

政策发力有望支撑经济企稳回升

摘要

三季度经济进一步回落，延续了二季度以来的下行势头，核心原因在于房地产市场持续调整、居民消费和民间投资偏弱。不过，三季度实现了4.6%的增长，整体略好于预期，主要贡献来自于新质生产力加快发展、外需韧性超出市场预期。

展望未来，近期国内一系列稳增长政策密集出台，有望支撑国内经济触底回升，四季度供需两端预计都会有不同程度的改善。其中，财政加快发力，基建投资有望提速；房地产支持性政策持续加码出台，房地产行业调整对宏观经济的拖累效应或将趋于缓和；活跃资本市场、促进房地产止跌回稳等政策有望通过财富效应改善居民的收入预期，居民消费也会有所改善。不过，2025年经济走势仍将主要取决于房地产何时实现软着陆，这方面可能需要中央加杠杆的进一步配合。

(1) 前三季度GDP同比增长4.8%，其中三季度GDP同比增速仅为4.6%，较二季度的4.7%小幅回落，略高于市场预期的4.5%；从环比看，三季度GDP增长0.9%，较前值回升0.2个百分点，但低于预期的1%。

(2) 生产端：工业生产增速有所回升。中国9月规模以上工业增加值同比5.4%，预期4.5%，前值4.5%。1-9月份，规模以上工业增加值同比增长5.8%，增速与前值持平。

(3) 需求端：

1) 固定资产投资增速与前值持平。中国1-9月城镇固定资产投资同比3.4%，预期3.3%，前值3.4%。其中，制造业投资同比增长9.2%，涨幅较前值回升0.1个百分点；房地产开发投资同比下降10.1%，降幅较前值收窄0.1个百分点；基础设施投资同比增长4.1%，涨幅较前值回落0.3个百分点。

2) 社会消费表现好于预期。中国9月社会消费品零售总额同比3.2%，预期2.5%，前值2.1%。1-9月份，社会消费品零售总额同比增长3.3%，涨幅较前值回落0.1个百分点。

宏观

专题报告

2024年10月18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 三季度GDP增速小幅回落

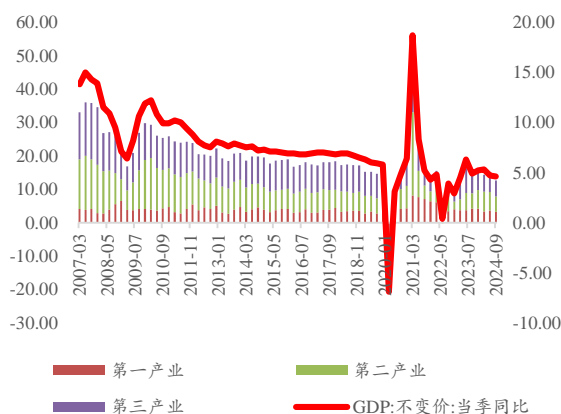
国家统计局公布的数据显示，初步核算，前三季度国内生产总值 949746 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.8%。分产业看，第一产业增加值 57733 亿元，同比增长 3.4%；第二产业增加值 361362 亿元，增长 5.4%；第三产业增加值 530651 亿元，增长 4.7%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%。从环比看，三季度国内生产总值增长 0.9%。

三季度国内 GDP 同比仅增长 4.6%，低于二季度的 4.7%，但略好于预期的 4.5%；从环比来看，三季度 GDP 增长 0.9%，较前值回升 0.2 个百分点，但低于预期的 1%。

整体来看，三季度经济进一步回落，延续了二季度以来的下行势头，核心原因在于房地产市场持续调整、居民消费和民间投资偏弱。不过，三季度实现了 4.6% 的增长，整体略好于预期，主要贡献来自于新质生产力加快发展、外需韧性超出市场预期。

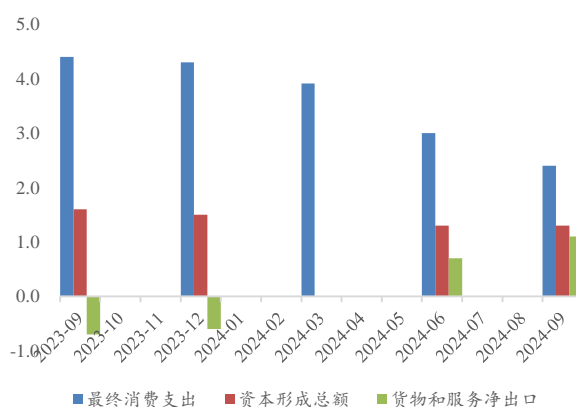
展望未来，近期国内一系列稳增长政策密集出台，有望支撑国内经济触底回升，四季度供需两端预计都会有不同程度的改善。其中，财政加快发力，基建投资有望提速；房地产支持性政策持续加码出台，房地产行业调整对宏观经济的拖累效应或将趋于缓和；活跃资本市场、促进房地产止跌回稳等政策有望通过财富效应改善居民的收入预期，居民消费也会有所改善。不过，2025 年经济走势仍将主要取决于房地产何时实现软着陆，这方面可能需要中央加杠杆的进一步配合。

图表 1：国内三季度 GDP 小幅回落



数据来源：Wind

图表 2：对 GDP 累计同比的拉动



数据来源：Wind

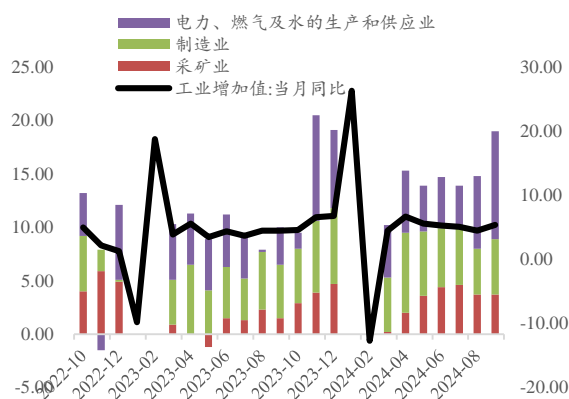
2 工业生产增速有所回升

中国 9 月规模以上工业增加值同比 5.4%，预期 4.5%，前值 4.5%。从环比上看，9 月规模以上工业增加值环比增长 0.59%，前值为增长 0.32%。1-9 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，9 月份，41 个大类行业中有 36 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 2.7%，前值为-2.1%，有色金属冶炼及压延加工业同比增长 8.8%，前值为 6.6%，非金属矿物制品业同比下降 3.8%，前值为下降 5.5%；下游方面，通用设备制造业同比增长 4.6%，前值为增长 2.2%；专用设备制造业同比增长 4.0%，前值为增长 2.9%，汽车制造业同比增长 4.6%，前值为同比增长 4.5%。

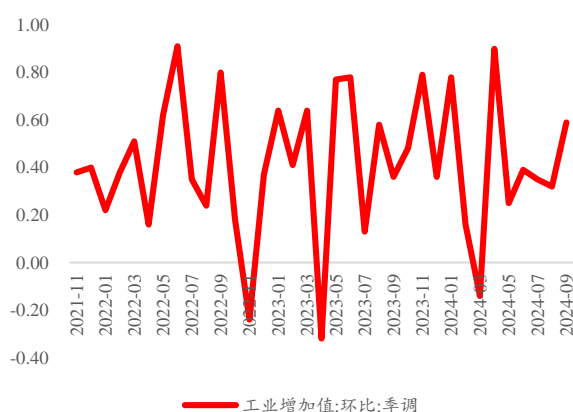
9 月工业生产增速有所回升，无论是同比还是环比均呈现加速的状态，主要原因，一是 2024 年 9 月的工作日比 2023 年 9 月更多，有助于企业更好地进行生产；二是，环比上看，随着天气和自然灾害等季节性扰动的消退，工业生产也可以重新恢复常态。展望未来，尽管 2023 年四季度工业生产的基数有所抬升，但是随着国内财政、货币、房地产、消费等一系列稳增长的政策组合拳相继推出，内需有望加快恢复，叠加降息环境下外需保持韧性，预计四季度工业生产将稳中有升。

图表 3：工业生产增速有所加快



数据来源：Wind

图表 4：工业生产环比增速



数据来源：Wind

3 固定资产投资增速与前值持平

中国 1-9 月城镇固定资产投资同比 3.4%，预期 3.3%，前值 3.4%。从环比上来看，9 月城镇固定资产投资环比 0.65%，前值 0.16%。其中，1-9 月民间固定资产投资累计同比下降 0.2%，降幅与前值持平。

从三大门类来看，1-9 月制造业投资同比增长 9.2%，涨幅较前值回升 0.1 个百分点；房地产开发投资同比下降 10.1%，降幅较前值收窄 0.1 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 4.1%，涨幅较前值回落 0.3 个百分点。其中，水利管理业投资增长 37.1%，航空运输业投资增长 17.9%，铁路运输业投资增长 17.1%。

(1) 基建投资累计增速继续回落。1-9 月基建投资增速回落至 4.1%，不过据测算，9 月当月基建投资（不含电力）增速为 2.2%，较 8 月加快 1 个百分点，主要原因一方面是前期高温多雨天气对施工的影响减弱；另一方面，8 月之后专项债发行加快，基建项目资金改善。

展望四季度，财政部表示“将一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险”，这将很大程度上释放地方政府的稳增长动能；结合央行宣布降准降息，银行对固定资产投资项目的信贷投放力度加大，预计四季度基建投资将进一步加速，成为提振经济增长的重要抓手。

(2) 制造业投资增速略有回暖。据测算，9月单月制造业投资增速为9.7%，较上月加快1.7个百分点，主要原因一是可能与重大制造业投资项目建设加快推进有关，二是，可能与7月安排1480亿超长期特别国债资金支持大规模设备更新有关。今年以来，制造业投资保持较快的增长，1-9月制造业投资增速小幅回升0.1个百分点至9.2%，明显高于去年的6.5%的增速。这背后的核心原因是，政策面继续加大对制造业转型升级、解决“卡脖子”问题的支持力度，同时，支持大规模设备更新政策对制造业投资有较强推动作用。

展望四季度，在内生动能改善及政策面的支撑下，预计制造业投资有望延续年初以来的较快增长势头，其中，政策面支持建设现代产业体系、重点推动先进制造业发展的诉求，有望推动高技术制造业投资达到两位数高增状态。不过，制造业投资面临的主要风险点在于房地产行业能否尽快企稳以及海外贸易保护主义对制造业投资的扰动。

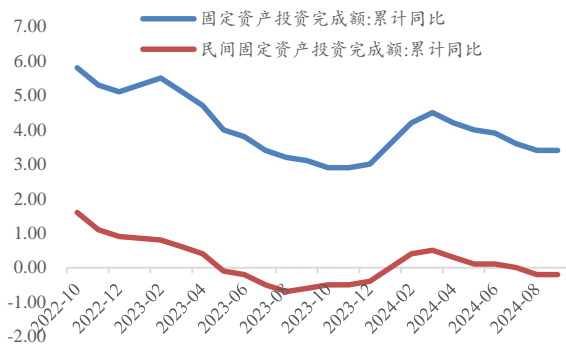
(3) 房地产投资降幅略有收窄，但下行压力仍大。1-9月房地产投资累计增速小幅收窄0.1个百分点至-10.1%，为年内首次降幅收窄。据测算，9月当月房地产投资同比为-9.4%，降幅较上月收窄0.8个百分点。主要原因有两个，一是，上年同期基数走低，小幅抬升了同比增速；二是，近期政策面加大了对房地产“白名单”项目的融资支持力度。不过，9月房地产施工、销售及房价数据仍存在较大下行压力。

展望四季度，9.26政治局会议明确要求“促进房地产市场止跌回稳”，随后以“四个取消、四个下调、两个增加”为代表，“一揽子增量政策”中的房地产支持政策大幅加码，特别是10月17日新闻发布会宣布，“白名单”项目贷款审批通过金额将翻倍，到年底要超过4万亿，而且接下来要优化贷款资金的拨付方式，做到“能早尽早”。这或意味着四季度房企开发贷投放进度将显著加快，房地产开发资金来源中的银行贷款将持续较大幅度同比正增长，进而推动四季度房地产投资同比降幅较快收窄。

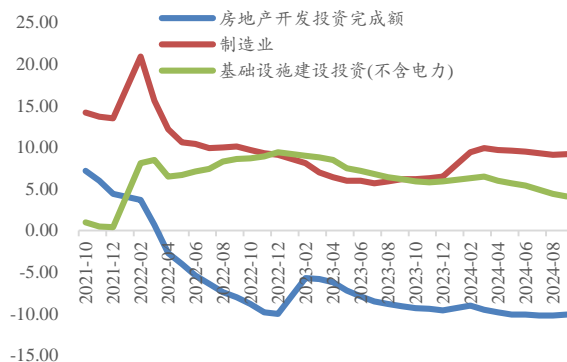
前9月固定资产投资增速小幅回升，背后是极端天气对工程施工影响消退，以及前期稳增长、稳楼市政策效应开始显现，当月三大投资板块都有不同程度改善。展望未来，扩大有效投资将是本轮“一揽子增量政策”的一个重要发力点，四季度固定资产投资增速有望企稳回升。

图表 5：固定资产投资增速与前值持平

图表 6：三大门类投资的变化趋势



数据来源: Wind



数据来源: Wind

4 商品房销售降幅继续收窄

国家统计局数据显示, 1-9 月份, 新建商品房销售面积同比下降 17.1%, 降幅较前值收窄 0.9 个百分点。新建商品房销售额同比下降 22.7%, 降幅较前值收窄 0.9 个百分点。9 月末, 商品房待售面积 73177 万平方米, 同比增长 13.4%。其中, 住宅待售面积增长 20.8%。

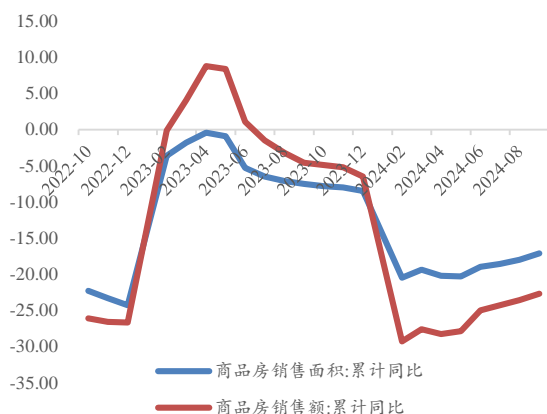
1-9 月份, 房地产开发企业房屋施工面积同比下降 12.2%, 降幅较前值扩大 0.2 个百分点。房屋新开工面积同比下降 22.2%, 降幅较前值收窄 0.3 个百分点。房屋竣工面积同比下降 24.4%, 降幅较前值扩大 0.8 个百分点。

1-9 月份, 房地产开发企业到位资金 78898 亿元, 同比下降 20.0%。其中, 国内贷款 11466 亿元, 下降 6.2%; 利用外资 29 亿元, 下降 19.9%; 自筹资金 28680 亿元, 下降 9.1%; 定金及预收款 23593 亿元, 下降 29.8%; 个人按揭贷款 11079 亿元, 下降 34.9%。

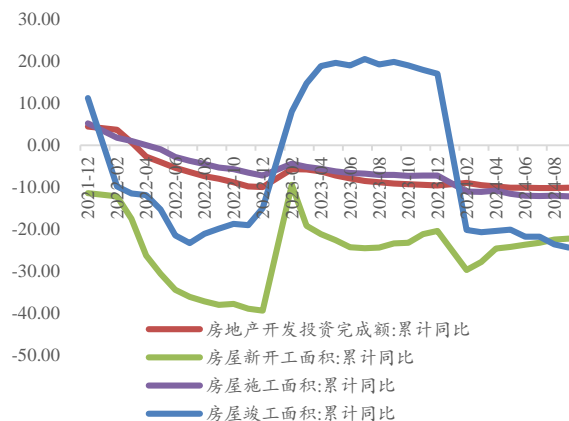
“9.26” 政治局会议明确要求“促进房地产市场止跌回稳”, 随后以“四个取消、四个下调、两个增加” 为代表, “一揽子增量政策” 中的房地产支持政策大幅加码。其中, 统一首套房和二套房的房贷最低首付比例, 将全国层面的二套房贷款最低首付比例由 25% 下调至 15%。此外, 预计年内 LPR 利率将进一步下调, 有望降低居民的购房成本, 这是“5.17 房地产新政” 的延续, 有利于进一步加大对需求端的刺激, 有助于尽快稳定房价。

图表 7: 商品房销售降幅继续小幅收窄

图表 8: 房地产投资降幅小幅收窄



数据来源: Wind



数据来源: Wind

5 社会消费表现好于预期

中国9月社会消费品零售总额同比3.2%，预期2.5%，前值2.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长3.6%，涨幅较前值扩大0.3个百分点。从环比上看，中国9月社会消费品零售总额环比0.39%，前值-0.01%。1-9月份，社会消费品零售总额同比增长3.3%，涨幅较前值回落0.1个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长3.8%，涨幅较前值回落0.1个百分点。中国9月城镇调查失业率5.1%，前值5.3%。

按消费类型分，9月份，商品零售额同比增长3.3%，涨幅较前值扩大1.4个百分点；餐饮收入同比增长3.1%，涨幅较前值回落0.2个百分点。1-9月份，商品零售额同比增长3.0%，涨幅与前值持平；餐饮收入同比增长6.2%，涨幅回落0.4个百分点。

从主要商品限额以上零售额增速来看，消费仍呈现出一定的分化走势，一方面，“促销费政策”效果持续显现，其中，汽车和家电零售额增速受益于以旧换新政策而大幅加快，对整体商品零售额增速拉动作用明显；另一方面，在房地产市场持续调整背景下，家具、建筑装潢材料等其他涉房消费表现仍然较弱，其中家具零售额同比因基数走低而回正，但增速仅为0.4%，建筑装潢材料零售额同比下降6.6%，降幅与上月基本持平。不过，需要注意的是，9月服装、化妆品、金银珠宝等其他可选消费品零售额同比仍延续负增，显示居民消费信心依然偏弱，但降幅与上月相比均有所收窄。

展望未来，国内宏观政策取向上出现了边际上的变化，正在从之前侧重给企业减税降费以及扩大有效投资等角度发力，进一步向支持居民消费方向转移，这将对后期商品消费起到一定提振作用。在四季度新一轮稳增长政策发力背景下，预计促消费政策也还有加码空间。

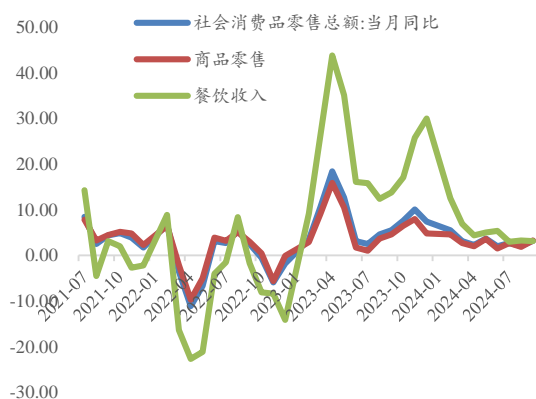
一是，7月25日，国家发改委、财政部安排1500亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新。

二是，9月24日，中国央行宣布引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，预计平均降幅在0.5个百分点左右。潘功胜行长预计有望惠及5000万户家庭，1.5亿人口，平

均每年减少家庭利息支出 1500 亿元左右，此举有助于改善居民提前还贷的压力，有利于促进居民消费。

三是，9 月 24 日中国央行宣布创设新的政策工具，支持股票市场发展。有望为股市注入更多活力，从而提振资本市场信心，通过财富效应传导，改善居民收入预期。

图表 9：社会消费增速有所回升



数据来源：Wind

图表 10：城镇调查失业率下降



数据来源：Wind

6 政策发力有望支撑经济企稳回升

整体来看，三季度经济进一步回落，延续了二季度以来的下行势头，核心原因在于房地产市场持续调整、居民消费和民间投资偏弱。不过，三季度实现了 4.6% 的增长，整体略好于预期，主要贡献来自于新质生产力加快发展、外需韧性超出市场预期。

展望未来，近期国内一系列稳增长政策密集出台，有望支撑国内经济触底回升，四季度供需两端预计都会有不同程度的改善。其中，财政加快发力，基建投资有望提速；房地产支持性政策持续加码出台，房地产行业调整对宏观经济的拖累效应或将趋于缓和；活跃资本市场、促进房地产止跌回稳等政策有望改善居民的收入预期，居民消费也会有所改善。不过，2025 年经济走势仍将主要取决于房地产何时实现软着陆，这方面可能需要中央加杠杆的进一步配合。

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