



月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏

数据回顾：8月经济数据大多弱于预期，9月先行指标和高频数据未见内需显著改善迹象。需求依然疲软：8月数据中代表内需的核心通胀、信贷、消费、投资等数据均继续走弱；而依然强劲的外需或较难持久。内需疲软对供给端的拖累作用也在继续增强。在房地产方面，8月数据依然喜忧参半。一方面房价跌幅继续扩大，另一方面房产销售跌幅仍在继续收窄。不过我们观察到517房产新政对房产销售促进作用似乎正在逐渐减退：高频数据显示30大中城市9月房产销售和去年同期的差距较前几个月有所拉大。其余的9月高频数据则显示服务消费和投资或仍较为低迷，而汽车销售温和改善。

政策展望：政策刺激将继续，重点关注财政和房地产政策。此轮政策刺激规模或有望超过去年下半年政策开始转向后的历次增量政策措施。财政政策将是10月政策关注的重点所在：预计在10月下旬召开的全国人大常委会会议或会宣布增发2-3万亿元特别国债用于刺激消费和化解地方债务风险。政府或考虑推出税收或社保方面的优惠政策，帮助中低收入群体增加可支配收入以支持消费。大规模设备更新和消费品以旧换新政策措施也有进一步扩容空间。稳投资亦会继续推进。在中央政治局会议罕见地提出“要促进房地产市场止跌回稳”的具体要求之后，我们相信房地产调控政策、尤其在供给端，将继续发力。重点仍在收购房企存量房和土地上。货币政策上，四季度除了已经预告的25-50个基点降准之外，我们预计央行或再降息20个基点。

汇率展望：我们预计人民币兑美元汇率短期内还有升值空间。基于我们后续还有财政和房地产相关刺激政策陆续发布的预期，短期内市场情绪或受政策刺激影响而继续好转，推动人民币继续升值。而年底人民币汇率或有小幅回调。

投资风险：后续政策刺激和政策成效不及预期；地方政府去杠杆影响基建投资；消费复苏乏力；房地产行业迟迟不能企稳；美国大选、中东局势恶化等地缘政治风险。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024年10月3日

浦银国际

宏观洞察

月度中国宏观洞察



扫码关注浦银国际研究

月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏

8-9月数据回顾：实体经济数据大多弱于预期，经济动能仍然较弱

需求依然疲软。在代表内需的数据中，8月0.3%的核心CPI同比通胀率创下了2021年3月以来的新低（图表2）。通胀的低迷继续影响企业投资以及信贷需求，导致了制造业投资下滑（图表3）以及M1同比跌幅进一步下滑至-7.3%。尽管消费品以旧换新新政似乎促进了家电消费，然而整体消费在收入放缓和失业率上升的背景下依然疲软——8月社会消费品零售同比增速超预期下跌至2.1%（7月为2.7%，图表1）。财政政策发力偏缓和可投资项目的不足也影响了政府投资，基建投资累计同比增速已经连续5个月下滑，从3月6.5%的年内高点下滑至8月的4.4%（图表3）。尽管外需依然强劲，7-8月较高的商品贸易顺差或帮助支撑三季度经济增速，然而在全球需求开始减弱，中国和发达经济体贸易冲突日益增多的背景下，我们认为强劲的外需或较难持久。

8月房地产相关数据依然喜忧参半。一方面，房地产开发投资累计同比跌幅大于市场预期（图表3），70大中城市新建商品房价格环比跌幅8月扩大。另一方面，新开工面积累计同比跌幅再收窄，商品房销售同比跌幅仍继续收窄。虽然在517新政推出之后，6-8月房产销售跌幅逐月收窄，但是房产新政对房产销售的促进作用似乎正在逐渐减退。高频数据显示30大中城市9月房产销售和去年同期的差距较前几个月有所拉大（图表4）。

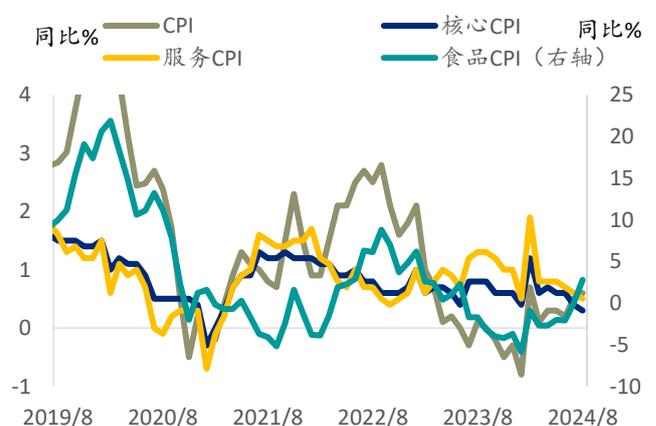
内需疲软对供给端的拖累作用在继续增强。工业增加值同比增速8月下跌0.6个百分点到4.5%（图表1）。在内需仍较为疲软、PPI持续低迷的情况下，仅靠强劲的外需或并不足以支撑工业生产的稳健增长。

图表 1: 8月除出口外，其余实体经济指标均增速下滑



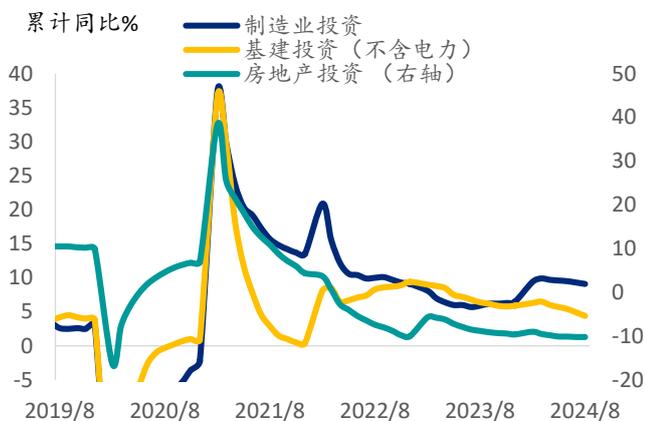
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 2: 8月整体CPI小幅回升，但0.3%的核心CPI同比通胀率创下了2021年3月以来的新低



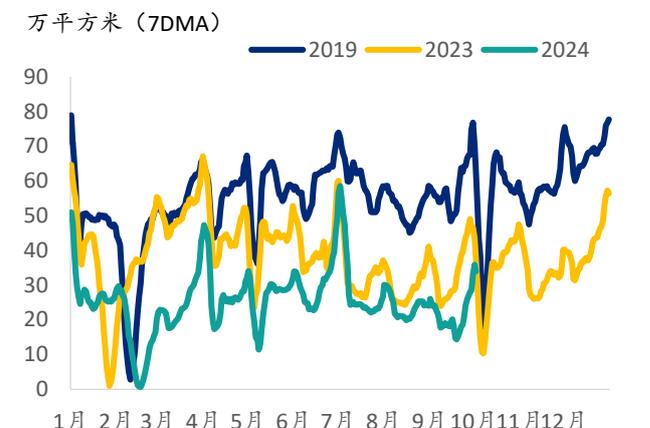
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 3: 房地产投资跌幅 8 月维持不变, 制造业和基建投资增速继续下滑



资料来源: 同花顺, 浦银国际

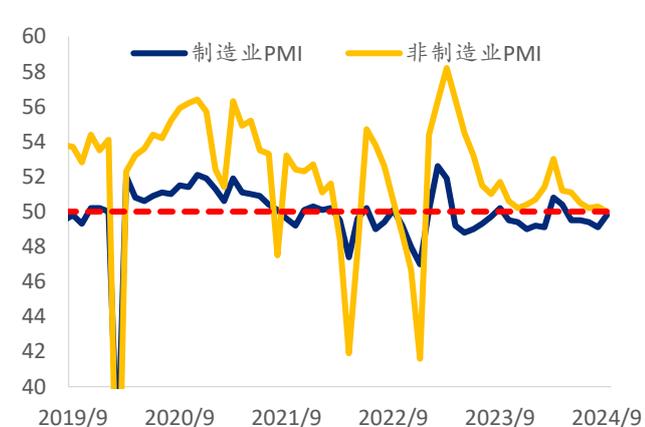
图表 4: 高频数据显示 30 大中城市 9 月房产销售和去年同期的差距较前几个月有所拉大



资料来源: Wind, 浦银国际

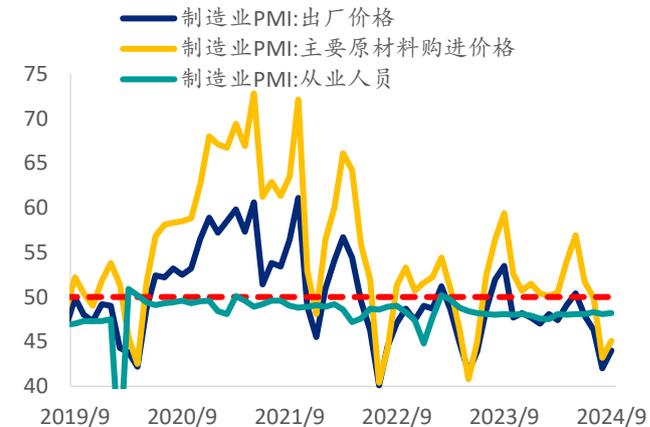
9 月先行指标和高频数据显示内需并未明显改善。虽然先行指标——制造业 PMI 9 月超预期回升 0.7 个百分点到 49.8 (图表 5), 但是物价和就业相关的子指数依然较弱 (图表 6)。此外, 非制造业 PMI 意外回落 0.3 个百分点到 50, 主要受服务业 PMI 的拖累。在出游方面, 在 9 月 15-17 日的中秋小长假中, 出游人数和旅游收入较 2019 年同期分别增加了 6.3% 和 8.0%。旅游收入增速好于端午节但弱于清明节和劳动节。我们自己估算的人均旅游支出亦较 2019 年同期增加 5.9% (图表 7)。在高频数据方面, 代表服务消费的电影票房在 9 月淡季依然低迷 (图表 8)。实物消费方面, 随着 7 月底购车补贴的升级, 9 月汽车销售继续温和上升, 但仍显著低于去年同期 (图表 9)。投资方面, 与基建和房地产投资联系较为紧密的沥青企业开工率 9 月继续低迷, 远低于前几年同期水平 (图表 10)。

图表 5: 9 月制造业 PMI 超预期上行, 但是非制造业 PMI 意外下行



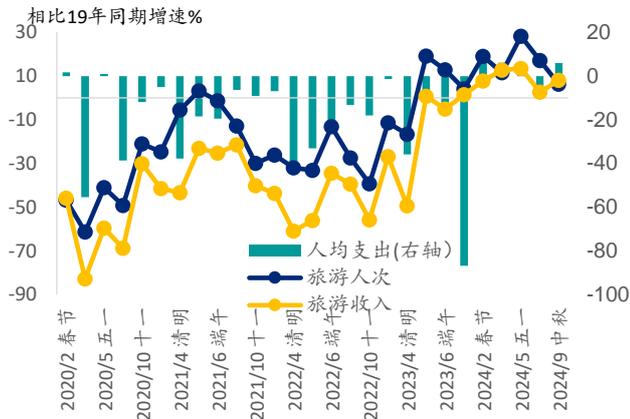
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 6: 从制造业 PMI 细分指标来看, 9 月就业和物价相关的子指数依然较弱



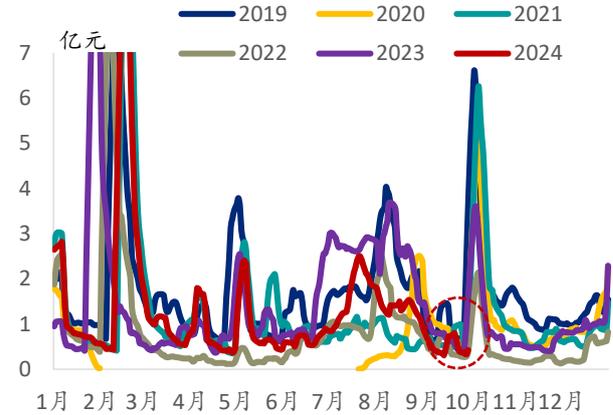
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 7: 中秋节旅游收入增速好于端午节, 但弱于清明和劳动节



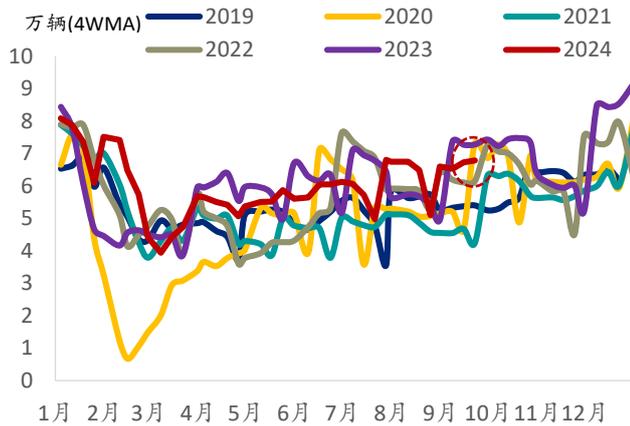
资料来源: 文旅部, 浦银国际

图表 8: 电影票房在 9 月淡季继续低迷



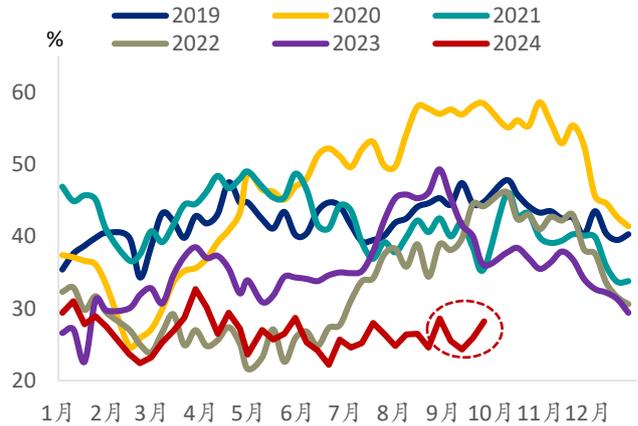
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 9: 随着购车补贴的升级, 9 月汽车销售继续温和上升, 但仍低于去年同期



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 10: 9 月沥青企业开工率依然远低于前几年同期水平



资料来源: 同花顺, 浦银国际

政策展望

9 月国新会宣布的政策刺激叠加政治局经济会议突出强调了政府对经济发展的重视。9 月 24 日的国新办发布会宣布了一系列货币宽松政策, 以及房地产和资本市场支持政策 (图表 11), 整体规模超过我们和市场的预期 (参见: [国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场](#))。仅两天后, 罕见地在九月召开的[政治局经济会议](#)进一步确认政策宽松基调。市场信心亦大受鼓舞。叠加财政政策亦将加码的预期, 我们相信这些政策在短期内将提振投资者对中国资本市场的信心。而在刺激政策陆续揭开面纱之后, 中长期信心的复苏还有待观察政策措施的执行和经济基本面的改善情况。此外, 即将在 11 月 5 日揭晓的美国大选结果也值得关注。

图表 11: 9月24日发布的重点刺激政策列表

支持类型	标题	政策要点
货币政策	预告降准降息	国新办发布会预告 50 个基点降准和 20 个基点降息，后在 27 日兑现。
房地产政策	国新办发布会提出五项举措稳定房地产市场	<ol style="list-style-type: none"> 1. 引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，平均降幅 50 个基点，每年减少约 1500 亿元家庭利息支出。 2. 统一首套房和二套房的房贷最低首付比例的操作将全国层面的二套房贷款最低首付比例由 25% 下调至 15%。 3. 5 月央行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款中的央行资金支持比例将由 60% 提高至 100%。 4. 提出将支持收购房企存量土地，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地。 5. 经营性物业贷款和“金融 16 条”这两项房地产金融政策文件的期限将延迟到 2026 年底。
支持资本市场发展	国新办发布会提出设立新货币政策工具、以及引导更多保险银行系资金支持股市的政策措施	<ol style="list-style-type: none"> 1. 央行宣布设立证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持专项再贷款，首期规模合计 8000 亿元。 2. 拟扩大银行系金融资产投资公司股权投资试点范围，扩围至 18 个城市，并适当放宽股权投资金额和比例限制。 3. 证监会将发布关于推动中长期资金入市的指导意见。

资料来源：政府部门网站，浦银国际整理

我们预计接下来政策刺激还将继续加码，尤其是在财政和房地产领域。此轮政策刺激规模或有望超过去年下半年政策开始转向后的历次增量政策措施。

- 财政政策上，预计在 10 月下旬召开的全国人大常委会会议或会宣布增发 2-3 万亿元特别国债用于刺激消费和化解地方债务风险。在促消费方面，政府或考虑推出税收或社保方面的优惠政策，帮助居民、尤其是中低收入群体，增加可支配收入以支持消费。大规模设备更新和消费品以旧换新政策措施也有进一步扩容空间。在稳投资方面，我们相信加快超长期特别国债和地方政府专项债的发行以及扩展其使用范围或仍是政策重点之一。此外，国家发改委有望推出更多储备项目以稳定基建投资。
- 房地产政策上，在中央政治局会议罕见地提出“要促进房地产市场止跌回稳”的具体要求之后，我们相信房地产调控政策、尤其在供给端，将继续发力。中央层面提供更多以及更便宜的资金支持收购房企存量房仍是扭转此轮房地产下行周期的关键所在。收购房企存量土地的政策细节也值得关注。此外，“白名单”或需进一步扩大范围和加大贷款投放力度。
- 货币政策上，四季度除了已经预告的 25-50 个基点降准之外，我们预计央行或再降息 20 个基点。

汇率展望

我们预计人民币兑美元汇率短期内还有升值空间。人民币在 9 月继续升值（图表 12），主要受两大因素推动。从外部条件来看，美联储超预期降息导致美元指数继续温和下跌。从内部条件来看，9 月 24 日政府宣布新一轮经济刺激政策，尤其是一系列提振股市的政策驱动 A 股涨幅明显，市场信心的恢复亦传导至汇市。我们注意到人民币兑美元汇率回升至 7.1 之内后，央行制定的中间价和彭博调查几乎一致，央行似乎无意在目前点位干预汇市（图表 13）。往前看，我们期待后续仍有财政和房地产相关刺激政策陆续推出，短期内市场情绪或受政策刺激影响而继续好转，人民币或有继续升值倾向。

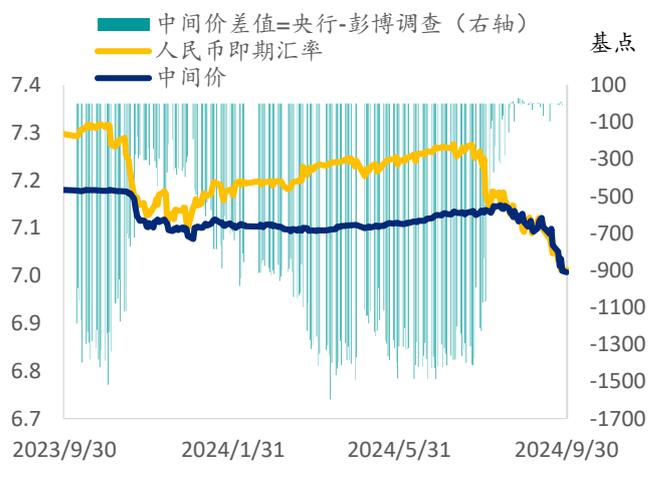
而年底人民币汇率或有小幅回调，并与美国总统选举结果有一定关联。然而中长期市场信心的改善还依赖于经济基本面的改善，或仍需耐心等待。再加上我们预计美元指数在哈里斯/特朗普当选的情景下年底或升值到 102/106 的基本假设，我们认为美元兑人民币汇率年底或有小幅回调。如果哈里斯当选且其当选如我们所料对美元指数的影响并不大，那么我们预计年底美元兑人民币汇率在 7.0-7.1 之间。如果特朗普当选并推动美元显著走强，那么人民币回调幅度或大于哈里斯当选情景的预测。

图表 12: 人民币兑美元汇率 9 月下旬一度升穿 7.0



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 13: 近期央行设置的中间价和彭博调查基本一致，说明央行并无意干预汇市



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 14：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年10月2日	货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？
2024年9月24日	国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场
2024年9月14日	8月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发
2024年8月29日	月度中国宏观洞察：静待经济动能改善
2024年8月15日	7月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力
2024年7月31日	二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认
2024年7月29日	月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰
2024年7月24日	央行7月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始
2024年7月18日	三中全会公报解读
2024年7月16日	宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？
2024年7月15日	二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力
2024年6月20日	月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对7月两大会议有何期待？
2024年6月17日	5月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善
2024年5月30日	2024年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024年5月17日	新一轮全国性房地产支持政策解读
2024年5月17日	4月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续
2024年4月30日	一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级
2024年4月22日	月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性
2024年3月20日	月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏
2024年3月18日	1-2月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续
2024年3月14日	大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布，影响几何？
2024年2月1日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024年1月24日	央行宣布降准50个基点，预示货币政策将继续维持宽松
2024年1月17日	四季度经济增速略弱于预期，但12月数据初显政策成效
2024年1月5日	月度宏观洞察：静候佳音
2023年12月15日	11月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱
2023年12月13日	中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激
2023年12月1日	2024年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场
2023年11月15日	10月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑
2023年11月7日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023年10月6日	国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏
2023年9月26日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023年9月15日	央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？
2023年9月13日	城中村改造对经济的影响有多大？
2023年9月1日	月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续
2023年9月1日	央行三箭齐发稳地产，影响几何？
2023年8月9日	7月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力
2023年8月2日	央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？
2023年7月31日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023年7月25日	7月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置
2023年7月20日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023年7月19日	促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持
2023年7月11日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？
2023年7月7日	汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值
2023年6月28日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023年6月5日	2023年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808-6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

