

【中信建投政策研究】2025 年下半年宏观政经展望——舟过万山，踏浪而行

核心观点

中美贸易谈判取得突出阶段性进展之后，2025 年最大的不确定性风险在逐步消除。展望 2025 年下半年，宏观经济有望踏浪而行，在流动性改善和中美政策协同效应环境之下稳步前进。政策主线聚焦扩内需与新质生产力，同时“十五五”规划将围绕创新驱动、产业安全、绿色转型等展开战略布局，奠定中长期发展基调。资本市场改革深化，引导长线资金入市，提升市场韧性。投资应在波动中把握结构性机遇，聚焦“消费-科技-产业-红利”四大板块轮动投资机遇，及各个板块内部的细分结构性机会。

摘要

2025 年上半年，中国经济平稳开局，一季度 GDP 同比增长 5.4%，但价格低位运行、房地产持续拖累、消费信心不足等问题仍存。中美经贸谈判取得了突出阶段性进展之后，2025 年最大的不确定性风险逐步消除，是为“舟过万山”。展望下半年，中美宏观政策或将“同频共振”，美联储降息的基准情形下定价中枢有望进一步抬升，我国积极财政政策通过超长期特别国债等持续加力，适度宽松的货币政策在降准降息上仍有空间，并运用新型结构性工具精准滴灌，宏观经济呈现“踏浪前行”之势。政策主线聚焦两大方面：一是全方位扩大内需，通过新型投资工具带动及支持服务消费等举措提振市场；二是加速培育“新质生产力”，在人工智能、半导体、低空经济等前沿领域持续推进科技与产业建设，“十五五”规划的重点方向也日渐清晰。资本市场改革深化，推动中长期资金入市，有望为市场注入稳定性和活力。投资策略上，我们建议围绕四大主线布局：一是受益于内需驱动的消费板块，特别是文旅、康养等服务消费和智能家居、国货潮品等新型消费；二是肩负自主可控使命的科技板块，聚焦创新药、新材料、半导体设备及核心工业软件等领域；三是推动制造业升级的产业板块，关注智能机器人、军工及人工智能、低空经济等新应用场景；四是具备防御属性的红利板块，优选高股息国企和公用事业，在复杂市场中寻求稳定收益。

政策研究

胡玉玮

huyuwei@csc.com.cn

SAC 编号：S1440522090003

冯天泽

fengtianze@csc.com.cn

SAC 编号：S1440523100001

发布日期：2025 年 06 月 16 日

相关研究报告

- | | |
|------------|------------------------------------|
| 2025-04-18 | 【中信建投政策研究】消费扩内需政策梳理和展望 |
| 2025-04-13 | 【中信建投政策研究】供应链系列(一)：从供应链安全角度看美国关税方向 |
| 2025-04-06 | 【中信建投政策研究】美关税落地后政策后市如何看 |

目录

| | |
|---|----|
| 一、当前宏观经济形势 | 1 |
| （一）关键经济指标 | 1 |
| （二）三驾马车 | 4 |
| （三）货币、金融与财政 | 7 |
| （四）资本市场 | 11 |
| 二、上半年政策回顾梳理 | 12 |
| 三、下半年宏观政经展望 | 16 |
| （一）终局向好：中美贸易谈判进展波折中前进 | 16 |
| （二）政策同频：美联储降息落地，国内宏观对冲政策持续发力 | 17 |
| （三）时结硕果：改革政策效果显现，资本市场中长期资金入市、扩内需促消费 | 18 |
| （四）落子布局：十五五规划重点日渐清晰 | 19 |
| （五）久久为功：科技与产业建设持续推进 | 20 |
| 五、投资建议 | 22 |
| （一）消费：驱动内需增长引擎 | 22 |
| （二）科技：创新驱动未来增长引擎 | 23 |
| （三）产业：推动制造业升级与拓展新经济前沿 | 25 |
| （四）红利：在复杂市场中寻求稳定与收益 | 26 |
| 附：下半年重要宏观政经事件时间表 | 27 |
| 风险分析 | 30 |

图目录

| | |
|---|---|
| 图 1:一季度 GDP 总量及同比变化 | 1 |
| 图 2:一季度 GDP 总量（亿元）：分产业 | 1 |
| 图 3:制造业、建筑业及服务业 PMI 变化 | 2 |
| 图 4:生产、新订单、新出口订单指数变化 | 2 |
| 图 5:财新 PMI 变化 | 2 |
| 图 6:规模以上工业增加值、工业企业利润总额、工业企业营业收入：累计同比（%） | 3 |
| 图 7:规模以上工业增加值：分经济类型：当月同比（%） | 3 |
| 图 8:CPI 同比、环比变化（%） | 3 |
| 图 9:PPI 同比和环比变化（%） | 3 |
| 图 10:全国城镇调查失业率变化（%） | 4 |
| 图 11:各年龄段城镇调查失业率情况（%） | 4 |
| 图 12:社会消费品零售总额及餐饮、商品零售同比情况 | 4 |
| 图 13:三架马车对经济增长的贡献率（%） | 5 |
| 图 14:消费者信心指数（%） | 5 |
| 图 15:固定资产投资（不含农户）累计完成额及同比 | 6 |
| 图 16:制造业、基础设施建设、房地产开发投资同比(%) | 6 |
| 图 17:国企、民企固定资产投资同比（%） | 6 |

| | |
|--|----|
| 图 18:房地产开发投资及商品房销售面积累计同比（%）、新建商品房价格指数..... | 6 |
| 图 19:进出口总额及同比..... | 7 |
| 图 20:对主要贸易伙伴出口增速（%）..... | 7 |
| 图 21:M1、M2 及剪刀差（%）..... | 8 |
| 图 22:社会融资规模存量及同比..... | 8 |
| 图 23:社会融资规模增量及同比..... | 8 |
| 图 24:2023 年和 2024 年 Q1 社会融资规模存量结构对比..... | 9 |
| 图 25:人民币贷款余额及同比..... | 9 |
| 图 26:人民币贷款增量及同比..... | 9 |
| 图 27:2023 年和 2024 年 Q1 人民币贷款结构对比..... | 10 |
| 图 31:IPO 融资规模和数量..... | 12 |
| 图 32:社会消费品零售总额..... | 19 |
| 图 33:投资建议示意图..... | 22 |

表目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 表 1:主要股指走势..... | 11 |
| 表 2:中美关税调整对比表..... | 15 |
| 表 3:CME 利率期货隐含 9 月开始下一次降息..... | 17 |
| 表 4:下半年重要宏观政经事件时间表..... | 27 |

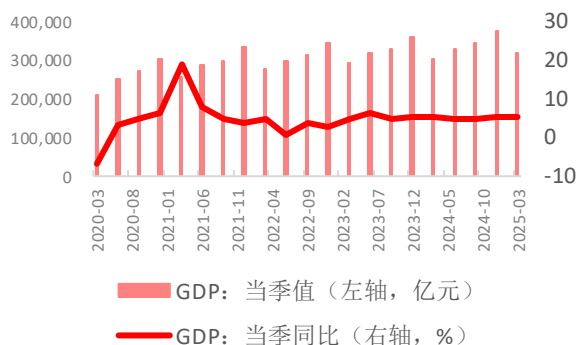
一、当前宏观经济形势

（一）关键经济指标

1.GDP

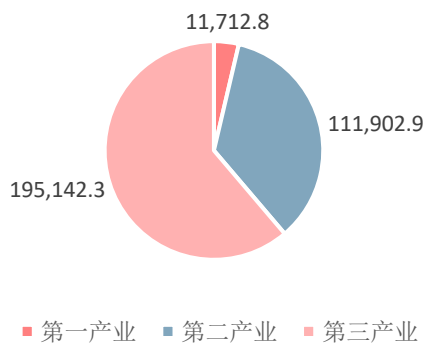
一季度 GDP 增速继续保持较高增长，位于全球较高水平。2025 年第一季度 GDP 总额为 31.9 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，与 2024 年第四季度相比环比增长 1.2%，国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。**第二产业成为一季度增长主力**。分产业看，2025 年第一季度第一产业同比增长 3.5%；第二产业增长 5.9%；第三产业增长 5.3%。

图 1:一季度 GDP 总量及同比变化



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 2:一季度 GDP 总量（亿元）：分产业



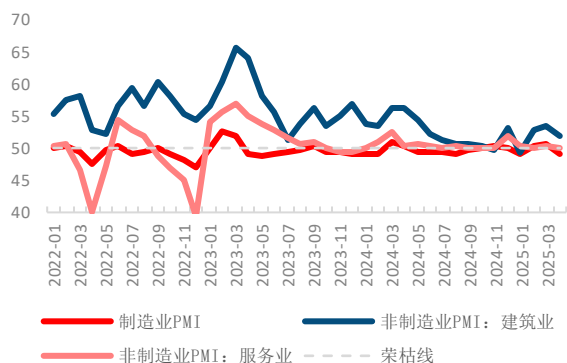
数据来源：iFinD，中信建投证券

2.PMI

2025 年一季度制造业 PMI 探底回升，4-5 月景气水平有所波动。1 至 5 月制造业 PMI 分别为 49.1、50.2、50.5、49.0 和 49.5。一季度 PMI 在一月短暂下行后，连续两月回升，3 月达到季度内高点。**进入二季度，4 月制造业活动有所放缓，5 月景气水平则小幅改善。**建筑业 PMI 在春节后明显回升，从 2 月份的 52.7% 攀升至 3 月份的 53.4%，后于 5 月回落至 51.0%，显示出基础设施建设在节后全面发力后，增长势头有所调整。**服务业 PMI 自 2025 年以来持续位于扩张区间**，一季度在 50.3% 和 50.0% 之间窄幅波动，5 月录得 50.2%，表明服务业总体保持恢复态势。从供给和需求来看，一季度供需同步扩张，但 4 月以来扩张势头有所减弱。

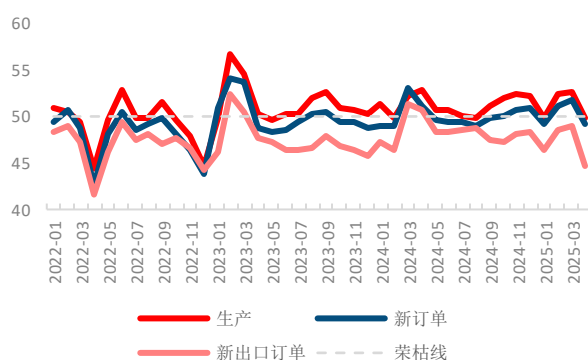
2025 年以来，财新 PMI 在荣枯线上方开局，但 5 月制造业 PMI 落入收缩区间。1 至 5 月财新制造业 PMI 分别为 50.1、50.8、51.2、50.4 和 48.3，呈现先升后降的走势，3 月达到五个月内最高水平，但 5 月则降至近八个月来最低。财新服务业 PMI 持续保持扩张态势，1 至 5 月数据由 51.0 波动上升至 51.1，其中 3 月录得 51.9 的阶段性高点，显示服务业活动保持韧性。与官方 PMI 相比，财新 PMI 覆盖的企业更多为沿海地区出口导向型的中小型民营企业。一季度及 4 月份，两者走势基本一致，均反映出经济的恢复性增长。然而，5 月份官方与财新制造业 PMI 出现分化，主要由于外部环境变化对出口导向型中小企业的压力更为显著。

图 3:制造业、建筑业及服务业 PMI 变化



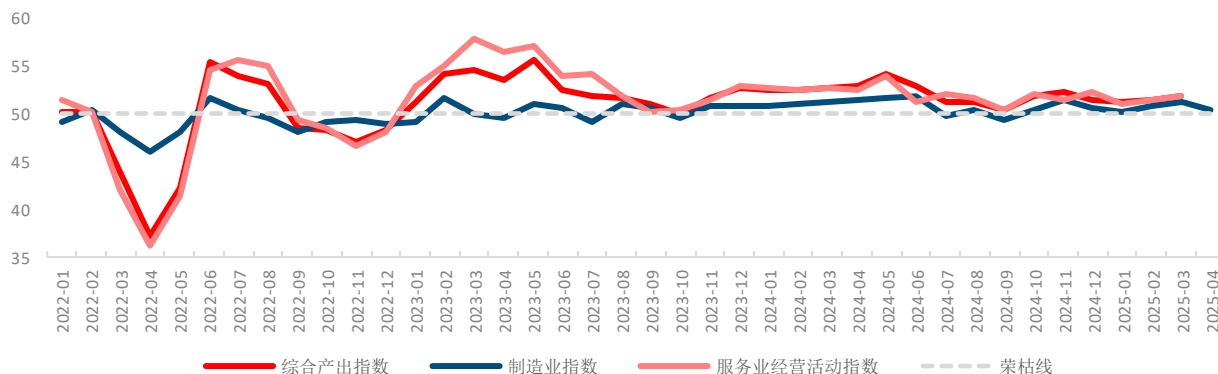
数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 4:生产、新订单、新出口订单指数变化



数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 5:财新 PMI 变化

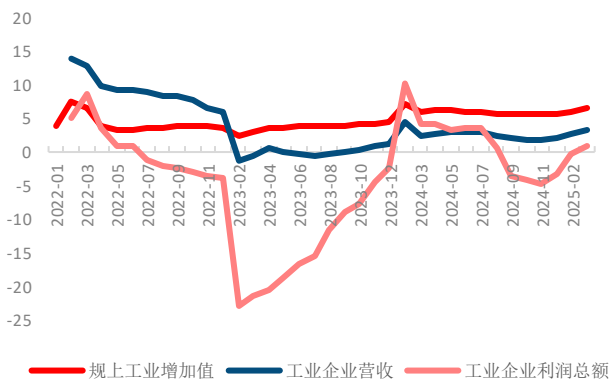


数据来源: iFinD, 中信建投证券

3.工业生产

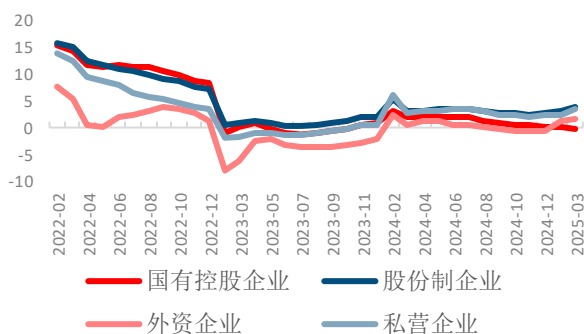
1-2 月规模以上工业增加值增速平稳，3 月有所加快，4 月增速虽有放缓但仍处高位。2025 年 1-4 月，规模以上工业增加值同比增长 6.4%，工业企业利润总额同比增长 1.4%，工业企业营业收入增速在 4 月累计为 3.2%。分经济类型看，私营企业、外商、股份制企业利润增长较快，国企下降。1—4 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 7022.8 亿元，同比下降 4.4%；股份制企业实现利润总额 15596.4 亿元，增长 1.1%；外商及港澳台投资企业实现利润总额 5429.2 亿元，增长 2.5%；私营企业实现利润总额 5706.8 亿元，增长 4.3%。分行业看，农副食品加工业引领增长，1-4 月利润同比增长 45.6%。

图 6:规模以上工业增加值、工业企业利润总额、工业企业营业收入：累计同比 (%)



数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 7:规模以上工业增加值：分经济类型：当月同比 (%)

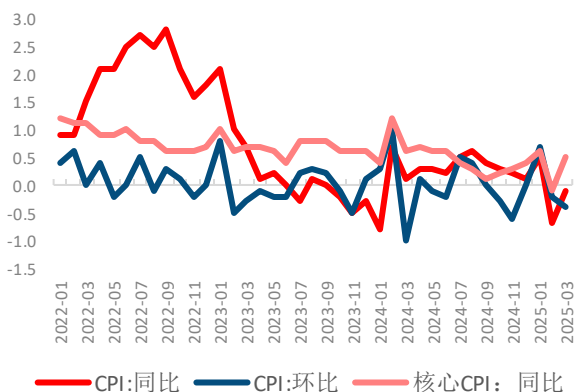


数据来源: iFinD, 中信建投证券

4.价格

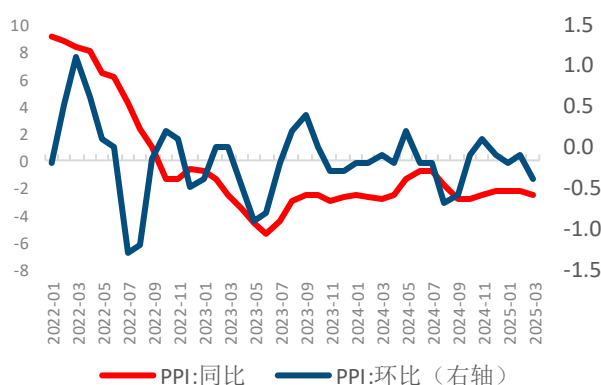
需求持续恢复，但价格回升基础尚不稳固。从消费端来看，2025 年一季度 CPI 同比低位波动，4 月延续负增长，但环比边际改善。2025 年 1-3 月 CPI 累计同比下降 0.1%，4 月同比降幅保持-0.1%，连续两个月负增长。1-4 月 CPI 环比呈现“先降后升”的波动，其中，4 月食品价格超季节性上涨（环比+0.2%）和出行服务回暖（机票、住宿价格环比+13.5%、4.5%）是环比转正的主因。从生产端来看，2025 年 PPI 同比降幅逐月加深，工业品价格仍受内外需拖累。1-4 月 PPI 累计同比下降 2.4%，4 月同比降幅扩大至-2.7%（前值-2.5%）。分月看，1 月同比下降 2.2%，2 月降幅收窄至-2.3%，3 月扩大至-2.5%，4 月进一步走弱至-2.7%。

图 8:CPI 同比、环比变化 (%)



数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 9:PPI 同比和环比变化 (%)



数据来源: iFinD, 中信建投证券

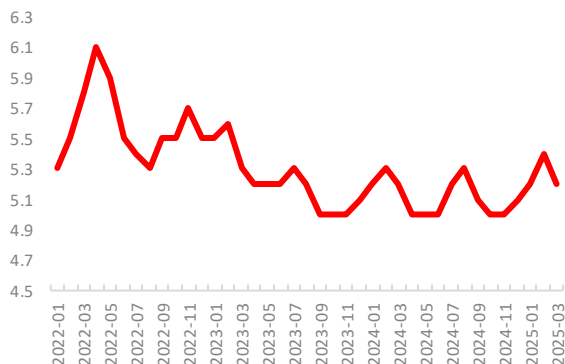
5.就业

1 至 4 月全国城镇调查失业率低于 2025 政策目标。2025 年 1 至 4 月，全国城镇调查失业率分别为 5.2%、5.4%、5.2%、5.1%，整体波动不大，且维持在政府工作报告设置的城镇调查失业率 5.5%左右的 2025 年就业预

期目标以下。

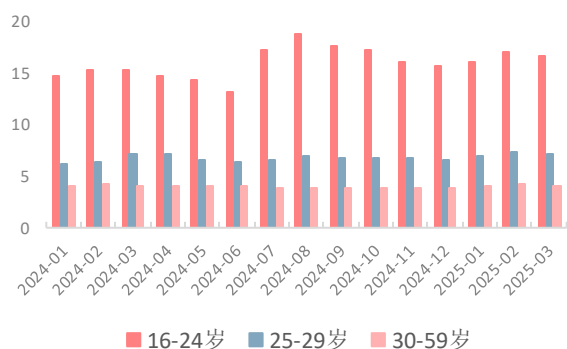
16-24岁青年失业率居高不下。2025年一季度，不含在校生的16-24岁青年失业率均值为16.5%，同比上升1.4个百分点。青年失业率居高不下，同时2025年预计高校毕业生1220万人，就业形势仍不容乐观。

图 10:全国城镇调查失业率变化(%)



数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 11:各年龄段城镇调查失业率情况(%)



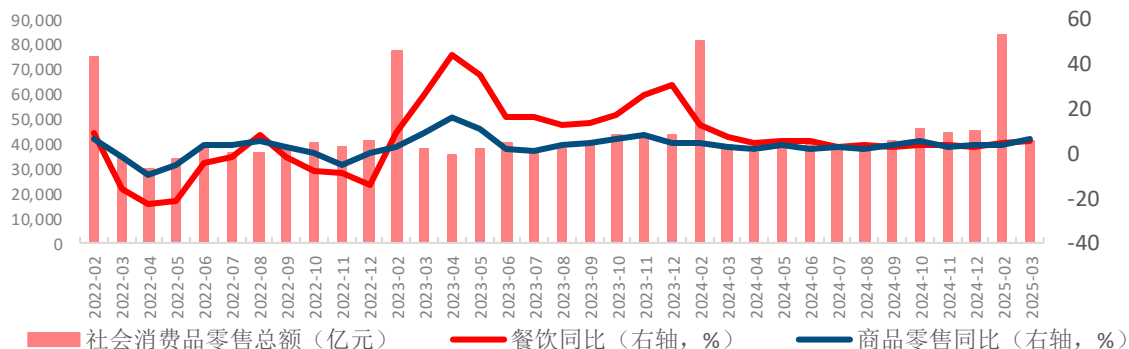
数据来源: iFinD, 中信建投证券

(二) 三驾马车

1.消费

一季度，社会消费品零售总额124671亿元，同比增长4.6%。其中，1-2月增速4%、3月5.9%。**消费改善**的主要原因是节假日出行数据提升。2025年“五一”黄金周旅游出游人次、总花费均持续稳步提升。消费市场总体呈现恢复向好态势，为经济动能持续恢复提供重要动力。商品零售额同比增长4.6%。通讯器材类、家用电器和音像器材类、家具类商品零售额同比分别增长26.9%、19.3%和18.1%。服务零售额同比增长5.0%，增速比1—2月份加快0.1个百分点，高于同期商品零售额增速0.4个百分点。

图 12:社会消费品零售总额及餐饮、商品零售同比情况



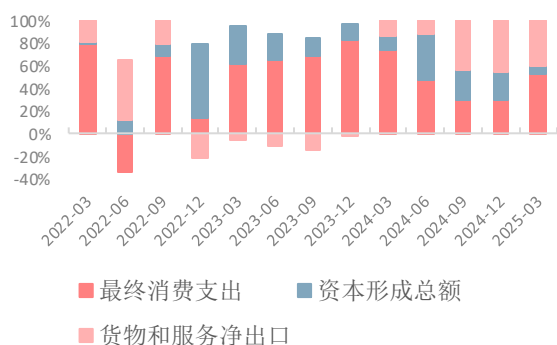
数据来源: iFinD, 中信建投证券

表 1:2019-2025 年“五一”黄金周出游人次及旅游收入

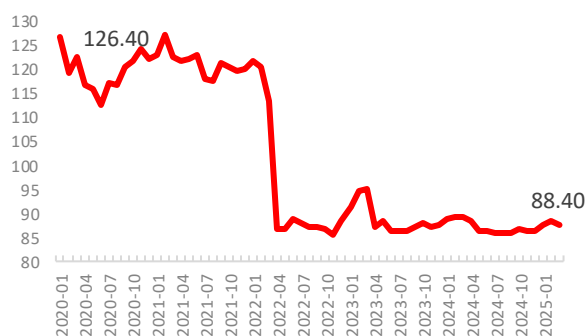
| | 旅游出游人数（亿人） | 人数同比（%） | 旅游收入（亿元） | 收入同比（%） |
|------|------------|---------|----------|---------|
| 2019 | 1.95 | 13.7 | 1176.7 | 16.1 |
| 2020 | 1.15 | -41.03 | 475.6 | -59.6 |
| 2021 | 2.3 | 119.7 | 1132.3 | 138.1 |
| 2022 | 1.6 | -30.2 | 646.8 | -42.9 |
| 2023 | 2.74 | 70.83 | 1480.6 | 128.9 |
| 2024 | 2.95 | 7.6 | 1668.9 | 12.7 |
| 2025 | 3.14 | 6.4 | 1802.69 | 8.0 |

资料来源：中国政府网，中信建投证券

消费已是经济增长最大贡献项，但总体看消费信心不足。一季度最终消费对经济增长的贡献率为 51.7%，是当前拉动经济增长的主动力。但从消费信心来看，2025 年一季度消费者信心指数边际走弱，下降至 88.4，仍处于历史低位。

图 13:三架马车对经济增长的贡献率（%）


数据来源：iFinD，中信建投证券

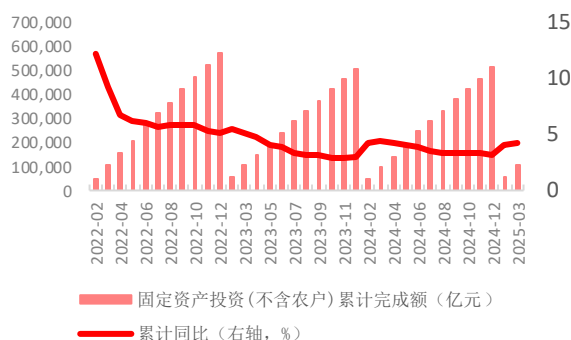
图 14:消费者信心指数（%）


数据来源：iFinD，中信建投证券

2.投资

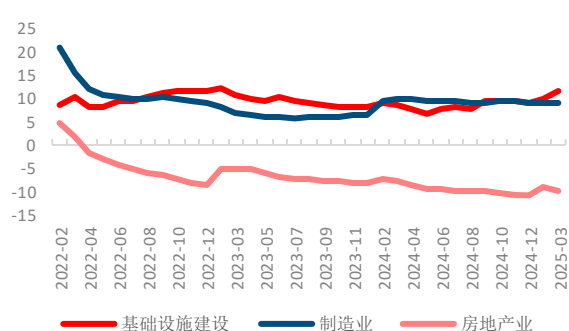
投资仍是经济增长重大贡献项，但房地产投资是最大拖累项。2025 年一季度，全国完成固定资产投资（不含农户）10.3 万亿元，同比增长 4.2%。同时，投资结构分化延续，即制造业（9.1%）高速增长、基建（5.8%）稳步提升，但房地产投资（-9.9%）持续低迷。国企、民企固定资产投资分化收敛。国有投资 6.5%、民间投资 0.4%。

图 15:固定资产投资（不含农户）累计完成额及同比



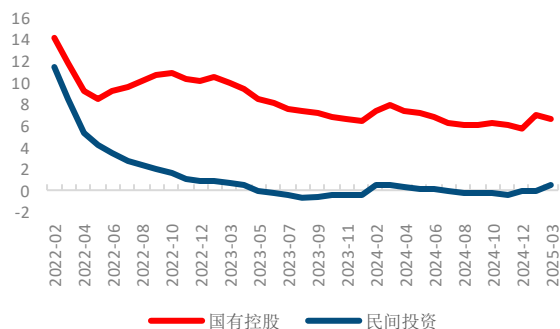
数据来源：iFinD，中信建投证券

图 16:制造业、基础设施建设、房地产开发投资同比(%)



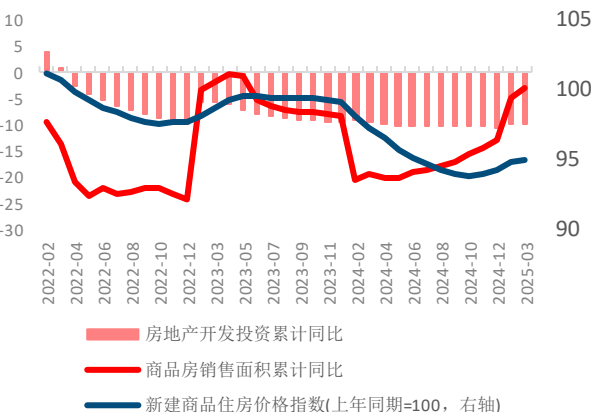
数据来源：iFinD，中信建投证券

图 17:国企、民企固定资产投资同比（%）



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 18:房地产开发投资及商品房销售面积累计同比（%）、新建商品房价格指数



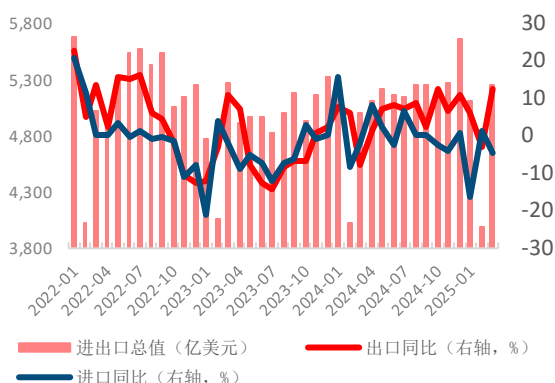
数据来源：iFinD，中信建投证券

房地产市场仍较为低迷。一季度，房地产开发投资下降 10.6%、新建商品房销售面积下降 3%、价格指数 95。全国商品房销售金额 20,798.09 亿元，同比下降 2.10%，销售面积 21,869.35 万平方米，同比下降 3.00%，降幅较去年同期均大幅收窄，利好政策对短期楼市起到了一定提振作用，市场呈现止跌回稳迹象。核心城市呈现结构性回暖，30 大中城市商品房成交面积为 2,121.68 万平方米，同比增长 1.37%，其中一线、三线城市增幅明显。但整体而言房地产市场仍处于较为低迷状态。

3.进出口

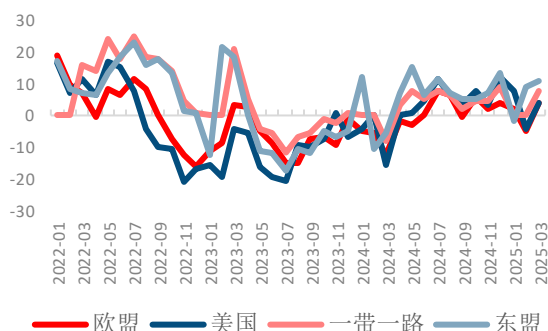
一季度进出口稳步增长、东盟和一带一路国家增速最快。2025 年一季度，在出口的强力带动下，中国货物进出口总额同比增长 1.3%，达到 10.3 万亿元。其中出口增长 6.9% 至 6.13 万亿元，而进口则下降 6.0% 至 4.17 万亿元。季度内出口增速波动显著，1、2、3 月分别为 6%、-3% 和 12.4%。从贸易伙伴来看，东盟、欧盟、美国依然是前三大对象，同时，与东盟和“一带一路”沿线国家的贸易联系愈发紧密，成为拉动外贸增长的关键引擎，3 月份与这两者的贸易增速分别达到了 10.88% 和 7.09%。

图 19:进出口总额及同比



数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 20:对主要贸易伙伴出口增速 (%)



数据来源: iFinD, 中信建投证券

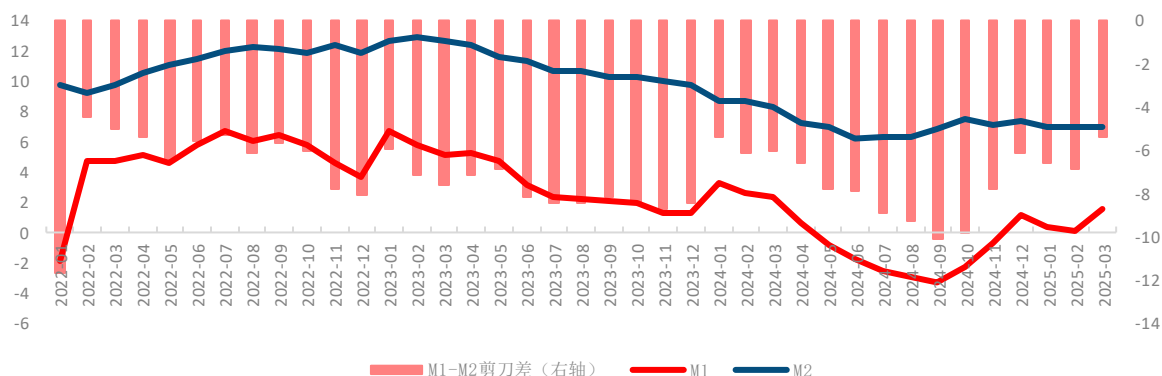
（三）货币、金融与财政

1.货币供应量

1至4月狭义货币供应量M1、广义货币供应量M2剪刀差持续为负。M2增速显著高于M1增速，表明M2所代表的整体流动性及潜在购买力增长仍远快于M1所代表的即时交易性资金增长。具体来看，1月份M1同比增长0.4%，M2同比增长7.0%，剪刀差为-6.6个百分点。2月份M1同比微增0.1%，M2同比维持7.0%的增速，剪刀差扩大至-6.9个百分点。3月份M1增速回升至1.6%，M2增速仍为7.0%，剪刀差收窄至-5.4个百分点。进入4月份，M1同比增长1.5%，而M2同比增速提升至8.0%，导致剪刀差再次扩大至-6.5个百分点。

M1统计口径调整。自2025年1月份起，中国人民银行对狭义货币供应量M1的统计口径进行了修订。新的M1统计范围包括流通中货币（M0）、单位活期存款、个人活期存款以及非银行支付机构客户备付金。此次调整旨在更准确地反映当前支付环境下货币供应的真实情况，特别是考虑到银行卡和电子支付的普及使得个人活期存款和部分高流动性金融产品已具备较强的购买力转化能力。调整后的M1旨在减弱春节等因素造成的企业与居民活期存款“跷跷板效应”，从而降低M1数据的波动性。例如，按可比口径回溯测算，2024年12月末的M1同比增速为1.2%，较原口径公布的-1.4%有显著改善。

图 21:M1、M2 及剪刀差 (%)

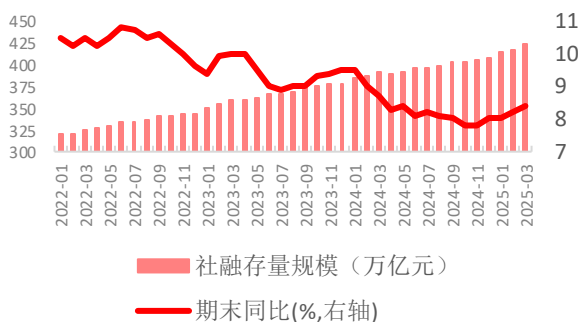


数据来源: iFinD, 中信建投证券

2. 社会融资规模

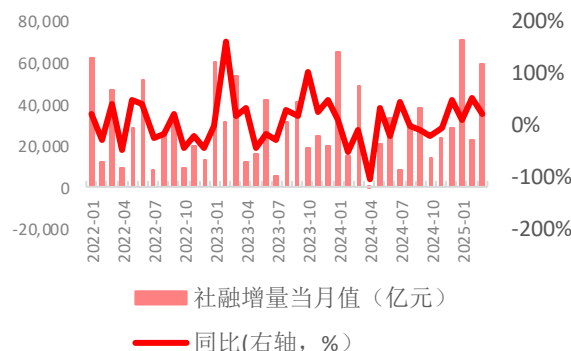
1 至 4 月我国社会融资规模存量上升、增量增速先上升后下行。2025 年一季度末社会融资规模存量为 422.9 万亿元，同比增长 8.4%。1 至 4 月，社会融资规模存量同比增速分别为 8.0%、8.2%、8.4%、8.7%，1-3 月社会融资规模增量同比增速分别为 8.98%、49.28%、21.98%。前 4 个月社会融资规模存量呈上升趋势，增量同比增速先上升后下降。

图 22: 社会融资规模存量及同比



数据来源: iFinD, 中信建投证券

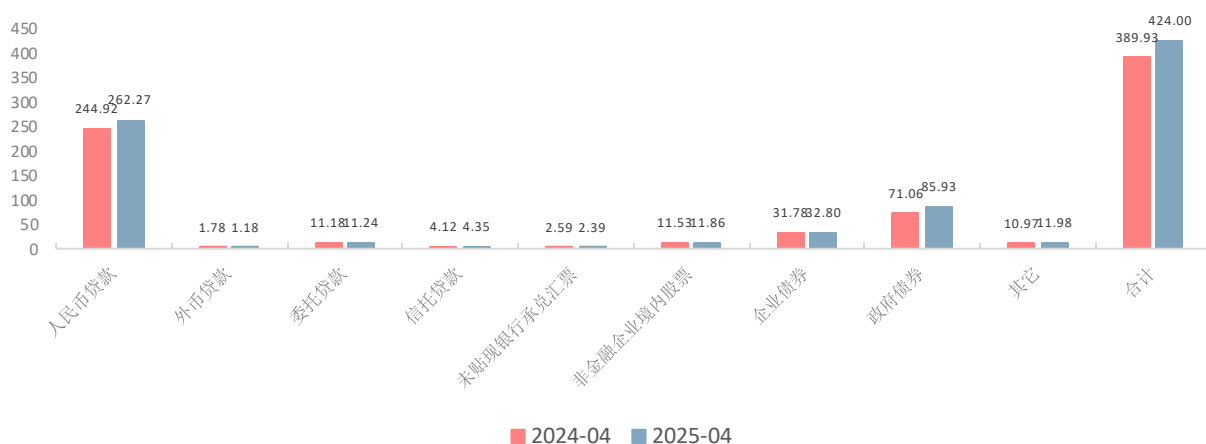
图 23: 社会融资规模增量及同比



数据来源: iFinD, 中信建投证券

与 2024 年第四季度相比，2025 年第一季度社会融资规模存量结构出现边际变化。一方面，政府债券同比增量多，3 月政府债券发行规模 1.48 万亿，较去年同期大幅抬升。另一方面，社会融资规模存量以人民币贷款为主，股票融资也明显增加，但总量小，企业债券、外币贷款、信托贷款降幅大。

图 24：2024 年和 2025 年 4 月份社会融资规模存量结构对比（单位：万亿元）

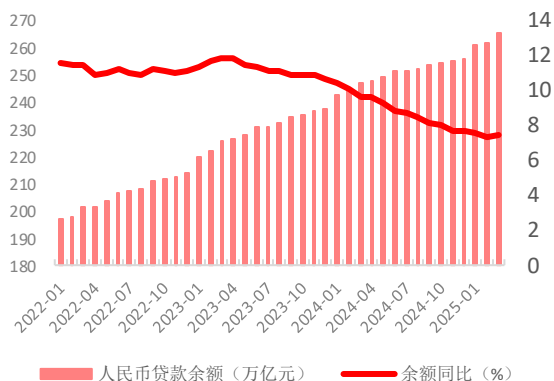


数据来源：iFinD，中信建投证券

3.人民币贷款

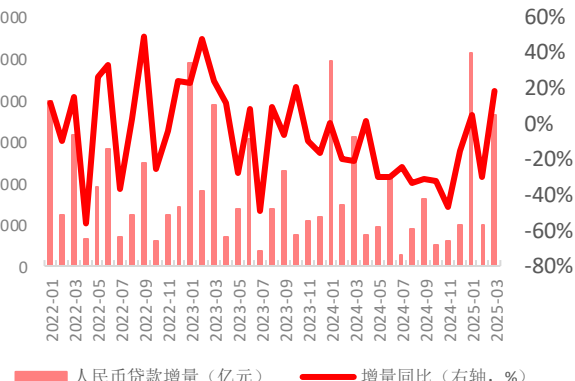
1 至 4 月人民币贷款余额呈现稳步增长态势，人民币贷款增量同比有所下降。2025 年 1 至 4 月，人民币贷款余额分别为 260.77 万亿元、261.78 万亿元、265.41 万亿元、265.70 万亿元，同比增速分别为 7.53%、7.30%、7.43%、7.23%，整体增长较为平稳。

图 25:人民币贷款余额及同比



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 26:人民币贷款增量及同比

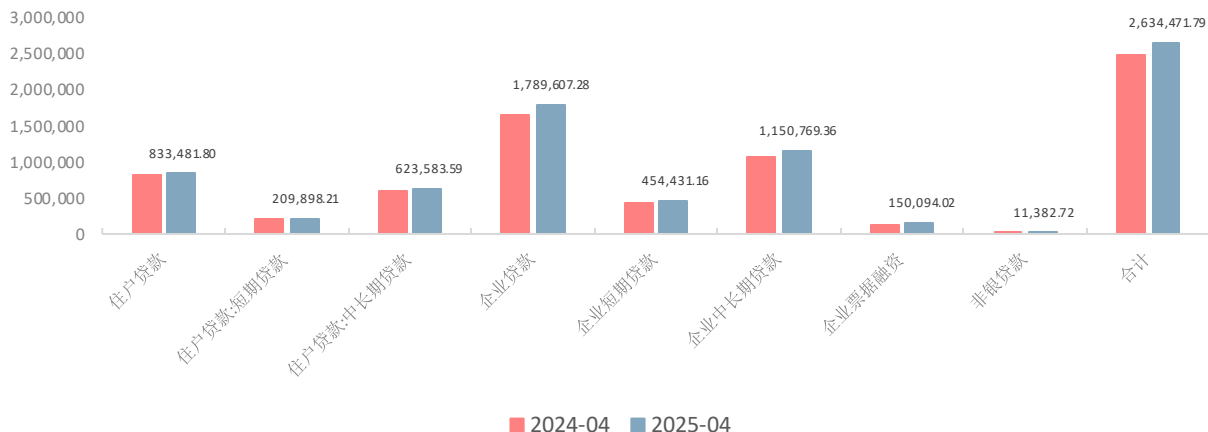


数据来源：iFinD，中信建投证券

2025 年第一季度人民币贷款投向出现分化，重点领域和薄弱环节获得有力支持。其中，科创、普惠和绿色金融成为最突出的增长引擎：科技型中小企业贷款同比激增 24%，普惠小微贷款和绿色贷款也分别实现了 12.2% 和 9.6%（较年初）的高速增长。同时，工业和基础设施领域的中长期贷款保持了高于平均水平的较快增速，为实体经济提供了稳定支撑。与之形成对比的是，房地产贷款增速虽略有回升，但个人住房贷款余额同比仍在下

降，显示市场仍在调整。整体来看，信贷资源正加速向国家战略支持的新兴产业和普惠领域倾斜¹。

图 27：2024 年和 2025 年 4 月份人民币贷款结构对比（单位：亿元）

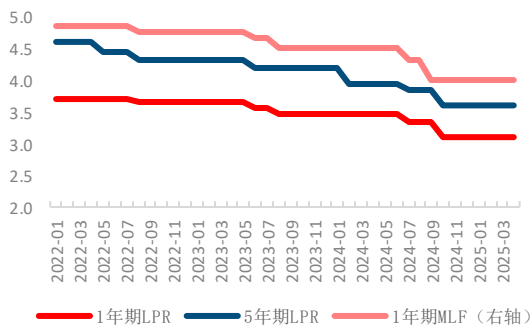


数据来源：iFinD，中信建投证券

4.利率

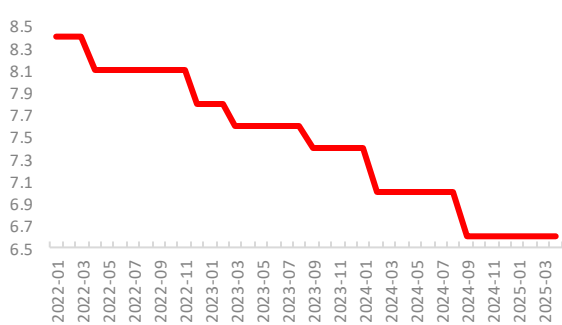
2025 年第一季度国内利率水平维持在低位。为应对外部冲击和巩固经济回升势头，央行于 5 月 7 日至 15 日期间宣布降息 10 个基点并降准 50 个基点。这些年来，人民银行在实践中不断地探索，先后创设了多项结构性货币政策工具，目前形成了总量工具为主、结构性工具为补充的货币政策调控框架。一是下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点。这次将支农支小再贷款、科技创新和技术改造再贷款、碳减排支持工具、股票回购增持再贷款、保障性住房再贷款等结构性货币政策工具利率从目前的 1.75% 下调到 1.5%。同时，给政策性金融机构的抵押补充贷款（PSL）利率从目前的 2.25% 下调到 2%。展望未来，目前商业银行净息差已收窄至 1.5% 左右的历史低位，进一步下调利率的空间或面临一定制约。

图 28:1 年期 LPR、5 年期 LPR、1 年期 MLF 走势



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 24:加权平均存款准备金率（%）



数据来源：iFinD，中信建投证券

¹资料来源：https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202505/content_7025931.htm

（四）资本市场

1.主要股指

A股市场宽幅震荡，走出独立行情，整体表现优于美股市场。截至2025年5月31日，与中国内地资产关联紧密的恒生指数表现抢眼，累计大幅上涨18.68%。A股内部则呈现分化，上证指数累计上涨2.60%，而深证成指小幅下跌0.47%。尤其是在4月2日特朗普宣布挑起全球贸易战后，A股市场展现出较强韧性，受到的直接冲击有限，对关税等外部因素的负面影响逐渐“钝化”。同期受贸易政策不确定性影响，美国市场主要股指在1-4月均大幅回调，5月受中美日内瓦联合声明等影响，全球贸易不确定略有下降，美股估值修复。截至5月31日，道琼斯工业指数累计小幅下跌0.29%，纳斯达克指数下跌0.87%，标普500指数下跌0.74%。

表 1：主要股指走势

| 证券简称 | 区间涨跌幅，%(25.1.1-5.7) |
|----------|---------------------|
| 道琼斯工业指数 | -0.2883 |
| 纳斯达克指数 | -0.8663 |
| 标普 500 | -0.7351 |
| 英国富时 100 | 6.2020 |
| 法国 CAC40 | 4.8437 |
| 德国 DAX | 19.8396 |
| 日经 225 | -1.2174 |
| 韩国综合指数 | 12.4526 |
| 恒生指数 | 18.6841 |
| 上证指数 | 2.6032 |
| 深证成指 | -0.4702 |
| 台湾加权指数 | -6.5030 |

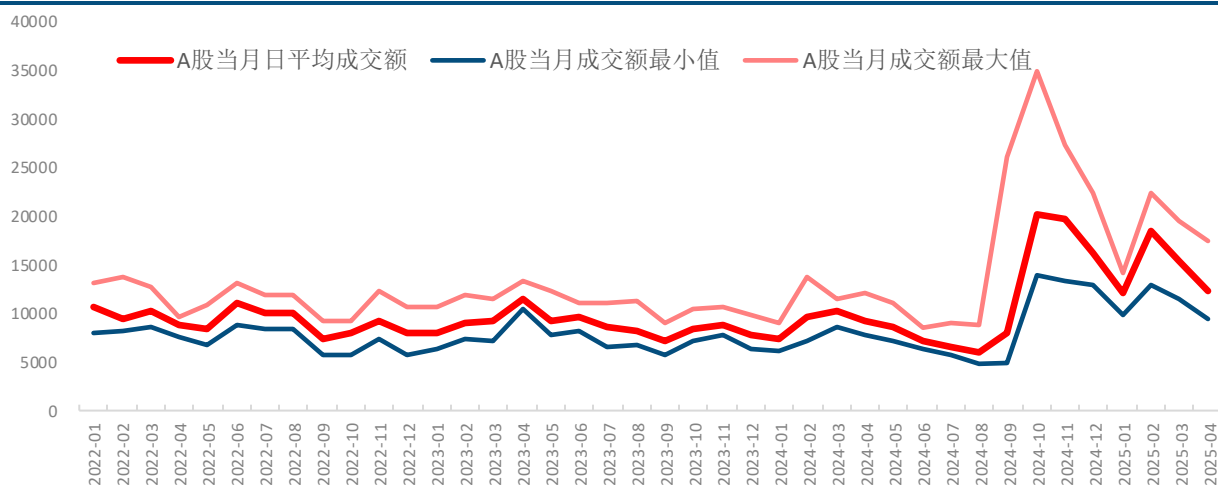
资料来源：iFinD，中信建投证券

分行业来看，市场投资主线聚焦于“新质生产力”与内需驱动，行业轮动特征明显。受益于政策持续加持和对科技自立的预期，AI应用、智能驾驶、航空航天和低空经济等新质生产力相关板块受到资金追捧，涨幅居前。同时，受益于“以旧换新”等促消费政策，家电、消费电子和医疗保健等大消费板块也表现不俗。市场轮动速度较快，资金在科技成长与高股息红利板块之间寻求平衡。例如，在外部不确定性加剧的4月份，具备防御属性的煤炭、公用事业等高股息板块一度走强；而进入5月，随着市场对政策预期升温，科技成长板块重获资金关注。此外，在地缘政治风险背景下，部分有色金属和国防军工板块也存在结构性机会。

2.市场活跃度

2025年以来，A股市场活跃度保持高位，展现出较强韧性。市场交投在年初较为活跃，日均成交额稳定在1万亿至2万亿元之间。其中，市场情绪在2月份达到阶段性高点，最高单日成交额一度突破2.2万亿元。尽管4月以来随着市场进入震荡期，成交量较一季度有所回落，但整体成交中枢较去年有明显抬升，显示出在外部冲击下，市场仍具备较强的承接力量。

图 30:A 股日均成交金额（亿元）

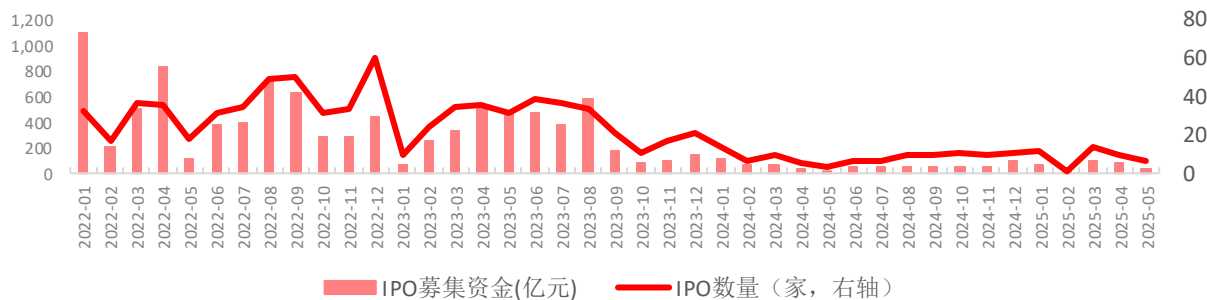


数据来源: iFinD, 中信建投证券

3.IPO

IPO 发行节奏和融资规模在“强监管”背景下保持稳定。截至 5 月 31 日,A 股市场共有 43 家公司完成 IPO, 1-5 月发行数量分别为 12 家、1 家、14 家、10 家和 6 家,对应的融资金额分别为 71 亿元、1 亿元、92 亿元、82 亿元和 34 亿元,这主要反映了监管层在强调投融资两端动态平衡的原则下,根据市场环境调节发行节奏。

图 31: IPO 融资规模和数量



数据来源: iFinD, 中信建投证券

4.北向资金

2025 年一季度北向资金净流入约 286 亿元。1 月流入超 150 亿元; 2-3 月持仓市值增至 2.24 万亿元。4 月净流出 12 亿元,对贵州茅台减持 3.5 亿元。5 月净流入超 200 亿元,增持半导体、新能源车、AI 算力,核心持仓宁德时代 1412 亿、贵州茅台 1200 亿+。行业配置方面,北向资金持仓前三为电力设备 2730 亿、电子 2300 亿、银行 2275 亿。北向资金一季度主要增持实体产业,二季度则转向算力基建及高股息资产。

二、上半年政策回顾梳理

（一）海外政策

1. 美国

（1）《美国优先投资政策》出台：限制中国对美投资的机制和脉络

2月21日特朗普政府发布《美国优先投资政策》备忘录，以“经济安全即国家安全”为核心，系统性地强化对华投资限制。该政策不仅延续并深化了以往对外国投资的审查，更是通过赋予外国投资委员会（CFIUS）更大权力，严格审查甚至“默认拒绝”来自中国在人工智能、半导体、能源等关键领域的投资，并加强对敏感区域房地产、绿地投资及美国资本流向中国军工产业的监管²。

（2）移民政策收紧

移民政策核心趋势呈现为收紧边境管控与结构性优化并行。美国以国家安全为由自6月9日起全面限制阿富汗、缅甸、伊朗等12国公民入境，并对布隆迪、古巴等7国实施部分限制。同时职业移民绿卡配额缩减至15万个（家庭类为22.6万个），政策向STEM、医疗、教育等高技能人才倾斜，延长其工作许可并简化流程。此外，政府严厉打击非法移民，废除非法移民子女的出生公民权，允许在敏感场所（如学校、教堂）执法，并暂停难民接纳计划。

（3）大而美法案（One Big Beautiful Bill Act）

5月，特朗普政府提出大而美法案（One Big Beautiful Bill Act），该法案是一项综合性立法，旨在通过减税、调整联邦项目支出及提高法定债务上限等方式改革联邦政府各机构及项目。其内容涉及农业部补充营养援助计划（SNAP）的调整、2018年农业法案授权计划的延长，以及国防开支和移民政策的重大调整。移民方面，法案大幅增加边境安全与执法资金，对寻求人道主义保护的移民收费，并限制特定人群获得联邦福利，同时收紧了对SNAP、Medicaid和CHIP等福利的资格。

2. 欧盟

（1）人工智能法案相关条例生效

2月，《人工智能法案》中禁止具有不可接受风险的人工智能系统的部分将生效。根据《人工智能法案》，社交评分系统和某些形式的情绪识别等做法将被禁止。到8月，通用人工智能（GPAI）模型的要求也将生效，以确保人工智能系统安全可靠。

（2）初创企业和扩大规模战略发布

5月欧盟委员会发布了欧盟初创企业和扩大规模战略，即“选择欧洲：从初创到壮大”战略，旨在弥补欧盟在独角兽企业（估值超过10亿美元的初创企业）数量上的不足，使欧洲成为全球技术驱动型公司创业和发展的理想之地。欧盟委员会计划设立规模至少100亿欧元（814亿人民币）的公私合营基金，以支持科技公司实现规模扩展。

3. 日韩

（1）日本放宽中国公民签证政策

²资料来源：<https://fddi.fudan.edu.cn/f9/e3/c21253a719331/page.htm>

25 年日本采取针对中国公民的签证放宽措施，以促进中日两国的经济与人文交流。具体包括设立有效期 10 年的旅游签证，并将团队旅行签证的可停留天数从 15 天延长至 30 天，此外对于 65 岁以上的中国公民，个人签证申请将不再需要提交在职证明。日本 3 年有效签证签发后三个月内必须入境的规定也将被废除。

（2）韩国注重恢复民生经济等四大方向

1 月 2 日韩国企划财政部发布《2025 年经济政策方向》报告，强调全年经济政策将旨在全力稳定经济，包括恢复民生经济等四大方向。一是政府将实施 18 万亿韩元的经济振兴计划，推进相关政策、保障民生；二是全力稳定国家对外信用，将向外资提供大量现金补贴和税收优惠；三是探索提升产业竞争力的根本性方案，重点为改革支柱产业和发掘有潜力的新产业；四是通过临时税收抵扣等手段大幅改善中小企业的投资环境。

（二）国内政策

1. 全国两会政府工作报告

政府工作报告确立 GDP 增长 5% 左右和 CPI 涨幅约 2% 的稳健目标，为此采取了强有力的宏观政策组合：核心是将财政赤字率历史性地提升至 4% 左右，并辅以至时降准降息的适度宽松货币政策，旨在全方位扩大国内需求，使其成为拉动增长的主动力。在产业层面，报告强调要加快培育壮大包括“具身智能”在内的新兴及未来产业，形成新质生产力。为保障经济健康运行，报告部署了多项关键改革与风险防范任务，包括推动标志性国企改革落地以激发市场活力，通过加强战略力量储备和稳市机制建设来稳定资本市场，以发展新型离岸贸易等方式积极稳定外贸外资，并持续用力推动房地产市场止跌回稳，同时一体化推进对地方中小金融机构与政府债务风险的积极防范和化解。

2. “一揽子金融政策支持稳市场稳预期” 新闻发布会

5 月 7 日国新办举行“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会，中国人民银行明确了一系列即将落地的适度宽松货币政策具体举措，这套政策组合拳分为数量、价格与结构三大类共十项措施，核心包括降低存款准备金率 0.5 个百分点，下调政策利率 0.1 个百分点，并同步调降结构性工具及个人公积金贷款利率。同时，通过增加科技创新、支农支小再贷款额度，并创新设立“服务消费与养老再贷款”和科技创新债券风险分担工具等方式，精准加大对科技创新、扩大消费和普惠金融等重点领域的支持。与之协同的是，金融监管总局和证监会也宣布了配套措施，前者聚焦于加快出台适配房地产新模式的融资制度和引导保险等长期资金入市，后者则着力于巩固股市回稳势头、深化科创板改革及推动上市公司并购重组。

3. 公募基金高质量发展行动

5 月中国证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，落实中央政治局“稳步推进公募基金改革”决策部署。该方案围绕 25 条具体举措，包括建立浮动管理费制度、优化业绩比较基准监管、加强信息披露、延长考核周期等，并对场外宽基指数基金和机构投资者直销平台在今年内启动试点。方案要求主动权益类基金在一年内至少 60% 新发产品采用浮动费率，ETF 注册时限压缩至 5 个工作日，混合及债券基金注册不超过 15 个工作日。方案同时提出将在三年内完成政策落地，形成行业高质量发展的拐点。

4. 推动中长期资金入市工作

2025 年 1 月 24 日，中央金融办等 6 部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，聚焦公募基金、商业保险资金、养老金等中长期资金入市的卡点堵点问题，提出了一系列更加具体的举措。明确未

来三年公募基金持有 A 股流通市值每年至少增长 10%。对于商业保险资金，力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股。

5. 实施提振消费专项行动

2025 年 3 月 16 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》（以下简称《方案》），旨在大力提振消费，全方位扩大国内需求。《方案》共提出 8 个方面 30 条具体政策举措，将有效提振消费信心和释放消费潜力，对促进经济持续增长具有重要意义。国务院新闻办公室于 3 月 17 日举行新闻发布会，对《方案》进行介绍并回答问题，提到研究建立全国性育儿补贴制度，扩大生育保险覆盖范围，消费品以旧换新支持资金从去年的 1500 亿元增加到 3000 亿元等措施。

6. 通过制造业绿色低碳发展行动方案

国务院常务会议于 5 月 23 日审议通过《制造业绿色低碳发展行动方案（2025—2027 年）》，指出推进制造业绿色低碳发展是大势所趋，要加快绿色科技创新和先进绿色技术推广应用。方案要求推进传统产业深度绿色转型，引领新兴产业高起点绿色发展。同时，需加大清洁能源、绿色产品推广，提升资源循环利用水平，强化新型工业化绿色底色。

（三）关税政策

1. 美国：关税政策反复

25 年初，美国政府以应对非法移民和芬太尼问题为由，援引《国际紧急经济权力法》（IEEPA）于 2 月 1 日宣布对中国、墨西哥、加拿大输美商品加征关税，其中对华 10% 关税于 2 月 4 日生效。4 月 2 日，特朗普政府再次动用 IEEPA，以贸易逆差构成“国家紧急状态”为名，宣布对几乎所有贸易伙伴征收 10% 的普遍基准关税（4 月 5 日生效），并对中国（34%）、欧盟（20%）等存在贸易逆差的国家征收更高的“对等关税”（4 月 9 日生效），使对华总加征关税一度高达 145%。5 月 12 日中美在日内瓦进行高层经贸磋商，并发布联合声明，同意大幅降低互征关税，美国对华关税从 145% 降至 30%。5 月 28 日，美国国际贸易法院（USCIT）由三名具有两党背景的法官组成的小组做出裁决，阻止执行上述基于 IEEPA 的关税，包括针对芬太尼/移民的初期关税以及 4 月宣布的普遍基准关税和“对等关税”，但次日（5 月 29 日）美国联邦巡回上诉法院（CAFC）便批准了政府的紧急请求，暂时搁置了国际贸易法院的禁令。

2. 中国：对美国关税反制

为了反制美国政府以应对非法移民和芬太尼问题为由对我国加征的关税，我国于 3 月 4 日宣布，自 2025 年 3 月 10 日起对原产于美国的鸡肉、小麦等部分进口商品加征关税。4 月 4 日，为应对特朗普政府的“对等关税”政策，我国宣布于 4 月 10 日起对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税，并将 11 家美国实体列入不可靠实体清单，将 16 家美国实体列入出口管制管控名单，随后中国对美关税一度达到 125%。5 月 12 日，中美在日内瓦进行高层经贸磋商，并发布联合声明，同意大幅降低互征关税，美国对华关税从 145% 降至 30%，中国则同步对美关税从 125% 降至 10%。

表 2: 中美关税调整对比表

| 时间 | 美国对华关税措施及文件文号 | 中国对美关税措施及文件文号 |
|--------|---|---|
| 2001 年 | P.L.106-286 法案：美国将中国列入永久正常贸易关系（PNTR），中国享受美国最惠国待遇关税税率。 | 中国加入世贸组织议定书：中国对各 WTO 成员（包括美国）承诺的具体 MFN 税率表。2018 年中国对美平均关税 |

| | | |
|--------------------------|---|---|
| | 2018 年美国对华平均关税约 2.7%。 | 约 8%。 |
| 2018 年 3 - 9 月 | 第 13836 号/第 13846 号/第 13850 号行政命令：根据 301 调查三批对中国商品加征 25%、25%、10% 关税（最高累计约 25%） | 税委会 2018 年第 2/3/4 号公告：报复性加征 15% - 25% 关税（最高累计约 25%） |
| 2025 年 2 月 1 日 - 4 月 2 日 | 第 14195 号/第 14200 号/第 14228 号/第 14256 号行政命令：针对低值邮包“芬太尼”供应链加征 10%、提高至 20%、维持 20%、恢复 10% 关税（最高累计 20%） | — |
| 2025 年 4 月 2 日 | 第 14257 号行政命令：在 10% 基础关税上加征 34% 关税（累计 44%） | 税委会 2025 年第 4 号公告：对等加征 34%，部分商品如大豆综合税率达 49% |
| 2025 年 4 月 8 日 | 第 14259 号行政命令：额外加征 50% 关税（累计税率 104%） | 税委会 2025 年第 5 号公告：加征税率从 34% 提升至 84% |
| 2025 年 4 月 9 日 | 第 14266 号行政命令：加征 21%（累计税率 125%，部分商品因芬太尼问题达 145%） | 税委会 2025 年第 6 号公告：加征至 125% |
| 2025 年 5 月 12 日 | 《日内瓦联合声明》：暂停 24%（90 天）；保留 10% 基线关税 | 《日内瓦联合声明》：同步暂停 24% 关税（90 天），保留 10% 基线关税 |

资料来源：美国《国会研究处报告》，美国政府，中国税委会，中信建投证券

三、下半年宏观政经展望

（一）终局向好：中美贸易谈判进展波折中前进

1. 日内瓦协议的初步缓和与战略背景

2025 年上半年的中美经贸关系在经历了紧张与缓和的交替后，以 5 月 12 日达成的《中美日内瓦经贸会谈联合声明》为一个重要的转折点。该声明中，双方同意大幅降低双边关税水平，美方取消总计 91% 的加征关税，中方相应取消 91% 的反制关税；同时，美方暂停实施 24% 的“对等关税”，中方亦暂停相应反制措施。这一协议为双边贸易的暂时稳定奠定了基础。美国贸易代表办公室（USTR）于 6 月 1 日宣布，将对华 301 条款关税的部分豁免延长至 2025 年 8 月 31 日，以及中国商务部于 5 月 14 日为落实日内瓦共识，暂停部分美国实体的出口管制及不可靠实体清单措施 90 天，均显示出双方在协议框架下采取了初步的积极姿态。

2. 下半年展望：双轨并行的贸易政策与持续的科技博弈

然而，日内瓦协议更应被视为一种战术性的缓和，而非战略性的根本转变。其中 24% “对等关税” 的暂停期仅为 90 天，其他豁免亦具临时性，这表明深层次的战略竞争，尤其是在高科技领域，仍将持续。尽管日内瓦协议为双方争取了时间并减轻了眼前的经济压力，但并未消弭两国间的根本分歧。

进入 2025 年下半年，美国对华贸易政策预计将呈现“双轨”特征：一方面，在一般贸易领域维持对话与接触，以管控经济风险；另一方面，在战略性高科技领域，遏制中国技术进步的意图和行动将持续。尽管美国商务部撤销了拜登时代的 AI 扩散规定，并有市场传言称特朗普政府可能取消 AI 芯片出口分级规则，但这些更多是策略调整而非方向性改变。美国以“国家安全”为由，对华出口管制和投资限制预计仍将是其政策工具箱中的重要组成部分。美国总统特朗普此前关于将在短期内为贸易伙伴设定新关税税率的表态，虽然在日内瓦协议后调门有所降低，但仍为未来的贸易关系增添了不确定性。

3.波折中前进的谈判前景

面对复杂的外部环境，中国将继续坚持通过对话协商解决经贸分歧的立场，如 2025 年 4 月国务院新闻办公室发布的《关于中美经贸关系若干问题的中方立场》白皮书所申明的。同时，中国也将战略性地运用其经济体量和监管工具进行应对。过去对原产于美国的进口商品加征关税，以及对战略性矿产（如稀土）实施出口管制，均显示了中国的反制能力。市场消息称中国已向 4 家稀土制造商发放出口许可证，这可能是一种经过精心校准的信号，既展现了中方对相关物项的管控能力，也保留了在特定条件下供应的灵活性。此外，中国大力发展“新质生产力”，推动科技自立自强，本身也是提升其在国际经贸博弈中地位的长远战略。

（二）政策同频：美联储降息落地，国内宏观对冲政策持续发力

进入 2025 年下半年，全球主要央行的货币政策有望出现一定程度的转向，而中国国内的宏观对冲政策也将持续发力，以应对内外部经济环境的变化。

1.全球货币政策宽松预期

市场普遍预期美联储将在 2025 年下半年启动降息周期。摩根大通等机构的策略师也预计美联储将在下半年降息，尽管具体时点和幅度仍存不确定性。高盛亦预测美联储在 2025 年有多次降息可能。芝商所的 FedWatch 工具显示，虽然 6 月份降息概率不高，但市场对年底前降息的预期依然存在。欧洲央行方面，其官员也已释放鸽派信号，暗示可能在夏季后再次下调借贷成本。这一全球主要央行货币政策的潜在同步宽松，将为各国，包括中国，提供更为灵活的政策操作空间。

表 3:CME 利率期货隐含下一次降息在 9 月

| 日期 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2025/6/18 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 99.90% |
| 2025/7/30 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 16.50% | 83.40% |
| 2025/9/17 | 0.00% | 0.00% | 10.10% | 57.20% | 32.70% |
| 2025/10/29 | 0.00% | 4.90% | 33.20% | 45.20% | 16.60% |
| 2025/12/10 | 3.20% | 23.10% | 40.90% | 26.90% | 6.00% |

资料来源：芝加哥商品交易所（CME），中信建投证券

2.国内财政政策持续加力

面对复杂的经济形势，中国财政政策在 2025 年下半年将继续扮演关键的逆周期调节角色。财政部长蓝佛安已明确表示将实施“更加给力的财政政策”，包括积极利用赤字空间、扩大专项债发行和投向、继续发行超长期特别国债等。2025 年 5 月财政部续发 30 年期超长期特别国债，即是这一政策思路的体现。这些资金将重点投向国家重大战略、设备更新、消费品以旧换新和民生保障等领域。地方政府专项债的管理和使用也将持续优化，重点支持土地储备、保障性住房建设等。这种财政支持的特点在于其精准性和战略导向性，旨在解决结构性矛盾，而非大水漫灌式的强刺激，更侧重于提升经济发展的质量和可持续性。

3.国内货币政策精准发力

中国人民银行已明确将实施“适度宽松的货币政策”。2025 年 5 月已实施了年内首次全面降准和 LPR（贷款市场报价利率）下调。潘功胜行长亦曾表示，存款准备金率和利率仍有调整空间。市场普遍预期 2025 年下半年 LPR 和存款准备金率可能进一步下调。

值得关注的是“新型政策性金融工具”或“新型结构性货币政策工具”的运用。2025年5月，央行已宣布设立5000亿元规模的“服务消费与养老再贷款”。同时预计中国将推出一项规模达5000亿元左右的新型政策性金融工具，该工具将主要由政策性银行通过发行专项债券来筹集资金，并定向投资于科技创新、人工智能、数字经济以及消费基础设施等决定长远竞争力的核心领域。这与国家发改委此前表态将设立新型政策性金融工具以解决项目资本金不足问题的方向一致。这些工具的运用，体现了货币政策从总量调控向结构优化的转变，旨在更精准地将流动性引向国民经济的重点领域和薄弱环节。

4. 我国宏观政策考量

我国宏观政策的首要考量仍是国内经济的稳定 and 高质量发展。全球主要央行若进入降息通道，无疑将减轻人民币汇率压力和资本外流风险，为中国央行提供了更大的政策操作空间，使其能够更从容地运用降准、降息等工具，并推出创新的结构性政策工具，以支持实体经济、稳定市场预期。因此，下半年中国货币政策的调整时机和力度，可能会在兼顾内外均衡的前提下，与美联储等主要央行的政策节奏形成一定程度的呼应，但这更多是策略性的相机抉择，服务于国内经济的根本目标。财政政策将继续承担稳增长和调结构的主要责任，而货币政策则更侧重于通过精准的流动性管理和结构性工具，为经济的转型升级营造适宜的金融环境。

（三）时结硕果：改革政策效果显现，资本市场中长期资金入市、扩内需促消费

2025年下半年，随着各项改革措施的深化和宏观对冲政策的持续发力，部分领域的积极效应有望逐步显现，尤其是在资本市场建设和内需潜力释放方面。

1. 资本市场改革深化与中长期资金引入

中国资本市场在2025年上半年持续推进改革，旨在提升市场效率、吸引长期投资。政策层面，1月份出台的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》奠定了基调。随后，优化社保基金投资管理制度、调整保险资金权益资产监管比例、推动公募基金高质量发展并向“重回报”转变等一系列举措相继落地。这些政策的核心目标是改善资本市场投资者结构，增强市场韧性。

将于6月18日至19日举办的2025陆家嘴论坛，预计将成为下半年资本市场政策的重要窗口期。中央金融管理部门已预告将在论坛期间发布若干重大金融政策。论坛议题涵盖“推动资本市场持续稳健发展”和“金融支持新质生产力发展”，预示着相关政策可能聚焦于进一步开放市场、吸引外资、服务科技创新等方面。香港作为国际金融中心的角色也将得到强化，例如优化内地企业赴港上市规则，以及探讨降低港股高价股的投资门槛等。备受关注的科创板、创业板改革预计将在下半年有更具体的政策措施出台。证监会已明确将增强制度的包容性和适应性，支持优质未盈利科技企业上市，并稳妥恢复科创板第五套标准的适用。

综合来看，2025年下半年资本市场改革的“组合拳”有望吸引更多中长期资金入市，改善市场生态，并为符合国家战略方向的创新型企业提供更通畅的融资渠道。陆家嘴论坛的政策发布，预计将进一步提振市场信心，并为资本市场服务实体经济，特别是支持新质生产力发展提供更明确的路径。

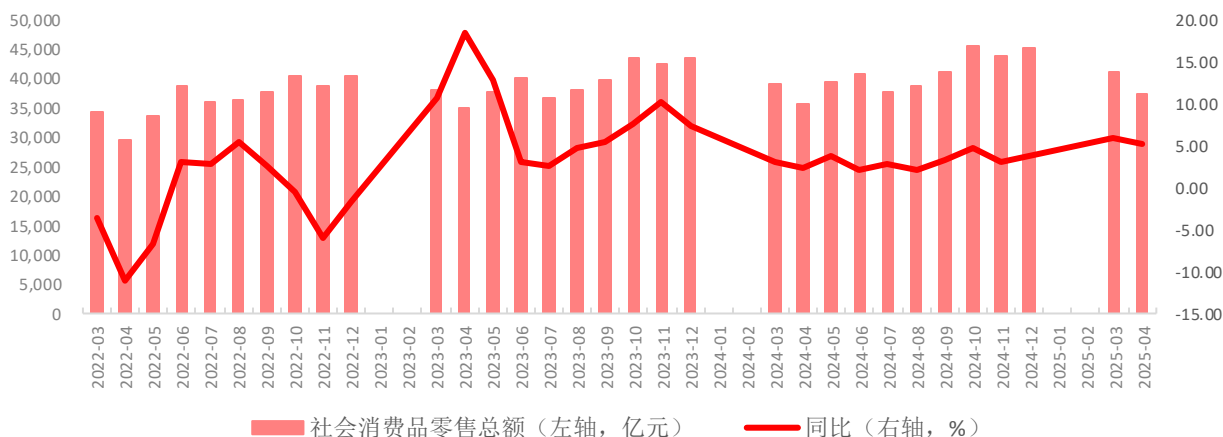
2. 扩大内需与促进消费政策效果评估

在促进消费方面，2025年上半年政策力度显著。3月份出台的《提振消费专项行动方案》确立了总体框架。大规模的“以旧换新”活动全面铺开，覆盖汽车、家电、电子产品等多个领域，并辅以财政补贴。截至

2025 年 5 月 31 日“以旧换新”五大品类已带动销售额 1.1 万亿元³。服务消费也成为政策发力点，央行 5 月设立的 5000 亿元服务消费与养老再贷款，旨在引导金融机构加大对相关领域的信贷支持。

从数据上看，消费市场呈现温和复苏态势。2025 年 4 月份社会消费品零售总额同比增长 5.1%，较一季度 4.7% 的增速有所加快。这在一定程度上反映了政策的初步成效。然而消费的持续复苏并非坦途，消费的根本性回暖，最终取决于居民收入预期的改善和就业市场的稳定。如果经济结构转型带来的就业压力未能有效缓解，或者居民对未来收入增长缺乏信心，单纯的消费刺激政策效果可能会边际递减。

图 32：社会消费品零售总额



数据来源：国家统计局，中信建投证券

因此，2025 年下半年，促消费政策的“果实”能否丰硕，不仅取决于政策本身的力度和精准度，更深层地依赖于整体经济环境的改善，以及结构性改革，如收入分配、社会保障等能否有效提振居民的长期消费意愿和能力。预计下半年政策将更加注重文旅、体育、健康消费等场景创新和优化离境退税等提升消费便利度，以期从多维度激发消费潜力。

（四）落子布局：十五五规划重点日渐清晰

1. “十五五”规划：承前启后的战略定位

2025 年作为“十四五”规划的收官之年与“十五五”规划（2026-2030 年）的关键谋划期，其战略意义尤为凸显。回顾“十四五”，中国在经济总量提升、民生保障、高水平开放等方面取得了显著成就，但也面临基础研究薄弱、核心技术瓶颈、绿色转型压力以及民生与产业升级结构性矛盾等挑战。这些未竟之业与发展中的新问题，将成为“十五五”规划着力破解的关键。“十五五”规划不仅承载着巩固“十四五”发展成果的使命，更肩负着为 2035 年基本实现社会主义现代化宏伟蓝图奠定坚实基础的历史重任。习近平总书记多次强调，规划的制定需坚持科学决策、民主决策、依法决策，高质量完成编制任务，并充分考量国际格局演变、国内形势变化，把握战略重点，统筹发展与安全。

2. “十五五”规划核心战略与重点领域

³资料来源：https://www.gov.cn/zhengce/jiedu/tujie/202506/content_7026147.htm

展望“十五五”，规划的核心战略将以创新驱动引领现代化产业体系建设，聚焦“新质生产力”培育，全面提升产业链供应链的韧性与安全水平。这标志着中国经济发展从高速增长阶段向高质量发展阶段的深刻转型。具体而言，以下几个方面预计将成为“十五五”规划的重中之重：

（1）强化科技创新与产业升级的引领作用

国家将把教育、科技、人才一体化置于基础性战略地位，力图在原始创新和关键核心技术上取得突破。这包括持续加强国家战略科技力量布局，聚焦“卡脖子”环节攻坚克难。同时，加速壮大战略性新兴产业（如新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源及新能源汽车、生物医药、绿色环保等），并前瞻布局未来产业（如未来制造、未来信息、未来材料、未来能源、未来空间、未来健康以及低空经济等），抢占全球科技与产业竞争的制高点。此外，传统产业的智能化、绿色化、高端化转型，提升全要素生产率（TFP）也将是重要内容。

（2）构建自主、安全、高效、绿色的现代化产业体系

规划将突出创新驱动、绿色低碳发展和智能化转型。二十大报告已明确将“建设现代化产业体系”作为关键战略任务，强调科技是第一生产力、人才第一资源、创新第一动力。二十届三中全会进一步强调“构建支持全面创新的体制机制”，特别是“统筹推进教育科技人才体制机制一体改革”。二十届中央财经委员会第一次会议提出的产业“完整性、先进性、安全性”要求，尤其是“安全性”，将在“十五五”产业政策中占据核心地位。这意味着在产业布局、技术研发和资源配置上，国家将更加注重防范风险，保障产业链供应链的安全稳定。

（3）深化改革开放、统筹区域发展与民生福祉

建设高标准市场体系是实现高质量发展的基础。规划将继续深化市场化改革，完善要素流通机制，破除体制性障碍，以提高资源配置效率。同时，将扩大高水平对外开放，在更大范围内引进全球创新资源，构建多元化、韧性强的供应链网络。推动区域协调发展，缩小城乡差距，实现共同富裕，仍是重要目标。规划将鼓励地方根据自身资源和产业基础进行合理定位，形成特色产业集群，实现区域经济协同发展。在高质量发展中促进共同富裕，健全基本公共服务体系，提高人民生活品质，将是规划的出发点和落脚点。国民收入分配方面，将更加强调“提低、扩中、调高”，优化再分配机制，发挥第三次分配作用。同时，积极应对人口老龄化挑战，完善生育支持政策体系。坚定不移走生态优先、绿色发展之路，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，积极稳妥推进碳达峰碳中和，构建清洁低碳安全高效的能源体系，仍是“十五五”时期的重要任务。

3. “十五五”规划的宏观目标与下半年展望

在宏观经济目标方面，“十五五”期间中国GDP年均增速预计在4.5%左右。消费结构方面，将重点发力提振消费，增强其对经济的支撑力。2025年下半年，围绕“十五五”规划的专题研究、专家论证和意见征求工作将密集展开。年底的中央经济工作会议及相关重要会议，将对规划的指导思想、主要目标和重点任务进行审议和定调，届时更多细节和政策信号有望释放。

（五）久久为功：科技与产业建设持续推进

1. 新质生产力：战略引领与政策延续

发展“新质生产力”已成为当前中国经济工作的核心议程，旨在通过科技创新引领产业全面升级，塑造发展新动能新优势。2025年下半年，相关领域的政策支持和产业建设预计将持续深化。这一战略并非短期刺激，而是关乎中国经济发展模式的长远转型，其核心在于以科技创新为主导，实现生产力向更高级、更有效

率的形态跃迁。2025年上半年，从中央到地方，各项政策均体现了对发展新质生产力的重视，包括加大科技研发投入、推动产业数字化智能化转型、培育战略性新兴产业等。

2. 重点产业：政策聚焦与发展动向

在人工智能（AI）领域，政策持续支持其在“AI+消费”等各行业的应用深化，国家层面通过《算力互联互通行动计划》等大力推动算力基础设施建设，并着手AI治理和国际标准制定。尽管面临美国出口管制（如英伟达可能调整对华AI芯片供应策略），预计下半年将出台更多关于AI伦理、数据安全、跨境数据流动的细化政策，以应对科技竞争，加速自主研发。

生物医药产业同样受到政策持续鼓励，例如深圳市出台全链条支持医药和医疗器械发展的措施，北京规划建设国际医药创新公园，资本市场也为生物医药企业提供融资支持，国家药监局亦在修订药品试验数据保护等相关规定以鼓励创新，市场关注药品集中采购政策的优化以平衡降价与激励创新。下半年政策将持续聚焦创新药和高端医疗器械的研发。

在半导体领域，国家层面持续通过税收优惠等政策支持集成电路产业发展，加速供应链本土化和自主可控成为核心目标。面对美国出口管制和潜在关税调整等外部不确定性，预计国内半导体设备行业有望大规模整合，下半年国家主导的投资预计将持续加码，力求在制造设备、核心材料、EDA工具等关键环节取得突破，Chiplet等技术被视为潜在追赶路径。

低空经济作为新兴战略产业发展迅猛，国家已成立专门发展部门，工信部等规划信息基础设施，合肥颁发全球首张eVTOL运营合格证是标志性进展。下半年预计更多城市将出台地方支持政策并启动试点，政策重点将围绕空域管理、安全标准、运营规范等方面。量子科技被定位为未来产业核心方向之一，已获国家专项债券等财政资金支持基础设施建设，2024年研发投入已超百亿元，下半年政策将继续鼓励原始创新并推动量子计算云平台等早期应用探索。

制造业的数字化转型也是政策持续推进的重点，国家已出台针对轻工、电子信息、医药、电力装备等多个行业的数字化转型实施方案，工信部持续推进制造业新技改城市试点工作。下半年智能工厂、智能供应链建设将加速，人工智能、大数据在制造业的融合应用将深化，政策将兼顾传统产业升级（如设备更新补贴）和先进制造能力培育。对于战略性新兴产业的通用支持，国资委推动央企加大投入，设立专项创投基金，资本市场改革也为相关企业提供融资便利。这些产业将继续是财政和金融政策的重点倾斜对象，可能会鼓励通过并购重组优化产业组织结构。

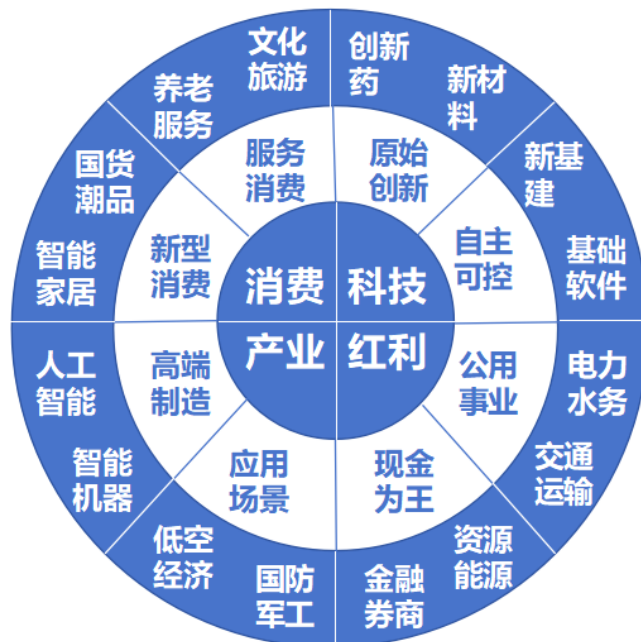
3. 协同效应与政策方向

在发展“新质生产力”的过程中，科技进步与新型基础设施建设之间形成了正反馈效应。例如人工智能的广泛应用需要强大的算力支持，而算力基础设施的完善又为AI模型的训练和部署提供了土壤。同样，低空经济的兴起也依赖于专用空域、通信网络等基础设施的建设。这种相互促进的态势，意味着在这些领域的投入具有乘数效应。

尽管国家主导的投资和规划在初期起着关键作用，但“新质生产力”的长期活力最终取决于能否有效激发民营企业的创新精神和市场化应用。2025年下半年的政策，可能会更加注重优化营商环境、保护知识产权、确保公平竞争，为民营企业参与新质生产力发展创造更好条件。陆家嘴论坛关于资本市场的讨论也可能涉及如何更好地为民营创新企业提供融资支持。同时，汽车产业等部分行业出现的“内卷式”竞争现象，也提示了在推动战略性新兴产业发展时，需要警惕因过度强调政策引导而可能导致的资源错配和无序竞争。预计下半年，监管部门在继续鼓励创新的同时，也会加强对产业发展秩序的规范和引导，以实现更可持续和高质量的发展。

五、投资建议

图 33：投资建议示意图



数据来源：中信建投证券

（一）消费：驱动内需增长引擎

整体消费趋势显示,2025年中国消费市场有望延续温和回升态势,社会消费品零售总额和服务业名义 GDP 增速预计将较 2024 年有所加快。政府层面,通过实施“以旧换新”、稳定和扩大就业、增加居民收入等多种举措,力图提振消费信心和能力。

1.服务消费：聚焦体验与健康福祉

（1）文化旅游

文化旅游产业正受益于政策的大力推动和消费需求的深刻变迁。政府层面通过举办“全国春节文化和旅游消费月”、“旅游迎春休闲过年”等系列活动,以及发放消费券、实施门票减免等惠民措施,积极营造文旅消费氛围,激发市场活力。需求端,消费者不再满足于传统的观光式旅游,对个性化、深度化、体验式的文化旅游产品需求旺盛。数字技术的融合创新为此提供了新的可能性,5G、人工智能、虚拟现实(VR)等技术正被广泛应用于打造沉浸式文旅体验、智慧景区和数字文博等新场景、新业态。例如,深圳市已将“数字文旅”作为发展重点,鼓励发展体验型旅游项目。此外,优质文化 IP 的开发与跨界融合也成为新趋势,如现象级游戏《黑神话:悟空》不仅带动了相关取景地的旅游热潮,更推动了中国优秀传统文化的传播。整体而言,旅游业已展现出强劲的复苏态势,预计在政策与市场双轮驱动下,文旅消费将持续释放潜力。

（2）养老与健康服务

中国人口老龄化进程的加速为康养服务产业带来了巨大的刚性需求和发展机遇。数据显示，2024 年中国 60 岁及以上人口占比已达 22%，且老龄化程度仍在不断加剧。预计到 2025 年，中国养老产业市场规模将达到 16.1 万亿元人民币，年均增长率超过 15%，其中智慧养老市场规模有望达到 7.21 万亿元人民币。

值得关注的是，新一代老年群体（如 70 后）的消费观念更为积极，对生活品质和精神文化的需求也更加丰富多元，这将推动康养服务向高端化、个性化、智能化方向发展。政府也鼓励发展康养旅游、慢游、家庭游等适合老年人的旅游产品，以及戏曲、书画、短视频等文化产品，提升老年人的生活品质。康养服务不仅是应对人口结构变化的必然选择，更是提升国民福祉的重要组成部分，其长期增长前景十分广阔。

（3）体育健身

在健康中国战略的引领下，体育健身产业正迎来黄金发展期。国家正大力推动全民健身公共服务体系建设，包括新建或改扩建超过 2000 个体育公园、全民健身中心等场地设施。随着科技的发展，体育健身也呈现出智能化、线上化的新趋势。政策鼓励开展智能健身、云赛事、虚拟运动等新兴运动形态，为产业发展注入新活力。居民健康意识的普遍提升，以及对多样化、个性化运动健身需求的增长，共同构成了体育健身产业持续向好的基本面。

2. 新型消费：拥抱品质与数字生活

（1）智能家居与绿色家电

智能家居与绿色家电市场正迎来新一轮发展机遇，主要驱动力来自政策激励和消费升级。国家层面大力推行的“以旧换新”政策，通过财政补贴等方式鼓励消费者淘汰老旧高耗能家电，置换更为节能环保、智能化水平更高的新产品。据测算，仅家电“以旧换新”一项，3000 亿元人民币的补贴额度就有望撬动约 6300 亿元人民币的增量销售额⁴。

家居装饰和家电行业已出现回暖迹象。消费者对生活品质的要求不断提高，对家电产品的需求不再局限于基本功能，而是更加看重其智能化水平、节能环保性能、以及与家居环境的融合度。智能家居系统通过物联网、人工智能等技术，实现家电设备的互联互通和智能控制，为用户带来更便捷、舒适、安全的生活体验。绿色家电则契合了国家“双碳”目标和可持续发展的要求。政策对绿色消费的引导，以及消费者环保意识的增强，都将持续推动智能家居和绿色家电市场的增长。

（2）国货潮品与数字零售

“国货潮”的兴起是近年来中国消费市场的一大亮点。这背后既有年轻一代消费者文化自信的增强，也有国产品牌在品质、设计、创新等方面持续进步的支撑。以 90 后、00 后为代表的“新生代”消费群体，更加青睐能够表达个性、彰显文化认同的品牌，这为国货品牌提供了广阔的成长空间。在消费趋于理性的背景下，国产品牌凭借其不断提升的“质价比”优势，获得了更多消费者的认可。当设计和质量相近时，价格更具竞争力的国产品牌往往成为首选。数字零售的蓬勃发展为国货品牌崛起提供了重要渠道。中国拥有全球领先的电子商务市场和高度发达的移动支付体系。品牌商可以通过电商平台、社交媒体、直播带货等多元化数字渠道，精准触达目标消费群体，快速响应市场变化。

（二）科技：创新驱动未来增长引擎

科技创新是中国实现高质量发展和提升国家竞争力的核心驱动力。在“新质生产力”和“自主可控”的国家战略指引下，科技领域将持续获得强有力的政策支持和资源投入。市场普遍将科技板块视为 2025 年下半年

⁴资料来源：<https://finance.sina.com.cn/roll/2025-02-23/doc-inemnqyk1798262.shtml>

的核心投资主线之一。半导体、人工智能以及其他新兴科技领域，被视为发展新质生产力、实现产业链“强链补链”的关键所在。这种对科技自立自强的追求，不仅是经济发展的需要，更关乎国家长远战略和安全，确保了科技领域将长期处于优先发展的地位。

1.原始创新：寻求突破与自立自强

（1）创新药

中国创新药产业正迎来高速发展期，政策支持、研发投入增加、审评审批提速以及巨大的未满足临床需求是主要驱动因素。国家药监局等部门出台多项利好政策，从研发、审评到生产、支付等环节持续优化创新环境，明确将更多审评审批资源向临床急需的重点创新药械倾斜，例如创新药临床试验的审评审批时限正在试点从60个工作日缩短至30个工作日。此外国内创新药研发管线规模迅速扩张，截至2024年1月在研创新产品数量较2021年7月几乎翻倍，从2251个增至4391个；其中，细胞疗法、基因疗法、双抗/多抗、ADC（抗体偶联药物）等下一代创新疗法的在研项目数量增长了179%⁵。研发热点主要集中在肿瘤、血液疾病、心血管疾病和感染领域，眼科领域也受到越来越多的关注。加强知识产权保护、完善药品数据保护和市场独占期制度等举措，将进一步激发企业的研发创新活力。

（2）新材料

新材料是支撑高端制造、战略性新兴产业发展的基石，对于推动产业升级、保障供应链安全具有至关重要的作用。近年来，国家高度重视新材料产业的发展，并积极探索利用人工智能等前沿技术赋能新材料的研发与创新。北京市发布的《北京市加快科技创新培育人工智能产业高质量发展的实施方案》中，已将“AI+新材料”作为重点方向，计划到2027年，在人工智能赋能新材料领域取得显著进展，包括发布新一代物质科学大原子模型，研发10个以上垂类模型和自主核心软件，形成15个人工智能赋能的标杆性新材料产品，并建设新材料大数据中心和一批智能实验室。政策支持将聚焦于源头创新、数据基础设施构建、智能实验室建设、新业态培育和创新生态提升等方面。

2.自主可控：保障关键技术供应链安全

（1）半导体及设备

半导体产业是信息时代的基石，也是当前大国科技博弈的焦点。中国将半导体产业发展置于国家战略的优先地位，目标是大幅提升芯片自给率，保障产业链安全。摩根士丹利最新发布的报告指出2024年中国人工智能芯片自给率仅为34%，但预计到2027年将飙升至82%⁶。为实现这一目标，国家层面将持续投入巨额资金并出台一系列扶持政策。在芯片设计环节，EDA（电子设计自动化）工具的国产化进程明显提速，预计到2025年中国本土EDA市场的年均复合增长率将超过14%⁷。面对外部供应风险，国内晶圆厂也正积极扶持本土设备和材料供应商，国产替代已全面起步。尽管国产化道路充满挑战，但巨大的国内市场和坚定的政策支持，为本土半导体产业链上下游企业提供了前所未有的发展机遇。

（2）核心工业软件与操作系统

基础软件，特别是操作系统、数据库、中间件以及核心工业软件，是信息技术体系的“灵魂”，对于国家信息安全和产业数字化转型至关重要。然而，中国在这些领域长期依赖进口，国产化率较低。为改变这一局面，国家大力推动“信创”（信息技术应用创新）产业发展，旨在构建自主可控的IT底层架构和生态系统。《“十

⁵资料来源：<https://www.163.com/dy/article/J8HH07IM0534Q32Z.html>

⁶资料来源：https://www.sohu.com/a/901011455_121948415

⁷资料来源：<https://www.chinairn.com/scfx/20241120/095657124.shtml>

四五”国家信息化规划》等政策文件均强调要加快研发适应国内需求的核心技术产品，推动其在政务、金融、能源等关键行业的应用。信创市场规模预计将持续高速增长，有预测称到 2027 年整体市场规模（含软硬件）可达 1.56 万亿元人民币，因此国产基础软件和工业软件面临巨大的替代空间和发展潜力。

（3）新型基础设施

以 5G、数据中心、人工智能、工业互联网等为代表的新型基础设施，是数字经济发展的底座，也是承载各项智能化应用的关键。近年来，中国在新基建领域的投入持续加大。特别是随着人工智能大模型的兴起和各行各业数字化转型的深入，“东数西算”工程应运而生。该工程旨在优化全国数据中心布局，引导算力资源由东部向可再生能源丰富的西部地区梯度转移，构建全国一体化算力网络。同时 AI 的飞速发展及算力基础设施的建设形成了相互促进的良性循环，AI 应用场景的拓展持续推高对算力的需求，而算力基础设施的完善则为 AI 技术的进一步创新和应用提供了坚实基础。

（三）产业：推动制造业升级与拓展新经济前沿

中国作为全球制造业中心，正积极推动产业结构向高端化、智能化、绿色化转型，同时大力培育战略性新兴产业，拓展经济发展新领域、新赛道。这一战略的核心是发展“新质生产力”，通过技术创新和产业升级，提升全要素生产率。

1. 高端制造：驱动产业现代化

（1）智能机器人与工业母机

在劳动力成本上升、人口结构变化以及制造业转型升级的多重驱动下，智能机器人和工业母机（高端数控机床等）产业迎来快速发展期。工业母机被誉为“制造机器的机器”，是衡量国家工业化水平的重要标志，对于提升精密制造能力至关重要。政策层面，国家强化顶层设计，支持工业母机关键核心技术攻关、数字化发展和标准研制，提升产业创新能力和供给能力。地方政府如深圳市也出台了专项资金扶持工业母机产业发展。机器人产业方面，国家深入实施“机器人+”应用行动，旨在提高汽车、电子、航空航天、医疗、农业等重点领域的机器人产品和系统解决方案的供给能力，推动机器人与实体经济深度融合。

（2）新能源汽车及产业链

中国新能源汽车产业已取得全球领先地位，未来发展重点将转向技术持续创新（如高能量密度电池、高级别智能驾驶）、核心零部件自主可控、产业链韧性提升以及海外市场拓展。尽管整车市场竞争日趋激烈，但产业链上仍存在诸多结构性机会。充电基础设施建设仍是政策支持的重点，新型基础设施建设计划中也包含了对充电桩的大规模投资。此外，产业链上游的高性能锂电池制造设备、光伏电池设备等新能源相关装备制造也受到政策鼓励。随着新能源汽车渗透率的进一步提高和技术的不断进步，动力电池回收、车联网、智能座舱等细分领域也将迎来发展机遇。

2. 应用场景：释放新经济驱动力

（1）人工智能应用

人工智能正从前沿科技加速向通用技术演进，其赋能百业的巨大潜力日益显现。2024 年政府工作报告中提出的“人工智能+”行动，标志着国家层面将系统性推动人工智能在经济社会各领域的深度融合与创新应用，目标是打造具有国际竞争力的数字产业集群。目前，人工智能已在金融、医疗、教育、文旅、制造等多个行业展现出显著的商业应用价值，并正加速赋能传统制造业向“智造”转型。政策支持也体现在具体领域，如利用

AI加速新材料研发、在竞技体育中应用“冠军模型”等。人工智能应用的普及将带动算力、算法、数据服务等全产业链的协同发展。

（2）低空经济

低空经济作为战略性新兴产业，正迎来前所未有的发展机遇。它涵盖了以无人机、电动垂直起降飞行器（eVTOL）等为代表的低空飞行器的研发制造，以及在物流配送、农业植保、空中巡检、应急救援、城市空中交通等领域的应用服务。中国在无人机研发设计、装备制造、新一代通信技术等领域已具备全球领先优势。各地政府正积极布局低空经济，通过设立产业基金、建设试验区、完善基础设施、培养专业人才等方式，推动产业集聚和发展。深圳市已将低空经济列为战略性新兴产业予以重点扶持，支持领域包括行业级无人机、eVTOL以及电动直升机等。随着技术成熟度的提升、空域管理政策的逐步放开以及应用场景的不断拓展，低空经济有望成为未来经济增长的重要引擎。

（四）红利：在复杂市场中寻求稳定与收益

在当前市场环境下，追求稳定的现金回报和具备防御性的投资品种成为重要策略。高股息股票，特别是经营稳健、现金流充裕的公用事业和部分行业的国有企业，因其能够提供相对可观且持续的股息回报而受到市场青睐。在利率中枢下移的背景下，高股息资产的吸引力进一步凸显，能够为投资组合提供“压舱石”的作用。同时，部分国有企业在提升股东回报方面的积极变化，也为红利策略增添了新的内涵。

1.公用事业：刚需服务与可靠回报

（1）电力水务

电力和水务是国民经济和居民生活不可或缺的基础保障。电力行业正经历深刻变革，新能源（风电、太阳能发电等）上网电量将全面进入电力市场，通过市场交易形成价格，目标是到2025年底前各地出台并实施具体方案。绿色电力证书（绿证）交易机制的完善也将推动新能源的消纳和价值实现。水务行业具有弱周期性，其发展与区域经济水平、人口增长及政策导向密切相关。当前，水务行业呈现出市场集中度提升、水资源安全保护措施全面升级、农村污水治理加速等趋势。这些行业特性使得电力水务类上市公司通常能保持较为稳定的盈利能力和分红政策。

（2）可再生能源运营

在“双碳”目标引领下，可再生能源运营商将持续受益于国家能源结构的战略性调整。政策明确提出要加大非化石能源开发力度，加快建设以沙漠、戈壁、荒漠为重点的大型风电光伏基地，并大力发展抽水蓄能、新型储能等配套设施以提升可再生能源消纳能力。到2025年底全国非化石能源发电量占比计划达到39%左右。尽管新能源上网电价逐步市场化，但绿证交易的全面推行和对非化石能源消费的强制性要求（例如高耗能项目非化石能源消费比例不低于20%），为可再生能源运营商提供了长期稳定的需求保障和新的收入来源。随着装机容量的持续增长和运营经验的积累，优质的可再生能源运营商有望实现规模与效益的双提升。

2.现金为王：高收益与价值之选

（1）高股息国有企业

部分处于成熟行业的大型国有企业，如石油天然气、煤炭、电信等，凭借其市场地位和规模优势，通常能产生稳定且可观的现金流，并已形成较为积极的股东回报机制。以中国石油为例，其2024年实现了创纪录的净利润，并宣布了高额派息，全年股息支付率达到52.2%。煤炭行业方面，尽管2025年煤炭价格中枢预计小

幅下移，但行业龙头企业凭借其成本优势和稳定的下游需求，仍有望保持较好的盈利能力和现金流水平，从而支撑其分红政策。电信运营商作为提供基础通信服务的企业，业务具有高度的防御性，其稳定的现金流也为持续派息提供了保障。这些高股息国企不仅提供了具有吸引力的股息收益率，其稳健经营的特性也使其成为组合中重要的稳定器。

（2）优质金融股

金融板块中的部分子行业和个股也具备红利投资价值。银行业方面，多家上市银行的股息率表现突出，在低利率环境下，高股息银行股对追求稳定收益的投资者具有较强吸引力。证券行业方面，随着资本市场改革的深化和市场情绪的回暖，券商的业绩有望得到改善。市场普遍对 2025 年下半年 A 股市场持乐观态度，认为中国资产的估值修复仍在持续，并可能迎来年度级别牛市的关键入局时点。政策层面“稳住股市”的导向以及海外资金的潜在流入预期，也为券商板块提供了积极的外部环境。部分经营稳健、具备特色业务优势的券商，在提供一定股息回报的同时也具备业绩增长的弹性。

附：下半年重要宏观政经事件时间表

表 4:下半年重要宏观政经事件时间表

| 时间 | 重要事件 | 演绎和分析 |
|-------------------|--------------------------------|--|
| 6 月 15 日-6 月 17 日 | G7 峰会 | 七国集团（G7）峰会在加拿大艾伯塔省卡纳纳斯基斯举行，加拿大为轮值主席国 |
| 6 月 17 日-18 日 | 美联储第 4 次 FOMC 会议，会后有经济展望（含点阵图） | 参考数据：6 月 6 日公布 5 月失业率和季调后非农就业人口，6 月 11 日公布 5 月 CPI |
| 6 月（预计） | 第二届中国—中亚峰会 | 第二届中国—中亚峰会在哈萨克斯坦（阿斯塔纳）举行 |
| 7 月 | 7 月政治局会议 | "每年 7 月下旬召开的中央政治局会议，历来是决定下半年宏观经济政策方向的关键会议，备受关注。会议一般会分析上半年国民经济运行情况和目前最新形势，根据全年经济社会发展目标任务对后续工作进行部署，对下半年政策定调。在 7 月政治局会议上提出的重要论述（如去年两度提及“因地制宜发展新质生产力”、首次提出防止“内卷式”恶性竞争等）将是很重要的政策定向，也会提出重磅的政策改革举措（如去年统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新）。 往年 7 月政治局会议后一般是逆周期政策加码的关键时期，此后的逆周期政策加码时间一般在 9、10 月份。2025 年有所不同的是，逆周期政策二次加码或在外部冲击落地之后。" |
| 7 月（预计） | 上海合作组织成员国元首理事会第二十五次会议 | 中国为轮值主席国，是我国 2025 年的主场外交之一。 |
| 7 月 29 日-30 日 | 美联储第 5 次 FOMC 会议 | 参考数据：7 月 3 日公布 6 月失业率和新增非农就业人数，7 月 30 日公布第二季度实际 GDP 年化季率修正值。 |
| 9 月 3 日 | 中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年 | 2025 年是中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年，是台湾光复 80 周年，是孙中山先生逝世 100 周年，也是联合国成立 80 周年，人类历史进程又来到一个关键节点。反法西斯 70 周年曾经举办大型阅兵仪式，关注 80 周年之际是否会同样举办阅兵仪式，及可能展示的新型军事装备。在 2024 年 5 月发布的中俄联合声明 |

中，中俄两国确定于 2025 年隆重庆祝中国人民抗日战争和苏联卫国战争胜利 80 周年。

| | | |
|----------------|--------------------------------|---|
| 9 月 16 日-17 日 | 美联储第 6 次 FOMC 会议，会后有经济展望（含点阵图） | 参考数据：8 月 29 日公布 7 月核心 PCE 物价指数年率，9 月 5 日公布 8 月失业率 8 月新增非农就业人数 |
| 10 月 28 日-29 日 | 美联储第 7 次 FOMC 会议 | 参考数据：10 月 3 日公布 9 月失业率和新增非农就业人数 |
| 11 月 | 第 30 届联合国气候变化大会（COP30，巴西） | 会议背景：2024 年，全球多地出现严重干旱、致命洪灾、高温热浪、飓风灾难，极端天气频发再次提醒人们气候变化带来的严重后果。世界气象组织年底发布新闻公报说，2024 年将成为有记录以来最热的一年，而包括 2024 年在内的过去 10 年是有记录以来最热的 10 年。《联合国气候变化框架公约》第二十九次缔约方大会（COP29）达成了名为“巴库气候团结契约”的一揽子平衡成果，但发达国家勉强承诺的到 2035 年每年至少筹集 3000 亿美元用于支持发展中国家气候行动的资金目标，仍远未能满足发展中国家需要。 |
| 11 月 16-17 日 | 二十国集团（G20）峰会 | 二十国集团（G20）峰会在南非举行，主题为“团结、平等和可持续性” |
| 12 月 | 海南全岛封关 | 海南封关，是指在全岛建成一个由海关监管的特殊区域，在这个特定区域内将实现高度的“自由”。自由表现为五个“自由便利”，即 2035 年前，全面实现贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利和数据安全有序流动。即国外的货物进出海南无需交关税，实行“一线放开、二线管住、岛内自由”的货物进出口管理制度。封关是海南自由贸易港建设的标志性和基础性工程，意味着海南全岛将由“境内关内”向“境内关外”的海关监管特殊区域转变，将推动海南成为新时代中国改革开放的示范，构建更高水平的开放型经济新体制。 对市场而言，封关后，海南的免税政策将进一步放宽，免税商品种类和购物限额将增加，这将直接利好免税板块的相关企业，如中国中免等。此外，封关运作将促进海南的物流和港口业务发展，提升相关企业的盈利能力。 |
| 12 月 9 日-10 日 | 第 8 次 FOMC 会议，会后有经济展望（含点阵图） | 12 月会议的利率决定将为 2026 年的货币政策提供重要信号。预计 2025 年全球经济形势依然复杂多变，美国经济在特朗普上台后面临通胀压力、经济增长放缓、地缘政治风险等诸多挑战，美联储在 2025 年的货币政策调整将对全球金融市场产生深远影响。12 月的议息会议将是全年政策调整的重要节点，需要高度关注。参考数据：12 月 5 日公布 11 月失业率和新增非农就业人数 |
| 12 月 | 政治局会议 | 12 月政治局会议将对 2026 年的经济工作确定工作基调。 |
| 12 月 | 中央经济工作会议 | 12 月底的中央经济工作会议通常会总结当年的经济工作，评估经济形势和政策效果。重点关注下一年的经济工作定调和重点任务。经济工作定调明确宏观政策的方向和力度，例如今年的重要定调即更加积极有为的宏观政策，包括财政政策和货币政策。2025 年的重点任务包括大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系；稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击等。中央经济工作会议的政策定调和重点任务部署将对市场产生深远影响，需要密切关注。 |
| 下半年 | 二十届四中全会（可 | 参考过往惯例情况，下半年或将召开四中全会，可能会讨论下一个五年规划的建 |

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

| | | |
|----|------|--|
| | 能) | 议，审议并通过“十五五”规划的建议，为未来五年的发展指明方向。 |
| 全年 | 航天航空 | 2025 年，我国将发射神舟二十号、神舟二十一号两艘载人飞船和天舟九号货运飞船。 |

资料来源: wind, 新华社, 中信建投证券

风险分析

（1）既有政策落地效果及后续增量政策出台进展不及预期，地方政府对于中央政策的理解不透彻、落实不到位。（2）经济增速放缓，宏观经济基本面下行，经济运行不确定性加剧。（3）近期房地产市场较为波动，市场情绪存在进一步转劣可能，国际资本市场风险传染也有可能诱发国内资本市场动荡。（4）土地出让收入大幅下降导致地方政府债务规模急剧扩大，地方政府债务违约风险上升。（5）地缘政治对抗升级风险，俄乌冲突不断，国际局势仍处于紧张状态。

分析师介绍

胡玉玮

首席政策分析师。经济学博士、牛津大学博士后、欧盟访问学者。曾担任中国证监会研究院国际金融部负责人、西班牙对外银行（BBVA）驻华代表（养老金与保险）、经济合作与发展组织（OECD）经济学家。世界银行、国际货币基金组织等国际组织顾问专家，中国社科院、中国人民大学、上海对外经贸大学客座研究员。参与或主持多项国际、国家和部委重大经济金融领域研究课题。主要研究领域：宏观经济、国际金融、资本市场。

冯天泽

中信建投政策分析师，北京大学理学学士、金融学硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于国家外汇管理局和中金公司，主要研究领域包括：宏观政策、金融监管、汇率及外汇储备等。邮箱：fengtianze@csc.com.cn。

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼
18层
电话: (8610) 8513-0588
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南
塔2103室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交
汇处广电金融中心35楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk