

稳中求进，未来可期

——宏观策略篇

分析师：唐广华（F3010997，Z0011162）

联系人：孙西明（F03134969）

2024. 12. 18

稳中求进，未来可期

——2025年宏观策略展望

- **坚持稳中求进工作总基调。**全面贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会精神，坚持稳中求进工作总基调，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。
- **更加积极的财政政策。**2024年中央经济工作会议明确指出要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债。为了应对当前经济发展形势的变化，财政政策变得更加积极，此前出现这种情况还是2020年疫情时期。预计2025年财政赤字率有望提升至4%左右，财政赤字规模增加1万亿以上，同时，增加发行超长期特别国债1万亿元，增加地方政府专项债务至4万亿元，加上地方政府置换债务2.8万亿元，合计规模超过14万亿元。
- **适度宽松的货币政策。**2024年中央经济工作会议明确指出要实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，使价格总水平预期目标相匹配，探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，为经济增长提供适宜的经济金融环境。预计在实施适度宽松的货币政策，适时降准降息的要求下，2025年存款准备金率下调幅度将超过100bp，7天逆回购利率下调幅度将超过30bp，降至1%附近。
- **地缘政治冲击，外部宏观政策外溢。**2024年地缘冲突依然焦灼，除了俄乌战局的僵持，巴以冲突烈度出现升级。不过随着特朗普全球战略的回收，俄乌冲突方面或看到一定程度的降温。美国大选尘埃落定，特朗普卷土重来，关税战或重新回到市场关注中心。美联储步入降息周期，但是特朗普赢得大选后，其关税、移民政策再度引发通胀，并引发市场对美联储降息放缓的预期。明年“再通胀”风险和美国债务的持续攀升或将持续扰动市场神经。

目 录

1

坚持稳中求进总基调

2

更加积极有为的宏观政策

3

新质生产力引领产业

4

政策预判及大类资产展望

国民经济延续回升态势

- 坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，宏观政策组合效应继续显现，工业服务业较快增长，就业物价总体稳定，社会预期有效提振，新质生产力稳步发展，国民经济延续9月份以来回升态势。

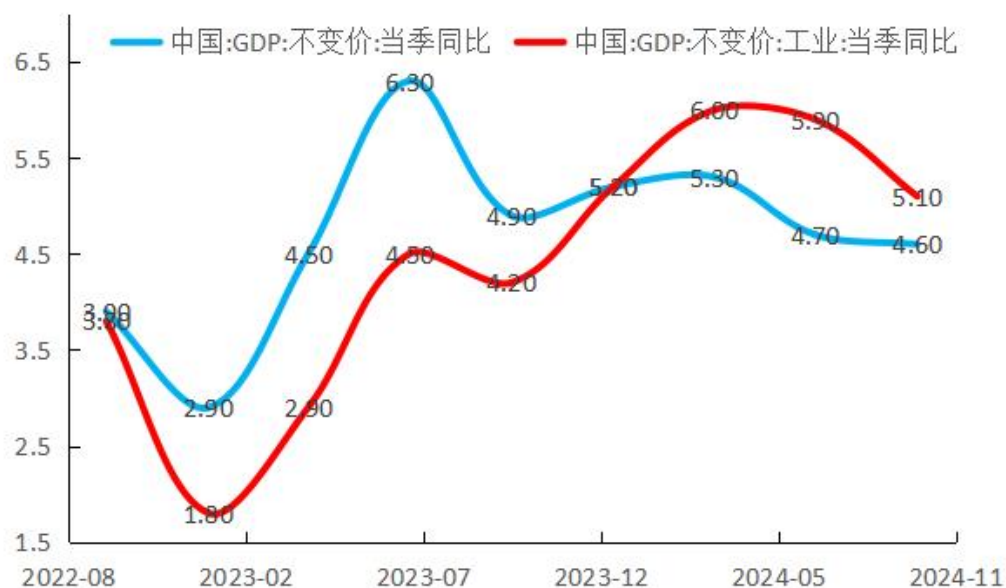
申银万国期货宏观经济数据一览																				
指标名称	GDP 当季同	社零总 额	固定投资 累计同比	地产投资 累计同比	基建投资	销售面 积	新开工面 积	施工面积 累计同比	竣工面积 累计同比	工业增加值 当月同比	服务业生产指 数	失业率	出口金额 当月同比	进口金额 当月同比	社融规 模	M1 同比	PMI	CPI 当月同比	核心CPI 当月同	PPI 当月同
趋势																				
2024-11		3.00	3.30	-10.40	9.39	-14.30	-23.00	-12.70	-26.20	5.40	6.10	5.00	6.70	-3.90	7.80	-3.70	50.30	0.20	0.30	-2.50
2024-10		4.80	3.40	-10.30	9.35	-15.80	-22.60	-12.40	-23.90	5.30	6.30	5.00	12.70	-2.30	7.80	-6.10	50.10	0.30	0.20	-2.90
2024-09	4.60	3.20	3.40	-10.10	9.26	-17.10	-22.20	-12.20	-24.40	5.40	5.10	5.10	2.40	0.30	8.00	-7.40	49.80	0.40	0.10	-2.80
2024-08		2.10	3.40	-10.20	7.87	-18.00	-22.50	-12.00	-23.60	4.50	4.60	5.30	8.70	0.40	8.10	-7.30	49.10	0.60	0.30	-1.80
2024-07		2.70	3.60	-10.20	8.14	-18.60	-23.20	-12.10	-21.80	5.10	4.80	5.20	7.00	7.00	8.20	-6.60	49.40	0.50	0.40	-0.80
2024-06	4.70	2.00	3.90	-10.10	7.70	-19.00	-23.70	-12.00	-21.80	5.30	4.70	5.00	8.50	-2.40	8.10	-5.00	49.50	0.20	0.60	-0.80
2024-05		3.70	4.00	-10.10	6.68	-20.30	-24.20	-11.60	-20.10	5.60	4.80	5.00	7.40	2.00	8.40	-4.20	49.50	0.30	0.60	-1.40
2024-04		2.30	4.20	-9.80	7.78	-20.20	-24.60	-10.80	-20.40	6.70	3.50	5.00	1.10	8.30	8.30	-1.40	50.40	0.30	0.70	-2.50
2024-03	5.30	3.10	4.50	-9.50	8.75	-19.40	-27.80	-11.10	-20.70	4.50	5.00	5.20	-7.90	-2.00	8.70	1.10	50.80	0.10	0.60	-2.80
2024-02		5.50	4.20	-9.00	8.96	-20.50	-29.70	-11.00	-20.20	-12.70		5.30	5.20	-8.00	9.00	1.20	49.10	0.70	1.20	-2.70
2024-01										26.30		5.20	7.80	15.50	9.50	5.90	49.20	-0.80	0.40	-2.50
2023-12	5.20	7.40	3.00	-9.60	8.24	-8.50	-20.40	-7.20	17.00	6.80	8.50	5.10	2.15	0.29	9.50	1.30	49.00	-0.30	0.60	-2.70
2023-11		10.10	2.90	-9.40	7.96	-8.00	-21.20	-7.20	17.90	6.60	9.30	5.00	0.69	-0.56	9.40	1.30	49.40	-0.50	0.60	-3.00
2023-10		7.60	2.90	-9.30	8.27	-7.80	-23.20	-7.30	19.00	4.60	7.70	5.00	-6.61	3.03	9.30	1.90	49.50	-0.20	0.60	-2.60
2023-09	4.90	5.50	3.10	-9.10	8.64	-7.50	-23.40	-7.10	19.80	4.50	6.90	5.00	-6.85	-6.25	9.00	2.10	50.20		0.80	-2.50
2023-08		4.60	3.20	-8.80	8.96	-7.10	-24.40	-7.10	19.20	4.50	6.80	5.20	-8.55	-7.19	9.00	2.20	49.70	0.10	0.80	-3.00
2023-07		2.50	3.40	-8.50	9.41	-6.50	-24.50	-6.80	20.50	3.70	5.70	5.30	-14.26	-12.15	8.90	2.30	49.30	-0.30	0.80	-4.40
2023-06	6.30	3.10	3.80	-7.90	10.15	-5.30	-24.30	-6.60	19.00	4.40	6.80	5.20	-12.38	-7.08	9.00	3.10	49.00		0.40	-5.40
2023-05		12.70	4.00	-7.20	9.53	-0.90	-22.60	-6.20	19.60	3.50	11.70	5.20	-7.56	-5.28	9.50	4.70	48.80	0.20	0.60	-4.60
2023-04		18.40	4.70	-6.20	9.80	-0.40	-21.20	-5.60	18.80	5.60	13.50	5.20	7.11	-8.82	10.00	5.30	49.20	0.10	0.70	-3.60
2023-03	4.50	10.60	5.10	-5.80	10.82	-1.80	-19.20	-5.20	14.70	3.90	9.20	5.30	10.84	-2.02	10.00	5.10	51.90	0.70	0.70	-2.50
2023-02		3.50	5.50	-5.70	12.18	-3.60	-9.40	-4.40	8.00	18.77		5.60	-2.87	4.24	9.90	5.80	52.60	1.00	0.60	-1.40
2023-01										-9.79		5.50	-12.02	-21.08	9.40	6.70	50.10	2.10	1.00	-0.80
2022-12	2.90	-1.80	5.10	-10.00	11.52	-24.30	-39.40	-7.20	-15.00	1.30	-0.80	5.50	-12.59	-7.53	9.60	3.70	47.00	1.80	0.70	-0.70
2022-11		-5.90	5.30	-9.80	11.65	-23.30	-38.90	-6.50	-19.00	2.20	-1.90	5.70	-10.38	-11.14	10.00	4.60	48.00	1.60	0.60	-1.30
2022-10		-0.50	5.80	-8.80	11.39	-22.30	-37.80	-5.70	-18.70	5.00	0.10	5.50	-1.84	-1.31	10.30	5.80	49.20	2.10	0.60	-1.30

资料来源：Wind，申万期货研究所

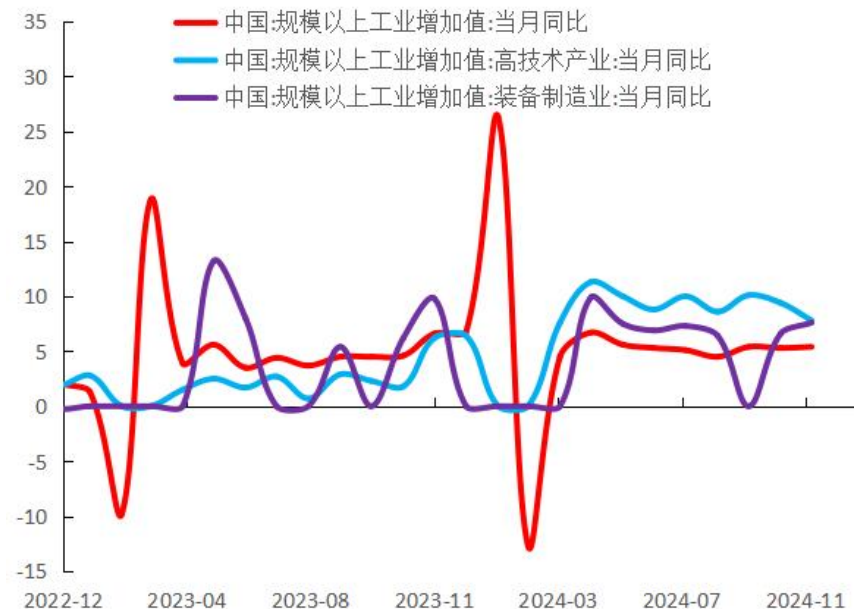
新动能引领工业加快增长

- 11月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.4%，环比增长0.46%。装备制造业增加值同比增长7.6%，高技术制造业增加值增长7.8%，快于全部规模以上工业增加值。随着国家对装备制造业和高技术制造业发展的持续支持和推动，这些行业有望继续保持较快增长势头。新动能带动工业生产稳定增长，我国经济在转型升级过程中，高技术制造业等新兴产业正在发挥越来越重要的作用，也是推动经济高质量发展的重要力量。

国民经济稳中求进（%）



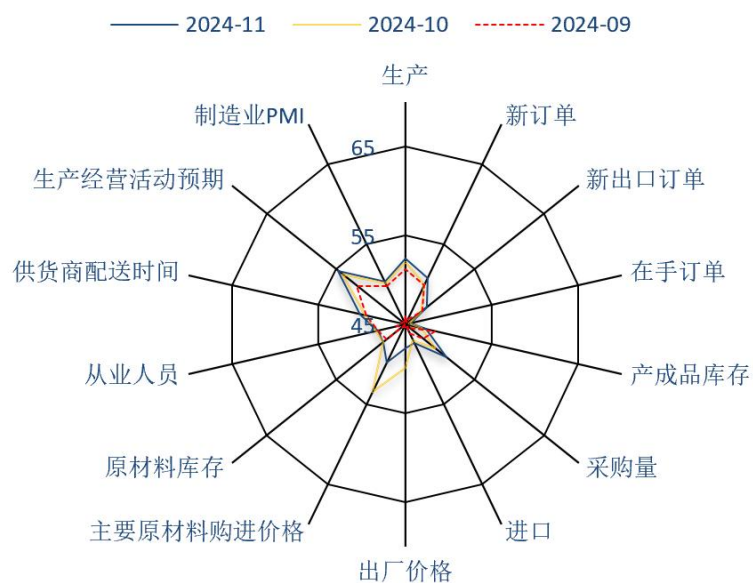
新动能引领工业加快增长（%）



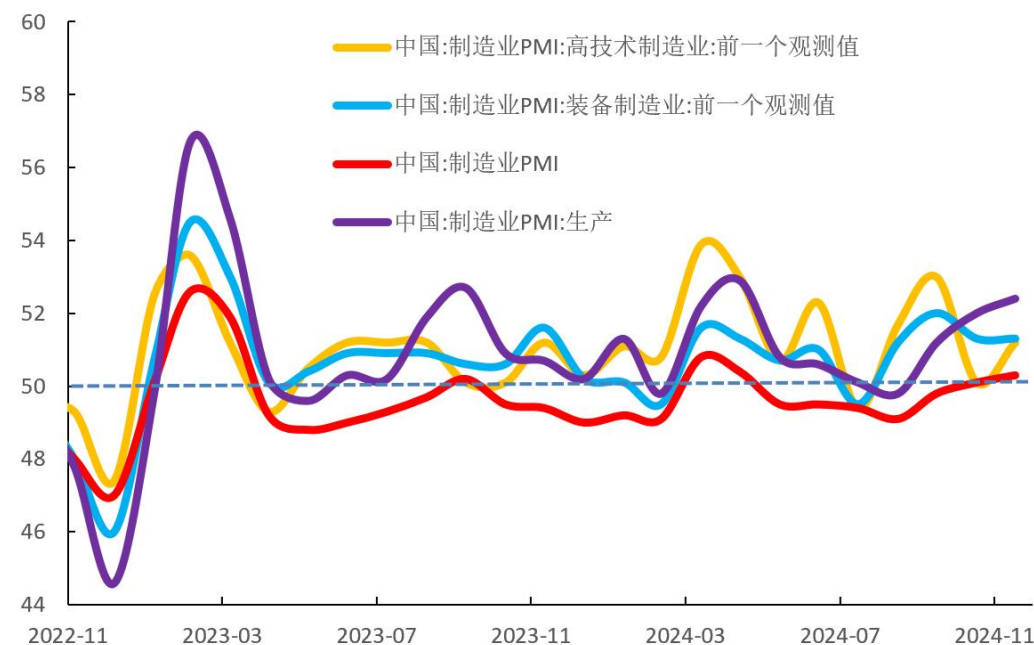
经济景气水平保持稳定，新动能引领风骚

- 11月份，制造业采购经理指数（PMI）达到50.3%，显示出制造业在景气区间内呈现上行趋势，且其扩张步伐有所加快。这一积极变化主要得益于一系列存量政策和增量政策的持续协同发力。生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，这分别表明制造业企业的生产活动进一步加快、市场需求景气水平有所回升，以及原材料供应商的交货时间有所加快。这些因素共同推动了制造业的整体扩张。

近三月PMI情况



制造业扩张步伐加快 (%)



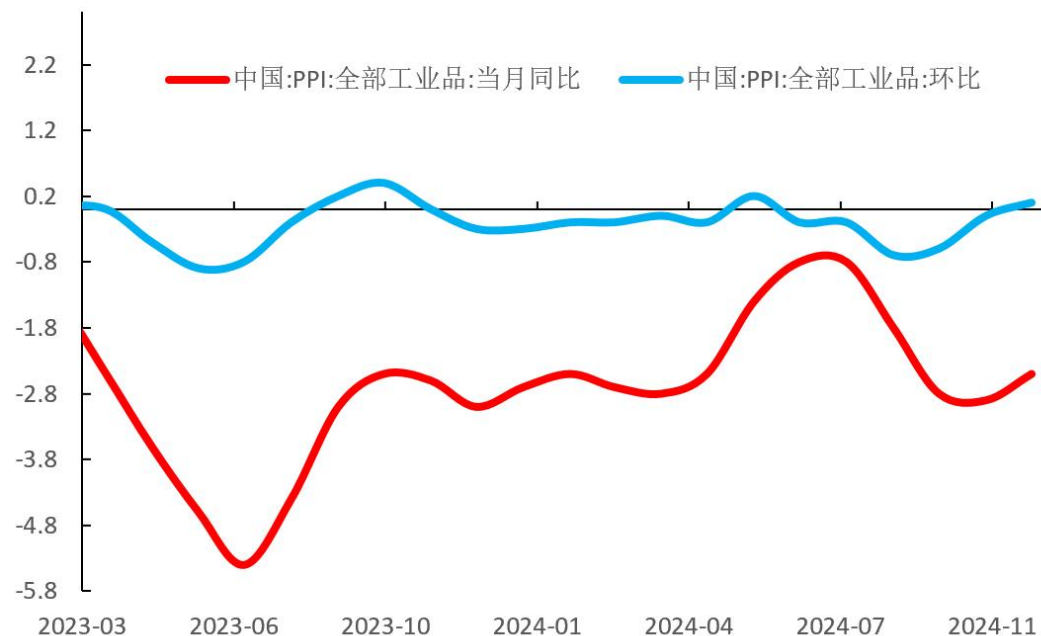
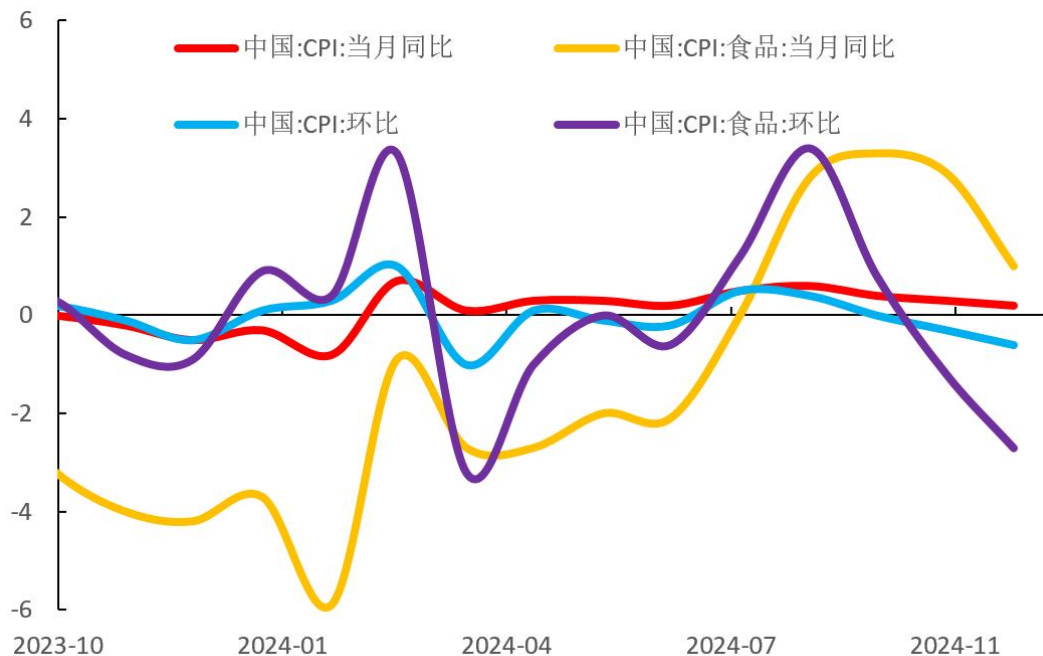
大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求

- 2024年中共中央政治局会议和中央经济工作会议都明确提出全方位大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求。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。扩大“两新”政策实施力度，支持“两重”项目建设，为内需增长提供有力支撑。

年份	内需政策方面
2024年	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求 。具体措施包括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等。同时，会议也强调要提高投资效益，注重投资的经济效益、社会效益、生态效益和安全效益。
2023年	实施扩大内需战略 ，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。这包括提高居民收入水平，改善消费环境，以及加大对基础设施等领域的投资力度。

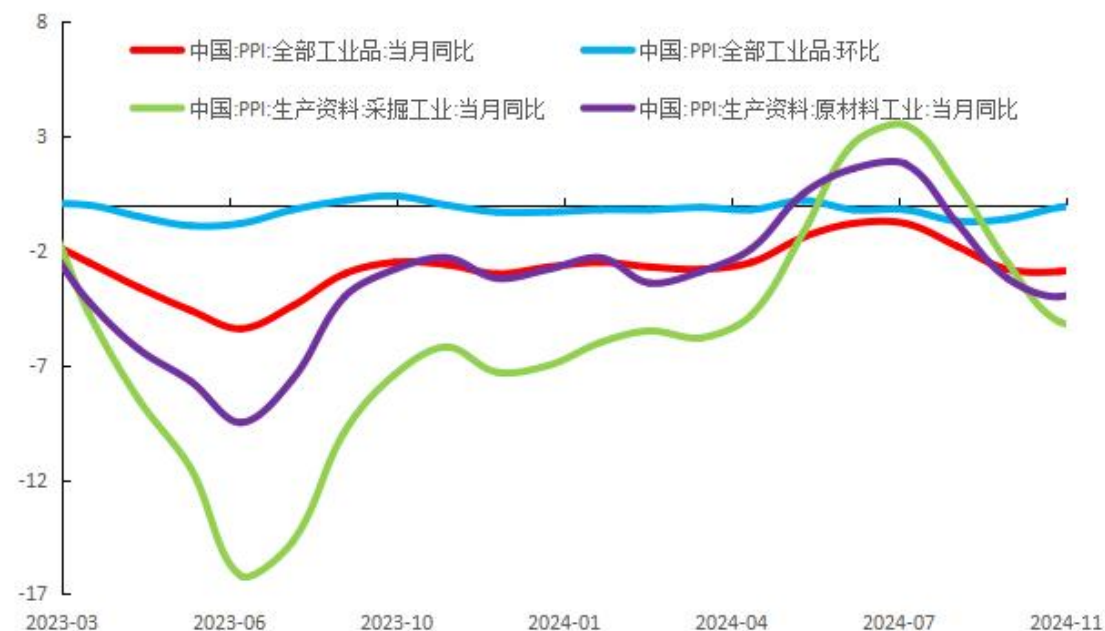
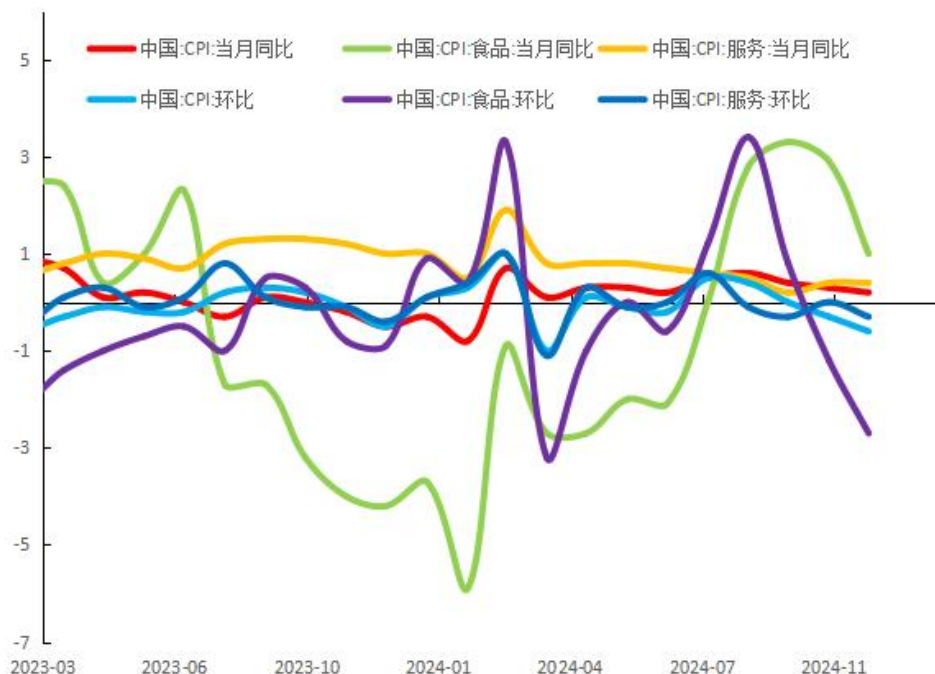
大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求

- 2024年中共中央政治局会议和中央经济工作会议都明确提出全方位大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求。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。扩大“两新”政策实施力度，支持“两重”项目建设，为内需增长提供有力支撑。



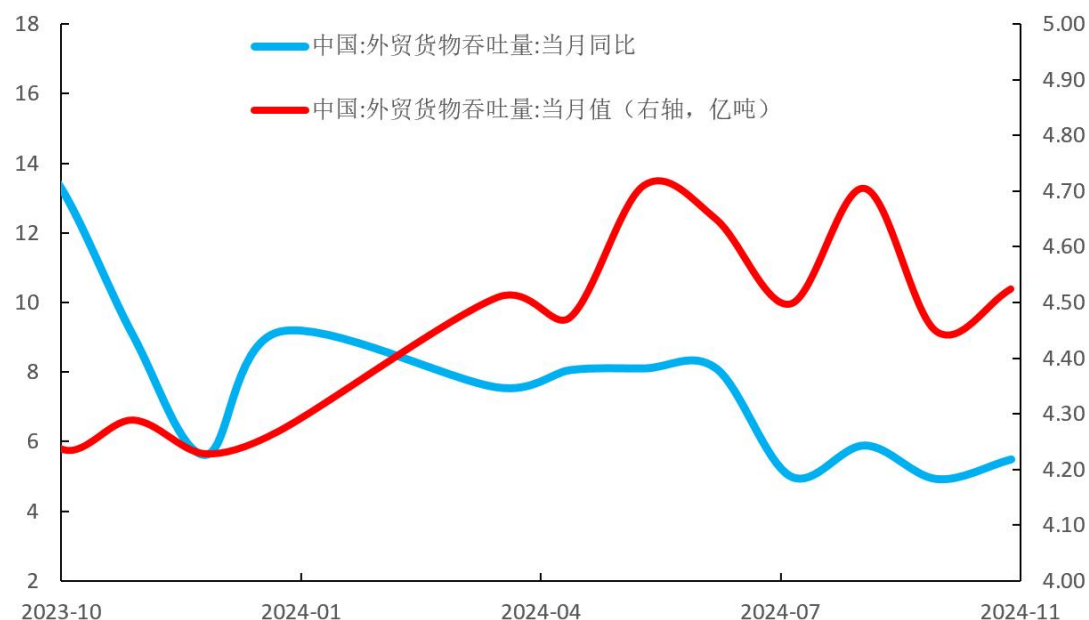
物价温和稳定，内需有待加强

- 11月份，受气温偏高及出行需求回落等因素影响，全国CPI环比有所下降，同比小幅上涨。扣除食品和能源价格的核心CPI继续回升，同比上涨0.3%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。
- 居民消费价格指数同比上涨温和，反映出当前经济运行总体平稳，通胀压力可控。尽管受季节性因素影响，部分食品价格有所下降，但非食品价格保持相对稳定，显示出消费市场的韧性和活力。核心CPI的稳步增长，进一步增强了市场对未来经济持续复苏的信心。总体来看，CPI数据为政策制定提供了重要参考，有助于保持经济稳定增长。



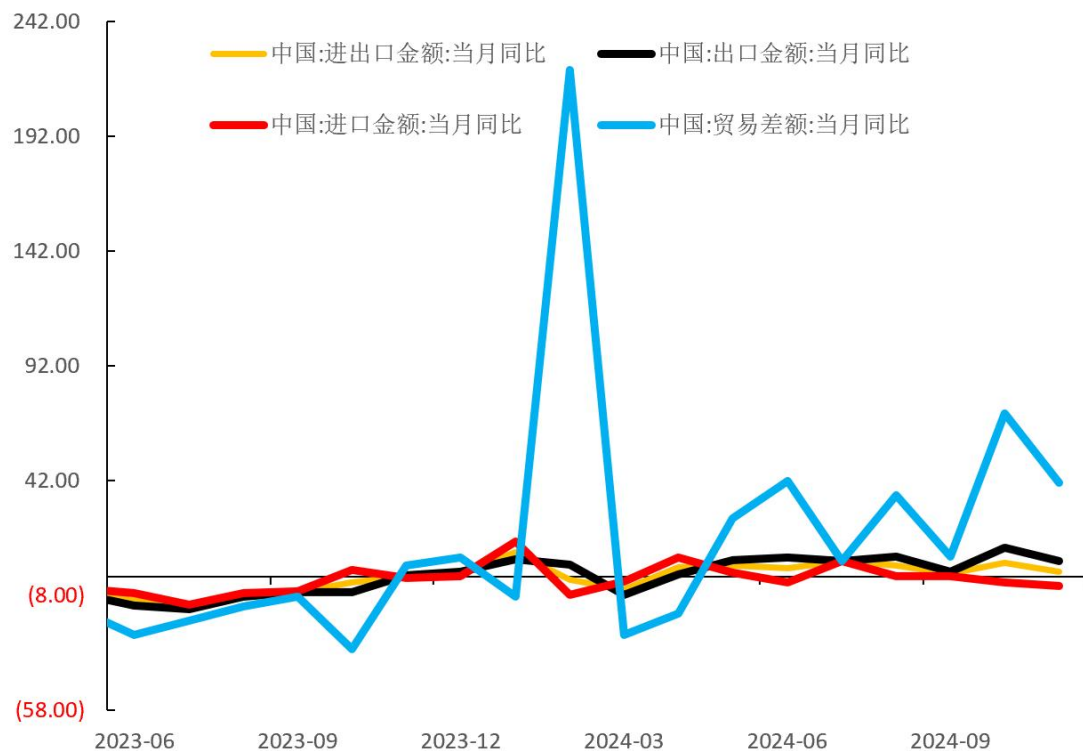
扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资

- 2024年中共中央政治局会议和中央经济工作会议都明确指出要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。稳步扩大制度型开放，推动自由贸易试验区提质增效和扩大改革任务授权，加快推进海南自由贸易港核心政策落地。深化外商投资促进体制机制改革，稳步推进服务业开放，扩大电信、医疗、教育等领域开放试点，持续打造“投资中国”品牌。



贸易结构持续优化

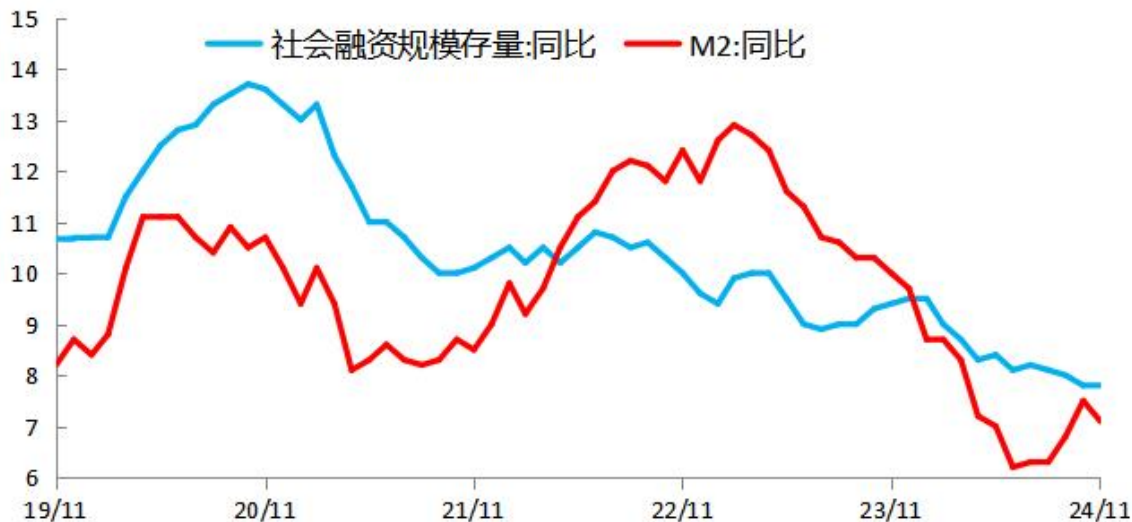
- 11月份货物进出口同比增长1.2%。其中，出口增长5.8%；进口下降4.7%。外贸数据展现出中国经济的强大韧性与潜力。出口总额实现稳健增长，同比增速较高，这得益于中国商品在全球市场上的持续竞争力和海外需求的韧性。尽管进口总额有所下滑，但整体贸易顺差仍然保持高位，显示出国内外市场需求差异及全球贸易格局的变化。整体来看，11月份外贸数据为中国经济稳增长提供了有力支撑，也进一步增强了市场信心。



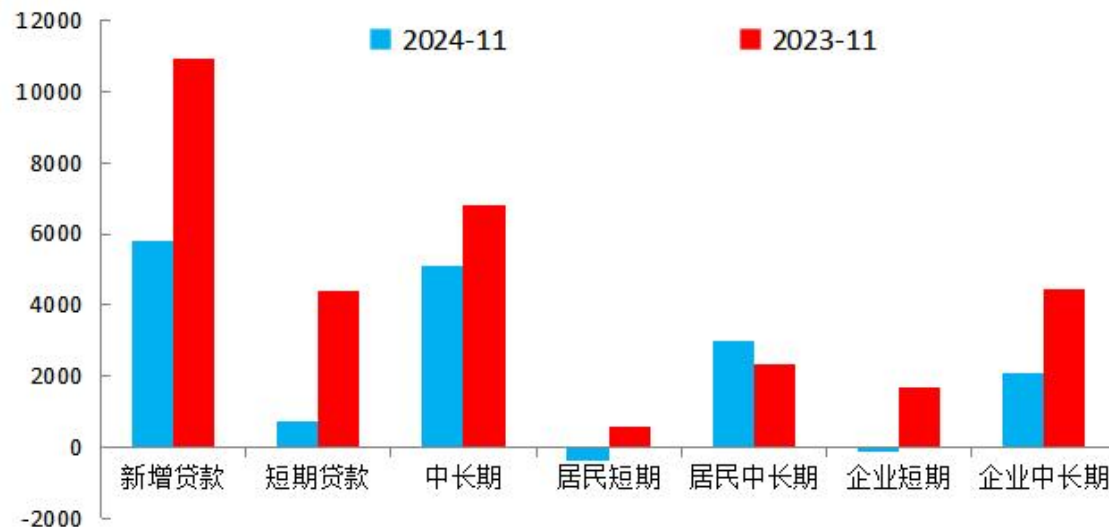
地方债置换贷款，M1降幅继续收窄

- 2024年前十一个月社会融资规模增量累计为29.4万亿元，比上年同期少4.24万亿元。11月末社会融资规模存量为405.6万亿元，同比增长7.8%；广义货币(M2)余额311.96万亿元，同比增长7.1%；狭义货币(M1)余额65.09万亿元，同比下降3.7%。
- 新增贷款不及去年同期。11月份居民新增贷款5800亿元，同比有所回落，其中新增短期居民贷款为负，新增中长期居民贷款继续恢复，同比多增669亿元。非金融性公司及其他部门短期贷款继续为负，中长期贷款处于低位，同比少增2360亿元，地方政府置换债发行后，置换部分地方银行贷款，导致企业中长期贷款同比减少。

社融存量和M2同比走势(%)



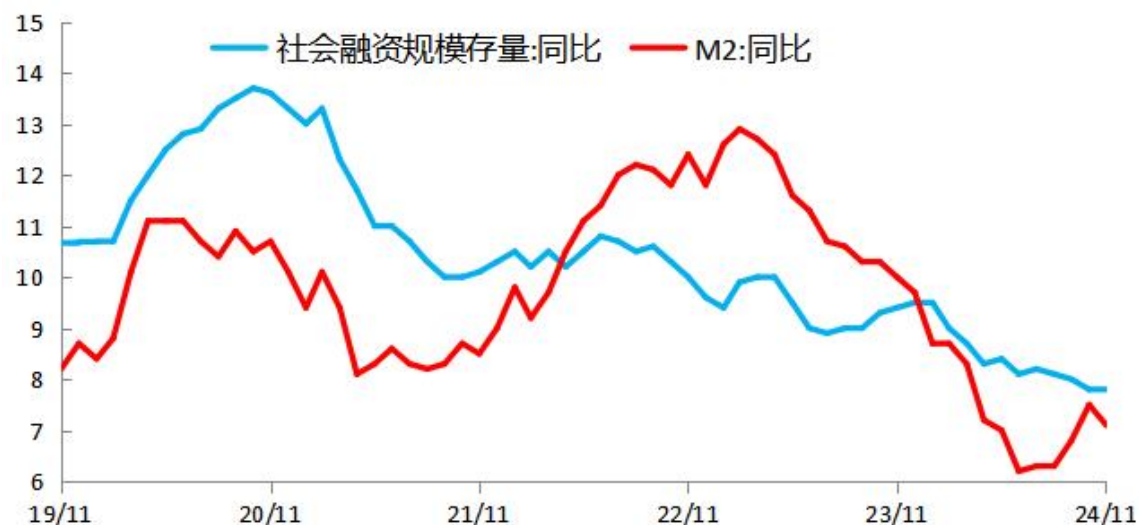
新增贷款不及去年同期



地方债置换贷款，M1降幅继续收窄

■ **社融增速持平。**11月份政府债券净融资13101亿元，同比多增1589亿元；企业债券融资继续回升，同比多增1040亿元；新增票据融资909亿元，同比增加702亿元；其他新增委托和信托贷款继续处于低位。总体上，受地方政府债券发行置换地方政府银行贷款等隐性债务影响，企业新增贷款维持低位，不过，居民中长期贷款继续回升，表明促进房地产市场止跌回稳的措施正在逐步见效，同时政府债券和企业债券融资同比继续增加，带动当月社会融资规模维持在23357亿元，社融存量增速维持7.8%，环比与上月持平。后期仍需财政政策发力，加大置换等政府债券发行力度，同时货币政策保持宽松环境，降低居民购房成本，优化房地产政策，提振居民购房信心，稳定房地产市场，以便带动社会融资增速止跌回升，推动经济更好恢复。

社融存量和M2同比走势（%）



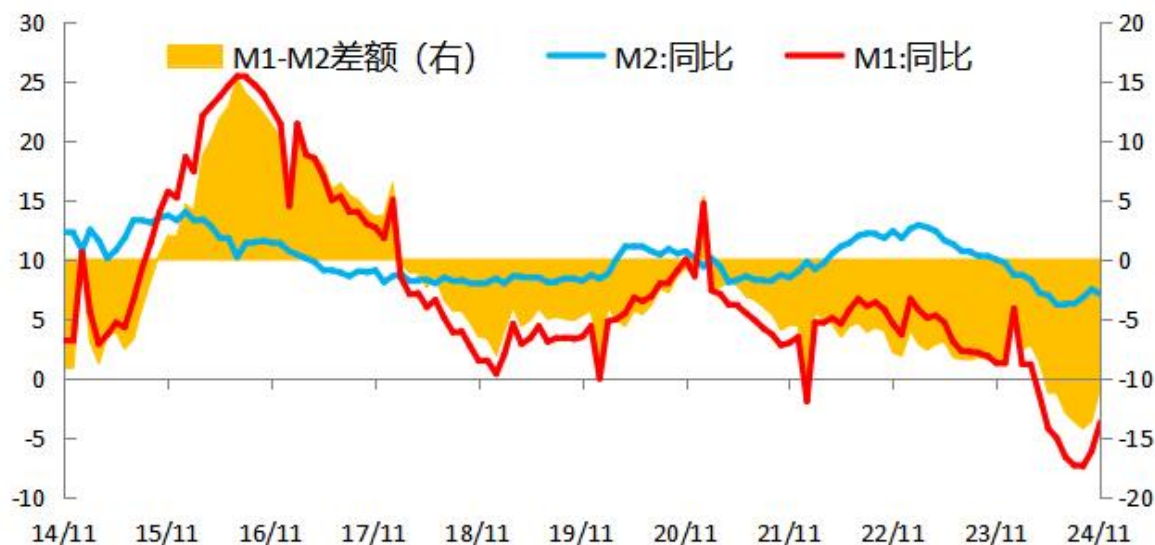
政府债券当月净融资规模走势（亿元）



地方债置换贷款，M1降幅继续收窄

- **M1降幅继续收窄。**11月份，新增人民币存款21700亿元，同比减少3600亿元。其中居民户存款新增7900亿元，同比少增1189亿元；非金融性公司企业存款增加7400亿元，同比多增4913亿元；财政存款增加1400亿元，同比多增4693亿元，在地方政府置换债券发行加大的情况下，财政存款显著多增，后续财政支出力度或将加大。非银行业金融机构新增存款1800亿元，同比少增13900亿元，权益市场逐步趋稳后，非银金融机构存款继续大幅增加的情况未能持续，导致M2增速大幅回落至7.1%，环比回落0.4个百分点。M1余额同比增速降幅则收窄至3.7%，继续大幅收窄。在一揽子增量政策落地显效等因素带动下，市场融资活跃度有所好转，金融市场信心持续改善。随着一线城市继续优化房地产政策，居民购房信心恢复，商品房销售降幅收窄，有望推动企业活期存款继续增加，加上2025年2月份M1将纳入个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，预计M1同比增速降幅有望继续收窄。

M2/M1走势(%)

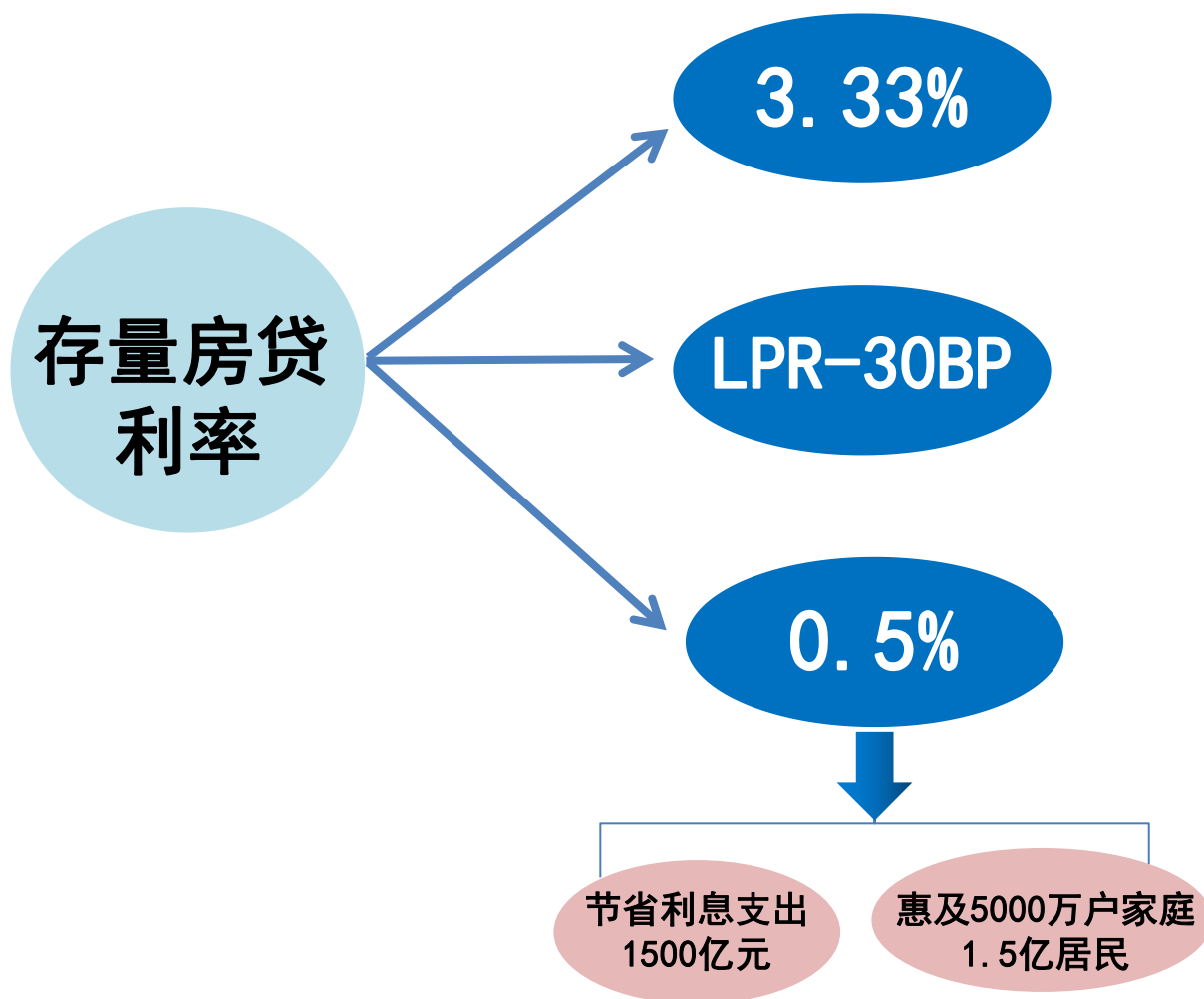


持续用力推动房地产市场止跌回稳

- 2024年中共中央政治局会议和中央经济工作会议都明确指出要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，完善房地产市场长效机制。

年份	房地产政策方面
2024年	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，完善房地产市场长效机制。
2023年	稳住楼市 ，防范化解重点领域风险和外部冲击。这包括加强房地产市场监管，促进房地产市场平稳健康发展。各地政府将根据本地实际情况，因城施策，出台具体的房地产调控政策。这些政策可能包括限购、限贷、限售等措施，以 稳定市场预期和房价水平 。

货币政策：中国存量房贷的水平



约37.79万亿元



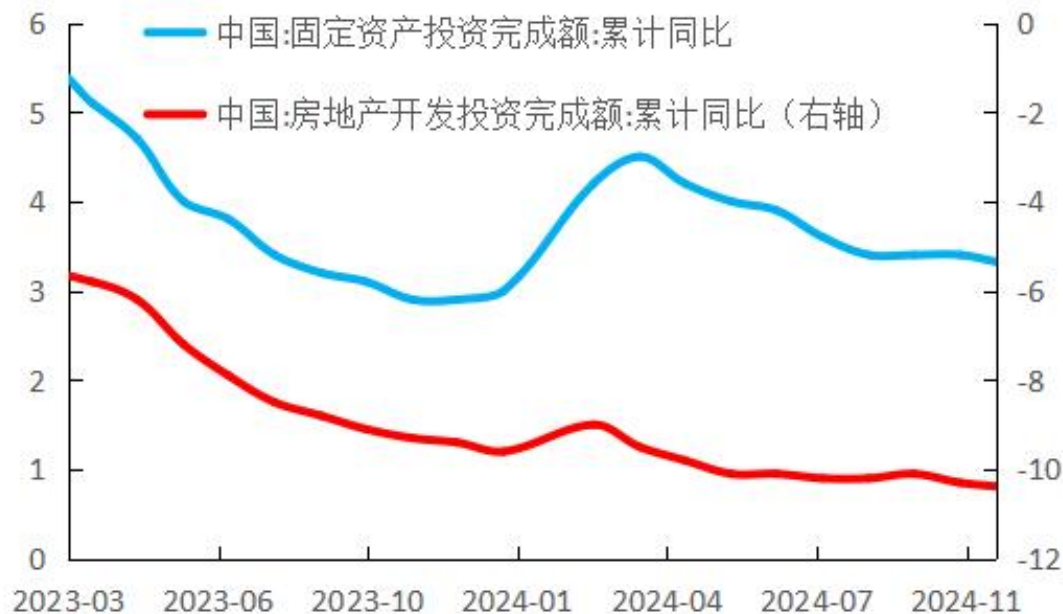
超过25万亿元

- 截至2024年6月，中国住房贷款余额约为37.79万亿元。
- 截至2024年10月底，已有超过25万亿元人民币的存量房贷利率完成下调。

房地产开发投资继续下降

- 2024年1—11月份，全国固定资产投资（不含农户）465839亿元，同比增长3.3%（按可比口径计算），其中，民间固定资产投资233689亿元，下降0.4%。从环比看，11月份固定资产投资（不含农户）增长0.10%。分产业看，第一产业投资8709亿元，同比增长2.4%；第二产业投资161632亿元，增长12.0%；第三产业投资295498亿元，下降1.0%。
- 1—11月份，全国房地产开发投资93634亿元，同比下降10.4%（按可比口径计算）；其中，住宅投资71190亿元，下降10.5%。

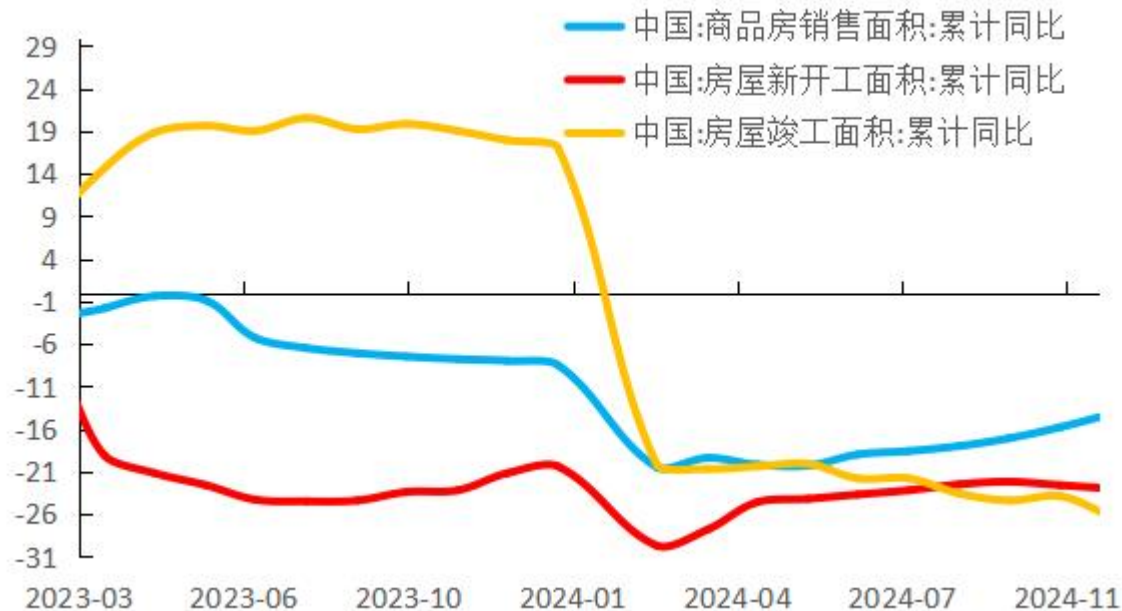
房地产开发投资下降（%）



房地产市场主要指标边际收窄

- 1—11月份，房地产开发企业房屋施工面积726014万平方米，同比下降12.7%。其中，住宅施工面积508389万平方米，下降13.1%。房屋新开工面积67308万平方米，下降23.0%。其中，住宅新开工面积48989万平方米，下降23.1%。房屋竣工面积48152万平方米，下降26.2%。其中，住宅竣工面积35197万平方米，下降26.0%。
- 1—11月份，新建商品房销售面积86118万平方米，同比下降14.3%，其中住宅销售面积下降16.0%。新建商品房销售额85125亿元，下降19.2%，其中住宅销售额下降20.0%。

房地产市场仍处在调整期（%）



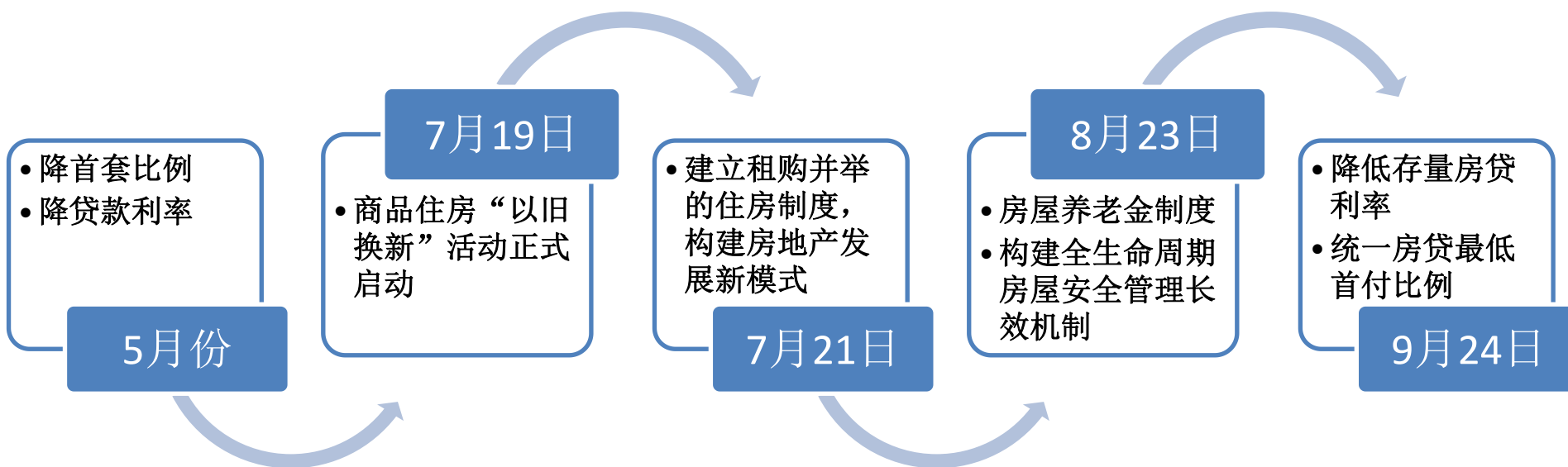
政策优化调整，地产市场景气度上升

- 2024年中共中央政治局会议和中央经济工作会议都明确指出要**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，完善房地产市场长效机制。
- 9月26日，中共中央政治局会议强调，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。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。



地产：系统性谋划新一轮政策

- 9月24日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，央行宣布，降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，预计平均降幅在0.5个百分点左右预计惠及5000万户家庭，1.5亿人口，平均每年减少家庭利息支出1500亿元左右。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25%下调至15%。**这有助于扩大市场需求，促进房地产市场的活跃，对宏观经济具有积极的推动作用，有助于稳定金融市场、提高市场供给效率并促进经济的稳定增长。**



地产与宏观关系发生深刻转变

过去地产拉动逻辑



当下高质量发展逻辑



目 录

1

坚持稳中求进总基调

2

更加积极有为的宏观政策

3

新质生产力引领产业

4

政策预判及大类资产展望

2024年12月政治局会议再提货币政策适度宽松

年份	货币政策	财政政策	上证50	沪深300	中正500	中证1000
2001年	稳健	积极	NA	NA	NA	NA
2002年	稳健	积极	NA	-16.17%	NA	NA
2003年	稳健	积极	NA	8.25%	NA	NA
2004年	稳健	积极	-15.73%	-16.30%	NA	NA
2005年	稳健	稳健	-5.50%	-7.65%	-13.99%	-15.73%
2006年	稳健	稳健	126.69%	121.02%	100.68%	76.22%
2007年	稳健	稳健	134.13%	161.55%	186.63%	202.57%
2008年	从紧	稳健	-67.23%	-65.95%	-60.80%	-59.26%
2009年	适度宽松	积极	84.40%	96.71%	131.27%	139.85%
2010年	适度宽松	积极	-22.57%	-12.51%	10.07%	17.40%
2011年	稳健	积极	-18.19%	-25.01%	-33.83%	-32.96%
2012年	稳健	积极	14.84%	7.55%	0.28%	-1.43%
2013年	稳健	积极	-15.23%	-7.65%	16.89%	31.59%
2014年	稳健	积极	63.93%	51.66%	39.01%	34.46%
2015年	稳健	积极	-6.23%	5.58%	43.12%	76.10%
2016年	稳健	积极	-5.53%	-11.28%	-17.78%	-20.01%
2017年	稳健	积极	25.08%	21.78%	-0.20%	-17.35%
2018年	稳健：保持中性	积极	-19.83%	-25.31%	-33.32%	-36.87%
2019年	稳健：松紧适度	积极：加力提效	33.58%	36.07%	26.38%	25.67%
2020年	稳健：灵活适度	积极：积极有为	18.85%	27.21%	20.87%	19.39%
2021年	稳健：合理适度	积极：增质提效	-10.06%	-5.20%	15.58%	20.52%
2022年	稳健：灵活适度	积极：提升效能	-19.52%	-21.63%	-20.31%	-21.58%
2023年	稳健：精准有力	积极：加力提效	-11.73%	-11.38%	-7.42%	-6.28%
2024年	稳健：精准有效	积极：提质增效	15.61%	16.45%	10.37%	8.06%
2025年	适度宽松	更加积极	NA	NA	NA	NA

资料来源：申万期货研究所

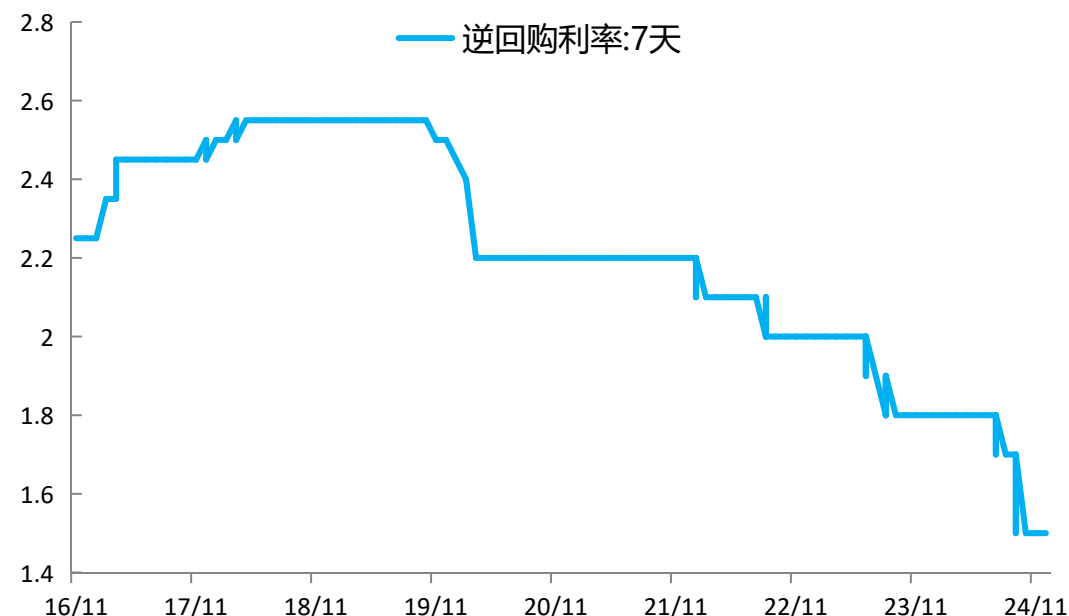
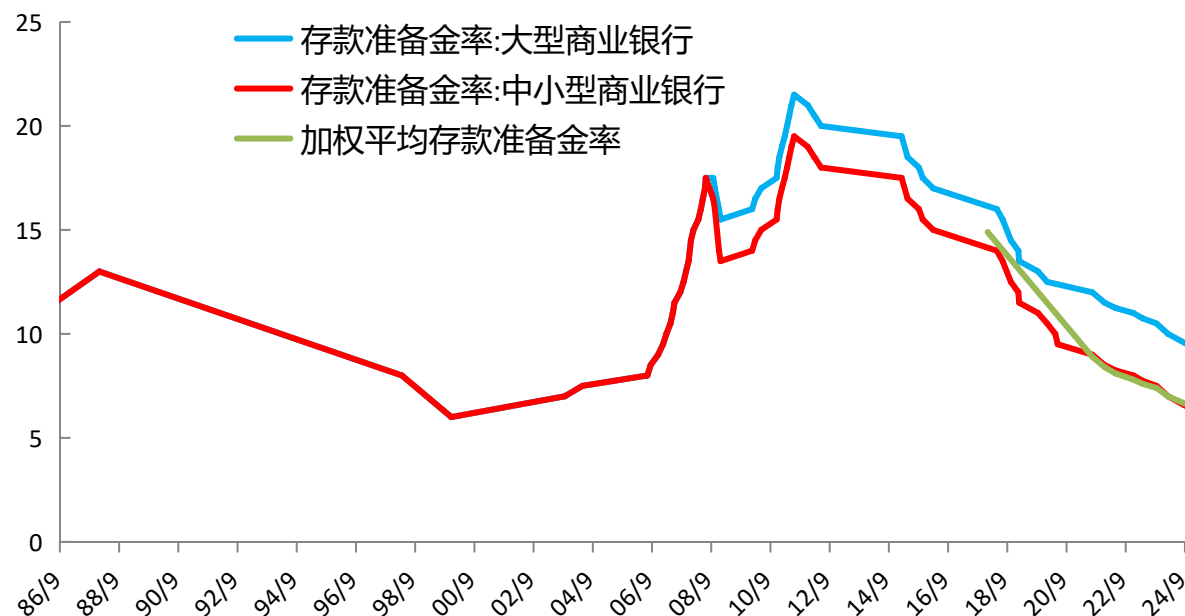
实施适度宽松的货币政策，适时降准降息

- 2024年中央经济工作会议明确指出要实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，使价格总水平预期目标相匹配，探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，为经济增长提供适宜的经济金融环境。

年份	货币政策
2024年	要 实施适度宽松的货币政策 。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能， 适时降准降息 ，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、 价格总水平预期目标相匹配 。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具 ，维护金融市场稳定。
2023年	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2022年	稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。

实施适度宽松的货币政策，适时降准降息

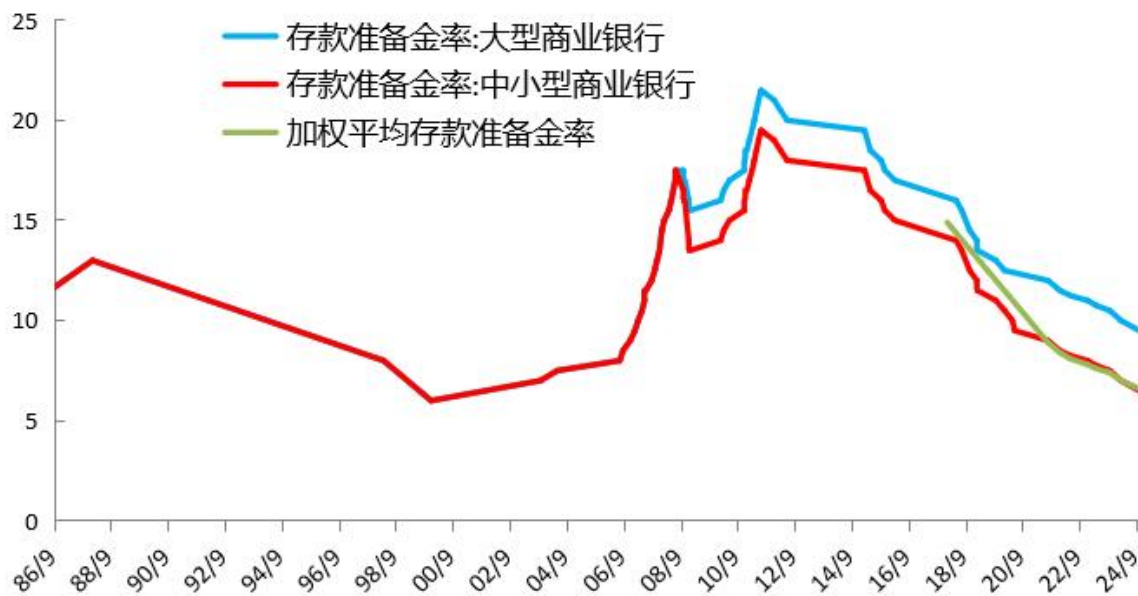
- 2024年，央行下调存款准备金率2次共100bp，下调7天逆回购利率2次共30bp。
- 预计在实施适度宽松的货币政策，适时降准降息的要求下，2025年存款准备金率下调幅度将超过100bp，7天逆回购利率下调幅度将超过30bp，降至1%附近。
- 同时，央行将继续通过国债买卖、买断式逆回购操作等创新政策工作向市场投放基础货币，保持流动性充裕。



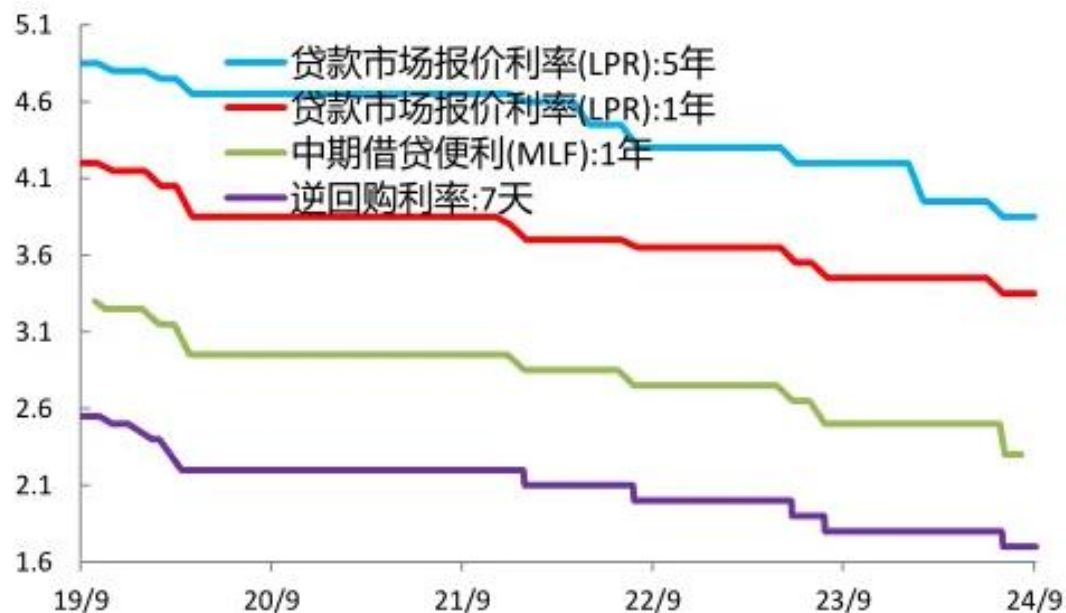
货币政策：央行再现“双降”，支持实体经济发展

- 9月24日，央行宣布，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。将降低中央银行行政策利率，7天逆回购操作利率下调0.2个百分点，从目前的1.7%降为1.5%，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稳定。
- 此次央行降准0.5%并下调7天逆回购操作利率20bp，再次“双降”，力度超市场预期。在当前基本面偏弱的背景下，市场对于央行宽松预期较强，此次央行“双降”略超出市场预期，将进一步促进降低社会融资成本，提振市场信心，支持实体经济发展。

存款准备金率 (%)



各政策利率 (%)



货币政策：政策工具箱进一步丰富

	名称	设立时间	使用情况	发放对象
长期性工具	支农	1999年	6562亿元	农商行、农信社
	支小	2014年	16551亿元	城商行、农商行、民银银行
	再贴现	1986年	5920亿元	银行金融机构
阶段性工具	普惠小微	2021年12月	526亿元	地方法人机构
	碳减排	2021年11月	5410亿元	21家全国性金融机构等
	普惠养老	2022年4月	18亿元	五大行、开发银行、进出口银行
	民企债券支持工具	2022年10月		专业机构
	保交楼支持计划	2022年12月	56亿元	工农中建交、邮储
	租赁贷款支持计划	2023年2月		五大行、邮储、开发银行
	科技创新和技术改造再贷款	2024年3月		
	国债买卖纳入	2024年6月		
	公开市场操作，逆回购	2024年		商业银行和其他金融机构

政策工具箱进一步丰富：央行工具

央行工具		
结构性货币政策工具	股票回购增持再贷款	央行通过激励相容机制，引导全国性银行向符合条件的上市公司和主要股东发放优惠利率贷款，用于回购和增持股票。央行对贷款用途核实确认后，按照贷款本金的100%提供再贷款支持。
	证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）	该工具支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从央行换入国债、中央银行票据等高流动性资产。所获取的资金只能用于投资股票市场。
其他相关政策工具	公开市场操作	央行通过在公开市场上买卖国债、央行票据等金融工具来调节市场流动性，进而影响资本市场的资金供求关系和利率水平。
	存款准备金率调整	央行通过调整存款准备金率来影响商业银行的信贷规模和资金成本，进而对资本市场的资金供应和融资成本产生影响。
	利率政策	央行通过调整存贷款基准利率或引导市场利率变动来影响资本市场的融资成本和投资回报率。

实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率

- 2024年中央经济工作会议明确指出要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债。为了应对当前经济发展形势的变化，财政政策变得更加积极，此前出现这种情况还是2020年疫情时期。

年份	财政政策
2024年	要 实施更加积极的财政政策 。 提高财政赤字率 ，确保财政政策持续用力、更加给力。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。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。党政机关要坚持过紧日子。
2023年	积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。严格转移支付资金监管，严肃财经纪律。增强财政可持续性，兜牢基层“三保”底线。严控一般性支出。党政机关要习惯过紧日子。
2022年	积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。

实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率

- 上次提出要实施更加积极的财政政策还是2020年为应对疫情冲击。预计2025年财政赤字率有望提升至4%左右，财政赤字规模增加1万亿以上，同时，增加发行超长期特别国债1万亿元，增加地方政府专项债务至4万亿元，加上地方政府置换债务2.8万亿元，合计规模超过14万亿元。

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	预估2025年
财政赤字率	3.6%	3.2%	2.8%	3.0%	3.0%	4.0%
财政赤字规模	37600	35700	33700	36000	40600	54000
特别国债	10000	—	—	10000	10000	20000
地方政府专项债务	37500	36500	36500	38000	39000	40000
地方政府置换债务					28000	28000
合计	85100	72200	70200	84000	117600	142000

财政政策：一揽子增量政策，开启化债新阶段

- 财政部表示将围绕稳增长、扩内需、化风险，将在近期陆续推出一揽子有针对性增量政策举措。关注十四届全国人大常委会第十二次会议出台的具体政策情况。

加力支持地方化解政府债务
风险

发行特别国债支持国有大型
商业银行补充核心一级资本

支持推动房地产市场止跌回
稳

加大对重点群体的支持保障
力度

中央财政还有较大的举债空
间和赤字提升空间

- 财政部拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地产化解债务风险。
- 市场预计本轮化债规模可能会在6-10万亿元，将实现全部现存隐性债务“由隐变显”。

第一轮化债

2015年-2018年，
发行122011亿元置
换债券。

第二轮化债

2019年，六地试点
发行1427亿元置
换债券。

第三轮化债

2020年12月-2021
年9月，共发行
6278亿元特殊再融
资债券。

第四轮化债

2021年10月-2022
年6月，三地通过
特殊再融资债发行
共计5041.81亿元。

第五轮化债

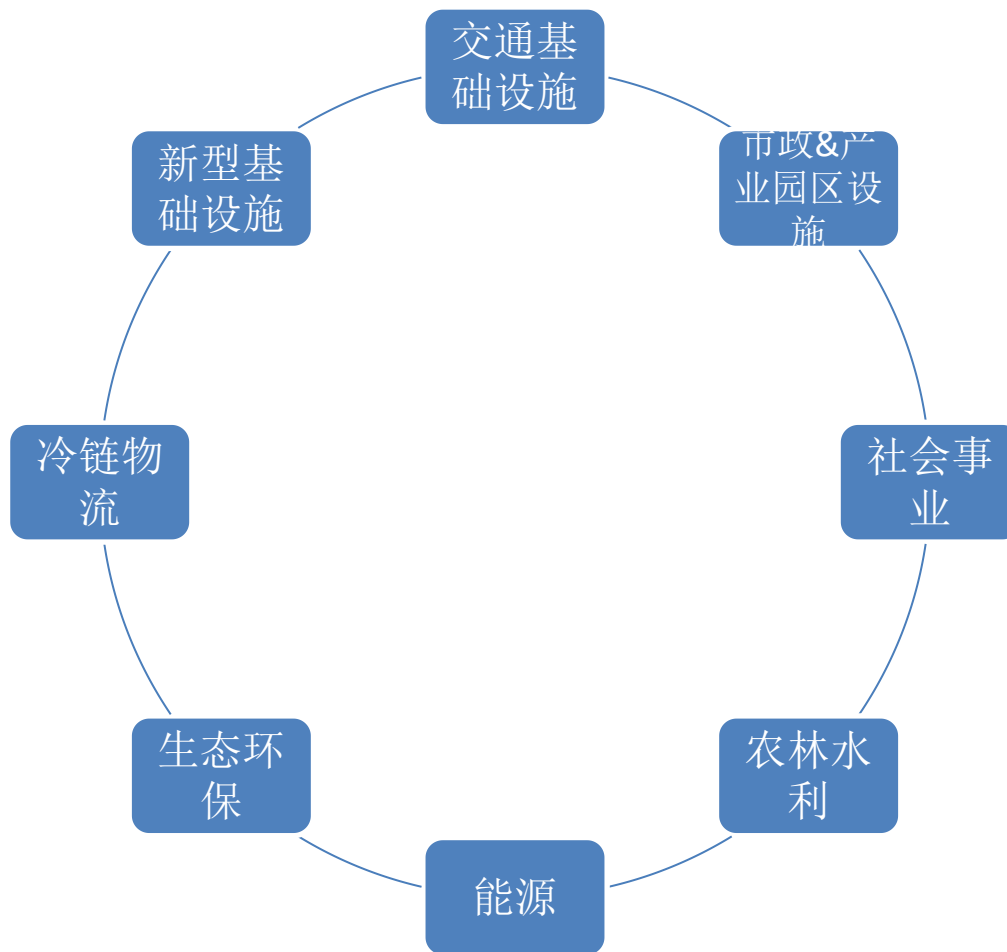
2023年10-12月份，
全国29地共发行
13885.14亿元特殊
再融资债券

第六轮化债

2024年6月份开始，
多地已发行3499亿
元特殊再融资债券。

财政政策：加大财政政策力度，保持必要财政支出

9月26日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。会议强调，**要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。**



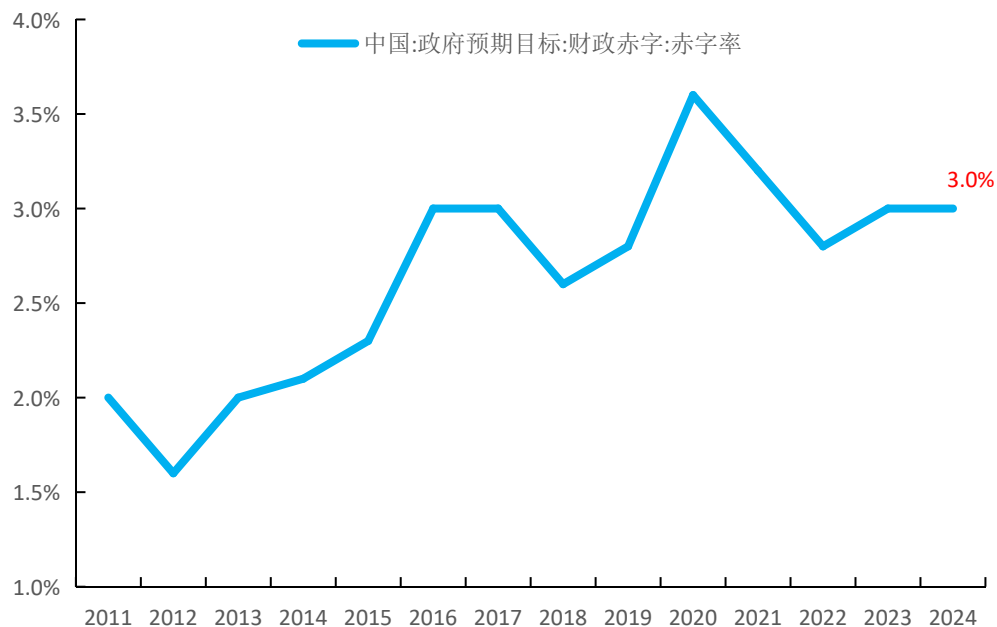
加力支持“两新”工作

支持“两重”建设

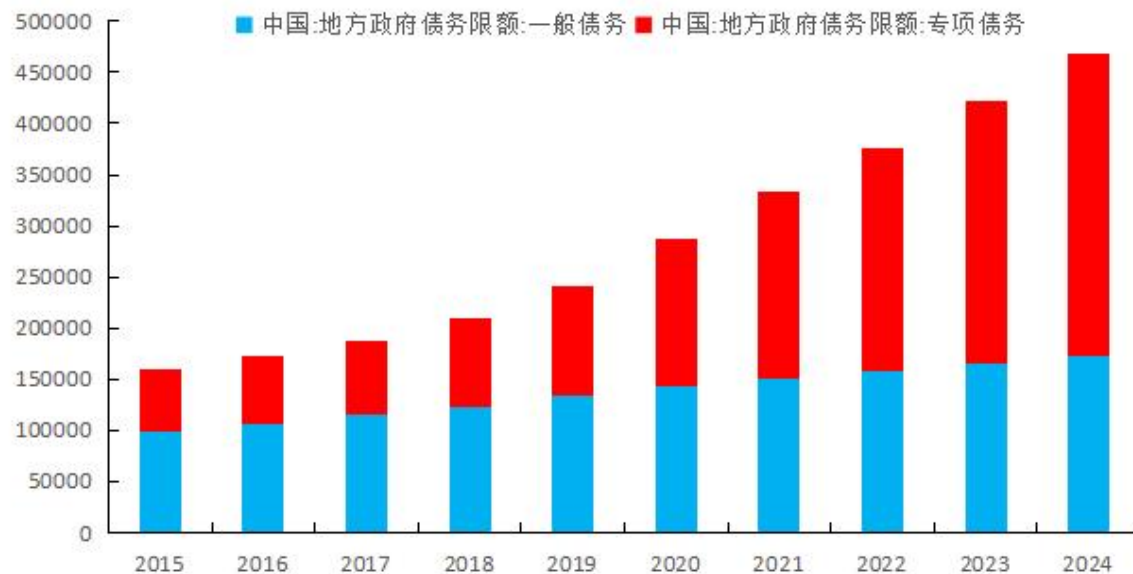
财政政策：要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债

- 9月26日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。会议强调，要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。

赤字率维持稳定（%）

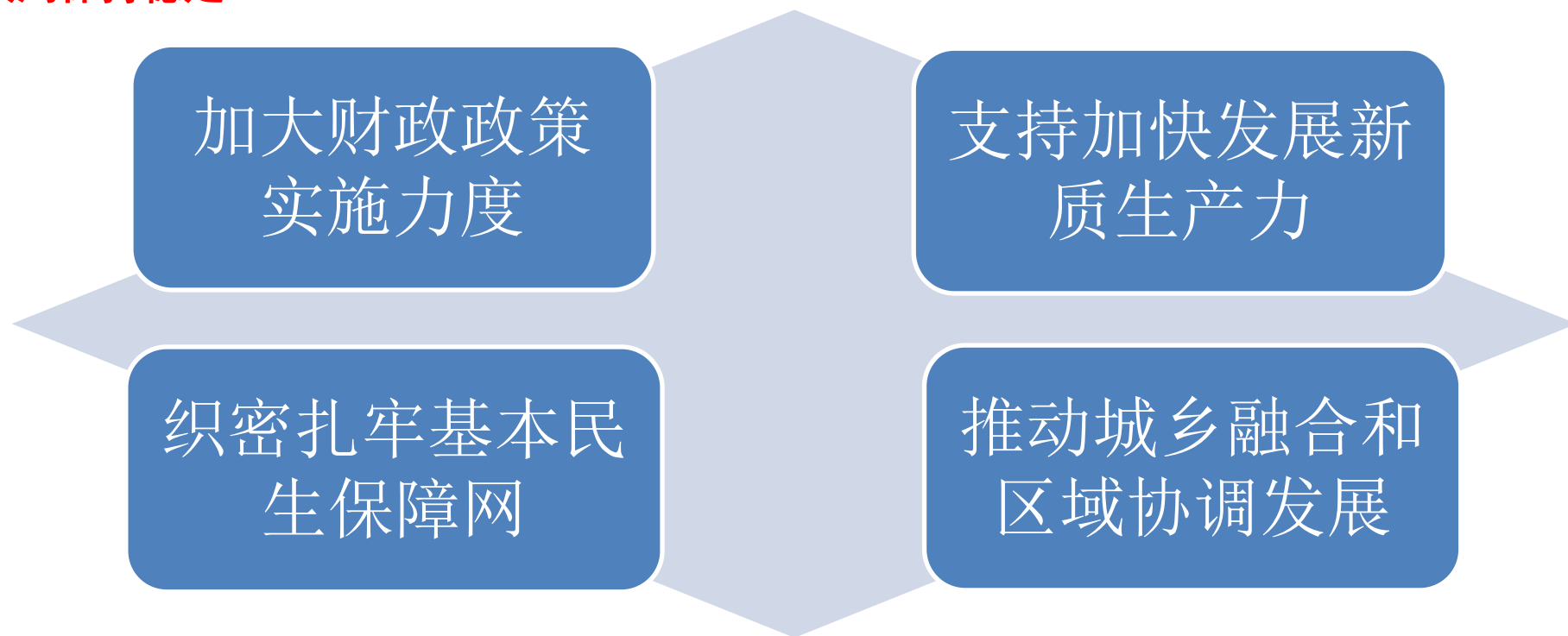


专项债限额持续扩张（亿元）



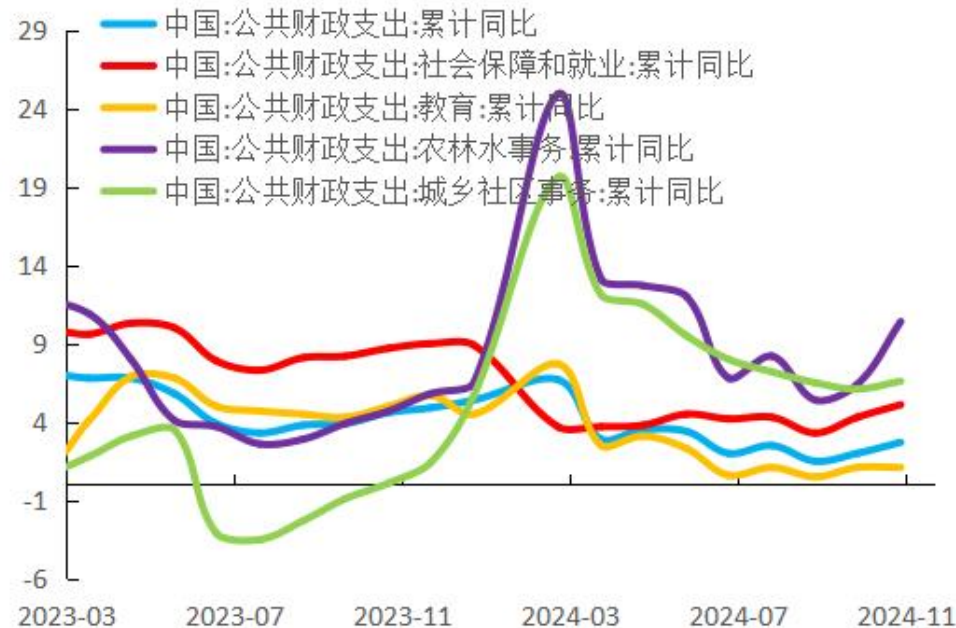
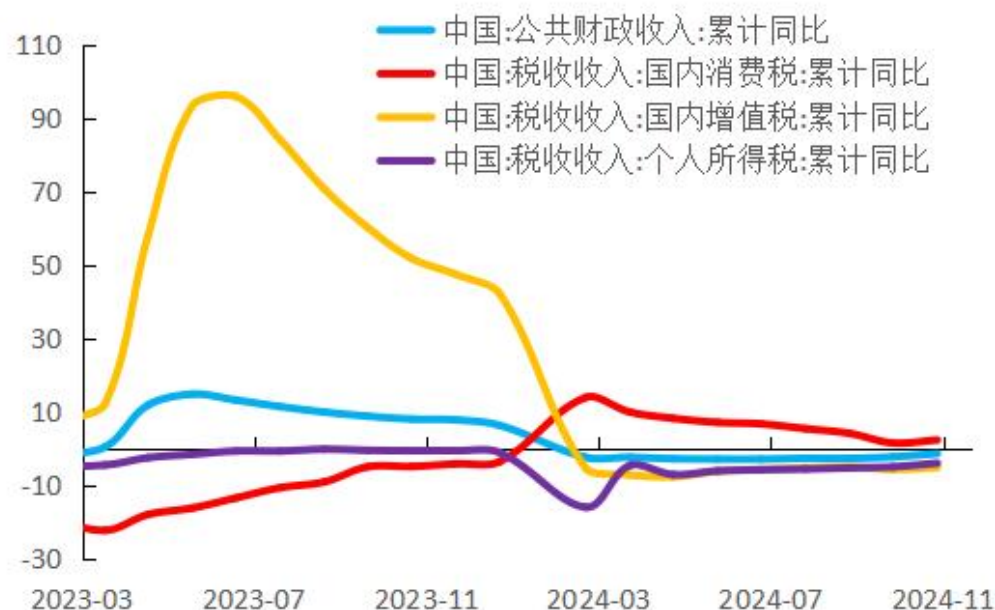
财政政策：财政部发布《2024年上半年中国财政政策执行情况报告》

- 8月30日，财政部发布《2024年上半年中国财政政策执行情况报告》。
- 2024年是中华人民共和国成立75周年，是实现“十四五”规划目标任务的关键一年。上半年，各地区各部门全面贯彻党的二十大和二十届二中全会精神，认真落实中央经济工作会议部署要求，**坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，迎难而上、积极作为，深化改革开放，加强宏观调控，有效应对风险挑战，经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。**



财政政策：财政运行总体平稳，预算执行情况良好

- 上半年，我国经济运行延续回升向好态势，财政运行总体平稳，扣除特殊因素影响后，全国一般公共预算收入可比增长1.5%左右；全国一般公共预算支出同比增长2%，重点领域支出得到保障。
- 1-11月，全国一般公共预算收入199010亿元，同比下降0.6%。其中，全国税收收入161922亿元，同比下降3.9%；非税收入37088亿元，同比增长17%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入89382亿元，同比下降2.5%；地方一般公共预算本级收入109628亿元，同比增长1.1%。
- 1-11月，全国一般公共预算支出245053亿元，同比增长2.8%。分中央和地方看，中央一般公共预算本级支出36000亿元，同比增长8.1%；地方一般公共预算支出209053亿元，同比增长1.9%。



目 录

1

坚持稳中求进总基调

2

更加积极有为的宏观政策

3

新质生产力引领产业

4

政策预判及大类资产展望

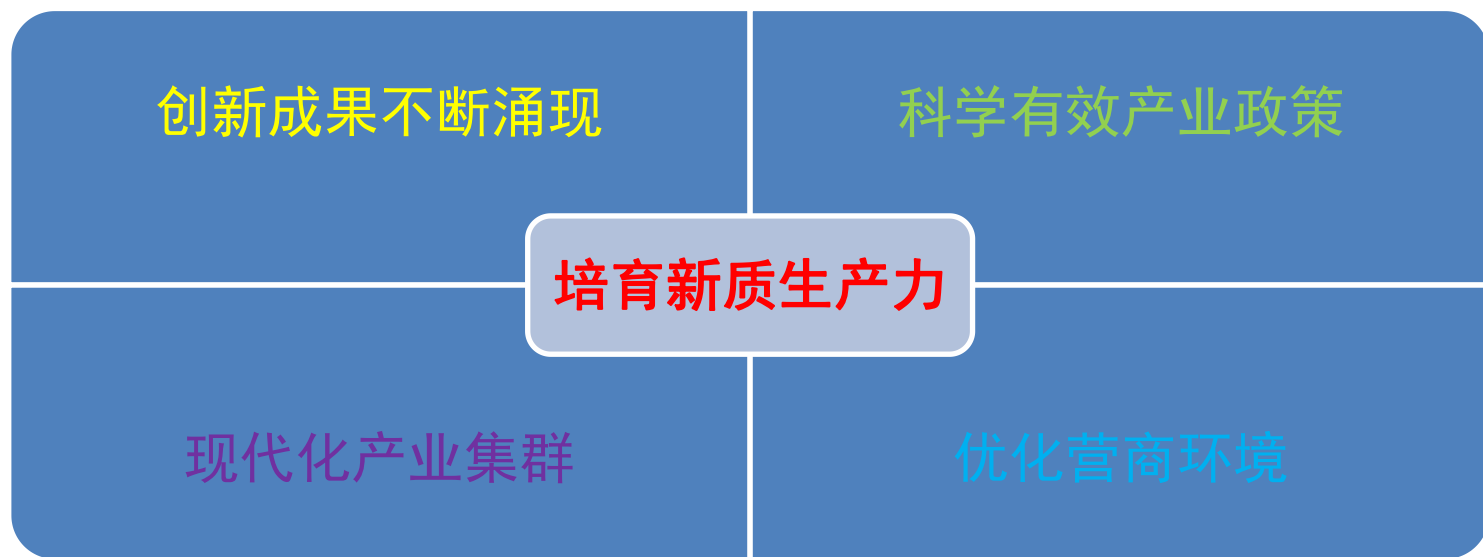
以科技创新引领新质生产力发展

- 2024年中央经济工作会议明确提出以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。开展“人工智能+”行动，培育未来产业，加强国家战略科技力量建设。健全多层次金融服务体系，壮大耐心资本，更大力度吸引社会资本参与创业投资，梯度培育创新型企业。积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业，推动产业转型升级。

年份	科技创新方面
2024年	以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。开展“人工智能+”行动，培育未来产业，加强国家战略科技力量建设。健全多层次金融服务体系，壮大耐心资本，更大力度吸引社会资本参与创业投资，梯度培育创新型企业。积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业，推动产业转型升级。
2023年	狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大，推动科技、产业、金融良性循环。实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动，提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力。加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广。

加快形成新质生产力

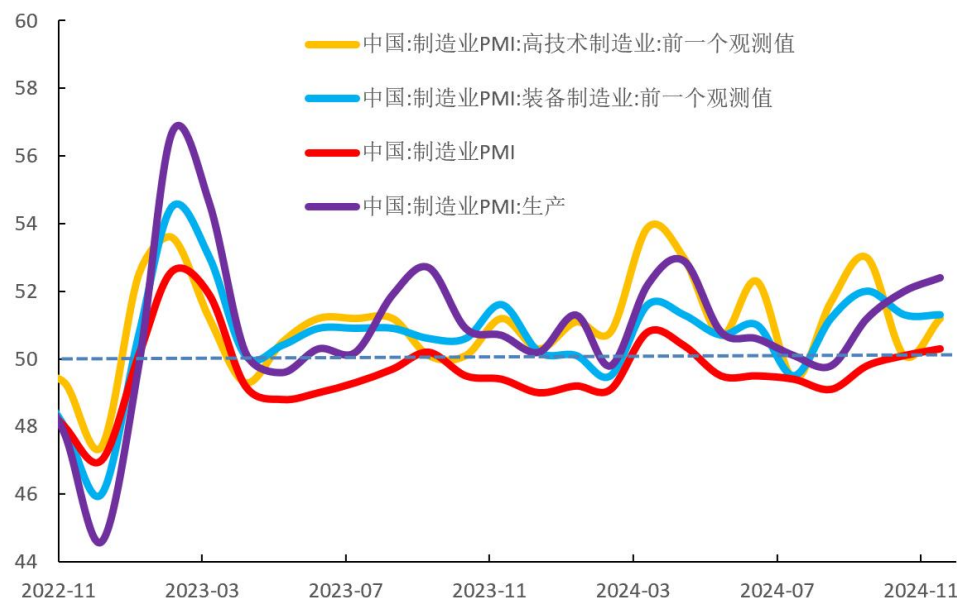
中共中央政治局9月26日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。会议认为，加大宏观调控力度，着力深化改革开放、扩大国内需求、优化经济结构，经济运行总体平稳、稳中有进，**新质生产力稳步发展**，民生保障扎实有力，防范化解重点领域风险取得积极进展，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。



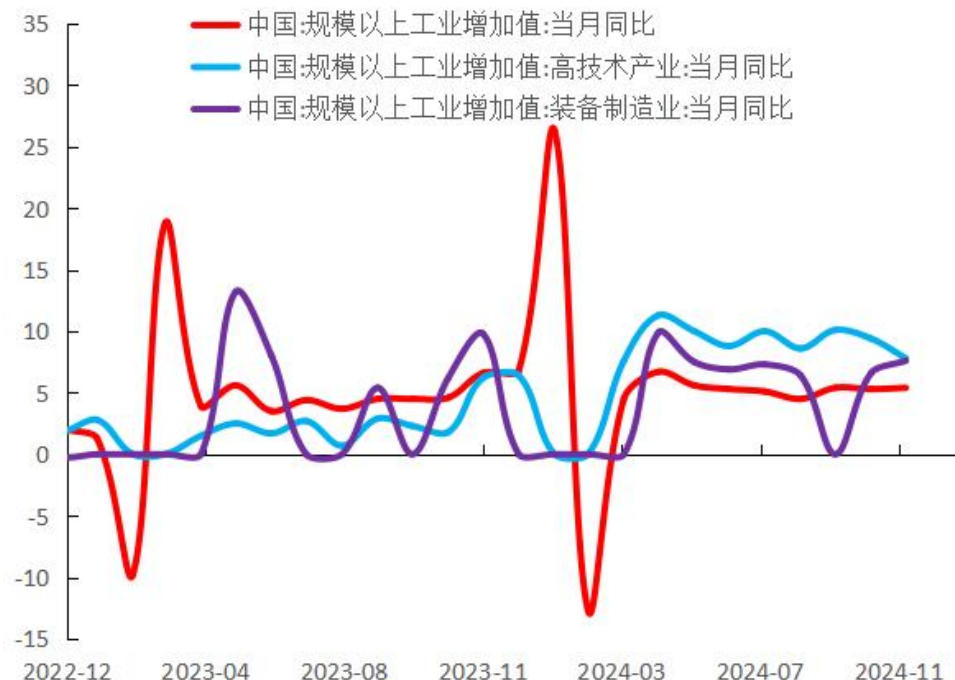
新动能引领产业

- 11月份，高技术制造业和装备制造业PMI分别为51.2%和51.3%，相关行业保持稳步扩张。
- 11月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.4%，环比增长0.46%。装备制造业增加值同比增长7.6%，高技术制造业增加值增长7.8%，快于全部规模以上工业增加值。随着国家对装备制造业和高技术制造业发展的持续支持和推动，这些行业有望继续保持较快增长势头。新动能带动工业生产稳定增长，我国经济在转型升级过程中，高技术制造业等新兴产业正在发挥越来越重要的作用，也是推动经济高质量发展的重要力量。

新动能PMI稳中有升（%）



新动能引领工业加快增长（%）



新质投资增速上升

- “新质生产力”更强调技术驱动、产业创新、商业模式和管理模式创新，强调数字化、网络化、智能化特征，是适应数字时代与绿色时代发展要求的先进生产力形式。
- 目前涉及包括新能源、新材料、高端设备等在内的8大新兴产业和元宇宙、脑机接口、人形机器人、生成式人工智能等9大未来产业。



高新技术
高科技

投资增速引
领制造业

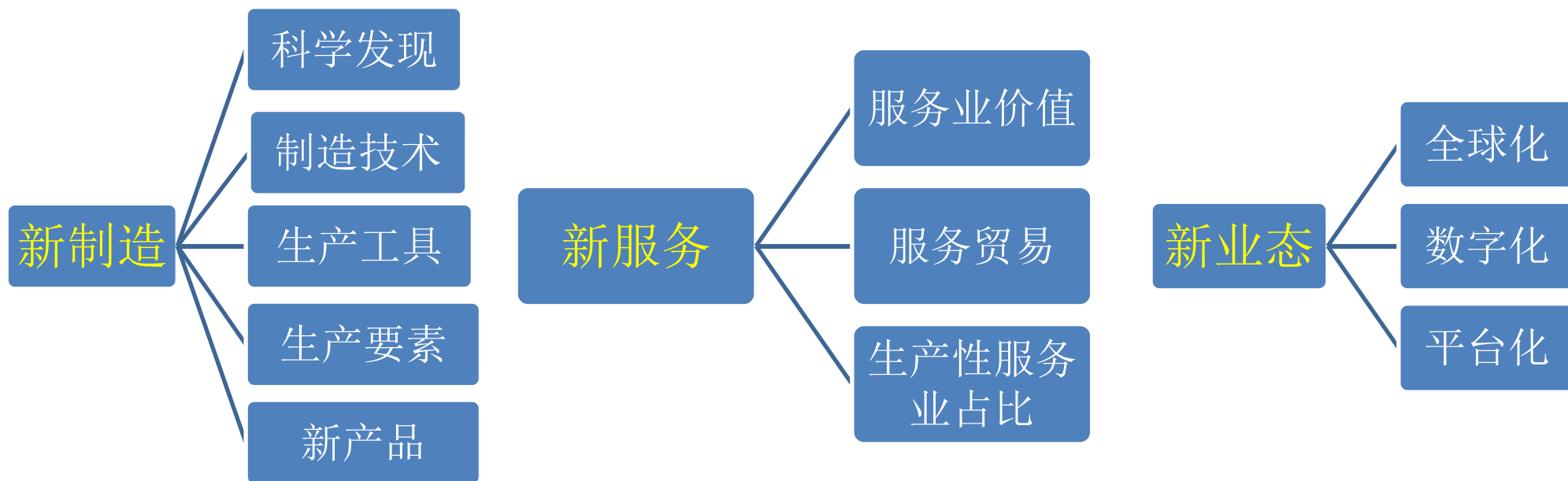
新质行业投资增速（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

新制造、新服务、新业态构成新质生产力

- “新质生产力”大致由三个“新”构成 ——以战略性新兴产业和未来产业为代表的“**新制造**”，以高附加值生产性服务业为代表的“**新服务**”，以及以全球化和数字化为代表的“**新业态**”，这些形成的聚合体就是新质生产力。
- 要把握住产业变革的大趋势，以颠覆性技术和前沿技术催生**新产业、新模式、新动能**，培育有利于新质生产力发展的产业生态。同时，**统筹好传统产业、战略性新兴产业、未来产业之间的关系**，把握好发展时序，形成梯次发展的良性格局。



目 录

1

坚持稳中求进总基调

2

更加积极有为的宏观政策

3

新质生产力引领产业

4

政策预判及大类资产展望

政治局会议、中央经济工作会议先后召开

- 新华社北京12月9日电，**中共中央政治局12月9日召开会议，分析研究2025年经济工作；听取中央纪委国家监委工作汇报，研究部署2025年党风廉政建设和反腐败工作。**
- 新华社北京12月12日电，中央经济工作会议12月11日至12日在北京举行。

加强超常规逆周期调节

持续关注一揽子增量政策落地

五个方面加力推出
一揽子增量政策

加大宏观
政策逆周
期调节

扩大国内
有效需求

加大助企
帮扶力度

推动房地
产市场止
跌回稳

提振资本
市场

多方面发力扩大国内
有效需求

促消费
惠民生
相结合

新型消费
业态

“两新”
“两重”

海外：特朗普当选后，对华政策不利影响或加深

内容	2017-2020（特朗普首个任期）	2025-2028（特朗普第二任期）
贸易关税	2018年7月份起，对华总计7500亿美元的商品征收10-25%的关税，对华进口商品的实际平均关税税率由2.7%最高升至15.4%，2020年1月后降至12.5%左右。	2024年11月25日，表示对进口自中国的所有商品加征10%的关税。未来可能撤销中国“贸易最惠国”地位，提供对所有中国出口美国商品征收60%或以上关税。
出口限制	2018年起，修订《2018 出口管制改革法案》，签署《外国投资风险审查现代化法案》，修订“视同出口”条例，签署《第 13873 号行政命令》，扩大对华技术出口限制，限制对美国关键技术和基础设施等领域投资。	12月2日，拜登政府出台新的对华半导体出口管制措施。
经济制裁	通过经济制裁遏制我国重点科技企业（华为、腾讯、字节跳动等）发展，限制新疆棉花进口，限制大型企业和赴美企业融资。	可能推出更为强硬的对华出口和投融资限制

海外：特朗普当选后，市场交易再通胀预期

相关政策	内容	影响
税收方面	希望延长自2017税改的多项税收减免，提议进一步减税，包括降低公司税率、对小费和社会保障福利免税等。	变相财政支出
贸易及关税方面	提议“全关税”计划以弥补来自国内税收端的损失，对大多数进口商品征收10-20%的新关税，并对中国商品征收60%税率等。	增加成本
移民方面	表示承诺通过修建边境墙和增加执法来封锁边境，进行美国历史上最大规模的无证移民驱逐等。	廉价劳动力减少
产业政策方面	放松对传统能源、燃油车的限制，取消对新能源和新能源车的扶持政策。	期望通过石油、天然气价格会降低通胀压力。
货币政策方面	特朗普表态不会让鲍威尔第三次担任美联储主席，但会让他完成第二个任期。特朗普有过多干预美联储政策的历史。	
地缘政治方面	减少对乌克兰的支持	

全球经济复苏

- 1、全球经济迎来了一系列积极信号，显示出复苏的曙光。政府和国际组织采取了一系列的经济刺激政策，为全球经济注入了新的活力，增长动能逐渐释放。**全球贸易逐渐走强，各国之间的贸易活动逐渐恢复正常，出口和进口均出现了增长。**特别是亚洲地区的贸易活动表现出色，拉动了全球贸易的增长。
- 2、**各国政府纷纷推出经济刺激政策**，包括增加基础设施建设投资、减税降费、提供贷款支持等，有效刺激了企业和个人的投资和消费需求。
- 3、全球各国的央行采取了一系列货币政策措施，包括**降息、扩大流动性**等，稳定了金融市场。股市、债市等各类资产价格逐渐回升，投资者信心增强。
- 4、在**全球化背景下，各国之间的经济联系日益紧密**。加强国际合作，共同应对全球性挑战，对于推动全球经济复苏具有重要意义。例如，各国在贸易、投资、金融等领域的合作，有助于促进全球经济的稳定增长。

经济复苏

全球化

通货膨胀

债务危机

影响资产价格的核心因素

四季度，商品和股市止跌回升：

- **1、经济复苏。**全球经济复苏，需求增加、供需结构改善下大宗商品价格震荡上升；
- **2、流动性充足。**各国央行采取了一系列货币政策措施，降息降准、扩大流动性；
- **3、产业政策。**健全因地制宜发展新质生产力体制机制，促进各类先进生产要素向发展新质生产力集聚。抓好重点产业转型发展和优化升级，加快推进传统产业转型提质和落后低效产能出清，持续推进新兴产业培育壮大和未来产业前瞻布局，促进先进制造业和现代服务业、实体经济和数字经济深度融合。

下一阶段，资产配置主要驱动：

- **1、通胀回落。**2025年，全球通胀水平回落，市场流动性增加，推动大宗商品价格上涨。在全球经济复苏的背景下，农产品需求增加，从而推动价格上涨。能源产品如原油对美联储货币政策较为敏感。但油价还受到供需关系、地缘政治冲突以及库存变化等多种因素的影响。
- **2、政策刺激。**2025年，随着美联储超预期宽松，中国释放政策刺激，大宗商品整体表现强势，叠加地缘冲突扰动、近期美国经济数据表现一般，利好贵金属。
- **3、产业政策。**2025年，关注增量政策，关注新质生产力，“两新”、“两重”。

风险提示

- 海外地缘政治风险加剧；
- 国内市场有效需求不足；
- 资产逻辑变化；
- 房地产形势变化；
- 部分政策落地效果不及预期。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

（核准文号 证监许可[2011]1284号）

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货交易咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的不当利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。