

## 2025 年度策略报告：曙光在望，稳中求进

日期：2025 年 1 月 1 日

出具机构：股掌柜证券咨询有限公司

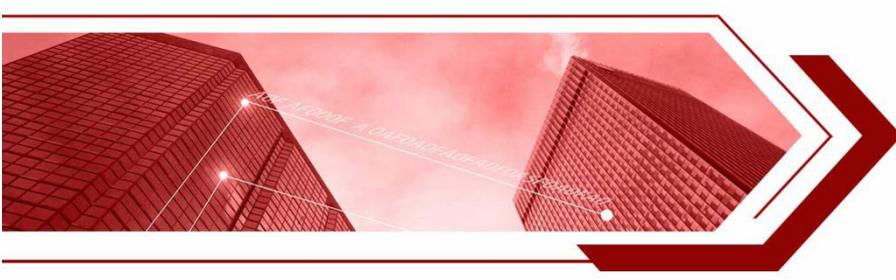
### 摘要：

**经济：外需压力，内需加力。**一方面，特朗普政府对华加征关税或拖累我国出口；另一方面，外需压力下内需亟待发力，预计2025年地产、消费和基建为核心发力部门，房地产投资/销售负增长或收敛，消费受益于存量房贷利率下调和“以旧换新”，基建在特别国债、地方债务还本付息压力减轻、赤字扩大下维持稳定。

**流动性：共振宽松，汇率承压。**当前全球多数经济体进入宽松周期，但核心通胀仍高于疫情前的中枢水平，美国经济韧性和特朗普新任期政策给通胀增添新的扰动项，美联储降息节奏或更为审慎；2025年人民币汇率一定程度受中美关系主导，国内信用端能否企稳取决于内需政策成效。

**政策：宏观发力，中观给力。**2025年进入财政货币双宽松阶段，乐观情形下财政空间相较于2024年有望增加2.7-3.7万亿元，化债稳投资、促消费政策三线并行，2025年上半年连续降准降息有望落地。“十四五”收官在即，低空经济、高端制造等前沿产业利好或加码，央国企及传统产业并购重组有望提速。

**行业配置：关注供给侧改革、扩大内需与科技成长三条主线。**第一：围绕供给侧改革，聚焦产能出清拐点临近的领域，如中游制造领域的锂电池、光伏；第二：外需风险敞口小、内需发力领域，如汽车、家电；第三：受益于科技创新周期及国内自主可控政策加码的领域，如计算机设备、消费电子。



## 目 录

一、2024 年复盘与 2025 年展望核心结论 .....	3
1.1 2024 年复盘：一波四折，转危为安 .....	3
1.2 2025 年 A 股展望核心结论 .....	5
二、国内经济运行情况.....	7
2.1 国内经济：当前国内经济有效需求仍处于较为弱势的状态 .....	7
2.2 消费：四条路径改善居民需求 .....	9
2.3 投资：地产投资形势决定明年投资表现 .....	11
2.4 出口：关税之外还有下行压力 .....	13
2.5 工业企业利润：修复进程仍有波折 .....	17
三、海外经济展望.....	19
3.1 海外两周期共振向下 .....	19
3.2 预计 2025 年经济增速较 2024 年边际放缓，通胀压力可控 .....	21
四、2025 年行业和赛道选择方向 .....	24

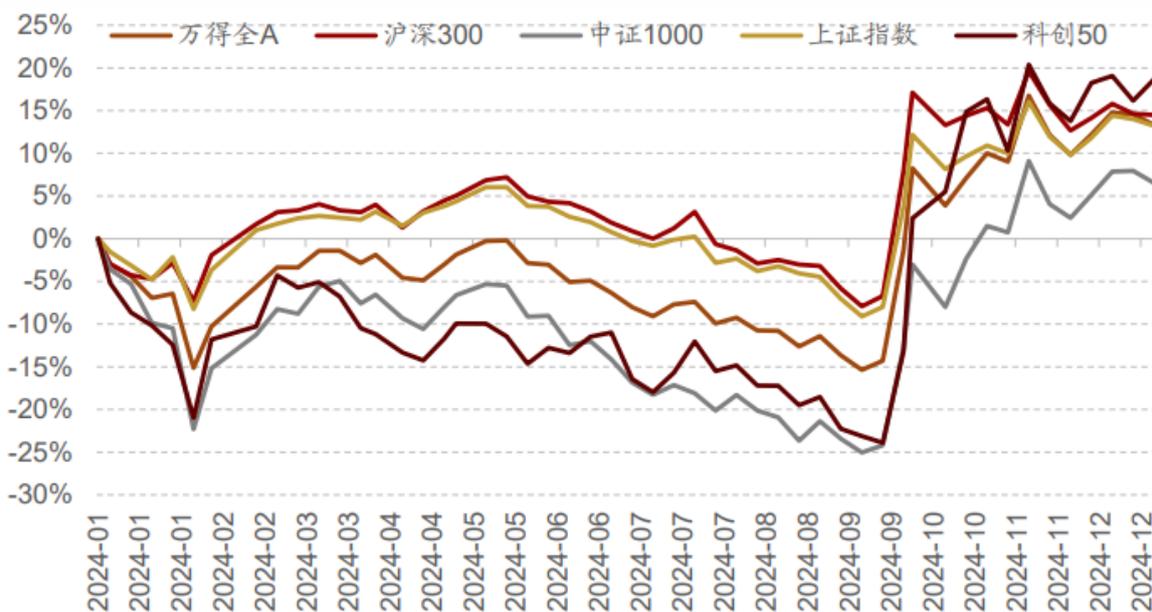


# 一、2024 年复盘与 2025 年展望核心结论

## 1. 2024 年复盘：一波四折，转危为安

2024 年 A 股呈现一波四折的走势，在前三季度整体呈现调整态势，最终在 9 月 24 日政策全面发力后大幅反弹，主要指数收复了全年的跌幅录得上涨。

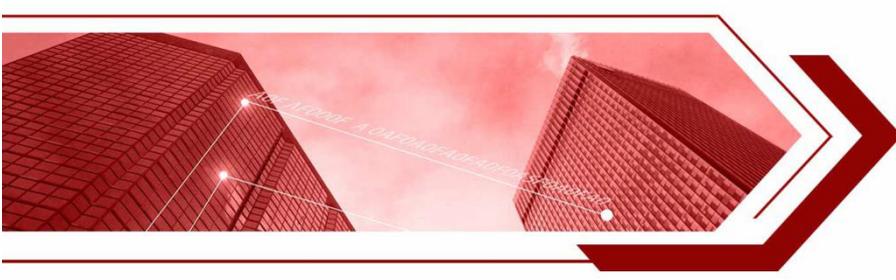
年初以来主要指数表现



具体来看，2024 年开年后至春节前，指数延续了前期的调整，由于衍生品、杠杆资金在持续下跌后形成了向下的反馈，指数加速下跌；

春节前后，重要机构投资者大幅加大了买入 ETF 的力度，最终在春节前后指数结束了大跌，在此后的 2-5 月初，指数出现了一波较为明显的反弹；

但是反弹并未延续，2024 年 5 月之后，随着经济数据阶段性走弱，盈利修复不及预期，5-9 月下旬指数基本呈现单边调整的趋势，投资者信心日益低迷。尽管重要机构投资者加大了买入力度，但是未能扭转市场信心。

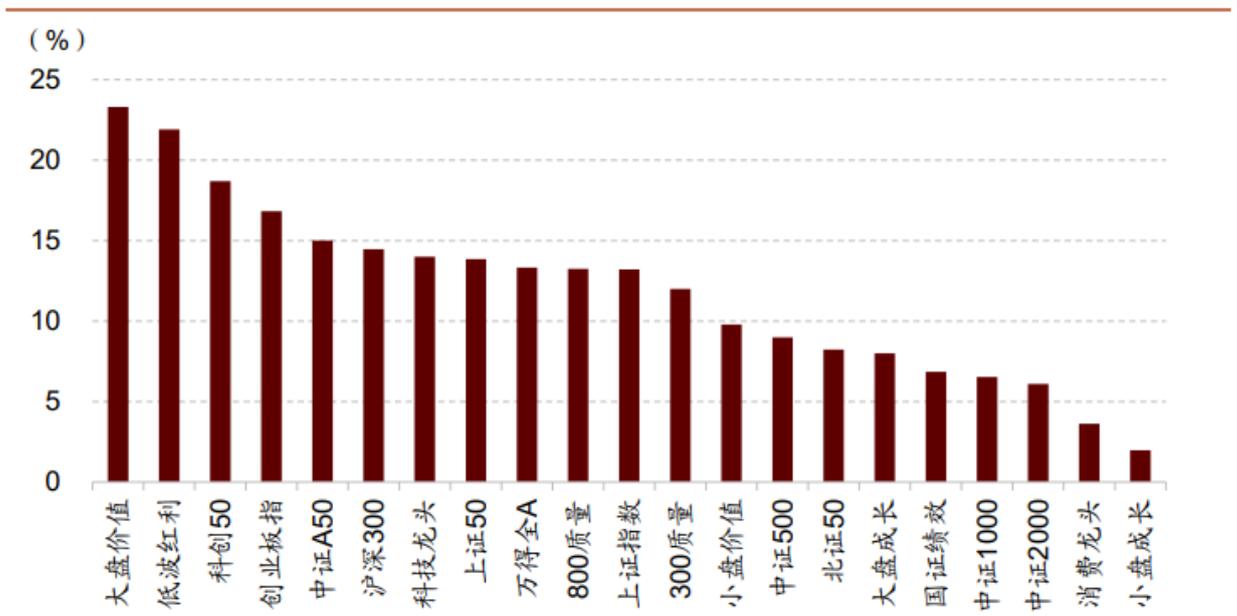


市场真正的转折出现在 9 月 24 日前后，随着“一行一会一局”召开了新闻发布会，公布了包括 SFISF 和增持回购专项再贷款在内的一系列政策工具，最终市场开始大幅反弹。

十一长假后，主要指数呈现宽幅震荡的态势。

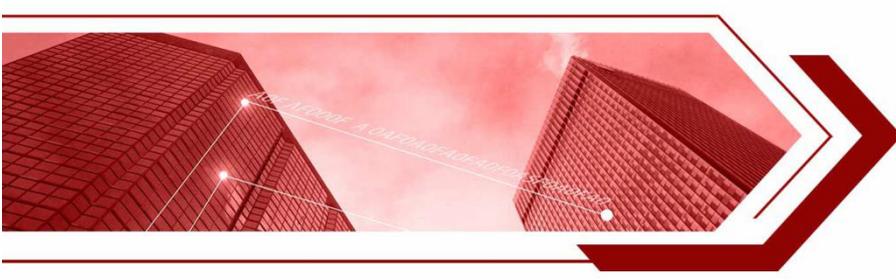
风格方面，全年几番波折后，大盘价值、红利全年领涨；成长风格龙头，科创 50、创业板指也取得了不错的表现，整体来看，2025 年呈现了红利和科技交替占优的格局。小盘指数最终表现相对落后、消费风格跑输了大盘。

### 2024 年主要风格指数的表现



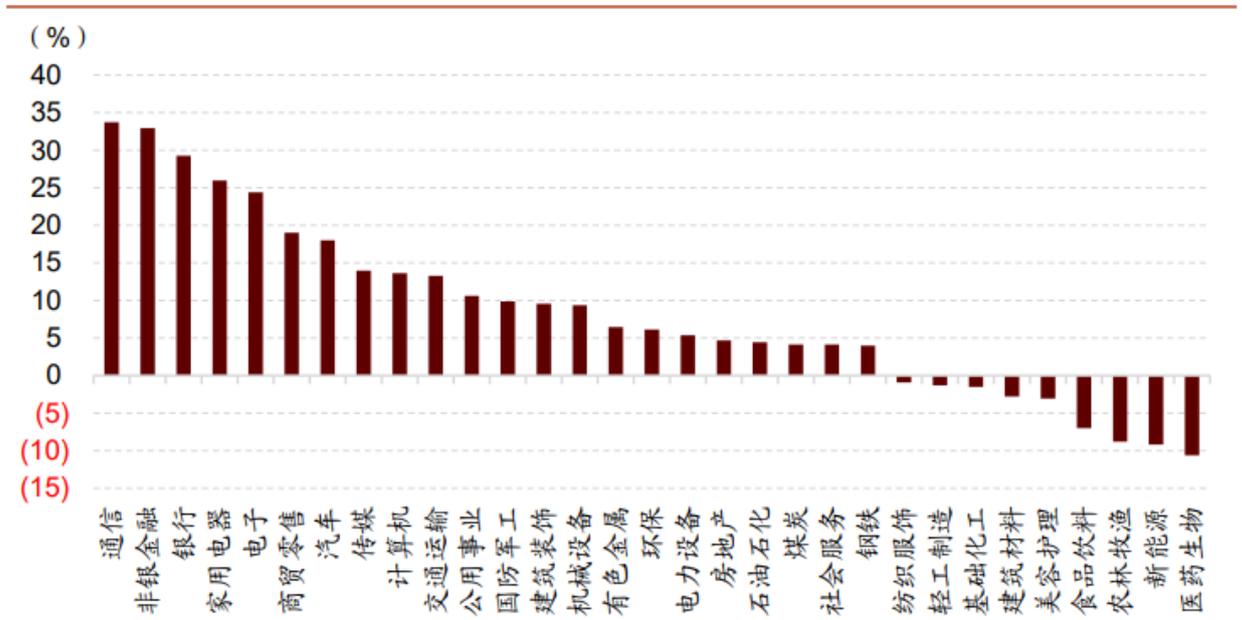
行业层面，市场核心思路围绕了低估值高股息以及 AI 受益的相关领域，其中算力高度相关的通信全年涨幅最大，其次是银行非银；电子、传媒、计算机也有尚可的表现。家电综合受益于消费政策，出口和低估值属性，表现也不错。

在上一轮牛市(2019~2021年)表现最好的食品饮料、新能源、医药生物、



美容护理 2024 年表现仍然不佳，顺周 期板块普遍表现不佳。

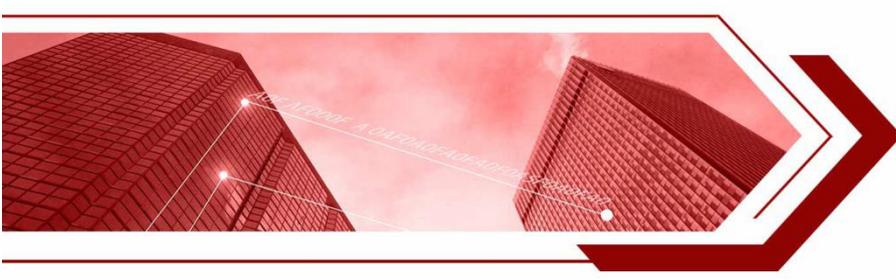
今年以来通信、非银、银行涨幅居前



## 1. 2025 年 A 股展望核心结论

A 股在未来两年出现大级别上行的概率较大。经济和资本市场运行中有一个相对隐性的 5 年周期规律，政策通常都会在会议召开前两年开始逐步发挥作用，其中一个显著的标志便是 M1 增速的明显回升，市场也会在关键时间节点上迎来重要拐点。9 月 26 日政治局会议以来，财政和货币政策力度开始明显加大，资本市场中也出台了“新国九条”，以及证券公司保险 公司互换便利和增持回购专项再贷款。从当前形势看，M1 增速在 10 月触底回升，意味着经济政策周期和资本市场政策发力周期共振之下，五年周期律仍在发挥作用，A 股在未来两年出现类似 1999/2005/2009/2014/2019 开启的大级别上行趋势的概率进一步加大。

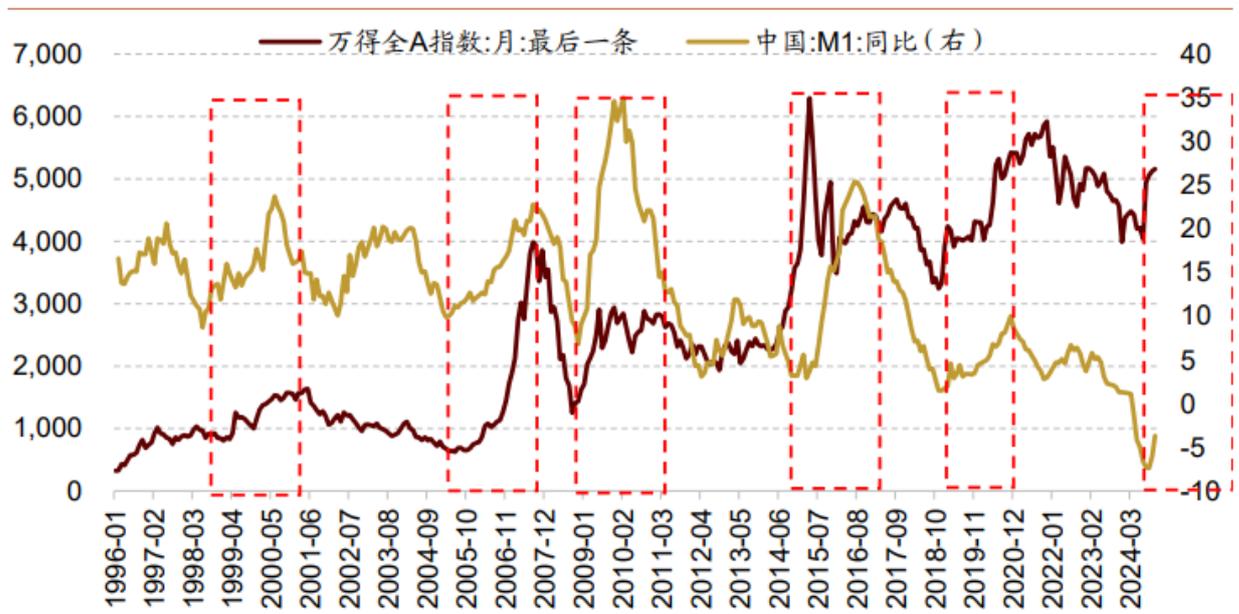
2025 年总需求有望在政策支持之下稳中有升。当前中国信用周期弱化，



消费、投资、政府支出和进出口四部门总需求基本保持额相对稳定，需要关注结构的变化。展望 2025 年，商品房销售和房价在政策的推动下企稳的概率明显加大，政府整体支出相对过去几年将出现较为明显的扩张，消费增速在地产链拖累减轻以及较大规模消费政策刺激下有望回升，出口或面临全球需求高位回落，以及特朗普上任带来的关税壁垒和技术限制等问题，整体将会承压。

通过观察历史数据，我们可以发现，在过去二十多年里，M1 增速的拐点分别出现在 1999 年初、2004 年底、2009 年初、2014 年初以及 2019 年初，这些年份恰好遵循了“逢 9 逢 4”的规律。这表明，在“逢 9 逢 4”的年份，政策往往全面趋向宽松，为接下来两年的经济改善奠定了坚实基础。

过去股票市场遵循着近期五年左右周期的运行规律，其中 M1 增速回升是标志





自 9 月 26 日政治局会议以来，政策力度开始明显加大，金融、房地产及财政等领域政策加速发力提效，9 月 26 日 政治局会议提出“要增强做好经济工作的责任感和紧迫感”，“加大财政货币政策逆周期调节力度”；而在 12 月召开 的政治局会议提出要“加强超常规逆周期调节”，“超常规”这个词在中国重要政策文件中，并不多见。并且提出 “实施更加积极的财政政策”，“适度宽松的货币政策”，而适度宽松的货币政策的提法，上一次出现，还要追溯到 2008 年和 2009 年的中央经济工作会议。

而在 2024 年底的中央经济工作会议中，用更加具体的表述——“提高财政赤字率”，提高赤字率在历年中央经济工 作会议中并不常见，在 2015 年和 2020 年出现过。而 2025 年将会再度迎来财政赤字率的提高”。除此之外，中央经济工作会议中还提到增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券发行使用，而在货币政策层面，更加具体的提出“适时降准降息，保持流动性充裕”。由此我们看到，整体的 宏观政策，迈向了更加明显的“宽松”。

## 二、国内经济运行情况

### 2.1 国内经济：当前国内经济有效需求仍处于较为弱势的状态

有效需求不足导致价格自 23 年 2 季度以来始终处于负增长的状态，这使得我国名义 GDP 增速十分罕见地慢于实际 GDP 增速。上一次连续 7 个季度名义增速不及实际增 速还是发生在 1998-1999 年期间。这种情况带来

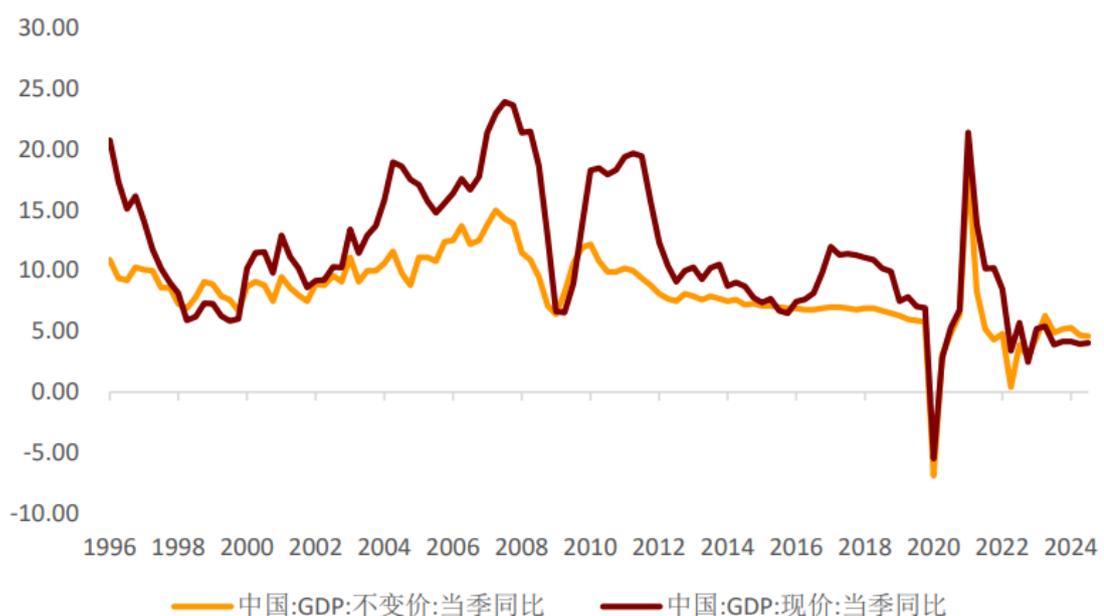


的后果有两点：

其一，**经济增长的获得感不强**。对于市场主体而言，最直接感知经济增长的指标就是收入形势，而收入增速往往与名义增速相关性更高，名义增速慢于实际增速自然会导致收入增速低于经济增速，从而导致经济增长的获得感不强。

其二，**价格水平持续负增长最终将拖累经济增长的稳定**。日本 1994 年年末 GDP 平减指数进入负增长状态，虽然 1995 年日本经济增速明显回升，但由于价格的弱势的拖累，从 1996 年起日本经济增速又逐步放缓。回到中国的情况，自 2023 年 2 季度起，国内经济增速持续上行，到今年 1 季度达到 5.3% 的高点，随后经济增速持续下行，3 季度经济增速下滑至 4.6%。无论是从国际经验还是国内实际情况来看，结束价格负增长状态的必要性都在逐步上升。

名义 GDP 增速较为罕见地慢于实际 GDP 增速 (%)

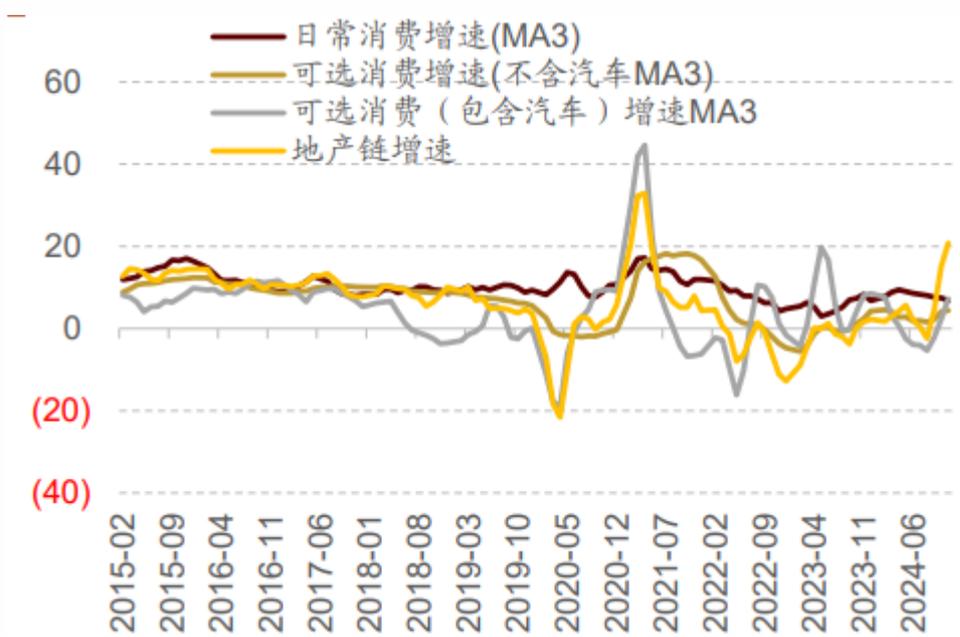




## 2.2 消费：四条路径改善居民需求

对于居民消费，我们认为政策对居民增收减负支持力度加大、人民币资产价格止跌回稳以及消费品补贴额度和商品种类进一步扩大都有助于 2025 年消费形势的改善。尤其是既有补贴政策支持，又有商品房销售形势回暖支撑的房地产后周期商品的消费需求将对全年商品消费形成更明显的拉动作用。

前期的“两新”政策对耐用消费品增速回升起到关键作用



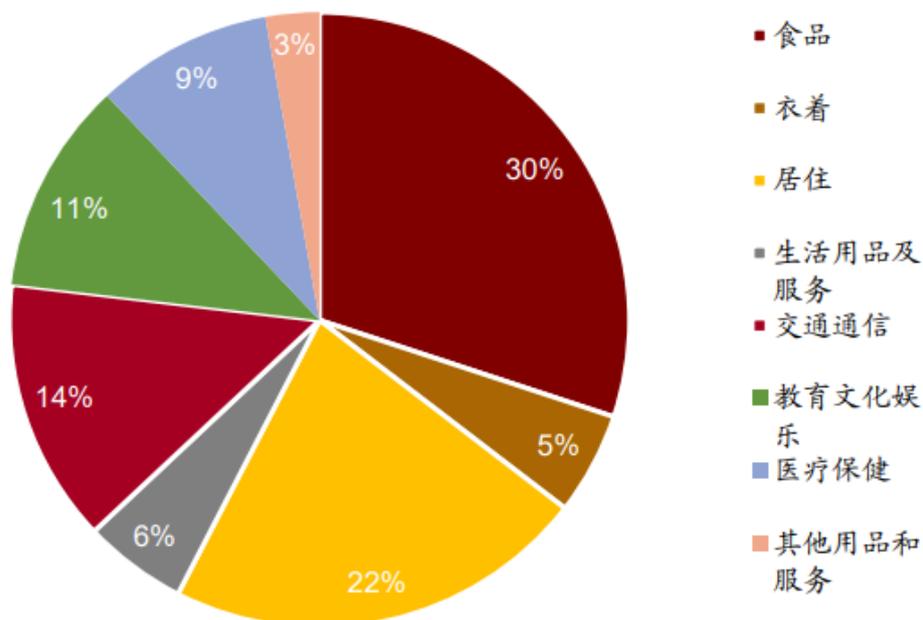
从财富效应看，一方面若根据前文判断，明年上半年新房价格企稳，下半年二手房价格不再下跌，那么房价对财富效应的负面贡献将逐步减弱；另一方面，9 月末以来 A 股大幅上涨，目前看本轮逆周期调节措施对市场信心和预期已经产生积极作用，若预期能够逐步得到基本面数据的支持，那么金融资产价格上涨也有助于提振财富效应对消费的拉动作用。

从替代效应看，保障房建设和降低存量按揭贷款利率都有助于降低居民居住消费支出，从而增加其他消费支出的现金流。所有符合条件的存量按揭



利率都将 下调至目前的新增按揭利率水平，根据人民银行的测算，存量按揭利率平均约 下降 50bp。这可以在收入增速放缓的情况下，增加居民用于商品、服务消费的 支出规模。

### 10 月份工业增加值与工业产销率



从收入效应看，财政增量政策之一就是增加重点人群的收入水平。对于我国而言，中低收入群体较为庞大，这部分人群的消费需求决定了整体消费的成色。根据 10 月 12 日财政部新闻发布会的信息，下一阶段将大幅提高在校学生的奖学金和补助额度。在校学生的边际消费倾向较高，这部分人群增收有助于缓解当前居民消费的疲弱。展望明年，若通缩状态能够较快结束，那么居民收入增速也将随之回升，这对消费将形成更大的刺激。

总的来看，我们认为在政策支持力度加大、收入增速改善、财富效应拖累下降的背景下，2025 年消费增速有望回升到 6.5%左右。

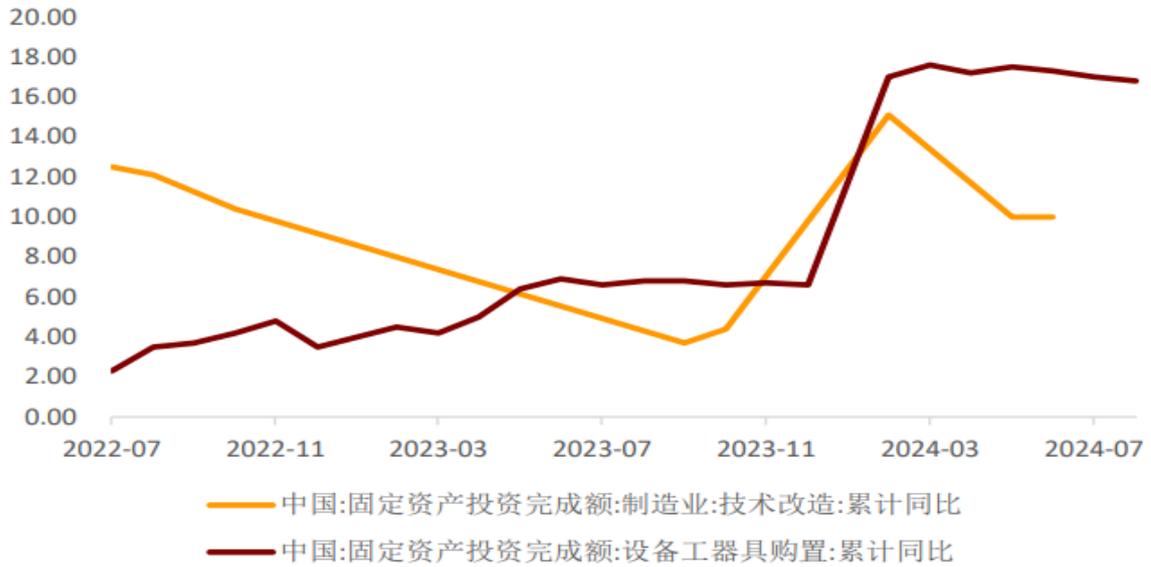
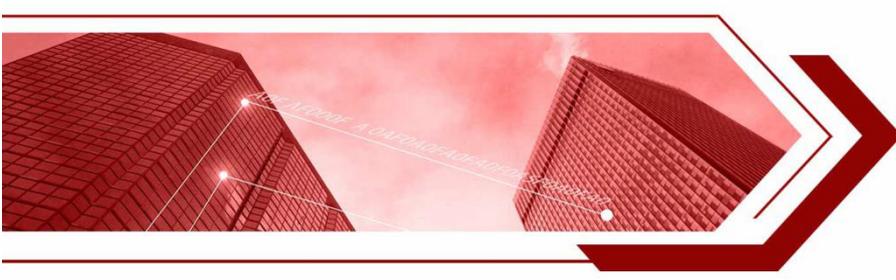


## 2.3 投资：地产投资形势决定明年投资表现

2025 年投资需求有望 好于 2024 年，全年投资增速可能回升至 4-4.5% 左右。理由如下：

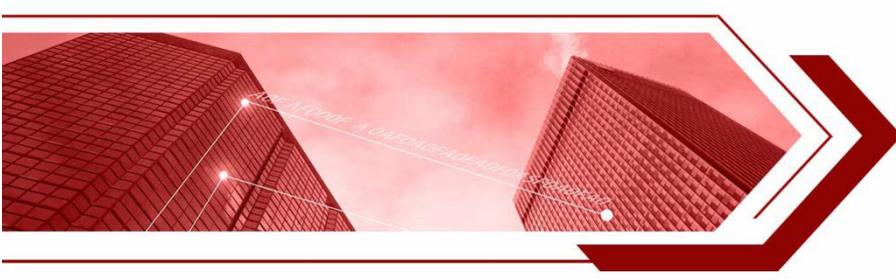
**第一，制造业投资增速继续保持较快增长。**2024 年以来，制造业投资增速稳定 在 9%以上。从当前我国制造业的盈利水平、产能利用率形势来看，制造业投资 需求的扩张主要依靠产业政策推动。一方面，培育新质生产力需要投入大量资 源；另一方面，逆全球化进程加速，出于保障供应链、产业链安全的目的，全 产业链的建设也难以避免。并且，设备更新支持政策在 2025 年力度将进一步加 大。从过往的经验看，中央财经委会议推出的政策有较强的持续性，例如平台 经济整顿等。因此，设备工器具和技改投资 2025 年将 继续维持较快增长。上述 因素在 2025 年可能将进一步强化，因此即使经济 因素仍不支持制造业企业增加 资本开支，产业政策也将维持较强力度，保证 制造业投资维持较快增长。不过 考虑到明年出口需求萎缩的负面影响，我们 预计 2025 年全年制造业投资增速可 能维持在 8-9%之间。

10 月份固定资产完成额与基建



**第二，基建投资需求有望边际改善。**基建投资强度其实与财政政策力度有密切关系。但 2024 年前三季度财政政策执行效率偏弱，上半年地方专项债发行进度明显滞后于 2023 年同期。公共财政财力受制于税收和土地出让金收入的下降，财政支出强度偏弱。这导致两种口径的基建投资增速已经低于去年水平。尤其是窄口径基建投资增速今年以来持续下滑，目前增速已跌至 4.4%，这是 2022 年以来的最低水平。730 政治局会议以来，新一轮逆周期调节的重点落在了财政政策。参考我国历史经验，若需尽快结束当前的通缩状态，那么财政政策就必须加大力度并加强执行效率。虽然本轮财政发力的着力点在于居民消费，但民生相关投资、新基建投资增速也将相应改善。据此，我们预计窄口径基建投资增速有望回升至 6%左右，宽口径基建投资稳定在 8-8.5%的区间。

**第三，房地产投资对整体投资的拖累有望边际下降。**房地产销售政策的进一步放松以及商品房收储等政策效果将在 2025 年集中反映，新房价格将率



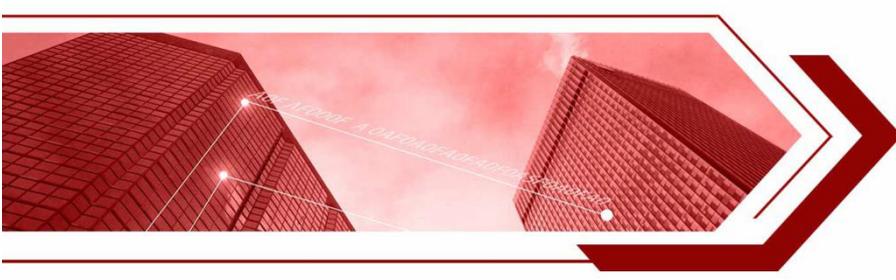
先企稳，随后二手房市场供需关系有望逐步改善。全年房价快速下跌的势头将会得到遏制。926 政治局会议后，房地产止跌回稳也是本轮逆周期调节的重要政策目标之一，房地产定位的调整可能有助于减缓近年来房地产市场对中国经济较为明显拖累。

具体而言：一方面，房地产收储政策有望改善房地产市场供需失衡的格局，推动新房价格率先企稳。再考虑到近三年住户新增存款在收入增速放缓的情况下大幅增长，一旦房价持续下跌的预期有所改善，那么这部分存款有可能转换为购房需求，叠加当前按揭利率已跌至历史最低水平附近，地产销售止跌回稳有助于房地产投资降幅收窄。另一方面，保障房建设既包含收储也包含新建保障房，尤其是房地产收储也包含土地收购。我们认为 2025 年房地产市场供需关系改善后，新建保障房项目也将陆续开工。目前，房地产投资规模已经跌至 10 万亿附近，假设明年商品房投资增速下跌 15%左右，若明年能形成 5000 亿规模实物工作量对冲商品房投资的缺口，那么 2025 年房地产投资增速将维持在-10%左右，若保障房建设和商品房投资的实物工作量超过 5000 亿，那么明年房地产投资增速降幅将收窄，或将实现 2022 年以来增速降幅最小的结果。

综上，我们预计 2025 年制造业投资增速为 9%左右，宽口径基建投资增速为 8%，房地产投资增速为-5%，加权平均的结果为 4.1%，再加上农业投资和其他行业投资，全年投资增速有望接近 4.5%。

## 2.4 出口：关税之外还有下行压力

出口是支撑 2024 年经济增长的一大重要因素。2024 年上半年全球补库



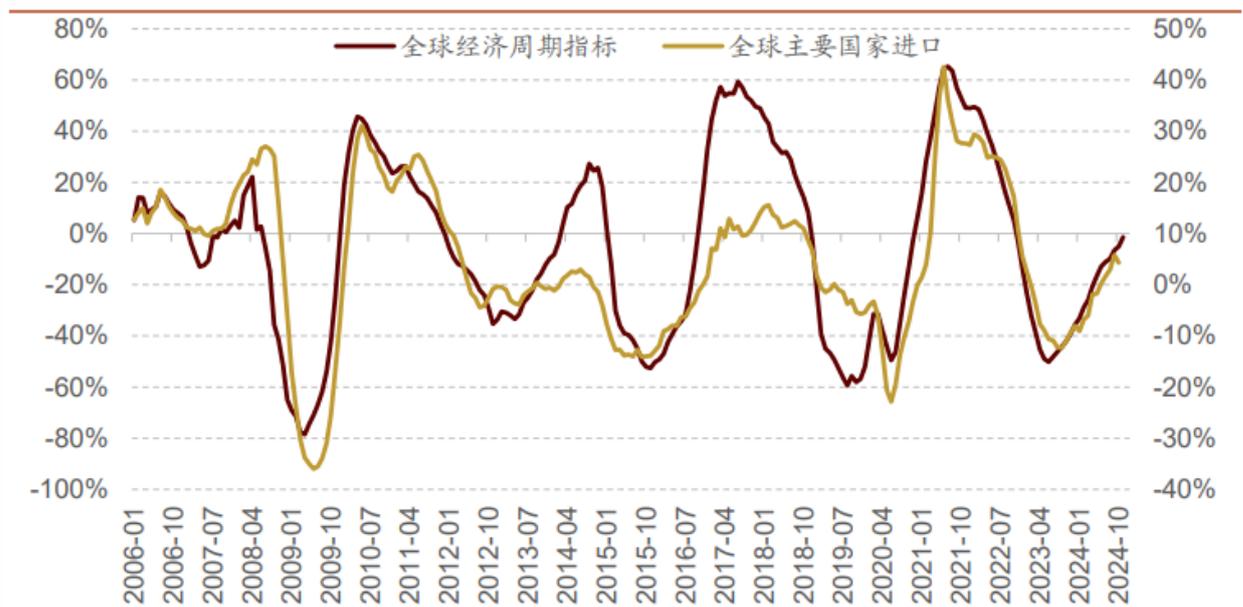
周期下的外需韧性提振出口增速，下半年贸易政策担忧下的“抢出口”持续，全年出口增速处于较高水平。展望 2025 年，最受关注的冲击无疑是特朗普的贸易政策。然而，我们认为即使不考虑特朗普关税政策的冲击，出口的下行趋势也已由多项中长期因素所决定。特朗普实际加征关税的幅度则将决定出口增速的下行幅度。

**第一，中国的全球出口份额仍面临中长期的下降趋势。**根据 WTO 数据，2020 年、2021 年，中国全球出口份额平均为 15.3%，期间中国出口份额受益于国内生产率先恢复的“供给替代”，对外出口增速保持强势，2023 年至今平均份额为 14%左右，较 2020-2021 年下滑 1.3 个百分点。实际上自 2022 年起，中国就面临海外供应链恢复后全球出口份额的“均值回归”。此外，疫情之后海外发达国家主动推动价值链重塑和制造业回流，并对跨国供应链实行“近岸外包”、“友岸外包”等去风险战略，中国部分中高端制造行业的出口份额回流发达国家及其周边地区。与此同时，墨西哥、越南等发展中国家在部分劳动密集型、中低端制造行业中的出口明显增长，既源于中国企业在国内生产成本、国际贸易风险等因素影响之下的出海布局选择，也是发展中国家主动扩大产能建设、承接外部投资形成的结果。生产活动向发展中国家的转移也将进一步导致中国的全球贸易份额下降。2025 年全球供应链重塑导致中国贸易份额下滑的趋势难以逆转，节奏上或呈小幅回落态势。

**第二，发达国家库存周期对中国出口的拉动减弱。**从库存周期看，美国本轮补库力度偏弱，当前主动补库阶段基本结束，预计将于 2025 年开启去库

进程。2024 年初美国进入主动补库周期，但受高利率、高通胀环境制约，本轮补库力度明显偏弱。根据 BEA 发布的 9 月美国分行业库存和销售数据，库存和销售指标均连续 2 个月回落，美国进入被动补库向主动去库的过渡阶段，2025 年美国或开启去库进程，对中国出口的拉动作用将明显弱于今年。此外，尽管随着欧央行降息周期启动、制造业边际修复，库存对欧洲经济的拖累有望继续收窄，但考虑到欧元区经济修复偏慢，叠加降息对经济的传导或需要半年以上时间，明年欧元区实际进入主动补库阶段最早可能也要在下半年，实际对中国出口的支撑效果或不及预期。

2024 年全球需求是上行周期，2025 年可能会从高位回落



**第三，特朗普关税政策形成的必然拖累。**特朗普在当地时间 11 月 25 日表示“将对进口自中国的所有商品加征 10%的关税”，美国对华贸易限制措施的落实速度可能比预期更快，导致抢出口的窗口期会比上一轮更短。2025 年上半年对华加征关税、打压转口贸易等举措落地前中国出口继续抢跑，出



口抢跑就意味着需求已经前置，贸易限制措施正式落地后出口表现将明显转差。

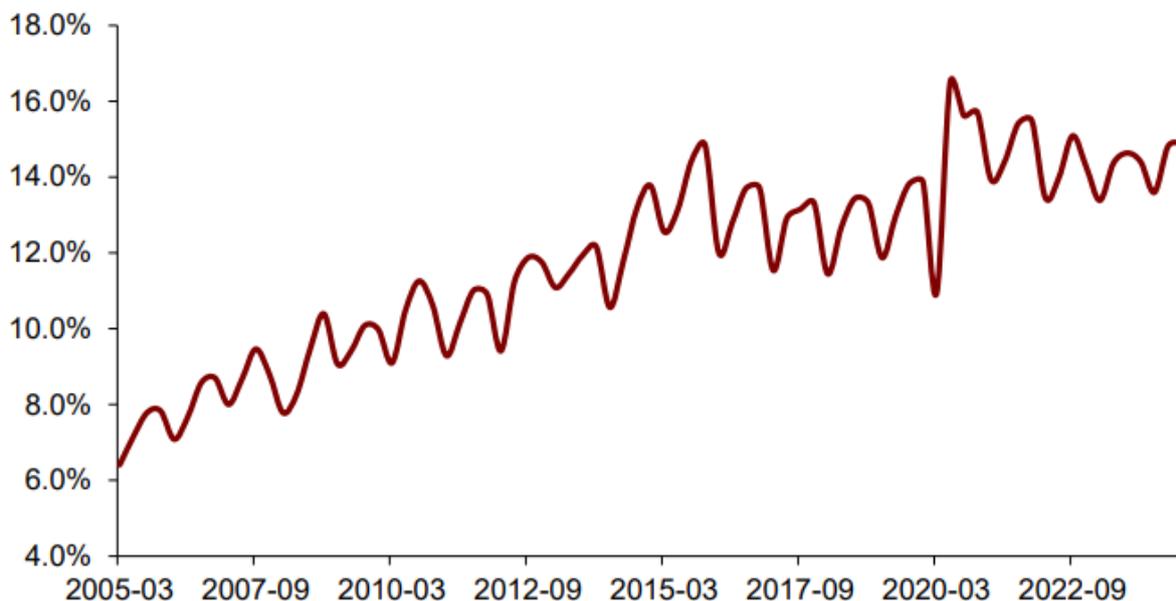
第四，通过对一带一路的出口增长来对冲风险的空间或有限。从经济体量来看，2022年一带一路国家的经济总量占全球经济的比重仅为23.0%，而“欧盟+美洲（包括北美和拉美）+大洋洲+日韩”的经济总量占全球的比重为58.3%，在市场容量和居民购买力方面的差距仍然明显。2022年以来，中国对一带一路沿线国家出口的占比大幅提升。2024年1-11月，中国对一带一路沿线国家出口占总出口的比例在45%左右，与去年相比变化不大，且出口绝对额相较于2022年、2023年的增幅也不大。因此，我们认为中国对一带一路沿线国家的出口占比短期内难以再出现大幅提升。但根据IMF、世界银行对明年经济增速的预测结果，发展中经济体的经济增速大概率进一步上升，且明显好于发达经济体，伴随的需求增长能够对中国出口起到一定的提振。总体而言，明年依靠一带一路沿线国家对冲欧美等国份额损失风险的空间仍然存在，但总体幅度有限。

综合来看，我们判断全年出口增速前高后低，整体下行。在没有美国加征关税的假设下，全年出口增速大概在-3%左右。特朗普的关税政策大概率在Q2~Q3正式落地，在关税政策的筹备和审议过程中，“抢出口”行为仍将延续。在特朗普对中国出口产品平均加征关税幅度为30%的情景假设下，全年出口增速中枢大概在-7%~ -9%。

中国全球出口份额变化



—— 中国商品出口额占全球比重



## 2.5 工业企业利润：修复进程仍有波折

今年以来，工业企业利润总额的增速变化主要受到价格和利润率增速变化的影响。除去春节错位产生的扰动外，今年 1-10 月，工业增加值当月同比增速稳定在 4%~7% 区间波动。而 PPI 当月同比增速由 -2.7% 上升至 -0.8%，随后再度回落至 -2.9%；工业企业利润总额当月同比增速从 3 月的 -3.5% 波动上升至 7 月的 4.1%，随后在 9 月大幅下降至 -27.1%，10 月份回升至 -10.0%。利润总额增速的大幅回落主要源于利润率增速的回落。此外，当前工业企业利润率的绝对水平也明显低于历史同期均值。

当前工业产能利用率处于近年同期偏低分位，这意味着工业企业利润的制约主要来自需求端。2025 年来自外需的挑战尤为严峻。一方面，美国加征关税后，出口规模的下降将对中游、下游等高出口依赖行业的销量形成直接影响，且美国对转口贸易、加工贸易的限制还会对中上游行业的销量造成

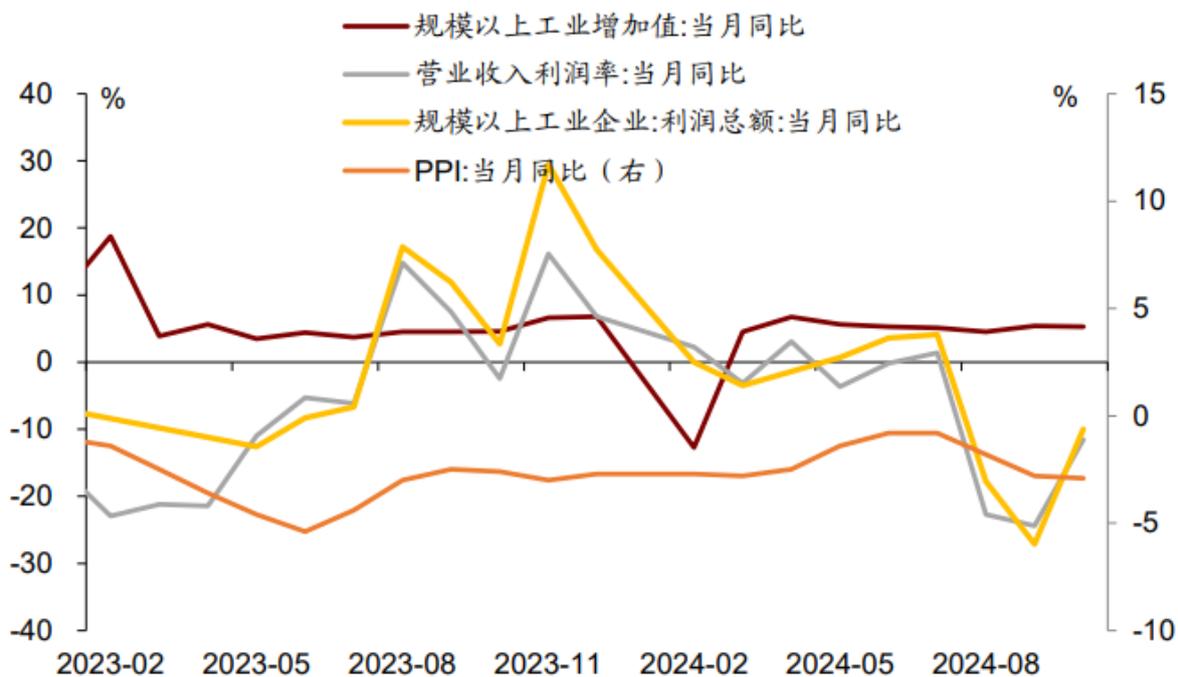


外溢效应。另一方面，美国加征关税后部分中国出口份额转向一带一路国家，由于一带一路国家与美国之间的购买力差距以及额外增加的出口成本，往往会对工业企业产品价格和利润率形成明显拖累。

2022 年以来内需既是决定 PPI 的主要因素，也是决定工业企业利润率的主要因素。在外需增速将明显回落的预期之下，投资、消费等内需势必要进一步大幅回升，才能带动工业企业利润出现明显改善。

节奏方面，在内需政策充分发力的情形下，我们预计全年工业企业利润增速仍呈类似于今年的 V 型走势，年初、年末利润增速处于正增长区间，年中利润增速暂时性下行至负值。若内需政策力度足够、且美国平均加征关税幅度不超过 30%，全年增速中枢或上升至 1.5% 左右。

规模以上工业企业利润总额、增加值、PPI、利润率当月同比增速





## 三、海外经济展望

### 3.1 海外两周期共振向下

#### 1. 海外资本开支周期由建设扩张期向投产期过渡

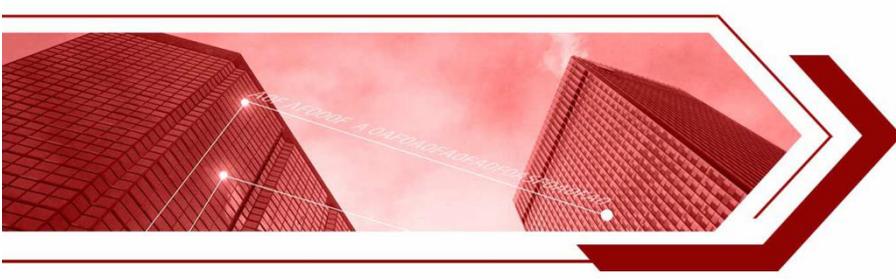
一般来说，一轮资本开支周期为 7-10 年。2009 年以来海外出现三轮（资本开支上行期：2010-2013 年、2017-2019 年、2021-2023 年，资本开支同比均值分别为 12.1%、3.5%、9.1%。若无疫情 2020 年后全球本应该进入资本开支下行期，但疫情使得自 2021 年起全球开启了新一轮由欧美再工业化、产业升级（人工智能与医药相关产业）及“价值链重塑”共同驱动的资本开支周期。2021 年资本开支即便相对 2019 年也有 2.2%的复合增速，或许可以认为 2021-2023 年这一轮建立在高基数上的资本开支或已透支未来，且 2024 年部分国家资本开支增速已有放缓。叠加 2024 年 5 月全球定价的有色与能源同步走低，表明需求已现边际转弱。

此外，海外建厂过程或已结束，截至 2024 年 8 月海外资本开支已经处于厂房铺设水电的中后期，这一轮海外资本开支周期已经由建设扩张期向购设备和投产期过渡，投产初期或许仍能提振需求，但后续产能过剩风险亦将加大。

#### 2. 海外库存周期或由被动补库切换至主动去库

2023 年底到 2024 年 Q2 全球处于主动补库存阶段，2024 年 Q3 开始海外进入被动补库存阶段，目前正向主动去库存过渡，且大概率贯穿 2025 年全年。进而，2025 年海外资本开支周期与库存周期共振向下。

美国方面，2024 年 8-9 月美国库存和销售同比均连续 2 个月回落，美



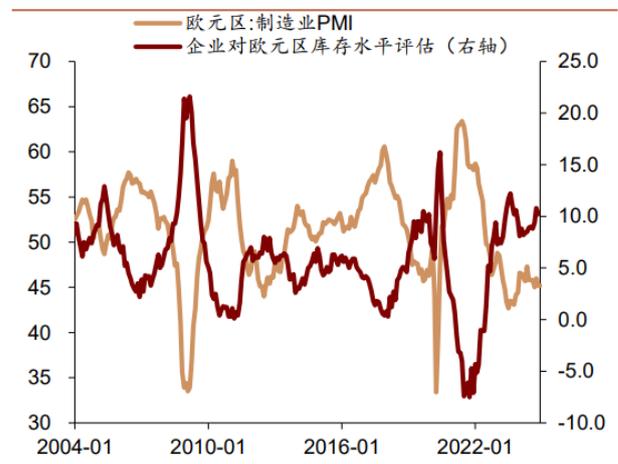
国确认由 主动补库转向被动补库。一般来说，被动补库时间在 2 个季度左右，因此明年 Q1 前后美国或已进入主动去库阶段。分行业看，9 月 14 个大类行业中仅有 3 个行业处于主动补库，分别是上游的化学制品，建筑材料，中游的电气设备家 电及组件。

欧洲方面，根据欧盟统计局每月的商业和消费者月度调查统计，制造业各个企 业会对自身产成品库存水平进行主观评估，评估分数是【+太大（高于正常值）； =足够（本月度正常）； -太小（低于正常值）】加总的结果，数值越大，代表企 业认为目前库存水平偏高、去库存动力较强；反之，数值越小，代表企业去库 存压力较小并有可能转向补库。2024 年 3-10 月该指标持续上升，但 PMI 在低 位波动，表明欧元区整体处于被动补库阶段，11 月该指标见顶回落，似乎正切 换至主动去库。分行业看，11 月 21 个行业中 仅 7 个行业处于补库状态，分别 是上游的化学品和化学制品，中游的木材和软木制品，纸和纸制品，计算机、 电子产品和光学产品，机械设备，下游的汽车、挂车和半挂车，机械设备的修 理和安装。

美国库存总额和销售总额同比



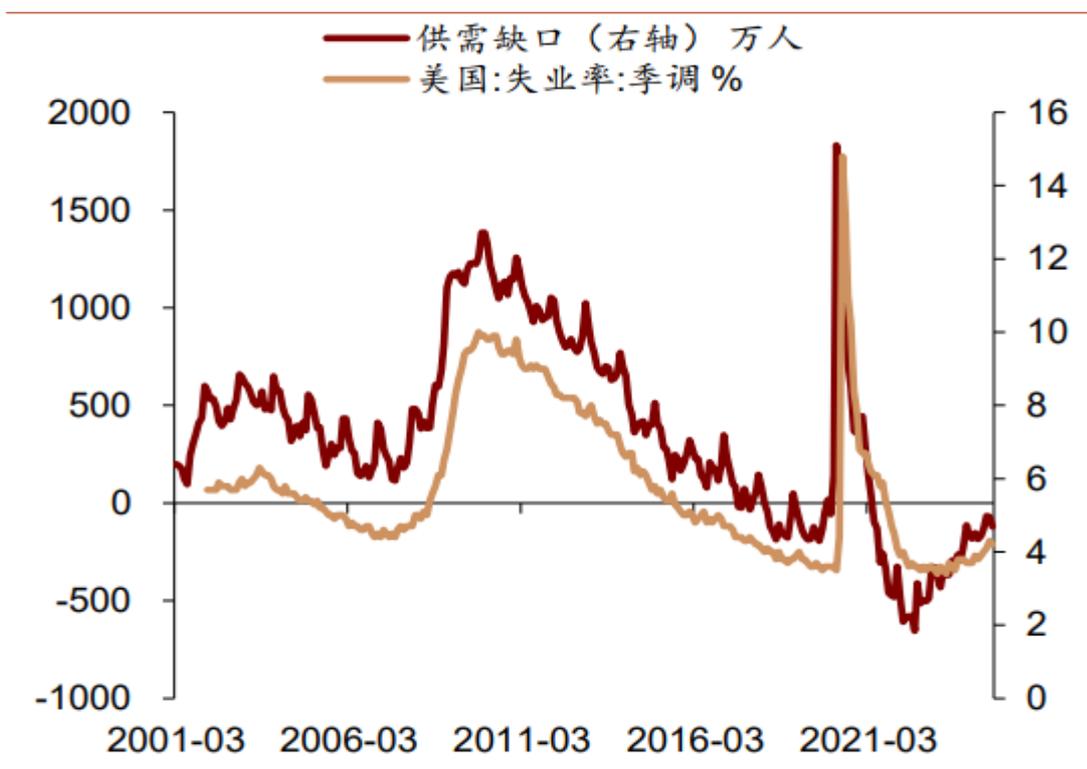
欧元区库存周期

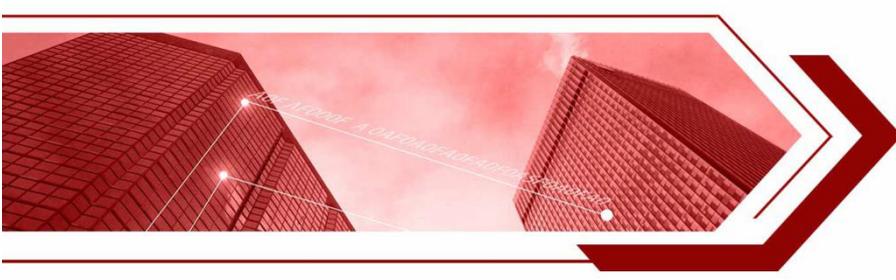


### 3.2 预计 2025 年经济增速较 2024 年边际放缓，通胀压力可控

疫情因素对美国就业至少产生了三点积极影响：**第一**，新冠疫情因素本身缓解美国老龄化问题、优化就业人口年龄结构，进而提振美国劳动生产效率，目前 55 岁以上就业者占比仅 14.2%，较疫情前下降 1 个百分点，已经回到 2016 年的水平。**第二**，疫情因素压低美国失业率、熨平就业市场波动，拉长就业市场稳定周期。**第三**，疫情又间接导致美国移民和产业政策的变化。一方面，疫情抑制移民使得劳动力缺口被放大；另一方面，制造业回流和 AI 发展又适度填补了因疫情引发的就业缺口，因此疫后美国就业市场供需缺口始终存在，持续繁荣的就业市场又反哺美国经济和股市。

美国劳动力市场供需缺口和失业率





2025 年美国实际 GDP 增速降至 1.9%，较 2024 年的 2.7% 左右（大概率）有所下降。Q1-Q4 同比增速分别：2.2%、1.9%、1.9%及 1.6%，环比折年率分别为 1.7%、1.9%、2.0%及 1.5%。结构上，消费维持韧性，住宅 和非住宅投资下行，政府支出边际减速。

不考虑加征关税+遣返非法移民情形下，预计 2025 年美国 CPI 增速为 2.5%，较 2024 年的 2.9%左右（大概率）有所下降，Q1-Q4 同比增速分别：2.8%、2.4%、2.2%及 2.4%，考虑加征关税+遣返非法移民情形下，预计 2025 年美国 CPI 增速为 2.9%，与 2024 年的 2.9%左右（大概率）持平，Q1-Q4 同比增速分别：2.8%、2.7%、2.8%及 3.3%。

### **美联储：2025 年 H2 流动性环境有望改善**

全年美联储或降息 50BP 左右，但大概率集中在下半年。从 12 月美联储议息会议看，美联储在“考虑进一步调整联邦基金利率目标区间”后增加“幅度和时机”的措辞，暗示降息步伐可能已经开始放缓，“幅度”意味着可降息的幅度显著减小，“时机”表明如果经济按预期发展，目前正处于或接近放缓降息的阶段。只要经济、就业保持稳定、通胀仍有黏性，暂停降息就是大概率事件，那么触发降息的因素是经济、就业风险增加或通胀快速下行。我们预计在经济和资产价格稳定、通胀存在上行风险等因素共振下，明年 Q1 乃至 H1 美联储暂停降息概率更高；若出现就业数据恶化，或者类似 2018 年 Q4 美股大幅调整等风险，美联储方能重启降息。总体来看，全年美联储或降息 50BP 左右，但大概率集中在下半年。

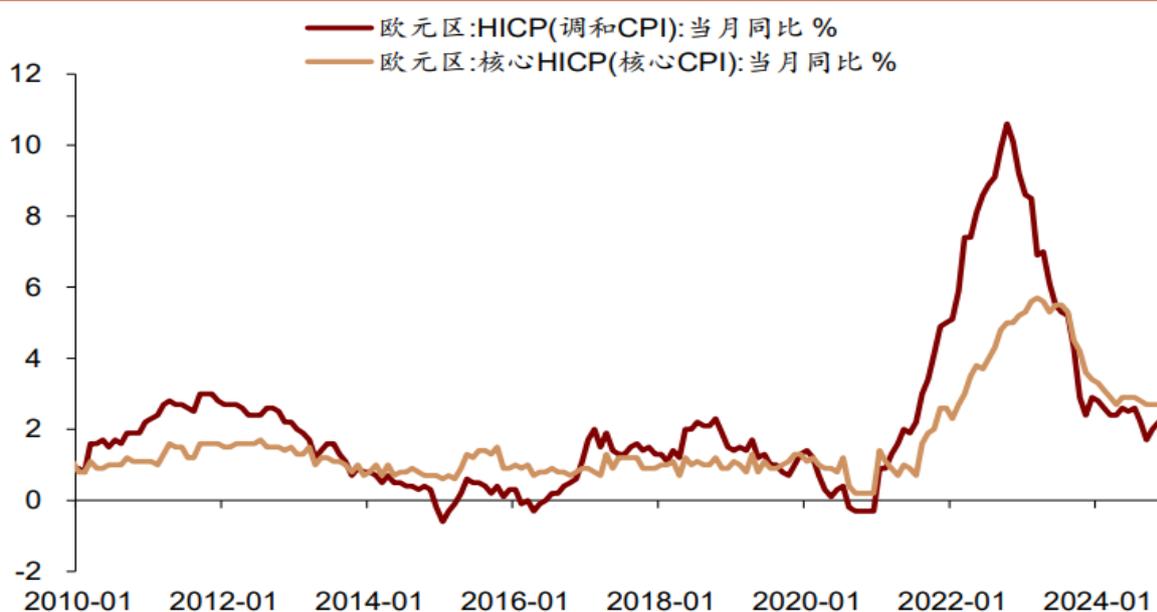
**明年或逐步退出缩表。**根据纽约联储 2024 年 11 月的一级交易商调查，

大多数 交易商表示缩表将在评估储备水平、ON RRP 或货币市场利率相对基准利率上行压力的基础上确定。一些交易商预计恢复债务上限的不确定性将使得缩表复杂化。总体来看，交易商一致预期是 2025 年 5 月前后美联储暂停缩表。但在财政做减法、企业资本开支下行背景下，宽信用短期难以出现。

### 欧央行：2025 年 H1 宽货币空间更大

与美联储不同，欧央行主要再融资利率 3.15% 距离中性利率 2% 仍有 100 多个 BP 的降息空间，目前高利率已经对欧元区经济形势产生限制性影响，且欧元区通胀压力明显低于美国。近期欧盟对法国、意大利等八个成员国启动过度赤字程序，为了维持部分成员国的财政可持续性，逐步降低利率也是大势所趋。因此，无论是从必要性还是可行性来说，欧央行都比美联储有更强的降息动力，预计 2025 年上半年可以看到更多的降息。

### 欧元区通胀压力已明显缓和

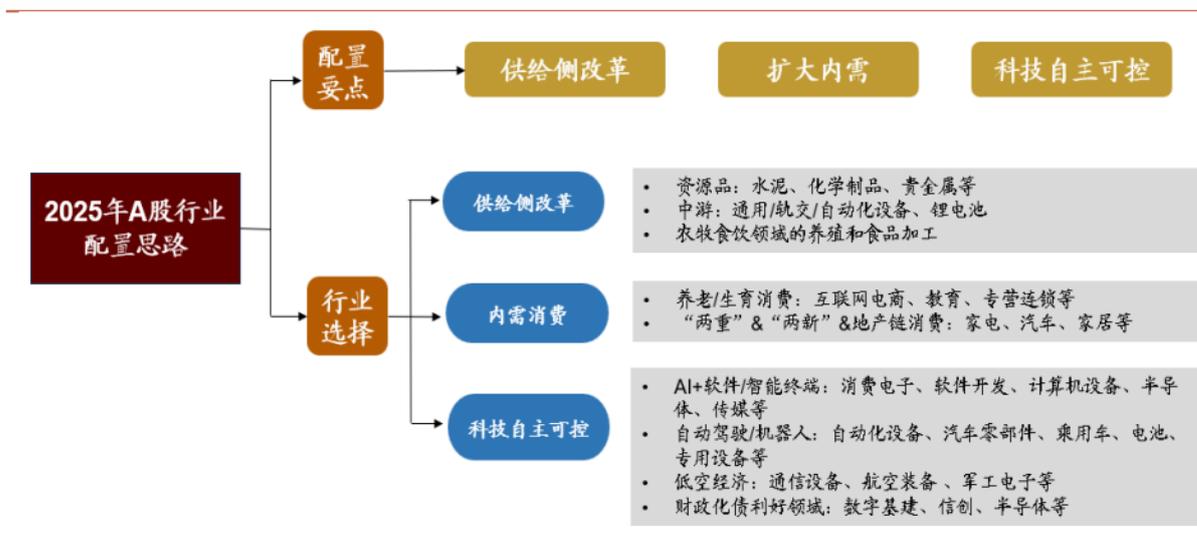




## 四、2025 年行业和赛道选择方向

行业景气上，关注供给侧改革、扩大内需、科技创新三条线索。基于中观景气、产能、内外需求等方面，行业配置 建议关注以下三条线索：第一：围绕供给侧改革，聚焦产能出清拐点临近的领域，如资源品中的贵金属、水泥，中游制造领域的通用/轨交/自动化设备、锂电池、光伏等；第二：外需风险 敞口小、内需发力领域，如商贸零售、汽车、家电、食品饮料等；第三：受益于科技创新周期及国内自主可控政策 加码的领域，如计算机设备、通信设备、自动化设备、消费电子、国防军工等。

### 2025 年行业配置思路



### 1) 行业配置主线一：聚焦产能出清拐点临近的领域

上市公司产能自 2023 年以来持续收缩，目前在建工程与资本开支增速均降至历史低位。非金融上市公司资本开支增速处于 2010 年以来 1.7%分位。随着政策约束以及部分公司产能退出，部分领域有望在 2025 年迎来产能出清的拐点。



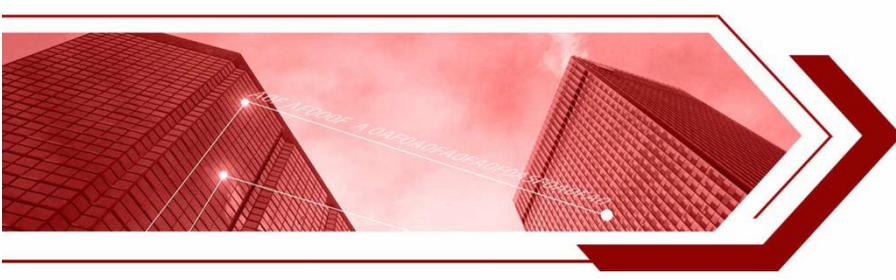
## 非金融资本开支和在建工程增速降至历史低位



行业处在经营周期底部或准出清状态时：1) 盈利能力低位：毛利率往往处在历史较低分位，营收增速连续多个季度为负，且处在历史底部。2) 供给收缩充分：资本开支和库存增速连续多个季度为负，且处在历史较低分位；Capex/DA 往往回落至 1.5 以下；固定资产+在建工程增速处在历史较低分位；Capex 占固定资产和无形资产之和的比例处在历史底部。3) 产能扩张能力受限：资产负债率较高且处在历史高位，现金占总资产比例有所分化，理论上现金是企业产能扩张的“弹药”，现金储备较低的行业在产能投放上可能表现较为保守。

基于上述经验，识别出清特征明显、供给端调整充分的行业主要集中在资源品中的贵金属、水泥、化学制品，中游制造领域的通用/轨交/自动化设备、锂电池，以及农牧食饮领域的养殖和食品加工等。

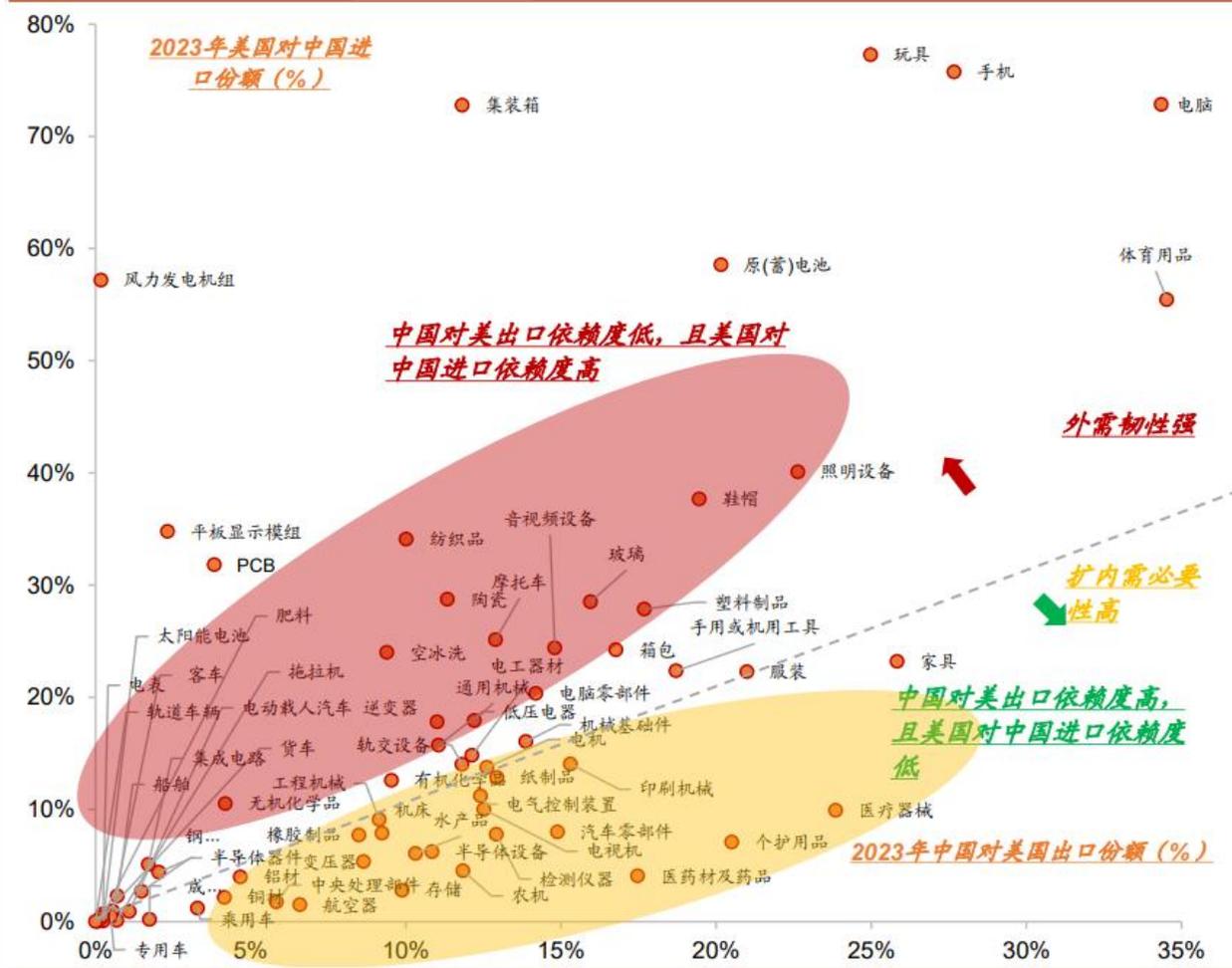
## 2) 行业配置主线二：外需风险敞口小、内需发力方向



2025 年出口面临较大不确定性。一方面在于海外补库进入尾声，美国或在明年步入主动去库周期，欧洲英德等主要国家或持续去库。另一方面，特朗普以及对华鹰派官员上任，或进一步加剧中美乃至世界贸易摩擦，贸易壁垒升级也是明年出口承压的主要因素。出口增长承压背景下，要想达成全年增长目标，内循环发力必要性提升，国内需求复苏程度或是影响企业盈利的关键因素。

综合出口和内需领域，推荐重点关注：受关税等出口扰动较小、扩内需叠加补充驱动的领域，主要包括：1) 美国库存分位数较低，且对我国进口依赖度较高的领域，如家具、计算机电子产品、电气设备及家电组件、纺织品等；2) 中国对美出口依赖度低，美国对华进口依赖度高的领域，如集装箱、风力发电机组、蓄电池、PCB、纺织品等，预计受加征关税的影响相对较小；3) 受益于“两重”“两新”等扩内需政策，以及库存处于较低水平的领域，如消费电子、汽车、家电、自动化设备、商贸零售、医疗器械、养殖业、饮料乳品等。

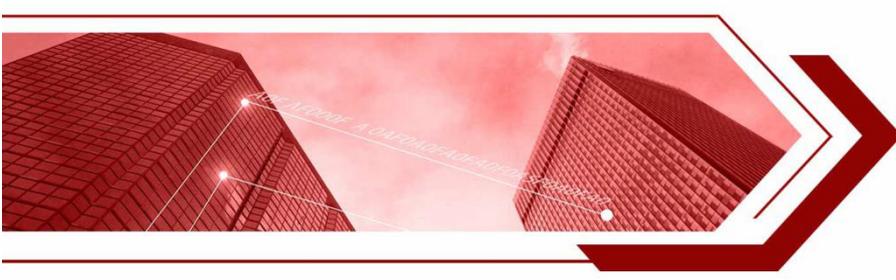
### 2023 年中美贸易依存情况



### 3) 行业配置主线三：自主可控与科技创新领域

2025 年科技板块预计受三重因素的推动： 1) 海内外货币政策宽松，有望提升市场风险偏好，成长领域估值有望得到提升； 2) 政策端，国内自主可控等领域政策在外围摩擦压制升级的背景下，预计持续加码，新质生产力领域发展有望获得 密集政策催化；同时，政策对科技领域的引导、并购重组或成为科技公司上市新途径，科技股投资热度有望上升； 3) 全球科技创新方兴未艾，科技领域自身仍处于上行周期。

从产业趋势角度，站在当前来看，空间最大，短期不可证伪的国家社会最大的三个趋势分别是： 1) 全社会智能化：人工智能快速发展，大模型日益

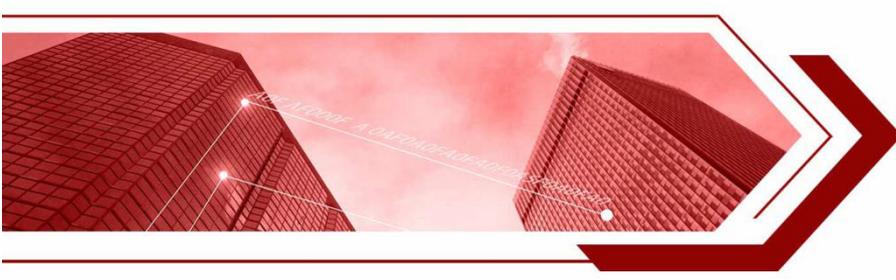


成熟：从消费电子、汽车、机器人、办公软件、政务……都会走向 AI 化，相关领域的硬件和软件的成长空间巨大。2) 国家安全化：当前地缘背景下，国家安全，包括产业链供应链安全，软硬件的自主可控，军事装备的壮大的发展等领域都是空间巨大的领域。3) 人口老龄化：当前人口结构背景下，医疗和医药的总需求将会保持增加的趋势，优质医疗医药产品的需求将会持续增加。

AI 软硬件、军工、自主可控、医药医疗，是站在当下来看最确定的产业趋势

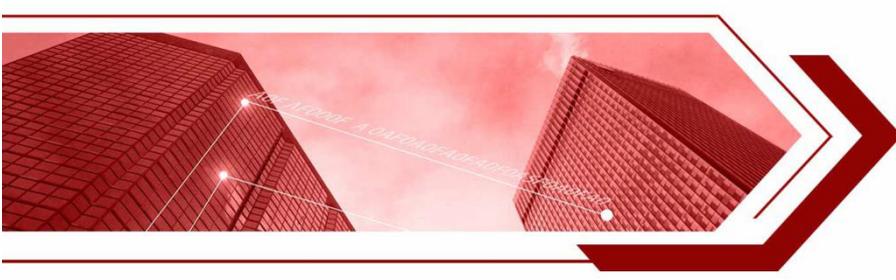


中短期 2025 年细分行业重点推荐：1) 持续受益于 AI 技术应用发展的软硬件及智能终端，如消费电子、软件开发、通信设备、半导体、传媒等；2) 自动驾驶及人形机器人相关板块，如自动化设备、汽车零部件、电池、专用设备；3) 财政化债利好领域：数字基建、信创、半导体等领域。



## 【免责声明】

本报告仅供股掌柜证券投资咨询有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告或推荐交易。本报告的信息来源于已公开的市场交易资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“股掌柜证券咨询”，且不得



本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。报告所引用信息和数据均来源于公开资料，股掌柜证券咨询力求报告内容和引用资料及数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与股掌柜证券投资咨询有限公司无关。本报告版权归股掌柜证券咨询所有，为非公开资料，仅供股掌柜证券投资咨询有限公司客户使用。未经股掌柜证券咨询书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。股掌柜证券咨询保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利