

畅通内循环，重塑信心再起航——四季度宏观经济形势展望

大同证券研究中心

分析师：王晓

执业证书编号：

S0770524040001

邮箱：

wangxiao@dtsbc.com.cn

分析师：景剑文

执业证书编号：

S0770523090001

邮箱：

jingjw@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路

111号山西世贸中心A座

F12、F13

网

址：<http://www.dtsbc.com.cn>

m.cn

报告背景

- **当前我国经济总需求不足，面临通缩压力。**我国宏观经济在国内外各种复杂因素影响下，“三驾马车”失速，经济增速下行；同时GDP平减指数连续5个季度落入负值区间，说明我国面临较大的通缩压力。

核心观点：畅通内循环，4季度经济发展有望加快

- **我国经济发展稳中有进、亮点涌现：**我国整体经济较海外各大经济体表现强劲，经济转型成效显著，结构性亮点不断涌现。制造业出口强劲，新兴产业逐渐壮大，整体经济仍呈现出稳中有进，潜力巨大的特点。

- **当前经济数据不及预期核心在于内循环不畅：**

- **从经济部门来看：**企业部门处于去库存周期、居民提前还贷消费不足、政府部门财政紧张扩张力度不足；

- **从房地产市场看：**房地产市场持续遇冷，其产业链长、影响力大，关联着土地财政和居民支出消费，房地产仍是畅通内循环的关键领域；

- **内循环不畅综合表现为缺钱：**社融和M1、M2增速剪刀差持续向下，显示了市场整体资金不足，对经济的预期偏弱，这凸显了政府加强逆周期调节的重要性。

- **政策发力，畅通内循环，4季度经济发展有望加快：**

- **美国进入降息周期，打开国内政策实施空间：**美国或已进入降息周期，人民币贬值压力减轻，我国增量政策空间打开，有望加速落地实施；

- **财政大幅加杠杆：**目前我国政府杠杆率相对偏低，在居民、企业部门资产负债表受损的情况下，政府加杠杆空间较大，可以为经济企稳走好提供强大动力。

- **着力提振资本市场：**引导资本市场做大做强，推动权益资产价值提升，有助于增厚居民财富，增强财富效应。

- **畅通关键堵点：**多措并举，多角度发力，助力地方政府化债、支持房地产、提振民营信心，政、企、民多管齐下，助力总需求回升，提振经济发展。

- **综合来看：**中国经济虽短期回落，但韧性强、潜力大。美联储进入降息周期为我们提供了良好的外部金融环境，国内财政和货币政策共同发力，瞄准关键堵点，畅通内循环，全力稳增长。随着各项政策的逐步落地，经济各主体信心也将逐步恢复，全年和四季度经济增长仍值得期待。

风险提示

地缘政治加剧，海外市场突发利空，政策落地不及预期。

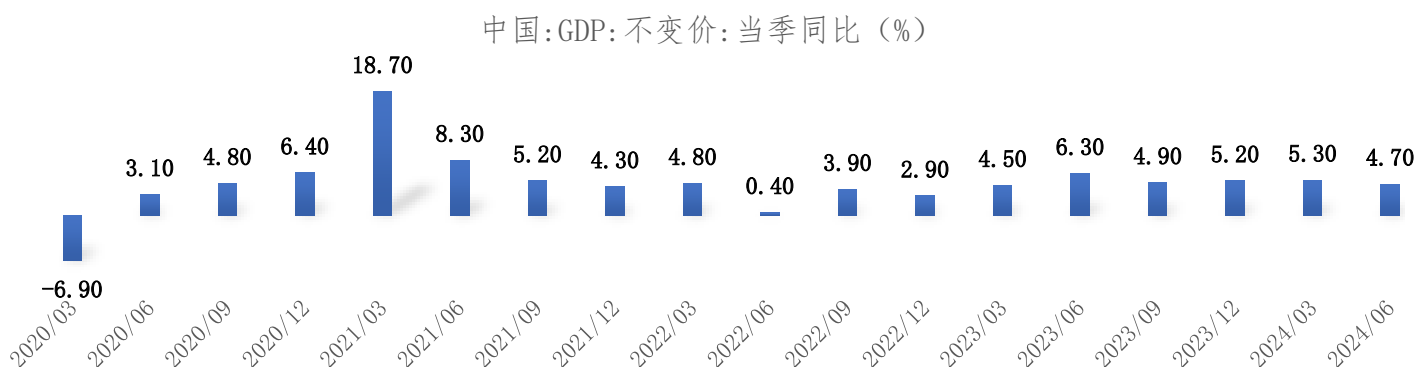
一、当前经济运行情况：“三驾马车”边际走弱，存在通缩压力

GDP 增速韧性较强。在经过三连涨之后，GDP 增速在二季度有所回落，不足 5%。但短期震荡幅度偏小，预计长期向上趋势不会发生改变。全年经济增速努力“保 5”目标下，后续经济表现依然值得期待。

经济增速虽有所韧性，宏观数据层面，却依然存在一定隐忧。

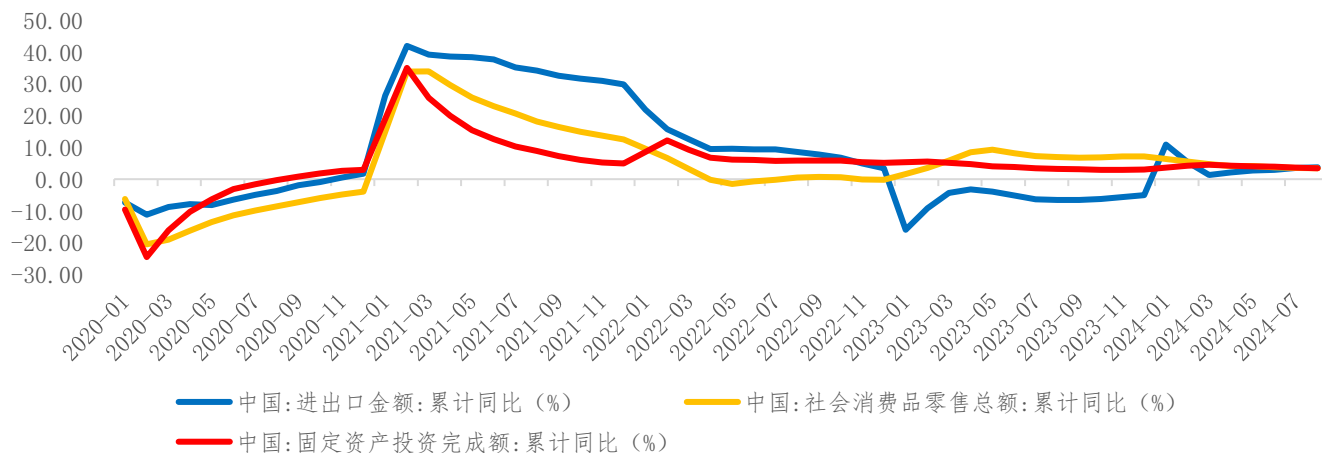
拉动经济的“三驾马车”边际走弱。作为拉动经济的“三驾马车”，消费、投资、进出口始终是短期经济发展的风向标。当前中国社会消费品零售总额、固定资产投资完成额、进出口金额同比增速均处于相对弱势的区间，截至 2024 年 8 月，消费、投资、进出口金额同比增速分别为 3.70%，3.40%，3.40%。作为支撑经济的三大动力源，后续如何提振消费、投资、进出口这“三驾马车”仍是关键。

图表 1：中国 GDP 韧性较强，但增速趋缓



数据来源：Wind，大同证券

图表 2：拉动经济三驾马车累计同比增速存在边际减速情况



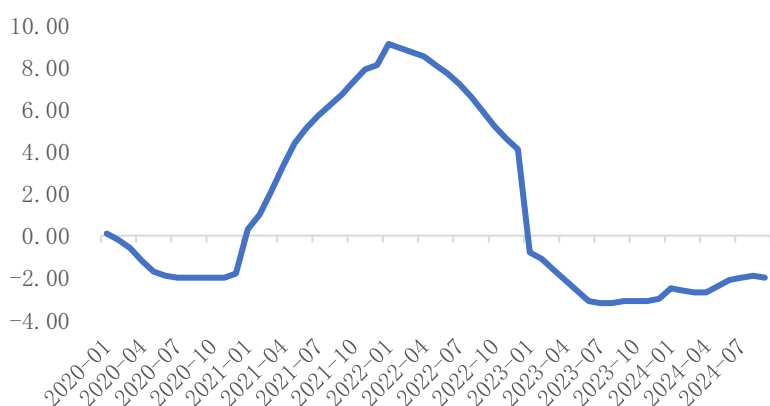
数据来源：Wind，大同证券

总需求不足，存在通缩压力。生产端来看，PPI 表现不佳，同比增速自 2023 年起转负，持续

走弱，截至 2024 年 9 月，PPI 累计同比增速仅为-2%；从物价数据来看，GDP 平减指数连续 5 个季度为负，2024 年二季度，GDP 平减指数累计同比下滑 0.89 个百分点；CPI 累计增速回落明显，2024 年 1 月一度同比转负，后续虽再度转正，但依旧表现较弱，在去年同期表现不佳的情况下，9 月累计同比仅 0.3 百分点。受前期海外地缘冲突不断的影响，油价基数较大，对 CPI 数据扰动较强。而在剔除食品和能源的扰动下，核心 CPI 整体表现相对平稳，虽有向下趋势，但仍始终维持正增长。这反映出，我国当前虽并未进入真正的“通缩”区间，但总体需求不足依然存在，通缩压力仍较大。

图表 3: PPI 自 2023 年起累计同比持续为负

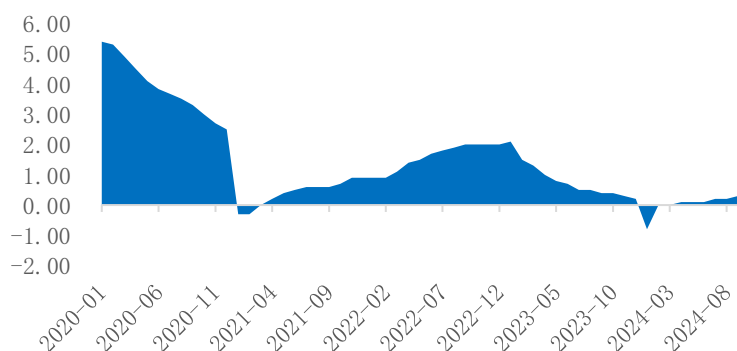
中国:PPI:全部工业品:累计同比 (%)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 5: CPI 增速不及预期

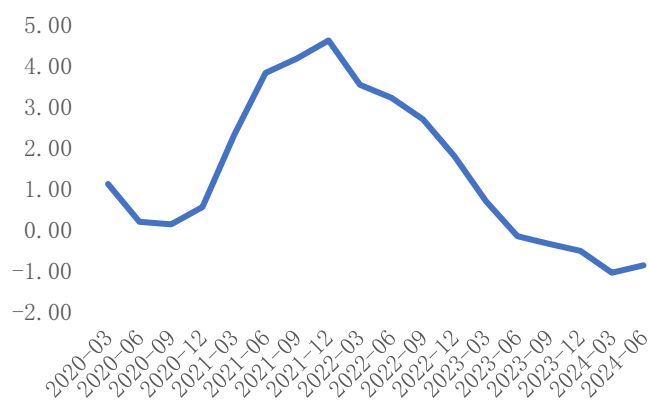
中国:CPI:累计同比 (%)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 4: GDP 平减指数累计同比连续 5 季度为负

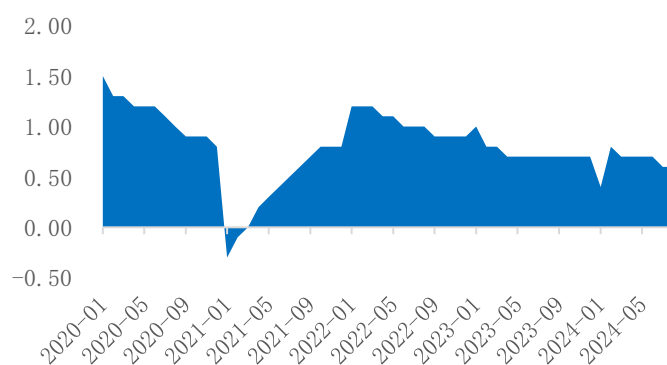
中国:GDP:平减指数:累计同比 (%)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 6: 核心 CPI 表现稳定

中国:CPI:不包括食品和能源(核心CPI):累计同比 (%)

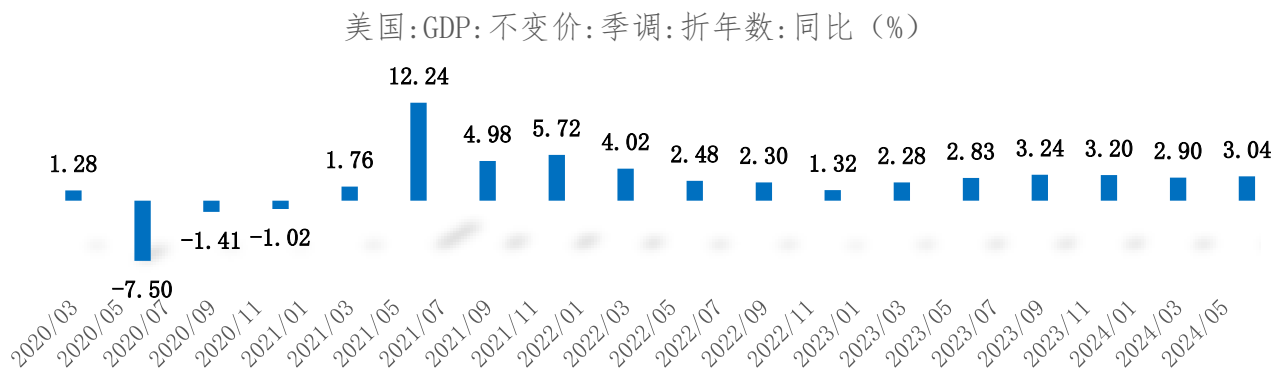


数据来源: Wind, 大同证券

全球经济衰退危机趋缓，但仍未解除。全球经济在近三年的大调整后，衰退危机有所缓解，以美国为最主要锚点来看，美国经济增速保持稳定，虽不及 2021 年高点，且较中国差距较远，但仍保持稳定正增速。另外，通胀有所回落，CPI 增速从 2022 年 6 月的 9% 回落至 2.4%，整体维持了一定的平稳。但要看到，全球经济衰退危机仍未解除，美国就业数据依然不强，全球央行虽

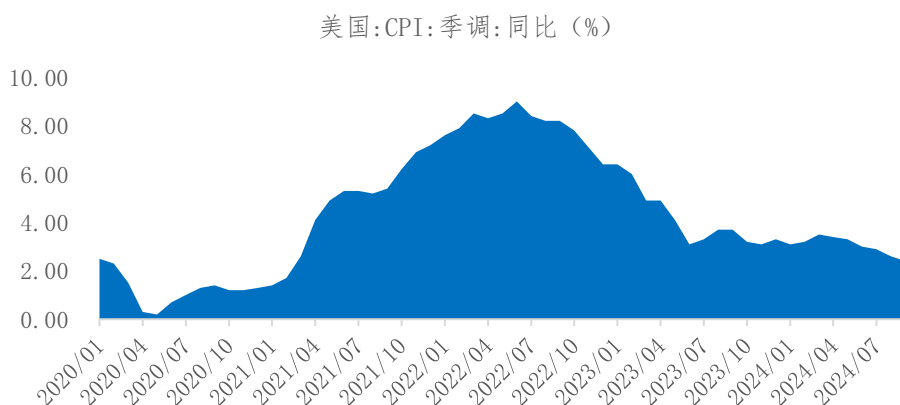
脱离了加息周期，但仍未全面开启降息。伴随着全球地缘政治不断爆发下，全球经济不稳定性依然存在。

图表 7：美国 GDP 增速同样趋缓，全球经济表现不佳



数据来源：Wind，大同证券

图表 8：美国一度陷入通胀危机



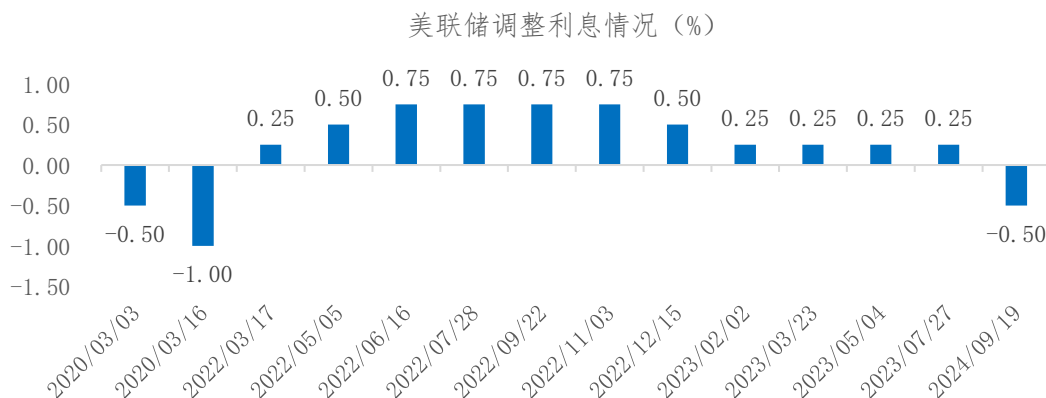
数据来源：Wind，大同证券

二、宏观数据不及预期原因分析：周期影响整体经济表现，内循环不畅限制恢复效果

1、国际环境：美联储加息周期下，制约国内政策实施空间

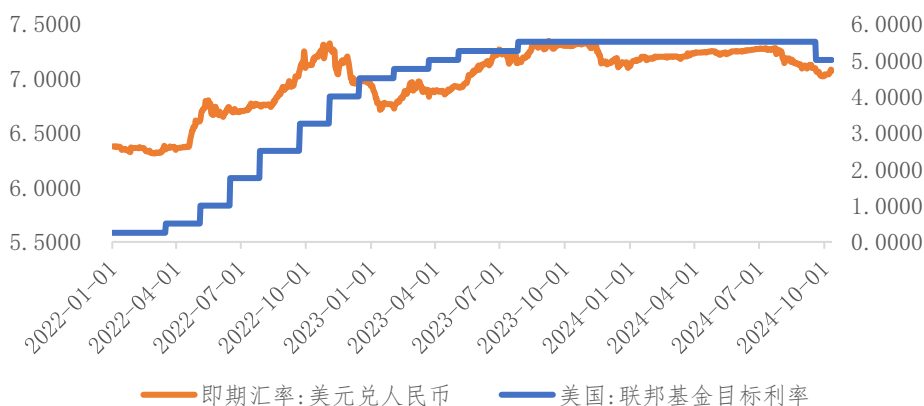
自 2022 年起，为应对经济衰退，美联储宣布加息，同年，全球受此影响，逐步进入加息周期。美联储联邦基金目标利率两年时间共计增长 5.25%，美元大幅走强，全球多种货币外汇大幅走低。在此背景下，人民币汇率走贬，为保证人民币外汇坚挺，国内整体降息空间较小，货币政策趋于缓和，对经济恢复的刺激效果相对平和。

图表 9: 美股超三年加息周期下, 虹吸全球资产



数据来源: Wind, 大同证券

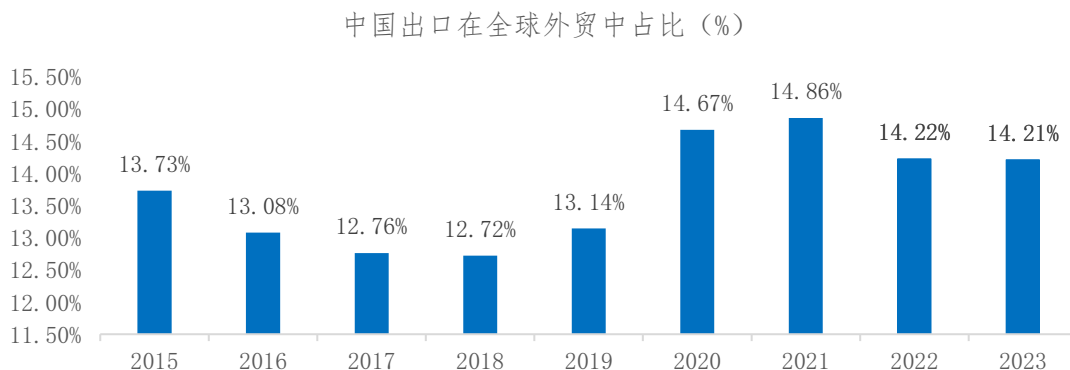
图表 10: 美联储加息周期下, 人民币汇率走贬



数据来源: Wind, 大同证券

2. 外循环阻力较大: 中美脱钩断链下, 外循环短期难以上扬。国际形势的不断变化, 也对外循环产生了一定影响。近年来, 美国频频提起脱钩断链, 今年 9 月, 美国众议院提出逾 25 项制裁中国的法案, 或在年底全部生效。在这种背景下, 中国货物出口金额在全球外贸中的比重从 2021 年 14.86% 的高点回落至 2023 年的 14.21%, 虽整体仍然表现强劲, 但短期冲高可能性较低, 对经济恢复的支撑力度较难再更进一步。

图表 11: 中美脱钩断链, 中国出口在全球外贸中占比下降



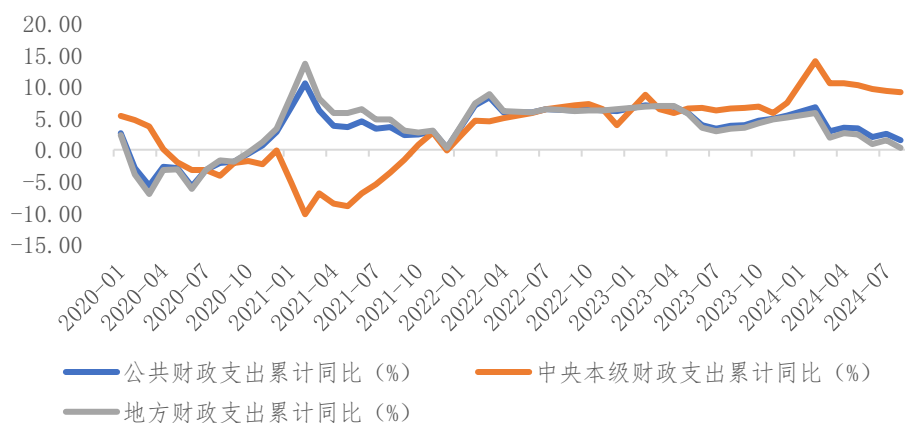
数据来源: Wind, 大同证券

3、内循环仍然不畅: 政企民三部门均面临一定堵点, 房地产市场持续遇冷影响内循环通畅

(1) 政府部门: 地方政府支出走低, 地方债压力仍在

趋势上看, 地方政府支出增速震荡走低。自 2021 年增速冲至高点 13.6% 之后, 持续震荡走低, 2021 年 12 月一度触底, 增速仅 0.3%。之后虽短暂回暖, 但依旧不改长期向下的趋势。近年来, 地方债还债压力较大, 借新还旧模式不足以覆盖整体债务压力, 导致地方政府资金紧张, 财政支出震荡走低。但可以看到, 与之相对的, 中央财政支出震荡拉升, 助力地方政府稳定经济, 提振地方经济发展, 后续, 中央对于地方的财政支持或仍是地方政府能否走出地方债困境的重点。

图表 12: 地方财政支出累计同比持续下滑



数据来源: Wind, 大同证券

(2) 企业部门: 供过于求, 库存长期处于去库周期。

2022 年 5 月起, 中国工业企业进入去库阶段。工业企业库存同比增速从四月的 20% 开始回落, 至 2023 年初已跌落至 10% 以内, 7 月更是仅达到 1.6%。在整体经济周期大背景未发生变化的情况下, 小的库存周期对经济短期的扰动相对较强。生产端的供过于求, 对企业盈利有较大限

制，会推动企业降低成本，削减投资，进而对经济产生不利影响。本轮去库周期直至 2024 年才有所缓和，截至 2024 年 8 月，中国工业企业库存已回升至 5% 以上。前期快速的下滑，对经济增速存在一定影响。

图表 13: 企业部门长期处于去库周期，影响企业盈利能力

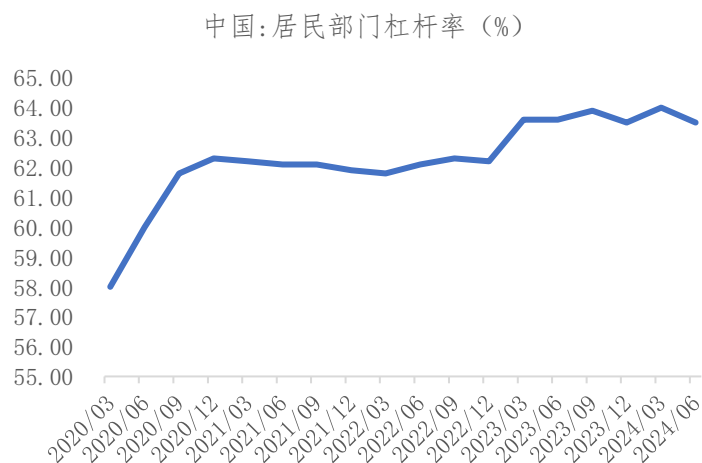


数据来源: Wind, 大同证券

(3) 居民部门: 提前还贷, 消费不足。居民杠杆率增速趋缓, 截至 2020 年 12 月, 居民杠杆率已达 62.20%, 而至 2024 年 6 月, 仅抬升至 63.50%, 居民去杠杆趋势相对明显。

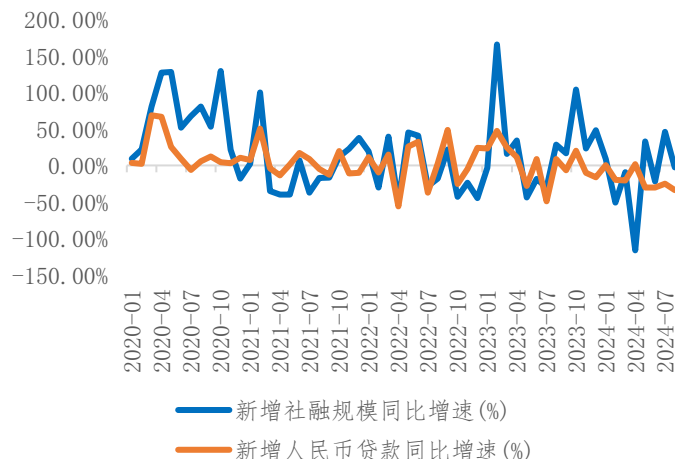
另外, 居民存款和贷款情况, 可以看出居民的行为。居民部门人民币存贷同比均回落, 截至 2024 年 8 月, 居民人民币存款存量同比仅 6.60%; 居民人民币贷款存量同比仅 8.50%, 增速维持在低位区间。整体来看, 居民资产负债表或有受损迹象, “不敢贷、不敢花” 或成为近年居民部门特点。

图表 14: 居民部门杠杆率偏高, 影响消费



数据来源: Wind, 大同证券

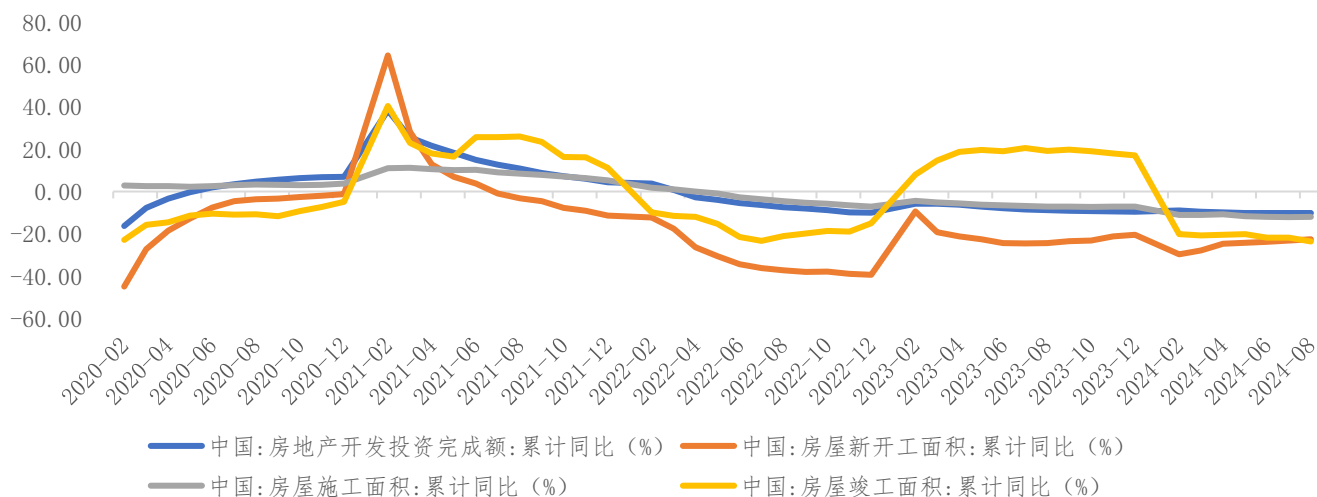
图表 15: 存贷增速双回落, 资产负债表或有受损迹象



数据来源: Wind, 大同证券

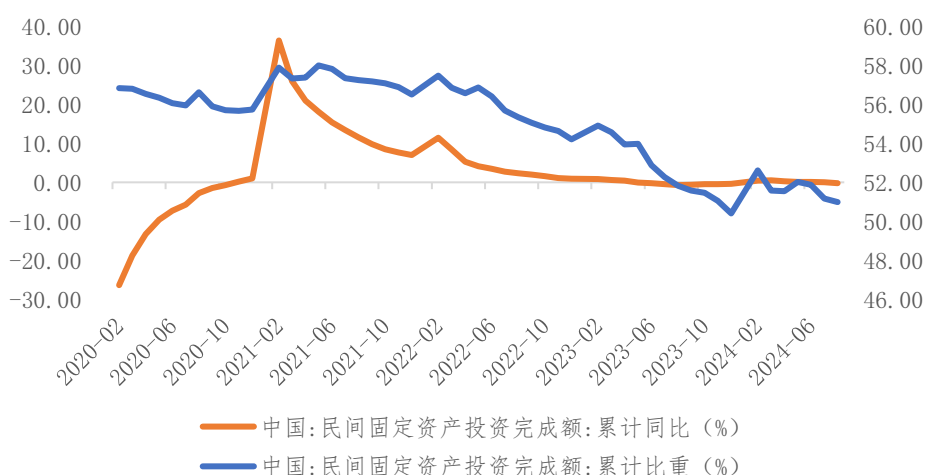
(4) 房地产市场: 市场整体遇冷, 内循环不畅。居民资产结构相对偏重地产, 伴随着房地

产的遇冷，使得居民消费端表现不佳，导致内循环不畅。从数据来看，房地产自 2021 年 8 月起，各项指标同比增速悉数转负。房地产开发投资完成额和施工面积持续走低。虽受“保交楼政策”影响，房屋新开工和竣工面积阶段性回暖，但依旧不改行业整体下行趋势。

图表 16：房地产持续遇冷，增速长期走负


数据来源：Wind，大同证券

(4) 民营经济：活力持续回落。民营经济作为经济发展的重要组成部分，近年来整体活力持续回落，民间固定资产投资完成额累计同比增速，从 2021 年 2 月的 36.4% 快速回落，自 2023 年起，同比增速长期维持在 1% 以下，一度转负。而整体民间固定资产投资完成额占总固定资产投资完成额比重持续回落，由近年高点 58% 跌落至 50% 左右。

图表 17：民营经济活力持续回落


数据来源：Wind，大同证券

4、小结

(1) 当前经济状况虽有韧性，但多项宏观数据表现不及预期，是国内外多种因素共同导致的结果。海外经济衰退压力下，美国加息周期从外汇端抑制中国增量政策落地空间。同时美国对中国不时采取脱钩断链等方式，造成外循环短期难以上扬。在此情况下，内循环同样遭遇多项堵点，地方政府部门地方债压力较大，企业部门受去库周期影响盈利受损，居民部门整体消费不足，房地产遇冷，民营经济受限。国内外多种因素共同作用下，导致经济短期表现不及预期。

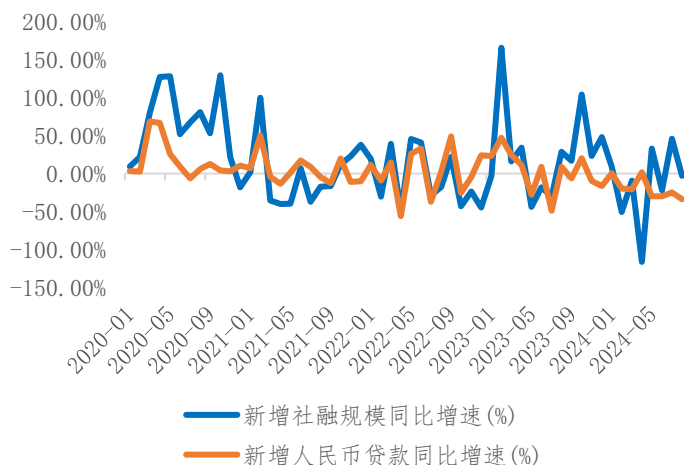
(2) 内循环不畅综合表现为缺少资金。金融数据整体表现低迷，M1、M2 增速剪刀差长期走负，截至 2024 年 7 月，M1、M2 同比增速剪刀差至-13.60%，市场对经济预期长期信心不足；新增社融和人民币贷款金额同比偏稳，但依旧有向下的趋势。在这种情况下，政策的逆周期调节更为重要。

(3) 内循环不畅关键领域仍在房地产。房地产作为居民资产结构中比重最大的一项，对于政、企、民三大部门的影响都十分重大。对政府部门而言，低迷的地产行业影响了土地财政；对于企业部门而言，地产行业上下游产业链庞大，牵一发而动全身，对上下游产业链拉动最大也对产业资金链最强；对居民部门而言，地产价格持续的走低，导致居民部门将本应用于消费的部分资金用于提前还贷，导致了总需求的不足。

(4) 内循环通畅核心部门在政府。加强逆周期调节、并着力解决房地产和居民消费问题，通畅内循环的核心在于政府部门。因此，政策端的增量空间的打开，更有希望从根源解决当前内循环的诸多堵点，对于总需求的提振有着较大帮助。

图表 18: M1,M2 增速剪刀差长期走负，资金流动性不足

图表 19: 新增社融和人民币贷款趋势向下



数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

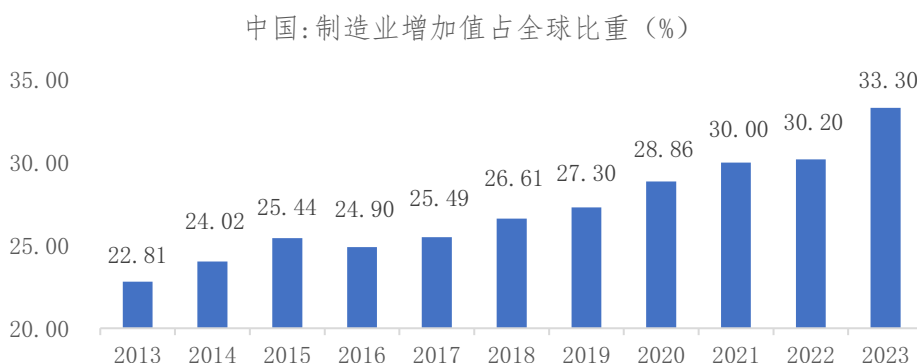
三、经济运行中的亮点分析: 经济转型成效显著，结构性亮点不断涌现

整体经济结构性转型成效显著，新兴经济和科技产业表现优良。数据层面看，中国制造业增加值占全球比重持续抬升，2023 年已经达到 1/3，长期处于领先地位。而三新经济（新产业、新业态、新模式）表现良好，对 GDP 的贡献度持续放大，截至 2023 年，三新经济增加值占 GDP 比

重已经达到 17.73%。同时，PMI 结构也在持续优化，新兴产业表现强劲，截至 2024 年 9 月，高技术制造业、装备制造业 PMI 分别为 53 和 52，持续位于枯荣线上方，且同环比均上升。而代表传统行业的基础原材料行业表现不佳，PMI 数据仅为 46.60，长期位于枯荣线下方，整体结构转变比较明显。

总体来看，经济运行中不乏亮眼的数字。在全球经济增速回落的背景下，中国经济增速稳定且韧性较高，经济转型成效显著，结构性亮点不断涌现，新兴产业逐渐成为经济发展不可或缺的支柱产业之一，一定程度上展现了中国经济的活力和动力，多方面提振了国内群众信心，彰显了我国经济运行的实力和耐力。

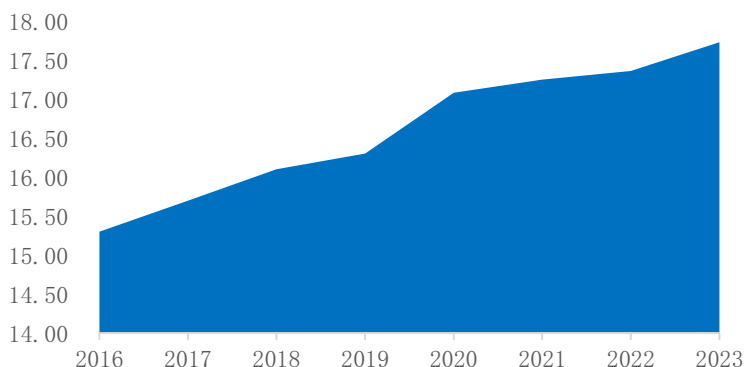
图表 20：中国制造业增加值全球占比持续保持在领先位置



数据来源：Wind，大同证券

图表 21：三新经济表现亮眼，GDP 贡献持续走高

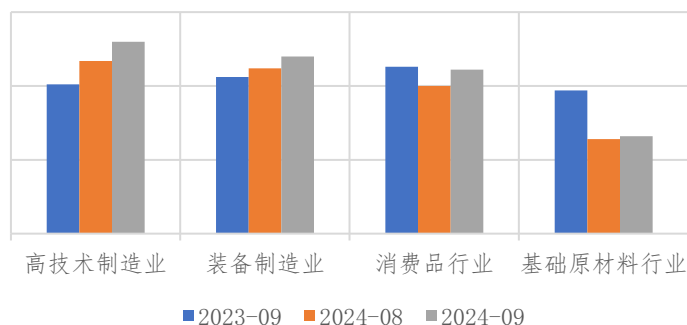
中国：三新经济增加值占 GDP 比重 (%)



数据来源：Wind，大同证券

图表 22：PMI 结构持续优化，新兴产业表现强劲

PMI 指数 (%)



数据来源：Wind，大同证券

四、畅通内循环，重塑信心再启航

综合来看，中国经济表现出韧性强、潜力大、前景好的特点，同时，影响宏观经济指标的多个潜在不利因素正在逐步消散：

1. 美联储降息后，打开我国政策施展空间。2024 年 9 月 19 日，美联储宣布降息 50 个 bp，

这也宣布了美联储加息周期的结束，以及降息周期的即将开启。而在美联储降息之后，中国外汇压力减弱，增量政策空间加大。924政策中，对于降准降息均有所涉及，为后续进一步的增量政策落地展现了方向和态度。

2. 库存周期有望进入上行期，助力经济再度走强。生产端来看，工业企业库存周期有望走出去库阶段，进入累库上行期，小周期或步入尾声。后续生产端步入累库期，有望提振企业盈利，促进企业投资端抬升，助力经济再度走强。

3. 增量政策大转向，畅通内循环。消费端来看，此次政策主要发力点在于畅通内循环，从地方财政、资本市场、房地产、民营企业、民生领域多方面推进打通内循环堵点，畅通内循环，进而提振经济发展。具体来看：

(1) 财政大幅加杠杆：政策力度远超预期，“真金白银”助力地方经济。此次财政部新闻发布会上，财政政策表述力度空前，围绕支持地方化债，用词“较大规模”、“力度最大”；围绕更多逆周期政策，用词“绝不仅仅”、“较大的提升空间”；并表态，后续将在近期陆续推出一揽子有针对性增量政策举措。

针对短期资金来源，2024年以来，财政部已经安排了1.2万亿元债务限额支持地方化解存量隐性债务和消化政府拖欠企业账款，还有新增专项债的待发额度及已发未用的额度2.3万亿，还有如4000亿债务限额结余、盘活闲置资产，使用预算稳定调节基金等方式来补充财力，同时政府要过紧日子，严控一般支出。

针对长期资金来源，2024年安排财政赤字4.06万亿元，比上年年初预算增加1800亿元；新增地方政府专项债务限额3.9万亿元，比上年增加1000亿元；发行1万亿超长期特别国债，用好2023年增发国债资金，全年一般公共预算支出规模达到28.55万亿元，并表态中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。目前中国政府杠杆率仍相对较低。居民、企业部门缺钱的情况下，只有政府可以加杠杆提供原动力。内循环核心在地方政府，此次财政部政策表述，正是用“真金白银”来助力地方经济发展，提振居民、企业财富。

(2) 提振资本市场：推进资本市场市值显著增加，提升权益资产和财富效应。一方面，推动打通社保、保险、理财等资金入市堵点，引导更多长期耐心资本入市，10月10日，中国人民银行宣布创设首期5000亿元“证券、基金、保险公司互换便利”，切实支持资本市场资金流动；二是支持上市公司并购重组，做大做强；三是维护资本市场稳定，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。资本市场组合拳推动权益资产价值提升，有助于增厚居民财富，增强财富效应。

(3) 力促房地产止跌回稳：多次表态稳定房地产，助力打通内循环堵点。房地产市场仍是牵动各方的牛鼻子，此次924政策首次提到“要促进房地产市场止跌回稳”，并从调整住房限购政策、降低存量房贷利率等方面全面落实；后续1012财政部新闻发布会再度发声，表态允许专项债券用于土地储备、收购存量商品房用作各地的保障性住房，支持房地产市场的稳定。多项政策精

准迅速落地，有助于缓解房地产及产业链资金流，打通制约内循环的最大堵点。

(4) 着力提振民企信心：特别国债助力中小企业、民营企业融资发展，多措并举为经济提质增效。民营经济作为我国经济的重要组成部分，在稳定增长、促进创新、增加就业、改善民生等方面发挥了重要作用。党的二十大强调，要优化民营企业发展环境，依法保护民营企业产权和企业家权益，促进民营经济发展壮大。

此次，财政部表态发行特别国债，支持国有大型商业银行补充核心一级资本。打开了国有银行长期放贷空间，为中小企业、民营企业提供了更强大的融资支持，有助于进一步推动实体经济复苏。

另外，针对科创型企业和制造业，优化税费优惠政策，落实好结构性减税降费政策，1-8月份，支持科技创新和制造业发展的主要政策减税降费及退税超1.8万亿元。

(5) 政策重心向消费偏移：促消费、惠民生，为壮大内循环提供内生动力。此次政策重心向消费偏移，提出要提升消费结构，培育新型消费业态，支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。同时，聚焦老百姓关注的就业、低收入人口帮扶、重要物资保供稳价，切实保护老百姓的“钱袋子”，有利于为壮大内循环提供更为强劲的内生动力。

4季度展望：综合来看，中国经济总体韧性较强，总需求不足的问题正在逐步改善。伴随着美联储降息后，货币政策空间打开，增量政策有望迎来大反攻；生产端周期走出去库区间的可能性持续增加，有望带动企业盈利能力持续恢复；消费端政策多措并举，从地方财政、资本市场、房地产、民营企业、民生领域多方面引导内循环畅通，为经济发展提供强大的内生动力。伴随着货币政策的空间打开，生产端、消费端利好不断积蓄下，4季度宏观经济发展有望加快。

五、风险提示

地缘政治加剧，海外市场突发利空，政策落地不及预期。



大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法，本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料（包括但不限于：Wind/同花顺 iFinD/国家统计局/公司官网等），做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点，具备一定局限性。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。

特别提示:

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3、投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。
- 4、本报告预计发布时间可能会受流程等因素影响而延迟，但最大延迟不会超一周。

版权声明:

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺:

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。