



宏观年度报告

见龙在田

——2025年经济、政策及资产配置展望

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

张浩

资格编号: S0120524070001

邮箱: zhanghao3@tebon.com.cn

研究助理

戴琨

邮箱: daikun@tebon.com.cn

陈冠宇

邮箱: chengy@tebon.com.cn

投资要点:

● 世界之变、时代之变、历史之变正以前所未有的方式展开。

外部,全球政治经济格局日趋复杂,民粹主义及逆全球化势力不断抬升,我国在外贸、科技、金融、文化等诸多领域面临所谓“去中国化”挑战;以人工智能为核心的科技革命和能源转型产业浪潮不断发展,高科技领域是大国博弈和国际竞争的主战场,意识形态对抗不仅带来了科学技术的封锁与限制,也对全球资本流动带来冲击。地缘政治风险正处于历史性“高位”,2024年“大选年”后俄乌、巴以未来如何还未得知,东北亚也可能有新的风险。

内部,我国正面临着“资产负债表‘调整’+经济结构转型阵痛”复杂挑战,以“制造立国”应对“去地产化”,短期可以依赖供给优势促进产能的优胜劣汰鼓励创新,同时借助价格红利守住市场份额,但“制造立国”难以对冲“去地产化”对信用扩张、财富效应、财税收入、抵质押资产等带来的负面影响,以新质生产力为首的新发展方向目前尚不足以在上述领域扮演如此重要的角色。在这种宏观表象之下,居民及企业部门出现了资产负债表“调整”风险,一定程度上对信心和预期带来扰动,市场则顺势期待政府部门宽信用来解决短期经济压力,决策层的战略定力是否变化也成为短期焦点,经济体制改革则是影响中长期发展的关键。

● 如何理解2025年的经济政策形势?把握两个方向:

首先是深刻领会926政治局会议背后的三层含义,其一是政策基调出现了明显改变,从“稳中求进”切换至“干字当头”,要充分激发全社会推动高质量发展的积极性主动性创造性,推动经济持续回升向好,其二是在三中全会后,突破性的出台了一系列新的政策工具,如回购再贷款、互换便利等工具,其三是直面困难,正视房地产、资本市场和价格较低等问题,给予市场明确、清晰的政策底线。

其次是站在中长期战略发展方向来看,2025年既是十四五收官之年,也是“新两步走”实现2035年远景规划的首个五年收官之年,在这个五年之中,面对百年未有之变局,宏观经济呈现“去地产化”的结构变化,并通过“制造立国”的方式促进高质量发展,栉风沐雨,取得了一系列积极的进展,为远期目标的实现打下了坚实的基础,但经济运行也存在着一系列潜在风险和隐患。

我们认为,考虑926政治局会议内涵对2025年政策基调有重要指引,叠加2025年作为中长期规划的重要收官年份,经济增长目标预计仍将保持在5%左右,各部门各地方凝心聚力、踔厉风发,更好的推动经济持续回升向好。

● 2025年的政策力度和经济形势如何理解?

市场对于政策刺激有三种分化预期,一是一次性出台接近“四万亿应对次贷危机”式的“天量”刺激方案,二是动态校准、逐步发力,视经济运行和政策效果逐步加大,三是继续保持战略定力。我们认为第二种概率较高,对中长期政策持续发力可能乐观一些,对短期一次性大规模政策刺激抱有谨慎态度。

经济增长层面,市场也存在着三种分化预期,一是经济内因难以短期化解,惯性力量驱动经济进一步下台阶,二是当前经济逐步进入“见龙在田”的阶段,虽有压力但也有积极的迹象,“制造立国”的积极作用逐步显现,出口、地产和消费边际上存在扰动,三是经济进入了柳暗花明的新阶段。我们认为,第二种概率较高,需要更精准有力的政策,一方面积极应对短期资产负债表“调整”压力,另一方面持续推进中长期经济结构转型。

● 风险提示:国内货币、财政政策不及预期,市场风险偏好下行,经济复苏进程受阻;房地产超预期走弱,发生跨部门风险传染与债务危机,经济超预期下行;国际地缘政治风险超预期,全球产业链供应链受损,商品价格大幅波动;外部经济、政治及全球流动性环境超预期变化,外溢效应扰动中国经济。

内容目录

1. 2025 年度策略观点：见龙在田	7
2. 海外经济展望：寻找新平衡	8
2.1. 美国：经济或难衰退，特朗普是风险点	8
2.1.1. 美国大选：特朗普胜选似乎“板上钉钉”	8
2.1.2. 美国经济：走向中性均衡，衰退概率下降	11
2.1.3. 货币政策：联储风险再平衡，降息或低于预期	16
2.1.4. 美国财政：宽财政或将延续	20
2.1.5. 特朗普政策组合的影响如何	21
2.2. 日本：关注日央行加息，套息交易有余波	23
2.2.1. 日本经济：迈向新阶段	23
2.2.2. 货币政策：在摸索中前进，25 年有序加息	26
2.2.3. 套息交易：余波过后，风险未消	28
2.3. 欧元区：经济温和修复，关注债务风险	31
2.3.1. 经济增长：2025 年温和修复	31
2.3.2. 货币政策：降息节奏稳步推进	34
2.3.3. 潜在风险：财政限制债务危机	35
3. 国内经济展望：结构新常态	38
3.1. 生产法 GDP：供给有支撑	38
3.2. 支出法 GDP：结构新常态	39
3.3. 消费：三大效应压制，政策扩围加码	40
3.4. 固投：“制造立国”仍有支撑	44
3.4.1. 制造业投资：制造立国，支撑仍在	45
3.4.2. 地产投资：两大风险掣肘，地产或“止跌回稳”	47
3.4.3. 基建投资：广义财政扩张，基建稳步回升	50
3.5. 进出口：出口韧性来自“性价比优势”和渠道出海	53
3.6. 通胀：CPI 关注猪价，PPI 聚焦铜、油	58
3.7. 工业增加值：标准调整支撑工业	60
3.8. 工业企业利润：盈利渐磨底，弹性看财政	63
3.9. 就业：总体保持平稳，结构逐步改善	67
4. 国内政策展望：动态校准、逐步发力	68
4.1. 货币政策：保持积极，做好协同	68
4.1.1. 政策基调：加码扩围，协同发力	68
4.1.2. 金融数据：政策发力，信用扩张	70
4.1.3. 政策工具：量升价降，提升效果	72
4.2. 财政政策：广义财政提质加码，兼顾稳增长与防风险	74
4.2.1. “稳增长”发力，政策扩围加码	75
4.2.2. “防风险”化险，关注增量工具	77
5. 大类资产配置	80
5.1. 近期大类资产表现一览	80
5.2. 2025 年资产配置的五条宏观线索	81
5.2.1. 中国特色的哑铃型策略	81
5.2.2. 人工智能科技革命浪潮	82
5.2.3. 大国博弈与地缘政治扰动	83
5.2.4. 关注大宗商品和黄金的机会	84
5.2.5. 降息周期下的大类资产配置	85
5.3. 2025 年资产配置观点	87
6. 中观主题展望	88
6.1. 新型城镇化 2025 年有望加速建设	88
6.2. 人口战略在 2025 年或将更加积极	89
6.3. 职业教育渗透率有望在 2025 年加速上升	91
6.4. 2025 年海南自贸港建设有望进入新的阶段	92
6.5. 西部大开发战略有望在 2025 年紧锣密鼓提速推进	94
7. 风险提示	96

图表目录

图 1: 经济预期与政策刺激的九种组合	8
图 2: 美国大选 RCP 综合民调 (Poll Average)	9
图 3: 美国大选 RCP 综合博彩赔率 (Betting Average)	9
图 4: 美国大选 RCP 摇摆州综合民调	9
图 5: 美国大选 RCP 关键摇摆州民调	9
图 6: 少数大规模押注推升了特朗普在 Polymarket 上的赔率	9
图 7: 特朗普在 Polymarket 的胜选概率显著偏离民调模型	9
图 8: 四种大选情景的潜在影响估计	10
图 9: Polymarket 平台上总统与国会控制权概率最高的四种组合	11
图 10: 美国实际 GDP 增速及预测路径	12
图 11: 彭博分析师对美国各季度 GDP 增速的预测分布	12
图 12: 美国经济未来 1 年发生衰退的概率	12
图 13: 美国 CPI 增速预测路径	13
图 14: Cleveland Fed 编制的中值与截尾-均值 CPI	13
图 15: Atlanta Fed 编制的弹性与粘性 CPI	13
图 16: 美国核心商品通胀	14
图 17: 美国住房通胀	14
图 18: 美国超级核心通胀 (非住房核心服务)	14
图 19: 美国粘性通胀与薪资增长	14
图 20: 美国劳动力市场条件 (LMCI) v.s. 薪资增长	15
图 21: 美国名义库存同比增速	15
图 22: 美国实际库存同比增速	15
图 23: 美国实际库存增速、实际销售增速及实际库销比	16
图 24: 本轮降息周期路径预测	17
图 25: 历史降息路径对比	18
图 26: 美联储资产负债表资产端分项	19
图 27: 美联储资产负债表负债端分项	19
图 28: 美联储 (广义) 准备金占 GDP 比重	19
图 29: 美联储准备金占银行总资产比重	19
图 30: 美联储准备金需求弹性 (RDE)	20
图 31: 哈里斯和特朗普竞选计划的财政影响 (万亿美元, 2026-2035)	20
图 32: 特朗普和哈里斯竞选计划下赤字率预测	21
图 33: 特朗普和哈里斯竞选计划下的国家债务预测	21
图 34: 三项政策的综合经济影响 (强政策情景)	22
图 35: 三项政策的综合经济影响 (弱政策情景)	22
图 36: 2025 年美国宏观经济预测表 (Bloomberg ECFC)	22
图 37: 日本实际 GDP 增速及预测路径	23
图 38: 10 月 BOJ 货币政策委员会成员对实际 GDP 的预测	24
图 39: 10 月 BOJ 货币政策委员会成员对 CPI (非食品) 的预测	24
图 40: 日本产出缺口与短观要素利用指数	24
图 41: 日本潜在增长率及结构拆分	24
图 42: 日本 CPI 增速及预测路径	25
图 43: 植田和男对日本通胀动态的二分假设	25
图 44: 部分发达经济体家庭超额储蓄累计存量变动趋势	25
图 45: 日本劳务市场依旧紧俏	25
图 46: 2024 年“春斗”涨薪率升至历史高位	25
图 47: 龙头企业的薪资上涨具有溢出效应	25
图 48: BOJ 在 3 月 MPM 上调整货币政策框架	26
图 49: 日本实际中性利率与潜在增长率估计	27
图 50: 日本各期限通胀预期	27
图 51: BOJ 政策利率及预测路径	27
图 52: BOJ 月度国债 (JGB) 购买缩减计划	28
图 53: BOJ JGB 持有规模及预期缩减幅度	28

图 54: JGB 购买的“存量效应”(Stock Effect)	28
图 55: JGB 影响因子拆解	28
图 56: 投机型交易者对日元的净空头持仓迅速收窄	29
图 57: 日元汇率驱动因素拆解	29
图 58: 2025 年日本宏观经济预测表 (Bloomberg ECFC)	30
图 59: 欧元区 GDP 环比在 2024 年一二季度处于增长区间	31
图 60: 净出口将或是 2024 年经济复苏的主要推力	31
图 61: 欧元区 GDP 变动与出口的相关性较高	31
图 62: 全球贸易逐步修复	31
图 63: 欧元区可支配个人收入持续上涨	32
图 64: 对欧元区未来 12 个月通胀预期逐步冷却	32
图 65: 预计 2025 年私人消费对 GDP 贡献有较大增幅 (单位: %)	32
图 66: 德国 GDP 或将连续两年经历衰退	33
图 67: 9 月德国制造业 PMI 降至 40.6	33
图 68: 8 月德国进出口同比跌落至负增长区间	33
图 69: 自 22 年以来德国新增订单同比长期处于负增长区间	33
图 70: 欧元区通胀逐步恢复至正常区间	34
图 71: 预计 25 年能源和食品通胀将趋于稳定	34
图 72: 欧洲天然气价格回落	34
图 73: 失业率已经处于历史低位	35
图 74: 岗位空缺率已明显回调下行	35
图 75: 企业囤积了大量劳动力	35
图 76: 预计每位员工的薪酬增幅逐步下降	35
图 77: 为应对能源危机和高通胀, 欧元区在 22-23 年实行大规模的刺激政策	35
图 78: 欧元区部分国家债务率仍将越过 60% 的警戒线	37
图 79: 2025 年欧元区宏观经济预测表 (Bloomberg ECFC)	37
图 80: 第一产业投资增速放缓	39
图 81: 表征三产增长的指标预计将恢复稳定	39
图 82: 第三产业增速回升	39
图 83: 第三产业贡献率回升	39
图 84: 地产对消费主要有两条传导路径: 负财富效应和替代效应	41
图 85: 疤痕效应下, 截止 2024 年 9 月, 需求三大分项中固投和社零仍然分别存在 4.4 和 1.0 万亿人民币的缺口	41
图 86: 预计 2025 年全年社会消费品零售总额同比+4.3%	44
图 87: 预计 2025 年全年地产后周期额以上社零同比+3.6%	44
图 88: 政府消费与销售和管理费用增速拟合度较好	44
图 89: 政府消费与一般公共预算支出增速拟合度较好	44
图 90: 2024 年四季度及 2025 年制造业投资有望延续较高	47
图 91: 地产当前存在“需求-价格-库存”的负向正反馈循环	48
图 92: 2023 年以来地产政策主线: 先“稳妥化解风险”, 后“政策工具加速落地”	50
图 93: 预计 2025 年全年地产投资增速为-9.8%	50
图 94: 未来收入信心(点)自 2023 年 Q1 持续下行, 居民对未来房价预期“看不准”占比(%)超 10%	50
图 95: 历史三轮化债对基建投资增速存在一定程度掣肘	51
图 96: 预计 2025 年全年基建投资增速为+6.0%	51
图 97: 固定资产投资完成额基建分项增速: 基建分项中铁路运输、航空运输业基建分项整体减速, 水利管理业基建分项整体加速	52
图 98: 2018 至 2023 年, 我国对美国出口下降 7.4%, 同期墨西哥、越南、加拿大、韩国、印度和泰国对美国出口上升 2.09%、1.88%、1.33%、0.93%、0.65% 和 0.63%	55
图 99: 替代国家经济自由度数据: 大多数国家在货币稳健、贸易自由和监管方面的国际排名低于中国(单位: 名次)	56
图 100: 替代国家出口潜力数据: 大多数国家的电信设备、机动车、纺织制品以及帽饰类产品的出口潜力低于中国(单位: 亿美元)	56
图 101: 进出口价格指数同比	58
图 102: 预计 2025 年 CPI 全年增速为 1.4%	59
图 103: 预计 2025 年 PPI 全年增速为-1.2%	59
图 104: 2024 年我国出口明显改善	61

图 105: 2024 年韩越出口增速上升印证全球需求共振	61
图 106: 新动能产业快速发展带动整体工业增长	63
图 107: 2024 年四季度及 2025 年工业增加值预测	63
图 108: 工业企业利润增速的三因素拆解	64
图 109: 工业企业营收 v.s. 工增	64
图 110: 工业企业营收 v.s. PPI	64
图 111: 工业企业利润率 v.s. 原材料 PPI-PPIRM	64
图 112: 工业企业利润率 v.s. 信用债利率	64
图 113: 工业企业利润 v.s. 上市公司盈利	65
图 114: 中国名义库存周期划分	66
图 115: 名义及实际库存周期	66
图 116: 库存周期与实际库销比	66
图 117: 大类行业名义库存增速	66
图 118: 大类行业实际库存增速	66
图 119: 城镇调查失业率及预测	68
图 120: 历年信用债发行与净融资额	71
图 121: 历年城投债发行与净融资额	71
图 122: 2024 年四季度及 2025 年信贷社融增速预测	71
图 123: 2024 年四季度及 2025 年货币增速预测	71
图 124: 人民币汇率弹性	72
图 125: 预计 2025 年财政政策将更好的平衡“稳增长”与“防风险”的关系	75
图 126: 预计 2025 年赤字规模或达到 4.5 万亿元	77
图 127: 预计 2025 年新增专项债发行也将相对前置	77
图 128: 2024 年 1-9 月财政支出结构	79
图 129: 7 月以来大类资产区间表现	80
图 130: 7 月以来全球主要股票指数表现	80
图 131: 7 月以来全球主要债券指数表现	80
图 132: 7 月以来全球主要商品指数表现	80
图 133: 7 月以来全球主要汇率/货币指数表现	80
图 134: 红利为盾、科技为矛	81
图 135: 在云转型和移动转型期间创造收入约 10 亿美元以上的公司, AI 转型过程中还会有哪些公司出现?	82
图 136: 1900 年以来的地缘政治风险指数 (GPR Index)	84
图 137: 大国博弈继续深化	84
图 138: 全球冲突不断加剧	84
图 139: 锡价与费城半导体指数	85
图 140: 到 2040 年电网扩张将推动铜、铝的年需求翻番 (SDS)	85
图 141: 实物支持的黄金 ETF 持仓量和 COMEX 黄金头寸	85
图 142: 1974 年以来美联储几轮降息周期内全球主要大类资产表现	86
图 143: 近 6 年中国人口出生率、自然增长率等变化趋势 (%)	90
图 144: 职业教育产业图谱	92
图 145: 横琴粤澳深度合作区封关运作公告至正式封关阶段的超额收益	94

表 1: 2025 年分季度 GDP 及总需求变量增速预测 (除实际 GDP 外均为当季名义同比, 单位: %)	40
表 2: 2022 年以来促消费政策从传统消费、服务消费、新型消费和绿色低碳四个方面推进	42
表 3: 2025 年分季度固定资产投资及分项增速预测 (单位: %)	45
表 4: 2023 年开始, 内河建设投资项目出现了大幅增长	53
表 5: 美国在人工智能、电信、新能源和芯片等诸多领域对华展开限制	53
表 6: 亲美国家对华加征关税集中在钢铁、轻工业、化工原料等多个行业	54
表 7: 部分行业“十四五”或高质量发展规划中对节能环保、技术标准等的目标与约束	61
表 8: 截止 10 月 30 日, 2024 年支持性货币政策主要措施	69
表 9: 当前结构性货币政策工具呈现使用效率不高的问题	73
表 10: 十四五规划、十四五规划实施中期评估报告与二十届三中全会部分重要的产业表	

述.....	88
表 11:《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》的重大举措.....	89
表 12:十四五规划“一老一小服务项目建设”.....	90
表 13: 2014 年来职业教育相关的重大政策、法律法规、重要影响与重要评论.....	91
表 14: 海南自由贸易港与横琴粤澳深度合作区的政策梳理与对比.....	93
表 15: 西部大开发战略要点梳理.....	95

1. 2025 年度策略观点：见龙在田

当前，世界之变、时代之变、历史之变正以前所未有的方式展开。

外部，全球政治经济格局日趋复杂，民粹主义及逆全球化势力不断抬升，我国在外贸、科技、金融、文化等诸多领域面临所谓“去中国化”挑战；以人工智能为核心的科技革命和能源转型产业浪潮不断发展，高科技领域是大国博弈和国际竞争的主战场，意识形态对抗不仅带来了科学技术的封锁与限制，也对全球资本流动带来冲击。地缘政治风险正处于历史性“高位”，2024 年“大选年”后俄乌、巴以未来如何还未得知，东北亚也可能有新的风险。

内部，我国正面临着“资产负债表‘调整’+经济结构转型阵痛”复杂挑战，经济增长结构呈现出“新常态”，出口与制造业表现亮眼，基建平稳，消费不足、地产下行，这种新常态是以“制造立国”应对“去地产化”带来的结果，短期可以依赖供给优势一方面促进产能的优胜劣汰鼓励创新，另一方面可以借助价格红利守住市场份额，但“制造立国”难以对冲“去地产化”对信用扩张、财富效应、财政收入、抵质押资产等带来的负面影响，以新质生产力为首的新发展方向目前尚不足以在上述领域扮演如此重要的角色。在这种宏观表象之下，居民及企业部门出现了资产负债表“调整”，一定程度上对信心和预期带来扰动，市场则顺势期待政府部门宽信用来解决短期经济压力，决策层的战略定力是否变化也成为短期焦点，经济体制改革则是影响中长期发展的关键。

如何理解 2025 年的经济政策形势？我们认为要紧紧把握两个方向：

首先是深刻领会 926 政治局会议背后的三层含义，其一是政策基调出现了明显改变，从“稳中求进”切换至“干字当头”，要充分激发全社会推动高质量发展的积极性主动性创造性，推动经济持续回升向好，其二是在三中全会后，突破性的出台了一系列新的政策工具，如回购再贷款、互换便利等工具，其三是直面困难，正视房地产、资本市场和价格较低等问题，给予市场明确、清晰的政策底线。

其次是站在中长期战略发展方向来看，2025 年既是十四五收官之年，也是“新两步走”实现 2035 年远景规划的首个五年收官之年，在这个五年之中，面对百年未有之变局，宏观经济呈现“去地产化”的结构变化，并通过“制造立国”的方式促进高质量发展，栉风沐雨，取得了一系列积极的进展，为远期目标的实现打下了坚实的基础，但经济运行也存在着一系列潜在风险和隐患。

考虑 926 政治局会议内涵对 2025 年政策基调有重要指引，叠加 2025 年作为中长期规划的重要收官年份，预计 2025 年经济增长目标预计仍将保持在 5% 左右，各部门各地方凝心聚力、踔厉风发，更好的推动经济持续回升向好。

2025 年的政策力度和经济形势如何理解？

市场对于政策刺激有三种分化预期，一是一次性出台接近“四万亿应对次贷危机”式的“天量”刺激方案，二是政策动态校准、逐步发力，视经济运行和政策效果逐步加力，三是继续保持战略定力。我们认为第二种概率较高，对中长期政策持续发力可以乐观一些，对短期一次性大规模政策刺激抱有谨慎态度。

经济增长层面，市场也存在着三种分化预期，一是经济内因难以短期化解，

惯性力量驱动经济进一步下台阶，二是当前经济逐步进入“见龙在田”的阶段，虽有压力但也有积极的迹象，“制造立国”的积极作用逐步显现，出口、地产和消费边际上存在压力，三是经济进入了柳暗花明的新阶段，无需过度担心。我们认为，第二种概率较高，需要更精准有力的政策，一方面积极应对短期资产负债表“调整”风险，另一方面持续推进中长期经济结构转型。

图 1：经济预期与政策刺激的九种组合

政策刺激 经济形势	“四万亿”式 刺激方案	动态校准 逐步加力	战略定力
惯性下行			
见龙在田			
柳暗花明			

资料来源：德邦研究所
注：红色程度越深，则概率越高

2. 海外经济展望：寻找新平衡

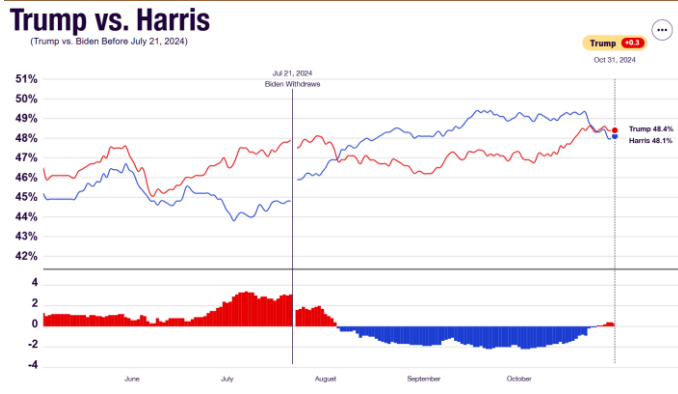
2.1. 美国：经济或难衰退，特朗普是风险点

2.1.1. 美国大选：特朗普胜选似乎“板上钉钉”

2024 年美国大选进入倒计时阶段，随着选情日益胶着，特朗普胜选预期在经历 10 月以来的不断升温后，于近日出现些许回落，不过其相对哈里斯仍有不小领先，但最后结果难言再无变数。从民调、赔率、摇摆州三个角度观察当前选情：
①民调：哈里斯此前优势已几乎荡然无存。截至 10 月 31 日，RealClearPolitics 统计的综合民调（Poll Average）结果显示，哈里斯的平均民调支持率为 48.1%，特朗普的平均民调支持率为 48.4%，特朗普领先 0.3 个百分点；
②博彩平台：特朗普的赔率近期明显上升并反超哈里斯。截至 10 月 31 日，RealClearPolitics 统计的多个博彩平台的综合投注赔率（Betting Odds Average）结果显示，哈里斯的隐含胜选概率为 61.1%，而特朗普的隐含胜选概率为 37.6%，特朗普显著扩大领先优势。不过，需要注意的是，特朗普在博彩赔率端的强劲势头可能来自于少部分用户的大规模押注，大选结果难言再无变数；
③关键摇摆州：特朗普仍在多个关键州保持领先。截至 10 月 31 日，RealClearPolitics 统计的关键摇摆州的民调

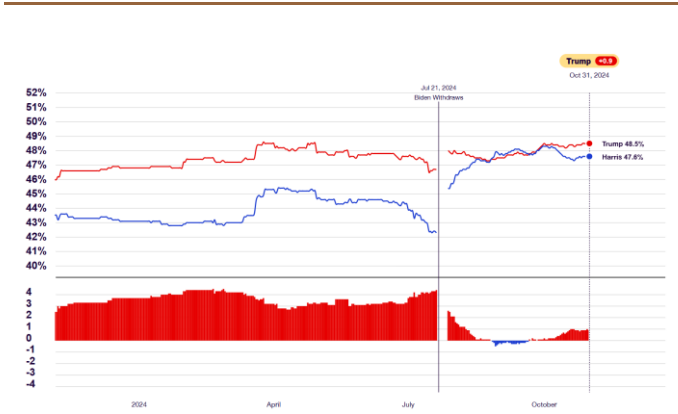
结果显示，哈里斯的平均支持率为 47.6%，而特朗普的平均支持率为 48.5%，特朗普已取得近 1% 的领先优势，其中，目前特朗普在亚利桑那州、内华达州、威斯康星州、密歇根州、宾夕法尼亚州、北卡罗来纳州、乔治亚州分别领先 2.5、0.5、-0.2、-0.4、0.8、1、2.4 个百分点。

图 2：美国大选 RCP 综合民调 (Poll Average)



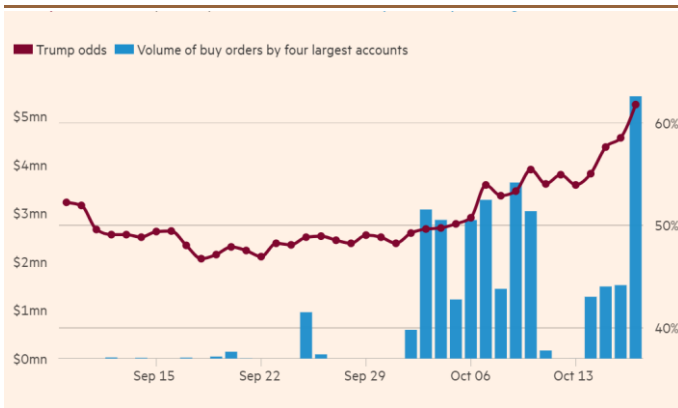
资料来源：RealClearPolitics, 德邦研究所；截至 10/31，下同

图 4：美国大选 RCP 摇摆州综合民调



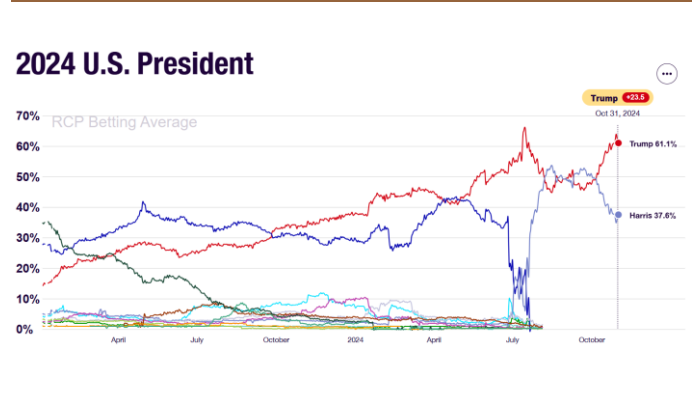
资料来源：RealClearPolitics, 德邦研究所；数据为威斯康星州、亚利桑那州、乔治亚州、密歇根州、宾夕法尼亚州、北卡罗来纳州、内华达州 7 州平均

图 6：少数大规模押注推升了特朗普在 Polymarket 上的赔率



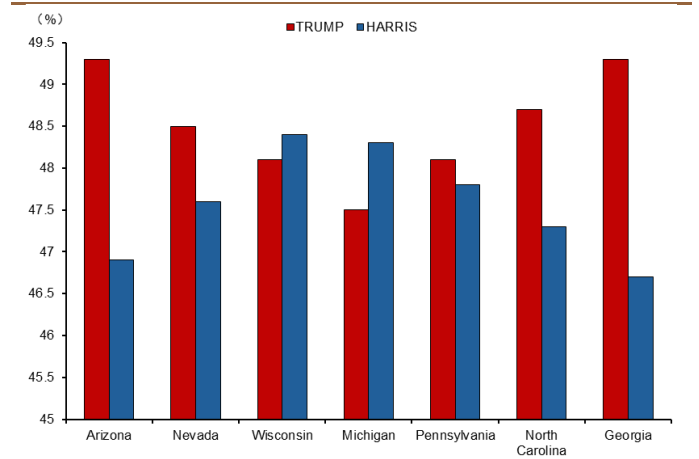
资料来源：FINANCIAL TIMES, 德邦研究所

图 3：美国大选 RCP 综合博彩赔率 (Betting Average)



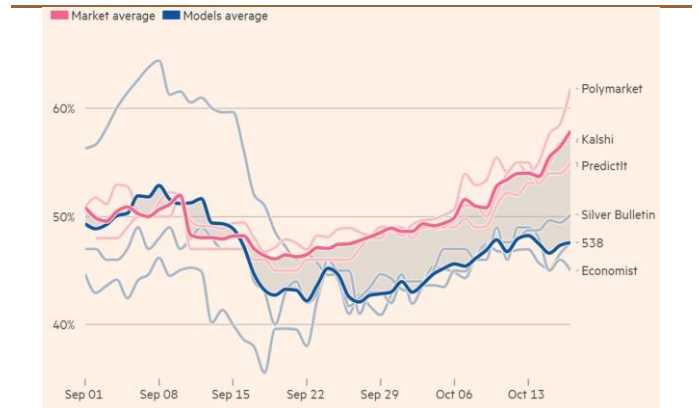
资料来源：RealClearPolitics, 德邦研究所

图 5：美国大选 RCP 关键摇摆州民调



资料来源：RealClearPolitics, 德邦研究所

图 7：特朗普在 Polymarket 的胜率显著偏离民调模型



资料来源：FINANCIAL TIMES, 德邦研究所

不同大选结果组合对宏观、政策和资产定价均会产生差异化影响，目前市场已在为特朗普回归定价，无论是从银行股、加密货币、墨西哥比索汇率，还是特朗普媒体科技集团 (DJT) 的走势中都可以看出这一点，但在大选结果正式揭晓前，投资者也有必要同时为其他几种结果做好准备。

针对四种主要的大选结果组合，我们预计主要影响分别如下：

1) 共和党横扫 (Republicans Sweep, 45%)¹。目前，特朗普当选总统+共和党统一参众两院的概率最高，我们认为，在这一政治组合下，共和党的全面执政将更加利于特朗普政策主张的推行，如减税、放松监管、加征关税、限制移民等，同时政策的不确定性也将增强。在此情境下，对于宏观经济而言，3-6个月区间内的美国经济表现可能更强劲，但再通胀风险也可能同步上行；对于大类资产而言，这一组合利多美股、美元、黄金，加密货币也是潜在利多方向，美债尤其是长端美债将受利空。

2) 哈里斯总统+分裂国会 (D Prez, R Senate, D House, 22%)。鉴于共和党在本次参议院改选中占据明显优势，分裂国会存在的概率较大，众议院选区将是两党争夺的关键焦点。我们认为，如果哈里斯当选总统，大概率会面临分裂国会的现实，政策推行可能受阻，但众议院在控制政府支出方面发挥着关键作用，哈里斯在财政政策的推行可能更为顺利。大类资产所受影响可能相对偏中性，但在政治博弈下，2025年新一届政府上任后债务上限谈判的重启可能更具复杂性。

3) 特朗普总统+分裂国会 (R Prez, R Senate, D House, 16%)。特朗普当选总统但是民主党拿下众议院的概率相对较小，因为投票支持特朗普的民众大概率不会转而投票支持民主党的国会议员。我们认为，如果特朗普当选总统，但民主党拿下众议院，特朗普政府在财政预算、税收和政府支出方面可能面临一定阻力，其主张的大规模减税和财政刺激较难落地，而对外的关税政策和外交政策确定性相对较高，对地缘政治的扰动更大，美元可能维持相对强势。

4) 民主党横扫 (Democrats Sweep, 13%)。哈里斯当选总统+民主党统一参众两院的概率最小，针对其的策略意义自然有限。我们认为，这一情景下，整体政策环境可能类似于当下，但哈里斯的加税主张可能拖累企业盈利，进而对美股分子端形成压制，但其财政政策相比特朗普而言相对保守，对美债不会形成较大利空。

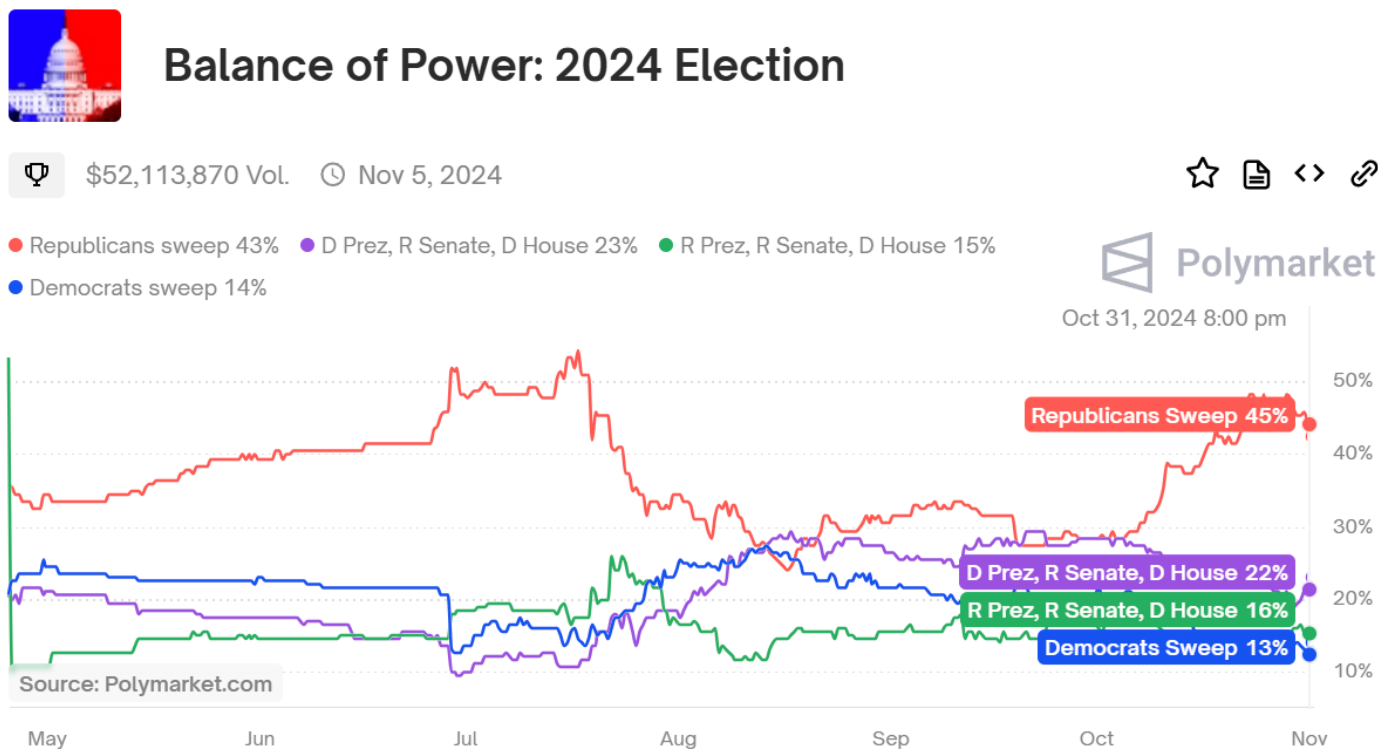
图 8：四种大选情景的潜在影响估计

四种情形	概率	总统	参议院	众议院	宏观经济				大类资产			
					经济增长	通货膨胀	货币政策	财政政策	美股	美债	美元	黄金
情形1	45%	特朗普	共和党	共和党	↑	↑	独立性受限	较大扩张	↑	↓	↑	↑
情形2	22%	哈里斯	共和党	民主党	→	→	保持独立性	温和扩张	↓	→	→	→
情形3	16%	特朗普	共和党	民主党	↑	↑	独立性受限	温和扩张	↑	↓	↑	↑
情形4	13%	哈里斯	民主党	民主党	→	→	保持独立性	温和扩张	↓	→	→	→

资料来源：Polymarket，德邦研究所；↑、→、↓分别代表正面、中性和负面影响

¹ 括号中为 Polymarket 中的胜率数据，截至 2024/10/30 08:00 pm，下同。

图 9: Polymarket 平台上总统与国会控制权概率最高的四种组合



资料来源: Polymarket, 德邦研究所; 截至 2024/10/31 08:00 pm

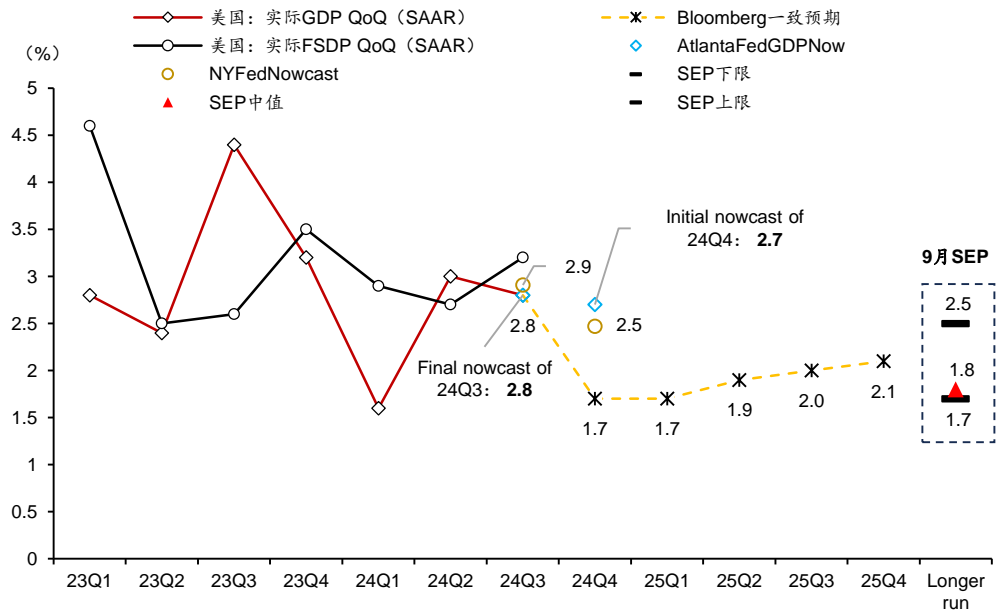
2.1.2. 美国经济：走向中性均衡，衰退概率下降

从经济增长、通货膨胀、劳务市场和库存周期等角度分别来看，我们预计，2025 年的美国经济将从当前较热的状态逐步下修并走向中性均衡：

1) 经济增长方面，2025 年美国实际 GDP 增长 (QoQ SAAR, 下同) 中枢或在 1.5%-2% 附近，高于美联储估计的长期潜在经济增速，发生经济衰退的概率较低。美国经济于 2024 年表现出强劲且稳定的态势，修正后的 24Q2 实际 GDP 增速录得 3.0%，23Q3 初值录得 2.8%，虽低于分析师和 NYFedNowcast 预测的 2.9%，但符合 GDPNow 的最终预测 2.8%，而更能准确反映美国经济增长动能和内需的实际国内私人购买者最终销售 (FSDP, 即剔除库存、净出口和政府开支后的 GDP) 的季调环比折年率在 24Q3 由 2.9% 上升至 3.2%，24Q1 FSDP 增速的回落也不如实际 GDP 那样明显，私人部门消费保持强劲，这反映了美国经济内生动能仍然较为稳健的现实。

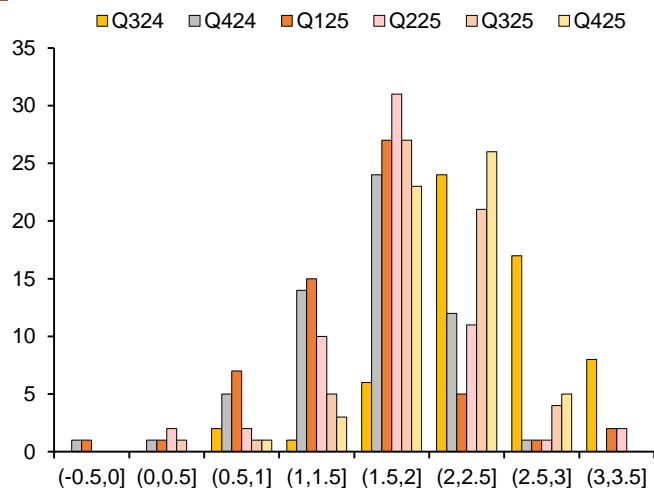
我们认为，对于 2025 年的美国经济而言，宽财政倾向与金融条件的放松对美国消费支出及企业投资形成持续支撑。向前看，彭博分析师对于 2025 年美国实际 GDP 增速的预测路径为 1.7→1.7→1.9→2.0 (%)，整体仍然处在 9 月 SEP 对于长期经济增速的预测区间中 (对应产出缺口为正)，预测分布也较为集中，仅有极少数样本处于低增或负增区间。从衰退的角度看，无论是分析师预测还是利差倒挂模型 (10Y-3M Model) 均已从高点回落，美国经济未来一年发生真实衰退的概率较低。整体而言，当前市场预期较为合理地反映了美国经济现实与未来趋势，我们对美国经济增长的看法亦偏向中性乐观。我们认为，美国经济仍将由前期较热的状态逐步走向中性均衡环境，经济增速回落但产出缺口仍正，“软着陆”仍是基准情形，尾部风险在于特朗普当选后各项政策对增长的负面影响，而这可能于 2025 年再度推升美国的衰退概率。

图 10: 美国实际 GDP 增速及预测路径



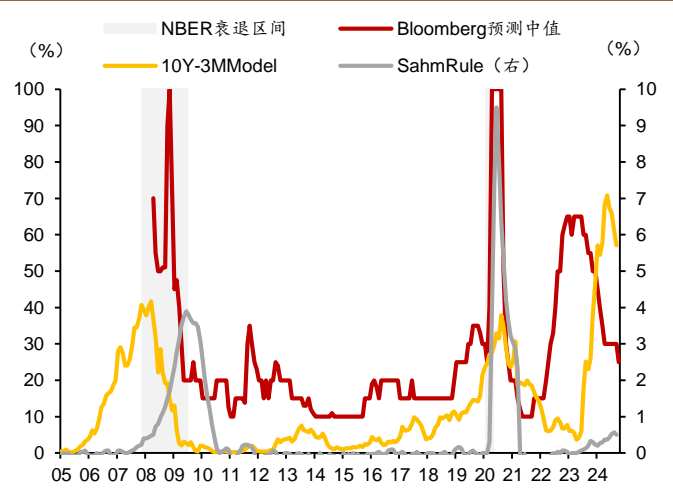
资料来源: Bloomberg, FRED, Fed, 德邦研究所; Bloomberg、NY Fed 预测截至 10/25; Atl Fed 预测截至 10/31

图 11: 彭博分析师对美国各季度 GDP 增速的预测分布



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

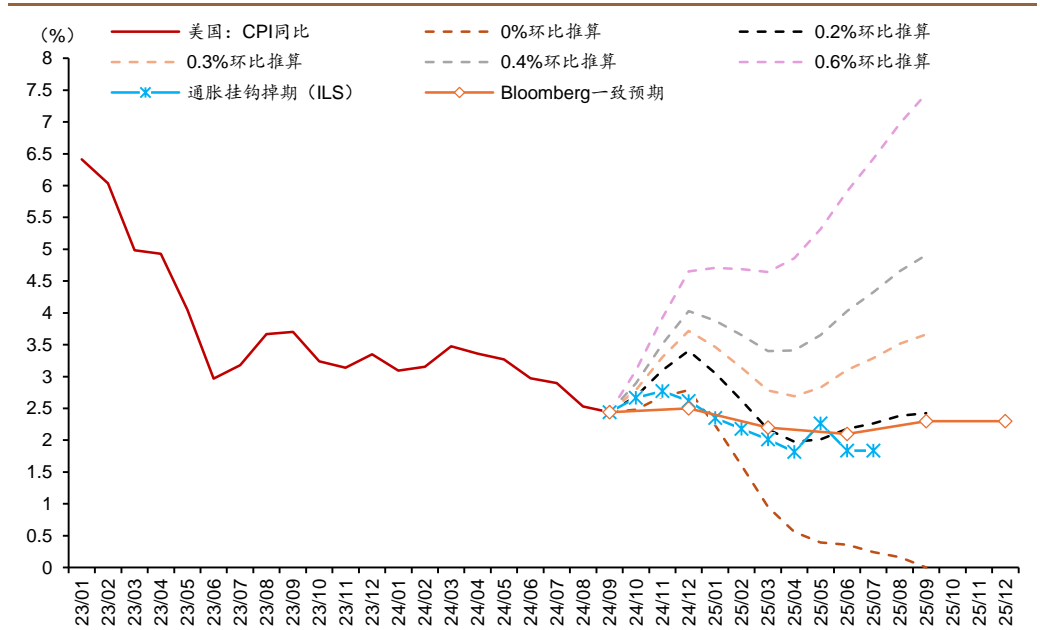
图 12: 美国经济未来 1 年发生衰退的概率



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

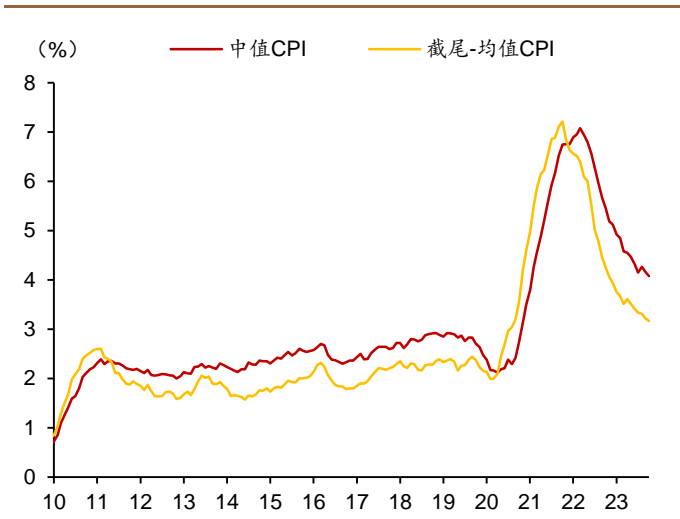
2) 通货膨胀方面, 通胀降温但粘性仍在, 美国从商品去通胀走向服务去通胀, 25 年美国 CPI 增速或维持在 2% 附近难以进一步下行, 警惕大选后二次通胀的尾部风险。2024 年 3 月以来, 美国通胀逐步下行, 年内非季调 CPI 的同比增速由 3 月 3.48% 的高点来到 9 月 2.44% 的水平, 虽然 9 月通胀略超出市场预期, 但其同比继续回落的趋势仍在。从通胀广度和通胀粘性的角度看, Cleveland Fed 编制的截尾-均值 CPI (trimmed-mean CPI) 和 Atlanta Fed 编制的粘性 CPI (sticky CPI) 也都处在下行通道中, 两者都是反映 CPI 尤其是核心 CPI 中期趋势的较好指标, 这显示美国通胀已有效降温, 但是从粘性 CPI 走势上还是可以看出, 通胀粘性的问题依旧存在, 这可能也是通胀达到联储 2% 目标的较大阻碍。此外, 若美国大选后特朗普重回白宫, 其可能的加征关税、限制移民等措施也可能进一步推高通胀, 二次通胀的尾部风险不可忽视。

图 13: 美国 CPI 增速预测路径



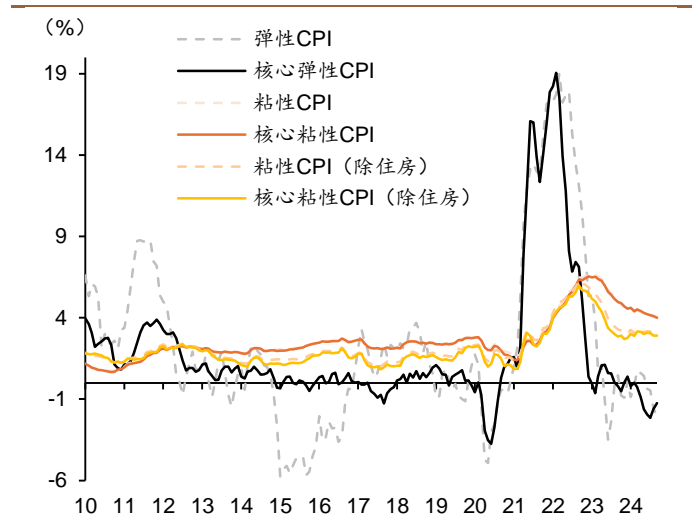
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所; Bloomberg 预测截至 10/25, ILS 交易数据截至 10/25

图 14: Cleveland Fed 编制的中值与截尾-均值 CPI



资料来源: Cleveland Fed, 德邦研究所

图 15: Atlanta Fed 编制的弹性与粘性 CPI



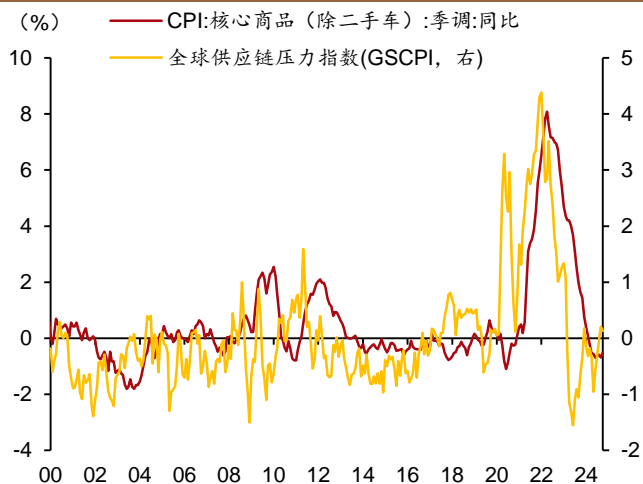
资料来源: Atlanta Fed, 德邦研究所

向前看, 彭博分析师对于 2025 年美国 CPI 增速的预测路径为 2.2→2.1→2.3 →2.3 (%), 通胀挂钩掉期 (ILS) 隐含的未来 12 个月 CPI 增速亦在彭博一致预期附近波动, 但整体水平小于分析师预期。结构上, 除食品、能源外, 按照 Powell 提出的核心商品+居住+非住房核心服务 (超级核心通胀) 的范式分析核心通胀:

1. **核心商品通胀** (除二手车) 长期内取决于全球供应链压力, 我们预计在基准情形下, 2025 年不太可能发生类似于俄乌冲突或新冠疫情所引发的全球性供应链危机, 供应链弹性下核心商品难以发生大的通胀;
2. **住房通胀** 取决于房价, S&P/CS 房价指数领先住房通胀约 16 个月, 目前 5%左右的住房通胀仍有一定下行空间;
3. **非住房核心服务通胀** 与薪资息息相关, 换言之, 薪资是美国通胀粘性的重要来源, 而作为劳动力的价格, 中长期内薪资由劳务市场供需均衡决定。因此, 核心服务的去通胀和去粘性进程本质上取决于劳动力市场的松弛与

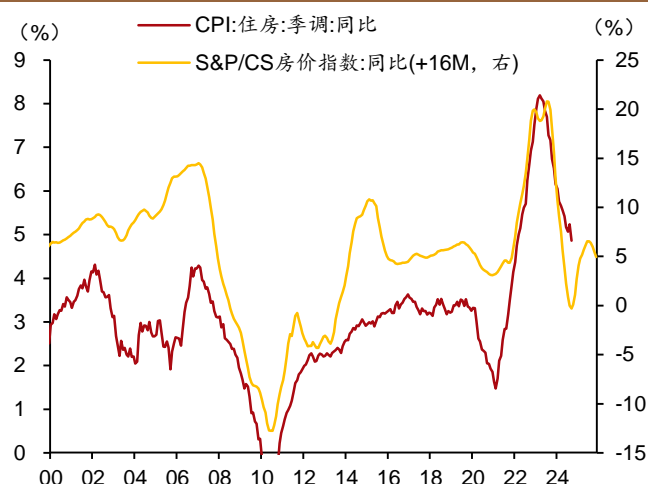
紧张程度，或者说，紧俏的劳务市场能否进一步转松是决定美国通胀去粘性的关键因子。

图 16: 美国核心商品通胀



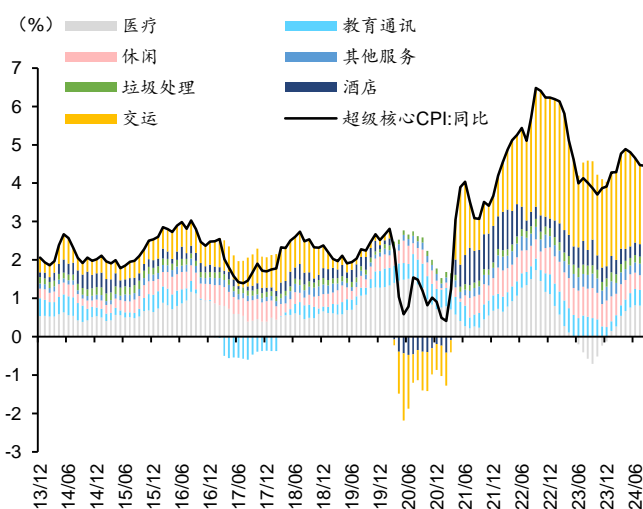
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 17: 美国住房通胀



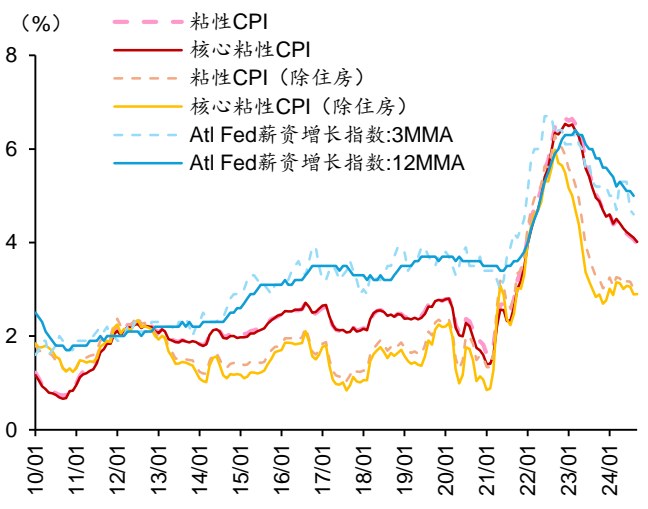
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 18: 美国超级核心通胀 (非住房核心服务)



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

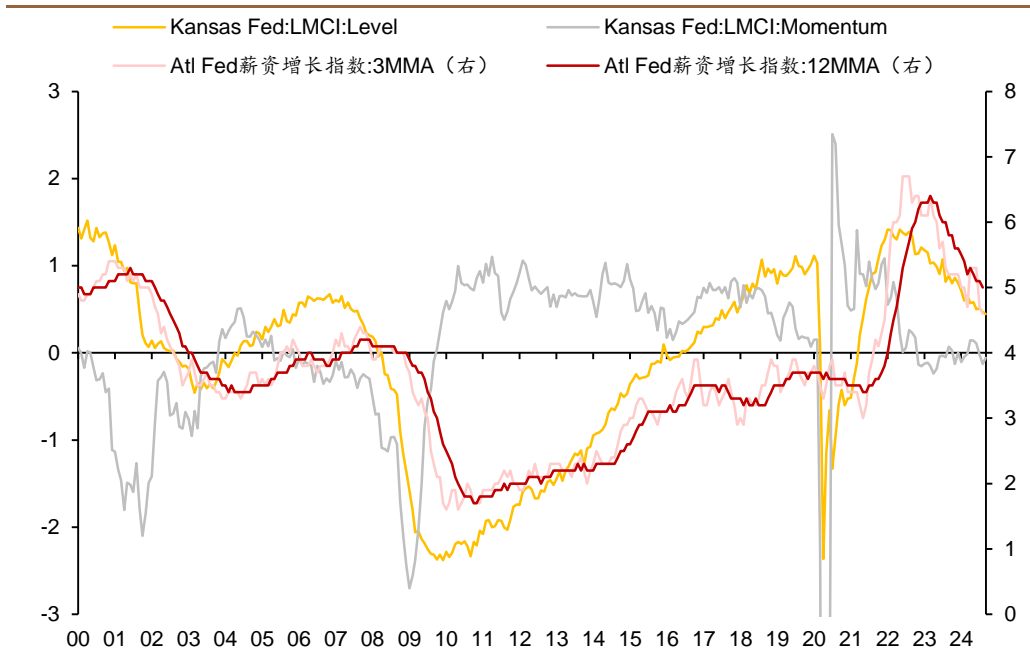
图 19: 美国粘性通胀与薪资增长



资料来源: AtlantaFed, Wind, 德邦研究所

3) 劳务市场方面，美国薪资增速下行趋势较为确定，但是当前劳务市场依旧偏紧，疫后劳动力市场条件可能难以完全收敛或是深度转负，这将在较长时间内抬升薪资增速中枢，2025年重点跟踪美国劳动力市场条件与薪资增速以判断去粘性通胀的总体进程。Kansas Fed 基于 24 个劳动力市场变量编制了劳动力市场条件指标 (LMCI)，LMCI 水平 (Level) 为正表示劳动力市场条件高于其长期平均水平，为负则表示劳动力市场条件低于其长期平均水平，截至 2024 年 9 月，LMCI 录得 0.44，已较 22 年的高点出现了较大回落，劳务市场的松弛化进行中，但整体为正意味着劳动力市场相对历史仍是趋紧的，且其动量指标 (Momentum) 也未出现明显回落，这表明美国的劳动力市场条件还未出现恶化的势头。按当前趋势推算，2025 年年内美国劳动力市场条件或难以降至负值，由于劳动力市场的紧张程度与工资有着显著正相关的关系，意味着薪资增速可能也难以很快降速，那么核心服务通胀的回落仍将趋缓，美国核心通胀的回落则取决于核心商品、房价以及薪资增长降速所形成的合力，需要警惕特朗普上台后可能的非法移民驱逐政策对于劳务供给的冲击，并进一步传导至工资通胀。

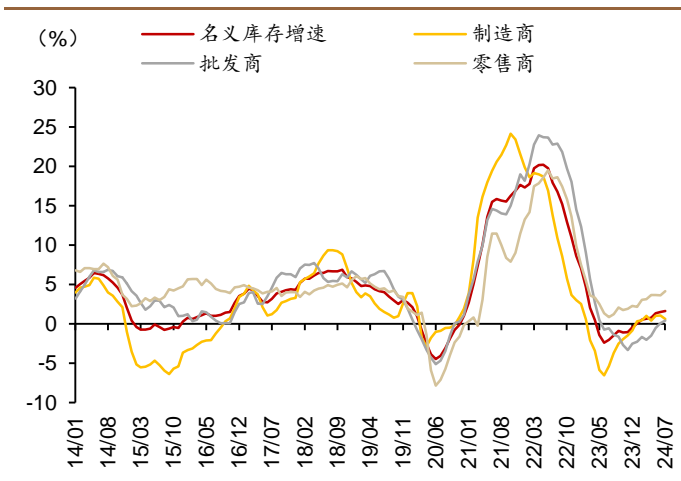
图 20: 美国劳动力市场条件 (LMCI) v.s. 薪资增长



资料来源: Bloomberg, Kansas Fed, Atlanta Fed, 德邦研究所

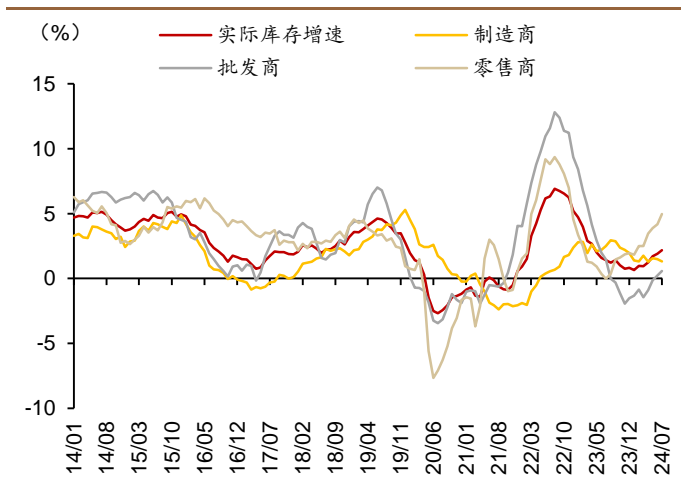
4) 库存周期方面, 美国本轮主动补库弹性有限, 预计将于 2025 年上半年开启去库进程。作为经济短周期的常见表现形式, 库存周期提供了一个观测经济活动强弱的坐标系。根据美国经济分析局 (BEA) 最新调整和发布的 2024 年 7 月美国库存和销售数据, 美国当前仍处于实际库销比下行、实际库存和实际销售增速上行的主动补库阶段。若按实际库存增速, 美国本轮库存周期的整体主动补库阶段开启于 2024 年 2 月, 其中零售商补库存相对较早, 其次是批发商, 制造商目前仍在去库。整体来看, 美国已主动补库约 2 个季度, 但在政策利率高位的紧金融条件下, 总体补库力度相对有限, 这与高位徘徊的实际库销比相对应。向前看, 我们预计, 在实际库销比尚未明显回落的情况下, 2024 年年内美国可能持续偏弱补库, 且当前美国制造业 PMI 已连续 6 个月低于荣枯线, 制造商补库力度可能相对更弱。不过随着美联储 9 月开启降息周期, 24Q4 到 2025 年上半年的企业补库有望受到提振, 而后续若特朗普上台, 其带来的关税上行风险也可能推动美国外贸企业进行“抢进口”补库, 重点关注 2024 年内和 2025 年 BEA 数据的修正与补库斜率的变化和弹性。

图 21: 美国名义库存同比增速



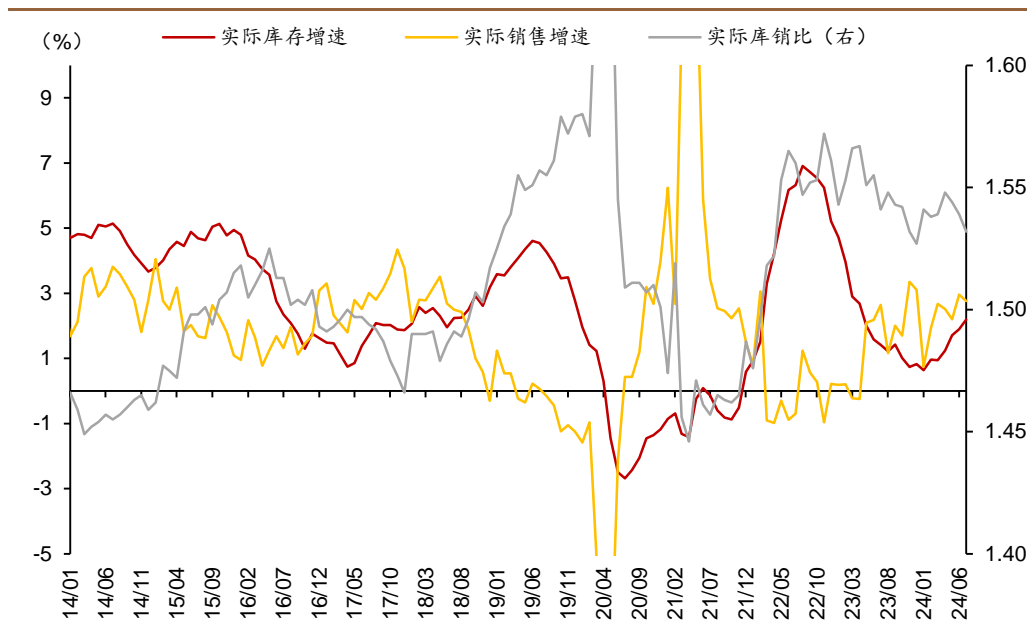
资料来源: BEA, 德邦研究所

图 22: 美国实际库存同比增速



资料来源: BEA, 德邦研究所

图 23：美国实际库存增速、实际销售增速及实际库销比



资料来源：BEA，德邦研究所

2.1.3. 货币政策：联储风险再平衡，降息或低于预期

在“通胀上行风险减弱+就业下行风险加强”的情景下，美联储在 9 月 FOMC 会议上前置 (front-loaded) 降息，这一风险组合或仍是年内基准情形，而后续节奏仍依赖数据驱动且是一个逐步的过程。9 月 FOMC 上，美联储以超预期的 50bp 降息开启了本轮降息周期，Powell 强化了联储的风险管理姿态，强调了政策立场的再校准 (recalibration of policy stance)，这意味着通胀上行风险和经济下行风险在大致平衡 (roughly in balance) 的条件下，美联储的政策重心从控通胀转向防风险。关于降息节奏，Powell 表示首次的 50bp 降息不应被视为新的节奏 (new pace)，而应理解为联储对避免落后于曲线的承诺 (a commitment to make sure that we don't fall behind)，而后续的降息路径仍将依赖数据。

对于后续的降息节奏，9 月点阵图给出了偏鹰的预测，而在金融市场上，联邦基金期货交易员和彭博分析师的预期则与点阵图的指引分化：

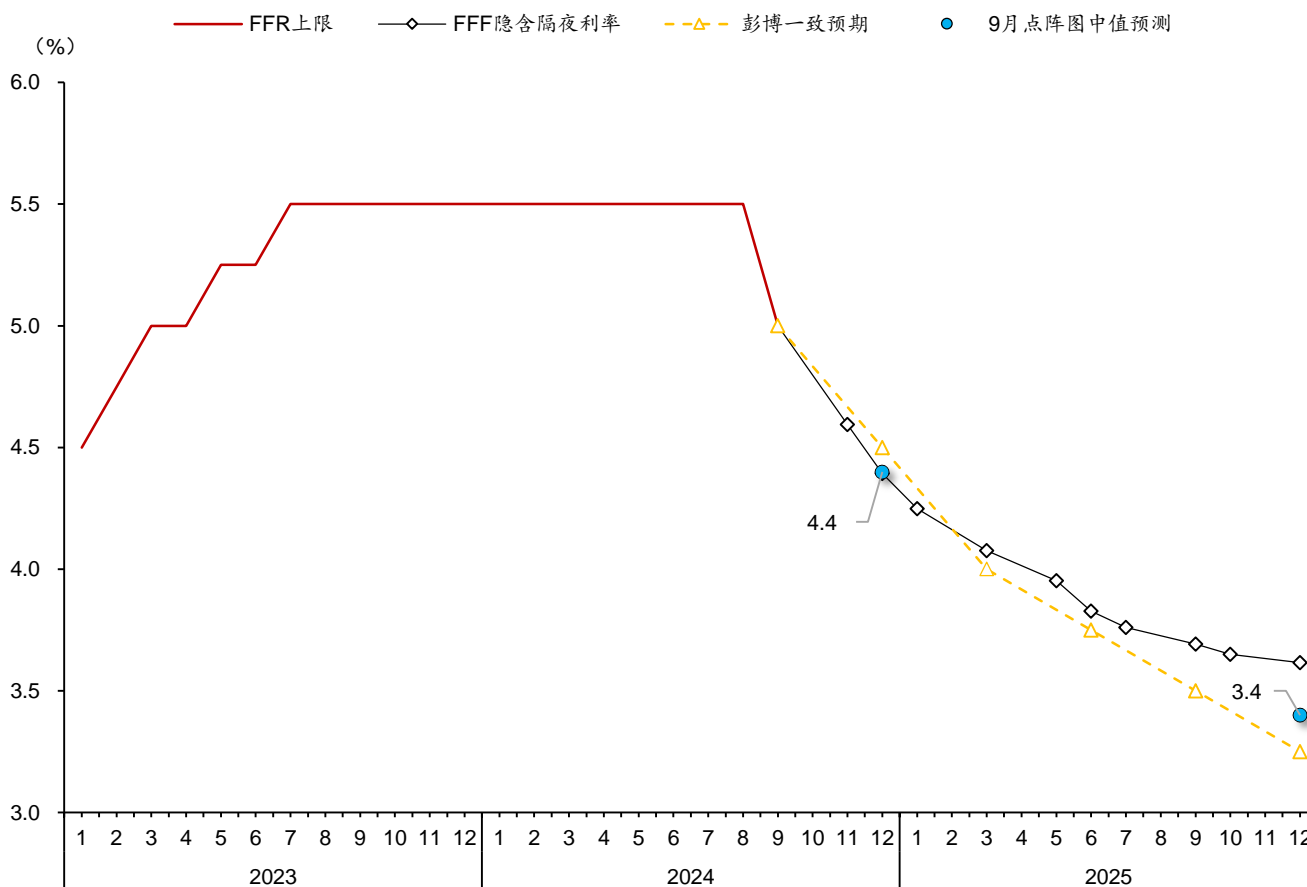
1. **点阵图**：9 月点阵图显示美联储预计 2024 还有 50bp 的降息空间，24 年底政策利率区间回落至 [4.25%, 4.50%]，2025 年和 2026 年分别降息 100bp 和 50bp (6 月预测为 100bp 和 100bp)，政策利率区间分别回落至 [3.25%, 3.50%] 和 [2.75%, 3.00%]。此外，中性利率 (R*) 由 6 月的 2.8% 上调至 2.9%。
2. **FFF 交易员**：截至 10/31，联邦基金期货 (FFF) 交易员预期 2024 年、2025 年分别还有 1.745、3.147 次降息，假设单次降息 25bp，即分别降息 43.6bp、78.7p，隐含对应 4.392%、3.616% 的政策利率，相对 9 月 FOMC 时的偏鸽预期已显著回调，当前 FFF 交易员对于 2024 年底利率的预测低于联储预测的居中趋势 (Central Tendency, 4.4-4.6%)，对 2025 年底利率的预测则高于居中趋势 (3.1-3.6%)。
3. **彭博分析师**：截至 10/25，彭博分析师对 24Q4-26Q4 各季度末 FFR 上限的一致 (中值) 预期分别为 4.5→4→3.75→3.5→3.25→3.25→3→3→3

(%)，即对应 24 年再降息 50bp，25 年和 26 年各降息 125bp、25bp，分析师对 25 年的降息预期相对点阵图偏鸽。

我们认为，基于上述对于美国大选和美国经济的分析，软着陆仍是 2025 年美国经济的基准情形，通胀粘性叠加特朗普可能的回归，二次通胀的风险不可忽视。对于美联储来说，2024 或还有一次 25bp 的降息，而 2025 年的降息幅度可能在 75-100bp（即降息 2-3 次），节奏上先快后慢，那么市场可能从 Q2 逐步开始交易降息降速/暂停的预期。通胀上行风险的权重在 2025 年可能再度出现回升，届时过于乐观的降息预期可能发生回摆，增长和通胀的风险可能面临重新校准和再平衡，这意味着市场也需要关注降息周期的二阶导，根据目前 FFF 交易员的预期来看，这一拐点可能出现在 2025 年年中左右，不排除 25 年下半年暂停降息的可能性，这可能进而最终导致 2025 年全年的降息预期不及市场预期。

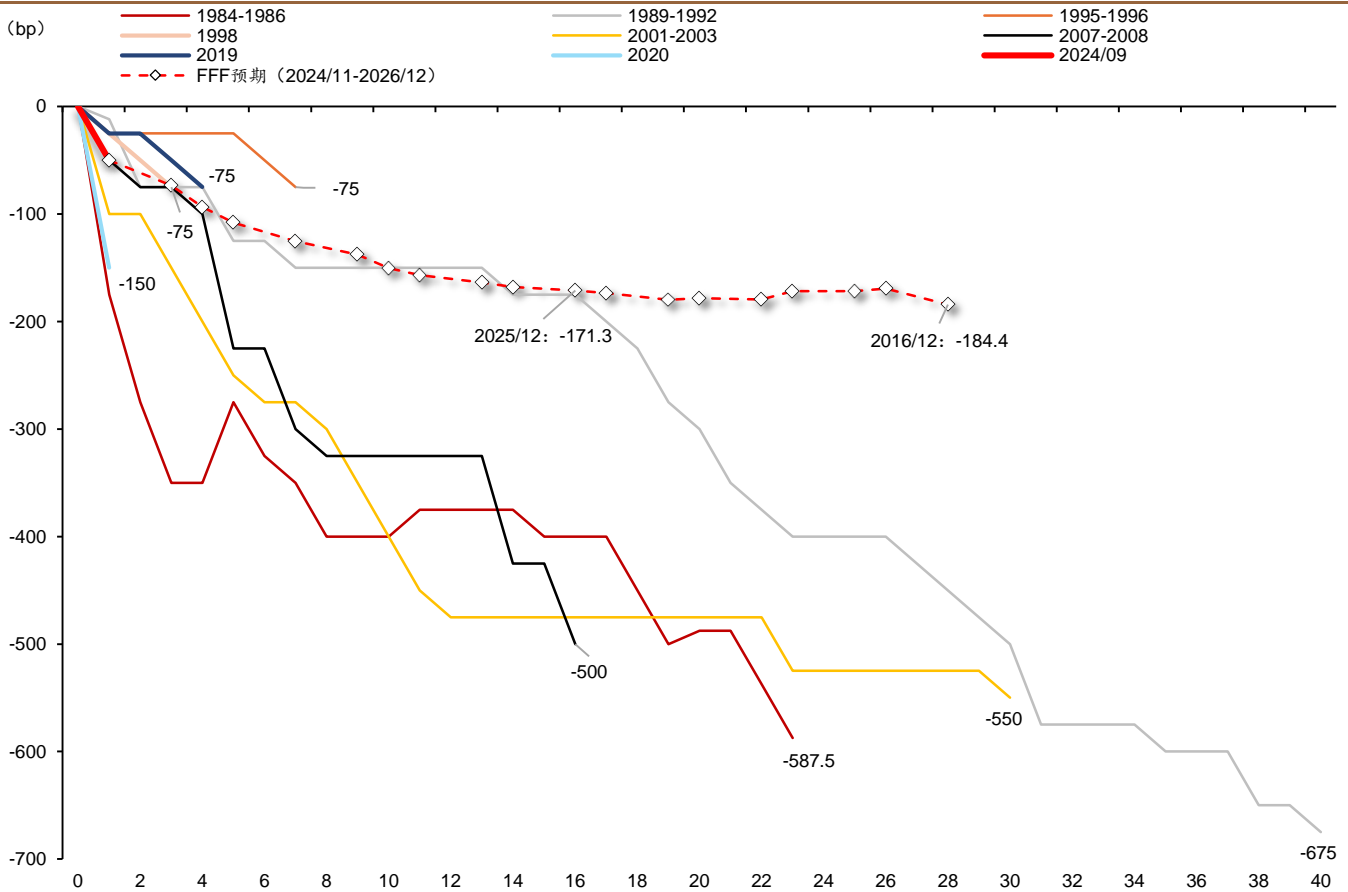
此外，从货币政策独立性的角度考虑，如果特朗普最终上台，美联储的独立性可能会受到一定侵蚀，可能出现降息节奏加快、降息步长拉长的风险情形。虽然 Powell 的任期到 2026 年 5 月才结束，但特朗普曾表达美国总统应对美联储决策“有发言权”（have a say）的态度。近日特朗普经济顾问 Scott Bessent 在接受采访时也提到，国会可以提前一年批准下一任美联储主席的人选，形成美联储“影子主席”（shadow Fed chair），我们认为这一想法付诸实际的概率不高，但也反映出特朗普对于美联储独立性的潜在影响，市场需要给予适当关注。

图 24：本轮降息周期路径预测



资料来源：Bloomberg, Fed, 德邦研究所；FFB 交易员预期截至 10/31, Bloomberg 分析师预期截至 10/25, 下同

图 25: 历史降息路径对比



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所; 横轴单位为月

最后，货币政策正常化由利率正常化和资产负债表正常化两方面构成，市场也应适当关注美联储的资产负债表正常化，即美联储的缩表进程。

我们认为，美联储可能在 2024 年底或 2025 年上半年停止缩表，本轮缩表大概率不会出现重蹈 2019 年回购危机的覆辙，美元流动性出现总量危机的概率较低，但要警惕潜在的尾部风险，如中小银行流动性风险以及市场波动之下非银机构遭受挤兑的流动性风险。

2024 年 6 月，美联储开始放缓缩表步伐，每月计划减持的美国国债上限将从 600 亿美元降至 250 亿美元，抵押贷款支持证券（MBS）减持上限维持在 350 亿美元不变，这一节奏一直延续至今。在隔夜逆回购（ON RRP）的缓冲作用下，美联储准备金余额保持充裕，2023 年以来，准备金规模一直保持在 3 万亿美元之上，而逆回购余额则从 2.6 万亿的水平锐减至不足 1 万亿。

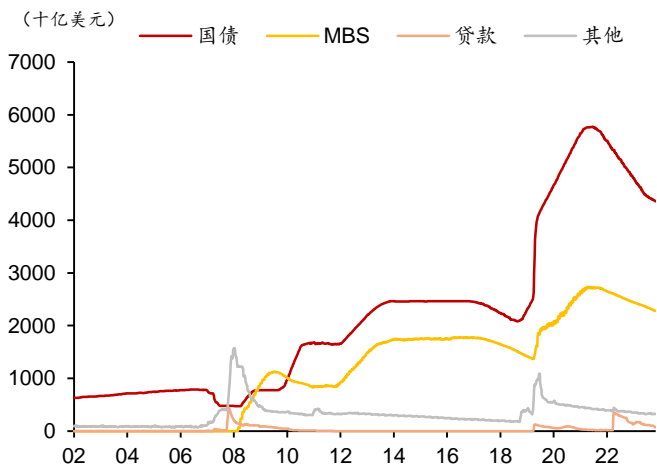
关于缩表终点，从数量层面看，准备占 GDP 比重已经接近 Waller 曾经 10-11% 的估计，但广义准备金（准备金+RRP）尚有余裕。此外，准备金占银行总资产的比重也已开始接近 NY Fed 12-13% 的估计阈值。不过，数量层面的参考意义可能有限，因为其仅仅是基于历史的经验规则，准备金需求的弹性才是缩表是否应该结束的关键。

2023 年 10 月，NY Fed 官员 Roberto Perli 曾表示，可以关注五个市场指标，包括市场隔夜利率与政策利率之间的利差、上述利差与准备金变化的关系、联邦基金与其他货币市场的借贷者构成、FHLB 成员银行的预付需求变化、准备金的分

布。2024年10月，NY Fed发布了一个更为综合的观测指标，即准备金需求弹性的指标（Reserve Demand Elasticity, RDE），RDE显示当总储备增加相当于银行总资产的1%时，FFR与IORB间的利差将移动多少个基点，因此，RDE可以实时衡量银行系统的准备金充足程度，NY Fed每五个工作日估算一次RDE。截至10/09，联邦基金利率对准备金变化的弹性仍然非常小，统计上接近于零，当前RDE表明准备金仍然充裕。

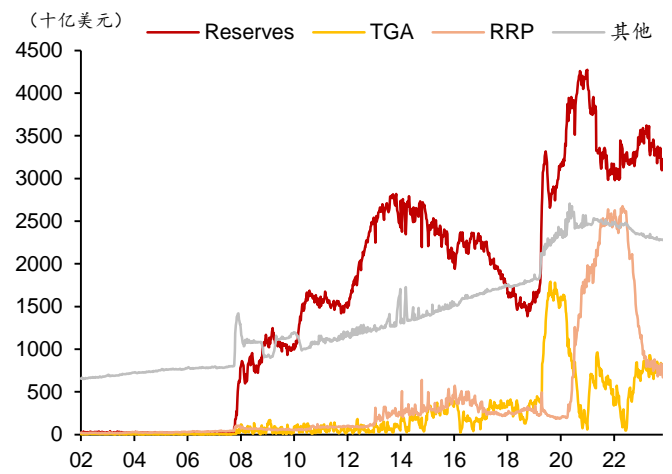
我们认为，美联储在进一步缩表时仍会保持相对谨慎，目的是为了最大程度避免2025年美国进入债务上限时期之际，重演2019年9月的回购危机。此外，随着保荐式回购（Sponsored repo）的兴起，美国同业回购市场的参与度和流动性有效增强，叠加常备回购便利（SRF）工具的存在，发生总量层面流动性危机的概率较小，或难再重演2019年9月的回购危机。缩表停止前后值得关注的风险点一是在于相对脆弱的中小银行（如SVB事件），以及市场波动下非银机构遭受挤兑的流动性风险（如2022年英国养老金事件）。

图 26：美联储资产负债表资产端分项



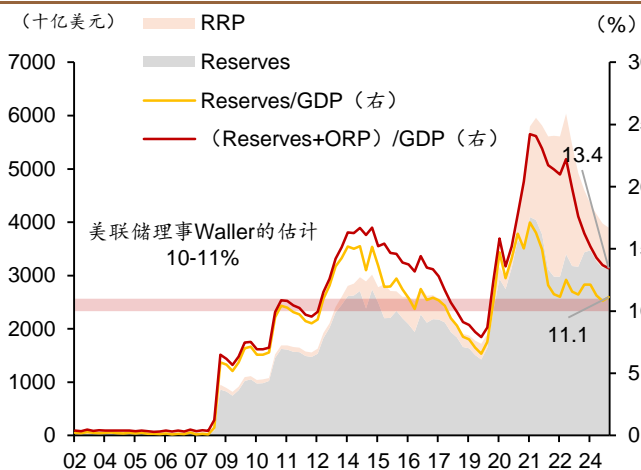
资料来源：Wind，德邦研究所

图 27：美联储资产负债表负债端分项



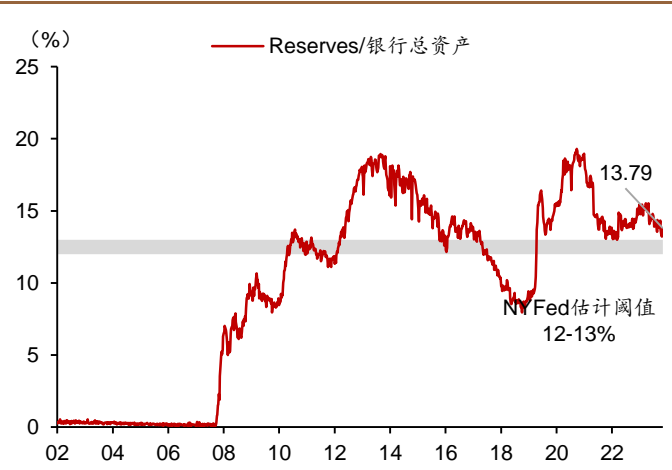
资料来源：Wind，德邦研究所

图 28：美联储（广义）准备金占 GDP 比重



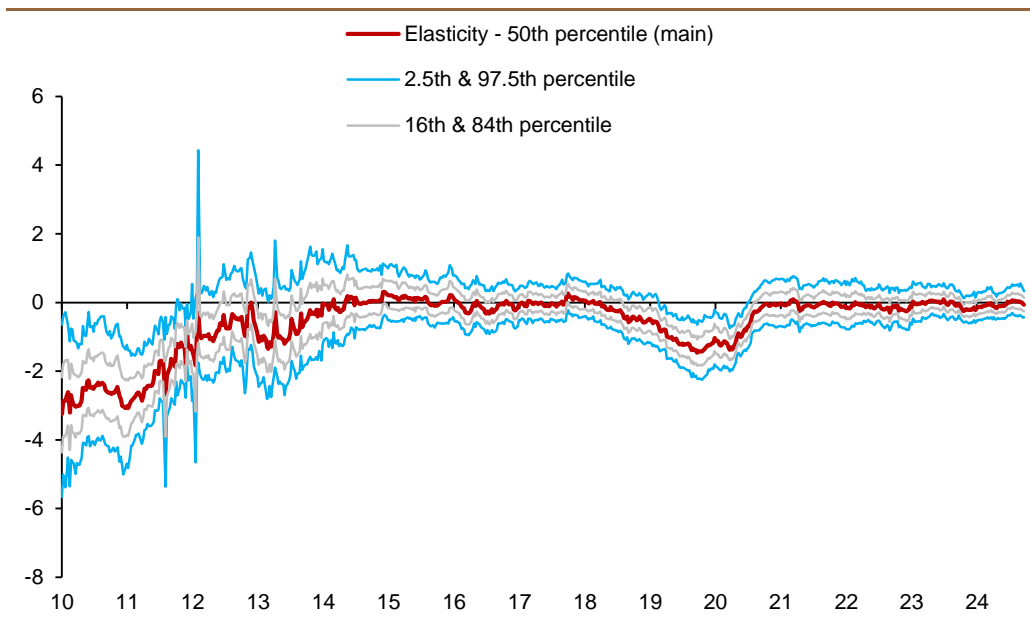
资料来源：Wind，Reuters，德邦研究所

图 29：美联储准备金占银行总资产比重



资料来源：Wind，NY Fed，德邦研究所

图 30: 美联储准备金需求弹性 (RDE)



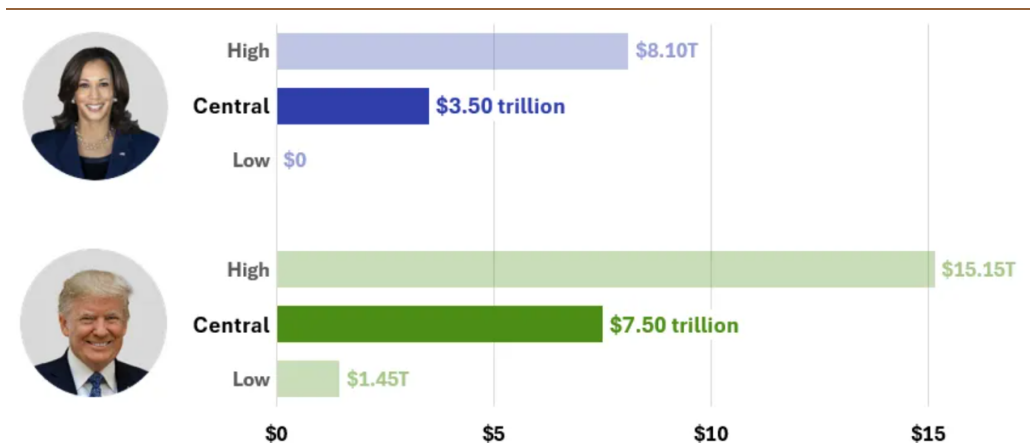
资料来源: NY Fed, 德邦研究所; 截至 10/09

2.1.4. 美国财政: 宽财政或将延续

目前来看, 无论谁胜选, 美国大概率都将延续宽财政立场, 特朗普财政扩张力度更强并可能给美国带来二次通胀, 但分裂国会存在的可能以及债务上限的约束也会影响其财政政策的推进。据美国联邦预算问责委员会 (CRFB) 测算, 在中等成本估计下, 哈里斯的计划将在未来十年导致联邦政府债务增加 3.5 万亿美元, 而特朗普的计划则将导致债务增加 7.5 万亿美元。若按照高成本估计, 哈里斯和特朗普的计划将分别推高联邦债务 8.1 万亿和 15.15 万亿美元。

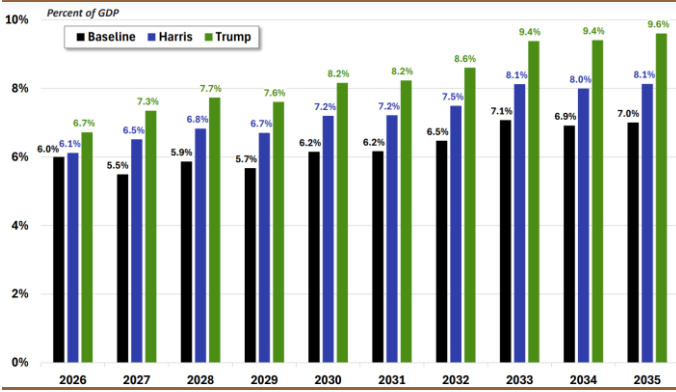
我们认为, 对于特朗普而言, 在移民政策、关税摩擦等供给侧扰动下, 其更强财政扩张倾向和支出强度将更大程度地推动需求拉动型通胀, 更易造成美国的二次通胀, 进一步延缓美联储去粘性通胀的进程, 为美联储去通胀的最后一公里增加难度。不过, 如果共和党不能横扫, 失去执掌“财政大权”的众议院, 分裂国会的存在也会影响其推进财政扩张, 债务上限问题同样可能对其形成掣肘。此外, 从支出结构的角度看, 特朗普的也不会进行全面的财政扩张, 部分产业如清洁能源、新能源车的补贴反而可能降低, 放松监管也可能削减部分行政支出。

图 31: 哈里斯和特朗普竞选计划的财政影响 (万亿美元, 2026-2035)



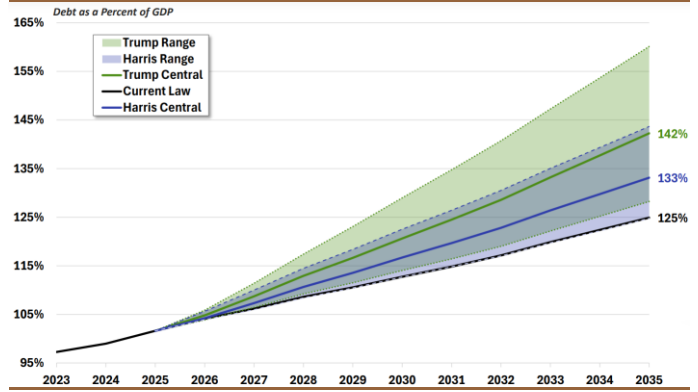
资料来源: CRFB, 德邦研究所

图 32：特朗普和哈里斯竞选计划下赤字率预测



资料来源：CRFB，德邦研究所；占 GDP 比重

图 33：特朗普和哈里斯竞选计划下的国家债务预测



资料来源：CRFB，德邦研究所；占 GDP 比重

2.1.5. 特朗普政策组合的影响如何

特朗普加征关税、驱逐非法移民、削弱美联储独立性会对美国经济产生多方面的影响。定量视角下，2024 年 9 月，在 PIIE 发表的一篇工作论文（McKibbin W J, Hogan M, Noland M.,2024）中，作者使用 G-Cubed 宏观模型探讨了特朗普三项政策设想对国际经济的潜在影响，包括移民政策、加征关税和削弱美联储独立性。总体上看，对于增长、通胀、就业三大变量来说，特朗普的这三项政策在长期均倾向于拉低增长、推高通胀、拉低就业。如果将三项合并，主要影响如下：

- **基准情形**：2025-2040 年，美国年均实际 GDP 增长率 1.9%；年就业增长率（以工时衡量）1.5%；年通货膨胀率 1.9%；10 年期名义利率 5.4%；10 年期实际利率为 3.4%。

- **强政策情景**（美对中加征 60%关税，中国反制；美对其他贸易伙伴统一加征 10%关税，其他贸易伙伴反制；驱逐 830 万非法移民；削弱美联储独立性），相对基准情形而言：

到 2025 年，GDP 增长率-0.54%、通货膨胀 6.89pp、就业+1.52%；

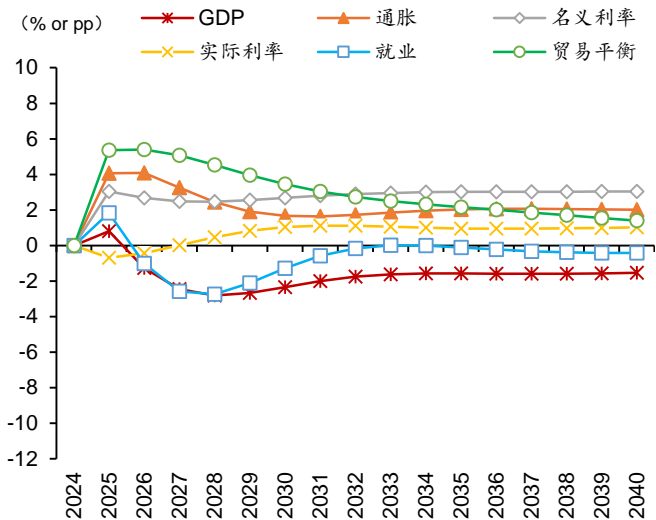
到 2028 年，GDP 增长率-9.65%、通货膨胀+3.30pp、就业-8.98%。

- **弱政策情景**（美对中加征 60%关税，中国不反制；美对其他贸易伙伴加征 10%关税，其他贸易伙伴不反制；驱逐 130 万非法移民；削弱美联储独立性），相对基准情形而言：

到 2025 年，GDP 增长率+0.80%、通货膨胀+4.07pp、就业+1.84%；

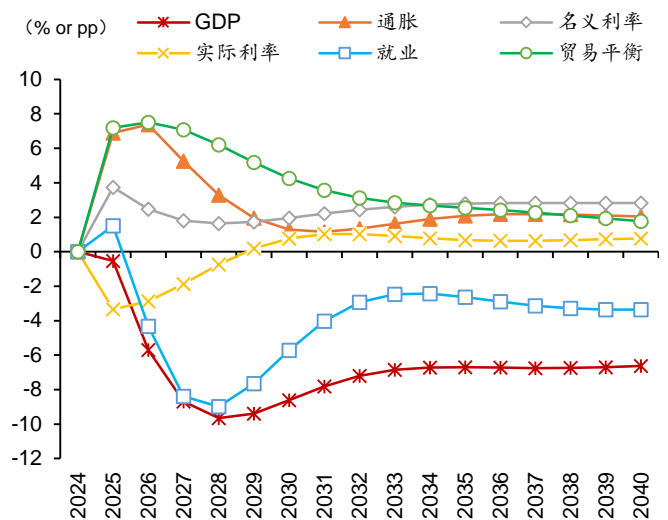
到 2028 年，GDP 增长率-2.82%、通货膨胀+2.44 pp、就业-2.74%。

图 34：三项政策的综合经济影响（强政策情景）



资料来源：PIIE, McKibbin, W. J., Hogan, M., & Noland, M. (2024). The international economic implications of a second Trump presidency, 德邦研究所；结果以偏离所示变量基准情形的百分比表示，通货膨胀和贸易平衡的变化除外，前者以偏离百分点 (pp) 表示，后者以偏离国内生产总值的百分比表示。

图 35：三项政策的综合经济影响（弱政策情景）



资料来源：PIIE, McKibbin, W. J., Hogan, M., & Noland, M. (2024). The international economic implications of a second Trump presidency, 德邦研究所

图 36：2025 年美国宏观经济预测表（Bloomberg ECFEC）

领域	指标	口径及单位	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	25Q1-25Q4走势
经济增长	实际GDP	同比, %	2.9	3	2.5	2.1	2.2	1.9	1.9	1.9	
	实际GDP	经季调季环比折年率, %	1.6	3	2.4	1.7	1.7	1.9	2	2.1	
	消费支出	经季调季环比折年率, %	1.9	2.8	3.2	2	1.8	1.8	2	2	
	政府支出	经季调季环比折年率, %	1.8	3.1	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1	
	私人投资	经季调季环比折年率, %	3.6	8.3	2.1	1.8	2.8	3	3.5	3.7	
	出口	经季调季环比折年率, %	1.9	1	4.2	2.5	2.3	2.7	3	3	
	进口	经季调季环比折年率, %	6.1	7.6	6	2.6	2.5	2.7	2.9	3	
通货膨胀	工业产值	同比, %	-0.5	0	-0.4	0.5	1.3	1	1.4	1.6	
	CPI	同比, %	3.3	3.2	2.6	2.5	2.2	2.2	2.3	2.3	
	PCE	同比, %	2.7	2.6	2.3	2.3	2.1	2	2.1	2.1	
住房市场	核心PCE	同比, %	3	2.7	2.6	2.7	2.3	2.2	2.2	2.2	
	新宅开工	千, 经季调年率, 每月平均	1407	1340	1326	1355	1397	1410	1430	1457	
	新宅销售	千, 经季调年率, 月均	663	693	724	701	716	725	735	745	
	成屋销售	百万经季调年率, 月均	4	4	4	4.1	4.2	4.3	4.5	4.6	
劳务市场	建筑许可	千, 经季调年率, 月均	1519	1431	1435	1451	1494	1505	1512	1521	
	失业率	%	3.8	4	4.2	4.3	4.3	4.4	4.4	4.4	
	非农业就业人数	千, 经季调, 每月变动	267	147	186	126	120	119	129	130	
国际收支	平均时薪	同比, %	4	4	4	3.7	3.5	3.6	3.5	3.4	
	经常账户	占GDP, %	-3.2	-3.3	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.5	
财政收入	预算	占GDP, %	-5.9	-5.6	-6.3	-6	-5.7	-5.1	-5.8	-6	
	政府债务	占GDP, %			97.2	97.9	98	97.2	97.6	98.3	
利率	央行利率	%	5.5	5.5	5	4.5	4	3.7	3.45	3.2	
	3个月利率	%	5.3	5.32	4.59	4.35	3.95	3.59	3.37	3.2	
	2年期债券	%	4.62	4.75	3.64	3.68	3.52	3.37	3.26	3.17	
	10年期债券	%	4.2	4.4	3.78	3.9	3.82	3.77	3.75	3.73	
汇率	EURUSD		1.08	1.07	1.11	1.11	1.11	1.12	1.13	1.13	

资料来源：Bloomberg, 德邦研究所；阴影加粗为预测值，其余为实际值，截至 10/25

2.2. 日本：关注日央行加息，套息交易有余波

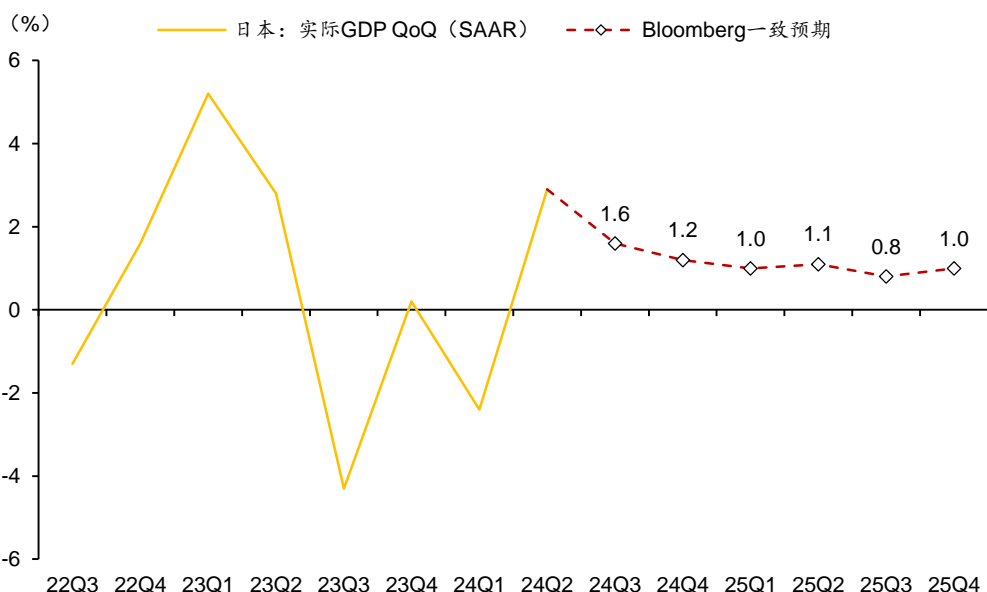
2.2.1. 日本经济：迈向新阶段

我们预计，随着经济内生动能的逐步修复，2025年的日本经济将延续温和扩张态势。从经济增长和通货膨胀角度分别考察：

1) 经济增长方面，2025年日本实际GDP增长(QoQ SAAR, 下同)中枢或在1%左右。在基准情形下，随着海外经济体延续温和增长，宽松的金融条件使得日本从收入到支出的良性循环逐渐加强，日本经济很可能以高于其潜在增长率的速度继续增长。对家庭部门而言，伴随着劳动力市场的紧俏形势，工资增长可能正成为一种趋势，部分反映物价上涨，同时雇员收入预计将继续增长。此外，尽管受到物价上涨和其他因素的影响，日本的私人消费仍然保持了弹性。而对于企业部门来说，得益于海外经济继续温和增长，全球对信息技术相关产品的需求或将回升，日本企业的出口和生产可能重拾升势，企业利润和固定资产投资可能会呈现改善趋势。2024年一季度日本GDP增速的回落，这主要是受到汽车厂商停产以及能登半岛地震等因素拖累，随着这些负面因素的消除，叠加2024年春斗涨薪的落实以及日本政府6月推出的新一轮减税计划，日本Q2家庭消费与GDP环比折年率均由负转正，经济回归温和复苏。

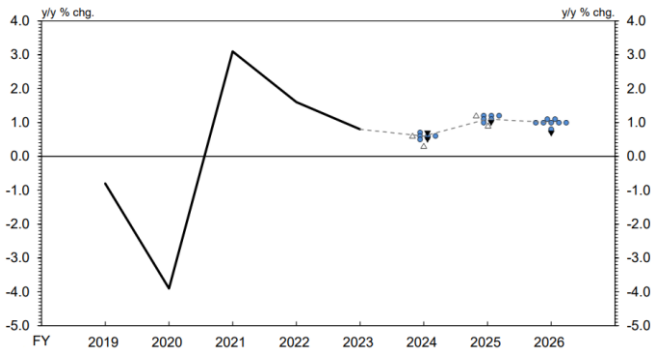
向前看，彭博分析师对于2025年日本实际GDP增速的预测路径为1.0→1.1→0.8→1.0(%)。以财年视角看，BOJ在7月MPM上预计日本2025财年年度GDP同比增速(YoY)的中值为1.0%，与市场预期相近。10月展望则进一步上调2025财年GDP增速(YoY)预测(中值1.1%)，下调2025财年通胀增速(YoY)预测(中值1.9%)。从产出缺口的角度考虑，由于制造业产能利用率有所下降，日本产出缺口于1-3月份略微出现负值，但目前短观要素利用指数(Tankan factor utilization index)并未出现明显的反转迹象，未来两个季度的预测值甚至在继续下行，这意味着日本负产出缺口可能仍处在收敛的过程中，同时考虑到潜在经济增长率处在0.5-1.0%之间，我们认为日本经济正在迈向新的温和增长阶段，但其内在的长期性问题难言消弭，长周期内经济复苏的持续性仍然有待跟踪与观察。

图 37：日本实际 GDP 增速及预测路径



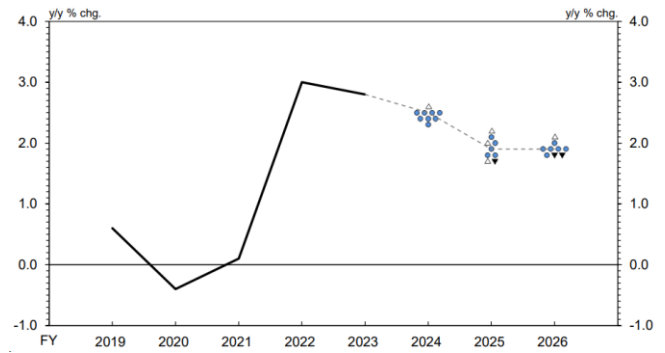
资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 38：10 月 BOJ 货币政策委员会成员对实际 GDP 的预测



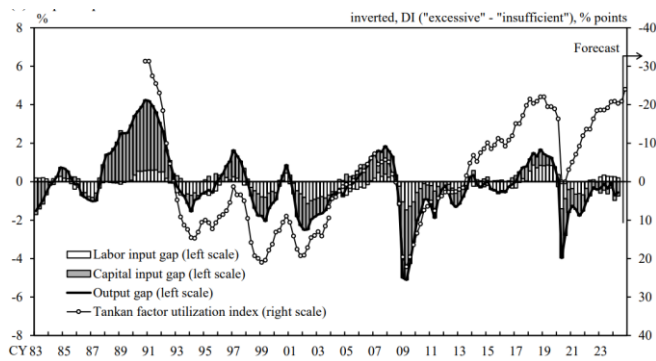
资料来源：BOJ，德邦研究所；按财年

图 39：10 月 BOJ 货币政策委员会成员对 CPI（非食品）的预测



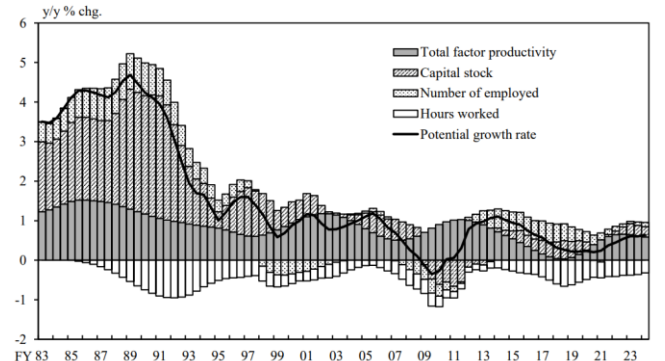
资料来源：BOJ，德邦研究所；按财年

图 40：日本产出缺口与短观要素利用指数



资料来源：BOJ，德邦研究所；按日历年

图 41：日本潜在增长率及结构拆分

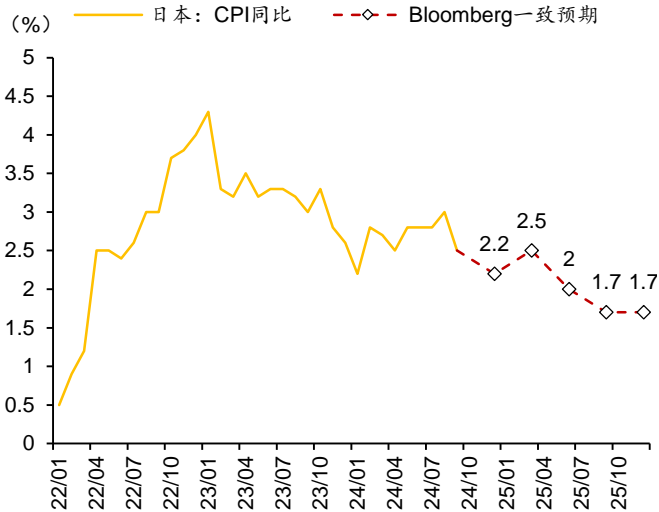


资料来源：BOJ，德邦研究所；按财年

2) 通货膨胀方面，“工资-通胀”螺旋可能成为维持温和通胀的关键，随着央行利率正常化推进，预计 2025 年日本 CPI 增速可能回落至 2% 以下，重点关注 2025 年 1 月春斗劳资谈判。回顾日本 2021 年以来的通胀周期，我们认为，日本为摆脱通缩螺旋而长期实行的非常规货币政策（如 QQE、YCC 等）造成日元贬值，叠加新冠疫情和地缘政治动荡冲击全球供应链，输入型商品通胀首先形成，而随着疫情期间超额储蓄的积累和慢速消耗，以及劳务市场紧俏的供求形势，日本居民的薪资水平和薪资预期上升，企业部门则因此提高薪酬并有动力将这种劳务成本转嫁至价格端，企业盈利也会因此改善，并以此进一步推升居民的通胀预期。此外，岸田政府支持涨薪的举措进一步强化了这一“工资-通胀”螺旋过程。

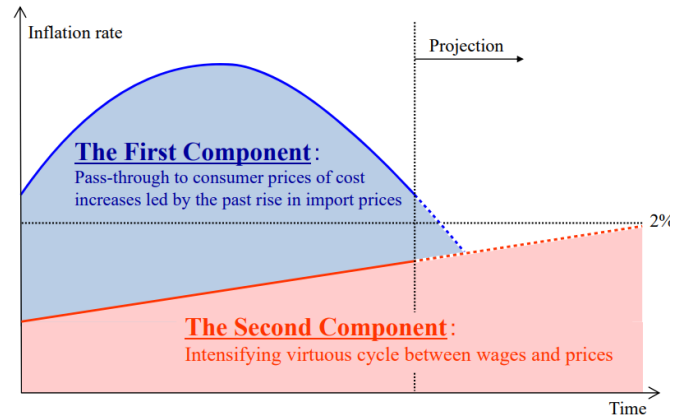
向前看，彭博分析师对于 2025 年各季度日本 CPI 平均增速的预测路径为 2.5 → 2.0 → 1.7 → 1.7 (%)。考虑到近期原油和其他资源价格下降等因素，BOJ 在 10 月 Outlook Report 中略微下调了 2025 财年的 CPI 增速预测，但也同时认为 2025 财年的价格风险偏向上行。我们认为，由于日本政府和日本央行寻求实现工资上涨刺激需求并拉动通胀的良性循环，石破茂也曾表态以超过物价涨幅的涨薪为目标切实提高最低工资，“工资-通胀”螺旋可能成为 2025 年日本维持温和通胀的关键。植田和男在多次演讲中将 2021 年以来日本的通胀进程分为两个组成部分，第一部分是指由于进口价格上涨导致的成本推动通胀，第二部分是指工资和价格之间的良性循环而导致的上涨力量，前者是暂时的 (temporary)、后者才是更加可持续的 (sustainable)。回到经济现实，继 2024 年加薪谈判成功之后，日本最大的工会联合会 Rengo 计划在 2025 年的工资谈判中再次争取平均至少 5% 的工资增长，BOJ 也将密切关注工资谈判，其 2025 年 1 月的地区分行经理会议或为 2025 年的薪资前景提供线索，这将成为 BOJ 加息决策的重要参考。

图 42: 日本 CPI 增速及预测路径



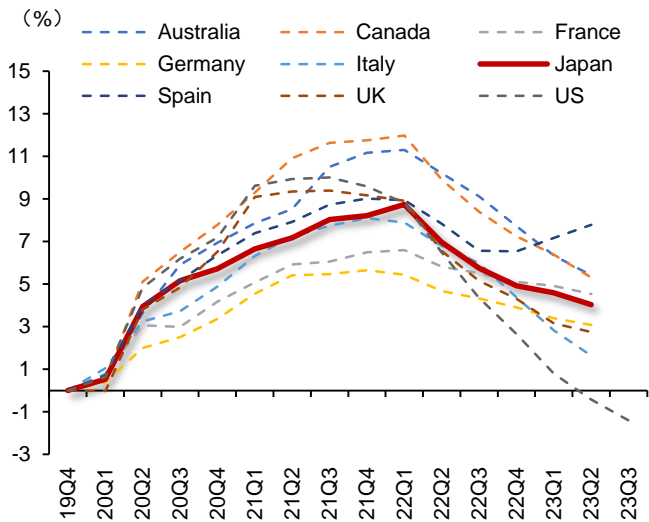
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 43: 植田和男对日本通胀动态的二分假设



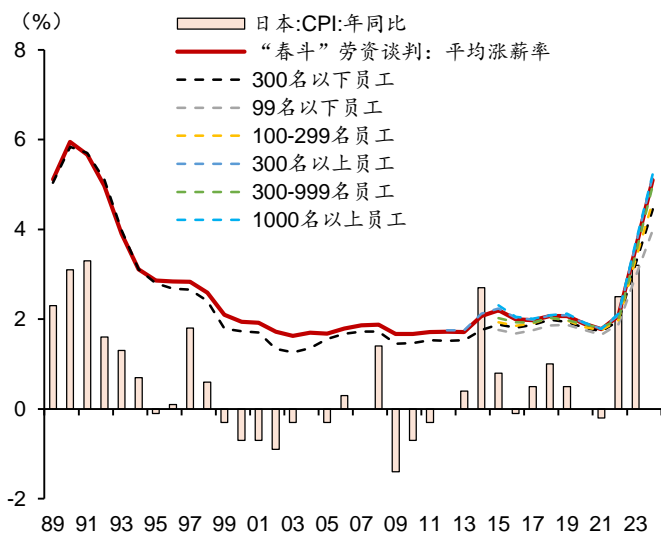
资料来源: BOJ, 德邦研究所

图 44: 部分发达经济体家庭超额储蓄累计存量变动趋势



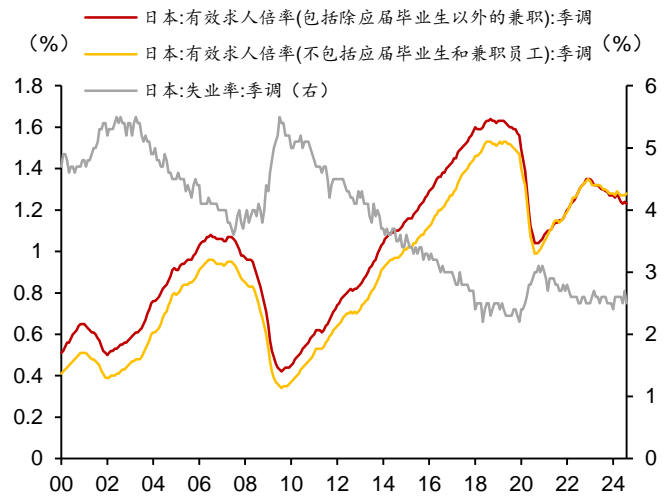
资料来源: FEDS Notes, de Soyres, F., Moore, D., & Ortiz, J. (2023). An update on Excess Savings in Selected Advanced Economies, 德邦研究所; 超额储蓄占 GDP 比重, 经 Hamilton 滤波后的趋势

图 46: 2024 年“春斗”涨薪率升至历史高位



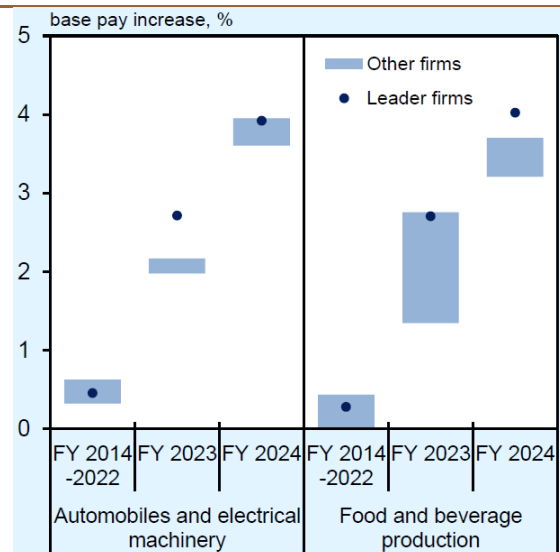
资料来源: CEIC, Wind, 德邦研究所

图 45: 日本劳务市场依旧紧俏



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 47: 龙头企业的薪资上涨具有溢出效应

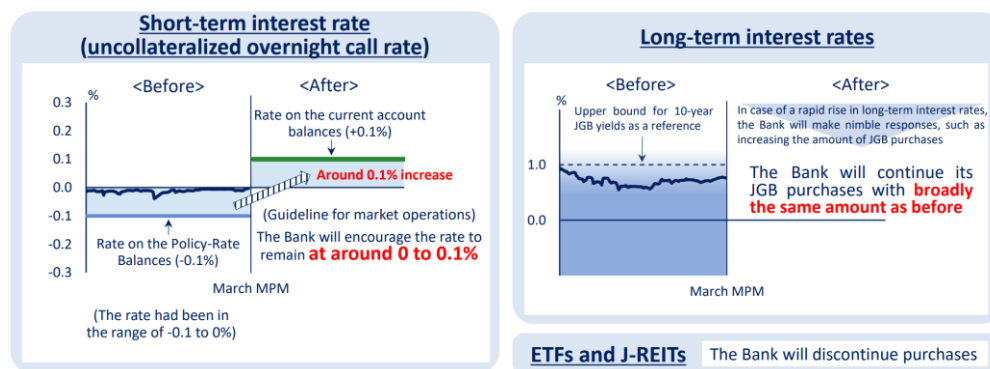


资料来源: BOJ, 德邦研究所

2.2.2. 货币政策：在摸索中前进，25 年有序加息

在 2024 年 3 月的 MPM 上,BOJ 货币政策正式转向,取消负利率政策(NIRP) 并放弃 QQE+YCC 框架,启动货币政策正常化进程,无抵押隔夜拆借利率 (uncollateralized overnight call rate) 作为新的政策利率,日本长达 8 年的负利率时代宣告终结。

图 48: BOJ 在 3 月 MPM 上调整货币政策框架



资料来源: BOJ, 德邦研究所

利率正常化方面,我们预计,BOJ 或待 2025 年 1 月再度加息,之后的加息斜率与节奏则随时会受经济状态和金融条件的影响,重点关注工资增长是否会持续高于通胀目标以及 12 月的长期政策审查。目前,日本长期名义中性利率的区间约为[0.5%,2.0%],这意味着 BOJ 本轮加息周期上方尚有 25-125bp(中值 50bp)的空间。BOJ 于 10 月继续按兵不动,OIS 交易员 10/31 预期 12 月加息概率为 34.4%,预期到 2025 年 9 月 BOJ 共加息 34.0bp,届时隐含政策利率为 0.567%。

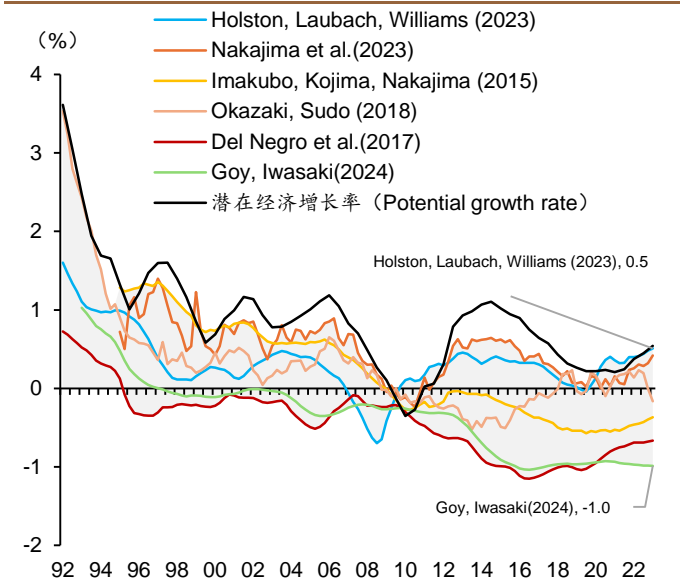
从实际中性利率、通胀预期、OIS 预期三方面来看:

首先,在“名义中性利率=实际中性利率+通胀预期”的框架下,我们从中性利率(R^*)的角度出发探讨本轮 BOJ 本轮加息的终点位置。由于中性利率不可直接观测,对中性利率的估计始终是一大学术难点,2024 年 10 月,BOJ 工作论文对日本中性利率/自然利率的衡量进行了梳理,可以发现不同估计方法给出的实际数值差异较大。但与日本经济潜在增长率类似的是,中性利率近年来在趋势上呈现出上行的态势,截至 23Q1,6 种方法给出的估计区间约为[-1.0%,0.5%]。

另一方面,不同口径下的通胀预期亦有差异,根据 BOJ 另一工作论文的估计,通胀预期的综合指标显示近年来中长期通胀预期也在温和上升,长期通胀预期在 1.5%左右。假设长期通胀预期锚定在 1.5%附近,日本长期名义中性利率的区间应约为[0.5%,2.0%]。因此,在基准情形下,我们预计 BOJ 本轮加息周期上方尚有 25-125bp 的空间。

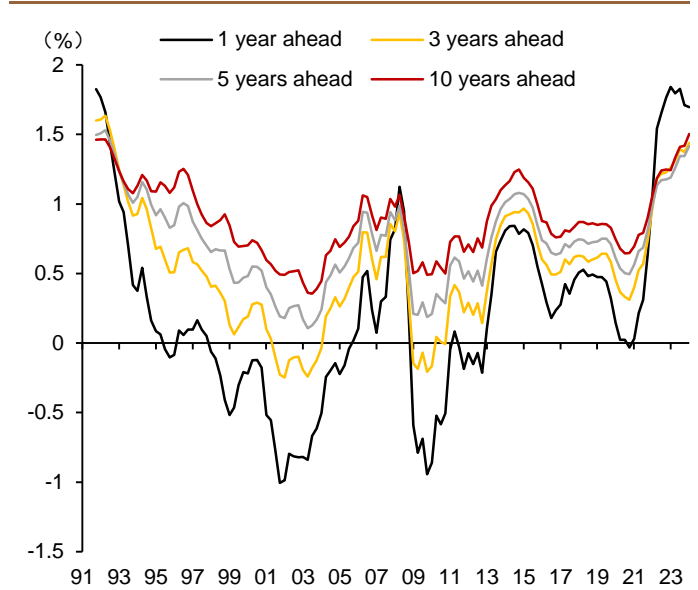
最后,从市场的角度看,截至 10/31,若假设单次加息 25bp,隔夜指数掉期(OIS)交易员预期 BOJ 至明年 9 月共加息 1.361 次,即加息 34.0bp,隐含政策利率为 0.567%。在这期间,2024 年 12 月会议加息的概率为 34.4%,2025 年 1 月会议加息的概率为 32.9%,也就是说从目前到 2025 年 1 月共隐含加息 0.674 次,共计 16.8bp。

图 49: 日本实际中性利率与潜在增长率估计



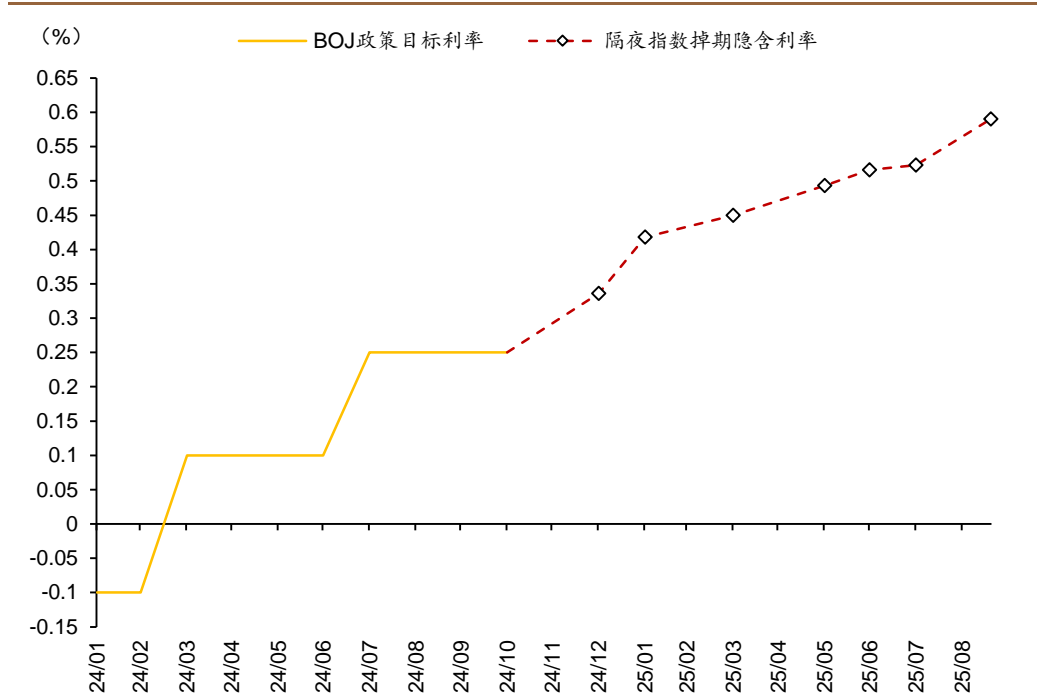
资料来源: BOJ, Nakano, S., Sugioka, Y., & Yamamoto, H. (2024), 德邦研究所; 截至 23Q1

图 50: 日本各期限通胀预期



资料来源: BOJ, Osada M, Nakazawa T. (2024), 德邦研究所; 截至 24/01

图 51: BOJ 政策利率及预测路径



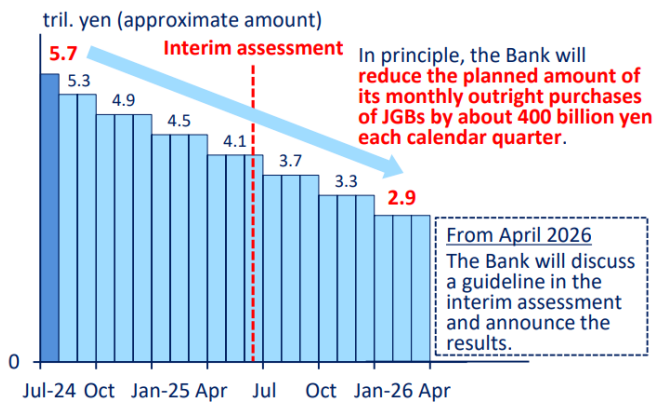
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所; 截至 10/25

资产负债表正常化方面, 在经过 2024 年 3 月以来几次 MPM 的预热后, BOJ 于 7 月正式开启缩表 (QT) 进程, 当前计划下的缩表或难以成为日债利率的核心定价因子。在 2024 年的 7 月 MPM 上, BOJ 决定开启 QT, 为了使长端利率在原则上由金融市场自身决定, BOJ 计划以可预测的方式减少其购买日本国债 (JGB), 同时保留足够的灵活性以支持日本国债市场的稳定。具体而言, BOJ 决定逐步减少月度购债规模, 使其在 2026 年 Q1 减少到约 2.9 万亿, 即每个季度削减约 4000 亿。BOJ 预计, 在未来一年半的时间内, 其持有的国债规模将减少 7-8%。换言之, 截至 26Q1, 若按 8% 的削减幅度计, BOJ 所持有的国债规模将从 2024 年 6 月底的 588 万亿下降到 541 万亿左右, 累计缩减规模约为 47 万亿。

在 2024 年 4 月的 Outlook Report 中, BOJ 在专栏中讨论了大规模国债购买

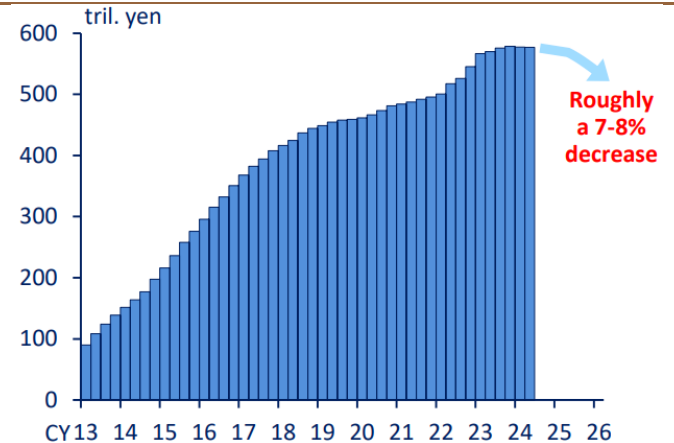
的影响。理论上讲，央行大规模购债对长端利率的影响可以分为流量效应（Flow Effect）和存量效应（Stock Effect），流量效应是央行在二级市场购买国债对所购买债券收益率的直接影响，存量效应是指央行大量持有国债会影响市场参与者的风险分配，进而压低各种期限的利率。BOJ 的实证研究表明，存量效应往往比流量效应更具持久性，BOJ 持有 JGB 的市场份额每上升 1%，10 年日债利率将下降 2.4bp，当前 BOJ 持有 JGB 的总存量效应在 100bp 左右。因此，在 JGB 持有份额并未快速削减的前提下，QT 操作并不能显著影响利率曲线，当前计划下的缩表或难成为日债利率的核心定价因子。

图 52: BOJ 月度国债 (JGB) 购买缩减计划



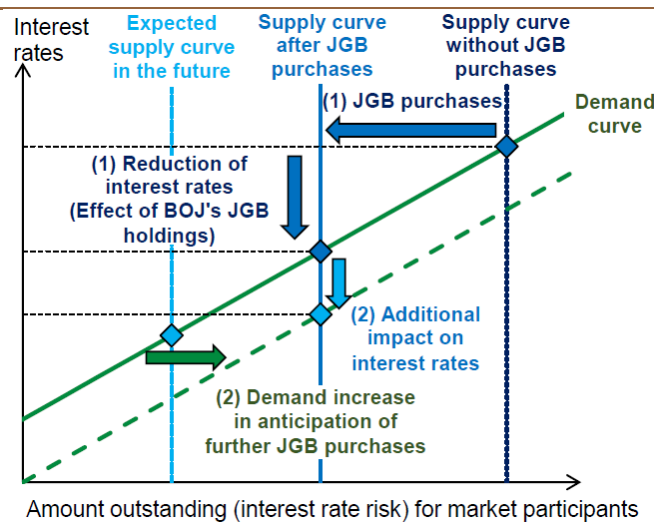
资料来源: BOJ, 德邦研究所

图 53: BOJ JGB 持有规模及预期缩减幅度



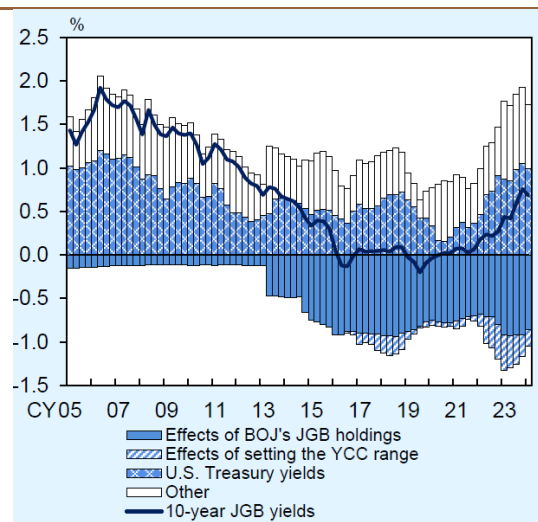
资料来源: BOJ, 德邦研究所

图 54: JGB 购买的“存量效应” (Stock Effect)



资料来源: BOJ, 德邦研究所

图 55: JGB 影响因素拆解



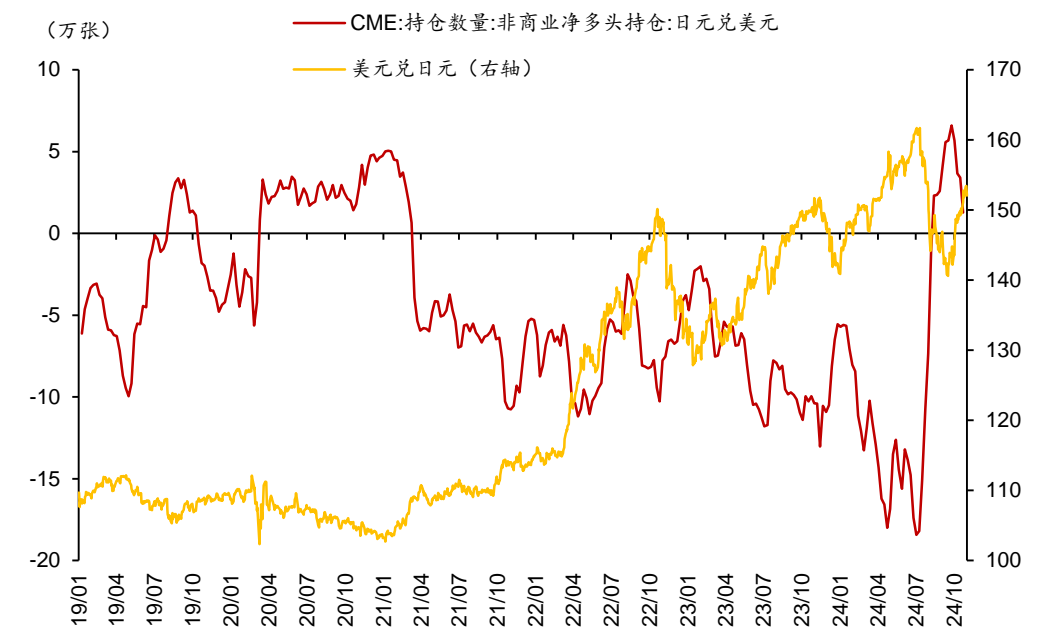
资料来源: BOJ, 德邦研究所

2.2.3. 套息交易: 余波过后, 风险未消

日元套息交易平仓的短期余波已过，投机性质的平仓或已接近走完，后续影响较为有限，但偏中长期投资性质的套息交易平仓可能仍有较大空间，关注美日央行动态和美国经济衰退概率演变。此外，如果日元贬值趋势强化，BOJ 可能干预外汇市场推动日元回升，套息交易也可能因此发生逆转。2024 年 8 月 5 日，全球多地风险资产出现大幅调整，海外市场经历“黑色星期一”，日元套息交易逆转（carry trade unwind）是事件发生的重要原因，目前投机型交易者对日元的大规模净空头已经迅速收窄，投机性质的平仓或已走完，但偏中长期投资性质的套息交易在上一轮中可能并未发生较大逆转，这一部分风险仍然存在。不过，8 月的

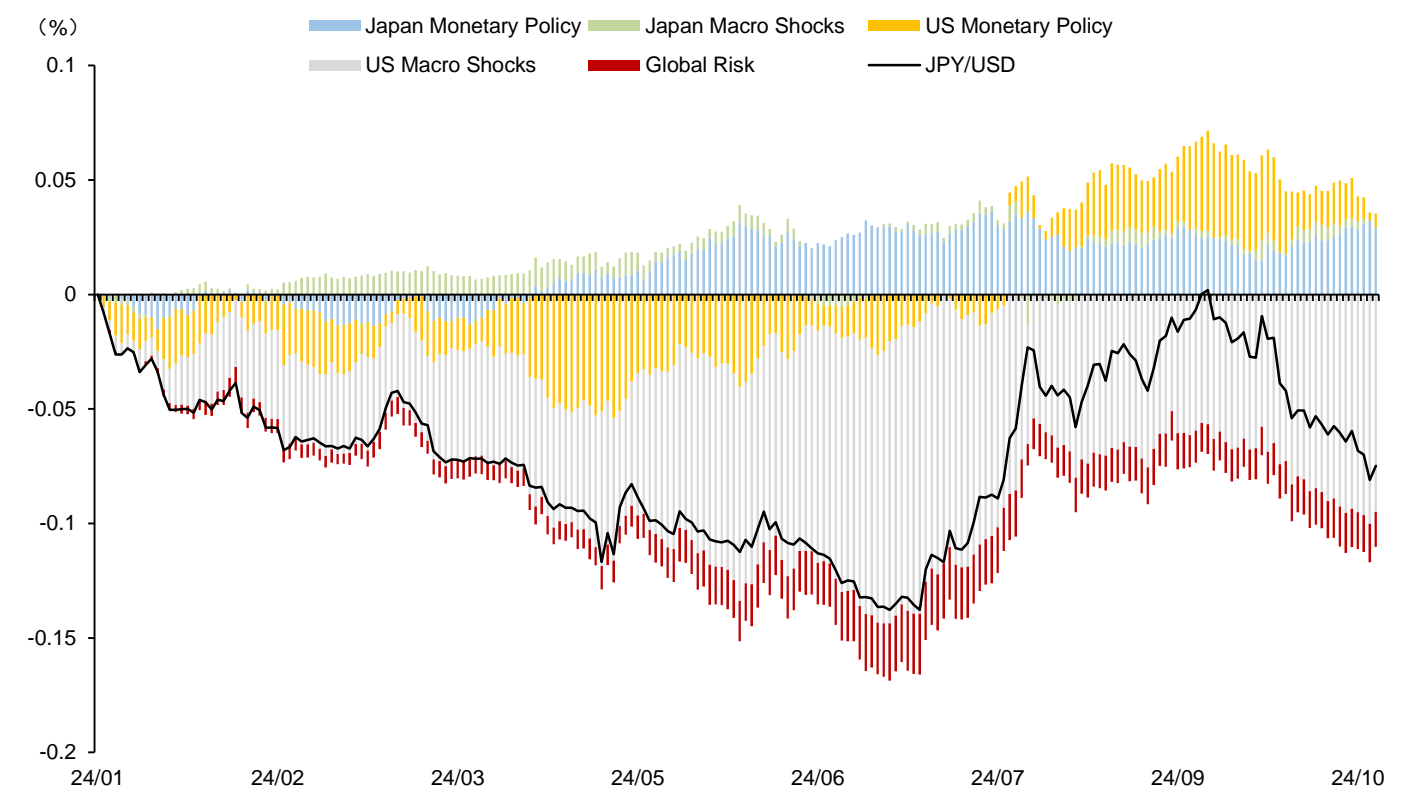
冲击还叠加了 AI 预期修正、美国衰退预期升温、以及日央行加息，多重因素交叠放大了这次冲击的影响。日元汇率可以拆解为日本货币政策、日本宏观冲击、美国货币政策、美国宏观冲击、以及全球风险五项，其中美国宏观冲击是决定日元走势的重要变量，其次才是 BOJ 货币政策和 Fed 货币政策，后续除了要关注美日央行动态，还需重点关注美国经济衰退概率的演变，以及 BOJ 对日元的干预，警惕日元套息交易平仓的流动性冲击在 2025 年重演。

图 56: 投机型交易者对日元的净空头持仓迅速收窄



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 57: 日元汇率驱动因素拆解



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 58：2025 年日本宏观经济预测表 (Bloomberg ECFC)

领域	指标	口径及单位	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025年走势
经济增长	实际GDP	同比, %	-0.9	-1	0.6	0.8	1.7	1.2	1.1	0.9	
	实际GDP	经季调季环比折年率, %	-2.4	2.9	1.6	1.2	1	1.1	0.8	1	
	消费支出	经季调季环比折年率, %	-2.3	3.7	2	1.2	1	0.8	0.8	0.8	
	公共消费	经季调季环比折年率, %	1.1	0.4	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7	
	私人投资	经季调季环比折年率, %	-1.9	3.1	2.4	2	1.9	1.6	1.6	1.5	
	出口	经季调季环比折年率, %	-17.3	6.1	5.5	2.9	2.8	2.8	2.4	2.4	
	进口	经季调季环比折年率, %	-9.6	6.9	4.1	2.4	2.4	2.4	2.7	2.3	
	工业产值	同比, %		-2.7	-0.9	-0.6	4.8	2.6	1.9	1.5	
	新宅开工	百万, 年化		0.81	0.81	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	
通货膨胀	CPI	同比, %	2.6	2.7	2.8	2.2	2.5	2	1.7	1.7	
	核心CPI	同比, %	2.6	2.6	2.4	2.3	2.5	2.2	1.8	1.7	
劳务市场	失业率	%	2.5	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	
国际收支	经常账户	占GDP, %	4.2	4.4	4.3	3.9	4.3	4.2	4.2	4.1	
利率	央行利率	%	0.1	0.1	0.25	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	
	3个月利率	%				0.52	0.61	0.67	0.76	0.82	
	2年期债券	%	0.19	0.37	0.39	0.5	0.62	0.7	0.78	0.83	
	10年期债券	%	0.73	1.06	0.86	1.03	1.13	1.2	1.27	1.32	
汇率	USDJPY		151.35	160.88	143.63	143	140	140	137	135	
	EURJPY		163.3	172.39	159.94	158	157	155	154	153	

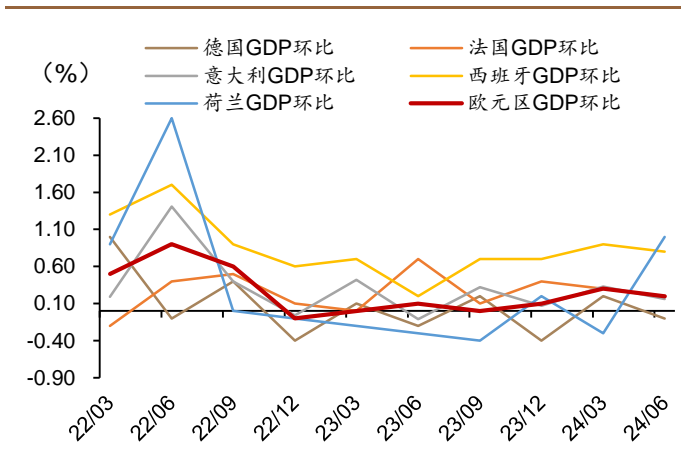
资料来源：Bloomberg，德邦研究所；阴影加粗为预测值，其余为实际值，截至 10/25

2.3. 欧元区：经济温和修复，关注债务风险

2.3.1. 经济增长：2025 年温和修复

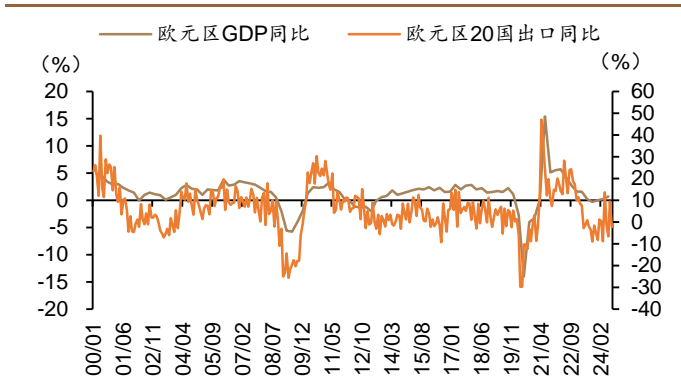
欧元区经济在 2023 年基本触底以后，在 2024 年上半年逐步恢复。2023 年欧元区经济的停滞不前的主要原因是：私人消费和净出口基本被持续的去库存所抵消。预计 2024 年 GDP 增速在 0.7%-0.8% 区间内。欧元区作为外需驱动型经济体，其经济增长和出口变动高度相关。根据 WTO 的预测报告，全球贸易将会逐步复苏，2025 年贸易额将增 3.0%。欧元区 2025 年出口同比预计为 +2.6%。此外，根据欧央行预测，欧元区外需增速在 25 年将达到 3.4%（前值为 2.5%）。全球贸易的恢复以及欧元区外需的增长将会是提振欧元区经济恢复的重要原因之一。

图 59：欧元区 GDP 环比在 2024 年一-二季度处于增长区间



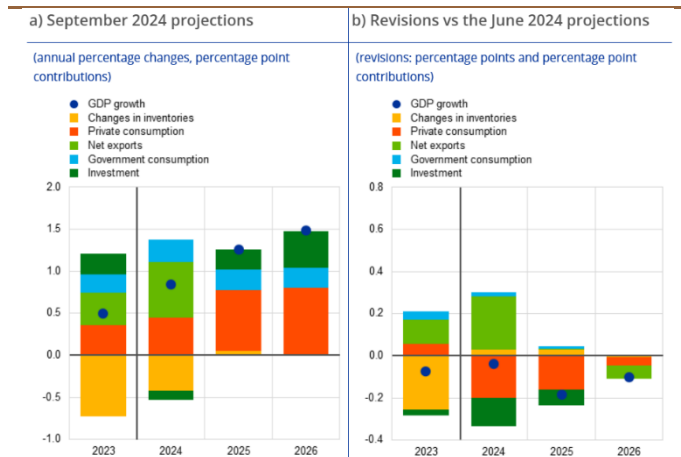
资料来源：Wind，德邦研究所

图 61：欧元区 GDP 变动与出口的相关性较高



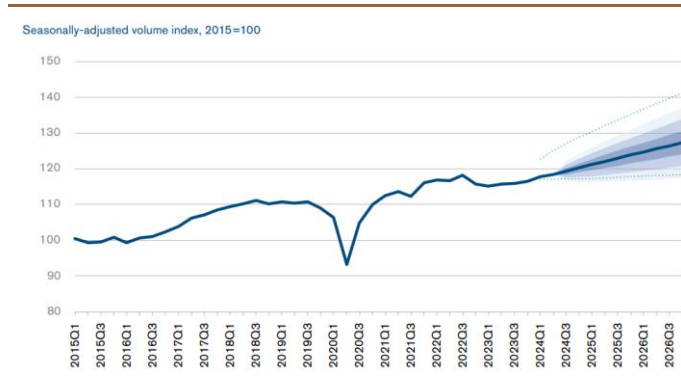
资料来源：Wind，德邦研究所
注：欧元区 20 国出口同比显示在右轴

图 60：净出口将或是 2024 年经济复苏的主要推力



资料来源：ECB，德邦研究所

图 62：全球贸易逐步修复



资料来源：WTO，德邦研究所
注：纵坐标显示贸易额指数，2015=100。阴影区域代表随机变化和主观风险评估。虚线代表 2023 年 4 月贸易预测的置信区间。

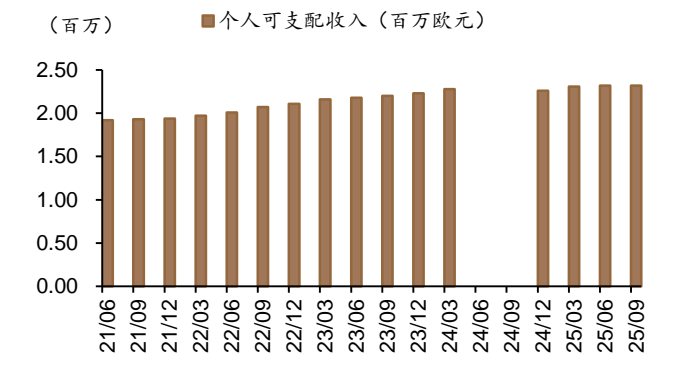
实际收入的增长和货币政策抑制作用消退或将是 2025 年欧元区经济逐步恢复到历史平均水平的主要驱动力。预计 2025 欧元区 GDP 保持温和复苏，同比约为 1.5%。

一方面，在工资上涨和通胀下降的背景下，或将会提振私人消费的增长。根据 Trading Economics 的计量经济学模型，欧元区可支配个人收入预计在 2025 年和 2026 年分别为 2.29 万亿欧元和 2.33 万亿欧元。此外，欧元区未来 12 个月通胀的预期中值持续走低，2024 年 8 月下降至 2.7%，这是自 2022 年 2 月俄乌冲突以来的最低水平。预计 2025 年私人消费增幅将扩大至 1.3%-1.4% 水平左右。

此外，随着消费者支出逐步正常化，储蓄率也将会在未来两年逐步下降。

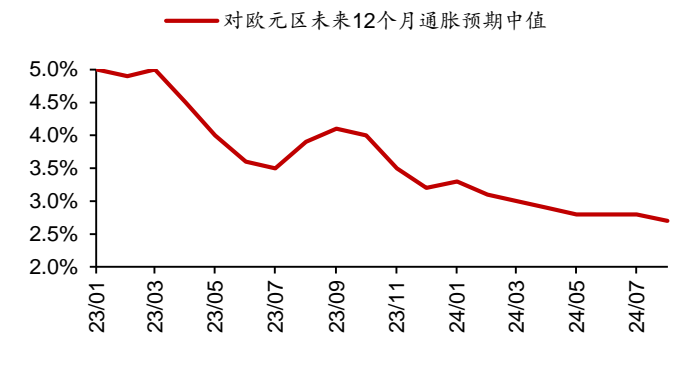
另一方面，货币紧缩政策所带来的负面影响或将在 2024 年开始逐步消退。2022 年 7 月至 2023 年 9 月不断收紧的货币政策，提高了利率水平，融资条件的恶化掣肘实体经济的增长。但根据欧央行预测，继 2024 年 6 月，政策利率下调后，货币政策对经济增长的负面影响将在 2024 年开始逐渐消退。虽然这种负面影响的程度和时间存在相当大的不确定性，但它或将会在未来两年之前基本结束。

图 63：欧元区可支配个人收入持续上涨



资料来源：Trading Economics，德邦研究所

图 64：对欧元区未来 12 个月通胀预期逐步冷却



资料来源：Trading Economics，德邦研究所

图 65：预计 2025 年私人消费对 GDP 贡献有较大增幅 (单位：%)

	2023	2024	2025	2026
实际GDP	0.5	0.8	1.3	1.5
私人消费	0.7	0.8	1.4	1.5
政府支出	1	1.2	1.1	1.1
投资	1.2	-0.5	1.2	2.1
出口	-0.3	1.2	2.6	3
进口	-1.1	0	2.8	3.3
对GDP的贡献率				
国内需求	0.8	0.6	1.2	1.5
净出口	0.4	0.7	0	0
库存变化	-0.7	-0.4	0.1	0
实际可支配收入	1.1	2.8	0.8	0.8
家庭储蓄比率 (占可支配收入百分比)	13.4	14.9	14.5	14
经常账户 (% of GDP)	1.5	2.6	2.7	2.7
就业人数	1.4	0.8	0.4	0.4
失业率	6.5	6.5	6.5	6.5

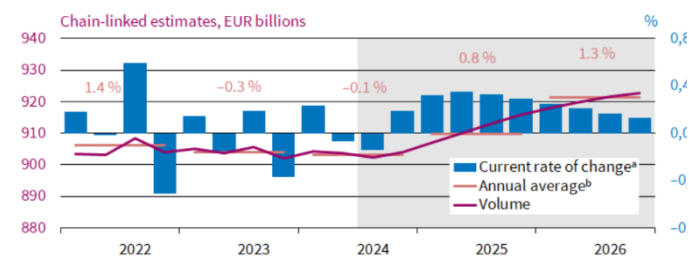
资料来源：ECB，德邦研究所

分国家来看，德法相对承压，“欧猪五国”经济前景表现良好。作为“欧洲经济火车头”的德国在 2024 年仍存在衰退的风险。受俄乌冲突所导致能源成本上升，以及中国高质量工业产品竞争力的提升所带来的双重因素影响下，自 2022 年

以来德国的制造业 PMI、进出口金额和新增订单整体呈现出走弱的态势。从近期数据表现来看，PMI 作为前瞻指标，9 月，德国制造业 PMI 连续第 4 个月下降，在荣枯线以下继续下探至 40.6，为近一年以来的新低。预计德国在 2025 年经济回暖相对受限，GDP 同比增长约为 0.8%，并有一定的衰退风险。法国经济复苏情况略好于德国，但也不容乐观。据法国央行预测，三季度 GDP 增速为 4.5%，其中巴黎奥运会对 GDP 增速有 0.25 个百分点的拉动作用，9 月以来商业环境的不确定性已然提升。据法兰西银行预计 2025 法国 GDP 同比为 1.2%，略低与欧元区整体的复苏节奏。

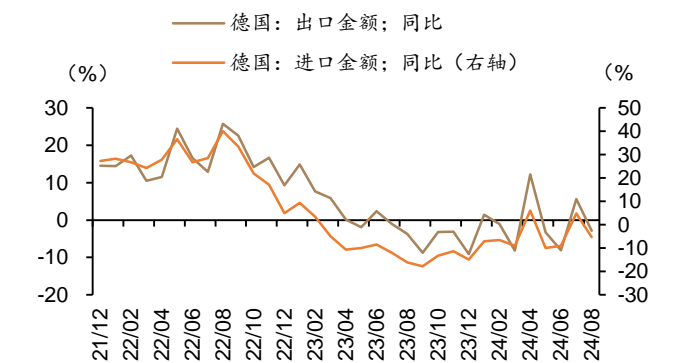
“欧猪五国”方面，经济前景表现良好。据各国发布的中期财政报告预计，**葡萄牙**：经济将从 2024 年的放缓中恢复增长。主要的增长动力将来自财政措施和恢复与韧性计划（RRP）项目的加速执行，以及外部环境的改善和金融货币条件的逐步放松。预计 25 年实际 GDP 增速为 2.1%。**意大利**：意大利 2025 年的 GDP 增长预计将保持温和，实际国民生产总值增速预计为 0.9%（24 年为 1%）。**希腊**：受可支配收入提高、投资力度加大、加强外需以及货币紧缩政策的影响逐渐减弱等因素支持，以及希腊政府还计划通过一系列的改革和投资项目来扩大生产能力，增强竞争力，从而进一步推动经济增长，预计 25 年实际 GDP 增速为 2.3%。**西班牙**：西班牙经济在未来几年或将维持强劲增长的态势，预计 2025 年实际 GDP 的增速为 2.4%。其主要原因是生产率增长和劳动力市场的良好表现。**爱尔兰**：预计 2025 年爱尔兰的经济在“欧猪五国”中表现最为强劲，实际 GDP 增速预计为 3.9%。其动力主要是源于住宅落成量的强劲回升以及基础出口（不包括知识产权出口）的再次增长。

图 66：德国 GDP 或将连续两年经历衰退



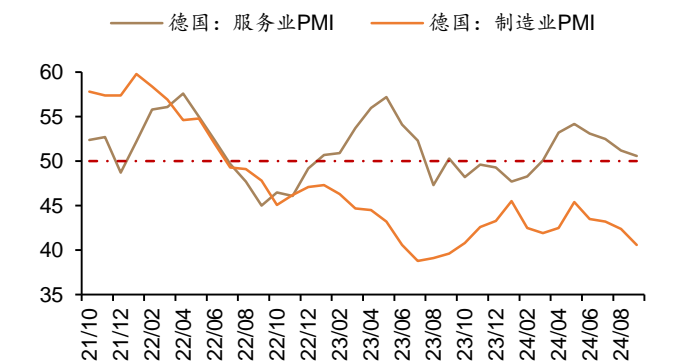
资料来源：德国联邦统计局，IFO，德邦研究所
注：a 是与上一季度相比的环比，b 是与前一年相比的同比

图 68：8 月德国进出口同比跌落至负增长区间



资料来源：Wind，德邦研究所

图 67：9 月德国制造业 PMI 降至 40.6



资料来源：CEIC，德邦研究所
注：红虚线为荣枯线

图 69：自 22 年以来德国新增订单同比长期处于负增长区间



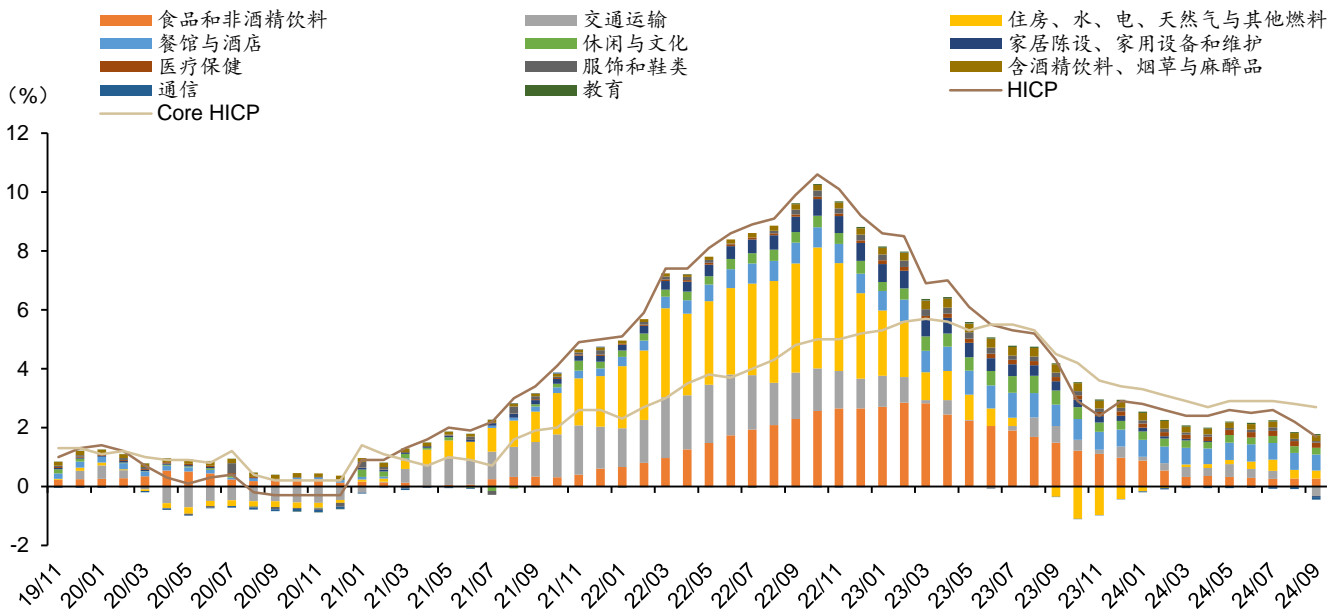
资料来源：CEIC，德邦研究所

2.3.2. 货币政策：降息节奏稳步推进

伴随着欧元区通胀的回落，欧央行在 2024 年 6 月开启了降息周期，预计 2025 将会维持降息节奏，稳步下行。自 2024 年 6 月欧央行将主要再融资利率从 4.50% 降至 4.25% 以来，截止 10 月 23 日，已降息三次。根据彭博统计来看，预计直到 2025 年 9 月，欧央行预计将会降息 5 次，每次降息 25bp，隐含利率降至 1.8% 左右。

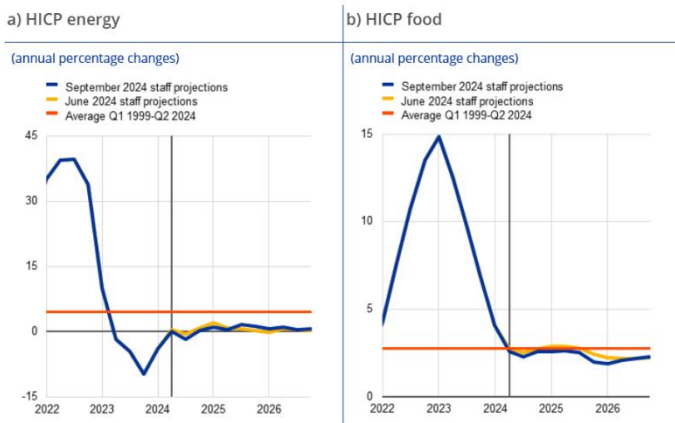
在通胀方面，预计 25 年通胀继续走低。在能源上，随着欧洲将天然气供应从俄罗斯转向美国的液化天然气 (LNG)。欧洲天然气价格已从 2022 年的峰值 70 美元/百万英热的峰值下降至接近平均 10 美元/百万英热。预计未来即使俄乌战争加码也不会对欧洲的天然气价格造成过大地冲击。预计 2025HICP 能源为 1.1%。在食品上，食品通胀率在 7 月份逐步降至 2.3%，这主要是由于早期能源和食品商品价格冲击的影响逐渐消退，从而缓解了供应链压力。预计 2025 年 HICP 食品为 2.4%。

图 70：欧元区通胀逐步恢复至正常区间



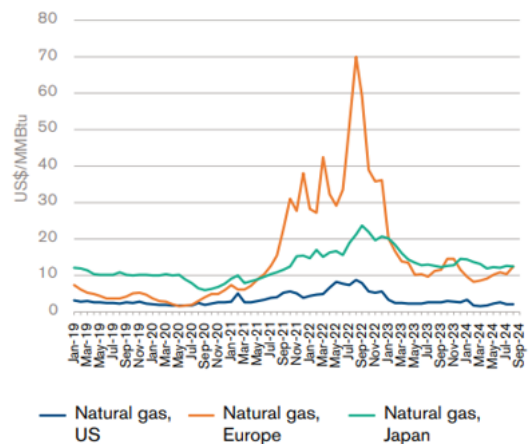
资料来源：bloomberg，德邦研究所

图 71：预计 25 年能源和食品通胀将趋于稳定



资料来源：ECB，德邦研究所

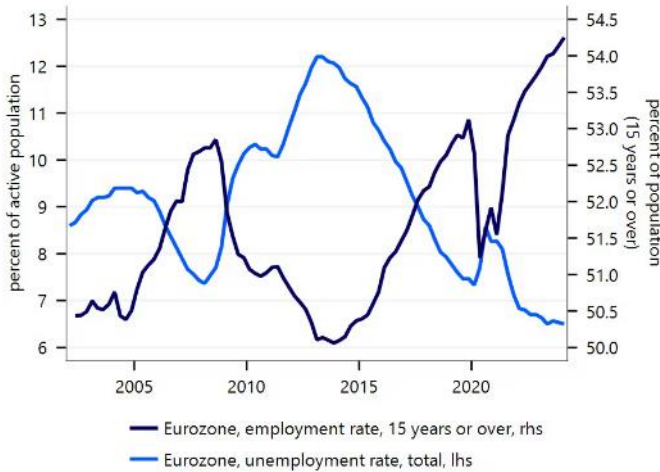
图 72：欧洲天然气价格回落



资料来源：World bank, WTO，德邦研究所

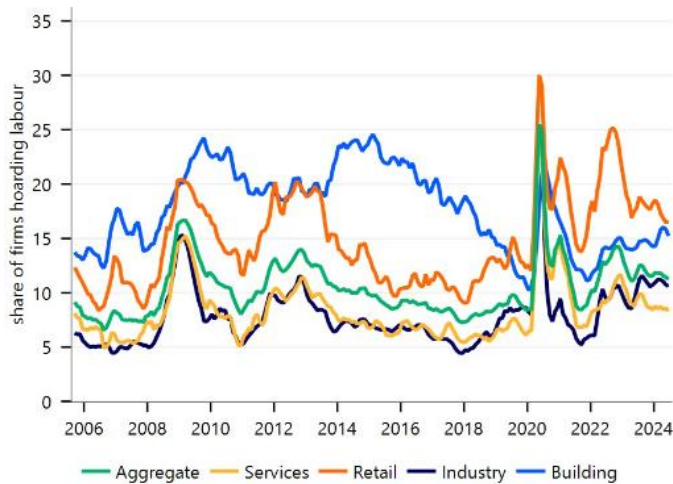
在劳动力市场方面，就业以及薪资增长或将会放缓。一是，当前欧元区失业率已经处于历史最低水平，以及就业率也维持在高位。此外，23年以来，欧元区岗位空缺率也已经出现明显的回调下行，未来就业增长空间受限。二是，企业囤积了大量劳动力。我们认为，在经济放缓时期，公司更愿意通过减少工作时间和降低生产力的方式来留住他们以应对未来经济复苏时期的需求。因为，在经济复苏阶段，大多数行业都很难找到合格的工人。企业已经囤积的大量劳动力压降了经济复苏时期企业对劳动力的需求，预计薪资增长将会持续放缓。

图 73：失业率已经处于历史低位



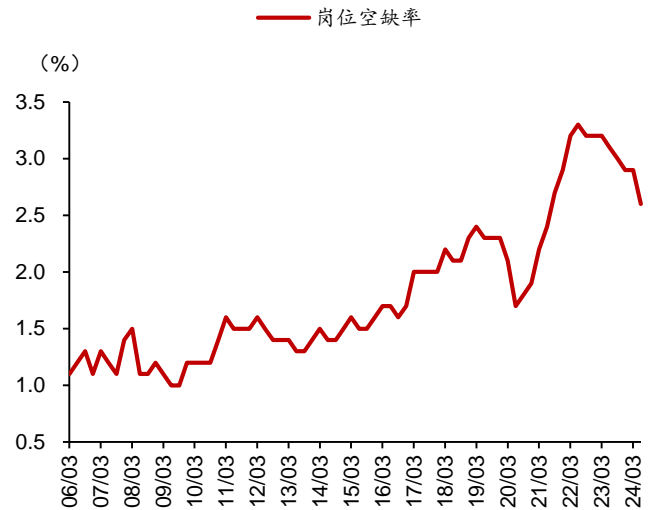
资料来源：Rabobank, Macrobond, 欧盟统计局, 德邦研究所

图 75：企业囤积了大量劳动力



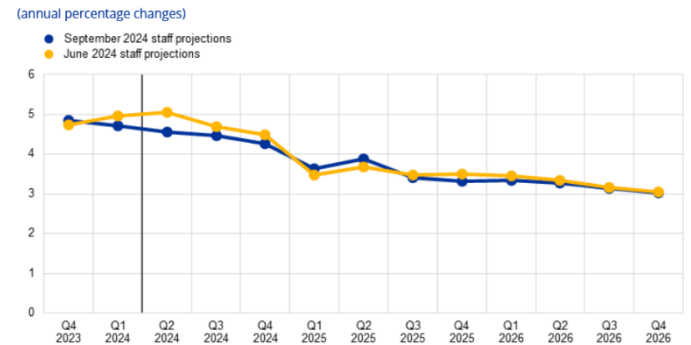
资料来源：Rabobank, Macrobond, 欧盟统计局, 德邦研究所

图 74：岗位空缺率已明显回调下行



资料来源：CEIC, 德邦研究所

图 76：预计每位员工的薪酬增幅逐步下降

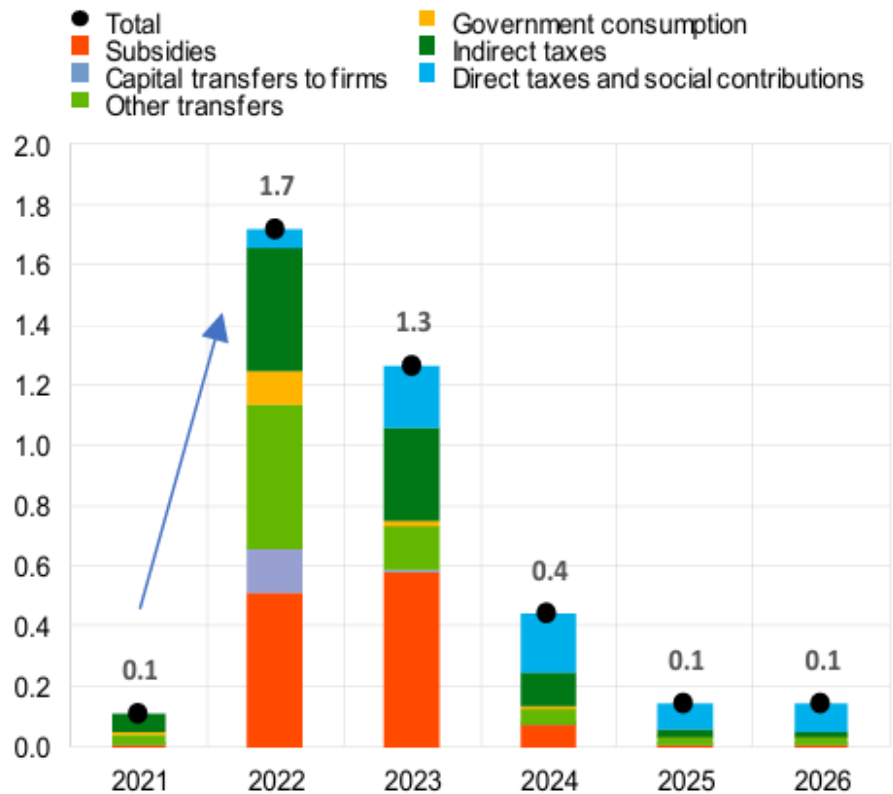


资料来源：ECB, 德邦研究所

2.3.3. 潜在风险：财政限制债务危机

欧元区财政政策预计在 25 和 26 年继续收紧，这主要是由于政府将进一步减少能源和通胀的支持措施。25 年赤字率将有所改善，欧央行预计赤字率将下降至 3.2%。但欧元区各国之间的经济水平和经济修复预期不尽相同，导致财政限制和债务危机仍是潜在风险。

图 77：为应对能源危机和高通胀，欧元区在 22-23 年实行大规模的刺激政策



资料来源：ECB，德邦研究所

德国受经济衰退的影响，德国政府正考虑请求欧洲委员会延长其公共支出控制的期限。政府希望将调整期从四年延长至七年来达成其财政目标，以避免在2025年9月的全国大选之前，大幅削减财政支出。到目前为止，意大利、西班牙和芬兰申请了七年的延期。

法国的2025年财政计划预计将显著调整预算。2025年法国预算案显示，总融资需求预计为3067亿欧元，比2024年减少127亿欧元。其中，1356亿欧元用于填补预算赤字，1748亿欧元用于偿还中长期债务。融资将通过3000亿欧元的中长期债务发行计划、52亿欧元的公共债务管理机构偿还资金以及30亿欧元的其他现金资源来满足，同时短期政府证券将减少15亿欧元。2025年，预计国家债务偿付总额将达到549亿欧元，一年期或以上的可流通国家债务的同比增幅被限制在1273亿欧元以内。

希腊政府承诺将国家财政主要支出的年增长率保持在一定限度内，确保债务比率持续下降，并将预算赤字维持在GDP的3%以下。此外，计划还包括一系列促进经济增长和竞争力的投资和改革措施，特别强调了对公共投资预算的增加和对结构性改革的持续推进。

2024年6月19日，欧盟宣布，对比利时、法国、意大利、马耳他、斯洛伐克、匈牙利和波兰启动过度赤字程序。在已公布的各国中期财政计划中，意大利2025年的债务将上涨至136.9%，并在26年继续上探。波兰和斯洛伐克的债务率虽在25年保持在60%的警戒线以内，但未来也存在攀升风险。波兰的债务率则相对稳定，在49%左右窄幅波动。

图 78：欧元区部分国家债务率仍将超过 60%的警戒线

各国债务率 (% of GDP)					
	2024	2025	2026	2027	2028
意大利	135.8	136.9	137.8	137.5	136.4
波兰	54.6	58.4	60.9	61.3	61.2
马耳他	49.2	49.8	49.9	49.5	48.8
斯洛伐克	58.5	59.8	61.6	62.1	61.4

资料来源：European Commission，德邦研究所整理

总体而言，2025 年，欧元区经济预计将逐步回暖，但未来如果地缘冲突和逆全球化进程加剧，叠加欧元区国家受财政纪律限制以及债务危机，对欧元区的经济前景仍是巨大的挑战。

图 79：2025 年欧元区宏观经济预测表（Bloomberg ECFC）

领域	指标	口径及单位	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	25Q1-25Q4走势
经济增长	Real GDP	QoQ, %	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	
	实际GDP	同比, %	0.5	0.6	0.8	1	1	1.1	1.3	1.3	
	家庭消费	同比, %	1	0.6	0.6	0.8	0.8	1.1	1.3	1.4	
	政府消费	同比, %	2	2.5	1.6	1.1	1.2	0.9	0.9	0.9	
	固定投资总额	同比, %	-1.2	-3.3	-2.7	-3.2	-1.2	1.2	1.4	1.8	
	出口	同比, %	-0.9	1.6	3.4	3.4	2.9	2.2	2.3	2.5	
	进口	同比, %	-2.2	-1.3	1.1	1.2	2.4	2.6	2.6	2.6	
通货膨胀	工业产值	同比, %		-2.6	-1.6	-1	0.6	1.7	2.4	2.1	
	CPI	同比, %	2.6	2.5	2.2	2.1	2	1.9	1.9	2	
劳务市场	核心CPI	同比, %	3.1	2.8	2.8	2.7	2.4	2.2	2	2.1	
	失业率	, %	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.4	
国际收支	经常账户	占GDP, %	2.1	2.6	2.4	2.5	2.8	2.8	2.6	2.7	
利率	央行利率	%	4.5	4.25	3.65	3.15	2.9	2.65	2.4	2.28	
	3个月利率	%	3.89	3.71	3.28	2.94	2.7	2.38	2.27	2.15	
	2年期债券	%	2.85	2.83	2.06	2.15	2.05	2.06	2.05	2	
	10年期债券	%	2.3	2.5	2.12	2.2	2.2	2.2	2.25	2.23	
汇率	EURUSD	%	1.08	1.07	1.11	1.11	1.11	1.12	1.13	1.13	

资料来源：Bloomberg，德邦研究所；阴影加粗为预测值，其余为实际值，截至 10/25

3. 国内经济展望：结构新常态

3.1. 生产法 GDP：供给有支撑

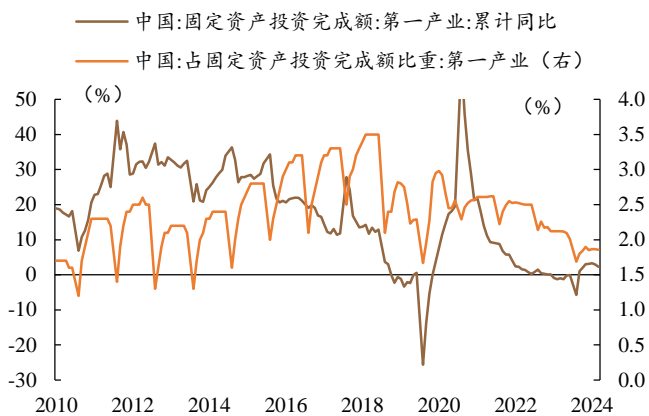
第一产业预计继续维持平稳。第一产业是国民经济的基础，为国民生产生活提供保障，也为其他下游产业提供原材料。长期来看，我国第一产业增长较为平稳，其对整体经济增长的贡献率也基本在稳定区间随着季节性波动，仅 2020-2022 年在疫情扰动下出现明显波动；第一产业的增长主要受到生产规模和生产技术的影响，生产规模则是由国土面积、气候条件等因素决定，短期内难以发生明显变化，因此决定中短期内第一产业增长的核心因素是生产技术的变革，随着我国农业现代化的逐步推进，近年来第一产业固投增速也逐渐放缓。在百年未有之大变局、国际地缘政治危机深化等背景下，粮食安全、供应链稳定或将是第一产业未来关注的重点。从增长的角度看，在颠覆性的技术变革发生之前，第一产业的增长或维持平稳。

第二产业增速维持较强。2022 年以来中国经济一个重要的特征是供给强于需求，并由此带来工业增加值和制造业投资的持续较高增长。与此相对，在疫情前的 2016-2019 年，第二产业的增长和对 GDP 的贡献都在持续下滑，疫情前后这种趋势逐渐扭转的背后或对应着中国经济从旧动能减弱到探索新动能的过程。在地产不再为增长提供过量的需求后，以高端制造为主的“新”动能成为吸收投资、培育需求的新支柱，中国经济走入“制造立国”的新阶段。“制造立国”有三个方面的含义，一是加快制造业的迭代升级和技术进步，不断在全球产业链上爬坡突破，以产业迭代拥抱全球化；二是加速传统制造业降本增效，以“质价比”和“性价比”策略守城，以产业保全避免所谓“去中国化”抢夺我国市场份额，进而对国际收支、就业等基本面形成冲击；三是统筹发展与安全背景下，产能储备是重要战略补充。在“制造立国”战略下，近三年来我国工业增长来到相对平稳的较高增速阶段，这一逻辑预计将在 2025 年延续。而从 2024 年二季度以来工业产能利用率连续回升、制造业投资增速持续较高也可以印证，产能升级和迭代的进程仍在进行时，其空间依然不小。

第三产业增速回升和贡献或有上升空间。2010 至 2019 年，第三产业维持了较高增速水平，也使得第三产业对 GDP 增速的贡献率逐步上升；疫情期间对线下消费场景的限制导致第三产业增速、贡献都出现了大幅的波动，疫后则出现了一定的疤痕效应。以服务业生产指数和餐饮收入为例，餐饮收入可以大致表征第三产业增长态势，疫情前二者走势均较稳定，疫情后尤其是 2022 年以来第三产业增速失去了稳定的“锚”，增速波动较大也导致对第三产业增长的预测变得更加困难，2023 年下半年以来服务业生产指数和餐饮收入增速都有企稳的迹象。当前政策导向上出现更加注重消费的迹象，促进房地产止跌回稳和提振资本市场健康发展也有助于扭转过去几年压制居民消费倾向的“负财富效应”，展望 2025 年，居民消费倾向边际上有望出现积极变化，从而带来第三产业增速适度回升。

从生产法角度来看，预计 2025 年 1-4 季度不变价 GDP 同比有望达到 5.1%、4.9%、4.7%、4.7% 左右，全年 GDP 同比增长 4.9%，继续维持在较高水平。

图 80：第一产业投资增速放缓



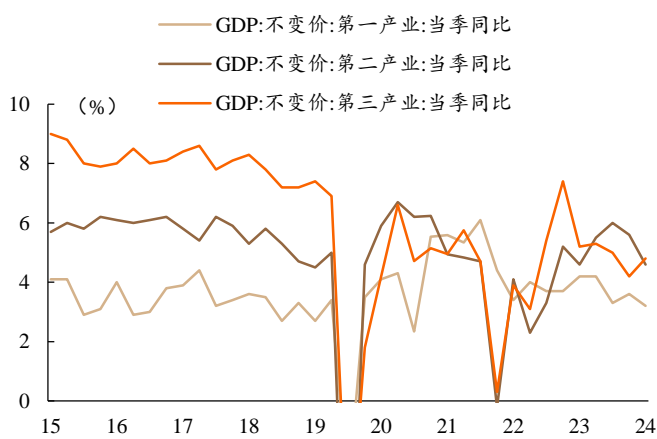
资料来源：Wind，德邦研究所

图 81：表征三产增长的指标预计将恢复稳定



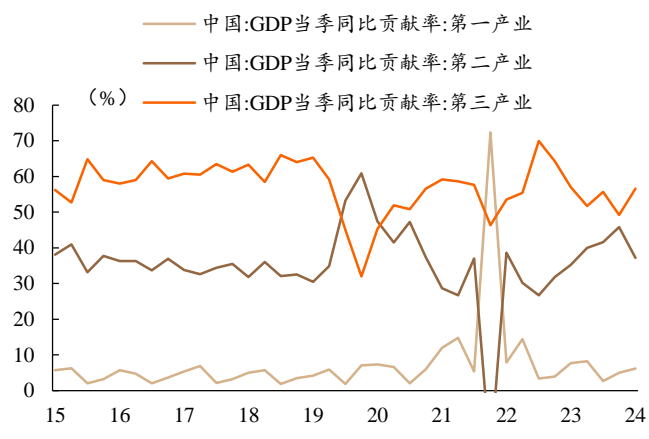
资料来源：Wind，德邦研究所

图 82：第三产业增速回升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 83：第三产业贡献率回升



资料来源：Wind，德邦研究所

3.2. 支出法 GDP：结构新常态

2022 年以来，经济增长结构呈现出“新常态”，出口与制造业表现亮眼，基建平稳，消费不足、地产调整。这种新常态是以“制造立国”应对“去地产化”带来的结果，短期通过制造立国战略，可以依赖供给优势一方面促进产能的优胜劣汰鼓励创新，另一方面可以借助价格红利守住市场份额，但“制造立国”难以对冲“去地产化”对信用扩张、财富效应、财税收入、抵质押资产等带来的负面影响，负财富效应和疤痕效应导致消费中枢偏弱，“去地产化”导致地产增速较低。

926 政治局会议确定一揽子增量政策工具，伴随着外部风险加大，预计国内扩内需政策也将加码，关注后续宏观政策逐步落地对经济的维稳作用。这种经济的“结构新常态”，我们预计在 2025 年可能会适当的延续，出口受到外部利空可能边际回升，预防性扩内需政策带动广义财政扩张可能利好基建、提振消费，制造业投资继续保持较高水平，地产下行逐步收敛。

从支出法来看，我们预计 2025 年第一、二、三、四季度的实际 GDP 增速分别为 5.1%、4.9%、4.7%和 4.7%，Q1 至 Q4 经济呈现“前高后低”走势，全年 GDP 增速预计有望达到 5.0%左右的增长目标。

表 1：2025 年分季度 GDP 及总需求变量增速预测（除实际 GDP 外均为当季名义同比，单位：%）

时间段	最终消费支出	资本形成总额	货物与服务净出口	名义 GDP	实际 GDP
2025Q1E	6.6	4.8	-4.0	5.5	5.1
2025Q2E	6.5	4.7	2.0	5.6	4.9
2025Q3E	6.4	4.6	4.0	5.6	4.7
2025Q4E	6.3	4.5	6.0	5.5	4.7
2025 年全年 E	6.5	4.7	2.0	5.6	4.9

资料来源：Wind，德邦研究所测算

3.3. 消费：三大效应压制，政策扩围加码

受到“去地产化”影响，预计 2025 年负财富效应、替代效应和疤痕效应仍将一定程度上压制消费。926 政治局会议明确表示“要促进房地产市场止跌回稳”，考虑到政策见效存在一定时滞，因此“去地产化”短期内或继续通过三大效应扰动消费：其一，负财富效应是在“去地产化”背景下，房价下跌带来存量房产的价值重估，财富缩水导致部分家庭消费被迫随之减少；其二，替代效应不强，由于住房资产贬值，居民在地产和非地产消费间出现了消费转移，加之债务刚性，地产与非地产消费同时出现下降；其三，疤痕效应是由于居民消费心理客观上受到疫情影响，其消费行为仍然受到一定程度上的抑制。

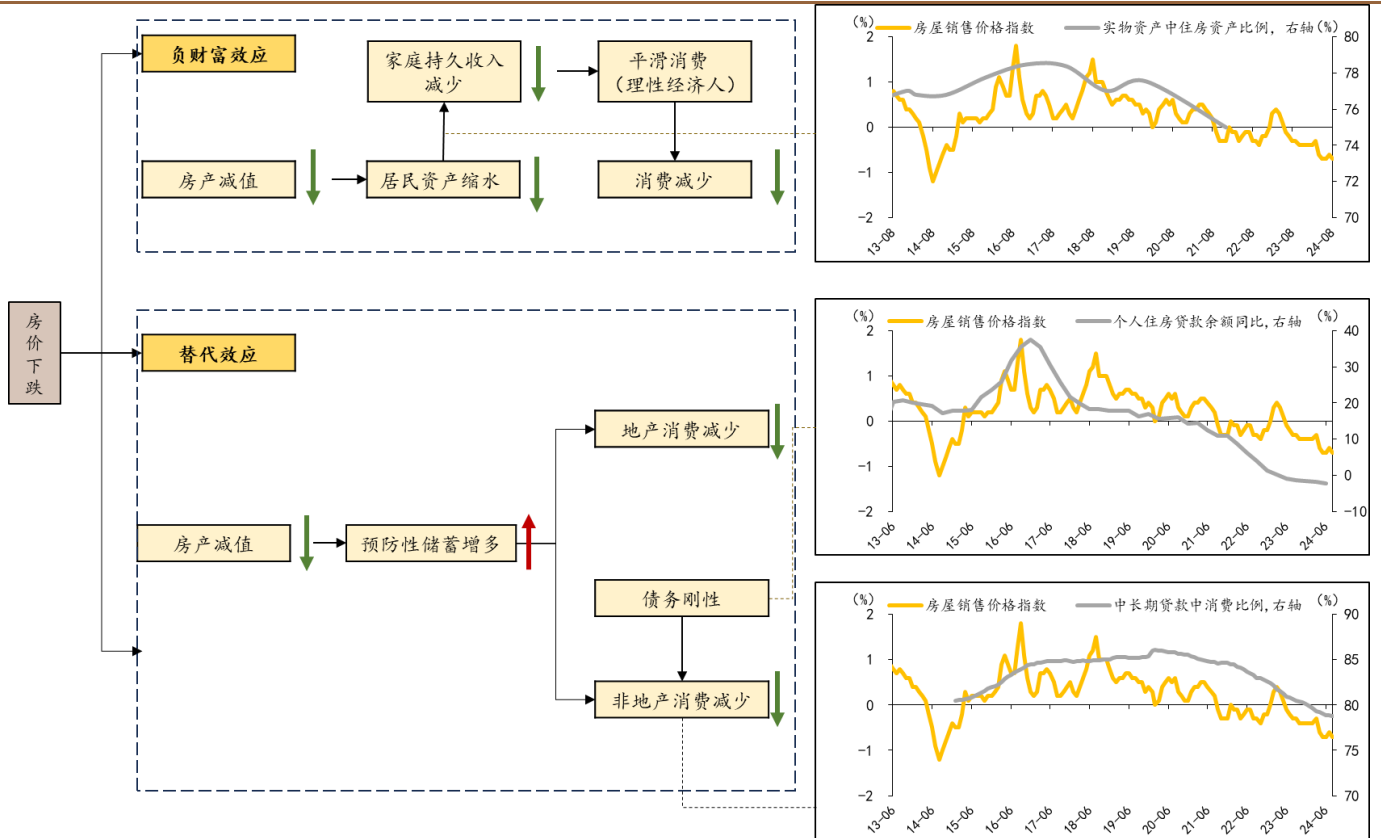
其一，负财富效应：预计住房财富负增长短期仍存下削弱家庭持久收入，家庭消费随之减少。当房价下跌→住房资产减值→居民资产随之缩水→家庭持久收入减少→理性经济人会选择在整个生命周期平滑消费→带动当期家庭消费减少。以 2016 年房价大幅下降时期作为观测窗口，2016 年 9 月我国房屋销售价格指数自 1.8% 下滑至 11 月的 0.6%，下滑 1.2 个百分点，达到 2011 年以来的最大跌幅，2016 年，家庭实物资产中住房资产的占比为 78.5%，次年下滑至 78.4%，指向房价下跌带来居民住房资产缩水，与此同时，2016 和 2017 年社会消费品零售总额分别同比+10.4%和+10.2%，较前值下滑 0.3%和 0.2%，创 2005 年以来的新低也可验证。

其二，替代效应：预计住房资产短期或继续贬值使得居民在地产和非地产消费间出现了消费转移，但是由于债务刚性，地产与非地产消费同时出现下降，替代效应不强。2016 年 9 月我国房屋销售价格指数开始下滑，伴随居民债务刚性、信心指数走低和社零降速，2016 年四季度居民杠杆率(44.7%)较三季度(43.7%)上升 1 个百分点，2016 年三季度个人租房贷款余额为 16.8 万亿元，2016 年四季度较三季度上涨 1.2 万亿元，表明债务刚性较强，加之居民信心受挫，2016 年 9 月消费者信心指数创 2016 年下半年 6 月以来新低，最终地产消费和非地产消费间并未出现替代效应，社零整体增速下滑，2016 年 10 月社零当月同比自前月的 +10.7% 下滑 0.7 个百分点至 10.0%，均验证居民家庭消费短期孱弱。

其三，疤痕效应：预计疫情对经济、人类心理以及其他方面产生的影响暂未完全修复，形成“疤痕效应”。例如，疫情“过峰”后的一段时间内，企业对未来的预期仍不客观，偏离实际情况，居民消费心理也受到影响，消费行为受到抑制。

企业和居民的行为最终反映为固定资产投资和社零增速读数孱弱，我们用固定资产投资、社零和出口三个维度观测需求，按照疫情前的当月同比增速线性外推与实际值作差计算缺口，截止 2024 年 9 月，固定资产投资和社会消费品零售总额分别存在 4.4 万亿和 1.0 万亿人民币的缺口，反之，出口逆势上涨，超出预期近 700 亿美元，上述数据表明疫情产生的疤痕效应仍然对企业和居民的行为产生扰动，在短期内或对企业和居民的消费产生压制。

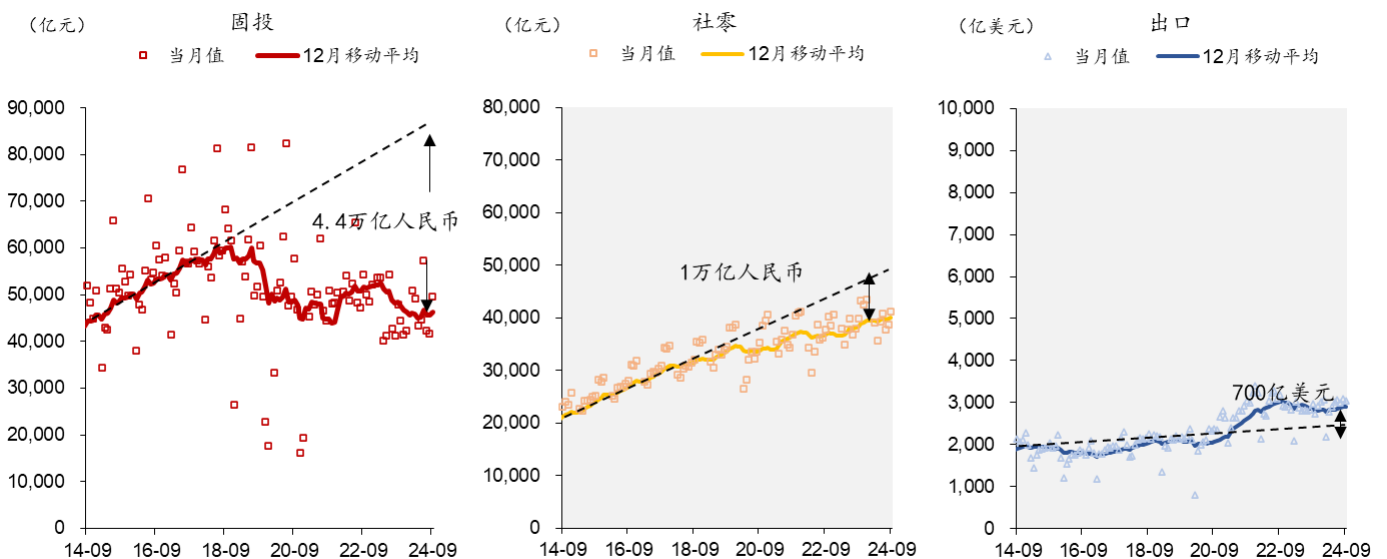
图 84：地产对消费主要有两条传导路径：负财富效应和替代效应



资料来源：Wind，德邦研究所绘制

注：房屋销售价格指数为新建商品住宅 70 个大中城市环比值

图 85：疤痕效应下，截止 2024 年 9 月，需求三大分项中固投和社零仍然分别存在 4.4 和 1.0 万亿人民币的缺口



资料来源：Wind，德邦研究所绘制

注：缺口是按照疫情前的当月值增速线性外推与 2024 年 9 月实际值作差计算得出，截止 2024 年 9 月，固投和社零分别存在 4.4 万亿和 1 万亿人民币的缺口，反之，出口逆势上涨，超出预期 700 亿美元。

从消费提振年到消费促进年，消费政策加码扩围。2022年12月14日，中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》（以下简称“战略纲要”），在扩内需层面提出了传统消费、服务消费、新型消费和绿色低碳消费四个重点消费领域。商务部近年来将促消费摆在政策部署的重要位置，将2023年定为“消费提振年”，2024年定为“消费促进年”。在2023至2024年期间，发改委和国务院等多部门围绕战略纲要连续出台多项政策，例如，2023年针对绿色智能家电、电子产品、汽车出台相关政策，2024年着力推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。

结合消费政策的延续性和战略纲要目标实现的诉求来看扩内需方向，我们认为2025年新型消费和绿色低碳消费方面可能会有一系列增量政策出台，消费政策或继续加码。在存量政策方面，以旧换新政策效果表现较好，我们预计2025年设备更新和以旧换新等促消费政策具有一定的延续性，或继续对最终消费支出形成支撑。在增量政策方面，传统消费和服务消费已有较多政策出台，预计2025年在新型消费和绿色低碳消费方面会有增量政策出台以加速支撑战略纲要实现和相关目标的达成。

表 2：2022 年以来促消费政策从传统消费、服务消费、新型消费和绿色低碳四个方面推进

年份	部门	政策文件	消费方向			
			传统消费	服务消费	新型消费	绿色低碳消费
2022/12	中共中央、国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》	提高吃穿等基本消费品质。释放出行消费潜力。促进居住消费健康发展。更好满足中高端消费品消费需求	扩大文化和旅游消费。增加养老育幼服务消费。提供多层次医疗健康服务。提升教育服务质量。促进群众体育消费。推动家政服务提质扩容。提高社区公共服务水平	支持线上线下商品消费融合发展。培育“互联网+社会服务”新模式。促进共享经济等消费新业态发展。发展新个体经济	积极发展绿色低碳消费市场。倡导节约集约的绿色生活方式
2022/12	中央经济工作会议	把恢复和扩大消费摆在优先位置	支持住房改善	支持养老服务		支持新能源汽车
2023/06	商务部等4部门	《关于做好2023年促进绿色智能家电消费工作的通知》		加快实施家电售后服务		促进绿色智能家电消费相关工作
2023/07	商务部等13部门	《关于促进家居消费若干措施的通知》	发展社区便民服务。完善废旧物资回收网络。促进农村家居消费	提高家居适老化水平	创新培育智能消费	完善绿色供应链，支持家居企业开展绿色制造
2023/07	发改委等	《关于促进电子产品消费的若干措施》的				营造绿色消费氛围。持续推动绿色智能家电国家标准研制，完善绿色智能家电标准体系
2023/07	发改委等	《关于促进汽车消费的若干措施》				加强新能源汽车配套设施建设。推动公共领域增加新能源汽车采购数量
2023/07	中共中央政治局	要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来	要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费	推动体育休闲、文化旅游等服务消费		
2023/07	发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	优化汽车购买使用管理。扩大新能源汽车消费。支持刚性和改善性住房需求。提升家装家居和电子产品消费	扩大餐饮服务消费。丰富文旅消费。促进文体体育会展消费。提升健康服务消费	壮大数字消费。推广绿色消费	开展绿色产品下乡。完善农村电子商务和快递物流配送体系。推动特色产品进城。大力发展乡村旅游

2023/12	中央经济工作会议	着力扩大国内需求	稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费	积极培育智能家居、文旅旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点	培育壮大新型消费，大力发展数字消费、健康消费	大力发展绿色消费
2024/03	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	实施消费品以旧换新行动（汽车家电、家装）			
2024/07	国家发展改革委、财政部		统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，支持大规模设备更新和消费品以旧换新			
2024/07	中共中央政治局			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		
2024/08	国务院			挖掘基础型消费潜力：餐饮住宿消费、家政服务消费、养老托育消费	培育壮大新型消费：数字消费、健康消费	培育壮大绿色消费

资料来源：中国政府网、光明网、国家发改委、经济日报、人民日报等，德邦研究所整理

整体来看，我们预计 2025 年社会消费品零售总额增速为 4.3%，Q1、Q2、Q3 和 Q4 当季同比分别为 5.4%、4.0%、3.5%和 4.4%，受到政策前置发力影响，社零季度同比呈现“V”型走势。预计 2025 年政府消费上行或支撑最终消费支出。

结构上看，餐饮、汽车和地产后周期或是 2025 年社零的三大关键点：

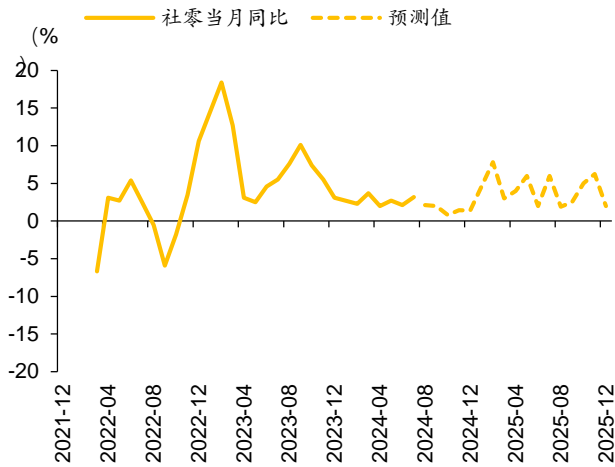
服务消费方面，预计 2025 年餐饮闭店率持续上升，高端旅游出行景气尚可。**供给端来看**，预计餐饮闭店率持续上升，据《联商网》统计，2024 年上半年，全国至少有 131 家商超门店关闭，超过 2023 年同期统计的数据的近 6 倍，快餐正餐化+餐饮百团大战趋势下，“关店潮”或将继续，从供给端扰动居民消费；**需求端来看**，144 小时过境签+国际航线恢复支撑旅游景气度提升，截止 2024 年 7 月 15 日，中国 144 小时过境免签政策适用口岸增至 37 个，据国家移民管理局数据显示，2024 年上半年，全国各口岸入境外国人数量激增至 1463.5 万人次，同比增长高达 152.7%，携程数据显示，2024 年二季度环比一季度，享受过境免签政策的 54 国游客入境中国旅游订单增长 28%，过境签政策支持下，2025 年“China Travel”热度有望继续拉升。2024 年年初，民航局预计“到 2024 年底国际航线有望恢复至疫情前约 80%”，亦会对 2025 年旅游热度形成有力支撑，但仍需居民收入预期改善+消费意愿协同。

商品消费方面，一是**汽车消费**：受到 2024 年以来可选消费整体表现较弱影响，汽车销售仍是以价换量，经销商经营状况继续恶化。2024 年以来，单价更高、可选属性更强的汽车和金银珠宝类商品零售额增速弱于 2021-2023 年复合增速。**数量方面**，预计 2025 年乘用车销量达到 2758 万辆左右，**价格方面**，乘用车价格延续“越降价越贵”²趋势，2025 年均价预计为 18.2-18.7 万元，汽车处于销售震荡期，价格战难以长期维系，假使营商环境和汽车贷款出现重大边际改善，汽车消费分项有望逆势回升，改善价格战下“进销倒挂”的局面；二是**地产后周期消费**，预计在地产政策发力见效，地产市场止跌回稳的背景下，地产后周期相关消费，如家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类 2025 年合计同比有望

² 越降价越贵：“降价”是指汽车价格战中汽车销售不断打折，“越贵”是指从趋势上看，据乘联会崔东树测算“近几年的车市价格呈现持续上升的态势，2019 年是 15.1 万元，2020 年是 16.2 万元，今年累计平均是 18.2 万元，9 月是 17.4 万元”。

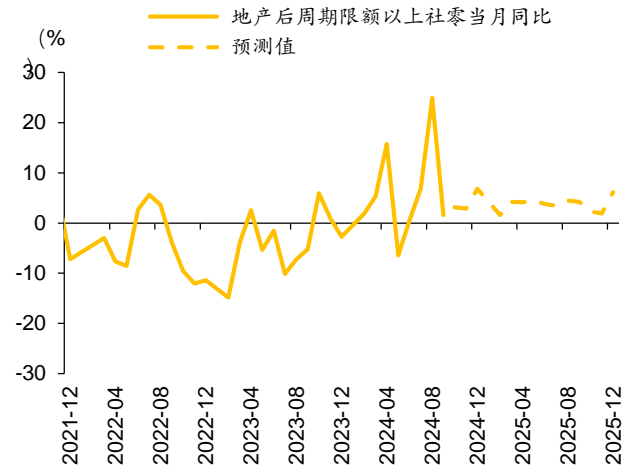
达到 3.6%，随之止跌回稳。

图 86：预计 2025 年全年社会消费品零售总额同比+4.3%



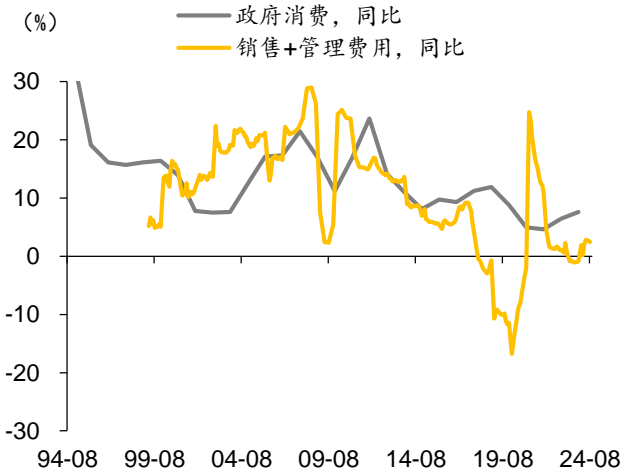
资料来源：Wind，德邦研究所测算

图 87：预计 2025 年全年地产后周期限额以上社零同比+3.6%



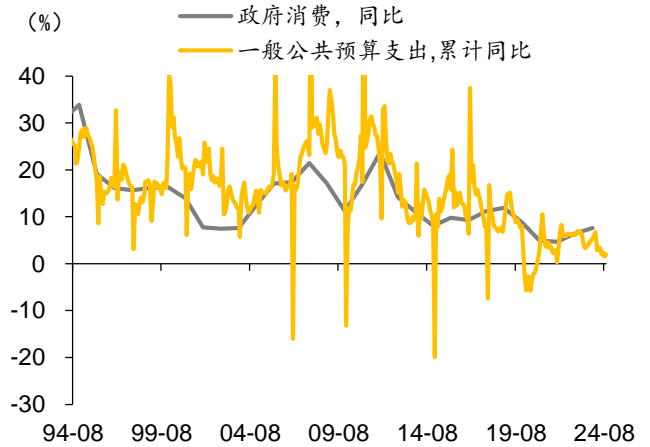
资料来源：Wind，德邦研究所测算

图 88：政府消费与销售和管理费用增速拟合度较好



资料来源：Wind，德邦研究所

图 89：政府消费与一般公共预算支出增速拟合度较好



资料来源：Wind，德邦研究所

3.4. 固投：“制造立国”仍有支撑

我们预计 2025 年全年固定资产投资（不含农户）增速为 4.7%，Q1、Q2、Q3 和 Q4 当季同比分别为 4.9%、4.7%、4.6%和 4.5%。分领域看，制造业投资同比增长 9.0%，基础设施投资同比增长 6.0%，房地产开发投资同比增长-9.8%，制造业投资仍然有望成为固定资产投资增长的核心支撑动力。

表 3：2025 年分季度固定资产投资及分项增速预测（单位：%）

时间段	固定资产投资	制造业	基础设施建设 (不含电力)	房地产
2025Q1E	4.9	8.7	6.8	-9.9
2025Q2E	4.7	9.0	6.0	-10.1
2025Q3E	4.6	9.3	5.6	-9.8
2025Q4E	4.5	8.6	5.4	-9.3
2025 年全年 E	4.7	9.0	6.0	-9.8

资料来源：Wind，德邦研究所测算

3.4.1. 制造业投资：制造立国，支撑仍在

制造业是“制造立国”的核心所在，2024 年制造业投资的高增来自于“制造立国”战略下高技术制造业快速发展的驱动和两新政策、标准提升对传统制造业投资的支撑。在经济结构转型升级的过程中，我国高技术制造业呈现快速发展态势，这一点在后文工业增长部分有详细论述，高技术制造业的快速发展带动了制造业投资保持在较高水平；2024 年 3 月出台并持续显效发力的两新政策也带来了传统制造业投资增量动力，同时，通过标准提升引导落后产能淘汰出清、建设先进产能对落后产能加以替换也对传统制造业投资形成支撑，多方面因素共同作用下，2024 年制造业投资持续高增，印证了我们在 2024 年中期策略中提出的“制造立国”战略推动制造业产业升级的判断。

高技术制造业快速发展带动制造业投资高增。2024 年前三季度高技术制造业投资增长 9.4%，继续高于全部制造业投资 9.2% 的增速，高技术制造业既是新质生产力的代表产业，又符合制造立国战略方针，在宏观政策指引和金融业做好五篇大文章中“科技金融”的支持下，高技术制造业持续带动制造业投资高增。金融支持也是高技术制造业快速发展、带动制造业投资高增的重要原因。近年来，人民银行陆续创设多项结构性货币政策工具，定向支持科技创新、技术改造等，包括 2022 年创设的科技创新再贷款、设备更新专项再贷款和 2024 年创设的科技创新和技术改造再贷款，通过再贷款等金融工具的支持，高技术制造业融资成本得以压降，也更鼓励制造业企业投资于技术创新，提振其投资意愿。预计 2025 年设备更新购置相关的政策措施有望进一步的延续和加码。

两新政策支持传统制造业投资。2024 年 3 月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业，在发展高新技术产业的同时推动传统产业数字化、智能化升级，也通过优化标准、落实能耗要求等方式支持传统制造业投资于设备更新和技术改造。2024 年 6 月财政部等多部门联合印发《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》，2024 年 7 月发改委、财政部印发《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》，进一步加大对设备更新改造的融资端支持，一系列政策对传统制造业投资也起到了支撑作用，“制造立国”与两新政策形成了高技术制造业和传统制造业两端的投资驱动。

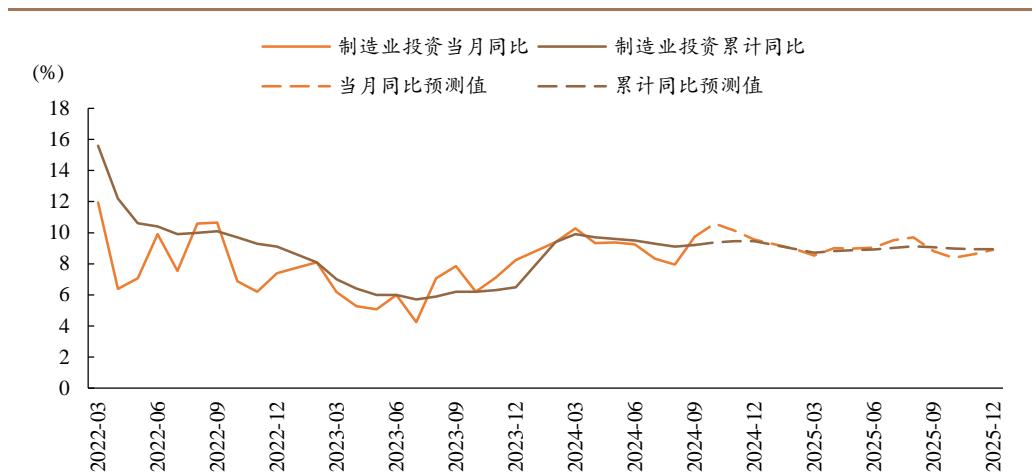
两端驱动做大做优做强国有资本，国有企业资本开支意愿有望持续较强。2024年7月二十届三中全会提出“推动国有资本和国有企业做强、做优、做大，增强核心功能，提升核心竞争力”和“推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中，向关系国计民生的公共服务、应急能力、公益性领域等集中，向前瞻性战略性新兴产业集中”，从背景来看，2021年下半年以来，国有及国有控股企业固投增速始终维持在较高水平，多数时间高于港澳台资企业和外资企业固投增速，国有企业资本开支意愿较强。这一方面或是由于在减排目标和经济安全主题下，国有企业在自主可控、国产替代方面的诉求更强，对高端化、数智化、绿色化转型的投入力度更大，且国有企业往往规模更大，更容易受益于再贷款等金融支持科技创新、绿色环保转型发展的相关工具，另一方面也体现出大规模设备更新购置支持和环保目标约束下国有企业更积极承担重任，推动设备更新投资更快落地。此外，五篇大文章作为金融支持高质量发展的抓手，国企或更积极尝试，形成优质案例并加以复制推广。

我们认为，央国企将继续发挥其在健全新型举国体制中的骨干作用，部分重大科技设施和公共产品存在着“高投入、低回报”的特征，市场主体投资难度较大，央国企承担重要的引领和基础作用，作为促进科技基础设施、公共产品的重要抓手，央国企有望扮演更重要的角色，民企等在此基础上进行创新和发展，逐步形成国央企“突破卡点，大步在前”，其他企业“逐步创新，小步在后”格局。其次，在关系国计民生的公共服务、应急能力、公益性领域，央国企也可以扮演更重要的基础作用，特别是在特殊时期承担重要的社会责任。此外，在统筹发展与安全的背景下，央国企也是推动科技自立自强和贯彻国家安全观的重要抓手。

此外，市场对于“制造业投资持续高增，但产能利用率也能同步回升”存在困惑，事实上，这或是源于当前我国在积极推进标准提升和统一来促进供给侧调整，通过标准提升引导落后产能淘汰出清、建设先进产能对落后产能加以替换，也能够提振制造业投资。2024年二季度以来工业产能利用率连续回升，标准提升政策不断出台，节能降碳等要求趋严、制造业生产技术标准提升，有望起到引导落后产能退出、推动先进产能建设的作用。从效果上看，2024年前三季度，设备工器具购置投资同比增长16.4%，明显高于固投整体增速和制造业投资增速，拉动固投整体增长2.1个百分点，贡献率超过60%。标准提升可能是中期视角下制造业投资有望维持持续较高增速的根源所在，也意味着制造业增长空间有望进一步打开，将继续成为带动经济增长的重要动力。

综合以上逻辑，我们认为，**2025年制造业投资增速有望延续较高水平，全年制造业投资增长有望达到9%左右的水平。**

图 90：2024 年四季度及 2025 年制造业投资有望延续较高



资料来源：Wind，德邦研究所测算

3.4.2. 地产投资：两大风险掣肘，地产或“止跌回稳”

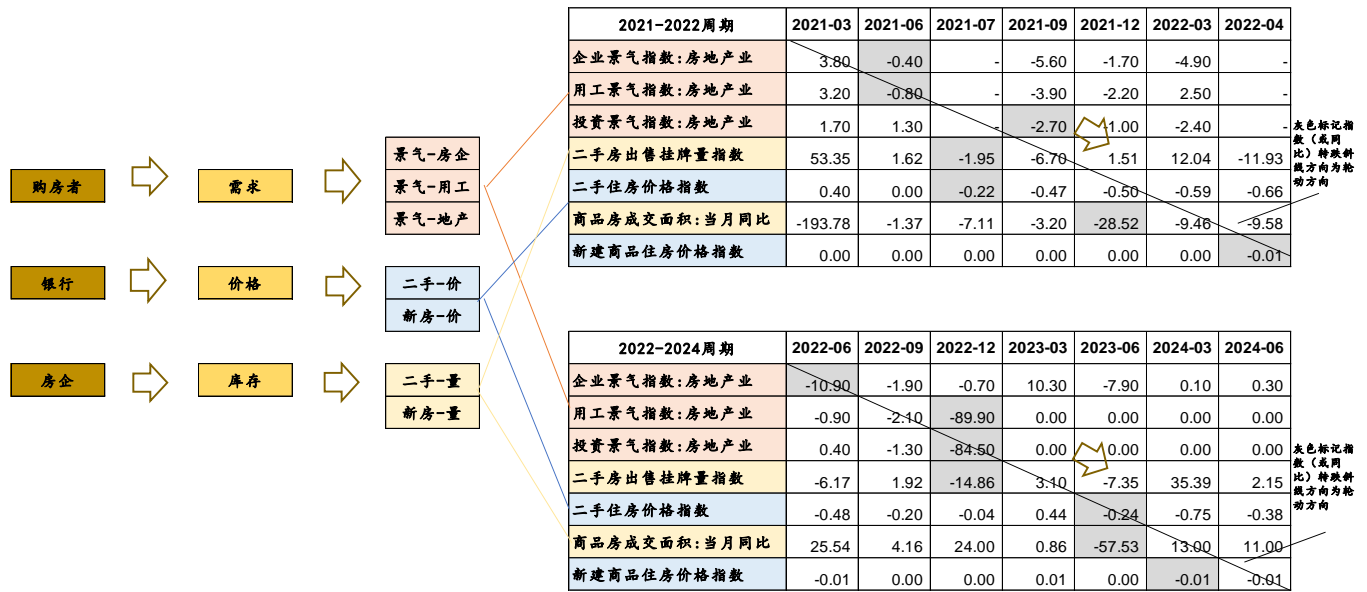
地产当前存在“需求-价格-库存”的负向正反馈循环。即在收入预期影响下，持币观望的购房者增多，地产需求孱弱，因此地产成交下滑，房企被迫降低价格出售，房企风险压力增大，从而影响开发商现金流，金融机构对房地产企业的贷款额度等有所调整，该调整或会影响房企融资。根据 2021-2022 和 2022-2024 的两轮地产周期数据可以明显看出负向正反馈循环传导的过程：

第一轮，2021-2022 年期间：2021 年 6 月份企业景气指数（房地产业）和用工景气指数（房地产业）首先回调，2021 年 7 月，二手房出售挂牌量指数达峰后开始下行，二手住房价格指数也开始下行但是幅度小于数量指数，紧接着商品房成交面积当月同比剧烈下跌，当月同比值达到-28.5%，2022 年新建商品住宅价格指数 4 月处于下行区间。

第二轮，2022-2024 年期间：2022 年 6 月份企业景气指数（房地产业）率先回调，同年年底，用工景气指数（房地产业）和投资景气指数（房地产业）随之回调，2022 年 12 月，二手房出售挂牌量指数达峰后开始下行，次年 6 月二手住房价格指数开始下行，紧接着商品房成交面积当月同比下跌，当月同比值达到-57.5%，新建商品住宅价格指数进入下行区间。

两轮地产周期负反馈循环机制对比来看，最近一期地产负反馈有两大特点，一是反馈周期更长，第一轮周期大概持续 14 个月，第二轮周期大概持续 25 个月；二是与第一轮相比，第二轮地产周期中用工景气指数（房地产业）延迟反映，投资景气指数（房地产业）提前反应。未来在土地等因素制约下，卖旧换新成为购房者的主要购房方式，当前我国已经进入存量房改善时期，二手房存量变动是领先去库指标。关注政策落地效果，走出负向正反馈主要依赖几方面政策效果兑现：1、去库存关键在于改善供需格局，实现价格环比驻底，价格筑底有助于观望性需求释放。2、限制性政策放松以及以租代售、租售同权等有助于购房人群的增多。3、需求改善的关键是量价实现正反馈，关注短期成交量放量后价格走势。

图 91：地产当前存在“需求-价格-库存”的负向正反馈循环



资料来源：Wind，德邦研究所绘制，单位%

926 政治局会议明确表示“要促进房地产市场止跌回稳”，如何理解“止跌回稳”我们认为最重要的一是需求和价格的止跌回升，修正负反馈机制；二是债务风险的止跌回稳。未来的政策重心在于推动这两方面问题的解决。

当前我国地产政策调控效果存在一定非对称性，主要分为供给和需求两个方面。供给端通过土地供应量、保交房和收储等手段控制房地产的开发投资从而调节供给端资源配置，对经济产生一定的抑制效果；需求端主要通过限制性放松政策、调整首付比来刺激家庭购房需求，并通过影响家庭的储蓄与消费对宏观经济产生积极影响，因此整体来看，供需两端对经济的拉动效果存在非对称性。此外，地产政策在各地区也呈现出明显的非对称性。

供给端通过土地供应量、保交房和收储等手段控制房地产的开发投资从而调节供给端资源配置。926 政治局会议提出“要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量”。保交房有助于严控增量，2024 年 4 月 30 日中央政治局会议强调“继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。”首次以“保交房”替代了之前的“保交楼”提法；收储有助于优化存量，2024 年 5 月 17 日，在国务院政策例行吹风会中住建部副部长董建国对此进行了强调：“推动消化存量商品住房。城市政府坚持‘以需定购’，可以组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品住房用作保障性住房。”此外，10 月 17 日住建部新闻发布会中提及的 100 万套货币化安置城中村改造和危旧房改造也有助于成为地产政策工具箱中的新工具。

需求端主要通过限制性放松政策、调整首付比来刺激家庭购房需求，并通过影响家庭的储蓄与消费对宏观经济产生影响，如限制性放松政策方面，2023 年以来，多地在限购、限贷、限售、限价方面逐步放松限制性政策；再如首付比方面，2024 年 5 月 17 日，央行“多箭齐发”，宣布取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率、调整个人住房贷款最低首付款比例和设立 3000 亿元保障性住房再贷款四项地产新政，被视为

地产调控政策的重要变化。

在区域层面，由于我国各地区之间经济发展水平、金融一体化程度、对外开放程度、资本流动性等因素存在较大差异，货币政策对各地区房价的影响也存在差异，体现在各地区的敏感程度、影响时滞和政策效果等层面。例如，大多数扩张性货币政策都对房价起到了一定程度的支撑作用，紧缩性货币政策则反之，从货币政策对房价的调控效果来看，2015年初DR007高于OMO7天，即市场流动性偏紧时，中部地区房价首先受到负向冲击，从二手房挂牌价格指数变动幅度也可验证，2015年一季度，东部和西部地区二手房挂牌价正增，中部地区负增。

我们认为，已有地产政策效果仍待检验，为促进房地产市场止跌回稳，预计需进一步出台呵护地产的政策，可能集中在保障房和商品房层面。例如，对国央企更多考核公益性或社会属性有助于提升国企的保障房建设意愿，积极推进保障房+商品房的建设。其中，保障房要“以人为本”，强调“住有所居”，推进房企集中度提升实现规模经济，有效解决结构性问题，通过市场化运营方式促进风险化解，促进债务风险敞口缩小。从需求、价格、风险几个维度促进供需格局修正，从而改变供给过剩的局面。

增量政策关键在于促进以下两方面的逐步改善：其一，去库存关键在于改善供需格局，实现价格环比驻底，价格筑底有助于观望性需求释放。截至2024年9月，现房待售面积累计7.3亿平，加上“已开工未竣工且未售”的在建工程库存面积（根据中指研究院测算，截至2024年7月，全国住宅“已开工未售库存”为25.2亿平方米，不同机构对此有不同算法，估算在20亿平左右较为合适）规模可能在20-30亿平之间，考虑当前年度房地产销售面积在7亿平左右，去化周期较长，期待地产政策进一步在供给端发力，特别是货币化安置规模需进一步关注。其二，促进房地产债务风险的化解，关键在于解决民营地产公司的债务风险，利用市场化机制推动兼并重组来化解风险的前提是，收储折扣能够进一步下降，使得保障性租赁住房的实际投资回报进一步上升，提升企业投资意愿。当前各地方收储的整体规模相对有限，既有考核机制对国央企的限制，也有投资回报率较低的约束，后续我们政策发力应更聚焦于这两方面，保障房领域，可以考虑将考核机制更多关注“以人为本、住有所居”的社会属性，也需要进一步对民企定性。

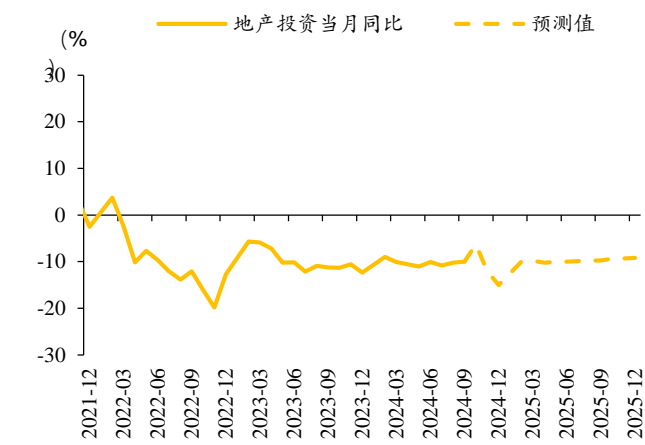
综合来看，我们预计2025年全年地产投资增速为-9.8%，Q1、Q2、Q3和Q4当季同比分别为-9.9%、-10.1%、-9.8%和-9.3%，受到地产政策渐进发力影响，地产投资季度同比呈现“√”型走势。

图 92：2023 年以来地产政策主线：先“稳妥化解风险”，后“政策工具加速落地”



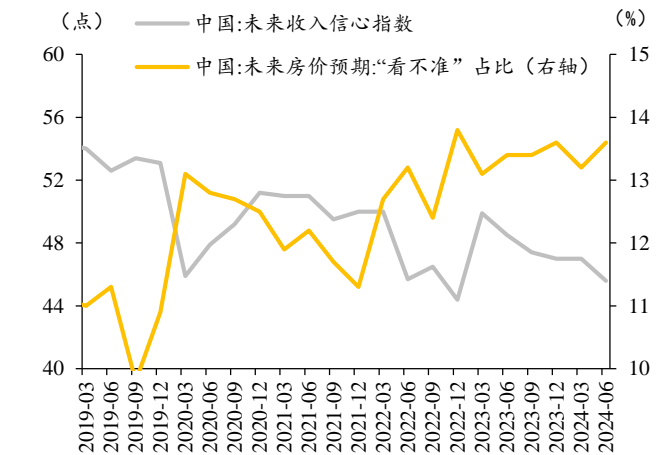
资料来源：中国人民银行，银保监会，证监会，自然资源部和住房城乡建设部等，德邦研究所

图 93：预计 2025 年全年地产投资增速为-9.8%



资料来源：Wind，德邦研究所测算

图 94：未来收入信心（点）自 2023 年 Q1 持续下行，居民对未来房价预期“看不准”占比 (%) 超 10%



资料来源：Wind，德邦研究所

3.4.3. 基建投资：广义财政扩张，基建稳步回升

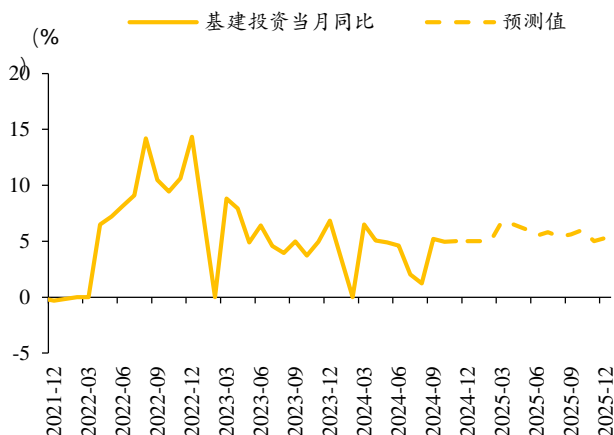
整体来看，广义财政发力下带动基建到位资金充足，预计 2025 年基建投资增速有望达到 6% 左右。2024 年 3 月以来，广义财政支出连续六个月负增，当前广义财政支出处于历史低位，若 2025 年中央和地方同时发力，银行信贷和城投债务分别新增 4000 和 20000 亿，基建到位资金充足，有助于带动基建投资积极增长，但考虑到 2025 年传统基建重点方向中管道投资等带来的财政乘数较小，新基建、新能源基建对增长拉动有限，保守估计，基建全年有望实现 6% 左右的增长，Q1、Q2、Q3 和 Q4 基建投资增速分别为 6.8%、6.0%、5.6% 和 5.4%。

图 95：历史三轮化债对基建投资增速存在一定程度掣肘



资料来源：Wind，德邦研究所

图 96：预计 2025 年全年基建投资增速为+6.0%



资料来源：Wind，德邦研究所测算

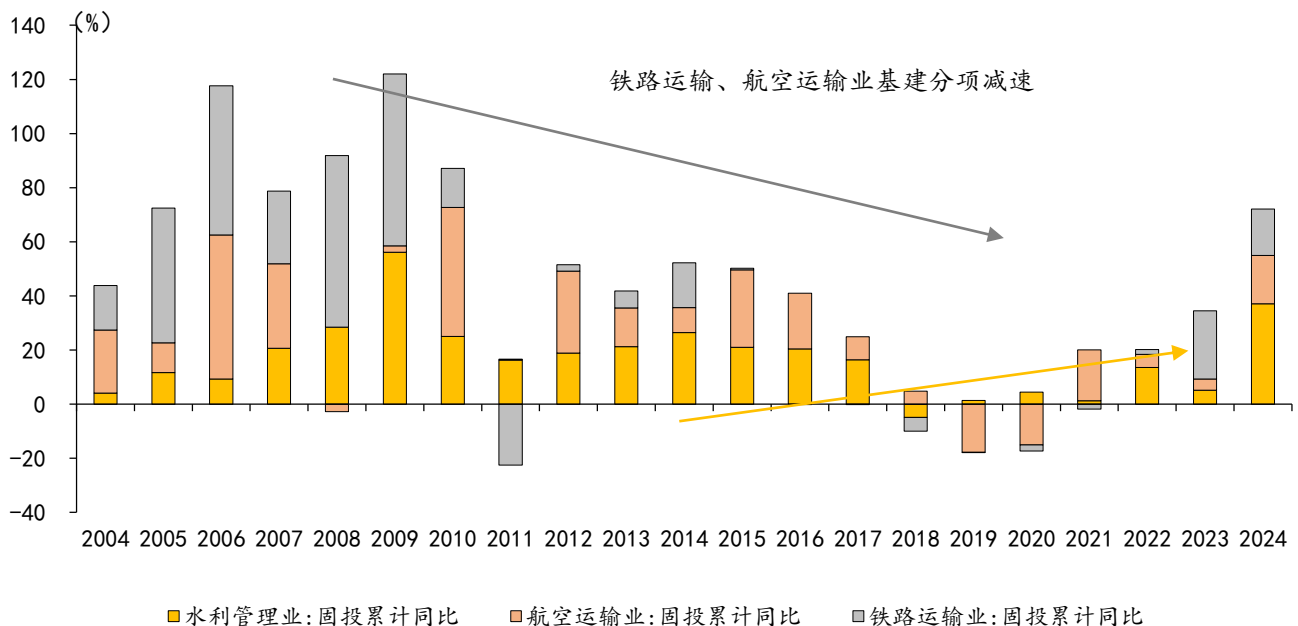
结构上看，我们认为关注传统基建和新基建两个方向，前者指向管道投资、战略腹地转移催化的重大项目以及西部大开发，后者指向算力中心、数据中心等领域建设。

- 传统基建：管网投资需求近 4 万亿：**10 月 18 日新闻发布会，国家发改委副主任刘苏社针对城市更新领域表示“目前，我国城市发展已经进入了增量建设和存量更新并重的阶段，今后一个时期，城市改造更新的任务将越来越重。以城市重要的‘里子工程’地下管网建设改造为例，预计在未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近 60 万公里，投资总需求约 4 万亿。”
- 传统基建：战略腹地转移加速：**2023 年 7 月，习近平总书记指出四川是我国发展的战略腹地，建设“两高地、两基地、一屏障”，有助于尽快成为带动西部高质量发展的重要增长极和新的动力源。2023 年底中央经济工作会议强调“优化重大生产力布局，加强国家战略腹地建设”。国务院批复《四川省国土空间规划（2021—2035 年）》也明确“四川省地处长江上游、西南内陆，是我国发展的战略腹地，是支撑新时代西部大开发、长江经济带发展等国家战略实施的重要地区”。党的二十届三中全会再次强调“建设国家战略腹地和关键产业备份”。考虑产业备份和战略腹地建设会催化部分基础设施需求，预计这些重大项目也将对基建投资形成支撑。
- 传统基建：着力打造“西部引擎”：**2024 年 4 月 23 日，习近平总书记主持召开新时代推动西部大开发座谈会，强调“要一以贯之抓好党中央推动西部大开发政策举措的贯彻落实，进一步形成大保护、大开放、高质量发展新格局，提升区域整体实力和可持续发展能力”。习近平总书记的重要论述，为加快打造中国式现代化“西部引擎”、在中国式现代化建设中奋力谱写西部大开发新篇章指明了方向。因地制宜发展新质生产力，打造西部现代化产业体系中，创新跨地区产业协作和优化布局机制，有序承接产业梯度转移。推进四川、重庆等地加快建设国家战略腹地重要承载区，推进贵州等地大力建设产业备份基地是有力支撑。
- 传统基建：加快水利建设：**2004 年至今，基建投资结构中水利管理业增

速渐进提升逐步超越铁路和航空运输业，具体来看，2010年以前，铁路、航空和水利业相关基建平均增速分别为41.4%、23.7%和22.2%；2011-2020年期间，增速分别为-0.43%、8.36%和14.2%；2021年至今，增速分别为10.6%、11.4%和14.3%，整体来看，高铁、高速公路等大基建都已趋近饱和，水利大基建仍有空间，2023年开始，内河建设投资项目出现了大幅增长，例如，广西在2022年8月就启动了“平陆运河”工程，预计到2027年完成，安徽投资950亿元的“江淮运河”也已通航。综合考虑经济发展的惯性，若2025年水利投资持续发力，我们预计2025年基础设施建设投资中水利管理业或维持30%左右的增速，其中“后运河时代”相关新基建加速或拉动基建投资增速进一步提升，新基建的乘数效应不容忽视。

- 新基建：算力需求下，质算中心支撑新基建加速。**根据国家信息中心发布的《智能计算中心创新发展指南》指出，“十四五”期间，在智算中心实现80%应用水平的情况下，城市对智算中心的投资可带动人工智能核心产业增长2.9倍至3.4倍，带动相关产业增长36倍至42倍。智能算力需求的快速增长让智算中心的建设也进入了高速发展时期。目前，各地也开始逐步出台关于整体建设的指引以及相关指标，这主要还是为了引导智算中心向着“重质量”“绿色”的方向健康发展。截至2023年8月，我国智算中心集中于东部地区和中部地区。其中，东部地区智算中心数量达25个，占比62.5%，排名第一，以京津冀和长三角地区为主；中部地区占比17.5%，排名第二；西部和东北地区的智算中心数量占比分别为12.5%和7.5%。智能算力需求的快速增长让智算中心的建设也进入了高速发展时期。

图 97：固定资产投资完成额基建分项增速：基建分项中铁路运输、航空运输业基建分项整体减速，水利管理业基建分项整体加速



资料来源：Wind，德邦研究所

表 4：2023 年开始，内河建设投资项目出现了大幅增长

省份	运河名称	投资额（亿元）	开工时间	预计竣工时间
安徽	江淮运河	1153	2016 年	2023 年
广西	平陆运河	727	2022 年	2027 年
河南	47 个内河水运项目	1416	2024 年	2027-2029 年
浙江、江西、广东	浙赣粤运河	3200	待开工	暂不确定
湖北	荆汉运河	784	待开工	暂不确定
湖南、广西	湘桂运河	1500	待开工	暂不确定

资料来源：新华社、人民日报、中国新闻网、中国城市规划网、中国交通新闻网、中国科技网、上观网、长江云新闻、红网时刻，德邦研究所

- 其他因素方面，我们建议关注天气因素对项目节奏的扰动，项目质量掣肘可能逐步下降。**一是拉尼娜扰动基建节奏，世界气象组织 2024 年 9 月最新预报显示，2024 年 9 月至 11 月，全球存在 55% 的可能性从目前的中性条件（既不是厄尔尼诺，也不是拉尼娜）转为拉尼娜条件。从 2024 年 10 月至 2025 年 2 月，这种可能性会增加至 60%，厄尔尼诺在此期间再次发展的几率微乎其微。因此，我们预计 2025 年拉尼娜条件或影响基建项目节奏；二是项目质量掣肘可能逐步下降，考虑到地方自主项目放开+土储专项债，高质量项目考核因素对基建增长扰动减弱。

3.5. 进出口：出口韧性来自“性价比优势”和渠道出海

我们预计 2025 年美元计价出口同比增速为 4.1%，Q1、Q2、Q3 和 Q4 当季同比分别为 4.5%、4.3%、4.0%和 3.5%。“产品力”和“渠道力”分别是出口和出海的核心驱动力，“产品力”即“性价比优势”加速生产制造出海，“渠道力”即商业模式有效“复制”加速渠道出海，从贸易对象和贸易产品两个视角可以对此验证。

美国对华贸易限制提升，或冲击我国出口增长。特朗普和拜登任期内都对我国加征关税。2018 年 3 月，时任美国总统特朗普宣布将对从中国进口的商品大规模加征关税，挑起中美经贸摩擦。2018 年 7 月和 8 月，美国分两批对从中国进口的 500 亿美元商品加征 25% 关税。中方依法对美产品采取了同等力度、同等规模的对等措施。2018 年 9 月，美国对 2000 亿美元中国输美产品加征 10% 的关税。作为反制，中方对价值 600 亿美元的美国商品加征关税。美方出尔反尔、极限施压，持续升级贸易摩擦，共计对约 3700 亿美元中国输美产品加征关税。2021 年以来，拜登政府不仅延续了加征关税措施，还鼓噪对华“脱钩断链”“去风险”，打造“小院高墙”，搞“友岸外包”，破坏全球经贸体系。美国大选接近尾声，特朗普支持率略高于哈里斯，特朗普对华态度强硬，在 2024 年 10 月 15 日的一次有关经济政策的采访中也有验证“加倍强调关税，声称将对进口商品征收‘史上最高的关税’”。

表 5：美国在人工智能、电信、新能源和芯片等诸多领域对华展开限制

年份	政策	领域
2018	2018 年 8 月，美国国会通过《出口管制改革法案》，正式重新授权美国总统进行出口管制，进一步通过出口管制的方式限制核心技术流出美国	人工智能等新兴技术
2021	2021 年 11 月，美国通过《安全设备法案》，该法案旨在阻止被判定为安全威胁的公司获得新的电信设备牌照	电信

2022	2022年8月，美国总统拜登签署了《2022通胀削减法案》并正式生效，在力争缩小财政赤字的前提下，增加了对主要企业的征税政策和针对新能源汽车和光伏产业的财政刺激政策	新能源汽车、光伏
2023	2023年8月，美国总统拜登签署行政令设立对外投资审查机制，限制美国主体投资中国半导体和微电子、量子信息技术和人工智能领域	半导体、量子信息技术和人工智能
2024	2024年5月，拜登正式宣布提高部分中国进口产品进口关税，总价约180亿美元，主要包括新能源车、半导体芯片、锂电池、大型船岸起重机、医疗产品、铁铝等	新能源车、半导体芯片、锂电池、大型船岸起重机、医疗产品、铁铝等

资料来源：白宫、中国商务部、美国国会官网五道口宏观笔记微信公众号、河南省商务厅，德邦研究所

亲美国对华加征关税集中在钢铁、轻工业、化工原料等多个行业。部分亲美经济体也开始对我国加征关税，墨西哥、印尼、印度等已有行动。2024年7月，据彭博社称，被欧盟反补贴调查点名的三家中国电动车制造商要求欧盟举行额外听证会，浙江吉利控股获准与欧盟举行听证会，以提出反驳被征收临时关税的理据。此前，上汽集团表示已举行听证会，并在会上向委员会提交了反补贴初裁抗辩意见。

表 6：亲美国对华加征关税集中在钢铁、轻工业、化工原料等多个行业

国家	行业	内容
墨西哥	钢铁、铝材、纺织品等	墨西哥总统洛佩斯近日签署法令，自4月23日起上调涉及钢铁、铝材、纺织品和服装、鞋类、木材、塑料及其制成品、化学品、纸和纸板、陶瓷、玻璃制品、电气材料、运输设备、乐器等多种进口产品的最惠国关税，税率为5%~50%
美国、墨西哥	钢铁、铝	美国白宫发布消息称将联合墨西哥政府对所有未在北美熔化和浇铸并自墨西哥出口至美国的钢铁产品加征25%的国家安全关税
印度	化工原料	印度工商部发布公告称，应印度企业 Meghmani Finechem Limited 提交的申请，对原产于或进口自中国、韩国和泰国的环氧氯丙烷启动反倾销调查。案件倾销调查期为2022年4月1日至2023年3月31日(12个月)，损害调查期为2019年至2020年、2020年至2021年、2021年至2022年及倾销调查期
加拿大	电动汽车	加拿大政府8月26日宣布，计划自2024年10月1日起对所有中国制造的电动汽车征收100%的附加税，其中包括电动和部分混合动力乘用车、卡车、公交车和客货两用车等。该项100%的附加税将在目前加拿大对产自中国的电动汽车征收的6.1%关税基础上额外征收。
欧盟	电动汽车	8月20日，欧盟委员会发布了对中国产纯电动汽车征收反补贴税的最终决定草案，临时反补贴税率调整为17%~36.3%。加上原有的10%的基础关税，中国产纯电动汽车出口至欧盟，最高会被征收46.3%的关税。其中，欧盟对比亚迪、吉利和上汽集团加征的关税税率为17%、19.3%和36.3%；其他“合作公司”税率为21.3%；其他“非合作公司”的税率为36.3%。

资料来源：网易、第一财经等，德邦研究所整理

美国通过对华采取贸易摩擦实现“去中国化”的路径终将行不通。从历史贸易摩擦来看，中国对美国名义出口下降，但实际出口并未下滑，主要是通过转口贸易实现替代。对于美国大选后可能加码的中美贸易摩擦，我们认为，中美贸易摩擦大概率不会导致我国2025年出口增速大幅下降，其背后有两条逻辑：一是中国出口供给短期很难被替代；二是市场会自发的通过转口贸易等来规避关税。

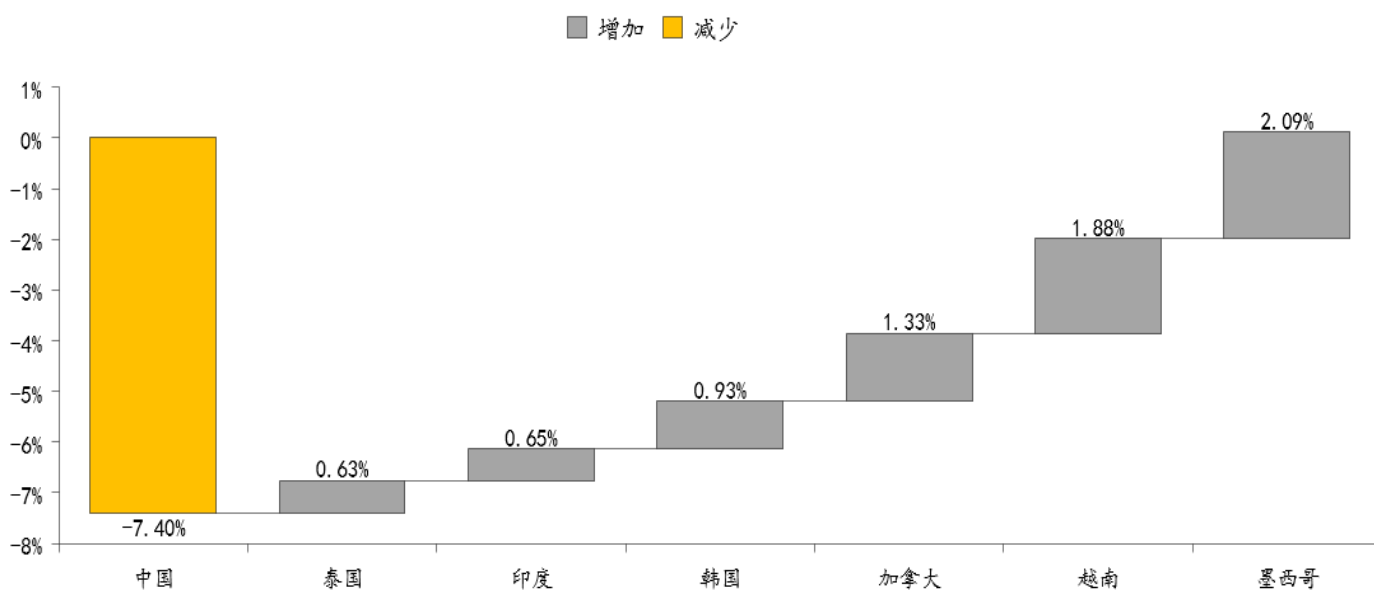
在存量方面，中国在法律产权、货币稳健和贸易自由等经济自由度维度上的优势仍存，在短期内很难被完全替代。根据《2023年全球经济自由度报告》排名，中国货币稳健维度排名第86名，排在柬埔寨、墨西哥、越南和印度的第97、100、128、103名之前；中国贸易自由维度排名第76名，也排在柬埔寨、越南和印度的99、98和114名之前，这表明中国在货币健全以及贸易自由方面仍然具有较强的比较优势，在短期内较难被其他国家所代替。

在增量方面，中国部分劳密出口份额占全球比重接近20%-50%。截止2024

年6月24日，根据联合国商品贸易数据库统计，按照HS分类，2019年中国出口鞋伞帽、加工羽毛以及人发制品占全球份额的39.6%，越南和印尼份额之和为15.1%；中国出口纺织原料以及纺织制品占全球份额的32.2%，越南和印尼份额之和为6.5%，从这两项劳动密集型产品的出口份额来看，中国远超越南和印尼份额之和且分别约为后两者的3倍和5倍，因此我国在劳动密集型产品出口方面的份额优势较难被越南和印尼等国家替代，一方面是由于越南和印尼的承接能力有限，受到劳动力人口以及自然资源等条件限制，这些国家较难快速承接较大份额的劳动密集型产品，另外一方面从外交关系来看，中国和越南受产业链高度相关、产业升级等原因预计仍将以合作共赢为主，中国和印尼受益于一带一路合作关系，合作共赢或是中印贸易主基调。

整体来看，存量视角下，中国在法律产权、货币稳健和贸易自由等经济自由度维度上的优势仍存，出口份额在短期内很难被完全替代；增量视角下竞争国在电信设备和帽饰上的出口潜力之和低于中国，但是在汽车关税的影响下，墨西哥对美国出口潜力高于中国，在产业转移背景下，中国的部分纺织品转移至越南，因此在纺织制品方面越南的出口潜力高于中国是正常的产业转型升级的结果，无需过度担忧。

图 98：2018 至 2023 年，我国对美国出口下降 7.4%，同期墨西哥、越南、加拿大、韩国、印度和泰国对美国出口上升 2.09%、1.88%、1.33%、0.93%、0.65%和 0.63%



资料来源：Wind，德邦研究所

注：由于中美贸易摩擦在 2018 年后开始加剧，因此在时间区间的选取上，选择 2018 年至 2023 年作为观测区间

图 99：2021 年替代国家经济自由度数据：大多数国家在货币稳健、贸易自由和监管方面的国际排名低于中国（单位：名次）

	政府规模	法律产权	货币稳健	贸易自由	监管
韩国	98	32	15	63	36
柬埔寨	64	85	97	99	83
墨西哥	16	111	100	42	92
越南	83	77	128	98	103
印度	30	69	103	114	116
中国	147	92	86	76	131

资料来源：Economic Freedom of the World 2023 Annual Report, 德邦研究所

注：1、政府规模包含政府消费、转移支付和补贴、政府投资以及最高边际税率四个维度；2、法律产权包含司法独立、公正法庭、财产权、军事干预法治和政治、法律制度的完整性、合同的法律执行、对不动产销售的监管限制、警察的可靠性以及性别法律权利调整；3、货币稳健包含货币增长、通胀、外币；4、贸易自由包含关税、监管性贸易壁垒、黑市汇率、资本流动等；5、监管包含信贷市场法规、劳动力市场法规、业务条例、竞争自由四个维度

图 100：替代国家出口潜力数据：大多数国家的电信设备、机动车、纺织制品以及帽饰类产品的出口潜力低于中国（单位：亿美元）

	电信设备	机动车及零部件	纺织制品	帽饰
韩国	7.16	18.00	0.31	0.47
柬埔寨	0.02	0.04	1.47	0.42
墨西哥	60.00	53.00	3.22	0.85
越南	88.00	0.70	7.49	5.53
印度	5.68	7.42	6.10	0.28
中国	230.00	16.00	6.75	16.00

资料来源：ITC, 德邦研究所

注：ITC 的产品潜力分类与海关总署略有差异，我们选择了较为接近的产品进行计算，采用 851762 接受传输数据设备代替第 16 类电信设备；采用 870899 机动车及零部件代替第 17 类机动车及零部件；采用 610910 纺织制品来代替第 11 类纺织制品；采用 650500 帽饰来代替第 12 类鞋伞帽，另外由于柬埔寨无 851762 数据传输设备相关进出口潜力数据，因此采用 85XXXa 电信设备零部件来进行代替

展望 2025 年出口，我们认为“产品力”和“渠道力”分别是出口和出海的核心驱动力，“产品力”即“性价比优势”加速生产制造出海，“渠道力”即商业模式有效“复制”加速渠道出海，从贸易对象和贸易产品两个视角可以对此验证。

从贸易对象结构上看，美国、欧盟、日韩是我国主要贸易对象国，占外贸比重 30% 以上，共建“一带一路”国家外贸占比接近 50%。海外经济体消费 K 型分化明显，对于 G7 国家，性价比中的“性”占主要优势，此外商业模式有效“复制”加速渠道出海对出口 G7 国家也起到支撑；对于新兴市场国家，性价比中的“价”占主要优势，此外在外交关系的大国博弈背景下，一带一路等战略突破带动我国对新兴市场国家出口显著提升也值得关注：

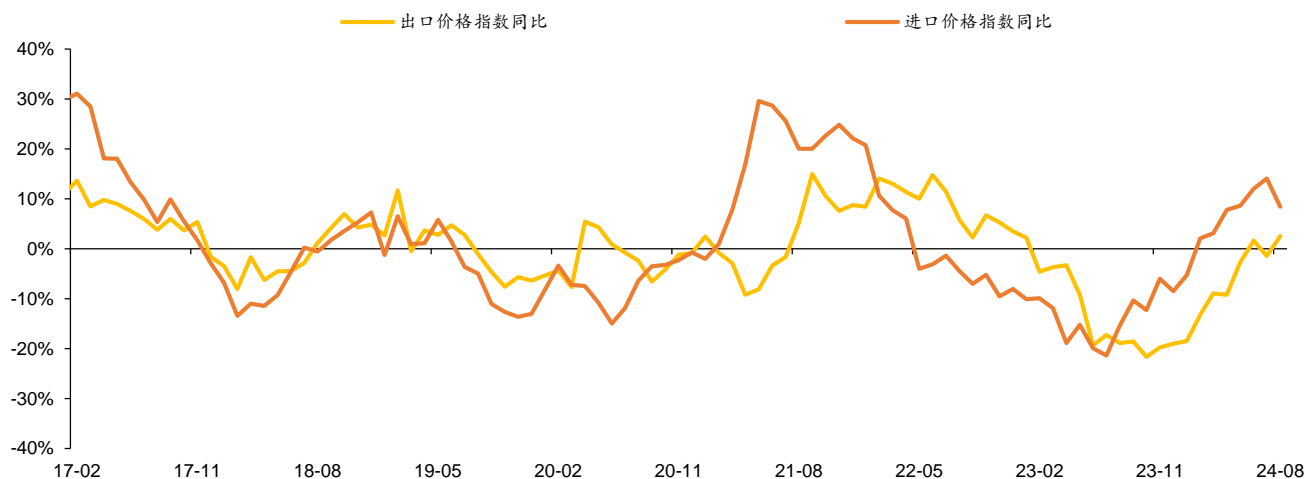
- “产品力”方面，发达经济体消费 K 型分化明显，我国有望凭借“性价比”优势获益。疫情之后美国大规模财政刺激加剧贫富差距，贫富加剧背景下，K 型两端的高端消费品和高性价比商品积极增长，我国在此过程中有望凭借“性价比”优势获益，得益于我国供应链优势，供应链稳定、安全、可控支撑了农业、汽车等产业链的稳定性。加之新质生产力发展下新型基础设施加速建设，有望对性价比优势提供生产力支撑。
- “渠道力”核心在于减少销售环节，经销变直销增厚企业盈利。此前我国主要依赖海外贸易商打入海外市场，2023 年起企业出海积极性显著提升，相比生产制造环节的出海，营销渠道的出海更为广泛，通过打通海外直销渠道替代传统的贸易商经销渠道，减少了销售环节，增厚了企业的营收和利润。因此渠道出海的重要影响是通过将经销转变为直销而形成了“渠道力”，这对出口形成了重要支持，未来随着部分企业在区域市场的市占率显著提升，可能才逐步走向生产制造出海。

- **关税加码影响或有限，“渠道力”有望保持我国产品的相对价格优势。**2024年以来美国大选日渐激烈，特朗普明确表示未来将继续使用“关税”大棒打压我国出口，我们认为，考虑渠道出海转经销变直销，此前的成本比价变成了终端销售环节的比价，与海外企业相比，我国产品的性价比优势较为显著，“关税加码”带来终端价格的提升，可能更多影响美国通胀而非我国出口。
- **雁阵模式和大国外交支撑我国对新兴国家贸易出口。**从雁阵模式来看，日本在20世纪50年代至今的进出口贸易中出口的商品复杂度逐步升级，从劳动密集型产业→物质资本密集型产业→技术密集型产业，从低附加值的产品（消费品）→高附加值的产品（资本品），日本逐步实现了产业的升级转型，我国当前正逐步将劳动密集产业转移到东南亚等国家，逐步实现产业升级以应对发达经济体K型分化中的消费升级，并以性价比优势应对K型分化中的后者消费降级。此外，我国坚持中国特色大国外交，推动构建人类命运共同体，尤其是针对一带一路国家，我国通过共建“一带一路”倡议和企业“走出去”战略，延伸中间品贸易链条，更好增强国内国际两个市场资源的联动效应，进而带动出口增长。2024年前三季度我国对共建“一带一路”国家进出口15.21万亿元，增长6.3%，占比提升到47.1%。

此外，从贸易产品结构上看，机电产品出口占比接近60%，劳动密集型产品占比接近20%。全球科技周期带动机电、集成电路增长，中国设备及零部件性价比优势明显，加之新兴市场国家对我国劳动密集型产品的出口替代作用较为有限，因此无需过度担忧：

- **全球科技周期带动机电、集成电路增长，中国设备及零部件性价比优势明显。**在此轮人工智能科技革命中，全球底层算力的需求迅速增长，科技革命的底层算力需求与全球半导体周期紧密相关，也会带动相关设备和零部件产品的增长。我国在机电设备、集成电路领域出口优势明显，为确保供应链安全并防范美国及其盟友收紧的出口管制措施，半导体企业加大投资并加快备货促成了我国进口额的明显增长。据我国海关总署统计，2023年我国进口半导体制造设备375.8亿美元，同比增长20.8%并创新高。2024年1-9月我国机电产品出口11.03万亿元，增长8%，占出口总值的59.3%，继续保持稳步增长的态势。
- **新兴市场国家对我国劳动密集型产品的出口替代作用较为有限。**自2018年贸易条件大幅改变以来，我国出口份额先升后降，但是在贸易出口国家结构上进行了调整，尤其是我国对美国的出口出现了下滑，但是越南、墨西哥等国对美国的出口出现了上升，在2024年贸易条件或再陷入复杂境地的背景下，我们认为新兴市场国家对我国劳动密集型产品的出口替代作用较为有限。

图 101：进出口价格指数同比



资料来源：Wind，德邦研究所

进口依托政策发力及落地下内需的逐步回升。展望 2025 年，我们认为 430 政治局会议做出明确定调“落实已部署政策并加快政策落地”，通过实施积极的财政政策、稳健的货币政策加之精准有力的产业政策有望加速内需逐步回升，激发消费潜力，从而带动进口回升。与此同时，受到铜、油等大宗商品价格高位影响，进口读数亦有所支撑。我们预计 2025 年美元计价进口同比增速为 5.2%，Q1、Q2、Q3 和 Q4 当季同比分别为 6.5%、4.2%、6.2%和 4.0%。

3.6. 通胀：CPI 关注猪价，PPI 聚焦铜、油

整体来看，我们预计 2025 年 CPI 全年增速中枢为 1.4%，节奏上看，Q1、Q2、Q3 和 Q4 CPI 分别为 1.4%、1.3%、1.5%和 1.5%，全年走势较平。

在 CPI 的结构上我们提示重点关注以下四个方面：一是预计 2025 年食品项受到低基数影响；二是能源项预计受到油价支撑；三是核心 CPI 受到居民收入预期改善影响+促消费政策支持；四是翘尾因素对 CPI 扰动减弱。

猪价继续上涨，预计 2025 年底有望升至 25-30 元/公斤左右。2024 年年初以来猪价主要受供给减少影响，9 月份仔猪价格震荡下跌，一方面是目前养殖端补栏积极性下降，另外一方面则是目前新生仔猪外销数量较多，加之生猪存栏结构中大体重猪源占比增加，整体来看预计 2024 年四季度待出栏生猪较为充足。综上，不同维度支撑 2024 年四季度猪价上涨速度放缓。对于 2025 年，我们认为猪价继续上涨但上涨空间有限，预计 2025 年底有望升至 25-30 元/公斤左右。主要有三点原因，一是供给收缩，2025 年生猪出栏量由 2024 年 4 月-2025 年 3 月能繁母猪数决定，能繁母猪存栏数减少对 2025 年猪价形成强有力支撑；二是季节性需求变化，猪肉需求具有一定的季节性特点，供给淡季时猪价走高，而旺季时供给端的变化对猪价有指引作用。三是政策和市场调控，政府和相关部门或会通过保供稳价措施来调控市场供需平衡，从而间接支撑猪价，因此预计 2025 年猪价上行，年底有望升至 25-30 元/公斤左右。

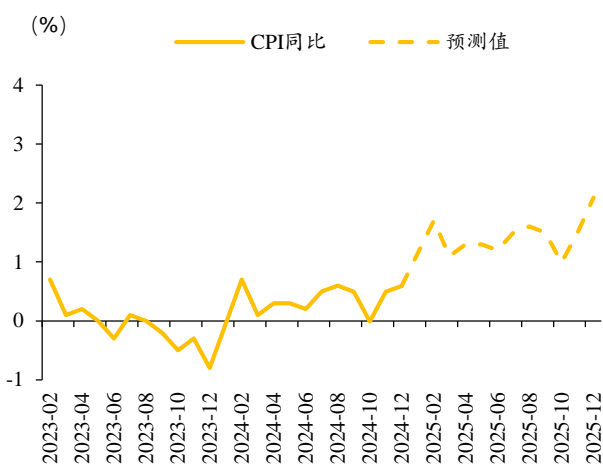
预计 2025 年油价呈现“倒 U”走势，Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别为 75、80、77 和 74 美元/桶左右。我们认为，不考虑地缘政治因素，预计 2025 年油价呈现“倒 U”走势，中枢在 75 美元/桶左右，有三点原因，一是供给逻辑，根据国际能源署预测，2025 年 1 至 10 月，布伦特原油供需缺口进一步走扩，自 7 百万桶/天

扩至-49百万桶/天,或支撑油价继续上行。但是欧佩克+此前称将“自愿减产措施”延长至2024年底,将“集体性减产措施”延长至2025年结束,此举或限制油价进一步大幅下跌,综合来看2025年油价可能出现“倒U”走势;二是需求逻辑,全球整体需求增长预期仍然相对疲软,或带动油价先上后下;三是地缘逻辑,若受到美国大选影响,特朗普上台后美沙关系或缓和带来石油增产带动油价下跌。

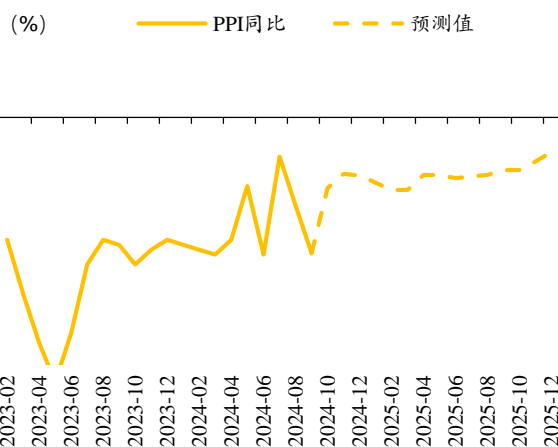
预计2025年在政策催化下,新的消费业态有望快速形成,支撑核心CPI回升。其一,“去地产化”带来的负财富效应冲击居民消费能力和消费意愿,消费者预期指数处于历史低位,消费市场存在一定的改善空间;其二,“文旅经济”和“共享经济”持续升温,消费结构性亮点频繁出现,预计2025年文旅消费或继续升温;其三,在政策方面,若消费品以旧换新政策加码支撑汽车和家电消费,地产政策加码扩围也有助于降低对消费层面的扰动,另一方面也有助于催化新的消费业态。新消费业态和消费品以旧换新有助于提升居民消费意愿。

图 102: 预计 2025 年 CPI 全年增速为 1.4%

图 103: 预计 2025 年 PPI 全年增速为 -1.2%



资料来源: Wind, 德邦研究所测算



资料来源: Wind, 德邦研究所测算

整体来看,我们预计2025年PPI全年增速中枢为-1.2%,节奏上看,Q1、Q2、Q3和Q4PPI分别为-1.5%、-1.2%、-1.2%和-0.9%,全年整体呈现渐进回升态势。我们提示重点关注以下几个方面:

- 财政、地产和消费等政策逐步落地背景下,PPI中枢可能较前期有所抬升。内需渐进回升的过程里有望带动PPI回升,预计2025年在积极的财政政策影响下,广义财政有望较2024年显著扩张,政府宽信用带动社融增速也显著改善,宽信用带动内需改善,有望带动PPI回升。
- 预计2025年有色价格可能在阶段性回调后继续上行,铜价中枢或将继续上行。展望2025年,考虑铜矿开采成本逐年上升、消费电子和能源转型支撑铜价,此外,新增铜需求主要来自新兴市场国家,如印度等新兴经济体在加速基建发展的过程中对铜的需求增多,未来存在涨价空间。

2025年PPI能否转正?我们判断,若受美元走弱、全球消费电子及新能源需求边际改善、新兴市场国家基建投资加速、航运通畅度下降、国内经济复苏加强等因素影响,2025年若出现油价、铜价共振,PPI同比有望在2025年四季度转正。

3.7. 工业增加值：标准调整支撑工业

2023-2024 年，十大重点工业行业稳增长推动了工业生产持续较快增长，展望 2025 年，在“制造立国”持续推进以及工业产能利用率连续回升、制造业投资增速持续较高印证产能升级和迭代空间依然不小两方面支撑下，工业增长有望延续供给强于需求的格局，供给端的增长或较 2024 年有所放缓，但仍保持在较高水平，这背后有两大逻辑支撑。

其一是标准提升的逻辑：

- **生产技术标准、节能环保目标约束。**2021-2022 年，工信部和国务院陆续出台了一系列工业行业“十四五”规划或高质量发展规划，对重点工业行业的生产技术标准、节能环保标准等制定了多项目标或关键约束。2025 年是“十四五”的收官之年，在既有目标约束下，生产技术和节能环保方面的标准提升的要求或意味着部分低效能、高排放的落后产能面临更加严格的出清或改造压力，这构成了 2025 年工业供给侧的约束。
- **内外贸标准衔接要求。**以往，内外贸在质量标准、认证认可、检验检疫等方面的差异是阻碍不少企业内外贸融合发展的核心原因之一。例如，对于家电企业而言，进入欧洲市场需要取得欧盟的 CE 认证，进入美国市场需要取得美国的 UL 认证，这些认证体系在认证程序、适用范围、质量标准、认证机构等方面都存在一定差异，企业对接标准、取得认证所付出的人力、时间和资金成本在一定程度上会削弱企业“走出去”或“转内销”的动力。2023 年 12 月，国务院印发《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》的通知，提出“促进内外贸标准衔接……不断提高国际标准化转化率”、“推进内外贸产品同线同标同质……鼓励企业对其产品满足‘三同’要求作出自我声明或委托第三方机构进行认证”，做好内外贸标准衔接可能意味着部分国内标准要更加注重向与国际标准匹配的方向调整，这对于我国的工业生产而言也将形成一定扰动。
- **统一大市场标准化体系建设。**近年来，我国各地方之间存在着标准不统一导致部分行业在地方之间融合发展受限的问题，例如，各地冷链物流标准不统一，易导致冷链物流效率低，损耗率高；各地工业互联网缺乏统一的标准体系，易导致工业互联网平台互联互通受阻，数据共享不畅。2024 年 7 月，党中央、国务院发布《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“健全国家标准体系，深化地方标准管理制度改革”，这项工作已取得诸多进展，在前面所述的两个领域，我国分别制定了《冷链物流服务质量要求》、《冷链物流运输车辆技术要求》、《工业互联网总体网络架构》、《工业互联网标识解析体系》等一系列国家标准，推动全国统一的标准体系形成是建成统一大市场、形成畅通内循环的必需，利好长远，然而也可能导致一定程度的短期限制，部分不达标企业的生产经营面临改造或淘汰的压力。

表 7：部分行业“十四五”或高质量发展规划中对节能环保、技术标准等的目标与约束

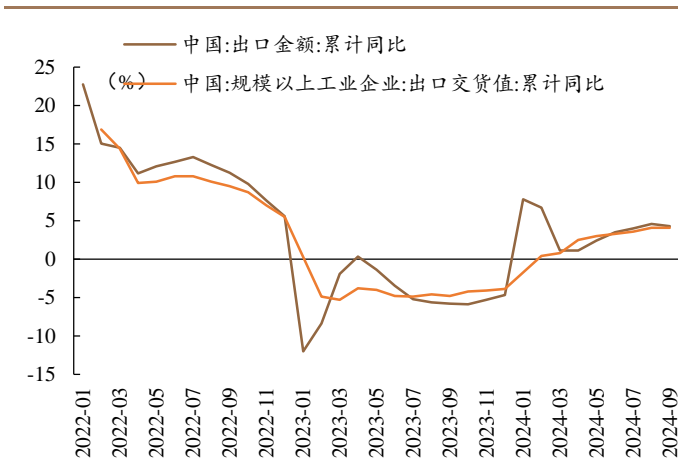
行业	时间	文件	约束目标/要求	发展目标
工业	2021-11	“十四五”工业绿色发展规划	单位工业增加值二氧化碳排放降低18% 重点行业主要污染物排放强度降低10% 规模以上工业单位增加值能耗降低13.5% 单位工业增加值用水量降低16%	重点行业和重点区域绿色制造体系基本建成，完善工业绿色低碳标准体系
钢铁	2022-01	关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见	80%以上钢铁产能完成超低排放改造，吨钢综合能耗降低2%以上，水资源消耗强度降低10%以上	关键工序数控化率达到80%左右，生产设备数字化率达到55% 电炉钢产量占粗钢总产量比例提升至15%以上
石化化工	2022-03	关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见	大宗产品单位产品能耗和碳排放明显下降，挥发性有机物排放总量比“十三五”降低10%以上	产能利用率达到80%以上；乙烯当量保障水平大幅提升，化工新材料保障水平达到75%以上 石化、煤化工等重点领域企业主要生产装置自控率达到95%以上
纺织	2022-04	关于产业用纺织品行业高质量发展的指导意见	制定纺粘、水刺、针刺等非织造布领域节能减排和清洁生产评价指标体系，降低行业能耗水平	循环再利用纤维及生物质纤维应用占比达到15%，非织造布企业关键工序数控化率达到70%
化纤	2022-04	关于化纤工业高质量发展的指导意见	废旧资源综合利用水平和规模进一步发展，行业碳排放强度明显降低	企业经营管理数字化普及率达80%，关键工序数控化率达80%
原材料	2021-12	“十四五”原材料工业发展规划	钢铁行业吨钢综合能耗降低2%，水泥产品单位熟料能耗水平降低3.7%，电解铝碳排放下降5%	智能制造能力成熟度3级及以上企业20%以上，关键工序数控化率70%以上
轻工业	2022-06	关于推动轻工业高质量发展的指导意见	资源利用效率大幅提高，单位工业增加值能源消耗、碳排放量、主要污染物排放量持续下降	
家居	2022-08	推进家居产业高质量发展行动方案		重点行业两化融合水平达到65%

资料来源：工信部、中国政府网等，德邦研究所

其二是需求结构改变的逻辑：

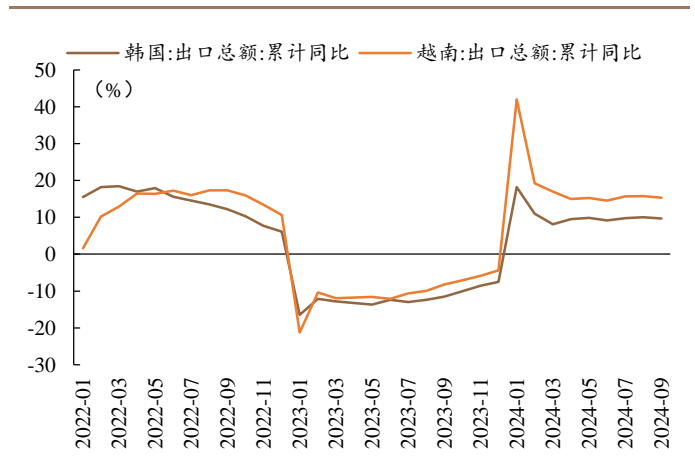
- 海外经济动能减弱与美国大选构成对我国出口的不利因素。2024 年前三季度，我国出口金额累计同比增长 4.3%，较 2023 年全年-4.7%的出口增速明显改善；出口交货值累计同比也从去年的-3.9%上升至 4.1%。我国本轮出口走势好转与韩越等重要出口国出口走势一致，呈现全球共振的外需带动的特征。但展望 2025 年，美国大选投票在即，民调显示特朗普当选概率较高，其对外政策主张对中国加关税，若特朗普胜选，短期内我国外贸形势可能受到一定冲击，2025 年出口或较 2024 年边际下降。

图 104：2024 年我国出口明显改善



资料来源：Wind，德邦研究所

图 105：2024 年韩越出口增速上升印证全球需求共振



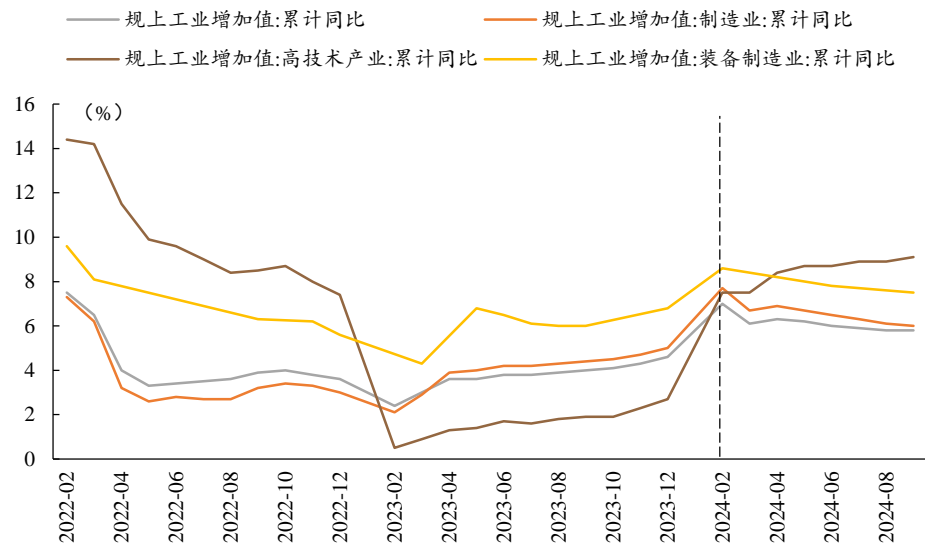
资料来源：Wind，德邦研究所

- **内需改善有望成为 2025 年的工业增长的利好因素。**一方面，财政政策积极发力，财政支出的增加通过基础设施建设、保障房建设、两重工程建设和支持产业升级等各个领域都能够直接带动工业品需求增加，从而在需求侧提振工业增长；化债政策加力后，地方政府也能够更有信心、更有能力发挥政府投资的引领作用，带动工业部门投资和生产扩张，我们认为，这将是 2025 年我国工业增长的主要驱动力；另一方面，2023 年下半年至 2024 年上半年，受需求偏弱、价格偏低影响，我国工业企业库存周期一直运行在弱补库阶段，2024 年二季度以来，工业企业库存增速出现一定回升，同样受益于后续财政支出加力，工业企业补库意愿有望上升，补库意味着对于工业生产有望更积极。

结构上看，新动能行业增长有望延续较强，更好地带动整体工业增长。2023 年年底以来，工业增加值结构上明显呈现以高技术产业为代表的新动能行业较强，带动整体工业增加值走高的特征，其背后是中国经济结构转型升级对应的、以高技术产业为代表的新动能行业快速发展并接替传统动能成为中国经济新引擎的宏观逻辑。在宏观上的中国经济“去地产化”、地方化债等等都意味着传统的以房地产开发、基建建设为中心“量”的需求带动产业链上下游生产扩张的模式趋于尾声，逐步转向以技术开发、产品质量提升为动力“质”的提升牵引供给优化并孕育新的需求的新模式。在这个过程中，需要不断培养新动能产业发展壮大，成长为足够大足够强的中国经济新支柱，这也是制造立国的愿景目标所在。展望 2025 年，我们认为这一格局不会发生改变，新动能行业依然将是工业门类下增长最快的部分，且考虑到数量规模的逐步扩大，新动能行业快速增长对整体工业增加值的增长拉动效果也将上升，通过支持新动能行业快速发展稳固和提振工业增长的效果也将越来越明显。

传统工业行业继续调整优化，以产能置换、升级为重要方向。前文提及，标准提升可能是 2025 年工业供给侧的核心逻辑。2024 年二、三季度，工业和制造业产能利用率较一季度均有一定回升，如何理解在需求端偏弱的基础上，工业增加值增速较高、产能利用率整体回升的态势？我们认为，这是标准提升这一供给侧逻辑的体现，通过标准提升推动落后产能出清、先进产能替代，既能够加快培育先进产能，形成新质生产力，又能够更好发挥市场机制优胜劣汰，推动“相对过剩”的落后产能不断淘汰、迭代更新，先进产能并不会过剩，标准提升有助于在稳固工业供给的同时引导产能结构优化。2024 年 5 月国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》，对钢铁、石化化工、有色金属、建材等原材料行业规定了多项目标；8 月工信部印发《2024 年第三批行业标准制修订计划的通知》，布局新兴产业、未来产业标准制定之余，在传统产业标准升级方面聚焦系统性、整体性生产技术标准提升；9 月人民银行在对金融数据的官方解读中表示“淘汰落后产能，促进产业升级，支持总供给和总需求在更高水平上实现动态平衡”，都体现了供给侧标准提升的导向。标准提升这一导向在 2024 年的工业增长中取得了较好的成效，我们认为 2025 年标准提升的导向仍将延续，对于传统工业行业而言，这意味着其发展方向仍将沿着产能置换和升级的目标运行，稳中促升。

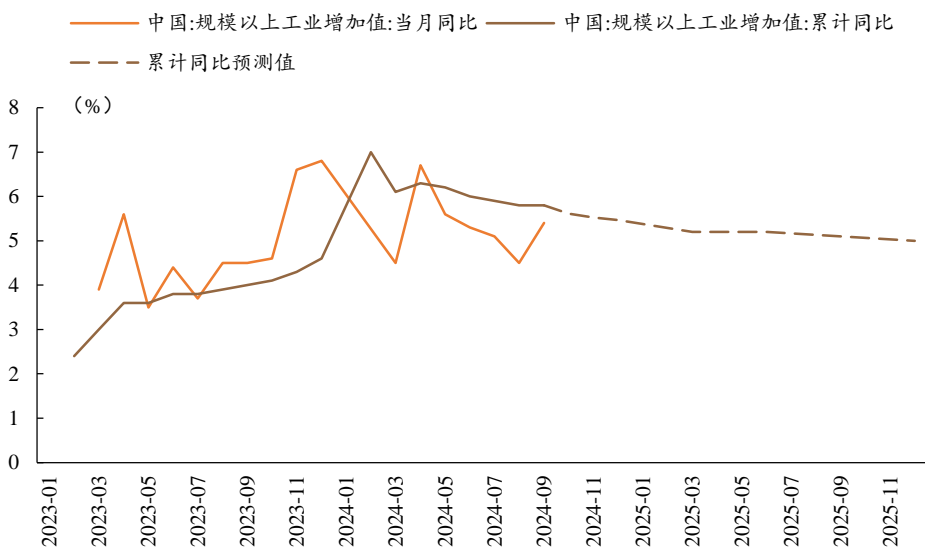
图 106：新动能产业快速发展带动整体工业增长



资料来源：Wind，德邦研究所

综合以上逻辑，并结合基数因素、季节效应和工作日差异等情况，我们预计，2025 年工业增加值整体上前高后低，全年工业增加值增长 5.0%左右。

图 107：2024 年四季度及 2025 年工业增加值预测



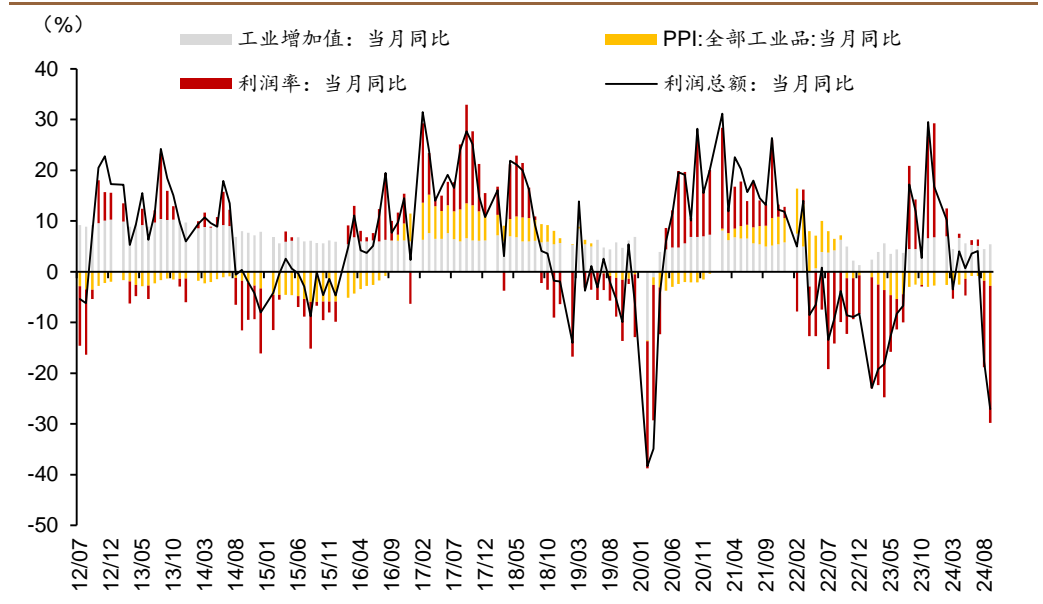
资料来源：Wind，德邦研究所测算
注：预测为季度增加值同比

3.8. 工业企业利润：盈利渐磨底，弹性看财政

本轮工业企业补库偏弱，且微观杠杆率仍未触底企稳，2024 年年内工企利润修复的弹性可能有限，2025 年总体走势或开启震荡向上。根据我们对于工增和 PPI 的预测，量-价-利润率框架下，由于 2025 年工增或前高后低、PPI 或震荡回升，工业企业利润的弹性或将主要取决于利润率能否筑底改善。进一步看，工业企业利润率主要取决于成本率和费用率，经验上看，原材料 PPI-PPIRM 剪刀差影响利润率长期趋势，这一剪刀差仍处在下行趋势，与 PPI 类似的是，这一拐点也可能最早于 2025 年 Q3 见到。费用率角度，企业融资成本对企业费用率有一定领先，随着广谱利率下行至低位，AAA 信用债利率领先工企利润增速约 2-3 个季度

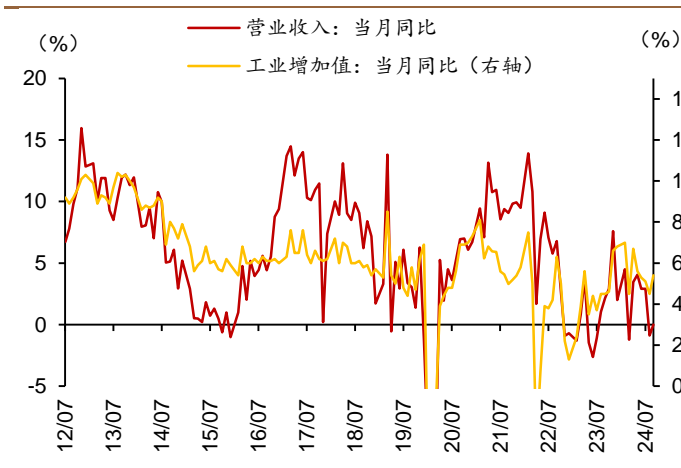
的经验规律有所失效，但考虑到货币政策宽松仍有空间，叠加结构性减税降费政策红利持续释放，2025年工业企业面临的费用率压力或有限。

图 108：工业企业利润增速的三因素拆解



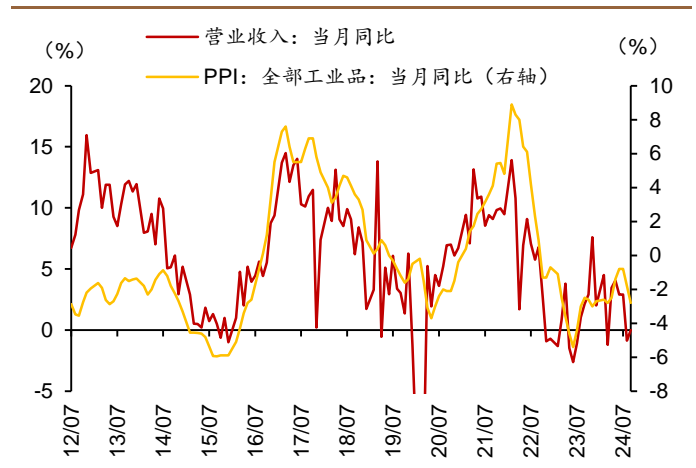
资料来源：Wind，德邦研究所；2月为1-2月累计，单月利润率增速按可比口径倒算。

图 109：工业企业营收 v.s. 工增



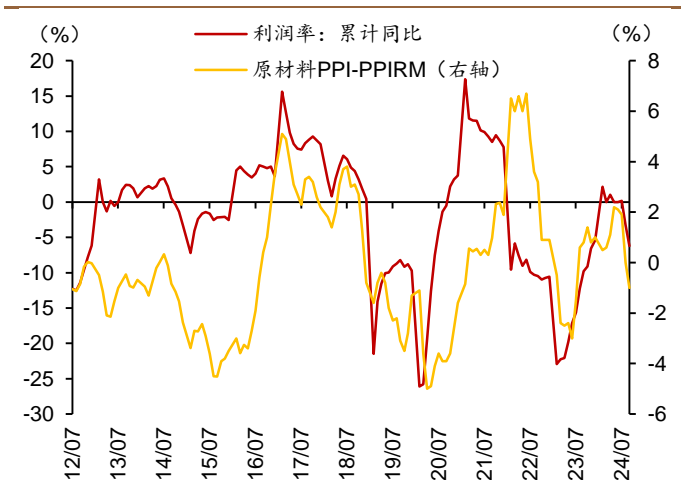
资料来源：Wind，德邦研究所

图 110：工业企业营收 v.s. PPI



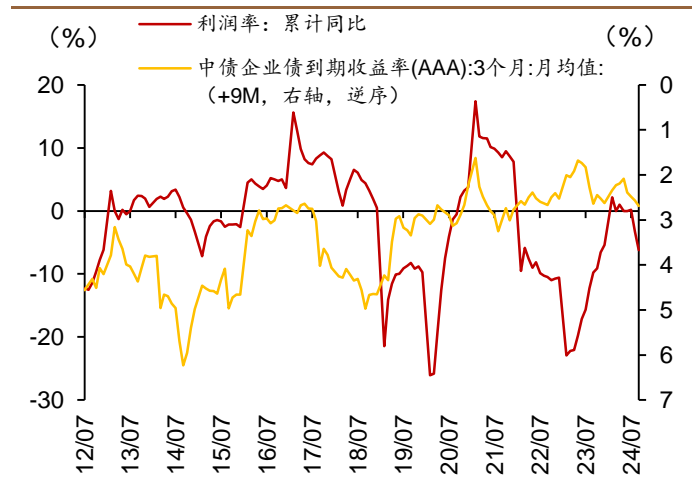
资料来源：Wind，德邦研究所

图 111：工业企业利润率 v.s. 原材料PPI-PPIRM



资料来源：Wind，德邦研究所

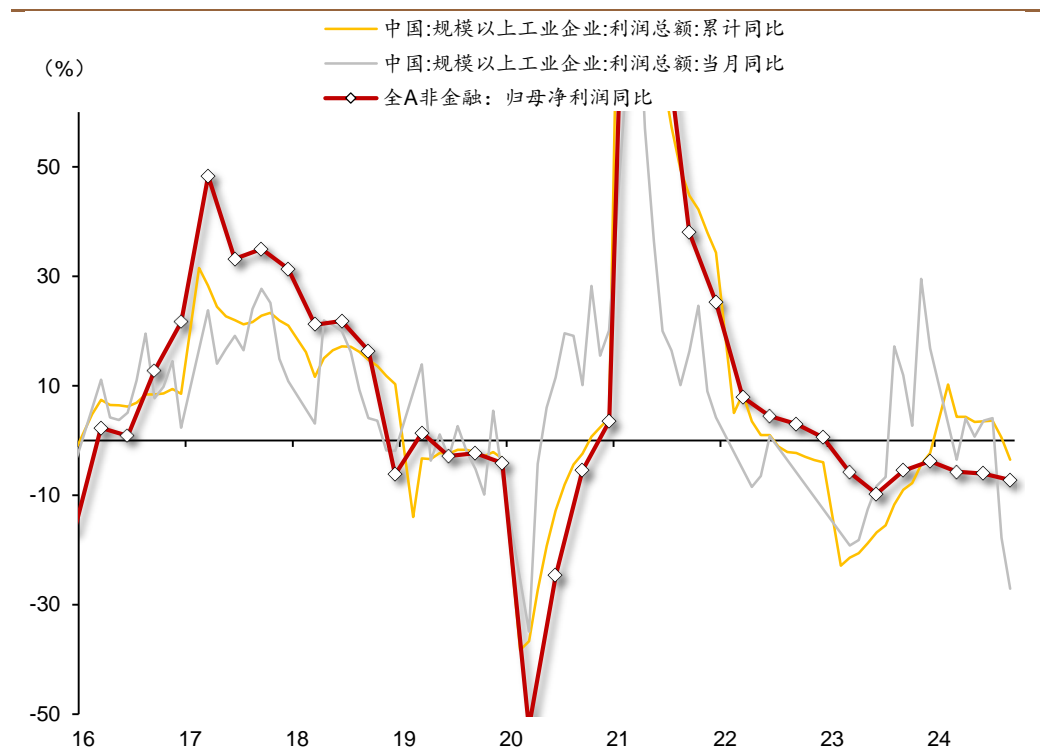
图 112：工业企业利润率 v.s. 信用债利率



资料来源：Wind，德邦研究所

考虑到工业企业利润与上市公司盈利具有较强的同步性，可以通过工业企业利润的拐点提前预判上市公司盈利拐点，**2025年上市公司盈利或摆脱磨底，与工业企业利润共同震荡向上，弹性看财政。**对于资产定价而言，利润率后续的改善对于股票市场而言意义重大，一方面，利润率筑底能够带动估值修复，另一方面，由于发布频率较高，工企利润又是A股上市公司利润的前瞻指标，利润率的筑底或指向上市公司经营能力改善的可能。“924新政”后，流动性及市场风险偏好出现明显改善，如果叠加利润率筑底带来的估值修复和盈利改善预期，股票市场由反弹转为反转的概率将加大。**2025年持续关注利润率筑底进程、基本面预期及政策效果，这是影响权益市场方向和节奏的重要变量，目前来看，8月与9月工企利润的加速下行对应了非金融上市公司Q3业绩继续磨底，向上拐点或在2025年出现，而其弹性则取决于财政政策的逆周期力度。**

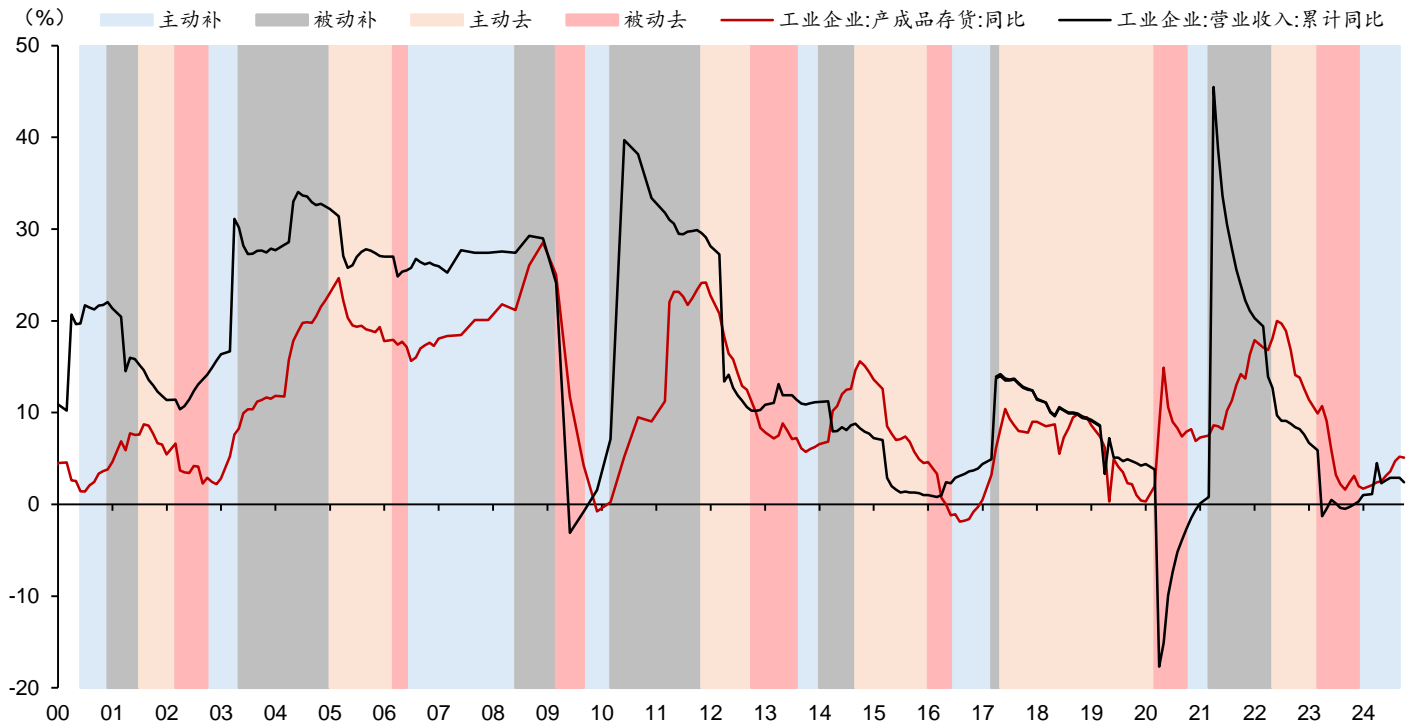
图 113：工业企业利润 v.s. 上市公司盈利



资料来源：Wind，德邦研究所

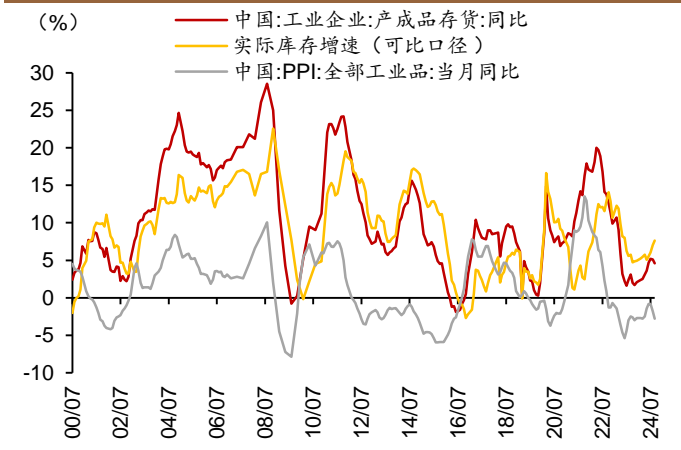
库存周期角度看，名义和实际库存均延续弱回补态势，价格因素影响下的实际库存增速更快，本轮补库或持续到**2025年中左右**。8月工业企业名义库存同比增长 5.1%，相比 7 月回落 0.1 个百分点，结束了自去年 11 月以来的连续环比上行，9 月继续回落至 4.6%。9 月工业企业实际库存同比增长 7.6%，相比 8 月增长 0.6 个百分点，价格因素影响下实际库存增速持续高于名义库存增速，9 月 PPI 降幅扩大制约名义库存增速弹性。此外，9 月广义库销比持平于 8 月，仍然处在相对高位，这指向销售的回升速度相比名义库存更慢，下游需求不足对补库进度形成掣肘，目前工业企业库销比仍处历史高位，补库斜率或受到牵制，弱补库的现象可能仍将持续。向前看，根据历史名义库存周期的持续时长来看，如果按主动补库持续 8 个月的历史均值计，目前已大概达历史七轮主动补库的均值，而按主动补库+被动补库计，整个补库进程的历史均值约在 19 个月，那么整体工业企业的补库进程或延续至**2025年7月左右**，继而转为去库存阶段。

图 114: 中国名义库存周期划分



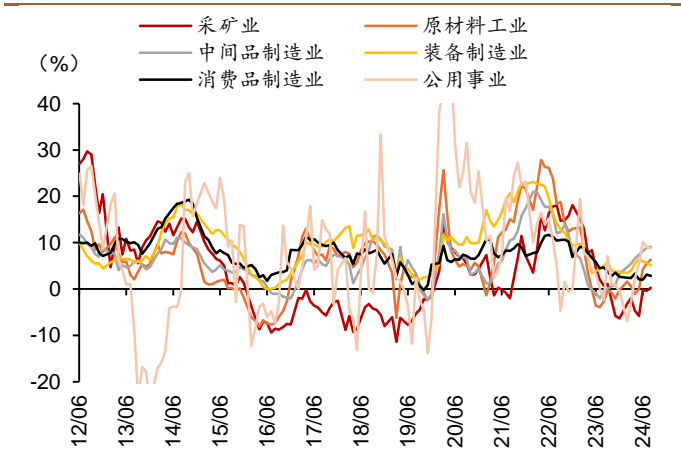
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 115: 名义及实际库存周期



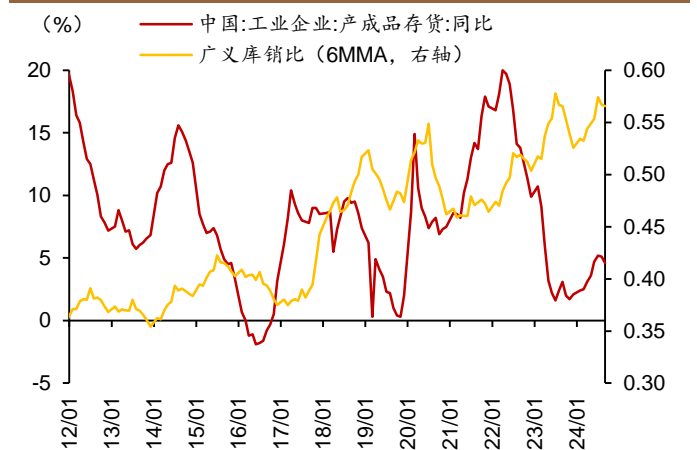
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 117: 大类行业名义库存增速



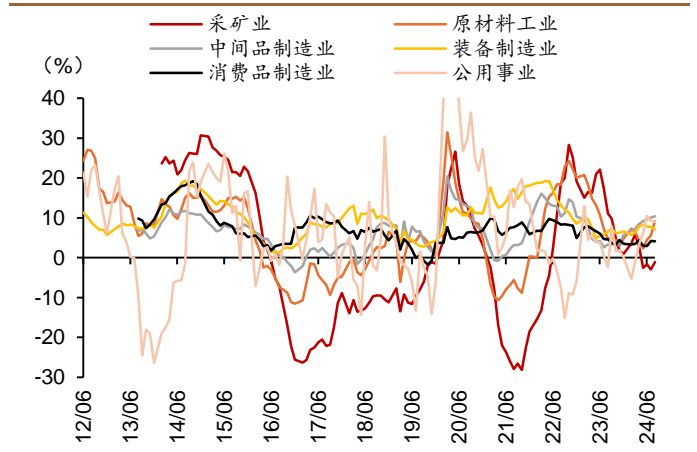
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 116: 库存周期与实际库销比



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 118: 大类行业实际库存增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

3.9. 就业：总体保持平稳，结构逐步改善

就业形势总体稳定，9月调查失业率如期下行，预计24Q4延续回落。总量层面，9月全国城镇调查失业率为5.1%，环比回落0.2个百分点，同比回落0.1个百分点。结构层面，不同群体的失业率数据分化，青年人“就业难”问题仍然存在。截至9月，不含在校生的16-24岁和25-29岁失业率分别为17.6%和6.7%，显著高于9月城镇调查失业率的5.1%和外来农业户籍人口失业率的4.6%。当前就业形势总体稳定，随着毕业季压力消退，城镇调查失业率如期下行，预计四季度将延续回落，2025年重点关注青年人失业状况的缓解。

整体来看，我们预计，2025年调查失业率的总体压力不大，全年呈震荡下行态势，年底将回落至5.0%。

2025年，预计总量就业仍有支撑，发生规模性失业的风险较低。目前看来，我们认为2025年不会发生规模性失业，首先，出口部门依旧具备一定韧性，“性价比优势”和渠道出海仍将对出口核心支撑，外贸相关就业的稳定性仍在，核心扰动在于美国可能的加征关税行为，但我们认为这种影响对就业的传导不会太强，即使加征关税真的落地，总的外部需求也不会出现断崖式下跌。其次，规模性失业是底线问题，政策层面或存在强托底。2024年以来，人社部门深入实施先进制造业促就业行动，突出抓好高校毕业生等青年就业，落实新一轮就业创业支持政策，实施就业服务攻坚行动、强化脱贫人口就业帮扶，还开展了百日千万招聘专项行动，稳预期、稳增长、稳就业政策对于稳住就业大盘意义重大，预计一揽子援企稳岗政策将延续实施，发生规模性失业的风险较低。

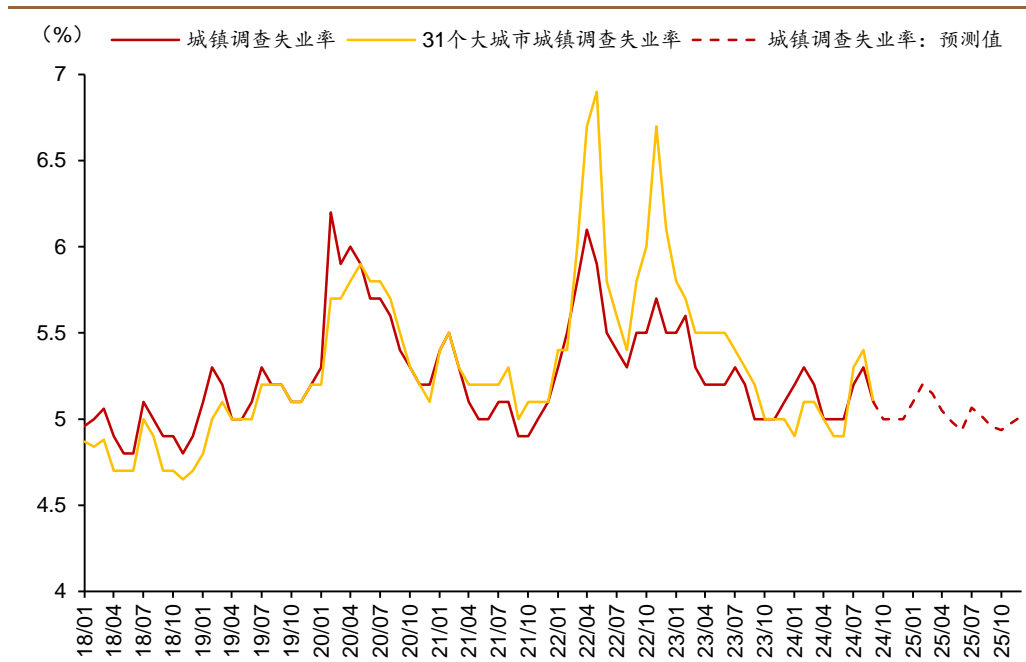
在整体无忧的情况下，就业市场也存在着两方面的结构性表现，我们预计2025年可能较难发生较大改变：

当前就业的一个问题是居民收入增速放缓、工作时长延长。9月就业人员平均工作时长48.8小时/周，较上月上行0.1小时/周，2024年以来就业人员平均工作时长处于历史较高水平，而前三季度居民工资性收入累计同比增长5.7%，增速较上半年和去年同期分别回落0.1和1.1个百分点。此外，前三季度居民经营净收入和财产净收入分别累计增长6.4%、1.2%，较上半年持平、回落0.9个百分点；全国人均可支配收入累计名义增长5.2%，扣除价格因素实际累计增长4.9%，名义增速较上半年和去年同期分别回落0.2、1.1个百分点。居民收入增速的放缓和工作时长的延长或分别对应消费能力和消费时间的不足，两者均对居民服务消费形成现实掣肘。

就业的另一个问题是青年人失业率，不过这是一个国际共有现象，这一结构性矛盾可能将维持较长时间。对于青年失业率问题，一方面，青年失业是一个全球性的问题，根据国际劳工组织（ILO）的数据，2023年末就业、未接受教育或培训的青年（NEET，“尼特族”）比例为20.4%，年轻女性处于NEET状态的概率约为年轻男性的2倍。即使在最好的时期，年轻人在劳动力市场中也面临着严峻的挑战，在新冠大流行之前，青年人失业的概率大约是成年人的三倍。教育和技能不匹配以及期望错配或是青年人失业率的重要原因，即受过教育的青年供应开始超过高技能工作的需求，不同地区的青年失业情况也存在差异。我们认为，青年失业是一个复杂且多层次的问题，需要政府、教育者以及雇主等多方的共同努力以提高就业机会，特别是针对年轻女性的就业机会。9月不包含在校生的16-

24岁劳动力失业率为17.6%，结束连续两个月上升趋势，可能亦与毕业季已过这一季节性因素有关，2025年对青年人就业进一步做好精准支持尤为关键。

图 119：城镇调查失业率及预测



资料来源：Wind，德邦研究所测算

4. 国内政策展望：动态校准、逐步发力

4.1. 货币政策：保持积极，做好协同

4.1.1. 政策基调：加码扩围，协同发力

2024年，货币政策面临一系列压力，包括社会信用扩张出现了一定程度的“未立先破”现象、通胀水平持续偏低、结构性货币政策工具投放效率不高、房地产新发展模式尚未完全形成、资本市场运行不稳等，为应对信用扩张不畅、增长动能走弱、物价水平偏低、房地产发展模式变化等问题，2024年货币政策秉持支持性立场逆周期发力。

- 为应对社会信用扩张不畅、物价持续偏低的问题，截止10月30日，2024年年内1年期LPR降息35个bp，5年以上LPR降息60个bp，双双创2019年LPR改革以来最大单年降幅；年内降准一个百分点，也比2022-2023年每年0.5个百分点的降准幅度要大。尤其是2024年下半年LPR两次降息凸显出货币政策加大逆周期调节力度的意愿，在9月24日潘行长在新闻发布会上宣布降准降息、9月26日中央政治局会议提出“实施有力度的降息”后，降息快速落地，其目标或在于推动宽信用和促进物价温和回升；此外，央行7月调整逆回购操作方式，并逐步开启公开市场国债买卖，完善政策利率体系和流动性调控方式，以在未来更好地发挥货币政策的逆周期调节作用。
- 为适应房地产发展新形势，促进房地产市场止跌回稳，2024年5月，央行“三箭齐发”，取消全国层面首二套住房商业贷款利率下限、下调公积金贷款利率、调整个人住房贷款最低首付比；6月，设立保障性住房再贷

款，激励引导金融机构支持地方国有企业收购已建成未出售商品房用于配租配售；9月，发布公告完善商业性个人住房贷款利率定价机制，指导市场利率定价自律机制发布《关于批量调整存量房贷利率的倡议》，引导商业银行对存量房贷利率实施批量调整。

- 为支持经济结构转型，促进重点领域发展和新动能建立，2024年1月，央行下调支农再贷款、支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点，与2月LPR降息共同形成降低社会综合融资成本的合力；4月，设立科技创新和技术改造再贷款以支持科技创新促进产业升级，同月延续实施普惠养老专项再贷款以继续支持探索养老金融发展。
- 为支持资本市场稳健发展，增强市场信心，2024年10月，央行创新设立落地证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款两项新型结构性货币政策工具，强化市场流动性，完善资本市场的基础制度，助力上市公司质量提升，增强资本市场对实体经济的服务能力。

表 8：截止 10 月 30 日，2024 年支持性货币政策主要措施

针对领域	货币政策操作	货币政策类型
增长与价格	1 年期 LPR 降息 35 个 bp	降息
	5 年以上 LPR 降息 60 个 bp	降息
	降准 1 个百分点	降准
房地产	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限	约束放松
	下调个人住房公积金贷款利率	降息
	调整个人住房贷款最低首付款比例	约束放松
	降低存量房贷利率并完善商业性个人住房贷款利率定价机制	降息
	创设保障性住房再贷款	结构性工具
	延长部分房地产金融政策期限	约束放松
结构与转型	创设科技创新和技术改造再贷款	结构性工具
	下调支农再贷款、支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点	降息
	延续实施普惠养老专项再贷款	结构性工具
资本市场	创设证券、基金、保险公司互换便利	结构性工具
	创设股票回购增持再贷款	结构性工具

资料来源：人民银行，德邦研究所

多重压力仍在，2025 年货币政策仍需着力解决。从宏观经济表现来看，截止 2024 年前三季度，上述压力仍然没有完全解决，二、三季度经济增长连续放缓，CPI 继续低速增长，PPI 持续负增，70 大中城市新建商品房价格指数环比跌幅仍有所扩大，止跌回稳尚未实现，在这些层面的压力和挑战仍然需要货币政策继续着力解决。展望 2025 年，货币政策预计将延续支持性立场，继续通过降准、降息、结构性货币政策工具增设扩容、提质增效推动“先立后破”宽信用，加快建立经济增长新动能，促进物价温和回升；持续优化调整房地产相关政策，支持资本市场发展，改善居民信心和财富效应以推动房地产市场止跌回稳；货币政策与财政政策、产业政策、科技政策等的协同配合也有望进一步加强，更好地形成政策合力，多方面支持宏观经济稳中向好发展。

为应对信用不畅、价格偏低、地产不稳等现象，2024 年支持性货币政策积极发力，采取了降准降息、首付比、降低存量贷款利率等一系列政策，站在当前时

点来看，上述问题仍有改善空间。

展望 2025 年，我们认为货币政策将延续支持性立场，更进一步的实施逆周期调节政策，重点或在于以下四个方面：（1）总量政策上进一步实施降准降息以促进宽信用和价格水平温和回升；（2）结构性货币政策上增设扩容与提质增效双向发力以聚焦重点支持经济结构转型；（3）地产相关政策继续优化放松以促进房地产止跌回稳；（4）创新工具支持资本市场发展以更好发挥资本市场支持经济发展的作用和改善居民财富效应。此外，货币政策与财政政策、产业政策、科技政策等的协同配合也有望进一步加强，更好地形成政策合力，支持高质量发展。

4.1.2. 金融数据：政策发力，信用扩张

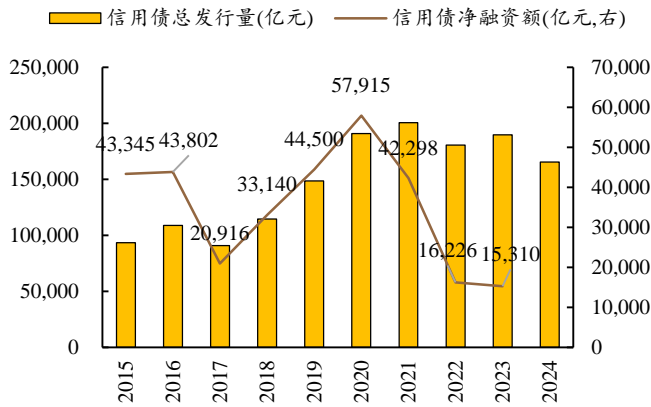
在货币政策加力支持稳增长、宽信用的基调下，我们认为 2025 年金融数据或将扭转 2024 年二季度以来的低迷态势，2024 年 4 月监管部门对于存款市场“手工补息”等乱象的整治带来的基数变化对金融数据增速指标的影响预计也将在 2025 年二季度褪去，2025 年二季度起金融数据增速指标有望迎来中枢回升。

信贷方面，中性假设下，预计 2025 年全年信贷增量在 24 万亿左右，信贷投放节奏上一季度或投放较快，二三四季度投放放缓，2024 年前三季度信贷投放受到一定的平滑要求，我们认为考虑当前宽信用的迫切性和重要性，2025 年平滑投放的相关要求在执行层面可能适当下降。预计 2025 年 1-4 季度末信贷余额同比增速分别达到 8.5%、8.8%、9.2%和 9.2%，全年信贷余额同比增长 9.2%，较 2024 年预测值高出 1.2 个百分点。

社融方面，在信贷增量的基础上，考虑政府债、信用债和股票融资等其他项目的因素，中性假设下，预计 2025 年全年社融增量在 37 万亿左右，其中国债（不包含超长期特别国债）净融资 3 万亿左右，地方政府一般债（不包含化债目标下的特殊再融资债）净融资 5500 亿左右，考虑到 2024 年 10 月 12 日国新办新闻发布会提出将“加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度”，预计 2025 年地方政府一般债项下可能增加 1 万亿左右的额度用于化债，因此国债（不含超长期特别国债）和地方政府一般债（含特殊再融资债）合计约 4.5 万亿；地方政府新增专项债规模在 4.5 万亿左右，较 2024 年的 3.9 万亿有所提升；超长期特别国债发行规模在 2 万亿左右，较 2024 年的 1 万亿上升；信用债全年净融资额在 2 万亿左右，较 2022 年以来好转，小幅低于 2021 年水平；股票融资全年净融资额在 2000 亿左右，或与 2024 年接近（2024 年前三季度 1705 亿）。在此假设下，预计 2025 年 1-4 季度末社融存量同比增速分别达到 8.3%、9.3%、9.2%和 9.0%，全年社融存量同比增长 9.0%，较 2024 年预测值高出 1.2 个百分点。

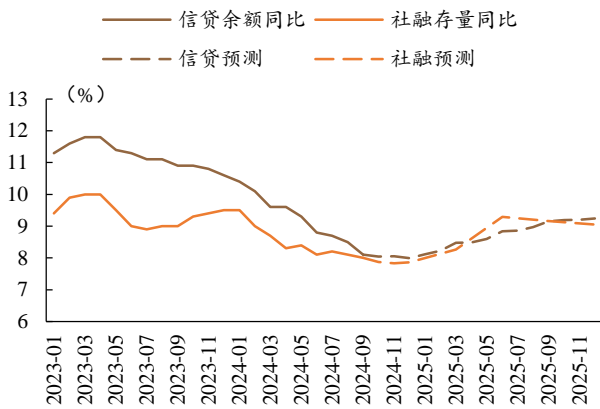
货币方面，考虑到货币增长的季节性规律和信贷投放等导致的货币派生，预计 2025 年 1-4 季度末 M1 同比在 -9.0%、-2.0%、0.9%、1.9%左右；M2 同比在 7.1%、9.4%、9.0%、8.8%左右，2025 年二季度伴随着基数下降，货币增速有望迎来中枢明显回升。

图 120: 历年信用债发行与净融资额



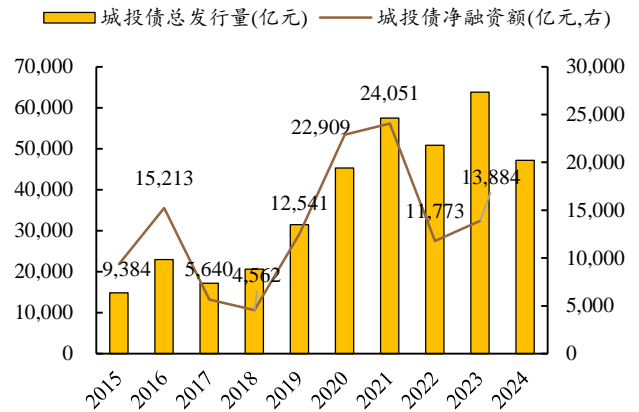
资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 2024 年数据截止 10 月 30 日

图 122: 2024 年四季度及 2025 年信贷社融增速预测



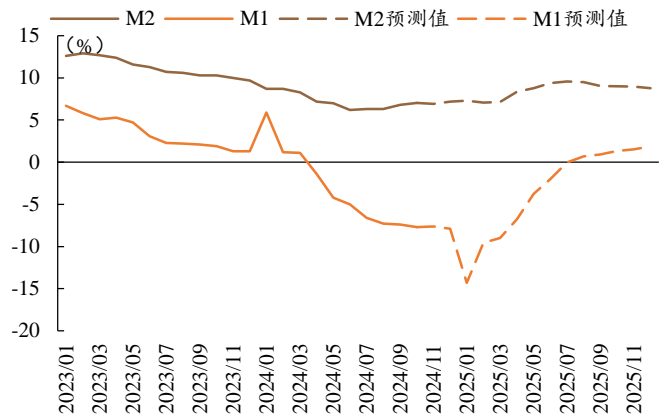
资料来源: Wind, 德邦研究所测算
注: 社融预测值为季末存量同比增速

图 121: 历年城投债发行与净融资额



资料来源: iFind, 德邦研究所
注: 2024 年数据截止 10 月 30 日

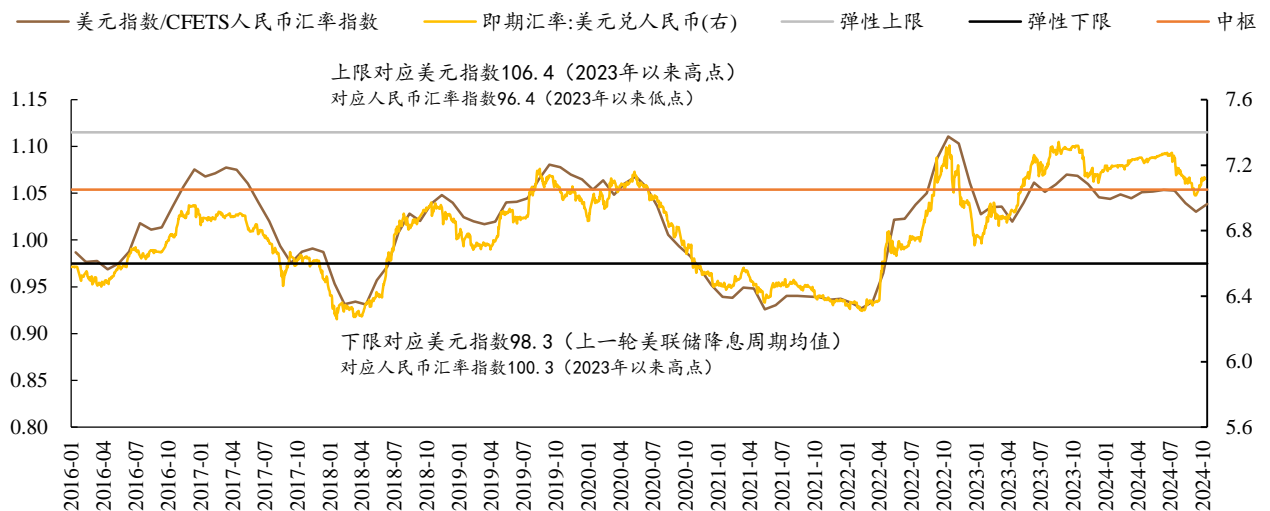
图 123: 2024 年四季度及 2025 年货币增速预测



资料来源: Wind, 德邦研究所测算

汇率方面, 对于 2025 年人民币汇率走势影响最大的因素主要是美联储已开始降息, 2025 年美国大概率继续处于降息周期, 中美利差有望收窄, 此外还包括出口走势面临边际转弱的风险等。为衡量人民币汇率弹性, 我们用美元指数和 CFETS 人民币汇率指数测算美元兑人民币汇率弹性, 并以此指引美元兑人民币汇率中枢位置, 若美元指数回升至 106.4 (2023 年以来最高点), CFETS 人民币汇率指数回落至 96.4 (2023 年以来最低点), 则美元兑人民币汇率中枢位置可能来到 7.4; 若美元指数回落至 98.3 (上一轮美联储降息周期 2019.7-2020.4 平均值), CFETS 人民币汇率指数回升至 100.3 (2023 年以来最高点), 则美元兑人民币汇率中枢可能来到 6.6。站在当前时点, 基本面及货币政策反映的中枢可能在 7.0-7.1 的水平, 后续及 2025 年人民币汇率或将沿着美元指数与 CFETS 人民币汇率指数的走势轨迹逐步稳定在中枢附近。

图 124：人民币汇率弹性



资料来源：Wind，德邦研究所测算

4.1.3. 政策工具：量升价降，提升效果

总量型货币政策方面，2024 年年内或仍有 0.5 个百分点的降准空间，降息或需等待 2025 年。货币政策正处于逆周期发力阶段，考虑到 2024 年二季度以来金融数据偏弱，美联储开始降息，汇率对我国货币政策的掣肘下降等因素，我们认为后续总量型货币政策仍有发力空间。潘行长在 2024 年 9 月 24 日新闻发布会上表示年内可能还将进行一次降准，我们预计幅度在 0.5 个百分点；而在 7 月、9-10 月两轮降息过后，年内或无需进一步降息。考虑到逆周期调控的需要和 2024 年 9 月政治局会议提出的“要加大财政货币政策逆周期调节力度”，2025 年货币政策进一步宽松的必要性依然不小，且考虑到政策越早落地越早生效，一季度后半段到二季度可能是货币政策增量宽松落地的合适时间点。增量货币宽松也要考虑到内外均衡的诉求，考虑到（1）美国再通胀风险及经济韧性可能导致美联储利率终点高于预期，中美政策利率利差依然不小；（2）当前中国政策利率的绝对水平较低，进一步降息空间有限；（3）潘行长在 2024 年 9 月 24 日新闻发布会上表示我国准备金率还有空间，进一步降准空间仍然充足三方面因素，我们认为，2025 年降息空间或在 0.25 个百分点，对应一次降息；2025 年降准空间或在 1 个百分点，对应两次降准。

结构性货币政策方面，2025 年重点或聚焦在已有工具提质增效和适当拓展新工具两方面。考虑到高质量发展、经济结构转型升级的需要，预计 2025 年结构性货币政策仍将有新工具落地，由于 2025 年是十四五规划的收官之年，2024 年至今未有涉及的支持绿色发展方向的结构性工具在 2025 年落地的可能性不小。此外，2025 年或将继续推进政策部门协同，形成政策合力，推动 2024 年设立的科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款以及 2025 年可能设立的新工具提高效率，加快形成政策效能。

近年来新设的结构性工具聚焦重点、百花齐放，也存在着一些短板和不足，目前来看，结构性工具的使用效率有待提高，特别是新工具的使用效率偏低，2024 年以来出现了新工具使用效率进一步降低的倾向。截止 2024 年二季度末，存续

的结构性货币政策工具中，三大长期性工具使用率较高，均在80%以上，阶段性工具中普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具、设备更新改造专项再贷款和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款这4项使用率较高，在70%上下，再排除存续期内使用率较高、现已到期的科技创新再贷款，使用率较低的工具主要包括普惠养老专项再贷款、民企债券融资支持工具(II)、科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款、交通物流专项再贷款、房企纾困专项再贷款和保交楼贷款支持计划这7项。截止2024年二季度末存续期内的阶段性工具（除PSL外）总使用率约35%。

表 9：当前结构性货币政策工具呈现使用效率不高的问题

工具名称	存续状态	支持领域	发放对象	利率(1年期)/激励比例	额度(亿元)	余额(亿元)	使用率	总使用率
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	1.75%	8100	6771	84%	70%
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	1.75%	18000	16942	94%	
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	1.75% (6个月)	7400	6000	81%	阶段性工具总使用率
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	1% (激励)	800	615	77%	35%
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利等重点工程	开发银行、农发行、进出口银行	2.25%	/	28245		
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75%	8000	5478	68%	
	普惠养老专项再贷款	公益型、普惠型养老机构运营，居家社区养老体系建设，老年产品制造	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	17	4%	
	民企债券融资支持工具(II)	民营企业	专业机构	1.75%	500	0	0%	
	科技创新和技术改造再贷款	科技型中小企业，重点领域技术改造及设备更新项目	21家全国性金融机构	1.75%	5000	0	0%	
	保障性住房再贷款	收购已建成商品房用于保障性住房配售或租赁	21家全国性金融机构	1.75%	3000	121	4%	
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)、仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	128	13%	
	设备更新改造专项再贷款	制造业，社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	2000	1557	78%	
	普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业	16家全国性金机构、地方法人金融机构	1% (激励)	/	269		
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	2194	73%	
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	4000	1548	39%	
	收费公路贷款支持工具	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.5% (激励)	/	83		
	房企纾困专项再贷款	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	800	209	26%	
	保交楼贷款支持计划	保交楼项目	工农中建交、邮储	0.00%	2000	141	7%	
合计						70318		

资料来源：人民银行，德邦研究所
注：统计时间截止2024年6月30日

为解决这一问题，后续或可着力于加强不同部门、各类政策之间的协同配合，一举两得打通堵点、挖掘需求。

- 在货币政策与科技政策配合层面，吸收科技创新再贷款的实践经验，加强央行与工信部、科技部的配合协作。在科技创新再贷款创设时，工信部部署在国家产融合作平台设立“科技创新再贷款”支持专区，开展相关政策解读、宣传和咨询，完善支持范围内的企业信息数据库，对后续符合要求的企业实行动态入库，优化细化银企对接功能和流程，实时提供相关数据和进度可视化服务，包括企业查询、精准推送和辅助评价服务等，支撑银行总部管理和有关部门核查监督。在这一整套流程的支持辅助下，科技创新再贷款投放与管理效率或得到了优化，其使用效率也相对较高，相关经验与做法或将得到学习与延续。

- 在货币政策与产业政策配合层面，可以通过标准提升、发挥市场机制优胜劣汰，推动落后产能淘汰出清并引导先进产能建设加以替代的方式挖掘融资需求，提高结构性货币政策工具使用效率。
- 在货币政策配合能源政策、环保政策方面，做好绿色金融大文章，引导金融机构做好相关支持。2024年3月央行、发改委等多部门联合发布《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》，提出推动金融系统逐步开展碳核算、持续完善绿色金融标准体系、优化绿色债券标准、加大绿色信贷支持力度等，同时提出央行将丰富相关货币政策工具，类似现有的碳减排支持工具和已到期的支持煤炭清洁高效利用专项再贷款等结构性工具有望增设、扩容，引导金融机构加大对符合绿色金融要求的项目的资金支持力度。

货币政策与财政政策配合有望进一步加码，更好服务于高质量发展。其一，通过公开市场国债买卖更好配合国债发行。2024年，央行与市场多次沟通，正式开启了公开市场国债买卖，并与财政部组成联合工作组，在国债发行节奏、期限安排等方面与财政部开展沟通合作，以更好地实施公开市场国债买卖。在财政政策发力阶段，货币政策势必更要做好配合，维持市场流动性稳定在合理水平，也需要引导市场利率在合理区间运行并防范潜在风险。其二，发挥“准财政”功能配合财政扩张。部分货币政策具备“准财政”的功能，央行可以通过投放PSL或适当增加对政策性银行发行政策性金融债券的支持，实现“准财政”发力，也有助于更积极的财政扩张。其三，提供流动性更好支持资本市场发展。2024年9月24日新闻发布会后潘行长表示正在研究平准基金，平准基金的设立和操作上也需要央行和财政配合，在这个过程中也需要货币政策和财政政策的配合，未来平准基金若落地预计有助于直接提供增量流动性，提振资本市场信心，更好支持资本市场平稳发展。

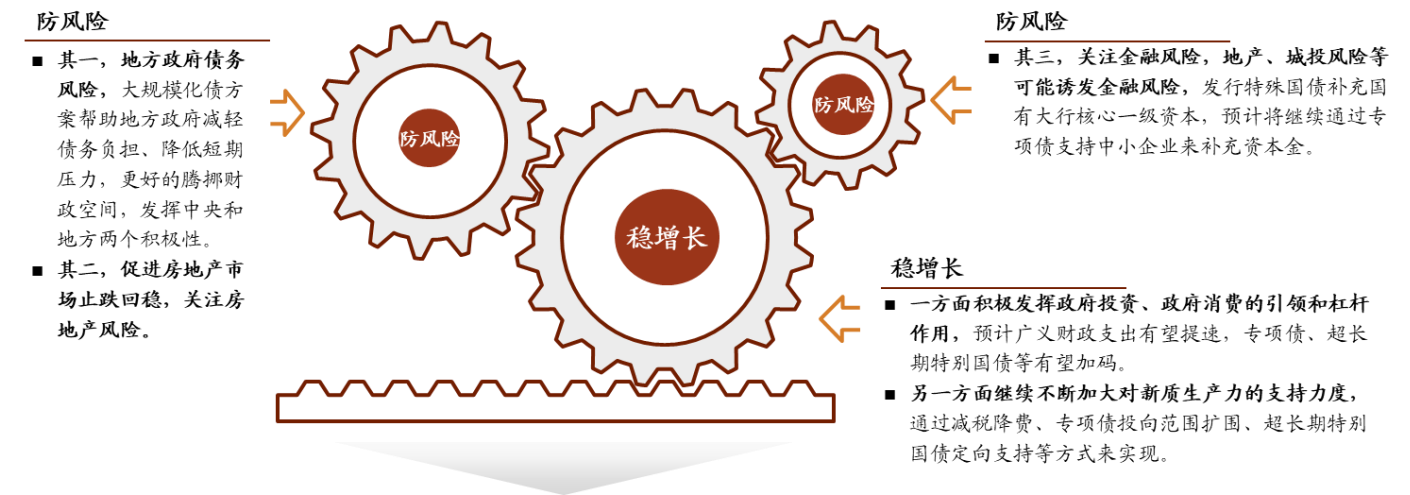
4.2. 财政政策：广义财政提质加码，兼顾稳增长与防风险

当前，世界进入新的动荡变革期，国际秩序和国际体系经历复杂深刻变化，世界之变、时代之变、历史之变正以前所未有的方式展开。在百年未有之大变局下，统筹发展和安全是应对国内外发展环境变化的战略举措，我们预计2025年财政政策将更好的平衡“稳增长”与“防风险”的关系。

稳增长层面，财政政策发挥更大作用支持逆周期政策发力，一方面积极发挥政府投资、政府消费的引领和杠杆作用，预计广义财政支出有望提速，专项债、超长期特别国债等有望加码。另一方面继续不断加大对新质生产力的支持力度，通过减税降费、专项债投向范围扩围、超长期特别国债定向支持等方式来实现。

防风险层面，重点关注三个方面，其一，地方政府债务风险，大规模化债方案帮助地方政府减轻债务负担、降低短期压力，更好的腾挪财政空间，发挥中央和地方两个积极性。其二，促进房地产市场止跌回稳，关注房地产风险。其三，关注金融风险，地产、城投风险等可能诱发金融风险，发行特殊国债补充国有大行核心一级资本，预计将继续通过专项债支持中小企业来补充资本金。

图 125：预计 2025 年财政政策将更好的平衡“稳增长”与“防风险”的关系



资料来源：德邦研究所绘制

4.2.1. “稳增长”发力，政策扩围加码

稳增长层面，一方面积极发挥政府投资、政府消费的引领和杠杆作用，预计广义财政支出有望提速，专项债、超长期特别国债等有望加码。

- **中央财政加杠杆发力，或提升赤字规模与赤字率。**我们预计 2025 年中央财政将积极发力，积极发挥政府投资、政府消费的引领和杠杆作用，预计总赤字规模有望达到 4.5 万亿元，全国一般公共预算收入及支出规模将分别达到 23 万亿和 30 万亿元，同比增速目标分别为 5% 和 6%。支出结构上预计与近几年接近，社保就业、教育、卫生健康支出等较多，交通运输、城乡社区、农林水等预算内基建将相对积极。
- **提升中央对地方转移支付规模，财政直达机制仍是重要手段。**预计 2025 年中央对地方转移支付规模将进一步提升，平衡地方收支压力，改善基层财力，其中作为 2020 年应对不确定性冲击的应急举措，财政直达机制对化解基层财政的收支不平衡有重要作用，近年来财政直达机制进行常态化使用，并逐步扩围，我们预计 2025 年财政直达机制也将更进一步发挥作用。
- **卖地收入有待回升，新增专项债约 5 万亿，助力广义财政支出。**考虑 2024 年至今房地产市场政策效果有改善空间，市场渐进修复，预计 2025 年卖地收入大概率在 5 万亿元左右。广义财政支出依赖专项债发力，预计新增专项债规模有望达到 5 万亿元，主要用于项目建设、土地储备、用于化债的特殊新增再融资、补充中小银行资本金等。在建设现代产业体系和促进产业结构转型的过程中，降低土地财政的依赖性更多强调财政高质量发展，符合专项债项目收益平衡和专款专用的要求，专项债使用范围也有望进一步扩大至新能源基建、新型基础设施等领域，甚至是文化旅游基础设施领域。
- **2025 年，特殊国债及超长期特别国债仍将是重要“政策子弹”。**2024 年起超长期特别国债开始发行，并明确持续多年，我们预计 2025 年超长期特别国债仍将是重要的“政策子弹”，一方面可能继续用于提振

消费，消费品以旧换新政策的延续和扩围加码值得期待，另一方面对民生工程、产业转型、区域发展等薄弱领域加强支持，推动重大项目发力，带动政府投资。同时，在科技、安全等领域也可以加强支持，从而将部分预算内资金腾挪出来，用于一般性支出。此外，应9月26日政治局会议要求，增发特殊国债补充国有大行核心一级资本，预计规模也将在近万亿水平。

- **926 政治局会议积极定调，2025 年关注中央及地方两个积极性。**926 政治局会议积极定调后，10 月财政部新闻发布会公布一系列积极政策用于“化债”，我们认为此举有助于降低地方政府债务负担、腾挪地方政府财政空间，更有利于调动地方政府的积极性，2025 年我们看好中央及地方两个积极性协同发力，除了财政部门的政策工具发力外，预计信用债及城投债的发行规模也将有所改善。
- **多措并举改善“去地产化”问题。“去地产化”背景下财政面临收入的再平衡问题。**我国财政收入对地产存在较高的依赖度，一般公共预算中土地和房地产相关税收中主要反映在契税、房产税、城镇土地使用税、土地增值税和耕地占用税，政府性基金预算则是地方国有土地使用权出让收入。“去地产化”背景下财政面临收入的再平衡问题，主要通过增加政府举债规模、公用事业市场化运营、增加非税收入、加强税收征管力度提升税收收入这四种方式来平衡财政收支，其中政府举债和公用事业市场化运营的持续性预计较强。

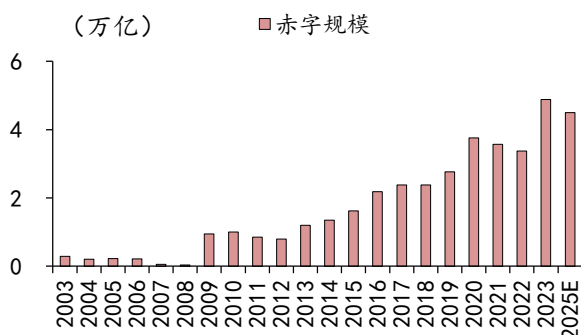
稳增长层面，继续不断加大对新质生产力的支持力度，通过减税降费、专项债投向范围扩围、超长期特别国债定向支持等方式来实现。

- **新质生产力是符合新发展理念的先质生产力质态，具有高科技、高效能、高质量特征。**二十届三中全会《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》指出“健全因地制宜发展新质生产力体制机制”。我们认为，在发展新质生产力方面，通过建立未来产业投入增长机制，对孕育着新质生产力的战略性新兴产业和未来产业持续提供资金支持，部分战略性新兴产业发展也需要更加完善的科技基础设施，部分未来产业尚处在发展早期，暂时缺乏盈利性或成熟的商业模式。因此需要政策层面引导各方给予支持，重点关注财政、准财政及国企央企等对于科技公共产品和未来产业的持续支持；2024 年开始连续几年发行超长期特别国债，一个重要目标就是支持“两重”（国家重大战略实施、重点领域安全能力建设）。在支持科技创新发展方面，财政和准财政工具有望形成有力支撑：
- **政府工作报告强调“落实好结构性减税降费，重点支持科技创新和制造业发展”对我国中长期产业结构转型有积极作用。**结构性减税降费一方面体现了政策精准性，有助于引导创新资源向优质企业集聚；另一方面，政策也有利于提升税负的稳定性，避免减税降费推升债务规模。2017 年全年减税降费规模超 1 万亿，其中小型微利企业所得税减半征收政策共减税 454 亿元，提高科技型中小企业研发费用税前加计扣除比例等税收优惠政策合计减税 200 多亿元。借鉴 2017 年的减税降费政策，对小型微利企业或者科技型中小企业给予减税降费的优惠，有助于引导资源有

效聚集，对企业研发起到有效支撑，从而加速高科技研发创新，支持新质生产力的发展。

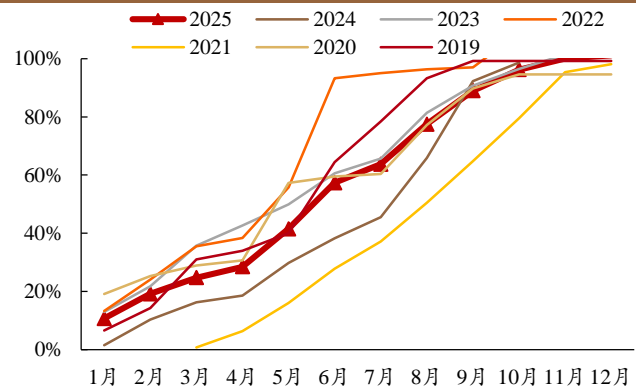
- **超长期特别国债和专项债的投向中涉及数字基础设施等，对新质生产力发展也有支撑。**超长期特别国债重点支持“两重”建设，即8个方向+17个具体投向。17个细分领域具体包括：科技研发，绿色智能数字基础设施，农村转移人口市民化配套的就业、教育、医疗、住房、养老等公共保障体系，高标准农田建设，城市地下隐患管线维修、更新和升级改造，绿色产业体系，能源原材料重点领域，重点行业设备更新和技术改造等。这些投向有助于从重大基础设施硬件建设方面培育新质生产力，适应新一轮人工智能信息技术变革，对新质生产力产生强有力的支撑。
- **国家大基金三期呈现“换主帅”、“改股东”、“长周期”、“调项目”四大特点，对新质生产力产生资本支撑。**国家大基金三期旨在引导社会资本加大对集成电路产业的多渠道融资支持，重点投向集成电路全产业链，集成电路是发展新质生产力的重要着力点之一，此外也要关注财政贴息等对新质生产力的支撑。2022年9月，国常会对高校、职业院校和实训基地、医院、地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型和中小微企业、个体工商户等设备购置和更新改造新增贷款，实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息2.5个百分点，期限2年。2022年的贴息再贷款政策对产业数字化转型起到了有力支撑，我们认为未来财政贴息有望对新质生产力形成边际支撑。

图 126：预计 2025 年赤字规模或达到 4.5 万亿元



资料来源：Wind，德邦研究所测算
注：2024 年数据未列示

图 127：预计 2025 年新增专项债发行也将相对前置



资料来源：Wind，德邦研究所测算

4.2.2. “防风险”化险，关注增量工具

防风险层面，我们建议重点关注三个方面，其一，地方政府债务风险，大规模化债方案帮助地方政府减轻债务负担、降低短期压力，更好地腾挪财政空间，发挥中央和地方积极性。2023 年中以来，政策多措并举来防范化解地方政府债务风险，通过摸底不同类型债务，对不同类型的债务建立不同的分类化解方式，总体风险相对可知、可控。当前地方财政收支不平衡现象仍存，去地产化背景下，市场对政府偿债能力仍有担忧。我们认为地方政府债务风险总体可控，后续可能有增量政策和化解方式出台，建议关注：

- **拓展融资渠道提供“输血能力”。**自 2023 年 7 月政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”以来，2023 年全

国地方债务化解进入政策加速出台落地期，债务风险显著下降。2024年以来去地产化和化债约束导致部分地方财政的收支压力加大，我们认为，仍需要必要的融资支持提供输血支持，从而避免前期债务风险化解出现“倒车”迹象，改善“现金流量表”来降低“资产负债表”的债务压力。

- **增加项目支持，提供“造血能力”。**在区域政策、安全政策支持下，形如超长期特别国债等一系列中央重大项目的布局 and 推进，有望对中西部地区带来增量业务。超长期特别国债用途中强调支持中部崛起和西部开发：出台支持湘赣中南部地区共同对接融入粤港澳大湾区建设实施方案。推动粮食生产、能源原材料、现代装备制造及高技术产业基地和综合交通运输枢纽建设。中西部地区也是化债压力较大的区域，除了融资的拓展，更重要的方式是增加项目支持，带动地方城投、银行等机构参与到增量业务中，通过增量业务带动存量债务的化解，夯实城投企业的造血能力，鼓励通过市场化方式向经营性国企转型。
- **提升限额支持化债，为地方政府减负更好维稳。**蓝佛安部长强调“加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生。”我们认为，2020年以来，地方政府存量政策空间为应对疫情大幅消耗。近年来，伴随着经济承压和债务压力的提升，地方政府收支压力加大，在有限的财力和相对增加的支出责任之间，防风险和稳增长较难平衡，地方政府相对捉襟见肘。2023年蓝佛安部长上任后，采取了一系列政策化解地方政府隐性债务，在一定程度上帮助地方政府缓解了债务压力。2024年10月财政新闻发布会，面对地方财政持续的压力，此次中央定调是高度积极的：提出“较大规模”增加债务额度、“是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施”、“将大大减轻地方化债压力”，我们认为此举有望为地方政府显著减负，一方面有助于腾挪地方政府财政空间，更好的防风险稳增长，另一方面发挥中央和地方两个积极性，更好促进高质量发展。

其二，促进房地产市场止跌回稳，关注房地产风险。

- **财政多措并举推动房地产市场止跌回稳。**蓝佛安部长强调“叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。”我们认为房地产止跌回稳是当前影响宏观经济及资产价格的关键问题，通过构建新发展模式来解决当前房地产问题，保障房领域，更好的利用财政、准财政和央行发力来推动大规模收储，有效缓解在收储过程中存在的掣肘，例如收储价格问题、国资委考核问题、民企问题等等，此次发布会提出的专项债用于土地储备短期可以加速房企回笼资金，长期有助于调整企业预期对拿地形成正向引导，对国央企更多考核公益性或社会属性也有助于提升国企的保障性生活建设意愿，积极推进保障房+商品房的建设，保障房要“以人为本”，强调“住有所居”，推进房企集中度提升实现规模经济，有效解决结构性的问题，通过市场化运营方式促进风险化解，促进债务风险敞口缩小。从需求、价格、风险几个维度促进供需格局修正，从而改变供给过剩的局面。

其三，关注金融风险，地产、城投风险等可能诱发金融风险，发行特殊国债补充国有大行核心一级资本，预计将继续通过专项债支持中小企业来补充资本金。

- 增厚国有大行核心一级资本，促进信用扩张和风险处置。**信用扩张不畅和部分债务风险显化都会落在银行上，增厚核心资本有助于提升银行对内外部风险的应对和处置能力。二季度以来，宏观经济的一个重要表现是信用扩张不畅，银行资产端扩张的能力下滑。在此基础上，银行又需要承担去地产化和城投化债的风险，过去几年房企出现了一定的信用风险显化，房企贷款减值和下调存量房贷利率的收益损失需要银行来承担；部分存量平台债务要进行展期、降息和置换，化解债务风险对银行的配合有诉求。信用扩张不畅和存量风险化解都会导致银行来承担收益下降和风险处置责任，增发特别国债补充国有大行核心一级资本，一个重要考虑可能就是加强国有大行对收益能力下滑的内部风险和对地产、债务等外部风险的应对、处置能力。在“先立后破”宽信用阶段，适当补充银行核心资本可以提高其支持“五篇大文章”的意愿和能力。中小企业层面，预计将继续发行专项债予以支持其补充资本金。

图 128：2024 年 1-9 月财政支出结构

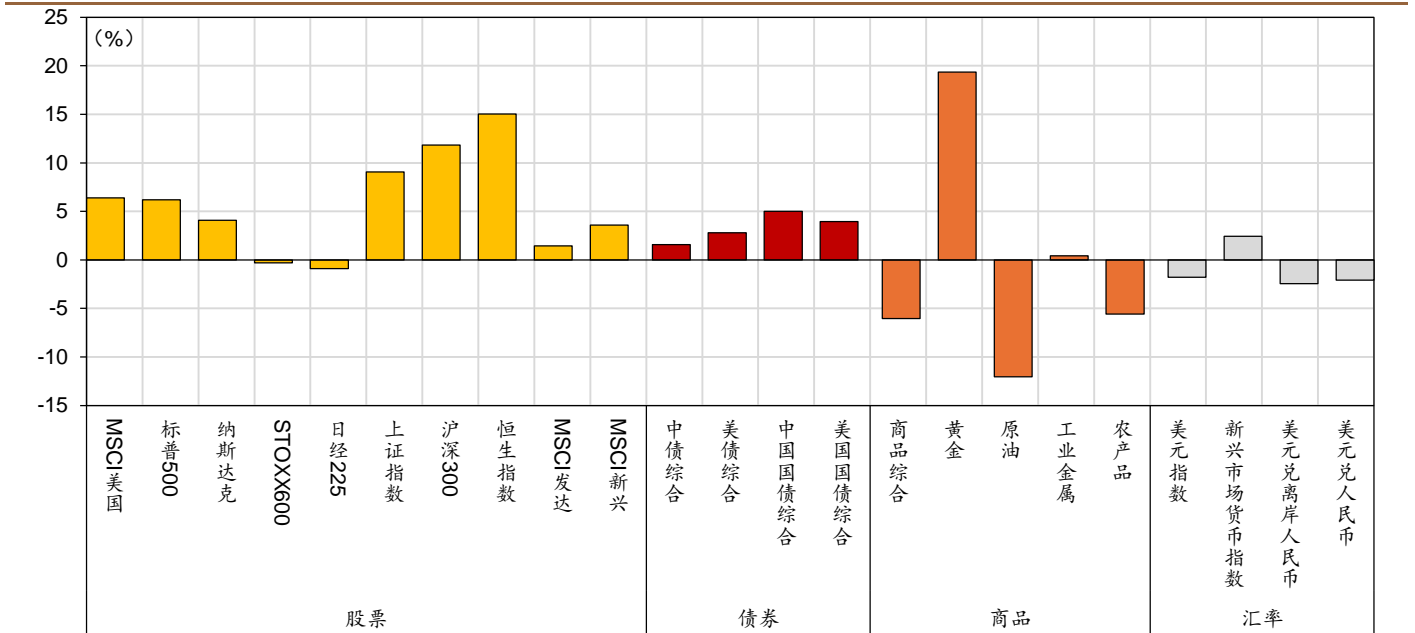
一般公共预算支出	2022预算		2022决算		2023预算		2023决算		2024年预算		2024预算较2023 年决算绝对值新增	2024预算较2023 年决算占比新增	2024年1-9月 支出进度
	数额 (亿元)	占比 (%)	数额 (亿元)	占比 (%)	数额 (亿元)	占比 (%)	数额 (亿元)	占比 (%)	数额 (亿元)	占比 (%)	亿元	%	
农林水支出	24,041	9.0%	22,490	8.6%	23,661	8.6%	23,967	8.7%	25,261	8.8%	1294	0.1%	69.9%
公共安全支出	14,692	5.5%	14,333	5.5%	14,857	5.4%	14,864	5.4%	14,906	5.2%	42	-0.2%	
科学技术支出	10,418	3.9%	10,023	3.8%	10,455	3.8%	10,823	3.9%	11,541	4.0%	718	0.1%	57.8%
社会保障和就业支出	37,398	14.0%	36,603	14.0%	39,344	14.3%	39,883	14.5%	41,384	14.5%	1501	0.0%	77.6%
教育支出	41,404	15.5%	39,455	15.1%	42,095	15.3%	41,242	15.0%	42,906	15.0%	1664	0.0%	69.9%
城乡社区支出	21,103	7.9%	19,415	7.4%	19,809	7.2%	20,530	7.5%	21,388	7.5%	858	0.0%	70.6%
外交、国防支出	15,226	5.7%	15,376	5.9%	16,508	6.0%	16,377	6.0%	17,552	6.1%	1175	0.2%	
节能环保支出	5,877	2.2%	5,396	2.1%	5,778	2.1%	5,633	2.1%	5,580	2.0%	-53	-0.1%	64.7%
一般公共服务支出	21,103	7.9%	21,109	8.1%	21,460	7.8%	21,247	7.7%	21,365	7.5%	118	-0.3%	
资源勘探工业信息等支出	6,945	2.6%	7,297	2.8%	7,704	2.8%	8,259	3.0%	8,380	2.9%	121	-0.1%	
文化旅游等支出	17,096	6.4%	15,637	6.0%	16,783	6.1%	17,087	6.2%	18,773	6.6%	1686	0.4%	
债务付息支出	11,219	4.2%	11,358	4.4%	12,381	4.5%	11,829	4.3%	12,746	4.5%	917	0.2%	72.7%
交通运输支出	12,021	4.5%	12,025	4.6%	12,381	4.5%	12,206	4.4%	12,461	4.4%	255	-0.1%	66.8%
住房保障支出	7,747	2.9%	7,558	2.9%	7,704	2.8%	8,234	3.0%	8,411	2.9%	177	-0.1%	
卫生健康支出	20,836	7.8%	22,542	8.6%	24,211	8.8%	22,393	8.2%	22,836	8.0%	443	-0.2%	65.9%
总计	267,125	100.0%	260,609	97.56%	275,130	100.0%	274,574	100.0%	285,490	100.0%	10916		70.7%

资料来源：Wind，财政部，《关于2023年中央和地方预算执行情况与2024年中央和地方预算草案的报告》，《关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的报告》，《关于2021年中央和地方预算执行情况与2022年中央和地方预算草案的报告》，德邦研究所

5. 大类资产配置

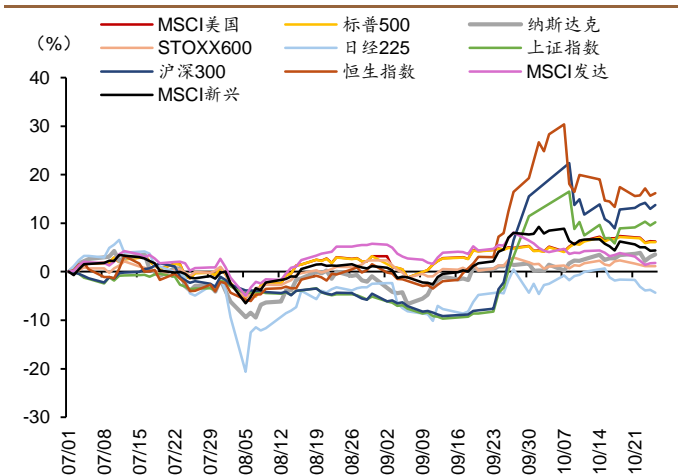
5.1. 近期大类资产表现一览

图 129：7月以来大类资产区间表现



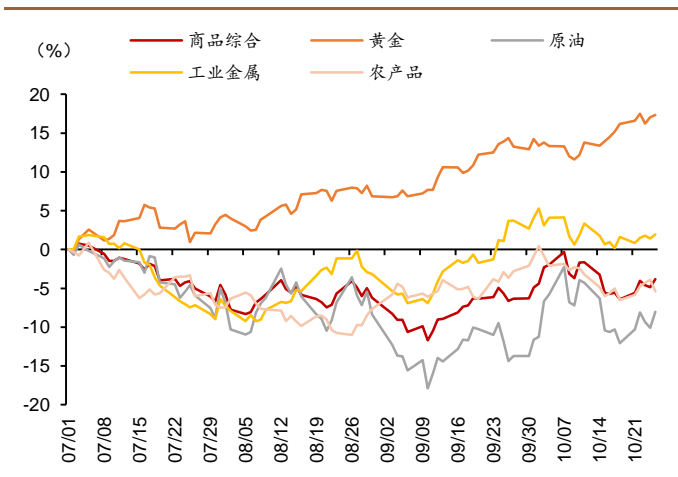
资料来源：Bloomberg，德邦研究所；均为相关指数 07/01-10/30 区间涨跌幅；其中债券为 Bloomberg 债券指数、商品为 S&P GSCI 商品指数，下同。

图 130：7月以来全球主要股票指数表现



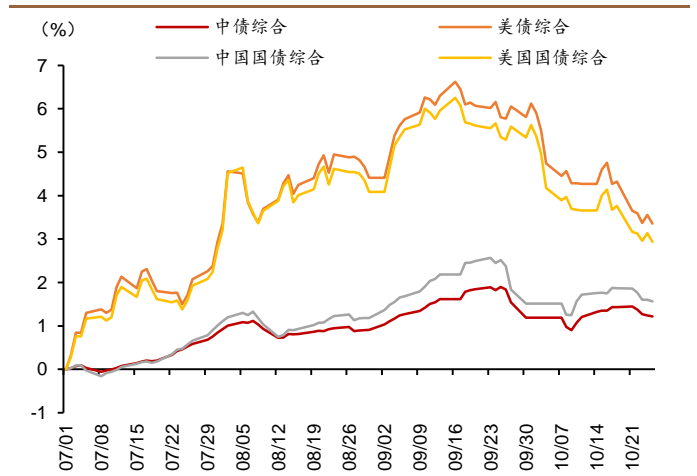
资料来源：Bloomberg，德邦研究所；07/01-10/30 指数累计涨跌幅，下同

图 132：7月以来全球主要商品指数表现



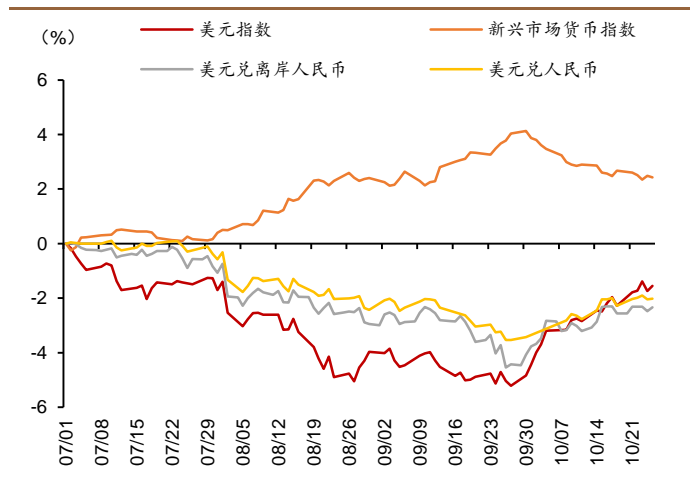
资料来源：Bloomberg，德邦研究所；S&P GSCI 商品指数

图 131：7月以来全球主要债券指数表现



资料来源：Bloomberg，德邦研究所；彭博债券综合指数

图 133：7月以来全球主要汇率/货币指数表现



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

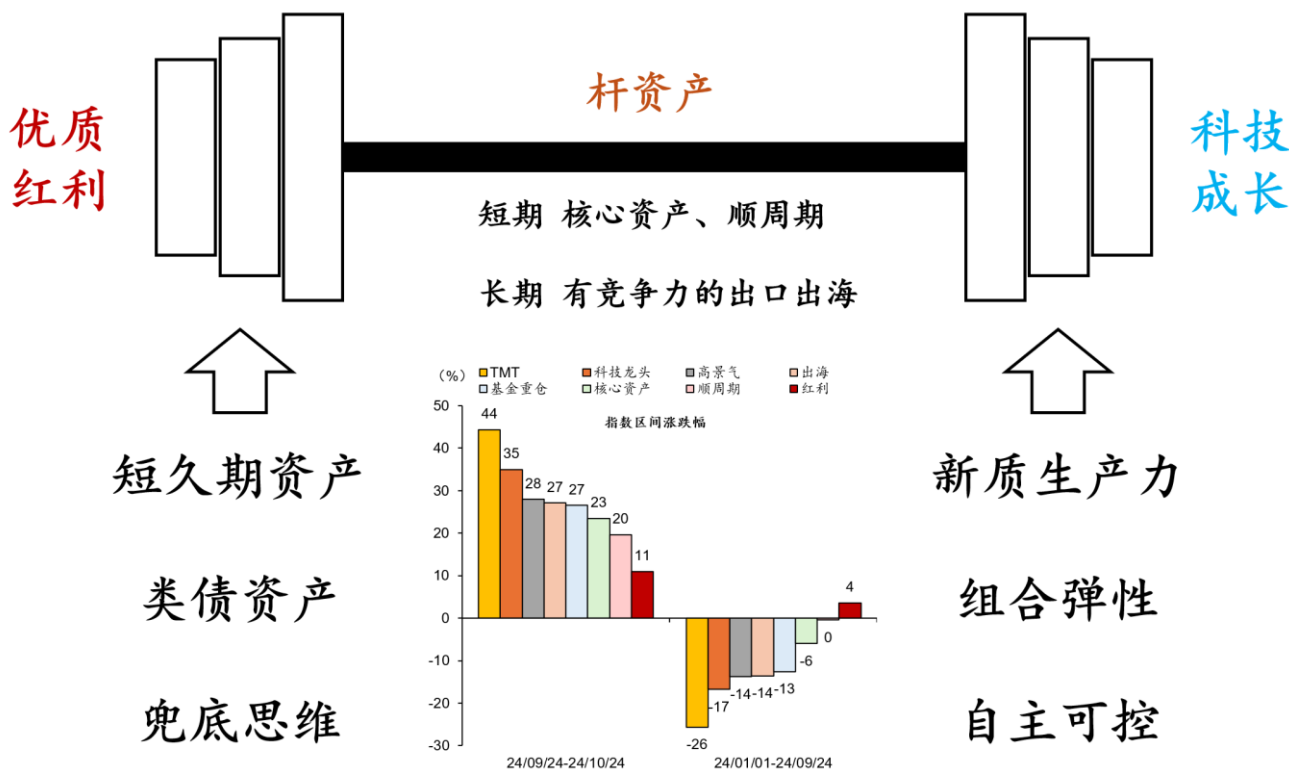
5.2. 2025 年资产配置的五条宏观线索

我们认为，2025 年应重点把握资产配置的五条宏观线索，分别是中国特色的哑铃型策略、人工智能科技革命浪潮、大国博弈与地缘政治扰动、大宗商品和黄金的配置机会、降息周期下的大类资产配置。

5.2.1. 中国特色的哑铃型策略

一是，对于中国权益资产的配置，我们建议关注中国特色哑铃型策略。

图 134：红利为盾、科技为矛



资料来源：Wind，德邦研究所绘制

我们认为，当前国内政策预期较强，但想要解决经济的根本性问题，如地产企稳、低通胀等仍需要时间，短期基本面仍有掣肘，因此哑铃型策略仍将是重要的配置方向。对于这一“哑铃”，一端是优质的红利资产，一方面“类债”属性和“短久期”属性为红利投资带来较强确定性，上市公司从业绩“速度”走向业绩“质量”，分红要求也在不断提高。另一方面，投资于部分具有牌照优势的垄断性行业其实也是一种对于中国经济不会出现系统性风险的认同，蕴含“兜底”思维，这些资产本身也具有稳定性和排他性优势。特别地，对于银行来说，其还是国家进行化债和扩信用的工具和重要抓手，在宏观格局短期暂未发生拐点性变化的前提下，红利资产在中期有望保持韧性。

而在哑铃的另一端，代表新质生产力的科技成长将成为组合弹性的重要贡献者，百年变局下我国内外均面临挑战，随着新一轮科技革命和产业变革加速演进，中美两国围绕科技创新制高点的竞争空前激烈，科技创新对于经济社会发展的重要地位和驱动作用日益凸显，新质生产力对于新旧动能转换的重要性也不言而喻。在新质生产力一端，自主可控、国产替代或成为产业发展和资产配置上迫切性最

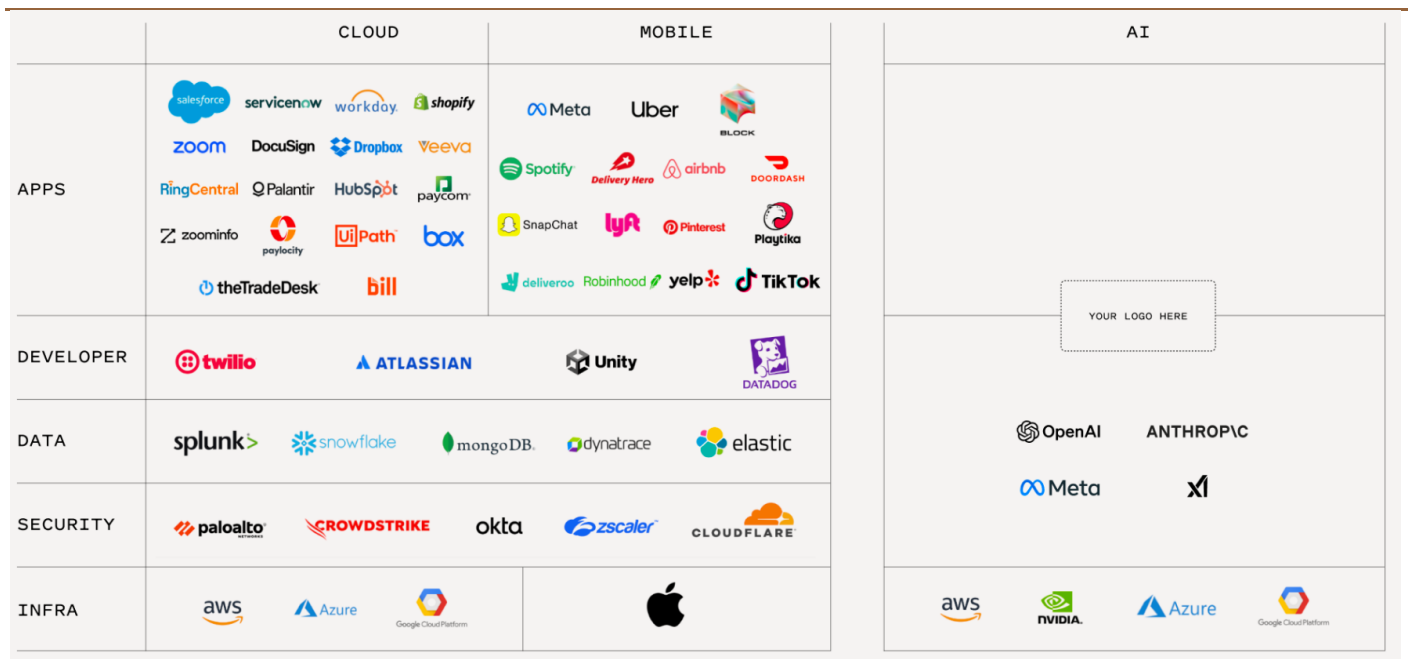
强的方向。从投资角度来看，各方面的政策利好可能在短期更多体现为估值端的修复与抬升，因此在一些产业政策、区域政策、安全政策等催化下，上述领域或将迅速反应。

此外，对于中间的“杆资产”，短期建议关注“核心资产”和顺周期相关领域，主因在于考虑“强预期、弱现实”的扩内需政策预期下，悲观预期修正有助于此类行业盈利和估值修复带动股价改善；中期则关注那些具备全球竞争力的出口、出海型公司，一方面在中美博弈和地缘政治影响下，容易受可比估值和行为金融等渠道冲击出现“超跌”，另一方面受益于国内持续推进的标准统一（内外贸标准衔接要求）和提升（提高国家标准淘汰落后产能）、以及全国统一大市场的建设，有利于“强者恒强、集中度提升”的逻辑，当前环境下具备出口出海能力的中国公司，是具备全球竞争力的公司，大概率在国内也将较有竞争力，这类公司有望中长期表现较好。

5.2.2. 人工智能科技革命浪潮

二是，新一轮以人工智能为核心的科技革命浪潮延续，AI 叙事仍将贯穿 2025 年的全球资本市场，关注应用层现象级应用以及市场对 AI 发展预期的回摆风险。

图 135：在云转型和移动转型期间创造收入约 10 亿美元以上的公司，AI 转型过程中还会有哪些公司出现？



资料来源：Sequoia Capital 《Generative AI's Act o1》，德邦研究所

2022 年 11 月，OpenAI 发布 ChatGPT，这一革命性的大型语言模型引发了全球对生成式 AI 的广泛关注和热潮，AI 叙事也推动形成了近两年美国大型科技股的表现强势。在当前科技周期孕育阶段，美国科技股仍将是重要的投资方向，其涨跌表现一是取决于 AI 叙事，二是 AI 的实际应用效果。2024 年 7 月，美股科技巨头经历了一轮显著调整，其背后是业绩不及预期下市场开始担心 AI 应用遭遇瓶颈以及龙头公司巨额资本开支难以维系。投资回报率、资本开支以及下游“爆款”应用可能是市场对 AI 投资最为关心的几个问题，从宏观角度来说，AI 能否带动 TFP 提升、能否带动潜在经济增长也是长期隐忧所在。我们认为，AI 仍然是驱动新一轮科技革命和产业变革的重要力量，从产业链的角度看，AI 已经开始逐步形成包括上游基础链、中游技术链、下游应用链在内的产业链条，并逐步外溢性

地体现在数字经济发展过程中，也成为把握新质生产力的关键要素之一。

从两个方面来看美国科技股，一级市场层面，据 PitchBook 统计，2024 年 Q3 风险资本 (VC) 在 206 笔交易中向生成式 AI 初创企业投资了 39 亿美元 (不包括 OpenAI 的 66 亿美元融资)，其中有 29 亿美元流向了美国的 127 家初创公司，未来 2-3 年 AIGC 初创公司和商业落地方案或将持续增长；二级市场层面，在市场预期的波动中，投资者更应关注盈利端的兑现，AI 行情的持续性取决于其能否真正为企业实现价值。我们认为，2025 年，市场的焦点可能逐步开始倾向于应用层，抢占价值链核心位置。据红杉资本统计，在云计算转型期间，约有 20 家收入超 10 亿美元的公司成立，而在移动转型期间，又有大约 20 家公司成立，AI 领域下一个现象级应用的出现可能并不遥远。因此，除了基础设施层的数据资源、AI 算力等领域外，可以重点关注和跟踪科技巨头在技术层和应用层的旗舰产品，如 OpenAI 下一代前沿模型 Orion、Apple intelligence、特斯拉 Optimus 机器人、Robotaxi、Claude AI Agent 等等。

5.2.3. 大国博弈与地缘政治扰动

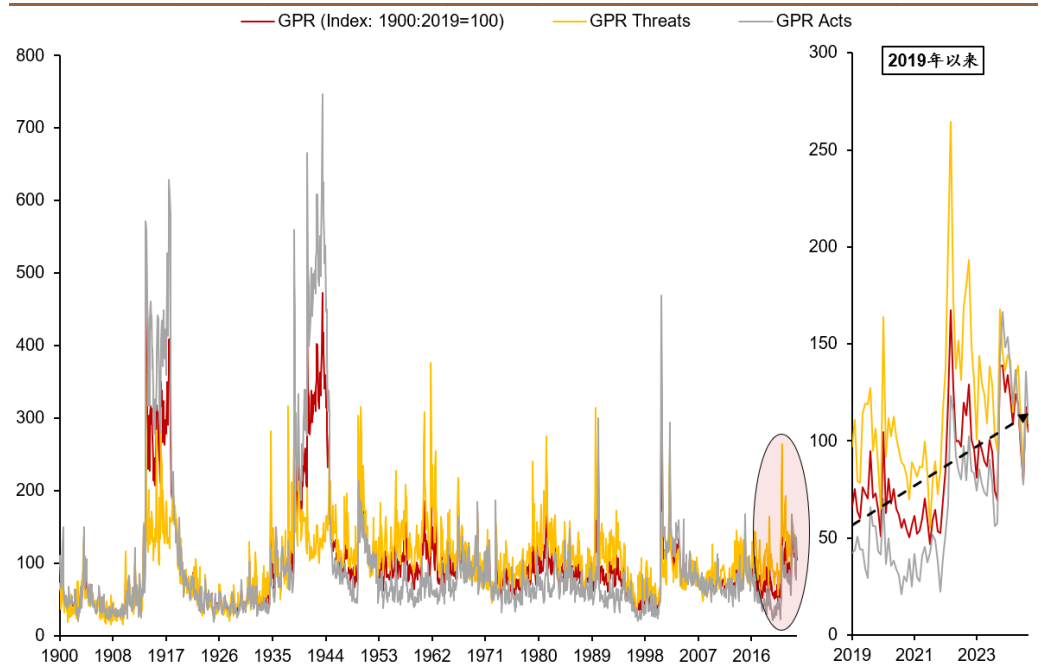
三是，大国博弈与地缘政治产生的意识形态对抗，对全球资本流动和资产配置形成干扰。

2022 年 2 月俄乌冲突爆发后，全球地缘政治风险抬升，大国博弈在经贸、经济、科技、能源、外交等领域的碰撞愈加增多，对全球资本流动产生较大影响，进而对全球资产价格表现形成扰动，这是不同国家的股票市场在相似的流动性环境和事件催化下出现不同表现的原因之一。

当前来看，意识形态对抗对资本流动的扰动仍将存在。一方面，中美关系进入到一个以战略竞争为核心的新阶段，地缘政治和安全竞争正对全球经济发展产生日益巨大的影响，这一现实与我国中央层面“百年未有之大变局”的论断遥相契合，“经济全球化遭遇逆流，世界进入动荡变革期”，国际秩序逐渐进入瓦解与重建期。另一方面，2022 年以来，随着俄乌战争的爆发，全球地缘政治冲突升级，全球地缘政治风险指数 (GPR Index) 中枢出现明显抬升，地缘政治风险加剧，俄乌和中东地区的战火肆虐、朝鲜半岛局势升温，BofA 10 月全球基金经理调查显示，在市场尾部风险方面，受访者最担心的因素即是地缘政治冲突，该值从 9 月的 19% 上升至 33%，反映出投资者对全球局势的高度警惕。在此种背景下，全球资本流动和资产配置必然会收到相应影响，包括意识形态对抗下的投资有偏倾向以及地缘不确定性带来的风险偏好扰动。

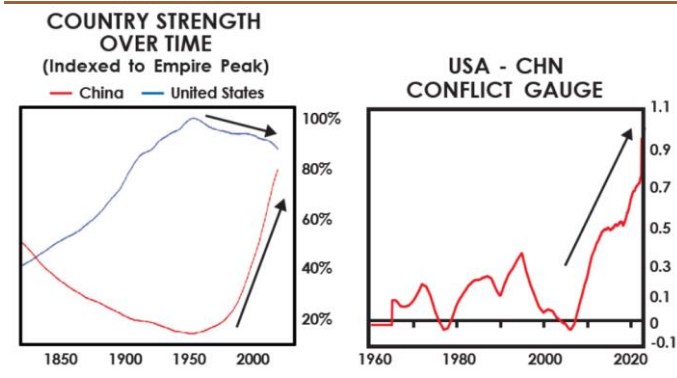
站在中国的视角上，意识形态对全球资本流动的扰动并非是无法逆转的。其一，地缘政治及大国博弈带来的不确定性导致全球风险资产面临再平衡选择，从增加组合稳定性的角度来看，外资可能会增配人民币资产，特别是中东等非美地区大型资管机构、主权财富基金等；其二，从 2024 年 5 月以及 9 月底至 10 月的港股表现看，即便有意识形态对抗带来的扰动，海外资金回流中国也是可以期待的，关键在于能否逐步化解房地产潜在债务风险、价格水平偏低等外部资本较为关注的问题。

图 136: 1900 年以来的地缘政治风险指数 (GPR Index)



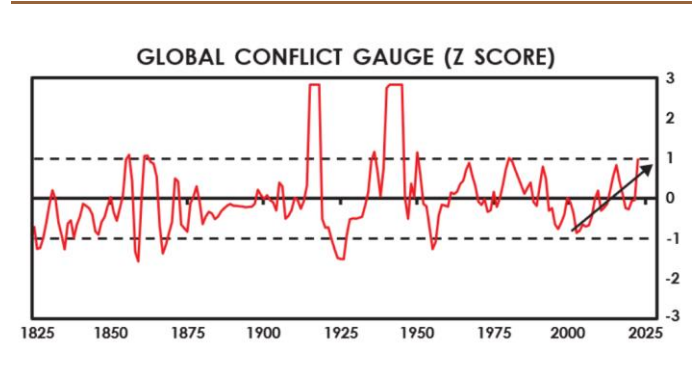
资料来源: Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk., 德邦研究所

图 137: 大国博弈继续深化



资料来源: Ray Dalio 《The Great Powers Index: 2024》, 德邦研究所

图 138: 全球冲突不断加剧



资料来源: Ray Dalio 《The Great Powers Index: 2024》, 德邦研究所

5.2.4. 关注大宗商品和黄金的机会

四是, 大宗商品尤其是黄金将继续成为资产配置的重要组成部分, 供给端关注地缘政治及能源转型催生的逻辑, 需求端关注科技及产业周期对应的上游, 以及能源转型与能源战略安全催生的需求。此外, 在去美元化背景下, 持续看好黄金的未来上涨趋势。

首先, 从需求侧逻辑出发, 重视科技周期对上游相关金属的拉动, AIGC 技术进步将推动新产品和新应用的开发, 中长期内对有色金属的需求有望增加, 例如数据中心的发展可能通过推升电网升级扩容需求驱动对于铜的消费、AI 服务器 PCB 耗锡量上升提振锡价等。

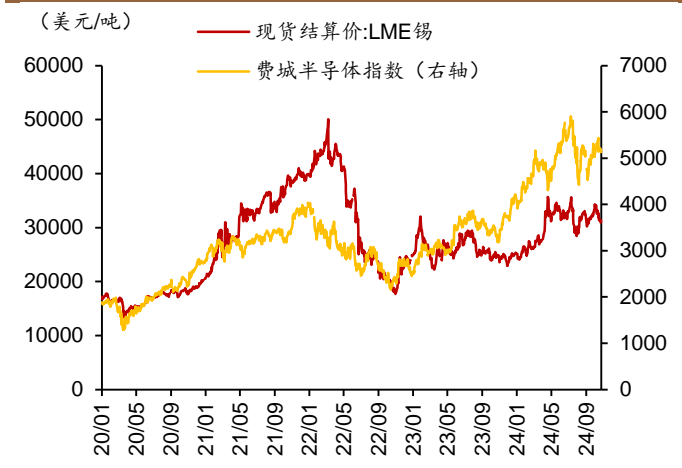
此外, 在传统需求框架下, 有色的需求主要受中国地产周期与基建周期驱动, 但近年来随着“双碳”战略的不断推进和新能源领域的发展, 光伏、特高压、新能源车等行业对铜铝的需求上升, 对冲了一部分传统需求的回落。

其次, 供给侧重点关注约束逻辑, 地缘政治紧张局势暴露了全球能源系统的

脆弱性，也增强了加快清洁能源扩张的必要性。但在另一方面，也要关注到，尽管清洁能源增长迅速，但石油和天然气等传统能源长期形成的禀赋优势在能源替代过渡期中仍较强。新旧能源体系转换过渡期中，旧能源的配置价值不应被忽视。

最后，继续重视黄金的中长期配置价值，我们认为，黄金近年来强势上行的背后是地缘政治冲突的避险预期、百年变局下各国央行“去美元化”而进行的储备多元化以及美元流动性宽松预期等因素综合作用的结果，黄金货币属性的强化不会仅仅局限于短期，中长期配置价值仍在。

图 139：锡价与费城半导体指数



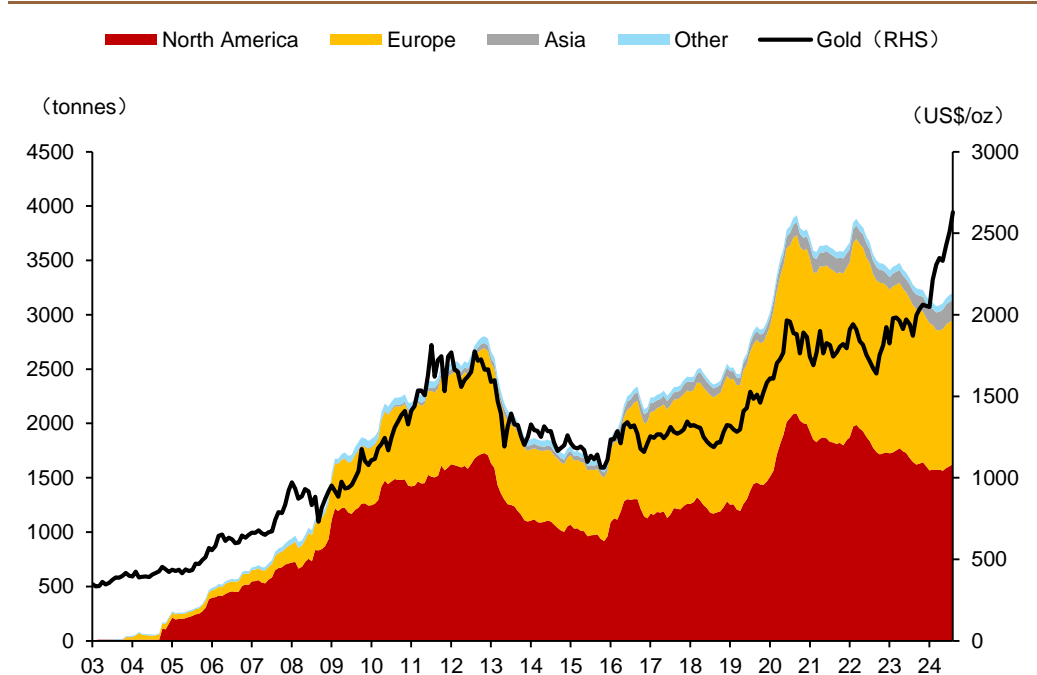
资料来源：Wind，德邦研究所

图 140：到 2040 年电网扩张将推动铜、铝的年需求翻番 (SDS)



资料来源：IEA，德邦研究所；既定政策情景 (STEPS) 和可持续发展情景 (SDS)

图 141：实物支持的黄金 ETF 持仓量和 COMEX 黄金头寸



资料来源：WGC，德邦研究所

5.2.5. 降息周期下的大类资产配置

五是，美联储开启降息周期，全球流动性环境释压，全球资金再平衡或持续推进，历史复盘来看，债券、黄金、部分权益（美股、H股）胜率占优，2025 年美元指数或有一定韧性。复盘 1974 年以来美联储的几轮主要降息周期，可以发现，各大类资产中均有细分品类可以受益于降息，但整体来看，债券（中债和美

债)、黄金和部分权益(美股、H股)的胜率较高,黄金的配置价值也再次得以凸显。而对于美元来说,如果降息周期伴随经济衰退,则其表现较弱的概率较大。对于2025年来说,我们预计的基准情形是美国经济将从当前较热的状态逐步下修并走向中性均衡,但出现经济衰退的概率较低,这意味着2025年的美元指数或有一定支撑,人民币汇率的弹性空间或不会很大。关于降息的节奏,可以参照前文分析,关注2025年年中左右降息可能出现的二阶导,届时可能会对全球资产配置形成一定扰动。

图 142: 1974 年以来美联储几轮降息周期内全球主要大类资产表现

资产大类	是否经历衰退 (NBER口径)		1	1	0	1	0	0	1	1	1	均值	中位数	胜率
	持续时间 (月)		29	18	24	39	7	2	29	16	8			
	名称	代码	74/07-76/02	81/06-82/12	84/08-86/08	89/05-92/09	95/06-96/01	98/08-98/11	00/12-03/06	07/08-08/12	19/07-20/03			
权益	MSCI发达	MXEA Index	9.7	-7.4	157.4	-14.4	7.8	12.1	-31.3	-43.4	-17.8	8.1	-7.4	44
	MSCI新兴	MXEF Index				58.0	4.1	26.7	-0.3	-47.8	-18.2	3.7	1.9	50
	MSCI美国	MXUS Index	34.7	8.0	52.4	32.1	17.1	22.2	-26.7	-38.7	-13.5	9.7	17.1	67
	标普500	SPX Index	35.5	7.2	51.7	30.4	16.8	21.6	-26.2	-38.7	-13.3	9.4	16.8	67
	纳斯达克	CCMP Index	39.8	7.7	50.4	30.7	13.5	30.0	-34.3	-39.3	-5.8	10.3	13.5	67
	STOXX600	SXXP Index				-3.3	15.0	4.5	-43.6	-47.2	-17.0	15.3	-10.1	33
	日经225	NKY Index	11.1	1.9	75.1	-49.2	43.4	5.5	-34.1	-46.5	-12.1	-0.6	1.9	56
	上证指数	SHCOMP Index					-14.8	8.5	-28.3	-65.1	-6.2	21.2	-14.8	20
	沪深300	SHSZ300 Index							-7.7	-65.7	-3.9	25.8	-7.7	0
	恒生指数	HSI Index	32.4	-54.8	106.4	100.6	23.4	43.0	-36.6	-40.0	-15.0	17.7	23.4	56
债券	中债综合	I08271CN Index								9.7	5.4	7.6	7.6	100
	美债综合	LBSTRUU Index	13.4	40.7	51.7	46.3	7.0	2.4	24.3	9.2	5.4	22.3	13.4	100
	中国国债综合	I08273CN Index								10.5	6.3	8.4	8.4	100
	美国国债综合	LUATRUU Index	29.4	37.0	51.3	45.2	7.1	2.4	23.8	18.9	10.1	25.0	23.8	100
商品	商品综合	SPGSCITR Index	-20.8	1.9	9.3	58.8	20.1	-7.7	-3.1	-34.1	-40.0	-1.7	-3.1	44
	黄金	SPGSGCTR Index		4.9	11.3	-2.3	6.6	6.2	26.8	28.2	11.0	11.6	8.8	88
	原油	SPGSLTR Index				89.0	18.5	-18.7	36.1	-39.5	-65.1	3.4	-0.1	50
	工业金属	SPGSIN Index		-10.5	-7.4	-11.0	-9.9	-2.9	-10.0	-54.3	-16.9	15.4	-10.3	0
	农产品	SPGSGRTR Index	-34.5	-27.6	-1.1	-13.5	22.7	11.7	-16.6	-14.0	-3.9	-8.5	-13.5	22
汇率	美元指数	DXU Cuncy	4.0	9.0	-24.2	-21.2	7.1	-4.0	-13.5	0.6	0.5	-4.6	0.5	56
	新兴市场货币指数	MXEF0CX0 Index						7.7	17.5	-3.3	-5.2	4.2	2.2	50
	美元兑离岸人民币	CNH BGN Cuncy									2.7	2.7	2.7	100
	美元兑人民币	CNY REGN Cuncy		10.1	53.5	47.8	0.2	0.0	0.0	-9.5	2.9	13.1	1.5	75

资料来源: Bloomberg, FRED, 德邦研究所; 单位均为%; 债券为 Bloomberg 债券指数、商品为 S&P GSCI 商品指数

5.3. 2025 年资产配置观点

1) 国内股市:当前市场风险偏好及流动性出现显著变化,行业轮动显著增强,本质是基本面磨底过程中投资者存在分化预期,增量政策和基本面是影响市场风格、行业轮动的核心变量。随着增量政策加码和基本面改善预期的影响,市场可能更多聚焦“悲观预期修正”对核心资产、顺周期等领域的利好,2024年12月中央经济工作会议、2025年3月政府工作报告前后是重要时间窗口。另外,考虑低通胀、地产风险、制度建设等在短期或较难出现较大转变,在交易政策效果时间段,红利资产、成长科技等也会有相对占优的表现。我们建议关注中国特色的哑铃型配置策略,代表新质生产力的科技制造+中国特色的优质红利资产的哑铃配置,“杆资产”短期看核心资产、顺周期的估值修复,中期看有全球竞争力的出口出海公司可能在国内也具备“强者恒强”逻辑。

2) 国内债市:考虑 926 积极的政策定调和一系列增量政策,当前经济处于“强预期、弱现实”阶段,2025年外部风险若进一步抬升可能导致进一步的扩内需政策落地。我们预计,10年国债收益率在2024年年底可能适当上行。2025年伴随着进一步的流动性宽松和政策利率的调降,经济内生性问题大幅改观或仍需时间,预计10年国债利率继续震荡的概率较高,Q1震荡中枢可能相对较高。

3) 汇率:考虑美国经济韧性和或有的特朗普政策组合的影响,美联储货币政策的宽松幅度可能不及预期,叠加地缘政治、大国博弈等因素对全球能源成本、交运物流成本等方面的影响,欧元存在走弱可能,美元指数较难出现大幅下行,大概率维持在100以上。基本面及货币政策反映的中枢可能在7.0-7.1的水平。此外,中国国内货币政策宽松有望进一步加码,中美政策利率的较大利差决定了后续汇率可能阶段性承压。

4) 商品:在大宗商品的配置上,供给端关注地缘政治及能源转型催生的逻辑,需求端关注科技及产业周期对应的上游,以及能源转型与能源战略安全催生的需求。特别地,在商品类资产中,黄金将继续成为资产配置的重要组成部分,在地缘政治冲突的避险预期、百年变局下各国央行“去美元化”而进行的储备多元化以及美元流动性宽松预期等因素的共同作用下,持续看好黄金未来的上涨趋势。

5) 美股:特朗普交易预期短期可能对美股带来一定扰动,但考虑2025年美国软着陆且企业盈利出现大幅度滑坡概率较小,在美元流动性进一步宽松的背景下,预计2025年美股总体表现较为积极。此外,考虑美联储降息进程与再通胀因素对美国降息终点的影响,美元指数大幅下降的概率较低,美元类资产对全球资本流动的吸引力也或将利好美股表现。

6) 美债:美国经济韧性与再通胀力量可能导致美联储降息终点高于市场预期,美债宽幅震荡概率较高,当前降息周期已经开启,后续美联储持续降息有利于美债做多情绪,美债利率存在下行空间,但宽财政和或有的特朗普政策组合等因素则可能导致美债利率走高。

6. 中观主题展望

从中观视角来看，即将步入十四五阶段的收官之年，2024年是承上启下的关键节点，宏观环境和产业背景持续变化，深入复盘和总结十四五以来的发展轨迹可以更好把握未来产业趋势的脉搏，我们结合2021年的十四五规划、2023年十四五实施中期评估报告、2024年三中全会的表述，梳理了当前中观产业环境的重要变化和政策导向，洞察和挖掘2025年可能出现的重大产业趋势变化和主题性投资机会，我们认为，在科教兴国、应对人口老龄化、推进高水平开放、西部大开发等产业趋势不断深化的背景下，新型城镇化、人口战略、职业教育、海南自贸港、西部大开发有望成为2025年国内五大重要产业主题。

表 10：十四五规划、十四五规划实施中期评估报告与二十届三中全会部分重要的产业表述

战略背景	十四五规划 2021年3月	十四五实施中期评估报告 2023年12月	二十届三中全会 2024年7月
推进高水平开放	1.建设 更高水平开放型经济新体制 ，打造开放层次更高、营商环境更优、辐射作用更强的开放新高地。 2.稳步推进 海南自由贸易港建设 ，制定出台海南自由贸易港法，深化首创性、集成化、差别化改革探索	1.对外开放水平不断提升，互利共赢局面持续拓展， 更高水平开放型经济新体制 加快打造。 2.制度型开放进一步拓展，高水平对外开放持续扩大， 稳步拓展制度型开放，海南自由贸易港建设扎实推进	1.坚持对外开放基本国策，坚持以开放促改革， 建设更高水平开放型经济新体制 ，优化开放合作环境 2.优化区域开放布局，实施自由贸易试验区提升战略，鼓励首创性、集成式探索， 加快建设海南自由贸易港
应对人口老龄化	1.实施 积极应对人口老龄化国家战略 ，优化生育政策，以“一老一小”为重点完善人口服务体系； 2. 提高出生人口质量，密切监测生育形势 。深化人口发展战略研究，健全人口与发展综合决策机制。	1. 三孩生育政策 及配套支持措施出台实施， 社区和居家养老服务提质扩容 2. 养老、育幼等普惠性公共服务供需矛盾比较突出 ，必须进一步强化政府等各方责任、创新体制机制。	1.健全人口发展支持和服务体系。以 应对老龄化、少子化 为重点完善人口发展战略，促进人口高质量发展。 2.积极 应对人口老龄化 ，完善发展养老事业和养老产业政策机制。 发展银发经济 ，创造适合老年人的多样化、个性化就业岗位。
科教兴国	1.深入实施 科教兴国战略、人才强国战略 ，建设高质量教育体系。 2.突出职业技术（技工）教育类型特色，深入推进改革创新，优化结构与布局，大力 培养技术技能人才 。 3.建设一批高水平职业技术院校和专业，稳步发展职业本科教育。 深化职普融通，实现职业技术教育与普通教育双向互认、纵向流动 。	1.着力打好关键核心技术攻坚战， 加快推进高水平科技自立自强 2.完善国家重点领域紧缺人才、 职业早期青年人才培养机制 3.教育体系质量稳步提高。持续改善农村义务教育薄弱环节，进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担（“双减”）工作取得阶段性进展。	1.必须 深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略 ，统筹推进 教育科技人才体制机制一体改革 2.强化科技教育和人文教育协同， 加快构建职普融通、产教融合的职业教育体系 。完善学生实习实践制度，推进高水平教育开放 3.健全 终身职业技能培训制度 ，统筹城乡就业政策体系有效降低生育、养育、教育成本
推进西部大开发	1. 强化举措推进西部大开发 ，切实提高政策精准性和有效性 2. 推进成渝地区双城经济圈建设 ，打造具有全国影响力的重要经济中心、科技创新中心、改革开放新高地、高品质生活宜居地	1. 西部地区发展协调性持续提升 ，东部与西部地区人均GDP之比由2020年的1.67缩小至2022年的1.64 2.着力推进区域协调和城乡融合发展，拓展高质量发展新空间， 推动西部大开发取得新突破	1.完善实施区域协调发展战略机制，构建优势互补的区域经济布局和国土空间体系， 健全推动西部大开发形成新格局 2. 推动成渝地区双城经济圈建设走深走实 ，完善区域一体化发展机制，构建跨行政区合作发展新机制，深化东中西部产业协作

资料来源：中国政府网，新华社，中国人大网，德邦研究所

6.1. 新型城镇化 2025 年有望加速建设

城镇化是现代化的必由之路，是解决三农问题的重要途径，当前中国人口的城镇化率已经接近70%，在此背景下，以人为本的新型城镇化战略成为重要的发展指引。2024年7月，国务院印发了《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》的通知，早在2021年的十四五规划中，完善新型城镇化战略提升城镇化发展质量就已写入“中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要”的一级目录，强调加快农业转移人口市民化、完善城镇化空间布局、全面提升城市品质。即将步入十四五阶段的收官之年，新型城镇化迎来“阶段考”，2025年新型城镇化建设有望加速。

表 11:《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》的重大举措

重大举措	核心内容
实施新一轮农业转移人口市民化行动	<ul style="list-style-type: none"> 深化户籍制度改革,全面落实城区常住人口 300 万以下城市取消落户限制要求,全面放宽城区常住人口 300 万至 500 万城市落户条件。 健全常住地提供基本公共服务制度,促进农业转移人口在城镇稳定就业,保障随迁子女在流入地受教育权利,扩大农业转移人口社会保障覆盖面。 完善农业转移人口多元化住房保障体系,租购住房群体享有同等公共服务权利,在具备条件的城市推进保障性住房建设。
实施潜力地区城镇化水平提升行动	<ul style="list-style-type: none"> 培育特色优势产业集群,引导工业基础良好地区实施先进制造业集群发展专项行动,培育新能源、新材料、高端装备、基础软件和工业软件等战略性新兴产业。 促进产业园区提级扩能,强化产业发展人才支撑,推动职业资格、职业技能等级等全国互认。增强城镇综合承载能力
实施现代化都市圈培育行动	<ul style="list-style-type: none"> 提升城际通勤效率,强化产业分工协作,推进公共服务共建共享。 加快市场一体化建设,推动要素市场一体化,加快实现公共资源交易平台共享项目信息、互认经营主体、互通电子服务
实施城市更新和安全韧性提升行动	<ul style="list-style-type: none"> 推进城镇老旧小区改造,扎实推进 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务,提高社区公共服务水平 加快推进保障性住房建设,“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造,采取拆除新建、整治提升、拆整结合多种方式,推进城中村改造。 加强城市洪涝治理,实施城市生命线安全工程 推进绿色智慧城市建设,推广绿色建材、清洁取暖和分布式光伏应用,推进基于数字化、网络化、智能化的新型城市基础设施建设

资料来源:中国政府网,德邦研究所

2023 年中国常住人口城镇化率是 66.2%,但户籍人口城镇化率还不到 50%,还有近 2.97 亿的外出农民工在城里没有完全市民化。本轮新型城镇化建设专注实施新一轮农业转移人口市民化行动,全面落实城区常住人口 300 万以下城市取消落户限制要求,全面放宽城区常住人口 300 万至 500 万城市落户条件,完善农业转移人口多元化住房保障体系,扩大农业转移人口社会保障覆盖面,一系列农业转移人口市民化的重大举措有望将这部分近 2.97 亿的常住人口转化成户籍人口,提高农业转移人口的收入水平和消费能力,扩大真实消费需求,不断释放内需潜力,稳定劳动力供给,而且将进一步缩小城乡居民收入差距,推动实现共同富裕。

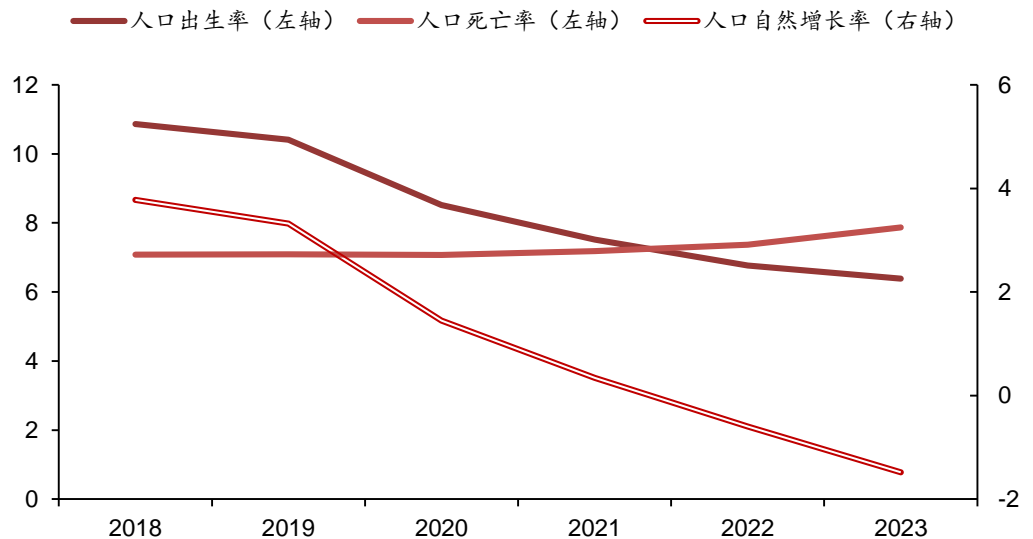
此外,《行动计划》中提出地方政府专项债券支持符合条件的保障性住房建设和城中村改造,采取特许经营模式,规范实施政府和社会资本合作,在培育先进制造业、推动要素市场一体化、绿色智慧城市、职业资格互认等多方面也提供了强有力的政策保障与支持,有望带动相关产业蓬勃发展。我们认为,城中村改造(基地产业链、电梯、设计规划)、保障房建设(基地产业链、设计规划)、先进制造(新能源、新材料、高端装备、基础软件、工业软件)、要素市场一体化(数据要素、区域性股权市场、智慧物流、车路云一体化)、绿色智慧城市(光伏等清洁能源、智慧交通、污染治理)、职业教育等领域将在这一轮新型城镇化的浪潮中充分受益。

6.2. 人口战略在 2025 年或将更加积极

当前我国正面临较为严峻的人口形势,我国人口出生率由 2018 年的 10.86% 下降至了 2023 年的 6.39%,且从 2022 年开始,我国人口自然增长率由正转负。结构上人口老龄化的压力也越来越大,老年抚养比由 2018 年的 17.8% 上升至 2023 年的 22.5%,人口老龄化压力持续上升,中国目前正面临人口红利转型的重要关口,养老体系的挑战、人力资本积累的减缓都使得改善生育环境的窗口期很短,且越发迫切,2024 年 7 月的二十届三中全会强调人口发展的长期目标导向,提出“以应对老龄化、少子化为重点,完善人口发展战略,完善生育支持政策体系和激励机制”,展望 2025 年,更加积极的人口战略或将成为强有力的战略举措,来应对人口发展的新形势,相关产业正迎来发展新态势。我们建议关注以下三个

方向，其一，人口老龄化加剧，关注银发经济产业；其二，关注出生人口刺激政策下，婴童板块的机会；其三，人口战略配套的医药类品种，关注辅助生殖、医疗器械中与生育相关的部分。

图 143：近 6 年中国人口出生率、自然增长率等变化趋势（%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

1) 银发经济与婴童板块

十四五规划中明确指出，要实施积极应对人口老龄化国家战略，优化生育政策，以“一老一小”为重点完善人口服务体系，促进人口长期均衡发展，明确“发展银发经济，开发适老化技术和产品，培育智慧养老等新业态”和“坚持儿童优先发展，优化儿童发展环境，完善儿童健康服务体系”，并进行详细的服务项目建设。

表 12：十四五规划“一老一小服务项目建设”

项目建设	具体内容
特殊困难家庭适老化改造	支持 200 万户特殊困难高龄、失能、残疾老年人家庭实施适老化改造，配备辅助器具和防走失装置等设施。
社区居家养老服务网络建设	支持 500 个区县建设连锁化运营、标准化管理的示范性社区居家养老服务网络，提供失能护理、日间照料以及助餐助浴助洁助医助行等服务。
养老机构服务提升	支持 300 个左右培训疗养机构转型为普惠养老机构、1000 个左右公办养老机构增加护理型床位，支持城市依托基层医疗卫生资源建设医养结合设施
普惠托育服务扩容	支持 150 个城市利用社会力量发展综合托育服务机构和社区托育服务设施，新增示范性普惠托位 50 万个以上。
儿童友好城市建设	开展 100 个儿童友好城市示范，加强校外活动场所、社区儿童之家建设和公共空间适儿化改造，完善儿童公共服务设施。

资料来源：中国政府网，德邦研究所

我国银发群体的财富总量较大，老年人口具备消费潜力，而相比于传统的旅游、餐饮方面的消费，老年人在健康层面的需求更为集中，专注于老龄人口的医疗服务、疾病预防、营养食品等领域仍具备广阔的发展空间，我国十四五规划和 2035 年远景目标高度重视医疗卫生领域，倡导医疗康养和银发经济发展相结合，推进养老事业和相关产业协同发展，建议重点关注银发经济中的养老服务、保健

食品、养老地产（养老院与护理机构）、保健器械等领域。

随着三胎政策等更加积极的人口战略不断推进，人口出生率的拐点有望逐步临近，带来产业中长期较为确定性的上升趋势，建议关注母婴用品、儿童医药、玩具等领域。

2) 辅助生殖与医疗器械

近年来，辅助生殖技术在支持生育、提升人口数量等方面正发挥着积极作用。2023年我国不孕不育率约为18.2%，而根据《2018年辅助生殖行业研究报告》，这其中适于使用辅助生殖技术的人群占不孕不育总人群的20%左右，有望带动近3.6%的人口增长空间，全国多地已将辅助生殖技术纳入医保报销范围，建议关注辅助生殖以及与生育相关的医疗器械（婴儿保育设备等）领域。

6.3. 职业教育渗透率有望在2025年加速上升

职业教育是国民教育体系和人力资源开发的重要组成部分，21世纪以来，中国政府高度重视职业教育，构建新发展格局、推动高质量发展，在国际竞争中赢得主动，不仅需要大批拔尖创新人才突破“卡脖子”技术，也需要数以亿计的高素质技术技能人才。加快发展现代职业教育，是培养高素质技术技能人才最高效、最基础的途径，是推动高质量发展的重要支撑，也是建设教育强国的必然要求。

近些年国务院和各部门出台了一系列法律法规和行业政策，明确“职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型”，将职业教育的地位提升至与普通教育相同，并为其提供法理性保障。2024年以来，随着中国经济发展和产业结构不断升级，以及日益严峻的人口形势，推进职业教育的迫切性日益增强，2024年7月二十届三中全会明确指出，要统筹推进教育科技人才体制机制一体改革，加快构建职普融通、产教融合的职业教育体系，当前传统产业正向高端化、智能化、绿色化转型，新能源、新材料等战略性新兴产业加速壮大，新质生产力正在形成，与经济社会发展连接最紧密的职业教育将迎来新的机遇，我们认为职业教育在2025年有望得到加速发展。

表 13：2014 年来职业教育相关的重大政策、法律法规、重要影响与重要评论

时间	职业教育重大政策、法律法规、重要影响与重要评论
2014 年	教育部等六部门印发《现代职业教育体系建设规划（2014—2020 年）》，明确到 2020 年形成适应发展需求、产教深度融合、中职高职衔接、职业教育与普通教育相互沟通，体现终身教育理念，具有中国特色、世界水平的现代职业教育体系。
2019 年	国务院出台《国家职业教育改革实施方案》，提出“职业教育与普通教育是两种不同教育类型，具有同等重要地位”。
2020 年	教育部等九部门印发《职业教育提质培优行动计划（2020—2023 年）》，进一步确立国家宏观管理、省级统筹保障、学校自主实施的工作机制。
2021 年	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，系统梳理中国职业教育改革实践经验，从巩固职业教育类型定位、推进不同层次职业教育纵向贯通、促进不同类型教育横向融通三个方面强化职业教育类型特色。
2021 年	习近平总书记对职业教育工作作出重要指示强调，在全面建设社会主义现代化国家新征程中，职业教育前途广阔、大有可为。构建新发展格局、推动高质量发展，在国际竞争中赢得主动，不仅需要大批拔尖创新人才突破“卡脖子”技术，也需要数以亿计的高素质技术技能人才。加快发展现代职业教育，是培养高素质技术技能人才最高效、最基础的途径，是推动高质量发展的重要支撑，也是建设教育强国的必然要求。
2022 年	新修订的《中华人民共和国职业教育法》正式实施，明确“职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型”，标志着现代职业教育体系建设进入新的法治化进程，也意味着职业教育“类型”地位在法理上得到保障。
2024 年 3 月	习近平总书记在参加江苏代表团审议时强调，“我们要实实在在地把职业教育搞好，要树立工匠精神，把第一线的大国工匠一批一批培养出来”，传统产业正向高端化、智能化、绿色化转型，新质生产力正在形成，职业教育是培养高素质技术技能人才的重要力量。

2024年7月	二十届三中全会明确指出，要统筹推进教育科技人才体制机制一体改革，加快构建职普融通、产教融合的职业教育体系。
2024年9月	全国教育大会9日至10日在北京召开，习近平总书记出席大会并发表重要讲话，强调构建职普融通、产教融合的职业教育体系，大力培养大国工匠、能工巧匠、高技能人才。

资料来源：中国政府网，教育部官网，光明日报，人民网等，德邦研究所

聚焦中国的制造产业，作为世界公认的制造大国和制造强国，中国制造的实力和底蕴离不开职业教育为产业输送的大量专业化人才，需要每年有充分的职业教育入学生源。参考欧洲制造业强国德国，根据《德国教育动态信息》2024年第7期，2023年德国职业教育入学新生93万人，占总人口比例1.09%，中国职业教育（中职+高职）入学新生1018万，占总人口比例0.72%，相比之下，2023年德国第二产业增加值占GDP的比重是28.08%，而中国是38.30%，如果以德国为成熟市场的占比测算，2023年中国职业教育入学的渗透率至多为48%，且尚未考虑到中国制造业结构更加偏劳动密集型，专业性人才的缺口更大。我们认为当前中国职业教育的渗透率仍处在较低的水平，近几年来中职和高职入学人数提升的趋势有望延续和加强。

图 144：职业教育产业图谱



资料来源：36氪研究院，德邦研究所

当前中国正处于经济结构调整和产业转型升级的关键时期，伴随出生人口减少、人口红利下行压力上升的挑战，对于以低空经济、生物制造等为代表的先进制造和以5G、AI等为代表的数字经济产业来说，专业性人才的缺口或将持续上升，职业教育渗透率有望加速上升，不仅是中职和高职这类学历教育的入学率可能持续上升，非学历教育的职业考试培训和职业技能培训也将迎来发展契机，为我国人口和劳动力红利贡献力量，我们建议重点关注高职、中职、职业技能培训等细分板块的机会。

6.4. 2025年海南自贸港建设有望进入新的阶段

按照2020年国务院发布的《海南自由贸易港建设总体方案》要求，到2025年前，适时全面开展全岛封关运作准备工作情况评估，查堵安全漏洞，待条件成熟后再实施全岛封关运作；中共海南省委关于贯彻落实《海南自由贸易港建设总体方案》的决定中指出，海南将推进高水平开放，按照《总体方案》要求，有序推进开放进程，促进生产要素自由便利流动，主动服务和融入国家重大战略，深度

融入全球经济体系，到 2025 年前实现全岛封关运作。我们认为，外向型贸易依然是中国经济未来增长的重要动力，2025 年海南自贸港建设有望进入新阶段，海南自贸港的开放将成为制度型开放的先锋，建成后有望打造我国深度融入全球经济体系的前沿地带，加快培育具有海南特色的合作竞争新优势，加强与东南亚国家交流合作，在扩大招商、吸引外资、国际贸易方面与粤港澳大湾区联动发展，推动海南旅游文化、健康医疗、信息技术等产业长远发展。从自贸港建设和封关运作视角，我们参考目前已经实现封关运作的横琴粤澳深度合作区进行梳理与对比。

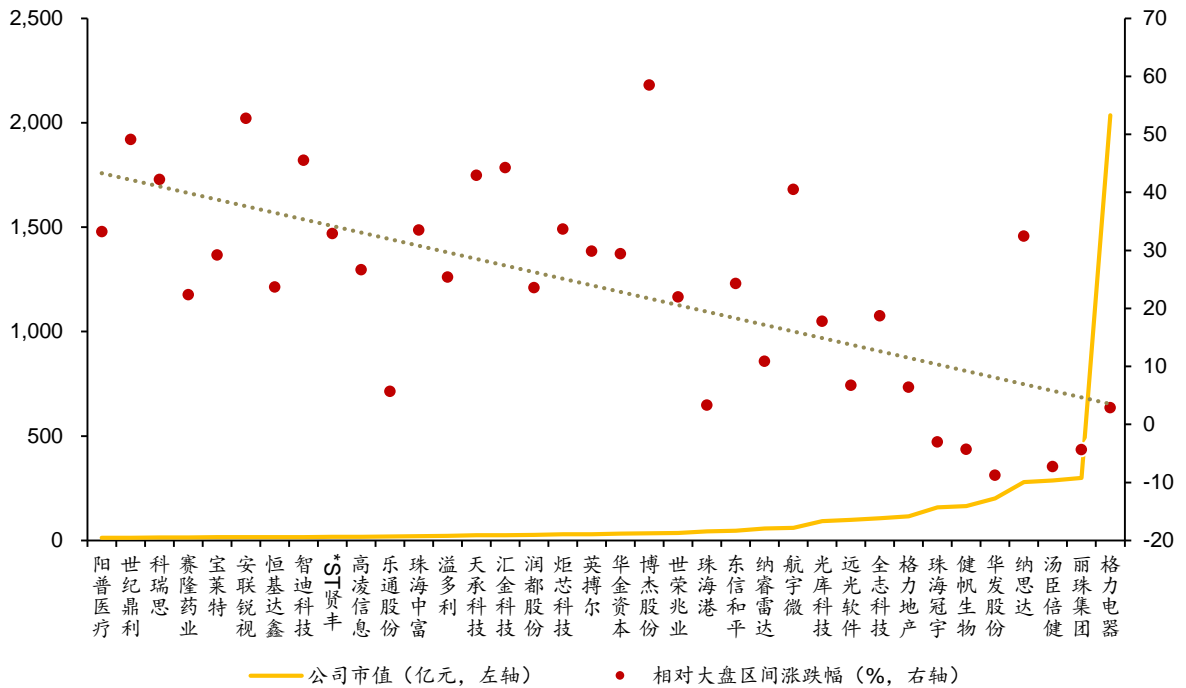
表 14：海南自由贸易港与横琴粤澳深度合作区的政策梳理与对比

项目	海南自由贸易港	横琴粤澳深度合作区
纲领文件	2020 年 6 月 1 日国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》	2021 年 9 月 5 日国务院印发《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》
时间规划	2025 年前，适时全面开展全岛封关运作准备工作情况评估	到 2024 年澳门回归祖国 25 周年时，粤澳共商共建共管共享体制机制运作顺畅
封关时间	预计将于 2025 年底前实现封关运作	2024 年 2 月 8 日公告，于 2024 年 3 月 1 日正式封关
指导思想与基本原则	打造我国深度融入全球经济体系的前沿地带，加快培育具有海南特色的合作竞争新优势，加强与东南亚国家交流合作，促进与粤港澳大湾区联动发展	统筹推进粤澳深度合作，大力发展促进澳门经济适度多元的新产业，为澳门“一国两制”实践行稳致远注入新动能
发展目标	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 到 2025 年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系； ✓ 到 2035 年，自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟，成为我国开放型经济新高地； ✓ 到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 到 2024 年澳门回归祖国 25 周年时，粤澳共商共建共管共享体制机制运作顺畅； ✓ 到 2029 年澳门回归祖国 30 周年时，合作区与澳门经济高度协同、规则深度衔接的制度体系全面确立； ✓ 到 2035 年，“一国两制”强大生命力和优越性全面彰显，促进澳门经济适度多元发展的目标基本实现
重点产业	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 旅游业：推动旅游与文化体育、健康医疗、养老养生等深度融合，支持建设文化旅游产业园，发展特色旅游产业集群 ✓ 现代服务业：推动港口资源整合，拓展航运服务产业链；扩大专业服务业对外开放，积极发展海洋物流、海洋旅游、海洋信息服务等，构建具有国际竞争力的海洋服务体系。 ✓ 高新技术产业：聚焦平台载体，提升产业能级，以物联网、人工智能、区块链、数字贸易等重点发展信息产业 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 科技研发和高端制造：大力发展集成电路、电子元器件、新材料、新能源、大数据、人工智能、物联网、生物医药产业 ✓ 中医药等澳门品牌工业：发展中医药服务贸易，发展毛坯钻石加工，打造世界级毛坯钻石、宝石交易中心 ✓ 文旅会展商贸产业：高水平建设横琴国际休闲旅游岛，发展休闲度假等旅游产业和休闲养生、康复医疗等大健康产业 ✓ 现代金融产业：支持在合作区开展跨境人民币结算业务，支持澳门在合作区创新发展财富管理、债券市场等现代金融业
制度设计	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 贸易自由便利，“一线”放开，“二线”管住，岛内自由 ✓ 投资自由便利，跨境资金流动自由便利 ✓ 制定实施海南自由贸易港法，以法律形式明确自由贸易港各项制度安排。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ “一线”放开、“二线”管住，人员进出高度便利 ✓ 在合作区内探索跨境资本自由流入流出 ✓ 用好珠海经济特区立法权，允许珠海立足合作区改革创新实践需要，根据授权对法律、行政法规、地方性法规作变通规定。

资料来源：中国政府网，海南省人民政府官网，海南日报，新华社，德邦研究所

落到投资视角，我们认为市场对于这类区域型的主题机会参与度较高，依然参考横琴粤澳深度合作区，2024 年 2 月 8 日，横琴粤澳深度合作区执行委员会与广东省人民政府横琴粤澳深度合作区工作办公室联合发布通告，3 月 1 日起横琴粤澳深度合作区正式封关运行，在 2024 年 2 月 8 日至 2024 年 3 月 1 日这波交易区间中，主板、创业板、科创板合计 36 家珠海的上市公司中，有 31 家相比同期沪深 300 跑出了超额收益，胜率高达 86%。行业上以大健康、集成电路、电子元器件这类政策表述中较为受益的重点产业为主，有望在横琴粤澳深度合作区建设过程中得到长远发展，受益于横琴粤澳深度合作区中的产业政策催化，迎来了一波具有明显超额收益的产业主题行情。

图 145：横琴粤澳深度合作区封关运作公告至正式封关阶段的超额收益



资料来源：choice，德邦研究所，统计区间为 2024 年 2 月 8 日-2024 年 3 月 1 日，开始日期和结束日期均为交易日，相对大盘基准为沪深 300 指数，图中虚线为“相对大盘区间涨跌幅”对“公司市值”的线性拟合

复盘这轮区间的“横琴牛”，我们发现以下几个特征：1) 板块算术平均的超额收益率高达 23.41%，中位数超额收益率达 24.85%，市值加权的超额收益率达 7.40%，均明显跑赢同期沪深 300 指数；2) 市值结构上，小市值风格明显占优，市值 100 亿以内的 27 家公司算术平均超额收益高达 30.00%，而市值 100 亿以上的 9 家公司仅为 3.65%；3) 板块结构上，主板 17 家上市公司算术平均超额收益为 18.51%，创业板 14 家上市公司算术平均超额收益为 29.79%，科创板 5 家上市公司算术平均超额收益为 22.23%，板块风格较为均衡，创业板相对占优。

6.5. 西部大开发战略有望在 2025 年紧锣密鼓提速推进

西部大开发是中国政府实施的一项重要区域发展战略，旨在促进西部地区的经济发展和社会进步，2023 年底召开的中央经济工作会议强调“优化重大生产力布局，加强国家战略腹地建设”。习近平总书记在四川、广西考察时都强调要建设好战略腹地，体现出党中央对“战略腹地”的聚焦和重视。我们认为西部大开发战略的稳步推进也能够有效配合和加强国家战略腹地建设，具有较强的战略意义，2024 年 4 月，习近平总书记主持召开新时代推动西部大开发座谈会时强调：进一步形成大保护大开放高质量发展新格局，奋力谱写西部大开发新篇章；2024 年 8 月，中共中央政治局召开会议审议《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》，习近平总书记主持会议，会议提出西部大开发是党中央作出的重大战略决策，要全面深化改革，进一步解放和发展社会生产力、激发和增强社会活力，密集的政策表态和措施保障下，西部大开发战略有望在 2025 年紧锣密鼓提速推进。

表 15：西部大开发战略要点梳理

要点	核心内容
坚持以高水平保护支撑高质量发展	<ul style="list-style-type: none"> 优化国土空间开发保护格局，加强生态环境分区管控，加快推进重要生态系统保护和修复重大工程，打好“三北”工程三大标志性战役。 强化生态资源保护，加强森林草原防灭火能力建设，深化重点区域、重点领域污染防治。 大力推动传统产业节能降碳改造，有序推进煤炭清洁高效利用。完善生态产品价值实现机制和横向生态保护补偿机制。
坚持以大开放促进大开发，提高西部地区对内对外开放水平	<ul style="list-style-type: none"> 大力推进西部陆海新通道建设，推动沿线地区开发开放，深度融入共建“一带一路”。 完善沿边地区各类产业园区、边境经济合作区、跨境经济合作区布局，推动自贸试验区高质量发展。 稳步扩大制度型开放，打造市场化法治化国际化营商环境。更加主动服务对接区域重大战略，积极融入全国统一大市场建设，创新东中西部开放平台对接机制，深化与东中部、东北地区务实合作。
坚持统筹发展和安全以提升能源资源等重点领域安全保障能力	<ul style="list-style-type: none"> 加快建设新型能源体系，做大做强一批国家重要能源基地。加强管网互联互通，提升“西电东送”能力。 加强矿产资源规划管控和规模化集约化开发利用，加快形成一批国家级矿产资源开采和加工基地。提高水资源安全保障水平。 创新跨地区产业协作和优化布局机制，有序承接产业梯度转移。大力推进成渝地区双城经济圈建设，积极培育城市群，发展壮大一批省域副中心城市，促进城市间基础设施联通、公共服务共享。
坚持推进新型城镇化和乡村全面振兴有机结合	<ul style="list-style-type: none"> 深入实施乡村振兴战略，加大对国家乡村振兴重点帮扶县支持力度，坚决防止发生规模性返贫。 学习运用“千万工程”经验，打造具有地域特色的乡村建设模式。发展各具特色的县域经济，培育一批农业强县、工业大县、旅游名县，推进农民群众就近就业增收，因地制宜推进城镇化进程。 推进高标准农田建设，扛好重要农产品稳产保供责任，保障国家粮食安全作出应有贡献。

资料来源：中国政府网，新华社，德邦研究所

随着政策不断加码，2025年西部大开发战略有望得到进一步推进与落实，有助于加快构建新发展格局，提升区域整体实力和可持续发展能力，以下一些重点板块和品种可能会充分受益。其一，提升能源资源等重点领域安全保障能力，矿产资源规划管控和规模化集约化开发利用得到加强，关注西部地区具备优势地位的清洁能源与资源品；其二，创新跨地区产业协作和优化布局机制，有序承接产业梯度转移，大力推进成渝地区双城经济圈建设，关注川渝经济圈内的基建、公用事业板块；其三，坚持推进新型城镇化和乡村全面振兴有机结合，因地制宜推进城镇化进程，关注西部地区旅游、农业板块。

7. 风险提示

- (1) 国内货币、财政政策不及预期, 市场风险偏好下行, 经济复苏进程受阻;
- (2) 房地产超预期走弱, 发生跨部门风险传染与债务危机, 经济超预期下行;
- (3) 国际地缘政治风险超预期, 全球产业链供应链受损, 商品价格大幅波动;
- (4) 外部经济、政治及全球流动性环境超预期变化, 外溢效应扰动中国经济。

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长

张浩，硕士，德邦研究所宏观组组长

戴琨，硕士，德邦研究所宏观组助理研究员

陈冠宇，硕士，德邦研究所宏观组助理研究员

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。