

2025 年 01 月 16 日

## 南华宏观研究团队报告 经济边际好转，财政靠前发力

### 核心观点：

从 12 月经济数据来看，在前期政策的有力支撑下，经济呈现出明显的边际好转态势。需求端边际扩张，核心 CPI 同比连续多月上涨，房地产市场持续回暖。然而，我们仍不能忽视当前物价指数相对偏弱的现状，政策端仍需加码支持，以进一步巩固经济复苏的根基。

财政发力态势偏强，且发力节奏靠前，这有力印证了中央经济工作会议提出的“各项工作能早则早、抓紧抓实，保证足够力度”的要求，部分债券净融资超季节性增加。

风险提示：文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

南华研究院  
投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1290 号

曹扬慧：  
投资咨询证号：Z0000505

潘响：  
期货从业证号：F03107845

请务必阅读正文之后的免责条款部分

# 目录

## 章节

1. 经济边际好转，财政靠前发力 .....	1
------------------------	---

## 目录

### 图表

图 1.1: 12 与制造业 PMI 雷达图 ( % ) .....	1
图 1.2: 制造业经济动能仍持续位于高位 ( % ) .....	2
图 1.3: 新增社融表现明显偏强 ( 亿元 ) .....	2
图 1.4: 居民中长期贷款明显好转 ( 亿元 ) .....	3
图 1.5: 30 大中城市商品房成交面积近期表现持续偏强 ( 亿元 ) .....	3
图 1.6: 物价维持低位震荡 ( % ) .....	4
图 1.7: 1 月国债发行情况.....	5
图 1.8: 1 月国债发行安排.....	5
图 1.9: 历年国债 1 月具体发行情况 ( 亿元 ) .....	6
图 1.10: 历年国债 1 月具体发行情况 ( 亿元 ) .....	6

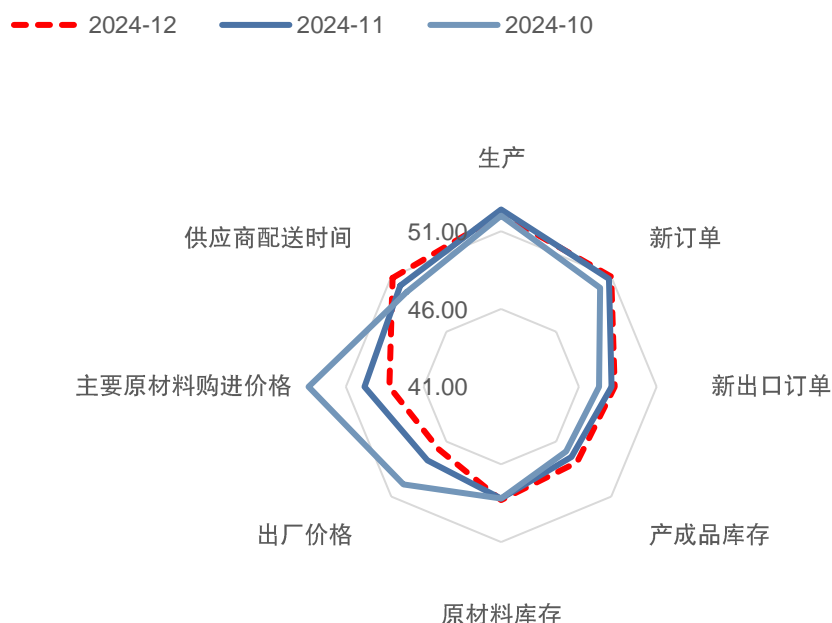
# 1. 经济边际好转，财政靠前发力

## 1.1 经济边际好转，关注未来的财政政策

从12月经济数据来看，在前期政策的有力支撑下，经济呈现出明显的边际好转态势。需求端边际扩张，核心CPI同比连续多月上涨，房地产市场持续回暖。然而，我们仍不能忽视当前物价指数相对偏弱的现状，政策端仍需加码支持，以进一步巩固经济复苏的根基。

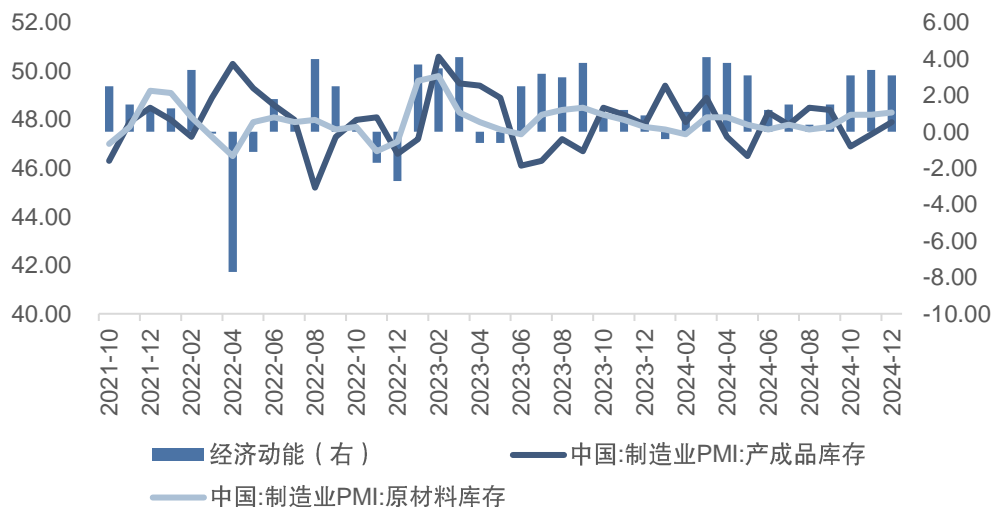
具体来看，制造业PMI数据表明，经济扩张动力依然较为强劲。12月制造业PMI为50.1%，较上月下降0.2个百分点。与过去10年12月制造业PMI均值50.06%相比较，2024年12月制造业PMI略高于往年均值。若从季节性因素来考量，往年12月制造业PMI相较于11月平均下降0.26个百分点，而2024年12月制造业PMI仅下降0.2个百分点，表现优于季节性规律。其中，生产指数较上月下降0.3个百分点，降至52.1%；新订单分项较上月上升0.2个百分点，升至51%，供需两端均维持在扩张区间，新订单指数持续向好。产成品库存上升0.5个百分点，达到47.9%，致使制造业经济动能边际下降0.3个百分点，降至3.1%，但制造业经济动能仍持续处于高位。供需端保持扩张态势，在以旧换新政策以及临近新年节日的双重因素推动下，经济呈现出稳步回升的良好态势。

图 1.1：12 与制造业 PMI 雷达图（%）



资料来源：Wind 南华研究

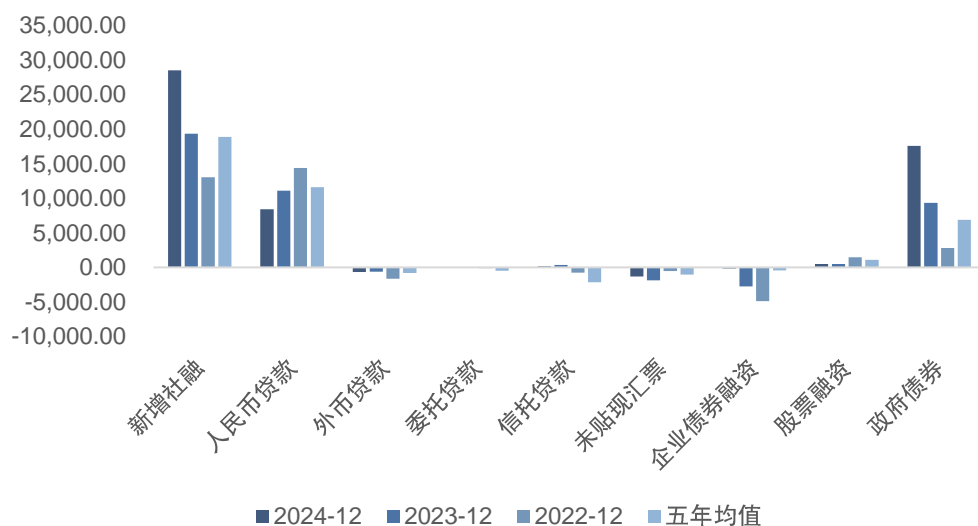
图 1.2：制造业经济动能仍持续位于高位（%）



资料来源：Wind 南华研究

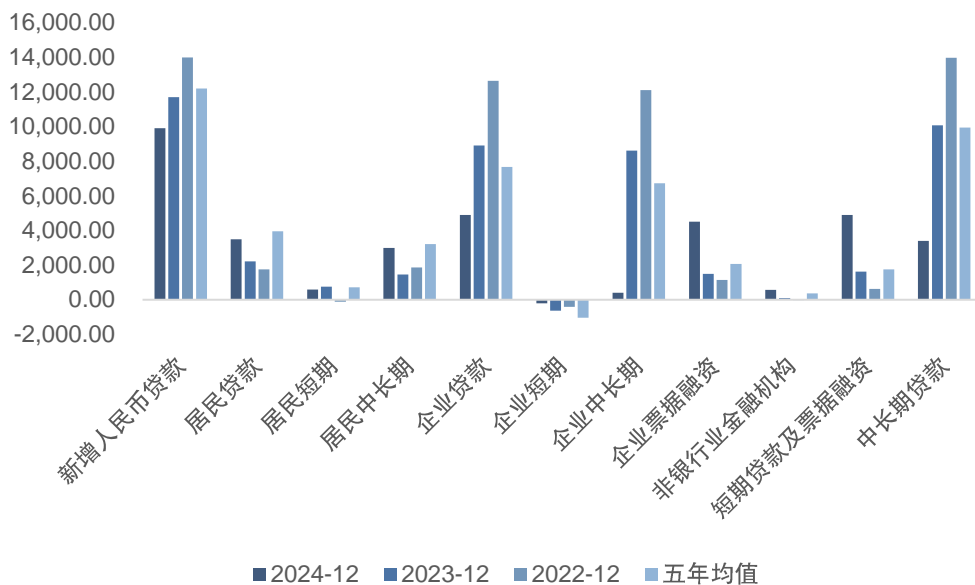
社融数据反映出12月政策发力明显，在政府债券的有力支撑下，新增社融表现强劲。12月新增社融达到28507亿元，较去年同期多增9181亿元，其中政府债券多增8242亿元。尽管社融总量表现强劲，但人民币贷款分项却明显走弱，较去年同期减少2690亿元，反映出当前实体经济融资需求仍相对疲软。具体来看人民币贷款分项，企业贷款较往年大幅减少，而票据融资则对冲了企业中长期贷款规模的下滑。与此同时，居民中长期贷款明显好转，这或许与近期房地产市场的回暖密切相关，30大中城市商品房成交面积在12月持续表现强劲。

图 1.3：新增社融表现明显偏强（亿元）



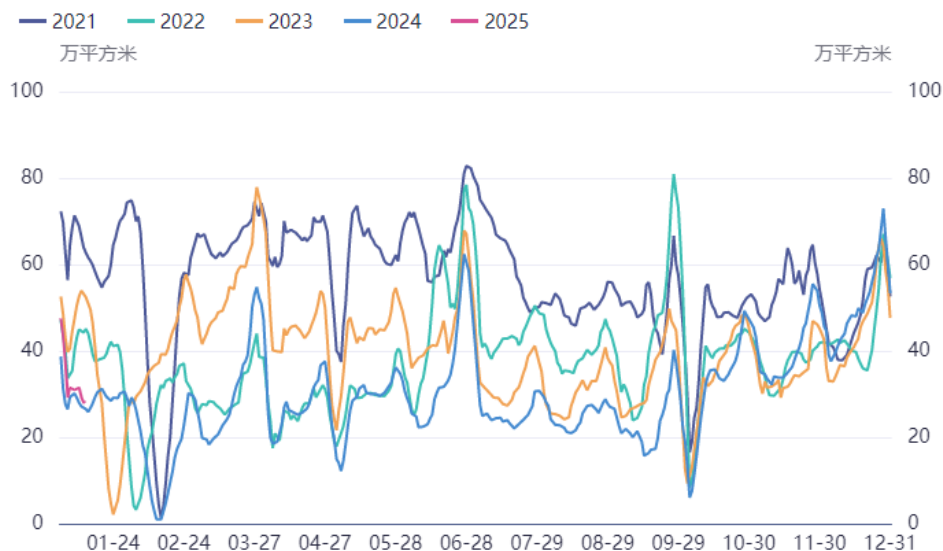
资料来源：Wind 南华研究

图 1.4：居民中长期贷款明显好转（亿元）



资料来源：Wind 南华研究

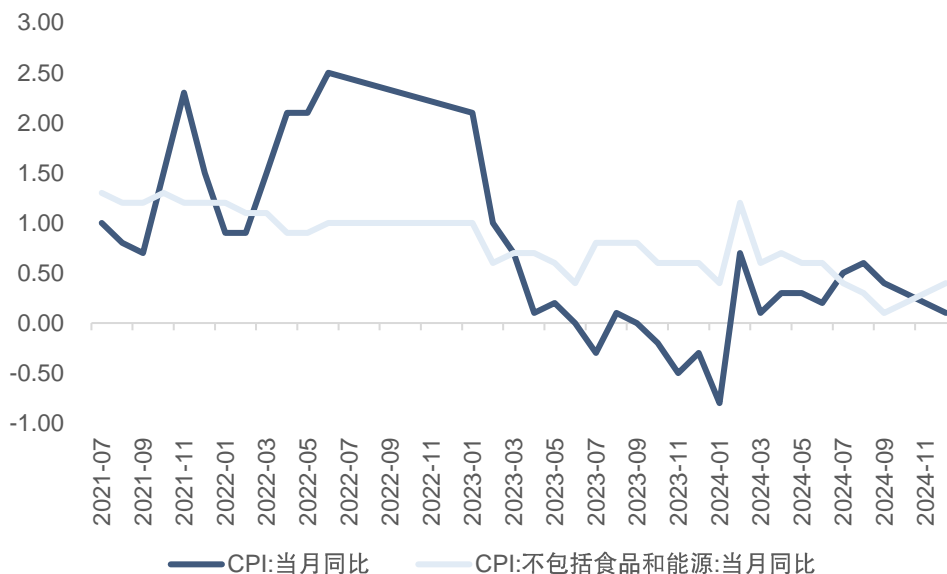
图 1.5：30 大中城市商品房成交面积近期表现持续偏强（亿元）



资料来源：Wind 南华研究

当前物价处于低位震荡状态，反映出有效需求仍相对不足。2024年12月，CPI同比上涨0.1%，与预期相符，较前值0.2%有所下降；核心CPI方面，12月同比上涨0.4%，较上月上升0.1个百分点。本月CPI同比涨幅回落，主要是由于食品分项的大幅下降，食品分项同比下降0.5%，较上月下降1.5个百分点。今年冬季天气偏暖，有利于食品的生产和运输，加之猪肉供应充足，导致食品分项出现超季节性的下跌。非食品分项则因假期临近、政策补贴以及能源价格上涨等因素，保持小幅上涨态势，非食品分项同比上涨0.2%，较上月上升0.2个百分点。

图 1.6：物价维持低位震荡（%）



资料来源：Wind 南华研究

## 2.1 财政政策靠前发力

在前期年报中，我们曾对财政政策进行展望，并指出未来经济的关键在于财政发力。从当前情况来看，财政发力态势偏强，且发力节奏靠前，这有力印证了中央经济工作会议提出的“各项工作能早则早、抓紧抓实，保证足够力度”的要求。

2025年国债发行结构包括常规国债、超长期特别国债以及用于补充六大行资本的特别国债，后者规模预计为1万亿元。常规国债主要用于弥补财政赤字，若2025年赤字率设定在3.4%-4%之间，财政赤字规模大约为4.8-5.5万亿元，较2024年的4.06万亿元，提高7400-14400亿元。此外，2025年超长期特别国债发行规模有望增加，预计未来可能达到约2万亿元的规模。

根据财政部公布的2025年第一季度国债发行有关安排的通知，一季度主要发行常规性国债，超长期特别国债可能要等到3月两会后安排发行。截至2025年1月16日，目前已公布了9笔共6070亿元的发行计划。而按照财政部的发行安排，未来还有4笔常规国债即将发行，1月常规国债发行规模有望达到9000亿元。

图 1.7：1 月国债发行情况

1月国债发行			
贴现国债			
期限	笔数	金额（亿元）	单笔金额（亿元）
1个月	1	400	400
2个月	1	400	400
3个月	2	1100	550
6个月	1	550	550
合计	5	2450	
付息国债			
1年	1	1170	1170
2年	1	1170	1170
3年			
5年			
7年	1	980	980
10年			
20年			
30年	1	300	300
50年			
合计	4	3620	

资料来源：Wind 南华研究

图 1.8：1 月国债发行安排

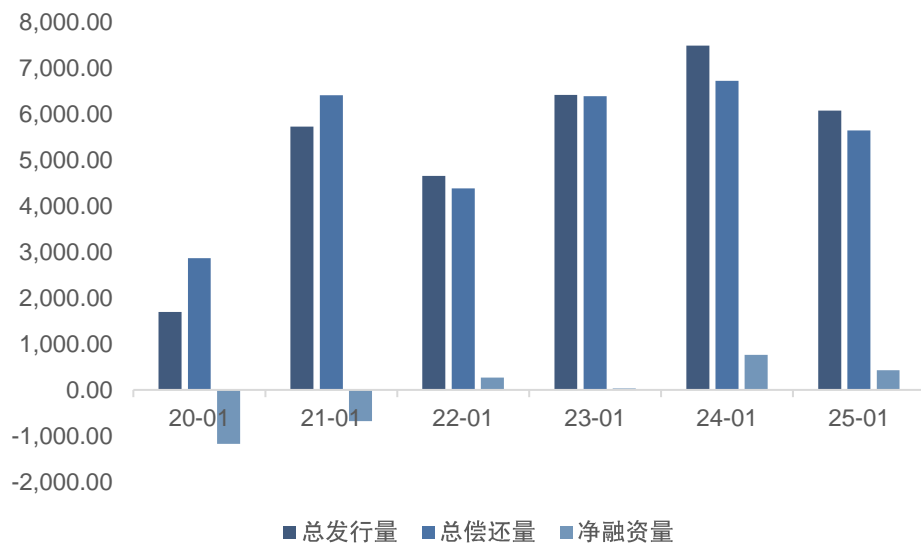
月份	期限（年）	招标日期	首发/续发	付息方式
2025年1月关键期限国债发行安排				
1月	2	1月10日	续发	按年付息
	7	1月10日	续发	按年付息
	1	1月14日	首发	按年付息
	10	1月22日	续发	按半年付息
	3	1月24日	续发	按年付息
	5	1月24日	首发	按年付息
2025年1月短期国债发行安排				
1月	28天	1月8日		到期一次还本付息
	63天	1月8日		到期一次还本付息
	91天	1月8日		到期一次还本付息
	91天	1月15日		到期一次还本付息
	182天	1月15日		到期一次还本付息
	91天	1月22日		到期一次还本付息
2025年1月超长期一般国债发行安排				
1月	30	1月14日	首发	按半年付息

资料来源：Wind 南华研究

若1月常规国债发行规模能达到9000亿元，那么1月累计净融资有望突破3000亿元大关。与往年1月净融资情况相比，这一数字呈现出显著增长，充分表明当前财政政策正在靠前发力，财政支撑对后期经济的稳定增长将发挥重要作用。



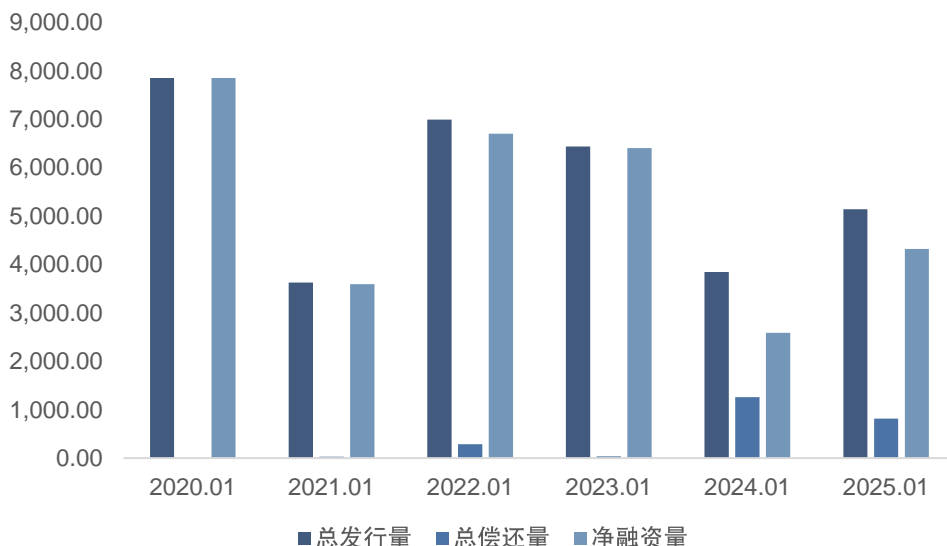
图 1.9：历年国债 1 月具体发行情况（亿元）



资料来源：Wind 南华研究

从地方债角度来看，截至1月16日，地方债净融资额已超4000亿元。往年1月地方债平均净融资额约为5500亿元，考虑到部分经济发达地区尚未启动地方债发行，而历年地方债通常在1月下旬迎来发行高峰，因此具体的地方债发力情况还需关注1月下旬的数据。但从近期公布的地方政府债券发行规模来看，一季度地方政府债券供给量并不低，显示出一定的发行积极性。

图 1.10：历年国债 1 月具体发行情况（亿元）



资料来源：Wind 南华研究

除此之外，相关数据显示，截至1月13日，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行三家政策性银行共计发行行政金债3643.1亿元（含2024年债券增发规模1023.1亿元），发行规模较去年同期有所增长。未来，政金债有望在城中村改造

以及危旧房改造等领域发挥重要作用，这也从侧面反映出当前财政发力的力度并不弱。

### 3.1 各地正逐步公布政府工作报告

近期，不少省份已陆续召开地方两会。从各省份公布的经济社会发展主要预期目标来看，经济大省普遍将GDP同比增速目标定在5%及以上。考虑到北京、上海的经济目标增速与全国经济目标增速较为契合，今年北京、上海的GDP增速目标依然定为5%，因此，预计2025年全国GDP增速目标也将维持在5%左右。

此外，大部分省份的物价指数目标均有所下调，从2024年的3%降至2%，这与当前物价指数低位运行的态势密切相关，也在一定程度上反映出今年物价指数可能仍将面临一定压力。部分披露社零数据的省份也相应下调了社零目标，这或许与当前居民资产负债表受损，进而导致居民有效需求不足有关。未来，仍需持续密切关注各省份公布的经济发展目标。

## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---



南华期货营业网点

