

宏观：内需为王

研究员：于洁

年报摘要：

- 以旧换新。“以旧换新”对消费有明显拉动，关注汽车换购及拆废带来的增量需求。保守估计我国汽车理论报废约占总保有量的 1.5%–2%，远低于欧美的 5–6% 的平均报废率比例，汽车报废回收市场仍有巨大空间。
- 稳住楼市。销售端，三四线城市的新房政策还有进一步放松的空间。房企端，保障性住房再贷款作为收储（存量商品房）的资金进展缓慢，刺激购房者的政策可能还会加码。投资端，稳建安投资依靠重点项目的发力，稳土地投资依靠收储（土地）。土地储备曾是地方政府专项债券的主要投向领域，如果 2025 年专项债发行重新向土地储备倾斜，预计会拉动较大规模收储（土地）。与此同时，新增专项债对于基建投资拉动的指标意义弱化。
- 出口逆风。若美国取消中国最惠国待遇，橡胶塑料、玩具、纺织服装鞋帽箱包、面板、家具、精密仪器等行业的关税增加幅度超过 40%，为关税增加幅度最大的行业；考虑到规模，则纺织服装鞋帽箱包行业受的影响最大。整体来看，若美国取消中国最惠国待遇，则劳动密集型行业的出口税率增加幅度最大。
- 通胀回暖。居民收入及预期或将有所改善，叠加促消费政策加码，在低基数效应之下，2025 年 CPI 维持温和上行的趋势，全年中枢 1.8% 左右。预计 PPI 同比降幅收窄，2025 年下半年可能转正，原油价格或拖累 PPI 表现不如预期。

一、消费：“以旧换新”对消费有明显拉动

中央经济工作会议要求，要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。中央财经委员会第四次会议强调，加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措，要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。今年《政府工作报告》提出，推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造；鼓励和推动消费品以旧换新。

今年以来“以旧换新”政策密集出台，是社零商品类销售额增长的主要原因。消费品“以旧换新”主要以汽车、家电产品、家装消费品为主。这类商品单品价格较高、使用周期较长，价格上涨后，消费者倾向于延长使用时间来实现其长期价值而减少购买。通过提供购买优惠和换购便利，有助于居民减少置换成本、提升购买意愿。

图表 1：社零分项同比增速（单位：%）

	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	2023-11
粮油、食品类	10.10	10.10	11.10	10.10	9.90	10.80	9.30	8.50	11.00	9.00	5.80	4.40
饮料类	-4.30	-0.90	-0.70	2.70	6.10	1.70	6.50	6.40	5.80	6.90	7.70	6.30
烟酒类	-3.10	-0.10	-0.70	3.10	-0.10	5.20	7.70	8.40	9.40	13.70	8.30	16.20
服装鞋帽针纺织品类	-4.50	8.00	-0.40	-1.60	-5.20	-1.90	4.40	-2.00	3.80	1.90	26.00	22.00
化妆品类	-26.40	40.10	-4.50	-6.10	-6.10	-14.60	18.70	-2.70	2.20	4.00	9.70	-3.50
金银珠宝类	-5.90	-2.70	-7.80	-12.00	-10.40	-3.70	-11.00	-0.10	3.20	5.00	29.40	10.70
日用品类	1.30	8.50	3.00	1.30	2.10	0.30	7.70	4.40	3.50	-0.70	-5.90	3.50
家用电器和音像器材类	22.20	39.20	20.50	3.40	-2.40	-7.60	12.90	4.50	5.80	5.70	-0.10	2.70
中西药品类	-2.70	1.40	5.40	4.30	5.80	4.50	4.30	7.80	5.90	2.00	-18.00	7.10
文化办公用品类	-5.90	18.00	10.00	-1.90	-2.40	-8.50	4.30	-4.40	-6.60	-8.80	-9.00	-8.20
家具类	10.50	7.40	0.40	-3.70	-1.10	1.10	4.80	1.20	0.20	4.60	2.30	2.20
通讯器材类	-7.70	14.40	12.30	14.80	12.70	2.90	16.60	13.30	7.20	16.20	11.00	16.80
石油及制品类	-7.10	-6.60	-4.40	-0.40	1.60	4.60	5.10	1.60	3.50	5.00	8.60	7.20
建筑及装潢材料类	2.90	-5.80	-6.60	-6.70	-2.10	-4.40	-4.50	-4.50	2.80	2.10	-7.50	-10.40
汽车类	6.60	3.70	0.40	-7.30	-4.90	-6.20	-4.40	-5.60	-3.70	8.70	4.00	14.70

资料来源：Wind，光大期货研究所

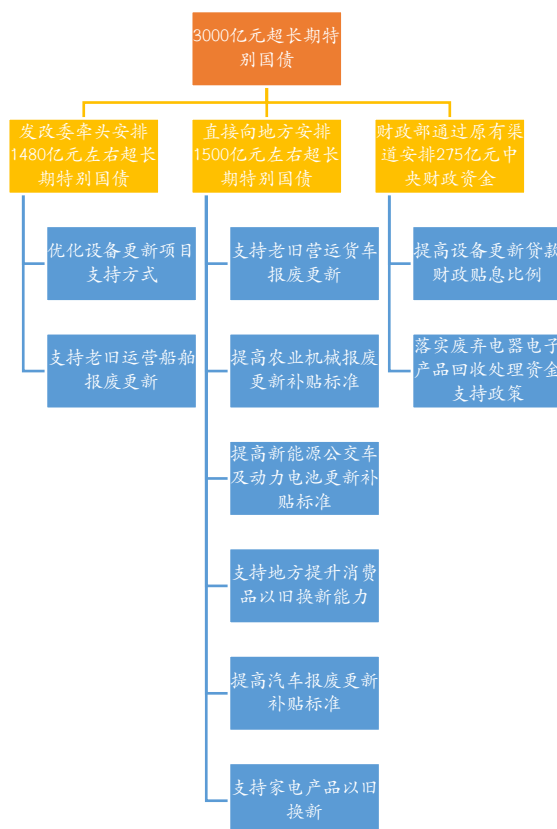
本轮家电“以旧换新”主由中央财政资金承担，或可加快政策落地。7月24日国家发展改革委和财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知提到，将统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，国家发展改革委牵头安排 1480 亿元左右超长期特别国债大规模设备更新专项资金，用于落实本通知第优化设备更新项目支持方式、支持老旧营运船舶报废更新。

直接向地方安排 1500 亿元左右超长期特别国债资金，用于落实支持老旧营运货车报废更新、提高农业机械报废更新补贴标准、提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准、支持地方提升消费品以旧换新能力、提高汽车报废更新补贴标准、支持家电产品以旧换新。涉及的支持资金按照

总体 9:1 的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为 85%、90%、95%。

财政部通过原有渠道安排 275 亿元中央财政资金，落实提高设备更新贷款财政贴息比例、落实废弃电器电子产品回收处理资金支持政策。

图表 2：“以旧换新”资金来源



资料来源：政府工作网站，光大期货研究所

消费品“以旧换新”政策中，汽车政策的效果可能更加明显，对消费的拉动也更强。2024 年 5 月，财政部发布《关于下达 2024 年汽车以旧换新补贴中央财政预拨资金预算的通知》，指出 2024 年汽车以旧换新中央补贴年度资金总额为 64.4 亿元，根据不同省份所属的东中西部地区比例计算，地方配套资金接近 47.6 亿元，合计 112 亿元左右。同时，该文件绩效目标显示，全年报废汽车回收量为 378 万辆。2023 年汽车报废回收量为 268.8 万辆，预计此次政策的出台能够拉动报废汽车量增加 100 万辆左右。根据商务部的最新数据，今年前 7 个月，全国报废汽车回收 350.9 万辆，

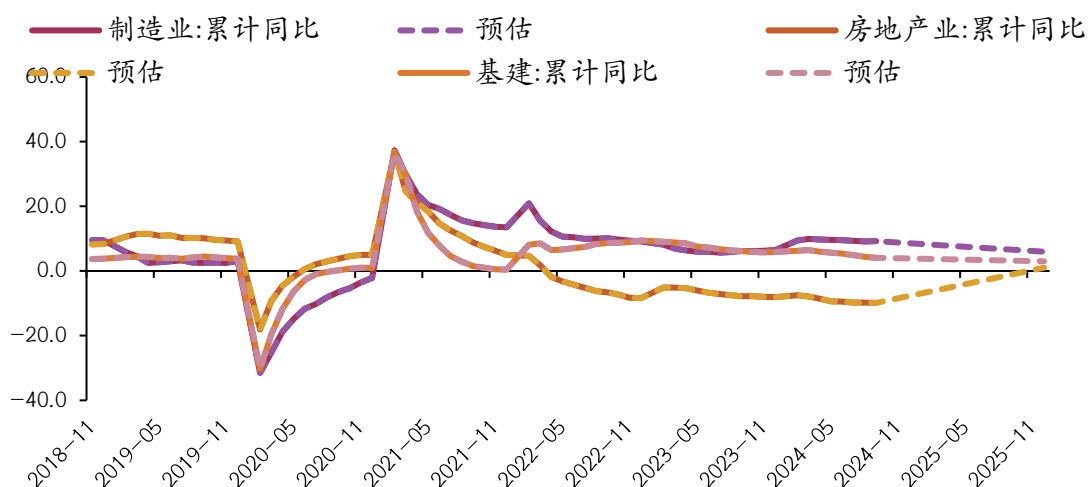
同比增长 37.4%，其中 5 月、6 月、7 月分别同比增长 55.6%、72.9% 和 93.7%，接近完成全年绩效目标，全年的报废汽车回收量预计明显超出 378 万辆。

若测算汽车的销售对社零的拉动，要结合价格的变化。1-11 月 PPI 中的汽车制造业同比下滑 2.1%。量价结合来看，预计汽车销售额同比增加 10%。汽车销售额在限额以上企业商品零售总额中占比 29.4%，在社会消费品零售总额中占比 10.3%，则汽车销售额同比增长 10% 可以拉动社零同比增长一个百分点。

二、固定资产投资：稳住楼市是亮点

展望 2025 年，预估固定资产投资/制造业/基建/房地产同比增速分别为 4%/6%/3%/1%，相较于 2024 年，固定资产投资增速保持稳定，其中房地产投资增速转正、基建投资和制造业投资增速降速。具体来看：

图表 3：固定资产投资完成额分项同比预估（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

1、房地产：稳住楼市

近期房地产政策暖风不断。12 月政治局会议提出“稳住楼市股市”，随后的中央经济工作会议上关于房地产的措辞有明显积极变化。去年的措辞重点在于保障融资，“积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展”。今年措辞是“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，更加重视房地产市场回稳的结果，措辞更加积极。

本文旨在分析“稳住楼市”的政策发力方向 and 影响，从销售端、房企端、投资端三个方面展开。

(1) 稳销售

过去 3 年中，房地产销售端政策不断放松，但并没有止跌房地产的下行趋势，直到今年 9 月刺激需求政策再次出台。9 月底央行表态存量房贷利率下调 50bp，房贷政策创历史最宽松水平，统一首套二套房贷最低首付比至 15%。

图表 4：房贷政策调整汇总

2024年房贷政策调整（9月）				5年期LRP调整
	首套房	二套房	政策文件	
全国：最低首付比例	统一为15%			2024年10月5年期LPR 下调15bp至3.60%
各地	自主确定			
全国：房贷利率下调	存量房贷降至新发放房贷利率附近			2024年9月5年期LPR 下调10bp至3.85%
新发房贷利率	8月平均3.25%	8月平均3.6%		
存量房贷利率	8月加权平均利率在3.9%~4%，预计平均下调50bp			
2024年房贷政策调整（5月）				5年期LRP调整
	首套房	二套房	政策文件	
全国：最低首付比例	15%	25%	《关于调整个人住房贷款最低首付比例政策的通知》	2024年2月5年期LPR 下调25bp至3.95%
各地	自主确定			
全国：房贷利率下限	取消下限		《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	
各地	自主确定是否设定			
银行	合理确定具体利率水平		《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》	
个人住房公积金贷款利率下调25bp				
五年及以下	2.35%	2.78%		
五年以上	2.85%	3.33%		
2023年房贷政策调整（8月）				5年期LRP调整
	首套房	二套房	政策文件	
全国：最低首付比例	20%	30%	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》 《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》 《关于建立新发放首套住房个人住房贷款政策动态调整长效机制的通知》	2023年6月5年期LPR 下调10bp至4.2%
各地	自主确定			
银行	合理确定具体利率水平			
全国：房贷利率下限	LPR-20bp	LPR+30bp		
各地	自主确定			
银行	合理确定具体利率水平			

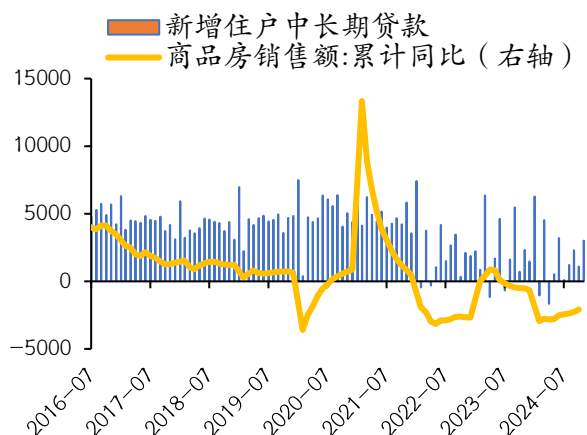
资料来源：公开资料，光大期货研究所

10 月份以来，国内商品房销售呈现“量价齐升”态势。为贯彻 9 月 26 日中央政治局会议“促进房地产市场止跌回稳”精神，住房和城乡建设部将 10 月确定为商品住房促销月，各地出台房地产支持政策，并开展“百城千企商品住房促销活动”。住房和城乡建设部统计，据开展促销活动的城市普遍反馈，国庆节假期以来，参加促销的大部分项目到访量同比增长 50% 以上。10 月商品房销售面积同比 -1.6%，较 9 月大幅收窄，为 2022 年以来最高水平。

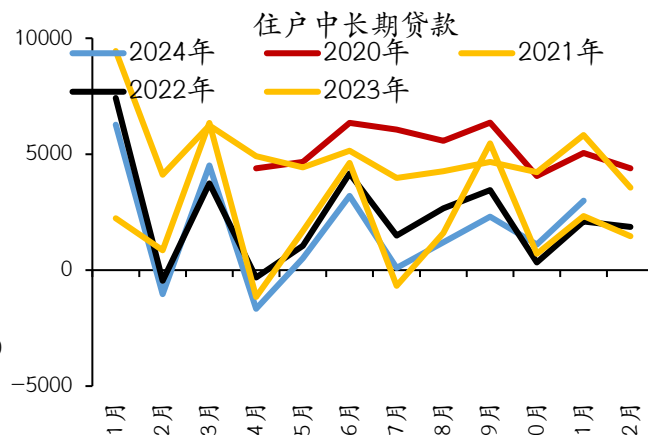
10 月份 70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比降幅收窄或转涨、同比降幅趋稳，

房地产市场预期进一步改善。此外，央行公布的 11 月份住户中长期贷款连续两个月同比多增，表明从信贷的角度来看，房地产市场的确在回暖。

图表 5：商品房销售和住户中长期贷款（单位:亿元,%） 图表 6：住户中长期贷款（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

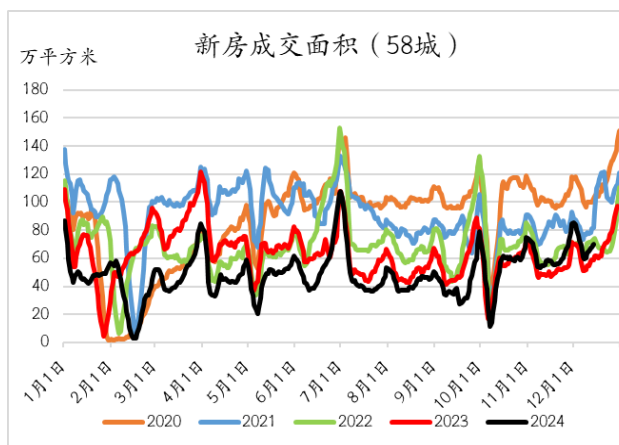


资料来源：Wind，光大期货研究所

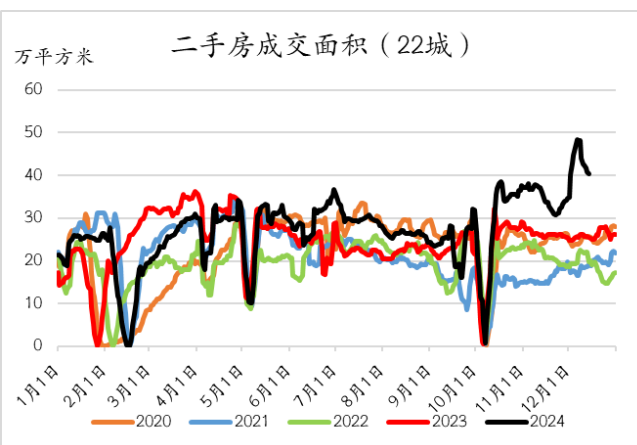
从结构上来看新房和二手房表现分化。10 月份以后，新房成交面积同比转正，但是二手房的成交放量更加明显。另外，在房价指数上，一线城市二手房环比价格已经转正，是一个非常积极的信号。新房价格环比跌幅虽有收窄，但仍处于下跌的趋势。

图表 7：新房成交面积（单位：万平方米）

图表 8：二手房成交面积（单位：万平方米）

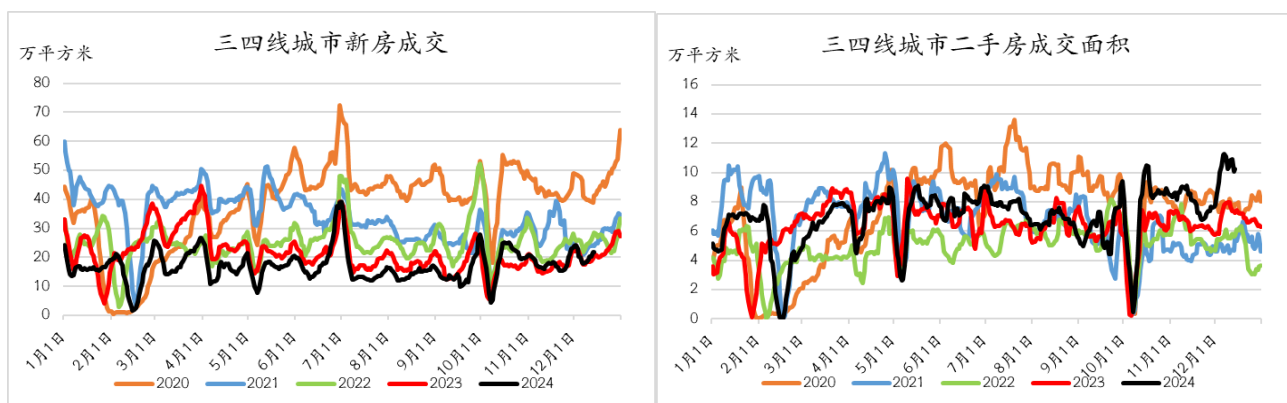


资料来源：Wind，光大期货研究所



资料来源：Wind，光大期货研究所

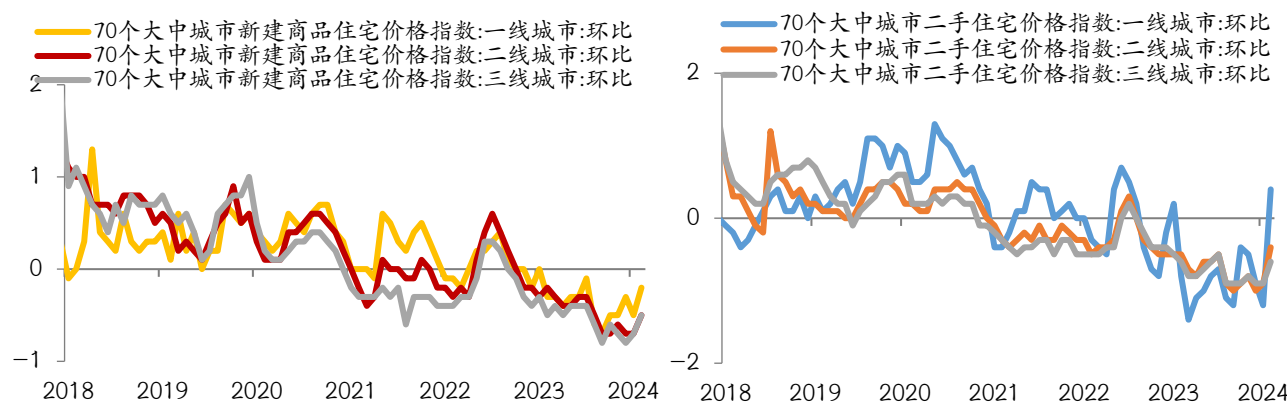
图表 9:三四线新房成交面积(单位:万平方米) 图表 10:三四线二手房成交面积(单位:万平方米)



资料来源: Wind, 光大期货研究所

资料来源: Wind, 光大期货研究所

图表 11: 新建商品住宅价格指数环比(单位:%) 图表 12: 二手商品住宅价格指数环比(单位:%)



资料来源: Wind, 光大期货研究所

资料来源: Wind, 光大期货研究所

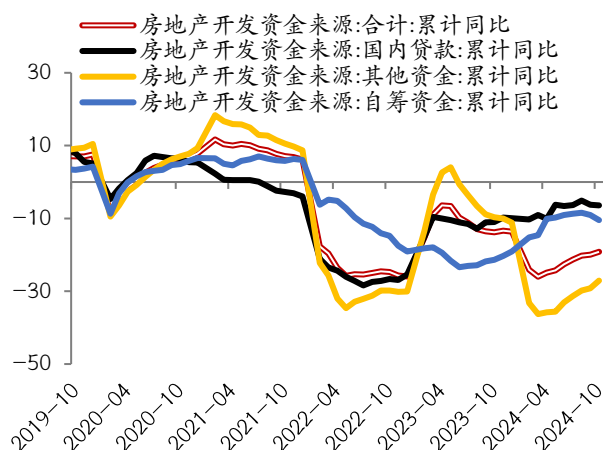
二手房对新房的影响分两方面看待,一方面二手房交易量的上升带动整体销售市场的流动性,另一方面对新房的需求有挤压效应。对于第二点,在三四线城市尤为明显,因为看到三四线的新房成交比去年还低,但是二手房的成交热度坚挺。对于接下来“稳销售”,三四线城市的新房政策还有进一步放松的空间。

(2) 稳房企

稳房企就是稳资金,房企资金分为以下几个来源:国内贷款、自筹资金、其他资金,其他资金主要是来自销售端的定金及预收款、个人按揭贷款。从 2023 年以来多个重要会议上强调“保障房地产企业合理融资需求”,国内贷款和自筹资金累计同比从 2023 年开始触底回升,当前处于较

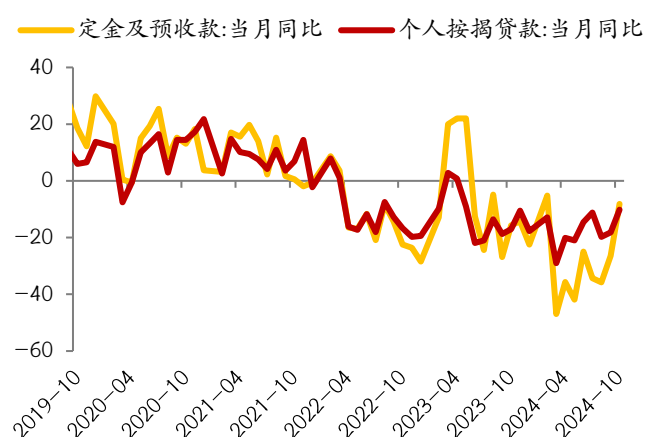
小跌幅区间。但是定金及预收款、个人按揭贷款累计同比增速从 2024 年初才开始回暖，尤其是最近两个月才开始加速修复，目前累计同比跌幅还处于接近-30%的水平。

图表 13：房地产开发资金来源（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 14：其他资金分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究

所以，稳房企现在的当务之急是稳销售，又回到第一个问题。但是稳房企的销售，和第一章里的销售定义有些许不同。第一章节里的销售，指的是购房需求。本章节里的销售，指的是房企的存货。不同之处是存货可以卖给购房者，也能卖给政府，也就是收储（特指商品房，土地收储放到下个章节“稳投资”讨论）。

收储（存量商品房）的资金从何而来？对于收储资金的相关政策，可以追溯到今年 5 月份国务院政策例行吹风会上提到，央行拟设立 3000 亿元保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型保障性住房。9 月 24 日，国新办会议上央行指出，保障性住房再贷款央行资金支持比例由 60%提高至 100%。

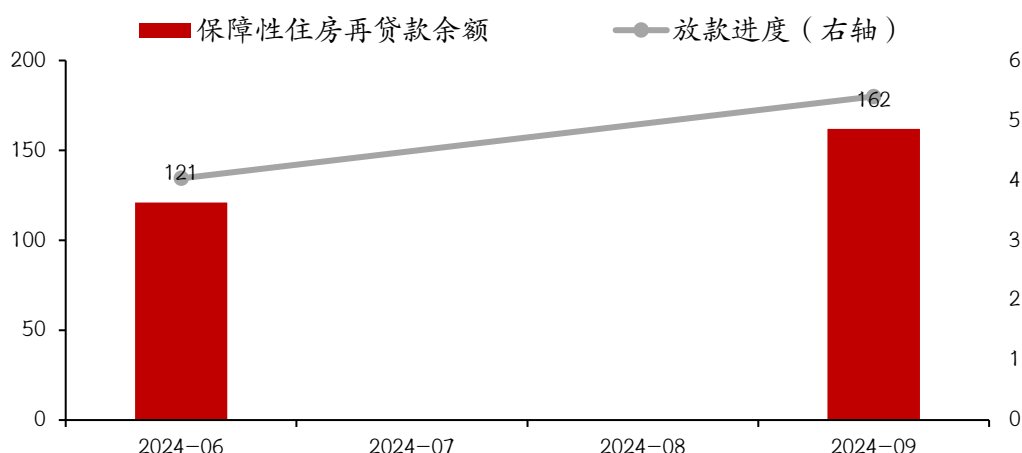
图表 15：收储（存量商品房）相关政策汇总

时间	部门/会议	政策
5月17日	国务院	国务院政策例行吹风会中提到，央行拟设立3000亿元保障性住房再贷款，利率1.75%，期限1年，统筹考虑政策衔接，将之前的1000亿元租赁住房贷款支持计划并入保障性住房再贷款政策中管理，将在全国范围全面推广。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。
6月7日	国常会	国务院常务会议提到，要充分认识房地产市场供求关系的新变化，顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。
6月12日	央行	央行召开保障性住房再贷款工作推进会，提出设立保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成存量商品房用作保障性住房配售或租赁。
6月20日	住建部	住房城乡建设部召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议。提出“推动县级以上城市有力有序开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作”。
6月25日	自然资源部	自然资源部正研究通过专项债券支持地方政府回收房企闲置用地，以盘活未开发或未竣工的存量土地，缓解房地产企业困难。专项债券将为地方政府提供资金支持，但要求避免新增隐性债务。
7月30日	政治局会议	政治局会议提出“坚持消化存量与优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房”。
9月24日	国新办央行	国新办会议央行指出将支持收购房企存量土地，在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地。保障性住房再贷款央行资金支持比例由60%提高至100%。
9月26日	政治局会议	政治局召开会议指出要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。
10月12日	国新办财政部	国新办举行新闻发布会，财政部部长蓝佛安等负责人指出：支持地方政府运用专项债回收符合条件的闲置存量土地，增强土地供给调控能力；将采用用好专项债收购存量商品房，适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房方式收购。
10月17日	国新办住建部、央行、自然资源部等	财政部表示，将按照市场化运作方式，在确保项目融资收益平衡的基础上，地方安排专项债券收购存量商品房用作保障性住房。自然资源部表示在盘存量方面，考虑优先回购企业无力开发或者不愿继续开发、尚未动工建设的住宅、商服用地，及时匹配专项债券等资金。还将会同相关部门，研究设立收购存量土地专项借款，作为专项债券的补充，中国人民银行提供专项再贷款支持。
11月8日	全国人大常委会财政部	财政部蓝佛安表示，目前，支持房地产市场健康发展的相关税收政策，已按程序报批，近期即将推出。专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地。
11月8日	央行	央行发布2024年第三季度中国货币政策执行报告，指出积极支持收购存量商品房用作保障性住房，支持盘活存量闲置土地，促进房地产市场止跌回稳。

资料来源：公开资料，光大期货研究所

截止到2024年9月，央行3000亿元保障性住房再贷款余额为162亿元，放款进度（贷款余额/贷款额度）为5.4%。很明显保障性住房再贷款作为收储（存量商品房）的资金进展缓慢，而且今年的中央经济工作会议关于地产的工程没有提到保障性住房，因此收储（存量商品房）未来面临不确定性。如果政府收储（存量商品房）进展缓慢，刺激购房者的政策可能还会加码。

图表 16：保障性住房再贷款和放款进度（单位：亿元，%）

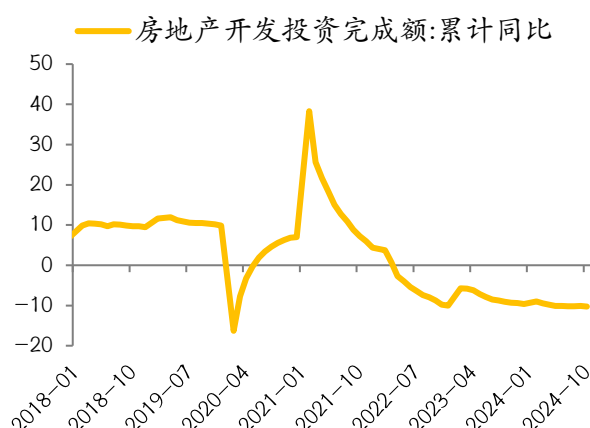
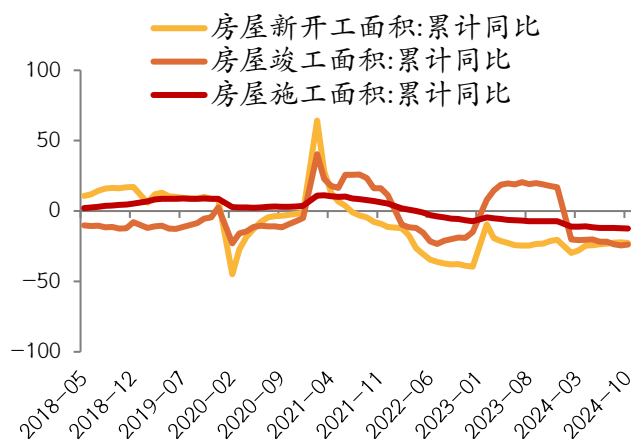


资料来源：Wind，光大期货研究所

（3）稳投资

房地产投资仍处于较深跌幅，稳投资分为两方面，稳建安投资和稳土地投资。

图表 17：房地产开发投资完成额同比（单位：%） 图表 18：房地产投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

资料来源：Wind，光大期货研究所

稳建安投资依靠重点项目的发力。在重点项目上，去年是加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”，今年的重点是城中村和危旧房改造，可以看出项目重点有所切换。

城中村改造政策支持范围从最初的 35 个超大特大城市和城区常住人口 300 万以上的大城

市，扩围至近 300 个地级及以上城市，城市数量明显增加。10 月 17 日 住建部提到新增 100 万套城中村改造和危旧房改造落地。并且提到，仅在 35 个大城市城中村改造规模 170 万套，全国需要改造的危旧房 50 万套。考虑到住建部提到新增 100 万套城中村改造和危旧房改造落地，暂且不估算 300 个地级及以上城市有多少套城中村改造需求，单从这 100 万套去分析需要多少投资额。

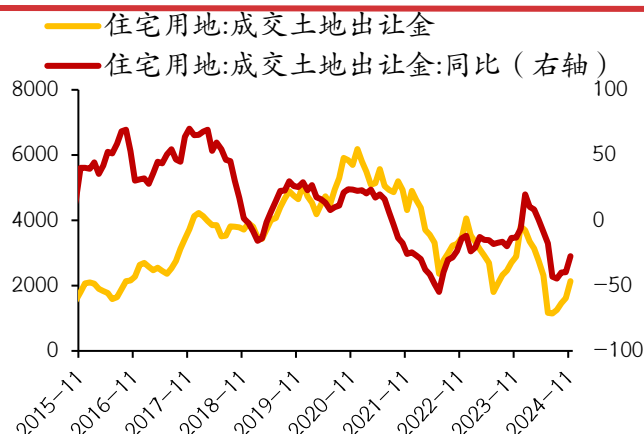
2015-2018 年棚改套均投资额在 25-30 万元之间，按照套均 25 万元的投入计算，100 万户总计投入 0.25 万亿元，按 1-2 年投资周期，每年约改造 50-100 万套，投资额 1200-2500 亿元。

图表 19：城中村、危旧房改造相关政策汇总

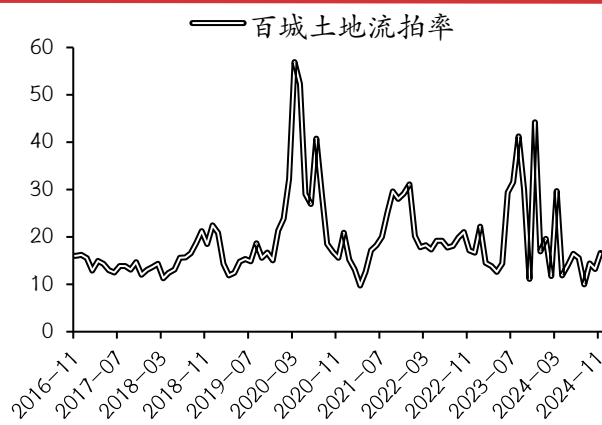
发布时间	部门/会议	主要内容
2023.7.21	国务院常务会议	对符合条件的城中村改造项目，中央通过现有渠道适当给予补助。将符合条件的城中村改造项目纳入地方政府专项债券支持范围。设立城中村改造专项借款。鼓励银行业金融机构按照市场化、法治化原则提供城中村改造贷款，专款专用、封闭管理。符合条件的城中村改造项目适用现行棚户区改造有关税费支持政策。具备条件的城区常住人口 300 万以上的大城市，可参照本意见执行。
2023.7.24	中央政治局会议	要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023.7.28	超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，要从实际出发，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。
2023.10.12	住建部	各地正按照部署，扎实开展配套政策制定、摸清城中村底数、编制改造项目方案等工作，住房城乡建设部城中村改造信息系统投入运行两个月以来，已入库城中村改造项目 162 个。
2024.10.17	国务院新闻办公室发布会	住房城乡建设部部长倪虹提出了“四个取消、四个降低、两个增加”的政策“组合拳”，其中一个“增加”就是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。据有关调查，仅在全国 35 个大城市，需要改造的城中村有 170 万套；全国城市需要改造的危旧房有 50 万套。
2024.11.15	住建部、财政部	1、城中村改造政策支持范围从最初的 35 个超大特大城市和城区常住人口 300 万以上的大城市，进一步扩大到了近 300 个地级及以上城市。 2、符合条件的城中村改造项目均可以获得政策支持：纳入地方政府专项债券支持范围，开发性、政策性金融机构提供城中村改造专项借款，适用有关税费优惠政策等。 3、稳妥推进城中村改造货币化安置，城市危旧房改造可参照执行。
2024.12.13	中央经济工作会议	持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。

资料来源：公开资料，光大期货研究所

稳土地投资依靠收储（土地）。土地成交出让金从今年下半年开始跌幅收窄，当前土地流拍率也处于一个较低的水平。

图表 20：土地成交出让金（单位：%、亿元）


资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 21：百城土地流拍率（单位：%）


资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 22：收储（土地）相关政策汇总

时间	部门/会议	政策
5月17日	全国切实做好保交楼工作视频会议	相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的限制存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。
5月17日	国新办新闻发布会	自然资源部准备出台政策，明确支持地方政府以合理价格收回企业无力继续开发的闲置土地，或者收购司法以及破产拍卖中流拍的土地。具体的政策中，还有多项支持措施：资金支持方面，对于收回、收购的土地，用于保障性住房项目的，可通过地方政府专项债券等予以资金支持；税费支持方面，对于收购已经建成的商品房，以及收回、收购存量土地，用于保障性住房建设的，经市、县人民政府确认以后，可以按照现有规定，享受保障性住房税收优惠政策。
6月24日	自然资源部	强调应依法收回的情形，协商收回的可采取等价置换等方式，收回收购土地用于保障性住房的，可通过地方政府专项债券等资金予以支持，但要量力而行，坚决避免新增地方政府隐性债务。
9月24日	中国人民银行	央行将支持收购房企存量土地，在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。必要时，人民银行可提供政策支持。
9月24日	政治局会议	支持盘活存量闲置土地
10月8日	发改委	运用专项债券等支持盘活存量闲置土地
10月12日	财政部	下一步，财政部将积极研究出台有利于房地产平稳发展的增量措施。允许专项债券用于土地储备。主要是考虑当前各地闲置未开发的土地相对较多，确有需要的地区可以用于新增土地储备项目。
10月17日	国新办新闻发布会	央行：人民银行正会同有关部门抓紧研究，允许政策性银行、商业银行向有条件的企业发放贷款，收购存量土地。人民银行提供必要的再贷款支持。 自然资源部：在盘活存量土地政策措施中，除了支持地方政府收回收购闲置存量土地以外，还有两条路径。一是鼓励企业优化开发。二是促进市场流通转让。
11月17日	自然资源部	《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地。其他用途的土地，进入司法或破产拍卖、变卖程序的，因低效用地再开发或基础设施建设等需要收回的土地，以及已动工地块中规划可分割暂未建设的部分，也可以纳入收回收购的范围。土地储备机构委托经备案的土地估价机构，对拟收回收购地块开展土地市场价格评估，相较企业土地成本，就低确定收地基础价格。收回收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发。确有需求的，应当严控规模，优化条件实施供应。供应面积不得超过当年收回收购房地产用地总面积的50%。此次回购的资金来源，是通过地方专项债券发行带来的资金。

资料来源：公开资料，光大期货研究所

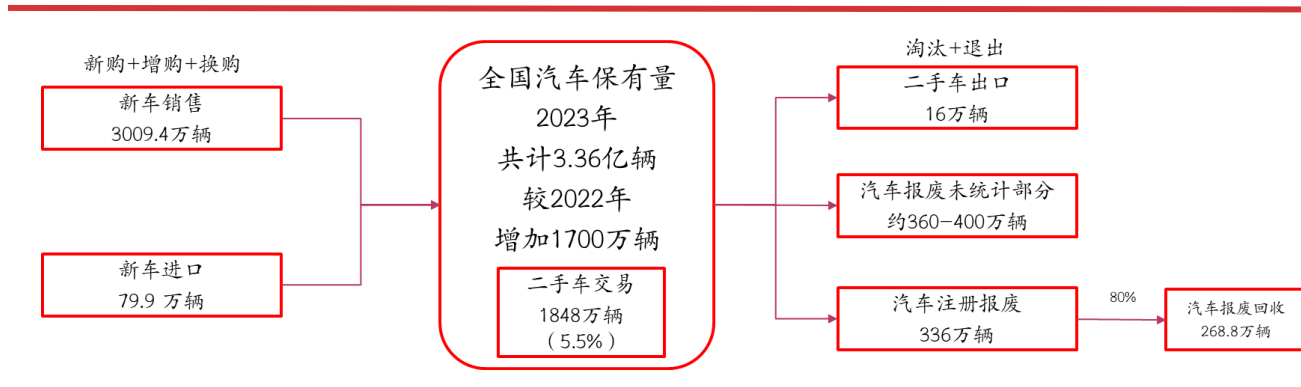
收储（土地）的资金从何而来？从重要会议的表述来看，主要分为两个来源，政策性银行贷款和土储专项债。今年央行、自然资源部、财政部均提到“允许专项债券用于土地储备”。土地储

备曾是地方政府专项债券的主要投向领域，如果 2025 年专项债发行重新向土地储备倾斜，预计会拉动较大规模收储（土地）。

2、制造业：关注汽车换购及拆废带来的增量需求

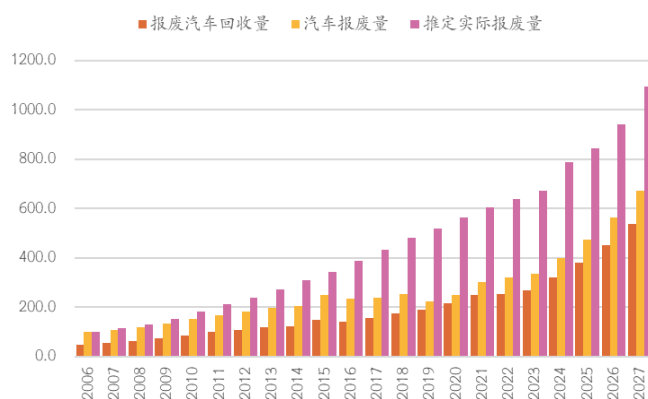
汽车制造业近几年随着汽车产销的提高，重要性也越来越高。展望 2025 年，建议关注汽车换购及拆废带来的增量需求。我国汽车报废率偏低，一则是因为强制报废年限的取消，使得部分车辆超龄服役；二则是报废流程以及回收价格偏低，使得报废车辆未经登记便弃置不用。保守估计我国汽车理论报废约占总保有量的 1.5%–2%，远低于欧美的 5–6% 的平均报废率比例，汽车报废回收市场仍有巨大空间。

图表 23：2023 年国内汽车市场概况



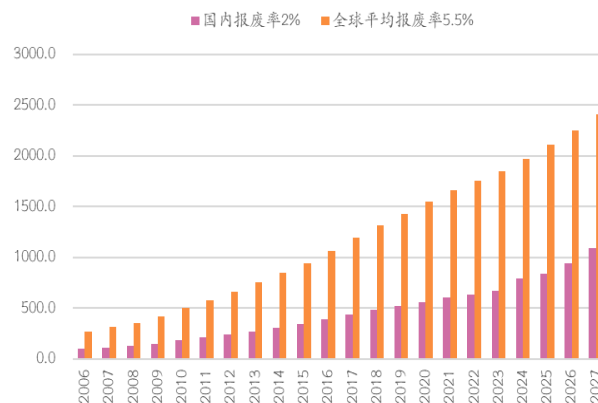
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 24：报废汽车量（单位：万辆）



资料来源：Wind，光大期货研究所

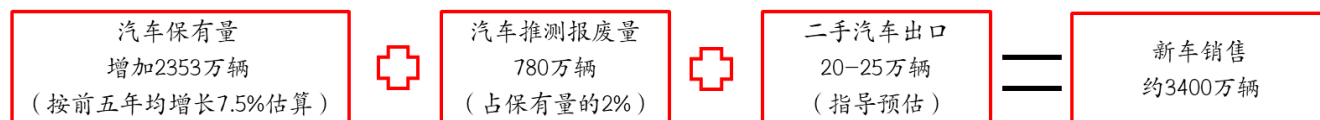
图表 25：汽车报废率（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

按照保有量 2%估算汽车报废量，以及按照 7.5%的增速估算汽车保有量的增长，不考虑进口车辆的增量情况下，2024 预估新车销售 3050 万辆左右，2025 预估增加新车数量约 350 万辆左右，同比增长 11%。

图表 26：新车销售估算（单位：万辆）



资料来源：Wind，光大期货研究所

3、基建：新增专项债对于基建投资拉动的指标意义弱化

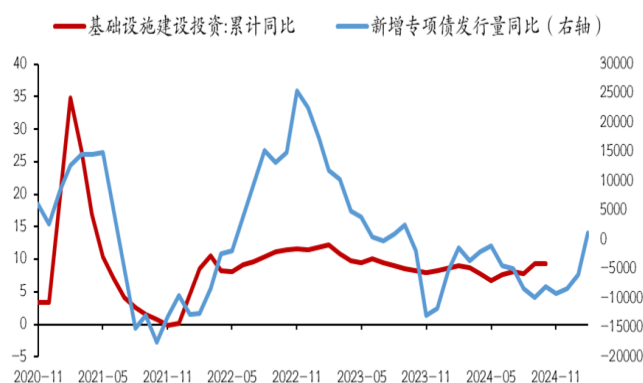
今年年内特殊新增专项债发行量或可超万亿，特殊新增债用于“补充政府性基金财力”，偿还地方政府存量债务，发行额度算在当年新增债额度，会弱化新增专项债对于基建投资拉动的指标意义。展望 2025 年，一方面特殊新增专项债依旧发行，另一方面土地储备债券呼之欲出，土地储备曾是地方政府专项债券的主要投向领域，如果 2025 年专项债发行重新向土地储备倾斜，新增专项债对于基建投资拉动的指标意义会进一步弱化。

图表 27：基建投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 28：政府债券发行（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

三、出口：逆风

特朗普在竞选过程中提出的对中国的贸易政策主要包括以下几个方面：

1.取消中国最惠国待遇：特朗普提出，如果再次当选，将取消中国的最惠国待遇，这将导致美国从中国进口的平均关税税率升至 40%左右。2.普遍基准关税：特朗普主张对所有进口商品征收 10%的“普遍基准关税”，这一政策不仅针对中国，而是面向所有国家。3.对中国进口商品征收 60%或以上关税：特朗普提出，如果赢得大选，将对所有中国进口产品征收 60%或更高比例的关税。这一政策可能通过取消中国的最惠国待遇加上全球普征 10%来实现，正好达到 60%的关税加征。4.对中国企业在墨西哥生产的汽车征收 100%关税。

图表 29：特朗普竞选过程中公开的贸易主张

时间	内容
2023 年 4 月	特朗普演讲中提到“取消中国最惠国待遇”
2023 年 8 月	特朗普在接受采访时表示，如果自己再次当选总统，将对进入美国市场的所有商品征收 10%的“普遍基准关税”（universal baseline tariffs）
2024 年 1 月	《华盛顿邮报》引述多位知情人士透露，特朗普已经私下与其顾问团队讨论了对所有中国进口商品征收 60%统一关税的可能性。2 月 4 日，特朗普在接受 FOX News 采访时确证，并表示“可能不止于此”
2024 年 3 月	特朗普表示如果他赢得 2024 美国大选，将对中国企业在墨西哥生产的汽车征收 100%的关税，让中方“无法在美国销售这些汽车”。

资料来源：公开资料，光大期货研究所

当前，美国最惠国关税税率平均约为 2.2%，但是贸易摩擦以来美国分批增加从中国进口的应税商品的税率，平均关税税率约为 19.3%。美国非最惠国关税平均税率为 42%，加上贸易摩擦以来增加的约 20%的关税，对华平均关税将升至 60%左右。

若美国取消中国最惠国待遇，橡胶塑料、玩具、纺织服装鞋帽箱包、面板、家具、精密仪器等行业的关税增加幅度超过 40%，为关税增加幅度最大的行业；考虑到规模，则纺织服装鞋帽箱包行业受的影响最大。整体来看，若美国取消中国最惠国待遇，则劳动密集型行业的出口税率增加幅度最大，影响也最大。

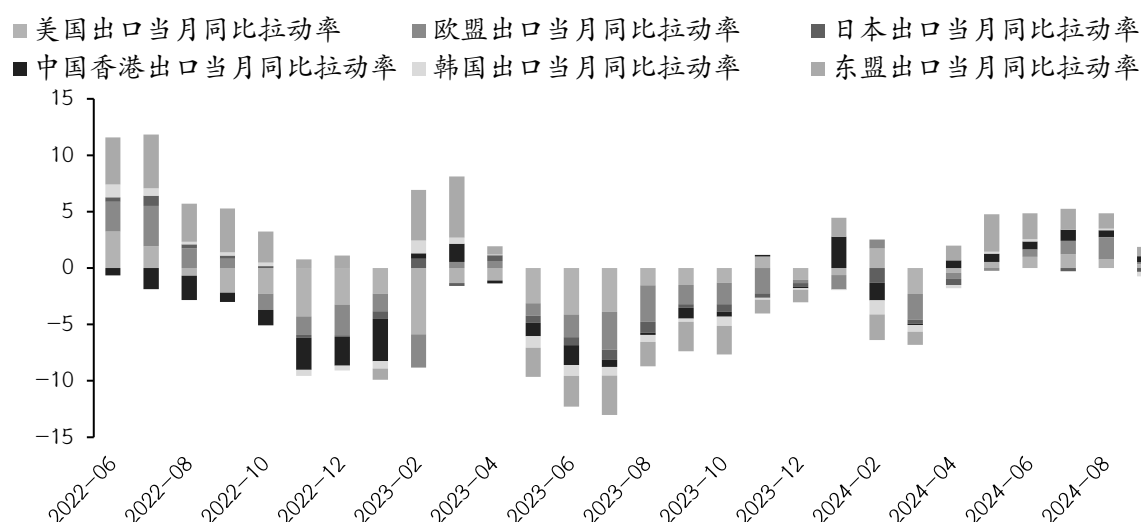
图表 30：若美国取消中国最惠国待遇，中国出口至美国商品的税率变化

商品	最惠国税率	非最惠国税率	非最惠国税率-最惠国税率
橡胶塑料	4.10%	59.20%	55.10%
玩具	0.50%	49.20%	48.70%
纺织服装鞋帽箱包等	11.50%	59.20%	47.70%
面板	1.90%	45.00%	43.10%
家具	1.90%	44.40%	42.50%
精密仪器	0.80%	41.70%	40.90%
矿物与金属及制品	2.40%	39.10%	36.70%
家用电器	2.40%	37.50%	35.10%
手机和电话机	0.00%	35.00%	35.00%
计算机等办公机器	0.00%	35.00%	35.00%
投影机、传声器及无线电设备	0.30%	35.30%	35.00%
机械设备及零件	0.60%	35.40%	34.80%
电气设备及零件	2.40%	36.70%	34.30%
集成电路、二极管等半导体器件	0.00%	34.10%	34.10%
木制品及纸制品	1.30%	34.10%	32.80%
医药与化学品	1.90%	31.10%	29.20%
火车、飞机等其他交运设备	0.40%	28.00%	27.60%
车辆及其零件、附件	2.50%	24.00%	21.50%
食品	6.10%	25.50%	19.40%

资料来源：美国贸易代表办公室，光大期货研究所

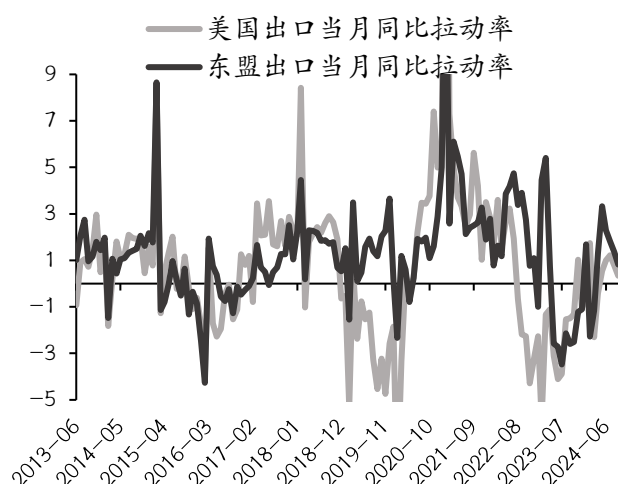
上一轮美国加征中国出口商品的关税对中国出口产生的影响低于预期，一方面部分商品通过转口贸易进入美国，另一方面，美国加征中国出口商品的关税加速了中国国内的贸易投资向东盟转移，加深了中国-东盟的经济依赖程度。所以从贸易数据来看，美国对中国出口商品的拉动率逐渐降低，东盟成为对中国出口商品拉动率最高的经济体，中国对东盟的投资也保持较高的增速。未来中国在东盟生产的产品可以免于特惠国取消带来的税率上升，但若特朗普对所有进口商品征收 10% 的“普遍基准关税”，仍会受影响。

图表 31：中国主要出口国家对出口的拉动率（单位：%）



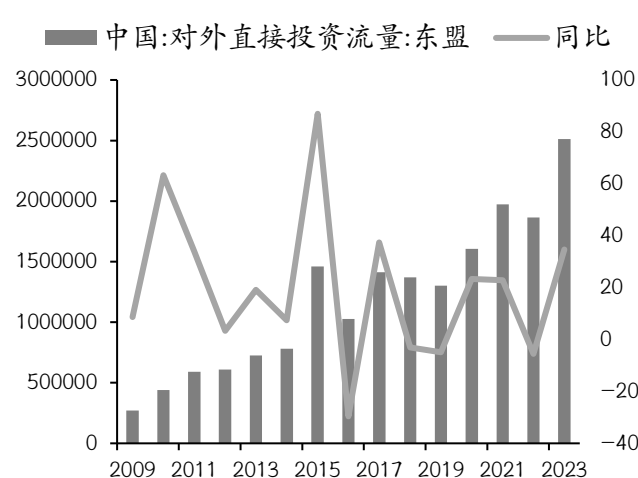
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 32：美国和东盟对中国出口拉动率(单位:%)



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 33：中国对东盟投资(单位:万美元，%)



资料来源：Wind，光大期货研究所

汽车也是特朗普加征中国关税计划中的重点商品。由于墨西哥的关税优势以及中国车企在墨西哥的建厂布局，中国直接向美国出口的汽车数量并不多，主要通过墨西哥转出口至美国。2023 年中国出口到墨西哥的汽车为 41.5 万辆，而中国车企在墨西哥销量 13.2 万辆，差额为 28.3 万辆，预估每年大约有 68% 左右的中国汽车会通过墨西哥，再次出口至北美其他国家。特朗普表示如果他赢得 2024 美国大选，将对中国企业在墨西哥生产的汽车征收 100% 的关税，让中方“无法在美

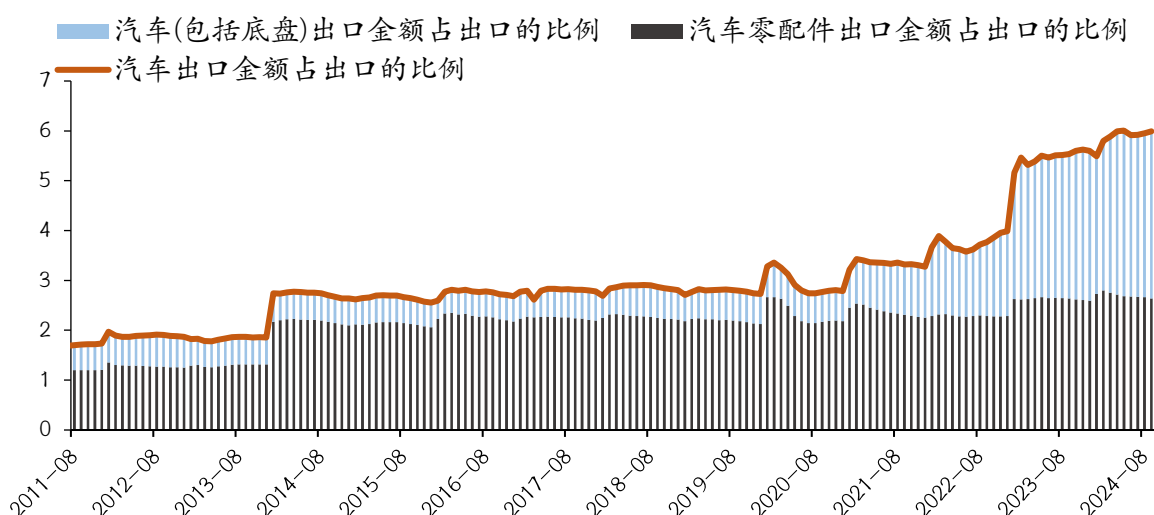
国销售这些汽车”。

如果这项政策生效，其影响目前尚无法预估，但是可以确定的是，中国向墨西哥出口的汽车即使没有美国加征关税，增速也已经出现了下滑。

中国的汽车出口可以拆分为总量因素和结构因素，即全球汽车销量和中国所占的市场份额。2023 年全球汽车销量同比增速 11%，为近十年最高值，受到疫情后市场复苏、政策刺激、新能源汽车增长以及全球经济逐步复苏等因素的共同作用。2024 年，受部分国家补贴政策退坡和需求疲软的影响，全球汽车销量增速明显回落，总量因素上拖累中国汽车出口表现。此外，今年欧盟和南美国家对中国出口的新能源汽车实施一系列贸易壁垒政策，即使中东和东南亚有增量也难以抵消份额的下降。

综合总量因素和结构因素，中国的汽车出口降速几成定局。汽车相关出口金额占出口的比例为 6% 左右，相比较 2021 年水平翻倍。截至 2024 年 9 月汽车相关出口对出口的拉动率为 0.7%，预计 2025 年汽车相关出口对出口的拉动率转负。

图表 34：中国汽车相关出口情况（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

出口面临压力的背景下，汽车刺激内需政策将会加码，今年 8 月汽车以旧换新补贴较之前翻

倍，后续仍有加码空间。此外，11月1日商务部在国新办新闻发布会上介绍，商务部将会同相关部门，推出一批消费领域的新政策，其中提及开展汽车流通消费改革试点。通过这些改革试点，有望促进汽车消费的回升和潜力释放。

图表 35：汽车以旧换新补贴实施细则

具体内容	
补贴范围和标准	<p>1.自本细则印发之日起至2024年12月31日期间，对个人消费者报废国三及以下排放标准燃油乘用车或2018年4月30日前（含当日，下同）注册登记的新能源乘用车，并购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或2.0升及以下排量燃油乘用车，给予一次性定额补贴。其中，对报废上述两类旧车并购买新能源乘用车的，补贴2万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车的，补贴1.5万元。</p> <p>2.本细则所称乘用车是指在公安交管部门注册登记的小型、微型载客汽车。国三及以下排放标准燃油乘用车是指在2011年6月30日前注册登记的汽油乘用车、2013年6月30日前注册登记的柴油乘用车和其他燃料类型乘用车。</p>
补贴申报、审核和发放	<p>1.拟申请汽车以旧换新补贴资金的个人消费者，应于2025年1月10日前，通过登录全国汽车流通信息管理系统网站或“汽车以旧换新”小程序（以下简称汽车以旧换新平台），填报个人身份信息，报废汽车的车辆识别代号、《报废机动车回收证明》和《机动车注销证明》原件照片或扫描件，新车的车辆识别代号、《机动车销售统一发票》和《机动车登记证书》原件照片或扫描件等，向补贴受理地（即《机动车销售统一发票》开具地）提交补贴申请。</p> <p>2.各地商务主管部门及时汇总符合补贴条件的申请人信息，确定补贴金额，并向财政部门提出资金申请。各地财政部门根据商务主管部门提出的资金安排建议，经财政部地方监管局审核同意后，按程序将补贴资金拨付至申请人提供的银行账户。</p>
补贴资金管理	<p>1.汽车以旧换新补贴资金由中央财政和地方财政总体按6：4比例共担，并分地区确定具体分担比例。其中，对东部省份按5：5比例分担，对中部省份按6：4比例分担，对西部省份按7：3比例分担。地方负担的部分，由省级财政部门牵头负责落实到位。</p> <p>2.根据2023年底各地国三及以下排放标准燃油乘用车保有量等情况，财政部向各省份预拨70%补助资金，用于支持地方启动相关工作。政策实施期间，中央和地方根据前述单车补贴标准，对符合条件的汽车报废更新车辆按既定分担比例进行补贴，各地与消费者进行据实结算。</p> <p>3.政策实施期结束后，按照“多退少补”的原则，中央与地方再进行清算。各省级商务主管部门、财政部门于2025年2月10日前将补贴资金发放情况报送商务部、财政部，商务部对各地上报的补贴资金发放情况进行汇总审核，提出各省份补助资金清算建议报财政部。财政部根据商务部提出的建议下达预算。</p>

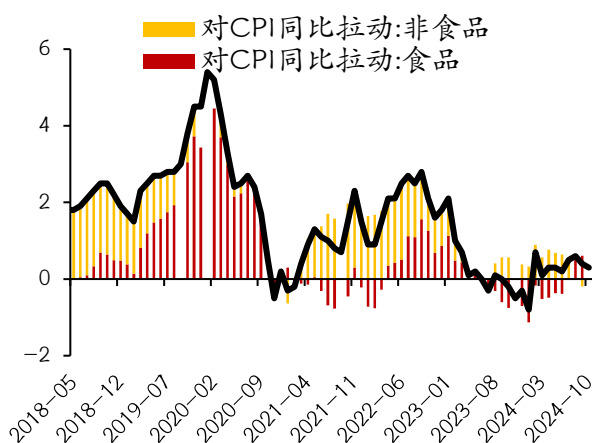
资料来源：商务部网站，光大期货研究所

四、通胀：

对于 CPI 的预测方法，我们在此前《2024 年通胀怎么看？》中提到，“对 CPI 的预测通常使用的方法是‘环比推同比’，而环比预测的可行性，一方面在于 CPI 的波动主要由食品项贡献，食品项的预测需要对权重靠前的猪肉及主要食品的价格做出预估；另一方面在于非食品项有较强的季节性，对环比的预估有相对规律可循。但是今年以来，宏观政策逆周期调节力度加大，尤其是以旧换新政策加码，主要以汽车、家电产品、家装消费品为主，拉动社零相关商品销售额增长。股市赚钱效应和商品房销售量价回升，消费者信心预期指数和消费者收入预期指数均在 10 月出现了止跌回升。因此对于 2025 年的通胀预测，我们除了通过分析农产品价格对食品项进行预估，还要纳入增量政策评估对整体消费的影响。

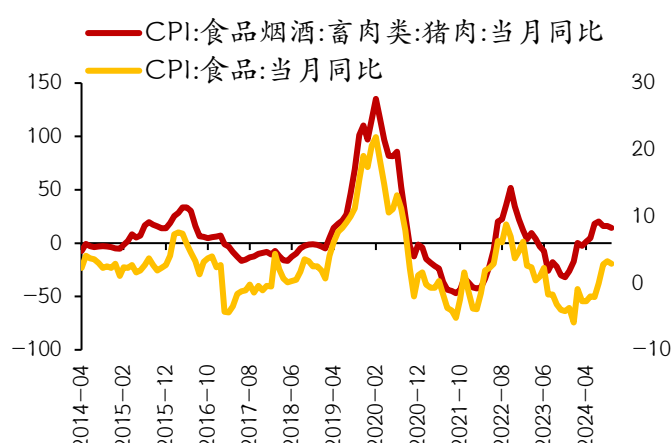
食品项方面，猪肉在 CPI 权重当中占比 1.3% 左右，贡献了食品项大部分的波动。

图表 36：CPI 分项拉动率（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 37：CPI 食品项表现（单位：%）



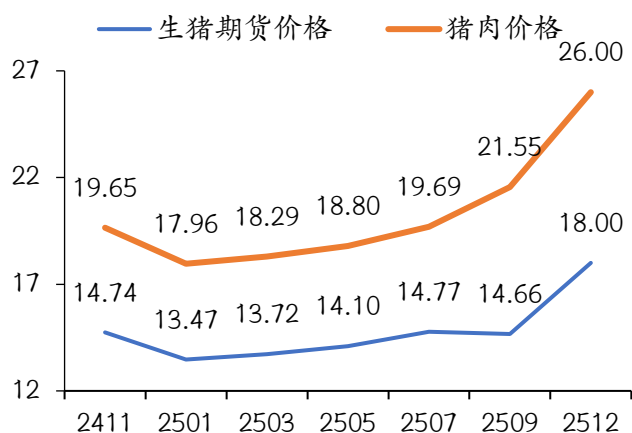
资料来源：Wind，光大期货研究所

2024 年生猪价格整体呈现冲高回落的走势。对于猪肉价格走势的判断，常规情形下按照猪周期的规律来推导。即猪肉的价格呈现了一种周期性的规律：猪肉价格上涨，养猪利润增加，养殖户扩产能，增加猪肉供给，猪肉价格下跌；价格下跌到一定程度引发养殖亏损，养殖户去产能，猪肉供给减少，猪肉价格上涨。

从农业农村部数据来看，整体上 2025 年上半年生猪出栏或处于小幅增加的过程。结合生猪期货的价格，预估猪肉价格 2025 年 3 月/5 月/7 月/9 月/12 月价格为 18.3/18.8/19.6/21.5/26 元/公斤，同比去年变动较大的月份是 3 月/5 月/12 月，同比为 -15.8%/-7.2%/28.3%，结合权重对 CPI

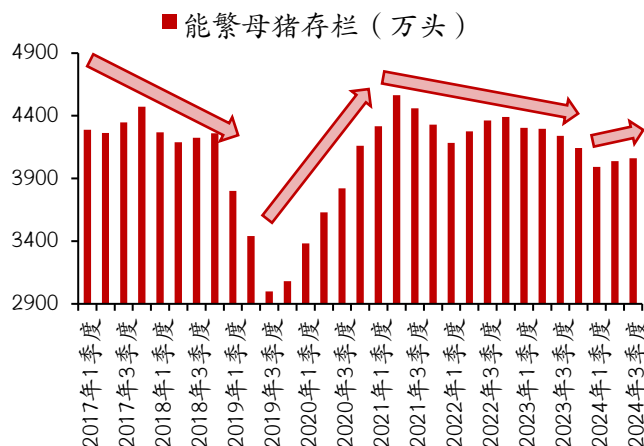
的影响为-0.2%/-0.1%/0.4%。

图表 38：猪肉期货价格预估（单位：元/公斤）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 39：能繁母猪存栏量（单位：万头）



资料来源：Wind，光大期货研究所

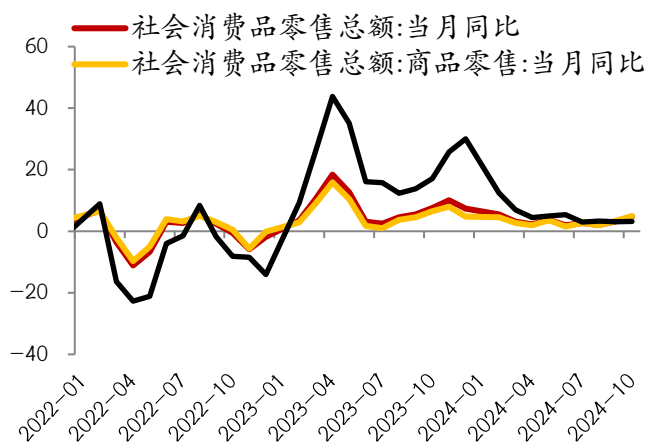
消费政策密集出台，带动消费改善，整体通胀预期有所升温。消费品“以旧换新”政策对相关产品销售额明显拉动，是社零改善的主要原因。

图表 40：社零当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 41：社零分项当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

历史上社零同比和 CPI 同比具有较强的相关性，近些年相关性降低。今年以来，宏观政策逆周期调节力度加大，尤其是以旧换新政策加码，主要以汽车、家电产品、家装消费品为主，拉动社零相关商品销售额增长。股市赚钱效应和商品房销售量价回升，消费者信心预期指数和消费者收入预期指数均在 10 月出现了止跌回升。展望 2025 年，社零增速中枢或上升至 4.5% 左右，CPI

也会有相应的回暖。

图表 42：社零同比和 CPI 同比（单位：%）



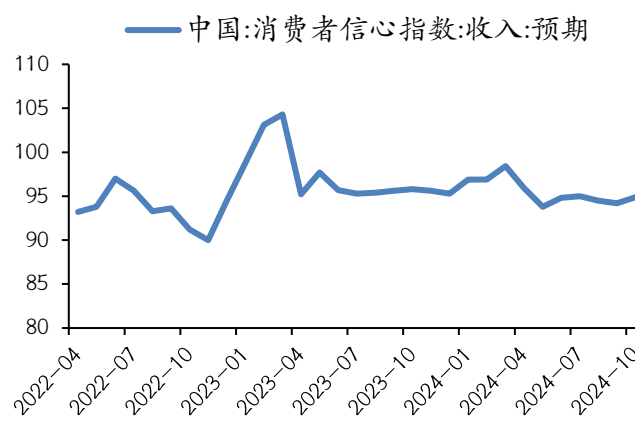
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 43：中国消费者信心指数（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

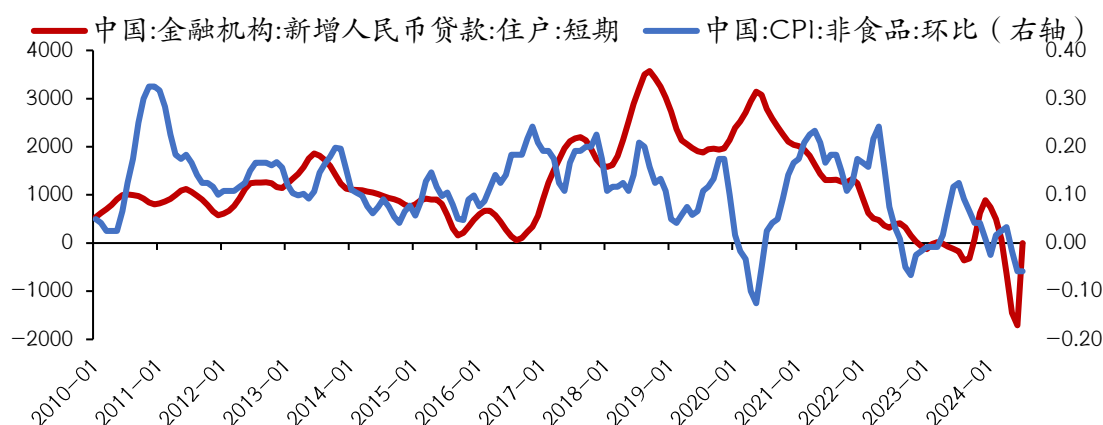
图表 44：中国消费者收入信心指数（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

此外，从住户信贷数据来看，也出现了触底回升的迹象，是消费和物价的领先指标。央行在《2024 年第三季度货币政策执行报告》中把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。

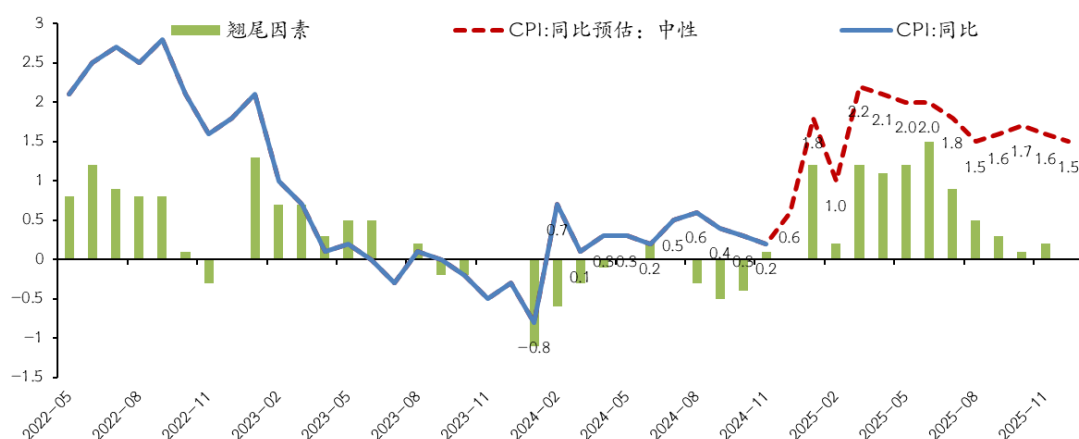
图表 45：住户短期新增贷款和 CPI 环比（单位：亿元人民币，%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

综上，结合基数效应和新涨价因素，得出中性情景下 2025 上半年 CPI 同比走势预估。整体来看，居民收入及预期或将有所改善，叠加促消费政策加码，在低基数效应之下，2025 年 CPI 维持温和上行的趋势，全年中枢 1.8% 左右。

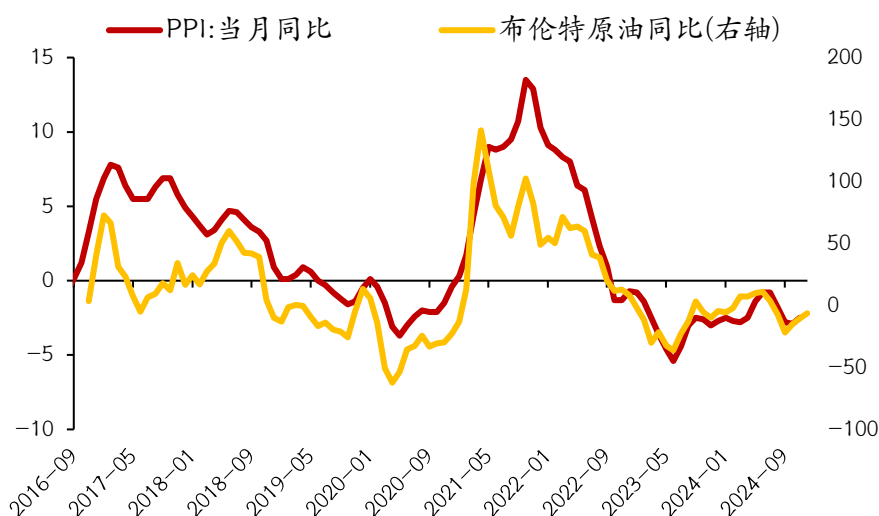
图表 46：CPI 同比预估（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

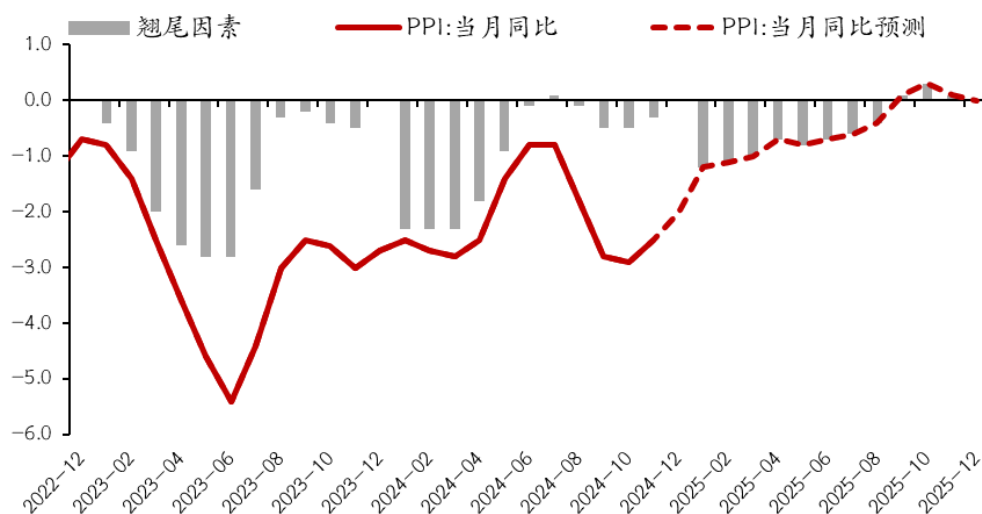
预计 PPI 同比降幅收窄，2025 年下半年可能转正，原油价格或拖累 PPI 表现不如预期。

图表 47: PPI 当月同比 预估 (单位: %)



资料来源: Wind, 光大期货研究所

图表 48: PPI 当月同比 预估 (单位: %)



资料来源: Wind, 光大期货研究所

分析师介绍

• 于洁，上海外国语大学金融硕士，现任光大期货宏观分析师，历任混沌天成期货宏观分析师。期货从业资格号：F03088671；期货交易咨询资格号：Z0016642。

E-mail: yujie@ebfcn.com.cn

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号 6 楼、703 单元

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127