

## 【宏观专题】

# “量”比“价”重要 ——宏观 2025 年中期策略报告

- ❖ 前言：继 2024 年的中报《【华创宏观】以“价”定“价”——2024 年中期策略报告》之后，我们再次对量与价进行思辨。我们认为，今年“价”的约束因素增多，弹性趋弱，而“量”主线清晰，关注“量”能更好的把握宏观变化。量的简要逻辑是，“以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性”的基调下。主线是：美国新政（关税、减税、削减开支等）→美国进口→全球贸易/中国出口→就业影响/政策对冲→财政支出或加量提速，金融稳预期，“补”消费，“稳”地产，“加力”科创与投资，对外开放迈向新台阶。
- ❖ 首先，我们围绕着“量”这一主线，分四步展开
- 前提：由于当下全球关税仍在暂停期，对于出口数据的绝对预测高度依赖关税和美国政策的假设，因此存在极大的难度。我们只能基于当下信息和不同情境给出基准情景和预测区间，目的是提供资本市场的参照系，后续基于实况再根据逻辑进行上修或下修，同时可以定量捕捉“抢进口”以及  $\alpha$  和  $\beta$  风险的拆分。确定性在于政策一定会“应对”，不确定性在于节奏和幅度。
- 第一步，美国新政与美国进口的关系。
- 第二步，美国进口与中国出口的关系。
- 第三步，中国出口与中国就业的关系。
- 第四步，中国的“增量”政策对冲，或涉及六方面的内容。财政的“增量”，按需补量。金融的“增量”，居民预防性存款搬家或带来连锁反应，以直接融资助力信用扩张增量，视居民存款变化幅度定货币政策“整体宽松力度”。消费的“增量”，左手“新”，右手“补”。投资的“增量”，科创、更新、备份。出口的“增量”，多措并举，对冲  $\alpha$  风险。从品类、业态、伙伴三个维度予以分析。对外开放的“增量”，对外开放走深，对外合作走远。
- ❖ 其次，我们简要介绍“价”的观点，详见章节 1.2
- 1) 首先，看宏观供需。2) 其次，看居民工资。3) 再次，看循环。历史经验显示，若企业存款增速与居民存款增速轧差持续回升（居民企业循环畅通），PPI 也会趋于上行，前者领先后者 3 个季度左右。当前，从该领先指标来看，PPI 未来三个季度或仍是磨底状态。综上讨论，我们判断今年物价压力或略大于 2024 年。
- ❖ 再次，我们讨论资产的观点，详见章节 6-9
- 权益：低波有底，上行待验。仓位择时的必要性下降。更多的是要“自下而上”寻找确定的“量”，确定的“时间价值”。包括 1) 消费的量。2) 投资的量。3) 股息的量（时间的价值）：历史复盘表明，高股息资产在经济衰退或者复苏期兼具绝对收益与相对收益的优势。4) 配置的量。5) 创新的量：当下视野中尚未出现，但科技前沿赋能消费、投资，存在不可预见性。
- 债券：央行定资金区间，配置定长债点位，节奏看权益表现。对于债券投资而言，居民存款搬家的宏观背景叠加稳定楼市股市的政策预期下，我们建议债券投资者重视债券的配置机会，淡化债券的交易机会，节奏上看股做债或是较好的债券交易思路。
- 汇率：人民币兑美元汇率或在政策介入下寻求“稳定”，维持窄幅震荡。
- 黄金：中长期战略看多不变。
- ❖ 风险提示：
- 美国经济出现衰退，美国进口大幅回落，新兴市场汇率升值，物价低迷。

## 华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500887  
邮箱：zhangyu3@hcyjs.com  
执业编号：S0360518090001

证券分析师：陆银波

电话：010-66500831  
邮箱：luyinbo@hcyjs.com  
执业编号：S0360519100003

证券分析师：文若愚

电话：010-66500868  
邮箱：wenruoyu@hcyjs.com  
执业编号：S0360523060002

证券分析师：殷雯卿

电话：010-66500892  
邮箱：yinwenqing@hcyjs.com  
执业编号：S0360521040002

证券分析师：高拓

电话：010-66500860  
邮箱：gaotuo1@hcyjs.com  
执业编号：S0360521080001

证券分析师：付春生

电话：010-66500991  
邮箱：fuchunsheng@hcyjs.com

证券分析师：夏雪

邮箱：xiaxue@hcyjs.com

证券分析师：李星宇

邮箱：lixingyu@hcyjs.com

证券分析师：袁玲玲

邮箱：yuanlingling@hcyjs.com

联系人：韩港

邮箱：hangang@hcyjs.com

## 相关研究报告

《【华创宏观】解开三螺旋——宏观 2025 年年度策略报告》

2024-11-19

## 投资主题

### 报告亮点

本报告为 2025 年中期策略报告。由于当下全球关税仍在暂停期，对于出口数据的绝对预测高度依赖关税和美国政策的假设，因此存在极大的难度。我们只能基于当下信息和不同情境给出基准情景和预测区间，目的是提供资本市场的参照系，后续基于实况再根据逻辑进行上修或下修，同时可以定量捕捉“抢进口”以及  $\alpha$  和  $\beta$  风险的拆分。确定性在于政策一定会“应对”，不确定性在于节奏和幅度。

### 投资逻辑

报告分为四部分内容。首先，我们围绕着“量”这一主线，分四步展开，详见章节一至五。其次，我们简要介绍“价”的观点，详见章节 1.2。再次，我们讨论资产的观点，详见章节 6-9。最后，数据预测与观点补充，详见章节 10-11。其中，重心在“量”的确定性应对以及资产观点上。“确定性应对”方面，包括六方面的内容：财政的“增量”，按需补量。金融的“增量”，居民预防性存款搬家或带来连锁反应，以直接融资助力信用扩张增量，视居民存款变化幅度定货币政策“整体宽松力度”。消费的“增量”，左手“新”，右手“补”。投资的“增量”，科创、更新、备份。出口的“增量”，多措并举，对冲  $\alpha$  风险。从品类、业态、伙伴三个维度予以分析。对外开放的“增量”，对外开放走深，对外合作走远。资产观点上，权益强调低波有底，上行待验。仓位择时的必要性下降。更多的是要“自下而上”寻找确定的“量”，确定的“时间价值”。债券强调的是央行定资金区间，配置定长债点位，节奏看权益表现。

# 目录

<b>PART1: 总量观点, 量与价的再次思辨.....</b>	<b>13</b>
<b>一、为何从看“价”到看“量”？ .....</b>	<b>13</b>
(一) 底线思维下, 量的背后是社会大局 .....	13
(二) 外需干扰下, 量的应对更具确定性 .....	14
1、价的分析框架与判断: 供需矛盾与低物价 .....	14
2、量的分析框架与判断: 内外平衡与扩内需 .....	15
<b>二、谈经济, 寻找增加的“量” .....</b>	<b>17</b>
(一) 出口: 增“量”何处寻? 品类、业态、伙伴 .....	17
(二) 投资: 增“量”何处寻? 科创、更新、备份 .....	20
(三) 消费: 增“量”何处寻? 左手“新”, 右手“补” .....	22
(四) 财政: 增“量”何处寻? 按需, 补量 .....	23
1、加大支出强度, 需补多少资金量? .....	23
2、加力项目建设, 需补多少资本金? .....	25
<b>三、谈金融, 把握关键的“量” .....</b>	<b>27</b>
(一) 关键“量” 1: 居民存款决定货币政策态度 .....	27
(二) 关键“量” 2: 直接融资贡献信用扩张增量 .....	28
(三) 关键“量” 3: 稳定预期影响全球资金流动 .....	29
<b>四、谈战略, 布局长期的“量” .....</b>	<b>30</b>
(一) 对外开放: 长“量”在制度型开放 .....	30
1、战略合作关系扩容升级 .....	30
2、服务贸易开放多维突破 .....	30
3、货物贸易网络全面拓展 .....	30
(二) 对外投资: 长“量”在战略性建设 .....	31
1、海上港口: 长“量”在覆盖地区广, 又战略聚焦 .....	31
2、铁路&管道: 长“量”在“增量”补充, 多元布局 .....	32
3、机场&公路: 长“量”或在双边关系贡献上 .....	33
<b>五、谈美国, 紧盯“量”的演变 .....</b>	<b>33</b>
(一) 关税政策如何影响中国? alpha 与 beta .....	33
(二) 美国自身如何演变? 风险与应对 .....	35
1、金融市场流动性存在 4 大脆弱性 .....	35
2、特朗普政策组合与财政可持续性相悖 .....	36
3、美国通胀预期已展现脱锚风险 .....	37
4、美国居民超额财富或面临损耗风险 .....	38

<b>PART2: 资产观点, 量价下的投资展望.....</b>	<b>40</b>
<b>六、权益: 从“量”中寻找确定性.....</b>	<b>40</b>
(一) 自上而下: 低波有底, 上行待验 .....	40
(二) 自下而上: 确定性在四个“量” .....	40
(三) 特殊关注: 下半年的宏观大事 .....	43
<b>七、债券: 多股“力量”框定区间.....</b>	<b>44</b>
(一) 利率区间: 来自央行的“力量” .....	44
(二) 利率点位: 来自配置的“力量” .....	45
(三) 利率节奏: 来自切换的“力量” .....	46
<b>八、汇率: 寻求“稳定”, 窄幅震荡.....</b>	<b>47</b>
<b>九、黄金: 继续“配置”, 中期看多.....</b>	<b>49</b>
<b>PATR3: 观点补充: 其他量价变化提示.....</b>	<b>50</b>
<b>十、风险因素: 影响量价的重要变量.....</b>	<b>50</b>
(一) 欧日经济: 或有向上的弹性 .....	50
(二) 中国台湾: 汇率压力或高悬 .....	51
(三) 中国地产: 销售模式大变革 .....	52
(四) 供给侧改革: 开启去产能之路? .....	53
<b>十一、数据预测: 宏观量价数据前瞻.....</b>	<b>53</b>
(一) 国内外主要宏观数据展望 .....	53
(二) 出口: 定量的测算 .....	54
(三) 物价: 哪些新变化? .....	57
(四) 地产: 一些新视角 .....	58

## 图表目录

图表 1	就业影响的投入产出表分析框架	14
图表 2	出口冲击不同幅度下的就业影响	14
图表 3	稳就业既需要“稳增量”也需要“稳存量”	14
图表 4	看经济循环：住户与企业的循环处于历史偏低位置	15
图表 5	看经济供需：5%的供需平衡面临不确定性	15
图表 6	看工资-通胀螺旋：用工成本前瞻持续下行	15
图表 7	内外平衡：中国的“确定性”应对	16
图表 8	历史上不存在美国进口增长、中国出口萎缩的情形	17
图表 9	1995-2023 年主要产业中国出口占全球份额	18
图表 10	中国出口潜在业态增量	19
图表 11	共建“一带一路”国家占中国出口比例抬升	20
图表 12	共建一带一路国家总进口空间较高	20
图表 13	固投大变化：建安下，设备上	21
图表 14	设备需求一：科技创新涉及高端设备需求	21
图表 15	设备需求二：城市更新涉及各类管网改造	21
图表 16	设备需求三：产业备份或涉及工业资产增加	21
图表 17	各省国土空间的定位	22
图表 18	消费背景一：价的弹性趋弱	23
图表 19	消费背景二：“传统”量的需求增速偏低	23
图表 20	消费之“新”：微观样本中的新消费	23
图表 21	消费之“补”：补贴期间，涉及商品消费高增	23
图表 22	不同情景下需要的财政支出增速	24
图表 23	财政支出增速决定需要的财政“增”量	25
图表 24	财政用于投资的资金安排	26
图表 25	车辆购置税收入对应公路等基建支出	26
图表 26	地方专项债作资本金比重长期不达上限	26
图表 27	居民持有存款的机会成本与存款新增规模	27
图表 28	非银从实体融资越多，银行向非银投放越少	27
图表 29	本轮利率下行期间，银行资产增速回落	28
图表 30	本轮利率下行期间，新增贷款同比回落	28
图表 31	企业从银行融资规模回落，从非银融资抬升	28
图表 32	近期避险情绪抬升期间，美元指数反而回落	29
图表 33	今年以来国内货币政策更加“以我为主”	29



图表 34	我国对外开放主要领域及进展 .....	31
图表 35	关税政策影响中国的两个渠道： $\beta$ 风险和 $\alpha$ 风险 .....	34
图表 36	$\beta$ 风险是否爆发取决于两股力量的对决 .....	35
图表 37	美国金融市场流动性存在 4 大脆弱性 .....	36
图表 38	“特朗普难题”面临的打破贸易逆差 VS 财政可持续性的矛盾 .....	37
图表 39	美国消费者通胀预期大幅飙升 .....	37
图表 40	制造业调查原料价格指数领先通胀约 3 个月 .....	37
图表 41	2021-22 年彭博一致预期明显滞后于实际的通胀上行 .....	38
图表 42	美国居民财富效应对美股的敏感度较高 .....	39
图表 43	PPI 与 CPI 剪刀差趋势不明朗 .....	40
图表 44	大盘与小盘风格不明朗 .....	40
图表 45	设备：2024-2025 年产量增速 .....	41
图表 46	公募基金的配置比例与基准对比 .....	41
图表 47	风格因子的选择 .....	42
图表 48	经济按照 GDP 同比和 PPI 环比划分为三个时期 .....	42
图表 49	红利因子及沪深 300 以及其他风格因子在三个经济阶段的复盘 .....	43
图表 50	2025 年投资大事记（6-12 月） .....	44
图表 51	DR007 与利率走廊夹层 .....	45
图表 52	净息差回落——银行新增资产增加国债 .....	46
图表 53	十年期国债与一年期同业存单 .....	46
图表 54	三年期国债与定期存款 .....	46
图表 55	五年期国债与定期存款 .....	46
图表 56	十年期国债与沪深 300 股指 .....	47
图表 57	居民和央行谁是流动性的主导因素？ .....	47
图表 58	逆周期因子影响下，汇率整体走势偏稳 .....	48
图表 59	人民币结售汇大体以经常项目波动为主导 .....	48
图表 60	出口直接增加值率与汇率波幅 .....	48
图表 61	GIORI 指数与黄金价格的三次历史性高点复盘 .....	49
图表 62	金融条件的放松，或推升欧元区 GDP .....	50
图表 63	日本劳动力缺口压力下，工资或易涨难跌 .....	50
图表 64	日本“春斗”谈判得到工资涨幅续创新高 .....	51
图表 65	相较实际基本工资，实际消费修复潜力较大 .....	51
图表 66	中国台湾地区外币头寸/GDP 居于前列 .....	51
图表 67	中国台湾地区股价、房价均处于历史高点 .....	51
图表 68	2022 年以来美元兑新台币汇率与中国台湾股指走势趋同 .....	52

图表 69	贸易顺差对中国台湾地区经济贡献有所提升 .....	52
图表 70	现房销售主要政策梳理 .....	52
图表 71	PPI: 各类涨幅比较 .....	53
图表 72	盈利压力: 部分行业达到或接近历史极高值 .....	53
图表 73	2025 年主要宏观数据展望 .....	54
图表 74	出口增速预测 .....	56
图表 75	我国出口增速与 PPI 的经验关系 .....	57
图表 76	典型大宗品价格与 PPI 的经验关系 .....	57
图表 77	各行业外需敞口、未来供给压力与 PPI 权重 .....	57
图表 78	部分工业行业的产能利用率 .....	57
图表 79	我国采矿和制造业各环节实际库存周期 .....	58
图表 80	各行业实际库存同比分位数 .....	58
图表 81	参考东三省, 销售面积或已具备企稳条件 .....	59
图表 82	居民买房资金成本或已接近租房 .....	59
图表 83	期房去化率: 相对稳定 .....	59
图表 84	现房去化率: 尚未回升 .....	59

前言：继 2024 年的中报《【华创宏观】以“价”定“价”——2024 年中期策略报告》之后，我们再次对量与价进行思辨。我们认为，今年“价”的约束因素增多，弹性趋弱，而“量”主线清晰，关注“量”能更好的把握宏观变化。量的简要逻辑是，“以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性”的基调下。主线是：美国新政（关税、减税、削减开支等）→美国进口→全球贸易/中国出口→就业影响/政策对冲→财政支出或加量提速，金融稳预期，“补”消费，“稳”地产，“加力”科创与投资，对外开放迈向新台阶。

首先，我们围绕着“量”这一主线，分四步展开

前提：由于当下全球关税仍在暂停期，对于出口数据的绝对预测高度依赖关税和美国政策的假设，因此存在极大的难度。我们只能基于当下信息和不同情境给出基准情景和预测区间，目的是提供资本市场的参照系，后续基于实况再根据逻辑进行上修或下修，同时可以定量捕捉“抢进口”以及  $\alpha$  和  $\beta$  风险的拆分。确定性在于政策一定会“应对”，不确定性在于节奏和幅度。

**第一步，美国新政与美国进口的关系。**章节 1.2 中我们讨论对于美国而言，根据国民恒等式，缩小贸易逆差的前提是财政举债减少、居民储蓄增加、企业融资减少，三者至少有其一。就今年以来的情况看，三者都尚未出现。后续的关注点在于（章节 5.2），更多的新政之下，财政的方向是否是缩小赤字、居民的储蓄意愿是否增加（或者来自失业率增加，收入增速降低，或者来自股市下跌带来超额财富损耗）、企业债到期滚续是否减少（今年企业债处于到期高峰，同时 2025 年到期的企业债信用资质也相对更弱）。考虑到当前尚未看到以上因素的出现，基准假设下，美国进口增速不低于去年（叠加抢进口影响）。

**第二步，美国进口与中国出口的关系。**章节 5.1 我们对此予以重点讨论，并在章节 11.2 中给出中国出口的预测过程。从关税对出口的影响路径来看，可区分  $\beta$  风险和  $\alpha$  风险。所谓  $\beta$  风险是指，“美国加关税→冲击美国进口需求→带动全球需求下行”，从历史经验关系看，美国进口增速下滑一个点，或可带来全球贸易需求等比例的下滑； $\alpha$  风险则是指美国对中国落地关税率高于其他地区，带来美国进口中中国份额减少，即使考虑转口因素，以中国、东盟、墨西哥合计来看，加征关税，或同样会使得这些区域整体占美国进口的比例下降（对应的，中国出口美国、墨西哥、东盟整体占中国出口的比例或会下降）。

综上考虑，我们预计全年出口增速-5%（ $\beta$  风险爆发）~0%（ $\beta$  风险未爆发），基准情形下， $\beta$  风险不爆发，受  $\alpha$  风险和美国抢进口因素影响，未来三个季度 Q2-Q4，中国出口增速或分别为 4.7%、1%、-10.3%。

**第三步，中国出口与中国就业的关系。**章节 1.1 我们对此重点讨论。出口与就业之间的关系牵扯的是两个问题，一是出口与总产出之间的关系，即 1 单位的出口影响的是多少产出，这一关系需要借助投入产出表进行回答。二是总产出与就业之间的关系，这一关系可以借助经济普查予以回答，其背后是人均产出的问题。使用最新的 2020 年投入产出表以及 2023 年经济普查，结论是 1% 的出口冲击可能影响 105.3 万人就业，若不考虑一产，则可能影响 65.2 万人就业。若只考虑工业（与出口直接相关），则可能影响 40.3 万人就业。结合 4 月政治局会议“底线思维”、“稳就业”等表述，稳就业诉求确定性将带来稳增长确定性。

**第四步，中国的“增量”政策对冲，或涉及六方面的内容，详见章节 2-4。**

**1) 财政的“增量”，按需补量。**首先，今年财政需要保持多大的支出强度？可能在 5%-7.5% 之间，对应的出口 -5%-0% 之间。结合收入端的考虑，预计需要补的增量资金在 1.1-2.1 万亿之间（这并非指代增发国债的准确规模预测，财政补充收入的方式多元，也可能



是通过中央企业专项收益等渠道予以补充)。其次,财政需要为重大项目补充“资本金”。结合 2022 年经验及特别国债撬动的投资体量,预计通过政策性金融工具补充 5000-7400 亿左右。

**2) 金融的“增量”,居民预防性存款搬家或带来连锁反应,以直接融资助力信用扩张增量,视居民存款变化幅度定货币政策“整体宽松力度”。**首先,当下居民可能持有大约 40 万亿左右的预防性存款,稳定房市股市的预期下,预防性存款存在搬家支出的可能。其次,非银存款或在居民存款搬家助力下持续增长,需要打通非银存款向实体经济转移的渠道。2024 年全年,据我们测算,实体企业(非金融企业)从非银部门获得的融资为 3.2 万亿,同比增加 2 万亿。2025 年或继续增加。再次,若非银存款持续增加,央行货币政策进一步宽松的必要性有所降低。原因在于,居民存款搬家期间,如果货币宽松力度加大,那么非银机构的流动性会面临居民与银行的双重支撑,资金淤积在金融市场或将带来资金空转。经验来看,当居民存款搬家至非银机构期间(非银部门从实体部门融资走强),央行货币政策态度均会强调抑制资金空转,维持紧平衡态势(非银部门从银行体系融资走弱,或表现为 DR007 走高)。

**3) 消费的“增量”,左手“新”,右手“补”。**消费关注两个背景。一是消费品的价格弹性趋弱。将 CPI 及其 30 个分项做定基指数,则 CPI 分项中定基指数创新高的比例不断下降。二是传统的“衣食住行”的量的需求或在放缓。这一背景下,消费需要更加重视“量”的维度的挖掘。在 2023 年-2024 年上半年,挖掘方向应当包括中低收入群体的就业与收入改善,“下沉”的量表现较好。在 2024 年下半年-2025 年,挖掘方向应当包括政策的补贴以及符合特定人群需求的“新消费”。就补贴而言,过往四次经验来看,涉补贴商品消费增速回落的前提是补贴退坡,若补贴持续至明年甚至更久,则增长未必过早结束。

**4) 投资的“增量”,科创、更新、备份。**对于投资而言,宏观背景是城镇人口增速放缓,城镇空间扩张放缓,制造业产能整体充裕,投资方向上从过往的依赖于建安(求“多”,城市扩张,产能新建)到依赖于设备购置(求“好”求“精”求“安全”)。2023-2025 年,两者增速裂口持续扩大中。今年设备投资的需求来看,方向上包括科创(如大模型带来服务器产量与进口高增,机器人技术进步带来机器人产量高增)、城市更新(城市排水、燃气、供热等地下管网更新改造、老旧住宅电梯改造及加装、物联智能感知的设备加装等设备相关需求)、产业备份(四川作为指定的战略腹地,工业投资增速或将走强)。

**5) 出口的“增量”,多措并举,对冲 alpha 风险。从品类、业态、伙伴三个维度予以分析。**品类方面,中期增量(3-5 年)或主要源自新能源、金属制品、船舶、汽车、工业机械和电气设备、集成电路;未来长期增量(20 年)或可期待医药、飞机、军工、化学品。业态方面,可能具备市场空间增长潜力的或是有助于合理控制生产、税费等成本的,例如,转港贸易、保税物流、小包裹等。伙伴方面,可能具备空间增长潜力的重点或在共建“一带一路”国家。从中国出口看,共建一带一路国家占中国出口比例稳步抬升,由 2021 年的 41.6%提升至 2024 年 48.4%,2024 年对中国出口拉动高达 3.9 个百分点。

**6) 对外开放的“增量”,对外开放走深,对外合作走远。**对外开放方面,新的变化包括服务贸易开放多维突破(发展入境旅游;对接高标准经贸规则;推动电信、教育、医疗、文化、金融等重点服务业开放)、货物贸易网络全面拓展(与更多国家订立自贸协定或双边合作机制,同时提升已有自贸协定开放水平)。对外合作方面,在铁路、公路、港口、机场、管网等方面全面布局。例如港口,我国企业参与的百余个港口遍布六大洲,重点覆盖了我国现有能源和贸易的海上要道。例如铁路和管网,对现有运输路径予以补充,我国今年将加速推进东南亚、南亚、中亚、东北亚、南美洲等重点铁路项目。

其次，我们简要介绍“价”的观点，详见章节 1.2

1) 首先，看供需。考虑到 GDP 的核算以生产法为基础，其增速代表产出。需求端，以居民消费、地产销售、出口、财政支出、固投（非地产）分别代表居民、海外、政府、企业。则，2022-2024 年，均呈现供大于求的状态。2025 年，供给以 GDP 目标 5% 为锚，需求端的边际变化或在出口增速回落与财政支出回升，实现供需平衡或难度依然较大。

2) 其次，看居民工资。国内居民薪酬增速的观察包括城镇私营及非私营单位工资增速（年度，2024 年增速下降）、农民工工资增速（季度，偏弱）、BCI 企业用工成本前瞻指数（月度，趋于下行）。这或意味着，当前居民薪酬角度尚难推动物价出现明显回暖。

3) 再次，看循环。历史经验显示，若企业存款增速与居民存款增速轧差持续回升（居民企业循环畅通），PPI 也会趋于上行，前者领先后者 3 个季度左右。当前，从该领先指标来看，PPI 未来三个季度或仍是磨底状态。

综上讨论，我们判断今年物价压力或略大于 2024 年。节奏上，预计到四季度，PPI 降幅有所收窄，CPI 有望同比转正。

再次，我们讨论资产的观点，详见章节 6-9。

1、投资重要事件：1) 十五五规划：总书记指示“传统产业转型升级、积极发展新兴产业、超前布局未来产业，加快建设现代化产业体系。”2) 关税谈判进展。3) 内部政策变化：关注 6 月陆家嘴论坛（将发布若干重大金融政策）、7 月底政治局会议部署（下半年工作部署）和 8 月与 10 月的人大常委会（涉及财政政策是否增发国债）。4) 主题催化类事件：如 9 月初抗日战争胜利 80 周年及可能召开的西藏和新疆座谈会等。

2、权益：低波有底，上行待验，关注四个“量”。对于权益投资者而言，今年需要接受一个不太一样的投资环境。包括：股市的战略定位上升到前所未有之高、外部环境的变化极度剧烈、投资者结构出现新的变化等。这一环境下，自上而下看，或呈现三个特征：

1) 上行待验。盈利方面，PPI 与 CPI 剪刀差趋势不明朗，PPI 磨底中盈利支撑并不坚实。流动性方面，从央行年初强调防范资金空转来看，本轮政策应对与 2015 年存在本质区别，时刻防范金融价格的过度膨胀。因而，持续上行的催化何时到来有待观察。

2) 底部中枢抬升。2024 年以来，政策对于权益市场的重视程度持续上行，意味着指数底部位置在抬升。体现在低调稳市（2024 年 1 季度）—>高规格会议强调稳楼市稳股市（2024 年 9-12 月）—>金融应对积极，明确汇金“类平准”基金的角色（2025 年 4 月）。

3) 低波动。一方面在前两者的组合下，股市波动区间收窄。另一方面，今年宏观环境同时面临外部环境的巨大不确定性和国内政策的巨大确定性，两者组合下，股市或将以较低的波动率穿越这一特殊时期。

这一特征之下，仓位择时的必要性下降。更多的是要“自下而上”寻找确定的“量”，确定的“时间价值”。1) 消费的量：增量主要来自“新消费”与有补贴的消费。需要强调的是，这两者涉及的内涵在持续变化中。一旦某个商品的量的增速降至较低水平或者不再属于补贴范畴，则或认为不再有增量，反之，亦然。2) 投资的量：增量主要设备投资带来的设备需求增加。3) 股息的量（时间的价值）：历史复盘表明，高股息资产在经济衰退或者复苏期兼具绝对收益与相对收益的优势。4) 配置的量：从公募基金的角度，主动

管理类权益基金需要关注基准的行业分布。若后续公募行业配置与基准靠拢（注：也可能调基准或者保持偏离），则目前有所低配的金融板块或将有增量资金涌入。5）创新的量：当下视野中尚未出现，但科技前沿赋能消费、投资，存在不可预见性。

**3、债券：央行定资金区间，配置定长债点位，节奏看权益表现。**对于债券投资而言，居民存款搬家的宏观背景叠加稳定楼市股市的政策预期下，我们建议债券投资者重视债券的配置机会，淡化债券的交易机会，节奏上看股做债或是较好的债券交易思路。

**1）央行定资金区间：**年内 DR007 或在 OMO+20bp~OMO+50bp 之间震荡。向下突破的难点在于，居民存款搬家的背景下，资金流向非银机构，央行避免出现资金空转或维持资金紧平衡态势；同时由于权益资产下行具备政策护底，抑制了风险偏好的过度向下表达，同样抑制债券利率的向下表达。向上突破的难点在于，在不突破其政策框架的前提下，OMO+50bp 为银行间利率的上限。此外，央行购买国债或是影响债券交易行为的重要因素。

**2）配置定长债点位：**银行视角下，当国债收益率高于银行的负债成本（通常以一年期同业存单来衡量），债券客观存在配置价值。居民视角下，若同期间（3 年/5 年）国债收益率超过同期存款收益率，则债券客观存在具备配置价值。

**3）节奏看权益表现：**首先，居民主导的非银流动性宽松背景下，居民需要分享非银机构在资产端投资回报，因此非银机构追逐相对收益，此时通常抱团行为和股债跷跷板行为较为明显，类似 2020 年-2021 年以及 2024 年-2025 年开年。其次，股债同为风险偏好变化的正反面，如股票下行有政策筑底，债券利率下行或也跟随受限，如股票上行打开，债券利率上行或也跟随打开。

**4、汇率：人民币兑美元汇率或在政策介入下寻求“稳定”，维持窄幅震荡。**一方面，通过人民币贬值对冲关税影响，效果或有局限，更重要的是，其或与我们拓宽与非美经贸合作的诉求相悖。另一方面，人民币属于“经常账户型”货币，汇率的贸易属性更加重要，因而低波、稳定或更符合当下高波动市场下人民币“核心玩家”的利益诉求。

**5、黄金：中长期战略看多不变。**从黄金绝对价格而言，我们用黄金隐含“秩序重构”指数(GIORI)量化黄金价格中无法被传统变量解释的波动，当前 GIORI 指数已经达到 1970 年代以来的最高水平，说明市场对全球秩序重构的预期正在超越传统的周期性视角，一旦形成有效突破，黄金或开启新一轮脉冲。从黄金配置属性而言，即便绝对价格有所波动，作为全球大类资产中能为组合提供降低波动率的低相关系数资产，其对冲“一切”的配置价值依然凸显。

**最后，数据预测与观点补充，详见章节 10-11**

**1、欧日经济中期或有上行动力。**对于欧洲，一方面是财政刺激加码。另一方面是受降息等因素影响，金融条件指数趋松。从历史数据来看，金融条件指数大约领先实际 GDP 两个季度，或指向后续欧元区经济的复苏。对于日本，经济上行弹性的核心是维持“工资-通胀”良性循环，即，工资上涨-居民消费-企业盈利-维持通胀环境-工资上涨。

**2、中国台湾：汇率压力或高悬。**美元指数趋弱背景下，新台币或面临较大升值压力并进一步催化产生股房连带螺旋崩盘的风险。其一，中国台湾地区居民手中积累了大量美元头寸，当美元预期走弱时，产生结汇踩踏的风险较高。其二，中国台湾当前无论是股价还是房价，均处于历史周期高点。其三，2023 年以来，贸易顺差对经济贡献有所提升。



**3、中国地产：销售模式大变革。**不确定性在于现房销售模式的推进速度。长远来看，现房销售可以显著降低购房者风险，保障居民权益。但，短期可能降低房企的拿地力度和风险偏好，导致土地出让金下滑，进一步影响地方的财政收入。

**4、供给侧改革：开启去产能之路？**此前发改委曾指出，“将分行业出台化解重点结构性矛盾具体方案”。我们构建每个行业的盈利压力指数，以 2024 年年报来看，行业层面盈利压力指数达到或接近历史极值的有普钢、结构材料（水泥等）、兵器兵装、电源设备（光伏等）、造纸、纺织制造业等。

**5、经济金融数据展望：**1）全年 GDP 增速我们预计为 5.0%左右，其中 2 季度为 5.2%、3 季度为 4.8%、4 季度为 4.6%。节奏的变化受出口影响加大，“抢出口”使得生产与出口过于前倾。此外，四季度受去年同期政策加码影响，基数偏高。2）物价压力或略大于 2024 年。3）固定资产投资增速中枢下移。4）出口增速或降至 0%左右。基准情形是美国进口不出现大回落。5）消费保持稳定，有结构性亮点。受补贴影响（目前涉及社零耐用品 6 个分项），预计全年社零增速回升至 5%左右。6）财政支出增速回升。7）金融数据小幅回升。

正文：

## PART1: 总量观点，量与价的再次思辨

### 一、为何从看“价”到看“量”？

去年中期策略报告我们着重强调了“价”的重要性，需要降低对“量”的关注。参见《【华创宏观】以“价”定“价”——2024年中期策略报告》，今年我们建议更关注“量”，这种调整代表的是不同宏观环境下理解经济的方式有区别。

去年“量”的干扰因素较多，相较而言，“价”的信息更直接，更能凝聚共识，更能指征盈利弹性，此为关注“价”的原因。具体而言，“量”在读数层面和政策层面研判难度都偏大。读数层面的难点是口径调整、基数影响、疫情后部分领域修复尚未结束等。政策层面的难点在化债影响下地方的发展状态分化加大。

今年，“价”变化在于约束因素增多，弹性趋弱，而“量”的变化在于主线清晰，此为更关注“量”的原因。价的层面，约束因素包括原油的供给弹性增强（OPEC 从限产到增产）、关税政策影响下“提价”困难且抢出口之下出口的回落压力尚未得到释放、固定资产投资从侧重建安转向侧重设备因而建筑链价格承压等。量的层面，以政策的确定性应对外需的不确定性。即，美国新政（关税、减税、削减开支等）→美国进口→全球贸易，中国出口→就业影响，政策对冲→财政支出加大进度加快，“补”消费，“稳”地产，“加力”科创与投资，对外开放与合作迈向新台阶。

#### （一）底线思维下，量的背后是社会大局

政治局会议指出，“要强化底线思维……着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。”这意味着，做好今年的经济工作，“稳就业”摆在了突出位置。“稳就业”的前提是稳住产出（“量”）。我们重点讨论为何今年“稳就业”摆在更重要的位置？

1) 首先，从2024年的经济运行来看，“稳就业”客观存在一些挑战。可以从两个角度观察就业。一是“增量”的稳定，主要针对初次进入职场者。以城镇新增就业与年初目标的比值去衡量。2024年，新增就业1256万人，年初目标为1200万人以上，完成率104.7%，这一完成率相较以往处于偏低水平。二是“存量”的稳定，2024年年末，城镇就业人数为4.73亿人。以2024年城镇就业的净增量与城镇新增就业做比值，如果“存量”较为稳定，这一比值会接近1，2024年为24.9%。

2) 其次，外部环境急剧变化之下，“稳就业”可能会新增一些困难。我们分析出口与就业之间的关系。这一关系牵扯的是两个问题，一是出口与总产出之间的关系，即1单位的出口影响的是多少产出，这一关系需要借助投入产出表进行回答，其背后牵涉到行业与行业之间的关系。二是总产出与就业之间的关系，这一关系可以借助经济普查予以回答，其背后是人均产出的问题。使用最新的2020年投入产出表以及2023年经济普查，假设出口冲击前后，人均产出不变，则结论是1%的出口冲击可能影响105.3万人就业，若不考虑一产，则可能影响65.2万人就业。若只考工业（与出口直接相关），则可能影响40.3万人就业。



图表 1 就业影响的投入产出表分析框架

$$\text{行: } AX + Y = X; \text{ 其中 } A_{ij} = \frac{x_{ij}}{X_j}; Y = (Y_1, Y_2, \dots, Y_n)'; X = (X_1, X_2, \dots, X_n)'; (1)$$

其中,  $X_i$  为第  $i$  个行业的产出,  $Y_i$  为第  $i$  个行业用于最终消费部分。

$x_{ij}$  为第  $i$  个行业用于第  $j$  个行业的中间使用。 $A_{ij}$  为第  $j$  个行业的产出中需要的第  $i$  个行业的投入

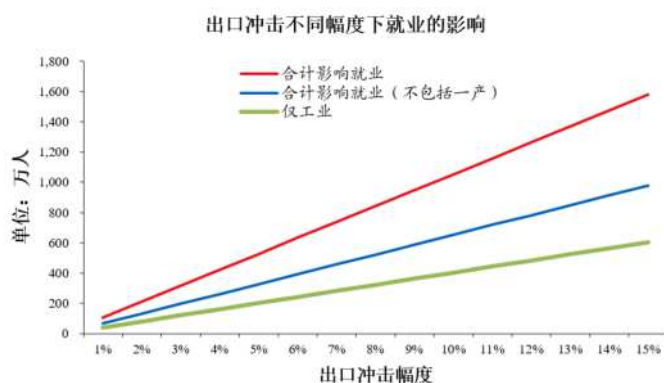
$$\text{基于公式(1)} \Rightarrow X = (I - A)^{-1}Y; \Rightarrow \Delta X = (I - A)^{-1}\Delta Y$$

记: 向量  $e$  为各个行业的就业人数

$$\Rightarrow \Delta \text{ 就业} = \Delta X \text{ 影响的就业的人数} = \sum_{i=1}^n \Delta X_i / \left( \frac{X_i}{e_i} \right) \quad (2)$$

资料来源: 华创证券

图表 2 出口冲击不同幅度下的就业影响



资料来源: 国家统计局, 华创证券测算

图表 3 稳就业既需要“稳增量”也需要“稳存量”



资料来源: Wind, 华创证券

## (二) 外需干扰下, 量的应对更具确定性

### 1、价的分析框架与判断: 供需矛盾与低物价

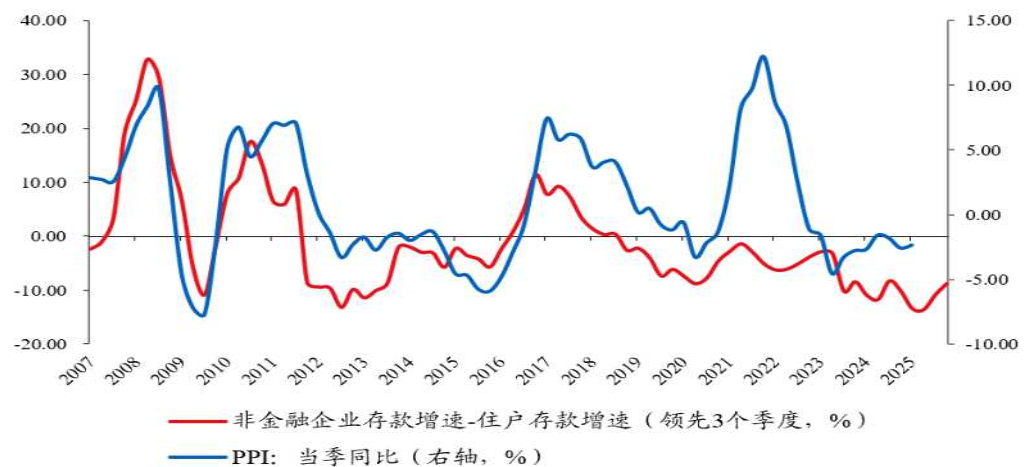
经济的运行层面, 我们首先分析“价”。“价”的分析框架来自供需, 经验来看, 供需的存在形式可以是供大于求, 也可以是供小于求或供需平衡。这意味着, 就短期而言, “供需”平衡未必是政策首要诉求。就今年而言, 我们从三个角度理解供需矛盾, 其结论是物价或仍是磨底状态, 向上弹性较弱。

1) 首先, 看供需。考虑到 GDP 的核算以生产法为基础, 其增速代表产出。需求端, 以居民消费、地产销售、出口、财政支出、固投(非地产)分别代表居民、海外、政府、企业。则, 2022-2024 年, 均呈现供大于求的状态。2025 年, 供给以 GDP 目标 5% 为锚, 需求端的边际变化或在出口增速回落与财政支出回升, 实现供需平衡或难度依然较大。

2) 其次，看居民工资。当政策更加聚焦于消费时，物价与居民薪酬之间的关系或将更加紧密。在消费主导需求的发达经济体中，容易存在工资-通胀的螺旋。国内居民薪酬增速的观察包括城镇私营及非私营单位工资增速（年度，2024 年增速下降）、农民工工资增速（季度，偏弱）、BCI 企业用工成本前瞻指数（月度，趋于下行）。这可能意味着，当前居民薪酬角度尚难推动物价出现明显回暖。

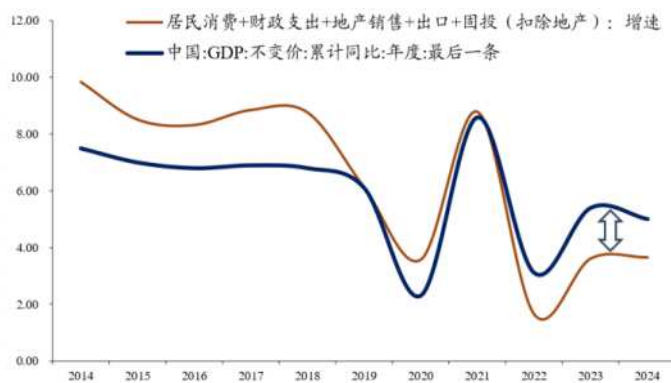
3) 再次，看循环。考虑到当前经济结构中投资体量依然较大，物价能否回升既要看居民，也要看企业。居民能否持续通过消费与购房将资金转移至企业决定着企业的资金流能否持续好转。历史经验显示，若企业存款增速与居民存款增速轧差持续回升（居民企业循环畅通），PPI 也会趋于上行，前者领先后者 3 个季度左右。当前，从该领先指标来看，PPI 未来三个季度或仍是磨底状态。

图表 4 看经济循环：住户与企业的循环处于历史偏低位置



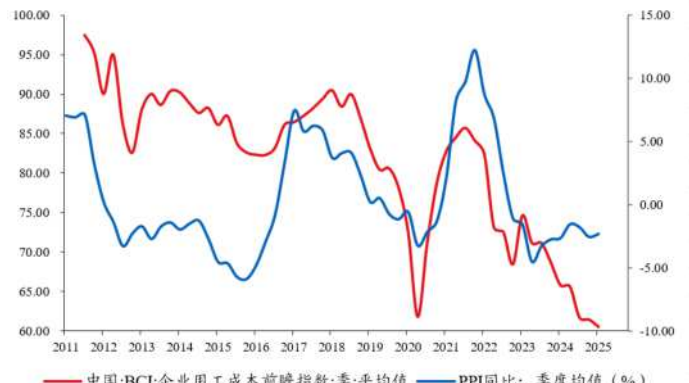
资料来源：Wind，华创证券

图表 5 看经济供需：5%的供需平衡面临不确定性



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 看工资-通胀螺旋：用工成本前瞻持续下行



资料来源：Wind，华创证券

## 2、量的分析框架与判断：内外平衡与扩内需

经济运行层面，我们再分析量。量存在多个分析框架，常见的是长期视角通过提高全要素生产率继而提高潜在增速。但今年外部环境急剧变化这一背景下，有必要从内外平衡的角度看待“量”的问题。结论是，从方向上来看，今年以来中国的三部门（居民、企业、政府）正努力对冲贸易顺差可能回落这一风险，后续若风险加大，只需在正确的路

径上加力前行即可。但美国的三部门行为与贸易逆差收窄的诉求背道而驰。

1) 首先，我们介绍内外平衡的公式推演。从支出法的角度，经济来自需求，即消费、投资与净出口。从收入分配的角度，经济代表价值，其体现为居民、政府、企业的收入。将消费拆解为居民消费、政府消费。投资拆解为居民投资、企业投资、政府投资。则可以得到如下公式（3）与公式（4）。

2) 对于中国，贸易有顺差，适用公式（3）。若后续顺差面临回落压力，则应对是三个途径。或者增加政府债务、或者增加企业融资、或者减少居民储蓄（增加消费或购房）。从2025年的情况看，三个途径均出现了积极的变化。居民支出倾向降幅收窄（1季度为73.8%，去年同期为74.6%）；政府支出倾向在大幅回升（1-4月为1.28，2020年以来新高）；企业融资意愿有所回升（新增贷款/GDP，1季度为27.2%，去年同期为25.5%）。

3) 对于美国，贸易有逆差，使用公式（4）。若后续诉求是缩小贸易逆差，则对应同样是三个途径。或者减少政府债务、减少企业融资、增加居民储蓄。从2025年的情况看，三个途径或都在与减少贸易逆差背道而驰。居民支出倾向（消费+购房）高于去年、政府支出倾向维持高位、企业融资意愿上行（以企业投资/GDP衡量）。

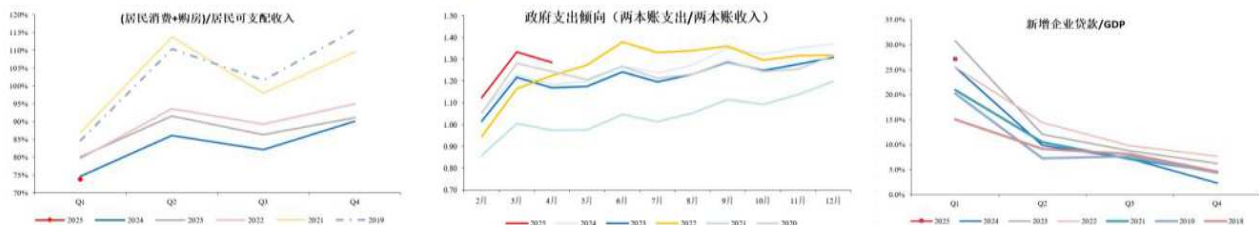
图表 7 内外平衡：中国的“确定性”应对

$$\begin{aligned} \text{GDP} &= \text{消费} + \text{投资} + \text{净出口} \\ &= (\text{居民消费} + \text{政府消费}) + (\text{居民投资} + \text{政府投资} + \text{企业投资}) + \text{净出口} \quad (1) \end{aligned}$$

$$\text{GDP} = \text{居民收入} + \text{政府收入} + \text{企业收入} \quad (2)$$

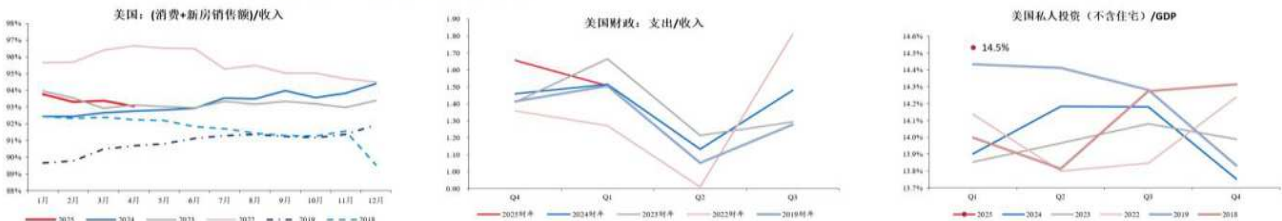
（一）对于中国：净出口>0

$$\begin{aligned} \text{即：贸易顺差} &= \text{GDP} - \text{消费} - \text{投资} = \{\text{居民收入} - \text{居民消费} - \text{居民投资}\} - \{\text{政府消费} + \text{政府投资} - \text{政府收入}\} - \{\text{企业投资} - \text{企业收入}\} \\ &= \text{居民储蓄} - \text{政府举债} - \text{企业举债} \quad (3) \end{aligned}$$



（二）对于美国：净出口<0

$$\begin{aligned} \text{即：贸易逆差} &= \text{消费} + \text{投资} - \text{GDP} = \{\text{政府消费} + \text{政府投资} - \text{政府收入}\} + \{\text{企业投资} - \text{企业收入}\} - \{\text{居民收入} - \text{居民消费} - \text{居民投资}\} \\ &= \text{政府举债} + \text{企业举债} - \text{居民储蓄} \quad (4) \end{aligned}$$



资料来源：Wind，华创证券

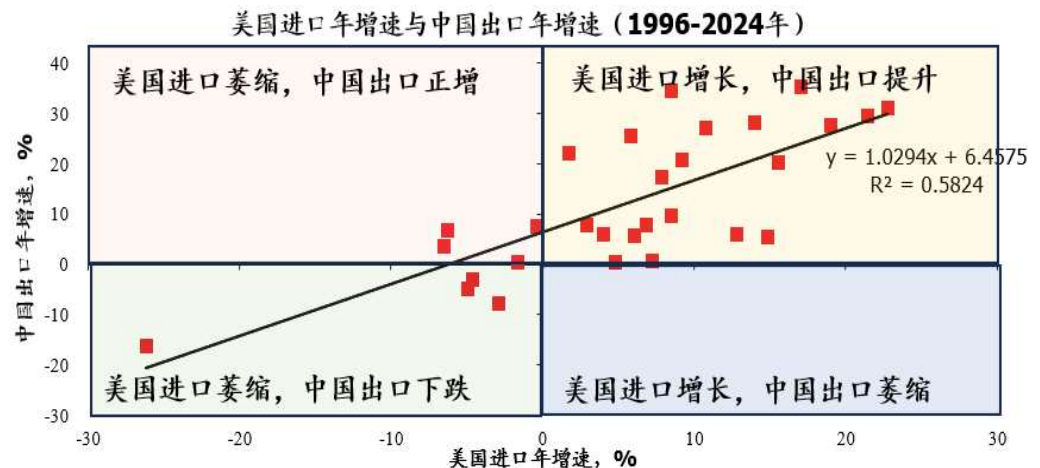


## 二、谈经济，寻找增加的“量”

### （一）出口：增“量”何处寻？品类、业态、伙伴

对于出口，今年的变化在美国的全球关税政策。历史复盘发现，1996-2024 年的历史中，多数时候是美国进口与中国出口同步增长，若美国进口增速为正，尚未出现过中国出口增速为负的年份。因而，我们提示一点，今年出口的关键变量在关税影响下的美国进口，或者说，出口大幅转弱的前提或是美国进口大幅转弱。我们需要对冲的是 alpha 风险（后文分析），有品类、业态、伙伴三个维度。

图表 8 历史上不存在美国进口增长、中国出口萎缩的情形



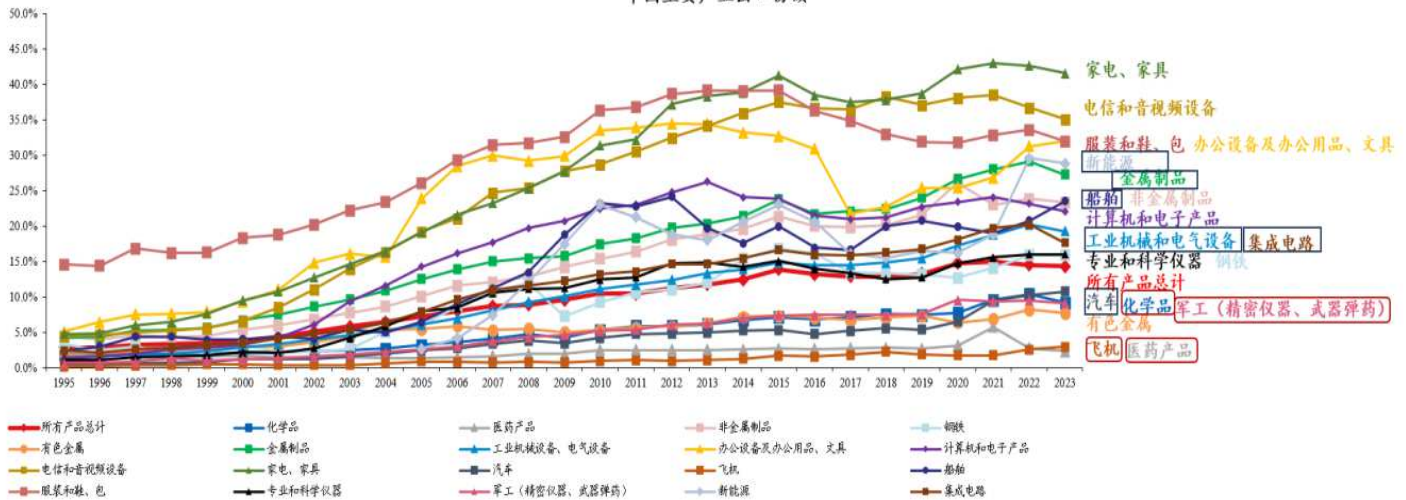
资料来源：Wind，华创证券

1、品类方面，可能具备增长潜力的是当前中国出口份额仍相对偏低、或者展现较强增长趋势的。其中，中期增量（3-5 年）或主要源自新能源、金属制品、船舶、汽车、工业机械和电气设备、集成电路；未来长期增量（20 年）或可期待医药、飞机、军工、化学品。

分时间尺度观察：1）过去二十年维度内，主要产业中国出口份额均有所提升，从这个角度出发，当前中国出口份额仍相对偏低的医药、飞机、军工、化学品，未来中长期维度或具备较大增量拓展潜力。2）过去五年维度内，新能源、汽车、工业机械和电气设备、金属制品、集成电路份额取得较明显突破，增长斜率超出以往。其中，前四类商品 2018-2023 年份额提升幅度均达 4 个百分点以上（其中新能源增幅高达 13.3 个百分点），同期我国整体出口份额仅提升 1.5 个百分点，集成电路出口份额 2023 年有所回落，但 2018-2022 年增长幅度也高达 4.4 个百分点。

图表 9 1995-2023 年主要产业中国出口占全球份额

中国主要产业出口份额



资料来源：UNCTAD，UNComtrade，华创证券 注：1）产业分类《国际贸易标准分类》商品分类第三版修订（SITC Rev.3），将相关商品聚类划分各产业。2）新能源指“新三样”，包括电动汽车、锂离子蓄电池及光伏产品。

2、业态方面，可能具备市场空间增长潜力的或是有助于合理控制生产、税费等成本的，例如，转港贸易、保税物流、小包裹等。当前贸易局势紧张背景下，美国对中国整体关税税率上行风险凸显，在此情形下，能够合理控制关税成本的贸易业态或具备增量空间。可能有三种：

1) **转港贸易**：即在中国完成生产链条的前段，后段生产转到第三方国家进行，其或不仅能帮助企业合理控制关税成本，还可能有助于降低生产成本，增强企业的供应链韧性。其或导致中国中间品出口占比不断提升，取代终端消费品出口。两个角度观察，一是中国中间品出口占总出口之比，从 2018 年的 34.8% 提升到 2023 年的 40.2%。另一个是 OECD 计算的全球贸易的增加值拆分，样本国家进口中间来自中国的增加值（注：指进口中，来自从非中国进口的中国增加值）从 2018 年的 2.3% 提升到 2020 年的 2.6%。

2) **保税物流**：包括两类特殊区域，海关保税监管场所和海关特殊监管区域。经这两类区域进出口货物，有“保税”作用，可降低企业资金压力，即，进口货物暂时不用缴纳各种进口税费（比如关税、增值税），待实际销售时再缴纳税费；出口货物运到该特殊区域就视同已经出口，可以申请出口退税。同时，其通关更加便利，可大幅缩短通关时间。保税物流的飞速发展与跨境电商的快速崛起息息相关，跨境电商依赖保税仓“备货模式”，通过提前将海外商品囤积在保税区，提高配送效率。近年来，国务院批准设立的海关特殊监管区域数量稳步增长，经两类特殊区域出口的金额到 2024 年达到 3449 亿美元。

3) **低值包裹**：即单价低于一定金额阈值的商品，国际普遍对这类包裹采取简易通关模式，进口可免关税，比如美国的“微量货物原则”明确单价低于 800 美元的商品为“微量货物”，可豁免关税入境（注：当前美国对中国邮政运输的小额包裹加征 54% 关税，或者可按 100 美元/件固定费）。从数据来看，2018 年以来，我国低值包裹出口快速提升，截至 2024 年，复合增速达 61.2%，占我国总出口比例由 0.2% 提升至 2.6%，2024 年拉动我国总出口增长近 1 个点。往后看，虽然近期部分国家对小包裹入境政策有收紧倾向，但是一方面考虑到跨境电商的发展，另一方面考虑到小包裹数量众多、溯源难度或更大，未来如果关税政策对一般贸易更加严苛，低值包裹或仍具备增长潜力。



图表 10 中国出口潜在业态增量



资料来源：OECD，UNCTAD，UNComtrade，海关总署，华创证券 注：1) 转港贸易使用的数据，样本共包括76个主要国家或地区，合计占2023年全球商品进口总额约91%。2) 直接来自中国进口的增加值，指样本总进口中，来自从中国直接进口中的中国增加值部分。3) 间接来自中国的增加值，指样本总进口中，来自从非中国进口中的中国增加值部分。

3、伙伴方面，可能具备空间增长潜力的重点或在共建“一带一路”国家。截至2023年6月，中国已同150多个国家签署200余份共建“一带一路”合作文件，形成3000多个合作项目。从中国出口看，近年来，共建一带一路国家<sup>1</sup>占中国出口比例稳步抬升，由2021年的41.6%提升至2024年48.4%，2024年对中国出口拉动高达3.9个百分点。

往后看，中国与共建“一带一路”国家贸易的增量拓宽空间至少可能来源于三个方面：

1) 完善基础设施，缩短运输时间，释放贸易潜力。据世界银行《一带一路经济学：走廊的机遇与风险》：“一带一路走廊沿线国家面临现有基础设施服务不足，并存在各种政策缺口，致使其贸易低于潜力30%，外国直接投资低于潜力70%……据估计，经济走廊建成后，沿线国家的交通运输时间可最多缩短12%，世界其他地区的交通运输时间将平均缩短3%。”此外，据世界银行估计，一带一路经济走廊沿线经济体的贸易增幅将在2.8%至9.7%之间，世界贸易增幅将在1.7%至6.2%之间。

2) 提高居民收入，有助于扩大需求。一带一路建设本身包含增加投资，扩大贸易，大多

<sup>1</sup> 依据中国一带一路网 (<https://www.yidaiyilu.gov.cn/country>)，截至5月23日，共建一带一路国家共有156个。

数走廊沿线经济体将因此而实现经济增长和居民收入增加，有助于提升需求。据世界银行估计，实际收入增幅最高可达 3.4%。

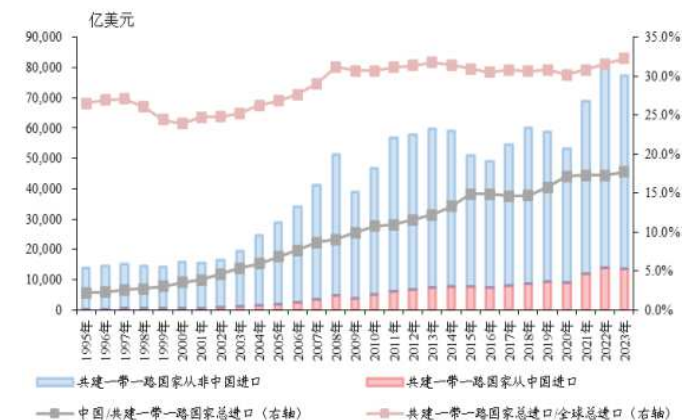
3) 中国出口所占份额提升。中国产业链优势或助力中国占共建一带一路国家总进口比例进一步提升。从数据来看，一方面，近年来共建一带一路国家进口占全球总进口比例稳步抬升，到 2023 年提升至 32.3%。另一方面，从中国进口占共建一带一路国家总进口比例也边际上行，到 2023 年提升至 17.7%。即，若后续一带一路国家进口占全球份额提升，且中国占一带一路国家进口的份额提升，则中国出口一带一路国家将持续增长。

图表 11 共建“一带一路”国家占中国出口比例抬升



资料来源：海关总署，华创证券

图表 12 共建一带一路国家总进口空间较高



资料来源：UNCTAD，华创证券

## (二) 投资：增“量”何处寻？科创、更新、备份

对于固定资产投资，在城镇人口增速放缓，城镇空间扩张放缓，制造业产能整体充裕的背景下，其增长的结构在发生较大的变化。从过往的依赖于建安（求“多”，城市扩张，产能新建）到依赖于设备购置（求“好”求“精”求“安全”，城市更新，设备更新，科技创新，产业备份）。2023-2025 年，两者增速裂口持续扩大中。对于设备购置，其资金层面有财政的特别国债（2025 年为 2000 亿额度）支持以及央行的再贷款（科技创新和技术改造再贷款，8000 亿额度）政策支持，我们重点讨论行业层面的设备购置需求。

1、科技创新，涉及高端设备的购置需求。过往几年，政策层面一以贯之支持科技创新，今年在大模型与人型机器人等领域有重大突破。反映到设备需求上，1-4 月，自动数据处理设备及其零部件进口额累计增速达到 73.7%，较 2024 年的 57.9% 进一步上行。4 月份，服务器受大模型带动订单激增，产量实现近 2 倍增长，机器人减速器、工业机器人等产品产量分别增长 81.0%、51.5%。

2、城市更新，总书记指示，“要积极实施城市更新行动，推动城市业态、功能、品质不断提升”。具体更新方向上，围绕“好房子、好小区、好社区、好城区”四好建设。预计将带来城市排水、燃气、供热等地下管网更新改造、老旧住宅电梯改造及加装、物联智能感知的设备加装等设备相关需求。据住建部数据，2023 年全国城市市政公用设施建设固定资产投资额为 2.03 万亿，其中：供水类占比 3.7%；集中供热类占比 2.5%；地下综合管廊类、市容环境卫生类占比均为 1.7%；燃气类占比 1.5%。

3、产业备份，据 31 个省级行政区域的国土空间总体规划（2021-2035），四川明确定位为，“我国发展的战略腹地”。据三中《决定》，“建设国家战略腹地和关键产业备份”。因



而，四川后续工业投资或将明显加快。今年1季度，四川二产投资增速为18.1%，好于全国的11.9%。从工业资产规模来看，到2024年年末，四川规上工业资产占全国之比为4.2%，这一比值相比其经济体量偏低，2024年四川GDP占全国之比为4.8%。

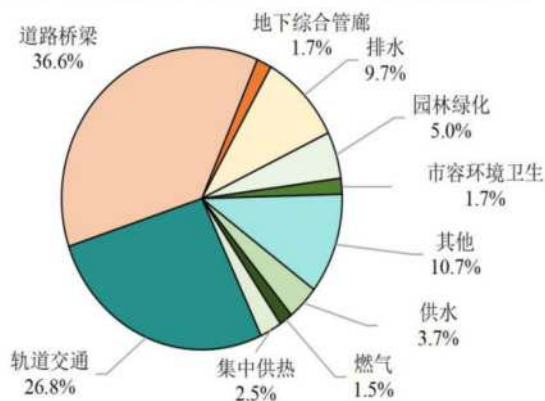
图表 13 固投大变化：建安下，设备上



资料来源：Wind，华创证券

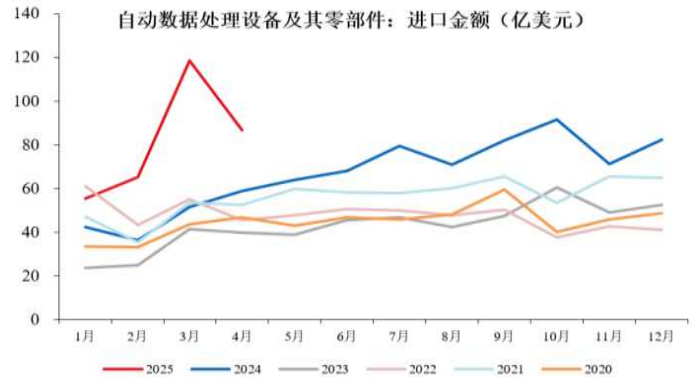
图表 15 设备需求二：城市更新涉及各类管网改造

2023年全国城市市政设施固定资产投资构成情况



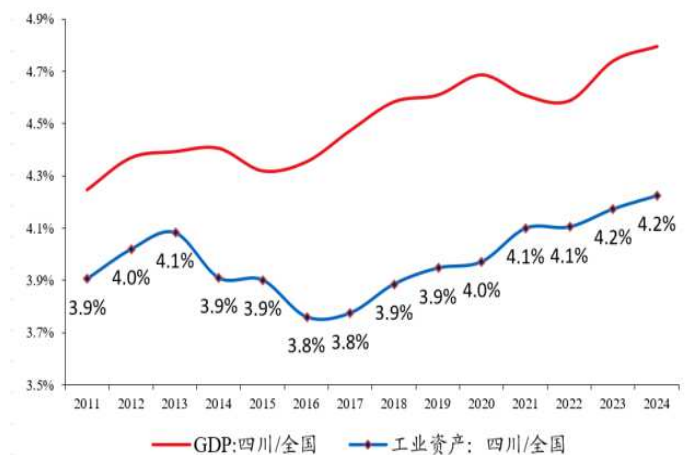
资料来源：住建部，华创证券

图表 14 设备需求一：科技创新涉及高端设备需求



资料来源：Wind，华创证券

图表 16 设备需求三：产业备份或涉及工业资产增加



资料来源：Wind，华创证券

图表 17 各省国土空间的定位



资料来源：国务院，四川日报，华创证券

### （三）消费：增“量”何处寻？左手“新”，右手“补”

对于消费而言，在城镇人口增速放缓、居民耐用品保有量较高、消费品供给能力偏强的背景下，出现了两个消费相关的宏观现象。一是消费品的价格弹性趋弱。将CPI及其30个分项做定基指数（2010年12月=1），则近年来CPI定基指数斜率趋缓，CPI分项中定基指数创新高的比例不断下降。二是传统的“衣食住行”的量的需求或在放缓。以统计局公布的24个典型消费品产量数据来看，2024年产量增速超过10%的仅1个，产量增速为负的有6个，分别是肉、乳制品、白酒、啤酒、葡萄酒、中成药。

这一背景下，消费需要更加重视“量”的维度的挖掘（“价”的弹性走弱），且“量”的维度超预期必要条件或是有特殊的逻辑加成（传统的量偏弱）。在2023年-2024年上半年，这一逻辑应当包括中低收入群体的就业与收入改善，“下沉”的量表现较好。在2024年下半年-2025年，这一逻辑应当包括政策的补贴以及符合特定人群需求的“新消费”。

1、政策补贴。政策补贴之下，相关消费品会出现量的回升，市场担心的是这一回升来自对未来的透支，可持续性不强。但参照过往四轮补贴经验来看，补贴持续时间有短有长，短的有7个月（汽车，2022年6-12月），长的有三年（家电，2009-2011年），量的拐点出现在补贴“退坡”之后（图21）。如果做一个假设，补贴可以持续至明年甚至更久，则短期内并不需要担心量的回落。1-4月，补贴涉及的商品体现在社零的六个分项中，包括家电、家具、汽车、装潢材料、通讯器材、办公用品累计增速达到7.2%这一较高水平。

2、“新”消费。我们基于 wind 的分类寻找新消费涉及的细分领域。将 A 股和港股中分类属于 wind 可选消费、日常消费的个股选出，进一步选择其中 2024 年营业收入超过百亿，收入增速超过 20% 的个股。我们发现，“新消费”在衣食住行的各个角落，包括珠宝、羽绒服、外卖、零食量贩、功能饮料、新式茶饮、服务机器人、潮玩、新能源汽车、在线旅行社、电动自行车等。

图表 18 消费背景一：价的弹性趋弱



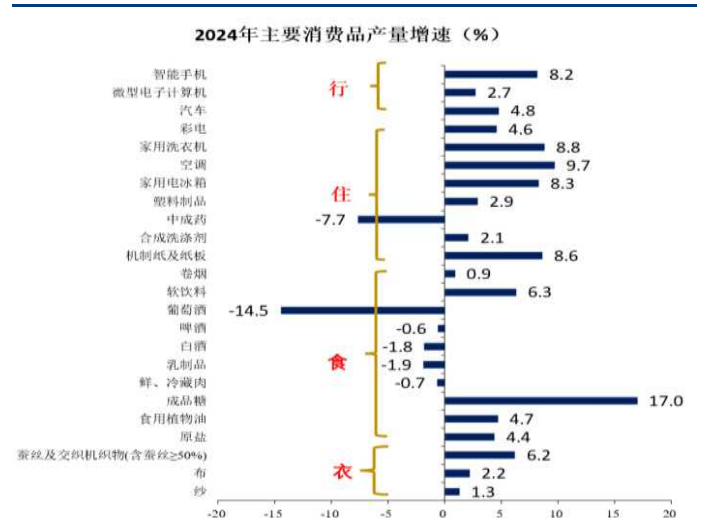
资料来源：Wind，华创证券

图表 20 消费之“新”：微观样本中的新消费



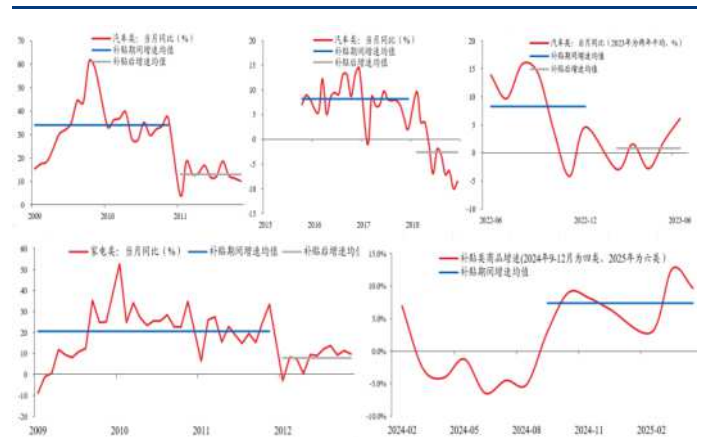
资料来源：Wind，华创证券 注：样本选择过程：1) A 股与港股中分类为 wind 日常消费以及可选消费的个股；2) 2024 年营收超过 100 亿，收入增速大于 20%；3) 同一领域个股收入合并；4) 每个子行业涉及个股较少，可能有样本偏差问题。

图表 19 消费背景二：“传统”量的需求增速偏低



资料来源：Wind，华创证券

图表 21 消费之“补”：补贴期间，涉及商品消费高增



资料来源：Wind，华创证券 注：将汽车购置税调整政策视为补贴。

#### (四) 财政：增“量”何处寻？按需，补量

##### 1、加大支出强度，需补多少资金量？

1) 首先，今年财政需要保持多大的支出强度？可能在 5%-7.5% 之间。前者对应的是财政



支出增速与经济目标增速匹配，需要出口方面不出现后文提及的 beta 风险（对应全年出口增速 0%左右）。后者对应的是财政支出全年维持 1-4 月的支出增速，对应的是出口方面出现 beta 风险（对应全年出口增速在-5%左右，见章节 11）。这一增速区间下，以居民、政府、企业、海外四者合计的需求增速，有望保持在 2023-2024 年的增速水平上。

2) 其次，财政收入端怎么看？基准假设涉及三方面的内容。首先非税，假设实现预算计划（注：非税易受政策干扰，若中央通过非税增加补充收入，本质上也是在补充资金）。其次，税收，我们假设维持在去年的规模上，低于预算目标。主要原因是担心 PPI、地产等因素拖累税收。再次，土地出让收入，假设与全年地产销售额的增速预测一致。

3) 最后，弥补收支缺口，需要补多少钱？或在 1.1-2.1 万亿之间。需要强调的是，这并非指代增发国债的规模预测，财政补充收入的方式有很多，也可能是通过中央企业专项收益等渠道予以补充。

图表 22 不同情景下需要的财政支出增速

单位：亿元/%	2025年情景二	2025年情景一	2024	2023
GDP:现价:同比			4.23	4.88
GDP:最终消费支出:居民消费			539,469.63	512,120.60
居民人均消费支出:累计同比	5.0	5.0	5.34	9.20
两本账支出			386,090.00	375,913.00
两本账支出: 增速	7.5	5.0	2.68	1.29
中国:商品房销售额			96,750.33	116,622.21
商品房销售额增速	-8.0	-8.0	-17.10	-6.50
出口金额			257,470.89	239,534.30
出口增速	-5.0	0.0	5.84	-4.67
投资（扣除地产）			414,093.79	392,123.12
固投（扣除地产）：增速	6.0	6.0	7.21	7.23
居民消费+两本账支出+地产销售额+出口+固投（扣除地产）			1,693,875	1,636,313
居民消费+财政支出+地产销售+出口+固投（扣除地产）：增速	3.6	3.7	3.7	3.6

资料来源：Wind，华创证券测算 注：居民消费、地产、固投、出口的测算参见章节 11。

**图表 23 财政支出增速决定需要的财政“增”量**

单位: 亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025年预算情形	加码情形一	加码情形二
税收收入	156,401	157,992	154,310	172,731	166,614	181,129	174,972	181,460	175,000	175,000
非税收入	26,951	32,390	28,585	29,808	37,089	35,655	44,730	38,390	38,390	38,390
一本账（一般公共预算）收入	183,352	190,382	182,895	202,539	203,703	216,784	219,702	219,850	213,390	213,390
一本账收入增速	6.2%	3.8%	-3.9%	10.7%	0.6%	6.4%	1.3%	0.1%	-2.9%	-2.9%
二本账（政府性基金）收入	75,405	84,516	93,489	98,024	77,879	70,705	62,090	62,499.1	57,123	57,123
二本账收入增速	22.6%	12.0%	10.6%	4.8%	-20.6%	-9.2%	-12.2%	0.7%	-8.0%	-8.0%
两本账收入合计	258,757	274,898	276,384	300,563	281,582	287,489	281,792	282,349	270,513	270,513
两本账支出合计	301,468	330,239	363,587	359,983	371,192	375,913	386,090	405,893	405,057	415,057
支出增速	14.1%	9.5%	10.0%	-1.0%	3.4%	1.3%	2.7%	5.1%	4.9%	7.5%
支出：同比增量		28,771	33,348	-3,604	11,209	4,721	10,177	19,803	18,967	28,967
收支缺口（支出-收入=以下五项补充）	42,711	55,341	87,203	59,420	89,610	88,424	104,298	123,544	134,544	144,544
广义赤字率（收支缺口/GDP）	4.6%	5.5%	8.4%	5.1%	7.3%	6.8%	7.7%	8.7%	9.5%	10.2%
1、结转下年支出（特别提及）	0	0	0	12,000	7,393	5,000	0	0	0	0
2、上年结转收入（特别提及）	0	0	0	0	12,000	7,393	5,000	0	0	0
3、央行利润上缴（不计入收入）	0	0	0	0	16,500	0	0	0	0	0
4、预算稳定调节基金等渠道净补充	5,411	6,241	2,103	-780	-1,697	-769	9,698.0	4,944.1	4,944.1	4,944.1
5、2025年额外补充资金									11,000	21,000
5、政府债新增	37,300	49,100	85,100	72,200	70,200	86,800	89,600	118,600	118,600	118,600
其中：特别国债	0	0	10,000	0	0	10,000	10,000	18,000	18,000	18,000
其中：专项债	13,500	21,500	37,500	36,500	36,500	38,000	39,000	44,000	44,000	44,000
其中：中央赤字	15,500	18,300	27,800	27,500	26,500	31,600	33,400	48,600	48,600	48,600
其中：地方赤字	8,300	9,300	9,800	8,200	7,200	7,200	7,200	8,000	8,000	8,000
赤字合计（不含特别国债）	23,800	27,600	37,600	35,700	33,700	38,800	40,600	56,600	56,600	56,600
GDP(万亿)	93.6	100.6	103.5	117.4	123.4	129.4	134.9	141.5	141.5	141.5
名义GDP增速		7.5%	2.9%	13.4%	5.1%	4.9%	4.2%	4.9%	4.9%	4.9%
赤字率（赤字/名义GDP）	2.5%	2.7%	3.6%	3.0%	2.7%	3.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%

资料来源：Wind，华创证券测算

## 2、加力项目建设，需补多少资本金？

4月政治局会议指出“设立新型政策性金融工具”。发改委4月28日新闻发布会上提及“设立新型政策性金融工具，解决项目建设资本金不足问题”。

### 1) 首先，为什么要补资本金？对发改委提到的资本金不足问题，我们三个观察：

一是部分地方基层财政困难，财政资金或优先满足民生需求。参考蓝部长在《更加积极财政政策的科学设计与成功实践》中的表述，“一些地方基层财政比较困难”，今年公共财政基建类支出安排增速较低、民生类支出安排增速较高。

二是车辆购置税收入减少或影响公路等基建支出。对于车辆购置税，其主要用于公路等基建支出。但近年来，由于新能源车渗透率持续提高，车辆购置税收入有所承压。2024年全年增速为-9.4%，今年1-4月同比-24.6%。

三是地方专项债用作资本金的比例始终低于政策上限。去年年底，国办印发《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，“以省份为单位，可用作项目资本金的专项债券规模上限由该省份用于项目建设专项债券规模的25%提高至30%。”但据企业预警通统计，今年一季度专项债作资本金比重并未明显提高，仍仅有10%。

### 2) 其次，资本金可如何补？根据发改委发言，通过政策性金融工具补。

3) 最后，可能会补多少？可能在5000-7400亿左右。两个视角。一是2022年的经验，彼时通过政策性开发性金融工具支持重大项目建设，规模在7399亿。二是假设今年投资中通过特别国债支持的项目需要补资本金，则今年规模是1万亿，假设后续再增发国债0.7万亿用于两重，按照2024年的经验看，乘数在1.48左右，资本金比例一般至少需要20%，则需要补 $(1+0.7) \times 1.48 \times 0.2 = 5000$ 亿左右。

图表 24 财政用于投资的资金安排

单位：亿元	2023年	2024年	2025年	单位：亿元	2024年财政资金	撬动投资	财政乘数
中央预算内投资	6800	7000	7350	中央预算内投资	7000	13000	
项目专项债（专项债去除化债部分）	37000	31200	36000	项目专项债（专项债去除化债部分）	31200	36000	
特别国债（用于设备更新）	0	1500	2000	特别国债（用于设备更新）	1500	8000	
特别国债（用于两重）	0	7000	8000	特别国债（用于两重）	7000	12000	
2023年增发国债		10000	0	合计	46700	69000	1.48
合计	43800	56700	53350				

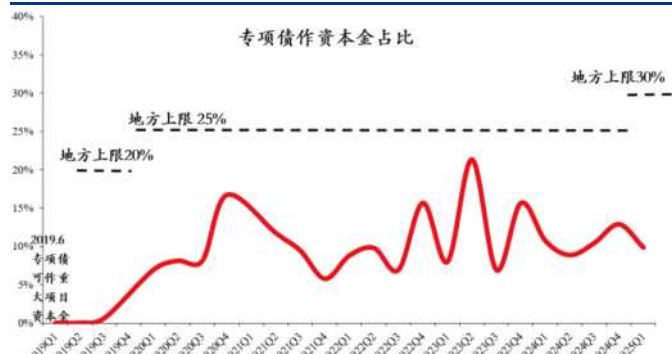
资料来源：中国政府网，国新办，发改委，华创证券

图表 25 车辆购置税收入对应公路等基建支出



资料来源：Wind，华创证券 注：2025 年按 1-4 月同比增速测算

图表 26 地方专项债作资本金比重长期不达上限



资料来源：企业预警通，华创证券 注：只考虑项目建设专项债



### 三、谈金融，把握关键的“量”

#### （一）关键“量”1：居民存款决定货币政策态度

首先，当下居民可能持有大约 40 万亿左右的预防性存款。2010 年~2019 年，居民存款存量与 GDP 的比值均值为 78%，最高值为 82%，2021 年底该比值约为 87%，截至 2024 年底，中国居民存款与 GDP 比值高达 112%。具体数据来看，2024 年 135 万亿 GDP，假设 80%对应居民存款规模 108 万亿，但实际上居民持有 151 万亿居民存款，即预防性存款可能在 40 万亿左右。

其次，稳定房市股市的预期下，居民的预防性存款存在搬家支出的可能。理论上，居民持有存款的机会成本越高，持有存款的动力越弱。我们将这一机会成本简化为居民投资回报与存款利率的利差。其中居民投资回报率为 70 大中城市二手房价定基指数，沪深 300 指数，中债综合指数，PPI 定基指数等权平均后取同比得到，居民存款利率参照四大行五年期整存整取利率。**2025 年居民持有存款的机会成本大概率抬升**，一方面楼市股市有稳定的诉求，另一方面在化债置换商业银行高收益资产背景下，商业银行净息差或有回落压力，为稳定息差，居民存款利率或将进一步下行。

最后，如果居民存款持续搬家，央行货币政策进一步宽松的必要性有所降低。背后原因在于，居民存款搬家期间，如果货币宽松力度加大，那么非银机构的流动性会面临居民银行的双重支撑，资金淤积在金融市场或将带来资金空转。经验来看，当居民存款搬家至非银机构期间（非银部门从实体部门融资走强），央行货币政策态度均会强调抑制资金空转，维持紧平衡态势（非银部门从银行体系融资走弱）。

图表 27 居民持有存款的机会成本与存款新增规模



资料来源：Wind，华创证券 注：居民持有存款的机会成本计算方式为居民投资回报率-居民存款利率。居民投资回报率为 70 大中城市二手房价定基指数，沪深 300 指数，中债综合指数，PPI 定基指数等权平均后取同比得到。居民存款利率参照四大行五年期整存整取利率。

图表 28 非银从实体融资越多，银行向非银投放越少



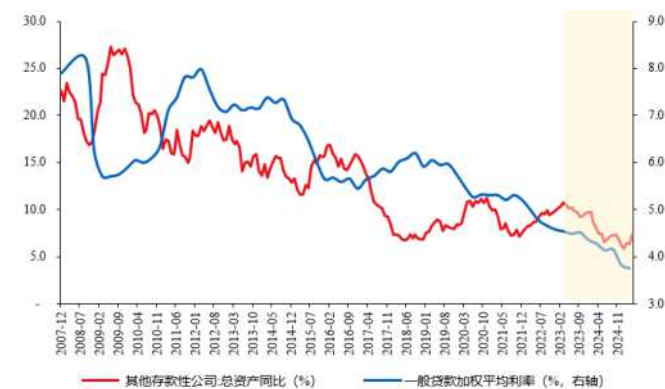
资料来源：Wind，华创证券 注：非银机构：从银行体系融资数据来自其他存款性公司对其他金融机构债权这一科目；非银机构：从实体部门融资数据通过下列公式得到：**【非银机构：从实体部门融资】=非银机构存款+非银机构向实体投放-非银机构从银行体系融资**。非银机构向实体投放这一数据通过**【社会融资规模存量】-【其他存款性公司对政府债权】-【其他存款性公司对非金融机构债权】-【其他存款性公司对其他居民部门债权】-【货币当局对政府部门债权】-【社会融资规模存量:未贴现银行承兑汇票】**得到。

## (二) 关键“量”2：直接融资贡献信用扩张增量

从间接融资的视角来看，当下银行信贷的供给能力可能弱化。其背后原因在于，银行净息差在持续回落，商业银行的盈利能力和抵御风险的能力有所弱化，因而信贷的供给能力可能受到影响。数据来看，2024 年一年期 LPR 利率下行 35bp，一般贷款加权平均利率下行 53bp，但新增贷款同比回落 4.6 万亿。

但从直接融资的视角来看，未来直接融资或有同比提升的可能。其背后原因在于，若居民存款搬家大量流向非银机构，会形成非银存款。如果非银存款持续增长，需要通过直接融资打通非银存款向实体经济转移的渠道。2024 年全年，根据我们的测算（测算过程参见图表 31），非金融企业从非银部门获得的融资为 3.2 万亿，同比增加 2 万亿。非金融企业从银行部门获得融资为 13.9 万亿，同比减少 3.1 万亿。

图表 29 本轮利率下行期间，银行资产增速回落



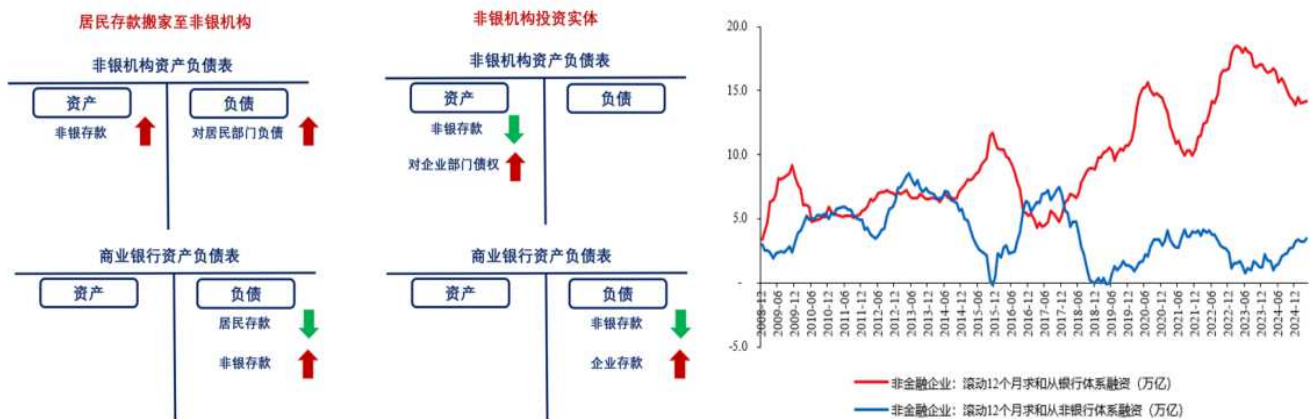
资料来源：Wind，华创证券

图表 30 本轮利率下行期间，新增贷款同比回落



资料来源：Wind，华创证券

图表 31 企业从银行融资规模回落，从非银融资抬升



资料来源：Wind，华创证券 注：①非金融企业：从银行体系融资数据来自【中国：对非金融机构债权：其他存款性公司】；②非金融企业：从非银行体系融资数据计算方法如下：首先我们将社融减去居民贷款和政府债券，以此来衡量所有非金融企业的融资规模，其次，我们将非金融企业总的融资规模减掉【非金融企业：从银行体系融资】，得到【非金融企业：从非银行体系融资】；③由于社融并非涵盖所有企业的融资数据，因此上述计算客观存在误差。

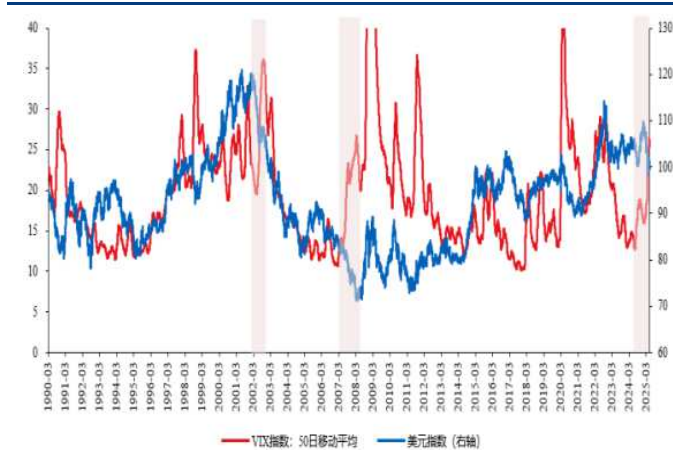


### （三）关键“量”3：稳定预期影响全球资金流动

从全球资金流动视角来看，我们建议当下关注全球“去美元化”的交易叙事。历史经验来看，当经济冲击或地缘政治引至全球的恐慌情绪抬升期间，全球投资寻求避险资产，此时美国通常扮演全球避风港的角色，美元因此走强。然而，本轮在全球恐慌情绪抬升过程当中，美元指数并没有上行，反而呈现回落态势，这或许意味着全球投资者对美国资产的避险属性可能正在重新评估。

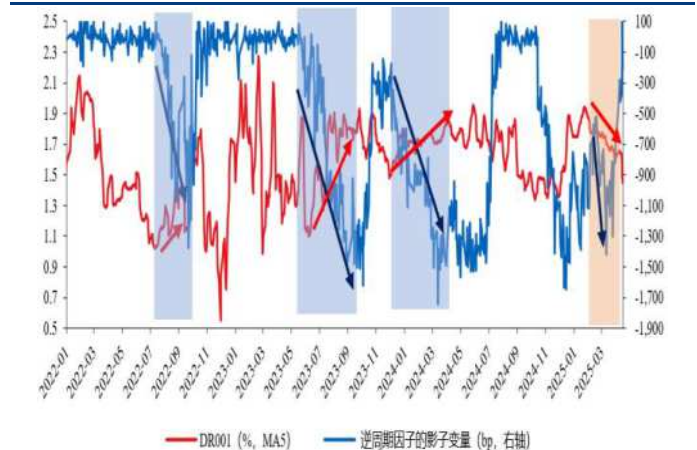
“去美元化”的交易叙事下中国资产或受益。首先，中国国内政策更加“以我为主”。过去两年，当国内汇率压力客观加大时，银行间利率通常向上调整，由此来对冲汇率压力。但2025年以来，汇率压力对我国货币政策的掣肘似乎逐步消退，中国政府着力于稳定实体经济预期和投资者信心。其次，中美对比下，中国坚持对外开放与稳增长稳市场政策等，这些表明政府是资本市场后面的坚定靠山，提供“确定性”；美国坚持保守主义与掀起全球关税潮等，这些代表政府是资本市场波动率的震源，带来“不确定性”。在此“确定性”的保护下，中国资产的长期配置价值客观上进一步提升。

图表 32 近期避险情绪抬升期间，美元指数反而回落



资料来源：Wind，华创证券 注：VIX 指数全称【标准普尔 500 波动率指数】，我们将这一指数进行 50 日移动平均。

图表 33 今年以来国内货币政策更加“以我为主”



资料来源：Wind，华创证券

## 四、谈战略，布局长期的“量”

### （一）对外开放：长“量”在制度型开放

对外开放的长“量”，在于我国持续拓展区域“朋友圈”——在战略合作、服务贸易、货物贸易三大领域，推行“更大范围、更宽领域、更深层次”的开放举措。

#### 1、战略合作关系扩容升级

我国通过多边组织及“命运共同体”倡议，正在“更大范围”凝结新兴市场和发展中国家力量。上合组织、金砖国家两大组织，时隔多年重启扩员，吸纳中东能源大国等多个国家“加盟”。同时，双边“命运共同体”关系正在进行新一轮扩展。据我们不完全统计，目前我国至少与 20 多个国家或地区建立了“命运共同体”关系，主要覆盖亚洲周边、中亚、非洲等地区，其中大多数关系为 2022 年以来确立的。

#### 2、服务贸易开放多维突破

我国制造业开放取得重大进展（外资准入限制已全面取消），正在进入服务业开放的“深水区”。当前服务业开放，可能聚焦三个方向：一是发展入境旅游消费；二是对接高标准经贸规则；三是推动重点行业开放。

1) “更大范围”吸引入境消费。旅游是服务贸易逆差的大头。免签国扩围、离境退税优化、免税店扩容等一系列举措，均有利于促进入境消费。

2) 对接高标准经贸规则，“更深层次”推动制度创新。我国正在积极推进加入 CPTPP 和 DEPA 等高标准经贸规则。当前路径是继续做好先行先试，近两年我国先后在有条件的自贸试验区（港）、服务业扩大开放综合试点示范区等试点探索，如大幅增加服务业扩大开放综合试点数量、启动增值电信业务对外开放试点、允许试点设立外商独资医院等等。

3) 突破金融、电信等重点行业，实施“更宽领域”对外开放。这也是对接高标准经贸规则的应有之义。对比 RCEP 等现有规则，高标准经贸规则在金融、电信等领域作出更高要求。

#### 3、货物贸易网络全面拓展

货物贸易重点在扩展深化区域贸易网络：与更多国家订立自贸协定或双边合作机制（“更大范围”），同时提升已有自贸协定开放水平（“更深层次”）。

自贸协定扩围升级。一方面，与更多国家或地区签订自贸协定，自贸协定数量从 2019 年的 17 个（25 个国家和地区），增加至目前的 23 个（30 个国家和地区），已覆盖六大洲；目前还有 19 个正在推进的自贸协定谈判，包括 12 个在谈（如中日韩、中国-海合会）和 7 个研究中的协定。另一方面，推动现有自贸协定扩围升级，如推动 RCEP 扩员、完成中国-东盟 3.0 版谈判。双边合作机制强化。与欧洲（与欧洲议会全面取消相互交往限制）、拉美（三年合作项目）、中东（首届中阿峰会）、中亚（首届中国-中亚峰会）、非洲（十大伙伴行动）等区域，以系统性合作框架支撑贸易投资便利化。

图表 34 我国对外开放主要领域及进展



资料来源：中国政府网，外交部官网，商务部官网，新华社，人民网，华创证券整理

## （二）对外投资：长“量”在战略性建设

对外投资的长“量”，源于“一带一路”战略的纵深推进——以铁路、公路、港口、机场、管网为依托，“陆海天网”四位一体的互联互通格局日臻完善。港口的长“量”，既体现在数量的多，百余个港口遍布六大洲；又体现在战略位置的重要性，港口重点覆盖了我 国现有能源和贸易的海上要道。铁路和管网的长“量”，体现为对现有运输路径的“增量”补充。我国今年加速推进的东南亚、南亚、中亚、东北亚、南美洲等重点铁路项目，是在现有海运和中欧班列陆运外开拓的“新路径”；着力布局的东北、西南、西北三大油气管道，则是对东部海上能源通道的有力补充。机场和公路的长“量”，重点或在对双边关系的贡献上，我国对亚非国家的援助，将推动同各方关系进一步发展。

### 1、海上港口：长“量”在覆盖地区广，又战略聚焦

港口是“21 世纪海上丝绸之路”的重要依托。近年来，我国企业积极布局沿线港口，百余个港口已覆盖全球六大洲；战略上聚焦于印度洋附近的核 心航道，这是我国现有能源进口和贸易的海上重要通道之一。港口沿途覆盖通道型地区（马六甲海峡、霍尔木兹海峡、曼德海峡等要塞周边国家）、资源丰富型地区（中东及非洲）、重要贸易伙伴（欧洲）。

#### 1）布局广泛：我国企业海外参与港口或已达百余个，遍布六大洲

综合多方信息，我国企业海外参与的港口或已达百余个，遍布六大洲。根据浙江省商务厅 2022 年文章《落子迪拜！宁波舟山港海外布局大幕开启》<sup>2</sup>，“二十年来，中国投资或者承建了 101 个海外港口项目”。海外港口布局的两大重要主体——中远海运港口、招

<sup>2</sup> 浙江省商务厅《落子迪拜！宁波舟山港海外布局大幕开启》，[http://www.zcom.gov.cn/art/2022/6/21/art\\_1384592\\_58936045.html](http://www.zcom.gov.cn/art/2022/6/21/art_1384592_58936045.html)



商局港口，给出的数据体量也较为接近。根据中远海运官网<sup>3</sup>，截至 2024 年，“中远海运港口在全球 39 个港口运营及管理 375 个泊位”；根据招商局港口 2024 年年报<sup>4</sup>，“（公司）成功布局亚洲、非洲、欧洲、大洋洲、南美洲及北美洲等 26 个国家和地区的 51 个港口”。

## 2) 战略聚焦：锚定印度洋周边，覆盖贸易伙伴及“咽喉要塞”

根据公开信息不完全统计，我国企业参与的海外港口，主要分布在印度洋周边，沿途经过马六甲海峡、霍尔木兹海峡、曼德海峡等“海上要塞”，最终到达中东（能源）、非洲（矿产资源）、欧洲（贸易）。这条通道，是目前我国能源进口及与欧洲贸易的海上核心通道，也是 21 世纪海上丝绸之路的两条重点路线之一。根据我国 2015 年发布的《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，21 世纪海上丝绸之路重点方向有两个：“从中国沿海港口过南海到印度洋，延伸至欧洲”；“从中国沿海港口过南海到南太平洋”。

## 2、铁路&管道：长“量”在“增量”补充，多元布局

### 1) 铁路：多个“新”路线，今年提速推进

铁路是陆上丝绸之路的主要运输方式。我国正在推进多个重大铁路项目，覆盖多个区域：东南亚（泛亚铁路网：中越铁路、中老铁路及中泰铁路、中缅铁路），南亚（中巴铁路、中尼铁路），中亚（中吉乌铁路、中哈铁路），东北亚（中蒙第二条跨境运煤铁路），南美洲（巴西的两洋铁路等）。

上述铁路项目，是对现有海运及陆上通道的重要“增量”补充，进一步拓宽了我国能源、农产品及货物的运输路径。举例说明：泛亚铁路，串联起我国最大贸易伙伴东盟，涵盖东线（越南）、中线（老挝-泰国-马来西亚）、西线（缅甸），最终直抵新加坡。中巴铁路，与巴基斯坦瓜达尔港发挥协同作用，便利中东能源运输，据中国一带一路网文章<sup>5</sup>，“能源大动脉将以瓜港为起点，待到未来中巴经济走廊全线畅通后，石油等能源从沙特阿拉伯到达中国上海的时间将从 25 至 30 天缩短至 12 天，到达新疆喀什的时间更是缩短至 5 天”。中吉乌铁路，作为中欧班列西通道的组成部分，跨越中亚国家进入欧洲，是对现有中欧班列中通道、东通道（均通过俄罗斯）的重要补充。两洋铁路，连接巴西和秘鲁的钱凯港（中远海运持有 60% 股权），据环球时报报道<sup>6</sup>，“该铁路将使巴西出口产品更快到达亚洲市场，而无需通过巴拿马运河”。

今年以来，多个重大铁路项目正在取得新突破。如中蒙第二条跨境铁路，已于今年 5 月中旬开工建设。如中吉乌铁路，在去年 12 月举行了启动仪式，并将于今年 7 月正式开工。如泛亚铁路，今年以来多线提速：中越铁路，今年 4 月中越联合声明，提出将加快部分线路开工建设；中泰铁路，一期正在推进，二期也计划在今年年内开工。

### 2) 能源管网：陆上三大通道，加速布局中

我国跨国油气通道以东部海运为主。但近年来陆上管道运输正在加快布局。陆上管道主

<sup>3</sup> 中远海运港口官网介绍，<https://ports.coscoshipping.com/sc/AboutCSP/CorporateProfile/Overview/>

<sup>4</sup> 招商局港口 2024 年年度报告，<https://www.cmport.com.hk/Default.aspx>

<sup>5</sup> 中国一带一路网《瓜达尔港——中巴经济走廊的璀璨明珠》，<https://www.yidaiyilu.gov.cn/p/203915.html>

<sup>6</sup> 环球时报《这个雄心勃勃的铁路项目或将改变国际贸易》，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1829971947371495958&wfr=spider&for=pc>

要分布在三个方向：西北通道（中亚国家）、东北通道（俄罗斯）、西南通道（缅甸）。

三大方向主要涉及 9 条线路，其中 3 条原油通道均已投产，包括西北的中哈原油管道、东北的中俄原油管道、西南的中缅原油管道。5 条天然气管道中，中亚天然气 A/B/C 线、中俄西伯利亚力量 1 号已运行；另外 3 条正在推进：中亚管道 D 线、中俄远东线路以及正在规划中的西伯利亚力量 2 号，其中俄罗斯两条管道今年均有“加快”推进迹象。具体投产时间上，据中国石油官网 5 月 13 日文章<sup>7</sup>，远东线路管道“计划于 2027 年投运”，西伯利亚力量 2 号“预计 2030 年后建成”。

### 3、机场&公路：长“量”或在对双边关系贡献上

从我们统计的样本情况看，我国企业对外参与机场、公路建设，以亚非地区居多，部分为援建或 BOT 形式。机场主要为承建或贷款援助形式，非洲国家使用贷款援助相对较多。个别机场为 BOT 形式，中企负责运营，如柬埔寨暹粒新国际机场，据云南省发改委官网信息<sup>8</sup>，该机场“是中资企业在海外以 BOT 模式实施的第一座国际机场”。公路部分为援助或 BOT 形式。如正在推进的中老高速公路和柬埔寨金巴高速公路，我国将以 BOT 形式运营 50 年。如巴基斯坦以及非洲部分国家（肯尼亚、喀麦隆、埃塞俄比亚等）的已完工项目，由我国企业承建并提供优惠贷款支持。

## 五、谈美国，紧盯“量”的演变

### （一）关税政策如何影响中国？alpha 与 beta

从关税对出口的影响路径分析，可区分  $\beta$  风险和  $\alpha$  风险。所谓  $\beta$  风险是指，“美国加关税→冲击美国进口需求→带动全球需求下行”，从历史经验关系看，美国进口增速下滑一个点，或可带来全球贸易需求等比例的下滑； $\alpha$  风险则是指美国对中国落地关税高于其他国家或地区。其中关键是， $\beta$  风险是否被触发。 $\beta$  风险核心可概括为两股力量的对决，即：美国居民因“超额财富”积累产生的资产负债表韧性 vs 关税传导产生的通胀，若前者可压倒后者，则  $\beta$  风险或不足为惧，但若前者难以抗衡后者，则  $\beta$  风险爆发的概率较高。

1、若  $\beta$  风险爆发（从历史复盘来看，美国年进口增速跌穿 -4%~-5%，可能就要慎重看待全球需求衰退危机的风险），意味着全球贸易需求衰退，中国出口或难“独善其身”。但由于并非仅有中国受到冲击，全球出口或均遭受大幅下滑，中国在出口以外的潜在优势反而可能为中国资产提供更有利的估值叙事。一方面，需求崩盘意味着美国经济衰退，美国例外论的逆转，“东升西降”叙事可能继续升温。另一方面，在外需崩盘的背景下，具备较大内需市场空间潜力的或更占优，重要的是内需市场的体量和规模，对应的无非是中国和欧洲，且中国相比于欧洲还有更强的财政统一性。

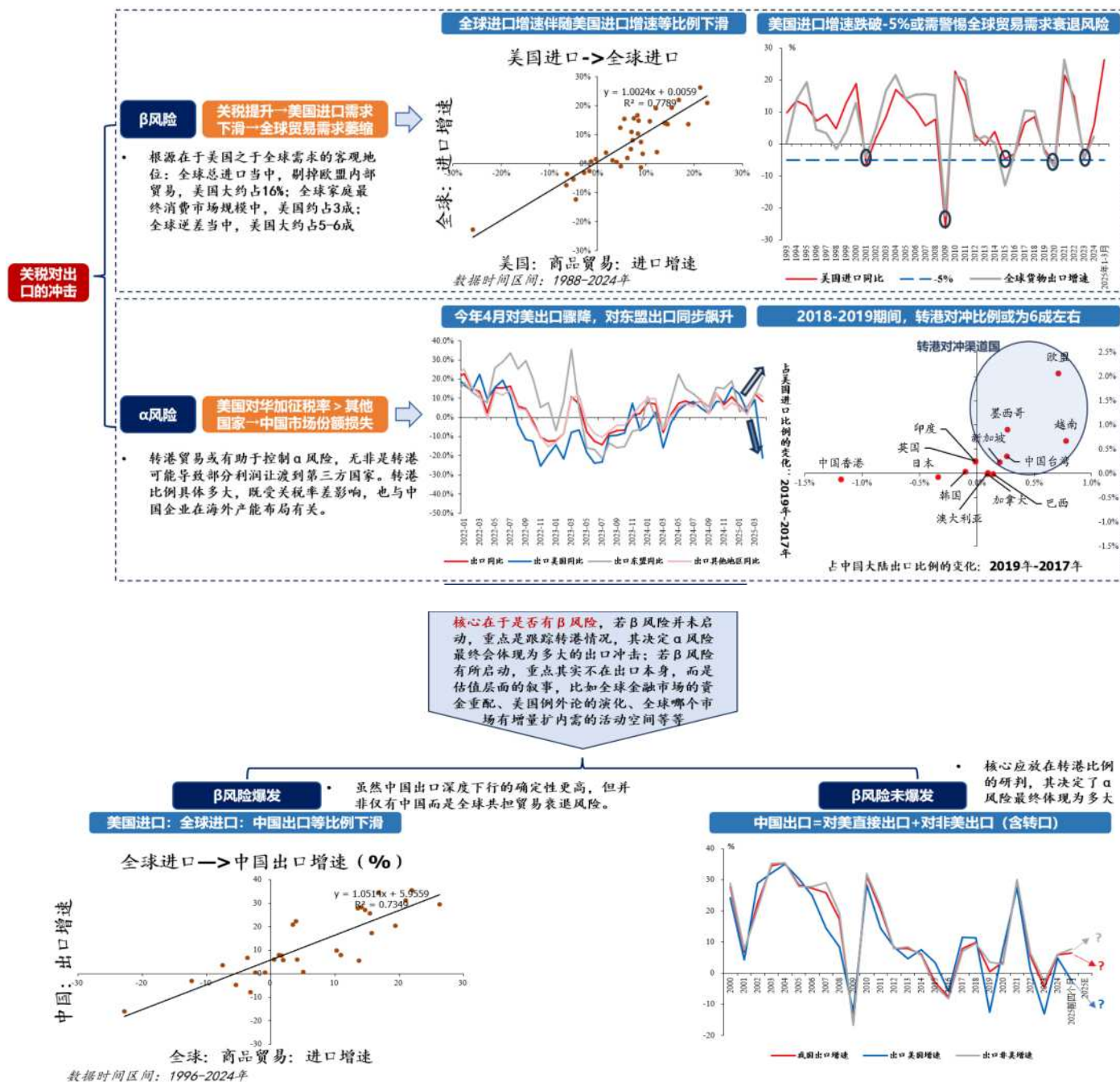
2、若  $\beta$  风险并未爆发，意味着终端需求仍在，短期而言供给是具备稀缺性的，对中国出口的实际影响无非是由直接出口美国转变为更多的转港贸易，实际影响或相对有限。其中，核心要素是转港比例，其决定了  $\alpha$  风险最终会体现为多大的出口冲击。按 2018-19 年数据推算，当时转口或者所谓价值链贸易对于美国直接出口下滑的对冲比例或达 61%（详见《特朗普新关税主张对中国出口影响可能有多大？——出口扫描系列·复盘篇》），而

<sup>7</sup> 中国石油《中俄推动能源高质量互利合作》，<https://news.cnpc.com.cn/system/2025/05/13/030162948.shtml>

<sup>8</sup> 云南省发改委《柬埔寨暹粒吴哥国际机场试飞成功》，[https://yndrc.yn.gov.cn/html/2023/tongdaojingji\\_1008/13371.html](https://yndrc.yn.gov.cn/html/2023/tongdaojingji_1008/13371.html)

本轮考虑到关税税率差史无前例且企业自 2018 年以来已经构建海外产能布局，转港意愿和能力未必逊于上一轮。

图表 35 关税政策影响中国的两个渠道：β 风险和 α 风险



资料来源：Wind，WTO，Bloomberg，华创证券



图表 36  $\beta$  风险是否爆发取决于两股力量的对决



资料来源：Wind，白宫，华创证券

## （二）美国自身如何演变？风险与应对

当前美国自身也是暗流涌动，存在金融市场流动性脆弱、居民财富效应耗尽、通胀上行、美国财政持续性存疑等困境。具体来看：

### 1、金融市场流动性存在 4 大脆弱性

如果说流动性危机是一场火灾，火灾的发生需要火星，也需要易燃物，而当前的美国金融市场存在较多的易燃物。具体包括以下四个方面的问题。可能的应对：1）美联储进一步降息、呵护美国经济，从而避免美股盈利大幅下行、企业债出现大幅违约。2）美联储停止缩表，避免进一步在金融市场回笼流动性。3）放松 SLR 监管要求，放宽银行与交易商持有国债的资本金监管要求，从而改善国债市场流动性。

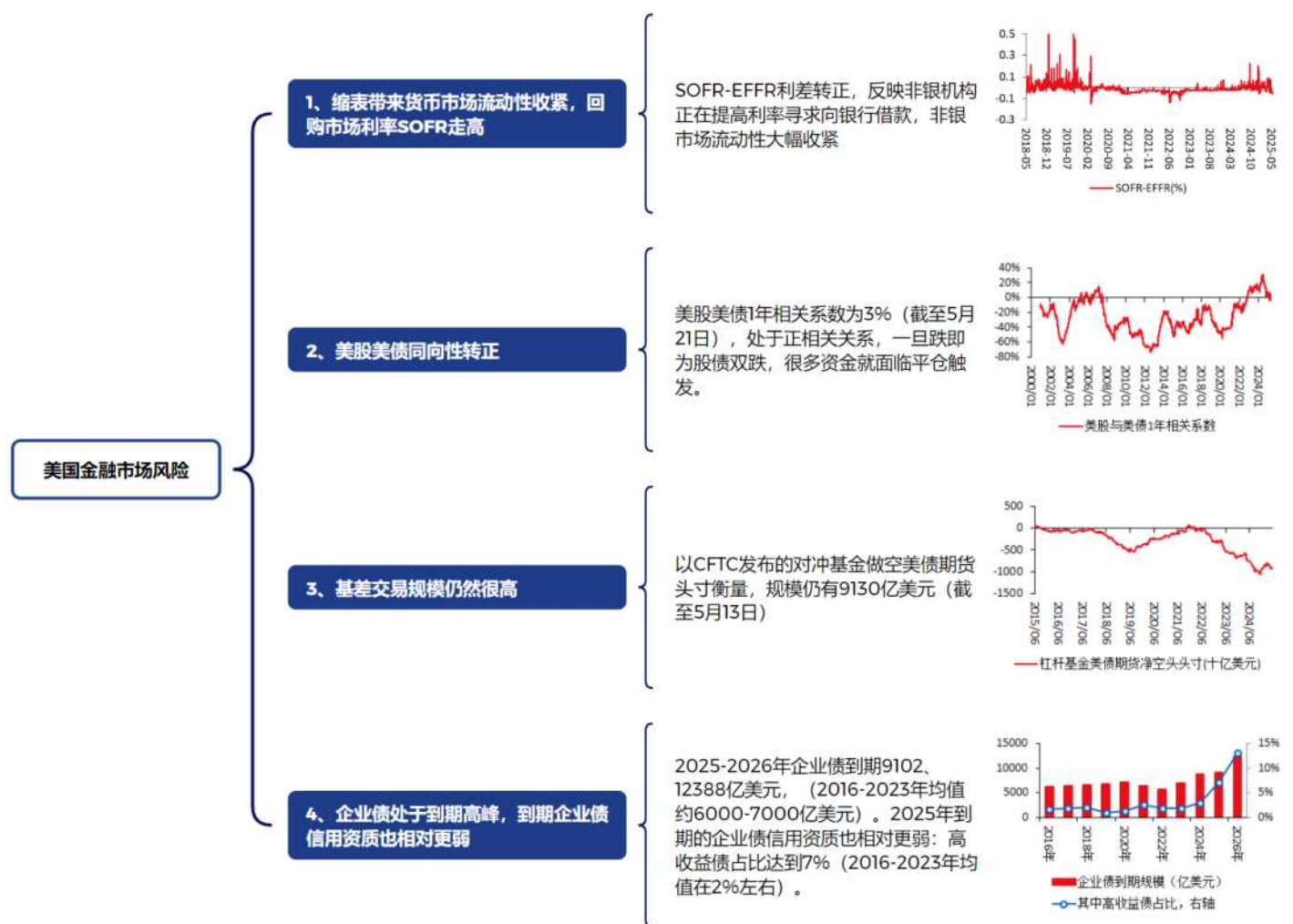
1) 缩表带来货币市场流动性收紧，回购市场利率 SOFR 已突破联邦基金有效利率 EFR。

2) 美股美债同向性转正，股债跷跷板失效，如果是跌即为股债双跌，很多资金就面临平仓触发，只能同步卖股债，就极易进入流动性危机，触发更大的风险。

3) 基差交易规模仍然很高，基差交易是一种利用资产现货与期货之间的价差（基差）进行套利的策略，当基差显著偏离历史均值时，投资者通常会同时买入被低估的资产（现货或期货），卖出被高估的资产（期货或现货），以期在基差回归正常水平时获利；但一旦基差未如期收敛，则会迫使对冲基金被迫平仓期货、抛售现货→国债价格进一步下跌、回购市场抵押品贬值→市场进一步抛售、引发流动性风险。目前以 CFTC 发布的对冲基金做空美债期货头寸衡量，基差交易规模仍有 9130 亿美元（截至 5 月 13 日），接近有数据以来峰值水平。

4) 企业债处于到期高峰：2025-2026 年企业债到期 9102、12388 亿美元，而 2016-2023 年到期规模均值在 6000-7000 亿美元左右。同时 2025 年到期的企业债信用资质也相对更弱：高收益债占比达到 7%（2016-2023 年均值在 2% 左右）；行业结构上可选消费、能源行业比重偏高，分别达到 13.6%、6.4%（2016-2023 年均值为 11.5%、5.4%），这些行业本身违约比例更高、受到经济波动的冲击也更大。

图表 37 美国金融市场流动性存在 4 大脆弱性



资料来源：Bloomberg，华创证券 注：美股美债同向性计算时，美股采用标普 500 指数，美债采用彭博美国长期债券总回报指数

## 2、特朗普政策组合与财政可持续性相悖

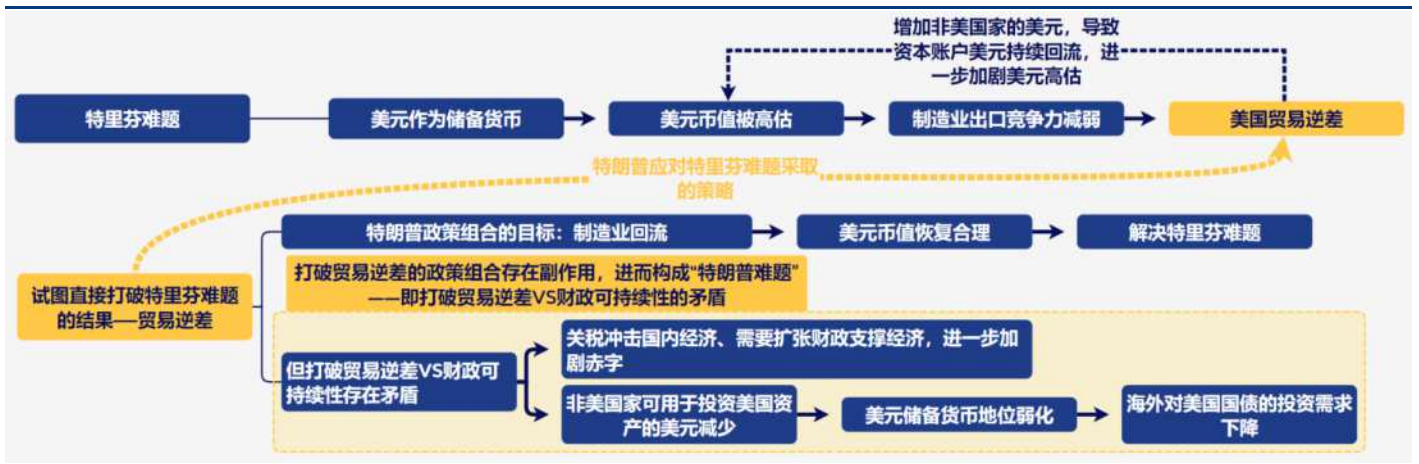
特朗普的关税+减税政策存在与财政可持续性的矛盾，构成当代的“特朗普难题”。传统“特里芬难题”指出：美元作为储备货币→美元币值被高估→制造业出口竞争力减弱→美国贸易逆差，贸易逆差进一步增加了非美国国家可用于投资美国资产的美元，导致资本账户资金持续回流美国，进一步加剧美元币值被高估。

而为了解决这一问题，特朗普当前政策的入手点在于：打破贸易逆差→制造业回流、美元币值恢复合理；但打破贸易逆差的副作用在于：①美国国内经济短期受冲击，需要扩张财政来支撑，进一步加剧财政赤字；②非美国国家可用于投资美国资产的美元减少→美元储备货币地位弱化→海外对美国国债的投资需求下降。即打破贸易逆差与财政可持续性的矛盾，构成当代的“特朗普难题”。

而“特朗普难题”短期来看或只能通过美联储宽货币得以缓解，这也就是特朗普极力要求美联储降息的原因。一方面降息可以刺激经济复苏、减轻财政刺激的负担，另一方面更低的利率水平有利于债务以更低的成本滚续，减轻财政利息支出负担：2024 年（以自然年计算）美国财政年净利息支出约 9100 亿美元，净利息支出/GDP 达到 3.1%，相较于 28.8 万亿美元存量国债（公众持有部分）的平均利率为 3.1%。而 2020 年美联储大幅降

息期间，平均利率仅 1.5%，按这一利率水平估算做一个对照，2024 年财政年净利息支出可降低至 4326 亿美元左右，净利息支出/GDP 可降至 1.5%，可见利率水平对美国的挑战。

图表 38 “特朗普难题”面临的打破贸易逆差 VS 财政可持续性的矛盾

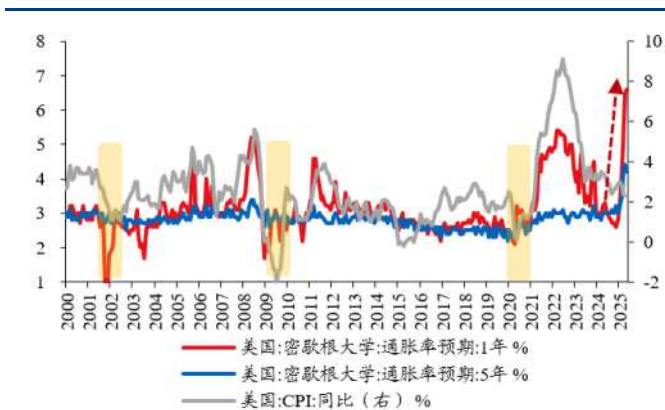


资料来源：华创证券

### 3、美国通胀预期已展现脱锚风险

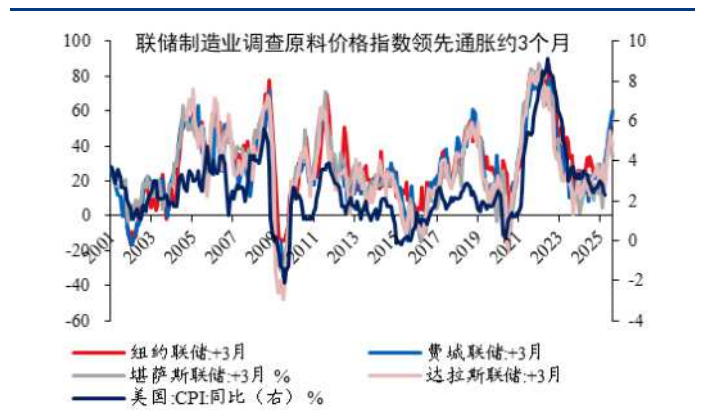
美国消费者通胀预期飙升，已存在脱锚风险，制造业的投入价格指数也明显上行，应当对短期的通胀上行风险保持高度警惕。历史经验表明：1) 在面对大通胀周期时，消费者的通胀感知更加灵敏，消费者通胀预期的上行时点比实际的通胀上行时点大约要早 1-2 个季度，比如 2021 年、2009 年、2002 年。目前美国消费者一年期通胀预期已创下 1981 年 11 月以来的最高值，五年期通胀预期创下 1991 年 7 月以来的最高值。2) 美国制造业调查中的原料价格指数从今年 2、3 月份以来明显上升，这类指数大致领先美国通胀约 1 个季度。3) 由于更为稳定和“专业”，市场机构的通胀预期更受重视，但实际上在大的通胀周期中，市场机构的通胀预期可能相对滞后，比如 2021-2022 年。

图表 39 美国消费者通胀预期大幅飙升



资料来源：Wind，华创证券

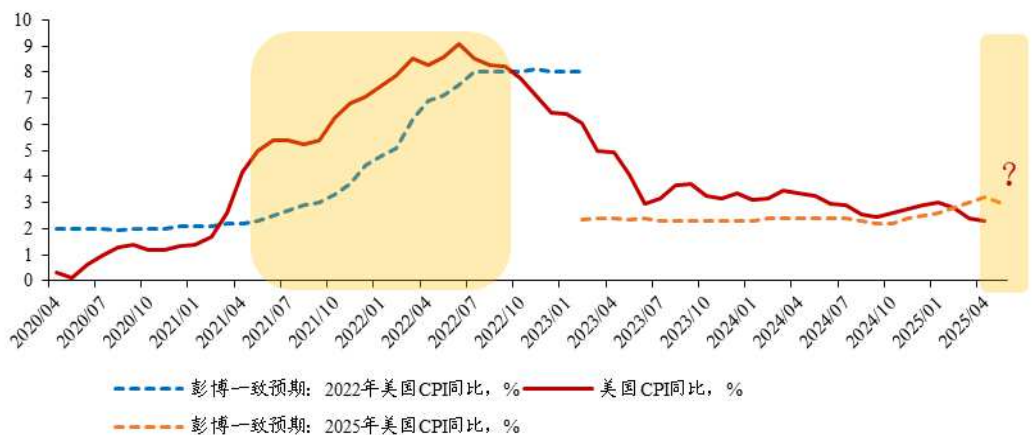
图表 40 制造业调查原料价格指数领先通胀约 3 个月



资料来源：Wind，华创证券



图表 41 2021-22 年彭博一致预期明显滞后于实际的通胀上行



资料来源: Bloomberg, 华创证券

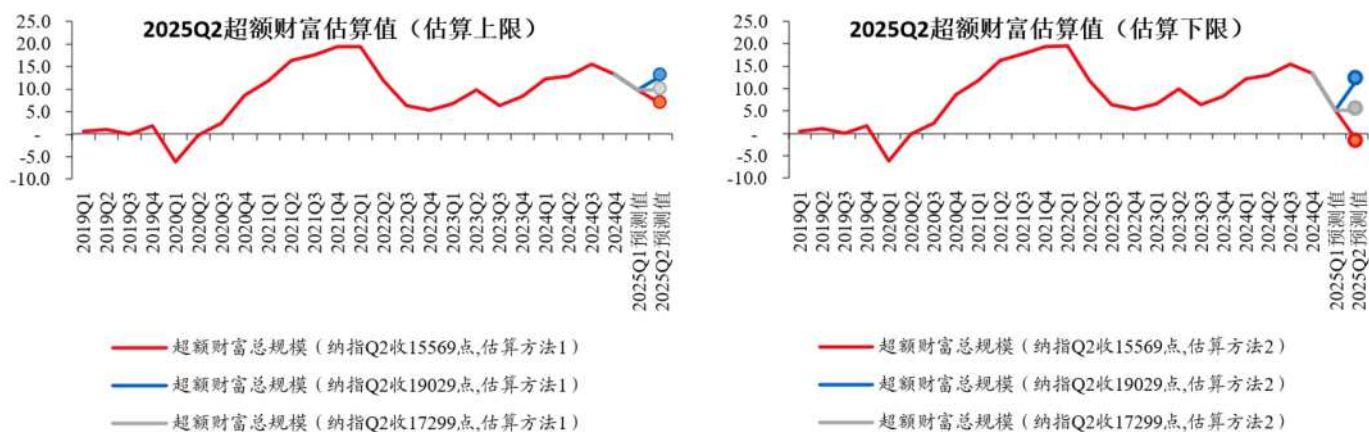
#### 4、美国居民超额财富或面临损耗风险

我们估算美股涨跌与美国居民超额财富之间的关系。由于 2025 年家庭资产负债表尚未发布, 因此今年的居民超额财富采用我们在报告《升? 落? ——穿透叙事&全球资产四象限分析》中的估算值。总结来看, **Q1 纳指的跌幅已导致超额财富相较 2024Q4 损失 27%-61%, 若 Q2 纳指再跌 10%, 则超额财富相较 2024Q4 将损失 50%-114%**。2022Q4 由于美股下跌, 居民超额财富较 2021Q4 损失约 72%, 并导致 2022Q4 个人消费支出环比折年率降至 1.2% (较 2021Q4 个人消费支出环比折年率 4.4% 下降 3.2 个百分点)。可见若 2025 年美股延续下跌趋势, 居民财富效应将面临损耗, 进而冲击居民消费。估算方法如下:

**估算方法 1 (此方法估算值偏上限):** 计算纳指涨幅与家庭部门持有股票和共同基金涨幅的联动系数  $\beta_1$ , 以 2000 年 Q1 以来数据观察, 约为 0.73, 即纳指每涨 1%, 家庭部门持有股票和共同基金规模涨 0.73%; 其隐含的假设是其他资产超额财富不变。2025Q1 纳指下跌 10.4%, 乘以联动系数  $\beta_1$  可估算超额财富损失值为 3.6 万亿美元, 对应超额财富仍剩余 9.8 万亿美元 (相比于 2024Q4, 超额财富损失 27%)。再分别假设 Q2 纳指再跌 10%、上涨 10%、与 Q1 持平, 则对应 Q2 末超额财富剩余金额为 6.7 万亿美元、12.9 万亿美元、9.8 万亿美元 (相比于 2024Q4, 超额财富损失分别损失 50%、4%、27%)。

**估算方法 2 (此方法估算值偏下限):** 直接估算纳指与家庭部门净资产的联动系数  $\beta_2$ , 以 2000 年 Q1 以来数据观察, 约为 0.49%, 即纳指每涨 1%, 家庭部门净资产涨 0.49%, 该方法假设纳指下跌会等比例影响全部资产财富的缩水。2025Q1 纳指下跌 10.4%, 乘以联动系数  $\beta_2$  可估算超额财富损失值为 8.2 万亿美元, 对应超额财富仍剩余 5.2 万亿美元 (相比于 2024Q4, 超额财富损失 61%)。再分别假设 Q2 纳指再跌 10%、上涨 10%、与 Q1 持平, 则对应 Q2 超额财富剩余金额为 -1.9 万亿美元、12.2 万亿美元、5.2 万亿美元 (相比于 2024Q4, 超额财富损失分别损失 114%、9%、61%)。

图表 42 美国居民财富效应对美股的敏感度较高



资料来源: Bloomberg, 华创证券测算

## PART2: 资产观点，量价下的投资展望

### 六、权益：从“量”中寻找确定性

对于权益投资者而言，今年需要接受一个不太一样的投资环境。这一环境下，股市的战略定位显著提升、外部环境的变化极度剧烈、投资者结构出现新的变化、政策应对既着眼短期又兼顾中长期。这一环境之下，既需要遵循传统的投资框架，注重盈利，考虑到价格的低迷，建议更多关注有“量”的增长逻辑的板块。也需要跳出传统的投资框架，在确定性的应对之下，“低波”或是常态，仓位择时必要性下降。

#### （一）自上而下：低波有底，上行待验

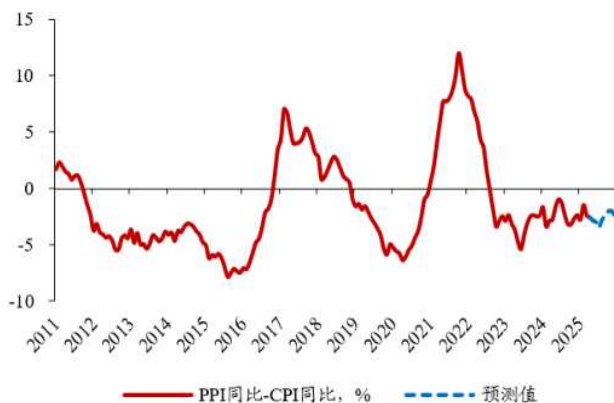
在诸多宏观因素影响之下，今年权益市场或呈三个特征。

**1) 能否持续上行待观察。**权益的上行催化或者来自盈利，或者来自流动性。对于盈利，在“价”偏弱、PPI与CPI趋势不明朗的背景下，盈利支撑并不坚实。对于流动性，从央行年初强调防范资金空转来看，本轮政策应对与2015年存在本质区别，时刻防范金融价格的过度膨胀。

**2) 底部中枢偏高。**2024年以来，政策对于权益市场的重视程度持续上行，意味着指数底部位置在抬升。体现在低调稳市（2024年1季度）—>高规格会议强调稳楼市稳股市（2024年9-12月）—>金融应对积极，明确汇金“类平准”基金的角色（2025年4月）。

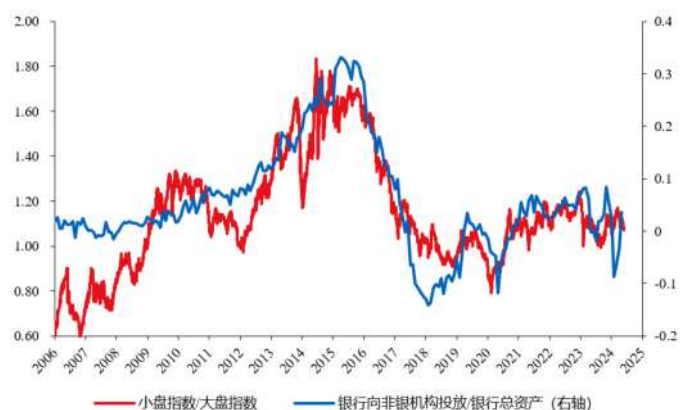
**3) 低波动。**低波动的原因一方面在前两者的组合下，波动区间收窄。另一方面是，今年宏观环境同时面临外部环境的巨大不确定性和国内政策的巨大确定性，两者组合下，股市或将以较低的波动率穿越这一特殊时期。

图表 43 PPI 与 CPI 剪刀差趋势不明朗



资料来源：Wind，华创证券预测

图表 44 大盘与小盘风格不明朗



资料来源：Wind，华创证券

#### （二）自下而上：确定性在四个“量”

自下而上来看，权益投资可聚焦四个“量”。前两个与经济相关，分别是消费的增量、投资的增量。后两个与投资策略相关，分别是股息的量、配置的量。

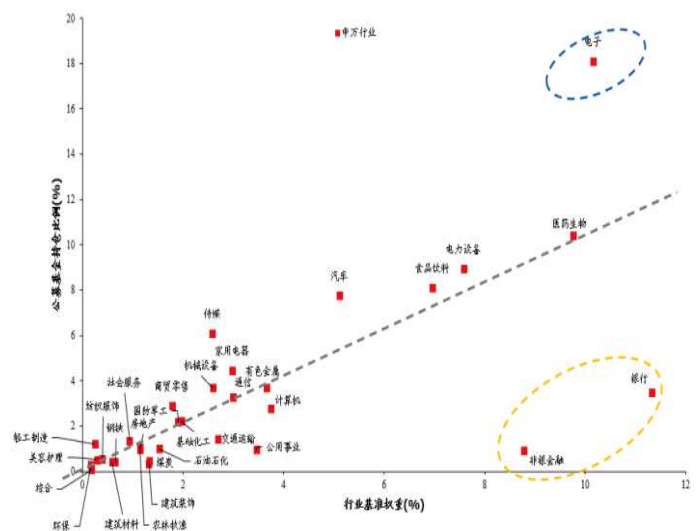
1、主要逻辑如下：

1) 消费的量：参考上文的分析，增量主要来自“新消费”与有补贴的消费。**需要强调的**



**4) 配置的量：**从公募基金的角度，主动管理类权益基金需要关注基准的行业分布。2025 年 5 月 7 日证监会发布的《推动公募基金高质量发展行动方案》要求公募基金回归基准化投资，严格控制偏离度。基于 2025 年 Q1 公募基金披露数据的测算，以银行为例，主动权益型公募基金银行板块持仓权重与业绩比较基准权重的偏离幅度高达 7.9%。规模上，按业绩比较基准需配置规模 1467 亿元，而实际配置规模为 449 亿元，若后续基金将行业的配置结构朝基准靠拢（注：有可能调整业绩基准或者通过行业配置的差异化获取超额收益），则当前低配的板块有望有增量资金流入。

图表 46 公募基金的配置比例与基准对比



资料来源: Wind, 华创证券 注: 数据口径为主动权益型基金, 包括普通股票型与偏股混合型; 公募基金行业持仓比例为 2025 年第一季度的季报数据

我们选择了一系列关键风格因子，包括红利、成长、低估值、高盈利质量、大盘、小盘风

格指数以及沪深 300 基准，并将经济周期划分为经济衰退、复苏/过热以及经济滞胀三个阶段。通过对这些因子在不同经济阶段的表现进行深入分析，我们发现红利因子在多个维度上展现出显著的优势。具体来看：

**第一步是风格因子的选择。**我们选择了红利、成长、低估值、高盈利质量、大盘、小盘风格因子，这些因子的选择基于市场中常见的投资风格和策略，能够全面反映不同市场环境下的资产表现。红利因子强调收益稳定性，成长因子关注增长潜力，低估值因子注重价值投资，高盈利质量因子突出企业基本面，大小盘因子反映市值规模对收益的影响。

图表 47 风格因子的选择

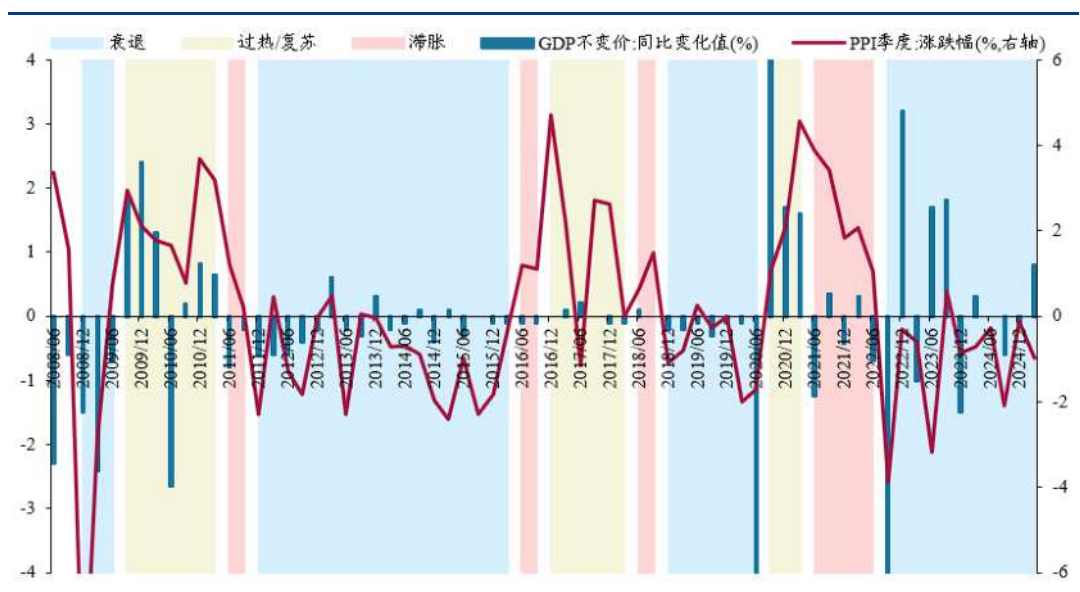
因子	定义	构造方法
红利因子	代表高股息率股票，强调稳定的现金流和高分红政策	从各行业中选取股息率较高的股票
成长因子	代表高成长性股票，关注企业的未来增长潜力	从各行业中选取过去几年营业收入增长率、净利润增长率等指标较高的股票
低估值因子	代表估值较低的股票，注重价值投资的安全边际	从各行业中选取市盈率或市净率较低的股票
高盈利质量因子	代表盈利能力强、财务质量高的股票，突出企业基本面的稳健性和盈利稳定性	从各行业中选取净资产收益率、毛利率或现金流稳定性等指标优异的股票
小盘因子	代表市值较小的股票，通常具有较高的成长性和波动性	从各行业中选取总市值排名 20%—50%的股票
大盘因子	代表市值较大的股票，通常更稳定，风险较低	从各行业中选取总市值排名前 10%的股票

资料来源：华创证券

注：因子指数选择的是长江行业中性因子指数，即将 A 股按照一级行业进行分类，在每个行业选取因子排名特定分位的股票作为指数成分股。

**第二步是宏观周期的划分。**基于 GDP 同比（个别年份别基）和 PPI 环比的变化，我们将经济周期划分为以下三个阶段：一是经济衰退期，大体对应 PPI 环比下行且 GDP 同比回落，经济活动放缓，市场需求减弱；二是经济复苏/过热期，大体对应 GDP 同比回升（包括复苏和过热阶段），经济逐步恢复或进入扩张状态；三是经济滞胀期，大体对应 PPI 环比上行且 GDP 同比回落，通胀压力上升但经济增长乏力。

图表 48 经济按照 GDP 同比和 PPI 环比划分为三个时期



资料来源：Wind，华创证券

**第三步是不同宏观时段下因子复盘。**我们对各风格因子在不同经济周期的表现进行了复盘分析,发现红利因子在不同宏观时段均表现出优势,体现了红利因子跨越周期的能力:

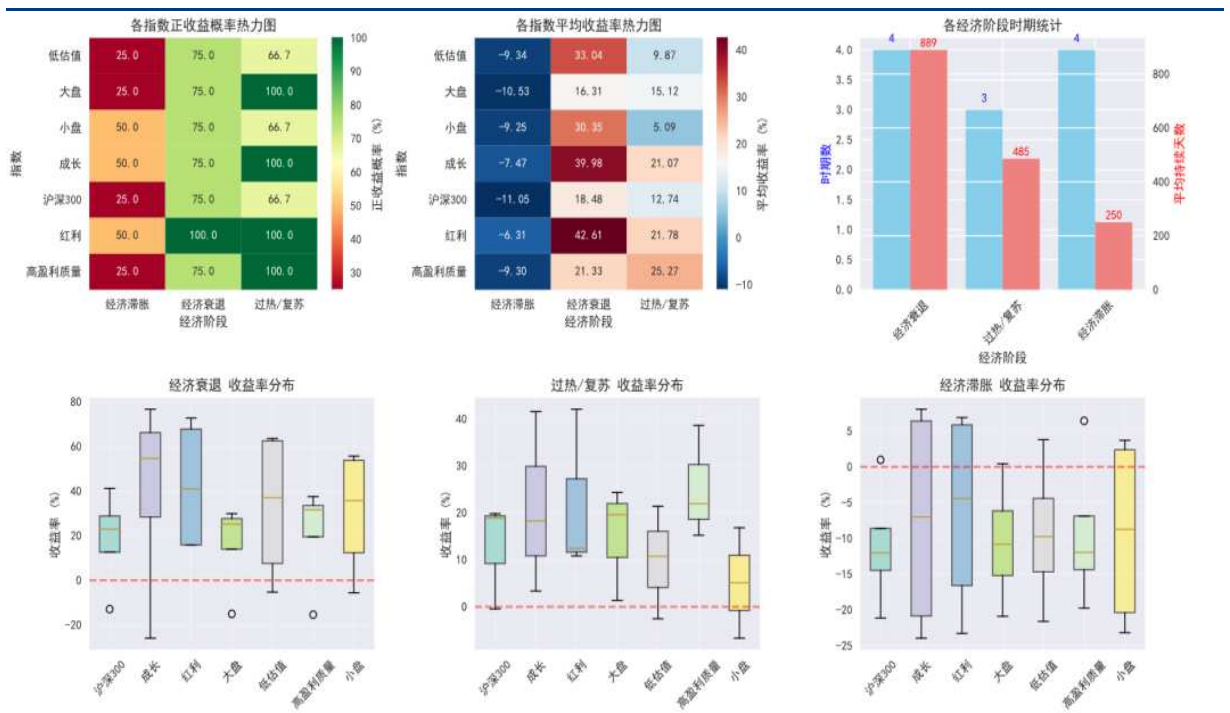
1) 经济衰退期。红利因子表现出较强的收益稳定性,100%的正收益概率,经济衰退期的平均收益率为 42.6%,跑赢其他风格指数及沪深 300 基准。沪深 300 基准以及其他风格因子(成长、低估值、高盈利质量、大小盘)的正收益概率均为 75%,不及红利因子。

2) 经济复苏/过热期。红利因子同样是 100%的正收益概率,平均收益率为 21.8%,相对沪深 300 获得 9 个百分点的超额收益,跑赢除高盈利质量(25.3%)外的其他风格因子。

3) 经济滞胀期: 红利因子的正收益概率为 50%,平均收益率为-6.3%,仍跑赢其他风格指数及沪深 300 基准,显示出在复杂经济环境下的韧性。

**总结来看,红利指数在绝对收益和相对收益两个维度均表现优异:**一是**绝对收益维度**,红利指数是唯一在经济复苏/过热和经济衰退时期均实现 100%正收益概率的指数,显示出较强的收益稳定性。相比之下,沪深 300 指数在经济衰退期仅有 75%的正收益概率,在复苏/过热期为 66.7%。**二是相对收益维度**,红利指数在经济滞胀和衰退期均跑赢其他风格指数及基准。在经济复苏/过热期,红利指数也跑赢了除高盈利质量风格外的其他指数,相对沪深 300 获得了约 9 个百分点的超额收益。

图表 49 红利因子及沪深 300 以及其他风格因子在三个经济阶段的复盘



资料来源: Wind, 华创证券 注: 指数平均收益率为各风格指数在同一宏观周期阶段各区间收益率的简单算术平均

### (三) 特殊关注: 下半年的宏观大事

下半年的宏观大事上,可分为四类。

1) 十五五规划: 关注二十届四中全会,或审议“十五五”规划的建议。4月30日,总书记召开部分省区市“十五五”时期经济社会发展座谈会,“以科技创新为引领、以实体经济为根基,坚持全面推进传统产业转型升级、积极发展新兴产业、超前布局未来产业并举,加快建设现代化产业体系。”

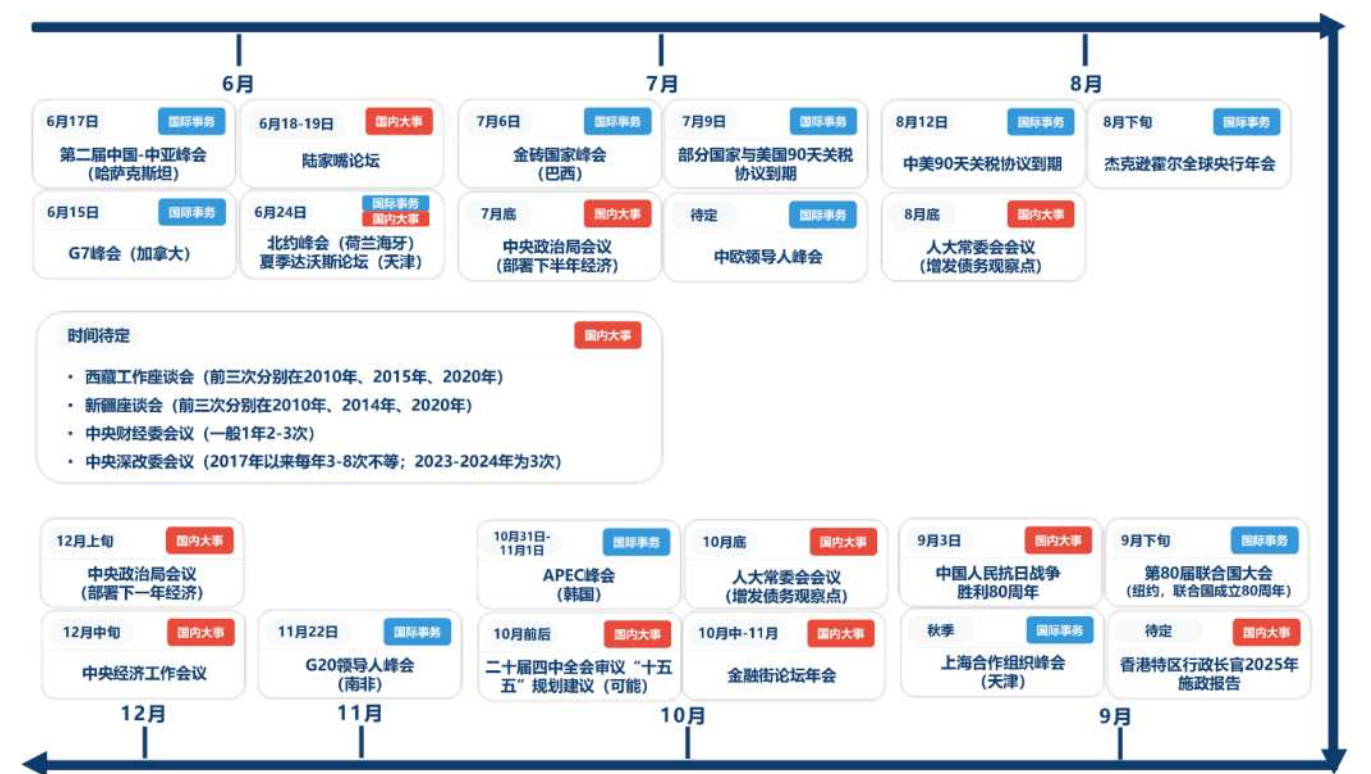


2) 关税谈判进展: 美国与各国原定 90 天的关税豁免协议将于 7-8 月到期。G7 峰会、北约峰会、金砖国家峰会、9 月联合国大会、11 月 APEC 峰会和 G20 峰会等平台, 或为相关国家关税谈判应对创造契机。

3) 内部政策变化: 关注 6 月陆家嘴论坛 (将发布若干重大金融政策)、7 月底政治局会议部署 (下半年工作部署) 和 8 月与 10 月的人大常委会 (涉及财政政策是否增发国债)。

4) 主题催化类事件: 如 9 月初抗日战争胜利 80 周年及可能召开的西藏和新疆座谈会等, 或利好军工及相关区域板块。

图表 50 2025 年投资大事记 (6-12 月)



资料来源: 中国政府网, 外交部官网, 新华社, 上海市政府官网, 天津市政府官网, 俄罗斯卫星通讯社, 华创证券整理

## 七、债券: 多股“力量”框定区间

对于债券投资而言, 居民存款搬家的宏观背景叠加稳定楼市股市的政策预期下, 我们建议债券投资者重视债券的配置机会, 淡化债券的交易机会, 节奏上看股做债或是较好的债券交易思路。

### (一) 利率区间: 来自央行的“力量”

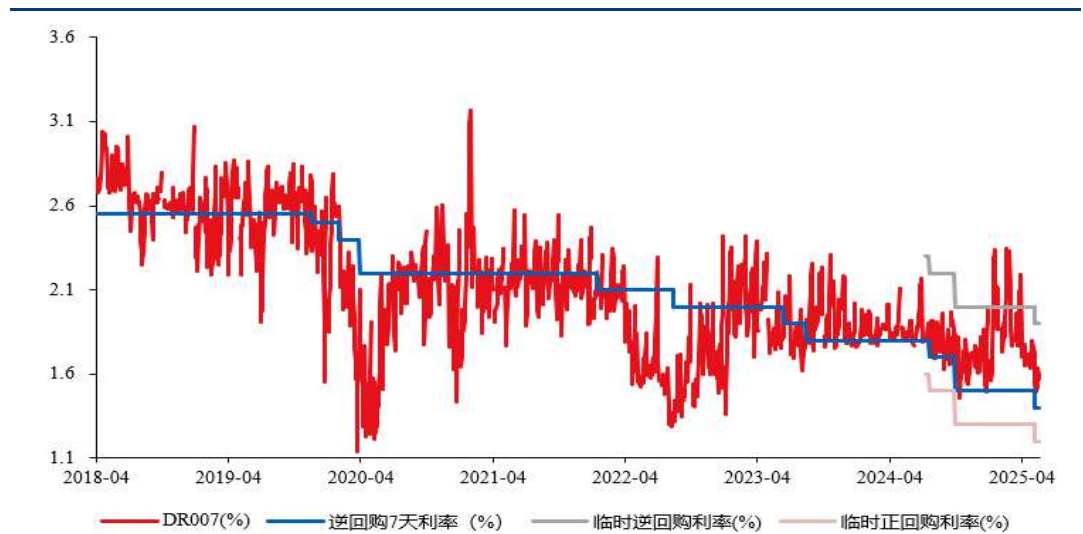
首先, 在不考虑政策利率进一步调降的前提下, 我们认为年内 DR007 或在 1.6%~1.9% 之间震荡, 突破向上和向下的概率都不高。

利率向下突破的难点在于, 居民存款搬家的背景下, 资金流向非银机构, 非银流动性相对充裕, 如果央行此时再维持较为宽松的货币政策态势, 那么非银流动性过剩易带来资金空转风险。历史经验来看, 居民存款搬家情境下, 央行货币政策维持紧平衡态势。利率向上突破的难点在于, 2024 年 7 月 8 日央行发布公告, 将视情况开展隔夜临时正回购或临时逆回购操作, 操作利率分别为 DR007 减点 20bp 和加点 50bp。这意味着, 对于央

行而言，在不突破其政策框架的前提下，OMO+50bp 为银行间利率的上限。

其次，央行购买国债或是影响债券交易行为的重要因素。结合央行在各场合的表述来看，央行对公开市场购买国债这一行为的定位是“基础货币投放和流动性管理工具”（参照专栏《进一步完善央行公开市场操作体系》），而央行动用这一工具的时点取决于“债券的交易是否存在供不应求”。参照前期金融时报发表文章《业内专家：如何理解适度宽松的货币政策》表述“如果扩张性财政政策产生的加息压力，削弱了财政扩张效果，中国人民银行就可能加大公开市场操作力度，增加流动性供给，进一步降低利率，甚至在二级市场买入新增发的国债，使扩张性财政政策充分发挥作用”。我们提示，当利率过度抬升期间，央行或有重启国债买卖这一工具的可能。

图表 51 DR007 与利率走廊夹层



资料来源：Wind，华创证券 注：①临时正回购或临时逆回购操作设立时间为2024年7月8日；②临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp。

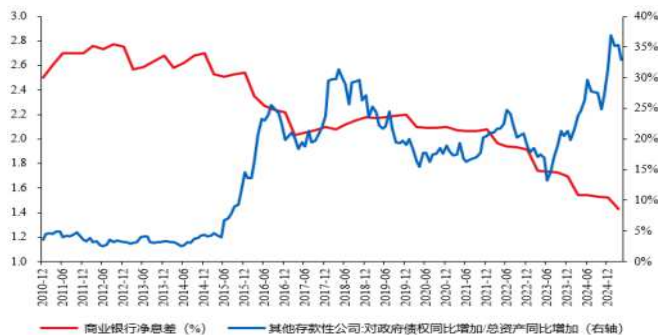
## （二）利率点位：来自配置的“力量”

从市场行为来看，利率的顶部取决于市场的配置力量，我们提示重点观察两股力量：

**第一股配置力量来自于银行的配置力量**，结合前期报告《利率“无人区”& 银行“不可能三角”》，商业银行的“不可能三角”或是同时让利实体（净息差回落），稳定资本充足率和投资风险资产。例如，投资风险资产需要占用更多的资本，因此商业银行需要更高的净息差来稳定利润增长，进而稳定资本充足率。当下净息差有回落压力叠加稳定资本充足率的诉求下，配置不占用资本的国债和政金债成了商业银行的较优选择。因此，当国债收益率高于银行的负债成本（通常以一年期同业存单来衡量），银行视角下，债券客观存在配置价值。当前（5月28日），国股一年存单利率为1.71%，十年国债利率一旦超过这一点位，或可视为具备配置价值。

**第二股配置力量来自居民的配置力量**，结合前文讨论来看，当下居民或持有大约40万亿左右的预防性存款。而存款和国债对居民而言，均可解读为无风险资产，因此同期限国债收益率与同期限存款收益率可以理解为资产配置视角下的替代品。当前，四大行三年定存利率为1.25%，五年定存利率为1.3%，当三年国债收益率超过1.25%，五年国债收益率超过1.3%，从居民视角来看，或可视为具备配置价值。

图表 52 净息差回落——银行新增资产增加国债



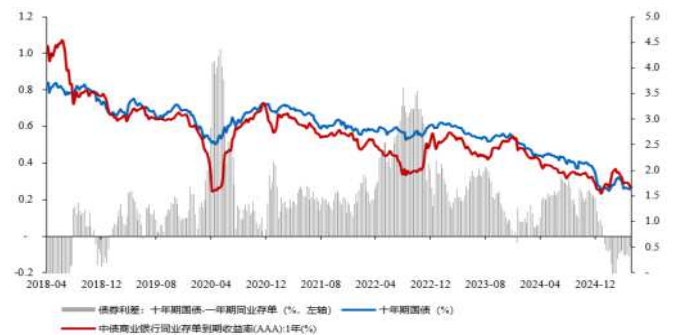
资料来源: Wind, 华创证券

图表 54 三年期国债与定期存款



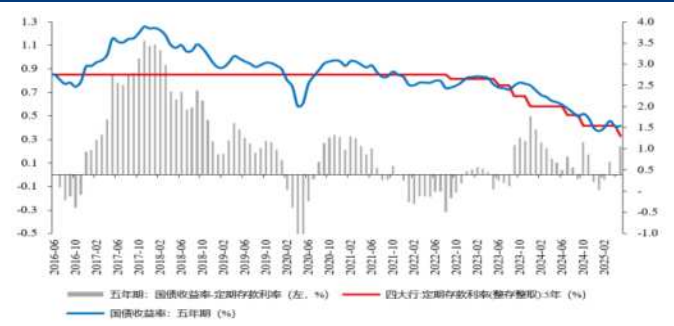
资料来源: Wind, 华创证券

图表 53 十年期国债与一年期同业存单



资料来源: Wind, 华创证券

图表 55 五年期国债与定期存款



资料来源: Wind, 华创证券

### (三) 利率节奏: 来自切换的“力量”

从利率的交易节奏来看, 我们提示本轮债券的交易逻辑或为“看股做债”。主要原因是, 当下, 我们认为居民存款搬家或是非银流动性宽松的主逻辑。

如果是居民主导的非银流动性宽松, 居民需要分享非银机构在资产端投资回报, 因此非银机构追逐相对收益, 此时通常抱团行为和股债跷跷板行为较为明显, 比如 2020 年-2021 年以及 2024 年-2025 年开年。如果是央行主导的非银流动性宽松, 银行体系向非银机构提供的是固定成本, 不分享其资产端的回报, 因此非银机构在乎的是绝对收益, 并且由于非银存款不占用准备金, 非银机构可以大规模加杠杆, 此时通常股债双牛, 比如 2014 年~2015 年。



图表 56 十年期国债与沪深 300 股指



资料来源：Wind，华创证券

图表 57 居民和央行谁是流动性的主导因素？



资料来源：Wind，华创证券 注：指标计算方式参照上文。

## 八、汇率：寻求“稳定”，窄幅震荡

人民币兑美元汇率或在政策介入下寻求“稳定”，维持窄幅震荡。

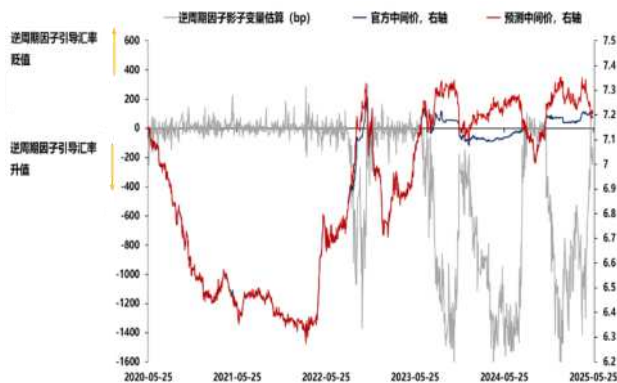
1、从定性视角来看，通过人民币兑美元汇率贬值对冲关税影响，效果或有局限，更重要的是，其或与我们拓宽与非美经贸联系的诉求相悖。一方面，美国对华加征关税率过高时或很难通过汇率贬值完全对冲。5月12日前美国对中国今年加征关税率高达145%，日内瓦联合声明后目前对华加征税率也有30%。另一方面，面对美国或意在降低对中国供给依赖的长期战略意图，中国有必要深化与非美经贸联系，我们目前确实也在大力推进共建“一带一路”。此种情形下，由于美元目前仍是国际贸易结算主要货币，因此若人民币兑美元汇率贬值空间完全打开，或将引致非美国国家过度担忧中国的出口激增。

2、从定量视角看，汇率本质由跨境资本流动决定，跨境资本流动分两大账户，经常账户和金融账户，按二者谁波动为主导，可将主要币种划分为“经常账户型”和“金融账户型”。逻辑上而言，相比于经常账户型货币，金融账户型货币或能承担更高的波动率。其原因或在于，金融账户型货币的“利润”（顺差）来自于资本市场，“核心玩家”是金融交易者，资本市场本身波动大、玩家策略调整也快；而经常账户型货币的“利润”（顺差）来自于实体经济，“核心玩家”是制造企业，其调整生产和投资决策更加漫长。从这个角度出发，由于人民币大体仍然属于“经常账户型”货币，汇率的贸易属性更加重要，因而低波、稳定或更符合当下高波动市场下人民币“核心玩家”的利益诉求。

一些数据层面的经验观察是：

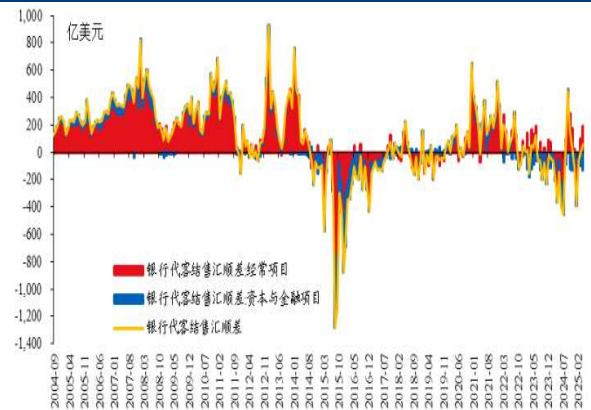
1) 主要发达币种的汇率年波幅整体高于新兴制造型经济体货币，或反映“金融账户型”汇率波动高于“经常账户型”汇率。2) 观察最新2020年OECD TiVA截面数据，主要发达币种汇率波幅与其出口的国内直接增加值率相关性为负，而新兴制造型经济体汇率波幅与其出口直接增加值率相关性为正。这背后或反映了，“经常账户型”货币能否承受更高波动率，更依赖于其经常账户利润率是否更高，而“金融账户型”货币的波动与经常账户的利润率关系并没有那么密切，其取决于金融资本流动。3) 进一步观察样本货币2016-2020年短面板数据，我们还发现，即使对于偏“经常账户型”的新兴制造经济体货币，其汇率波幅与出口国内直接增加值率或也并非单边正相关关系，而是当出口国内直接增加值率低于一定阈值（大约45%）情形下，出口国内增加值率越低，对应汇率波幅越小（年内走势越平稳）。这背后反映的可能是，对于新兴制造型经济体而言，当出口利润较薄时，稳定汇率，降低汇率波动对利润的影响，可能更有意义和必要性。

图表 58 逆周期因子影响下，汇率整体走势偏稳



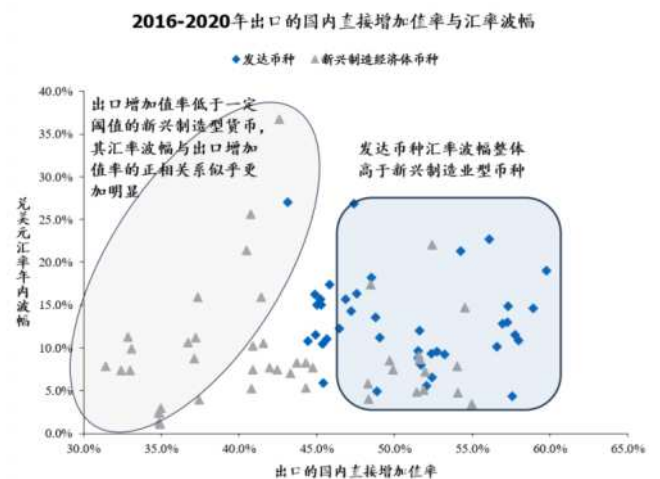
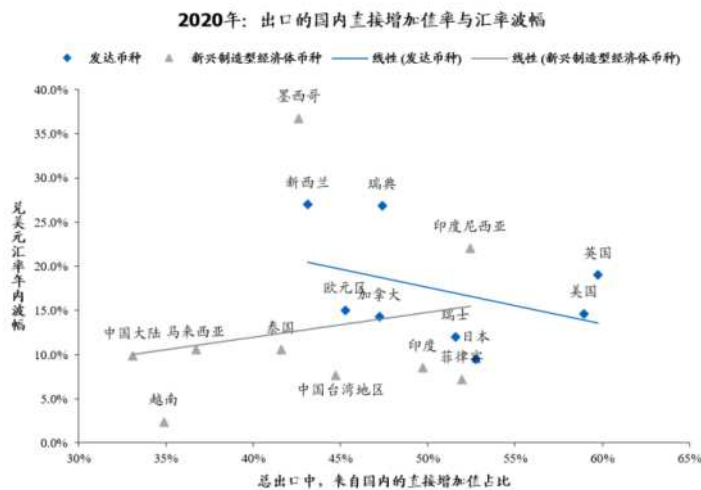
资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券测算

图表 59 人民币结售汇大体以经常项目波动为主导



资料来源: Wind, 华创证券 注: 指标计算方式参照上文。

图表 60 出口直接增加值率与汇率波动



资料来源: OECD, Bloomberg, 华创证券

注: 1) 2020 年数据。2) 出口中来自国内直接增加值占比=出口中的国内直接增加值/总出口。出口中的国内增加值, 衡量的是一个国家出口产品中, 有多少价值是在本国直接创造的, 包括劳动报酬、资本回报和税收。3) 其中, “直接”强调的是该增加值是由出口产品所属的产业直接创造的。与之相对的是“间接”概念, 即如果出口一个产品(比如汽车)的增加值来自国内非该产业(比如钢铁行业用于生产汽车零部件), 则为国内间接增加值。我们认为, 相比于“间接”增加值, “直接”增加值或更能反映直接出口该商品的国内行业在出口中赚取的经济利益。4) 汇率波动为年内最高和最低值相差幅度; 5) 样本包括, 发达币种有英国、瑞士、美国、瑞典、加拿大、日本、欧元区、新西兰, 新兴制造型经济体币种有越南、菲律宾、中国台湾地区、墨西哥、泰国、印度、印度尼西亚、马来西亚、中国大陆。

## 九、黄金：继续“配置”，中期看多

黄金中长期战略看多的判断不变。

1) 首先，黄金价格的惊人涨幅是市场对全球秩序重构预期的直接反映。这一重构涵盖货币体系多元化、地缘政治格局重塑和金融市场再平衡，具体体现在以下三个关键驱动因素：一是全球购金热潮，2022~2024 年，全球央行购金规模创下 50 年新高；二是地缘风险升温，2022~2025 年，俄乌冲突、巴以冲突令全球担忧地缘冲突升级的避险情绪高涨；三是美元体系的压力，随着美债规模持续扩大，对美债可持续性的担忧不断加剧，美元在全球储备中的权重回落。

2) 当前市场对全球秩序重构的预期已超越传统周期性视角，黄金的点位正是定价这种预期。我们用黄金隐含“秩序重构”指数（GIORI）量化黄金价格中无法被传统变量解释的波动，揭示全球金融和政治秩序重构的市场预期（如果传统经济模型无法完全解释黄金价格的波动，那么这些未被解释的部分可能包含了市场中的非传统风险信息）。当前 GIORI 指数已经达到 1970 年代以来的最高水平，说明市场对全球秩序重构的预期已经超越了传统的周期性视角，当前的时代背景可能更类似于 1785-1800 年以及 1925-1940 年这两个百年一遇的全球秩序重构时期。（注：GIORI 的构建参见报告《【华创宏观】黄金隐含“秩序重构”指数：捕捉全球秩序重构的交易信号》）。

图表 61 GIORI 指数与黄金价格的三次历史性高点复盘



资料来源：Wind, Bloomberg, 华创证券



## PATR3: 观点补充: 其他量价变化提示

### 十、风险因素: 影响量价的重要变量

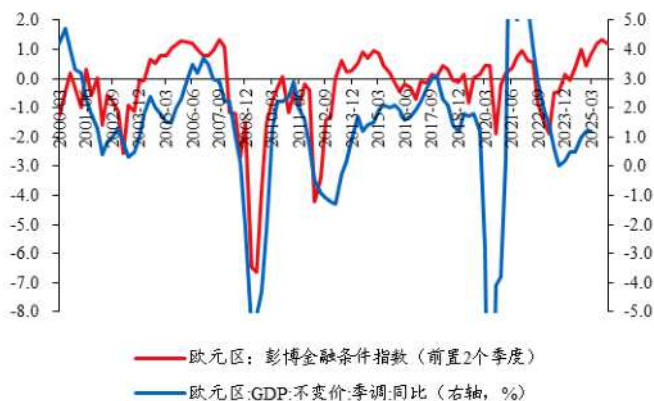
#### (一) 欧日经济: 或有向上的弹性

就中期而言, 欧日经济或均具备一定的向上弹性。

**1、欧洲经济上行弹性可能来自于三个方面:** 1) 去通胀进程较为顺利, 今年有望达成 2% 中期通胀目标, 欧央行降息。2) 美国资产波动加大, 部分资金从美国撤离, 回流欧洲, 欧股表现韧性较强。3) 财政刺激加码, 包括德国默茨推出的一揽子财政刺激计划, 以及其他欧盟国家或扩大国防开支。其中, 前两个因素或共同推动金融条件趋松。从历史数据来看, 金融条件指数大约领先实际 GDP 两个季度, 或指向后续欧元区经济的复苏。

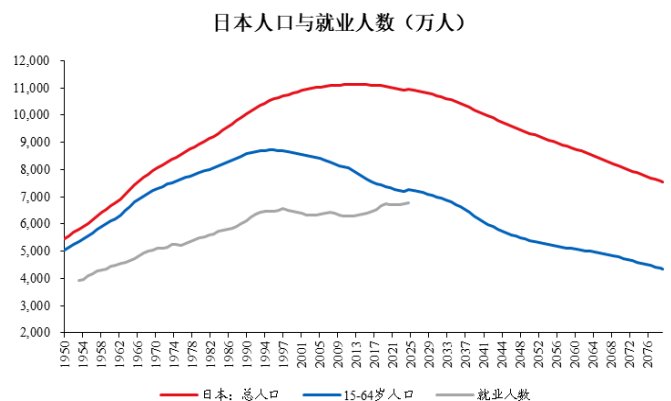
**2、日本经济上行弹性的核心是维持“工资-通胀”良性循环, 即, 工资上涨-居民消费-企业盈利-维持通胀环境-工资上涨。**目前来看, 首先, 短期而言, 本财年日本“春斗”争取到的工资涨幅续创历史新高, 特别是基本工资上涨 3.75%, 超出维持 2% 通胀目标所需的 3% 工资涨幅。并且, 从实际基本工资与实际消费走势来看, 以实际基本工资指数为锚, 当下日本实际私人消费或仍具修复潜力。其次, 长期来看, 由于人口结构变化, 日本未来或面临结构性的劳动力短缺问题, 工资或易涨难跌。

图表 62 金融条件的放松, 或推升欧元区 GDP



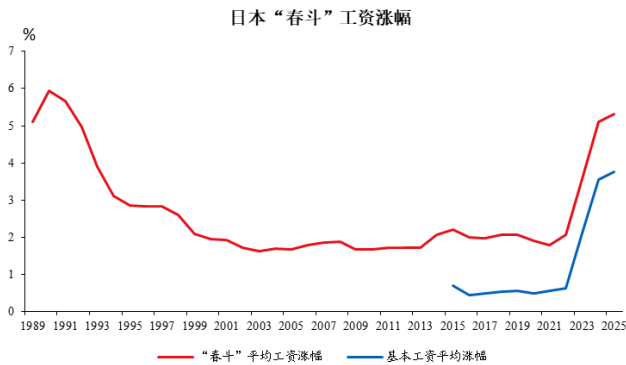
资料来源: Bloomberg, 华创证券 注: 金融条件指数读数上行, 代表金融条件趋松, 反之代表趋紧。

图表 63 日本劳动力缺口压力下, 工资或易涨难跌



资料来源: Wind, 华创证券 注: 2023 年及以前为联合国统计实际数据, 2023 年之后的人口数为联合国按照中等生育率方案做的预测。“总人口”指的是 15 岁及以上人口。

图表 64 日本“春斗”谈判得到工资涨幅续创新高



资料来源: Wind, 华创证券 注: 日本劳动者现金收入包括基本工资+加班费和节假日津贴+不定期支付的奖金和期末分红等, 主体部分是基本工资

图表 65 相较实际基本工资, 实际消费修复潜力较大

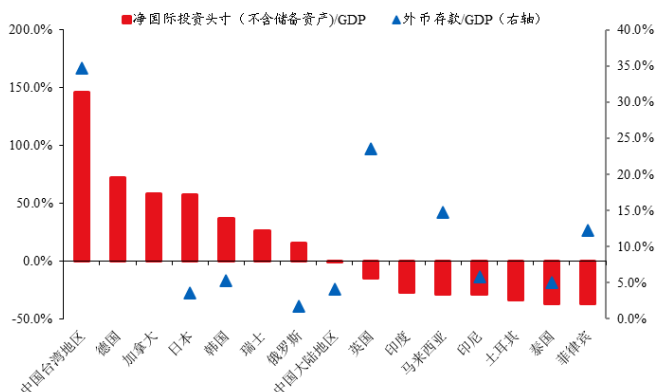


资料来源: Wind, 华创证券 注: 日本基本工资/核心 CPI 定基指数取 2020 年=100

## (二) 中国台湾: 汇率压力或高悬

美元指数预期趋弱背景下, 新台币或面临较大调整风险, 而汇率升值压力可能进一步催化产生股房价共振调整。其一, 中国台湾地区居民手中积累了大量美元头寸, 当美元预期走弱时, 产生结汇踩踏的风险较高, 类似于“套息交易平仓”。其二, 中国台湾当前无论是股价还是房价, 均处于历史周期高点, 本身或极具脆弱性。且回顾 2022 年底以来, 美元兑新台币汇率与中国台湾股指走势同向, 即, 新台币贬值, 股指上涨, 一旦新台币汇率升值压力凸显, 股指或遭受冲击。其三, 2023 年以来, 贸易顺差对经济贡献有所提升 (无论是贸易顺差占 GDP 比例, 还是贸易顺差增速本身, 均有震荡抬升), 汇率升值压力或损害净出口, 影响经济动能, 或进一步放大资产调整风险。

图表 66 中国台湾地区外币头寸/GDP 居于前列



资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券<sup>9</sup>

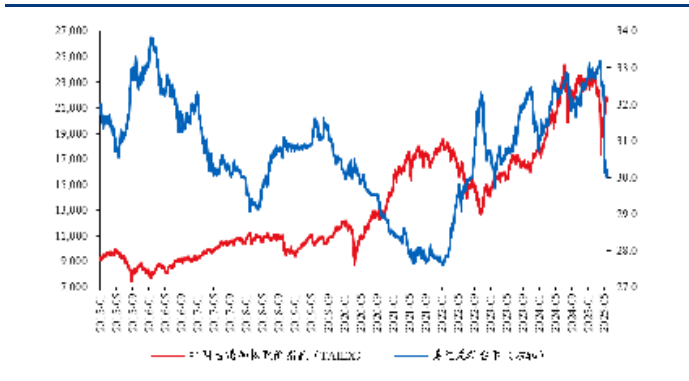
图表 67 中国台湾地区股价、房价均处于历史高点



资料来源: Wind, 华创证券

<sup>9</sup> 数据脚注, 注 1: 外币存款数据备注: 1) 菲律宾为去年 Q4 数据, 中国台湾地区、马来西亚、英国、中国大陆地区为今年 3 月数据, 其余为今年 2 月数据。2) 俄罗斯仅为个人存款数据。3) 泰国为商业银行存款口径, 菲律宾为环球和商业银行存款口径, 日本为国内持牌商业银行存款口径, 其余为彭博直接标注为“存款”的数据 (未注明机构口径)。4) 外币存款的美元规模, 使用对应数据点的该货币兑美元汇率的月均值换算。5) 德国、加拿大、瑞士、印度未绘制外币存款/GDP 数据。注 2: 净国际投资头寸数据备注: 1) 中国台湾地区为 2023 年数据, 印度为 2024 年 Q3 数据, 其余为 2024 年 Q4 数据。2) 净国际投资头寸 (不含储备资产) 以本币计价的, 使用数据时点的该货币兑美元汇率的平均值进行换算。3) 净国际投资头寸 (不含储备资产) 的口径包括直接投资、投资组合投资、衍生工具投资和其他投资, 其他投资是指贸易信贷、存款、贷款等。注 3: GDP 为 2024 年美元计价名义 GDP。

图表 68 2022 年以来美元兑新台币汇率与中国台湾股指走势趋同



资料来源：Wind，华创证券

图表 69 贸易顺差对中国台湾地区经济贡献有所提升



资料来源：Wind，华创证券

### （三）中国地产：销售模式大变革

地产端，不确定性在于现房销售模式的推进速度。长远来看，现房销售可以显著降低购房者风险，保障居民权益。但，短期可能降低房企的拿地力度和风险偏好，导致土地出让金下滑，进一步影响地方的财政收入。

二十大报告提出“改革房地产开发融资方式和商品房预售制度”，目前从各地试点情况看，根据政策松紧可分为三类：1）新老划断型：即政策出台前出让的土地仍按照原时间点预售，政策出台后出让的土地全部为现房销售，例如海南省（2020 年 3 月）和河南省信阳市（2025 年 5 月）。2）试点推进，指定地块型，主要是在土拍时指定特定地块需现房销售，例如合肥、杭州等；3）试点推进，引入竞争型，主要是将现房销售作为竞拍因素之一，例如北京、深圳，部分地块土拍时需竞报“现房销售面积”。

图表 70 现房销售主要政策梳理

大类	时间	文件/省市	完整内容
政策定调	2024 年 7 月	二十大	改革房地产开发融资方式和商品房预售制度
	2024 年 12 月	全国住建工作会议	大力推进商品住房销售制度改革，有力有序推行现房销售
试点类型 1	2020 年 3 月	海南	改革商品住房预售制度，自文件印发之日起，新出让土地建设的商品住房，实行现房销售制度。按照国家《商品房销售管理办法》规定，现房销售的房屋应通过竣工验收且供水、供电、燃气、通讯等配套基础设施具备交付使用条件。
	2025 年 5 月	河南信阳	文件印发后新出让土地开发的商品房，一律实行现房销售。
试点类型 2	2021 年	北京	2021 年在大兴黄村海户新村地块试点竞报“现房销售面积”；到 2022 年北京集中供地时，首批 18 宗地块中 9 宗涉及竞报现房销售面积，第二批 17 宗地块中 12 宗设“竞现房销售”，第三批 18 宗地块中 13 宗设置竞现房销售面积环节。2023 年集中供地制度优化调整后，部分地块出让时也设有竞报“现房销售”面积相关要求。
	2023 年	深圳	2023 年 8 月，深圳宝安区的 A001-0212 地块是首宗“竞现房”宅地；2024 年 10 月，宝安区 A219-0080 号地块要求全部现房销售。
试点类型 3	2022 年	合肥	在土地出让环节对部分地块提出现房销售要求
	2021 年	杭州	在 2021 年第二批集中供地中，10 宗地块要求现房限售

资料来源：中国政府网，中国建设报，海南省人民政府，信阳住建局，中新网，中国房地产网，华创证券整理

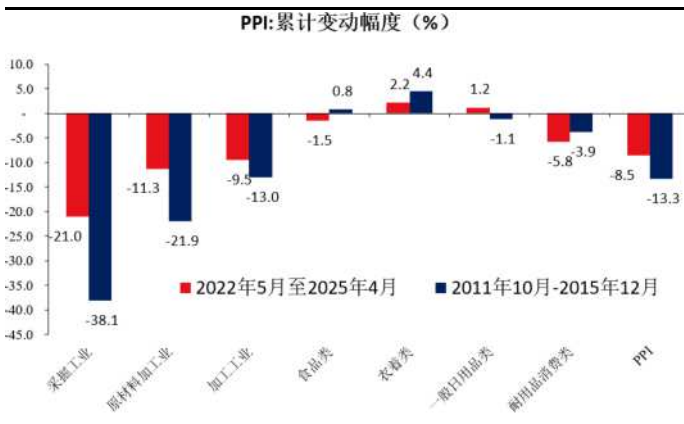


#### （四）供给侧改革：开启去产能之路？

从 PPI 角度，本轮回落的持续时间已经较长、回落幅度已经较大，客观上存在“去产能”的诉求。计算 2022 年 5 月到 2025 年 4 月这一期间的物价累计变动幅度，与 2011 年 10 月-2015 年 12 月这一期间进行对比，本轮物价回落一方面，受采掘、原材料加工业物价回落影响，另一方面，加工工业、耐用品消费类、食品类回落幅度都偏大。因而，若进行去产能，其可能在更多方向去选择需要进行产能优化的行业。

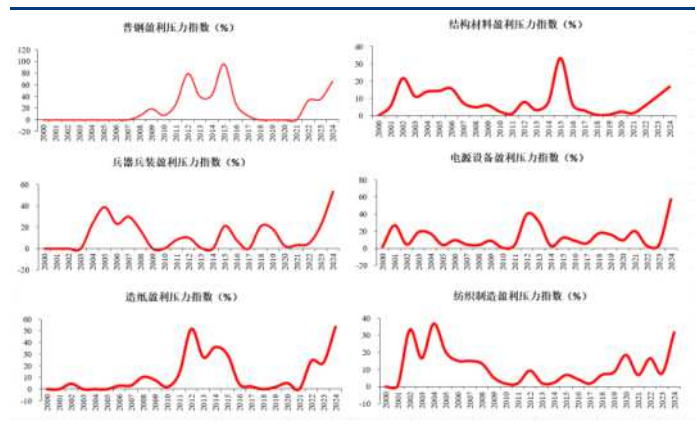
我们以定量的方式观察各个行业的去产能压力。构建每个行业的盈利压力指数： $\text{abs(亏损额)}/\{\text{abs(亏损额)}+\text{盈利额}\}$ 。这一指标的选择依据具体参见报告《【华创宏观】供改的压力度量》。以 2024 年年报来看，行业层面盈利压力指数达到或接近历史极值的有普钢、结构材料（水泥等）、兵器兵装、电源设备（光伏等）、造纸、纺织制造业等。今年 3 月两会期间，发改委曾指出，“将分行业出台化解重点产业结构性矛盾具体方案，推动落后低效产能退出，扩大中高端产能供给，让供给侧更好地适应市场需求的变化。”

图表 71 PPI：各类涨幅比较



资料来源：Wind，华创证券

图表 72 盈利压力：部分行业达到或接近历史极高值



资料来源：Wind，华创证券

### 十一、数据预测：宏观量价数据前瞻

#### （一）国内外主要宏观数据展望

对 2025 年全年的经济展望，主要有如下几个判断：

- 1) 全年 GDP 增速或仍在 5% 附近。其中 2 季度继续受抢出口影响增速较高，达到 5.2%。预计 3 季度为 4.8%、4 季度为 4.6%。节奏的变化受出口影响加大，“抢出口”使得生产与出口过于前倾。此外，四季度受去年同期政策加码影响，基数偏高。
- 2) 物价压力或略大于 2024 年。主要受外需回落，油价供需矛盾加剧、国内建筑链条偏弱等因素影响。预计到四季度 CPI、PPI 均有所回升。
- 3) 工业企业利润增速或依然偏弱。考虑到 PPI 弱于去年，工增略低于去年，预计全年工业企业利润增速-3.8%。
- 4) 固定资产投资增速中枢或下移。从 2024 年的运行情况来看，较为依赖大项目，全年固投增速 3.2%，计划总投资亿元及以上项目投资比上年增长 7.0%，拉动全部投资增长 3.8 个百分点。今年从年初多个指标来看，大项目投资预计不及去年。按地产投资-9.6%，非地产投资 6%（去年为 7.2%）的组合假设来看，预计全年固投增速 3.0% 左右。节奏上，预计四季度小幅回升。

- 5) 出口增速或在 0%左右。基准情形是美国进口不出现大回落，具体测算过程见下文。
- 6) 消费保持稳定，有结构性亮点。受补贴影响（目前涉及社零耐用品 6 个分项），预计全年社零增速回升至 5%左右。居民消费整体增速的估算，依然需要考虑收入端的变化。假设居民可支配收入增速继续与经济增长同比，消费倾向持平去年，则居民消费或增长 5%左右。
- 7) 财政支出增速回升，详见上文测算。
- 8) 金融数据小幅回升。得益于政府债的规模增加，预计年末社融增速小幅回升至 8.1%左右。考虑到今年政府债的发行会形成支出（预计不会留至明年使用），则 M2 与 M1 或也将小幅回升，预计分别至 7.8%、3.5%。

图表 73 2025 年主要宏观数据展望

类别	单位: % (年、当季)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2025Q1A	2025Q2E	2025Q3E	2025Q4E
(一) GDP	GDP: 不变价, 同比	6.8	6.1	2.3	8.6	3.1	5.4	5.0	5左右	5.4	5.2	4.8	4.6
	GDP: 名义价, 同比	10.5	7.5	2.9	13.4	5.1	4.9	4.2	3.9	4.6	4.1	3.6	3.5
(二) 工业	工业增加值: 同比	6.2	5.7	2.8	9.6	3.6	4.6	5.8	5.3	6.5	5.5	4.8	4.3
	工业企业利润: 同比	10.3	-3.3	4.1	34.3	-4.0	-2.3	-3.3	-3.8	0.8	-4.0	-4.0	-8.0
(三) 投资	固定资产投资: 同比	5.9	5.4	2.9	4.9	5.1	3.0	3.2	3.0	4.2	3.2	2.2	2.5
	制造业投资: 同比	9.5	3.1	-2.2	13.5	9.1	6.5	9.2	8.2	9.1	8.0	7.5	8.0
	基建投资: 同比	1.8	3.3	3.4	0.2	11.5	8.2	9.2	8.8	11.5	8.5	7.0	8.0
(四) 地产	房地产投资: 同比	9.5	9.9	7.0	4.4	-10.0	-9.6	-10.6	-9.6	-9.9	-10.5	-10.0	-8.0
	地产销售面积: 同比	1.3	-0.1	2.6	1.9	-24.3	-8.5	-12.9	-6.5	-3.0	-5.5	-7.0	-10.0
(五) 消费	社零: 同比	9.0	8.0	-3.9	12.5	-0.2	7.2	3.5	5.0	4.6	5.2	5.4	4.8
	居民消费: 同比	8.4	8.6	-1.6	13.6	1.8	9.2	5.3	5.0	5.2	5.1	4.9	4.6
(六) 外贸	出口增速 (美元计价)	9.9	0.5	3.6	29.6	5.6	-4.7	5.8	0.0	5.7	4.7	1.0	-10.3
	进口增速 (美元计价)	15.8	-2.7	-0.6	30.1	0.7	-5.5	1.1	-3.5	-7.0	-2.0	-2.2	-3.0
	贸易顺差: 同比	0.0	20.0	24.4	27.9	25.0	-1.9	20.6	9.0	49.0	21.7	9.0	-26.5
(七) 物价	CPI 同比 (均值)	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	0.2	0.2	0左右	-0.1	-0.1	-0.1	0.2
	PPI 同比 (均值)	3.5	-0.3	-1.8	8.1	4.2	-3.0	-2.2	-2.6	-2.3	-3.0	-2.6	-2.3
(八) 金融	M1 同比 (季末、年末)	1.5	4.4	8.6	3.5	3.7	1.3	1.2	3.5	1.6	3.0	3.5	3.5
	M2 同比 (季末、年末)	8.1	8.7	10.1	9.0	11.8	9.7	7.3	7.8	7.0	8.0	7.8	7.8
	社融同比 (季末、年末)	10.3	10.7	13.3	10.3	9.6	9.5	8.0	8.1	8.4	8.6	8.3	8.1
(九) 海外	美国 GDP: 同比	3.0	2.6	-2.2	6.1	2.5	2.9	2.8	1.4	2.1	1.9	0.9	0.6
	美国 CPI: 同比	2.5	1.8	1.2	4.7	8.0	4.1	3.0	3.1	2.7	2.7	3.2	3.7
	欧元区 GDP: 同比	1.8	1.6	-6.0	6.3	3.5	0.5	0.9	0.8	1.2	1.0	0.7	0.7
	欧元区 CPI: 同比	1.7	1.2	0.2	2.6	8.4	5.4	2.4	2.1	2.3	2.1	2.0	2.0
	日本 GDP: 同比	0.6	-0.4	-4.2	2.7	0.9	1.4	0.2	0.8	1.7	0.9	0.6	0.1
	日本 CPI: 同比	1.0	0.5	0.0	-0.2	2.5	3.2	2.7	2.8	3.8	3.3	2.6	2.1

资料来源: Wind, 华创证券预测

## (二) 出口: 定量的测算

出口预测的重点是  $\beta$  风险和  $\alpha$  风险，季度节奏上还需注意抢出口的扰动。

1) 首先， $\beta$  风险是核心，用美国年进口增速中枢衡量，并区分两种情景，情景 1（基准情形）：无  $\beta$  风险爆发，意味着美国终端需求仍在，假设美国进口增速 7.7%（略高于去年），此情景我们假设为今年基准情形。情景 2（悲观情形）： $\beta$  风险爆发，意味着美国进口终端需求大幅回落，类似 2018-2019 年，彼时美国进口增速从 2018 年的 8.5% 降至 2019 年的 -1.7%，落差超过 10 个百分点。按此推演，美国进口增速大幅回落 10 个百分点左右为 -4.7%，此情景对应中国出口的悲观情形。

2) 其次， $\alpha$  风险客观存在，用考虑转港因素后中国在美国进口市场中的份额损失（中国+墨西哥+东盟占美国进口比例或中国出口美国、墨西哥、东盟的合计比例来衡量）。2018 年-2019 年，中国出口中，美国+墨西哥+东盟的合计份额（占中国总出口）从 2018 年的 34.0% 降至 2019 年的 33.0%。美国进口中，中国+墨西哥+东盟（占美国总进口）从 2018 年的 41.8% 降到 2019 年的 40.2%，后者回落幅度略高于前者。需要注意的是，2025 年 Q1，中国+墨西哥+东盟占美国进口比例 33.1%，同比下降近 4 个点，背后既有  $\alpha$  风险因素，也有美国抢进口行业结构差异的影响（一季度美国药品进口高，主要来自于欧盟）。

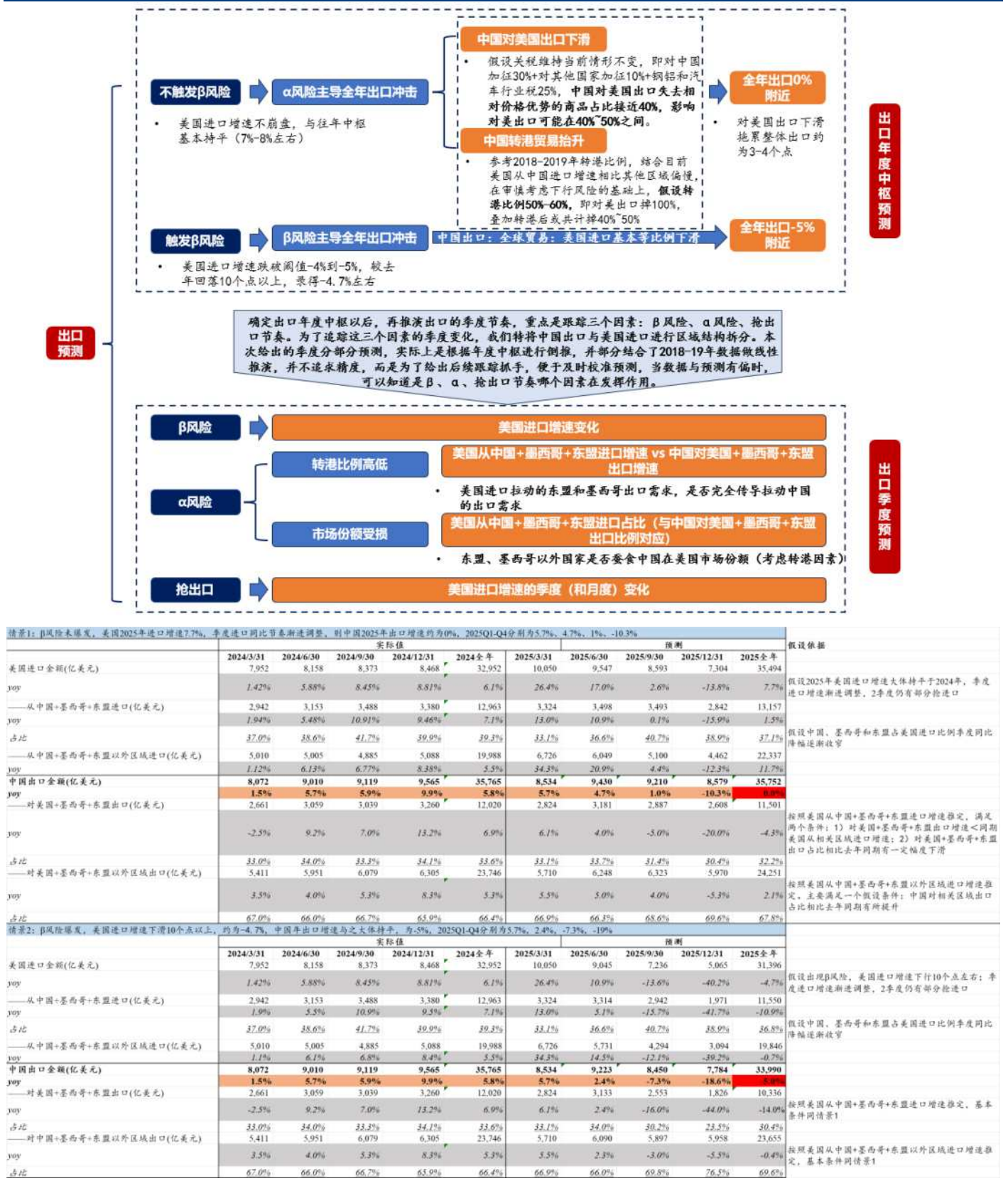
考虑后续伴随抢进口降温，商品结构或有再平衡，我们假设全年中国出口中，美国+墨西哥+东盟的合计份额从 2024 年的 33.6%降至 2025 年的 32.2%。

3) 再次，抢进口影响。在美国全年出口增速作出假设的前提下，受 1 季度进口高增以及 2 季度大概率受关税豁免影响继续强进口，预计美国进口节奏是上半年高，下半年低。

综上，我们预计全年出口增速或在-5%（ $\beta$  风险爆发）~0%（ $\beta$  风险未爆发），基准情形下，若  $\beta$  风险不爆发，未来三个季度 Q2-Q4，预计中国出口增速分别为 4.7%、1%、-10.3%。



图表 74 出口增速预测



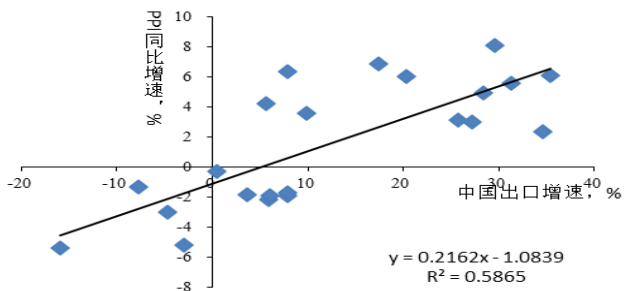
注：1、以截止至5月23日关税情形为基准，未考虑此后新增的钢铝25%关税。2、转港比例的假设参考《特朗普新关税主张对中国出口影响可能有多大？——出口扫描系列·复盘篇》对2018-2019年转港比例的估算。

### （三）物价：哪些新变化？

PPI 层面，从三个视角看待物价的结构性变化：

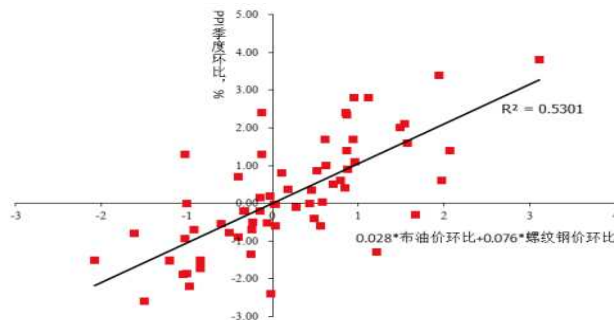
第一，外需的冲击，厘清两个经验规律。外需对 PPI 的影响渠道主要是，整体出口需求承压带来工业品价格下行压力、国际大宗商品价格下跌的输入性影响。一是，出口增速与 PPI 的经验关系，我国出口增速下降 1 个百分点，对 PPI 的拖累大约 0.2 个百分点。二是，典型大宗品价格与 PPI 的经验关系，布油价格（国外大宗品的代表）下跌 10%，对 PPI 环比的拖累大约 0.3 个百分点；螺纹钢价（国内大宗品的代表）下跌 10%，对 PPI 环比的拖累大约 0.8 个百分点。

图表 75 我国出口增速与 PPI 的经验关系



资料来源：Wind，华创证券 注：样本为 2003 年至 2024 年的年度出口增速与 PPI 同比。

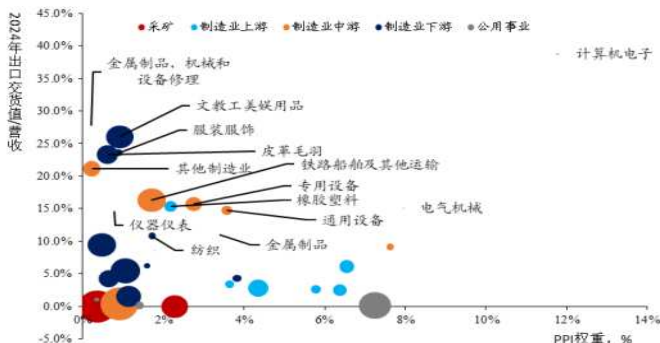
图表 76 典型大宗品价格与 PPI 的经验关系



资料来源：Wind，华创证券 注：样本为 2009 年以来 PPI 季度环比与布油价格环比、螺纹钢价环比。

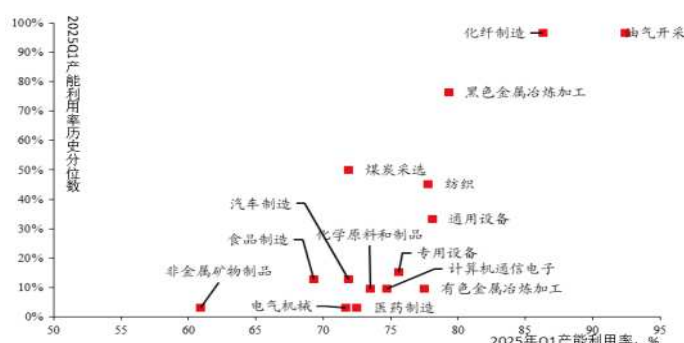
第二，出口转内销，中游装备和下游消费品价格压力或相对较大。以出口交货值占营收比例衡量外需敞口，40 个有可比数据的行业中，有 15 个外需敞口大于 10%，占 PPI 的权重大约 39%。外需敞口和 PPI 权重均较大的（出口转内销的价格压力相对更大），主要包括：计算机电子、电气机械、通用设备、专用设备、金属制品、塑料橡胶、纺织、服装。其中，计算机电子、电气机械、通用设备、专用设备的产能利用率也较低（历史分位数处于 1/3 以下）。但中期来看，上述行业的未来潜在供给压力并不大（以资本支出/折旧摊销来近似衡量，数值越高，未来供给压力越大）。

图表 77 各行业外需敞口、未来供给压力与 PPI 权重



资料来源：Wind，华创证券 注：气泡大小表示资本支出/折旧摊销的历史分位数，用 2008-2024 年的上市公司财报计算得到。气泡越大，表示未来的供给压力相对更大。PPI 权重使用 2024 年规上营收占比估算。

图表 78 部分工业行业的产能利用率

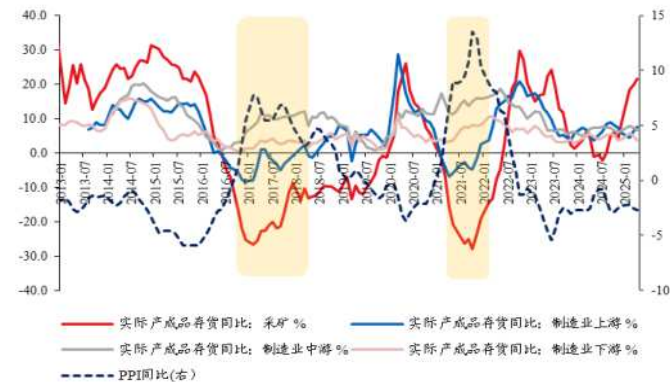


资料来源：Wind，华创证券 注：我国公布产能利用率数据的仅有上述 15 个行业；历史分位数的计算区间为 2016 年 Q2 有数据以来至 2015 年 Q1。



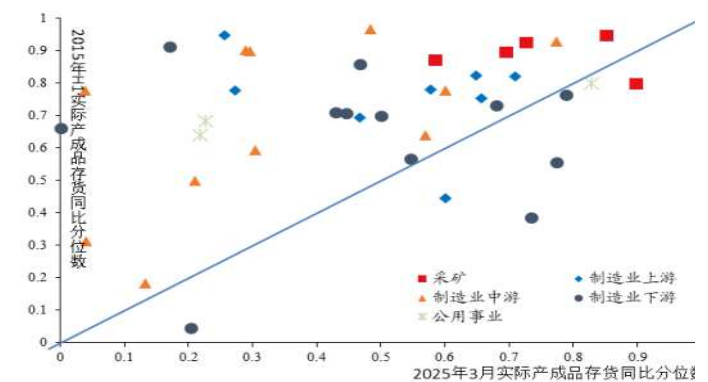
第三，从库存周期看结构性价格压力，采矿业和制造业上游相对较大，但小于 2015 年。根据历史经验，当采矿业和制造业上游实际库存同比降至 0 以下时，PPI 同比会出现一轮明显上行周期，按最新 4 月份数据，采矿和制造业上游的实际库存同比分别为 21.6%，7.6%。但当下价格压力没有 2015 年那么大，39 个有可比数据的行业中，只有 7 个行业的实际产成品库存同比的历史分位数高于 2015 年上半年，而且其中有 4 个是下游行业，在 PPI 中的权重大约仅占 8%。

图表 79 我国采矿和制造业各环节实际库存周期



资料来源：Wind，华创证券

图表 80 各行业实际库存同比分位数



资料来源：Wind，华创证券 注：纵轴实际库存同比分位数的计算区间为 2013 年 8 月至 2015 年 4 月。

#### （四）地产：一些新视角

我们提供地产的一些新的观察视角，结论是从不同的角度看地产，并非一致性指向继续大幅回落，这或意味着地产企稳回升尚有难度，但继续大幅回落也不易。

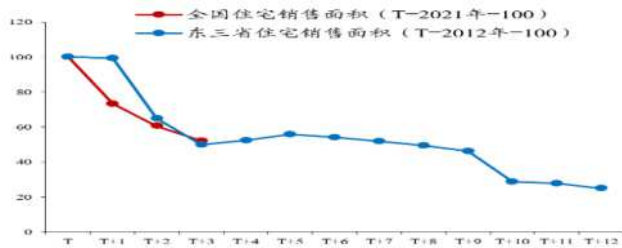
1、量的层面，与东三省的对比。东三省地产销售于 2012 年见顶，2012-2015 三年新房销售累计下滑 50%，此后进入稳定期。而全国住宅销售面积于 2021 年见顶，2021-2024 三年累计下滑 48%，当前调整幅度已与东三省接近。

2、量的层面，期房现房的观察。期房受新开工影响较大，现房受存量的已竣工住宅体量影响较大。从 2021-2024 年的情况看，期房的去化率（期房/新开工）相对稳定，现房的去化率（现房/已竣工未售面积）持续下行。结合当前新开工继续大幅回落的背景，这意味着今年期房销售压力或依然较大，而现房销售或受制于供给质量（如位置偏郊区等）未必大幅回升。合计的新房销售面积或继续下行。

3、价的层面，从居民购房决策角度，买房的资金成本或已与租房接近，居民买房意愿可能会高于过往几年。假设某居民有 40 万现金、拟租住或购买一套 100 万的住房，我们衡量租/购两种方式的年成本：1）若选择租住，居民的年成本为租金成本（以百城租金收益率衡量，最新为 4 月，约 2.31%）-因持有 40 万现金而获得收益（以一年期定期存款衡量，当前约为 0.95%），即  $100 \times 2.3\% - 40 \times 0.95\% = 1.93$  万元。2）若选择购买，居民的年成本分两部分，一是首付的机会成本，同样以一年期定期存款衡量；二是后续的按揭成本，今年一季度个人住房贷款加权平均利率为 3.13%，5 月央行宣布调降 5 年期 LPR10bp，预计 5 月新发房贷利率降至 3.03%。则，居民购房的年成本为  $100 \times 40\% \times 0.95\% + 100 \times 60\% \times 3.03\% = 2.20$  万元。3）对比租房与购房，居民购房的年成本较租房高  $2.20 - 1.93 = 0.27$  万元，这一差距为 2018 年有数据以来新低。



图表 81 参考东三省，销售面积或已具备企稳条件



资料来源: Wind, 华创证券

图表 82 居民买房资金成本或已接近租房



资料来源: Wind, 招商银行, 中国经营报, 华创证券

图表 83 期房去化率: 相对稳定



资料来源: Wind, 华创证券

图表 84 现房去化率: 尚未回升



资料来源: Wind, 华创证券

## 宏观组团队介绍

### 研究所副所长、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

### 副组长、高级分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。

### 高级研究员：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。

### 高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

### 高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

### 分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

### 研究员：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：袁玲玲

研究方向：政策研究。南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：韩港

研究方向：国内基本面。南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	祁继春	副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com



## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;

推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;

中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;

回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522