

宏观

谷底爬坡，动能待夯实

——2024年三季度国内经济回顾及中期展望

2024年11月13日

宏观研究/主题报告

相关报告：

【山证宏观】2023年国内经济运行回顾及2024年展望：从筑底到企稳 2024.1.24

【山证宏观】2024年二季度及中期国内经济展望：阶段性改善和波折复苏 2024.4.23

【山证宏观】2024年中期国内经济展望：“稳”依然是主旋律 2024.7.30

山证策略团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

电话：0351-8686977

邮箱：guorui@sxzq.com

张治

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

投资要点：

三季度我国经济边际下行压力加大，政策再次聚焦稳增长。随着9月末以来存量政策的加快落地和增量政策推出，9月的工业增加值及10月部分经济数据已有所改观，部分前瞻性指标也出现短期改善迹象，如9月M1同比增速、经济动能指数、PMI出厂价及主要原材料购进价等。从供需两端短期表现和政策推进力度看，三季度实际GDP增速和名义增速大概率处于年内的谷底，四季度经济短期反弹可期。

➢ 2024年前三季度，国内经济从量上看呈现出前高后低走势：一季度主要依靠外需和国内政策对基建、制造业投资的支撑；二、三季度消费明显放缓，居民收入、价格预期等内生动能不足是主要原因。从价上看，需求偏弱，产能利用率较低，名义GDP增速始终在4.0%附近。另一方面，三季度实际增长和名义增长均呈现出一定的韧性，主要得益于9月经济的边际改善。

➢ 短期看，目前财政政策已经确定努力完成全年预算目标以及4000亿元的债务结存限额安排，从量级上看主要是为确保完成全年经济增长目标，而非强刺激。9月以来工业产成品库存的调整已经出现，叠加内需逐渐恢复和价格的低基数，有望支撑四季度物价同比继续向常态回归，预计CPI有望回升到1%附近，PPI跌幅延续收窄趋势。不过猪肉价格波动以及工业品生产扩张偏快下，价格改善幅度短期不宜高估，对应居民收入和企业盈利改善也较为温和。

中期经济循环需要多维度视角，期待供需两端推动价格温和修复，政策及时对冲外需压力，以及改革举措提升微观主体信心。中期表现需密切跟踪明年财政力度和支出方向、价格改善的幅度、房价预期、供给状况、改革的节奏和效果等，复苏基础仍有待夯实。

➢ 一是，看增量政策的规模和持续性。当前新一轮稳增长政策已开启，9月中央政治局会议指出“切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感”“加力推出增量政策”，意味着未来更多实质性政策择机出台的概率提升。

➢ 二是，当前政策支持方向侧重于化债、稳地产、稳消费，这是由我国正处于经济新旧动能转换的关键期决定的，这样的政策安排能够兼顾稳增长和调结构。在不大规模刺激的假设下，上述举措可能形成一部分经济增量，但相较于传统的地产基建循环模式，本轮政策初步效应对经济内生动能的带动或有待观察，主要原因是价格短期改善弹性或有限。比如目前地产需求政策短期带来脉冲效应，但居民就业收入预期改善和房价预期改善才能提供持续动能；消费品以旧换新政策阶段性推动居民消费支出节奏提前，中长期恢复



仍取决于收入就业走势；企业投资支出重点关注盈利状况。因此这种政策传导模式亦需要工业去产能、商品房去库存推升价格端，期待新一轮供给政策的有效开展。

- 三是，外需温和下行可能削弱国内稳增长效果，增加政策加码的必要性和灵活性。
- 四是，二十届三中全会后改革进程加速，聚焦民营经济、促消费和惠民生、资本市场等领域出台了一系列政策，有利于提振微观预期、助力供给侧结构性改革。

风险提示：政策风险；供给端过快扩张的风险；居民预期不稳的风险。

目录

1. 三季度国内经济特征：压力与韧性并存.....	7
2. 新一轮稳增长政策开启.....	9
2.1 年初以来政策基调经历了三个阶段.....	9
2.2 财政政策进入发力窗口期.....	9
2.3 货币政策加大逆周期调节力度.....	12
3. 前瞻指标跟踪：部分指标短期企稳.....	14
3.1 M1 同比增速短期有止跌迹象.....	14
3.2 经济动能指数有所回升.....	16
3.3 产能利用率尚待企稳.....	17
4. 政策驱动下需求初步扩张.....	18
4.1 消费阶段性改善可期.....	18
4.2 广义基建高增速延续.....	20
4.3 制造业投资维持韧性.....	21
4.4 地产销售向投资传导尚需时日.....	22
4.5 出口增速或温和下行.....	25
5. 价格改善，弹性不宜高估.....	27
6. 中期展望：谷底爬坡.....	29
7. 风险提示.....	30

图表目录

图 1: 实际 GDP 当季同比.....	8
图 2: 名义 GDP 当季同比.....	8
图 3: 三大支出对 GDP 当季同比的拉动.....	8
图 4: 2024 年 9 月主要经济数据边际走势.....	8
图 5: (一般公共预算支出+政府性基金支出) 预算增速和实际增速.....	11
图 6: 一般公共预算支出增速.....	11
图 7: 政府性基金支出增速.....	11
图 8: 地方新增专项债发行进度.....	11
图 9: 一般公共预算收入增速及完成进度.....	12
图 10: 政府性基金收入增速及完成进度.....	12
图 11: 10 年期国债收益率以及和 1 年国债收益率的利差.....	14
图 12: 7 天逆回购利率、1 年 MLF 利率及 LPR.....	14
图 13: M1 增速拐点领先 PPI 和名义 GDP 增速.....	15
图 14: M1+居民活期存款增速.....	15
图 15: 社融增速领先 M1 增速.....	15
图 16: 居民贷款增速和企业中长期贷款增速.....	15
图 17: 实际利率三季度总体下行.....	16
图 18: 2024 年 10 月, BCI: 企业融资环境指数改善.....	16
图 19: PMI: 新订单-生产、新订单-产成品库存、PPI 同比的拐点较为接近.....	16
图 20: PMI: 新订单-生产、新订单-产成品库存.....	16



图 21: 稳增长政策下企业经营信心回升较快.....	17
图 22: 产成品库存调整滞后于原材料库存调整.....	17
图 23: 产能利用率或设备能力利用水平快速回升时, PPI 回升更具有弹性和持续性.....	18
图 24: 全国居民人均消费支出增速和社零增速.....	19
图 25: 服务零售和商品零售增速.....	19
图 26: 2024Q3 部分可选及耐用消费表现边际放缓.....	19
图 27: 全国居民人均可支配收入增速及消费倾向.....	19
图 28: 广义基建及狭义基建投资增速.....	20
图 29: 主要基建领域投资增速.....	20
图 30: 制造业投资月度增速测算.....	21
图 31: 原材料制造业投资增速.....	21
图 32: 纺织业、化学原料及化学制品业、化学纤维制造业投资增速.....	22
图 33: 产能利用率与制造业投资增速.....	22
图 34: 商品房销售和资金来源增速跌幅趋缓.....	23
图 35: 房屋施工和地产开发投资增速跌幅仍在扩大.....	23
图 36: 新建住宅价格和二手房价格跌幅仍扩大.....	24
图 37: 2024 年 10 月, 30 大中城市商品房销售改善.....	24
图 38: 二手房价格及出售挂牌量同比.....	24
图 39: 未来房价预期: 下跌占比仍走高.....	24
图 40: 全国住宅狭义库销比.....	25
图 41: 二手房也面临较大去化压力.....	25
图 42: 出口金额月度同比.....	25
图 43: 欧美及全球制造业 PMI.....	25



图 44: 美国库存总额及销售总额同比增速.....	26
图 45: 美国居民消费支出增速放缓, 零售和食品服务销售额则呈波动态.....	26
图 46: 美国零售商、批发商、制造商库销比.....	26
图 47: 美国 OECD 综合指标领先库存增速.....	26
图 48: 我国能繁母猪存栏量变化领先猪价.....	28
图 49: 黑色金属和非金属 PPI 同比增速.....	28
图 50: 铜价和原油价格走势.....	28
图 51: 美国联邦基金目标利率和 GDP 增速.....	28

1. 三季度国内经济特征：压力与韧性并存

2024 年前三季度，国内经济从量上看呈现出前高后低走势：一季度主要依靠外需和国内政策对基建、制造业投资的支撑；二、三季度消费明显放缓，居民收入、价格预期等内生动能不足是主要原因。从价上看，需求偏弱，产能利用率较低，名义 GDP 增速始终在 4.0% 附近。另一方面，三季度实际增长和名义增长均呈现出一定的韧性，主要得益于 9 月经济的边际改善。

一季度实际 GDP 同比增速为 5.3%，高于 2023 年四季度 0.1 个百分点。一季度总需求的回升主要依靠国内政策（大规模设备更新和消费品以旧换新、2023 年增发国债结转使用）、外需的驱动。

二季度实际 GDP 同比增速为 4.7%，大幅低于万得一致预期值 5.1%，环比增速 0.5%（2024 年一季度环比是 1.5%），可见二季度经济总量表现不及预期和一季度。需求结构上看，主要是消费大幅放缓。

三季度实际 GDP 同比增速为 4.6%，较二季度放缓 0.1 个百分点，环比增速是 0.9%（近十年来仅高于 2021 年同期）。

前三个季度名义 GDP 当季同比分别为 4.0%、4.1%、4.0%，GDP 平减指数当季同比分别为 -1.3%、-0.6%、-0.5%，价格表现始终偏弱。

三季度国内经济的主要拖累项依然是消费，其次是投资，外需表现好于上半年。9 月经济在政策转向稳增长背景下边际改善，具体表现为，外需有所放缓，消费、投资单月企稳，同时工业增加值、服务业同比增速也好于 8 月。

三季度最终消费支出对 GDP 当季同比的拉动为 1.4%，较二季度回落 0.8 个百分点。消费支出同比增速今年前三季度呈逐步回落态势；三季度资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动为 1.3%，虽不及二季度的 1.9%，但总体上有韧性；三季度货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动为 2.0%，好于上半年。

三季度消费和投资偏弱的主要原因是政策推进偏慢、居民信心和收入改善不足。尤其是 8 月 PPI 跌幅再度扩大以及社零、制造业投资等后周期变量的加快放缓，意味着去年四季度实施的一轮稳增长政策效应接近尾声，而经济内生动能尚未企稳，亟需加快年推进年初确定的专项债发行进度并启动新一轮稳增长政策。

9 月经济数据改善的原因有二。一是 9 月下旬，金融、财政、地产、消费等方面的增量政

策加快推进。由于这些增量政策集中于9月末公布，因此更多是对市场信心和工业供给端的推升。二是前三季度已经布局的政策加快落地，效果开始显现。比如，7月下发的《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》中，安排了3000亿元左右超长期特别国债支持“两新”政策的落实，对9月耐用消费产生了积极的推动作用。

图 1：实际 GDP 当季同比



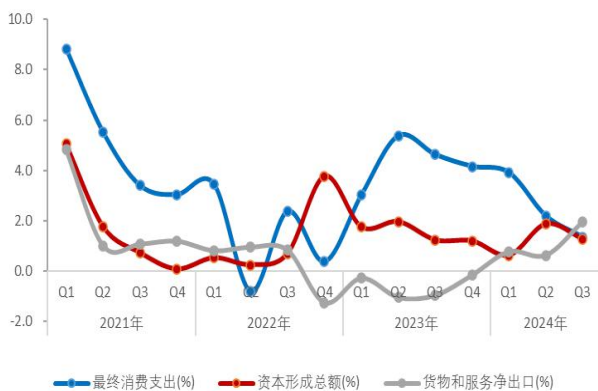
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 2：名义 GDP 当季同比



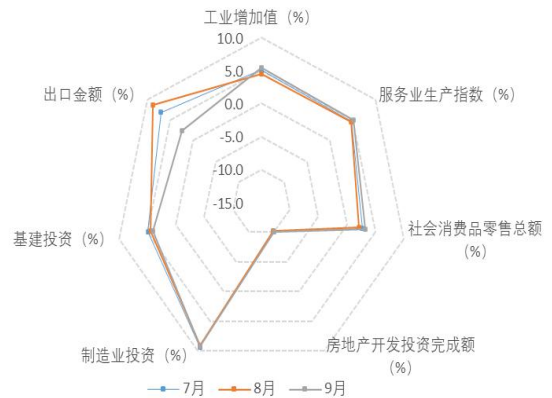
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 3：三大支出对 GDP 当季同比的拉动



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 4：2024 年 9 月主要经济数据边际走势



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

2. 新一轮稳增长政策开启

2.1 年初以来政策基调经历了三个阶段

今年以来国内政策基调经历了三个阶段的微调。第一个阶段是一季度。2023 年中央经济工作会议及 2024 年政府工作报告中，对高质量发展和稳增长持并重的态度，因此当时确定的全年政策基调偏积极但并非“大进”。第二个阶段是 4 月中央政治局会议至 8 月。在 4 月中央政治局会议上确定了二十届三中全会的会议主题是重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。7 月中央政治局会议在二十届三中全会精神的基础上进一步突出强调发展新质生产力，强调以改革促发展，强调正确认识发展中、转型中的问题，并将新质生产力的要求贯穿于增强微观主体信心，增强经济持续回升向好态势的目标要求中。第三个阶段以 9 月 24 日金融政策“组合拳”为标志，9 月 26 日中央政治局会议进一步确定了政策转向稳增长。

随着 7 月及 8 月我国经济下行压力加大，政策层面进一步重视稳增长。继 9 月 24 日一系列重磅的金融政策组合拳后，9 月中央政治局会议再度布局增量政策和改革举措，提出正视经济面临的新情况和问题，再次强调努力完成全年经济社会发展目标。政策态度更为积极，提出“要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性”。会议也提及了改革，不过和 7 月强调新质生产力相比，改革的内容主要集中在消费、民营企业、生育、就业等同时有益于短期经济和中长期经济发展相结合的方面。

9 月 24 日以来出台的具体政策主要包括，一是对货币政策、财政政策、地产政策、资本市场等从大方向方面进行了定调，如 9 月政治局会议提出要加大财政货币政策逆周期调节力度；地产政策表述有较大变化，旨在“促进房地产市场止跌回稳”；提出“要努力提振资本市场”等。政策定调的优化对于促进市场信心回升起到了重要作用。二是，公布了一系列具体的增量政策，如降准、降息、降存量房贷利率、创设“证券、基金与保险公司互换便利”、“股票回购、增持再贷款”两项结构性工具等。另外，政治局会议提出“加力推出增量政策”，意味着未来更多实质性政策择机出台的概率提升。

2.2 财政政策进入发力窗口期

政策回应市场关切，再度重申实施积极财政政策基调。今年以来，全国一般公共预算收入增速不及预期，以及专项债发行进度总体偏慢，导致广义财政支出总体不及预期。9 月 24 日“金融支持经济高质量发展”新闻发布会后，市场对后续的财政政策颇为关注。9 月 26 日

中央政治局会议提出要加大财政货币政策逆周期调节力度。10月12日召开的“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”新闻发布会，主要围绕稳增长、扩内需、化风险，向市场传达了近期即将推出的一揽子有针对性增量政策举措。此次会议还提示诸多财政政策工具正在研究和储备，财税体制改革加快推进，为财政政策进一步加码，全年经济社会发展目标实现提供了积极预期。不过在经济新旧动能转换的背景之下，财政支持经济的方式不再是大规模基建，而更倾向于化债、稳定居民消费端、地产去库存等，这样的政策安排能够兼顾稳增长和调结构，助力中长期经济循环。短期看，政策初步效应对经济内生动能的带动或有待观察。

根据年初确定的一般公共预算支出和政府性基金支出预算，今年广义财政支出增速应同比增长7.9%。而截止2024年9月，一般公共预算支出和政府性基金支出累计增速同比下降了0.8%。一般公共预算支出完成预算的70.7%，政府性基金支出完成预算的50.3%，均明显慢于2019年以来的同期。

广义财政支出增速下降主要源于收入端的下降。2024年1-9月，一般公共预算收入同比下降2.2%，7月以来跌幅收窄，9月当月增长2.5%；政府性基金收入同比下降20.2%。

往后看，一是，8-9月，地方专项债开始加快发行，有望带动四季度政府性基金支出的改善。7月和9月的新增专项债发行进度分别为45.51%和92.64%。二是，全年预算目标的实现、物价的企稳以及地产政策效应发挥，有望带动一般公共预算收入和土地财政收入增速度过低点。

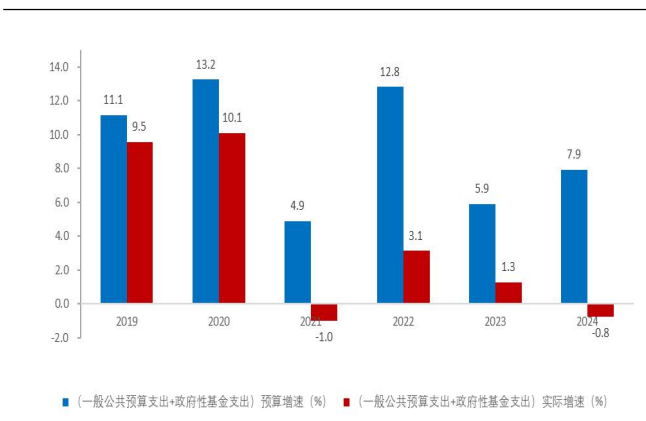
10月12日有关财政的新闻发布会，总体看围绕财政资金来源和支出端向市场传达了积极财政政策的基调。

资金来源方面，一是，提出采取综合性措施，实现收支平衡，完成全年预算目标。这意味着今年一般公共预算支出有望完成4.0%的增速目标，和今年前三季度的名义GDP增速相等，但还达不到逆周期调节的要求。完成预算目标的综合性措施在会议中也有提及，包括鼓励有条件的地方盘活闲置资产，加强国有资本收益管理，努力增加财政收入；指导地方依法依规使用预算稳定调节基金等存量资金等。二是，中央财政从地方政府债务结存限额中安排4000亿元，补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务和消化政府拖欠企业账款。三是，拟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。四是，发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。除上述举措外，未来还可能的增量政策包括：继续动用中央财政的举债空间；提升赤字率。

资金使用方面，主要是地方化债+补充银行资本+支持地产企稳+提升消费能力。一是，此

次化债政策是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，将大大减轻地方化债压力，可以腾出更多的资源发展经济，优化企业现金流，提振经营主体信心，巩固基层“三保”。二是，支持国有大型商业银行进一步增加核心一级资本，不仅能够提升银行的稳健经营能力，而且可以发挥资本的杠杆撬动作用，增强信贷投放能力，进一步加大服务实体经济发展的力度。三是叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。允许专项债券用于土地储备。四是加大对重点群体的支持保障力度，将针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力。未来还可能的增量政策包括：继续扩大专项债和特别国债支持范围。

图 5：（一般公共预算支出+政府性基金支出）预算增速和实际增速

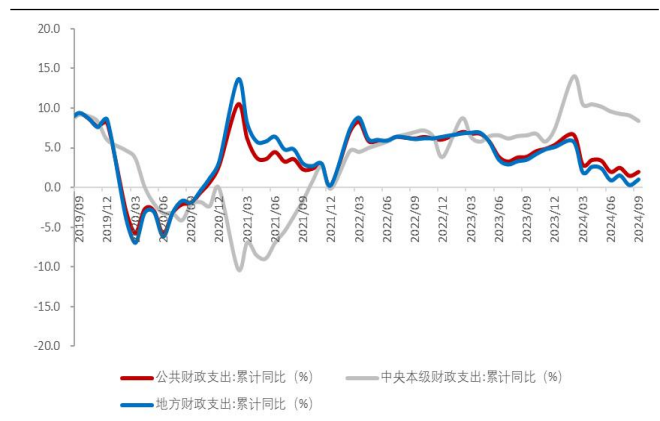


资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

注：2024 年实际增速数据为 1-9 月的累计同比

图 7：政府性基金支出增速

图 6：一般公共预算支出增速

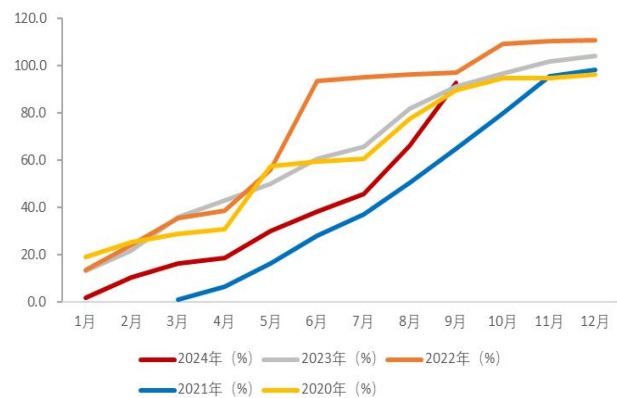


资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

图 8：地方新增专项债发行进度



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

图 9：一般公共预算收入增速及完成进度



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

图 10：政府性基金收入增速及完成进度



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

2.3 货币政策加大逆周期调节力度

9月以来货币政策基调由稳健偏支持性转向加大逆周期调节力度。其优化背后的原因是多重的，稳增长必要性提升是主因，汇率波动、银行净息差压力、利率快速下行导致的金融市场风险积累等约束的缓解也提供了契机。其中最主要的原因是三季度经济边际下行压力加大，全年经济增速目标实现压力增加；美联储9月首次降息意味着美国降息周期的开启，人民币汇率基本稳定的外部压力明显缓解；二季度以来商业银行净息差稳定在1.54%，根据央行量化分析评估，9月的存量房贷利率下调对银行净息差影响总体保持中性；三季度以来国内债券收益率在央行多次提示和综合施策下较为稳定，基本实现了长端利率与经济基本面的匹配，

利率曲线平坦化现象有所改善。不过，央行在“金融支持经济高质量发展”新闻发布会上也强调利率风险是金融机构风险管理的重要内容，并再次强调美国硅谷银行案例的意义，中长期仍需关注央行对长债利率的态度。

主要会议显示了这轮货币政策基调调整的线索。6月19日，潘行长在第十五届陆家嘴论坛上的主题演讲中指出货币政策依然要保持支持性，加强逆周期和跨周期调节，支持巩固和增强经济回升向好态势；7月中央政治局会议依然强调实施好稳健的货币政策；9月24日“金融支持经济高质量发展”新闻发布会上，央行提出将坚定坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控的强度。9月26日中央政治局会议则提出加大货币政策逆周期调节力度，要降低存款准备金率，实施有力度的降息。

央行在“金融支持经济高质量发展”新闻发布会上指出，货币政策工具在设计调整过程中的几个重要的考量因素分别是支持中国经济的稳定增长；推动价格的温和回升；兼顾支持实体经济增长和银行业自身的健康性；保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；支持积极的财政政策更好发力见效。

调降存量房贷利率对银行净息差影响中性的原因在于，一是下调存量房贷利率同时也会减少客户的提前还款。二是央行降准相当于为银行直接提供低成本的、长期的资金运营，中期借贷便利和公开市场操作利率的下降也将降低银行的资金成本。三是存款利率也会对称下行。10月18日，六大行已宣布下调人民币存款挂牌利率。

二季度以来国内债券收益率比较稳定，利率曲线平坦化现象有所改善。9月以来十年国债收益率稳定在2.1%附近，10Y-1Y国债收益率利差也恢复至70bp左右。

中期看，目前实际利率仍偏高，居民信心仍待提振，稳增长背景下我国货币政策还有宽松空间，但总量型货币政策效用弱化，价格型工具重要性提升，结构性工具的补充性功能将不断完善。

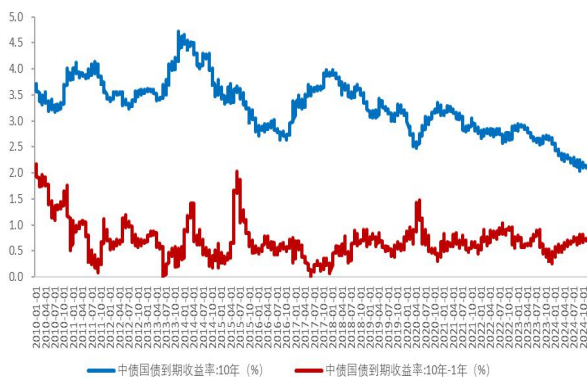
总量上：（1）降准已于9月27日落地，下调幅度为0.5个百分点，释放流动性约1万亿元。年内仍可能择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点。（2）9月7天逆回购利率下调0.2个百分点，带动MLF利率下调0.3个百分点，LPR、存款利率等也将随之下行0.2到0.25个百分点。但当前实际利率仍处高位，预计中期内仍有降息空间。

结构上：（1）支持积极的财政政策更好发力见效。从利率水平看，央行认为长期国债收益率2.1%的水平为中国实施积极的财政政策营造了良好的货币环境。此外，中国人民银行、财政部已建立联合工作组，国债买卖相关制度安排将进一步优化，政策合力继续强化。（2）房地

产方面，降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例、提高保障型住房再贷款中的中央资金支持比例（从 60%提高到 100%）等政策均已实施；支持收购房企存量土地政策尚待落地。央行指出，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，盘活存量用地，缓解房企资金压力。必要时也可以由人民银行提供再贷款支持。（3）资本市场方面，首次创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。一是创设证券、基金、保险公司互换便利。二是创设股票回购、增持专项再贷款。

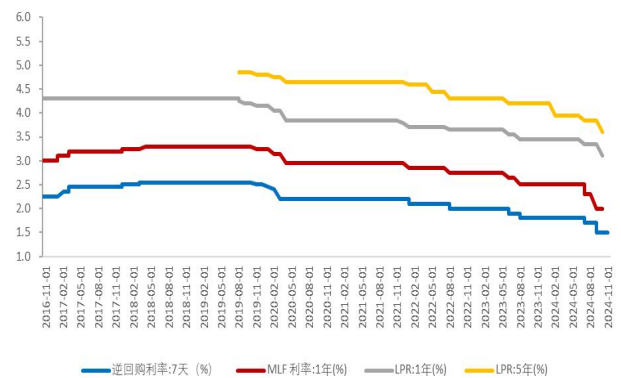
传导上：继续畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。9月24日发布会提出计划对六家大型商业银行增加核心一级资本，将进一步大型商业银行提升服务实体经济和抵御风险的能力。

图 11：10 年期国债收益率以及和 1 年国债收益率的利差



资料来源：中债估值中心，Wind，山西证券研究所

图 12：7 天逆回购利率、1 年 MLF 利率及 LPR



资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

3. 前瞻指标跟踪：部分指标短期企稳

3.1 M1 同比增速短期有止跌迹象

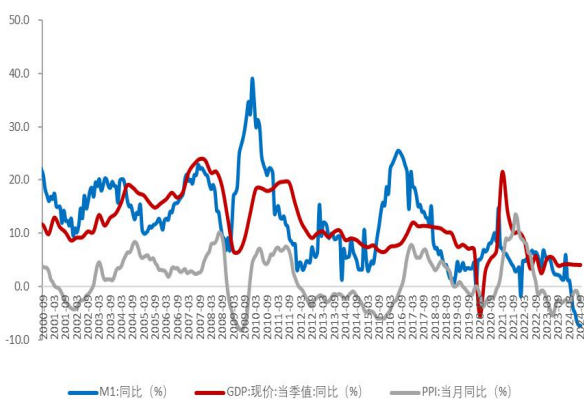
M1 增速可以反映企业的生产、投资和居民的支出意愿，对 PPI 和名义 GDP 增速具有领先性，领先时间约为 2-3 个季度。本轮 M1 同比增速于 2022 年三季度至 2023 年一季度触顶后，截止 2024 年 9 月呈趋势性回落态势。不过 9 月在前期政策节奏加快和增量政策提振市场预期下，M1 同比增速有止跌迹象，纳入居民活期存款后的 M1 同比快速下滑态势也有所放缓。

社融增速领先 M1 增速。从社融分项看，9 月 M1 增速下滑斜率趋缓主要是专项债加快发

行和广义财政支出改善，而映射经济内生动能的居民贷款增速、企业中长期贷款增速仍处于增速放缓趋势中。

往后看，M1 增速下滑有望实现短期的筑底。广义财政支出及商品房销售边际跌幅收窄的有利因素可能继续反映在 M1 上；随着政策性降息推动实际利率下行，以及商业银行对实体经济支持力度不断加大，企业融资环境已有所改善。

图 13：M1 增速拐点领先 PPI 和名义 GDP 增速



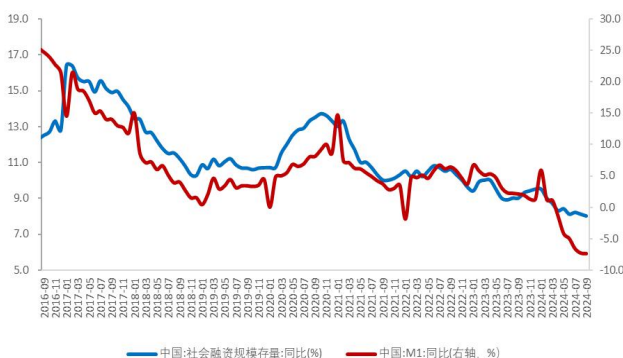
资料来源：中国人民银行，国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 14：M1+居民活期存款增速



资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图 15：社融增速领先 M1 增速



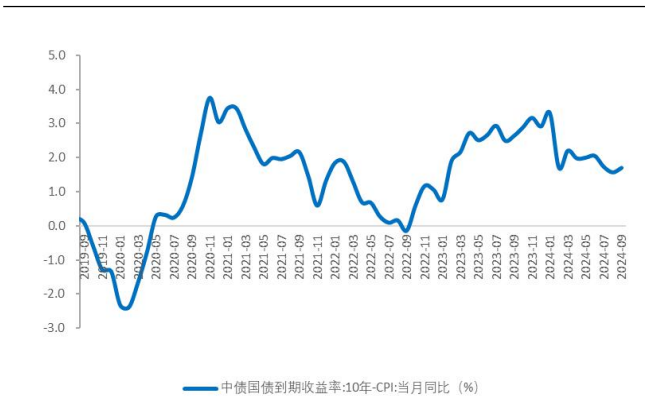
资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图 16：居民贷款增速和企业中长期贷款增速



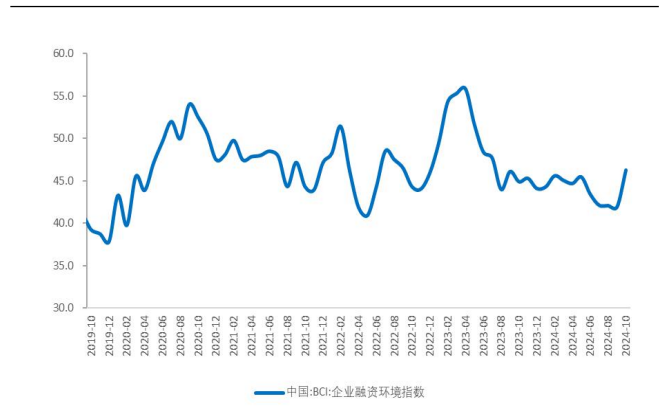
资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图 17：实际利率三季度总体下行



资料来源：中国人民银行，国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 18：2024 年 10 月，BCI：企业融资环境指数改善



资料来源：长江商学院，Wind，山西证券研究所

3.2 经济动能指数有所回升

历史经验看，PMI：新订单-生产、新订单-产成品库存（经济动能指数）、PPI 同比的拐点较为接近，数据表现符合供需决定价格的常识。

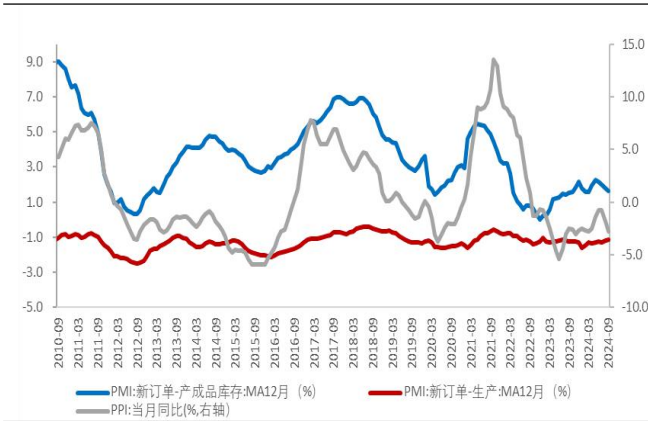
回顾三季度，PMI：新订单-生产小幅改善，显示制造业生产增速相对于需求增速的调整加快，若四季度生产增速仍能相对克制，则有利于 PPI 进一步改善。不过从 9 月及 10 月的边际表现看，稳增长政策下企业经营信心回升较快，生产端的弹性更大，需要密切跟踪。

从经济动能指数看，PMI：新订单-产成品库存三季度继续回落，9 月及 10 月有所改善。

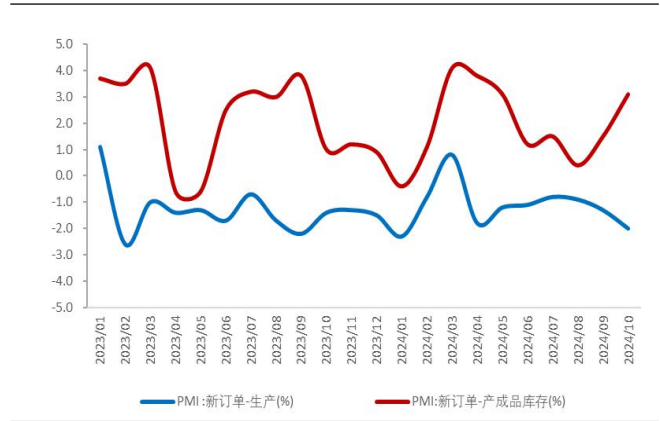
生产和产成品库存均属于供给，目前看供给情况尚待改善。2024 年 1 月以来，原材料库存已进入下滑通道中，往后看，大概率产成品库存也会随之下滑，国内制造业供需有望进一步均衡。

图 19：PMI：新订单-生产、新订单-产成品库存、PPI 同比的拐点较为接近

图 20：PMI：新订单-生产、新订单-产成品库存

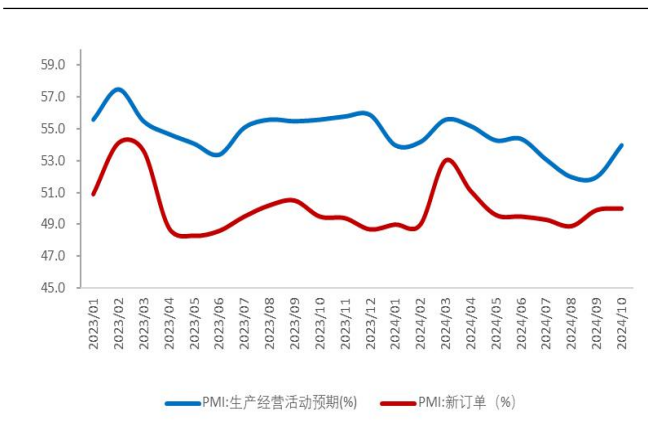


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 21：稳增长政策下企业经营信心回升较快



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 22：产成品库存调整滞后于原材料库存调整



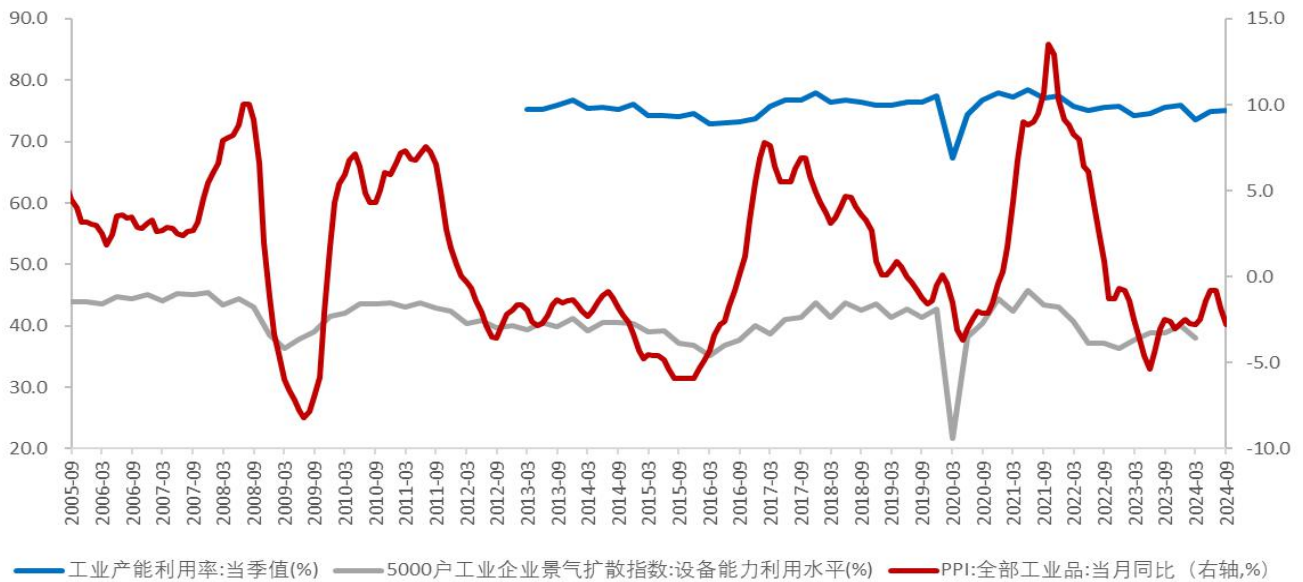
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

3.3 产能利用率尚待企稳

产能利用率能够决定生产端的弹性，进而决定价格变动的持续性和幅度。从历史经验看，若随着需求的回暖，产能利用率快速回升，意味着面临一定的产能瓶颈，此时价格回升的弹性和持续性较好；若需求回暖时产能利用率平稳或下滑，此时往往伴随产能扩张，由于生产端弹性较大，价格回升趋势多有波折。

今年三季度工业产能利用率为 75.1%，较二季度的 74.9%略有回升，不过从四个季度平均值看，仍有所下滑（二季度是 75.0%、三季度是 74.9%）。当前制造业产能利用率依然处于 2014 年来的偏低水平，这也意味着中长期看，这一轮内生动能的启动还需供给端去产能的配合。

图 23：产能利用率或设备能力利用水平快速回升时，PPI 回升更具有弹性和持续性



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

4. 政策驱动下需求初步扩张

4.1 消费阶段性改善可期

三季度以来消费对经济的拉动有所减弱，主要原因是收入就业改善的不足和居民消费倾向下滑；三季度 PPI 及核心 CPI 下行也可能使得居民推迟消费安排；地产销售尚未持续性企稳，地产链相关消费弱势。展望中期，消费受益于政策或有阶段性改善。第一，物价改善向居民收入的传导以及存量房贷利率下调，有助于改善居民资产负债状况，提振消费意愿和能力。但由于疫后居民资产负债表受创的影响还在延续，这一传导路径还需考虑居民财富改善的幅度和持续性，效果尚待观察。第二，今年以来，提振消费始终是稳增长的一个重要抓手。目前消费品以旧换新的配套实施细则全面出台、资金全面下达、政策全面启动。往后看，政策推进实施力度将继续加大。第三，稳地产政策后，商品房销售体现出一定的向上脉冲效应，也能促进部分地产链消费需求。

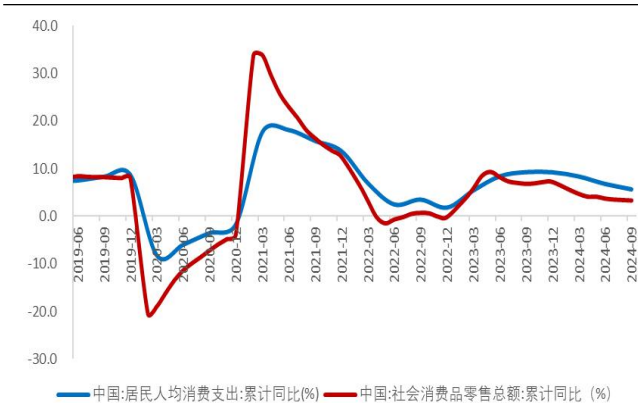
三季度消费对经济拉动减弱。三季度最终消费支出对 GDP 当季同比的拉动为 1.35%，较二季度回落 0.84 个百分点。消费支出同比增速今年前三个季度呈逐步回落态势。三季度我国

居民人均消费支出增长 3.5%，低于二季度 1.5 个百分点，自去年三季度以来持续下滑。社零表现相对好一些。三季度社零当季同比 2.7%，高于二季度 0.1 个百分点。前三季度社零累计同比 3.3%，低于上半年 0.4 个百分点。

结构上看，第一，服务消费的下滑是主要拖累，从统计口径的区别看，一定程度能够解释社零和人均消费支出走势的差别。从社零数据看，三季度商品零售额增速 2.6%，高于二季度 0.3 个百分点；餐品服务收入增速则低于二季度 1.9 个百分点。从累计同比看，服务零售额增速较二季度下降 0.8 个百分点，降幅高于总体社零降幅 0.4 个百分点。第二，商品社零中，部分升级类商品消费增速偏弱，家具类、建筑装潢类等和房地产相关的商品消费表现偏弱。

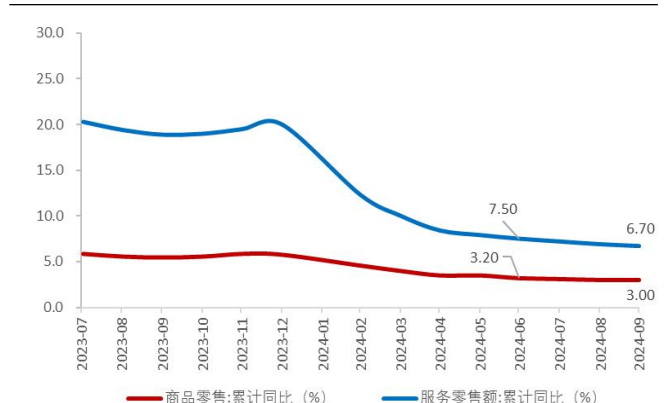
消费偏弱主要原因是收入改善的不足和居民消费倾向下滑。当前我国经济仍处于逆周期调节下的复苏前期，收入改善相对滞后。三季度全国居民人均可支配收入单季同比增速为 5.0%，增速依然偏低，而累计增速依然有所下降；三季度城镇调查失业率总体较二季度回升；近四个季度居民消费倾向有所回落。此外，三季度 PPI 及核心 CPI 下行也可能推迟居民消费安排；地产销售尚未持续性企稳也使得地产链相关消费弱势。

图 24：全国居民人均消费支出增速和社零增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

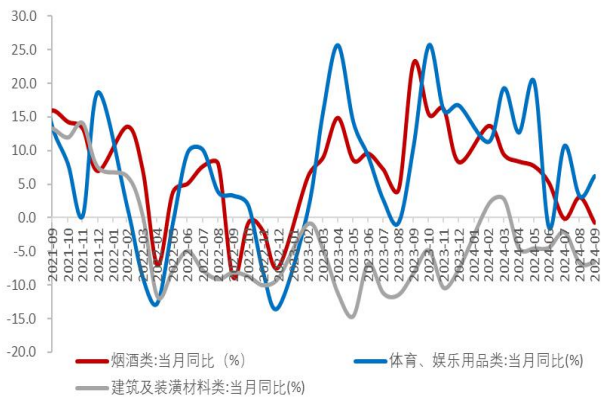
图 25：服务零售和商品零售增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 26：2024Q3 部分可选及耐用消费表现边际放缓

图 27：全国居民人均可支配收入增速及消费倾向



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

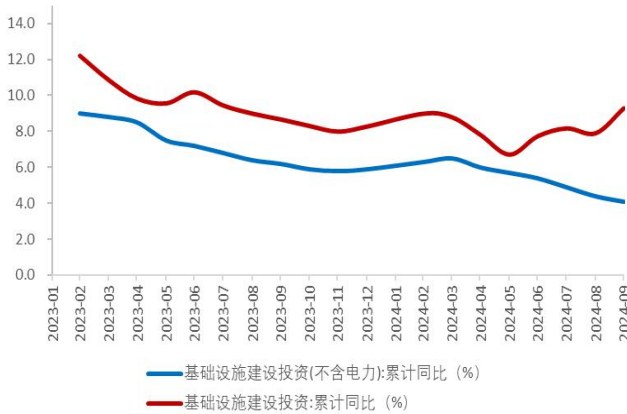
4.2 广义基建高增速延续

三季度广义基建投资实现较高增速，中期这一趋势有望延续。近期一揽子增量政策对于基建方面的支持主要体现在，资金来源方面，要求加快地方政府专项债券发行使用进度；按计划完成全年一万亿元超长期特别国债发行任务，及时下达预算、调拨资金；提前谋划并下达明年部分“两重”建设项目清单和中央预算内投资计划；较大规模债务限额置换将有效减轻地方化债压力，腾出更多的资源发展经济。在资金使用上，要求进一步加大“十四五”规划102项重大工程的推进力度；督促指导地方、部门组织实施好各类政府投资项目，加快推进项目建设。

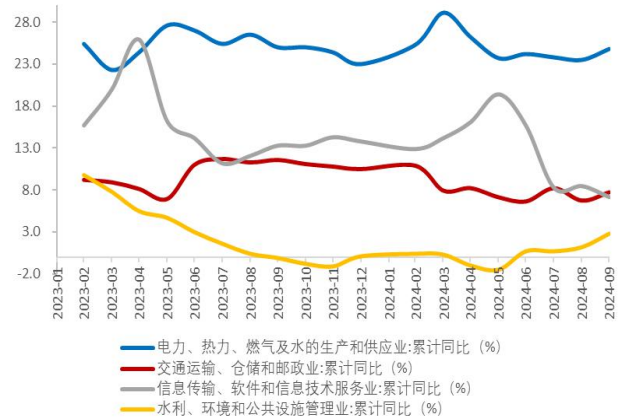
2024年9月广义基建投资累计同比增长9.3%，较6月增加1.6个百分点，测算9月同比增长达到17.5%。狭义基建9月增速2.2%，较8月回升1.0个百分点。结构上看，电力热力燃气及水的生产和供应业、交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业投资增速均有加快。

图 28：广义基建及狭义基建投资增速

图 29：主要基建领域投资增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

4.3 制造业投资维持韧性

制造业投资增速或仍维持韧性。企业盈利作为制造业投资最主要的决定因素，其恢复仍需时日决定了制造业投资增速仍未到拐点；外需缓慢下行和促物价温和回升的政策目标下，政策层面或对制造业投资有一些优化安排。但另一些前瞻指标显示，制造业投资增速中期能维持韧性，如三季度制造业产能利用率已呈现企稳迹象；原材料库存下滑后的补库需求增加。政策层面，“两新”工作正在加快推进项目建设和资金拨付，有助于支撑设备更新投资增速保持高位。

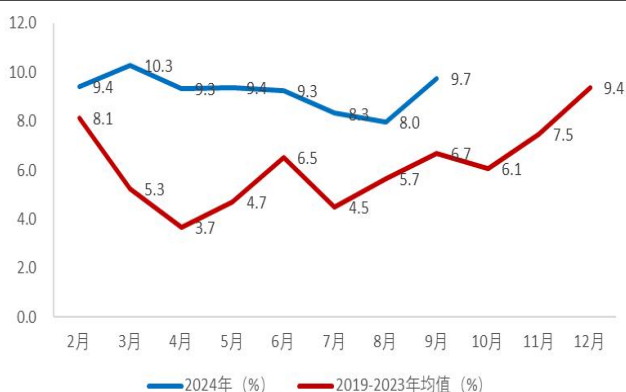
三季度制造业投资增速有所下滑。2024年9月制造业投资累计增速9.2%，较6月下滑0.3个百分点，今年前三个季度呈趋势下滑。测算三季度制造业投资各月增速分别为8.3%、8.0%、9.7%，中枢低于二季度的9.3%。

结构上看，政策扶持的行业、原材料行业、产能利用率偏高的行业表现较好。在大规模设备更新政策带动下，上半年设备工器具购置投资同比增长16.4%，制造业技术改造投资增长9.5%；原材料制造业投资累计同比增长8.8%，较6月回升0.8个百分点，这和今年以来原材料库存持续下滑后引发的补库需求有关。此外，一些产能利用率偏高的行业，如纺织业、化学原料及化学制品业、化学纤维制造业投资增速更具韧性。

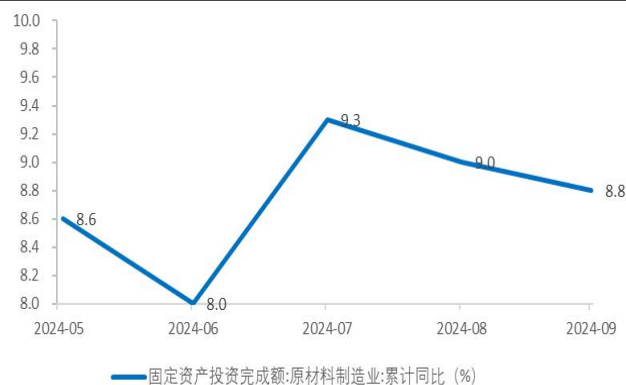
当前制造业产能利用率依然处于历史偏低水平，但已呈现企稳迹象。三季度制造业产能利用率累计值为74.8%，较二季度回升0.3个百分点，当季值为75.2%，持平于二季度。

图 30: 制造业投资月度增速测算

图 31: 原材料制造业投资增速



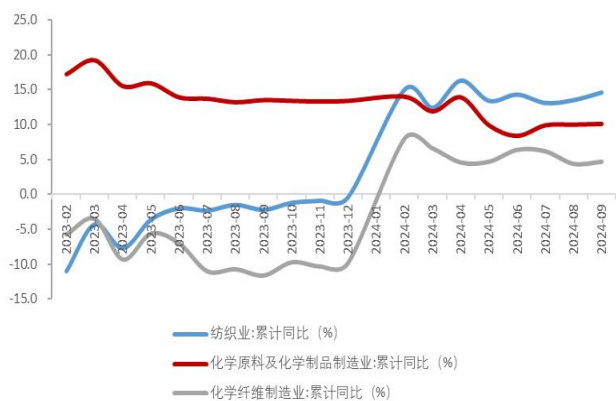
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



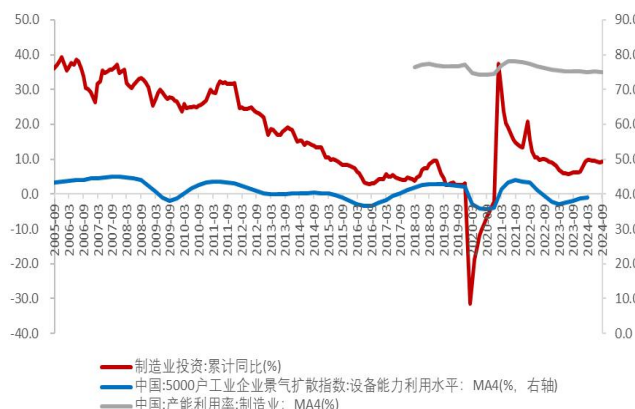
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 32：纺织业、化学原料及化学制品业、化学纤维制造业投资增速

图 33：产能利用率与制造业投资增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

4.4 地产销售向投资传导尚需时日

三季度以来地产政策持续优化，旨在“促进房地产市场止跌回稳”。政策效果在销售端显现，但施工和投资增速跌幅仍扩大。展望中期，本轮地产企稳还需更多证据，尤其是存量商品房消化和房价企稳。一是需要看到新房销售改善的持续性。从7月政策效应看，地产需求政策更多带来的是脉冲效应，居民就业收入预期改善和房价预期改善才能提供持续动能。二是当前全国商品房库存依然偏高，房价筑底过程仍需观察。截止至2024年9月，新建住宅狭义库存为3.8亿平方米，库销比持续攀升；二手房也面临较大去化压力。9月二手房出售挂牌

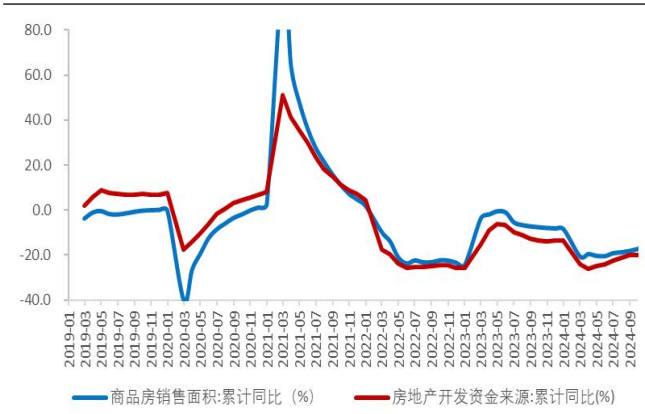
量指数同比增速（MA12）为 19.7%（2024 年 3 月、6 月分别为-0.4%、9.6%）。9 月以来地产政策很重要的一点是聚焦消化存量商品房、存量土地，政策落地节奏和效果需要持续关注。三是，销售回款是地产投资主要的资金来源，地产投资表现约滞后于地产销售 2-4 个季度。因此预计中期地产投资仍继续筑底。

2024 年 9 月，商品房销售累计同比下跌 17.1%，较 6 月收窄 1.9 个百分点；房地产资金来源同比下跌 20.0%，较 6 月收窄 2.6 个百分点；房屋施工面积累计同比下跌 12.2%，较 6 月扩大 0.2 个百分点；房地产开发投资累计同比下跌 10.1%，和 6 月持平；70 个大中城市新建商品住宅价格指数、二手住宅价格指数分别下跌 6.1%、9.0%，跌幅较 6 月分别扩大 1.2 个百分点、1.1 个百分点。边际看，自 9 月末地产领域一系列政策推出以来，商品房销售呈波动态势。10 月 30 大中城市新房销售跌幅大幅收窄；二手房看，随着政策推动二手房价格跌幅趋缓，出售挂牌量出现了明显回升。

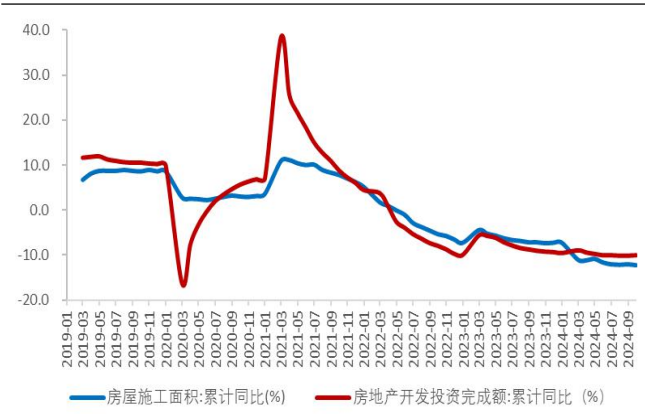
房地产工作具有人民性、政治性。9 月中央政治局会议对房地产市场定调明确，提出促进房地产市场止跌回稳，此次表述变化主要集中在供给端，“优化增量”的提法变为“严控增量”。另外，具体措施还包括加大“白名单”项目贷款投放力度、支持盘活存量闲置土地、调整住房限购政策、降低存量房贷利率、抓紧完善土地、财税、金融等政策。9 月 24 日“金融支持经济高质量发展”新闻发布会出台五项房地产金融新政，包括降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例至 15%、延长两项房地产金融政策文件的期限至 2026 年底、优化保障性住房再贷款政策（中人民银行出资的比例由原来的 60%提高到 100%）、支持收购房企存量土地。10 月 12 日财政部新闻发布会中，提出允许专项债券用于土地储备和收购存量商品房、及时优化完善相关税收政策。10 月 17 日住建部新闻发布会提出“四个取消、四个降低、两个增加”的地产政策组合拳，其中两个增加指新增货币化安置和城中村、危旧房改造，以及扩大白名单项目和信贷规模。

图 34：商品房销售和资金来源增速跌幅趋缓

图 35：房屋施工和地产开发投资增速跌幅仍在扩大

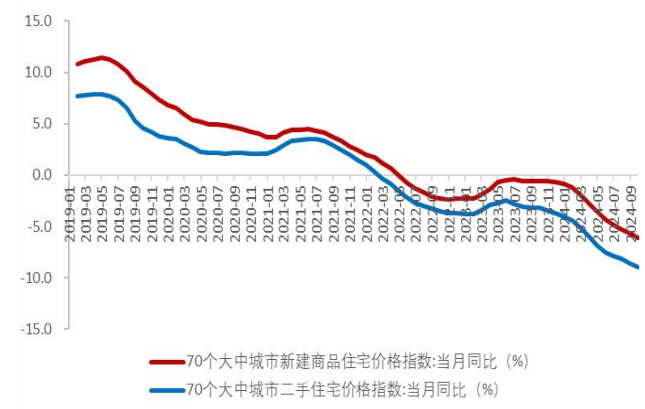


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 36：新建住宅价格和二手房价格跌幅仍扩大



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 37：2024 年 10 月，30 大中城市商品房销售改善

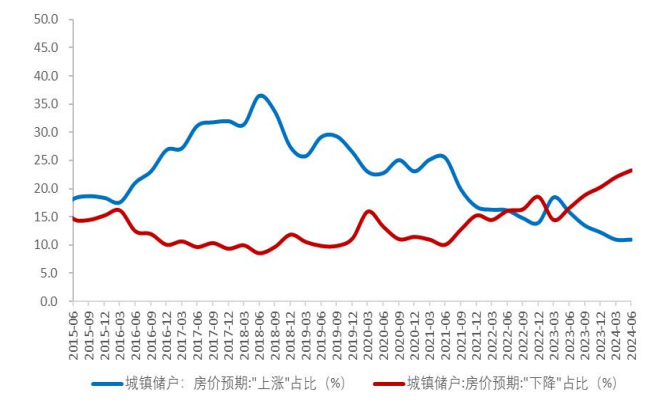


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 38：二手房价格及出售挂牌量同比



图 39：未来房价预期：下跌占比仍走高



资料来源：Wind，山西证券研究所

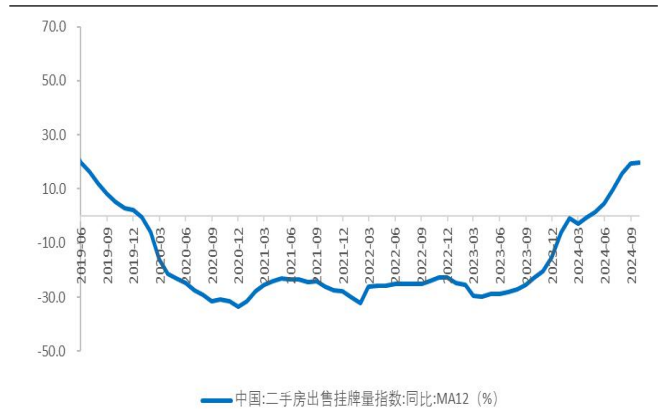
图 40：全国住宅狭义库销比



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图 41：二手房也面临较大去化压力



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.5 出口增速或温和下行

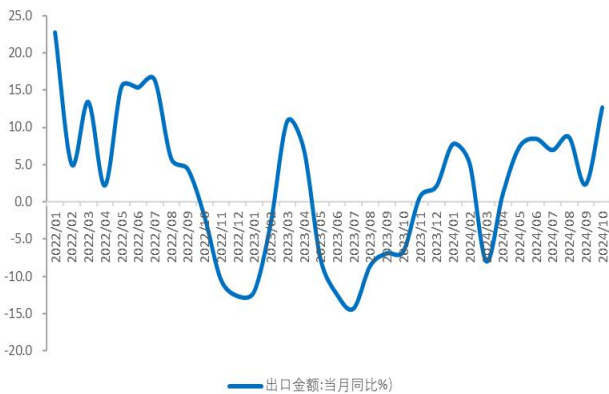
中期看，我国出口或温和下行。今年 1-7 月美国补库存拉动了我国出口需求，但随着经济增速的下降，补库存动力有所减弱。另一方面，美国 OECD 综合指标三季度仍在回升，从其领先性看，四季度美国制造业 PMI、库存增速等仍有韧性。

2024 年三季度，我国出口总体增速高于二季度，边际转弱主要发生在 9 月。三季度出口金额同比增长 5.99%，较二季度增加 0.34 个百分点。7-9 月单月出口增速分别为 7.0%、8.7%、2.4%。9 月出口增速回落主要原因是外需转弱，同期韩国、越南的出口增速均出现明显回落。9 月全球制造业 PMI 加速回落。10 月在低基数和台风影响消退下，出口增速重新回升。

2024 年 1-8 月美国库存总额同比增速高位放缓，销售总额增速放缓的迹象更为明显。美国居民个人消费支出同比增速自 6 月开始下滑，零售和食品服务销售额则呈波动态。8 月美国库销比为 1.38，持平于 6 月。

图 42：出口金额月度同比

图 43：欧美及全球制造业 PMI



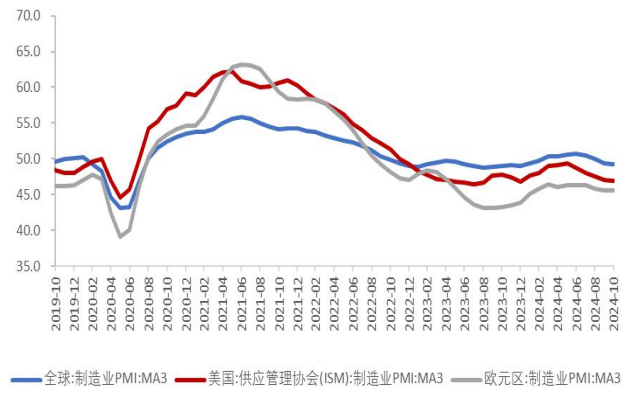
资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所

图 44：美国库存总额及销售总额同比增速



资料来源：美国人口普查局，Wind，山西证券研究所

图 46：美国零售商、批发商、制造商库销比



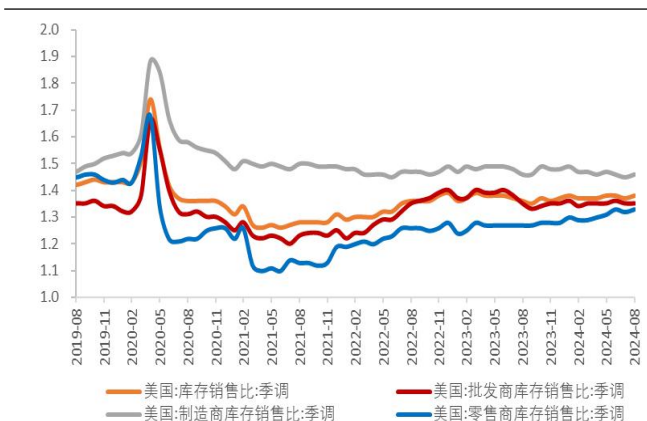
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 45：美国居民消费支出增速放缓，零售和食品服务销售额则呈波动态



资料来源：美国经济分析局，美国人口普查局，Wind，山西证券研究所

图 47：美国 OECD 综合指标领先库存增速



资料来源：美国人口普查局 Wind, 山西证券研究所



资料来源：美国人口普查局, OECD, Wind, 山西证券研究所

5. 价格改善，弹性不宜高估

三季度物价水平总体跌幅收窄。展望中期，内需逐渐恢复和低基数有望支撑物价同比继续温和改善，CPI有望回升到1%附近，PPI跌幅延续收窄趋势，但年内难以回正。不确定性主要在于国内猪肉供给反复、美国经济温和回落对大宗商品价格带来波动、工业品供给过快增加等。

三季度GDP平减指数同比跌幅收窄0.1个百分点。CPI同比增速均值是0.5%，较二季度回升0.2个百分点；PPI同比增速均值是-1.8%，较二季度跌幅扩大0.2个百分点。

三季度物价有利的线索主要包括，（1）受高温多雨天气影响较大的食品项价格由跌转升；（2）供需格局好转下，煤炭开采和洗选业价格由二季度的-8.3%收窄至-0.8%；（3）水泥企业调减产量，叠加新国标实施后成本支撑增强，非金属价格跌幅有所缓和；（4）化学原料、化学纤维等行业产能利用率较高，价格跌幅收窄。

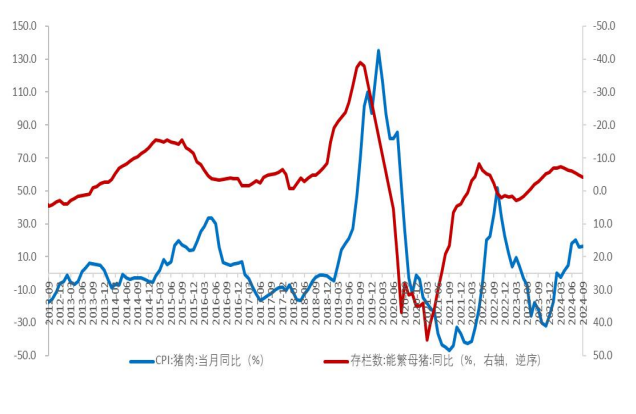
价格表现不及二季度的分项包括，（1）受全球经济温和回落对能源需求的影响，油气开采及石油、煤炭及其他燃料加工业价格跌幅扩大；（2）房地产市场仍处调整期、基建开工偏慢等导致黑色开采、加工等价格跌幅扩大；（3）促销政策下，家用器具、交通工具等消费品量升价跌；（4）服务与居住项在就业、收入偏弱的情况下表现不佳。

展望中期，结构上看，（1）今年4月以来我国能繁母猪存栏量同比增速跌幅趋缓，去产能节奏有所反复，猪肉价格持续回升的动力或不足。（2）黑色金属和非金属价格受国内稳增长政策推进力度影响较大，叠加库存处于历史中等水平，中期表现主要取决于内需政策落地情况。

(3) 全球定价的原油、有色等受美国经济放缓和美联储进入降息周期的双重影响，经验上看处于波动态（参考图 50、图 51）。(4) 收入改善缓慢、库存偏高等因素影响下，核心消费品和服务价格增速或继续寻底。

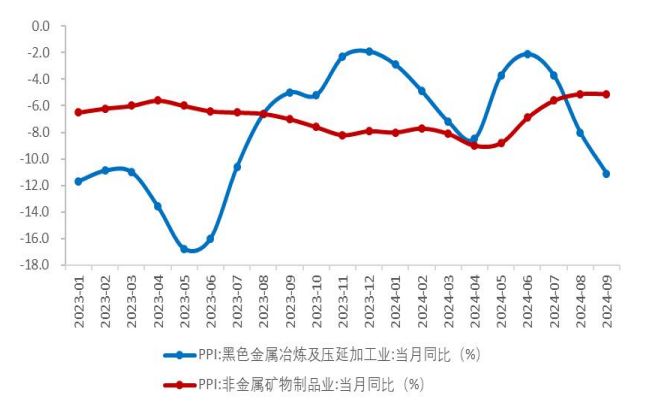
供给释放节奏也是价格的重要的影响变量。从 PMI 看，当前产成品库存仍处于较高位置，原材料库存去化相对充分，若政策驱动下需求回升的同时，生产增速过快回升（生产增速过快回升在 9 月工业增加值、10 月制造业 PMI 中已有所体现），则会导致库存去化不充分，总体供给偏快增长，影响工业品价格持续回升的节奏。

图 48：我国能繁母猪存栏量变化领先猪价



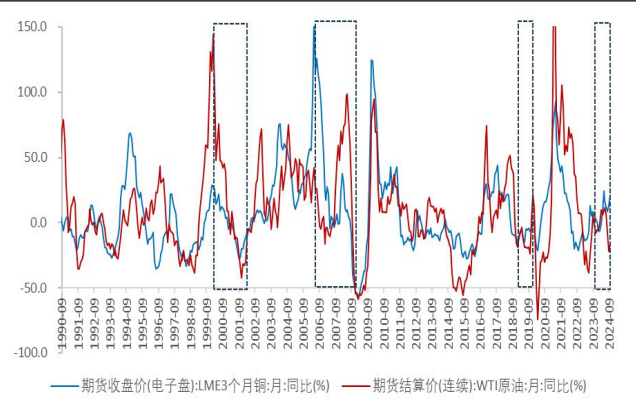
资料来源：国家统计局，农业农村部，Wind，山西证券研究所

图 49：黑色金属和非金属 PPI 同比增速



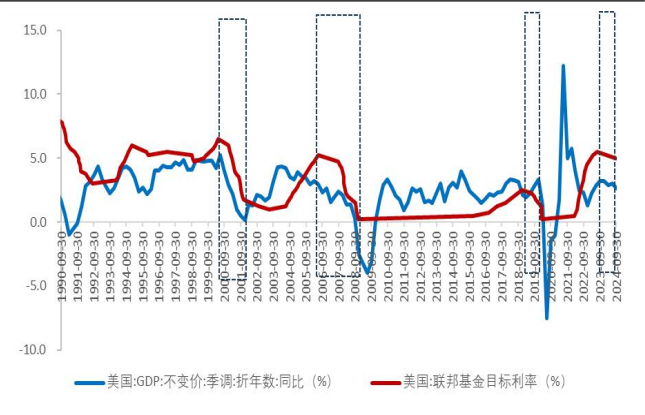
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 50：铜价和原油价格走势



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 51：美国联邦基金目标利率和 GDP 增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

资料来源：LME，Wind，山西证券研究所

资料来源：美国经济分析局，美联储，Wind，山西
证券研究所

6. 中期展望：谷底爬坡

三季度我国经济边际下行压力加大，政策再次聚焦稳增长。随着9月末以来存量政策的加快落地和增量政策推出，9月的工业增加值及10月部分经济数据已有所改观，部分前瞻性指标也出现短期改善迹象，如9月M1同比增速、经济动能指数、PMI出厂价及主要原材料购进价等。从供需两端短期表现和政策推进力度看，三季度实际GDP增速和名义增速大概率处于年内的谷底，四季度经济短期反弹可期。

短期看，目前财政政策已经确定努力完成全年预算目标以及4000亿元的债务结存限额安排，从量级上看主要是为确保完成全年经济增长目标，而非强刺激。9月以来工业产成品库存的调整已经出现，叠加内需逐渐恢复和价格的低基数，有望支撑四季度物价同比继续向常态回归，预计CPI有望回升到1%附近，PPI跌幅延续收窄趋势。不过猪肉价格波动以及工业品生产扩张偏快下，价格改善幅度短期不宜高估，对应居民收入和企业盈利改善也较为温和。

中期经济循环需要多维度视角，期待供需两端推动价格温和修复，政策及时对冲外需压力，以及改革举措提升微观主体信心。中期表现需密切跟踪明年财政力度和支出方向、价格改善的幅度、房价预期、供给状况、改革的节奏和效果等，复苏基础仍有待夯实。

一是，看增量政策的规模和持续性。当前新一轮稳增长政策已开启，9月中央政治局会议指出“切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感”“加力推出增量政策”，意味着未来更多实质性政策择机出台的概率提升。

二是，当前政策支持方向侧重于化债、稳地产、稳消费，这是由我国正处于经济新旧动能转换的关键期决定的，这样的政策安排能够兼顾稳增长和调结构。在不大规模刺激的假设下，上述举措可能形成一部分经济增量，但相较于传统的地产基建循环模式，本轮政策初步效应对经济内生动能的带动或有待观察，主要原因是价格短期改善弹性或有限。比如目前地产需求政策短期带来脉冲效应，但居民就业收入预期改善和房价预期改善才能提供持续动能；消费品以旧换新政策阶段性推动居民消费支出节奏提前，中长期恢复仍取决于收入就业走势；企业投资支出重点关注盈利状况。因此这种政策传导模式亦需要工业去产能、商品房去库存推升价格端，期待新一轮供给政策的有效开展。

三是，外需温和下行可能削弱国内稳增长效果，增加政策加码的必要性和灵活性。

四是，二十届三中全会后改革进程加速，聚焦民营经济、促消费和惠民生、资本市场等领域出台了一系列政策，有利于提振微观预期、助力供给侧结构性改革。

7. 风险提示

政策风险：当前我国经济内生动能偏弱，尽管政策已转向稳增长，但仍以实现全年经济增速为主要目标。在未来经济运行中可能面临新的情况和问题，届时增量政策力度、方式和节奏将成为影响经济恢复持续性的重要因素。

供给端过快扩张：国内经济新旧动能转换背景下，政策支持方向侧重于化债、稳地产、稳消费，和传统地产基建模式的传导效应有较大区别，叠加国内产能利用率较低，供给端弹性较大，供需矛盾或制约价格恢复弹性。

居民预期不稳：我们预期四季度价格改善幅度不宜高估，对应居民收入和企业盈利改善也较为温和，房价企稳还需供需两端政策的传导，叠加地缘风险、外需回落、国内新旧动能转换背景，居民预期改善过程或有反复。

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

