

经济形势月报： 通货紧缩再度加深，信用风险持续升高



12 月的 PMI 数据显示，当月的生产扩张节奏有所放缓，但投入产出价格则继续回落。月内仅有受抢出口和跨年备货需求提振的消费品制造业处于扩张区间。服务业再次呈现快速扩张态势，服务业也少见地录得量价齐增，预计提振服务性消费有望接替刺激商品消费成为 2025 年扩内需保就业的主要工具。估算本月工业增加值同比为 5.6%，四季度 GDP 增长 5.4%；不过通缩现象有所恶化：CPI 和 PPI 估计值分别回落至 0% 和 -2.7%，可选消费品的高需求弹性和回归常态的食品价格推动 CPI 下行，而强势美元的现实和预期则打断了 PPI 的上行趋势。房地产火热的行情下，以价换量和租金的继续调降则表明整体趋势仍未企稳。

宏观情景上，相较 11 月的中性核心情景，12 月整体向悲观方向移动：人民币出现较大贬值、通缩加剧、国债利率快速下行、跨年前后证券市场成交量骤降、同时全球不稳定性加剧。对风险指标的定量估算同样显示其或已升至 10 年来的最高位置。

通货紧缩再度加深，信用风险持续升高

——2024 年 12 月蒙格斯经济形势月报

摘要

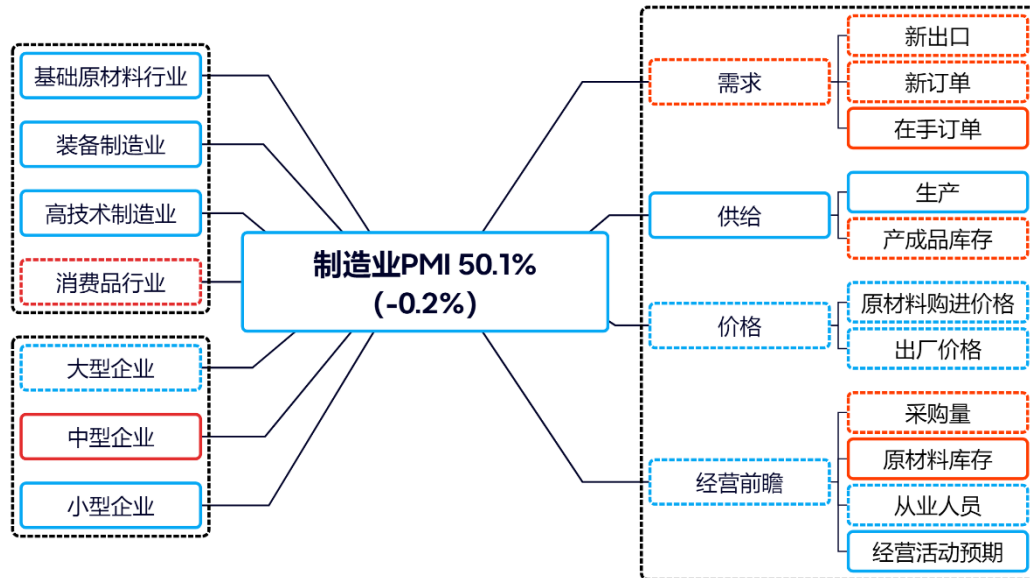
- 12 月的制造业 PMI 数据显示生产活动有所放缓（-0.3%至 52.1%），总指数（-0.2%至 50.1%）重回临界位置。抢出口和跨年补库行情内外需订单和产成品库存指数均保持回升趋势；进一步下探的购进/出厂价格指数和企业预期则表明制造业整体对 2025 年经营情况的不乐观和市场走向高度不确定下的谨慎态度。与之相对的则是服务业的量价齐增——**活动指数（+1.9%至 52%），新订单（+1.8%至 48.2%）**，考虑到服务业更强的就业创造能力，预计 2025 年扩大内需工作将在提振耐用品外需求纳入零售、服务性消费。
- 宏观经济的核算方面：我们预测本月工业增加值同比为 5.6%，CPI 同比 0%，PPI-2.7%，四季度经济增速为 5.4%，全年经济增速为 5%。同我们上月的结论一致，本月通货紧缩的情况进一步加深。25 年 1 月，国内宏观政策进入空窗期，美国政府换届，美联储降息大概率暂停等负面因素影响，预计经济增速和通缩程度均将出现下降和加深。住宅市场方面，二手房市场“以价换量”现象仍然明显，住宅租赁价格仍处于快速下降阶段，商品房市场在年末的旺盛行情难以孤立地证明房地产市场已开始企稳。
- 对上月宏观情景分析的修正结果显示：本月坐实基准/负面情景事件分别为一项（前值为三项）和五项（前值为三项），发生黑天鹅事件的风险继续上升。总体而言本月宏观经济系统的不利因素和风险敞口增加，各类风险指标向警戒位置移动的压力上升，我们自行构造的模型显示其中一个风险指标或在四季度进一步升至 10 年来新高的 32.4%（前值 30.6%）。向前看：2025 年，经济外循环将直面冲击，故内循环复苏与否的重要性将超过 2024 年，因此我们认为宏观政策将整体呈“对外求稳，对内持续加力”的特征。

目录

摘 要.....	2
十二月宏观全景：预期通胀的重要性增强	4
制造业 PMI：前途不明，量价齐缩	4
非制造业 PMI：建筑业再发力，高端服务量价齐升	7
长江商学院 BCI：国际贸易与国内政策不确定压降企业预期 ...	10
工业库存周期：中上游去库已见初步成效	12
十二月宏观总量：价格先行，总量修复	17
工业增加值（同比+5.6%）：抢出口需求推升制造业增速	17
物价水平：消费端走低，生产端持平	20
CPI（同比+0%）：食品与核心 CPI 均出现回落	20
PPI（同比-2.7%）：政策空窗期与海外环境恶化下的价格回落 .	22
居民消费：商品消费降速，房地产以价换量再现	23
情景分析：由基准向悲观收敛的现实	25
（四季度风险指标）定量测算	27

十二月宏观全景：预期通胀的重要性增强

制造业 PMI：前途不明，量价齐缩



红色实线：扩张加速/收缩转扩张 红色虚线：扩张放缓或速度不变
 黑色实线：无变化
 蓝色实线：收缩加速/扩张转收缩 蓝色虚线：收缩放缓或速度不变

指标名称	本月数值 (%)	变化速度
制造业 PMI	50.1	-0.2 ↓ ↓
新订单/在手订单	51.0/45.9	+0.2 ↑ / +0.3 ↑ ↑
采购量/原材料库存	51.5/48.3	+0.5 ↑ / +0.1 ↑
生产	52.1	-0.3 ↓ ↓
产成品库存	47.9	+0.5 →
购进/出厂价格	48.2/46.7	-1.6 ↓ / -1.0 ↓
大/中/小型企业	50.5/50.7/48.5	-0.6 / +0.7 / -0.6

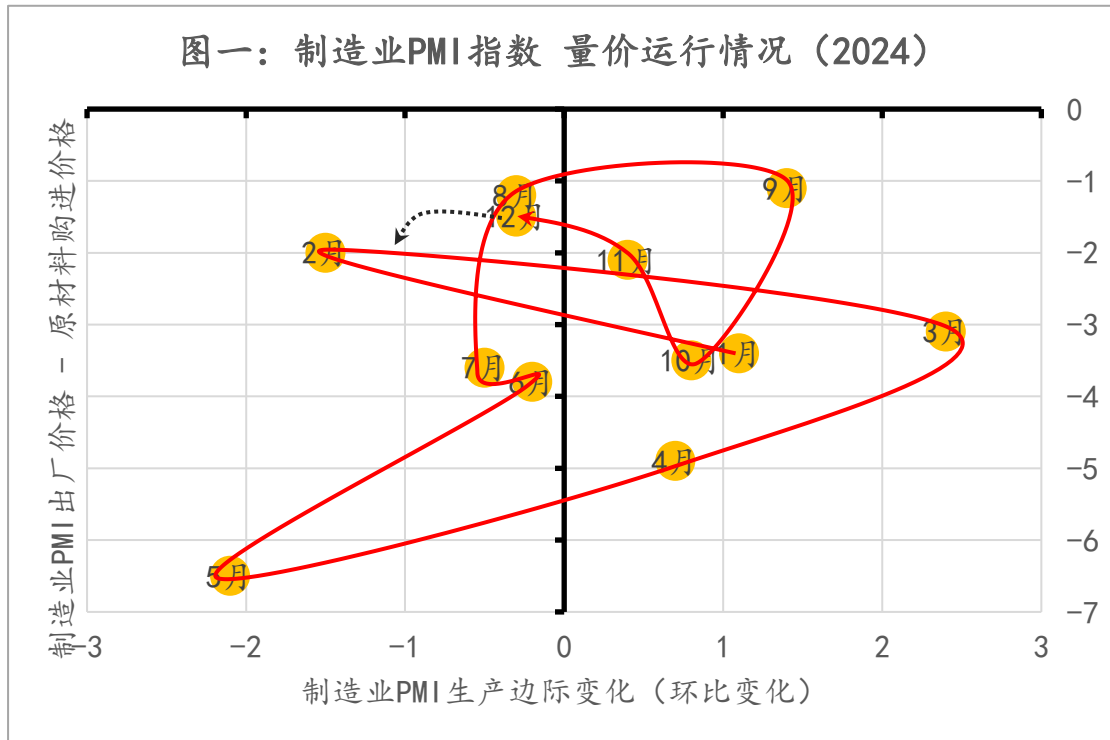
上/中/下游行业	48.8/50.6 ¹ /51.4	-0.4/-0.7/+0.6
----------	------------------------------	----------------

12 月的制造业 PMI 显示出几个特征：1. 与往年相比，今年最后一个月的需求和生产都较为稳健，供应商配送时间的拉长拖累了整体景气值下行。2. 企业生产活动预期大幅回落，在手订单指数增量超过历史平均 3. 基础原材料价格回落抑制上中游行业景气，下游行业景气受抢出口和跨年备货影响边际改善为近年最大。

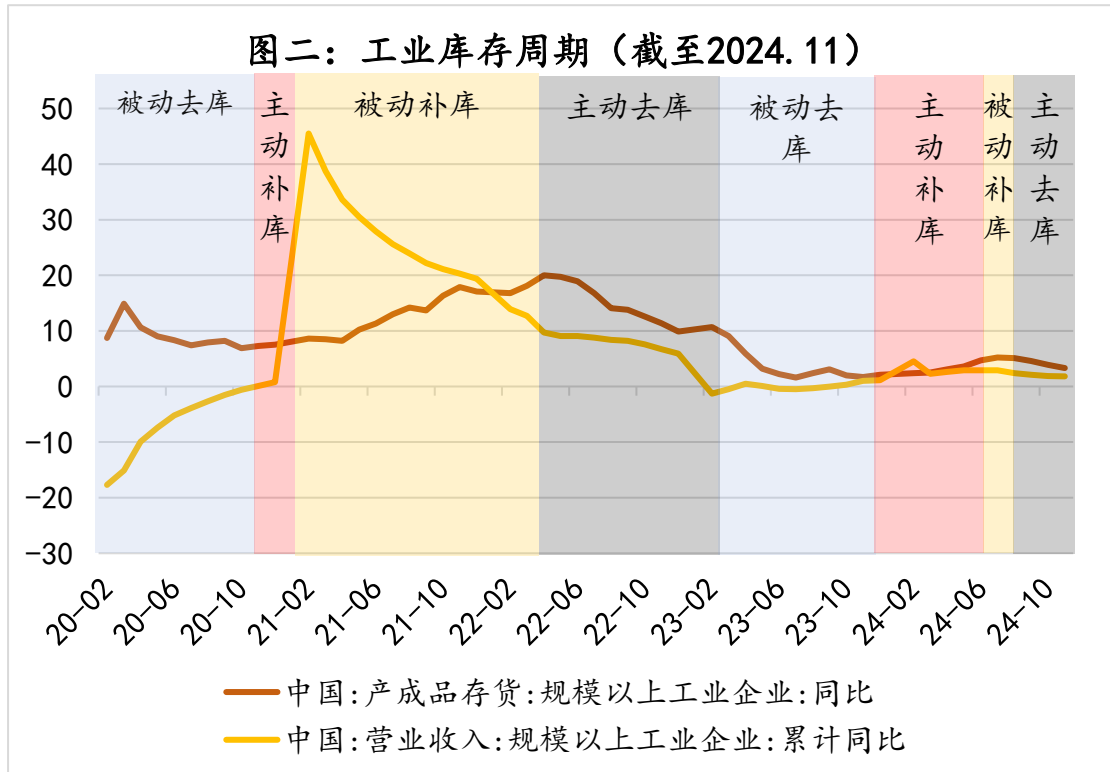
具体来看，1. 本月的新出口订单指数继续上行，新订单指数亦连续三个月处于扩张区间，排除春节影响后上一次出现这一情况要追溯到 21 年二季度。生产有所放缓，不过主要原因是季节性因素，且由于短期内需求的支撑较往年收缩程度较小。本月制造业 PMI 回落的主要原因是供应商配送时间的延长，若按近年的平均情况，在不考虑互相影响的情况下 PMI 与上月大致持平。2. 企业生产活动预期大幅回落，边际变化为今年来最大，表明企业对 25 年外贸受阻后内需能否实线接续的不乐观，在手订单指数的边际上行仅次于受疫情影响的 2020 年，表明在两会前的政策空窗期内，制造业企业或维持整体的慢速运行，以存量订单维持生产流程的连贯。3. 受 12 月中旬美联储的鹰派叙事和内盘几种主要大宗品（如焦煤/焦炭）连续调降的影响，制造业企业原材料购进和出厂价格均有回落，不过企业盈利情况则进一步改善（见图一）。不过我们认为这一情况可能在短期内受到抑制，一是美联储对降息预期的偏强叙事在短期内仍会维持（尽管后续可能

¹ 装备制造业与高技术制造业的算术平均，本月高技术产业数据未公布

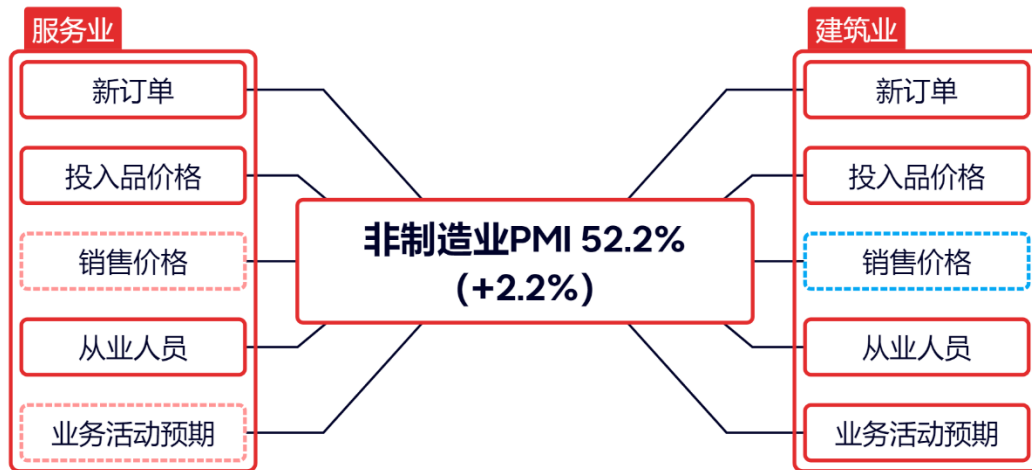
因流动性风险累加出现超预期宽松调整)，其二是春节淡季和境外风险即将落地的影响或使全行业出现“获利了结”以应对冲击的情况。从工业企业的库存周期看目前主动去库的趋势仍然较为明显（见图二），考虑到本轮的补库几乎完全由外贸推动，因此在其降速后的去库周期可能会偏长，预计后续或将出现全产业链的景气回落。



红色线表示年内变化路径，黑色虚线表示预计的后续变化路径

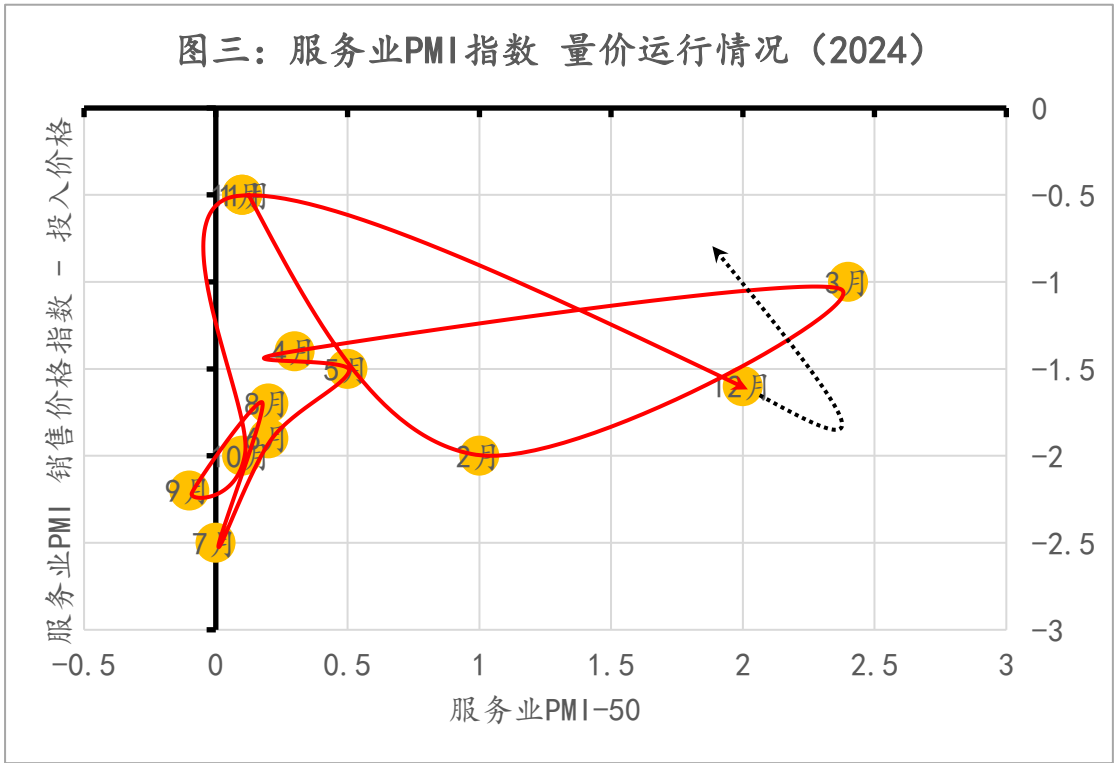


非制造业 PMI：建筑业再发力，高端服务量价齐升



红色实线：扩张加速/收缩转扩张 红色虚线：扩张放缓或速度不变
黑色实线：无变化
蓝色实线：收缩加速/扩张转收缩 蓝色虚线：收缩放缓或速度不变

指标（建筑/服务）	本月数值（%）	变化速度
商务活动指数	53.2/52.0	+3.5↑↑ / +1.9↑↑
订单	51.4/48.2	+7.9↑↑ / +1.8↑↑
投入价格	49.4/50.7	+1.4↑↑ / +1.4↑↑
销售价格	47.5/49.1	-1.1↓ / +0.3↑
从业人员	42.7/46.3	+2.0↑↑ / +0.1↑↑
业务活动预期	57.1/57.6	+1.5↑↑ / +0.3↑



红色线表示年内变化路径，黑色虚线表示预计的后续变化路径

本月的非制造业商务活动指数大幅上升至 52.2%，建筑业与服务业分别录得 53.2%和 52%。建筑业经营景气的改善为 18 年以来的新高，显然同化债的增量资金部分转化为资本金推动新建项目和停建项目复工有关。百年建筑网统计数据显示截至 17 日样本建筑工地资金

到位率连续三周升高至 65.9%，尽管后续有所回落但中枢较 11 月仍显著上升。12 月服务业活动指数的加速上行，对比统计局两个月的叙述，我们认为除金融类服务仍处高景气区间外，交通运输活动的旺盛应是本月服务业 PMI 上行的主因。而公路物流运价指数在 12 月升至数年来的高位，估计建筑业活动的旺盛是主要原因。但值得注意的是在统计局的叙述中，吸纳居民就业的主力——餐饮，居民服务等继续低于临界水平；促销季后零售或已升回临界值以上，不过大概率低于总体水平。

价格指数方面，建筑业和服务业投入价格均出现上涨。南华建材指数在本月跌幅扩大，因此投入价格的上涨主要是受各地加强治理欠薪力度工作的影响²，服务业投入价格指数的回升原因应与之相同。销售价格方面建筑业价格回落至年内新低，我们将其理解为有限成本约束下的结果——供应商将实现回款的优先级置于利润率之前。而服务业价格的上涨，一方面有前文提到的公路运输价格上行，其次也是促销季暂告结束的正常回补。不过从投入销售价格的价差看服务业在本月有较为明显的“以价换量”情况（见图三），其中一个例子便是部分基金管理费用的调降。

用工和活动预期方面，本月建筑、服务业在吸纳就业方面均有所增强，但较上半年均有一定差距，或表明社会失业压力尚未在服务业出现实质缓解。预期的提升上，我们认为建筑业对 25 年广义财政的

² https://www.gov.cn/lianbo/difang/202412/content_6993272.htm

扩张有较大期待，而服务业则延续了 10 月开始的“强预期”趋势，尽管其已出现后继乏力的迹象，不过我们认为后续的政策引导和实际执行应会使使其不出现反转。

长江商学院 BCI：国际贸易与国内政策不确定压降企业预期

指标	本月数值 (%)	变化速度
企业经营状况	48.3	-2.2 ↓ ↓
销售前瞻	57.3	-2.9 ↓ ↓
利润前瞻	43.3	-1.2 ↓ ↓
融资环境	46.9	-2.7 ↓ ↓
库存前瞻	45.7	-2.1 ↓ ↓ (补库)
用工成本前瞻	62.1	+0.7 ↑ ↑
总成本前瞻	62.5	+0.1 ↑
消费品价格前瞻	43.1	-2.6 ↓ ↓
中间品价格前瞻	31.3	-3.4 ↓ ↓
投资前瞻	58.5	+6.0 ↑ ↑
招工前瞻	50.0	-1.5 ↓ ↓

长江商学院 BCI 所反映的信息较官方统计更为丰富：1. 企业融资环境有所回落，不过仍处于两年来的高位 2. 企业对投入品和产成品价格（商品通胀）的预期再度回落，而对用人成本和总成本的则更多

看涨，从企业对招工的前瞻降至临界（疫情期间也仅有数个月低于临界）不难看出（民营）企业的实际招工需求低于官方统计结果（包含一定比例的大型国、央企）**3.**企业对基本面的改善再次出现回落，可能与12月海外货币环境偏紧和国内并未出现新的政策预期强点有关。

具体来看：**1.**企业融资条件补充了人民银行加权贷款利率（企业贷款）数据间隙的运行情况，本月的46.9%尽管低于上月，但仍是年内次高。考虑到本月国内各项利率尚未出现变化，因此我们认为企业对后续市场贷款利率的下降仍有较高期待，前瞻下滑的原因可能是在美联储放缓降息节奏的叙事下进行本币融资的汇兑损失（机会成本）。**2.**民营企业对商品通胀的预期进一步回落，具体原因在对官方PMI的解读中已有涉及。BCI的增量信息在于对用工成本和总成本的前瞻：企业在预期物料成本下降的同时估计总成本和总用人成本将会出现上涨。除受春节前薪资结算的影响外，结合企业招工前瞻的回落，或表明企业开始“降本增效”逐步开始向强化现有队伍以应对产业转型升级需求。当然这一结论仍需春节后（1月，2月的）调查数据的作证。**3.**政策脉冲刺激后，企业对销售和利润的预期再次转弱，海外货币环境宽松节奏的放缓和年底国内财政货币政策预期未出现强化使得宏观基本面再次出现“弱预期+弱现实”的组合，因此可以预见接下来数月这一方面的企业预期将难以出现改善。

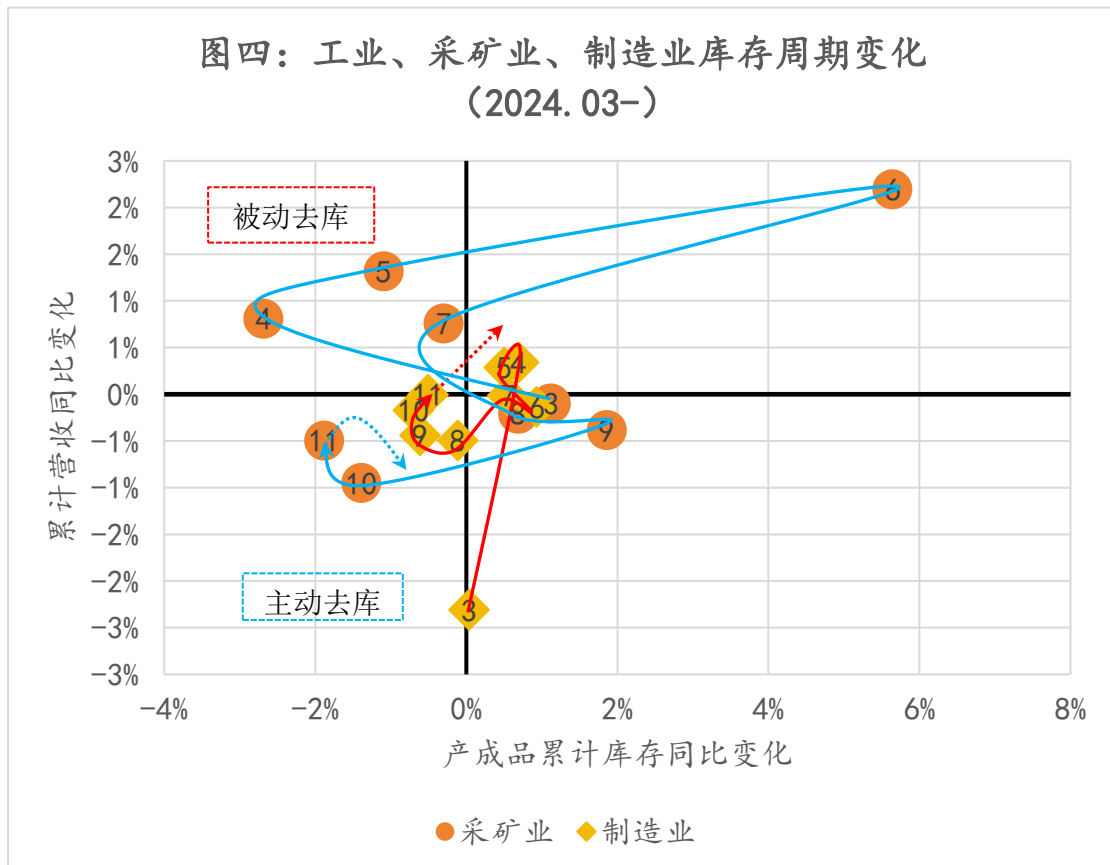
工业库存周期：中上游去库已见初步成效

行业	截至 11 月底	未来 1~2 月（预计）
工业	被动去库	被动去库，主动去库
上游采矿业	以主动去库为主	主动去库趋势加深
中游加工业	库存去化放缓 营收转弱	库存可能继续积压
中游设备制造	库存去化放缓 营收改善	抢出口去库存 营收进一步改善
下游消费品	库存去化放缓或回补 可选消费营收改善	维持现有趋势

12 月 27 日公布的工业企业数据显示截至 11 月底工业部门整体处于“主动-被动”去库的临界位置，静态视角下营收或已完成筑底；其中上游采矿业的营收在暂缓生产、减少库存的策略下降速趋缓，制造业则在去库开启的第四个月后遏制了营收增速的回落。截至 11 月底上游仅有黑色金属采掘业仍处于主动去阶段；原材料加工方面则面临库存积压的问题；中下游整体的库存去化放缓，不过营收多数改善。

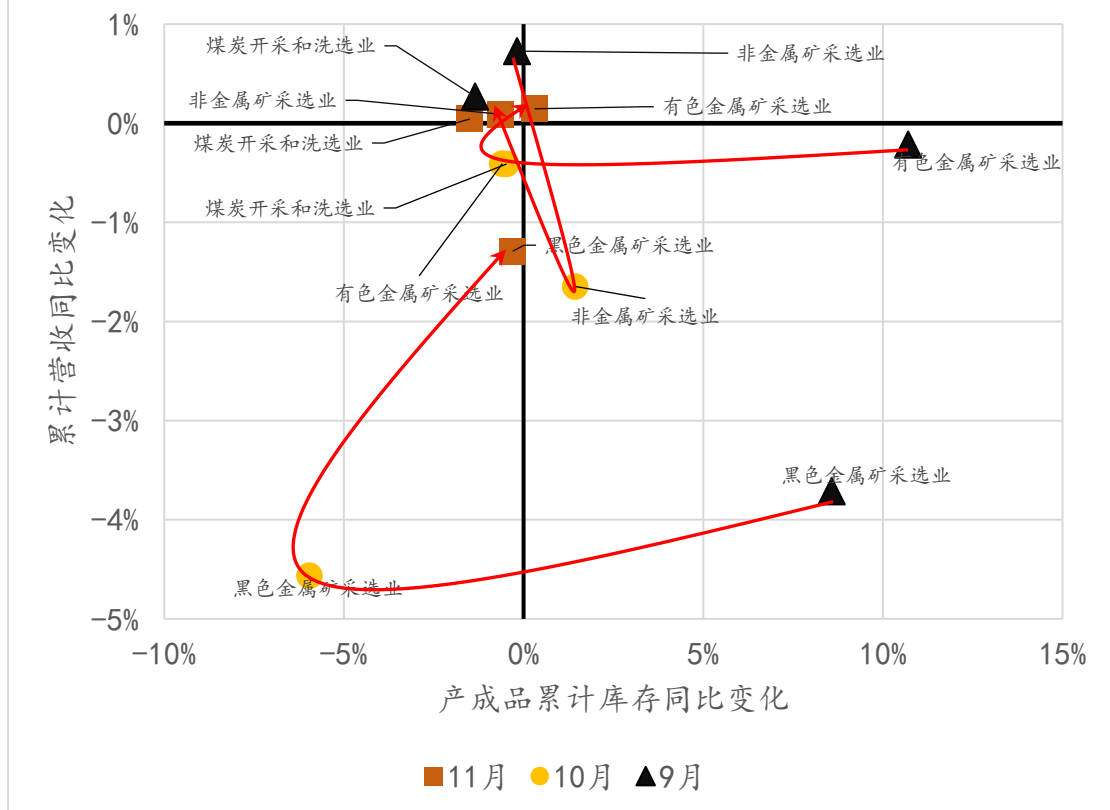
向前看，我们认为工业上游去库存压力将加重，上游原材料价格的连续回落破位将使 11 月去库的轨迹出现反转，预计 12 月和后续一段时期内上游行业将回到主动去库阶段，且营收可能将再次加速下行（见图四蓝色实线/虚线）。中游加工和装备制造方面，11 月库存去

化的放缓或库存回补主要应受厂家冬储和应对出口订单冲量的影响，估计从 12 月开始工业中游将呈现库存回补停止和快速降低（对美出口的重点行业），同时营收则将出现分化。下游行业值得关注的则是汽车制造业，其从 8 月淡季开始控制产销平衡，截至 11 月底实现了库存的实质降低和营收增速的边际回正。这一良好趋势应在后续得到维持。动态来看由于汽车制造行业受新一轮中美外贸冲击的影响较轻，预计将在 2025 年得到进一步政策扶持下实现营收的持续增长。



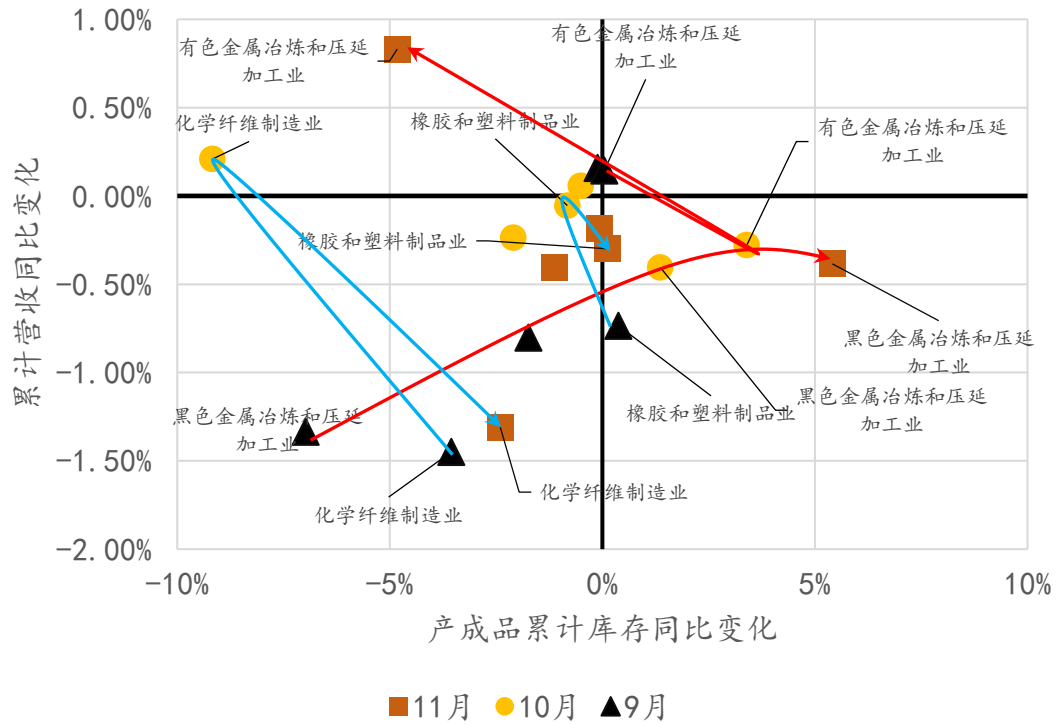
从静态维度推测，制造业已接近复苏，采矿业则受上游价格压力仍需平衡供需结构

图五：工业上游（采矿业）库存周期位置



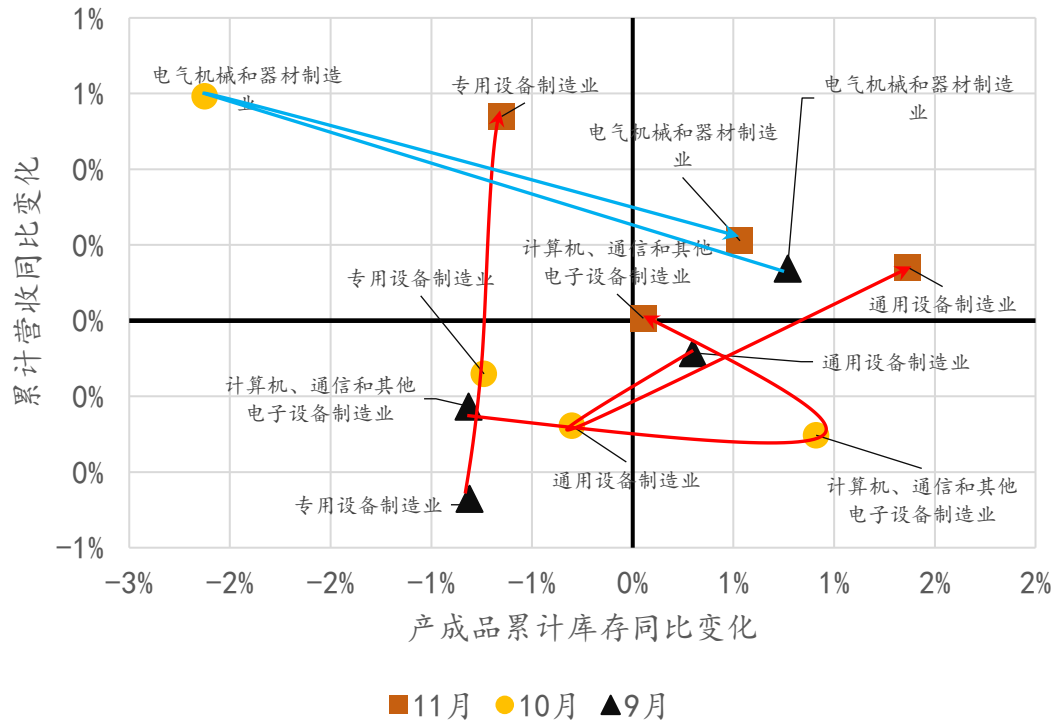
截至11月底，工业上游大多处于被动去库阶段，PMI暗示12月这一进程得到延续

图六：工业中游（原材料制造）库存周期位置

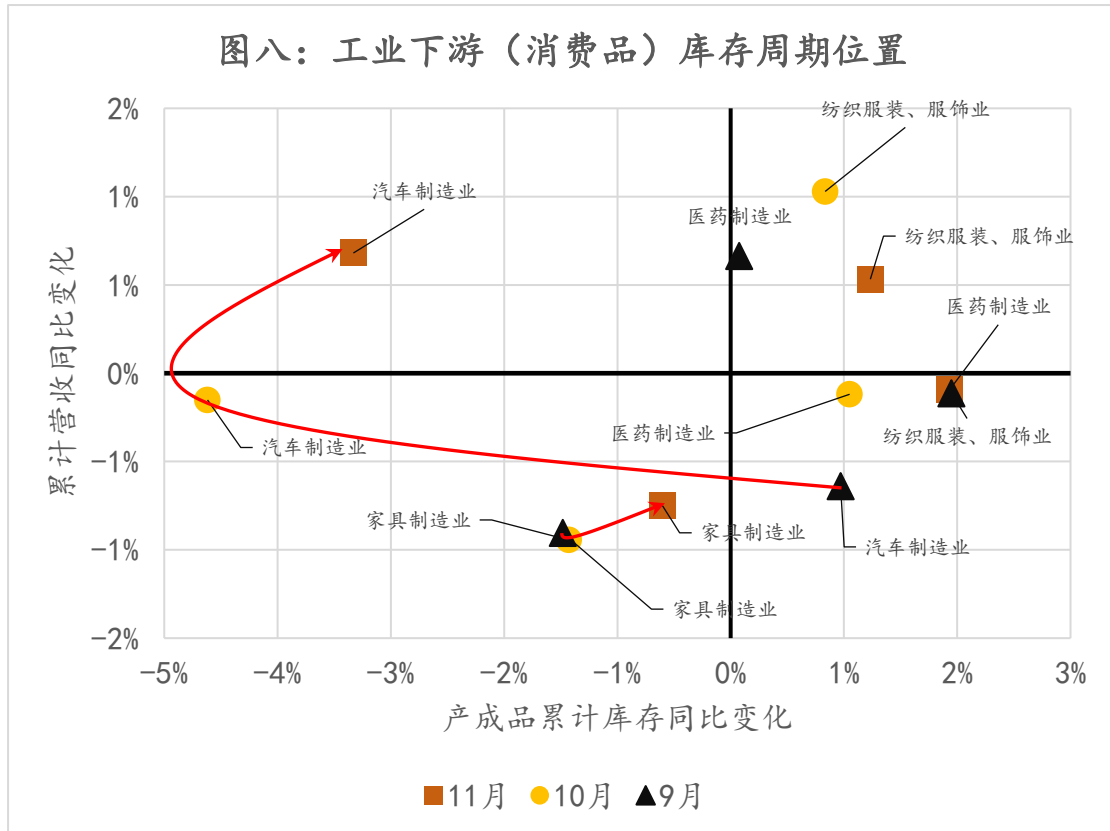


截至11月底，原材料加工业整体库存积压，PMI显示12月这一情况可能加深

图七：工业中游（设备）库存周期位置



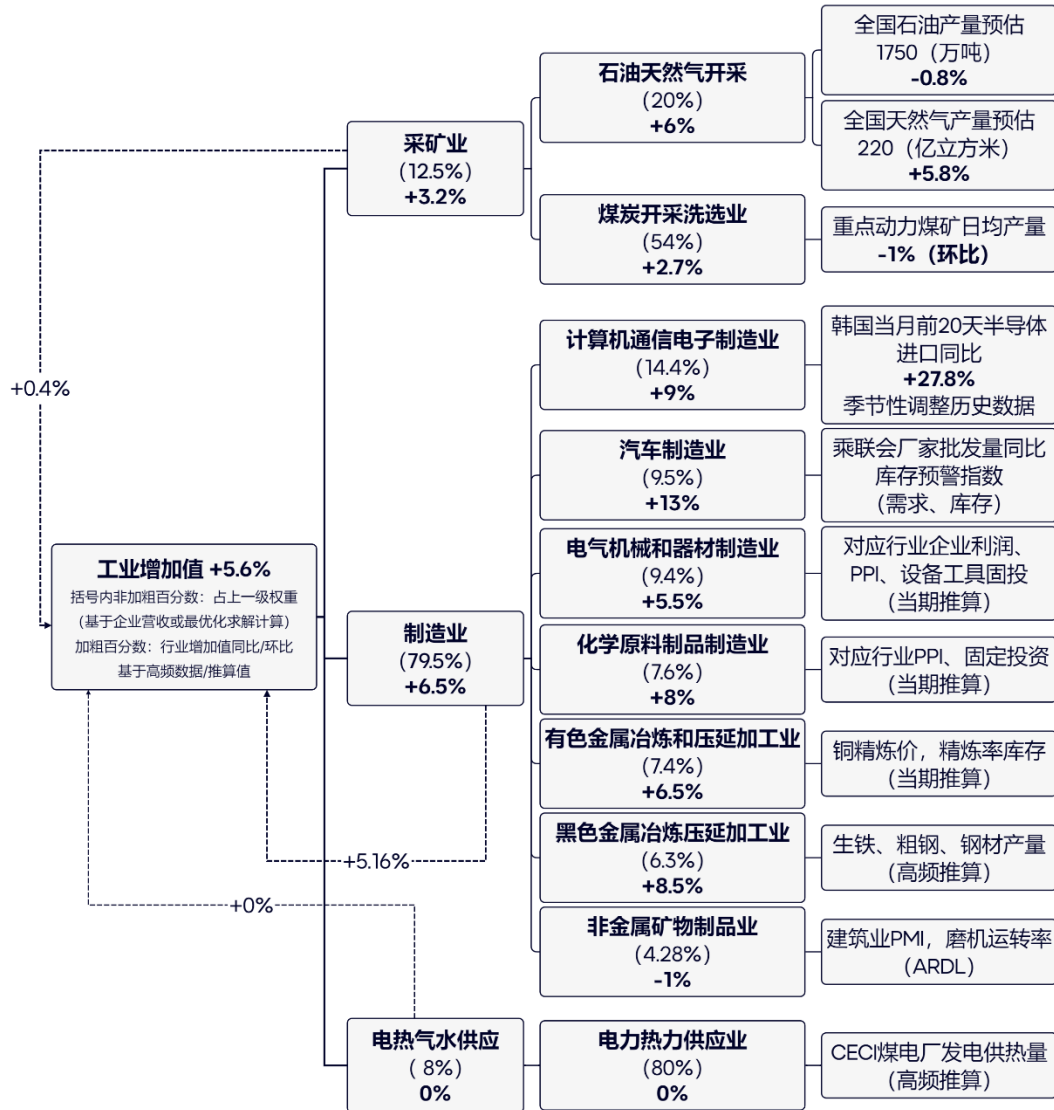
截至11月底，装备制造业大多营收改善，12月PMI（继续去库）或表明这一趋势的延续



11月，汽车行业累计营收增速停止连续6个月的放缓，预计12月将继续加速

十二月宏观总量：价格先行，总量修复

工业增加值（同比+5.6%）：抢出口需求推升制造业增速



行业名称	增加值同比（11月）	隐含/测算12月同比
采矿业	4.2%	4.2%
制造业	6.0%	6.5%
-计算机通信电子业	9.3%	9%

-电器机械制造	5.2%	5.5%
-汽车制造	12%	13%
电热气水供应业	1.6%	0%

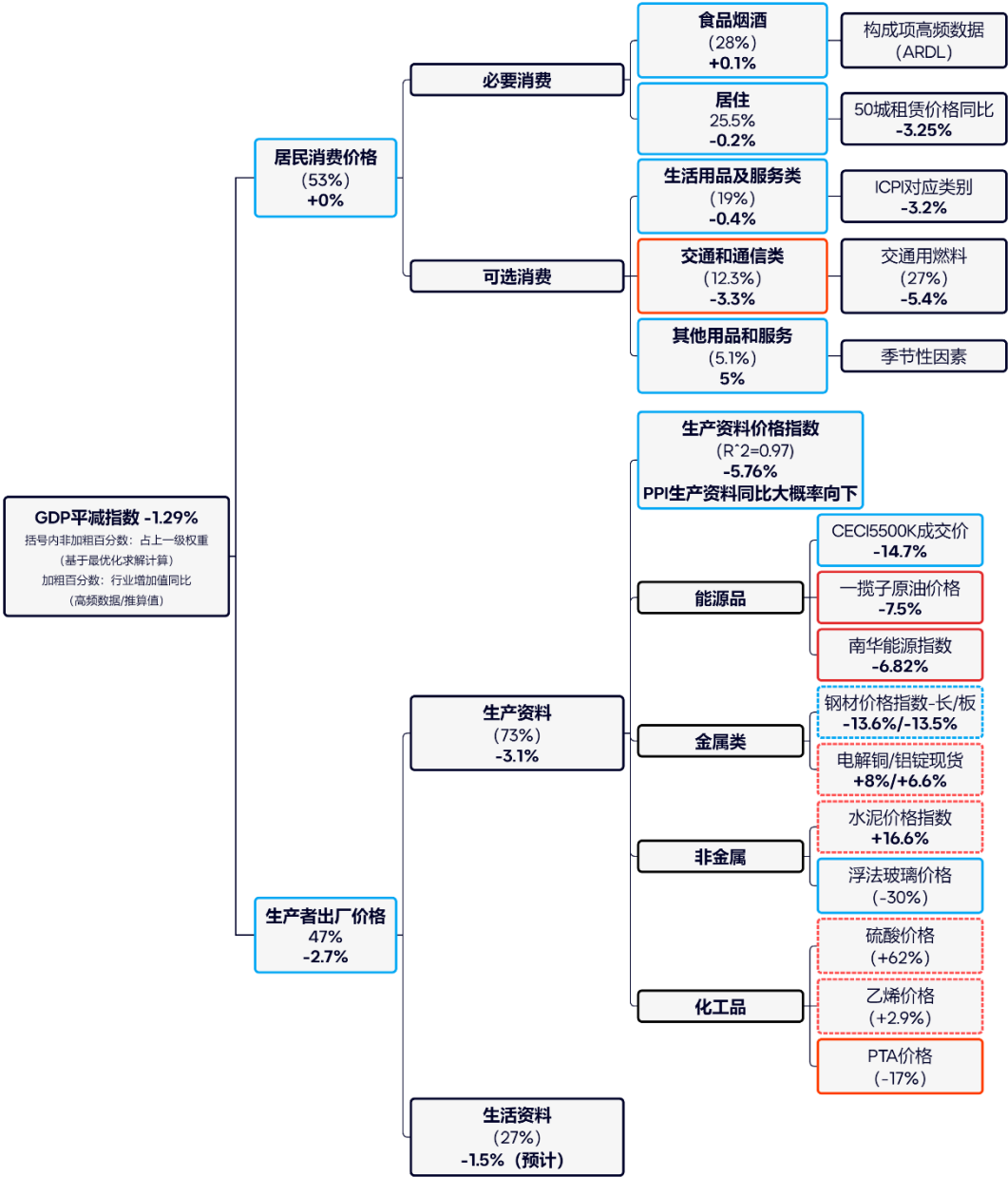
定量测算的细分行业增加值的整体态势同扩散指数（PMI）生产分项提供的信息相一致：PMI 生产指数仍处于扩张区间，尽管覆盖面有所收窄（受部分中游原材料加工行业影响）。定性来看，相比去年同期 0.5% 的下滑，对应制造业增加值同比上行 0.4%；本月 0.3% 的下滑可能表明制造业同比增速应略高于去年。四季度制造业增加值同比的高速确保了年内经济增长目标的实现：预计四季度第二产业增速为 5.4%；叠加当季 6% 以上的服务业生产指数同比，其隐含的第三产业增速应高于 5.5%，综合来看四季度 GDP 应高于 5.4%（如此全年则高于 5%），上述结果同我们在上月报告中的定性判断基本一致。

12 月市场对中美在新一年贸易冲突的预期尚未出现明显变化，不过从 1 年期 USD/CNY 掉期的大幅下跌（300 个基点）来看，月内市场对人民币短短贬值的预期较强，主管机构或因此通过远期贴水维护即期汇率，不过相应地市场对利率调降过度计价（进入 1 月后已有所回升）。不过市场对后续汇率波动和财政扩张的分歧仍然较大，因此我们从 PMI 上已经不难看出在不确定性收敛前企业将会暂缓生产节奏，预计 25 年 1 季度工业增加增速将逐步放缓。

本月，从工业的三大分项来看，上游采矿业增速有所回落，显然受主要原材料产品价格进一步下跌所拖累（如焦煤价格降至 4 年多以

来的新低)。位于中枢的**制造业**增加值同比预测值为 6.5%，预计将本年度的均值升至 6%，计算机通信行业可能难以扭转自下半年开始的增速放缓，不过应仍会录得较高的增速；电器机械受中美贸易冲突影响最深，因此预计其 12 月的增速仍将有所上行（与统计局 PMI 解读中其 54%以上的产需指数一致）；其他行业则主要受厂家春节前冬储补库存的影响增速持平或略有升高。而从 1 月开始上述行业的增速则应出现放缓（即使排除春节影响）。

物价水平：消费端走低，生产端持平



CPI（同比+0%）：食品与核心 CPI 均出现回落

指标名称	11 月同比	12 月同比
28 种蔬菜批发价	+10.5%	+1.9%
6 种鲜果批发价	+4.7%	+0.9%

猪肉批发价	+17.6%	+13.4%
鸡蛋批发价	+0.7%	+1.2%
50 城租赁价格	-3.2%	-3.3%
汽油市场价	-10%	-5.4%

定性来看，我们认为 12 月 CPI 将回落至 0，必要消费中的食物价格方面：三大畜肉（猪肉、牛肉、羊肉）批发价在 12 月同比上涨 13.4%（前值 17.6%），下跌 15.8%（前值 14.8%）、下跌 7.3%（前值 6.8%），畜肉类对 CPI 的拉动有所回落；蔬菜水果价格在 12 月显著回落，分别较去年同期价格的涨幅收窄至 1.9%（前值 10.5%）和 0.9%（前值 4.7%）。烟酒方面，我们预期受商务活动的活跃度提升和春节影响可能略有上涨。居住方面，中指研究院数据显示重点城市房屋租赁价格同比下降 3.25%，继续刷新过去 12 个月以来的最大降幅，预计本月的居住类 CPI 降幅将下探至-0.2%。

可选消费方面：尽管电商促销季和以旧换新政策暂告一段落，以统计在线价格的 ICPI 分项看，家用器具和个人护理类产品价格同比上涨有所扩大，显然同房地产在 12 月较为乐观的市场行情与流感阴影下的消费导向有关。不过其他分项未表现出价格回升的迹象，预计生活用品和服务类价格同比为-0.4%，交通通信方面，燃料价格同比降幅的再度缩窄叠加汽车与通信产品价格回归正常大概率使大类价格指数同比回升，而 11 月单一分项通胀最为显著的其他用品和服务在 12 月同时受年末出游和金融、地产活动（见 PMI 分析）火热的影响，大概率仍能维持 5%以上的通胀水平。

PPI (同比-2.7%): 政策空窗期与海外环境恶化下的价格回落

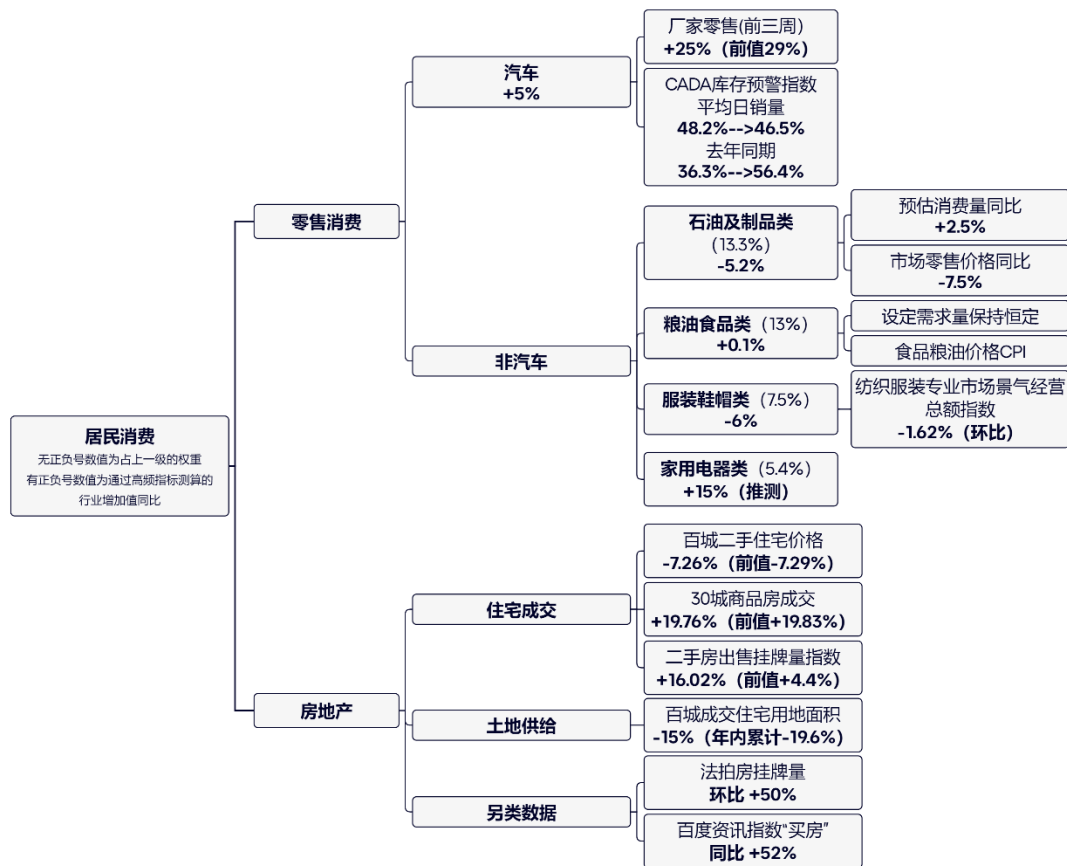
PPI 方面, 12 月商务部统计的生产资料价格先上升后回落³, 整体中枢低于 11 继续刷新年内最低, 叠加去年同期的基数效应后同比大概率再次出现回落, 预生产资料出厂价格同比的最终读数可能和 9、10 月相同 (-3.3%)。12 月的两个重要经济事件: 1. 我国的政治局 (经济工作) 会议 2. 美联储 (12 月 18 日) 的议息会议, 前者并未释放出超出市场预期的增量信息, 也是国内定价商品价格失速的主要原因, 而美联储偏鹰派的降息路径则使美元指数自 12 月下旬继续上涨, 使得部分国际大宗商品价格同比回落。

具体到品种方面: 经历数轮降价后焦煤价格仍未出现止跌企稳迹象, 国际油价则在 12 月基本持平, 受去年同期连续探底的影响同比有所改善。金属类方面, 钢材 (长/板) 价格同比较 11 月同比继续走低, 去年底财政 “突击花钱” 对钢材价格形成支撑, 24 年底尽管财政同样出现扩张, 但不再以钢材消耗为表观特征。非金属价格的表现同样出现反转, 原因与钢材相同。基础化工原料的价格同比涨幅则有所收窄, 与年末停产检修和下游行业对明年的市场走向不甚乐观有关。

³ 前两周小幅回升至 103 后迅速降至年内最低水平

指标名称	11 月同比	12 月同比
动力煤价格	-11.7%	-14.7↓ ↓
OPEC 一揽子原油	-14.1%↑ ↑	-7.5%↑ ↑
钢材价格（长/板）	-11.7%/-12%	-13.6%↓ /-13.5%↓
有色金属（铜/铝）	+10.3%/+10%	+8%↑ /+6.6%↑
非金属（水泥/玻璃）	+20/-29.1%	+16.6↑ /-30%↓
硫酸	+55.8%	+62%↑
乙烯/PTA 价格	+0.83%/-18%	+2.9↑ /-17%↓

居民消费：商品消费降速，房地产以价换量再现



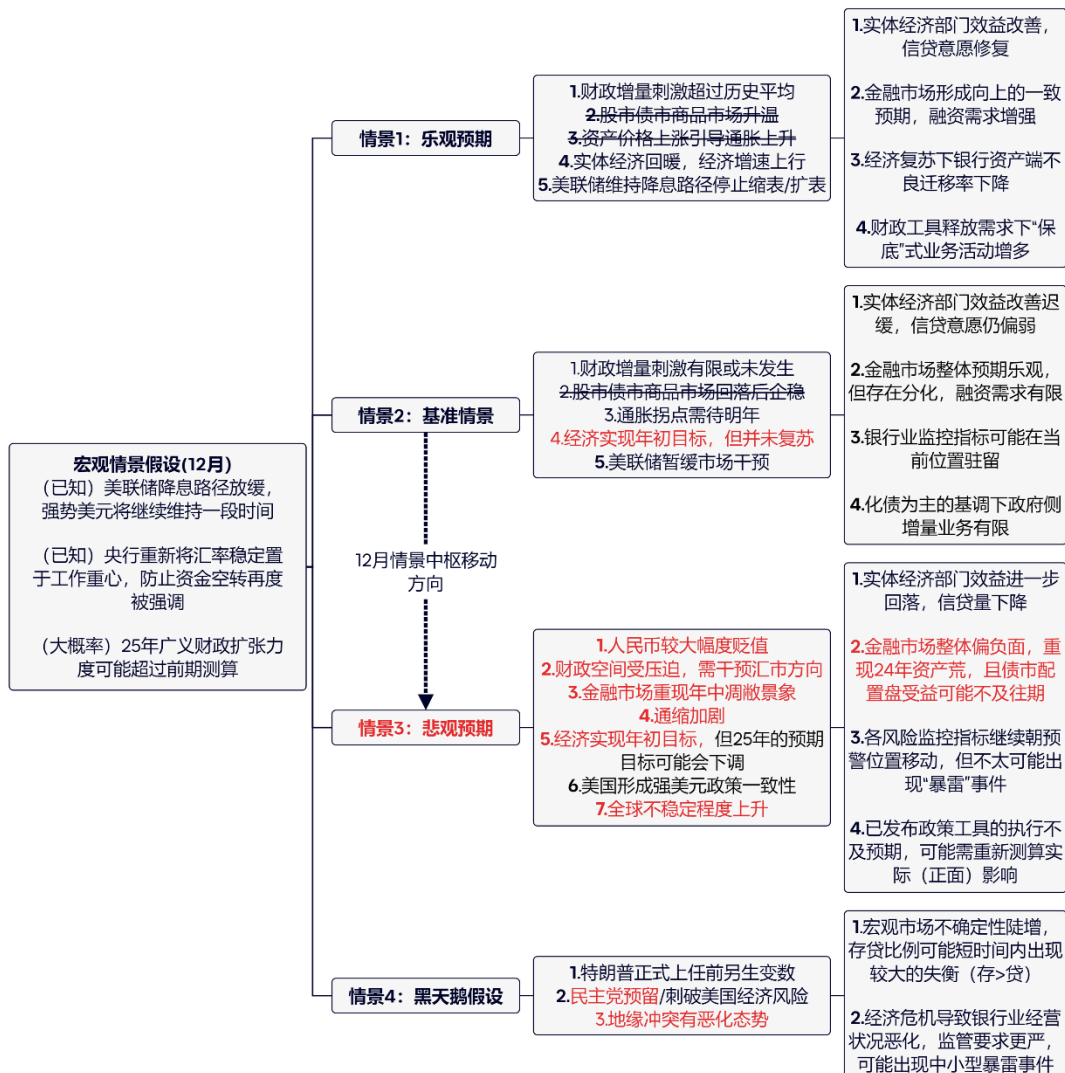
居民消费情况看，12 月的汽车销售同比增速略有放缓，乘联会数

据显示厂家零售（前三周）同比实现了 25% 的同比增长，低于 11 月，库存预警指数销售分项也反应出销量增速的放缓，我们预计 12 月汽车零售同比增长应在 5% 左右，预计后续将继续放缓，主要原因是消费者对两会后的新刺激政策和厂家间继续进行的价格战有所期待故推迟消费。我们预计核心消费品（燃料、粮油）的总需求整体平稳，销售额的变动主要与售价同步变化。服装鞋帽类消费和家用电器类消费方面我们选用对应的景气指数进行估算：服装方面，据中国纺联流通分会景气监测结果显示：“12 月，19.35% 的市场经营总额和市场物流发货量减少，均较上月上升 9.67 个百分点。12 月专业市场冬装销售已进入尾声，市场销售进入平缓期，各项指标均呈回落趋势。”估计家电类销售额的同比增速亦显著低于 11 月的 22%，不过受消费刺激政策的延续性影响，估计 12 月仍能实现两位数的同比增长。

房地产消费方面，随着各地的限制因素进一步松绑和商品房价格调控政策的逐步退出，12 月重点城市房地产成交的量价均延续了上月的行情，30 城商品房成交面积同比继续维持 20% 左右的同比增涨，而一线城市的增速则更为明显。不过二手房挂牌量指数有所回升，挂牌价指数亦继续回落，表明真实供需市场“以价换量”的回，一定程度上证伪了房地产市场已出现企稳的判断，同我们在上个月报告中的判断一致。住宅租金的同比跌幅继续加大，12 月的 50 城住宅租赁价格环比降幅为 0.55%，仍然超过 1-11 月的平均值，同比降幅已是 6 月底的一倍（分别为 3.17% 和 1.6%），杭州、厦门、南京、北京等核心城市同比降幅均超过 5.4%，对后续的住宅价格构成下行压力。各地法

拍房的挂牌数再度上涨，据第三方数据显示，12月的法拍房挂牌量再度出现上涨并升至二季度以来的新高。考虑到当前司法和银行执行强度已远低于去年同期且存量贷款利率多已重置，法拍房增量的上行可能隐含了居民收入改善的不足和价格继续下跌的预期。

情景分析：由基准向悲观收敛的现实



12月乐观情景基本不存，整体中枢大幅向悲观情景移动，图中黑线划去的为已被证伪的潜在事件，红色的为已发生的事实（预测内容为截至11月底）

本月的全球宏观围绕两个主要事件的落地展开：**1. 特朗普政府的关税政策的实际落地情况** **2. 美联储 25 年的降息路径**。我们删除了 11 月已被证伪的可能情景，并对已发生的或已暴露出早期迹象的事件加以标注，并划去月内已被证伪的前期假设。

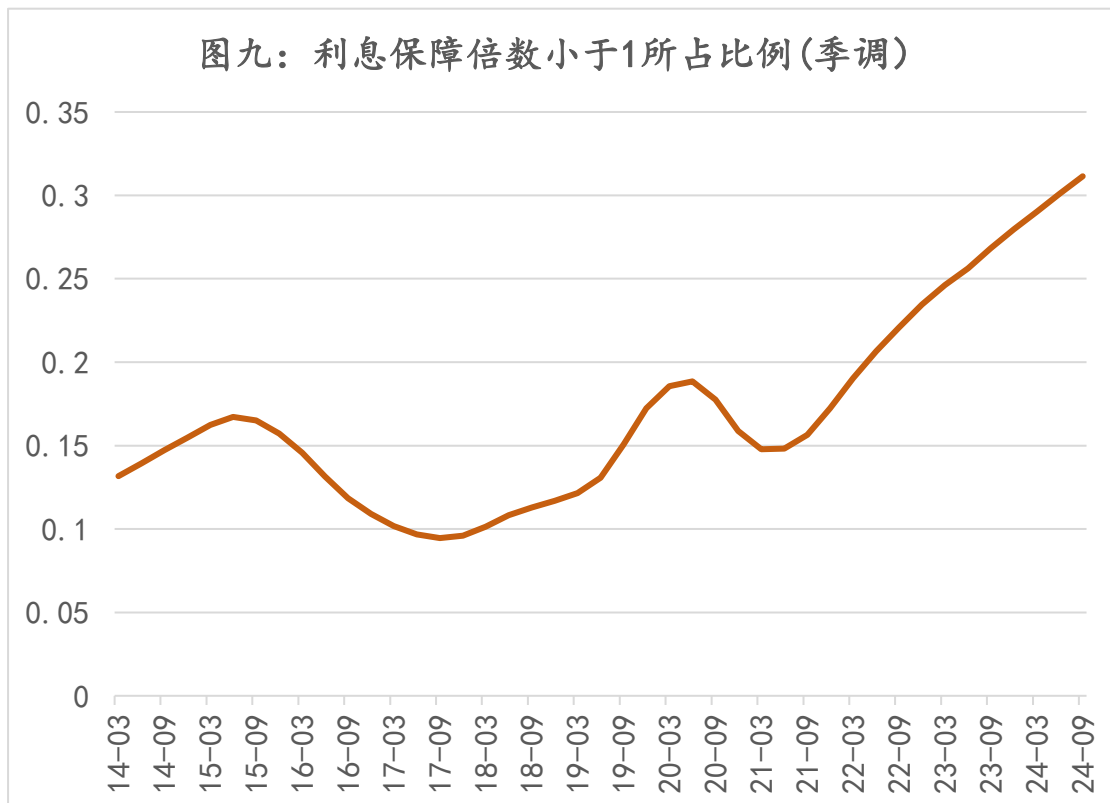
本月的实际情景大幅远离乐观事件集合，本月并未发生对应事件，并有两件被证伪：截至报告完成当日，上证指数已出现较大程度的回落，两市成交量已降至本轮行情开启前；国债市场单边牛市仍未出现实质性扭转，10 年期国债收益率较 12 月初下降 40 个基点，远超年内其他月份；商品市场同样整体遇冷，南华综合指数回落至年内次低（9 月为最低点）。前文中我们已对 GDP 平减指数进行测算，最优化求解显示按 47%与 53%的加权 PPI 和 CPI 的拟合情况较好，推测 12 月的平减指数回落至-1.3%，仅次于 24 年 1 月，而四季度则再次降至-1.2%，通缩情况再度出现显著恶化。

上月的基准情景方面，12 月的中央经济工作会议强调了统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革的工作目标以及积极的财政政策要适度加力、提质增效的执行手段。从年底的财政工作会议内容看 25 年财政加力已不存在不确定，但考虑到四季度经济转冷、预期转弱的事实和 25 年 1 季度潜在内外冲击的影响，达成原定目标所需的财政加力强度将出现上升，我们认为 25 年中可能出现额外加量的情景（隐含前期的财政扩张可能效果不佳的假设）。

本月的宏观情景中枢大幅向前期的悲观情景移动，截至报告撰写日人民币（离岸价）为 7.34，但相对 BIS/SDR 货币篮子的汇率则有所

升值。考虑到相关部门已经释放出稳定汇率的信号，因此我们预计短期内中间价大概率维持稳定或有所升值（实际走势可能类似 24 年初）。不过这将对市场已提前计价的降准降息节奏形成一定的干扰，可能对目前政策空窗期的金融市场带来一定的冲击。12 月的海外宏观环境则出现了明显的不稳定度上升，从国别政治的停摆、对立到地缘冲突似收敛实则蓄力的不安，预计 2025 年国际贸易总量和全球化进程都将出现较大程度的降低和翻转。

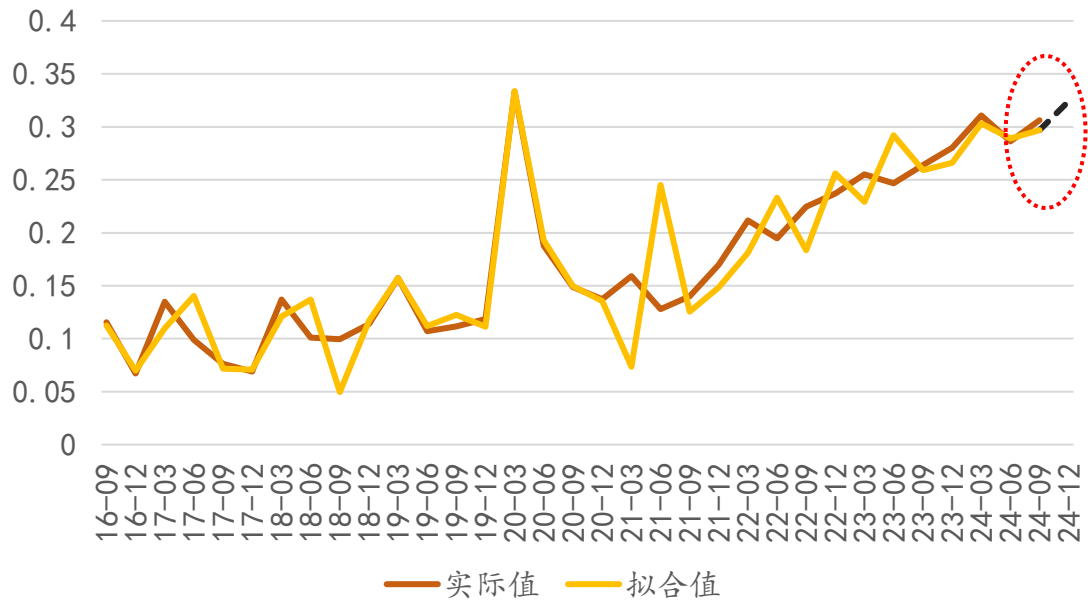
（四季度风险指标）定量测算



参考王晔翔等（2019）的工作论文⁴，我们选择利息保障倍数小于1的企业数量占所选样本的比例作为风险的观测指标，所选样本为主板上市的非金融企业。定性看，本轮风险指标上行（风险加大）始于21年三季度，基本与房地产市场的失速同步，不过我们选取了更多维度的宏观因子对历史数据进行拟合，结果显示基于统计调查的宏观指标（经济增长，物价）和基于市场对现况和预期的定价（汇率，股市，债市）组合对风险指标的解释效果较好。其中经济增长和通胀（包括CPI和PPI）均对风险指标有显著的负相关，而本币贬值、国债利率曲线的陡峭程度则与风险显著正相关。测算结果显示尽管经济增速的提升为市场风险带来的积极改变；但正如我们前文多个部分分析解读的，通缩加剧，汇率承压，国债利差始终维持高位等因素仍然使企业偿债风险进一步向上运行。

⁴ 地方政府融资平台信用风险计量与压力测试——基于 CPV 模型的实证分析

图十：利息保障倍数小于1所占比例



指标名称	三季度	四季度（预计）
GDP 同比	4.6%	5.4% / 5.2%
CPI 同比	0.5%	0.17%
PPI 同比	-1.8%	-2.7%%
人民币美元平均汇率	7.17	7.21
10 年/2 年国债利差	0.63%	0.63%
风险指标	30.62%	32.4%



蒙格斯智库
MONGOOSE THINK

蒙格斯智库是在深圳大学经济学院和惟道风险研究中心支持下成立的，是国内首家致力于中国宏观经济拐点研究和风险研究的独立智库机构。以稳健的理论基础、详尽的数据分析、科学的建模方法为基础，拥有丰硕的研究成果。



本报告知识产权为蒙格斯智库所有