



2024 年四季度宏观展望 | 2024 年 9 月

往期精彩内容：

**2024 年 7 月大类资产配置
报告：**

经济动能放缓，政策重心转向

**2024 年 8 月大类资产配置
报告：**

宏观仍然承压，关注政策效果

南华研究院
金融衍生品研究中心-宏观组
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

国内进入政策预期定价阶段

核心观点：

国内第三季度经济增长呈现边际放缓，主要原因在于有效需求不足。居民和企业部门陷入负向循环，很难单靠市场自身力量走出困境，需要警惕生产逐步向需求收敛，经济可能走向更低水平的均衡。同时，海外经济的降温预示着未来出口增速难以持续高位。预计四季度出口可能下滑，国内经济必然需要政策层面的支撑，以实现全年目标增速。

当前经济迫切需要政策的有力支持，尤其是需要政策来修复居民资产负债表，提升居民信心。然而，财政收入存在缺口，财政收入难以完成全年预算目标。那么，在四季度，政策端应如何发力以支撑经济呢？

四季度经济在一定程度上有政策的支撑，表现或强于三季度，而资产价格主要依赖于政策端的发力。当前实施的“两新”政策预计将在四季度逐步显现效果，为经济提供支撑。9月24日国新办新闻发布会上宣布的政策组合拳，已经点燃了市场情绪，市场正期待财政政策的进一步加码。目前，目前市场进入了政策预期定价。

我们认为，受到今年财政收入缺口的影响，决策层可能会通过全国人大增加赤字，增发国债来弥补资金缺口。如果选择调整赤字、增发国债，其操作方式可能与 2023 年的措施相似。无论采取何种措施，我们认为未来政策的关键在于需要强有力的政策来释放内部需求，政策应着重于促进居民收入增长和提高居民消费意愿。政策的力度同样至关重要，需要一鼓作气，有效修复市场信心。

风险点：国内政策不及预期 海外超预期衰退 地缘政治风险

重要声明：文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。

目录

章节

1. 经济边际放缓，有效需求不足是关键.....	1
1.1 经济景气度持续放缓	1
1.2 海外经济有所降温	8
1.3 部分行业开始推动产能出清	12
1.4 财政收入存在缺口	16
2. 国内进入政策预期定价阶段	19
2.1 当前现有的政策	19
2.2 可能的增量政策	21
2.3 政策投向及力度是关键	22
3. 大类资产配置展望	23

目录

图表

图 1.1: 工业增加值当月同比增速在逐步下滑 (%)	2
图 1.2: 分行业工业增加值当月同比情况 (%)	2
图 1.3: 消费持续走弱 (%)	3
图 1.4: 商品零售、餐饮收入表现偏弱 (%)	3
图 1.5: 可选消费品大部分分项均同比下滑 (%)	4
图 1.6: 消费受居民就业、收入的影响表现偏弱 (%)	5
图 1.7: 固定资产投资分产业情况 (%)	5
图 1.8: 固定资产投资分行业情况 (%)	6
图 1.9: 市场可能仍处于筑底阶段	6
图 1.10: 二手房延续以价换量趋势	7
图 1.11: 制造业 PMI 持续承压 (%)	7
图 1.12: 出口韧性相对较强 (%)	8
图 1.13: 主要国家及地区出口情况 (%)	8
图 1.14: 2024 年 9 月美联储经济预测 (%)	9
图 1.15: 2024 年 9 月美联储点阵图	9
图 1.16: 美国经济没有太多衰退迹象和基础 (%)	10
图 1.17: 欧洲经济持续降温 (%)	11
图 1.18: 德国商业景气指数继续下跌 (%)	11
图 1.19: 法国服务业 PMI 初值大幅下降 (%)	11
图 1.20: 集装箱运价指数环比回落	12
图 1.21: 波罗的海运费指数环比有所下降	12
图 1.22: 2016 年-2023 年各行业的产能利用率情况 (%)	13

图 1.23: 2016 年-2023 年各行业的营收利润率情况	14
图 1.24: 历年产能利用情况 (%)	15
图 1.25: 1993 年期间固定资产投资增速快速上涨 (%)	15
图 1.26: 截止到 8 月, 一般公共预算收入完成全年目标的 66%.....	16
图 1.27: 2009 年一般公共预算收入在三、四季度转正.....	17
图 1.28: 2020 年央行发行 1 万亿抗疫特别国债得以完成预算目标	17
图 1.29: 截止到 8 月, 政府性基金收入完成全年目标的 38%.....	18
图 2.1: 乘用车零售表现偏强	19
图 2.2: 家电零售额当月同比转正 (%)	19
图 2.3: 财政支出力度相对偏弱 (%)	21

1. 经济边际放缓，有效需求不足是关键

国内第三季度经济增长呈现边际放缓，主要原因在于有效需求不足。居民和企业部门陷入负向循环，很难单靠市场自身力量走出困境，需要警惕生产逐步向需求收敛，经济可能走向更低水平的均衡。同时，海外经济的降温预示着未来出口增速难以持续高位。预计四季度出口可能下滑，国内经济必然需要政策层面的支撑，以实现全年目标增速。

当前，部分行业正推动产能出清。本轮产能利用率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多重因素共同作用的结果。这一过程具有摩擦性、周期性和结构性特点。新一轮产能出清可能主要由市场主导，政策层面虽可能通过制定配套措施，积极引导产业结构优化升级，但未来的工作重点应放在刺激需求端。

当前经济迫切需要政策的有力支持，尤其是需要政策来修复居民资产负债表，提升居民信心。然而，财政收入存在缺口。截至8月份，一般公共预算收入仅完成全年目标的66%，政府性基金收入仅完成全年目标增速的38%，财政收入难以完成全年预算目标。那么，在四季度，政策端应如何发力以支撑经济呢？

1.1 经济景气度持续放缓

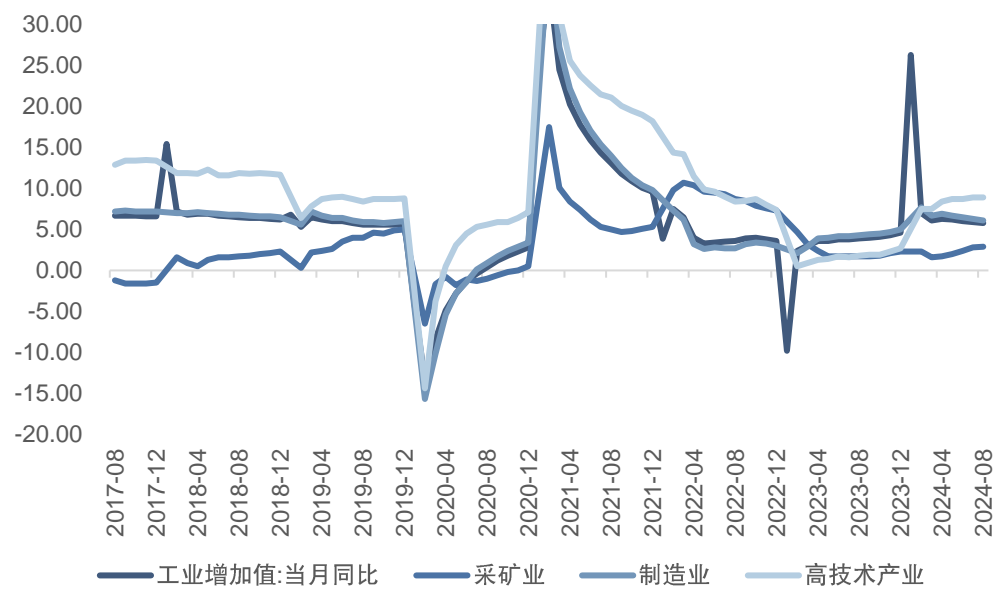
近期经济数据显示出以下特征：**生产持续放缓**：随着国内外需求逐步走弱，工业增加值当月同比增速逐步下滑。如果内需持续走弱，外需持续边际放缓，需要警惕生产逐步向需求收敛，经济可能走向更低水平的均衡。**消费表现偏弱**：消费受居民就业和收入的影响，表现偏弱。当前居民和企业部门陷入负向循环，很难单靠市场自身力量走出困境，或许需要外部力量打破这种负向循环。**地产仍然筑底**：房地产市场正处于传统的“金九银十”旺季，但短期内市场可能仍处于筑底阶段。二手房市场延续了以价换量的趋势，挂牌量的增加可能对新房销售产生一定的挤出效应。

1、生产持续放缓

当前随着国内外需求的逐步走弱，工业增加值当月同比增速在逐步下滑。8月份工业增加值当月同比增速为4.5%，较上月下降了0.6个百分点，低于市场预期。具体分行业来看，上游采矿业表现较强，而制造业的同比增速在逐步下行。不论是原材料制造、装备制造还是消费制造，与前期相比均表现偏弱。然而，与新质生产力相关的有色冶炼、运输设备制造、电子设备制造等行业的同比增速仍然维持在相对较高的水平。同时，高技术行业的景气度当月同比仍然保持在较高水平，这也表明经济仍处于新旧动能转换的时期。未来如果内需持续走弱，外需持续边际放缓，需要警惕生产逐步向需求偏弱的方向收敛，经济可能走向更低水平的均衡。

经济景气度持续放缓，主要原因在于有效需求不足。居民和企业部门陷入负向循环，很难单靠市场自身力量走出困境，需要警惕生产逐步向需求收敛，经济可能走向更低水平的均衡。

图 1.1：工业增加值当月同比增速在逐步下滑（%）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2：分行业工业增加值当月同比情况（%）

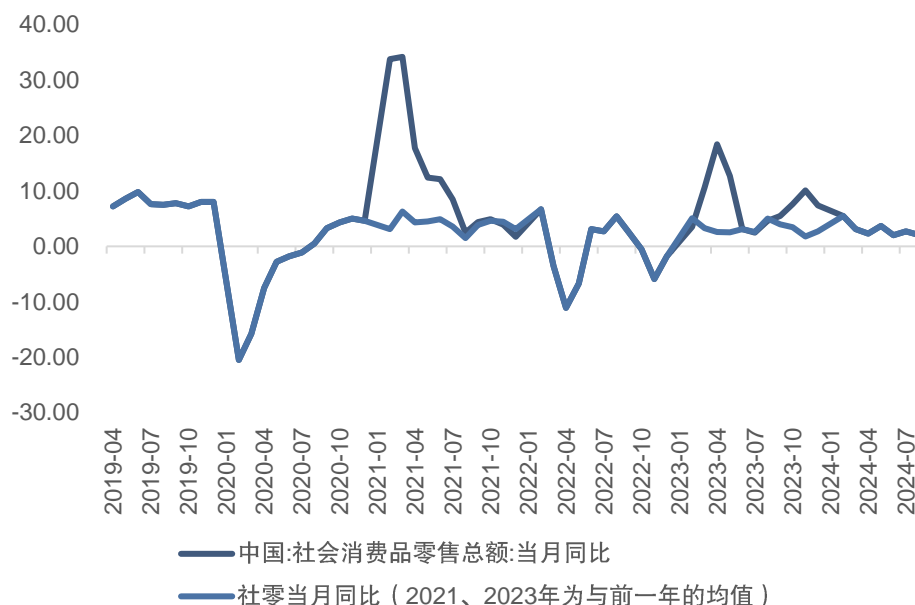
板块	工业增加值当月同比（%）	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	较上月相比	出口依赖
原材料制造	化学原料及化学制品制造业	5.90	8.80	9.20	12.70	12.30	9.10	11.00	9.60	-2.70	16
原材料制造	橡胶和塑料制品业	5.40	7.30	8.60	8.60	10.50	5.30	9.90	7.40	-1.90	27
原材料制造	非金属矿物制品业	-5.50	-2.90	-0.40	-0.60	-1.50	-2.80	0.30	-0.60	-2.60	1
原材料制造	黑色金属冶炼及压延加工业	-2.10	-1.50	3.30	3.90	2.00	3.30	2.10	5.10	-0.60	10
原材料制造	有色金属冶炼及压延加工业	6.60	9.40	10.20	9.30	11.40	11.20	12.90	10.20	-2.80	15
装备制造	金属制品业	9.70	9.30	6.40	6.60	5.90	1.50	7.30	6.00	-0.40	15
装备制造	通用设备制造业	2.20	3.20	3.40	2.40	3.70	0.00	4.60	0.80	-1.00	25
装备制造	专用设备制造业	2.90	2.50	3.40	2.10	2.00	0.90	3.60	1.90	-0.40	20
装备制造	汽车制造业	4.50	4.40	6.80	7.60	16.30	9.40	20.00	20.70	-0.10	7
装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	12.00	12.70	13.10	11.80	13.20	8.60	5.60	12.70	-0.70	23
装备制造	电气机械及器材制造业	2.60	2.80	4.40	3.90	5.80	4.80	10.10	10.20	-0.20	34
装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造业	11.30	14.30	11.30	14.50	15.60	10.60	9.60	10.60	-3.00	60
消费制造	农副食品加工业	-0.10	0.20	0.90	-0.90	1.20	5.20	-0.80	-0.50	-0.30	5
消费制造	食品制造业	6.90	7.10	4.80	3.50	4.80	4.90	4.40	3.80	-0.20	4
消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	5.20	2.70	7.20	5.10	3.80	4.00	2.10	4.80	-2.50	4
消费制造	纺织业	4.40	5.90	5.10	5.30	6.60	2.50	1.70	2.10	-1.50	46
消费制造	医药制造业	2.80	1.50	6.20	4.00	4.90	3.10	-3.30	-8.10	-1.30	5

资料来源：Wind 南华研究

2、居民、企业陷入负向循环

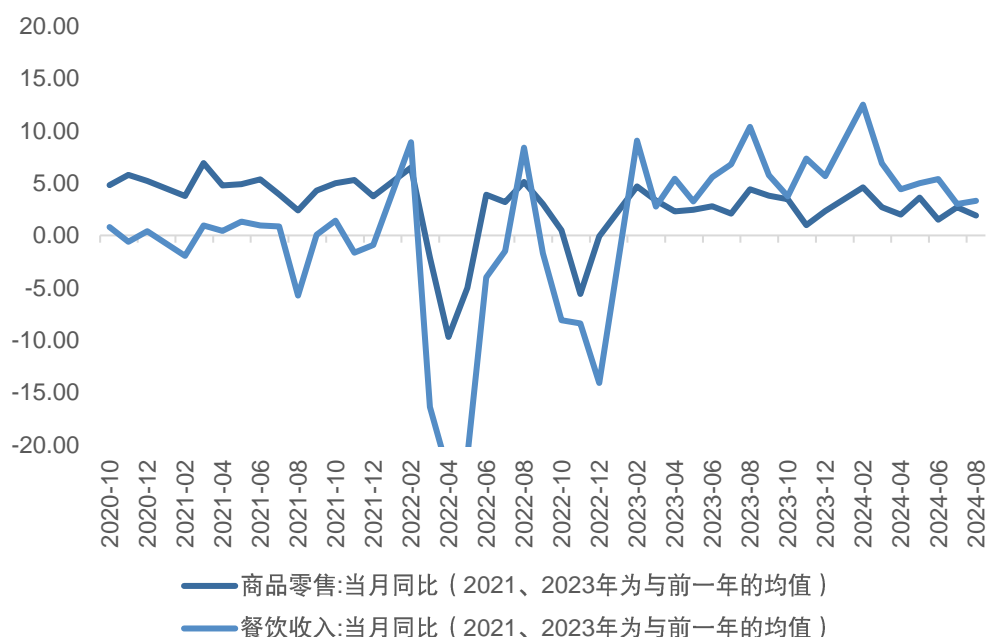
本月消费持续走弱，8月份社会消费品零售总额当月同比增速为2.1%，较上月下降了0.6个百分点，低于市场预期。今年以来，社零当月同比增速持续下滑，之前表现较强的餐饮收入也呈现震荡下行的趋势。商品零售当月同比增速为1.9%，较上月下降了0.8个百分点。

图 1.3: 消费持续走弱 (%)



资料来源: Wind 南华研究

图 1.4: 商品零售、餐饮收入表现偏弱 (%)

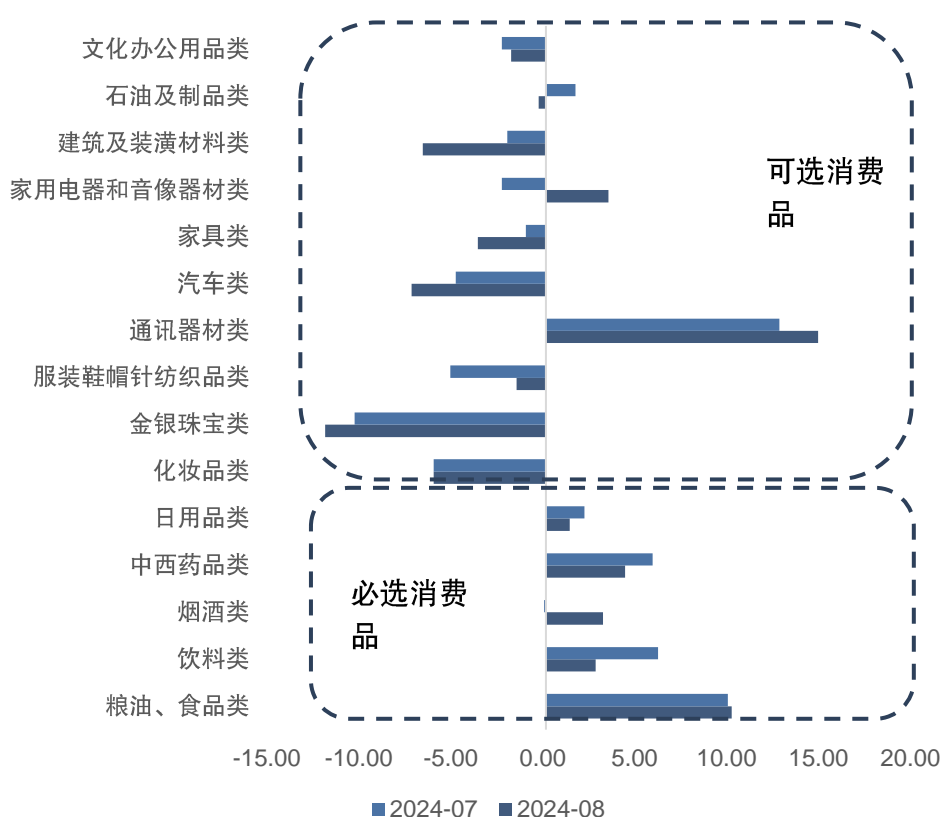


资料来源: Wind 南华研究

具体来看商品零售各品类数据，必选消费品表现相对较强，主要受到暑假户外消费的影响，粮油食品等分项表现较好。然而，可选消费品当月同比大幅下降，大部分分项均出现同比下滑，除了通讯器材类和家用电器、音响器材类表现较为亮眼。通讯器材类和家用电器、音响器材类的表现较强主要受到以旧换新政策的影响。

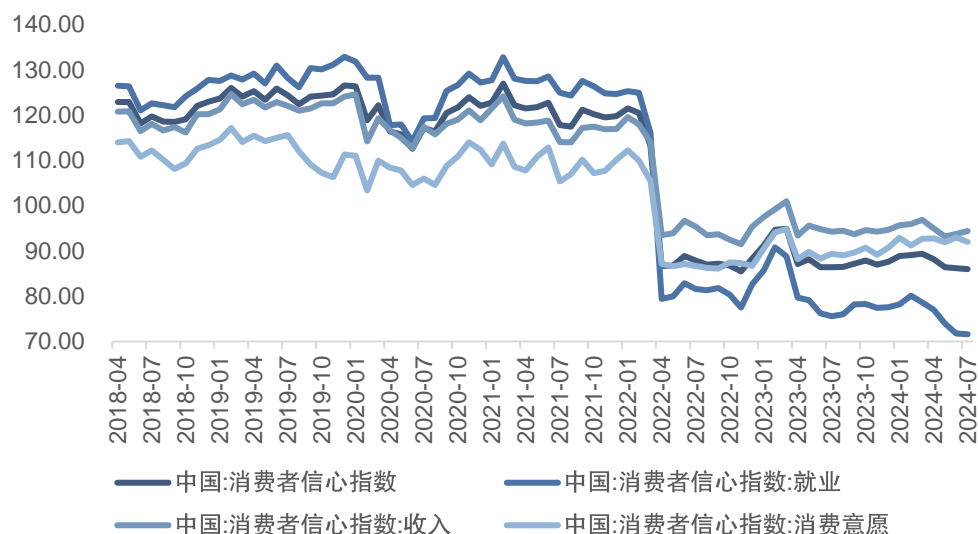
总体来看，消费仍受居民就业和收入的影响，表现偏弱。当前居民和企业部门陷入负向循环，居民收入受损，导致消费降低。与此同时，企业端随着居民需求走弱，生产和投资增速逐步下滑。为了维持利润，企业开始降低成本，进一步降低居民收入，使得内需持续疲软。居民和企业端的负向循环很难单靠市场自身的力量打破，可能需要外部力量来改变这种负向循环。

图 1.5：可选消费品大部分分项均同比下滑（%）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.6：消费受居民就业、收入的影响表现偏弱（%）

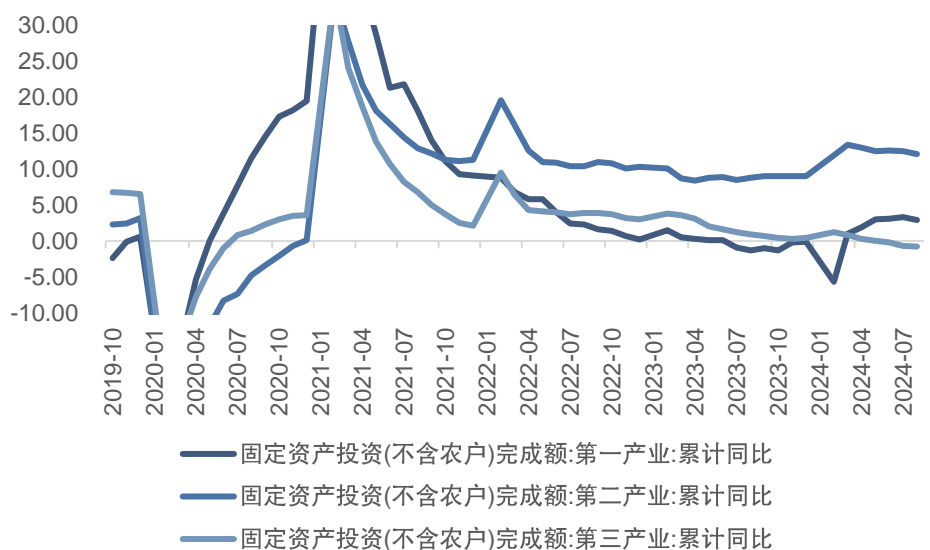


资料来源：Wind 南华研究

3、投资增速也在逐步放缓

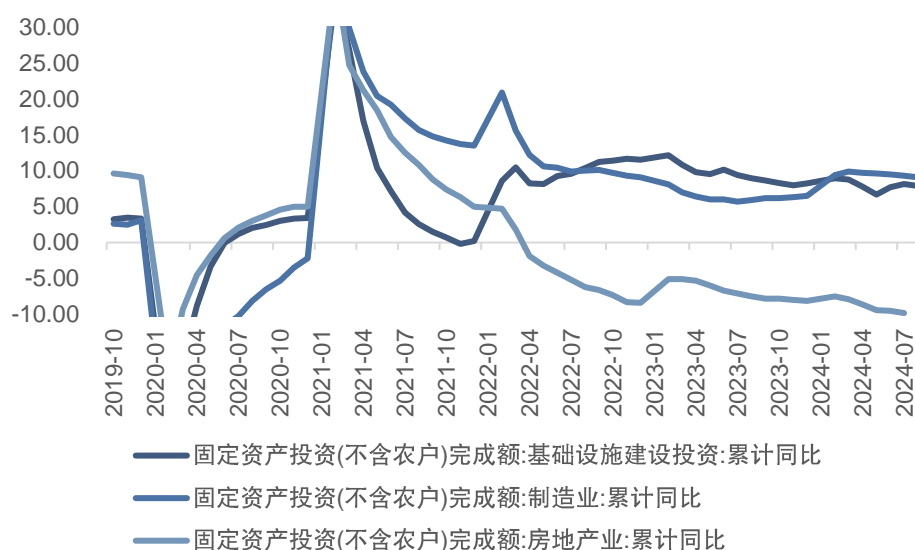
投资增速也在逐步放缓，8 月份固定资产投资完成额累计同比增速为 3.4%，较上月下降了 0.2 个百分点。按产业来看，8 月份第一产业累计同比增速为 2.9%，较上月下降了 0.4 个百分点；第二产业累计同比增速为 12.1%，较上月下降了 0.4 个百分点；第三产业累计同比增速为 -0.8%，降幅较上月扩大了 0.1 个百分点。相对于其他产业，第二产业总体仍表现较强。按行业来看，8 月份基建投资累计同比增速为 7.87%，较上月下降了 0.27 个百分点；制造业投资累计同比增速为 9.1%，较上月下降了 0.2 个百分点。基建投资持续下滑，但近期的社融数据显示财政发力有所加快，未来基建投资增速可能会得到一定的支撑。

图 1.7：固定资产投资分产业情况（%）



资料来源: Wind 南华研究

图 1.8: 固定资产投资分行业情况 (%)

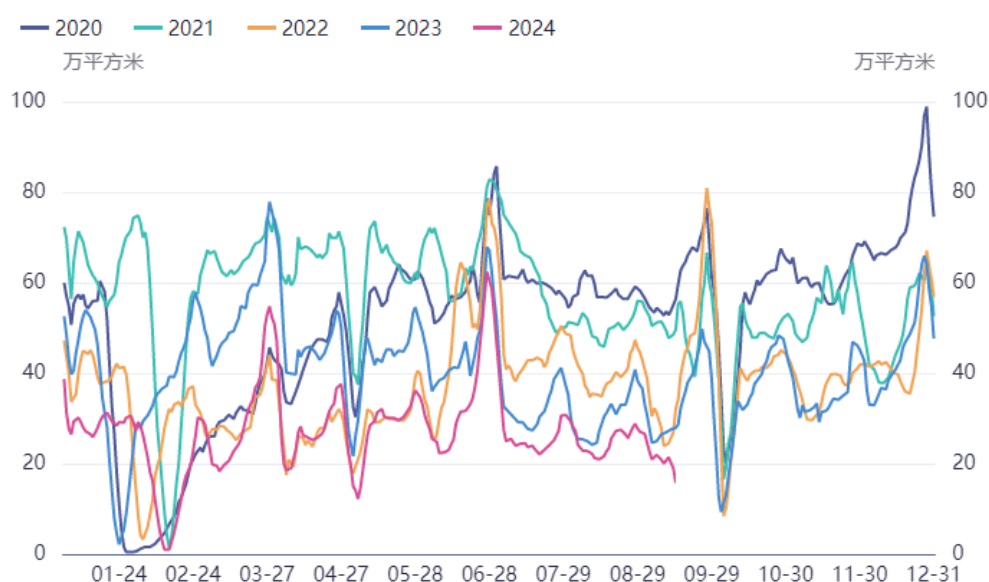


资料来源: Wind 南华研究

4、地产仍处于筑底阶段

尽管房地产市场正处于传统的“金九银十”旺季，但从30个大中城市的商品房成交面积来看，9月初地产新房销售表现并不如市场预期。居民端观望效应较为明显，而房价预期仍处于下行通道中。短期内，市场可能仍处于筑底阶段。

图 1.9: 市场可能仍处于筑底阶段

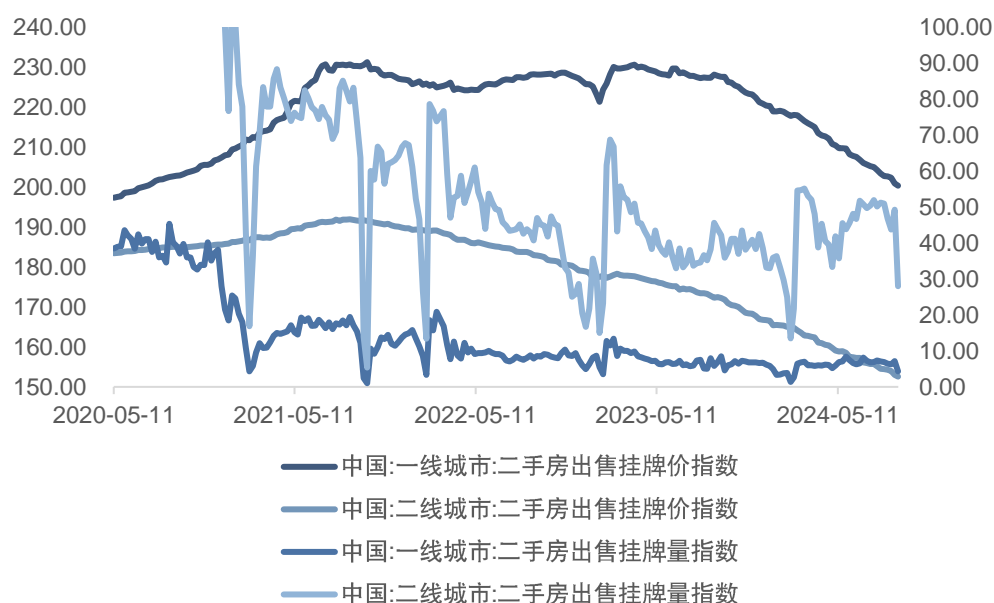


资料来源: Wind 南华研究

从二手房市场来看，二手房市场仍在延续以价换量的趋势。一线和二线城市二手房挂牌价仍处于下行趋势中，近期挂牌量有所增加。挂牌量的增加可能会对新房销

售产生一定的挤出效应。

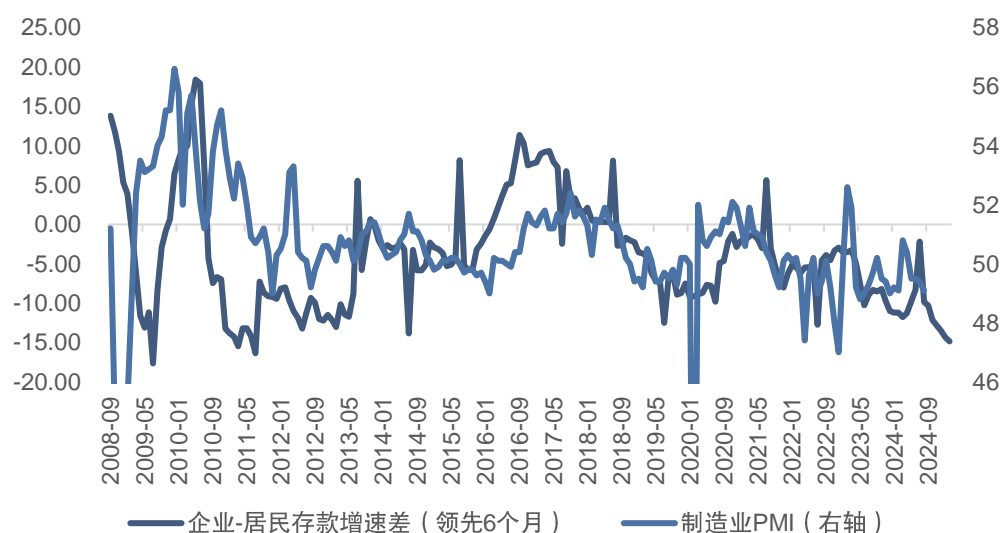
图 1.10：二手房延续以价换量趋势



资料来源：Wind 南华研究

8月份的经济数据持续偏弱，居民需求持续收缩，企业生产和投资持续放缓。核心CPI下降至历史相对低点，M1同比增速持续走弱，M2-M1剪刀差创下2019年6月以来的新高。从居民存款增速差的角度来看，未来制造业PMI可能会持续承压。我们之前提到三季度的经济数据比较重要，如果三季度的经济数据持续偏弱，那么想要完成全年的经济增速目标，四季度的经济压力可能会较大。从7月和8月的经济数据来看，三季度的经济同比增速可能会相对较弱，因此亟需稳增长政策出台。

图 1.11：制造业 PMI 持续承压（%）



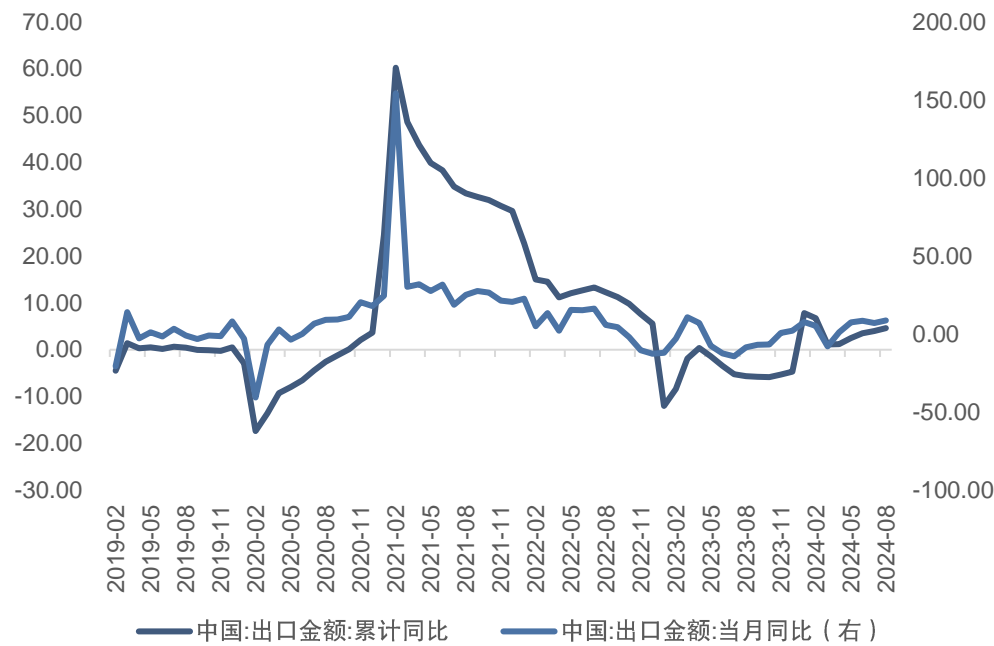
资料来源：Wind 南华研究

未来出口增速可能难以持续保持高位。当前国内经济的主要矛盾依然在国内，随着四季度出口可能的下滑，国内经济将需要政策层面的进一步支撑，以完成全年的目标增速。

1.2 海外经济有所降温

当前我国出口韧性相对较强，前8个月，我国货物贸易保持增长，进出口总值达到28.58万亿元，同比增长6%。而中国8月份的出口（以美元计价）同比增长了8.7%，进口增长了0.5%。出口表现相对较强，主要受到美国补库周期持续、欧洲消费回暖、低基数等因素的影响。

图 1.12：出口韧性相对较强（%）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.13：主要国家及地区出口情况（%）

时间	主要国家及地区出口金额累计同比(%)								
	美国	欧盟	东盟	日本	韩国	中国香港	中国台湾	澳大利亚	俄罗斯
2024-08	2.80	0.70	10.60	-5.50	-2.40	10.40	12.40	-4.40	0.40
2024-07	2.40	-1.10	10.80	-6.30	-3.10	10.70	13.30	-4.50	-1.10
2024-06	1.50	-2.60	10.70	-6.30	-3.70	10.60	11.60	-4.90	-0.80
2024-05	0.20	-3.90	9.70	-7.70	-5.30	10.80	8.50	-6.20	-1.80
2024-04	-1.00	-4.80	6.30	-9.20	-7.40	11.00	4.30	-7.70	-1.90
2024-03	-1.30	-5.70	4.10	-8.70	-9.30	10.70	5.20	-8.90	2.60
2024-02	5.00	-1.30	6.00	-9.70	-9.90	16.40	4.40	-7.50	12.50
2024-01	-1.80	-6.30	18.20	0.40	0.10	48.50	28.80	-12.40	15.00
2023-12	-13.10	-10.20	-5.00	-8.40	-7.20	-6.30	-16.00	-5.30	46.90
2023-11	-13.80	-11.00	-5.50	-8.60	-7.80	-7.10	-17.10	-4.80	50.20
2023-10	-15.40	-10.60	-5.30	-8.60	-8.20	-8.00	-19.00	-4.20	52.20

资料来源：Wind 南华研究

然而，我们认为未来出口涨幅可能会有所走弱。美国经济大概率会朝着偏弱的方向发展，美国经济衰退的预期，我们认为可能过于激进和悲观。9月19日，美联储宣布降息50BP，略超市场预期，但也在情理之中。美联储在本次会议上下调了GDP、通胀预测，上调了失业率预测。本次美联储认为2024年GDP增速预期为2.0%，而前期预测为2.1%。本次会议预测2024年PCE以及核心PCE为2.3%和2.6%，前期预测为2.6%、2.8%。失业率则从4.0%上调至4.4%。当前美联储主要担

心的是就业市场，通胀已不再是影响美联储降息决定的主要指标。

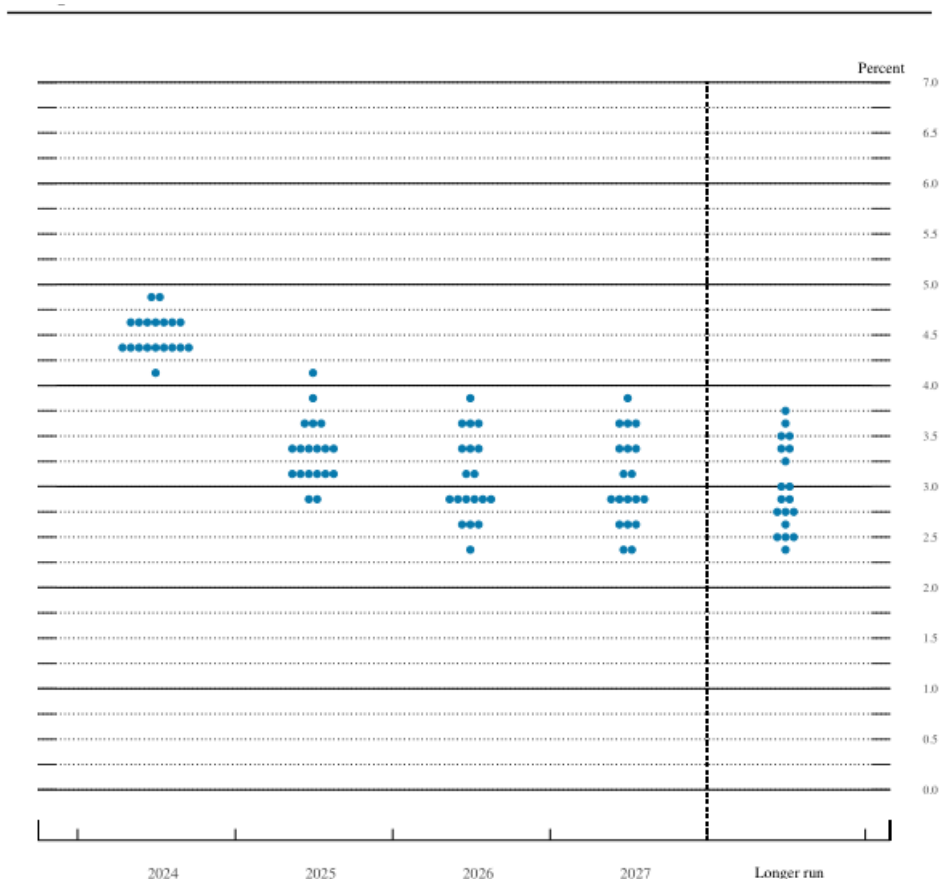
图 1.14：2024 年 9 月美联储经济预测（%）

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.8-2.6	1.3-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5
June projection	2.1	2.0	2.0		1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.1		1.7-2.0	1.4-2.7	1.5-2.5	1.7-2.5		1.6-2.5
Unemployment rate	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	4.2-4.7	3.9-4.5	3.8-4.5	3.5-4.5
June projection	4.0	4.2	4.1		4.2	4.0-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3		3.9-4.3	3.8-4.4	3.8-4.3	3.8-4.3		3.5-4.5
PCE inflation	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0	2.1-2.7	2.1-2.4	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0
June projection	2.6	2.3	2.0		2.0	2.5-2.9	2.2-2.4	2.0-2.1		2.0	2.5-3.0	2.2-2.5	2.0-2.3		2.0
Core PCE inflation ⁴	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0		2.4-2.9	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0-2.2	
June projection	2.8	2.3	2.0			2.8-3.0	2.3-2.4	2.0-2.1			2.7-3.2	2.2-2.6	2.0-2.3		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	4.1-4.9	2.9-4.1	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.8
June projection	5.1	4.1	3.1		2.8	4.9-5.4	3.9-4.4	2.9-3.6		2.5-3.5	4.9-5.4	2.9-5.4	2.4-4.9		2.4-3.8

资料来源：Fed 南华研究

本次降息50个BP主要是对落后曲线的补充。本轮美联储降息较晚，这才使得首次降息50BP的幅度略显激进。本次大幅降息并不是新的节奏，而是一次校准。未来的降息节奏主要是观察美国经济的基本面，若美国经济数据显示美国经济表现相对韧性，那么年内更可能是连续小幅降息，每次降息25BP，年内降息100BP。

图 1.15：2024 年 9 月美联储点阵图

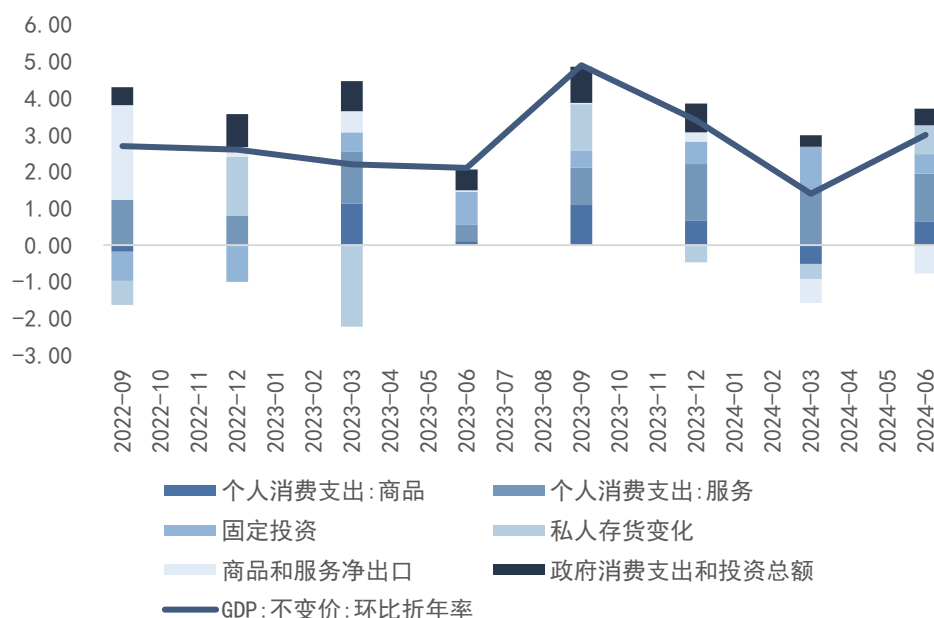


资料来源：Fed 南华研究

美国本次降息在一定程度上可能会对经济有一定的修复作用，而随后的连续降息也

会在一定程度上降低企业、消费的借贷成本，刺激投资和消费，后续仍需密切关注美国经济数据情况。虽然我们认为美国经济增长回落将是大方向（经济增长放缓），但若将美国二季度GDP拆分来看，私人消费、制造业投资和进口均体现美国内需仍有韧性，美国经济没有太多衰退迹象和基础，现在还难言美国经济衰退。

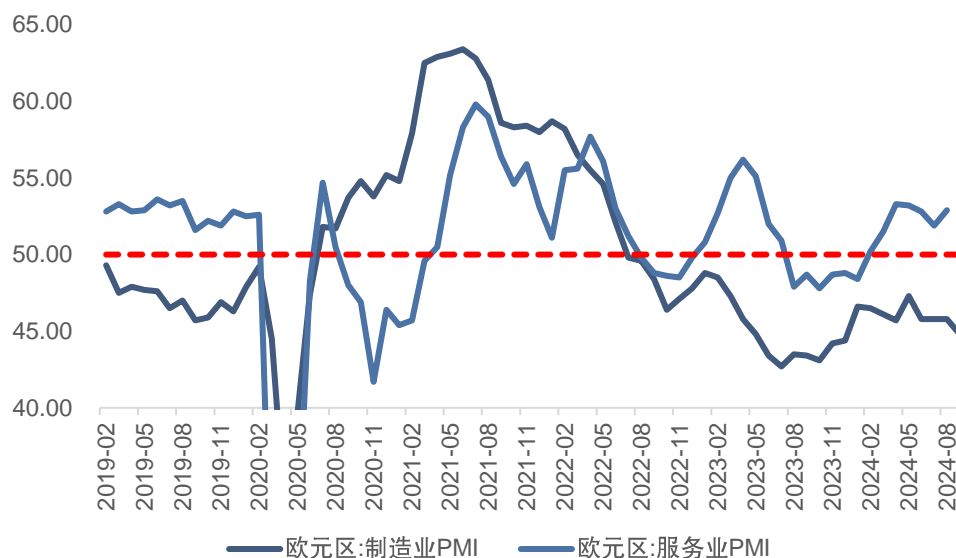
图 1.16：美国经济没有太多衰退迹象和基础（%）



资料来源：Wind、南华研究

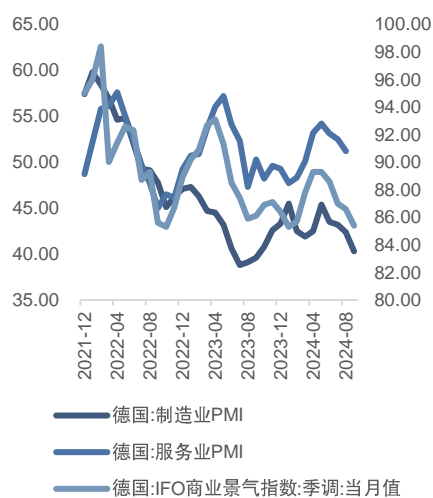
欧洲经济持续放缓，根据欧元区PMI指数，欧元区制造业PMI自5月以来持续下行，并持续低于荣枯线。同时，德国、法国经济也在持续转弱。作为欧洲经济引擎的德国，其经济增长动力持续减弱。9月份德国商业景气指数进一步下跌，从8月份的86.6降至85.4，德国经济正面临螺旋式下滑的风险。自2024年巴黎奥运会结束后，9月法国服务业PMI初值显著下降，从8月的55%下降6.7个百分点至48.3%。考虑到美国和欧洲经济开始边际放缓，四季度出口可能会有所减缓。

图 1.17: 欧洲经济持续降温 (%)



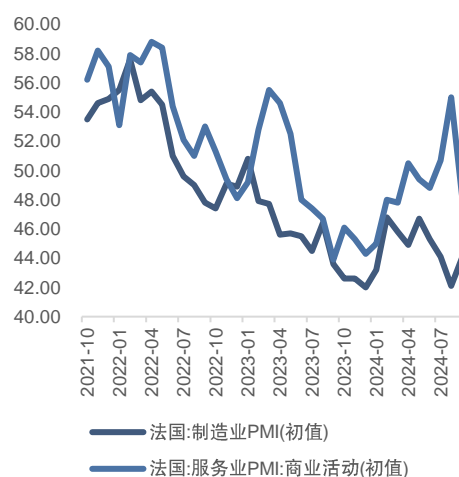
资料来源: Wind 南华研究

图 1.18: 德国商业景气指数继续下跌 (%)



数据来源: Wind 南华研究

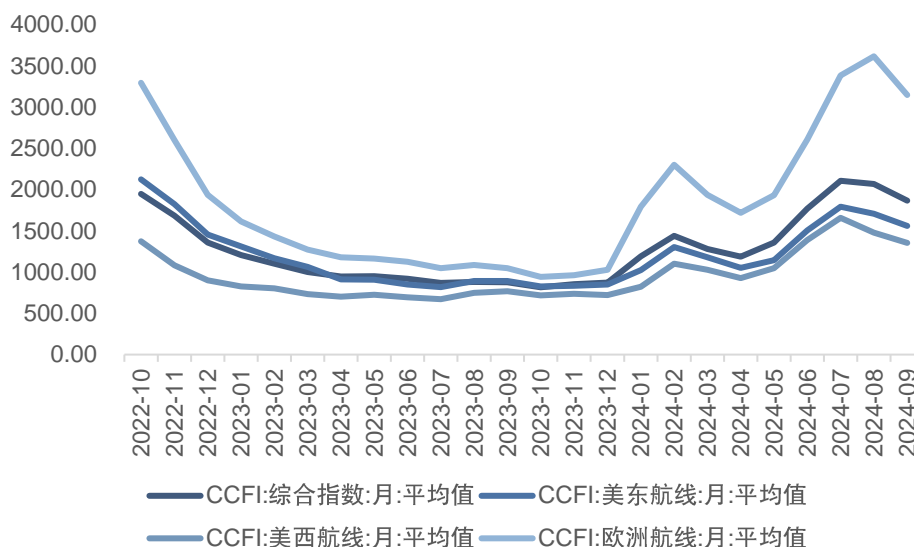
图 1.19: 法国服务业 PMI 初值大幅下降 (%)



数据来源: Wind 南华研究

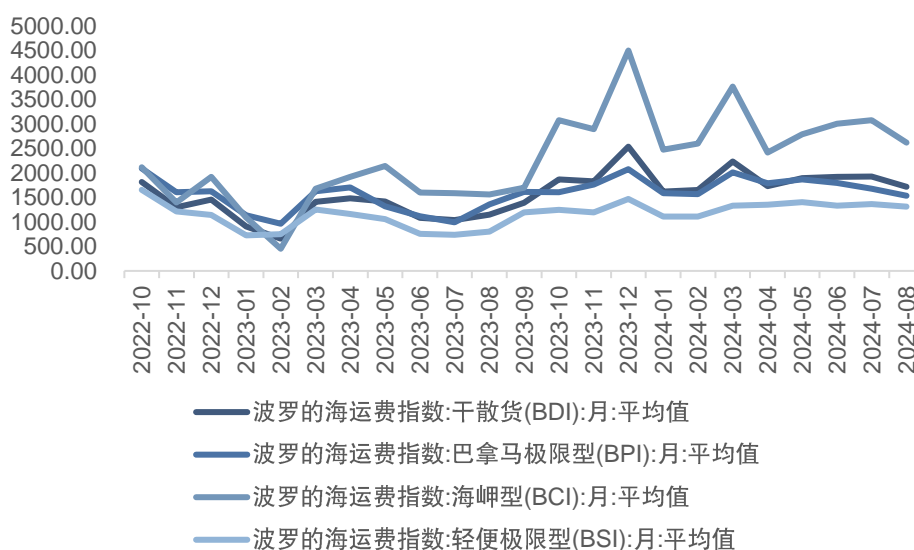
总体来看，从航运相关的高频指标来看，集装箱运价指数环比有所下降，波罗的海运费指数相较于上月也显示出边际下降的趋势。未来出口增速可能难以持续保持高位。当前国内经济的主要矛盾依然在国内，随着四季度出口可能的下滑，国内经济将需要政策层面的进一步支撑，以完成全年的目标增速。

图 1.20: 集装箱运价指数环比回落



资料来源: Wind 南华研究

图 1.21: 波罗的海运费指数环比有所下降



资料来源: Wind 南华研究

1.3 部分行业开始推动产能出清

近期，产能利用率下降的相关行业已经开始推动产能逐步出清，2024 年 9 月 4 日，《经济日报》刊发题为“水泥业积极应对市场挑战”的文章。文章表示，今年以来，受市场需求萎缩等因素影响，水泥行业承压运行。在地产业链等旧动能逐步走弱的趋势之下，叠加内外需走弱等压力下，部分行业开始逐步推进去产能。随后，中国钢铁工业协会组织召开两广地区行业自律会，分析两广地区钢材市场供需形势，研判后期市场走势，探索长短流程企业协同机制，维护区域市场平稳有序发展，达

近期，产能利用率下降的相关行业已经开始推动产能逐步出清。本轮产能利用率下降是多重因素共同作用的结果，这一过程具有摩擦性、周期性和结构性特点。新一轮产能出清可能主要由市场主导，政策层面虽可能通过制定配套措施，积极引导产业结构优化升级，但未来的工作重点应放在刺激需求端。

成一致协议，决定实施封炉减产计划，减产幅度高达30%。

观察本次各行业的产能利用率情况，可以发现，本次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均低于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显得较低。相较之下，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。

图 1.22：2016 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	74.43	66.60%
	油气开采	85.40	88.40	88.30	91.20	90.10	89.80	92.00	91.36	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	75.31	55.50%
	化纤制造	81.40	83.70	81.80	83.20	80.50	84.50	82.30	84.30	77.70%
	非金属矿物	69.70	71.00	69.90	70.30	68.00	69.90	67.00	64.67	11.10%
	黑色冶炼	71.70	75.80	78.00	80.00	78.80	79.20	76.30	78.16	55.50%
	有色冶炼	75.20	78.50	78.80	79.80	78.50	79.50	79.30	79.48	66.60%
中游设备	通用设备	71.10	76.70	77.30	78.60	77.30	81.00	79.20	79.19	66.60%
	专用设备	71.60	76.30	79.10	78.80	77.00	80.00	77.60	77.51	44.40%
	汽车制造	79.00	82.20	79.80	77.30	73.50	74.70	72.70	74.57	33.30%
	电气机械	76.90	79.60	78.00	79.40	78.10	81.00	77.30	76.99	22.20%
	电子通信	77.60	80.10	79.40	80.60	77.70	80.30	77.80	75.74	11.10%
下游消费	食品制造	73.30	75.60	75.30	72.90	70.40	73.90	71.70	70.26	11.10%
	纺织	76.00	80.20	79.80	78.40	73.10	79.50	77.20	76.37	33.30%
	医药制造	75.00	79.10	77.60	76.60	75.00	77.40	75.60	74.90	11.10%

资料来源：wind 南华研究

从营收利润率这一关键经济指标来分析，我们可以发现，上游采矿业的整体营收和利润表现较为强劲，相比之下，其他行业的表现则普遍较弱。特别是燃油加工和黑色金属冶炼行业，它们的营收利润率下降幅度较为显著，均超过了4%，其次是非金属矿物制品和汽车制造业。这在一定程度上验证了产能利用率所反映的各行业产能利用的实际状况。

总体来看本次各行业产能利用情况呈现以下特征。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：与市场需求的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。

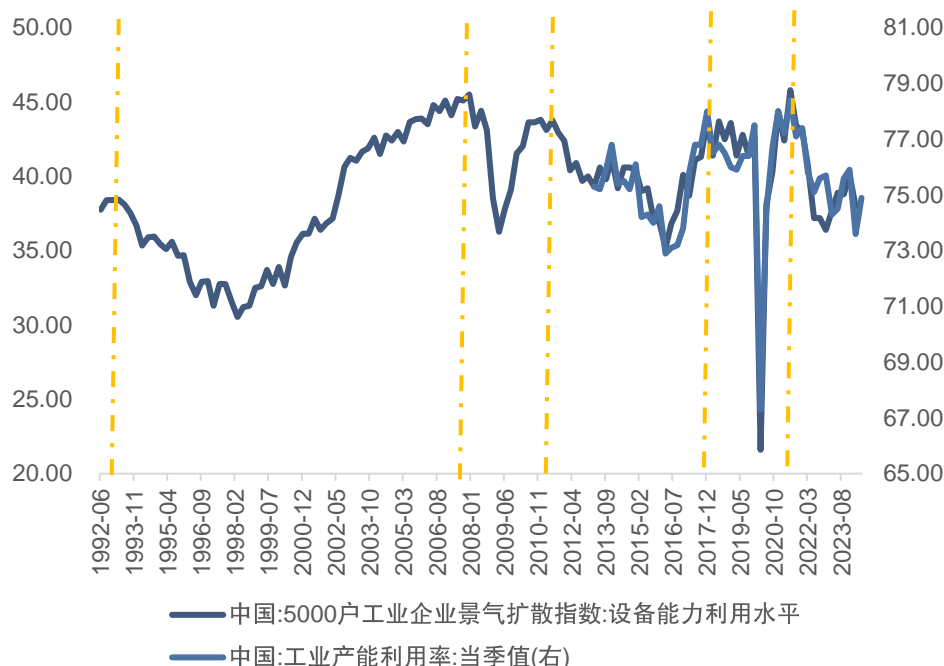
图 1.23：2016 年-2023 年各行业的营收利润率情况

行业	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023与2018年差值
上游采矿	煤炭采选	11.72%	12.90%	10.67%	21.36%	25.57%	10.10%
	油气开采	18.68%	18.75%	3.94%	17.84%	27.62%	6.49%
	黑色采矿	2.15%	6.51%	8.96%	13.81%	11.94%	9.59%
	有色采矿	11.26%	11.65%	14.07%	17.05%	21.71%	11.24%
	非金属采矿	7.88%	9.69%	9.94%	11.47%	11.88%	3.62%
上游原材料	燃料加工	4.74%	2.58%	2.47%	4.88%	0.69%	-4.00%
	化工制造	7.14%	5.73%	6.96%	9.84%	8.15%	-1.80%
	化纤制造	4.69%	3.95%	3.34%	6.61%	2.43%	-2.23%
	橡胶塑料	5.69%	5.54%	6.98%	6.07%	5.69%	0.31%
	非金属矿物	8.76%	8.69%	8.71%	8.80%	7.51%	-2.98%
	黑色冶炼	5.99%	4.05%	3.59%	4.72%	0.54%	-5.31%
	有色冶炼	2.68%	2.93%	3.51%	5.11%	4.00%	1.20%
	金属制品	4.63%	4.89%	4.82%	5.10%	4.37%	-0.44%
中游设备	通用设备	6.60%	6.70%	7.20%	6.80%	6.95%	0.69%
	专用设备	6.80%	7.69%	8.86%	8.36%	8.17%	1.03%
	汽车制造	7.93%	6.34%	6.20%	6.44%	5.62%	-2.90%
	交运设备	6.68%	5.36%	5.27%	3.86%	4.82%	-0.13%
	电气机械	5.81%	6.07%	6.17%	5.50%	5.77%	-0.06%
	电子通信	4.44%	4.80%	5.05%	6.13%	5.08%	-0.20%
	仪器仪表	9.51%	9.91%	10.84%	10.49%	10.49%	0.87%
	其他制造	7.95%	6.44%	6.43%	6.17%	7.25%	-2.67%
	废弃资源利用	5.32%	5.39%	4.35%	4.29%	3.68%	-3.42%
	设备修理业	7.18%	5.77%	4.68%	4.58%	7.85%	0.55%
下游消费	农副食品	4.45%	4.33%	4.60%	4.06%	3.40%	-1.87%
	食品制造	8.31%	9.17%	8.85%	8.04%	8.14%	-0.18%
	饮料制造	13.48%	14.91%	16.67%	17.10%	20.43%	6.56%
	烟草制品	8.82%	8.38%	10.05%	9.78%	10.49%	2.63%
	纺织	4.54%	4.59%	5.27%	5.07%	3.95%	-0.87%
	纺织服装	5.78%	5.62%	5.20%	5.78%	5.45%	-0.71%
	皮革制鞋	5.94%	6.75%	6.31%	5.91%	5.84%	-0.38%
	木材加工	5.16%	4.81%	4.56%	4.71%	4.84%	-0.55%
	家具制造	6.01%	6.65%	6.61%	5.57%	6.17%	-0.45%
	医药制造	12.75%	13.33%	14.74%	21.74%	15.89%	1.03%
	造纸	5.47%	5.49%	6.66%	6.33%	4.07%	-1.82%
	印刷	6.58%	6.90%	6.81%	6.38%	6.04%	-0.65%
	文体用品	5.30%	5.88%	5.62%	5.77%	5.45%	-0.38%

资料来源：wind 南华研究

而我国历史上多次出现产能利用率下行的情况。自1992年以来，国内产能利用率经历了明显的周期性变化。这五个周期分别为1992年6月至2007年9月、2007年12月至2011年6月、2011年6月至2017年12月、2017年12月至2021年6月以及2021年6月至今。其中，第二个周期（2007年12月至2011年6月）和第四个周期（2017年12月至2021年6月）主要受到亚洲金融危机、疫情的冲击，整个周期的时间相对较短。因此，通过对比其他两个周期内产能利用率下行的情况以及当时走出周期的主要措施，以了解本轮产能利用的主要特征和未来可能的走出途径。

图 1.24: 历年产能利用情况 (%)



资料来源：Wind 南华研究

前两轮产能过剩主要是政策刺激叠加国内外需求走弱的结果。1992 年的产能过剩主要源于改革开放后固定资产投资的激增和供给扩张的惯性，同时，投融资体系的不完善、企业市场化经营水平的不足以及国有企业退出机制的不畅，都加剧了轻工业等关键行业的产能过剩问题，对此采取的措施主要是行政手段和国企改革。而 2011 年的产能过剩则是 2008 年四万亿经济刺激计划的直接后果，特别是在与房地产、基础设施建设相关的钢铁、水泥等行业中表现突出，对此采取的措施更加侧重于供给侧结构性改革和长效机制的建立。

图 1.25: 1993 年期间固定资产投资增速快速上涨 (%)



资料来源：Wind 南华研究

与前两轮相比，本轮产能利用率的下降有其独特之处。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，部分新兴产业在国家政策的鼓励和产业前景的吸引下，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。

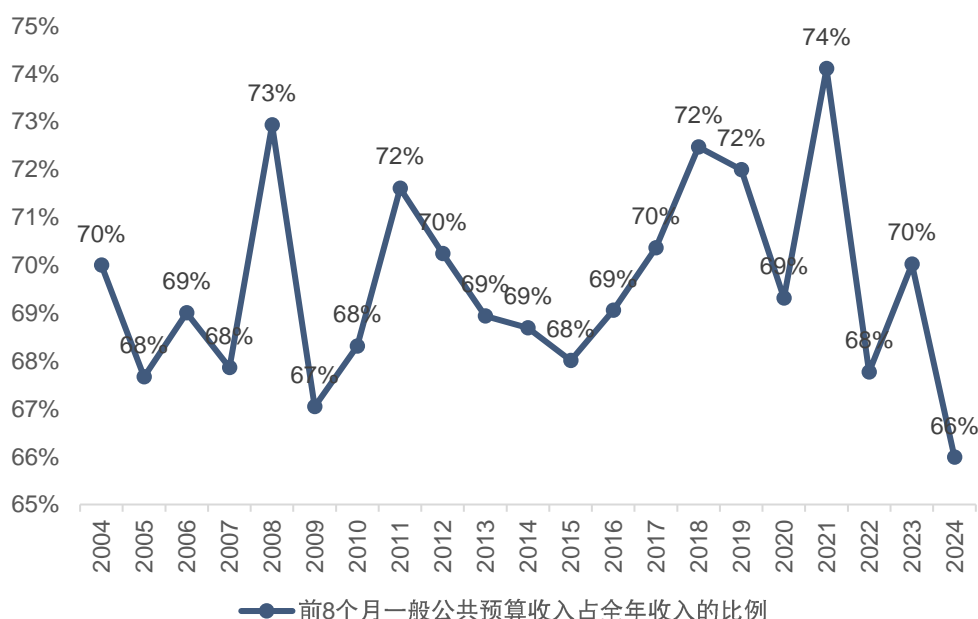
根据最新动态来看，新一轮的产能出清或许主要由市场所主导，而政策层面亦能通过制定相应的配套措施，积极引导产业结构的优化升级，推动旧动能的有序出清，并遏制新动能的无序增长。此外，我们认为，未来工作的重中之重应放在刺激需求端。面对全球经济增长的放缓以及潜在的贸易摩擦，整体的外部环境对国内出口企业并不友好，因此，未来的政策重心或主要在内需上。当前需求端的核心问题在于居民收入。为了有效扩大国内消费，根本途径在于增强居民的消费信心和消费意愿，这不可避免地需要稳定就业市场和提升居民收入水平。因此，或许未来政策端仍需聚焦于促进居民收入增长和消费意愿的提升。

财政收入存在缺口。截至 8 月份，一般公共预算收入仅完成全年目标的 66%，政府性基金收入仅完成全年目标增速的 38%，财政收入难以完成全年预算目标。

1.4 财政收入存在缺口

根据年初财政预算安排，今年全国一般公共预算收入预计为223950亿元，同比增长3.3%。但截至8月份，一般公共预算收入累计同比为-2.6%，完成全年目标的66%。如果要完成全年一般公共预算收入目标，9-12月的一般公共预算收入需要达到大约17%的增速，难度较大。若按照当前增速计算全年一般公共预算收入，则全年的缺口约为1.28万亿元。

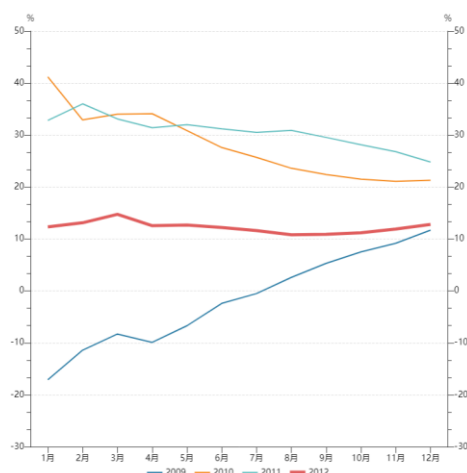
图 1.26：截止到 8 月，一般公共预算收入完成全年目标的 66%



资料来源：Wind 南华研究

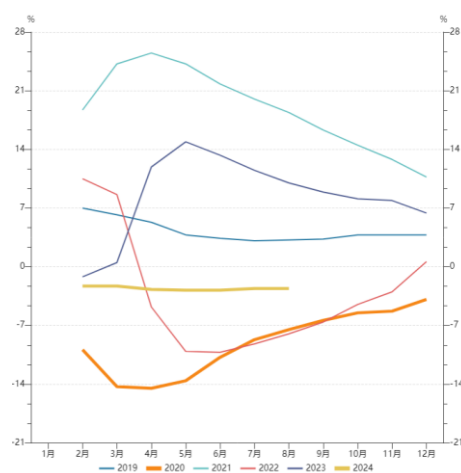
从往年来看，2003年以来，仅有2015年、2019年、2022年、2023年未完成目标。而2009、2020年在前期增速不及预算目标后，随后月份加速增收，最终顺利完成目标。2009年主要是四万亿的政策刺激，带动经济走强，也进一步带动一般公共预算收入在三、四季度转正。而2020年则主要是受疫情的影响，一般公共预算收入持续下滑，随后央行发行1万亿抗疫特别国债，财政收入随后收窄，同时因为预算目标相对较低，因此，得以完成全年财政收入预算目标。

图 1.27：2009 年一般公共预算收入在三、四季度转正



数据来源：Wind 南华研究

图 1.28：2020 年央行发行 1 万亿抗疫特别国债得以完成预算目标

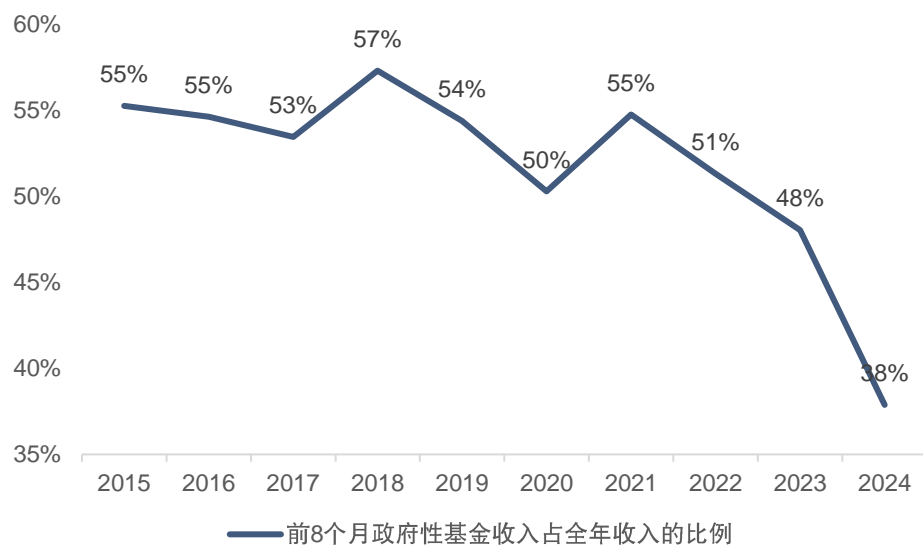


数据来源：Wind 南华研究

其次，观察政府性基金收入可以发现，2024年8月累计同比下降21.1%，仅完成全年目标的38%。若以当前增速推算全年政府性基金收入，则预计全年只能完成预算目标的79%，缺口在1.5万亿元左右。

从目前经济基本面偏弱的情况来看，如果仅靠经济自身的力量，或许很难完成全年财政目标，主要是由于税收收入增速较慢导致一般公共预算偏弱。因此，需要进一步增量稳增长政策的发力。同时，若增量稳增长政策力度偏弱，年内也很难完成财政收入目标。总体来看，2024年财政缺口约为2.7万亿元左右，四季度我们还要面对财政缺口的压力相对较大的问题。

图 1.29：截止到 8 月，政府性基金收入完成全年目标的 38%



资料来源：Wind 南华研究

2. 国内进入政策预期定价阶段

四季度经济在一定程度上有政策的支撑，表现或强于三季度，而资产价格主要依赖于政策端的发力。当前实施的“两新”政策预计将在四季度逐步显现效果，为经济提供支撑。9月24日国新办新闻发布会上宣布的政策组合拳，点燃了市场情绪，市场正期待财政政策的进一步加码。目前，目前市场进入了政策预期定价。

我们认为，受到今年财政收入缺口的影响，决策层可能会通过全国人大增加赤字，增发国债来弥补资金缺口。如果选择调整赤字、增发国债，其操作方式可能与2023年的措施相似。无论采取何种措施，我们认为未来政策的关键在于需要强有力的政策来释放内部需求，政策应着重于促进居民收入增长和提高居民消费意愿。政策的力度同样至关重要，需要一鼓作气，有效修复市场信心。

四季度经济在一定程度上有政策的支撑，表现或强于三季度，当前实施的“两新”政策预计将在四季度逐步显现效果，为经济提供支撑。9月24日国新办新闻发布会上宣布的政策组合拳，点燃了市场情绪，市场正期待财政政策的进一步加码。

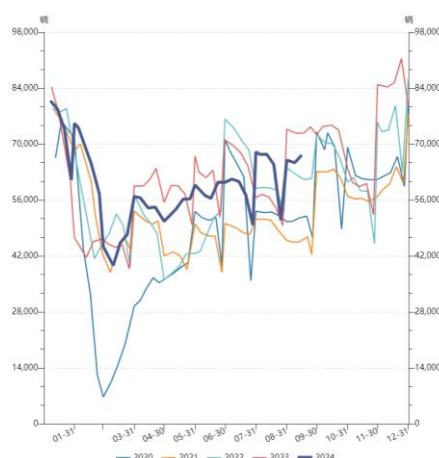
2.1 当前现有的政策

1、两新政策效果主要看未来的经济形势以及信心的修复情况

2024年9月23日，发改委举行专题新闻发布会，介绍大规模设备更新和消费品以旧换新政策总体进展成效。从整体新闻发布会来看，目前以旧换新、设备更新政策工作政策体系已全部构建完成，国债资金也全面下达，设备更新领域1500亿元国债资金已分2批全部按相关规定和程序安排到项目，消费品以旧换新领域1500亿元国债资金已于8月初开始全部下达到地方，整体工作逐步取得成效。

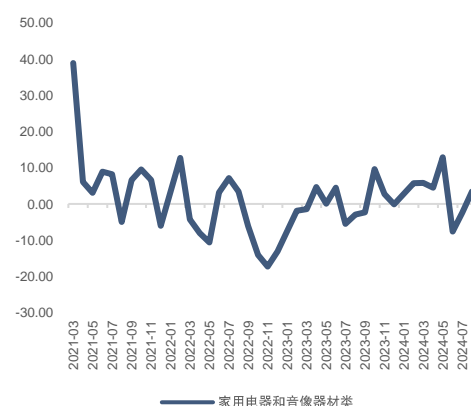
设备更新的政策有效拉动了投资增长，1-8月，设备工器具购置投资增长了16.8%，增长速度比全部固定资产投资（不含农户）高13.4个百分点，对全部投资增长的贡献率达到了64.2%，比前7个月提高了3.5个百分点。同时，消费品以旧换新政策也释放了消费潜能，汽车零售环比大幅增长，家用电器和音像器材类零售额由降转升，各平台、卖场的销售数据也显示出家电以旧换新消费的快速增长。总体来看，“两新”政策的效果正在逐步显现，四季度经济有一定支撑。

图 2.1：乘用车零售表现偏强



数据来源：Wind 南华研究

图 2.2：家电零售额当月同比转正（%）



数据来源：Wind 南华研究

虽然政策力度有所加码，但实际的落地效果仍然存在一定的不确定性。居民和企业的信心不足，企业的盈利状况不佳。此外，消费品购买和设备更新投资的大部分支出仍需要由消费者和企业承担。因此，关键还是要看未来的经济形势和信心的修复情况。

2、降息、降准及调降存量房贷政策效果

2024年9月24日，国新办举行新闻发布会，宣布了一系列加码政策。主要包括以下几个方面：

1、降低存款准备金率 and 政策利率，并带动市场基准利率下行。近期将下调存款准备金率0.5个百分点，向金融市场提供长期流动性约1万亿元；在今年年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率0.25–0.5个百分点。降低中央银行的政策利率，即7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点，从目前的1.7%调降至1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。

2、降低存量房贷利率，并统一房贷的最低首付比例。引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的25%下调到15%。将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。将年底前到期的经营性物业贷款和“金融16条”这两项政策文件延期到2026年底。

3、创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展。第一项是创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。第二项是创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。

总体来看，9月24日的政策组合拳远超市场预期，不仅兑现了前期的降准、降息和降低存量房贷利率，降息幅度超出市场预期的10个基点，降息20个基点，还创设了新货币政策工具以支持股市。本次政策提振了市场信心，尤其是股票市场，整体市场表现较强，A股市场三大主要股指均拉升逾4%，全市场单日成交金额接近一万亿元。此外，国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本金，将按照“统筹推进、分期分批、一行一策”的原则，有序实施，以缓解商业银行面临的资本金紧缺问题。同时，年内还可能下调存款准备金率0.25至0.5个百分点，发布会上强调了货币政策和财政政策的配合，这可能意味着未来财政方面也会有相应的政策措施，下调存款准备金或是配合财政发债。

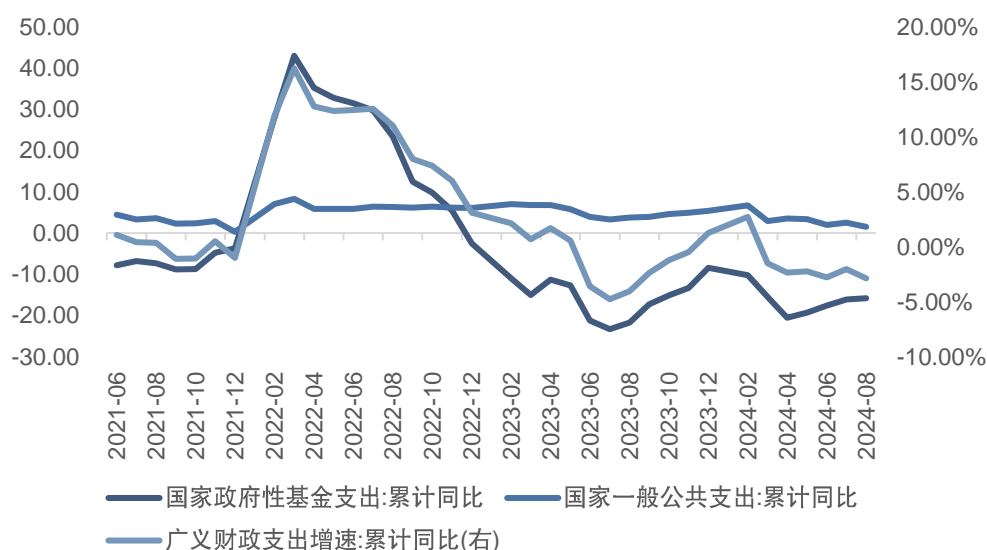
本次政策会议集中落地，引发了市场对政策转向的猜想，9月26日的政治局会议强化了这一预期，提出要“保证必要的财政支出”、“要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收”等事项，但政策转向需要更多证据进一步佐证，可能需要等到10月的政治局会议。

2.2 可能的增量政策

今年总财政缺口相对较大，而决策层多次强调要坚定不移地完成全年经济社会发展目标任务，因此，在当前的经济形势下，必然需要财政支出的发力。可能会通过人大增加赤字，增发国债来弥补资金缺口。

从近期财政支出增速来看，目前财政支出力度相对偏弱。今年两会安排的全国一般公共预算支出为285490亿元，增长4%。然而，截至8月份，一般公共预算支出累计同比增速仅为1.5%，远低于目标增速。而前三个季度地方政府专项债发行节奏偏慢，略低于往年。如果看广义财政支出增速，截止到8月，广义财政支出增速累计同比为-2.86%，较上月下降0.83个百分点。

图 2.3：财政支出力度相对偏弱（%）



资料来源：Wind 南华研究

总体来看，财政支出持续偏弱，主要原因是近期财政收入增速相对偏弱。财政收入存在缺口，如何弥补当前财政缺口？

主要有三种办法。一种是调入资金，通过调入预算稳定调节基金或其他预算资金等方式弥补，但调入资金的规模有限。第二种是削减公共财政支出，在以收定支的基本原则下，往年财政收入不及预算目标时，财政支出也未完成当年的预算目标。第三种是增加赤字、准财政等方式，若前两种方式难以平衡财政收支，则省级以上政府可以在报同级人大或其常委会批准后增列赤字实现平衡。除了增列赤字以外，还可以通过政策性金融工具等准财政的方式弥补缺口。

今年总财政缺口相对较大，而决策层多次强调要坚定不移地完成全年经济社会发展目标任务，因此，在当前的经济形势下，必然需要财政支出的发力。可能会通过人大增加赤字，增发国债来弥补资金缺口。

考虑到当前广义财政支出发力相对偏慢，如果后期加快支出力度，而且，设备更新和消费品以旧换新的政策对经济的拉动效果较好，四季度经济景气度相对较高，能够实现全年的增速目标的情况下，可能通过调入资金以及削减部分政府职能等开支平衡财政收支。但从近期居民收入情况以及经济基本面来看，整体宏观压力还是相对偏大，调整赤字、增发国债仍是必要的。如果要支撑经济，选择调整赤字、增发国债，可能跟2023年的举措类似，增发国债部分当年使用，部分结转到下一年使

用。主要是因为四季度增发国债，在年内形成实物工作量较为有限，可以配合2025年经济目标前置发力，因此，今年使用的增发国债规模并不会很大，可能跟2023年增发国债规模类似。

2.3 政策投向及力度是关键

从前面的分析，我们可以看到，当前破局的关键在于政策，需要出台针对需求端有力有效的政策。1998年经济摆脱低通胀并实现转型升级的过程也给我们一定启示，我们不仅需要积极的财政和货币政策，还需要通过改革来充分释放内外需求，以实现经济的转型升级。

当前，宏、微观体感存在温差，宏观经济数据偏强，但居民收入增速持续放缓，劳动工时持续创新记录，居民部门经济体感相对较差，未来修复微观经济体感是政策的重要目标之一。如果微观体感持续偏弱，居民消费潜能难以持续释放，经济很难摆脱当前困境。因此，未来政策的关键在于强有力的改革释放内部需求。当前经济下行的一个重要原因是居民资产负债表受损，导致有效需求不足。要扩大内部消费，要求居民敢于消费、愿意消费，需要稳就业、提高居民收入。因此，未来的政策需要着力于促进居民收入增长和提高居民消费意愿。

除此之外，政策力度也是关键。如果政策基调始终维持托而不举，等待市场自发修复，那么经济可能需要一个相对较长的时期才能摆脱当前居民和企业部门的负向循环。如果能出台一系列政策组合拳，加大财政支出，修复居民资产负债表，加快新基建、新质生产力的建设，政策层面一鼓作气，有效修复信心。

无论采取何种措施，我们认为未来政策的关键在于需要强有力的政策来释放内部需求，政策应着重于促进居民收入增长和提高居民消费意愿。政策的力度同样至关重要，需要一鼓作气，有效修复市场信心。

3. 大类资产配置展望

股市走势展望：9月24日出台的政策组合拳，目前来看政策的实操效果有待观察，但股市的情绪因素相对较强，市场对政策转向抱有较强的期待，且短期内难以证伪。股市短期内主要由政策预期定价，当前政策利好的确定性相对较高，但仍存在政策预期不兑现的风险。总体来看，在政策预期未能证伪的时间内，股市可能仍维持上涨趋势。

债市走势展望：近期政策组合拳对债市而言，可能是利多出尽，而经济基本面偏弱是支撑债市的基础。因此，在政策转向未证实、经济基本面仍然偏弱的情况下，债市可能更多处于震荡期。

商品走势展望：随着美国降息50BP，市场主要在交易美国着陆，而国内政策组合拳对商品形成了一定的利好情绪。总体来看，短期内商品积极偏强，但仍需经济基本面数据以及后续政策配合。如果只有政策情绪面的支持，商品的反弹高度可能有限，后续需密切关注政策面以及经济恢复情况。

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 APP

