

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 2025 年开年宏观展望：政策篇

## —— 于约束中寻次优

平安证券研究所 宏观经济与政策团队

分析师：

钟正生 S1060520090001（证券投资咨询）

常艺馨 S1060522080003（证券投资咨询）

张璐 S1060522100001（证券投资咨询）

范城恺 S1060523010001（证券投资咨询）

2025年2月27日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

## 主要观点

- ◆ **财政政策的落实情况。** 2024年财政收入受限于名义经济增长和土地出让，财政支出方向侧重于“两重”建设项目，并囿于保基本民生和债务存量，在服务业提升方面的投资成为薄弱环节。有限财政空间的腾挪有三个抓手：一是，央国企利润上缴带动非税收入猛增；二是，赤字使用略超预算；三是，一揽子化债方案出台。
- ◆ 我们预计，2025年赤字率可达到4%-4.5%，新增专项债规模可能扩大至4.5-5万亿，用于两新、两重的特别国债规模扩大至1.3万亿。按照上述下限值估计，财政用于稳增长的增量赤字规模可达2.5万亿，基本可以应对美国对华征收60%关税的潜在外部冲击。当然，若要显著扭转经济主体的预期与信心，需在此基础上更大力度的财政增量安排。同时，地方政府如何平衡“防风险”与“稳增长”的关系，对于财政政策能否有效发力仍是至关重要的，本次一揽子化债方案可能还不是解决地方政府隐性债务问题的终点。此前多年提倡的“零基预算”理念，2025年将在更大范围内落地见效。
- ◆ **货币政策的最新考量。** 中央经济工作会议定调“适度宽松的货币政策”后，市场对2025年降息的预期达到30bp、甚至50bp。然而，不仅降息预期一再落空，银行间资金面还呈现出紧平衡。央行降息之所以一再延后，或有三方面原因：一是，稳汇率仍是重要考量。随着美联储降息预期变晚、变少，中美货币政策不再同频，美中利差迭创新高，稳汇率需要“稳利率”；二是，从金融稳定出发，不希望债券利率继续快速下行。我们认为，1.6%的国债或已定价20bp以上的降息幅度；三是，利率自律机制助力稳息差，降低实体融资成本的诉求没有发生变化；四是，偏紧资金面并未影响信贷“开门红”，货币宽松的迫切性有所减弱。
- ◆ 央行在汇率上左右为难：若选择守，则国内货币政策空间受限，人民币贬值预期不减；若选择放，则资本外流压力较大情况下，易引发汇率超调。争论的焦点有二：一是，应该更关注人民币对美元的双边汇率，还是更应关注人民币的一篮子汇率；二是，不是不贬，时候未到（等到特朗普关税最凶险的时候再贬）？



## 目录CONTENTS

□ 财政政策的落实情况

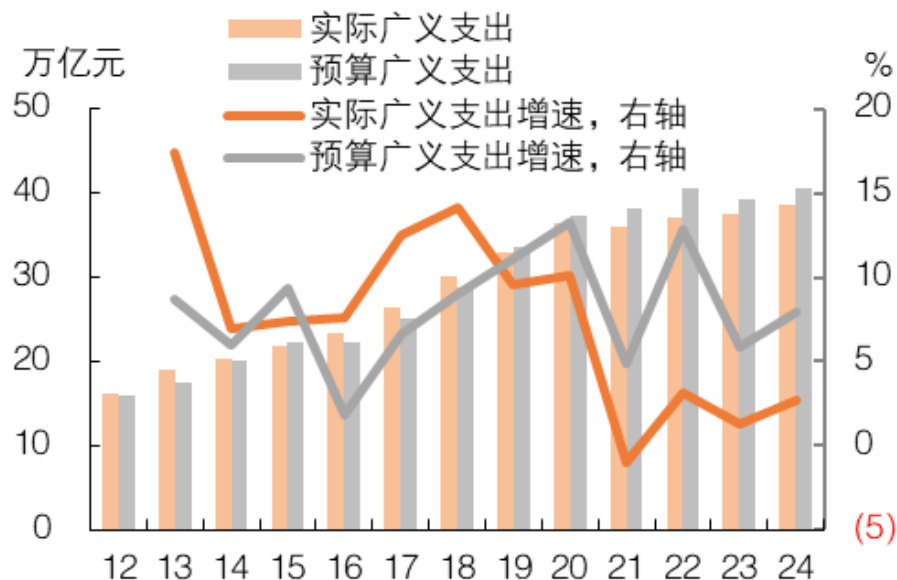
□ 货币政策的最新考量

# 1、财政发力的堵点

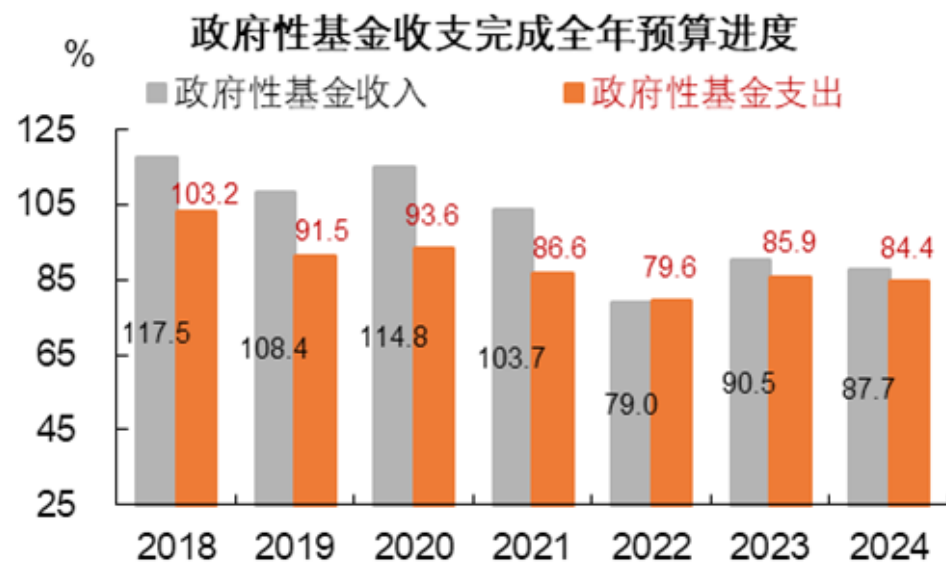
➤ 财政收入受限于名义经济增长和土地出让情况。

- 由于政府性基金的欠收、从而少支，**2024年广义财政支出增速仅为2.7%，明显不及预算所安排的7.9%，广义财政共少支出了19594亿。**其中，政府性基金收入完成预算的87.7%，少收8712亿；政府性基金支出仅完成预算的84.4%，少支18716亿。

◎ 2020年以来广义财政支出增速持续低于预算



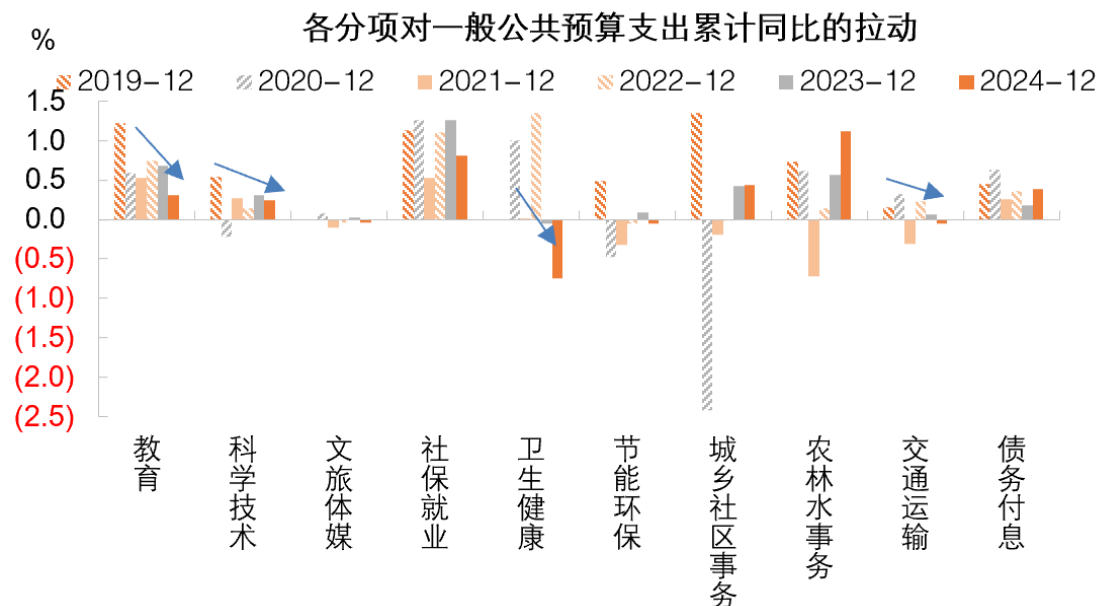
◎ 政府性基金收入连续三年不达预算



# 1、财政发力的堵点

- 财政支出的方向侧重于“两重”建设项目，并囿于保基本民生和债务存量，在服务业提升方面的投资成为薄弱环节。从全年一般公共预算支出投向来看，2024年，财政对卫生健康、教育、科技以及交通运输领域的支持不及往年，但在农林水和城乡社区事务、社会保障、以及债务付息方面保持了较强的支持力度。

## ◎ 近年来财政支出投向情况



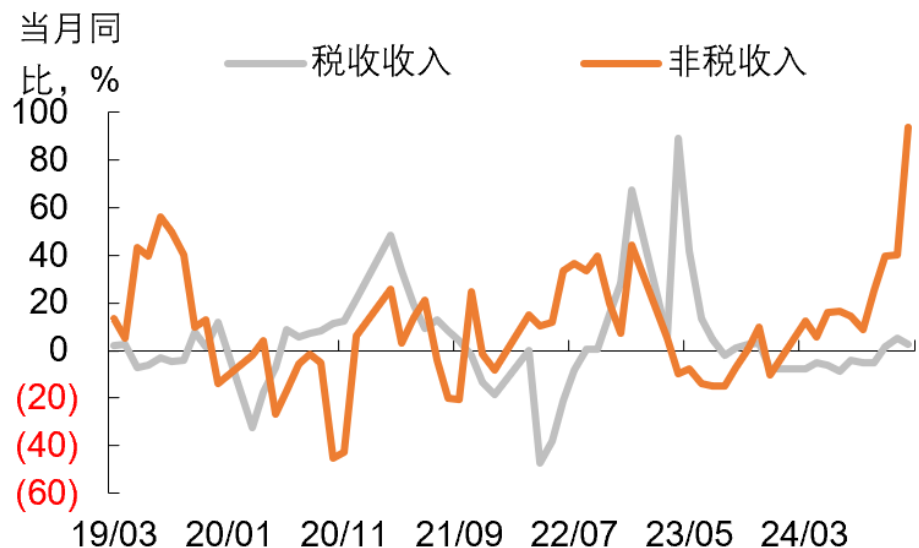
## ◎ 财政支出力度下降制约社会领域投资增速



## 2、有限的财政空间如何腾挪？

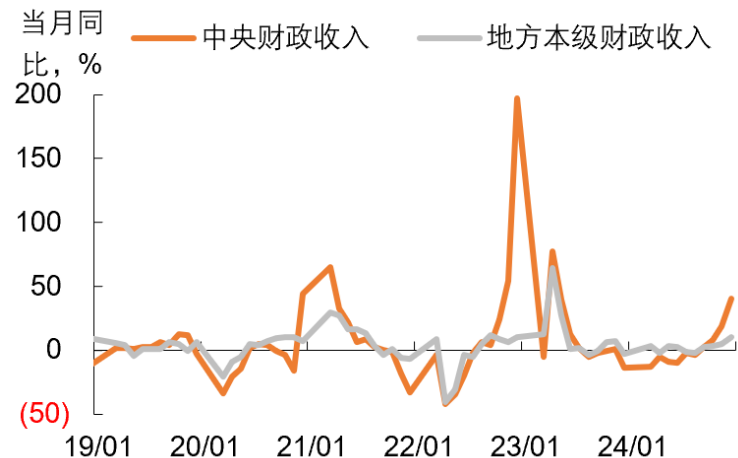
- 一是，非税收入猛增，大头来自中央政府收入。据《证券日报网》，“2024年，主要是部分中央单位上缴专项收益和地方多渠道盘活资源资产等拉高非税收入增幅约24个百分点。罚没收入增长14.8%，增幅逐季回落，其中上半年为25.2%、第三季度为13.8%、第四季度为-4.4%”。这说明**2024年四季度非税收入猛增**，应主要来自央国企利润上缴，而非地方政府加大罚没、收费力度。

### 去年四季度非税收入同比猛增



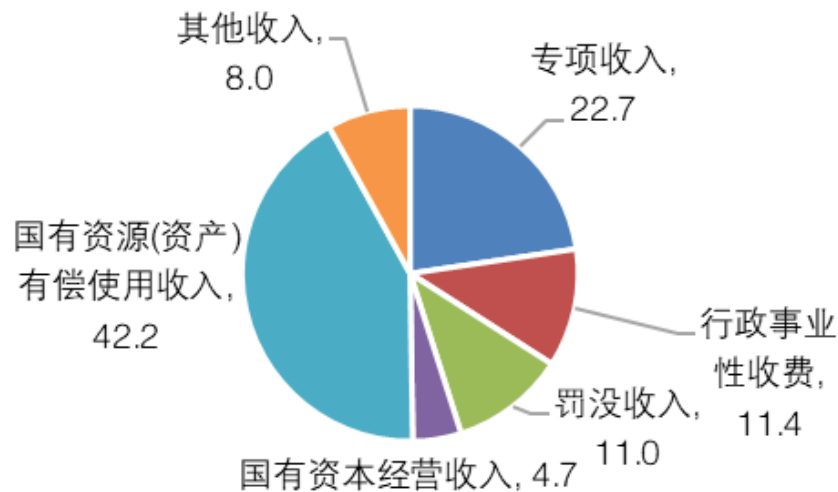
资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 四季度公共财政收入增长主要受中央拉动



### 非税收入的主要构成是国有资产使用

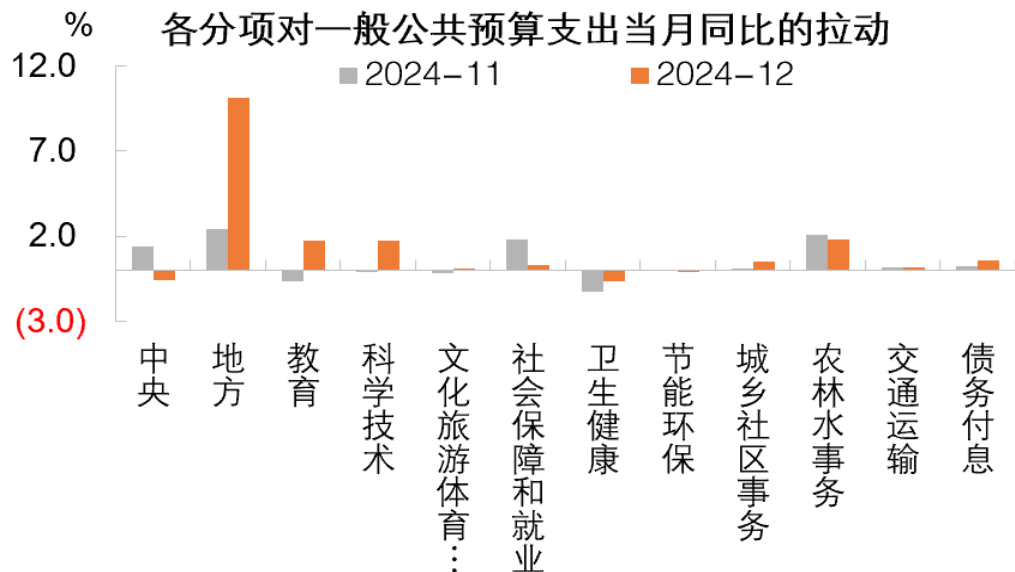
2023年非税收入构成, %



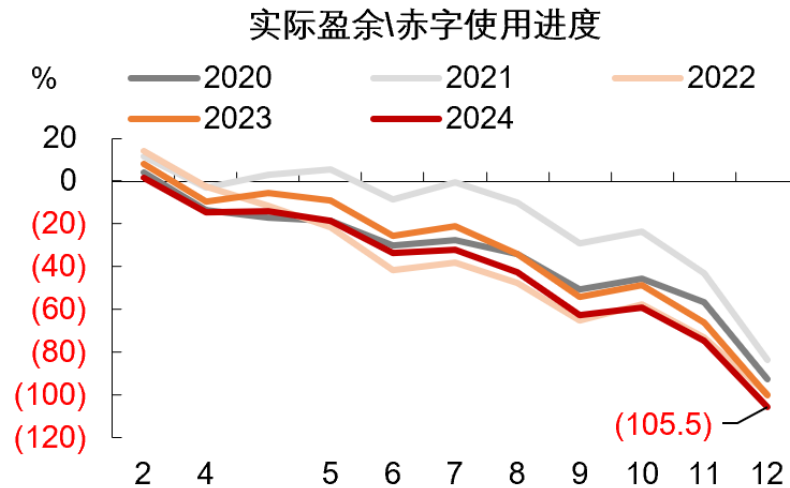
## 2、有限的财政空间如何腾挪？

- 二是，2024年财政收支完成均略欠于预算安排，但赤字使用则略超预算，多出的3370亿实际赤字或主要通过调入资金和使用结转结余来补足。
- 三是，随着地方债务置换工作推进，地方政府财政收支压力缓和，年末“敢于”支出。特别是在此前薄弱的教育和科学技术领域加速支出。

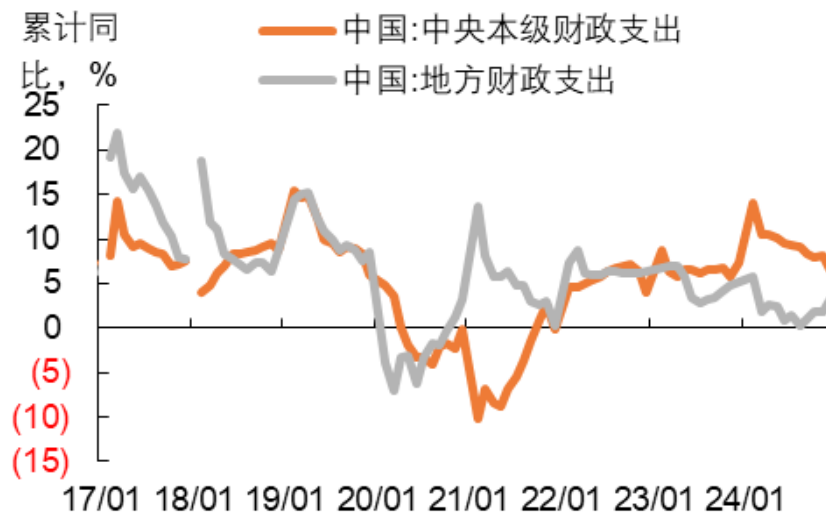
### 去年末财政在教育科技领域“补缺口”



### 2024年实际赤字使用略超预算



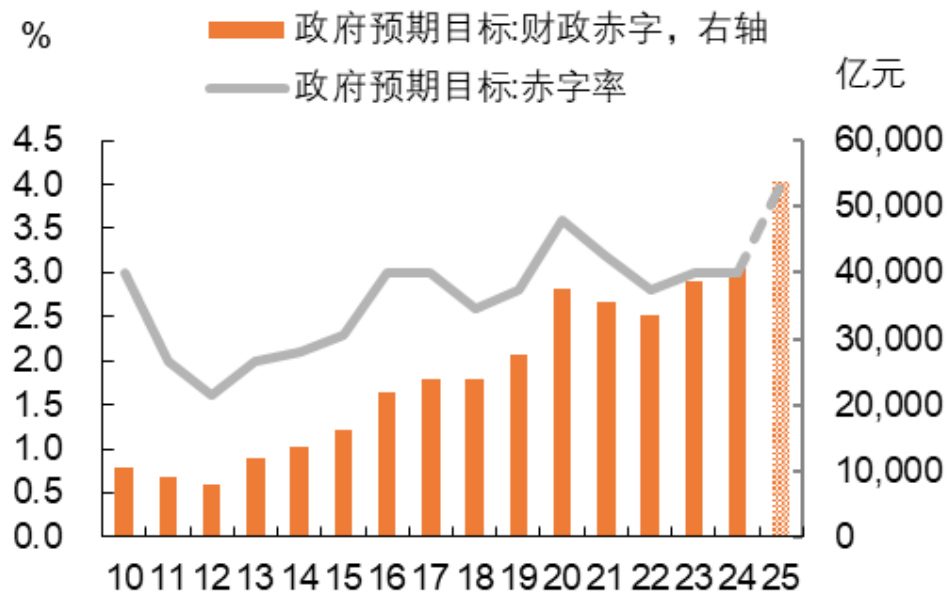
### 去年四季度地方财政支出提速



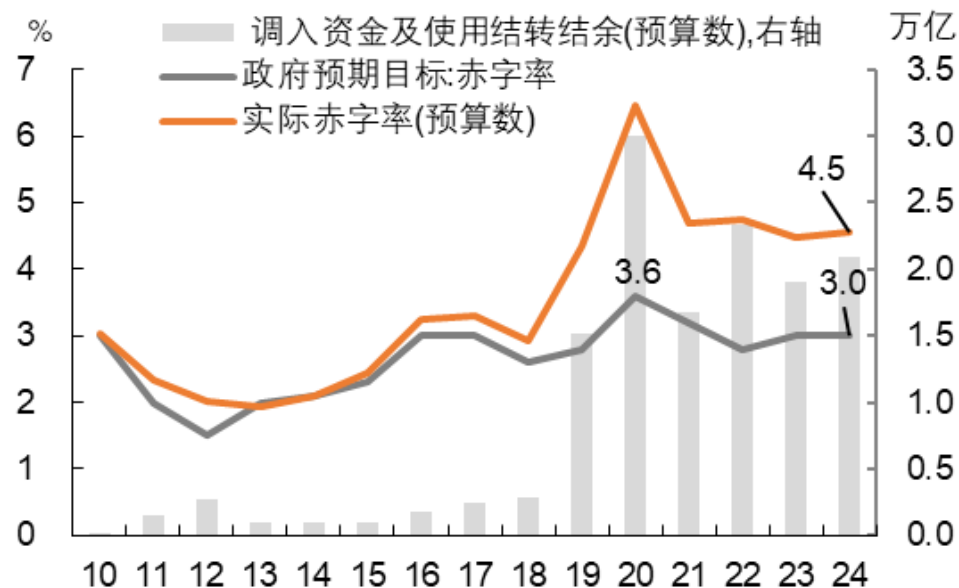
### 3、财政加力的关键点

- 中央经济工作会议提出“实施更加积极的财政政策”。据蓝佛安部长在《人民日报》（2025年02月21日10版）上的发文，预计2025年财政发力的突破口如下：
- 一是，提高财政赤字率，加大支出强度、加快支出进度。
  - 我们认为2025年赤字率提升可以大概比照2020年。2025年赤字率可达到4%-4.5%之间，对应赤字规模5.6到6.4万亿，较2024年增加1.6-2.3万亿。

◎ 预计2025年中国赤字率提升到4-4.5%



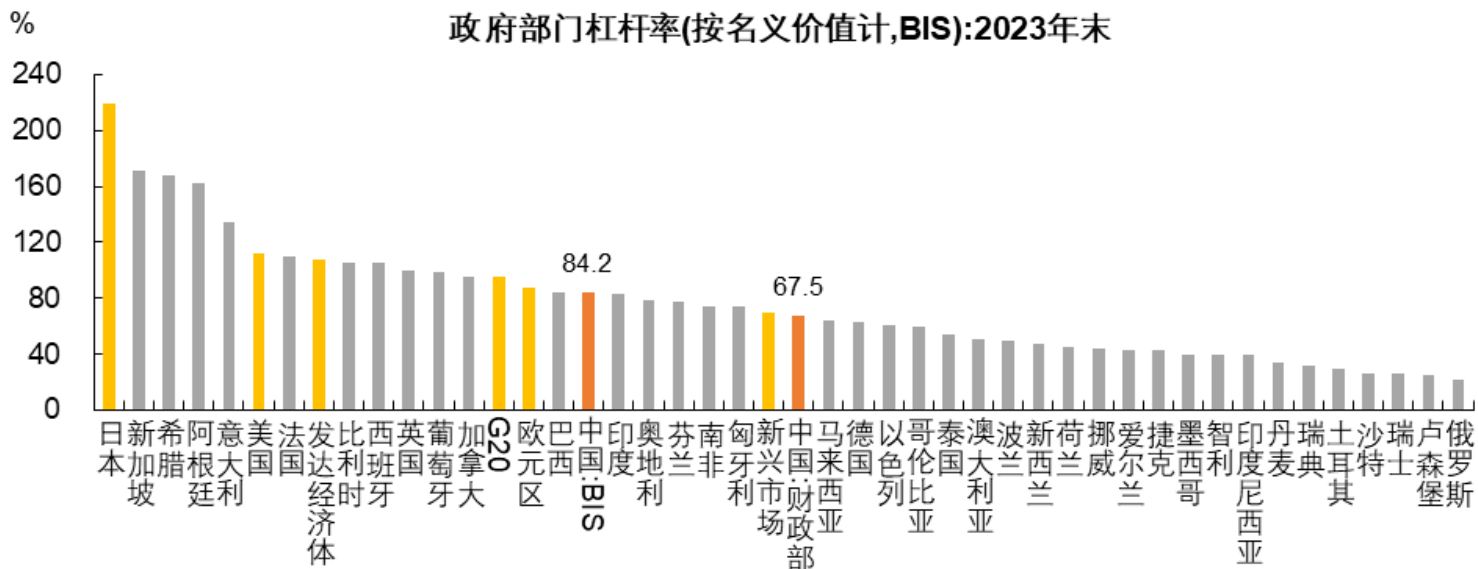
◎ 调入资金的使用使得实际赤字率高于名义赤字率



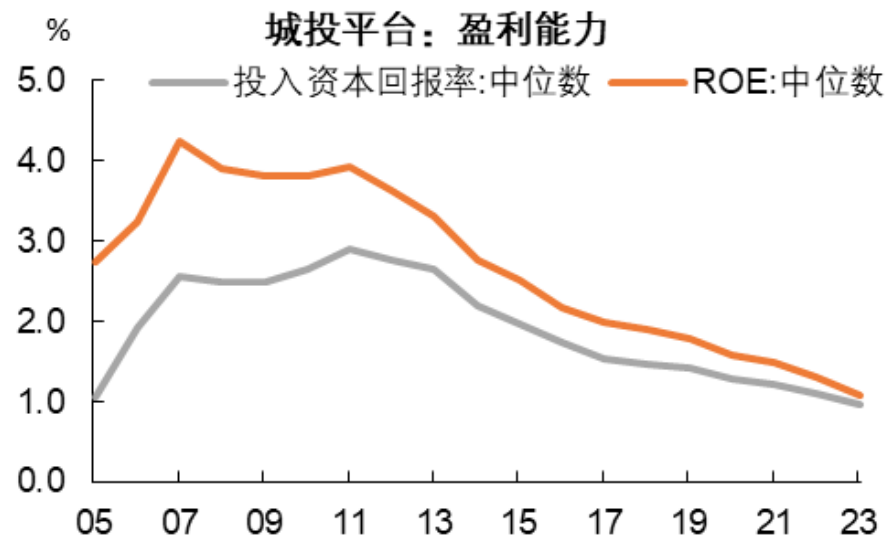
### 3、财政加力的关键点

- 二是，安排更大规模政府债券，为稳增长、调结构提供更多支撑。
- 蓝部长指出“从国际比较看，我国政府负债率显著低于主要经济体和新兴市场国家，还有较大举债空间”。当前实体投资回报率处于低位，我们计算城投平台的ROE、ROIC中位数均仅在1%附近，专项债较为严格的收益自平衡要求几乎无法满足，这是2024年其发行进度缓慢的主要原因。2025年除已安排用于化债的0.8万亿+2万亿持平于去年外，预计增量资金主要用于支持房地产止跌回稳，关注会否设立可突破收益平衡要求的特殊专项债品种。预计新增专项债发行规模从2024年的3.9万亿扩大至4.5-5万亿。

#### ◎ 我国政府负债率低于主要经济体和新兴市场国家



#### ◎ DM口径城投平台盈利能力在1%附近



### 3、财政加力的关键点

- 2024年12月25日，《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》公布，是对审计工作报告中“扩投资相关举措未有效落实”问题的整改措施。文件提出了一系列优化和完善地方政府专项债券管理的措施，涉及扩大债券投向、简化审批流程、加速资金使用和项目建设等，同时注重风险管控和监督问责，有助于加快财政政策的落地，提升资金使用效率。

#### ◎ 《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》 要点

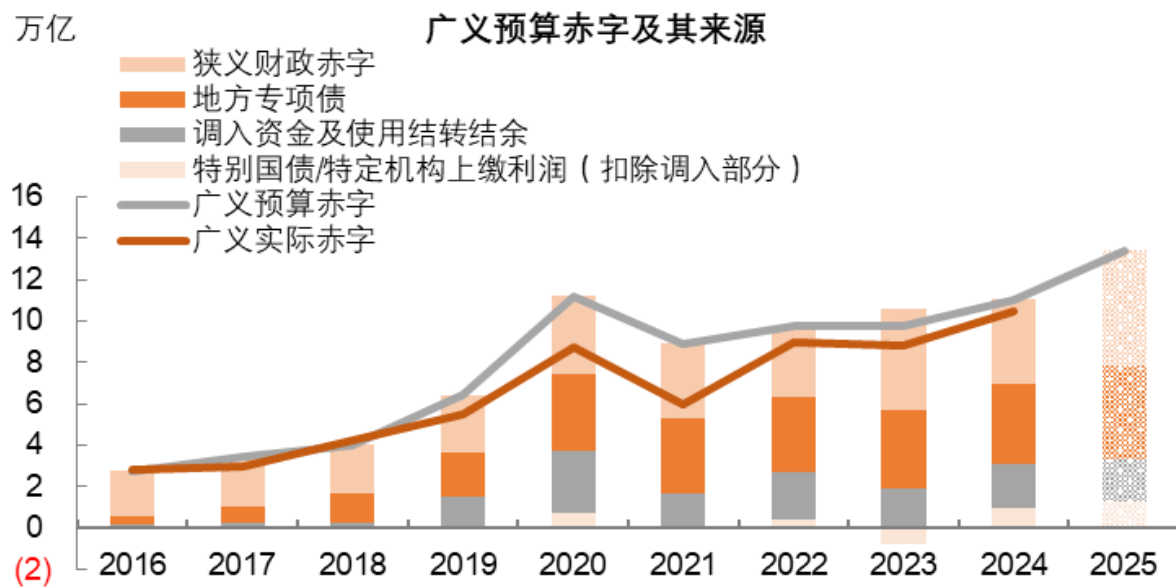
1. 扩大专项债券投向领域，实行“负面清单”管理。明确允许专项债用于土地储备、支持城市政府收购存量商品房用作保障性住房等。未纳入“负面清单”的项目均可申请专项债券资金。
2. 提高专项债券用作项目资本金的比例，明确专项债用于资本金的“正面清单”，部分新兴产业基础设施被纳入范围。
3. 开展专项债券项目“自审自发”试点。提高省级政府债券项目审批效率，压实省级政府专项债管理责任。
4. 注重风险管控和监督问责。“自审自发”试点地区要加强检查。鼓励地方建立专项债券偿债备付金制度，确保债务按时偿还。

#### ◎ 摘自《国务院关于2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计报告》

2. 扩投资相关举措未有效落实。中央财政投资项目推进不力，国家发展改革委安排的721个项目因进展缓慢等闲置资金413.5亿元，其中18个项目获得的中央财政投资和专项债资金，竟超出项目总投资2.71亿元。专项债项目安排不科学，国家发展改革委将283个未完成可研报告审批或不符合资本金比例要求的项目纳入准备项目清单，财政部将522个缺乏要素保障甚至已停工的项目纳入项目库。截至2023年底，其中522个项目279.24亿元债券募集资金当年即闲置或被挪用。部分专项债项目未发挥政府投资带动放大效应，52个地区597个获得2023年专项债资金的项目，至2023年底政府累计投资6006.34亿元，很少吸引民营资本。

### 3、财政加力的关键点

- 蓝部长指出：今年将增加发行超长期特别国债，进一步支持“两重”建设、“两新”工作。预计2025年特别国债支持“两新”规模从3000亿扩大至5000亿、支持“两重”规模从7000亿增至8000亿。再加上支持国有大型商业银行增加核心一级资本7000亿左右，预计2025年特别国债规模在2万亿。
- 按照PIIE估算，美国对从中国进口商品征收60%关税，对中国2025年实际GDP冲击在0.8-0.9个百分点之间。假设2025年名义GDP增速目标在5.5%，按照财政支出乘数在0.6-0.7倍计算，需要的增量财政政策规模在1.7-2.2万亿之间。按照我们前面的判断，2025年增加1.6万亿赤字+0.6万亿地方专项债+0.3万亿特别国债，预计财政用于稳增长的增量赤字规模可达2.5万亿，基本可以应对潜在外部冲击。当然，若要显著扭转经济主体的预期与信心，需在此基础上更大力度的财政增量安排。

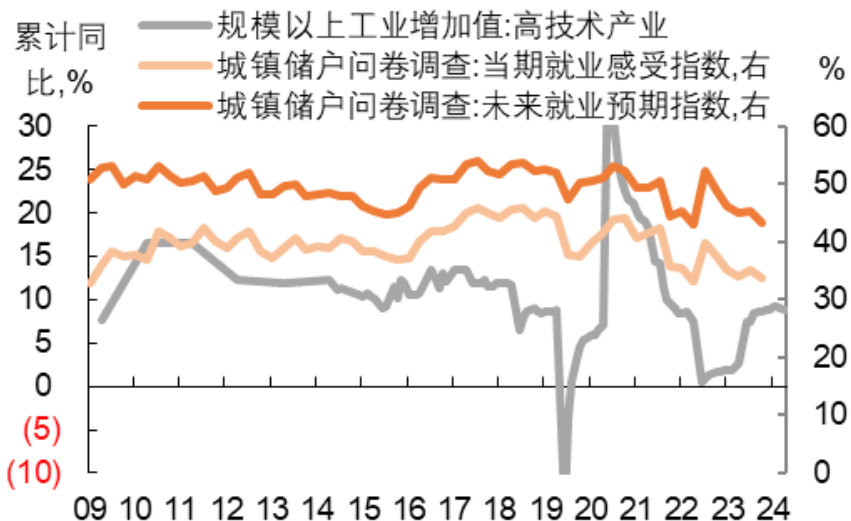


注：文中0.6-0.7倍的财政乘数，依据一：王志刚和朱慧（2021）基于相关的经济理论和中国现实数据，构建基于IS-LM的扩展模型测算，2002-2017年间我国财政支出乘数在0.58到0.67之间。依据二：假设增量财政支出补贴居民，其带动效应相当于居民平均消费倾向，在0.6-0.7之间。资料来源：Wind，中国政府网（历年中央和地方预算执行情况与预算草案报告），平安证券研究所

### 3、财政加力的关键点

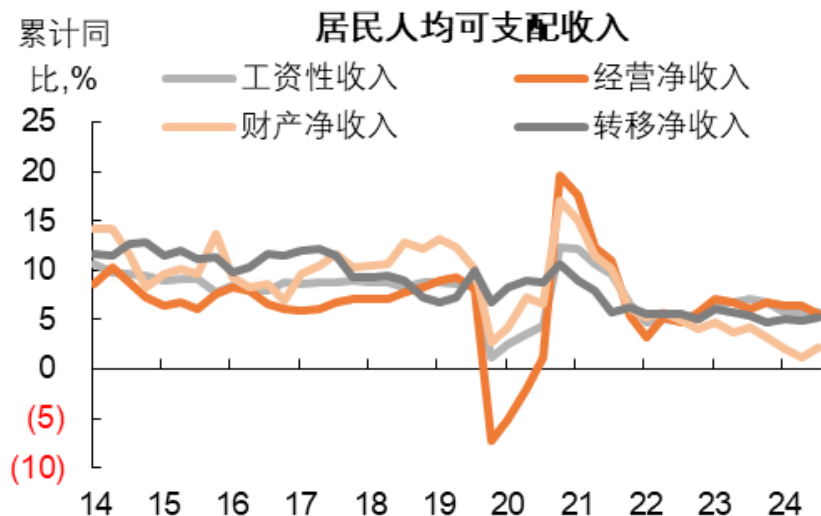
- 三是大力优化支出结构、强化精准投放，更加注重惠民生、促消费、增后劲。
- 重点加大对稳就业的支持；加大对提振消费的支持，推动增加居民收入、健全社保体系、改善消费条件；加大对教育人才、科技攻关、乡村振兴、绿色低碳等领域的支持。
- 2024年中国经济下行的部分症结就在于，高技术产业短期内无法形成广泛的收入带动效应。居民就业预期走弱、财产性收入增长放缓，导致居民消费潜力、生育意愿等不能有效释放，进而不能很好地与支持高质量发展形成共振效应。因此，2025年财政加强对民生领域的支出更为关键（如支持房地产收储、促进生育、增加社保支出等）。

#### ◎ 高技术产业高速增长，但稳就业压力犹存



资料来源: Wind, 平安证券研究所

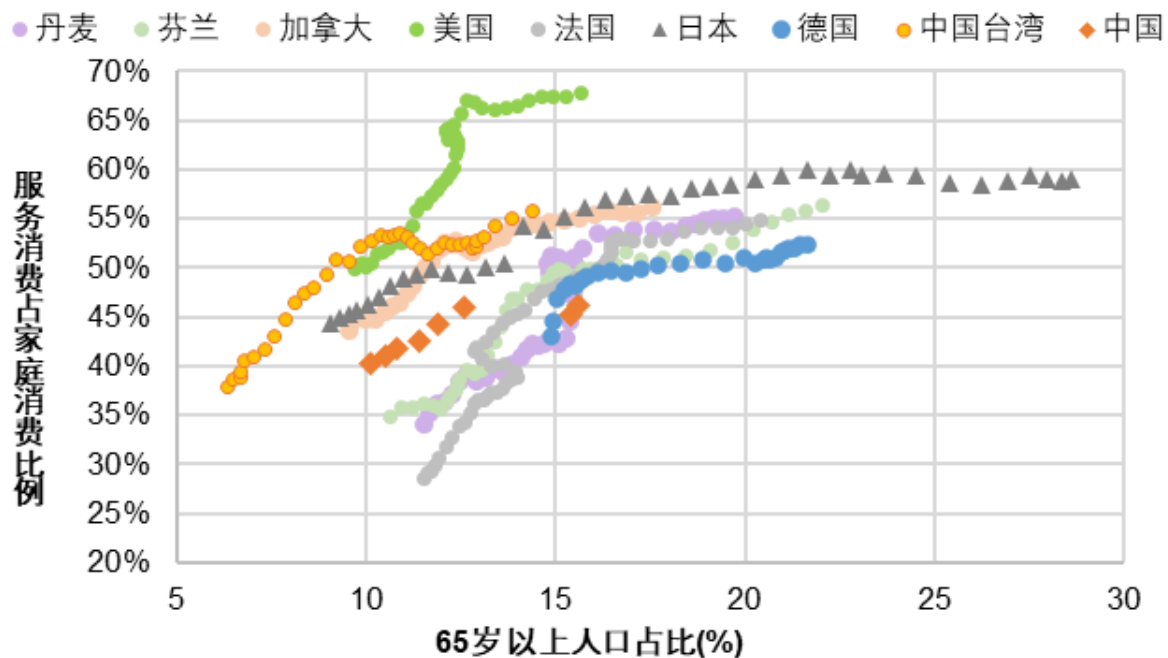
#### ◎ 2024年中国居民财产性收入增长明显放缓



### 3、财政加力的关键点

- 经济转型和人口老龄化背景下，服务消费的增长具备更大弹性。2024年，住户调查口径下全国居民人均服务性消费支出同比增长7.4%，快于居民人均消费支出增速2.1个百分点。王青（2018）《当前消费变革的重要影响、面临挑战及政策建议》的研究表明，进入中等收入阶段后（人均GDP超过1万美元），服务消费比重随人均GDP增长出现加快上升趋势；直到进入到高收入发展阶段（人均GDP超过2万美元），服务消费比重的上升势头才有所减缓。据国家统计局数据，2024年末，中国65岁及以上老年人口占比达到15.6%，而服务消费占比为46.1%，在主要区域相同阶段中处于偏低分位。

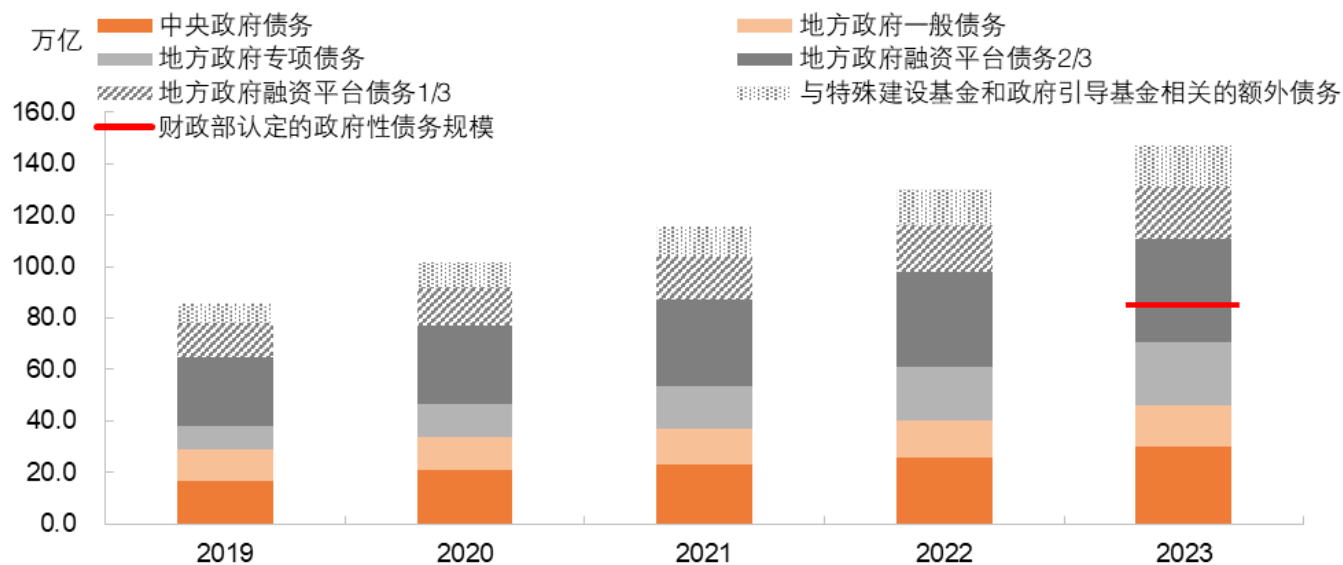
◎ 随着人口老龄化的加剧，服务消费的占比往往逐步抬升



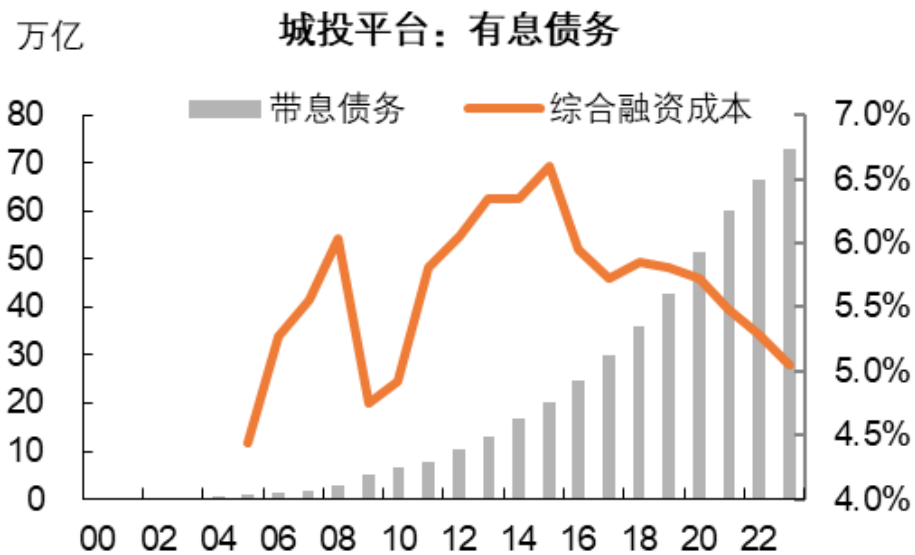
### 3、财政加力的关键点

- 四是，持续用力防范化解重点领域风险，促进财政平稳运行、可持续发展。
- 现有中央与地方财权事权分配体制下，地方政府如何平衡“防风险”与“稳增长”的关系，对于财政政策能否有效发力仍是至关重要的。中央一揽子化债方案所认定的2023年尚存的隐性债务只有14.3万亿。而2023年末DM口径的城投发债平台有息债务约为72.8万亿；IMF第四条磋商测算的2023年末中国广义隐性债务规模约为76万亿，其中，城投债务约60万亿（IMF取其中2/3—约35万亿作为对隐性债务的估计）、与特殊建设基金和政府引导基金相关的额外债务约16万亿。此外，地方政府的隐性欠款规模可能也不容小觑。

◎ 中国政府性债务类别及规模



◎ 2023年DM城投有息债务规模达72.8万亿



资料来源: IMF, Wind, 平安证券研究所; 注: 采用DM城投名单计算

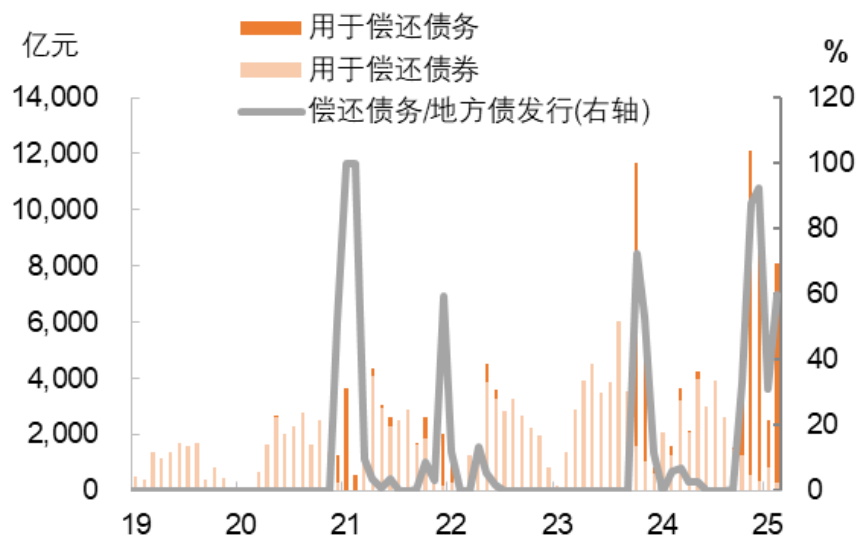
### 3、财政加力的关键点

- 本次一揽子化债方案可能还不是解决地方政府隐性债务问题的终点。还需要在货币政策配合地方债务重组、优化地方债务率考核机制、盘活地方存量公益性资产等方面进一步探索可行方案，才能更加有效地调动起地方政府作为财政政策主体的能动性。
- 此前多年提倡的“零基预算”理念，2025年将在更大范围内落地见效。所谓零基预算，是指一切支出以零为基点，根据实际需要来编制预算的方法，从而不受以往预算安排情况的影响。据财新梳理，绝大多数省份预算报告提出2024年-2025年深化零基预算改革，并且从2025年开始按零基预算原则编制预算，打破基数概念，逐项审议各项支出的必要性、合理性和支出标准。
- 五是，进一步增加对地方转移支付，增强地方财力、兜牢“三保”底线。
- 中央对地方转移支付已连续两年超过10万亿元，进一步加大中央对地方转移支付规模，是着眼于地方财政“事权”占比高、以及推动基本公共服务均等化的调节之举。蓝部长还指出：进一步增加均衡性转移支付、县级基本财力保障机制奖补资金，增加安排促进高质量发展激励资金。但需更加关注转移支付资金分配的效率，加大常住人口在转移支付分配中的影响权重；中长期内，需探索进一步剥离地方政府支持国家跨区域重大项目的责任。

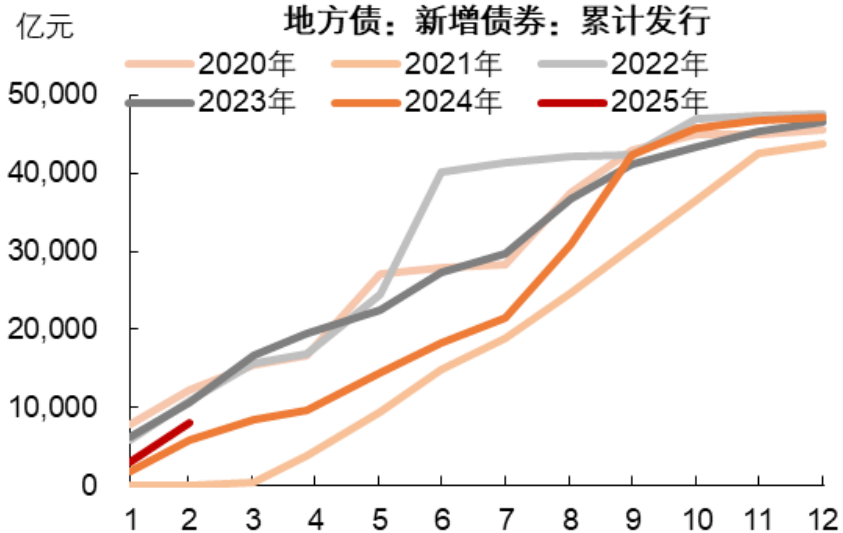
## 4、2025年政府债发行进展

- 截至2月24日，2025年已发再融资地方债10614亿，保持了集中发行的势头；新增地方债8019亿，发行进度快于去年同期。这反映年初财政发力较为积极，政府债供给压力不小，这也是年初以来银行间市场资金面偏紧的原因之一。

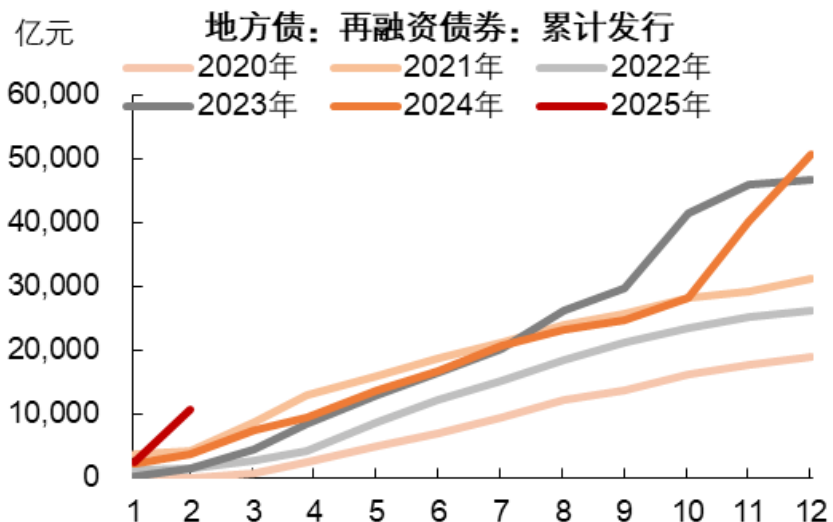
### 2月用于偿还债务的地方债发行约占60%



### 2025年以来地方新增债发行快于去年



### 2025年以来地方再融资债保持快速发行





## 目录CONTENTS

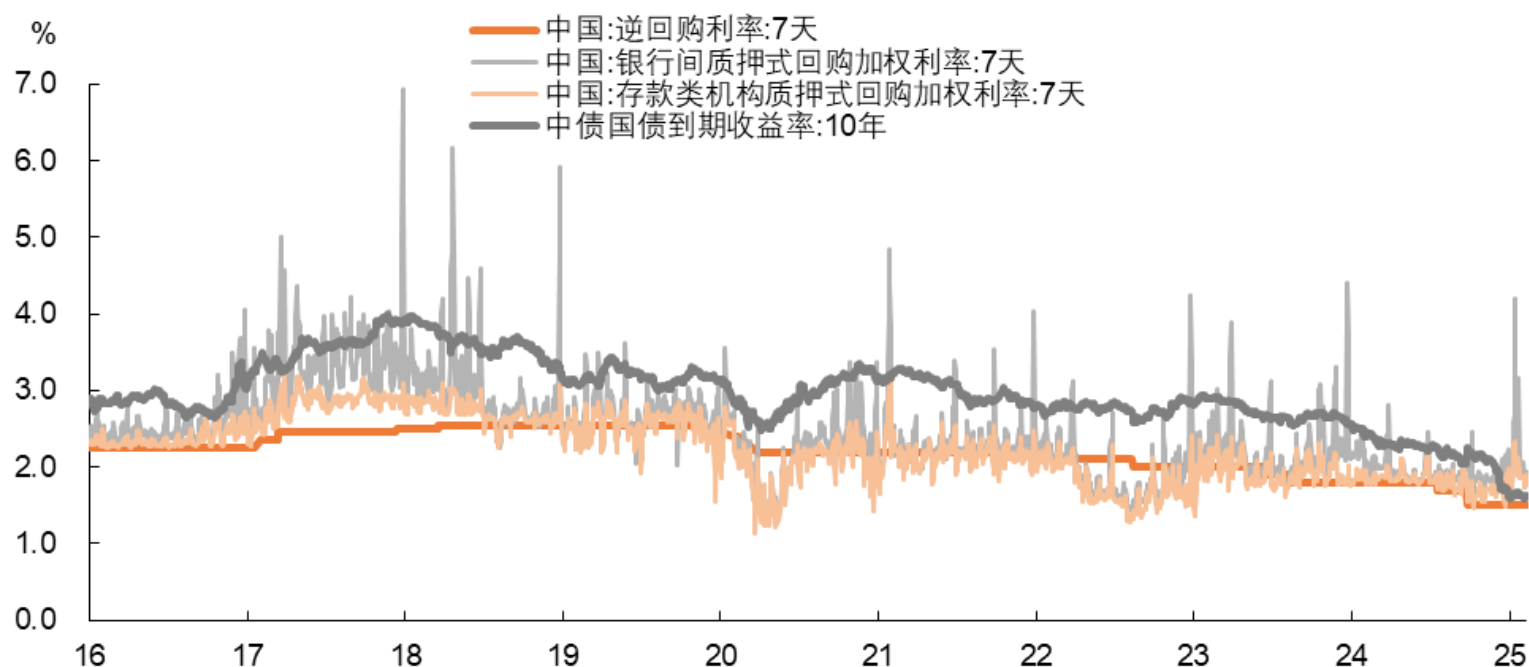
□ 财政政策的落实情况

□ 货币政策的最新考量

# 1、央行为何迟迟没有降息

- 2024年中央经济工作会议定调“实施适度宽松的货币政策”后，市场对2025年降息的预期达到30bp、甚至50bp。然而，不仅降息预期一再落空，银行间资金面还呈现出紧平衡，成为债券利率进一步下行的制约因素。
- 2024年四季度《货币政策执行报告》提出“强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”，令市场担忧资金面或进入新均衡。

◎ 2024年末以来，资金面偏紧成为债券利率下行的约束因素



# 1、央行为何迟迟没有降息

■ 央行降息之所以一再延后，或有三方面原因：

➤ 一是，**稳汇率仍是重要考量**。央行在2024年四季度货币政策执行报告中，删除了“保持汇率弹性”，而延续了去年四季度货币政策例会对于稳汇率的严厉措辞，即“增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险”，并新增了“为实体经济营造稳定的汇率环境”。

## ◎ 人民币再度“两价分离”，以时间换空间



## ◎ 强势美元成为人民币汇率压力的主要来源

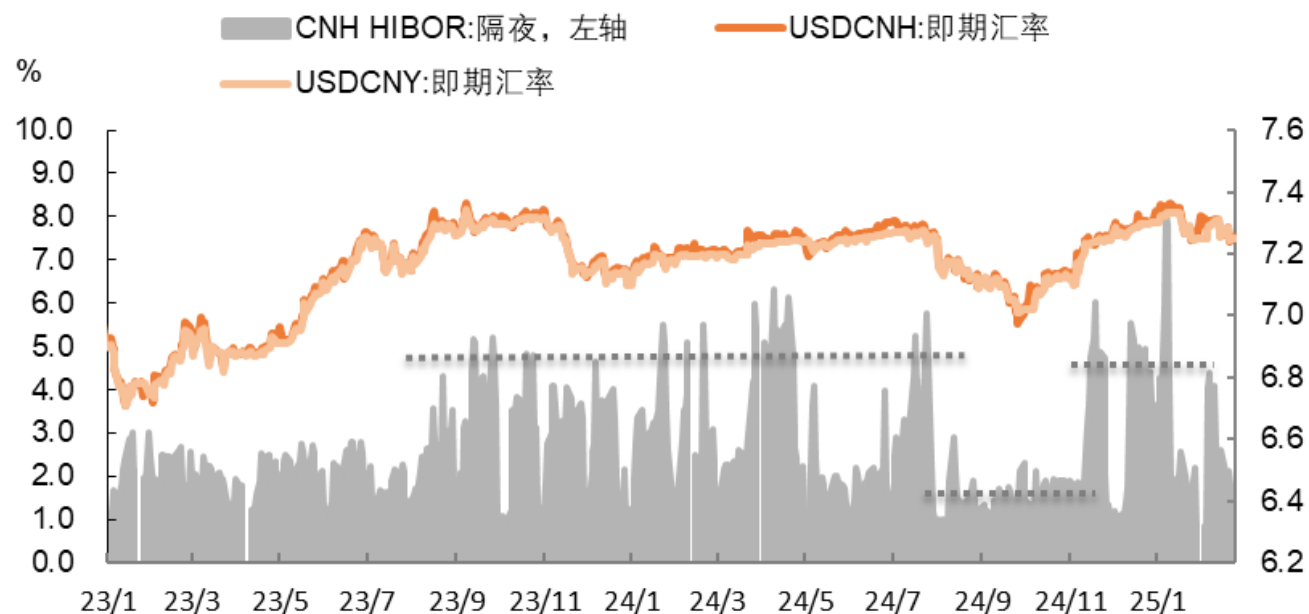


# 1、央行为何迟迟没有降息

## ➤ 央行在人民币汇率方面“严阵以待”。

- 一方面，人民币中间价保持平稳，约束即期汇率贬值上限，“以时间换空间”。
- 另一方面，在离岸新增发行央票，提高离岸人民币做空成本。1月8日、2月12日，央行两次发布招标发行600亿央行票据的公告，发行规模为2018年央行在离岸市场常规发行央票以来的最高值。央行在2024年四季度货币政策执行报告中指出“2025年将大幅增发香港离岸人民币央行票据”，意味着收紧离岸流动性的趋势。

### ◎ 人民币贬值压力加大时，离岸流动性往往收紧



# 1、央行为何迟迟没有降息

- 随着美联储降息预期变晚、变少，中美货币政策不再同频，美中利差迭创新高，稳汇率需要“稳利率”。2022年4月以来，美中利差转正，其与美元兑人民币汇率之间呈现出显著的正相关性，美中利差变化开始更大程度地影响资金跨境流动方向。特朗普以关税作为对外博弈手段，使得美国通胀预期再度回升，目前市场预期美联储2025年降息2次、2026年降息1次。

## ◎ 美-中利差高企是人民币贬值压力来源之一



资料来源：Wind, CME, 平安证券研究所

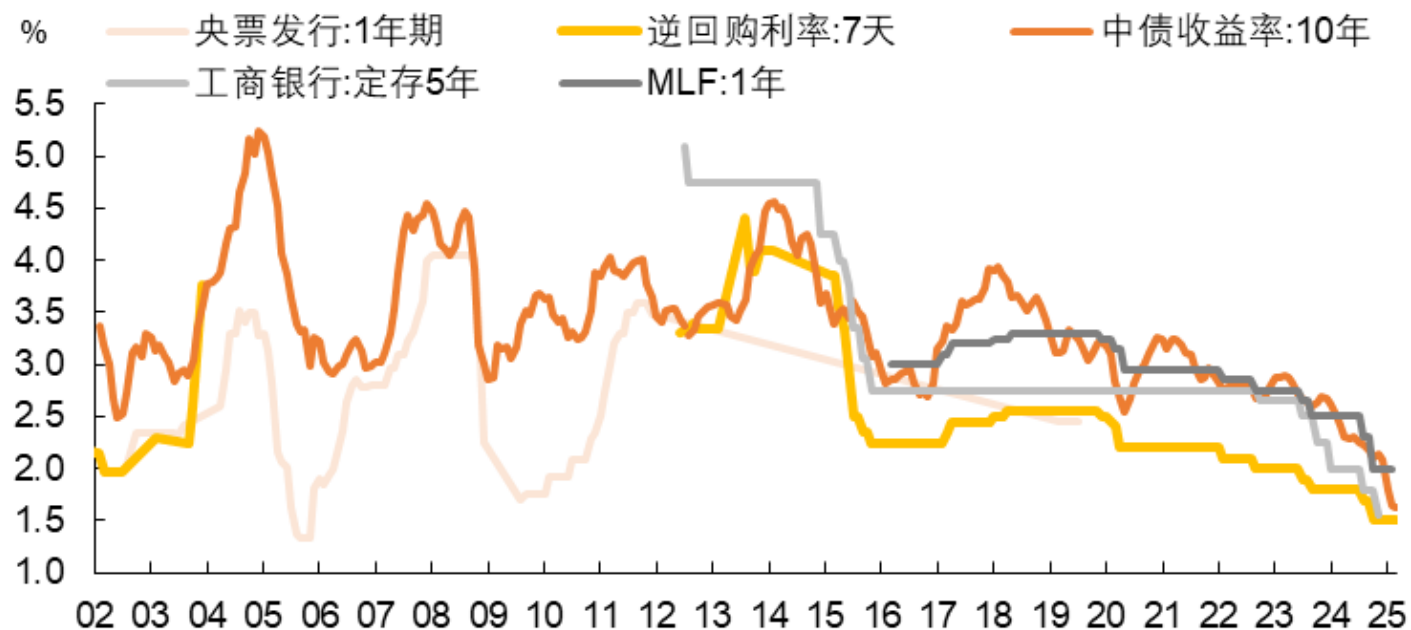
## ◎ 目前市场预期美联储两年仅有三次降息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/3/19				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	95.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	25.6%	73.2%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	13.4%	49.5%	36.5%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.0%	23.1%	46.0%	26.7%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	12.3%	33.1%	37.6%	15.1%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.3%	17.2%	34.1%	32.3%	11.5%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.1%	1.5%	7.8%	21.8%	33.7%	26.7%	8.4%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.3%	2.2%	9.3%	23.1%	32.9%	24.7%	7.5%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.1%	0.6%	3.2%	11.2%	24.4%	31.8%	22.3%	6.5%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.7%	3.7%	12.1%	24.9%	31.2%	21.3%	6.1%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.1%	0.9%	4.3%	13.0%	25.4%	30.4%	20.2%	5.6%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.2%	1.3%	5.2%	14.3%	25.9%	29.4%	18.6%	5.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.2%	4.7%	13.1%	24.4%	28.9%	20.1%	6.8%	0.7%
2026/10/28	0.0%	0.2%	1.1%	4.4%	12.4%	23.4%	28.5%	20.8%	8.0%	1.2%
2026/12/9	0.2%	1.0%	4.0%	11.4%	22.0%	27.9%	21.8%	9.6%	2.1%	0.2%

# 1、央行为何迟迟没有降息

- 二是，从金融稳定出发，不希望债券利率继续快速下行。去年12月中央政治局会议以来，货币宽松预期强烈，10年国债已开始提前定价2025年的降息，1.6%的国债或已定价20bp以上的降息幅度。虽然政策利率调整滞后于市场利率变化，但若降息仍相当于央行在事后确认了市场预期方向。央行在四季度货币政策执行报告中提出“探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能”，反映出对于金融稳定更加重视，美国硅谷银行事件此前被反复提及。

◎ 10年国债利率此前快速向存款挂牌利率和政策利率收敛



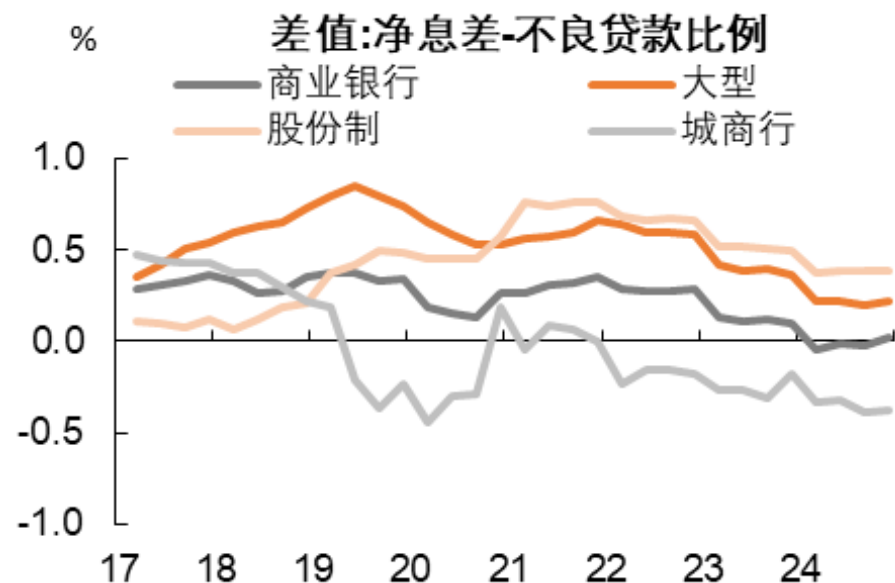
# 1、央行为何迟迟没有降息

- 三是，利率自律机制助力稳息差。2024年11月末，市场利率定价自律机制发布了《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》，要求金融基础设施的同业活期存款应参考超额存款准备金利率（现为0.35%）合理确定利率水平，其他非银同业活期存款应参考7天期逆回购操作利率（现为1.5%）合理确定利率水平；此外，对于同业定期存款，若银行与非银金融机构（含非法人产品）约定同业定期存款可提前支取，则提前支取利率原则上不应高于超额存款准备金利率。预计可改善银行业净息差2BP，并一定程度上缓解银行体系活期存款的流失压力。

◎ 2024年12月以来非银存款减少4.4万亿



◎ 2024年商业银行净息差约等于不良贷款比例



# 1、央行为何迟迟没有降息

- 央行四季度货币政策执行报告用“推动企业融资和居民信贷成本下降”取代了“稳中有降”，还表示银行体系流动性合理充裕“也为四季度地方政府再融资专项债券顺利发行提供了有力保障”，说明降低实体融资成本的诉求没有发生变化。稳息差可从以下几个方面着手：

## 第一，进一步疏通利率传导机制，加强利率政策执行

- 通过加强利率定价监管、鼓励商业建立灵活有效的利率定价体系等方式，促进商业银行资产负债期限相匹配，存贷两端的利率调整更加同步。

## 第二，在流动性投放过程中，注重降低商业银行负债成本

- 例如，**进一步降低存款准备金率0.5到1个百分点，探索增加公开市场国债买卖投放流动性，降低再贷款利率**（当前结构性再贷款工具利率多在1.75%左右，相对于2.0%的1年期MLF及1.5%的7天OMO利率，优惠力度不足）。

## 第三，推动贷款按风险水平合理定价

- 对重点领域的贷款给予较大比例的财政贴息（例如科技创新和技术改造再贷款）、激励资金（例如普惠小微贷款支持工具）等，在保持支持力度的同时，缓解其对净息差的负面冲击。

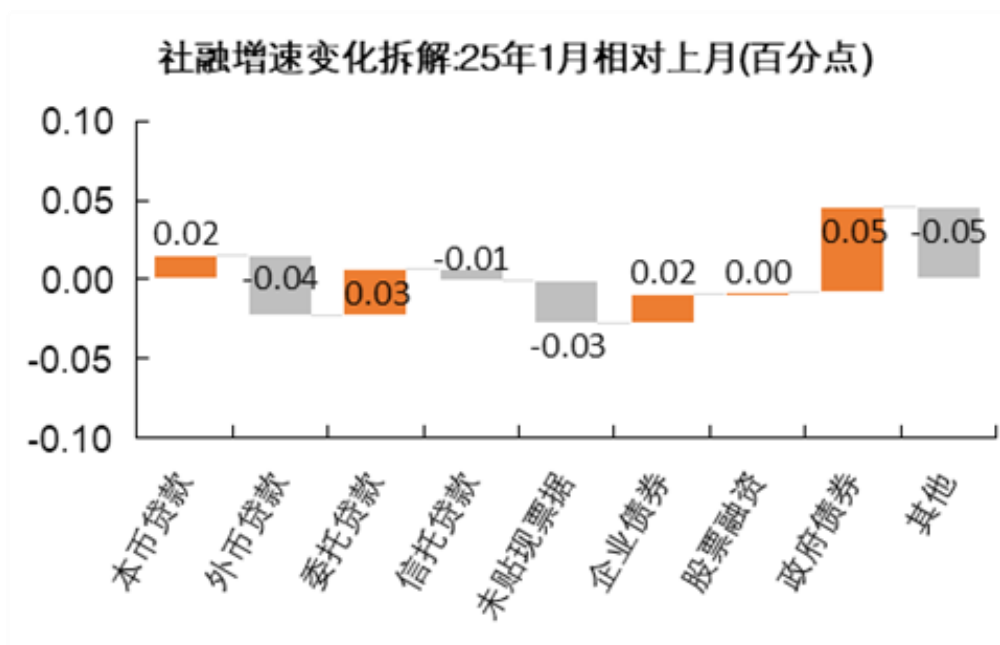
## 第四，补充商业银行资本金。

- 财政部蓝部长已多次表态，2025年增加发行特别国债，支持国有大型商业银行补充核心一级资本。**这不仅有助于增强国有大行的扩表能力，还能够直接增加商业银行利息收入，同时缓解资本充足率对净息差下限的约束。**

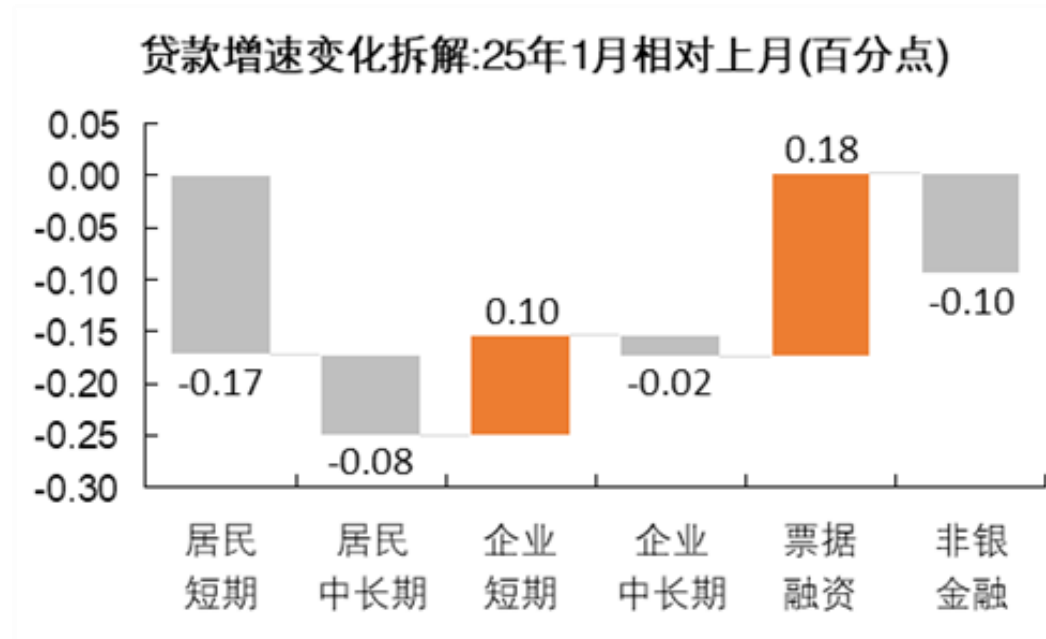
# 1、央行为何迟迟没有降息

- 四是，偏紧资金面并未影响信贷“开门红”。今年1月金融数据总量呈现恢复，企业贷款、个人住房贷款投放均强于去年同期，而财政发力、银行大力推动“开门红”，积极影响集中体现，货币宽松的迫切性有所减弱。

## ◎ 2025年1月社融增速受到直接融资的支撑



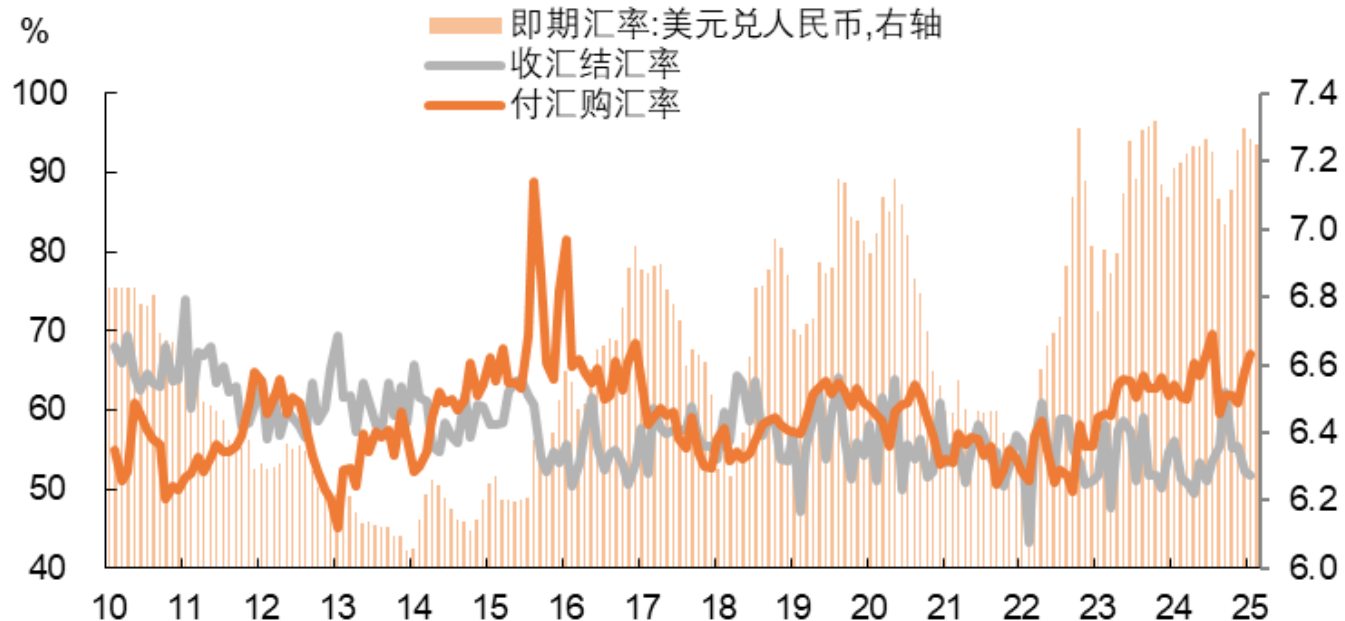
## ◎ 2025年1月贷款增速受企业短贷及票据融资支撑



## 2、央行为何要维稳人民币汇率

- 选择“守”：国内货币政策空间受限，人民币贬值预期不减，也提供了无风险套利的机会。
- 2024年8-9月短暂调整后，购汇意愿再度攀升、结汇意愿重又回落，经济主体倾向于持汇等待更好的兑换价格，并可获得更高的美元利息收益，这一过程中会导致贬值预期不断强化累积。

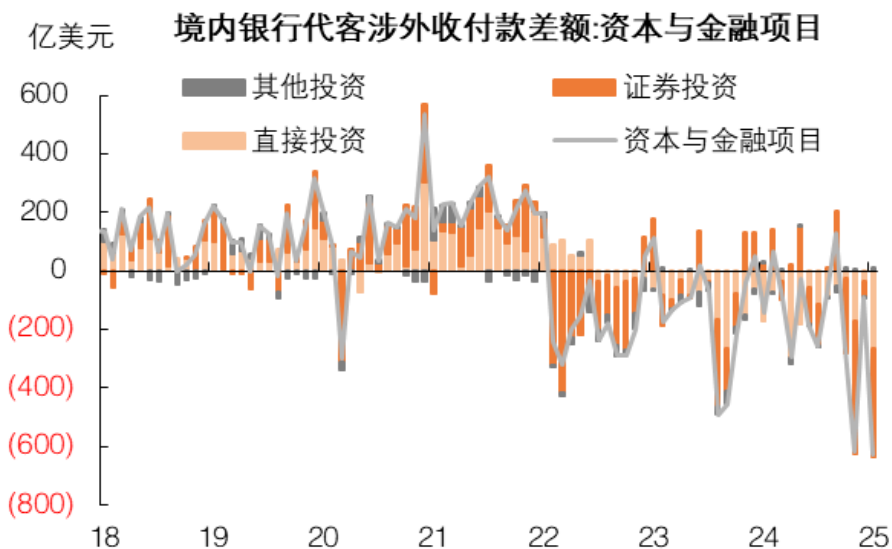
◎ 近期人民币对美元贬值、对一篮子货币升值



## 2、央行为何要维稳人民币汇率

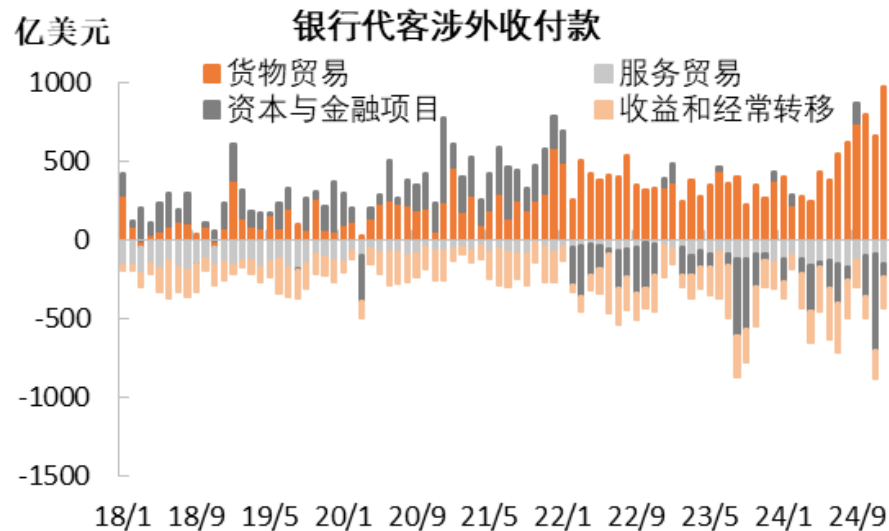
- 选择“放”：资本外流加速，可能引发汇率超调。
- 一是，货物贸易顺差可能随着中国出口增速高位回落而减弱。
  - 二是，直接投资项目逆差可能仍是重要拖累。FDI的收缩和ODI的扩张两相映照，直接投资项目逆差仍将给人民币汇率带来压力。若证券投资项下资金净流入强度不足，则存在整体资本和金融账户下的跨境资本流出压力。

### ◎ 近两年金融项目逆差主要来自直接投资和证券投资

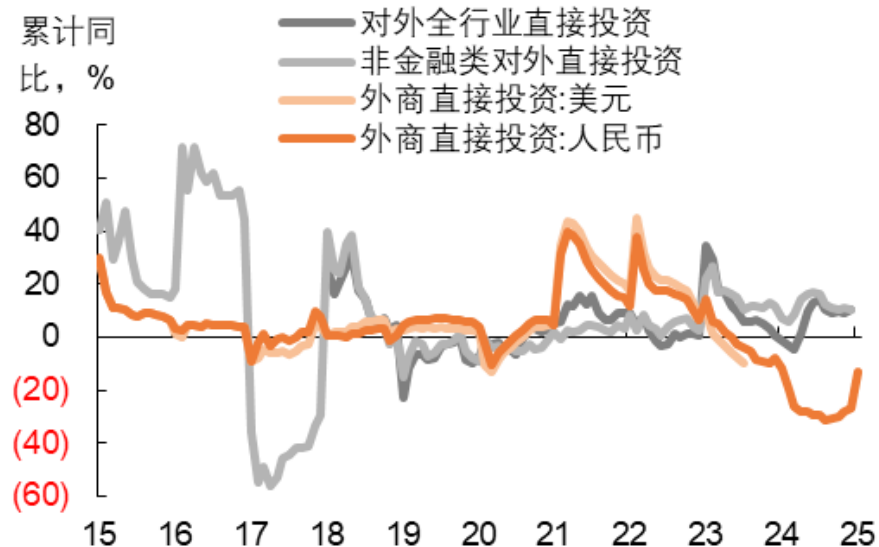


资料来源: wind, 平安证券研究所

### ◎ 货物贸易顺差是跨境资本流入的重要支撑



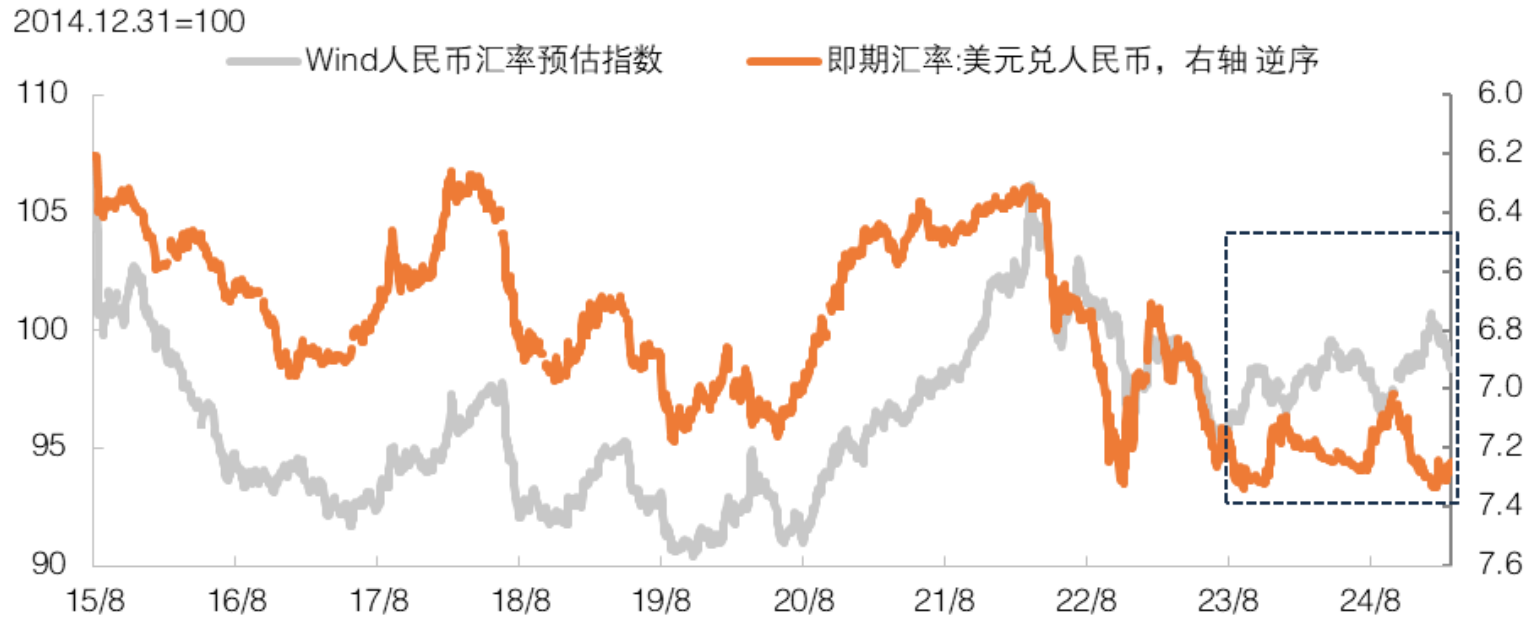
### ◎ FDI的收缩和ODI的扩张“两相映照”



## 2、央行为何要维稳人民币汇率

- **争论焦点 I：我们应该更关注人民币对美元的双边汇率，还是更应关注人民币的一篮子汇率？** 2023年8月初人民币中间价与即期汇率出现分离以来，人民币相对一篮子货币汇率vs人民币相对美元汇率，从过去的同向关系变为反向相关。在美元指数大幅上涨过程中，人民币汇率寻求对美元保持稳定，使得人民币相对一篮子货币汇率出现明显升值。

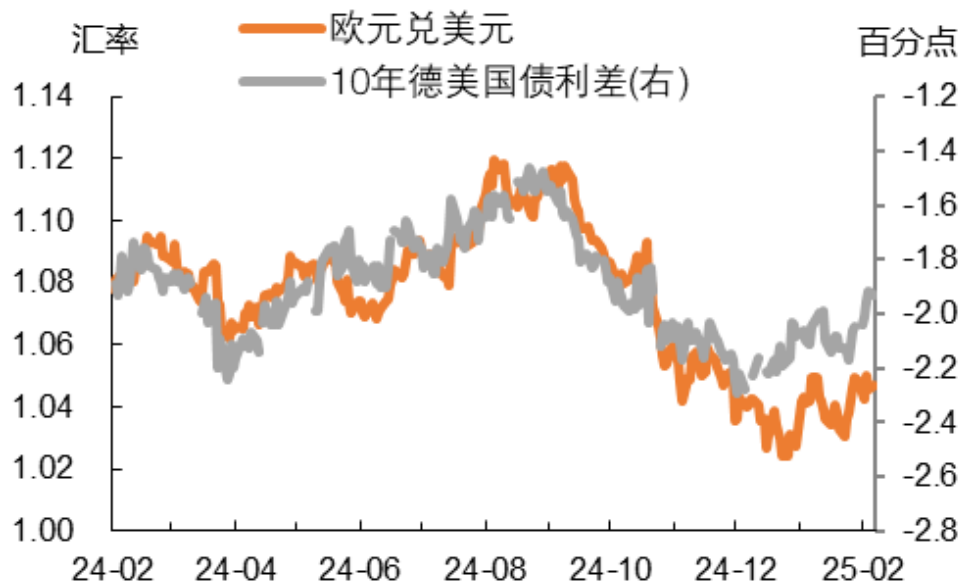
◎ 近期人民币对美元贬值、对一篮子货币升值



## 2、央行为何要维稳人民币汇率

- ▶ 特朗普“美国优先”的战略目标，特别是给欧洲带来的强烈冲击，使美元指数可能维持强势。2月6日新财长贝森特表示，美国将继续实施“强势美元”政策。今年慕尼黑安全会议上，副总统万斯猛烈抨击欧洲盟友，与此同时，与会的中国政界、学界人士则不断地对欧洲释放善意。特朗普主义与拜登政府的理念最大的不同在于，特朗普主张从国内政治角度出发，思考如何建设美国自身、改造内部的体制机制、人员结构和机构架构。从而在外交政策中可能形成“美国例外论”，支持美元强势。

### ◎ 特朗普当选以来欧元的走弱已不完全由利差解释



### ◎ 特朗普第一任期的美元走势



## 2、央行为何要维稳人民币汇率

- 争论焦点II：不是不贬，时候未到（会不会等特朗普关税最凶险的时候才贬）？从2018-19年中美互加关税的经验来看，中美经贸博弈局势的张弛，对于人民币汇率的相对强弱往往产生拐点性影响。
- 从上一轮中美冲突的经验来看，人民币超额贬值5%或是政策容忍的一道红线。

### ◎ 中美经贸博弈局势的张弛，对于人民币汇率的相对强弱往往产生拐点性影响



## 风险提示

---

1. 中美经贸冲突急剧升级，美国加征关税税率大幅提升，对进口来源地审查加强。
2. 标志性房企出现债券违约、破产重组等事件。
3. 资金面持续偏紧引爆局部金融风险。
4. 海外新兴市场、欧洲等国出现经济金融危机。
5. 美国对主要进口国加征关税，导致美国通胀超预期上行。
6. 国际地缘局势变化超预期，使全球贸易或资源供应受到冲击，引发全球资产价格大幅调整。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。