

政策发力之后

—从政府驱动到民间驱动

专题报告 · 宏观经济
国信宏观

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

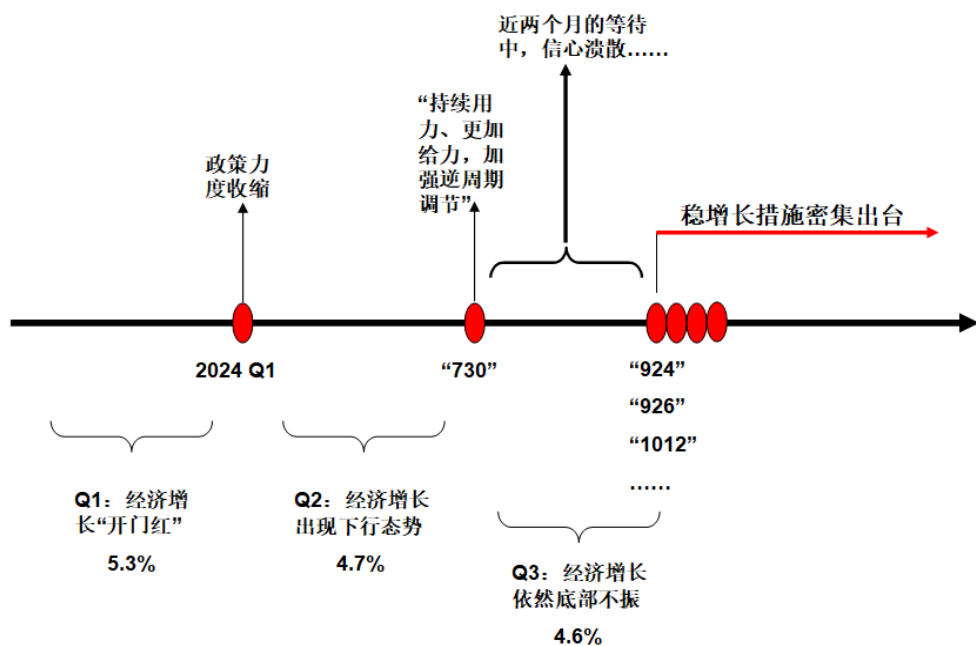
- [01] 政策发力
- [02] 以“政府需求”撬动“民间需求”
- [03] 2025年中国宏观经济展望

- 2024年三季度以来的政策发力
- 货币政策与财政政策力度指数双向扩张
- 中国宏观政策再度进入双扩张区域

2024年三季度以来，政策成为关注焦点

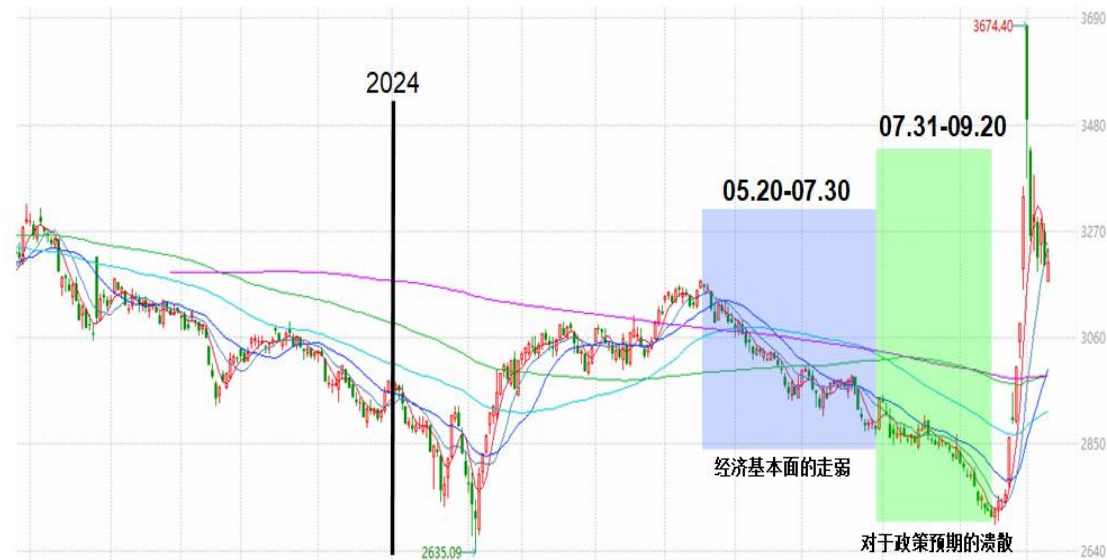
- 5-7月份经济的走弱是市场的焦点；
- 8、9月份政策预期的迟迟未至成为击垮信心的稻草；
- 9月底以来迎来稳增长政策的密集出台；

图1：2024年经济变化与政策变化一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：5-9月权益市场持续下跌的驱动力各不相同

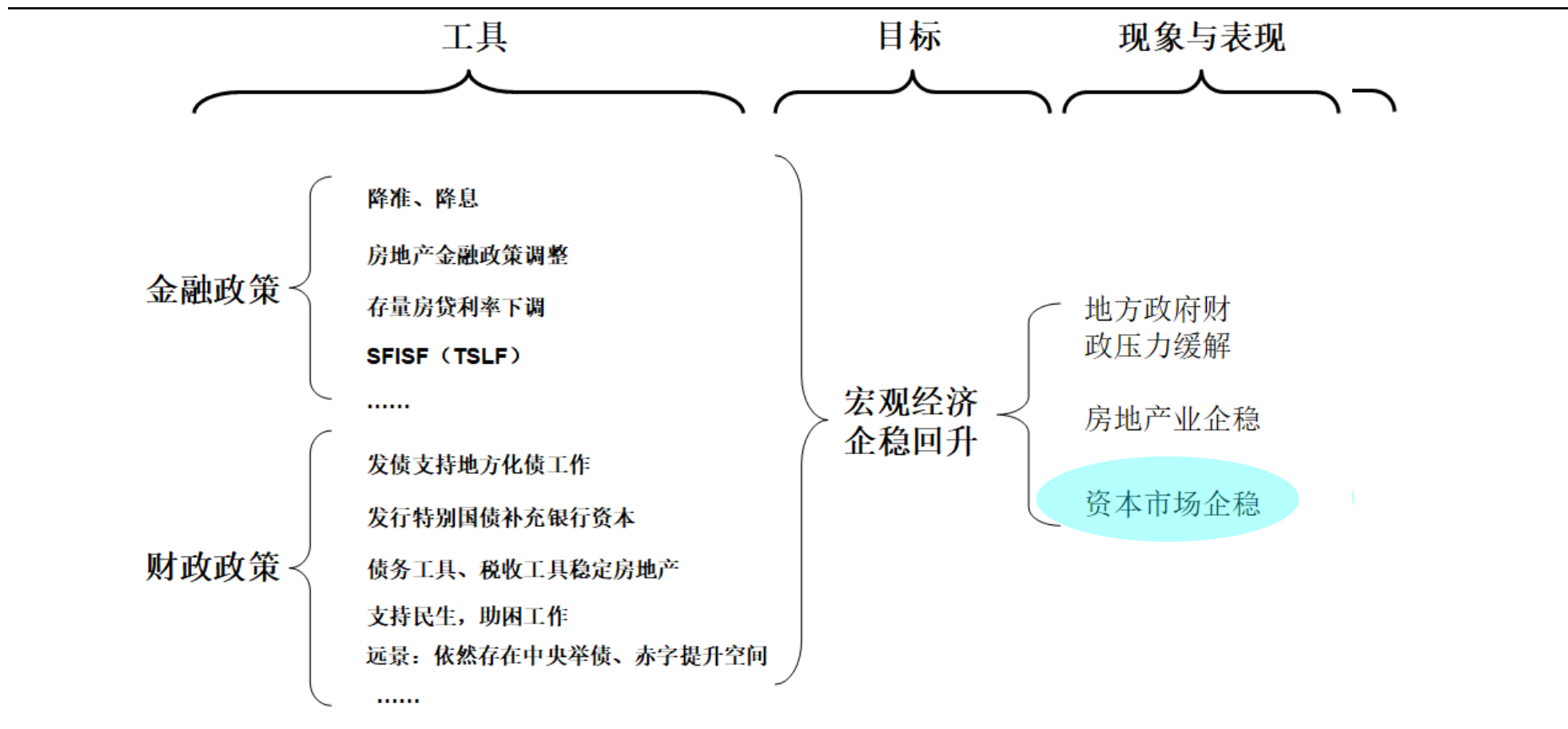


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

“稳增长”的工具、目标与衡量效果

- 以货币金融政策和财政政策为代表的一揽子稳增长政策集中出台；
- 其最终目标是推升经济名义增长率的提升，令地方政府、房地产业以及资本市场感受到暖意；

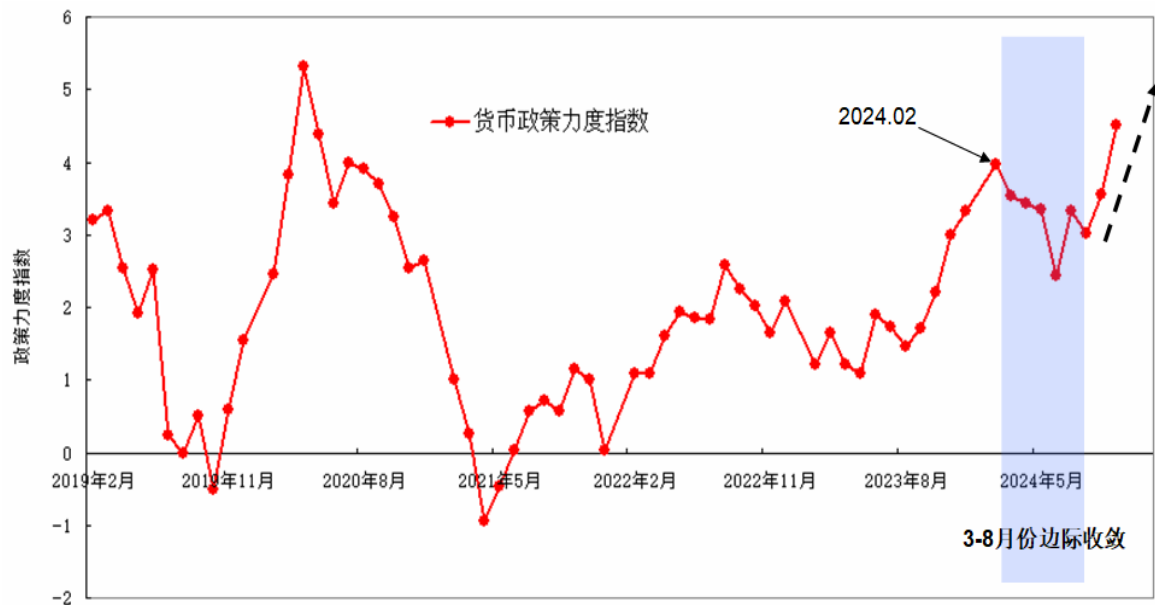
图3：一揽子稳增长政策的工具、目标及现象表现



资料来源：国信证券经济研究所绘制

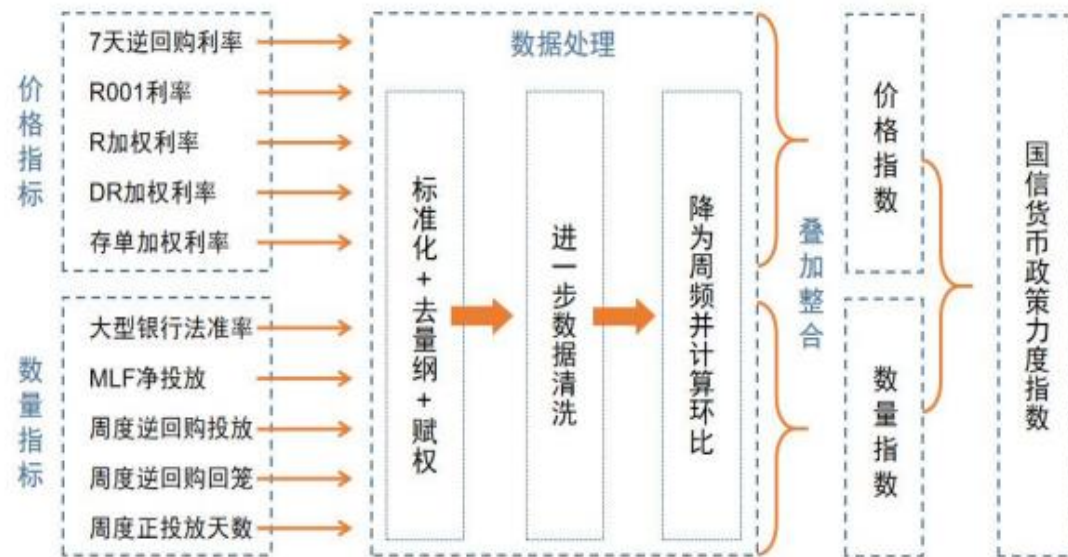
- 货币政策力度指数摆脱了3-8月份的边际收敛走势；
- 9、10月份上行显著，已经超越了今年2月份的高点；

图4：货币政策力度指数显著走强



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

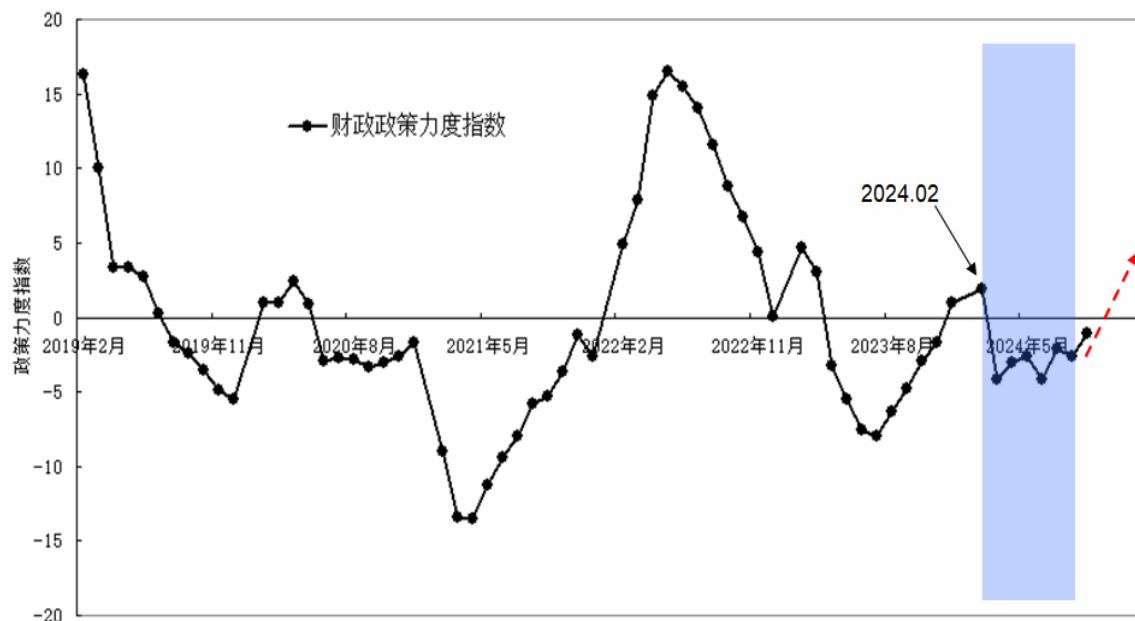
图5：国信货币政策力度指数构成说明



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

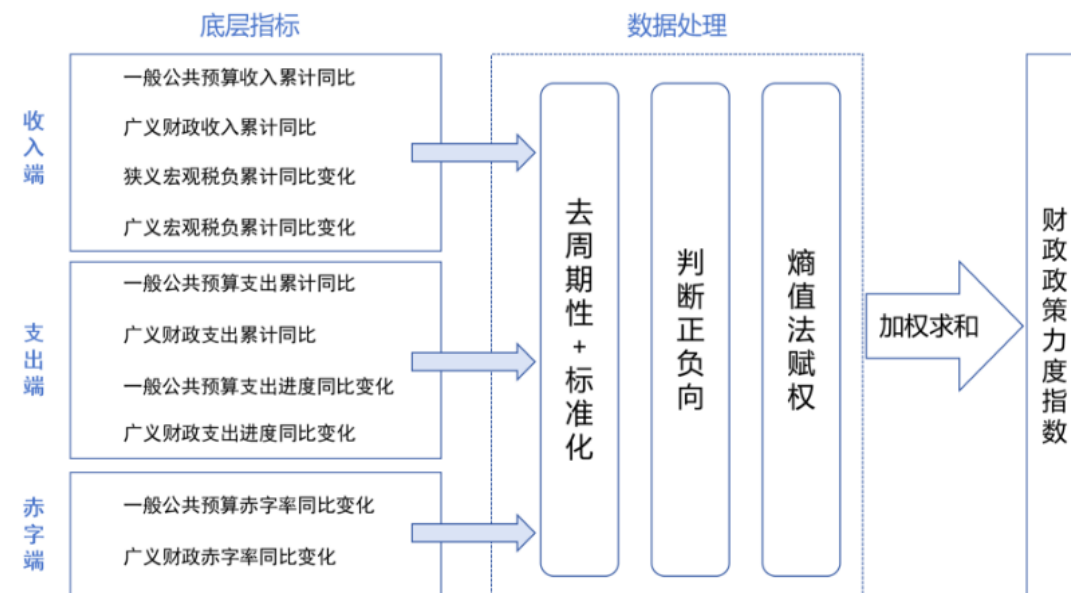
- 财政政策力度指数亦摆脱3-8月份的低迷，9、10月份出现回升；
- 以完成年内预算目标为假设，四季度财政支出增速将超越9%；
- 预计至今年底，财政政策力度指数亦超越2月份高点；

图6：财政政策力度指数亦开始回升向上



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：国信财政政策力度指数构成说明

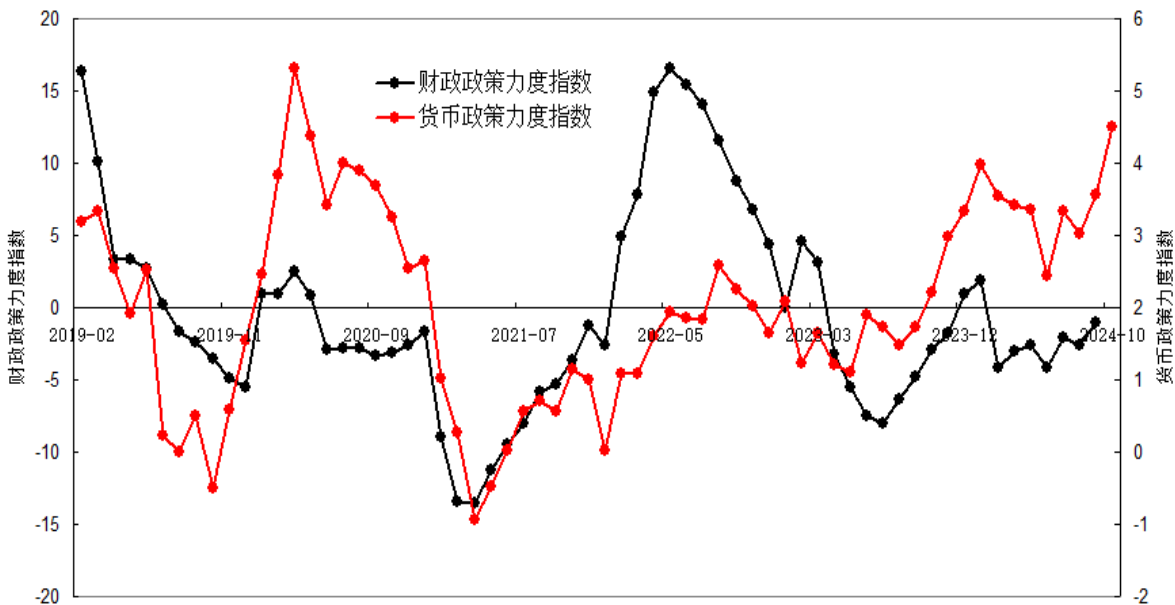


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

中国宏观政策再度进入双扩张时期

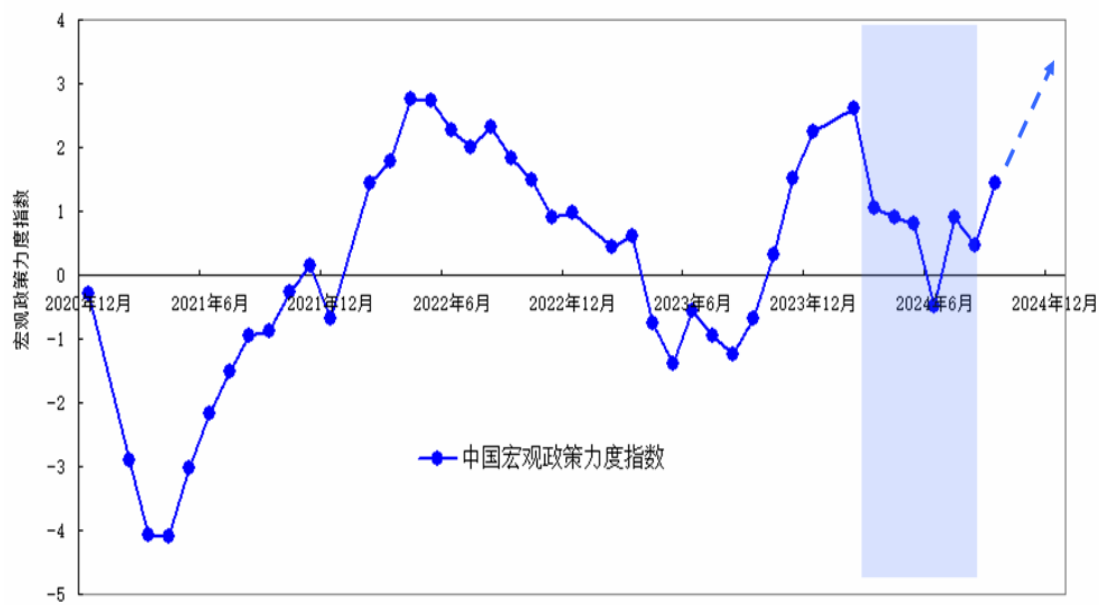
- 中国的财政与货币政策极少出现松紧搭配的情况，总体呈现边际变化“双扩张”或“双收缩”；
- 以8、9月份为拐点，货币政策与财政政策均进入扩张期；
- 预计中国综合宏观政策力度指数将超越年初（2月份）高点位置；

图8：财政、货币政策力度指数双扩张



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：中国宏观政策力度指数有望创出新高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

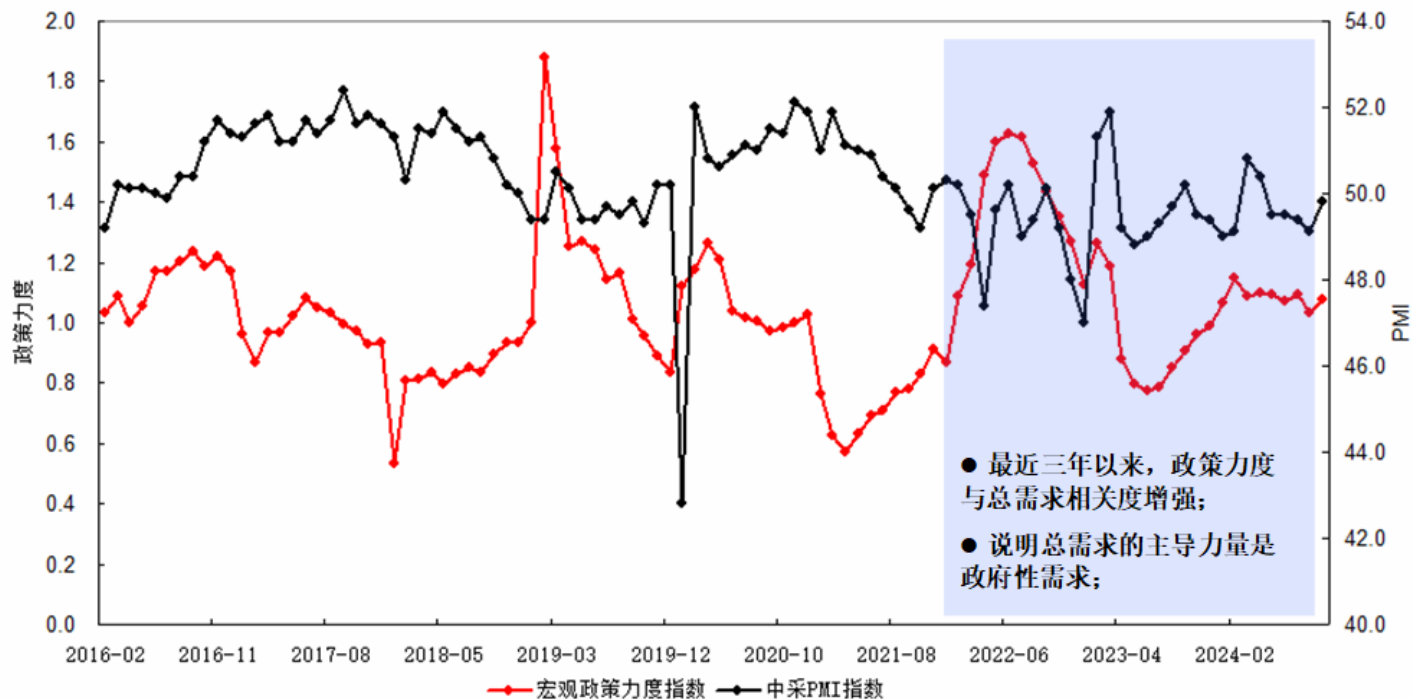
第二部分：以“政府需求”撬动“民间需求”

- “稳增长”与“总需求”的关系—拐点与可持续性
- “政府需求”撬动“民间需求”
- 居民消费与民间投资是风向标

“稳增长”政策与“总需求”的关系

- 政策松紧与总需求起落之间并无绝对相关性，政策主要决定政府性需求，能否撬动民间需求是稳增长的核心：
 - 当民间需求低位不振，总需求方向将由政府需求主导；
 - 当民间需求回暖，政策有退坡的基础；
 - 历史上稳增长政策的发力时期不低于两个季度；
- 在这两个季度时间内，政府需求能否撬动民间需求，这是经济复苏可持续性的根本；

图10：政策力度与总需求的关系

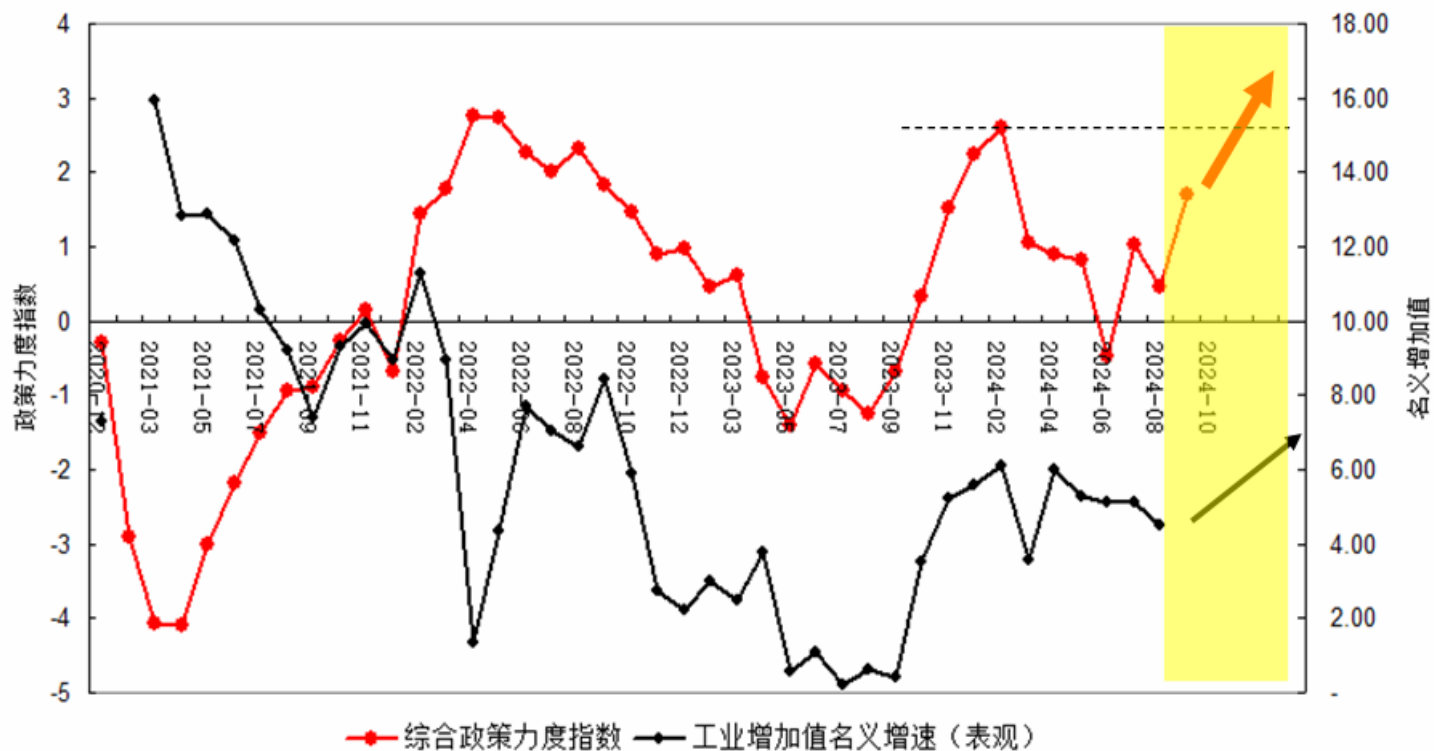


资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

未来两个季度：政策力度一→政府性需求一→总需求

- 稳增长发力时期不低于两个季度，政策力度指数会持续上行；
- 以政府性需求为主驱动力的总需求也会改善回暖；

图11：短期内政策带动政府需求回升，牵动总需求回暖

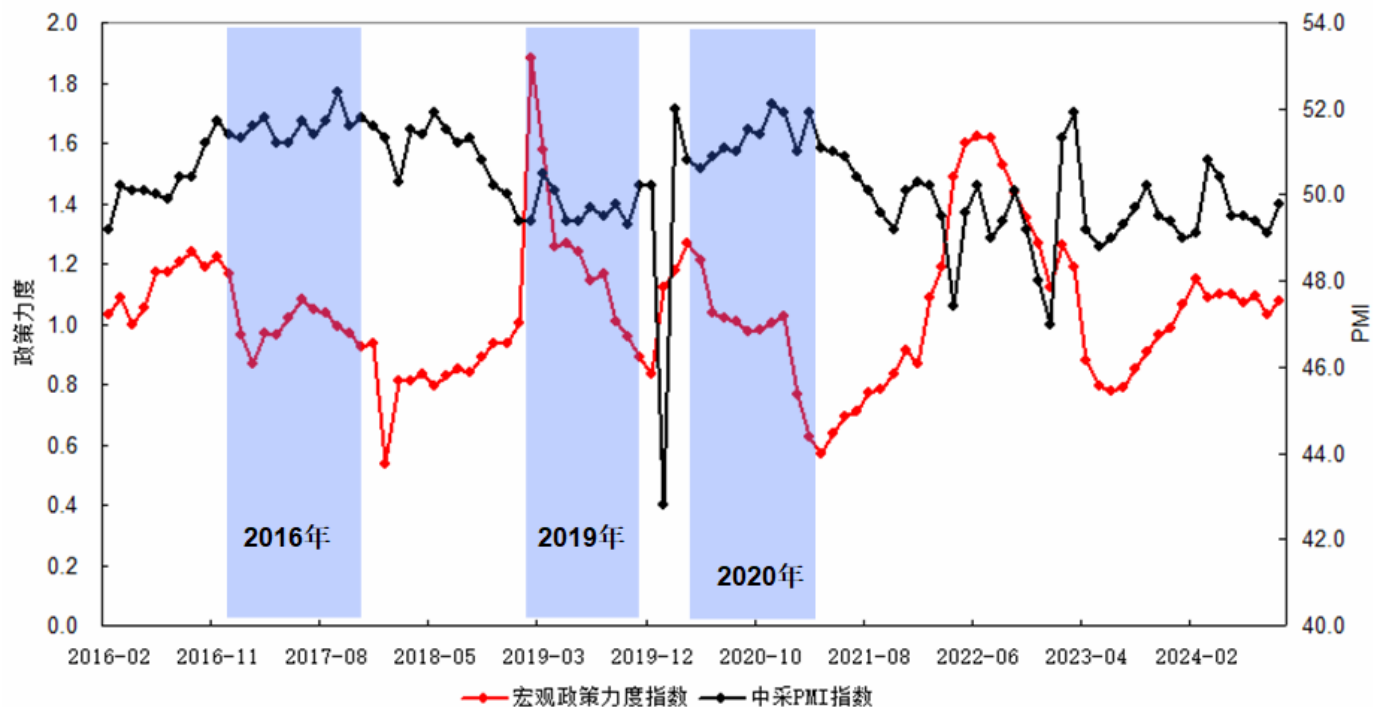


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

“需求拐点：政府性需求” + “需求可持续性：民间需求”

- 在未来两个季度，政策发力是确定的，政府性需求回升也是确定的；
- 总需求回升的持续性取决于民间需求可否接力回暖？
- 民间需求被激发后，政策“退坡”不影响总需求的继续走强；

图12：民间需求复苏，无惧政策“退坡”

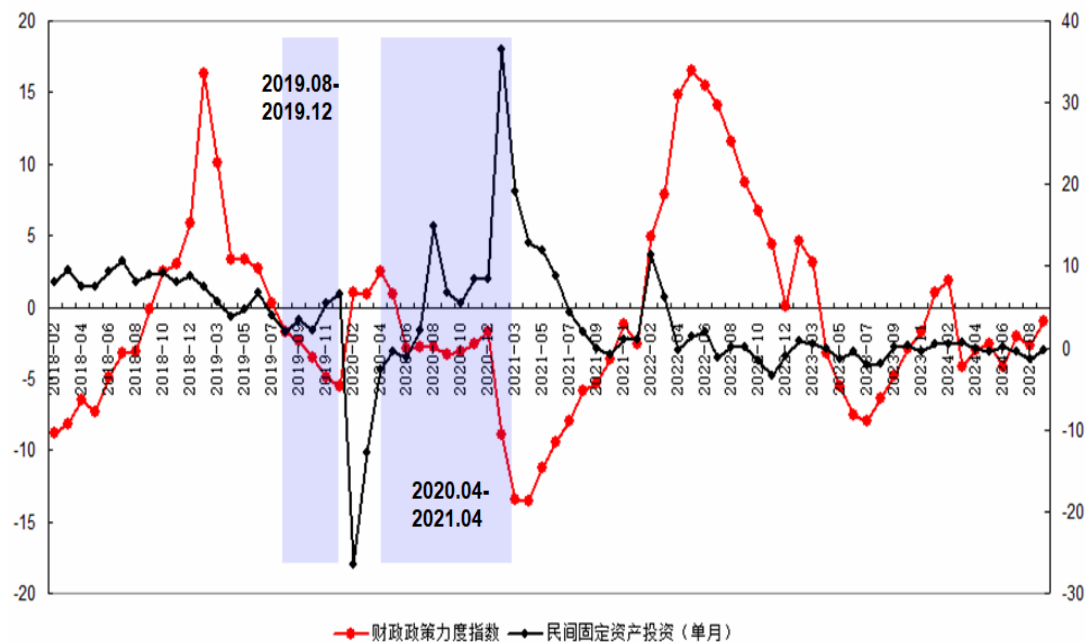


资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

政府需求撬动民间需求的“成”与“败”

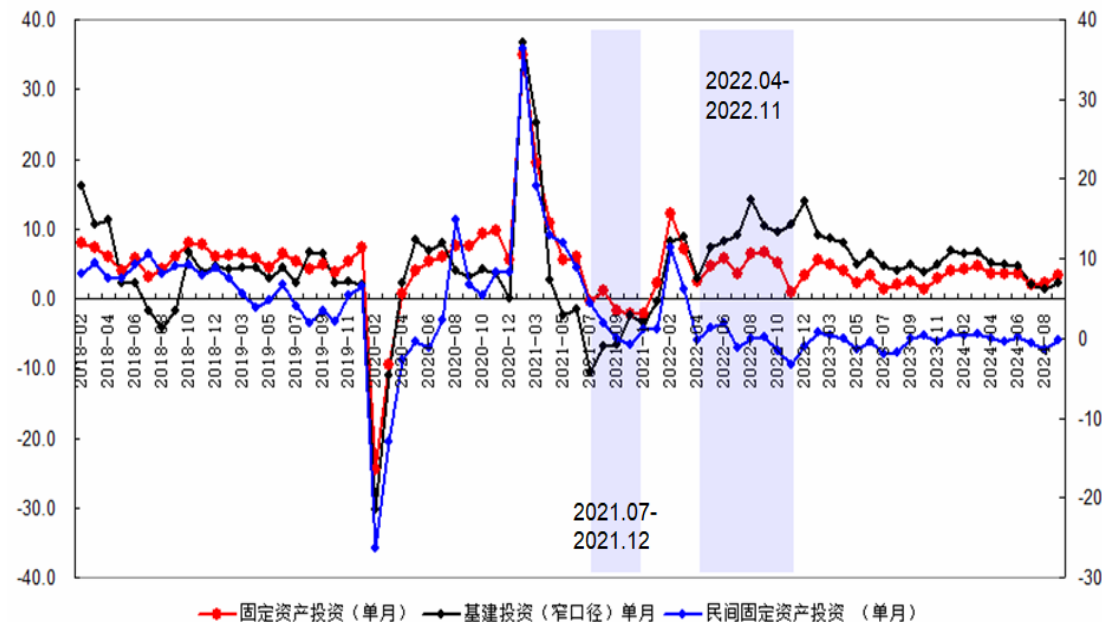
- 以基建投资代表政府需求，以民间投资代表民间需求；
- 成功案例：政策退坡不影响总需求回暖—2019、2020；
- 失败案例：政府需求无法撬动民间需求，导致持续性不强—2021、2022；

图13：成功案例：民间需求接力



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图14：失败案例：政府需求没有撬动民间需求



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 本轮政策的内涵：
 - 短期扩需求的方案——决定需求的拐点；
 - 改革、结构调整的方案——决定需求变化的持续性；
- **民间固定资产投资增速、居民消费增速**是观察需求复苏可持续性的重要“风向标”；

图15：刺激性政策决定需求拐点，结构性、改革性政策决定需求可持续性



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

第三部分：2025年中国宏观经济展望

- 2025年中国宏观政策及经济目标预期
- 2025年中国实际经济增长情况展望

● 经济目标

- 预计2025年中国宏观经济增长目标设定为5%附近；
- 将价格回升目标放在更重要的位置；

● 政策力度

- 货币政策依然保持宽松，汇率是对其力度变化的唯一制约；
- 财政政策更加积极，侧重点有所变化；
 - 预计赤字率将突破3%，设定在3.5-4.0%之间。赤字规模预计超过4.8万亿（2024年为4万亿）；
 - 预计超长期特别国债发行规模至少为2万亿（2024年为1万亿），其中1万亿预计用于补充银行资本金，另外用于“两新”项目的规模将由3000亿扩大到5000亿；
 - 预计新增专项债规模4.2万亿（2024年为3.9万亿），其中有8000亿有望用于土地储备和房地产收储；
 - 广义财政赤字率提升到8%（2024年不足7%）；广义财政赤字规模高达11万亿（2024年为9万亿）；
 - 财政支持的侧重点发生变化：更倾向于民生与消费领域；

● 三大需求：以“内”补“外”

➢ 外需承压回落

- 从经验算法来计量，美国名义GDP回落1个百分点，将拖累我国出口增速回落3个百分点；
- 如果参考2018-2019年中美贸易争端时期的经验，当时美国对于中国关税增加了不足20个百分点，但是导致中国出口增速回落幅度超过3个百分点；
- 预计明年中国出口增速只有1-2%，比2024年增速回落约5个百分点；

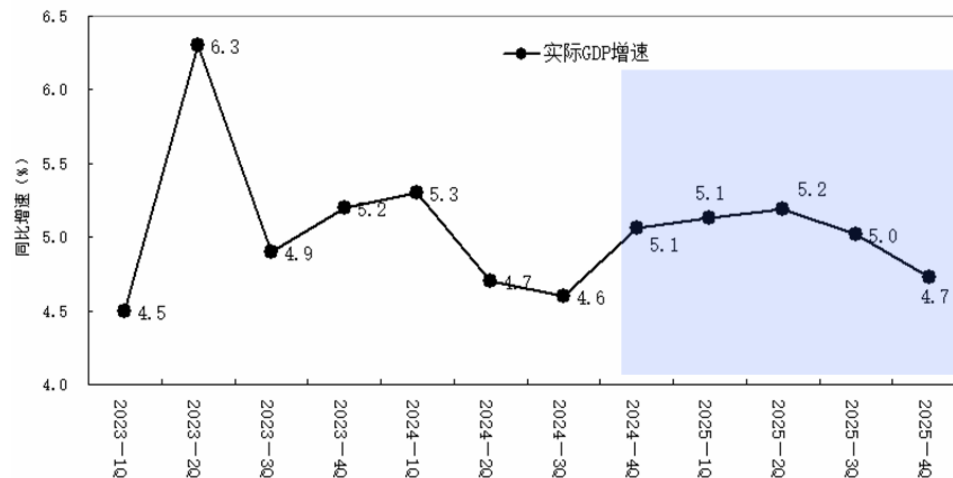
➢ 内需发力接续

- 预计2025年中国固定资产投资增速为5%；
- 预计2025年中国消费增速为4%；

● 预计2025年中国实际GDP增速为5%附近，名义GDP与之持平；

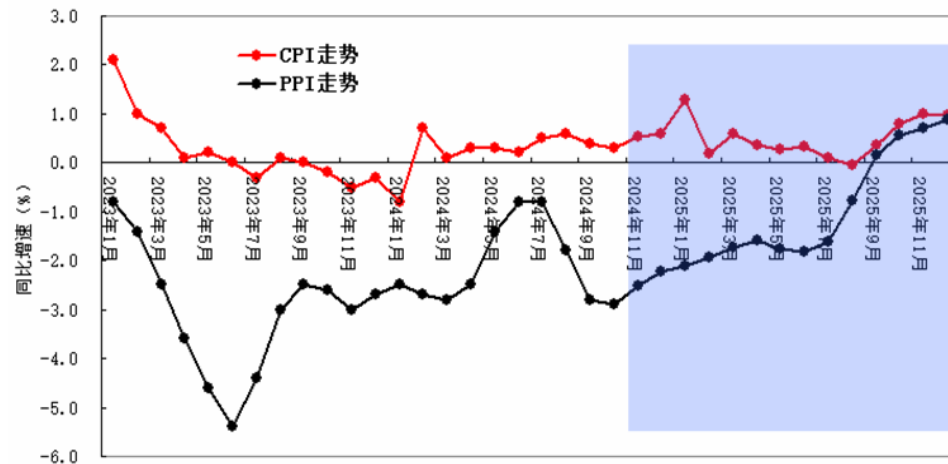
● 预计2025年CPI在0.6%附近，PPI在-1%附近；

图16：2025年中国实际GDP走势预期



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

图17：2025年中国价格指数走势预期



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

谢谢!

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032