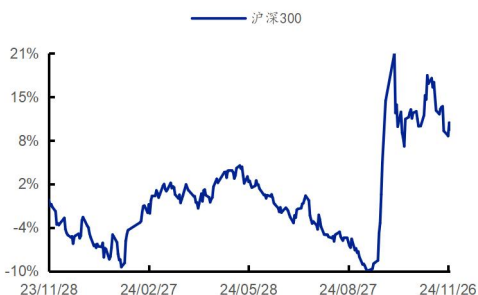


研究所：
 证券分析师：夏磊 S0350521090004
 xial@ghzq.com.cn

转折点下的中国经济新平衡 ——2025年宏观经济形势与政策展望

最近一年走势



相关报告

- 《财政系列研究之一：怎么看财政赤字？*夏磊》
——2024-10-31
- 《房地产政策的新变化*夏磊》——2024-10-18
- 《近期宏观政策解读：拐点之际*夏磊》——
2024-09-30
- 《新起点下的宏观经济新平衡*夏磊》——
2024-08-29
- 《历史回顾：美联储降息初期居民房地产配置规律*夏磊》——2024-08-25
- 《三中全会哪些经济领域改革值得期待？*夏磊》
——2024-07-23
- 《如何衡量房地产对经济的贡献？*夏磊》
——2024-07-03
- 《寻找房价周期之锚——一个日本视角*夏磊》
——2024-06-25
- 《房地产与新质生产力*夏磊》——2024-04-25
- 《开年看地产系列：一线城市房地产市场怎么走*夏磊》——2024-03-18
- 《构建“人房地钱”联动的房地产发展新模式*夏磊》
——2024-03-05
- 《2024年房地产市场怎么走（政策篇）*夏磊》
——2023-12-25
- 《2024年房地产市场怎么走——需求篇*夏磊》
——2023-12-21
- 《2024年房地产市场怎么走（供给篇）*夏磊》
——2023-12-19
- 《能生万物是春风——2024年宏观经济形势与政

在全球经济周期性和结构性矛盾交织的背景下，2024年，我国政策宏观调控力度不断加大，特别是9月下旬以来，一揽子逆周期调节政策相继出台、力度空前，政策重心聚焦经济发展，围绕地方政府债务、房地产、股市、消费等重点领域加快布局，积极因素持续积累，市场信心明显改善，经济运行回升向好趋势明显。

2025年是“十四五”规划收官之年，也是我国加快转型升级、推进高质量发展的关键之年，中国经济值得期待。

■ 怎么看当前的宏观经济形势？

我国经济总体回升向好。今年前三季度，在面临复杂严峻的国际形势背景下，我国GDP同比增长4.8%，其中三季度环比增长0.9%，实现环比增速连续九个季度正增长，保持了总体平稳、稳中有进的发展态势。

消费逐步回升。1-10月，社零累计同比增长3.5%，较1-9月提高0.2个百分点。“以旧换新”效果明显。10月份限额以上单位家用电器和音像器材类商品零售同比增长39.2%，较上月增加18.7个百分点；家具类商品零售同比增长7.4%，较上月增加7个百分点。**服务消费较快增长。**1-10月，餐饮收入同比增长5.9%，服务零售额同比增长6.5%，分别高出商品零售2.7、3.3个百分点。**新型消费蓬勃发展。**1-10月，全国网上商品和服务零售额累计同比增长8.8%，较前值回升0.2个百分点。1-10月，新能源汽车销量累计同比增长33.9%，市场占有率达到39.6%，连续四个月国内零售渗透率超过50%。**另一方面，消费仍有较大提升空间。**今年前三季度，消费对经济增长的贡献率为49.9%，较去年末有所下滑，消费潜力空间较大。**消费者信心仍待进一步加强。**10月消费者信心指数比上月回升1.2个百分点，为连续六个月回落之后的首次回升，消费者信心恢复需要一定时间。

投资平稳增长。1-10月，全国固定资产投资同比增长3.4%，连续三个月保持稳定增长。“大规模设备更新”带动作用明显。1-10月，设备工器具购置投资同比增长16.1%，对全部投资增长的贡献率超过60%。**制造业投资快速增长。**1-10月制造业投资同比增长9.3%，较1-9月份上升0.1个百分点，高出全部固定资产投资5.9个百分点。**高技术产业投资势头强劲。**1-10月，高技术产业投资同比增长9.3%，高技术制造业和高技术服务业投资分别增长8.8%、10.6%。

策展望 *夏磊》——2023-12-17

《城中村改造对房地产销售和投资的影响有多大? *夏磊》——2023-09-25

《城中村改造的四大经济意义 *夏磊》——2023-08-27

《当前房地产如何破局? *夏磊》——2023-07-01

《地方政府如何破解债务难题——财政专题研究报告之二 *夏磊》——2023-06-26

《债务管理的国际经验 ——财政专题研究报告之一 *夏磊》——2023-06-10

《三四线房地产市场怎么走? —开年看地产系列 *夏磊》——2023-04-16

《什么是房地产新的发展模式 *夏磊》——2023-04-03

《二线房地产市场怎么走? —开年看地产系列 *夏磊》——2023-03-17

《一线房地产市场怎么走? —开年看地产系列 *夏磊》——2023-02-16

《2023年房地产市场展望(政策篇) *夏磊》——2023-01-09

《2023年房地产市场展望(需求篇) *夏磊》——2022-12-23

《2023年房地产市场展望(供给篇) *夏磊》——2022-12-21

《曙光乍现——2023年中国宏观经济政策展望 *夏磊》——2022-12-10

《房地产这十年——六普七普数据对比 *夏磊》——2022-09-22

《下半年房地产政策展望 *夏磊》——2022-06-23

《再论房地产的八大行业价值 *夏磊》——2022-05-29

《从政策松到市场稳要多久? *夏磊》——2022-03-13

《开年看地产:三四线城市房地产市场韧性如何 *夏磊》——2022-02-14

《开年看地产:一线城市房地产市场韧性如何 *夏磊》——2022-02-12

《开年看地产:二线城市房地产市场韧性如何 *夏磊》——2022-02-08

基建投资持续恢复。1-10月基建投资同比增长4.3%，较1-9月回升0.2个百分点。**房地产投资仍在下降。**1-10月房地产开发投资同比下降10.3%。

出口表现亮眼。受极端天气等影响，9月出口同比增速降至今年目前为止次低点1.6%。但在全球贸易增速放缓背景下，10月我国出口增速仍回升至11.2%，比上月加快9.6个百分点，远超市场预期。**出口支撑作用较强。**今年前三季度出口对GDP累计同比贡献率为23.8%，较去年末提高35.2个百分点，拉动经济增长1.14个百分点。**出口新动能快速增长。**1-10月，我国机电产品出口累计同比增长8.5%，占出口总值的59.4%，集成电路、汽车等产品出口额同比增速超20%。**民营企业支撑作用增强。**1-10月，民营企业进出口总额累计同比增长9.3%，占比达到55.1%，比去年同期高2.1个百分点。“一带一路”贸易活跃。1-10月，我国对共建“一带一路”国家进出口总额增长6.2%，占进出口总额约47%；出口增长8%，占出口总额约45.6%。

■ 中长期经济发展面临的新形势

■ 外部环境

全球经济面临增长压力。当前区域性地缘冲突仍在发生，贸易保护主义在抬头，未来贸易紧张局势的可能性在增加，抑制全球投资、消费和其他经济活动。IMF在2024年10月的《世界经济展望》中表示，“未来五年内，全球经济增速将维持在3.1%左右，这一增速与疫情前相比并无明显改善”。

特朗普重回白宫给世界经济带来不确定性。特朗普再次当选，相较于上一任期，这次他拥有更坚实的政治根基、更清晰的政策主张、更稳固的执政班底、更大的权力边界。**在贸易方面**，实施单边主义政策，在竞选时他承诺会对所有美国进口商品加征10%-20%的关税。**在外交方面**，倾向于孤立主义，减少美国参与全球事务，特朗普扬言将在重返白宫后的第一天终止“印太经济框架”。**在经济政策方面**，奉行“美国优先”“美国第一”的执政理念，强调制造业回流，大幅减少所得税。这些政策倾向将为全球多边合作体系带来剧烈的冲击和动荡，加速“逆全球化”进程。

美国经济“软着陆”并非定数。从当前经济运行现状来看，美国经济韧性总体较强，经济增速放缓而不陷入实质性衰退的概率在增加。但也存在隐忧，**在就业方面**，10月非农就业人数仅增加1.2万人，远低于预期的10.5万人，创2021年以来最低月度就业增幅，并下修8、9月份非农新增就业人数合计约11.2万人。**在通胀方面**，10月CPI同比2.6%，高于前值的2.4%；PPI回升至2.4%，高于预期，也高于9月的1.8%，而特朗普的执政理念更易推高美国通胀。**在制造业方面**，10月PMI为46.5%，持续7个月位于荣枯线下方。

■ 人口总量与结构重塑

生育率下降，总人口开始减少。根据国家统计局数据，2023 年末中国人口总规模为 14.1 亿人，减少 208 万人，连续第二年减少，我国总人口于 2021 年达到峰值。2020 年我国总和生育率为 1.28，自 1960 年以来首次低于日本，也显著低于 20 世纪 80 年代初日本人均 GDP 在 1 万美元左右的生育水平。2021 年我国生育率进一步降至 1.16，2022 年反弹至 1.18，但出生人口自 1950 年以来首次跌破 1000 万，2023 年出生人口降至 902 万。总人口负增长、生育率持续处于低位水平，16-59 岁的劳动年龄人口减少将加快，会进一步降低经济潜在增长率。

人口老龄化面临挑战。根据《中国统计年鉴 2024》统计，2023 年全国 65 岁以上人口占比达 15.4%，超过了联合国 14% 的中度老龄化界限。全国 31 个省份中有 19 个超了 14%，其中 18 个省份进入中度老龄化阶段，辽宁省进入重度老龄化社会。人口老龄化既是挑战也是机遇，增加了全社会的养老、医疗、保障等方面压力的同时，也促进了“银发经济”发展。

但人口总体素质在不断提升。2023 年，我国具有大学文化程度人口超 2.5 亿人。16-59 岁劳动年龄人口平均受教育年限达 11.05 年，比 2022 年提高 0.12 年。人口素质不断提高更加有利于促进经济发展方式转变、产业结构升级和全要素生产率提升等方面。

■ 新起点下的房地产

9 月 26 日，中共中央政治局召开会议，提出“要促进房地产市场止跌回稳”，房地产开启新起点。随后一揽子支持房地产的增量政策迅速出台，房地产市场回温明显。2024 年 10 月全国新建商品房网签成交量连续 15 个月下降后首次实现增长，新房和二手房成交总量连续 8 个月下降后首次实现增长。

展望 2025 年，房地产市场将逐步企稳回升。城中村改造货币化安置，专项债收储土地以及通过专项债、专项借款收购商品房是影响房地产市场的关键因素，政策将从供需两端齐发力，助力房地产市场健康发展。

在城中村改造方面，我们预计 2025 年完成改造 100 万套，乐观估计拉动 2 亿平库存去化。据住建部数据，仅在全国 35 个大城市，需要改造的城中村有 170 万套，本次货币化安置扩围至 297 个地级市，预计货币化安置总需求或超过 200 万套，开工安置按两年测算，预计 2025 年拉动 2 亿平库存去化。

在收购商品房方面，预计将新增拉动 0.4 亿平方米商品房去化。以成本法计算，在 5% 的利润率下单位收购价约为 1.01 万元每平方米。若推出 5000 亿专项债收储商品房，在 50% 的使用比例下，预计将

新增拉动 0.25 亿平方米商品房去化。央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，央行提供全额资金支持降低了商业银行的资金成本和放贷风险，3000 亿专项借款若在 50% 的资金使用比例下，预计将新增拉动 0.15 亿平方米商品房去化。

在专项债收储土地方面，预计将拉动 1-2 亿平方米土地收储。专项债收储土地用于两个方向，一是回收符合条件的闲置存量土地，二是确有需要的地区也可以用于新增土地的储备项目。受房地产市场下行影响，连续 4 年土地出让收入大幅缩减，地方财力难以支撑大规模土地储备，同时土地二级市场难有交易，使房企盘活资产陷入僵局，本轮专项债回收存量土地将打破土地二级市场冰封的局面。根据历史土储专项债发行规模占比，预计专项债规模在 10000 亿，根据近 5 年的土地成交楼面价估算，将拉动 1-2 亿平方米土地收储。

我们预计 2025 年商品房销售面积 10 亿平方米、同比增涨 4.6%。其中，一二线城市城中村改造项目推进将较早较快，预计 2025 年一线销售面积为 0.57 亿平方米、同增 31.9%，占比 5.7%；二线销售面积为 3.5 亿平方米、同增 26.6%，占比 34.9%。相应地，三四线城市销售占比将逐步回归到棚改前，预计三四线销售面积为 5.9 亿平方米、同比下降 6.8%，占比 59.4%。

■ 积极的财政政策空间

中国政府举债空间大，债务风险总体可控。截至 2023 年末，中国政府部门法定债务余额 70.8 万亿元，加上隐性债务 14.3 万亿元，负债率为 67.5%，显著低于主要经济体和新兴市场国家。同时，我国债务主要用于资本性支出，很多资产正在产生持续性收益。此外，2023 年末全国国有企业净资产 131 万亿元、国有金融企业净资产 47 万亿元、行政事业性国有净资产 51 万亿元，筑牢债务安全“防护堤”。

从利息支出看，债务空间大。2023 年，我国一般公共预算支出中债务利息支出 1.2 万亿，与一般公共预算收入比值为 5.5%、与 GDP 比值为 0.9%，而美国的债务利息支出与财政收入比值 14.9%、与 GDP 比值为 2.4%。

从国际比较看，赤字空间大。对于美国，1984-2023 年这 40 年美国联邦政府财政赤字率年均值为 3.8%，有 24 个年份超过 3%。对于德国，1991-2023 这 33 年时间里 13 年赤字率超过 3%，尤其是 1995-2005 年间经济乏力，这 11 年平均赤字率为 3.5%、有 7 年在 3% 及以上。而我国官方赤字率 2022 年 2.8%、2023 年增发国债后升至 3.8%、2024 年目标为 3.0%。11 月 8 日，蓝佛安部长表示明年将“积极利用可提升的赤字空间”。

■ 2025 年宏观经济形势及政策展望

展望 2025 年,我们预计中国经济持续回升向好,GDP 增速为 5.0%。一是**经济增速应符合远期发展目标**。2025 年是十四五规划的收官之年,根据十四五规划和 2035 年远景目标纲要,到 2035 年人均国内生产总值要达到中等发达国家水平,隐含的是到 2035 年实现经济总量或人均收入要翻一番,假定 2024、2025 年经济增长 5%,十四五期间复合增速将达到 5.3%,未来十年(2026-2035 年)复合增速若能达 4.4%即可实现总量翻一番目标。二是**经济增长目标的设定应充分考虑就业因素**,近年高校毕业生规模不断创新高,2021 年 909 万、2022 年 1076 万、2023 年 1158 万,2024 年 1179 万人,预计 2025 年将达 1222 万。政府新增就业人口目标由前几年的 1100 万左右上调至 2024 年的 1200 万左右,为完成明年的就业目标,应保证必要的经济增速。三是**从中美经济体量角度,稳定的经济增速有助于缩小中美差距**。2021 年中国 GDP 是 17.8 万亿美元,大约相当于美国 GDP 的 75.5%。此后受美元指数大幅上涨等因素影响,2023 年中国 GDP 相当于美国 GDP 的 65%。根据世界银行预测,2024、2025 年美国经济增长预计为 2.5%、1.8%,在我国经济增速基本保持稳定基础上,预计 2024、2025 年中美差距将会缩小。从分项来看:

我们预计 2025 年消费延续恢复势头,社零增速 5.4%。消费增长的动力源于两方面:一是居民收入逐步改善,消费预期得以好转。消费是收入的函数,当前宏观经济持续恢复,居民人均可支配收入增速基本与经济增速相匹配,2025 年预计随着居民财产性收入边际好转、物价及工资性收入持续增长,收入预期将有所改善,促进收入、储蓄向消费转化。二是以旧换新等促消费政策出台,有力支持新能源汽车、家电、家装等领域消费,效果显著。以家电为例,截至 11 月 18 日,2411.9 万名消费者购买 8 大类家电产品 3684.6 万台。财政部表示,2025 年要“扩大消费品以旧换新的品种和规模”,将对消费形成有效支撑。

我们预计 2025 年投资继续回升,固定资产投资增速 5.4%。具体来看,我们预计明年制造业投资增长 7%。受益于出口表现较好,今年前十月制造业投资增速达 9.3%,高于固定资产投资总体增速 5.9 个百分点。明年特朗普开始执政,全球贸易摩擦难免出现,预计影响我国出口,进而影响制造业投资。我们预计明年基建投资增长 4.6%。预计明年赤字率有望突破 3%,叠加超长期特别国债继续发行、地方债务压力减小后积极性有望提升,带动明年财政继续积极发力。我们预计明年房地产开发投资增长 0.5%。城中村改造是影响明年房地产市场的核心变量,叠加政策持续调整优化和低基数效应等积极因素,房地产投资有望企稳回升。

我们预计 2025 年贸易机遇与挑战并存,出口增速 0.6%、进口增速 1.1%。从机遇来看,一是降息周期叠加补库周期下,预计短期内海外需求仍有一定韧性。IMF、OECD 和世界银行对 2025 年全球 GDP

增长预测分别是 3.25%、3.21%和 2.7%，高出 2024 年预测值 0.01、0.14 和 0.1 个百分点。二是出口产品结构、品类优化，产品仍具吸引力。我国拥有 41 个工业大类、207 个中类、666 个小类，500 种主要工业产品中我国有 220 多种产品产量位居全球第一。2024 年前 10 月机械及运输设备出口占比 49.8%，是出口占比最高的品类，较 2017 年 47.8%上升 2 个百分点。三是出口商全球市场多元化布局，对美贸易占比下降，东盟、一带一路等市场潜力较大。2024 年前 10 月我国对一带一路国家累计出口占比 45.6%，较 2017 年上升 17.5 个百分点。2024 年前 10 月我国对东盟累计出口占比为 16.1%，较 2017 年 12.3%上升 3.8 个百分点。从挑战看，最大的不确定性在于欧美贸易政策调整对出口的影响。2019-2023 年 4 月，美国对中国进口产品的简单平均关税从 3.1%大幅上升至 19.3%，影响范围涵盖了美国从中国进口的 66.4%。11 月 26 日特朗普宣布，将在上任第一天对进口自加拿大和墨西哥的商品征收高达 25%的新关税，对进口自中国的商品加征 10%的关税。特朗普还曾在竞选中提及将对所有进口商品征收 10%-20%的全面关税，对中国进口商品征收 60%及以上关税，威胁要取消中国最惠国待遇。此外，近期欧盟委员会宣布对华电动汽车反补贴调查终裁方案，全球贸易摩擦加剧，成为大国间政治博弈的一种表现形式，也会对出口带来影响。

- 风险提示** 经济运行不及预期风险，全球经贸政策不确定性风险，地缘政治风险，国际经验适用性风险，产业政策不确定性风险等。

内容目录

1、 怎么看当前的宏观经济形势？	9
1.1、 我国经济总体回升向好	9
1.2、 消费逐步回升，细分领域有亮点	10
1.3、 投资平稳增长，制造业投资持续较强	12
1.4、 出口表现亮眼，支撑作用较强	13
2、 中长期经济发展面临的新形势	15
2.1、 外部环境	15
2.2、 人口总量与结构重塑	20
2.3、 新起点下的房地产	24
2.4、 积极的财政政策空间	26
3、 2025 年宏观经济形势及政策展望	30
3.1、 预计明年消费将持续回升向好	33
3.2、 预计明年投资平稳增长	35
3.3、 预计明年贸易进出口有一定韧性	37
3.3.1、 出口机遇和挑战并存	37
3.3.2、 内需平稳恢复支撑进口韧性	40
4、 风险提示	41

图表目录

图 1: 我国经济保持总体平稳、稳中有进的发展态势	9
图 2: 全球经济持续恢复	10
图 3: 我国最终消费支出占 GDP 的比重	11
图 4: 净出口对经济增长的贡献提高	14
图 5: 民营企业对稳外贸支撑作用增强	15
图 6: 一带一路国家贸易份额不断提高	15
图 7: 全球制造业 PMI 长期处于近年低位	16
图 8: 10 月美国就业数据大幅降温	19
图 9: 9 月 JOLTS 职位空缺大幅不及预期	19
图 10: 美国通胀黏性仍存	19
图 11: 美国制造业 PMI 持续位于荣枯线下方	20
图 12: 我国和日本总和生育率对比	22
图 13: 我国总人口数测算	22
图 14: 我国面临人口老龄化挑战	23
图 15: 历次普查时大专及以上学历人口比重及文盲率情况变化	23
图 16: 中国政府法定债务余额及负债率变化	28
图 17: 美国债务利息支出情况	29
图 18: 1971-2023 年典型经济体 GDP 增速与人均 GDP 关系	31
图 19: 中国经济增长预测	31
图 20: 中美 GDP 对比	33
图 21: 社会消费品零售总额持续增长	34
图 22: 居民收入和经济增速	34
图 23: 2018-2023 年中美关税	40
图 24: 中美关税影响范围	40
表 1: 社零及其他项累计同比增速	11
表 2: 固定资产投资累计同比增速	13
表 3: 今年以来进出口增速 (以人民币计价)	14
表 4: 特朗普 2.0	17
表 5: 特朗普再度当选加速“逆全球化”进程	18
表 6: 全球典型经济体总和生育率变化	21
表 7: 基于成本法的收购商品房去库存面积测算	24
表 8: 专项债收储土地去库存面积测算	25
表 9: 分线城市销售面积占比及增速	26
表 10: 对债务的态度变化	27
表 11: 2023 年国有资产总体情况 (不含国有自然资源资产)	28
表 12: 中国债务利息支出情况	29
表 13: 中国与典型发达经济体财政赤字率对比	30
表 14: 政府经济和就业预期目标	32
表 15: 中国 2025 年主要经济数据展望	33
表 16: 1999-2025 年房地产开发、销售等相关数据及预测	37
表 17: 2018-2020 年贸易冲突期间部分关税调整政策	39

在全球经济周期性和结构性矛盾交织的背景下，2024年，我国政策宏观调控力度不断加大，特别是9月下旬以来，一揽子逆周期调节政策相继出台、力度空前，政策重心聚焦经济发展，围绕地方政府债务、房地产、股市、消费等重点领域加快布局，积极因素持续积累，市场信心明显改善，经济运行回升向好趋势明显。

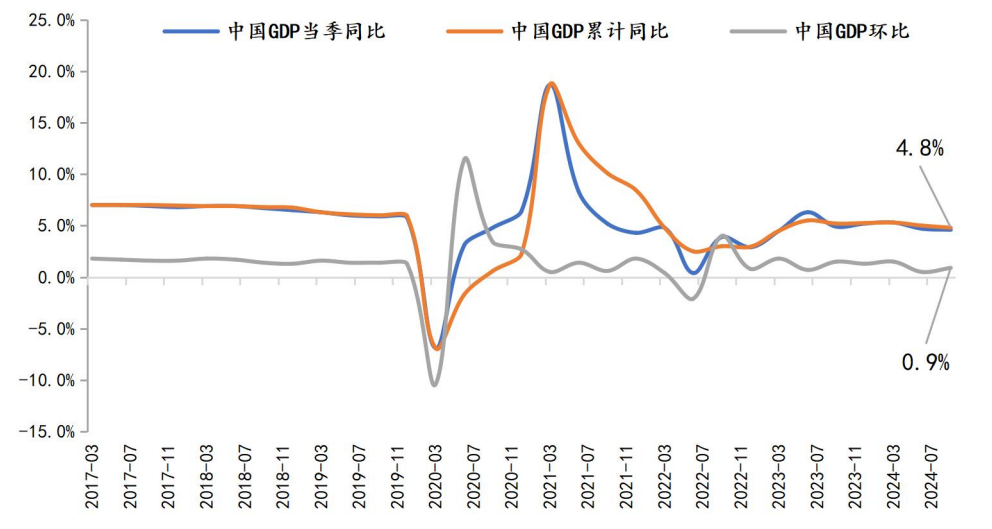
2025年是“十四五”规划收官之年，也是我国加快转型升级、推进高质量发展的关键之年，中国经济值得期待。

1、怎么看当前的宏观经济形势？

1.1、我国经济总体回升向好

今年前三季度，在面临复杂严峻的国际形势背景下，我国国内生产总值949746亿元，不变价GDP同比增长4.8%。其中三季度GDP同比增长4.6%、环比增长0.9%，实现环比增速连续九个季度正增长，保持了总体平稳、稳中有进的发展态势。

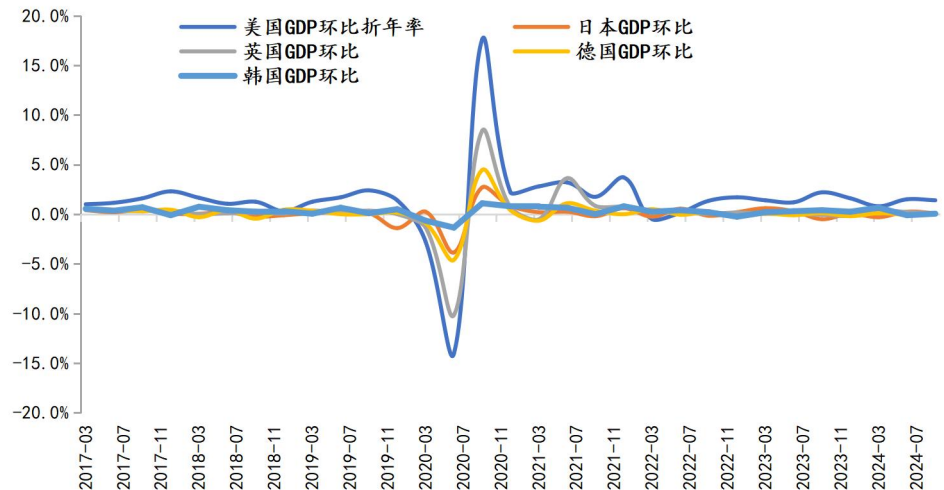
图1：我国经济保持总体平稳、稳中有进的发展态势



资料来源：Wind，国海证券研究所

从全球来看，主要经济体经济仍处持续恢复中，但也面临一定的压力。三季度美国GDP年化初值2.8%，低于二季度的3%；英国三季度GDP环比增长0.1%，低于预期的0.2%和二季度的0.5%；德国三季度GDP环比增长了0.2%，虽环比回升实现了正增长，但全年情况仍不容乐观；日本GDP环比增长0.2%，低于二季度的0.5%；韩国三季度GDP环比微增0.1%，远低于韩国央行预测的0.5%，2024年三季度全球经济面临一定压力。

图 2：全球经济持续恢复



资料来源：Wind，国海证券研究所

1.2、消费逐步回升，细分领域有亮点

2024 年 1-10 月，社零累计同比增长 3.5%，较 1-9 月提高 0.2 个百分点。2024 年 9 月 26 日政治局会议提及“要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构，要培育新型消费业态”。7 月 30 日政治局会议提及要“更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新...以提振消费为重点扩大国内需求，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费”。在政策大力支持下，消费整体延续恢复态势，细分领域有突出亮点。

一是“以旧换新”效果明显。10 月份限额以上单位家用电器和音像器材类商品零售额同比增长 39.2%，较上月增加 18.7 个百分点；汽车类商品零售额同比增长 3.7%，较上月增加 3.3 个百分点；文化办公用品类商品零售额同比增长 18%，较上月增加 8 个百分点；家具类商品零售额同比增长 7.4%，较上月增加 7 个百分点，这四类拉动社会消费品零售增速 1.2 个百分点。据商务大数据监测，11 月上旬重点监测零售企业家电同比增长 45%。截至 11 月 18 日，汽车报废更新补贴和置换更新补贴申请均超 200 万份，2411.9 万名消费者购买 8 大类家电产品 3684.6 万台。

二是服务消费较快增长。1-10 月，餐饮收入同比增长 5.9%，服务零售额同比增长 6.5%，分别高出商品零售 2.7、3.3 个百分点。11 月上旬，餐饮住宿、休闲娱乐等销售额同比增长一成以上。在需求带动下，10 月服务业生产指数同比增长 6.3%，升至今年以来最高水平，服务业业务活动预期指数升至 56.2%，环比提升 1.6 个百分点。10 月份金融业、房地产业、批发和零售业等生产指数均出现了明显回升。

三是新型消费蓬勃发展。1-10 月，全国网上商品和服务零售额同比增长 8.8%，较前值回升 0.2 个百分点。1-10 月，新能源汽车销量累计同比增长 33.9%，市

场占有率达到 39.6%，连续四个月国内零售渗透率超过 50%。11 月上旬，部分企业节能洗干一体机、新风空调、智能扫地机器人等销售同比增长超一倍。

另一方面，消费仍有较大提升空间。改革开放以来特别是党的十八大以来，消费基础性作用持续强化，最终消费支出占国内生产总值的比重连续 13 年保持在 50% 以上，消费已成为我国经济增长的主拉动力。今年前三季度，消费对经济增长的贡献率为 49.9%，较去年末有所下滑，消费潜力空间较大。另一方面，2023 年我国最终消费支出占 GDP 的比重达 55.7%，但低于美国（2022 年）、日本（2022 年）、韩国、英国等国家，消费占 GDP 的比重与发达国家存在差距。

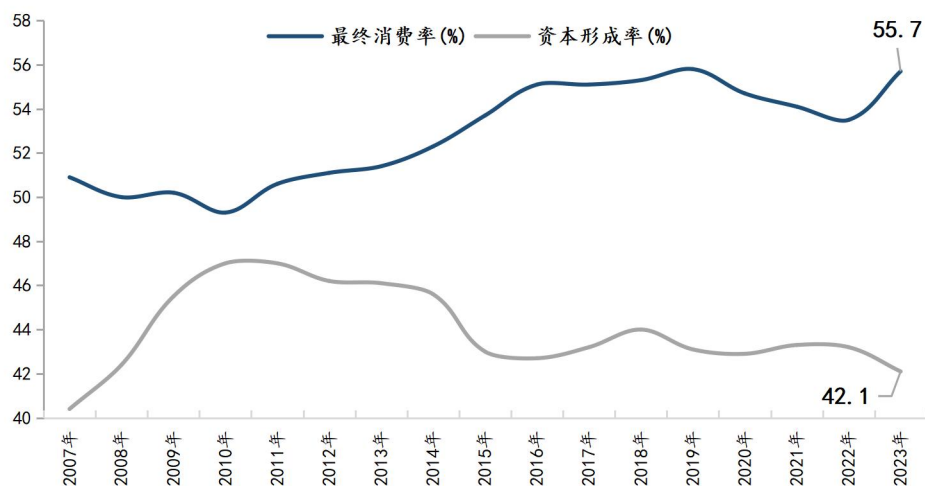
消费者信心仍待进一步加强。10 月消费者信心指数比上月回升 1.2 个百分点，为连续六个月回落之后的首次回升，消费者信心恢复需要一定时间。

表 1：社零及其他项累计同比增速

时间	社零	服务零售	商品零售	餐饮收入	新能源汽车销量	新能源车市占率
2024-02	5.5%	12.3%	4.6%	12.5%	29.4%	30.0%
2024-03	4.7%	10.0%	4.0%	10.8%	31.8%	31.1%
2024-04	4.1%	8.4%	3.5%	9.3%	32.3%	32.4%
2024-05	4.1%	7.9%	3.5%	8.4%	32.5%	33.9%
2024-06	3.7%	7.5%	3.2%	7.9%	32.0%	35.2%
2024-07	3.5%	7.2%	3.1%	7.1%	31.1%	36.4%
2024-08	3.4%	6.9%	3.0%	6.6%	31.0%	37.5%
2024-09	3.3%	6.7%	3.0%	6.2%	32.5%	38.6%
2024-10	3.5%	6.5%	3.2%	5.9%	33.9%	39.6%

资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：我国最终消费支出占 GDP 的比重



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

1.3、投资平稳增长，制造业投资持续较强

2024年1-10月，全国固定资产投资（不含农户）423222亿元，累计同比增长3.4%，同比增速与1-8月、1-9月持平，连续三个月稳定增长。10月，固定资产投资环比增长0.16%。

分产业看，第二产业投资增速较高。1-10月，第一产业投资7882亿元，累计同比增长2.5%；第二产业投资145633亿元，累计同比增长12.2%，高出全部投资8.8个百分点；第三产业投资269707亿元，累计同比下降0.9%。

按构成看，“大规模设备更新”带动作用明显。1-10月设备工器具购置投资同比增长16.1%，高出全部固定资产投资12.7个百分点，对全部投资增长的贡献率超过60%。10月智能消费设备制造、船舶及相关装置制造行业增加值同比分别增长18.8%和16%。1-10月建筑安装工程同比增长3.6%、其他费用同比下降3.9%。

按行业看，制造业投资快速增长。1-10月制造业投资同比增长9.3%，较1-9月份上升0.1个百分点，高出全部固定资产投资5.9个百分点。其中装备制造业、消费品制造业分别增长9.1%、15%。

高技术产业投资势头强劲。1-10月，高技术产业投资同比增长9.3%，高技术制造业和高技术服务业投资分别增长8.8%、10.6%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长34.5%、9.4%；高技术服务业中，专业技术服务业、电子商务服务业、科技成果转化服务业、研发设计服务业投资分别增长32.0%、16.3%、12.7%、11%。

基建投资持续恢复。1-10月基建投资同比增长4.3%，较1-9月回升0.2个百分点。其中，水利管理业投资、航空运输业投资、铁路运输业投资分别增长37.9%、19.2%、14.5%。随着一揽子增量政策持续发力，专项债、国债资金加快形成实物工作量，预计基建投资将保持较快增长。

房地产投资仍在下降。1-10月房地产开发投资同比下降10.3%，其中住宅投资下降10.4%。从施工和新开工面积来看，1-10月房屋施工面积同比下降12.4%，其中住宅下降12.9%；新开工面积同比下降22.6%，其中住宅下降22.7%。从销售情况来看，1-10月新建商品房销售面积同比下降15.8%，其中住宅销售面积下降17.7%。新建商品房销售额同比下降20.9%，其中住宅销售额下降22.0%。

表 2：固定资产投资累计同比增速

项目	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10
固定资产投资	4.2%	4.5%	4.2%	4.0%	3.9%	3.6%	3.4%	3.4%	3.4%
其中：民间投资	0.4%	0.5%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
分领域：									
基础设施建设投资	6.3%	6.5%	6.0%	5.7%	5.4%	4.9%	4.4%	4.1%	4.3%
制造业	9.4%	9.9%	9.7%	9.6%	9.5%	9.3%	9.1%	9.2%	9.3%
房地产开发投资	-9.0%	-9.5%	-9.8%	-10.1%	-10.1%	-10.2%	-10.2%	-10.1%	-10.3%
分产业：									
第一产业	-5.7%	1.0%	1.9%	3.0%	3.1%	3.3%	2.9%	2.3%	2.5%
第二产业	11.9%	13.4%	13.0%	12.5%	12.6%	12.5%	12.1%	12.3%	12.2%
第三产业	1.2%	0.8%	0.3%	0.0%	-0.2%	-0.7%	-0.8%	-0.7%	-0.9%
分构成：									
建筑安装工程	4.3%	4.6%	4.2%	3.8%	3.8%	3.6%	3.4%	3.5%	3.6%
设备工器具购置	17.0%	17.6%	17.2%	17.5%	17.3%	17.0%	16.8%	16.4%	16.1%
其他费用	-2.4%	-2.1%	-1.9%	-2.0%	-2.5%	-3.1%	-3.5%	-3.3%	-3.9%

资料来源：Wind，国海证券研究所

1.4、出口表现亮眼，支撑作用较强

出口表现亮眼。1-10 月份，以人民币计价货物进出口总额 360219 亿元，同比增长 5.2%。其中，出口 208028 亿元，增长 6.7%；进口 152191 亿元，增长 3.2%。从当月变动来看，受极端天气等影响，9 月出口同比增速降至今年目前为止次低点 1.6%。但在全球贸易增速放缓背景下，10 月我国出口增速仍回升至 11.2%，比上月加快 9.6 个百分点，远超市场预期。以美元计价来看，1-10 月货物进出口总额 50676 亿美元，同比增长 3.7%。其中，出口 29265 亿美元，增长 5.1%；进口 21412 亿美元，增长 1.7%。

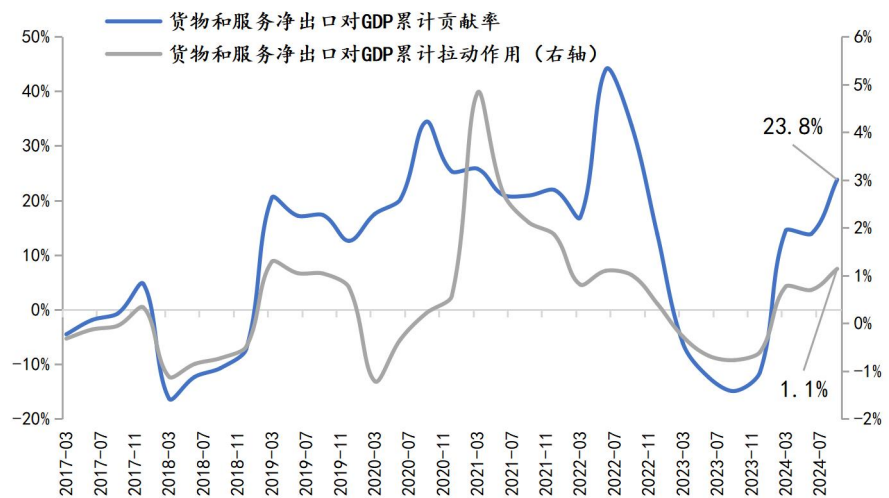
出口支撑作用较强。从外需对经济的支撑作用来看，今年前三季度出口对 GDP 累计同比贡献率为 23.8%，较去年末提高 35.2 个百分点，拉动经济增长 1.14 个百分点。

表 3：今年以来进出口增速（以人民币计价）

时间	累计同比			当月同比		
	进出口金额	出口金额	进口金额	进出口金额	出口金额	进口金额
2024-01	12.8%	9.6%	17.4%	12.8%	9.6%	17.4%
2024-02	8.5%	9.9%	6.9%	3.5%	10.2%	-3.7%
2024-03	4.8%	4.5%	5.1%	-1.6%	-4.2%	1.9%
2024-04	5.5%	4.6%	6.8%	7.7%	4.6%	12.1%
2024-05	6.2%	5.9%	6.5%	8.5%	11.0%	5.4%
2024-06	6.1%	6.7%	5.3%	5.7%	10.5%	-0.7%
2024-07	6.1%	6.6%	5.4%	6.4%	6.4%	6.3%
2024-08	5.9%	6.9%	4.7%	4.7%	8.3%	-0.1%
2024-09	5.3%	6.2%	4.0%	0.7%	1.6%	-0.6%
2024-10	5.2%	6.7%	3.2%	4.6%	11.2%	-3.7%

资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：净出口对经济增长的贡献提高



资料来源：Wind，国海证券研究所

出口新动能快速增长。1-10月，我国机电产品出口累计同比增长8.5%，占出口总值的59.4%，较2017年上升1.04个百分点。其中自动数据处理设备及其零部件1.2万亿元，增长10.9%；集成电路9311.7亿元，增长21.4%；汽车6985.4亿元，增长20%。

民营企业支撑作用增强。1-10月，民营企业进出口总额19.85万亿元，累计同比增长9.3%，占比达到55.1%，比去年末高1.5个百分点。其中，出口累计同比增长9.3%，占比达到64.3%，比去年末高7个百分点；进口累计同比增长9.3%，占比为42.6%，比去年末高5.8个百分点。

“一带一路”贸易活跃。1-10月，我国对共建“一带一路”国家进出口总额 16.9 万亿元，累计同比增长 6.2%，较上年末提高 3.4 个百分点，占进出口总额约 47%，较上年末提高 0.4 个百分点；出口增长 8%，占出口总额约 45.6%；进口增长 3.9%，占进口总额比重约 49%。

图 5：民营企业对稳外贸支撑作用增强

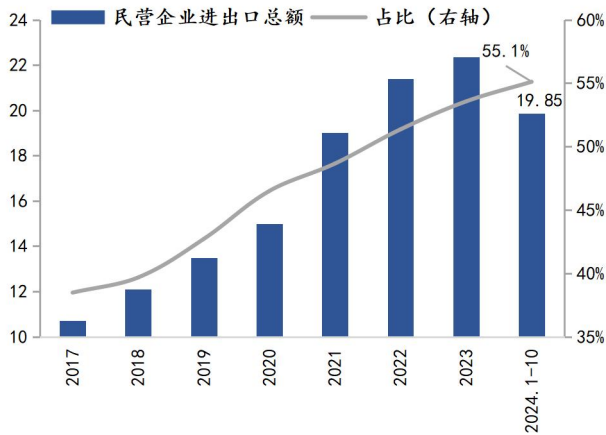
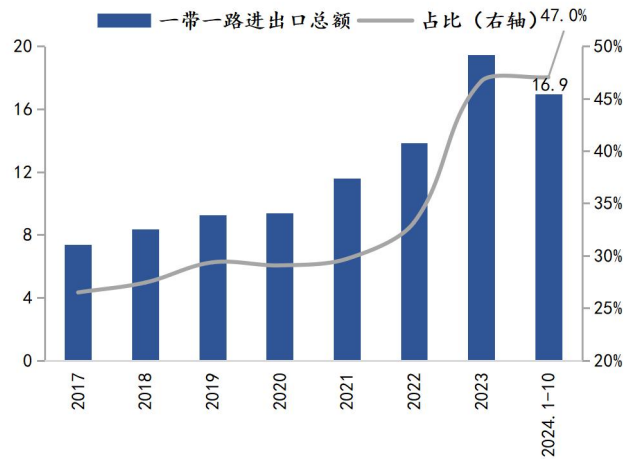


图 6：一带一路国家贸易份额不断提高



资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：万亿元

资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：万亿元

2、中长期经济发展面临的新形势

2.1、外部环境

全球经济面临增长压力。当前区域性地缘冲突仍在发生，贸易保护主义在抬头，未来贸易紧张局势的可能性在增加，抑制全球投资、消费和其他经济活动。IMF 在 2024 年 10 月的《世界经济展望》中表示，“世界大部分地区已经成功地降低了通胀并实现了经济软着陆，避免了经济衰退，但面临不断上升的地缘政治风险和黯淡的长期增长前景。在未来五年内，全球经济增速将维持在 3.1% 左右，这一增速与疫情前相比并无明显改善。生产率增长缓慢、人口老龄化等结构性问题持续抑制着全球经济的成长潜力”。世界银行在 2024 年 6 月的《全球经济展望》中表示，“尽管全球经济近期前景有所改善，但按历史标准来看仍显低迷。2024-2025 年，近 60% 经济体（占全球人口的 80% 以上）的增长率将低于 2010 年代的平均水平。全球前景面临的风险由下行风险主导，包括地缘政治紧张局势、贸易碎片化、长期高利率以及气候相关灾害”。

图 7：全球制造业 PMI 长期处于近年低位



资料来源：MacroMicro

特朗普是一个什么样的人？前德国总理默克尔在自己的回忆录中写道，“特朗普从政之前是一名房地产开发商，他从这个角度看待一切。每块地皮只能出售一次，如果没有得到，就会被别人获得。这就是他看待世界的方式。在他看来，所有国家都在相互竞争，一方的成功就是另一方的失败；他不相信通过合作可以促进所有国家的繁荣。”在回忆 2017 年 3 月与特朗普的会面交谈中，她写道，“我们是在两个不同层次上进行交谈——特朗普是在情绪层面，而我是在事实层面。当他注意到我的论点时，通常只是为了抓住其中的把柄，以便进行新的发难。”

特朗普再次当选，相较于上一任期，这次他拥有更坚实的政治根基、更清晰的政策主张、更稳固的执政班底、更大的权力边界。我们认为特朗普的再度当选反映了几个关键因素：美国选民对体制的信心、特朗普提出明确政策方向的能力，以及美国社会深层的反建制情绪。

表 4：特朗普 2.0

特朗普 2.0	2024	2016
更坚实的政治根基	共和党内“ No. 1 ”，以“横扫”姿态收割各州共和党代表选票。	异军突起，共和党内的建制派并不看好，众议院议长保罗·瑞安和参议院共和党领袖米奇·麦康奈尔经常与之发生分歧。
更清晰的政策主张	1、将兑现的 20 条核心承诺 2、特朗普公布执政计划——“ 议程 47 ” 3、由老牌保守派智库撰写的“ 2025 计划 ”，被媒体广泛认为是之后的施政计划	施政方针并不清晰
更稳固的执政班底	更加有战斗力和丰富经验的全新班底： 国务卿：马尔科·卢比奥； 财长：斯科特·贝森特； 国防部长：皮特·赫格塞斯。	内阁大量空缺，人事变动大：国务卿、司法部长、白宫办公厅主任、国防部长、国家安全顾问等内阁成员或白宫高官都经历过换人。
更大的权力边界	1、特朗普不仅重返白宫，还带领共和党拿下两院，同时特朗普上一任期最高院保守派和自由派法官比例变为 6:3 并保持至今，相当于“ 三权合一 ”。 2、特朗普今年被裁定在“公职行为”上享有总统豁免权，拜登曾评价这个裁决“意味着总统可以做的事情没有边界，是一个全新的原则，也是一个危险的先例”。	总统权力受到宪法等限制

资料来源：环球网，新浪新闻，复旦发展研究院，凤凰网，华尔街见闻，上观，观察者网，新华社，国际在线，新浪财经，央视新闻，直新闻，搜狐新闻，国海证券研究所

特朗普重回白宫加剧世界经济不确定性。

在贸易政策方面，特朗普延续单边主义立场，强调通过关税保护美国经济。在竞选中，他承诺对所有美国进口商品加征 10%-20% 的关税，此举不仅可能引发新一轮的贸易战，还会推高全球供应链成本，扰乱国际贸易秩序。对于出口依赖型经济体而言，这一政策将是巨大的挑战，可能加剧全球经济增长放缓的风险。

在外交方面，特朗普倾向孤立主义，减少美国在全球事务中的参与。他表示将在重返白宫的第一天终止“印太经济框架”（IPEF），这种孤立主义政策倾向可能削弱现有的多边合作机制，进一步扰动全球经济格局。

在经济政策上，特朗普重申“美国优先”“美国第一”的执政理念。尤其是在制造业方面，他强调制造业回流，旨在通过减税和补贴等手段鼓励企业将生产线迁回美国。此外，他计划大幅减少所得税，这一举措虽然可能短期刺激美国经济，却可能加剧联邦财政赤字和通货膨胀，并通过货币政策决策、资本市场波动等方面间接影响全球经济金融稳定。

总体来看，这些政策倾向不仅为全球经济带来不确定性，也可能加速“逆全球化”的进程，给以多边合作为基础的全球经济体系带来剧烈冲击。

表 5：特朗普再度当选加速“逆全球化”进程

领域	特朗普的政策理念	可能影响
外交	退出国际组织。特朗普扬言将在重返白宫后的第一天终止“印太经济框架” (IPEF)。 亚太：加大对亚太地区军事投入。 俄乌：考虑推动停战方案，希望以谈判的方式解决乌克兰问题。 北约：欧美主导的国际机制可能会因美国的消极参与而遭到削弱。 加沙：大力支持以色列和沙特等阿拉伯盟友，同时对抗和孤立伊朗。	1、美国财政赤字持续走高。由于减税成本较高，关税带来的收入有限，可能导致美国财政更加紧张。据宾夕法尼亚大学报告称，十年内可能会增加 5.8 万亿美元的联邦赤字。 2、再通胀。特朗普收紧移民政策将减少美国劳动力供应，加快薪资收入增长，引发再通胀、高利率。 3、冲击全球贸易。美国为实现贸易平衡，或将推进“中美战略性脱钩”，出口易受到反自由贸易、逆全球化等影响。
贸易	贸易单边主义。提高关税，对所有美国进口征收 10-20% 的关税。	4、利好加密货币、科技股等。特朗普明确表示对相关领域的支持态度。
移民	强硬的移民政策，驱逐非法移民，强调边境安全	5、全球宏观经济不确定性。全世界将卷入中美对抗风暴，此外特朗普以短期利益最大化为目标，擅长使用双边谈判和讨价还价等方式，其不确定性将带来高昂的宏观经济成本。
经济政策	放松监管，鼓励企业投资，强调“美国优先”； 强调制造业回流，实施“买美国货”政策； 延长《减税与就业法案》，减少企业和个人所得税，旨在刺激经济增长； 支持加密货币、人工智能，减轻相关领域监管力度。	
能源气候	支持化石燃料，放宽环保法规，强调能源独立，对气候变化持怀疑态度，退出气候协议。	

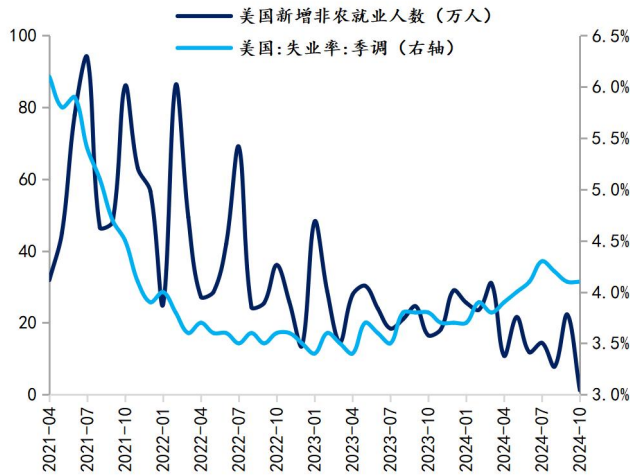
资料来源：观察者网，中华网，环球网，搜狐新闻，参考信息，凤凰财经，上观，中国评论通讯社，人民网，中国财经报，新华社，21 世纪经济报道，中国经济网，华尔街见闻，财联社，新浪财经，北京日报，国海证券研究所

注：“可能影响”部分主要为研究预测判断情形

美国经济“软着陆”并非定数。2022 年 3 月鲍威尔发言中提及，60 年代以来美国加息周期结束后经历 1969、1973、1980、1981、1990、2001、2007、2020 共 8 次“硬着陆”，以及 1965、1984、1994 共 3 次“软着陆”。从当前经济运行现状来看，美国经济韧性总体较强，经济增速放缓而不陷入实质性衰退的概率在增加，但也存在隐忧。

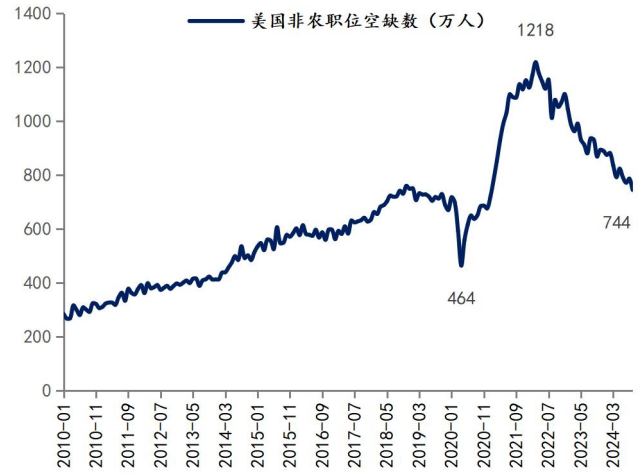
在就业方面，受飓风和罢工等影响，美国 10 月非农就业人数增加 1.2 万人，远低于预期的 10.5 万人，创 2021 年以来最低月度就业增幅。并下修 8、9 月份非农新增就业人数合计约 11.2 万人；失业率为 4.1%，与预期和前值持平。同时，9 月美国职位空缺数量降至 744 万，大幅低于预期，创三年多新低水平；下修 8 月前值，从 804 万调至 786 万，传递出劳动力市场放缓信号。

图 8：10 月美国就业数据大幅降温



资料来源：Wind，国海证券研究所

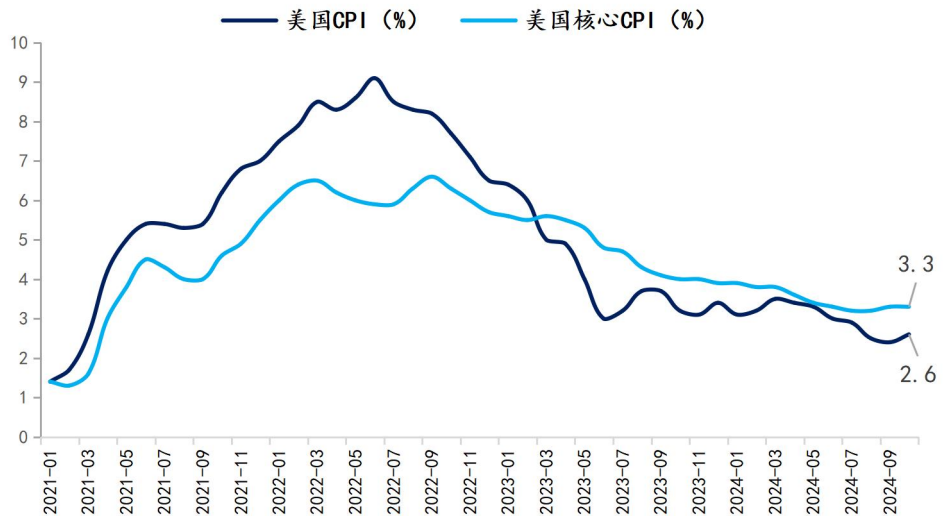
图 9：9 月 JOLTS 职位空缺大幅不及预期



资料来源：Wind，国海证券研究所

在通胀方面，美国 10 月 CPI 同比 2.6%，高于前值的 2.4%；PPI 回升至 2.4%，高于预期，也高于 9 月的 1.8%。在特朗普的执政理念下，强调制造业回流和高额关税的政策可能进一步推高物价，同时刺激需求的减税政策也可能加剧通胀。

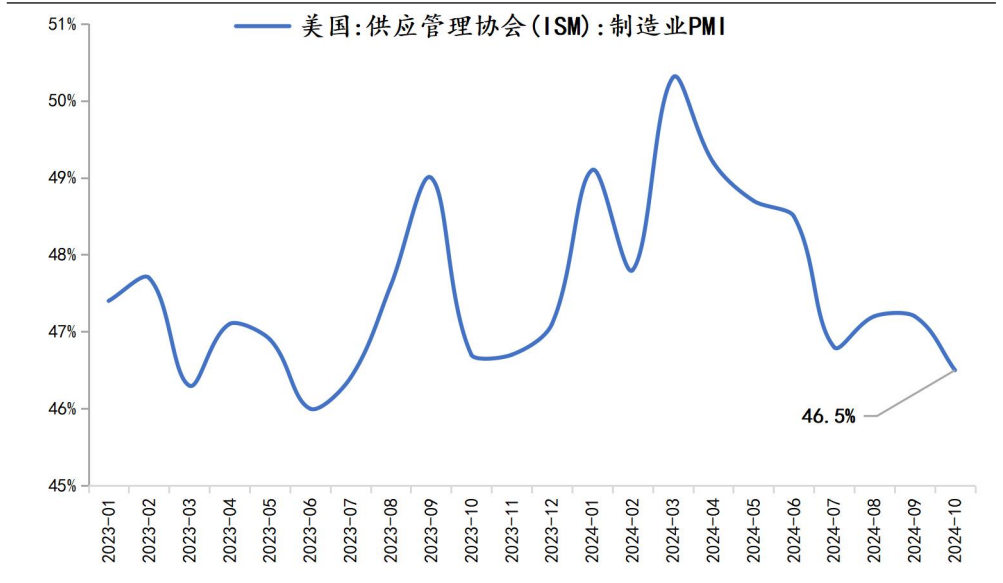
图 10：美国通胀黏性仍存



资料来源：Wind，国海证券研究所

在制造业方面，美国 10 月 PMI 为 46.5%，持续 7 个月位于荣枯线下方。

图 11：美国制造业 PMI 持续位于荣枯线下方



资料来源：Wind，国海证券研究所

2.2、人口总量与结构重塑

多数发达经济体都进入低生育时代。总和生育率 (total fertility rate, 简称 TFR) 是指一个国家或地区的妇女在育龄期间, 平均每个妇女的生育子女数。通常将总和生育率 2.1 作为世代更替水平, 即出生和死亡将逐渐趋于均衡, 在没有国际迁入与迁出的情况下, 人口将最终停止增长, 保持稳定状态。随着工业化、现代化带来的人口生育观念转变等方面的影响, 低生育成为全球尤其是发达国家普遍面临的问题。从 2000 年至 2022 年, 美国总和生育率由 2.06 降至 1.67, 日本在 1.36 的低水平基础上进一步降至 1.26, 英国由 1.64 降至 1.57, 韩国由 1.48 降至 0.78 的低水平。

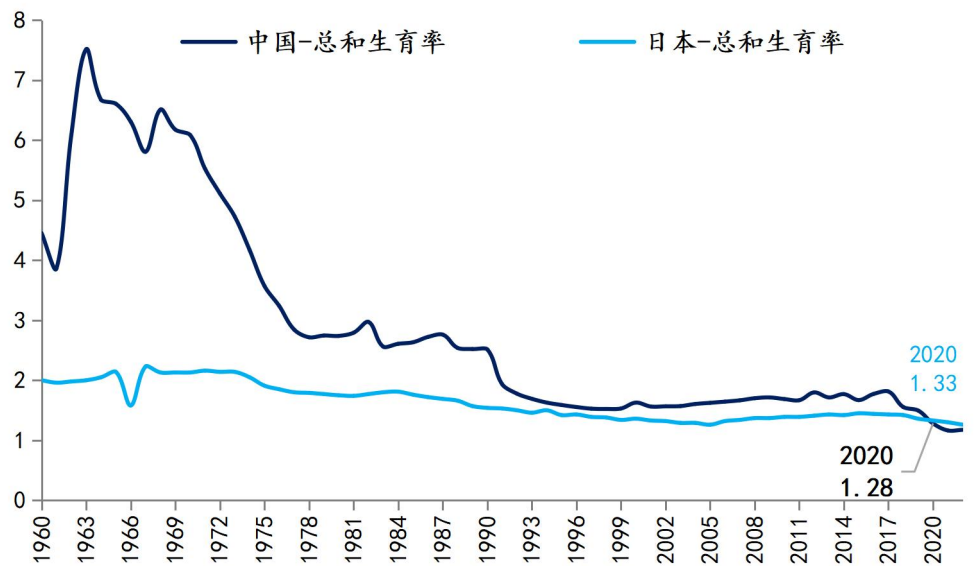
表 6：全球典型经济体总和生育率变化

时间	中国	美国	日本	英国	德国	法国	新加坡	韩国	中国香港	俄罗斯	阿根廷	澳大利亚	加拿大	西班牙	葡萄牙
2000	1.63	2.06	1.36	1.64	1.38	1.89	1.60	1.48	1.03	1.20	2.59	1.76	1.51	1.22	1.55
2001	1.56	2.03	1.33	1.63	1.35	1.90	1.41	1.31	0.93	1.22	2.53	1.74	1.54	1.23	1.45
2002	1.57	2.02	1.32	1.63	1.34	1.88	1.37	1.18	0.94	1.29	2.49	1.76	1.52	1.25	1.46
2003	1.57	2.05	1.29	1.70	1.34	1.89	1.27	1.19	0.90	1.32	2.45	1.75	1.55	1.30	1.44
2004	1.61	2.05	1.29	1.75	1.36	1.92	1.26	1.16	0.92	1.34	2.43	1.77	1.56	1.31	1.40
2005	1.62	2.06	1.26	1.76	1.34	1.94	1.26	1.09	0.96	1.29	2.43	1.81	1.58	1.33	1.41
2006	1.64	2.11	1.32	1.82	1.33	2.00	1.28	1.13	0.98	1.31	2.40	1.91	1.63	1.36	1.37
2007	1.67	2.12	1.34	1.86	1.37	1.98	1.29	1.26	1.03	1.42	2.37	1.96	1.67	1.38	1.35
2008	1.70	2.07	1.37	1.91	1.38	2.01	1.28	1.19	1.06	1.50	2.34	1.98	1.70	1.45	1.39
2009	1.71	2.00	1.37	1.89	1.36	2.00	1.22	1.15	1.06	1.54	2.34	1.97	1.69	1.38	1.34
2010	1.69	1.93	1.39	1.92	1.39	2.03	1.15	1.23	1.13	1.57	2.35	1.93	1.65	1.37	1.39
2011	1.67	1.89	1.39	1.91	1.39	2.01	1.20	1.24	1.20	1.58	2.34	1.93	1.63	1.34	1.35
2012	1.80	1.88	1.41	1.92	1.41	2.01	1.29	1.30	1.29	1.69	2.33	1.92	1.63	1.32	1.28
2013	1.71	1.86	1.43	1.83	1.42	1.99	1.19	1.19	1.13	1.71	2.32	1.86	1.61	1.27	1.21
2014	1.77	1.86	1.42	1.81	1.47	2.00	1.25	1.21	1.24	1.75	2.31	1.83	1.61	1.32	1.23
2015	1.67	1.84	1.45	1.80	1.50	1.96	1.24	1.24	1.20	1.78	2.30	1.81	1.60	1.33	1.31
2016	1.77	1.82	1.44	1.79	1.60	1.92	1.20	1.17	1.21	1.76	2.24	1.75	1.59	1.34	1.36
2017	1.81	1.77	1.43	1.74	1.57	1.89	1.16	1.05	1.13	1.62	2.17	1.74	1.55	1.31	1.38
2018	1.55	1.73	1.42	1.68	1.57	1.87	1.14	0.98	1.08	1.58	2.04	1.74	1.51	1.26	1.42
2019	1.50	1.71	1.36	1.63	1.54	1.86	1.14	0.92	1.06	1.50	1.99	1.66	1.47	1.23	1.43
2020	1.28	1.64	1.33	1.56	1.53	1.83	1.10	0.84	0.88	1.51	1.91	1.58	1.41	1.19	1.41
2021	1.16	1.66	1.30	1.56	1.58	1.84	1.12	0.81	0.77	1.51	1.89	1.70	1.44	1.19	1.35
2022	1.18	1.67	1.26	1.57	1.46	1.79	1.04	0.78	0.70	1.42	1.88	1.63	1.33	1.16	1.43

资料来源：世界银行，国海证券研究所

我国生育率近年来也出现较快下降。2020 年我国总和生育率为 1.28，自 1960 年以来首次低于日本，也显著低于 20 世纪 80 年代初日本人均 GDP 在 1 万美元左右的生育水平。2021 年我国生育率进一步降至 1.16，2022 年反弹至 1.18，但出生人口自 1950 年以来首次跌破 1000 万，2023 年出生人口降至 902 万。总人口负增长、生育率持续处于低位水平，16-59 岁的劳动年龄人口减少将加快，会进一步降低经济潜在增长率。

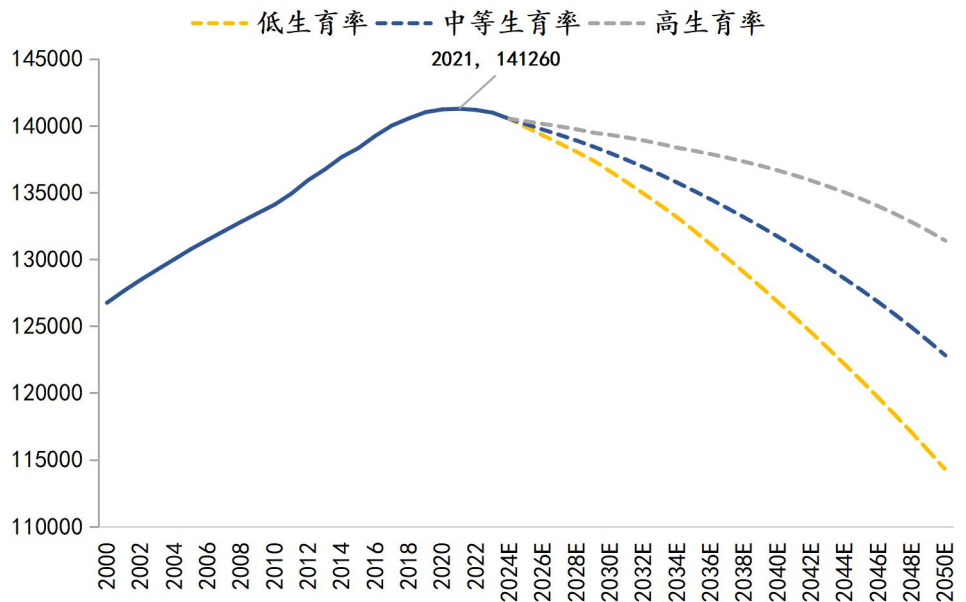
图 12：我国和日本总和生育率对比



资料来源：世界银行，国海证券研究所

总人口连续两年减少。根据国家统计局数据，2023 年末中国人口总规模为 14.1 亿人，减少 208 万人，连续第二年减少，我国总人口于 2021 年达到峰值。以联合国最新数据为基础，将总和生育率按低、中、高进行重新测算，人口总数持续减少。

图 13：我国总人口数测算



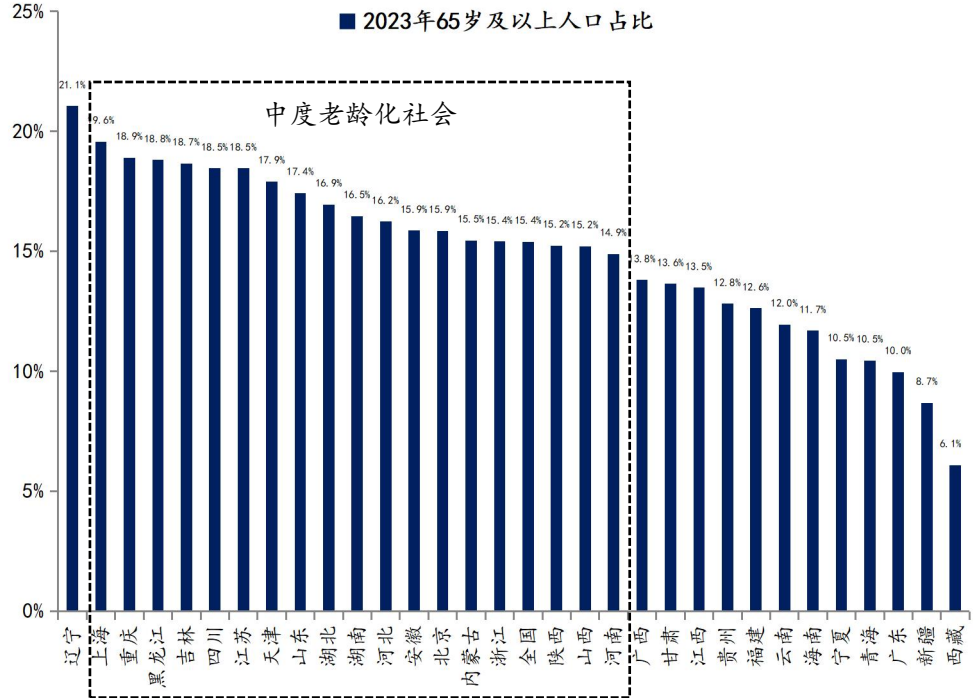
资料来源：联合国，Wind，国海证券研究所；单位：万人；

注：根据联合国数据预测作图；高生育率——2050 年 1.68；中等生育率——2050 年 1.18；低生育率——2050 年 0.68

人口老龄化面临挑战。根据《中国统计年鉴 2024》统计，2023 年全国 65 岁以上人口占比达 15.4%，超过了联合国 14% 的中度老龄化界限。全国 31 个省份中

有 19 个超了 14%，其中 18 个省份进入中度老龄化阶段，辽宁省进入重度老龄化社会。人口老龄化既是挑战也是机遇，增加了全社会的养老、医疗、保障等方面压力的同时，也促进了“银发经济”发展。

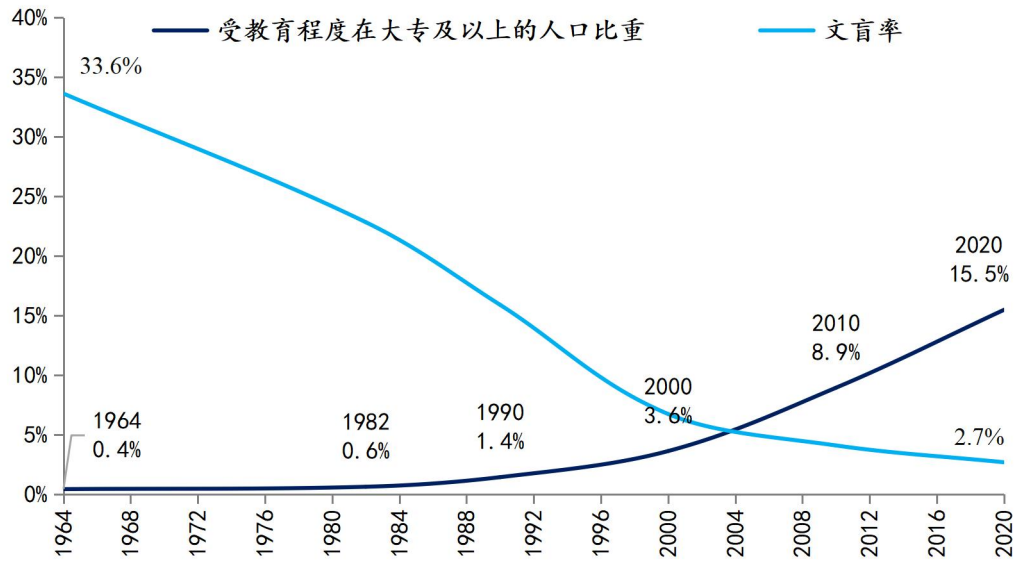
图 14：我国面临人口老龄化挑战



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

但人口总体素质在不断提升。2023 年，我国具有大学文化程度人口超 2.5 亿人。16-59 岁劳动年龄人口平均受教育年限达 11.05 年，比 2022 年提高 0.12 年。人口素质不断提高更加有利于促进经济发展方式转变、产业结构升级和全要素生产率提升等方面。

图 15：历次普查时大专及以上学历人口比重及文盲率情况变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

2.3、新起点下的房地产

9月26日，中共中央政治局召开会议，提出“要促进房地产市场止跌回稳”，房地产开启新起点。随后一揽子支持房地产的增量政策迅速出台，房地产市场回温明显。2024年10月全国新建商品房网签成交量同比增长0.9%，是连续下降15个月后首次实现增长；全国二手房网签成交量同比增长8.9%，连续7个月同比增长；新建商品房和二手房成交总量同比增长3.9%，自今年2月份连续8个月下降后首次实现增长。

展望2025年，房地产市场将逐步企稳回升。城中村改造货币化安置，专项债收储土地以及通过专项债、专项借款收购商品房是影响房地产市场的关键因素，政策将从供需两端齐发力，助力房地产市场健康发展。

在城中村改造方面，我们预计货币化安置总需求或超过200万套，其中2025年完成改造100万套，拉动2亿平库存去化。2024年10月17日，住建部宣布将通过货币化安置方式新增实施100万套城中村改造、危旧房改造，释放货币化安置政策重启的信号。据住建部数据，仅在全国35个大城市，需要改造的城中村有170万套，本次货币化安置扩围至297个地级市，货币化安置总量或将翻倍。货币化安置即政府以货币形式补偿需要安置的居民，引导后者进入商品房市场购买，释放购房需求，有助于提高安置效率、消化存量商品房，促进房地产市场的回暖。假设每套城中村住宅按建筑面积200平方米进行产权置换，预计2025年将新增拉动约2亿平方米商品房去化。

在收购商品房方面，预计将新增拉动0.4亿平方米商品房去化。财政部表示，允许专项债券支持回收闲置存量土地、收购存量商品房用作保障性住房。以成本法计算，在5%的利润率下单位收购价约为1.01万元每平方米。若推出5000亿专项债收储商品房，在50%的使用比例下，预计将新增拉动0.25亿平方米商品房去化。央行设立3000亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，央行提供全额资金支持降低了商业银行的资金成本和放贷风险，3000亿专项借款若在50%的资金使用比例下，预计将新增拉动0.15亿平方米商品房去化。

表7：基于成本法的收购商品房去库存面积测算

近5年成交楼面价 (元/m ²)	*建安成本 (元/m ²)	*总成本 (元/m ²)	利润率 (元/m ²)	*收购价 (元/m ²)	*套均面积 (m ²)	套总价 (元)	保障房套数	总计面积 (万m ²)	*使用比例	*3000亿再贷款去库存面积 (亿m ²)	*5000亿专项债去库存面积 (亿m ²)
4648	5000	9648	5%	10131	60	607837	493554	2961	50%	0.15	0.25

资料来源：住建部，中指数据库，国海证券研究所

注：*数据为假设/测算值

成交楼面价：以近五年中指300城成交楼面均价计

在专项债收储土地方面，预计将拉动 1-2 亿平方米土地收储。专项债收储土地用于两个方向，一是回收符合条件的闲置存量土地，二是确有需要的地区也可以用于新增土地的储备项目。受房地产市场下行影响，连续 4 年土地出让收入大幅缩减，地方财力难以支撑大规模土地储备。通过专项债支持土地储备，有助于减轻地方债务压力、改善资金状况。同时土地二级市场难有交易，存在土地开发难、转让难、政府收回难等问题，使房企盘活资产陷入僵局。通过专项债回收闲置土地，可以增加资金流动性，有利于房企集中资金用于保交房，本轮专项债回收存量土地将打破土地二级市场冰封的局面。历史上，土储专项债是新增专项债发行中的重要投向。2017 年-2019 年，土储专项债的发行量分别为 2407、5893、6765 亿元，占同年新增专项债规模的 26%、42%、31%。结合上述情况，预计 2025 年专项债收储土地规模在 10000 亿左右，根据近 5 年的土地成交楼面价估算，将拉动 1-2 亿平方米土地收储。

表 8：专项债收储土地去库存面积测算

*专项债额度 (亿)	*使用比例	平均楼面价 (元/m ²)	可收储土地面积 (万m ²)
10000	50%	4648.2	10757
	70%		15060
	90%		19362

资料来源：中指数据库，国海证券研究所

注：*数据为假设/测算值

2024 年 1-10 月，全国商品房销售面积 7.8 亿平方米，我们预计今年全年商品房销售面积合计约为 10 亿平方米，同比-14.4%。预计 2024 年全年一线城市销售面积 0.4 亿平方米，同比下降 10.1%；二线城市销售面积约 2.76 亿平方米，同比下降 17.2%，三四线城市销售面积约 6.4 亿平方米，同比下降 13.4%。

我们预计 2025 年销售回暖，全国销售面积 10 亿平方米，同比增长 4.6%。2025 年房地产市场将延续能级分化态势，一线城市及核心二线城市受益于“一揽子”政策快速落地，市场回暖较快。弱二线城市及三四线城市政策空间较少，回暖相对较慢。且城中村改造货币化安置，首批主要针对条件成熟项目，所以一二线城市是核心受益者，项目推进将较早较快。

叠加一线城市人口众多，产业发展成熟，需求旺盛等影响因素，预计 2025 年一线销售面积为 0.57 亿平方米、同增 31.9%，占比 5.7%；二线城市主要受城市间人口流动，周边乡镇购房，以及年轻人口返乡置业等因素影响，预计 2025 年其销售面积预计为 3.5 亿平方米、同增 26.6%，占比 34.9%；三四线城市过去销售面积大幅增长，主要是因为政策宽松和棚改货币化创造了需求，随着更高能级城市政策的进一步优化，三四线城市销售占比将逐步回归到棚改前水平，需求也主要由本地及返乡置业需求支撑，预计 2025 年三四线城市销售面积为 5.9 亿平方米、同比下降 6.8%，占比 59.4%。

表 9：分线城市销售面积占比及增速

年份	一线城市销售面积 (万平)	二线城市销售面积 (万平)	三四线城市销售面积 (万平)	一线占比	二线占比	三四线占比
2015	6470	43709	78316	5.0%	34.1%	60.8%
2016	7050	54787	95511	4.5%	34.8%	60.7%
2017	4990	55625	108793	2.9%	32.8%	64.3%
2018	4735	56563	110166	2.8%	32.0%	65.2%
2019	4926	54265	112366	2.9%	31.2%	65.9%
2020	5229	54842	116015	3.0%	30.9%	66.1%
2021	5309	53609	120515	3.1%	29.8%	67.1%
2022	4549	36978	94309	3.3%	27.4%	69.2%
2023	4807	33296	73632	4.3%	29.8%	65.9%
2024E	4323	27561	63767	4.5%	28.8%	66.7%
2025E	5704	34880	59458	5.7%	34.9%	59.4%

资料来源：Wind，国家统计局，中指数据库，iFind，国海证券研究所

注：分线同比增速为实际计算值

测算核心逻辑：通过分线增速、分线销售占比，加权平均计算全国增速。

全国房地产销售量=自然增长情况下的销量+城中村改造货币化安置等影响因素的拉动量。自然增长情况，主要受政策空间影响；城中村改造货币化安置等政策拉动体量，数据摘自城中村相应的外发报告。货币化改造项目扩围，改造拉动量按一二线 60%，三四线 40%的比例分配在各线城市。

2.4、积极的财政政策空间

客观看待债务问题。债务本身是中性的，并不是洪水猛兽，应该用辩证和发展的眼光看待债务在经济社会发展中的作用。债务水平需要充分考虑社会经济发展阶段、债务规模、品种组合和期限结构，合理的债务水平有利于提升政府宏观调控能力、提振国内需求、促进经济增长。但债务是把“双刃剑”，长期过度的债务会反作用于经济发展，增加通货膨胀压力，加大政府偿债压力，形成对其他领域投融资的“挤出效应”，削弱货币政策的有效性，影响国家主权评级，可能引发债务危机甚至是经济金融危机。

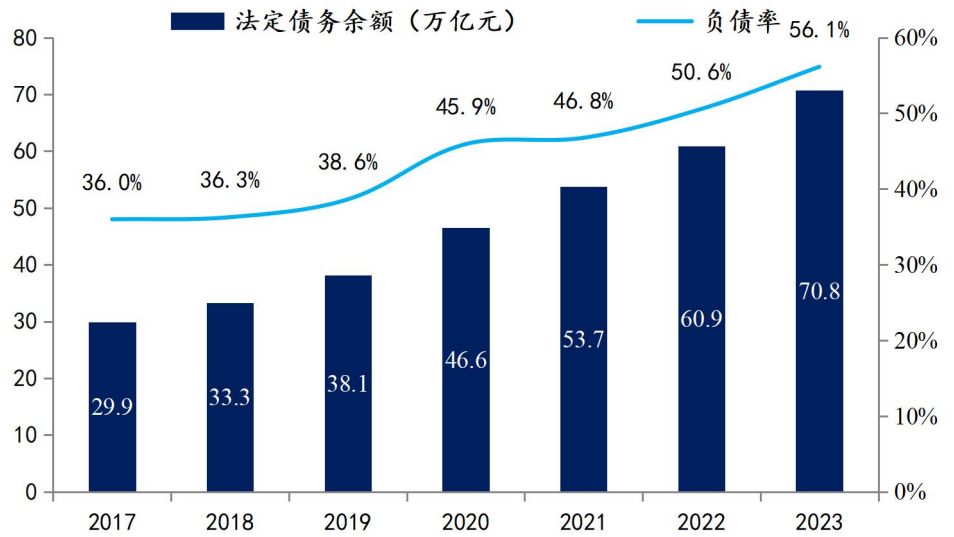
表 10：对债务的态度变化

时间	态度	具体内容
1950-1978 年	经济发展不举债	上世纪 50 年代只有 1950 年中央政府发行的“人民胜利折实公债”和 1954-1958 年 5 次发行的“经济建设公债”6 次举债；1959 年起不再发行全国性公债。 1968 年底内债外债全部还完，1968-1978 年进入既无外债又无内债的时期。
1981 年	开启举债 尝试财政赤字工具	1979、1980 年财政收入增速连续两年较快下降，尤其是中央财政难以为继。 在这样的背景下，1981 年政府重新恢复国债发行，且在国际金融市场发行外币债券。
1980 年代	致力于消除财政赤字	1985-1989 财政预算报告、政府工作报告等多次提及“消灭财政赤字”
1990 年代初	严控赤字	1993 年，时任国务院副总理朱镕基明确提出“要严格控制财政赤字，停止银行挂账。财政收支的原则应该是量入为出，收支基本平衡，最好是略有结余。” 1995 年开始不允许中央公共预算列赤字，不允许地方发债和列赤字。
1994 年开始	对债务态度有转变 国债成为积极财政的重要工具	1993 年发行额不到 400 亿，1994 年首次突破 1000 亿，1995 年起 1500 亿。1998-2000 年连续三年调整预算增发国债共 2100 亿，1998 年发行 2700 亿特别国债用于补充四大行注册资本 2007 年发行 1.55 万亿元国债用于购买约 2000 亿美元的外汇，用于组建中投公司。
2014 年	允许地方财政赤字	2014 年《预算法》修订，允许地方通过发行地方政府债券举债。 2015 年“地方财政赤字”表述首次出现在政府工作报告和当年财政预算报告中。
2016 年至今	态度转向积极	2016 年财政赤字率提高到 3%，首次碰触了欧盟所谓“3%的国际警戒线”； 2020 年发行 1 万亿特别国债；2023 年增发国债 1 万亿； 2024 年《政府工作报告》提出，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，今年先发 1 万亿。

资料来源：中国政府网，新华社，人民日报，国海证券研究所

中国政府举债空间大。2024 年 10 月 12 日，财政部部长蓝佛安在国新办发布会上表示，中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。11 月 8 日，财政部部长蓝佛安在全国人大常委会办公厅举行的新闻发布会上再次表示，总的看，我国政府还有较大举债空间。根据 IMF 统计数据，2023 年末 G20 国家平均政府负债率 118.2%，日本 249.7%、意大利 134.6%、美国 118.7%、法国 109.9%、加拿大 107.5%、英国 100%、巴西 84.7%、印度 83%、德国 62.7%，G7 国家平均政府负债率 123.4%。而同期我国政府全口径债务总额 85 万亿，负债率 67.5%，显著低于主要经济体和新兴市场国家。

图 16：中国政府法定债务余额及负债率变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

债务风险总体可控。债务是不是问题，关键取决于能否用于生产性目的并形成有效资产，直接或间接地创造出足够多的收益来还本付息。从偿债能力看，我国债务具有“建设性”和“生产性”特质，主要用于资本性支出，建设了一大批交通、水利、能源等项目，很多资产正在产生持续性收益。根据《2023 年度国有资产管理情况综合报告》，2023 年末全国国有企业净资产 131 万亿、国有金融企业净资产 47 万亿、行政事业性国有净资产 51 万亿，庞大的国有资产和国有资源筑牢了债务安全“防护堤”。

表 11：2023 年国有资产总体情况（不含国有自然资源资产）

分类	全国			中央			地方		
	资产总额	负债总额	净资产	资产总额	负债总额	净资产	资产总额	负债总额	净资产
企业国有资产 (不含金融企业)	371.9	241.0	130.9	116.5	78.6	37.9	255.4	162.4	93.0
金融国有资产	445.1	398.2	46.9	289.6	260.0	29.6	155.5	138.2	17.3
行政事业性国有资产	64.2	12.8	51.4	6.9	2.1	4.8	57.3	10.7	46.6

资料来源：财政部，国海证券研究所；单位：万亿元

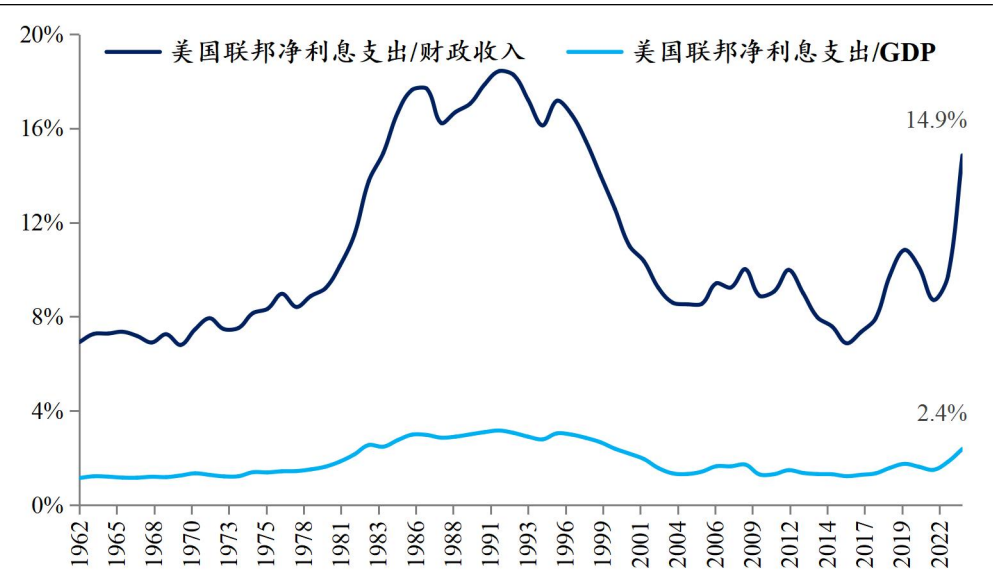
从利息支出看，债务空间大。达利欧在《债务危机》中提及，债务是不是问题，关键取决于能否用于生产性目的并形成有效资产，直接或间接地创造出足够多的收益来还本付息。债务工具本身是一种金融债权，要求债务人在约定时间里向债权人还本付息，如果债务人能在不需要额外财政援助或不违约的情况下履行其当前和未来的所有支付义务，则债务可持续。对于政府来说，尤其是利息刚性支出，决定了举债空间范围。2023 年，我国一般公共预算支出中债务利息支出 1.2 万亿，与一般公共预算收入比值为 5.5%、与 GDP 比值为 0.9%，而美国同期的债务利息支出与财政收入比值 14.9%、与 GDP 比值为 2.4%。

表 12：中国债务利息支出情况

时间	一般公共预算支出中 债务利息规模（亿元）	债务利息/ 一般公共预算收入	债务利息/ GDP
2016	4991	3.1%	0.7%
2017	6185	3.6%	0.7%
2018	7345	4.0%	0.8%
2019	8338	4.4%	0.8%
2020	9829	5.4%	1.0%
2021	10456	5.2%	0.9%
2022	11358	5.6%	0.9%
2023	11829	5.5%	0.9%
2024. 1-9	9265	5.7%	1.0%

资料来源：Wind，国海证券研究所

图 17：美国债务利息支出情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

从国际比较看，赤字空间大。对于欧盟，1995、1996 年财政赤字率分别达 7.2%、4.3%，1997 年经济有起色后才回到 3%。美国次贷危机爆发后，欧盟迅速突破 3% 的限制，2009-2013 年平均赤字率为 4.6%，助力经济回升。对于美国，1984-2023 年这 40 年美国联邦政府财政赤字率年均值为 3.8%，有 24 个年份超过 3%。尤其是面对经济下行，财政政策更加激进，2007 年次贷危机爆发后，2008、2009 年赤字率分别较上年增加 2.0、6.7 个百分点。对于德国，自 1990 年东西德合并以来，1991-2023 这 33 年时间里，有 13 年赤字率超过 3%。尤其是 1995-2005 年间，德国经济累计增长 14.6%，远低于欧盟 15 国，在这样的形势下，这 11 年平均赤字率为 3.5%、有 7 年在 3% 及以上。

表 13：中国与典型发达经济体财政赤字率对比

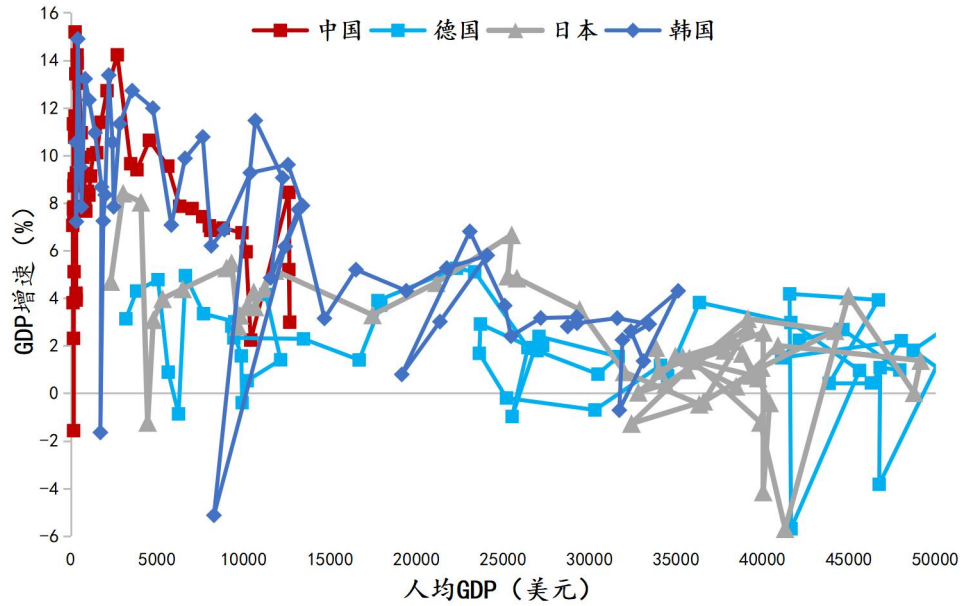
时间	中国官方口径 目标赤字率	美国联邦 财政赤字率	欧盟 27 国 财政赤字率	德国 财政赤字率	日本 财政赤字率
2010	3.0%	8.6%	6.0%	4.4%	8.0%
2011	2.0%	8.3%	4.1%	0.9%	8.2%
2012	1.6%	6.6%	3.7%	0.0%	7.5%
2013	2.0%	4.0%	3.1%	0.0%	7.2%
2014	2.1%	2.8%	2.4%	-0.6%	5.9%
2015	2.3%	2.4%	1.9%	-1.0%	4.6%
2016	3.0%	3.1%	1.4%	-1.2%	4.8%
2017	3.0%	3.4%	0.9%	-1.3%	4.1%
2018	2.6%	3.8%	0.4%	-1.9%	3.4%
2019	2.8%	4.6%	0.5%	-1.5%	3.6%
2020	3.6%	14.7%	6.7%	4.3%	8.8%
2021	3.2%	11.8%	4.6%	3.6%	5.8%
2022	2.8%	5.3%	3.2%	2.5%	5.5%
2023	3.8%	6.2%	3.5%	2.1%	
2024	3.0%			1.5%	

资料来源：Wind，国海证券研究所

3、2025 年宏观经济形势及政策展望

经济增速换挡是国际普遍规律。根据世界银行统计，二战后连续 25 年以上保持 7% 以上高增长的国家只有 13 个，不少国家和地区从 8% 以上高速调整至 4% 左右中速。分析中国、德国、日本、韩国的数据可以发现，在人均 GDP 处于 1 万美元以下时，GDP 平均增速为 6.2%；当人均 GDP 在 1~2 万美元间时，GDP 平均增速降至 4.9%；而当人均 GDP 升至 2~3 万美元时，GDP 平均增速进一步降至 3.2%。当人均 GDP 达到 1 万美元左右时，与我国经济结构相近的德、韩都出现了经济增速换挡现象。亚洲金融危机后，韩国经济增速由 1994-1996 年 8.9% 左右切换至 2001-2003 年 5.2% 左右。同样是人均 GDP 刚跃入 1 万美元关口，德国 1979 年的经济增速为 4.2%，而 1986 年的经济增速降为 2.3%。

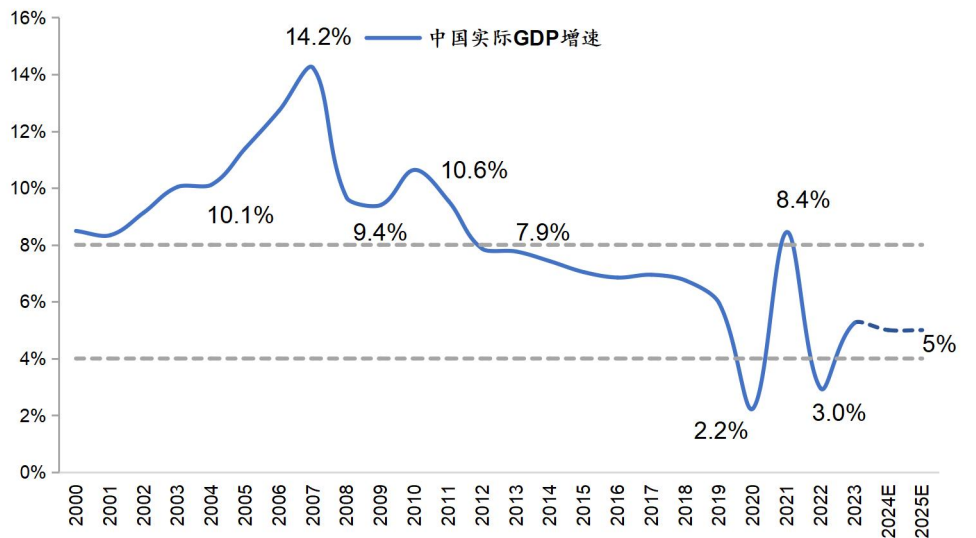
图 18：1971-2023 年典型经济体 GDP 增速与人均 GDP 关系



资料来源：世界银行，国海证券研究所

我国也不例外。2012 年以来，我国经济从高速转换为中高速增长，进入经济新常态。世界银行数据显示，中国经济从 1978 年到 2011 年，在长达 32 年的时间里实现了年均近 10% 的高速增长，取得了长时间跨度内接近两位数增长的经济奇迹。2012-2015 年 GDP 增速在 7.0% 以上，2016-2019 年 GDP 增速在 6.0% 以上，之后疫情影响下经济增速下行压力增大。经济由高速增长向中高速增长转换的新常态是客观存在的事实。经济进入新的调整期、增速放缓是由我国经济发展的内在逻辑决定的，人口数量红利与全球化红利消退的情况下，要积极适应我国要素禀赋结构新变化，发掘人力资本质量红利、资本积累配置红利、土地高效利用红利和数据要素红利，为经济提供更多元的增长动力。

图 19：中国经济增长预测



资料来源：Wind，国海证券研究所；注：2024、2025 为研究预测数据

展望 2025 年，预计中国经济持续回升向好，GDP 增速为 5.0%。一是经济增速应符合远期发展目标。2025 年是十四五规划的收官之年，根据十四五规划和 2035 年远景目标纲要，到 2035 年人均国内生产总值要达到中等发达国家水平。关于建议的说明中明确提出“十四五”和到 2035 年经济发展目标采取了以定性表述为主、蕴含定量的方式，隐含到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番目标。假定 2024、2025 年经济增长 5%，十四五期间复合增速将达到 5.3%，未来十年（2026-2035 年）复合增速若能达 4.4%即可实现总量翻一番目标。

二是经济增长目标的设定应充分考虑就业因素，近年高校毕业生规模不断创新高，2021 年 909 万、2022 年 1076 万、2023 年 1158 万，2024 年 1179 万人，预计 2025 年将达 1222 万。政府新增就业人口目标由前几年的 1100 万左右上调至 2024 年的 1200 万左右。经济发展质量在不断提升，单位 GDP 增速对应的目标和实际就业人数在不断增加，2014-2023 年单位 GDP 增速对应的实际平均就业人数为 251 万人。但也需 5%左右的经济增速才能确保 1200 万以上的目标就业。

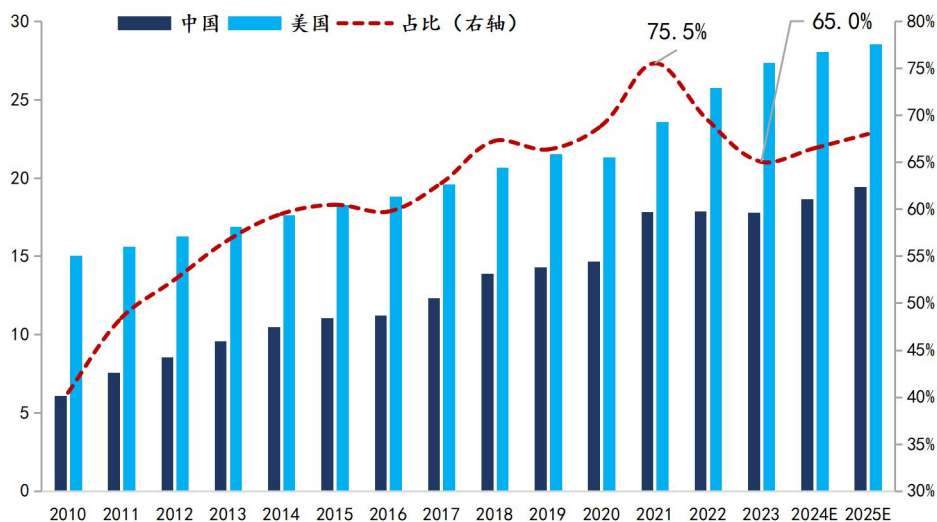
表 14：政府经济和就业预期目标

年份	政府预期目标城镇新增就业	实际城镇新增就业人数	政府预期目标 GDP 增速	实际 GDP 增速	单位实际 GDP 对应的就业人数
2014	1000	1322	7.5%	7.4%	178
2015	1000	1312	7.0%	7.0%	186
2016	1000	1314	6.5%	6.8%	192
2017	1100	1351	6.5%	6.9%	194
2018	1100	1361	6.5%	6.7%	202
2019	1100	1352	6.5%	6.0%	227
2020	900	1186	-	2.2%	530
2021	1100	1269	6.0%	8.4%	150
2022	1100	1206	5.5%	3.0%	409
2023	1200	1244	5.0%	5.2%	237
2024	1200	-	5.0%	-	-

资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：万人

三是从中美经济体量角度，稳定的经济增速有助于缩小中美差距。2021 年中国 GDP 是 17.8 万亿美元，大约相当于美国 GDP 的 75.5%。此后受美元指数大幅上涨等因素影响，2023 年中国 GDP 相当于美国 GDP 的 65%。根据世界银行预测，2024、2025 年美国经济增长速预计为 2.5%、1.8%，在我国经济增速基本保持稳定基础上，预计 2024、2025 年中美差距将会缩小。

图 20：中美 GDP 对比



资料来源：世界银行，国海证券研究所；单位：万亿美元

表 15：中国 2025 年主要经济数据展望

时间	GDP 现价 (万亿元)	GDP 增速	社会消费品零售总额同比	固定资产投资同比	制造业投资同比	房地产开发投资同比	基建投资同比(不含电力)	出口额(人民币)同比	进口额(人民币)同比
2014	64.4	7.4%	12.0%	15.7%	13.5%	10.5%	21.5%	4.9%	-0.6%
2015	68.9	7.0%	10.7%	10.0%	8.1%	1.0%	17.2%	-1.9%	-13.2%
2016	74.6	6.8%	10.4%	8.1%	4.2%	6.9%	17.4%	-1.9%	0.6%
2017	83.2	6.9%	10.2%	7.2%	4.8%	7.0%	19.0%	10.8%	18.9%
2018	91.9	6.7%	9.0%	5.9%	9.5%	9.5%	3.8%	7.1%	12.9%
2019	98.7	6.0%	8.0%	5.4%	3.1%	9.9%	3.8%	5.0%	1.7%
2020	101.4	2.2%	-3.9%	2.9%	-2.2%	7.0%	0.9%	4.0%	-0.2%
2021	114.9	8.4%	12.5%	4.9%	13.5%	4.4%	0.4%	19.5%	21.1%
2022	120.5	3.0%	-0.2%	5.1%	9.1%	-10.0%	9.4%	10.3%	4.2%
2023	126.1	5.2%	7.2%	3.0%	6.5%	-9.6%	5.9%	0.6%	-0.3%
2024E	131.6	5.0%	4.0%	4.1%	9.3%	-10.3%	4.4%	6.8%	4.1%
2025E	138.8	5.0%	5.4%	5.4%	7.0%	0.5%	4.6%	0.6%	1.1%

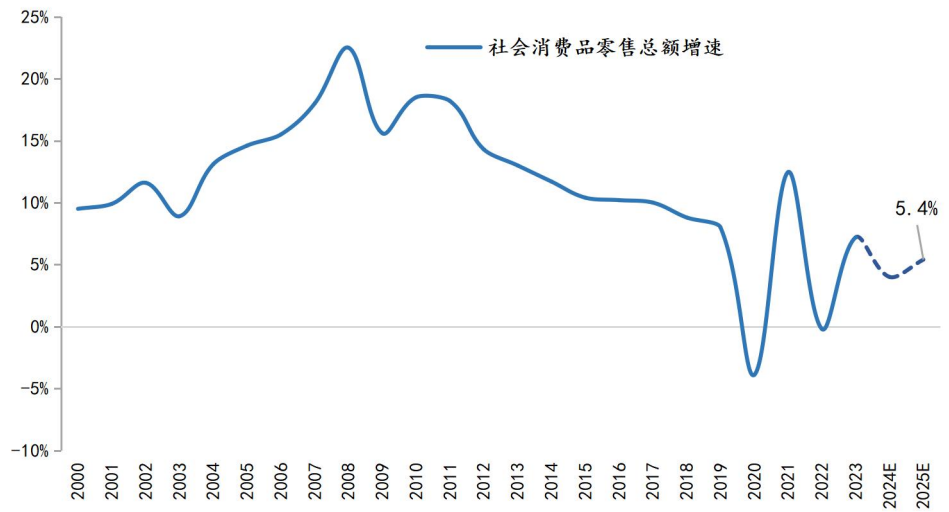
资料来源：Wind，iFind，国海证券研究所；注：2024、2025 为研究预测数据

3.1、预计明年消费将持续回升向好

消费对经济发展起到基础性的作用，从数量上来看，消费作为社会再生产循环的起点和终点，对经济发展贡献度持续超过 50%；从质量上看，消费结构优化升级也有助于持续促进经济提质增效。今年三中全会通过《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》，提及要“完善扩大消费长效机制，减少限制性措施，合理增加公共消费，积极推进首发经济”。在外需面临压力的情

形下,更应充分发挥内需对经济的拉动作用,进一步增强国内大循环的内生动力。我们预计 2025 年消费延续恢复势头,社零增速 5.4%。

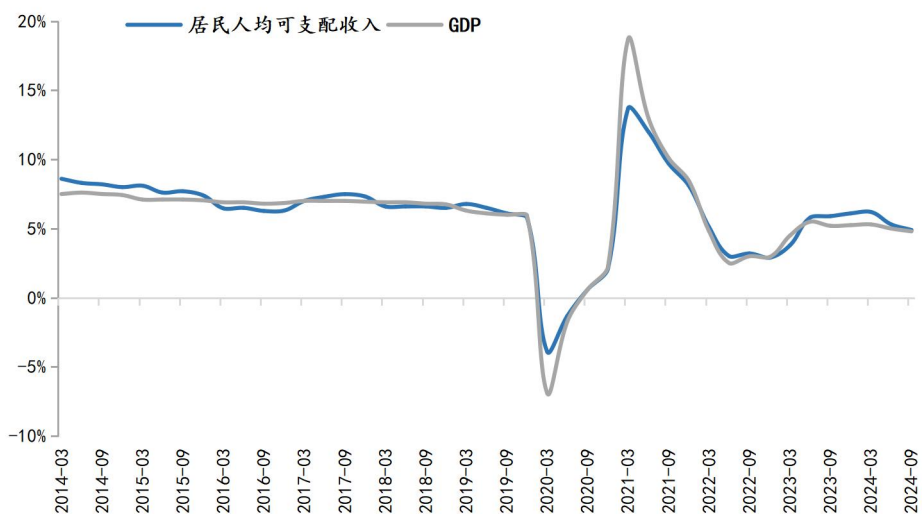
图 21: 社会消费品零售总额持续增长



资料来源: Wind, 国海证券研究所; 注: 2024、2025 为研究预测数据

消费增长的动力源于以下几个方面:一是居民收入逐步改善,消费预期得以好转。消费是收入的函数,当前宏观经济持续恢复,居民人均可支配收入增速基本与经济增速相匹配,2025 年预计随着居民财产性收入边际好转、物价及工资性收入持续增长,收入预期将有所改善,促进收入、储蓄向消费转化。2024 年通过惠民生与促消费政策结合,多措并举提高居民收入。如国庆前夕已向特困人员、孤儿等困难群众发放了一次性生活补助;今年城乡居民基础养老金月最低标准提高 20 元、居民医保人均财政补助标准提高 30 元;此外今年下调存量房贷利率预计将惠及 5000 万户家庭,1.5 亿人口,平均每年减少家庭的利息支出总数大约 1500 亿元左右。截至 10 月末,21 家全国性银行已完成对 5366.7 万笔、25.2 万亿元存量房贷利率调降。

图 22: 居民收入和经济增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

二是结合“两新”政策持续推动消费增长。今年安排了3000亿元左右超长期特别国债资金，主要用于支持重点领域设备更新以及地方消费品以旧换新。其中用于支持消费品以旧换新的1500亿超长期特别国债资金，已于8月初全部下达地方，持续带动汽车、家电等领域消费增长。财政部表示2025年要“扩大消费品以旧换新的品种和规模”，11月21日商务部表示在继续落实好已出台补贴政策和系列配套支持政策的基础上，科学评估今年的政策成效，提前谋划明年的汽车以旧换新接续政策，预计将对消费形成有效支撑。

三是培育服务消费新的增长点。今年《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》出台，围绕餐饮、家政、养老托育等基础型消费，文化娱乐、旅游、体育、教育和培训、居住服务等改善型消费，以及绿色、数字、健康等新型消费作出整体布局，有助于激发服务消费的内生增长动能，同时也有助于促进明年服务消费保持较快增速。

3.2、预计明年投资平稳增长

我们预计2025年投资平稳增长，固定资产投资增速达5.4%。投资连接的是供给与需求两端，预计在财政等政策大力支撑下，制造业、基础设施、高技术产业等领域的投资保持较快增长，此外房地产支持政策持续发力主动去库存，城中村改造将带动房地产投资企稳向好，对投资的拖累作用有望明显减弱。具体来看：

我们预计明年制造业投资增长7%。制造业是立国之本、强国之基。7月18日三中全会通过《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》，提出要“加快推进新型工业化，培育壮大先进制造业集群，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展”，尤其是《决定》提及的集成电路、工业母机、医疗装备、仪器仪表、基础软件、工业软件、先进材料等重点产业，预计未来几年仍是我国制造业产业升级的关键时期。今年3月工信部等七部门联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》，提出到2027年工业领域设备投资规模较2023年增长25%以上，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过90%、75%。货币、财政持续加力支持新质生产力，对明年制造业投资形成支撑。2024年4月，央行设立科技创新和技术改造再贷款，额度5000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年，用于引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度。今年7月国家发展改革委、财政部联合印发《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》，截至9月底1500亿元超长期特别国债资金已安排到4600多个设备更新项目。此外，今年资本市场服务科技企业“十六条”和“科创板八条”出台，提出建立融资“绿色通道”、支持并购重组等具体措施，加大对科技创新的支持力度。同时，今年国家金融监督管理总局发布关于扩大金融资产投资公司股权投资试点范围的通知，由原来的上海扩大至北京等18个科技创新活跃的大中型城市，放宽股权投资金额和比例限制，进一步提升科技金融服务能力。预计明年货币、财政政策将进一步加大对科技创新和高端制造的支持力度，支撑制造业投资较快增长。出口压力可能会对制造业投资有影响。受益于出口表现较好，今年前十月制造业投资增速达9.3%，高于固定资产投资总体增速5.9个百分点。明年特朗普开始执政，全球贸易摩擦难免出现，预计影响我国出口，进而影响制造业投资。

我们预计明年基建投资增长 4.6%。7月18日三中全会通过《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》，提出要“健全现代化基础设施建设体制机制，构建新型基础设施规划和标准体系”。尤其是交通运输体系、铁路体制改革、通用航空和低空经济、以及重大水利工程建设等领域，预计未来几年仍将保持较大支持力度。**从明年政策空间看，一是化债腾挪经济发展空间。**2024年11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了《全国人民代表大会常务委员会关于批准〈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〉的决议》，在“6+4+2”三项债务资源安排下，2028年之前地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿大幅降至2.3万亿，平均每年消化额从2.86万亿减为4600亿，不到原来的六分之一，化债后地方将有更多的财力用于关键领域比如基础设施建设，此外明年赤字率有望突破3%，叠加超长期特别国债继续发行，对基础设施建设投资形成支撑。**二是进一步扩大专项债使用范围。**财政部将继续研究完善专项债投向清单管理，持续扩大用作项目资本金领域。**三是推动民营企业参与基础设施等重大项目建设。**我国已建立起促进民间投资资金和要素保障工作机制，截至今年8月底，民间资本参与铁路、核电等领域重大项目建设共涉及项目3556个，总投资达到5.08万亿元，预计将进一步加强社会资本合作，对部分基建项目投资形成支撑。**四是宽松货币政策配合，引导金融资源加大对重点项目支持力度。**货币政策立场是支持性的，从总量政策角度，持续降低企业和居民融资成本，降准降息仍然可期；从结构性政策角度，围绕金融“五篇大文章”，创新型的货币政策工具仍有较大空间。

我们预计明年房地产开发投资增长 0.5%。城中村改造是影响明年房地产市场的核心变量，叠加政策持续调整优化和低基数效应等积极因素，房地产投资有望企稳回升。根据《关于进一步做好城中村改造有关工作的通知》，城中村改造从35个大中城市扩大到297个地级市，并增加了项目支持力度，凡符合条件的项目，可以获得专项债券、专项借款、相关税费优惠等政策支持，预计2025年城中村改造将提速。

以成本法测算，房地产开发投资包括土地购置费和建安支出两部分。**土地购置费方面**，全国土地成交建筑面积规模连续四年大幅回落，房企可售库存减少，在现金流允许情况下，房企有意愿在销售有保障区域拿地，城中村改造定向腾挪城市高价值土地，有助于增加与改善性需求相匹配的土地供应。“白名单”范围扩大，信贷环境良好。国家金融监督管理总局在10月17日在国新办发布会上宣布，进一步优化完善房地产“白名单”项目融资机制，商品住房项目贷款全部纳入“白名单”管理，做到合格项目“应进尽进”，已审贷款“应贷尽贷”，资金拨付“能早尽早”。截至10月16日，“白名单”房地产项目已审批通过贷款2.23万亿元。预计到2024年底“白名单”项目贷款审批通过金额将翻倍，超过4万亿元。随着各金融机构对房企的融资支持力度提升，预计2025年房企拿地情况将企稳回升，土地购置费将同比小幅回升。

建安支出方面，受房地产施工面积与单位建安支出影响。因2024年土地供应持续下滑，预计2025年施工面积维持走弱趋势，但城中村改造加速落地将带动新开工回暖，是影响房地产投资增速的关键原因。单位建安支出，与商品房销售形势、在建工程所处节点等因素有关。历史上看，当房企销售回款增加时，会加大在建项目的施工强度。综合各因素，预计房地产开发投资呈现上半年降幅逐步收窄，下半年企稳回升，全年同比增长0.5%。

表 16：1999-2025 年房地产开发、销售等相关数据及预测

时间	房地产开发投资 (亿元)	房地产开发投资同比	房屋新开工面积 (万平)	房屋新开工面积同比	商品房销售面积 (万平)	商品房销售面积同比
1999	4010	11.0%	21633	15.2%	13381	25.2%
2000	4902	19.5%	28259	30.6%	16984	26.9%
2001	6245	25.3%	35946	27.2%	20779	22.3%
2002	7736	22.0%	42260	17.6%	24969	20.2%
2003	10106	29.7%	54319	28.5%	32247	29.1%
2004	13158	28.1%	60414	10.4%	38232	13.7%
2005	15909	20.9%	68064	10.6%	55486	15.7%
2006	19423	22.1%	79253	15.1%	61857	12.2%
2007	25289	30.2%	95402	19.4%	77355	23.2%
2008	31203	23.4%	102553	2.3%	65970	-19.7%
2009	36242	16.1%	116422	12.5%	94755	43.6%
2010	48259	33.2%	163647	40.7%	104765	10.1%
2011	61797	27.9%	191237	16.2%	109367	4.9%
2012	71804	16.2%	177334	-7.3%	111304	1.8%
2013	86013	19.8%	201208	13.5%	130551	17.3%
2014	95036	10.5%	179592	-10.7%	120649	-7.6%
2015	95979	1.0%	154454	-14.0%	128495	6.5%
2016	102581	6.9%	166928	8.1%	157349	22.5%
2017	109799	7.0%	178654	7.0%	169408	7.7%
2018	120264	9.5%	209342	17.2%	171654	1.3%
2019	132194	9.9%	227154	8.5%	171558	-0.1%
2020	141443	7.0%	224433	-1.2%	176086	2.6%
2021	147602	4.4%	198895	-11.4%	179433	1.9%
2022	132895	-10.0%	120587	-39.4%	135837	-24.3%
2023	110913	-9.6%	95376	-20.4%	111735	-17.7%
2024E	102218	-7.8%	73749	-22.7%	95651	-14.4%
2025E	102696	0.5%	66374	-10.0%	100042	4.6%

资料来源：Wind，中指数据库，iFind，国海证券研究所

注：2024、2025 年数据为预测值

3.3、预计明年贸易进出口有一定韧性

外贸作为拉动中国经济增长的“三驾马车”之一，对 2024 年经济增长贡献较大。我们预计 2025 年贸易机遇与挑战并存，出口增速 0.6%、进口增速 1.1%。

3.3.1、出口机遇和挑战并存

从机遇看，一是降息周期叠加补库周期下，预计短期内海外需求仍有一定韧性。IMF、OECD 和世界银行对 2025 年全球 GDP 增长预测分别是 3.25%、3.21% 和 2.7%，分别高出 2024 年预测值 0.01、0.14 和 0.1 个百分点。同时，世界银行、IMF 和 WTO 对 2025 年全球贸易量的预测为 3.4%、3.4%和 3.3%，较 2024

年预测值高出 0.9、0.3 个 0.7 个百分点。二是出口产品结构、品类优化，产品仍具吸引力。我国拥有 41 个工业大类、207 个中类、666 个小类，拥有联合国产业分类中全部工业门类。500 种主要工业产品中我国有 220 多种产品产量位居全球第一。2024 年前 10 月机械及运输设备出口占比 50%，是出口占比最高的品类，较 2017 年 47.8% 上升 2.2 个百分点。三是市场多元化布局，我国对美国出口占比持续下降，东盟、一带一路等市场潜力较大。2024 年前 10 月我国对美国累计出口占比 14.6%，较 2017 年底 19% 下降约 4.4 个百分点。2024 年前 10 月我国对一带一路国家累计出口占比 45.6%，较 2017 年上升 17.5 个百分点。2024 年前 10 月我国对东盟累计出口占比为 16.1%，较 2017 年 12.3% 上升 3.8 个百分点。四是加大出口金融支持力度。通过持续优化跨境贸易结算、加大对外贸企业信贷支持力度、扩大出口信用保险承保规模和覆盖面等方式，为外贸企业提供金融支持。

从挑战看，主要是欧美贸易政策的不确定性对出口的影响。在贸易冲突 1.0 阶段，特朗普在第一任任期先后利用 201 条款、232 条款等制造贸易冲突，此后 2008 年 4 月 5 日特朗普发表声明要求美国贸易代表办公室启动“301 调查”，对从中国进口的商品加征关税。“301”条款指美国 1974 年修订《贸易法》第三章第 301 条至第 310 条，又称“对不公平贸易做法的救济”，指经过调查认定其他国家违反美国的贸易协定或其他国家的法律、政策和不正当做法对美国商业造成阻碍和限制时，可根据“301 条款”的授权对其他国家采取包括加征关税或其他进口限制在内的贸易限制措施，迫使其他国家改变“不公平”或“不公正”的做法。比较典型的是 80 年代日美贸易摩擦时代，截至 1989 年末美国向日本共计发起 24 例“301 调查”，基本以日本屈服的形式解决。如《日美半导体协定》对日本此后半导体行业的衰落产生了重要影响。

表 17：2018-2020 年贸易冲突期间部分关税调整政策

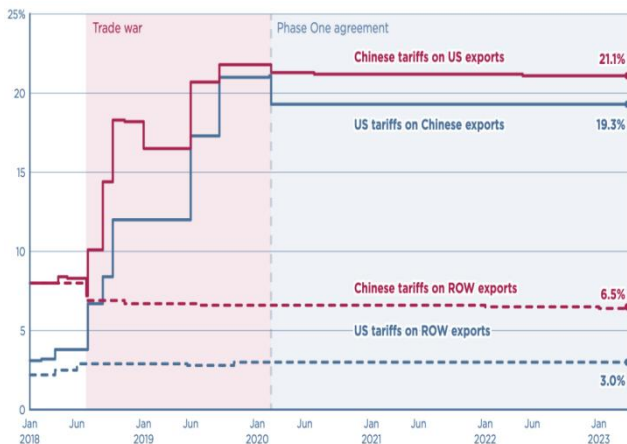
涉及关税条款	时间	针对内容
301 条款	2018. 7. 6	美国对清单 1 中 340 亿美元的中国商品加征 25% 关税，包括 818 项产品税号，如钢铁产品、医用产品、木材烘干机、打印机等。中国对部分美国产品反制关税（340 亿美元）
232 条款	2018. 8. 13	美国将从土耳其进口钢材关税从 25% 上调至 50%
301 条款	2018. 8. 23	美国对清单 2 中 160 亿美元的中国商品加征 25% 关税，包括 284 项产品税号，如柴油机动车、润滑油添加剂、三聚氰胺树脂、集成电路储存器等。中国对部分美国商品反制关税（340 亿美元）
301 条款	2018. 9. 24	美国对清单 3 中 2000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税，包括 5745 项产品税号，如冷冻鱼片、香蕉、化学产品等。中国对部分美国商品反制关税（600 亿美元）
-	2018. 11. 1	中国削减工业品最惠国关税
-	2019. 1. 1	中国暂停对 301 条款美国汽车及零部件的反制关税并降低 2019 年最惠国关税
201 条款	2019. 2. 7	美国下调政策第二年太阳能电池板和洗衣机关税
232 条款	2019. 5. 20	美国豁免加拿大和墨西哥对钢铁和铝关税
232 条款	2019. 5. 21	美国将从土耳其进口钢材关税从 50% 降至 25%
301 条款	2019. 6. 1	美国对清单 3 中的中国商品关税由 10% 上调至 25%，中国对部分美国产品反制关税（600 亿美元）
-	2019. 7. 1	中国削减 IT 产品最惠国关税
301 条款	2019. 9. 1	美国对清单 4A 中 3000 亿美元的中国商品加征 15% 关税；中国对部分美国产品反制关税（750 亿美元）
301 条款	2019. 10. 18	美国对部分涉及空客争端的欧洲产品进口征收 301 条款关税
-	2020. 1. 1	中国降低 2020 年最惠国关税税率，美国降低日本关税
201 条款	2020. 2. 7	美国政策第三年下调太阳能电池板和洗衣机关税
232 条款	2020. 2. 8	进口关税扩大至使用钢和铝的产品
301 条款	2020. 2. 14	美国 2019 年 9 月对清单 4A 中国产品关税由 15% 下调至 7.5%，同时中国 2019 年 9 月征收的反制关税减半

资料来源：PIIE, USTR, 国海证券研究所

贸易冲突 1.0 经历了多次调整升级。从 2017 年 8 月发起调查，到 2018 年 3 月公布调查报告，再到 2018 年 7 月首次实施。在 2018 年 7 月、2018 年 8 月、2018 年 9 月、2019 年 6 月、2019 年 9 月先后对清单 1、清单 2、清单 3、清单 4A 商品加征关税。此后在 2020 年 1 月 15 日，中美双方在美国华盛顿签署第一阶段经贸协议，就双方贸易关系达成阶段性结论，2020 年 2 月双方对 2019 年 9 月加征的产品关税减半征收。最终清单 1、2、3 中商品关税税率约 25%，清单 4A 商品税率约 7.5%。

2019-2023 年 4 月，美国对中国进口产品的简单平均关税从 3.1% 大幅上升至 21% 后小幅回落至 19.3%，影响范围涵盖了美国从中国进口的 66.4%。

图 23：2018-2023 年中美关税



资料来源：PIIE

图 24：中美关税影响范围



资料来源：PIIE

特朗普奉行贸易保护主义。11月26日特朗普宣布，将在上任第一天对进口自加拿大和墨西哥的商品征收高达25%的新关税。总统可利用如IEEPA（《国际紧急状态经济权力法案》）等授予的权力，在国家紧急状态下迅速调整关税等贸易政策。特朗普还曾在竞选中提及将对所有进口商品征收10%-20%的全面关税，对中国进口商品征收60%及以上关税，威胁要取消中国最惠国待遇。**从执行时间来看，可能落地速度更快。**一是特朗普可利用IEEPA或前期“301”调查结果加速调整贸易政策。二是此次特朗普当选后，从关键职位提名来看明显更忠诚、更迅速，有助于加速推进执政理念。**从覆盖范围来看，可能波及范围更广。**贸易冲突1.0中对产品覆盖范围进行了多次扩充，波及中国对美出口的66.4%。此外，美国给最惠国的关税税率平均约为2.2%，非最惠国关税税率平均约为42%。另一方面特朗普关税政策或将对美国经济增长、通胀、就业问题带来冲击，如果中国采取反制性措施，相关政策的负面影响将进一步扩大。出于对美国当前国内问题的考虑，预计贸易政策的实施也会受到掣肘。

此外，近期欧盟等国家对华贸易政策有所调整，全球贸易摩擦加剧，成为大国间政治博弈的筹码之一。如10月29日欧盟委员会宣布对华电动汽车反补贴调查终裁方案，在原有10%税率的基础上，在5年内加征17%-35.3%的反补贴税。

综合考虑欧美贸易政策调整以及全球经济增速的影响，预计2025年出口增速为0.6%。

3.3.2、内需平稳恢复支撑进口韧性

我国长期实施扩大进口战略，连续15年稳居全球第二大进口市场。从国别上看，对东南亚国家进口占比提升。今年1-10月我国对亚太经合作组织进口占比63.7%，较2017年末下降3.3个百分点；对欧盟出口占比10.5%，较2017年末下降2.8个百分点；对东南亚国家联盟出口占比15.2%，较2017年末上升2.4个百分点。从品类来看，今年1-10月一般贸易中自动数据处理设备及部件、集成电路、高新技术产品、二极管及类似半导体器件进口增速分别为47.7%、12.6%、9.3%和5.2%，保持较高速度增长。

就明年来说，一方面财政、货币等逆周期政策持续加力，对内需形成支撑，预计会带动相关产品进口需求；另一方面部分进口需求受到出口的共同影响，今年1-10月加工贸易占我国进出口总值的比重为18.1%；此外，在高端医疗器械、高端制造设备及零部件、重要能源及矿产资源等领域进口需求仍存。根据《“十四五”商务发展规划》中提出，到2025年中国货物进出口总额要从2020年的4.65万亿美元增加到5.1万亿美元，年均增长2%，实际上我国2021、2022、2023年进出口总额分别为6.04、6.25、5.94万亿美元，2024年1-10月进出口总额达到5.07万亿美元，2025年即使在出口面临一定压力情况下，完成规划目标也并不困难。我国主动扩大进口的脚步从未停歇，我们预计明年进口增速为1.1%。

4、风险提示

经济运行不及预期风险。市场信心、消费信心恢复需要一定时间，外部不确定性加剧市场波动风险，也会对国内经济造成冲击。

全球经贸政策不确定性风险。特朗普以非连任方式再度当选美国总统，其擅长以短期利益最大化为目标，使用双边谈判和讨价还价等方式外交，政策的不确定性将带来高昂的宏观经济成本。

地缘政治风险。俄乌冲突、巴以冲突持续，世界格局演变存在不确定性。

国际经验适用性风险。我国与其他经济体的市场情况并非完全相同，相关经验数据仅供参考。

产业政策不确定性风险。产业政策对经济结构影响较大，会显著影响各个经济主体行为。

【政策研究小组介绍】

夏磊，国海证券首席经济学家
易炜林，国海政策&地产分析师
庞欣，国海政策&地产分析师

【分析师承诺】

夏磊，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R2，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。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。