



光期研究

2024年四季度宏观策略报告

2024年9月29日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

总 结

从经济结构来看，处于冷热不均的格局，增速回升的分项是CPI和出口，固定资产投资尤其是基建和地产的增速，持续下行。基建投资增速持续下行，一是受天气影响施工进度偏慢，降雨、台风天气比去年更多；二是资金端有利空。今年的专项债发行偏慢，发行计划后置在下半年。此外，8月份九个省份发行了“特殊”新增专项债，合计规模超2000亿元。截至8月底，特殊新增专项债披露发行总额5000亿元左右，年内特殊新增专项债发行量或可超万亿。特殊新增债用于“补充政府性基金财力”，偿还地方政府存量债务，发行额度算在当年新增债额度，会弱化新增专项债对于基建投资拉动的指标意义。房地产同样也面临资金的问题，新房的销售回款比较差，所以房地产的投资增速跌幅在扩大。所以央行的组合拳对症下药，第一降息降低企业融资成本，第二降准释放流动性为接下来的政府债发行提供流动性，第三房地产政策宽松提振预期。在逐渐摆脱天气因素影响的“银十”的投资旺季，预计基建以及地产项目会有明显的提速。

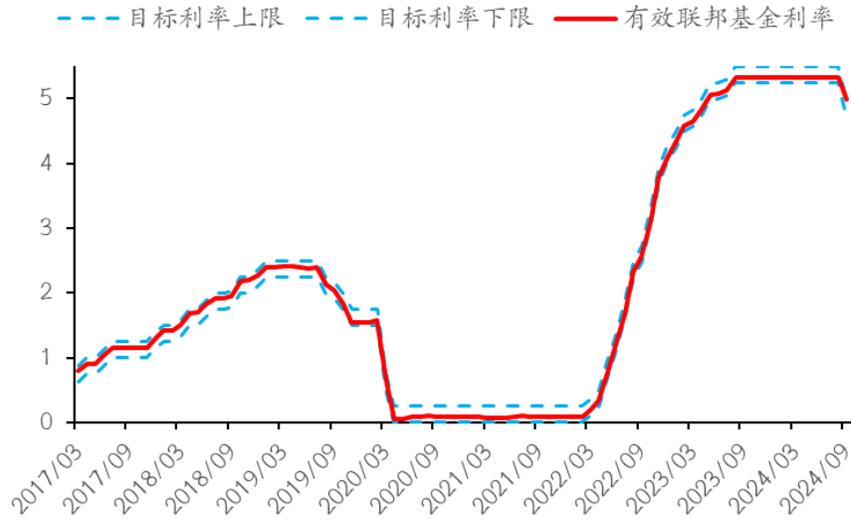
除了内需的修复，出口也有望保持高增速。中期来看更大幅度的降息对美国经济软着陆更有利，外需改善则利好中国出口。具体商品方面，汽车尤其是新能源汽车的出口，会有比较大的拉动。此前欧盟和巴西加征了中国出口到这些国家的关税，但是新能源汽车在出口关税加征以后仍有出口利润，以及出口至中东的新能源汽车增量明显，对冲了欧盟和巴西减少的份额，因此新能源出口在关税生效之后的7-8月份仍能保持较好的出口量。叠加国内消费品“以旧换新”政策中，汽车政策的效果可能更加明显，外需和内需的双重提振下，今年的汽车消费将有不错的表现。

目 录

- 一、如何看待九月降息？
- 二、国内政策如何发力？
- 三、通胀能否温和企稳？

一、如何看待九月降息？

图表：联邦目标利率区间下调50bp（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：SEP下调年内经济增长与通胀预期（%）

		2024	2025	2026	2027	长期
GDP	6月预测	2.1%	2.0%	2.0%	/	1.8%
	9月预测	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%
失业率	6月预测	4.0%	4.2%	4.1%	/	4.2%
	9月预测	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
PCE通胀	6月预测	2.6%	2.3%	2.0%	/	2.0%
	9月预测	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
核心PCE通胀	6月预测	2.8%	2.3%	2.0%	/	/
	9月预测	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	/
利率中位数	6月预测	5.1%	4.1%	3.1%	/	2.8%
	9月预测	4.4%	3.4%	2.9%	2.9%	2.9%

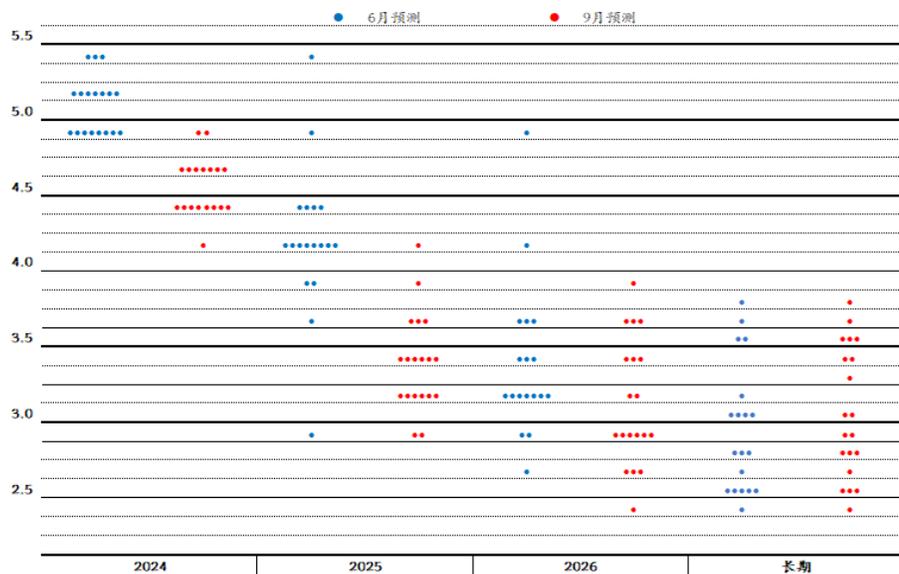
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

本次会议同意降息50bp，目标政策利率区间下调至在4.75%–5%，开启了美联储降息周期的第一枪。

本次会议声明重申“经济活动继续以稳健的速度扩张”的表述，但对于就业方面的表述有所缩减，仅称“就业增长放缓，失业率上升但仍然很低”。最新非农数据显示虽然劳动力市场仍旧相对健康，但失业率与劳动参与率、职位空缺率等数据存在一定背离，并且非农就业数据连续下修，表明劳动力市场正在逐步降温中。从会后的季度经济预测中，我们看到GDP的预测小幅下修0.1%，失业率有所上调。同时，利率中位数的大幅下调，反映出美联储对于美国经济快速降温存在一定担忧，这也是美联储首次降息选择50bp的主要原因。

利率前景显示，年内再降息两次共50bp

图表：点阵图显示利率中心大幅下移（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

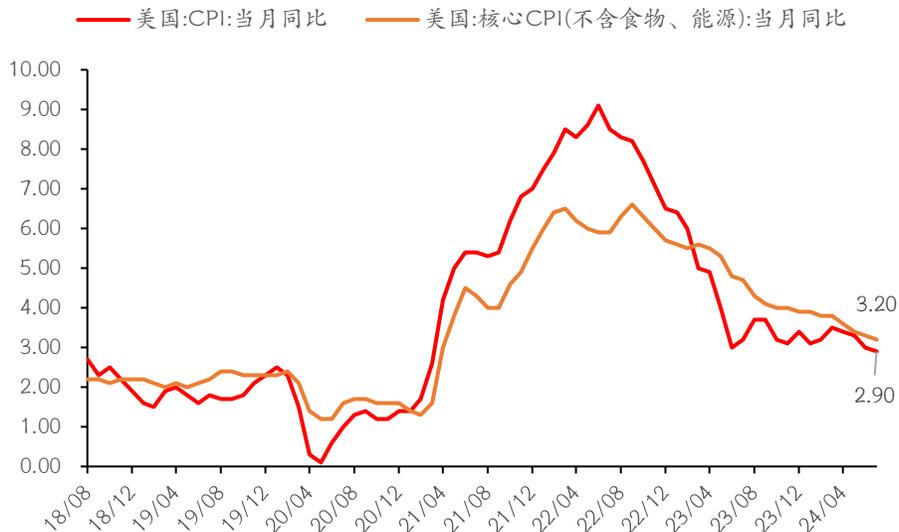
图表：联邦基金利率期货显示的利率预期（%）

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/11/7								0.0%	0.0%	0.0%	35.1%	64.9%
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.5%	50.0%	32.5%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.8%	30.2%	43.2%	19.8%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	13.4%	33.8%	36.6%	14.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	12.1%	31.5%	36.3%	16.8%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.2%	8.8%	25.3%	34.8%	23.0%	6.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.4%	3.8%	14.6%	28.6%	30.6%	17.2%	4.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.1%	1.3%	6.5%	18.1%	29.1%	27.3%	14.0%	3.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.3%	2.1%	8.3%	19.8%	28.9%	25.3%	12.4%	2.9%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

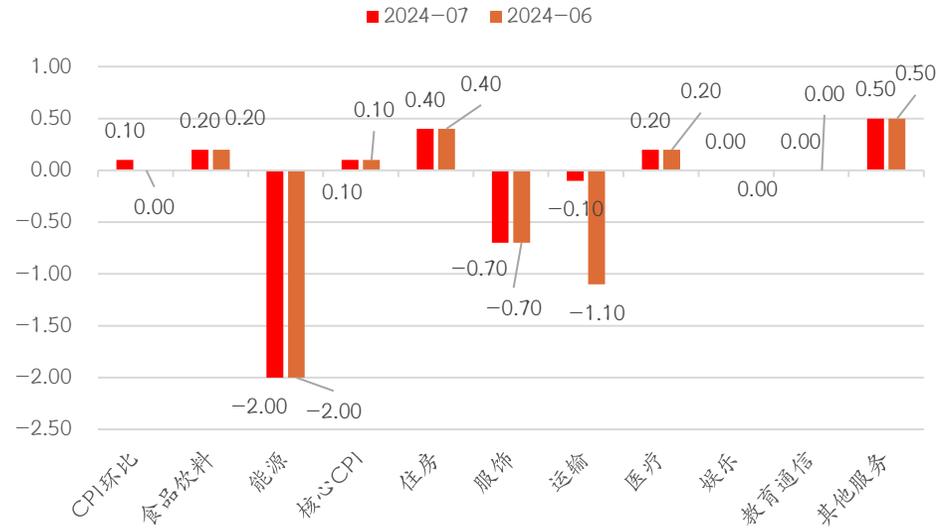
通胀放缓，仍有粘性

图表：美国CPI同比（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美国CPI环比分项（%）

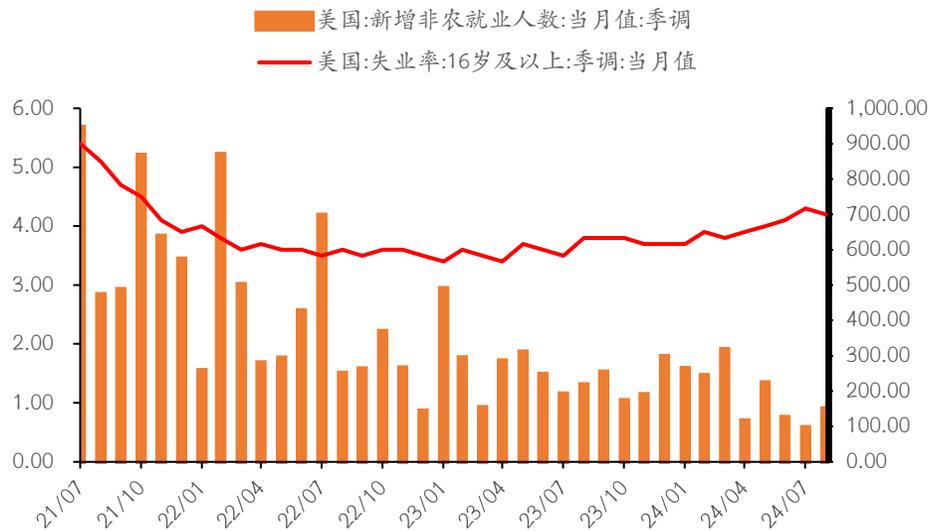


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

美国8月CPI同比上涨2.5%持平预期，较前值2.9%明显下降，为连续第五个月放缓，为2021年2月以来最低水平，环比上涨0.2%，持平预期和前值。美国8月核心CPI同比上涨3.2%持平预期和前值，此前已经连续四个月放缓，环比上涨0.3%，略高于预期和前值的0.2%，为四个月来最大涨幅。8月核心环比意外反弹主要是受到核心服务价格上涨的影响。

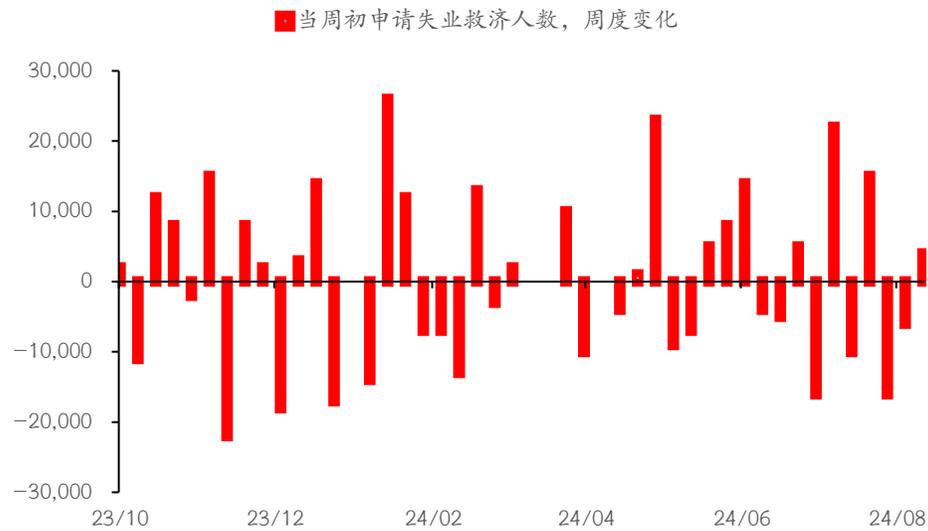
就业市场降温

图表：8月非农如期反弹（千人，%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：当周首次申请失业救济金人数继续减少（人）



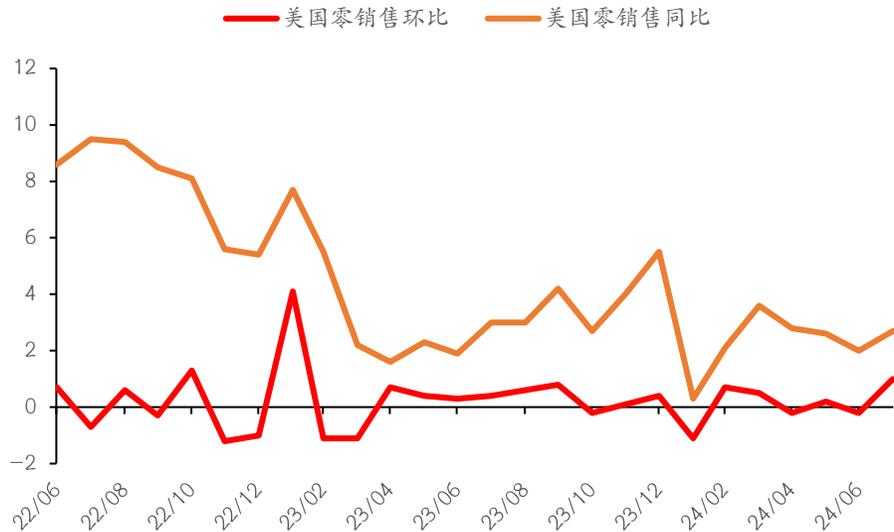
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

9月6日，美国劳工统计局(BLS)发布数据显示，美国8月非农就业人数新增14.2万人，前值11.4万人；失业率回落至4.2%，前值4.3%。

从分项数据来看，8月美国非农数据冷热参差，整体上指向劳动力市场持续降温、但速度边际放缓。但是前月数据大幅下修，这使得9月降息50BP的押注再度增加。

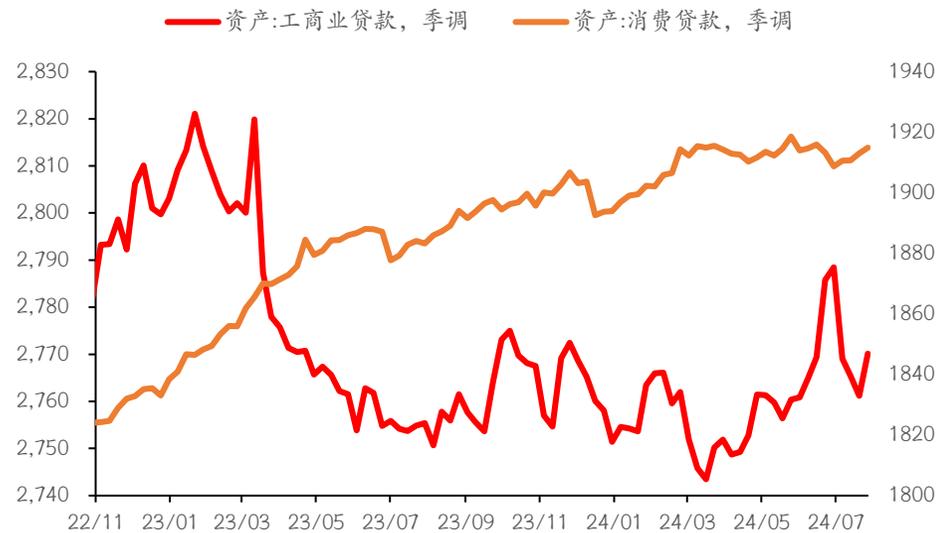
美国7月零售数据超预期

图表：美国零售销售数据（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：消费贷款月内逐步增加



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

美国7月零售数据全面超过预期，几乎所有商品的消费支出都出现了激增，零售环比增速创一年半来新高，消费贷款增速也同步上行。但市场对于美国经济陷入衰退仍有一定担忧，高额的贷款利率或将损害长期的消费动能。

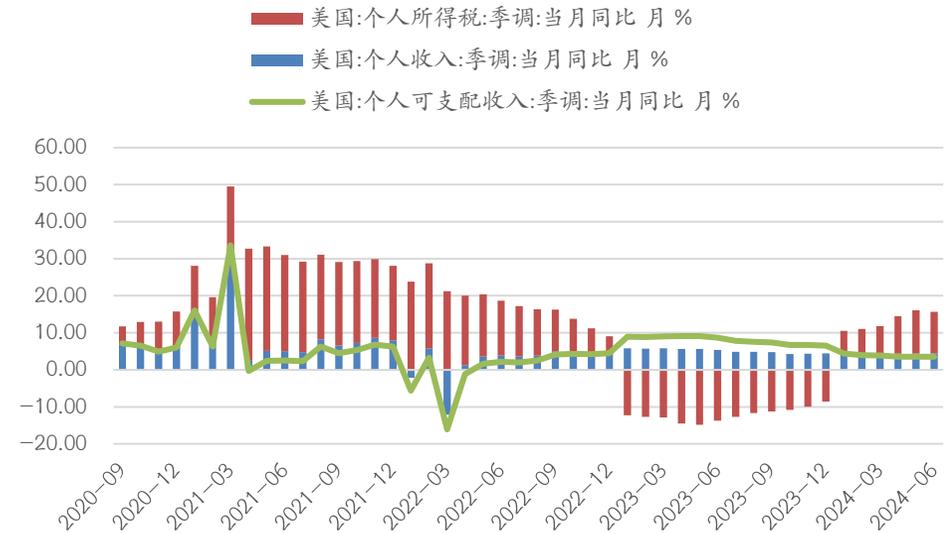
居民消费与政府支出能否保持韧性？

图表：美国财政部季度再融资规模保持不变（十亿美元）

	二季度（已发行）			三季度（待发行）			四季度（待发行）		
	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	一月
2年期	69	69	69	69	69	69	69	69	69
3年期	58	58	58	58	58	58	58	58	58
5年期	70	70	70	70	70	70	70	70	70
7年期	44	44	44	44	44	44	44	44	44
10年期	42	39	39	42	39	39	42	39	39
20年期	16	13	13	16	13	13	16	13	13
30年期	25	22	22	25	22	22	25	22	22
5年TIPS		21				24		22	
10年TIPS	16		19		17		17		20
30年TIPS				8					
2年FRN	28	28	30	28	28	30	28	28	30

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：薪资增速放缓或限制消费支出（%）



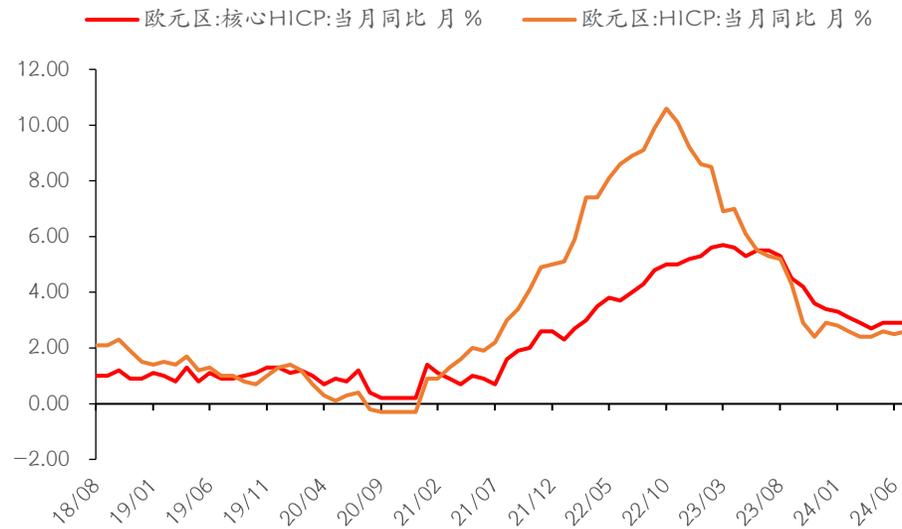
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

美国财政部连续第二次将长期国债季度发行规模维持不变，重申了有关“未来几个季度”不需要增加国债发行的表述。美国财政部现金仍有余额，截至本周TGA账户余额为8540亿美元，高于季末计划余额的7500亿美元，这使得常规政府支出压力相对平稳，但难有大规模的支出计划。

居民消费支出方面，随着薪资增长继续放缓，或使得个人收入增长有限，加之通胀与高息压力持续，将进一步限制消费居民水平。

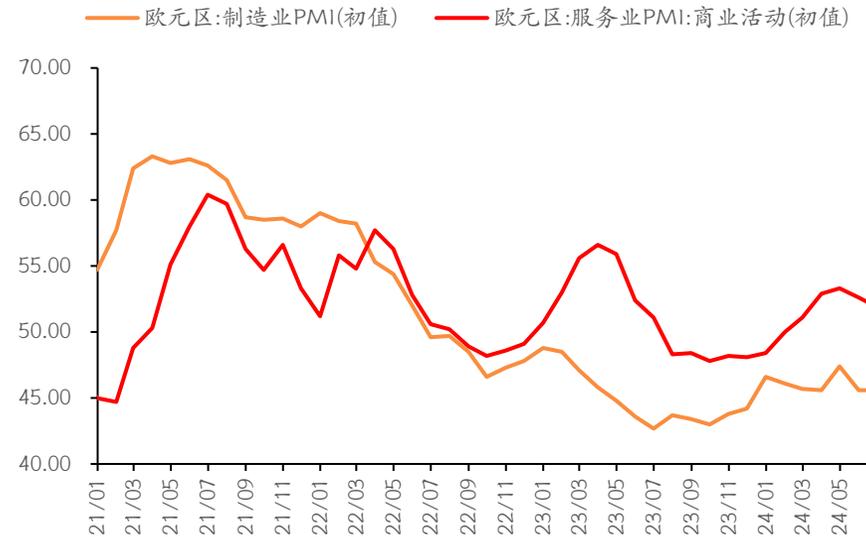
欧元区：服务通胀粘性会否影响降息步调

图表：欧元区通胀小幅反弹（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：欧元区PMI反弹能否持续（单位：%）



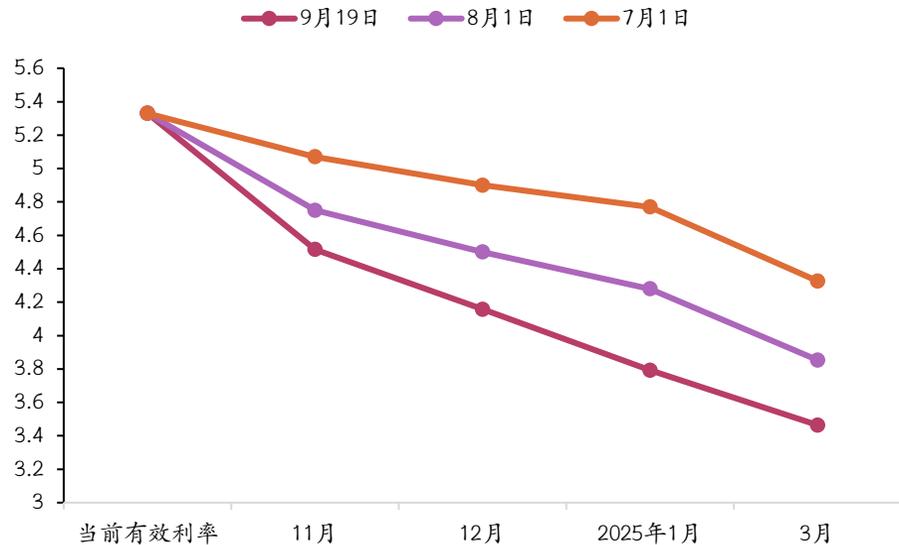
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

欧元区8月调和CPI同比2.2%，低于前值2.6%，符合预期。剔除食品和能源8月核心调和CPI同比初值2.8%，低于前值的2.9%，符合预期。分项中，服务业通胀率继续上升，能源通胀大幅降温。

市场对服务通胀的粘性仍有担忧，但整体通胀的回落给予了欧央行再次降息的信心。

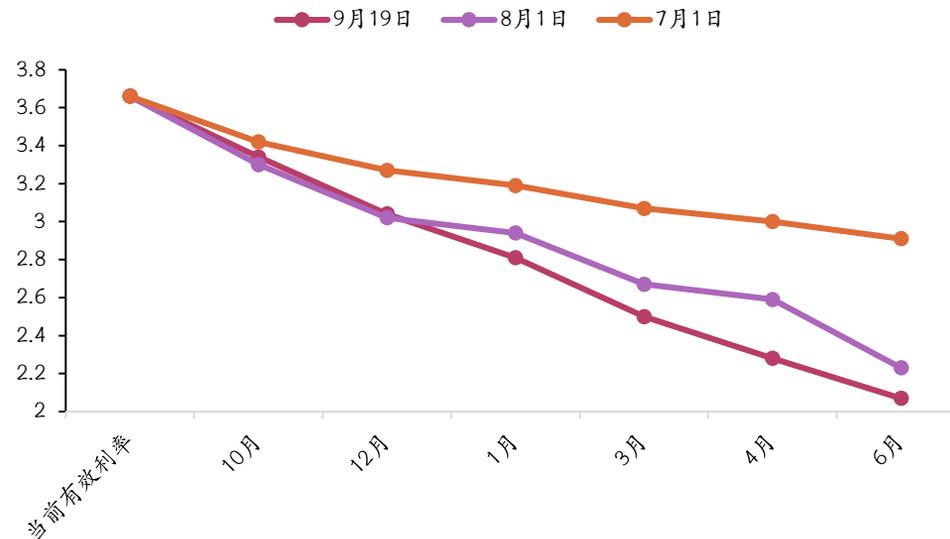
欧美央行利率路径

图表：美联储利率预期（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：欧央行利率预期（%）



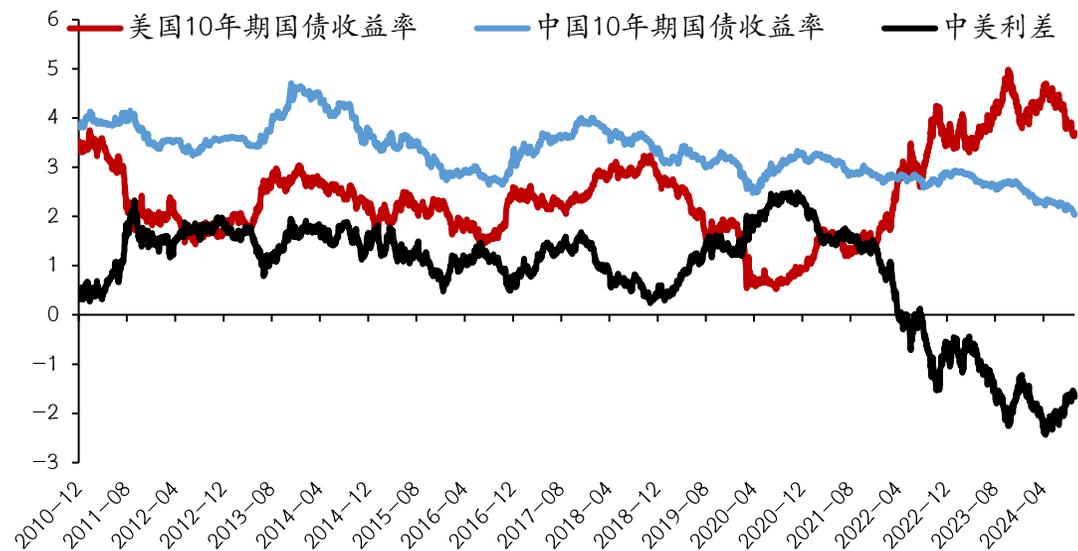
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

在全球主要央行中，美联储降息步调较为滞后，市场预期其将在下次的会议上降息25个基点。而欧洲央行的再次降息进一步推动了全球的宽松周期。

不过全球通胀反弹风险仍存，即使全球进入宽松周期，但后续的降息节奏仍值得关注。

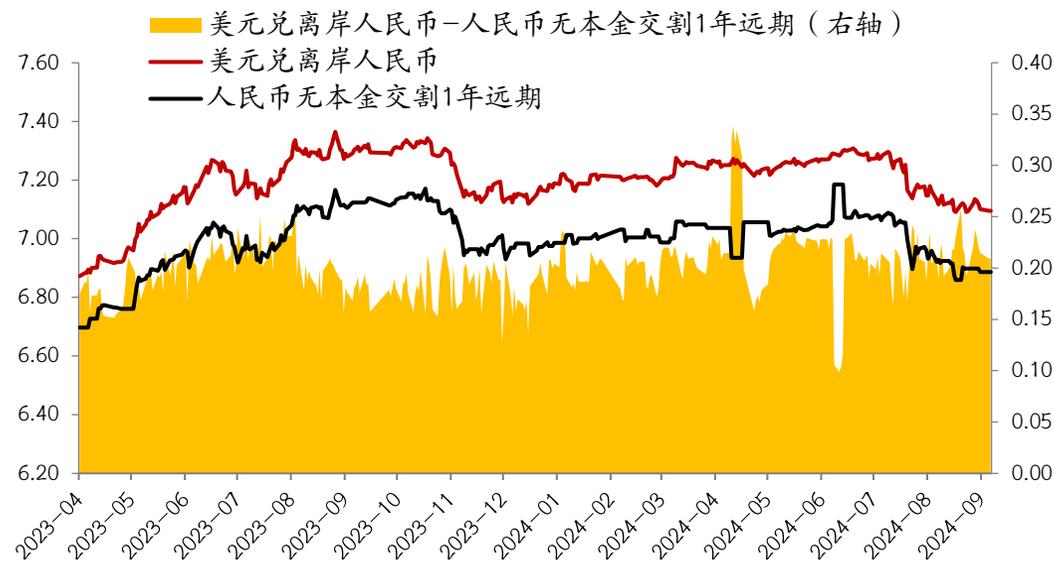
中美利差收敛，人民币贬值的压力减小，央行货币政策空间打开

图表：中美利差（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：人民币汇率（单位：元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

目 录

- 一、如何看待九月降息？
- 二、国内政策如何发力？
- 三、通胀能否温和企稳？

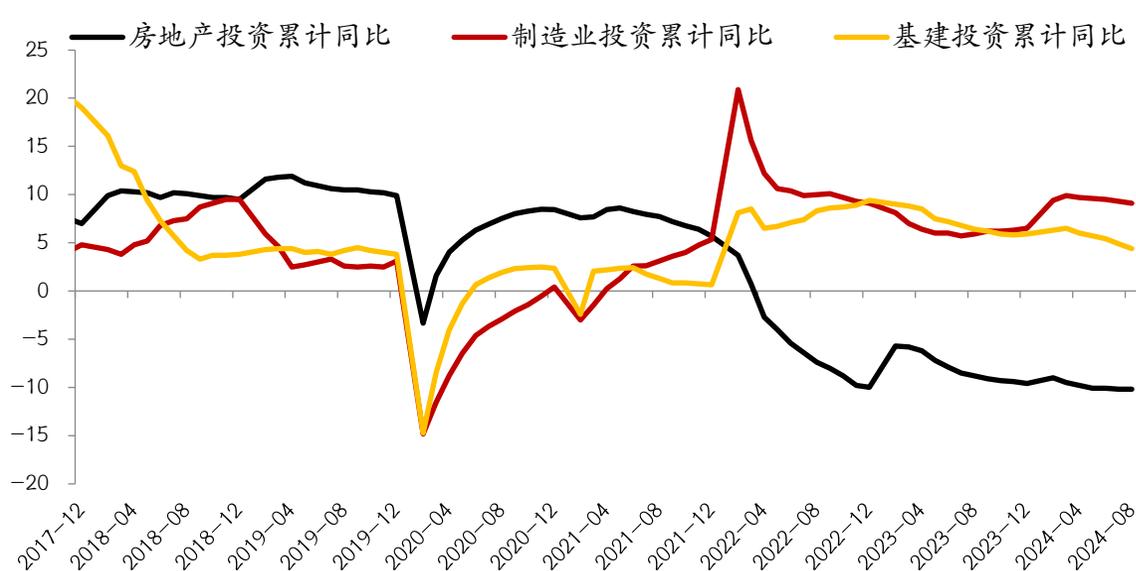
二、国内政策如何发力？

图表：固定资产投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：固定资产投资分项拉动率（单位：%）

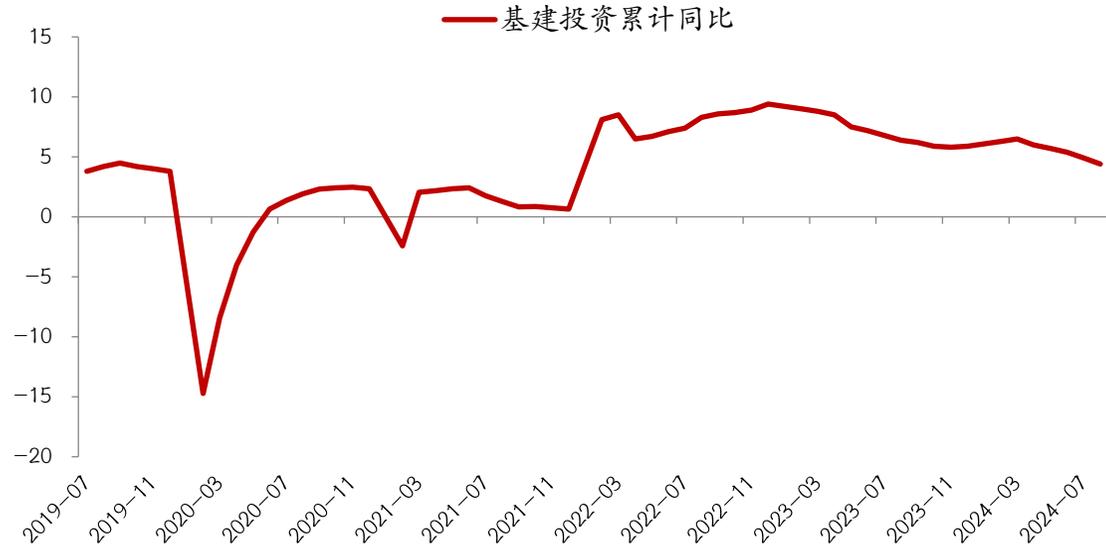


资料来源：Wind，光大期货研究所

2023年固定资产投资增速降速，除去房地产投资的拖累，基建和制造业投资对固定资产投资的拉动率均要超过2019年水平。2024年固定资产投资依旧在经济中发挥压舱石的作用。

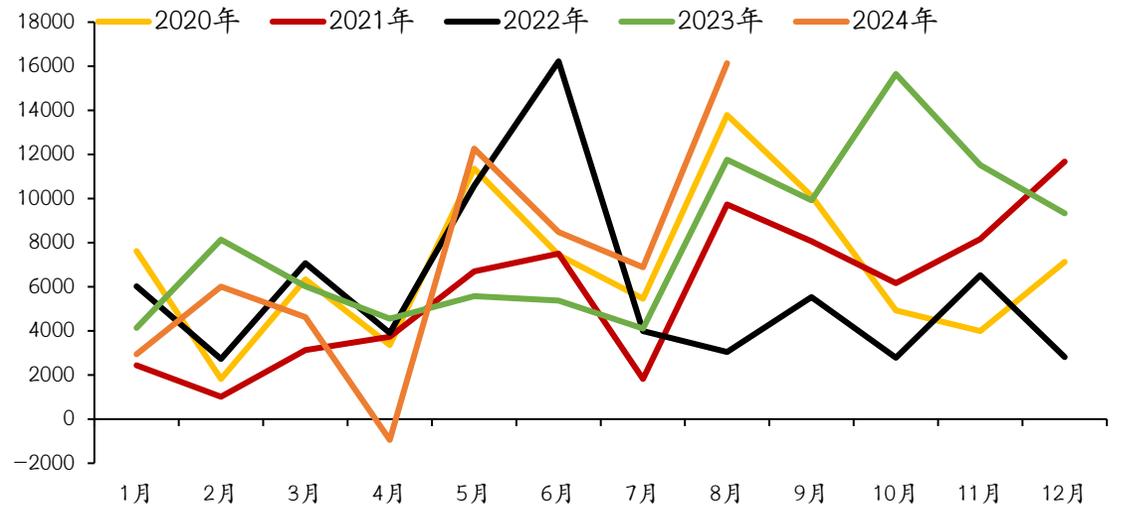
基建投资增速持续下降

图表：基建投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：政府债券发行（单位：亿元）



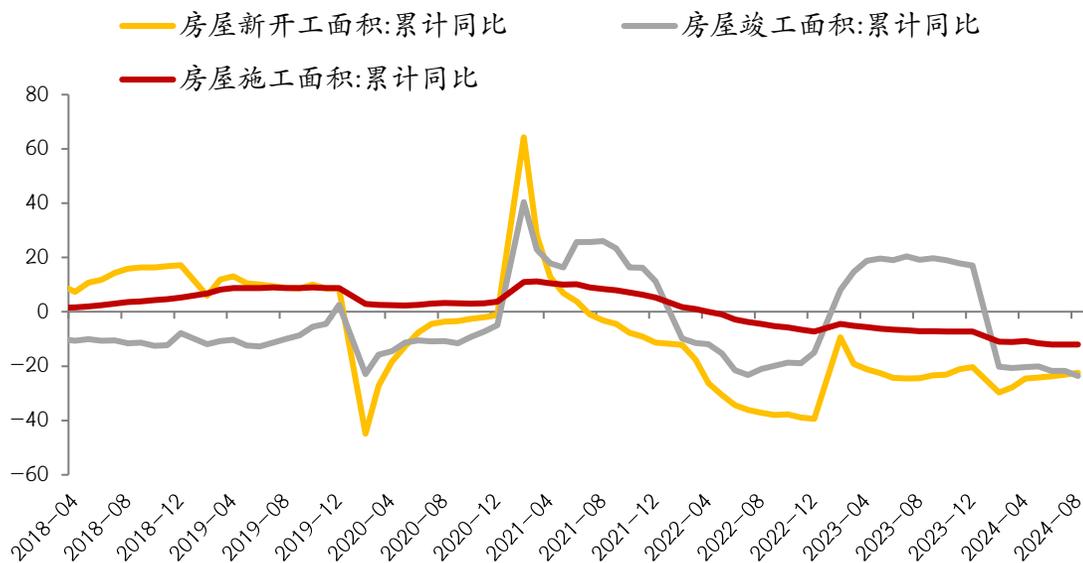
资料来源：Wind，光大期货研究所

1-8月基建投资同比增长4.4%，前值4.9%。8月新增政府专项债16130亿元，比去年同期增加4371亿元，环比7月增加9249亿元。7月底召开的中共中央政治局会议在部署下半年财政政策时，要求加快专项债发行使用进度，因此8月地方债发行明显提速。

值得注意的是，8月份福建、山西、重庆、吉林、江苏、山东、湖南、四川、内蒙古九个省份发行了“特殊”新增专项债，合计规模超2000亿元。截至8月底，特殊新增专项债披露发行总额5000亿元左右，年内特殊新增专项债发行量或可超万亿。特殊新增债用于“补充政府性基金财力”，偿还地方政府存量债务，发行额度算在当年新增债额度，会弱化新增专项债对于基建投资拉动的指标意义。

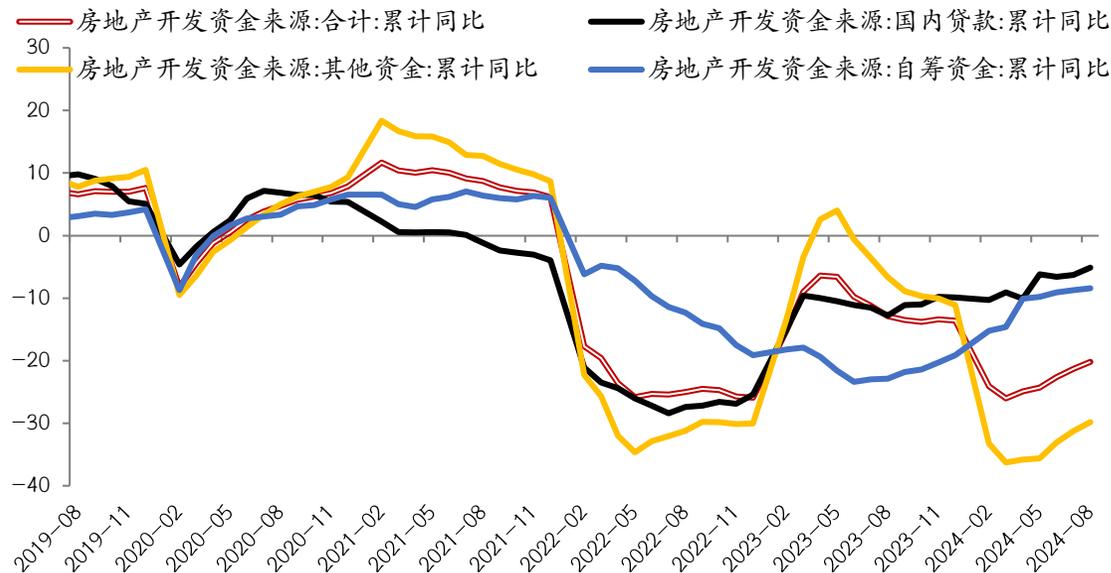
地产企稳尚需时日

图表：房地产投资分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：房地产开发投资完成额同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

房地产分项来看，1-8月新开工/施工/竣工同比分别为-23%/-12%/-24%，基本与上个月持平。1-8月房地产开发企业到位资金累计同比下降20.2%，各个分项跌幅均有所修复。

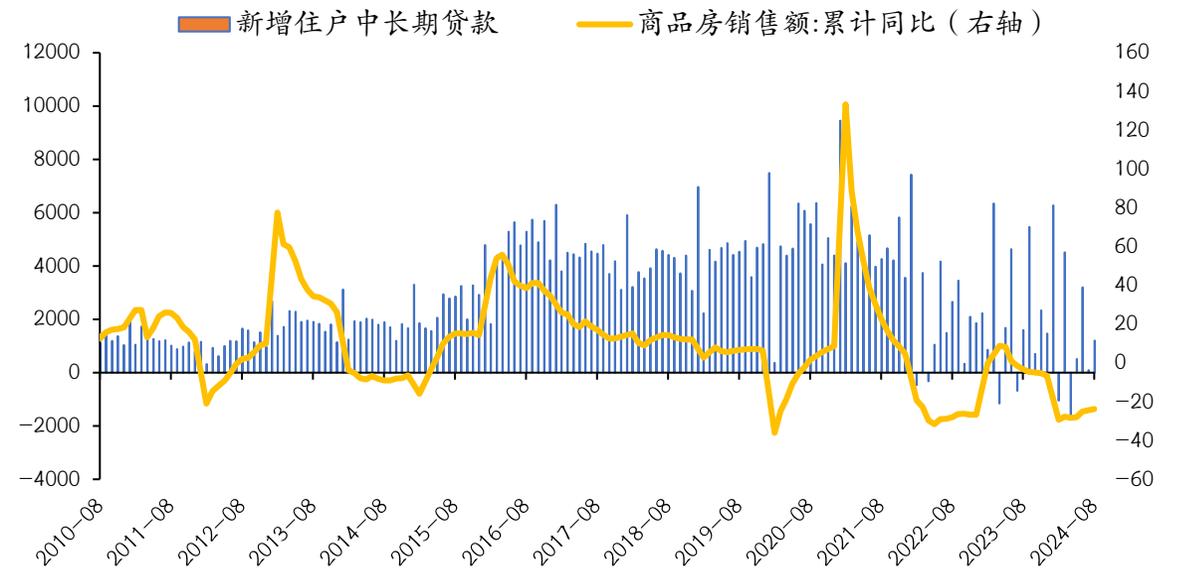
8月商品房销售面积同比-12.6%

图表：商品房销售面积当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：商品房销售额和新增住户中长期贷款（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

地产弱现实，政策强刺激

图表：房贷信贷政策调整概况

2024年房贷政策调整（9月）				5年期LPR调整
	首套房	二套房	政策文件	
全国：最低首付比例	统一为15%			2024年7月5年期LPR 下调10bp至3.85%
各地	自主确定			
全国：房贷利率下调	存量房贷降至新发放房贷利率附近			
新发房贷利率	8月平均3.25%	8月平均3.6%		
存量房贷利率	8月加权平均利率在3.9%~4%，预计平均下调50bp			
2024年房贷政策调整（5月）				5年期LPR调整
	首套房	二套房	政策文件	
全国：最低首付比例	15%	25%	《关于调整个人住房贷款最低首付比例政策的通知》	2024年2月5年期LPR 下调25bp至3.95%
各地	自主确定			
全国：房贷利率下限	取消下限		《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	
各地	自主确定是否设定			
银行	合理确定具体利率水平			
个人住房公积金贷款利率下调25bp			《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》	
五年及以下	2.35%	2.78%		
五年以上	2.85%	3.33%		
2023年房贷政策调整（8月）				5年期LPR调整
	首套房	二套房	政策文件	
全国：最低首付比例	20%	30%	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》 《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》 《关于建立新发放首套住房个人住房贷款政策动态调整长效机制的通知》	2023年6月5年期LPR 下调10bp至4.2%
各地	自主确定			
银行	合理确定具体利率水平			
全国：房贷利率下限	LPR-20bp	LPR+30bp		
各地	自主确定			
银行	合理确定具体利率水平			

资料来源：公开新闻，光大期货研究所

地产行业重磅政策集体发布，聚焦保交房、存量房消化等领域

部门	具体措施
全国切实做好保交房工作视频会议	1.深刻认识房地产工作的人民性、政治性，继续坚持因城施策，打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。 2.相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。要继续做好房地产企业债务风险防范处置，扎实推进保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。 要压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，加强统筹协调，充分发挥城市房地产融资协调机制、再贷款政策等作用。
住建部	表示住房城乡建设部、自然资源部、人民银行、金融监管总局将出台相关配套政策文件。 1.保交房：一是打好商品住房项目保交房攻坚战，防范处置烂尾风险。按照市场化、法治化原则，分类处置在建已售未交付的商品住房项目，推动项目建设交付，切实保障购房人合法权益。考虑通过摸清底数、分类处置、司法支持、建立长效机制等措施。 2.进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，满足房地产项目合理融资需求。城市政府推动符合“白名单”条件的项目“应进尽进”，商业银行对合规“白名单”项目“应贷尽贷”，满足在建项目合理融资需求。 3.推动消化存量商品住房。城市政府坚持“以需定购”，可以组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品住房用作保障性住房。 4.妥善处置盘活存量土地。目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活，推动房地产企业缓解困难和压降债务，促进土地资源高效利用。
人行	1.设立3000亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，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。中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。 2.支持收购房企存量土地。在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。在必要的时候，也可以由人民银行提供再贷款支持。
自然资源部	一是支持企业优化开发。主要是要消除开发建设障碍，合理免除因自然灾害、疫情导致的违约责任，允许企业按照程序合理调整规划条件和设计要求，更好地适应市场需求。 二是促进市场流通转让。主要是发挥土地二级市场作用，支持预告登记转让和“带押过户”，鼓励转让或者合作开发。 三是支持地方以合理价格收回土地。主要是支持地方按照“以需定购”原则，以合理价格收回闲置土地，用于保障性住房建设。允许地方采取“收回—供应”并行方式来简化程序，办理规划和供地手续，更好地提供便利化服务。 此外，为落实市县主体责任，加强统筹协调，要求市县建立处置闲置、盘活存量土地的协调决策机制，完善决策程序，提高行政效率，守牢政策底线。

发挥城市融资协调机制作用、推动消化存量商品住房、以及盘活存量闲置土地

保交房——住建部 推动盘活存量闲置土地——自然资源部 统筹消化存量住房——人行 融资协调机制——金融监管总局

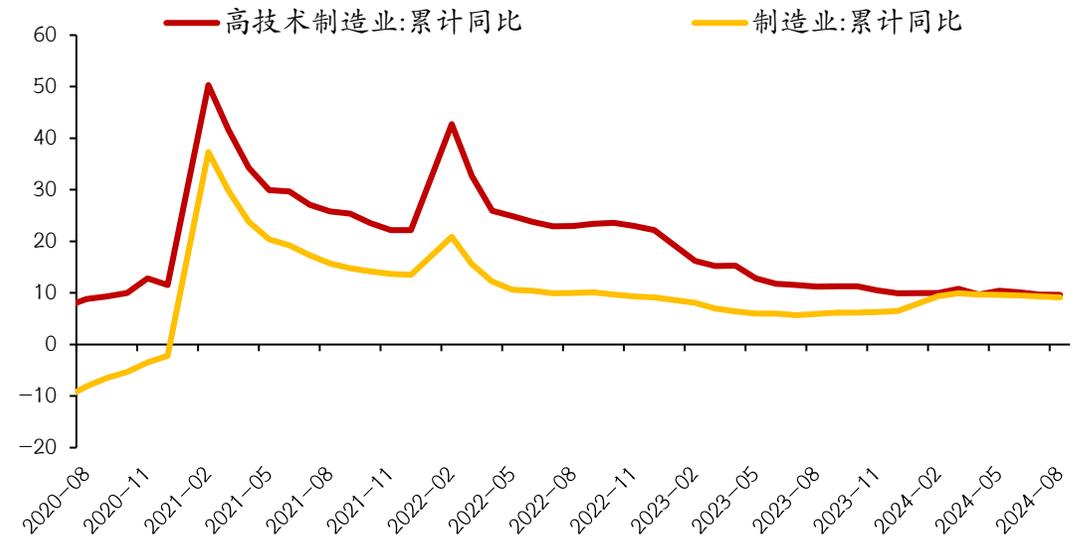
制造业投资增速保持高位

图表：制造业投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：高技术制造业和制造业投资同比（单位：%）

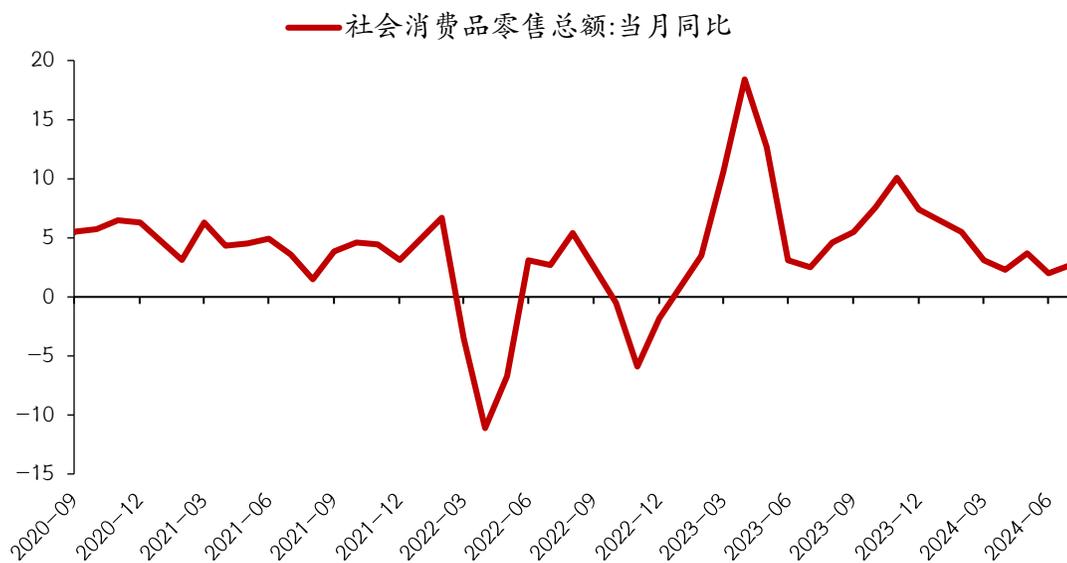


资料来源：Wind，光大期货研究所

1-8月制造业投资同比增长9.1%，1-8月份，高技术产业投资同比增长10.2%，增速比全部投资高6.8个百分点。1-8月份，高技术制造业投资同比增长9.6%，增速比全部制造业投资高0.5个百分点。其中，航空、航天器及设备制造业投资增长34.4%，电子及通信设备制造业投资增长10.0%。

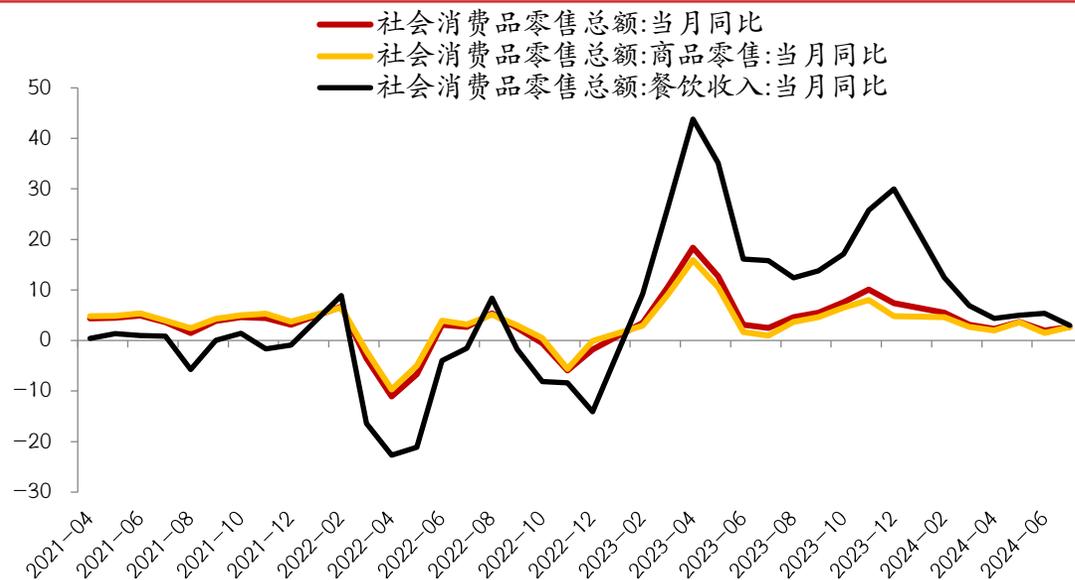
消费偏弱，“以旧换新”政策密集出台

图表：社零当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：社零分项当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

从2024年3月至今，“以旧换新”政策密集出台，消费品“以旧换新”主要以汽车、家电产品、家装消费品为主。这类商品单品价格较高、使用周期较长，价格上涨后，消费者倾向于延长使用时间来实现其长期价值而减少购买。通过提供购买优惠和换购便利，有助于居民减少置换成本、提升购买意愿。

“以旧换新”政策梳理

时间	文件	具体内容	资金
2024年3月13日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动。开展汽车以旧换新。开展家电产品以旧换新、推动家装消费品换新。	坚持中央财政和地方政府联动支持消费品以旧换新，通过中央财政安排的节能减排补助资金支持符合条件的汽车以旧换新。
2024年3月27日	《推动消费品以旧换新行动方案》的通知	在全国范围内开展汽车、家电以旧换新和家装厨卫“焕新”。力争到2025年，实现国三及以下排放标准乘用车加快淘汰，高效节能家电市场占有率进一步提升	各地商务主管部门和财政部门要加强对中央财政支持汽车以旧换新资金和现代商贸流通体系、县域商业体系建设等相关资金安排使用的指导监督。
2024年3月27日	《以标准提升牵引设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知	实施新一轮标准提升行动，更好支撑设备更新和消费品以旧换新	
2024年3月27日	推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案的通知	以住宅电梯、供水、供热、供气、污水处理、环卫、城市生命线工程、建筑节能改造等为重点，分类推进建筑和市政基础设施设备更新	完善财税政策。对符合条件的相关设备更新，通过中央预算内投资等资金渠道予以适当支持。通过中央财政资金对住宅老旧电梯更新、既有住宅加装电梯给予补助。
2024年4月24日	《汽车以旧换新补贴实施细则》的通知	对报废上述两类旧车并购买新能源乘用车的，补贴1万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车的，补贴7000元。	汽车以旧换新补贴资金由中央财政和地方政府总体按6：4比例分担，并分地区确定具体分担比例。其中，对东部省份按5：5比例分担，对中部省份按6：4比例分担，对西部省份按7：3比例分担。
2024年5月15日	五部门关于开展2024年新能源汽车下乡活动的通知	落实汽车以旧换新、县域充换电设施补短板等支持政策，将“真金白银”的优惠直达消费者。	
2024年5月21日	国家发展改革委等部门关于印发《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》的通知	优先更换年久失修的设备，严防债务风险，并确保可持续应用。力争到2027年，引导推动全国文化和旅游领域更新一批设施设备，保持相关投资规模持续稳定增长	鼓励文化和旅游领域企事业单位运用自有资金积极进行设备更新，提高服务质量。将符合条件的重点项目纳入超长期特别国债等资金支持范围。
2024年5月31日	交通运输部等十三部门关于印发《交通运输大规模设备更新行动方案》的通知	实施城市公交车电动化替代、老旧营运柴油货车淘汰更新、老旧营运船舶报废更新、老旧机车淘汰更新、邮政快递老旧设备替代、物流设施设备更新改造、标准提升七大行动	加大财政资金支持。持续实施好老旧营运车船淘汰更新补贴，把符合条件的设备更新项目纳入中央资金等支持范围。鼓励有条件的地方统筹利用中央财政安排的城市交通发展奖励资金，支持新能源城市公交车及动力电池更新。
2024年6月17日	农业农村部办公厅 财政部办公厅关于加大工作力度持续实施好农业机械报废更新补贴政策的的通知	通过政策支持进一步加大耗能高、污染重、安全性能低的老旧农机淘汰力度，加快先进适用、节能环保、安全可靠农业机械的推广应用。扩大报废补贴范围、提高报废补贴标准、加强资金使用管理	国家发展改革委直接向地方安排超长期特别国债资金，支持各地实施农业机械报废更新，资金按照总体9:1的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为85%、90%、95%。各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排配套资金。
2024年7月24日	国家发展改革委 财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知	（一）优化设备更新项目支持方式（二）支持老旧营运船舶报废更新。（三）支持老旧营运货车报废更新。（四）提高农业机械报废更新补贴标准。（五）提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准。（六）提高设备更新贷款财政贴息比例。（七）支持地方提升消费品以旧换新能力。（八）提高汽车报废更新补贴标准。（九）支持家电产品以旧换新。（十）落实废弃电器电子产品回收处理资金支持政策。	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。国家发展改革委牵头安排 1480 亿元左右超长期特别国债大规模设备更新专项资金，用于落实本通知第（一）、（二）条所列支持政策；直接向地方安排 1500 亿元左右超长期特别国债资金，用于落实第（三）、（四）、（五）、（七）、（八）、（九）条所列支持政策。财政部通过原有渠道安排 275 亿元中央财政资金，落实第（六）、（十）条所列支持政策。第（三）、（五）、（七）、（八）、（九）条涉及的支持资金按照总体 9:1 的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为 85%、90%、95%。

资料来源：政府工作网站，光大期货研究所

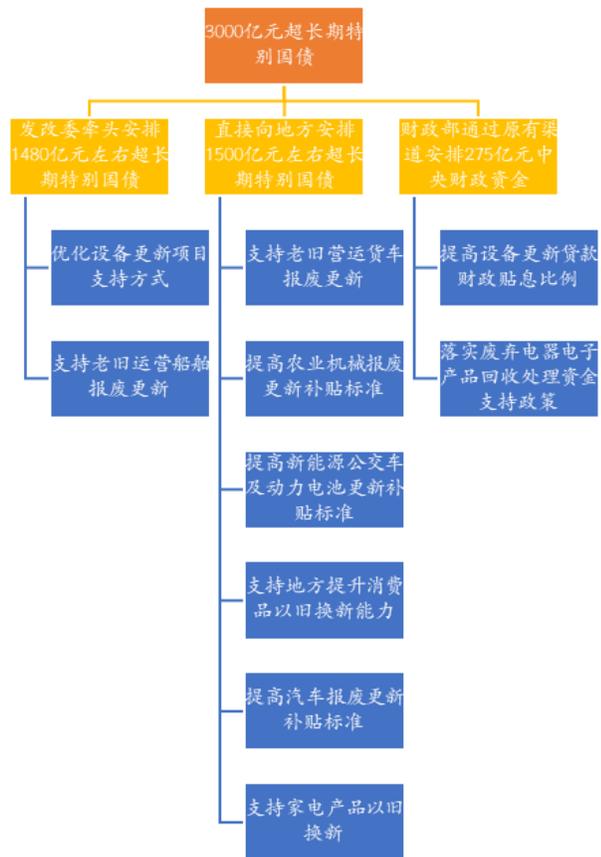
“以旧换新”政策梳理

时间	文件	具体内容	资金
2024年8月2日	《交通运输老旧营运船舶报废更新补贴实施细则》	更好实施老旧营运船舶报废更新补贴政策，推动新一轮老旧营运船舶更新换代	财政部根据项目清单拨付国债资金。
2024年7月29日	《新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》的通知	更新新能源城市公交车及更换动力电池，给予定额补贴。每辆车平均补贴6万元，其中，对更新新能源城市公交车的，每辆车平均补贴8万元；对更换动力电池的，每辆车补贴4.2万元。	新能源城市公交车及动力电池更新补贴资金由中央财政和地方财政总体按90:10比例共担，并分地区确定具体分担比例。其中，对东部省份按85:15比例分担，对中部省份按90:10比例分担，对西部省份按95:5比例分担。
2024年8月2日	《交通运输老旧营运船舶报废更新补贴实施细则》	更好实施老旧营运船舶报废更新补贴政策，推动新一轮老旧营运船舶更新换代和船舶运力结构调整	财政部根据项目清单拨付国债资金。超长期特别国债资金拨付流程应符合“两新”项目相关规定要求。
2024年8月3日	关于印发《能源重点领域大规模设备更新实施方案》的通知	推进火电设备更新和技术改造、推进输配电设备更新和技术改造、推进风电设备更新和循环利用、推进光伏设备更新和循环利用、稳妥推进水电设备更新改造、推进清洁取暖设备更新改造	加大财税金融等政策支持力度。加大能源重点领域设备更新和技术改造资金支持力度，强化银企对接，引导金融机构加强对设备更新和技术改造的支持，用好再贷款、财政贴息等支持政策，扩大制造业中长期贷款投放。
2024年8月15日	商务部等7部门关于进一步做好汽车以旧换新有关工作的通知	提高报废更新补贴标准、加大中央资金支持力度。对报废上述两类旧车并购买新能源乘用车的，补贴2万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车的，补贴1.5万元。	汽车报废更新补贴资金按照总体9:1的原则实行央地共担，并分地区确定具体分担比例。其中，对东部省份按8.5:1.5比例分担，对中部省份按9:1比例分担，对西部省份按9.5:0.5比例分担。地方分担的部分，由各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排。
2024年8月23日	交通运输部办公厅关于做好老旧营运船舶报废更新政策实施工作	根据老旧营运船舶船龄变化滚动建立有关信息台账，逐家企业、逐艘船舶了解拆解报废意愿，引导船舶所有人选择合规的船舶拆解企业进行船舶拆解	各地交通运输主管部门已统筹使用财政部下达的岛际和农村水路客运油价补助资金支持支持的客船、渡船报废更新项目不得重复申报补贴。
2024年8月24日	商务部等4部门办公厅关于进一步做好家电以旧换新工作的通知	各地要统筹使用中央与地方资金，对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机8类家电产品给予以旧换新补贴，补贴标准为产品最终销售价格的15%，对购买1级及以上能效或水效的产品，额外再给予产品最终销售价格5%的补贴。	根据《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》要求，国家发展改革委直接向地方安排超长期特别国债资金，支持家电以旧换新。家电以旧换新补贴资金按照总体9:1的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为85%、90%、95%。各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排配套资金。
2024年8月24日	《推动电动自行车以旧换新实施方案》	开展电动自行车消费促进活动、加大以旧换新惠民支持力度。对交回个人名下老旧电动自行车并换购电动自行车新车的消费者予以补贴	各地人民政府可结合本地区实际情况，利用地方财政资金对消费者交回高安全隐患的电动自行车及蓄电池给予补贴。
2024年8月27日	关于进一步做好老旧营运货车报废更新工作的通知	老旧营运货车报废更新实施时间及范围	老旧营运货车报废更新资金总体按9:1的原则实行央地共担。东部、中部、西部地区中央承担比例分别为85%、90%、95%。各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排配套资金。
2024年9月5日	关于加大工作力度持续实施好农业机械报废更新补贴政策的补充通知	扩大报废补贴范围、提高报废补贴标准	国家发展改革委直接向地方安排超长期特别国债资金，支持各地实施农业机械报废更新，资金按照总体9:1的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为85%、90%、95%。各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排配套资金。各省有关部门要管好用好支持农业机械报废更新的超长期特别国债资金和今年中央财政已下达的农业机械报废更新相关资金。

资料来源：政府工作网站，光大期货研究所

本轮“以旧换新”主由中央财政资金承担，或可加快政策落地

图表：“以旧换新”资金来源



本轮家电“以旧换新”主由中央财政资金承担，或可加快政策落地。7月24日国家发展改革委和财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知提到，将统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，国家发展改革委牵头安排1480亿元左右超长期特别国债大规模设备更新专项资金，用于落实本通知第优化设备更新项目支持方式、支持老旧营运船舶报废更新。

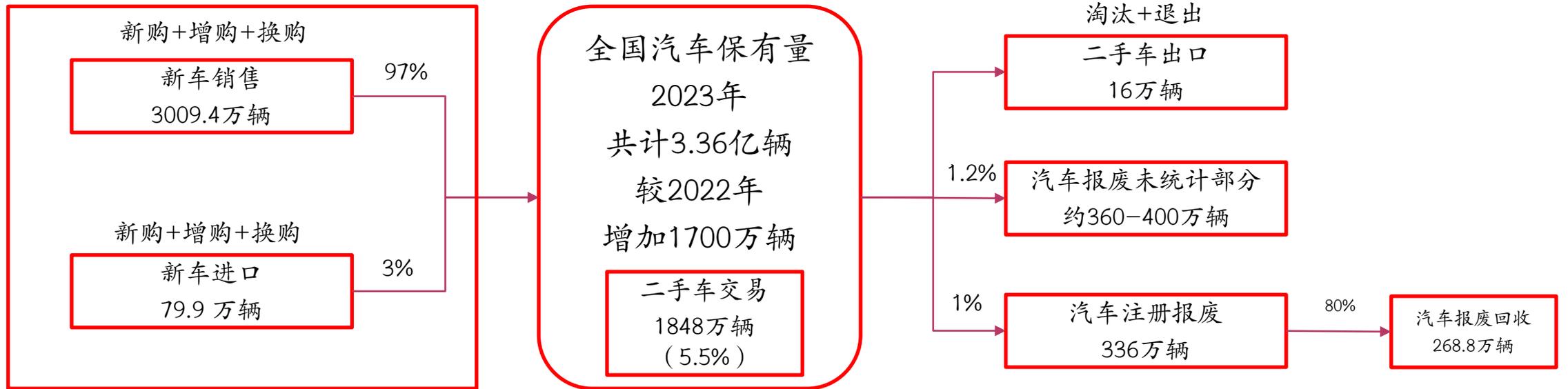
直接向地方安排1500亿元左右超长期特别国债资金，用于落实支持老旧营运货车报废更新、提高农业机械报废更新补贴标准、提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准、支持地方提升消费品以旧换新能力、提高汽车报废更新补贴标准、支持家电产品以旧换新。涉及的支持资金按照总体9:1的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为85%、90%、95%。

财政部通过原有渠道安排275亿元中央财政资金，落实提高设备更新贷款财政贴息比例、落实废弃电器电子产品回收处理资金支持政策。

资料来源：政府工作网站，光大期货研究所

消费品“以旧换新”政策中，汽车政策的效果可能更加明显

图表：2023年国内汽车市场概况

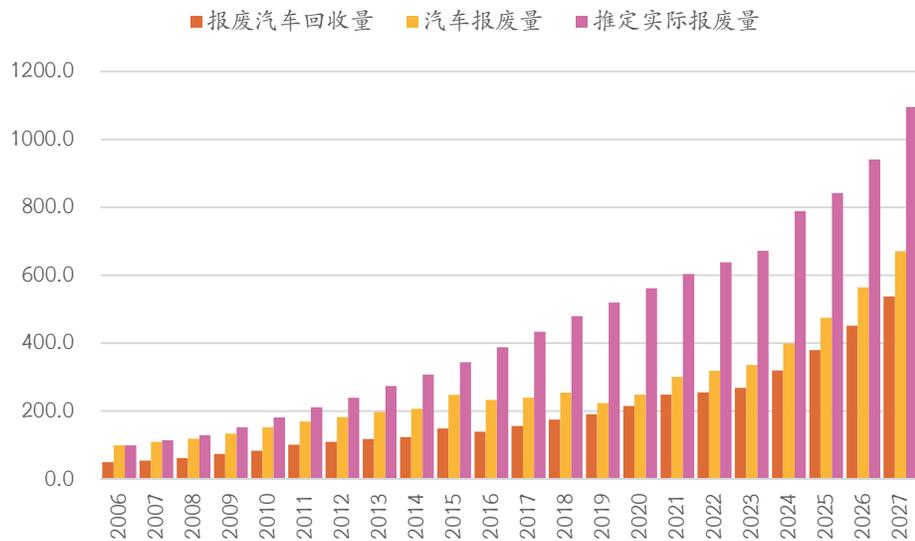


资料来源：Wind，光大期货研究所

消费品“以旧换新”政策中，汽车政策的效果可能更加明显，对消费的拉动也更强。2024年5月，财政部发布《关于下达2024年汽车以旧换新补贴中央财政预拨资金预算的通知》，指出2024年汽车以旧换新中央补贴年度资金总额为64.4亿元，根据不同省份所属的东中西部地区比例计算，地方配套资金接近47.6亿元，合计112亿元左右。同时，该文件绩效目标显示，全年报废汽车回收量为378万辆。2023年汽车报废回收量为268.8万辆，预计此次政策的出台能够拉动报废汽车量增加100万辆左右。根据商务部的最新数据，今年前7个月，全国报废汽车回收350.9万辆，同比增长37.4%，其中5月、6月、7月分别同比增长55.6%、72.9%和93.7%，接近完成全年绩效目标，全年的报废汽车回收量预计明显超出378万辆。

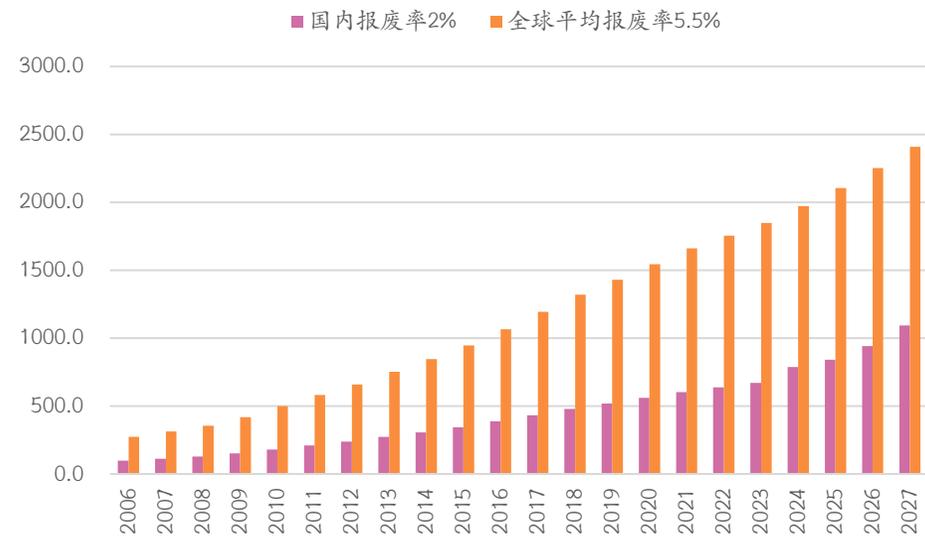
汽车报废数量较2023年翻一番

图表：报废汽车数量远低于实际报废量（单位：万辆）



资料来源：Wind，公安部，光大期货研究所

图表：潜在汽车报废量提升仍有空间（单位：万辆）

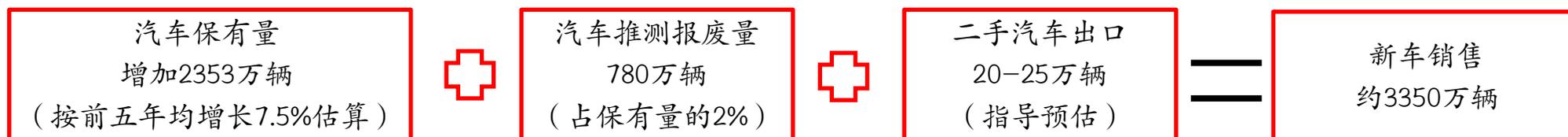


资料来源：Wind，光大期货研究所

我国汽车报废率偏低，一则是因为强制报废年限的取消，使得部分车辆超龄服役；二则是报废流程以及回收价格偏低，使得报废车辆未经登记便弃置不用。保守估计我国汽车理论报废约占总保有量的1.5%-2%，远低于欧美的5-6%的平均报废率比例，汽车报废回收市场仍有巨大空间。

2024预估增加新车数量约350万辆左右，同比增长12%。

图表：预估2024年新车销售较2023年增加（单位：万辆）

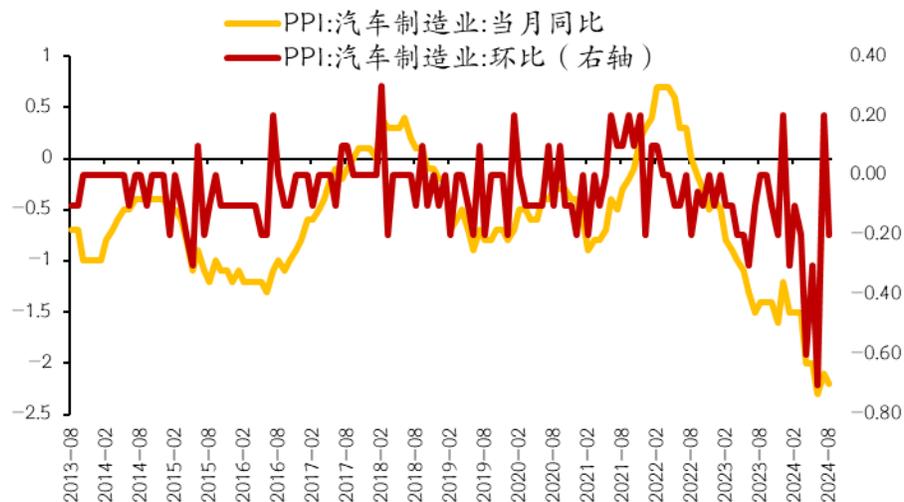


资料来源：Wind，光大期货研究所

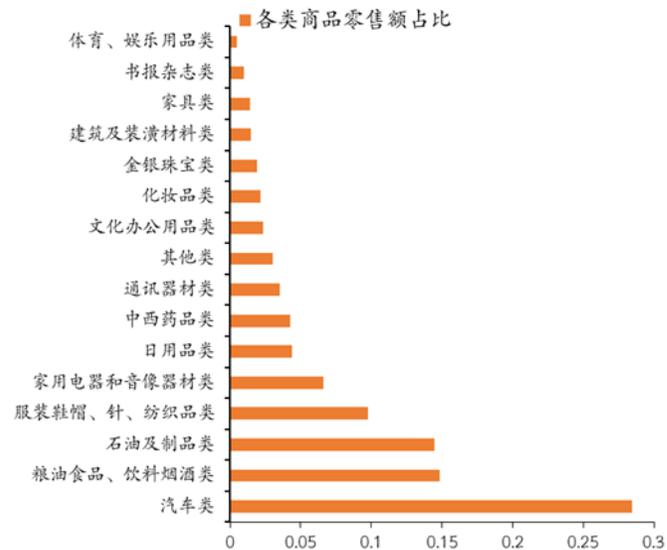
按照保有量2%估算汽车报废量，以及按照7.5%的增速估算汽车保有量的增长，不考虑进口车辆的增量情况下，2023年新车销售3350万辆，2024预估增加新车数量约350万辆左右，同比增长12%。2023年新车销售3350万辆，2024预估增加新车数量约350万辆左右，同比增长12%。

汽车的销售对社零的拉动测算

图表：汽车制造业PPI（单位：%）



图表：各类商品零售占比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

资料来源：Wind，光大期货研究所

若测算汽车的销售对社零的拉动，要结合价格的变化。1-8月PPI中的汽车制造业同比下滑1.9%。量价结合来看，预计汽车销售额同比增加10%。汽车销售额在限额以上企业商品零售总额中占比29.4%，在社会消费品零售总额中占比10.3%，则汽车销售额同比增长10%可以拉动社零同比增长一个百分点。

汽车以旧换新补贴由财政资金作保障

图表：汽车以旧换新补贴实施细则

	具体内容
补贴范围和标准	<p>1.自本细则印发之日起至2024年12月31日期间，对个人消费者报废国三及以下排放标准燃油乘用车或2018年4月30日前（含当日，下同）注册登记的新能源乘用车，并购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或2.0升及以下排量燃油乘用车，给予一次性定额补贴。其中，对报废上述两类旧车并购买新能源乘用车的，补贴2万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车的，补贴1.5万元。</p> <p>2.本细则所称乘用车是指在公安交管部门注册登记的小型、微型载客汽车。国三及以下排放标准燃油乘用车是指在2011年6月30日前注册登记的汽油乘用车、2013年6月30日前注册登记的柴油乘用车和其他燃料类型乘用车。</p>
补贴申报、审核和发放	<p>1.拟申请汽车以旧换新补贴资金的个人消费者，应于2025年1月10日前，通过登录全国汽车流通信息管理系统网站或“汽车以旧换新”小程序（以下简称汽车以旧换新平台），填报个人信息，报废汽车的车辆识别代号、《报废机动车回收证明》和《机动车注销证明》原件照片或扫描件，新车的车辆识别代号、《机动车销售统一发票》和《机动车登记证书》原件照片或扫描件等，向补贴受理地（即《机动车销售统一发票》开具地）提交补贴申请。</p> <p>2.各地商务主管部门及时汇总符合补贴条件的申请人信息，确定补贴金额，并向财政部门提出资金申请。各地财政部门根据商务主管部门提出的资金安排建议，经财政部地方监管局审核同意后，按程序将补贴资金拨付至申请人提供的银行账户。</p>
补贴资金管理	<p>1.汽车以旧换新补贴资金由中央财政和地方财政总体按6：4比例共担，并分地区确定具体分担比例。其中，对东部省份按5：5比例分担，对中部省份按6：4比例分担，对西部省份按7：3比例分担。地方负担的部分，由省级财政部门牵头负责落实到位。</p> <p>2.根据2023年底各地国三及以下排放标准燃油乘用车保有量等情况，财政部向各省份预拨70%补助资金，用于支持地方启动相关工作。政策实施期间，中央和地方根据前述单车补贴标准，对符合条件的汽车报废更新车辆按既定分担比例进行补贴，各地与消费者进行据实结算。</p> <p>3.政策实施期结束后，按照“多退少补”的原则，中央与地方再进行清算。各省级商务主管部门、财政部门于2025年2月10日前将补贴资金发放情况报送商务部、财政部，商务部对各地上报的补贴资金发放情况进行汇总审核，提出各省份补助资金清算建议报财政部。财政部根据商务部提出的建议下达预算。</p>

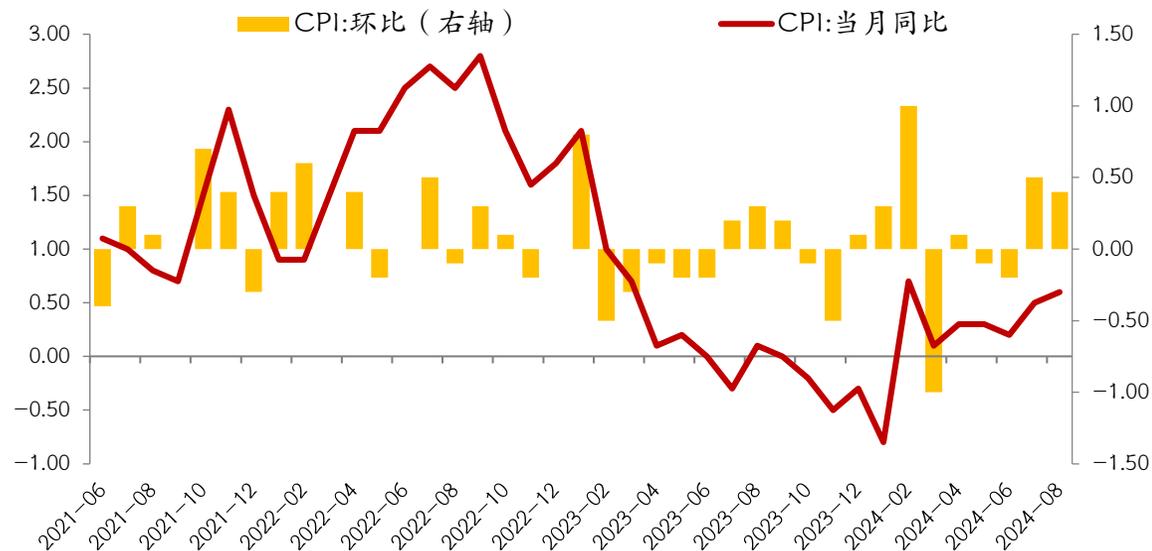
资料来源：商务部网站，光大期货研究所

目 录

- 一、如何看待九月降息？
- 二、国内政策如何发力？
- 三、通胀能否温和企稳？

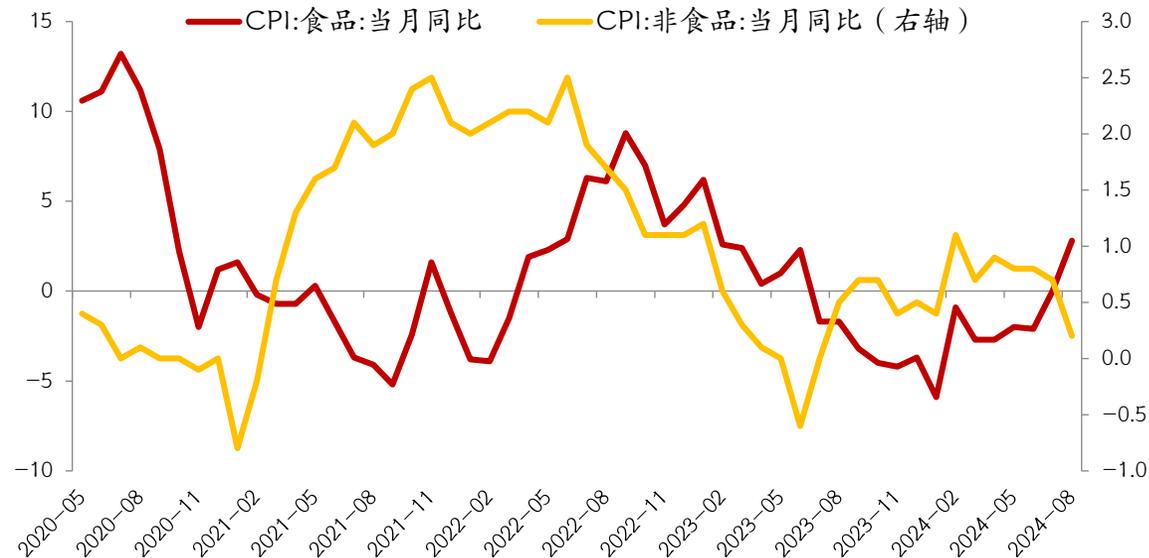
中国8月CPI同比0.6%，预期0.7%

图表：CPI环比和同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：CPI食品同比和CPI非食品同比（单位：%）



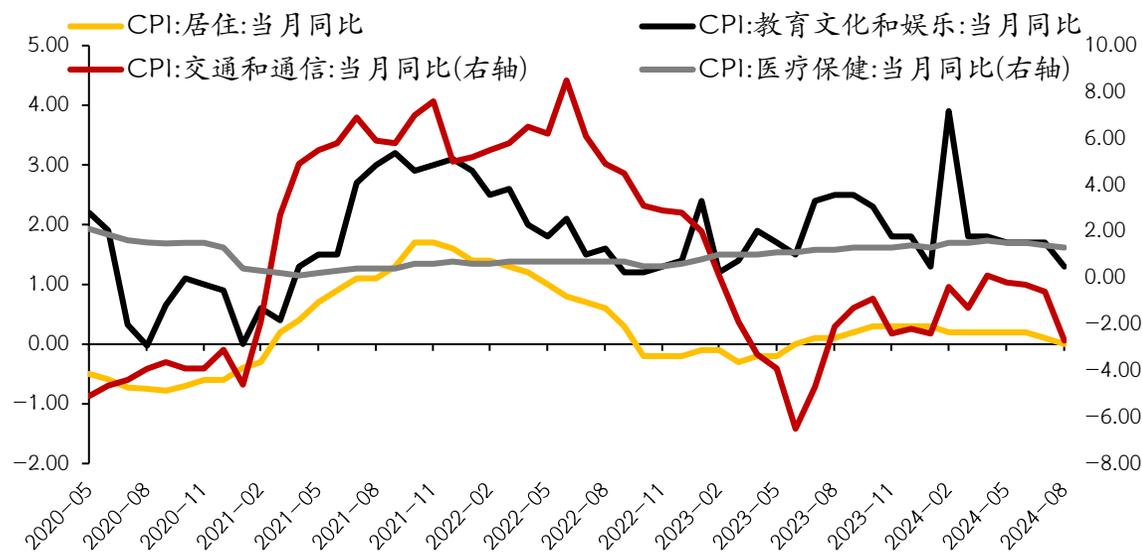
资料来源：Wind，光大期货研究所

中国8月CPI同比0.6%，预期0.7%，前值0.5%。今年价格变动的新影响约为0.9个百分点，上月为0.5个百分点。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.3%，保持温和上涨。

从环比看，CPI上涨0.4%，涨幅比上月回落0.1个百分点。其中，食品价格上涨3.4%，食品中，受夏季高温及局地强降雨天气等因素影响，鲜菜、鲜菌、鲜果和鸡蛋价格分别上涨18.1%、9.8%、3.8%和3.3%，合计影响CPI环比上涨约0.49个百分点；生猪产能去化叠加看涨预期偏强，猪肉价格上涨7.3%，影响CPI环比上涨约0.10个百分点。上半年，生猪出栏下降，供给利多，猪价延续走强。随着气温下降，终端需求有所提升，叠加开学前学校备货，下游备货积极性提升，屠宰企业订单增加，屠宰开工率提升，亦带动猪价上涨。农业农村部公布数据显示，5-7月能繁母猪存栏延续环比增加，若此趋势延续，对应明年上半年生猪出栏量将出现增加。

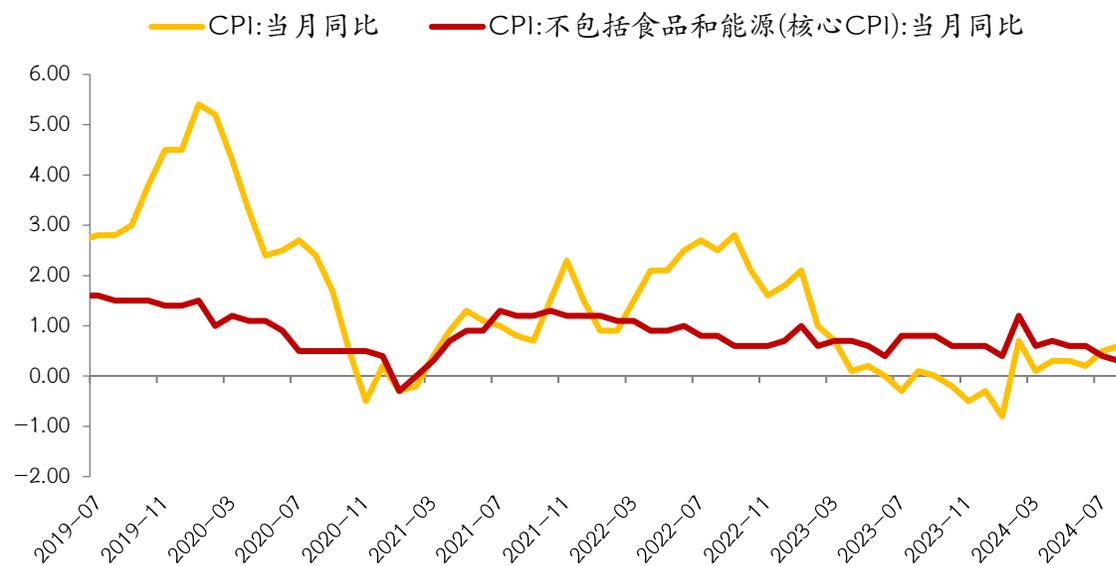
扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.3%，保持温和上涨

图表：CPI分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：CPI和核心CPI同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

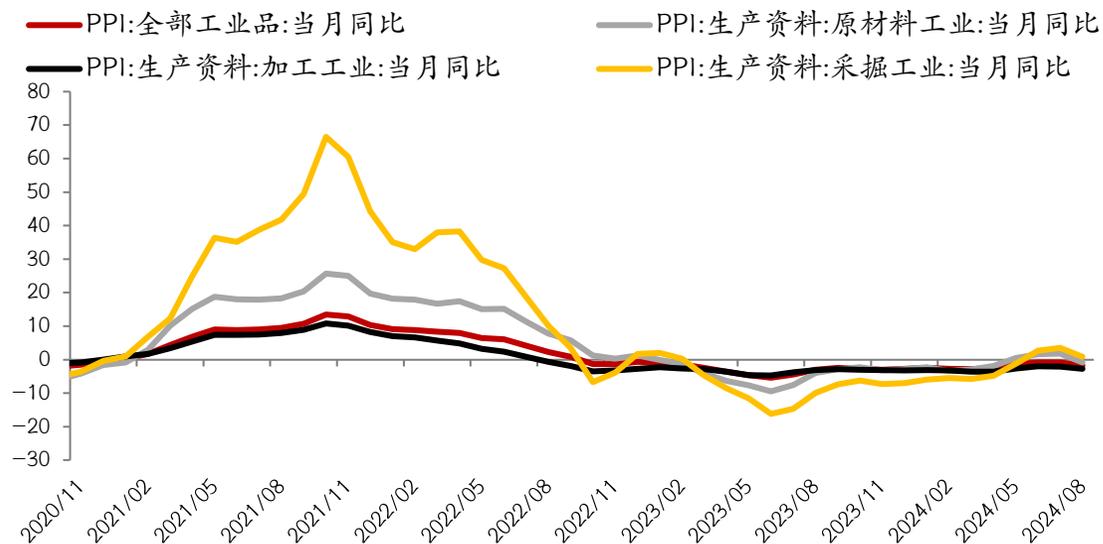
中国8月PPI同比-1.8%，降幅比上月扩大1.0个百分点

图表：PPI当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：PPI分项同比（单位：%）

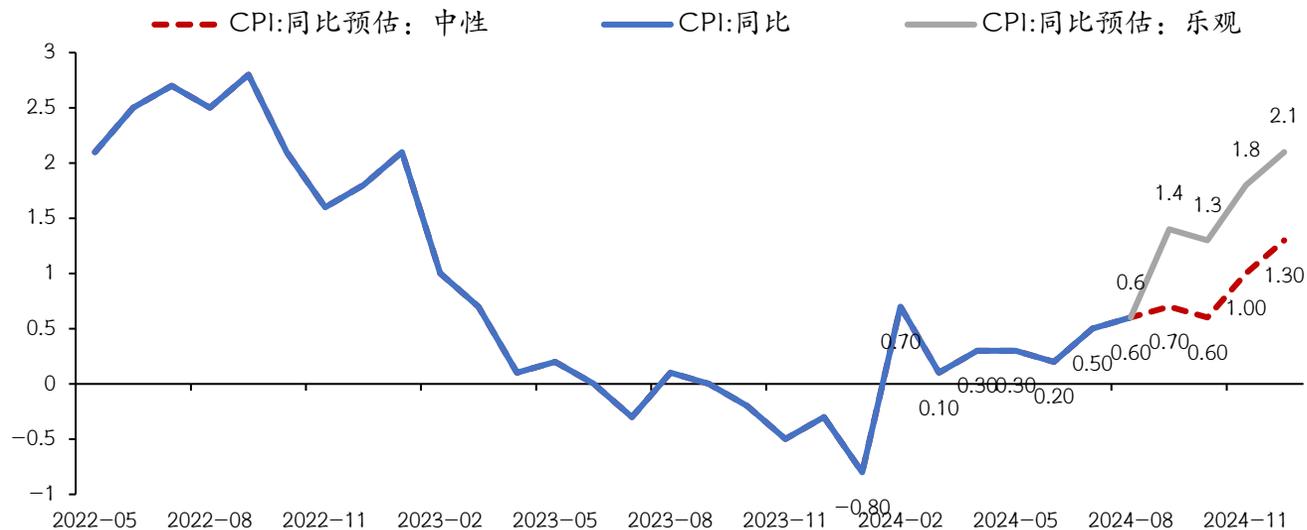


资料来源：Wind，光大期货研究所

8月份，受市场需求不足及部分国际大宗商品价格下行等因素影响，全国PPI环比、同比均下降。从环比看，PPI下降0.7%，降幅比上月扩大0.5个百分点。高耗能行业价格下降是PPI环比下降的主要原因，部分技术密集型行业价格上涨。从同比看，PPI下降1.8%，降幅比上月扩大1.0个百分点。汽车制造业价格下降2.2%，跌幅较上个月扩大。叠加车市销售“价格战”，汽车量价的同比均减少将在社零的汽车销售额中体现，从而对社零的商品销售有一定的拖累。

2024年CPI温和上涨

图表：CPI同比预估（单位：%）

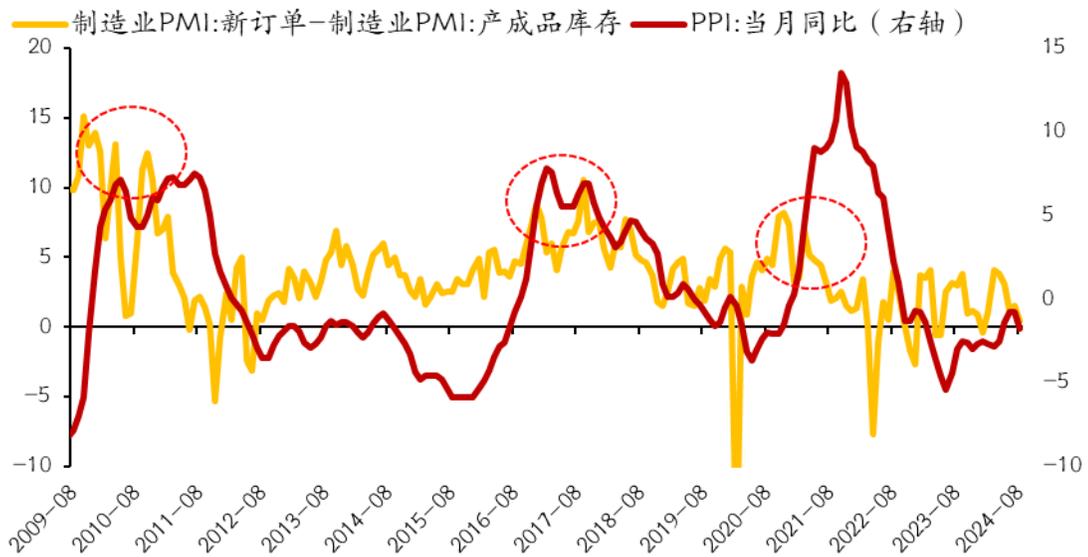


资料来源：Wind，光大期货研究所

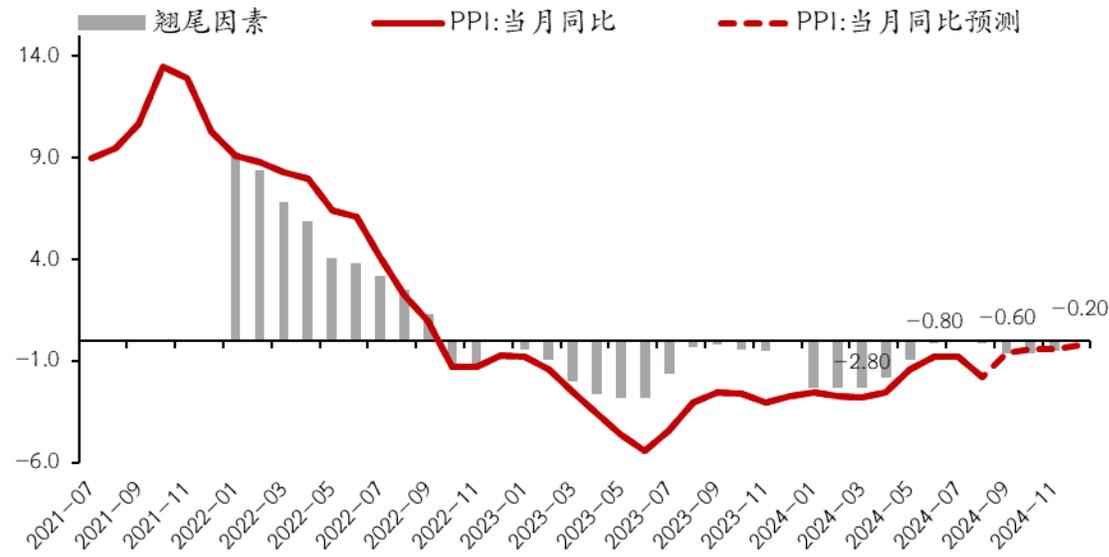
根据食品项和非食品项的环比预估以及权重，得出中性情景下2024年CPI同比走势预估。整体来看，四季度CPI可能呈现先弱后强的走势，有破1的可能，全年0.5%左右；乐观情景下，四季度有破2的可能，全年0.8-1.0%左右。

预计PPI降幅收窄

图表：制造业PMI和PPI当月同比（单位：%）



图表：PPI当月同比预估（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

分析师介绍

- 于洁，上海外国语大学金融硕士，现任光大期货宏观分析师。期货从业资格号：F03088671；期货交易咨询资格号：Z0016642。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。