



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告

2024年11月26日

行业：固收

经济边际好转，政策有望继续加码

——2025年度宏观展望

分析师：张河生 SAC编号：S0870523100004

目录

Content

- 一、经济结构性特征明显，经济边际转好
- 二、通缩风险依然存在
- 三、特朗普上台后我国短期稳增长压力增加
- 四、隐债置换后财政仍需更积极
- 五、支持性货币政策立场不变
- 六、风险提示



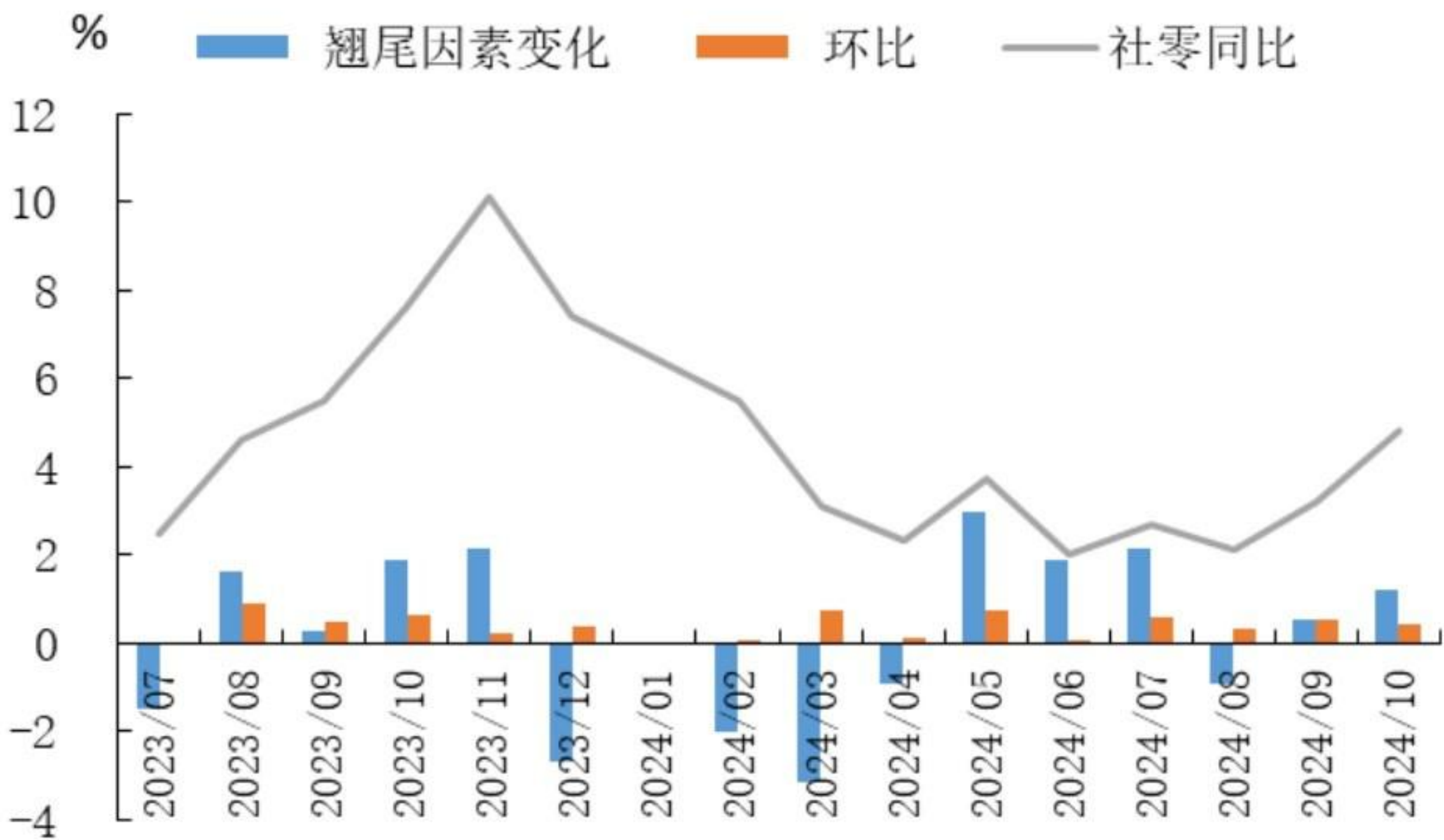
上海证券
SHANGHAI SECURITIES

一、经济结构性特征明显，经济边际转好

◆ 消费链弱

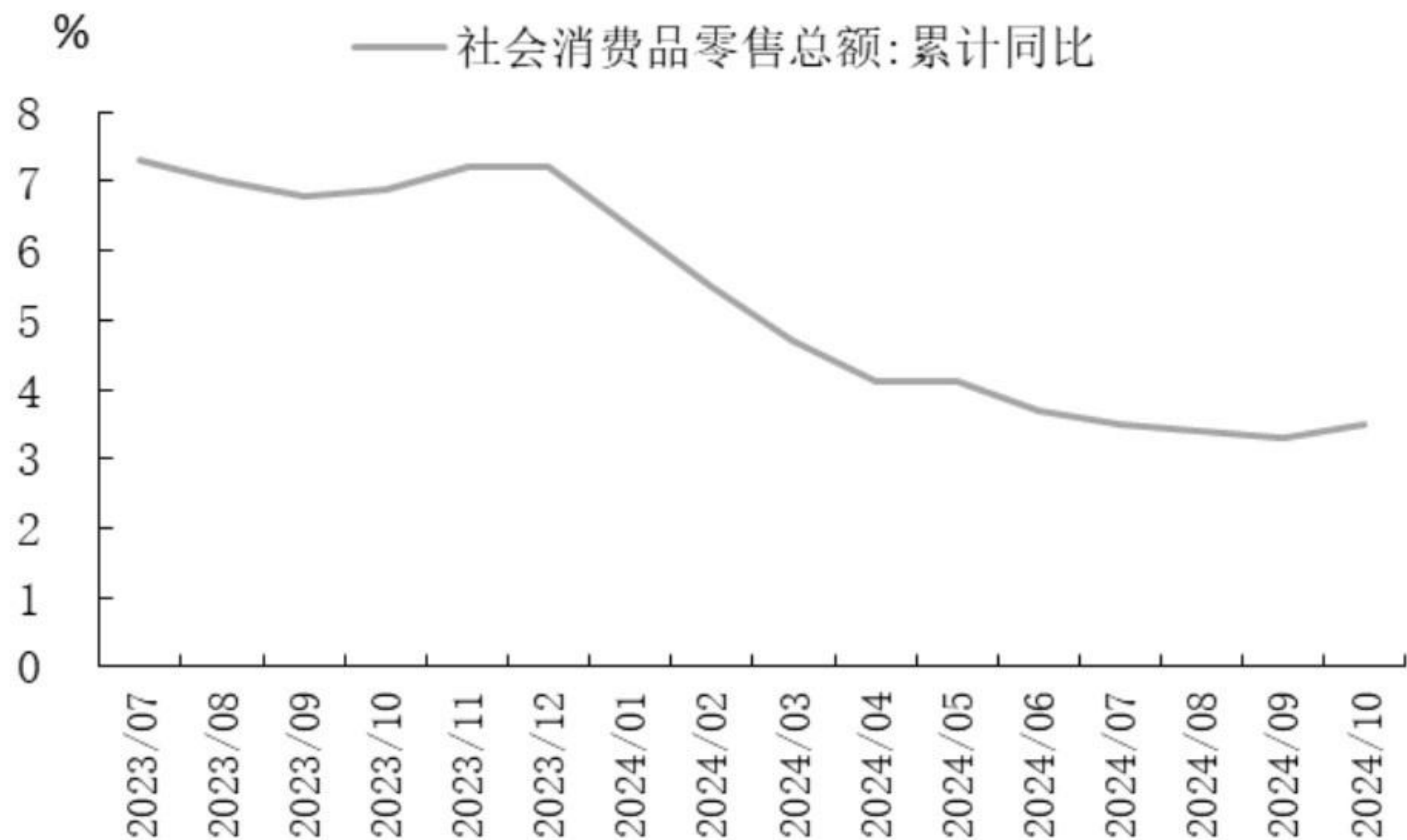
- ◆ 8月社零当月同比增速降至2.1%，随后反弹，10月当月同比增长4.8%；
- ◆ 社零1-9月累计同比增速从2023年底的7.2%降至3.3%，1-10月反弹至3.5%；

图 社零当月同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 社零累计同比



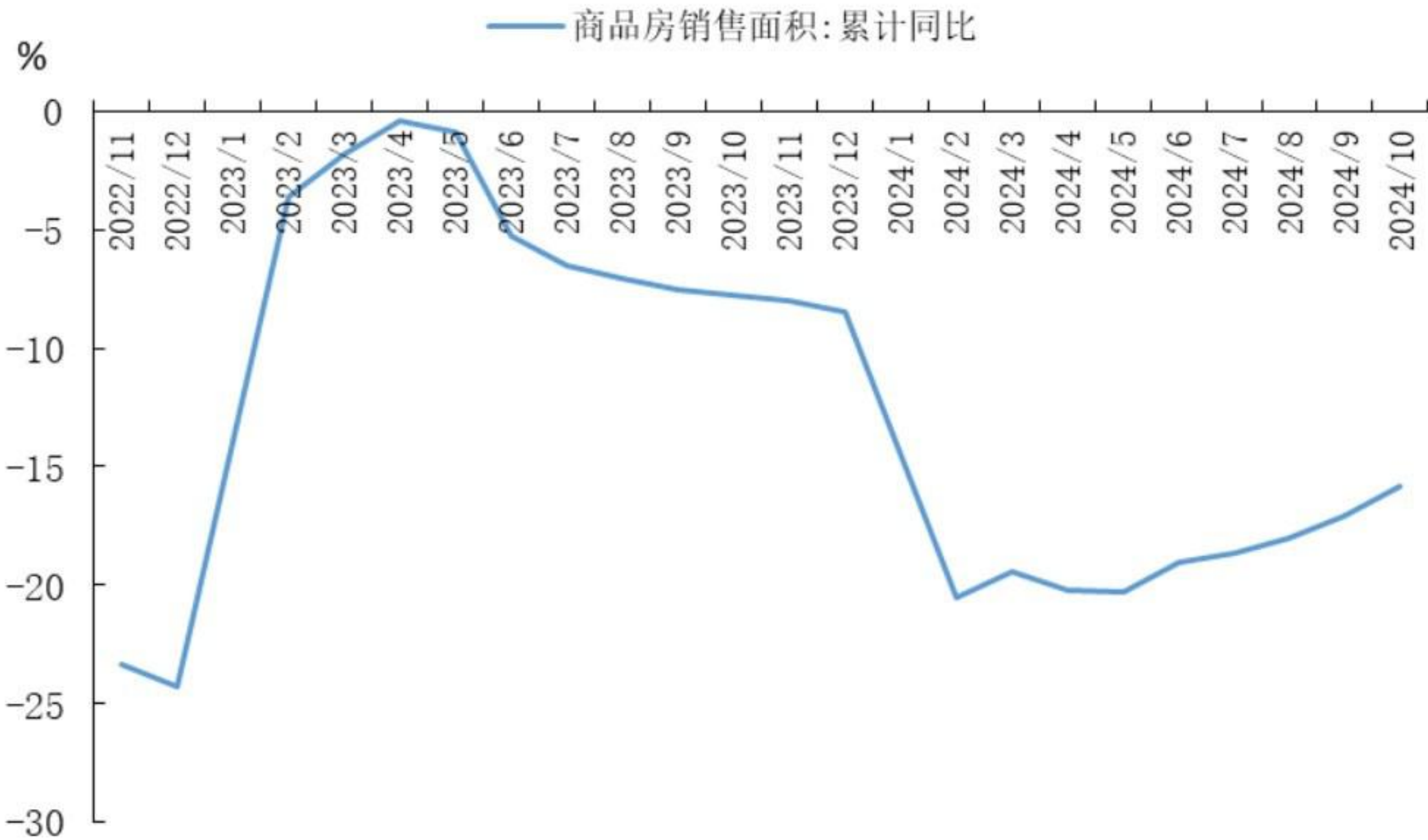
资料来源: Wind, 上海证券研究所



◆ 地产链弱

- ◆ 2024年1-10月商品房销售面积累计同比下跌15.8%，跌幅有所收窄；
- ◆ 2024年1-10月房地产开发投资完成额累计同比下跌10.3%；

图 地产销售累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 地产投资累计同比



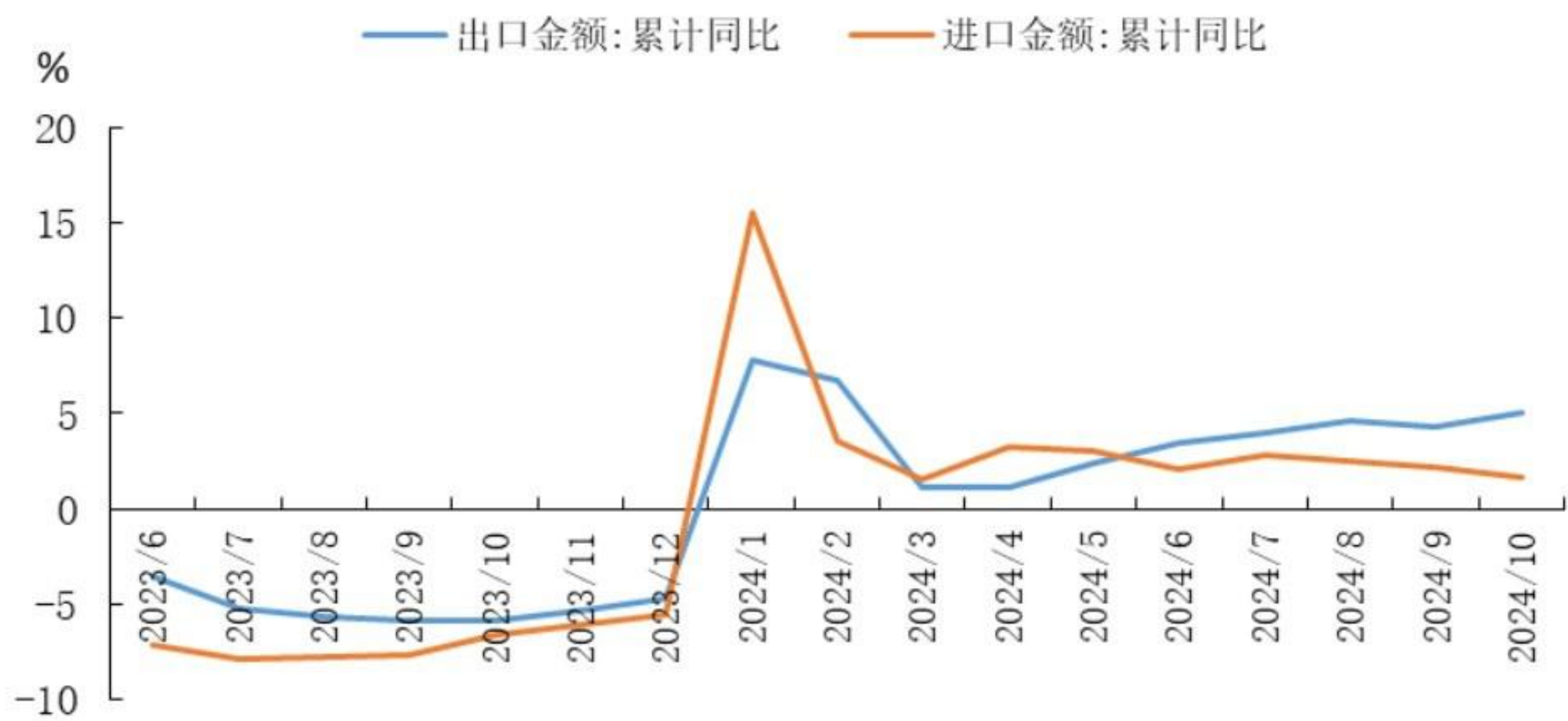
资料来源: Wind, 上海证券研究所



◆ 外贸与工业表现好

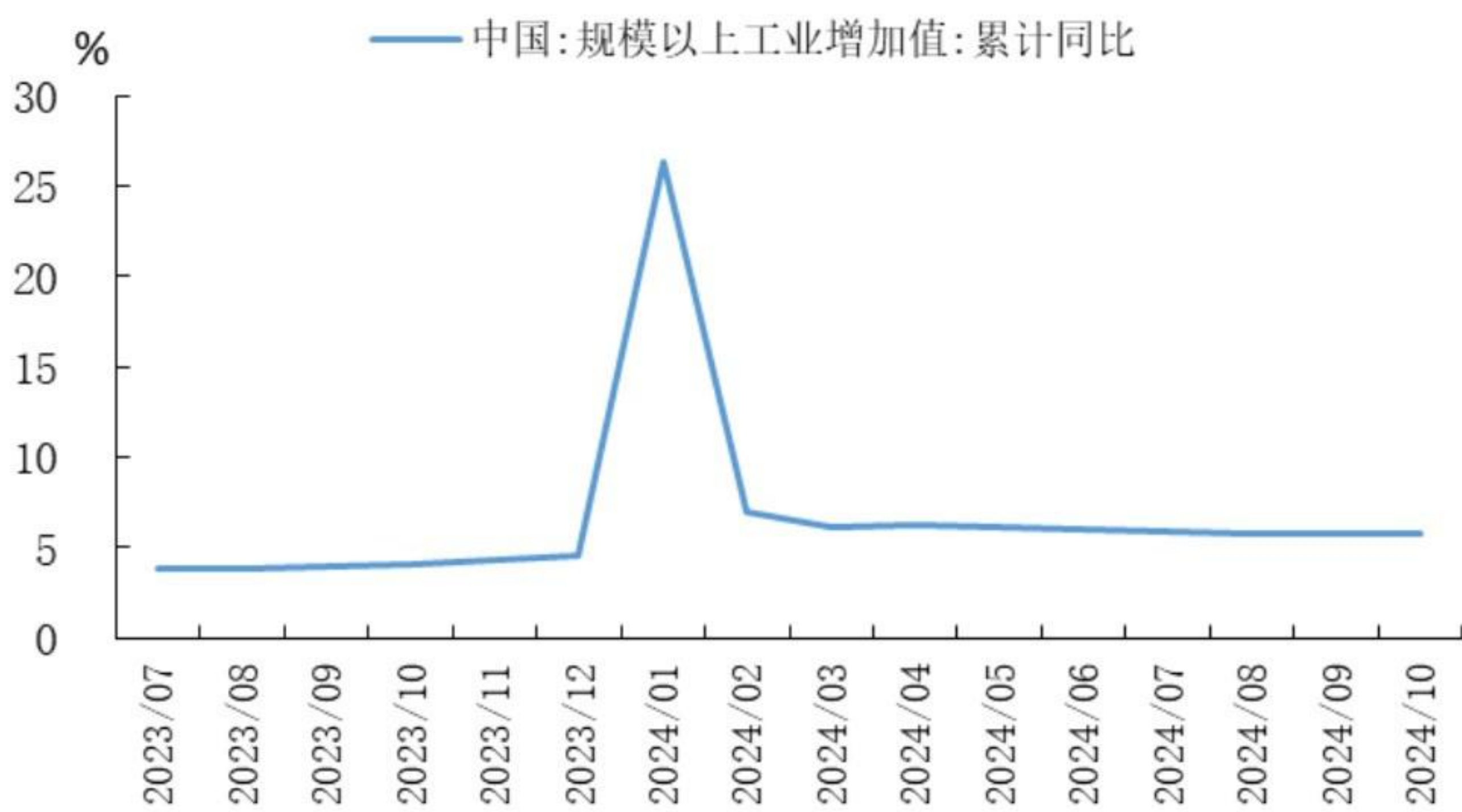
- ◆ 出口、进口金额累计同比增速均于2024年1月转正，且截至2024年10月出口累计同比表现好于进口；
- ◆ 2024年1-10月，工业增加值累计同比增长5.8%；

图 进口、出口累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 中国规模以上工业增加值累计同比



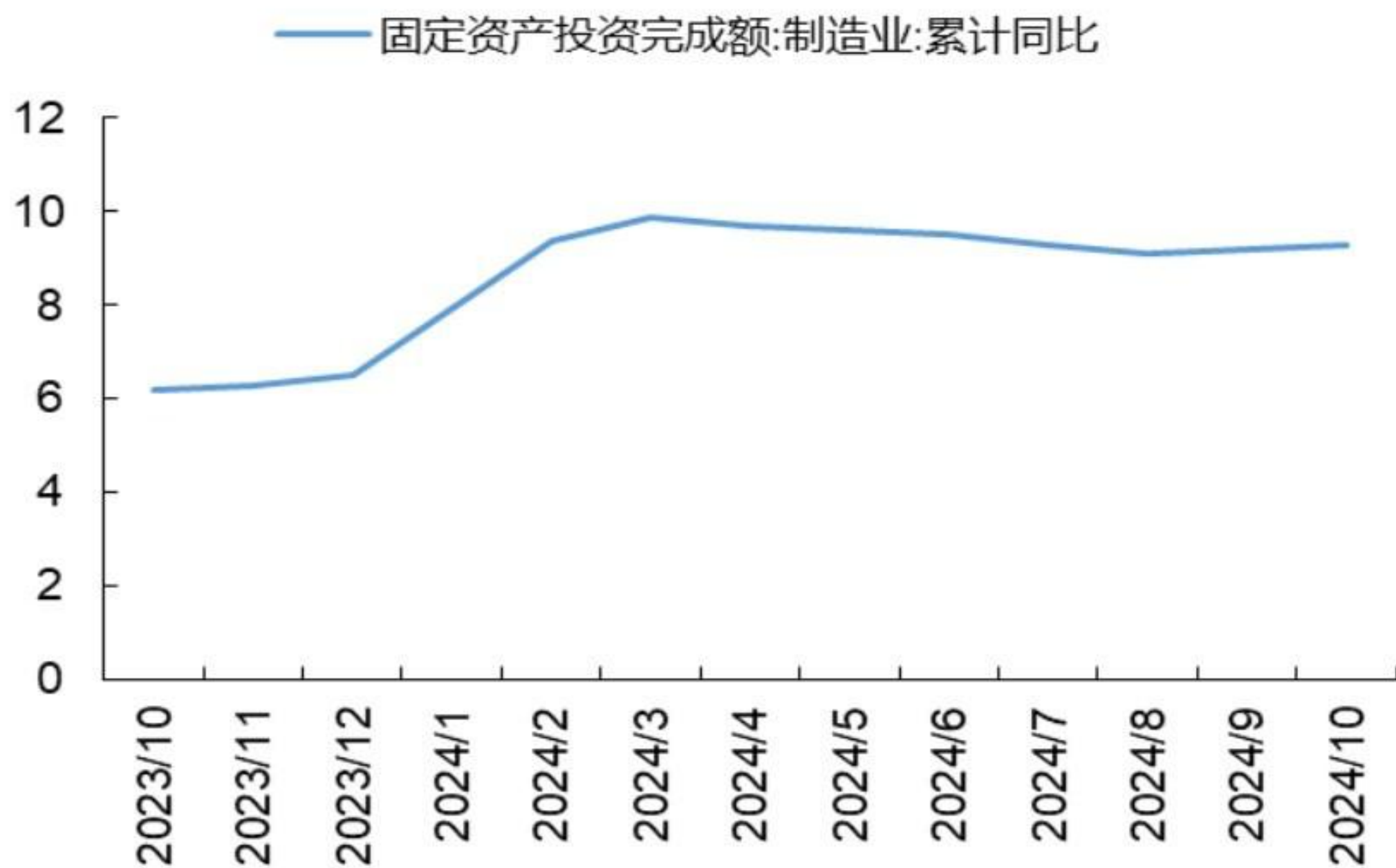
资料来源: Wind, 上海证券研究所



◆ 外贸与工业表现好

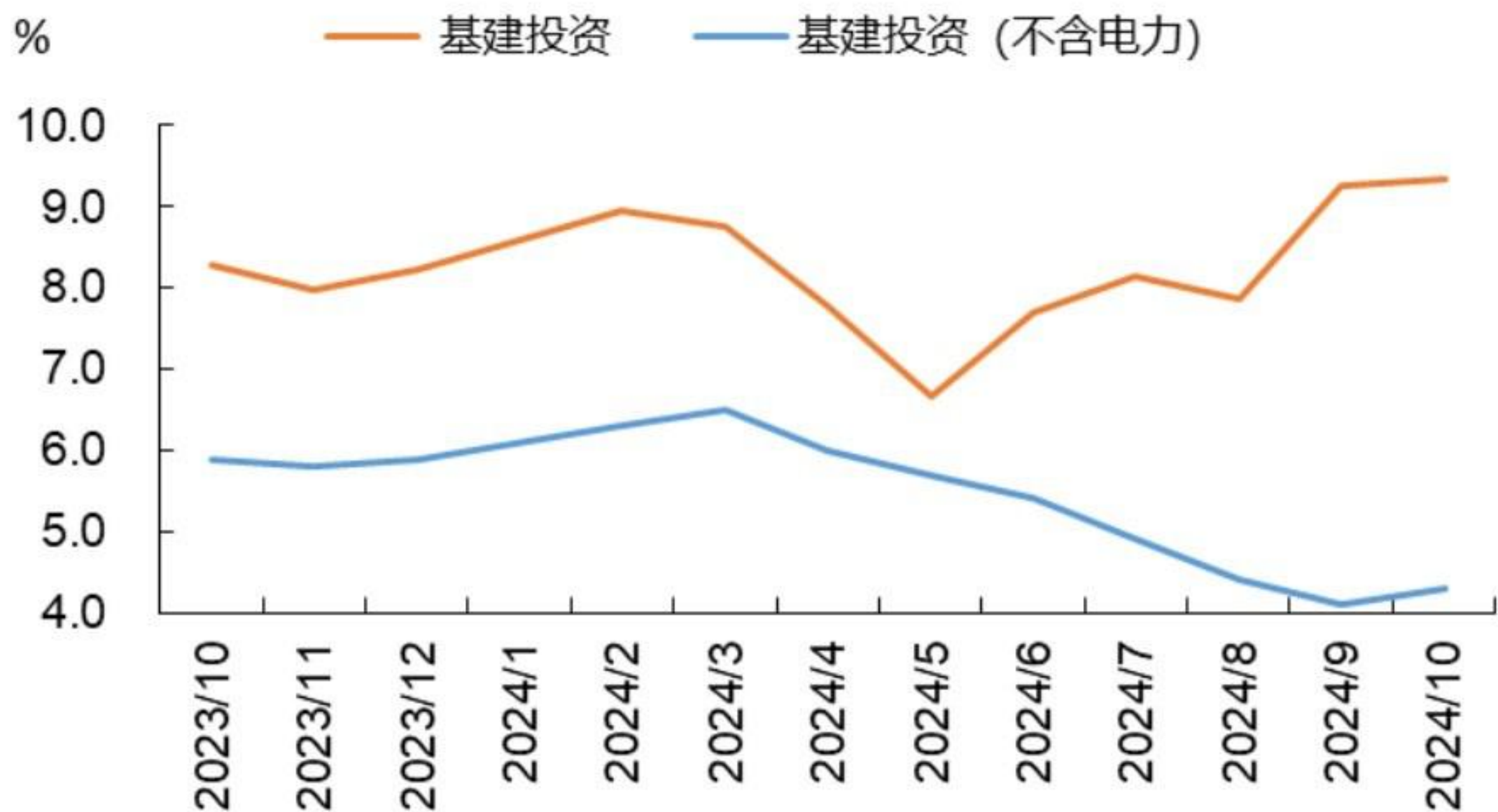
- ◆ 2024年1-10月制造业投资累计同比增速在9%以上;
- ◆ 2024年1-10月基建投资累计同比增速达到9%以上;

图 制造业投资累计同比 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 基建投资累计同比



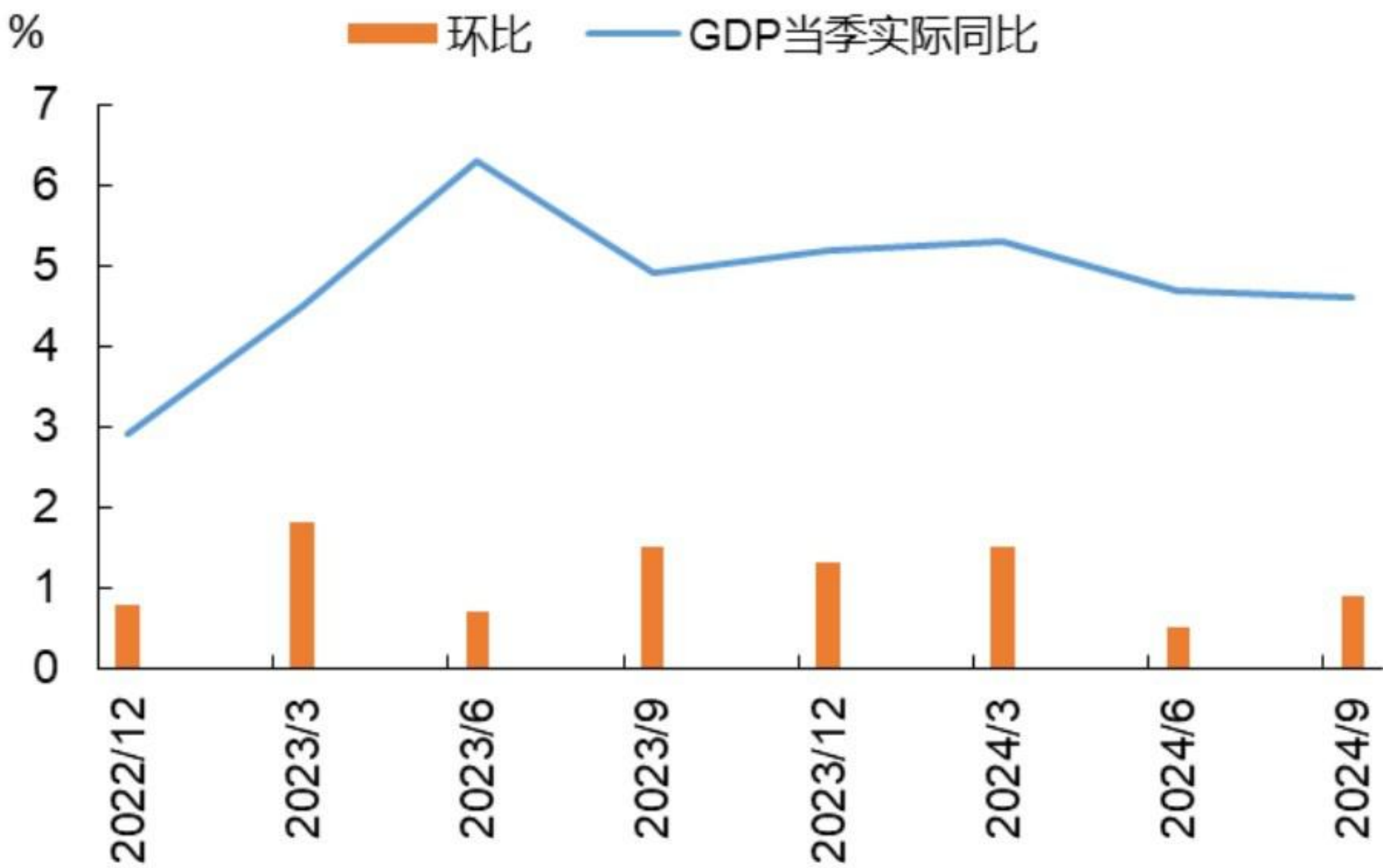
资料来源: Wind, 上海证券研究所



◆ 2024年GDP当季实际同比增长下滑

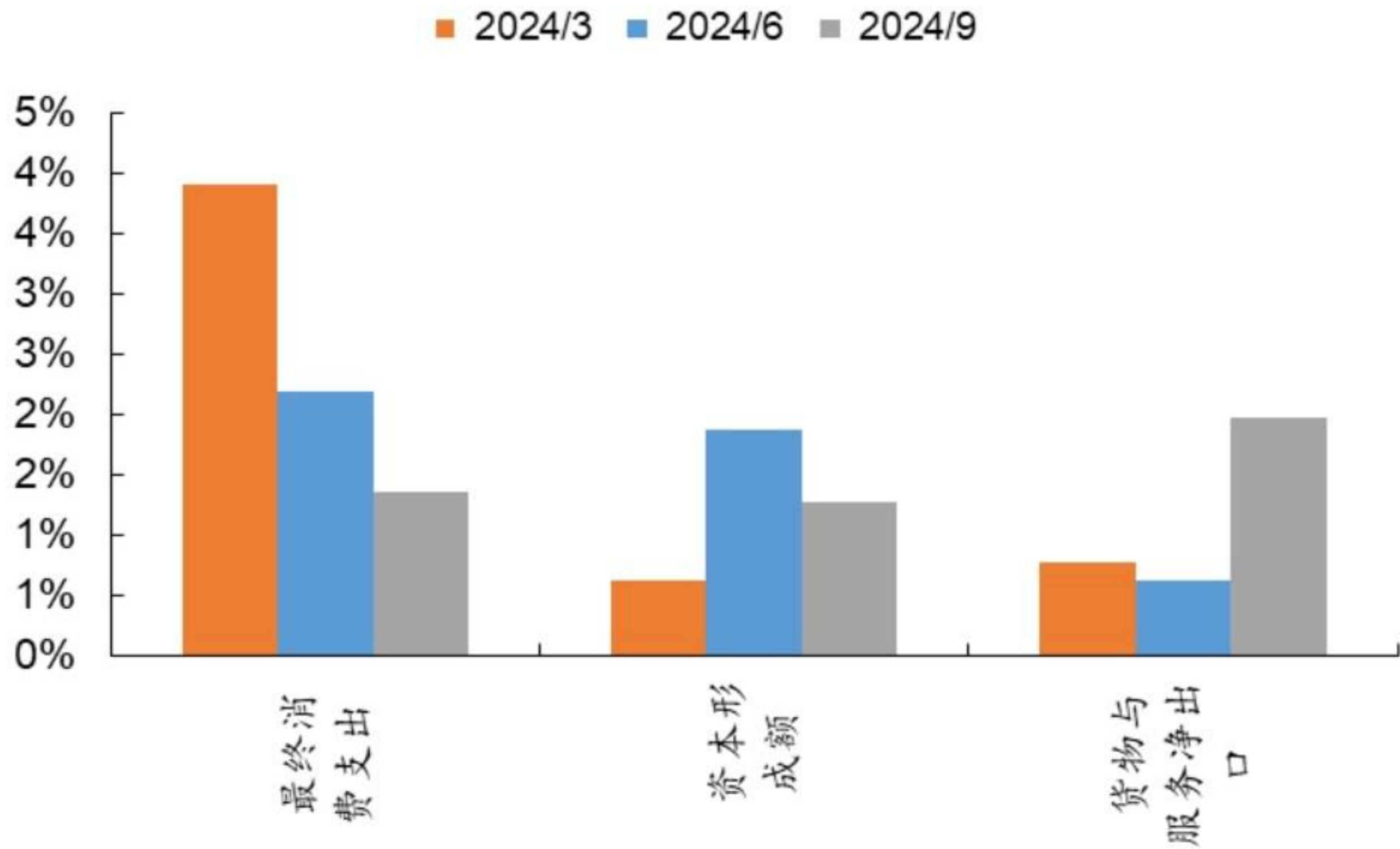
- ◆ 2024年Q1我国GDP当季同比增长5.3%，较上个季度提升0.1%，环比增长1.5%；
- ◆ 2024年Q2我国GDP当季同比增长4.7%，较上个季度下降0.6%，环比增长0.5%；
- ◆ 2024年Q3我国GDP当季同比增长4.6%，较上个季度下降0.1%，环比增长0.9%；
- ◆ 从支出法看，净出口拉动率整体提升，消费拉动率持续下降，投资拉动率先升后降；

图 GDP当季实际同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 三大支出对GDP当季同比拉动率



资料来源: Wind, 上海证券研究所



◆ 一线地产销售恢复明显

- ◆ 2024年5月17日，降低房贷首付比例、降低商业性个人住房贷款利率、降低个人住房公积金贷款利率等政策出台，十大城市商品房成交面积同比增速一度反弹但8、9月份再度下跌；
- ◆ 2024年9月24日，降低存量房贷利率、统一最低房贷首付比例等政策出台后，十大城市商品房成交面积同比大幅回暖，一线城市尤为明显，二线（杭州、南京、苏州、青岛、厦门、南昌）相对较弱；

图 中国十大城市商品房成交面积同比增速

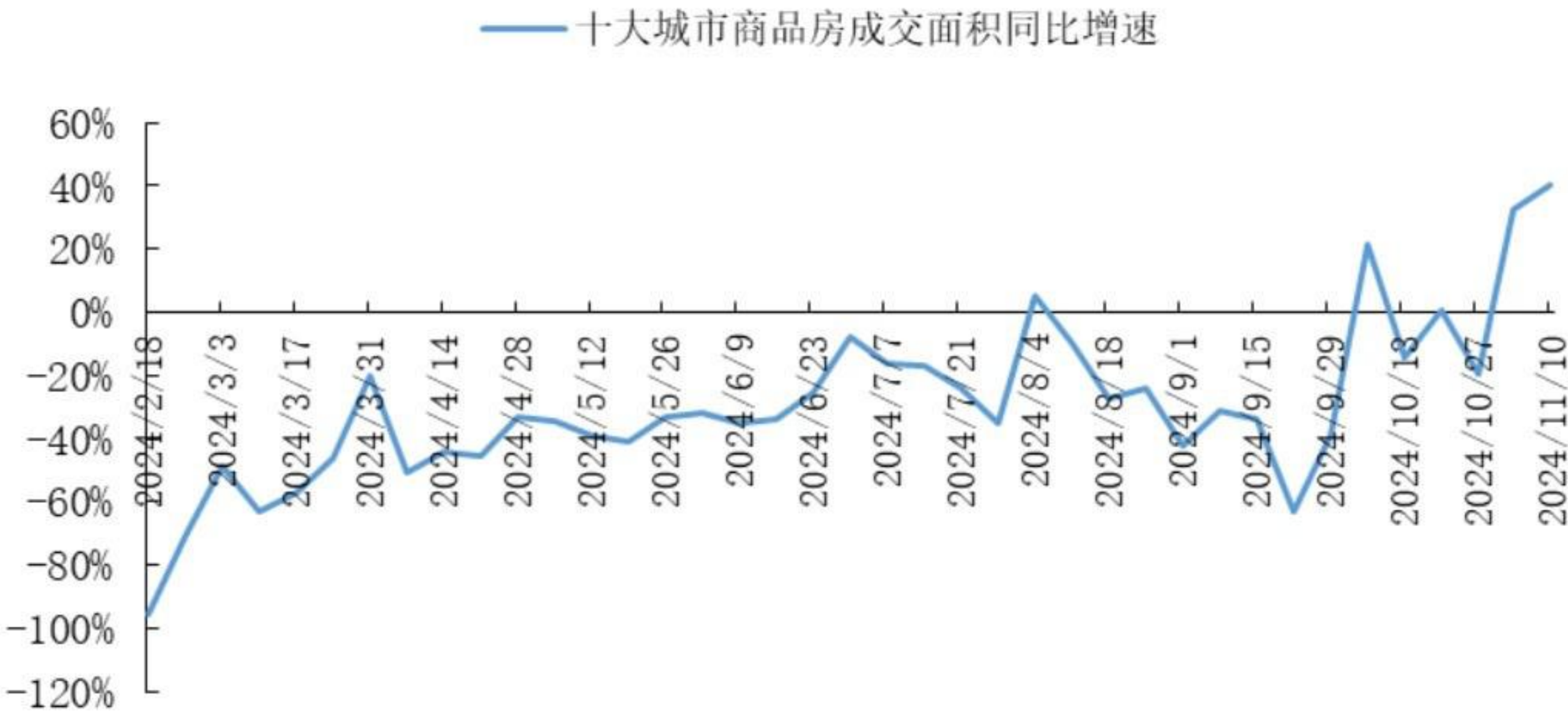
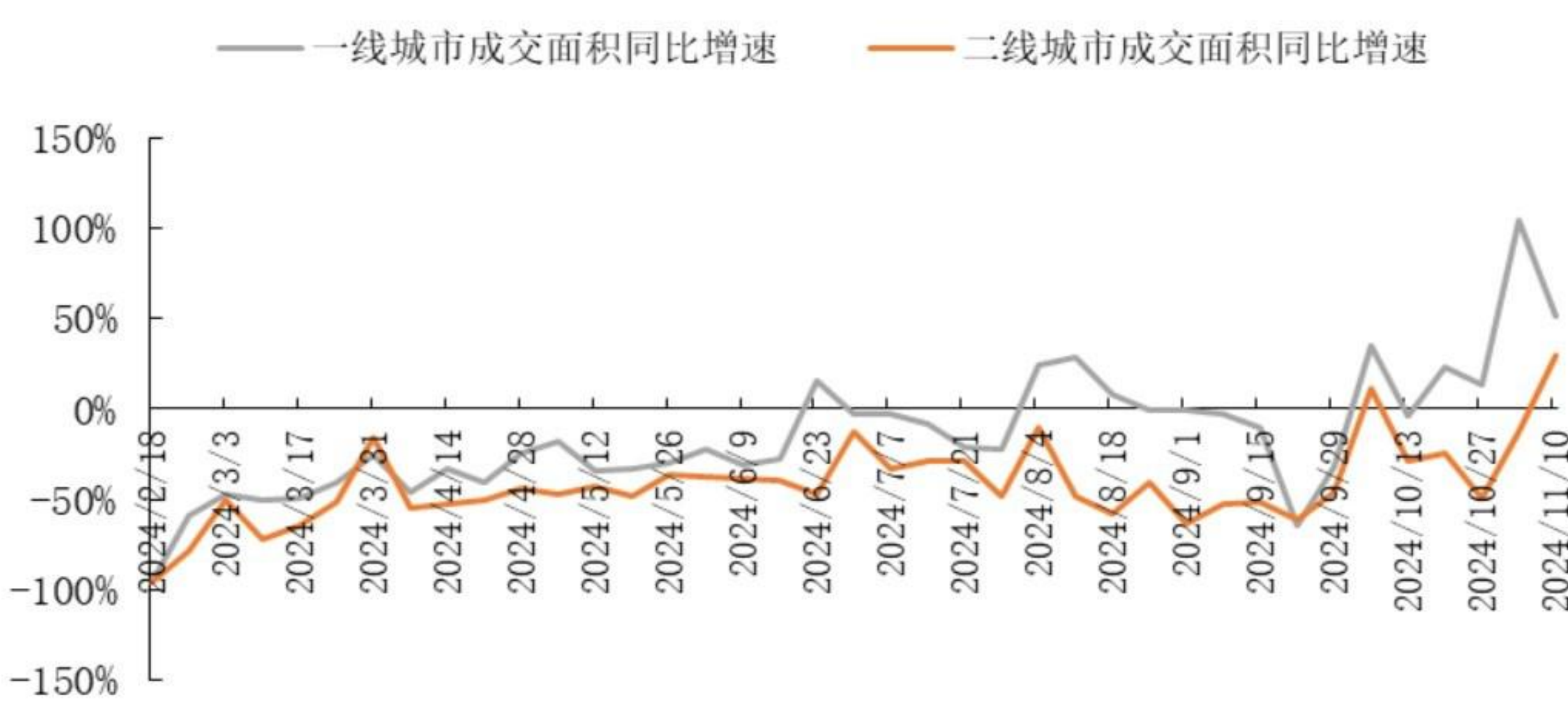


图 十大城市中一线与二线地产销售面积同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

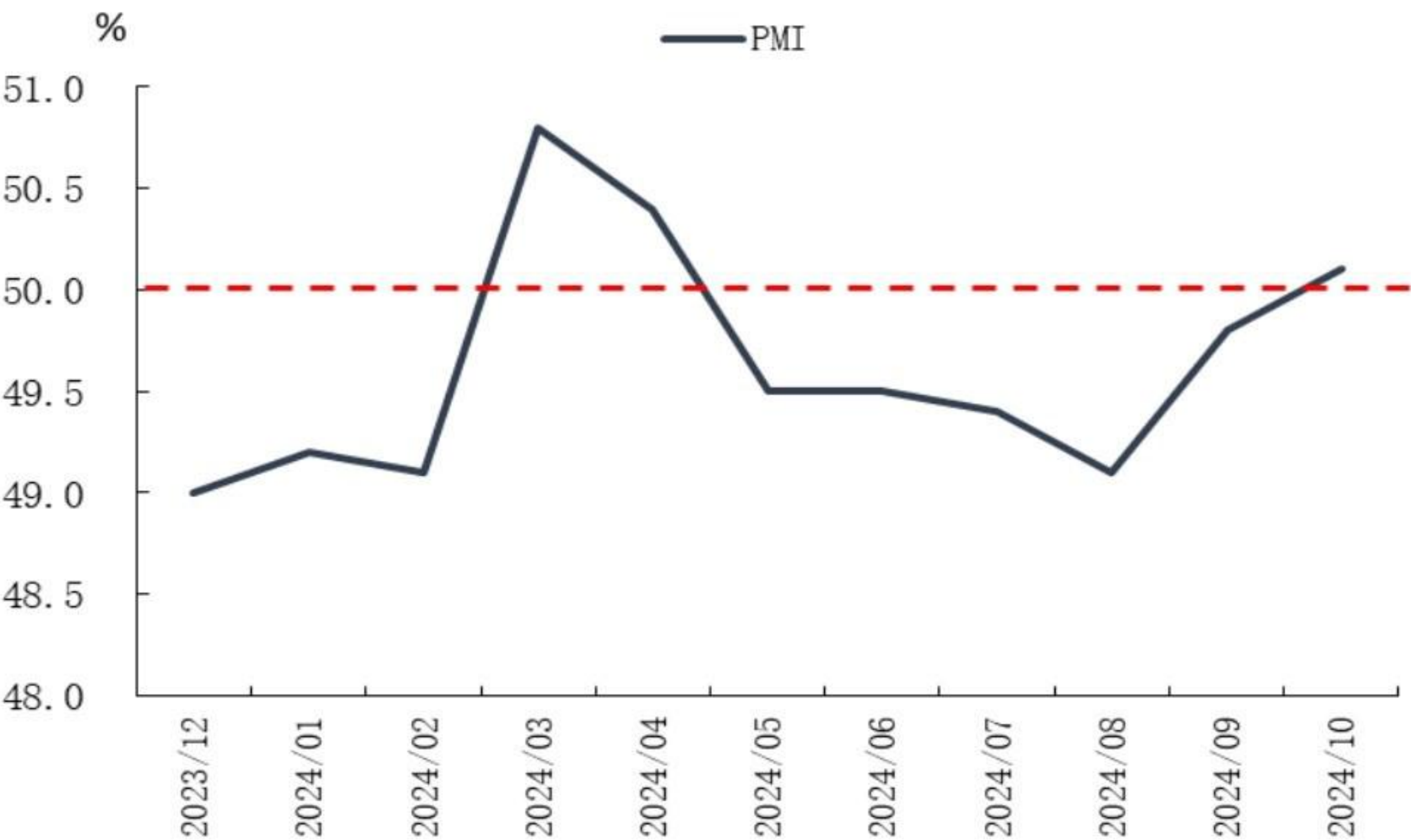
资料来源: Wind, 上海证券研究所



◆ PMI反弹，重回荣枯线之上

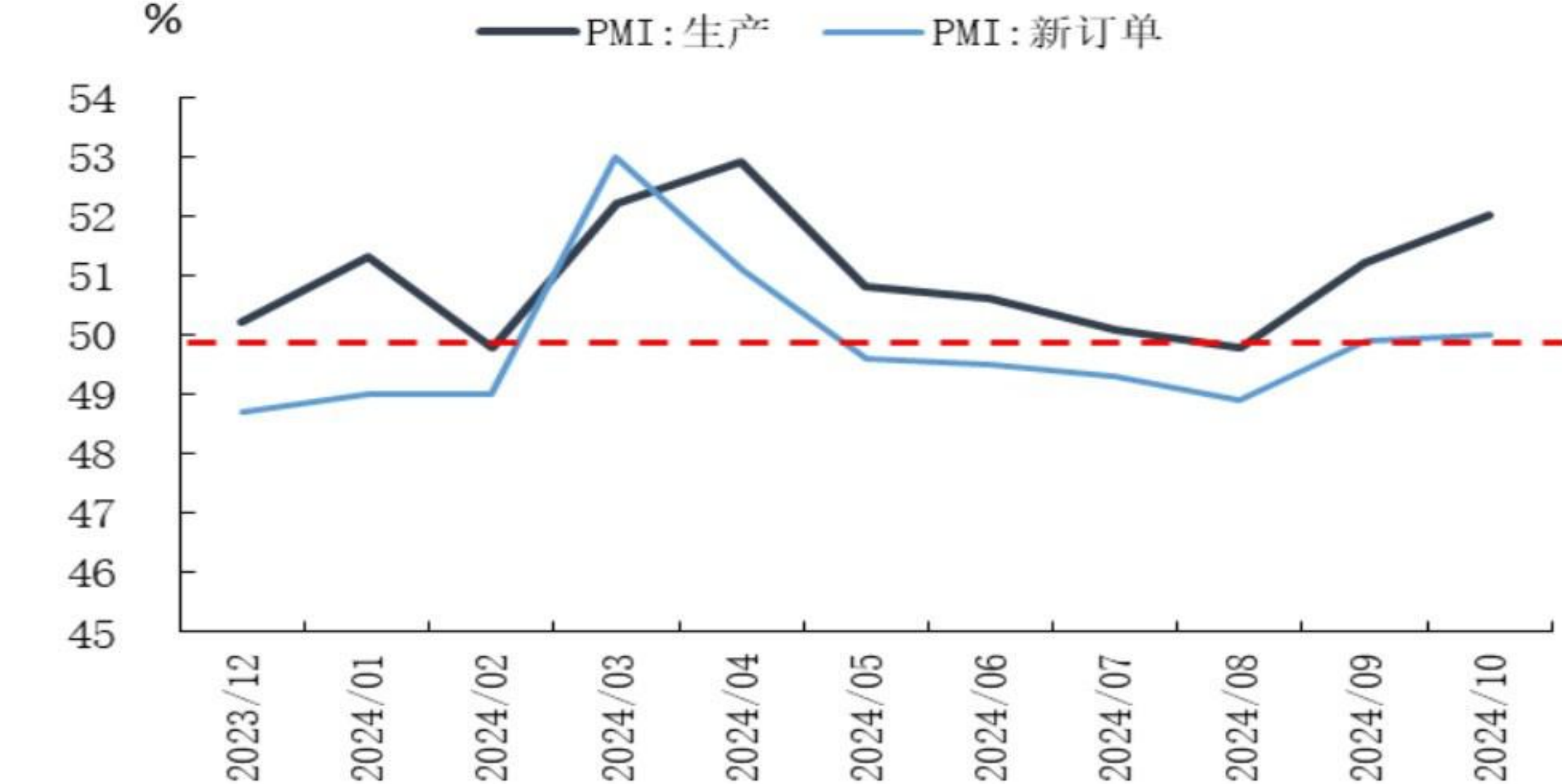
- ◆ 我们认为一个指标表现同向连续3个月才能判断形成趋势；
- ◆ 我们认为PMI作为扩散指数，是调查问卷的统计，经济复苏需要其他数据共同验证；

图 制造业PMI反弹



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 PMI生产与新订单指数



资料来源: Wind, 上海证券研究所





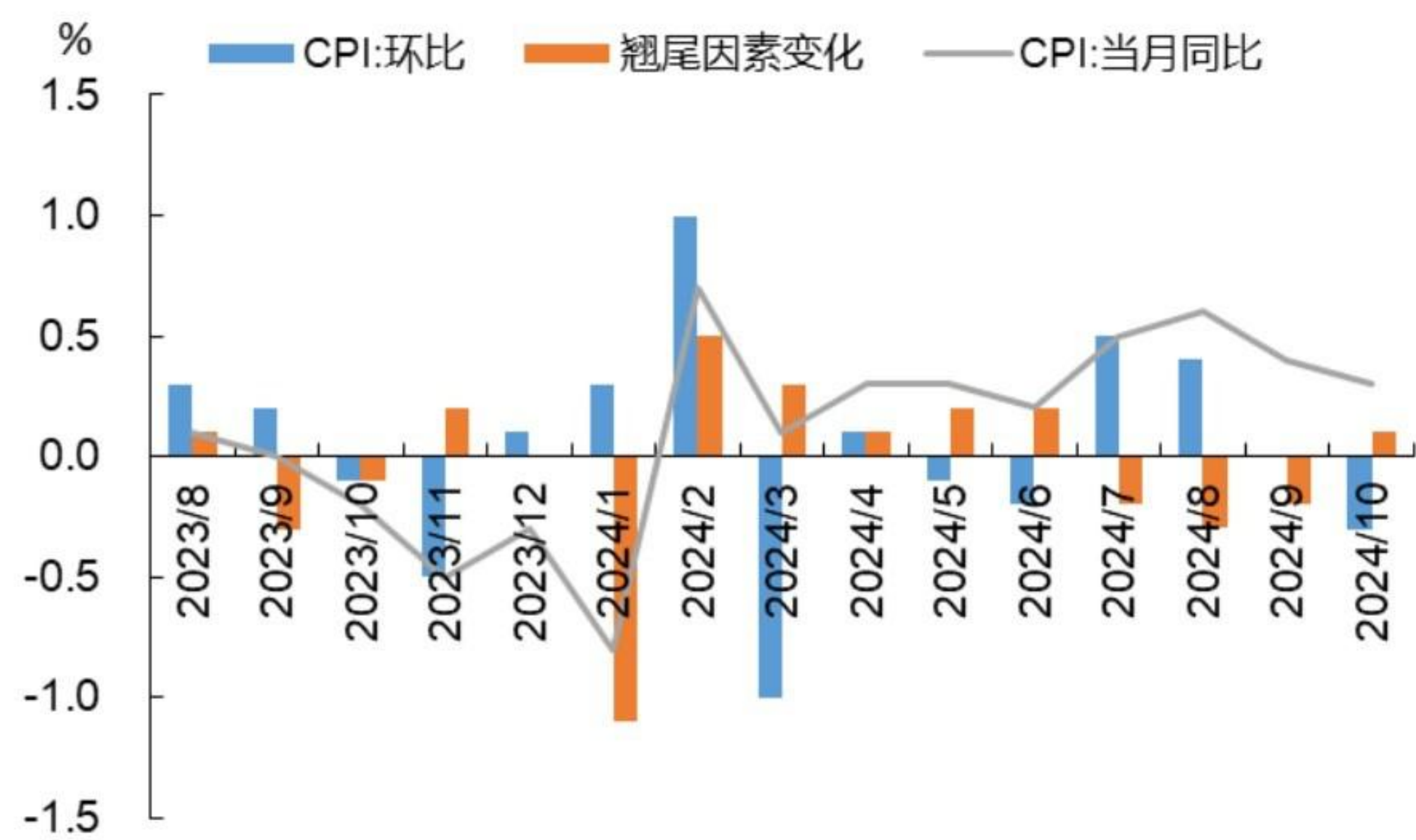
上海证券
SHANGHAI SECURITIES

二、通缩风险依然存在

1 CPI当月同比低速正增长，猪价先涨后跌

- ◆ 2024年2-10月CPI当月同比增速保持低速正增长（低于1.0%），单月环比偶尔负增长，10月环比下跌0.3%；
- ◆ 10月CPI同比0.3%：猪肉价格5-8月上涨明显，9-11月下滑；

图 CPI同比与环比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 猪肉价格



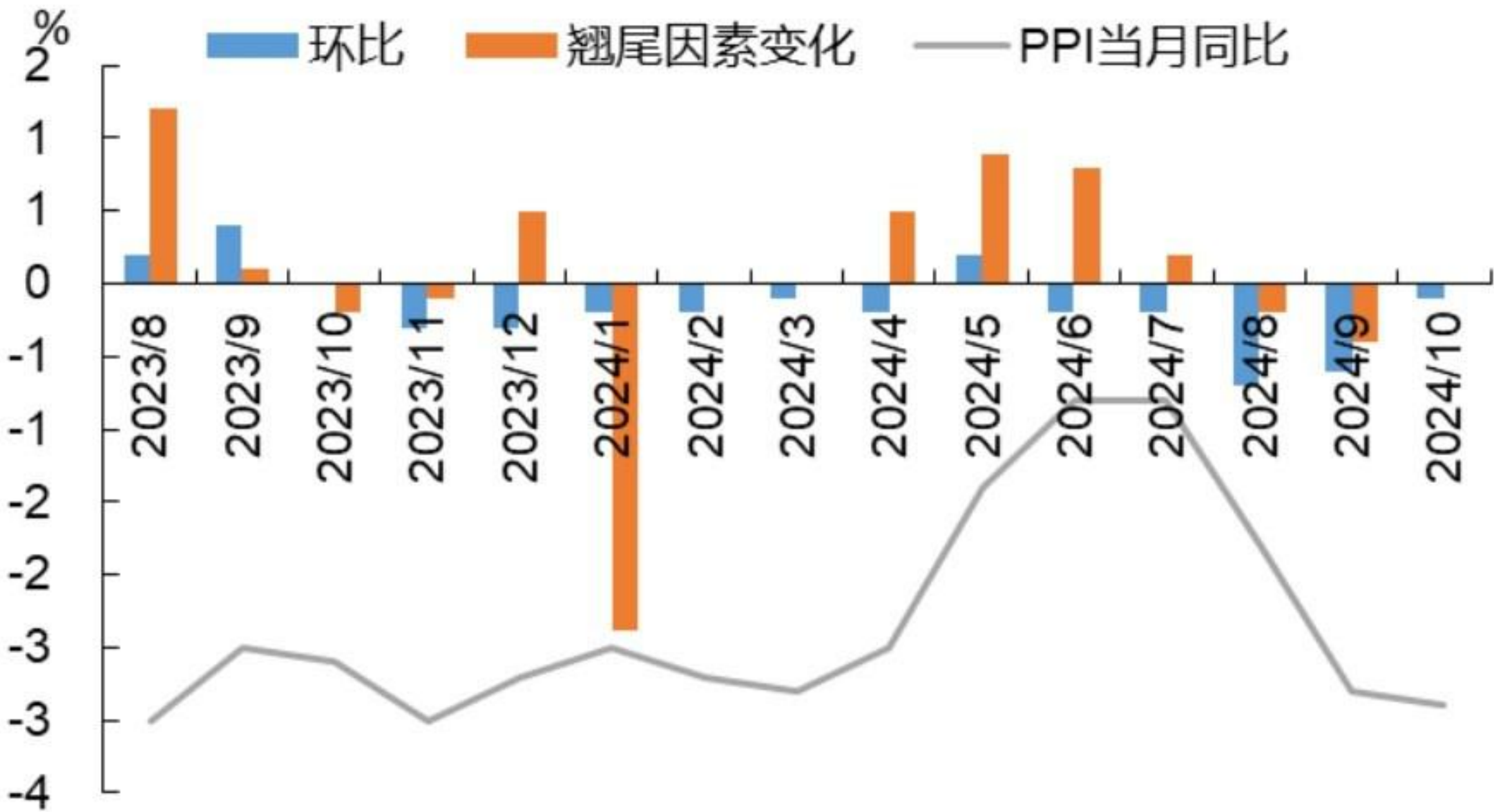
资料来源: Wind, 上海证券研究所



2 工业资源品多数跌价，PPI当月同比跌幅收窄后再次走阔

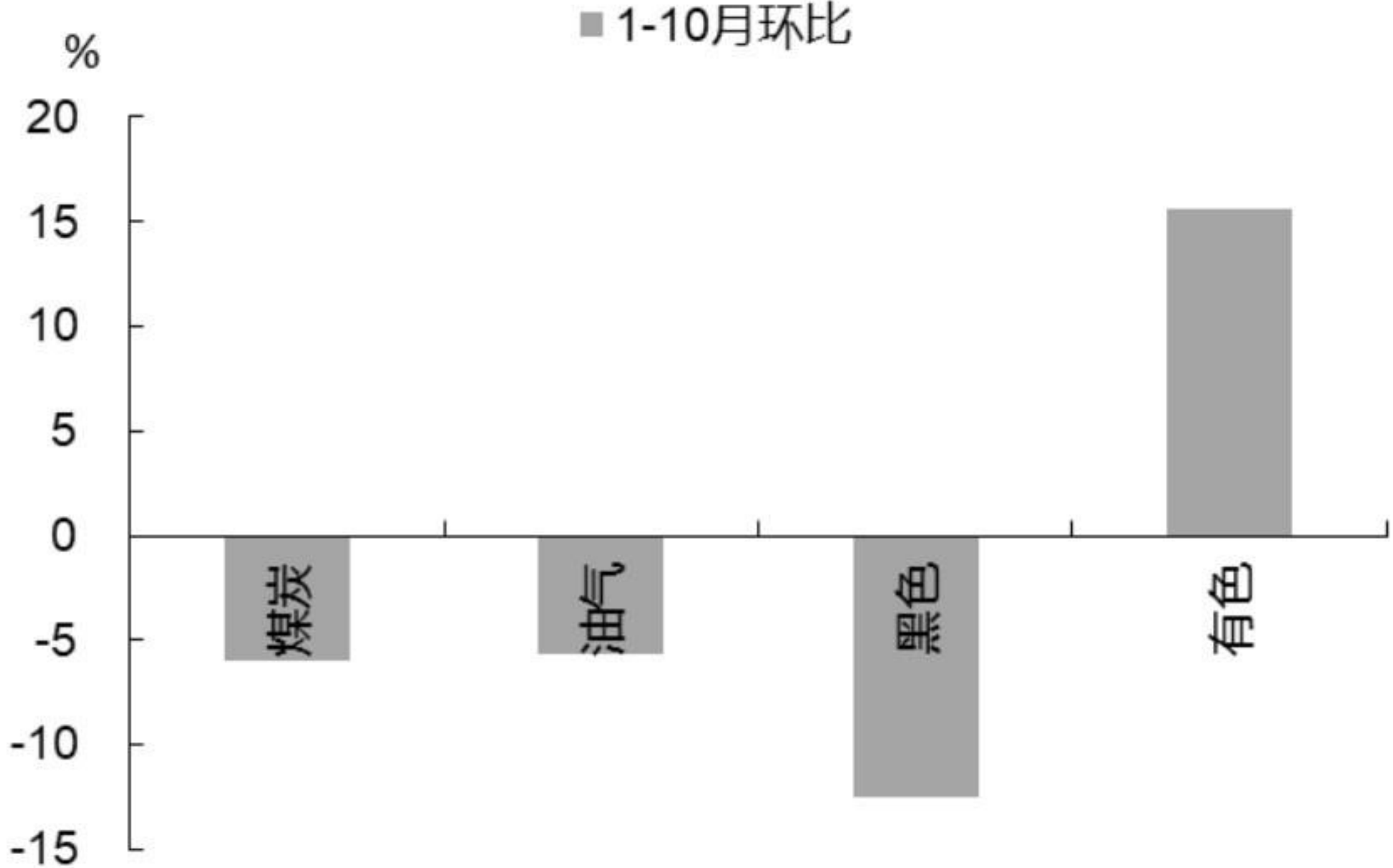
- ◆ 2024年PPI当月同比跌幅收窄后8-10月再次走阔，多数月份环比负增长；
- ◆ 2024年1-10月，采掘业PPI细分项中，有色PPI环比涨价，油气、煤炭、黑色金属PPI环比跌价；

图 PPI当月同比与环比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 采掘业PPI细分项环比



资料来源: Wind, 上海证券研究所



3 GDP平减指数累计同比负增长

- ◆ GDP平减指数2024年Q1、Q2、Q3仍然同比负增长；
- ◆ 截至2024年Q3，名义GDP累计同比增速仍然低于实际GDP累计同比增速；

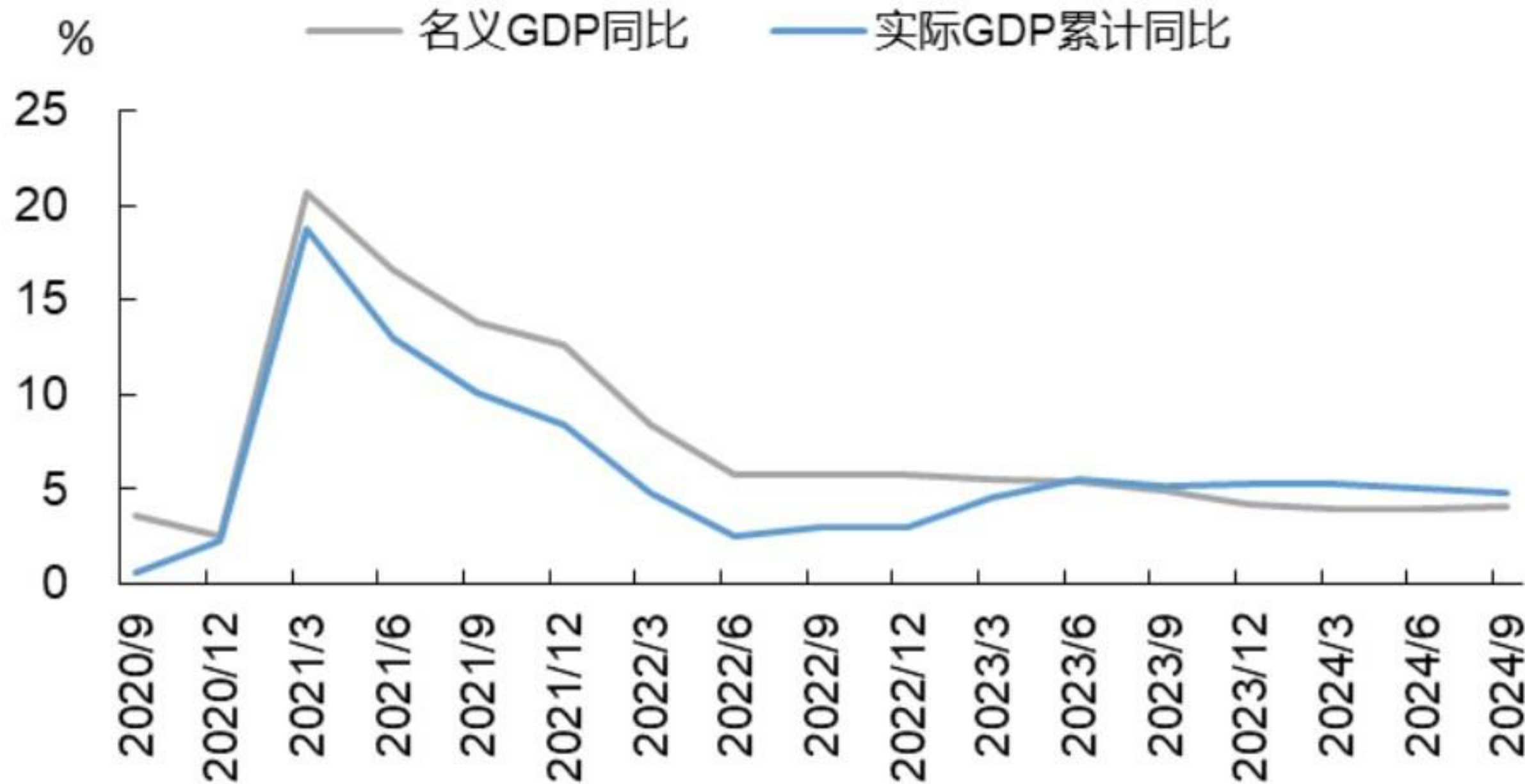
图 GDP平减指数累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所



图 名义GDP与实际GDP累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

三、特朗普上台后我国短期稳增长压力增加

◆ 特朗普：对外加关税，对内减税，鼓励发展传统能源与国内制造业，降低利率

- ◆ 税收：对企业和高收入人群减税，延长其第一个任期内签署的减税措施，部分措施将在 2025 年下一任总统任期内到期。
- ◆ 关税：对所有进口商品征收10%关税以提高政府收入并刺激本国生产；
- ◆ 能源：通过增加国内化石燃料产量来削减美国能源和电力成本，对石油、天然气和煤炭生产商的税收减免，废除拜登通过的《通胀削减法案》（其中包括对清洁能源项目和购买电动汽车的激励措施），使美国成为世界制造业超级大国。
- ◆ 汽车业：废除拜登政府CAFE燃油经济性标准（据拜登政府估计，该标准将使汽车行业损失约 2000 亿美元）、2023 年 4 月通过的针对轻型、中型和重型车辆的排放法规。



2 外贸长期来看未必成为拖累项，短期稳增长压力增加

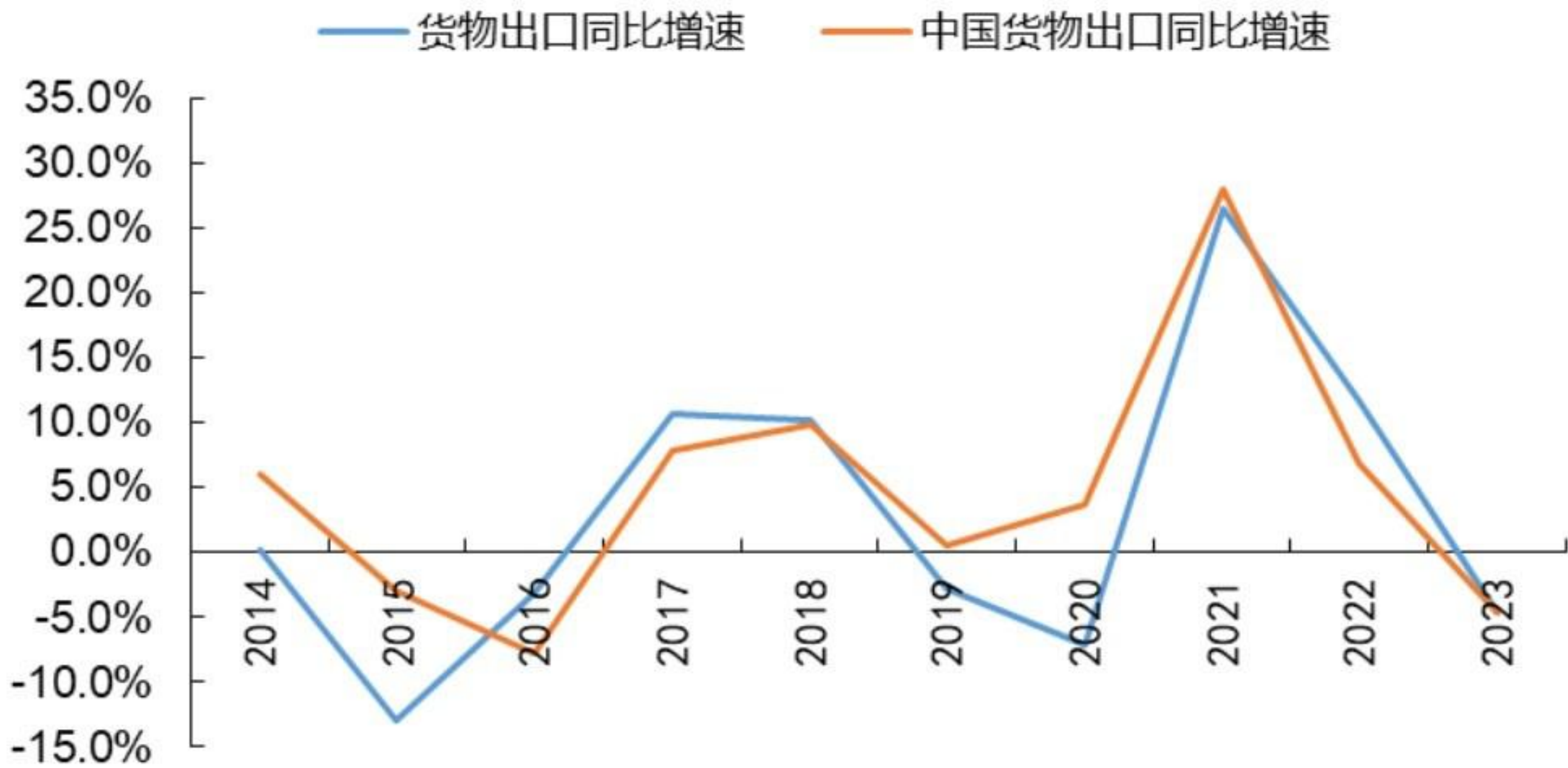
- ◆ 我们认为中美脱钩，外贸长期来看未必成为拖累项
 - ◆ 对中国加征关税60%，“彻底消除”美国对中国的贸易依赖，通过四年计划逐步停止所有中国进口必需品；制定规则阻止美国公司在中国投资；禁止任何向中国外包的公司签订联邦合同；
 - ◆ 我们认为中美加速脱钩，外贸短期受到较大冲击，但是最终会经第三国转出口至美国；
 - ◆ 回顾2018年中美贸易战的影响，中国、东南亚、南亚出口占比提升，欧、美、日韩下降；

图 中国货物出口占比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 全球与中国货物出口同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

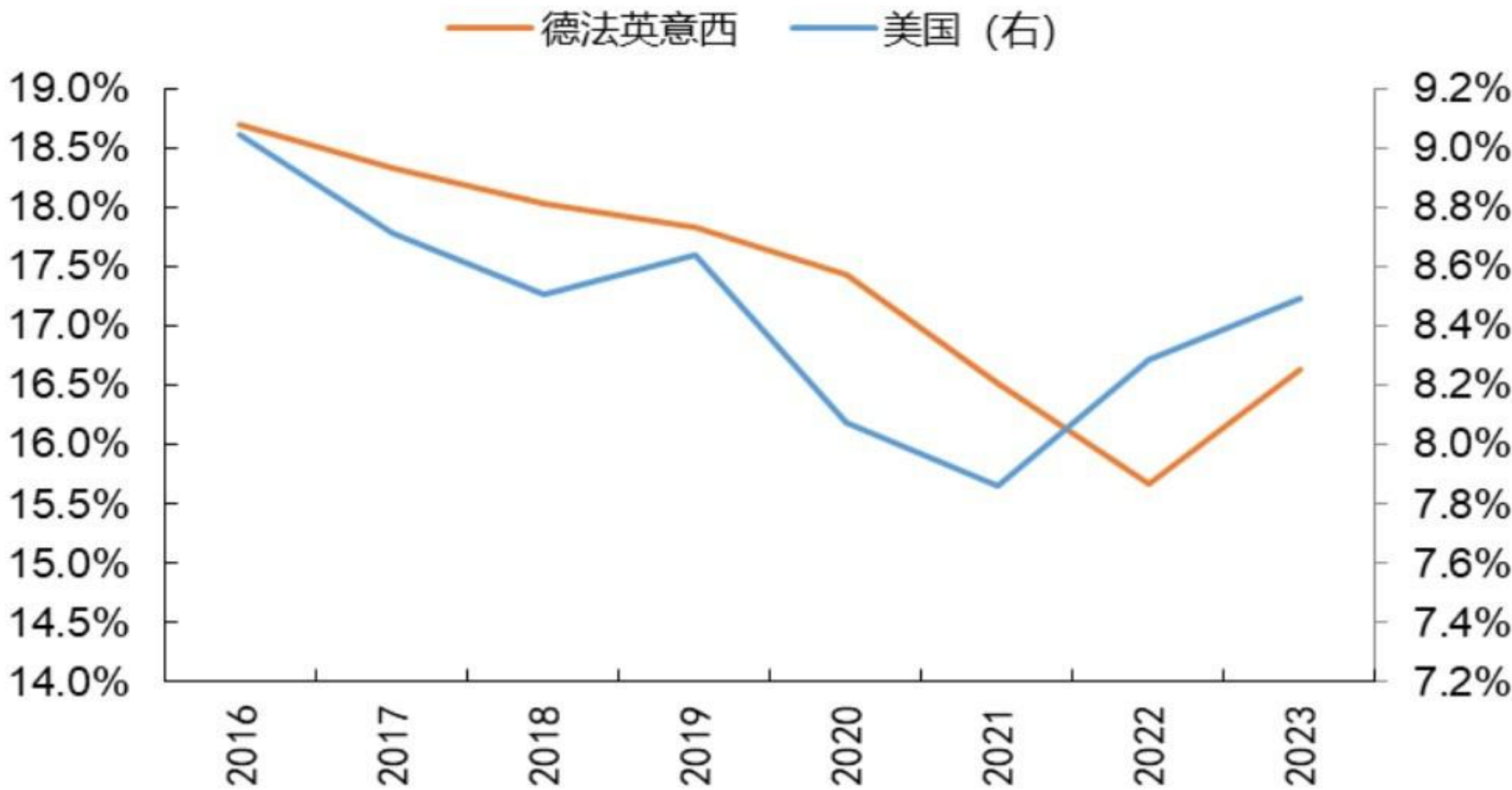


2 外贸长期来看未必成为拖累项，短期稳增长压力增加

◆ 我们认为短期内国内稳增长压力增加

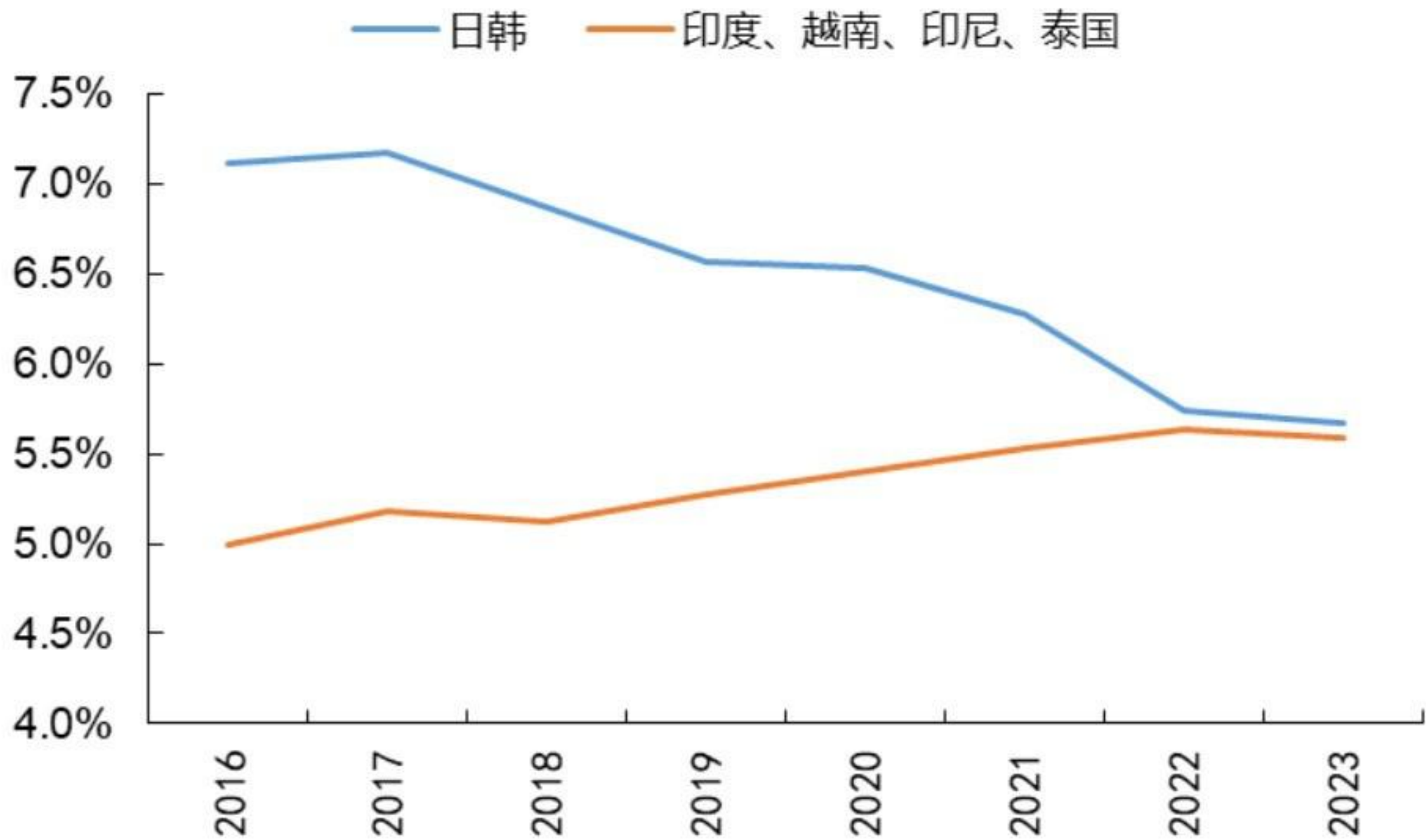
- ◆ 我们认为特朗普加征关税的政策可能导致美国通胀风险提升，进而使得美联储降息进度低于预期，形成强美元与高利率格局，人民币兑美汇率承受贬值压力，国内降息、降准空间受一定掣肘；
- ◆ 我们认为我国外需短期受到冲击，稳增长压力可能有所增加；

图 美国与主要欧洲国家出口占比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 日韩与部分南亚东南亚国家出口占比



资料来源: Wind, 上海证券研究所





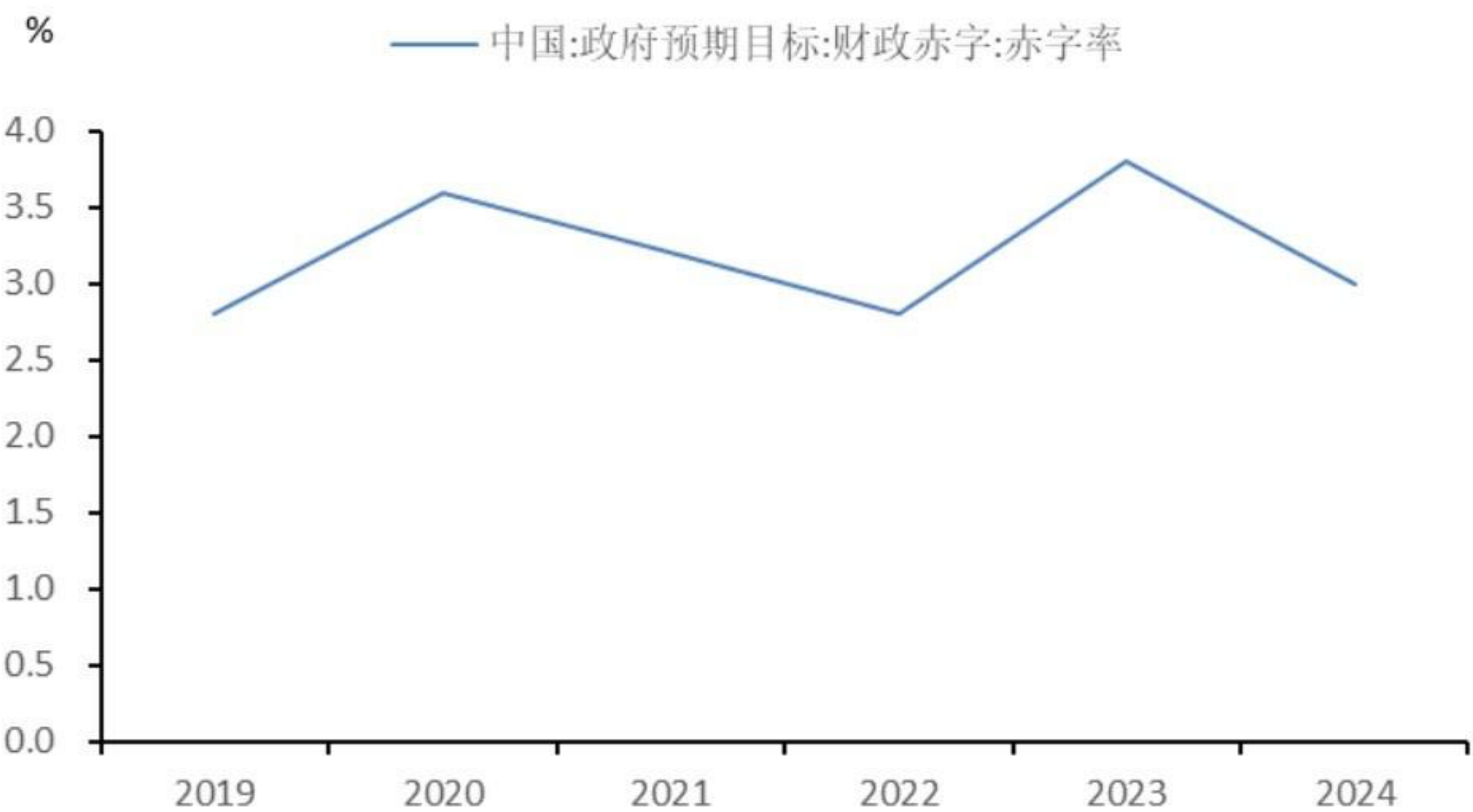
上海证券
SHANGHAI SECURITIES

四、隐债置换后财政仍需更积极

1 预算中公共财政支出下滑，政府性基金支出大幅提升

- ◆ 2024年公共预算收支增速均较2023年下调，赤字率目标为3.0%；
 - ◆ 赤字率2024年拟按3.0%安排，赤字规模4.06万亿；
 - ◆ 公共预算收入：2024年一般预算收入22.40万亿，增速3.3%，较2023年的6.4%下滑；
 - ◆ 公共预算支出：2024年一般预算支出28.55万亿，增速4.0%，较2023年的5.4%下滑；

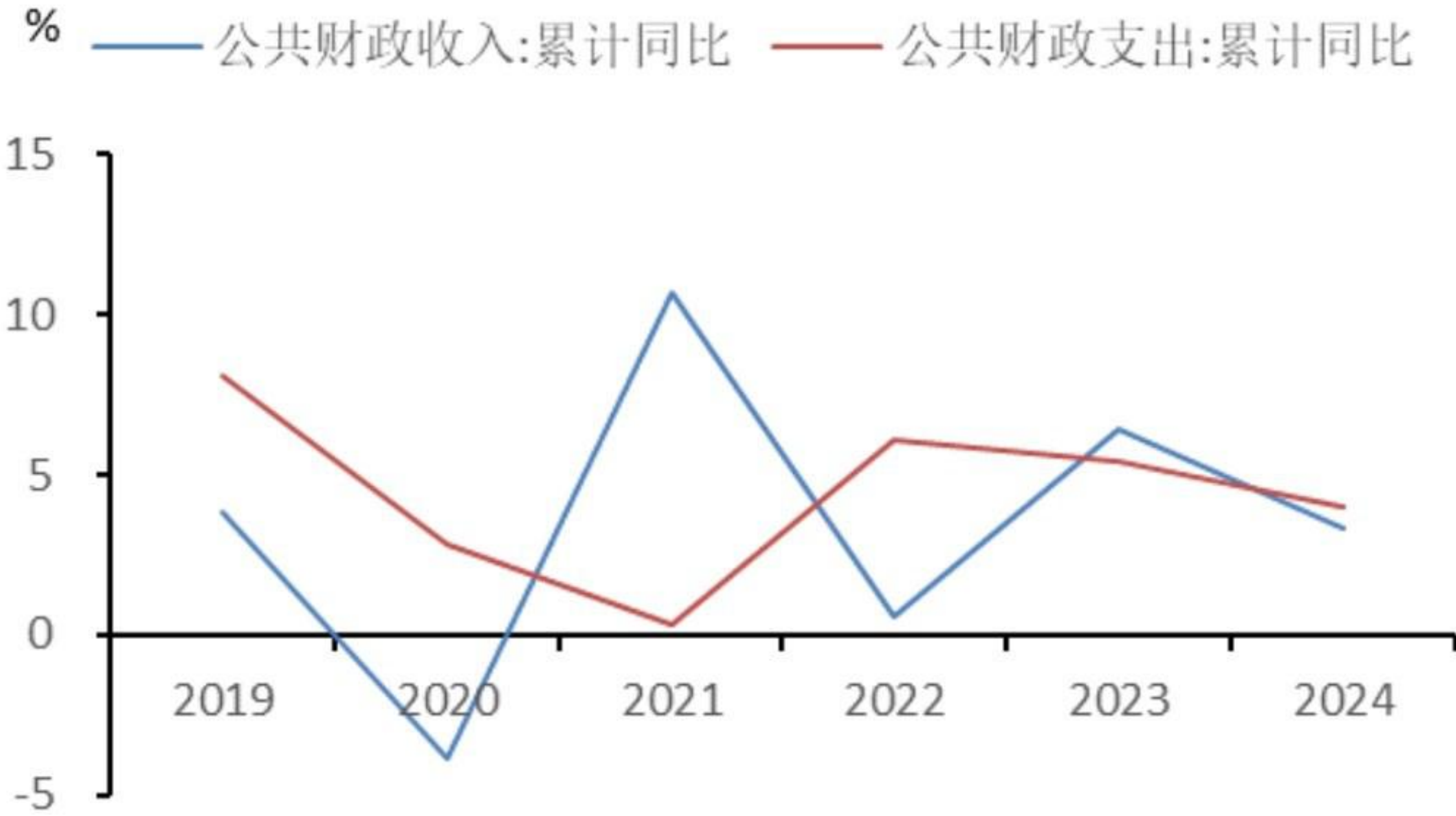
图 中国财政赤字率



资料来源: Wind, 上海证券研究所



图 公共预算收支增速

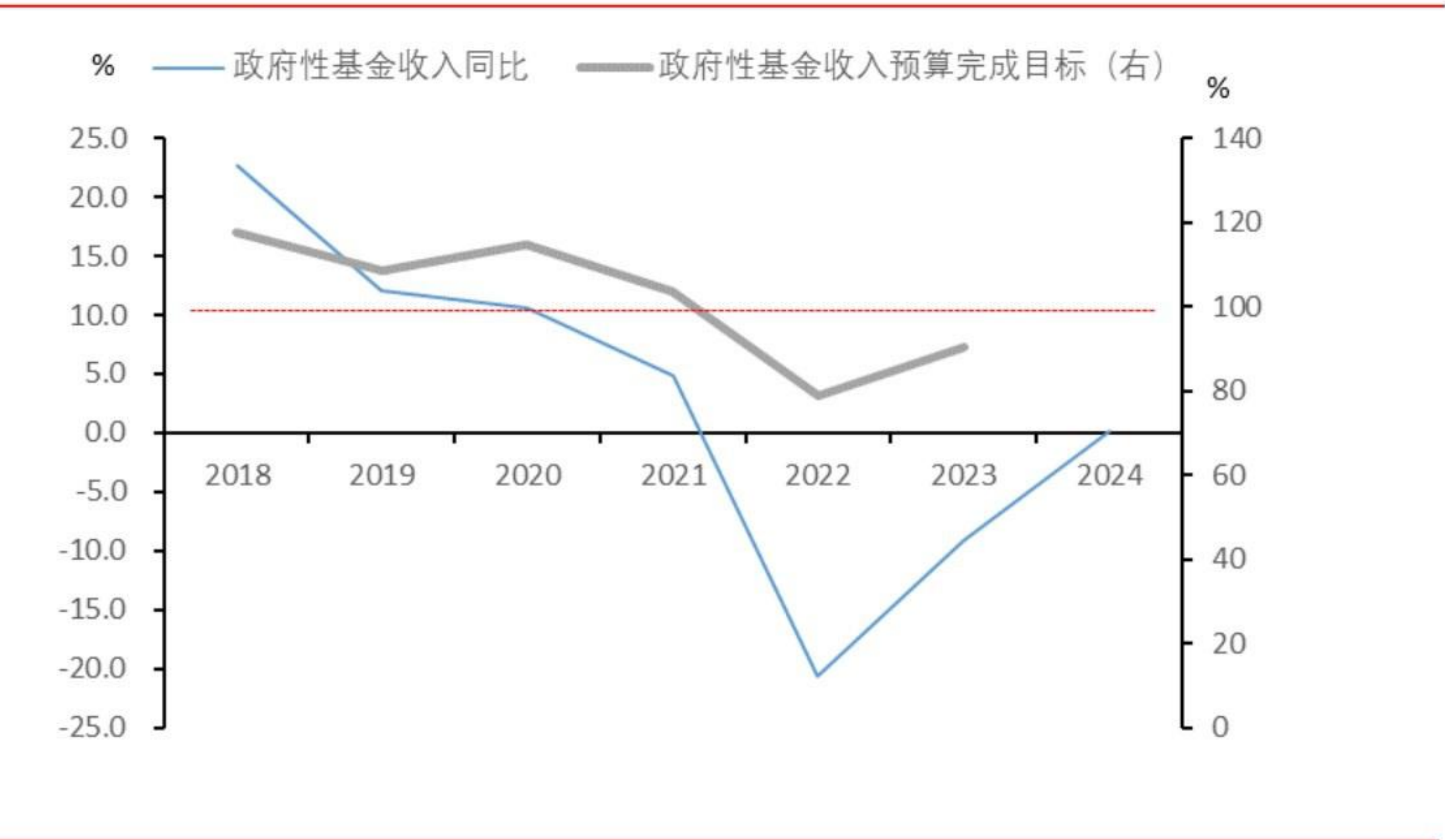


资料来源: Wind, 上海证券研究所

1 预算中公共财政支出下滑，政府性基金支出大幅提升

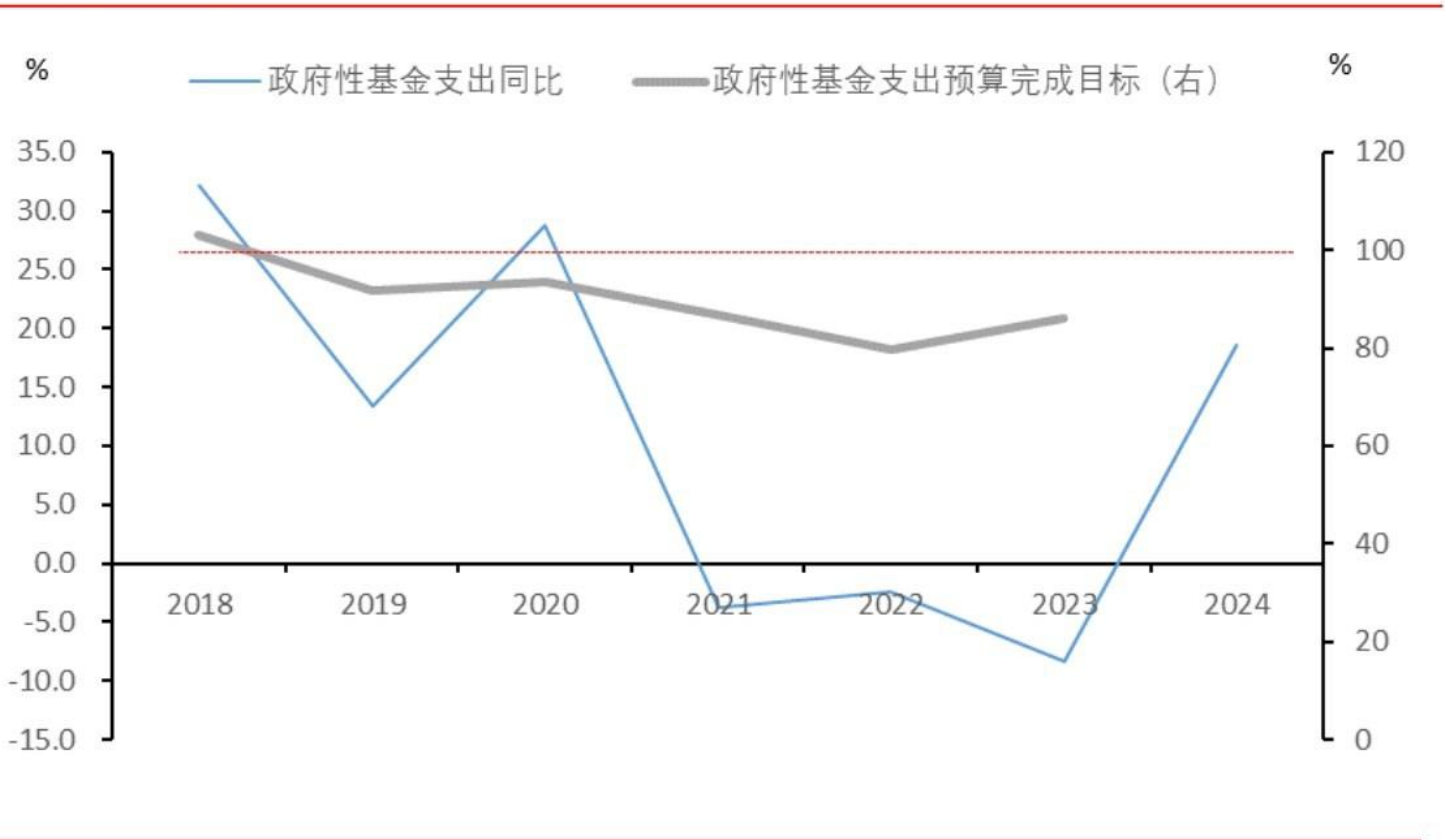
- ◆ 政府性基金支出**2024**年同比增速大幅提升；
 - ◆ 2024年全国政府性基金预算收入70802.05亿元，增长0.1%；
 - ◆ 加上上年结转收入391.87亿元、超长期特别国债收入10000亿元、地方政府专项债务收入39000亿元，收入总量为120193.92亿元；2024年全国政府性基金预算支出120193.92亿元，增长18.6%；

图 中国政府性基金收入预算



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 中国政府性基金支出预算



资料来源: Wind, 上海证券研究所



2 财政收支与政府性基金收支均距离预算目标有差距

- ◆公共财政收入与支出均低于预算目标，但我们认为年底完成概率大
 - ◆ 2024年1-9月，公共财政收入累计同比下跌2.2%，低于预算的增长3.3%；
 - ◆ 2022年制造业中小微企业部分缓税在2023年前几个月入库抬高了基数，以及2023年年中出台的4项减税政策对2024年财政收入形成翘尾减收，扣除这些特殊因素后上半年全国财政收入可比增长1.5%左右；
 - ◆ 2024年1-9月，公共财政支出同比增长2.0%，低于预算的4.0%；

图 中国公共财政收入累计同比增速

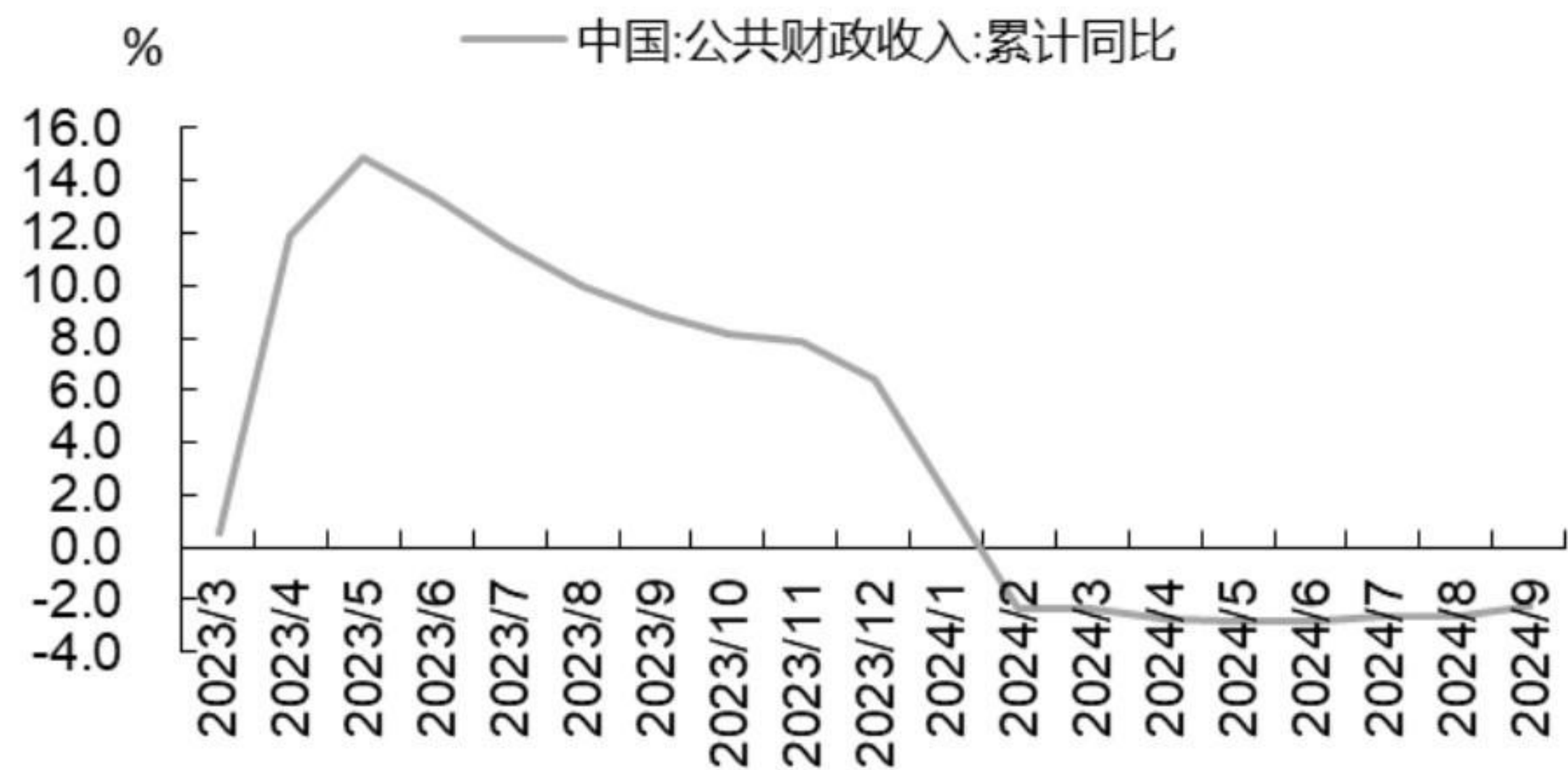
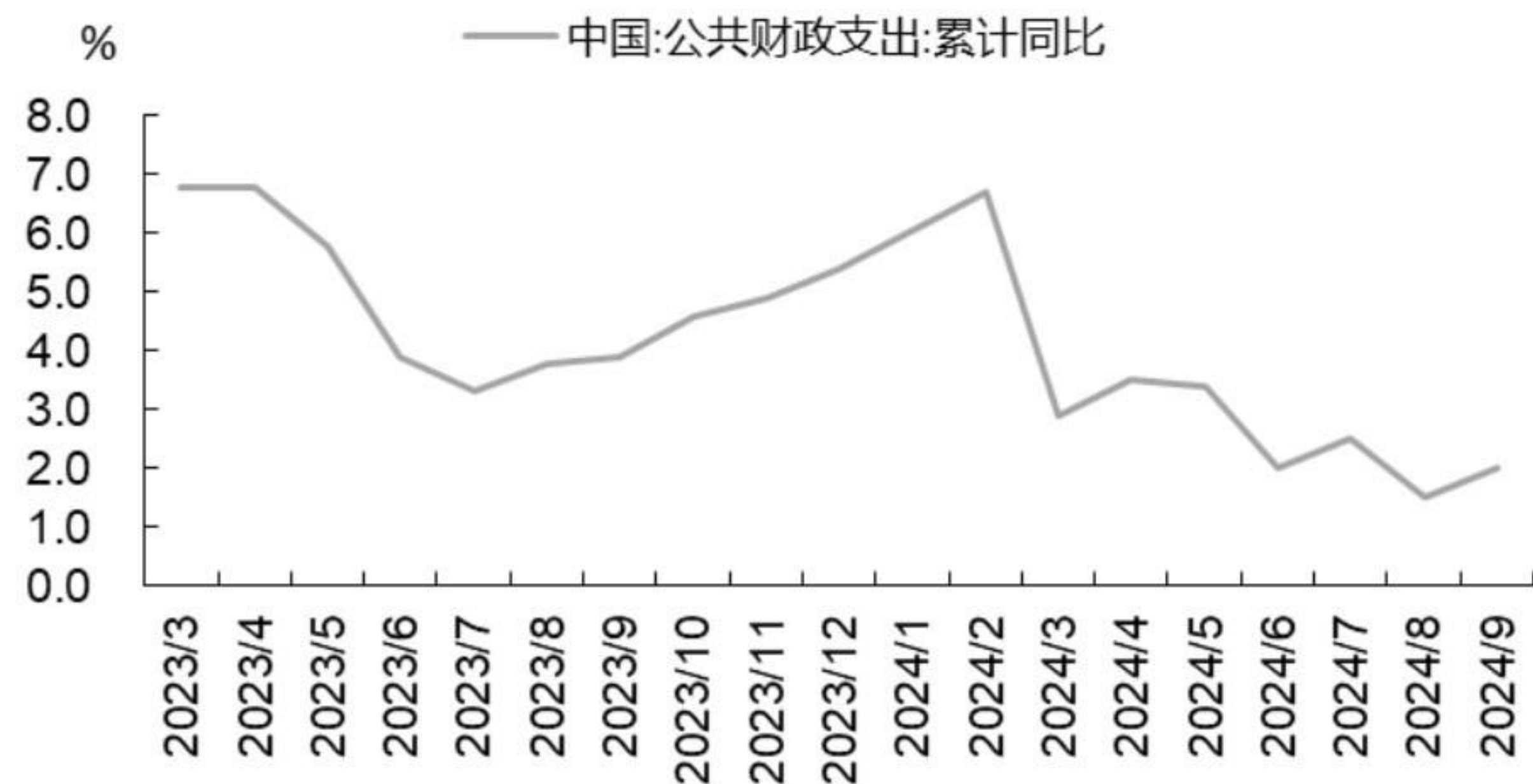


图 中国公共财政支出累计同比增速



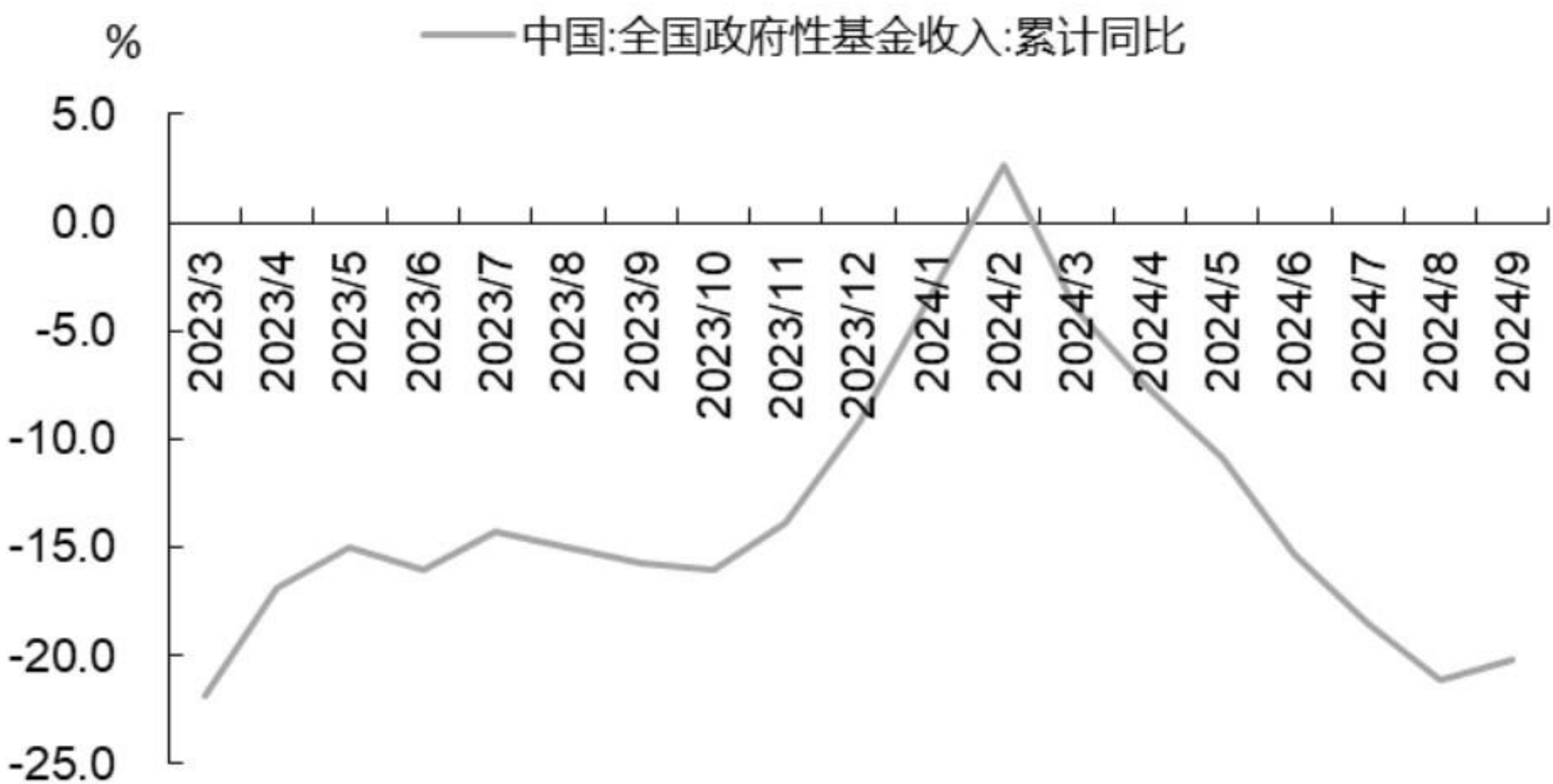
资料来源: Wind, 上海证券研究所

资料来源: Wind, 上海证券研究所



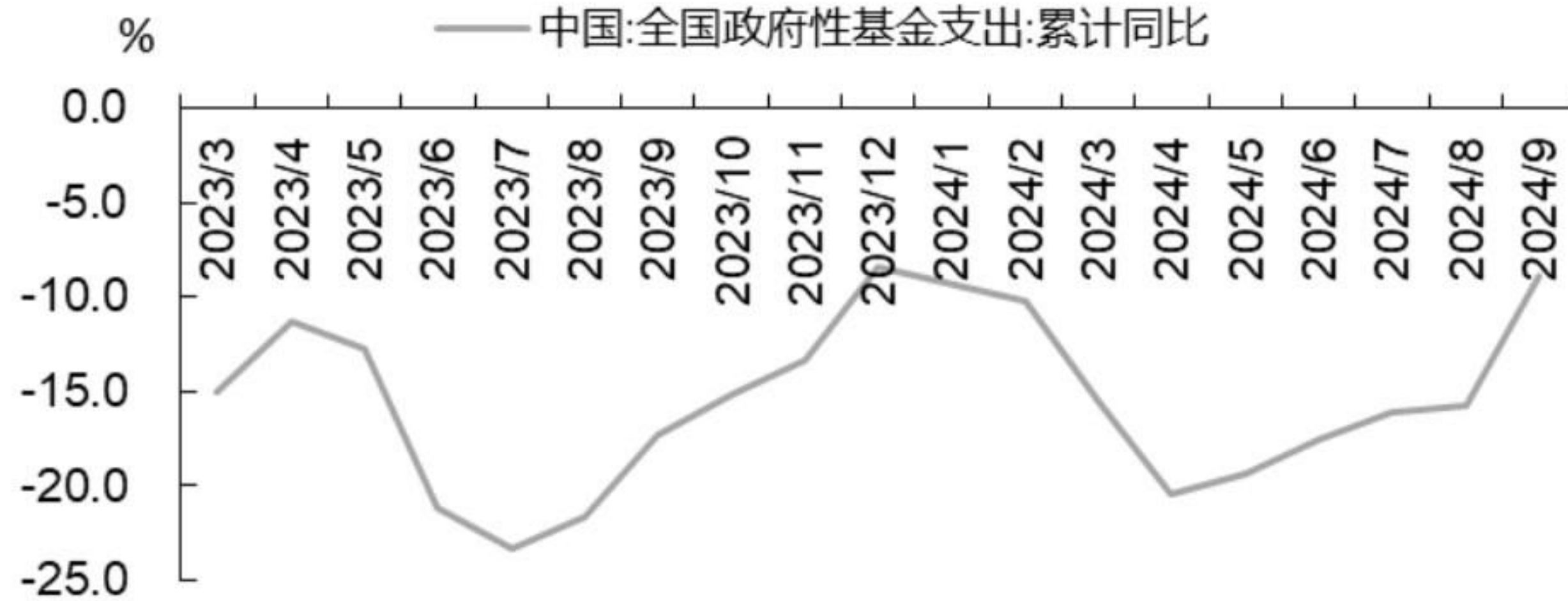
- ◆ 我们认为政府性基金科目难完成预算目标
 - ◆ 2024年1-9月，政府性基金收入累计同比下降20.2%，低于全年预算的同比增长0.1%；
 - ◆ 2024年1-9月，政府性基金支出累计同比下降8.9%，低于全年预算的同比增长18.6%；

图 全国政府性基金收入累计同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 全国政府性基金支出累计同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所



◆1012国新办财政部发言

- ◆ “中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。”我们认为这意味着后续中央财政部门可能继续加杠杆，比如增发国债提升2024年赤字目标（参考2023年10月），或者增加特别国债发行规模等；
- ◆ “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，加大力度支持地方化解债务风险”，并强调是“近年来出台的支持化债力度最大的一项措施”；



◆十四届人大常委会第十二次会议1104-1108

- ◆ 2023年底剩余50%隐债，规模14.3万亿；
- ◆ 6万亿专项债限额，2024-2026，每年2万亿；
- ◆ 4万亿新增专项债，2024-2028，每年8000亿；
- ◆ 2万亿棚改合同；
- ◆ 剩余2.3万亿，5年时间地方财力消化；

◆目的

- ◆ 通过实施置换政策，用于促进发展、改善民生；可以更大力度支持投资和消费、科技创新等，促进经济平稳增长和结构调整；更多投入到谋划和推动高质量发展中去；

◆作用

- ◆ 2023年末国债+地方政府法定债务+隐债，政府负债率为67.5%，低于G20与G7国家平均政府负债率，我们认为具有一定提升空间；
- ◆ 我们认为地方政府隐性债务显性化虽然没有改变债务总量但改变了地方政府债务结构，缓解地方政府债务压力；



◆ 后续展望

- ◆ 我们认为2025年赤字率大概率提升；
- ◆ 我们认为2025年新发专项债规模大概率提高，使用用途可能继续扩大，而且专项债用作资本金的项目比例也可能提升；
- ◆ 我们认为2025年继续新发行特别国债，且规模有可能提升；
- ◆ 我们认为财税改革或将持续推进，中央或加大对地方转移支付；





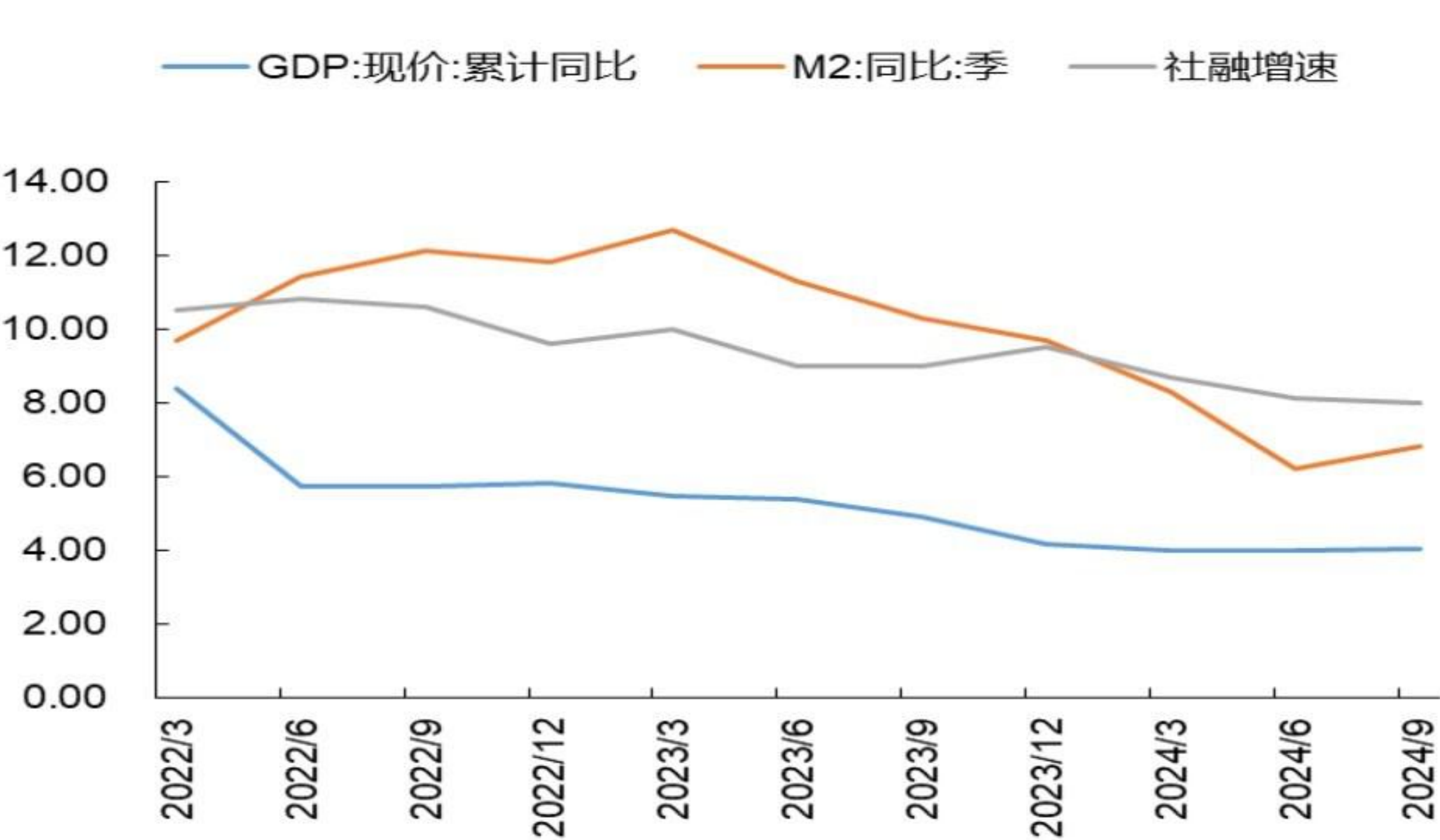
上海证券
SHANGHAI SECURITIES

五、支持性货币政策立场不变

1 价格因素仍然是“四匹配”无法实现的重要因素

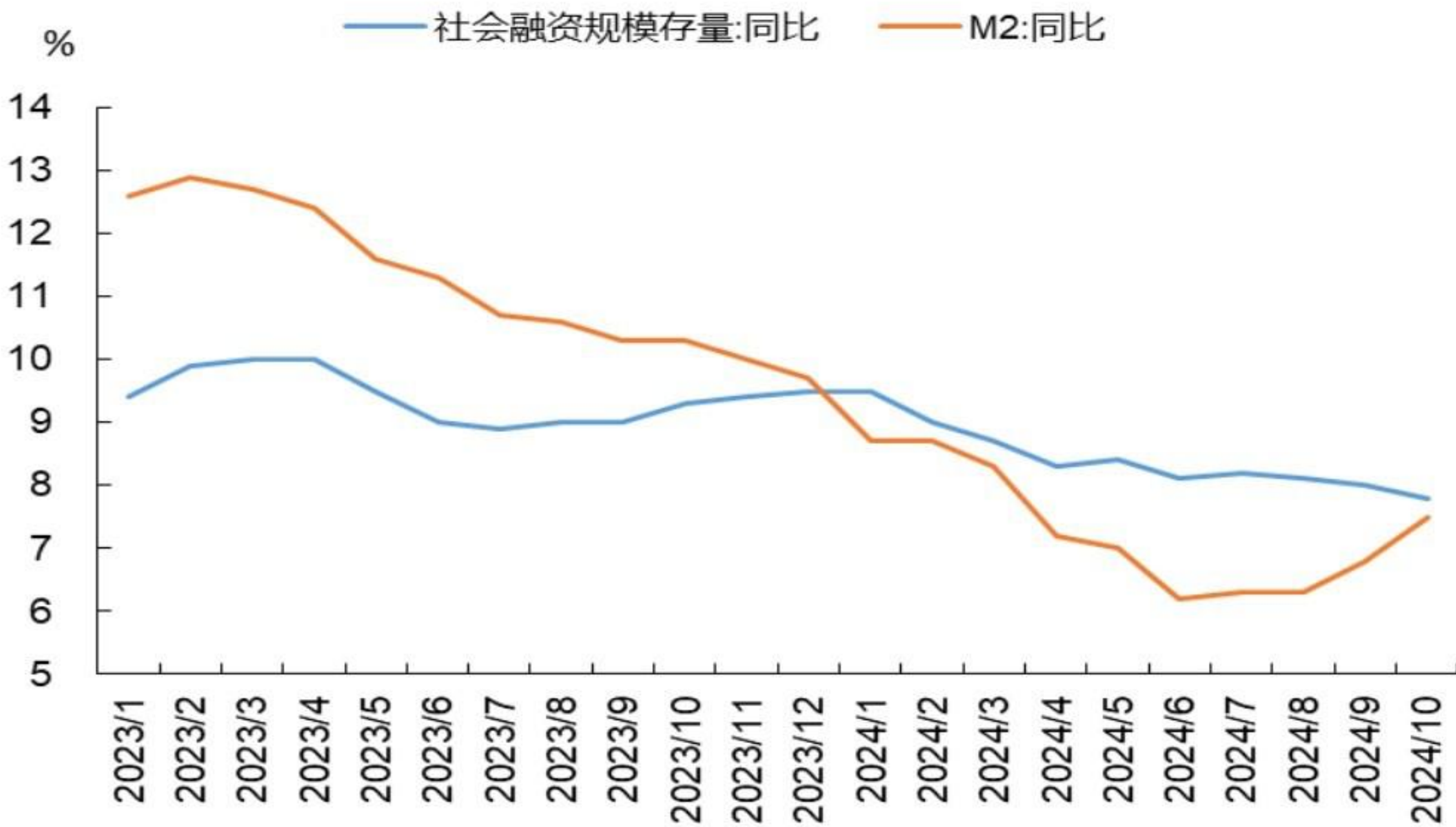
- ◆ 价格因素仍然是“四匹配”无法实现的重要因素；
 - ◆ 中国人民银行货币政策委员会2023年四季度（总第103次）例会认为，需要保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配；
 - ◆ 2023年名义GDP累计同比增速与M2、社融同比增速差额较大；
 - ◆ 2024年社融、M2同比增速逐步收敛，名义GDP累计同比增速与两者差距较2023年缩小但仍不匹配；

图 社会融资规模、货币供应量与名义GDP增速 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 社会融资规模、货币供应量同比增速相匹配



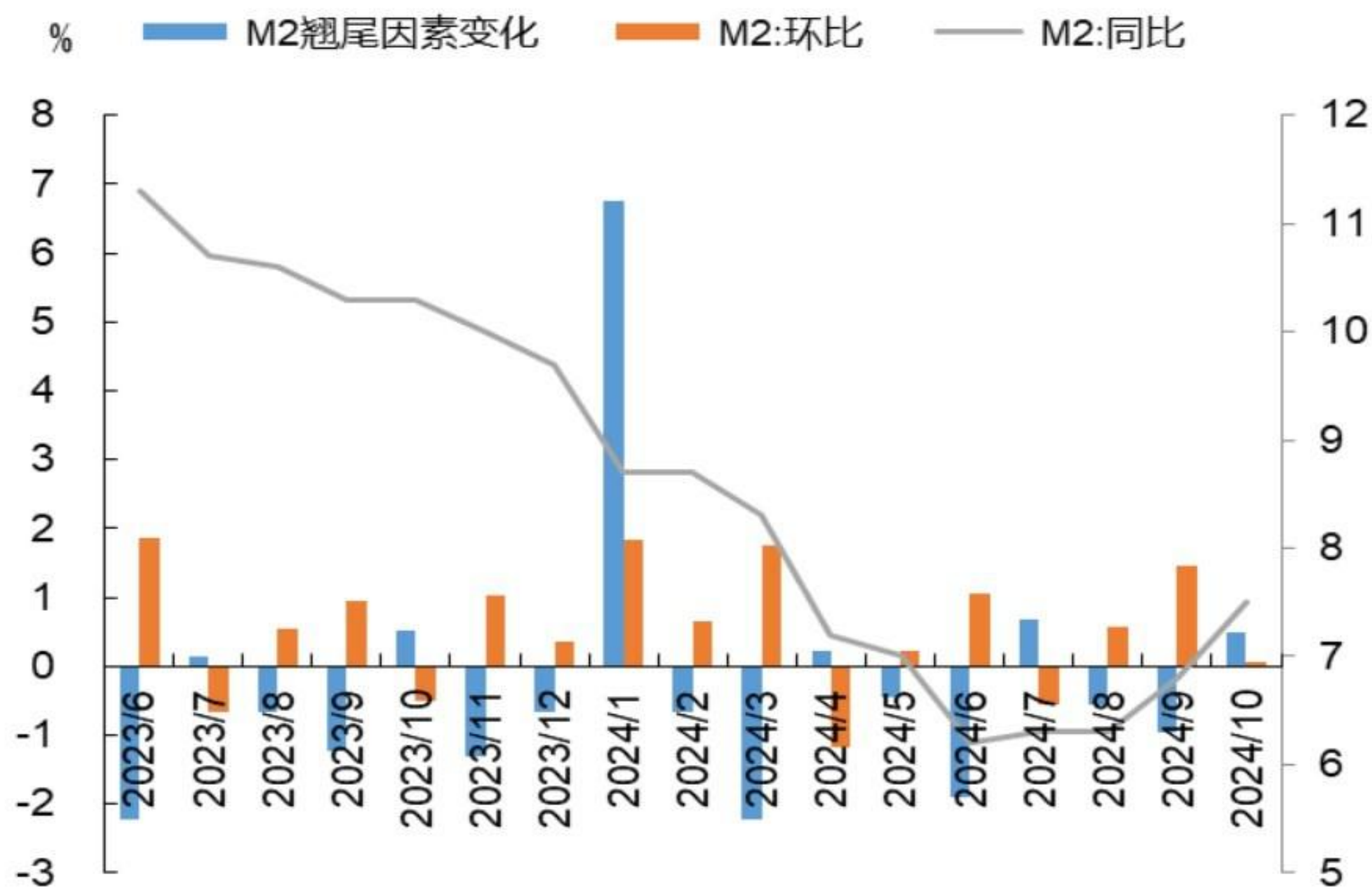
资料来源: Wind, 上海证券研究所



2 存、贷同比增速挤泡沫，M2同比增速反弹但单位存款活期化意愿并未提升

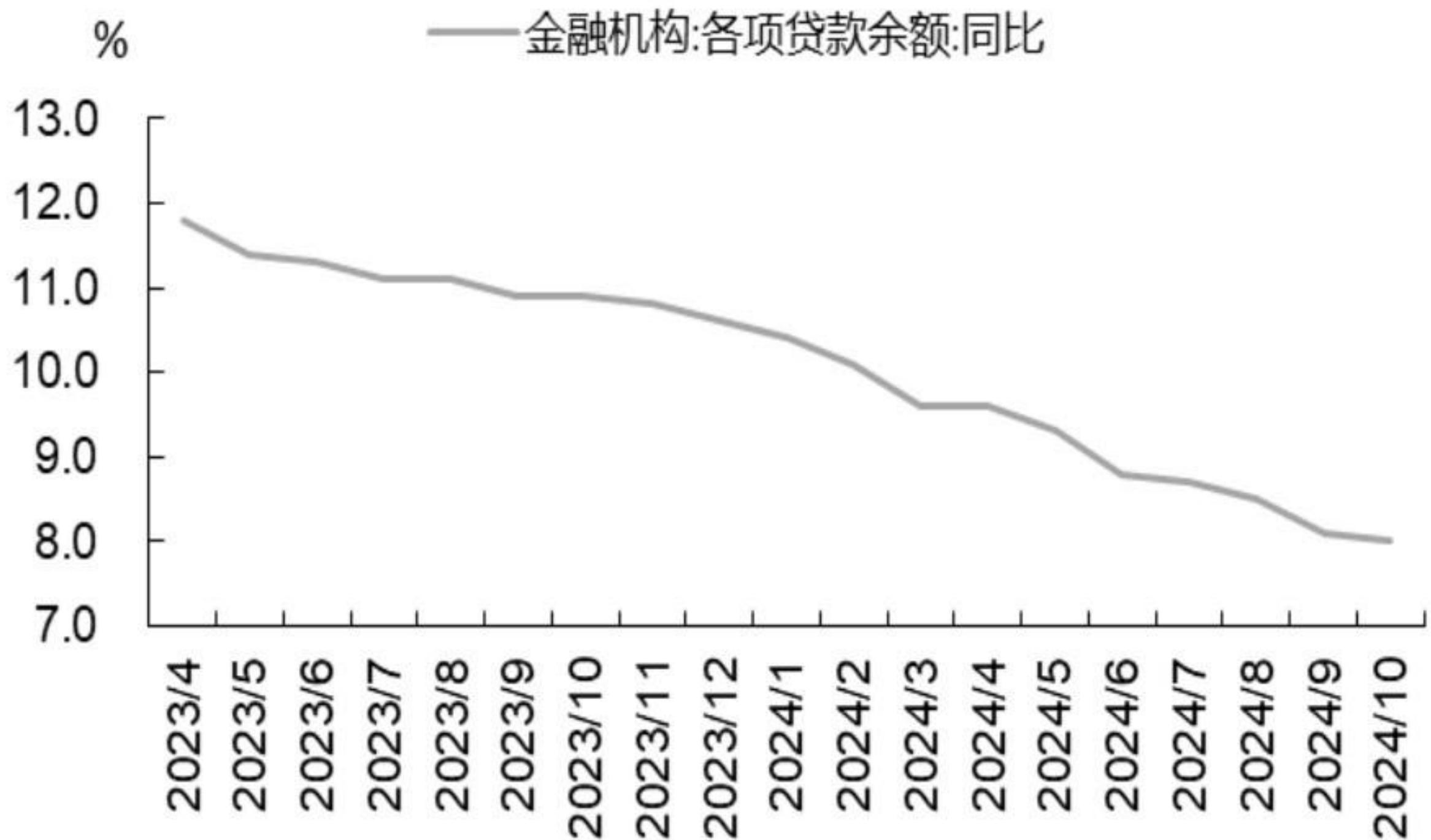
- ◆ 货币政策：存、贷同比增速挤泡沫，M2同比增速反弹但单位存款活期化意愿并未提升
 - ◆ 防止资金空转，禁止手工补息，存款、贷款同比增速快速下滑；
 - ◆ 2024年10月，M2同比增速较6月反弹1.3%，其中M2环比增长1.5%，翘尾因素下降0.3%；

图 M2同比增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 人民币贷款同比增速



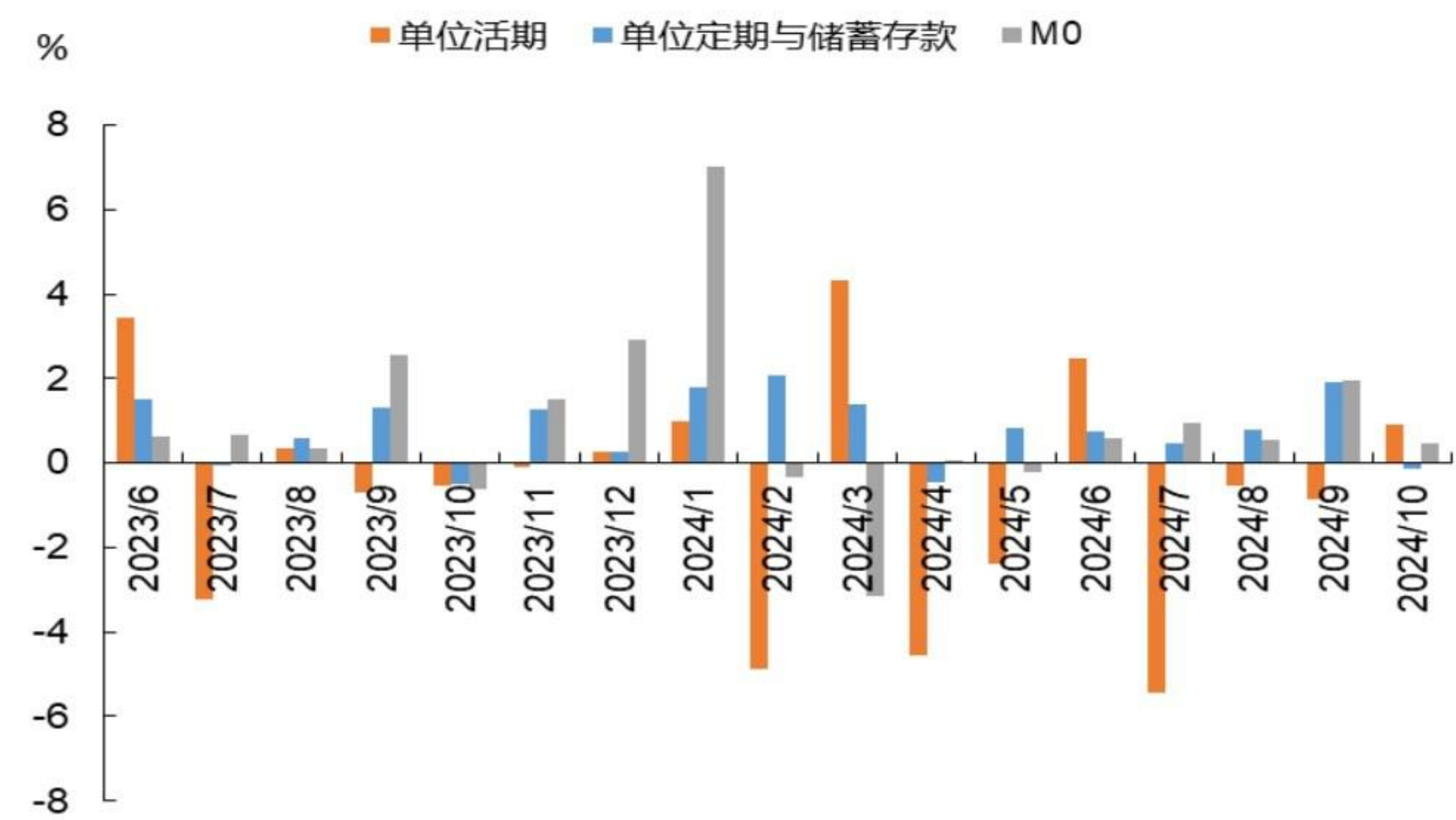
资料来源：Wind，上海证券研究所



2 存、贷同比增速挤泡沫，M2同比增速反弹但单位存款活期化意愿并未提升

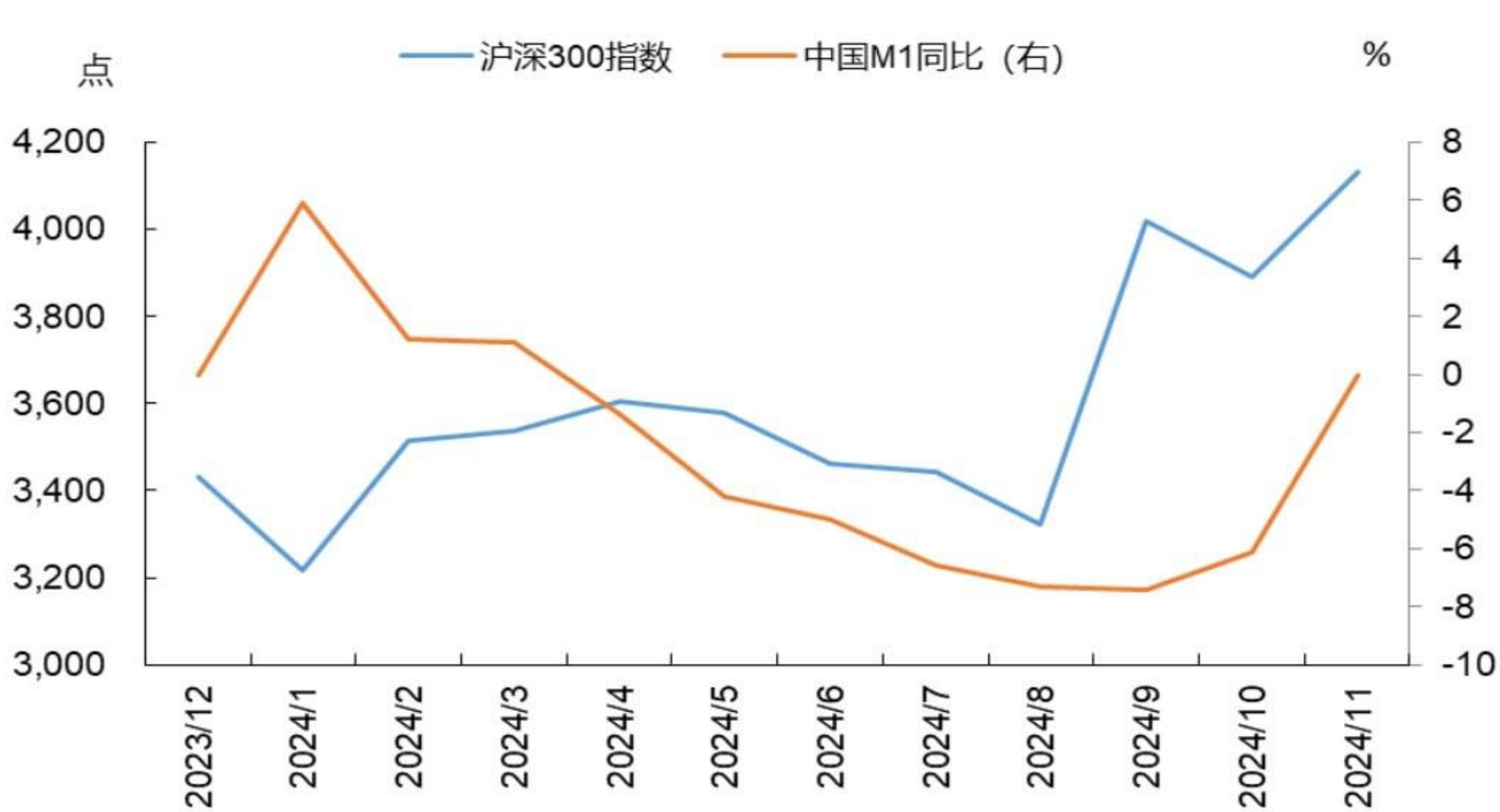
- ◆ 货币政策：存、贷同比增速挤泡沫，M2同比增速反弹但单位存款活期化意愿并未提升
 - ◆ 2024年10月，M0、单位活期、单位定期与储蓄存款分别环比增长3.9%、-5.9%与3.1%；
 - ◆ M1同比增速与沪深300指数均反弹；

图 M2细分项环比增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 M1同比增速与沪深300指数走势



资料来源：Wind，上海证券研究所



3 对美汇率贬值，指数升值

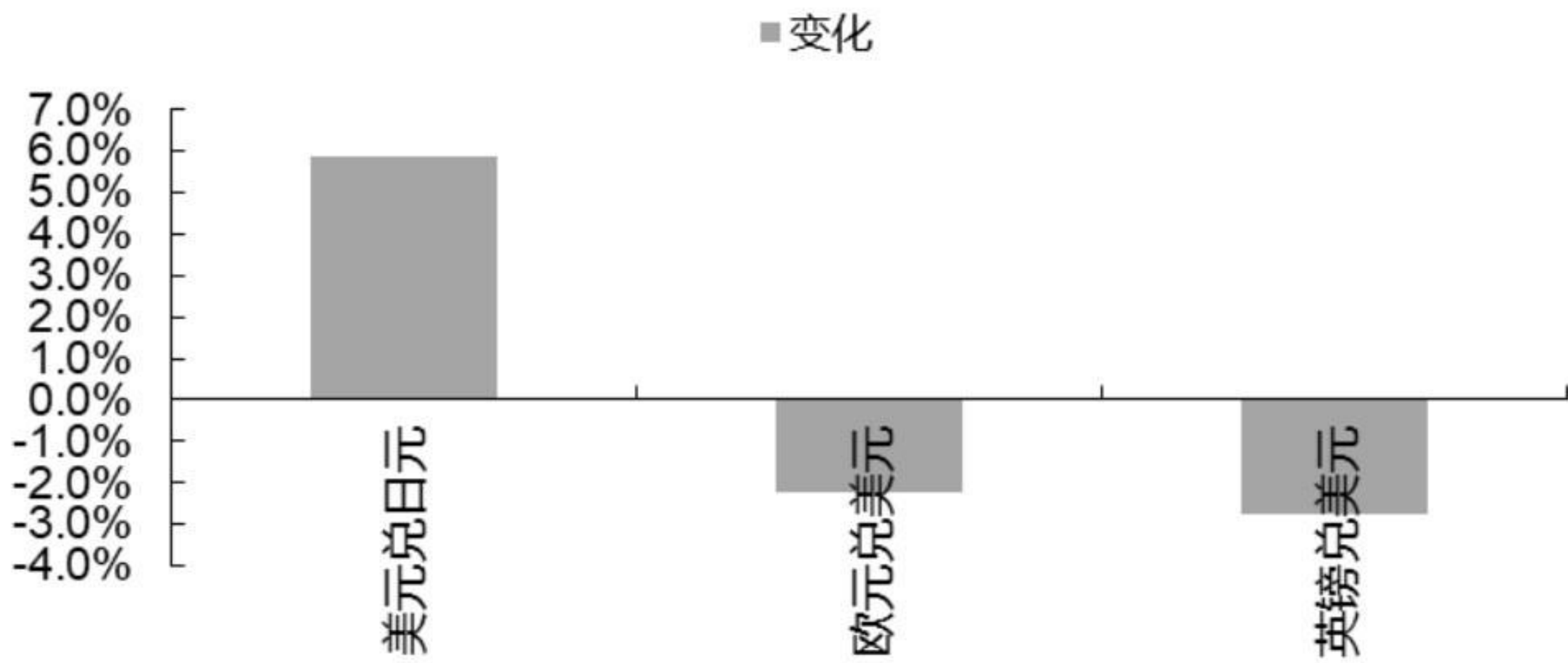
- ◆ 美元升值，人民币等其他主流货币相应贬值
 - ◆ 20240924-20241105，美元兑人民币汇率从7.04贬值1.01%至7.11；
 - ◆ 同期美元指数升值3.05%，日元、欧元、英镑分别对美元贬值5.86%、2.23%与2.77%；

图 人民币兑美元汇率以及美元指数



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 其他主要货币兑美元贬值幅度 (20240924-20241105)



资料来源: Wind, 上海证券研究所



◆ 人民币指数升值

◆ 20240924-20241105，人民币指数升值1.85%；

图 CFETS人民币汇率指数



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 美元兑人民币中间价



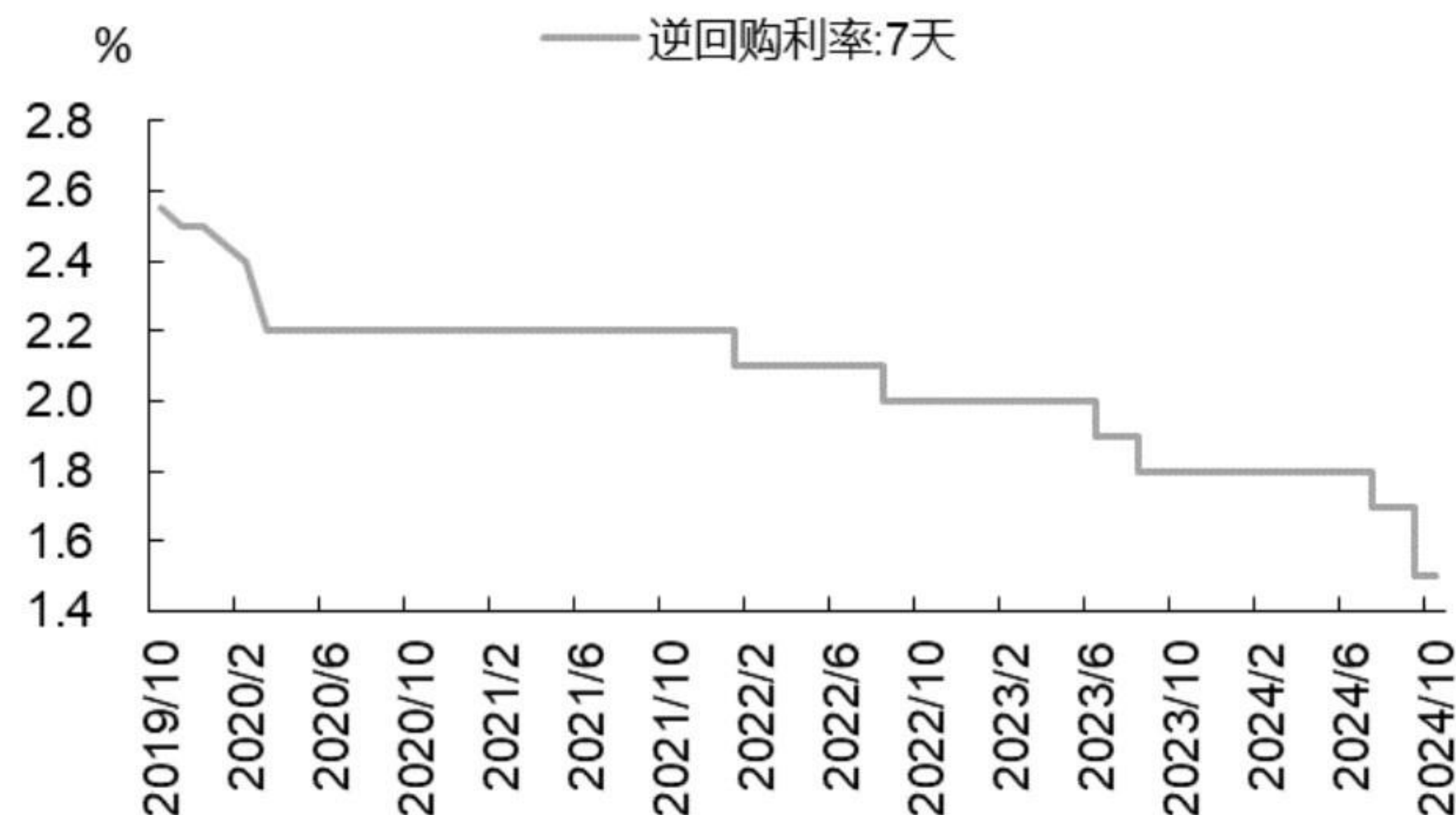
资料来源: Wind, 上海证券研究所



◆ 2019年底以来，我国央行持续降息

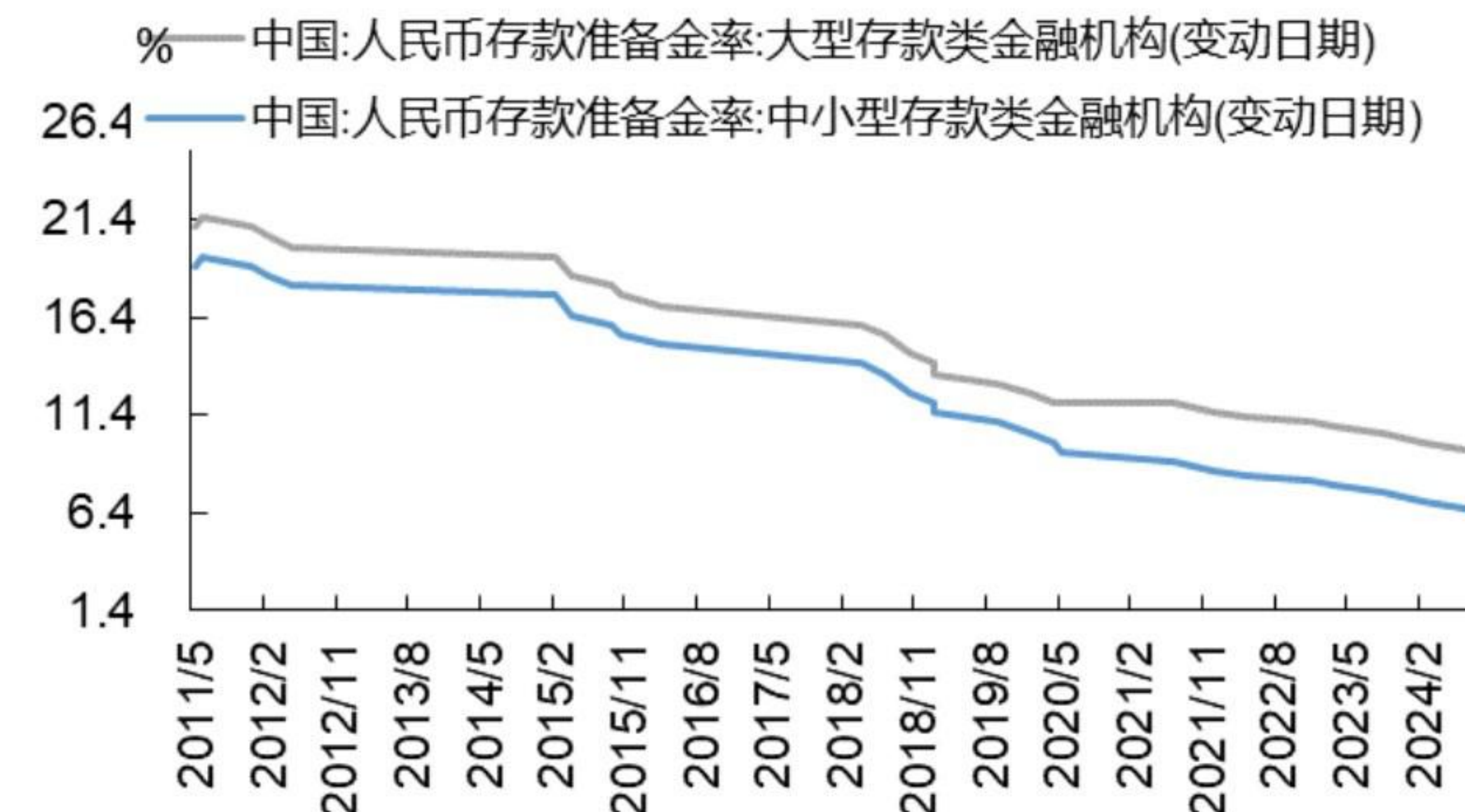
- ◆ 2019-2024年央行每年降1-2次7天逆回购利率，一次5-15BP；
- ◆ 7天逆回购利率：2019年降1次5BP，2020年降2次共30BP，2022年降2次共20BP，2023年降2次共20BP，2024年降2次共30BP 至1.5%；
- ◆ 存款准备金：2011年6月以来持续降准，目前加权是6.6%，2024年底择机再降0.25-0.5%；

图 7天逆回购利率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 存款准备金率



资料来源: Wind, 上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

六、风险提示

- ◆ 中东冲突加剧，原油价格上涨；
- ◆ 特朗普上台后，中美关系或迎来较大变化；
- ◆ 中国经济复苏不及预期；



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

