

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究

中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 曹凤文 兰澜 王靖斐

如何理解 2025 年高质量增长的前景

——2025 年中国经济展望 (年度展望系列之六)

阅读摘要

2024 年中国经济持续高质量深化转型，内需增长基础进一步夯实，宏观政策稳健发力的同时积极创新，为 2025 年顺利收官“十四五”前瞻布局。二十届三中全会对新一轮全面深化改革的目标方向、体制机制作出全面部署，年末中央经济工作会议、中央政治局会议进一步明确 2025 年逆周期调控、跨周期调控的政策方向：财政政策更加积极，赤字率提升、超长期特别国债续发、专项债扩容和管理机制改革，广义财政支出规模或超 42 万亿元人民币、支出力度进一步加大；货币政策适度宽松，“适时降准降息”、新设货币政策工具与财政政策配合发力，共同促进经济回升向好，预计 2025 年中国经济有望实现 5.0% 左右的稳定增长。其中：

居民消费的增长引擎作用有望明显增强。伴随产业和资本市场转型调整，当前居民收入增长阶段放缓、消费情绪偏谨慎，消费扩容升级潜力巨大。**往后看**，以旧换新政策预期扩围提振商品消费，丰富多元消费场景释放服务消费潜力，增收减负等政策叠加，进一步提振消费意愿；降低存量贷款利率、房地产市场“止跌回稳”、“推动中长期资金入市”有助于提振居民财富增长预期，预计 2025 年社零有望实现 5.0% 左右的增长、高于 2024 年（前 11 个月 3.5%）。

积极财政政策将继续支持投资稳定增长。财政适度加力，提升赤字空间、扩大专项债发行规模、发行超长期特别国债等政策支持下，预计基建仍是 2025 年投资增长的重要支撑项；出口增速放缓叠加高基数影响，可能影响 2025 年制造业投资增速，但“两新”“两重”政策加力扩围，仍有望对制造业投资形成积极提振；房地产市场“止跌回稳”政策目标下，城中村及危旧房改造、加快收储存量房、加大购房补贴力度等积极政策可期，叠加楼市持续去库和居民预期提振，2025 年地产投资有望温和改善。预计全年固定资产投资有望实现 4.5% 左右的增长。

外部不确定性扰动出口但积极因素仍存。“特朗普 2.0”政策或扰动出口，但全球经济复苏、中国贸易伙伴多元化转型、出口产品竞争力提升仍可对外需形成内生韧性支持，中性情形下，2025 年中国出口仍有望实现 1.0% 左右的增长。中长期看，中国稳步扩大制度型和服务业开放、高质量共建“一带一路”政策，有望为与非美国家间的多元贸易投资合作提供更广阔的空间。

如何理解 2025 年高质量增长的前景？

——2025 年中国经济展望（年度展望系列之六）

一、消费：促消费政策有望加力释放消费潜力，预计 2025 年社零可实现 5.0%左右的较快增长

2024 年 1-11 月社会消费品零售总额（社零）累计同比增长 3.5%、增速较 2023 年同期（7.2%）有所回落。8 月以来，伴随各地以旧换新政策力度进一步加码，社零增速逐月提升，叠加国庆节、“双十一”活动前置影响，10 月社零超预期增长 4.8%（见图表 1）。

图表 1：社会消费品零售总额当月同比增速变化



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

消费意愿仍是当前影响消费的重要因素、但影响程度趋弱，居民收入影响上升。从影响消费的因素看，根据方差分解分析结果，2024 年前 9 月社会消费品零售总额的变化中约 52.2%与消费意愿变动相关、与 2023 年的 56.3%相比有所下降，相应地，居民收入因素的影响上升。反映出：（1）当前居民消费情绪仍偏谨慎，2024 年 11 月消费者信心指数（消

费意愿)为 93.0,与 2017-2019 年均值水平相比存在较大提升空间。(2)收入增长阶段放缓对消费的影响程度有所提升,2024 年前 9 月居民人均可支配收入实际同比增长 4.9%(2023 年同期:5.9%)、增速有所回落(见图表 2)。

图表 2:消费意愿仍有较大提升空间



数据来源: Wind、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

往后看,2024 年末重要经济工作会议将大力提振消费、扩大内需放在全年经济工作重点任务首位,促消费政策有望持续加力,叠加居民收入及财富增长预期回升,预计 2025 年社零有望实现 5.0%左右的提速增长。具体看:

积极政策对消费意愿提振效应有望延续。一是以旧换新政策对相关领域消费提振作用料延续积极。2024 年 9 月以来,受以旧换新政策带动,汽车、家电消费明显改善¹,12 月中央经济工作会议提出将“加力扩围实施‘两新’政策”,有望继续带动更多元商品消费增长。以家电为例测算,参考 2009-2013 年家电下乡、以旧换新、节能补贴政策,以及 2024

¹ 2024 年 9-11 月家用电器和音像器材类消费连续 3 个月实现两位数增长,同比分别增长 20.5%、39.2%和 22.2%;同期汽车类消费增速稳步回升,同别分别增长 0.4%、3.7%和 6.6%。

年家电以旧换新实施期间消费增长情形，政策补贴对消费的拉动比例（政策补贴规模与零售额增量之比）约为 1:2²，即当政策补贴规模为 1,000 亿元时，有望拉动相应产品零售额增长 2,000 亿元左右、约占 2024 年社零总额的 0.4%。鉴于耐用品具有使用周期长等特点，本轮汽车、家电支出一定程度上或前置释放未来一段时间的需求，预计相关领域消费支出增长或伴随需求充分释放后逐步放缓（见图表 3），2025 年“将扩大消费品以旧换新的品种和规模”³，政策效应在家电、汽车以外的新增品类上或更为明显。二是服务消费增长潜力较大。2024 年前 9 月，中国服务性消费支出占人均消费支出的比重达 47.0%、同比提升 0.9 个百分点，同期美国、韩国这一比重分别为 68.6%、61.1%。中央经济工作会议提出创新发展服务消费，未来伴随多元消费场景持续丰富，文化旅游、首发经济、冰雪经济、银发经济等均有望成为服务消费新增长点。

² 根据商务部数据估算，2024 年 8-11 月家电以旧换新政策补贴资金超 390 亿元，同期家用电器和音像器材类零售额同比增加约 780 亿元，消费补贴政策拉动比例约 1:2，2009-2013 年期间该比例约为 1:2.4。

³ 11 月 8 日，在全国人大常委会办公厅举行新闻发布会上，财政部部长蓝佛安表示，2025 年将加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模。

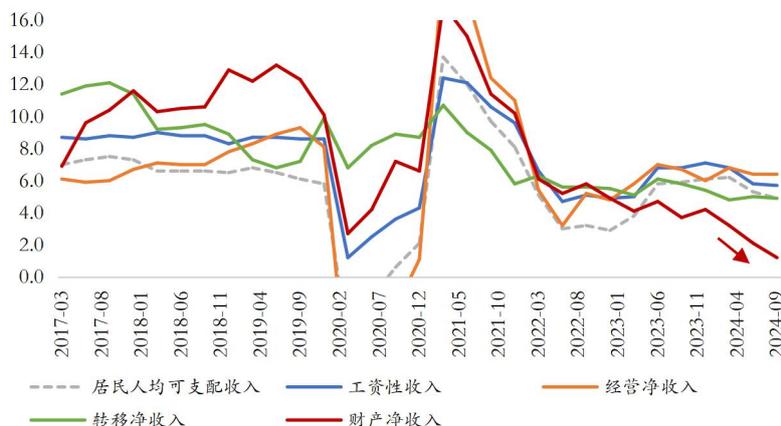
图表 3：政策刺激下耐用品消费或前置释放未来一段时间的特定需求



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

收入和财富增长预期回升有望增强消费能力。一是存量房贷利率调降有望产生收入提振效应，同时早偿现象改善亦有助于缓解挤出效应。根据人行公布数据估计，存量房贷利率平均调降 0.5 个百分点的情形下，平均每年节约家庭利息支出 1,500 亿元左右、减少提前还贷规模 5,000 亿左右，有望拉动消费支出 3,000-4,000 亿元，约占 2023 年最终消费支出比重的 0.5% 左右。二是房地产市场“止跌回稳”、“推动中长期资金入市”有望稳定和提振居民财产性收入增长预期。中国居民人均财产净收入约占居民人均可支配收入的比重在 8%-9% 之间，2024 年前 9 月居民人均财产净收入同比增速较 2018 年 12.9% 的高位回落至 1.2%（见图表 4）。三是增加居民转移性收入，具体政策措施包括中央经济工作会议提出推动中低收入群体增收减负，适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准等。

图表 4：居民人均可支配收入总额及各分项收入累计同比变动

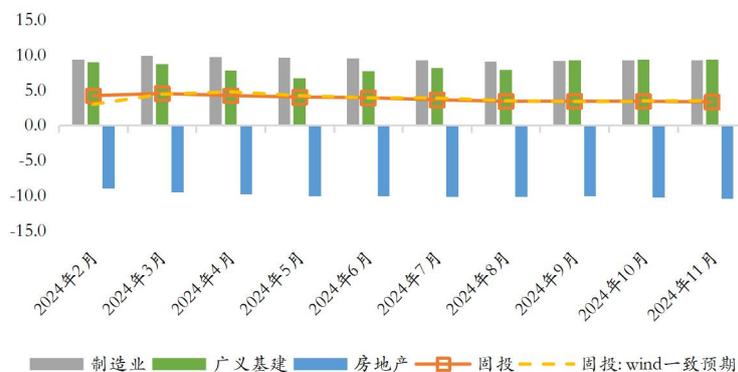


数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、投资：积极政策提振下，2025 年基建投资有望加速提质，制造业投资延续韧性增长，地产投资延续改善，预计全年固定资产投资增长延续提速至 4.5%左右

2024 年 1-11 月固定资产投资(固投)累计同比增长 3.3%，较 2023 年同期(2.9%)提升 0.4 个百分点。年内制造业(9.3%)、广义基建投资(9.4%)保持韧性增长，为投资增长的重要动能；地产转型背景下、房地产开发投资(-10.4%)增长仍承压(见图表 5)。

图表 5：固定资产投资累计同比增速变化 (%)



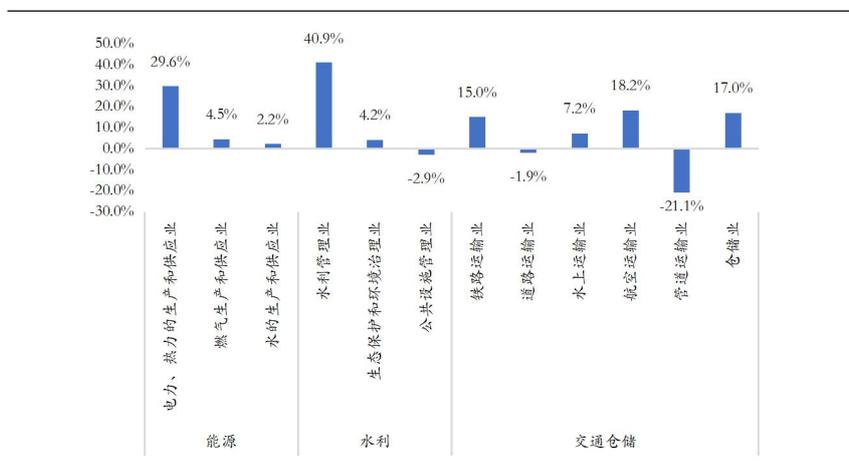
数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

展望 2025 年，基建投资有望加力扩围、仍是投资增长的重要拉动力。2025 年财政适度加力，提升赤字空间、扩大专项债发行规模和优化专项债券管理机制、发行超长期特别国债等，可为基建投资提供更为充裕灵活的资金来源，预计基建仍是投资增长的重要动能，结构性增长亮点亦可期：一是**中央资金投向领域仍具增长潜力**。回顾 2024 年基建投资分项表现，水利管理，电力、热力的生产和供应业，铁路运输业，航空运输业等中央项目占比高的行业增速居前，前 11 月分别同比增长 40.9%、29.6%、15.0%、18.2%，而道路运输（-1.9%）、公共设施（-2.9%）等地方资金投入占比较高的基建投资增长相对偏缓（见图表 6）。结合中央经济工作会议强调“更加注重惠民生、促消费、增后劲”，中央支出加力的趋势预将延续，**电力投资、水利投资、铁路航空重大交通设施建设**等领域增长确定性较高。二是**关注城市更新带动的投资增长**。近两年城市更新行动持续推进，最新数据显示，2023-2024 年国家发展和改革委员会（发改委）安排超过 4,700 亿资金重点支持城市燃气、排水等地下管网改造和城镇老旧小区改造等城市更新项目。向后看，未来仍有加力空间，以地下管网建设改造为例，未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近 60 万公里、投资总需求约 4 万亿⁴。预计 2025 年**地下管网建设、城市更新**等领域的政策支持力度有望进一步增强。三是**关注潜在新增领域**，

⁴ 2024 年 10 月国新办举行新闻发布会，会上国家发展改革委副主任刘苏社表示：以城市重要的“里子工程”地下管网建设改造为例，有关方面预计在未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近 60 万公里，投资总需求约 4 万亿。

续建基础设施、农业转移人口市民化、高标准农田建设亦有望成为新的投资方向。

图表 6：2024 年前 11 月主要基建相关行业投资同比增速

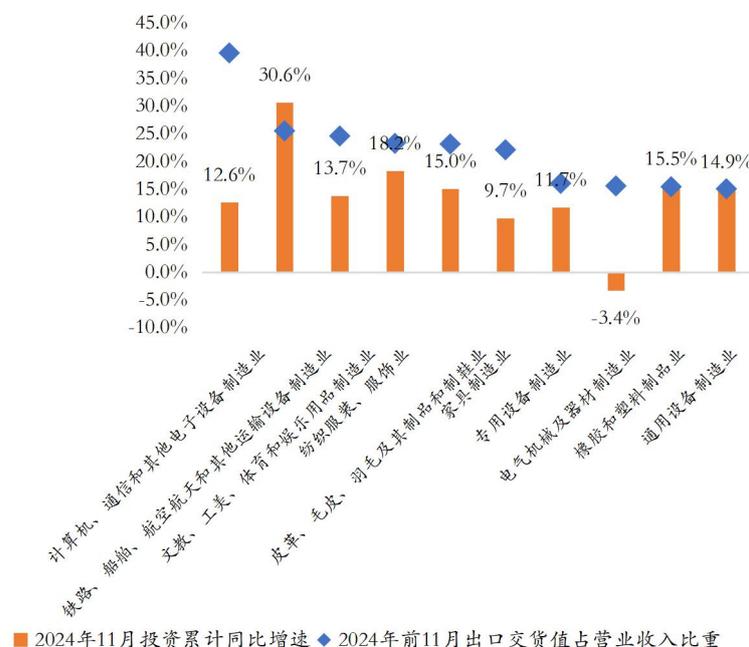


数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

出口增速放缓叠加高基数影响，预期 2025 年制造业投资增速小幅放缓但仍可实现较快的韧性增长。回顾 2024 年，制造业投资持续保持 9% 以上的同比高增，其较强的增长韧性主要源自两个方面，一是出口相关行业贡献。以出口交货值占营业收入比重衡量行业出口相关性，占比较高的行业投资保持较快增长，尤其是船舶制造业（30.6%）、通用设备（14.9%）、计算机通信（12.6%）、专用设备（11.7%）制造业投资等均保持在两位数以上增速（见图表 7）；二是大规模设备更新政策对于制造业投资有较强提振，前 11 月设备工器具购置维持在 15.8% 的较高增速水平。展望 2025 年，一方面，“特朗普 2.0”高关税政策落地背景下，出口-制造业增长链条的不确定性加大或影响相关领域投资决策。但另一方面，“两新”“两重”加力扩围仍将延续提振制造业投资增长，

带动传统产业技术进步、工艺升级，推动产业向高端化、智能化、绿色化转型。

图表 7：2024 年前 11 月出口相关行业投资同比增速



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

地产投资有望延续改善。2024 年 9 月中央政治局会议提出“要促进房地产市场止跌回稳”，中央、地方积极政策持续落地。2024 年 11 月房屋销售面积同比增长 3.2%、为 2021 年 7 月以来的首次转正。参考历史上的地产周期底部⁵，地产销售领先于投资约半年时间，房地产市场“止跌回稳”的政策目标下，城中村及危旧房改造、加快收储存量房、加大购房补贴力度等积极政策相对可期，预计 2025 年地产投资增速有望延续改善（见图表 8）。

⁵ 历史上主要的地产周期底部出现于 2008-2009 年、2011-2012 年、2014-2015 年。

图表 8：房地产开发投资与商品房销售面积当月同比增速



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、出口：综合考虑外部不确定性、2024 年高基数以及内生增长韧性，中性情形下预计 2025 年出口仍可实现 1.0%左右的增长

2024 年 1-11 月出口累计同比增长 5.4%（美元口径，下同），较 2023 年同期（-5.3%）提升 10.7 个百分点。下半年以来全球外需景气度有所修复，叠加美欧企业担忧高关税“抢进口”效应提振出口快速增长，除 9 月出口受台风等因素扰动外，单月出口增速均超 6%（见图表 9）。展望 2025 年，全球制造业延续较高景气度、中国出口商品竞争力提升，仍对出口增长提供韧性支持，但“特朗普 2.0”关税政策或可更快落地（详见前期报告《“特朗普 2.0 时代”可能会有哪些变化》）或扰动出口增速“前高后低”，中性情形下 2025 年全年出口仍可实现 1.0%左右的增长，具体看：

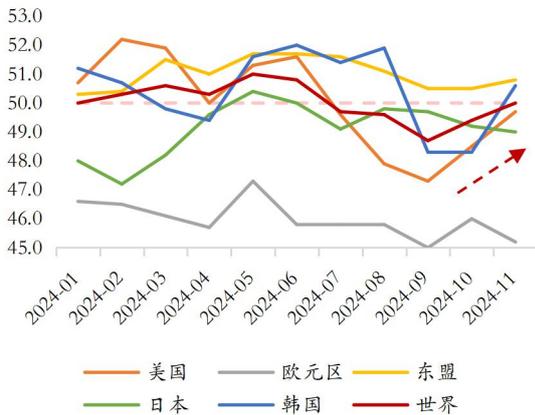
图表 9：出口当月同比增速及前五大出口目的地拉动率（%）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

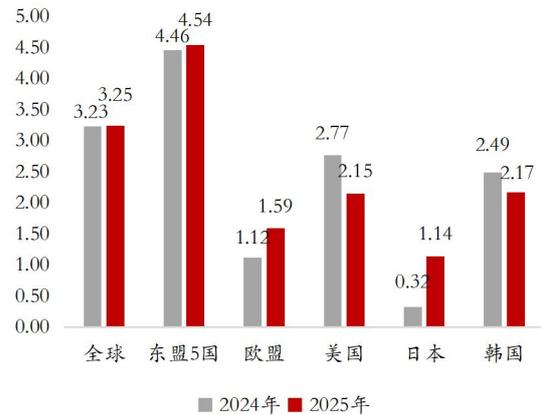
短期看，外需有望受全球制造业景气周期支持。2025 年海外央行仍将持续处于降息周期、经济延续复苏，有望对外需增长形成韧性支持。世贸组织（WTO）最新预测（2024 年 10 月），2025 年世界货物贸易量增长 3.0%（2024 年预计增长 2.7%）。接近年底以来，主要贸易伙伴中美国、韩国、东盟等地区制造业景气度回升，国际货币基金组织（IMF）最新预测欧盟、东盟、日本等地区 2025 年经济增速预期改善（见图表 10-11）。

图表 10：部分贸易伙伴制造业 PMI 有所修复



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 11：主要贸易伙伴 GDP 实际增长预测值 (%)



数据来源：IMF《世界经济展望（2024年10月）》、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

“特朗普 2.0”高关税政策或扰动 2025 年出口“前高后低”，预计此次政策更早落地但较难达到竞选承诺上限。受特朗普上一任期内，2017 年中国出口增长 7.9%（美元口径，下同），2018 年受“抢进口”效应提振增长 9.9%后，2019 年增速回落至 0.5%。从时间来看，此次加征关税政策效应可能会较快显现。“美国优先”原则叠加共和党主导两院、之前已有 301 调查实践等，特朗普第二个任期内对华加征关税政策或更快落地，影响预计较快显现在 2025 年贸易活动中。从影响程度看，最终落地程度或低于承诺上限。根据竞选时的政策主张，关税加征范围将扩大至覆盖全部产品，同时限制转口贸易（见图表 12），但是上述政策若短期内全面落实将增大美国“滞胀”风险，预计最终加征关税的范围和幅度较难达到竞选承诺上限（参见前期报告《“特朗普 2.0 时代”可能会有哪些变化——政策及经济篇》）。

图表 12：特朗普对华贸易政策主张

政策主张	影响
(1) 对几乎所有进入美国的商品征收 10% 的普遍基准关税。	关税加征覆盖至全部商品范围
(2) 撤销中国最惠国待遇，对来自中国的商品征收 60% 的统一高额关税。	
(3) 通过 1 项四年计划逐步停止从中国进口所有必需品——从电子产品到钢铁再到药品。	
(4) 以对等原则征收关税。	
(5) 通过强有力的措施确保中国无法通过渠道国输送货物。	限制在墨西哥等国家的转口贸易
(6) 对墨西哥制造的中国汽车征收 100% 关税。	

数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

假定中国出口全球份额保持稳定、不考虑特朗普新政府高关税政策影响，2025 年出口增速预测值为 6%-7%（美元口径，下同）。综合前述因素，中性情形下，预计 2025 年中国出口仍有望实现 1.0% 左右的增长（见图表 13）。

图表 13：高关税政策或拉低 2025 年出口增速 5 个百分点（美元口径）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

中长期看，中国与非美国国家间的多元贸易投资合作有望进一步提速。一方面，对东盟国家的中间品出口有望保持增长。近年来伴随全球价值链重构，中国与东盟经贸合作日益密切，东盟不仅成为中国第一大出口目的地，2024 年前 11

月出口占比达 16.3%、近五年提升约 2.0 个百分点，同时积极承接国内低附加值产业环节转移，从而推动中国贸易结构升级。另一方面，特朗普新政府或普遍抬升对外贸易投资合作门槛，中国稳步扩大制度型和服务业开放、高质量共建“一带一路”政策，可为进一步密切与欧盟等发达经济体、“一带一路”等新兴经济体国家的投资和贸易合作提供更广阔空间。

四、政策：财政政策更加积极、支出强度有望进一步加大，货币政策适度宽松、降准降息仍有空间

（一）财政政策：赤字率提升、超长期特别国债续发、专项债扩容和管理机制改革背景下，财政支出强度有望进一步加大

总量看，12 月中央经济工作会议定调 2025 年财政政策更加积极，明确提出“提高财政赤字率”“安排更大规模政府债券”，参考 2020 年两会“更加积极有为”的财政政策定调以及当年 3.6% 的赤字率目标，2025 年赤字率目标提升至 4.0% 左右可期。以 2024 年名义 GDP 规模 132.2 万亿、2025 年增速 5% 估算，预计 2025 年赤字规模有望达 5 万亿、较 2024 年（4.06 万亿）增加 0.94 万亿，则一般公共预算支出规模可达 30 万亿。此外，参考 2024 年政府性基金收入实际数据，假设 2025 年政府性基金预算收入为 6 万亿；新增超长期特别国债 2 万亿、新增专项债额度 4.2 万亿，则政府性基金预算支出超 12 万亿，2025 年广义财政支出规模超 42 万亿元、

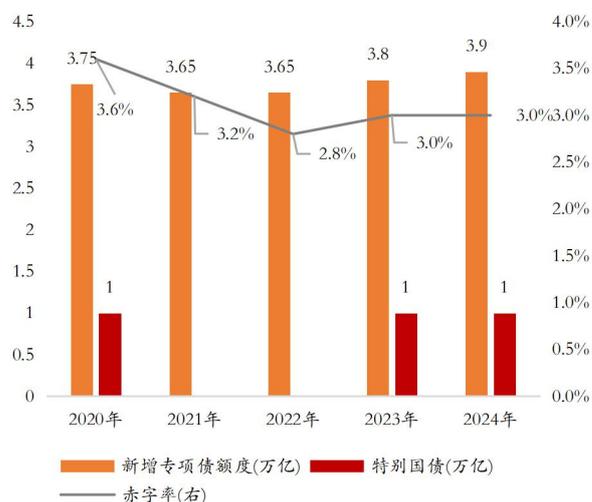
较 2024 年增加 2 万亿元左右（见图表 14-15）。

图表 14：2025 年广义财政收支估算（亿元人民币）

项目	2024 年预算数 ⁷	2025 年预算数 (E) ⁸
第一本账：一般公共预算收支		
一般公共预算收入	223,950	230,804
赤字规模	40,600	50,000
调入资金及使用结转余额	20,940	20,940
一般公共预算支出	285,490	301,744
第二本账：政府性基金收支		
政府性基金预算收入	70,802	60,000
地方政府专项债	39,000	42,000
使用结转结余及调入资金	392	0
特别国债	10,000	20,000
政府性基金预算支出	120,194	122,000

数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 15：2020 年以来赤字率目标、新增专项债额度、特别国债情况⁶



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

结构看，中央层面继续加杠杆、超长期特别国债发行额度有望超 2 万亿。一是“两新”“两重”项目加力扩围促内需。2024 年增发超长期特别国债 1 万亿元，其中 3,000 亿元用于大规模设备更新和消费品以旧换新，7,000 亿元用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，预计 2025 年资金规模和支持范围均有望扩大提升。“两新”方面，设备更新政策聚焦工业、农业、建筑、教育、交通、文旅、医疗等 7 个重点领域；以旧换新政策有望在 2024 年汽车、大家电的

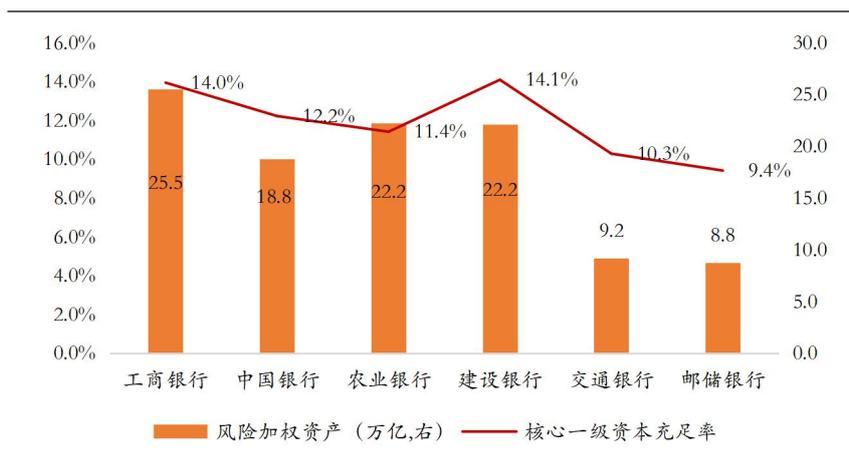
⁶ 此处将 2020 年抗疫特别国债、2023 年增发国债、2024 年超长期建设国债一并视作特别国债考量。

⁷ 2024 年前 11 月，一般公共预算收入 19.9 万亿（进度 88.9%），一般公共预算支出 24.5 万亿（进度 85.5%），政府性基金收入 4.2 万亿元、政府性基金支出 8.1 万亿元。

⁸ 2025 年预算数预测逻辑：1. 一般公共预算收入：假设 2025 年增速与 2024 年相同（即 3%），可推算 2025 年规模 230804 亿；2. 赤字规模：以 2024 年名义 GDP 规模 132.2 万亿、2025 年增速 5% 估算，可推算 2025 年赤字规模 5 万亿；3. 调入资金及使用结转余额：假设与 2024 年持平。

基础上进一步丰富⁹，家装家居、适老化产品、智能家电、电子消费品均为潜在扩容领域。“两重”方面，新质生产力发展、城乡融合发展、区域协调发展、人口高质量发展等领域有望增加超长期特别国债资金安排。二是大型国有商业银行补充核心资本。9月以来，国家金融监督管理总局、财政部表态发声，计划发行特别国债支持六家大型商业银行增加核心一级资本¹⁰。2024年3季度末，国有六大行的风险加权资产合计106.7万亿，若按核心一级资本充足率提升1个百分点估算，则需补充核心一级资本1.07万亿（见图表16）。

图表 16：2024 年 3 季度末六大行核心一级资本充足率水平



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

地方层面，地方化债、专项债新政释放 2025 年地方财政发力空间。一方面，11月人大常委会批准 6 万亿地方债务限额置换隐性债务，意味着 2025 年仍有 2 万亿隐债置换额度，参考 2024 年情形，预计高偿债压力省份有望继续获得

⁹ 2024 年 7 月，《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》出台，安排超长期特别国债资金支持乘用车以旧换新，以及冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等 8 类家电以旧换新，此外，还安排超长期特别国债资金用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力。

¹⁰ 2024 年 9 月国家金融监管总局宣布“国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本”，10 月财政部表示将积极通过发行特别国债等渠道筹集资金，稳妥有序支持国有大型商业银行进一步增加核心一级资本。

一定比例的化债额度，减轻偿债付息压力；另一方面，12月《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》（以下简称“专项债新政”）出台，提出扩展专项债资金的使用范围，新增新兴产业基础设施、传统基础设施智能化改造、城市更新、保障房等支持领域，扩大投向、加速落地的政策引导下，2025年专项债资金有望对稳增长起到更加直接的作用。此外，专项债新政还提出在北京、上海、江苏、浙江等10个经济大省（市）试点“自审自发”，意味着2025年专项债额度分配或将向大省倾斜，更好地发挥经济大省挑大梁的作用。

（二）货币政策：“适时降准降息”有望与新设货币政策工具相配合，共同呵护流动性充裕

12月中央经济工作会议定调2025年货币政策“适度宽松”，有望通过“适时降准降息”等手段支持经济增长。量上看，2024年新设买断式逆回购、国债买卖等货币政策新工具，11月以来2万亿再融资专项债密集发行，流动性阶段收紧背景下，人行11月开展8,000亿买断式逆回购操作、2,000亿公开市场国债净买入操作，12月开展14,000亿买断式逆回购操作、3,000亿公开市场国债净买入操作。“保持流动性充裕”的政策预期下，2025年降准仍有一定空间，参考2024年年末情形，预计人行将继续结合质押式逆回购、国债买卖、买断式逆回购、适量续作MLF等工具调节流动性，而非单一依赖降准操作。价上看，2025年仍有一定降息必要性，促进

社会综合融资成本稳中有降。结合 2024 年三季度货币政策执行报告看，预期在调降政策利率的基础上，人行也将加大力度疏通利率传导机制。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**