯与权衡，最终落地力度可能难及承诺；第四是已知的共和党提交的《恢复贸易公平法案》计划将分五年对华加征关税（落地后第 180 天加征 10%、第 2 年 25%、第 4 年 50%、第 5 年 100%）。

在宣布关税政策到真正落地的窗口期内，存在“抢出口”现象。从上一轮 2018 年贸易摩擦经验看，加关税会提前刺激进口需求，2017 年 8 月美国开始对中国进行“301 调查”，贸易商提前大范围备货，2017 年三季度到 2018 年一季度，出现“抢出口”现象。对应到本轮情况，明年若加关税政策落地，可能也会有“抢出口”现象，抬高前期出口、拉低后期出口。

综合来看，明年出口增速预计将回落至 0 左右，节奏上呈现“前高后低”的趋势。受到潜在关税影响，2025 年一季度至二季度可能有“抢出口”现象，推升出口增速，而下半年关税政策可能落地，我国出口或承压。

通过财政刺激内需、带动经济增长也是应对更好的选择。

2025 年宏观：以进促稳，开启新篇章

综合上述，2025 年需要解决的问题较多，面临的扰动也较多。外部看，需要直面中美博弈，这可能是下阶段的主旋律。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、打破通缩螺旋，缓解青年就业压力，解除地产下行对经济的拖累。因此，预计 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 增速可能达到 5%，节奏上可能呈“两头低、中间高”的形态。

财政货币双双宽松全力推进。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。

总体而言，我们预计 2025 年内外需或将迎来“接力”，外需对 GDP 的拉动或有所放缓，内需则有望加快修复，**全年 GDP 同比增速可能达到 5.0%**。投资方面，基建投资有望加速，制造业投资也有望保持扩张；消费方面，随着“以旧换新”等补贴政策力度加大和范围拓宽，叠加居民风险偏好的改善，消费也有望进一步修复；净出口方面，由于关税政策、高基数、海外库存偏高的影响，出口可能面临下行压力，进口则有望随内需修复而改善，整体而言，净出口对 GDP 的贡献有所下降。

图表 20：2025 年 GDP 及主要数据预测

	2022 年	2023 年	2024 一季度	2024 二 季度	2024 三 季度	2024 四 季度	2024E	2025E
实际 GDP	3	5.2	5.3	4.7	4.6	5.3	5	4.8
工业增加值	3.6	4.5	6.1	5.8	5	5.2	5.5	3.6
固定资产投资 (累计同比)	5	3	4.5	3.9	3.4	3.3	3.3	3.5
-房地产	-10	-9.6	-9.5	-10.1	-10.1	-10.6	-10.6	-9.8
-基建	11.5	8.2	8.8	7.7	9.3	8.8	8.8	8.1
-制造业	9.1	6.5	9.9	9.5	9.2	9.3	9.3	7
-其他	11.7	5.6	6.7	6.3	3	3.3	3.3	5.5
其中：高新技术	12.1	11.4	12.7	11.7	11.4	10.6	10.6	11.2
卫生和社会工作	26.1	-3.8	-9.8	-10.6	-10.6	-10.9	-10.9	5.2
社会消费品零售 (同比)	-0.2	7.2	4.7	2.6	2.7	5.2	3.8	5.1
出口 (同比)	7	-4.6	1.1	5.6	6	9.9	5.8	-0.1
进口 (同比)	1.1	-5.5	1.6	2.5	2.4	-0.4	1.5	-1.4
GDP 减平指数 (同比)	1.8	-0.6	-1.1	-0.7	-0.6	-0.9	-0.8	-0.3
CPI (同比)	2	0.2	0	0.3	0.5	0.5	0.3	0.8
PPI (同比)	4.1	-3	-2.7	-1.6	-1.8	-2.6	-2.2	-1.5
名义 GDP (同比)	4.8	4.6	4.2	4	4	4.4	4.1	4.6

数据来源：wind，中金财富期货研究所

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责： 本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。



扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：<https://www.ciccwmf.cn/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912467