

2024 年 12 月 12 日

南华宏观研究团队报告 如何打破低通胀格局

核心观点：

今年从拉动经济增长的“三驾马车”角度来看，可以发现内需疲软是二、三季度经济走弱的最主要原因。当前居民和企业陷入了负向循环，通胀持续偏低。未来是否能够打破当前的低通胀格局呢？

未来 CPI 同比关键看有效需求。未来仍有部分超长期特别国债资金将用于促进消费品的以旧换新政策，预计未来居民消费将有一定程度的修复，整体表现可能优于今年。但是，如果明年居民端的收入和就业情况仍未见较大改善，房价继续偏弱，随着政策效果的边际递减，明年需求端的改善空间将较为有限。如果明年政策能够聚焦于改善民生，或许可以期待居民和企业走出负向循环。

未来 PPI 同比关键看产能利用情况。未来新一轮的产能出清可能主要由市场主导，而政策层面亦能通过制定相应的配套措施，推动供给侧结构性改革，积极引导产业结构的优化升级。同时，更为重要的是要释放国内有效需求。如果需求端得不到有效修复，或者未来 PPI 同比很难快速回升到正值区间，居民和企业可能仍将处于负向循环之中。

随着“特朗普 2.0”时代的来临，明年中美贸易争端的初期，特朗普可能会要求中国继续履行中美经济贸易协定，这可能会导致明年的 CPI 和 PPI 同比继续承受压力。

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. 如何打破低通胀格局	1
--------------------	---

目录

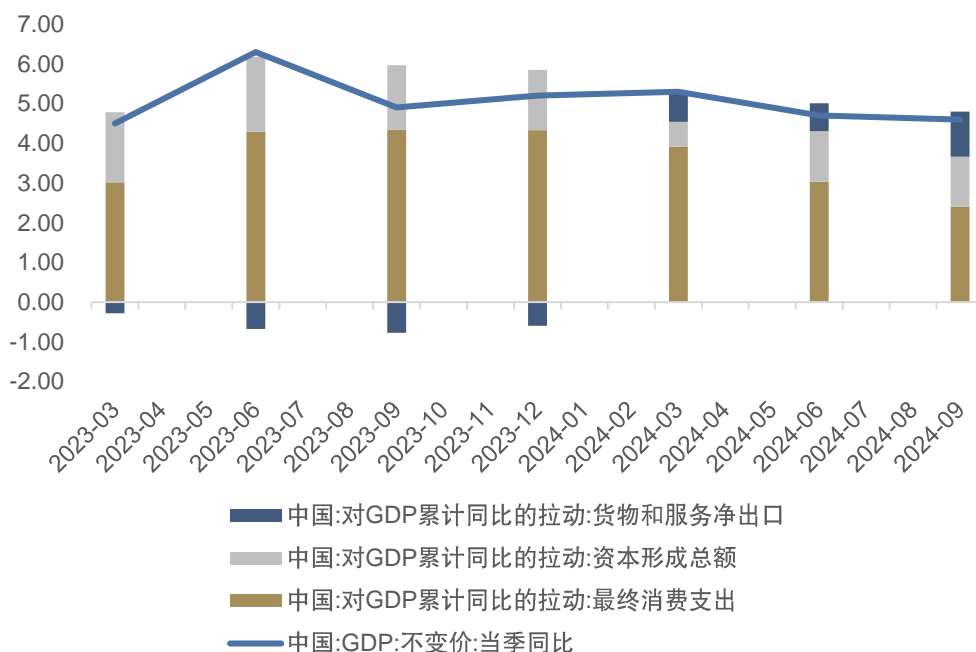
图表

图 1.1：三驾马车对 GDP 的拉动情况（%）	1
图 1.2：家用电器和音像器材类销售额上涨明显（%）	2
图 1.3：地产销售阶段性回暖	3
图 1.4：房价仍处于下行通道中.....	3
图 1.5：房地产库存仍处去化周期当中.....	4
图 1.6：产能利用率位于底部震荡（%）	5
图 1.7：2016 年-2023 年各行业的产能利用率情况（%）	5
图 1.8：中美第一阶段贸易协定具体进口商品总额情况	6

1. 如何打破低通胀格局

今年从拉动经济增长的“三驾马车”角度来看，可以发现内需疲软是二、三季度经济走弱的最主要原因。正如我们之前报告中提到的，当前居民和企业陷入了负向循环，导致有效需求不足。这一负向循环最直观的表现在于CPI和PPI的同比变化。PPI同比持续为负，反映出生产端的产能利用率相对较低；CPI同比增速的中枢维持在0.3%左右，显示出终端需求持续偏弱。

图 1.1：三驾马车对 GDP 的拉动情况（%）



资料来源：Wind 南华研究

那么，居民和企业何时能走出负向循环呢？我们认为，判断居民和企业是否跳出负向循环的主要观察指标是物价指数。具体来说，通过CPI同比变化来观察未来需求端的情况，通过PPI同比变化来观察生产端的状况。那么，未来是否能够打破当前的低通胀格局呢？

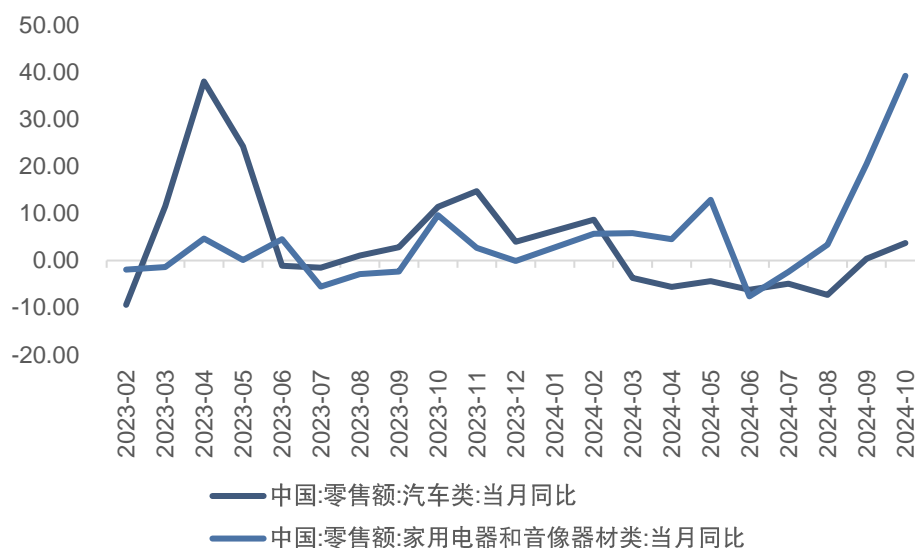
1.1 未来 CPI 同比关键看有效需求

要讨论CPI同比，就离不开对有效需求的分析。未来主要关注两个方面：一是居民收入的修复，二是未来消费端的政策支持。从居民收入修复的角度来看，主要关注工资性收入、经营性净收入以及财产净收入。工资性收入和经营性净收入取决于未来企业的利润状况，而企业利润又与有效需求密切相关。因此，居民需求与企业生产经营息息相关。如果单纯依靠居民和企业自发修复，明年的居民收入和就业情况可能并不乐观，CPI同比仍可能处于相对低位。因此，我们需要关注外部力量的支持，即未来消费端的政策支持。

今年消费端的主要政策是“以旧换新”政策。从总体政策效果来看，这一政策对四

季度经济具有显著的支撑作用。对于家电、汽车等“以旧换新”政策支持的相关行业，该政策发挥了较大的促进作用。自2024年7月和8月以来，家用电器和音像器材类、汽车类商品销售额的当月同比出现了大幅增长，尤其是家用电器和音像器材类的上涨更为显著。11月8日，财政部部长在新闻发布会上表示，未来将扩大“以旧换新”消费品的种类和规模。11月19日，发改委在新闻发布会上提出，未来将研究提出继续加大“两新”政策支持力度、扩大支持范围的政策举措。预计明年“以旧换新”政策将继续推进，支持力度和范围有望进一步扩大。

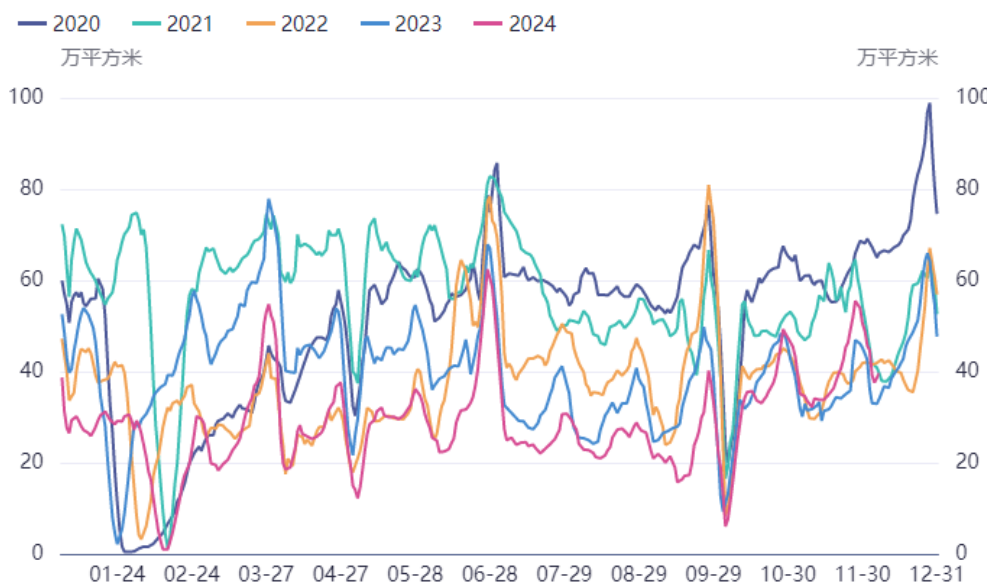
图 1.2: 家用电器和音像器材类销售额上涨明显 (%)



资料来源: Wind 南华研究

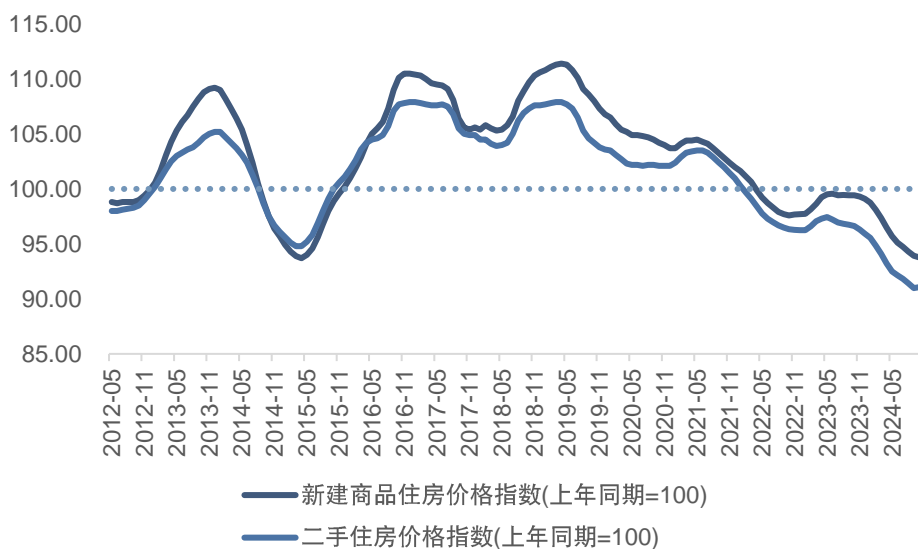
除了上述因素，房地产市场对未来消费的影响也不容忽视。10月17日，住房城乡建设部部长倪虹在国新办发布会上表示，将通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造项目。只要前期工作准备充分，我们还可以在100万套的基础上继续加大支持力度。预计随着城中村货币化安置的推进，相关资金可能会在一定程度上刺激消费。与此同时，近期房地产市场出现了回暖迹象，30个大中城市商品房成交面积开始优于去年同期水平，房地产销售的回暖也将在一定程度上带动地产后周期消费。然而，房价目前仍处于下行通道，房地产库存仍在去化周期中，预计明年房价可能仍然相对偏弱。偏弱的房价可能会导致居民资产进一步缩水，这不利于需求的修复。

图 1.3: 地产销售阶段性回暖



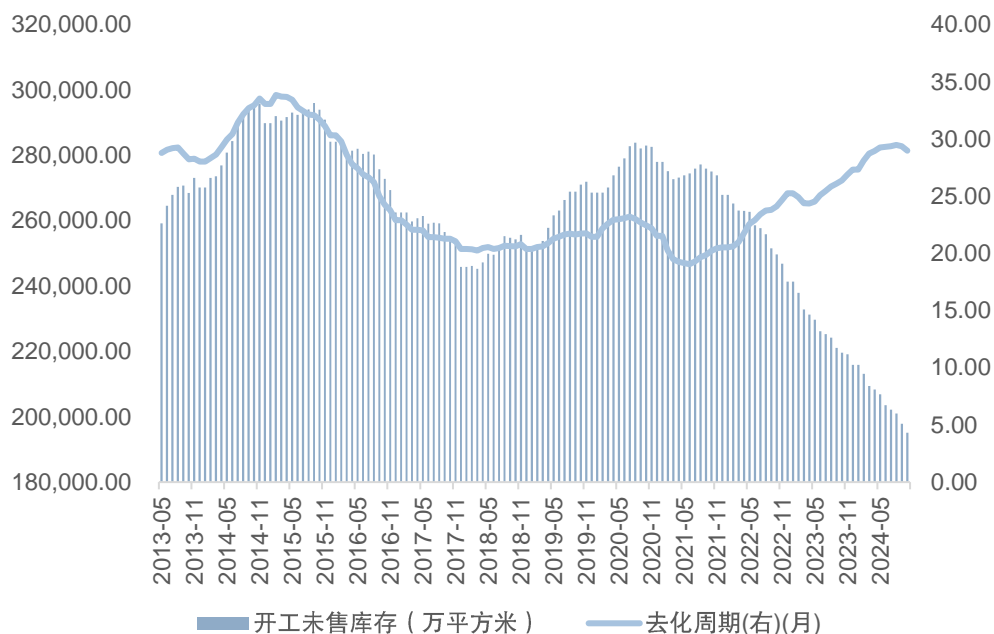
资料来源: Wind 南华研究

图 1.4: 房价仍处于下行通道中



资料来源: Wind 南华研究

图 1.5：房地产库存仍处去化周期当中



资料来源：Wind 南华研究

总体来看，未来仍有部分超长期特别国债资金将用于促进消费品的以旧换新政策，预计未来居民消费将有一定程度的修复，整体表现可能优于今年。但是，如果明年居民端的收入和就业情况仍未见较大改善，房价继续偏弱，随着政策效果的边际递减，明年需求端的改善空间将较为有限，CPI同比改善的空间也同样有限。如果明年政策能够聚焦于改善民生，有效修复居民的资产负债表，那么我们或许可以期待居民和企业走出负向循环。

1.2 未来 PPI 同比关键看产能利用情况

展望明年的PPI同比变化，若明年需求端缺乏有效的刺激政策，同时特朗普上台后，中美贸易摩擦可能进一步加剧，PPI同比能否转正将主要取决于未来国内产能利用率的情况。目前，我国三季度的产能利用率为75.1%，处于历史31.2%的分位水平。从2021年以来的产能利用率趋势来看，当前的产能利用率更可能处于底部震荡状态。因此，未来产能利用率是否会出现趋势性反转，并带动PPI同比转正呢？

图 1.6：产能利用率位于底部震荡（%）



资料来源：Wind 南华研究

在判断产能利用率能否转正之前，我们需要分析当前各行业产能利用率的具体特征。目前，中游设备制造和下游消费领域的产能利用情况相对较为疲软，尤其是下游消费行业，其产能利用率的历史分位数普遍低于 33%。在中游设备制造业中，与新兴生产力密切相关的汽车制造、电气机械和电子通信等关键行业的产能利用率也相对较低。相比之下，上游采矿业的产能利用情况则表现得较为强劲，尽管如此，非金属矿物的产能利用率却相对较低。总体来看，上游采矿业的产能表现较为强劲，而相对较弱的产能利用率则主要集中在以下几个领域：与市场需求波动密切相关的下游消费行业、与地产链相关的非金属矿业和黑色产业链、与新兴产业相关的汽车制造、电气机械、电子通信等行业。

图 1.7：2016 年-2023 年各行业的产能利用率情况（%）

行业	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	历史分位数
上游采矿	煤炭采选	59.50	68.20	70.60	70.60	69.80	74.50	74.90	66.60%
	油气开采	85.40	88.40	88.30	91.20	90.10	89.80	92.00	77.70%
上游原材料	化工制造	74.70	77.00	74.20	75.20	74.50	78.10	76.70	55.50%
	化纤制造	81.40	83.70	81.80	83.20	80.50	84.50	82.30	77.70%
	非金属矿物	69.70	71.00	69.90	70.30	68.00	69.90	67.00	11.10%
	黑色冶炼	71.70	75.80	78.00	80.00	78.80	79.20	76.30	55.50%
中游设备	有色冶炼	75.20	78.50	78.80	79.80	78.50	79.50	79.30	66.60%
	通用设备	71.10	76.70	77.30	78.60	77.30	81.00	79.20	66.60%
	专用设备	71.60	76.30	79.10	78.80	77.00	80.00	77.60	44.40%
	汽车制造	79.00	82.20	79.80	77.30	73.50	74.70	72.70	33.30%
	电气机械	76.90	79.60	78.00	79.40	78.10	81.00	77.30	22.20%
下游消费	电子通信	77.60	80.10	79.40	80.60	77.70	80.30	77.80	11.10%
	食品制造	73.30	75.60	75.30	72.90	70.40	73.90	71.70	11.10%
	纺织	76.00	80.20	79.80	78.40	73.10	79.50	77.20	33.30%
	医药制造	75.00	79.10	77.60	76.60	75.00	77.40	75.60	11.10%

资料来源：wind 南华研究

本次产能利用率下降的原因有两方面：一方面，国内房地产市场的超预期下滑和消费恢复的缓慢导致内需不足；另一方面，2020-2021 年出口的大幅增长促使部分厂商扩大生产规模，但随后出口的持续下降又导致了出口相关行业的产能过

剩。同时，在国家政策的鼓励和产业前景的吸引下，部分新兴产业的厂商也大规模扩大生产，造成了供给过剩。总体来看，本轮产能利用率的下降是经济转型升级、新兴产业政策鼓励以及疫情影响下居民资产负债表受损导致有效需求不足的复合结果，具有摩擦性、周期性和结构性的特点。

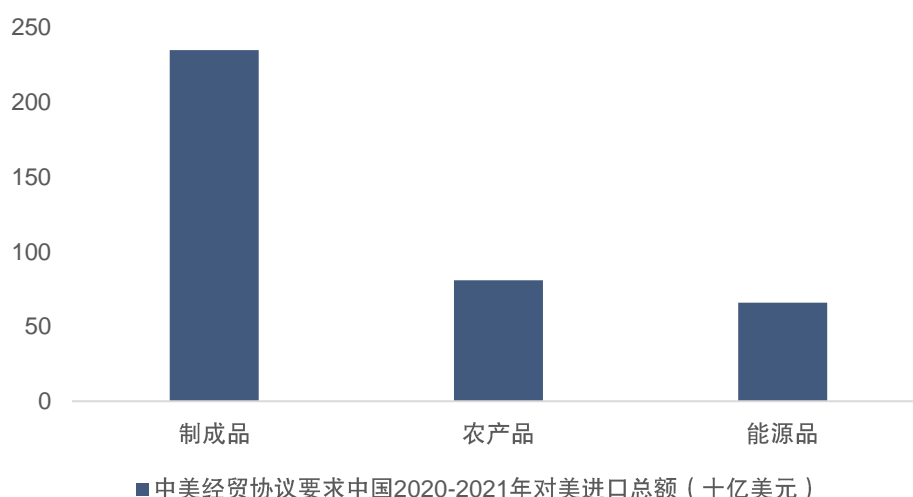
那么，未来我们应如何解决上述问题，推动产能有效出清呢？我们认为，未来新一轮的产能出清可能主要由市场主导，而政策层面亦能通过制定相应的配套措施，推动供给侧结构性改革，积极引导产业结构的优化升级，推动旧动能的有序出清，并遏制新动能的无序增长，以解决部分产业产能利用率偏低的问题。同时，更为重要的是要释放国内有效需求，从根本上增强居民的消费信心和消费意愿，带动产能利用率和PPI同比快速回升。如果需求端得不到有效修复，或者未来PPI同比很难快速回升到正值区间，居民和企业可能仍将处于负向循环之中。

1.3 未来物价指数关键扰动项

随着“特朗普2.0”时代的来临，明年中美贸易之间存在较大的不确定性。在贸易争端的初期，中美之间可能会就关税问题进行一定的贸易协商。考虑到2020年1月15日中美签订了第一阶段贸易协定，这在一定程度上缓和了两国之间的贸易摩擦。因此，在协商初期，特朗普可能会要求中国继续履行中美经济贸易协定，加大对制成品、农产品、能源产品和服务四大类别的进口。不排除可能会进一步增加进口金额的要求，以此换取在关税上的让步。

从先前签订的第一阶段贸易协定中具体进口商品总额来看，制成品占据了最大的比重。如果新一轮贸易协定能够达成，制成品中的汽车、机械等产业可能会遭遇一定的供给冲击，同时能源品、农产品的进口也可能对国内供给产生一定影响，这可能会导致明年的CPI和PPI同比继续承受压力。

图 1.8：中美第一阶段贸易协定具体进口商品总额情况



资料来源：PIIE、USBC 南华研究

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：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

