

政策加力给力，经济回暖可期

——2024年四季度宏观策略报告

宏观策略

核心要点：

全球经济：增长保持平稳，通胀继续下降，有望实现“软着陆”。经济平稳增长原因有三：一是全球货币政策进入降息周期，二是全球服务业恢复态势强劲，三是全球贸易复苏速度快于预期。其中，美国经济正走在回归潜在增速的道路上，欧元区经济将触底回升。全球通胀的继续下降，主要受益于供给端的能源和食品价格大幅降低，全球供应链中断的持续缓解，以及需求端限制性货币政策对需求端的抑制，韧性较强的服务业价格也有望在就业市场降温下趋于下行。

全球货币政策：全球进入新一轮降息周期，美元指数下行概率偏大。随着全球通胀的放缓、就业下行风险的增加，全球主要经济体央行货币政策的首要目标由降通胀转向稳就业，新一轮宽松周期开启。美元指数将在美国经济韧性中趋缓和欧元区经济触底回升中走弱；但如果美国通胀放缓低于预期或欧元区经济逊于预期，美元指数则将在高位保持韧性。

中国经济：政策加码，全年增长 4.9%左右。预计一揽子增量政策有望带动经济步入温和回升通道，但政策效果更多在明年上半年显现。中性情境下，预计四季度 GDP 增长 4.9%，全年 GDP 约增长 4.9%；如果政策落地效率超预期，四季度 GDP 有望达到 5.2，全年实现 5.0%左右的目标。一是促消费、振股市、稳楼市政策有望改善居民消费意愿和能力，但民间投资与居民谨慎预期扭转需要时间，预计四季度消费稳步回升可期，全年社零增长 4%左右。二是政策加力托底，投资增速稳中有升。房地产方面，预计房地产增量政策在路上，中央财政加力去库存稳预期不可或缺，预计全年投资增速持平于去年的-10%左右。制造业方面，两新政策和消费品制造业盈利修复对投资韧性形成支撑，但整体盈利弱修复和产能利用率偏低制约偏强，预计全年增速缓降至 8.5%左右。基建方面，政府债券发行提速以及增量财政资金将对基建资金端形成支撑，预计全年增速稳定在 8%左右。三是受外需降低、价格拖累以及外贸环境不确定性上升等因素影响，预计四季度出口增速将略弱于三季度，约增长 5%，继续对经济形成正向支撑。

国内通胀：温和回升，低通胀格局难改。CPI 方面，预计四季度 CPI 增速步入“1”时代。一揽子政策刺激有助于舒缓“需求-价格”循环梗阻，加上低基数对食品端价格继续形成向上支撑，四季度 CPI 增速有望迈上 1%。但短期内居民就业和消费预期或依然偏弱，CPI 回升斜率偏温和，预计四季度 CPI 中枢在 1.4%左右，全年约增长 0.6%。**PPI 方面，预计四季度增长-2.4%左右。**逆周期政策加力有望带动国内工业品价格回升，但

政策效果滞后、国内供强需弱格局将制约回升幅度，加上国际原油价格维持震荡筑底的概率偏高，预计四季度 PPI 中枢在-2.4%左右，全年约增长-2.0%。

国内政策展望：财政、货币齐发力。财政方面，增量工具已在路上。在实现全年 5% GDP 增速目标难度加大、财政收入与预算目标有 3 万亿元缺口的背景下，财政政策加大力度势在必行，调增赤字率、发行特别国债、扩大专项债券使用范围等均是可能的方式，保底规模应在 2 万亿元以上，方向上将更多聚焦促消费、惠民生领域，兼顾稳地产、稳投资和化风险。**货币方面，持续加力可期。**为对冲短期流动性缺口、降低实际利率水平，预计四季度宽松加码可期，降准、降息仍有空间；此外，结构性货币政策工具扩容和国债买卖规模扩大，有望支撑央行重新扩表，本轮宽货币向宽信用传导值得期待。

大类资产配置：拥抱 A 股上涨行情，债券、黄金或震荡为主。面对外部“美国经济软着陆+全球进入新一轮降息潮+美元指数震荡下行”，国内“经济物价有望触底回升+大规模政策刺激序幕拉开+人民币汇率贬值压力缓解”的宏观环境组合，预计四季度风险资产投资价值提高，避险资产或震荡为主。具体到配置上，预计 A 股有望迎来一轮偏强的上涨行情，建议采用“三角形”策略，进攻侧布局科技成长主线，中间层把握大消费和非银金融板块机会，防守侧继续适当配置部分红利资产；债市、黄金短期波动加大、震荡为主，但超调仍是买入机会，两者中长期配置价值犹存；对大宗商品走势保持谨慎乐观，建议标配持有。

风险提示：重大地缘政治冲突，海外爆发金融危机，国内经济恢复大幅不及预期。

目 录

一、全球经济：增长保持平稳，通胀继续下降	4
(一) 经济增长：保持平稳	4
1、美国经济：走在回归潜在增速的道路上	5
2、欧元区经济：触底回升	5
(二) 全球通胀：继续下降	6
(三) 货币政策：全球进入新一轮降息周期	7
(四) 美元指数：震荡下行概率偏大	7
二、中国经济：政策加码，全年增长 4.9%左右	8
(一) 消费：稳步回升可期，预计全年社零约增长 4%	8
(二) 投资：政策加力托底，增速稳中有升	11
1、房地产市场仍深度调整，止跌回稳中央财政发力不可或缺	12
2、预计制造业投资高位缓降，全年中枢在 8.5%左右	14
3、基建投资有望平稳运行，全年中枢在 8%左右	16
(三) 出口：预计四季度中枢略降至 5%，继续对经济形成正向支撑	18
(四) 国内生产总值：预计全年约增长 4.9%	21
三、国内通胀：温和回升，低通胀格局难改	21
(一) CPI：有望步入“1 时代”，全年增长 0.6%左右	21
(二) PPI：降幅边际收窄，全年增长-2.0%左右	24
四、国内政策：财政、货币齐发力	26
(一) 财政政策：增量工具在路上，支出更重促消费	26
(二) 货币政策：持续加力可期，新一轮信用扩张周期有望启动	27
1、预计四季度降准、降息仍有空间	28
2、结构性工具和国债买卖规模有望扩容，支撑央行启动新一轮扩表	29
3、本轮货币宽松效果大概率好于以往	29
五、大类资产配置：拥抱 A 股上涨行情，债券、黄金或震荡为主	30
(一) 前三季度回顾：黄金、债券持续上涨，A 股 9 月强势反攻	30
(二) 四季度展望：拥抱 A 股上涨行情，债券、黄金或震荡为主	31
1、A 股：有望迎来一轮上涨行情	31
2、债市：短期波动加大，但超调仍是买入机会	35
3、大宗商品：谨慎乐观，建议标配持有	37
4、黄金：短期震荡概率偏大，中长期配置价值犹存	38

正文：

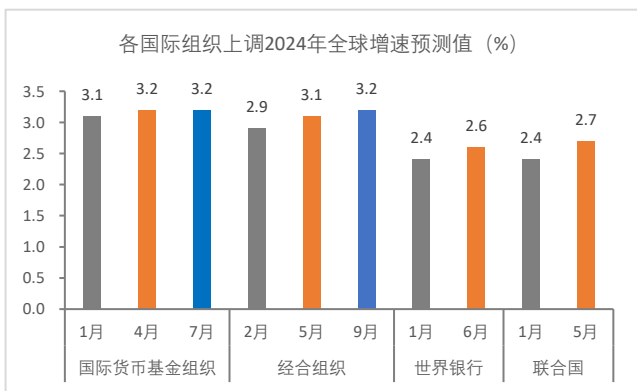
一、全球经济：增长保持平稳，通胀继续下降

2024 年上半年，全球经济增长保持了韧性。根据 9 月份经合组织（OECD）数据，今年上半年全球 GDP 增长 3.2%，持平于 2023 年全年增速，表明全球经济增长平稳。通货膨胀方面，年初以来全球主要经济体物价指数持续下行，通胀压力明显缓解，货币政策进入降息周期。越来越多的迹象表明，全球经济正趋于成功实现“软着陆”，年内这种趋势仍将得到延续，但增长动能不强格局并没有得到改变，“令人不安的是中期增长前景，预期增速远低于 3.8% 这一历史平均水平”（国际货币基金组织 IMF，2024 年 9 月）。

（一）经济增长：保持平稳

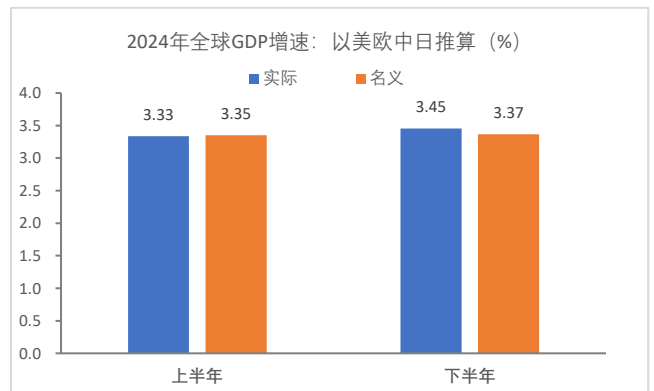
对 2024 年全球经济增长，IMF、世界银行、经合组织、联合国在年中的展望报告中，均上调了全年增速预测值，与今年 1 月份预测值相比，分别上调了 0.1、0.2、0.2、0.3 个百分点（见图 1）；在 9 月份的展望报告中，OECD 继续维持 3.2% 的预测值不变，表明年初以来全球经济增长平稳，有韧性。根据各国际组织的预测数据，我们测算了下半年全球经济增长增速将与上半年基本相当（见图 2），增长平稳。

图 1：主要国际组织上调全球 GDP 增速预测值



资料：各国际组织官网，财信研究院

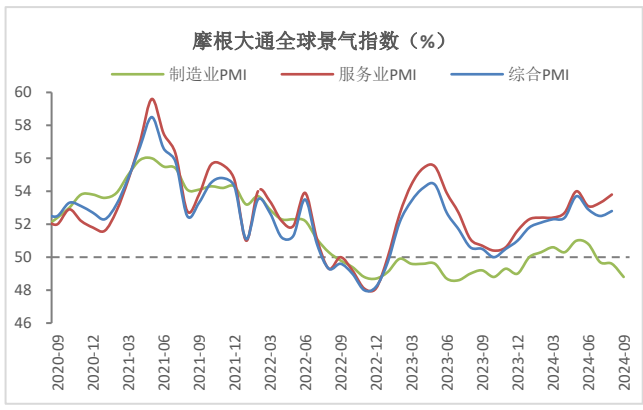
图 2：下半年全球经济增长增速有望与上半年相当



资料：各国际组织官网，财信研究院

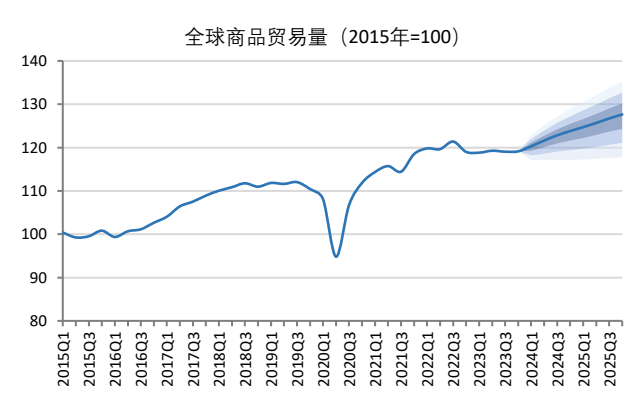
全球经济保持稳定增长的原因，主要有三：一是全球货币政策进入降息周期。今年美联储、欧央行、中国央行等开始降息，标志着全球进入新一轮货币宽松周期，限制性融资环境将得到缓解，支撑需求的释放。二是全球服务业恢复态势强劲。尽管制造业景气指数再次进入荣枯线下方，但受益于实际工资支撑家庭收入和支出，服务业延续了年初以来的强劲增长势头（见图 3）。三是全球贸易复苏速度快于预期。虽然受到地缘关系紧张和各种贸易限制措施的阻碍，但世界贸易组织（WTO）预计全球商品贸易在经历了 2023 年大幅低于预期的 -1.2% 增长后，今年增速有望达到 2.6%，2025 年将进一步提高至 3.3%（见图 4），9 月份的年度报告再次重申了上述观点。

图 3：2024 年全球经济景气指数重回扩张区间



资料：WIND，财信研究院

图 4：2024 年全球商品贸易增速提高



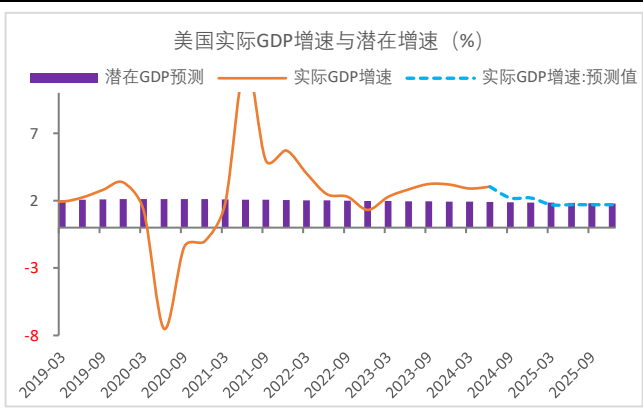
资料：WTO，财信研究院

1、美国经济：走在回归潜在增速的道路上

受益于疫情期间超常规货币和财政政策的刺激，2021 年以来美国经济持续运行在潜在增速上方，产出缺口为正。2022 年进入快速加息周期后，限制性融资环境对经济 and 需求的紧缩效应不断累积，2024 年以来其滞后效应开始释放和显现，需求放缓、通胀回落，美国经济有望实现软着陆，逐步向 2% 左右的潜在增速回归，正产出缺口也有望弥合（见图 5）。两点主要理由：

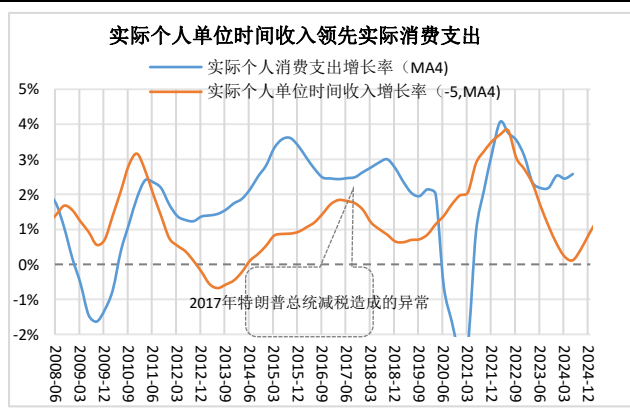
一是占 GDP 七成的消费需求在放缓，但仍有韧性。占美国 GDP 约 70% 的消费需求，将在劳动力市场降温、个人收入增速下降、储蓄率回升的共同作用下趋于放缓；同时财政政策开始向常态回归，对居民消费需求的刺激减弱；但低失业率和股票房地产价格上涨带来的财富效应，将对消费形成较强支撑（见图 6）。二是占比近 20% 的私人投资支出有韧性。这主要受益于知识产权产品投资和设备投资的稳健增长。其中，知识产权产品投资占比在 2020 年首次超过设备投资，在全球新一轮 AI、芯片等高科技创新浪潮的加持下，其投资增速有望保持 5% 左右甚至更高水平，助力私人投资韧性。

图 5：美国经济将逐步回归潜在增速



资料：BEA，财信研究院

图 6：美国消费放缓但仍有韧性



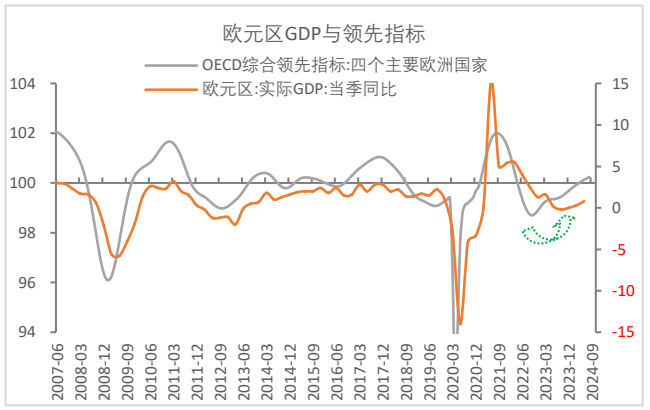
资料：BEA，财信研究院

2、欧元区经济：触底回升

2020 年以来，受疫情冲击供应链、俄乌冲突能源价格上涨等外部扰动影响，欧元区

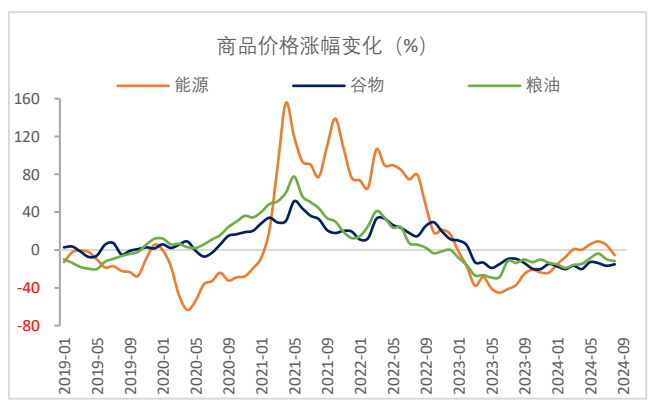
经济持续低迷，“美强欧弱”格局明显。进入2024年，尽管“火车头”德国经济低迷依旧，但欧元区经济出现触底回升迹象，年内在政策利率下调和实际收入进一步复苏的推动下，下半年经济增速有望高于上半年。根据IMF、OECD的全年预测数据，下半年欧元区经济增速有望分别达到1.3%和0.9%，明显高于上半年0.6%。此外，从一些先行景气指标看，欧元区经济也正在经历触底回升过程，如OECD领先指标先于GDP增速见底回升，预示经济增速的逐步走高（见图7）。欧美经济有望从过去的“美强欧弱”向“美强欧企稳”格局演变，利于欧元汇率升值。

图7：领先指标预示欧元区经济在触底回升



资料：OECD，财信研究院

图8：粮食和能源供应改善是通胀下行的重要原因

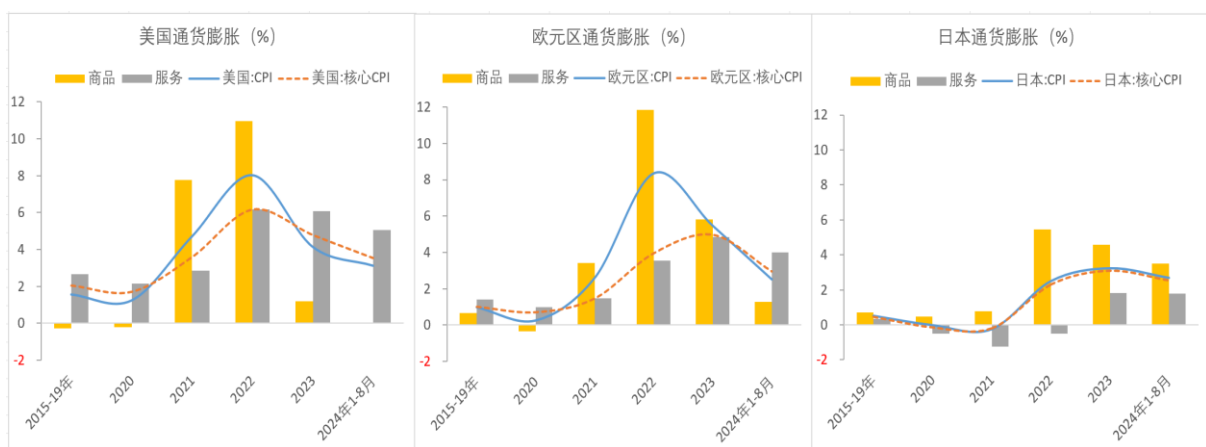


资料：WIND，财信研究院

（二）全球通胀：继续下降

2023和2024年全球通胀水平的显著下行，主要受益于供给端的能源和食品价格大幅降低，全球供应链中断的持续缓解，以及需求端限制性货币政策对需求端的抑制（见图8）。但服务价格通胀粘性较强，下降速度低于商品价格（见图9）。影响服务价格的因素有工资增长、劳动生产率、就业、通胀预期等，由于这些变量变化相对较慢且稳定性较强，所以服务价格一般具有粘性特征。

图9：欧美日通胀压力减轻，但均面临服务价格下降缓慢现象



资料：WIND，财信研究院

服务价格韧性较强的背后，是劳动力成本居高不下。因为服务中很大一块是劳动力

成本，而后者主要取决于就业市场紧张状况。下半年以来，欧美等发达经济体就业市场仍然紧张，失业率也处于历史低位，但降温迹象明显，如美国劳动力市场职位空缺率、劳动参与率等主要指标基本回到疫情前的中枢水平。随着就业市场的继续降温，预计服务价格将趋于回落，通胀压力有望进一步下行，朝着 2% 的通胀目标前进。IMF 和 OECD 均预计发达经济体通胀水平在 2025 年底回归至目标水平。

但是，需要指出的是，全球通胀也存在意外上行风险，就是能源和粮食等主要商品价格面临地缘政治关系紧张、极端天气等带来的供给冲击而再次大幅上涨的风险。

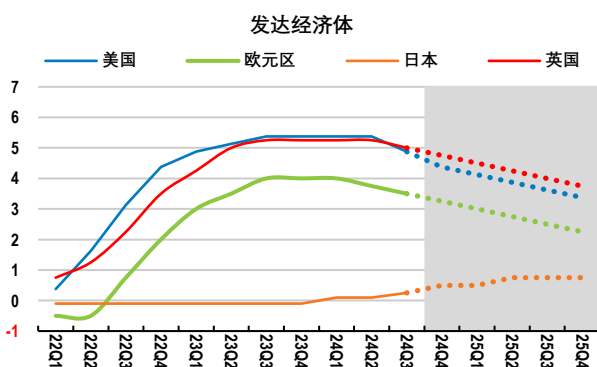
（三）货币政策：全球进入新一轮降息周期

随着全球通胀的放缓、就业下行风险的增加、经济增长动能的减弱，全球主要经济体央行将货币政策的首要目标由降通胀转向稳就业。9 月 18 日美联储结束持续数年的加息周期并首次启动降息，欧央行自 6 月以来已经两次降息共 50 个基点，英格兰银行 8 月降息 25 个基点，加拿大、瑞典等央行也转向了降息，全球新一轮货币宽松周期已然开启。

对未来降息幅度，预计年内发达经济体中的美国、欧元区、英国将分别下调 50BP、25BP、25BP，2025 年降幅均为 100BP（见图 10）；新兴市场经济体也将降息，但与发达经济体相比，降幅相对平缓一些（见图 11）。在发达经济体中，日本是个例外，不但不降息，预计年内和明年将分别加息 25BP、25BP，从现在的 0.25% 升至 2025 年的 0.75%，全球货币政策出现分化。

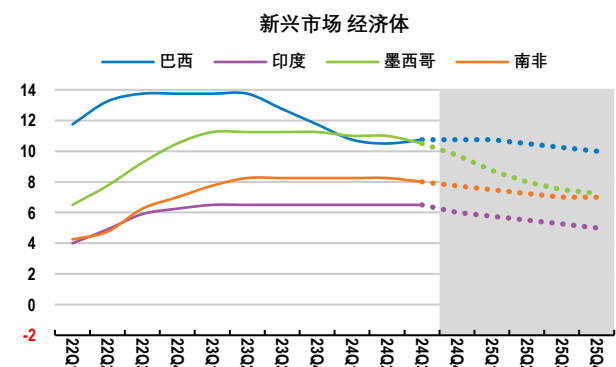
对于市场关注度最高的美联储（FED）降息，9 月 18 日 FOMC 会议纪要公布的点阵图显示，预计 2024 年将再降息两次，每次 25BP，年末联邦基金利率预测中值降至 4.4%；2025、2026 年将进一步降息，分别下调 100BP、50BP 至 3.4%、2.9%。10 月 1 日 FED 主席鲍威尔再次表示，如果经济数据保持一致，今年可能会再降息两次，但幅度较小，每次 25 个基点，因此 2024 年联邦基金利率大概率从高点 5.25-5.5% 降至 4.25-4.5%。

图 10：发达经济体政策利率将继续下降



资料：OECD，财信研究院

图 11：新兴市场经济体政策利率将趋降



资料：OECD，财信研究院

（四）美元指数：震荡下行概率偏大

汇率是相对价格变化的结果，影响因素众多，但根本上取决于两国或地区经济基本

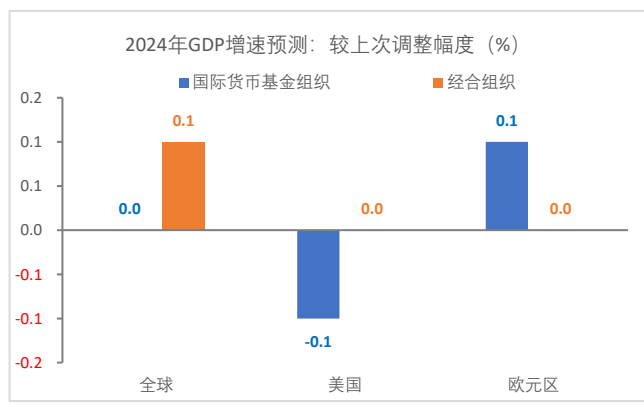
面的相对变化，在经济不好的情况下，比的是谁更差，反之则相反。

回顾 2023 年美元超预期走强，是与“三个超预期”因素紧密相关的：美国经济增长韧性超预期、美联储加息幅度超预期、欧元区经济弱增长超预期。相对于欧元区，2023 年美国实现了“增长更好、通胀更低”的完美组合，为美元走强提供了重要支撑。2024 年上半年，美元指数再次整体上行，背后的原因，还是离不开三个超预期因素的延续。进入三季度后，美元指数高位回落，主要源于三个超预期因素的消退，如对美国经济增长由韧性超预期转变为担忧衰退，美联储降息时间延后转变为大幅降息预期，欧元区经济弱增长超预期转变为触底回升。

对于年内四季度美元走势的变化，根本上仍然取决于上述三个因素的演变，其中美欧基本面强弱相对变化是决定性，也是首位的，美欧利差次之。

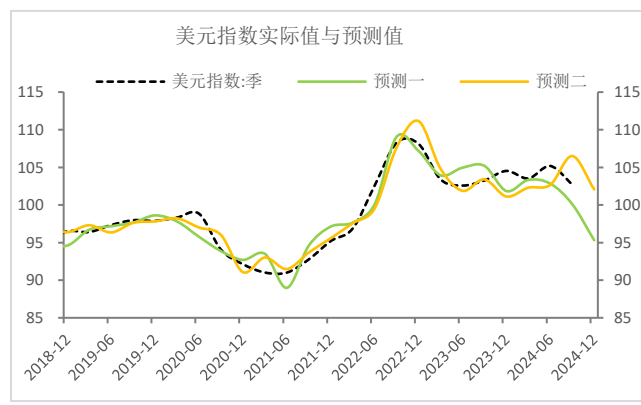
经济增长方面，根据 IMF、OECD 的最新预测数据，美国 GDP 增速被下调，但上调欧元区增速目标值（见图 12）。因此，以往“美强欧弱”格局可能会转变成“美强欧企稳”，即美国经济韧性中趋缓，欧元区经济将触底回升。货币政策方面，预计美联储年内会降息 2 次共 50BP，欧央行降息 1 次共 25BP，美欧利差有望收窄，对美元指数构成下行压力。综上，在基准情境下，预计年内美元指数震荡下行概率偏大（见图 13）。但如果美国经济增长和通胀放缓速度慢于预期，或者欧元区经济增长逊于预期，美元指数则将在高位保持韧性。

图 12：2024 年美国经济增长下调，欧元区上调



资料：IMF、OECD，财信研究院

图 13：预计四季度美元指数下行概率偏大



资料：WIND，财信研究院

二、中国经济：政策加码，全年增长 4.9% 左右

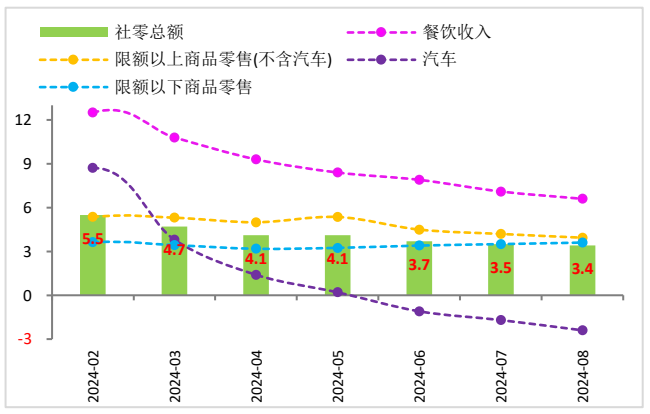
（一）消费：稳步回升可期，预计全年社零约增长 4%

2024 年 1-8 月份社会消费品零售总额同比增长 3.4%，自年初以来持续放缓，居民消费动能明显不足。结构上，汽车消费为最大拖累项，餐饮收入支撑作用减弱，但代表中低收入群体消费的限额以下商品零售呈现出缓慢修复特征，1-8 月份增速已高于全部社零（见图 14）。

展望四季度，强有力政策加码下消费稳步回升可期，预计全年社零约增长 4%。

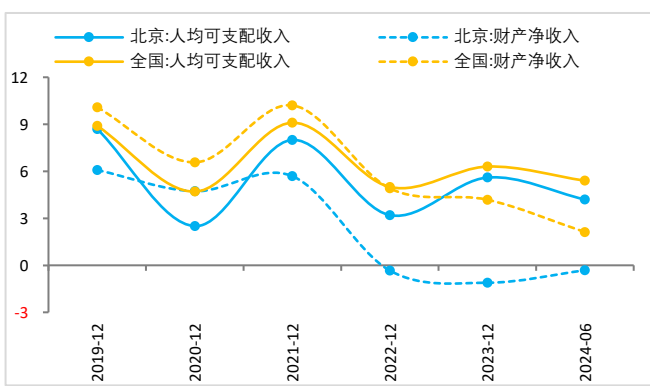
一是政策致力于提振股市、稳定楼市，有利于居民财富和消费意愿修复，为消费回暖提供支撑但力度或偏弱。根据央行的统计，目前我国城镇居民总资产中房产占比约六成，理财、股票等非存款类金融资产占比约一成。受房价、股价自 2021 年高点下跌约 15% 和超 30%（截至 8 月末）的影响，国内居民财富缩水严重、财产性收入大幅下降，成为拖累消费低迷的重要原因，如近年来拥有更多房产和金融资产的一线城市（北、上、广、深）居民边际消费倾向和财产性收入受损更加明显（见图 15-16），导致其消费增速偏低，2024 年 1-7 月份一线城市社零增速由正转负，与其他城市的负向缺口进一步扩大（见图 17）。展望四季度，随着央行提供真金白银为股市注入流动性，加上市场对经济预期的好转，A 股赚钱效应有望改善，有利于居民财富和消费意愿的适度修复，但房地产市场仍处于深度调整期，房价止跌企稳尚需一些时间，居民资产负债表的明显改善或仍需等待，消费短期修复力度或仍有限。

图 14: 社会消费品零售总额及其分项: 累计同比



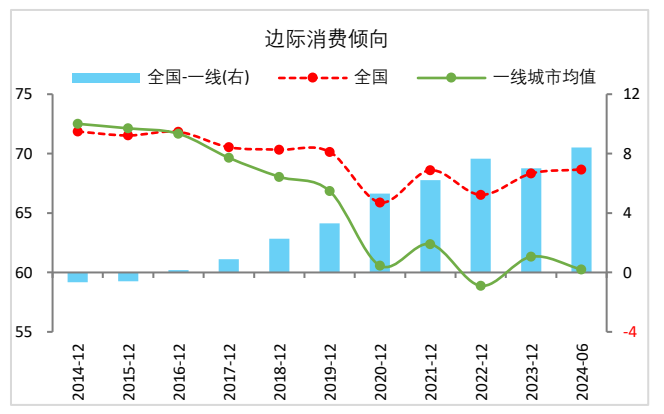
资料 : WIND, 财信研究院

图 16: 北京和全国居民收入和财产净收入增速



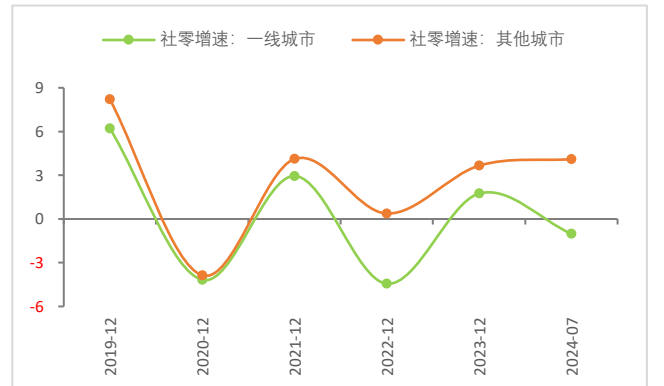
资料 : WIND, 财信研究院

图 15: 全国及一线城市居民边际消费倾向



资料 : WIND, 财信研究院

图 17: 一线城市和其他城市社零增速



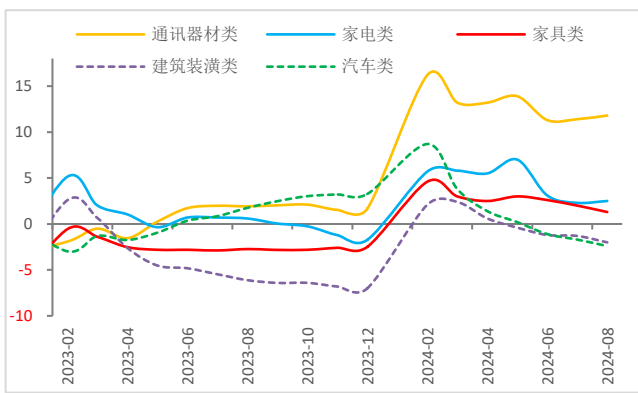
资料 : WIND, 财信研究院

注: 2021 年和 2023 年为两年平均增速

二是政策加力稳增长并将着力点转向促消费，也有助于释放部分消费潜能。7 月政治局会议明确提出“要以提振消费为重点扩大国内需求”，“经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费”，9 月政治局会议强调要“加力推出增量政策”、“把促消费和惠民生结合起来”，意味着一揽子经济刺激政策呼之欲出，且加力促消费是重中之重。预计四季度三方面的政策举措，将对消费形成助力。其一，央行降低存量房贷利率、财政加大

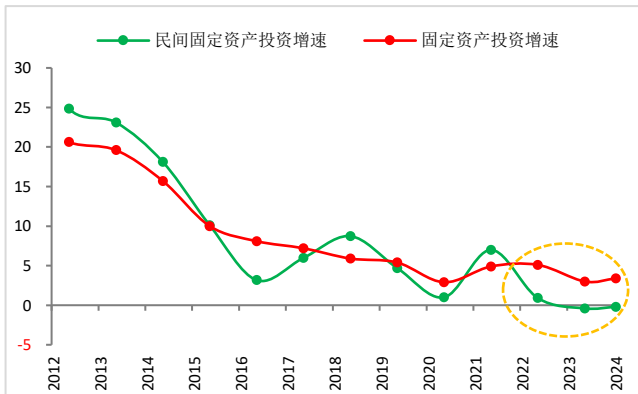
惠民补贴力度等，相当于直接增加居民可支配收入，将对消费形成有力支撑。如根据央行的测算，仅本次存量房贷利率下调就将每年减少居民部门利息支出约 1500 亿元。其二，消费品以旧换新政策加快落地显现，加上不排除该政策力度与适用范围扩容，有望推动汽车、家电等消费需求进一步释放。今年以来在消费品以旧换新政策的支持下，1-8 月份家电、家具、通讯器材等相关消费已有所修复（见图 18）。随着政策加码，预计上述相关消费有望维持恢复势头，同时处于低位的汽车消费的拖累有望减弱。其三，政策反复强调要促进中低收入群体增收，加上过去三年中低收入群体消费恢复滞后，基数偏低，未来中低收入群体消费持续改善存在较多支撑。此外，随着一揽子刺激政策加码，国内经济、物价回升，将带动居民收入就业改善，总体也会对消费潜能的释放形成支撑。

图 18: 汽车、家电、家具、通讯器材等消费增速



资料 : WIND, 财信研究院

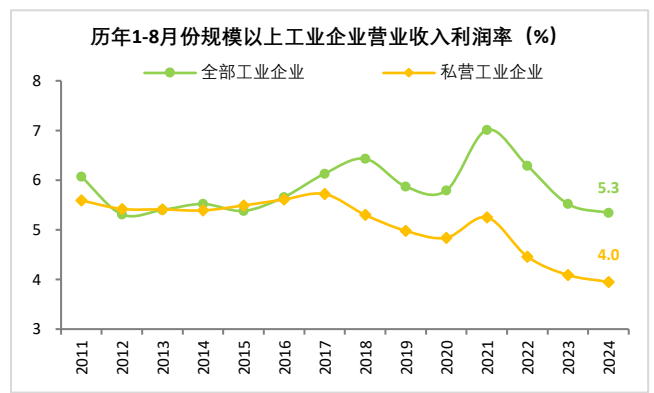
图 20: 2022 年以来民间投资增速持续在 0% 徘徊



资料 : WIND, 财信研究院

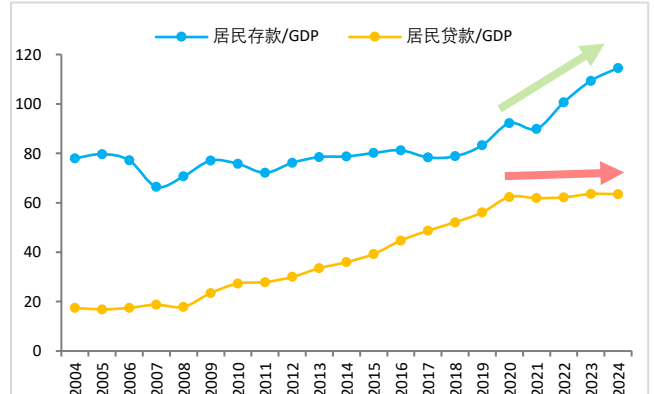
注: 2024 年为 1-8 月份值

图 19: 规上私营工业企业利润率持续下降



资料 : WIND, 财信研究院

图 21: 居民存款和贷款占 GDP 比重 (%)



资料 : WIND, 财信研究院

注: 2024 年为 1-6 月份年化值

三是民间投资与居民谨慎预期扭转需要时间，消费修复高度短期不宜过度高估。一方面，民营企业作为我国新增就业的主要提供者，是畅通“就业-收入-消费”循环，推动居民消费持续稳健恢复的关键所在。但受盈利能力持续下降、预期偏弱等的影响（见图 19），民营企业“不愿投、不敢投”的现象突出，2022 年以来民间投资增速持续在 0% 附近徘徊，大幅低于全部固定资产投资增速，基本处于停滞状态（见图 20）。考虑到民企信心恢复、盈利改善--投资增加--提供就业增多将是一个缓慢的过程，预计短期内其

对消费修复高度的制约仍强。另一方面，除了资产受损、就业增收困难外，居民消费行为转向谨慎也是消费一直偏弱的重要原因。如近年来居民存款占 GDP 的比重由过去长期稳定在 80% 左右，已持续攀升至 2024 年上半年的 115%，同时居民贷款占 GDP 比重维持在 60% 左右不再升高（见图 21），反映出居民持有安全资产，减少负债和支出的意愿仍偏强。预计居民“多储蓄、少负债、少消费”的行为模式扭转难以一蹴而就，也会对消费修复节奏与高度形成一定拖累。

四是预计四季度消费有望温和回升，全年社零增长 4% 左右。基于以上分析，居民资产负债表修复、谨慎心理扭转、“就业-收入-消费”循环畅通均是一些慢变量，预计四季度居民收入增长和边际消费倾向改善仍偏弱。根据居民人均消费支出=居民人均可支配收入×居民边际消费倾向公式，在 2024 年实际 GDP 增长 5% 左右、综合通胀指数约增长-0.5% 至 0.5% 的假设下，我们预计 2024 年名义居民人均可支配收入（略高于 4.5-5.5% 的名义经济增长增速）约增长 5-6%。同时假定 2024 年国内居民边际消费倾向，存在悲观、基准、乐观三种恢复情景，即疫后 2020-2023 年四年均值水平、与 2023 年水平基本相当以及恢复至疫情前趋势水平，可测算出基准情景下 2024 年社会消费品零售总额约增长 4%（见表 1）。预计四季度当季社零增速或在 5% 附近。总体上，一揽子政策刺激有望支撑消费步入回升通道，但政策存在一定时滞，消费明显回暖或需等到明年。

表 1：2024 年消费支出增速测算

	居民消费倾向恢复程度	2024 年居民边际消费倾向	2024 年名义居民人均可支配收入增速	2024 年名义居民人均消费支出增速	2024 年社会消费品零售总额增速
悲观情景	2020-2023 年均值水平	67.3		3.4-4.4%	2.0-3.0%
基准情景	与 2023 年水平基本相当	68.5	5-6%	5.3-6.3%	3.5-4.5%
乐观情景	疫情前趋势水平	69.1		6.2~7.2%	4.5-5.5%

资料：WIND，财信研究院

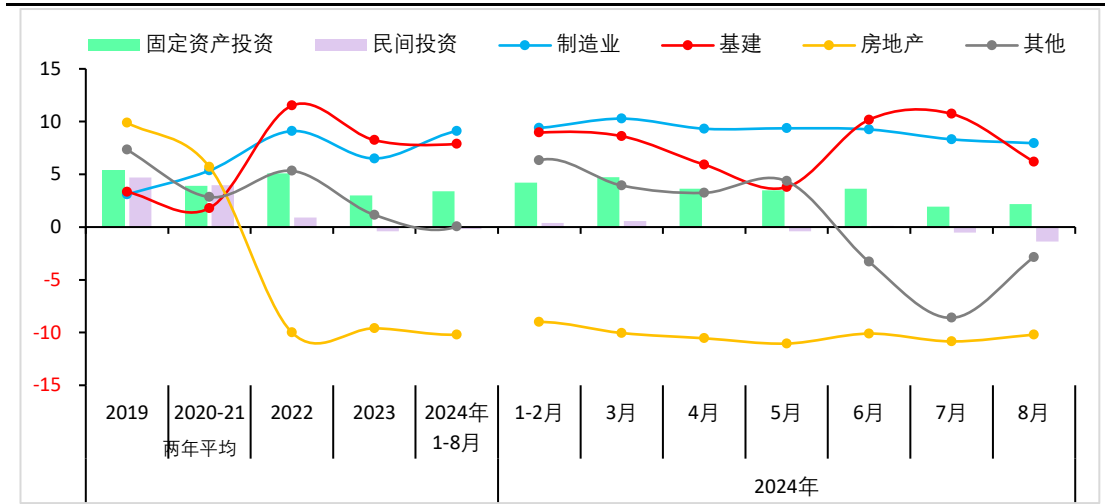
注：乐观情景边际消费倾向恢复至疫情前的趋势水平按逐年降低 0.2 计算，即 2018-2019 年的年均降幅；社零增速按疫后一般比名义居民人均可支配收入支出增速低 1-2 个百分点估算

（二）投资：政策加力托底，增速稳中有升

1-8 月份固定资产投资同比增长 3.4%，较上半年回落 0.5 个百分点，对经济的支撑作用减弱。从结构看，7-8 月份房地产投资、其他投资以及民间投资负增长，对投资端形成较强拖累；同期制造业投资高位缓降，仍是主要支撑；基建投资冲高回落，增长动能边际趋弱（见图 22）。

展望四季度，预计受益于一揽子刺激政策，制造业、基建投资将继续形成支撑，房地产投资也有望筑底企稳，整体投资增速稳中有升。

图 22: 不同类别投资增速变化 (%)



资料 : WIND, 财信研究院

1、房地产市场仍深度调整，止跌回稳中央财政发力不可或缺

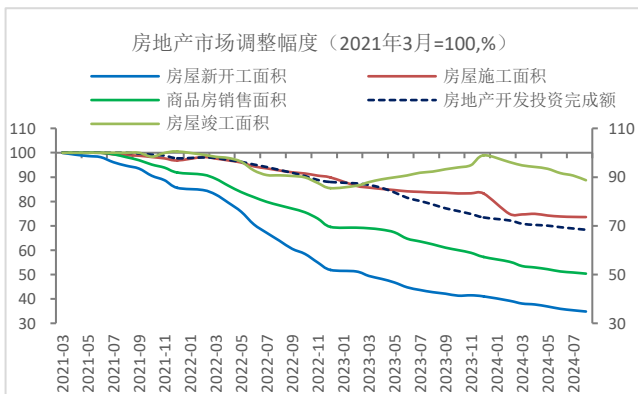
(1) 2021 年以来深度调整：需求弱、供给减、价格降、库存增、结构调

与 2021 年高点相比，三年来我国房地产市场经历了深度调整，“需求弱、供给减、价格降、库存增、结构调”特征明显。

一是供需两端同步深度调整。供给端的新开工面积、施工面积、开发投资较高点分别下降 65%、26%、32% 左右；需求端的商品房销售面积调整幅度也接近 50% (见图 23)。此轮供给和需求端的深度调整，主要原因在于房地产市场预期逆转后，需求端居民“冻结”和“延后”购房需求，销售面积快速收缩，房地产开发企业随之调整资产和负债行为，导致供给端新开工面积出现最大幅度的调整。

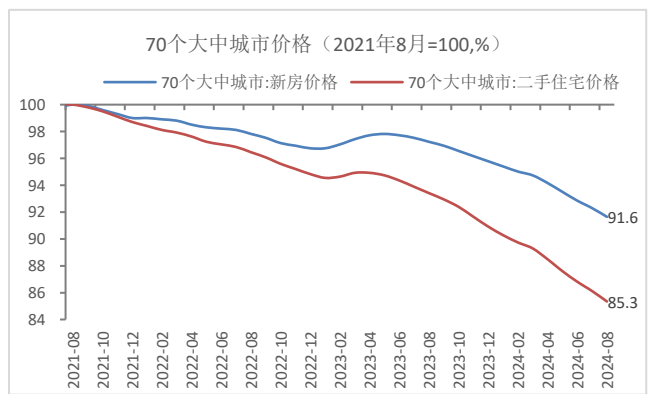
二是房地产价格的持续下降。房地产市场“量”上的大幅调整，“价”也出现较大幅度下降。与最高点相比，国家统计局公布的 70 个大中城市新房价格调整幅度只有 8.4%，但二手房达到近 15% (见图 24)。由于在买方市场上房地产开发企业在价格上存在隐性优惠等，所以实际房价调整幅度应该超过上述数字。

图 23: 房地产市场供给和需求两端同步深度调整



资料 : WIND, 财信研究院

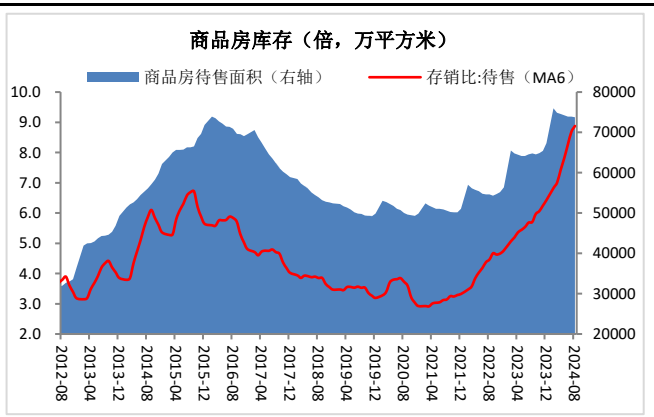
图 24: 二手房价格调整幅度约 15%



资料 : WIND, 财信研究院

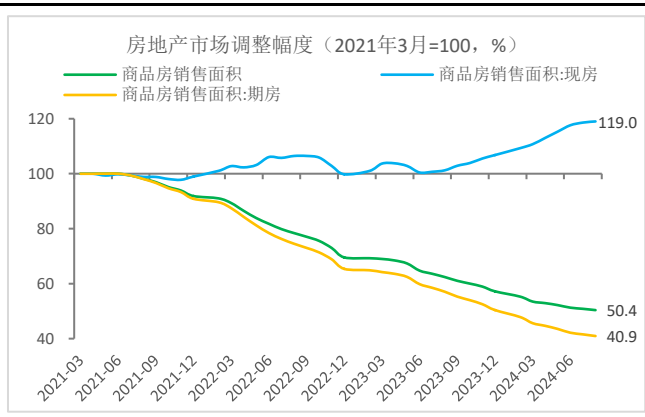
三是去库存压力创历史新高。“量”上的滞销和“价”上的下降，以及预期没有扭转，导致库存的高企。库存有狭义和广义之分，狭义上的库存是指已建成未售出去的房子，即“待售商品房”；广义上的库存包括了待售商品房、在建住宅、房企已购未开发土地对应的潜在住宅面积。仅从待售商品房去库存压力看，8月份存销比（待售面积与近三个月平均销售面积之比）为8.9倍，比2020年底提高6.0倍，处于有数据记录以来的新高（见图25）。

图 25：待售商品房库存创新高



资料：WIND，财信研究院

图 26：现房销量不降反增，期房跌幅近 6 成



资料：WIND，财信研究院

四是现房表现好于期房。由于存在不能“保交楼”问题和房价下跌，居民购房更重视“安全”，需求结构优化，偏好现房和合意二手房。与高点相比，现房和期房销售情况“冰火两重天”，现房销售量不降反增，较高点增加了近 20 个百分点以上，而期房销售量跌幅近 6 成（见图 26）。

（2）需打破房地产市场调整、需求不足和财政金融风险加大的负反馈循环

房地产市场经过三年深度调整后，对实体经济需求、经济增长、金融财政风险的影响日益显性化，形成房地产市场调整、预期恶化→实体经济需求不足、低通胀→财政收支束缚加剧、金融风险化解难度加大→实体需求不足、低通胀→地产市场继续调整、预期进一步恶化。在这个传导链条中，房地产市场是实体经济的一部分，其调整必然影响实体需求，即房地产冲击实体；而实体需求的持续不足和风险加大，也必然影响房地产市场的改善和预期扭转，即实体冲击房地产。两个环节相互形成完整链条后，风险在财政金融领域的扩散蔓延也只是时间问题。要打破这个负反馈循环，需要外力，就是强有力、超预期且及时有效货币财政产业政策的干预。

（3）房地产市场展望：稳预期是关键，中央财政发力不可或缺

当前稳定房地产市场的政策，从供需两端综合施策，力图促进房地产市场平稳运行。在供给端，出台“金融 16 条”、“第二支箭”，优化经营性物业贷款政策（今年 9 月份又将“金融 16 条”和经营性物业贷款两项房地产金融政策文件延期到 2026 年底），推出保交楼贷款支持计划、房企纾困再贷款、租赁住房贷款支持计划等结构性货币政策工具。在需求侧，下调并统一首套房和二套房的房贷最低首付比例至 15%，调整利率政策下限，

引导贷款市场报价利率下行，降低存量首套房贷利率至新发放贷款利率附近。为推动构建房地产发展新模式，新增 5000 亿元抵押补充贷款额度，支持保障性住房等“三大工程”建设，设立 3000 亿元保障性住房再贷款，其中央行出资比例由原来的 60% 提高到 100%，完善住房租赁金融政策体系。

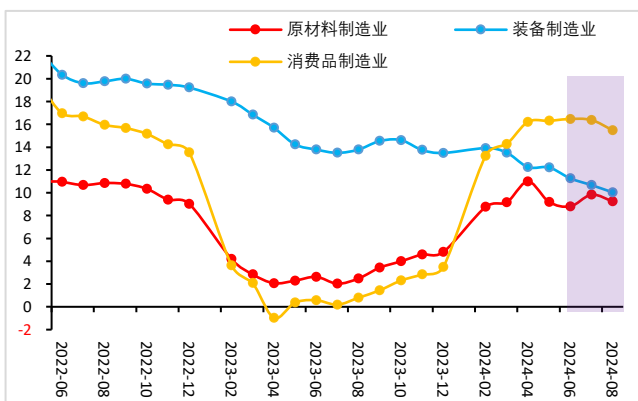
但从事后结果看，政策效果不及预期。从今年“5.17”房地产新政到“9.24”金融新政，稳定房地产市场的政策力度在加大，但一些关键指标如商品房销售面积、房地产价格并没有企稳，仍处于下行阶段。2021-2024 年 1-8 月份商品房销售面积分别为 11.4、8.8、7.4、6.1 亿平米，预计今年全年销售面积在 9 亿平米左右，为 2021 年的一半。

当前防止房地产市场继续探底、避免“硬着陆”的关键，在于要稳定房地产市场预期，尤其是价格稳定预期，这需要包括产业政策、货币财政政策在内的组合拳综合施策。预计“9.24”金融新政对稳定房地产市场预期有帮助，但难以实现“9.26”政治局会议提出的“要促进房地产市场止跌回稳”要求，出台增量组合政策难以避免。根据“9.26”政治局会议提出的“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”，不难看出商品房增量和存量、土地存量是未来短期内的政策发力重点。在房地产开发企业、居民、地方政府、中央政府几个市场主体中，有财力和工具解决预期稳定问题的，无疑是中央政府。因此，我们预计未来财政和货币政策会视房地产市场演变情况，择时出台新的增量政策，重点在去商品房和土地库存，其中中央财政发力不可或缺。

2、预计制造业投资高位缓降，全年中枢在 8.5% 左右

1-8 月制造业投资同比增长 9.1%，较上半年回落 0.4 个百分点，仍为三大类投资中最高读数，继续保持强韧性。从结构看，上游原材料制造业边际回升；下游消费品制造业高位缓降；中游装备制造业延续回落态势（见图 27）。整体看，本轮制造业投资的强韧性更多来自于上游和下游行业，前期支撑偏强的中游行业投资增速持续下降。

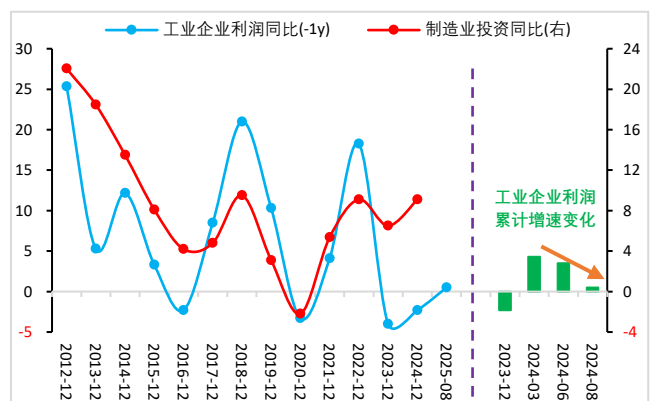
图 27：上中下游制造业投资累计增速变化（%）



资料：WIND，财信研究院

注：图中数据均根据行业加总计算，与统计局数据略有差异，但趋势一致

图 28：工业企业利润领先制造业投资增速一年左右



资料：WIND，财信研究院

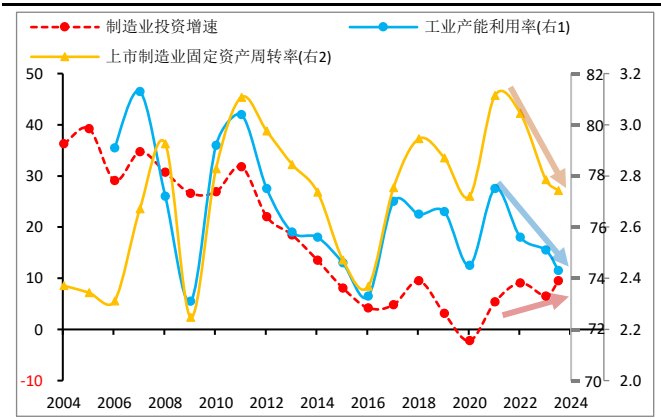
注：2021 年为两年平均数据，2024 年制造业投资为 1-8 月数据

展望四季度，两新政策和消费品制造业盈利修复将继续对制造业投资韧性形成支撑，

但整体盈利恢复力度偏弱、装备制造业产能利用率偏低的制约偏强，预计制造业投资高位缓降，全年增速在 8.5% 左右。

一是盈利弱恢复以及产能利用率低位，制造业投资继续回升动能不强。一方面，企业盈利是制造业投资扩张的内生性。历史数据显示，工业企业利润增速领先制造业投资增速约 1 年左右（见图 28），且前者波动幅度往往高于后者。今年 1-8 月份制造业投资较去年全年提高 2.6 个百分点，已经高于去年工业企业利润增速回升幅度 0.9 个百分点，加上后者仍处于历史低位区间且呈边际回落态势，预示着年内制造业投资上涨动能不强。另一方面，产能利用率是市场供需关系的反映，当其处于低位区间时，意味着现有产能能够满足远期需求，企业投资扩产的动能下降，反之则相反。历史数据显示，产能利用率与制造业投资基本同步波动（见图 29）。但 2021 年以来两者走势背离，在产能利用率下行的情况下，制造业投资持续走强，预计在国内需求不足的背景下，两者的背离走势不可持续，产能利用率低位将对未来制造业投资增速回升形成强制约。

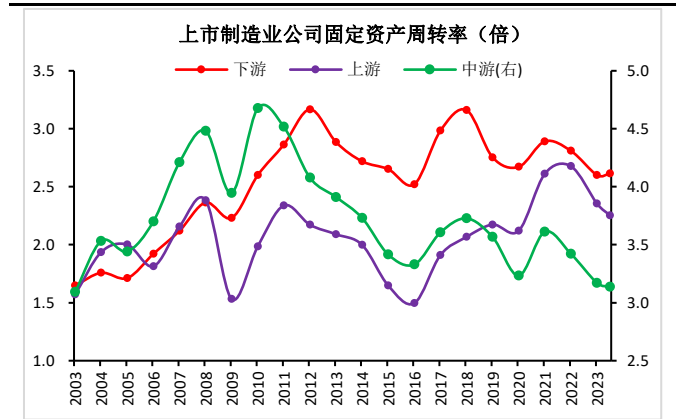
图 29：制造业投资和产能利用率走势出现分化



资料：WIND，财信研究院

注：2024 年为上半年数据

图 30：上市制造业公司固定资产周转率（倍）



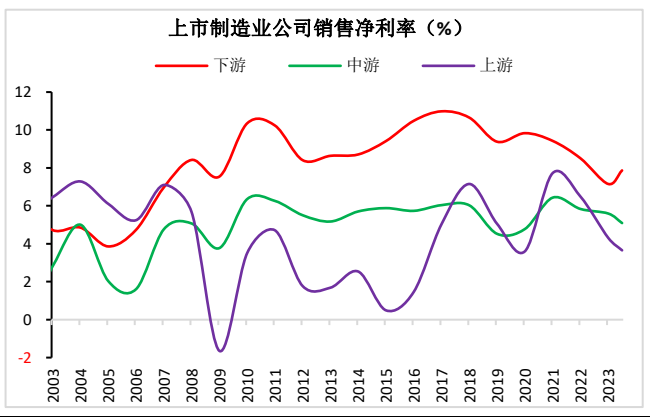
资料：WIND，财信研究院

注：图中数据根据年化数据计算

二是“两新”政策落地或加力有望对上游原材料投资形成较强支撑。其一，最近国家表示，3000 亿元支持“两新”工作国债资金已全面下达到地方，且要求上述资金在年底前使用完毕，这意味着四季度将是“两新”政策落地的关键期。同时目前支持“两新”的资金、金融、税收、标准四类政策体系已经构建完成，预计在政治局会议明确“加大逆周期调节力度”的情况下，未来两新领域是财政增量政策加力的重点方向之一，未来两新政策继续加码可期。其中，工业领域设备更新主要聚焦在钢铁、石化、化工、有色...等上游原材料行业，汽车、家电等以旧换新也有望打通相关中游行业需求--投资的传导链条，加上中游装备制造业是各类设备的生产供给部门，因此预计未来两新政策加快落地将对上游和中游制造业投资形成支撑。其二，固定资产周转率是营业收入与固定资产净值的比值，历史数据显示，上市制造业固定资产周转率与工业产能利用率基本同步波动，可以用来衡量企业产能的利用情况。从上市公司数据看，2024 年上半年原材料、装备、消费品制造业固定资产周转率分别处于 2003 年以来的 76.1%、4.7% 和 47.6% 分位水平（见图 30），装备制造业的产能利用水平明显偏低，将降低政策对其投资扩张的带动作用，而原材料行业产能利用水平处于偏高位置，未来投资扩张仍可期。

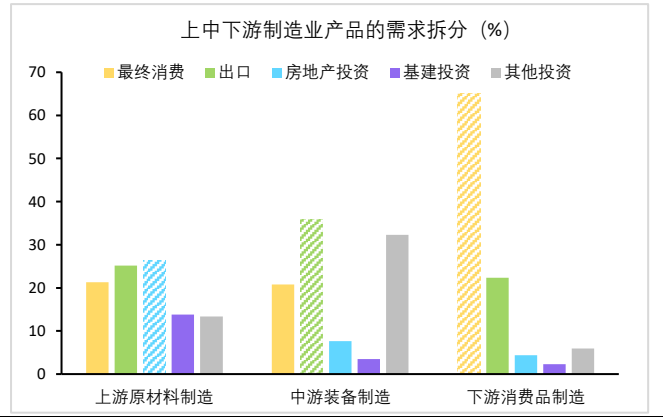
三是盈利能力改善将继续对下游原材料行业投资形成支撑，但终端需求偏弱制约回升幅度。销售净利率是净利润与销售收入之比，是衡量企业盈利能力的重要指标。受部分主体退出市场、行业集中度提升影响，今年上半年下游消费品制造业销售净利率结束了2017年以来的下行态势，出现小幅回升（见图31）。预计在逆周期调节力度加大，经济政策的着力点更多转向惠民生、促消费的背景下，未来消费品制造业盈利向上修复周期有望延续，或继续对相关行业投资扩张形成支撑（见图32）。但消费需求是慢变量，未来恢复仍面临“就业-收入-消费”循环不畅的制约，恢复高度不宜高估，消费品制造业投资增速有望延续高增长，但向上的空间有限。

图 31: 上市制造业公司销售净利率 (%)



资料：WIND，财信研究院
注：图中数据根据年化数据计算

图 32: 上中下游制造业产品的需求拆分 (%)

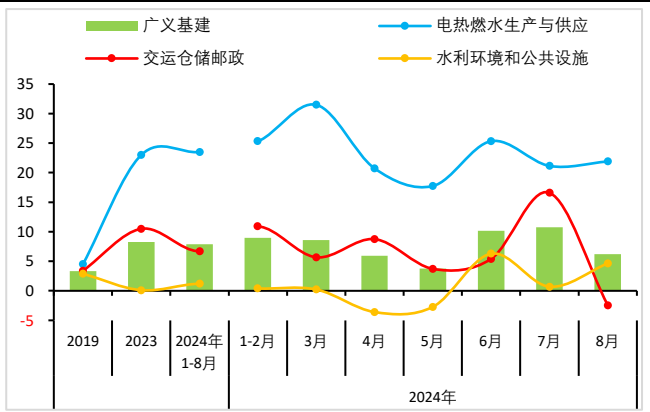


资料：WIND，财信研究院

3、基建投资有望平稳运行，全年中枢在 8%左右

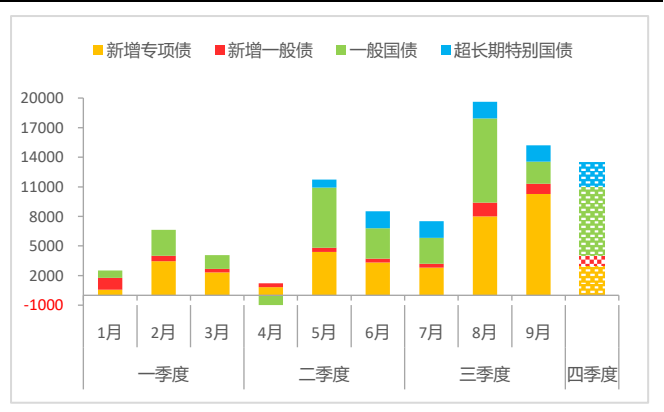
1-8 月份广义基建投资同比增长 7.9%，较上半年加快 0.2 个百分点，继续发挥托底作用。但从单月增速看，8 月份基建投资边际走弱，天气扰动、地方化债和项目制约显现是主要拖累。分结构看，中央项目占比偏高的电力热力生产供应业、去年增发国债支持的水利管理业投资增速维持高增是主要支撑；而交通运输以及公共设施管理等地方支持项目增速回落或低增长是主要拖累（见图 33）。

图 33: 基建投资分行业增速变化 (%)



资料：WIND，财信研究院

图 34: 8-9 月份政府债券发行明显提速



资料：WIND，财信研究院

展望四季度，政府债券发行提速以及增量财政资金将对基建资金端形成支撑，但资

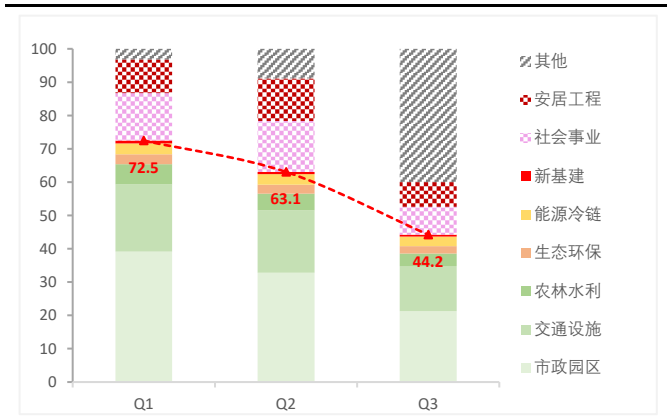
金投向分流、增量财政更重民生将削弱相关资金的支持力度，加上地方优质项目缺乏、化债导致城投平台融资收缩，预计未来基建投资大概率平稳运行，全年中枢在 8% 左右。

一是政府债券发行提速以及增量财政资金将对基建资金端形成支撑，但资金投向分流、增量财政更重民生，基建投资回升幅度有限。

存量政策方面，8-9 月份包括专项债券、一般债券、一般国债、超长期特别国债在内的政府债券发行明显提速，两个月合计发行额高达 3.5 万亿元左右（见图 34）。由于从发行到使用存在时滞，这部分资金将集中于四季度使用，对基建投资形成较强支撑。此外，四季度仍有约 1.3 万亿元的政府债券额度待发行，也对基建投资资金端形成有效补充。

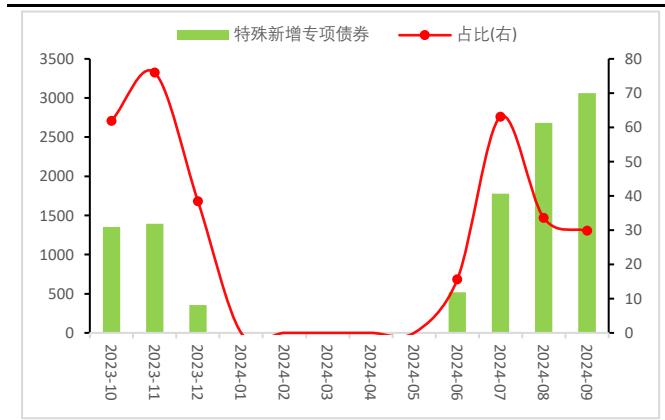
增量政策方面，预计在 9 月份政治局会议明确提出“加力推出增量政策”、“加大财政货币逆周期调节力度”的情况下，四季度财政增量政策出台的概率较大，但由于经济政策的着力点转向惠民生、促消费，上述资金投向基建领域的规模或偏少。

图 35: 新增专项债投向领域结构 (%)



资料 : WIND, 财信研究院

图 36: 特殊新增专项债券发行规模及占比



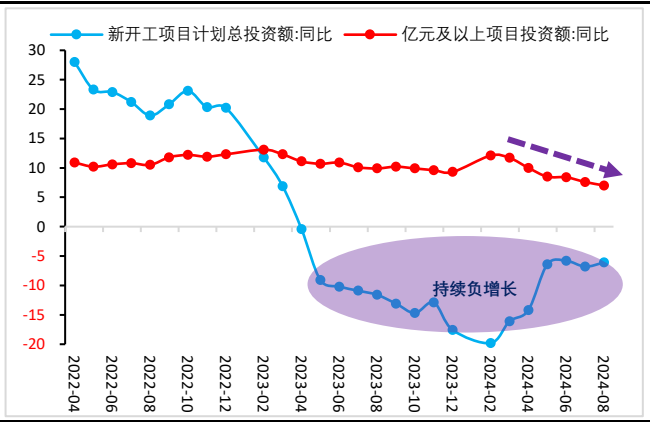
资料 : WIND, 财信研究院

投向方面，6 月份以来各地陆续发行未披露“两案一书”的新增专项债券，募集资金用途上通常简单描述为“地方政府投资项目或政府存量投资项目”，或用于化解隐性债务风险，导致新增专项债券“其他”用途占比上升，投向基建领域占比由二季度的 63.1% 下降至 44.2%（见图 35）。据统计，6-9 月份全国各地共发行特殊新增专项债券约 8042 亿元，占同期新增专项债券规模的 32.9%（见图 36），预计在地方项目匮乏和化债压力增加的背景下，未来新增专项债券投向可能继续分流，增量财政资金用于基建的比例也不宜高估，基建投资增速大幅回升的概率不高。

二是稳增长诉求有望对基建新开工形成支撑，但大项目支撑减弱以及地方优质项目匮乏短期难改。一方面，7-8 月份经济供需两端指标呈现出一定的下行压力，全年 GDP 实现 5% 的难度加大，为此 9 月底一揽子金融刺激政策出台加力稳增长，预计作为财政逆周期的重要抓手，四季度基建投资项目开工有望迎来提速，在一定程度上缓解地方优质项目不足的制约。另一方面，对固定资产投资新开工形成主要支撑的亿元及以上项目，近期已呈现出边际放缓态势。加上 2023 年以来固定资产投资新开工持续录得负增长，

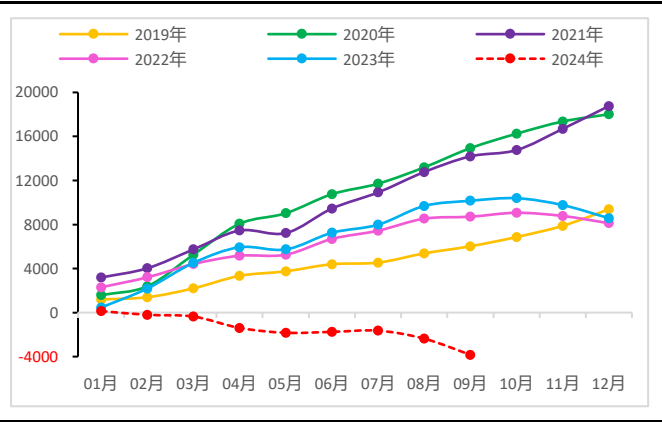
前期项目匮乏将持续对基建投资在建项目形成拖累（见图 37），基建投资面临的项目匮乏制约短期难以改变。

图 37：固定资产投资新开工项目增速（%）



资料：WIND，财信研究院

图 38：城投债券累计净融资额（亿元）



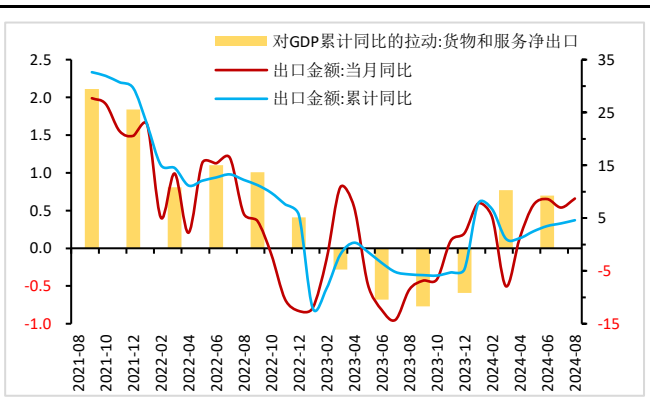
资料：WIND，财信研究院

三是地方化债导致的融资收缩对基建投资的拖累将持续存在。随着地方化债进入攻坚阶段，“逐步剥离融资平台政府融资职能，分类推进地方政府融资平台转型”已经步入加速期，预计未来城投平台退平台与产业化转型是大势所趋，短期对城投平台的融资审批将继续保持严格态势。如今年 2 月份以来城投债券净融资录得负增长，并且融资收缩程度呈逐步扩大态势（见图 38），作为基建投资重要的资金，城投平台融资收缩将持续对基建投资增速形成一定拖累。

（三）出口：预计四季度中枢略降至 5%，继续对经济形成正向支撑

1-8 月份出口同比增长 4.6%，较上半年增速提高 1.1 个百分点，对经济增长的拉动作用边际走强，是经济韧性的重要支撑（见图 39）。从量价看，数量因素是出口维持较高增速的主要支撑，价格因素持续对出口增速形成拖累（见图 40）。从贸易伙伴看，欧盟、美国、东盟和 国家对出口增速的拉动较上半年均有所加强，对出口增速形成支撑（见图 41）。从产品结构看，由于国际补库存和相关产业链优势犹存，占比约 6 成的机电产品是出口增速回升的主要支撑（见图 42）。

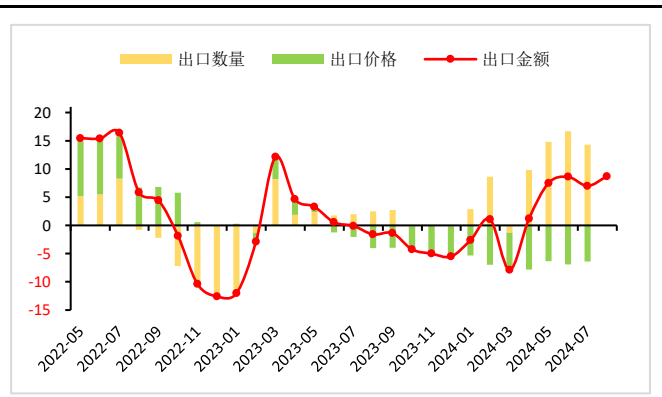
图 39：出口当月和累计增速（%）



资料：WIND，财信研究院

注：2021 年为两年平均增速

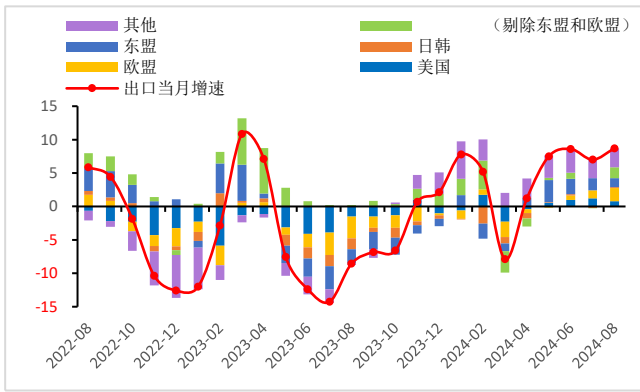
图 40：数量和价格因素对出口当月增速的拉动作用



资料：WIND，财信研究院

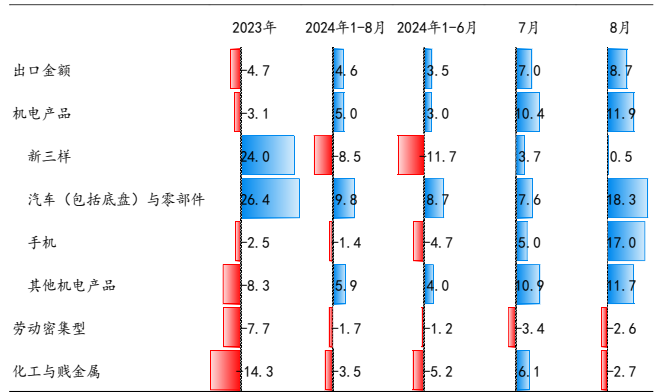
注：价格增速根据美元计价出口和数量增速倒推

图 41: 分国家或地区对出口当月增速的拉动作用



资料 : WIND, 财信研究院

图 42: 我国出口商品分类别增速 (%)



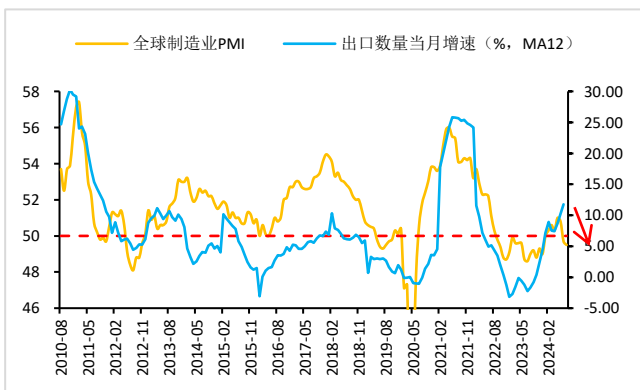
资料 : WIND, 财信研究院

注: 汽车与零部件剔除了电动载人汽车

展望四季度，受到美欧等主要发达经济体增长态势减弱、外部需求降低、价格继续形成拖累以及外贸环境不确定性上升等因素影响，我国出口增长将会面临一定挑战。预计四季度出口增速将弱于三季度，但中枢水平仍有 5% 左右，继续对经济增长形成正向支撑，全年中枢在 5% 左右。

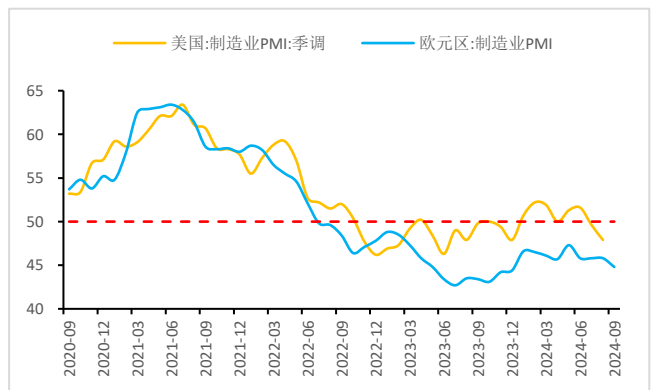
一是美欧等发达经济体制造业收缩以及美国主动补库动能偏弱，外需对出口支撑或将减弱。其一，我国出口贸易以工业制成品为主，因此全球制造业 PMI 可作为外需的替代指标。历史数据显示，全球制造业 PMI 基本领先或同步于国内出口数量增速。全球制造业 PMI 自 7 月起开始位于 50% 荣枯线下方，且 8 月较 7 月数值有所回落（见图 43），表明全球制造业对全球景气度形成拖累，外需对出口支撑或将进一步减弱。分国家看，美国、欧元区制造业 PMI 指数持续处于 50% 的荣枯线下方（见图 44），美欧制造业收缩和需求放缓或将对外需继续形成拖累。其二，美国 ISM 制造业 PMI 通常领先于库存变化，虽然美国目前处于补库阶段（见图 45），但 ISM 制造业 PMI 在 50% 荣枯线附近波动，制造业新订单也呈略微收缩态势（见图 46），显示出美国主动补库动能偏弱，对其进口需求的支撑或将减弱。

图 43: 全球制造业 PMI 与出口数量增速基本同步波动



资料 : WIND, 财信研究院

图 44: 美欧制造业景气指数



资料 : WIND, 财信研究院

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/218124045065006134>