

# 南华宏观2025年度展望

## 穷尽旧路，开启新程

2024年12月20日

### 摘要

回顾2024年，经济总体平稳增长，但结构性矛盾仍然存在。居民和企业的负向循环导致消费动力持续偏弱。房地产市场的调整叠加有效需求的不足，导致政府部门扩张能力受限。居民、企业和政府陷入了负反馈循环之中，而出口成为2024年经济的最大亮点。然而，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2024年那样成为经济的重要支撑，经济亟需破局求变。

展望2025年，破除负反馈循环的关键在于打破低通胀格局，这主要取决于需求端居民收入及就业情况，以及供给端产能出清情况。同时，明年出口的不确定性相对较强，其对经济的支撑作用可能不及2024年，因此需要政策的积极作为。12月经济工作会议的召开，使得政策成为明年经济开启新篇章的一大重要看点。明年货币政策将适度宽松，降息空间可能不会低于今年。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。

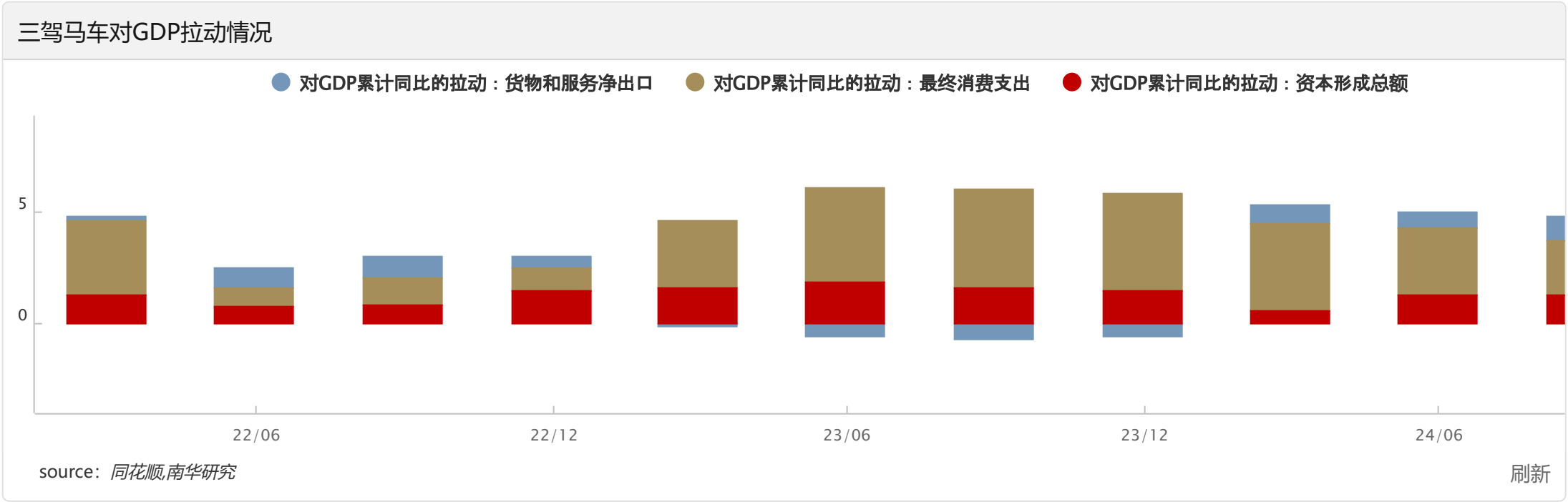
## 1、回顾2024：破局求变

从总量角度来看，2024年经济实现平稳增长，但结构性矛盾仍然存在。从经济结构的角度来看，居民和企业的负向循环导致消费动力持续偏弱。同时，房地产市场的调整叠加有效需求的不足，导致政府部门扩张能力受限。居民、企业和政府陷入了

负反馈循环之中。出口成为2024年经济的最大亮点。然而，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2024年那样成为经济的重要支撑。因此，经济亟需破局求变。

### 1.1 从三驾马车看2024年经济

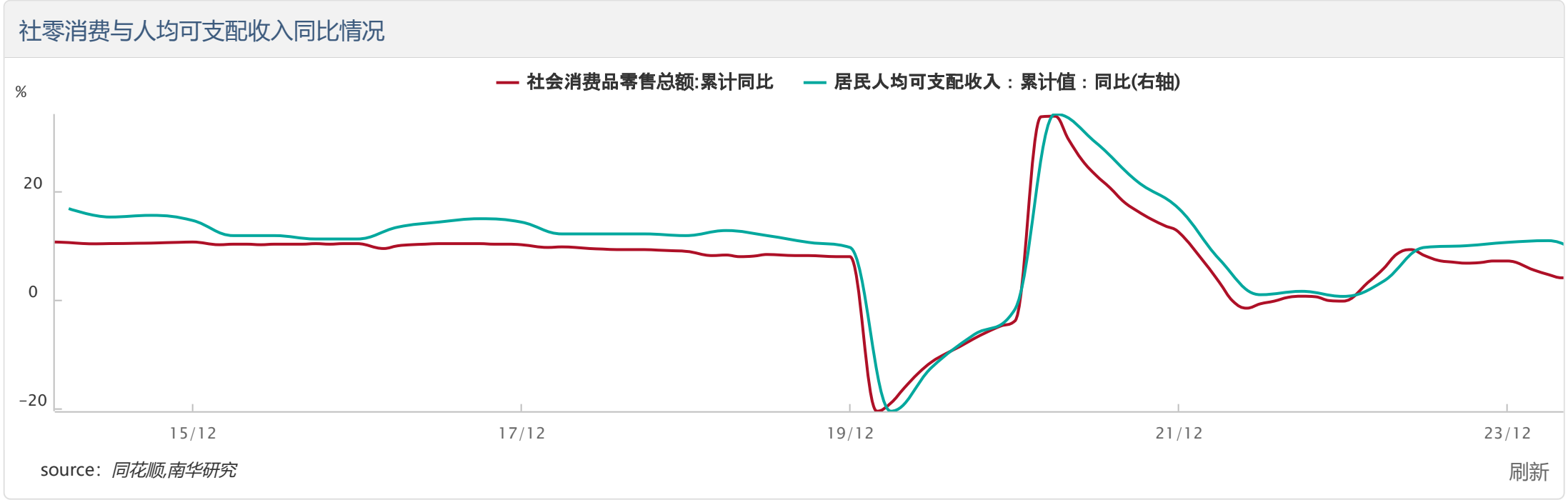
从总量角度分析，2024年经济显示出边际放缓的趋势，而2023年经济则更多呈现出N型走势。那么，为什么2023年经济经历了小幅波动，而2024年经济在第二、第三季度均显示出边际放缓呢？或许我们可以通过分析拉动GDP增长的三驾马车来一探究竟。2023年，消费是拉动经济增长的重要力量，但在2024年，消费对GDP的拉动作用却开始逐季下滑。与此同时，2024年投资对GDP的拉动效果也弱于2023年。出口方面，2023年与2024年对GDP的拉动分别为负向和正向。为何三驾马车在2023年与2024年展现出不同的拉动效果呢？



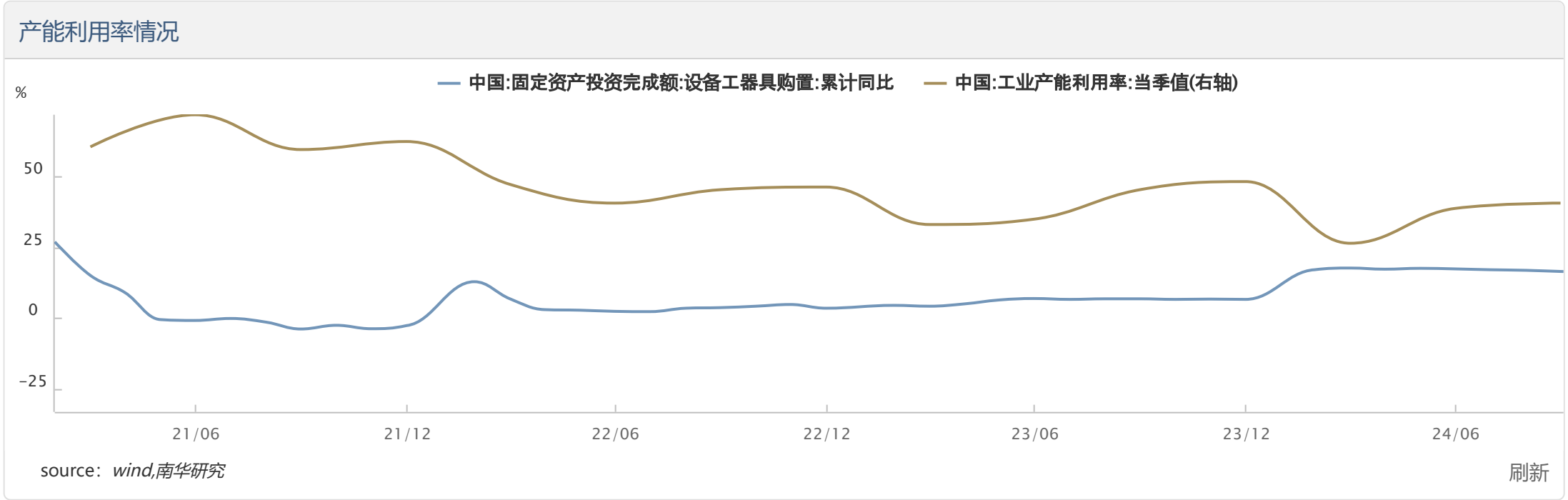
#### 1.1.1 居民企业的负向循环导致消费动力持续偏弱

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。而收入增速放缓的深层原因又是什么呢？考虑到

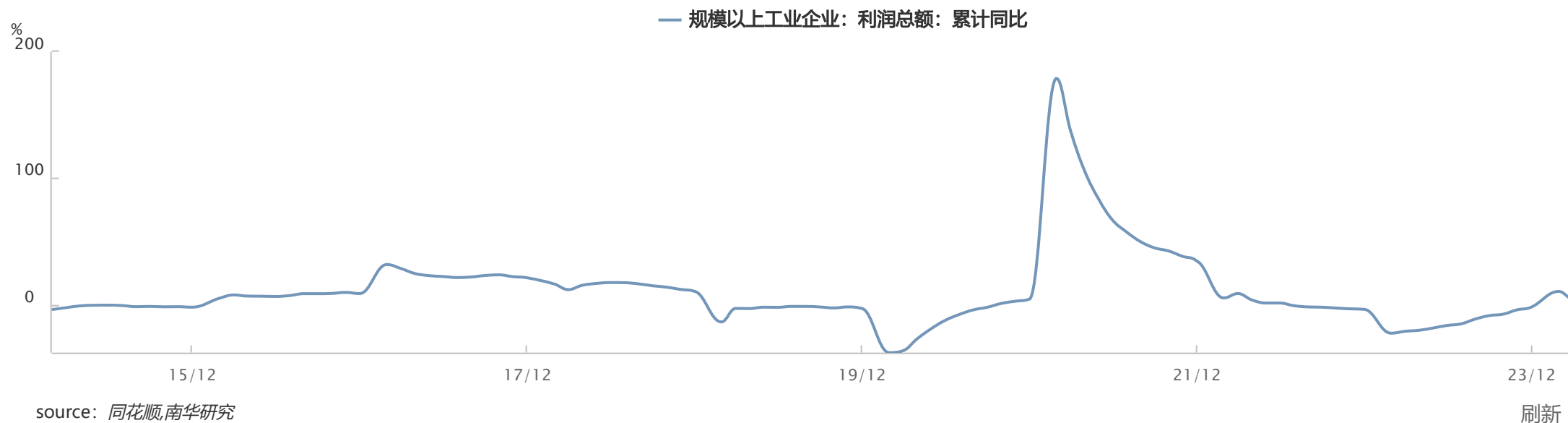
工资性收入在居民可支配收入中的占比高达57%，因此，要解答这个问题，我们需要从企业层面出发，探究居民收入增速持续下降的原因。



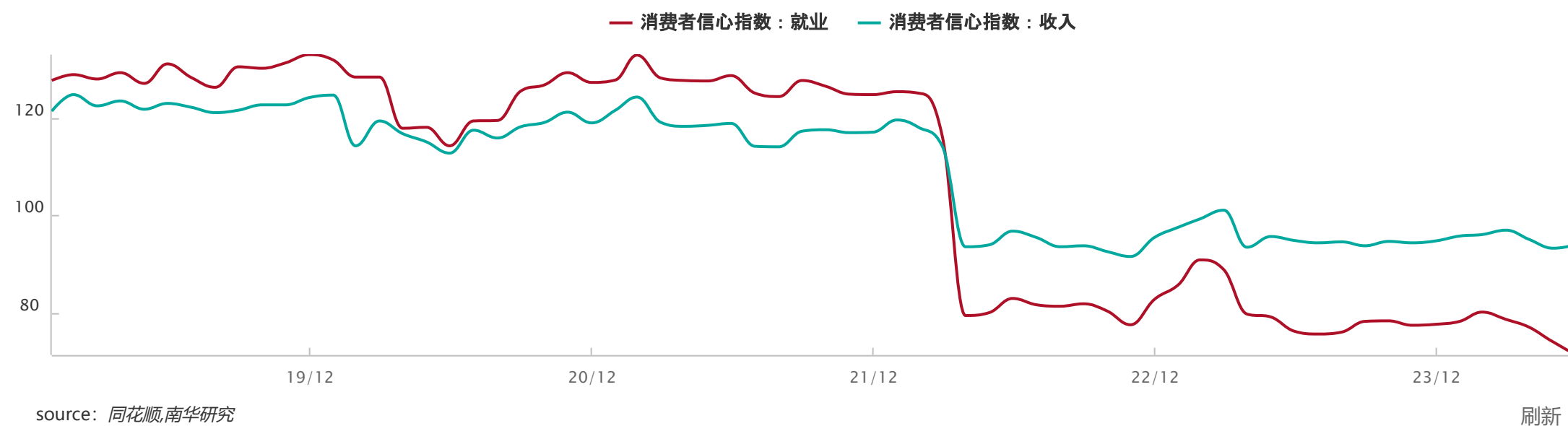
从企业端来看，工业企业的产能利用率目前仍处于相对较低水平。2024年9月的产能利用率为75.1%，位于历史分位数的31.2%，这也使得PPI同比持续处于负值区间。除此之外，2024年下半年工业企业的利润总额持续为负，企业利润的疲软在一定程度上拖累了居民就业。消费者信心就业指数在第二季度大幅下降，之后持续处于较低水平。



## 企业利润情况

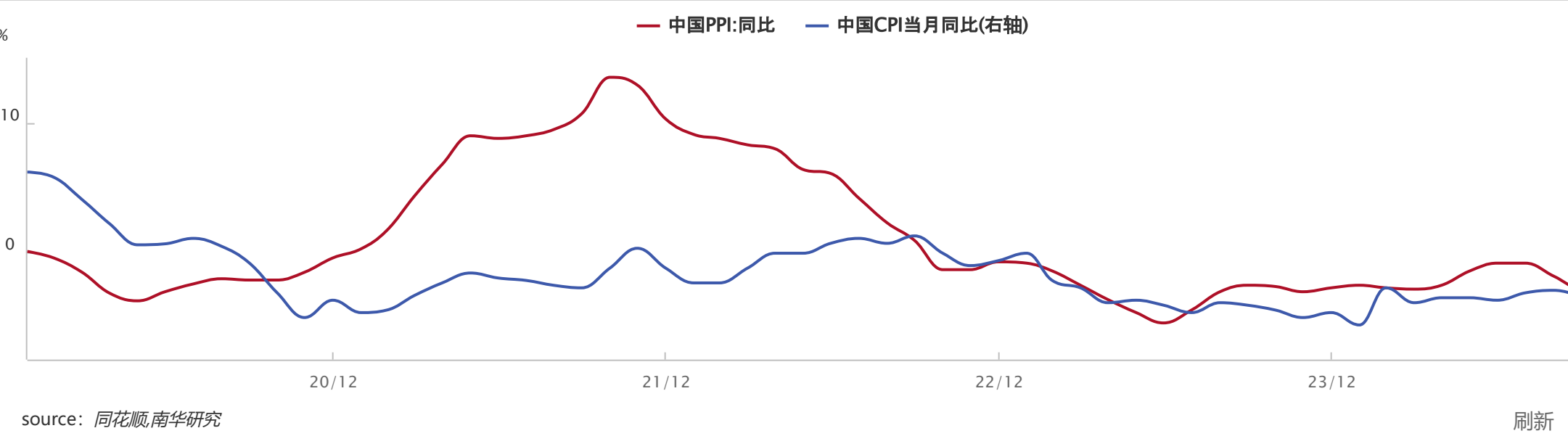


## 消费者信心指数就业和收入指数



通过以上分析，我们可以看到，当前居民和企业陷入了一个负向循环。居民端受到疫情冲击，资产负债表受损，导致消费需求减弱。而消费需求的减弱进一步导致企业产能利用率下降，企业经营利润恶化。恶化的经营利润反过来又影响居民收入，导致居民需求进一步收缩，从而形成了一个螺旋式下降的过程。这一负向循环的最直观表现是CPI和PPI的同比变化。PPI同比持续为负，反映出生产端产能利用率相对较低；CPI同比增速的中枢位于0.3%左右，显示出终端需求持续偏弱。

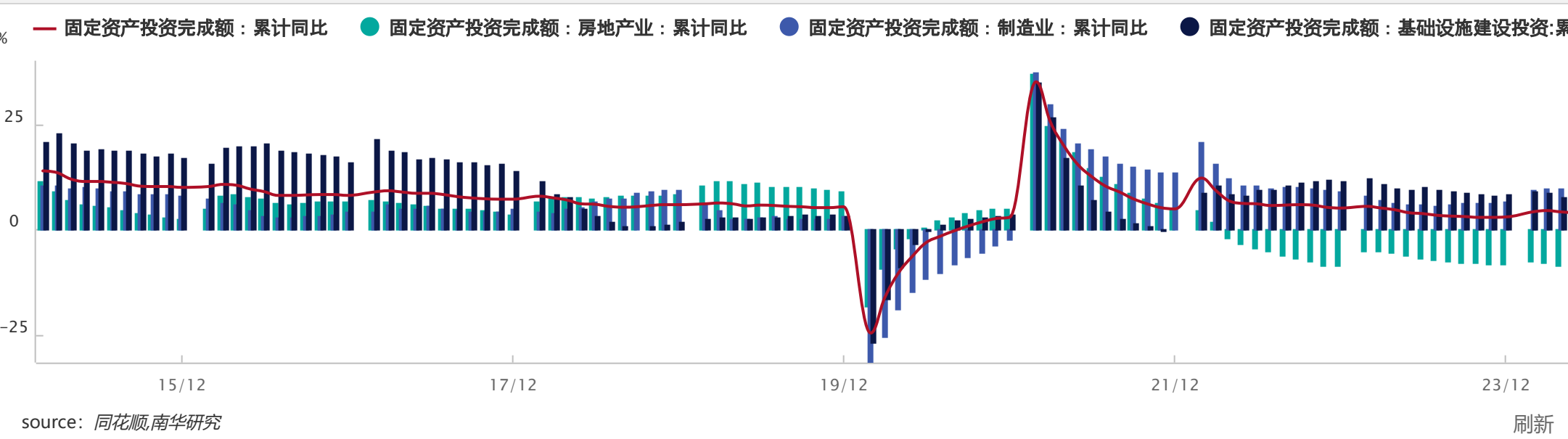
中国PPI:同比和中国CPI当月同比



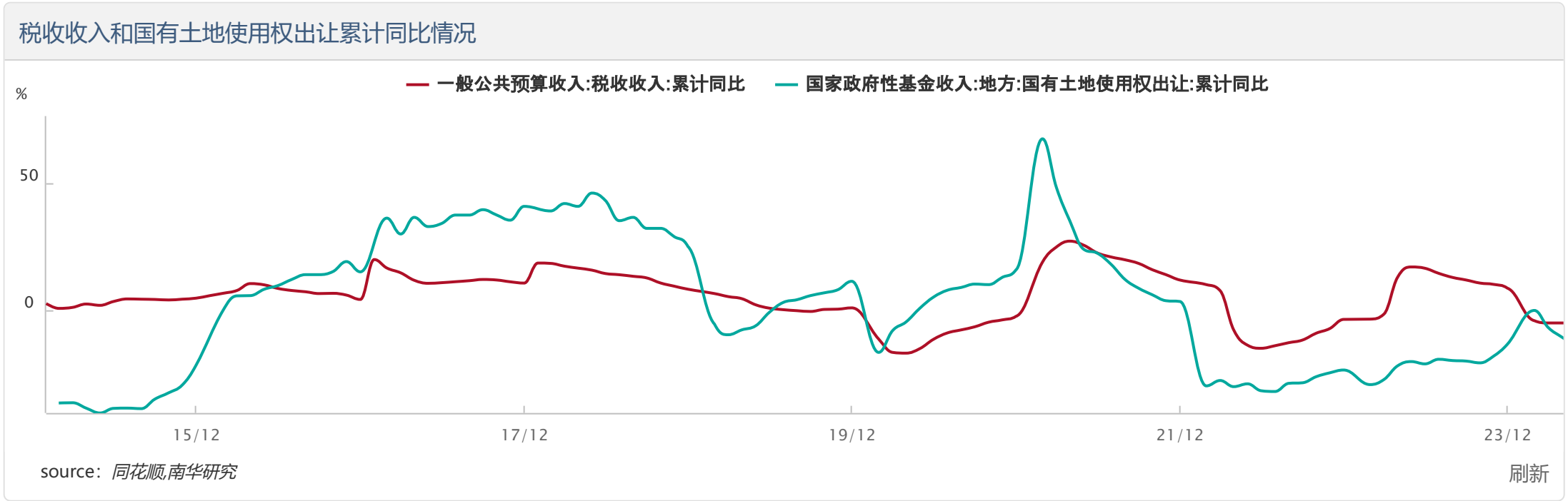
1.1.2 房地产市场调整、有效需求不足导致政府部门扩张能力不足

如果单纯从投资对GDP累计同比的拉动情况来看，2024年三季度资本形成总额对GDP累计同比的拉动为1.26%，而2023年资本形成总额对GDP累计同比的拉动为1.52%，投资在2024年对GDP的拉动略低于2023年。具体从固定资产投资分项中可以看到，拖累2024年投资的主要是地产投资，而制造业投资是拉动投资的主要分项，在2024年制造业投资随着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增速。

固定资产投资完成额累计同比情况

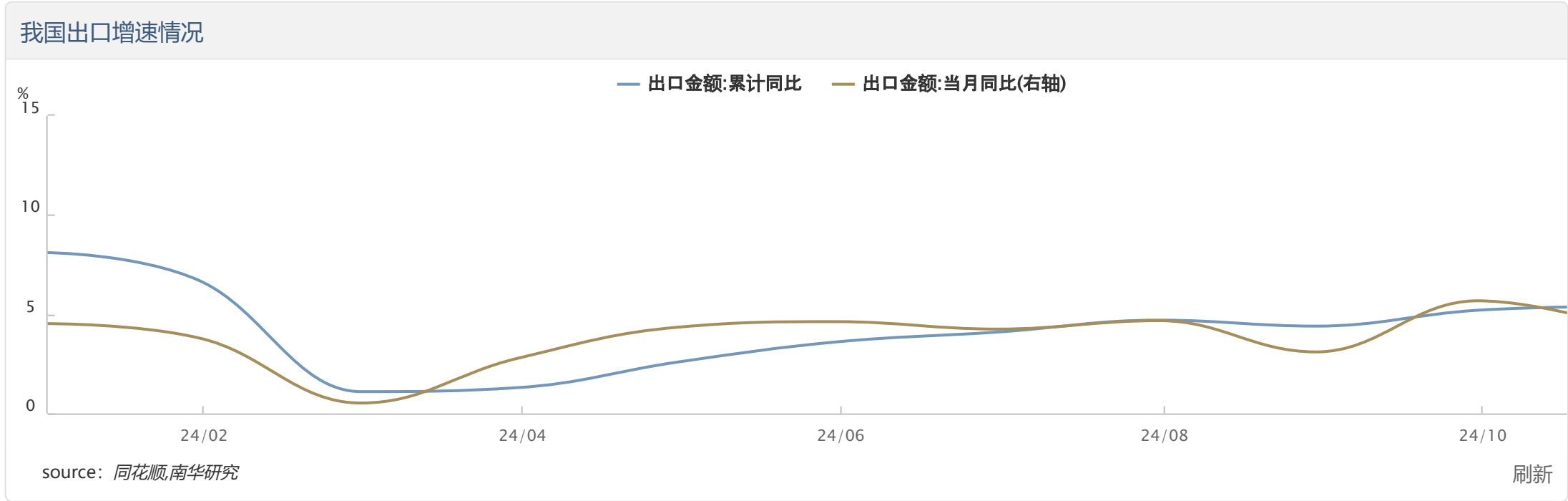


但基础设施投资增速受到上半年政府性基金支出增速较慢的影响，在上半年表现不及2023年，但在9月之后开始逐步加快。财政支出偏弱的主要原因是财政收入增速缓慢，2024年前11个月一般公共预算收入仅完成了全年目标的89%，而政府性基金收入的完成度更低，仅达到了全年目标的60%。而财政收入持续偏弱最主要的原因是当前地产深度调整，土地出让金收入持续锐减，叠加经济有效需求不足，致使财政收入增速放缓。财政收入增速的放缓制约了财政支出的增长。要解决财政收入问题，除了需要推动房地产市场止跌回稳外，还需要在财税体制改革上加大力度，增强地方自主财政能力，拓宽地方税源。



### 1.1.3 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。



## 1.2 面对明年复杂的国际环境，国内经济需要破局求变

对比去年和今年的经济结构，可以明显看出，今年经济仍然处于负反馈循环之中，结构性矛盾依旧存在。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，经济需要破局求变。

## 2、展望2025：穷尽旧路，开启新程

展望明年，破除负反馈循环的关键在于打破低通胀格局，这主要取决于需求端居民收入及就业情况，以及供给端产能出清情况。我们认为，如果依赖市场自发力量修复，走出低通胀格局可能需要相对较长的时间。同时，明年出口的不确定性相对较强，加征关税初期可能会引发抢出口现象，这可能会在上半年对出口形成一定支撑。总体来看，中美贸易战对出口增速及国内经济的影响相对有限，但出口对经济的支撑作用可能不及2024年。因此，需要政策的积极作为。

12月中央经济工作会议的召开，使政策成为明年经济开启新篇章的一大重要看点。1、 货币政策将适度宽松。时隔多年，货币政策基调从“稳健”转为“适度宽松”，明年货币政策整体空间较大，降息空间可能不会低于今年。2、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。



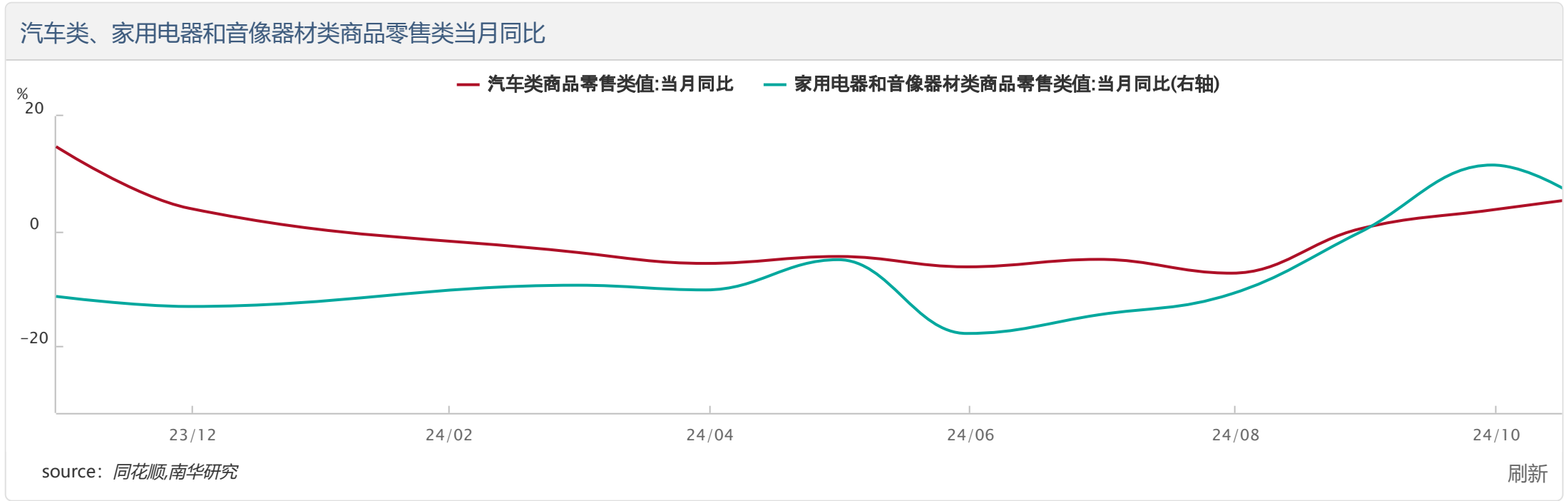
## 2.1 走出负反馈循环的关键是要打破低通胀格局

居民和企业走出负向循环的关键是要打破低通胀格局。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？

### 2.1.1 未来CPI同比关键看有效需求

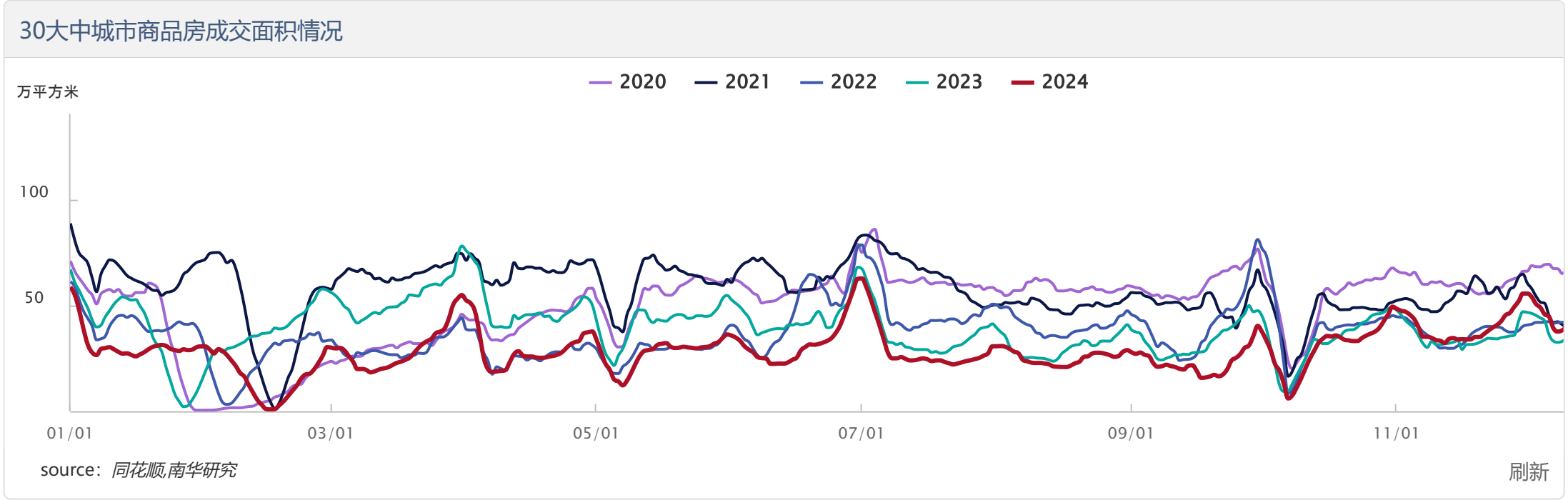
要讨论CPI同比，就离不开对有效需求的分析。未来主要关注两个方面：一是居民收入的修复，二是未来消费端的政策支持。从居民收入修复的角度来看，主要关注工资性收入、经营性净收入以及财产净收入。工资性收入 and 经营性净收入取决于未来企业的利润状况，而企业利润又与有效需求密切相关。因此，居民需求与企业生产经营息息相关。如果单纯依靠居民和企业自发修复，明年的居民收入和就业情况可能并不乐观，CPI同比仍可能处于相对低位。因此，我们需要关注外部力量的支持，即未来消费端的政策支持。

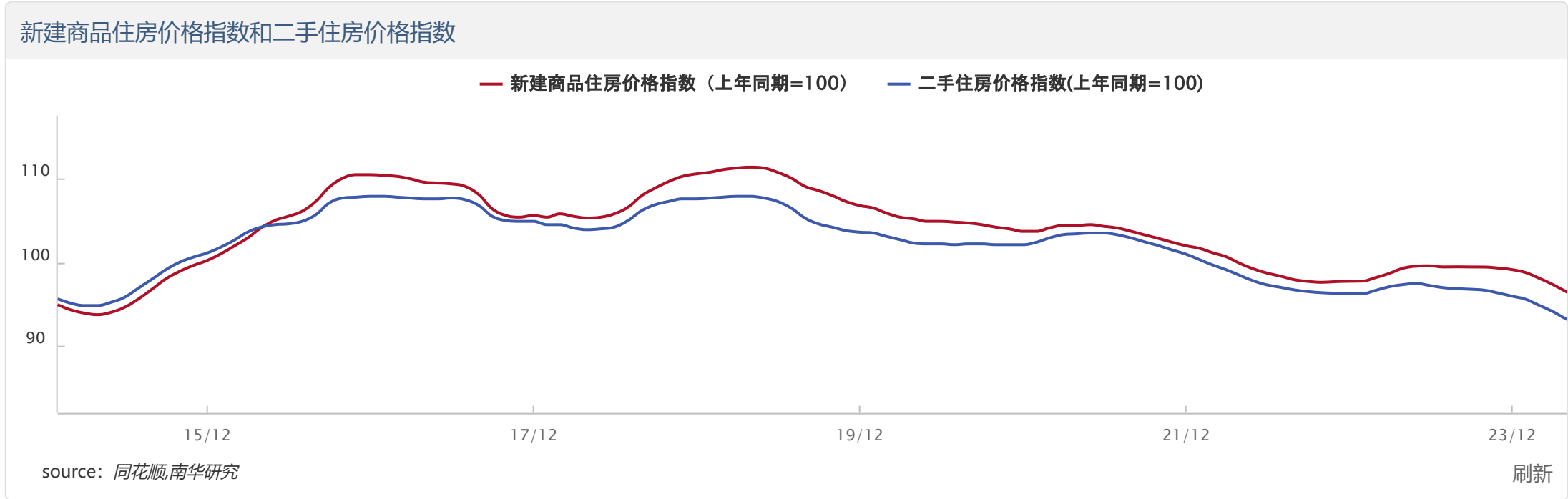
今年消费端的主要政策是“以旧换新”政策。从总体政策效果来看，这一政策对四季度经济具有显著的支撑作用。对于家电、汽车等“以旧换新”政策支持的相关行业，该政策发挥了较大的促进作用。自2024年7月和8月以来，家用电器和音像器材类、汽车类商品销售额的当月同比出现了大幅增长，尤其是家用电器和音像器材类的上涨更为显著。11月8日，财政部部长在新闻发布会上表示，未来将扩大“以旧换新”消费品的种类和规模。11月19日，发改委在新闻发布会上提出，未来将研究提出继续加大“两新”政策支持力度、扩大支持范围的政策举措。预计明年“以旧换新”政策将继续推进，支持力度和范围有望进一步扩大。





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，住房和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。



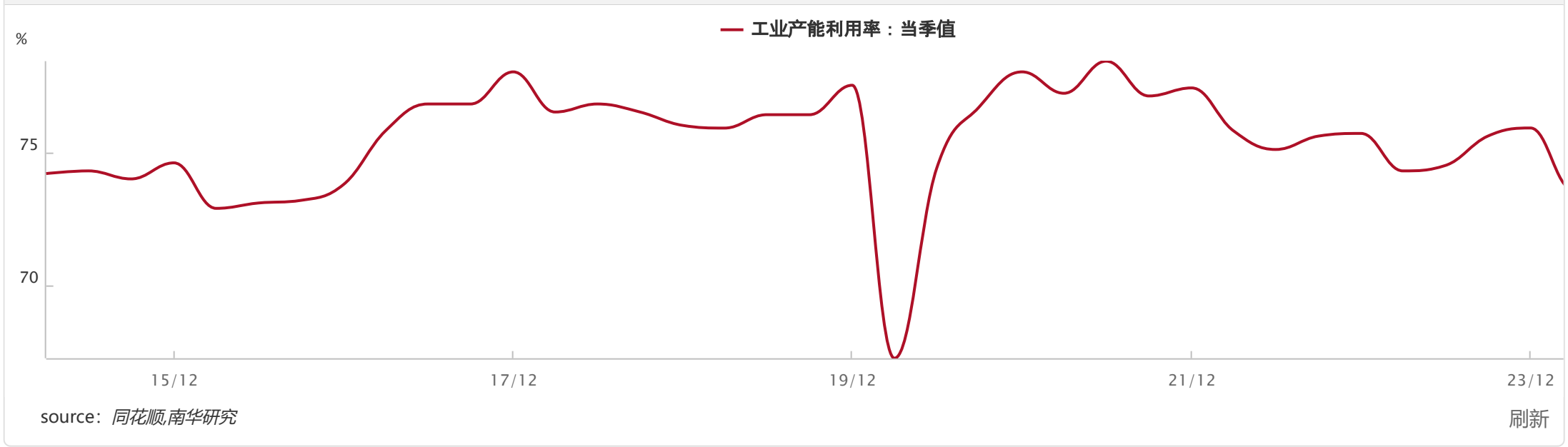


总体来看，未来仍有部分超长期特别国债资金将用于促进消费品的以旧换新政策，预计未来居民消费将有一定程度的修复，整体表现可能优于今年。但是，如果明年居民端的收入和就业情况仍未见较大改善，房价继续偏弱，随着政策效果的边际递减，明年需求端的改善空间将较为有限，CPI同比改善的空间也同样有限。如果明年政策能够聚焦于改善民生，有效修复居民的资产负债表，那么我们或许可以期待居民和企业走出负向循环。

2.1.2 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？

工业产能利用率情况



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。

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%
中游设备	有色冶炼	75.20	78.50	78.80	79.80	78.50	79.50	79.30	79.48	66.60%
	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%
下游消费	电子通信	77.60	80.10	79.40	80.60	77.70	80.30	77.80	75.74	11.10%
	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%

source: 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。

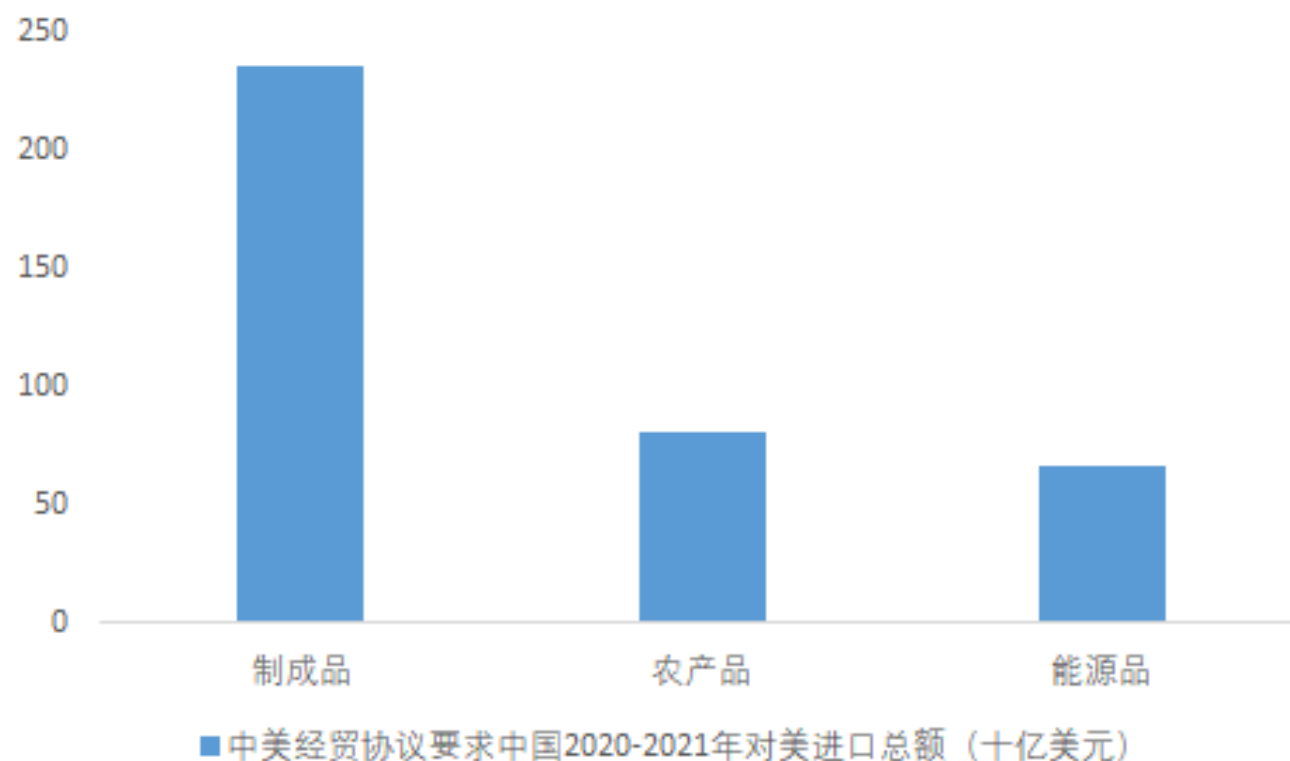
那么，未来我们应如何解决上述问题，推动产能有效出清呢？我们认为，未来新一轮的产能出清可能主要由市场主导，而政策层面亦能通过制定相应的配套措施，推动供给侧结构性改革，积极引导产业结构的优化升级，推动旧动能的有序出清，并遏制新动能的无序增长，以解决部分产业产能利用率偏低的问题。同时，更为重要的是要释放国内有效需求，从根本上增强居民的消费信心和消费意愿，带动产能利用率和PPI同比快速回升。如果需求端得不到有效修复，或者未来PPI同比很难快速回升到正值区间，居民和企业可能仍将处于负向循环之中。

### 2.1.3 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。

中美第一阶段贸易协定具体进口商品总额情况



source: PIIE, USBC 南华研究

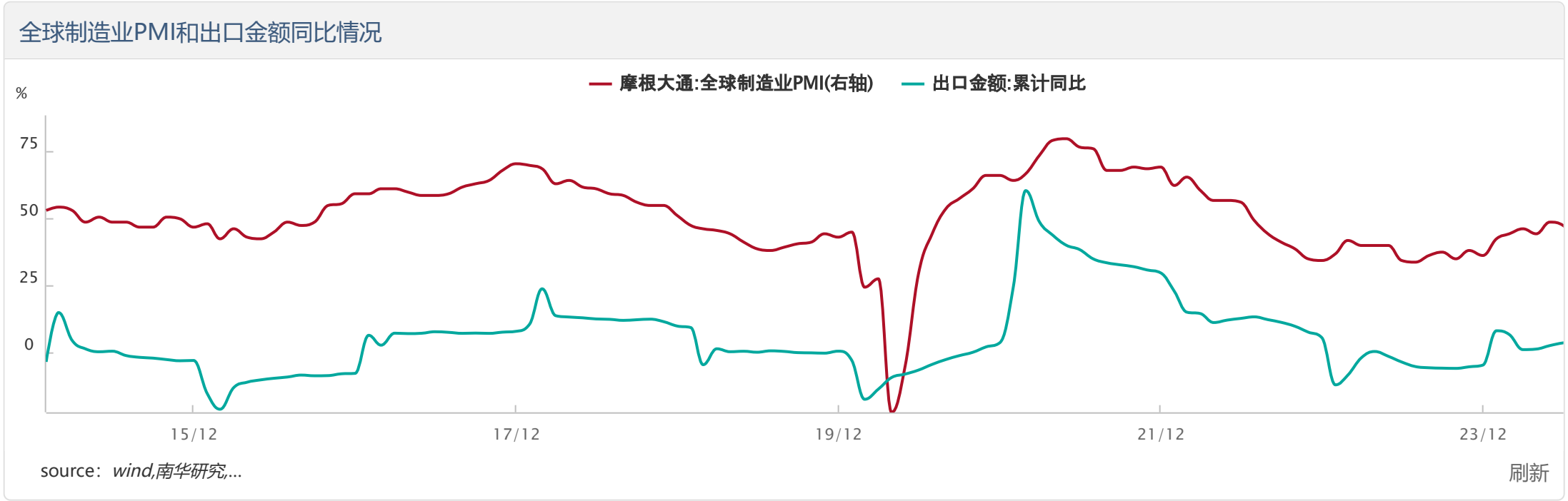
## 2.1.4 从中央经济工作会议看明年物价指数

当前物价指数持续偏低的格局已经受到决策层的注意，并在中央经济工作会议上着重强调，“明年要保持经济稳定增长，保持就业、物价总体稳定，保持国际收支基本平衡，促进居民收入增长和经济增长同步”、“着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合”。并且，整个会议通稿肯定了当前经济面临的生产经营困难，以及群众就业增收方面的问题，直击当前经济的主要矛盾。与此同时，在对2025年的工作部署更加强调“扩大国内需求”，在明年的九大重点任务中，“提振消费、提高投资效益”被置于首位。提出了“实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级”。在提振消费的专项行动中，特别强调了提高中低收入群体的收入，这直接针对当前消费增速下行的主要原因。未来可能会出台提高最低工资标准、提高个税起征点等政策，以针对中低收入群体增收减负。除此之外，会议对明年的货币和财政政策持非常积极的态度。在明年促消费、稳增长的政策持续加码下，物价指数有一定支撑，但实际增长高度仍要看实际政策效果。

## 2.2 明年出口增速或将放缓

在探讨明年出口增速之前，我们首先需要展望2025年全球经济增速及贸易增速。全球经济增速是衡量全球经济健康状况的关键指标，它直接影响着各国的外部需求。判断2025年全球经济增速及贸易增速是预测2025年中国出口的重要参考依据。根据WTO发布的报告，2024年全球贸易增速预计为2.7%，全球GDP增速也预计为2.7%。然而，对2025年全球贸易增速的预测有所上调，这主要是因为通胀压力的缓解促使发达经济体的央行开始降息，进而刺激消费，促进投资，并支持全球贸易的逐步

复苏。因此，2025年的经济增速仍预计为2.7%，但贸易增速预测上调至3%。经济合作与发展组织预计，2024年全球商品和服务贸易将增长2.3%，而2025年的增长率将达到3.3%。因此，保守估计，全球商品贸易增速可能维持在3%左右。自2017年以来，中国的出口金额占比基本保持稳定。如果2025年中国出口金额占全球的比重仍然保持稳定，那么预计全球贸易增速将与中国贸易增速大致相当。粗略估计，2025年中国出口增速可能在3%左右。



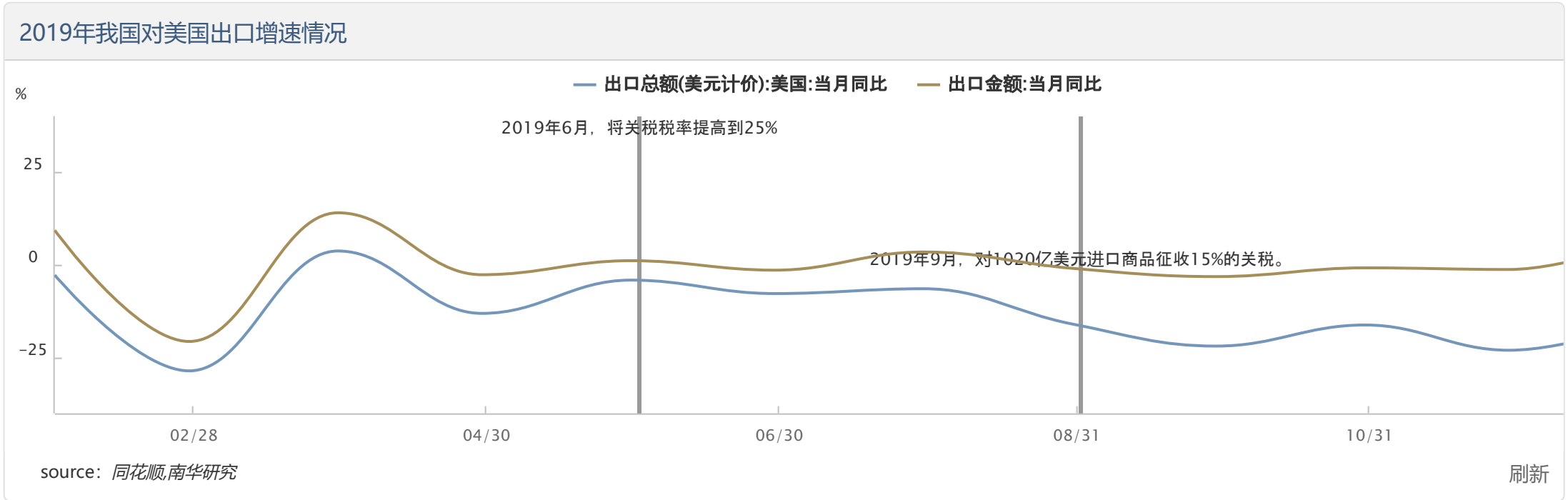
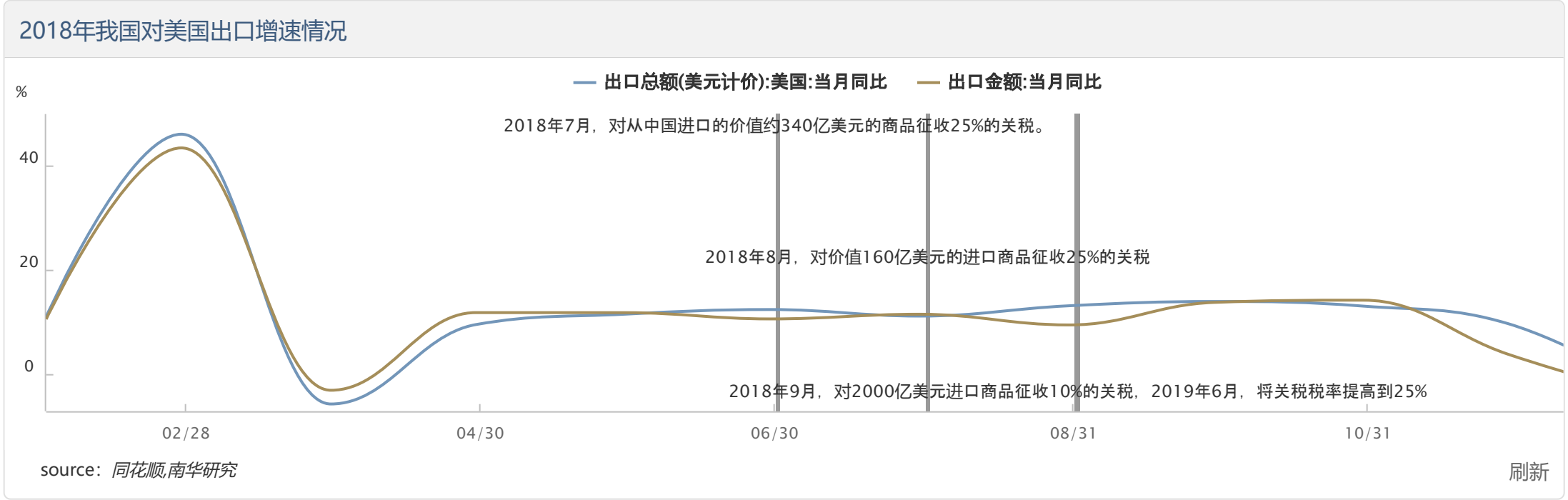
但随着特朗普2.0时代的来临，中美间的贸易摩擦是未来影响中国出口的关键变量。从中国出口的国别结构来看，尽管美国在中国出口中的比重正在逐步下降，从2000年的21%降至当前的15%，但这一比例并不低。与此同时，欧盟国家在中国出口中的比重近年来基本保持稳定，而东盟国家的比重则从2000年的6%逐步上升至目前的15%。总体而言，美国加征的关税是中国出口不容忽视的关键扰动因素。历史上，美国对中国加征关税对中国出口和经济增长产生了显著影响。

### 2.2.1 前期中美贸易战对出口的影响

根据彼得森国际经济研究所公布的研究报告显示，在2018至2019年的贸易战期间，中美双方的关税均大幅上升。美国对中国进口商品的平均关税从2018年1月的3%上升至19.3%，增长了16.3个百分点。同样，中国对美国进口商品的平均关税税率也从贸易战前的8%显著增加至贸易战期间的20.9%，增长了12.9个百分点。从2018年加征关税开始，到2020年双方达成第一阶段贸易协议，美国对中国的关税已基本覆盖了其从中国进口商品的三分之二。

在贸易战期间，从美国威胁加征关税到关税实际落地的过程中，出现了抢出口现象。自2017年8月美国正式发起“301调查”以来，2017年下半年，中国对美国的出口同比增速显著提升，环比增速也超过了往年。2018年3月，美国威胁对清单1和清单2

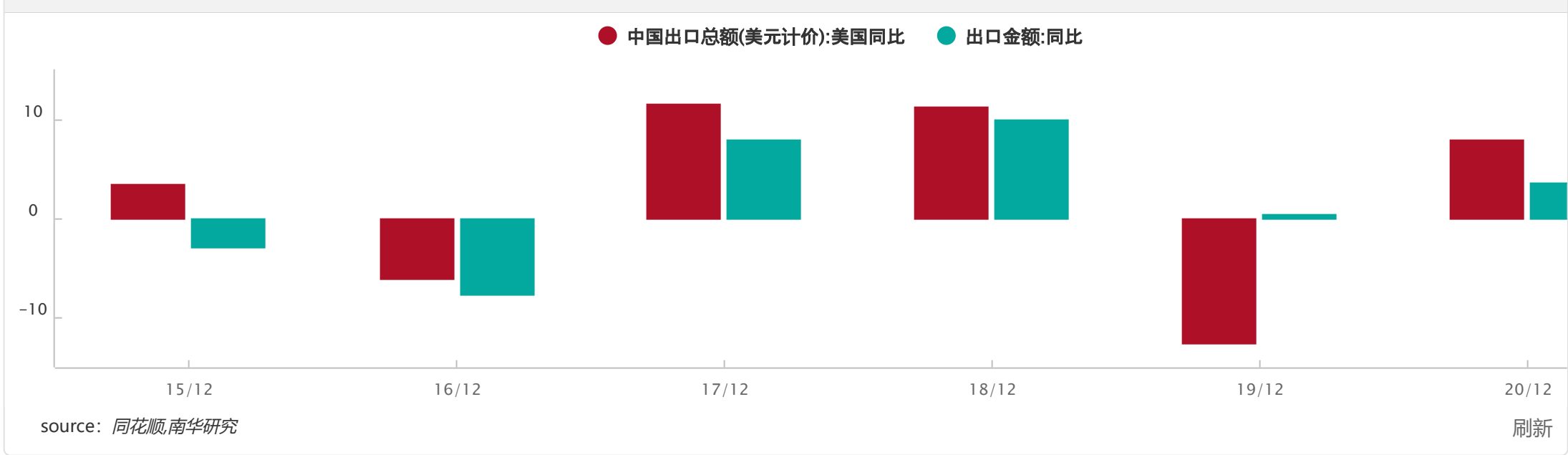
加征关税后，2018年4月，中国对美国的出口同比增速明显上升，环比增速同样大幅提高。然而，随着2018年9月清单3开始加征关税，出口增速出现了显著下降，2019年中国对美国的出口增速无论是同比还是环比，均未能达到往年水平。



总体来看，中美贸易战对中国出口的影响相对有限。回顾贸易战期间的出口金额累计同比数据，可以明显观察到，2017年和2018年由于抢出口现象，中国对美国的出口金额同比增长显著优于中国整体出口表现。然而，到了2019年，中国对美国的出口金额同比大幅下降，降至-12.49%。尽管如此，2019年全年中国的出口增速仍然保持正值，增长率为0.5%。



对美国出口总额同比和中国出口金额同比情况



2.2.2 受新一轮中美贸易战影响，出口增速或将放缓

新一轮贸易战对明年中国出口增速将产生何种影响？我们认为这取决于特朗普政府采取的加征关税政策。在加征关税初期，中美之间可能会进行一定的贸易谈判，不排除中美之间可能达成新的贸易协定。

具体加征关税的方式有两种。一种是取消中国的贸易最惠国待遇的方式加征关税。取消最惠国待遇将导致我国基础关税从3.4%上涨至37.6%，叠加贸易战期间的加征关税15.9%，以及未来对全球商品加征的10%关税，整体税率可能达到60%。取消最惠国待遇将使我国大部分商品的进口关税大幅上升，尤其是消费品中的劳动密集型商品。另一种是通过关税清单逐步加征关税。考虑到美国当前国内通胀是特朗普执政后要解决的一大重要问题，普遍加征关税的做法可能会推高美国的物价水平，同时，也难以灵活调整加征关税的目录和税率，因此，特朗普更有可能会通过与中方进行贸易谈判，同时，通过制定清单，权衡国内通胀逐步加征关税的方式进行。

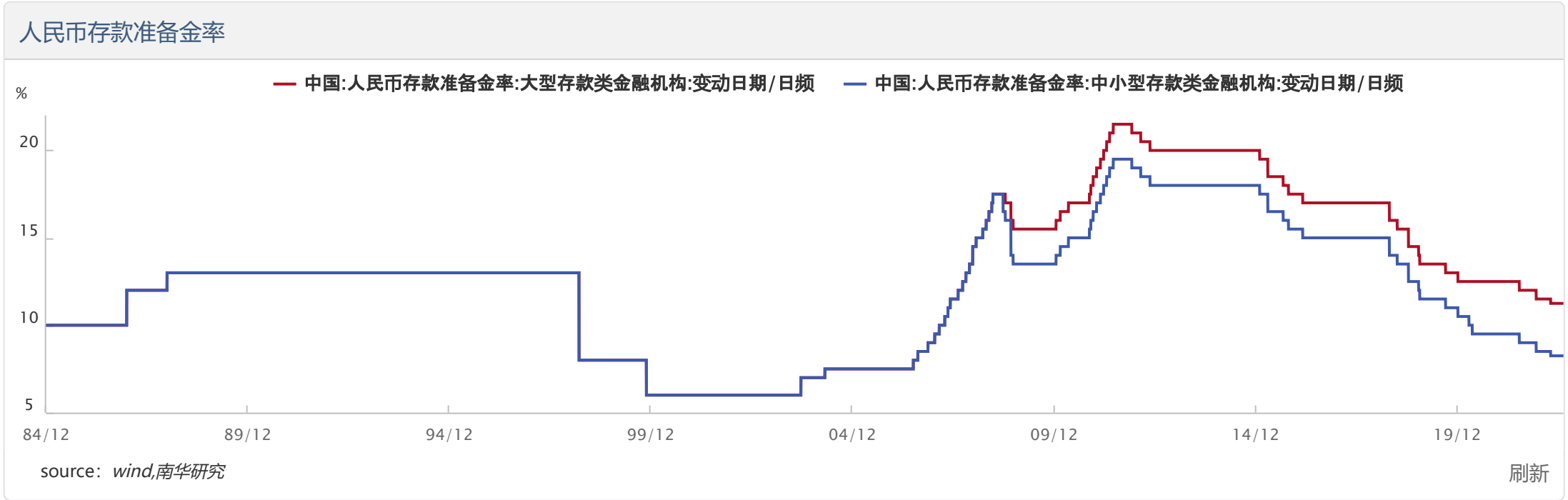
因此，我们认为明年加征关税初期可能会引发抢出口现象。抢出口的主要窗口期通常在特朗普威胁加征关税到关税实际落地这段时间内。但鉴于本次贸易战有前期经验，准备时间可能会大幅缩短。因此，我们预测，如果加征关税政策迅速落地，明年一季度或二季度公布细则，年中可能正式实施。抢出口可能会引起对美国出口增速的大幅增长，上半年出口可能会得到一定支撑。如果采取逐步加征关税的清单方式，高新技术相关商品可能首先被列入加征关税清单。从2023年出口商品结构来看，机电设备是我国出口的重要部分，占我国总出口的41.64%。若未来首先对机电设备、汽车整车、光学设备加征60%的关税，将对我国明年出口产生较大影响。但总体来看，中美贸易战对出口增速及国内经济的影响相对有限。从之前的贸易战时期可以看出，即使中国对美国出口增速为负，我国出口增速仍能保持正增长。此外，对美国出口金额占中国出口金额的比重在逐步下降，而对东盟出口金额占比在逐步提升，明年仍有望维持出口正增长。

## 2.3 明年政策更加积极有为

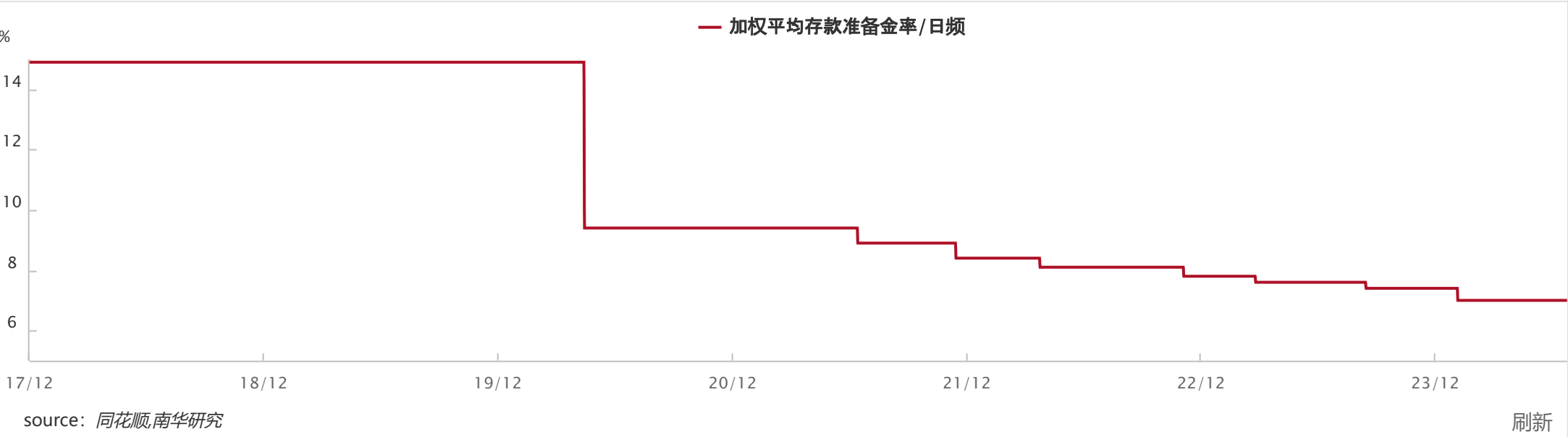
若依靠市场自发力量来破除负反馈循环，可能需要相对较长的时间。同时，鉴于明年出口对经济的支撑作用可能不及2024年，政策支撑将成为明年经济的一个重要看点。总体来看，明年的政策将更加积极有效，货币政策将持续推动社会融资成本稳中有降，而财政政策将更加积极有为，扩大有效需求，从而支撑明年的经济发展。

### 2.3.1 货币政策将适度宽松

在货币政策方面，中央经济工作会议提出了“实施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。除此之外，在对货币政策的表述中还提到了“适时降准降息”，这引发了对将来降准降息空间的讨论，那么未来的降准降息空间究竟有多大？从降准的空间来看，今年分别在2月5日和9月27日各降准0.5个百分点，当前的加权平均存款准备金率为6.6%。历史上存款准备金率的下限为6%，这可能是当前存款准备金率下行的第一道下限。同时，在前期下调存款准备金率的决定通知中，央行均会明确指出下调对象不包括已执行5%存款准备金率的金融机构，这可能表明5%的存款准备金率是央行当前的最低要求。总体来看，明年的降准空间相对有限，可能在0.5个百分点左右。未来流动性的投放可能更多地采取公开市场买卖国债以及买断式逆回购等政策工具。

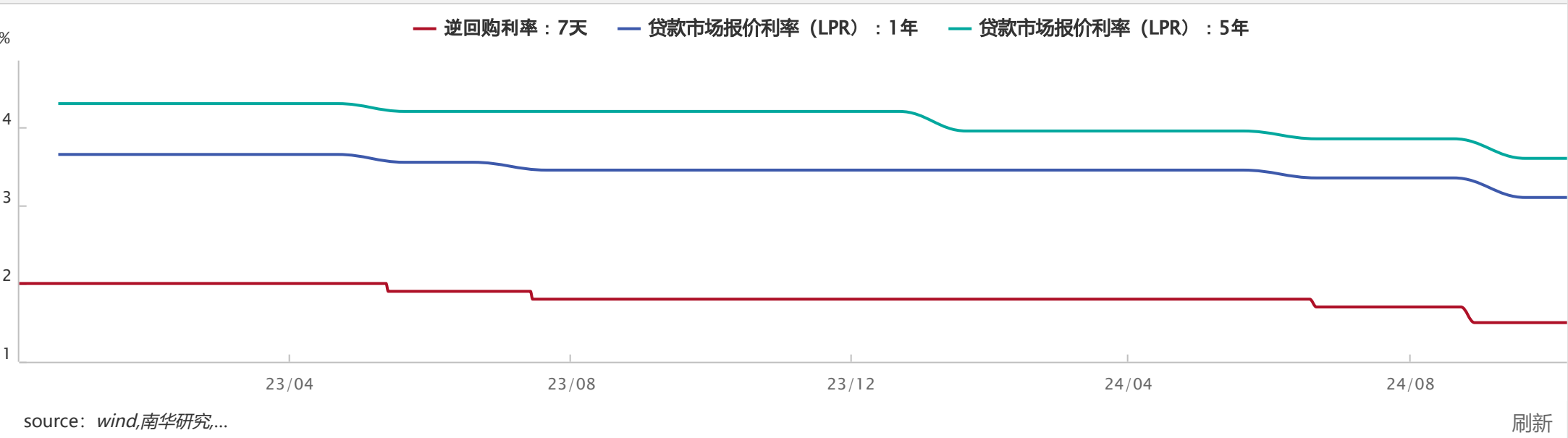


加权平均存款准备金率



从降息的空间来看，今年7天逆回购利率从1.8%下降了30个基点至1.5%，一年期LPR从3.45%下降了35个基点至3.1%，5年期LPR从4.2%下降了60个基点至3.6%，今年总体降息幅度相当可观。然而，目前实际利率仍然高于名义利率水平，实际利率位于历史48.4%分位，而促进社会融资成本稳中有降是央行的重点工作之一。此外，决策层始终强调打好政策“组合拳”，强调货币政策与财政政策的协同，在明年财政发债的过程中，央行可能会配合降低融资成本，使利率保持在相对低位。因此，总体来看，未来降息空间可能不会低于今年。

2023年以来7天逆回购利率、1年期LPR利率、5年期LPR利率



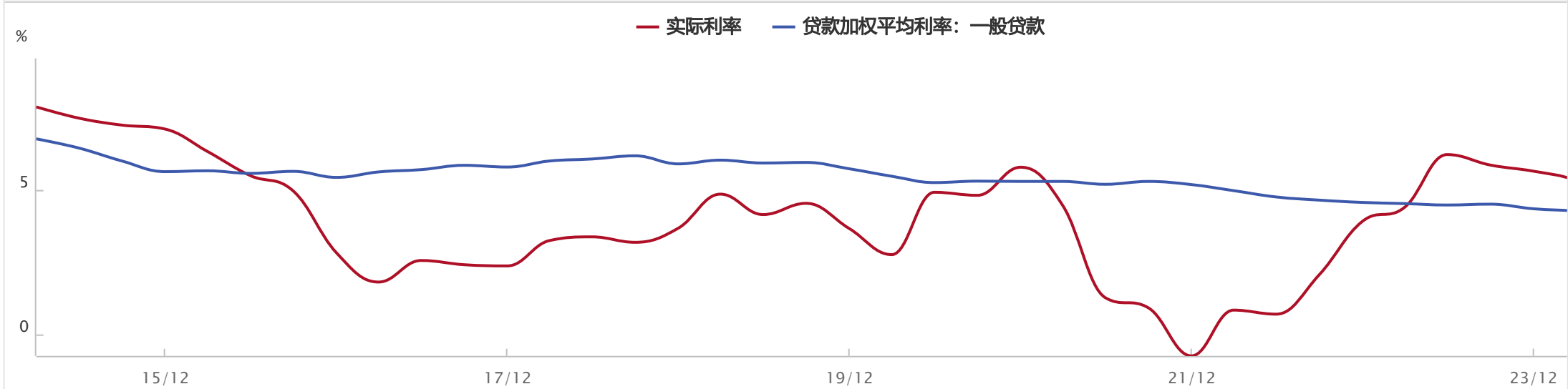
2019年以来历年降息幅度

降息时间	7天逆回购降息幅度（BP）	降息后利率（%）
2019-12-18	5	2.5
2020-02-03	10	2.4
2020-03-30	20	2.2
2022-01-17	10	2.1
2022-08-15	10	2.0
2023-06-13	10	1.9
2023-08-15	10	1.8
2024-07-22	10	1.7
2024-09-29	20	1.5

source: wind 南华研究

刷新

实际和名义一般贷款贷款加权平均利率



source: 同花顺,南华研究

刷新

除此之外，货币政策的节奏同样至关重要。从12月美联储的议息会议可以看出，美联储对降息的态度开始转趋鹰派，明年的降息步伐可能会放缓，这将在一定程度上影响我国央行的降息空间及降息节奏。但我国货币政策的节奏可能仍会以我为主，同时各项政策会尽早则早，上半年的货币政策力度可能会相对较大，以保持货币政策基调的连贯性，维护资本市场的信心。

2.3.2 财政政策将更加积极

从中央经济工作会议对明年经济工作的部署中，我们可以窥见明年财政政策的基调。具体来看，在中央经济工作会议的通稿中，对财政政策的总体表述是：要实施更加积极的财政政策。

其中，具体细分政策的表述主要包括：

1) 提高财政赤字率，确保财政政策持续发力、更加有效。

这回应了市场对赤字率在3.5%-4%的预期。如果明年的赤字率设定在3.4%-4%之间，那么明年财政赤字的规模大约为4.8-5.5万亿元，相较于今年财政赤字的4.06万亿元，提高了7400-14400亿元。

2) 加大财政支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。 增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。

在2024年两会中，一般公共预算收入预计增长3.3%，政府性基金预算收入预计增长0.1%。然而，当前财政收入增速远低于两会的预算安排，11月一般公共预算收入累计增速为-0.6%，政府性基金收入累计同比下降18.4%。如果明年要加大财政支出力度并且提高财政赤字率，那么必然需要采取多种措施增加资金盘活和调入。除此之外，明年超长期特别国债和地方政府专项债可能会进一步增加，可能比今年的4.9万亿规模高出1万亿左右。再加上明年2万亿的化债专项债，广义赤字率可能会达到11%左右。

2024年一般公共预算两会安排

2024年两会预计安排	规模（亿元）	增长率（%）
一般公共预算收入	223950	3.3
调入资金及使用结转结余	20940	
总体收入	244890	
一般公共预算支出	285490	4

source: 政府网站 南华研究

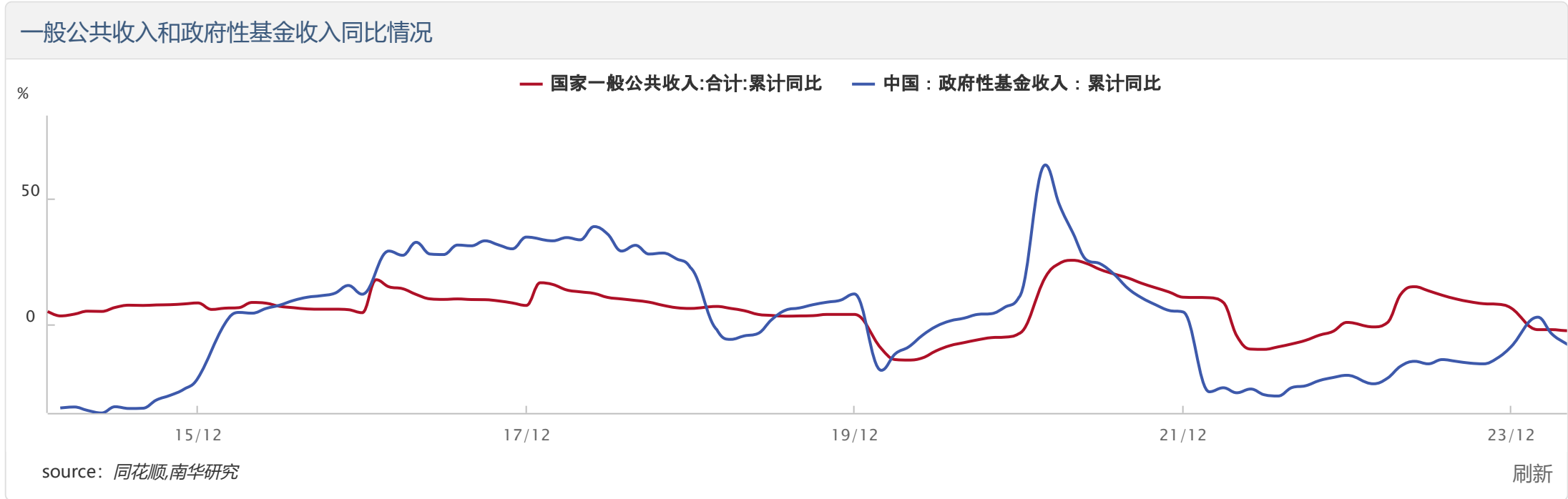
刷新

2024年政府性基金预算两会安排

2024年两会预计安排	规模（亿元）	增长率（%）
政府性基金预算收入	70802.05	0.1
上年结转收入	391.87	
超长期特别国债收入	10000	
地方政府专项债务收入	39000	
总体收入	120193.92	
政府性基金预算支出	120193.92	18.6

source: 政府网站 南华研究

刷新



3) 优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线。

扩大财政支出对明年经济至关重要，但财政资金的投向领域和使用效率同样需要关注。本次中央经济工作会议针对市场关心的财政支出结构问题给出了明确回应，表示将更加注重民生领域，加大促进消费的力度，这基本符合市场对财政支出未来投向的预期。财政支出结构对明年经济的影响重大，如果财政资金继续集中于传统的投资领域，那么对于解决经济的结构性矛盾作用有限。然而，如果财政资金更多地集中于改善民生，增加对生育、教育、医疗等民生领域的投入，这将在一定程度上减轻居民的支出负担，刺激居民消费，从而扩大有效需求。

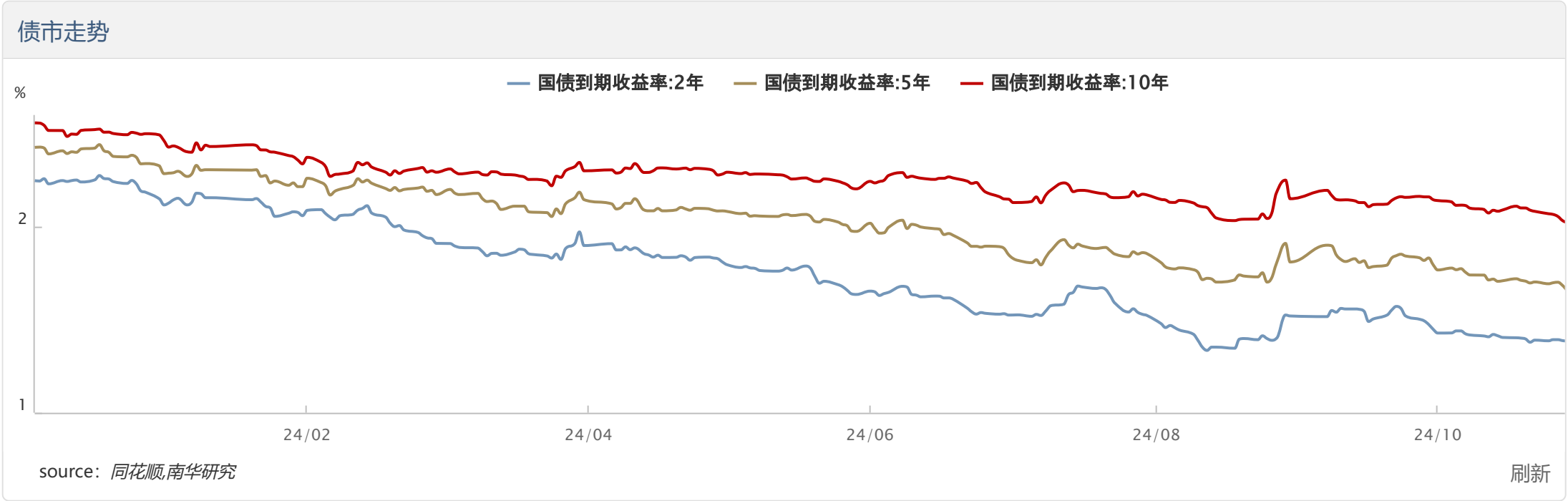
总体来看，明年的广义财政赤字率并不低，如果财政资金运用得当，对经济的支撑作用将相对较强。此外，通过调整财政支出的方向，能够有效促进居民消费，帮助居民和企业走出负向循环。同时，如果将部分财政资金用于城中村货币化改造和商品房的收储，将能有效稳定房地产市场。在政策节奏方面，中央经济工作会议强调“各项工作能早则早、抓紧抓实，保证足够力度”，这预示着明年的政策整体节奏可能会提前发力。

### 3、 大类资产配置展望

**股市走势展望：**明年的整体政策基调偏向积极，同时政策层面多次强调“稳定股市”。因此，预计明年股指底部将得到支撑，股指中枢有望上移，总体呈现震荡偏强的态势。注意把握结构性行情，以红利策略作为底仓，同时积极布局与促内需相关的消费和基建板块，以及与科技创新相关的新兴生产力板块。



**债市走势展望：**明年债券市场利率预计仍将处于下行通道。在节奏上，受货币政策可能“应早尽早”推出的影响，政策将靠前发力，叠加上半年增量政策的逐步推进，经济仍处于政策验证期，利率有望呈现波动下行的趋势。而下半年随着增量政策的逐步落地和政策效果的逐步显现，债券市场的不确定性可能会增强。总体来看，债券市场仍将延续牛市格局。



**商品走势展望：**商品市场总体可能维持震荡趋势，但各品种间或将呈现结构性分化。有色金属市场受供给相对偏紧的影响，加之光伏、电力等行业需求的改善，明年铜、铝商品价格展望较为乐观。而黑色金属市场明年可能受到钢铁产业产能过剩的影响，价格中枢可能会下移。原油市场明年供给端相对偏强，叠加新能源对传统能源市场的挤占，原油价格整体相对偏弱。同时，还需关注地缘政治风险可能带来的阶段性波动。

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。

**南华研究院**

**投资咨询业务资格：**

**证监许可【2011】1290号**

**潘响：**

**投资咨询证号：Z0021448**