

政策持续发力，经济回升动能增强

摘要

在一揽子增量政策加力支持下，10月份国内经济回升动能明显增强。从生产端来看，受季节性因素拖累，工业生产小幅放缓，但制造业生产连续两个月回升；从需求端来看，一系列刺激需求的政策效果加速体现，市场信心恢复，楼市显著回暖，同时，促消费政策效果进一步显现，居民消费大幅回升；扩投资政策加快发力，基建、制造业投资增速双双回升，但融资承压拖累新开工与地产投资明显回落。

展望未来，伴随着一揽子增量政策持续落地见效，国内经济回升动能有望进一步增强，基建和制造业投资、社会消费等有望继续回升，综合施策助力房地产市场止跌回稳也有望带动投资端收窄降幅。此外，考虑到央行预告年底前择机降准、财政部有望提前下达明年提前批地方专项债、各地政府筹备重大项目申报、中央经济工作会议与政治局会议释放更多稳增长基调等动态仍值得期待，这些因素均有望带动年底数据进一步改善。

(1) 生产端：工业生产增速小幅放缓。中国10月规模以上工业增加值同比5.3%，预期5.6%，前值5.4%。1-10月份，规模以上工业增加值同比增长5.8%，增速与前值持平。

(2) 需求端：

1) 固定资产投资增速与前值持平。中国1-10月城镇固定资产投资同比3.4%，预期3.5%，前值3.4%。其中，制造业投资同比增长9.3%，涨幅较前值扩大0.1个百分点；房地产开发投资同比下降10.3%，降幅较前值扩大0.2个百分点；基础设施投资（不含电力）同比增长4.3%，涨幅较前值扩大0.2个百分点，

2) 社会消费显著改善。中国10月社会消费品零售总额同比4.8%，预期3.8%，前值3.2%。1-10月份，社会消费品零售总额同比增长3.5%，涨幅较前值回升0.2个百分点。

宏观

专题报告

2024年11月15日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

从业资格号：F3014717

投资咨询号：Z0013223

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

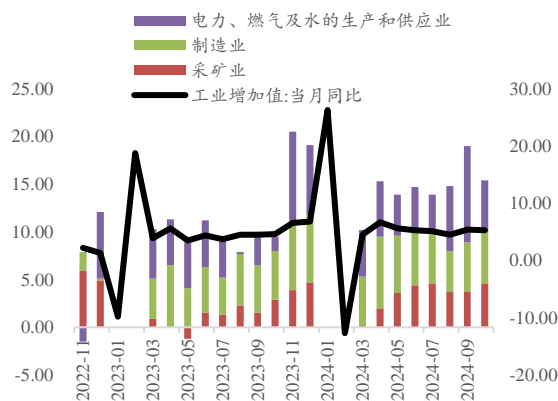
1 工业生产增速小幅回落

中国 10 月规模以上工业增加值同比 5.3%，预期 5.6%，前值 5.4%。从环比上看，中国 10 月规模以上工业增加值环比 0.41%，前值 0.59%。1-10 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.8%，增速与前值持平。

从主要行业来看，10 月份，41 个大类行业中有 35 个行业增加值保持同比增长。其中，上游方面，黑色金属冶炼及压延加工业同比增长 4.0%，前值为 2.7%，有色金属冶炼及压延加工业同比增长 7.7%，前值为 8.8%，非金属矿物制品业同比下降 2.6%，前值为下降 3.8%；下游方面，通用设备制造业同比增长 2.4%，前值为增长 4.6%；专用设备制造业同比增长 3.0%，前值为增长 4.0%，汽车制造业同比增长 6.2%，前值为同比增长 4.6%。

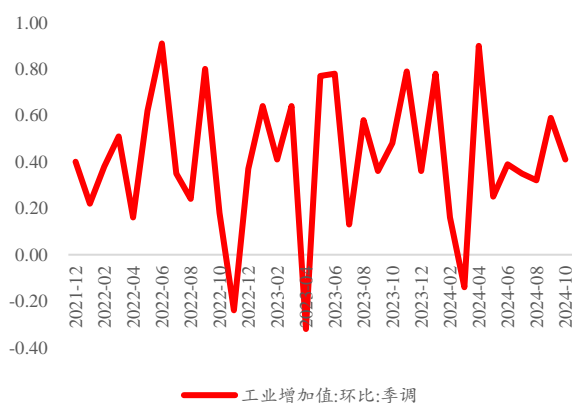
10 月工业生产增速有所放缓，一般来说，受国庆长假的影响，10 月的工业生产会较 9 月季节性走弱，不过，受 9 月下旬以来政策密集释放的刺激，工业生产整体仍保持稳定，其中，制造业生产连续两个月回升，与 PMI 生产指数连续两个月处于荣枯线上方相一致，表明增量政策确实提振了市场的信心。展望未来，随着一揽子增量政策加快落地实施，料将持续带动消费、投资需求扩张，而外需也保持足够的韧性，这些将对工业生产形成较强拉动。因此，我们预计 11 月工业增加值同比增速将有所反弹，年底前两个月有望保持在中高增速。

图表 1：工业生产增速小幅回落



数据来源：Wind

图表 2：工业生产环比增速



数据来源：Wind

2 固定资产投资增速与前值持平

中国 1-10 月城镇固定资产投资同比 3.4%，预期 3.5%，前值 3.4%。从环比上来看，10 月城镇固定资产投资环比 0.16%，前值 0.65%。其中，1-10 月民间固定资产投资累计同比下降 0.3%，降幅较前值扩大 0.1 个百分点。

从三大门类来看，1-10 月制造业投资同比增长 9.3%，涨幅较前值扩大 0.1 个百分点；房地产开发投资同比下降 10.3%，降幅较前值扩大 0.2 个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.3%，涨幅较前值扩大 0.2 个百分点，其中，水利管理业投

资增长 37.9%，航空运输业投资增长 19.2%，铁路运输业投资增长 14.5%。

(1) 政策加快发力，基建投资增速回升。1-10 月基建投资（不含电力）同比增速为 4.3%，较前值上行 0.2 个百分点，结束了此前连续 6 个月的下行过程。据测算，10 月单月基建投资（不含电力）增速为 5.8%，较 9 月大幅加快 3.6 个百分点。主要原因是一揽子增量政策陆续出台，其中，9 月地方政府专项债基本发完，基建投资资金来源大幅改善，同时，随着两重建设持续发力，相关项目的实物工作量陆续形成，由此带动基建投资增速的回升。另外，值得关注的是 1-10 月广义基建投资累计同比增速高达 9.4%，明显快于狭义基建投资增速，主要源于电力投资高增，或与电力投资主要由央企推动、受地方财政状况影响较小有关。

展望未来，财政部推出 10 万亿美元的化债方案，地方政府偿债压力得到缓解，将能够推动地方政府释放更多的稳增长动能，不过，需要注意的地方城投平台在化债期间融资将持续受限，或对基建投资带来负面影响。当然，出于稳增长的需要，四季度财政政策对基建投资的支持力度有望加大，重点是将在年内提前下达 2025 年 1000 亿元中央预算内投资计划和 1000 亿元“两重”建设项目清单，并争取在年底前形成实物工作量，预计年内基建投资将持续提速。

(2) 制造业投资增速有所加快。1-10 月制造业投资回升 0.1 个百分点至 9.3%，领跑三大投资板块，是带动整体固定资产投资提速的主要动力。主要原因在于，一是融资支持力度较大，根据央行的数据，9 月末制造业中长期贷款余额同比增长 14.8%，虽较前期有所放缓，但仍明显领先于 8.1% 的整体信贷余额增速；二是，今年以来支持大规模设备更新政策对制造业投资有较强的推动作用，1-10 月设备工器具购置投资同比增长 16.1%，拉动全部投资增长 2.1 个百分点，对于投资增长的贡献率超过 60%。

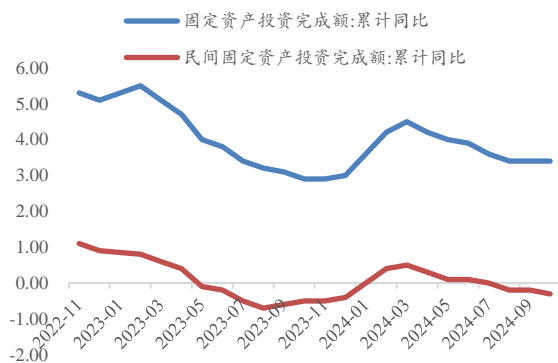
展望未来，在一揽子增量政策的支持下，市场信心得到增强，年内制造业投资有望继续保持高位。不过，未来制造业投资仍面临两个主要风险点，一是，目前工业产能利用率偏低，将制约制造业企业进一步扩大投资的动能；二是，特朗普赢得大选明显增加了未来贸易摩擦的风险，可能会对制造业投资带来扰动。

(3) 房地产投资降幅再度扩大。1-10 月房地产投资降幅再度扩大 0.2 个百分点至 -10.3%，为年内最大降幅，新开工、竣工、销售面积累计同比分别较前值变动了 -0.4、+0.5、+1.8 个百分点。据测算，10 月当月房地产投资同比为 -12.3%，降幅较上月扩大 2.9 个百分点。在上年同期基数并未抬升的背景下，10 月房地产投资降幅再度扩大，可能原因是前期楼市持续低迷，房企销售回款承压，尽管 10 月房地产销售明显回暖，但房企仍以积极去库存为主，拿地和新开工仍偏谨慎。

展望未来，9 月下旬以来，房地产支持政策大幅加码，特别是 10.17 国新办会议宣布，白名单项目融资支持的规模将翻倍，超过 4 万亿元，而且接下来要优化贷款资金拨付方式，做到“能早尽早”。这或意味着年底前房企开发贷投资进度将显著加快，房企开发资金来源中的银行贷款将显著改善，进而推动房地产投资同比降幅收窄。不过，9.26 政治局会议明确了本轮房地产“控制增量、去化存量”的政策导向，预计房地产新开工、投资改善的幅度或比较有限。

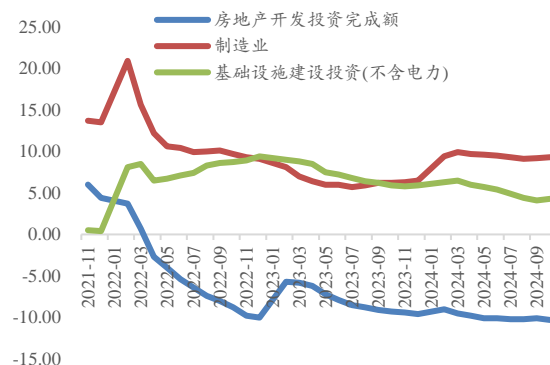
1-10 月固定资产投资增速保持平稳，其中，在稳增长政策发力带动下，基建投资增速明显加快；在大规模设备更新政策加码支持下，制造业投资增速高位上行；政策传导尚需时日，房地产投资降幅进一步扩大。

图表 3：固定资产投资增速与前值持平



数据来源：Wind

图表 4：三大门类投资的变化趋势



数据来源：Wind

3 商品房销售降幅继续收窄

国家统计局的数据显示：1-10 月份，新建商品房销售面积同比下降 15.8%，降幅较前值收窄 1.3 个百分点。新建商品房销售额同比下降 20.9%，降幅较前值收窄 1.8 个百分点。10 月末，商品房待售面积 73057 万平方米，同比增长 12.7%。其中，住宅待售面积增长 19.6%。

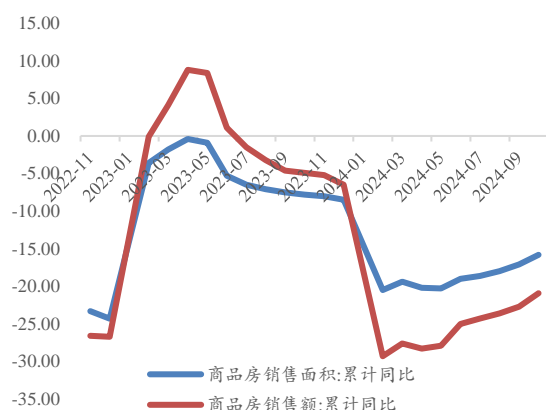
1-10 月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 12.4%，降幅较前值扩大 0.2 个百分点。房屋新开工面积同比下降 22.6%，降幅较前值扩大 0.4 个百分点。房屋竣工面积同比下降 23.9%，降幅较前值收窄 0.5 个百分点。

1-10 月份，房地产开发企业到位资金 87235 亿元，同比下降 19.2%，降幅较前值收窄 0.8 个百分点。其中，国内贷款 12400 亿元，下降 6.4%；利用外资 30 亿元，下降 19.1%；自筹资金 31483 亿元，下降 10.5%；定金及预收款 26444 亿元，下降 27.7%；个人按揭贷款 12436 亿元，下降 32.8%。

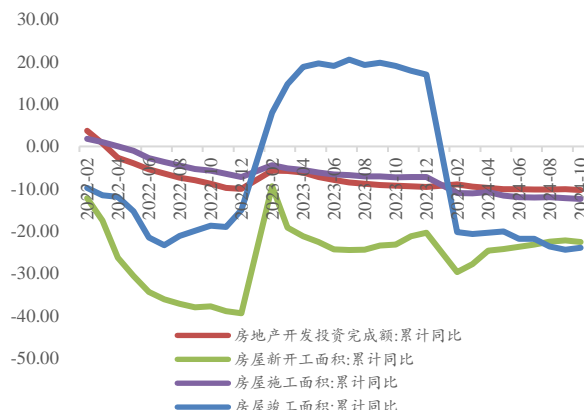
在一揽子增量政策的支持下，10 月商品房销售取得今年以来最大幅度改善，商品房销售面积和销售金额当月同比跌幅分别录得 1.8% 和 1.0%，较上月收窄 9.3 和 15.3 个百分点。从高频指标来看，11 月 14 城的二手房成交持续上扬、大幅超过了历史高位，新房成交延续改善且好于 2023 年同期，作为领先指标的库销比已见底回升，或指向二手房价降幅有望逐步收窄。近期地产一揽子组合拳覆盖了居民需求、政府收储、货币化安置、保交楼、房企流动性支持，或形成合力推动房地产市场止跌企稳，预计本轮地产改善幅度和延续性将明显强于 517 新政。

图表 5：商品房销售降幅继续小幅收窄

图表 6：房地产投资降幅小幅扩大



数据来源: Wind



数据来源: Wind

4 社会消费显著改善

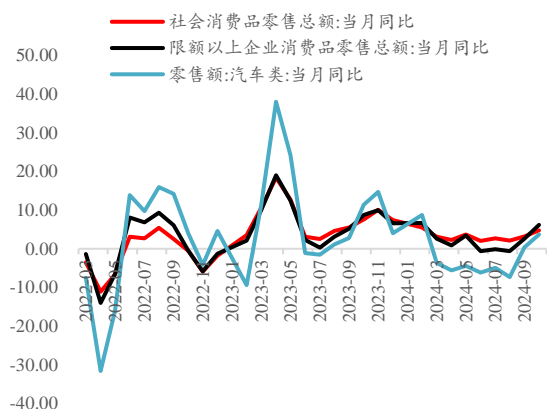
中国 10 月社会消费品零售总额同比 4.8%，预期 3.8%，前值 3.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 4.9%，涨幅较前值扩大 1.3 个百分点。从环比上看，中国 10 月社会消费品零售总额环比 0.41%，前值 0.39%。1-10 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.5%，涨幅较前值回升 0.2 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.9%，涨幅较前值扩大 0.1 个百分点。中国 10 月城镇调查失业率 5%，前值 5.1%。

按消费类型分，10 月份，商品零售额同比增长 5.0%，涨幅较前值扩大 1.7 个百分点；餐饮收入同比增长 3.2%，涨幅较前值扩大 0.1 个百分点。1-10 月份，商品零售额增长 3.2%，涨幅较前值扩大 0.2 个百分点；餐饮收入同比增长 5.9%，涨幅较前值回落 0.3 个百分点。

从主要商品限额以上零售额增速来看，一方面，受益于以旧换新政策，汽车、家电零售额增速大幅加快，10 月当月限额以上汽车零售额同比增长 3.7%，家电零售额同比增长 39.2%，增速较上月分别加快 3.3 和 18.7 个百分点；另一方面，10 月限额以上可选消费品零售额增长普遍提速，显示消费结构有所改善，具体来看，在房地产市场边际回暖带动下，10 月家具零售额同比增长 7.4%（前值 0.4%）、建筑装潢材料零售额降幅较上月收窄 0.8 个百分点至 -5.8%；受“双十一”预售提前以及消费者预期改善提振，10 月服装、化妆品、通讯器材、体育娱乐用品、文化办公用品、金银珠宝零售额同比均均有不同程度提速，其中，化妆品零售额同比大幅加快 44.6 个百分点至 40.1%，金银珠宝零售额同比降幅较上月收窄 5.1 个百分点至 -2.7%。

展望未来，一揽子增量政策加快落地见效有望推动消费继续改善，一方面，政策面推动房地产市场止跌回稳、市场预期改善带动股市上涨动能增强等因素有利于提振居民消费信心；另一方面，10 月全国城镇调查失业率为 5.0%，环比下降 0.1 个百分点，随着经济回暖、失业率下降，居民的收入预期有望得到改善。此外，10 月存量房贷利率下调，居民提前偿还房贷的情况有望缓和。由此，我们认为居民商品消费动能有望逐步好转，进而带动社会消费品零售增速进一步回升。

图表 7：社会消费增速有所回升



数据来源：Wind

图表 8：城镇调查失业率下降



数据来源：Wind

5 政策持续发力，经济回升动能增强

在一揽子增量政策加力支持下，10 月份国内经济回升动能明显增强。从生产端来看，受季节性因素拖累，工业生产小幅放缓，但制造业生产连续两个月回升；从需求端来看，一系列刺激需求的政策效果加速体现，市场信心恢复，楼市显著回暖，同时，促消费政策效果进一步显现，居民消费大幅回升；扩投资政策加快发力，基建、制造业投资增速双双回升，但融资承压拖累新开工与地产投资明显回落。

展望未来，伴随着一揽子增量政策持续落地见效，国内经济回升动能有望进一步增强，基建和制造业投资、社会消费等有望继续回升，综合施策助力房地产市场止跌回稳也有望带动投资端收窄降幅。此外，考虑到央行预告年底前择机降准、财政部有望提前下达明年提前批地方专项债、各地政府筹备重大项目申报、中央经济工作会议与政治局会议释放更多稳增长基调等动态仍值得期待，这些因素均有望带动年底数据进一步改善。

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

免责声明