

提振内需仍是关键，风险偏好扰动市场

2025 年 2 月宏观经济展望

中国宏观数据焦点仍在内需复苏尤其是消费复苏；对关税影响无需过于担忧，但关税的短期冲击仍需政策对冲；促进价格回升亦需要政策持续发力。美联储暂停降息，美元短期仍有支撑；海外不确定性上升，风险偏好扰动市场，黄金价格表现仍可期待。

- 2024 年中国经济生产强于需求的格局延续。内需依然偏弱，短期内中国经济的焦点仍在内需复苏，尤其是消费的复苏。2024 年居民边际消费倾向为 68.3%，已经回到了疫情前水平，意味着消费意愿有所好转，后续制约消费复苏的主要因素则是居民收入的回升能否持续。
- 出于以下两个原因，对后续政策力度无需担忧。其一，外需的不确定性需要提振内需来对冲；其二，从促进价格水平合理回升的角度看，也需要政策持续发力。
- 美联储 1 月会议暂停降息，符合市场预期。从鲍威尔的发言看，3 月仍可能暂停降息。但特朗普对低利率的偏好以及其政策导致的不确定性是未来美联储利率决策的扰动因素。从特朗普上一任期看，其对美联储政策的影响是明显的。暂时维持美联储年内降息 50—75BP 的判断。美联储暂停降息的同时，欧央行 1 月会议再度降息 25BP。当前欧央行面临的挑战已经从控制物价转向维持增长。
- 短期内，美元指数仍有支撑。一方面，美国经济强劲的基本面以及美欧货币政策节奏的差异仍对美元构成支撑；另一方面，特朗普政策的不确定性所带来的风险偏好变化也继续支撑美元走强。预计美元指数在 2025 年上半年仍能维持强势震荡。
- 考虑到特朗普的执政风格，短期内风险偏好或将急剧变化，并将成为市场波动的主要来源。在市场不确定性上升的同时，黄金价格的表现仍可期待。随着美联储降息预期的修正，实际利率逻辑仍对金价有所支撑；全球央行对黄金储备的偏好仍将构成对黄金价格的中长期支撑；市场不确定性的上升则在上述因素之外进一步对金价构成了助推。
- **风险提示：**政策力度不及预期，地缘政治风险上升，美联储降息力度不及预期。

相关研究报告

《主动权益基金 2024 年四季度配置分析》
20250125

《2024 年外汇市场分析报告》20250123

《经济形势跟踪： 财政政策接棒进行中》
20250119

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

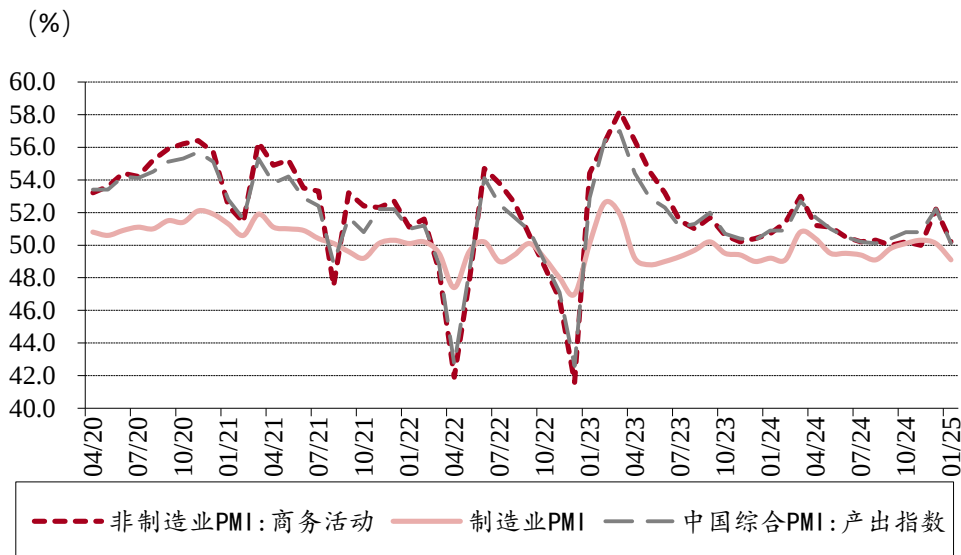
Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

中国经济数据的焦点仍在内需

中国 1-2 月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额以及进出口数据要到 3 月发布，目前中国仍处于某种意义上的经济数据空窗期。春节假期因素影响下，春节前发布的 1 月制造业 PMI 为 49.1%，较前值下跌 1 个百分点；同期公布的 1 月非制造业商务活动指数为 50.2%；1 月综合 PMI 产出指数降至 50.1%，为 2023 年以来的最低水平。

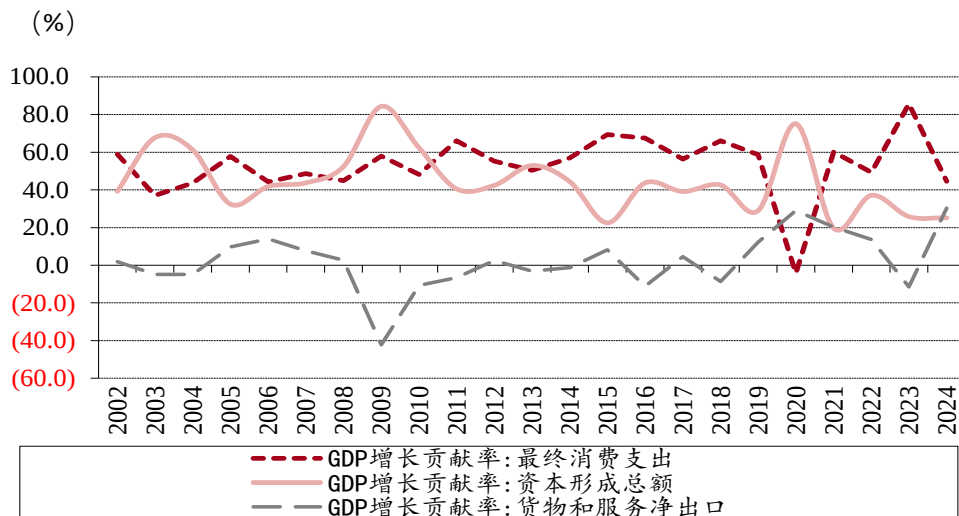
图表 1.1 月 PMI 数据总体偏弱



资料来源：Wind，中银证券

回顾 2024 年，尽管四季度开始，中国经济出现了明显的企稳迹象，但生产强于需求的格局仍在延续。从三驾马车对经济增长的贡献看，最终消费支出贡献 2.2 个百分点，占比 44.5%，是 2008 年以来的较低水平，仅高于 2020 年；资本形成总额贡献 1.3 个百分点，占比 25.2%，也是历史较低水平；货物与服务净出口贡献 1.5 个百分点，占比 30.3%，是 2002 年以来的最高水平。相对而言，内需依然偏弱。由此判断，短期内中国经济的焦点仍在内需复苏，尤其是消费的复苏。

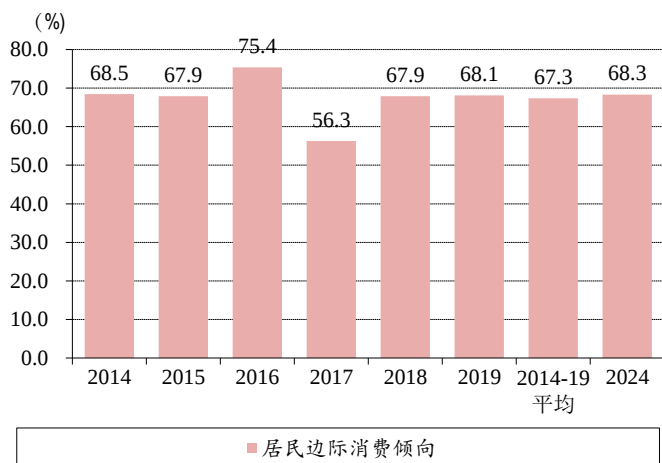
图表 2. 2024 年最终消费支出对 GDP 增速贡献偏低



资料来源：Wind，中银证券

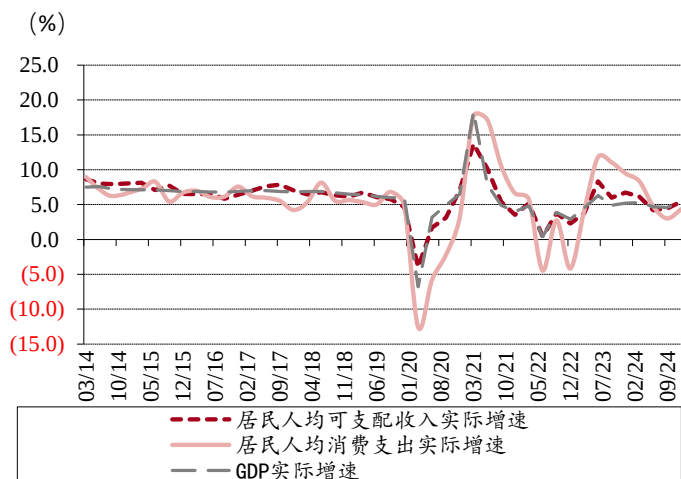
一个值得关注的点是，尽管 2024 年最终消费支出对经济增长的贡献偏低，但居民边际消费倾向为 68.3%，已经回到了疫情前水平。从季度看，四季度居民人均可支配收入和人均消费支出增速也较三季度有明显回升。边际消费倾向的回升意味着消费意愿有所好转，后续制约消费复苏的主要因素则是居民收入的回升能否持续。2024 年中央经济工作会议提出“大力提振消费”，“实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级”。1 月 8 日发改委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》。关注后续政策在居民增收减负方面的作为。

图表 3. 2024 年居民边际消费倾向回到疫情前水平



资料来源：Wind，中银证券

图表 4. 2024 年四季度居民收入和消费支出增速回升



资料来源：Wind，中银证券

无需担忧政策力度

自 2024 年 9 月末以来，市场对于后续政策力度的预期来回波动。由于财政政策的程序问题，市场迄今未看到政策的具体规模，有所担忧可以理解。然而，我们认为，出于以下两个原因，对后续政策力度无需担忧。其一，外需的不确定性需要提振内需来对冲；其二，从促进价格水平合理回升的角度看，也需要政策持续发力。

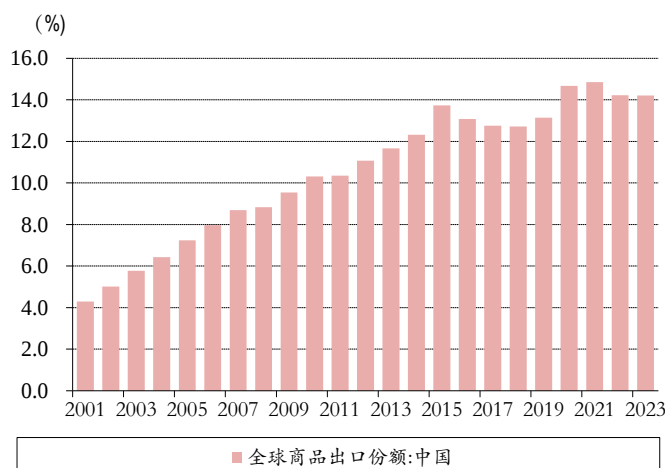
外需的不确定性需要内需对冲

2 月 1 日，美国对中国商品加征 10% 的关税，对加拿大、墨西哥商品加征 25% 的关税，新一轮贸易冲突开启。3 日晚间，特朗普宣布暂缓一个月征收加拿大和墨西哥关税。

如何看待本轮关税对中国出口乃至经济增长的影响？我们认为，对关税的影响无需过度担忧，本轮关税的影响或将弱于 2018 年；但关税对出口乃至顺差的短期冲击需要政策对冲。

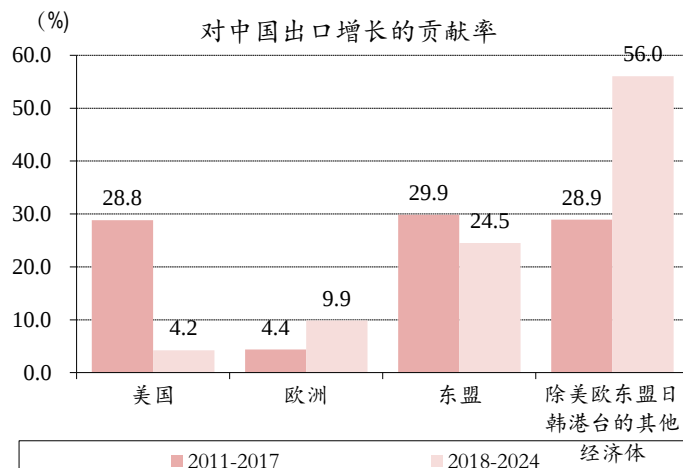
对关税的影响或不必过分担忧。从特朗普上一任期看，2018 年中国商品占全球商品出口的份额自 2017 年的 12.8% 下降至 12.7%，但 2019 年中国商品占全球出口份额即回升至 13.1%，2018 年的中美贸易冲突并未对中国商品占全球出口的份额造成持续负面影响。此外，自 2018 年以来，传统的几大贸易伙伴（美、欧、东盟）对中国出口增长的贡献逐渐下降。2018—2024 年，中国出口增量的一半以上来自除了美、欧、东盟、日、韩、中国香港和中国台湾的其他经济体。考虑到中国在出口对象、产业链分布等方面均有了较大变化，预计本轮关税的影响或将弱于 2018 年。

图表 5. 2018 年的关税未对中国出口造成持续负面影响



资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 2018 年之后不同国家地区对中国出口增长的贡献



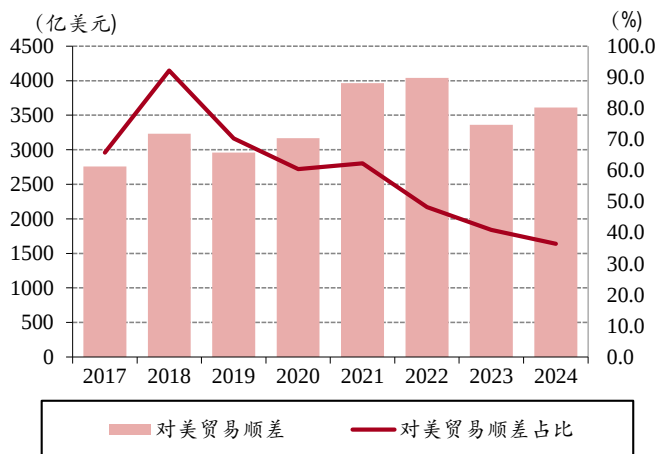
资料来源: Wind, 中银证券

关税的短期冲击需要政策对冲。尽管从中长期看，关税的影响无需担忧，但短期内关税对中国经济的冲击依然需要政策对冲。从历史看，2018 年由于中国出口提前以应对关税的影响，2018 年中国对美出口增长 11.3%，但 2019 年对美出口下降 12.5%，体现了关税对中国出口的影响。如前所述，考虑到中国在出口对象、产业链分布等方面均有了较大变化，此次关税影响应不至于超过 2018 年。因此，可以以对美出口 12.5% 的降幅作为 2025 年关税影响的一个上限参考。

2024 年，对美出口占中国出口的 14.7%。按上限下降 12.5% 估算，则拖累中国出口约 1.8 个百分点。从这一数据看，对出口的影响并不算强。不过，**关税对“货物与服务净出口”项目的影响仍需重视。**尽管目前对美出口在中国出口中占比已经明显下降，但对美贸易顺差在中国贸易顺差中占比依然不低，2024 年为 36.4%。如关税导致对美贸易顺差收窄，将对“货物与服务净出口”项目构成明显冲击。2024 年外管局口径下的国际货物与服务贸易差额为 5244.9 亿美元，处于历年来偏高水平，仅低于 2022 年，较 2023 年则同比增长 39.2%；“货物与服务净出口”项目对 GDP 贡献为 1.5 个百分点，贡献率超过 30%。**考虑到关税冲击，2025 年货物与服务净出口项目大概率难以维持 2024 年的贡献水平。如果中国仍需维持 5% 左右的 GDP 增速，政策对冲的力度不会小。**

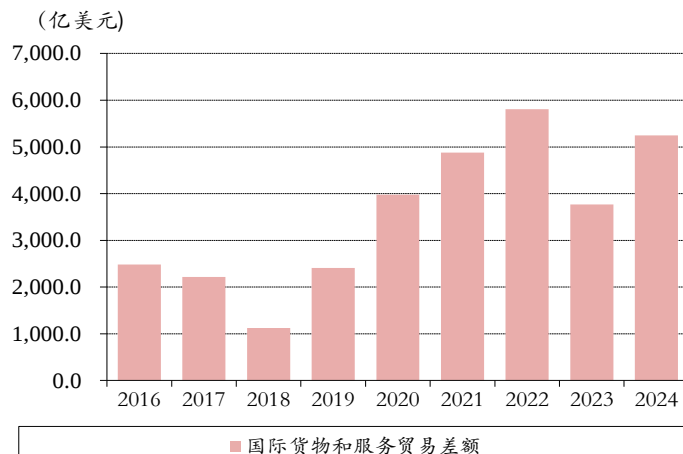
关税带来的风险偏好变化或将持续扰动市场。从加拿大和墨西哥的情况看，关税更像是特朗普的谈判手段。回顾 2018 年，从 3 月美国对中国钢、铝产品征税到 12 月两国达成初步协议，经历了近 10 个月。预计 2025 年关税带来的风险偏好变化也将持续扰动资本市场。

图表 7. 对美贸易顺差在中国贸易顺差中占比依然不低



资料来源: Wind, 中银证券

图表 8. 2024 年国际货物与服务贸易差额为历年偏高水平

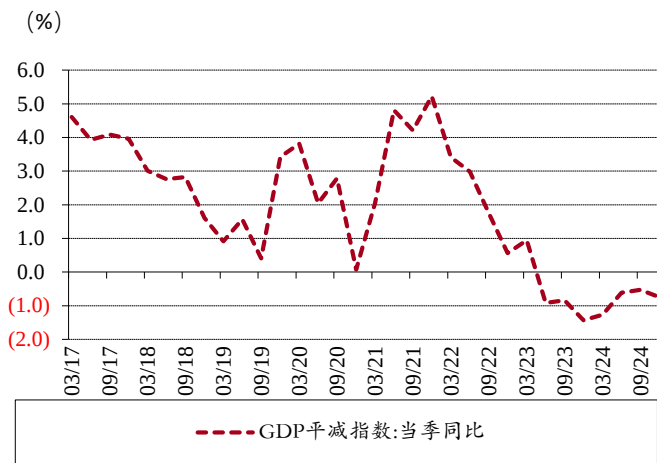


资料来源: Wind, 中银证券

价格回升需要政策持续发力

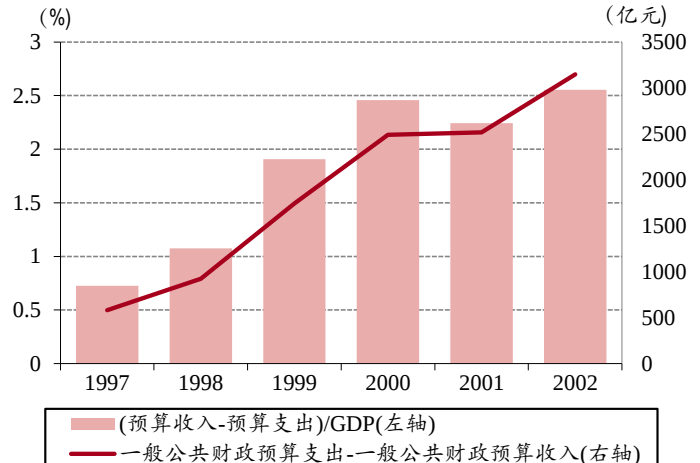
除了对冲外部不确定性外，从国内政策导向看，同样需要政策持续发力。2024 年底中央经济工作会议指出，2025 年要“着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合”，价格水平的回升已纳入政策目标。中国 GDP 平减指数已经持续 7 个季度为负。而从 1998—2002 年的情况看，价格水平的回升并非一蹴而就，需要政策持续加力。1998—2002 年，1 年期贷款基准利率自 1998 年 3 月至 2002 年 2 月先后 5 次下调，从 8.6% 降至 5.3%。1997 年一般公共预算实际执行的赤字（预算内财政支出-预算内收入）为 582 亿元，占当年 GDP 比例为 0.7%；至 2002 年实际执行赤字为 3149.5 亿元，占当年 GDP 比例为 2.6%；扩大近 4 倍。因此，从促进物价合理回升这一政策目标看，也需要政策持续发力。

图表 9. GDP 平减指数已经 7 个季度为负



资料来源: Wind, 中银证券

图表 10. 价格水平的回升需要财政政策持续发力



资料来源: Wind, 中银证券

我们对 1 月以及 2025 全年经济数据的预测见图表 11，其中“上期值”为 2024 年 12 月及四季度数据，“2025 年预测值”为 2025 年全年数据预测。

图表 11. 2025 年 1 月经济数据预测

指标	1 月预测值	上期值	2025 年预测值
GDP 同比 (%)	—	5.4	4.8
名义 GDP 同比 (%)	—	4.6	5.1
工业增加值同比 (%)	—	6.2	5.9
固定资产投资累计同比 (%)	—	3.2	4.7
社会消费品零售总额同比 (%)	—	3.7	4.4
出口 (美元) 同比 (%)	—	10.7	3.6
进口 (美元) 同比 (%)	—	1.0	2.6
CPI 同比 (%)	0.6	0.1	0.1
PPI 同比 (%)	-1.8	-2.3	-0.6
M2 同比 (%)	7.6	7.3	8.5
社融存量增速 (%)	8.0	8.0	9.1
新增社融 (亿元)	65000	9900	—
新增信贷 (亿元)	35000	28507	—

资料来源: Wind, 中银证券

美元短期仍有支撑，风险偏好扰动市场

从外部环境看，随着特朗普的政策逐步落地，短期内风险偏好或仍是市场波动的主要来源。

美联储如期暂停降息，美元短期仍有支撑

美联储如期暂停降息。美联储 1 月会议将联邦基金利率维持在 4.25—4.5%，符合市场预期。会议声明在劳动力市场和通胀方面的表述均有变化。劳动力市场方面，将“劳动力市场状况总体宽松，失业率有所上升，但仍保持低位”改为“失业率稳定在较低水平，劳动力市场状况依然稳健”，体现了对劳动力市场状况的满意；通胀方面，声明删除了“通胀已经向着委员会 2% 的目标取得进展”的表示，体现了对通胀的担忧。

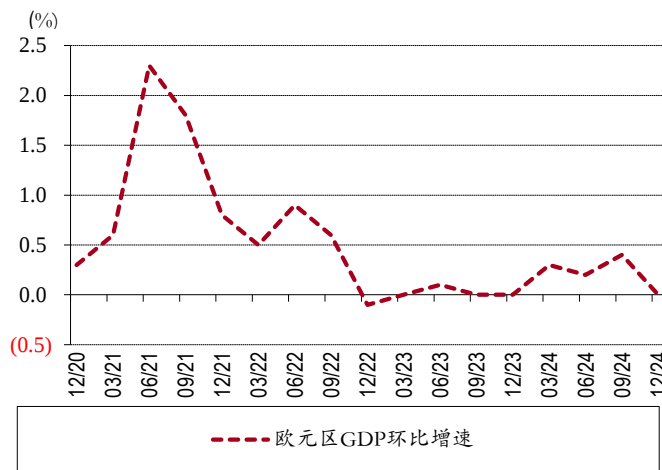
新闻发布会上，鲍威尔强调，美国目前的经济和就业市场依然强劲，美联储并不急于调整货币政策；其延续了数据依赖的立场，指出重启降息的前提是“通胀需要真正取得进展，或者劳动力市场出现一些疲软”。同时，鲍威尔也指出，当前美联储的政策利率仍显著高于中性利率，隐含本轮降息周期并未结束。就特朗普的政策而言，鲍威尔坦承，特朗普的政策产生了巨大不确定性。

维持年内降息 50—75BP 的判断。从鲍威尔的发言看，3 月仍可能暂停降息。但特朗普对低利率的偏好以及其政策导致的不确定性是未来美联储利率决策的扰动因素。**从特朗普上一任期看，其对美联储政策的影响是明显的。我们暂时维持美联储年内降息 50—75BP 的判断。**

欧央行延续降息节奏。美联储暂停降息的同时，欧央行 1 月会议再度降息 25BP。欧央行会议声明延续了此前的措辞，称不预先承诺任何特定的利率路径，将依据数据表现在后续会议上逐次做出决策。声明称，当前通胀预计在年中达到 2% 的政策目标。而当前欧元区的货币政策仍具有限制性，欧元区经济仍面临挑战，隐含了更多宽松的可能性。

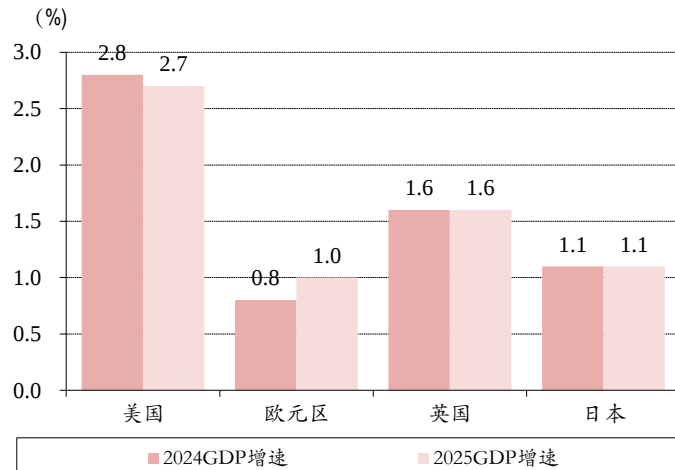
从欧元区经济数据看，2024 年四季度欧元区 GDP 环比增速为 0，明显偏弱；IMF 最新预测欧元区 2025 年经济增长 1.0%，低于美、英、日等主要发达经济体；而欧元区 1 月核心 CPI 已经连续 5 个月持平于 2.7%。由此可见，当前欧央行面临的挑战已经从控制物价转向维持增长。这是欧洲央行转向宽松的根本原因。

图表 12. 欧元区 2024 年四季度 GDP 环比增速偏弱



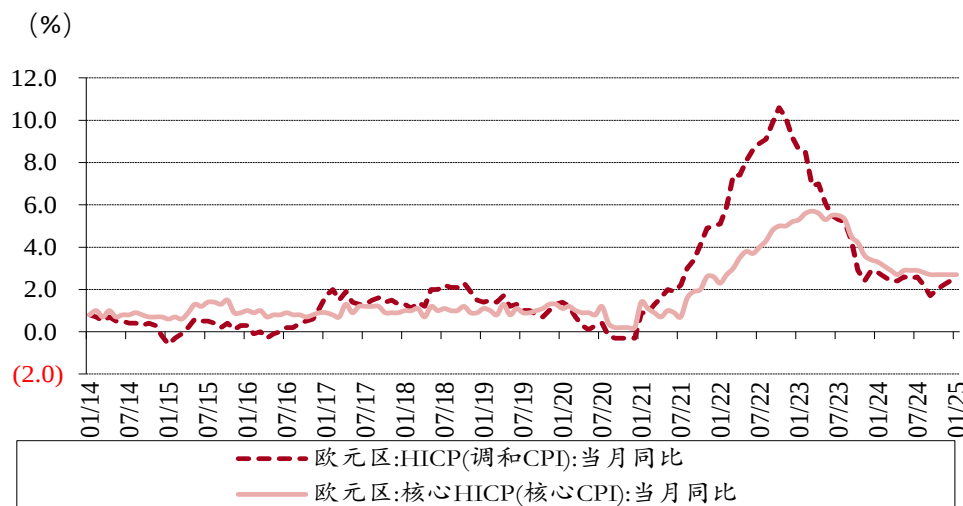
资料来源：Wind，中银证券

图表 13. IMF 预测欧元区 2025 年经济增速偏低



资料来源：IMF，中银证券

图表 14. 欧元区核心通胀平稳



资料来源: Wind, 中银证券

美元短期仍有支撑。2024 年 9 月以来，美元指数强势反弹，最高突破 110。支撑美元指数反弹的因素包括美国经济相对强劲的基本面以及美联储降息预期的修正等。在特朗普正式就任美国总统后，美元指数一度回调至 108 下方。但随着特朗普开启新一轮关税，美元指数再度回升。我们认为，尽管市场对美联储货币政策预期已经较为充分，但短期内，美元指数仍有支撑。一方面，美国经济强劲的基本面以及美欧货币政策节奏的差异仍对美元构成支撑；另一方面，特朗普政策的不确定性所带来的风险偏好变化也继续支撑美元走强。预计美元指数在 2025 年上半年仍能维持强势震荡。

图表 15. 美元指数短期仍有支撑



资料来源: Wind, 中银证券

不确定性短期上升，风险偏好扰动市场

截至目前，特朗普正式任职不足一月，但市场不确定性已经明显上升。除了关税之外，美联储货币政策路径以及后续美国在国际关系中的表现都可能成为不确定性的来源。考虑到特朗普的执政风格，**短期内风险偏好或将急剧变化，并将成为市场波动的主要来源**，如近日加拿大和墨西哥关税的影响。

黄金价格表现仍可期待。相应的，在市场不确定性上升的同时，黄金价格的表现仍可期待。2024 年伦敦现货黄金价格表现亮眼，背后的逻辑包括美联储降息导致的实际利率变化以及全球央行黄金储备的增加。随着美联储降息预期的修正，实际利率逻辑仍对金价有所支撑；全球央行对黄金储备的偏好仍将构成对黄金价格的中长期支撑；市场不确定性的上升则在上述因素之外进一步对金价构成了助推。近期伦敦现货黄金价格已经突破 2800 美元/盎司。我们认为，在目前的宏观环境下，黄金仍有配置价值，继续看好金价在 2025 年的表现。

图表 16. 黄金价格表现仍可期待



资料来源: Wind, 中银证券

风险提示: 政策力度不及预期, 地缘政治风险上升, 美联储降息力度不及预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
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
传真: (852) 2147 9513

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 6333
传真: (852) 2147 9513

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 2291

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(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

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
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371