

2024 年 10 月 22 日

## 南华宏观研究团队报告 经济触底迹象显现，短期回暖可期

### 核心观点：

三季度 GDP 同比增长 4.6%，较二季度的 4.7% 有所下滑。三季度经济延续了二季度的特征，消费依然是经济的主要拖累因素。GDP 平减指数较上月有所好转，但仍然处于负值区间。宏观和微观的差异依旧存在。

尽管三季度经济边际放缓，但 9 月经济数据已显示边际回暖趋势，三季度可能是年内经济增长的低点。具体来看，9 月经济数据显示四季度经济仍有一定支撑：1、“两新”政策推动消费市场回暖，随着政策逐步发力，四季度消费市场有望继续得到支撑。2、基建投资明显改善。随着四季度财政支出进度加快，基建投资可能成为支撑经济的另一主要力量。3、增量地产政策有助于市场出清，为房地产市场提供一定支撑。总体而言，今年 5% 的经济增速目标仍可期待，但四季度在量价上可能仍会出现一定分化。

风险提示：文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

南华研究院  
投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1290 号

曹扬慧：  
投资咨询证号：Z0000505

潘响：  
期货从业证号：F03107845

请务必阅读正文之后的免责条款部分

# 目录

## 章节

1. 经济触底迹象显现，短期回暖可期 .....	1
--------------------------	---

## 目录

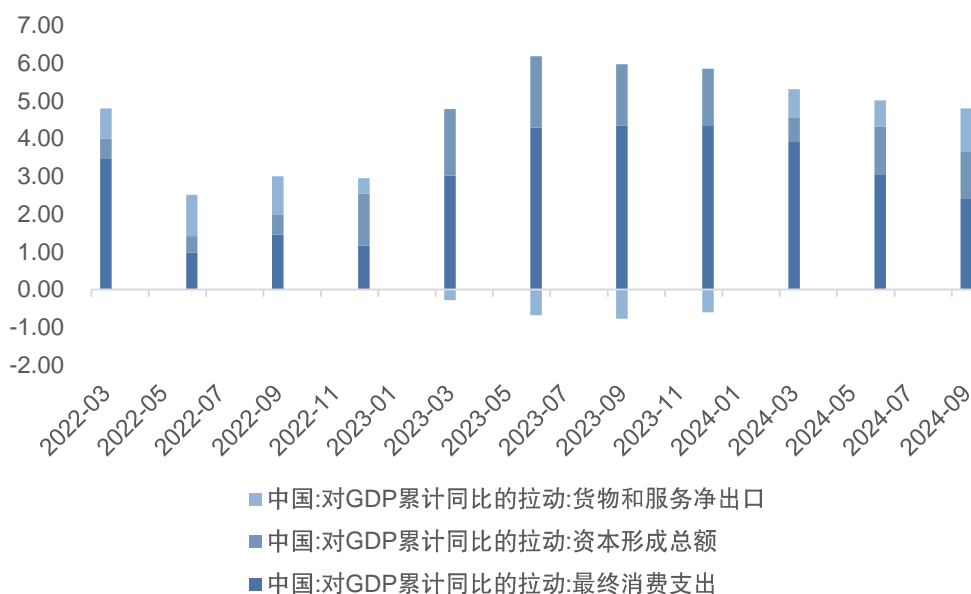
### 图表

图 1.1: 消费是经济的主要拖累项 (%) .....	1
图 1.2: GDP 平减指数仍位于负值区间内 (%) .....	2
图 1.3: 社零当月同比回升明显 (%) .....	3
图 1.4: 商品零售有所上涨 (%) .....	3
图 1.5: 政策推动可选消费品类回升 (%) .....	3
图 1.6: 失业率有所改善 (%) .....	4
图 1.7: 工业生产边际回暖 (%) .....	5
图 1.8: 政策因素推动工业增加值边际改善 .....	5
图 1.9: 工业产能利用率持续回升 (%) .....	6
图 1.10: 固定资产投资完成额累计同比与上月持平 (%) .....	7
图 1.11: 基建投资改善明显 (%) .....	7
图 1.12: 全口径与不含电力的基础设施增速出现背离 (%) .....	8
图 1.13: 商品房成交面积有所好转, 但持续性有待观察 .....	9
图 1.14: 二手房市场仍然维持以价换量的趋势 .....	9
图 1.15: 去化周期已经触顶 .....	10

# 1. 经济触底迹象显现，短期回暖可期

中国GDP数据公布，三季度增长4.6%，与市场预期一致。相比二季度的4.7%，三季度GDP有所下滑。从三季度月度数据中，也能看到多项经济指标呈现边际走弱趋势。具体看三季度GDP分项，消费对GDP的拉动减少0.63个百分点至2.4%，投资的拉动减少0.02个百分点至1.26%，而净出口的拉动增加0.44个百分点至1.14%。从三季度各项对GDP拉动中可以明显看到，消费是经济的主要拖累因素，延续了二季度的经济特征。

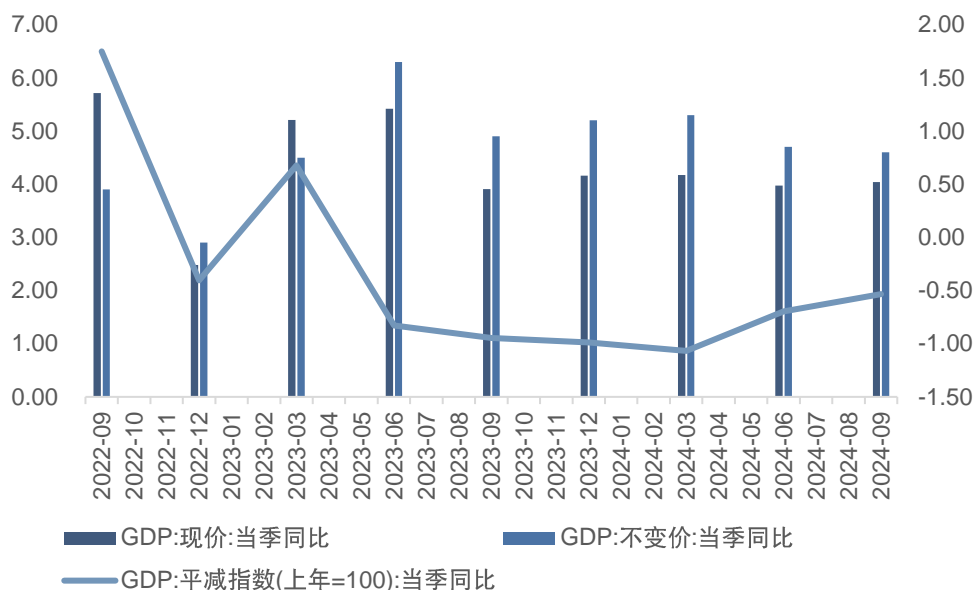
图 1.1：消费是经济的主要拖累项（%）



资料来源：Wind 南华研究

GDP 平减指数较上月有所好转，但仍然位于负值区间，宏微观温差仍然存在。近期的金融数据和物价指数均显示出私人部门维持缩表倾向，且近期有加速下滑的趋势。

图 1.2: GDP 平减指数仍位于负值区间内 (%)



资料来源: Wind 南华研究

虽然三季度经济边际放缓，但9月经济数据显示经济出现了边际回暖趋势，三季度或是年内经济低点。具体看9月经济数据显示出四季度经济仍有一定支撑，具体看：1、“两新”政策开始推动消费市场回暖，预计随着“两新”政策的逐步发力，四季度消费仍有一定支撑。2、基建投资改善明显。随着四季度财政支出进度的逐步加快，基建投资可能是支撑经济的又一大主要力量。3、增量地产政策有利于加快市场出清，在一定程度上托底房地产市场。

三季度经济虽边际放缓，但9月经济数据已显示经济出现边际回暖趋势，三季度可能是年内经济增长的低点。9月经济数据进一步揭示了四季度经济的支撑因素：1、“两新”政策正推动消费市场回暖，随着政策的逐步发力，预计四季度消费仍有一定支撑。2、基建投资明显改善。随着四季度财政支出的加快，基建投资可能成为支撑经济的另一主要力量。3、增量地产政策有助于市场出清，在一定程度上托底房地产市场。

### 1.1 “两新”政策推动消费市场逐步回暖

9月社会消费品零售总额当月同比为3.2%，较上月上涨1.1个百分点。从具体贡献分项中来看，主要是商品零售出现了较大幅度的增长，9月商品零售当月同比较8月上漲1.4个百分点至3.3%，餐饮收入当月同比较8月下降0.2个百分点至3.1%。从商品零售的具体分项中，明显看到可选消费品中文化办公用品类、家用电器和音像器材类等类别当月同比出现了明显的回升，商品零售的上涨或主要是受到“两新”政策的推动。出现了较大幅度的增长当月

9月社会消费品零售总额当月同比增长3.2%，较上月提升1.1个百分点。具体贡献分项显示，主要是商品零售出现了较大幅度的增长，9月商品零售当月同比增长1.4个

百分点至3.3%。餐饮收入同比下降0.2个百分点至3.1%。在商品零售的具体分项中，可选消费品，尤其是文化办公用品、家用电器和音像器材类，当月同比明显回升。商品零售的上涨或主要是“两新”政策推动的结果。

图 1.3：社零当月同比回升明显（%）



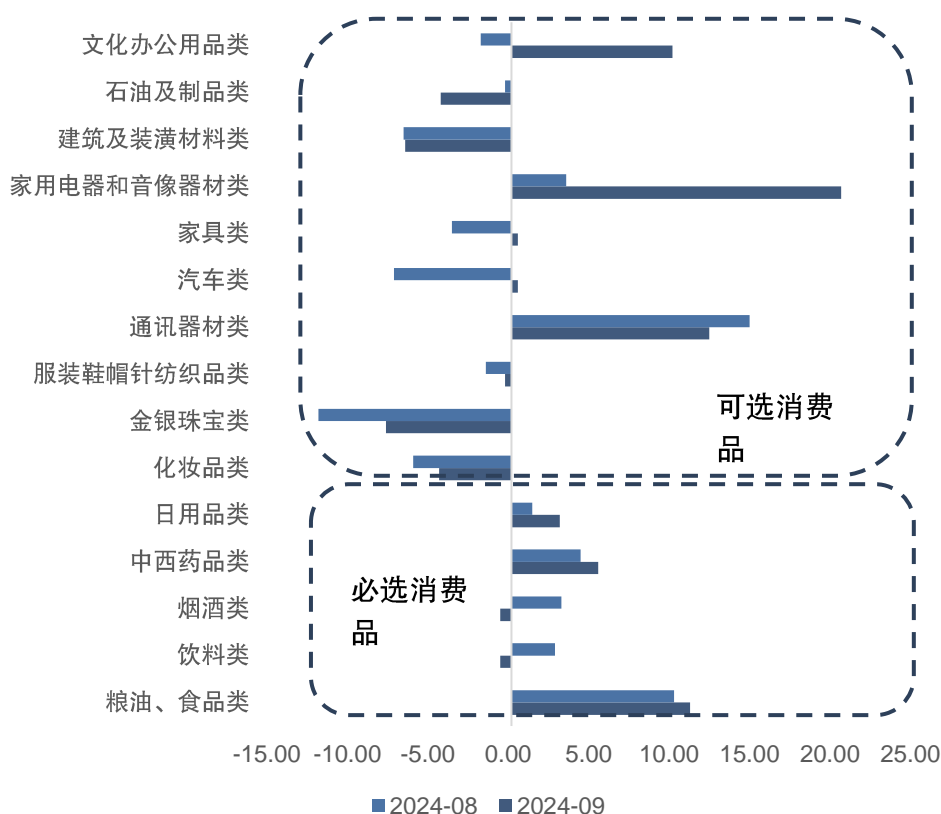
数据来源：Wind 南华研究

图 1.4：商品零售有所上涨（%）



数据来源：Wind 南华研究

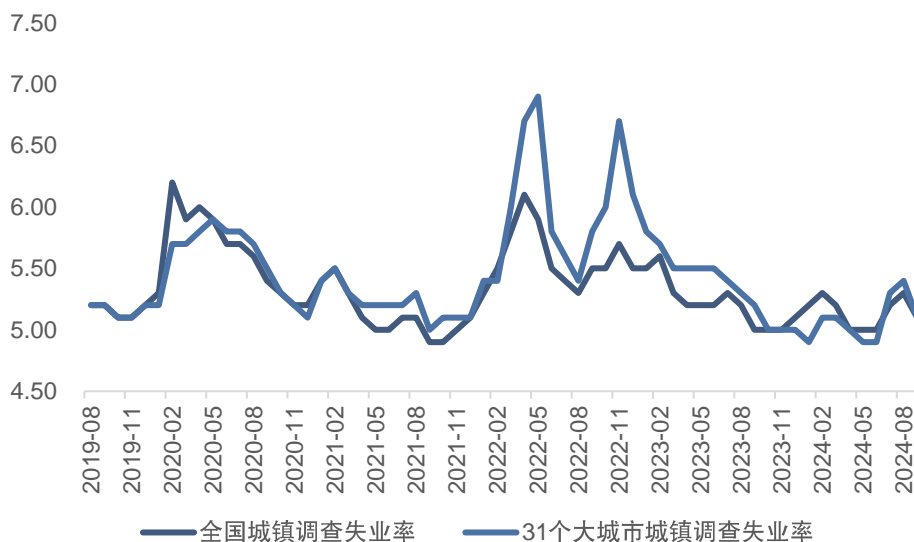
图 1.5：政策推动可选消费品类回升（%）



资料来源：Wind 南华研究

9月社会消费品零售总额回升的同时，就业市场也呈现边际改善。9月全国城镇调查失业率较上个月下降0.2个百分点至5.1%，31个大城市城镇调查失业率也较上个月下降0.3个百分点至5.1%。就业市场的改善在一定程度上夯实了消费改善的基础。

图 1.6：失业率有所改善（%）



资料来源：Wind 南华研究

## 1.2 生产边际改善

9月工业增加值同比增长5.4%，较上月提升0.9个百分点，超出市场预期的4.6%，工业生产呈现边际回暖。分行业看，黑色金属冶炼及压延加工业的增长较上月回升明显，这可能与基建投资增速加快有关。电气机械及器材制造业增速也相对偏强，这主要是“两新”政策推进的带动结果。此外，工业产能利用率也出现了回升并得到一定的恢复，这对工业生产不失为一个好消息。工业增加值的边际改善主要得益于政策推动，鉴于四季度政策力度并不弱，从量上看，四季度经济仍有一定支撑。

图 1.7：工业生产边际回暖（%）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.8：政策因素推动工业增加值边际改善

板块	工业增加值当月同比（%）	2024-08	2024-07	2024-06	较上月相比
原材料制造	化学原料及化学制品制造业	4.60	5.90	8.60	-1.30
原材料制造	橡胶和塑料制品业	6.90	5.40	7.30	1.50
原材料制造	非金属矿物制品业	-3.80	-5.50	-2.90	1.70
原材料制造	黑色金属冶炼及压延加工业	2.70	-2.10	-1.50	4.80
原材料制造	有色金属冶炼及压延加工业	8.80	6.60	9.40	2.20
装备制造	金属制品业	9.30	9.70	9.30	-0.40
装备制造	通用设备制造业	4.60	2.20	3.20	2.40
装备制造	专用设备制造业	4.00	2.90	2.50	1.10
装备制造	汽车制造业	4.60	4.50	4.40	0.10
装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	13.70	12.00	12.70	1.70
装备制造	电气机械及器材制造业	6.10	2.60	2.80	3.50
装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造业	10.60	11.30	14.30	-0.70
消费制造	农副食品加工业	1.70	-0.10	0.20	1.80
消费制造	食品制造业	4.10	6.90	7.10	-2.80
消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	5.60	5.20	2.70	0.40
消费制造	纺织业	5.10	4.40	5.90	0.70
消费制造	医药制造业	11.00	2.80	1.50	8.20

资料来源：Wind 南华研究



图 1.9：工业产能利用率持续回升（%）



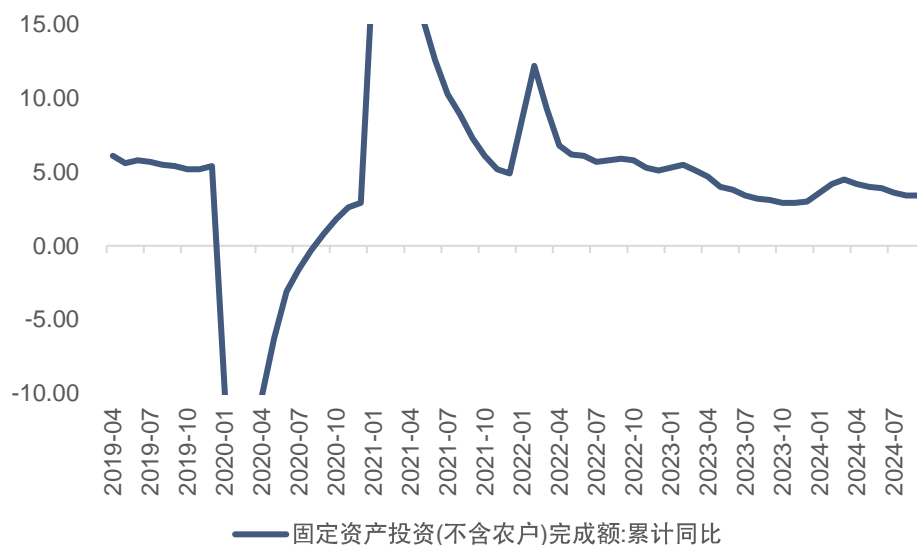
资料来源：Wind 南华研究

### 1.3 基建投资改善明显

9月固定资产投资完成额累计同比持平于上月。分项来看，基建投资显著改善，从8月的7.87%上升1.39个百分点至9.26%。制造业投资也有所改善，较上月上升0.1个百分点至9.2%。本次固定资产投资的主要贡献可能主要是基建投资。然而，我们从不包含电力、热力、燃气及水的生产和供应业分项的基础设施增速来看，基础设施增速（全口径）较上月上升，而基础设施增速（不含电力）却较上月下降。这种背离趋势已持续一段时间，或许在一定程度上表明传统带动基础设施增长的公共基础设施、道路运输等行业的能力正在减弱。

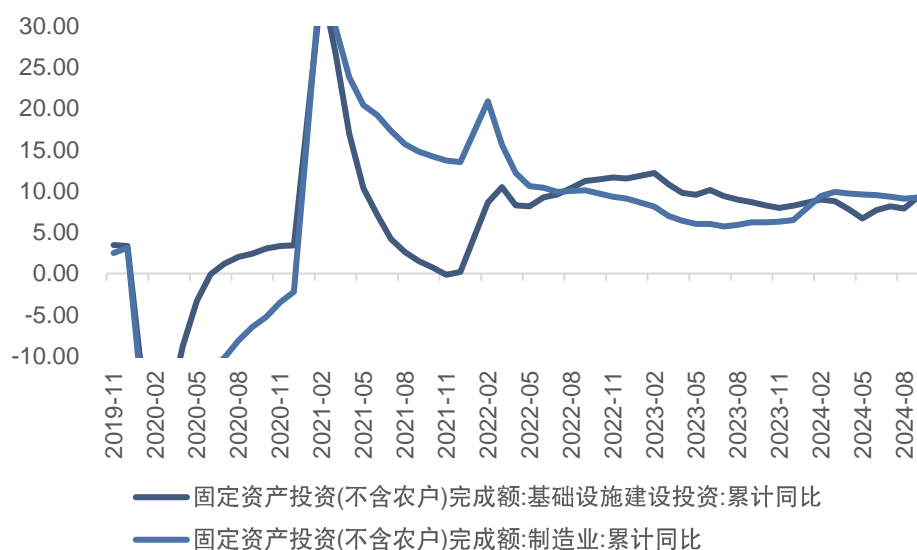
在10月8日财政部新闻发布会上，财政部表示，未来在财政支出方面将“用好用足各类资金”。会上还宣布，将在年内下达明年1000亿元中央预算内投资计划和1000亿元“两重”建设项目清单，总规模达2000亿元。随着四季度财政支出的加快，基建投资可能成为支撑经济的另一主要力量。

图 1.10：固定资产投资完成额累计同比与上月持平（%）



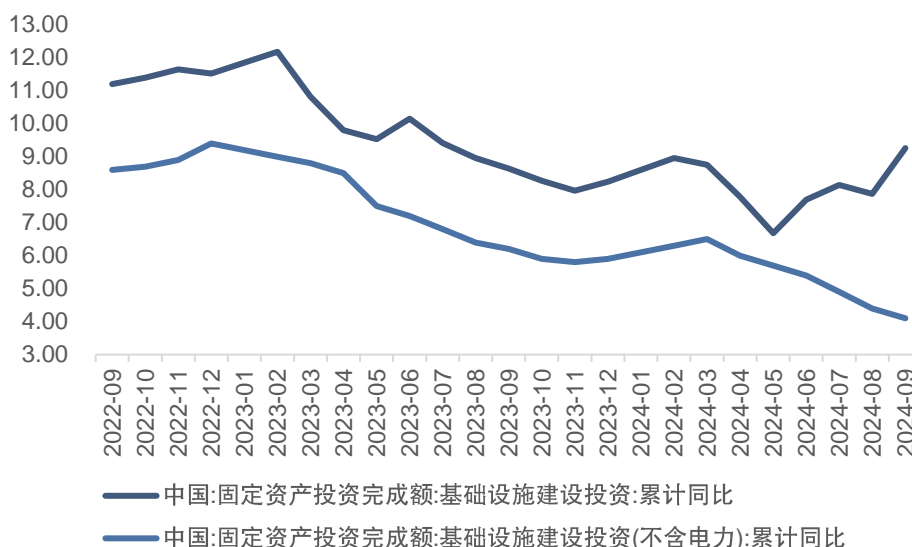
资料来源：Wind 南华研究

图 1.11：基建投资改善明显（%）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.12: 全口径与不含电力的基础设施增速出现背离 (%)



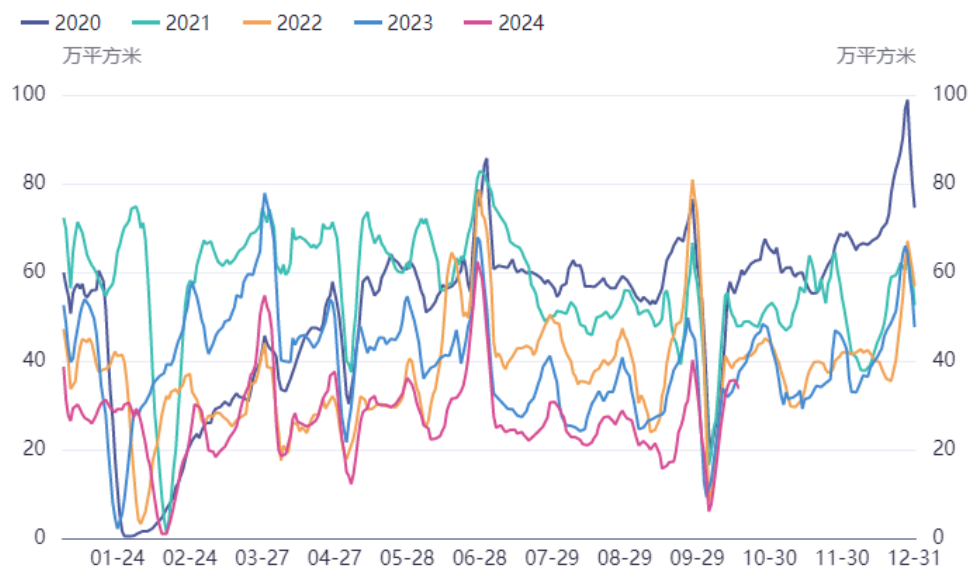
资料来源: Wind 南华研究

#### 1.4 新增地产政策推动市场出清

10月17日，国新办举行了新闻发布会，介绍了地产领域的系列政策。本轮政策的主要内容包括：四个取消、四个降低、两个增加。四个取消包括取消限购、限售、限价，以及取消对普通住宅和非普通住宅的区分。四个降低涉及降低住房公积金贷款利率政策、住房贷款首付比例、存量贷款利率政策，以及减轻“卖旧买新”换购住房的税费负担。两个增加方面，一是将通过货币化安置等方式，新增100万套城中村改造和危旧房改造项目；二是计划在年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿元。

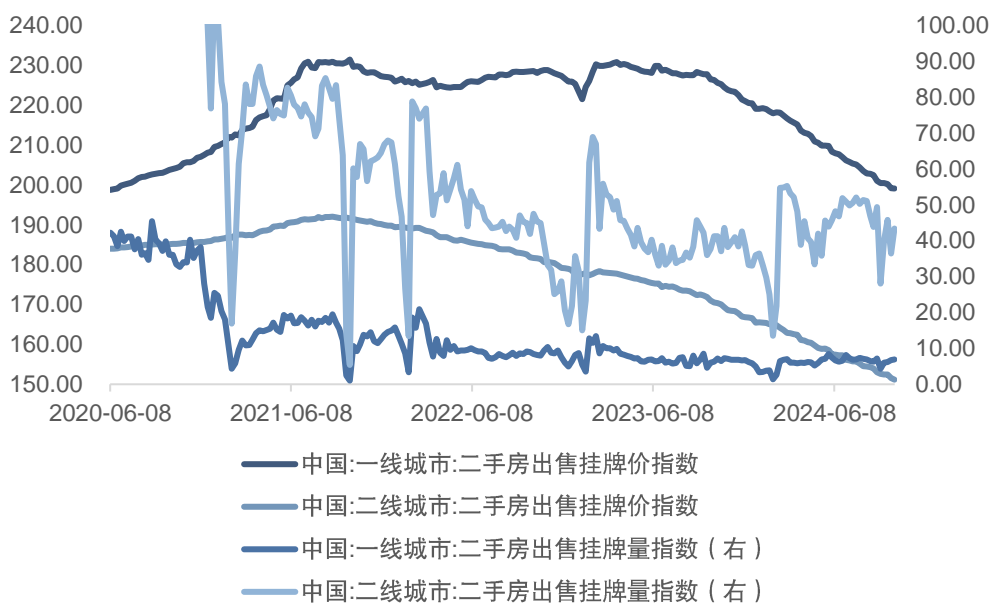
四个取消及四个降低的部分政策已经开始实施。“四个取消”旨在解除供需端的限制，而“四个降低”主要是为了促进房地产需求。那么，目前房地产市场状况如何？从30大中城市商品房成交面积来看，今年以来尤其是下半年，商品房成交面积一直处于历史低位，近期虽有所好转，但持续性仍需观察。从二手房的角度来看，二手房市场价格仍在下行通道中，二手房挂牌量表现偏强。总体来看，二手房市场仍然维持以价换量的趋势，二手房供给持续偏强的局面在一定程度上对新房市场产生挤压。

图 1.13: 商品房成交面积有所好转，但持续性有待观察



资料来源: Wind 南华研究

图 1.14: 二手房市场仍然维持以价换量的趋势

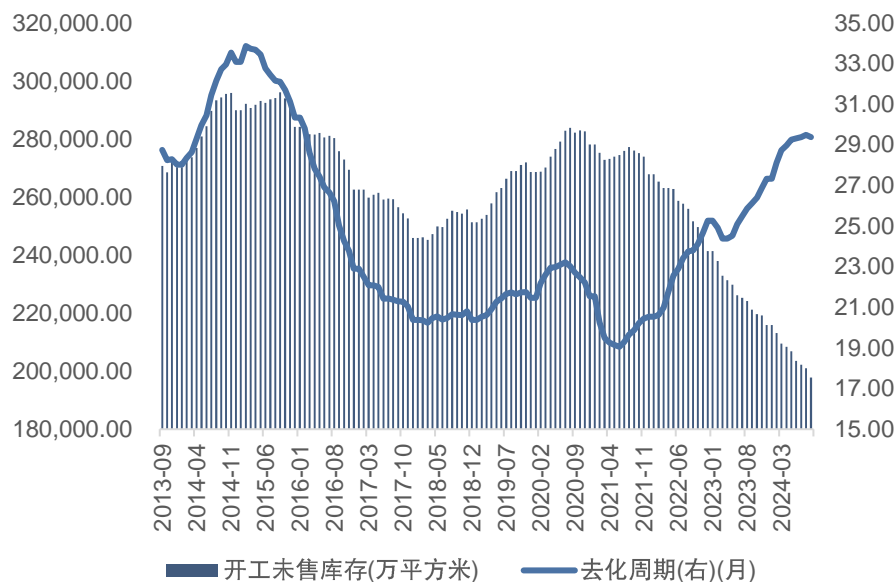


资料来源: Wind 南华研究

本次会议的增量政策在于“两个增加”。新增100万套城中村改造和危旧房改造能在一定程度上消化存量房，但与棚改期间每年约600万套的实际开工规模相比仍有差距。住建部指出，在100万套基础上可以继续加大支持力度，未来应进一步关注可能新增的改造套数。“白名单”项目信贷规模的增加对推动保交楼有重要意义，并促进了地产相关产业链的发展，但这也在一定程度上增加了房地产市场的供给。当前房地产市场库存处于相对偏高的状态，开工未售库存持续降低，但考虑到商品房销售情况，房地产库存情况并不乐观，去化周期达到29.37个月。尽管房地产库存处

于高位，但去化周期已经触顶，9月相较于8月出现了一定的下调，随着未来新增的城中村改造和危旧房改造项目的推进，去化周期可能会进一步下行。

图 1.15：去化周期已经触顶



资料来源：Wind 南华研究

总体来看，取消限价、推进保交楼等政策可能会短期内带动房价下行，但有利于市场加快出清。当前国内房地产市场的关键在于居民收入预期和房地产价格均偏弱，未来需重点关注旨在修复居民需求的政策措施。

### 1.5 仍可期待完成今年经济增速目标

三季度经济持续走弱，引发对市场今年能否实现5%经济增速目标的担忧。参考过去五年数据，四季度GDP平均同比增速为4.91%。按全年5%的增速目标推算，四季度GDP增速需达到5.5%。尽管按往年四季度平均增速看，或许今年想要完成经济目标略有难度，但从近期政策的角度来看，四季度经济仍有一定支撑。9月26日政治局会议后，政策明显转向。在随后的新闻发布会中，货币、财政、地产等政策逆周期调节力度明显增大。9月经济数据显示经济已触底，呈现回稳态势。随着财政支出进度加快及“两新”政策逐步推进，今年经济增速目标的实现仍然可期。

然而，四季度的量与价可能仍会出现一定程度的分化。核心CPI同比增速上涨0.1%，连续多月下行，跌至历史低点，金融数据也进一步证实了需求端的疲软，需求端亟需有力政策呵护。如果四季度财政政策未能出台有效的措施来提振需求，那么仅依靠市场的自我修复，摆脱低通胀的状态可能还需要一段时间。

## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---



南华期货营业网点

