

## 【宏观专题】

## 解开三螺旋——宏观 2025 年度策略报告

- ❖ **前言：**自 2022 年年底疫情放开以来，宏观主要矛盾在持续切换中。2022 年年底，中央经济工作会议对经济的定调是“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。2023 年年底，定调有微调“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多”。2024 年 9 月 26 日政治局会议指出，“当前经济运行出现一些新的情况和问题”。此处，未明确指出何为“新的问题”。
- 结合三季度消费、地产、地方财政、股市等问题进一步凸显，以及若干权威讲话，我们认为当前主要矛盾或可总结为——“经济下行、财富缩水、预期疲软”，即以物价、房价与股价代表的经济、财富、预期三大市场的螺旋交织问题，我们称之为“三螺旋”。“三螺旋”之下，“解开”的思路需要“系统施策”，2025 年的经济与资产配置将在很大程度上取决于这一进程顺利与否。
- ❖ **一、深刻理解当下的宏观矛盾：“三螺旋”如何交织影响？**
- 首先，对于“三螺旋”的交织影响，我们做一定的简化。对于财富，核心关注房价，其主要影响的是两个主体：居民、地产商与城投。对于预期，我们核心关注 PPI 和股价，其主要体现的是三个主体的信心：居民、企业、外资。对于经济，我们核心关注消费和投资，其主要来自两个主体的支出：居民、广义政府。即，本轮经济的压力，在指标层面，是消费、投资、PPI、房价、股价的共同走弱。在主体层面，是企业、居民、政府的共同承压，其中居民部门压力或更大。在运行层面，通过经济、预期、财富交织影响，呈螺旋式下行特征。
- ❖ **二、把握政策应对的方向底线：可能会做什么，可能不会做什么？**
- 总结而言，本轮或是升级版的 2014-2015 年，相同的四板斧都有经验的总结，也有增量的尝试和不一样的挑战。2014-2015 年：大宽松+金融创新；化债+政府财政纪律弱化；地产量价双升；行政化的供改。当下政策逻辑：宽松+金融强监管；化债+政府纪律强化；地产控量保价；市场化的供改。
- 本轮增量的尝试是消费补贴以及可能的扩围用以补偿地产控量之下的“需求”缺失。本轮增量的挑战是外部环境的较大不确定性。
- ❖ **三、评估政策实施的力度体量：“解套”需要做多少努力？**
- 1、去库存，需要去多少？不含土地收储，预计需 1.4-4.3 万亿左右。2、去产能，需要去多少？或为工业整体产能的 1.4%-2.0%。3、宽财政，需要多少钱？政府广义赤字率或需在 9.6%-11.0%之间。
- ❖ **四、动态跟踪政策实施的效果：把握“解套”的五大信号**
- 最后一步，是动态跟踪政策实施效果。五大信号分别是财政预算外资金发力、企业居民存款增速差持续回升、M1 持续回升、一线城市房价同比转正、PPI 同比转正。从先后顺序上讲，如果政策实施较为顺利，可能先是预算外资金、居民的资金配合财政发力，需求扩大，叠加供给侧改革，企业利润与资金状况好转，信心提升，支出意愿上行，政府、居民、企业形成良性循环，最后合力带动房价与 PPI 好转。
- ❖ **五、我们分析资产看法，不同情境和情境下不同的阶段，资产配置策略差异较大。**
- 需要紧密的跟踪和研判，这也是明年投资最挑战的地方，我们力争将情景和阶段的定量指标梳理清楚，给资本市场以坐标系，以期可跟踪、可量化、可验证。每一阶段我们都会参考历史进行客观复盘，但投资绝不是刻舟求剑，外部因素的不确定和供给侧改革的灵活性都可能造成投资顺序的“随时打断”和“随时插队”。情景一：经济走向复苏之路，股债从齐飞到背离。情景二：螺旋解套困难重重，低利率成投资主线。
- ❖ **风险提示：**
- 贸易环境出现较大变化，稳增长政策不及预期，房价下跌。

## 华创证券研究所

## 证券分析师：张瑜

电话：010-66500887  
邮箱：zhangyu3@hcyjs.com  
执业编号：S0360518090001

## 证券分析师：陆银波

电话：010-66500831  
执业编号：S0360519100003

## 证券分析师：文若愚

电话：010-66500868  
执业编号：S0360523060002

## 证券分析师：高拓

电话：010-66500860  
执业编号：S0360521080001

## 证券分析师：殷雯卿

电话：010-66500892  
执业编号：S0360521040002

## 证券分析师：付春生

电话：010-66500991  
执业编号：S0360522080002

## 证券分析师：李星宇

电话：010-66500892  
执业编号：S0360524060001

## 证券分析师：夏雪

电话：010-66500860  
执业编号：S0360524070004

## 证券分析师：袁玲玲

电话：010-66500831  
执业编号：S0360524070006

## 联系人：韩港

邮箱：hangang@hcyjs.com

## 相关研究报告

《【华创宏观】以“价”定“价”——2024 年中期策略报告》

2024-05-27

## 投资主题

### 报告亮点

本篇报告为宏观年度策略报告，完整阐述对 2025 年宏观环境及投资策略的看法。主要的结论是，2025 年宏观主线在于如何解开当下的困境：“经济下行、财富缩水、预期疲软”，即以物价、房价与股价代表的经济、财富、预期三大市场的螺旋交织问题。这对应最终的投资情景是两个：情景一：三螺旋解开，经济走向复苏之路，股债从齐飞到背离。情景二：螺旋解套困难重重，低利率成投资主线。

### 投资逻辑

主要分为六大块。一是三螺旋现状的描述。二是定向层面阐述应对思路，包括可能做的，可能不会做的。三是定量层面测算需要的政策力度，包括财政、地产、产能三个方面的内容。四是可以持续跟踪的代表三螺旋在逐步解开的信号。五是投资思考。六是 2025 年宏观其他的影响因素，包括贸易摩擦、“三中”改革等。

# 目 录

<b>PART1、宏观主要矛盾的切换：从“三重压力”转为“三螺旋”</b>	<b>15</b>
<b>一、“三螺旋”的现状：理解其“交织”影响</b>	<b>15</b>
（一）经济下行+预期走弱，加剧财富缩水	15
（二）经济下行+财富缩水，加剧预期走弱	17
（三）财富缩水+预期走弱，加剧经济下行	18
<b>二、“三螺旋”的应对：旧思路，“新”做法</b>	<b>20</b>
（一）应对一：促进房价回暖，更重“价”的地产去库存	20
（二）应对二：促进物价回暖，更市场化的“供给侧改革”	22
（三）应对三：促进股价回暖，更稳健的“资本市场活跃”	22
（四）应对四：促进内需回暖，更重纪律的财政支出加码	23
<b>三、“三螺旋”的思考：增量“力度”的度量</b>	<b>24</b>
（一）度量一：地产去库存，去多少库存？	24
（二）度量二：供给侧改革，去多少产能？	27
（三）度量三：财政加杠杆，加多少杠杆？	28
<b>四、“三螺旋”的演变：“解套”的五个信号</b>	<b>29</b>
（一）信号一：财政的“乘数”放大	29
（二）信号二：居民企业的循环畅通	30
（三）信号三：M1 的“真实”回升	31
（四）信号四：一线城市的房价回暖	32
（五）信号五：工业价格的同比转正	33
<b>PART2、资产走势的情景推演：两种情景，两种走势</b>	<b>35</b>
<b>五、情景一：经济走向复苏之路，股债从齐飞到背离</b>	<b>35</b>
（一）复苏之路，逐步证真	35
（二）权益：从估值修复到盈利修复	35
（三）债券：从宽松开路到逐步撤出	37
<b>六、情景二：螺旋解套困难重重，低利率成投资主线</b>	<b>39</b>
（一）复苏之路，面临堵点	39
（二）权益：从估值修复到股息防御	40
（三）债券：将迎来持续的宽松之路	41
<b>七、商品：寻找供给侧改革阻力最小的方向</b>	<b>42</b>
（一）从标准视角看供改阻力最小的方向	43
（二）从盈利视角看供改阻力最小的方向	44
<b>八、黄金：“非寻常定价”之下，仍是中期配置基本盘</b>	<b>45</b>

九、汇率：内有政策转向，外有美国换届，波动或加大 .....	47
<b>PART3、宏观次要矛盾的思考：新的“X”因素 .....</b>	<b>49</b>
十、经济层面，贸易摩擦的风险“不容小觑” .....	49
十一、制度层面，改革加快落地，或有新机遇 .....	50
十二、资金层面，居民的存款搬家“潜力可观” .....	52
十三、流动性层面，美国降息之路或并不顺畅 .....	53
（一）降息干扰之一：美国经济韧性大于风险 .....	53
（二）降息干扰之二：美国通胀上行风险仍存 .....	54
<b>PART4、宏观主要数据的测算 .....</b>	<b>55</b>
十四、主要经济数据展望 .....	55
（一）主要经济指标概览 .....	55
（二）外需：出口的节奏推演 .....	55
（三）金融：或将波动加大的一年 .....	56
（四）地产：投资弱，销售稳 .....	57

## 图表目录

图表 1	三螺旋示意图（四个部门与五个指标）	15
图表 2	财富：居民净资产增速连续 10 个季度转负	16
图表 3	财富：房地产开发商净资产连续 3 年增速转负	16
图表 4	预期影响：居民地产及金融资产配置意愿极低	16
图表 5	经济影响：居民当期及未来收入信心偏弱	17
图表 6	经济影响：公务员与事业单位收入增速下行	17
图表 7	预期：M1 走弱，PPI 同比持续下行	17
图表 8	预期：中国股价表现与海外股价表现差异	17
图表 9	经济影响：企业感受需求不足—>企业预期弱	18
图表 10	经济影响：ROE 走低—>股价缺乏盈利支撑	18
图表 11	财富影响：政府非税依赖上升—>企业预期弱	18
图表 12	财富影响：房价弱—>外资预期弱，持股减少	18
图表 13	经济：社零增速低迷，一线城市更弱	19
图表 14	经济：固投增速低迷，地产与地方投资更弱	19
图表 15	财富影响：居民财产性收入增速下行	19
图表 16	预期影响：购房、耐用品消费意愿较低	19
图表 17	财富影响：土地出让承压，城投化债压力大	19
图表 18	预期影响：M1 走低—>PPI 走低，税收承压	19
图表 19	2015 年去库存，效果是量价双升	20
图表 20	当前主要地产政策一览	21
图表 21	两轮供给侧的背景均是产能利用率较低、物价压力较大时	22
图表 22	本轮融资融券规模并未抬升	23
图表 23	银行体系向非银投放资金规模较小	23
图表 24	2015-2018 年地方加杠杆出现乱象，存在“边化债边新增”	24
图表 25	地产库存绝对水平	25
图表 26	地产库存去化周期	25
图表 27	2015 年以前或积压库存较多	26
图表 28	现房库存去化周期持续上行	26
图表 29	地产去库存力度测算	27
图表 30	两轮供给侧改革的产能去化幅度测算	27
图表 31	产能利用率的比较	27
图表 32	四次应对低价的财政加码幅度	28
图表 33	2025 年名义 GDP 5%需要的财政力度	28

图表 34	地方信用扩张看大省，大省信用扩张看预算外（城投+非城投国企）	30
图表 35	政策性银行今年负债端扩张幅度较小	30
图表 36	专项债作资本金以铁路、公路为主	30
图表 37	企业居民存款剪刀差领先 PMI	31
图表 38	居民支出意愿持续下行	31
图表 39	M1 拆分的逻辑图表	32
图表 40	M1 同比抬升不必然对应经济预期修复	32
图表 41	实体带动的 M1 同比回升，才是真的回升	32
图表 42	回顾 2015 年前后房价走势，一线领先二三线、二手房领先新房	33
图表 43	日本经验：2004 年后东京房价率先回暖	33
图表 44	日本经验：2004 年后核心城市地价回暖	33
图表 45	中性情景：PPI 同比最快明年下半年转正	34
图表 46	今年前 10 个月 PPI 环比均值的拉动拆分	34
图表 47	关注“三螺旋”能否解套的五大信号	35
图表 48	权益三阶段的复盘	37
图表 49	政策应对与结构机会	37
图表 50	过去一年，DR007 利率难以穿破逆回购 7 天利率	38
图表 51	剪刀差修复期间，银行间利率方向大致决定债券市场方向	39
图表 52	二手房挂牌量依然偏高	40
图表 53	就业目标完成率：冗余量较小	40
图表 54	各行业股息率与 ROE	40
图表 55	各行业产能利用率的历史分位数以及供给压力	41
图表 56	工业企业利润同比转负期间，央行均降息	42
图表 57	剪刀差回落期间，剪刀差方向大致决定债券	42
图表 58	从政府推动和市场推动两个视角寻找供给侧改革阻力最小的方向	43
图表 59	国家标准提升：已明确的改造时点和涉及品种	44
图表 60	工业行业中盈利能力处于历史低位的有 10 个	44
图表 61	申万二级行业中盈利能力处于历史低位的有 12 个	45
图表 62	1998 年供改：重点是纺织与煤炭	45
图表 63	2016 年供改：重点是煤炭和钢铁	45
图表 64	实际利率与黄金价格走势背离	46
图表 65	地缘政治风险对金价的影响越来越大	46
图表 66	部分主流智库对国际不稳定局势的分析	46
图表 67	人民币汇率未来趋势研判抓手：供求基本面与美元指数	48
图表 68	美国关税对中国出口的影响测算：分情景	50

图表 69	国内产出缺口与潜在增速缺口 .....	50
图表 70	本轮供需矛盾更集中在中游装备制造 .....	50
图表 71	中游装备制造业海外营收占比更高 .....	50
图表 72	二十届三中全会部分重点改革及与十八届三中对比（红色可能偏收缩性） ..	52
图表 73	本轮政策转向前，居民存款与股票市值之比处于较高水平 .....	53
图表 74	股票型 ETF 基金发行份额 .....	53
图表 75	上证所 A 股新增开户数量达历史高位 .....	53
图表 76	美国经济软着陆的逻辑图 .....	54
图表 77	2025 年主要数据预测 .....	55
图表 78	海外利率与工业生产指数 .....	56
图表 79	关税实际落地前 1-2 个季度或有“抢进口” .....	56
图表 80	2024-2025 年社融数据预测 .....	57
图表 81	4~8 月，M1 净增长规模低于历史同期 .....	57
图表 82	不同情境下的 M1 同比 .....	57
图表 83	关键预测：地产施工面积 .....	58

前言：自 2022 年年底疫情放开以来，宏观主要矛盾在持续切换中。2022 年年底，中央经济工作会议对经济的定调是“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。2023 年年底，定调有微调“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多”。2024 年 9 月 26 日政治局会议指出，“当前经济运行出现一些新的情况和问题”。此处，未明确指出何为“新的问题”。

结合三季度消费、地产、地方财政、股市等问题进一步凸显，以及若干权威讲话，我们认为当前主要矛盾或可总结为——“经济下行、财富缩水、预期疲软”，即以物价、房价与股价代表的经济、财富、预期三大市场的螺旋交织问题，我们称之为“三螺旋”。

“三螺旋”之下，“解开”的思路需要“系统施策”，2025 年的经济与资产配置将在很大程度上取决于这一进程顺利与否。

注：权威讲话包括央行 10 月 18 日金融街论坛讲话（侧重股市、房价、物价）、发改委 10 月 8 日的发布会（侧重经济、地产、股市）、《学习时报》10 月 22 日发改委相关人士问答《为什么要加大财政货币政策逆周期调节力度》（侧重消费、预期、资产负债表）、何立峰 10 月 12 日地方调研称“房地产市场是当前宏观经济的一个风向标”等。

## PART1: 我们完整回答“解开三螺旋”的四个问题

### 一、深刻理解当下的宏观矛盾：“三螺旋”如何交织影响？

首先，对于“三螺旋”的交织影响，我们做一定的简化。对于财富，核心关注房价，其主要影响的是两个主体：居民、地产商与城投。对于预期，我们核心关注 PPI 和股价，其主要体现的是三个主体的信心：居民、企业、外资。对于经济，我们核心关注消费和投资，其主要来自两个主体的支出：居民、广义政府。即，本轮经济的压力，在指标层面，是消费、投资、PPI、房价、股价的共同走弱。在主体层面，是企业、居民、政府的共同承压，其中居民部门压力或更大。在运行层面，通过经济、预期、财富交织影响，呈螺旋式下行特征。

**1、经济下行+预期走弱，加剧财富缩水：财富的指标层面**，房价下跌，尤其是一线城市下跌更为严重。居民净资产连续 10 个季度增速为负，房企连续三年净资产增速为负。**原因层面**，经济的影响通过就业影响居民收入，通过财政影响公务员与事业单位工资。**预期的影响**体现在居民的购房意愿、金融资产配置意愿都处于极低位置。

**2、经济下行+财富缩水，加剧预期走弱：预期的指标层面**，PPI 低迷，叠加 M1 的大幅下行，显示企业预期较低。股价在 9 月 26 日政策转向前表现低迷，反映居民、外资等权益市场参与者预期较低。**原因层面**，经济的影响体现在消费与投资偏弱，企业感受到的需求持续不足，企业 ROE 趋于下行，股市缺少盈利支撑。**财富的影响**体现在卖地收入承压、化债压力加大背景下，地方政府涉企收费增多，企业预期走弱。居民净资产增速持续走弱，结合海外经验，居民与外资悲观预期有所加剧。

**3、财富缩水+预期走弱，加剧经济下行：经济的指标层面**，是社零与固投两大内需指标增速较低。其中，社零方面，一线城市压力更大。投资方面，地产与地方政府的投资压力更大。**原因层面**，财富的影响体现在居民财产性收入增速下行，消费能力受到削弱，这对一线城市居民影响更大。同时，土地出让收入减少背景下，地方政府支出能力受到削弱。**预期的影响**体现在居民购房、购买耐用品的意愿不足。以及，PPI 持续低迷背景下，政府的税收收入同样承压，进一步加剧其支出压力。

## 二、把握政策应对的方向底线：可能会做什么，可能不会做什么？

其次，把握本轮政策应对的思路。其诉求是“解开三螺旋”。

总结而言，本轮或是升级版的 2014-2015 年，相同的四板斧都有经验的总结，也有增量的尝试和不一样的挑战。2014-2015 年：大宽松+金融创新；化债+政府财政纪律弱化；地产量价双升；行政化的供改。当下政策逻辑：宽松+金融强监管；化债+政府纪律强化；地产控量保价；市场化的供改。

本轮增量的尝试是消费补贴以及可能的扩围用以补偿地产控量之下的“需求”缺失。本轮增量的挑战是外部环境的较大不确定性。

具体而言，对消费、投资、PPI、股价、房价有针对性的举措。同时，中长期的高质量发展方向仍要坚持，既往的教训也大概率会总结和规避，因而思路或是：

1、针对房价：会努力让房地产市场“止跌企稳”，但“量”的维度不依赖于其增长，即“控量保价”。此前 2015 年的地产去库存，实质是“量价齐升”，最终地产对经济的贡献从 2015 年到 2018 年持续上升。围绕这一思路，目前地产去库存是“三者并重”，即去开工土地的库存（土地收储）、已销售未竣工的项目保交付（保交房）、去已开工未消费的库存（城中村改造、商品房收储、调整地产相关限购举措等）。

2、针对股价：会努力增强其“稳定性”，但时刻防范“金融空转”。从有利因素来讲，在过去几年地产持续调整和消费低迷的背景下，居民积攒的预防性储蓄较多，居民存款与股票市值之比在 8 月底基本达到 2009 年以来的高点。因而，政策或会通过“公募基金改革”，更多设立被动型指数基金的方式引导居民直接入市，或也会通过“打通社保、保险、理财等资金入市堵点”的方式间接增加居民持有的权益规模。此外，“平准基金”或也在“研究设立”中。但，2015 年的“金融空转”加剧了“金融风险”，本轮监管层面或持续关注这一点。指标层面，本轮资本市场活跃过程中，银行体系向非银投放资金占其总资产比重或会偏低。

3、针对 PPI：纯靠需求侧的概率偏低，进行“供给侧”改革与扩内需相结合的方式可能性较大，但执行层面或偏“市场化”。此前两次 PPI 压力较大（同比为负持续时间超过 2 年），都进行了供给侧改革（1998-2000 年、2016-2018 年），本轮或也不会例外。执行层面，此前两轮更偏行政化。本轮出于两个原因，或会偏“市场化”。第一，三中改革方向强调公平统一。第二，能耗角度推动“去产能”的政策已有基础，有市场化“抓手”进行去产能。

4、针对扩内需（消费与投资）：宽财政或是必然之路，但会更强调“财政纪律”。2015 年的宽财政，存在地方“边化债边加杠杆”，留下了“隐性债务”这一隐患。彼时化债规模达 12.2 万亿（2015-2018 年）。期间城投有息负债、城投非标、PPP 规模均快速增加。如 PPP，项目总投资 2016 年初的 8.1 万亿增加到 2018 年末的 17.7 万亿。本轮，宽财政，同样从化债开始（2024-2028 年，10 万亿规模），但强调“将不新增隐性债务作为‘铁的纪律’”。这意味着，后续财政加力的方向，更多是中央引导的方向，而非地方的无序扩张。消费与投资相对而言，如盲目投资冲动被按住，那么本轮财政加码过程中会自然更侧重消费。

## 三、评估政策实施的力度体量：“解套”需要做多少努力？

厘清方向之后，更重要的是估算力度。考虑到股市受房价、PPI、消费、投资影响较大，我们更关心在去库存、去产能、宽财政这三个方面的体量需要多大才有望“解开三螺旋”。

**1、去库存，需要去多少？不含土地收储，预计需 1.4-4.3 万亿左右。**我们测算，截止至 2024 年 9 月，房地产总库存为 56 亿平，其中：土地库存为 36.6 亿平、期房库存为 15.8 亿平、现房库存为 3.8 亿平。若将现房去化周期去到 2016 年年末水平，或需 1.4 万亿；若将现房和期房库存均去化到 2016 年年末的水平，或需 4.3 万亿。此处并未考虑土地库存，若将土地库存去化到合意的程度，需资金较多（或在 5.1-5.6 万亿），但土地若不开发不影响房价。

**2、去产能，需要去多少？工业整体产能的 1.4%-2.0%。**一是观察历史经验。1998 年-2000 年，纺织业产能压降 23.6%，煤炭业产量压降 18.4%，综合影响下，工业整体产能去化 2.0% 左右。2016-2018 年，煤炭和钢铁去产能下，工业整体产能去化 1.4% 左右。二是观察 2013 年以来 PPI 与产能利用率的关系，PPI 同比为正的年份，产能利用率均值为 76.6%；PPI 同比为负的年份，产能利用率均值为 74.97%。这意味着，今年产能利用率基础上，再提升 1.5% 左右，PPI 同比才有望转正，对应产能去化幅度为 2%。

**3、宽财政，需要多少钱？政府广义赤字率或需在 9.6%-11.0% 之间。**一是观察历史经验。过去四次 PPI 同比为负阶段，财政都做出了积极的应对。我们使用广义赤字率来计算财政扩张的幅度。平均而言，四次积极的财政对应的广义赤字率提升 2 个百分点左右。2024 年的广义赤字率，预计在 7.6% 左右，则，2025 年需要的广义赤字率或为 9.6% 左右。二是从支出法角度进行估算，物价回暖，从名义 GDP 的角度，或需要达到 5% 以上（平减指数转正）。在居民消费、制造业投资、地产、净出口、政府收入等参数做出合理假设的情况下，预计需要的广义赤字率在 2025 年或需达到 11.0% 左右。

#### 四、动态跟踪政策实施的效果：把握“解套”的五大信号

最后一步，是动态跟踪政策实施效果。五大信号分别是财政预算外资金发力、企业居民存款增速差持续回升、M1 持续回升、一线城市房价同比转正、PPI 同比转正。从先后顺序上讲，如果政策实施较为顺利，可能先是预算外资金、居民的资金配合财政发力，需求扩大，叠加供给侧改革，企业利润与资金状况好转，信心提升，支出意愿上行，政府、居民、企业形成良性循环，最后合力带动房价与 PPI 好转。

**1、信号一：财政的“乘数”放大。**本轮财政预算外的资金将主要来自中央的有序指导，目前相对明确的指导方向有三个：1）政策性银行扩表：10 月 17 日住建部发布会指出，“（100 万套城中村和危旧房改造）开发性、政策性金融机构可以给予专项借款。”2）专项债撬动系数扩大：10 月 12 日财政部发布会指出，“下一步，增加用作项目资本金的领域，最大限度扩大使用范围。”3）经济大省挑大梁：7 月 30 日政治局会议指出，“要继续发挥好经济大省挑大梁作用”。

**2、信号二：居民企业的循环畅通。**指标层面是企业居民存款增速剪刀差的修复。原理上，企业发工资及分红，钱流向居民；居民购房及消费，钱回流企业。因而。若该指标回升，那么意味着企业在这一个循环中占据有利位置，反映居民购房及消费意愿较高，类似于 2017 年、2020 年-2021 年，经济周期运行向上；若该指标回落，意味着企业在这一个循环中占据不利位置，反映居民购房及消费意愿低，类似于 2018 年、2022-2023 年，经济偏弱。

**3、信号三：M1 的“真实”回升。**M1 本身的优点在于具有“兜底”功能，任何有助于企业利润好转的情况发生（如供给侧改革、外需好转等）或都能体现在 M1 层面。但，需要重点强调是一种特殊情形下的 M1 回升需要予以警惕，即由金融机构“资金空转”带来的回升，典型的年份即是 2015 年。分析方法上，借助货币当局的资产负债表（获得 M0）、其他存款性公司的资产负债比表（获得单位活期存款），通过科目的合并，将 M1 拆分为三块：包含实体需求带动（与企业借贷，居民借贷，出口相关），政府部门带动（与政府

发债，财政存款支出，央行上缴利润等相关），金融机构带动（理财赎回，基金赎回等）。若是金融机构带动的 M1 的回升，需视为与“实体经济无关”。

**4、信号四：一线城市的房价回暖：**考虑到本轮地产周期面临的是长周期的刚需购房人口减少（如出生人口、结婚登记人数、适龄买房人口），因而房价的回暖或是呈分化特征。重点应该关注一线城市。两个经验数据来看，一线城市的房价回暖至关重要。一是 2015 年的经验，彼时一线城市的二手房价在 2014 年 9 月率先触底（以定基指数录得局部最低值计量），领先二、三线城市 6 个月、8 个月。二是日本的经验，1990 年地产危机后，东京房价率先在 2004-2007 年迎来反弹，累计涨幅达 15%，而同期日本全国房价下跌 6%。

**5、信号五：PPI 同比转正。**这一信号可以宣告“三螺旋彻底解套”。中性情景下，预计明年 PPI 同比或逐步回暖，到明年三季度末回到 0% 附近，全年中枢约 -1%；这一情形下，假设 2025 年物价环比不涨不跌。需要关注的上行风险来自供给侧改革、煤价上涨（用电需求增加）、耐用品价格跌幅收窄（持续促销费）等。下行风险或来自原油（美国政策变化）、黑色（地产投资以及地方主导的基建投资可能仍会有压力）。

## **PART2: 我们分析资产看法，不同情境和情境下不同的阶段，资产配置差异较大**

需要紧密的跟踪和研判，这也是明年投资最挑战的地方，我们力争将情景和阶段的定量指标梳理清楚，给资本市场以坐标系，以期可跟踪、可量化、可验证。每一阶段我们都会参考历史进行客观复盘，但投资绝不是刻舟求剑，外部因素的不确定和供给侧改革的灵活性都可能造成投资顺序的“随时打断”和“随时插队”。

### **五、情景一：经济走向复苏之路，股债从齐飞到背离**

1、这一情景需要看到复苏之路，逐步证真。何为证真？核心是“三螺旋解套”的五大信号逐步出现。有两种可能，一种是两会之前，在目前政策影响下，数据逐步好转。另一种可能是全年政府工作报告确定的完整的工作部署力度符合或超预期。这两种情形有其一，或可认为到明年年底之前，经济朝着复苏之路演变，资产配置上（股债之间、股的风格之间）需要随时准备做调整。

2、这一情景之下对于权益市场的表现，要分三阶段。阶段一为政策底到 PPI 领先指标好转，阶段二为利润领先指标好转到 PPI 转正，阶段三为 PPI 转正之后。具体而言，此前两轮经济周期，阶段一对应：2014 年 6 月底-2015 年 6 月底、2018 年 12 月底-2019 年 10 月底。阶段二对应：2015 年 6 月底-2016 年 9 月底、2019 年 10 月底-2021 年 1 月底。阶段三对应：2016 年 9 月底-2017 年年底、2021 年 1 月底-2021 年年底。

每一阶段行情的特征略有差别，我们分析两轮行情的股市涨幅、估值与盈利的贡献拆分、以及占优行业（两轮行业涨幅均超行业中位数的行业）。1）阶段一：股市整体而言上涨幅度较大，且股市的涨幅主要由估值贡献。股市的风格层面上需要重视非银与科技板块，包括非银、军工、计算机、通信等行业。2）阶段二：股市能否上涨存在不确定性，或取决于前期是否上涨幅度过大。股市的风格层面上需要重视消费板块，包括食品饮料、汽车、医药、家电、电子、消费者服务等。3）阶段三：股市继续上涨，且股市的涨幅主要由盈利（净资产增加）贡献。股市的风格层面需要重视周期与耐用品，包括煤炭、钢铁、有色、电子、汽车等。

**本轮行情的展望：**1）就股市整体节奏上，9 月 26 日可视为政策底，当前尚在阶段一（企业居民存款增速差尚未连续回升）。这一阶段，结合当下的政策导向（科技补短板、引导

长期资金入市、实施大力度的降息)以及居民的存款动能偏高(储蓄/股票市值),非银、军工、科技、高股息仍是重点值得关注的行业。2)若进入阶段二,则需要更多关注消费,结合政策导向(两新政策、补贴扩围、财政大幅加码),家电、汽车、服务消费、煤炭、白酒是值得重点关注的行业。3)若进一步进入阶段三(PPI同比转正),则需要关注周期与耐用品。结合政策导向(可能进行供给侧改革以及地产去库存),钢铁、煤炭、建材、光伏是值得重点关注的行业。阶段二和阶段三的行业机会并非是静态的刻舟求剑,比如供给侧改革的灵活穿插、中美博弈对行业的影响可能随时带来行业轮动的切换。

3、这一情景之下对于债券市场的展望:利率可能会经历三个阶段,或需且战且退。1)阶段一(利润领先指标尚未持续回升):一方面,政策利率或仍会调降。另一方面,从历史经验来看,无论银行间利率是否宽松,十年期国债收益率均会持续下行,因而,债市依然不空,波动或来自于居民购买理财与债基的动量强弱变化。2)阶段二(利润领先指标回升, PPI 同比尚未转正):若 PPI 同比继续回落,此时银行间利率易下难升。如果期间银行间利率大幅回落,对应十年期国债仍有下行可能(对应 2015 年、2022 年年初);但如果银行间利率相对平稳,对应十年期国债或在底部震荡(2009 年上半年、2019 年下半年)。若 PPI 同比开始向上,此时银行间利率易升难降。如果期间银行间利率开始向上抬升,此时十年期国债或开始逐步转熊(2009 年下半年、2020 年下半年)。但如果此时银行间利率仍维持低位,那么债券市场牛市可能尚未结束(2016 年)。3)阶段三(PPI 同比转正):这一阶段如果 PPI 同比抬升源于需求拉动,那么债券收益率有大幅上行的风险;但如果 PPI 同比抬升源自成本冲击(2021 年油价飙升推动 PPI 同比走高),那么债券收益率则将跟随短期需求的变化而进行调整。

## 六、情景二：螺旋解套困难重重，低利率成投资主线

1、这一情景的达成条件从时间点上看来是明年两会。即同时满足两个条件——明年两会之前“解套”的领先指标皆无法好转；政府工作报告明确的定量的政策部署只是符合或低于预期。

主要担心的堵点可能是：1)财政稳增长力度不够大，本轮稳增长是在约束地方举债、严控地产增量的前提下进行的，需要的财政增量规模相较以往或要偏高一点。2)稳房价的难度较大。3)去产能面临稳就业的掣肘。从就业目标完成率来看，2023 年以来冗余量较小(如 2023 年全年目标新增就业 1200 万人，实际完成 1244 万人，参考前两轮供给侧改革，去产能需要分流员工 100 万人以上)。4)贸易环境出现较大变化。

2、这一情景之下对于投资而言，或类似 2024 年，主线是多债多高股息。1)对于股市而言，主线是高实际利率低名义利率之下的投资选择，重点关注股息率高(相较债有优势)、ROE 高(能抵抗高实际利率的压力)的行业，如银行、家电等。支线是供需格局较好的行业(对需求回升更为敏感)，如煤炭、化纤等。2)对于债券而言，利率中枢或进一步下行。一方面，出于降低企业负担角度，政策利率调降幅度仍会较大。另一方面，资产荒问题或会再次凸显，市场利率或会持续回落。

## 七、商品：寻找供给侧改革阻力最小的方向

对于商品而言，明年可以从两个角度寻找供给侧改革的方向，一是国家标准提升涉及的行业和工业品，这是政府推动的视角；二是目前盈利能力处于历史低位的行业，这是市场推动的视角(1998 年推动的是纺织、煤炭；2016 年推动的是煤炭、钢铁，都是彼时盈利压力较大的行业)。综合而言需要重点关注的是：黑色金属冶炼加工(钢铁)、非金属矿物制品(水泥)、化工、造纸、光伏、汽车等。

## 八、汇率：内有政策转向，外有美国换届，波动或加大

后续汇率走势将受三个因素影响，波动率或将明显高于今年。1) **美元指数**：受特朗普可能的新政影响（如加征关税、收紧移民政策等），美国有望保持对非美的相对利差优势，支撑美元指数偏强。2) **贸易顺差**。按照特朗普的执政纲领，“逐步停止从中国进口必需品等”。我们测算，若特朗普对中国进口关税率加征至 60%，或拖累中国整体出口-2.6%到-5.8%，中性区间或在 4-5 个百分点左右。3) **PMI**：**PMI 强弱影响净结汇率**。考虑到国内政策已全面转向稳增长，后续 PMI 的波动或也将加大。若政策力度偏强，PMI 有望趋于上行，若力度不及预期，PMI 也可能重新回落。

## 九、黄金：“非寻常定价”之下，仍是中期配置基本盘

首先，过去两年黄金价格走势或更多来自地缘冲突等“非寻常定价”。包括与美国实际利率走势的背离、与全球基金经理调查中地缘政治风险的得分走势趋同（越来越高，且与黄金价格的走势相当一致）。其次，从目前主流国际智库的观点来看，后续俄乌、巴以、朝鲜等问题上不稳定的因素或仍较多。中期维度仍看好黄金的配置价值。

## PART3: 一些特殊问题的分析

### 十、经济层面，贸易摩擦的风险“不容小觑”

定量测算，极端情形下，若特朗普对中国进口关税率加征至 60%，或拖累中国整体出口-2.6%到-5.8%，中性区间或在 4-5 个百分点左右。测算过程详见正文。定性分析层面，本轮国内供需矛盾或更尖锐，贸易摩擦对手或更具“议价权”，导致本轮加关税国内或负担更大。

### 十一、制度层面，改革加快落地，或有新机遇

2014-2015 年的改革遵循的是十八届三中全会（2013 年）的部署。展望 2025 年，或陆续落地二十届三中全会（2024 年）的部署，我们关注如下重点内容：1) **金融层面**：“促进资本市场健康稳定发展。支持长期资金入市”；“制定金融法。完善金融监管体系”。2) **投资层面**，“建立未来产业投入增长机制”，“建设国家战略腹地 and 关键产业备份”，“以国家标准提升引领传统产业优化升级”。3) **消费层面**，“完善扩大消费长效机制，减少限制性措施”，“推行由常住地登记户口提供基本公共服务制度”，“完善生育支持政策体系和激励机制”，“优化基本养老服务供给”等。

### 十二、资金层面，居民的存款搬家“潜力可观”

资金层面，以居民储蓄与 A 股市值之比衡量居民入市的潜力，8 月底为 1.81，与 2008 年以来的几次股市上涨行情相比，与 2014 年 6 月末接近（1.82），高于 2009 年、2019-2020 年两次行情的起点。因而，本轮行情，居民“存款搬家”或成为重要影响因素。

我们观察直接与间接的搬家。1) **直接的搬家**。关注开户数、ETF 规模。ETF 方面，截止至 11 月 12 日，股票型 ETF 基金规模达到 2.93 万亿。其中，中证 A500 挂钩产品规模 1872 亿。2) **间接的搬家**：或通过**保险、理财、社保等渠道入市**。理财，2024 年 6 月底银行理财中权益类资产的配置比例仅为 0.25%，远低于 2018 年 9.92%的历史高位。保险，2024 年 6 月保险公司的股票和证券投资金额为 3.78 万亿元，占资金运用比重为 12.7%。对比美国及日本，两者的寿险公司股票投资比重均达到了 30%附近。

### 十三、流动性层面，美国降息之路或并不顺畅

**1、2025 年美国软着陆的概率更大，韧性较强的基本面难以支撑美联储持续大幅的降息。**分部门来看：居民部门，美国高收入群体“家底”厚（资产负债率处于历史极低位置）、低收入群体虽存在风险但在经济中的体量较低（消费支出占比为 5%），因此居民消费的韧性将是美国经济稳固的基本盘。企业部门，企业整体经营利润保持较快增长，风险相对较大的小企业在利率与通胀下行的背景下也在边际改善。

**2、特朗普经济举措或可能抬升通胀。**特朗普执政思路中抬升通胀的举措偏多。可能抬升通胀的举措包括①主张对进口商品征收 10%-20%的基准关税，并对中国征收 60%关税，②反对移民并主张大规模遣返非法移民，③对企业大幅减税或推高赤字等；可能压低通胀的举措或包括主张降低能源成本到特朗普第一个任期内的历史低点以下等。

### PART4: 2025 年主要经济数据的预测

**1、就经济而言，预计 2025 年会面临与 2024 年同样的问题，“价比量更重要”。**以 GDP 实际增速代表量，名义 GDP 增速代表价，或仍是实际 GDP 增速更高。预计全年实际 GDP 增速 4.9%左右，其中地产业、金融业、批发零售业可能会好于今年。预计全年名义 GDP 增速在 4.6%左右，全年 CPI 同比均值为 0.8%，PPI 同比均值为-1%左右。

**2、需求侧，出口的问题会较为复杂。**若无关税问题，则全年增速或小幅回落至 3%左右，受基数及外需影响，或呈前低后高的态势。但若美加征 60%关税，则全年增速或降至-2.5%左右，抢出口影响有可能出现前高后低的态势。**地产方面**，受施工面积增速较低影响，预计地产投资-10%左右，但地产销售在城中村改造货币化安置的影响下有望增速转正。消费方面，社零增速有望回升至 4-5%之间，“两新政策”有望延续。

**3、金融方面，数据层面关注两个问题。**一是社融增速，受政府债发行规模较大影响，预计 2025 年社融增速回升至 8.5%左右。二是 M1，需评估 2 季度的跳升是来自基数还是真实的企业活期存款的好转。

正文：

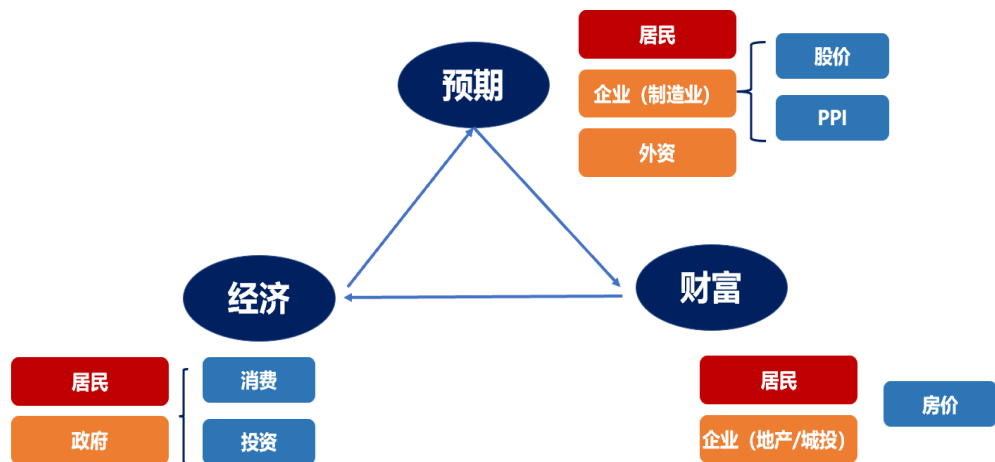
## PART1、宏观主要矛盾的切换：从“三重压力”转为“三螺旋”

### 一、“三螺旋”的现状：理解其“交织”影响

本章节阐述“三螺旋”的现状，即经济面临的问题。对于“三螺旋”的交织影响，我们做一定的简化。对于财富，核心关注房价，其主要影响的是两个主体：居民的财富、地产商与城投的财富。对于预期，我们核心关注 PPI 和股价，其主要体现的是三个主体的信心：居民、企业、外资。对于经济，我们核心关注消费和投资，其主要来自两个主体的支出：居民、广义政府。

即，本轮经济的压力，在指标层面，是消费、投资、PPI、房价、股价的共同走弱。在主体层面，是企业、居民、政府的共同承压，其中居民部门压力或更大。在运行层面，通过经济、预期、财富交织影响，呈螺旋式下行特征。

图表 1 三螺旋示意图（四个部门与五个指标）

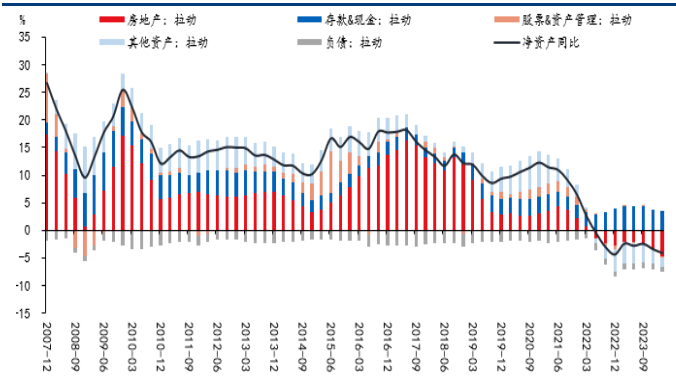


资料来源：华创证券

### （一）经济下行+预期走弱，加剧财富缩水

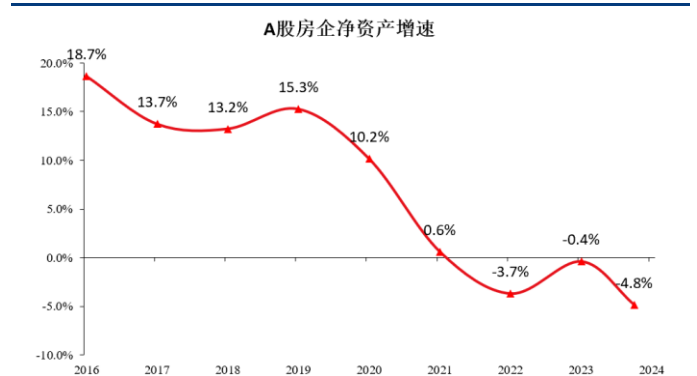
1、这一环节，财富的指标层面，是房价下跌，尤其是一线城市下跌更为严重。今年9月，70大中城市二手住宅房价同比为-9%，其中一线城市同比为-10.7%。直接影响的是居民、房企（含土地开发类城投）的资产负债表。根据我们编制的居民资产负债表，今年2季度末，居民部门净资产增速为-4.2%，连续10个季度净资产增速为负。根据A股房地产企业财务报表，2022年以来连续三年，房企净资产增速转负，今年三季度末，增速为-4.8%。

图表 2 财富：居民净资产增速连续 10 个季度转负



资料来源：Wind，华创证券

图表 3 财富：房地产开发商净资产连续 3 年增速转负



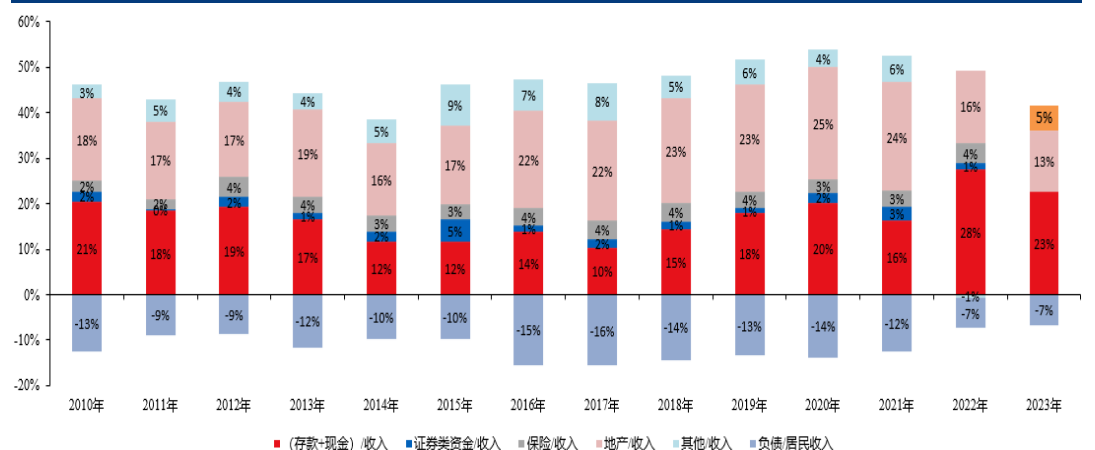
资料来源：Wind，华创证券

## 2、这一环节，原因层面，是长周期刚需购房人口减少的大背景下，叠加短周期的收入与预期的承压。

**1) 收入与就业方面**，或受经济下行影响，居民部门收入感受指数从 2023 年 1 季度的 50.7% 降至 2024 年 2 季度的 46.6%。当期就业感受指数从 2023 年 1 季度的 39.9% 降至 2024 年 2 季度的 33.8%。居民部门中可关注公务员与事业单位这一特殊群体，其收入的观察可通过“其他行业”的 GDP 增速予以跟踪，2021 年以来增速持续下行。详见《【华创宏观】消失的“其他”：地产之外的最大拖累——经济微观察系列一》。

**2) 预期方面**，一方面，央行调查显示，居民的未来收入信心与未来就业预期指数趋于下行。另一方面，我们估算的居民部门资金流量表显示，2023 年居民部门的负债及金融资产的配置意愿偏低，风险偏好或处于历史极低位置。负债与收入之比，2023 年降至 7%，金融投资（证券+保险+其他）与收入之比，2023 年降至 5%。

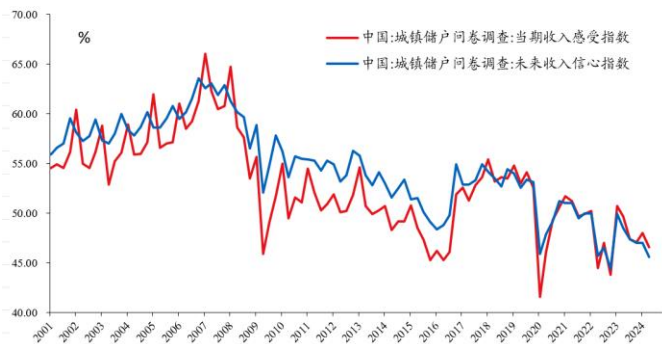
图表 4 预期影响：居民地产及金融资产配置意愿极低



资料来源：Wind，华创证券

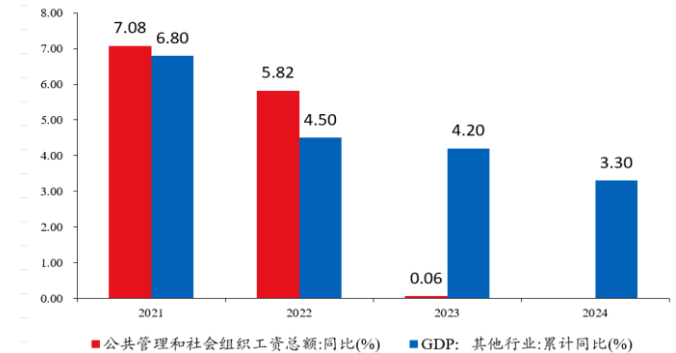
注：①收入数据为统计局公布的住户部门可支配收入数据，2023 年住户部门可支配收入尚未公布，我们根据人均可支配收入增速推算得到；②地产/收入这一比值中，地产数据来自商品房住宅销售额；③证券类资金包含股票，债券，证券投资基金，客户保证金等；④其他包含理财，信托等资产；⑤2023 年央行资金流量表数据尚未公布，因此 2023 年橙色金融投资数据为估算数据，金融投资=证券类资金+保险+其他；⑥负债数据来自央行资金流量表，同样由于 2023 年资金流量表数据尚未公布，因此 2023 年居民负债为根据居民贷款估算数据。

图表 5 经济影响：居民当期及未来收入信心偏弱



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 经济影响：公务员与事业单位收入增速下行

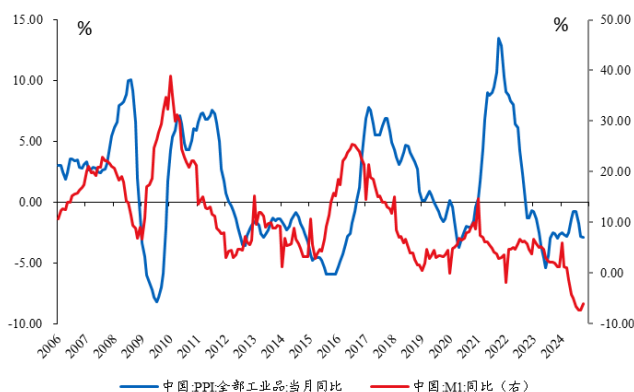


资料来源：Wind，华创证券

## (二) 经济下行+财富缩水，加剧预期走弱

**1、这一环节，预期的指标层面是 PPI 低迷，叠加 M1 的大幅下行，显示企业预期较低。股价在 9 月 26 日政策转向前表现低迷，反映居民、外资等权益市场参与者预期较低。**  
**PPI 方面**，自 2022 年四季度以来，已连续 7 个季度转负，10 月，PPI 同比进一步下行至 -2.9%。M1 方面，10 月，同比增速为 -6.1%，处于较低位置。**股价方面**，2022 年疫情放开以来，中国股指表现落后于美欧日等主要市场的指数。从 2022 年 11 月 11 日至 2024 年 10 月 8 日，上证指数、标普 500、日经 225 以及欧洲斯托克 600 的涨幅分别为 11.82%、50.15%、39.76%和 22.00%。

图表 7 预期：M1 走弱，PPI 同比持续下行



资料来源：Wind，华创证券

图表 8 预期：中国股价表现与海外股价表现差异



资料来源：Wind，华创证券 注：将 2022 年 11 月疫情防控放开时点主要指数的点位定基为 100

## 2、这一环节的原因层面，与经济下行、财富缩水关系较大。具体而言：

**1) 经济对企业预期的传导是：**受居民、政府支出偏弱影响，企业感受到的需求明显不足，据中采调查显示，自 2023 年 6 月以来，反映市场需求不足的企业比重持续在 60% 这一较高位置附近徘徊。此外，观察企业居民存款增速差，今年以来，处于历史较低位置。

**2) 经济对股价的传导是：**受需求不足影响，企业盈利能力承压，规上工业部门的 ROE 趋于下行，股价缺少盈利的支撑。前三季度，规上工业企业利润增速为 -3.5%。

**3) 财富对企业预期的传导是：**受土地出让下行、化债压力较大等因素影响，地方非税收

入增加较多。前三季度，一般公共预算中非税收入占比上行至 19.2%，处于历史较高水平。非税高增背后，或与罚没等涉企收费有关，或进一步对企业预期形成影响。据发改委 10 月 8 日发布指出“及时对罚没收入增长异常的地方进行提醒，必要时进行督查”，财政部 10 月 25 日发布指出，“将密切跟踪非税收入变化情况，持续规范非税收入管理，依法依规组织非税收入，确保非税收入应收尽收、不得乱收，坚决不收过头税费，切实减轻经营主体负担。”

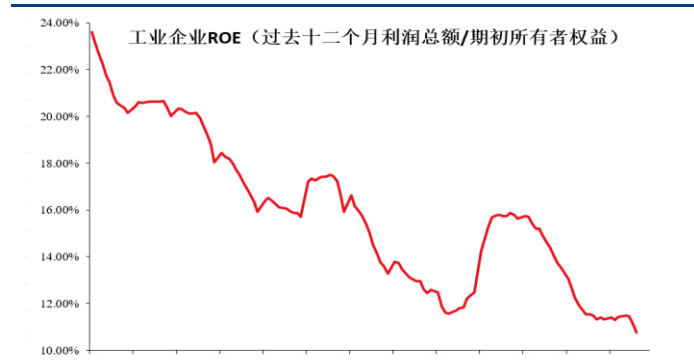
**4) 财富对股价的传导是：**受居民财富持续缩水影响，居民与外企更多关注海外案例，悲观情绪有所上升。直观的体现是，外资持股占 A 股总市值的比重在持续回落，从 2021 年 5 月的 4.42% 回落到 2024 年 8 月的 3.54%。

图表 9 经济影响：企业感受需求不足→企业预期弱



资料来源：Wind，中国物流与采购联合会，华创证券

图表 10 经济影响：ROE 走低→股价缺乏盈利支撑



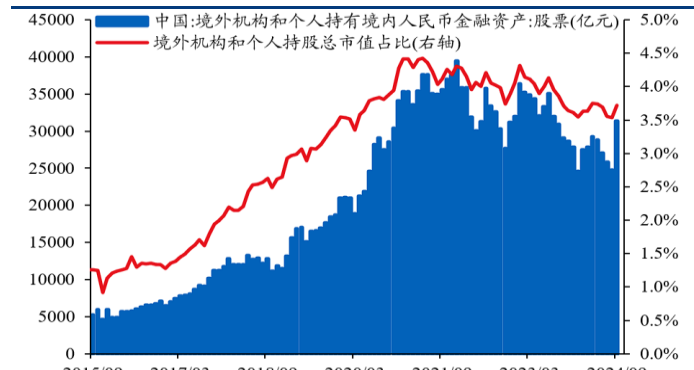
资料来源：Wind，华创证券

图表 11 财富影响：政府非税依赖上升→企业预期弱



资料来源：Wind，华创证券

图表 12 财富影响：房价弱→外资预期弱，持股减少

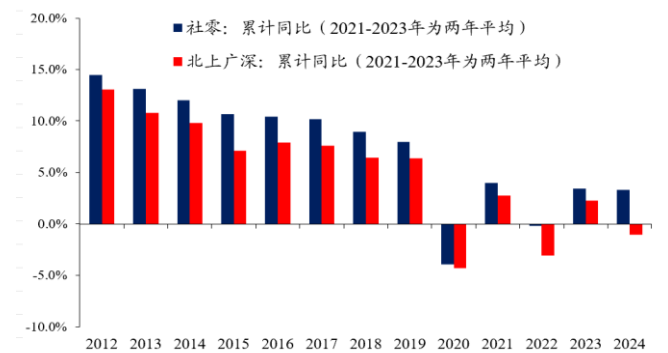


资料来源：Wind，华创证券

### （三）财富缩水+预期走弱，加剧经济下行

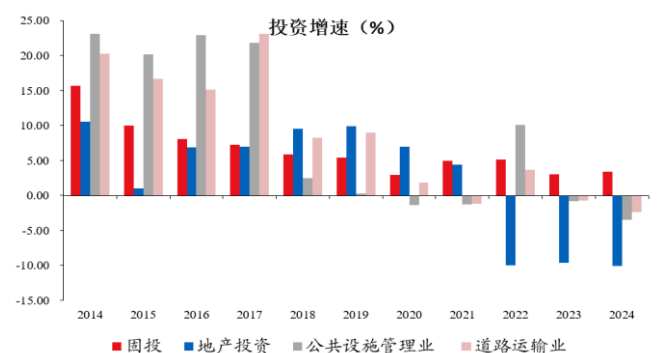
**1、这一环节，经济的指标层面，是社零与固投两大内需指标增速较低。**其中，社零方面，前三季度增速为 3.3%，低于 GDP 增速。其中，北上广深社零累计增速均值仅为-1.1%。投资方面，前三季度，固投增速为 3.4%，低于 GDP 增速。其中，地产投资增速为-10.1%，代表地方投资的公共设施管理业与道路运输业，增速分别为-3.5%、-2.4%。

图表 13 经济：社零增速低迷，一线城市更弱



资料来源: Wind, 华创证券; 2024 年为前三季度

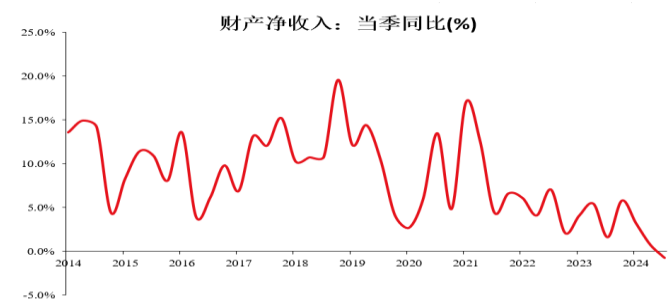
图表 14 经济：固投增速低迷，地产与地方投资更弱



资料来源: Wind, 华创证券; 2024 年为前三季度

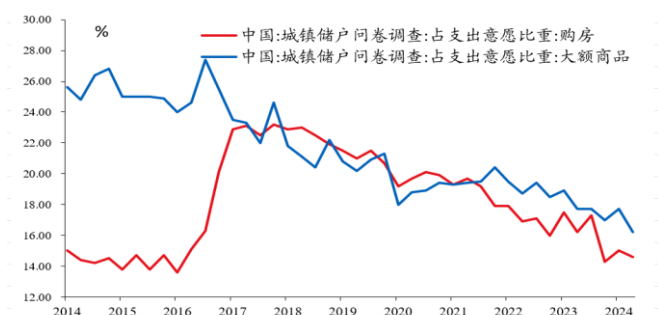
2、这一环节，原因层面，与财富缩水、预期走弱关系较大。具体而言，对于居民部门，财富缩水影响其消费能力，直观的体现是财产净收入，今年前三季度居民财产净收入增速为 1.2%，单三季度增速首次转负。预期走弱影响其购房与消费意愿，根据央行调查，居民购房、大额商品的支出意愿持续走低。对于政府部门，地产开发商的财富缩水影响卖地，前三季度，土地出让收入增速为-24.6%。城投的财富缩水影响其偿债能力，前三季度，城投债净融资为-0.4 万亿，去年同期为 1.0 万亿。此外，企业预期走弱，M1 下行，PPI 同比持续处于低位，政府部门的税收同样承压，前三季度，增速为-5.3%。综上，在财富缩水、预期走弱背景下，政府收入承压，支出偏弱。居民消费能力与消费意愿双承压，支出偏弱。

图表 15 财富影响：居民财产性收入增速下行



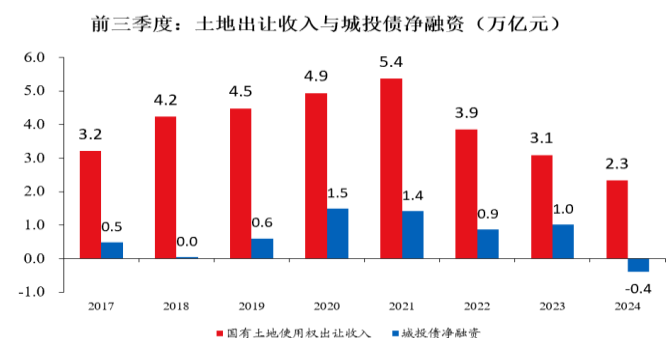
资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 预期影响：购房、耐用品消费意愿较低



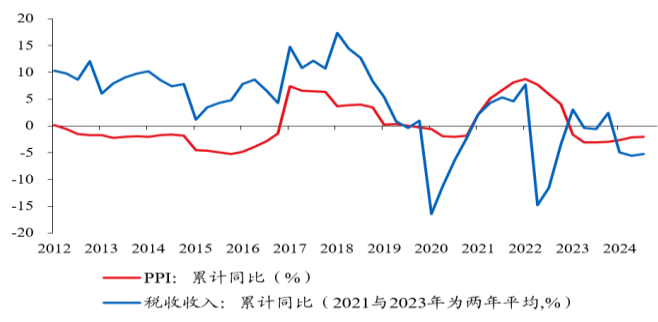
资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 财富影响：土地出让承压，城投化债压力大



资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 预期影响：M1 走低—>PPI 走低，税收承压



资料来源: Wind, 华创证券

## 二、“三螺旋”的应对：旧思路，“新”做法

本章阐述三螺旋的政策应对。从指标层面，“三螺旋”体现在消费、投资、PPI、股价、房价五大指标的承压。政策应对上，或会“系统施策”，着力解决这些问题。包括：促进房价回暖（稳房价）、稳定资本市场（稳股价）、供给侧改革（稳PPI）、宽财政（扩大消费与投资）。本章定性角度阐述这些举措与以往相比不一样的地方，下一章定量角度阐述这些举措需要的力度。

### （一）应对一：促进房价回暖，更重“价”的地产去库存

1、回顾 2015 年的稳地产，主要的思路是“要化解房地产库存，促进房地产持续发展”。这一思路下，是需求侧“量价齐升”，房地产占 GDP 比重继续上行。

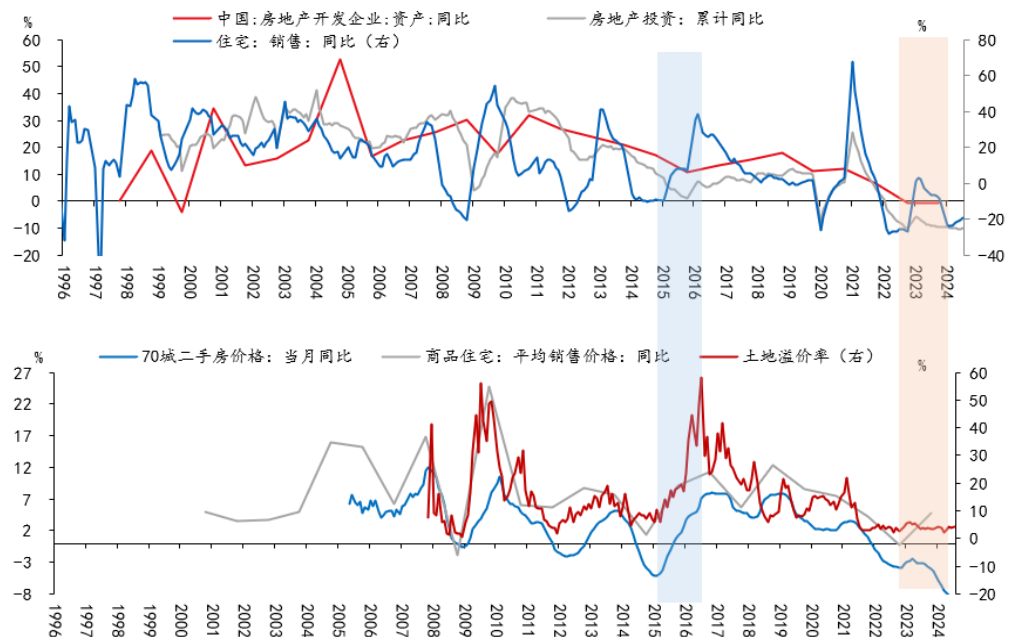
具体而言，在棚改货币化、放松限购限贷、降低房贷利率等政策作用下，“量价齐升”。

1) 量的指标，住宅销售面积，2014 年为-9.1%，此后两年持续反弹，2015、2016 年增速分别回升至 6.9%、22.4%。地产投资，低点在 2015 年，全年增速 1%，2016 年增速反弹至 6.9%，到 2018 年进一步反弹至 9.5%。房企总资产，2015 年为 55 万亿、同比增速 11%，为 2000 年以来的最低值，此后三年增速连续反弹，至 2018 年反弹至 18%。

2) 价的指标，土地溢价率，2014 年全年为 9.2%，2015 年反弹至 13.4%，2016 年反弹至 33.7%。70 大中城市二手房价，低点出现在 2015 年，全年增速均值-2.8%，2016 年反弹至 5.3%，2017 年进一步上行至 6.9%。

3) 房地产 GDP，观察房地产业 GDP 与建筑业 GDP 占 GDP 的比重，2014 年占比为 13.0%，到 2018 年上行至 14.2%。

图表 19 2015 年去库存，效果是量价双升



资料来源：Wind，华创证券

2、本轮稳地产，思路是“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。”这一思路下，政策重心更偏“价”。既符合长期供求关系转变的背景，

也有利于稳定居民财富，进而稳定预期与消费。具体做法上，落脚点在“优化存量”。

1) 对于未开工土地，主要是支持专项债用于收购存量土地，以及研究设立存量土地专项借款等，参照财政部 11 月 8 日表态“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”。

2) 对于已开工未销售库存，主要是通过需求侧拉动。包括：i) 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。ii) 支持收购存量房用作保障房，包括：3000 亿元保障性住房再贷款（截至 9 月末，余额为 162 亿元），以及专项债资金（目前“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”）。iii) 需求端因城施策放松，包括“四个取消”、“四个降低”等。

3) 对于已销售未竣工项目，通过融资白名单推动住房交付，进而稳定居民的交付预期。据住建部，截至 10 月 16 日，白名单授信规模为 2.23 万亿，预计至年底将增加至 4 万亿。

图表 20 当前主要地产政策一览

针对库存	政策内容	时间	落地文件
未开工土地库存	允许专项债收购闲置土地、存量商品房	2024/10/17	财政部：允许专项债券用于土地储备。主要考虑当前各地闲置未开发的土地相对较多，支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地；财政部拟会同相关部门实施利用专项债收储土地和收购存量商品房政策。按照市场化运作，在确保项目融资收益平衡的基础上，地方可安排专项债券收购存量商品房用作保障性住房。
	研究设立收购存量土地专项借款	2024/10/17	央行：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。
已开工未销售库存	新增城中村改造 100 万套	2024/10/17	住建部：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。我们对重点城市做过统计，35 个大城市有 170 万套的需求，全国地级城市有 297 个，大家可想而知，这种需求是实实在在的，而且还会有更大需求。
	保障性住房再贷款	2024/6/11	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，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款 5000 亿元。
	四个取消	各地陆续落地	1、取消限购：一线城市于 9 月底集中出台：北京、上海“放宽了限购的条件”，广州“全面取消”限购，深圳“部分区域取消”限购。据澎湃新闻，当前仅剩京沪深及海南部分城市维持限购；2、取消限售：天津（10 月 15 日）：取消新房和二手房购买、转让等方面的限制性措施；3、取消限价：据澎湃新闻：今年已有超 10 城取消新房限价。天津（10 月 16 日）：不再对新建商品房销售价格上限实施指导；4、取消普通住宅和非普通住宅标准：财政部正在抓紧研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的税收政策
	四个降低	各地陆续落地	1、降低住房公积金贷款利率。央行（5 月 17 日）：下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点 2、降低住房贷款的首付比例。央行（9 月 24 日）：统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，至 15%；3、降低存量贷款利率。央行（9 月 24 日）：将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，我们预计平均下降幅度在 0.5 个百分点左右；4、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。财政部（2022 年 9 月）对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。（目前延续至 2025 年 12 月 31 日）
已销售未竣工项目	扩大“白名单”规模	2024/10/17	住建部：截至 10 月 16 日，我们统计，“白名单”房地产项目已审批通过贷款达到 2.23 万亿元。预计到 2024 年底，“白名单”项目贷款审批通过金额将翻倍，超过 4 万亿元。

资料来源：澎湃新闻，北京、上海、广州、深圳、天津、成都政府网，国新办，财政部，中国人民银行，华创证券

## （二）应对二：促进物价回暖，更市场化的“供给侧改革”

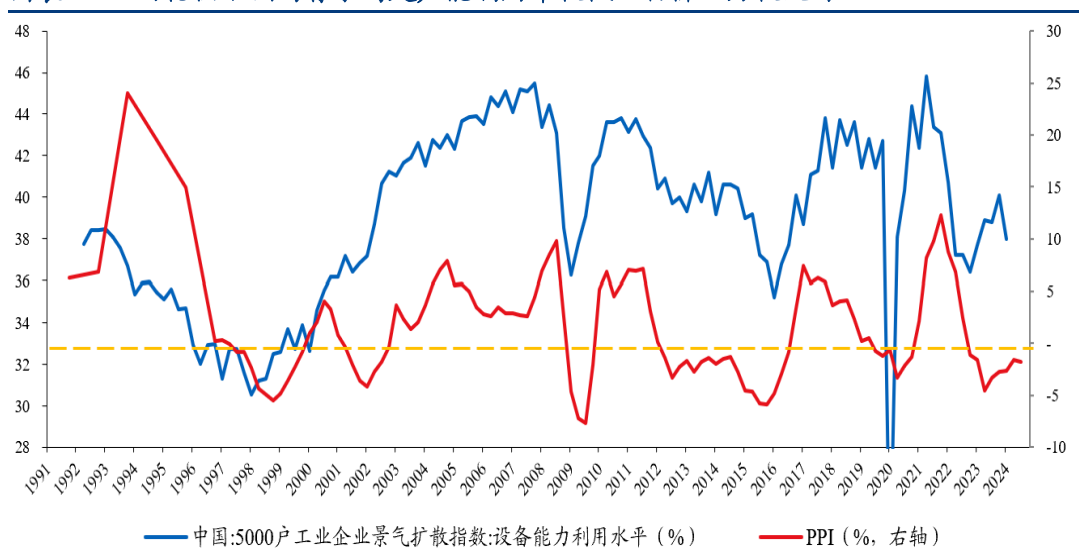
在物价压力较大时，往往会选择通过供给侧改革的方式配合需求端政策的发力。此前，1998 年、2016 年有过两次经验。一些详细的回顾，参见报告《【华创宏观】两轮供给侧改革的回顾》。

**1、过往两次经验看，去产能的手段中行政手段或更多一点。**主要的体现是执行过程中往往是通过定目标并对目标在省份之间进行分配、成立专职部门盯进度确保目标如期完成。例如 2016 年，成立化解钢铁煤炭过剩产能和脱困发展工作部际联席会议制度，统筹推进化解过剩产能各项工作。2016 年全年，多次督促各省加快进度。如 7 月，“各地要在 7 月 15 日前将目标任务分解到市县和企业”；8 月 11 日，“总进度比较迟缓。前 7 个月只完成了目标任务的 1/3 多一点。”9 月 14 日，“对进度滞后的部分省区市相关部门进行约谈”。

**2、本轮物价压力的应对，从 PPI 来看，持续时间已经偏长。我们判断或同样会选择供给侧改革，但去产能的手段或更偏市场化。第一，改革方向强调公平统一。**根据三中全会文件“构建全国统一大市场。推动市场基础制度规则统一、市场监管公平统一、市场设施高标准联通。加强公平竞争审查刚性约束，强化反垄断和反不正当竞争，清理和废除妨碍全国统一市场和公平竞争的各种规定和做法。”

**第二，能耗角度推动“去产能”的政策已有基础，有市场化“抓手”进行去产能。**从 2022 年到 2024 年，针对高能耗、低能效的工业品，持续升级相关标准。主要文件参见《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平（2024 年版）》；《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》；《煤炭清洁高效利用重点领域标杆水平和基准水平（2022 年版）》。

图表 21 两轮供给侧的背景均是产能利用率较低、物价压力较大时



资料来源：统计局，Wind，华创证券

## （三）应对三：促进股价回暖，更稳健的“资本市场活跃”

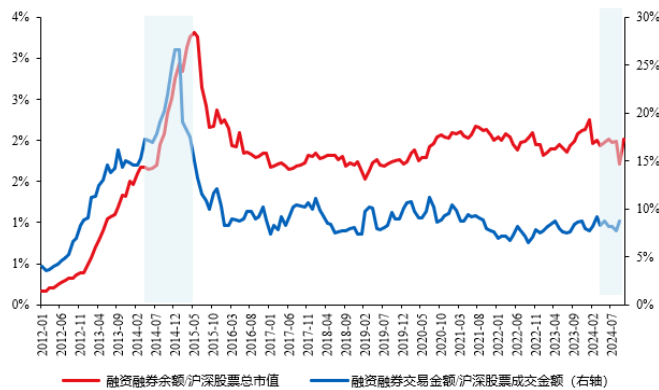
与 2015 年相比，本轮活跃资本市场有两点变化：

**1、从银行资金流向来看，**2014 年-2015 年银行体系向非银投放资金占其总资产比重持续抬升，从 2013 年的 12% 一路抬升至 2015 年的 24%；对应资金“脱实向虚”问题较为严重。今年以来，银行体系向非银投放资金占其总资产比重相对较小，截至 10 月数据来看，

这一比值当下只有 8% 左右，与 2023 年的 7% 基本接近，或预示本轮金融监督管理总局对资金监管相对更严。

2、从政策表述来看，本轮市场情绪火热期间，央行仍在强调“信贷资金不得流入股市”，这也预示本轮政策态度意图防范资本市场过热。“杠杆资金入市”，可辅助观察的指标是融资融券规模，2014 年-2015 年，融资融券规模持续抬升，从余额占沪深股票总市值这一指标来看，2014 年-2015 年期间，该指标从 1.5% 一路抬升至 2015 年年中最高 3.3%，而本轮这一指标当下约为 2%，且相对平稳。

图表 22 本轮融资融券规模并未抬升



资料来源：Wind，华创证券

图表 23 银行体系向非银投放资金规模较小



资料来源：Wind，华创证券

#### （四）应对四：促进内需回暖，更重纪律的财政支出加码

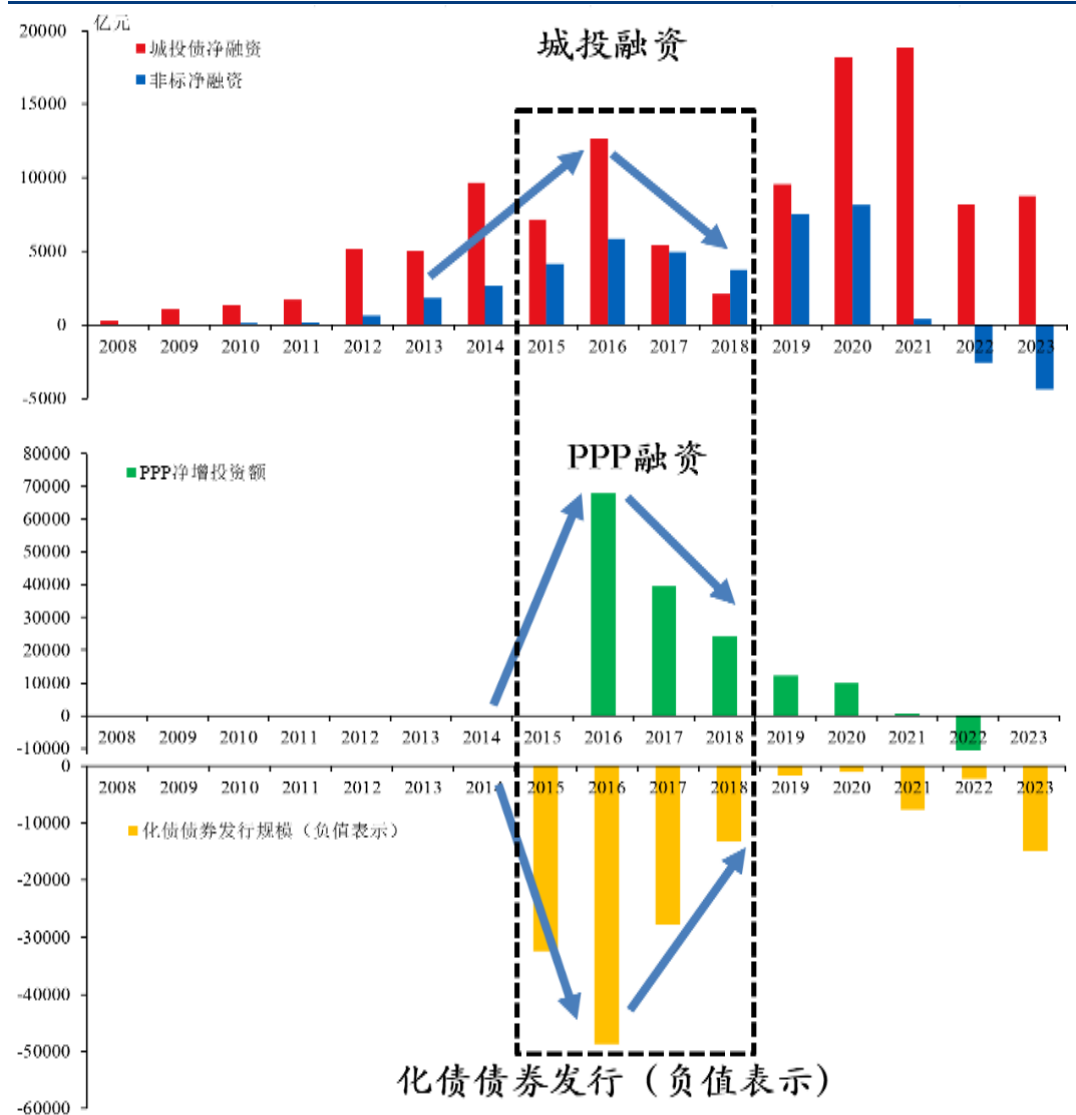
1、回顾 2015 年的宽财政，存在地方“边化债边加杠杆”，需求增加的同时也留下了“隐性债务”这一隐患。

具体而言：化债方面，2015-2018 年，财政部共发行 12.2 万亿置换债券（迄今我国最大规模一轮化债安排）。城投负债方面，表内，城投有息负债快速新增（企业预警通口径下，由 2015 年初的约 16 万亿增长至 2018 年末的 32 万亿），表外，非标增加较多。银行通过同业资产、券商、基金子公司等资管的通道方式将非标资产表外化，通过各种非标融资方式向地方政府融资平台提供了大量资金。PPP 方面，项目总投资从 2016 年初的 8.1 万亿增加到 2018 年末的 17.7 万亿。

2、本轮宽财政，预计本轮财政纪律更可持续，不会给地方不合理发展权。参考财政部部长蓝佛安在 11 月 8 日人大常委会新闻发布会上的表述：“持续保持‘零容忍’的高压监管态势，对新增隐性债务发现一起、查处一起、问责一起”，“将不新增隐性债务作为‘铁的纪律’”。

此外，本轮财政投向上，或更偏消费。可参考官方表态如下：央行行长潘功胜在 2024 金融街论坛年会上指出，“宏观经济政策的作用方向应从过去的更多偏向投资，转向消费与投资并重，并更加重视消费。形成‘政府培育消费，消费激活市场，市场引领企业，企业扩大投资’的良性循环”，财政部部长蓝佛安在 11 月 8 日人大常委会新闻发布会上指出，“加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模”。

图表 24 2015-2018 年地方加杠杆出现乱象，存在“边化债边新增”



资料来源: Wind, 财政部, 华创证券 注: 非标净融资口径为 Wind 统计的城投非标净融资

### 三、“三螺旋”的思考：增量“力度”的度量

接上一章，本章定量角度阐述“三螺旋”的政策应对需要的力度。对于稳房价，重在分析“去库存”，需要去多少库存。对于供给侧改革，重在分析需要去多少产能。对于宽财政，重在分析需要多大的广义赤字规模。考虑到股价更多依赖于前三者，不单独估算稳定股市需要的政策力度。

#### (一) 度量一：地产去库存，去多少库存？

我们回答地产库存相关的问题，首先明确，此处分析不涉及保交房问题，针对的是尚未销售的土地与住宅。大体可以分为三块：已拿地未开工（土地）、已开工未竣工（期房）、已竣工（现房）。

#### 1、房地产有多少库存？

1) 总库存：预计截止至 2024 年 9 月，房地产总库存为 56 亿平，较 2019 年高峰的 66 亿

平小幅下降，但去化周期(库存/过去 12 个月销售均值，下同)升至历史新高的 83 个月，此前高点为 2014 年的 75 个月。结构来看：土地库存为 36.6 亿平、期房库存为 15.8 亿平、现房库存为 3.8 亿平。

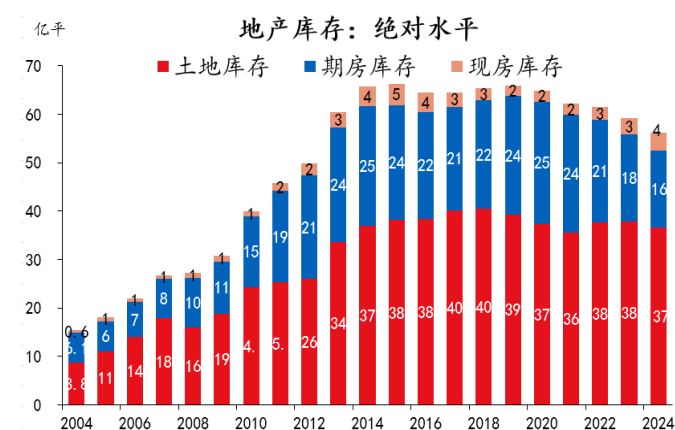
2) 测算细节：总库存为历年成交住宅类土地规划建筑面积减去历年住宅销售面积。现房库存，选自统计局待售面积。土地库存为历年成交住宅类土地规划建筑面积减去历年住宅新开工面积。期房库存为总库存减去土地库存及现房库存，为倒算数。

其中，待售面积、历年住宅销售面积、历年住宅新开工面积均来自统计局直接公布数据。历年成交住宅类土地规划建筑面积需要估算，计算方法为“住宅类土地供应面积  $\times$  (1-保障房占比)  $\times$  成交率  $\times$  容积率”，分为三个时段。**第一段**，2003-2023 年，使用前土地资源部公布的住宅用地供应面积(2022-2023 年为自然资源部数据)，首先扣除保障房部分(国土资源部数据，经济适用房与廉租房供地面积占住宅类供地面积之比)，其次结合 Wind 统计的相邻年份(2008-2012 年)的住宅成交率(成交量/供应量)、容积率(建筑面积/土地面积)，予以估算。**第二段**，2024 年数据，基于 Wind 统计的住宅类供地面积增速数据，将自然资源部公布的住宅用地供应面积数据补足至 2024 年 9 月；此外，保障房占比数据仅公布至 2019 年，假设此后年份与 2019 年持平，其他算法同第一段。**第三段**，1999-2002 年，假定该时期的土地库存为 0(即成交土地全部转为新开工面积)。

3) 地产库存的特征。一是土地库存偏高，截至 2024 年 9 月，土地库存为 36.6 亿平，这部分土地库存去化周期高达 54 个月。二是现房库存同样偏高，从去化周期来看，达到 5.6 个月，有数以来新高。三是总库存的形成年份上来看，2015 年以前偏多。

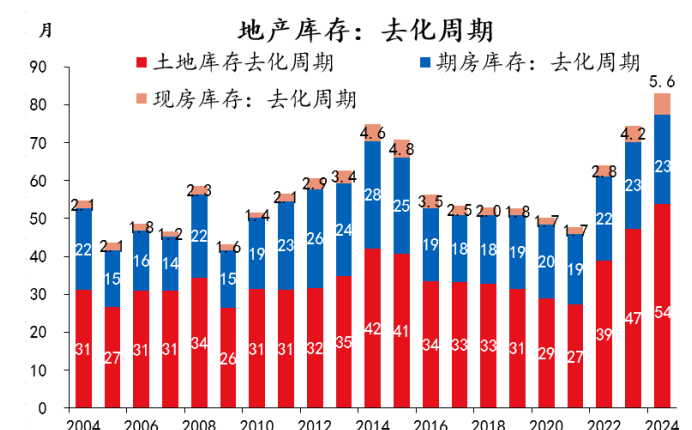
近两年，从第三方的研究来看，额外值得关注的点包括三四线城市出让的住宅土地、城投开发商获得的土地开工率偏低，或形成了较多库存。据克而瑞 10 月 29 日《近一年成交土地拿地至开盘平均 7.4 个月，北上杭开工更积极》，“(2023-2024H1 全国成交含宅地块超过 10 宗的城市中)一线城市的开工率达到 81%，二线城市则大幅降低至 24%，三四线城市仅有 2%”；“(2023-2024H1)央企参与拿地项目开工率达到 73%，地方国企参与拿地项目开工率 68%，而民企的开工率为 32%，城投拿地项目开工率最低，仅有 12%”。

图表 25 地产库存绝对水平



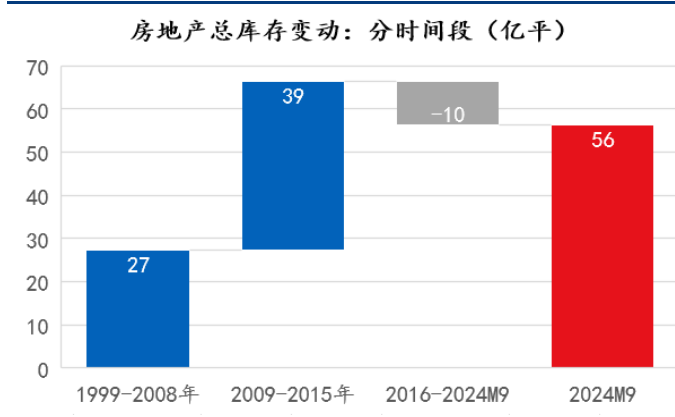
资料来源：Wind，华创证券测算

图表 26 地产库存去化周期



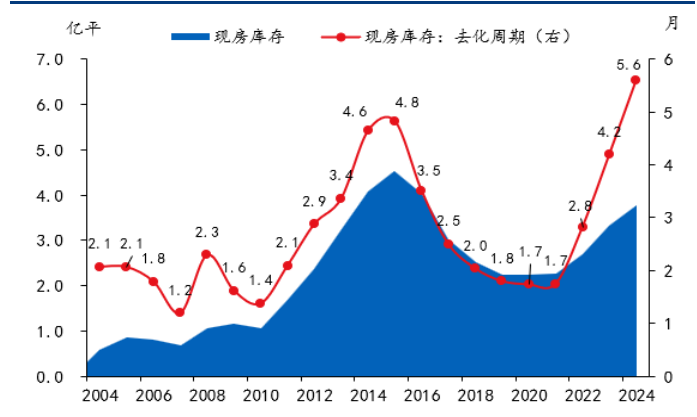
资料来源：Wind，华创证券测算

图表 27 2015 年以前或积压库存较多



资料来源：Wind，华创证券测算

图表 28 现房库存去化周期持续上行



资料来源：Wind，华创证券

## 2、需要去多少库存？

我们计算四种情形下去库存需要的资金支持，判断去库去化到合意的程度或需资金 1.4-4.3 万亿左右。其中，1.4 万亿，对应的是将现房库存去化到 2016 年年末水平。4.3 万亿，是将现房和期房库存均去化到 2016 年年末的水平。值得说明的是，此处并未考虑土地库存，若将土地库存去化到合意的程度，或需资金较多（5.1-5.6 万亿）。

1) 什么是合意的库存水平？或可参照两个标准，一是人口视角，取 2012 年以来去化周期的均值。据时任国家统计局局长马建堂在国务院新闻办公室举行的 2012 年国民经济运行新闻发布会，“中国劳动年龄人口（15-59 岁）在 2012 年出现了相当长时期以来绝对数量的第一次下降”。二是房价视角，考虑到 2016 年是官方明确开始去库存的首年，且房价已上涨，取 2016 年年末的去化周期。

2) 去哪些库存？对于房价而言，形成供给压力的首先是现房，其次是期房。土地若始终不进行开发，则对于房价并无供给压力。因而，我们更关心新房与期房的库存。

3) 收购价格？假设：对于现房与期房库存，参考近年全国新房价格 1 万元/平，假设按照原价收购。对于土地库存，参照 2023 年全国成交住宅类土地楼面均价为 3867 元/平，假设按照 4000 元/平估算。

图表 29 地产去库存力度测算

项目	现房库存	期房库存	土地库存	情景1 (仅消化现房库存)	情景2 (消化现房库存+期房库存)	特别计算 (消化土地库存)
当前去化周期 (月)	5.6	23.4	54.4			
当前销售面积 (12月滚动求和, 亿平)	8.1	8.1	8.1			
标准1:						
去化水平1 (2012年来历史均值, 月)	3.0	21.8	35.3			
需要缩短 (月)	2.6	1.6	19.1			
需要去库存 (亿平)	1.7	1.1	12.8	1.7	2.8	12.8
假设单位面积去库存所需金额 (元/平)	10000	10000	4000			
所需总额 (万亿元)	1.7	1.1	5.1	1.7	2.8	5.1
标准2:						
去化水平2 (2016年水平, 月)	3.5	19.2	33.5			
需要缩短 (月)	2.1	4.2	20.9			
需要去库存 (亿平)	1.4	2.9	14.1	1.4	4.3	14.1
假设单位面积去库存所需金额 (元/平)	10000	10000	4000			
所需总额 (万亿元)	1.4	2.9	5.6	1.4	4.3	5.6

资料来源: Wind, 国家统计局, 华创证券测算

## (二) 度量二: 供给侧改革, 去多少产能?

我们从两个角度思考, 预计需要去的产能幅度或在 1.4%-2.0%。

一是观察历史经验。计算每轮供给侧改革重点行业的产能去化对整体产能利用率的影响。分析方法是任一行行业, 以其资产占工业整体资产的比值为权重, 计算其产能的去化对整体工业的影响, 将去产能涉及的行业的影响进行求和。1998 年-2000 年, 纺织业产能压降 23.6%, 煤炭业产量压降 18.4%, 工业整体产能去化 2.0%左右。2016-2018 年, 煤炭和钢铁去产能下, 工业整体产能去化 1.4%左右。

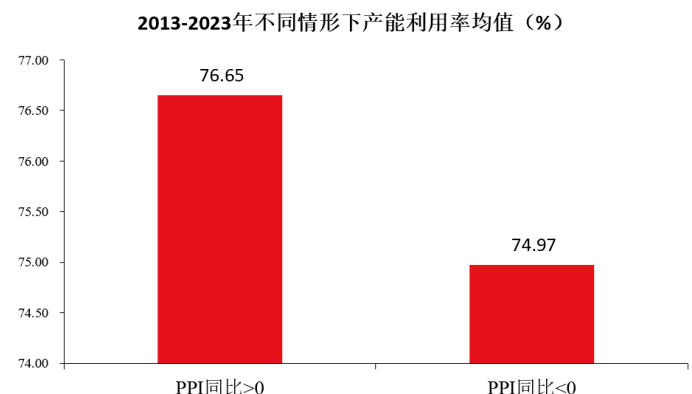
二是结合 2013 年以来 PPI 与产能利用率的关系, 分析距离 PPI 同比转正需要提升多少的产能利用率的提升幅度。2013 年以来, PPI 同比为正的年份, 产能利用率均值为 76.6%; PPI 同比为负的年份, 产能利用率均值为 74.97%。今年前三季度产能利用率为 74.6%, 接近去年同期的 74.8%。假设全年产能利用率与去年一致为 75.1%左右, 则产能利用率需要提升 1.5%左右, PPI 同比才有望转正, 对应产能去化幅度为 2%。

图表 30 两轮供给侧改革的产能去化幅度测算

	1997年资产占比	1997年产能 (万吨) / 产量 (亿吨)	三年去产能 (万吨) / 产量 (亿吨)	压降幅度
纺织业	5.9%	4245	1000	23.6%
煤炭业	3.3%	13.56	2.5	18.4%
合计				2.0%
	2015年资产占比	2015年产能 (亿吨)	三年去产能 (亿吨)	压降幅度
粗钢	6.3%	11.27	1.45	12.9%
煤炭	5.3%	57.00	5.90	10.4%
合计				1.4%

资料来源: Wind, 中国煤炭报, 中国政府网, 统计局, 董奎勇《中国棉纺织工业发展历程与创新之路》, 华创证券

图表 31 产能利用率的比较



资料来源: Wind, 华创证券

### （三）度量三：财政加杠杆，加多少杠杆？

我们从两个角度思考，需要的政府广义赤字率或在 9.6%-11.0% 之间。需要说明的是，2014 年以前，广义赤字率的计算为一般公共预算收支缺口与 GDP 的比值。2014 年以后，广义赤字率的计算为两本账的收支缺口与 GDP 的比值。广义赤字率并非完全来自政府债务，也包括第三本账调入、央行利润上缴等其他方式。

一是观察历史经验。过去四次 PPI 同比为负阶段，财政都做出了积极的应对。我们使用广义赤字率来计算财政扩张的幅度。平均而言，四次积极的财政对应的广义赤字率提升 2 个百分点左右。2024 年的广义赤字率，预计在 7.6% 左右（按名义 GDP 同比 4%，专项债 3.9 万亿、特别国债 1 万亿、赤字额 4.06 万亿、上年国债结转 5000 亿、中央预算稳定调节基金调入 2482 亿、第三本账调入 2750 亿）。则，2025 年需要的广义赤字率或为 9.6% 左右。

图表 32 四次应对低价的财政加码幅度

年份（政策加力前）	广义赤字率	年份（政策加力）	广义赤字率	广义赤字率提升幅度
1997 年	0.8%	1998-2002 年	2.3%	1.5%
2007 年	-0.6%	2008-2009 年	1.3%	1.9%
2014 年	1.4%	2015-2016 年	3.6%	2.2%
2018 年	4.7%	2019-2020 年	7.1%	2.4%
四次均值				2.0%

资料来源：Wind，国家统计局，华创证券

二是结合 2025 年外需、消费、地产的情况，判断财政需要的力度。物价回暖，从名义 GDP 的角度，或需要达到 5% 以上（平减指数转正）。我们假设 2025 年居民消费维持 2024 年的增速（5.3% 左右）、净出口同比为 0%、制造业投资增速降至 5%、政府性基金收入增速为 -20%，一般公共预算收入增速为 4%，财政的支出增量对 GDP 中政府消费与广义政府投资的增量影响参考 2015-2016 以及 2019 年物价有压力时。则，此种情景下，预计需要的广义赤字率在 2025 年达到 11.0% 左右。

图表 33 2025 年名义 GDP 5% 需要的财政力度

类别	指标名称	2025 年预测	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
一、GDP	GDP：支出法：名义（万亿）	137.44	130.90	125.86	120.25	114.53	102.56	99.07	91.58	82.90	74.60	69.21	64.65
	GDP：名义增量（万亿）	6.54	5.03	5.62	5.72	11.97	3.49	7.49	8.68	8.30	5.39	4.55	5.02
	GDP：名义增速	5.0%	4.0%	4.7%	5.0%	11.7%	3.5%	8.2%	10.5%	11.1%	7.8%	7.0%	8.4%
二、需求一（居民、外需、制造业投资与地产影响部分）	居民消费	54.7	51.9	49.3	45.0	43.8	38.7	38.7	35.4	32.1	28.9	26.0	23.6
	居民消费增速	5.3%	5.3%	9.5%	2.8%	13.1%	0.0%	9.3%	10.4%	11.1%	10.9%	10.1%	11.2%
	净出口	3.8	3.8	2.7	3.9	3.0	2.5	1.1	0.7	1.5	1.7	2.2	1.4
	地产（建安投资+房地产业 GDP）	12.7	13.3	14.0	15.9	17.3	16.3	15.4	14.2	13.7	12.8	11.5	11.0
三、需求二（广义财政影响部分）	制造业投资	20.8	19.8	18.2	17.2	15.8	13.0	13.2	12.8	11.0	10.0	9.7	9.8
	政府消费	22.3	20.8	20.8	19.3	18.2	17.4	16.5	15.2	13.6	12.2	11.2	10.2
	广义政府投资	23.3	21.2	20.9	18.9	16.5	14.7	14.0	13.3	11.1	9.0	8.5	8.7
四、贡献拆分	最终消费合计	77.0	72.8	70.1	64.4	62.0	56.1	55.3	50.6	45.7	41.1	37.2	33.8
	最终消费贡献率	64.3%	51.9%	102.4%	42.2%	49.2%	23.4%	62.1%	57.2%	55.1%	72.2%	74.4%	62.5%
	资本形成合计	56.7	54.3	53.0	52.0	49.6	44.0	42.7	40.3	35.8	31.8	29.8	29.5
	资本贡献率	35.7%	25.9%	19.0%	42.0%	47.0%	36.9%	32.2%	51.5%	47.8%	37.8%	6.4%	39.4%
	净出口贡献率	0.0%	22.2%	-21.4%	15.8%	3.8%	39.7%	5.8%	-8.7%	-2.9%	-10.0%	19.2%	-1.9%
五、广义财政支出	贡献率合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	政府消费+政府投资	45.5	42.1	41.7	38.2	34.7	32.1	30.6	28.5	24.7	21.2	19.7	18.9
	一般公共预算收入	22.3	21.5	21.7	20.4	20.3	18.3	19.0	18.3	17.3	16.0	15.2	14.0
	政府性基金收入	4.5	5.7	7.1	7.8	9.8	9.3	8.5	7.5	6.1	4.7	4.2	5.4
	两本账支出	42.0	37.1	37.6	37.1	36.0	36.4	33.0	30.1	26.4	23.5	21.8	20.3
	两本账收支缺口	15.11	10.0	8.8	9.0	5.9	8.7	5.5	4.3	3.0	2.9	2.4	0.9
	两本账支出缺口/GDP	11.0%	7.6%	7.0%	7.5%	5.2%	8.5%	5.6%	4.7%	3.6%	3.8%	3.4%	1.3%
	财政支出增量/财政影响部分增量	1.4	-1.3	0.1	0.3	-0.1	2.2	1.4	1.0	0.9	1.1	1.8	1.0

资料来源：Wind，华创证券预测

#### 四、“三螺旋”的演变：“解套”的五个信号

本章关注政策的效果。即“地产去库存”、“宽财政”、“供给侧改革”这些可能的举措的应对下，什么样的经济表现算是“三螺旋”成功解套？我们按照信号出现的先后顺序，大体分为三类。一是最早的信号，需要有更多的资金配合财政发力。可能的方向是两个，一是预算外的资金，即金融机构配合财政资金发力。关注政策性银行的扩表、专项债资本金比例的提升等；二是居民的资金，即居民部门配合财政资金发力，愿意降低储蓄意愿，增加支出规模，使用企业居民存款增速差予以跟踪。二是稍晚一点的信号，重在关注 M1，代表居民、预算外资金配合预算内资金共同发力后，企业的活期存款增多，支出能力与意愿提升。三是较晚一点的信号，重在关注一线城市房价、PPI、平减指数。这些指标的回暖，基本代表确定性的“三螺旋”解套。

##### （一）信号一：财政的“乘数”放大

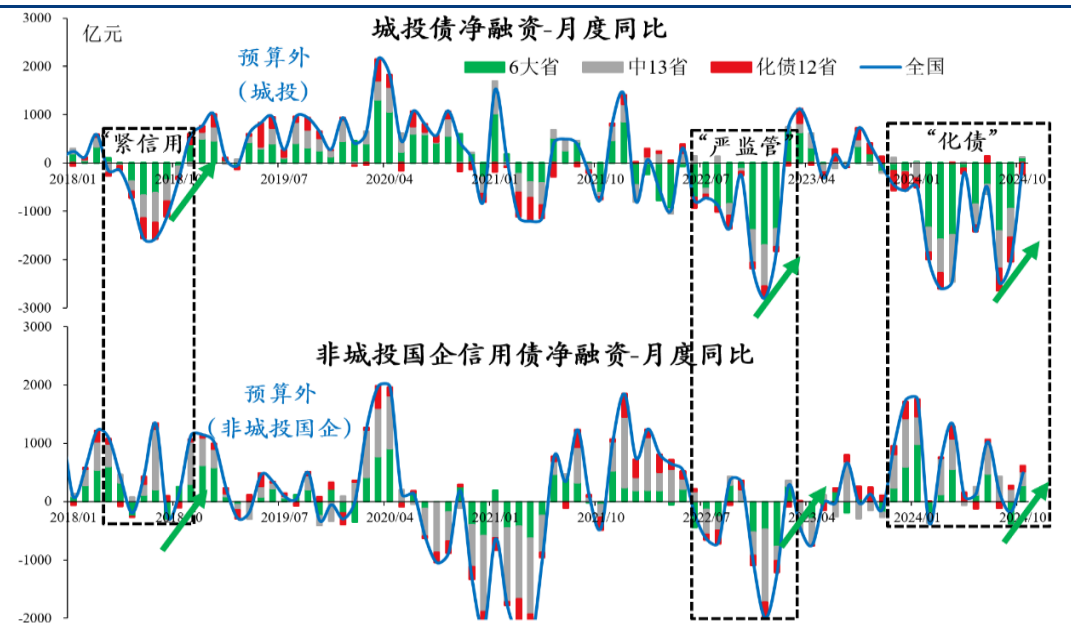
考虑到本轮宽财政会更加强调“财政纪律”问题，因而，预算外的资金将主要来自中央的有序指导，而非地方的“无序”增加。目前相对明确的指导方向有三个：

1、政策性银行扩表：10月17日住建部发布会指出，“（100万套城中村和危旧房改造）开发性、政策性金融机构可以给予专项借款。”后续可通过其负债端的变化观察其扩表情况，今年1-10月，政策性银行负债端（PSL+政策性金融债）增加6216亿，去年同期为16092亿元。

2、专项债撬动系数扩大：10月12日财政部发布会指出，“下一步，增加用作项目资本金的领域，最大限度扩大使用范围。”今年1-9月，根据发改和财政部的表述投向项目的专项债用作资本金比例在9.18%（2600/28300），“今年用于项目建设的3.12万亿元的地方政府专项债，目前到9月底统计已经发行2.83万亿元”“1-9月用作项目资本金超2600亿元。”具体作资本金的投向来看，投向铁路、公路、其他交通基础设施改造的专项债作资本金的比例较高，今年达到66.1%、33.7%、32.5%，其他投向用作资本金的比例较低。

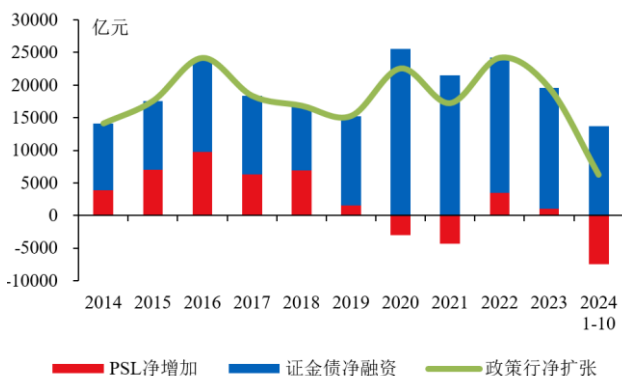
3、经济大省挑大梁：7月30日政治局会议指出，“要继续发挥好经济大省挑大梁作用。”经济大省可关注6个头部大省，其贡献了全国45%的GDP、过半的卖地收入。后续可重点关注经济大省的信用扩张情况，今年1-10月，经济大省城投债净融资-663亿，去年同期5030亿；经济大省非城投国企信用债净融资5567亿，去年同期为3626亿。

图表 34 地方信用扩张看大省，大省信用扩张看预算外（城投+非城投国企）



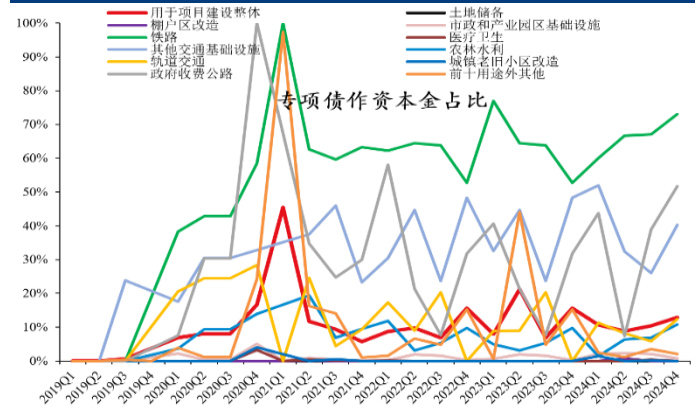
资料来源: Wind, 华创证券

图表 35 政策性银行今年负债端扩张幅度较小



资料来源: Wind, 华创证券

图表 36 专项债作资本金以铁路、公路为主



资料来源: 企业预警通, 华创证券

## (二) 信号二：居民企业的循环畅通

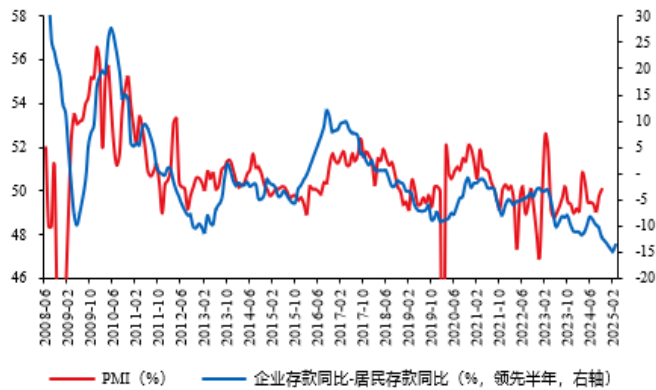
解套的第二个信号是居民“配合”。指标层面，核心是企业居民存款增速剪刀差的修复。

这一指标考虑的是居民和企业之间的循环（财政预算内外代表政府与企业之间的循环，出口代表企业与海外之间的循环）。企业发工资及分红，钱流向居民；居民购房及消费，钱回流企业。因而。若该指标回升，那么意味着企业在这一循环中占据有利位置，反映居民购房及消费意愿较高，类似于 2017 年、2020 年-2021 年，经济周期运行向上；若该指标回落，则可能意味着企业在这一循环中占据不利位置，反映居民购房及消费意愿低，类似于 2018 年、2022-2023 年，经济偏弱。

今年以来，该指标表现偏弱。从居民收支来寻找其原因，前三季度人均可支配收入增速为 5.2%，这代表企业将钱流向居民的增速。居民人均消费增速为 5.6%，新建住宅销售额增速为-24%，合计的总支出增速为-1.1%，这代表居民将钱流向企业的增速，这一增速大

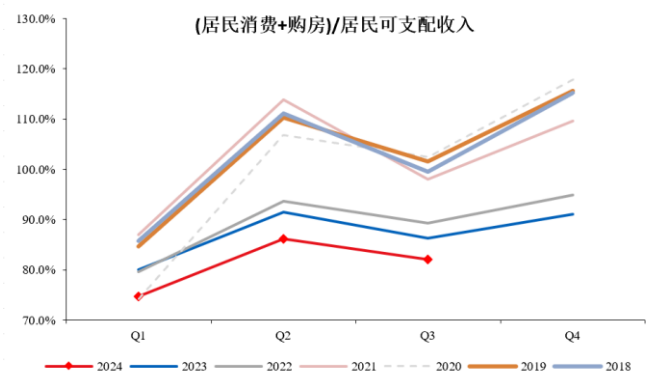
幅低于企业资金流向居民的增速。因而，后续若看到该指标好转，或可能意味着居民的支出意愿在回升，企业资金“失血”问题缓解，经济回稳向上，从经验数据来看，该指标领先 PMI 半年左右。（注：理论上也可能通过财政、外需、供给侧改革等方式改善企业资金状况，但这些途径可以通过其他指标进行跟踪）。

图表 37 企业居民存款剪刀差领先 PMI



资料来源：Wind，华创证券

图表 38 居民支出意愿持续下行



资料来源：Wind，华创证券

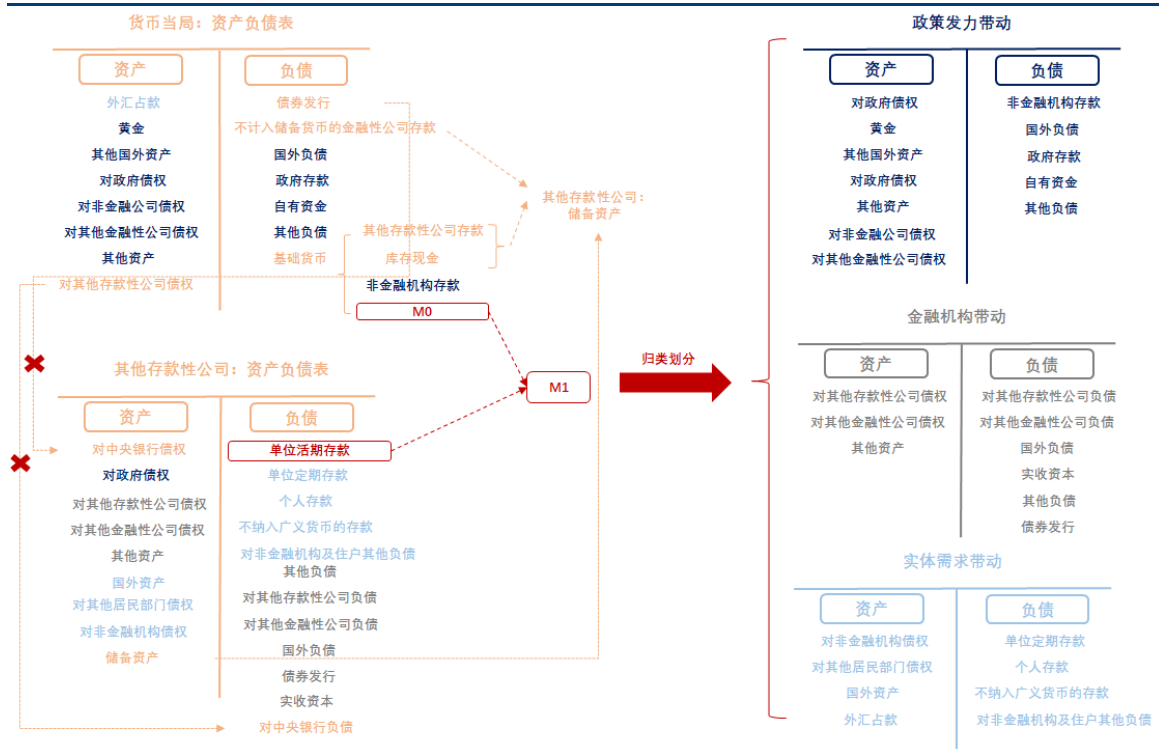
### （三）信号三：M1 的“真实”回升

第三个信号来自 M1 同比的抬升。从政策发力到物价回暖，M1 是绕不开的环节。若其回暖，可能原因来自财政、或者居民、或者出口、或者供给侧改革，这些因素都有望带动物价回升。因而，M1 的变化尤为关键，10 月末，M1 同比为-6.1%，处于较低位置。

我们重点需要分析的是一种特殊的情景，即依赖于资金空转带来的 M1 回升，这一情景下，经济或较难改善。比如 2012 年、2015 年、2022 年，M1 同比抬升的期间，PMI 均有回落或低于 50% 的状况。即，我们更关注 M1 的“真实”回升。

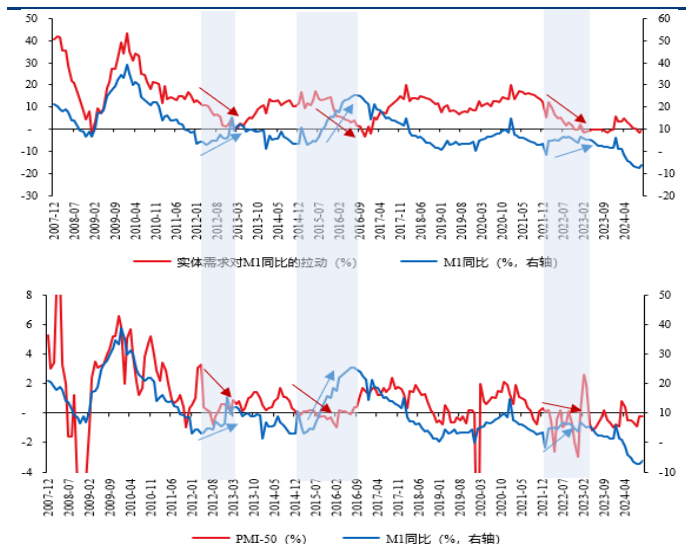
如何分析？ $M1 = M0 + \text{单位活期存款}$ 。M0 可以借助货币当局资产负债表获得其影响项，单位活期存款可以借助其他存款性公司的资产负债表获得其影响项，两者相加，并对科目之间做一些合并与抵消，则可以将 M1 拆分为两类影响因素。包含实体需求带动（与企业借贷，居民借贷，出口相关），政府部门带动（与政府发债，财政存款支出，央行上缴利润等相关），金融机构带动（理财赎回，基金赎回等）。历史经验来看，只有实体带动 M1 同比抬升期间，经济景气程度通常才会有所回升。这也就意味着，后续 M1 同比的回升只有伴随着实体需求带动，才对应解套信号的出现。

图表 39 M1 拆分的逻辑图表



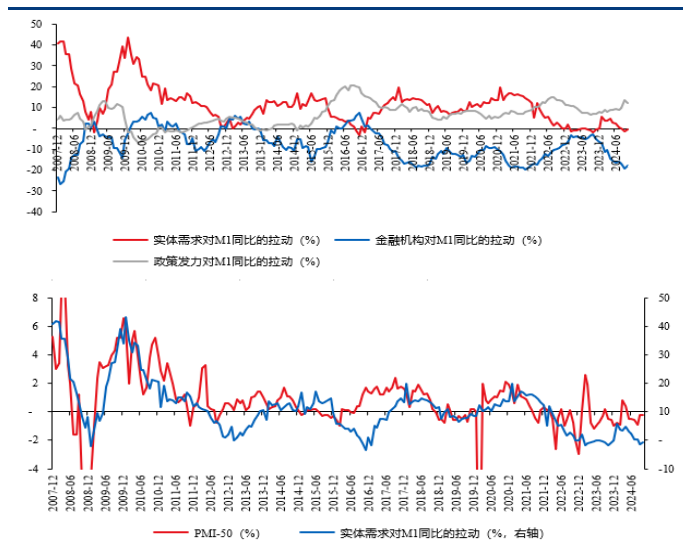
资料来源：Wind，华创证券 注：①货币当局的对其他存款性公司债权与其他存款性公司的对中央银行负债相互抵消；②货币当局的债券发行与其他存款性公司的对中央银行债权相互抵消；③央行外汇占款不止有贸易项目下流入国内的外汇，也包含资本金融账户下，但由于难以进一步拆分，因此统一归为实体需求带动科目。

图表 40 M1 同比抬升不必然对应经济预期修复



资料来源：Wind，华创证券

图表 41 实体带动的 M1 同比回升，才是真的回升



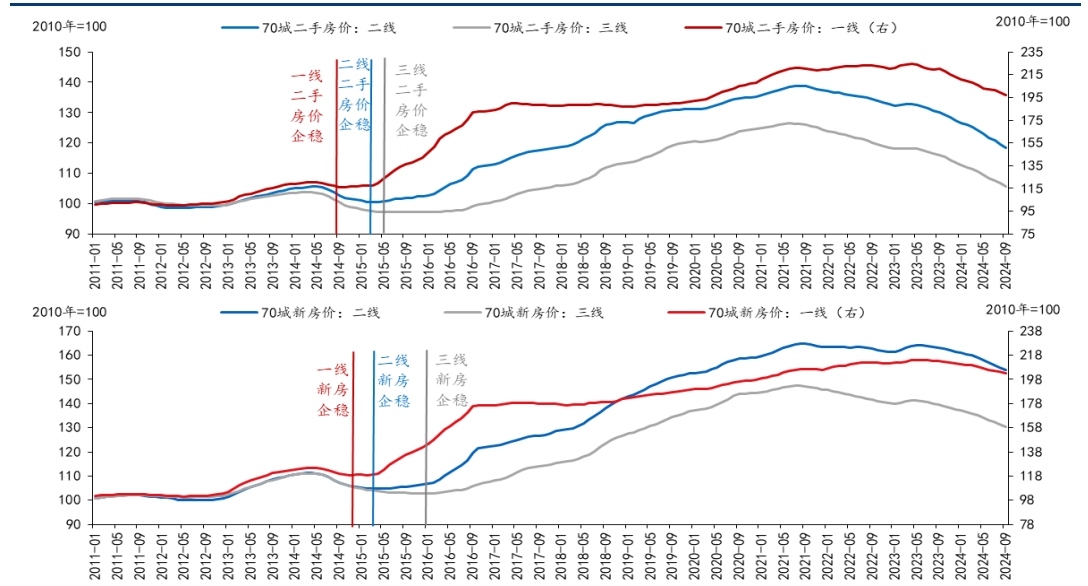
资料来源：Wind，华创证券

#### (四) 信号四：一线城市的房价回暖

第四个信号偏后期，即本轮地产的目标“止跌企稳”基本兑现。考虑到本轮地产周期面临的是长周期的刚需购房人口减少(如观察出生人口、结婚登记人数、25-34 岁适龄人口)，因而房价的回暖或是呈分化特征。重点应该关注一线城市。

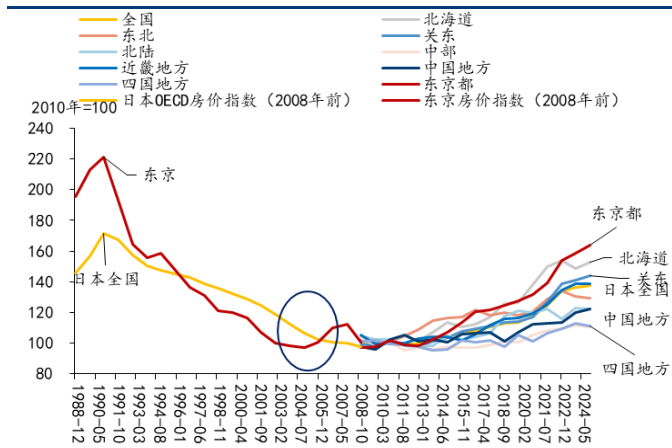
两个经验数据来看，同样可以佐证一线城市的房价回暖至关重要。一是 2015 年的经验，彼时一线城市的二手房价在 2014 年 9 月率先触底（以定基指数录得局部最低值计量），领先二、三线城市 6 个月、8 个月。二是日本的经验，1990 年地产危机后，东京房价率先在 2004-2007 年迎来反弹，累计涨幅达 15%，而同期日本全国房价下跌 6%；此外，2008 年后，不同城市房价分化更为明显，2008 年至 2024 年 7 月，日本东京都房价累计上涨 69%、日本全国则为 36%、“四国地方”涨幅仅 9.4%。

图表 42 回顾 2015 年前后房价走势，一线领先二三线、二手房领先新房



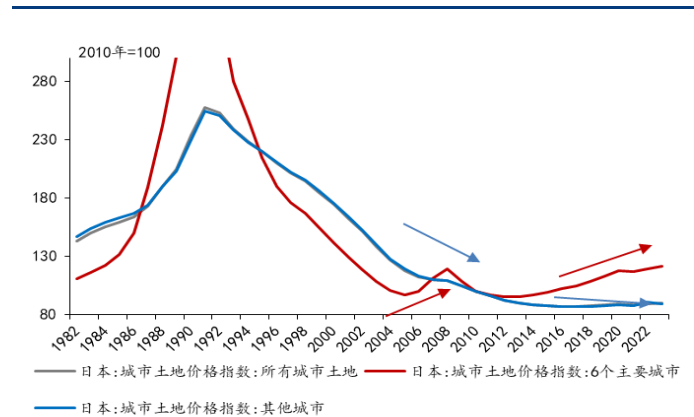
资料来源：Wind，华创证券

图表 43 日本经验：2004 年后东京房价率先回暖



资料来源：Wind，日本国土交通省，华创证券

图表 44 日本经验：2004 年后核心城市地价回暖



资料来源：Wind，华创证券

### （五）信号五：工业价格的同比转正

“解套”的第五个信号是 PPI 同比转正，这一信号偏尾声。

1、中性情景下，预计明年 PPI 同比或逐步回暖，到明年三季度末回到 0% 附近，全年中枢约-1%；这一情形下，假设 2025 年物价环比不涨不跌。

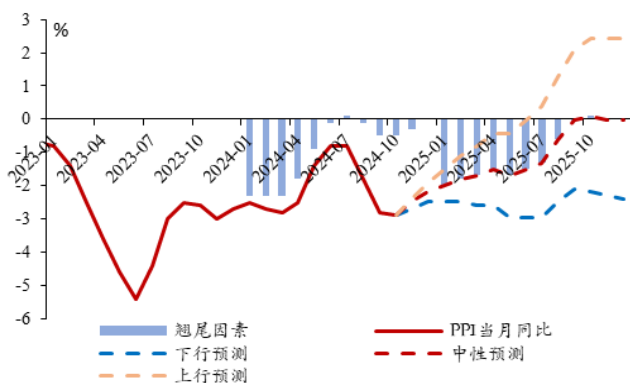
**2、下行情形下,假设明年PPI环比均值约为-0.2%,则明年全年的PPI同比中枢为-2.5%。**

这一情形下,PPI环比继续下跌主要考虑四个因素:1)在特朗普取消化石能源生产限制、俄乌局势缓和等供给因素影响下,布油现价跌到70美金/桶,原油链条行业的拖累约0.08个百分点。2)地方举债约束下基建增速依然承压,叠加地产的严控增量,螺纹价格继续承压下行。3)特朗普加征关税,出口需求回落,以价保量导致出口链价格或继续下行。4)消费改善乏力,耐用品和非耐用品行业价格持续偏弱。

**3、上行情形下,假设明年PPI环比均值为0.2%,则明年全年的PPI同比中枢为0.6%。**

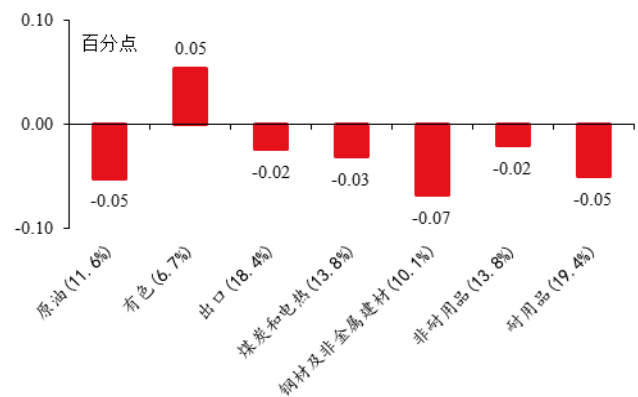
这一情形下,PPI环比上涨主要由四个因素推动:1)政策推动部分行业进行供给侧改革,钢材和非金属建材行业价格明显回升,螺纹价格上行至4500元/吨左右,拉动约0.16个百分点。2)经济改善带来用电增速回升叠加水电恢复常态(今年水电强导致火电弱),动力煤价格上涨。3)促消费政策加码,耐用品价格跌幅收窄。4)铜矿供给矛盾延续,AI和清洁能源等电气化需求高增,铜价继续上涨。

**图表 45 中性情景: PPI 同比最快明年下半年转正**



资料来源: Wind, 华创证券预测

**图表 46 今年前 10 个月 PPI 环比均值的拉动拆分**



资料来源: Wind, 华创证券

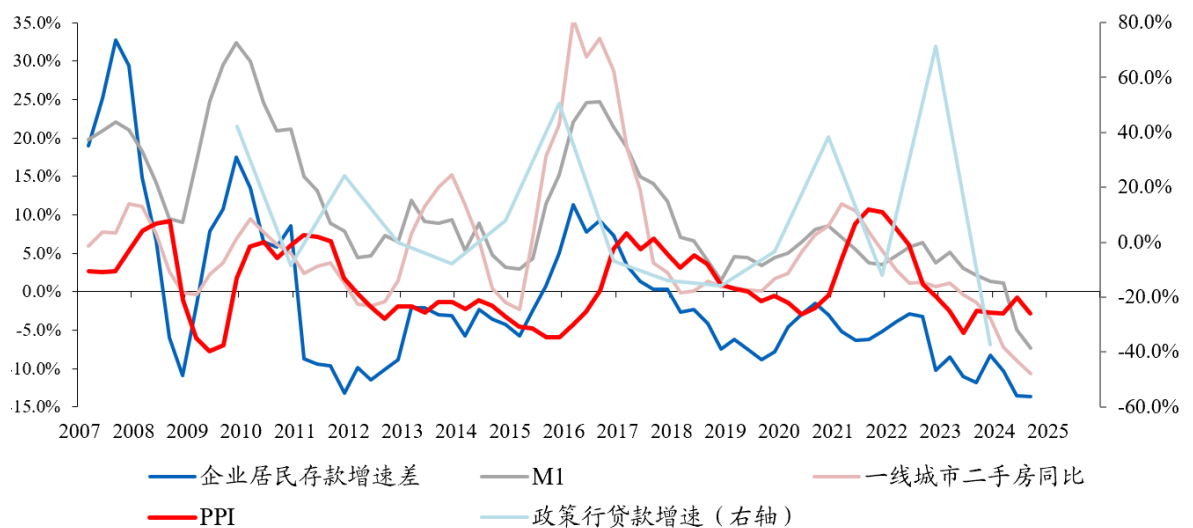
## PART2、资产走势的情景推演：两种情景，两种走势

### 五、情景一：经济走向复苏之路，股债从齐飞到背离

#### （一）复苏之路，逐步证真

何为证真？核心是“三螺旋解套”的五大信号逐步出现。有两种可能，一种是两会之前，在目前政策影响下，数据逐步好转。另一种可能是全年政府工作报告确定的完整的工作部署力度符合或超预期。这两种情形有其一，或可认为到明年年底之前，经济朝着复苏之路演变，资产配置上（股债之间、股的风格之间）需要随时准备做调整。

图表 47 关注“三螺旋”能否解套的五大信号



资料来源：Wind，华创证券 注：房价数据中 2011 年之前使用 70 城二手房房价代替

#### （二）权益：从估值修复到盈利修复

1、此种情景之下，对于权益市场的表现，我们认为要分三阶段。阶段一为政策底到 PPI 领先指标好转，阶段二利润领先指标好转到 PPI 转正，阶段三为 PPI 转正之后。我们可以回顾 2014-2017 年、2019-2021 年两轮经济周期来详细介绍三阶段的划分与对应每一阶段的市场表现特征。

1) 阶段一：以企业居民存款增速差连续三个月回升视为利润领先信号出现，对应的是 2014 年 6 月底-2015 年 6 月底、2018 年 12 月底-2019 年 10 月底。

这一阶段，股市整体而言上涨幅度较大，且股市的涨幅主要由估值贡献。2014 年 6 月底-2015 年 6 月底，WIND 全 A 涨幅为 138.9%，估值（PB）涨幅为 92.5%。2018 年 12 月底-2019 年 10 月底，WIND 全 A 涨幅为 25.6%，估值涨幅为 14.8%。

这一阶段，股市的风格层面上需要重视非银与科技板块，包括非银、军工、计算机、通信等行业。我们挑选的行业标准是（下同）：两轮行情阶段一期间，涨幅均超过行业中位数（中信一级）。以计算机为例，2014 年 6 月底-2015 年 6 月底，涨幅为 194%，期间行业涨幅中位数为 148.2%。2018 年 12 月底-2019 年 10 月底，涨幅为 40.9%，期间行业涨幅中位数为 15.7%。

2) 阶段二：以企业居民存款增速差连续三个月回升为起点，以 PPI 同比转正为终点。对

应的是 2015 年 6 月底-2016 年 9 月底、2019 年 10 月底-2021 年 1 月底。

这一阶段，股市能否上涨存在不确定性。两轮行情来看，2015 年 6 月底-2016 年 9 月底股市进入调整期。2019 年 10 月底-2021 年 1 月底则股市进一步上涨。从涨幅的贡献来看，估值与盈利谁占主导同样有不确定。两轮行情一次盈利贡献大，一次估值贡献大。

这一阶段，股市的风格层面上需要重视消费板块，包括食品饮料、汽车、医药、家电、电子、消费者服务等。以食品饮料为例，2015 年 6 月底-2016 年 9 月底，食品饮料下跌 12.3%，期间行业涨幅中位数为-22.9%。2019 年 10 月底-2021 年 1 月底，食品饮料上涨 94.5%，期间行业涨幅中位数为 17.4%。

3) 阶段三：以 PPI 同比转正为起点，以当年或次年年末为终点。对应的是 2016 年 9 月底-2017 年年底、2021 年 1 月底-2021 年年底。

这一阶段，股市继续上涨，且股市的涨幅主要有盈利（净资产增加）贡献。2016 年 9 月底-2017 年年底，WIND 全 A 涨幅为 6.48%，其中净资产涨幅为 8.92%。2021 年 1 月底-2021 年年底，WIND 全 A 涨幅为 9.28%，其中净资产涨幅为 8.84%。

这一阶段，股市的风格层面需要重视周期与耐用品，包括煤炭、钢铁、有色、电子、汽车等。以煤炭为例，2016 年 9 月底-2017 年年底，煤炭涨幅为 20.2%，期间行业涨幅中位数为 0.3%。2021 年 1 月底-2021 年年底，煤炭涨幅为 54.1%，期间行业涨幅中位数为 8.6%。

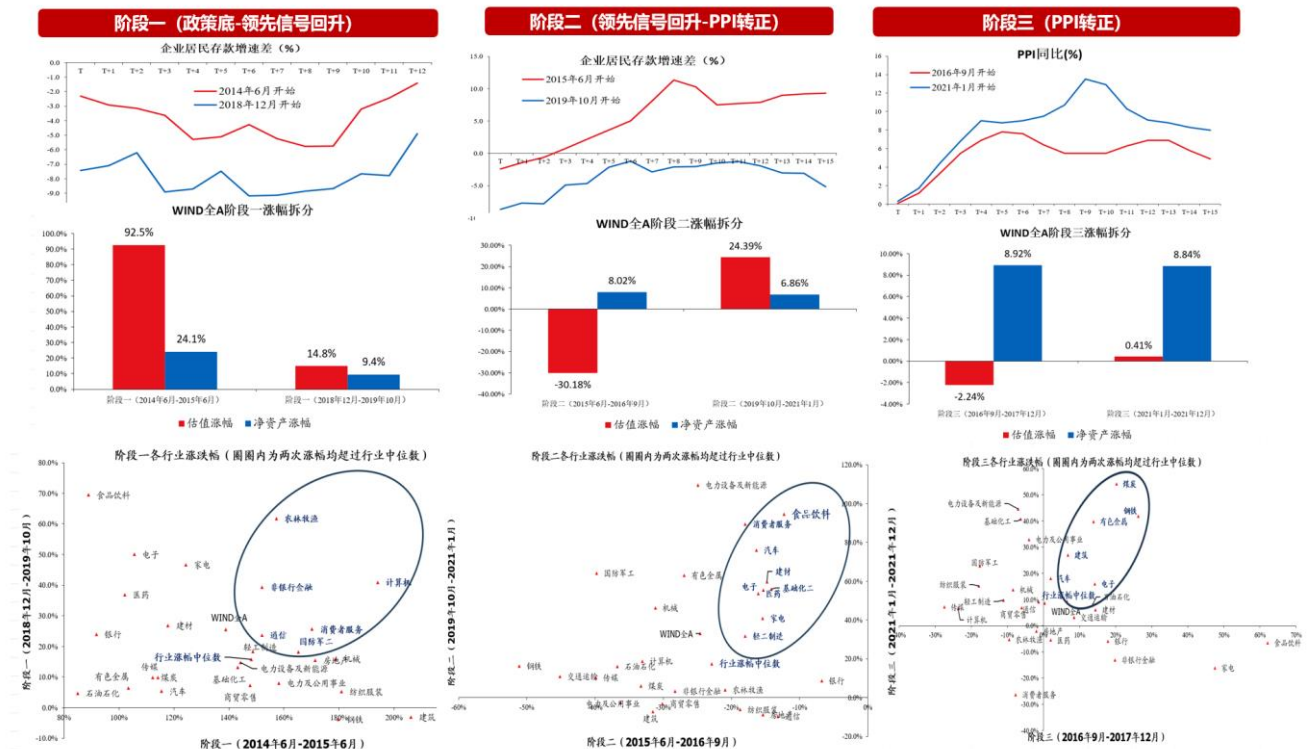
## 2、本轮行情的展望：

1) 就股市整体节奏上，9 月 26 日可视为政策底，当前尚在阶段一（企业居民存款增速差尚未连续三个月回升）。这一阶段，结合当下的政策导向（科技补短板、引导长期资金入市、实施大力度的降息）以及居民的存款动能偏高（储蓄/股票市值），非银、军工、科技、高股息仍是重点值得关注的行业。

2) 若进入阶段二，则需要更多关注消费，结合政策导向（两新政策、补贴扩围、财政大幅加码），家电、汽车、服务消费、煤炭、白酒是值得重点关注的行业。

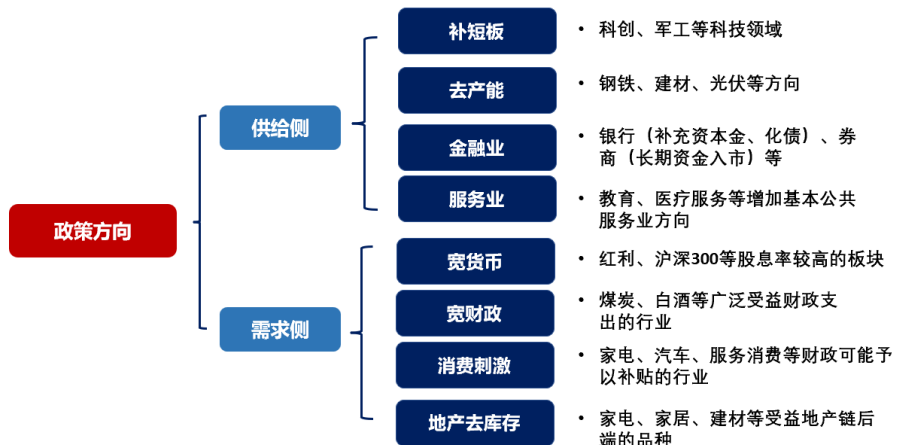
3) 若进一步进入阶段三（PPI 同比转正），则需要关注周期与耐用品。结合政策导向（可能进行供给侧改革以及地产去库存），钢铁、煤炭、建材、光伏是值得重点关注的行业。

图表 48 权益三阶段的复盘



资料来源：Wind，华创证券

图表 49 政策应对与结构机会

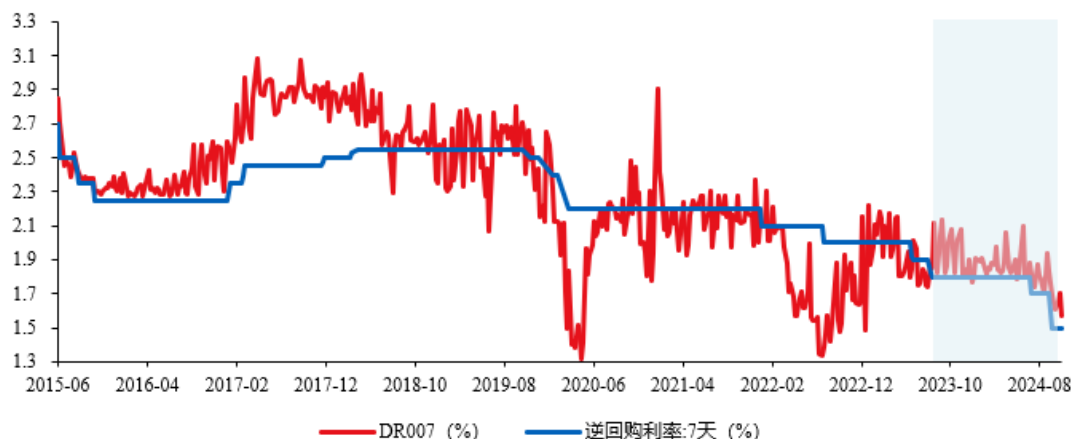


资料来源：Wind，华创证券

### （三）债券：从宽松开路到逐步撤出

1、首先，这一情景之下（企业居民存款增速差趋于上行），下文分析来看，银行间利率会较为重要。因而，我们首先提示一点对新的货币政策框架之下银行间利率的思考。本轮央行有可能不会让银行间利率过度下行。原因是：央行当下已将买卖国债纳入工具箱，叠加近期三季度货政报告：“研究适当收窄利率走廊的宽度”。我们理解，后续一旦流动性过度宽松（对应银行间利率明显低于政策利率），央行有可能出售国债来回收流动性。

图表 50 过去一年，DR007 利率难以突破逆回购 7 天利率



资料来源: Wind, 华创证券

2、其次，这一情景之下，利率可能会经历三个阶段，或需且战且退。

阶段一：企业居民存款剪刀差仍在底部震荡，参见章节六的分析，利率或仍会下行。

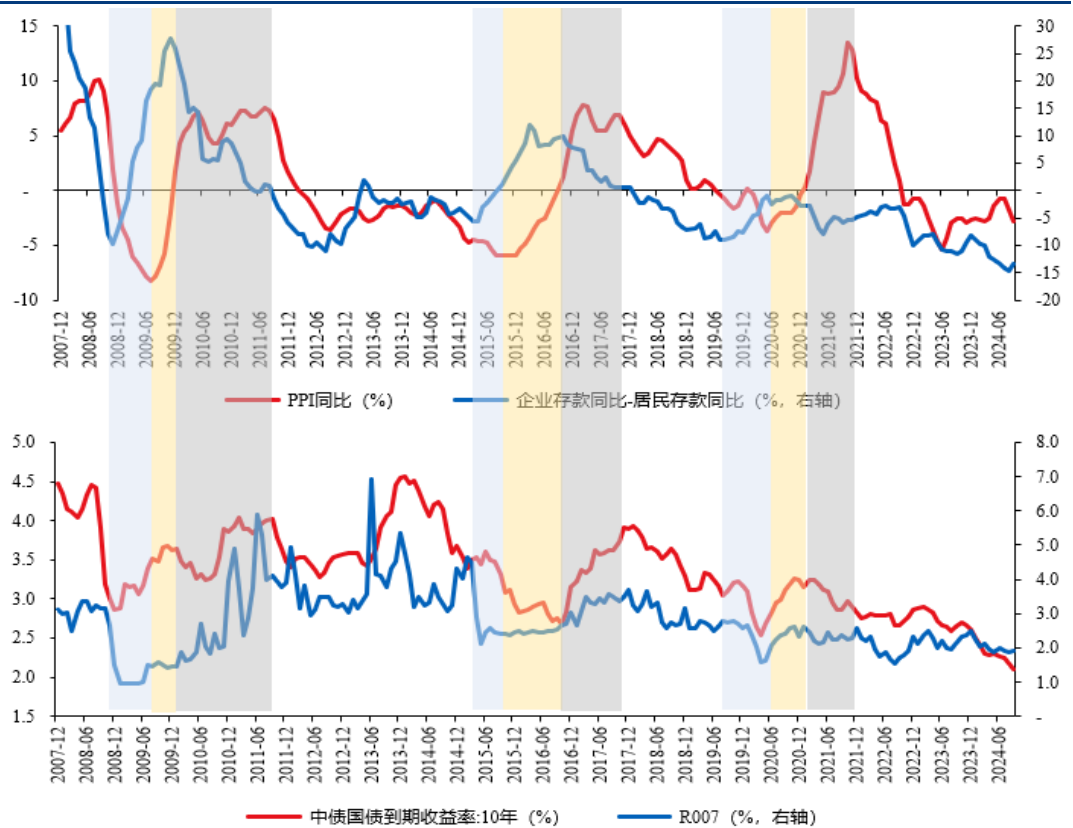
阶段二：如果企业居民存款剪刀差向上，但 PPI 同比尚未转正。此时需要分情况讨论：

若 PPI 同比继续回落（下图蓝色部分）。此时银行间利率易下难升。如果期间银行间利率大幅回落，对应十年期国债仍有下行可能（对应 2015 年、2022 年年初）；但如过银行间利率相对平稳，对应十年期国债或在底部震荡（2009 年上半年、2019 年下半年）。

若 PPI 同比开始向上（下图黄色部分），此时银行间利率易升难降。如果期间银行间利率开始向上抬升，此时十年期国债或开始逐步转熊（2009 年下半年、2020 年下半年）。但如果此时银行间利率仍维持低位，那么债券市场牛市可能尚未结束（2016 年）。

阶段三：阶段三（PPI 同比转正，图中灰色部分）：这一阶段如果 PPI 同比抬升源于需求拉动，那么债券收益率有大幅上行的风险；但如果 PPI 同比抬升源自成本冲击（2021 年油价飙升推动 PPI 同比走高），那么债券收益率则将跟随短期需求的变化而进行调整。

图表 51 剪刀差修复期间，银行间利率方向大致决定债券市场方向



资料来源: Wind, 华创证券

## 六、情景二：螺旋解套困难重重，低利率成投资主线

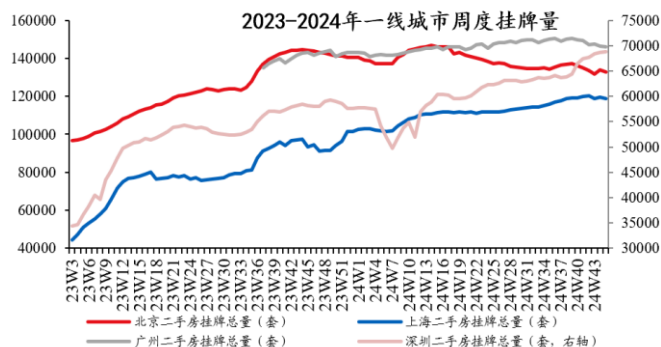
### (一) 复苏之路，面临堵点

这一情景的达成条件从时间点上看来是明年两会。即，同时满足明年两会之前“解套”的领先指标无法好转且政府工作报告明确的定量的政策部署低于预期。

主要担心的堵点可能是：

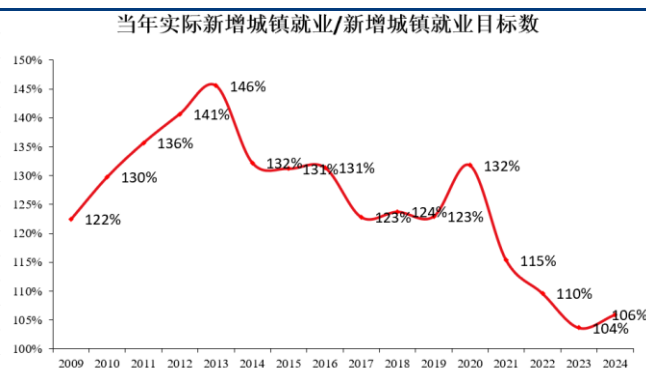
- 1) 财政稳增长力度不够大，本轮稳增长是在约束地方举债、严控地产增量的前提下进行的，需要的财政增量规模相较以往或要偏高一点。
- 2) 稳房价的难度较大，房地产的供需实际上包括新房的供需也包括二手房的供需。若居民信心持续偏弱，二手房抛压情况依然严重，则房价或持续承压。
- 3) 去产能面临稳就业的掣肘。从就业目标完成率来看，2023年以来冗余量较小（如2023年全年目标新增就业1200万人，实际完成1244万人，参考前两轮供给侧改革，去产能需要分流员工100万人以上）。
- 4) 贸易环境出现较大变化，2018年贸易摩擦以来，得益于转出口、海外供应链受疫情干扰、新三样的份额提升、对新三大贸易伙伴的出口高增，中国出口份额稳中有升。若贸易摩擦在关税和国别两个维度上持续扩围，出口压力或会较大。

图表 52 二手房挂牌量依然偏高



资料来源：贝壳，深圳房地产中介协会，华创证券

图表 53 就业目标完成率：冗余量较小



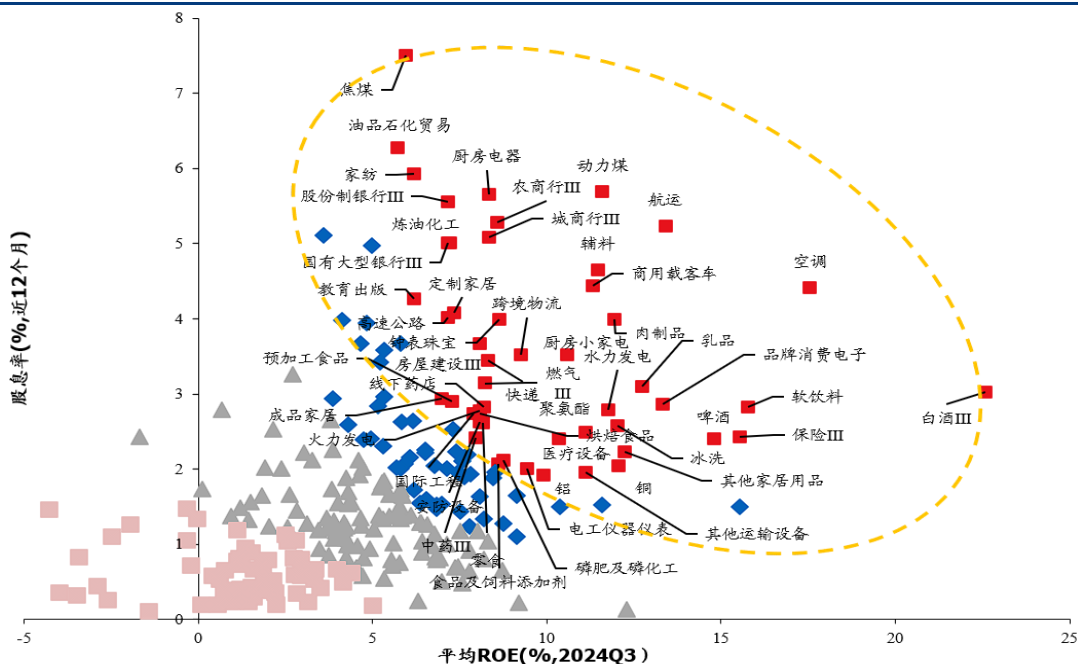
资料来源：Wind，华创证券

## (二) 权益：从估值修复到股息防御

这一情景下，宏观主线是：利率继续维持高实际利率、低名义利率的环境，能保持较高的 ROE、较高的股息率的资产，可能更值得重视。高 ROE 表明该板块的实际利率承受能力更强，高股息率表明该板块的投资价值相较于名义利率更高。按此思路，我们发现航运、空调、动力煤、商用载客车、白酒、农商行、乳品、厨房电器、城商行、品牌消费电子、厨房小家电等细分行业的股息率和盈利能力更强。

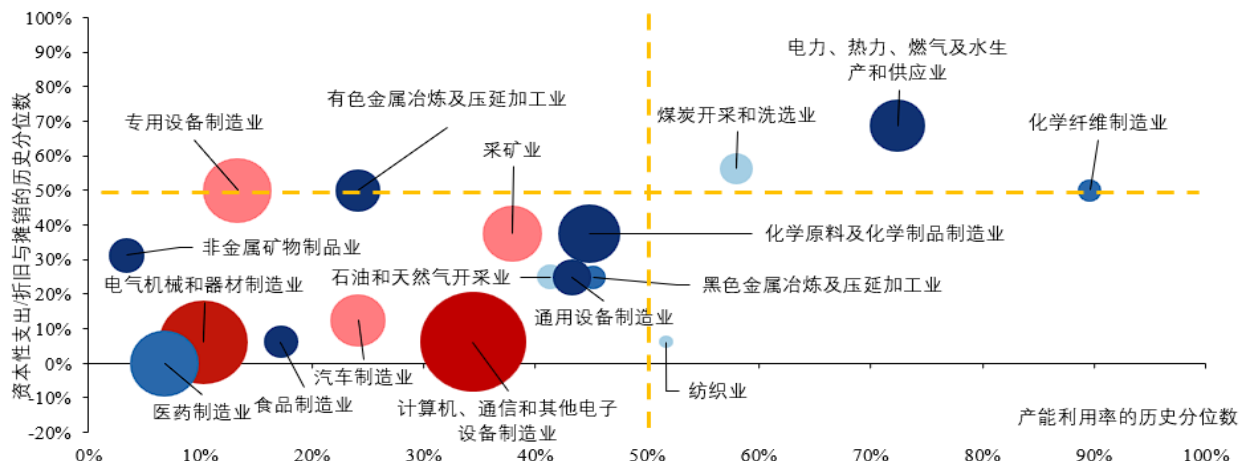
此外，另一个思路是围绕着供需格局展开（格局越好，率先涨价的可能性更高）。我们计算各个行业的产能利用率历史分位数（代表当下供需格局）以及各个行业的资本开支与折旧摊销之比的历史分位数（代表未来供给压力），供需格局较好的行业是电力、煤炭、化学纤维制造业。

图表 54 各行业股息率与 ROE



资料来源：Wind，华创证券 注：行业划分标准为申万三级行业；ROE 为 2024 年三季度报行业指数成分股的平均 ROE，而股息率为行业指数成分股的近 12 个月股息率。红色的是 ROE&股息率平均排序的前 50 个行业；蓝色是 50~100；灰色是 100~200；粉色是 200~260。

图表 55 各行业产能利用率的历史分位数以及供给压力



注1：气泡图颜色反映公募基金行业配置状况，红色代表超配，蓝色代表低配，颜色越深代表相比超配比例的绝对值越高；

注2：行业分类方法为证监会行业分类；行业公募基金超配比例为行业公募基金持仓比例-行业自由流通市值比例；公募基金持仓数据采用2024Q3偏股型公募基金（普通股票型、偏股混合型、灵活配置型）季报披露的前10大重仓股数据；行业自由流通市值采用2024Q3末的个股自由流通市值水平按证监会行业汇总；

注3：产能利用率的历史分位数是2024Q3的产能利用率水平在2016Q4-2024Q3间季度数据的历史分位数；资本性支出/折旧摊销的历史分位数是2024Q2的资本性支出/折旧摊销水平在2011Q2-2024Q2间中报数据的历史分位数。

资料来源：Wind，国家统计局，公募基金季报，华创证券

注：行业分类方法为证监会行业分类；行业公募基金超配比例为行业公募基金持仓比例-行业自由流通市值比例；气泡图颜色反映公募基金行业配置状况，红色代表超配，蓝色代表低配，颜色越深代表超配比例的绝对值越高；公募基金持仓数据采用2024Q3偏股型公募基金（普通股票型、偏股混合型、灵活配置型）季报披露的前10大重仓股数据；行业自由流通市值采用2024Q3末的个股自由流通市值水平按证监会行业汇总；产能利用率的历史分位数是2024Q3的产能利用率水平在2016Q4-2024Q3间季度数据的历史分位数；资本性支出/折旧摊销的历史分位数是2024Q2的资本性支出/折旧摊销水平在2011Q2-2024Q2间中报数据的历史分位数

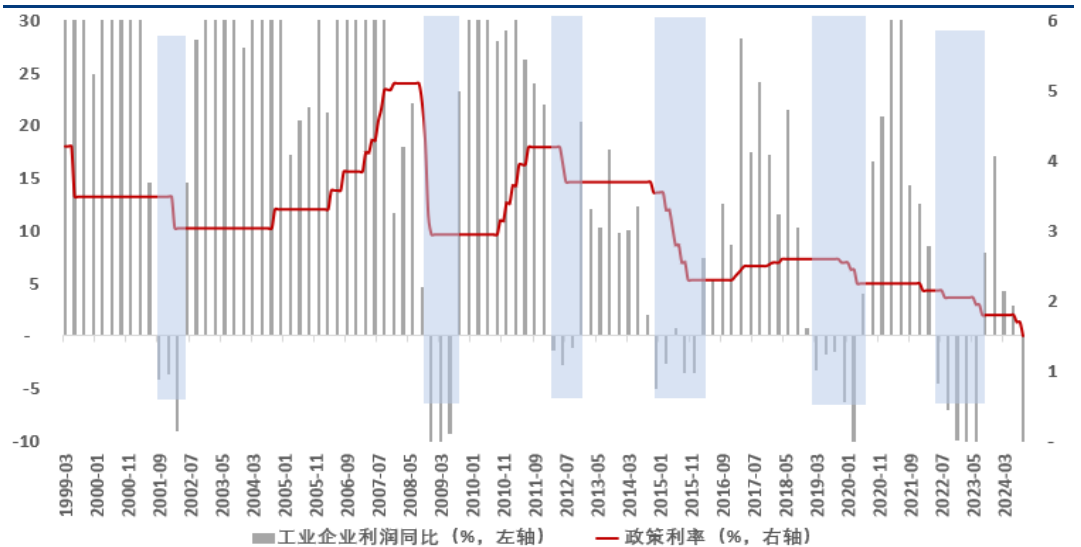
### （三）债券：将迎来持续的宽松之路

对于债券市场而言，这一情景之下，或意味着利率中枢仍将进一步下行。

**1) 首先，政策利率或将进一步调降。**政策利率的观察，通过PPI→工业企业利润这一途径。历史经验来看，企业利润同比转负期间，央行均会调降政策利率。这是由于利率中枢需与资本的投资回报率保持方向一致，企业利润回落背景下，降息周期或难以结束。

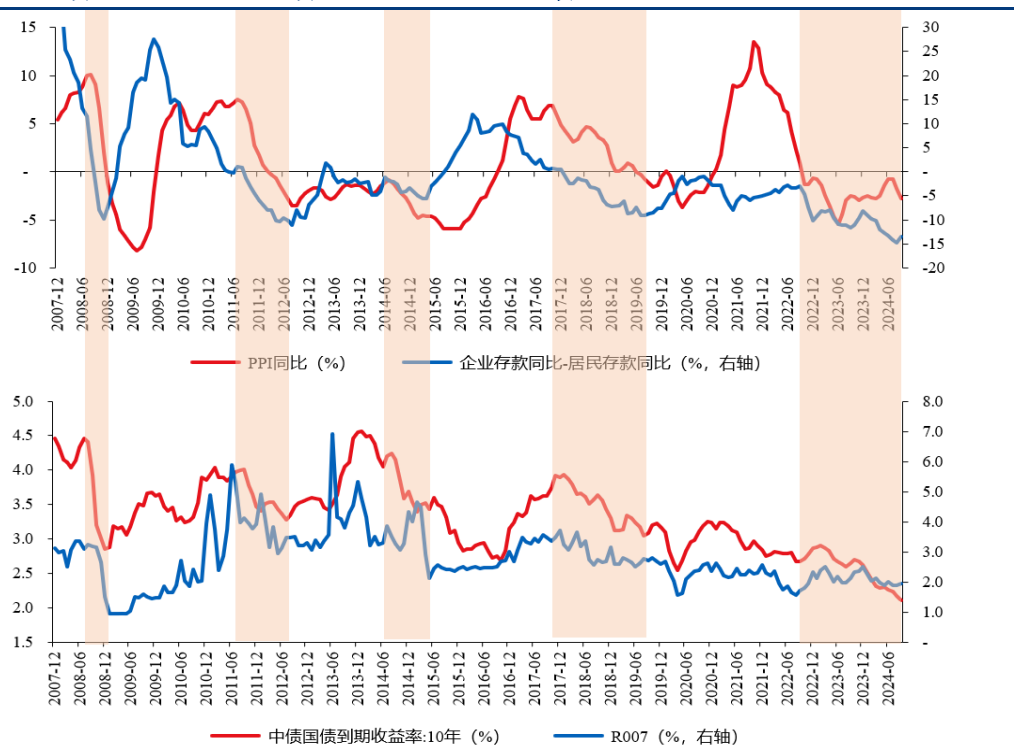
**2) 其次，市场利率或也将进一步下行。**市场利率的观察，通过如企业居民存款剪刀差这一指标。若“三螺旋”难以解套，企业居民存款增速差可能继续回落或持续处于历史低位，参照历史经验来看，在此情境下，无论银行间利率是否宽松，十年期国债收益率均会持续下行，债券或将持续走牛。

图表 56 工业企业利润同比转负期间，央行均降息



资料来源：Wind，华创证券 注：2015 年之前，政策利率采用 1 至 3 年中长期贷款利率；2015 年~2023 年，政策利率参照 MLF 利率；2024 年以来，参照逆回购 7 天利率。

图表 57 剪刀差回落期间，剪刀差方向大致决定债券



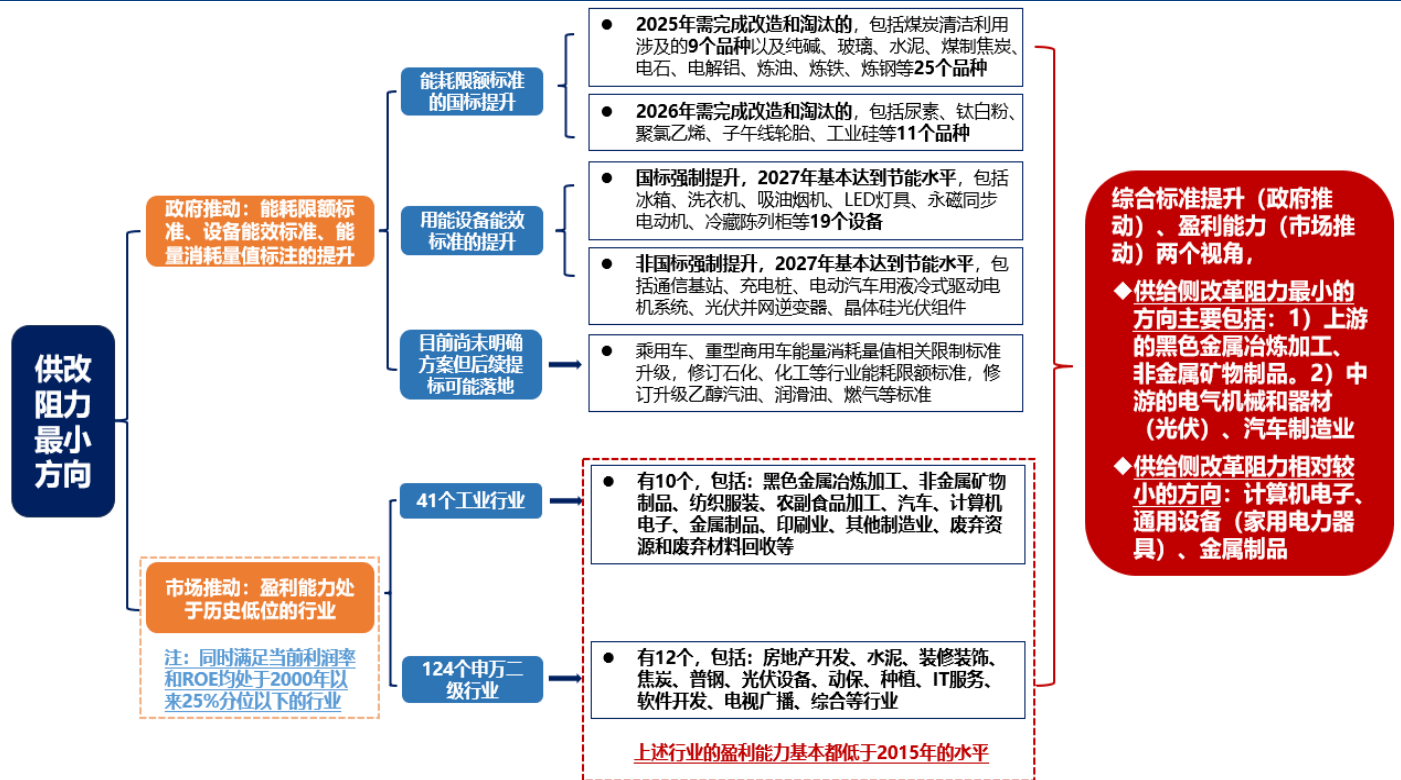
资料来源：Wind，华创证券

## 七、商品：寻找供给侧改革阻力最小的方向

可以从两个角度寻找供给侧改革的方向，一是国家标准提升涉及的行业和工业品，这是政府推动的视角；二是目前盈利能力处于历史低位的行业，这是市场推动的视角。同时满足上述两个视角的，无疑是供给侧改革阻力最小的方向。综合标准提升（政府推动）、盈利能力（市场推动）两个视角来看，供给侧改革阻力最小的方向（两个视角兼备）主

要包括：1）上游的黑色金属冶炼加工、非金属矿物制品。2）中游的电气机械和器材（光伏）、汽车制造业。供给侧改革阻力相对较小的方向（满足一个条件）：计算机电子、通用设备（家用电力器具）、金属制品、造纸、化工等。

图表 58 从政府推动和市场推动两个视角寻找供给侧改革阻力最小的方向



资料来源：Wind，国家发改委，华创证券

### （一）从标准视角看供给侧改革阻力最小的方向

涉及标准提升的行业和工业品种，供给侧改革的阻力更小。重点关注以下三个方面：

第一，能耗限额强制性国家标准的提升，主要涉及有色金属冶炼加工、黑色金属冶炼加工、非金属矿物制品、化学原料和化学制品、石油煤炭加工、电热生产和供应等六大行业。从具体品种来看，2025年需完成改造和淘汰的，包括煤炭清洁利用涉及的9个品种以及纯碱、玻璃、水泥、煤制焦炭、电石、电解铝、炼油、炼铁、炼钢等25个品种。2026年需完成改造和淘汰的，包括尿素、钛白粉、聚氯乙烯、子午线轮胎、工业硅等11个品种。

第二，用能设备能效强制性国家标准的提升，主要涉及电气机械和器材行业中的电机制造、家用电器制造，通用设备制造业中的制冷、空调设备制造。具体包括冰箱、洗衣机、吸油烟机、LED灯具、永磁同步电动机、多联式空调(热泵)机组、冷藏陈列柜等19个设备。通信基站、充电桩、电动汽车用液冷式驱动电机系统、光伏并网逆变器、晶体硅光伏组件等5个设备的能效标准也有提高，但并非国标强制提升。时间点的要求是：到2027年，重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平。

第三，目前尚未明确方案但政策方向上已经提及的品种或设备，后续提标可能落地。主要涉及汽车制造业（“加快乘用车、重型商用车能量消耗量值相关限制标准升级”、“加快淘汰国三及以下排放标准营运类柴油货车”），化工行业（“修订升级乙醇汽油、润滑油、

燃气等标准”、“修订石化、化工等行业能耗限额标准”）。

图表 59 国家标准提升：已明确的改造时点和涉及品种

时间截点	主要要求	数量	涉及品种/设备
2025 年	原则上应在 2025 年底前完成技术改造或淘汰退出	25	炼油、煤制焦炭、煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇、烧碱、纯碱、电石、乙烯、对二甲苯、黄磷、合成氨、磷酸一铵、磷酸二铵、水泥熟料、平板玻璃、建筑陶瓷、卫生陶瓷、炼铁、炼钢、铁合金冶炼、铜冶炼、铅冶炼、锌冶炼、电解铝
2025 年	各地应明确改造升级和淘汰时限（一般不超过 3 年）以及年度改造淘汰计划，在规定时限内升级到基准水平以上，力争达到标杆水平；对于不能按期改造完成的项目进行淘汰	9	煤炭洗选；燃煤发电；燃煤锅炉供热；煤制合成氨；煤制焦炭（焦炉）；煤制焦炭（兰炭）；煤制甲醇；煤制烯烃；煤制乙二醇；
2026 年	原则上应在 2026 年底前完成技术改造或淘汰退出	11	乙二醇，尿素，钛白粉，聚氯乙烯，精对苯二甲酸，子午线轮胎，工业硅，卫生纸原纸、纸巾原纸，棉、化纤及混纺织物，针织物、纱线，粘胶短纤维
2027 年	到 2027 年，重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平	43	参见《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平（2024 年版）》

资料来源：国家发改委等《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平（2024 年版）》，国家发改委等《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》，国家发改委等《煤炭清洁高效利用重点领域标杆水平和基准水平（2022 年版）》，国务院《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，华创证券

（二）从盈利视角看供改阻力最小的方向

盈利能力越差的行业，供给侧改革的阻力越小。可参考的两次供给侧改革，主要涉及的行业都是当时盈利压力较大的行业。如 1998 年的纺织、煤炭；2016 年的煤炭、钢铁。

以利润率和 ROE 两个指标综合判断，同时满足当前利润率和 ROE 均处于 2000 年以来 25%分位以下的行业，判断为盈利能力处于历史低位。满足上述条件的行业，其盈利能力也基本低于 2015 年的水平。

在 41 个工业行业中，盈利能力处于历史低位的有 10 个，包括：黑色金属冶炼加工、非金属矿物制品、纺织服装、农副食品加工、汽车、计算机电子等行业。以权益市场中的申万二级行业为对象，进一步考察涵盖农业和三产行业在内的广义细分行业的情况。在 124 个申万二级行业中，盈利能力处于历史低位的有 12 个，包括：房地产开发、水泥、装饰装修、焦炭、普钢、光伏设备、动保等行业。

图表 60 工业行业中盈利能力处于历史低位的有 10 个

工业行业	利润率（利润总额/营业收入）				ROE			
	当前值(%，最新数据为2024Q3)	当前值所处历史分位数	当前历史分位是否低于25%	当前是否低于2015年	当前值(%，最新数据为2023年)	当前值所处历史分位数	当前历史分位是否低于25%	当前是否低于2015年
农副食品加工业	2.2	0%	是	是	12.6	5%	是	是
纺织服装、鞋、帽制造业	4.2	10%	是	是	12.6	0%	是	是
印刷业和记录媒介的复制	4.5	12%	是	是	10.0	0%	是	是
非金属矿物制品业	2.9	19%	是	是	10.1	17%	是	是
黑色金属冶炼及压延加工业	-0.6	0%	是	是	3.5	9%	是	否
金属制品业	3.4	21%	是	是	12.0	13%	是	是
汽车制造业	4.6	24%	是	是	13.6	9%	是	是
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	3.9	21%	是	是	8.8	0%	是	是
其他制造业	5.8	0%	是	是	10.7	0%	是	是
废弃资源和废旧材料回收加工业	1.1	0%	是	是	13.7	5%	是	是

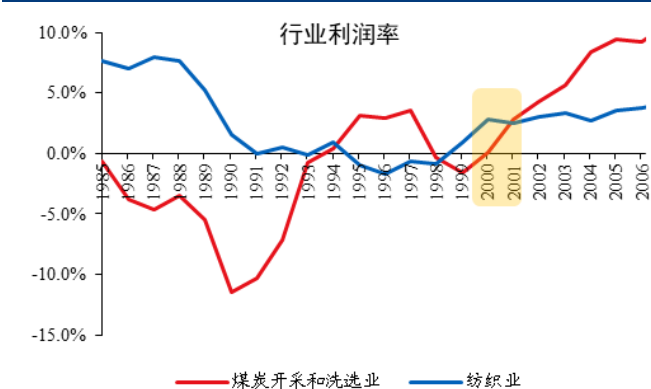
资料来源：Wind，华创证券

图表 61 申万二级行业中盈利能力处于历史低位的有 12 个

申万二级行业	销售净利率				ROE(平均)			
	当前值(%，最新数据为2024Q3)	当前值所处历史分位数	当前历史分位是否低于25%	当前是否低于2015年	当前值(%，最新数据为2024Q3)	当前值所处历史分位数	当前历史分位是否低于25%	当前是否低于2015年
种植业	0.6	1%	是	是	1.6	10%	是	是
动物保健 II	6.7	0%	是	是	2.6	10%	是	是
普钢	-1.0	7%	是	否	-1.9	3%	是	否
IT服务 II	0.7	3%	是	是	0.6	8%	是	是
软件开发	-1.7	6%	是	是	-1.0	2%	是	是
房地产开发	-1.3	0%	是	是	-1.4	2%	是	是
综合 II	-0.3	10%	是	是	0.0	11%	是	是
水泥	0.9	10%	是	是	0.6	12%	是	是
装修装饰 II	-1.5	2%	是	是	-2.5	5%	是	是
光伏设备	-0.6	15%	是	是	-0.4	16%	是	是
焦炭 II	-5.2	12%	是	否	-4.0	7%	是	否
电视广播 II	-1.0	2%	是	是	-0.3	3%	是	否

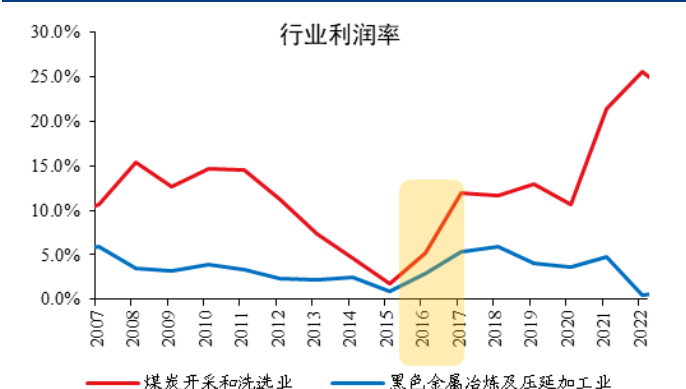
资料来源：Wind，华创证券

图表 62 1998 年供改：重点是纺织与煤炭



资料来源：Wind，华创证券

图表 63 2016 年供改：重点是煤炭和钢铁



资料来源：Wind，华创证券

## 八、黄金：“非寻常定价”之下，仍是中期配置基本盘

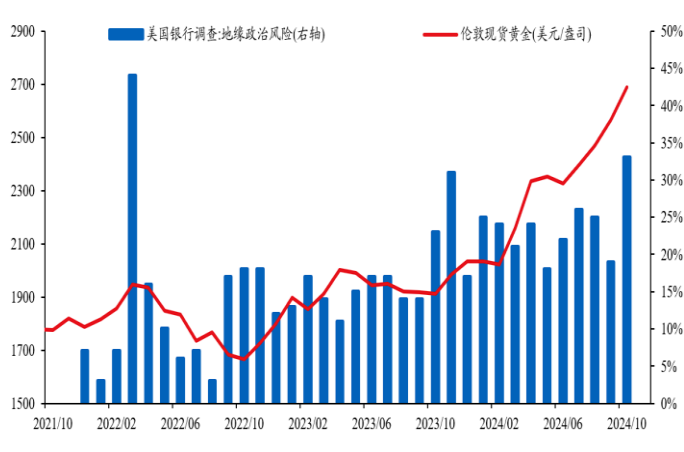
首先，过去两年黄金价格走势或更多来自地缘冲突等“非寻常定价”。我们统计了 2021 年底以来全球基金经理认为地缘政治风险是最大的尾部风险的比例，可以发现从 2021 年 12 月至今地缘政治风险始终是最大的尾部风险之一。此外，随着时间的推移，地缘政治风险的得分越来越高，且与黄金价格的走势相当一致。2021 年 11 月至 2022 年 8 月间认为地缘政治风险是最大的尾部风险的比例均值为 10%，2022 年 9 月到 2023 年 9 月间该比例均值上升到了 15%，而 2023 年 10 月到 2024 年 10 月间该比例均值则上升到了 24%，说明了过去两年黄金交易层面地缘政治的影响越来越大。

图表 64 实际利率与黄金价格走势背离



资料来源: Wind, 华创证券

图表 65 地缘政治风险对金价的影响越来越大



资料来源: Wind, BofA Global Fund Manager Survey, 华创证券

其次，展望未来，地缘冲击风险或仍在加剧。我们系统梳理了全球主流智库对当前国际不稳定局势的分析，包括朝鲜半岛、巴以和俄乌等议题。

1) 朝鲜半岛: 布鲁金斯学会认为朝鲜的行动将促使首尔与包括北约在内的伙伴加强合作; 美国外交学会认为朝鲜和俄罗斯的安全合作可能使韩国更紧密地融入美国在印太地区培育的联盟网络; 美国国家利益中心认为朝鲜派军队援助俄罗斯将导致朝韩两国关系破裂。

2) 巴以冲突: 战略与国际问题研究中心认为哈马斯与以色列的战斗程度可能会有所减弱, 但全面结束加沙战争可能还为时过早; 外交事务杂志认为地区冲突加剧了伊朗发展核武器的动机, 伊朗民众对核武器的态度也正在迅速转变; 美国外交学会认为伊朗可能获得核武器, 这将改变游戏规则, 必须坚决阻止, 必要时可使用武力。

3) 俄乌冲突: 外交事务杂志认为非欧洲国家参与俄乌冲突的强度继续升级, 俄乌冲突逐渐演变为世界冲突; 欧洲政策研究中心认为乌克兰可能会被迫与俄罗斯达成和平协议, 但条件不利于欧盟的安全; 欧洲外交关系理事会认为目前可能不存在普京和泽连斯基都接受的协议, 如果特朗普大幅削减美国经济和军事支持来迫使基辅被迫从弱势地位寻求停火, 欧洲需要为自己的防御做出更多努力。

图表 66 部分主流智库对国际不稳定局势的分析

话题	机构	国家	日期	观点
朝鲜半岛	布鲁金斯学会	美国	2024.10.29	朝鲜的行动促使首尔与包括北约在内的伙伴加强合作, <u>美国及其盟友将需要为东北亚局势进入新阶段以及可能升级做好准备。</u> <sup>1</sup>
	国家利益	美国	2024.11.05	朝鲜与俄罗斯的合作有助于增加俄罗斯前线的兵力, 并使俄罗斯的战争机器尽可能高效地运转。垃圾气球事件、金正恩宣布韩国为敌国并放弃和平统一的目标、朝鲜派军队援助俄罗斯以及美国大选前几天进行的洲际弹道导弹试验都导致两国关系破裂。 <sup>2</sup>
	美国外交学会	美国	2024.10.25	从战略层面来看, 朝鲜和俄罗斯之间的安全合作达到了令人担忧的新水平, <u>标志着俄乌冲突进一步危险地全球化,</u> 可能使韩国扩大对乌克兰的支持, 包括并更紧密地融入美国在印太地区培育的联盟网络。 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> <https://www.brookings.edu/articles/what-do-north-korean-troop-deployments-to-russia-mean-for-geopolitics/>

<sup>2</sup> <https://nationalinterest.org/blog/korea-watch/north-korean-troops-ukraine-final-blow-korean-reunification-213586>

<sup>3</sup> <https://www.cfr.org/expert-brief/north-korean-troops-russia-dangerous-new-phase-ukraine-war>

巴以冲突	外交事务	美国	2024.10.14	大多数伊朗人希望伊朗领导人避免与美国、以色列和欧洲公开对抗。但地区冲突加剧了伊朗发展核武器的动机，伊朗民众对核武器的态度也正在迅速转变。 <sup>4</sup>
	战略与国际问题研究中心	美国	2024.10.17	哈马斯与以色列的战斗程度可能会有所减弱，但全面结束加沙战争可能还为时过早。短期来看辛瓦尔之死对内塔尼亚胡来说是一个巨大的胜利，为以色列从实力的立场逐步结束军事行动开辟了一条可能的道路。 <sup>5</sup>
	美国外交学会	美国	2024.10.25	美国、以色列和其他中东盟友视伊朗为其在中东地区利益的主要威胁，并认为伊朗可能获得核武器，这将改变游戏规则，必须坚决阻止，必要时可使用武力。 <sup>6</sup>
俄乌冲突	外交事务	美国	2024.11.07	欧洲正成为非欧洲力量投射的舞台，非欧洲国家参与俄乌冲突的强度继续升级，俄乌冲突逐渐演变为世界冲突。 <sup>7</sup>
	欧洲政策研究中心	欧洲	2024.11.07	乌克兰可能会被迫与俄罗斯达成和平协议，但条件不利于欧盟的安全。全球军备竞赛已全面展开，欧盟必须拿出必要的政治意愿。 <sup>8</sup>
	欧洲外交关系理事会	欧洲	2024.11.08	目前可能不存在普京和泽连斯基都接受的协议，如果特朗普大幅削减美国经济和军事支持，迫使基辅被迫从弱势地位寻求停火。欧洲需要为自己的防御做出更多努力。 <sup>9</sup>

资料来源：外交事务，国家利益，美国外交学会，欧洲政策研究中心，欧洲外交关系理事会等，华创证券

## 九、汇率：内有政策转向，外有美国换届，波动或加大

人民币汇率研判，内因（外汇供求基本面）定趋势，外因（美元指数）波动影响幅度。综合内因与外因，以下三个因素或将推升汇率的波动率。

**1、美元指数：**美国换届之后，执政思路转变，美元指数或偏强。目前来看，特朗普的执政主张中关税、减税、移民等偏向于抬升通胀，推动美债利率上行。即，美国有望保持对非美的相对利差优势（近期市场对美联储、欧央行未来一年政策利率预期便呈现美上欧下的趋势），支撑美元指数偏强。此外，其激进贸易政策主张或引发一定程度避险需求升温，也构成美元利好因素。

**2、出口：**出口强弱影响经常账户中的贸易顺差。后续来看，出口的核心矛盾源于贸易摩擦带来的不确定性，可能会有下行压力。今年1-9月，美国对华贸易逆差为2174.65亿美元，去年同期为2097.58亿美元。按照特朗普的执政纲领，“逐步停止从中国进口必需品等”。我们测算，若特朗普对中国进口关税率加征至60%，或拖累中国整体出口-2.6%到-5.8%，中性区间或在4-5个百分点左右。

**3、PMI：**PMI影响净结汇率。考虑到国内政策已全面转向稳增长，后续PMI的波动或也将加大。若政策力度偏强，PMI有望趋于上行，若力度不及预期，PMI也可能重新回落。

<sup>4</sup> <https://www.foreignaffairs.com/iran/irans-nuclear-tipping-point>

<sup>5</sup> <https://www.csis.org/analysis/what-does-yahya-sinwars-death-mean>

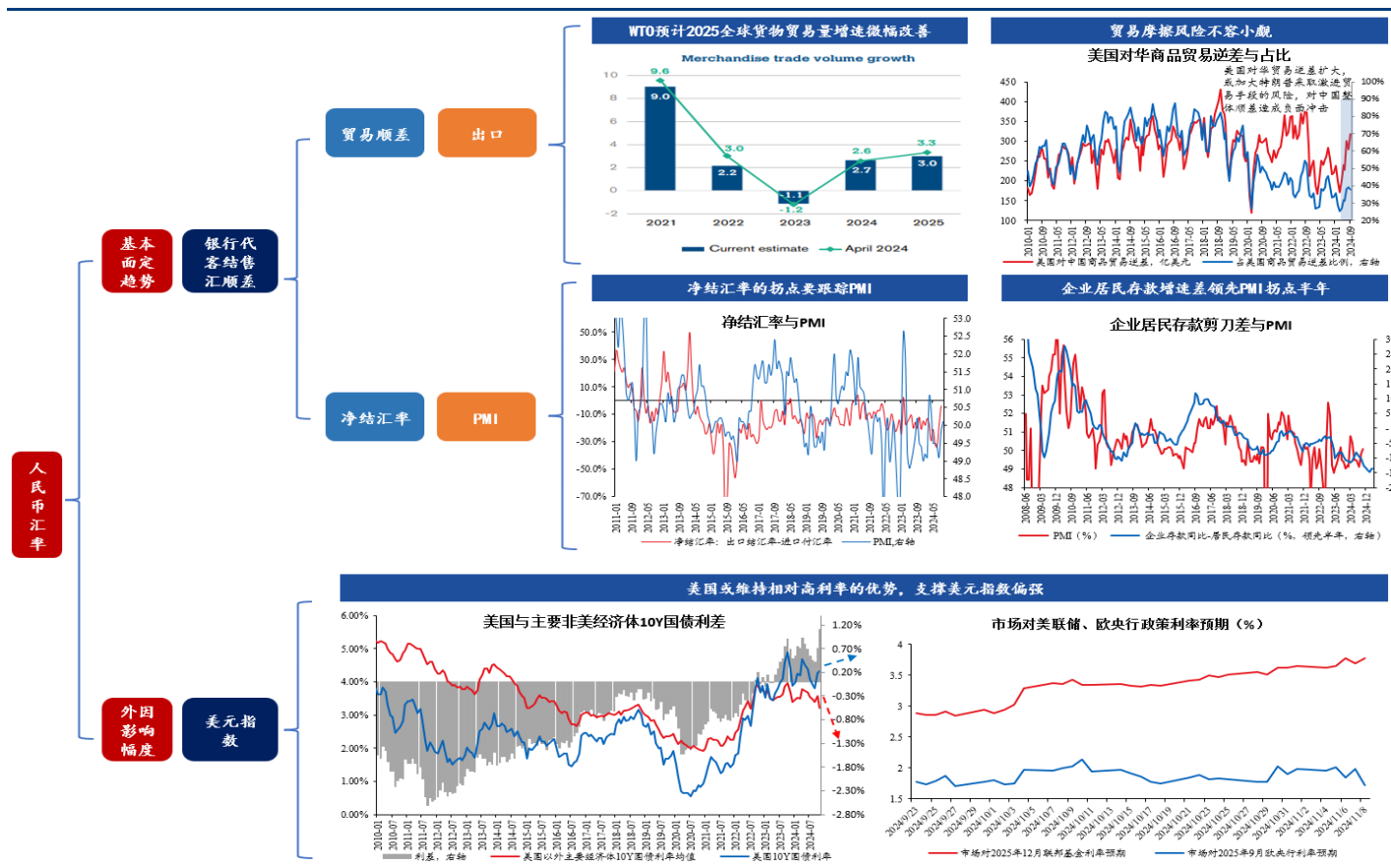
<sup>6</sup> <https://www.cfr.org/article/what-are-irans-nuclear-and-missile-capabilities>

<sup>7</sup> <https://www.foreignaffairs.com/ukraine/how-ukraine-became-world-war>

<sup>8</sup> <https://www.ceps.eu/trumps-back-now-the-eu-must-step-up-its-game/>

<sup>9</sup> <https://ecfr.eu/article/trumps-return-is-terrible-news-for-ukraine-europe-should-step-into-the-breach-but-will-it/>

图表 67 人民币汇率未来趋势研判抓手：供求基本面与美元指数



资料来源：Wind，WTO，Bloomberg，华创证券

### PART3、宏观次要矛盾的思考：新的“X”因素

#### 十、经济层面，贸易摩擦的风险“不容小觑”

特朗普再度入主白宫，其贸易政策主张较为激进，曾在竞选纲领、媒体采访中公开宣称对所有进口商品征收 10% 的基准关税，撤销中国最惠国待遇，对中国征收 60% 关税并逐步停止从中国进口必需品等，新一轮贸易摩擦风险不容小觑。

**1、定量测算层面**，极端情形下，若特朗普对中国进口关税率加征至 60%，或拖累中国整体出口 -2.6% 到 -5.8%，中性区间或在 4-5 个百分点左右。

**分三步测算：**第一步，利用学者测算结果以及 2018-2019 年经验线性外推两种办法交叉验证，得到中国对美直接出口的关税弹性（即关税率上调 1%，对美出口下降多少），约在 -0.9% 至 -2.5% 之间；第二步，利用 2017-2019 年历史数据，估算第三方经济体的间接抵消效应，大约在 6 成左右；第三步，合并一、二步计算结果，不同关税情景对中国整体出口的影响 = 中国对美出口关税弹性 × (1 - 间接抵消比例) × 美国占中国出口比例。

**2、定性分析层面**，本轮国内供需矛盾或更尖锐，贸易摩擦对手或更具“议价权”，导致本轮加关税国内或负担更大。

**历史情形：**2018-2019 年，美国虽然对自中国进口的 66.4% 的商品平均加征税率达到约 16.2%（平均关税由 3.1% 升至 19.3%），但是其自中国进口不含税价格较 2018 年初峰值仅下降约 2.5%，意味着美国进口商承担了大部分关税负担。

**当下情况：**本轮由于内需更弱，且供需矛盾更尖锐的集中在外向型品类，可能导致国内关税负担比例加重。体现在两方面，一是，宏观整体来看，根据陈彦斌<sup>10</sup>测算，当前实际增速与潜在增速合理水平的缺口<sup>11</sup>比上一轮“贸易战”前夕 2017 年更大，意味着国内经济面临的短期需求问题和长期结构性问题更加严峻。二是，行业结构来看，相比于上一轮“贸易战”前夕的 2018 年初，本轮供需矛盾更加集中在中游装备制造业（如电气机械和器材制造业、汽车制造业、专用设备制造业等），而这些行业海外营收占比更高，外需的冲击或更大。

<sup>10</sup> 陈彦斌.宏观政策“三策合一”新理论框架[J].经济研究,2022,57(11):29-47.

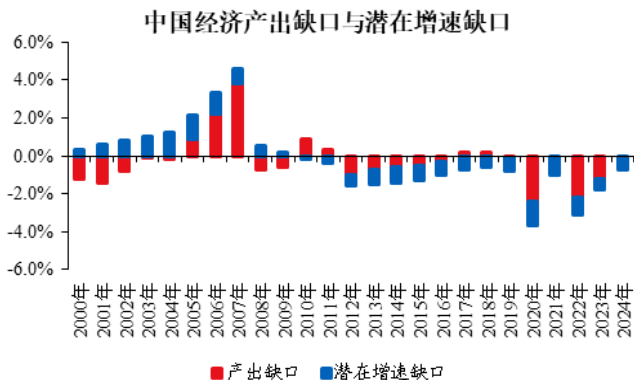
<sup>11</sup> 根据陈彦斌（2022）提出的“三策合一”理论，实际增速-潜在增速合理水平=实际增速-潜在增速+潜在增速-潜在增速合理水平=产出缺口+潜在增速缺口。潜在增速合理水平指的是最优宏观经济结构下的潜在增速水平，结构性不利因素会掣肘潜在增速的提升，导致潜在增速低于其合理水平。产出缺口反映经济需求问题，越低表示国内有效需求越不足；潜在增速缺口则反映经济结构问题，越低表示经济结构越失衡。

图表 68 美国关税对中国出口的影响测算：分情景

A	B	C=A*B	D	E=C*D	F	G=E*(1-F)			
贸易关税弹性假设	美国对中国进口关税 (2023年)	情景	加征关税幅度	影响中国对美国出口	美国占中国出口比例 (2023年)	影响中国整体出口	间接出口抵消	最终影响中国整体出口	
学术论文测算结果： 贸易关税弹性为-1.7至-2.5	11.2%	①	10%	10.0%	-17.0%~-25.0%	14.8%	-2.5%~-3.7%	61%	-1.0%~-1.4%
		②	取消中国最惠国待遇	28.8%	-49.0%~-72.0%				-2.8%~-4.2%
		③	关税升至6%	48.8%	-83.0%~-122%				-4.8%~-5.8%
历史线性外推：美国从中国进口关税敏感系数-0.9至-2左右	11.2%	①	10%	10.0%	-9.3%~-19.9%	14.8%	-1.4%~-2.9%	61%	-0.5%~-1.1%
		②	取消中国最惠国待遇	28.8%	-26.9%~-57.3%				-1.6%~-3.3%
		③	关税升至6%	48.8%	-45.6%~-97.1%				-2.6%~-5.6%

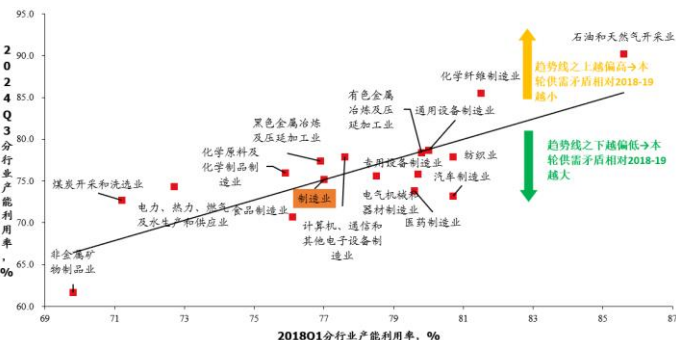
资料来源：华创证券测算 注：出口降幅>100%情形不成立，中国对美出口最大降幅为降至0，对中国整体出口拖累最多为14.8个百分点

图表 69 国内产出缺口与潜在增速缺口



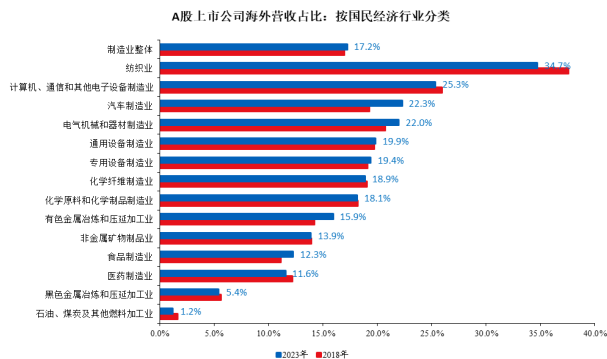
资料来源：宏观政策“三策合一”指数(MPTI)，华创证券 注：1、产出缺口=实际增速-潜在增速。2、2024年产出缺口为预测值，潜在增速和潜在增速的合理水平估计分别为5.3%和6%

图表 70 本轮供需矛盾更集中在中游装备制造



资料来源：Wind，华创证券

图表 71 中游装备制造业海外营收占比更高



资料来源：Wind，华创证券

## 十一、制度层面，改革加快落地，或有新机遇

2014-2015 年的改革遵循的是十八届三中全会（2013 年）的部署。展望 2025 年，或陆续落地二十届三中全会（2024 年）的部署，我们关注如下重点内容：

**1、金融：**2013 年的相关部署包括“推进股票发行注册制改革”，“鼓励金融创新”等。落地方面：2015 年 12 月，全国人大常委会审议通过股票发行注册制改革的授权决定。金融创新方面，2014 年 5 月，国务院印发了 2014 年版的“国九条”，明确“积极鼓励和引导资本市场创新”；2015 年，互联网金融、地方金融改革创新试点等相继获得政策支持。

本轮的部署：“促进资本市场健康稳定发展。支持长期资金入市”；“制定金融法。完善金融监管体系”。

**2、投资：**2013 年的部署包括“允许地方政府通过发债等多种方式拓宽城市建设融资渠道”，“建立规范合理的中央和地方政府债务管理及风险预警机制”，“适度加强中央事权和支出责任”；“建立健全防范和化解产能过剩长效机制”。**2014-2015 年落地情况是：地**

方举债和债务管理方面，2014年8月，预算法完成20年首次大修，赋予了地方举债权，并对地方债务分类纳入预算管理。去产能方面，2014-2015年，工信部等部委连续两年发布了钢铁、水泥等重点行业的年度去产能目标；到2015年11月，高层首次提出要实施“供给侧结构性改革”，并在中央经济工作会议上将其确定为次年的一项重要工作。

本轮重点值得关注的投资相关部署包括“健全涉企收费长效监管和拖欠企业账款清偿法律法规体系”；“合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例”，“建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制”，“适当加强中央事权、提高中央财政支出比例”；“加强地下综合管廊建设和老旧管线改造升级”；“建立未来产业投入增长机制”，“建设国家战略腹地和关键产业备份”，“以国家标准提升引领传统产业优化升级”。

3、消费：2013年的部署包括“加大政府购买公共服务力度”，“加快户籍制度改革”，“加快建立社会养老服务体系和发展老年服务产业”；2014-2015年，以上四项部署，均有相关政策落地。政府公共服务购买方面，早在2013年9月国办就已印发指导意见；随后在2014年1月，财政部主办全国政府购买服务工作会议，明确“2014年政府购买服务工作将在全国全面推广”。户籍制度改革方面，2014年6月取消“农业”和“非农业户口”性质区别；2015年2月又改暂住证制度为居住证制度，实行基本公共服务与居住年限等条件挂钩。养老服务方面，2014年8月，财政部等印发了《关于做好政府购买养老服务工作的通知》。

本轮的部署包括“完善扩大消费长效机制，减少限制性措施”，“积极推进首发经济”，“完善支持服务业发展政策体系”；“推进消费税征收环节后移并稳步下划地方”。“合理增加公共消费”，“推行由常住地登记户口提供基本公共服务制度”，“完善生育支持政策体系和激励机制”，“优化基本养老服务供给”，“加强普惠育幼服务体系建设”。

4、物价：2013年的部署为“推进水、石油、天然气、电力、交通、电信等领域价格改革，放开竞争性环节价格”。2014-2015年，上述部署密集落地。2014年1月，我国全面实行城镇居民阶梯水价制度。此后国家发改委等相关部门又逐步调整了商业银行服务费、居民用气、电信业务资费等；2014年11月下旬-2015年1月，又先后放开24项商品和服务价格，下放1项定价权限；2015年10月对中央定价目录进行修订，具体定价项目从100项左右降至20项，中央政府定价范围大幅缩减。

本轮的部署为“推进水、能源、交通等领域价格改革，优化居民阶梯水价、电价、气价制度，完善成品油定价机制”。

图表 72 二十届三中全会部分重点改革及与十八届三中对标（红色可能偏收缩性）

类型	具体分类	二十届三中全会部署	十八届三中全会类似部署	2014-2015年是否已落地/推进	具体落地情况
投资	民企投资	【涉企欠款】健全涉企收费长效监管和拖欠企业账款清偿法律法规体系			
	基建投资	【专项债扩围】合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例	允许地方政府通过发债等多种方式拓宽城市建设融资渠道	✓	2014年8月31日，预算法完成了20年来的首次大修，规定：建立通过发行地方政府债券的方式举债融资机制，赋予地方政府以适度的举债权
		【地方债务】建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制	建立规范合理的中央和地方政府债务管理及风险预警机制	✓	2014年8月31日，修改后的预算法规定：对地方政府债务实施分类管理和规模控制，让地方政府的债务分类纳入预算管理
		【中央加杠杆】适当加强中央事权、提高中央财政支出比例	适度加强中央事权和支出责任		
	产业投资	【城市更新】加强地下综合管廊建设和老旧管线改造升级，深化城市安全韧性提升行动			
		【未来产业】建立未来产业投入增长机制			
消费	居民消费	【商品消费】完善扩大消费长效机制，减少限制性措施；积极促进首发经济			
		【服务消费】完善支持服务业发展政策体系			
		【国企从从业者收入】合理确定并严格规范国有企业各级负责人薪酬、津贴补贴等	合理确定并严格规范国有企业管理人员薪酬水平、职务待遇、职务消费、业务消费	✓	2014年8月18日，中央全面深化改革领导小组第四次会议，审议了《中央管理企业主要负责人薪酬制度改革方案》《关于合理确定并严格规范中央企业负责人履职待遇、业务支出的意见》
	消费	【消费税】推进消费税征收环节后移并稳步下划地方	调整消费税征收范围、环节、税率，把高耗能、高污染产品及部分高档消费品纳入征收范围	✓	2014年11月，经国务院批准，财政部等下发《关于提高成品油消费税的通知》，调整了成品油等部分产品消费税政策；2015年1月，征收电池、涂料产品消费税；2015年5月，提高卷烟消费税
		合理增加公共消费	加大政府购买公共服务力度	✓	2013年9月，国务院办公厅关于政府向社会力量购买服务的指导意见；2014年1月，全国政府购买服务工作会议召开，部署当前和今后一个时期全国推进政府购买服务改革工作
		【新型城镇化】推行由常住地登记户口提供基本公共服务制度	逐步把符合条件的农业转移人口转为城镇居民，创新人口管理，加快户籍制度改革	✓	2014年6月30日，政治局会议审议通过《关于进一步推进户籍制度改革的意见》，取消“农业”和“非农业”户口性质的区别，建立城乡统一的户口登记制度；2015年2月，取消暂住证制度，全面实施居住证制度，建立健全与居住年限等条件相挂钩的基本公共服务提供机制
	政府消费	【生育托育养老】完善生育支持政策体系和激励机制；优化基本养老保险供给；加强普惠托育服务体系	加快建立社会养老服务体系和发展老年服务产业	✓	2014年8月26日，财政部等四部门下发《关于做好政府购买养老服务工作的通知》
		【反腐】推进反腐败国家立法，修改监察法	加强反腐败体制机制创新和制度保障	✓	2013年12月，《中共中央印发建立健全惩治和预防腐败体系2013-2017年工作规划》
	金融及资本市场	【股市财富效应】促进资本市场健康稳定发展，支持长期资金入市	健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革	✓	2015年12月27日，全国人大常委会表决通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》，以指导和促进股票发行注册制改革
		【金融从从业者收入】制定金融法，完善金融监管体系，依法将所有金融活动纳入监管	鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品	✓	2014年5月8日，国务院印发关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见
		【价格改革】推进水、能源、交通等领域价格改革，优化居民阶梯水价、电价、气价制度，完善成品油定价机制	推进水、石油、天然气、电力、交通、电信等领域价格改革，放开竞争性环节价格	✓	2014年1月，实行阶梯水价制度。此后逐步调整商业银行服务费、居民用气、电信业务资费等等；2014年11月下旬-2015年1月，国家发改委先后印发了8个文件，放开24项商品和服务价格，下放1项定价权限

资料来源：新华社，国家发改委官网，华创证券整理

十二、资金层面，居民的存款搬家“潜力可观”

资金层面，居民入市的潜力较为可观。以居民储蓄与 A 股市值之比衡量居民入市的潜力，8 月底为 1.81，与 2008 年以来的几次股市上涨行情相比，与 2014 年 6 月末接近（1.82），高于 2009 年、2019-2020 年两次行情的起点。因而，本轮行情，居民“存款搬家”或成为重要影响因素，我们观察直接与间接的搬家。

1、直接的搬家。本轮或通过直接开户或者购买被动型基金的方式入市。开户方面，2024 年 10 月，上证所 A 股账户新增开户数量达到了 684.86 万户，仅次于 2015 年的水平。ETF 方面，截止至 11 月 12 日，股票型 ETF 基金规模达到 2.93 万亿。其中，中证 A500 挂钩产品规模 1872 亿，其中被动指数型基金 1852 亿，增强指数型基金 20 亿。2024 年 9 月，股票型 ETF 基金发行份额达到 225.9 亿份，达到了 2022 年 7 月以来的最高水平。

2、间接的搬家：或通过保险、理财、社保等渠道入市。9 月 26 日政治局会议要求，“要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。”

1) 理财方面：2024 年 6 月底银行理财中权益类资产的配置比例仅为 0.25%，远远低于 2018 年 9.92% 的历史高位。如果银行理财中权益类资产的比重再次达到 10% 的历史高位，或将令银行理财在权益类资产的增量资金规模超 2 万亿元。

2) 保险方面：2024 年 6 月保险公司的股票和证券投资金额为 3.78 万亿元，占资金运用

余额的比重为 12.7%。对比美国及日本寿险公司股票配置比重，可以发现两者的股票投资比重均达到了 30% 附近，我们假定中国保险公司股票配置比重为 30%，则险资入市资金的增量空间达 5 万亿。

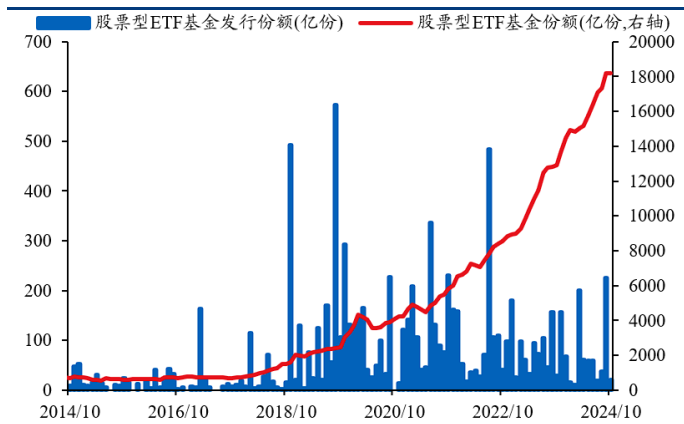
3) 社保方面：2023 年底社保基金资产规模达 3.01 万亿元，而我们根据上市公司前 10 大流通股统计的社保基金持股规模为 0.78 万亿元。结合社保基金投资股市的监管上限为 40%，我们预计社保基金入市还有约 4 千亿元的增量空间。

图表 73 本轮政策转向前，居民存款与股票市值之比处于较高水平



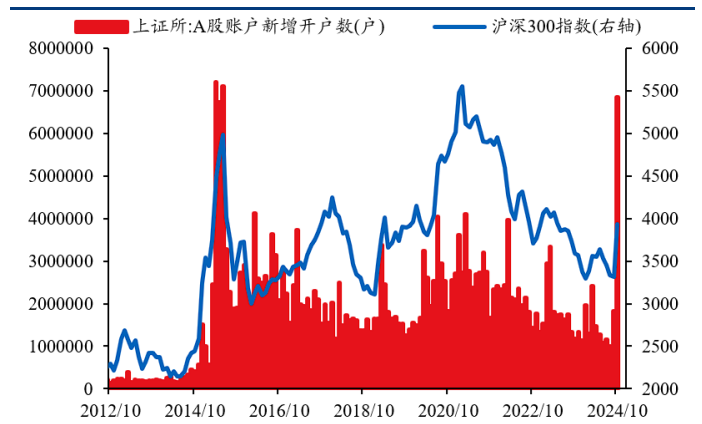
资料来源：Wind，华创证券

图表 74 股票型 ETF 基金发行份额



资料来源：Wind，华创证券

图表 75 上证所 A 股新增开户数量达历史高位



资料来源：Wind，华创证券

## 十三、流动性层面，美国降息之路或并不顺畅

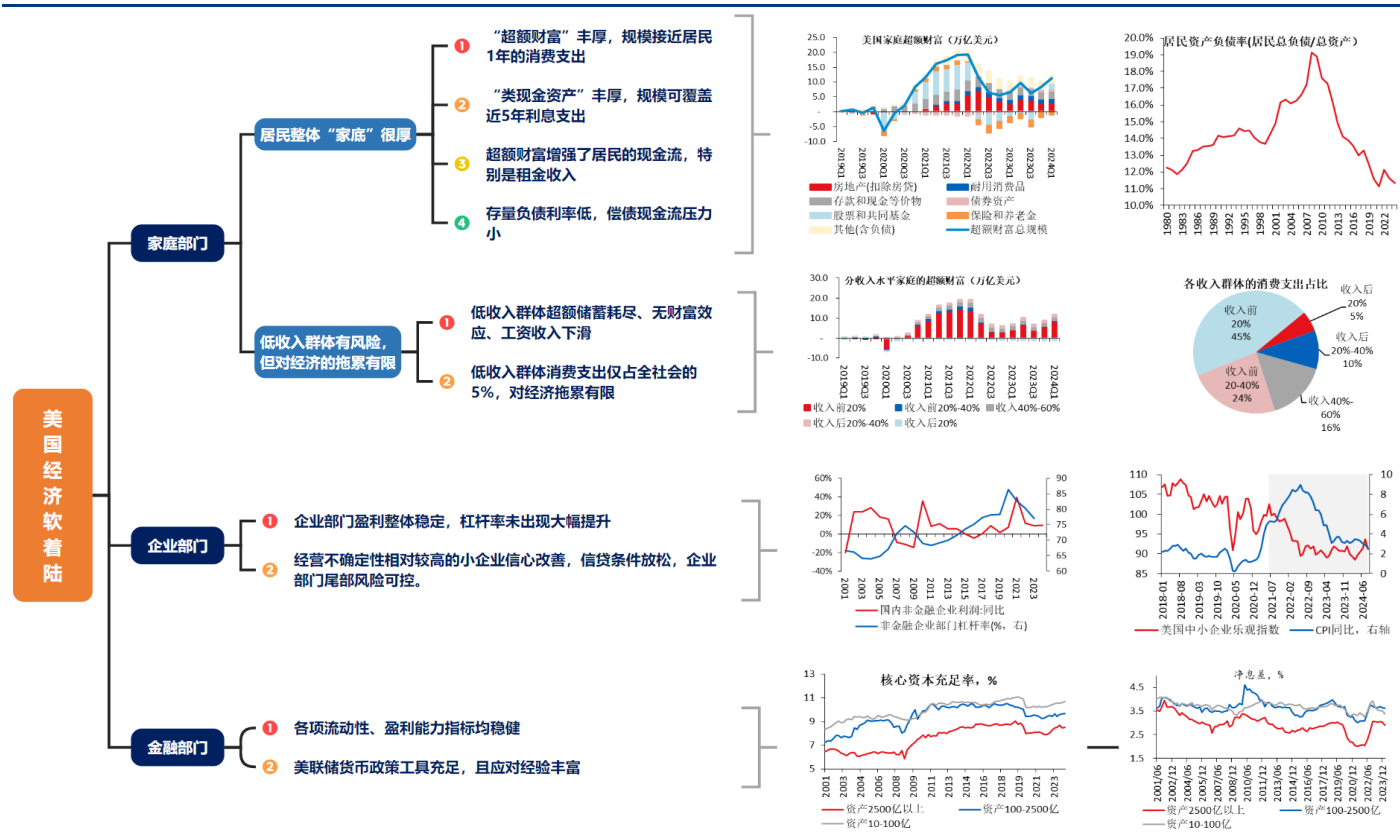
### (一) 降息干扰之一：美国经济韧性大于风险

2025 年美国经济软着陆的概率更大，韧性较强的基本面难以支撑美联储持续大幅的降息。

分部门来看：**居民部门**，美国高收入群体“家底”厚（资产负债率处于历史极低位置）、低收入群体虽存在风险但在经济中的体量较低（消费支出占比为 5%），因此居民消费的韧性将是美国经济稳固的基本盘。**企业部门**，企业整体经营利润保持较快增长，风险相

对较大的小企业在利率与通胀下行的背景下也在边际改善。**金融部门**，各项流动性、盈利能力指标均稳健；且退一步说即便出现小范围的金融风险，美联储也有充足且经验丰富的货币政策工具应对。详见《从“超额储蓄”到“超额财富”——美国经济防线的转变》、《更高的财富，更强的现金流——美国居民超额财富的再思考》、《降息了！然后呢？——再谈美国经济“韧”与“险”》等报告。

图表 76 美国经济软着陆的逻辑图



资料来源：Bloomberg，Wind，美联储，BIS，华创证券

## （二）降息干扰之二：美国通胀上行风险仍存

1、行政手段或难以奏效。干预美联储货币政策有2种渠道：第一，直接影响美联储的人事任命，但美联储的人事设置规则使得在官员任命上能够相对独立于总统。特朗普四年任期内有4位美联储理事任期到期，但最早在2026年5月（鲍威尔主席职位到期），在此之前美联储有望保持其货币政策的独立性。第二，政治施压，包括公开场合表态或内部会议施压。但考虑到特朗普第一任期中并未实质性地依靠政治施压促使美联储降息；此次鲍威尔仍有望在与特朗普政府的再度合作中保持其货币政策的独立性。

2、经济举措或抬升通胀。特朗普执政思路中抬升通胀的举措偏多。可能抬升通胀的举措包括①主张对进口商品征收10%-20%的基准关税，并对中国征收60%关税，②反对移民并主张大规模遣返非法移民，③对企业大幅减税或推高赤字等；可能压低通胀的举措或包括主张降低能源成本到特朗普第一个任期内的历史低点以下等。

PART4、宏观主要数据的测算

十四、主要经济数据展望

(一) 主要经济指标概览

预计 2025 年会面临与 2024 年同样的问题，“价比量更重要”。以 GDP 实际增速代表量，名义 GDP 增速代表价，或仍是实际 GDP 增速更高。预计全年实际 GDP 增速在 4.9% 左右，其中地产业、金融业、批发零售业可能会好于今年。预计全年名义 GDP 增速在 4.6% 左右，全年 CPI 同比均值为 0.8%，PPI 同比均值为-1%左右。

图表 77 2025 年主要数据预测

类别	指标名称	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E
一、GDP与三驾马车	GDP实际增速	6.7	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	4.9	4.9
	其中：最终消费支出拉动	4.32	3.49	-0.15	4.93	1.16	4.33	2.6	3.2
	其中：资本形成总额拉动	2.92	1.72	1.82	1.67	1.38	1.52	1.3	1.5
	其中：净出口拉动	-0.5	0.8	0.6	1.9	0.4	-0.6	1.0	0.2
二、物价	PPI	3.5	-0.3	-1.8	8.1	4.2	-3.0	-2.1	-1.0
	CPI	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	0.2	0.3	0.8
	GDP：平减指数	3.5	1.3	0.5	4.6	1.8	-0.9	-0.8	-0.3
三、最终消费	一般公共预算支出增速	8.70	8.10	2.80	0.30	6.10	5.40	3.0	6.0
	消费倾向	70.3%	70.1%	65.9%	68.6%	66.5%	68.3%	68.5%	68.7%
	居民消费支出增速	8.36	8.59	-1.62	13.63	1.82	9.3	5.3	5.6
	社零增速	8.98	8.00	-3.90	12.50	-0.20	7.20	3.50	4.50
四、资本形成	固定资产投资增速	5.9	5.4	2.9	4.9	5.1	3	3.4	4.0
	房地产销售面积增速	1.3	-0.1	2.6	1.9	-24.3	-8.5	-13.5	2
	基建投资增速	1.79	3.33	3.41	0.21	11.52	8.24	9.5	8.0
	制造业投资增速	9.5	3.1	-2.2	13.5	9.1	5.9	9.3	7.0
	房地产投资增速	9.5	9.9	7.0	4.4	-10.0	-9.6	-10.2	-10.0
五、贸易顺差	出口增速	9.9	0.5	3.6	29.6	5.6	-4.0	5.4	3.0
	进口增速	15.8	-2.7	-0.6	30.1	0.7	-5.5	1.1	2.5
	商品贸易顺差增速	-16.4	20.0	24.4	27.9	25.0	0.8	17.7	4.3
六、金融	社融增速	10.3	10.7	13.3	10.3	9.6	9.5	8.2	8.5
	M2	8.1	8.7	10.1	9.0	11.8	10.3	7.3	7.8
	M1	1.5	4.4	8.6	3.5	3.7	1.7	-6.1	2.8

资料来源：Wnd，华创证券预测 注：此处出口的预测未考虑加征关税情景

(二) 外需：出口的节奏推演

2025 出口节奏预计受多重因素影响（外需周期、基数效应、关税政策），综合来看，三大因素中影响最大的或是第三个——关税因素，意味着 2025 出口呈前高后低概率或更高。

1) 需求因素，即，外需受金融周期影响或呈前低后高。

**定性分析：**外需与全球工业生产周期基本同步，而工业生产拐点滞后于利率拐点。伴随全球主要发达经济体央行深入降息周期，全球工业生产周期或经历先下后上。按照历史经验关系，全球政策利率拐点大约领先全球工业生产增速拐点 9 个月，2024 年三季度末已经出现政策利率拐点，或指向 2025 下半年全球工业生产复苏。

**定量分析：**美国以外体量较大的需求型经济体是欧盟，根据彭博一致预期，2025 年欧盟实际 GDP 增速 1.5% 左右（Q1-Q4 依次为 1.3%、1.5%、1.6%、1.7%），较 2024 年预估 1% 仅提升 0.5 个百分点，其带来的中国出口改善幅度或相对有限（按照历史经验关系，欧盟实际 GDP 同比每提升 1 个百分点，中国对欧盟出口季度同比约上行 5.5 个百分点）。而

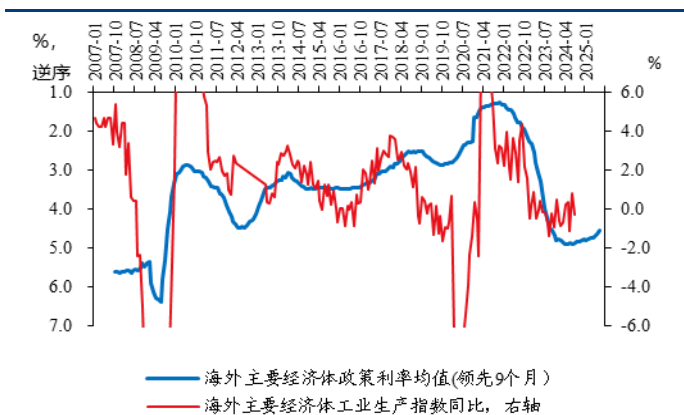
且在贸易摩擦不确定性下，欧盟经济前景下行风险更高。

2) 基数因素，或致出口同比读数呈前低后高。2024 年四个季度环比与历史同期均值相比，一、二季度相对偏高，三、四季度（假设四季度环比持平于 10 月的 1.8%）相对偏低，因此，若 2025 年四个季度环比增速持平于历史同期均值，则其季度同比读数呈逐季走高态势，导致 2025 年下半年出口增速较上半年高约 5.5 个百分点。

3) 关税因素，即，特朗普关税 2.0 预期或致前半段企业“抢进口”，关税落地或致后半段出口直落，导致出口呈前高后低。

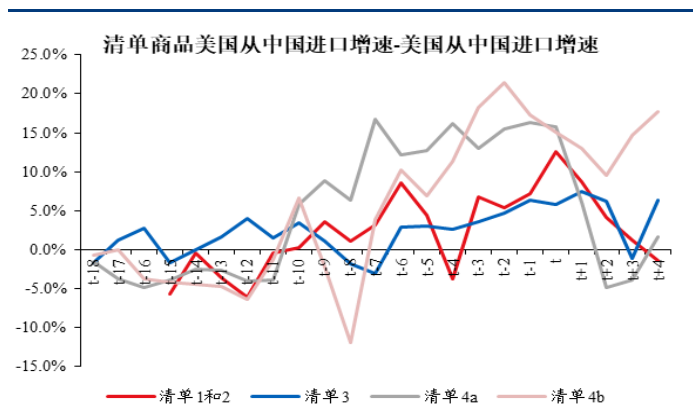
**定性分析：**参考 2018-2019 年经验，美国若仍以 301 条款为依据加征关税，考虑到发起调查、征集公众意见等关键环节耗时，关税实际落地在 2025 年下半年概率或更高（需要警惕已有加税经验可能导致本轮关税流程更快推进的风险）。**定量分析：**2025 前半段，美国企业或出于对关税政策预期，进行“抢进口”，或额外拉动中国整体出口 1.3%（按照 2018-19 年经验，涉税商品美国从中国进口增速会比整体进口超涨约 8.7%，乘美国占中国出口比例 14.8%，约为 1.3%）；2025 下半年，关税实际生效，中国出口或直接遭受负面冲击，若是 60% 税率，或拉低中国整体出口 4-5 个百分点，且考虑到当下国内供需矛盾或比上轮“贸易战”时更为尖锐，进而导致国内关税负担比例或加重，以及特朗普 2.0 可能也会对转口通道国加征关税，本轮关税带来的出口下行风险或更高。

图表 78 海外利率与工业生产指数



资料来源：Wind，华创证券 注：海外工业生产指数的样本包括美国、欧盟 27 国、日本、韩国、印度、英国、墨西哥、土耳其、南非、俄罗斯、中国台湾；海外政策利率的样本包括美国、欧元区、英国、中国台湾地区、日本、韩国、印度、越南、印尼、加拿大、澳大利亚、俄罗斯、巴西

图表 79 关税实际落地前 1-2 个季度或有“抢进口”



资料来源：美国普查局，华创证券 注：t 时刻表示的是关税清单商品公告日，针对清单 1 和 2 取的是 2018 年 4 月，针对清单 3 取的是 2018 年 7 月，针对清单 4a 和 4b 取的是 2019 年 8 月

### （三）金融：或将波动加大的一年

1、对于社融，预计会进一步受政府债影响。预计 2024 年社融增速为 8.2%，2025 年，政府债发行规模 15-17 万亿的假设下，预计社融增速回升至 8.5-9.0% 之间。此处政府债，2024 年的情况是 3.9 万亿专项债、4.06 万亿赤字、1 万亿特别国债、2 万亿化债专项债、4000 亿地方债限额补充财力。2025 年的考虑是：专项债规模扩大（如 5 万亿以上），赤字率提升（如 3.5-3.8%）、特别国债继续发行（1 万亿或更高）、2 万亿化债专项债、1 万亿补充银行资本金，此外地方政府债务限额（此次限额提高之前）可能仍有部分额度尚未发完。

2、对于 M1，预计会大幅波动。今年以来，受制于“抑制手工补息”等因素，4月~8月 M1 净增量明显低于历史同期。但 9 月和 10 月数据来看，抑制手工补息对 M1 的影响似乎消退。在此情境下，我们尝试对后续 M1 同比做出评估。我们做出两种假设：

**第一种情境下**，假设未来 12 个月 M1 的净增长等于 2023 年各月，在此推断下，未来四个季度末（2024 年 12 月，2025 年 3 月，2025 年 6 月，2025 年 9 月）M1 同比分别为 -6.1%，-5.9%，0.4%，2.8%；

**第二种情境下**，假设未来 12 个月 M1 的净增长等于 2021 年~2023 年各月最高值，在此推断下，未来四个季度末（2024 年 12 月，2025 年 3 月，2025 年 6 月，2025 年 9 月）M1 同比分别为 -3.8%，-3.1%，5.5%，9.9%。

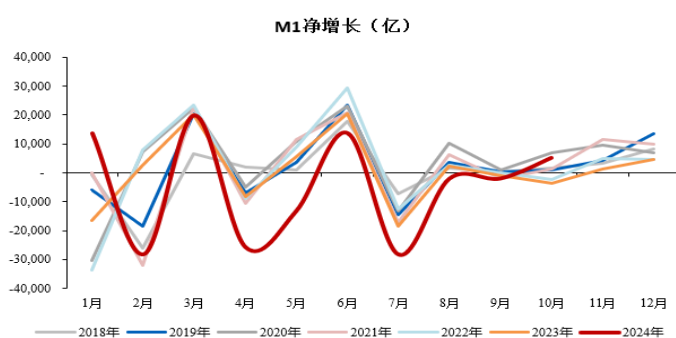
如果未来几个月 M1 同比抬升高于假设一，那么对应信用修复已经开启，如果未来几个月 M1 同比抬升高于假设二，那么意味着本轮信用修复力度可能较大。但值得注意的是，结合上文讨论来看，还要判断 M1 同比修复是否源于实体部门带动。

图表 80 2024-2025 年社融数据预测

单位：万亿	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年(E)	2025年情景一	2025年情景二
人民币贷款	15.67	16.88	20.03	19.94	20.91	22.22	18.00	18.00	18.00
委托贷款	-1.61	-0.94	-0.40	-0.17	0.36	0.02	-0.10	0.40	0.50
信托贷款	-0.70	-0.35	-1.10	-2.01	-0.60	0.16	0.40	0.00	0.00
未贴现银行承兑汇票	-0.63	-0.48	0.17	-0.49	-0.34	-0.18	-0.50	0.00	0.00
企业债券融资	2.63	3.34	4.45	3.29	2.05	1.63	1.60	1.60	1.60
非金融企业境内股票融资	0.36	0.35	0.89	1.21	1.18	0.79	0.30	0.30	0.30
政府债券	4.85	4.72	8.34	7.02	7.12	9.60	11.36	15.00	17.00
其他	1.91	2.15	2.48	2.55	1.33	1.33	1.33	1.33	1.33
社融增量合计	22.49	25.67	34.86	31.34	32.01	35.58	32.39	36.63	38.73
社融增量转化为存量系数	93.9%	94.6%	96.1%	93.5%	94.0%	95.2%	95.2%	95.2%	95.2%
当年新增社融转化为存量部分	21.13	24.28	33.52	29.30	30.08	33.88	30.85	34.88	36.88
社融存量	227.04	251.31	284.83	314.13	344.21	378.09	408.94	443.82	445.82
社融存量增速 (%)	10.3	10.7	13.3	10.3	9.6	9.5	8.2	8.5	9.0

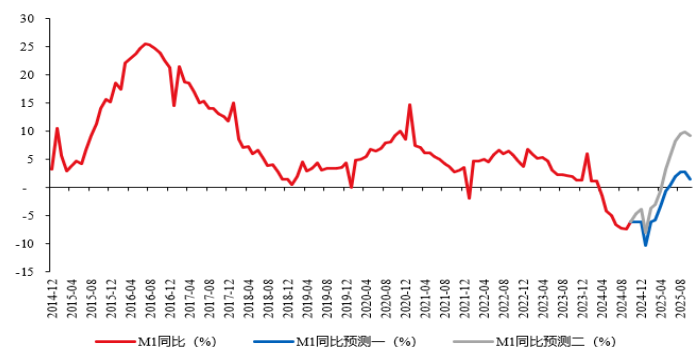
资料来源：Wind，华创证券预测

图表 81 4~8 月，M1 净增长规模低于历史同期



资料来源：Wind，华创证券

图表 82 不同情境下的 M1 同比



资料来源：Wind，华创证券预测 注：1、2 月数据加总计算

#### （四）地产：投资弱，销售稳

2025 年的地产，我们预计销售与投资之间会出现分化。对于地产投资，或延续偏弱特征，预计在 -10% 左右。原因是低迷的拿地、以及严控增量的背景下，预计 2025 年新开工面积继续回落，进而 2025 年全年的施工面积增速维持在 -11.1% 左右。

对于地产销售，增速有望转正，预计全年地产销售面积增速 2% 左右。主要的拉动力量或来自货币化安置下的城中村改造、商品房收储以及一二线城市销售有望有所回暖。

图表 83 关键预测：地产施工面积

单位：亿方	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019
1-2月施工面积		666,902	750,240	784,459	770,629	694,241	674,946
1-2月新开工面积		9,429	13,567	14,967	17,037	10,370	18,814
年初施工面积（去掉1-2月的新开工）	590,668	657,473	736,672	769,493	753,592	683,872	656,132
+当年新开工面积	59,514	74,393	95,376	120,587	198,895	224,433	227,154
+复工面积	6,500	6,500	6,317	14,920	22,899	18,454	10,535
=当年施工面积	656,682	738,366	838,364	904,999	975,387	926,759	893,821
施工面积同比	-11.1%	-11.9%	-7.4%	-7.2%	5.2%	3.7%	8.7%
当年竣工面积		74,873	99,831	86,222	101,412	91,218	95,942
年初施工面积/（上年施工面积-竣工面积）	89.0%	89.0%	90.0%	88.0%	90.2%	85.7%	90.0%

资料来源：Wind，华创证券测算

## 宏观组团队介绍

### 研究所副所长、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

### 副组长、高级分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。

### 高级研究员：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。

### 高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

### 高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

### 分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

### 研究员：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：袁玲玲

研究方向：政策研究。南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：韩港

研究方向：国内基本面。南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com
	招莉	销售经理		zhaoli1@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522