



中銀國際
BOCI

2025年下半年 中国投资展望 乘胜追难 续写新章



目录

宏观经济

2025 年下半年中国经济展望	6
-----------------------	---

市场策略

2025 年下半年香港市场中国焦点策略	43
---------------------------	----

固定收益及稳定币

固定收益	52
------------	----

稳定币	58
-----------	----

金融及地产

银行	77
----------	----

房地产	79
-----------	----

能源、公用事业及汽车

石油及天然气	82
--------------	----

铜	84
---------	----

公用事业与新能源	86
----------------	----

汽车	88
----------	----

电信、媒体及科技

电信服务与设备	91
---------------	----

互联网	94
-----------	----

科技	105
----------	-----

消费服务及医疗保健

消费 - 非必需性消费	108
-------------------	-----

消费 - 必选消费	114
-----------------	-----

医疗	127
----------	-----

团队介绍



陈昊飞博士

中银国际股票研究部主管

陈昊飞博士现任中银国际研究团队负责人，拥有超过 20 年的行业经验。彼加入中银国际前任海通国际股票业务部主管，直管研究和主经纪商业业务。陈博士还曾任职于中金、高盛和工信部，并多次获境内外最佳行业分析师称号。

陈博士拥有杜克大学经济学博士学位和北京大学国际金融专业学士学位，辅修法律专业。陈博士的深厚学术背景和广泛的行业经验，使彼在金融研究和管理领域具备敏锐的洞察力和团队领导能力。



张婉女士

宏观经济

张婉女士于 2015 年加入中银国际，具有 10 年宏观经济研究经验，长期专注中国经济和政策研究，曾多次在《证券市场周刊》“远见杯”经济预测评比中获奖。彼本科毕业于上海财经大学金融学院，拥有经济学和管理学双学位，研究生毕业于美国马里兰大学史密斯商学院，拥有金融学硕士学位。



胡文洲先生

银行租赁/财富管理

胡文洲先生拥有超过 20 年证券研究经验。2002 年加入中银国际，曾多次获得证券市场周刊“卖方分析师水晶球奖”，获得 2012 年度 ASIAMONEY 亚洲货币“中国 A 股最佳分析师”第十名，2006 年度 Financial Times/StarMine 亚洲地区十佳分析师第五名。加入中银国际证券前历任法国巴黎百富勤高级股票分析员，标准渣打银行证券部股票分析员。特许金融分析师 CFA，中国注册会计师协会非执业会员。复旦大学学士，澳大利亚新南威尔士大学工商管理硕士。



吴琮博士

固定收益

吴琮博士现任中银国际销售交易研究部执行董事、固定收益研究主管。彼也是香港城市大学的兼职教授。吴琮博士主要从事固定收益策略及证券研究。彼擅长分析宏观策略及大中华区域企业信用，并经常与固定收益投资者交流不同区域的固定收益市场的观点。吴琮博士连续多年荣获《财资》“亚洲 G3 债券最佳分析师”奖项，并曾获“香港最佳本币货币债券研究个人”奖项。在加入中银国际之前，吴琮博士曾供职于法国巴黎银行。彼拥有特许金融分析师 CFA 资格和 CFA 协会可持续投资证书，持有斯坦福大学工商管理博士学位、北京大学计算机学士学位。



孟昕先生

电信/传媒/互联网

孟昕先生于 2010 年从花旗环球金融加入中银国际，彼主要负责中国电信及科技股票的研究。在此之前，彼在中、美科技及电信企业拥有 10 年以上的管理经验。孟昕先生于 2008/2009 年机构投资者证券研究评比中获得电信研究第一名。


陳逸群先生
传媒/互联网/物流

陈逸群先生主要覆盖中国互联网传媒行业。在加入中银国际之前，彼拥有超过 4 年研究中国互联网传媒行业的经验。彼于 2017 年取得圣安德鲁斯大学银行金融学的一等硕士学位，于 2016 年取得宁波诺丁汉大学国际商务经济学的一等学士学位。陈逸群先生为特许金融分析师 CFA 持证人。


林仲衡先生
科技/人工智能

林仲衡先生拥有 11 年金融行业经验，包括证券研究、商业咨询和审计等领域。加入中银国际之前，彼为里昂证券研究部的科技硬件分析师和毕马威会计师事务所的助理经理。林先生于 2011 年获得香港理工大学金融和应用数学双学士学位。彼同时拥有特许金融分析师 CFA 和注册会计师 CPA 资格。


刘志成先生
能源化工/天然气分销/煤炭/铜/水泥

刘先生于 2003 年加入中银国际，拥有超过 20 年的股票研究经验。现主要负责石油天然气、天然气分销、煤炭和铜四个板块。在加入中银国际之前，曾任京华山一高级分析员、法国兴业副总裁、巴克莱德胜亚洲分析员、百富勤中国研究部经理及瑞士银行投资分析员。在外部评选中曾获得机构投资者中国 (II China) 2023 年石油天然气行业第 8 名、2012 年 21 世纪网金牌分析师排行榜，石油开采及化工行业第 3 名、2009 年 StarMine 卖方分析师评选，中国大陆及香港地区能源化工行业选股能力第 2 名、2005 年 StarMine 卖方分析师评选，亚洲除日本外能源化工行业选股能力第 3 名。彼拥有香港中文大学工商管理学士学位，并为特许财务分析师 CFA。


费云青先生
公用事业/新能源/环保

费云青先生拥有 11 年证券研究经验。加入中银国际前，彼曾在马来西亚兴业银行和巴克莱银行从事公用事业和新能源行业的股票研究。在此之前，彼在商用车行业有 5 年海外销售和营销经验。费先生本科毕业于北京外国语大学，其后在北京大学光华管理学院和约克大学舒立克商学院获得双料工商管理硕士学位。在 2022 年的机构投资者中国研究评选中，费先生的团队在电力新能源板块排名第 5 名（入围），并在 2022-24 年的机构投资者亚洲研究评选中均排名电力行业前 10 名。


楼佳女士
汽车/汽车及零部件/电动汽车/智驾

楼佳女士是中银国际研究部汽车及零部件/电动汽车行业的首席分析师，拥有 15 年证券研究经验，在整车、零部件、经销商、自动驾驶等汽车全产业链研究具备深厚的经验积累。楼女士凭借扎实、专业的基本面研究以及对行业前瞻性预判，获得海内外知名投资机构和上市公司高管的认可，曾多次在《Institutional Investor》卖方分析师评选中，带领团队获得汽车及零部件行业最佳研究大中华区前三名，亚太区前八名。楼女士持有中山大学管理学学位和香港大学工商管理硕士学位。


刘宇声先生
房地产开发、物业管理

刘宇声先生拥有逾 10 年覆盖中国房地产行业及香港上市的内房股的经验。彼于香港大学取得经济及金融学学士后，加入罗宾咸永道担任审计师，此后于爱德蒙得洛希尔基金作为股票分析师，直至 2010 年加入中银国际。刘宇声持有特许金融分析师 CFA 头衔。



李嘉豪先生

消费品-乳制品/食品/珠宝/旅游

李嘉豪先生在卖方研究拥有超过 10 年工作经验。在加入中银国际前，曾任职于海通国际、中国银河国际及银河联昌研究部，主力研究纺服、零售、轻工、家电等消费行业。在 2020 年，其所属团队获得《亚洲货币》区域最佳必须消费研究团队第三名。李嘉豪先生于香港大学经济系毕业，并取得特许金融分析师 CFA 资格。



陈思超先生

消费品-食品饮料/餐饮

陈思超先生在金融行业拥有 7 年工作经验，涵盖股票研究、企业财务及商业地产投资等领域，目前主要关注消费品与连锁茶饮/餐饮服务板块。加入中银国际研究团队前，彼曾于国泰君安国际担任卖方分析师，覆盖必需消费品相关标的，亦曾担任管理培训生于香港瑞安集团轮岗工作。陈思超先生为特许金融分析师 CFA 持证入，并获香港大学经济学硕士学位。



鲁雪女士

医药 - 创新药/CXO

鲁雪女士在医疗行业拥有超过 14 年的经验，于 2021 年加入中银国际担任医疗行业分析师之前，彼曾在 IMS Health (现为 IQVIA) 和 UL 就职，提供医疗行业咨询及综合解决方案。彼拥有生命科学硕士及学士学位。



施亚莹女士

医药 - 创新药/制药器械和服务

施亚莹女士拥有超过 7 年证券研究经验，自 2021 年加入中银国际以来，施女士的重点研究方向包括传统药企、生物科技和医疗服务等。在此之前，彼在国泰君安国际担任分析员。彼持有伊利诺伊大学香槟分校硕士学位，并拥有特许金融分析师和金融风险管理经理资格。

2025 年下半年中国经济展望

向内求，向前看

- 以 2024 年 9 月政治局会议加力扩内需政策为标志，2024 年第四季度到 2025 年上半年，中国经济增速较此前三个季度明显回升，主要变量是“抢出口”和宏观政策（特别是财政政策）发力带动的部分需求前置以及房地产跌幅减弱。
- 2025 年下半年，“抢出口”减弱叠加关税冲击上升预计令出口转为负增长；预计美国对华加权平均关税税率保持在目前 44.5% 附近，“抢出口”和关税对 8-12 月出口增速拖累在 7-8 个百分点左右。同时政府融资和广义财政支出在靠前发力后，由于广义财政收入或不及预算，存在增长放缓的压力。出口和政府投融资增长放缓也将导致经济增长回落，预计第三季度、第四季度 GDP 分别增长 4.7% 和 4.3%，带动全年 GDP 增长 4.9%。
- 虽然实际增速下行，但广义通胀跌幅有望收窄，预计 CPI 上半年同比下跌 0.1% 后，下半年恢复正增长，第三季度、第四季度 CPI 分别平均增长 0.1% 和 0.6%，全年增长 0.1%。受基数因素影响，PPI 跌幅有望收窄，全年下跌 2.4%。预计 2025 年平减指数全年为 -0.8%，但第四季度跌幅收窄，从上半年的 -1% 恢复到 -0.2%。当前“反内卷”有助于改善汽车等行业过度竞争，促进一些高能耗产能出清。但本轮价格下跌受到房地产调整（主要因素）、行业竞争和部分服务业改革的共同影响，如果只是单一变量调整而且缺乏需求改善配合，对价格水平的最终改善程度可能较为温和。
- 内需中，当前投资需求疲弱压力可能更加突出，出口新增订单减少、PPI 下降和产能利用率偏低影响制造业投资扩张意愿，而基建投资增长依赖重大项目和新能源基建改造，传统基建投资增长偏弱。下半年制造业投资预计从上半年的 7.5% 放缓至 3.6%，基建投资从 8.9% 放缓至 6.8%。2025 年下半年，房地产投资预计延续 -10% 左右下跌，销量跌幅预计从 0% 至 -5% 扩大至 -5% 至 -10%，但房地产价格经历四年下跌后，距离 2014 年上轮高点和 2015 年本轮房价上涨起点，有 8-19 个月下跌区间（平均 13 个月）。“以旧换新”政策下半年仍将支撑社零，居民非房地产消费支出表现出较强增长韧性，预计社会零售额下半年增长 4.3%，全年增长 4.6%，但 2026 年挑战更加艰巨。
- 预计下半年财政政策可能会进一步优化存量政策的使用并多渠道补充财政资金，包括扩大专项债使用范围，使用已安排但未使用的部分地方专项债结存限额；增加政策性金融工具的使用，发挥政策性金融机构的作用；以及在必要时考虑适当新增赤字或特别国债规模，但如果下半年风险较为可控，预计规模不会特别激进。随着人民币汇率预期稳定，货币政策预计仍有 50 个基点的降准空间，但当前比较窄的银行净息差和较低的存款利率水平可能会影响降息力度，预计降息 10-15 个基点，幅度相对有限。
- 自 2021 年下半年后，由于房地产调整，经济新旧动能转换对经济总量增长加深，房地产大幅调整削弱了科技创新等新兴产业带来的增长动力，政府部门需求扩张或外需增长影响经济增长主要变量。但随着美国单边关税打击全球贸易和投资格局，经济建设需要更迫切的转向扩大内需和实现稳定增长，特别是要实现 2035 年经济总量翻一番和人均 GDP 中等发达国家水平，实际增速、广义通胀和人民币汇率都需要实现相对水平的增长。向前看，一方面需要加快实现房地产企稳，房地产止跌进而减少对内需的拖累，才能突出新经济对经济增长的拉动作用；未来房地产见底预期也将提振市场对中国经济增长的预期。另一方面通过发展新质生产力、统一大市场建设、规范市场竞争行为、破除地方保护主义、优化市场公平建设、扩大社会公共服务供应和增强低收入群体保障等“内功”，共同改善价格持续回落局面，扩大收入和就业，提升私人部门消费意愿和能力，吸引民间投资。

中银国际研究有限公司

张婉

(852) 3988 6428

wan.zhang@bocigroup.com

彭助

(852) 3988 6408

pennyz.peng@bocigroup.com

请参阅本报告背面的重要信息披露及声明

中银国际研究可在中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

图表 1. 中国经济预测

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023	2024	1H25	2025F
GDP																			
GDP 增长 (%)	9.7	9.4	10.6	9.5	7.9	7.8	7.5	7.0	6.8	6.9	6.8	6.1	2.3	8.6	3.1	5.2	5.0	5.3	4.9
分行业 GDP 增长 (%)																			
第一产业	5.2	4.0	4.3	4.2	4.5	3.8	4.1	3.9	3.3	4.0	3.5	3.1	3.1	7.1	4.2	4.1	3.4	3.7	3.6
第二产业	9.8	10.3	12.7	10.7	8.4	8.0	7.2	5.9	6.0	5.9	5.8	4.6	2.1	8.2	2.3	4.7	5.4	5.3	4.8
第三产业	10.5	9.6	9.6	9.3	8.0	8.3	8.4	8.6	7.9	8.1	8.0	7.6	2.4	9.0	3.5	5.8	4.8	5.5	5.1
国内需求增长 (%)																			
非农户固定资产投资	26.6	30.4	24.5	23.8	20.6	19.6	15.7	10.0	8.1	7.2	5.9	5.4	2.9	4.9	5.1	3.0	3.2	2.8	3.0
- 制造业	30.7	26.6	26.9	31.8	22.0	18.5	13.5	8.1	4.2	4.8	9.5	3.1	(2.2)	13.5	9.1	6.5	9.2	7.5	5.2
- 房地产	20.9	16.1	33.2	27.9	16.2	19.8	10.5	1.0	6.9	7.0	9.5	9.9	7.0	4.4	(10.0)	(9.6)	(10.6)	(11.2)	(10.5)
- 基础设施	22.7	42.2	18.5	6.5	13.7	21.2	20.3	17.3	15.7	14.9	1.8	3.3	3.4	0.2	11.5	8.2	9.2	8.9	7.7
社会零售额	21.6	15.9	18.8	18.5	14.5	13.1	12.0	10.7	10.4	10.2	9.0	8.0	(3.9)	12.5	(0.2)	7.2	3.5	5.0	4.6
货币条件																			
M2 增长 (%)	17.8	27.7	19.7	13.6	13.8	13.6	12.2	13.3	11.3	8.1	8.1	8.7	10.1	9.0	11.8	9.7	7.3	8.3	8.0
社会融资存量增速 (%)	20.5	34.8	27.0	18.2	19.1	17.5	14.3	12.4	12.8	14.1	10.3	10.7	13.3	10.3	9.6	9.5	8.0	8.9	8.6
大型银行法定准备金率 (%)	15.5	15.5	18.5	21.0	20.0	20.0	20.0	17.5	17.0	17.0	14.5	13.0	12.5	11.5	11.0	10.5	9.50	9.00	8.50
1 年期 LPR (%)	5.31	5.31	5.81	6.56	6.00	6.00	5.60	4.35	4.35	4.35	4.35	4.15	3.85	3.80	3.65	3.45	3.10	3.00	2.85
进出口与汇率																			
商品出口同比 (%)	17.4	(16.0)	31.3	20.3	7.9	7.8	6.0	(2.9)	(7.7)	7.9	9.9	0.5	3.6	29.6	5.6	(4.7)	5.8	5.9	0.9
商品进口同比 (%)	18.5	(11.2)	38.8	24.9	4.3	7.2	0.5	(14.3)	(5.5)	16.1	15.8	(2.7)	(0.6)	30.1	0.7	(5.5)	1.0	(3.8)	(2.5)
商品贸易差额 (十亿美元)	298	196	182	155	230	259	383	594	510	420	351	421	524	670	838	822	993	586	1,090
外汇储备 (十亿美元)	1,946	2,399	2,847	3,181	3,312	3,821	3,843	3,330	3,011	3,140	3,073	3,108	3,217	3,250	3,128	3,238	3,202	3,317	3,150
美元/人民币即期汇率 (年末)	6.82	6.83	6.59	6.29	6.23	6.05	6.20	6.49	6.95	6.51	6.87	6.97	6.54	6.37	6.95	7.09	7.30	7.17	7.10
物价指数同比 (%)																			
GDP 平减指数	7.8	(0.1)	6.9	8.0	2.4	2.3	1.1	0.1	1.5	4.1	3.4	1.3	0.6	4.4	2.0	(0.5)	(0.7)	(1.0)	(0.8)
CPI	5.9	(0.7)	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	0.2	0.2	(0.1)	0.1
PPI	6.9	(5.4)	5.5	6.0	(1.7)	(1.9)	(1.9)	(5.2)	(1.4)	6.3	3.5	(0.3)	(1.8)	8.1	4.1	(3.0)	(2.2)	(2.8)	(2.4)

资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

需求前置与转型继续

伴随着 2024 年 9 月政治局会议加力实施扩大内需政策，2024 年第四季度到 2025 年上半年，中国经济增速较前值明显回升：2024 年第四季度到 2025 年上半年，中国 GDP 同比增长 5.3%，其中 2024 年四季度和 2025 年第一季度均增长 5.4%，为 2020 年以来的高点（剔除疫情造成的低基数），2025 年第二季度 GDP 增长 5.2%；相比之下 2024 年前三季度 GDP 增长 4.8%。过去三个季度，经济增速回升的三个重要变量是政府支出扩张以拉动内需（逆周期政策靠前发力）、房地产销量基本止跌（减少对增长的拖累）以及关税威胁下“抢出口”带动出口和出口相关工业产出阶段性高增：

- 政府融资扩张支撑广义财政支出增长：“两本账”的广义政府财政支出在 2024 年第四季度和 2025 年前 5 个月分别同比增长 10.9% 和 6.6%，2024 年前三季度累计同比下跌 0.8%。“两新”政策落地加快，与政府补贴相关的“以旧换新”商品社会零售额（对应社会零售额中的家用电器类、文化办公用品类、家具类、通讯器材类、建筑及装潢材料类和汽车类）2024 年第四季度和 2025 年上半年分别增长 7.4% 和 9.1%，2024 年前三季度累计为零增长。与政府投资和设备更新政策有关的基础设施投资和设备投资在 2024 年全年保持了 9.2% 和 15.7% 的强劲增长，并在 2025 年上半年分别增长 8.9% 和 17.3%。
- 在 2024 年 9 月房地产需求支持政策进一步放松后，一手房和二手房销量出现阶段性改善，商品房（新房）销售面积 2024 年第四季度实现 0 增长，2025 年上半年小幅下跌 3.5%，2024 年前三季度下跌 17.1%，跌幅明显收窄，对经济拖累减弱。但房地产投资持续收缩，跌幅扩大，房地产开发投资 2024 年第四季度下跌 11.9%，2025 年上半年下跌 11.2%，2024 年前三季度下跌 10.1%。
- 出口在 2024 年第四季度和 2025 年上半年分别同比增长 9.9% 和 5.9%，2024 年前三季度累计同比增长 4.4%，增长同样加快。

2025 年下半年，上述三个因素都存在不同程度的变化和向下趋势：

- 政府融资前置叠加税收、卖地收入等财政收入不及预期，广义财政支出增速相应放缓；“两新”政策前置部分耐用品消费和设备投资需求后，政策拉动效果减弱，社会零售额和制造业投资增速预计放缓。我们预计税收收入和卖地收入不及预期将产生 8,000 亿元（人民币，下同）的财政收入缺口，如果增量资金不足，将导致全年广义财政支出增速从年初预期的 5.5% 回落至 3.5%，略高于 2024 年 2.7%。
- 由于外部冲击增加影响就业和收入信心，房地产销量和价格跌幅存在扩大风险。如果房地产销量跌幅扩大至 -10% 左右，我们预计政策会明显加码对房地产的支持。同时，我们预计地方专项债会扩大对收储的支持，可能会考虑一定的中央补贴政策减少公租房的运营成本，提高地方政府积极性，并加快城中村改造项目和城市更新项目以带动实物量投资。
- 中美关税摩擦升级与全球经济增长放缓，我们预计下半年出口增速由正转负。我们预计年内美国对华加权平均关税税率不会大幅上升，但目前 44.5% 的加权平均关税已经处于较高水平，出口主要压力将在第四季度体现。

除了需求前置的影响外，当前中国经济增长受到新旧动能转化的影响。从经济结构看，房地产市场继续调整，但占国民经济的比重趋于下降，对应继续对经济增长造成负面影响，但拖累程度有所减弱。数字经济等新经济增长较快，增强了经济增长的韧性，但占比还有待提升。我们推算房地产及上下游增加值占 GDP 比重已经从 2022 年的 13-14% 下降至 2024 年的 9%-10%，与数字经济核心产业增加值占 GDP 的比重基本相当（10% 左右），房地产开发投资占固定资产投资的比重为 19.5%，和绿色转型支持的公共事业投资（约占全部 FAI 的 7.4%）加上制造业投资中主要设备制造业 1（占制造业 FAI 的 53%，全部 FAI 的 13%）基本相当。

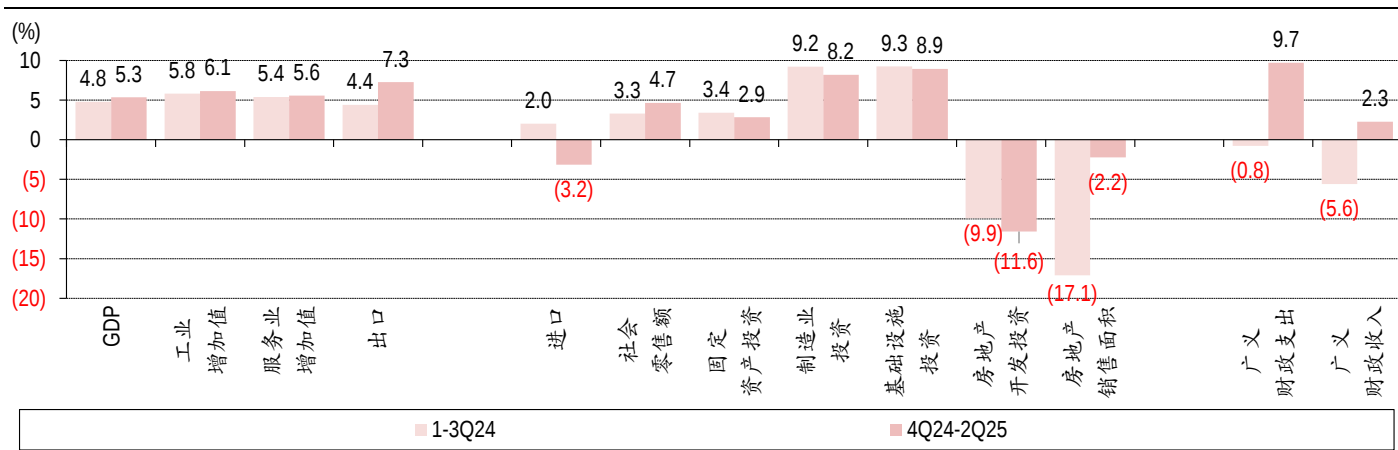
¹ 主要包括设备制造业包括医药、通用设备、专用设备、电气设备、电子设备、汽车和其他交通运输设备、仪器仪表等

在经济结构转型过程中，稳增长、稳物价需要平衡新旧动能的关系。由于房地产依然是国民经济和固定资产投资中的支柱产业，数字技术虽然增长较快，但增长拉动力会被房地产市场的持续、较大幅度的收缩所抵消。因此要做大经济规模，一方面是加快释放新经济产业增长动能、提高新经济的增速和在国民经济中的占比，但另一方面也需要房地产止跌企稳、减少旧部门对经济增长和内需的拖累，才能更好突出新经济产业对经济增长的拉动力。而房地产企稳或者见底的预期也将提振市场对中国经济增长的预期，带动市场信心的恢复。在这一过程中，经济结构调整带来新旧产业的供需错配，新经济需求较大但供给不足，旧经济产能过剩但需求收缩，进而对新旧部门各自的物价、就业和金融资源造成差异化的影响。

综上，我们认为下半年中国经济增长将受到新旧动能转化和逆周期政策靠前发力和“抢出口”导致需求前置的双重影响。预计第三季度、第四季度 GDP 分别增长 4.7% 和 4.3%，带动全年 GDP 增长 4.9%，较我们年初预测的全年增长 4.6% 高 0.3 个百分点，接近完成 5% 的全年增长目标。同时，下半年通胀水平虽然仍将低位运行，但预计较上半年有所好转，预计 CPI 上半年同比下跌 0.1% 后，下半年恢复正增长，第三季度、第四季度 CPI 分别平均增长 0.1% 和 0.6%，全年增长 0.1%，低于我们去年年底 0.8% 的预测。受基数因素影响，PPI 跌幅有望收窄，上半年同比下跌 2.7%，第三季度和第三季度平均下跌 2.5% 和 1.6%，全年下跌 2.4%。广义通胀方面，2025 年平减指数全年较大幅度为负，为 -0.8%，但第四季度跌幅收窄，恢复到接近 0% 的小幅下跌水平（-0.2%）。

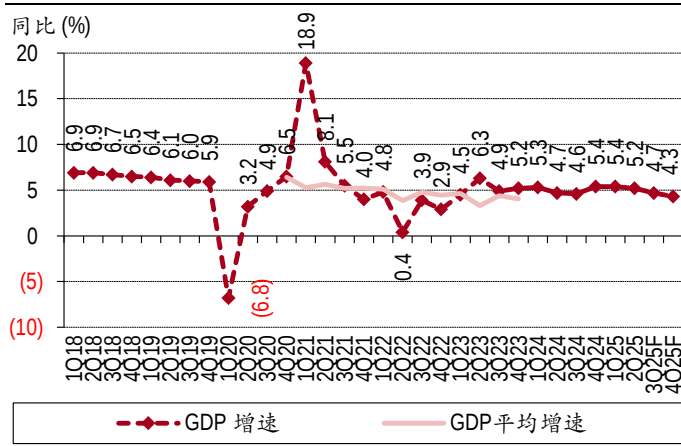
在政策方面，我们预计财政政策和政府需求扩张仍是应对当前房地产需求收缩和私人部门信心偏弱的主要抓手。政策制定者下半年可能会进一步优化存量政策的使用并多渠道补充财政资金，包括使用已安排但未使用的部分地方专项债结存限额（例如 2024 年结转的 4,000 亿元地方专项债限额在当年只使用了 1,000 亿，还剩余 3,000 亿元）；增加政策性金融工具的使用，发挥政策性金融机构的作用；以及在必要时刻考虑适当新增赤字或特别国债规模。但如果下半年风险较为可控（我们预计中美关税税率下半年不会大幅上升），即使新增债务融资，预计规模不会特别激进，可能在 5,000 亿左右。同时，货币政策方面，随着人民币汇率预期稳定，预计仍有 50 个基点的降准空间。我们认为当前比较窄的银行净息差和较低的存款利率水平仍是未来降息的主要制约，因此预计降息幅度有限，预计下半年降息 10-15 个基点（7 天逆回购利率），但我们预计政策制定者会保持相对充裕的流动性环境。

图表 2. 过去三个季度中国经济增速回升明显



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

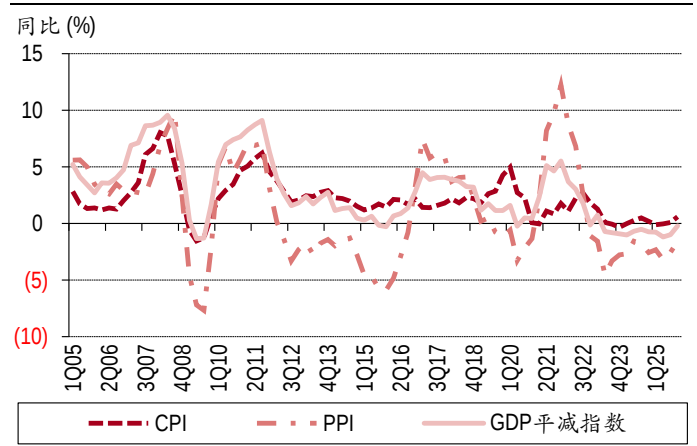
图表 3. 中国经济季度增速及预测



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

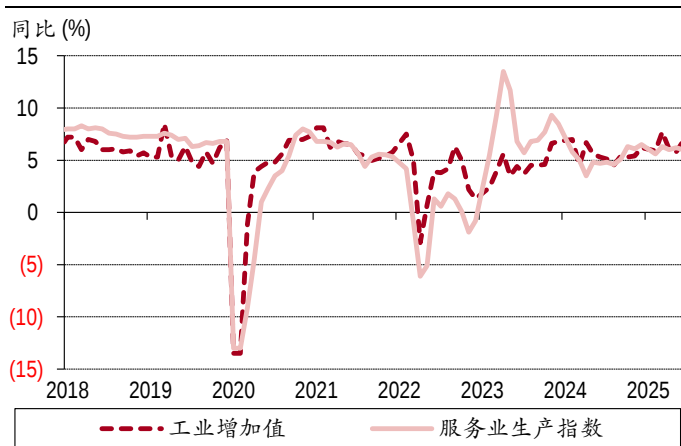
备注: 2021 年和 2023 年为两年平均增速, 2022 年为三年平均增速

图表 4. GDP 平减指数预测



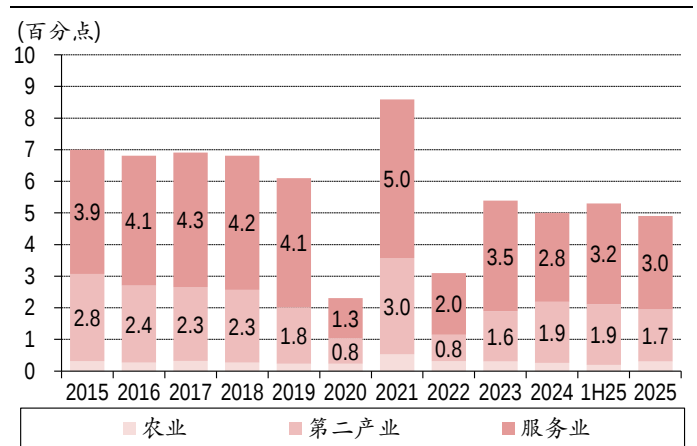
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 5. 工业增加值和服务业产出指数



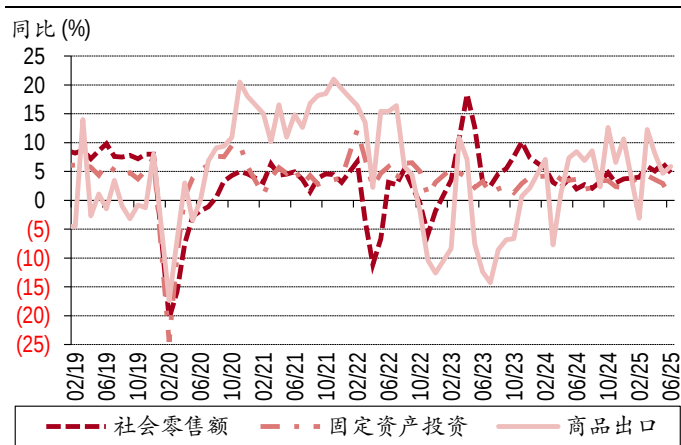
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究 备注: 2021 年为两年平均增速

图表 6. 不同产业对 GDP 增速的拉动贡献



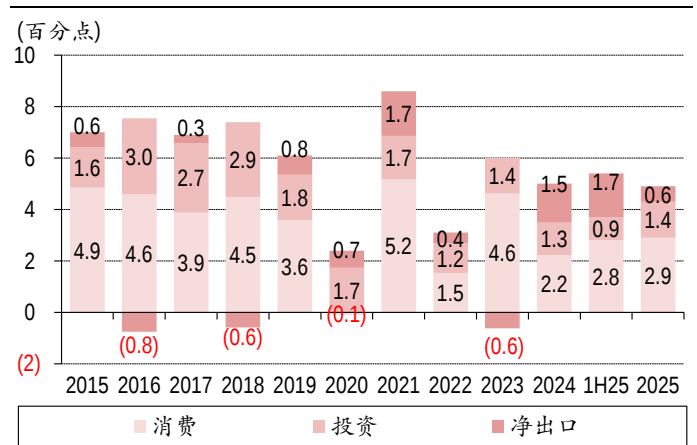
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 7. 社会零售额、固定资产投资和出口增速



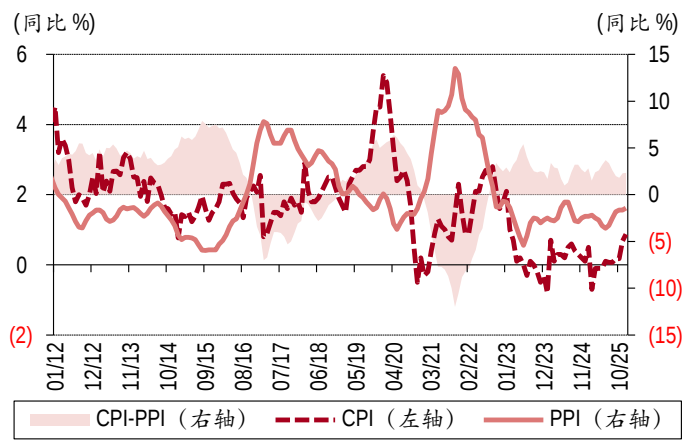
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究 备注: 2021 年为两年平均增速

图表 8. 不同需求部门对 GDP 增速的拉动贡献



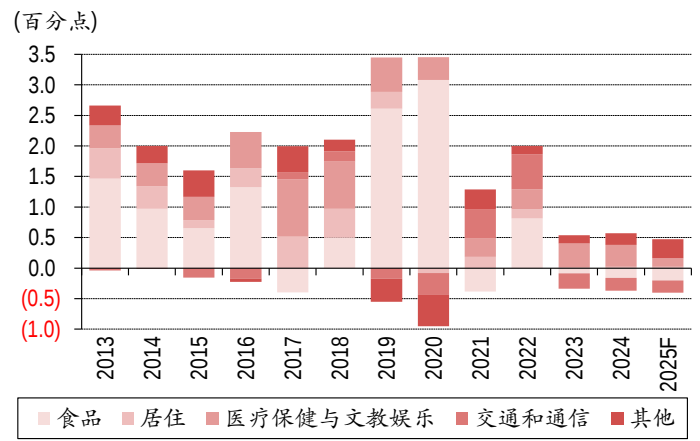
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 9. CPI 和 PPI 增速



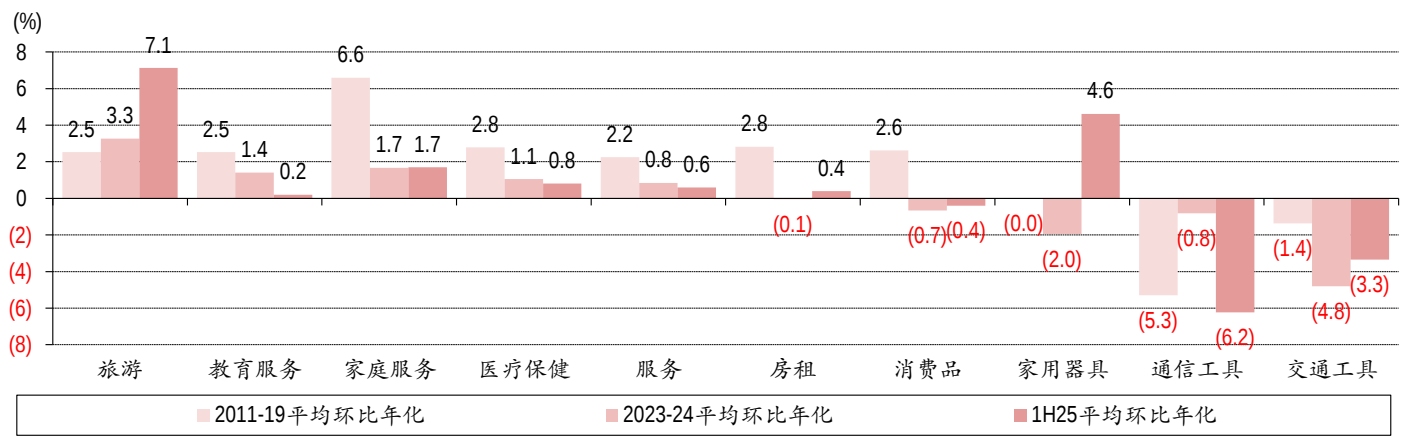
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 10. 不同项目对 CPI 同比增长的拉动



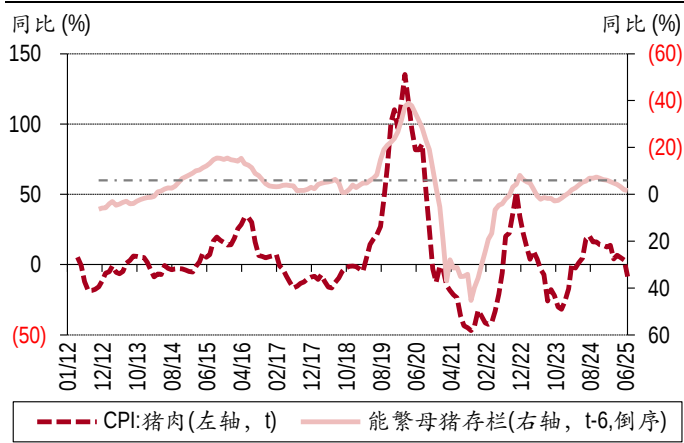
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 11. 主要核心 CPI 项目趋势增速与 1H25 增速对比



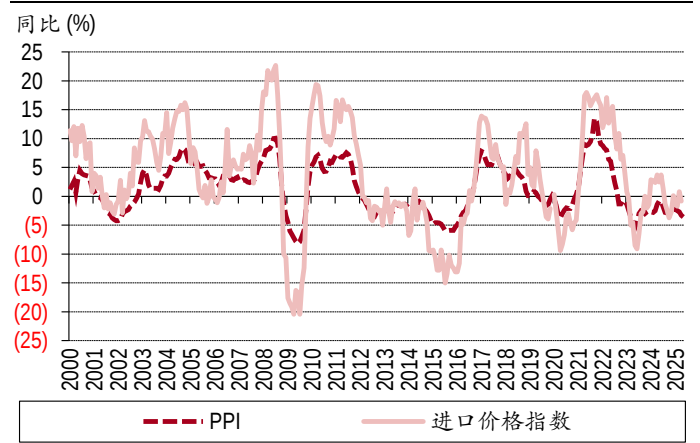
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 12. 猪肉供给充裕, 猪肉价格上涨有限



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 13. PPI 增速与进口价格指数



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

出口：中美贸易摩擦进入相持阶段

2025 年上半年，出口环境经历剧烈波动。从特朗普履职以来，美国对华关税税率不断加码，先后分两次加征了累计 20% 的芬太尼关税、34% 的对等关税基准关税以及 91% 的对等关税报复性关税，对华关税一度上升至最高 145%。中国在温和反制芬太尼关税后，全面反制了 125% 的对等关税并限制部分关键矿产的对美出口，双方货物贸易一度“近似断供”。关税冲击对中国主要是需求侧冲击，体现为中国对美出口大幅下跌，在二季度（美元计价，下同）合计同比下跌 24%，中国对美出口占中国总出口的比重从 2024 年的 14.7% 下降到 2025 年上半年的 11.9%，但中国可以通过加大宏观政策力度进行适当对冲。相比之下，关税冲击对美国主要是供给冲击，美国从中国进口占美国总进口的 13%，但其中塑料橡胶、皮革、纺织服装、鞋类、电子产品的对中国进口占总进口的比重都高达 20%-30%，对中国玩具及体育用品的进口占总进口的比重超过 70%，短期内很难找到供应替代。同时，中国在稀土产业链具有绝对优势，关键矿产对美出口限制将导致美国本土汽车或者电子产业链难以正常运转。

短期内，供给问题比需求问题更难解决。5 月 10 日，中美日内瓦谈判后，双方关税税率迎来 90 天的暂时性大幅回落，中美对等关税税率相互降至 10%，同时，美国继续保留对中国 20% 的芬太尼关税和特朗普第一任期对中国实施的“301 调查”关税。在关键矿产和高技术领域，中国恢复对美国部分关键矿产品的出口，美国也部分恢复了对中国芯片设计软件（EDA）和 H2O 芯片的出口。事实上，在中国半导体产业链不断升级后，中国部分科技企业已经宣布可以实现 3nm 芯片的自主设计，美国再继续封锁对中国芯片设计软件或部分芯片的出口的作用已大幅减弱。

我们认为，双方关税摩擦在经过 4 月的激烈碰撞后，双方对自身的承受能力都有了更清晰的认识。虽然中美在国际产业链、供应链、价值链中的竞争具有长期性，但短期内“全面脱钩”并不现实，面对长期竞争双方仍需要一定时间窗口来调整自身的经济和产业结构才能做好准备。同时，随着中国科技创新企业在芯片设计、大语言模型等领域的技术突破，美国在相关产品和技术领域的对华技术封锁作用大幅减弱。但在目前中国仍无法突破的技术领域，需要警惕美国强化技术封锁的风险。

我们预计下半年双方贸易摩擦进入到相持期，特别是美国需要一个窗口期来保障温和的通胀环境来推动美联储降息。从目前美国、英国、越南的关税谈判看，美国关税政策大概率是：

（1）保持 10% 的全面基准关税，主要是考虑到英美紧密同盟关系和英国对美贸易逆差的情况下，英国仍面临 10% 的关税；

（2）对美国主要贸易逆差国家征收额外 20%-50% 关税，但结合贸易谈判中的非关税政策进展，例如市场开放、从美国进口、汇率问题甚至国防支出等，大部分预计较 4 月 2 日宣布的对等关税幅度不同程度下调。例如，对越南直接出口美国实施 20% 的关税，从越南转口美国实施 40% 的关税，小于 4 月 2 日宣布的 46% 的对越南对等关税，但相应地，特朗普宣称越南将对美国进口商品实施零关税。同时，越南转口贸易 40% 的关税也可能意味着美国对大部分亚洲产业链上的经济体的关税税率的上限就在 40% 左右。

（3）对汽车、钢铁、铝、关键矿产、木材、医药等关系到美国长期产业链自主安全的产品实施的“232”调查关税大概率保留，且未来有可能商品范围会陆续扩大。但可能会通过一些自限性设定部分减免一些经济体的关税。“232”调查关税商品具有美国重新打造关键产业链的国家安全层面的战略考虑，预计将大概率保留；例如美越贸易协议中就重点提到了汽车出口问题。但可能会通过一些自限条款（限定对美出口数量或者对美出口价格）来在一定范围内减免部分关税，参考美英贸易协议。

（4）此前以芬太尼问题为由对中国实施的 20% 关税，以及以移民问题为由对墨西哥、加拿大实施的关税理论上可以根据双方在相应议题的合作进展而部分取消甚至全面取消。但实际上，所谓的移民问题和芬太尼问题是特朗普政府“关税武器化”的借口，能否取消预计还是结合整体的贸易谈判进展来决定。

（5）特朗普第一任期对中国实施的“301”调查关税理论上是有取消的可能，但在实际中可能需要结合特朗普对等关税是否就有合法性的美国最高法院审判结果。

“301”调查是美国基于所谓的市场不公平竞争实施的关税，但理论上，根据美国政府，对等关税税率已经纳入了非关税因素，双方存在一定的重复性。但当前特朗普基于《国际紧急经济权力法案》（IEEPA）宣布的一系列关税（包括“对等关税”和“芬太尼关税”）正面临法律方面的质疑。如果基于 IEEPA 实施的关税被美国最高法院裁决为违法，特朗普政府将需要转向“301”调查来实施关税，预计在美国最高法院最终裁定前，“301”调查关税大概率保留。

结合上述，我们的基准预测是下半年美国对华加权平均关税税率保持在目前 44.5% 的水平。考虑到美国对印尼、越南等东盟经济体还设置了 40% 的转口关税，对中国加权平均关税预计不会低于这一水平。但未来经过贸易谈判，不排除关税税率结构有可能调整。

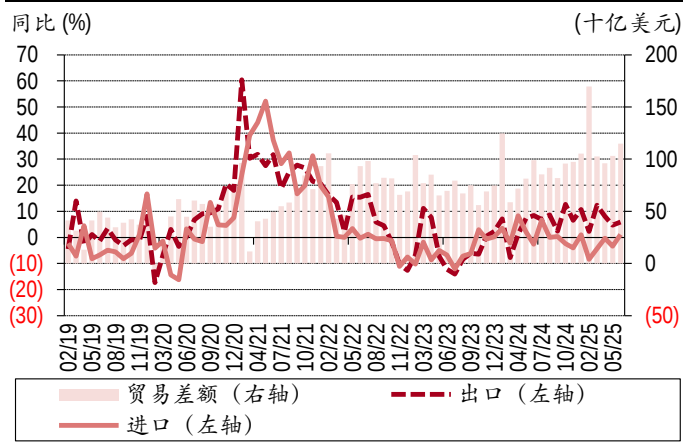
在目前关税税率下，美国对华加权平均关税税率仍较 2024 年末的 11.8% 上升 33 个百分点，上升幅度依然较大。在这一幅度下，静态估算，将拖累中国总出口在 5 个百分点左右，拖累 GDP 增速在 0.5-0.8 个百分点左右。在现实中，由于“抢出口”、转口贸易以及过去几年中国企业“出海”布局等因素，出口在 2025 年上半年同比增长 5.9%，表现好于预期。但下半年，特别是 8 月后，出口可能同时面临“抢出口”前置需求回落和高关税的双重压力：

我们参考美国进口 2023 年 6 月到 2024 年 11 月的趋势表现，估算 2024 年 12 月到 2025 年 3 月，美国“抢进口”1,502 亿美元，假设其中的 17%，即 255 亿美元，来自中国相关出口（2020 年美国进口商品中，中国增加值部分为 17.6%），对应 2024 年中国总出口的 0.7%，或 2024 年 8-12 月（假设在 8-12 月消耗完）中国总出口的 1.6%。随着对等关税的 90 天延期，美国企业“抢进口”、中国企业“抢出口”、“抢转口”在 4-7 月仍在不同程度进行，但力度预计较此前减弱。我们粗略假设 4-7 月“抢出口”强度为此前的 50%，则整个“抢出口”对应 2024 年出口的 1%，2024 年 4-7 月总出口的 1.1%，2024 年 8-12 月总出口的 2.4%。

综上，我们预计“抢出口”对 8-12 月出口增速影响在 2-3 个百分点左右，再叠加当前关税税率对出口增速 5 个百分点左右的拖累，关税和“抢出口”前置合计拖累 8-12 月出口增速 7-8 个百分点左右，对 GDP 的影响预计略超 1 个百分点，整体影响不容忽视。此外，由于美国对等关税政策影响包括美国在内的全球经济和贸易，全球总需求下降也将进一步增加出口放缓压力。8 月后，出口下行压力凸显预计会增加国内稳增长宏观政策加码的必要性。

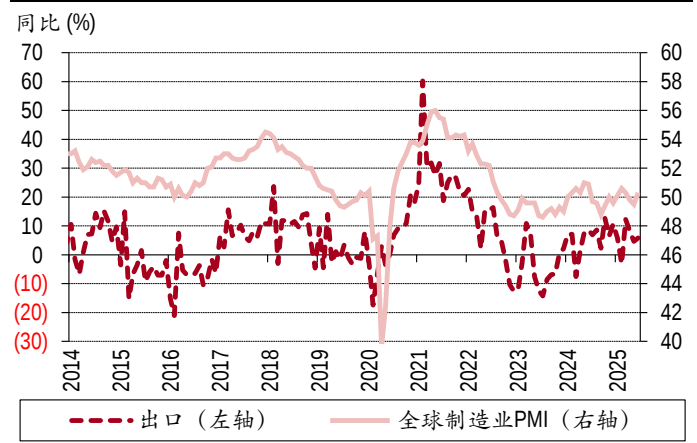
我们预计第三季度出口零增长，第四季度下跌 7%，但受益于上半年“抢出口”、“抢转口”等优势，预计全年出口仍有望实现正增长 0.9%。与此同时，国内商品供给相对充裕且有效需求不足，进口预计继续疲弱，但跌幅较上半年下跌 3.9% 将有所收窄，预计第三、第四季度进口同比下跌 1% 和 0.5%，全年下跌 2.5%，2024 年增长 1.1%。出口走弱与进口跌幅收窄意味着货物贸易顺差对经济增长的贡献趋于下降，货物贸易顺差在上半年同比增长 34.6%，预计第三季度贸易顺差同比增长放缓至 2.5%，第四季度转为同比下跌 21%；贸易顺差在第四季度负增长意味着净出口对经济的贡献由正转负，也意味着第四季度经济下行压力上升。

图表 14. 中国进出口增速



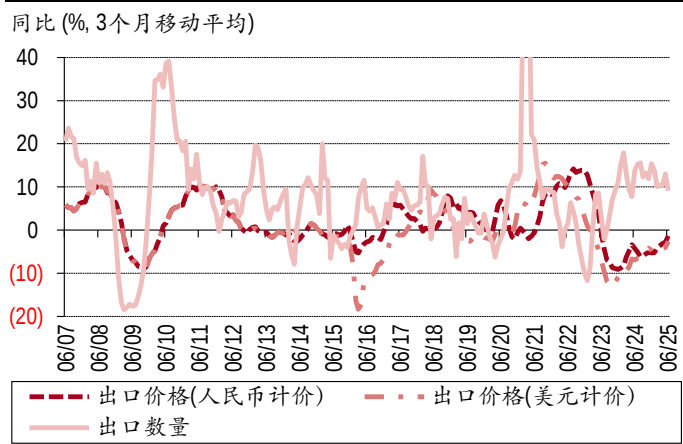
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 15. 中国出口和全球制造业 PMI



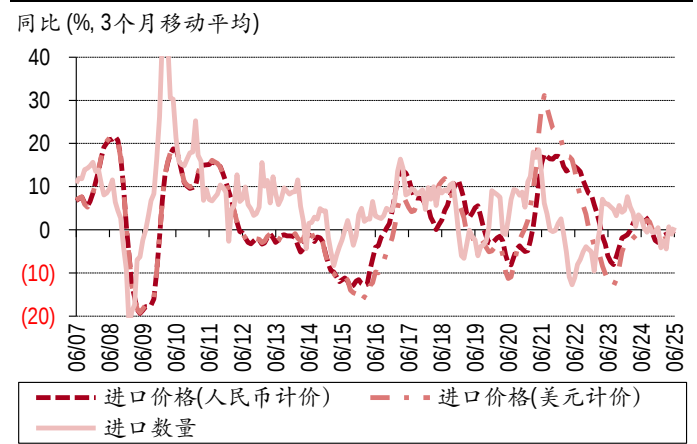
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 16. 中国出口价格与数量指数



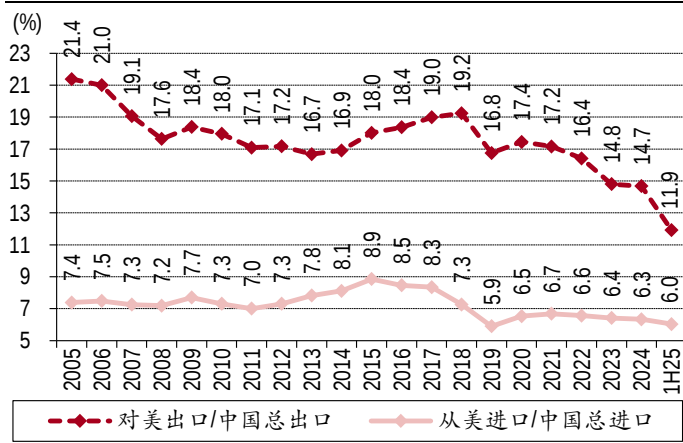
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 17. 中国进口价格与数量指数



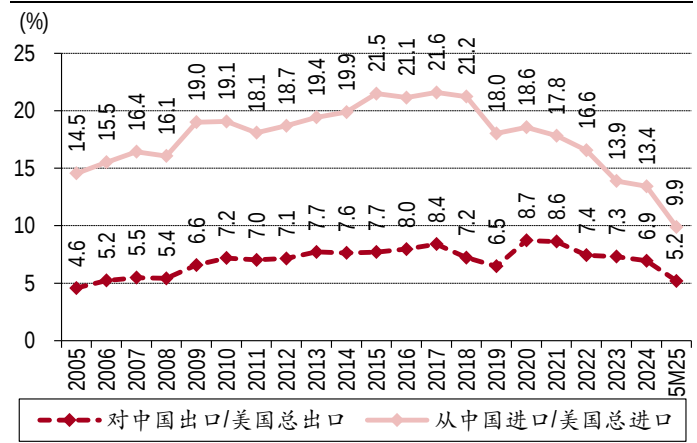
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 18. 美国占中国进出口比重大幅下降



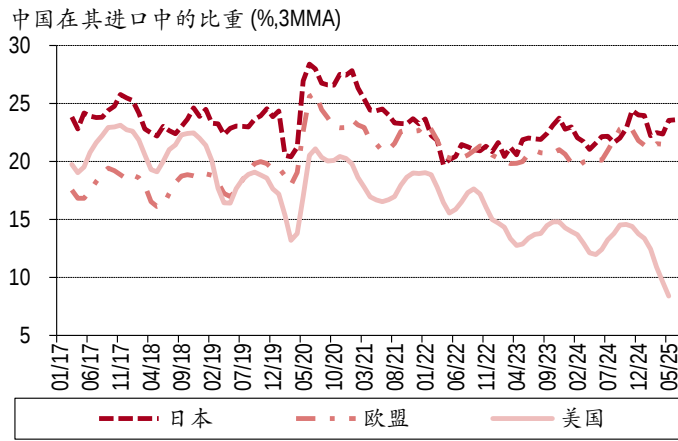
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 19. 中国占美国进出口比重大幅下降



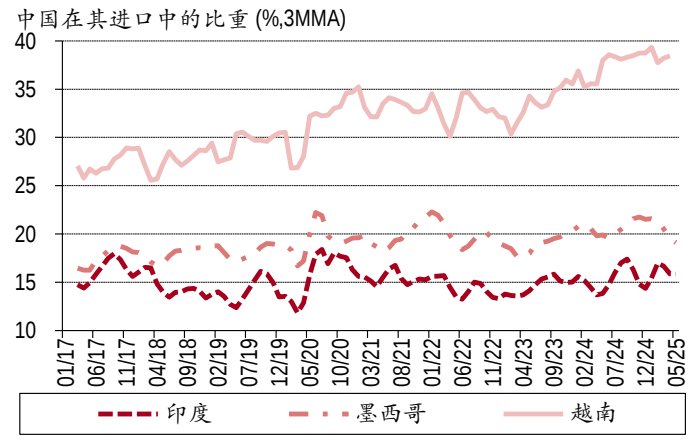
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 20. 中国占主要发达经济体进口比重



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 21. 中国占新兴经济体进口比重



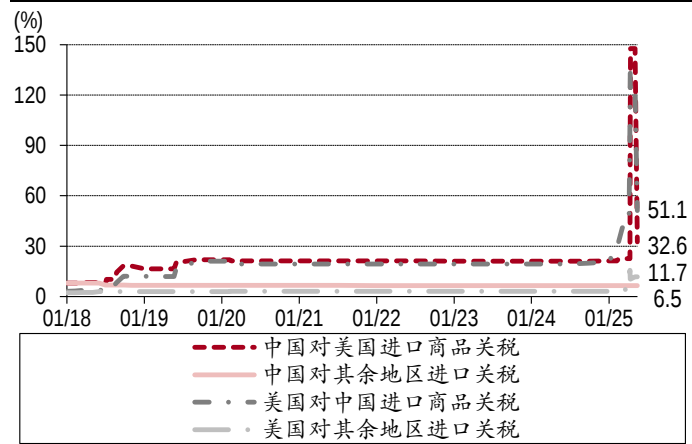
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 22. 美国平均有效关税税率



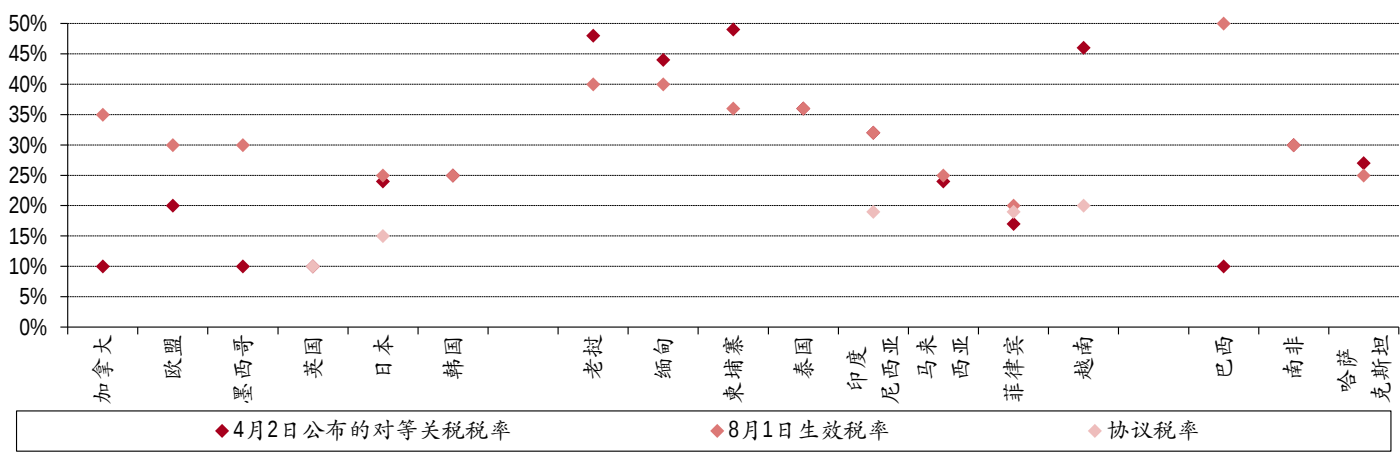
资料来源: 耶鲁大学预算办公室, 中银国际研究

图表 23. 2025 年中美贸易摩擦后双边关税税率大幅上升



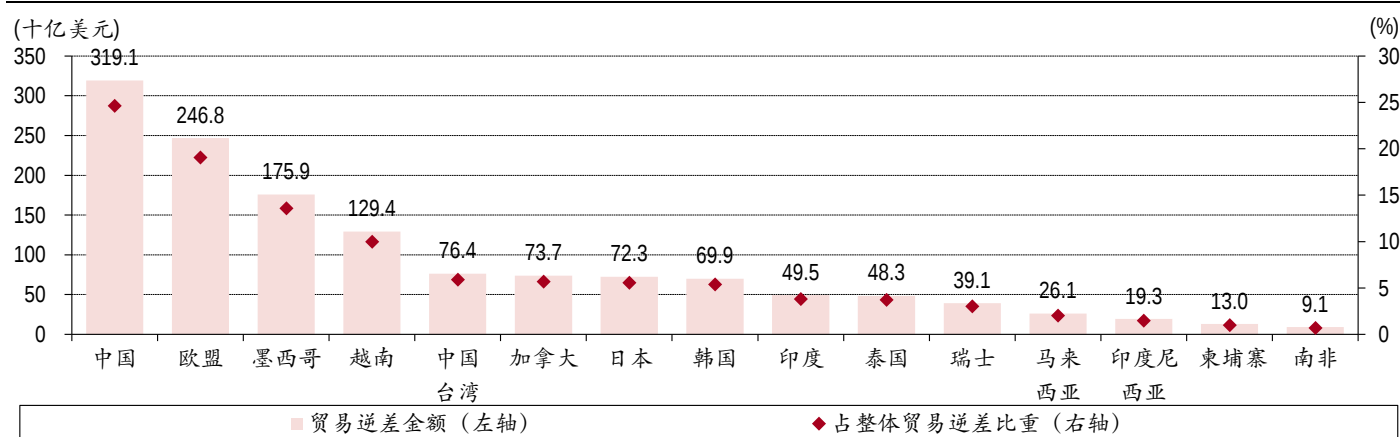
资料来源: PIIE, 中银国际研究

图表 24. 8 月 1 日生效的关税税率与 4 月 2 日公布的“对等关税”税率



资料来源: 白宫官网, 中银国际研究

图表 25. 2024 年美国主要贸易逆差来源，分经济体



资料来源: 万得资讯, USITC, 中银国际研究

图表 26. 美国从中国进口商品

产品种类	2024 年美国 从中国进口 (百万美元)	2017 年美国 从中国进口 (百万美元)	变动 (百分点)	2024 年中国占 美国进口比重 (%)	2017 年中国占 美国进口比重 (%)	变动 (百分点)	2024 年美国占 中国出口比重 (%)
动物产品	1,458	2,453	(40.5)	3.2	7.8	(4.6)	9.6
植物产品	2,725	1,561	74.6	3.3	3.0	0.3	9.5
预制食品	2,896	2,990	(3.1)	2.8	4.8	(2.0)	14.4
矿产品	374	459	(18.6)	4.5	7.8	(3.3)	3.4
燃料	419	652	(35.7)	0.2	0.3	(0.2)	2.0
化工产品	22,930	15,088	52.0	6.2	7.7	(1.5)	9.3
塑料和橡胶	21,849	19,770	10.5	20.3	25.1	(4.9)	15.0
皮革	3,012	7,432	(59.5)	21.4	53.2	(31.9)	16.5
木制品	7,009	9,724	(27.9)	13.2	22.2	(9.0)	16.6
纺织品和服装	28,291	38,937	(27.3)	25.1	35.5	(10.4)	16.5
鞋类	13,335	17,987	(25.9)	40.0	58.3	(18.4)	23.3
石材和玻璃	7,513	10,102	(25.6)	6.5	12.6	(6.1)	11.2
金属	25,136	25,400	(1.0)	15.4	19.8	(4.4)	10.6
机械	82,005	109,441	(25.1)	15.7	32.1	(16.3)	16.3
电子和电气机械	123,970	147,022	(15.7)	26.0	41.9	(16.0)	13.6
运输设备	18,135	15,817	14.7	4.2	4.9	(0.6)	8.6
玩具和运动器材	30,033	25,501	17.8	73.3	81.5	(8.3)	32.6
杂项	47,856	54,830	(12.7)	13.8	20.8	(7.1)	22.4
全部	438,947	505,165	(13.1)	13.4	21.6	(8.2)	14.7

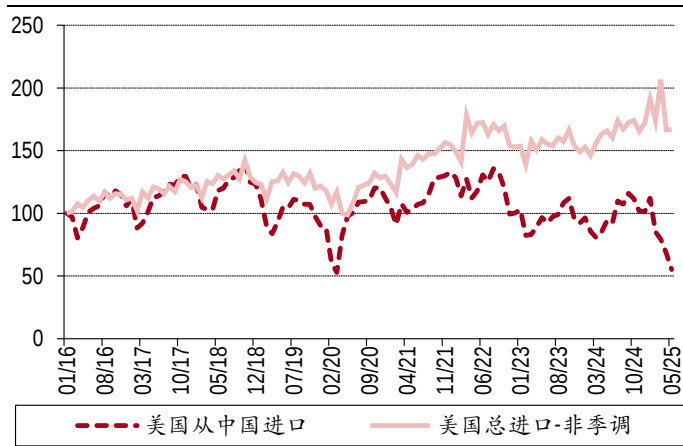
资料来源: PIIE, USTR, Trade Map, 中银国际研究

图表 27. 美国对中国加权平均关税税率

产品种类	2017 年加权 平均关税税率 (%)	2024 年加权 平均关税税率 (%)	变动 (百分点)	加权平均 关税税率 (20% 芬太尼, 25% 钢铝, 25% 汽车)	加权平均 关税税率 (25% 对等)	加权平均 关税税率 (10% 对等)
动物产品	1.9	17.2	15.3	37.2	162.1	47.2
植物产品	1.2	13.3	12.1	33.3	158.3	43.3
预制食品	2.9	22.1	19.2	42.1	167.1	52.1
矿产品	0.0	7.2	7.2	27.2	73.8	31.0
燃料	0.2	22.2	22.0	42.2	42.2	42.2
化工产品	0.8	8.3	7.5	28.3	69.6	31.6
塑料和橡胶	3.8	16.7	12.9	37.3	156.6	46.8
皮革	10.7	35.7	25.0	55.7	180.7	65.7
木制品	0.9	14.5	13.6	34.5	126.3	41.8
纺织品和服装	14.5	21.0	6.5	41.0	166.0	51.0
鞋类	11.2	15.1	3.9	35.1	159.6	45.1
石材和玻璃	1.6	13.2	11.6	33.2	157.0	43.1
金属	1.8	18.5	16.7	70.2	122.3	74.4
机械	0.7	12.4	11.7	46.5	93.2	50.3
电子和电气机械	0.7	7.4	6.7	32.1	76.4	35.6
运输设备	2.1	24.6	22.5	62.0	100.3	65.0
玩具和运动器材	1.1	2.3	1.2	25.0	136.4	33.9
杂项	0.4	9.7	9.3	31.8	144.4	40.8
全部	2.2	11.8	9.6	38.7	110.9	44.5

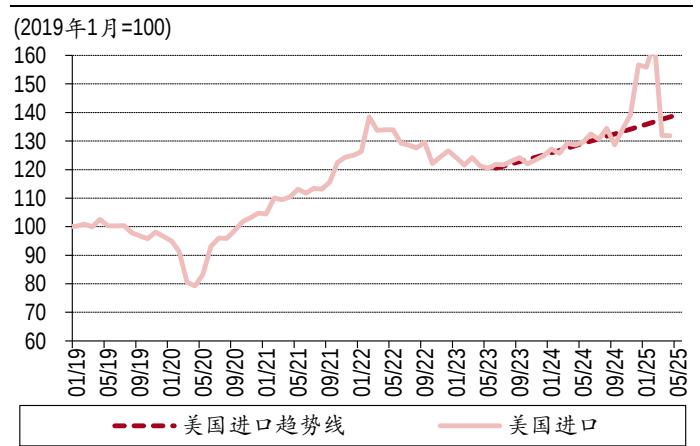
资料来源: PIIE, USTR, Trade Map, 中银国际研究

图表 28. 美国进口和美国从中国进口趋势



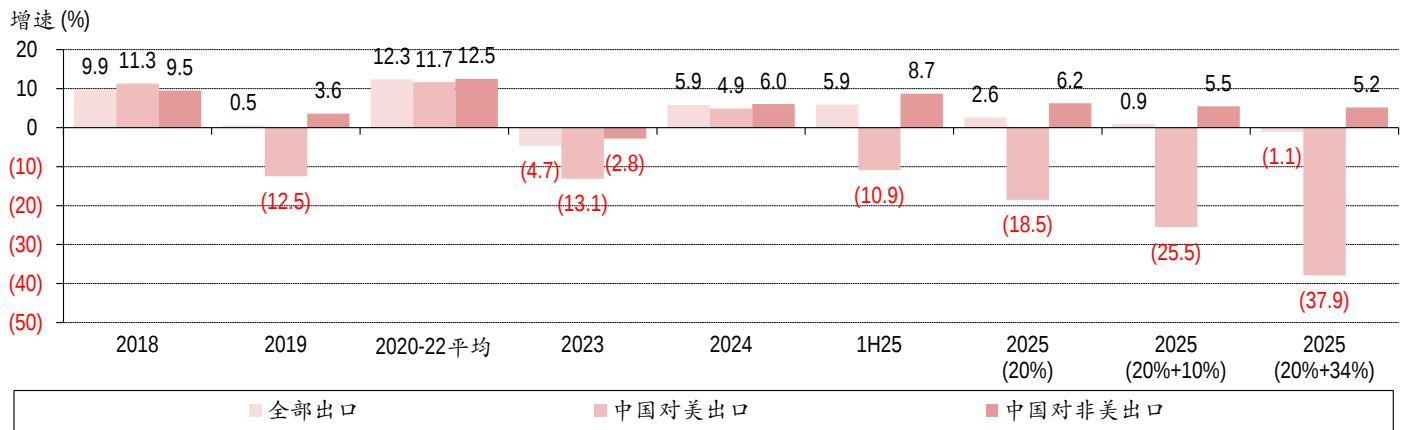
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 29. 美国进口“前置需求”



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 30. 2025 年中国出口预测



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究测算

房地产和价格企稳是短期恢复消费增长的关进

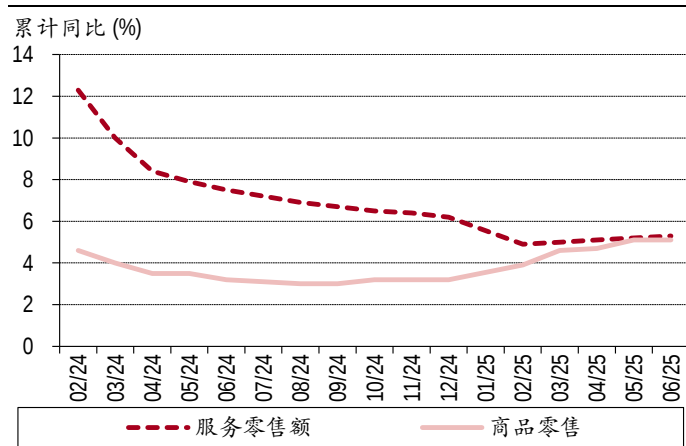
下半年社零增速放缓, 但“以旧换新”政策对社零仍支撑

2025 年上半年, 商品消费增长势头回升, 主要是集中为消费补贴相关的耐用消费品领域。上半年商品零售额同比增长 5.1%, 在“以旧换新”补贴集中释放的 3-5 月, 商品零售额同比增长 5.8%, 2024 年增长 3.2%。相比之下, 服务业零售额上半年同比增长 5.3%, 较 2024 年增速回落 0.9 个百分点。扣除价格因素后 (分别使用服务业 CPI 和消费品 CPI), 上半年服务零售额预计实际增长 4.9%, 商品零售额同比增长 5.5%。

商品零售额增速回升来自消费品“以旧换新”。上半年, 家用电器、文化办公用品、家具和通讯器材类商品零售额同比增长 30.7%、25.4%、22.9%和 24.1%。但在“以旧换新”类别内的汽车零售额仅同比增长 0.8%, 受到汽车价格继续明显下跌的影响, 上半年交通工具类 CPI 同比下跌 3.7%。扣除以旧换新商品消费后, 服装和化妆品等可选商品消费增长相对较慢, 2025 年上半年分别增长 3.1%和 2.9%, 低于全部商品零售额增速。

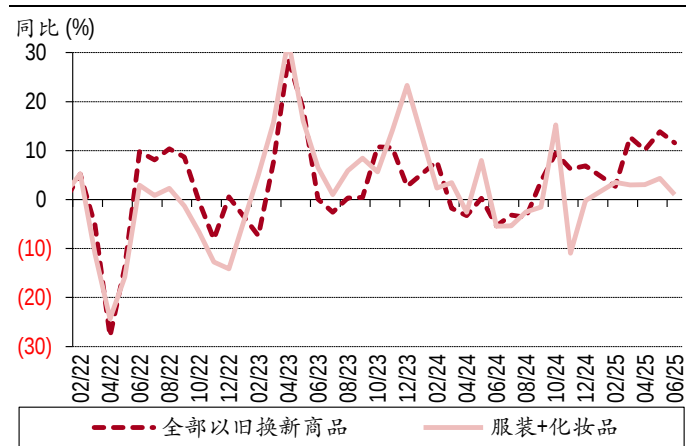
“以旧换新”仍有政策后劲, 缓和下半年社零增速放缓速度, 但 2026 年增长面临更多挑战。“以旧换新”活动主要是自 2024 年 9 月开始。到 2025 年 6 月末, 预计累计补贴 3,000 亿元左右 (包括 2024 年 1,500 亿元中的大部分和 2025 年两批合计 1,620 亿元)。我们估算“以旧换新”的当期财政乘数为 2.4 倍。下半年有 1,380 亿“以旧换新”消费补贴, 预计拉动下半年社会零售额增速 1.3 个百分点, 消费补贴对商品消费的拉动仍有后劲, 带动社会零售额从上半年的增长 5%温和放缓至下半年增长 4.3%, 全年增长 4.6%。但在消费补贴前置耐用品换新需求后, 明年在高基数和需求消耗的情况下继续保持消费的稳健增长可能更具挑战。

图表 31. 服务零售额和商品零售额增速收敛



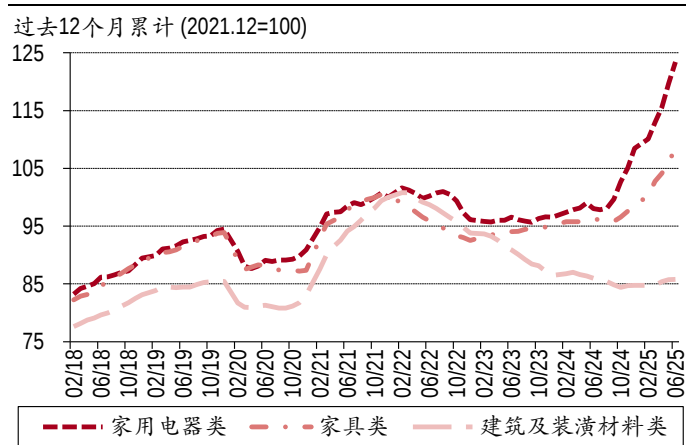
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 32. “以旧换新”消费品零售额和部分可选消费品



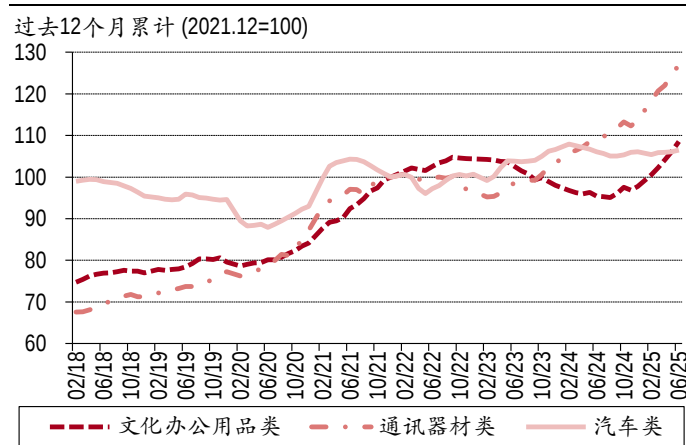
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 33. 房地产相关耐用品零售额指数



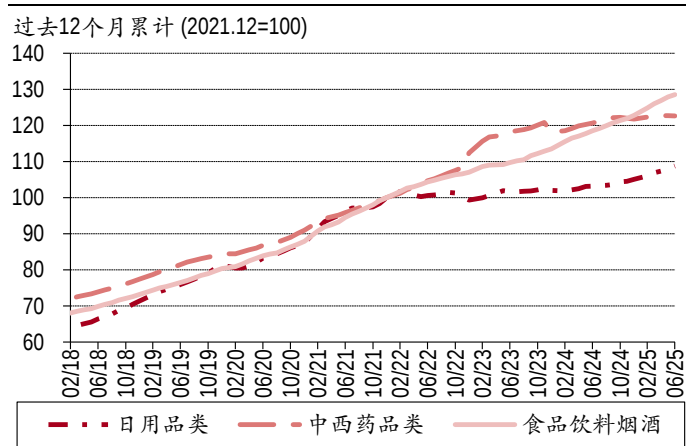
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 34. 主要“以旧换新”商品零售额



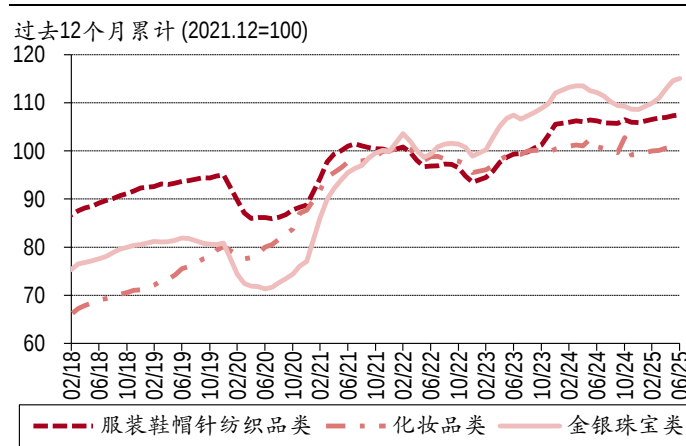
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 35. 必需品零售额指数



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 36. 主要可选消费零售额指数



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

房地产和价格因素直接影响最终消费支出增速

2023 年以来，消费复苏偏慢一直是影响经济增长的主要原因。表面上看，消费增速的下滑主要体现为名义增速的下降，背后是可支配收入名义增速和平均消费率（消费支出占可支配收入的比重）共同下降的影响：

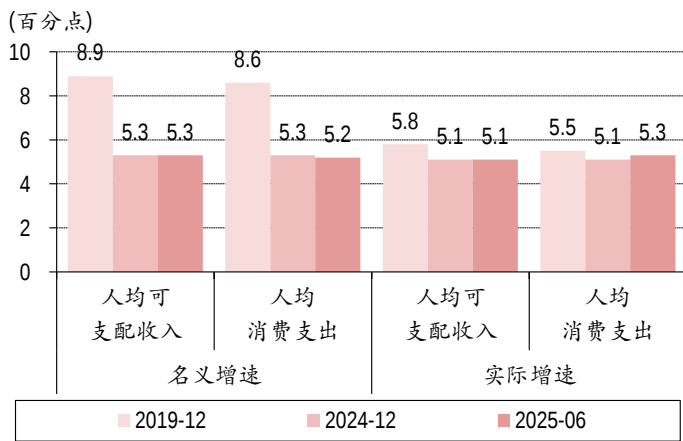
- 收入方面：2024 年和 2025 年上半年，全国居民人均可支配收入名义均增长 5.3%，较 2019 年增长 8.9% 下降 3.6 个百分点左右。
- 消费倾向：2024 年全年居民平均消费率较 2019 年下降 1.8 个百分点，2025 年上半年平均消费率 65.5% 较 2019 年同期下降 2.0 个百分点。

但从全国居民人均消费支出的实际增速看，居民消费实际增速较 2018-2019 年并未显著恶化：2024 年全年和 2025 年上半年，全国居民人均消费支出实际增速分别为 5.1% 和 5.3%，2019 年实际增长 5.5%。居民消费名义支出对应企业的收入和政府部门税收，名义消费支出增速走弱，而实际消费支出增速偏强，相应降低企业盈利。我们结合 CPI 分项数据去测算各类消费支出实际增速后发现，房地产调整和主要消费品价格低位运行是拖累名义消费增速的主要原因。

房地产调整同时影响居民可支配收入和消费支出，但扣除房地产后居民平均消费率较疫情前下降幅度有限，且非居住类人均消费支出的实际增速已经超过 2019 年实际增长水平：

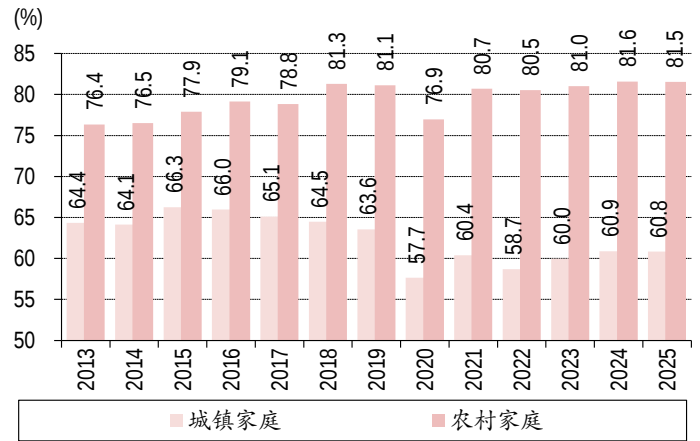
- 以城镇居民收入为例：城镇居民财产性收入占全部可支配收入的 10.1%，其中考虑到中国居民资产中 60% 是房地产，假设财产性收入中 60% 来自房地产相关收入。2025 年上半年，城镇居民财产性收入增长 1.4%，2019 年增长 9%。同时，6 月全国 70 大中城市二手房价格同比下跌 7%，2019 年增长 6.4%，增速差 13.4 个百分点。如果房价能从上半年的平均同比下跌 6.9% 止跌企稳，将拉高城镇居民可支配收入 0.4 个百分点。再叠加房地产企稳将带动居住支出恢复，房地产稳定将较目前提升城镇居民消费支出名义增速 0.7-0.9 个百分点。
- 在支出端，居住支出下降是影响平均消费率的主要原因。2024 年全年，居住支出占全国人均可支配收入的比重（15.2%）较 2019 年（16.4%）下降了 1.3 个百分点，2025 年上半年（15.5%）较 2019 年上半年（17.3%）下降了 1.8 个百分点。此外，房地产调整带动家电、建筑装潢等消费下降，预计合计房地产调整带来的相关支出造成平均消费率较疫情前下降 2 个百分点左右；而上半年，全国居民平均消费率较 2019 年同期的下降幅度为 1.9 个百分点。
- 房地产调整对消费影响的另一个维度是影响政府财力和支出行为，由于卖地收入下降，地方隐性债务负担加重，2024 年占我国最终消费 30% 的政府消费仅实际增长 0.9%。2025 年上半年，政府消费活动有所恢复。但政府消费恢复并不是来自卖地收入改善，而是来自政策支持：一方面来自 2024 年 10 月新一轮地方政府大规模隐性债务置换，改善了地方财力，另一方面 2025 年无论是地方政府债务融资还是中央对地方转移支付都要快于去年同期，扩大了地方新增财政收入。我们估算政府消费实际增速回升至 2025 年第一季度的 3.8%，但仍低于同期全国居民消费支出 5.3% 的实际增长。

图表 37. 价格是消费支出名义增速回落的主要原因



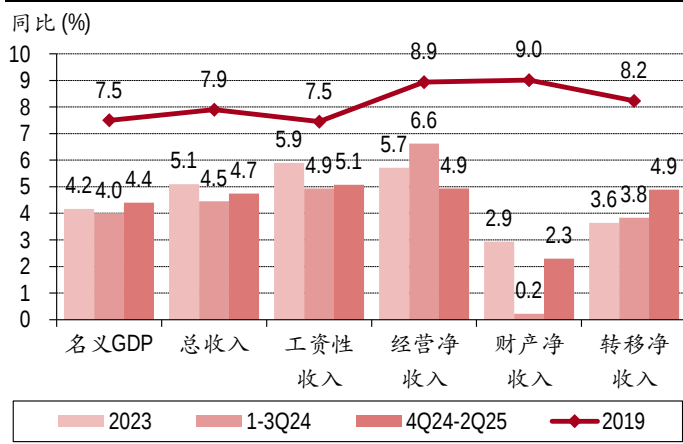
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 38. 1H25 城镇和农村居民平均消费率均低于 1H24



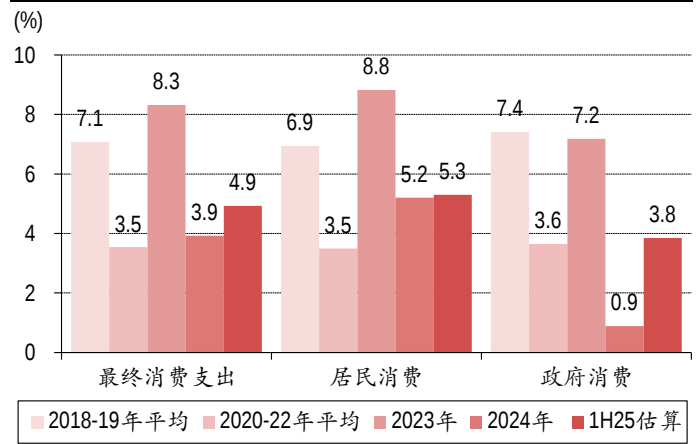
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 39. 房地产下跌, 城镇居民财产性收入增长疲弱



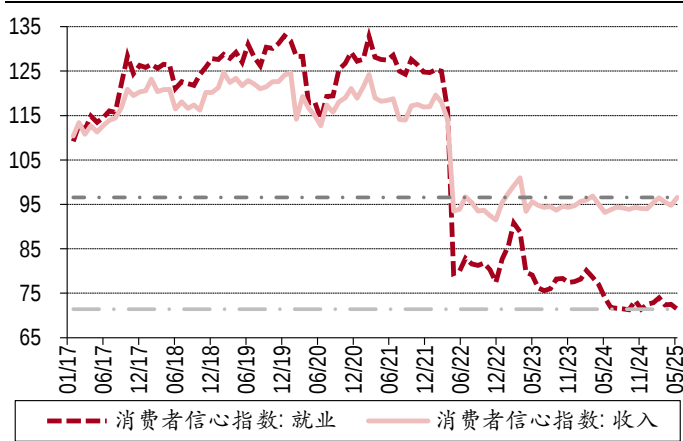
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 40. 卖地收入拖累, 政府消费恢复较慢



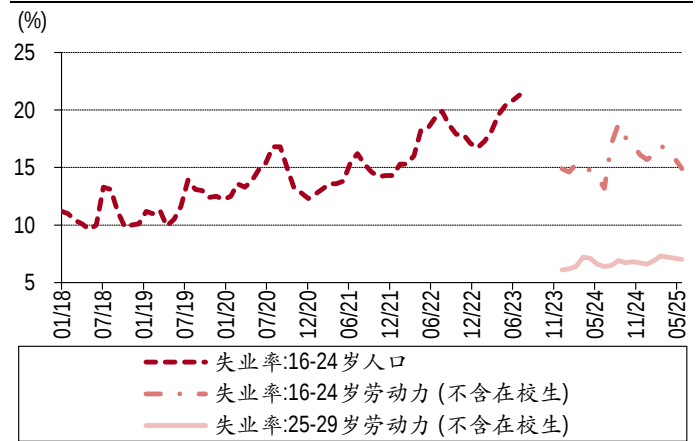
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 41. 就业信心偏弱拖累中国消费信心指数



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 42. 不含在校青年失业率



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

非房地产消费支出表现出较强韧性

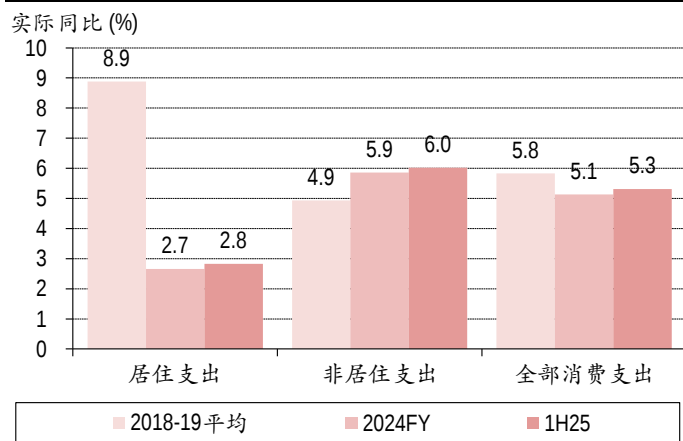
扣除房地产相关因素后，非居住支出占可支配收入的比重下降并不明显，换言之，居民并不是大幅减少了消费倾向，而是减少了房地产相关消费支出倾向。整个的非居住人均消费支出占收入的比重还是实际增速在 2022 年以来呈现比较好的回升趋势：

- 2024 年全年，非居住支出占可支配收入的比重为 53.2%，较 2023 年高 0.4 个百分点，较 2019 年的 53.7% 只有 0.5 个百分点差距。2025 年上半年，非居住支出占可支配收入的比重为 53.1%，比 2024 年上半年高 0.3 个百分点，与 2019 年上半年持平。
- 结合 CPI 分项测算的实际增速显示，2024 年，非居住人均消费支出实际增长 5.9%，比 2018-2019 年平均增速（4.9%）还要高 1 个百分点；2025 年上半年，由于消费品“以旧换新”带动相关商品消费，全国非居住人均消费支出实际增长 6.0%，比 2018 年和 2019 年上半年增速分别高 0.3 和 1.8 个百分点。
- 在非居住支出中，2025 年上半年，食品烟酒支出、教育文化娱乐支出以及生活用品及服务支出的增速均已超过 2019 年同期，同时，食品烟酒支出、教育文化娱乐支出和其他用品及服务支出占可支配收入的比重已超过 2019 年同期，反映居民“吃喝玩乐”消费的实际增长并不弱。值得关注的是，2024 年以来居民服装支出明显走弱，扣除 CPI 服装价格增速后，2024 年服装支出实际增长 1.4%，2025 年上半年实际同比增长 0.7%。服装支出减少一方面可能来自居民消费观念的改变，但另一方面 2024 年以后就业预期偏弱，青年失业率偏高，可能也影响了外出社交需求。

非居住消费支出中，部分企业内卷式竞争带来的消费品价格收缩压力也是造成部分消费支出名义增速偏低的原因。例如，2023 年到 2025 年上半年，占居民消费支出 14% 的交通和通讯消费支出实际增速远超疫情前，2023-24 年平均增长 14%，2025 年上半年同比增长 11.6%。但受行业内卷和产品升级等多因素影响，交通通讯 CPI 在 2023 年、2024 年和 2025 年上半年分别下跌 2.3%、1.9% 和 2.9%，如果价格能止跌企稳，将带动消费支出增速回升近 0.3 个百分点。

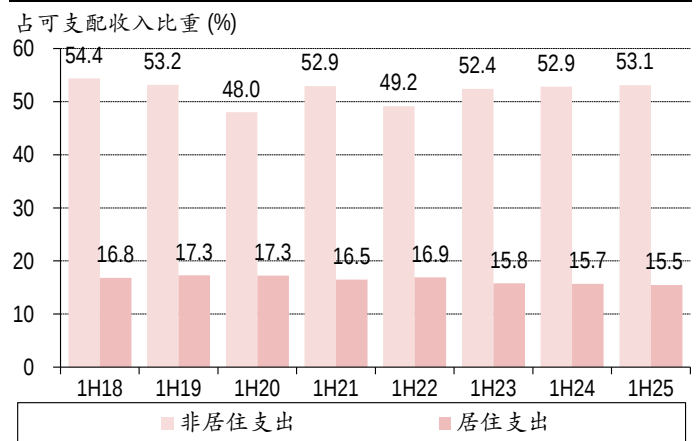
总体上，以实际增速衡量的非居住消费表现并不低，特别是“吃喝玩乐”消费增长水平已经超过疫情前。但一方面消费“增量不增价”，另一方面房地产尚未且稳仍明显拖累居民收入和相关消费。因此，改善居民消费除了保障就业、提振收入外的一个重要内容是结束无效内卷与实现房地产市场企稳。

图表 43. 非居住支出的实际增速恢复较快



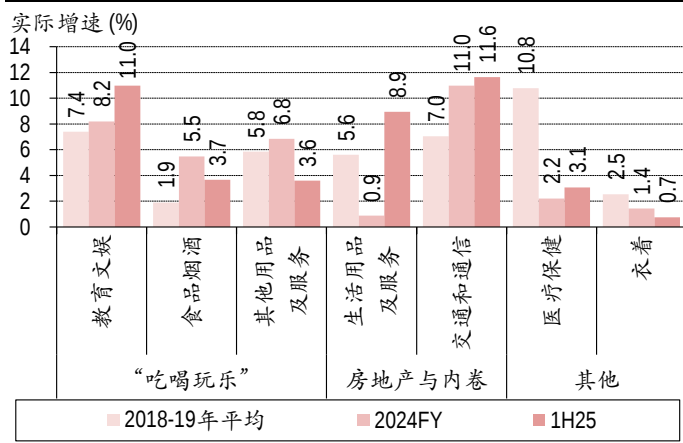
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 44. 居民非居住消费支出/可支配收入恢复至疫情前



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

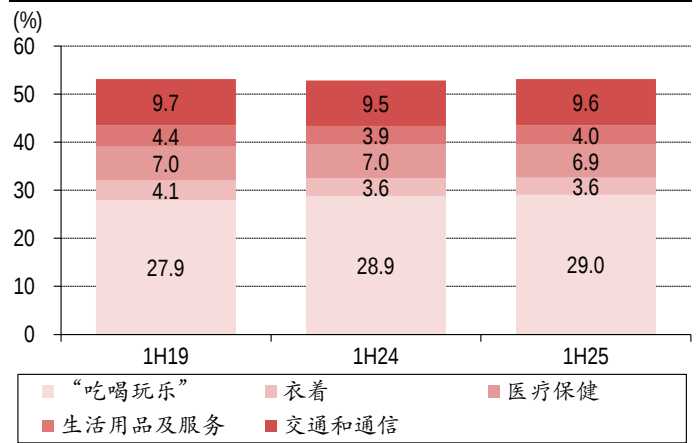
图表 45. 最终消费实际增速与 2025 年预测



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

备注: “吃喝玩乐”需求包括食品饮料烟酒支出、教育文娱支出和其他用品支出

图表 46. 居民各类非居住消费支出/可支配收入



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

备注: “吃喝玩乐”需求包括食品饮料烟酒支出、教育文娱支出和其他用品支出

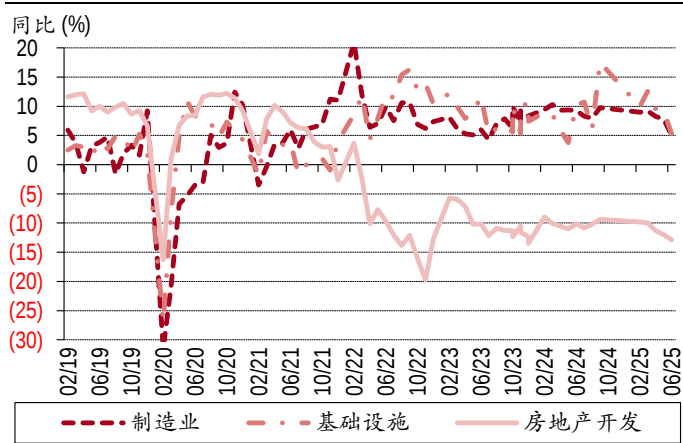
从“投资于物”向“投资于人”

2025 年上半年, 固定资产投资同比增长 2.8%, 较 2024 年增长 3.2% 低 0.4 个百分点。但根据统计局介绍, 扣除相关物价影响, 2025 年上半年, 固定资产投资实际增长 5.3%, 比 2024 年全年实际增速 4.8% 提升了 0.5 个百分点。

固定资产投资继续受房地产投资的严重拖累。2025 年上半年, 房地产投资 (占固定资产投资 19%) 同比下跌 11.2%, 且自 3 月以来跌幅持续扩大。房地产投资持续收缩, 同时带动相关建筑业和租赁商务服务业投资表现疲软: 上半年建筑业投资下跌 21.2%, 跌幅较 2024 年全年扩大 19.3 个百分点; 租赁商务服务业投资仅增长 0.8%, 较 2024 年增速下降 5.5 个百分点。

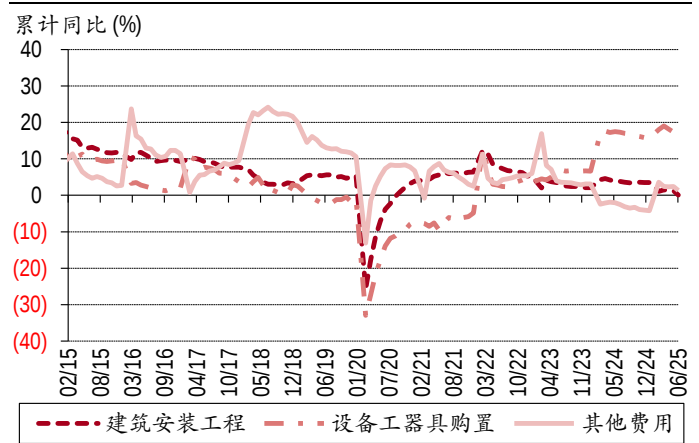
扣除房地产后, 上半年非房地产固定资产投资同比增长 6.7%, 较 2024 年下降 0.5 个百分点。其中, 制造业投资、绿色转型带动的公共事业投资和部分生活服务业投资增长相对较快, 但狭义的传统基础设施增长较慢, 公共服务投资仍为负增长。

图表 47. 主要行业固定资产投资增速



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 48. 固定资产投资, 分建筑性质



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

外需回落和产能充裕制约制造业投资增长

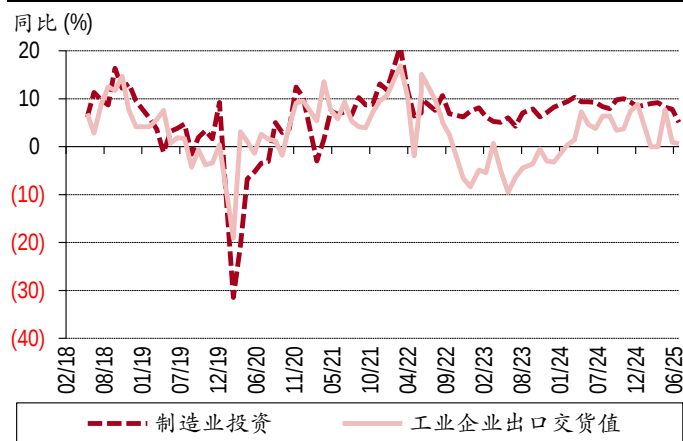
2025 年上半年，制造业投资同比增长 7.5%，较 2024 年回落 1.7 个百分点。制造业投资增长受益于设备更新、产业升级和恢复较好的一些居民商品消费带来的需求增长。2025 年上半年，设备投资继续高增 17.3%，汽车产业链（汽车与有色金属制造）投资合计增长 17.9%，居民消费较快的“吃喝玩乐”制造业（食品饮料行业和文体娱用品制造业）投资增长 15.6%。

但另一方面受制于贸易摩擦导致的信心下降、部分设备制造业产能利用率偏低以及房地产收缩带来的传统原材料行业投资需求减少。2025 年第二季度，制造业产能利用率同比回落 0.9 个百分点至 74.3%，是 2017 年以来表现最差的第二季度，其中通用设备、电气设备、汽车、有色金属制造等高技术制造业产能利用率较去年同期回落超过 1.1 个百分点，化工和非金属制造等高能耗行业产能利用率也分别同比下降 4.5 和 1.9 个百分点。反映到投资上，高能耗行业（化工、能源、非金属制造和黑色金属制造）合计上半年制造业投资下降 5.5%，部分产能利用率偏低的高技术制造业（通用设备、专业设备和电气设备）上半年制造业投资仅增长 2%。

2024 年以来，伴随着出口恢复，出口依赖行业（包括劳动密集型产品、非汽车交运设备和电子设备）行业投资在 2024 年增长 13.9% 后，2025 年上半年仍有 11.5% 的较高增长。但在趋势上，自 2025 年 3 月美国不断收紧贸易政策后，出口依赖行业投资增长也相应放缓，从 3 月的同比增长 14.6% 下降至 6 月的 8.2%。

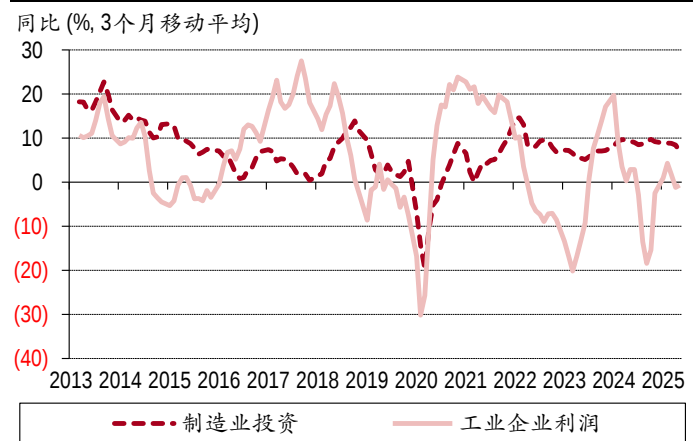
下半年看，除居民“吃喝玩乐”等内需驱动的消费增长韧性较强有望继续保持相关制造品行业投资较快增长外，设备以旧换新效果减弱和汽车产业链在低产能利用率下“内卷”扩张产能带来的增长动力将有所放缓，而贸易摩擦、产能利用率和房地产收缩等问题带来的下行制造业下行压力趋于上升。我们预计整个制造业投资增速会从上半年的同比增长 7.5% 放缓至下半年的同比增长 3.6%，对应全年增长 5.2%。但在中期内，中国产业升级、城市更新改造和中国企业“走出去”都会继续带动高技术领域的设备需求和相关原材料需求。

图表 49. 出口交货值与制造业投资



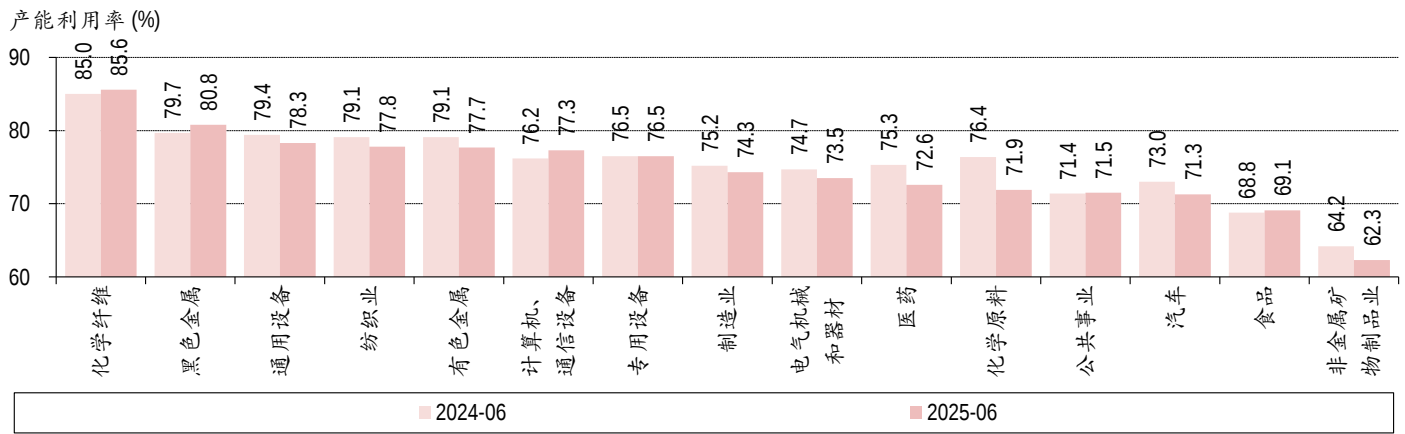
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 50. 工业企业利润与制造业投资



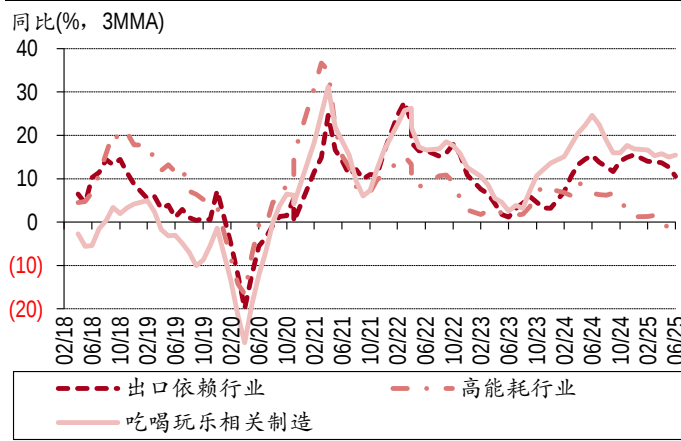
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 51. 不同行业产能利用率



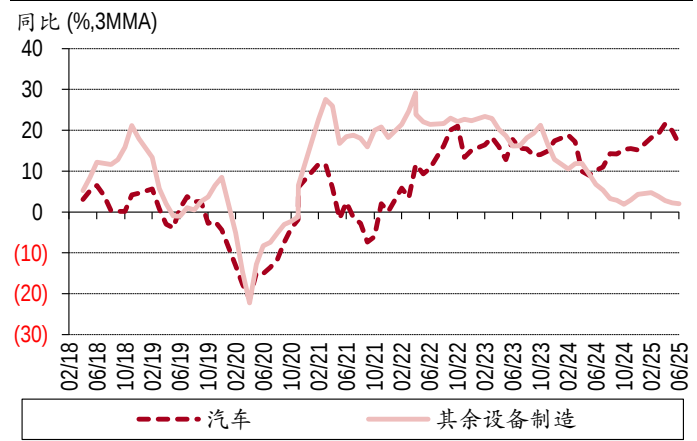
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 52. 不同类型制造业行业投资



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 53. 汽车产业链投资增速高于其余设备制造业投资



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

适度超前、重大项目与转型配套继续支撑基建投资

广义的基建投资（占固定资产投资 30%左右）在上半年实现同比增长 8.9%较强表现，但增长势头在第二季度也出现放缓，其中 6 月当月基建增速回落至 5.3%，较上月下降 4 个百分点。

对应到资金投入方面，虽然政策继续保持了对基建投资的较大支持，但随着投资政策转向“投资于人”，支持力度也有所减弱。从政府资金投入看，一般公共预算支出中，2025 年前 5 个月农林水事务和交通运输支出分别下跌 7%和 0.1%。前 5 个月地方政府债券投向中，用于基建投资的金额虽然同比增加了 450 亿人民币至 5,581 亿人民币，但占比从 35%下降至 33%。同时，上半年新增人民币贷款中，新增基建中长期贷款 2.18 万亿，较 2024 年上半年减少了 16%。基建投资增量资金主要来自特别国债对“两重”项目的支持，资金从去年的 7,000 亿人民币上升到今年的 1 万亿人民币。

在结构上，基建增长主要来自绿色转型带来的电力相关投资和铁路、水利等领域的重大项目工程。2025 年上半年，公共事业基础设施投资继续大幅增长 22.8%，投资规模是 2021 年上半年的 2.2 倍，对上半年基础设施投资增长的贡献为 62%。相比之下，狭义基建投资（以交通运输、仓储和邮政业与水利、环境和公共设施管理业为主）增长偏慢，上半年增长 4.6%，较 2024 年高 0.2 个百分点。其中，由中央财政和特别国债资金支持的铁路投资与水利投资增长相对较快，但在 2024 年高基数上有所回落，地方政府财力相关的道路投资和公共设施投资增长较 2024 年增速有所改善，但增长水平依然相对较低。2025 年上半年，铁路投资和水力投资分别增长 4.2%和 15.4%，较 2024 年增速回落 9.3 和 26.3 个百分点，而道路投资和公共设施投资分别增长 0.6%和 1.7%，但较 2024 年增速回升 1.7 和 4.8 个百分点。

从上半年数据看，基建投资的亮点是能源结构转型相关投资强劲增长，同时地方财力整体改善还是带动了部分道路、公共设施管理投资的恢复。同时，一些实物量投资指标改善，6月挖掘机、石油沥青装置开工率、水泥发运量、高炉开工率均好于去年同期。但缺点可能是增量资金边际减弱以及新开工项目的不足，上半年建筑业新签合同额同比下跌6.5%。我们预计以雅鲁藏布江水电站开工为重要标志，下半年基建投资领域的重大项目工程和中央预算内投资仍有政策支撑，下半年基建投资预计仍保持在5%以上，我们预计下半年基建投资增长6.8%，较上半年增长8.9%放缓，全年增长7.7%。

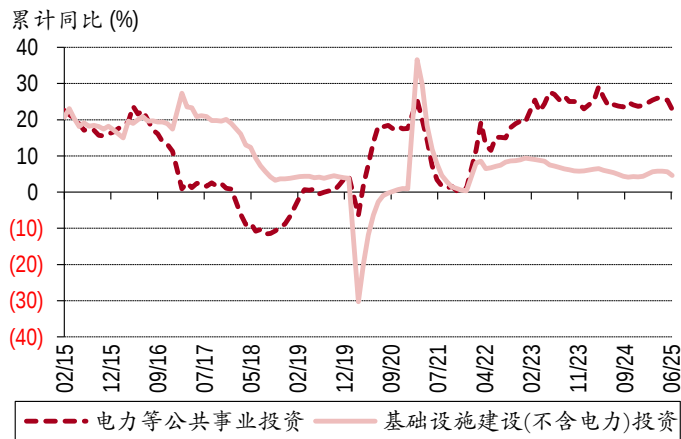
从中期看，中央城市工作会议明确我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。城镇化发展阶段的变化也意味着与城镇化建设紧密相关的基础设施投资建设方向也将迎来转变。在增长总量上，随着城镇化速度的放缓，基础设施投资速度也将放缓。在方向上：

一是投资从过去更注重投资于物，促进生产和物流，转向更偏向投资于人，扩大居民公共服务供给，推动地下管网、城市防洪防涝、城市环境保护等城市更新改造与绿色安全建设。

二是结合区域协调发展、绿色转型以及和国家战略相关的、由中央投资主导的重大基础设施建设将继续推进。7月18日开工的雅鲁藏布江水电站计划总投资1.2万亿人民币，假设10-15年的建设周期，直接年投资额相当于2024年基础设施投资（15.4万亿人民币，约占固定资产投资总额的30%）的0.5%-0.8%。

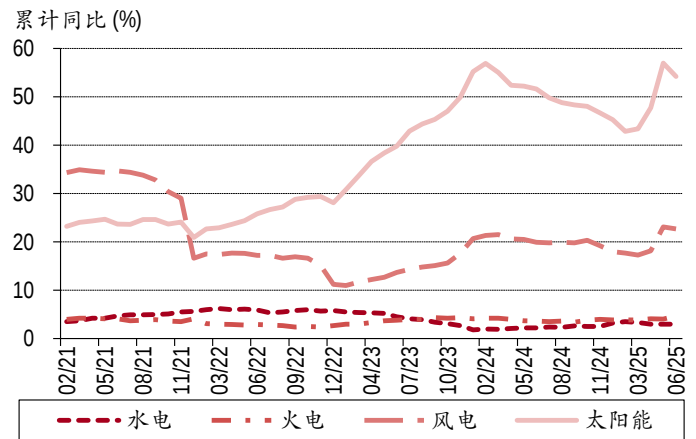
三是与民生“补短板”相关的“软基建”有望迎来更多支持。实际上，从一般公共预算支出中，2025年前5个月教育支出增长6.7%，节能环保支出增长6%，高于基建支出增速。但受人口因素、行业政策和地方政府财力等约束，部分公共服务业投资仍在负增长，上半年教育业、卫生和社会工作业以及科学研究、技术服务与勘探业的固定资产投资分别下跌3.3%、6.1%和11.5%。未来这些“软基建”相关的财政和金融支出力度有望加大。

图表 54. 基础设施投资



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 55. 风电和太阳能发电装机驱动发电装机容量较快增长



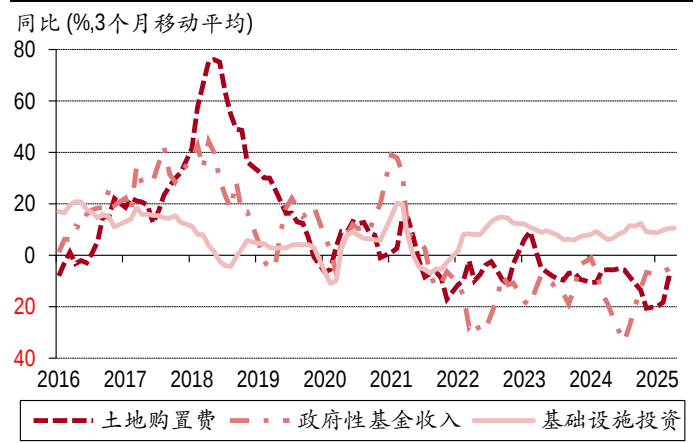
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 56. 新增基建投资贷款



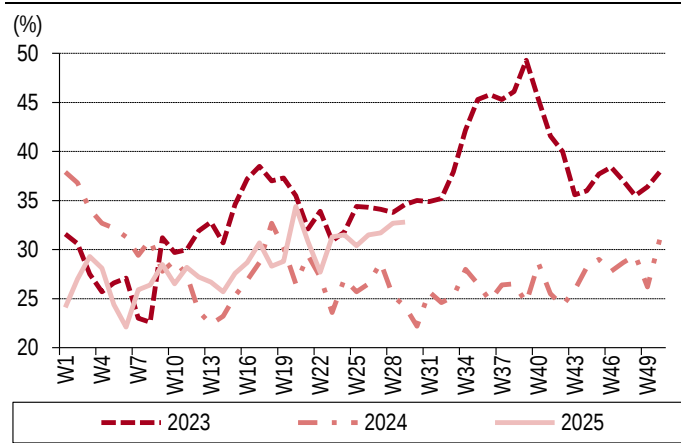
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 57. 土地收入与基础设施投资



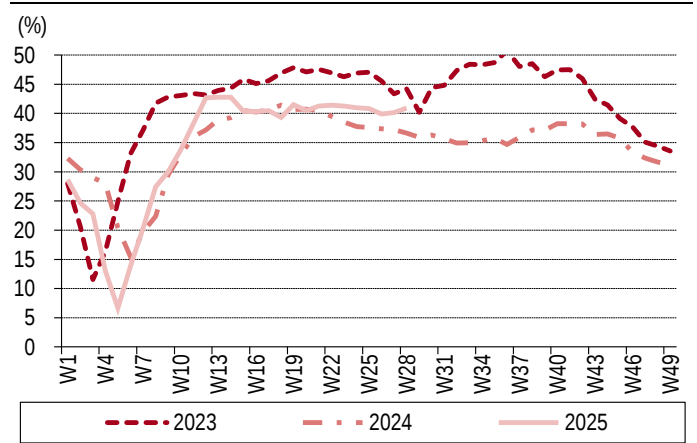
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 58. 石油沥青开工装置



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 59. 挖掘机开工小时数



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

房地产市场调整仍未结束

2025 年上半年, 房地产销售跌幅整体收窄, 但第二季以来, 随着政策效果减弱, 房地产销量和价格跌幅有重新扩大的趋势: 2025 年上半年, 商品房销售面积下跌 3.5%, 较 2024 年全年跌幅收窄 9.4 个百分点; 70 大中城市新房和二手房价格分别同比下跌 3.7% 和 6.1%, 均较 2024 年跌幅收窄 2 个百分点。

但第二季度以来, 商品房销售面积跌幅逐月扩大, 6 月当月商品房销售面积跌幅扩大至 -5.4%, 销售金额跌幅扩大至 -10.7%; 7 月前 23 天, 30 大中城市商品房销售面积同比下跌 20.1%, 较 6 月同比下跌 8.4% 进一步扩大。价格方面, 70 大中城市新房 6 月环比折年下跌 3.5%, 较 2024 年 12 月跌幅扩大 2.3 个百分点; 二手房价格环比折年增速为 -7%, 2024 年 12 月环比折年为 -3.5%。同时, 房地产投资由于新开工不足持续疲弱, 商品房新开工面积同比下跌 20%, 房地产投资同比下跌 11.2%, 2024 年分别下跌 23% 和 10.6%。可见第二季度以来, 房地产销量、价格和投资在幅度上距离“房地产止跌企稳”的政策要求有所偏离。

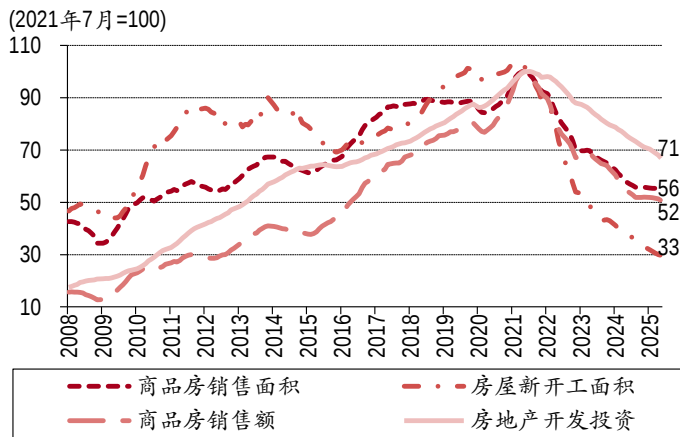
下半年房地产投资预计仍将延续较大幅度下跌。实际上, 由于前期新开工面积的持续下跌 (2025 年上半年房地产新开工较 2021 年上半年高点下跌 70%), 后续房地产销量和投资都面临供应和开工收缩的问题。同时, 由于房地产价格持续下跌, 居民观望情绪上升, 下半年在较高基数上, 房地产销量跌幅可能会有所扩大, 我们预计全年商品房销售面积下跌 5% 到 10%, 房地产投资下跌 10%。同时销量跌幅扩大可能会导致部分开发商现金流再度面临较大压力。

虽然我们预计下半年房地产销量和价格继续同比下跌, 但我们预计房地产市场下跌势头将趋于缓和。如果能配合更加积极的稳楼市政策, 预计市场更有希望加快企稳。一

是过去四年新开工大幅收缩减少了市场供应，而自 2024 年下半年以来“好房子”的建筑要求也有望逐步吸引刚需购房者。同时房地产价格持续下跌也改善了房地产的收入房价比，提高了首次购房者的购买力。价格方面，统计局 70 大中城市新房和二手房价格分别跌回 2019 年 5 月和 2017 年 2 月的水平；从 2021 年 9 月的高点开始计算本轮房价下跌已经持续 4 年之久，而美国次贷危机下，房地产价格下跌了大概五年（1Q06-2Q11）。当前，新房跌幅已有所缓和，虽然 6 月新房价格环比跌幅扩大，但以过去六个月平均看，持续的供应收缩后新房价格下跌势头有所缓和。二手房由于供应充足，价格下跌压力更大，如果本轮二手房价格回到上一轮房地产周期的高点（2014 年 6 月），还有 4.1% 的跌幅，按照环比下跌 0.3%-0.5% 的速度对应分别再下跌 8-14 个月，但如果是回到 2015 年 6 月的低点，按照 0.5% 的环比下跌速度，还需要 19 个月。如果是参考核心城市二手住宅租金回报率，上海和广州租金回报率 2025 年 6 月的租金回报率为 1.8%，和 30 年国债收益率接近（1.86%），深圳的租金回报率（1.7%）距离 30 年国债收益率差距为 8.6%。

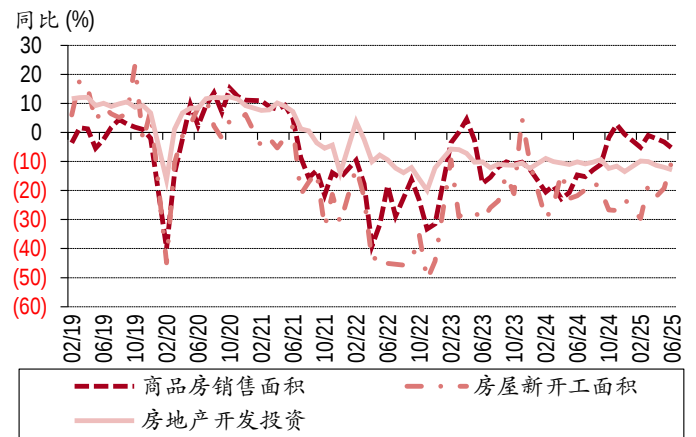
所以我们认为虽然房地产市场仍在调整过程中，但调整的幅度将有所减轻。现阶段加快房地产企稳，一是需要保障就业稳定，稳定居民收入增长和就业预期。二是减少购房者负担，包括进一步降低房贷利率或者公积金利率，将购房税费与家庭规模相结合等。三是配合财政和结构性货币政策，一方面是加大商品房收储力度，支持将收购的保障房改成和公共服务有关的保障性住房或者养老公寓，同时由中央政府提供一定的激励措施，提高地方的积极性，另一方面是推动城中村改造和货币化安置，加快农村人口市民化，创造新增购房需求。

图表 60. 房地产市场较 2021 年 7 月高点深度调整



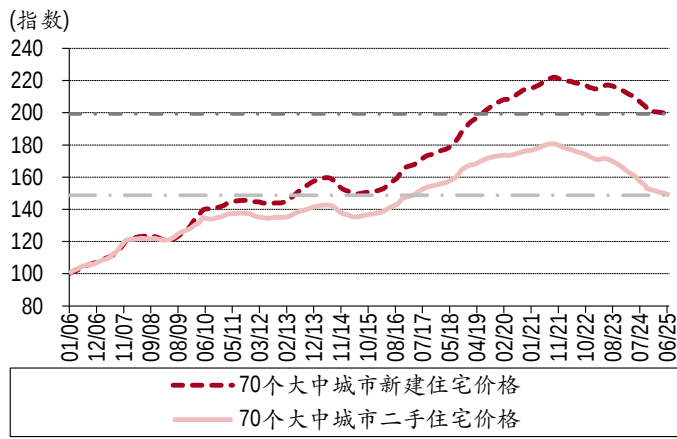
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究 备注: 2021 年为两年平均增速

图表 61. 房地产销售面积、新开工和房地产投资持续调整



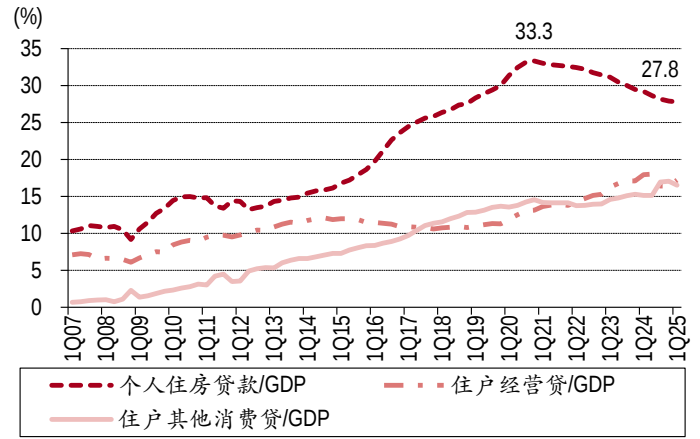
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究 备注: 2021 年为两年平均增速

图表 62. 70 大中城市房价指数



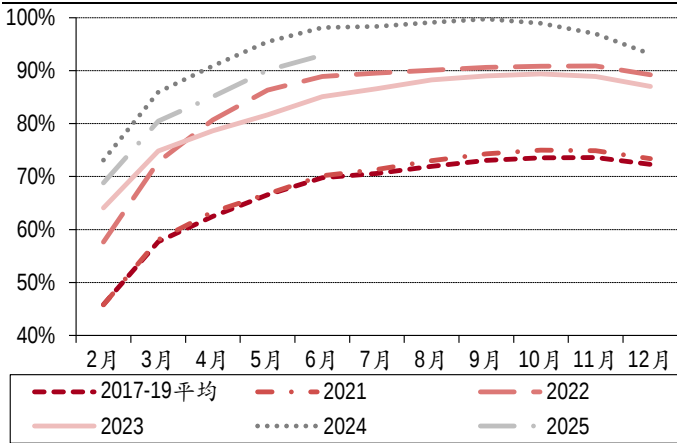
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 63. 住户部门不同类型债务/GDP



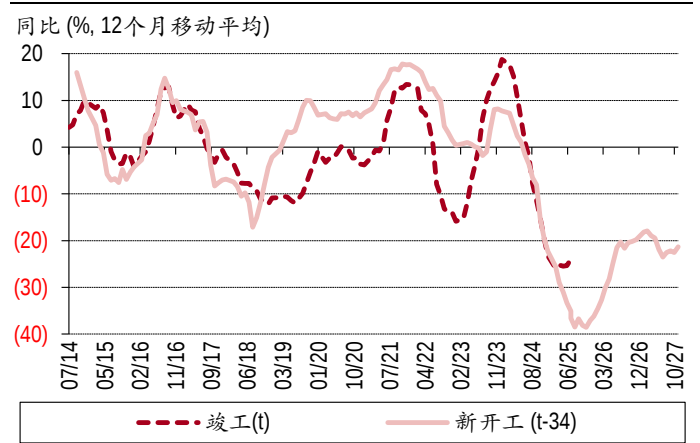
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 64. 房地产投资占房地产开发资金来源比重



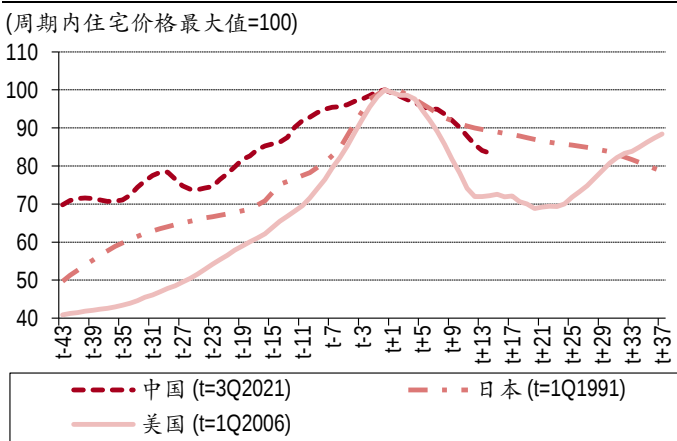
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 65. 新开工面积与竣工面积



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

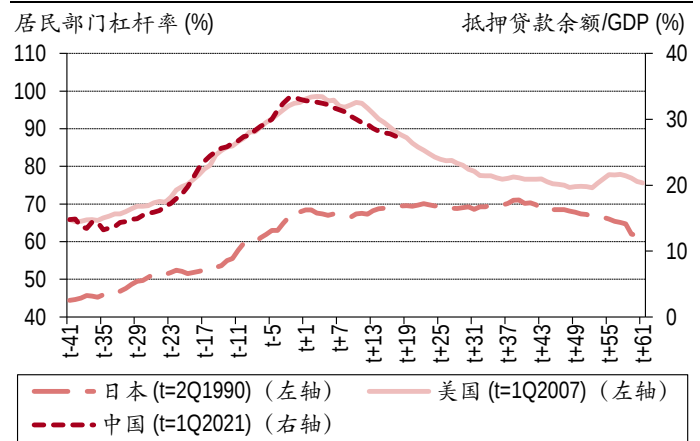
图表 66. 中、美、日名义住宅物业价格指数调整对照



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

备注: 最高值时点为t, t+1为t时点后一个季度

图表 67. 中、美、日居民部门杠杆率调整比较



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

备注: 最高值时点为t, t+1为t时点后一个季度

稳增长政策还需加力

广义财政扩张力度放缓

全年广义财政预算缺口预计8,000亿元

根据财政预算，2025年涵盖一般公共预算、政府性基金预算及国有资本经营预算的广义财政赤字预计达12.2万亿元，创历史新高，比2024年实际赤字增加2.1万亿元；广义赤字率升至8.7%，高于2020年的8.4%和2024年的7.5%。2025年广义财政赤字中有11.86万亿元来自政府债务融资：包括4.86万亿元一般国债、1.8万亿元特别国债、4.4万亿元地方专项债和0.8万亿元地方一般债；较2024年政府债券融资规模增加2.02万亿。特别是一般公共预算赤字率从2024年的3%上升至4%，突破了传统意义的赤字红线。在收入方面，2025年广义财政收入预算为28.9万亿元，与2024年实际收入持平，2024年收入下降1.9%。在支出方面，2025年广义财政支出预算为41.0万亿元（假设9000亿的政府性基金调出和结余资金），较2024年实际支出增加2.1万亿元或同比增长5.4%，24年支出同比增长2.6%。

与2024年相比，2025年的财政预算对收入预测更为保守，一定程度上降低了因收入不足导致支出受限的风险。首先是与名义GDP表现较为同步的一般公共预算收入预算假设了更加保守的名义GDP增速，基于5.66万亿元的一般公共预算赤字和4%的赤字率，可推算出财政预算对2025年名义GDP增长率的预期为3.8%-6.2%，隐含的GDP平减指数为-1.1%至1.2%。上半年，名义GDP增长4.4%，GDP平减指数为-1.0%，处于预算假设范围内，但偏向预算区间下限。2025年上半年，一般公共预算收入同比下降0.3%，不及全年微增0.1%的预算预期，其中税收收入因通胀疲软和企业收益放缓而下降1.2%，不及全年增长3.7%的预算预期。截至2025年6月，一般公共预算收入完成全年目标的52.6%，低于2020-24年同期平均53.9%的预算完成进度。考虑到国内通胀水平持续低迷以及全球贸易紧张局势的扰动，下半年一般公共预算收入的增长压力仍然较大。在基准情景下，我们预计2025年税收收入和非税收入分别同比下降0.7%和6.9%，全国一般公共预算收入下降2.0%，形成约4,500亿元的收入预算缺口。

土地收入收缩压力同样是实现全年广义财政收入目标的挑战。地方政府的土地出让收入占全国政府性基金收入的近80%，2025年上半年，受土地出让收入下降6.5%的拖累，政府性基金收入同比下降2.4%。相比之下，2025年财政预算假设地方政府性基金收入微增0.1%，扭转2024年下跌13.5%的颓势，意味着全年土地出让收入预计将保持平稳。上半年，土地出让收入仅在4月和6月实现同比增长，其中6月同比增长21.6%，其余月份均为两位数下跌。展望下半年，土地出让收入的复苏依然面临较大难度，我们预计2025年国有土地出让收入下降7%左右，形成约3,500亿的收入预算缺口。

整体来看，广义财政收入（涵盖一般公共预算收入和政府性基金收入）在2025年上半年同比下降0.6%，降幅虽然较2024年的2.0%有所收窄，但较0%预算目标仍有差距。综合计算，今年全国广义财政收入的预算总缺口预计8,000亿元左右。参考2024年，政府性基金收入和一般公共预算收入总计较预算少1.3万亿元，政府性基金支出较预算少支1.87万亿元，导致财政扩张力度不及预算目标。

政府投融资靠前发力后下半年财政扩张放缓

尽管财政收入表现弱于预期，2025年上半年广义财政支出在政府债券融资的支持下加速增长。整体来看，广义财政支出在2025年上半年增长8.9%，如果扣除5000亿补充银行资本金支持，广义财政支出上半年增长6%，均远高于2024年2.7%的增幅。

“两本账”分开来看，一般公共预算支出在2025年上半年增长3.4%（2025年预算增长目标为4.4%），且支出重点逐步向民生相关领域倾斜。例如，上半年社保与就业支出和教育支出分别同比增长9.2%和5.9%，显著高于2024年5.6%和2%增速。但值得关注的是，一般公共预算对基础设施等建设支出的投资减少，上半年交通运输支出、城乡社区事务支出和农林水事务支出分别同比减少3.1%、4.2%和7.8%，相比之下，2024年分别同比减少1.2%、增长5.9%和增长12.4%。

政府性基金支出在 2025 年上半年增长 30.0%（2025 年预算增长目标为 7.9%），主要得益于地方政府专项债、支持“两重两新”项目的特别国债和补充银行资本金特别国债的推动。在专项债投向方面，前五个月新增地方政府债券融资中（包括少部分地方政府一般债），30%用于市政和产业园区投资、22%用于基础设施建设、12%用于社会事业、10%用于保障性安居工程、4%用于土地储备。近期，部分省份扩大新增专项债使用资金至补充政府性基金财力和偿还拖欠的企业欠款，下半年，地方专项债的适用范围有待进一步放松以加快发行步伐。

2025 年上半年，新增政府债券总额达 6.0 万亿元，同比大幅增加 2.61 万亿元，国债和地方政府专项债的发行均显著提速。其中，新增国债 3.38 万亿元，同比增加 1.83 万亿元，完成了年度预算的 51%（预算为 4.8 万亿元一般国债+1.8 万亿元特别国债），远高于 2024 年同期的 35.0%；新增地方政府债券（包括一般债券和专项债券）2.61 万亿元，同比增加 0.79 万亿元，发行进度由 2024 年上半年的 37.2%提升至 2025 年的 49.1%。根据今年新增政府债券 11.86 万亿元的预算测算，下半年剩余债券发行额度为 5.87 万亿元，和 2024 年下半年的 5.83 万亿元基本持平。因此，政府债券融资对下半年广义财政支出和经济增长的推动作用预计将较上半年减弱。

展望下半年，如果完全按照预算安排，广义财政支出增速预计将从上半年的 6%（扣除补充银行资本金特别国债支出）放缓到下半年的 5.2%。然而，低于预期的税收收入和土地出让收入可能进一步制约下半年的财政支出，如果无增量财政支持，8,000 亿的广义财政收入缺口将导致全年广义财政支出增速从预算的 5.5%下降至 3.5%，下半年广义财政支出增速放缓至 1.4%左右。

从补充财政支出的必要性看，中国经济上半年增长 5.2%后，在短期内降低了财政大幅扩张的诉求。如果以全年名义 GDP 增长 3.8%-4.2%的目标测算，对应下半年名义 GDP 增速为 3.4%-4.2%，假设广义财政支出/GDP 按照 30%测算（2H24:29.9%），对应下半年广义财政支出增速要求为 3.8%-4.5%，对应需要补充 0.5-0.65 万亿元。

由于年内财政收入存在缺口以及下半年经济增长势头存在放缓压力，仍有必要补充新的财政资金来保障财政支出平稳增长。我们预计，补充财政资金的相关政策或将在 2025 年第四季度公布，潜在资金来源包括使用地方专项债未使用额度、扩大政策性金融工具的使用范围，以及适当新增赤字或特别国债规模。根据 2025 年全国人大审批的债务限额计算，扣除今年尚未发行的 2.2 万亿地方专项债和 3.3 万亿国债后，下半年专项债和国债的剩余空间分别约为 9,400 亿和 9,100 亿，预计新财政资金的来源较为充裕且灵活可控。2024 年新增 4,000 亿专项债额度，但实际年内只使用了 1,000 亿元，还结余 3,000 亿元尚未使用；使用结余专项债额度后，年内继续增发国债或特别国债的必要性将有所下降，有一定可能年内无需增发国债；但如果经济增长超预期下行或者收入缺口超出预期，需要补充国债规模在 5,000 亿元左右。

财政资金使用强调促进消费和民生

下半年，财政资金的使用预计将持续向促销费、保障民生倾斜，重点领域包括：

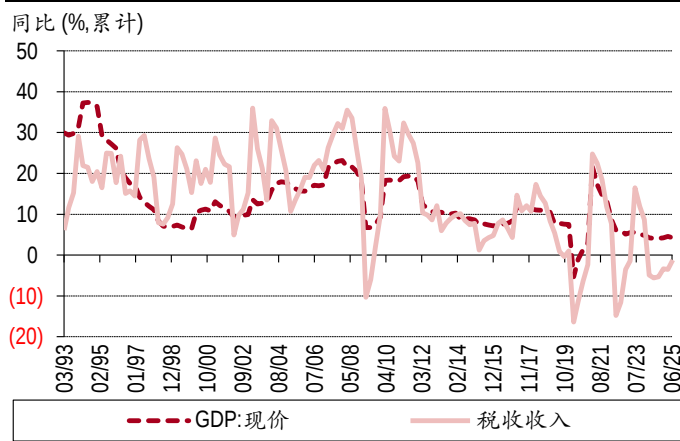
专项债使用范围扩大：下半年地方专项债预计将加速发行，保持政府投资节奏。在用途上，专项债投向领域和用作项目资本金范围预计进一步扩大。2025 年 1 月，财政部明确允许地方专项债资金用于土地储备和收购存量商品房用作保障性住房，今年前五个月，约 8%的新增专项债资金用于土储，后续土储专项债的发行节奏有望加速。在优质项目不足的背景下，6 月专项债使用范围扩大至政府投资引导基金，有利于吸引社会资本进入相关领域，发挥财政的撬动作用。

提振消费：2025 年全年安排 3,000 亿元特别国债用于消费品以旧换新，上半年，两批共 1,620 亿元资金已下发和使用完毕，显著激发相关耐用消费品销售增长。下半年，剩余 1,380 亿元资金将在 7 月、10 月下发，分领域、分时段控制资金使用节奏。预计三季度扩充补贴额度的可能性较小，若四季度消费超预期走弱，可以增发特别国债加大对消费补贴的支持。

同时，消费补贴覆盖的商品品类不断扩围，部分地方政府可能会增加对服务消费的补贴。今年中央政府补贴的家电品类从8类扩大到12类，并纳入手机、平板电脑等3C产品，地方政府将补贴品类进一步延伸至家装、家居产品，下半年，补贴品类有进一步扩容的可能性。扩大服务消费是2025年政府工作报告中提振消费的重要工作之一，6月起广东、江西等省份发放托育服务消费券，下半年消费补贴可能进一步从商品向服务转移。同时，财政资金预计继续保持对公共服务的较大投入，扩大医疗、教育、养老等公共服务供给，同时集合统一大市场建设，放松部分服务领域的市场准入，吸引民营资金的参与。

同时，财政资金可能会结合应对人口老龄化战略来扩大对居民部门的转移支付，提高居民部门收入。2025年7月，人力资源社会保障部、财政部宣布从2025年1月1日起，为2024年底前已退休人员总体上调养老金水平2%，重点向中低收入群体倾斜，将惠及1.5亿名退休人员，参考2024年城镇职工基本养老保险基金支出6.8万亿元和2023年城乡居民养老保险支出4,600亿元计算，2%的上调幅度预计增加1,500亿元支出。同时，下半年将推出全国层面的生育补贴。上半年部分省市已出台育儿补贴政策，全国性将按照3岁以下每孩每年3,600元育儿补贴额度推进，参考2022-24年共2,812万新生儿人口估算，2025年预计发放育儿补贴1,012亿元，约占广义财政支出的0.2%。

图表 68. 税收收入与名义 GDP 增速基本同步



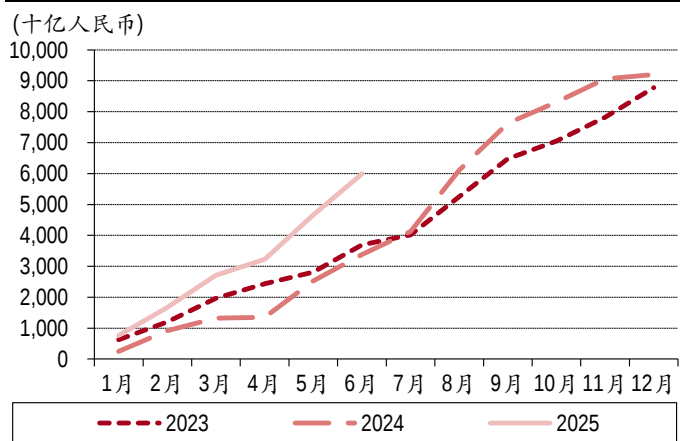
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 69. 2025 年上半年土地收入继续收缩



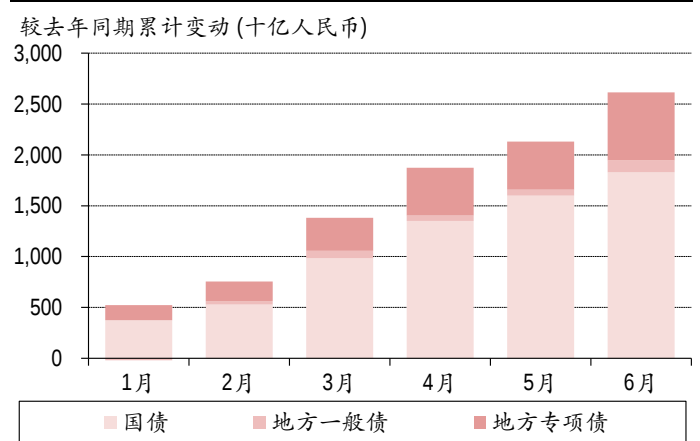
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 70. 2025 年二季度政府（国债+地方债）债券融资活动明显加速



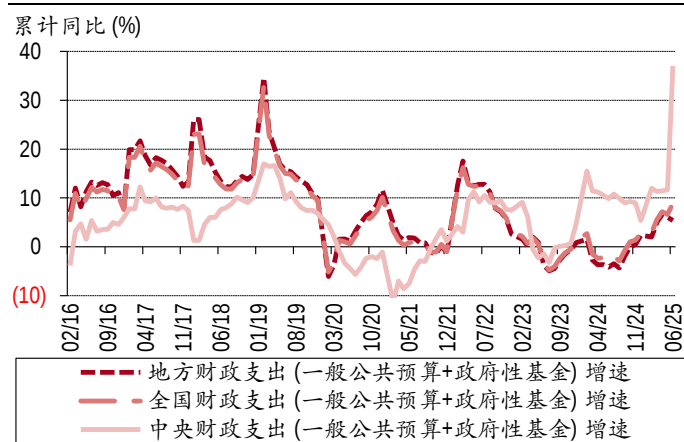
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 71. 2025 年上半年新增国债同比大幅增加



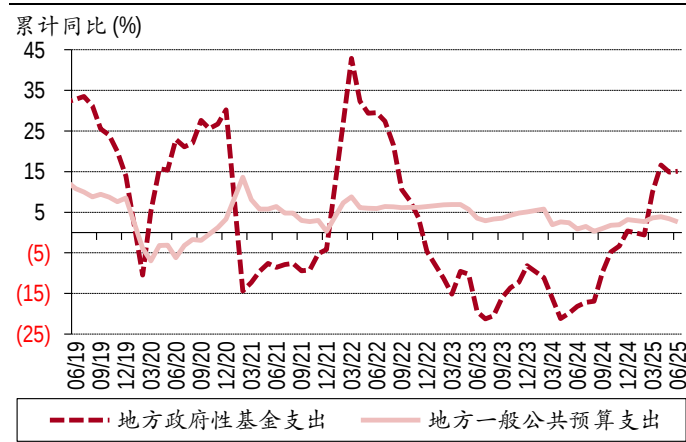
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 72. “两本账”财政支出 (一般公共预算+政府性基金预算)



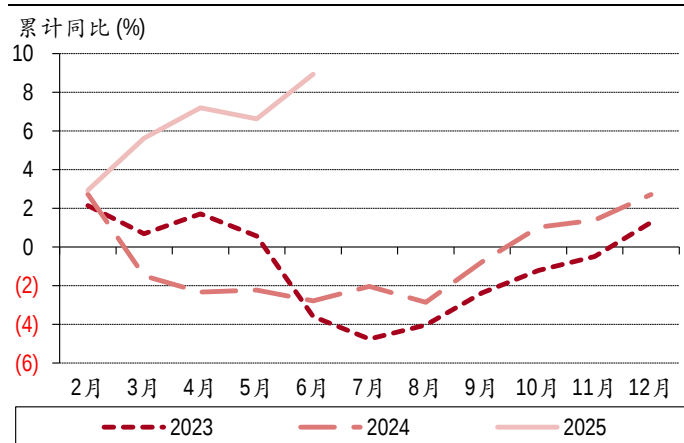
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 73. 地方政府财政支出



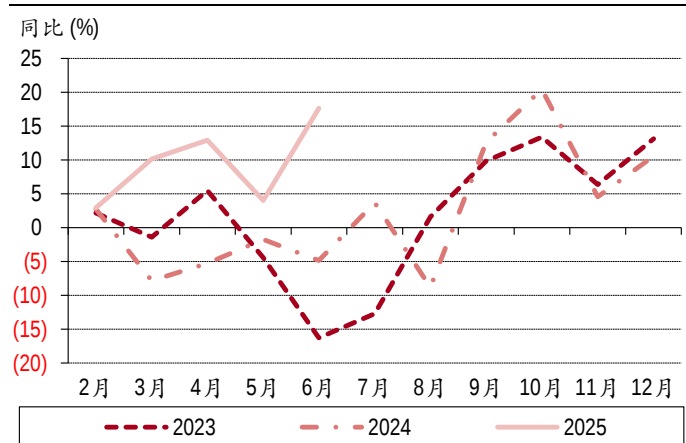
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 74. 2023-1H25 “两本账”财政支出累计同比



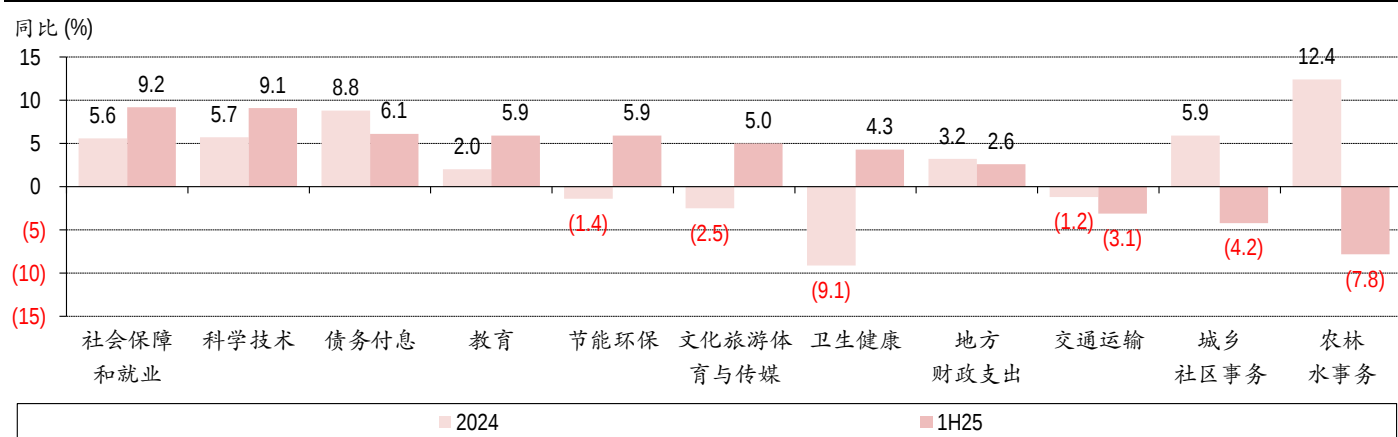
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 75. 2023-1H25 “两本账”财政支出当月同比



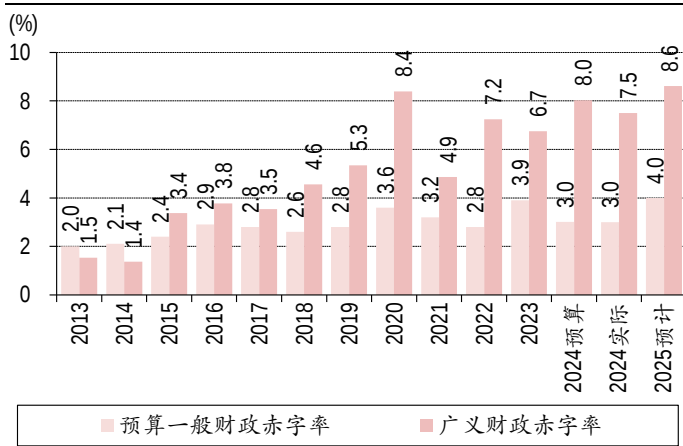
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 76. 保证重点领域支出增速



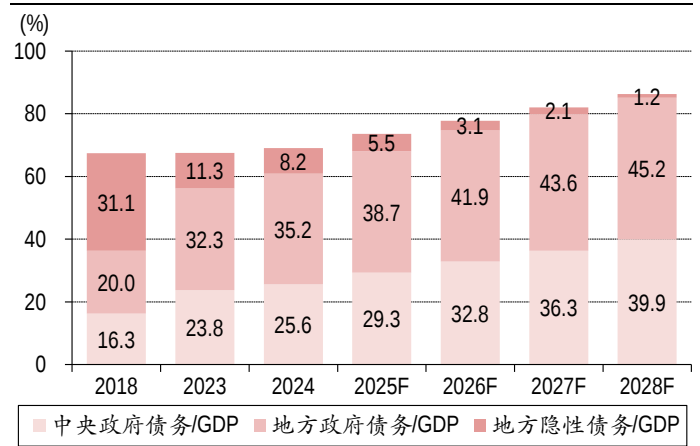
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 77. 一般预算财政赤字和广义财政预算赤字



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 78. 政府债务/GDP



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 79. 广义财政预算

(十亿人民币)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 预算	2024 实际	2025 预算	1H25 实际	2H25 预算
一般公共预算	赤字 (国债+地方一般债)	(2,180)	(2,380)	(2,380)	(2,760)	(3,760)	(3,561)	(3,370)	(4,880)	(4,060)	(4,060)	(5,660)	(2,977)	(2,683)
	占 GDP 的比重 (%)	(2.9)	(2.9)	(2.6)	(2.8)	(3.7)	(3.1)	(2.8)	(3.8)	(3.0)	(3.0)	(4.0)	(2.1)	(1.9)
	收入	15,960	17,259	18,336	19,038	18,291	20,255	20,370	21,680	22,395	21,970	21,985	11,557	10,428
	增速 (%)	4.8	8.1	6.2	3.8	(3.9)	10.7	0.6	6.4	3.3	1.3	0.1	(0.3)	0.5
	支出	18,776	20,309	22,090	23,887	24,568	24,567	26,061	27,462	28,549	28,461	29,701	14,127	15,573
	增速 (%)	6.8	8.2	8.8	8.1	2.8	(0.0)	6.1	5.4	4.0	3.6	4.4	3.4	5.2
政府性基金预算	调入资金	636.0	670.0	1,374.0	2,089.2	2,516.5	750.8	2,320.6	902.8	2,094.0	2,431.0	2,055.5	(406.7)	2,462.2
	占 GDP 的比重 (%)	0.9	0.8	1.5	2.1	2.5	0.7	1.9	0.7	1.6	1.8	1.5	(0.3)	1.8
	收入	4,664	6,148	7,548	8,552	9,349	9,802	7,788	7,071	7,080	6,209	6,250	1,944	4,306
	增速 (%)	10.2	31.8	22.8	13.3	9.3	4.8	(20.6)	(9.2)	0.1	(12.2)	0.7	(2.4)	2.1
	支出	4,688	6,097	8,060	9,137	11,806	11,339	11,058	10,128	12,019	10,148	11,050	4,127	6,923
	增速 (%)	10.7	30.1	32.2	13.4	29.2	(4.0)	(2.5)	(8.4)	18.7	0.2	8.9	15.9	5.1
特别国债					1,000					1,000	1,000	1,300	855	945
地方专项债		400	800	1,350	2,150	3,750	3,650	4,150	3,800	3,900	3,900	4,400	2,161	2,239
补充银行资本金国债												500	500	0
新增政府债务		2,580	3,180	3,730	4,910	8,510	7,211	7,520	8,680	8,960	8,960	11,860	5,993	5,867
占 GDP 的比重 (%)		3.5	3.8	4.1	5.0	8.4	6.3	6.2	6.7	6.6	6.6	8.4	4.3	4.2
"两本账"收入		20,624	23,407	25,884	27,590	27,641	30,058	28,158	28,750	29,475	28,179	28,235	13,501	14,734
增速 (%)			13.5	10.6	6.6	0.2	8.7	(6.3)	2.1	2.5	(2.0)	0.2	(0.6)	0.9
"两本账"支出		23,464	26,406	30,150	33,024	36,374	35,906	37,119	37,590	40,568	38,609	40,750	18,254	22,496
增速 (%)			12.5	14.2	9.5	10.1	(1.3)	3.4	1.3	7.9	2.7	5.5	6.0	5.2

资料来源: 万得资讯, 中银国际研究; 备注: "两本账" 支出不计入 5,000 亿元补充银行资本金特别项目

图表 80. 2025 年 "两本账" 支出同比增速测算

(%)	1H25 实际	2H25 测算	2025 年
预算	6.0	5.2	5.5
8,000 亿预算缺口	6.0	1.4	3.5
8,000 亿预算缺口, 补充 5,000 亿	6.0	3.8	4.8

资料来源: 中银国际研究预测; 备注: "两本账" 支出不计入 5,000 亿元补充银行资本金特别项目

适度宽松的货币政策还需兼顾长期防风险

2025 年上半年，中国货币政策加强超常规逆周期调节，通过实施降准、降息等一揽子货币金融宽松政策：中国人民银行在 2025 年上半年实施降准 50 个基点，向市场提供长期流动性约 1 万亿元；下调 7 天逆回购利率 10 个基点至 1.4%，引导 1 年期和 5 年期 LPR 均同步下降 10 个基点，分别降至 3.0% 和 3.5%；降低结构性政策工具利率 25 个基点，包括各类专项结构性工具利率和支农支小再贷款利率至 1.5%，抵押补充贷款（PSL）利率降至 2%。同时，结构性货币金融工具加大对科技创新、扩大内需、中小企业和外贸企业等重点或薄弱领域的支持，包括扩大科技创新和技术改造再贷款和支小支农再额度，支持发行科技创新债券，降低个人住房公积金利率以降低购房者负担，新设服务消费与养老再贷款等。

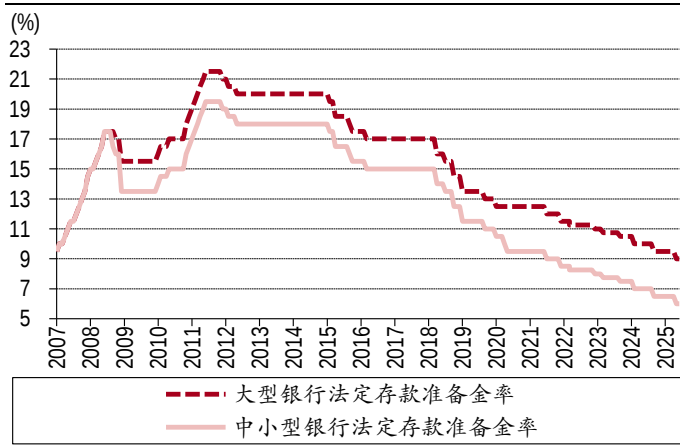
从政策效果看，一是上半年企业融资成本进一步下行，但房贷利率虽然保持在低位，但是已经不再继续下降。5 月新发企业贷款利率约 3.2%，比 2024 年末低 23 个基点；新发个人住房贷款利率约 3.1%，较 2024 年末持平。二是新增信贷方面，新增社会融资主要来自政府部门融资，私人部门信贷扩张需求依然较弱，但企业现金流有所改善。上半年新增人民币贷款 12.92 万亿，同比下降 2.9%，而新增社会融资规模达到 22.83 万亿，同比上涨 26.1%，对应同比多增 4.73 万亿元，其中主要来自政府部门融资。上半年新增政府债券融资 7.66 万亿，对应同比多增 4.32 万亿元，新增政府融资占新增社融的 33.5%。政府加大支出力度和前期地方政府化债后，企业现金流有所改善，再叠加基数作用影响，M1 增速从 2024 年的 -1.4% 上涨至今年 6 月的 4.6%，M2 增速也从 2024 年的 7.3% 上升至今年 6 月的 8.3%，社会融资存量增速从 2024 年的 8.0% 上涨至 2025 年 6 月的 8.9%。在信贷投放的结构上，科技创新和绿色转型仍是信贷增长的重点，但基建投资和制造业投资贷款增速已开始放缓。上半年，绿色贷款余额同比增长 22%，远高于 7.1% 的人民币贷款整体增速，2024 年增长 21.7%。但上半年基建投资中长期贷款增速从 2024 年的 8.9% 放缓至 7.4%，制造业贷款（中长期）从 2024 年的 11.9% 放缓至 8.7%。新增贷款中房地产贷款占比显著下降，上半年基础设施和制造业（中长期）贷款、绿色贷款（包含部分投向基础设施和制造业）、普惠小微贷款和房地产贷款分别占比 24.1%、44.9%、20.5% 和 4.1%，较 2019 年分别提升 9.2、33.1 个百分点，微降 0.9 个百分点和下降 29.8 个百分点。在 2019 年以来的累计新增贷款中，房地产贷款占比从 2019 年的 34% 大幅下降至今年 6 月底的 11.1%，而同期基础设施和制造业（中长期）贷款和绿色贷款占比分别从 15% 和 11.8% 上升至 26.2% 和 25.8%。

与此同时，货币和金融政策还同时兼顾保持金融稳定的需要，其中的主要就是保持银行净息差的基本稳定，防止银行存款的内卷竞争，防止净息差进一步下滑。截至一季度，商业银行净息差为 1.43%，远低于 1.8% 的警戒线。2025 年 5 月，央行在宣布下调政策利率后，很快引导存款利率下行，体现了呵护净息差的政策意图。同时，今年还通过 5000 亿特别国债注资大型商业银行资本金，也体现了提高银行体系稳健性的政策意图。我们认为当前 1.4% 和 7 天逆回购利率和 0.95% 的 1 年期存款利率虽然有继续下行的空间，但也意味着利率的调整需要相对审慎，来为未来政策保存空间并兼顾净息差的稳定。

我们预计，上半年较高的 GDP 增速降低了短期内宽松加码的必要性，预计三季度将以执行已出台的政策措施为主。但由于下半年出口压力加大，财政对消费的刺激作用边际放缓，加之房地产复苏缓慢持续拖累私人部门需求，第三季度末和第四季度降准降息的概率相对上升，预计年内降准 50 个基点，下调 7 天逆回购 10-15 个基点，引导 1 年和 5 年 LPR 利率下降 15-20 个基点。但由于上半年政府债券发行前置发力，下半年政府融资对新增社融的拉动将明显减弱，导致社会融资存量增速将从 6 月的 8.9% 小幅下降至年末 8.6%，对应全年新增社融 36.1 万亿元，较 2024 年高 3.8 万亿元。

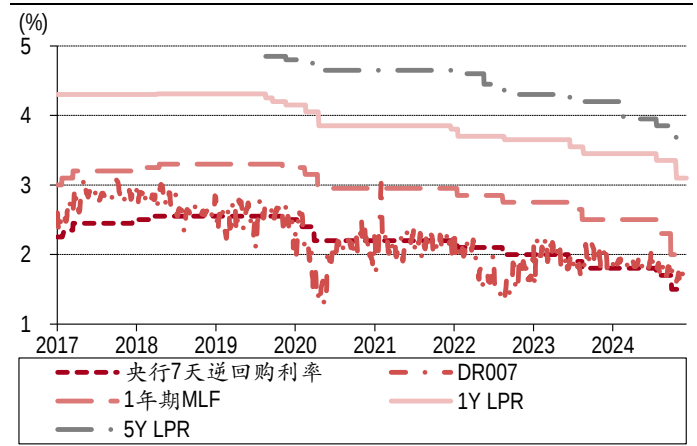
除适时降准降息外，4 月政治局会议还强调“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具”。上半年，服务消费与养老再贷款、科技创新和技术改造再贷款、股票回购增持再贷款、支农支小再贷款、科技创新债券风险分担工具等结构性货币政策工具等结构性政策工具出台或扩容，强调货币政策在提振消费、支持科技创新和资本市场中的政策引导作用。预计下半年将继续创新的政策性金融工具，以扭转二季度以来的投资放缓趋势。

图表 81. RRR



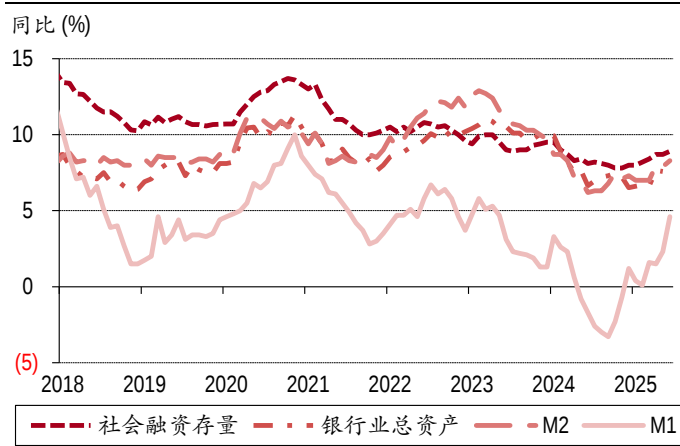
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 82. PBOC 主要政策利率



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 83. 广义信贷增速



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 84. 社会融资存量增速



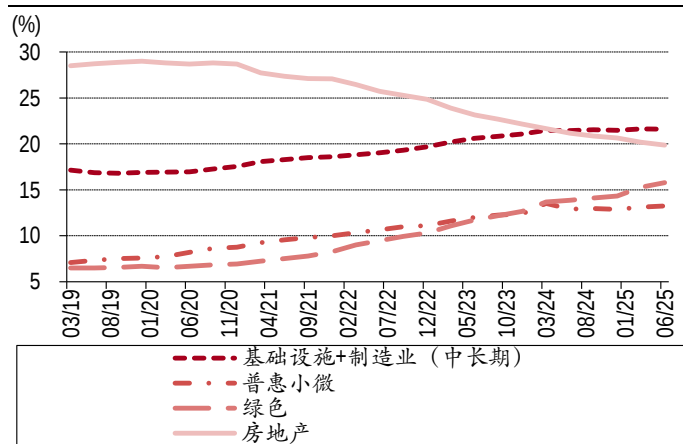
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 85. 上半年新增社融主要来自政府债券融资

	1H24 (万亿人民币)	1H25 (万亿人民币)	变动 (万亿人民币)
新增社会融资规模	18.10	22.83	4.73
实体部门人民币贷款	12.46	12.74	0.28
居民贷款	1.46	1.17	(0.29)
居民短期贷款	0.28	0.00	(0.28)
居民中长期贷款	1.18	1.17	(0.01)
企业贷款	11.00	11.57	0.57
企业短期贷款	3.11	4.30	1.19
企业中长期贷款	8.08	7.17	(0.91)
企业票据融资	(0.34)	(0.05)	0.30
企业债券	1.41	1.15	(0.26)
企业非标融资	(0.02)	0.04	0.06
委托贷款	(0.09)	(0.05)	0.04
信托贷款	0.31	0.14	(0.17)
未贴现银行承兑汇票	(0.24)	(0.06)	0.18
企业股票融资	0.12	0.17	0.05
政府债券	3.34	7.66	4.32
其他(贷款核销 ABS/外币贷款等)	0.79	1.08	0.3

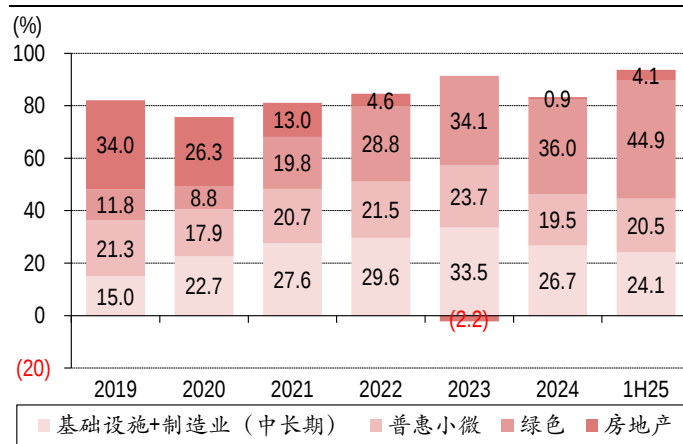
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 86. 分行业/领域贷款余额占全部贷款余额的比重



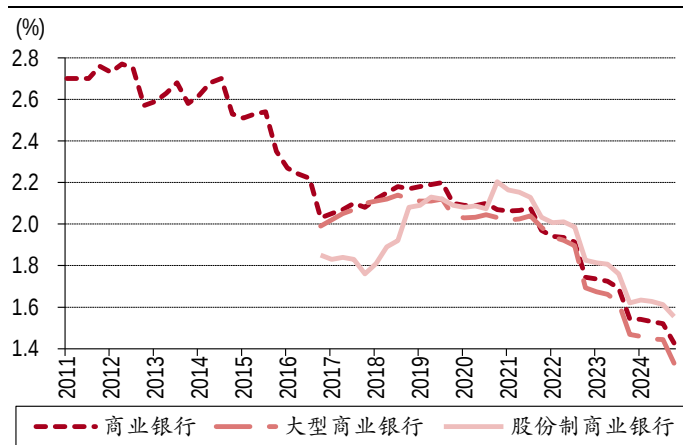
资料来源: 中国人民银行, 中银国际研究

图表 87. 新增贷款分行业/领域占比



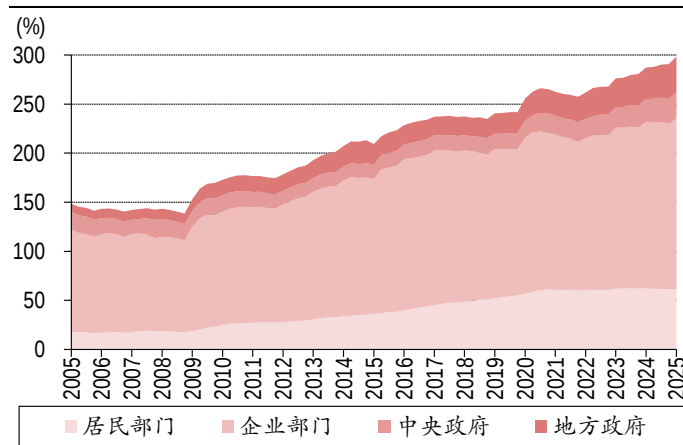
资料来源: 中国人民银行, 中银国际研究

图表 88. 银行净息差



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 89. 宏观杠杆率



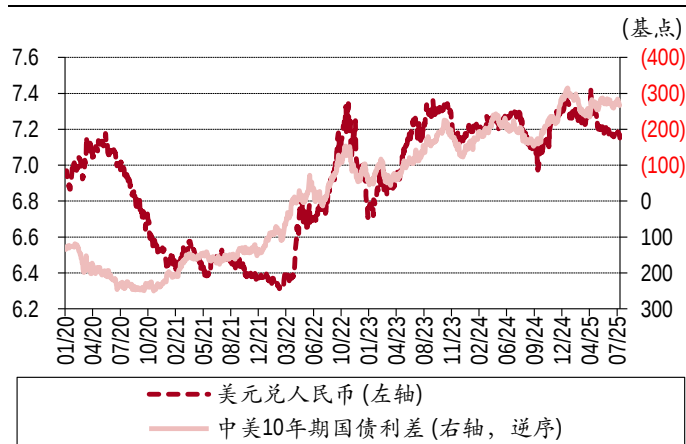
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

人民币汇率表现较为稳定

2025 年上半年, 虽然全球贸易摩擦升级加剧了金融市场的风险厌恶情绪, 但由于美元指数大幅下跌和国内经济增长和政策预期稳定, 人民币对美元汇率表现稳定。2025 年上半年, 美元指数下跌 10.8% 至 96.8, 同期人民币对美元小幅升值 1.9% 至 7.17, 但相比之下, 其他货币对美元汇率升值幅度更高, 导致人民币对其他主要货币不同程度贬值, 上半年, 人民币对欧元贬值 9.8% 至 EUR/RMB 8.40, 对日元贬值 6.0% 至 RMB/JPY 20.13, 6 月底, 人民币名义有效汇率指数为 99.0, 较去年底下降 4.0%。

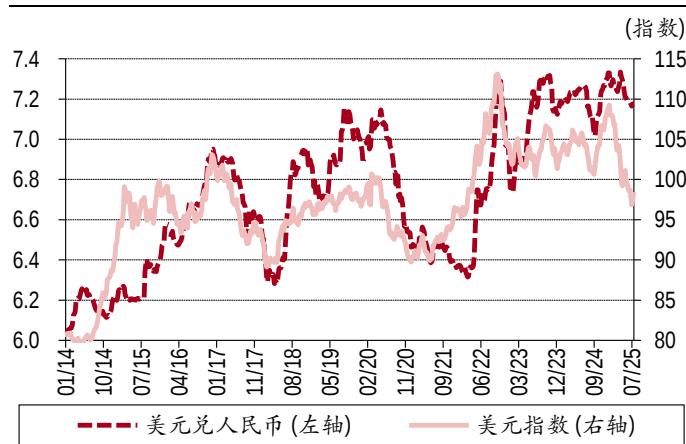
从下半年看, 尽管中国经济和出口存在下行压力且中美贸易谈判结果仍存在一定不确定性, 但预计人民币对美元汇率相对稳定, 如果贸易谈判结果较为理想, 人民币汇率升值势头可能释放。一是从美国释放的最新关税谈判结果看, 8 月 12 日中美关税谈判期到期后有很大概率继续延期, 美国高关税增加全球经济下行压力, 但关税政策带来的不确定性趋于下降。二是从历史经验看, 人民币对美元汇率和美元指数、我国 A 股市场表现较为同步, 但无论是上半年美元指数大幅下跌还是我国股票市场反弹, 人民币升值幅度都相对较小。三是虽然美联储降息节奏存在不确定性, 但在年底和明年降息是大概率事件, 国内加强供给约束和扩大需求来改善价格水平也防止长期利率进一步下行, 美国对中国息差预期趋于收窄。四是自 2020 年以来, 中国出口持续表现强势, 出口部门结余了大量未结汇资金; 2022 年下半年至 2025 年一季度, 国际收支口径下经常项目顺差累计增加了 1.1 万亿美元, 但同期银行经常项目代客结售汇顺差仅 1,192 亿美元; 如果出口部门对汇率的预期出现调整, 结汇增加也会带动人民币升值需求。总体上, 由于市场预期趋稳, 人民币汇率预计表现稳健, 但考虑到下半年出口的压力上升, 预计会防范人民币汇率的单边快速调整, 2025 年末人民币汇率可能会温和保持在 7-7.2 附近。

图表 90. 美元/人民币和中美 10 年期国债利差



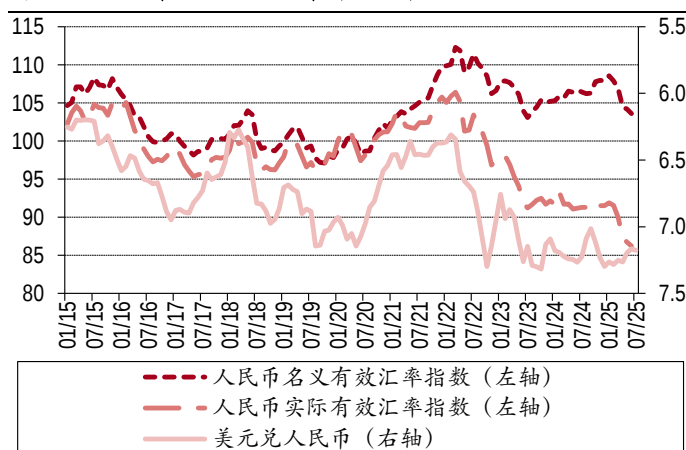
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 91. 美元/人民币和美元指数



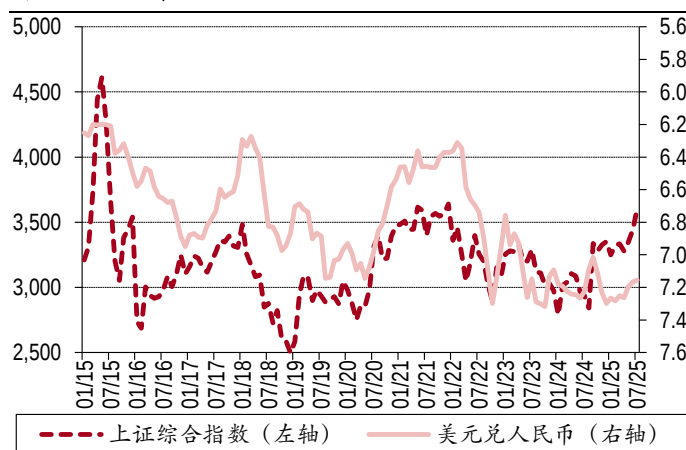
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 92. 人民币/美元和人民币有效汇率



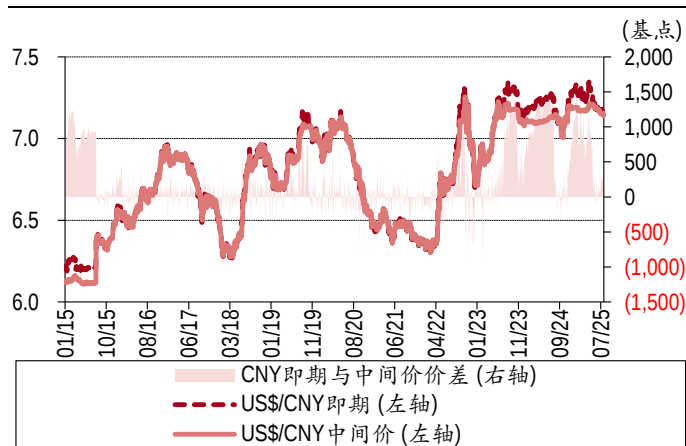
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 93. 人民币/美元指数和上证综指表现性较为同步



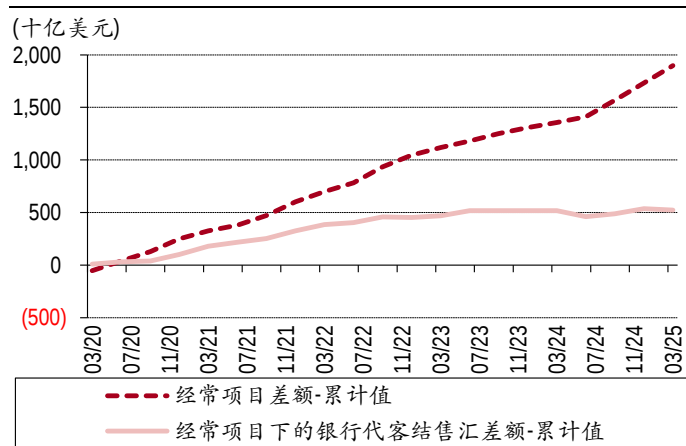
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 94. 美元/人民币即期与中间价价差



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 95. 经常项目差额和银行代客结售汇差额累计值



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

展望“十五五”

“十五五”需要 4.5% 以上中高增长水平和恢复广义物价正增长

2025 年是“十四五”最后一年，在“十四五”阶段，政策制定者释放了较强的保持经济稳定增长的政策信号。“十四五”期间，GDP 平均增长 5.4%， “十三五”期间 GDP 平均增长 5.8%（若没有 2020 年疫情预计平均增长 6.5% 左右）， “十二五”期间平均增长 7.9%。以十年为跨度，2016-2025 年十年平均增长 5.6%，2006-2015 年十年平均增长 9.6%。

从 2026 年到 2035 年，中国将经历“十五五”规划和“十六五”规划，隐含了两个节点要求：

1. 根据政策制定者预期指引，2020 年到 2035 年，中国实际 GDP 预计翻一番，对应 2026 年到 2035 年年均增长 4.4%；考虑到经济增速的自然下行特点，“十五五”经济平均增长 4.7%， “十六五”经济平均增长 4.2%，对应完成目标的压力将相对均衡。

2. 2035 年，我国目标成为中等发达国家；学术界普遍认为中等发达国家的一个重要标准是人均 GDP 水平，一般建议到 2035 年中国人均 GDP 需要达 2.5-3.5 万美元左右，进而对名义 GDP 增速以及人民币汇率提出隐含要求。2024 年中国人均 GDP 在 13,240 美元，假设 4.4% 的实际 GDP 增速，要实现 2035 年 2.5/3/3.5 万美元的人均 GDP 目标对应需要分别提升 18%/41%/65%，对应美元计价名义 GDP 需要增长 6.1%/8.1%/9.8%。考虑到名义 GDP 增长如果偏低会影响汇率表现，预计 1%-2% 的 GDP 平减指数将能比较好的平衡未来十年对人民币汇率的升值诉求。“十四五”期间 GDP 平减指数平均为 0.9%，且 2023-2025 年预计连续三年为负；因此，“十五五”期间的一个迫切目标是实现价格的由负转正，甚至实现 1% 以上的增长。

“十五五”建设重点

科技创新：中国经济正处于新旧动能转换的关键时期，预计继续把因地制宜发展新质生产力放在突出的战略位置。“十四五”时期的 20 个经济社会发展主要指标中，有 3 项与创新驱动相关。在 2020 年至 2024 年期间，全社会研发经费投入实现了年均增长 10.35%，研发经费投入强度从 2.4% 增长至 2.68%；每万人口高价值发明专利拥有量从 6.3 件增至 14 件；数字经济核心产业增加值占 GDP 的比重从 7.8% 提升至 10%，均已达到“十四五”规划的目标要求。

科技创新是驱动产业创新、实现经济高质量增长的关键因素，“十五五”时期依然是全力推动新质生产力发展的关键阶段，预计会继续加快攻克“卡脖子”技术以构建自主可控的产业链；加强人工智能的研发和应用；打造低空经济、深海经济等新兴支柱产业；以及推动传统产业的技术改造和升级。“十五五”规划中，预计科技创新相关指标进一步强化，包括继续提高研发经费投入强度，数字经济核心产业增加值占 GDP 的比重等。

统一大市场建设：预计“十五五”阶段，全国统一大市场建设将与促进科技创新和扩大消费、新型城镇化建设等战略相结合，成为期间建设和改革的关键。1 月 7 日，国家发展改革委发布《全国统一大市场建设指引（试行）》，强化全国统一大市场建设的正向引导和负面约束。7 月 1 日，中央财经委员会会议指出要纵深推进全国统一大市场建设，提出统一市场基础制度、统一市场基础设施、统一政府行为尺度、统一市场监管执法、统一要素资源市场、持续扩大对内对外开放的基本要求。在具体任务部署上，全国统一大市场建设预计将围绕促进市场的公平竞争，破除地方保护主义和市场分割，转换政府职能，提升经济循环效率与资源要素流动性等方面着手，包括治理企业低价无序竞争、推动落后产能有序退出；规范政府采购和招标投标、招商引资；推动内外贸一体化发展；规范涉企执法专项行动，健全财税体制、统计核算制度和信用体系等。

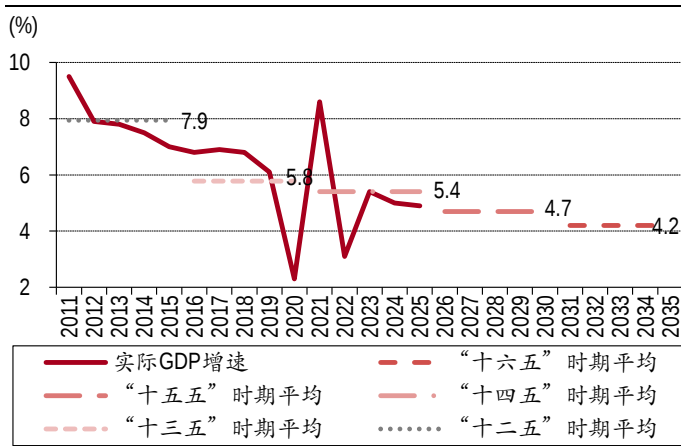
此外，统一大市场建设的另一个重点是户籍制度改革，有助于扩大劳动力自由流动和带动内需。2023 年底，中国常住人口城镇化率为 66.2%，较户籍人口城镇化率高 17.9 个百分点。推动户籍制度改革，需要一方面保障进城落户农民的土地承包权、宅基地使用权、集体收益分配权，提升农民自愿转籍意愿，另一方面放宽城市落户门槛，逐步取消落户限制，平等提供就业机会，确保农村转籍人口享有与城市居民同等的教育、医疗、社保等基本公共服务。全国统一大市场建设的一个关键抓手是如何促进地方职能转变，增强地方积极性，“十五五”期间可能会探索如何结合新的发展思路调整地方考核机制，规范地方招商引资行为，遵循产业发展规律，避免盲目重复建设，进一步厘清政府和市场关系，加快政府职能转变，减少政府对市场的直接干预。在治理企业“内卷”式竞争方面，预计将继续完善市场监管，深入实施反不正当竞争法，打击恶意比价等市场乱象，并鼓励企业整合兼并，制定行业标准和规则，同时强化行业自律。

民生福祉：“十四五”时期的 20 个经济社会发展主要指标中，有 7 项与民生福祉相关，覆盖了就业、收入、医疗、教育、养老等领域。展望“十五五”，增强社会民生保障将与扩大内需战略紧密结合，共同提振国内大循环。2025 年政府工作报告将提振消费放在重点工作之首，相比发达国家，我国消费率和消费占 GDP 的比重均有较大提升空间。上半年，消费品以旧换新加力扩围、服务消费与养老再贷款加速落地，财政支出也持续向就业、教育、文化旅游、卫生健康等民生领域倾斜，强调了提振内需的重要性。“十五五”时期，预计养老、生育、医疗仍会是民生领域关注的重点。今年下半年及“十五五”时期，保障民生和提振消费的重要途径包括，（1）增加居民收入，如适度提高最低工资标准，加大对低收入群体转移支付，增加失业救助等；（2）创新和丰富消费场景，清理消费限制措施，优化消费环境，提升居民消费意愿；（3）加快服务业开放，放宽市场准入，鼓励更多社会资本进入，扩大教育、医疗、文化、养老等民生相关领域开放试点，丰富服务供给种类；（4）通过财政补贴、税收优惠等方式，支持文化旅游、体育设施、养老托育等服务消费重点领域发展；（5）加快落实消费税改革，推进部分品类消费税征收环节后移并下划地方，增加地方自主财力；（6）进一步取消房地产限制性政策，加大对多孩家庭、新市民等群体的购房支持力度，同时培育住房租赁市场。

绿色低碳：“十四五”时期的 20 个经济社会发展主要指标中，有 5 项与绿色生态相关。2020 年至 2024 年期间，单位 GDP 能耗累计同比下降 11.6%（发改委公布数据），预计能如期完成“十四五”下降 13.5% 的目标。地表水质量、空气质量和森林覆盖率三项指标预计也将在 2025 年完成。然而，2020 年至 2024 年期间，单位 GDP 二氧化碳排放累计降低 7.8%，距离“十四五”下降 18% 的目标有较大差距。

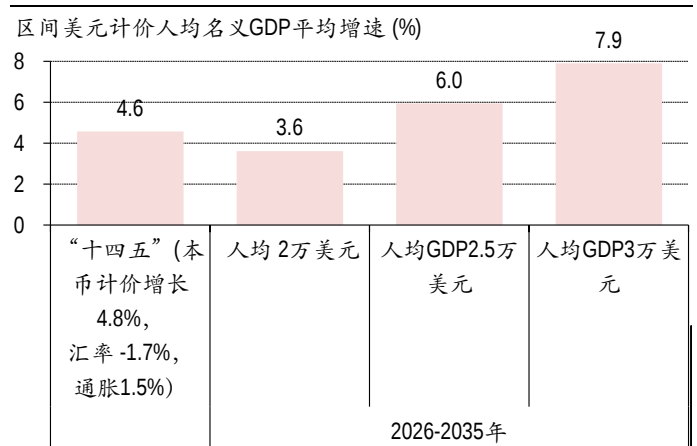
根据 2021 年发布的《2030 年前碳达峰行动方案》，到 2030 年，非化石能源消费比重需达到 25% 左右，单位 GDP 二氧化碳排放需比 2005 年下降 65% 以上。这意味着“十五五”期间将更加注重推动产业结构调整与绿色升级。预计“十五五”规划将坚持对节能减排、绿色发展的要求，加快推动清洁能源替代，同时持续提升传统能源使用效率，如提高工业设备能效标准、加强废弃物循环利用；建立地方碳排放目标评价考核制度；完善全国碳排放权交易市场，以确保 2030 年如期实现碳达峰目标。

图表 96. GDP 实际增速



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究预测

图表 97. 美元计价人均 GDP 增速



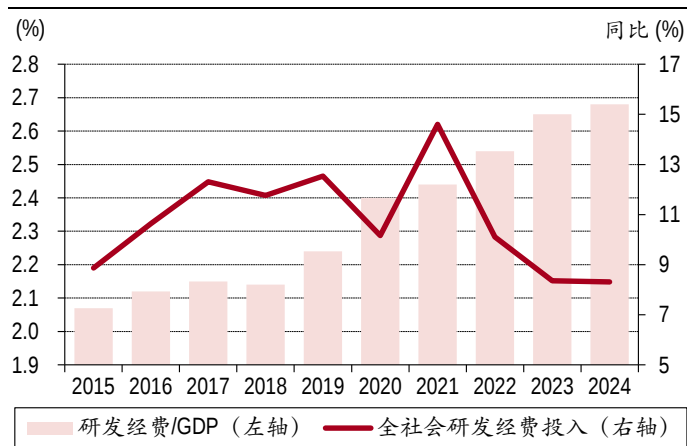
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究预测

图表 98. “十四五”时期经济社会发展主要指标

类别	指标	2020 年	2025 年	年均/累计	属性	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
经济发展	国内生产总值 (GDP) 增长 (%)	2.3		保持在合理区间、各年度视情提出	预期性	8.6	3.1	5.4	5.0
	全员劳动生产率增长 (%)	2.5		高于 GDP 增长	预期性	8.7	4.2	5.7	4.9
	常住人口城镇化率 (%)	60.6 (2019 年)	65		预期性	64.7	65.2	66.2	67.0
创新驱动	全社会研发经费投入增长 (%)			>7, 力争投入强度高于“十三五”时期实际	预期性	2.44	2.54	2.65	2.68
	每万人口高价值发明专利拥有量 (件)	6.3	12		预期性	7.5	9.4	11.8	14.0
	数字经济核心产业增加值占 GDP 比重 (%)	7.8	10		预期性		9.4	9.9	10
民生福祉	居民人均可支配收入增长 (%)	2.1		与 GDP 增长基本同步	预期性	8.1	2.9	6.1	5.1
	城镇调查失业率 (%)	5.2		<5.5	预期性	5.12	5.58	5.22	5.12
	劳动年龄人口平均受教育年限 (年)	10.8	11.3		约束性	10.8	10.9	11.1	11.2
	每千人口拥有执业 (助理) 医师数 (人)	2.9	3.2		预期性	3.0	3.2	3.4	3.6
	基本养老保险参保率 (%)	91	95		预期性	94	95	98	
	每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数 (个)	1.8	4.5		预期性	2.0	2.6	3.4	4.1
	人均预期寿命 (岁)	77.3 (2019 年)		-1	预期性	78.2	78.3	78.6	79
绿色生态	单位 GDP 能源消耗降低 (%)			-13.5	约束性	(2.7)	(0.1)	(0.5)	(3.8)
	单位 GDP 二氧化碳排放降低 (%)			-18	约束性	(3.8)	(0.8)	0.0	(3.4)
	地级及以上城市空气质量优良天数比率 (%)	87	87.5		约束性	87.5	86.5	85.5	87.2
	地表水达到或好于 III 类水体比例 (%)	83.4	85		约束性	94.9	87.9	89.4	90.4
	森林覆盖率 (%)	23.2 (2019 年)	24.1		约束性	23.0	24.0	25	
安全保障	粮食综合生产能力 (亿吨)		>6.5		约束性	6.8	6.9	7.0	7.1
	能源综合生产能力 (亿吨标准煤)		>46		约束性	42.7	46.4	48.3	

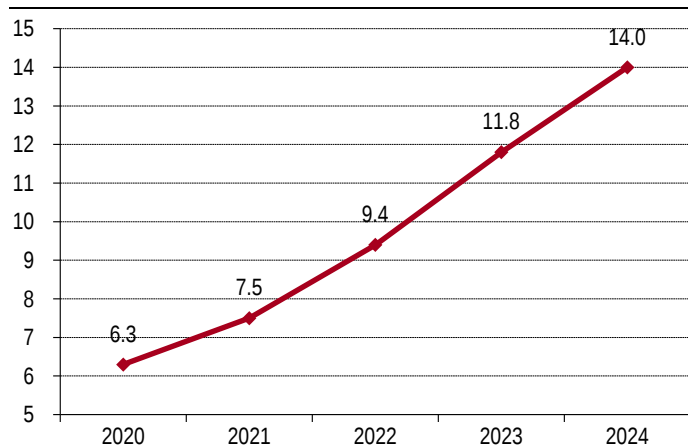
资料来源: 万得资讯, 国新办新闻发布会, 中银国际研究

图表 99. 研发经费投入



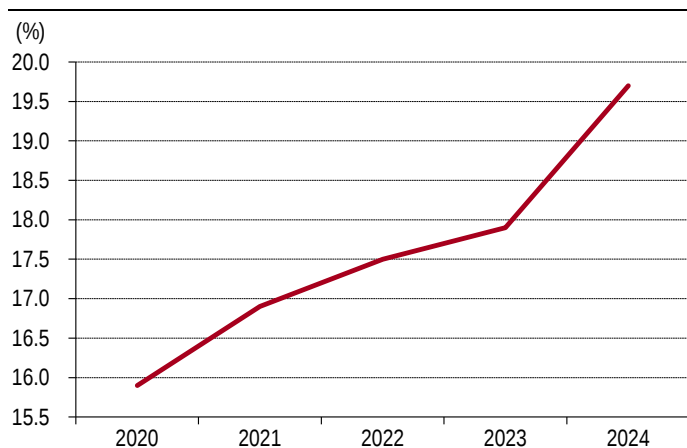
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 100. 每万人口高价值发明专利拥有量



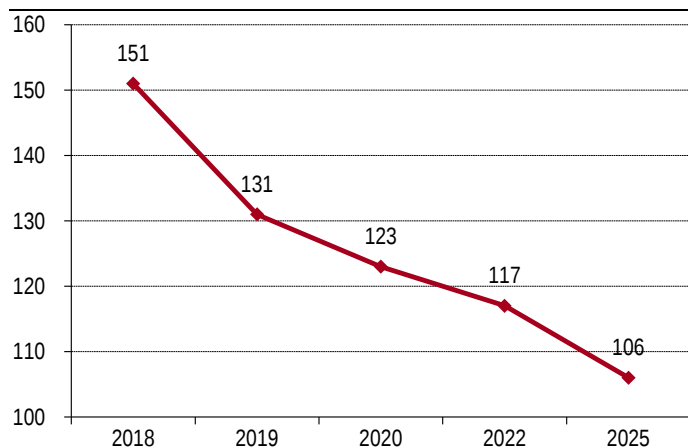
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 101. 非化石能源消费占能源消费的比重



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 102. 市场准入清单事项数量



资料来源: 国家发改委, 中银国际研究

2025 年下半年香港市场中 国焦点策略

坚定信心，2025 年下半年港股有望震荡上行

我们对 2025 年下半年港股市场的展望持乐观态度。我们相信，中国决策层拥有较丰富的增量政策储备工具，可以有效应对中美博弈的复杂性、反复性、长期性。2025 年下半年，预计决策层将加力实施增量政策，充分释放政策效应。发力点将聚焦在做强国内大循环，推进供给侧改革和反内卷式恶性竞争，全方位扩大国内消费需求，大力推动科技创新和推动产业升级，持续巩固房地产市场稳定态势，持续稳定和活跃资本市场，着力防范化解金融风险、债务风险，坚定不移推进高水平对外开放、着力“四稳”等领域。我们认为，当前港股市场估值水平仍具有吸引力。我们预测，恒生指数在 2025 年 12 月底达到 27,500 点，基于 12.2 倍 2025 年预测市盈率，较过去 20 年历史平均市盈率溢价 5% 左右。重点投资机会方面，建议重点关注供给侧改革，反内卷式恶性竞争以及大基建产业链等领域。中长期而言，建议关注以内需为主的消费龙头公司、低估值高息股、国产替代进程加速的自主品牌。

一、2025 年上半年香港股票市场表现

2025 年上半年香港股票市场表现出色，涨幅在全球主要股票市场中处于领先地位。

2025 年上半年，特朗普挑起的关税战引发全球股市剧烈动荡，港股市场波动也有所加大。不过，中国决策层释放“持续稳定和活跃资本市场”的积极信号，叠加中美日内瓦经贸会谈联合声明修复全球投资者风险偏好，稳定了港股市场投资者预期。2025 年上半年，恒生指数上涨 20.0%，恒生科技指数上涨 18.68%，在全球主要股票市场中处于领先地位；港股市场日均成交金额为 2,402 亿港元，同比上升 118%；南向资金净流入人民币 6,842 亿元，远高于去年同期净流入人民币 3,402 亿元。

恒生行业板块方面，2025 年上半年，恒生行业分类中，除能源业下跌 3.0% 外，其余行业板块均上涨。其中，医疗保健业、原材料业和资讯科技业表现较好，分别上涨 47.7%，45.6% 和 29.8%。恒生指数成份股中，截至 6 月底，今年涨幅前三的个股为周大福（1929 HK）、小米集团-W（1810 HK）和翰森制药（3692 HK），分别上涨 101.5%，74.0% 和 71.0%。跌幅较大的个股为比亚迪电子（285 HK）、信义光能（968 HK）和金沙中国有限公司（1928 HK），分别下跌 22.9%、21.0% 和 19.6%。

恒生 AH 股溢价指数从 2024 年 12 月 31 日的 143.00 下降至 2025 年 6 月 30 日的 129.94，相当于 A 股较 H 股平均溢价 29.94%，低于过去 5 年 41.87% 的平均溢价水平。恒生 AH 股溢价指数反映同时在内地和香港两地上市的 A 股和 H 股公司股价之间的差异。目前，AH 两地上市的公司共计 160 家。

中银国际研究有限公司

胡文洲

(852) 3988 6429

ericw.hu@bocigroup.com

任雅茜

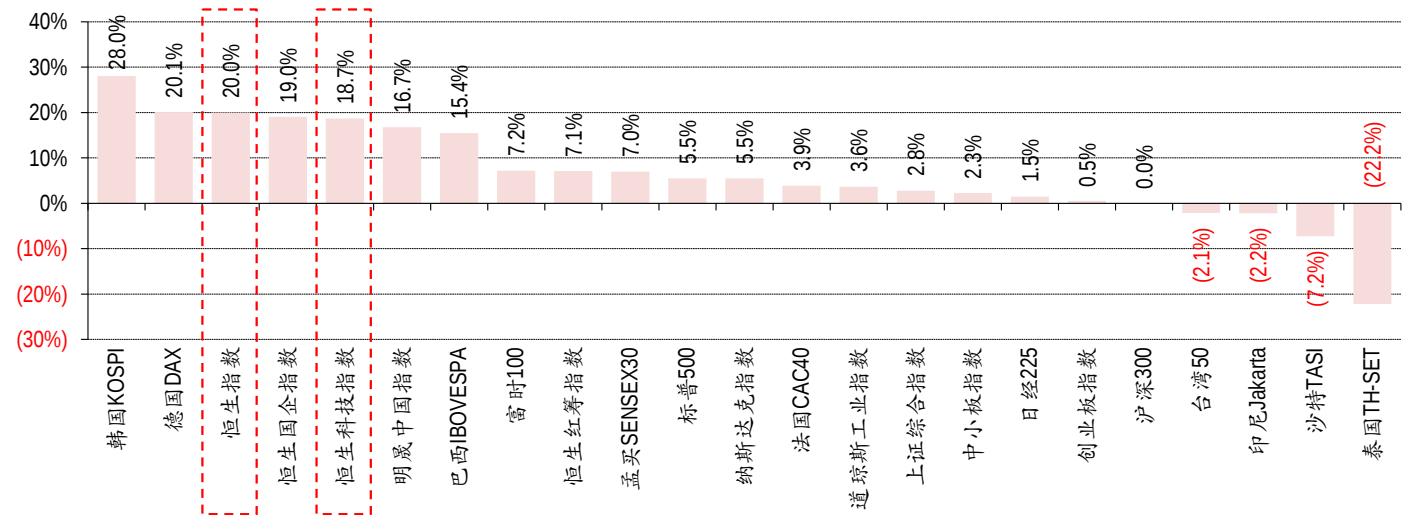
(852) 3988 6407

freyay.ren@bocigroup.com

请参阅本报告背面的重要信息披露及声明

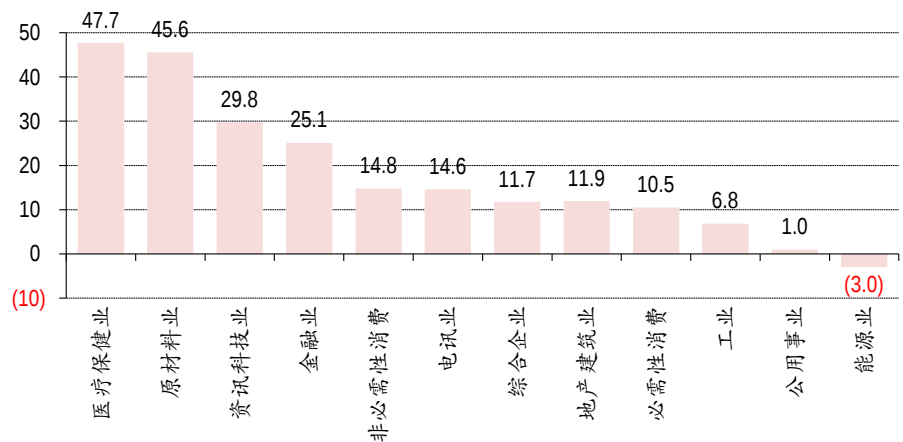
中银国际研究可在中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

图表 1. 世界主要股票市场指数涨跌幅表现 (2025 年上半年)



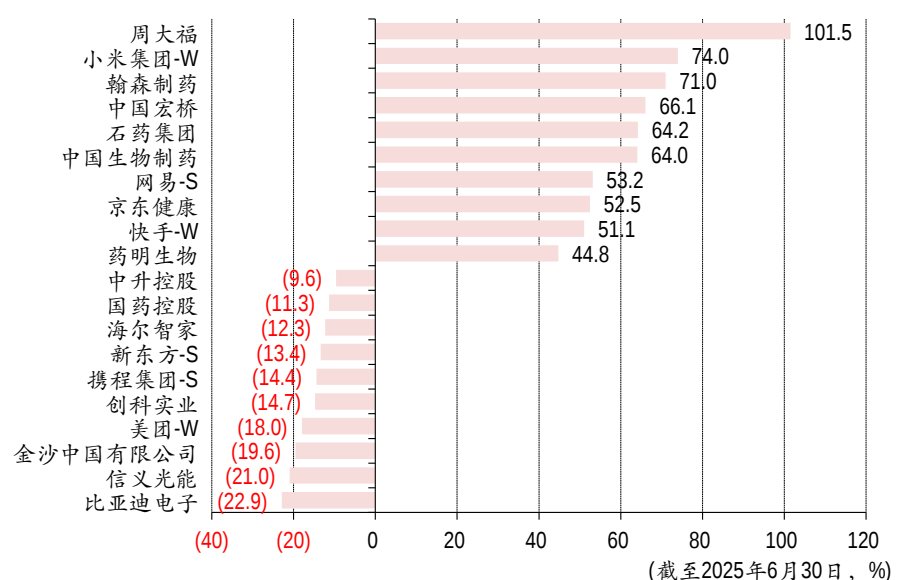
资料来源：中银国际，Bloomberg

图表 2. 香港恒生综合指数分行业年初至今表现 (截至 2025 年 6 月 30 日)



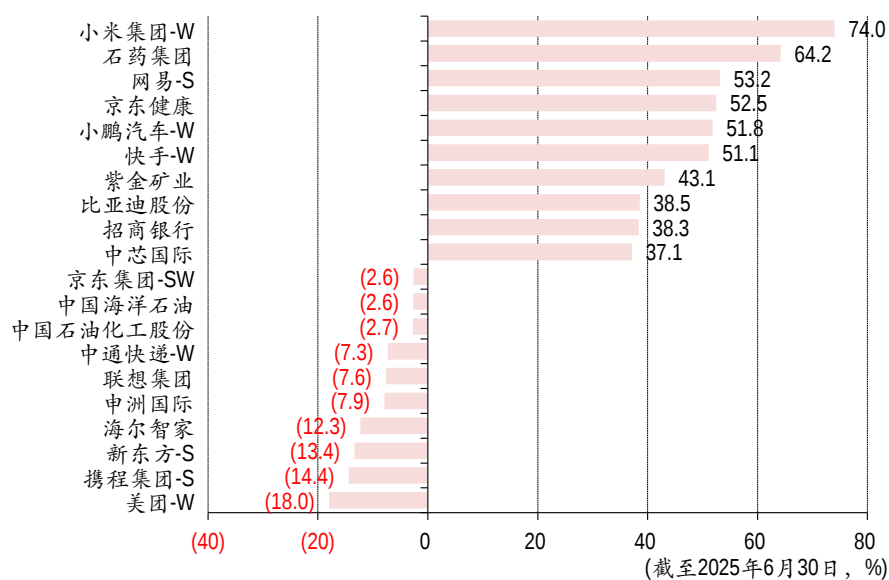
资料来源：中银国际，恒生指数有限公司，万得

图表 3. 2025 年年初至今恒生指数成份股前 10 大涨跌幅排名



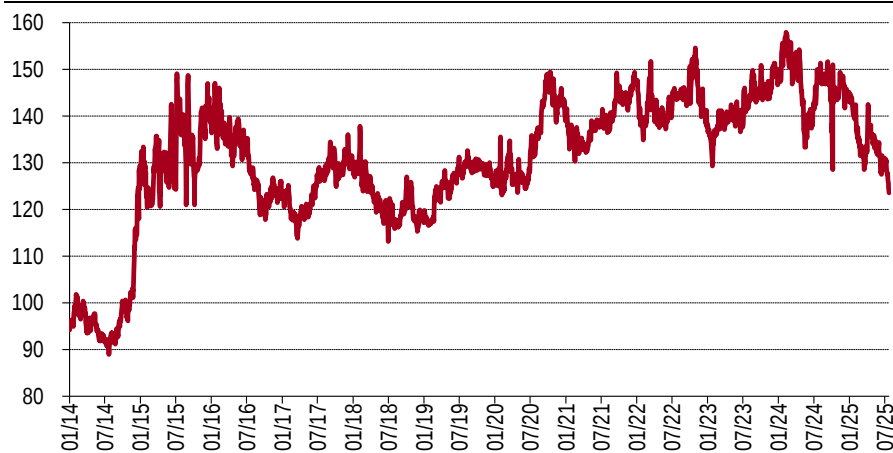
资料来源：中银国际，万得

图表 4. 2025 年年初至今恒生国企指数成份股前 10 大涨跌幅排名



资料来源: 中银国际, 万得

图表 5. 恒生中国 A/H 股溢价指数



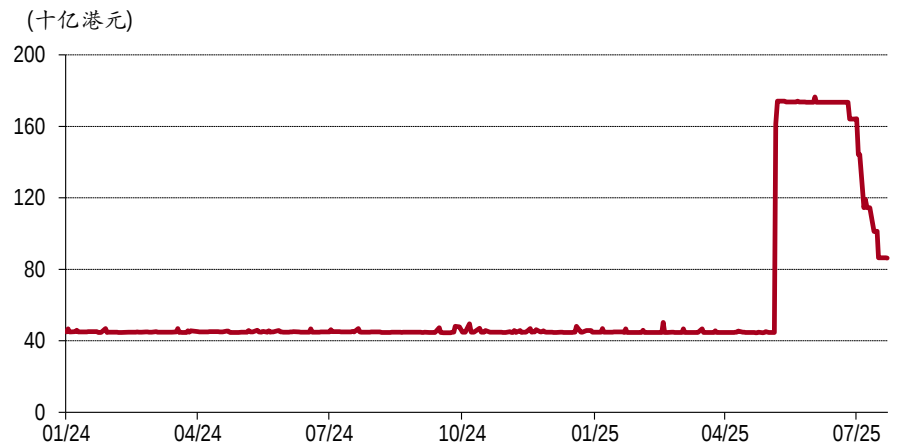
资料来源: 中银国际, 万得

二、香港股票市场流动性仍然充裕

香港金融监管局近期收紧部分流动性，对香港股票市场的影响有限。2025 年 5 月，港币兑美元汇率触及强方兑换保证，香港金融管理局通过外汇市场操作，向银行体系注入了 1,288 亿港元的流动性，推动香港银行体系总结余从 5 月 2 日的 446 亿港元大幅上升至 5 月 30 日的 1,734 亿港元，同时隔夜港元银行同业拆息从 5 月 2 日的 4.22% 大降至 5 月 30 日的 0.02%。2025 年上半年，港股市场日均成交金额为 2,402 亿港元，同比上升 118%。2025 年上半年，香港 IPO 融资额达到 141 亿美元，同比增长 695%，IPO 融资额全球排名第一。从一级、二级香港股票市场的活跃情况来看，香港资本市场流动性充裕，银行体系运转畅顺，可以保障港股市场稳定运行。

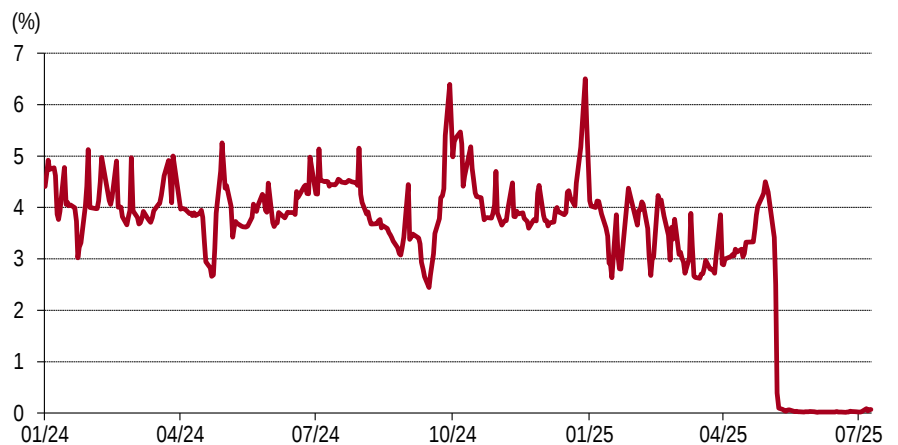
我们注意到，2025 年 6 月以来，由于港币 HIBOR 利率大幅下行，港币和美元的利差明显加大导致港币兑美元汇率触及弱方兑换保证（卖出港币买入美元以获取高利息）。香港金融监管局从 6 月 26 日开始买入港币，以抑制市场过多的港币流动性。截至 7 月 23 日，香港银行体系总结余下降至约 863.5 亿港元的水平，仍远高于 5 月初 446 亿港元的水平。同时，隔夜港元银行同业拆息反弹至 0.18%，但仍远低于 5 月初 4.22% 的水平。我们认为，港币兑美元汇率触及弱方兑换保证后，香港金融监管局将会收紧部分流动性，但预计力度比较温和，叠加南向资金持续流入香港，对香港股票市场的影响有限。

图表 6. 香港银行体系总结余



资料来源：万得、中银国际研究，截至 2025 年 7 月 23 日

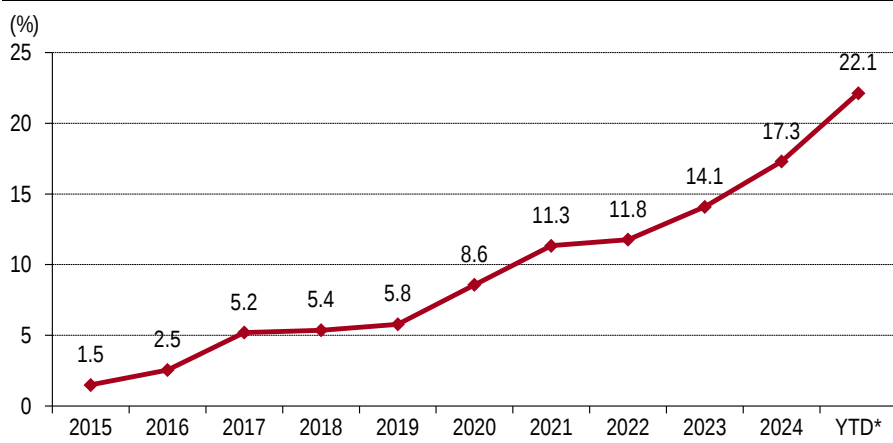
图表 7. 隔夜香港银行同业拆息



资料来源：万得、中银国际研究，截至 2025 年 7 月 23 日

南向资金持续流入香港，QDII 额度增加，均将助力港股市场稳定。截至 6 月 30 日，今年南向资金净流入人民币 6,842 亿元，远高于去年同期净流入人民币 3,402 亿元。截至 6 月 30 日，今年南向资金成交额占港股市场总成交额比重为 22.1%，高于 2024 年的 17.3% 和 2023 年 14.1% 占比。我们预测，2025 年南向股票交易或将实现 1.2 万亿元的净流入，高于 2024 年的 7,440 亿元净流入和 2023 年的 2,894 亿元净流入。另外，时隔约一年后，包括基金公司、券商、券商资管在内的 60 家合格境内机构投资者近期合计获批新增 21.2 亿美元的 QDII 额度。

图表 8. 南向资金成交额占港股市场总成交额比重



资料来源：万得、中银国际研究，截至 2025 年 6 月 30 日

我们认为，在地缘政治风险上升的背景下，南向交易对香港市场的稳定起到了重要的支撑作用。南向交易有利于提升港股市场的市场情绪并提供一定的选股思路。在过去 10 年间，具有内地背景的上市公司在港股市场中逐渐占据主导地位。根据港交所数据，截至 2025 年 6 月末，具有内地背景的上市公司占港股总市值的 80.97% 和总成交额的 91.04%。

美联储维持利率不变，但内部分歧在加大。 美联储宣布，将联邦基金利率区间维持在 4.25%—4.50% 不变，基本符合市场预期。美联储 6 月份议息声明中的措辞同 5 月份基本差不多，但强调不确定性略有减弱。美联储认为，美国经济继续稳步扩张，经济前景的不确定性有所减弱，但仍然居高不下，对应特朗普关税政策波动趋于平缓。美联储下调美国经济增长预期，上调通胀预期。在 6 月议息会议中，美联储下调了 2025-2027 年 GDP 增速预测，上调 2025-2027 年 PCE、核心 PCE、失业率预测。点阵图显示，2025 年将降息 50 个基点，与 3 月相比没有变化。不过，支持 2025 年不降息的官员人数有所增加。

我们认为，美联储内部对 2025 年降息前景分歧在加大，反映出美国经济不确定性在上升。6 月点阵会议阵图显示，美联储总体预期 2025 年将降息 50 个基点，与 3 月议息会议的预测相同。但是，本次会议公布的点阵图分布趋于分散，预测 2025 年内不降息的委员人数有所上升，反映出美联储内部分歧在加大。按照 6 月议息会议点阵图分析，2 名委员预计 2025 年内累计降息 75 个基点，人数和 3 月会议一致；8 名委员预计 2025 年内累计降息 50 个基点，人数比 3 月会议下降 1 人；2 名委员预计 2025 年内累计降息 25 个基点，人数比 3 月会议下降 2 人；7 名委员预计 2025 年内不降息，人数比 3 月会议上升 3 人。

美联储首次降息可能会发生在 2025 年 9 月。我们认为，特朗普挑起的关税战没有赢家，将给全球贸易和经济增长带来巨大的不确定性。关税战使得美国经济前景和通胀预期的判断变得非常复杂，近期美国的关税谈判也可能会实质性的影响美国经济增长前景和通胀预期。预计美联储将在关税谈判明朗后再采取行动，首次降息可能会发生在 2025 年 9 月。

美国大而美法案获得通过，短期利好股票市场，但长期需更多关注美国的财政赤字风险。美国参议院以 51:50 的微弱优势通过大而美法案的程序性投票，随后众议院以 218 票赞成，214 票反对的结果表决惊险通过参议院版本、表明两党分歧仍然较大。美国总统特朗普于 7 月 4 日正式签署大漂亮法案。

参议院版本遵循了众议院版本的框架，但减税规模更大。参议院版本显示，未来十年美国财政赤字将进一步扩大 3.9 万亿美元，超过众议院版本的 3 万亿美元。同时，参议院版本提高债务上限 5 万亿美元，超过众议院版本的 4 万亿美元，进一步加大美国财政赤字风险。

企业减税方面，参议院版本将投资加速折旧、研发费用抵扣、利息扣除等众议院版本中临时性减税措施永久化。企业减税政策原定于今年底到期，如今减税政策变成永久化，有利于改善未来企业盈利预期，提高投资者风险偏好。不过，联邦政府收入将减少。

个人减税方面，参议院版本对小费、加班费等减税设置了上限，并提高了老年人扣除额度；清洁能源补贴方面，参议院版本收紧力度较众议院更大；国防和边境相关支出方面，参议院版本的与众议院版本基本一致。增加军费 1500 亿美元，用于发展导弹防御系统、核威慑及造船计划等。拨款 1500 亿美元加强边境与移民执法；削减医疗补助和食品券发放方面，参议院版本的力度更大。

随着大而美法案生效，美国财政将实现实质性大幅宽松，将对美国经济增长产生重大刺激，短期有利于提高全球投资者风险偏好，推动美股上涨，港股市场也会间接受益。不过，中长期而言，大而美法案将进一步加大美国贫富差距，恶化美国收支平衡，推升美国财政赤字风险。根据国会预算办公室(CBO)的预测，未来十年联邦赤字将增加 3.3 万亿美元，债务占 GDP 比例将从 98% 升至 125%。

三、2025 年下半年香港股票市场展望

2025 年下半年港股有望震荡上行。 我们预测，恒生指数在 2025 年 12 月底达到 27,500 点，基于 12.2 倍 2025 年预测市盈率，较过去 20 年历史平均市盈率溢价 5% 左右。我们相信，中国决策层拥有较丰富的增量政策储备工具，可以有效应对中美博弈的复杂性、反复性、长期性。2025 年下半年，预计决策层将加力实施增量政策，充分释放政策效应。发力点将聚焦在做强国内大循环，推进供给侧改革和反内卷式恶性竞争，全方位扩大国内消费需求，大力推动科技创新和推动产业升级，持续巩固房地产市场稳定态势，持续稳定和活跃资本市场，着力防范化解金融风险、债务风险，坚定不移推进高水平对外开放、着力“四稳”等领域。

重点投资机会方面，建议重点关注供给侧改革，反内卷式恶性竞争以及大基建产业链等领域。中长期而言，建议关注以内需为主的消费龙头公司、低估值高股息、国产替代进程加速的自主品牌。

当前港股市场估值水平处于历史中下部区域，远低于 2018 年初时的高估值水平，具有一定的安全边际。截至 2025 年 7 月 18 日，截至 2025 年 7 月 18 日，恒生指数市盈率为 11.0 倍，较过去 20 年历史平均低 5.0%，处于历史中部 44.1% 区域。恒生指数市净率为 1.2 倍，较过去 20 年历史平均低 20.3%，处于历史中下部 37.4% 区域。

中央财经委员会定调本次供给侧改革和反内卷式恶性竞争，建议投资者高度重视。 2025 年 7 月初，中央财经委员会第六次会议研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。中央财经委员会听取部委汇报，制定经济工作重大方针、部署工作，涉及产业发展的工作由相关部委或地方政府出台相关工作方案并推进执行。

2025 年以来，在全球地缘政治风险上升和中国经济复苏偏慢的背景下，工业产能利用率从 2021 年第三季度的 77.1% 回落至 2025 年一季度的 74.1% 和 2025 年二季度的 74.0%，PPI 连续 33 个月为负增长，反映了供给端产能调整的压力上升。我们认为，当行业产能利用率低于历史中下水平，同时盈利能力触及周期底部时，其供给侧优化与盈利修复的弹性空间可能较大。

根据国家统计局发布的 2025 年第二季度产能利用率数据，非金属矿物制品业、食品制造业、煤炭开采和洗选业、汽车制造业及电力热力生产和供应业的产能利用率较低，分别为 62.3%、69.1%、69.3%、71.3% 和 71.5%。和 2025 年第一季度相比，除非非金属矿物制品业产能利用率环比上升 1.2 个百分点外，其余行业分别下降 1.6、4.6、5.9 和 3.3 个百分点。和 2024 年底相比，则上升 1.4 个百分点以及分别下降 0.2、2.6、0.6 及 2.1 个百分点。2025 年第二季度，化学原料业、医药制造业、专用设备制造业、煤炭开采业、电气机械业及有色金属冶炼业的产能利用率分位数已跌至近七年下部 15% 区间，反映出当前产能闲置程度处于周期底部。

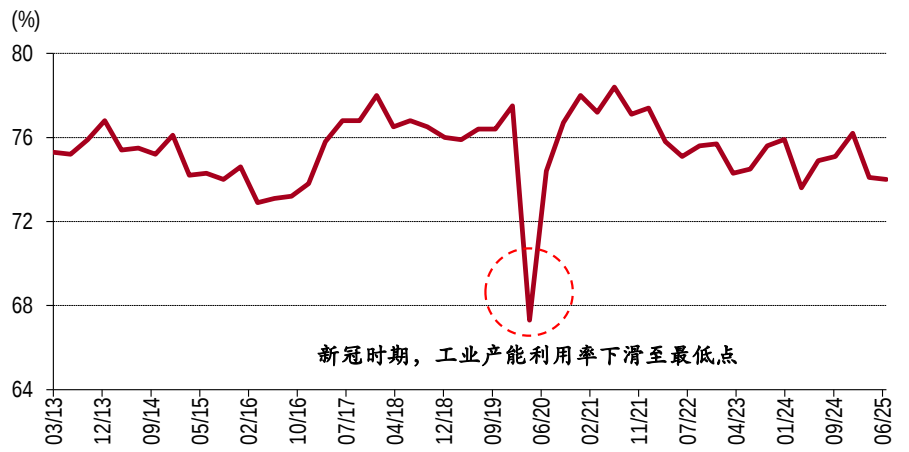
利润端方面，2025 年 1-5 月，黑色金属冶炼及压延加工业、化学纤维制造业、纺织业、非金属矿物制品业和有色金属冶炼及压延加工业的利润率逼近盈亏临界线，分别为 1.0%、1.9%、2.7%、3.0% 与 3.2%，较 2025 年 3 月（0.4%、2.1%、2.3%、2.0%、3.1%）及 2024 年底（0.4%、3.1%、3.6%、3.6%、3.9%）变化不大，仍处于历史低位。同时，化学原料业、汽车制造业及非金属矿物制品业的利润率历史分位数分别跌至 12.35%、13.58% 和 14.81%，显示其当前盈利水平处于近七年下部 15% 区间。

基于产能利用率、利润率及历史分位数的综合维度评估，我们认为钢铁行业利润率逼近盈亏线，水泥与汽车行业则面临产能利用率与利润分位数双低的压力。参考 2015 年供给侧结构性改革对相关行业的巨大影响，随着本次供给侧改革和反内卷竞争工作的稳步推进，钢铁、水泥、有色、汽车等传统行业的龙头企业有望迎来盈利改善和估值回升的投资机会。另外，有关部门正针对外卖平台内卷制定相关措施，以遏制外卖平台公司恶性竞争、大量发放补贴等内卷行为。因此，深陷价格战泥潭的外卖平台巨头的股价也有望企稳反弹。

国务院常务会议明确传递遏制恶性价格竞争、鼓励优质供给的信号，汽车行业长期以来的恶性价格战或将告一段落，有望促使车企重新聚焦在产品力提升和科技创新等方面。2025 年 4 月以来，中央部委召集 17 家主要车企的负责人举行座谈会，要求车企自我规范整治价格战，工信部、国家发改委、国资委等多部门密集表态，明确将加大整治内卷式竞争力度，推动汽车产业从价格竞争向质量效益转型。对于汽车企业而言，通过低价策略恶性内卷的中低端汽车市场将受到一定约束，而具备新增需求创造能力的中高端企业有望受益。从产业趋势看，若内卷治理持续推进，优势车企凭借抗风险能力和全产业链整合优势有望受益。尤其是具备全球化布局及一体化能力的车企，未来在行业去泡沫、重估价值过程中或将更具竞争力。

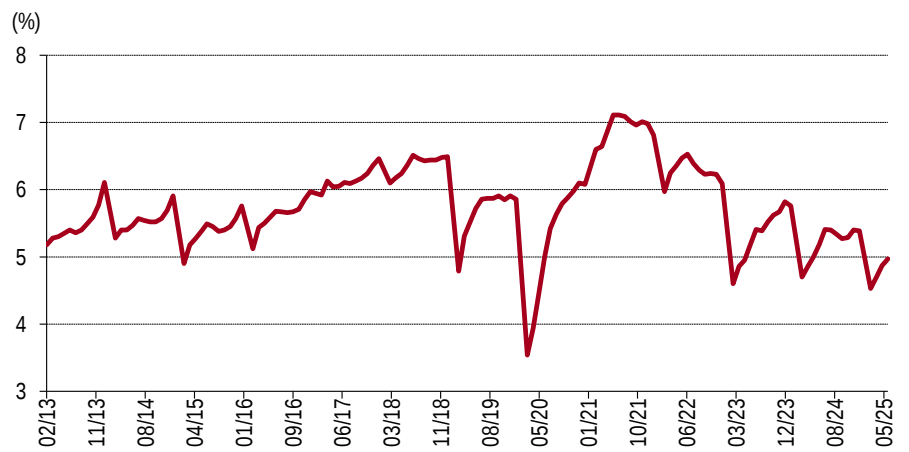
国内最大的水电站正式开工，大基建上下游产业链相关板块将直接受益。雅鲁藏布江下游水电工程将是国内最大的水电站，根据规划一共建设 5 级梯级电站，总投资高达 1.2 万亿，装机容量达到 6,000 万千瓦，年累计发电量 3,000 亿度。雅鲁藏布江位于西藏林芝地区，海拔更高，水流落差达到 2000 米，发电效率大幅高于三峡水电站。新央企中国雅江集团正式成立，位列央企名录第 22 位。雅鲁藏布江下游水电属于大手笔世纪工程，将带给基建上下游产业链带来直接利好，包括基建施工、工程机械、电气设备、钢铁水泥建材、民爆等行业相关公司。

图表 9. 中国工业产能利用率



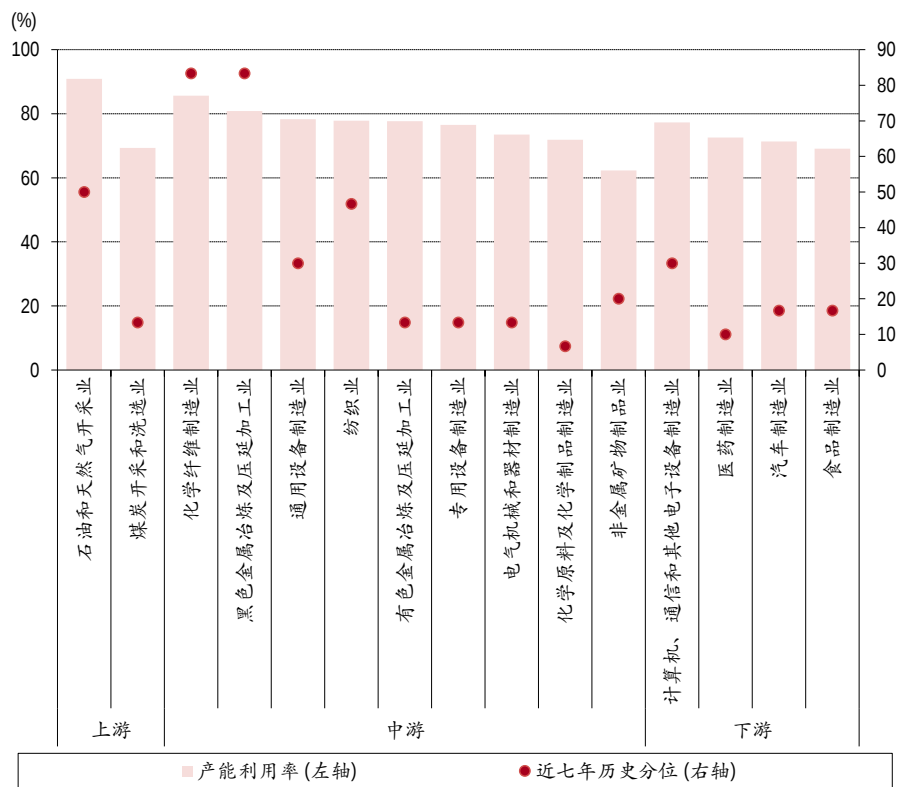
资料来源：万得、中银国际研究，截至 2025 年 6 月 30 日

图表 10. 规模以上工业企业营业收入利润率



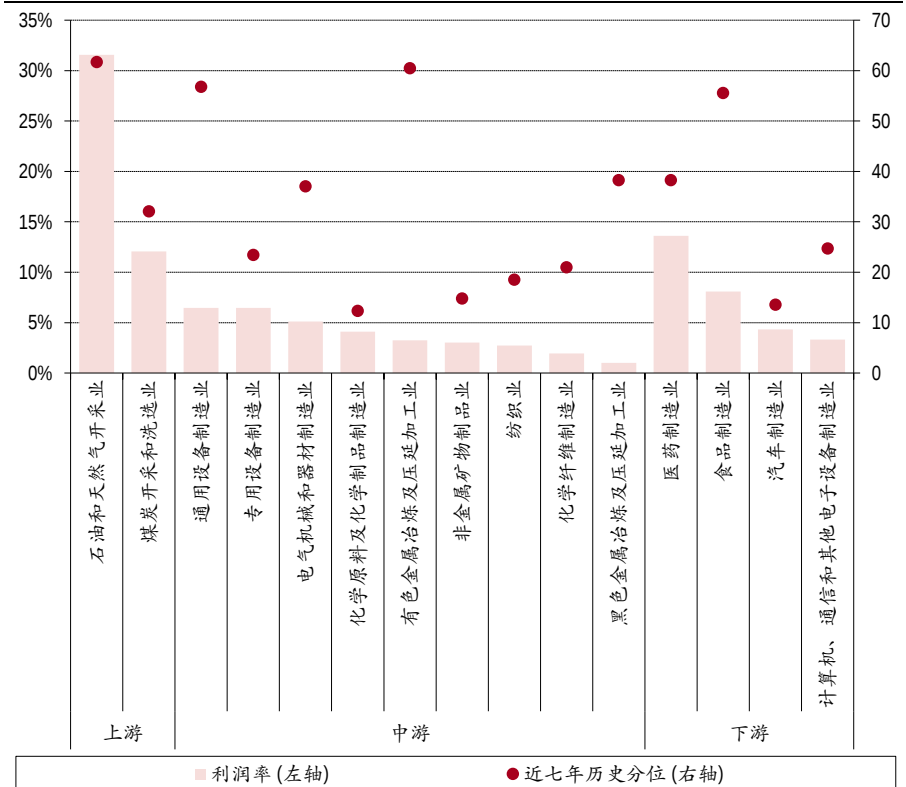
资料来源：万得、中银国际研究，截至 2025 年 5 月 31 日

图表 11. 2025 年二季度行业产能利用率其近七年历史分位



资料来源：万得、中银国际研究，截至 2025 年 6 月 30 日

图表 12. 2025 年 1-5 月各行业利润率及其近七年历史分位



资料来源：万得、中银国际研究，截至 2025 年 5 月 31 日

中资信用在全球市场波动中展现韧性

- 尽管全球市场不确定性上升，亚洲美元信用市场在 2025 年上半年仍录得坚韧回报，这主要得益于美债利率全线大幅下移。展望未来，美利率路径仍依赖关税政策走向。
- **中资投资级债**利差在 4 月因关税冲击短暂扩大，但到 6 月已收窄至历史低位。尽管中国是美国关税政策的重点对象，但良好的供需动态和稳健的基本面支撑了市场韧性。我们对中资投资级债在下半年维持积极看法。鉴于当前利差已接近历史低位，我们建议优先选择具有更具吸引力风险回报特征的信用品种，并根据利率波动灵活调整久期，以在收益率高点捕捉优质信用的投资机会。
- **中资高收益债**、特别是地产债在上半年走势强劲。部分高收益工业企业和房企成功重返新发行市场，标志行业改善流动性状况迈出重要一步。然而，房地产市场仍在寻底，上半年房企销售表现分化。我们仍偏好国企地产，关注收益率正常化过程中回归市场的高收益发行人。
- 中资境外美元新债发行在上半年同比上升 22% 至 444 亿美元，占同期亚洲除日本外发行额的 40%。

尽管全球市场不确定性上升，亚洲信用市场在 2025 年上半年仍录得坚韧回报，这主要得益于美债利率全线大幅下移。截至 6 月 30 日，iBoxx 美元中资企业债券指数录得 3.95% 的总回报率，超过整个亚洲（除日本外）美元企业债券市场的 3.89%。然而，这一表现仍低于 iBoxx 全球美元企业债券指数 4.22% 的总回报率（图 1）。

中资高收益债指数表现相对突出，显著超越投资级债指数。具体来看，iBoxx 美元中资高收益指数上半年回报率为 5.85%（亚洲除日本外高收益指数为 4.20%），而 iBoxx 美元中资投资级指数录得 3.66%（亚洲除日本外投资级指数为 5.85%）（图 2）。

市场分析和展望

美利率路径仍依赖关税政策走向

经历上半年的多重反复后，美国政策不确定性依然高企。美联储上调了通胀预期，同时下调了经济增长预测，并因特朗普时代关税的影响而暂缓了降息，强调采取“观望”态度以等待更多信息来判断下一步行动。劳动力市场在移民人数下降的支持下保持平衡。

美联储强调，锚定长期通胀预期至关重要，以防止一次性价格上涨演变为持续性通胀。目前金融市场预期今年将有两次降息，最早可能在 9 月，主要受贸易紧张局势缓和的乐观以及对整体经济担忧的推动。然而，如果即将公布的通胀数据未能确认价格上涨是暂时性的，降息可能被推迟。

上半年美国国债收益率曲线呈现牛陡趋势，2 至 10 年期收益率下降了 34-59 个基点（图 3），而 30 年期收益率维持在 5% 附近（仅下降 1 个基点）。这表明投资者对长期美债要求更高的期限溢价。与此同时，美元兑主要货币贬值约 10%，引发关于美债和美元是否仍为可靠避险资产或主要储备货币的广泛讨论。

我们预计，由于宏观经济和政策不确定性持续存在，美国利率波动仍将延续。2 年期国债收益率预计将紧密跟随通胀与就业市场数据变化，随着我们预计美联储在未来一年内将多次降息，该收益率有望趋降。我们仍看空长期美债，美国财政政策处于不可持续轨道，期限溢价长期仍有上升空间。不过，下半年长端收益率或有下行空间。

中銀國際研究有限公司

吴琼, CFA

(852) 3988 6926

qiong.wu@bocigroup.com

请参阅本报告背面的重要信息披露及声明

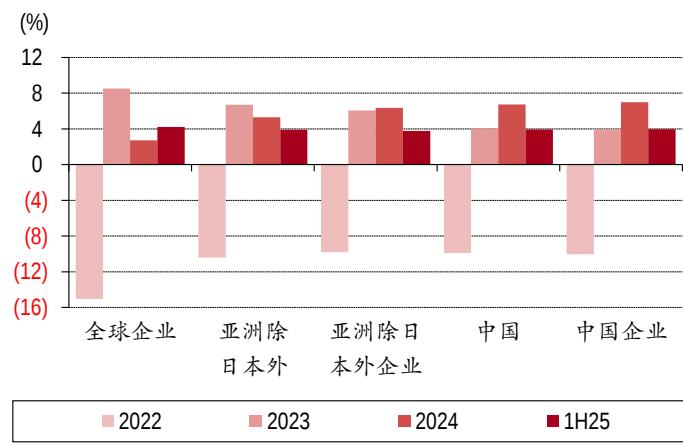
中銀國際研究可在中銀國際研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

投资级债：地缘政治压力下的供需技术面韧性

中资投资级债利差在 4 月因关税冲击短暂扩大，但到 6 月已收窄至历史低位，较去年年底进一步收窄 7 个基点至 72 个基点。尽管中国是美国关税政策的重点对象，但良好的供需动态和稳健的基本面支撑了债市韧性。5 月中美达成 90 天关税暂停协议后，信用利差逐步收窄。

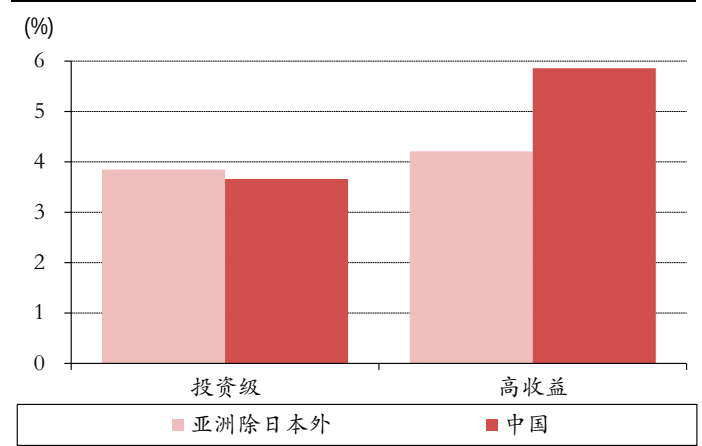
我们对中资投资级债在下半年维持积极看法。企业基本面保持稳定，净发行量仍为深度负值（上半年约为-300 亿美元），且国内需求强劲。鉴于当前利差已接近历史低位，我们建议优先选择具有更具吸引力风险回报特征的信用品种，并根据利率波动灵活调整久期，以在收益率高点捕捉优质信用的投资机会。

图表 1. iBoxx 美元债券指数总回报 (%)



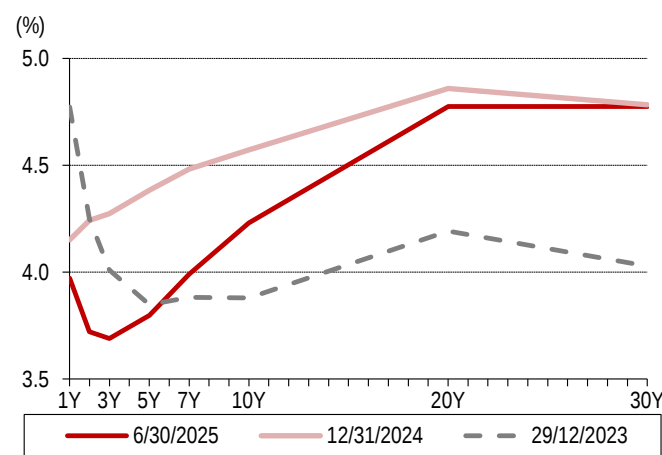
资料来源：彭博、Markit、中银国际

图表 2. 2025 上半年 iBoxx 美元亚洲除日本债券指数总回报：按投资级/高收益级



资料来源：Markit、中银国际

图表 3. 美国国债曲线变化



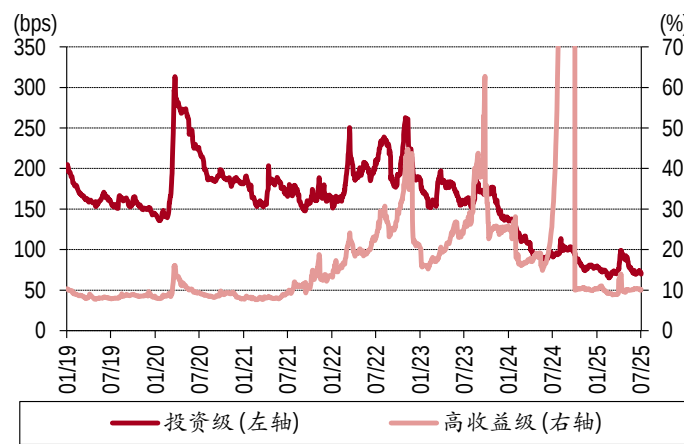
资料来源：彭博、中银国际

图表 4. iBoxx 美元亚洲除日本外企业债指数的 OAS 利差：亚洲除日本外与中国比较



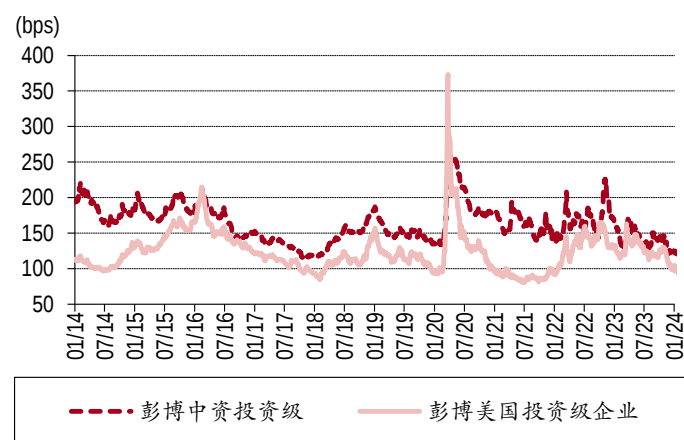
资料来源：彭博、Markit、中银国际

图表 5. iBoxx 美元亚洲除日本外中国企业债指数：投资级 OAS 利差与高收益级收益率比较



资料来源：彭博、Markit、中银国际

图表 6. OAS 利差比较：中资投资级债与美国投资级债



资料来源：彭博、中银国际

图表 7. 最差收益率比较：中资高收益级债与美国高收益级债



资料来源：彭博、中银国际

高收益级债：收益率正常化推动发行人重返市场

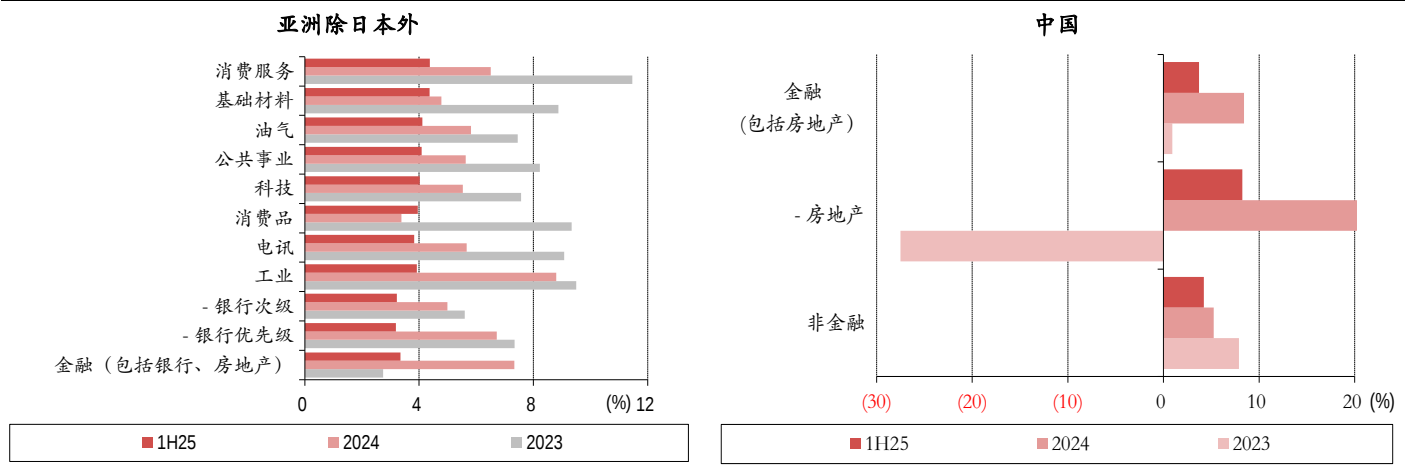
中资高收益级债、特别是地产债在上半年国资入局万科及其后一系列国企股东支持的举措下走势强劲。部分高收益工业企业和房企成功重返新发行市场，获得 2 至 4 倍以上的超额认购，标志行业改善流动性状况迈出重要一步。

从房地产政策角度看，年初两会政府工作报告将“稳住楼市”首次写入总体要求，地方政策面持续优化，向购房者释放利好信号。

然而，房地产市场仍在探底过程中。3 月短暂企稳后，多项关键行业指标再度疲软。房企销售表现呈现明显分化：国有企业更多实现同比增长，而民营企业则相对落后。我们预计下半年政策支持将继续，重点在于稳定价格、促进库存去化和改善项目层面的流动性。我们继续偏好国有房企。

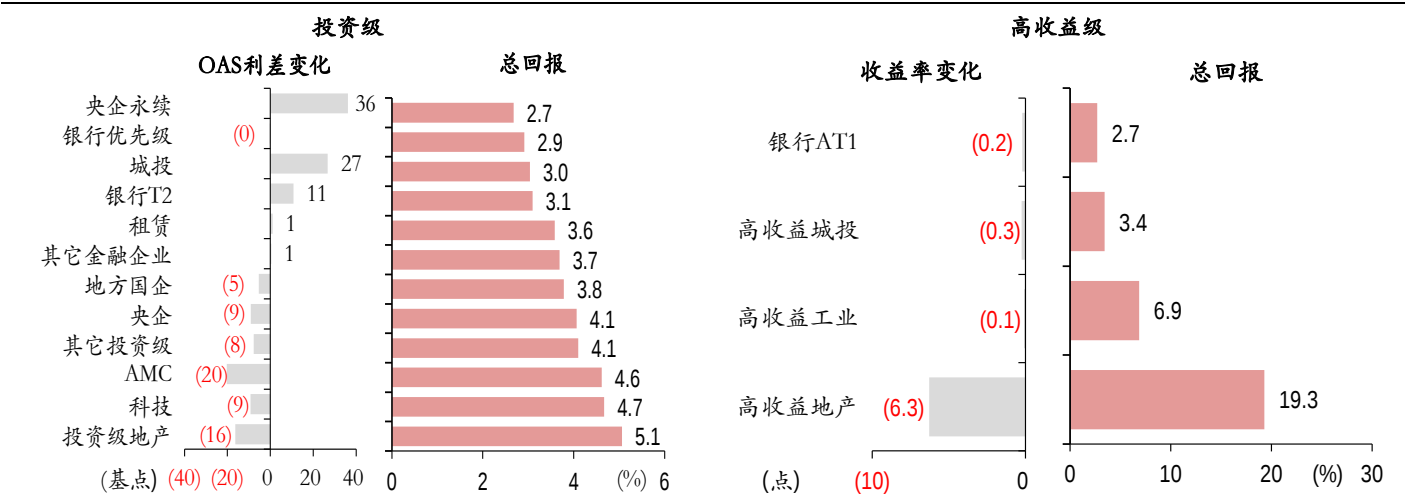
在违约处置方面，中资房企重组进入深水区、消债比例逐渐提升，甚至重组后需要再重组，债务持有人的关注点已从早期的“避免违约”转向更精细化的权益保护与回报优化。

图表 8. iBoxx 美元亚洲除日本债券指数总回报：按行业



资料来源：Markit、中银国际

图表 9. 中资投资级和高收益级美元债 2025 上半年总回报和 OAS 利差变化



资料来源：彭博、Markit、中银国际

注：本计算使用 2025 年 6 月 Markit Asia ex-Japan China 指数中 2025 年以前发行的债券（即不含年初至今新发行、到期或已违约的债券）。

行业表现：资金追逐收益率

因上半年利差收窄最多，地产债在投资级和高收益级债中均录得最高回报（图 9）。万科 2027 年和 2029 年到期债在上半年上涨超过 30 点，回报率最高（超 50%），拉动高收益地产债表现。在投资级债券中，科技和 AMC 债也表现良好，主要得益于较高的收益率和明显的利差收窄。高收益工业债券录得 6.9% 的总回报，主要由票息收入驱动。

另一方面，去年利差已较紧的板块则表现落后，包括投资级债中国企永续债、银行优先级债和高收益级债中的 AT1，这些板块的总回报率均低于 3%。

在整个亚洲（除日本外）信用市场中，行业表现相对均衡，消费品服务和基础材料板块略胜一筹，总回报率超过 4.3%。

新债市场回顾

上半年，中资境外美元债新债共发行了 444 亿美元债券（同比增长 22%），其中包括了 12.1 亿美元的重组发行。若剔除这些重组债券，新发行规模同比增长 39% 至 431 亿美元。但由于同期有 744 亿美元（不含违约债券）到期，净发行仍为负值。亚洲日本以外地区的非中资美元新发行额同比增长了 17%，共计 560 亿美元。这表明中资发行人在亚洲日本以外地区的总新发行额中占比为 40%，低于 2024 年的 43%（见图 10）。

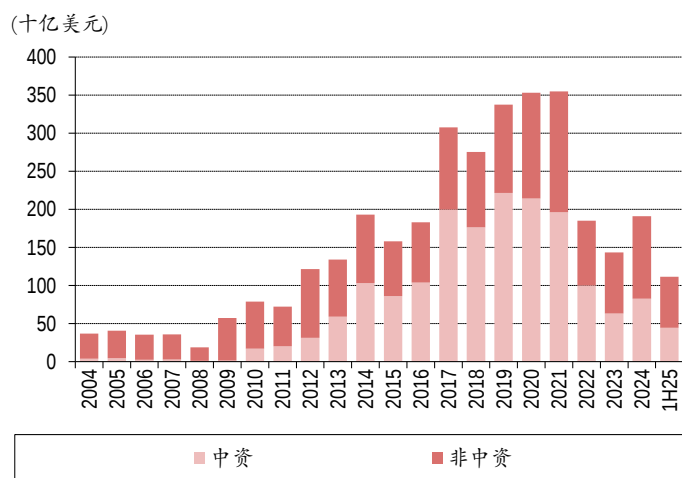
从季度发行趋势上来看，尽管面临关税上调和市场波动等宏观挑战，二季度新债市场活跃度上升。中资投资级非金融企业在二季度显著增加发行，占同期中资投资级总发行 53%（一季度金融债占比 69%）。同时，标杆规模（5 亿美元或以上）固定利率投资级发行由一季度的 3 只增至二季度的 8 只。

从行业来看，城投和有评级的高收益级债发行显著增长：上半年城投发行总额达 210 亿美元，约为去年同期 110 美元的 1.9 倍，而高收益工业和房企重启境外融资。未评级的新发行主要包括城投债、租赁债、以及重组发行。基于上半年市场情况，我们维持中资美元债券全年发行量（不含不良债务交换和重组交易）的预测不变，预计全年发行量为 860 亿美元。

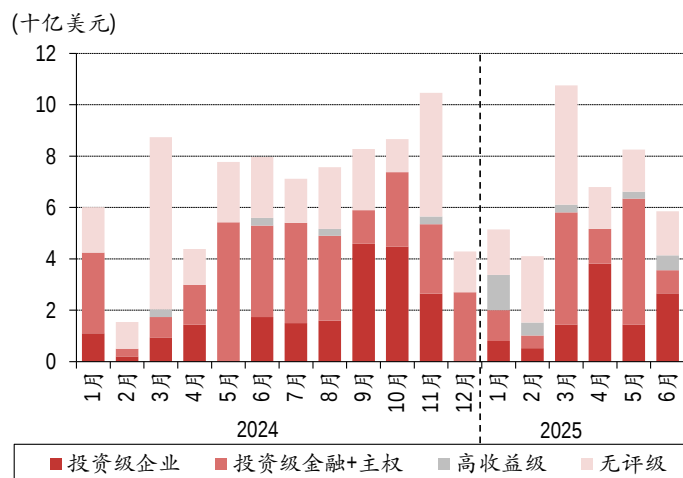
就中资发行人而言，按期限计算，在 3 年以下的比例同比进一步上升至 87.8%。10 年以上（含永续债券）债券占比为 5.8%，主要为国企永续债券和地产重组债券。其余 6.4% 为 5 至 10 年期债券。从行业分布来看，工业板块（包括大量城投及部分非金融企业）占总发行量的 53%，为 2022 年以来最高水平，首次超过金融板块（40%），成为新发行的主要类别。地产债券占比为 7%，包括评级地产债券和重组债券。城投发行占比（包括银行备用信用证支持的发行）从去年同期的 30% 上升至上半年的 47%。其中，备用信用证支持的城投债券仅占城投总发行量的 6%。国有企业发行仍占主导地位，占比达 93%，非国有企业仅占 7%（图 12-15）。

展望下半年，我们预计非金融企业发行活动在下半年仍将保持活跃。若美国国债收益率随美联储降息而下降，海外融资对中国发行人将更具吸引力。此外，股市回暖叠加美元利率仍处高位，可能进一步推动部分企业转向可转债发行。

图表 10. 亚洲除日本外美元新债发行量

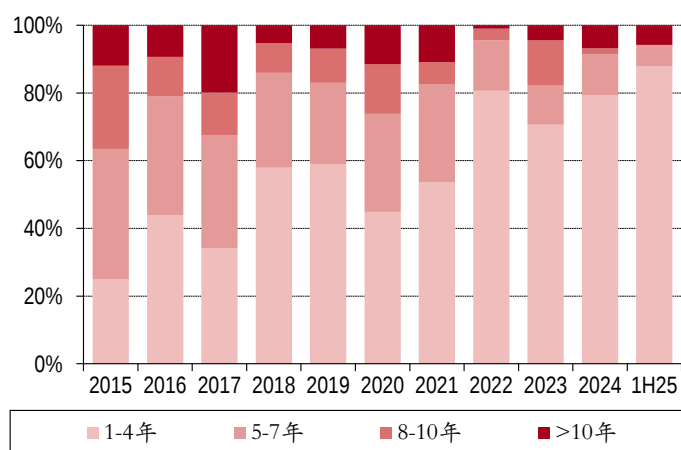


图表 11. 2025 上半年中资美元债月度发行节奏



资料来源：彭博、中银国际

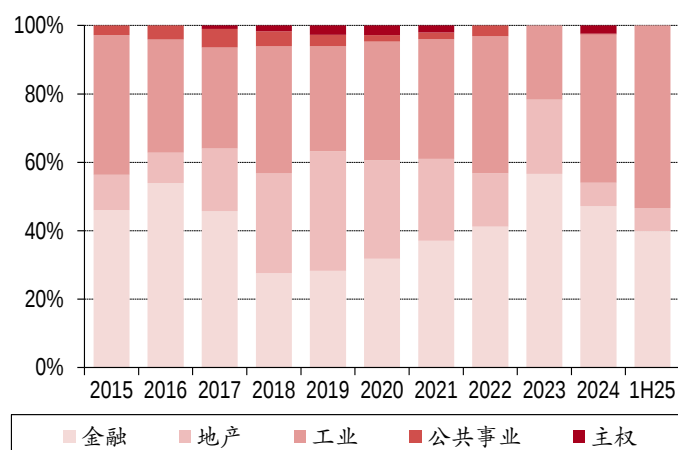
图表 12. 中资美元债发行情况：期限分布



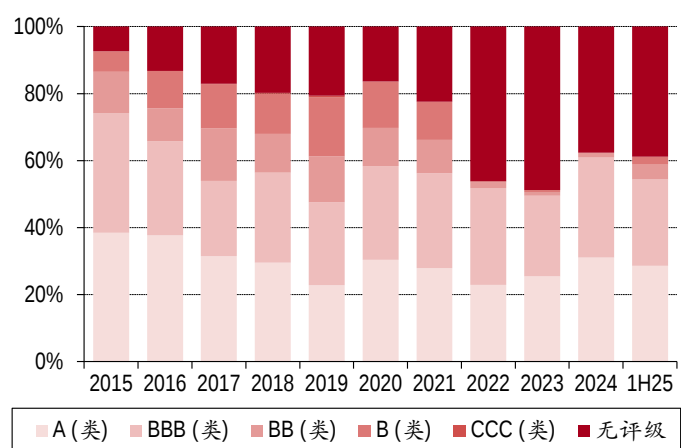
资料来源：彭博、中银国际

注：*使用穆迪评级，如未有穆迪评级则使用类似的标普评级，如未有穆迪和标普评级，则使用类似的惠誉评级。

图表 13. 中资美元债发行情况：行业分布



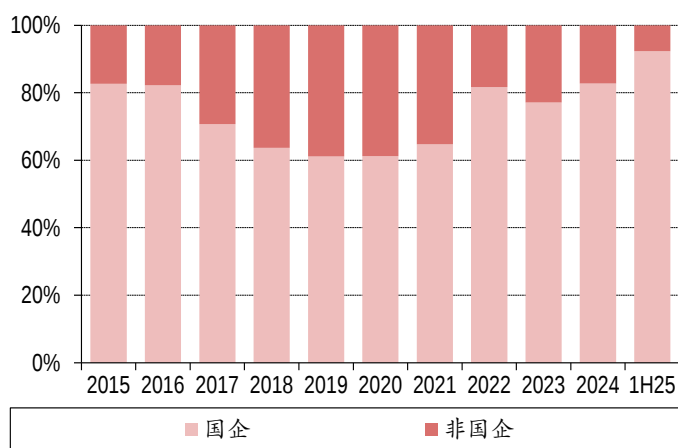
图表 14. 中资美元债发行情况：评级分布*



资料来源：彭博、中银国际

注：*使用穆迪评级，如未有穆迪评级则使用类似的标普评级，如未有穆迪和标普评级，则使用类似的惠誉评级。

图表 15. 中资美元债发行情况：发人类别分布



稳定币：连接虚拟与现实的 价值桥梁

数字货币的兴起堪称金融科技领域的里程碑事件，其不仅重塑了全球资金流转格局，更驱动着传统金融体系加速向数字化转型。随着各国监管政策持续完善，稳定币在合规框架下的发展路径日益明晰，正凭借其独特的价值锚定机制，从数字货币创新前沿逐步渗透至主流金融场景。

稳定币是一种通过与法定货币、大宗商品或其他加密资产挂钩，以实现币值稳定的数字货币。其设计初衷在于为加密市场提供稳定的交易媒介，有效规避加密资产价格剧烈波动带来的风险。稳定币具有数字化属性、价值尺度功能和相对稳定性的特征，其与传统加密货币和央行数字货币三者在发行主体、价值锚定机制、监管属性与应用场景上的差异，共同构建了数字货币领域的多元格局。

分类、稳定机制和风险 按底层资产抵押类型，稳定币可分为法定货币抵押型、加密货币抵押型、商品抵押型和算法稳定币。按稳定币“不可能三角”，可分为中心化、超额抵押型和算法稳定币。稳定币的价格稳定机制主要源自市场套利行为，特定稳定币通过动态供需调节与多层次激励体系实现价格锚定。当前稳定币市场呈现高度集中的寡头垄断格局。稳定币的发行人通过储备资产的利息收入和交易手续费获利。稳定币的风险包括价值锚定脱钩风险、监管不确定性风险、技术安全风险和信用风险。

法币稳定币对货币供应的影响：100% 储备机制下的法币稳定币理论上不会造成法币货币供给总量的扩张，仅体现为资金的形态转换，但稳定币引发的广泛流通和支付替代效应可能引发金融脱媒加剧、货币结构变化、货币流通速度提升等间接效应，进而影响货币政策传导及央行对货币供给的控制能力。

稳定币对美债市场的影响：稳定币不能解决美公共财政的核心结构性失衡。

稳定币对美元霸权地位的影响：美元稳定币在稳定币市场的主导地位，本质上是美元全球货币霸权的映射，而非单纯的先发优势使然。短期内美元稳定币的主导地位仍难以撼动。不过随各国数字资产监管立法进程推进，稳定币市场将逐步走向多元化。

中美在数字货币路径的选择：分别选择了央行数字货币和代币化路径。近期中国监管肯定了稳定币的技术创新价值及在港开启稳定币试点，明确境内外差异化监管策略。全球数字资产格局正迎来深刻变革。

为什么香港要发展稳定币：建设全球数字资产首要枢纽及激活人民币生态。

在港发展稳定币与央行数字货币的关系：稳定币和央行数字货币的共存可以通过双轨方式实现。相比央行数字货币，稳定币在香港的应用具现实意义。

离岸人民币稳定币的发展前景：关键取决于监管立场。离岸人民币稳定币的推出有其适用场景。其发行需要稳健地获得相应的人民币资产，特别是香港固定收益市场的发展。我们分析了离岸稳定币市场潜力。

稳定币监管 从全球视角看，普遍采用牌照管理模式，在发行资质、储备资产配置、业务边界划定、投资者权益保护及反洗钱合规等核心领域建立规范框架。与其他司法管辖区相比，香港稳定币监管体系展现出鲜明的制度创新特征，包括全维度监管覆盖、高标准准入门槛、严格储备机制、明确业务禁区。

稳定币的应用场景包括支付场景（零售支付、跨境转账、工资发放、供应链金融）、虚拟资产交易、在 RWA 和 DeFi 中应用。

香港稳定币经济生态圈呈现多元协同格局。我们分析了主要服务商的商业模式，稳定币对传统金融机构（银行、券商）业务的影响，并给出了具体场景拓展及基础设施需求。

中银国际研究有限公司

吴琼, PhD CFA

(852) 3988 6926
qiong.wu@bocigroup.com

陈昊飞, PhD

(852) 3988 6403
haofei.chen@bocigroup.com

请参阅本报告背面的重要信息披露及声明

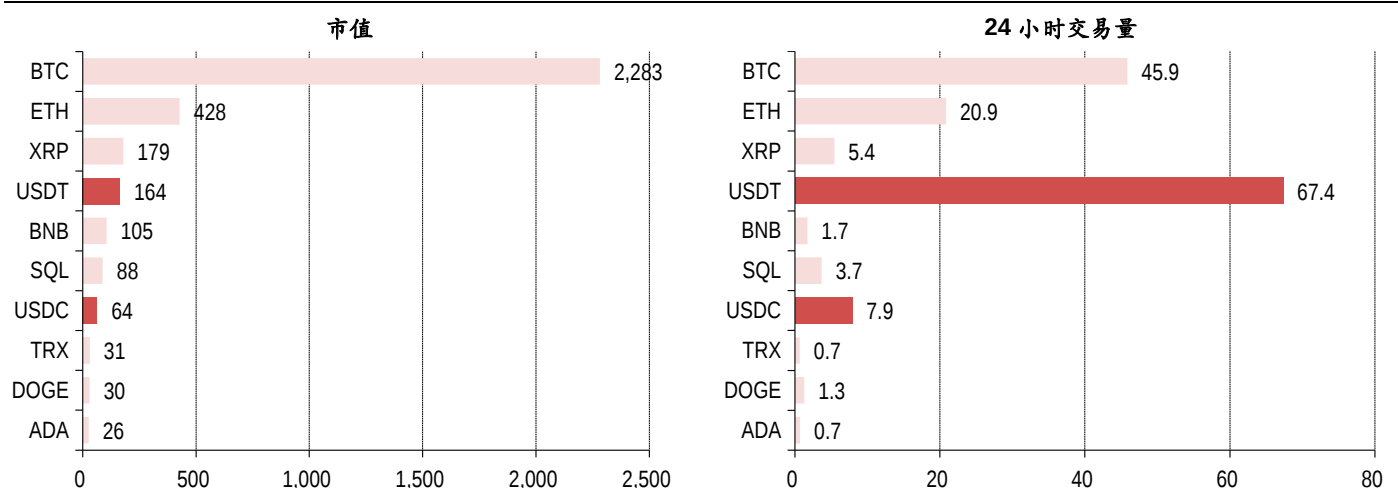
中银国际研究可在中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

引言：稳定币从数字货币创新领域步入主流金融场景

数字货币的兴起堪称金融科技领域的里程碑事件，其不仅重塑了全球资金流转格局，更驱动着传统金融体系加速向数字化转型。随着各国监管政策持续完善，稳定币在合规框架下的发展路径日益明晰，正凭借其独特的价值锚定机制，从数字货币创新前沿逐步渗透至主流金融场景。

稳定币发轫于波动剧烈的加密货币市场，以“价格稳定性”为核心竞争力，成为投资者规避市场风险的重要工具。当加密货币市场剧烈震荡时，投资者可通过快速兑换稳定币，有效规避价格波动风险。数据显示，在当前市值排名前十的加密货币中，两大头部稳定币虽仅占约 7% 的市值份额，但其日交易量却高达 48%，这一数据充分彰显了稳定币在加密货币生态中的关键地位。

图表 1：前十大市值的加密货币市值和日交易量



数据源：CoinMarketCap，中银国际研究

作为链接去中心化金融与传统金融体系的桥梁，稳定币的影响力早已突破加密货币市场范畴。在跨境支付领域，稳定币依托区块链技术，显著提升了交易效率，大幅降低了交易成本。这种技术创新不仅推动了市场生态的迭代与监管框架的完善，更使其成为重构国际货币体系的重要变量。

一、稳定币：机制、分类和 risk

什么是稳定币？

稳定币是一种通过与法定货币、大宗商品或其他加密资产挂钩，以实现币值稳定的数字货币。其设计初衷在于为加密市场提供稳定的交易媒介，有效规避加密资产价格剧烈波动带来的风险。在定义层面，国际权威机构给出了不同侧重的解读：金融稳定理事会（FSB）将其界定为“依托指定资产或资产组合，维持价值稳定的加密货币”；欧洲央行加密资产工作组则强调稳定币作为数字价值单位，需借助特定稳定机制，实现与单一货币或货币组合的价值锚定；香港地区监管机构明确，稳定币为一种基于分布式账本技术的加密数字价值表示，具有以下特征：以记账单位或经济价值储存形式表达；被公众接受作为支付、债务清偿或投资的交易媒介；可通过电子方式转移、存储或交易；在分布式账本或类似资讯存储库上操作；声称参考单一资产或一篮子资产维持稳定价值。

深入剖析稳定币的本质，可从三大核心维度把握：其一，**数字化属性**是其显著特征，这一特性使其成为连接数字世界与传统金融体系的关键纽带；其二，**价值尺度功能**，作为非政府机构发行的代币，稳定币在数字资产交易生态中，承担着基础价值度量的核心职能；其三，**相对稳定性**是其区别于其他加密货币的核心优势，这种稳定性的实现，依赖于科学的资产锚定机制，通过与特定资产的关联，确保币值波动处于可控范围。

稳定币与传统加密货币和央行数字货币（CBDC）的比较

在数字货币生态体系中，稳定币、传统加密货币与央行数字货币（CBDC）呈现出截然不同的设计逻辑与功能定位。比特币、以太坊等传统加密货币基于去中心化共识机制，以区块链技术实现价值转移，具备高匿名性与强流通性，但价格波动剧烈，难以作为可靠的价值尺度；央行数字货币则由主权国家背书发行，本质上是法定货币的数字化形态，兼具法偿性与可编程性，能够优化货币发行效率、提升监管透明度，但存在中心化管理特征。

相较而言，稳定币通过锚定法币、商品或算法机制维持价格稳定，既保留了加密货币的交易便捷性与跨境流通优势，又规避了价格剧烈波动风险。三者发行主体、价值锚定机制、监管属性与应用场景上的差异，共同构建了数字货币领域的多元格局（见图 2）。

图表 2. 稳定币与传统加密货币和 CBDC 的比较

特性/类型	稳定币	传统加密货币（原生加密货币）	央行数字货币（CBDCs）
价格稳定性	通常与法定货币或其他资产挂钩，以维持价值稳定	价格波动大，受市场供需影响	法定货币的数字化形式，价格稳定与法币一致
发行者	私人公司或金融机构	去中心化社区或私人项目团队	中央银行
信用背书	发行方的储备资产作为支撑	没有中央机构背书，依赖于算法或社区共识	国家信用背书
技术基础	区块链技术，但设计上更注重与现实经济体系的对接	主要基于区块链技术，强调去中心化	可能使用区块链或其他分布式账本技术，具体取决于国家的设计选择
应用场景	作为交易媒介，特别是在加密货币市场中用于规避价格波动	投资、投机、部分支付场景	零售支付、跨境支付等广泛的应用场景
监管环境	各国法规不同，正在逐步建立明确的监管框架	监管挑战较大，各国态度不一	由国家法律支持并受到严格监管
脱钩风险	存在，如果发行方无法保持足够的储备资产	不适用，因为它们不是与任何资产挂钩的	不存在，因为其价值直接来源于国家信用
透明度和审计	视乎发行者的政策，一些稳定币会定期公开审计报告来证明其储备情况	由于其去中心化的性质，所有交易都是公开透明的，但项目治理和财务状况可能缺乏透明度	高度透明度限定在监管需求内，受政府审计规则约束，并且通常会有严格的财务披露要求
典型代表	泰达币（USDT）	比特币、以太坊	数字人民币

来源：中银国际研究

稳定币分类

根据底层资产的抵押类型，稳定币可划分为四大核心类别。**法定货币抵押型**以美元、欧元等主权货币作为 1:1 储备资产，典型代表如 USDT 和 USDC，通过银行存款或短期国债等形式持有，确保每枚稳定币对应等额的现实货币资产；**加密货币抵押型**则利用其他加密资产（如 BTC、ETH）作为抵押物，采用超额抵押机制（通常抵押率超过 150%）应对加密市场的高波动性，MakerDAO 发行的 DAI 便是此类的标杆产品；**商品抵押型**选择黄金、大宗商品等实物资产作为价值锚定，例如 Paxos Gold (PAXG) 每枚代币对应 1 盎司伦敦标准交割黄金，实现虚拟货币与实体商品的价值绑定；**算法稳定币**通过智能合约和算法调控代币供给，不依赖实际资产储备，依靠协议内的激励机制维持价格稳定，典型如 Ampleforth，但此类稳定币在市场剧烈波动时易引发脱锚风险较高，部分项目甚至曾发生脱锚事件。各类型稳定币在资产透明度、流动性及抗风险能力上存在显著差异，成为影响其市场表现和应用场景的关键因素。

图表 3. 稳定币按资产抵押分类

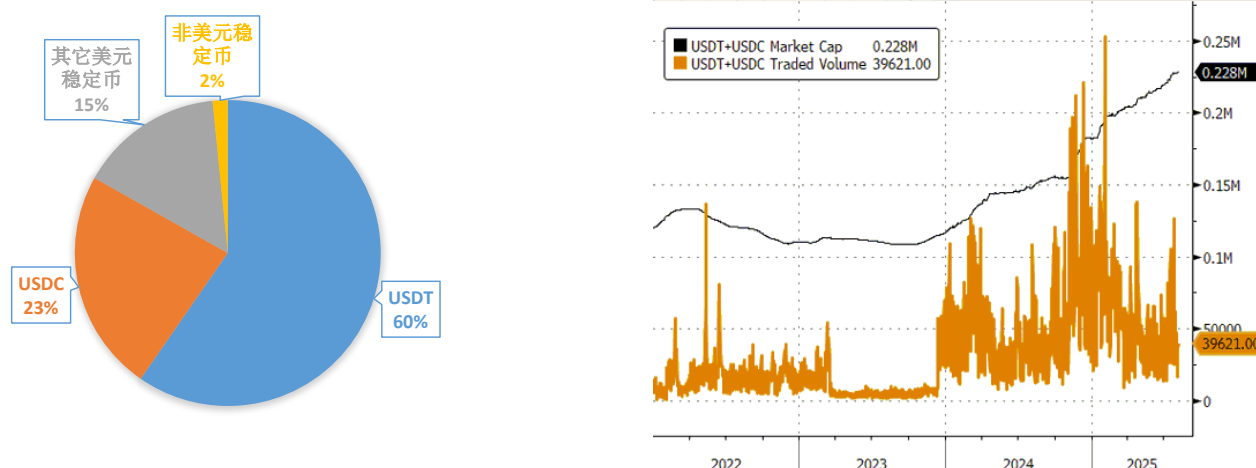
稳定币类型	法币抵押型		加密货币抵押型	商品抵押型	算法稳定币
代表性币种 (发行人)	USDT (Tether)	USDC (Circle)	DAI (MakerDAO)	PAXG (Paxo Trust Company)	UST (Terra)
发行公链	Ethereum, TRON, Solana	Ethereum, Solana, Algorand, Base 等	Ethereum, Abitnam, Base	Ethereum	(已崩盘)
核心机制	中心化，足额美元储备，定期审计	中心化，现金+美债储备，银行托管	去中心化， 超额抵押	中心化，黄金储备，瑞士金库托管，链上凭证化	去中心化，使用算法和智能合约调整稳定币的供应量
价格锚定机制	与美元 1:1 挂钩，依赖市场套利	与美元 1:1 挂钩；实时审计	1:1 美元挂钩，依赖多抵押品清算与智能合约维持稳定	1:1 实物黄金锚定	双币机制 (LUNA)，设计缺陷导致崩溃
储备资产结构	混合型：美债主导+现金+非传统资产	纯流动型：现金+短期美债	混合型：ETH/BTC+USDC+RWA 美债	实物型：黄金+仓储保险	无
监管适配	离岸合规：获巴哈马、英属维尔京群岛牌照	强合规标杆；首获联邦牌照；全透明披露；储备数据链上可查	部分合规：RWA 美债受 SEC 监管；PSM 模块依赖 USDC，受纽约州金融该服务部约束	商品监管：受纽约州金融服务部+伦敦金银市场协会双重约束	2022 年 UST 崩盘，引发监管介入
风险	中心化+交易对手风险；高流动性+易锚定	中心化+交易对手风险；高流动性+易锚定	去中心化的协议治理、智能合约风险、无交易对手风险；流动性低于法币抵押型；抵押品价格波动带来波动风险（易受作抵押的加密货币价格影响）	中心化+交易对手风险；高流动性+易锚定	去中心化的协议治理、智能合约风险、无交易对手风险、抗审查性；不太稳定

来源：中银国际研究

稳定币市场格局

当前稳定币市场呈现高度集中的寡头垄断格局，美元稳定币占据绝对主导地位，市场份额超 95%。其中，USDT 和 USDC 作为行业双巨头，分别以 60% 和 23% 的市值份额领跑市场，其余美元稳定币合计占比 15%，非美元稳定币仅占 2%。从 USDT 和 USDC 的市值曲线及链上交易量数据观察，两大头部稳定币的价格锚定机制与流动性深度正不断巩固其寡头地位。

图表 4. 稳定币市值构成和前两大稳定币的市值及日交易量走势



来源：彭博、Coingecko.com、中银国际研究

稳定币“不可能三角”

稳定币领域存在着著名的“不可能三角”困境 —— 价格稳定性、资本使用效率与去中心化程度三者难以实现均衡。具体来看：

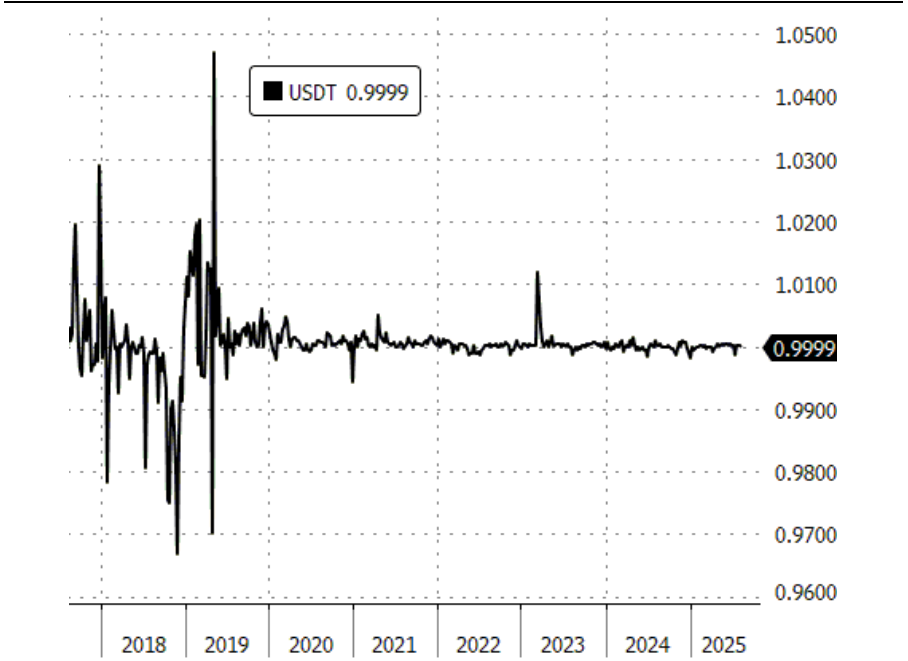
- **中心化稳定币**（如 USDT、USDC）的价值锚定依赖发行方的信用背书，这通过银行托管机制与第三方审计实现，因而难以满足去中心化要求；
- **超额抵押型稳定币**（如 DAI）为确保价格稳定，要求抵押资产价值显著高于发行代币总量，这种模式导致资金利用率受限，牺牲了资本效率；
- **算法稳定币**（如曾引发市场震荡的 UST）在理论上满足资本效率和去中心化诉求，但缺乏足额的现实资产储备作为兜底价格，价格崩溃将迅速引发协议资不抵债，暴露其价格稳定性的脆弱性。

稳定币的价格稳定机制解析

以 **USDT 为典型代表**，其价格锚定机制构建于严密的发行 - 流通 - 赎回闭环体系之上：在发行环节，用户向发行方存入 1 美元，后者同步在银行账户储备等额现金或国债等，并于区块链网络中铸造对应数量的 USDT 发放给用户；进入流通阶段，稳定币可实现链上即时支付与交易，区块链分布式账本对每笔转账进行实时确权与记录，接收方享有继续持有或二次交易的自主选择权；赎回流程中，用户将持有的 USDT 返还至发行方，代币随即完成链上销毁，对应美元资金则通过银行渠道原路退回。

这种稳定机制的核心驱动力源自市场套利行为：当 USDT 二级市场价格跌破 1 美元时，套利者将大量购入折价代币并发起赎回，促使市场供需关系回归平衡；反之，若价格溢价超过 1 美元，套利者将以 1 美元成本铸造新币，通过高价抛售实现盈利，进而推动价格向锚定目标收敛。数据显示，2024 年至今，USDT 价格始终保持在 0.9975-1.0025 的窄幅区间波动，稳定性较好（图 5）。

图表 5. USDT 价格波动



来源：彭博，中银国际研究

DAI 的价格稳定机制依托复杂的智能合约架构与经济模型设计，具体运作流程如下：

- 发行环节：用户转入 ETH 等抵押品，MakerDAO 系统按实时报价与通常 $\geq 150\%$ 的超额抵押率，通过智能合约生成 DAI 发放（注：实际抵押率会根据市场情况动态调整）。
- 交易流通：DAI 作为去中心化稳定币，日常交易支持链上快速低成本转账。
- 赎回机制：用户返还 DAI 并支付稳定费（稳定费会根据系统需求动态调整），经智能合约核验后赎回对应抵押品。
- 风险管控：当抵押品价值跌破清算阈值，智能合约启动清算流程，向“Keeper”收取 10%-13% 罚金以激励清算；极端情况下触发“紧急关闭”机制，按 1:1 比例返还剩余抵押品。

其稳定机制通过动态供需调节与多层次激励体系实现价格锚定：

- 1) 目标利率反馈机制（TRFM）：通过实时调整目标利率（正负双向调节），动态改变 DAI 的生成成本与持有收益；
- 2) 超额抵押与清算：通过超额抵押缓冲市场波动，结合自动清算机制降低违约风险；
- 3) 套利空间管控：利用市场套利行为促使 DAI 价格向锚定价值回归。

2024 年以来，DAI 的价格波动始终控制在 0.9782-1.0022 区间（图 6）。不过需注意，若出现抵押品单日剧烈贬值，清算机制可能面临执行失效风险，进而引发 DAI 与美元脱钩。为此，DAI 通过引入多抵押品策略有效分散单一资产风险。

图表 6. DAI 价格波动



来源：彭博，中银国际研究

稳定币的商业模式

以 USDT 为例，Tether 通过储备资产的利息收入和交易手续费获利，同时利用市场波动进行套利操作。Tether 手续费方面，铸造或赎回费率为 0.1%，不足 1000 美元按 1000 美元收取；账户验证费（资金出入前完成账户验证）为 150 美元。交易手续费与 Tether 官方费用无关，由交易所平台决定（如 0.2%）。

从 2025 年 6 月 30 日披露的资产配置数据观察，该稳定币的储备资产呈现多元化特征：现金及现金等价物和短期存款占比达 79.9%，为币值稳定提供基础流动性保障；贵金属、比特币和担保贷款等资产占比均在 5%-6% 区间(图 7)。值得关注的是，尽管 USDT 的储备资产透明度受到市场质疑，但从未出现脱钩现象。

图表 7. Tether 资产配置 (2025 年第二季度)

	金额 (十亿美元)	占比 (%)
现金等价物和其它短期存款	129.95	79.9
美国国债	105.52	64.9
隔夜逆回购	16.34	10.1
定期回购协议	1.67	1.0
货币市场基金	6.35	3.9
现金以银行存款	0.03	0.0
非美国国库券	0.05	0.0
公司债	0.01	0.0
贵金属	8.73	5.4
比特币	8.93	5.5
其它投资	4.82	3.0
担保贷款	10.14	6.2
总计	162.57	100

来源：Tether，中银国际研究

稳定币的风险

稳定币面临的风险呈现多维特征：其一，**价值锚定脱钩风险** 表现为稳定币与标的资产的动态偏离，当储备资产市场价值波动或抵押率失衡时，可能触发价格脱钩；其二，**监管不确定性风险** 源于全球数字货币监管框架的碎片化和不确定性，不同司法管辖区在合规要求、准入标准和运营限制方面存在显著差异，严重制约稳定币的跨市场流通能力与业务拓展空间；其三，**技术安全风险** 根植于区块链底层架构的潜在漏洞，包括智能合约逻辑缺陷、共识机制脆弱性及私钥管理风险；其四，**信用风险** 主要涉及发行主体的履约能力，若储备资产透明度不足、审计机制缺失或流动性管理失当，将直接损害持有者信心。

典型案例显示，2023 年 3 月硅谷银行（SVB）破产事件中，USDC 发行方次日披露的风险敞口导致其市场价格瞬时跌破 0.87 美元，虽在 24 小时内恢复锚定汇率，但充分暴露了传统金融机构风险向稳定币市场的传染路径；2022 年 TerraUSD（UST）崩溃事件暴露了储备资产不足、系统性风险及投资者保护问题。

二、稳定币相关的若干宏观问题

1. 法币稳定币对货币供应的影响

100% 储备机制下的法币稳定币，其发行模式本质上是以银行存款、国债等安全资产作为全额抵押品，在监管严格限制储备资产挪用及投资的框架下，理论上不会造成法币货币供给总量的扩张，仅体现为资金的形态转换。

然而，稳定币引发的广泛流通和支付替代效应可能引发金融脱媒加剧、货币结构变化、货币流通速度提升等间接效应，进而影响货币政策传导及央行对货币供给的控制能力。

2. 稳定币对美债市场的影响 - 稳定币不能解决美公共财政的核心结构性失衡

目前，稳定币储备对美债的投资规模尚显有限，其持有量不足可交易美债总量的 1%，且投资结构呈现明显的短期化特征，在短期美债（T-Bills）的配置比例不足 2%，因此对美债市场的整体影响较为微弱。从资金来源分析，若稳定币的规模扩张主要源于对银行存款或货币市场基金的替代，其对美债需求的边际拉动效应将较为有限；稳定币的支付场景持续拓展可带动对美债的配置需求。关注美稳定币立法对稳定币规模增长的推动效果。2025 年 4 月，美国财政部的一份报告预计到 2028 年稳定币市场的市值可能达到 2 万亿美元。6 月 18 日，美国财长 Scott Bessent 提到，2030 年稳定币市场可能增长至 3.7 万亿美元。

尽管稳定币受监管限制无法直接投资长期美债，但短期美债（T-Bills）发行的增加可以降低美债整体平均久期，从而稳定长端美债收益率。因此，如果稳定币规模高速增长的情景实现，有望在中期内缓解债务供需压力。但长期来看，美国财政仍处于不可持续的路径上，两党没有政治魄力与意愿收紧财政，稳定币只能延后债务问题爆发的时间，并不能解决核心问题。而一味提升短债比例，将显著增加美债再融资风险，尤其是一旦稳定币出现信用风险或者脱钩事件，将带来更加广泛的风险传染。

3. 稳定币对美元霸权地位的影响

根据 IMF 和国际清算银行数据，美元在全球外汇储备中的占比在 58% 左右，在全球外汇交易中的份额更是接近 88%，但在稳定币市场占比接近 100%。在特定新兴市场，尤其一些高通胀、政治动荡或金融监管体系尚不完善的地区，稳定币的渗透率显著提升。以东南亚和非洲为例，当地中小企业为规避跨境支付中的高成本与冗长流程，大量使用 USDT 等美元稳定币进行跨境结算，直接绕开传统银行体系与 SWIFT 系统，这种“非正式美元化”现象正加速美元在发展中国家的经济渗透。

美元稳定币在稳定币市场的主导地位，本质上是美元全球货币霸权的映射，而非单纯的先发优势使然。与其将稳定币视为美元扩张的工具，不如理解为稳定币体系天然需要如美元般的国际核心货币作为价值“定盘星”。凭借美元地位和广泛网络优势，短期内美元稳定币的主导地位仍难以撼动。**不过随着各国数字资产监管立法进程推进，稳定币市场将逐步走向多元化。**在此背景下，欧元稳定币的生态建设与潜在的港币稳定币发行计划，或将成为稳定币市场值得关注的变化趋势。

4. 中美在数字货币路径的选择

中国在人民币数字化进程中选择了央行数字货币（CBDC）路线，即数字人民币（e-CNY），这一国家主导的数字货币路径（早在 2019 年末已开始试点推广）。对虚拟资产予以禁止，以维护金融秩序、防范金融风险，保护投资者权益。在发行机制上，数字人民币以 M0 替代为核心定位，不支付利息，保持传统现金属性。

在人民币国际化战略层面，通过推进“数字桥”（mBridge）多边央行数字货币桥项目，人行合作香港金融管理局、泰国银行、阿联酋中央银行等，着力构建主权数字货币跨境交易清算机制。这一布局为人民币国际化开辟了数字化新路径，但也面临美元稳定币快速扩张带来的跨境竞争压力。

值得关注的是，尽管中国在对虚拟资产监管政策上保持整体审慎基调，监管层态度有所松动：今年陆家嘴论坛上，央行行长潘功胜首次公开肯定稳定币的技术创新价值；香港特别行政区开启了稳定币发行试点。不过，国内多地金融监管部门仍持续发布风险提示，**明确境内外差异化监管策略，采取审慎开放态度。**

美国在美元数字化进程中选择了代币化路径。7 月在通过《稳定币统一标准保障法案》（《GENIUS 法案》）的同时，美国还颁布了《反 CBDC 法案》。这两部法案的出台，清晰勾勒出其数字货币代币化发展方向。离岸美元的全球化流通格局，使得美国难以推动“中心化”的数字美元方案。而《GENIUS 法案》的实施将强化美财政政策对稳定币领域的影响。稳定币在美国可替代 M1，储备资产能产生利息收益。美国财政部明确将稳定币定位为巩固美元霸权的关键工具。美国财政部长贝森特明确表示，美国将保持美元作为全球主导储备货币的地位，而稳定币正是实现这一战略目标的关键抓手。

上述发展折射出全球数字资产格局的深刻变革。一方面，日均千亿美元、十年内有望突破万亿美元规模的稳定币发展浪潮下，美国通过《GENIUS 法案》推动美元稳定币全球渗透，意在强化美元在数字资产领域的主导权，又通过美债抵押机制扩大国债需求。另一方面，法币稳定币作为主权货币数字化载体，与加密货币存在本质差异。而且港币 / 人民币稳定币的监管完全可以做到境内外隔离，香港稳定币法明确提到香港做稳定币是“**试验田、防火墙**”，也为应对国际支付体系潜在阻断风险演练准备。尽管人民币在国际储备货币中占比仅 2% 左右，但在法币稳定币领域保持战略缺位显然不利于人民币国际化进程。不过，稳定币上链本质是提升货币流通效率，其核心竞争力仍取决于主权货币的经济基本面，其次是监管合规水平及运营成本优势。

5. 为什么香港要发展稳定币 - 建设全球数字资产首要枢纽及激活人民币生态

香港锚定建设全球数字资产首要枢纽的战略目标，于《政策宣言 2.0》中以 LEAP 为框架，从四方面布局：

- **优化法律与监管：**构建统一全面的数字资产服务提供者监管框架，覆盖交易平台、稳定币发行方等主体。
- **扩展代币化产品种类：**推动代币化政府债券发行常态化，拓展资产及金融工具代币化范围，为现实与金融资产代币化提供激励。
- **推进应用场景及跨界别合作：**加强监管、执法及技术方合作，鼓励市场参与方就持牌稳定币应用提出建议。
- **人才与合作伙伴发展：**培育新一代企业家、研究人员和技术专家，打造可持续人才库。

香港金管局与财库局推出的稳定币发行人沙盒，向拟在港发行法币稳定币机构明确监管要求，于可控小规模环境下测试，收集数据及用户反馈，以构建风险导向的监管制度，为创新业务提供合规试点空间。目前，稳定币发行人沙盒已进入第二阶段。在拓展代币化产品种类方面，香港已启动 Ensemble 项目沙盒，测试 20 个代币化用例。目前，香港具备良好条件发展代币化债券，或很快将开启对代币化债券的监管。

香港在稳定币方面开展相关的尝试和试验，将为中国数字金融发展发挥“试验田”作用。一方面，香港金管局通过相关发牌制度等政策框架，为稳定币项目提供合规试点空间，推动银行、科技企业探索基于区块链技术的港元稳定币发行模式，在技术标准、风险防控、跨境流通等环节积累实践经验；另一方面，香港的试验成果可直接为内地数字金融发展提供“政策压力测试”样本，其在稳定币与法定货币挂钩机制、反洗钱（AML）与反恐怖融资（CFT）监管规则等方面的探索，将为内地数字人民币生态建设及金融科技监管沙盒制度优化提供重要参考，成为衔接境内外数字金融创新的关键“试验田”。

6. 在港发展稳定币与央行数字货币的关系

稳定币和央行数字货币（CBDC）的共存可以通过双轨方式实现。在欧洲和英国等司法管辖区，批发 CBDC 通常建立在私有区块链网络上，为中央银行和商业机构之间的银行间结算提供了便利。基于公共区块链的稳定币可以满足零售和跨境支付需求，利用它们的可访问性和全球互操作性。促进稳定币和 CBDC 之间的互操作性可以释放显著的协同效应。

相比央行数字货币，稳定币在香港的应用具现实意义。稳定币在跨境支付和清算领域的应用，有望提升香港在全球金融网络中的节点价值。稳定币可锚定港元、美元或一篮子法币，帮助实现更灵活的流动性管理和资金追踪。汇率管理者对稳定币发行和流通数据实时监测可及早干预资金流动异常，智能合约可自动执行预设规则，优化联系汇率制度政策工具箱。

图表 8. 数字人民币、人民币稳定币与微信钱包

维度	数字人民币 (e-CNY)	人民币稳定币	移动支付（支付宝、微信支付）
结算主体	中国人民银行（央行直接结算）	私人公司或金融机构	商业银行（通过第三方支付平台中转）
资金性质	央行负债，等同于现金 (M0)	链上代币，依赖储备资产	商业银行存款 (M1/M2)
到账时效	实时全额结算（支付即结算）	区块链确认（通常需数秒至数分钟）	依赖银行清算 (T+0 或 T+1 到账)
银行依赖度	松耦合（无需绑定银行账户即可使用）	完全独立（但需通过交易所兑换法币）	强依赖（必须绑定银行账户）
法律属性	法定货币，具备法偿性（商家不得拒收）	加密资产，无法律地位（国内禁止流通）	支付工具，受《非银行支付机构条例》监管
技术基础	中心化系统+区块链混合架构（支持双离线支付）	公有区块链（如以太坊，依赖网络）	中心化服务器（需联网）
风险等级	极低（国家信用背书）	高（发行方信用风险、脱锚风险）	低（存款保险保护）
隐私保护	可控匿名（小额匿名、大额可追溯）	伪匿名（链上交易公开，身份难溯源）	完全实名制（平台掌握全量数据）
适用场景	国内零售支付、政务缴费、无网环境交易	跨境支付（其去中心化的初衷令其在跨境成本、时间和安全上有优势）、加密货币交易、DeFi	国内线上线下消费、社交转账（因工具加载应用场景，在零售端具优势）

来源：中银国际研究

7. 离岸人民币稳定币的发展前景

离岸人民币稳定币能否在香港成功推出，关键取决于监管立场。注意到，香港的稳定币监管框架不限制货币类型。香港稳定币立法生效后，预期先推出港币和美元挂钩的稳定币，为离岸人民币稳定币的推出积累经验。

离岸人民币稳定币的推出有其适用场景。鉴于跨境贸易中越来越多地采用人民币计价和结算，特别是在一带一路倡议沿线，向基于区块链的结算系统过渡代表了一种自然演变，将提高效率并减少交易中的摩擦。离岸人民币稳定币的发行需要稳健地获得相应的人民币资产，特别是香港固定收益市场的发展。

离岸稳定币市场潜力分析 稳定币的起源目的是为了加密货币的交易，销售渠道主要就是加密货币交易所。截至目前，美元稳定币市场规模已达 2500 亿美元左右，超 80% 的发行体量直接服务于数字货币交易场景。数据显示，当前数字货币市场日均交易量约 1000 亿美元，其中 70% 以上的结算依赖 USDT 和 USDC 等头部稳定币。从市场展望来看，主流机构预测，到 2030 年美元稳定币规模将实现跨越式增长，有望触及 2-3 万亿美元区间。结构层面，尽管用于数字货币交易仍将占据半壁江山，但应用场景将显著多元化：约 10% 的规模将用于货币保值；40% 则会流向贸易支付领域。

反观离岸人民币（CNH）市场，长期维持在 1 万亿人民币规模，其中 40% 服务于国际贸易结算。这一现状背后，使用场景局限、收益率缺乏竞争力是主要制约因素；同时，政策层面对 CNH 汇率波动可能传导至在岸市场的担忧，也使得监管保持审慎。但从储备规模对比来看，相较于中国高达 2.5 万亿美元的外汇储备，适度扩大 CNH 市场规模并不会对汇率稳定构成实质性威胁。

在发行机制上，类似美元稳定币，港币 / 离岸人民币稳定币遵循 1:1 储备原则。若仅服务于贸易支付场景，离岸人民币稳定币的规模天花板预计在数千亿人民币量级。若寻求规模突破，需进一步拓展应用边界：或是适度放开虚拟货币交易场景，或是结合 RWA（现实资产代币化）趋势，将票据、债券、股权等传统金融资产进行链上改造，释放新的增长动能。

三、稳定币的监管发展

1. 香港《稳定币条例》解读

2025 年 6 月 6 日,《稳定币条例》在香港宪报刊登生效,并将于 8 月 1 日正式实施,这标志着全球首个针对法币稳定币的全面监管框架落地。该条例的核心目标,在于构建香港法定货币稳定币发行方的持牌管理制度,进一步完善虚拟资产活动监管体系,以保持金融稳定,同时推动金融创新。监管范围为法币挂钩的稳定币,定义了“指明稳定币”。

条例要求指明稳定币要在香港发行或市场推广,或在境外发行与港元挂钩的稳定币,均需获得许可。发行人许可标准包括反洗钱、治理、审计、信息披露和风险管理要求。值得注意的是,只允许持牌机构向零售投资者提供指明稳定币。

条例对发行人资质作出明确要求,包括本地注册、特定资本条件、禁止付息、全额赎回承诺、高流动性优质资产投资,以及储备资产隔离管理等。此外,针对条例生效前已在港运营的特定稳定币发行机构,设置了过渡性安排,允许其在限定时间内继续运营,且金管局保留“豁免”决定权。需要强调的是,除指定稳定币外,其他类型稳定币可能适用不同的监管框架。

条例公布后,合规门槛提升,可能限制小型或新兴稳定币发行人的进入,推动行业向更专业化的方向发展。同时,条例通过严格的许可、储备资产管理和触发机制确保投资者的资金安全及赎回权利,从而增强投资者信心。

图表 9. 香港、美国和欧盟的数字资产监管比较

	香港	美国	欧盟
监管框架特点	集中: 主要由证监会和金管局牵头,其他机构为多机构生态系统做出贡献 渐进: 保持灵活可拓展性。最近的 ASPIRe 路线图旨在增强市场准入和合规灵活性,同时保持投资者保护 确定: “同活动、同风险、同监管”原则确保一致性。明确区分证券和非证券提供了确定性	复杂且割裂: 来自联邦机构和州级法规的重叠监督。将加密资产分类为证券的不一致造成了监管不确定性 趋向严格: 监管正在转向更严格的立场,尽管缺乏统一的框架造成了合规挑战	统一性: MiCA 建立了一个全面、统一的监管框架 明确性: MiCA 将加密资产分为电子货币代币、资产参考代币和其他。它通过明确许可和 AML/CFT 规则,在创新与消费者保护之间取得平衡
对资产代币化的监管	逐步监管: - 开创了代币化绿色债券,并推出了 Ensemble 沙盒,以探索 RWA 的代币化。 - 主要以一级市场为主,二级市场交易有望逐步扩大,但监管从紧确保合规	代币化资产的监管地位仍然模棱两可; 代币化股票的证券分类仍不明确,阻碍了 Robinhood 等平台全面开展代币化股票交易	全面监管包容: 在许可框架内明确定义代币化股票(上市和非上市),支持一级和二级市场活动,以及合规平台的运营
投资者要求	严格的 KYC/AML 和适当性检查, 复杂产品仅限于专业投资者 自 2023 年以来允许零售参与非复杂虚拟资产产品的转变反映了一种更加进取的立场	严格: 对私募有严格的合格投资者规则	散户参与门槛较低: 无特定合格投资者规则 某些高风险产品可能需要额外的风险警告,国家监管机构可能会实施更严格的地方规定
稳定币监管	先行者姿态: 采取积极监管策略,推动稳定币合规发展,强化金融创新与风险管理	多州差异: 美国各州监管不一,联邦层面探索统一框架,关注反洗钱与消费者保护	统一标准: 欧盟推进统一监管,通过 MiCA 法案,旨在创建稳定币发行与运营的共同规则

来源: 中银国际研究

2. 香港、美国和欧洲的稳定币监管比较

从全球视角看，稳定币监管普遍采用牌照管理模式，在发行资质、储备资产配置、业务边界划定、投资者权益保护及反洗钱合规等核心领域建立规范框架。与其他司法管辖区相比，香港稳定币监管体系展现出鲜明的制度创新特征：

- 1) **全维度监管覆盖**：任何在港发行法币稳定币或锚定港元的稳定币项目，均需向香港金管局申请牌照。同时，即使在香港以外地区发行，只要稳定币锚定港元或面向香港公众开展积极营销，同样适用持牌要求。这一设计阻断了通过离岸架构规避监管的套利路径，与美国形成显著差异。
- 2) **高标准准入门槛**：香港将稳定币发行机构资质对标银行业标准，明确设置 2500 万港元最低实缴资本要求。金管局总裁余伟文强调，鉴于稳定币业务的创新性与潜在风险，初期将采取审慎发放策略，严格控制牌照发放数量。
- 3) **严格储备机制**：香港建对稳定币的储备资产制定了全球最严格的标准之一。要求稳定币必须 100% 由优质高流动性资产足额支持，但未像美国那样制定具体资产清单，赋予金管局裁量权。同时规定储备资产需与发行人自有资产完全隔离，委托符合资质的第三方机构托管，并接受独立第三方审计。
- 4) **明确业务禁区**：香港监管条例明确将算法稳定币排除在合规范畴之外，从制度层面规避纯算法机制可能引发的系统性风险。

图表 10. 香港、美国和欧盟的数字资产监管比较

	香港《稳定币条例》	美国《Genius 法案》	欧盟《MiCA》
发牌制度	香港金管局负责对具有金融类属性的虚拟资产包括稳定币进行监督采取牌照制度，只允许持牌发行人发行的稳定币销售给零售投资者	联邦和州监管机构，根据稳定币发行规模和发行主体性质有所不同：100 亿美元规模以上的发行方由联邦监管机构监督，不足 100 亿美元的非银发行方可选州监管	加密资产服务提供商（CASP）必须在欧盟成员国获得监管机构的授权方可合法运营，可通过“护照制度”在欧盟范围内运营
界定稳定币	监管范围是在港发行的法币稳定币或在港内外发行参考港元价值的法币稳定币； 禁止无抵押的算法稳定币； 赎回不得附加繁琐条件和不合理费用； 未明确排除稳定币的证券属性	在美运营的 1:1 锚定美元或高质量资产的支付稳定币 ，仅限于支付/结算的数字资产； 财政部需评估算法稳定币风险； 必须承诺按固定面值赎回，并维持价值稳定； 支付稳定币不属于证券或商品，豁免 SEC/CFTC 管辖，不享受联邦保险	在欧盟成员国运营 的电子货币代币（EMT）：以固定汇率兑换成法定货币的数字代币； 资产参考代币（ART）：价值参考一种或多种法定货币或其它资产的数字代币
发行门槛	在港注册公司或海外“认可机构”， 满足 2500 万港元的最低实缴资本要求 （银行类机构可豁免）	受保存款机构子公司、联邦批准的非银行实体或州许可发行人	需在欧盟境内注册，获得成员国监管机构许可
业务限制	稳定币不得向持有人支付利息，但允许营销激励（如折扣），前提是不与持有量或持有时间挂钩； 持牌人不得从事与稳定币无关的高风险活动，如衍生品交易或杠杆投资	稳定币不得向持有人支付利息或收益； 仅允许发行人从事稳定币、发行、赎回、储备管理、托管等核心业务	稳定币不得向持有人支付利息或收益； 禁止向用户提供稳定币的借贷服务
储备要求	100%储备资产为 高素质、高流动性、低风险资产 ；定期审计并披露，发行人可自行托管或委托银行等机构管理	100%储备资产为 美元现金、短期国债（93 天）、隔夜回购协议、央行存款等低风险资产 ；禁止再抵押；每月公开储备金构成，注册会计师事务所审计； 仅限受联邦或州监管的金融机构提供托管	100%储备资产为 现金或存款 ；限制投资范围；需定期向监管机构报告，按月度披露信息 储备资产需存放在受监管的金融机构，确保随时可兑换
储备金安全与破产优先权	100%储备隔离； 未明确破产有限清偿机制	客户资产独立存放，允许结算目的的临时动用客户资产； 持币人在发行人破产时享有优先兑付权	完全隔离；至少 30%作为存款存放在信贷机构（重要稳定币：60%） 持币人在发行人破产时享有优先兑付权
反洗钱	符合打击洗钱及恐怖分子资金筹集的要求，实施客户尽职调查和交易记录保存	遵守银行保密法和反洗钱法规，实施客户身份验证和交易监控	遵守欧盟反洗钱指令，进行客户身份验证、交易监控和可疑活动报告

来源：中银国际研究

四、应用场景

1. 稳定币的支付场景

- **零售支付：**稳定币依托锚定机制构建的价格稳定体系，成为零售场景中的理想支付媒介。当前，沃尔玛、亚马逊等零售巨头已积极探索发行自有稳定币，消费者使用企业稳定币支付可直接享受专属折扣或积分奖励。这种创新模式本质上类似数字化“会员充值预付卡”，既为企业节省了高达数十亿美元的信用卡交易手续费，又通过权益绑定显著提升了用户粘性。
- **跨境转账：**在国际资金流转领域，稳定币依托区块链分布式账本技术，构建起超越传统 SWIFT 体系的高效解决方案。通过“支付即结算”的技术革新，稳定币彻底重塑了跨境支付的底层架构，将传统跨境支付冗长的清算流程压缩至近乎实时完成。相较于传统模式，稳定币支付凭借点对点直连特性，完全摆脱对中间清算银行的依赖，将跨境转账成本降低至汇款金额的 0.1%-0.5%。同时，基于智能合约的自动化结算机制，不仅消除了汇率波动风险，更实现 7×24 小时无间断服务，交易全程上链可追溯，手续费完全透明公开。

图表 11. 稳定币支付与传统跨境支付比较

流程	稳定币支付	传统跨境支付
	环节少	环节多
	■ 用户将法币兑换为稳定币 ■ 通过区块链网络直接转账给收款方 ■ 收款方可将稳定币兑换回法币或用于其他支付	■ 付款方通过银行发起汇款，完成 KYC/AML 审核 ■ 经过多个中间银行（代理行）进行清算和结算 ■ 资金最终到达收款方银行
链路	点对点，区块链	多层级中介，依赖 SWIFT
	■ 基于区块链技术，实现点对点的直接转账 ■ 无需依赖传统银行体系，减少了中间环节	■ 依赖 SWIFT 系统进行信息传递 ■ 涉及多个银行和清算机构，链路较长
成本	低成本	高成本
	■ 手续费低：通常只需支付少量的区块链网络手续费（Gas 费），总费用通常为汇款金额的 0.1%-0.5% ■ 汇率损失：如收款方接受稳定币对应法币，减少了汇率波动带来的损失；如收款方不接受稳定币所对应法币，汇兑产生额外成本	■ 手续费高：包括银行手续费、电汇费、中转行费用等，总费用通常为汇款金额的 2%-6%，向发展中国家回款平均成本超过 6% ■ 汇率损失：承担银行汇兑价差，多次货币兑换可能增加成本
时效	快速到账	时间较长
	■ 实时或近乎实时：基于区块链的特性，交易可在几秒到几分钟内完成 ■ 全天候运行：不受银行营业时间和节假日限制	■ 数小时到数天：通常需要 1-5 个工作日才能到账 ■ 受时区和节假日影响：可能因银行休息而延长
透明度	实时查询链上交易，手续费公开	中间机构手续费和进度不透明

来源：中银国际研究

- **工资发放：**在跨国企业薪酬管理场景中，稳定币的应用显著优化了国际员工薪资发放流程。通过建立统一的数字化薪酬结算体系，企业可实现全球范围内薪资的即时到账与精准结算，大幅提升跨国人力资源管理效率。
- **供应链金融：**稳定币在供应链金融领域的应用，有效破解了传统支付体系效率瓶颈。基于智能合约的自动化支付机制，可在物流信息确认的瞬间自动完成货款与运费结算，如京东沙盒测试稳定币应用于供应链金融，将 5-7 个工作日的结算缩短至几小时。

发行主体的竞合关系及竞争力分析 在稳定币支付应用场景的竞争格局中，传统金融机构与互联网企业呈现出显著的差异化定位。以中国银行、渣打银行、中国工商银行为代表的传统金融机构，凭借其持有的跨境支付牌照和成熟的合规风控体系，可重点深耕机构客户市场，例如为跨国企业量身定制稳定币跨境结算解决方案。相比之下，以京东科技、蚂蚁集团为代表的互联网企业，依托庞大的用户流量和多元化场景生态，在推动稳定币消费端应用上具备天然优势。两者可形成互补，但仅就商业支付领域的使用，前者大概率会处于劣势，这一点在国内的各家银行推出的线上支付产品（包括银联的云闪付）严重弱于支付宝的历史过程得到了验证。同时需警惕无序竞争导致的资源浪费。

在法币稳定币的盈利模式层面，发行机构通常将储备资金配置于短期国债等低风险资产以获取收益。尽管此类收益无法直接分配给稳定币持有者，但发行方往往通过营销手段将收益反哺市场，例如通过支付折扣、积分体系等方式提升用户活跃度。由于法币稳定币属于高度同质化产品，大型零售企业如亚马逊、沃尔玛发行稳定币具备多重优势，包括储备资产配置获取利息收益、降低供应链支付成本、和借助激励体系增强客户粘性。我们预计具备生态场景支撑的稳定币更具潜力，而以 Circle 为代表的纯稳定币发行模式将面临严峻的市场挑战。

2. 稳定币在虚拟资产交易中的应用

USDT、USDC 等主流稳定币在虚拟资产交易版图中占据核心地位，相关交易规模占整体市场交易量的 70% 以上。作为加密市场的核心交易媒介，稳定币通过锚定法币或其他资产实现价格稳定，有效化解了数字资产价格剧烈波动风险；同时，凭借区块链技术的高效清算能力，大幅提升了交易效率与资金安全性；其标准化价值尺度属性，更促进了各类资产的快速交换，显著降低了市场摩擦成本。上述特性共同构筑起稳定币在数字资产生态中的关键枢纽地位。

3. 稳定币在 RWA 中的应用：交易媒介、价值尺度、流动性支撑

在香港 RWA 测试场景中，香港围绕固定收益与投资基金管理、流动性、绿色和可持续金融、贸易和供应链金融 4 大核心领域，设计了 20 个应用案例。其中，代币化金融资产类用例已展现出较高的成熟度，有望成为推动代币化生态快速发展的重要引擎；相比之下，代币化非金融 RWA 类用例则需要更多的探索与实践积累，才能达到广泛应用阶段。

稳定币与 RWA 的深度融合模式，蕴藏着巨大的发展潜力。以香港为例，基于稳定币的交易体系能够支持投资者认购香港政府发行的数字债券，类似应用将推动交易规模与活跃度的提升。

4. 稳定币在 DeFi 中的应用，并与其相互促进

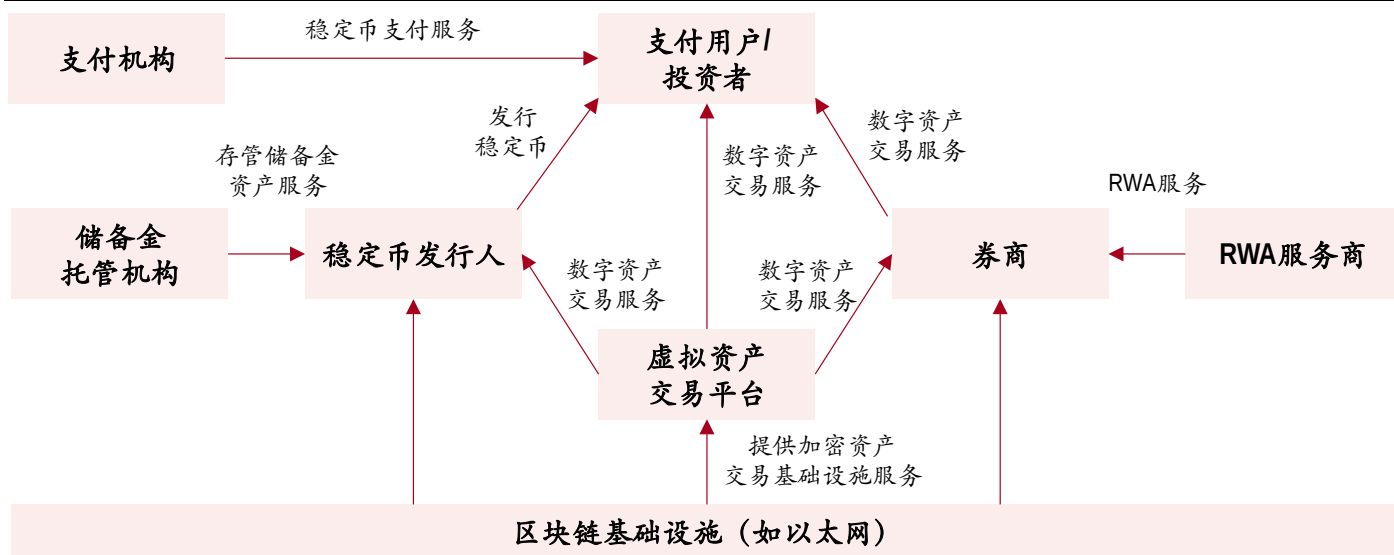
稳定币作为去中心化金融（DeFi）生态的核心基础设施，深度渗透于 DeFi 市场的各个环节，在支付清算、底层抵押和价值度量等领域发挥关键作用。通过为数字资产市场注入流动性，稳定币有效平抑价格波动，为去中心化借贷、交易、衍生品开发及支付结算等业务提供坚实支撑。

另一方面，DeFi 领域的蓬勃发展持续驱动稳定币稳定机制迭代升级。行业通过创新机制设计，不断增强稳定币的内生稳定性，包括引入现实世界资产（RWA）作为信用背书、运用零知识证明技术开展现金流审计，以及探索新型稳定算法等前沿实践。

五、香港稳定币经济生态

香港稳定币经济生态圈呈现多元协同格局：稳定币发行人负责代币创设发行，虚拟资产交易平台搭建数字资产交易枢纽，储备金托管银行保障资产安全，支付机构构建流通场景提供支付服务，支付用户与投资者构成终端需求方，以太坊等区块链基础设施则筑牢底层技术支撑。此外，券商通过专业化服务体系，为用户提供稳定币及其他数字资产的交易执行、策略咨询等一站式金融服务，RWA 服务商推动真实世界资产链上化（图 12）。

图表 12. 稳定币经济生态圈



来源：中银国际研究

图表 13. 稳定币经济生态圈主要服务商的商业模式

	职能	主要收入	在港牌照
稳定币发行人	发行稳定币（法币上链）服务	储备资产的利息收入	HKMA
虚拟资产交易平台	促进数字资产（包括稳定币）交易活动	交易佣金 注：部分发行人与交易所收入分享协议（如 USDC 的发行 Circle 将 50% 的利息收入给 Coinbase，而 Coinbase 向其零售客户存入的 USDC 存款支付超过 4% 的利息）	SFC
区块链基础设施	稳定币和虚拟资产运营的基础设施	服务费	
储备金托管机构	为稳定币发行人的储备资产提供托管服务	托管费	SFC
券商	以用户友好的方式提供数字资产（包括稳定币）的交易、咨询等金融服务	服务费	SFC
支付机构	为客户启用稳定币支付	服务费	
RWA 服务商	提供真实世界资产上链服务	服务费	

来源：中银国际研究

香港稳定币发行人、虚拟资产交易平台的牌照情况

发行人方面，2024 年 7 月，香港金管局从 40 多份申请中选出首批稳定币沙盒测试的三家参与机构在可控环境中测试稳定币发行流程和商业模式（图 14）。不过，金管局强调，进入沙盒并非获得牌照的先决条件，沙盒参与者也不表示必然会获得牌照。目前，持牌虚拟资产交易平台共有 11 家（图 15）。

图表 14. 稳定币沙盒测试参与者

沙盒参与者	计划发行
京东区块链科技（香港）有限公司	基于公链与港元或美元 1:1 挂钩的“京东稳定币”
圆币创新科技有限公司	以太坊上锚定港元的稳定币“HKDR”
渣打银行（香港）有限公司、安拟集团有限公司、香港电讯联合体	与港元挂钩的稳定币

来源：金融媒体，中银国际研究

图表 15. 香港持牌虚拟资产交易平台

虚拟资产交易平台	背景
OSL Exchange	隶属于 BC 科技集团，是香港首家持牌虚拟资产交易平台，提供数字资产现货交易、OTC 交易和托管服务
HashKey Exchange	由万向区块链旗下的 HashKey Group 运营，专注于机构级加密货币服务，支持多种虚拟资产的现货交易
HKVAX	由香港企业家创立，连接传统金融与数字金融市场，积极探索证券型代币发行（STO）等领域
Bullish	由区块链巨头 Block.one 于 2021 年创立
YAX	隶属于老虎国际
PantherTrade	富途控股旗下的虚拟资产交易平台
EX.IO	原名为 xWhale，由新浪旗下的华盛资本集团投资
DFX Labs	连连数字的全资子公司
Accumulus	由云账户大湾区科技（香港）有限公司推出
HKbitEX	由香港数字资产交易集团有限公司推出
BGE	上市公司 HKE Holdings 的全资子公司，成立于 2021 年

来源：监管网站，中银国际研究

稳定币对传统金融机构业务的影响

在银行领域，稳定币的兴起带来了机遇与挑战并存的局面。一方面，传统银行的支付业务和信用卡收入面临下滑压力；另一方面，也为银行业开辟了全新的发展路径。银行可成为储备金托管机构，参与稳定币的发行与分销，并为稳定币生态圈内的核心参与者提供服务，与虚拟资产交易平台、储备金托管行、支付机构等展开深度合作，助力商户接入稳定币生态系统，收单或支付机构还能借助稳定币实现跨境结算效率的提升。以美国银行业为例，其在稳定币市场的布局动作频频，美国银行、花旗集团和摩根大通三位高管在财报或公开场合披露稳定币相关业务规划，或推出自有稳定币，或同步开展存款币与稳定币业务。

对于券商而言，稳定币的发展同样蕴含着诸多机遇。随着机构加速参与稳定币生态圈，券商的经纪业务，尤其是数字资产交易业务有望迎来增长契机；凭借渠道优势，券商在数字资产的资产管理领域也具发展空间；在投行业务层面，券商可为 RWA 产品赋予专业的投行背书，推动该领域的业务拓展。

具体场景拓展及基础设施需求

1. 场内加密货币交易场景

作为券商稳定币最基础的应用场景，数字资产交易需与合规加密货币交易所（如 OSL、Hashkey）完成系统对接，并向香港 SFC 申请数字资产交易牌照升级。受限于香港现行监管框架，场内交易仅允许比特币和以太坊，交易量有限。参考美国监管框架，未来若能在满足 KYC（客户身份识别）/AML（反洗钱）要求的前提下，放宽合规稳定币参与主流加密货币交易的限制，有望提升市场交易量。

在基础设施建设层面，券商需连接交易所（如 OSL、Hashkey）升级其交易系统，托管机构（如中银香港）可提供资产托管服务，合规科技公司可开发反洗钱监控工具（如链上交易追踪系统）。

2. 资产代币化 (RWA) 场景

RWA 场景通过将票据、债券等传统金融资产进行代币化改造后发售，该模式无需对接交易所或申请数字资产交易牌照，但必须获得 SFC 的专项审批。实践中，需联动 Linklaters 等国际律所完成资产确权、智能合约设计（如嵌入债券赎回触发条件），并依托 NVT 等合规代币化平台实现上链发行。典型应用场景包括离岸人民币债券、供应链金融应收账款的代币化，投资者可使用 CNH 稳定币认购，既能拓宽稳定币应用场景，又能提升传统资产的流动性与可分割性。

在生态服务体系中，戴德梁行等专业机构负责底层资产估值；Hyperledger 等区块链技术平台提供去中心化的资产流转协议；做市商通过持续双边报价，有效降低 RWA 代币的交易价格离散度，保障市场价格发现功能。

3. 线下支付与生态融合场景

稳定币在场外支付领域的应用潜力巨大，可深度整合跨境电商、游戏娱乐等消费场景，如京东国际业务的境外结算、Animoca Brands 旗下游戏的虚拟商品支付。国际零售巨头沃尔玛、亚马逊已开展稳定币跨境结算试点。相关稳定币设计可借鉴该模式，通过与 Stripe 等支付网关合作开发专用接口，实现商户端的实时结算功能（尽管零售支付场景面临更严格的反洗钱监管）。

在跨境贸易领域，通过将稳定币结算模块嵌入物流信息平台，实现货物运输、资金清算与单据存证的全流程上链，既能缩短结算周期，又能提升供应链透明度。例如，跨境物流企业可通过智能合约自动触发运费支付，同时将货运单据存储于区块链，确保交易数据不可篡改。

金融 — 銀行

板塊展望

胡文洲, CFA

(8621) 2053 7058

ericw.hu@bocigroup.com

任雅茜

(852) 3988 6407

freyay.ren@bocigroup.com

2025 年下半年銀行業策略

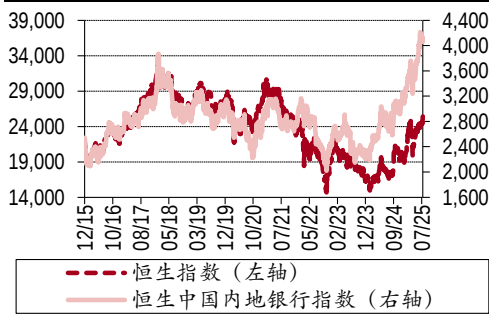
行業評級

銀行 - H 股

增持

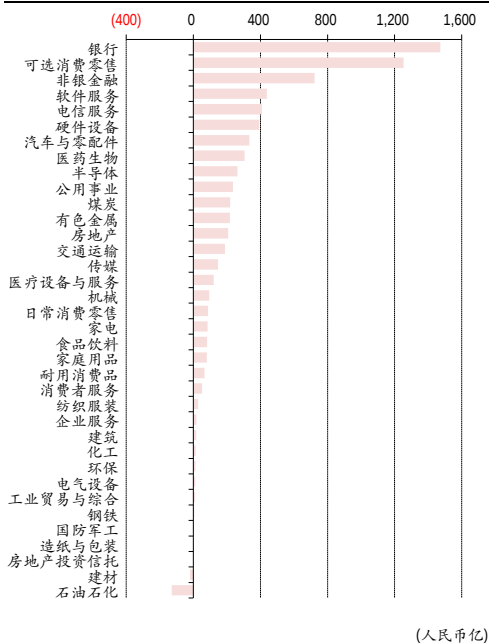
資料來源：中銀國際預測

恒生中國內地銀行指數 vs. 恒生指數



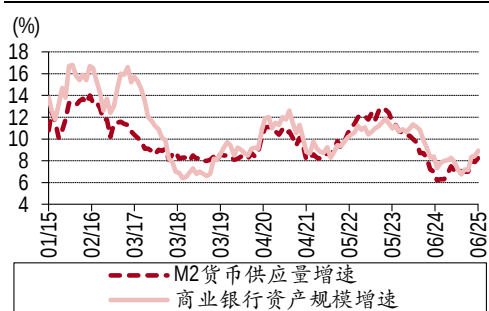
資料來源：萬得, 中銀國際研究, 截至 2025 年 6 月 30 日

港股南向交易淨買入額



資料來源：萬得, 中銀國際研究, 截至 2025 年 6 月 30 日

M2 貨幣供應量和商業銀行資產規模同比增速

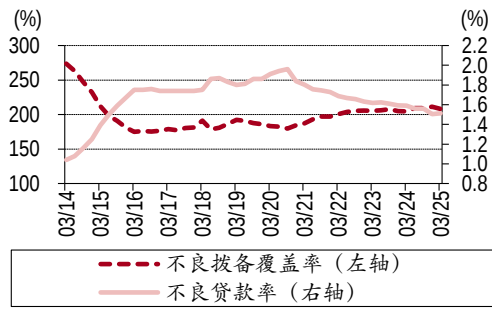


資料來源：萬得, 中銀國際研究

主要評級因素

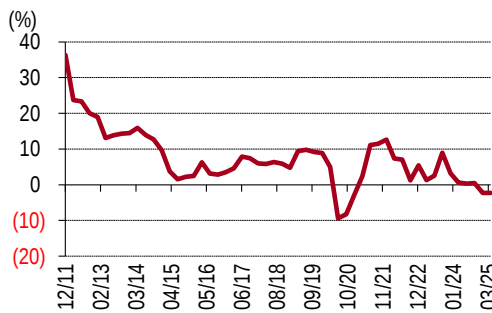
- **2025 年下半年銀行業基本面或將穩中向好。**2025 年第一季度，銀行板塊基本面保持穩健且資產質量改善，但淨息差下降幅度較大，導致 2025 年第一季度中銀國際研究覆蓋的主要上市銀行歸母淨利潤同比小幅下降。我們認為，綜合考慮銀行業規模將繼續穩步擴張，國有大行資本金補充計劃已順利完成，資產質量保持穩健，淨息差下降幅度趨緩，手續費及佣金收入小幅增長等因素，2025 年下半年銀行業基本面或將穩中向好。我們預計，2025 年中銀國際研究覆蓋的重點上市銀行平均淨利潤將同比增長 2% 左右。
- **2025 年下半年銀行規模將穩步擴張。**我們認為，為繼續加大金融支持實體經濟的力度，2025 年下半年銀行板塊信貸規模將穩步擴張。預計 2025 年我們覆蓋的重點上市銀行的平均貸款規模將同比上升 8.3% 左右。
- **2025 年下半年商業銀行資產質量有望維持穩健。**我們認為，2025 年下半年，決策層將加力實施增量政策，充分釋放政策效應，商業銀行資產質量將保持穩健。針對化解地方政府債務、拉動內需及防范金融風險等一系列積極的財政政策對商業銀行資產質量改善具有重大意義。我們預計，2025 年中銀國際研究覆蓋的重點上市銀行的平均不良貸款率或將從 2024 年的 1.16% 降至 1.15%。
- **2025 年下半年銀行板塊或將繼續實現正收益。**2025 年上半年，恒生中國內地銀行指數上漲 24.6%，跑贏恒生指數 4.6 個百分點。展望 2025 年下半年，考慮到決策層或將繼續推出更多寬松貨幣政策和積極財政政策，銀行業基本面將穩中向好，有望實現盈利小幅增長，且資產質量保持穩健，H 股銀行指數可能將繼續實現正收益。
- **銀行板塊估值仍具有吸引力，維持對 H 股銀行業的增持評級。**受益於上市公司市值管理新規以及投資者風險偏好改善，銀行股估值有望進一步修復。目前中銀國際研究覆蓋的重點上市銀行 2025 年預測市淨率為 0.58 倍左右，位於過去 10 年的歷史估值中位區域，2025 年平均股息收益率約為 4.9% 左右。我們認為，銀行股估值修復趨勢有望延續。預計 2025 年中銀國際研究覆蓋的重點上市銀行平均淨資產收益率為 10% 左右。在地緣政治風險仍相對較高，以及流動性寬松和低利率環境下，長線投資者將會持續關注高股息的 H 股銀行股。我們維持對 H 股銀行業的**增持**評級。

商业银行不良贷款率及拨备覆盖率走势



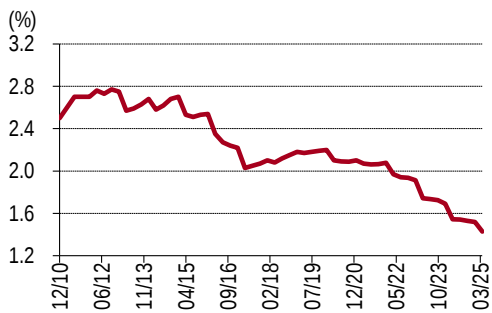
资料来源：万得，中银国际研究

商业银行净利润同比增速



资料来源：万得数据库，中银国际研究

商业银行净息差当前处于历史最低位



资料来源：万得，中银国际研究

主要政策/事件影响

- **国有大行资本金补充计划已顺利完成。**近期，四家国有大行先后发布公告称，其向特定对象发行A股股票，用以补充核心一级资本的募集资金已全数到账。本次发行有利于增强银行资本实力和优化资本结构，为实体经济提供更有力的金融支持。
- **中国证监会新规有望提升银行板块配置价值。**近期，中国证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，强化业绩比较基准的核心作用以及约束力，以修正相关基金产品风格漂移的问题。我们认为，行动方案发布后，对于相较业绩比较基准明显低配的行业及权重股（比如银行板块），其未来配置比例或将有所提高。过去多年，银行板块在主动权益持仓中一直处于低配状态。我们注意到，2025年以来，保险资金多次举牌银行股，表明银行股高股息对长期资金具有较大吸引力。建议投资者重点关注银行板块的配置价值上升带来的投资机会，H股上市银行股价也有望通过A/H股比价效应间接受益。

行业正面因素

- **2025年上半年，H股银行板块在万得36个二级行业中位列南向资金净流入榜首。**根据万得数据，银行业上半年录得1,473亿元人民币的南向资金净流入，约占南向资金总净流入的20%，在万得36个二级行业中高居净流入首位。同时，在低利率环境下，保险公司今年加速布局H股银行板块。截至2025年6月底，我们测算，今年保险资金净买入H股银行股规模或达1,281.8亿港元，较2024年310.9亿港元的净买入额大幅提升，这是支撑H股银行股强势表现的重要因素之一。
- **商业银行存款利率迎来新一轮下调，2025年下半年商业银行净息差下行速度将趋缓。**2025年上半年，商业银行集体下调存款利率，一年期、二年期均下调15个基点，三年期、五年期均下调25个基点。2025年1季度，商业银行净息差为1.43%，同比下降12个基点，处于历史最低水平。我们认为，商业银行需要实现合理盈利，维持资本水平充足，从而增强其对实体经济的金融支持力度以及防范金融风险的能力。下半年商业银行可能会同步降低存贷款利率。受益于负债端成本下降，2025年下半年商业银行净息差下降压力将放缓。

行业负面因素

- **地缘政治风险仍处于较高水平，如果经济下行压力过大，商业银行可能会加大对实体经济的金融支持力度。**预计2025年我们覆盖的重点上市银行平均净息差将下降11个基点。
- **尽管近期决策层已经出台房地产行业的利好政策，但如果部分大型房企债务问题恶化，银行资产质量或将受到负面影响。**
- **中长期而言，随着资本充足率监管要求逐步提高，商业银行的资产规模扩张速度将比较温和。**商业银行需要加快资本金补充，以支持资产规模持续扩张。

地产

板块展望

刘宇声

(852) 3988 6410

gurney.liu@bocigroup.com

蔡美琦

(852) 3988 6425

maggiemq.cai@bocigroup.com

2025 年下半年地产策略

行业评级

地产

中立

资料来源：中银国际预测

主要评级因素

长期因素

■ 2025 年 7 月召开的中央城市工作会议标志着房地产市场从量到质的转变。通过对一些成熟市场数据的比对，我们测算出目前中国房地产市场从供给侧的新开工面积来看，很可能已经接近长期可持续的规模。我们的研究选取了日本和法国两个均已完成高水平城镇化，进入以“存量更新+置换”为主的阶段成熟经济体。以它们 2023 年住宅新开工量与总人口的比率作为“正常”更新需求的参考。日本当年新开工约 82 万套，可覆盖其总人口 1.44%；法国 2023 年近 29.6 万套新开工面积则可覆盖其总人口的 0.95%。将这两组覆盖率分别套用到中国 14.1 亿人口，分别得出 2,035 万人和 1,332 万人；再按人均 30 平方米的假设换算，得到约 6 亿平米和 4 亿平米的年均开工需求。然后，我们取二者平均，最终估算出中国长期可持续的年新开工规模约为 5 亿平方米。对比实际数据，2024 年中国商品住宅新开工面积为 5.36 亿平方米，比我们测算的长期可持续面积仅高出 7.2%。而 2025 年上半年新开工面积相比去年同期又进一步下降 19.6%。我们认为，这显示中国商品住宅从供给侧的新开工面积来看，已经接近长期可持续的水平。

■ 从需求端看，2024 年全国商品住宅销售面积 8.49 亿平方米，同比下降 14.1%，无论绝对值还是下跌速度都明显好于新开工面积。进入 2025 年上半年，商品住宅销售面积 3.84 亿平方米，同比仅下滑 3.7%，也是明显好于新开工面积。这表明商品住宅的销售消化速度继续超过当期新增供给，库存净回落趋势持续稳健。未来一段时间，我们预计商品住宅销售面积在去年 8.49 亿平方米的基础上会向着可持续的水平以逐渐收窄的速度温和回落一段时间，但同时仍将显著大于新开工面积，带来库存的持续下降，推动房地产市场向更为健康的状态发展。

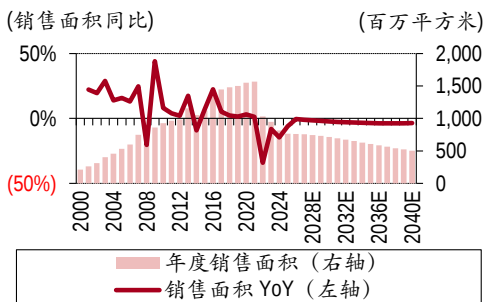
■ 2025 年 7 月的中央城市工作会议指出我国的城镇化发展进入了稳定发展期，这也表现在核心城市地产市场成交量以逐步由二手房主导的现实情况上。有别于决定新房供需的新增供给和新增人口等因素，决定二手房市场的因素往往是存量住户的租购决策，以及买卖双方的博弈。在这种情况下，我们认为以租金回报率为衡量的房价成为市场达到新的平衡的关键因素。随着利率潜在的进一步降低压缩市场要求的回报率，经济逐渐企稳帮助租金见底回稳，我们判断核心城市房价可能还有 10-15% 的温和下降空间，随后楼市有望进入一个量价平衡，扎实稳健的可持续发展状态。

短期因素

■ 随着去年 9.26 刺激政策效果的边际减弱，房地产市场自 4 月份以来又出现了再次回软的趋势。6 月，中国房地产市场进一步走弱，成交量同比和价格环比降幅均再次扩大，为继 3 月之后连续第三个月出现成交量同比和价格环比降幅扩大。6 月新建住宅销售面积同比下降 7.3%，降幅较 5 月 4.5% 的同比降幅有所扩大。价格方面，6 月 70 个大中城市平均售价环比下降 0.27%，降幅较 4 月的 0.12% 和 5 月的 0.22% 有所扩大。6 月各线城市新房均价环比降幅均有所扩大。同时，二手房市场也出现疲软。6 月 70 个大中城市现房价格环比降幅从 5 月份的 0.5% 扩大至 0.6%。6 月各线城市二手房价格环比降幅均有所扩大。

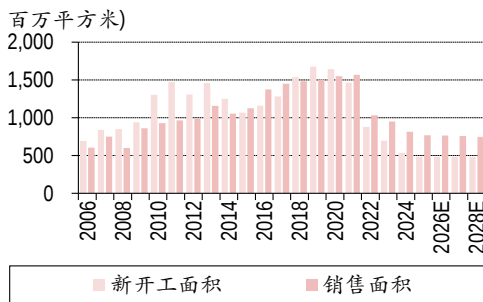
■ 从供给侧看，6 月商品住宅新开工面积同比降幅从 5 月的 18.2% 收窄至 13.1%。不过这一降幅仍远高于需求侧成交量的降幅，表明房地产行业去库存仍在继续。与此同时，6 月住宅投资额同比降幅从 5 月的 11.3% 扩大至 11.8%。尽管住宅投资额同比继续录得两位数的降幅，但随着新房开发规模的收缩，我们认为其对中国经济的拖累作用正在逐步减弱。

商品住宅销售面积趋势展望



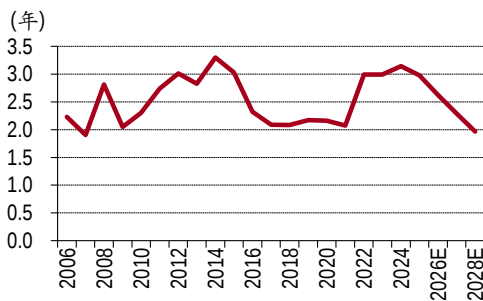
资料来源：国家统计局，中银国际研究测算

销售面积对比新开工面积



资料来源：国家统计局，中银国际研究测算

广义库存去化周期



资料来源：国家统计局，中银国际研究测算

- 今年 7 月召开的中央城市工作会议指出城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。据此，我们认为重启大规模棚改的可能性极低。不过，我们认为这与以适当的政策合理托底地产市场，为市场止跌回稳保驾护航并不矛盾。会议提到“稳步推进城中村和危旧房改造”。我们认为这表明包括城中村改造的各种去库存政策，仍然是促进房地产止跌回稳的重要工具，并预期在下半年继续看到政府在这方面的持续推进。同时，在核心城市房价环比降幅有所扩大的情况下，我们认为下半年在一线城市进一步出台支持需求端的政策的可能性正在上升，包括进一步放松限购，降低按揭贷款利率，进一步优化交易税费等等。
- 鉴于目前市场仍存在的短期压力，我们预期新建商品住宅成交面积在三季度仍保持接近 6 月 7% 左右的同比跌幅。随着去年 9.26 政策带来的高基数效应在四季度显现，我们预期 10 月份新房成交面积同比下跌幅度可能会扩大至 10%。同时，为了对冲高基数效应，我们预计政策在四季度发力的可能性较高，因此预测新房成交面积在 11 月和 12 月逐步收窄至 8% 和 9%。综合而言，我们预计新建商品住宅下半年同比下跌 8%。换算成全年，则是新房成交面积相比 2024 年同比下跌约 6%。

主要政策/事件影响

- 2025 年 7 月召开的中央城市工作会议指出城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。
- 中央城市工作会议提到“稳步推进城中村和危旧房改造”，我们预期相关去库存政策在下半年会继续发力
- 一线城市房价跌幅扩大的情况下进一步放松限购，下调房贷利率，优化交易税费等措施推出的几率增加

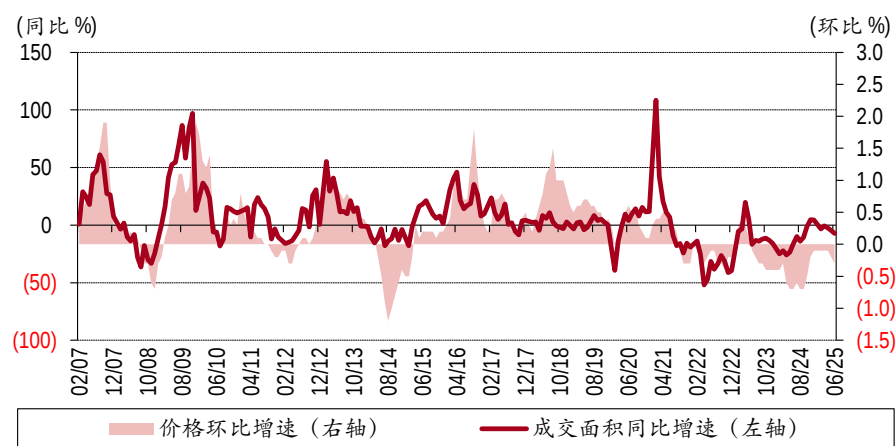
行业正面因素

- 供给侧经过几年的调整之后，已经接近长期可持续的水平
- 成交面积持续大于新开工面积，广义库存水平持续下降
- 房贷利率下行，市场要求的租金回报率压缩，有利于楼市估值达到新的平衡
- 城中村改造等政策将有助于进一步去库存
- 一线城市尚有需求端放松的空间，根据去年 9.26 的经验可同时带动其他城市的市场气氛

行业负面因素

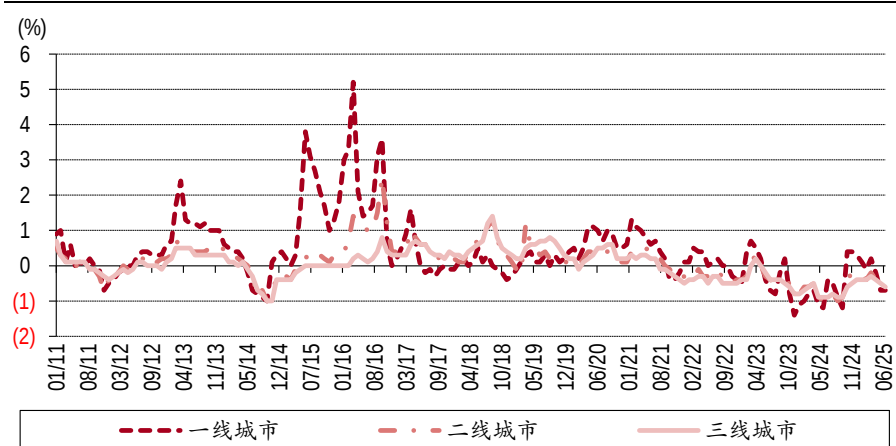
- 短期量价仍然承压
- 市场信心还有待恢复
- 在城镇化的稳定发展期，推出类似棚改的大规模刺激措施可能性低

新建商品住宅成交面积同比增速与价格环比增速



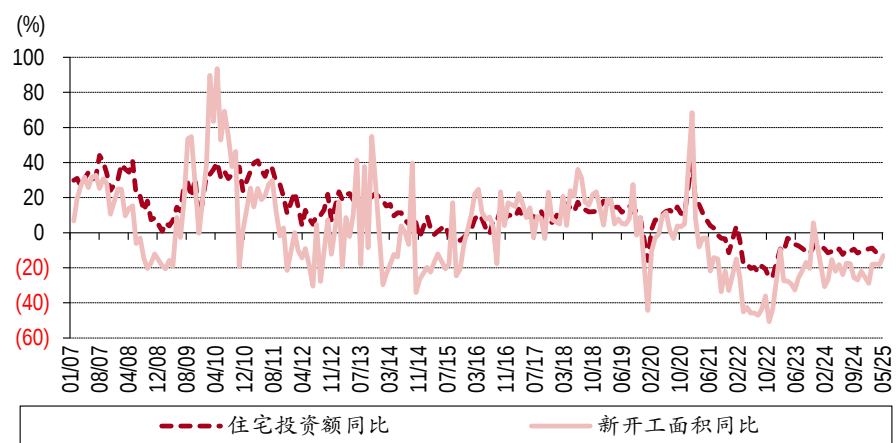
资料来源：国家统计局

分线城市二手房价环比增速



资料来源：国家统计局

商品住宅新开工面积以及住宅投资额同比增速



资料来源：国家统计局

石油及天然气

板块展望

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

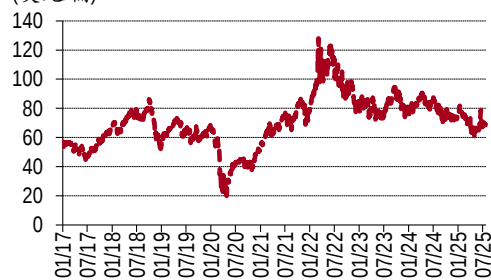
戴东云

(852) 3988 6426

raineydy.dai@bocigroup.com

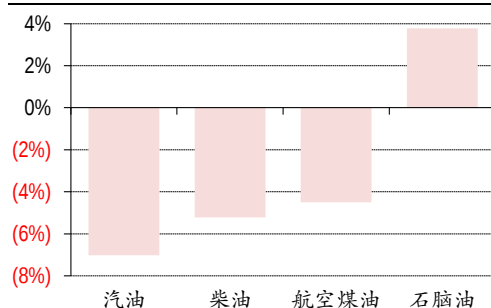
布伦特原油价格

(美元/桶)



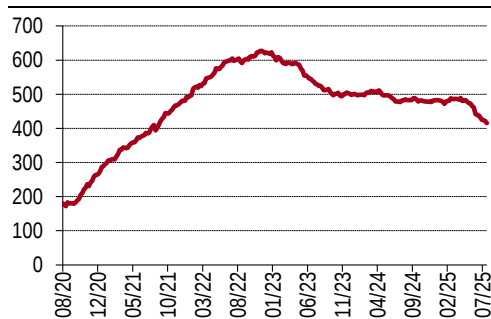
资料来源: 彭博

2025 年 1-6 月中国表观消费量增速



资料来源: 国家统计局, 海关总署

美国在用石油钻机数量



资料来源: 美国能源信息署

2025 年下半年石油及天然气策略

行业评级

石油及天然气

中立

资料来源: 中银国际预测

主要评级因素

- 需求方面, 国际能源署 (IEA) 预计 2025 年全球石油需求将同比增加 70 万桶/天, 为 2009 年以来的最低增速 (除 2020 年外)。其中, 中国石油需求增速预计为 10 万桶/天, 同比增速预计为 0.5%。
- 我们认为国际能源署对于中国石油需求的估计仍过于乐观。虽然根据统计局的数据, 中国上半年的原油加工量同比增加 1.6%, 但同期四大成品油 (汽油、柴油、航空煤油、石脑油) 的合计表观需求量同比减少 4%。
- 供给端方面, 国际能源署预计 2025 年非欧佩克+国家的石油产量将同比增长 140 万桶/天, 其中美国将同比增长 51 万桶/天。我们认为国际能源署可能高估了美国的原油产量, 因为美国能源信息署预计, 2025 年美国原油产量仅同比增长 20 万桶/天。美国将近 70% 的原油产量来自页岩油, 相对于常规油, 页岩油的衰减率更高, 因此需要高资本开支来维持一定水平的产量。然而, 在低油价兼要维持股息持平的情况下, 美国页岩油公司可能被迫削减资本开支, 因此产量有下行风险。另外, 截至 2025 年 6 月, 美国已钻井未完井数量为近五年来最低水平, 这意味着美国的原油产量难以在短时间内快速增加。
- 面对非欧佩克+国家的石油产量快速增加, 欧佩克+的市场空间受到打压。为了扭转被动的局面, 欧佩克+改变策略, 通过增产打压油价, 迫使其他石油公司削减资本开支, 甚至减产。原本欧佩克+计划从 2025 年 4 月开始, 用 18 个月的时间, 即到 2026 年 9 月还原 220 万桶/天的自愿减产。然而, OPEC+ 从 2025 年 5 月开始加快增产步伐, 至 2025 年 8 月的目标产量已经比开始还原减产前高出 191.7 万桶/天, 并有望在 9 月份完成还原 220 万桶/天的自愿减产, 比原计划提前一年。
- 假设欧佩克+的增产得到有效执行, 我们预计全球石油市场将在 2025 年四季度开始出现明显过剩, 供过于求超过 200 万桶/天。因此, 我们预计油价将在 2025 年四季度明显下跌。
- 我们目前预测 2025 年布伦特原油平均价格为 66 美元/桶, 2026 年为 62 美元/桶, 2027 年为 64 美元/桶。
- 我们重申对中国石油行业的 **中立** 评级。

主要政策/事件影响

- 2025 年 7 月特朗普宣布已经和日本、欧盟、印尼等国家或地区签订贸易协定，并调低对这些国家征收的对等关税税率。随着特朗普逐步与其他对等关税国家达成贸易协定，美国对各国实际征收的对等关税水平可能显著低于 2025 年 4 月公布的数值，对等关税对全球石油需求的短期抑制影响可能低于原先预期。
- 由于中国对新能源汽车的以旧换新、购置税减免和地方政府的上牌及优惠政策，新能源汽车在中国的汽车销售占比大幅上升。在 2025 年上半年，中国汽车销售量同比增加 11%，而新能源汽车销售则同比急升 40%。新能源汽车市场份额从去年同期的 35% 上升至今年上半年的 44%，这对中国的成品油和原油需求造成负面影响。

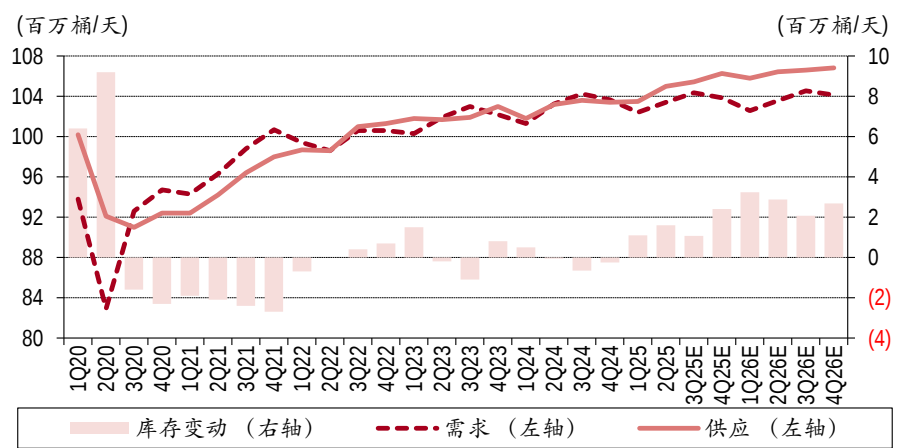
行业正面因素

- 根据达拉斯联储 2025 年一季度的能源调查数据，对于美国上游油气公司而言，现有油井、新油井的盈亏平衡点油价（西德克萨斯中质原油）分别为 41 美元、65 美元/桶。这意味着在当前油价下，美国石油公司开发新井意愿较低，这对后续美国石油产量有负面影响。
- 布兰特原油价格在 2025 年 6 月中曾因以色列和伊朗的互相轰炸而飙升至 80 美元/桶左右。若伊朗、以色列局势再次恶化，原油价格将上涨。
- 由于不同的原因，欧佩克+在 2025 年 4 月和 5 月的实际增产只有产量目标的 30% 及 37%。虽然增产的执行到位率在 6 月上升至 96%，我们不能排除后续再出现增产执行不到位的情况。

行业负面因素

- 2025 年 1-6 月新能源汽车销量达 694 万辆，同比增速 40.3%，保持高速增长。新能源汽车渗透率的提升将显著抑制汽油需求。
- 2025 年 4 月起欧佩克连续加快增产节奏，增产产量明显高于市场预期，显著增加全球石油供给。预计 2025 年四季度起，全球石油将出现明显过剩，对油价产生压制。

全球石油供需



资料来源：国际能源署，美国能源信息署，中银国际研究预测

有色金属——铜

板块展望

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

戴东云

(852) 3988 6426

raineydy.dai@bocigroup.com

2025 年下半年铜策略

行业评级

铜-H 股

增持

资料来源: 中银国际预测

主要评级因素

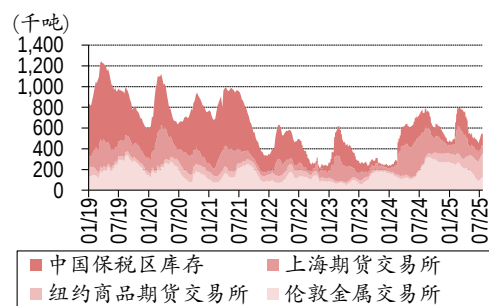
- 需求方面, 国际铜业研究组织预计 2025 年全球精炼铜消费量同比增加 2.4%。
- 作为世界工业生产大国, 中国占 2024 年全球精炼铜消费量 63%。我们估计在电网加大投资及家电和电子产品以旧换新政策的拉动下, 中国的精炼铜的消费能从 2024 年的同比增长 4.5% 加快到 2025 年的同比增长 6.0%。中国 2025 年上半年精炼铜表观消费量同比增加 7.2%, 我们认为上半年增速较快与因美国关税威胁带来的抢出口有关。
- 我们对 2025 年下半年中国精炼铜消费保持乐观态度。原因包括:
 - 1) **新能源汽车销量保持高增速。**2025 年 1-6 月新能源汽车销量达 694 万辆, 同比增速 40.3%。中国汽车工业协会预计 2025 年中国新能源汽车销量为 1,600 万辆, 意味着 2025 年下半年销量为 906 万辆, 同比增速达 14%。虽然增速较上半年慢, 但绝对数则十分可观。
 - 2) **电网建设及更新力度大。**2025 年上半年中国电网基本建设投资完成额同比增加 14.6%, 达约 2,900 亿元人民币。下半年国家电网、南方电网投资仍将支持配电网、特高压建设。全年电网投资预计达 8,250 亿元人民币。
 - 3) **以旧换新补贴政策促进空调等需求。**2025 年 1-6 月中国空调产量同比增加 5.5%, 下半年以旧换新补贴政策仍会继续。
- 供给方面, 国际铜业研究组织预计 2025 年全球矿产铜、精炼铜产量分别同比增加 2.3% 和 2.9%。全球前 20 大矿产铜公司中, 只有 7 家公司的 2025 年矿产铜产量指引是同比上升。
- 主要受益于印尼的格拉斯伯格铜矿于三季度完成检修, 智利进入非雨季产量提升, 及智利国家铜业公司通过采矿和加工技术改造增产, 预计 2025 年下半年矿产铜产量将环比提升。
 - 1) 智利: 智利铜业协会预计 2025 年智利矿产铜产量同比增速将达 3.0%。我们预计 2025 年下半年智利铜产量将环比增加 10.5%, 即达 28.3 万吨, 一方面上半年南美为雨季, 因此在季节性影响下, 智利下半年铜产量一般高于上半年。另一方面, 智利国家铜业公司 2025 年通过技术改造增产, 2025 年矿产铜产量预计同比提升 4.3% 达 138.5 万吨。2025 年前五个月智利国家铜业公司的矿产铜产量同比提升 7.7% 至 52.2 万吨, 达到全年指引的 38%。
 - 2) 印尼: 根据自由港公告, 格拉斯伯格铜矿的计划检修将于 2025 年 3 季度结束, 预计 2025 年下半年矿产铜产量将环比提升 37%, 即达 10.9 万吨。
- 虽然 2025 年下半年矿产铜产量环比增加, 但全球铜市场仍保持供需紧平衡。此外铜价将受益于美元疲软。
- 由于贸易商赶在美国对进口铜征收 50% 的进口关税前把铜从其他地区抢运到美国, 伦敦金属交易所 (LME) 目前的铜库存处于历史较低水平, 这对后续铜价能有支持作用。
- 在 2025 年上半年, LME 铜的均价为 9,432 美元/吨。由于 6 月底时铜价超过 10,000 美元/吨, 就算我们预计下半年铜价回软, 均价仍可能高于上半年。我们预计 2025 年 LME 铜的均价为 9,520 美元/吨, 即下半年铜价平均为 9,608 美元/吨。重申对中国铜行业的 **增持** 评级。

伦敦金属交易所现货铜价



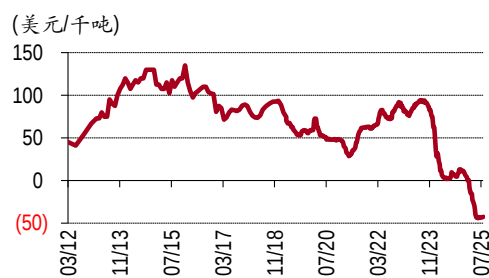
资料来源: 彭博

交易所及中国保税区铜库存



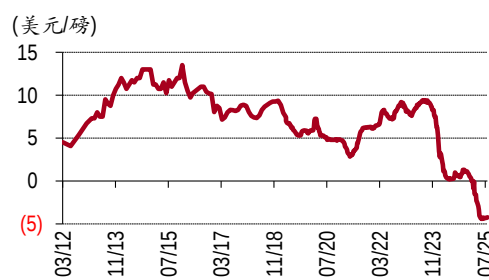
资料来源: 万德, 彭博

粗炼费用



资料来源: 万德

精炼费用



资料来源: 万德

主要政策/事件影响

- 2025 年 7 月 8 日，特朗普宣布从 2025 年 8 月 1 日起将对所有美国进口的铜征收 50% 的关税，关税加征幅度超出市场预期，纽约商品期货交易所铜价和伦敦金属交易所铜价之间出现大幅溢价，当日纽约商品期货交易所铜价环比上升 13%，伦敦金属交易所铜价环比下降 1%。美国约一半的精炼铜来自进口，其中智利是美国最大的供应商。近期智利正在与美国商谈贸易协定，试图豁免 50% 的进口关税。如果关税豁免商谈不顺利，那么美国进口高关税将导致铜流向其他主要铜消费市场，比如中国和欧洲，这可能压抑 LME 和上海期货交易的铜价。
- 2025 年 7 月初美国通过大而美法案，此法案允许美国将债务上限提高 5 万亿至 36.1 万亿。债务上限的提高将增加市场对美国债务的担忧，减少美元作为避险资产的可靠性，导致美元贬值，从而利好铜价。

行业正面因素

- 2025 年 12 月，矿业正规化综合登记许可 (REINFO) 将到期，届时秘鲁的中小采矿公司可能如 2025 年 6 月一般，再度爆发大规模抗议活动，以要求政府再度延长采矿许可的期限。如果抗议爆发，可能发生堵路活动，从而影响秘鲁的矿产铜销售。秘鲁是全球第三大矿产铜生产国，占全球产量 12% 左右。采矿运输中断将对全球供给产生较大影响，从而对铜价产生支撑。
- 2025 年 5 月下旬，刚果金卡莫阿-卡库拉铜矿因地震导致矿井浸水停产，2025 年 6 月初复产，此后作业公司将此矿 2025 年的产量指引下调 15.5 万吨，约占 2025 年全球精炼铜需求的 0.6%。2025 年下半年卡莫阿-卡库拉铜矿铜产量预计为 15 万吨，比上半年产量下降 9.5 万吨，减少矿产铜的供给。
- 2025 年 7 月超级水电工程雅鲁藏布江水电站开工，建设期为十年。水电站的发电机组，连同配套的输电网、配电系统中的电缆需要使用大量铜线，利好铜的长远需求。
- 人工智能的发展需要建设大量的数据中心，而数据中心的建设也会拉动铜的需求。

行业负面因素

- 中国约 8% 左右的铜需求来自房地产，假设地产建筑面积下滑，将抑制铜需求。
- 第一量子矿业在巴拿马的铜矿的复产工作取得巨大进展，2025 年二季度第一量子获得政府许可，于 2025 年 6 月出口了停产以来第一批库存铜精矿。预计 2025 年 4 季度重启电厂。巴拿马铜矿产量占全球需求的 1%，若该铜矿复产时间早于市场预期，将对铜价产生抑制。

公用事业与新能源

板块展望

费云青, CFA

(852) 3988 6445

tonyyq.fei@bocigroup.com

刘卓琳

(852) 3988 6423

jolinz.liu@bocigroup.com

2025 年下半年公用事业及新能源策略

行业评级

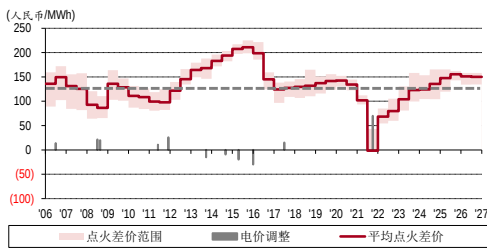
公用事业及新能源

增持

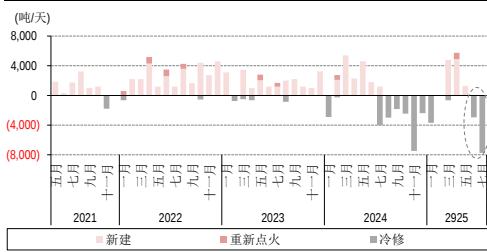
资料来源: 中银国际预测

主要评级因素

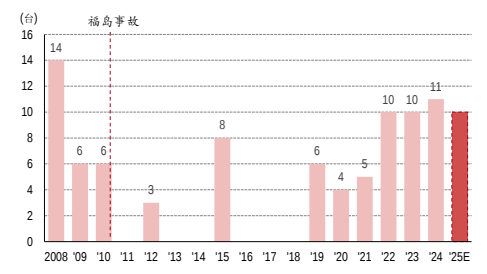
火电企业点火差价已升至历史平均水平之上



光伏玻璃近期多条产线陆续宣布冷修



中国年度核电机组核准数量维持高位



■ **电力企业: 现金流和分红仍然被低估。**在新能源跨越式发展的十四五期间之后, 我们预计十五五初期电力企业的资本开支将趋缓和下降, 令电力企业的资产负债表得以修复、自由现金流实现转正。同时, 今年以来随着煤价的大幅下跌, 电力企业的业绩预计将好于年初的预期。市场可能仍担忧明年电量和电价的下行风险, 但我们认为煤价将大概率维持在低位, 叠加明年容量电价的上涨, 将令电力企业的点火差价维持在历史平均水平以上。与此同时, 国资委对央企市值管理的要求也令企业普遍有更强的分红意愿。目前我们覆盖的主要综合型电力企业的股息率在 5.9-6.5% 之间, 考虑到未来更加可持续的盈利和派息能力及意愿, 我们认为电力企业的估值吸引。

■ **光伏行业: 关注反内卷、但勿忘需求。**近期光伏供给侧反内卷动作频频, 虽然仍有一定的不确定性, 但部分产能出清仍是大概率事件。在此背景下, 对于行业来说, 反内卷的一系列动作能否带来供需恢复平衡、龙头盈利得以修复, 还需取决于光伏需求侧的情况。考虑到电力政策的变化和国内电力的供需形势, 我们对行业在 18 个月内完成去库存、恢复供需平衡仍持谨慎态度, 建议投资者关注十五五电力装机规划的出台。

就光伏产业链各个板块而言, 多晶硅的过剩情况仍最严重, 但产能出清相关政策已在积极讨论中。我们预计在未来一段时间内多晶硅板块仍将会是市场的焦点, 股价波动性或会维持高位。光伏玻璃的过剩程度相对最小, 但由于今年春季抢装时新点火的一批产能带来了增量供给, 且本身的行业特性 (必须连续生产、库存成本较高) 使得其目前的盈利性仍处于低点。展望未来, 考虑到光伏玻璃产能易关难开, 在面对季节性供需不平衡时较多晶硅有更大弹性, 我们也建议投资者积极关注该板块。

■ **持续看好核电上游板块。**我们继续坚定看好天然铀行业的前景, 在全球核电需求复苏的大背景下, 未来几年的供需缺口仍看不到实质性填补的机会, 反而是供应端的运营扰动仍频频发生。我们的观点仍是未来需求增长的确切性远高于供应增长, 这是支撑天然铀价格上涨的底层逻辑。短期的催化剂包括即将于今年 9 月在伦敦举办的世界核能协会大会, 届时会发布两年一度的最新核能需求预测, 预计会为天然铀买卖双方提供一个现场洽谈的最佳场所。长贸合同的签订和长贸价格的上涨预计也会带动现货市场天然铀价格上涨和天然铀标的股价上扬。我们建议投资者积极关注行业的边际变化, 特别是美国核电的核准进展, 会对投资情绪起到积极作用。

■ **股票推荐。**在电力行业中, 我们首选**华能电力 (902 HK)**, 也看到其它覆盖的火电企业同样具有吸引力。我们认为市场仍低估电力企业的盈利和派息的可持续性, 估值仍有提升空间。核电板块, 我们持续推荐**中广核矿业 (1164 HK)**, 在近期因一次性因素回调后, 我们认为当前股价的吸引力再次提高。在光伏产业链中, 我们建议专注光伏玻璃板块, 虽然现在未必已到最佳的进场时机, 但机会可能已在酝酿中。

主要政策/事件影响

- 十五五电力规划出台会重塑市场对未来五年电力新能源装机的预期。
- 容量电价 2026 年的执行政策会影响火电的保底利润。
- 光伏反内卷政策进展影响行业各环节供应侧出清情况。
- 伦敦 WNA 会议可能促进天然铀长贸协议签订和价格上涨。

行业正面因素

- 火电盈利可持续性提高，公司治理进步，有助于估值提升。
- 光伏供应端去产能进行中，有望一定程度上缓解过剩局面。
- 全球核电审批不断推进，需求持续超预期。

行业负面因素

- 煤价存在短期回升可能，削弱火电盈利空间。
- 光伏需求前景仍不明朗，可能令供给侧的努力化为泡影。
- 天然铀现货成交量低，波动较大。

汽车

板块展望

楼佳

(852) 3988 6443

Jia.lou@bocigroup.com

牛卓琳

(852) 3988 6416

oliviazl.niu@bocigroup.com

2025 年下半年汽车行业策略

行业评级

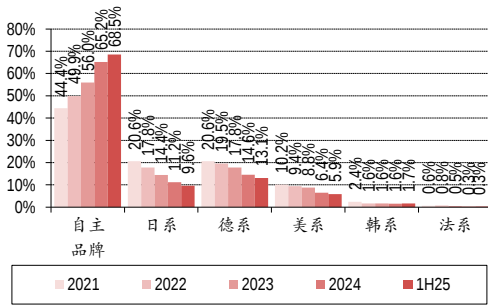
汽车 - H/A/ 美股

中立

资料来源：中银国际预测

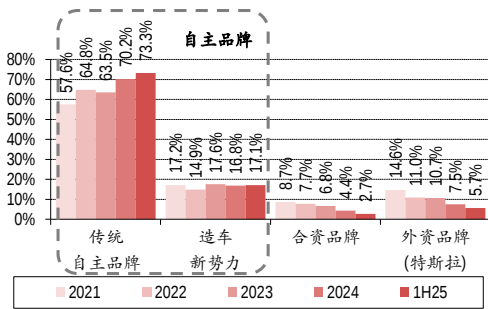
主要评级因素

乘用车分系列市场份额



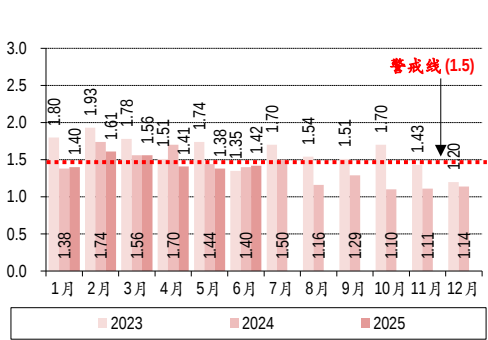
资料来源：中汽协，中银国际研究

新能源乘用车分系列市场份额



资料来源：乘联会，中银国际研究

月度经销商库存水平



资料来源：汽车流通协会，中银国际研究

■ “两新”政策拉动 2025 年乘用车行业稳健增长。得益于中央与地方政府“两新”政策持续加大补贴力度，拉动汽车报废与置换更新需求，我们预计 2025 年乘用车销量将同比增长 9%至 3,005 万辆。考虑到新能源车购置税退坡、政策透支的短期需求影响，我们预计 2026 年全年乘用车销量同比增速将明显放缓。按能源类型划分，我们预计 2025 年新能源乘用车销量将同比增长 31.8%，达到 1,620 万辆，乘用车市场新能源渗透率将达到 54%。

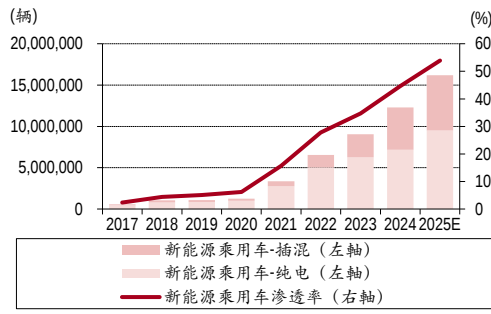
■ 经济型新能源细分市场的竞争格局有望重新洗牌。由于缺乏具有成本竞争力的高性能新能源车型供给，经济型新能源细分市场长期呈现竞争不充分状态，比亚迪长时间占据绝对主导地位。展望下半年，我们预计经济型新能源市场格局将加速洗牌，主要驱动因素来自于：(i) 传统汽车制造商（如吉利汽车）基于自研自制关键新能源零部件，实现与燃油车的成本/价格平价，打造强劲新车型周期；(ii) 造车新势力初创公司（如小鹏汽车）凭借领先的智驾技术与可靠的降本成效，通过打造具备性价比的智驾功能吸引更多经济适用型受众。另外，6 月以来中央与地方政府密集出台“反内卷”政策，限制龙头车企以价换量发起无序价格竞争，这也将有利于除龙头外的二线主机厂逆势扩张市场份额。

■ 智能化成为汽车产业革命下半场的主要驱动力。政策面上，继 2024 年中央定调开展“车路云一体化”应用试点后，北京、上海、广州、深圳、武汉等地陆续发布最新条例推进 L3 及以上自动驾驶技术商业化运营。在乘用车领域，今年以来以比亚迪、吉利汽车为代表的传统自主品牌引领智驾平权，高阶辅助驾驶技术加速下沉 10-20 万元主流价格带，同时头部造车新势力与大型科技公司具备全线自研高阶辅助驾驶能力，领衔多模态大模型在端到端辅助驾驶架构的应用与量产。与此同时，整车厂、大型科技公司加速“具身智能”的物理世界载体跨界拓展，向人形机器人、全无人驾驶汽车、全无人共享出行等领域积极延伸。

■ 汽车出口机遇与挑战并存。尽管贸易战风险和地缘政治不确定性给 CBU 整车出口带来挑战，但我们看到了特定新兴市场（南美、东南亚、中东等）的结构性机遇，这些市场拥有较低的贸易准入壁垒、较弱势的本土汽车品牌、以及对新能源车更有利的政策环境。因此，具有先发优势和充足本地产能部署的汽车制造商将在国际市场保持竞争优势。

■ 股票推荐。站在一年期的维度，我们整车首选推荐吉利汽车，此外，建议关注小鹏和蔚来基于各自新品上市节奏的短期交易机会。在汽车智能化成长赛道，我们首推禾赛科技，建议关注小马智行和文远知行在车队投放与 UE 模型得到持续兑现带来的板块性配置机会。

新能源乘用车销量及渗透率预测



资料来源: 中汽协, 中银国际研究预测

分车型销量增速预测

(%)	2021	2022	2023	2024	2025E
商用车	(6.6)	(31.1)	22.2	(3.9)	3.5
卡车	(8.5)	(32.5)	22.5	(5.0)	2.8
重卡 (含底盘)	(8.4)	(48.0)	8.8	6.6	8.0
半挂牵引车	(18.9)	(55.9)	69.0	(7.1)	3.0
中卡	12.3	(46.5)	11.8	19.0	(12.0)
轻卡	(4.0)	(23.3)	18.0	0.3	5.0
微卡	(14.7)	(16.2)	21.8	(30.9)	(8.0)
客车	12.6	(19.2)	19.6	3.9	8.2
大型客车	(15.4)	7.0	3.9	23.0	0.0
中型客车	(3.1)	(19.5)	3.9	38.8	5.0
轻型客车	19.4	(22.3)	23.9	(1.9)	10.0
乘用车	6.6	9.5	10.4	5.8	9.0
轿车	7.5	11.5	3.0	0.2	7.5
多功能乘用车	0.1	(11.2)	16.9	(4.8)	22.0
运动型多用途乘用车	6.8	10.8	18.1	11.5	9.0
微型车	0.8	(17.4)	(18.1)	3.5	25.0
汽车合计	4.0	2.1	11.8	4.5	8.3

资料来源: 中汽协, 中银国际研究预测

主要政策/事件影响

- **2025 年汽车以旧换新国家补贴政策。**1月14日, 商务部等8部门办公厅关于做好2025年汽车以旧换新工作的通知, 在2025年将实施“两新”政策, 增加资金规模, 扩大支持范围, 优化实施机制, 支持汽车设备更新。个人消费者在2025年购买新能源乘用车可获得最高1.5万元的补贴, 购买燃油乘用车可获得最高1.3万元的补贴。
- **两部门加强智能网联汽车产品准入等管理。**2月25日, 工信部联合市场监管总局发布《关于进一步加强智能网联汽车产品准入、召回及软件在线升级管理的通知》, 旨在进一步规范智能网联汽车准入、召回及软件在线升级(OTA)管理, 切实保障车辆安全, 提升智能网联汽车产品安全水平, 推动汽车产业高质量发展。《通知》要求, 通过强化企业产品质量安全主体责任、细化产品准入与召回管理要求、深化产品沙盒监管、健全事件事故报告与研判机制、加强认证服务和管理等, 切实加强智能网联汽车产品准入与召回管理。
- **2025 年汽车标准化工作要点。**4月28日, 工信部发布本年度汽车标准化工作要点, 围绕健全标准体系、提升标准质效、强化实施应用, 提出了五个方面的23条重点任务。重点任务包括推动自动驾驶标准的制定、强化智能网联汽车标准供给、加快汽车芯片标准的修订等。
- **2026 年起新能源汽车购置税将从全额免征转为减半征收。**根据财政部、税务总局和工信部联合发布的政策, 新能源汽车购置税优惠将分阶段调整。2024年1月1日至2025年12月31日期间, 购置新能源汽车仍可享受免征车辆购置税政策, 其中每辆新能源乘用车免税额不超过3万元。而从2026年1月1日起, 新能源汽车购置税优惠力度将有所调整, 2026年1月1日至2027年12月31日期间, 新能源汽车购置税政策将从全额免征调整为减半征收, 其中, 每辆新能源乘用车减税额不超过1.5万元。
- **交通物流降本提质增效行动计划。**2024年11月9日, 交通运输部、国家发改委发布《关于印发交通物流降本提质增效行动计划的通知》, 明确了当前和未来一段时期推动交通物流降本提质增效的总体要求和主要任务。对于汽车产业, 《行动计划》指出要加快智慧公路、智慧航道、智慧港口等建设, 丰富自动驾驶、车路协同、智能航运等商业化场景应用, 大力提升技术装备绿色化、智能化水平, 不断降低交通物流技术性成本。

中国自动驾驶汽车指南和法规

发布时间	政策法规文件名称	核心内容
1/15/2024	《五部门关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》	对建设智能化路侧基础设施、提升车载终端装配率等方面提出要求，探索应用高精度地图，加快“车路云一体化”规模化应用。
6/4/2024	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》	首批确定蔚来、比亚迪、长安等 9 家联合体进入试点，车辆运行所在城市为重庆市、广东省广州市和深圳市、上海市、北京市、海南省儋州市、河南省郑州市，产品类别包括乘用车、货车、客车。
7/1/2024	《五部门关于公布智能网联汽车“车路云一体化”应用试点城市名单的通知》	确定了 20 个城市（联合体）为智能网联汽车“车路云一体化”应用试点城市，包括北京、上海、重庆、鄂尔多斯、沈阳、长春、南京、苏州、无锡、杭州—桐乡—德清联合体、合肥、福州、济南、武汉、十堰、长沙、深圳、海口—三亚—琼海联合体、成都。
8/23/2024	智能网联汽车国家标准	GB 44497—2024《智能网联汽车自动驾驶数据记录系统》强制性国家标准由国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会批准发布，将于 2026 年 1 月 1 日起实施。
2/25/2025	工信部《关于进一步加强智能网联汽车产品准入、召回及软件在线升级管理的通知》	落实汽车生产企业生产一致性和质量安全主体责任，加强智能网联汽车产品准入和召回管理，进一步规范汽车生产企业 OTA 升级活动，提升智能网联汽车产品安全水平。
4/2/2025	国家发改委《关于发布首批车网互动规模化应用试点的通知》	公布首批车网互动规模化应用试点城市名单及试点范围。其中，试点城市包括上海、常州、合肥、广州、深圳、重庆等 9 个城市。
4/28/2025	工信部《2025 年汽车标准化工作要点》	智能网联相关方面，强化智能网联汽车标准供给。推动自动驾驶设计运行条件、自动泊车、自动驾驶仿真测试等标准批准发布及实施。
6/4/2025	智能网联汽车组合驾驶辅助系统安全要求草案	通过强制性国家标准，严格约束组合驾驶辅助系统的功能表现，提升产品安全性能，减少因为系统性能缺陷引发的交通事故。

资料来源: 政府网站, 中银国际研究

行业正面因素

- “反内卷”加速燃油车等落后产能出清，推进汽车行业自发性产能整合。
- 今年以来，工信部加强对智能网联汽车产品准入与 OTA 升级监管，要求车企收紧智驾能力的宣传、规范智驾能力的使用、严管智驾功能的部署与风险控制。这将肃清业内误导性营销智驾能力的乱象，并推动全行业技术标准化进程。短期来说，车企可能需要投入更多资源完成合规要求，部分高阶辅助驾驶功能落地时间可能略有延迟，但中长期来看，更严格的智驾监管将进一步扩大目前头部玩家的智驾功能体验差距以及品牌信任溢价。
- 得益于国内各大城市陆续开放 L3 及以上车辆上路示范试点运营，头部 L4 玩家趋于收敛的自动驾驶技术路线、成熟的降本量产方案，我们预计国内无人驾驶网约车有望进入「从 0 到 1」的量产元年突破阶段。
- 考虑到较低的新能源渗透率、相对有韧性的需求表现以及更加友好的竞争格局，我们预计 30 万元以上中高端市场有望延续平稳的增长趋势。我们预计，随着中国自主品牌竞相推出高端新能源新车型，高端市场的新能源汽车渗透率将保持上升趋势。

行业负面因素

- 汽车促消费政策对于需求的拉动效应边际递减。
- 内需消费韧性不及预期。
- 售价在 20 万至 30 万元人民币之间的中高端新能源汽车市场竞争日趋激烈，新产品密集推出。
- 中美贸易摩擦进一步升级的不确定性。
- 多个主要出口市场逐步退坡并取消新能源汽车补贴，导致海外新能源需求不及预期。
- 美国政府潜在的半导体制裁可能会对高算力人工智能芯片供应造成威胁，这可能会阻碍高阶自动驾驶的普及。

电信服务与设备

板块展望

孟昕

(852) 3988 6433

michael.meng@bocigroup.com

2025 年下半年电信服务与设备策略

行业评级

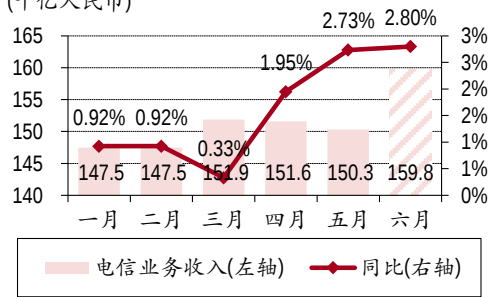
电信基础设施服务

增持

资料来源：中银国际预测

中国电信服务月度收入

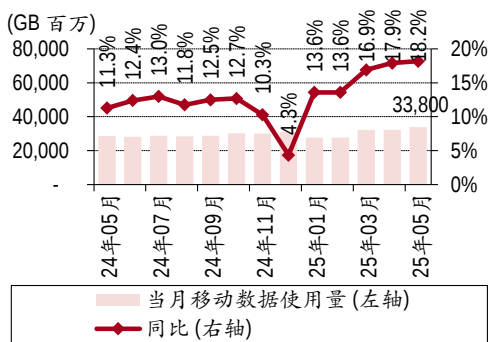
(十亿人民币)



资料来源：工信部月度报告及中银国际研究

中国移动数据使用量

(GB 百万)



资料来源：工信部月度报告及中银国际研究

主要评级因素

- **通信业服务收入温和复苏，云业务动能仍待释放。**我们预计 2025 年第二季度中国电信服务收入将同比增长 2.5% 至 4,616.5 亿元人民币，其中三大电信运营商的盈利增速将放缓至低个位数。AI/云基础设施相关收入仍承压，主要因训推一体机快速渗透，分流了对云端 AI 训练及推理资源的部分需求。我们认为，近期 AI 云与算力需求的放缓属于阶段性调整，随着大语言模型在中国经济各行业广泛落地，相关需求有望重新加速。根据工信部数据，2025 年 5 月电信服务收入同比增长 2.73% 至 1,503 亿元人民币，我们预计 6 月同比增长 2.8%，从而带动 2Q25 整体服务收入同比增长 2.5% 至 4,616.5 亿元人民币。
- **移动数据使用量持续拉动增长。**2025 年 5 月全国月度移动数据使用量同比增长 18.2%，达到 338 亿 GB；尽管年初至今移动用户仅增长不足 1% 至 18.07 亿人，但随着商业与社交活动复苏，数据使用量快速增长；移动数据恢复将优先利好中国移动，其在 25 年一季度移动服务收入占比高达 65%。
- **华为升腾超节点发布，进一步提升“云网融合”水平，**将推动中国电信运营商在 LLM 训练和推理算力上取得显著提升，弥补其在算力水平上与国际先进竞品的显著差价，拉动电信运营商云计算收入和利润增长。作为国产算力产业链的龙头。综合考虑国内外监管环境，我们认为电信运营商将是国产 AI 芯片及软硬件设备最主要的使用者，也将是国产 AI 算力服务最主要的提供者。**华为升腾基于超节点的产品架构**，通过总线技术实现 384 个 NPU 之间的大带宽低时延互联，解决集群内计算、存储等各资源之间的通信瓶颈，通过系统工程的优化，实现资源的高效调度，让超节点像一台计算机一样工作。该产品架构与电信运营商的“云网融合”设计高度契合，可充分发挥电信运营商自建宽带传输网络优势，“以网带点”弥补单片算力方面的不足。这种架构的另一个结果是华为作为主要电信网络设备供应商，传输网、接入网、算力网产品线完整，在产品竞争上相比其他单一提供算力芯片的厂商形成无法撼动的体系优势。
- 我们预计 2025 年电信资本开支总体下降 9.1% 至 2,900 亿元人民币（403 亿美元），其中云计算、算力相关的基础设施投资小幅增长至 845 亿元人民币（12 亿美元），其他电信设施投资下降 12.5% 至 2,053 亿元人民币。我们在板块投资策略方面**首选电信服务**，公司**推荐顺序为中国电信、中国联通、中国移动、中国铁塔**。电信设备和基础设施受资本开支缩减影响，短期业绩增长压力较大。鉴于市场对公司增长预期较低，P/E、股息估值吸引，我们继续给予**中国通信服务、中兴通信**买入评级。

主要政策/事件影响

- **算力基础设施高质量发展行动计划**：到 2025 年，算力方面，算力规模超过 300 EFLOPS，智能算力占比达到 35%，东西部算力平衡协调发展。运载力方面，国家枢纽节点数据中心集群间基本实现不高于理论时延 1.5 倍的直连网络传输，重点应用场所光传送网（OTN）覆盖率达到 80%，骨干网、城域网全面支持 IPv6。存储力方面，存储总量超过 1,800 EB，先进存储容量占比达到 30% 以上，重点行业核心数据、重要数据灾备覆盖率达到 100%。应用赋能方面，打造一批算力新业务、新模式、新业态，工业、金融等领域算力渗透率显著提升，医疗、交通等领域应用实现规模化复制推广，能源、教育等领域应用范围进一步扩大，每个重点领域打造 30 个以上应用标杆。
- 根据中国信通院 7 月 22 日发布的《**云计算蓝皮书 2025**》，2024 年，我国云计算市场规模达 8,288 亿元，同比增长 34.4%，其中智能算力服务需求成为公有云 IaaS 市场增长的最主要因素。这意味着云计算不能再满足于提供固定的算力资源，而是需要具备强大的弹性扩展能力，能根据大模型训练、推理等任务的实时需求，快速调配 CPU、GPU、NPU 等多元计算资源，实现“按需秒变”的算力供给。其次，社会对算力的普惠化、场景化、生态化需求愈发凸显，云计算服务模式正加速向“人工智能+”转化，呈现出 AI IaaS、AI PaaS、MaaS、AI SaaS、AIMSP 等全产业链进化趋势。云计算不仅是基础资源的提供者，更成为 AI 技术从基础设施到商业价值全链路转化的助推者，为企业提供从底层算力支撑到上层智能化应用的一站式服务。大量的用户数据、企业商业数据等被用于 AI 模型训练，数据的安全和隐私保护至关重要成为关键资产。在安全方面，需要构建从硬件到软件的全方位安全保障体系，如 AI IaaS 通过硬件级安全架构增强边缘 AI 场景隐私保护，确保数据从采集到推理的全生命周期安全。此外，还需满足不同行业和地区对于数据隐私保护的法规要求，如欧盟的《通用数据保护条例》（GDPR）等，保障用户数据的合法权益。

行业正面因素

- 于 2025 年世界人工智能大会上，华为首次线下展出昇腾 384 超节点，即 Atlas 900 A3 SuperPoD。该产品基于超节点架构，通过总线技术实现 384 个 NPU 之间的大带宽低时延互联，解决集群内计算、存储等各资源之间的通信瓶颈，通过系统工程的优化，实现资源的高效调度，让超节点像一台计算机一样工作。昇腾超节点集群上，LLaMA 3 等千亿稠密模型性能相比传统集群提升 2.5 倍以上；在通信需求更高的 Qwen、DeepSeek 等多模态、MoE 模型上，性能提升可达 3 倍以上，较业界其他集群高出 1.2 倍。根据官方表示，这个算力平台基于 384 颗昇腾芯片构建，通过全互联对等架构实现芯片间高效协同，可提供高达 300 PFLOPs 的稠密 BF16 算力。这个方案性能接近英伟达 B200 NVL 72 平台的两倍。内存带宽达到 1,229TB/s，总的内存容量超出英伟达方案的 3.6 倍。网信办于 2025 年 7 月 31 日就算力芯片安全问题约谈相关企业。5 月 15 日美国八位联邦议员提出“芯片安全法案”，要求美芯片制造商在出口高端 AI 芯片之前必须嵌入位置验证技术等，也强化投资国产 AI 算力的必要性、紧迫性，利好以电信运营商为龙头的国产算力产业链。基于外部监管环境，我们认为电信运营商将是国产 AI 芯片最主要的使用者，也将是国产 AI 算力服务最主要的提供者。

行业负面因素

- **美国商务部进一步限制中国的人工智能和先进计算能力**。美国商务部产业与安全局（Bureau of Industry & Security）将来自中国、阿拉伯联合酋长国、南非、伊朗和台湾等地的 80 家实体列入实体清单（Entity List），理由是这些实体从事的活动违反了美国国家安全和外交政策，以限制中国获取及开发用于军事应用的高性能、百亿亿次级（exascale）计算能力以及量子技术的能力等。

中国电信行业资本开支 2023-25 年

	2023	2024	2025E	2024 同比 (%)	2025 同比 (%)
云业务资本开支(人民币 十亿)					
中国电信	38.0	32.7	31.8	(13.9)	(2.9)
中国联通	12.7	14.1	15.4	11.0	9.1
中国移动	45.2	37.1	37.3	(17.9)	0.5
总计(人民币 十亿)	95.9	83.9	84.5	(12.5)	0.6
非云业务资本开支					
中国电信	61.0	60.8	51.8	(0.3)	(14.7)
中国联通	61.2	47.3	39.6	(22.8)	(16.2)
中国移动	135.1	126.9	113.9	(6.1)	(10.2)
总计(人民币 十亿)	257.3	234.9	205.3	(8.7)	(12.6)
资本开支					
中国电信	99.0	93.5	83.6	(5.5)	(10.6)
中国联通	73.9	61.4	55.0	(17.0)	(10.4)
中国移动	180.3	164.0	151.2	(9.0)	(7.8)
总计	353.2	318.9	289.8	(9.7)	(9.1)

资料来源：上市公司财务报告及中银国际研究

陈逸群, CFA
(852) 3988 6430
Raphaelyq.chen@bocigroup.com

孟昕
(852) 3988 6433
michael.meng@bocigroup.com

唐雨欣
(852) 3988 6415
doloresy.tang@bocigroup.com

2025 年下半年互联网行业策略

行业评级

网络游戏	增持
在线广告	增持
电商行业	增持
在线音乐	增持
直播	中立
在线招聘	中立
长视频	中立
物流	中立

资料来源：中银国际预测

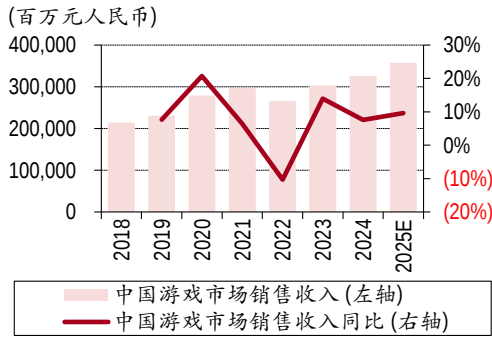
主要评级因素

- 我们认为 1) 宏观环境及线上消费情绪, 2) 各行业监管政策, 3) 各行业的竞争格局, 尤其核心玩家对主营业务运营策略以及对新业务的投入, 和 4) 针对 AI 的投入, AI 在各行业中的赋能应用, 商业化进度以及利润模型是互联网的关注要素。在宏观及线上消费缓慢修复以及监管政策稳定并伴随边际弱化的假设下, 我们认为行业竞争以及 AI 将是下半年中国互联网行业的关注重点。我们认为核心指标为 1) 收入变现加速; 2) 毛利提升加速; 3) Opex 端的节省而带来的盈利预期上修。我们预期竞争的恶化以及 AI 的投入都会对下半年的利润产生负面影响。我们认为下半年互联网平台在 AI 端还处在投入期 (对利润率有单个位数的影响), 赋能并加速主营业务场景商业化及自身轻度商业化变现阶段, 主要还是以优化用户体验, 提效降本为主。因此, 我们下半年的行业排序为在线音乐 > 在线广告 > 网络游戏 > 电商行业 > 直播 > 其他。
- **网络游戏**: 我们预计 2025 年国内游戏市场规模将同比增长 9% 达到约 3,530 亿元人民币, 由于基数影响下半年预计增速由上半年的同比 14% 降至 4%。版号持续加速发放以及各地陆续推出的具体扶持政策证明监管支持国内游戏厂商发展的决心。虽然行业集中度继续往头部游戏公司及产品转移, 但由中小工作室研发的高质量作品依然让人眼前一亮。AIGC 以及出海依旧是国内游戏厂商的未来核心叙事。对于 AI, 我们维持短期其主要推动游戏研发及运营效率并且通过功能及玩法的融入增强游戏用户体验、粘性及时长。中长期值得关注 AI 游戏, 面向开发者以及玩家的 AI 大模型和 AI 产品工具等商业化变现。 **增持**。
- **在线广告**: 我们预计 2025 年国内在线广告市场规模将同比增长 13%, 达到 1.48 万亿元人民币。其中互联网媒体和娱乐平台以及电商和本地生活交易平台的在线广告收入将分别同比增长 16% 及 11%, 市占率分别为 54% 及 41%。行业集中度上升趋势将持续。用户参与度、广告产品和库存、基础设施建设、应用内消费场景渗透、算法优化以及 AI 赋能将是主要驱动因素。我们认为国内广告行业将从短中长期从不同维度持续收益与 AIGC 的加速赋能应用。短期将在广告主成本及时间优化以及效率提升上体现, 同时投放 ROI 会受益于提升的内容理解, 精准推荐以及匹配能力。中长期随着 AI 广告产品及技术的逐步商业化会进一步拓宽整个广告行业收入规模。 **增持**。
- **电商行业**: 目前行业所有焦点都集中在外卖即时零售的竞争上。截止目前三家平台的投入节奏、力度、速度以及持久性均大大超出预期。我们主要关注下半年是否有新玩家的入局 (例如拼多多及字节), 主要玩家动态的补贴策略调整以及如何交叉销售带动核心业务收入及利润的增长。虽然我们目前并没有看到补贴带来广告投放的大幅下降, 我们认为投入存在边际趋缓的可能。针对 AI, 我们认为短期通过更精准的人货匹配及内容生产效率直接拉动平台的广告业务, 并提升用户购买体验。中长期 AI 数字人的应用将会给电商平台带来商业化的空间。 **增持**。

- **在线音乐：**我们预计具有韧性的市场需求，拓宽的整个市场布局（例如融合长音频）、稳定的双强竞争格局（TME 和网易云音乐）及双强差异化的运营策略将在 2025 年下半年持续。我们认为会员侧可持续的付费用户净增长和 ARPPU 端提升，以及非会员侧多样化的变现模式（如广告和粉丝经济类的相关变现），将推动音乐业务收入和利润的健康持续扩张。**增持。**
- **直播：**我们认为经过几年的严格监管后下半年政策保持平稳向好，宏观环境以及公司的运营策略将会是决定性因素。我们认为直播公司直播业务收入预期已经触底。关注其在非直播业务的策略及增长进展和在充裕现金储备下股东回报计划的执行情况。**中立。**
- **在线招聘：**我们认为国内在线招聘市场具备巨大潜力，这得益于其价值主张、效率和信任的推动。高度分散的市场格局使得像 Boss 直聘这样的领先玩家能够通过创新、技术和执行力进一步渗透市场。然而，我们预计国内宏观经济压力、动荡的国际关系局势和求职者供过于求的形式，将在下半年对平台的变现能力带来压力。但我们同时也对 AI 在招聘侧的应用保持期待。**中立。**
- **长视频：**我们预计下半年行业内以及在线娱乐形式之间的竞争将持续加剧，期待长视频平台新业务例如短剧或者 IP 变现能带来增量。**中立。**
- **物流：**市场份额争夺战加剧依然是中心主题。外卖即使零售大战，行业出清以及反内卷是否波及快递行业是下半年的看点。**中立。**

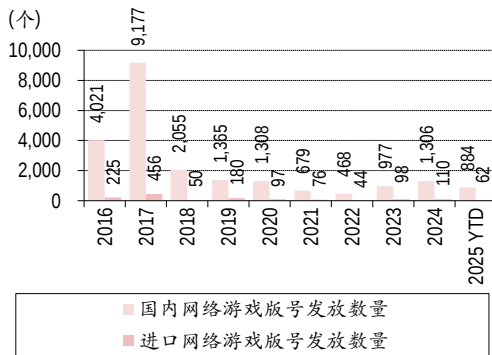
我们预计中国游戏市场销售在 2025 年将同比增长 9%

网络游戏



资料来源: GPC, CNG, 中银国际研究预测

截至 2025 年 7 月, 共有 884 款国内游戏版号和 62 款进口游戏版号发放



资料来源: NPPA, 中银国际研究

行业正面因素

- **好于预期的在线娱乐可选消费支出。** 鉴于高质量游戏供应充足, 我们认为用户支付情绪仍然至关重要。
- **游戏游玩时长增加。** 我们看到相比其他在线娱乐形式, 游戏游玩时长的增加将使游戏行业受益。
- **渠道管理。** 我们预计游戏厂商面对渠道商的议价能力将增强, 从而改善其毛利率水平。

行业负面因素

- **监管限制。** 尽管我们预期国内游戏监管环境将保持稳定, 但任何关于游戏监管的通知都可能损害行业情绪。
- **加速游戏停运。** 我们认为游戏加速停运的现象是在线可选消费复苏疲软的负面信号。
- **不合理的资本支出。** 我们认为行业内不合理的资本支出 (包括针对短期流水进行大量买量) 将较为致命。
- **预计 2025 年国内游戏市场规模增长 9%; 下半年关注重点新产品推出。** 根据 CNG 数据, 2025 年上半年中国游戏市场销售收入同比增长 14%, 其中移动端和 PC 端游戏收入分别同比增长 17% 和 5%, 移动端整体市场增速超出我们预期, 主要由强劲的新年期间长青游戏产品的爆火以及一些去年下半年上线的新游贡献。我们预计下半年国内游戏市场销售收入将随着重点新产品的陆续推出叠加老产品的多端稳定长线运营继续保持韧性, 但由于基数的影响相比上半年的同比增速会降低至 4%。我们预计 2025 全年国内游戏市场收入规模将同比增长 9% 至 3,530 亿元人民币, 相比我们 2024 年底的预期小幅上调 1%。
- **版号发放持续加速; 监管支持游戏产业但未成年人依旧为重点。** 截止 2025 年 7 月, 国家新闻出版署累计下发 884 款国产游戏版号和 62 款进口游戏版号, 其中国产游戏版号每月过审数量显著增长并于今年 6 月创下近 4 年新高, 而进口版号下发频率由过去的每两月一发转变为今年的每一月一发, 每月过审数量保持相对稳定。我们对未来国内和进口版常态化发放加速维持乐观态度。

行业政策方面, 商务部 4 月发布《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》, 明确提出“发展游戏出海业务, 布局从 IP 打造到游戏制作、发行、海外运营的整个产业链”, 与此同时北京、上海、广东、浙江等省市也因地制宜出台专项政策, 近期发布的《上海市促进软件和信息服务业高质量发展的若干措施》提出将适时开展外资游戏企业在沪研发的游戏视同国产游戏的政策试点, 并支持数字内容项目开展版权质押融资试点, 而《关于推动广东网络游戏产业高质量发展的若干措施》则提出成立游戏企业服务中心和游戏出海服务中心, 对文化传播力和影响力俱佳或在游戏科技领域取得显著突破的优质项目给予最高 500 万元的一次性扶持奖励。我们认为这些政策的陆续推出, 将有力驱动更多国产优质游戏的出海进程以及国际 3A 大作在中国的本地化研发, 同时赋能更多本土中小游戏厂商深耕原创精品。我们未观察到未成年人监管的进一步限制措施但未有放松迹象, 企业仍积极主动规避相关风险。

- **头部移动游戏长线运营，多端互通助力客户端破局。**今年上半年移动游戏的强劲同比增长主要得益于头部长青产品成功的长线运营，在玩法类型高度成熟的市场及玩家快速的内容消耗下，厂商主要凭借高频推出差异化内容来持续巩固及拓展玩家群体。主要措施包括 i) 内容丰富的新版本与唤起情怀的怀旧版本推出（如《率土之滨》青春服、《穿越火线》怀旧模式）；ii) 创新有趣的模式（如《梦幻西游》天命之弈自走棋玩法、《逆水寒手游》逆水侠棋玩法、《和平精英》地铁逃生模式）；iii) 与热门 IP 的联动（如《王者荣耀》x《哪吒之魔童闹海》、《第五人格》x 柯南道尔基金会等）；iv) 沉浸式线下体验（如《DNFM》线下快闪活动、《崩坏：星穹铁道》星铁 LIVE、《明日方舟》音律联觉）与场馆（上海徐汇区打造元界街区）。

客户端游戏的持续稳健增长则受益于多款多端数据互通游戏如《三角洲行动》、《燕云十六声》的亮眼表现以及部分经典客户端产品如《守望先锋》、《暗黑破坏神 III》的回归。我们认为多端互通模式已经成为头部厂商构筑竞争壁垒的核心抓手之一，可以助力游戏厂商覆盖不同使用偏好的用户群体，并且允许用户自由切换设备，显著提升用户粘性和在线时长。与此同时，我们认为游戏厂商以 ROI 为导向的评估会持续，未来市场份额会继续集中于头部高质量产品。

- **AIGC、出海和国补激励下的硬件升级将为未来游戏行业增长引擎。**目前已有不少游戏积极引入内置 AI 功能（如《三国：谋定天下》的 AI 精锐大营功能、《和平精英》的 AI 队友、《逆水寒手游》的 AI 大模型 NPC 女团），但我们认为深度融合尚有距离。我们认为 AIGC 在短期内能够推动游戏研发效率提升以及带来用户体验上的升级，并有望在长期赋能游戏创新及品质提升。值得关注的方向包括：i) 玩家沉浸式互动与陪伴（如米哈游 AI 驱动角色实时对话游戏《Whispers from the Star》、自然选择 AI 伴侣 EVE）；ii) 面向开发者的 AI 研发平台与工具（如腾讯混元游戏、GiiNEX 等，恺英网络“形意大模型”）；iii) 面向用户的 AI UGC 平台与工具（如微软《雷神之锤 II》AI 版、Decart MirageLSD）。
- 腾讯依然是海外扩张的明确践行者，而《三角洲行动》、《漫威争锋》等游戏的成功出海验证了国内精品游戏厂商的研发能力以及内容与运营储备产能。我们预期未来将出现更多本土研发的全球化 IP 大作，近期值得关注的此类游戏包括腾讯《无畏契约：源能行动》手游、《三角洲行动》主机版本以及网易《命运：群星》手游、《燕云十六声》海外客户端及主机版本等。此外，我们认为国补的持续进行叠加多端游戏的强劲表现有望带来硬件升级的增长机会。
- **腾讯：三角洲双端全球大超预期；关注下半年全球重点新品推出。**上半年主要得益于低基数、核心长青游戏春节的成功运营、DNF 手游国内和三角洲行动双端全球带来的增量贡献以及递延周期的影响，腾讯国内游戏增速预计将达到 22%，大超市场预期。我们预计下半年虽然有 DNF 手游带来的高基数影响，但由于长青游戏的稳定运营，三角洲行动在全球双端的强劲趋势，以及重点新品无畏契约手游的上线，腾讯下半年的国内 VAS 端游戏收入将同比增长 8%，占国内游戏整体的市场规模将进一步加大。此外，其小游戏业务将会继续在 2025 年下半年强势增长，得益于其流量端，基础设施，政策扶持一级合作伙伴的持续推动。
- **网易：梦幻持续新高；关注老游戏运营；2H25 新品管线较弱。**我们预计网易下半年核心在线游戏收入同比增长相对于上半年的 15% 下降至 8%，其中 PC 游戏收入将会逐步减速（从上半年的 75% 降速至下半年的 16%），然而手游由于低基数的影响将从上半年的同比下降 2% 至下半年的同比增长 4%。我们认为网易在下半年还是持续注重研发及运营侧的 ROI 导向策略，增长还是在长青游戏及目前核心游戏的运营情况，2025 年下半年的新品管线相对较弱（值得关注命运群星手游海外版本情况）。但我们对网易长期的全球化多端研发和运营能力保持信心，同时对 2026 年的产品管线（无限大和遗忘之海的多端多市场上线）保持乐观。

截至 2025 年 7 月底今年腾讯全球已经上线游戏

游戏名称	游戏类型	自研/代理	终端平台	上线时间
代号：MO.CO	动作角色扮演，多人在线	自研	移动	3 月 19 日海外公测（仅限邀请）
龙息：神寂	大世界，策略角色扮演	自研	移动，客户端	3 月 20 日国内公测
美职篮全明星	体育	自研	移动	3 月 24 日国内公测 (3 月 4 日先遣体验服测试)
剑灵 2	大型多人在线角色扮演	代理	移动，客户端	3 月 4 日国内公测
爆裂小队	休闲派对	自研	移动	4 月 21 日国内不删档上线（限制资格）
三角洲行动	第一人称射击	自研	移动，客户端，主机端	4 月 22 日海外移动端公测
暗区突围：无限	第一人称射击	自研	客户端	4 月 29 日国内公测
热血美职篮	体育	自研	移动	5 月 8 日国内公测
狂野星球复仇记	动作冒险，科幻	授权	移动，主机端	5 月 27 日海外 Steam、PS5、Xbox 公测
胜利女神：新的希望	第三人称射击，角色扮演	代理	移动，客户端	5 月 22 日国内公测
沙丘：觉醒	开放世界，生存，大型多人在线	自研	客户端，主机端	6 月 10 日海外客户端公测
最终幻想 14：水晶世界	大型多人在线角色扮演	自研	移动	6 月 19 日国内不删档上线
龙石战争	策略	自研	移动，客户端	6 月 26 日国内公测
星痕共鸣	大型多人在线角色扮演	自研	移动，客户端	7 月 17 日国内公测
矩阵：零日危机	第三人称射击	代理	客户端	7 月 30 日全球 Steam、Wegame 公测

资料来源：公司数据，TapTap，哔哩哔哩，在线信息，中银国际研究

截至 2025 年 7 月底今年网易全球已经上线游戏

游戏名称	游戏类型	自研/代理	终端平台	上线时间
燕云十六声	开放世界角色扮演，大型多人在线	自研	移动，客户端，主机端	1 月 9 日国内移动端公测
守望先锋	第一人称射击	代理	客户端	2 月 19 日国服回归
界外狂潮	第一人称射击	自研	客户端，主机端	3 月 6 日全球客户端公测，4 月 29 日海外 上线 PS5、Xbox
射雕	大型多人在线角色扮演	自研	移动，客户端	3 月 28 日 2.0 版本上线
七日世界	开放世界生存创造	自研	移动，客户端	4 月 24 日国内移动端公测
暗黑破坏神 3	动作角色扮演	代理	客户端	5 月 22 日国服回归
冰汽时代：最后的家园	生存经营	代理	移动	6 月 5 日国内公测
漫威秘法狂潮	策略角色扮演	自研	移动	6 月 25 日海外公测
无主星渊	第三人称射击	代理	客户端，主机端	7 月 22 日海外 Steam、PS5、Xbox 公测
头号追击	多人在线战术竞技，英雄射击，吃鸡	代理	客户端	7 月 24 日全球公测

资料来源：公司数据，TapTap，哔哩哔哩，在线信息，中银国际研究

腾讯主要新游管线情况，截至 2025 年 7 月底

游戏名称	游戏类型	自研/代理	终端平台	国内版号情况	预期上线时间
已经获得国内游戏版号的游戏及预期上线时间					
三角洲行动	第一人称射击	自研	移动，客户端，主机端	已获得	8 月 19 日海外上线 PS5、Xbox
无畏契约：源能行动	第一人称射击	自研	移动	已获得	预计 3Q25 国内公测
异人之下	动作	自研	移动，客户端	已获得	预计 3Q25 国内公测，9 月新内容线下测试
洛克王国：世界	开放世界捉宠，大型多人在线角色扮演	自研	移动，客户端	已获得	定档 4Q25 国内公测
卡拉彼丘	第一人称射击	自研	客户端，移动，主机端	已获得	预计 2H25 国内移动端公测
饥困荒野	沙盒，生存，冒险	代理	移动端	已获得	预计 2H25 国内公测
命运扳机（原白厄战境）	第三人称射击	自研	移动，客户端，主机端	已获得	预计 2H25 全球客户端公测
终极角逐	第一人称射击	代理	客户端，主机端	已获得	预计 2H25 国内客户端公测
失控进化	开放世界生存创造，大型多人在线	代理	移动，客户端	已获得	预计 2H25 国内客户端公测
逆战：未来	第一人称射击	自研	移动，客户端	已获得	预计 2H25 国内公测
王者荣耀 世界	开放世界角色扮演	自研	移动，客户端，主机端	已获得	预计 2H25 国内公测
舞力全开：派对全明星觉醒	舞蹈，节奏	代理	移动	已获得	预计 2H25 国内公测
流放之路：降临	动作，卡牌	代理	移动	已获得	预计 2H25 国内公测
天堂 2：盟约	动作角色扮演	自研	客户端，主机端	已获得	2H25 国内先锋测试
遮天世界	大型多人在线角色扮演	代理	移动，客户端	已获得	预计 2H25 国内公测（6 月测试延期）
修仙时代	大型多人在线角色扮演	代理	移动	已获得	预计 2H25 国内公测
彩虹六号	大型多人在线角色扮演	代理	移动，客户端	已获得	预计 2H25 国内公测
怪物猎人：旅人	第一人称射击	代理	移动	已获得	预计 2026 国内公测，客户端国服首测定档 2026 年春
雪中悍刀行	动作角色扮演	自研	移动	已获得	预计 2026 国内公测
穿越火线：虹	第一人称射击	自研	移动，客户端	已获得	预计 2026 国内公测
战术小队：破晓攻势	第一人称射击	自研	移动，客户端	已获得	预计 2026 国内公测
酷比大陆	第一人称射击	代理	客户端	已获得	预计 2026 国内公测
狩	开放世界捉宠，角色扮演	自研	移动	已获得	预计 2026 国内公测
狩	开放世界捉宠，角色扮演	自研	移动，客户端	已获得	预计 2026 国内公测

未获得国内游戏版号的已披露信息的部分新游产品

盛世天下	角色扮演，真人影视	代理	仅代理移动端	未获得	定档 2025 年秋天 Steam、Wegame、移动端、腾讯视频公测
时间旅者：重生曙光	生存，惊悚	自研	客户端，主机端	未获得	海外定档 9 月 5 日 PS5、Xbox、NS2、客户端公测（豪华版 9 月 3 日抢先游玩）
Alara Prime	第一人称射击	自研	客户端	未获得	等待版号，海外定档 2025 年公测（由 3Q24 推迟）
Exoborne	第一人称射击	自研	客户端，主机端	未获得	等待版号，预计 2025 年海外公测
代号：MO.CO	动作角色扮演，多人在线	自研	移动	未获得	等待版号
地下城与勇士：卡赞	动作角色扮演，开放世界	代理	客户端，主机端	未获得	等待版号
沙丘：觉醒	开放世界，生存，大型多人在线	自研	客户端，主机端	未获得	等待版号
荒野起源	开放世界生存创造	自研	移动，客户端，主机端	未获得	等待版号
硅基宇宙（代号：理想国）	开放世界，沙盒，冒险	代理	移动，客户端	未获得	等待版号
虚环	角色扮演，模拟经营	自研	移动，客户端	未获得	等待版号，国内首测定档 2026 年 1 月
ARC 突袭者	第三人称射击	代理	客户端，主机端	未获得	等待版号（Nexon 海外定档 10 月 31 上线客户端、PS5、Xbox、NVIDIA Geforce）
代号：饼干人	动作角色扮演，合作	代理	移动	未获得	等待版号
归环	开发世界角色扮演	自研	移动，客户端	未获得	等待版号
追逐卡蕾多	恋爱，角色扮演	自研	移动	未获得	等待版号
湮灭之潮	动作角色扮演	自研	客户端，主机端	未获得	等待版号，预计 2026 年全球公测

资料来源：公司数据，TapTap，哔哩哔哩，在线信息，中银国际研究预测

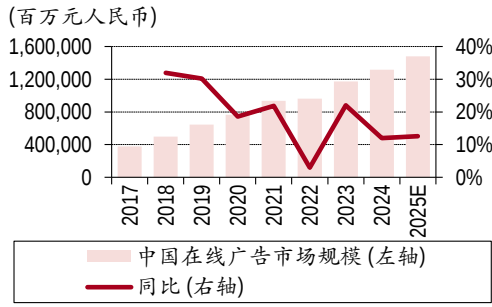
网易主要新游管线情况，截至 2025 年 7 月底

游戏名称	游戏类型	自研/代理	终端平台	国内版号情况	预期上线时间
已经获得国内游戏版号的游戏及预期上线时间					
灵兽大冒险	策略，多人同时在线，捉宠	自研	移动，客户端	已获得	国内定档 8 月 7 日公测
命运：群星	第一 & 第三人称射击	自研	移动端	已获得	海外定档 8 月 28 日公测
无主星渊	第三人称射击	代理	客户端，主机端	已获得	国内定档 9 月 24 日公测
燕云十六声	开放世界角色扮演，大型多人在线	自研	移动，客户端，主机端	已获得	预计 2H25 海外客户端、PS5 公测，7 月终测
漫威秘法狂潮	策略角色扮演	自研	移动	已获得	预计 2H25 国内公测
暗黑破坏神 2	动作角色扮演	代理	客户端	已获得	预计 2H25 国内公测
暗黑破坏神 IV	动作角色扮演	代理	客户端	已获得	预计 2H25 国内公测
破碎之地 (原代号 56)	第三人称射击，大型多人在线	自研	移动，客户端	已获得	预计 2H25 国内公测
无限大	开放世界角色扮演	自研	移动，客户端，主机端	已获得	预计 2026 国内公测
山海奇旅 (原代号奇旅)	模拟经营	自研	移动，客户端，主机端	已获得	预计 2026 国内公测
极限战场	第一人称射击	自研	移动，客户端	已获得	预计 2026 国内公测
军团战争 (原墟土之争)	即时战略	自研	移动	已获得	预计 2026 国内公测
未获得国内游戏版号的已披露信息的部分新游产品					
遗忘之海	角色扮演，冒险，策略	自研	移动，客户端，主机端	未获得	等待版号，全球定档 2026 年 PS5、客户端、手游公测
解开世界的面纱	角色扮演	自研	移动端	未获得	等待版号
归唐	动作角色扮演，冒险	自研	客户端，主机端	未获得	等待版号
星绘友晴天	休闲派对	自研	移动，客户端	未获得	等待版号，7 月国内开始长期、高频线下测试
剑心雕龙	动作角色扮演	自研	客户端，主机端	未获得	等待版号

资料来源：公司数据，TapTap，哔哩哔哩，在线信息，中银国际研究预测

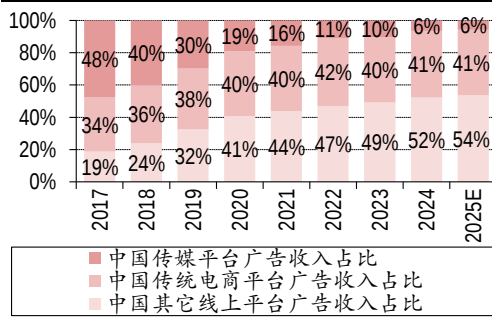
我们预计中国在线广告市场规模在 2025 年同比增长 13%至 1.48 万亿元人民币

在线广告



资料来源: 艾瑞咨询, 行业专家, 中银国际研究预测

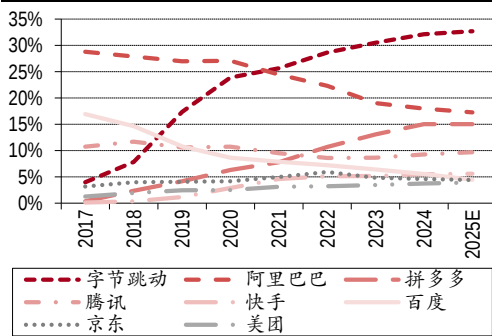
我们预计国内互联网媒体和娱乐平台及电商和本地生活交易平台分别将在 2025 年占据国内在线广告行业 54%和 41%的份额



注: 所有数据均以公历年为单位

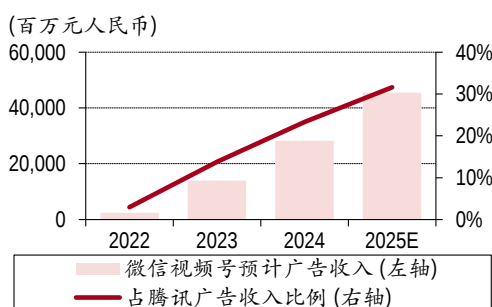
资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

我们预计的主要互联网平台的在线广告收入市场份额占比变化 (2017-2025E)



资料来源: 行业专家, 中银国际研究预测

我们预计微信视频号广告收入在 2025 年将达到 454 亿元人民币, 占腾讯广告收入的进一步提升至 32%



资料来源: 中银国际研究预测

行业正面因素

- **宏观复苏好于预期。**更好的宏观环境将增强主要行业广告主的信心, 从而带动广告预算增长。
- **对主要广告主垂直领域的支持政策。**我们认为主要广告主垂直领域的利好政策将提升其营销意愿。
- **新广告产品和广告库存增加。**新广告产品、广泛的广告场景和广告库存的增加将带来广告增量。
- **AIGC 在广告价值链上的应用。**我们认为 AIGC 在广告内容生产、效率、创新及分发方面带来显著优势及效率提升。AI 加速赋能在核心的广告场景带来的 ROI 提升能增加广告主的投放意愿及预算。

行业负面因素

- **经济状况不如预期。**宏观经济与广告主的广告预算高度相关。如果广告主面临财务困难或对经济缺乏信心, 可能会缩减广告预算。
- **对主要广告主行业的更严格监管。**如果主要广告主的核心业务面临更严格的监管, 可能会降低其广告支出预算。
- **电商类主播参与度。**我们认为电商及短视频平台主播的参与将是直播电商的关键因素, 但可能会收到监管尤其是税务审查的负面影响。

- **2025 年下半年国内在线广告市场持续韧性增长; AI 加速赋能带来长期商业化增长。**我们维持在宏观经济逐步企稳复苏以及 AI 在广告端赋能和商业化的加速背景下, 2025 年下半年国内在线广告市场将持续其韧性增长的观点。相较 2024 年年底, 我们小幅上调 2025 年国内在线广告整体市场规模 1%, 预计将同比增长 13%达到人民币 1.48 万亿元, 其中国内泛娱乐和泛电商平台的总在线广告收入将分别同比增长 16%及 11%, 市场份额分别达到 54%以及 41%。这主要得益于多个垂直领域 (如游戏、互联网服务包括短剧及在线文学、教育、3C, 本地生活等) 的新产品发布周期及主要玩家的市场投放策略、国家和地方政府的利好政策以及主要在线广告平台的基建能力提升, 广告商业化的提速以及相应支持性政策。

- **行业集中度持续提升; 龙头效益加剧。**在国内互联网平台中, 我们预计字节跳动将继续占据主导地位, 2025 年占据国内在线广告市场份额进一步提升至 33%, 广告总收入体量将达到人民币 4,840 亿元。我们目前预测阿里巴巴/ 拼多多/ 腾讯/ 快手/ 百度/ 京东/ 哔哩哔哩/ 微博的在线广告收入将在 2025 年分别同比增长 (减少) 8%/ 12%/ 18%/ 14%/ (10)%/ 9%/ 20%/ 3%, 市场份额分别为 17%/ 15%/ 10%/ 6%/ 4%/ 4%/ 1%/ 1%。

- **互联网在线广告持续收益于 AIGC 的加速应用及赋能。**我们认为国内互联网公司的在线广告业务将持续受到 AIGC 带来的红利, 短期 AIGC 在不同行业广告主的加速应用将减少其素材 (尤其视频类) 的生成和时间成本, 同时提升广告素材的匹配精准度以及平台的内容理解及精准推荐能力, 进一步提升其广告投放 ROI, 进而提升广告素材的点击率以及完播率。同时各种 AI 一站式智能化投放工具也会进一步促进广告主特别是电商中小商家的投放意愿。并且我们认为 AI 技术的赋能应用能大大提升原生广告的用户体验。短中期 AI 数字人的应用会对有直播电商场景的互联网平台带来帮助。中长期随着 AI 产品的逐步商业化将进一步拓宽互联网公司的广告收入空间。

- **腾讯：AI 驱动广告持续上修；视频号仍旧贡献 2025 年最大增量。**我们认为腾讯下半年的广告收入以及广告毛利将持续受多样的广告产品以及 AI 应用带来的效应健康稳定增长，主要得益于其强大的用户体量及粘性，微信生态系统中完善的基础设施及组件，多样的广告产品/场景以及 AI 赋能的算法提升。我们认为新增广告库存和多样化消费场景的渗透是关键的增长驱动因素。我们预计腾讯下半年广告收入增速将与上半年一样同比增长 19%，达到 2025 年全年 1,437 亿人民币。视频号仍将是 2025 年的主要增长引擎，根据其上半年强劲的收入表现，我们将视频号广告收入预期上调 22%，预测同比增长 61% 达到人民币 454 亿元，占腾讯在线广告收入的 32%（相比 2023 年和 2024 年的 14% 和 23% 进一步提升）。经过过去三年在内容丰富化、基础设施建设和算法优化方面的努力，我们预计腾讯视频号的广告加载率将从 2024 年的 3% 提高到 2025 年的 4%。
- **快手：AI 赋能及运营策略带动下半年加速的广告增长。**我们预计快手下半年的广告收入增速将同比加速增长 17%（上半年预计同比增长 10%），由内循环和外循环广告共同贡献。内循环广告收入将受益于有韧性的电商业务和商城泛货架场域的货币化率提升，而外循环广告（如媒体（包括短剧，小游戏、小说等）、本地生活）也将同时推动下半年的广告增长。不过，我们认为外循环的内容垂类和电商领域的激烈竞争将在下半年持续。
- **其他广告平台：AI 赋能核心广告产品。**针对阿里巴巴，我们认为其核心 CMR 由货币化率提升带来的加速增长主要由平台定价政策调整及广告系统及产品由 AI 带来的优化双轮驱动。针对哔哩哔哩，我们预计公司下半年会维持其上半年接近 20% 同比增长的广告增速。未来几年可持续的广告增长势头将由广告主数量增加、新广告库存释放、填充率和 eCPM 改善所支撑，主要得益于 i) 新广告产品；ii) 在多种消费场景（搜索、动态、直播和短视频电商）下的变现能力增强；iii) 精简运营（如动态广告加载）；iv) AI 赋能的算法优化；以及 v) 强化的基础设施。我们认为下半年动态的即时零售大战将会给微博的国内广告业务带来边际的增量。同时 AI 智搜融合在其核心的热搜功能体系将会增强用户的粘性以及活跃度。公司在核心垂类的投入将会由于 AI 产品的融合带来边际改善，并逐渐体现在其收入端。

电商行业

行业正面因素

- **宏观复苏好于预期。**更好的宏观环境将增强消费者的购买频次以及客单价。
- **国补及消费刺激政策延续。**我们认为国补以及各地方的消费刺激政策延续将有利于主要电商平台的核心品类消费动能。
- **外卖及即时零售的恶性竞争趋缓。**我们认为平台对外卖及即时零售的恶性投入补贴力度趋缓将有利于整体消费的健康持续性增长。

行业负面因素

- **经济状况不如预期。**宏观经济持续疲软带来的消费意愿下降，消费者变得更加价格敏感。
- **无序竞争加剧。**宏观及消费持续疲软下，主要电商平台的恶性价格竞争持续并超出市场预期。
- **国际关系尤其中美关系恶化。**国际关系尤其中美关系恶化，关税战加剧影响中国电商平台的出海业务策略及未来想象空间。
- **重拾业务扩张，竞争加剧。**经历过去几年宏观及疫情对 B2C 电商平台和本地生活平台的压力以及短视频直播电商的用户消费心智的抢夺，国内主要核心电商及本地生活平台策略是扎根核心基本盘及竞争优势，拓展电商业务经营场域以及节制的差异化价格战竞争，降本增效注重利润端的持续扩张，整体业务运营配合国家的刺激性政策节奏以及注重提升股东回馈。然而我们注意到今年主要电商及本地生活平台重识业务扩张导向策略，导致在一些领域（尤其外卖及即时零售业务）竞争显著加剧，且节奏，速度，力度以及投入持续性大大超出市场预期。我们理解电商平台由于美团通过闪购渗透其核心品类，同时也想通过高频业务作为导流入口吸引新用户以及培养用户在平台消费心智及经营场域拓宽到核心高利润的业务场景中的初心，但是在整体线上零售消费市场增量受制于宏观压力，国补带来的消费需求前置，消费者谨慎以及价格敏感程度加深，对服务尤其配送及时性需求加大等因素，对大力度的短期补贴（大多数是纯资本的投入）能带来的长期用户留存及实际增量以及对上游商家的实际影响持谨慎的态度。
- **差异化补贴及动态竞争策略。**我们目前认为京东，阿里及美团针对外卖及即时零售端的补贴投入将在 2025 年三季度达到顶峰，并预估上述三家平台针对这块业务的投入补贴将在 2025 日历年分别超到 300 亿/ 450 亿/ 300 亿，对集团侧利润的影响预期分别为 300 亿/ 300 亿/ 200 亿。我们认为短期上述平台并没有看到如市场预期的大力从营销渠道费用挪广告投放预算的动作。
- **我们认为下半年需要关注**1) 拼多多及字节跳动对即时零售市场的策略以及对这块业务的投入是否有加大趋势，并如何影响上述三家平台的投入及运营策略。2) 若拼多多以及字节跳动没有大力进军即时零售的动作及野心，我们认为市场对主要电商平台 2025 年下半年的投入力度及集团侧的利润下修幅度已经预期较为充分，投入存在动态的边际趋缓以及集团利润侧小幅上修的可能。在监管以及各地餐饮协会的持续发声下，我们预计无意义的恶性纯价格补贴将接近尾声，不同平台间将会采取差异化的运营策略，趋缓直面同质化的无序价格竞争。
- **交叉销售将是取胜关键。**我们认为如何将新业务带来的差异化流量及用户更好交叉销售到其核心业务并提升其在公司基本盘的购买心智将是决定性因素。我们认为抛开对即时零售端的投入，这些平台核心业务的收入增速以及利润率扩张趋势将会是我们核心关注的指标，能侧面部分反映出其交叉销售带来的正向效益以及巨额投入的 ROI 推演。我们认为即时的针对竞对动态调整外卖及即时零售投入，与核心业务带来协同效应的运营策略以及高效的组织效率将会是决定性因素。

- **除外卖即时零售投入外下半年各公司其余关注点。**我们认为上述平台其主营业务以及核心能力优势提升将会是下半年的另一大看点。**针对阿里巴巴**，我们认为其 AI 行业尤其 DeepSeek R2 版本的发布，核心电商的 CMR 货币化率的提升，云业务的收入提速及利润率扩张，AI 融合进主营业务带来的商业化提速以及公司 Capex 投入预期将会是市场关注的核心指标。**针对京东**，我们认为主营 1P 电商业务逐渐进入国补带来高基数影响后的表现，旗下健康以及物流业务的增速以及针对其核心供应链能力的潜在全球化收并购将会是市场关注的核心。**针对美团**，我们认为其国内核心外卖，到店，闪购业务增速，海外拓展的投入力度以及进程，国内新业务（例如快乐猴，浣熊食堂）的策略打法以及投入力度对利润端的影响值得关注。**针对拼多多**，我们认为其 temu 在海外核心市场依据动态的国际关系形式采取的打法及获得的对应增速，国内核心电商业务的补贴及货币化率的动作将会是关注点。

TMT - 科技

板块展望

林仲衡

(852) 3988 6420

alexzh.lin@bocigroup.com

林芷若

(852) 3988 6413

alinazr.lin@bocigroup.com

2025 年下半年科技行业策略

行业评级

科技行业

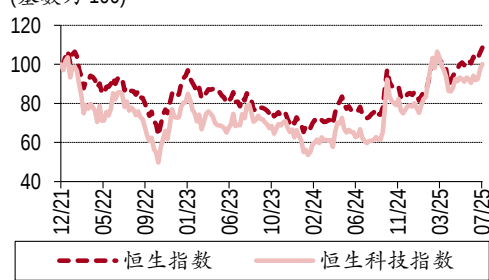
中立

资料来源：中银国际预测

主要评级因素

恒生指数和恒生科技指数表现

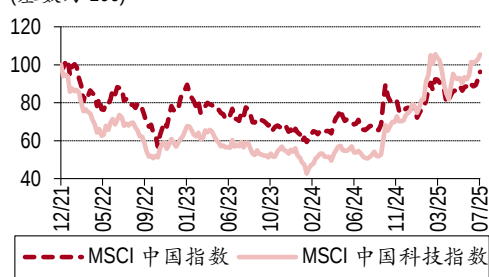
(基数为 100)



资料来源：彭博，中银国际研究

MSCI 中国指数和 MSCI 中国科技指数表现

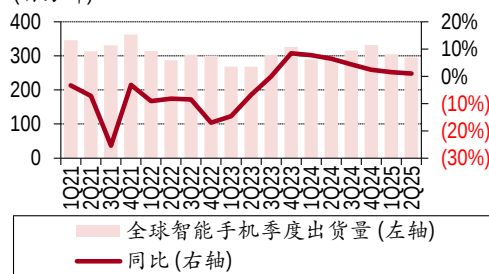
(基数为 100)



资料来源：彭博，中银国际研究

全球智能手机季度出货量

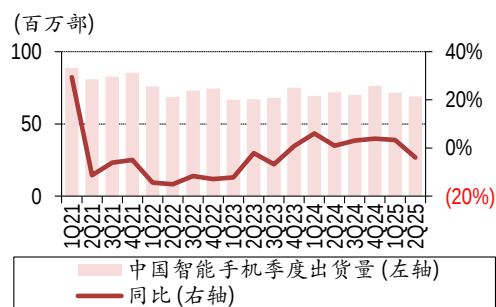
(百万部)



资料来源：国际数据公司，中银国际研究

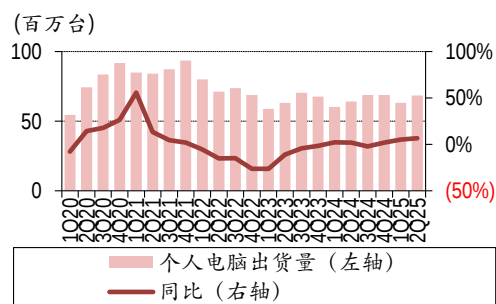
- **2025 年上半年投资回顾。**上半年中国科技板块受 DeepSeek 爆火的技术红利和流量红利而充分受益，恒生科技指数一度创出三年新高。随后，市场开始获利了结策略，叠加 4 月初美国特朗普政府启动关税战和创新药行情演绎，科技板块进入调整行情。当前，纯靠 DeepSeek 拉动的交易策略已经暂时平息，市场的关注点逐步转移到部分能够因 DeepSeek 等大模型的应用而实实在在地在近期财务报表上受益的板块。特别的是，部分能够在 DeepSeek 浪潮和关税战之后持续创新高的板块，例如个别应用软件公司如美图等，均为优秀地利用 AI 令营收增长同时成本下降的公司。
- **2025 年下半年投资展望。**中国科技产业下半年发展的关键因素包括外因和内因。外因主要为宏观经济和地缘政治的实际和心理冲击是否能够逐渐回落，内因为人工智能所带来的新机会、新需求是否能够有效拉动全产业链的景气度和盈利增长。同时，我们也非常关注 DeepSeek 公司的下一代 AI 大模型（传为 DeepSeek R2）的进展，我们认为 DeepSeek R2 或是比 DeepSeek 更强的其他国产大模型的发布，将会是整个科技板块下半年行情非常重要的催化剂之一。
- **宏观不确定性犹存。**中美科技竞争持续演化，今年以来，双方围绕芯片、稀土、人工智能等领域博弈。我们认为谈判仍将继续，每一次阶段性的谈判结果都可能在下半年影响到全球供应链的稳定性和科技竞争格局。本轮关税的影响远比上一轮中美关税战更加深远，传统的离岸生产策略面临全面重新评估，大部分电子制造商维持观望。而在中国，我们预计政府的经济刺激措施为科技行业提供了有力支持，包括减税政策、消费补贴的恢复发放及对新质生产力和新基建的投资。
- **人工智能持续赋能硬件。**AI 技术正在硬件领域引发系统性变革，2025 年迎来从基础设施到终端应用的全面升级。人工智能算法效率的提升和硬件成本的下降在今年实现了应用的跃迁式发展。在智能手机端，AI 芯片优化了图像处理、语音识别和用户体验；在自动驾驶端领域，AI 驱动的传感器和计算平台提高了车辆的自主性和安全性；在工业设备端，AI 赋能的工业机器人实现了更高的精确度和自动化水平，并引爆了新一轮的机器人投资浪潮。我们预计 2025 年下半年，AI 与硬件的融合将进一步加速，并有力推动智能制造和消费电子的创新步伐。
- **机器人和 XR 等新生硬件周期启动。**在人工智能的催化下，新硬件周期的启动已经变得更加明确，我们认为机器人和 XR 等新硬件产业已经进入规模化应用的前夜。特别是 2025 年在上海举办的世界人工智能大会上，我们注意到机器人展区成为了全场人气最火爆的角落。在扩展现实（XR/VR/AR）领域，中国公司俨然已经开启了一轮“百镜大战”。我们也特别关注到中国公司深入参与了产业链的每一环，不管是底层芯片和算法，还是机器手减速器、执行器、传感器和 XR 光学零部件等。下半年，我们预计机器人和 XR 板块将继续带来上升行情。
- **半导体国产化进展顺利。**中国今年在 7 纳米 N+3 制程等先进半导体制造工艺上持续突破，标志着中国半导体行业的重要进展。我们在上海世界人工智能大会上走访了参会的多家 GPGPU 和 ASIC 芯片公司，他们均对今年下半年国产芯片制造能力的进展抱积极态度，许多新品发布将集中在今年下半年或者明年年初，仍可以赶上这一轮 DeepSeek 所带来的浪潮。

中国智能手机季度出货量



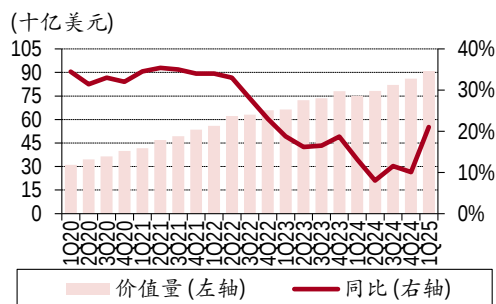
资料来源：国际数据公司，中银国际研究

全球个人电脑季度出货量



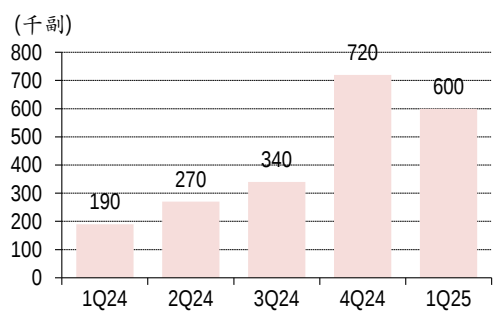
资料来源：国际数据公司，中银国际研究

全球云服务季度支出额



资料来源：彭博，中银国际研究

全球智能眼镜（不含显示）季度销售量



资料来源：维深XR，中银国际研究

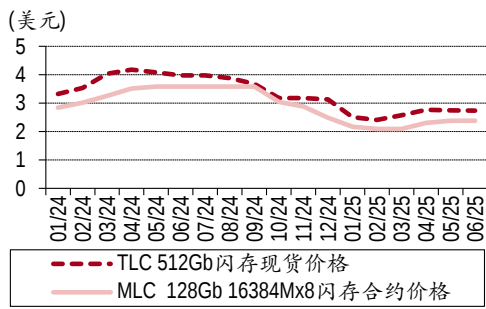
主要政策/事件影响

- **中美科技竞争。**中美科技竞争持续演化，今年以来，双方谈判而不是单边主义成为新范式。围绕芯片、稀土、人工智能等领域的博弈成为焦点。围绕英伟达 H20 芯片禁令的博弈，美国旨在限制中国在 AI 训练和高性能计算领域的技术升级速度。这一禁令也迫使中国企业加速推动国产替代方案，中芯国际等企业在先进制程的代工布局显得尤为关键。而稀土作为芯片制造和新能源技术的关键原材料，也拥有相当的战略价值。我们认为双方仍将继续谈判，每一次阶段性的谈判结果都可能在下半年影响到全球供应链的稳定性和科技竞争格局。
- **特朗普关税。**自特朗普解放日关税战开启以来，全球仍处于美国商品征收关税的混乱之中。这些关税对电子产品、家电、通信设备等科技行业产生了直接影响。为了降低关税成本，许多中国科技企业仍在与客户跟踪关税的最新进展。本轮关税的影响远比上一轮中美关税战更加深远，传统的离岸生产策略面临全面重新评估，大部分电子制造商维持观望。最坏情况下，我们估计全球部分地区将出现短暂的供给短缺和库存过剩并存问题。目前美国在与全球主要经济体的谈判中较为强势，普遍要求对手签订美国产品享受零关税和对外国产品征收最低关税比率的“不平等条约”，谈判成果的稳定性及可持续性高度存疑。关税问题如继续发酵，高度依赖国际分工体系的科技供应链有继续解构的风险，终端产品将面临涨价。
- **国内经济刺激和宏观复苏。**中国经济在 2025 年上半年表现稳健，GDP 同比增长 5.3%，社会消费品零售总额同比增长 5.0%。展望下半年，政府的经济刺激措施为科技行业提供了有力支持，包括：1) 减税政策：为 AI、半导体和机器人等战略性新兴产业提供税收优惠，降低企业运营成本；2) 消费补贴：财政部配合发改委在 7 月下发第三批 690 亿元支持以旧换新的中央资金，并在 10 月下发第四批其余资金。我们预计消费电子补贴的恢复发放将有效恢复下游需求，维持过去一年以来的产业升级动能和厂商投资信心；3) 新基建投资：政府加大对 5G 网络、AI 数据中心和智能交通等领域的投资，为科技行业提供基础设施支持。

行业正面因素

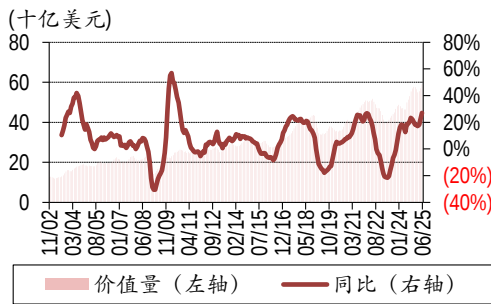
- **人工智能持续赋能硬件。**AI 技术正在硬件领域引发系统性变革，2025 年迎来从基础设施到终端应用的全面升级。中国 AI 公司 DeepSeek 年初发布的开源 R1 模型，性能媲美 OpenAI 的 o1，但通过算法优化和稀疏计算技术，成功将推理成本大幅降低。同时，云端和端侧芯片硬件迭代加速：英伟达 GB200 量产，下一代 GB300 支持 HBM4e（带宽达 2TB/s）；高通骁龙 8 至尊集成专用 NPU，算力达 80TOPS；华为下半年新机将搭载 7 纳米新制程麒麟 9030 SoC。人工智能算法效率的提升和硬件成本的下降在今年实现了应用的跃迁式发展。在智能手机端，AI 芯片优化了图像处理、语音识别和用户体验；在自动驾驶端，AI 驱动的传感器和计算平台提高了车辆的自主性和安全性；在工业设备端，AI 赋能的工业机器人实现了更高的精确度和自动化水平，并引爆了新一轮的机器人投资浪潮。我们预计 2025 年下半年，AI 与硬件的融合将进一步加速，并有力推动智能制造和消费电子的创新步伐。
- **机器人和 XR 等新生硬件周期启动。**机器人和 XR 等新生硬件产业的蓬勃发展受益于中国的人才红利和统一大市场红利，在 2022 年底大模型应用爆发以前就已经酝酿诸多创新点。在人工智能的催化下，新硬件周期的启动已经变得更加明确，我们认为机器人和 XR 等新硬件产业已经进入规模化应用的前夜。在机器人领域，中国一直是全球最大的工业机器人市场，AI 令制造业中的应用场景不断扩展；而在服务机器人领域，大量机器人创业公司围绕人形机器人拓展潜在应用机会。例如，宇树科技的机器狗销售占全球 60-70%，大尺寸通用型人形机器人业务涵盖全球 50% 以上的地区。特别是 2025 年在上海举办的世界人工智能大会上，我们注意到机器人展区成为了全场人气最火爆的角落。在扩展现实 (XR/VR/AR) 领域，中国公司已然已经开启了一轮“百镜大战”，在智能 AR/AI 眼镜市场主动大幅投资和探索进一步市场化机会。在本轮的机器人和 XR 新硬件创业浪潮中，我们也特别关注到中国公司深入参与了产业链的每一环，不管是底层芯片和算法，还是机器人减速器、执行器、传感器和 XR 光学零部件等。我们相信中国科技产业将不会重蹈上一轮 PC、服务器和手机时代无法掌握产业链微笑曲线两端的遗憾，而是深度地参与到机器人和 XR 等新生硬件的从标准制定到品牌营销的每一个关键环节。

全球闪存现货及合约价格趋势



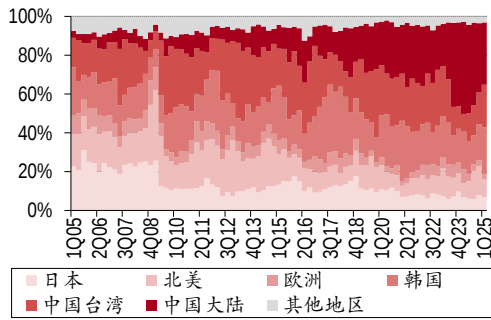
资料来源：彭博，中银国际研究

全球半导体月度销售额



资料来源：美国半导体行业协会，中银国际研究

全球半导体设备季度销售额



资料来源：日本半导体制造装置协会，中银国际研究

- **消费电子国补恢复发放。**2025 年 5 月至 6 月，诸多省市均出现消费以旧换新国补暂停的情况。不过据新华社报导，新一轮安排的长期国债资金已经于近期就位。今年 1 月和 4 月，财政部已分两批累计预拨超长期特别国债资金 1,620 亿元人民币。7 月 26 号，财政部宣布配合国家发展改革委测算确定了各地区 2025 年资金规模，并下达第三批超长期特别国债资金 690 亿元人民币，剩余资金将在 10 月份下达，支持各地做好消费品以旧换新工作。我们预计在消费电子国补恢复发放的情况下，下半年国内科技产品需求景气度将比二季度有效环比提升。
- **半导体国产化进展顺利。**中国今年在 7 纳米 N+3 制程等先进半导体制造工艺上持续突破，标志着中国半导体行业的重要进展。我们认为国产先进制程的发展将有力支持国产 AI 芯片的流片和出货，减少了对外国技术的依赖，并为中国人工智能产业的长期发展奠定基础。我们在上海世界人工智能大会上走访了参会的多家 GPGPU 和 ASIC 芯片公司，他们均对今年下半年国产芯片制造能力的进展抱积极态度，许多新品发布将集中在今年下半年或者明年年初，仍可以赶上这一轮 DeepSeek 所带来的浪潮。当然，我们了解到目前半导体国产化的瓶颈依旧存在并且充满长期挑战，这既包括了如 EUV 光刻机和离子注入机等核心设备的缺位，国产设备的技术规格和稳定性爬升，也包括提升先进制程工艺良率的挑战。

行业负面因素

- **全球宏观经济放缓和地区冲突持续拖累科技消费。**从宏观经济角度，全球 GDP 增长放缓依旧是消费电子产业最大的不确定性因素之一。除了中国受益消费电子以旧换新国家补贴之外，全球其他地区的消费者对智能手机、家电等非必需品的购买意愿仍在下降通道，影响了中国科技企业的出口和营收。因应贸易壁垒增加、政策不确定性、信心下降等原因，世界银行在 6 月下调了 2025 年全球 GDP 增长速度预期，从 2.7% 调整至 2.3%，几乎创下了 2008 年金融危机之后的最低增速。从地区冲突角度，今年以来，俄乌冲突和以伊冲突等事件也令全球供应和需求不稳定，特别是能源价格的波动和原材料供应的中断进一步加剧了电子产品的生产和运输成本。
- **人工智能对部分产业链条呈现负面影响。**代码是大模型最擅长的能力之一，许多 IT 公司的产品代码越来越依赖 AI 生成。这一趋势短期内正在导致对传统计算机程序员的需求总量下降，并影响了对附生在科技产业链上的 IT 外包服务的需求。在一些初创企业中，甚至高达 90% 的代码都是 AI 生成的。随着代码能力在 Claude 和 OpenAI GPT 上不断迭代，我们看到传统的软件外包服务正面临着颠覆性的影响。我们留意到传统的 IT 外包和咨询巨头，例如埃森哲、Infosys、TCS 和 Wipro 等均面临传统业务营收和订单下滑的问题。上述公司均称处于 AI 产品转型期，但新业务的快速增长暂时无法弥补大客户转向 AI，减少采购 IT 外包服务的业绩下行压力。我们认为受到人工智能负面影响的产业链条绝非只有 IT 服务外包这一个行业。例如我们认为 AIGC 对互联网子板块中的媒体和内容创作行业的冲击仍然没有被充分评估，随着大量 AI 生成内容充斥网络，传统的分享、转发、广告的网络协作模式会如何被中心化点对点模式逐步蚕食和消灭仍是未知之数。
- **部分细分行业仍然呈现恶性内卷式竞争。**不少细分领域中，产能规划激进和价格内卷式竞争依旧存在。我们观察到的领域包括成熟芯片的制造和设计、功率半导体、激光器、工业机器人，甚至是人工智能芯片初创赛道也相当拥挤，有高达 50 家企业布局，意图争抢英伟达、AMD、华为和寒武纪以外的剩余市场。其根本原因包括：1) 政策驱动型投资，例如战略领域的重复建设以及地方政府对特定行业的招商引资过分倾斜资源；2) 技术同质化，例如扎堆在技术门槛较低的成熟领域（如中低端激光器、AI 芯片设计），回避需要长周期研发的项目（如尖端半导体技术）；3) 资本的短期逐利。在这种大背景下，政府及时提出建设了“全国统一大市场”的计划，旨在通过统一标准和监管减少市场碎片化，促进公平竞争。我们预计政府的市场整合政策将逐步生效，但短期内某些行业的竞争压力仍将存在，财务指标的好转仍然需要时间消化。

消费 - 非必需性

板块展望

李嘉豪, CFA

(852) 3988 6404

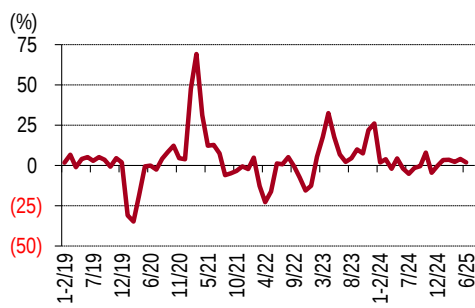
Tonykh.li@bocigroup.com

彭助

(852) 3988 6408

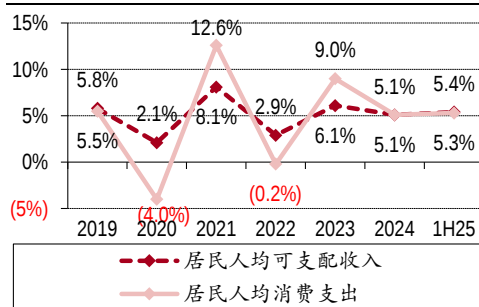
PennyZ.Peng@bocigroup.com

社会消费品零售额同比变化



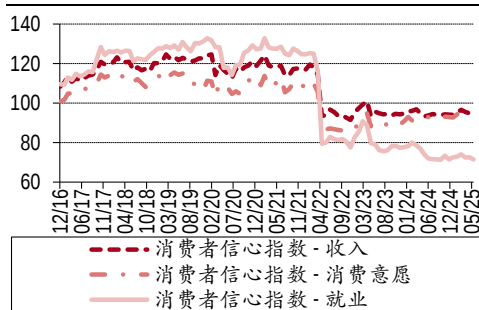
资料来源: 国家统计局, 中银国际研究

人均可支配收入和人均消费支出同比



资料来源: 国家统计局, 中银国际研究

中国消费者信心指数



资料来源: 国家统计局, 中银国际研究

2025 年下半年非必需性消费行业策略

行业评级

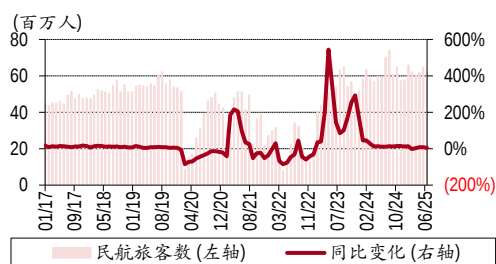
旅游	增持
零售	中立
家电	中立
服装及纺织	增持

资料来源: 中银国际预测

主要评级因素

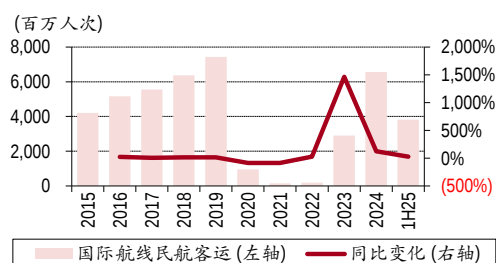
- **上半年总结: 社会零售在 2025 年二季度一定放缓, 618 活动实际对商家更难。**据国统局数据, 2025 年 1 至 6 月中国社会零售总额累计同比提升 5.0%。不过, 销售数据在 2025 年二季度有一定放缓。在众多品类当中, 由于有以旧换新的补贴拉动, 家电表现最为强劲 (上半年累计同比增长 30.7%), 并一定程度支撑了整体社零数据。没有补贴的品类当中, 我们观察到金银珠宝 (累计同比增长 11.3%) 以及和潮玩相关的类别 (累计同比增长超过 20%) 都是表现较佳的类别。据星图数据显示, 2025 年 618 活动期间, 5 大电商平台合计 GMV 为 8,556 亿元人民币, 同比增长 15.2%, 增速亮眼。不过, 我们经过与品牌方交流的渠道调研后, 认为今年的 618 活动是比 2024 年更为艰难, 主要是因为: (1) 618 活动时间更长, 令打折促销的周期更长、(2) 更多客流从线下转到线上, 以及 (3) 在消费者变得更精打细算下, 品牌间的竞争变得更为激烈。我们预期 2025 年双 11 活动将会延续这样的趋势。
- **宏观以及家电板块:** 我们预期中央对耐用用品的以旧换新补贴会在 2025 年下半年延长, 以进一步提振经济, 但考虑到不少需求早就在 2024 年下半年以及 2025 年上半年提前释放、透支, 我们预期边际效益将会下降, 对家电等品类销售的拉动将会更难。考虑到需求放缓, 以及现有厂家为了应对小米等新兴品牌的竞争, 我们预期 2025 年四季度有可能会有一波价格战。另外, 考虑到关税的不确定性, 我们也预期海外市场会是家电板块的一道难题。
- **旅游板块:** 虽然消费者继续追求体验式消费, 而整体旅游行业将继续受惠, 但中国境内航线在 2025 年有所放缓, 将对 OTA 有一定影响。酒店行业方面, 数据好坏参半, 但我们预期龙头企业将会继续跑赢行业, 并预期 RevPAR 等指标会在 2025 年下半年有一定温和同比复苏。
- **潮玩与珠宝板块:** 这两板块在目前周期下表现强劲 (潮玩受惠产品周期、珠宝受惠金价周期), 而我们预期势头将延续至 2025 年下半年。潮玩方面, 我们预期海外市场将继续是亮点, 而即使在关税的威胁之下, 泡泡玛特和名创优品等企业将会在美国等关键市场深化布局。我们也预期在 2025 年四季度也会有更多的产品发布, 为消费者和投资者带来惊喜 (例如 Labubu 的新形态、布鲁可的新产品等)。
- **服装板块:** 2025 年二季度整体表现低于预期, 或促使品牌们在中国市场内进一步内卷, 并在下半年造成集体伤害, 不过, 我们预期中国资本运营的高端品牌 (如迪桑特、始祖鸟、索康尼) 会是例外。我们预期品牌们会加速海外发展, 但这会牺牲一定利润率。

中国民航客运量



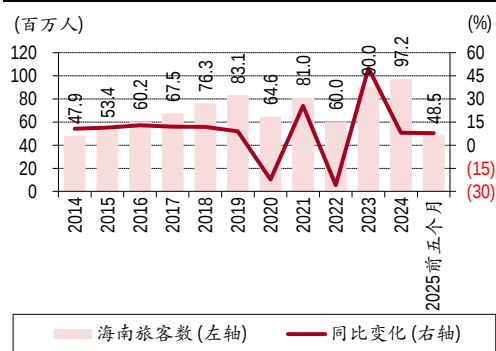
资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

中国民航国际航线客运量



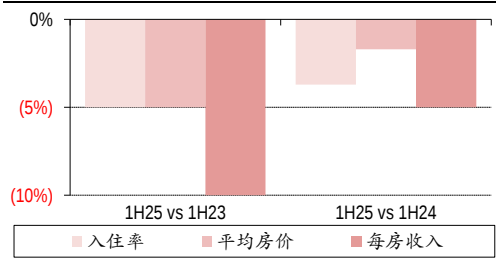
资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

海南旅客数量



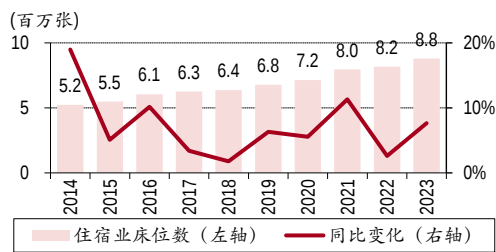
资料来源：海南省统计局，中银国际研究

上半年酒店经营表现



资料来源：STR，中银国际研究

住宿业床位数



资料来源：国家统计局，中银国际研究

旅游

主要政策/事件影响

- **在出行需求高涨下，旅游行业将会优于整体消费行业。**即使不再有报复性增长，我们预计旅游行业依然会比整体零售行业更为突出。具体而言，我们预期旅游行业整体会有中到高单位数的同比增长。结构方面，我们预期出境游继续会有边际修复，成为一些公司业绩的催化剂。
- **海南自贸港封关利好有限。**2025 年上半年海南旅游及离岛免税零售表现疲弱，延续了 2024 年的趋势。虽然海南自贸港有更多细节出台，并将在 2025 年 12 月正式实现封关，我们预期海南方面的旅游、离岛免税零售会继续 2024 年、2025 年上半年的弱势，相关的利好需要 2026 年才能兑现。
- **京东入局酒店行业影响小。**京东高调进军酒店平台业务、给酒店合作伙伴推出零佣金，投资者担心这会否影响现有 OTA 或酒店行业生态。据我们的行业调研显示，京东 2025 年在这方面的投入实际较为有限，对大型酒店集团的影响力也非常有限。考虑到零佣金的实现设有苛刻的条款，加上非常复杂、冗长的供应链建设、中后台搭建，我们预期对 OTA 在 2025 年下半年的运营几乎没有影响。

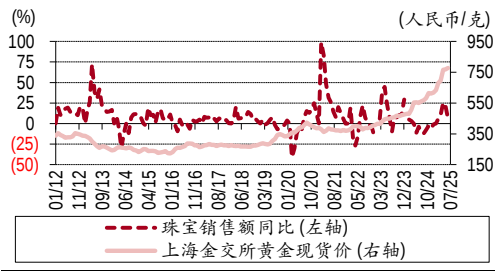
行业正面因素

- **出境游及入境游继续是行业亮点。**2023 年初疫情解封以来，出境旅游在 2024 年、25 年上半年进一步恢复。2025 年上半年，中国国际航线恢复至疫情前水平的约 85%，比 2024 年底（约 80%）有进一步改善，其中多国允许中国居民免签旅游是一大推动因素。在中国放开外国人入境签证后，外国旅客到华的入境游恢复得更为强劲。我们预期出入境旅游持续放宽，会有利相关旅游、零售业的表现，特别是机场渠道和市内店有望抵消海南方面的疲弱表现。
- **酒店供应增速放缓，行业集中度可能进一步提升。**2023-24 年 RevPAR 承压、酒店加盟商利润受到影响后，酒店供应增加在 25 年上半年有所放缓，而我们预期趋势会在下半年延续，有助部分头部集团的 RevPAR 在下半年恢复。另一方面，考虑到头部酒店集团均是以有限服务酒店作为主体，影响较少，同时扩张也较顺利，预期未来行业将会进一步集中。此外，头部酒店集团可以透过产品差异化和产品组合升级来吸引更多旅客和提升 RevPAR。

行业负面因素

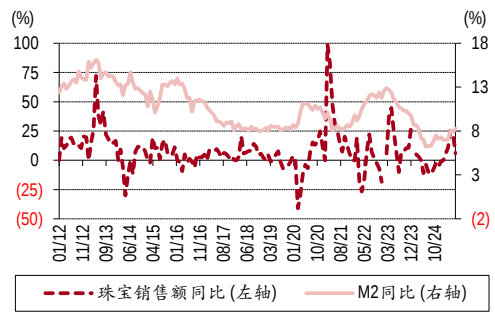
- **消费者整体消费意愿低迷。**2025 年至今，中国国内旅游行业进一步复苏，但我们观察到，由于消费者整体消费意愿仍处于较低低迷的状态，旅游行业的复苏力度略低于市场预期。因此，即使我们预期旅游需求会恢复至疫情前水平，但我们预期需求增长会弱于 2023 至 2024 年时的预测。此外，2025 年上半年国内航班增长有所放缓，反映长途出行意愿下降，短途周边游受到中国消费者的青睐。
- **特定旅游目的地需求承压。**2025 年上半年，海南旅游和免税零售持续承压，主要由于旅客选择前往马来西亚以及新加坡等旅游目的地享受类似的旅游体验。自 2025 年一季度开始，由于有绑架案等治安问题后，大大打击中国旅客前往泰国的需求，令泰国当局预期需数月才能渐渐复苏。
- **酒店供应增加加剧竞争。**由于 2024 年酒店房间供应量明显增加，RevPAR 延续 2024 年同比下降的趋势。STR 数据显示，2025 年上半年中国酒店的平均房价同比下降 2%，较 2023 年上半年下降 5%；平均客房出租率同比下降 4%，较 2023 年上半年下降 5%。事实上，正规酒店以及另类住宿（如民宿、短租公寓等）供应在过去十年不断增加，但在 2023、2024 年增加最为明显，这是因为业界均希望在疫情解封后抓住行业复苏的机会。

黄金珠宝零售额同比和黄金价格



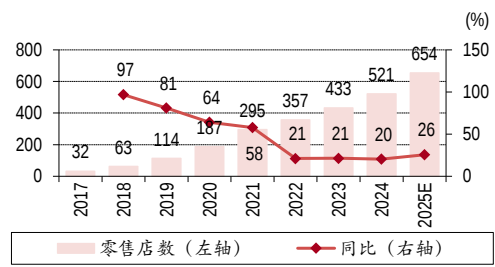
资料来源：上海金交所，万得资讯，中银国际研究

黄金珠宝零售额和 M2 同比



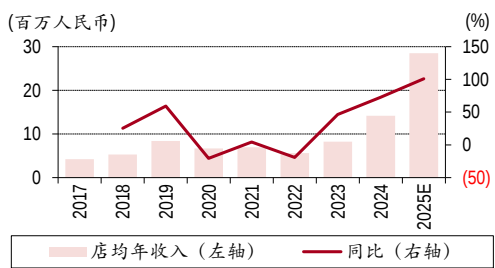
资料来源：万得资讯，中银国际研究

泡泡玛特零售店数



资料来源：公司数据，中银国际研究

泡泡玛特平均单店收入



资料来源：公司数据，中银国际研究

零售

主要政策/事件影响

- **货币政策宽松和金价高昂助推黄金珠宝销售：**2025 年上半年，M2 货币供应同比增长率重回 8% 以上水平，与黄金珠宝销售的上升趋势高度吻合。同时，预计美国货币政策在下半年将进一步宽松，人民币兑美元压力减轻，为国内货币政策提供更多放松空间。由于美元走弱和避险需求升温，2025 年 4 月人民币计价的金价一度突破每盎司 25,000 元，创历史新高，金价大涨也推动黄金饰品需求释放。
- **泛娱乐文娱消费增长，潮玩市场井喷。**根据灼识咨询数据，2024 年泛娱乐产品行业规模已达 1,741 亿元人民币，2019 至 2024 年间实现 13.6% 的复合年增长率。潮玩作为增长最快的子行业，在 IP 开发、粉丝互动和海外扩张的正循环下，2025 年上半年表现强劲，头部企业如泡泡玛特、布鲁可等在国内外市场均取得显著进展。

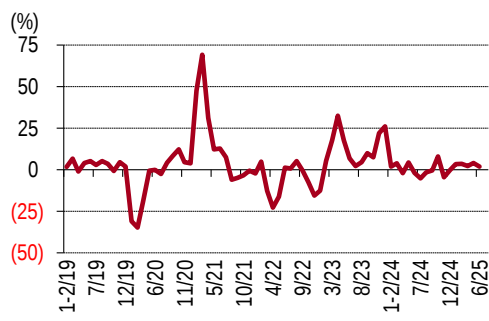
行业正面因素

- **头部黄金珠宝品牌优化门店布局，同店销售回暖。**2024 年头部品牌如周大福、六福等录得净关店，2025 年上半年“关小店、开大店”策略取得成效，整体零售流水表现稳定，同店销售跌幅明显收窄，为下半年门店扩张打下基础。基于基数正常化和品牌提升单店产出策略，预计下半年同店销售增速有望达到高单位数甚至双位数，表现将优于整体社零增长。
- **海外市场成为潮玩企业增长重点。**东南亚由于文化审美与中国接近，但储蓄率较低，成为潮玩企业扩张的理想市场。同时，欧美市场尽管面临人工、铺租等成本较高和进口关税问题，但考虑到当地较高的可支配收入，如果配合精准的定价策略和渠道布局，相信海外市场的业绩会在 2025 年四季度集中爆发。
- **IP 形象和产品形式多样化增强潮玩产品吸引力。**除了依靠盲盒、毛绒之外，潮玩公司推出了更多搪胶产品、积木等产品，有效拓宽顾客群，并增加粉丝互动的空间。例如，泡泡玛特的盲盒收入占比会渐渐下降，而布鲁可来自 30 元人民币以上单价的产品销售也会提高。此外，我们预计潮玩行业 IP 将逐步“去中心化”，中腰部 IP 成为新增长动力。

行业负面因素

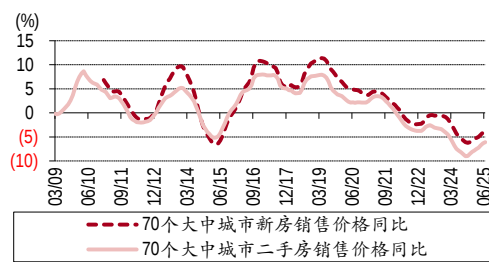
- **整体零售业竞争激烈，品牌利润率承压。**2025 上半年，大部分线下商圈的客流延续了 2024 年的弱势，也比市场预期更弱。考虑到电商平台间的价格战持续，品牌方也担心库存积压，加速把库存转为线上清理。考虑到消费复苏持续疲弱，我们认为不少品牌会在 2025 年下半年门店继续关店。如果没有大型经济以及消费刺激政策，我们预期消费者信心和消费需求会延续 2025 上半年的弱势，促使品牌方进一步打折促销保业绩。因此，我们预期 2025 年的双 11 活动将会如 618 活动一样竞争激烈，伤及品牌的毛利率和经营利润率。
- **金价波动带来毛利率风险。**2025 年上半年金价大幅走高，助推企业毛利率处于高位。但若下半年金价走弱或出现波动，缺乏黄金对冲机制的企业可能面临毛利率波动风险。然而，如金价在 2025 年下半年走弱或出现波动，缺乏黄金对冲机制的企业可能面临毛利率波动风险。
- **假冒产品冲击潮玩市场。**潮玩行业的快速增长吸引了“搅局者”进入市场，销售各种泛娱乐 IP 产品，甚至是假冒品、山寨货。头部企业需通过强化 IP 版权保护和提升竞争力。

服装鞋帽针纺织品类零售销售同比变化



资料来源：国家统计局，中银国际研究

中国 70 个大中城市新房和二手房销售价格同比



资料来源：彭博，中银国际研究

耐克大中华区销售（财年截至 5 月）

(百万美元)	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25
营收	1,863	1,666	1,711	1,733	1,476
同比	3	(4)	(8)	(17)	(21)
同比 (剔除汇率)	7	(3)	(11)	(15)	(20)
鞋履	1,357	1,287	1,203	1,282	1,074
同比	2	0	(12)	(17)	(21)
同比 (剔除汇率)	6	(2)	(14)	(15)	(20)
服装	460	360	472	412	372
同比	5	(10)	1	(17)	(19)
同比 (剔除汇率)	9	(9)	(3)	(17)	(19)
装备	46	60	36	39	30
同比	28	28	9	0	(35)
同比 (剔除汇率)	32	29	9	(1)	(33)

资料来源：彭博，中银国际研究

服装及纺织

主要政策/事件影响

- **宏观经济与房地产市场拖累消费。**疫情后房地产市场表现持续疲弱，令财富效应收缩，拖慢了消费复苏的步伐。除非中央出台大型宏观刺激政策，并针对服装、鞋类产品提供一定消费券或补贴，否则我们认为体育鞋服行业在 2025 年下半年会面临竞争进一步恶化的情况。由此，国产品牌可能会在下半年下修业绩指引。
- **国产品牌加速出海寻求增长。**由于国内市场竞争加剧，我们预期中国品牌将会进一步加速出海发展。国产品牌如 361 度、特步等选择东南亚为重点出海市场，而李宁和安踏则专注布局美国等发达国家市场。预计下半年品牌可能会牺牲一定利润，多投放费用在海外市场，以争取未来的盈利释放。

行业正面因素

- **头部企业在下行周期中更具韧性。**目前行业面临的周期与 2010 年代的周期有一定相似之处，但考虑到现在品牌方在管理方式有进步，加上对周期的把握更有经验，调整时间有望缩短。我们认为 2026 年大概会是行业开始走出下行周期的一个关键时刻，而头部企业也将做更好的准备，在之后的复苏期内展现更好的表现。
- **高端品牌成为新成长曲线。**从 2025 年 618 的情况来看，我们认为中国资本运营的高端品牌表现较佳，或可弥补主品牌的不足，也可能是推动公司业绩增长的重要抓手。

行业负面因素

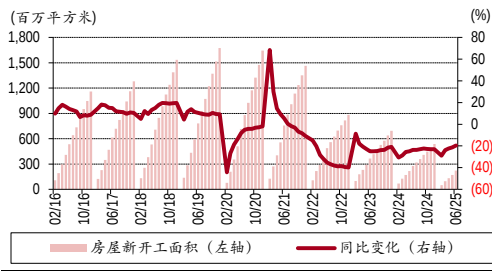
- **行业龙头耐克整改，令行业竞争压力加剧。**2025 年上半年，耐克为了品牌整改一直促销清库存，中国的耐克上游代工厂以及国产品牌均可能会面临短期业绩压力，我们预计这种压力会延续至 2025 年双 11 活动。在 2025 年下半年，我们认为市场需要观察耐克的新营销、产品方向能否在美国重燃消费者的兴趣，并判断这些改革能否传导到大中华地区。
- **美国摇摆不定的关税政策影响上游代工厂盈利。**2025 年 4 月开始，美国总统特朗普的关税政策掀起全球贸易战，品牌和代工厂就关税的分担存在重大不确定性，我们认为这一方面会减少品牌提前提交美国市场订单的意愿，改成临时短单，令代工厂的管理成本增加之余，也会令订单的能见度大大降低。另一方面，我们也预期个别代工厂也需要承担一定的关税成本，或需要转移生产地，涉及更多费用。
- **线下客流乏力，渠道组合恶化。**消费者目前更倾向于线上购物，而电商、直播等渠道的折扣往往比线下更深，令整体渠道组合进一步恶化。考虑到 2025 年零售环境承压，线下客流乏力，我们继续谨慎看待纯下游的零售商，预期大多数品牌开店也会更加谨慎，以防库存堆积。

主要运动品牌零售销售同比

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
安踏										
安踏品牌	中单	高单	高单	17%-19%	中单	高单	中单	高单	高单	低单
- 安踏成人	高单	高单	高单	17%-19%	-	高单	中单	高单	高单	低单
- 安踏儿童	中单	高单	高单	20%-25%	-	中单	中单	11%-13%	高单	低单
- 线上	-	中单	低单	中单	20-25%	20-25%	20-25%	17%-19%	11%-13%	-
斐乐	高单	17%-19%	11%-13%	25-30%	高单	中单	(-) 低单	高单	高单	中单
- 经典	>10%	20%	高单	30%-35%	-	高单	持平	高单	中单	高单
- 儿童	单位数	14%-16%	高单	20%-25%	-	-	-	中单	11%-13%	中单
- 潮牌	单位数	11%-13%	高单	11%-13%	-	-	-	17%-19%	14%-16%	中单
- 线上	40%	60-65%	14%-16%	14%-16%	20-25%	20%	-	11%-13%	20%	-
其他品牌	75-80%	70-75%	45-50%	55%-60%	25-30%	40-45%	45-50%	50-55%	65-70%	50-55%
- 可隆	100%	100%	65-70%	50%-55%	>50%	60%	65-70%	60-65%	>100%	>70%
- 迪桑特	70%	60%	40-45%	65%-70%	-	35-40%	35-40%	45-50%	60%	>40%
李宁	中单	14%-16%	中单	20%-30%低段	低单	(-) 低单	(-) 中单	高单	低单	低单
线下	高单	17%-19%	高单	20%-30%高段	(-) 低单	(-) 中单	(-) 高单	中单	低单	(-) 低单
- 直营	14%-16%	20%-30%高段	20%-30%低段	50%-60%低段	中单	持平	(-) 中单	(-) 低单	(-) 低单	(-) 中单
- 批发	中单	14%-16%	低单	17%-19%	(-) 中单	(-) 高单	(-) 高单	中单	低单	低单
电商	(-) 11%-13%	11%-13%	(-) 低单	中单	20%-30%低段	高单	中单	14%-16%	11%-13%	中单
特步	20%	17%-19%	17%-19%	30%	高单	10%	中单	高单	中单	低单

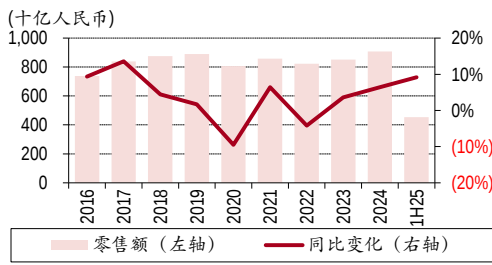
资料来源：公司数据，中银国际研究

中国房屋新开工面积



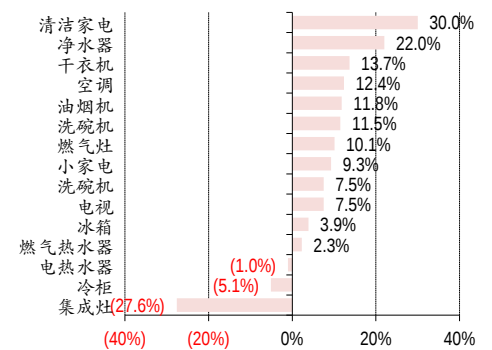
资料来源：国家统计局，中银国际研究

中国家电市场全品类（不含3C）零售额同比



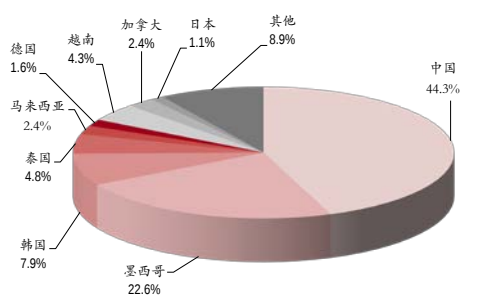
资料来源：奥维云网，中银国际研究

25年上半年分品类家电零售额同比



资料来源：奥维云网，中银国际研究

美国进口家电来源国（2024）



资料来源：ITA，中银国际研究

家电

主要政策/事件影响

- **以旧换新补贴提振短期需求。**中央政府在 2024 年三季度推出 1,500 亿元人民币以旧换新补贴政策，显著提振了家电销售。据奥维云网数据，2025 年上半年中国全渠道家电销售同比增长 9.2% 至 4,537 亿元人民币，其中 5 月和 6 月分别增长 19.4% 和 11.3%。假若之后补贴额度耗尽（2025 年 6 月部分地区已出现因额度用完而暂停补贴的情况），或者补贴不再延期，整体家电销售可能会转弱。
- **中美贸易摩擦升级增加家电出口压力。**上半年，美国进一步提高对中国出口家电及零部件的关税。为平衡关税支出和美国市场表现，中国厂商需要调整输美产品的生产线。不管是迁移到美国本地，还是改到墨西哥等关税较低的国家生产，均涉及较高的资本支出、生产成本。此外，关税政策的不确定性增加了家电企业盈利的不可预测性，可能拖累企业估值。

行业正面因素

- **以旧换新推动需求结构升级。**以旧换新补贴不仅刺激了消费者购买家电的短期需求，更推动了家电市场从以新房需求为主转向置换需求为主的结构升级。由于以旧换新补贴政策容许消费者在较高售价的产品上享受更高比例的补贴，2025 年上半年大部分家电品类录得均价提升。高端产品，特别是清洁电器、净水器品类上半年分别增长 30% 和 22%，为增长最快的品类。
- **创新和差异化支撑头部企业业绩增长。**面对行业内卷，我们预期头部家电企业能通过品牌区隔和市场区隔避免无效竞争，同时推出高端化、定制化和智能化的产品寻找新成长曲线。例如，考虑到 2C 市场竞争加剧，我们预期头部企业会更积极布局 2B 业务，如中央空调、新能源汽车零部件等等。
- **多元化布局缓解海外关税压力。**家电企业近年来已采取多元化生产线布局降低对美国市场的依赖。2024 年，中国占美国家电进口的比例已从疫情前的 53% 降至 44%，个别中国品牌在美国本地的生产比例接近 40%。此外，欧亚非等新兴市场逐渐成为家电企业的重要增长点。尽管关税政策增加了成本压力，但企业的全球化布局使其能够更灵活地应对变化。

行业负面因素

- **需求提前释放与价格战加剧。**考虑到国补在 2024 年下半年已启动，提前透支需求并产生高基数效应，再叠加国内消费信心持续受压，预料双 11 活动期间价格战将会较为激烈。据我们的调研，部分品牌为抢占市场份额，考虑推出低价产品，意味着下半年产品均价有可能不如上半年，企业毛利率承压。
- **房地产市场低迷削弱新房家电需求。**自疫情以来，房地产市场持续低迷。2025 年上半年中美贸易摩擦升温，令消费者购房意愿和能力进一步受挫，合约销售、新房交易、房屋新开工等数据远低于疫情前水平。尽管中央政府在 2024 年开始出台政策支持房地产市场，但考虑到开发商仍有大量未出售的库存，预计房地产市场会在下半年继续承压。疲弱的房地产市场直接影响了与新房相关的家电需求。

陈思超

(852) 3988 6411

AndyS.Chen@bocigroup.com

2025 年下半年必选消费行业策略

行业评级

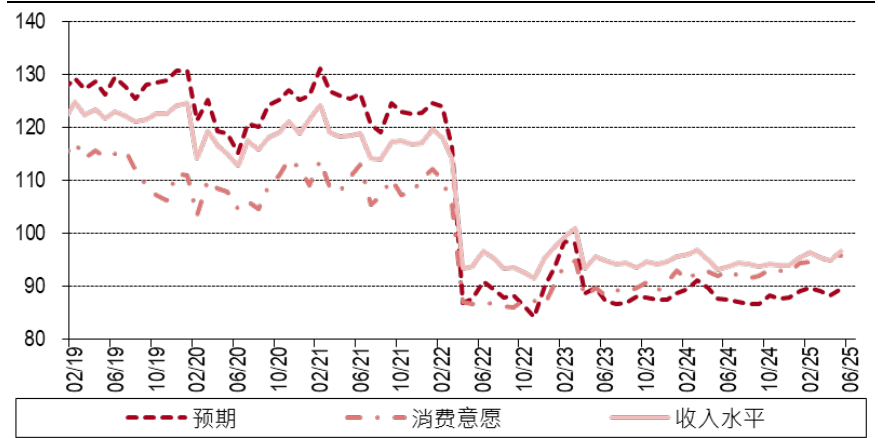
食品及非酒精饮料	增持
酒类	中立
餐饮	增持

资料来源：中银国际预测

主要评级因素

- **宏观背景与行业总体判断。**进入 2025 年，伴随宏观经济政策的持续发力，中国消费市场呈现出结构性修复特征。尽管居民消费信心尚未全面修复，但边际改善趋势已自 2024 年 11 月起逐步显现。2025 年 1-6 月社会消费品零售总额同比增长 5.0%，环比进一步提速。同时，2025 年上半年 CPI 基本平稳，整体物价环境稳定，下半年消费复苏将继续依赖相对韧性的价盘体系。
- **政策层面，**2025 年 3 月至今出台的一系列消费刺激政策尤为关键，重点聚焦于提升居民可支配收入、减轻家庭负担、完善生育支持机制及发展生活服务业。同时，对生育、养老等消费场景的促进举措持续加码。我们预计，政府在下半年内将维持积极的财政政策取向，财政赤字率或进一步上调，以支撑经济内需和消费动能。
- **我们认为，**食品饮料板块尤其具备明显的防御属性与结构性机会，将成为 2025 年下半年配置方面值得重点关注方向。餐饮及现制茶饮板块则有一定的成长性，建议投资人重点关注门店模型可复制性强且供应链效率突出的头部品牌。

图表 1. 中国消费者信心指数



资料来源：国家统计局，中银国际研究

方便面

主要政策/事件影响

- **结构升级与品类扩容并行。**作为全球消费量最大的方便面市场，中国在 2023 年消费总量达到 422 亿份，占全球 35%。人均年消费接近 30 份，虽高于全球平均水平，但相较东亚与东南亚邻国仍有较大提升空间。
- 2025 年，我们预计方便面行业将保持低个位数的销售额复合增长率，驱动因素包括：1) 消费人群结构扩展：从传统的交通场景与流动人口逐步扩展至家庭、青少年及单身群体；2) 渠道多元化驱动渗透率提升：线上平台、会员制商超、零食批发渠道等对传统销售结构形成有力补充；3) 产品力持续强化：高端化趋势明显，非油炸、健康标签产品成为中产消费的“性价比”替代方案；同时，小包装、多口味等创新设计满足年轻人快速变化的饮食偏好；4) 中低端市场具备韧性：作为典型的“劣等品”，方便面在经济压力下具备天然的抗周期特性。
- 尽管行业竞争格局高度集中，头部企业仍面临渠道整合、价格调整和盈利导向转型等挑战，短期市占率存在波动空间。但中期来看，凭借稳定的产品力与渠道体系，龙头企业有望在新常态下重新巩固市场地位。后续建议投资人关注厂商提价传导潜在改善的逻辑。

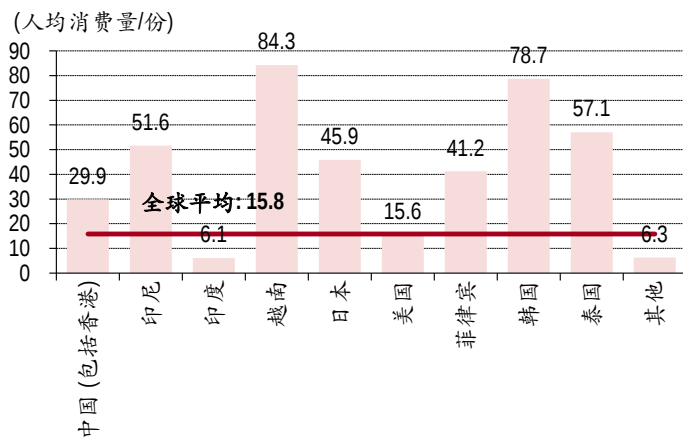
行业正面因素

- 中国方便面行业消费结构持续优化，客户基础已由传统的务工人员 and 交通出行群体，逐步向城市中产家庭延伸。同时，“单身经济”的兴起以及庞大的青少年与在校大学生群体，成为零售端需求的重要支撑。产品端方面，企业通过减少促销、提高售价，实现平均售价的提升；同时，行业内高端化趋势延续，头部品牌积极推出健康属性 SKU（如非油炸产品），具备更高售价空间。此外，调味包等辅料的持续创新，亦推动产品差异化。行业集中度较高，CR4 市占率已达约 79%，领先企业在渠道网络与产品覆盖方面具备较强竞争优势，其中顶新依托大众市场核心产品及渠道渗透能力，有望在未来实现市占率的回升。

行业负面因素

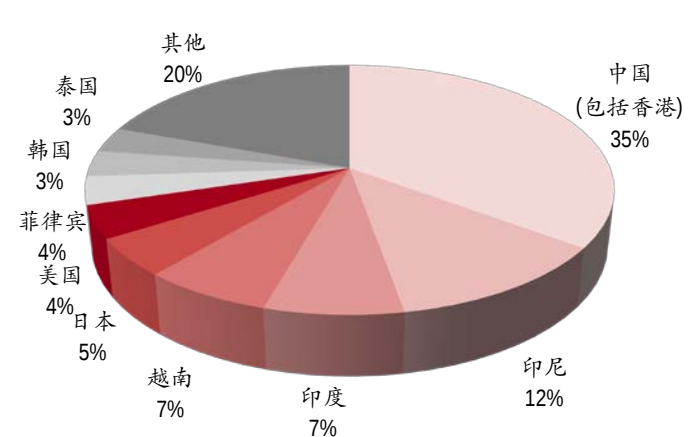
- 成本端压力仍是行业面临的主要不确定因素。成本端来看，预计 2025 年全年棕榈油均价同比上涨 10-15%，将对行业毛利率造成约 2 个百分点的负面影响。尽管如此，整体成本压力仍应属可控水平。

图表 2. 2024 年各国人均方便面消费量



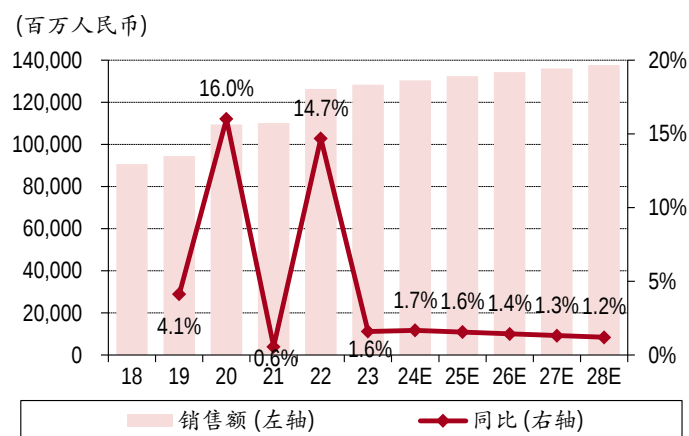
资料来源: 世界方便面协会, 中银国际研究

图表 3. 2024 年各国方便面市场规模占比 (按销量)



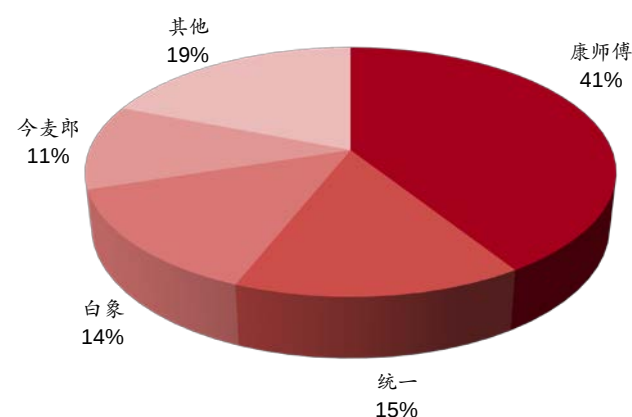
资料来源: 世界方便面协会, 中银国际研究

图表 4. 方便面市场规模（按销售额）



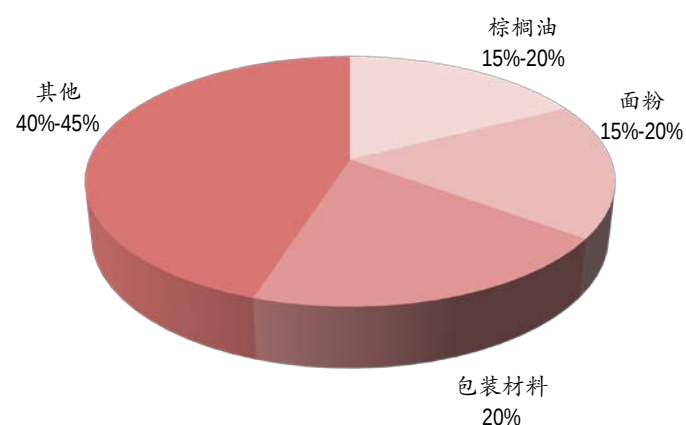
资料来源: 欧睿咨询, 中银国际研究

图表 5. 2024 年方便面企业市场份额（按销售额口径）



资料来源: 中银国际研究

图表 6. 方便面成本结构占比



资料来源: 中银国际研究

图表 7. 棕榈油价格走势



资料来源: 万得, 中银国际研究

非酒精饮料

主要政策/事件影响

- **结构分化下的稳健增长。**2025 年第二季度，即饮软饮市场增速有所放缓，尽管天气有利，但渠道库存略偏高、促销加剧，而且现制茶饮对包装饮料需求存在短期扰动。我们预计 2025 年下半年，包装饮料市场规模总体有望录得中低单位数的同比增长，但子品类表现或分化。全国化品牌表现优于地方品牌，其中，农夫山泉、东鹏饮料和统一中控的饮料业务增长势能较为强劲，而康师傅和华润怡宝（主要是瓶装水板块）则略为承压。
- 具体而言，我们对 2025 年下半年主要的子品类的趋势判断如下：（一）**能量饮料及功能性饮品（含电解质水、椰子水等）**：预计将保持双位数增长，受益于消费者对提神、健康、运动补水等场景的关注；（二）**无糖茶**：符合健康化消费趋势，预计将实现双位数增长，受益于产品创新、包装升级以及持续的消费者教育。市场竞争趋于白热化，但龙头品牌地位仍稳固；及（三）**包装水**：平均销售单价企稳；农夫山泉天然水产品料继续录得强劲复苏，领跑后排梯队。我们建议投资人同时关注舆论风波和污水事件等外部因素可能对竞争格局产生的影响。
- 从**盈利结构**看，2025 年原材料价格走势普遍利好。PET 价格较 2024 年均价下降约 10%，糖价同比下降 10-15%，其他关键原材料（如纸箱、瓶盖、标签）暂无明显上行催化。成本端的改善为企业毛利率提供支撑，预计主流企业在 2025 年将实现 0.5 至 0.9 个百分点的毛利率同比提升。
- **费用端**方面，多数企业将继续适度加大销售与渠道投入，以应对零售终端竞争压力，但随着组织效率提升与数字化管理推进，管理费用率有望进一步下降，整体费用结构更加优化。

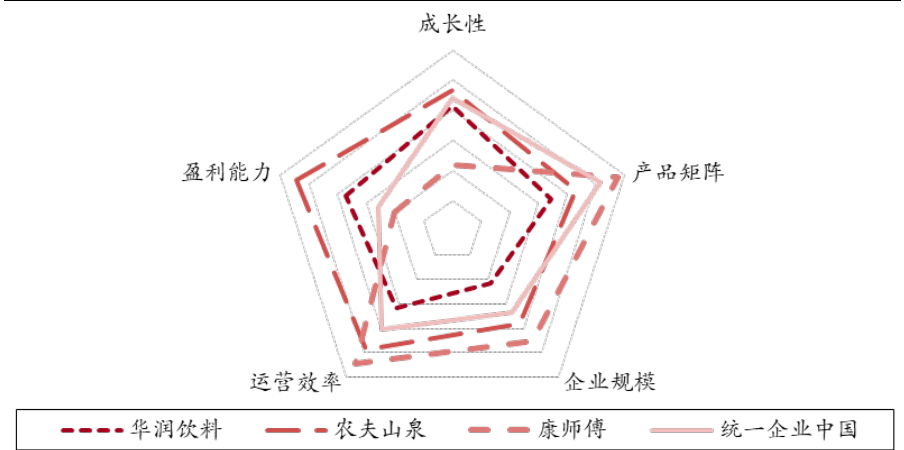
行业正面因素

- 即饮软饮行业集中度较高，头部品牌在品牌认知度、销售渠道覆盖、产品组合完整性及研发能力等方面具备显著优势，预计将持续扩大市占率。主流企业如统一、UPC 以及新兴品牌（如果子熟了）亦持续加码布局，重点投放无糖 SKU，推动品类结构升级。此外，原材料价格走势利好，PET 价格及糖价均有望在 2025 年呈现下行趋势，原材料成本端具备一定缓解空间，为饮料制造企业带来利润改善的可能。

行业负面因素

- 2025 年即饮软饮行业面临的主要压力集中在定价体系及竞争格局方面。当前渠道库存略偏高、促销加剧。同时，现制茶饮在平台补贴下的出杯量激增，亦对包装饮料需求构成短期扰动。

图表 8. 香港上市即饮饮料龙头企业竞争优势



资料来源: 中银国际研究

图表 9. 同行对比: 饮料板块收入及同比变化

(人民币 百万)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H24	2H24
饮料销售收入								
华润饮料			11,340	12,623	13,515	13,521	7,616	5,905
同比(%)			NM	11	7	0	6	(6)
农夫山泉	24,021	22,877	29,696	33,239	42,667	42,896	22,173	20,723
同比(%)	17	(5)	30	12	28	1	8	(7)
康师傅	35,600	37,280	44,802	48,336	50,939	51,621	27,065	24,556
同比(%)	1	5	20	8	5	1	2	1
统一企业中国	12,730	12,560	14,738	16,405	17,776	19,241	10,023	9,217
同比(%)	1	(1)	17	11	8	8	8	8
东鹏饮料	4,209	4,959	6,964	8,491	11,250	15,822	7,873	7,948
同比(%)	NM	18	40	22	32	41	44	37
按子分类细分								
即饮茶								
康师傅	15,579	15,811	17,989	19,035	20,059	21,700	11,392	10,308
同比(%)	(1)	1	14	6	5	8	13	3
统一企业中国	5,616	5,444	6,272	6,957	7,580	8,575	4,647	3,928
同比(%)	(6)	(3)	15	11	9	13	12	15
农夫山泉	3,138	3,088	4,579	6,906	12,659	16,745	8,430	8,314
同比(%)	3	(2)	48	51	83	32	59	13
奶茶								
统一企业中国	4,724	5,069	5,743	6,005	5,305	6,404	3,284	3,120
同比(%)	13	7	13	5	5	2	3	(0)
瓶装水								
康师傅	4,670	4,821	5,772	4,897	5,375	5,013	2,530	2,483
同比(%)	9	3	20	(15)	10	(7)	(6)	(8)
华润饮料			10,818	11,906	12,447	12,124	6,829	5,295
同比(%)			NM	10	5	(3)	3	(9)
农夫山泉	14,346	13,966	17,058	18,263	20,262	15,952	8,531	7,422
同比(%)	22	(3)	22	7	11	(21)	(18)	(24)
中国食品	1,518	1,301	1,486	1,328	1,247	891	532	358
同比(%)	15	(14)	14	(11)	(6)	(29)	(32)	(22)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 9. 同行对比：饮料板块收入及同比变化 (续)

(人民币 百万)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H24	2H24
按子分类细分								
果汁								
康师傅	3,114	3,275	4,548	6,843	7,150	6,478	3,398	3,080
同比(%)	(29)	5	39	50	4	(9)	(10)	(9)
统一企业中国	1,747	1,578	2,219	3,005	3,404	3,605	1,790	1,815
同比(%)	1	(10)	41	35	13	6	8	4
农夫山泉	2,311	1,977	2,614	2,879	3,534	4,085	2,114	1,971
同比(%)	25	(14)	32	10	23	16	25	7
中国食品	2,317	2,065	2,531	3,002	3,386	3,134	1,661	1,473
同比(%)	3	(11)	23	19	13	(7)	(14)	1
气泡水								
康师傅	12,237	13,373	16,493	17,561	18,355	18,430	9,745	8,685
同比(%)	12	9	23	6	5	0	(3)	5
中国食品	12,799	13,314	15,052	15,875	15,973	16,373	8,577	7,796
同比(%)	12	4	13	5	1	3	(8)	17

资料来源：公司数据，中银国际研究

乳制品

主要政策/事件影响

- **温和复苏，结构性机会显现。**近年原奶产量快速增长，消费市场扩大相对滞后，根据国家统计局数据，2025 年上半年乳制品总产量同比下降 0.12%，销售额降幅接近低单位数，原奶供需失衡。尽管短期供需依然偏弱，预计 2025 全年在低基数与政策托底作用下，终端需求有望实现小幅回暖。
- 一方面，产品结构升级与渠道创新正成为企业突破增长瓶颈的主要抓手。乳企正积极进驻会员店、零食折扣店、咖啡茶饮连锁等新兴渠道，提升品牌曝光与消费频次；另一方面，东南亚、中东、非洲等海外市场的年轻人口结构与饮食习惯与中国相近，正成为企业战略扩张的重点区域。
- 另一方面，原奶过剩导致原材料价格下行，奶牛存栏量与单产均持续上升。这虽然压制了牧业企业利润，但却使下游乳品企业享受到成本红利，毛利率显著改善。然而，也需警惕库存减值与上游投资减损对净利润的非经常性拖累。
- 从盈利预测角度看，龙头乳企 2025 年全年收入同比稳定，核心营业利润率稳中有升，但仍应关注非经常性项目对报表端利润的影响。

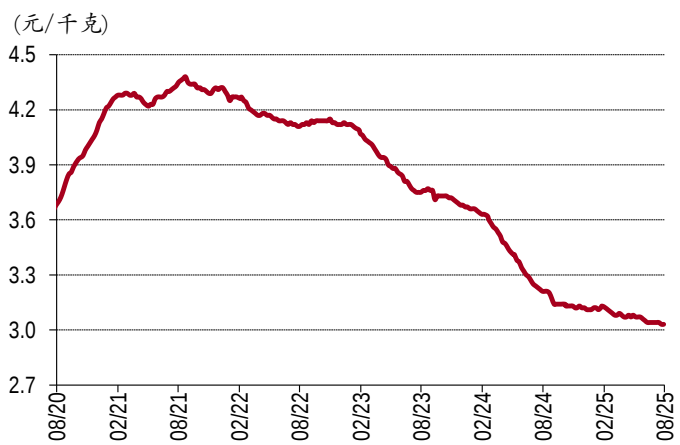
行业正面因素

- **生育政策的强化为乳制品中长期增长提供了结构性支撑。**2024 年全国出生人口同比回升，首次实现自 2016 年以来的反弹。2025 年 7 月 28 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《育儿补贴制度实施方案》，自 1 月 1 日起，对 3 岁以下婴幼儿发放生育补贴。根据补贴标准，国家基础补贴为每孩 3,600 元，按年发放。政府在婴幼儿补贴、奶粉消费券、住房医疗补贴等方面的政策工具正陆续落地，有望稳定婴幼儿乳制品消费需求。我们认为生育政策对乳制品行业需求/情绪有一定的提振。

行业负面因素

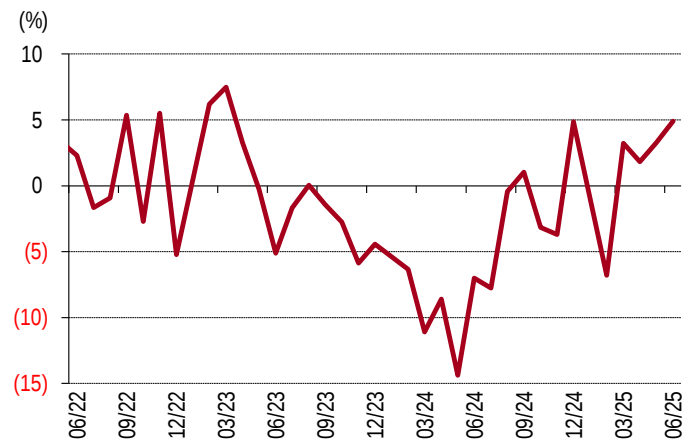
- 原奶过剩导致原材料价格下行，短期内乳制品需求仍然乏力。

图表 10. 当前产能过剩周期下的原奶价格



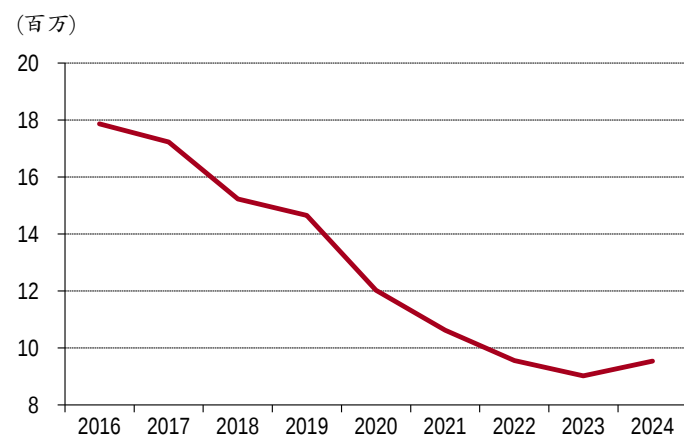
资料来源: 国家统计局, 中银国际研究

图表 11. 同比变化: 当月乳制品产量



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 12. 中国新生儿数量 (2016-24)



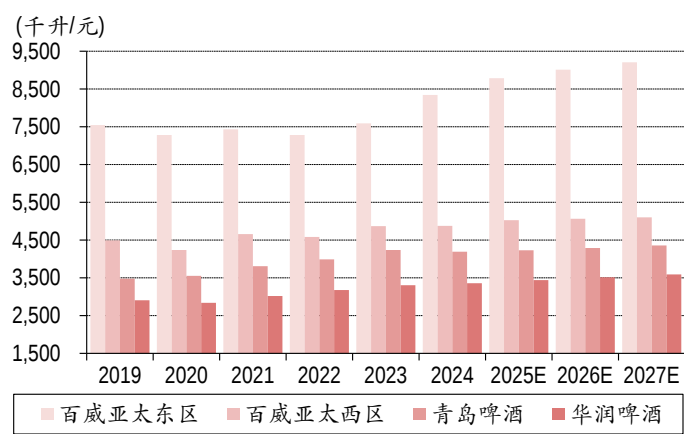
资料来源: 国家统计局, 中银国际研究

图表 13. 大麦进口平均单价



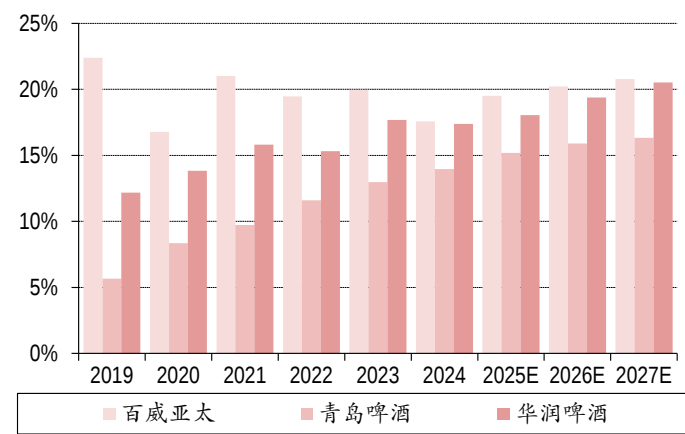
资料来源: 中国海关, 中银国际研究

图表 14. 同行对比: 客单价趋势



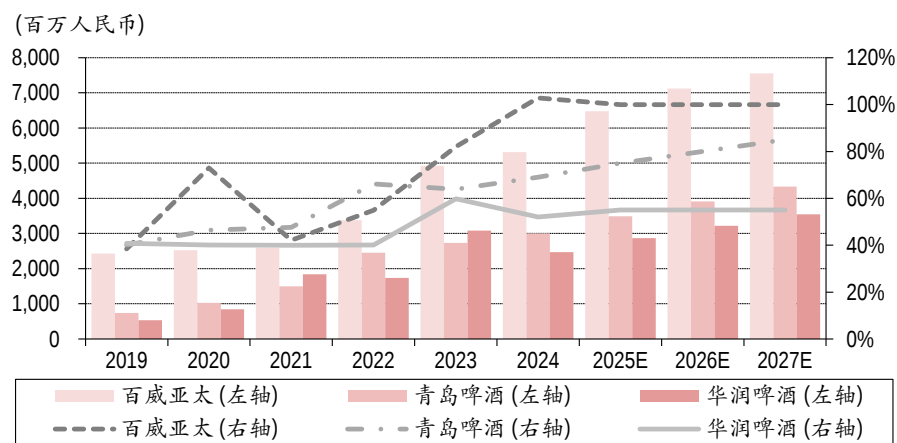
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 15. 同行对比: 经营利润率趋势



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 16. 同行对比: 年度分红总额和股息支付率



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

啤酒

主要政策/事件影响

- **高端化延续，盈利结构改善。**2025 年上半年，青啤和润啤的吨价整体稳定，销量略有增长。而百威中国的量价齐跌，仍受制于去库存和渠道调整举措。我们观察到，今年旺季前的天气条件相对有利于啤酒动销，但投资人仍应警惕消费者的饮用习惯以及偏好的变迁，可能对行业带来中长期的结构性压力。中国啤酒行业仍将处于低增速阶段，龙头企业注重降本增效和股东回报。
- 我们预计 2025 年全年行业整体收入同比增长为低单位数，净利润则同比增长中高单位数，基本和此前的判断吻合。以下几个方面值得跟踪：

销售结构升级持续推动平均售价上涨，局部涨价可能出现。我们重申，即便节奏放缓，中国啤酒的高端化趋势不会逆转。例如，2024 年青岛啤酒中高端产品的销量占比创下历史新高，达 41.8%，高于 2023 年的 40.5% 与 2022 年的 36.3%。青岛核心品牌表现持续优于其子品牌（如崂山）。

低基数效应带来增长空间：2024 年，中国规模以上啤酒企业总产量同比下降 1.0% 至 3,521 万千升；进口总量同比下降 4.0%，出口总量则同比上升 7.1%，显示行业产能过剩问题有所缓解。尽管 2024 年有大型体育赛事（如巴黎奥运会）提振情绪，第三季度销售依然疲弱；第四季度，厂家以渠道去库存为主要目标。餐饮、露天大排档、酒吧和夜店等消费场景的客流有望同比回暖。如分销商和零售商看到积极信号，有望增强补货意愿，进而带动 2025 年下半年龙头企业收入回升。综上所述，较低的可比基数使得 2025 年的增长目标相对容易达成。

单位成本下降周期：生产效率提升与原材料降价并行。截至 2025 年 7 月 30 日，进口大麦的平均价格为每吨 260 美元，较 2024 年全年平均水平下降 3.9%；玻璃生产者出厂价格指数（PPI）同比下降达高两位数百分比；铝的均价则同比上涨约 6%。整体来看，2025 年原材料成本环境仍较为有利。此外，随着产能利用率提升以及数字化转型的推进（包括智能制造、供应链优化等），啤酒厂商的整体生产效率也在改善。

股东回报进一步走高。随着行业净利润增速放缓，以及企业在资本开支和并购方面趋于谨慎，啤酒企业正倾向于将更多现金流返还股东。预期股息收益率潜在提升，为投资者带来了更厚实的安全边际。

行业正面因素

- 啤酒行业的结构性改善趋势仍在延续，主要表现为：高端化趋势持续推进，销售结构优化推动平均售价稳步提升；低基数效应与渠道去库存阶段性完成，有望为下半年量的修复创造条件；同时，原材料价格回落与制造端效率提升带动单位成本下降，盈利结构进一步改善；叠加企业资本支出趋于理性，股东回报意愿增强，行业整体现金流质量与投资吸引力持续上行。

行业负面因素

- 啤酒行业当前面临多重负面因素。政策方面，2025 年 5 月 18 日发布的新版《党政机关厉行节约反对浪费条例》明确禁止公务接待中提供酒类，政策执行层面更为细化严厉，对白酒消费形成明显打压，同时亦对啤酒等其他酒类需求产生抑制，或对整体酒类消费氛围造成深远影响。消费端方面，年轻人饮酒习惯变化，人均啤酒消费呈下降趋势，茶饮、咖啡及功能饮品等替代品快速渗透，分流原有消费场景。渠道层面，啤酒在餐饮终端动销依旧疲弱，尽管居家场景高端化趋势延续，但不足以完全对冲弱势动销影响。基本面上，销量同比增速维持低单位数水平，平均售价趋稳，行业整体业绩仍存在预测下修的潜在风险。

现制茶饮

主要政策/事件影响

- **看好赛道的长期扩张机会。**现制茶饮门店，主要指提供现制茶饮堂食、自提及外卖服务的门店，是消费者获取现制茶饮的主要渠道。根据灼识咨询（CIC）数据显示，中国现制茶饮门店市场的交易总额（GMV）从 2018 年的 702 亿元人民币增长至 2023 年的 2,115 亿元人民币，年复合增长率（CAGR）达 24.7%。预计到 2028 年，市场规模将进一步扩大至 5,193 亿元人民币，2024 至 2028 年的年复合增长率为 19.2%。
- 这一增长趋势主要得益于两个因素：一是**消费人群的持续扩大**，二是**消费者对现制茶饮的消费频次不断提升**。2023 年，中国一线城市人均年消费量为 27 杯，而二线及以下城市不足 10 杯，远低于香港和台湾地区的 50 杯以上，这两个地区同样拥有深厚的茶饮文化基础，体现出中国内地市场仍具备较大的增长空间。
按城市等级划分：从城市等级来看，二线及以下城市是现制茶饮门店市场增长最快的区域。根据 CIC 预测，2028 年至 2033 年间，不同城市等级的市场规模年复合增长率预计为：一线城市：约 10%；新一线城市：约 10%；二线及以下城市：约 15%；这反映出下沉市场正在成为行业的新增长引擎。
按价格区间划分：从价格带来看，中价位市场（平均售价 10-20 元/杯）在市场规模和增长速度上均领先于低价位市场（低于 10 元）和高价位市场（高于 20 元）。CIC 预计，到 2028 年，中价位产品将占中国现制茶饮门店市场总 GMV 的 54.1%，较 2023 年的 51.3% 进一步提升。中价位品牌通常采用更高品质的原料（如新鲜水果、鲜奶等），区别于大众市场品牌的简化菜单和有限食材。同时，鉴于高价产品的溢价空间有限，中价位产品更符合中国消费者对“性价比”的偏好。值得一提的是，中高价位品牌之间正呈现融合趋势。例如，喜茶与奈雪的茶近年来陆续推出售价低于 20 元/杯的新品，以拓展更广泛的消费人群和市场空间。
按服务方式划分：外卖服务已成为现制茶饮门店的重要销售通路。该渠道的 GMV 从 2018 年的 118 亿元人民币增长至 2023 年的 952 亿元人民币，预计 2028 年将达到 2,654 亿元人民币，2024 至 2028 年的年复合增长率达 22.1%。外卖业务的快速增长，主要得益于：1) 外卖平台的持续普及和技术发展；2) 消费者对“快捷、便利”消费体验的重视程度不断提高。
- **中长期而言，对于现制茶饮品牌，供应链韧性、门店模型及加盟商运营管控、产品创新节奏、门店网络扩张纪律、营销推广能力共同构成了护城河。**短期而言，外卖补贴仍有望持续赋能头部连锁企业，带来流量和订单的超额增长。规模效应下，不论是品牌方，还是加盟商，报表端的收入和利润率均实现跨越式成长。我们将持续监测外卖平台补贴力度以及同店销售趋势（包括门店实收率、客单价、复购率）等指标。

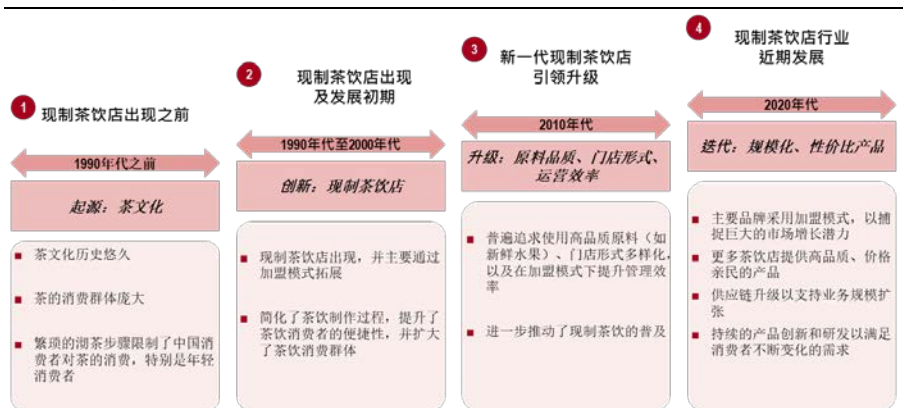
行业正面因素

- 行业增长的核心驱动因素主要包括：1) 消费人群基数扩张，尤其是二线及以下城市渗透率提升显著，成为主要增量来源；2) 人均消费频次提升，体现出用户黏性增强与消费习惯养成；3) 中价位产品结构占优，满足消费者对性价比与品质的双重诉求；4) 外卖渠道快速增长，带动非堂食消费场景释放增量；5) 头部品牌在产品创新、原料升级、店型优化与加盟商管理等方面持续优化，提升单店模型与运营效率；6) 外卖平台补贴延续，有助于连锁品牌获取流量红利并实现规模效应。

行业负面因素

- **中国茶饮品牌出海策略存在一定的不确定性。**一方面，随着消费者健康意识提升、全球茶饮市场持续扩容，品牌“走出去”已成为规模增长的重要途径；但另一方面，从供应链本地化到文化适配，从政策合规到资本回报，多个维度的不确定性正在放大出海战略的执行难度。与国内高密度扩张、标准化复制的模式不同，海外市场面临的政策壁垒、消费习惯差异与经营成本压力，要求企业在产品设计、运营体系和资本规划上做出更复杂的权衡与调整，对当地经营团队的构建也成为核心议题。短期内，“高投入、慢回报”的经营特征使品牌难以快速复制国内成功经验，长期来看，品牌全球化的可持续性仍有待验证。
- **投资人对板块内龙头公司短期解禁压力有所担忧。**尽管投资人普遍认可现制茶饮龙头公司的业绩能见度以及成长性，但 2025 年下半年该等个股仍将迎来上市前股东限售股解除卖出限制，对股价构成一定压力。例如，解禁占股本比例最高的古茗，8 月份将有逾 22 亿股潜在新货入市。
- 现制茶饮赛道在 2025 年持续处于高景气周期，门店扩张节奏显著加快。随着外卖平台竞争加剧，门店流量与销售额提升显著。中高端品牌通过区域密集化布局或全球化扩张战略提升市场渗透率。消费者结构年轻化和健康化趋势推动茶饮行业持续成长，预计门店 GMV 将在全年维持增长态势。
- 古茗作为行业内的代表性品牌，在 2025 年前五个月实现单店 GMV 恢复至 2023 年水平，超出市场预期。公司坚持区域密集化策略，门店拓展稳健，预计未来 4-5 年门店数量将实现 20% 的年复合增长。虽然短期内市场对新消费品种的交易热情有所降温，但古茗的长期成长逻辑和盈利能力仍被看好，是当前市场中被低估的中长期投资机会。

图表 17. 中国现制茶饮市场发展演变



资料来源：灼识咨询，中银国际研究

餐饮

主要政策/事件影响

- **受政策影响，餐饮增速和烟酒类销售额增速呈同步放缓。**根据国家统计局数据，6月份，商品零售额 37,580 亿元，同比增长 5.3%；餐饮收入 4,708 亿元，同比增长 0.9%，6 月餐饮收入增速有所放缓，较上月下降 5 个百分点，增长动能略有趋缓。6 月限额以上餐饮收入同比下降 0.4%。就 2025 年上半年看，餐饮收入为 27,480 亿元，增长 4.3%。我们认为，国内餐饮收入及烟酒类销售额增长略显疲态，主要因“禁止违规吃喝”政策执行过程或加码，传统中餐受到的影响大于快餐。展望下半年，随着行业政策适当纠偏，堂食聚餐需求有望边际改善。我们认为，需求韧性的西式快餐（如：肯德基等）以及中式面馆（如：遇见小面等）有望持续巩固市场份额，门店模型的经济性和可复制性是我们关注和跟踪的重点。
- **我们观测到现制茶饮正在受到消费场景拓宽的积极影响。**过去几周，开启大规模补贴以来，三餐之外的场景，诸如：下午茶、夜宵等场景，正在被激活，门店的营业时段从以正餐时段为主向全天延展；消费客群可全时段线上进行下单，给餐饮、茶饮企业带来需求增量。我们相信，这一定程度上改变了消费者原有的消费习惯和购买行为。现制饮品受益最大，核心原因在于：1）弹性消费属性：现制饮品具备高频、相对低客单价的特征，更符合补贴刺激逻辑，并且客单价和减免优惠券的金额高度重叠；2）标准化程度高、品牌集中度高：现制茶饮、咖啡的连锁化率分别达到了接近 60% 和 30%，头部品牌的号召力日益突出；3）饮用场景广泛，涵盖居家、外出（逛街、旅游）、聚餐、办公会议等。叠加夏天旺季的饮料消费旺季因素，同店 GMV 有望超预期。展望下半年，我们认为，补贴将延续，即使力度略有退坡，但对茶饮的拉动作用仍将带来可见的同比增长。

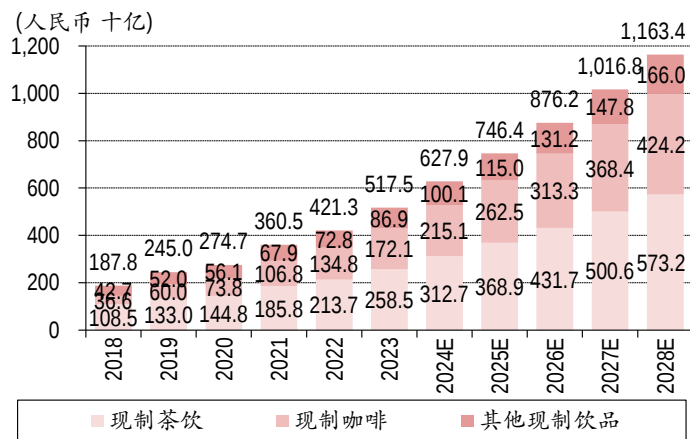
行业正面因素

- 餐饮行业迎来线上外卖需求爆发式增长，茶饮店、咖啡店的出杯量大超预期。自 2025 年 4 月，中国外卖平台拉开补贴战的序幕，到 7 月份，向白热化发展。美团、淘宝闪购、饿了么、京东外卖等第三方平台大量投入资源，通过“满减折扣”、“限时免单”等价格策略彼此争夺份额。此轮补贴一开始由各电商平台主导，过程中，平台方优先选择联合头部餐饮和茶饮连锁品牌，如：蜜雪冰城、瑞幸、古茗、沪上阿姨等大牌发放定向免单券，并分配更为充足的推广流量触达。我们看到平台补贴对餐饮品牌的订单量有显著的即时刺激作用。头部三家平台的单日顶峰订单量逾 2.5 亿单。

行业负面因素

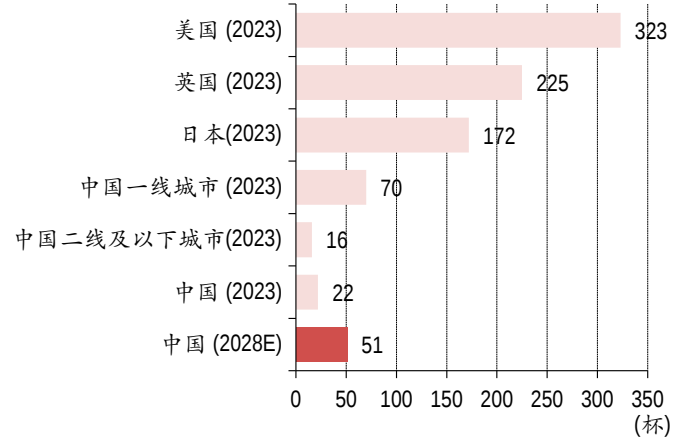
- 2025 年上半年，“禁止违规吃喝”等政策持续加码执行，对线下堂食聚餐需求构成压制，尤其对传统中餐影响较大。统计数据显示，6 月餐饮收入同比增速显著回落，限额以上餐饮收入甚至录得负增长，反映出政策压力对高客单价、烟酒类消费的负面影响正在加深。餐饮与烟酒类销售额同步放缓，消费动能略显疲态。尽管下半年政策或将边际调整，但短期内行业仍面临需求端不确定性，结构性压力需持续关注。

图表 18. 2018-28 年中国现制饮品 GMV



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 19. 现制饮品人均消费量



资料来源: 公司数据, Beer-Media, 中银国际研究

图表 20. GMV 复合增长率拆分

	GMV CAGR (%)		GMV 占比 (%)	
	2018-23	2024-28E	2023	2028E
总计	24.7	19.2	100.0	100.0
按城市划分				
一线	17.6	14.5	16.1	13.0
新一线	20.1	15.5	19.4	16.7
二线	24.6	18.5	19.1	18.6
三线	28.0	21.3	20.6	22.4
四线及以下	33.2	22.9	24.8	29.2
按价格带划分				
高端	35.2	9.4	13.2	9.7
中端	24.4	20.8	51.3	54.1
低端	22.1	20.1	35.4	36.2
按服务类型划分				
堂食&自取	14.8	16.5	55.0	48.9
外卖	51.8	22.1	45.0	51.1

资料来源: 中银国际研究

图表 21. 单杯毛利分析

	通过堂食或自提	通过外卖
单杯标价(GMV)	15.0	15.0
减: 品牌分成/补贴/折扣	2.3	2.8
平台抽成(佣金+骑手成本)	0.0%	17.5%
单杯收入	12.7	9.6
占 GMV 比例	85%	64%
减: 单位成本 (含 COGS 与其他生产成本)	5.8	5.8
单杯毛利	6.93	3.80

资料来源: 中银国际研究

医疗

板块展望

鲁雪

(852) 3988 6419
lindax.lu@bocigroup.com

施亚莹, CFA

(852) 3988 6414
sharonyy.shi@bocigroup.com

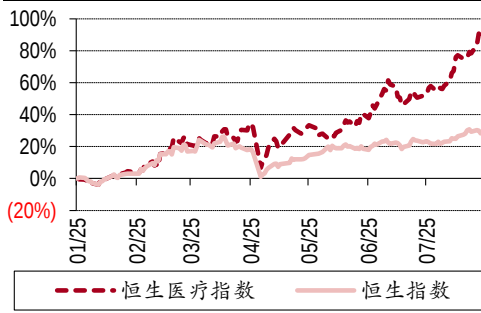
2025 年下半年医疗行业策略

行业评级

生物技术 - 港股	增持
传统制药 - 港股	增持
CXO - 港股	增持
医疗服务 - 港股	增持
医疗器械 - 港股	中立

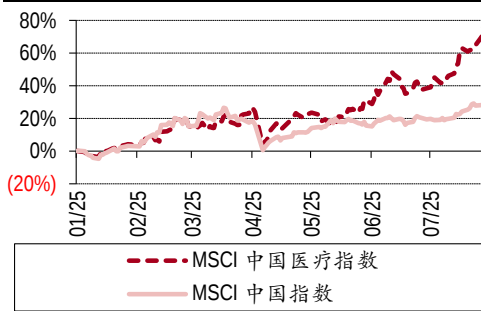
资料来源: 中银国际研究预测

年初至今恒生医疗指数表现



资料来源: 彭博, 中银国际研究

年初至今 MSCI 中国医疗指数表现



资料来源: 彭博, 中银国际研究

MSCI 中国医疗指数 12 个月远期市盈率 (2019 年至今)



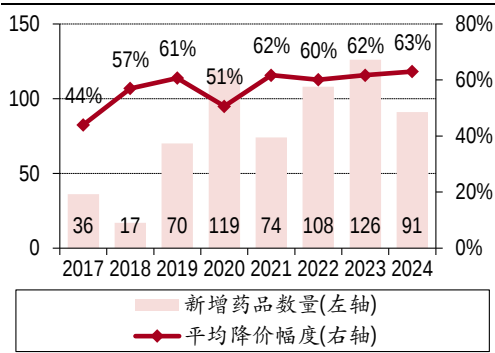
资料来源: 彭博, 中银国际研究

主要评级因素

- 2025 年下半年, 中国医疗行业正处于“基本面重塑”的关键转折点。经历过去四年的深度调整后, 随着医保政策趋于稳定、商业保险体系初具雏形, 叠加全球利率回落、市场风险偏好回升, 产业基本面与资本市场正同步回暖。我们认为, 新一轮结构性重估已经开启, 重心将转向“全球化兑现能力”与“盈利模式清晰”的企业。
- 在投资主线上, 我们建议重点关注三类公司: 1) 具备全球化能力和临床兑现成果的创新药企。如百济神州、康方生物、信达生物等, 已基本完成从平台搭建到商业化落地的转变, 部分产品成功在欧美获批上市或实现对外授权, 盈利能力持续改善, 具备穿越周期能力。此外, 我们也看好拥有丰富研发平台、涵盖多种治疗领域、并拥有对外授权经验的传统药企, 如翰森制药、三生制药、先声药业等。2) 盈利路径明确、订单结构优质的 CXO 龙头。短期虽受价格压力影响, 但头部 CXO 依靠稳定的海外客户和高质量交付能力, 维持稳健增长, 具备长期估值修复空间。3) 深度布局新兴疗法、具备技术转化能力的平台型公司。特别是在小核酸药物、TCE、细胞治疗、放射性药物、AI 制药等前沿赛道中, 拥有差异化管线与交易兑现能力的公司, 将在海内外市场双重驱动下, 迎来价值重估窗口。
- **生物技术:** 我们维持**增持**评级, 主要因为中国创新生物医药对外授权交易火热, 中国全球创新价值加速兑现。无论是成熟的平台型公司, 还是专注于某些治疗领域的中小型生物技术公司, 都可能手握国际领先的高质量药物管线。出海已成为中国创新药最重要的成长路径之一。我们认为在国际大药厂面临即将到来的专利悬崖、美国通胀削减法案降价、关税及制造业回流带来的成本压力下, 中国创新药凭借高质量、高性价比, 在未来一两年内仍然有着层出不穷的向国际大药厂对外授权的机会。海外学术会议数据读出和对外授权交易是主要驱动力。
- **传统药企:** 我们继续维持**增持**评级, 核心依据包括: 1) 行业整顿常态化: 尽管行业整顿活动的影响仍在持续, 行业参与者已经适应了新常态, 长期来看, 将建立一个更加透明的以临床价值为导向的经营环境; 2) 集采的负面影响有限: 在经过 10 年国家集采之后, 集采对于传统药企的边际影响减弱, 叠加的第十一批集采强调的对质量的要求以及非“唯低价论”, 将促进药企理性投标, 利好成熟药企; 3) 创新转型, 对外授权: 通过多年的对于创新研发的投入, 除了创新药收入比重不断提高外, 传统药企已经打造了全面的创新平台, 涵盖不同治疗领域和分子机制, 并得到海外药企背书, 成功对外授权。因此, 我们看好有对外授权经验和潜力的传统药企。
- **CXO:** 我们继续维持**增持**评级, 核心依据包括: 1) 全球 CXO 指引上调: 2025 年第二季度, 美国临床 CRO Medpace 大幅上调全年收入指引, 从此前的低单位数上调到高双位数, 国际龙头 CXO 也不同程度的上调了今年的业绩指引, 显示早期生物技术研发支出显著回暖。2) 中国 CXO 订单结构优化、业绩边际改善: 如药明康德、康龙化成等 CXO 公司反馈客户活跃度明显提升, 预计收入在今年将重回双位数增长, 盈利能力也随之改善。3) 中国创新药源源不断的对外授权交易, 有利于转化为中国 CXO 的后续开发订单。

- **医疗服务：**我们预计医疗服务子行业将高度依赖宏观刺激政策，主要体现在 (i) 政府采取措施解决地方财政问题，从而减轻市场对医保基金应收账款回收期较长或坏账的担忧，以及 (ii) 可选医疗需求可能反弹，例如与牙科/正畸、屈光手术等相关的服务。然而医保支出控制以及今年以来严格的 DRG2.0 推行将对于医疗服务的整体价格有负面影响；尽管政府推出了生育补贴政策，但是生育意愿低继续对于锦欣生殖业绩造成负面影响。我们继续维持**增持**评级，主要由于该板块的估值便宜，以及经营环境边际改善，包括医保回款周期有所缩短等。
- **医疗器械：**我们继续维持**中立**评级。我们看到行业整顿后，医院端招投标有所恢复。然而内需依旧疲弱，加上医院端的经营压力，我们认为医疗设备的采购复苏仍有待观察。此外，由于 DRG2.0 的全面实施的影响，医院的手术量上半年仅温和复苏，且带来医疗耗材的价格竞争。

国家医保目录新增药品数量及平均降价幅度
(2017 年至 2024 年)



资料来源：国家医保局、中银国际研究

主要政策/事件影响

- **2025 年国家医保和商保目录调整：**7 月 11 日，2025 年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商业健康保险创新药品目录调整正式启动。今年首次新增的商保创新药品目录，主要聚焦创新程度高、临床价值大、患者获益显著，但因超出“保基本”定位暂时无法纳入基本目录的药品。对于相关企业来说，可单独申报商保目录或“双报”基本目录，若专家评审认为某药同时符合两个目录条件，优先谈判基本目录，失败后再进入商保价格协商环节。在基本医保“保基本”的定位之外，此次政策创新性开辟的商保目录，正为高价值创新药打开另一条支付通路。值得关注的是，国家医疗保障局将配套推出支持措施，商保目录药品可豁免基本医保自费率考核，符合条件的病例不纳入按病种付费范围。预计最终结果将在 2025 年 10-11 月公布。
- **第 11 批国家药品集采：**2025 年 7 月 15 日，国家组织药品联合采购办公室公布了第十一批集采药品名单，初步确定了将对 55 种药品进行采购，治疗领域包括抗感染、抗肿瘤、抗过敏哮喘、糖尿病用药、心血管用药、神经系统用药等。在过去 7 年，国家层面已经开展了 10 批药品集采，覆盖 435 种药品。第十一批集采将继续聚焦上市多年、临床使用成熟的老药，以关注群众多层次、多元化用药需求。本轮集采有特别值得关注的是：1) 对质量的监管，本次集采对企业质量控制能力提出更高的要求，企业必须具有 2 年以上同类性质及生产经验等；2) 价格控制上，本次集采继续对企业价差做出一定控制，但不再简单选用最低报价作为参考。对于报价最低的中选企业，医保局要求中选企业对于报价进行解释，并要求所有中标企业承诺不低于成本报价。综上，本轮集采从带量和报价都进行了优化，坚持“集采非新药、新药不集采”的原则，引导理性竞争，践行“稳临床、保质量、防围标、反内卷”。

行业正面因素

- **政策持续加码，创新药获全面支持：**2024 年国家医保目录调整中，创新药入选率超过 90%，远高于整体谈判成功率。其中超过七成成为本土企业产品，充分体现政策端对本土创新的倾斜。与此同时，商业保险与医保协同机制加速落地，形成更高效的支付体系，为高价值创新药的患者可及性和商业化放量打下基础。
- **创新药 License-out 交易火热，中国创新能力受国际认可：**根据医药魔方统计，2024 年中国创新药对外授权交易总额达 519 亿美元，首付款达 41 亿美元，首次超过同期 IPO 融资总额，成为企业获取资金与海外验证的关键手段。这一趋势在 2025 年持续放量：上半年，中国创新药对外授权交易总金额达 608 亿美元，占全球同类交易总额的 32%，创历史新高。其中多笔大额首付款交易展现出跨国药企和国际资本对中国创新的强烈认可：包括三生制药与辉瑞签署 PD-1/VEGF 双抗协议，首付款高达 12.5 亿美元，总交易额超过 60 亿美元；恒瑞医药通过转让其 PDE3/4 双重抑制剂及最多 11 个早期项目的海外权利给 GSK，将收获首付款 5 亿美元，总交易额最高达 120 亿美元。

- **生育支持政策：**面对低生育率和人口老龄化等人口问题，中国政府高度重视对生育的支持。目前大部分省市均已经将辅助生殖纳入医保。此外 7 月 28 日，国家育儿补贴制度实施方案公布，三周岁前每娃每年均可领取 3,600 元。国家不断强化生育服务支持，助力生育政策体系的不断完善。

行业负面因素

- **内需恢复仍在初期，部分生物技术公司财务脆弱：**国内市场仍处于收入恢复的早期阶段，尚未形成全面放量。一些生物技术公司尚未建立稳定现金流，依赖融资维持运营，面临资本端持续审慎的挑战。与此同时，早期研发 CRO 和临床 CRO 价格竞争激烈，削弱中小 CRO 盈利能力，行业加速向头部集中。
- **中美政策波动带来外部不确定性：**尽管《生物安全法案》未被纳入 2024 年美国国防授权法案，短期内风险缓解，但未来政策动向仍具不确定性，可能影响中美在临床试验、数据合规及合作模式等方面的联通。
- **关税成本可能上升：**2025 年 7 月上旬，美国总统特朗普在内阁会议中宣布拟对药品进口增加 200% 关税，给药企一年的缓冲时间。7 月 29 日，美国商务部长卢特尼表示，将在未来两周内宣布制药行业政策，如果不是美国制造的药品将被征收大规模关税。最终实施，将对以中国为主要生产基地的 CDMO 企业构成边际成本压力，侵蚀短期利润空间。
- **DRG2.0 实施：**于 2024 年 7 月发布的 DRG2.0（按疾病诊断相关分组付费的 2.0 版本）2025 年起全国统一实施，明确允许医疗机构对费用超高、使用新药/新技术、多学科联合诊疗的病例申请“特例单议”，比例不超过总出院病例的百分之五（DRG）或千分之五（DIP）。DGR2.0 的实施，要求医院进行精细化管理、推广标准化临床路径、缩短平均住院时长、并提升运营效率。然而价格也受到病组支付标准的限制而下降，加上药耗占比下降，导致医院短期业绩承压。

2025 年下半年至 2026 年我们覆盖的生物技术/传统药企公司的主要催化剂

公司	药物	靶点	适应症	催化剂	预计时间
百济神州	索托克拉	BCL-2 抑制剂	复发难治慢淋和套淋	II 期数据读出 & 美国套淋加速批准申请 中国上市申请批准 全球 III 期入组	2H25 2H26 1H25
	BGB-16673	BTK CDAC	复发难治慢淋	II 期数据读出 III 期临床进行中 (对比医生选择以 PFS 为终点) III 期临床启动 (头对头匹妥布替尼)	2026 2H25 2H25
	泽尼达妥	HER2 单抗	一线 HER2 阳性胃食管腺癌	III 期 PFS 数据读出 (联用替雷利珠单抗和化疗)	2H25
	BGB-43395	CDK4 抑制剂	二线 HR 阳性/HER2 阴性转移性乳腺癌	概念验证更成熟数据读出 III 期临床启动 (联用内分泌治疗)	2H25 2025
	BGB-45035	IRAK4 CDAC	自免疾病	II 期临床入组 概念验证数据读出 (组织 IRAK4 降解)	2H25 2H25
	BGB-53038	泛 KRAS 抑制剂	胃肠道肿瘤	内部概念验证数据读出	2H25
	BGB-60366	EGFR CDAC	实体瘤	内部概念验证数据读出	2H25
	BG-C9074	B7H4 ADC	实体瘤	初步数据读出	2H25
	BGB-58067/	PRMT5 抑制剂+MAT2A	实体瘤	I 期数据读出	2026
	BGB-89894	抑制剂联合	实体瘤	联用方案临床入组	2H25
再鼎医药	ZL-1310	DLL3 ADC	二线上小细胞肺癌	关键临床启动 (剂量 1.6mg/kg) 美国加速批准申请	2H25 2026
	艾加莫德	FcRn 单抗	一线小细胞肺癌 重症肌无力/CIDP	联用 PD-1 数据更新 预充式皮下注射剂型中国上市申请	YE25 2025
	贝玛妥珠	FGFR2b+单抗	一线胃癌	FORTITUDE-101 全球三期数据读出 (联合化疗, OS 优效) FORTITUDE-102 全球三期数据读出 (联合 PD-1+化疗)	2H25 2H25 2Q25
	KarXT	xanomeline-trospium 复方, M1/M4-拮抗剂	精神分裂症 阿尔茨海默症精神病性障碍	中国上市申请批准 全球 III 期数据读出	4Q25 2H25
	替妥尤	IGF-1R 单抗	甲状腺眼病	商业化上市	2H25
信达生物	IBI343	CLDN18.2 ADC	三线胃癌 二线上胰腺癌	全球 (中国&日本) III 期数据读出 全球和中国 III 期临床启动	2025 2H25
	IBI363	PD-1/IL-2 双抗	一线肢端黏膜型黑色素瘤 二线肿瘤免疫耐药后鳞状非小细胞肺癌	II 期关键临床进行中 (头对头 Keytruda)	2H25
			三线微卫星稳定型结直肠癌	III 期临床启动 (联合贝伐珠单抗)	2H25
	玛仕度肽	GLP-1/GCGR 双受体激动剂	减重 二型糖尿病	9.0 mg GLORY-2 (中重度肥胖) 数据读出 中国上市批准 DREAMS-3 (二型糖尿病合并肥胖) 数据读出 (头对头 1.0 mg 司美格鲁肽)	YE25-2026 2H25 YE25-2026
	匹康奇拜	IL-23p19 单抗	中重度银屑病	中国上市批准	YE25
	替古索司他	OXI	痛风患者高尿酸血症	中国 II 期临床数据读出	2025
	赛沃替尼	MET 抑制剂	二/三线 EGFR 耐药后 MET 扩增的非小细胞肺癌 (SAFFRON 试验) 三线 MET 扩增的胃癌	美国 III 期数据读出 入组完成	2026 2H25
和黄医药	索乐匹尼布	Syk 抑制剂	血小板减少症	中国上市批准 全球 I 期临床完成	2025 1H26
			温抗体型自身免疫性溶血性贫血	中国上市申请递交	2026
	索凡替尼	VEGFR/FGFR/CSF-1R	初治胰腺癌 (联合 PD-1+化疗)	II 期数据读出	2025
	HMPL-306	IDH1/2 双抑制剂	急性白血病	III 期数据读出	2025

资料来源: 公司数据、中银国际研究

2025 年下半年至 2026 年我们覆盖的生物技术/传统药企公司的主要催化剂（续）

公司	药物	靶点	适应症	催化剂	预计时间
康方生物	依沃西单抗	PD-1/VEGF	联合化疗对比替雷利珠单抗 联合化疗用于一线鳞状非小 细胞肺癌	三期数据于 ESMO 公布	4Q25
	卡度尼利单抗	PD-1/CTLA-4	一线胆道癌	三期临床入组完成	2H25
	AK111	IL17	肝癌辅助疗法	中国递交上市申请	2H25
	AK120	IL4R	银屑病	中国上市获批	1H26
			特异性皮炎	中国上市获批	2026
荣昌生物			重症肌无力	中国获批	1H25
	泰它西普	BLyS/APRIL	IgA 肾病	海外完成三期临床入组	1H26
			干燥综合征	三期数据读出	2H25
	维迪西妥单抗	HER2	二线尿路上皮癌	三期数据读出	2H25
	RC28	VEGF/FGF	糖尿病性黄斑水肿	美国递交上市申请(辉瑞)	1H26
翰森制药	阿美替尼	EGFR	联合化疗用于一线非小细胞 肺癌	三期数据读出	2H25
	HS-20093	B7H3	骨肉瘤	二期数据更新	2H25
			/	海外注册性临床启动(GSK)	4Q25
	HS-20089	B7H4	/	海外注册性临床启动(GSK)	2026
			卵巢癌	二期数据于 ESMO 公布	4Q25
	HS-10241	cMET	联合阿美替尼用于治疗 EGFR TKI 治疗失败的 EGFRmut 伴 MET 扩增非小细胞肺癌	中国递交上市申请	2025
	HS-20094	GLP-1/GIP	减重	三期完成病人入组	1H26
	HS-10374	TYK2	银屑病	三期完成病人入组	1H26
石药集团	巴托利单抗	FcRn	重症肌无力	中国获批	YE25-2026
	美洛昔康钠晶	-	术后镇痛	中国获批	2025
	KN026	HER2 BsAb	二线 HER2 阳性胃癌	中国递交上市申请	2025
			肥胖	中国递交上市申请	2025
	TG103	GLP-1	二型糖尿病	中国递交上市申请	2026
	司美格鲁肽生物 类似药	GLP-1	肥胖	中国递交上市申请	2025
	白紫 II	-	二型糖尿病	中国递交上市申请	2026
	帕妥珠单抗生物 类似药	HER2	乳腺癌	中国递交上市申请	2025
	乌司奴单抗生物 类似药	IL12/23	银屑病	中国递交上市申请	2025
中国生物 制药	TQB3616	CDK2/4/6	一线 HR 阳性 HER2 阴性乳腺 癌	三期数据于 ESMO 公布	4Q25
	TQC3721	PDE3/4	慢阻肺	二期数据于 ERS 公布	3Q25
	TQ05105	JAK/ROCK	骨髓纤维化	中国获批	2025
	Zongertinib	HER2	HER2 阳性非小细胞肺癌	中国获批	1H26
	TQB2450+anlotinib	PD-L1+VEGFR	一线肾癌	中国递交上市申请	2025
	Semaglutide biosimilar	GLP-1	二型糖尿病	中国递交上市申请	2025
先声药业	恩度	血管内皮抑制素	腹水	中国递交上市申请	2025
	LNK01001	JAK1	类风湿, 强直性脊柱炎	中国递交上市申请	2025
	ADC189	流感聚合酶酸性蛋白	流感	中国递交上市申请	2025
	乐德奇拜单抗	IL-4R	特异性皮炎	中国获批	2026
三生制药	707	PD-1/VEGF	非小细胞肺癌 非小细胞肺癌	于 ESMO 公布更新数据 启动海外临床(辉瑞)	2026 YE25-2026
	SSS06	长效 EPO	贫血	中国获批	2H25
	特比澳	TPO	慢性肝病伴相关血小板减少 症	中国获批	2H25
	608	IL-17A	银屑病	中国获批	1H26
	克拉克特龙	-	痤疮	中国递交上市申请	2026
	613	L-1β	痛风	中国递交上市申请	2H25

资料来源：公司数据、中银国际研

分析员声明及重要信息披露

本报告中所表述的所有观点均为该分析员对报告内所评论的证券或发行人的个人观点。此外，每一位分析员的薪酬在过去、现在及将来均不会与本报告中所表述的具体建议或观点存在直接或间接的关联。

除本文另有披露外：(i) 每一位分析员声明不论他/地或其有联系人皆不拥有与该分析员在本报告内所评论的发行人的任何财务权益；及(ii) 每一位分析员声明不论他/地或其有联系人都没有担任该分析员在本报告内所评论的发行人的高级人员。在本声明中，术语“联系人”包含了美国金融业监管局 (The Financial Industry Regulatory Authority, 简称 FINRA) 所界定的分析员的家庭成员。

因此，本报告涉及的发行人或其他第三方都没有提供或同意向分析员、中银国际研究有限公司和中银国际控股集团及其各自的子公司及附属公司(以下统称“中银国际集团”)提供与本报告有关的任何报酬或其他利益。分析员的报酬取决于中银国际集团的整体收入和利润，包括来自投资银行业务的收入。

中银国际集团的成员公司确认，不论是个人或共同，他们皆未持有相等于或高于本报告内所评论的发行人的证券市场资本值合计总额的 1% 的财务权益。

中银国际集团的一些非美成员公司有涉及农夫山泉股份有限公司、华润啤酒控股有限公司、百威亚太控股有限公司、美团、蜜雪集团、携程集团有限公司_H 股、泡泡玛特国际集团有限公司、名创优品集团控股有限公司-H 股、李宁股份有限公司、海尔智家股份有限公司、美的集团股份有限公司、京东集团股份有限公司-H 股、百度股份有限公司-H 股、康方生物科技(开曼)有限公司、小米股份有限公司、比亚迪电子国际股份有限公司、信义光能控股有限公司、金沙中国有限公司、中国宏桥集团有限公司、石药集团有限公司、中生物制药有限公司、网易股份有限公司-H 股、快手科技有限公司、药明生物技术有限公司、创科实业有限公司、紫金矿业集团股份有限公司-H 股、比亚迪股份有限公司、招商银行股份有限公司、中芯国际集成电路制造有限公司、中国海洋石油有限公司、联想集团有限公司、中国电信股份有限公司、中国移动有限公司、中国联通香港有限公司、中国铁塔股份有限公司、中兴通讯股份有限公司、长城汽车股份有限公司、吉利汽车控股有限公司、理想汽车股份有限公司-H 股及中国工商银行股份有限公司的证券进行庄家活动。

中银国际集团的一些成员公司有雇员或与其有联系的个人担任中国银行股份有限公司的高级人员。

在过去 12 个月内，中银国际集团的一些成员公司有经办或联席经办华润饮料（控股）有限公司、古茗控股有限公司、江苏恒瑞医药股份有限公司、中国宏桥集团有限公司、中国银行股份有限公司的公开发售活动。

在过去 12 个月内，中银国际集团的一些成员公司向华润饮料（控股）有限公司、古茗控股有限公司、中广核矿业股份有限公司、江苏恒瑞医药股份有限公司、中国宏桥集团有限公司、创科实业有限公司、中国石油化工股份有限公司、禾赛科技集团、北京小马智行科技有限公司、中国银行股份有限公司就提供投资银行服务收取报酬或接受委托。

在未来 3 个月内，中银国际集团的一些成员公司就其提供的投资银行服务预计接受或打算向中广核矿业股份有限公司、中国宏桥集团有限公司、创科实业有限公司、中国石油化工股份有限公司、禾赛科技集团、北京小马智行科技有限公司及中国银行股份有限公司收取报酬。

尽管中银国际研究有限公司和中银国际控股有限公司是中国银行股份有限公司的子公司，及中银香港(控股)有限公司和中银航空租赁有限公司的附属公司(“附属公司”)，但中银国际研究有限公司和中银国际控股有限公司无权披露中国银行股份有限公司及/或其附属公司的任何信息，也无权代表中国银行股份有限公司及/或其附属公司作出任何声明或保证。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段发出，已按照 2025 年 8 月 6 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行股份有限公司及其子公司(“中国银行集团”)在本报告可能潜在的利益。

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6000
传真:(852) 2147 9513

致电香港免费电话:

中国网通 10 省市客户请拨打:
10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打:
10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6000
传真:(852) 2147 9513

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦三十楼(049908)
电话: (65) 6671 8686 / (65) 6671 8687

中银国际证券有限责任公司

中国上海市浦东
新区银城中路 200 号
中银大厦 2308 室
邮编 200120
电话: (8621) 6881 1163
传真: (8621) 6881 1295

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2290

本研究报告由中银国际研究有限公司(BOCI Research Limited)(“中银国际研究”)(一家在香港注册成立, 并受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司)编制。本报告仅意在按保密基准向专业投资者、合资格投资者及机构投资者客户发送, 供一般流通之用, 仅供参考。未经中银国际控股有限公司及其各自子公司和联属公司(统称为“中银国际集团”)的事先书面同意, 不得出于任何目的而发表本报告或其内容或其任何副本, 无论是整体还是部分, 或不得直接或间接地对本报告或其内容或其任何副本进行修改、复制或向任何其他人士(包括报刊或媒体)进行再次分发或散播。本报告中使用或引用的所有商标、服务标记及徽标均为中银国际集团的一个或多个成员实益所有。

在某些司法管辖区分发本报告可能会受到当地法律法规的限制。本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况, 或导致中银国际研究或中银国际集团须要受制于任何地区、州、国家或其它司法管辖区的注册登记或牌照规定的情况下, 向任何在该等地区、州、国家或其它司法管辖区的公民或居民或实体分发、发布、提供或供其使用。拥有本报告的人士必须知悉并遵守该等限制。

本报告中所列信息未考虑任何特定投资者的特定投资目标、财务状况或特别需求, 不构成投资、法律、会计或税务建议, 也不得被视为任何投资或战略是适当或适宜的声明。本报告中所包含的信息不构成出售要约或邀请的一部分, 也不构成认购或购买任何证券或其他金融工具的劝诱或要约, 且不得用于构成任何合同或承诺的基础, 也不得单独加以依赖。中银国际集团未采取任何措施确保本报告中所所述的证券适合于任何特定投资者, 且中银国际集团不会因收件人收到本报告而将其视为客户。在做出任何投资决策之前及在确定任何证券或其他金融工具的适当性或评估相应的投资风险时, 投资者应做出自身的独立判断, 或应自行咨询独立的财务或投资顾问。

尽管本报告中所载的信息、意见及估计均来自或源于中银国际研究可靠的来源, 除非法律或规则规定要求之外, 中银国际集团及其各自的董事、高级人员、雇员或代理未有独立验证本报告中所包含的信息。中银国际研究不对所表达的信息、意见及估计的准确性及完整性作出保证, 且该等信息、意见及估计可能反映了在中银国际研究发布本报告当日作出的判断, 并可能基于一些无法证明其有效性的假设, 且可能随时更改。相应地, 除非法律或规则规定必须承担的责任外, 对于因使用本报告或本报告之内容或其他原因而导致的损失, 中银国际集团无需承担任何责任(因疏忽或其他原因引起的)。因此, 本报告所表述的信息、意见及估计是按“基于现状”的原则提供, 对于该等信息、意见及估计的公允性、准确性或完整性不作任何明示或暗示的声明或保证。此外, 中银国际集团可能曾发布其他与本报告中所列结论或意见不一致或得出不同结论或意见的报告。为免生疑问, 本报告中所表达的观点并不一定代表中银国际集团的立场。所发表的每份报告反映了撰写该报告的分析员采用的不同假设、分析方法及观点。

过去的表现不应视为未来表现的指示或保证, 且不能代表或对于未来表现作出任何明示或暗示的声明或保证。任何证券或金融工具的价格、价值及收益均可能出现上升或下跌, 且可能无法立即变现。此外, 获得有关该等投资的价值及所面临的风险的可靠信息也存在困难。

本报告可能附载其它网站的地址或超链接。对于本报告可能涉及或超出中银国际集团网站的范围的地址或超链接, 中银国际集团未有审查该等网页, 且不会为其内容承担任何责任。提供该等地址或超链接(包括中银国际集团网站的地址或超链接)仅为阁下便利和参考, 且所链接网站的内容不会以任何方式构成本报告的任何部分。在访问该等网站时, 阁下须承担浏览这些网站的风险。

对于评级机构(包括穆迪、标普或惠誉)在评估发行人信誉度时所采用的评级定义、方法及如何确定评级, 投资者应咨询相应的评级机构。评级机构可经临时通知而变更其评级。评级的改变可能影响发行在外的证券的价格。投资于以非本地货币计价的固定收益金融工具(比如债券)的投资者应知悉汇率变动风险, 汇率变动风险可能导致本金损失, 且该等固定收益金融工具的二级市场可能不存在。在法律法规所允许的范围内, 中银国际集团的一个或多个成员可能参与或投资于本报告中所述的证券相关的融资交易, 为该发行人提供服务或从该发行人处延揽业务, 及/或对该发行人相应证券或其他金融工具持仓或开展相关交易。在法律法规所允许的范围内, 中银国际集团的一个或多个成员可能在报告发表之前根据本报告中所列的信息或意见或本报告所基于的研究或分析行动, 或加以使用该等信息或意见。在法律法规所允许的范围内, 中银国际集团的一个或多个成员及撰写本报告的分析师(分别简称为“分析师”, 并统称为“各分析师”)可能在本报告中所列的任何或所有公司(分别简称为“列名发行人”, 并统称为“各列名发行人”)享有财务权益或与之存在业务关系。更多信息请参见上文分析师声明及重要信息披露。

本报告在香港由中银国际研究及中银国际证券有限公司(BOCI Securities Limited)发送; 在新加坡由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte Ltd., “中银国际新加坡”)发送; 在美国由中银国际(美国)有限公司(BOC International (USA) Inc. “中银国际美国”)发送; 在英国由中银国际(英国)有限公司(Bank of China International (UK) Limited, “中银国际英国”)发送。

在没有影响上述免责声明的情况下, 如果阁下是根据新加坡《金融顾问法》(第 110 章)(Financial Advisers Act (Cap 110) of Singapore)(简称“FAA”)之《金融顾问条例》(Financial Advisers Regulations)(简称“FAR”)之条例 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”, 中银国际新加坡仍将: (1) 因为 FAR 之条例 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础; (2) 因为 FAR 之条例 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益, 或其联系人或关联人士之利益。本报告的收件人如有任何疑问请联系中银国际新加坡。

中银国际研究并非美国的注册经纪商-交易商。在中银国际研究在美国分发本报告时, 本报告仅可提供给依据 1934 年《美国证券交易法》(经修订)(U. S. Securities Exchange Act of 1934, as amended)(“证券交易法”)规则 15a-6 号规则界定的获得豁免的“美国大型机构投资者”。本报告涉及任何证券并未获得美国联邦或州、非美国证券委员会或监管机构的注册、推荐或批准, 证券委员会或监管机构也并未对本报告的准确性和恰当性做出判断。本报告涉及任何证券目前尚未且预期不会按 1933 年《证券法》(经修订)(U. S. Securities Act of 1933, as amended)、任何其他证券法或其他美国以外地区法律注册。中银国际集团不会就本报告涉及任何证券的销售、转售、质押或转让进行有关第 144A 条细则或其他豁免的有效性进行说明。任何收到本报告且基于本报告中所提供的信息, 有意开展交易购买或出售相应证券或相关金融工具的美国人士(见美国证券法或《1986 年美国国内税收法典》(U. S. Internal Revenue Code of 1986)之定义)仅应直接向中银国际美国提出, 且该等交易仅可独家通过中银国际美国开展。无论在任何情况下, 收到本报告且构成美国人士的人士均不得通过, 除中银国际美国之外, 中银国际研究、中银国际证券或中银国际集团的任何子公司或联属公司开展购买或出售相应证券或相关金融工具的交易。

在英国, 依据《2000 年金融服务与市场法》(Financial Services and Markets Act 2000)(“金融服务与市场法”)第 21 条, 本报告不构成招募说明书, 且未获得批准。本报告仅可向依据《2000 年金融服务与市场法(金融推广)2005 年指令》(Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005)之规定向位于英国境内的人士发送, 具体是合格交易对手及专业客户(包含选择性专业客户)。向任何其他人士发送本报告的行为不得违反金融服务与市场法及英国其他适用的法律法规。本报告中所述的位于英国、来自英国或涉及英国的证券均须遵守金融服务与市场法的适用条款。

2025 © 版权所有中银国际研究有限公司、中银国际控股有限公司及其子公司和联属公司。