

全球视角下2025年中国宏观与政策展望

轻装再上阵

杨帆

中信证券研究部 宏观与政策首席分析师

2024年11月11日

- **新一轮政策思路：轻装再上阵，砥砺前行不停**
 - 首先，阻断债务-价格的负循环；其次，实施更大力度的宏观政策；最后，落实结构性改革实现高质量发展
- **如何轻装：努力实现地方债务下降，楼市止跌回稳，股市信心提振**
 - 化债：近年来最大规模债务化解将助力地方政府卸下包袱
 - 地产：持续注入信心，推动止跌回稳
 - 股市：强化市值管理，营造良好生态
- **如何上阵：中央加杠杆叠加非常规货币政策出台，促使经济打破现实与预期之间的负向循环**
 - 中央加杠杆打破负向循环，广义财政支出带动内需增长
 - 货币政策促物价合理回升
- **下半年宏观经济展望：预计全年经济将呈现“U”型增长**
 - 需求端：固投分化或迎来边际收敛、出口或面临外需放缓和加征关税的双重压力、居民消费大概率呈现弱修复
 - 物价水平：总体回升压力仍然较大，明年下半年或见PPI转正
 - 生产端：增量政策不断落地将带动工业和服务业双双回暖
- **风险因素：全球地缘政治局势超预期恶化；中国宏观经济修复放缓；发达经济体经济超预期下行；国内宏观政策不及预期；改革进展不及预期。**

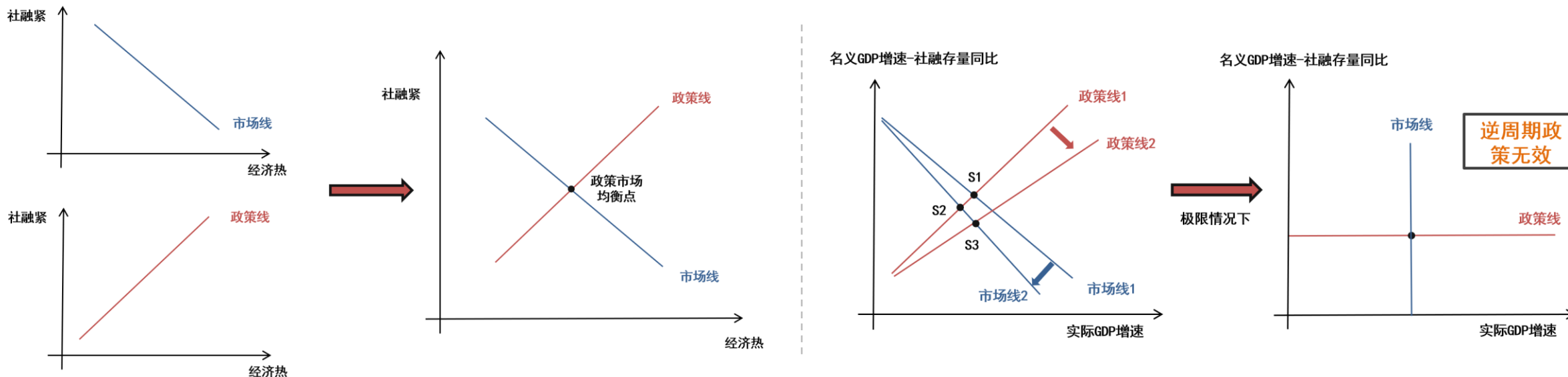
CONTENTS

目录

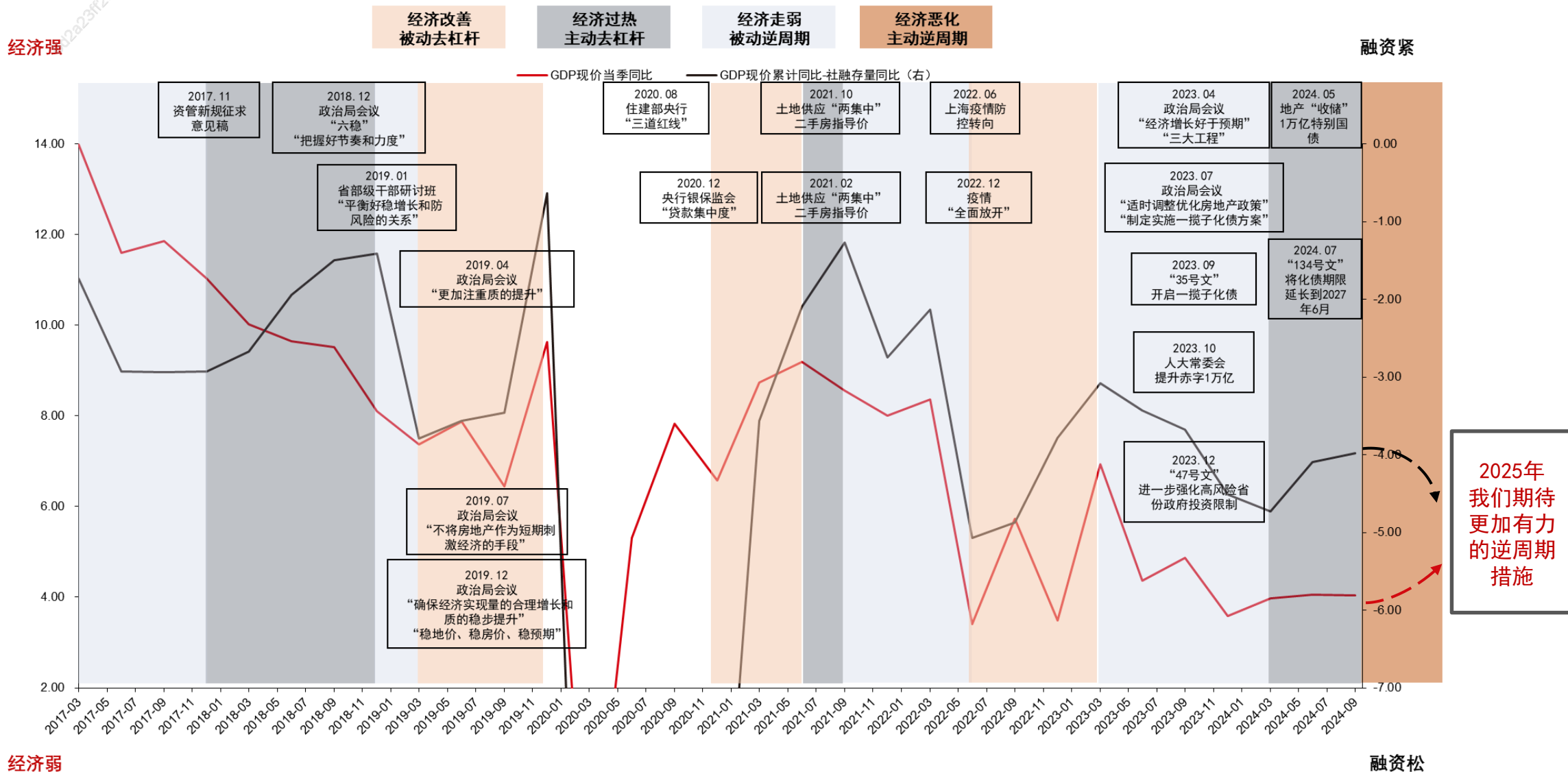
- **政策思路：轻装再上阵，砥砺前行不停**
- **如何轻装：努力实现地方债务下降，楼市止跌回稳，股市信心提振**
- **如何上阵：中央加杠杆叠加非常规货币政策出台，促使经济打破负向循环**
- **宏观展望：预计全年经济将呈现“U”型增长**
- **结构亮点：建议关注科技创新、绿色发展、国企改革等结构性机遇**
- **风险因素**

- 经济热可用“**名义GDP增速**”衡量；社融紧可用“**名义GDP增速-社融存量同比**”衡量
 - S1到S2：经济下行会导致市场线向左下旋转，均衡点沿着政策线移动，此时为被动逆周期
 - S2到S3：高级别会议转向表态表明政府采取行动，政策线向右下旋转，此时为主动逆周期
 - 两种极限情况：货币、财政政策无效，此时政策线水平；市场已无法靠逆政策提振，市场线垂直
 - 改革与创新是必由之路：通过生产关系与生产力的提升激发活力，方能使市场线重新抬升

逆周期政策思路概览图



政策市场均衡模型：我们期待更加有力的逆周期措施



资料来源：wind，中信证券研究部绘制

注：为平滑疫情对经济的影响，2021年和2023年GDP采用两年平均值进行处理。同时为了更多看趋势，我们对2019Q3、2022Q4认定为经济改善；2023Q3认定为经济走弱；2024Q2-Q3认定为主动去杠杆

- 从政策目标来看，政策转向绝不只是简单地平抑周期波动，而是希望能够有效化解各类风险、推动经济结构性向好、扭转社会悲观预期
- 第一步，打破债务-价格的负循环，避免风险进一步扩大，以达到“轻装”状态
- 第二步，推行更有力的宏观总量政策，中央政府提高杠杆率，并引导其他经济部门在预期改善的基础上，保持稳定的杠杆水平
- 第三步，基于二十届三中全会的长期改革蓝图，以“十五五”规划为契机，在经济稳定回升的基础上，推进结构性改革，实现高质量发展

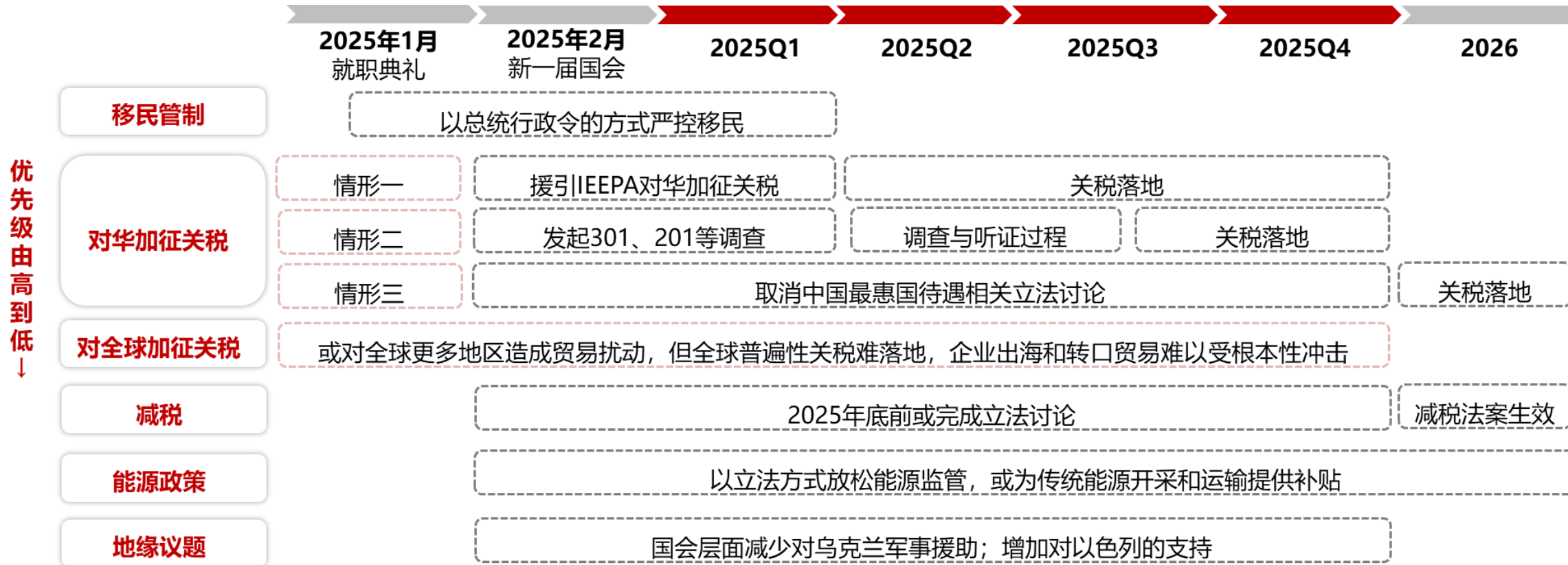
新一轮政策思路：“轻装再上阵”



“轻装上阵”是应对特朗普回归的良方

- 新一届美国总统选举结果落定，在特朗普胜选的基础上，共和党也有望实现对国会两院的“横扫”，未来四年我国面临的外部环境基本明确
- 本质来看，特朗普的回归并非四年维度的短期现象，美国两党政策“特朗普化”的趋势已经形成，民粹主义浪潮迭起将深刻影响美国内政外交走向

基于白宫与国会归属，对特朗普后续政策落地节奏的判断

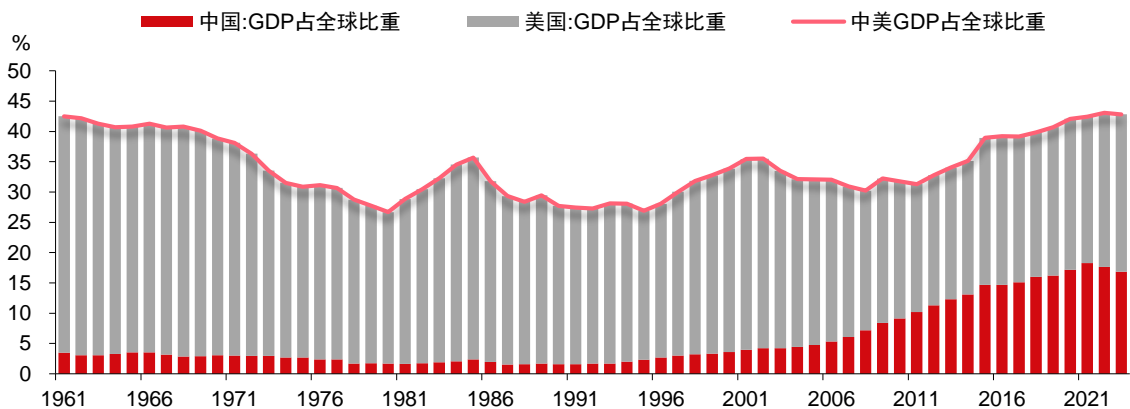


资料来源：美国白宫官网，新华网，中信证券研究部预判。注：截至北京时间11月10日，白宫与参议院归属确定，共和党也在众议院选举中暂时领先，以上节奏推断基于共和党在国会两院“横扫”的假设

国际环境扰动增多，国内政策有望进一步发力

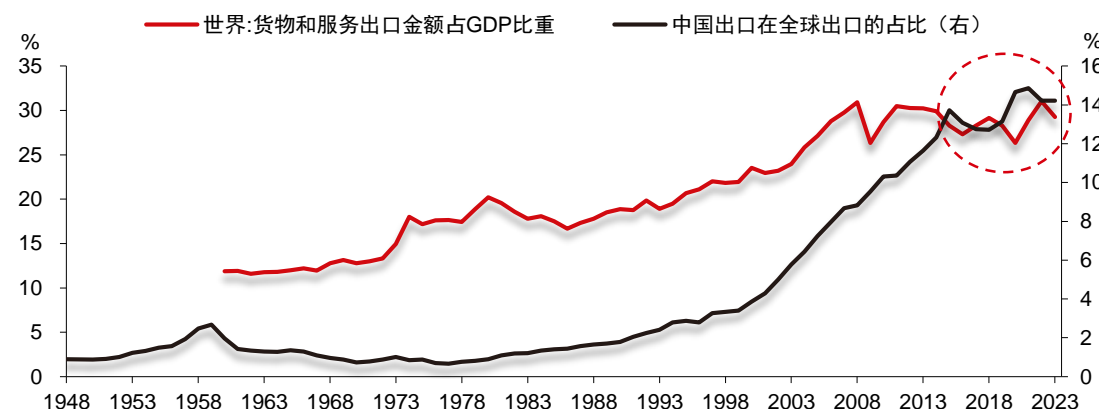
- 尽管国际环境扰动增多，但国内政策调整的窗口时机并不会关闭，主要体现在思路、节奏与方法三个层面
 - 从思路上看，美国“价值观外交”淡化，“交易思维”上升，外部压力更多源于经济层面，发展与安全或将更好的统一
 - 从节奏上看，特朗普回归后的外部压力到2025年才会逐步体现，这与“先轻装，再上阵”的政策节奏相兼容
 - 从方法上看，必须构建“一带一路”和“大金砖合作”的经济循环，为稳定经济运行和企业出海创造有利的外部环境
- 在中美占全球GDP比重达到历史周期高位、贸易对全球经济增长贡献度见顶的背景下，企业出海既与各国当地的发展诉求相契合，也可通过总部经济等模式反哺国内发展，将成为长期趋势

中美GDP的全球占比接近上世纪60年代以来的最高水平



资料来源: Wind, 中信证券研究部

贸易对全球经济增长的贡献度陷入瓶颈



资料来源: Wind, 中信证券研究部

CONTENTS

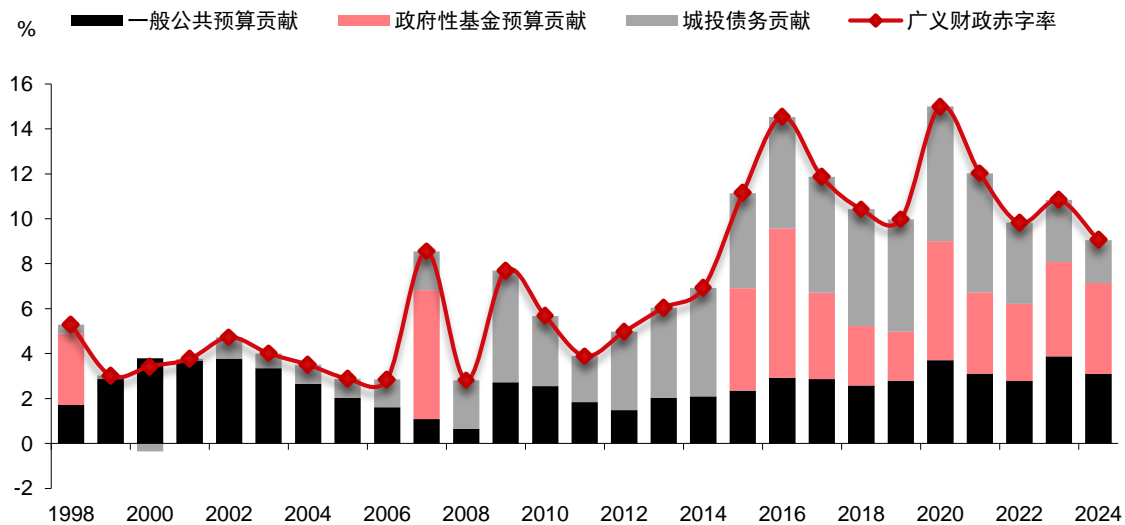
目录

- 政策思路：轻装再上阵，砥砺前行不停
- 如何轻装：努力实现地方债务下降，楼市止跌回稳，股市信心提振
- 如何上阵：中央加杠杆叠加非常规货币政策出台，促使经济打破负向循环
- 宏观展望：预计全年经济将呈现“U”型增长
- 结构亮点：建议关注科技创新、绿色发展、国企改革等结构性机遇
- 风险因素

化债：近年来最大规模债务化解将助力地方政府轻装上阵

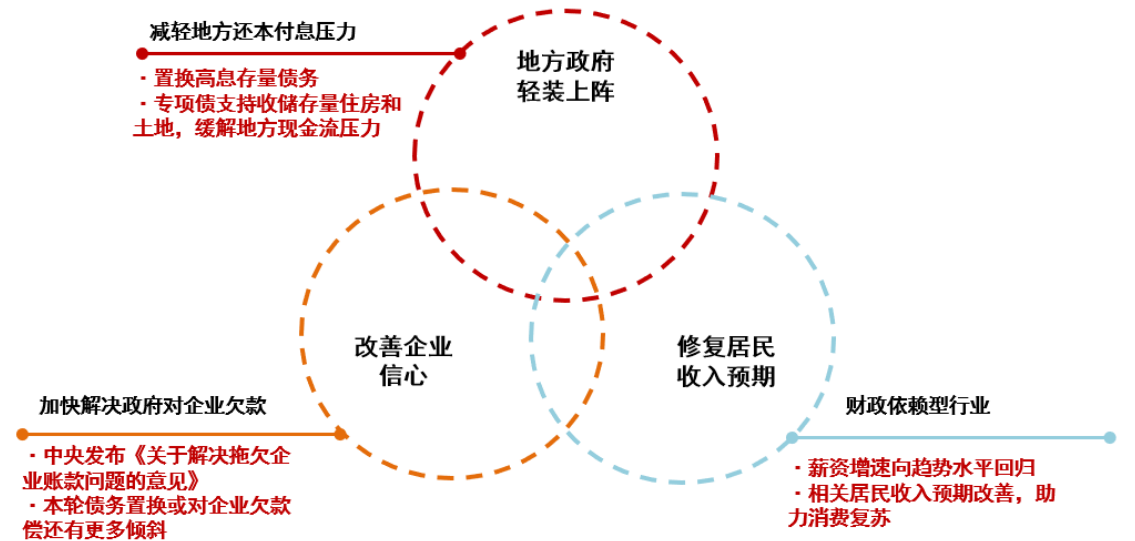
- 2023年以来，我国财政呈“中央加力、地方化债”基调，地方财政紧平衡制约稳增长效果
 - 隐性债务增长放缓叠加土地出让收入下滑制约基建实物工作量表现，财政依赖型行业薪资增速明显放缓
- 11月8日全国人大常委会宣布增加6万亿债务限额用于化债，5年累计节约利息支出6000亿元
 - 预计将起到降低地方还本付息压力、改善企业信心、改善财政依赖型行业居民收入预期等效果
- 支持地方化解隐性债务也能够助力地方政府轻装上阵，为民生支出腾出空间，估计“三保”支出缺口约1.6万亿元
 - 一方面“三保”支出缺口或将得到填补，另一方面持续关注其他重点群体保障支持（如生育补贴）

中央加力、地方化债，广义财政赤字率整体下行



资料来源：Wind，中信证券研究部估算 注：2024年为中信证券研究部估算值

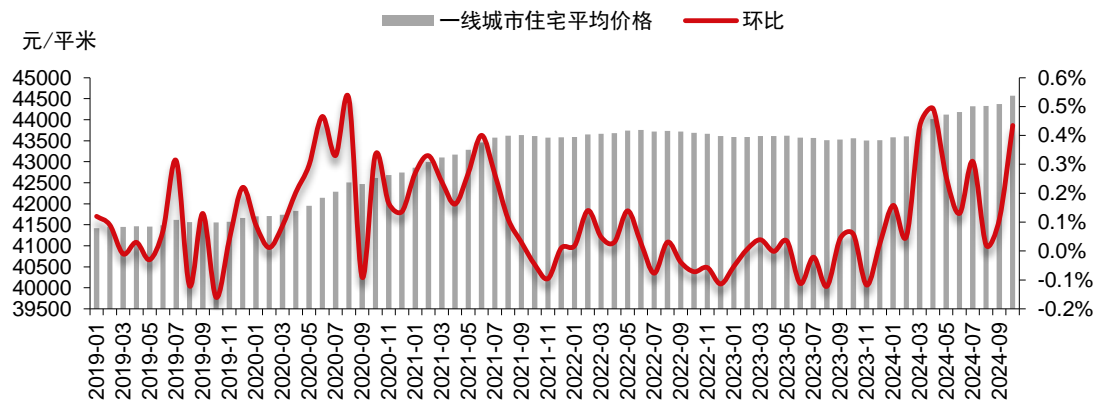
预计债务置换主要产生三重效果



资料来源：中信证券研究部绘制

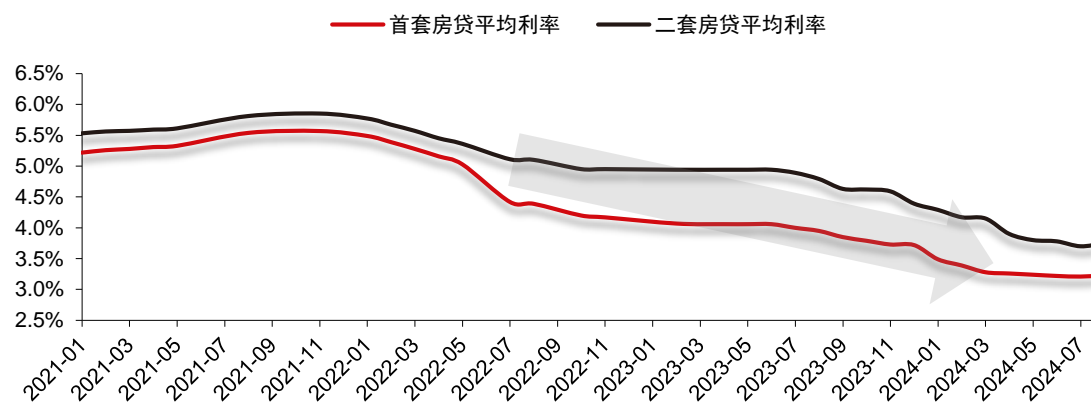
- 9月底政治局会议首次明确要求促进房地产市场止跌回稳，考虑到这一目标尚未完全达成，政策仍处于出台的窗口期
- 推动地产止跌回稳的核心逻辑仍然是推动供需态势相对平衡，具体来看：
 - 供给侧：严控增量是本轮政策的重要变化，后续将加大收购存量房用作保租房以及回收闲置存量土地
 - 需求侧：既要推动取消“四限”，又要继续调整按揭及公积金贷款利率、房屋交易税费等标准
 - 此外，“新增实施100万套城中村改造和危旧房改造”有望在未来两年快速落地带动投资，且货币化安置将助力消化库存，建议关注后续规模是否会进一步扩容

一线城市房价逐步呈现企稳趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部

首套和二套按揭利率仍有下降空间



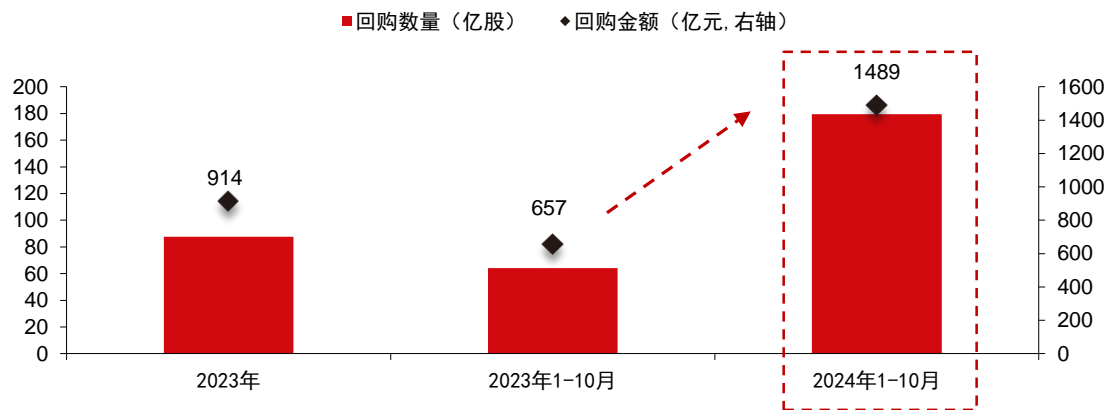
资料来源：Wind，中信证券研究部

资本市场改革：强化市值管理，营造良好生态



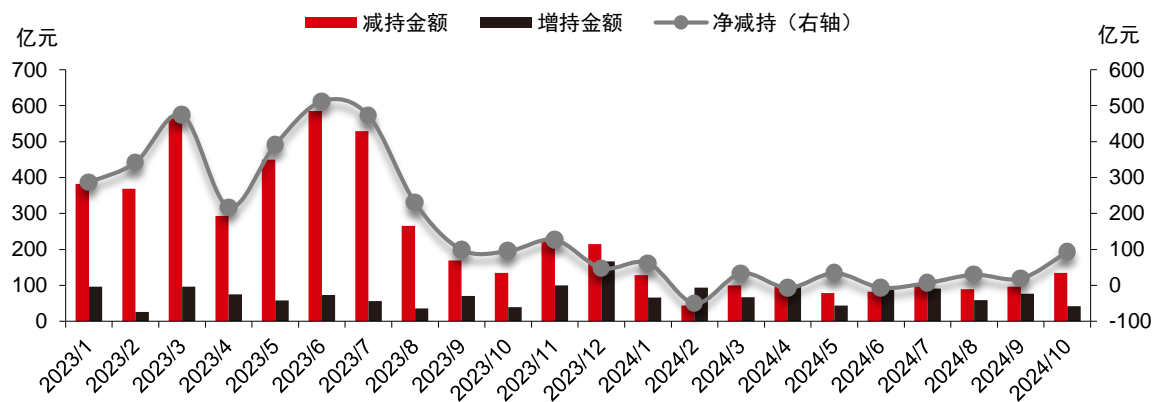
资料来源：中国政府网，中信证券研究部

2024年回购金额较2023年显著提升



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：截止2024年10月27日

2024年净减持金额较2023年显著下降



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：截止2024年10月27日

CONTENTS

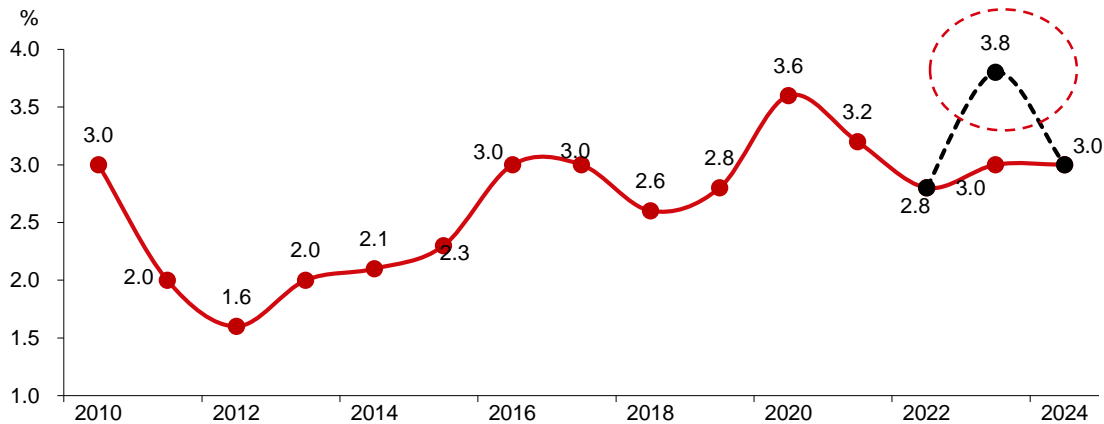
目录

- 政策思路：轻装再上阵，砥砺前行不停
- 如何轻装：努力实现地方债务下降，楼市止跌回稳，股市信心提振
- 如何上阵：中央加杠杆叠加非常规货币政策出台，促使经济打破负向循环
- 宏观展望：预计全年经济将呈现“U”型增长
- 结构亮点：建议关注科技创新、绿色发展、国企改革等结构性机遇
- 风险因素

中央加杠杆打破负向循环，赤字率或提高至4.0%

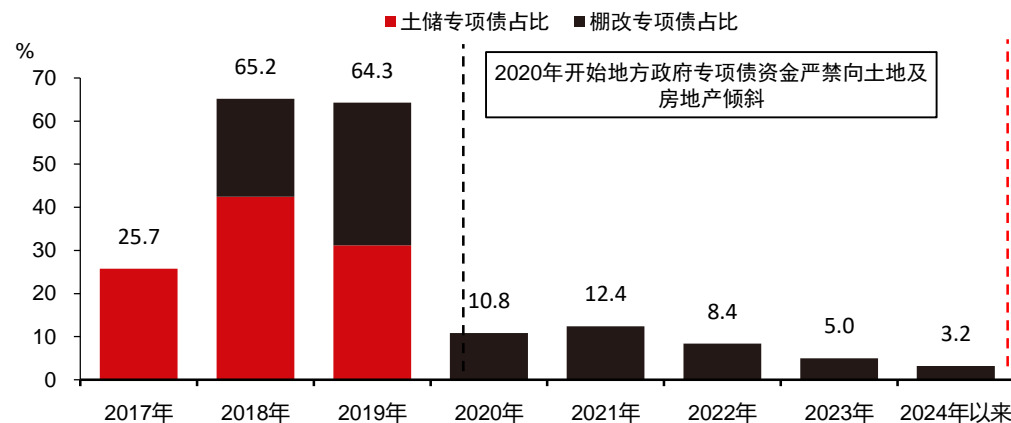
- 9月政治局会议罕见讨论经济，财政部表示中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，逆周期政策力度或将显著加大
- 赤字率：预计2025年赤字率将提高至4.0%的近年来最高值，体现出财政发力的信号
- 特别国债：预计额度为3万亿元，其中1万亿元用于补充商业银行资本金，2万亿元或用于重大工程投资和消费品补贴等
- 专项债：预计2025年新增规模4万亿元以上，并将更多用于地产收储和化债，从而缓解房企和地方政府的现金流压力
- 其他财政工具：政府债结存额度、国有资产盘活和预算稳定调节基金等也可以提供增量的财政资金

我国历史上赤字率较少突破3.0%



资料来源：Wind，中信证券研究部注：2023年四季度，全国人大常委会调整赤字，将年初制定的3.0%目标上调至3.8%

地方政府专项债的用于土地相关的资金2020年后大幅减少



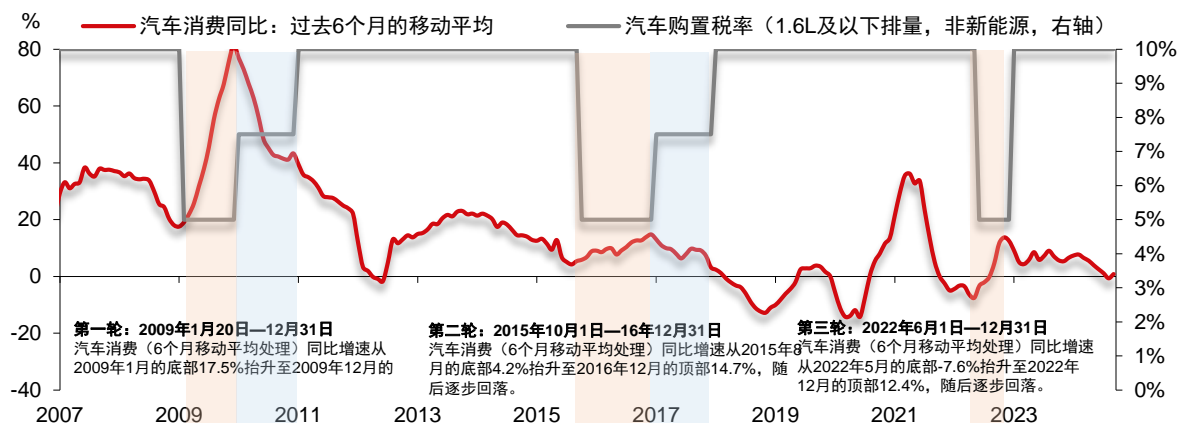
资料来源：Wind，中信证券研究部。注：时间截至2024年10月

此次政策转向放松财政资金对地方土地财政的支持

广义财政支出明显改善带动内需增长，边际增加对消费的倾斜

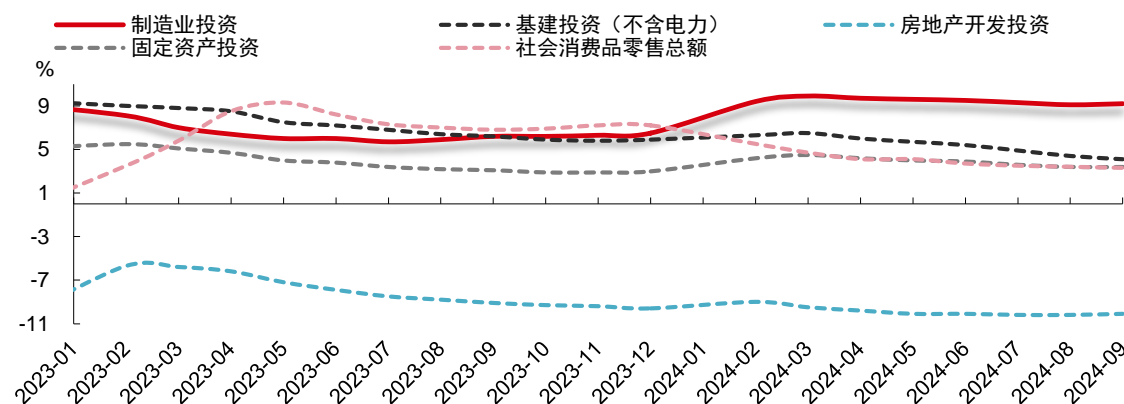
- 财政政策可通过直接、间接两种效应促进消费，短期看效果最显著的为“消费品以旧换新”政策的延续加力
 - 三类直接刺激政策：消费品以旧换新政策，“高消费意愿”群体的补贴政策，地方层面的消费券政策
 - 假设明年仍有1500亿元补贴政策接续，叠加今年未使用完毕的资金，预计对2025年社零增长的拉动作用约为3个百分点
- 充足的广义财政资金是明年投资提振的必要条件，基建、制造业、房地产各有侧重
 - 基建投资在地方化债背景下或更侧重于大工程与新基建；制造业投资有望迎来行业与政策周期共振，预计明年设备更新政策有望延续；房地产投资预计在“止跌回稳”的政策要求和新增城中村改造和危旧房改造的政策支持下显著修复

历史上汽车购置税减免政策执行期间汽车消费提振持续性较强



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：图中橙色部分为购置税减免期（10%→5%），蓝色部分为购置税补贴退坡缓冲期（5%→7.5%），其余部分为无增值税补贴期（10%）

制造业投资是今年以来表现最好的内需分项



资料来源：Wind，中信证券研究部

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/135210220343012010>