

# 政策助力 中國明年經濟料增長5%

## 中信証券：國際話語權增強 多重積極因素快顯效

信心十足

中信証券2025年資本市場年會昨日在深圳開幕，中信証券總經理鄒迎光在主題演講時表示：「中國的國際話語權和主動權明顯增強，經濟增長新動能實現質的飛躍，一系列強有力的宏觀總量政策將推動經濟增長回歸合理區間，資本市場的生態也在經歷根本性重塑。多重積極因素正在累積，新的征程已經開啟。」該券商預計，2025年中國經濟呈現U形增長，實現5%左右的升幅，A股將在明年下半年迎來新一輪盈利上行周期的起點。

大公報記者 毛麗娟（文、圖）

鄒迎光表示，國際地緣形勢、中國宏觀經濟、資本市場生態都進入了全新的階段，站上了新的起跑線。首先，全球政經形勢仍然複雜多變，但中國的國際話語權和主動權已明顯增強。展望2025年，中信証券認為：第一，美聯儲的預防式減息，為中國提供了更充足的貨幣政策操作空間。第二，全球「超級大選年」落下帷幕，國際政治環境的不確定性下降。第三，俄烏和巴以衝突烈度可控，中國方案廣受認可，中國聲音備受重視。

### 上市企質量提升 回報改善

其次，中國新舊動能轉換成效顯著，並且在一系列增量宏觀政策助力下，中國經濟有望扭轉下行趨勢。「輕裝再上陣」或是本輪經濟政策的核心思路，通過化解風險、財政擴張、改革深化的「三步走」，推動中國經濟實現穩回升和結構優化，並顯著改善社會預期。

三中全會和「新國九條」為資本市場的全面深化改革指明了方向。鄒迎光判斷，資本市場生



▲ 國際地緣形勢、中國宏觀經濟、資本市場生態都進入全新階段。

態正經歷根本性重塑，上市公司質量顯著提升，投資者回報逐步改善。一方面，通過嚴把上市發行准入關，支持優質併購重組，加快形成常態化退市等舉措，實現上市公司高質量的「優勝劣汰」。通過更趨嚴格和全面的監管機制，增強市場的內在穩定性。另一方面，投資者回報將逐步改善。通過強化信息披露、打擊違規減持、鼓勵分紅回購，優質上市公司的投資價值將得以實質性提高。這將吸引更多如產業資本、保險資金、銀行理財等持續流入，形成良性循環，進一步改善市場生態。

### 組合拳有望加碼 帶動內需

他並相信，9月底以來的一系列政策組合拳明確了政策拐點，後續政策還會根據經濟運行狀況擇機加碼。

2025年預計中國政府將綜合運用多種財政和貨幣政策工具，加大對實體經濟的支持力度。中信証券宏觀與政策首席分析師楊帆預計，赤字率將會明顯抬升至4%，廣義財政支出同比增速將由負轉正至5%以上，持續近兩年的社會融資下行周期也有望終結。中國經濟增長預計呈現U形，實現5%左右增長。政府還將繼續推動對穩民生和促消費的支持力度，改善收入預期，帶動有效投資，擴大內需。

中信証券首席經濟學家明明預料，明年年初將迎來政策的集中顯效期，有望帶動內需的快速回暖，支撐經濟增速，而從第二季度開始，在高基數以及潛在美國關稅政策等擾動下，外需將面臨一定走勢壓力。明年下半年，增量政策有望進一步出台，帶動年末經濟進一步回升。



▲ 中信証券2025年資本市場年會昨日開幕，該行預期A股將在明年下半年迎來新一輪盈利上行周期的起點。

## A股盈利迎上行周期 關注三大主題

### 投資策略

今年9月，A股在政策轉向驅動下大逆轉，進入了向行情大拐點過渡的階段。中信証券首席策略師秦培景表示：「9月以來A股的快速上漲只是未來馬拉松行情的預演。」A股當前正站在年度級別馬拉松行情的起跑線上，核心城市房價企穩和社會融資增速回升將成為發令槍，中國的信用周期、宏觀價格、A股盈利都將迎來周期上行的新起點。

他認為，個人投資者和機構投資者資金接力入場將是行情的主驅動，ETF將成為重要的配置工具，市場風格主導將由個人投資者逐步切換至機構投資者，績優成長、內需消費、併購重組將成為三條重要賽道。

秦培景分析，首先，財政化債加碼落地，地產政策落地起效，幫助地方政府與企業輕裝上陣，地產將分批分區止跌回穩，撬動新一輪信用周期上行，2025年下半年，物價也有望溫和回升，A股將迎來新一輪盈利上行周期的起點。

### 新興產業與內需消費可留意

秦培景建議關注以下三條重要賽道：績優成長：自主可控主線以及技術驅動的新興產業；內需消費：從必選消費逐步拓展至可選消費；併購重組：聚焦傳統產業整合和新質生產力發展兩大方向。

績優成長領域中，建議關注預期強化的自主可控主線，以及技術驅動的新興產業機遇。重點關注以半導體先進製程及設備、材料、零部件、信息技術應用創新為代表的核心供應鏈與卡脖子環節；當前以人工智能、新一代信息技術、新材料、生物技術等為代表的科技創新正在驅動第四次工業革命的到來，在諸多技術驅動的新興產業中，建議重點關注AI終端、智能汽車、商業航



▲ 中信証券首席策略師秦培景稱，關注績優成長、內需消費、併購重組三條賽道的投資機會。

三大領域。

內需消費領域方面，觀察政策落地後的效果，配置從必選消費逐步拓展至可選消費。建議從今年年末到明年年中，配置策略從攻守兼備逐漸遞進到彈性品種：當前建議主要配置攻守兼備的消費互聯網、低估值高回報且經營有望率先企穩的乳製品、大眾餐飲等必需板塊；而考慮預期先行帶動的消費配置需求，順周期特徵明顯的餐飲供應鏈、酒類、人力資源服務、酒店等行業有望突顯彈性，建議逐步增配。

### 產業壯大併購重組迎機遇

至於併購重組上，秦培景表示，政策積極鼓勵+產業高質量發展所需，併購重組正迎來全新機遇。他建議投資者把握兩類機會：以產業鏈整合、做大做強為導向的產業內併購重組，重點關注電子、醫療器械、汽車零部件等領域；以發展新質生產力、產業升級為導向的跨產業併購，重點關注已公告「控制權變更」或實控人有體外資產的企業。

大公報記者 毛麗娟

## 財幣雙策空間足 有效應對外圍風險

### 做足準備

特朗普明年重新入主白宮，市場關注美國可能對中國商品徵收60%關稅。中信証券宏觀與政策首席分析師楊帆認為，明年中國宏觀經濟主要風險來自海外市場潛在加徵關稅等政策對出口的拖累。中性情景下，假設美國對中國加徵關稅從明年第二季度開始，到年底加徵到60%，估算對中國GDP增長拖累近1個百分點。但中國也有充足的應對措施，預計將通過財政與貨幣政策的擴張，以對沖海外風險對經濟的拖累。

具體而言，第一，外需放緩和美國加徵關稅或對中國出口造成雙重壓力，明年出口增速可能會由正轉至負5%左右。第二，預計製造業投資保持高增長，同時地產政策持續發力或促使固定投資的分化迎來邊際收斂，地產對經濟的拖累有望減輕，預計明年固定投資增速可能回升至3.8%左右。第三，消費受益於政策傾斜加強，預計政府消費或顯著回暖，居民消費大概率呈現弱復甦，預計明年社會零售總額約5%增幅。第四，價格端受到全球能源價格拖累，預計物價總體回升壓力仍較大，預計明年PPI（工業生產者出廠價格指數）和CPI（居民消費價格指數）同比增速分別為-1.3%和0.3%。

### 擴大合作 減輕出口壓力

中信証券表示，儘管近年中國出口的全球份額維持高位，但未來可能面臨壓力。在此背景

下，中國必須構建「一帶一路」和「大金磚合作」的經濟循環，為穩定經濟運行創造有利的外部環境。

楊帆分析，一方面，在方向上，當前舊有國際秩序發生系統性震盪，並預計將在特朗普新任期內加速演變，新興國家正進一步「抱團取暖」，強化彼此的經濟聯繫，並探索國際治理體系的公平化改革。在金磚峰會上又有13個國家申請成為金磚夥伴國，「大金磚合作」不斷擴容。另一方面，在方式上，企業出海是中國融入並擴大「一帶一路」和「大金磚合作」經貿循環的必然趨勢。企業出海既與當地的發展訴求相契合，也可通過總部經濟等模式反哺當地發展，這將成為長期趨勢。

大公報記者 毛麗娟



▲ 中信証券宏觀與政策首席分析師楊帆認為，明年中國宏觀經濟主要風險來自海外市場潛在加徵關稅對出口的拖累。

## 10萬億化債額度 標普信評：東部省份較受惠

【大公報訊】上周五全國人大常委會批准通過10萬億元（人民幣，下同）化債措施後，市場關注其影響。標普信評報告指出，這次為近年最大規模的債務置換，地方政府在2028年前將隱性債務化解完畢難度不大，且政策有利於地方債務結構優化，推動隱性債務顯性化，有利提升債務管理的規範性和透明性，料2028年前，地方需消化的隱性債務總額將由14.3萬億元大降至2.3萬億元，平均每年消化額從2.86萬億元減為4600億元。同時，政策更加積極，更多著眼於地方長期發展，用發展的方式化解債務，額度分配值得關注，或將對經濟較發達區域特別是東部省份有更多的傾斜。

對於這次政策和以往不同之處？報告指出，今年2月以來，中央政府多次表態「地方債務風險可控」，由此可以看出，此次置換方案更多體現了中央化債思路從「堵」到「疏」的轉變，不再只有在風險暴露苗頭出現時才採取措施，而是將債務風險化解進一步前置，政策更加積極，地方將有更多的

資源用於發展，用發展的方式最終化解債務壓力。再者，債務置換並非債務削減，地方仍需以發展為主要目標，通過發展最終將債務規模控制在與自身經濟財政實力相匹配的水平上。

### 肩負經濟增長重任

至於哪些省份受惠較多，報告認為，最近一兩年置換額度，向經濟增長空間較大的區域傾斜的可能性較大，特別是東部省份獲得的額度可能性較大，部分省份將提前化解完畢隱性債務，在經濟增長方面發力更多。去年至今，發行逾1.7萬億元特殊再融資債，主要來自負債率較高的省份，如貴州、雲南、內蒙古等，東部經濟大省江蘇、山東、浙江等地發行金額不大。

由於此次債務置換既要解決當下地方政府的債務壓力，又要促進經濟發展，額度分配上的考慮可能更加綜合。因此，料東部省份肩負經濟增長的重任，也可能將進行較大規模的置換。同時，不排除

隱性債務清零的區域仍可獲得部分額度的可能，特殊再融資債的使用範圍有可能擴大。

談及本次化債對城投企業影響？報告估計，此次債務置換在未來3至5年，對地方政府與城投企業形成持續的資金支持，城投企業資金壓力將得到一定緩解，如負債率較高的貴州、天津、江蘇等地。



▲ 標普信評報告指出，東部省份可能獲得較大規模的化債置換。圖為浙江省杭州。

### A股關注三條重要賽道

賽道	類型	關注
績優成長	強化自主可控主線預期	重點關注半導體先進製程及設備、材料、零部件、信息技術應用創新等核心供應鏈及卡脖子環節
	技術驅動的新興產業機遇	重點關注AI終端、智能汽車和商業航天
內需消費	從必選消費拓展至可選消費	當前建議主要配置消費互聯網、乳製品、大眾餐飲等必需板塊；逐步增配餐飲供應鏈、酒類、人力資源服務、酒店等行業
併購重組	聚焦產業整合的內併購重組	重點關注電子、醫療器械、汽車零部件等領域
	新質生產力發展的跨產業併購	重點關注已公告「控制權變更」或實控人有體外資產的企業

大公報製表

### 中央「三箭齊發」化地方債

6萬億元債務限額	
置換地方政府存量隱性債務	
安排	2024至2026年，每年2萬億元
用途	支持地方用於置換各類隱性債務
4萬億元新增專項債	
新增地方政府專項債券	
安排	從2024年開始，連續5年每年從新增地方政府專項債券中安排8000億元
用途	補充政府性基金財力，累計可置換隱性債務4萬億元
2萬億元棚改隱債	
安排	2029年及以後年度到期的棚戶區改造隱性債務按原合同償還

貨幣單位：人民幣