

“一揽子增量政策”提振下，10月宏观经济增长动能转强

——2024年10月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部总监 冯琳

事件：据国家统计局11月15日公布的数据，10月规模以上工业增加值同比实际增长5.3%，9月为5.4%；10月社会消费品零售总额同比增长4.8%，9月为3.2%；1-10月全国固定资产投资累计同比增长3.4%，前值为3.4%。

基本观点：

整体上看，10月宏观数据普遍向好，背后是9月末央行降息降准落地、房地产支持政策大幅加码等一揽子增量政策陆续出台，10月市场信心大幅改善，楼市显著回暖；此外，前期扩投资、促消费政策效果也在进一步显现。由此，10月宏观经济景气度明显上升。展望未来，伴随一揽子增量政策发力显效，年底前消费增速还有上升空间，工业生产增速有望保持在5.5%至6.0%之间的较快增长水平，基建投资增速将进一步加快，制造业投资增速会继续处于接近两位数的高位状态，而在“白名单”项目贷款拨付加速支持下，房地产投资降幅有望收窄。我们预计，四季度GDP同比会达到5.2%左右，将确保完成全年“5.0%左右”的经济增长目标。

具体解读如下：

一、工业生产：10月工业增加值同比增速小幅放缓，这主要受发电量增速下滑扰动，当月制造业增加值同比则连续第二个月提速，背后是一揽子增量政策出台改善市场信心，对工业品生产有一定提振，以及“两新”政策持续推进拉动相关消费品产销增长。此外，10月出口保持强劲，对工业生产也仍有较强支撑。伴随一揽子增量政策落地实施，预计11月工业生产增速将有所反弹，年底前两个月有望保持在5.5%至6.0%之间的较快增长水平。

10月工业增加值同比增长5.3%，增速较上月放缓0.1个百分点。从三大门类看，10月工业生产增速放缓，主因电力燃气及水的生产和供应业增加值同比增速从上月的10.1%下滑至5.4%——这主要受发电

量同比增速下滑 3.9 个百分点至 2.1% 拖累——当月采矿业和制造业增加值同比增速则均有所加快。其中，10 月制造业增加值同比增长 5.4%，增速比上月高 0.2 个百分点，已连续两个月回升，这与当月官方制造业 PMI 指数中的生产指数连续两个月处于扩张区间相一致。

10 月制造业生产继续提速，背后是伴随一揽子增量政策出台，市场信心改善对工业品生产有一定提振作用。当月钢铁行业增加值同比增速加快至 4.0%（前值 2.7%），非金属矿物制品业增加值同比降幅收窄 1.2 个百分点至 -2.6%（其中水泥产量同比降幅收窄 2.4 个百分点至 -7.9%），有色金属行业增加值同比增速虽因基数走高而放缓 1.1 个百分点，但仍处 7.7% 的较快增长水平。同时，10 月“两新”政策持续推进，对汽车、家电等耐用消费品产销两端拉动作用明显。当月汽车制造业增加值同比增长 6.2%，增速较上月加快 1.6 个百分点。

另外值得一提的是，10 月出口增长强劲，对制造业生产仍有较强支撑。当月新能源汽车产量同比小幅加快至 48.6%（前值 48.5%）；集成电路产量同比增速放缓至 11.8%（前值 17.9%），但主要原因是基数走高，且仍延续两位数高增；太阳能电池产量同比增速较上月加快 5.0 个百分点至 13.2%。

最后，10 月装备制造业增加值同比增长 6.6%，高技术制造业增加值增长 9.4%，分别快于全部规模以上工业增加值增速 1.3 和 4.1 个百分点。这表明，今年以来政策面支持新质生产力发展，对工业生产起到了较强的拉动作用。

展望后续，随着一揽子增量政策落地实施，会持续带动消费、投资需求扩张，对工业生产形成较强拉动。由此，预计 11 月工业增加值同比增速将有所反弹，年底前两个月有望保持在 5.5% 至 6.0% 之间的较快增长水平。

二、消费：10 月社零同比增速较上月大幅加快 1.6 个百分点，除因去年 10 月社零基数实际上在下降外，还受到支持耐用消费品以旧换新政策加码，一揽子稳增长政策出台、房地产市场边际回暖带动预期改善，以及今年“双十一”预售比去年提前 10 天等因素拉动。展望后续，在新一轮稳增长政策发力背景下，接下来居民商品消费动能有望逐步好转，预计 11 月社零同比将提速至 5.0% 以上。

10 月社零同比增长 4.8%，增速较上月大幅加快 1.6 个百分点，表现超出预期。当月商品零售同比增速较上月加快 1.7 个百分点至 5.0%，餐饮收入同比小幅加快 0.1 个百分点至 3.2%。10 月社零同比加快部分受基数走低影响。尽管去年 10 月社零同比为 7.6%，较前值加快 2.1 个百分点，但以两年或四年平均衡量，其增速都在下滑。这意味着去年 10 月社零基数实际上在下降，会在一定程度上抬高今年 10 月社零同比。

除基数变动外，10月社零增速回升还主要受以下三方面因素拉动：首先，在支持耐用消费品以旧换新政策加码推动下，10月汽车、家电等产品销售显著改善。当月限额以上汽车零售额同比增长3.7%，家电零售额同比增长39.2%，增速较上月分别加快3.3和18.7个百分点。作为社零大项，汽车和家电销售提速对社零整体增速拉动作用明显。其次，9月下旬以来一揽子稳增长政策密集出台，股市上涨动能增强，加之10月房地产成交和价格走势传递出积极信号，预期改善和财富效应可能也对10月消费起到一定刺激作用。最后，今年“双十一”预售在10月14日启动，比去年提前了10天，也会拉升当月社零同比表现。这也反映于，1-10月社零中的实物商品网上零售额累计同比较前值加快0.4个百分点至8.3%。

值得一提的是，除汽车、家电零售额增速受益于以旧换新政策而大幅加快外，10月限额以上可选消费品零售额增长普遍提速，显示消费结构有所改善。具体来看，在房地产市场边际回暖带动下，10月家具零售额同比增长7.4%（前值0.4%）、建筑装潢材料零售额降幅较上月收窄0.8个百分点至-5.8%；主要受“双十一”预售提前以及消费者预期改善提振，10月服装、化妆品、通讯器材、体育娱乐用品、文化办公用品、金银珠宝零售额同比均有不同程度提速，其中，化妆品零售额同比大幅加快44.6个百分点至40.1%，金银珠宝零售额同比降幅较上月收窄5.1个百分点至-2.7%。

另外需要指出的是，社零数据更多反映居民商品消费走势，从服务消费来看，1-10月服务零售额累计同比增长6.5%，增速较前值放缓0.2个百分点，但仍明显高于同期社零累计同比增速3.5%。

展望后续，在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。同时，政策面加力推动房地产市场止跌回稳、市场预期改善带动股市上涨动能增强等因素，也有利于提振居民消费信心。此外，10月存量房贷利率下调，居民提前偿还房贷的情况有望缓和。从这些角度看，接下来居民商品消费动能有望逐步好转。就11月社零同比而言，尽管今年“双十一”提前对11月社零同比影响偏负面，但从两年和四年平均增速来看，去年11月社零基数进一步走低，这将对冲“双十一”提前影响，继续推升今年11月社零同比表现。由此，我们预计，11月社零同比有望提速至5.0%以上。

四、投资：1-10月固定资产投资增速保持平稳，10月当月三大投资板块增速则呈现“两升一降”格局。其中，在稳增长政策发力带动下，10月当月两个口径的基建投资增速都有所加快；大规模设备更新支持政策加码，10月制造业投资增速高位上行；10月楼市回暖尚无法传导到投资端，“白名单”房地产项目贷款拨付需要时间，当月房地产投资降幅略有加大。

1-10月固定资产投资累计同比增速为3.4%，与1-9月持平，分别较去年同期和去年全年加快0.5和0.4个百分点。背后是一揽子增量政策陆续推出，基建投资和制造业投资增速加快，抵消了房地产投资降幅加大的影响。展望未来，扩投资将是本轮“一揽子增量政策”的一个重要发力点，年底前基建投资增速还有一定上升空间，也将带动固定资产投资增速小幅加快。

具体来看，1-10月基建投资（不含电力）同比增速为4.3%，较1-9月上行0.2个百分点，结束了此前连续6个月的下行过程。背后是“一揽子增量政策”陆续出台，基建投资力度加大；另外，9月地方政府专项债基本发完，10月基建投资资金来源大幅改善。国家统计局也强调，随着“两重”建设持续发力，相关项目的实物工作量陆续形成，也带动了基础设施投资的回升。据我们测算，10月当月基建投资（不含电力）增速为5.8%，较9月大幅加快3.6个百分点。与此同时，1-10月广义基建投资同比增速达到9.4%，较1-9月显著加快0.1个百分点。据我们测算，10月当月广义基建投资同比增速高达10.1%，连续两个月保持两位数高增。以上都意味着10月基建投资在宏观经济中的稳定器作用进一步显现。值得一提的是，今年广义基建投资增速明显较快，主要源于电力投资高增，或与电力投资主要由央企推动，受地方财政状况影响较小有关。

展望未来，近期总额高达10万亿美元的隐债置换方案出台，地方政府偿还隐债压力显著缓解，这将很大程度上释放地方政府的稳增长动能，特别是前期化债因素对地方政府基建投资的制约会明显减弱。另外，四季度财政政策对基建投资的支持力度也在加大，重点是将在年内提前下达2025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，并在今年年底前形成实物工作量。我们判断年底两个月基建投资将持续提速，这是短期内提振经济增长动能的一个重要抓手。

制造业投资方面，1-10月累计同比增速为9.3%，高于1-9月的9.2%，连续两个月加快，也明显高于去年全年6.5%的增幅；据我们测算，10月当月制造业投资增速为10.0%，较上月上升0.3个百分点，时隔7个月再度达到两位数高增。背后是近期稳增长政策加码，重大制造业投资项目建设加快推进，以及7月安排1480亿超长期特别国债资金支持大规模设备更新。

1-10月制造业投资增速明显加快，领跑三大投资板块，是带动整体固定资产投资提速的主要动力。背后的原因有两个：一是融资支持力度较大。央行数据显示，9月末制造业中长期贷款余额同比增长14.8%，虽较前期有所放缓，但仍明显领先于8.1%的整体信贷余额增速。这显示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。二是今年以来支持大规模设备更新政策对制造业投资有较

强推动作用。根据国家统计局数据，1-10月设备工器具购置投资同比增长16.1%，拉动全部投资增长2.1个百分点，对于投资增长的贡献率超过60%。我们分析，其中投资拉动作用主要体现在制造业投资高增方面。值得一提的是，1-10月代表新质生产力发展方向的高技术产业投资同比增长9.3%，持续高于整体投资增速，其中，航空航天及设备制造业投资增长34.5%，专业技术服务业投资增长32%、研发设计服务业投资增长11%。背后是各地积极培育壮大新质生产力，加大科技创新投入力度，积极抢占产业发展高地，带动技术产业投资增长。

展望未来，在“一揽子增量政策”支持下，市场信心有望增强，制造业投资将继续保持高位，估计全年增速将达到9.5%左右，较上年加快3个百分点。我们认为，未来影响制造业投资的最大不确定因素仍是房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动制造业产品需求并提振投资信心。另外，特朗普胜选意味着贸易战风险增加，也可能在短期内对国内制造业投资造成一定影响——类似影响曾在2019年显著拉低制造业投资增速。

1-10月房地产投资累计同比下降10.3%，降幅较1-9月扩大0.2个百分点，为年内最大降幅。据我们测算，10月当月房地产投资同比为-12.3%，降幅较上月扩大2.9个百分点。我们分析，在上年同期基数平稳的背景下，10月房地产投资降幅扩大，主要原因是前期楼市持续低迷，房企销售回款承压，而10月楼市回暖尚无法向投资端传导。值得注意的是，近期政策面加大了对房地产“白名单”项目的融资支持力度，但银行对房企的开发贷拨付仍需时间。

展望未来，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”。我们判断，这意味着年底前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显著改善，进而推动年底前两个月房地产投资同比降幅收窄。我们预计，2024年全年房地产投资同比将在-9.0%左右，降幅较1-10月的-10.3%收窄1个百分点左右。

整体上看，10月宏观数据普遍向好，背后是9月末央行降息降准落地、房地产支持政策大幅加码等一揽子增量政策陆续出台，10月市场信心大幅改善，楼市显著回暖；此外，前期扩投资、促消费政策效果也在进一步显现。由此，10月宏观经济景气度明显上升。

展望未来，伴随一揽子增量政策发力显效，年底前消费增速还有上升空间，工业生产增速会保持

5.0%以上的较快增长水平，基建投资将进一步加快，制造业投资会继续处于接近两位数的高增状态，而在“白名单”项目贷款拨付加速支持下，房地产投资降幅有望收窄。我们预计，四季度 GDP 同比会达到 5.2%左右，将确保完成全年“5.0%左右”的经济增长目标。

不过值得注意的是，11 月以来楼市有降温迹象，后续走势值得密切关注。这表明未来宏观经济摆脱下行压力，或需房地产支持政策进一步加码，其中的关键是将计入物价因素后明显偏高的实际房贷利率降下来。总体上看，外部贸易环境变化及国内房地产市场走势，将在很大程度上决定 2025 年宏观经济表现。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有, 东方金诚保留一切与此相关的权利, 任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料, 其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/ 发布方负责, 东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查, 但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性, 东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致, 并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见, 并非是对某种决策的结论或建议; 投资者应审慎使用本研究报告, 自行对投资行为和投资结果负责, 东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用, 且该等使用者必须按照授权确定的方式使用, 相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告, 东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。