

2024 年 12 月 10 日

南华宏观研究团队报告 对比去年、今年经济结构，探索 明年经济前景

核心观点：

对比 2024 年与 2023 年的经济结构，我们发现 2024 年经济在第二、第三季度均显示出边际放缓的趋势，而 2023 年经济则更多呈现出 N 型走势。具体分析今年的经济结构，可以发现：1、消费增速的内生动力边际放缓，但消费品以旧换新政策在下半年支撑了消费。2、房地产市场的拖累效应加剧，影响了投资增速，但制造业投资的支撑作用有所增强。同时，房地产市场出现了持续回暖，积极因素逐渐增多。3、出口增速的改善成为 2024 年经济的一个亮点，它不仅带动了国内企业的生产，还促进了制造业利润的改善，从而在一定程度上对冲了国内需求的边际减弱。

面对明年复杂的国际环境，政策端将更加积极有为。12 月中央经济工作会议明确了明年积极的政策基调，尽管明年出口面临下行风险，但随着政策层面的积极作为，预计明年经济仍将保持平稳增长，经济长期向好的趋势并未改变。

风险提示：文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

南华期货研究所
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

目录

章节

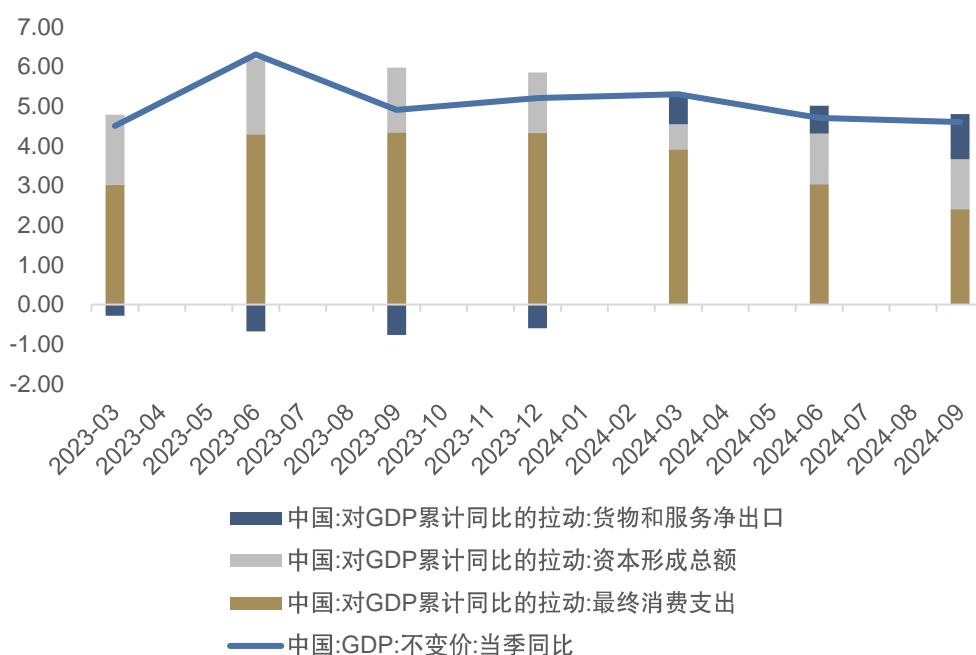
1. 对比去年、今年经济结构，探索明年经济前景.....	1
------------------------------	---

1. 对比去年、今年经济结构，探索明年经济前景

随着2024年接近尾声，我们回顾这一年的经济运行情况，并与2023年进行对比，以探究当前经济相较于2023年展现出哪些特点。

从总量角度分析，2024年经济显示出边际放缓的趋势，而2023年经济则更多呈现出N型走势。那么，为什么2023年经济经历了小幅波动，而2024年经济在第二、第三季度均显示出边际放缓呢？或许我们可以通过分析拉动GDP增长的三驾马车来一探究竟。2023年，消费是拉动经济增长的重要力量，但在2024年，消费对GDP的拉动作用却开始逐季下滑。与此同时，2024年投资对GDP的拉动效果也弱于2023年。出口方面，2023年与2024年对GDP的拉动分别为负向和正向。为何三驾马车在2023年与2024年展现出不同的拉动效果呢？

图 1.1: 三驾马车对 GDP 的拉动情况 (%)



资料来源: Wind、南华研究

1、以旧换新政策助力释放消费潜力

要探究今年消费动力为何持续偏弱，我们可以追溯到消费意愿和消费能力这两个影响消费的关键因素。从消费意愿的角度来看，2024年的消费意愿并不低于过去7年的均值，并且与前5年相比，保持在相对较高的水平。因此，2024年消费动力的持续偏弱可能更多地受到消费能力的影响。通过观察居民人均可支配收入的累计同比增长，可以明显看出2024年居民可支配收入的增速明显低于2023年的6.3%，并且呈现出持续下行的趋势。居民可支配收入增速的变化与2024年居民消费增速的变化趋势相吻合，进一步证实了消费动力减弱主要是由于居民收入增长

放缓所导致。

尽管消费增速的内生动力正在放缓，但消费品以旧换新政策在很大程度上支撑了消费增速。自3月以来，国务院印发了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出实施消费品以旧换新行动。随着各省市政策的逐步推进，以旧换新政策在下半年有效推动了商品零售的增长，进而带动了消费增速的改善，助力释放消费潜能。

2、制造业投资支撑固定资产投资增速

若仅从投资对GDP累计同比拉动的角度来看，2024年第三季度资本形成总额对GDP累计同比的拉动为1.26%，相比之下，2023年同一指标对GDP累计同比的拉动为1.52%。由此可见，2024年投资对GDP的拉动略低于2023年。具体分析固定资产投资的分项数据，可以发现2024年房地产市场的拖累效应加剧，影响了投资增速，而制造业投资的支撑作用有所增强。2024年，制造业投资得益于设备更新政策以及出口的高景气度，整体增速表现并不弱，这在很大程度上支撑了固定资产投资的增长。基础设施投资增速受到上半年政府性基金支出增速较慢的影响，在上半年表现不及2023年，但在9月之后开始逐步加快。财政支出偏弱的主要原因是财政收入增速缓慢，而财政收入持续偏弱最主要的原因是当前地产深度调整，土地出让金收入持续锐减，叠加经济有效需求不足，致使财政收入增速放缓。

尽管房地产市场的深度调整拖累了固定资产投资的增速，但我们可以看到当前房地产市场出现了持续回暖的迹象，积极因素逐渐增多。自10月以来，商品房销售面积持续改善，30个主要城市商品房成交面积同比逐步转为正增长。新房和二手房价格也明显好转，2024年9月以来，新房和二手房价格指数的环比降幅迅速收窄。随着后期房地产市场政策的逐步推进，房地产市场有望实现止跌回稳。

3、出口是今年经济最大的亮点

受海外制造业复苏以及制造业补库的影响，2024年出口增速持续表现强劲。2024年，美国制造业库存同比开始逐步回升，并在2024年3月之后保持正增长。同时，欧元区经济景气指数自2023年10月以来也维持在相对较强的水平。出口增速的改善成为2024年经济的一个亮点，它不仅带动了国内企业的生产，还促进了制造业利润的改善，从而在一定程度上对冲了国内需求的边际减弱。

4、面对明年复杂的国际环境，政策端将更加积极有为

对比去年和今年的经济结构，可以明显看出，今年消费内生动力相对较弱，但消费品以旧换新政策托底消费，在下半年有力支撑经济。出口成为今年对冲经济下行压力的重要力量，但随着特朗普的上任，明年的国际环境可能变得更加复杂，出口可能难以继续像今年这样成为经济的重要支撑。因此，我们需要激发国内经济的内生动力，深化改革，加大财政逆周期调节力度，使消费成为支撑经济的稳固基石，让投资成为优化经济结构的关键抓手，推动物价指数稳步回升。

12月中央经济工作会议明确了明年积极的政策基调，会议明确指出：“将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。回顾2023年的中央经济工作会议，当时的货币政策提法还是“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”。而“实施适度宽松的货币政策”这一表述上次被提及是在2008年底和2009年底的中央经济工作会议。此次再次提出“适度宽松”，预示着明年货币政策的宽松力度可能会较大。明年财政政策将更加积极，明年广义财政赤字率并不低，如果财政资金使用得当，对经济的支撑作用将相对较强，政策整体节奏可能会提前发力。在明年工作的具体部署上，将扩大内需置于科技创新之前，预计明年将进一步大力提振消费。随着明年促消费政策的持续推进，预计消费对GDP的贡献将超过今年。尽管明年出口面临下行风险，但随着政策层面的积极作为，预计明年经济仍将保持平稳增长，经济长期向好的趋势并未改变。

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

