

期货看宏观系列一： 钢材冬储背后的价格信号

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

我们借助钢材冬储分析视角，观察产业背后的宏观预期和价格信号。

摘要：

价格信号企稳对当前宏观经济和市场预期具有重要意义。钢材冬储作为钢铁市场的一种季节性操作，反映了行业对价格周期性波动和供需变化的预期和运用。**我们借助钢材冬储分析视角，观察产业背后的宏观预期和价格信号，讨论未来可能的演绎路径。**

今年贸易商冬储意愿不高，库存结构相比前两年同期更为健康。首先，根据中信期货研究所黑色建材组，今年冬储时间开始较晚，节前4周才开始累库。开始累库时的社库量远低于往年平均水平，从当前产量预估结束时社库量约800万吨，与前两年同期库存结构相比更为健康。其次，贸易商心理价位低于炉料成本约100元差距，限制了主动冬储意愿。再次，贸易商心态偏谨慎，更倾向“春储”，且明确体现“防风险”诉求。

钢材当前估值处于相对合理水平，对2025年上半年“政策率先发力但实物工作量滞后”的逻辑有所体现。结合中信期货研究所黑色建材组调研，钢厂利润角度，长短流程钢厂均持续处于微利或盈亏平衡线附近，节前具备成本支撑。月间价差角度，螺纹5-10合约处于同期偏低位置，一定程度上消化了上半年“政策率先发力但实物工作量滞后”的逻辑。从品种价差角度看，卷螺差整体平稳，表明两个品种估值处于相对均衡状态。

今年相对平淡的冬储透露出内需动能修复还需时间巩固的信息，大宗商品价格也是影响PPI走势的重要指标。自上而下看，3个变量正在影响2025年商品价格预期：第一，房地产去库对房价有正向指引，变量在于严控新增背景下销售向投资需求拉动的时间可能被拉长。第二，基建仍是内需重要拉动，变量在于政策倾向和增量资金工具正在发生变化，我们认为2025年传统基建端的政策推力或相对有限。第三，出口面临压力，变量在于“两新”政策扩围提供新的增量需求支撑。

最后，我们从政府、企业、居民的角度分别讨论提振宏观价格的可能路径。以及大类资产视角下，预计上半年权益和债券利率维持区间震荡格局，大宗商品需求分化，与地产基建关联更高的商品整体估值处于合理水平，向上弹性有待地产企稳；与制造业关联更高的有色金属和部分黑色金属上半年需求持续，结合当前库存不高，向上支撑更强。

风险提示：政策资金规模和落地效果不及预期，海外贸易政策风险

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

宏观研究组

研究员：
姜婧
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

仲鼎
从业资格号：F03107932
投资咨询号：Z0021450

刘道钰
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

黑色建材组

研究员：
徐轲
从业资格号：F03123846
投资咨询号：Z0019914

余典
从业资格号：F03122523
投资咨询号：Z0019832

陶存辉
从业资格号：F03099559
投资咨询号：Z0020955

目录

摘要:	1
一、 钢材冬储的产业逻辑	3
二、 2024-2025 年度钢材冬储反映了哪些预期和估值	4
(一) 钢厂政策的灵活性提高, 更加注重消化现有产能	4
(二) 贸易商冬储意愿低于往年	4
(三) 钢材当前估值处于相对合理水平	6
三、 如何理解钢材与宏观价格的关系	7
(一) 钢材价格波动对 PPI 有重要影响	7
(二) 2025 年影响商品价格预期的 3 个变量	8
(三) 未来可能如何演绎	10

图表目录

图表 1: 部分钢厂冬储政策汇总	4
图表 2: 冬储数据概览	5
图表 3: 螺纹产量-春节前后	5
图表 4: 螺纹表观消费-春节前后	5
图表 5: 螺纹社会库存-春节前后	5
图表 6: 螺纹钢厂库存-春节前后	5
图表 7: RB05 合约近年春节前后价格走势	6
图表 8: 螺纹长流程即期利润	7
图表 9: 螺纹华东谷电利润	7
图表 10: 螺纹 5-10 价差	7
图表 11: 05 合约卷螺差	7
图表 12: 螺纹钢价格变动与 PPI 高度相关	8
图表 13: 预计 2025 年 PPI 同比负值收窄	8
图表 14: 上游原材料行业价格波动对 PPI 影响高	8
图表 15: 库存去化对于地产止跌回稳意义重大	9
图表 16: 房地产销售和开工预期对 PPI 有 3-6 个月领先性	9
图表 17: 资金领先基建投资约 3 个月	10
图表 18: 图表 9: 2019 年专项债土储、棚改占比 65%	10
图表 19: 下游制造业价格普遍弱势	11
图表 20: 房价止跌回稳是重要宏观价格观测指标	11

促进物价温和回升是 2025 年宏观政策目标之一，价格信号企稳也对改善宏观经济和市场预期具有重要意义。我们借助钢材冬储这一季节性现象，从产业视角观察价格背后反映的预期，分析产业与宏观逻辑联动框架，以及未来宏观价格演绎的可能路径。

一、钢材冬储的产业逻辑

钢材冬储是钢铁行业的一种季节性库存操作，核心在于“低买高卖”。通常发生在每年冬季，尤其是北方地区。在冬季，北方气温降低，大部分基建、施工等行业活动减少，钢材需求明显下滑，钢材市场处于传统淡季。而钢厂由于需要保持生产的连续性，产量较难迅速调整，因此市场上钢材的供应在冬季通常较为稳定甚至略显过剩。与此同时，冬季钢材价格通常会受到需求疲软的影响而出现下滑，但随着春季施工旺季的到来，需求回暖可能会推动价格上涨。这种价格周期性的波动，为贸易商和终端用户提供了低买高卖的潜在盈利机会，也促成了钢材冬储的普遍存在。

钢厂、贸易商和终端用户是冬储市场的主要参与者。钢厂为了维持生产稳定通常会在冬季推出针对冬储的优惠政策，包括价格折扣、延期付款、配套仓储服务等，以吸引贸易商囤货。贸易商则希望通过囤积低价钢材，在春季需求复苏时获取价格上涨带来的利润。终端用户如施工企业，也可能借助冬储提前锁定来年施工所需的钢材资源，以应对春季价格上涨的风险。总体来看，钢材冬储不仅是一种获利行为，也可以较好地缓解钢材市场阶段性供需错配问题，促进市场更有效地运转。

钢厂冬储结算模式通常分三种：锁价模式、后结算模式、保价模式，不同模式的选择背后反映市场预期。锁价模式，确定价格后，后续市场价格涨跌不影响冬储价格，通常需要钢贸商预付货款 100%，这一模式的价格主要由钢厂决定，对钢厂更为有利；后结算模式，前期按照特定价格锁定一批钢材，但最终结算价格跟随后市钢价变化而定，需要支付一定预付款（一般在 30%-70%之间），这一模式相对有利于钢贸商，且大多提供一定资金利息，通常用于钢厂对市场中性或偏悲观时期；保价模式，遇涨则涨，遇跌则跌，结算价格按照市场价格而定。

尽管钢材冬储存在潜在的盈利机会，但它同时伴随着一定的风险。如果冬季囤货后，春季需求恢复不及预期，或者市场出现供应过剩导致价格下跌，贸易商可能面临亏损。此外，钢材冬储对资金占用和仓储条件有较高要求，如果资金链出现问题或仓储管理不当，都会进一步增加操作风险。近年来，随着市场信息的透明化和价格波动的频繁化，冬储操作的难度也有所提高。部分贸易商为了规避风险，倾向于在市场预期较为明朗时才会参与冬储。

总之，钢材冬储作为钢铁市场的一种季节性操作，反映了行业对价格周期性

波动和供需变化的精准把握和运用。它不仅为贸易商和终端用户提供了套利机会，也帮助钢厂缓解了冬季库存积压的压力。但随着市场环境的变化，冬储的操作模式也在不断调整，其成败更多地取决于市场参与者对供需平衡和价格走势的准确判断。未来，随着市场逐渐成熟，钢材冬储的方式可能会更加灵活和多样化，但其作为行业传统操作的核心逻辑仍然不会改变。

二、2024-2025 年度钢材冬储反映了哪些预期和估值

（一）钢厂政策的灵活性提高，更加注重消化现有产能

今年冬储自 11 月 20 日拉开序幕，其中停工时间较早的东北地区钢厂率先发布政策，之后华北、西北、华东地区钢厂陆续跟进。截至 1 月初，已有 13 家钢厂发布冬储政策。我们看到除了传统锁价、后结算、按量返利等常规政策以外，跟跌不跟涨、按钢厂成本定价等方式给予贸易商更多优惠空间。可见在当下疲软的市场中，相比获取更高利润，如何顺利消化现有产能才是关键难题。

图表1：部分钢厂冬储政策汇总

区域	省份	日期	冬储政策
东北	辽宁	11 月 20 日	收款价 3500 元/吨，月息 7%
东北	黑龙江	11 月 20 日	收款价 3800 元/吨，月息 7%
东北	辽宁	11 月 22 日	3200 元/吨（钢厂边际利润为 0）
华北	内蒙古	11 月 29 日	挂牌价，遇涨不涨，遇降则降
西北	甘肃	12 月 3 日	月息 6%
西北	新疆	12 月 4 日	按交款金额返利
东北	辽宁	12 月 10 日	锁价 3170 元/吨
华北	山西	12 月 20 日	按每日销售价锁价，遇涨不涨，遇降不降，月息 7%
西北	陕西	12 月 26 日	预收款，利息年化 5%
华北	河北	12 月 27 日	收款价 3500 元/吨，按交款金额优惠
华东	江苏	12 月 30 日	锁价优惠
华东	江苏	1 月 2 日	完成任务优惠 70 元/吨
华东	江苏	1 月 2 日	锁价 3340 元/吨，收款价 3500 元/吨，月息 6%，后结算网价下浮 60 元/吨

资料来源：Mysteel，中信期货研究所

（二）贸易商冬储意愿低于往年

近四年冬储社会库存量逐渐走低，熊市压力下春节后需求降温连续两年出现。按社会库存开始累库作为冬储的开始时间、开始去库作为冬储的结束时间测算，2021 年以来冬储持续时间约为 9-13 周。开始时社库量差距并不大，均在 350 万吨上下，结束时社库量 2021 年则远高于之后年份，表明钢厂加码生产且贸易商囤货意愿非常强烈。2022 年，螺纹供需已显著转弱，不过在年末“金融十六条”和地产“三支箭”的刺激下，市场信心尤在，社库高点仍达到了 1000 万吨。到

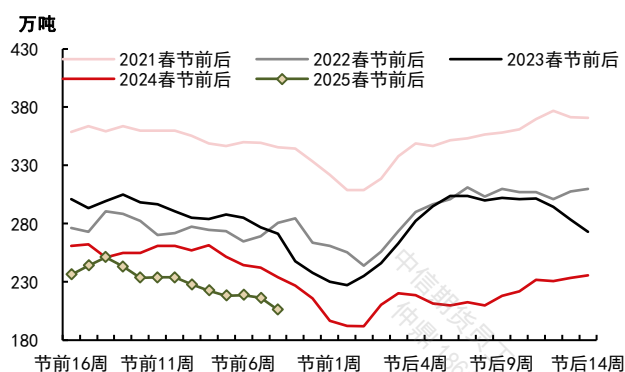
2023 年，熊市压力已愈发显著，社库提前 8 周便开始累库，库存高点较上一年下降了约一千万吨。节后表需同比降幅走扩导致供给过剩，钢价大幅下跌。2024 年，同样是因为年末政策利好市场情绪升温，社库高点超越 2023 年，但节后建材需求崩盘使得旺季大跌情形再度上演。

图表2：冬储数据概览

	2021	2022	2023	2024	2025
冬储开始	节前 6 周	节前 4 周	节前 8 周	节前 9 周	节前 4 周
冬储结束	节后 4 周	节后 5 周	节后 5 周	节后 4 周	——
持续时间	10 周	9 周	13 周	13 周	
开始时社库量	362 万吨	339 万吨	353 万吨	357 万吨	278 万吨
结束时社库量	1304 万吨	1000 万吨	916 万吨	946 万吨	
社库累库量	942 万吨	661 万吨	563 万吨	589 万吨	

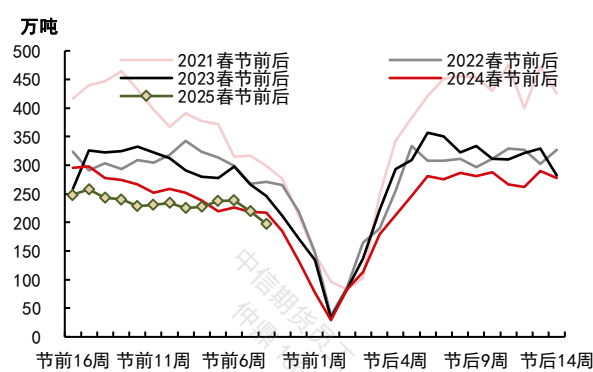
资料来源：Mysteel，中信期货研究所

图表3：螺纹产量-春节前后



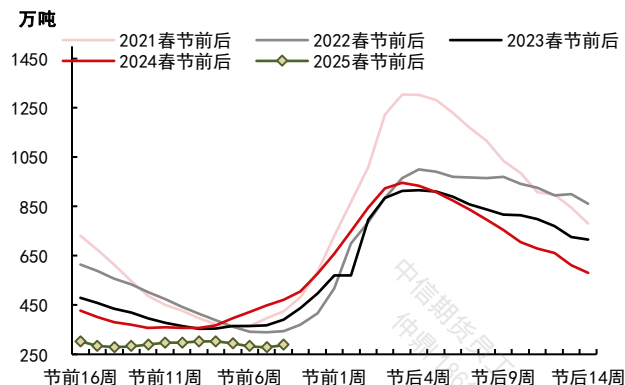
资料来源：Mysteel，中信期货研究所

图表4：螺纹表观消费-春节前后



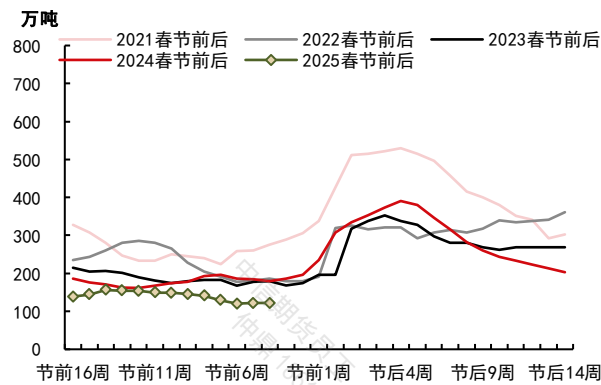
资料来源：Mysteel，中信期货研究所

图表5：螺纹社会库存-春节前后



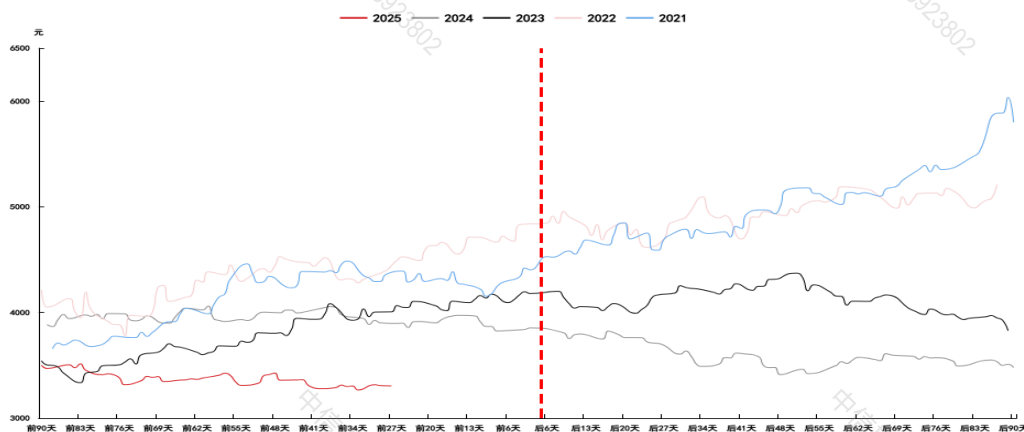
资料来源：Mysteel，中信期货研究所

图表6：螺纹钢厂库存-春节前后



资料来源：Mysteel，中信期货研究所

图表7：RB05 合约近年春节前后价格走势



资料来源：Mysteel，中信期货研究所

2025 年冬储时间开始更晚，预计期间社会库存量更低。连续两年的节后大跌让贸易商心有余悸，可以看到相比往年而言，今年冬储时间开始较晚，节前 4 周才开始累库。同时，开始累库时的社库量远低于往年平均水平，从当前的产量预估结束时社库量约 800 万吨，与前两年同期库存结构相比更为健康。

钢材主动冬储意愿不高的背后，是贸易商心理价位与炉料成本的差距。对于贸易商而言，是否冬储取决于两点：当下的价格是否够低、未来的价格（需求）是否够高。对于当前价格，贸易商心理价位基本在 3100-3200 以下，而钢厂受制于炉料成本，普遍价位在 3200-3300 以上，其中约有 100 元差距，限制了主动冬储意愿。至于远月预期，从节前钢价震荡表现可以看出，市场信心不足。今年四季度政策刺激如约而至，但超预期利好主要集中在四季度前期，12 月尽管重磅会议较多但增量信息有限，难以带来持续高溢价。

贸易商心态偏谨慎，更倾向“春储”，且明确体现“防风险”诉求。一方面，上半年终端需求情况将更为明确。另一方面，随着现货市场暴雷现象屡屡发生，托盘资金逐渐退出，相比于往年“搏一把”的心态，市场主体对“防风险”的诉求更为明确，主打“快进快出”，因此持仓周期较长且风险较大的冬储策略未受到青睐。

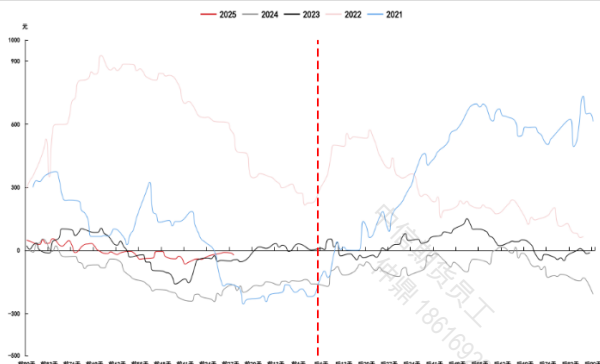
（三）钢材当前估值处于相对合理水平

我们分别从长短流程钢厂利润、月间差和卷螺差来分析螺纹 2505 合约估值。结合中信期货研究所黑色建材组调研来看，长短流程钢厂均持续处于微利或盈亏平衡线附近，1 月份铁水预计触底回升，下游正常累库，偏向炉料正反馈传导，节前具备成本支撑。月间价差角度，螺纹 5-10 合约处于同期偏低位置，一定程度上消化了 2025 年上半年“政策率先发力但实物工作量滞后”的逻辑。一般情况下，春节后 5-10 月差会季节性走强，但若发生类似 2024 年年初需求断崖下滑的情况，则下方还有走弱空间。从品种价差角度看，卷螺差整体平稳，表明两个

品种估值处于相对均衡状态。

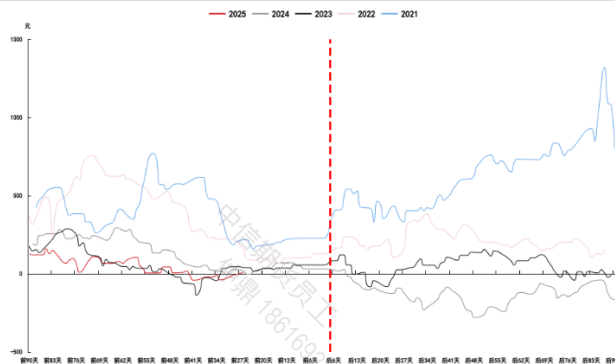
综上所述，螺纹在当前价格区间窄幅震荡许久，基本上反映了静态供需基本面状态，同时从月差角度看也部分消化了上半年需求偏弱的预期，估值较为合理。

图表8：螺纹长流程即期利润



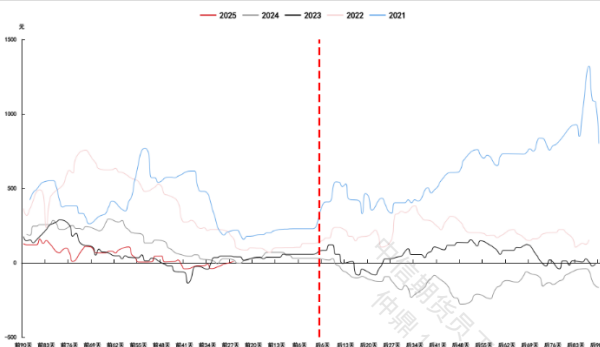
数据来源：Mysteel，中信期货研究所

图表9：螺纹华东谷电利润



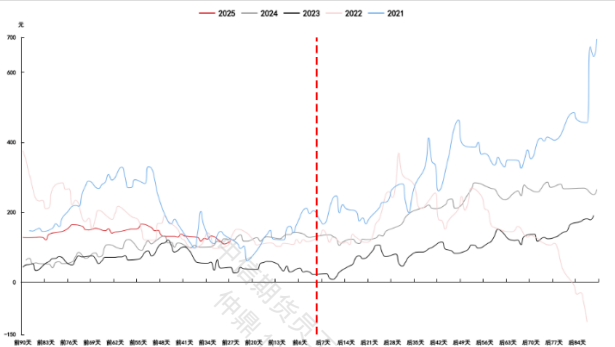
数据来源：Mysteel，中信期货研究所

图表10：螺纹 5-10 价差



数据来源：Mysteel，中信期货研究所

图表11：05 合约卷螺差



数据来源：Mysteel，中信期货研究所

三、如何理解钢材与宏观价格的关系

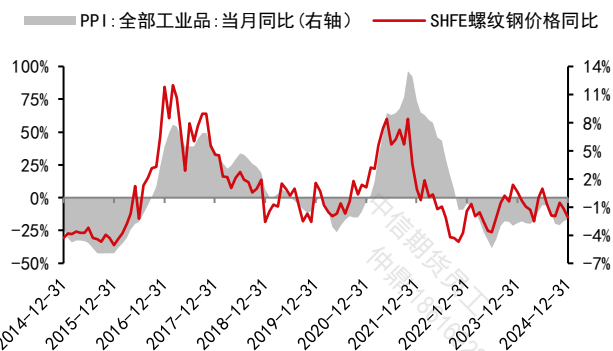
（一）钢材价格波动对 PPI 有重要影响

宏观视角下，钢材价格反映了对国内需求的预期，从今年相对平淡的冬储也在透露对内需动能修复还需时间企稳的产业信号。价格视角下，螺纹钢价格波动与 PPI 同比增速高度相关，是影响 PPI 走势的重要指标。

拆分 PPI 指标构成，上游大宗商品相关行业具有高权重和高波动的特点。下游制造业计算机、通信和其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业、汽车制造业等行业的累计权重超 26%，价格波动有限。中上游化学原料及化学用品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、石油、煤炭及其他燃料加工业、煤炭开采和选洗业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业等行业的累计权重超 27%，而价格波动率（近 3 年）位于 8%~20% 的高位。

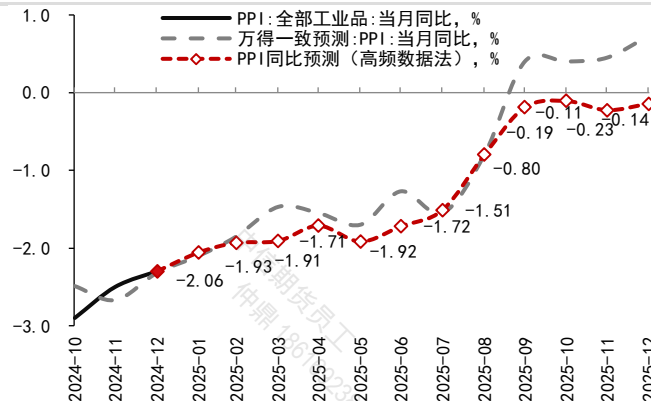
展望 2025 年，我们预计 PPI 同比增速负值持续收窄，从 2024 年底的-2.3%逐渐回升至-0.1%附近。年底以工业品为代表的宏观价格同比翻正还需政策端继续扩围加码，支撑内需修复的持续性。

图表12：螺纹钢价格变动与 PPI 高度相关



数据来源：Wind，中信期货研究所

图表13：预计 2025 年 PPI 同比负值收窄



数据来源：Wind，中信期货研究所

图表14：上游原材料行业价格波动对 PPI 影响高

行业	权重	累计权重	波动率	行业	权重	累计权重	波动率
计算机、通信和其他电子设备制造业	11.4%	11.4%	1.6%	酒、饮料和精制茶制造业	1.3%	88.8%	0.8%
电气机械及器材制造业	7.7%	19.1%	3.8%	造纸及纸制品业	1.1%	89.9%	3.1%
电力、热力的生产和供应业	7.6%	26.6%	4.5%	铁路、船舶、航空航天和其他运输	1.0%	90.9%	0.8%
汽车制造业	7.4%	34.0%	1.1%	文教、工美、体育和娱乐用品制造	1.0%	91.9%	1.1%
化学原料及化学制品制造业	6.8%	40.8%	9.5%	石油和天然气开采业	0.9%	92.8%	22.8%
黑色金属冶炼及压延加工业	6.1%	46.9%	8.2%	纺织服装、服饰业	0.9%	93.7%	0.6%
有色金属冶炼及压延加工业	6.1%	53.1%	8.3%	废弃资源综合利用业	0.9%	94.6%	8.2%
石油、煤炭及其他燃料加工业	4.6%	57.6%	16.9%	化学纤维制造业	0.9%	95.5%	4.5%
农副食品加工业	3.9%	61.5%	4.6%	仪器仪表制造业	0.7%	96.2%	1.4%
非金属矿物制品业	3.8%	65.3%	5.4%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制	0.6%	96.8%	1.6%
通用设备制造业	3.5%	68.8%	1.0%	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋	0.6%	97.4%	0.9%
金属制品业	3.4%	72.1%	3.4%	印刷业和记录媒介的复制	0.5%	97.9%	1.1%
专用设备制造业	2.7%	74.8%	0.8%	家具制造业	0.5%	98.4%	0.7%
煤炭开采和洗选业	2.5%	77.3%	22.1%	黑色金属矿采选业	0.4%	98.8%	11.7%
橡胶和塑料制品业	2.2%	79.4%	2.5%	水的生产和供应业	0.3%	99.2%	0.4%
医药制造业	1.9%	81.3%	0.6%	有色金属矿采选业	0.3%	99.4%	5.2%
纺织业	1.7%	83.1%	3.7%	非金属矿采选业	0.3%	99.7%	3.4%
食品制造业	1.6%	84.7%	2.4%	金属制品、机械和设备修理业	0.2%	99.8%	1.8%
燃气生产和供应业	1.6%	86.2%	8.4%	其他制造业	0.2%	100.0%	1.2%
烟草制品业	1.3%	87.6%	0.4%				

资料来源：Wind，中信期货研究所

（二）2025 年影响商品价格预期的 3 个变量

第一，房地产去库已经开启，对房价有正向指引，变量在于严控新增背景下销售向投资需求拉动的时间可能被拉长。

一方面，从传导链条来看，当前还处于消化库存的阶段，受政策预期刺激，销售端甚至房价端均出现好转，但回暖趋势仍不稳定。9 月底稳楼市政策以来，北上广深等一线城市中原报价指数均有回暖，商品房去化周期指标在 11 月初步出现拐点迹象，如果趋势企稳，大概领先房价半年左右。但从高频数据看，近期

销售回暖持续性还有待观察，截至 1 月 10 日当周，30 大中城市商品房成交面积同比下降 5.1%，为近几年同期最低水平。

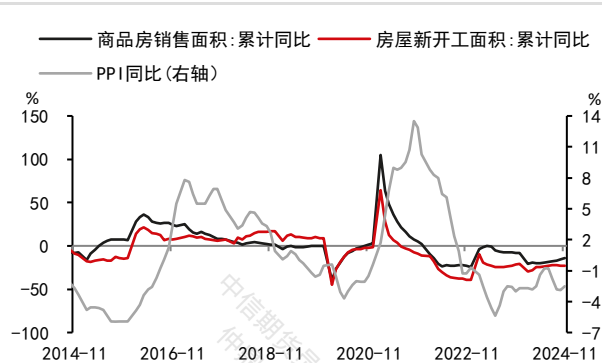
另一方面，从房地产带动投资以及实物需求的角度来看，其修复或需较长时间。假设 2025 年随着政策的推进，地产库存持续去化带动房价企稳后，地产销售端重新企稳回升，其传导至实物需求的过程仍相对偏长。1-11 月，新开工面积累计同比-23%，较上月回落 0.4 个百分点。施工面积累计同比-12.7%，较上月回落 0.3 个百分点。竣工面积累计同比-26.2%，较上月回落 2.3 个百分点。以房企视角来看，当开发商拿到持续性的销售回款后，其资金使用的优先顺序并非新增土地开发。对于房企而言，其流入资金的使用优先级为：1) 政策强力推动的保交楼项目；2) 自身债务减负以呵护企业流动性；3) 增量土地开发与销售。因此在地产风险并未完全平复之前，即使资金有明显修复，短期资金或仍以防风险为主，传导至拿地与新开工的时间相对偏慢。

图表15：库存去化对于地产止跌回稳意义重大



数据来源：Wind，中信期货研究所

图表16：房地产销售和开工预期对 PPI 有 3-6 个月领先性



数据来源：Wind，中信期货研究所

第二，基建仍是内需重要拉动，变量在于政策倾向和增量资金工具正在发生变化，我们认为 2025 年传统基建端的政策推力或相对有限。

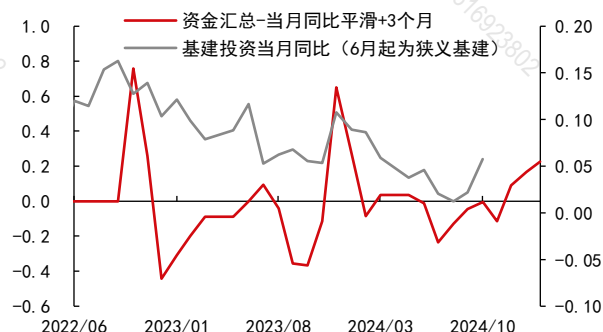
首先，增量政策更关注消费以及制造业，基建内部从传统基建向“两重”转移，而且部分存量政策或转移至防风险端。从增量政策来看，2024 年已有部分政策逐步向消费端转移。中央经济工作会议上也提出实施提振消费专项行动，预计 2025 年超长期特别国债用于“两新”的比例或延续甚至有所提升。从投向来看，“两重”建设兼顾安全和发展，更具备战略性与长期性，但与更偏向基础设施修建的传统基建相比，短期单位资金商品需求消耗量或有一定下滑。从存量政策看，部分存量可拉动基建的政策或转移至防风险端。2024-2028 年每年抽取 8000 亿专项债用于化债，另有部分额度的专项债用于消化存量地产库存，若将时间窗口缩短至 2025 年，或对存量的基建拉动效果带来部分侵蚀。

其次，我们对能够落地于基建端的资金工具做进一步的梳理。2025 年基建端主要的增量资金来源主要是国债以及专项债，而城投债与央企稳增长专项债有望成为增量资金工具，也值得进一步追踪。存量工具方面，国债优势在于扩容相对

明显，劣势在于落地速度相对偏慢。专项债方面，优势在于工具成熟落地偏快，劣势在落于基建的总量有减少风险。增量工具方面，当前央企专项债与城投债发行出现积极现象，尽管短期放量仍少，但趋势值得 2025 年进一步跟踪。

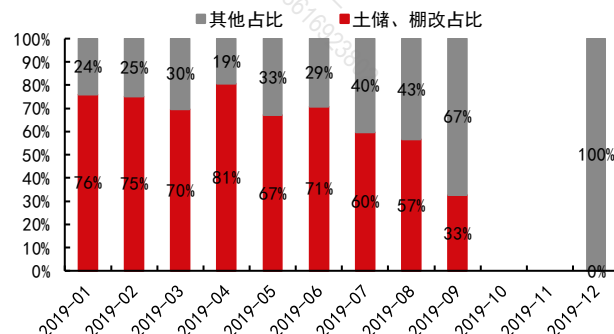
最后，从节奏来看，24 年的资金从 8 月起开始放量，到 2025 年 1 季度或仍有存量资金可供使用，而 2025 年新增资金的发行节奏有待进一步跟踪验证。按照资金推算，资金总量对后三个月的基建投资支撑力度边际加强。从实物工作量的角度来看，近期由于进入施工淡季，实物工作量指数有走弱迹象，尤其是户外属性较高的基建项目类别，因此部分资金可能延迟至 2025 年一季度投放使用，一季度基建需求短期仍有韧性。

图表17：资金领先基建投资约 3 个月



数据来源：Wind，中信期货研究所

图表18：2019 年专项债土储、棚改占比 65%



数据来源：Wind，中信期货研究所

第三，出口具有不确定性，变量在于“两新”政策扩围提供增量支撑。

外需方面，关税不确定性上升，“抢出口”之后 2025 年出口增速或将面临下行压力，预计全年出口增速或在 3% 左右。2024 年 12 月中国出口（以美元计价）同比增长 10.7%，大幅高于前值的 6.7%。“抢出口”效应体现，汽车产业链、集成电路、船舶、家电等出口额的相对景气亦主要由出口量支撑。1 月 20 日特朗普即将正式上任美国总统，其对外关税政策范围和节奏仍具有不确定性。

内需方面，“两新”政策扩围加力，我们预计消费品销售同比高增态势大概率可以在 2025 年上半年维持。首先，对比 2025 年与 2024 年“两新”政策文件，设备更新更加聚焦新质生产力，以旧换新从家电向数码产品扩容。其次，我们以消费品为例探究 2025 年“两新”政策可能的需求拉动情形。假设 2025 年支持“两新”的资金翻倍，再考虑资金效果前高后低，静态假设下，我们估算可能带动重点领域设备更新约 2800 万台，带动汽车销量约 900 万台、销售额约 1.2 万亿元，带动家电销量约 8000 万台、销售额约 3400 亿元，或额外拉动社会消费品零售总额 4 个百分点。

（三）未来可能如何演绎

我们从政府、企业、居民的视角分别讨论关于提振宏观价格的可能路径。

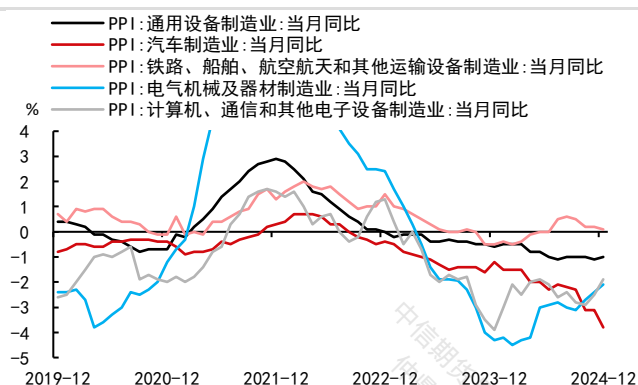
政府视角，统筹辩证看待量价关系。一方面，温和提升物价是 2025 年货币政策框架的重要目标之一，适度宽松的流动性和降低融资成本将推动需求修复。另一方面，在内需动能不足的环境下，政策落地效果可能从销量向收入传导，先稳住预期，进而提振价格。目前地产去库存和消费品以旧换新政策思路，均是先提振销售数量，改善市场活跃度和资金流动，促进价格企稳并进一步改善预期，实现销售正向循环。此外，化债背景下加速偿还欠款，缓解相关企业资金压力也是重要环节。

企业视角，价格提振或从下游向上游传导，房地产和部分价格内卷式竞争行业是重点对象。2025 年宏观政策重心从“投资端”向“消费端”转移，政策刺激将带动下游消费行业率先回暖，并对上游需求产生拉动。在我们的基准预期下，房地产有望在今年年中止跌。部分价格下跌过多的行业如汽车制造业则一边通过产品质量升级促进价格回稳，一边加速出海寻找新的需求。

居民视角，稳住楼市股市，财产性收入预期企稳或将早于工资性收入预期。2023 年下半年以来，一线城市房价下跌和股市连续走弱，伴随就业市场预期不稳，居民消费信心疲软。中央经济工作会议明确稳住楼市股市，实际也是稳住消费者信心。因此，2025 年楼市和股市存在政策的明确底部支撑。

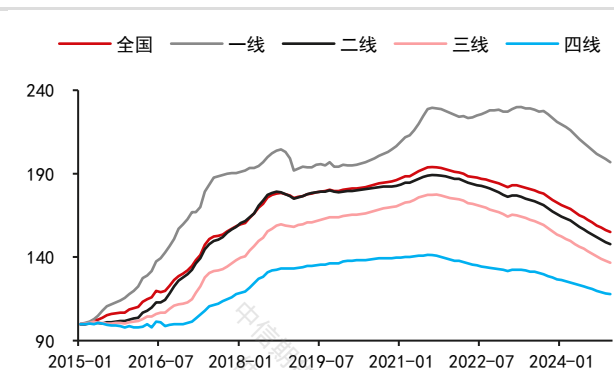
最后，大类资产视角下，预计上半年权益维持结构性区间震荡格局，债券利率在降低融资成本和降准降息预期下仍有下行驱动，不过逆周期政策预期和央行的操作变化也会增加利率波动。上游大宗商品需求分化，与地产基建关联更高的商品整体估值处于合理水平，向上弹性有待地产企稳；与制造业关联更高的有色金属和部分黑色金属上半年需求持续，再结合当前不高的库存，向上支撑更强。

图表19：下游制造业价格普遍弱势



数据来源：Wind，中信期货研究所

图表20：房价止跌回稳是重要宏观价格观测指标



数据来源：Wind，中信期货研究所

风险提示：政策资金规模和落地效果不及预期，海外贸易政策风险

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>