

# 中国经济金融展望报告

2025 年年报（总第 61 期）

报告日期：2024 年 11 月 28 日

## 要点

- 2024 年，中国经济总体平稳运行，全年呈现“V”字型走势。前三季度经济景气逐季走弱，9 月份以来，一揽子稳经济增量政策加力推出，诸多领域出现积极变化。但当前经济回升基础还不牢固，外需支撑难以抵补内需不足，新兴产业发展难以抵补房地产等传统产业拖累，经济结构性、周期性转换过程中的多重阵痛依然明显。初步预计，全年 GDP 增长 5% 左右。
- 展望 2025 年，内外部政策变化将是影响中国经济走势的最大变量。从内部看，增量政策实施以及未来加力空间将成为经济回升的关键。从外部看，特朗普上台后对华关税政策调整将对中国出口造成影响。预计 2025 年 GDP 增长 5% 左右。
- 宏观政策要积极应对外部不确定性，巩固提升经济内生增长动力。财政政策可以考虑突破 3% 的赤字率约束，加大对创新、民生等领域支持。金融政策多重发力，推动经济持续企稳向上。房地产政策发挥存量和增量合力，共同推动市场止跌回稳。内需政策更加积极，多措并举促消费、稳投资。外贸政策积极拓展多元化市场，提升外贸企业抗冲击韧性。产业政策厚植新质生产力发展土壤，合理优化产能布局。

中国经济增速及预测



资料来源：中国银行研究院

## 中国银行研究院 中国经济金融研究课题组

组长：陈卫东  
副组长：周景彤  
王家强  
成员：李佩珈  
杨娟  
梁婧  
赵廷辰  
范若滢  
梁斯  
叶银丹  
刘晨  
吴丹  
刘佩忠  
平婧  
毛旭新(伦敦研究中心)  
张传捷(伦敦研究中心)

联系人：范若滢  
电话：010-66592780  
邮件：fanruoying@qq.com



## 增量政策加力显效，推动经济“V”型反转

——中国银行中国经济金融展望报告（2025年）

2024年，中国经济总体平稳运行，全年呈现“V”字型走势。受房地产市场深度调整、内需疲弱、社会预期低迷等因素影响，前三季度中国经济景气逐季走弱，一、二、三季度经济增速分别为5.3%、4.7%、4.6%。对此，9月份以来，一揽子稳经济增量政策加力推出，政策覆盖面广、针对性强，诸多领域出现积极变化。供需两端双双回暖，社会预期和市场信心逐步回暖，经济企稳回升动力持续增强。但当前经济回升基础还不牢固，外需支撑难以抵补内需不足，新兴产业发展难以抵补房地产等传统产业拖累，经济结构性、周期性转换过程中的多重阵痛依然明显。初步预计，全年有望实现5%左右的经济增长目标。

展望2025年，内外部政策变化将是影响中国经济走势的最大变量。从内部看，一揽子稳经济政策的实施以及未来增量政策进一步加力的空间，将成为拉动内需回升、推进风险化解、促进信心恢复的重要力量。从外部看，美国大选落定，特朗普上台后对华关税政策调整或将对我国出口造成影响。在宏观政策加力显效的背景下，预计2025年GDP增长5%左右，在内升外降的过程中将呈现五大特征。一是消费在政策支持下有望实现渐进式恢复；二是制造业和基建投资双轮驱动，对经济增长的贡献提高；三是出口扰动增多，对经济增长的支撑作用面临压力；四是工业稳中有进，新动能抵补作用不断增强；五是供需矛盾缓解，推动物价回升。

未来，宏观政策要把短期稳增长和中长期促改革紧密结合起来，积极应对外部不确定性，巩固经济内生增长动力。财政政策可以考虑突破3%的赤字率约束，加大对创新、民生等领域支持。金融政策多重发力，推动经济持续企稳向上。房地产政策发挥存量和增量合力，共同推动市场止跌回稳。内需政策更加

积极，多措并举促消费、稳投资。外贸政策积极拓展多元化市场，提升外贸企业抗冲击韧性。产业政策厚植新质生产力发展土壤，合理优化产能布局。

## 一、2024 年经济运行形势回顾与 2025 年展望

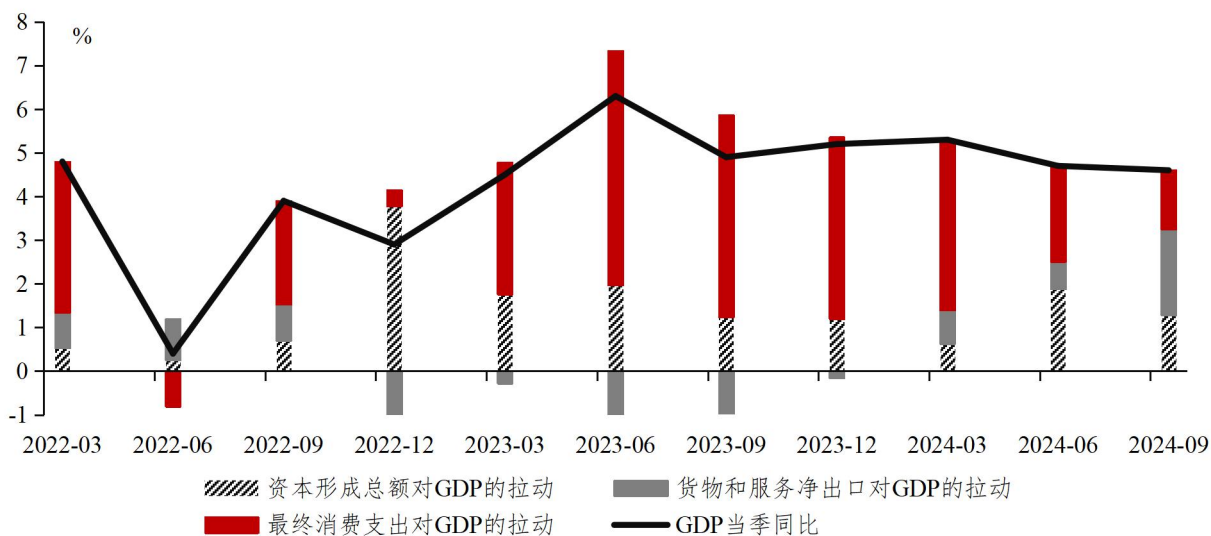
### （一）2024 年经济形势回顾

2024 年中国经济总体平稳运行，全年呈现“V”字型走势。受房地产市场深度调整、内需疲弱、社会预期低迷等因素影响，前三季度中国经济景气逐季走弱，一、二、三季度经济增速分别为 5.3%、4.7%、4.6%。对此，9 月份以来，一揽子稳经济增量政策加力推出，政策覆盖面广、针对性强，诸多领域出现积极变化。供需两端双双回暖，社会预期和市场信心逐步回暖，经济企稳回升动力持续增强。初步预计，全年能够实现 5%左右的经济增长目标。但当前经济回升基础还不牢固，经济结构性、周期性转换过程中的多重阵痛依然明显，突出表现在外需支撑难以抵补内需不足、新兴产业发展难以抵补房地产等传统产业拖累两方面。

#### 1. 外需支撑作用明显增强，但难以抵补内需不足的拖累

2024 年，中国出口保持较快增长，是经济增长的重要支撑。但投资、消费等内需不足问题持续显现，供强需弱矛盾进一步凸显。前三季度，资本形成总额、最终消费、货物和服务净出口对经济增长的贡献率分别为 26.3%、49.9%和 23.8%，分别较上年同期下降 5.1、33.6 个百分点，提高 38.7 个百分点（图 1）。

图 1：“三驾马车”对 GDP 的拉动作用



资料来源：Wind，中国银行研究院

第一，出口支撑作用凸显，外贸新动力增强。受益于全球贸易复苏和中国产品竞争力提升，2024 年中国出口整体保持较快增长。1-10 月，出口金额（美元计价，下同）同比增长 5.3%，增速较上年同期加快 11 个百分点。从绝对规模看，二季度以来剔除价格因素<sup>1</sup>的实际出口金额高于近年来的增长趋势(图 2)；从相对规模看，前三季度中国出口金额占 GDP 比重为 20.7%，明显高于上年同期水平（图 3）。从出口目的地来看，中国与亚洲国家经贸关系不断巩固，东盟成为推动出口增长的主要动力。近年来，尽管全球化进程受阻，但 RCEP、“一带一路”等区域合作对中国外贸发展的带动作用凸显，亚洲经济体货物贸易一体化水平明显提高。中国与东盟具有较强的贸易结构互补性，双方贸易依赖度逐步提升（图 4）。2024 年 1-10 月，中国对东盟出口增长 10.8%，增速高于对美国（3.3%）、欧盟（1.9%）等其他贸易伙伴，拉动整体出口 1.7 个百分点左右。

<sup>1</sup> 以 2015 年为基期，使用出口价格指数进行调整。

图 2：中国实际出口金额变化

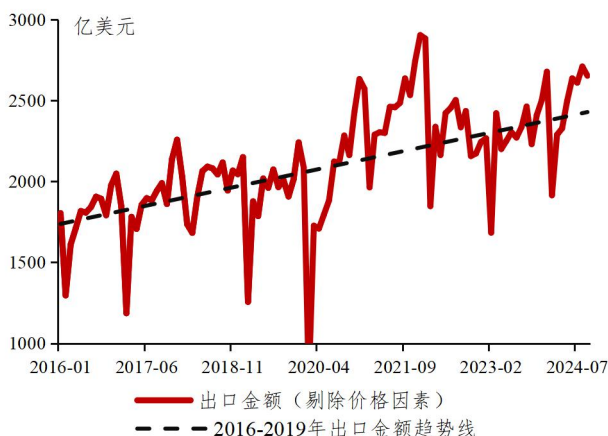
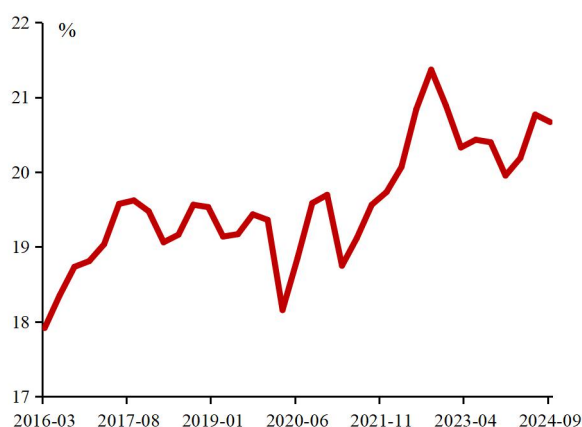


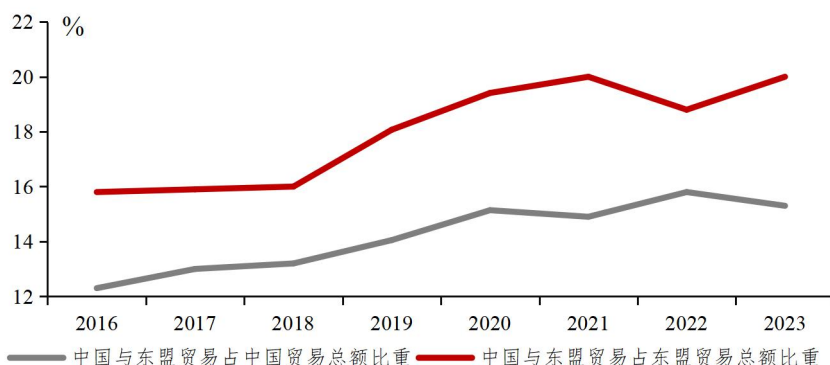
图 3：中国出口金额占 GDP 比重



资料来源：Wind，中国银行研究院

从产品类型来看，对外投资带动中间品贸易增长亮眼。受发达经济体贸易保护主义和国内市场竞争加剧等因素影响，当前中国企业正在经历新一轮出海，除了传统纺织等劳动密集型行业外，还主要集中于汽车、机械设备和电气设备等具备全球竞争力的领域，主要目的地为东南亚及拉美国家。2019-2023 年，中国对东盟和拉美国家直接投资流量占比分别由 9.5%和 4.7%上升至 14.2%和 7.6%。中国企业通过对外投资，经目的地国家加工组装再出口至第三国，这种对外投资会带动中国的中间品出口增长。1-10 月，中国机电类产品出口增长 6.9%，其中汽车零配件、电子元件、音视频设备零件出口分别增长 5.8%、5.8%和 5%；纺织纱线制品出口增长 4.1%，其中化学纤维纺织原料出口增长 8.7%。

图 4：中国与东盟贸易额占各自贸易总额比重



资料来源：Wind，中国银行研究院

从出口方式来看，数字技术发展催生贸易新增长点。信息技术推动中国数字贸易加速发展，2024年上半年，中国可数字化交付的服务进出口规模达到了1.42万亿元，同比增长3.7%，规模创历史新高。“云端经济”生态逐步形成，催生出众包、云外包、平台分包等服务外包新业态、新模式。2024年前三季度，中国承接离岸服务外包合同额9819.5亿元，执行额6892.6亿元，同比分别增长5.2%和12.8%。同时，以Shein、Temu为代表的跨境电商平台迅速崛起，跨境电商成为中国出口的新窗口。2024年前三季度，中国跨境电商出口1.48万亿元，同比增长15.2%。从出口目的地看，跨境电商对传统贸易伙伴出口较为集中，对美国、英国和德国出口分别占34.2%、8.1%和6.2%；从商品结构看，跨境电商出口以传统消费品为主，其中服饰鞋包首饰、手机等电子产品和家居家纺用品分别占27.3%、14.4%和12.4%。

**第二，消费走弱，整体低位运行。**1-10月，社会消费品零售总额同比增长3.5%，增速较上年同期下降了3.4个百分点。大部分种类的商品消费增长放缓。分类别来看，由于汽车价格降幅较大、消费者观望情绪较重，汽车消费表现疲弱，1-10月同比下降1.5%，增速较上年同期下行6.8个百分点；由于黄金价格持续高企，黄金饰品消费明显降温，1-10月同比下降3%，增速较上年同期下行15个百分点；受房地产市场持续下滑的拖累，建筑装潢、家具类商品消费持续低迷，1-10月分别同比下降3%和增长1.9%，增速分别较上年同期上行4.5、下行1个百分点；在消费品以旧换新政策的推动下，家电、通讯器材类商品消费表现更为强劲，1-10月分别同比增长7.8%和12.2%，增速分别较上年同期上行7和7.5个百分点（图5）。服务消费表现整体好于商品消费。1-10月，服务零售额同比增长6.5%，高于社零增速3个百分点。但需要注意的是，三季度以来餐饮消费增速下降明显。餐饮收入与商品零售的增速差异从年初的7.9个百分点转变为10月的-1.8个百分点。餐饮收入占社零比重约11%左右，且历史上餐饮收入增速往往快于商品零售增速，对于餐饮消费的疲弱需要引起重视。

消费不足是社会预期较弱、商品服务供需不匹配等多重因素共同导致的。一方面，在房地产价格下跌、股市低迷、疫后消费习惯改变等因素影响下，越来越多的居民倾向于将收入用于储蓄或还债，而不是消费。截至2024年三季度末，居民部门杠杆率为63.2%，较上年同期下降0.7个百分点（图6）；金融机构个人购房贷款余额为37.56万亿元，连续6个季度出现同比下降，较历史高点（2023年一季度）下降了1.38万亿元。另一方面，产品与服务供给同质化严重、质量不高，也对居民消费意愿产生抑制作用。例如，2024年以来，汽车行业激烈的“价格战”并没有推升汽车消费增长，反而导致消费者持币观望。再如，众多地方“复制粘贴式”地打造古城镇旅游景点，但由于建筑风格趋同、缺乏地域特色，反而影响消费者旅游体验。

图 5：主要种类商品消费增速

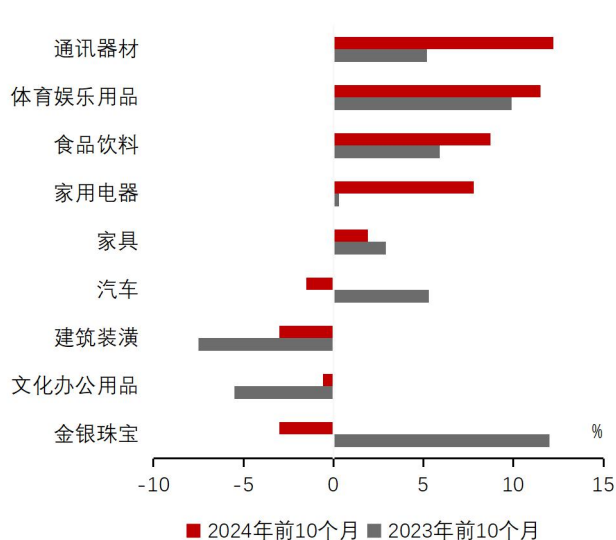
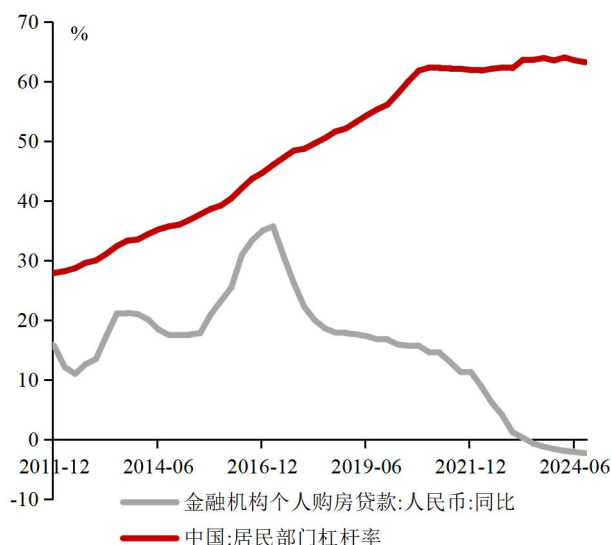


图 6：居民杠杆率与购房贷款余额增速



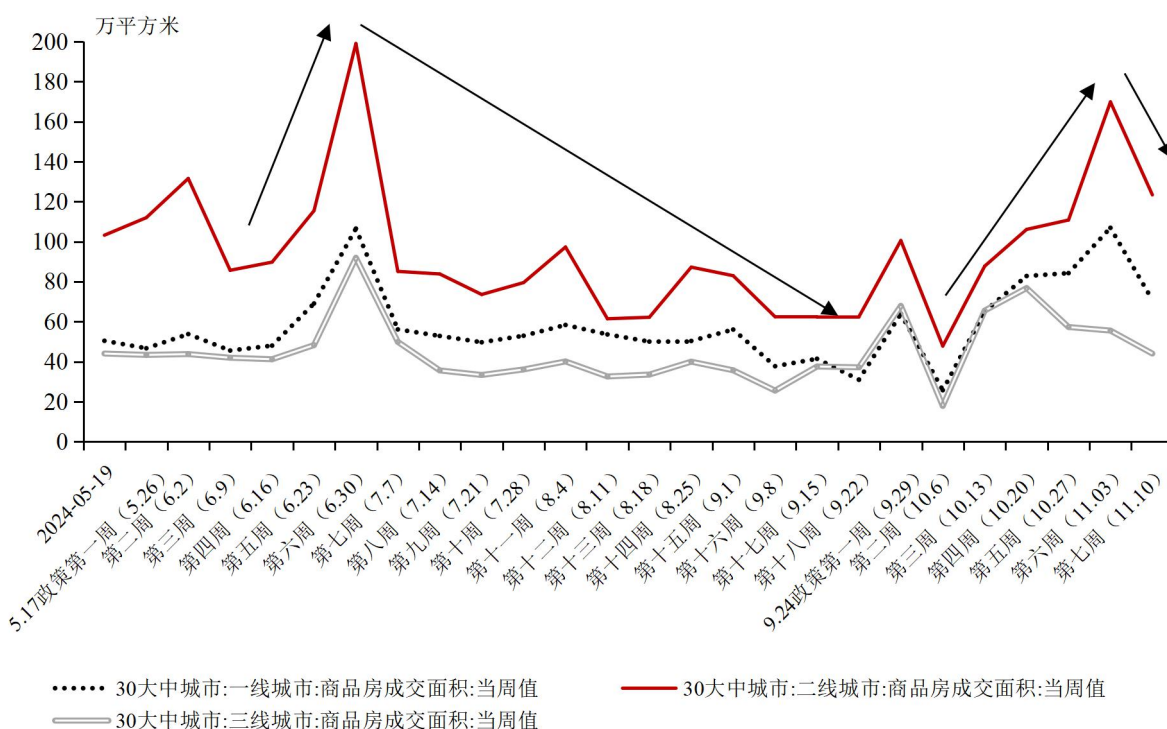
资料来源：Wind，中国银行研究院

第三，房地产与基建投资表现不及预期，投资对经济的支撑作用不足。2024年以来，固定资产投资增速总体呈放缓趋势，1-10月同比增长3.4%，较年初放缓0.8个百分点。在消费明显放缓的情况下，投资未能发挥经济稳定器作用，是导致2024年经济增速逐季放缓的重要原因。房地产市场持续处于深度下行区间。1-10月，房地产开发投资同比下降10.3%，降幅较上年同期扩大1个百分



点。一方面，多重因素制约稳地产政策效果发挥。“5.17”和“9.24”两轮房地产刺激政策出台后，市场均出现阶段性、结构性改善，一、二、三线城市商品房销售均有不同程度的回升。但政策效果可持续性不足，两轮刺激的效果均在6周左右达到顶峰，随后逐步减弱；显效范围相对有限，一线城市房地产市场的反馈明显好于二、三线城市（图7）。这既是由于居民收入就业预期低迷，加杠杆购房能力和意愿不足，也在于房地产市场风险化解推进较慢，全社会对房地产市场向下的一致性预期难以扭转，不少有能力有意愿的群体选择持币观望。另一方面，供大于求、库存高企背景下，销售到投资的传导链条趋于失效，销售的短暂小幅回升和房企资金链状况改善均难以带动投资增长。

图7：稳地产政策实施后各线城市商品房销售面积变化情况

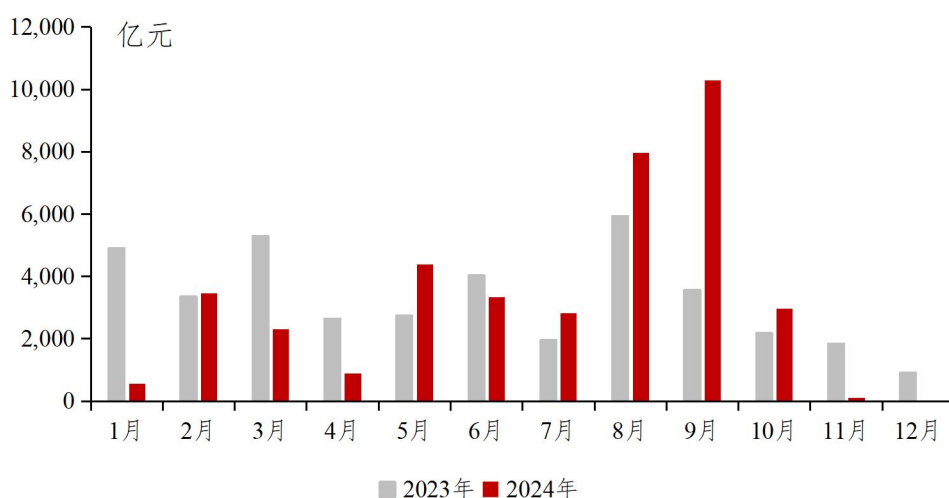


资料来源：Wind，中国银行研究院

受地方财政收支压力加大、项目储备不足、地方政府积极性偏低等因素影响，基建投资增速表现不及预期，在经济下行期发挥托底经济的作用不足。1-10月，基建投资同比增长4.3%，增速较上年同期放缓1.6个百分点。一方面，在

经济下行期，能够满足新增专项债收益平衡要求的项目偏少，导致 2024 年专项债发行明显滞后，8、9 月份为年内新增发行高峰（图 8）。考虑专项债从发行下拨到形成实物工作量的时滞，前三季度基建投资增速整体偏慢。另一方面，在宏观经济景气下行、房地产市场低迷背景下，地方财政收支压力加大，叠加对中西部 12 个重点省份政府投资项目的精细化调控等因素，地方政府投资的能力和意愿不足。

**图 8：2023 年与 2024 年新增专项债发行额对比**



注：2024 年 11 月数据截至 11 月 14 日。

资料来源：Wind，中国银行研究院

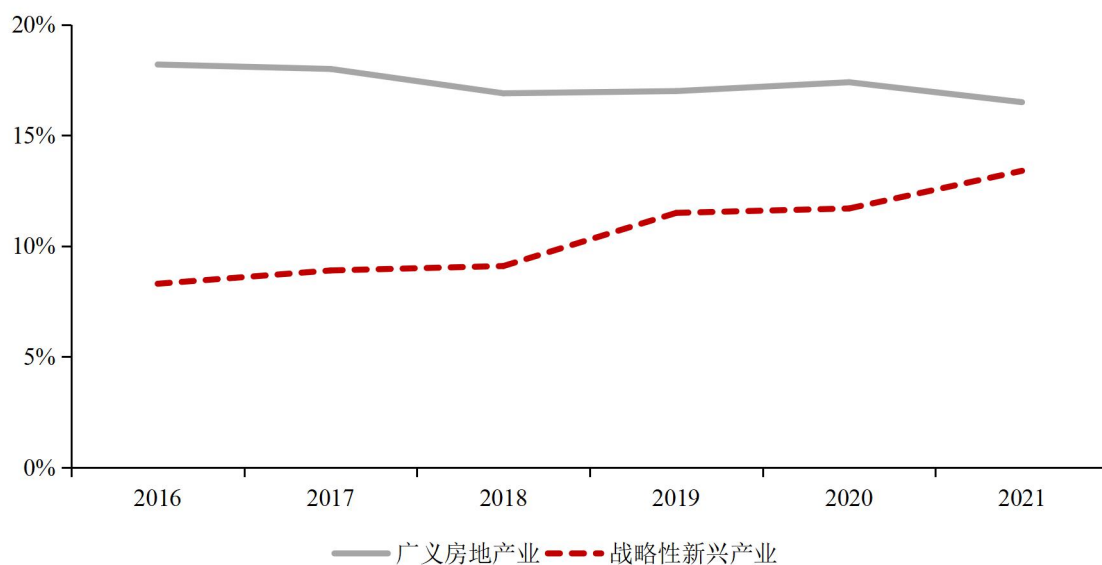
## 2. 新兴产业持续培育，但尚难以抵补房地产对经济增长的拖累

2024 年，工业对稳定经济增长发挥了重要支撑作用。1-10 月，规模以上工业增加值和高技术产业分别同比增长 5.8%、9.1%，较上年同期分别提高 1.7 和 7.2 个百分点；前三季度，工业对经济增长的贡献率为 37.5%，较上年同期大幅提高 12.7 个百分点，高技术产业投资对全部固定资产投资增长的贡献率达到 27.1%。但与此同时，工业回升面临较多掣肘，稳增长压力持续抬升。一、二、三季度，工业增加值同比分别增长 6%、5.9%和 5.1%，呈现逐季下行走势。

一是新兴产业对经济带动作用不及房地产业。按照 2020 年国家投入产出表

的行业分类及投入产出关系，房地产行业全产业链一共涉及上下游 144 个行业。房地产市场持续下行，不仅从投资、消费、信心等多个方面对经济造成拖累，也会对地产链条上的众多行业造成影响。据国家统计局数据，2021 年，中国战略性新兴产业增加值占 GDP 的比重为 13.4%，低于广义房地产部门<sup>2</sup>占 GDP 的比重（16.5%）（图 9）。同时，部分重点领域新兴产业整体规模仍然偏小，短期内难以抵补因地产过快下行导致的增加值缺口。2023 年，房地产业增加值为 7.37 万亿元，而光伏产业产值为 1.75 万亿元，人工智能核心产业规模仅 5784 亿元<sup>3</sup>。此外，不同新兴产业周期各异（图 10），在推动经济增长过程中协同共振效果相对有限。

**图 9：广义房地产和战略性新兴产业占 GDP 比重情况**

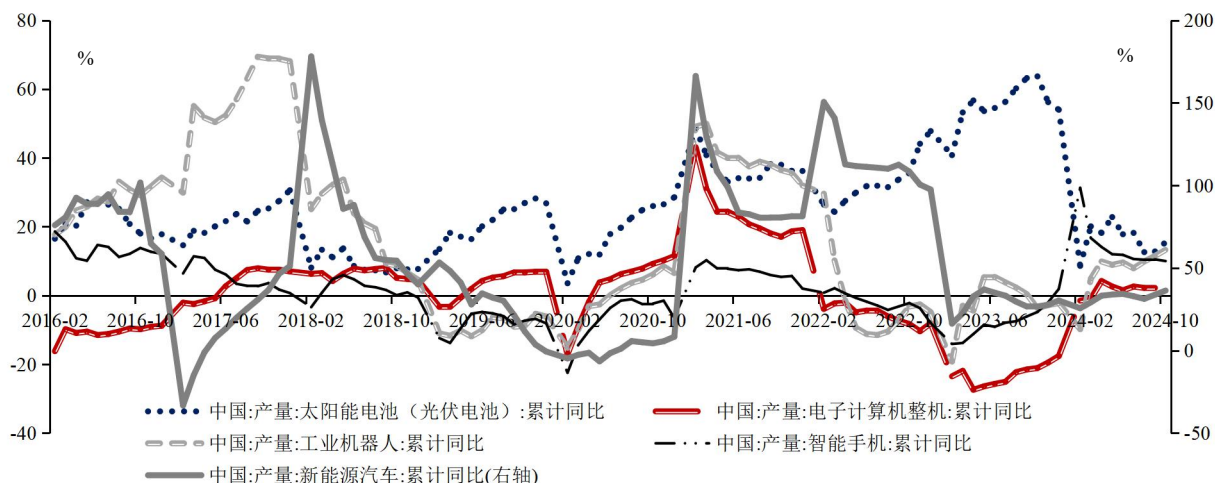


资料来源：国家统计局，国家信息中心，天风证券，中国银行研究院

<sup>2</sup> 参考许宪春等（2015）的方法，基于 2020 年国家统计局投入产出表完全消耗系数的计算（许宪春，贾海，李皎，等. 房地产经济对中国国民经济增长的作用研究[J]. 中国社会科学, 2015, (01):84-101+204.）。

<sup>3</sup> 数据分别来源于国家统计局、中国光伏行业协会、中国信息通信研究院。

图 10：主要新兴领域工业品生产周期存在明显差异



注：为剔除基数效应影响，2020、2021、2022 年各期分别采用 2019-2020、2020-2021、2021-2022 年同期平均增速。

资料来源：Wind，中国银行研究院

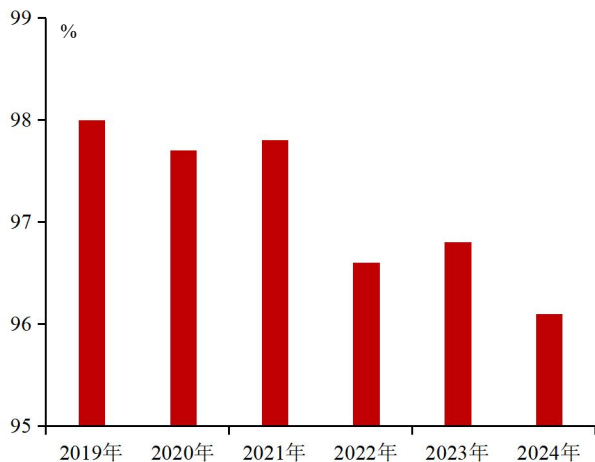
二是短期供需错配问题凸显，新兴产业支撑潜力尚未完全释放。一方面，有效需求不足下生产整体边际回报走弱，新兴产业盈利增长受限。1-9 月，规模以上工业企业产销率为 96.1%，为近年来新低水平（图 11）；工业企业利润同比下降 3.5%，与工业实际和名义增加值增速（工业增速+PPI 增速）均出现明显背离（图 12）；通用设备、专用设备和汽车制造业利润同比增速分别为 0.2%、-5.5%和-1.2%，较上年同期分别回落 10.8、8.9 和 1.3 个百分点。另一方面，新兴产业供给端结构性问题仍然存在。部分新兴产业产能扩张过快，陷入低价竞争的“漩涡”。据企查查数据，2023 年中国光伏相关企业注册量同比激增 58.7%；但据中国光伏行业协会数据，2024 年上半年，受产业链整体价格下跌影响<sup>4</sup>，国内光伏制造端（不含逆变器）产值同比下降 36.5%。此外，部分新兴领域高端化供给不足，新动能释放存在困难。例如，近年来中国算力规模快速扩大<sup>5</sup>，但随着大模型等先进技术快速发展应用，原有通用算力已无法满足一些高端、复

<sup>4</sup> 2024 年上半年，多晶硅、硅片价格下滑超过 40%，电池片和组件价格下跌超过 15%。

<sup>5</sup> 国家互联网信息办公室发布《国家信息化发展报告（2023 年）》显示，截至 2023 年底，中国提供算力服务的在用机架数达 810 万标准机架，算力总规模超过 230 EFLOPS。

杂应用场景的需求。据赛迪顾问数据，2023年国内智能算力需求达123.6 EFLOPS<sup>6</sup>，远高于当前国内智能算力供给规模（70 EFLOPS）。

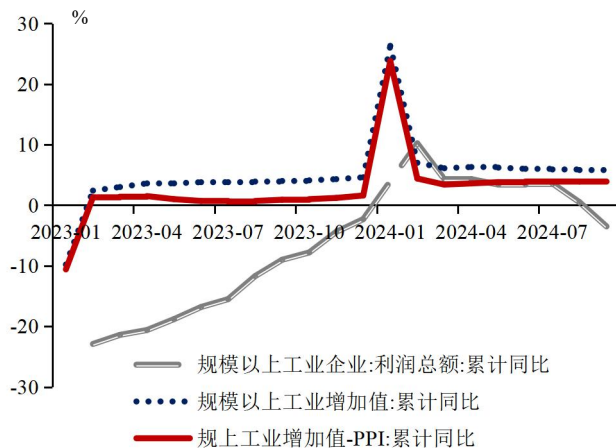
图 11：工业产销率水平为近年新低



注：工业产销率数据均为每年1-9月。

资料来源：Wind，中国银行研究院

图 12：工业企业增加值和利润情况



## （二）2025 年经济形势展望

展望 2025 年，内外部政策变化将是影响中国经济走势的最大变量。从内部看，一揽子稳经济政策的实施以及未来增量政策进一步加力的空间，将成为推动内需回升、风险化解、信心恢复的重要力量。从外部看，美国大选落定，特朗普上台后对华关税政策调整或将对我国出口造成影响。因此，2025 年中国经济总体将呈现内升外降的新变化，预计 GDP 增长 5% 左右。具体来看，2025 年中国经济将呈现五大特征：

### 特征一：消费在政策支持下有望实现渐进式恢复

2025 年，预计消费增速有望小幅回升。一是消费品以旧换新政策效果有望进一步显现。本轮消费品以旧换新政策自 2024 年 3 月推出，7、8 月份后政策

<sup>6</sup> 每秒浮点运算次数（亦称每秒峰值速度）是每秒所执行的浮点运算次数（英文：Floating-point operations per second；缩写：FLOPS）的简称，被用来评估电脑效能，尤其是在使用到大量浮点运算的科学计算领域中。

力度进一步加码<sup>7</sup>，9月以来政策效果明显。2024年10月，家用电器、汽车消费当月同比增速分别为39.2%和3.7%，分别较8月份提高了35.8和11个百分点。参考上一轮（2009年）消费品以旧换新政策，政策集中显效期为2010-2011年。预计2025年将是本轮消费品以旧换新政策集中显效的重要年份。未来随着政策进一步加码并落地显效，将推动家电、汽车等耐用消费品持续较快增长。

**二是服务消费潜力有望进一步释放。**近年来，随着中国居民生活水平的提升，居民对旅游的热情持续升温。根据文旅部数据，2024年前三季度，国内出游42.37亿人次，同比增长15.3%；国内游客出游总花费4.35万亿元，同比增长17.9%；国内旅游消费占GDP的比重约4.6%，较2023年提高了0.68个百分点（图13）。2024年11月，国务院公布《关于修改〈全国年节及纪念日放假办法〉的决定》，自2025年1月1日起全体公民放假的假日增加2天。假期天数的增加将进一步激发居民外出旅游的热情，释放旅游、住宿等服务消费潜力。同程旅行数据显示，消息发布后半小时内，平台春节假期期间出行的机票搜索热度较前日同一时段上涨超3倍。预计未来旅游消费将保持较高增长。2024年共11天法定假期，假期国内出游总花费为1.73万亿元左右，可估算2025年增加2天法定假期能增加出游花费约3000亿元，拉动居民最终消费约0.6个百分点左右。

**三是存量房贷利率下行将减轻居民还贷压力，改善居民现金流量表，释放一定消费潜力。**根据中国人民银行数据，本轮存量房贷利率下调将惠及5000万户家庭，1.5亿人口，平均每年减少家庭的利息支出约1500亿元，这意味每年居民可支配收入总额增加1500亿元。房贷对象主要为城镇居民，2024年三季度中国城镇居民人均消费倾向（消费支出占可支配收入比重）为61.99%，因此，预计本轮存量房贷利率下调平均每年增加居民消费930亿元左右，将拉动2025年居民最终消费约0.2个百分点左右。

<sup>7</sup> 3月份，《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》出台；7月份，国家发改委、财政部出台《关于加大支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》从资金总量、资金结构与补贴范围三个方面进一步加大对“两新政策”的支持力度；8月份，商务部等4部门印发《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》；随后，各地方政府陆续制定出台相关细化措施，根据各地实际情况作出差异化安排，并加大了政策的推进力度。

但需要注意的是，消费是个慢变量。消费改善的关键是社会预期的恢复，而房地产市场、股市又是影响社会预期与信心的关键。考虑到房地产市场还处于筑底企稳阶段，社会预期的改善将会是个缓慢、渐进的过程，或将制约 2025 年消费修复程度。此外，社会集团消费大概率仍将处于较低水平，也将拖累消费表现。社会集团消费约占社会消费品零售总额的一半。近年来企业经营困难有所增大，积极降本增效、压降支出，企业、事业单位等社会集团在公务接待、大型会议等活动方面更趋谨慎。2022 年以来社会集团消费增速开始低于居民消费增速，2024 年社会集团消费增速进一步跌至负区间（图 14）。2024 年 8 月以来，工业企业利润由增转降，企业盈利承压，或将制约未来社会集团消费增速的回升。综合预计，2025 年消费增速为 4.5% 左右，较上年回升 0.7 个百分点左右。

图 13：国内旅游消费占 GDP 比重

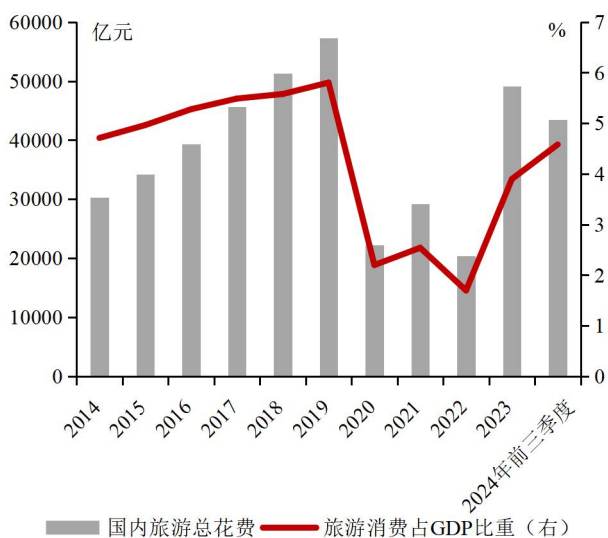
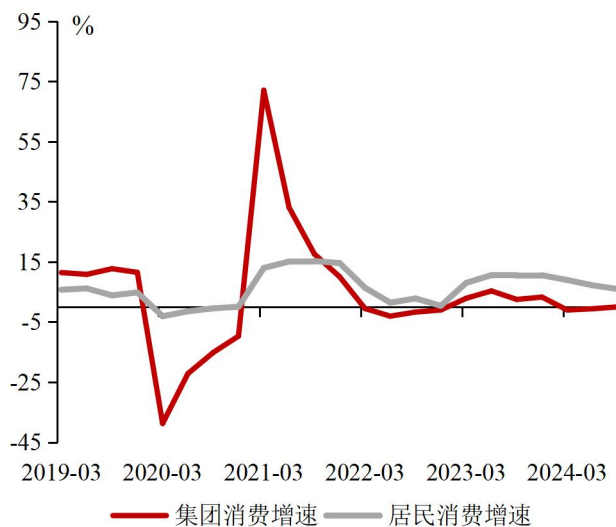


图 14：集团消费与居民消费增速



注：集团消费数据为估算所得。

资料来源：文化和旅游部，国家统计局公报，Wind，中国银行研究院

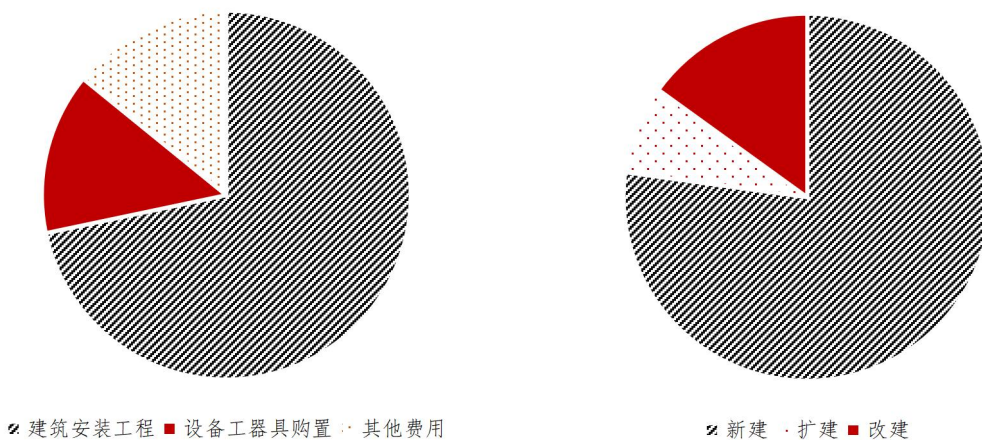
### 特征二：制造业与基建投资双轮驱动，对经济增长的贡献提高

2025 年固定资产投资对经济增长的贡献将提高，三大投资有望由 2024 年的“一快两慢”转变为“两快一慢”，由制造业投资单轮驱动转变为制造业和

基建投资双轮驱动。具体来看，制造业投资保持“量增质升”，基建投资在稳经济中发挥更大作用，房地产投资在政策托举下降幅收窄。

第一，内需恢复叠加设备更新改造政策效果持续释放，拉动制造业投资“量增质升”。一是在政策加码的背景下，2025年内需有望稳步回升，带动企业利润、预期逐步改善，投资意愿和能力持续提高。二是设备更新改造政策有望加码，更好地发挥对制造业投资的带动作用。设备工器具购置项目投资、改建投资等是固定资产投资的重要组成部分。2023年两者分别占固定资产投资的14%和16%（图15）。11月8日财政部主要负责人在全国人大常委会发布会上明确提出要结合2025年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策，加大力度支持大规模设备更新。未来，设备更新改造政策有望进一步加码，支持力度更大、覆盖范围更广、实施方式更优的政策有望发挥更好的效果，带动设备工器具购置、改建等投资保持较高增速。此外，当前中国工业品价格水平持续低位运行，未来设备更新改造政策力度加大将增加市场对于工业产成品的需求，推动物价水平逐步回升，进而改善居民和企业预期。此外，值得关注的是，通用、专用设备制造等中游制造业的投资与出口相关性较强，未来，特朗普上台后相关贸易壁垒政策出台落地，可能对中游制造业企业的预期和投资产生一定影响。

图 15：按投资构成和建设性质划分固定资产投资组成结构



资料来源：Wind，中国银行研究院



第二，基建投资增速加快，在推动经济增长中贡献更大力量。一是隐性债务化解加快推进，地方政府轻装上阵聚焦经济发展。2024年11月财政部公开了化债组合拳，此举使得地方政府在2028年底之前需偿还的隐性债务规模减少12万亿元，5年节约利息约6000亿元，让地方腾出资金、精力去支持投资、民生等领域，从而促进经济增长。此前由于财政收支压力等问题导致基建实物工作量形成不及预期的现象或将在一定程度上得到改善。二是存量资金效应持续发挥，增量资金规模可期。存量资金方面，2024年专项债发行节奏明显偏慢，三季度合计发行21059亿元，同比增加9581亿元，占全年限额的一半以上。考虑专项债发行到形成实物工作量的时滞效应，预计2024年三季度以来的专项债资金也可能对2025年一季度的基建投资形成一定支撑。增量资金方面，2025年财政政策将更加积极。2024年10月8日，国家发展改革委主要负责人在国新办发布会上明确提出，2025年要继续发行超长期特别国债并优化投向。从2024年《政府工作报告》中的表述来看，预计2025年超长期特别国债的发行规模也是1万亿元左右。此外，专项债规模扩容、赤字率提高等其他增量财政政策亦可期待。三是2025年是“十四五”规划最后一年，部分基建领域建设可能出现赶工现象，推动相关基建领域投资较快增长。从截至2024年三季度末的主要基建领域“十四五”建设目标完成情况来看，2025年，风电、电网、铁路等领域仍有较多投资余量（表1）。截至2024年9月末，海上风电装机总量为3910万千瓦，而根据各省规划统计，到“十四五”期末，全国计划装机总规模要达到8000万千瓦，这意味着2024年四季度和2025年，还需要完成4090万千瓦的装机量。“十四五”期间，全国新增铁路、高铁营业里程目标分别为1.9、1.2万公里，预计2024年四季度和2025年需要新增里程数分别为4780、3790公里，这两个数据远高于2024年前三季度的新增里程数（分别为1820和1210公里）。叠加2024年基建投资基数较低，预计2025年基建投资将保持较快增长，对经济增长的贡献率将明显提高。

表 1：基建投资“十四五”规划执行进度概览

领域	指标	单位	“十四五”目标	2024年9月 未完成量	“十四五” 余量	备注
交通	投资额	万亿		2.7		
铁路	投资额	亿元		5612		
	新增铁路营业里程	公里	19000	1820	4780	余量为 24Q4-25 年
	新增高铁营业里程	公里	12000	1210	3790	余量为 24Q4-25 年
公路	投资额	万亿		1.9		
	新增公路通车里程	万公里	30.2		15.33	余量为 2024-2025 年
	新增高速公路通车里程	公里	29000		6400	余量为 2024-2025 年
水运	投资额	亿元		1576		
	新增及改善内河航道里程	公里	5000		4500	余量为 2024-2025 年
	新增高等级航道里程	公里	2500			
民航	投资额	亿元		976		
	新增民用运输机场	个	29		11	余量为 2024-2025 年
轨道交通	投资额	亿元				
	当年获批计划投资	亿元		3100		
	新增运营里程	公里	3400		596	余量为 2024-2025 年
水利	投资额	亿元		8019		完成额截止 2024.8
	重大项目新开工	项		37		
能源	新增装机量	万千瓦	80000			
核电	新增装机量	万千瓦	2000	119	1881	余量为 24Q4-25 年
可再生能源	新增装机量	万千瓦		21000		2030 年风电、太阳能发电总装机容量 12 亿千瓦以上，已完成目标
风电	新增装机量	万千瓦	8000	3910		
太阳能	新增装机量	万千瓦		16088		
水电	新增装机量	万千瓦	1000	797	203	余量为 24Q4-25 年
抽水蓄能	新增开工容量	万千瓦	18000			
	新增装机量	万千瓦	6200	497	4609	余量为 24Q4-25 年
电网建设	投资额	万亿	2.9	3982	9780	余量为 24Q4-25 年
保障房	租赁住房建设筹集量	万套	900	148	179	余量为 24Q4-25 年

资料来源：Wind，交通部，住建部，能源局，中国银行研究院

第三，政策托举下，房地产投资降幅收窄但转正难度依然较大。一是稳地产政策将促进房地产市场修复，但政策效果及可持续性将取决于多重因素。2024年9月以来出台的一揽子稳地产政策效果将在2025年持续显现，同时，存量政策加码和增量政策出台仍有一定空间，有望推动商品房销售改善（专栏1）。但房地产市场风险化解仍需要一定时间，将制约居民购房能力和购房意愿。预

计 2025 年房地产市场整体仍将处于筑底企稳阶段，市场拐点能否确立仍依赖于宏观经济景气改善程度、稳地产政策效果可持续性、房地产风险化解情况等因素。此外，作为销售的滞后指标，投资企稳将滞后于销售恢复。二是**施工面积将保持缩量趋势，建筑工程投资降幅较难收窄，继续对房地产开发投资修复造成拖累**。建筑工程投资和土地购置费是房地产开发投资主要构成部分，两者合计占房地产开发投资的比重超过 90%。在库存高企、资金压力较大的背景下，房企开工意愿不足、能力受限。截至 2024 年 9 月，全国待售商品房面积为 7.3 亿平方米，仍处于历史高位。尽管 2024 年以来政策持续推动商品房收储工作来消化库存，但由于大多数城市以“土地划拨成本+建安成本+5%以内利润”作为收储价格，并要求面积小于 120 平方米（表 2），收储双方在价格方面存在分歧、在户型面积方面存在错配，在相关堵点未疏通前，预计该政策对商品房屋存去化的作用相对有限（专栏 1）。三是**土地政策延续“严控增量、优化存量”思路，房企延续“以销定投”策略，土地购置费预计难改下滑趋势**。土地市场是房地产开发投资的重要领先指标，土地购置费不仅是未来房地产开发投资的指示灯，同时其本身也是当期房地产开发投资的重要组成部分。一方面，在房地产整体供大于求的背景下，未来土地政策将延续人地挂钩、严控增量、优化存量思路。土地成交低迷态势较难改变，继续对房地产新开工和投资规模带来负面影响。另一方面，在库存高企、销售回暖幅度和可持续性趋势并不明朗，资金偏紧的背景下，预计 2025 年房企将延续“以销定投”策略，拿地意愿和能力依然偏弱。综合来看，2025 年房地产开发投资降幅将有所收窄，但转正难度依然较大，预计同比下降 8%左右，降幅较上年收窄 2.2 个百分点。固定资产投资同比将增长 5%左右，较上年回升 1.2 个百分点左右。

表 2：截止 2024 年 10 月底已出台细则的城市商品房收储要求

日期	城市	区域	套型面积（平方米）	收购价格
5.9	重庆	中心城区	≤90	收益法，测算价格由基础价格和市场价格分别按 60%、40%加权得出
5.27	昆明	行政区	≤120	/
6.24	江门	全市	≤120	/
6.26	桂林	行政区	≤120	土地划拨成本+建安成本+5%以内利润
7.5	南宁	中心城区	≤120	土地划拨成本+建安成本+5%以内利润
7.11	烟台	部分区域	租赁型：≤70 配售型：90-120	/
7.15	新乡	环线内	≤90	土地划拨成本+建安成本+5%以内利润
7.19	潍坊	中心城区	≤120	土地划拨成本+建安成本+5%以内利润
7.26	大连	行政区	≤70	土地划拨成本+建安成本+5%以内利润
7.30	北海	全市	≤70	/
7.31	佛山	行政区	配售型：50-120 租赁型：≤70	/
8.7	深圳	行政区	≤65	/
8.12	肇庆	全市	≤120	土地划拨成本+建安成本+5%以内利润
8.20	长沙	全市	≤120	/
8.23	兰州	全市	≤120	/

资料来源：根据公开资料整理，中国银行研究院

### 专栏 1：一揽子稳地产政策效果评估

9月26日，中央政治局会议首次提出“要促进房地产市场止跌回稳”，释放了本轮下行周期以来的最强稳地产信号。中央政治局会议前后，人民银行、财政部、住建部等多个部门，以及各地方政府，密集出台了一系列旨在提振房地产市场的利好政策。我们对主要政策的效果进行了定量测算<sup>8</sup>。

**1. 下调存量房贷利率至新发放房贷利率附近。**对比历史上两次存量房贷利率下调（2008年、2023年），本轮存量房贷利率下调覆盖所有存量房贷，政策惠及范围广、涉及规模大。从下调幅度来看，本轮平均下调50Bps左右，小于2023年（73Bps）和2008年时期（112Bps）的两轮下调力度。**对经济的影响：**下调存量房贷利率一方面有望提振居民对房地产市场的信心，进一步提高居民购买意愿；另一方面能够减轻个人或家庭的利息负担，间接增加可支配收入，有助于促进消费。人民银行指出，“本轮存量房贷利率下调

<sup>8</sup> 详细内容请参见宏观观察 2024 年第 51 期《房地产政策效果评估及市场前景展望》。

将平均每年减少家庭的利息支出约 1500 亿元”。根据城镇居民人均消费倾向 61.99% 测算，这将平均每年增加居民消费 929.87 亿元左右，以 2023 年社会消费品零售总额为基础计算，预计每年将提高消费增速 0.2 个百分点左右。未来随着消费总额不断增大，对增速的提升效果将逐步减弱。**对商业银行的影响：下调存量房贷利率将对银行造成直接利润损失**，在其他条件（如提前还贷比例）不变的情况下，按企业所得税税率 25% 计算，35 家上市银行房贷利率平均下调 50 个 Bps 所损失的利润约占其 2024 年预期利润总额的 4.12% 左右，其中，六大国有银行损失利润占比平均为 7.46% 左右，股份制银行平均为 4.94% 左右，城商行农商行平均为 2.65% 左右。但居民对房贷利率具有较强敏感性，**存量房贷利率下调有助于缓解提前还贷情况，帮助银行“以量补价”，对冲利润下滑压力**。人民银行数据显示，2023 年 8 月 31 日存量住房贷款利率下调政策出台后，9-12 月的月均提前还贷金额较 8 月下降 10.5%，预计本轮政策实施后提前还贷金额环比降幅也有望超过 10%。

**2.通过货币化安置等方式新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造。**根据 2020 年第七次人口普查数据，平均每个家庭户人口 2.62 人，家庭户人均居住面积为 41.76 平方米，则平均每户居住面积达到 110 平方米左右。本轮新增实施 100 万套城中村改造、危旧房改造，则总新增面积为 1.1 亿平方米左右，约占 2023 年全国商品房销售面积（11.2 亿平方米）的 9.8%。本轮城中村、危旧房改造计划主要集中在大中城市，并且主要采取货币化安置方式。2024 年 9 月全国百城住宅每平方米均价为 1.65 万元，其中一线、二线每平方米均价分别为 4.4 万元和 1.5 万元。因此假设平均货币化安置补偿价格为每平方米 1.5-2.5 万元左右，货币化安置比例为 80%-100%，居民获得的货币化安置补偿款最终通过购房再次进入房地产市场的比例为 70%-90%。对多种假设情形进行测算，**在乐观、一般和悲观情形下，新增实施 100 万套城中村改造、危旧房改造所需的货币化安置资金总额分别为 2.75、1.98、1.32 万亿元左右，预计分别将带动商品房销售金额 2.48、1.58、0.92 万亿元，分别约占 2023 年商品房销售总额的 21.22%、13.58%、7.92%**。此外，尽管当前 100 万套的规模明显小于上一轮棚改时期，但住建部指出“仅在全国 35 个大中城市，需要改造的城中村就有 170 万套，考虑全国范围，需求量更大”只要前期工作做得好，我们还可以在 100 万套基础上继续加大支持力度”，可见未来政策还有进一步加码的空间，预计将对商品房去库存产生较大的作用，可重点关注本轮政策中货币化安置比例等更多实施细则。

**3.调整优化房地产交易税费。**11.13 日，财政部、税务总局、住房城乡建设部发布了《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，对契税、土地增值税等房地产市场相关税收政策做了调整。从需求端来看，此次契税调整能够进一步降低二手房交易成本、降低购房门槛，对于刚需和改善性住房需求均有较大利好，特别是对于一线城市、改善性住房需求利好相对更大。从供给端来看，此次土地增值税调整将在整体上帮助房企降低开发成本、缓解资金压力、改善利润情况。

**4.扩大“白名单”项目规模至 4 万亿。**10 月 17 日住建部发布会上，金融监管总局提

出“到2024年年底前要将‘白名单’项目信贷规模增加到4万亿”，同时将贷款资金划拨至项目监管账户的时间提前，实现合格项目应进尽进、已审贷款应贷尽贷、资金拨付能早尽早。这意味着项目扩容后，十月中旬至年底的信贷规模增量为1.77万亿元，增量信贷资金规模十分可观。这一方面将为房地产项目带来更多资金支持，缓解房地产行业融资难题，进一步推动已售商品房的竣工交付，缓解房地产开发投资的下行压力；另一方面将有助于改善市场预期，提升居民对新房的信心，推动更多有效需求释放。政策实际实施效果仍需要住建、金融等部门之间提高协作效率和一致性。

**5.允许专项债等资金用于收储土地和保障房。**该政策除了通过去库存直接促进房地产市场筑底企稳外，该政策还有助于缓解地方政府资金压力，维护政府性基金预算跨期平衡。降低城投和地方国企在土地、商品房收储方面的资金占用和压力，缓解其债务负担，释放更多资金支持实体经济，同时缓解在地方政府土地收入持续下行背景下城投和地方国企被动拿地却无力开发的难题。此外，扩大专项债使用范围还能够缓解专项债缺项目和资金闲置问题，改善专项债资金使用效率。但当前收储工作本身还面临一些难点和堵点，将阻碍该政策落地推进。例如，收购标准相对严苛、收储双方价格分歧较难统一。专项债发行成本长期高于主要城市租金回报率，成本收益不平衡问题突出等。2024年上半年地方政府专项债发行平均利率为2.48%，高于50城平均租金回报率水平2.03%，更高于一线城市平均租金回报率水平1.6%，导致专项债收储商品房不具备经济可持续性、地方政府缺乏推进动力。未来，收储土地和存量商品房仍将以市场化方式进行，收购可能继续执行较为苛刻的标准、较低的价格，从而确保项目融资收益平衡。这意味着在当前的房地产市场形势下，若不出台优化机制和实施细则，符合条件的收储项目规模可能较小，该政策在推动落实方面可能存在难度，对房地产市场的刺激效果可能有限。

**6.一线城市放松限购。**在9月中央政治局会议提出“调整住房限购政策”后，四大一线城市均于9月底公布需求侧松绑政策，其中广州政策力度最大，成为首个完全放开限购的一线城市，北京、上海、深圳也进行了优化调整，但保留了进一步放松的政策空间。从政策效果来看，一线城市放松限购有助于提振自身的房地产市场，但当前全社会对于房地产市场向下的预期难以打破，全国房地产市场运行的分化效应大于共振效应，因此该政策对全国市场的带动作用可能有限。

综合来看，一揽子稳地产政策预计将从多个方面推动房地产市场止跌回稳、推动经济回升。但部分政策亟需结合当前房地产市场和经济形势进一步优化实施细则，以便更好地推动政策落地实施，更大程度发挥政策效果。

**特征三：出口上升路径中扰动因素增多，对经济增长的支撑作用面临压力**

相较于2024年全球贸易复苏给中国带来的出口高增长，2025年全球贸易

环境将迎来拐点，贸易保护主义将再次加剧，中国出口增速或将放缓。

从需求端看，全球贸易增长总体平稳，但中国对主要经济体出口情况或将分化。随着发达经济体央行陆续降息，紧缩性货币政策对私人部门消费、投资的影响将逐步减弱，全球经济平稳增长将支撑全球贸易需求。结构方面，受国内需求推动、家庭收入增加和投资复苏等因素影响，东盟各主要国家经济将延续较快增长，亚洲国家需求仍将是支撑中国出口的重要因素。受益于实际工资上涨刺激消费和货币政策放松支持投资，2025年欧元区经济或出现反弹，中国对欧盟出口将较2024年有更好的表现。随着劳动力市场降温、消费放缓和财政支持力度减弱，美国经济增速或将放缓，进口需求随之减弱。

从贸易环境看，全球贸易保护主义扰动因素加剧。特朗普在美国大选中胜出，或将再挥“关税大棒”，提高进口商品关税，加剧全球贸易紧张局势。特朗普政府新一轮贸易限制政策可能包括，将基准关税普遍提高10%、对中国进口商品征收60%以上关税以及逐步停止从中国进口所有必需品等，这将使中国对美直接出口，甚至通过“渠道国”间接出口受到阻碍。同时，欧盟、加拿大对中国电动汽车、半导体等产品加征关税影响仍将持续，并且美国贸易保护措施或将再次促使掀起全球贸易保护主义浪潮，阻碍全球贸易恢复（专栏2）。叠加2024年基数较高，综合预计，2025年中国出口同比增长2.5%左右，较上年回落3个百分点左右。

## 专栏2：特朗普贸易政策如何影响中美及全球贸易环境？

展望2025年，发达经济体降息周期将带动全球贸易需求改善，但特朗普当选美国总统并有可能采取更激烈的贸易政策，这无疑将给全球贸易前景蒙上阴影。

本轮特朗普贸易政策影响或更为广泛，并将进一步限制中国出口与投资。本次美国总统大选中，特朗普最终获得312张选举人票并赢下七个摇摆州，这将增强其施政信心。目前来看，特朗普政府可能实施的新一轮贸易限制政策主要体现在四个重点方面。一是对所有外国进口至美国商品征收10%-20%的关税。二是逐步停止从中国进口所有必需品，

主要措施包括取消中国最惠国待遇、限制中国从“渠道国”输送货物、对中国进口商品征收 60%或以上关税。三是禁止中国对美高科技企业进行投资，阻止中国购买美国工业、地产等资产。

**对美国而言，可能实施的新一轮贸易政策影响更多表现为国内经济和利益结构调整。**首先，特朗普政府或运用能源政策对冲外贸政策影响。进口关税成本将通过商品价格上涨传导至消费者，增加通胀压力。据彼得森研究所估计，10%-20%的全面关税调整叠加对中国征收 60%的关税，将使美国家庭每年额外花费 1700-2600 美元。相应地，特朗普希望通过放宽能源监管环境来提升传统能源供给，压低能源价格以控制通胀。**其次，通过征收关税抵补对内减税带来的财政压力。**国内税收政策方面，特朗普或将使 2017 年《减税与就业法案》永久化，并大幅加强对本土制造业企业和居民端减税力度。对此，特朗普政府可能用进口关税取代部分国内所得税，缓解美国日益增长的财政压力。**再次，关税政策的影响只是美国内部利益的调整，美国并不会因为部分群体利益受损而停止贸易保护措施。**例如在上一轮贸易摩擦中，美国对中国钢材和铝材征收关税，使得汽车、建筑、交通等采购钢、铝进行生产的下游产业承受损失，但也给钢铁行业增加了约 2.6 万个就业岗位，达到了特朗普政府增加传统产业就业的政策目标。

**对中国而言，美国可能实施的新一轮贸易政策将对直接和间接出口造成负面影响，并可能迫使中国再次调整全球产业链布局。**首先，中国部分行业出口将受挫。如果美国取消中国最惠国待遇，对中国进口关税将转至适用第二栏税率，服装、纺织品、橡胶和塑料、杂项制成品、矿产品等产品税率变化较大。同时，纺织服装、家具、钢铁及其制品、贱金属、塑料橡胶、化学等行业商品需求价格弹性较低，提升关税成本对美出口有明显抑制作用。**其次，美国对华出口限制延伸至转口贸易，或将通过间接渠道加剧中国出口下行风险。**自上一轮“贸易战”以来，中美之间的贸易模式从直接经贸关联转为间接经贸关联。中国通过在第三方国家中转或简单再加工后再向发达国家市场出口，越南和墨西哥已成为重要“渠道国”（图 16）。美国本轮政策将限制中国从“渠道国”出口，特朗普称将对中国企业在墨西哥建厂生产出口到美国的电动车征收 100%的关税。这将间接限制中国出口渠道，阻碍中间品贸易发展。**再次，在过去几年中众多中国企业积极推动在海外设立生产基地以避免贸易摩擦，但本次美国将对华限制由出口扩到投资，这将迫使中国产业链布局再调整。**

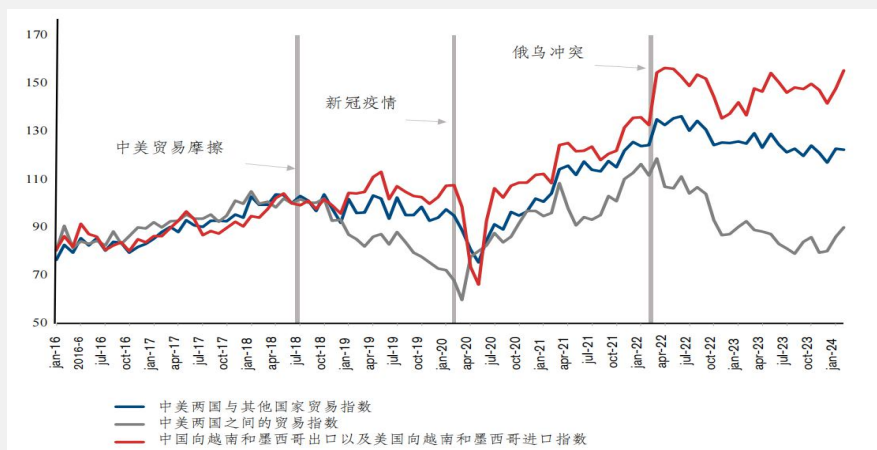
**对全球而言，本轮美国贸易政策会将再度掀起贸易保护主义浪潮，进一步加剧全球产业链分裂和脆弱性。**从历史看，自从特朗普 2018 年开启对华贸易战以来，全球贸易限制措施激增。与全球贸易限制措施激增相伴而生的是全球货物出口量增长放缓。未来，全球贸易复苏前景不确定性或将增加。

经过测算，如果美国取消中国最惠国待遇，预计在关税正式上调之后 12 个月内，中国对美出口可能将较 2023 年水平下降 5.5%，但对其他经济体出口会有一定程度增长，从



而弱化美国出口下滑影响，预计将拖累中国整体出口 0.5 个百分点左右。如果美国将对华进口关税提高至 60%，预计在关税正式上调后的 12 个月内，中国对美出口可能将较 2023 年水平下降 10%-15%，贸易转移和替代效应将加快，预计将拖累中国整体出口 1-1.5 个百分点。

图 16：美国与中国之间以及与其他合作伙伴之间的贸易指数（2018 年=100）



资料来源：Blanga-Gubbay and Rubínová (2024)

#### 特征四：工业稳中有进，新动能抵补作用不断增强

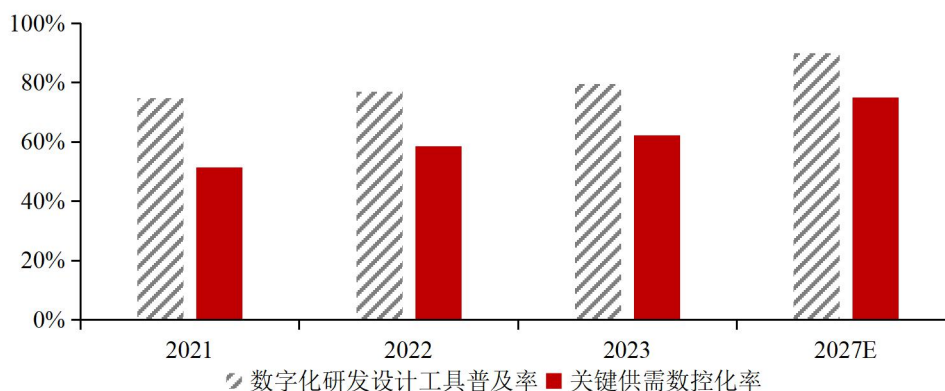
2025 年新旧动能转换过程中的多重阵痛有望趋缓，持续巩固工业生产稳增长的基础作用。一是存量、增量政策协同发力，继续强化工业发展韧性。2024 年以来，大规模设备更新和消费品以旧换新、科技创新税费优惠<sup>9</sup>等政策效果明显，持续提振工业增长动力。1-9 月，全国制造业技改投资同比增长 9.5%，增速高于全部制造业投资 0.3 个百分点；据国家税务总局数据，前三季度，现行政策中支持科技创新和制造业发展的主要政策减税降费及退税达 20868 亿元，研发费用加计扣除等支持加大科技投入、成果转让和科技人才引进及培养的政策减税降费及退税达 8937 亿元。9 月以来，伴随一揽子增量政策落地见效，工业生产预期明显改善。10 月，生产经营活动预期指数为 54%，环比大幅回升 2 个百分点，为近 4 个月高点。11 月 8 日，财政部强调 2025 年将继续加大力度支持“两新”、加强对科技创新等重点领域投入保障力度，下一步相关政策有

<sup>9</sup> 企业研发费用加计扣除比例由 75% 统一提高到 100%，并将集成电路企业和工业母机企业研发费用加计扣除比例进一步提高至 120%，为激励企业创新发展营造了良好税收环境。

望继续发力提振内需、优化生产，推动供需加快平衡。

二是新兴产业供给端结构优化加快推进，新动能有望持续释放。一方面，高端化、数字化、绿色化是新兴产业发展的必由之路，未来或将形成较大增量空间。高端化方面，中国工业软件自主可控水平仍然不高<sup>10</sup>，2024年9月，工业和信息化部办公厅发布《工业重点行业领域设备更新和技术改造指南》明确，到2027年将更新完成约200万套工业软件和80万台套工业操作系统，覆盖石油、化工、航空、船舶等关键行业。数字化方面，《设备更新和消费品以旧换新行动方案》对2027年工业数字化水平作出具体部署，预计2024-2027年工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率年均增速分别为2.6%和3.2%（图17）。绿色化方面，据国家发展改革委测算，在扣除原料用能和非化石能源消费量后，“十四五”前三年，全国能耗强度累计降低约7.3%，距离“十四五”规划纲要中设定能耗强度下降13.5%差距明显。2024年5月，国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》，明确2024、2025两年工业领域节能降碳的具体工作要求<sup>11</sup>，2025年工业绿色化转型空间巨大。

图 17：2027 年工业数字化发展水平



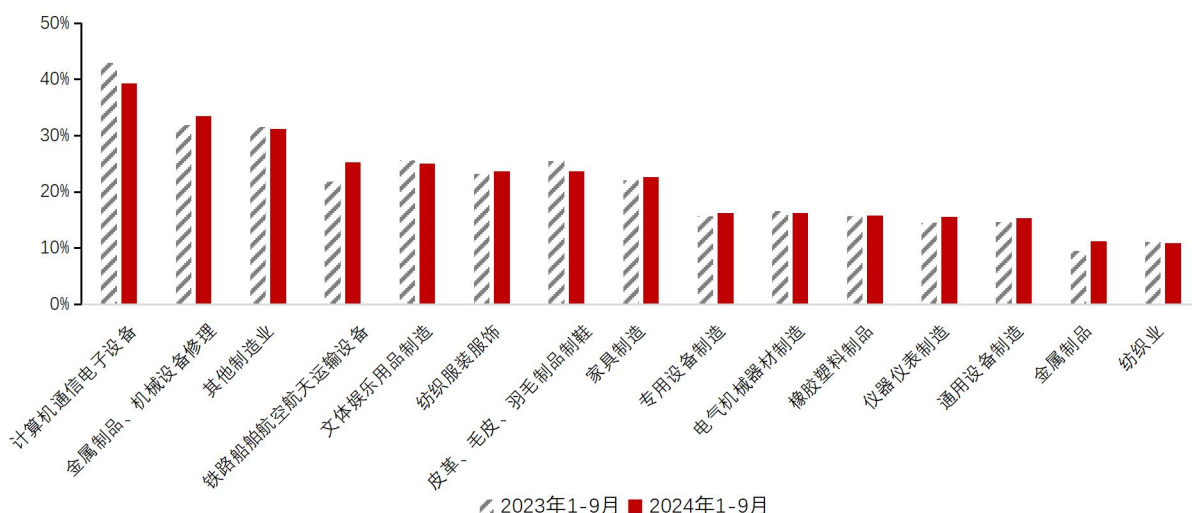
资料来源：《设备更新和消费品以旧换新行动方案》，中国银行研究院

<sup>10</sup> 据海比研究院数据，中国管理经营类工业软件国产发展进程相对成熟，国产化率约70%-80%，但高端客户服务能力与国外厂商存在差距；生产制造类国产化率约为50%，但高端市场市占率不高；运维服务类的国产化率约30%，底层核心技术依赖国外；研发设计类工业软件的国产化率仅为5%-10%。

<sup>11</sup> 2025年，规模以上工业单位增加值非化石能源消费占比达到20%左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约5000万吨标准煤、减排二氧化碳约1.3亿吨，尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标。

另一方面，全球化布局助力新兴企业产能回归合理化配置。近年来，中国高端制造产品逐渐走向全球。2024年1-9月，出口依赖度（出口交货值/工业企业营收）超过10%的行业共15个（图18），计算机通信电子设备、铁路船舶航空航天等运输设备、专用设备、电气机械和器材等高端制造业位居前列。2025年部分新兴市场高端产品需求依然旺盛，或将为企业合理布局产能提供新机遇。例如，光伏领域，据中国光伏行业协会（CPIA）数据，2023-2030年，保守/乐观预期下全球新增光伏装机量CAGR分别为4%和6%，高于中国的2.1%和5.6%。借助“一带一路”及中东能源转型的重要机遇，中国光伏或能重新推动供需在全球范围内的新平衡。据欧洲光伏协会（SPE）预测，2023-2027年沙特阿拉伯光伏累计装机量年复合增速将达61%、阿联酋将达38%，在全球二十大光伏市场中处于第一梯队。传统产业企业有望借助跨境电商渠道，通过自建生产基地和并购海外品牌的方式实现出海。据SmartScout统计，拥有亚马逊卖家企业前20名的城市中有14个城市来自中国，其中深圳以10.3万名卖家数量位居全球第一，远超过其他城市。

图 18：2023-2024 年 1-9 月出口依赖度超过 10% 的行业



注：出口依赖度=出口交货值/工业企业营收

资料来源：Wind，中国银行研究院

三是伴随新质生产力相关赛道持续涌现，新兴产业整体规模有望持续扩张。2024年《政府工作报告》部署了一系列新质生产力发展的赛道，多地围绕发展新兴产业、未来产业加快布局产业链。2025年，随着新一轮战略性新兴产业加快布局，关键领域科技创新能力持续提升，将推动更多的关键性颠覆性技术创新和应用成功落地，形成新的经济主导产业和支柱产业。预计2025年中国智能网联新能源汽车、氢能、新材料、创新药、生物制造、商业航天、低空经济市场规模将达到15.5-23.2万亿元（表3）。综合预计，2025年工业增加值同比增长5.5%左右，较上年回落0.1个百分点。

**表3：新一轮战略性新兴产业2025年市场规模预测**

具体赛道	发展现状	2025年预测
智能网联新能源汽车	据中国汽车工业协会发布数据，1-10月，新能源汽车产销分别完成977.9万辆和975万辆，同比分别增长33%和33.9%。	2023年中国新能源汽车市场规模为11.5千亿元，同比增长16.2%。预计接下来两年，中国新能源汽车市场规模将始终呈现快速上升趋势。据艾媒咨询预测，2025年中国新能源汽车市场规模有望达到2.3万亿元。
氢能	随着氢能燃料电池的研发，纳入国家燃料电池汽车示范的5大城市群和41座城市，形成了若干个氢燃料电池的示范产业集群。截至2023年9月份，燃料电池汽车累计销量达到了17822辆，累计建成加氢站407座，其中投入运营269座。	据中国氢能联盟发布的《中国氢能源及燃料电池产业白皮书》，预计2020-2025年间，中国氢能产业产值将达1万亿元，氢能源汽车数量达5万辆，加氢站数量200座；2026年至2035年产值达5万亿元，加氢站数量达1500座，实现燃料电池汽车1500万辆。
新材料	截至2023年10月，中国新材料领域建立7个国家制造业创新中心，布局建设了35个新材料重点平台，一批重大关键材料取得突破，涌现出高温超导材料、钙钛矿太阳能电池材料等一批前沿技术；新材料规上企业超过2万家，专精特新“小巨人”企业1972家、制造业单项冠军企业248家，同时培育形成了7个国家先进制造业集群。2023年，中国新材料行业市场规模达8.85亿元，同比增长17.22%。	据工信部预计，2025年中国新材料产业总产值有望破10万亿元大关。
创新药	北京、上海、浙江、天津、河南、黑龙江、山西等多省市已制定出台全链条支持创新药发展的举措或征求意见稿，另有部分省份已起草文件或正在研究。	弗若斯特沙利文数据显示，预计2025年和2030年，国内专利药市场规模将分别达到14010亿。
生物制造	“十四五”时期以来，北京、上海、广东、浙江、河南、山东、新疆等20余个省（区、市）出台了相关政策；北京、深圳、常州、无锡等地均设立了生物制造相关专项基金。生物制药是生物制造的最主要领域。据机械工业信息研究院发布的《2023年中国生物制药行业报告》，2022年中国生物制药市场规模达到5653亿元，同比增长16.05%，初步统计2023年市场规模为6506亿。	据机械工业信息研究院测算，2024年至2030年中国生物医药行业市场规模将稳定在10%-15%之间。即2025年市场规模为8235亿元左右。

商业航天	2023年，国内新增注册商业航天相关企业22769家，是2019年的5倍多。据中国航天工业质量协会统计，从2015年至2020年，中国商业航天产值由3764.2亿元突破至万亿元，年均增长率达22%。	据中国航天工业质量协会数据，预计2024年中国商业航天市场规模将超2.3万亿元。
低空经济	截至2023年底，通过工商注册查询，经营范围有无人机业务的企业全国共有7万多家，实际运行的无人机企业1.7万多家，产值1520亿元，同比增长27.5%；实名登记无人机达到111万多架，比2022年增长15.9%；颁发无人机驾驶航空器操控员执照18.2万本，2023年无人机飞行超过2000万小时。	中国民用航空局发布的数据显示，到2025年，中国低空经济的市场规模预计将达到1.5万亿元，到2035年更是有望达到3.5万亿元。
总计	15.5-23.2万亿元（考虑到新兴产业发展的不确定性，按合计值上下浮动20%计算）	

资料来源：根据公开资料整理，中国银行研究院

### 特征五：供需矛盾逐渐缓解，推动物价温和回升

相较于2024年持续低迷的物价形势，2025年中国物价水平将从低位回升。未来随着政策效果显现，资本市场回暖和房地产市场回稳将提振微观主体信心，收入增长和利润改善将释放市场需求潜力，促消费、稳增长政策将继续支持扩大内需，工业部门产能利用率有望提升，这将为价格回升提供有利环境。

具体来看，**CPI将温和上涨**。一是猪肉价格总体平稳。2024年中国能繁母猪保有量围绕4000万头左右波动，猪肉产能总体维持在合理水平<sup>12</sup>，将在2025年形成相对平稳的猪肉产出供给，猪肉价格弹性相对较小。但随着上年基数逐渐走高，预计2025年下半年猪肉价格对CPI的支撑作用将有所减弱。二是能源价格或将制约CPI同比回升。当前全球原油需求增长总体缓慢，欧佩克将2025年全球日均石油需求较上年增长量预期从164万桶下调至154万桶，调整后的全年日均石油需求预计约为1.06亿桶。虽然OPEC+推迟了计划在2024年四季度实施的增产计划以提振油价，但非OPEC+石油供应持续增加将对全球原油市场产生显著影响。特朗普政府回归传统能源的政策或将进一步释放美国原油产量，加剧市场供需紧张。2025年上半年，由于上年基数相对较高，预计能源价格将制约CPI同比涨幅。三是居民消费价格回升的主要动力来源于核心CPI。

<sup>12</sup> 农业农村部全国能繁母猪正常保有量定为3900万头。

预计在保就业、促消费等政策支持下，居民商品和服务消费将稳定增长，带动核心 CPI 稳中有升。四是 2024 年 CPI 基数较低。综合预计，2025 年 CPI 同比上涨 0.7% 左右，涨幅较上年回升 0.4 个百分点左右。

**PPI 同比降幅将收敛。**2025 年，随着财政政策逆周期调节力度加大，一方面专项化债资金将逐步缓解地方债务压力，为地方产业和基建项目投资腾挪空间；另一方面，预计一揽子增量政策效果显现将带动房地产市场逐步回稳。总体来看，2025 年建筑业施工和工业生产将在政策推动下保持较高景气度，这将促进钢铁、水泥、煤炭等上游原材料制造业产品价格回升，带动 PPI 同比降幅收窄。但需注意到，中游制造业产品价格上涨或仍面临一定制约。当前专用设备、电气机械以及计算机通信设备等行业产能利用率依然偏低，如果 2025 年全球贸易保护主义再次抬头，这些对海外市场依赖度较高的中游制造业需求改善面临阻碍，产品价格提振难度将加大。综合预计，2025 年 PPI 同比下降 0.7% 左右，降幅较上年收窄 1.5 个百分点左右。

## 二、2024 年金融运行形势回顾与 2025 年展望

2025 年是“十四五”规划收官之年，也是外部环境急遽变化之年。尽管面临“特朗普 2.0”时代更加不确定的外部环境，但也有内部预期改变、政策加码发力、经济新动能加快成长、房地产企稳等带来的机遇。一方面，美国总统特朗普的再次当选，正在改变市场预期，其将采取的一系列产业、税收和贸易政策引发贸易保护主义、大国博弈等新风险，可能对中国金融业平稳运行带来不利影响。另一方面，随着 2025 年刺激政策发力显效、“十五五”规划启动与新质生产力动能增强等，这些都将进一步提振信心、改善需求。金融政策将延续宽松，以助力“宽财政”的发力。中美货币政策周期由分化走向进一步趋同，为中国货币政策以我为主创造了条件。银行资本补充政策落地以及政府关于房地产、地方债风险化解政策的出台，银行信贷投放能力和实体经济融资需求得

到提升。总的来看，中国金融运行的政策逻辑、投资逻辑将以我为主，金融市场稳健运行、整体向好的可能性很大。

### （一）政策发力叠加融资需求回暖，货币社融增速有望稳步回升

社会融资规模变化与实体经济表现、宏观调控政策变化和金融市场环境等因素密切相关。2024年1-10月社融累计新增27.06万亿元，同比少增4.13万亿元，出现明显下降（图19），原因包括：一是经济主体融资意愿偏弱。2024年，中国经济整体延续回升向好态势，但仍面临一定下行压力，经济主体融资动力不足，M2-M1增速剪刀差扩大（专栏3）。二是监管部门调控思路发生转变。2024年以来货币政策调控思路发生重大变化，人民银行多次提出要弱化总量型指标，优化资金投向，推动资金有增有减，提升存量资源使用效率。加之2024年6月审计署提出部分银行存在信贷数据不实，偏离服务实体经济定位等问题，商业银行持续推动数据注水等问题整改工作，对新增融资规模带来影响。三是股票融资疲软。受信心不足、股指下行、监管改革等因素影响，股票融资规模显著减少。2024年1-10月股票融资同比大幅少增5077亿元。

其中，新增人民币贷款降幅较大，是社融同比少增的主因。2024年1-10月，新增人民币贷款共计15.69万亿元，同比少增4.32万亿元，超过社融少增规模。房地产市场下行是重要拖累因素。2024年以来，房地产贷款增速连续为负。1-10月新增居民贷款占新增贷款比重为12.71%，同比下降5.92个百分点，居民贷款购房动力仍然不足。在规范信贷投放等因素影响下，重点领域信贷增速同步下行。截至2024年三季度末，高技术制造、绿色、普惠、涉农领域信贷余额增速分别为12%、25.1%、14.5%和10.8%，虽仍保持两位数以上增长，但分别比上年末下降22.0、11.4、9.0和4.1个百分点，对新增贷款规模亦带来拖累（图20）。

但社融中也有一些亮点值得关注。一是政府债券多增。1-10月，政府债券

净融资共计 8.23 万亿元，同比多增 7091 亿元。2024 年以来，政府债券发行“先慢后快”。特别是三季度以来，随着专项债发行提速，政府债券净融资规模明显增大，对社融带来一定支撑。二是信托贷款同比多增。1-10 月，新增信托贷款 3734 亿元，同比多增 2702 亿元。随着资管新规过渡期结束，信托贷款增长逐步稳定，2024 年以来同比连续多增，是除政府债券外唯一同比多增的项目，表外融资对实体经济的支持作用稳步增强。

图 19：新增社会融资规模

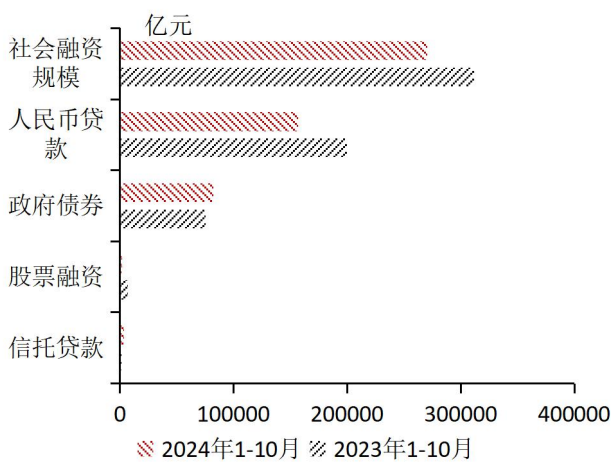
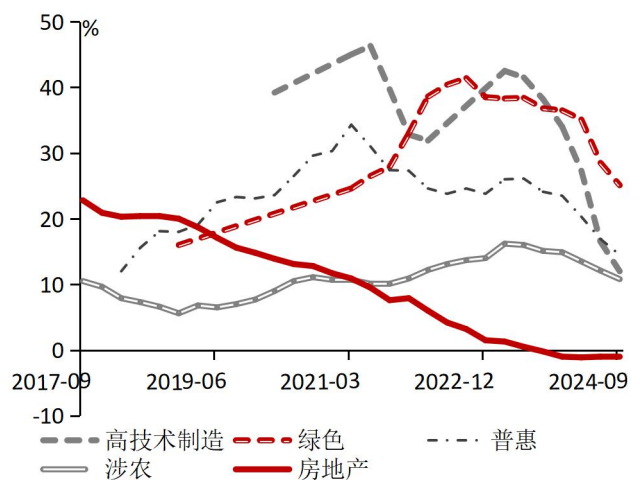


图 20：重点领域贷款余额增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

### 专栏 3：如何看待 M1 和 M2 增速剪刀差扩大现象

2024 年以来，M1 增速持续下行，M1 和 M2 剪刀差持续扩大引发关注。部分观点认为，企业和居民预期不佳，消费和投资欲望不强导致 M2 增速明显高于 M1，结果是 M1 在 M2 中的占比越来越低（定期存款占比越来越高），最终表现为 M1 和 M2 增速负剪刀差持续扩大，这对经济增长不利。

#### 一、从货币形成角度理解 M1 和 M2

中国货币层次主要按照流动性和价值稳定性进行划分，包括 M0（现金）、M1（企业存款+现金）和 M2（M1+其他各类存款）。由于货币供应量主要从商业银行负债端入手统计，根据资产创造负债及“有借必有贷、借贷必相等”的会计准则，影响货币供应量的因素主要包括：一是资产扩张或收缩。当商业银行资产扩张，例如发放贷款或者结汇，均会对产生存款。相反，企业归还贷款、购买外汇会导致存款减少。二是统计口径变化。2001 年以来，



中国先后将证券公司客户保证金、境内外资金融机构吸收的人民币存款、非存款类金融机构在存款类金融机构的存款、住房公积金存款以及非存款类部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款纳入M2统计口径。三是内部结构调整。M0、M1和M2三者是递进包含关系。如果M0、M1-M0和M2-M1（准货币）内部发生转移，会导致部分层级存款数量发生变化。例如企业发放薪资，企业活期存款会变为储蓄存款，M1下降，储蓄存款上升。企业间转账汇款、购买物资等只会导致M1结构变化，不会对M1总量产生影响。

## 二、本轮M1和M2剪刀差扩大受多重因素影响

2024年以来，M1和M2增速持续下行，4月份M1增速“由正转负”，与M2剪刀差由1月末的-2.8%持续扩大至9月末的-14.2%。整体来看，2024年以来M1和M2剪刀差持续扩大主要有如下原因：

**一是资金需求意愿不足，存款创造规模下降。**经济景气度仍然较弱，PMI指数连续多月处于荣枯线以下，企业资金需求动力不足。银行家问卷调查数据显示，2024年6月贷款需求指数降至55.1%，比一季度下降16.5个百分点。信贷需求不足会使得新增企业存款规模同步下降，对M1产生直接影响。

**二是存量资金使用效率提升。**自2023年末以来，监管部门多次提出引导信贷合理增长、均衡投放，注重信贷资源有增有减，盘活存量金融资源。存量资金周转效率提升会导致资金在不同企业之间转移，企业不与银行发生债权债务关系，这会影响M1持有结构，但不影响M1的规模，存量资金使用效率提升会对新增存款带来替代效应。

**三是整治数据注水导致资产缩表。**2024年6月，审计署指出部分金融机构信贷投放存在数据不实、偏离服务实体经济定位以及金融资源供给结构不够优化等问题。金融机构推动对信贷投向的整治工作，导致企业提前还款，银行资产负债同缩，继而对M1带来影响。

## 三、M1和M2剪刀差有望逐步收窄

展望2025年，M1和M2增速剪刀差有望收窄。一是货币层次重新修订驱动M1增速回升。《2024年三季度货币政策执行报告》指出，人民银行正认真研究货币供应量统计修订的方案，不断提高货币反映经济活动变化的完整性和敏感性。个人活期存款、网络支付等具有支付功能的金融工具有望纳入M1统计，这将对M1增速带来提振。二是一揽子政策将带动M1增速企稳。9月份以来，随着一揽子政策落地实施，相关信贷需求正在逐步释放。特别是随着地方债务压力缓解，更多项目上马，配套性资金需求有望同步跟进，这将对M1增速带来支撑，M1和M2剪刀差有望逐步收窄。10月份M1和M2剪刀差与9月相比已收窄0.6个百分点。需要关注的是，继续依靠大规模信贷投放推动经济增长的模式已不可持续，提升资金使用效率仍将是未来重要的政策方向，预计M1不会出现明显大幅上升，将保持稳定运行。

展望 2025 年，随着宏观调控政策持续加码，经济将延续稳中向好态势，市场主体资金需求意愿有望稳步回暖，带动融资规模同步扩张。一是**政策加力显效带动融资规模扩大**。2024 年 9 月 24 日以来监管部门陆续出台了一系列重磅政策，相关政策效应将对 2025 年融资需求产生积极影响，基建、房地产等重点领域融资规模将稳步提升。例如，2025 年 1000 亿元中央预算内投资计划和 1000 亿元“两重”建设（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）项目清单提前下达，将撬动更多资金加速流入相关领域；2024 年 10 月以来房地产市场出现不少积极信号，以一线城市房地产市场为代表的商品房交易量明显上涨，市场预期开始转暖，这将带动信贷需求提升。2024 年年底前仍有降准可能性，货币政策仍将偏于宽松，流动性供给具有充足保证，2025 年大型商业银行资本补充落地实施，这都将进一步提升金融机构信贷投放能力。加之 2024 年新增信贷规模下降导致基数较低，在供需两相作用下，2025 年融资规模有望稳步扩张，主要金融数据增速或将有所回升。二是**重点领域及薄弱环节信贷投放将保持中高速增长**。在新旧动能加速切换，新动能持续培育带动下，科创、绿色等“五篇大文章”领域仍将是金融机构重点支持方向。在整治数据注水及信贷投向不实等问题后，更加规范的信贷投向管理制度有助于真正需要资金的企业得到更多支持，助力重点领域长期稳健发展。预计 2025 年科创、绿色、普惠等领域信贷余额仍有望维持两位数以上中高速增长。三是**政府债券发行放量将驱动社融走高**。11 月 8 日全国人大常委会表决通过关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，提出增加 6 万亿元地方政府债务限额，另外连续 5 年共计安排 4 万亿元用于置换存量隐性债务，规模较大、力度空前，预计地方政府债券发行将继续扩张。加之财政部提出“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，财政政策加大逆周期调节力度势在必行，2025 年赤字率和专项债限额等大概率会出现调升，政府债券发行规模或将创下历史新高。

## （二）货币政策价格型调控机制进一步健全，整体利率水平继续下降

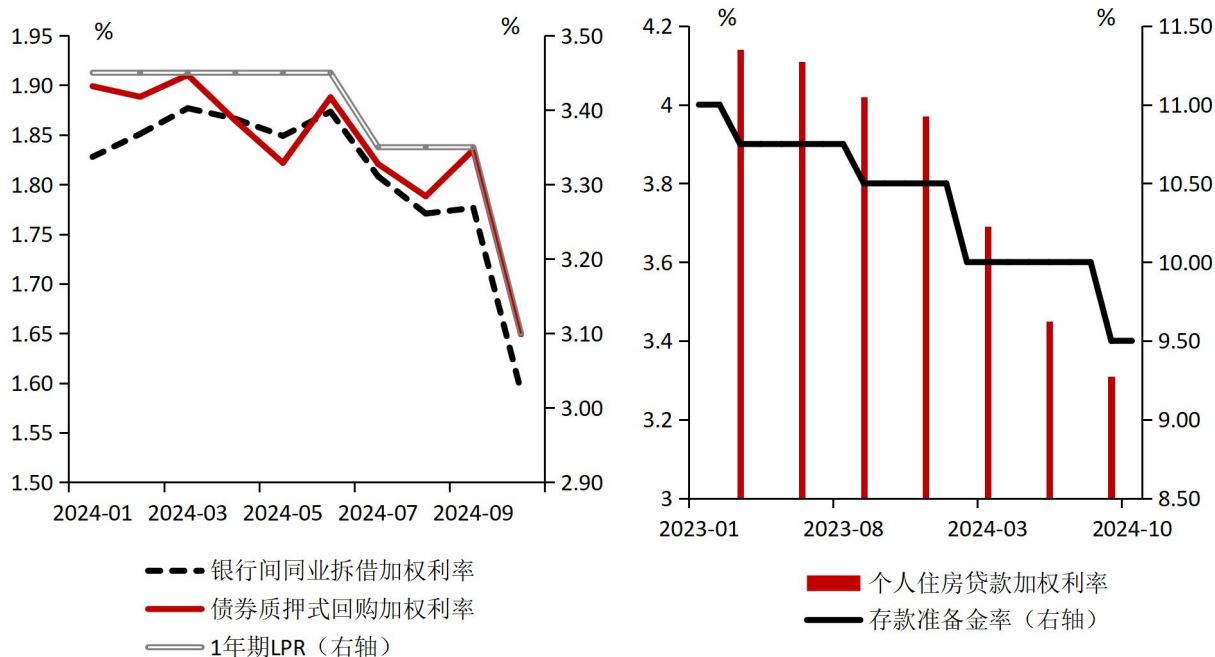
2024年，面对实体经济曲折恢复、社会预期总体偏弱的情况，人民银行更加注重采取支持性政策取向。一方面，更加注重发挥基准利率价格型调控工具作用，以引导社会综合融资成本稳中有降。淡化中期借贷便利利率的政策利率色彩，明确公开市场7天期回购操作利率是主要政策利率；按照中央金融工作会议“充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”的要求，开展国债借入操作、增加临时正、逆回购操作、启动买断式逆回购等公开市场新操作（专栏4），这为增强货币政策透明度和一致性，提高货币政策传导效果发挥了积极作用。当前DROO7和ROO7之间的波动区间已明显收窄。从结果来看，整体利率水平继续下降。7月，7天逆回购利率由1.8%降至1.7%，1年期MLF利率由2.5%降至2.3%，9月政策利率又大幅降息0.2个百分点，带动银行间同业拆借、LPR等市场利率持续下行（图21）。9月，新发放贷款加权平均利率为3.67%，个人住房贷款加权利率为3.31%（图22），分别同比下降0.41、0.71个百分点，均为历史最低值。另一方面，通过进一步降准、创设回购增持再贷款等方式，向金融市场注入更大规模流动性，增强资金供给能力，引导市场利率下行。9月底以来下调存款准备金率0.5个百分点，向市场释放约1万亿元长期流动性资金。10月，3000亿元股票回购增持再贷款政策正式落地，为上市公司和主要股东提供低成本资金支持，激励其回购和增持股票。

预计2025年中国整体利率水平仍将保持低位，主要有三方面原因。一是经济恢复基础有待进一步巩固，稳经济仍是头等要务。需继续维持支持性货币政策取向，营造良好的货币利率环境，降低实体经济融资成本。二是银行净息差收窄压力或将缓解，为保持较低利率水平创造较好内部条件。目前监管部门对银行净息差收窄问题重视程度明显提升。2024年4月以来，通过整顿“手工补息”、强化存款利率自律定价机制等方式，引导银行负债成本下降。2024年7月和10月，包括大型国有银行、城市商业银行和其他中小银行在内的众多银行

均主动下调了存款挂牌利率，这是继 2022 年 9 月以来，商业银行第 5 次和第 6 次主动调整存款挂牌利率，有效缓解净息差收窄压力。2024 年 9 月，人民银行在国务院新闻发布会上明确表示，要引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持银行净息差稳定。预计 2025 年银行计息负债成本率有望保持下降趋势，缓解自 2020 年以来净息差持续收缩的不利局面，为中国保持较低的政策利率水平创造空间。三是欧美主要经济体已陆续启动降息，也为 2025 年中国保持较低利率水平营造了更为适宜的外部环境。截至 2024 年 11 月，美联储 2024 年已两次降息，目前市场一般认为美联储在 2025 年至少还将降息两次。欧洲央行 2024 年已三次降息，市场预期其 2025 年降息空间或将大于美国。综合上述因素，预计 2025 年货币市场利率、存款和贷款利率等可能将稳中有降。

图 21：中国市场利率变化

图 22：存款准备金率和房贷利率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

#### 专栏 4：启动买断式债券逆回购为哪般？

2024年10月31日，中国人民银行启用买断式逆回购公开市场操作工具，并以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了6个月（182天）期5000亿元买断式逆回购操作。人民银行在当前时点启用买断式逆回购公开市场操作工具的主要原因在于以下三个方面：

**一是充实货币政策工具箱，丰富央行流动性管理工具。**投放基础货币是中央银行最重要的职能，相比于调整法定存款准备金率和再贴现率，公开市场业务是更为灵活的流动性投放工具。质押式逆回购（7天或14天，主要是7天）与MLF是近年来人民银行最主要的两种公开市场流动性投放工具。本次启用的买断式逆回购公开市场操作工具采用固定数量、利率招标、多重价位中标，回购标的包括国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等，在期限、价格、债券标的等方面提高人民银行公开市场操作的灵活度，并能够填补1个月到1年的中短期流动性投放工具的空白。

**二是债券市场日趋成熟，具备扩充公开市场操作工具的条件。**20世纪90年代以来，中国债券市场稳步发展，债券品种日益丰富、交易主体不断多元化、发行与交易机制不断完善，成为世界第二大、亚洲第一大债券市场。银行间债券市场是中国债券市场的重要组成部分。2014年至2023年间，中国银行间债券市场存量的年均增长率达17.4%；2023年末，银行间债券市场占中国债券市场存量的86.8%。买断式逆回购公开市场业务的操作对象为公开市场业务一级交易商，2024年纳入公开市场业务一级交易商的金融机构达51家，均为银行间债券市场的主要交易主体。随着中国债券市场（尤其是银行间债券市场）的规模和深度逐步提升，人民银行通过在二级市场买卖国债投放基础货币的条件已趋成熟。

**三是增加央行持有债券的种类与数量，便于央行运用债券工具调节金融市场。**相比于质押式逆回购，买断式逆回购使得人民银行可以在逆回购期限内处置相应债券，盘活其持有的债券资源。一方面，通过买断式逆回购获取的债券可以作为人民银行开展“证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）”业务的高等级流动性资产。另一方面，人民银行可以配合使用买断式逆回购与现券交易等公开市场操作工具，直接调节国债利率期限结构。例如，人民银行可以售出通过买断式逆回购获取的中长期国债，进而避免债券市场因长期国债利率短期过快下行而产生系统性风险。

### （三）资本市场先跌后涨，结构性慢牛行情可期

2024年，中国股市经历了年初的深度下探以后，迎来连续数月震荡，直至9月24日，A股迎来强烈反弹。近期，股市行情再次出现反复，板块轮动明显，

在小幅区间震荡。截至 11 月 22 日，上证综指收于 3267.19 点，较年初上涨 10.3%，其中，电信和多元金融板块表现相对亮眼，万得电信及多元金融指数分别同比上涨 19.9% 及 23.4%（图 23）。

**多方面因素共同影响股市走势。利多因素包括：政策支持力度及投资者情绪修复。**2024 年 9 月 24 日，多部门联合发布多项支持宏观经济及资本市场的一揽子增量政策，特别是股票回购增持再贷款和证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）更是首次出台（专栏 5），两项新型货币政策工具出台之后，上证综指单日涨幅一度超过 8%。10 月，沪深股市成交额 21.58 万亿元，日均成交量 1.2 万亿元（图 24）。在政策推动下，投资者情绪自 9 月下旬得到显著修复。10 月上交所 A 股账户新增开户数 685 万，为历史单月第三高，以融资融券为代表的散户力量高度活跃，截至 11 月 22 日，全市场两融余额达到 1.83 万亿元。但是，**利空因素包括：上市公司盈利水平及跨境资金流动。**A 股上市公司营业收入已连续两个季度同比负增长。此外，外资对于 A 股尚处于低配，截至 8 月 16 日<sup>13</sup>，2024 年北向资金累计净流出 67.8 亿元。随着美国总统选举尘埃落定，市场提前交易未来关税等政策（特朗普交易）对中国相关行业的负面影响，对股市持续形成压制力量。

图 23：各指数走势

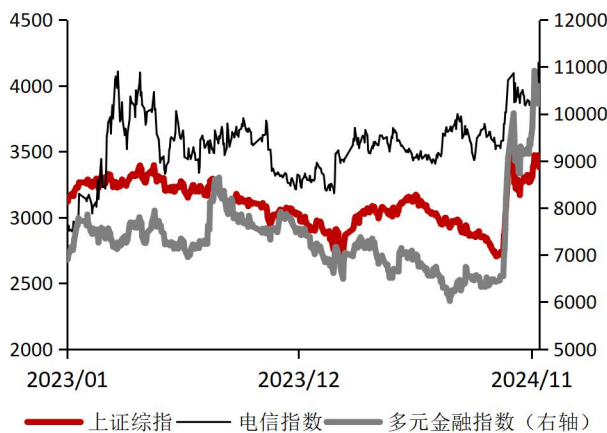
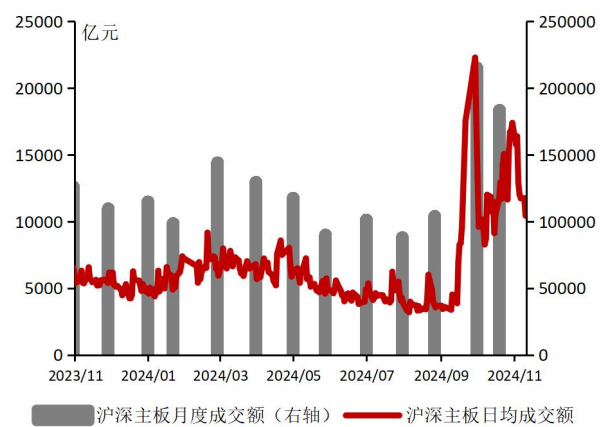


图 24：A 股成交规模



资料来源：Wind，中国银行研究院

<sup>13</sup> 2024 年 8 月，沪港通交易信息披露机制进行调整，8 月 16 日之后的北向资金日终数据不再可得

展望 2025 年，财政货币与金融监管政策效果将继续释放，呵护宏观经济企稳回升和金融市场稳定。受益于此，相关企业盈利可能得到改善，资本市场有望走出底部，结构性慢牛行情可期。

一是投资者情绪逐渐修复，高股息央国企可能有优异表现。从投资端看，由于风险尚未明确，底部有待进一步确认，因此盈利能力强、经营良好、运作稳健的高股息上市公司成为重要的防御性资产，在目前市场情绪仍在修复的背景下，能够吸引中长期价值投资。从融资端看，由于具有良好的现金流和资产状况，央国企具有更大的空间和灵活度使用股票回购增持再贷款进行市值管理，因此其股价可能更早受益于这一新型货币政策工具。目前已有多家上市央国企披露使用专项贷款资金用于回购股份，涉及海运、公路建设、石油化工等多个行业，未来预计将有更多公司跟进。

二是政策效果继续释放，互换便利工具可能利好非银金融机构。近期推出的互换便利工具有助于非银机构盘活存量资产、提升资金运用效率，通过以较低成本获取资金，券商权益自营能获得杠杆空间，投资于盈利预期稳定、风险较低的价值蓝筹类股票，从而提升自身业绩表现。此外，非银金融板块估值已处于历史相对较低水平，未来有较大的价值修复空间，尤其在当前股市情绪转暖、增量投资者进入的背景下，非银金融业务景气度未来将有良好支撑。

三是宏观经济持续企稳回升，上市公司盈利前景改善，下游消费板块有望表现良好。三季报显示，A 股必需消费领域上市公司三季度营收环比增长 3.27%，超过十年营收单季度环比均值，说明消费正在回稳，其中，电子产品领域表现尤其亮眼，万得消费电子产品十月涨幅达到 40.2%。年末通常是消费旺季，叠加头部企业新品催化和 AI 技术创新不断演绎，在经济预期修复带动下，消费电子产品板块有望延续强势表现。此外，出行相关行业可能止住颓势，得到恢复。交通运输部数据显示，2024 年十一期间中国全社会跨区域人员流动较上年同比增长 3.2%，餐饮等相关行业也有优异表现。考虑到近期资本市场表现较好，在

财富效应推动下，居民消费意愿有望增强，未来旅游餐饮行业可能有较好盈利预期，带动板块向上。

### 专栏 5：如何理解资本市场支持工具创新？

2024年9月24日，中国人民银行、国家金融监督管理总局及中国证券监督管理委员会举行联合新闻发布会，宣布一系列金融政策，旨在提振市场信心，弥补流动性缺口，支持实体经济企稳回升，其中，两项新创设的货币政策工具引发了巨大关注：即股票回购增持再贷款和证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）。这两项工具是央行首次运用货币政策工具支持资本市场，有助于强化预期管理，同时也标志着资本市场稳定运行的重要性被提升到了新高度。市场对这两项政策作出了积极回应。新政颁布次日，上证综指上涨1.16%，共4161只股票上涨，占比达到76.7%，全部A股单日成交额突破1.16万亿元。9月最后一个交易日，开盘不到40分钟，沪深两市成交额就已突破1万亿元，刷新历史最快万亿纪录；10月8日，A股成交额历史上首次突破3万亿元。

从运作机理看，股票回购增持再贷款允许相关金融机构向符合条件的上市公司和主要股东发放贷款用于股票回购和增持，发放贷款后向央行申请再贷款。对于符合要求的贷款，央行将按贷款本金的100%向金融机构发放再贷款，旨在激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持公司股票，从而有效进行市值管理。证券、基金、保险公司互换便利则允许非银机构用央行认可的低流动性资产（例如债券、股票ETF、沪深300成份股）与央行进行“以券换券”，进而得到高流动性资产（例如国债或央行票据），然后，非银机构以换入的高流动性资产在银行间回购融资。最后，机构用融到的资金开展股票、股票ETF的投资和做市。互换便利工具可有效盘活非银机构资产的流动性，提升其资金获取能力。

自政策发布以来，已有多家金融机构和上市公司积极跟进落实两项政策。10月20日，首批共有23家上市公司获得股票回购增持再贷款，在这23家公司中，既有如中国石化、招商蛇口等市值超过千亿元的大型央企国企，也有如广电计量、通裕重工等市值在百亿元的中小型民营企业，再贷款额度多则数十亿元，少的也达到了数千万元，平均预计回购数量占总股本的比例约为1.5%。仅首批公司获批的再贷款额度就已超过百亿元。在11月第一周，又有28家上市公司公告拟使用专项贷款回购增持公司股份。可预见，再贷款首期额度3千亿元可能很快就会发放完。

值得注意的是，在当前A股涨势较好的背景下，多数获得股票回购增持再贷款的公司可能并不急于使用该工具。截至11月14日，首批获得回购贷款的23家公司中，有11家已进行了回购，但是已回购股份占预计回购股份的比例基本低于50%，且各公司差异较大。在已



经实施回购的公司中，截至11月14日，除1家以外，其余所有股价较其回购价都实现了增长，最大增幅甚至达到15.5%。可见，该工具短期内对股价形成了一定支撑，对于股价的长期支持效果仍待进一步观察验证。但是，过往经验表明，股票回购是上市公司进行逆周期市值管理的重要工具，理论上可通过减少股票供给支撑股价，从而稳定投资者信心，避免形成大规模抛售和股价非理性下跌。

对于证券、基金、保险公司互换便利工具，央行已委托中债信用增进公司作为公开市场业务一级交易商，与符合行业监管部门条件的证券、基金、保险公司开展互换交易。首批共有20家机构获准参与互换便利操作，其中包括17家证券公司和3家基金，首次操作已于10月21日完成，操作金额达到500亿元，中标费率为20bp。目前，该工具申请额度已超过2000亿元，已有多家券商进行互换便利操作。中金公司达成首笔质押式回购交易，质押券为央行票据，用获得的资金在“证券、基金、保险公司互换便利”项下首次买入股票；国泰君安完成了全市场首单国债换入交易和全市场首批国债质押式回购交易。然而，尚未有保险公司落地互换便利操作，主要原因可能是其现有权益资产配置已较高，且其拥有较为稳定的保费收入，导致其通过互换便利获取流动性的需求低于券商机构。

证券、基金、保险公司互换便利政策工具的推出有多重积极影响。一方面，能有效盘活机构资产，提高其资本利用效率。在传统投行、经纪业务收入下降的背景下，自营业务收入逐渐成为券商的重要盈利增长点。根据2023年年报，共有20家券商实现自营收入同比正增长，且增幅均高于20%，自营收入占营业总收入的比重亦普遍超过20%，因此，券商有较大的意愿扩展其自营业务，互换便利工具为其打开了权益自营加杠杆空间。另一方面，能为资本市场引入大规模增量资金，增强流动性进行逆周期调节，全面激活市场信心。

#### （四）债券收益率保持低位，违约风险趋于收敛

2024年，中国债券市场运行呈现一些新特征：第一，国债收益率振荡下行。受人民银行降准降息、流动性宽松等因素影响，债券市场持续下行，国债收益率于9月降至年内最低。但9月24日以来，“股债跷跷板”效应导致10年期国债收益率快速上行，债市震荡有所加大。截至11月22日，10年期国债收益率为2.0691%，比上年末下降了49个基点。第二，债券发行量增幅显著。2024年债券发行量创近年新高，特别是随着一揽子财政增量政策落地，四季度国债发行增速显著。截至11月22日，债券发行规模共计70.4万亿元，同比增幅达8.93%。其中，国债、同业存单分别发行11.7万亿元、27.3万亿元，分别同比增长19.39%、19.16%（图25）。第三，期限利差和信用利差走阔。2024年以

来，短端国债收益率较长端下行更为陡峭，期限利差（10年期国债收益率与1年期国债收益率之差）振荡走阔；同时，由于债券违约未维持收敛态势，信用利差（3年期AAA级中短期票据与同期限政策性金融债收益率之差）走阔。截至11月22日，期限利差、信用利差分别为0.72%和1.58%，比上年末分别扩大23和11个基点（图26）。

图 25：债券发行规模

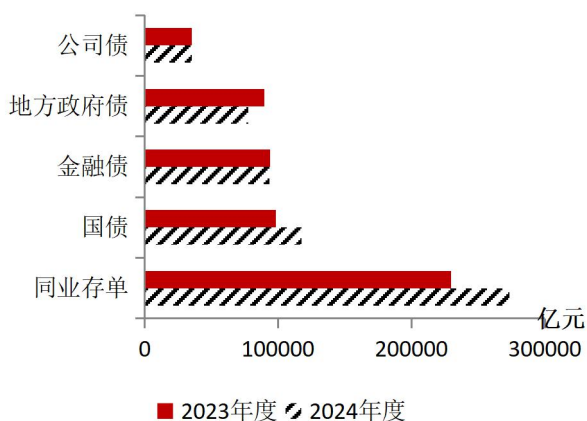
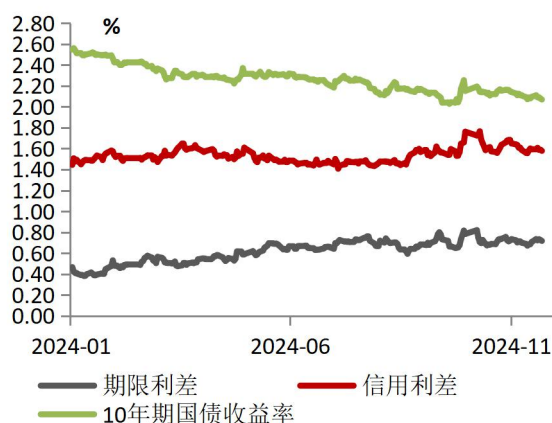


图 26：国债收益率与利差变动



资料来源：Wind，中国银行研究院

预计2025年债券市场资金面将保持宽松，债券供给量将持续提升，微观主体流动性得到进一步修复，债券市场保持高位行情。从货币政策调控看，一方面，由于人民银行坚持支持性货币政策立场，债券市场整体流动性将继续保持合理充裕；另一方面，随着人民银行公开市场操作工具的不断丰富，可以有效控制债券市场的临时性扰动，例如，开展国债现券买卖操作与买断式逆回购等公开市场操作，能够有效避免地方政府债券等各类债券短期大量发行所造成的市场扰动。从财政政策落地情况看，随着大型国有商业银行资本金补充、继续实施大规模设备更新和消费品以旧换新、地方政府隐性债务置换、收回收购存量闲置土地等等一系列存量与增量财政政策的实施，预计国债与地方政府债的发行规模将显著增长。从债券微观供求主体看，2024年8月以来房地产行业发行的债券未再有违约事件发生，随着“房地产金融16条”政策的延期以及房地

产市场的底部企稳，房地产行业等重点债券发行主体的流动性将进一步好转；同时，个人养老金储备与保险资金保值增值等各类需求不断增强，银行理财、保险资管、基金、信托等机构投资者对债券的需求将保持强劲态势。

在货币政策、财政政策与微观主体的合力作用下，预计 2025 年债券市场呈现如下特征：一是长期国债收益率将平稳下行，短期国债收益率下行态势将趋于平缓，整体国债收益率将适当下行，信用利差或将收窄。二是国债、地方债、同业存单、金融债等发行规模将保持在较高水平，债券发行量将维持稳定增长。三是债券违约风险趋于好转，信用利差有望收窄。

### （五）人民币汇率波动中走升，未来仍有升值空间

2024 年人民币兑美元汇率整体先贬值、后波动升值，这与上年人民币在波动中贬值的走势大不相同（图 27）。尤其下半年以来，人民币兑美元汇率波动加大，先是出现一轮显著升值行情，由 7 月下旬 7.27 左右快速回升至 9 月底的 7.0 左右，后于 10 月-11 月中旬小幅走弱。截至 11 月 22 日，人民币兑美元即期汇率为 7.245，较年初贬值 1.6% 左右，但较上半年末升值 0.29% 左右。从人民币对一篮子外国货币加权平均指数来看，10 月-11 月中旬人民币 CFETS 指数一路走升，由 9 月初的 97.72 点持续走升至 11 月 22 日的 100.06 点，升值幅度达 2.2%。此外，由于中国较发达经济体来说不存在通货膨胀问题，人民币实际有效汇率与名义有效汇率较为接近，能较好反应人民币兑美元、对一篮子货币汇率的真实情况。根据国际清算银行 BIS 数据，截至 2024 年 10 月，人民币实际有效汇率指数为 92.01，年初、年中分别为 91.67、91.17，全年稳中有上升。

图 27：人民币汇率与美元指数

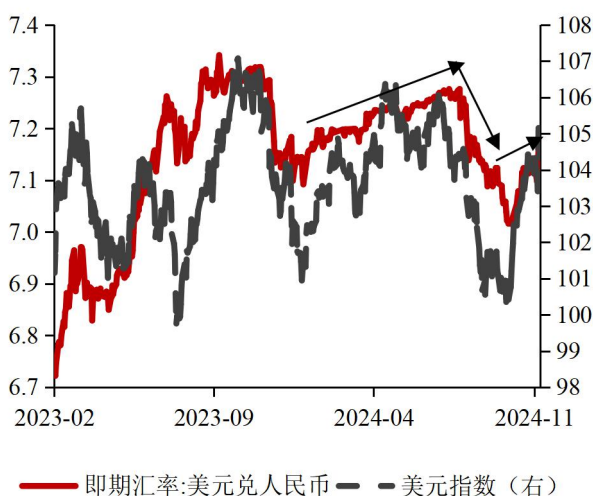
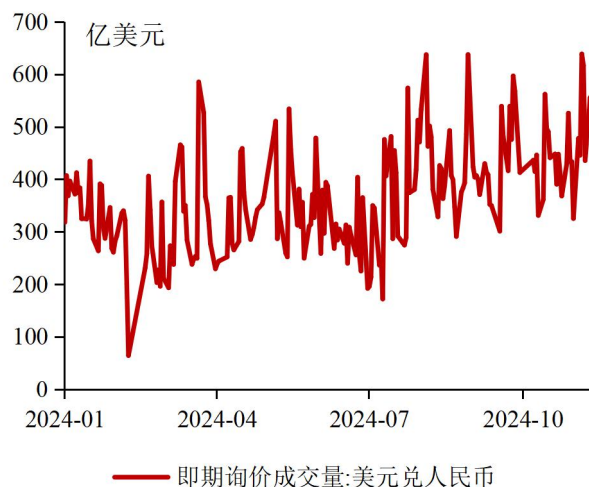


图 28：人民币汇率即期询价成交量



资料来源：Wind，中国银行研究院

升值原因在于，一是美联储货币政策外溢影响减弱。9月美联储结束紧缩周期、启动宽松周期，美元指数由一度快速回落至100点左右。二是内部来看，9月底以来中国一揽子增量政策持续发力显效，推动经济基本面回升向好，对人民币汇率走势起到重要支撑。三是短期资本回流。7-9月中美利差出现一轮快速收窄行情，收窄幅度达34.6%。9月中国资本金融项目下证券投资结售汇、涉外收付分别实现99亿美元、202亿美元的顺差，均为近两年内最大顺差流入。波动走弱原因在于，10月鲍威尔再发表鹰派言论，市场预期美联储降息节奏或将减缓；以及11月特朗普赢得美国大选后，市场担忧其“美国优先”政策主张将推动美国通胀风险再度走升。预计美联储将于12月将再降息25个基点、国内经济数据将进一步回升向好、经常项目下贸易顺差将集中汇兑结算等，人民币兑美元汇率将于年底小幅回升。

展望2025年，人民币汇率仍有升值空间。一是发达经济体政策的外溢影响将继续减弱。特朗普即将于2025年1月重新入主美国白宫，任期内或继续主张“弱美元”政策，以促进美国贸易出口。处于高位的美元指数将逐步回落，人民币等非美货币汇率的外部承压继续减弱。二是市场对人民币汇率的波动预期

已扭转，趋向于看多人民币。2024年11月1日-22日，人民币即期询价成交量均值达到476.2亿美元，显著高于7-10月的均值水平410.1亿美元，更高于上半年1-6月的均值水平324.6亿美元（图28）。三是跨境资本将进一步向境内有序回流。在人民币汇率升值预期下，外资认为人民币金融资产有较大升值空间，已连续增配中国A股、人民币债券。据高盛11月全球资金流向监测报告，截至10月底的4周内，全球资金连续净流入A股市场的累计金额达到243.85亿美元，而日股、印度股市分别净流出60.63亿美元、2.84亿美元。据国家外汇管理局统计，截至10月底，外资持有境内人民币债券的总量超过6400亿美元，处于历史高位。四是国内货币政策将保持宽松基调，内需有望加快恢复活力，支持人民币汇率走升。随着中国一系列重磅利好政策加码，特别是中国开启近年来力度最大的10万亿元化债举措，以及支持房地产市场平稳健康发展的“9·24”新政进一步落地显效，都将更好助力2025年中国经济稳中向好发展，为人民币汇率走势稳定提供坚实的基本面支持。但也需要警惕风险：特朗普对华有较强的竞争意识，在大选中承诺将对华征收高达60%的关税，这或不利于中国贸易顺差格局延续，进而对经常项目下人民币结售汇产生影响。同时特朗普主张保护美国科技优势、积极推行技术保护主义，加大对中国科技投资限制、加强对中国并购审查力度等，这些将导致国际资本向中国投资流入受阻。预计2025年人民币汇率稳中有升。

#### （六）转型金融标准加速推进，全国碳市场发展步入快车道

2024年，碳市场与绿色金融的发展，为金融支持美丽中国建设提供了市场化的资源配置机制，有力调动各方面社会资源向可持续发展领域汇集，呈现以下几个特点。一是绿色贷款余额同比增速有所回落。截至2024年三季度，中国绿色贷款存量达到35.75万亿元。受全国信贷投放减速影响，绿色贷款同比增速降至25.1%，为2022年以来新低，但仍明显超过同期人民币贷款平均增速。二是绿色债券存量保持平稳。截至10月底，中债口径下绿色债券余额约1.9万亿

元，与上年同期基本相当。存量绿债中约六成由地方政府发行，受 2024 年化债等因素影响，地方债发行相对偏慢，影响绿色债券发行。三是**全国碳市场建设不断取得新突破，碳价稳步升高**。2024 年 5 月，《碳排放权交易管理暂行条例》正式施行，首次以行政法规的形式明确了碳排放权市场交易制度。年内，水泥、钢铁、铝冶炼行业纳入全国碳排放权市场。这是全国碳排放权市场建成后的首次扩围。此外，全国温室气体自愿减排交易市场 CCER 重启，与全国碳排放权市场共同组成完整的碳市场体系。相关政策措施促进了碳市场建设，通过构建市场机制，有力推动电力、钢铁等高排放企业低碳转型。截至 10 月底，全国碳排放权市场碳价突破 105 元/吨，较上年同期提高约 35%。

展望 2025 年，一是**绿色贷款、绿色债券仍将保持较快增长速度**。当前绿色贷款余额已达较大规模，难以继续像过去两年保持 40%左右的高速增长，但预计在持续夯实贷款质量情况下，增速仍将明显超过全部贷款平均增速。二是**转型金融标准制定将加速推进**。近年来，人民银行已组织部分重点领域转型金融标准的研究制定工作，多地陆续出台地方转型金融的标准和制度。2024 年 4 月，人民银行等四部门印发新的绿色金融顶层指引《关于发挥绿色金融作用 服务美丽中国建设的意见》，提出研究制定转型金融标准和相关政策体系。高排放行业低碳转型，是实现碳达峰目标的重要支撑，预计在各项政策推动下，2025 年转型金融标准将加速制定。三是**全国碳市场发展有望步入快车道**。二十届三中全会首次在党的文件中提出完善适应气候变化工作体系，并明确了未来将由能耗双控转为碳排放双控。随后，国务院办公厅印发《加快构建碳排放双控制度体系工作方案》，部署将碳排放指标及相关要求纳入国家规划，建立健全地方碳考核、行业碳管控、企业碳管理、项目碳评价、产品碳足迹等政策制度和管理机制，并明确提出要与全国碳排放权交易市场有效衔接。从这些政策可看出，未来碳排放管控重要性将明显提升，而且碳排放权市场将成为落实碳排放管控的重要抓手。在此背景下，预计 2025 年围绕全国碳市场，相关重点控排行业碳

排放统计核算制度将进一步健全，国家温室气体排放因子库建设将加速推动，与碳市场建设、应对气候变化相关内容有望纳入正在编纂的生态环境法典。预计 2025 年碳排放权市场成交量和成交额有望继续提高，碳排放权价格或也将稳中有升。

**表 4：2025 年中国经济金融主要指标及预测（%）**

指 标	2022 (R)	2023 (R)	2024					2025 (F)
			Q1 (R)	Q2 (R)	Q3 (R)	Q4 (E)	全年 (E)	
GDP	3.0	5.2	5.3	4.7	4.6	<b>5.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>
规模以上工业增加值	3.6	4.6	6.1	5.9	5.0	<b>5.5</b>	<b>5.6</b>	<b>5.5</b>
服务业增加值	2.3	5.3	5.0	4.2	4.8	<b>5.3</b>	<b>4.8</b>	<b>5.0</b>
固定资产投资额（累计）	5.1	3.0	4.5	3.9	3.4	<b>3.8</b>	<b>3.8</b>	<b>5.0</b>
房地产开发投资额（累计）	-10	-9.6	-9.5	-10.1	-10.1	<b>-10.2</b>	<b>-10.2</b>	<b>-8.0</b>
社会消费品零售总额	-0.2	7.2	4.7	2.7	2.7	<b>5.3</b>	<b>3.8</b>	<b>4.5</b>
出口（美元计价）	6.3	-4.7	1.2	5.7	6.0	<b>8.8</b>	<b>5.5</b>	<b>2.5</b>
进口（美元计价）	0.9	-5.5	1.6	2.5	2.6	<b>0.1</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>
居民消费价格指数（CPI）	2.0	0.2	0.0	0.3	0.5	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.7</b>
工业品出厂价格指数（PPI）	4.1	-3.0	-2.7	-1.6	-1.8	<b>-2.8</b>	<b>-2.2</b>	<b>-0.7</b>
广义货币（M2，期末）	11.8	9.7	8.3	6.2	6.8	<b>7.8</b>	<b>7.8</b>	<b>8.0</b>
社会融资规模（存量，期末）	9.6	9.5	8.7	8.1	8.0	<b>7.5</b>	<b>7.5</b>	<b>8.5</b>
1 年期 MLF（期末）	2.75	2.5	2.50	2.50	2.0	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>
1 年期 LPR（期末）	3.65	3.45	3.45	3.45	3.35	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.0</b>
人民币兑美元即期汇率（期末）	6.95	7.09	7.22	7.27	7.02	<b>7.15</b>	<b>7.15</b>	<b>7.00</b>

资料来源：中国银行研究院

### 三、宏观政策取向

2025 年，站在全球政经格局变革期、经济结构转型阵痛期、“十四五”规划收官期多期叠加的关键历史时刻，中国经济机遇与挑战并存。保持一定的经济增速既是推动经济社会发展的内在要求，也是在大国博弈中保持竞争力的需要。在“十四五”收官之年和迎来“十五五”开局的时期，中国经济仍有必要保持 4.5%-5% 左右的中高速增长，为到 2035 年基本实现社会主义现代化奠定坚

实基础。未来，宏观政策要紧扣二十届三中全会精神，平衡好短期稳增长和中长期促改革之间的关系，提高政策一致性、有效性，更加注重经济内生增长动力的培育，发挥好国内大循环作用，推动经济平稳渡过多期叠加的艰难时期。

### **（一）可以考虑突破3%的财政赤字率约束，加大对创新、民生等领域支持**

**突破3%的赤字率约束，充分用好中央财政赤字空间。**从国际对比来看，中国中央政府杠杆率明显低于美日等主要经济体。同时，中国政府债务主要是内债，受外部市场的冲击较小。中国是公有制为主体的国家，拥有的国有资产资源较西方经济体更多，相对而言能够支持更大规模的债务。建议2025年财政赤字率目标可略高于3%，进一步扩大超长期特别国债和专项债规模，加大中央对地方转移支付规模，向市场释放更强的稳增长信号。

**进一步优化财政支出结构，提升财政可持续性。**加大对医疗、教育、社保等方面的财政投入，解决居民的后顾之忧，助力居民消费意愿回升。顺应人口老龄化大趋势，超前布局养老领域基础设施，推动养老产业发展，打造适老化社会。完善生育支持措施，降低家庭生育成本，在小孩入托、上学等方面创造更加便利的环境和条件。综合运用财政补贴、税费优惠等措施，有力保障战略性新兴产业发展，进一步增强经济新动能。同时，提升财政可持续性，可考虑适当提高国企利润上缴比例，积极盘活存量资产。

**持续完善地方政府债务管理。**新一轮化债措施的推出，将大大降低地方政府债务风险，但要明确债务并没有消失，而是将隐性债务转换成显性债务。未来要进一步完善地方政府债务全链条、全流程监管，建立健全债务风险预警和防控机制，严格控制新增债务规模，确保债务规模与经济发展水平相适应。



## （二）金融政策要多重发力，推动经济持续企稳向上

延续稳中偏宽政策思路，有效满足实体经济融资需求。一方面，综合运用逆回购、国债买卖、降准等工具维持充裕的流动性水平，引导金融机构及时跟进各项重大政策落地及项目推进情况，加大对基建、房地产等领域的资金投入。另一方面，要持续发挥利率调节机制作用，改革优化政策利率传导效率，加快推动信贷利率与7天期逆回购、DR007等货币市场利率联动，有效降低社会融资成本。与此同时，要加快打通信贷利率向存款利率传导的堵点，避免金融机构“内卷式”争夺存款，合理稳定净息差，确保金融机构服务实体经济能力。

优化结构性政策工具使用，增强金融机构积极性。做好结构性货币政策工具的整合和续接工作，更好引导金融机构加大对科技创新、房地产等领域的支持力度。例如，考虑将结构性工具定价与政策利率挂钩，合理调降结构性工具利率，同时将重点支持领域再贷款发放比例由60%调整至100%，并根据实际运行效果进一步调升相应比例，从价格和数量同时入手加大对金融机构吸引力。巩固数据治理工作成效，进一步做好资金流向监控，确保资金真正流向符合国家未来发展战略的重要领域及有待持续加大支持力度的薄弱环节，不断提升资金使用效率。

积极助力消费政策推进，促进物价水平合理回升。物价水平与总需求关系密切，是判断经济运行情况的重要参考。2024年三季度货币政策执行报告指出，“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量。”中国消费领域潜力巨大，每年工农业等重点领域设备更新需求在5万亿元以上，汽车、家电换代需求在万亿元以上<sup>14</sup>。未来应持续激发居民消费意愿，推动物价水平企稳回升。积极引导金融机构提供专项贷款产品，加大对“两新”等领域的支持力度，鼓励企业合理更新设备，提升居民对耐用品消费需求。继续针对房地产市场出台增量政策，例如部分地区商贷利率已低于公积金贷款利率，可根据房地产市场

<sup>14</sup> 国家发改委在2024年4月国务院政策例行吹风会上披露。

运行情况合理调降公积金贷款利率、提升贷款最高额度，进一步提升居民购房意愿，提振房地产消费需求。

### （三）发挥存量和增量政策合力，共同推动房地产市场止跌回稳

房地产市场稳定对宏观经济至关重要，从全球来看，几乎没有一个国家能够在脱离房地产市场稳定这个基础的情况下实现经济健康发展。未来，对房地产市场给宏观经济方方面面带来的挑战要有充分的准备，在持续推动经济基本面改善的基础上，稳地产政策仍需持续加力，尽力托住房地产下行趋势，实现市场企稳这一最优解。

**加快疏通存量政策落地堵点，及时对房地产市场形成有力的正向冲击。**2024年四季度以来出台的一揽子政策能否实现房地产市场止跌回稳的成效，不仅与政策本身力度有关，也与政策的投放速度、投放效率有关。政策投放越快越集中，就越有机会对市场供需造成冲击，形成扭转预期的合力。因此，建议加快疏通政策落地堵点。**一是**设定较高的货币化安置比例，充分发挥政策对房地产市场的带动效应。积极推动货币化安置补偿款再次进入楼市的比例，可考虑对于这类群体定向加大补贴力度。**二是**平衡专项债收储商品房的资金成本与效益问题，提高各方参与积极性。加大中央财政支持力度，通过加大政策性低息贷款、财政贴息等力度，为商品房收储配套更多长期低成本资金，同时强调注意严防新增地方政府隐性债务，不得以融资平台为主体进行收储。**三是**提高政策一致性、协调性。全面梳理房地产领域信贷指引等相关文件，根据当前市场情况及时进行更新或废止。完善包括政府部门、房地产企业、政策性和商业银行等机构在内的跨部门协调机制，更好地推动白名单等政策落地。

**积极储备增量政策，视房地产市场变化情况前置出台。**一是尽快全面取消所有城市的需求侧限制政策，并结合生育鼓励政策等加大购房支持政策力度。当前房地产市场处于下行周期，各线城市房地产市场变化的分化效应大于共振

效应。在就业、收入预期偏低的情况下，一线城市即使全面放开限购，房价也不会出现暴涨，不必担心一线城市全面放开限购带动低线城市房价上涨。二是针对无房工薪家庭、多子女家庭等特定群体，加大购房补贴力度，激发其刚需和改善型住房需求。三是提高房贷在个人所得税中的抵扣比例，并结合生育鼓励政策，对多孩家庭实行更高的抵扣比例。目前个人所得税按揭贷款利息抵扣额度为每年 1.2 万元，即使在存量房贷利率下调之后，也大大低于绝大多数居民的实际房贷利息支出。可结合各地房价水平，大幅提升个人所得税按揭贷款利息抵扣额度，提振居民收入预期和消费信心。

**灵活采取多种方式构建兜底性房企救助机制，在必要时政策重点可从保项目转向保主体。**过去几轮全球性的大规模金融危机处理应对的教训表明，在危机初期过于关注道德风险而不采取超大力度的救市措施，是导致政策应对失效的重要原因。本轮房地产市场下行周期中，政策方向以保项目为主。但当前中国房地产市场调整的深度、时间长度以及对经济的影响程度都远超预期，政策方向从保项目转向保主体的必要性明显上升。从短期角度来看，尽管一揽子稳地产政策有助于提振市场信心，但当前房地产市场的信心仍十分脆弱，若再度出现头部房企暴雷，市场信心将全面崩塌。从中长期角度来看，未来房地产行业的健康发展离不开优秀的房地产企业，若在当前危机下放任其破产，未来再培育新企业的难度大、成本高。建议提前构建兜底性房企救助机制，在必要时及时出手对头部房企进行救助。一是考虑由中央财政出资成立国家住房银行，为土地、保障房收储，以及房企融资等提供信贷支持。二是设立房地产稳定基金，由中央财政出资作为基金初始资本金，其余由各类金融机构及民间资本等参股，必要时候用于应对个别大型房企风险处置。三是利用现有的四大资产管理公司，按照市场化原则对有需要的房企进行收购重组。

#### （四）更加积极提振内需，多措并举促消费、稳投资

把扩大消费摆在优先位置。一是进一步完善新一轮消费品以旧换新实施方案，提高资金支持力度。鼓励各地方政府根据实际情况进行差异化安排，适当扩大消费品以旧换新的产品范围。建议将手机、平板等常用电子产品纳入补贴范围，鼓励经济发达地区将空气净化器、扫地机器人、净水器等升级类家电纳入补贴范围。提高资金支持力度，可提前安排超长期特别国债资金中的一定比例用于支持“两新政策”的实施。二是进一步释放服务消费潜力。更加重视节假日消费市场的贡献，引导各地方深入挖掘地方历史、地理、文化、饮食等方面的特色，打造差异化、个性化旅游产品和服务，进一步支持演唱会、音乐会、文艺演出、体育赛事等活动的举办，更好满足消费者需求。进一步落实带薪休假制度，取消调休制度。三是推动社会集团消费止跌回稳。进一步优化营商环境，积极解决企业应收账款问题，改善企业现金流状况。企事业单位在贯彻“过紧日子”理念的过程中避免“一刀切”，积极提高资金使用效率，该花的钱要花、不该花的钱不能浪费。

着力释放有效投资需求。一是推动设备更新改造政策加力提效。针对投资大、回报周期长的行业，中小民营企业以及经济收益弱的领域制定更高的补贴标准。对实施设备改造企业提供更大力度税收优惠。加大对使用符合标准的产品设备企业的采购力度，从供需两端驱动企业设备更新。支持和鼓励金融租赁、保险等金融机构为设备更新改造企业提供多元化融资渠道。二是加快适老化改造领域的超前投资布局。加大税收等政策优惠力度，推动适老化家居产品、健康医疗设备与监测设备、生活辅助器具等行业扩大投资。加大财政投入，对公园、图书馆等公共娱乐休闲设施，以及交通等基础设施进行适老化改造。加大对专业护理服务等专业的教育培训投入力度。三是大力拓展基建项目储备。积极提前筹备重大项目储备库，着眼于农村充电桩、电网等基础设施，医疗、教育等公共服务薄弱领域，以及城市老旧小区设施改造等，扩大有效投资范围。

四是提前谋划拓展基建投资资金来源。可考虑继续扩容政策性开发性金融工具，通过 REITs、PPP 等方式助力盘活存量资产，扩大资金增量。此外，积极推动地方政府解放思想，通过体制机制改革充分调动地方政府干事创业的积极性。

### （五）积极拓展多元化市场，提升外贸企业抗冲击韧性

从历史经验看，和平友好的国际环境是全球经济贸易发展的重要基础，冲突摩擦往往会导致经济贸易萎缩，要坚持开放沟通态度应对全球政经环境变化，同时积极采取有效应对措施。

**聚合国际力量，推动多边和区域贸易协作，继续拓展多元化市场。**坚持维护 WTO 的多边贸易体制和 G20 的多边协商机制，继续努力推动全球贸易自由化。加快与主要发展中经济体商谈双多边经贸协定和新一代投资协定，降低出口产品面临的关税水平，引入投资促进和便利化条款，推动在市场准入、负面清单、国民待遇等方面达成共识，避免更多经济体跟随美国出台对华关税政策。以推进区域全面经济伙伴关系为抓手，强化与周边国家的自贸区建设，加快“中日韩”三国自贸协定谈判。同时加快推进国内自由贸易区与自由港建设，推动新一轮区域贸易自由化进程。在美欧市场逐渐收紧背景下，建议继续多元化出口市场，加强同“一带一路”沿线国家经贸往来，深化与新兴市场、友好国家特别是周边国家的经贸关系，不断拓展贸易伙伴的地理范围和数量。充分发挥好自由贸易协定的作用，当前中国已与 29 个国家和地区签署了 22 个自贸协定，初步建立起以周边为基础、辐射“一带一路”、面向全球的自贸区网络，企业可充分利用自贸区关税减免和其他优惠条件，挖掘更多的海外市场发展机遇。

**多措并举打造外贸企业综合竞争力，提高抗冲击韧性。**打造多元化的海外商品经销体系，外贸企业一方面可以在当地寻找合适的海外经销商，与其建立长期稳定的合作关系，有效利用其营销网络进入目标国市场。另一方面有实力的中资企业可以考虑在海外设立自己的销售公司或分销机构，根据目标市场特

点和消费者需求制定精准的营销策略。发挥国内数字贸易新优势，利用电子商务平台、社交媒体等新兴渠道拓展海外市场。如通过“跨境电商+海外仓”等外贸新模式搭建高效的跨境物流体系，引导外贸企业与国内大型电商平台、跨境电商平台加强合作，建立线上线下融合、境内境外联动的营销物流服务体系，拓展电商覆盖领域和范围。鼓励企业加强品牌创新力度，培育具有自主知识产权的知名品牌，通过品牌建设提升市场竞争力和品牌溢价能力，逐步摆脱对贴牌生产的依赖。通过提供个性化定制服务、建立便捷的售后服务体系等，提升消费者对品牌的认可度。通过举办品牌发布会、参与国际展览、开展跨国合作等方式，提升品牌的国际知名度和影响力

**进一步优化对外投资结构和投资水平。**研判发达国家产业政策变化和对全球产业链影响，动态调整中国产业全球布局。进一步加强国际产能合作，把握对东南亚等国家的投资机会，带动国内相关设备和零部件出口，从而形成完善的全球化营销网络，扩大国际影响力。统筹考虑对外投资布局，在有效利用墨西哥等对美出口便利的同时，考虑短期内控制对其直接投资规模和节奏。投资方式可考虑更多以合资或代理商等模式进行，与东道国相关企业形成利益绑定，投资方向主要限定在非竞争、非高科技等领域，确保国内对研发、设计等关键环节的掌控力，避免在长期对国内产业产生直接的竞争或替代影响。

## **（六）厚植新质生产力发展土壤，合理优化产能布局**

**营造适宜新质生产力发展的国内环境。**探索发布前沿技术攻关目录与战略新兴、未来产业发展指引，建立未来技术动态清单，前瞻部署一批战略性、储备性技术研发项目，搭建跨学科、大协作、高强度的协同创新基础平台。综合采用政府采购、消费补贴、资质发放、试点示范等方式持续释放需求潜力，推动新兴产业加速商业化转型。引导科创企业前瞻谋划新赛道，按产业需求建设一批中试和应用验证平台，为关键核心技术验证提供试用环境。鼓励有条件的

地区先行先试，结合国家自主创新示范区、国家高新技术产业开发区、新型工业化产业示范基地等创建产业先导区，推动产业特色化集聚发展。

**政府和企业打破内耗思维，注重技术突破而不是产能复制。**新兴产业资金投入大、技术密集，一旦规划、投资不及预期，往往会造成经济损失，付出较高机会成本。地方政府要适时加强引导，避免因追求短期绩效和经济增长、忽视市场需求和资源配置合理性而盲目上马新兴产业项目的行为，通过合理评价和激励机制，促使地方注重新兴产业的合理培育。在发展新兴产业时要规划和论证先行，注重审视自身资源禀赋、产业基础，避免以“超常规优惠”等手段进行“内卷”式招商，一哄而上上马相关项目。企业应当保持“工匠精神”，不能局限于短期利益，要沉下心加强自主研发，保障科研投入、重视基础研究，积极投资基础设施建设，积极对外学习引进技术、培养专业的创新型人才。

**利用好国际市场，做到国内外产能互补。**在当前国内外环境下开拓国际市场有需要也有空间，这也符合产业发展的理论与现实逻辑。要有序布局产能出海，充分评估目标地区劳动力成本、供应链效率、潜在经贸风险等因素，平衡目标地区经贸风险、投资成本与收益回报。在政经关系相对稳定的地区，最大限度地发挥中国产业技术和效率优势，结合当地市场和要素，发挥产能出海“1+1>2”的效果。注意国内外产能布局的相对独立，避免因国外产能波动而影响国内市场供给。但也要注意从产业链供应链的稳健性、完整性角度出发，科学引导产业链转移的方向和规模，鼓励产业链链主、高端企业和关键环节留在国内，支持重点产业链集群化发展，提升国内重点产业链整体竞争力。积极完善营商环境、产业配套、基础设施、金融支持和产权保护等政策，吸引跨国企业留在国内。

#### 四、专题研究

## 专题一：特朗普上台背景下欧美关系变化及其对中国的影响

特朗普当选将给中国和欧洲带来诸多挑战和机遇。在经济领域，中国和欧洲将面临美国贸易保护主义的压力，特朗普很有可能对中国和欧洲国家加征关税，对全球经济和供应链造成冲击。在地缘政治层面，美国可能减少对乌克兰的援助，导致欧洲国家面临巨大的政治和经济压力，促使欧洲国家加强内部合作，减少对美国的依赖。在气候与全球化方面，美国可能减少在气候领域的关注和投入，中国和欧洲国家将在全球气候治理中承担更多责任，双方在这一领域的合作有望加强。欧美关系的变化也为中欧关系带来了机遇，尤其是在加强经贸合作、推动全球气候治理和战略安全合作等方面。2024年第二季度，欧盟对华绿地投资达到创纪录的36亿欧元，其中德国对华直接投资（FDI）占欧盟对华总投资的57%，主要涉及电动汽车、先进制造等领域。中欧在绿色技术、电动汽车和数字创新相关产业的合作有可能成为中欧关系的突破口。

### （一）欧美贸易关系的重塑

特朗普在竞选中表示将重启贸易战，对中国商品征收60%的关税，并对所有美国进口产品征收10%至20%的关税。特朗普认为保护主义举措将促进美国就业和经济增长，但这一政策将冲击美国与欧盟和中国这两个最大贸易伙伴之间的关系。如果美国对欧洲实施关税，这将削弱欧洲出口产品（如钢铁、汽车、奶酪和葡萄酒等）在美国市场的竞争力。高度依赖对美贸易的国家，如德国和法国，可能受到严重影响。此外，美国可能对欧盟施压，要求其减少与中国的经贸联系，导致欧洲面临艰难抉择。中国是欧盟的第二大贸易伙伴，2023年双方贸易额达7390亿欧元。若中欧贸易受到影响，欧洲的通信设备、自动化设备和制药行业将受到冲击。

欧洲应对特朗普的关税政策需在反制与合作之间找到平衡。欧洲国家可能采取多元化策略，包括反制措施、谈判妥协和内部市场深化。然而，成功实施



这些策略的关键在于欧洲国家能否在复杂的内部政治环境中保持团结并迅速行动。欧洲国家在面对美国时可能难以达成统一立场，部分国家可能更倾向于与美国达成协议，而其他国家则希望采取更强硬的立场。

欧盟可能采用反制机制，如欧盟“反胁迫工具”（Anti-Coercion Instrument）<sup>15</sup>。该工具允许欧盟采取征收报复性关税、限制服务贸易和知识产权保护等一系列反制手段。此外，欧洲还可以与美国的个别州建立更紧密的经济联系，从而规避联邦层面的政策风险。欧盟有可能在能源、科技和农业等领域与这些州建立互利合作，这不仅有助于深化双方经济联系，还可能削弱联邦政府的贸易保护主义立场，从而减轻对欧盟经济的负面影响。

欧洲也可能采取务实的“交易性策略”以避免全面贸易战，扩大对美关键商品的进口，从而换取关税豁免。具体措施包括从美国进口更多液化天然气（LNG）和大豆等商品，这是2018年特朗普与欧盟前主席容克曾达成的协议。此外欧盟和美国还可以加速推进钢铁和铝的可持续生产安排以及关键矿产协议等谈判。此策略倾向于向美国妥协，通过加深美欧经济合作，减轻美国对欧洲的关税威胁。

欧盟内部可能加速推动服务市场的一体化和加强产业链合作，以增强区域经济韧性，减少对美依赖。欧盟可能通过深化内部经济合作，推动数字市场和能源市场一体化，强化本地制造能力，减少美国政策对欧盟成员国出口和供应链的潜在冲击。

## （二）欧美地缘政治和能源格局的转变

特朗普在竞选中宣称将减少对乌克兰的援助，推动乌克兰与俄罗斯和平谈判，尽快结束俄乌冲突。对于欧洲来说，这意味着美国可能将减少对北约和乌克兰的支持。根据北约2024年的数据，目前美国每年为北约提供35亿美元，

<sup>15</sup> 参考材料：European Commission. New tool to enable EU to withstand economic coercion enters into force [EB/OL] [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_23\\_6804](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_6804)

占北约总预算的 15.8%，与德国并列第一<sup>16</sup>。

特朗普的外交政策可能使欧洲国家陷入两难境地。英国和北欧国家可能倾向于支持增加国防开支，继续援助乌克兰并弥补北约的资金缺口。然而，其他欧盟国家（如匈牙利）则可能反对增加预算。在这一背景下，欧盟可能会加速建立更为独立的防务框架，加强内部合作。然而，进一步增加对乌克兰和北约的支出，将对欧洲各国本已紧张的财政预算构成巨大压力。如果因预算限制而减少对乌克兰的支持，乌克兰可能被迫与俄罗斯妥协，以换取和平。这种情况不仅会削弱欧洲国家的国际影响力，还将对欧洲的共同安全政策构成严重挑战。

为了应对特朗普的外交政策，欧盟可能用向美国进口能源作为筹码，换取美国的支持和关税豁免。11月8日，欧盟委员会主席冯德莱恩在电话中对特朗普表示，欧盟正在考虑用美国出口的液化天然气替代俄罗斯天然气<sup>17</sup>。

从美国的视角来看，俄乌冲突为其提供了一个宝贵的机会窗口，利用欧洲与俄罗斯关系紧张的局势，重新塑造欧洲的能源格局，将欧洲对俄罗斯能源的依赖转向美国。这种转变有望为美国带来长期利益。俄乌冲突暴发后，欧洲大幅减少从俄罗斯进口天然气，改为采购美国液化天然气，美国天然气供应商因此成为主要受益者之一。2023年，美国供应了欧洲 19.4%的天然气和 48%的液化天然气<sup>18</sup>。根据美国能源信息署的数据，2023年美国液化天然气出口收入超过 300 亿美元<sup>19</sup>。截至 2024 年第二季度，美国是欧盟最大的液化天然气供应国，占欧盟液化天然气进口总量的 44%，其次是俄罗斯（19%）和卡塔尔（12%）<sup>20</sup>。

<sup>16</sup> 参考材料：NATO. Funding NATO [EB/OL] [https://www.nato.int/cps/en/natohq/topics\\_67655.htm#direct](https://www.nato.int/cps/en/natohq/topics_67655.htm#direct)

<sup>17</sup> 参考资料：Reuters. EU may consider replacing Russian LNG imports with those from US, von der Leyen says 【EB/OL】  
<https://www.reuters.com/business/energy/eu-may-consider-replacing-russian-lng-imports-with-those-us-von-der-leyen-says-2024-11-08/>

<sup>18</sup> 参考资料：European Council. Where does the EU's gas come from? 【EB/OL】  
<https://www.consilium.europa.eu/en/infographics/eu-gas-supply/>

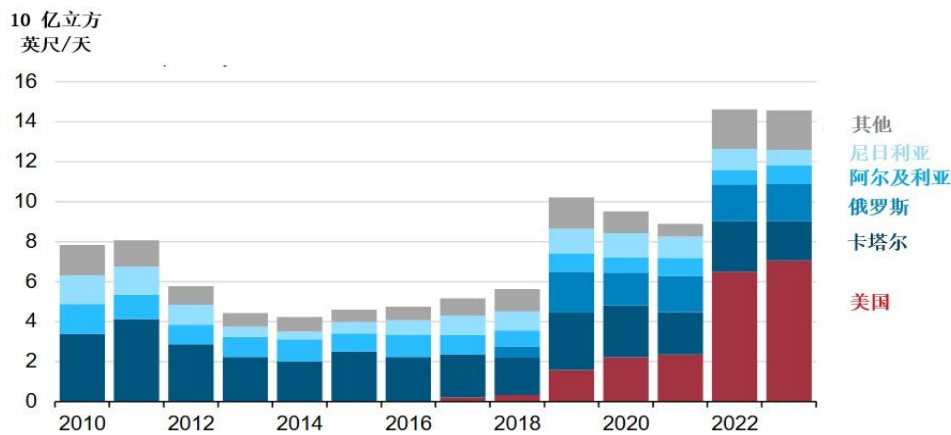
U.S. Energy Information Administration. The United States remained the largest liquefied natural gas supplier to Europe in 2023 【EB/OL】  
<https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=61483>

<sup>19</sup> 参考资料：Reuters. Trump-led oil & gas export boom may go bust in Europe trade spat 【EB/OL】  
<https://www.reuters.com/business/energy/trump-led-oil-gas-export-boom-may-go-bust-europe-trade-spat-maguire-2024-11-08/>

<sup>20</sup> 参考资料：European Commission. Market analysis. The Commission produces quarterly reports on EU gas and electricity markets. 【EB/OL】  
[https://energy.ec.europa.eu/data-and-analysis/market-analysis\\_en](https://energy.ec.europa.eu/data-and-analysis/market-analysis_en)

欧洲也是美国液化天然气和原油出口的最大单一市场，2024 年占美国液化天然气总出货量的 49%和美国原油出口的 47%。

**图 29：2010-2023 年欧洲（欧盟 27 国和英国）液化天然气进口国**



资料来源：美国能源信息署、中国银行伦敦研究中心

虽然特朗普仅剩一个总统任期，但为了确保政策的延续性，并践行“美国优先”的承诺，其政府可能会加大与欧洲的能源贸易，减少贸易逆差，并进一步巩固美国作为欧洲最大液化天然气供应国的地位。得克萨斯州和宾夕法尼亚州是美国天然气的两大主要生产地，两州产量合计占全美总量的 45.6%<sup>21</sup>。得克萨斯州是共和党的传统票仓，拥有 40 张选举人票和 38 个众议院席位，是除了加利福尼亚州之外美国选举人票和众议院席位最多的州，具有重大的政治影响力。宾夕法尼亚州则是关键的摇摆州，拥有摇摆州之中最多的 19 张选举人票和 17 个众议院席位，并在此次大选中支持特朗普。为了稳固这些关键地区的选民基础，特朗普政府可能会进一步推动液化天然气出口。

此外，俄乌冲突还为美国国防工业带来巨额投资，欧洲可能通过增加对美武器采购换取美国的支持。美国对乌克兰的军事援助大部分并未直接送往乌克兰，而是用于支持本土国防工业和创造就业机会。自 2022 年以来，美国已向乌克兰提供了总计 1130 亿美元的援助，其中多达 680 亿美元流向美国本土，用于

<sup>21</sup> 参考资料： U.S. Energy Information Administration. Which states consume and produce the most natural gas? 【EB/OL】  
<https://www.eia.gov/tools/faqs/faq.php?id=46&t=8>

更新老旧军备和生产新型武器<sup>22</sup>。这些投资惠及 37 个州的国防产业，尤其是得克萨斯、亚利桑那、密歇根、宾夕法尼亚和阿拉巴马等州，它们获得了包括标枪导弹和制导多管火箭系统（GMLRS）在内的大量合同，并创造了大量就业岗位。这些通过俄乌冲突获益的州，可能会影响特朗普对欧洲和乌克兰的政策。

### （三）欧美和全球气候合作的挑战

特朗普上台可能对全球气候政策产生深远影响。特朗普表示将全面放开化石燃料开发，并再次退出《巴黎气候协定》。特朗普也明确反对拜登政府 2022 年通过的《通胀削减法案》（IRA），该法案是美国历史上最大规模的环保立法，计划投资 5000 亿美元绿色补贴帮助美国实现气候目标。这一政策会可能影响欧洲的低碳经济转型，欧洲将面临保障能源独立和推动绿色转型的双重压力。欧洲可能依靠自身的能源转型意愿和公众支持维持绿色发展势头，但绿色政策的实施将面对更多质疑。在能源领域，特朗普政府可能大幅增加石油和天然气的开采和出口，并取消拜登政府对新液化天然气项目的许可限制，为欧洲能源市场带来不确定性。

全球气候治理也将受到特朗普当选的冲击。美国对全球变暖负有 10% 以上的责任，美国气候政策转变会对全球产生影响。在 COP29 全球气候峰会上，支持发展中国家应对气候变化是关键议题，特朗普上台可能迫使欧盟在全球气候领导中承担更大责任。如果没有美国的支持，发展中国家将更难筹集足够资金推动绿色转型，加大全球应对气候危机的难度。

### （四）欧美关系变化给中国带来的机遇和挑战

特朗普的当选将为中欧关系带来多层次的挑战与机遇。这些变化不仅涉及经济和贸易，还涵盖地缘政治和气候政策等领域。在经济和贸易层面，特朗普

<sup>22</sup> 参考资料：Center for Strategic and International Studies (CSIS). How Supporting Ukraine Is Revitalizing the U.S. Defense Industrial Base 【EB/OL】 <https://www.csis.org/analysis/how-supporting-ukraine-revitalizing-us-defense-industrial-base>

政府可能会对中国和欧洲国家加征关税，尤其是在钢铁、汽车等关键领域。这将直接冲击中欧与美国的贸易关系，导致全球供应链的中断和经济波动。特朗普的逆全球化政策会给中国和欧洲带来更多合作的空间。在面对美国贸易保护主义时，中欧可能加大双边贸易，深化经济关系，尤其是在制造业、技术合作等领域。欧洲在美国压力下，可能寻求与中国更加密切的经贸合作。为了应对特朗普政策带来的不确定性，欧洲可能加速推进经济多元化，减少对美国市场的依赖。这为中国企业提供了更多进入欧洲市场的机会。

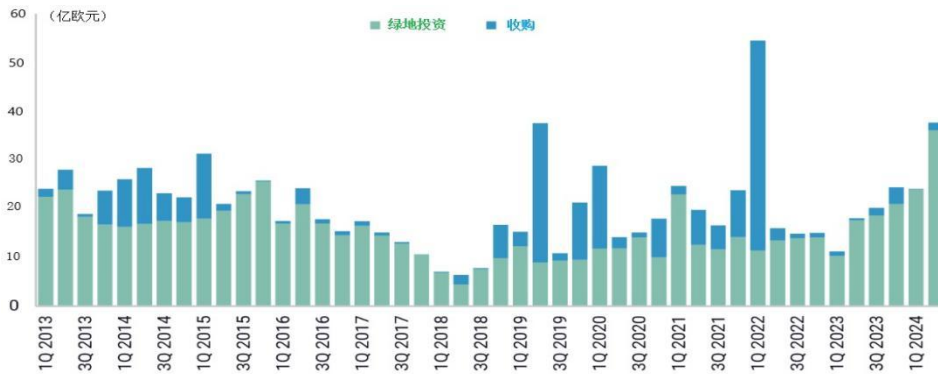
电动汽车和数字创新等相关产业的合作有可能成为中欧关系的突破口。2024 年第二季度，欧盟对华直接投资（公开宣布的项目）上升至 57.4 亿欧元，为过去五年来的最高水平，其中欧盟对华绿地投资达到创纪录的 36 亿欧元。德国在欧盟对华直接投资中起到最关键的作用，2024 年上半年，德国对华投资占欧盟对华总投资的 57%。这些投资主要由德国汽车行业推动，涉及电动汽车和先进制造等领域。2023 年 5 月，宝马与华晨汽车的合资企业华晨宝马汽车(BBA)宣布投资 100 亿元人民币在沈阳建设新工厂。2024 年 4 月，宝马宣布计划向其位于沈阳的工厂追加投资 200 亿元人民币，使该工厂的总投资额达到 1050 亿元人民币。这笔资金将用于建设纯电动汽车生产线<sup>23</sup>。2023 年 7 月，大众汽车集团向小鹏汽车投资约 7 亿美元，持有小鹏汽车约 4.99% 的股份。2024 年 4 月，大众汽车集团宣布计划在中国投资 25 亿欧元，扩建位于合肥市的生产和创新中心<sup>24</sup>。此外，2023 年 11 月，梅赛德斯奔驰和宝马集团达成协议成立合资企业，在中国建立大功率充电网络，目标是到 2026 年底建成 1000 个大功率充电站和约 7000 个充电桩。2024 年 9 月，梅赛德斯奔驰集团宣布将与中国合作伙伴共同投资超过 140 亿元人民币，推出多款基于新架构的汽车。从 2025 年开始，梅赛

<sup>23</sup> 参考资料：Reuters. BMW to invest a further \$2.76 billion in key market China [EB/OL]  
<https://www.reuters.com/business/autos-transportation/bmw-invest-276-billion-chinese-production-site-2024-04-26/>

<sup>24</sup> 参考资料：Reuters. Volkswagen to invest \$2.7 billion in Chinese production site [EB/OL]  
<https://www.reuters.com/business/autos-transportation/volkswagen-invest-27-billion-chinese-production-site-2024-04-11/>

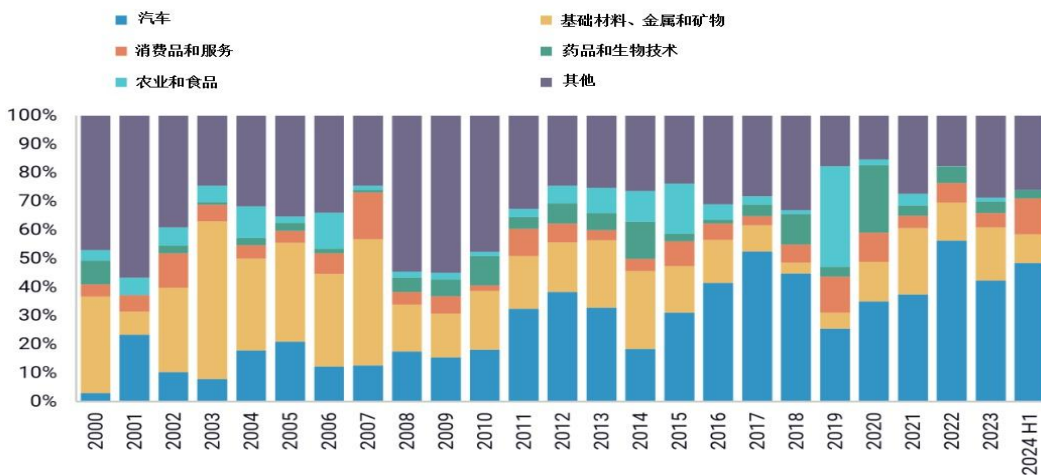
德斯奔驰将投产专为中国市场设计的全新电动车型<sup>25</sup>。在先进制造领域，2023年6月，西门子宣布扩建其位于成都的数字工厂，承诺进一步投资1.4亿欧元。同年6月，德国化学品和消费品公司汉高宣布投资1.2亿欧元在山东省兴建一座新的“智能工厂”，旨在提高其在中国的耐冲击粘合剂产品的生产能力。

图 30：2013 年-2024 上半年欧盟对华直接投资（已完成）



资料来源：荣鼎集团（Rhodium Group）、中国银行伦敦研究中心

图 31：2000 年-2024 上半年欧盟对华直接投资的行业



资料来源：荣鼎集团（Rhodium Group）、中国银行伦敦研究中心

在地缘政治层面，特朗普可能会减少对北约和欧洲的支持，转而关注美国自身的利益，这将迫使欧洲增强自身的外交自主和防务能力，加速建设独立的防务框架。欧洲可能会寻求与中国在全球事务中加强合作，尤其是在解决全球

<sup>25</sup> 参考资料：China Daily. Mercedes-Benz plans massive investment in China [EB/OL] <https://www.chinadaily.com.cn/a/202409/05/WS66d91ce0a3108f29c1fca4b0.html>

安全问题、应对地区冲突方面。中国与欧洲在联合国等多边机构中的合作将变得更加重要。

在气候政策层面，特朗普倾向于推行以化石燃料为主的能源政策，并退出《巴黎气候协定》，这将对全球气候治理和绿色转型产生负面影响。在美国退出的情况下，欧洲和中国有望在全球气候治理中发挥更大的作用。中欧可以加强合作，共同推动气候政策的制定，特别是在绿色技术、可再生能源和碳交易等领域。在 COP29 气候峰会上，各国政府通过了新的联合国国际碳市场标准，为中欧合作带来了新的机遇<sup>26</sup>。中欧可以通过建立国际碳市场、制定国际可持续标准、技术合作等方式推动全球气候目标的实现。绿色技术和清洁能源产业可能成为中欧关系的新突破口。中国和欧洲在推动低碳经济转型过程中，可能加强在绿色技术研发、电动车、可再生能源等领域的合作。这不仅有助于中欧经贸合作，也有助于全球气候目标的实现。

总之，特朗普的当选无疑会加剧中欧面临的挑战，特别是在贸易、地缘政治和气候政策方面。然而，这也为中欧关系带来了新的机遇，中欧可以通过加强经贸交流、共同推动全球气候治理和战略安全合作，化挑战为机遇，寻求共同利益。

## 专题二：增量财政政策的影响与未来空间

### （一）近期一系列增量财政政策出台

2024 年 9 月份以来，中国政府积极推出一系列增量政策，财政政策是其中重要内容。10 月 12 日国新办新闻发布会、11 月 8 日全国人大常委会新闻发布会等陆续公布一系列增量财政政策，引起社会各界广泛关注。具体来看，近期推出的增量财政政策主要涉及化债、补充国有大型商业银行资本金、支持房地产、加大重点人群补贴等方面（表 5）。

<sup>26</sup> 参考资料： UNFCCC.COP29 Agrees International Carbon Market Standards [EB/OL]  
<https://unfccc.int/news/cop29-agrees-international-carbon-market-standards>

表 5：近期主要财政政策梳理

时间	主要财政政策内容
10月12日 国新办新闻发布会	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
	发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本
	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
	加大对重点群体的支持保障力度，国庆节前已向困难群众发放一次性生活补助，下一步还将针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力
11月8日 全国人大常委会新闻发布会	推出一揽子化债组合拳，共12万亿规模：新增6万亿地方政府专项债务限额；放宽新增地方政府专项债使用限制，2024-2028连续五年安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债；2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还
	发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作正在加快推进中
	支持房地产市场健康发展的相关税收政策已按程序报批，近期即将推出
11月13日 《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	明确多项支持房地产市场的税收优惠政策：契税方面，将现行享受1%低税率优惠的面积标准由90平方米提高到140平方米；增值税方面，在有关城市取消普通住宅和非普通住宅标准后，对个人销售已购买2年以上（含2年）住房一律免征增值税。

资料来源：根据公开信息整理，中国银行研究院

## （二）一揽子化债组合拳的政策效果评估

11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，推出一揽子化债组合拳，作用直接、力度大。一是新增6万亿地方政府专项债务限额，2024-2026年期间每年安排2万亿，支持地方用于置换各类隐性债务。二是放宽新增地方政府专项债使用限制，2024-2028连续五年安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。三是2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。

2015年以来，中国共经历4轮债务置换（表6）。第一轮是2015-2018年，地方存量非政府债券债务置换，共发行12.2万亿置换债。2015年12月，财政



部发布《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》，指出通过发行地方政府债券置换地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借部分，过渡期为三年左右。此轮置换的债务之前已纳入政府债务管理，不属于隐性债务，仅是将非债券形式的地方债务转化为债券形式。**第二轮是2019年-2021年9月**，建制区县化债，合计置换债务规模达到8185.9亿元。2019年财政部开展“建制县隐性债务化解试点”，贵州、湖南等地共发行了1579亿元的地方置换债券用于隐性债务化解，第二批建制县化债试点于2020年12月启动，至2021年9月，辽宁、重庆、天津等26个省（区、市）在此期间发行了6128亿元的特殊再融资债。这一轮债务置换主要针对偿债压力加大的弱资质区域，守住不发生系统性风险的底线。**第三轮是2021年10月-2022年6月**，北京、上海、广东全域隐性债务清零试点，共发行4539亿特殊再融资债。**第四轮是2023年10月-2024年9月**，共发行1.7万亿特殊再融资债、1.06万亿特殊专项债。2023年7月政治局会议提出要“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，随后10月特殊再融资债加快落地。此轮特殊再融资债券额度主要向债务压力较大的省份倾斜，防范化解地方债务流动性风险。除特殊再融资债券外，2023年4季度以来，特殊新增专项债券开始发行，其实际用途或为置换地方隐性债务和清欠企业账款。

**表 6：前 4 轮债务置换主要情况梳理**

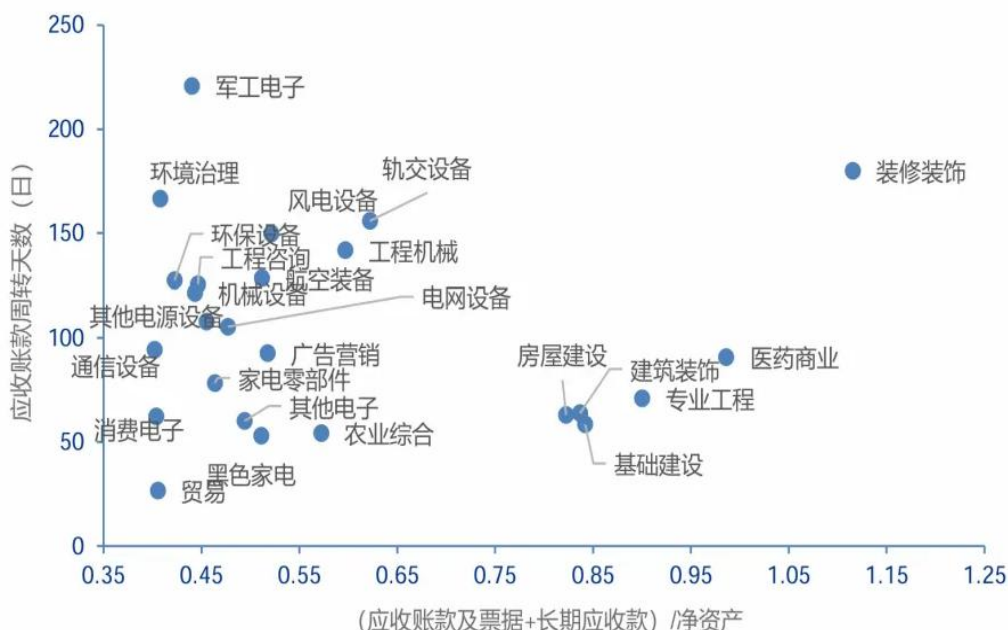
时间	主要任务	债券类型	规模
2015-2018 年	地方存量非政府债券债务置换	置换债	12.2 万亿置换债
2019 年-2021 年 9 月	建制区县化债	置换债+特殊再融资债	1579 亿(置换债)、6128 亿(特殊再融资债)
2021 年 10 月-2022 年 6 月	全域无隐债试点	特殊再融资债	4539 亿特殊再融资债
2023 年 10 月-2024 年 9 月	全国层面隐性债务置换	特殊再融资债+特殊专项债	1.7 万亿(特殊再融资债)、1.06 万亿(特殊专项债)

资料来源：根据公开信息整理，中国银行研究院

与前4轮债务置换相比，本轮化债政策新增额度大、时间跨度长、债务转换范围广，化债力度达到了历史新高。此次获批的10万亿元化债资金，均来自专项债，表明化债主体仍然是地方，有利于地方主体责任、防范债务风险。此外，化债工作思路作出了根本转变，即从过去的应急处置向现在的主动化解转变，从点状式排雷向整体性除险转变，从隐性债、法定债“双轨”管理向全部债务规范透明管理转变，从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变。

随着一揽子化债政策的协同发力，未来将取得积极政策效应。一是能够有效减轻地方政府偿债压力，激发地方政府发展经济的动力和能力。2028年之前，地方需消化的隐性债务总额将从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元，不到原来的六分之一，化债压力显著减轻，五年累计可节约6000亿元左右利息支出。这可以有效减轻地方政府历史债务包袱、释放财力空间，从而腾出更多的财力和精力用于发展经济。此外，地方政府轻装上阵后，也有助于地方政府从应急状态回归常态谋发展，将更多的精力用于改善民生、支持创新、促进消费等方面。二是向社会各界释放积极的政策信号，有利于稳定市场预期。在11月8日国常会新闻发布会中，中国政府首次对地方政府隐性债额度进行了确认，标志着财政透明度的提升。三是有利于畅通地方政府资金链条，提升市场活力。由于疫情、房地产市场下行等因素影响，近年来地方政府收支压力持续加大，出现拖欠企业账款等问题。随着未来地方政府偿债压力减轻、资金链条畅通，相关项目上下游企业账款问题有望得到较好解决，进而恢复市场主体活力。分行业来看，装修装饰、医药商业、专业工程、基础建设等行业应收款项占净资产比重较高，军工电子、环境治理、轨交设备等行业应收账款周转较慢（图32），预计未来相关行业企业经营有望得到更大改善。

图 32：2023 年部分行业应收账款情况



资料来源：Wind，申万宏源，中国银行研究院

### (三) 财政政策的未来空间分析

#### 1. 充分用好中央财政赤字空间

从国际对比来看，中国中央政府杠杆率明显低于美日等主要经济体。同时，中国政府债务主要是内债，受外部市场的冲击较小。中国是公有制为主体的国家，拥有的国有资产资源较西方经济体更多，相对而言能够支持更大规模的债务。10月12日国新办新闻发布会、11月8日国常会新闻发布会均提到“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”。建议2025年财政赤字率可略高于3%，进一步扩大超长期特别国债规模，加大中央对地方转移支付规模，向市场释放更强的稳增长信号。

#### 2. 加大财政支持大规模设备更新和消费品以旧换新政策的力度

2024年以来，“两新”政策取得较好成效，尤其是三季度后财政安排了3000亿元左右超长期特别国债，加大了对“两新”政策的支持力度，政策推进速度

更快、效果也更加明显。11月8日国常会新闻发布中提到“加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模”。

进一步测算未来推进“两新”政策所需的资金规模。大规模设备更新方面，根据国家发改委数据，2023年，中国工业、农业等重点领域设备投资规模约4.9万亿元。根据《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，到2027年工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上，可推算出到2027年重点领域设备投资规模将达到约6.1万亿元。要实现这一增长，需要财政资金支持力度进一步加码。近年来，国家预算内资金占固定资产投资的比重增长较快，从2021年的9%左右增长到2024年前9个月的20%左右。假设国家预算内资金占设备投资的比重与占固定资产投资的比重相同，则需要约1万亿元左右的财政资金支持。消费品以旧换新方面，根据中汽协和《2023年中国家电行业全年度报告》数据，2023年中国汽车零售总额达48614亿元，国内家电零售额为7736亿元。假设补贴金额为商品零售额的5%，若要实现汽车、家电消费5%~10%的年增长，则需要约3000~6000亿元左右的财政资金支持。基于上述测算，建议进一步加大财政支持力度，可适度安排更大规模的预算内资金以及部分超长期特别国债资金，共同用于支持“两新”政策。同时，完善“两新”政策措施，鼓励各地方政府根据实际情况进行差异化安排，将手机、平板等电子产品纳入消费品以旧换新补贴范围，将教育、医疗等民生服务领域设备更新纳入设备更新补贴范围。

### 3. 加大对房地产市场的支持力度

10月12日国新办新闻发布会对于加大财政支持房地产市场的政策，主要包括三个方面，分别是允许专项债用于土地储备、支持收购存量房和优化完善相关税收政策。11月13日，《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》明确了支持房地产市场发展的税收优惠政策。契税方面，将现行享受1%低税率优惠的面积标准由90平方米提高到140平方米；增值税方面，在

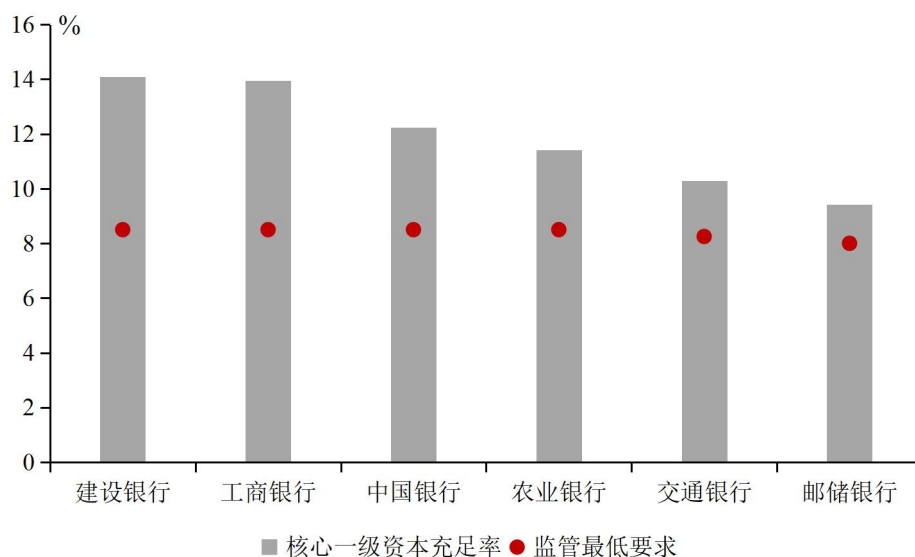
有关城市取消普通住宅和非普通住宅标准后，对个人销售已购买2年以上（含2年）住房一律免征增值税。预计未来专项债用于土地储备、支持收购存量房两大政策将进一步完善并加力。

2024年5月，中国央行已提出设立3000亿元保障性住房再贷款支持地方国企收购存量商品房，9月政策再次加码，央行资金支持比例由60%提高至100%。整体来看，前期政策的落地效果不甚理想。究其原因，一是资金支持规模不大。截至2024年9月，中国住宅商品房待售面积约3.77亿平方米，货值约7万亿元。前一阶段仅3000亿元的资金规模杯水车薪。二是收购库存商品房的条件标准过于苛刻。从各地公开披露的信息来看，当前保障房收储基本要求整体项目或者整栋出售，同时部分地区还要求项目具备良好的配套、便利的交通、优越的地理位置等，但收购的价格较低，导致收购双方较难达成一致。鉴于此，建议划拨更大规模专项债用于收储，加快房地产去库存进度，并适当放宽项目条件。

#### 4. 补充大型国有商业银行核心一级资本金

近年来，中国银行业净息差呈下降趋势。商业银行净息差由2019年底的2.2%下降至2024年6月的1.54%，其中，农商行、城商行下降速度更快，分别由2019年的2.81%、2.09%下降至2024年6月的1.72%、1.45%，净息差的压缩影响了商业银行通过利润补充资本的能力。加大财政资金对于商业银行的资本补充，既有利于缓解银行资本金压力，促进信贷投放，提升商业银行支持实体经济的能力，也有助于化解风险资产，提升商业银行抵御风险的能力，还能帮助商业银行抵补净息差收窄的压力。目前，中国六大大型国有商业银行核心一级资本充足率均处于较健康的水平，较监管最低要求均有较厚的安全垫，但各行之间仍存在较大差距（图33）。建议可根据各银行实际情况，“一行一策”制定补充核心一级资本的方案。

图 33：中国六大大型国有商业银行核心一级资本充足率



注：截至 2024 年 9 月

资料来源：Wind，中国银行研究院

### 5. 加大对重点困难人群的补贴，进一步提振内需

通过财政补贴有助于提升居民收入，进而促进居民消费。一般情况下，低收入人群消费倾向较高，因此相关财政补贴往往能起到较好的提振消费的作用。根据财政部数据，2023、2024 年中央财政困难群众救助补助资金预算总额均为 1546.8 亿元。假设 2025 年补贴金额较上年提高 20%，对应补贴规模约 1856 亿元。中国农村居民消费倾向为 82.7%，以此为参考，预计可拉动消费规模约 1535 亿元，拉动居民最终消费约 0.3 个百分点。

#### 专题三：股权投资——商业银行支持科技企业的创新前沿

股权投资因与科技企业的成长特点更相适应，被认为是丰富中国科技金融供给、提高金融质效的重要方向。作为中国金融业的主体，银行业如何更好地参与股权投资业务，走出一条适合中国国情的股权资金供给之路将成为金融理论与实务界的创新前沿。2024 年 9 月 24 日国家金融监管总局（简称金融监管总

局)发布《关于做好金融资产投资公司股权投资扩大试点工作的通知》，为银行业参与股权投资提供了新机遇，标志着银行参与方式实现向直接投资的新转变。

### (一) 商业银行股权投资业务迈向直接投资新阶段

股权资金不同于债务资金，不存在定期偿付本息的压力，更适合科技企业前期投入大、盈收少的成长特点。中国商业银行股权投资业务经历了以下三个阶段。

#### 1.起步探索期：2004年-2015年

1995年颁布的《商业银行法》禁止商业银行投资于保险、证券、信托和基金等其他金融机构，也不能进行自用建筑以外的实业投资。2004年颁布的《信托投资公司行政许可事项实施规定》提出，商业银行可以通过设立信托公司的办法间接持有工商企业股权，这是时隔24年银行再次成为信托公司的股东，也标志着银行能够以间接投资方式持有工商企业股权。此后，监管部门又颁布了《商业银行设立资金管理公司试点办法》(2005)、《金融租赁公司管理办法》(2007)、《商业银行投资保险公司股权试点管理办法》(2007)、《私募投资基金监督管理暂行办法》(2009)、《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》(2014)等。值得注意的是，尽管部分银行取得私募基金管理人资格，但随后半年被监管机构撤回，表明此阶段监管对银行持有股权业务始终是相当审慎的。

#### 2.逐步发展期：2016年-2021年

为破解科创企业融资难题，银监会等部委于2016年4月联合印发《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》，允许银行通过设立投资功能子公司、组建科技金融专营机构等方式为科技企业提供支持。作为首批试点银行，国家开发银行、中国银行、恒丰银行等10家银行

<sup>27</sup>获得投贷联动业务试点资格，北京、上海等 5 个地区获得试点资格<sup>28</sup>。从落实情况看，只有国家开发银行获得境内投资子公司牌照，其他银行主要以设立科技专营机构、与境外具有投资功能的子公司合作等方式开展投贷联动。其他银行虽未获得投贷联动试点资格，但通过与 PE/VC 等外部机构合作、设立产业基金等方式开展投贷联动业务。

2017 年 3 月，人民银行等联合印发《关于金融支持制造强国建设的指导意见》，再次提出要推动投贷联动业务。2018 年，银保监会印发《金融资产投资公司管理办法（简称 AIC）（试行）》允许银行设立金融资产投资公司从事债转股工作。不过，此阶段是被动股权投资，并非真正意义上股权投资。2018 年监管部门还发布资管新规，银行表外资金通过资管产品及私募基金间接投资于权益市场路径受到较大影响。2019 年科创板开闸、2020 年创业板试行注册制为私募投资机构拓宽了退出通道，加快了科创企业上市融资进程。

### 3.改革加码期：2021 年-至今

2021 年，银行参与股权投资进一步放宽，银保监会印发《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》，鼓励 AIC 在业务范围内，在上海开展不以债转股为目的的科技企业股权投资，这是银行直接投资股权业务的新开端。投中研究院数据显示，2021 年至 2024 年 8 月末，五大行 AIC 累计认缴出资股权投资基金超 2900 亿元，合计投资基金超 180 只，成为股权市场重要出资人。

2024 年 6 月，国务院办公厅发布《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》，提出扩大 AIC 试点范围。“924”是进一步落地。根最新政策，试点城市由上海扩大到北京、天津、上海等 18 个城市，股权投资金额和比例限制放宽，

<sup>27</sup> 10 家首批试点的银行主要包括：国家开发银行、中国银行、恒丰银行、北京银行、天津银行、上海银行、汉口银行、西安银行、上海华瑞银行、浦发硅谷银行。

<sup>28</sup> 这 5 个地区主要指北京中关村国家自主创新示范区、武汉东湖国家自主创新示范区、上海张江国家自主创新示范区、天津滨海国家自主创新示范区、西安国家自主创新示范区



考核机制优化，这无疑对推动业务发展带来重大机遇，标志着银行股权投资业务走向全面直接投资新阶段。这不仅有利于银行拓宽投资渠道、提升服务能力和市场竞争力，更是丰富股权资金来源、提高长期资本、促进金融结构优化、推动产业升级与经济发展的重要方式。

2024年6月末，5大行AIC总资产规模约为5191亿元，保守估计全年总资产规模约为8000亿，按照表内投资占比由原来的4%提高到10%的新规，预计未来新增股权投资规模有望由2023年末的207亿元增加至2024年800亿元，年度新增股权投资规模接近600亿元（表7）。

**表 7：五大行金融资产投资公司资产规模及回报率**

机构	财务指标	2024上半年	2023	2022	2021	2020
工银投资	总资产(亿元)	1,752.82	1,786.29	1,801.96	1,726.31	1,456.57
	净资产回报率(%)	11.06	9.9	9.93	36.88	7.69
农银投资	总资产(亿元)	1,235.82	1,221.31	1,222.93	1,201.85	1,098.60
	净资产回报率(%)	7.73	12.63	13.07	15.49	7.47
建信投资	总资产(亿元)	1,303.61	1,288.99	1,365.72	1,401.78	1,212.01
	净资产回报率(%)	10.4	10.91	11.09	16.14	6.73
中银资产	总资产(亿元)	898.76	879.17	854.98	848.68	787.48
	净资产回报率(%)	12.08	12.55	11.76	14.08	7.95
交银投资	总资产(亿元)	678.89	650.9	619.8	570.71	490.41
	净资产回报率(%)	12.35	14.19	6.47	22.63	11.28
合计	总资产(亿元)	5191.01	5175.76	5245.59	5178.62	4554.66

资料来源：Wind，中国银行研究院

## （二）商业银行股权投资业务的典型模式

**1.与外部机构合作模式。**银行与外部风险投资PE/VC等专业投资机构开展合作，由PE/VC机构参与科技企业股权投资后，银行采取跟投等方式投入一定信贷资金，并由PE代持认股权证，在银行信贷资金退出后获取收益分成。这一模式的优点是政策限制少、适用性强。缺点主要是两类机构在风险文化、经营理念等方面差异很大，致使联动效率低、协调成本高。

**2.“银行+境外子公司”模式。**该模式下，商业银行通过其境外具有股权投

资牌照的子公司合作开展股权投资业务。目前，工商银行、建设银行等五大国有银行均采取了这一模式。作为政策性银行，国家开发银行相对特殊，其通过国开金融公司直接在境内开展股权投资活动。这种模式优点是可实现投贷联动收益在银行集团内部分配，同时决策链条短、沟通成本低，但是多数银行并不能采用这一模式。即使在集团内部，也由于境外商业银行与境外投资子公司在发展理念、风控文化等方面存在差异，造成协调成本大、联动性差等问题。

**3.设立股权投资基金。**出于分业经营和风险隔离的考虑，商业银行不能直接发起设立产业基金，而是由境外子公司发起成立。这一模式既可以有效实现风险隔离，又能够保持对产业基金运作的主导权，有利于发挥商业银行在客户、资金、渠道商的整合协调优势。银行的作用主要包括：作为重要的创设资金提供方，募集理财资金、私人银行渠道资金或以自有资金向基金注资（需监管部门批准）；通过旗下专业的股权投资平台，参与基金的运作、标的筛选等工作，发挥投顾功能；为基金后续运营提供撮合交易、财务顾问及资金托管等投行服务；发挥表内外投贷联动优势，为企业提供信贷服务。

**4.理财产品对接股权投资。**银行通过发行私募理财产品间接或直接投资于股权基金或未上市公司股权。这种模式提高银行中间业务收入，但银行无法分享企业成长收益，且面临监管趋严压力。2018年9月《商业银行理财业务监督管理办法》发布（即俗称的“资管新规”），这有利于打破刚性兑付，消除多层嵌套，为商业银行理财业务长期可持续发展奠定基础，但也使理财产品筹集资金难度加大，“募短投长”业务受限。

### （三）对商业银行的建议

总的来看，经过多年实践，商业银行股权投资业务积累了一定经验，形成了初步模式，但业务规模比较小，实践中面临投资与贷款业务联动机制不足、资本占用压力大、风险高，股权退出渠道有限，资管新规下理财资金投资科技

企业面临约束等问题，为此要以创新性思路破解困难。具体建议如下：

**一是强化股权投资和银行贷款的联动，形成顶层设计、协调发力的工作机制。**提高内部整合能力，成立总行级投贷联动业务发展协调机构或工作小组，强化业务联动；加强外部跨界整合能力，建立投贷联动专属评价和考核体系，改变传统信贷业务中逐笔考核和责任追讨模式，对股权投资业务和贷款业务整体收益进行考核评价

**二是提高股权投资业务能力，探索灵活多样的投资模式。**积极参与政府引导基金，加大力度与实力较强的国有企业、上市公司共同设立产业基金，探索直接投资、产业基金、并购贷款等多种形式；强化投资顾问能力，为股权投资机构推荐优质企业。

**三是强化理财资金对股权投资的对接，积极参与并购重组、投融资顾问等多样化投行业务。**逐步减少短期理财产品发行，在加强投资者教育的基础上，尽可能发行长期封闭式理财产品，提高与产业基金的投资期限匹配能力；未来一段时间，随着政策加大对企业并购重组的支持，新兴产业领域并购项目将明显增多。再加之制造业、房地产等相关行业分化加剧，行业内不少中小企业经营愈发困难，并购重组机会也将逐步增大。银行可把握上述机遇，加快发展多样化投行业务。

**四是加强股权投资业务人才队伍建设，做好风险防控。**改进人才激励机制，打造权益类投研团队，引进具有丰富权益市场投研经验的人才。完善股权投资风控体系，尝试给予资本市场相关业务条线建立更加独立的风控模式。加强与保险公司、担保公司、股权投资机构的合作，强化风险分担与补偿。

---

### 免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

---



研究院

中国北京市复兴门内大街1号

邮编：100818

电话：+86-10-66592780

传真：+86-10-66594040