



徽商期货
HUI SHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



升级换挡，高质发展

-回顾 2024，展望 2025

成文日期：2025 年 1 月 8 日

摘要

徽商期货有限责任公司
投资咨询业务资格：
皖证监函字【2013】280 号

徽商期货研究所

蒋贤辉 研究所所长
从业资格号：F0311865
投资咨询证：Z0011822

海外：经济衰退预期暂时被证伪，通胀反弹，在降息与通胀反复情况下实际利率从高位缓慢回落，在全球经济强弱对比及政策力度差异下美元维持强势，始于 2020 年的中周期当前又回到低位，2025 年有望重启，但力度可能不及此前，且制造业补库力度不及预期。

国内：2024 年主要由制造业拉动国内经济，地产形成拖累。当前我国经济存在着稳地产与稳汇率、化债与促发展、经济面临通缩风险的主要矛盾，在解决主要矛盾的过程中，利率和汇率将维持低位，财政刺激政策将大幅发力，消费和科技转型、高质量发展是我国经济长期发展方向。

大类资产投资逻辑：利率和汇率维持低位，海外定价权重较大资产将主要受到海外实际利率下行和中周期上行的驱动，国内定价权重较大资产将主要受到财政政策的驱动，上行压制力量海外主要来自美元的强势和制造业补库的疲弱以及国内通缩环境的延续。

风险因素：海外经济衰退，国内经济政策不及预期

一、海外：风云变幻 波谲云诡

（一）由衰退转向通胀

1. 衰退预期被证伪

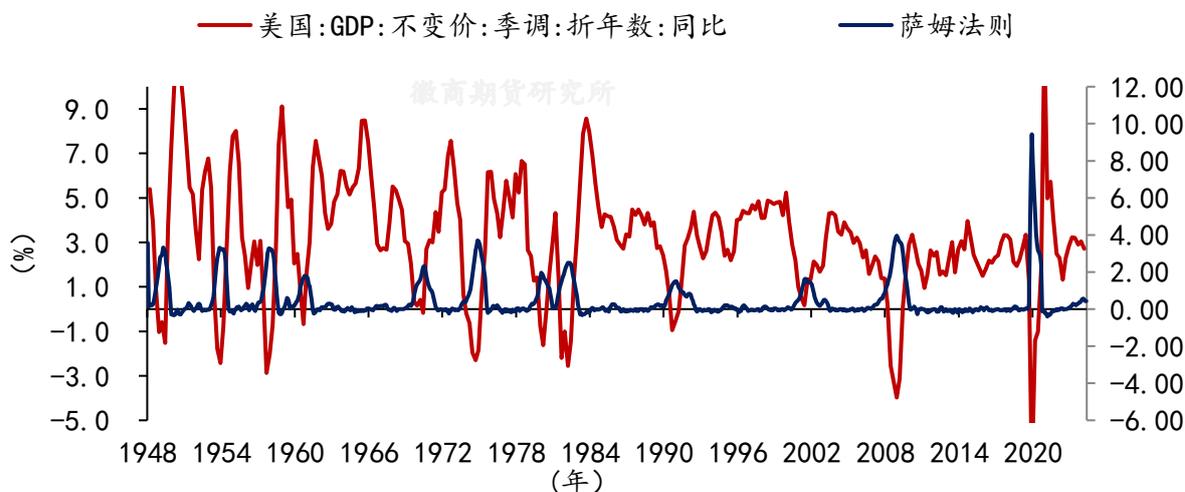
2024年，市场交易关注点在于美国衰退，特别是进入下半年，随着一系列经济数据的发布，市场对美国衰退的预期增强，大类资产在6-8月间大幅下挫。来自美国衰退的证据之一是基于“萨姆法则”。这一法则由前美联储经济学家克劳迪娅-萨姆（Claudia Sahm）发现并命名。她发现，“如果失业率（基于三个月的移动平均值）从过去12个月的低点上升半个百分点，那么经济衰退几乎已经开始了”。

通过统计1949年以来美国经济触发的13次“萨姆法则”发现，“萨姆法则”在经济衰退预测方面确实起到了较好的效果。大多数时候在失业率触发“萨姆法则”的前提下，美国经济都出现了至少2个季度的负增长，即首先都出现了技术性衰退。

今年7月，三个月的失业率均值达到4.13%，较过去12个月的低点高出0.53个百分点，触发“萨姆法则”，8月3个月的失业率均值分别为4.13%，较过去12个月的低点高出0.57个百分点，“萨姆法则”延续。

基于“萨姆法则”的触发，市场对美国衰退的预期增强，并且市场进行了回应，6至9月，大宗商品价格大幅下挫，文华商品指数从最高至最低下跌15.6%。

图：美国1949年以来触发了13次萨姆法则，11次验证了经济衰退



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

表：1949 年以来美国 13 次触发“萨姆法则”

序号	日期	GDP 年率 (%)	衰退持续时间 (季)	萨姆法则触发时间	提前于衰退 (月)	当时的失业率 (%)	萨姆法则持续时间 (月)
1	1949 年 6 月	-0.01	3	1949 年 2 月	4.00	4.33	15
2	1954 年 3 月	-1.78	3	1953 年 11 月	4.00	3.17	15
3	1958 年 3 月	-2.87	3	1957 年 10 月	5.00	4.67	15
4	-	-	-	1959 年 11 月	-	5.67	2
5	1961 年 3 月	-0.67	1	1960 年 10 月	5.00	5.73	14
6	1970 年 12 月	-0.17	1	1970 年 3 月	10.00	4.17	20
7	1974 年 6 月	-0.21	5	1974 年 7 月	-1.00	19.00	19
8	1980 年 6 月	-0.78	3	1980 年 2 月	4.00	6.20	15
9	1982 年 3 月	-2.19	4	1981 年 11 月	4.00	7.93	20
10	1991 年 3 月	-0.95	3	1990 年 10 月	5.00	5.83	25
11	-	-	-	2001 年 7 月	-	4.47	16
12	2008 年 12 月	-2.54	4	2008 年 2 月	10.00	4.97	28
13	2020 年 6 月	-7.50	3	2020 年 4 月	3.00	7.57	12

数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

然而“萨姆法则”作为经验法则并不是每次都有效。在 1959 年 11 月、2001 年 7 月失业率触发“萨姆法则”的前提下，均没有出现技术性衰退。

随着 2024 年 9 月非农数据的发布，市场对于美国经济衰退的预期减弱。9 月，美国新增非农就业人数 25.4 万人，超出前值和预期，并且上调了 7 月、8 月的新增非农就业人数 5.5 万人和 1.7 万人，合计上修 7.2 万人，失业率降至 4.1%。2024 年，美国失业率 3 个月失业率平均值超出了过去 12 个月低点 0.5% 的时间只持续了短短 2 个月，进入 9 月后失业率呈下降趋势。美国 3 季度经季节性调整后的不变价 GDP 环比折年率 3%，高于初值 2.8%，大幅上调了当年的经济增长速度。12 月美联储议息会议将 2024 年经济增长预期从 9 月的 2.0% 上调至 2.5%，2025 年的经济增长预期从 9 月的 2.0% 上调至 2.1%，2024 年失业率预期从 9 月的 4.4% 下调至 4.2%，2025 年的失业率预期从 4.4% 下调至 4.3%。以上数据均证明美国经济表现呈现韧性，衰退预期短期仍被证伪。

2. 通胀预期增强

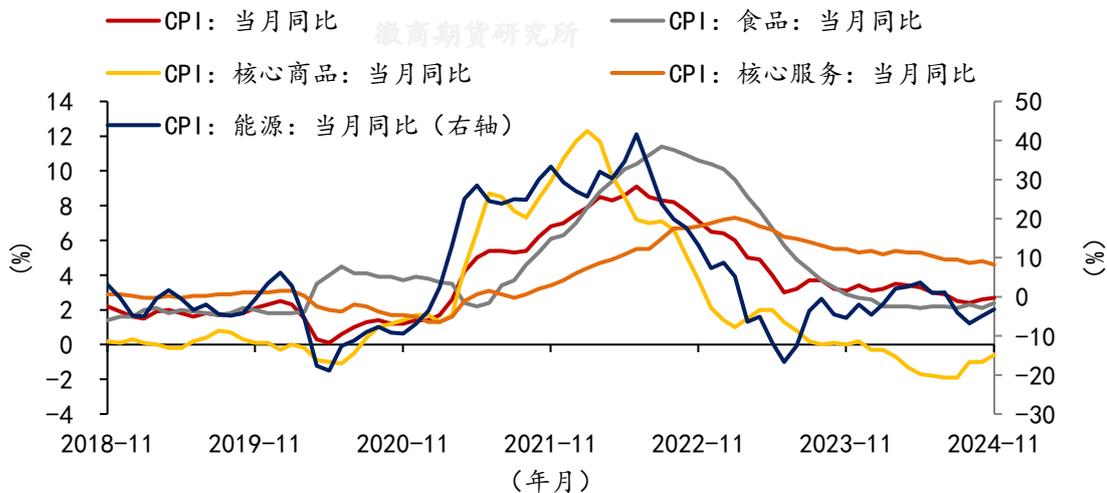
随着特朗普胜选入主白宫叠加美国通胀数据呈上升趋势，美国通胀预期增强。

美国通胀再次面临全面上升的趋势。2024年9月以来，23个通胀细分项中有15个通胀项呈现了环比上升的趋势。

核心服务项下行缓慢同时未来存在再次抬升的可能。核心服务通胀在CPI中权重占比约为56%。截至2024年11月，核心服务通胀从上月同比4.8%下降至4.6%，下降0.2个百分点，比2023年2月7.3%下降2.7个百分点，即近2年的时间下降不到3个百分点。由此可见，美国核心服务通胀表现顽固，这也是美国通胀长期居高不下的主要原因所在。此外，作为核心服务通胀主要构成项，在所有通胀项中权重占比约32%的房租通胀项目在未来有趋于上行可能。自2024年9月以来，美国成屋销售快速提升，一改此前连续5个月的负增长，成屋签约销售指数季调同比从9月2.7%扩大至11月的6.9%。美国S&P/CS220座大城市房价指数从2023年7月同比转为正增长后2024年呈现快速增长的势头，平均增长速度在6%以上。根据历史规律统计，房租通胀滞后于房价1.5年左右，若按此算，2025年房租通胀趋于上行，为2025年通胀上行奠定基础。

最后，特朗普将于2025年1月20日入住白宫，正式履行美国新一届政府总统职能。此前根据他参与竞选的发言结合上一届他的履职表现和市场的预期，特朗普上台后实行的减税、关税政策等措施可能进一步加深美国通胀。

图：美国有趋于全面通胀可能



图：美国成屋销售快速提升



图：房价指数上涨可能带来未来通胀上行



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

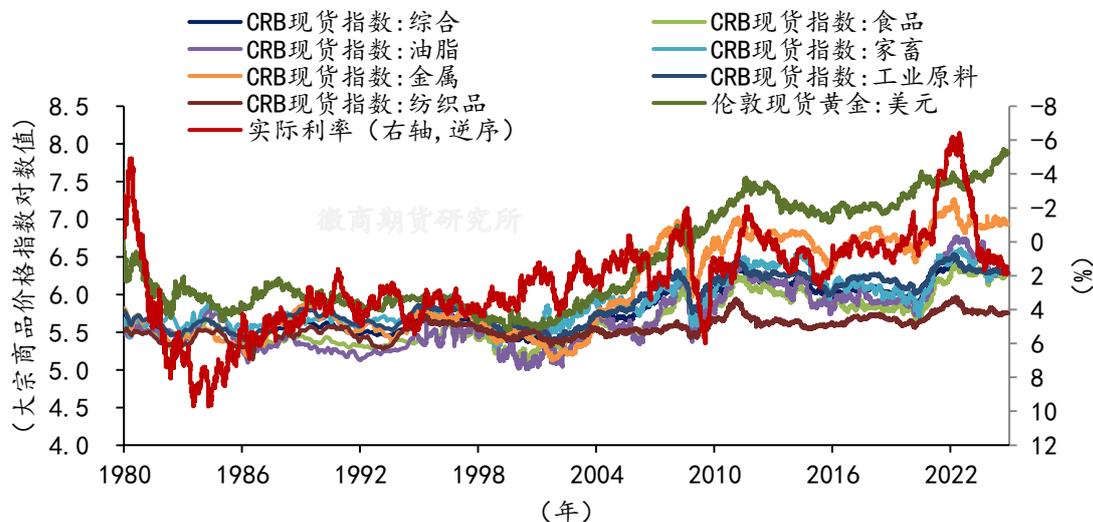
（二）实际利率缓慢下行

2021年-2022年初，由于通胀上行且美联储加息步伐迟缓，导致实际利率（以美国十年期国债收益率-美国CPI，下同）由2021年-0.36%下行到-5.68%。自2022年3月，因美联储抗击通胀，开启加息，将联邦基金利率从0-0.25%提升至3.75%-4%的水平，通胀从6月9.1%的高位下降到12月6.5%。实际利率在加息和通胀缓和情况下提升，从年中-5.68%上升到2024年1.9%的水平。该水平超出2019年3月的1.2%，接近2015年6月的2.7%，处于历史高位水平。

随着抗击通胀有进展和预防衰退发生，2024年9月，美联储下调联邦基金利率50bp，将维持近一年的5.25%-5.5%的高位利率下调至4.75%-5.0%，开启了美联储的降息周期，而包括欧元区在内的多数国家降息时间均早于美国。随后在11月、12月的议息会议中，美联储均下调了利率25bp，至此，美联储2024年全年下调了联邦基准利率100bp，利率下调至4.25%-4.5%。随着通胀的缓和，以及美国经济的韧性，美国国债收益率的上涨明显，使得2024年实际利率上升到1.9%左右的水平。

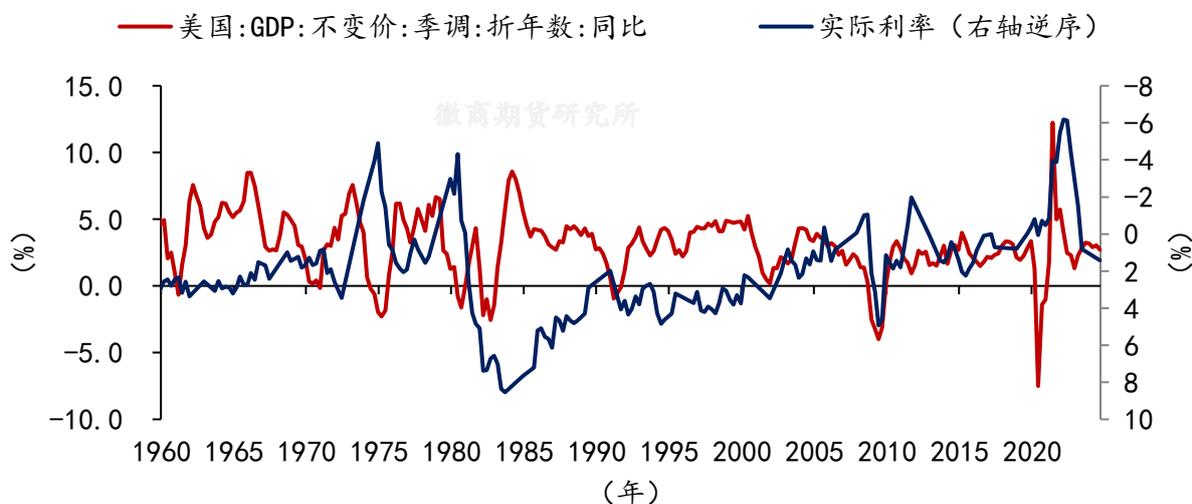
2025年，由前述分析，美国通胀有卷土重来之意，2024年12月的美联储利率决议中点阵图显示2025年降息预期由此前的4次降低为2次，降息幅度虽有下调但并没有大幅加息的可能。综合通胀上行和利率下行，以及实际利率目前处于历史极高值附近，可以推断，2025年实际利率将缓慢下行。

图：实际利率已上行至高位，未来存在下行可能



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

图：实际利率下行驱动经济增长



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

(三) 美元强势

回顾历史，我们可以发现，美元的强势与否其重要原因在于美国经济与其它非美经济的相对强弱。

20 世纪 80 年代，经历 70 年代高通胀，沃尔克的紧缩抗通胀政策使得美国经济复苏，美元大幅提振。1983 年，美国经济增长一改前一年 4 个季度的负增长，进入了长达 7 年的

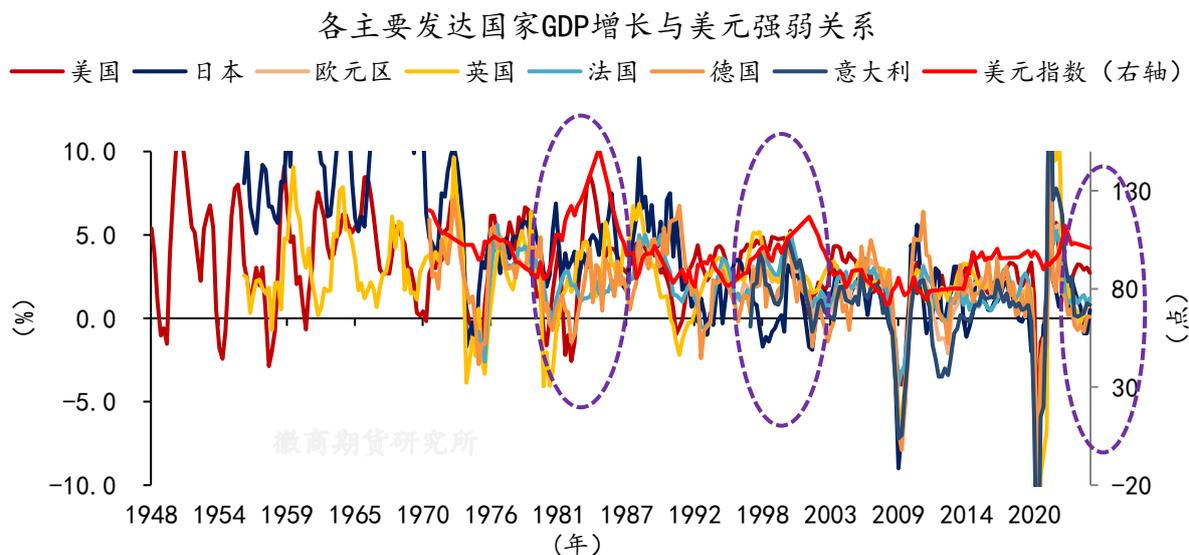
增长期，其中最高增长速度达到 1984 年一季度的 8.58%，同期德、日、英、法等国经济虽增长，但除日本经济成为后起之秀外，其它国家经济增长速度不及美国，德国经济同期的最高增速是 5.8%，日本经济在 1988 年一季度曾达到过 9.6%但时间偏后，英国经济同期的最高增速是 6.87%，法国经济同期的最高增速 5%。期间美国经济强于其它国家，美元指数从 117 点上升至 151.47 点。

90 年代，进入信息技术时代，互联网的兴起使得美国经济好于其它国家，美元再度提振。1991 年，美国经济增长从此前三个季度负增长转为正增长，至此维持了近 10 年的增长，期间最高增长速度达到 2000 年二季度的 5.24%，同期，日本经济受房地产泡沫破灭进入了长达 15 年的低速增长期，期间最低增长速度为-1.7%，德国经济最高增速仅为 4.3%，法国经济最高增速 4.1%，英国经济最高增速 5.14%，美元指数同期由最低 81.1 点上升到 116.82 点。

2020 年，美国经历了 3 个季度的负增长，从 2021 年一季度开始，美国经济步入正增长，GDP 季调年率从 1.76%上升到二季度的 12.23%，而后维持平稳增长至今。2024 年，市场预期的美国经济衰退并没有发生，且美联储 12 月议息会议中分别上调了 2024 年、2025 年的 GDP 增长预期，从 9 月给出的 2%的增速分别上调至 2.5%和 2.1%。2024 年，日本经济经历了一、二季度的负增长，德国也刚经历 2023 年四季度和 2024 年一季度的负增长，英国和法国以及欧元区的经济增长均在 1%左右徘徊。美国经济增速远高于多数发达国家，这为美元提振奠定基础。

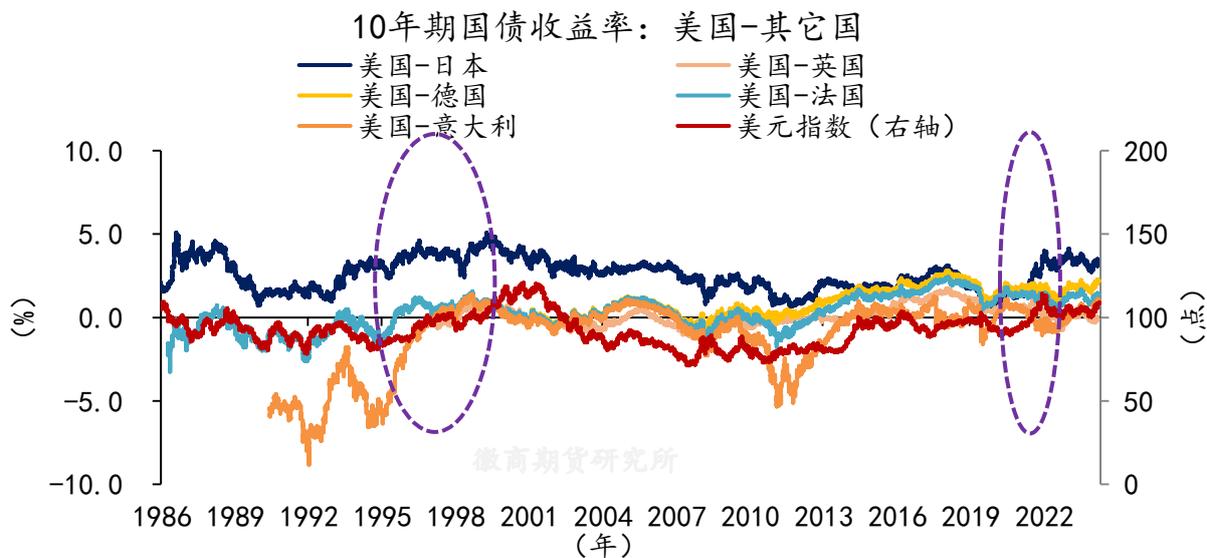
美元的强势与否，还取决于各国货币政策的相对松紧。美国经济增长表现韧性，同时通胀有反复之势，美联储放缓降息步伐，2024 年仅降低了 100bp，2025 年降息预期下调，全年降低预期 50bp。欧元区的降息时间早于美国，2024 年 6 月将主要再融资利率降低 25bp，随后在 9 月、10、12 月分别降低了 60bp、25bp、25bp，本轮降息合计降低 135bp。英国在今年 8 月、11 月分别调降了本国基准利率共 50bp。日本与其它国家不一样，随着日本通胀的恢复，日本货币政策逐渐正常化，走出负利率区间，于 2024 年 3 月和 8 月加息 20bp 和 15bp，将政策目标利率由-0.1%上调至 0.25%。美国政策利率高于其它大多数国家，国债收益率居高不下，这为美元提振创造基础。

图：非美经济体经济增长不及美经济体，为美元走强奠定基础



数据来源：wind, 同花顺 iFind, 徽商期货研究所

图：美经济体利率高于非美经济体，为美元走强创造条件



数据来源：wind, 同花顺 iFind, 徽商期货研究所

（四）中周期向上和制造业补库期共振

由历史统计规律推导(请见 2024 年半年报《宏观经济分析-补库在即, 机会大于风险》), 全球经济目前正处于萧条末期、中周期开启的第二库存周期。且这轮中周期美国经历前期低点后于 2020 年 9 月开启上升, 在 2022 年 6 月经历了第一个高点。在此期间, 美国季度 GDP 季调年率增速从-1.4%提高至 12.23%, 固定资本消费增速从低点 3.9%提升至 12.2%,

私人投资增速从-2.84%提升至 14.58%，个人消费支出增速从-0.83%快速上升至 21.3%。

在此期间，由 2020 年 6 月开启的第一轮库存周期中，美国工业产出指数从 86.01 上升至 103.53，上升 20%，而后下跌至今，工业产出缺口（美国工业实际产出-潜在产出）从 2020 年 6 月开始，经历高点后下跌至今，若按照一个库存周期平均 3 年（即 36 个月）左右时间来算已远远超出历史时间均值。

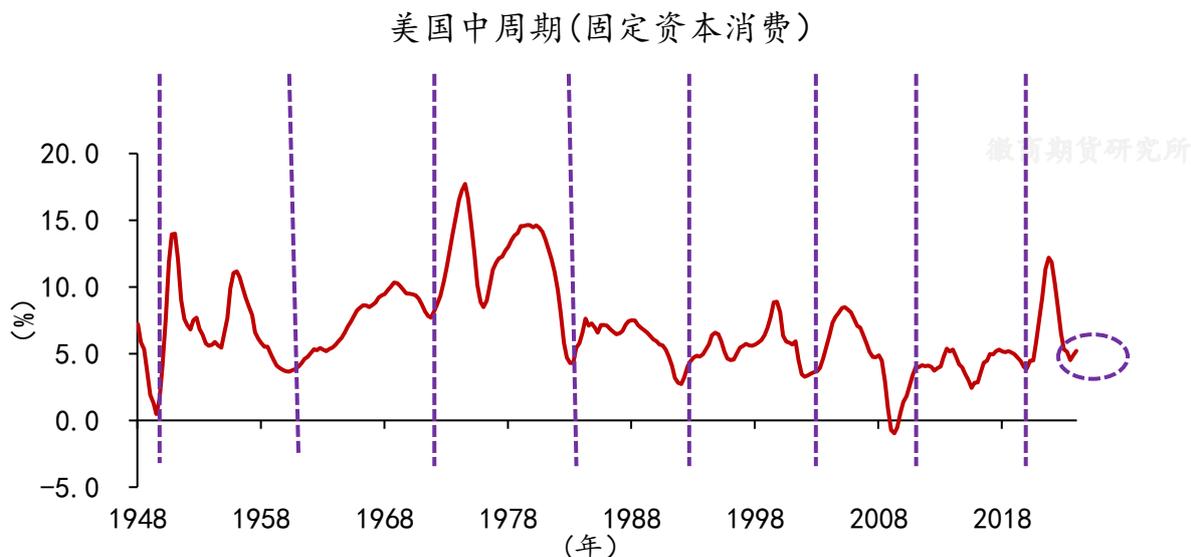
欧元区工业产出缺口（欧洲工业实际产出-潜在产出）从 2020 年 6 月开始上升，在 2021 年 4 月达到高点，而后经历下跌至 2023 年 11 月到达低点，这与一轮库存周期持续时间均值接近。期间，欧元区工业生产指数由低点 71.5% 上升至 2023 年 2 月的 103.5%，上升 45%。

我国工业产出缺口（工业增加值实际产出-潜在产出）从 2020 年 3 月开始上升，在 2021 年 2 月达到高点，而后经历了下行后反弹再下行，在 2023 年 1 月到达低点，经历了近 3 年时间，与一轮库存周期均值接近。期间，我国的工业增加值定基指数从 102.6 上升至 250.5，提升 144%。

当前，美国的中周期经历第一个高点后又回到低位。按照历史统计规律，中周期一般会出现两个高点，即固定资本消费增速会有再次上升至另一个高点的可能。但结合当前的货币经济环境来看，下一个高点可能不及第一个高点，即固定资本消费增速可能远低于第一个高点对应的增速 12.2%。中周期的重启上行将有利于全球经济的复苏和大类资产特别是与设备投资相关的大类资产的表现。

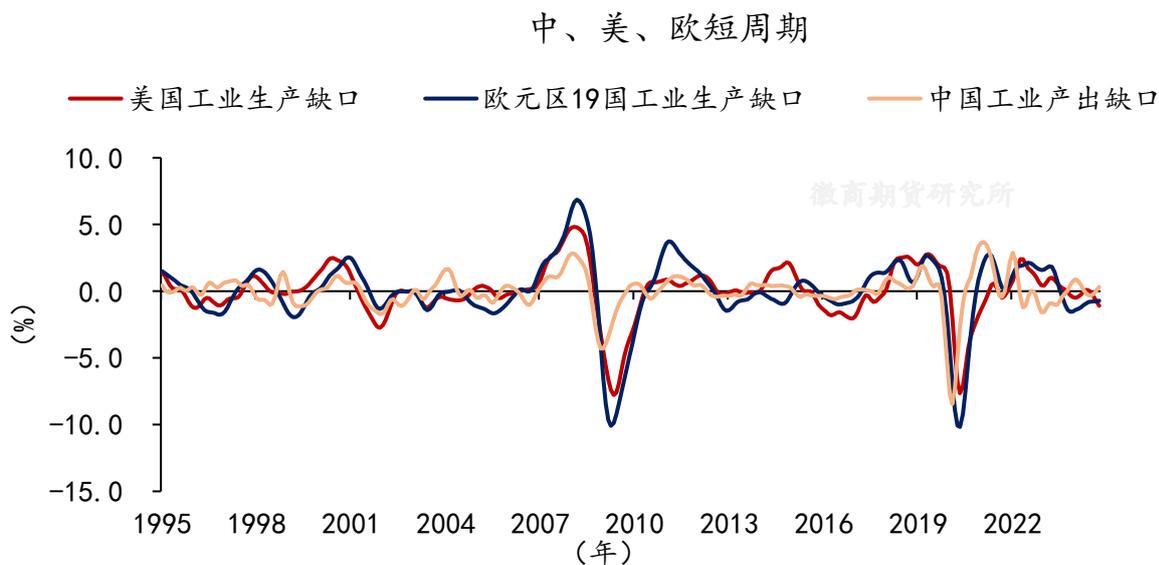
但当前的主要问题在于，欧美无论从上一轮库存周期经历的高点还是从目前来看，其补库的力度并不大，美国在第一轮库存周期中，工业生产只提升了 20%，欧元区提升了 45%，美国补库力度更弱。可以预见的是，2025 年，欧美工业制造业仍在补库期内，但金融与经济环境决定了其补库力度可能会比第一轮更弱。

图：中周期经历第一个高点后目前处于低位，未来存在上行可能



数据来源：wind, 同花顺 iFind, 徽商期货研究所

图：中美欧周期并没有形成共振，美国的补库力度较弱



数据来源：wind, 同花顺 iFind, 徽商期货研究所

二、国内：升级换挡，高质量发展

(一) 当前经济现状

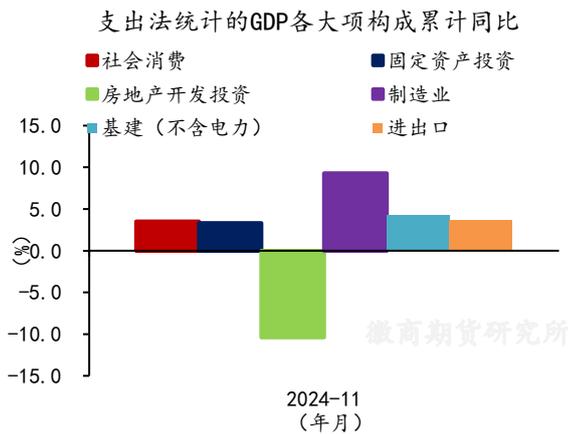
2024 年前三季度，中国不变价统计的 GDP 增长 4.8%，以支出法口径，我国 2024 年 1-11 月，社会消费品零售总额累计同比 3.5%，固定资产投资累计同比 3.3%，进出口累计同

比 3.6%，相比年内高点分别下滑 2 个百分点、1.2 个百分点和 0.1 个百分点。固定资产投资中，房地产开发投资累计同比-10.4%，跌幅录得年内最大，制造业投资累计同比 9.3%，相比年内高点下滑 0.6 个百分点，基础设施建设投资（不含电力）累计同比 4.2%，相比年内高点下滑 2.3 个百分点。整体来看，除了进出口、制造业投资增速全年保持平稳以外，其它项增速均呈现不同程度下滑，尤其以房地产开发投资完成额跌幅扩大表现突出。总体来说，2024 年，我国制造业增长表现最为亮眼，房地产投资跌幅最为突出。

2024 年两会提出的国内生产总值 GDP 增长目标 5%。以不变价计算，2024 年前三季度 GDP 分别增长 5.3%、4.7%、4.6%，四季度需要完成 5.4% 的增长才能完成全年 5% 的 GDP 目标增速。9 月 24 日以来，一系列政策频出，在政策刺激下，消费、制造业、基建、出口增速近两月有所抬升，预计全年 GDP（不变价）增速接近 5%。

图：制造业增长亮眼，房地产投资跌幅突出

图：前三季度 GDP 增速逐次下移，四季度需大幅发力



数据来源：wind，同花顺 Ifind，徽商期货研究所

（二）稳汇率与稳房地产

房地产在过去十几年时间驱动中国经济高速发展。不考虑房地产相关的上下游产业链，房地产和与之相关的建筑业对中国 GDP（不变价）增长的合计贡献在 2009 年高达 19.5%，在 2020 年第一季度达到 21.27%。但从 2022 年一季度开始，房地产下行，使其对 GDP 增长的贡献由正转负，且负向贡献呈扩大态势。

房地产此前的高速发展也驱动着货币的增长，房地产贷款在 M2 中的构成占比由 2013 年 11.48% 快速上升至 2021 年 3 月的 21.36%，而后回落至今占比为 17.26%。

然而，房地产的发展也带来了居民、企业债务高企、消费低迷等问题。伴随人口出生

率的降低、老龄化的提高、城镇化率的提升和中国高质量的发展方向，未来中国房地产将进入低速发展期。

房地产从 2022 年以来的调整太快，拖累了中国经济增长。从 2022 年 12 月开始，我国开始对房地产从融资端、销售端分别进行了调控，但至 2024 年 9 月前，调控措施并没有拉住房地产的下跌速度。最直接的表现是房价跌幅经历了数月的扩大。数据显示，70 大中城市新建商品房住宅价格指数同比由 2022 年 4 月的-0.1%扩大至 2024 年 10 月的-6.2%，历时 31 个月跌幅扩大 6.3 个百分点。二手房价格跌幅更甚，从 2022 年 2 月历经 32 个月从跌幅-0.3%扩大至 2024 年 9 月的-9%，跌幅扩大 8.7 个百分点。

在房价下跌之下，销售、到位资金和投资都出现了不同程度下滑。

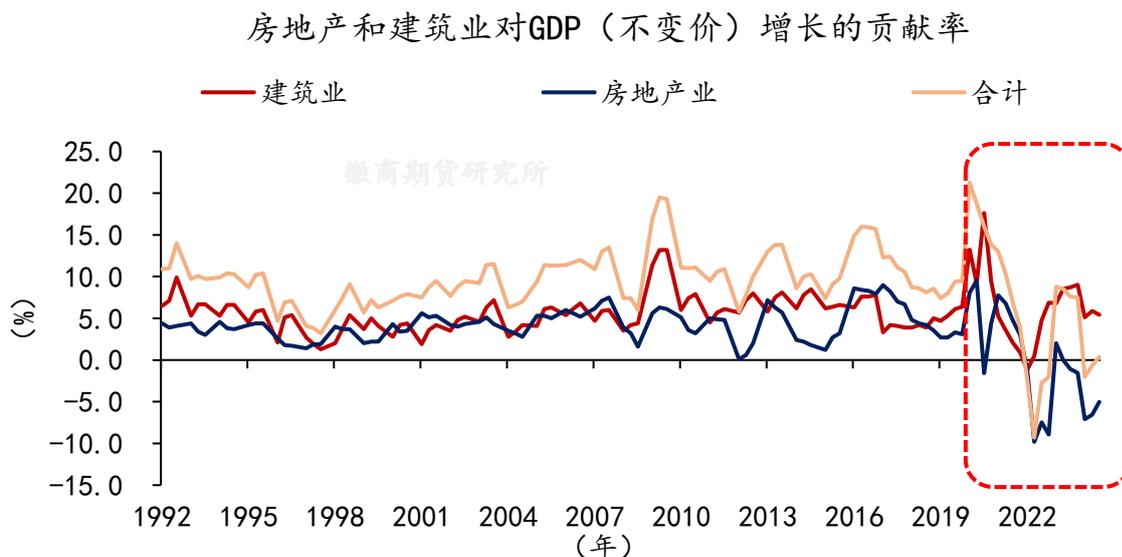
房地产销售面积、销售额维持了 30 个月的负增长，累计同比跌幅最大为 2022 年 12 月-24.3%、-26.7%，2024 年仍然维持两位数的降幅，最大降幅分别在 2024 年 5 月的-20.3%、2024 年 4 月的-28.3%。与此同时，商品房待售面积 2024 年保持两位数的增速，最高增速在 2024 年 5 月的 15.8%。截至 2024 年 11 月，商品房待售面积达到 73286 万平方米，以今年月均销售 7829 万平米的速度来计算，光去化现有库存需要 9.36 个月时间，如果加上 67308 万平米的新开工面积，在不考虑未来新增开工和保持现有销售速度下，去化时间增至 18 个月。

销售不畅致使到位资金不足。房地产开发资金来源累计同比维持了 32 个月的负增长，2024 年保持两位数的跌幅，最大跌幅在 2024 年 3 月-26%，在 2023 年以来的保交楼解决融资端为主要方式的政策下，房地产商的银行贷款跌幅由 2022 年 7 月-28.4%收窄至 2024 年-5.1%。但是占房地产商到位资金主要构成的定金及预付款、个人按揭贷款跌幅在 2023 年收窄至个位数跌幅之后 2024 年却又呈现扩大之势，最大跌幅再次放大至 2024 年 3 月的-37.5%和-41%。

到位资金不畅导致投资萎靡。房地产开发投资完成额维持 30 个月的负增长，且跌幅由 2022 年 4 月的-2.7%扩大至 2024 年 11 月的-10.4%，土地购置费跌幅扩大至-7.8%。

由以上数据可以发现，房地产从价格、销售、资金、投资形成了负向反馈，在 2024 年 3-4 月期间销售和到位资金的跌幅尤其表现突出。要改变房地产的负向反馈，最根本的要稳定价格和提振销售。

图：房地产对我国 GDP 增长贡献由正转负

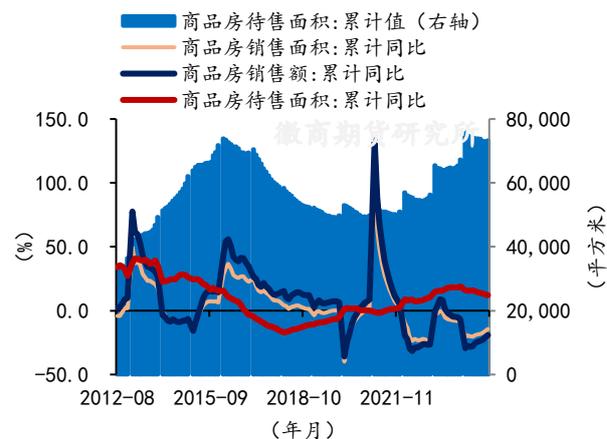


数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

图：商品房价格指数同比持续回落

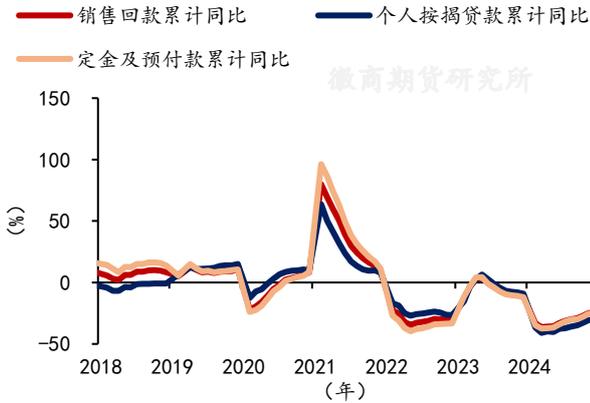


图：房地产销售不畅，库存累积

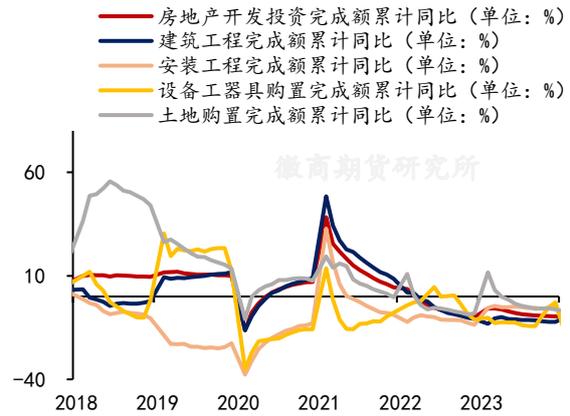


数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

图：房地产商的销售回款负增长



图：房地产开发投资萎靡



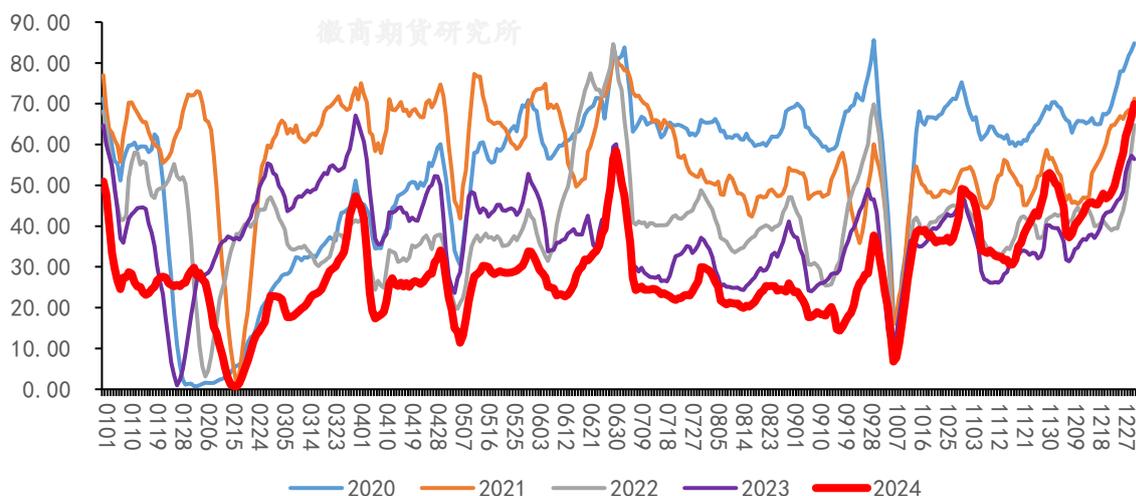
数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

2024年5月17日，中国人民银行发布重要通知，颁布了降低首套住房首付、取消贷款利率下限、降低公积金贷款利率和设立3000亿元保障性住房再贷款的系列政策。然而至2024年9月，房地产价格跌幅仍在进一步扩大，70大中城市新建商品住宅价格指数同比从5月-4.3%逐月扩大至10月-6.2%。二套房价格指数同比从5月-7.5%逐月扩大至9月-9.0%。销售面积跌幅收窄不明显，商品房销售面积累计同比跌幅从2024年5月-20.3%小幅收窄至9月-17.1%。

2024年9月国新办新闻发布会传出重磅政策，包括降低存量房贷利率0.5个百分点，下调二套房首付比例至15%，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%，延长“金融16条”至2026年底。9月26日，中央政治局会议召开，会议用了大量篇幅表述房地产，同时首次用“止跌回稳”表达对房地产的政策态度。随着一系列政策的推出，房地产价格跌幅企稳，70大中城市新建商品住宅价格同比降幅收窄至11月的-6.1%，环比跌幅由9月的-0.7%明显收窄至11月的-0.2%。商品房销售面积从9月的-17.1%收窄至11月的-14.3%。9月之后30大中城市成交面积多数时间段超出了去年同期，甚至部分时间超出了2022年的成交水平，成交面积一改10月之前长期位于5年之下的颓势。

图：商品房成交面积在 9 月政策颁布后多数时间高于 2023 年同期水平，部分时间高于 2022 年同期水平

30 大中城市商品房成交面积季节性 (7DMA)



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

可见，在“止跌回稳”的政策基调下，在系列政策的支持下，后续房地产价格、销售、到位资金、投资将接续企稳。倘若不如此，仍然会有相关地产政策出台。预计政策将倾向于销售端，将高企的库存慢慢去化，使房地产经济逐渐软着陆。而销售端的政策将进一步降低政策利率，从而推动市场利率的下滑。

市场利率的下滑将使得人民币倾向于贬值。2022 年 3 月以来人民币贬值的主要因素在于中美利差，其背后逻辑在于中美经济周期的错配和货币政策的背离，由此导致的国际收支基础账户呈现资金外流趋势，经常账户顺差缩窄，资本与金融账户维持逆差。2024 年美国债利差由年初的-1.3506%扩大至年底的-2.9026%，与此同时即期人民币汇率由年初的 7.1434 人民币/美元贬值至 7.2988 人民币/美元。人民币贬值趋势在国内利率下滑的背景下得到加强，趋势将维系。

图：中美利差倒挂，人民币贬值趋势维系



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

（三）化债与促发展

当前，我国经济面临着地方政府债务达峰、居民债务和企业杠杆率高企的特点。

就地方政府来说，截止 2024 年 11 月，地方政府显性债务余额高达 46.5 万亿元，按照平均利率 3.08% 计算，每年付息额高达 1.4 万亿元。来自中泰证券的相关研究数据统计，地方政府隐性债务高达 55 万亿元，这部分由城投公司发行的债务承担的利率更高。包含隐性债务的地方政府债务合计总额近 101 万亿元，将使得地方政府杠杆率远远高于已获得的统计值。地方政府债券发行中，作为偿还旧债的再融资券 2023 年全年高达 46803 亿元，占全年新发地方债 93374 亿元的 50.12%，即一半新发债券用于偿还旧债。2024 年 1 至 11 月再融资券累计值 40283 亿元，占新发地方政府债务 87023 亿元的 46.29%。

居民债务达峰，这可以从新增贷款与债务余额呈现明显下滑态势得到反映。截至 2024 年 9 月，居民部门的杠杆率 63.2%。居民部门杠杠率超过德国，接近日本，低于美国、韩国。居民债务主要构成是中长期贷款，近 5 年平均占比超过 50%，在 2016 年至 2021 年期间，新增居民中长期贷款呈现高增长，增长值六年平均为 73399 亿元。而与之形成鲜明对比的是，2022 年、2023 年两年均值下降至 40800 亿元，降幅近 45%，2022 年至今近三年均值为 35081 亿元，降幅近 52%。居民中长期贷款主要构成是房贷。个人住房贷款余额在 2022 年 6 月达到 2004 年以来的峰值 38.9 万亿元以后下滑，截至 2024 年 9 月，个人住房贷

款余额相比高峰时下降 1.34 万亿元，降幅 3.4%。

企业债务同样高企。最新数据显示中国实体经济部门杠杆率达到 294.8%，非金融企业杠杆率高达 174.6%，这一水平超过美国、日本、欧元区等发达体和新兴市场整体。

图：地方政府债务高企



图：再融资券占比近半数

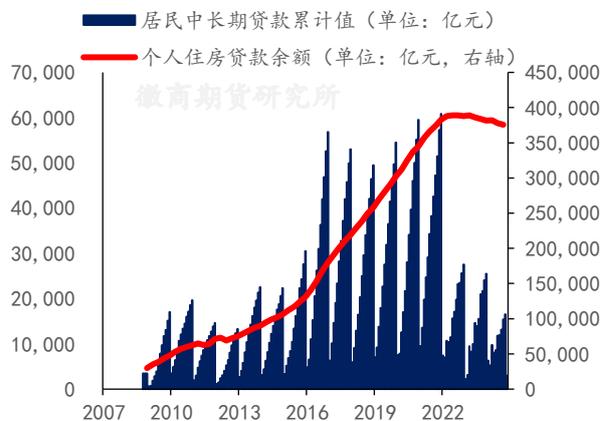


数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

图：居民部门杠杆率高



图：居民中长期贷款新增相比高峰期减半

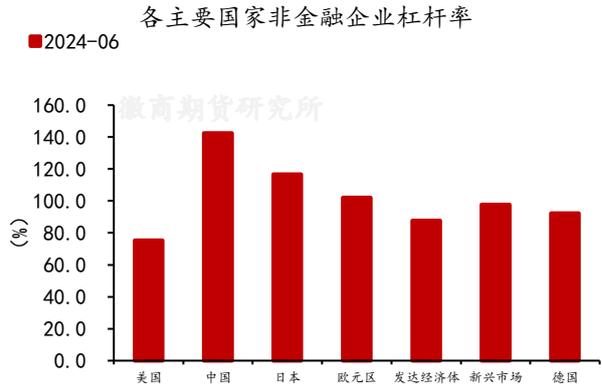


数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

图：实体部门杠杠率高



图：我国实体企业的杠杠率相对较高



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

2024年11月8日第十四届全国人大常委会第12次会议公布了化债方案。具体实施措施包括：一次性增加地方政府专项债务限额6万亿元置换存量隐性债务，一次报批，分三年实施，在2024-2026年期间每年新增额度2万亿元。从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债务中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，共计4万亿元，该项在2024年已经落地。2029年以及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还，无需地方政府在2028年之前进行消化。为解决地方政府债务高企和隐性债务问题，中央政府实施了化债方案，标志着地方政府债务去化进入了新的阶段，未来一段时间，地方政府化债或将成为财政的一项长期重要的工作。在化解地方政府债务过程中，也将一定程度上抵消用于其它领域的政府支出。

(四) 通缩的困境

通缩在价格上表现为物价普遍持续的下跌，对经济的影响可能带来有效需求的不足和货币供应的萎缩。从1998年至今，我国发生了四次通缩，前三次都得到了很好的解决。

第一次通缩发生在1998年和1999年之间，当时GDP平减指数持续7个季度在负值区间。2000年后，随着我国加入世贸组织，出口拉动中国经济快速增长。2000年至2008年出口平均增速在26.59%。出口快速增长至少从拉动国内制造业、出口创汇带来居民收入增长从而拉动消费增长以及出口创汇带来货币供应量的增长三个方面带动中国经济快速增长。

第二次通缩发生在2009年，由于美国次贷危机传导拖累中国经济增长，持续三个季度。2009年推出了四万亿投资计划，刺激了中国经济快速反弹。2009年固定资产投资呈现30.4%

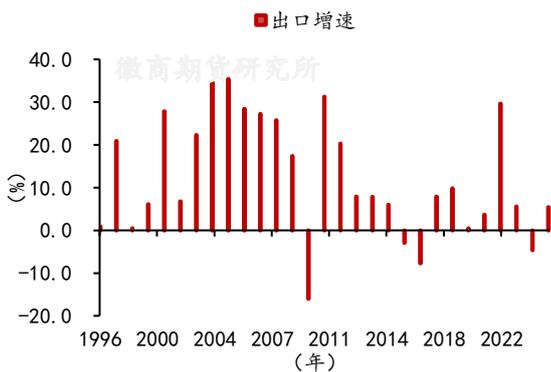
的增长。

第三次通缩发生在 2015 年，持续时间 1 个月。当时国家出台了供给侧改革政策，推出了“三去一降一补”即去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。在供给侧改革政策刺激下，大宗商品价格大幅上涨，房地产库存去化，价格上涨，经济回到正常发展轨道。

此轮通缩从价格来看起于 2023 年年中，持续至今，超出此前三轮持续的平均时间。2024 年 9 月 6 日上午，在第六届外滩金融峰会“全球货币政策转向及其影响”主题圆桌讨论上，中国金融学会理事会会长、中国人民银行原行长易纲指出，中国现在应该把重点放在抵挡通缩压力上，又称广泛的价格衡量指标连续几季呈现负值，中国目前的重点应该是在未来几季让 GDP 平减指数转正。

图：出口的高增长驱动我国经济增长

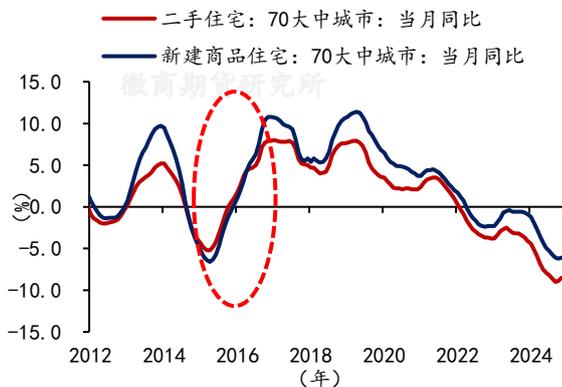
图：2009 年 4 万亿刺激基建大幅增长



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

图：2015 年的供给侧改革驱动房价上行

图：我国从 1998 年以来发生过四轮通缩



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

我们从资产负债表视角来思考之所以此轮通缩持续时间如此之长的原因。

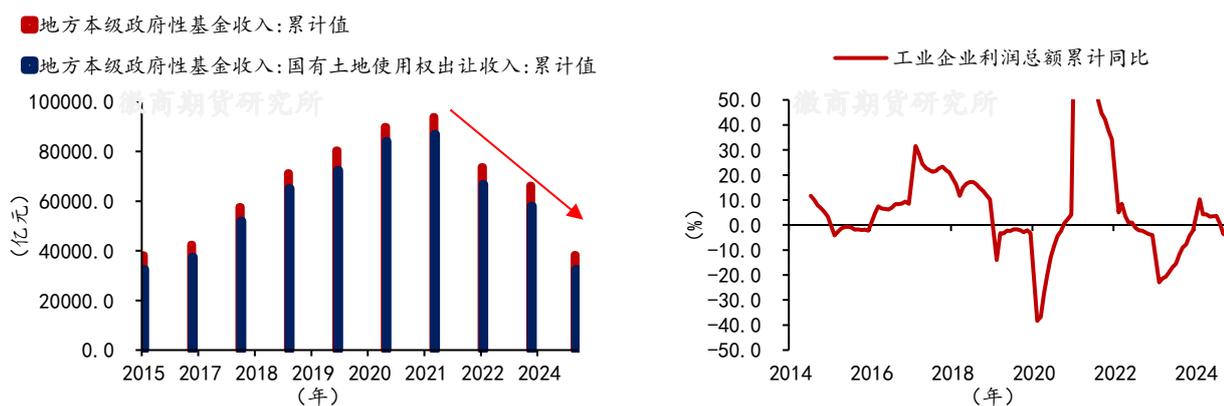
房地产作为中国居民、企业重要的资产，是中国居民的主要资产，同时也是地方政府的收入来源之一。房地产价格的下行导致居民、企业资产缩水、地方政府性基金收入减少，同时源于房地产高增长带来的债务刚性，居民、企业和地方政府的资产负债表有发生衰退的风险，由此带来的居民偿债增加、消费疲软，企业借贷不旺投资疲弱，地方政府收入不足、基建支出乏力，最终将引发有效需求的萎缩，从而诱发通缩的风险。

数据显示，地方政府国有土地出让金收入从 2012 年 28517 亿元快速增长至 2021 年的 87051 亿元，增幅 205%，而后转入快速下跌，2024 年截至 11 月国有土地出让金收入仅为 32626 亿元，相较于高峰期下滑 54425 亿元，下滑 64.68%。

居民债务达峰导致的新增居民中长期贷款大幅减少以及个人住房贷款余额减少客观上反映居民偿债的增长。

地产的下行导致自身及上下游产业链利润增长乏力，各类企业融资信心不足。数据显示，2024 年 1 至 11 月，工业企业利润总额累计同比-4.7%，工业企业 40 个行业中 16 个行业利润总额呈下滑态势。

图：政府性基金收入由于国有土地出让收入减少而减少 图：工业企业利润下滑



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

2022 年以来，央行多次下调政策利率，将 1 年期 MLF 利率从 2022 年年中的 2.85% 下调至 2024 年的 2.0%，7 天期逆回购利率从 2022 年年中的 2.1% 下调至今 1.5%，5 年期 LPR 利率 2022 年初的 4.6% 下调至今 3.6%，十年期国债收益率跌破 1.8%，但市场的融资水平并没有得到明显提升，其同比增速呈现下滑态势。截至 2024 年 11 月，社会融资规模存量 405.6

万亿元，虽同比去年同期增长 7.8%，但纵观近两年的社融增速，却处于快速下滑态势。2024 年，居民户和企业户在金融机构中的贷款下滑明显。2024 年 1 至 11 月，与去年同期相比，居民户新增贷款额度下滑了 17379 亿元，企事业单位贷款新增额度下滑了 31784 亿元，降幅分别为 42%和 18%。贷款催生货币，而货币是金融经济之水。因为贷款增速的减少，货币供应量增速下滑。2024 年 M2 同比增速缩窄至 7.1%，M1 增速维持了 8 个月的负增长，最大跌幅 2024 年 9 月-7.4%。

图：政策利率追着市场利率下滑而下调

图：利率下调同时贷款却在减弱



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

图：社融余额下滑明显

图：货币供应增速下降



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

（五）升级换挡，高质发展

1.更加积极的财政政策

当前我国的宏观经济存在着资产（地产）价格下行同时债务高企而诱发债务通缩的风

请务必阅读免责声明内容

徽商研究 * 明道取势 - 21 -

险，长期以往导致的负面影响将是居民的消费不足，企业的经营以偿债为目的而非盈利为目的而导致投资不足，地方政府由于债务去化而支出不足，债务的清除导致货币供应的萎缩，资产价格进一步下滑，形成负向反馈。

当前我国中央政府的杠杠率在全球中明显较低的，存在较大的发力空间。2024年12月中央政治局会议提出要实施更加积极的财政政策。这将有效对冲外部压力和内部通缩压力而造成的经济下滑。财政政策一方面通过置换现有表外债务，减缓了货币供应下滑的速度，同时，通过财政政策增加支出，对冲居民、企业部门现有的有效需求不足问题。

2. 增加居民财富，提高收入，刺激消费

消费的源泉来自居民的资金，来自财富和收入两部分。在地产价格下行下，首当其冲是居民财富缩水，同时，多数行业受到拖累，经济增速存在压力下，居民收入不足，而居民因为债务刚性需要支出，储蓄和偿债抵消了消费动力，所以可以看到近些年来的消费呈现增长乏力之势。数据显示，截至2024年11月，2024年社会消费品零售总额累计同比3.5%，增速趋于下滑。

2024年12月中央政治局会议提出，大力提振消费，同时提到稳住股市，并且在中央经济工作会议九大任务中将大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求放在第一大任务中。预计，2025年消费政策将聚焦于终端消费提振、居民收入增加和稳股市方面。

3. 科技转型

过去中国经济的高速发展无不伴随着出口的高速增长。2000年后，中国加入世贸组织，出口呈现年均25%的增长。2021年，出口呈现29.6%的增长同样拉动中国经济表现亮眼。2024年，出口虽不及以前大幅增长，但仍然保持相对景气，截至2024年11月，2024年全年出口金额累计增速5.4%，对冲了内需的不足。

出口拉动国内经济增长对于一个处于成长初期的经济体来说，效果是多方面的。出口将带动本国加工制造业景气度提升，出口创汇带来居民收入提高，同时出口带来外汇占款上升从而导致本国货币供应量增加，诸多方面将刺激本国经济。但当一个经济体趋于成熟之后，出口带来的边际效应将递减。同时国际贸易局势紧张环境下，由出口拉动经济增长面临着更多不确定性。2025年，新一届美国总统特朗普上台后，可能加剧国际贸易紧张关系，对我国的出口形势构成威胁。同时随着人口出生率的下降、人口老龄化的加深，我国经济长期增长的人口红利正在趋弱。未来经济的发展将除了提升本国消费水平以外，更多

的需要，在科技方面形成自身实力。

三、总结及大类资产投资逻辑

海外，2024年，美国衰退预期被证伪，实际利率上升至高位，美元偏强运行，资本支出高位回落，制造业补库力度不强。

2025年，预计美国衰退仍然不会发生，且通胀预期增强，降息预期下修，实际利率将在通胀上行和降息作用下从高位缓慢下行，美元在非美经济体表现不及美经济体前提下保持强势运行，资本支出将低位攀升，即中周期将重启向上，海外制造业补库力度在高利率、高通胀下不及预期。

实际利率的下行、中周期的重启将有利于大宗商品价格上行，美元的强势运行和制造业的不及力度的补库将形成阶段性的压制，国际贸易局势的紧张将从供应方面给大宗商品提供波动。

国内，2024年，在出口表现景气下以及制造业补库周期带动下，制造业表现亮眼，维持着经济稳定运行，但房地产形成明显拖累，消费增长乏力。国内经济仍桎梏于地产和汇率的稳定、化债和通缩的困局中。由于地产资产价格的下行，居民、企业、地方政府债务的高企和刚性，制约我国经济的发展，同时2025年还面临着贸易环境紧张的可能。

2025年及更长期，预计经济仍然处在高质量发展的转型期，在此期间，要避免通缩困境，同时要对冲海外的压力，中央财政政策将作为一项重要的工具，力度将比以往年份更大，在提升居民收入、刺激消费和稳定股市等方面将有积极作为，随着人口红利减弱，外部环境趋紧，科技转型，提升全社会资本效率是高质量发展的方向。

利率在稳地产、化债和解决通缩困境下仍将趋于下行，人民币维持双向波动同时趋于贬值，大宗商品受国内通缩压制，但同时政策抵抗通缩下，将提供阶段性上行的投资机会，消费、科技等权益类资产将受政策提振。

总的来说，2025年，国内外宏观经济周期和政策周期仍然存在错配，国外通胀和国内通缩并存，海外定价权重较大资产将主要受到海外实际利率下行和中周期上行的驱动，国内定价权重较大资产将主要受到财政政策的驱动，上行压制力量海外主要来自美元的强势和制造业补库的疲弱以及国内通缩环境的延续。

【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

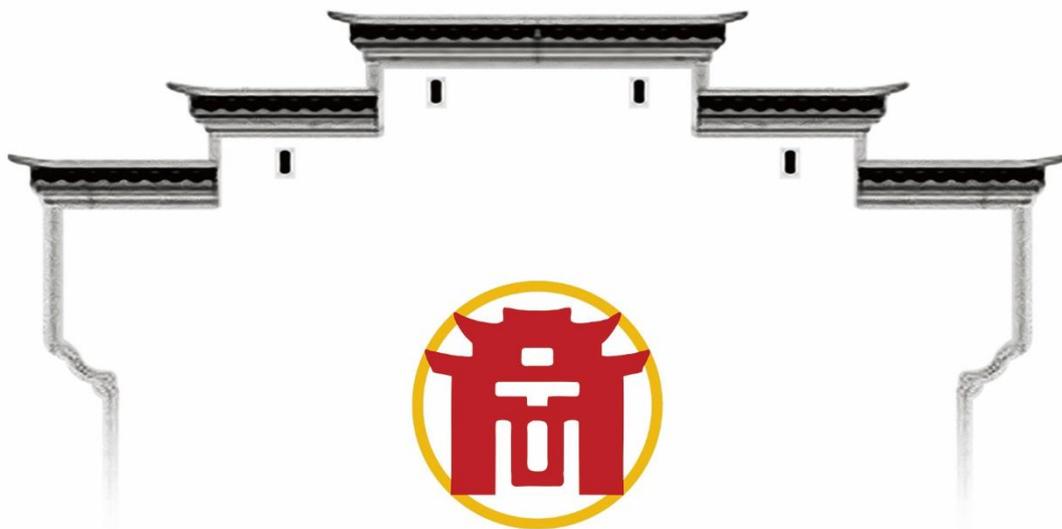
【团队介绍】

徽商期货研究所成立于2009年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培养中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系 and 投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUI SHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061
电话：0551-62865913 传真：0551-62865899
网址：www.hsqh.net
全国统一客服电话：**400-8878-707**

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信