

经济形势跟踪： 预期效应跑在政策直接效果前面

- 从2024年10月的月度经济数据，以及11月上半月的高频数据来看，今年9月末以来的政策转向之效果已经在实体经济中开始显现。不过到目前为止，政策效果还主要通过预期渠道体现（即通过预期改善来提振经济主体的支出意愿），政策的直接带动作用在实体经济数据中还不明显。
- 尽管预期已经改善，但如果政策不能尽快将真金白银投入实体经济，带动实体经济中有效需求的扩张，则民间预期可能再度转向悲观，令经济形势的向好缺乏持续性。
- 从宏观预测的角度来看，考虑到10月经济数据已有改善迹象，且财政政策正在落地，我们小幅上调了2024年4季度的GDP增长预测。现在我们预期，4季度GDP增速会小幅回升至4.8%，略高于3季度。但2024年全年GDP增速仍然只有4.8%，不及年初设定的5%之目标。从把经济增长稳定在5%左右的目标来看，当下的政策刺激还有待进一步发力。

（风险提示：宏观经济走势具有不确定性，宏观政策可能超预期变化。）

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

从 2024 年 10 月的月度经济数据，以及 11 月上半月的高频数据来看，今年 9 月末以来的政策转向的效果已经在实体经济中开始显现。不过到目前为止，政策效果还主要通过预期渠道体现（即通过预期改善来提振经济主体的支出意愿），政策的直接带动作用在实体经济数据中的表现还不明显。

首先对 10 月份月度经济数据进行分析。10 月份，我国制造业 PMI 回升至 50.1，是最近半年来首次回升至 50 之上。从分项 PMI 数据可以研判，原材料的主动补库存是带动 PMI 回升的主要原因。这应该是政策转向带动企业预期回暖后，企业自发进行了一波主动补库存。不过，补库存的行为往往是短期的，不会有太强持续性。

图表 1. 2024 年 10 月 PMI 生产经营活动预期均明显回升



资料来源：万得

图表 2. 国内订单的显著回升是 PMI 回升的主要原因



资料来源：万得

在 10 月经济数据中，需求面数据中亮点较多。地产销售、社会消费品零售总额及出口均有明显改善。10 月季节调整后的地产销售面积有所回升，并带动地产投资资金来源中的“售房定金及预收款”及“个人按揭贷款”回升，最终推动地产投资资金来源回升。但在各项资金来源中，地产开发商所获得的“开发贷”，以及地产开发商“自筹资金”没有改观。在地产销售改善的同时，地产新开工面积进一步走低。看起来，在 9 月 26 日政治局会议提出对“对商品房建设要严控增量”后，地产投资继续承压。在“严控增量”的导向下，地产销售的改善向地产投资的传导可能受限，从而一定程度加大短期稳增长的难度。此外，这也会进一步收紧一两年后商品房的供给瓶颈，给未来房价带来一定上涨压力。

10 月季节调整后的消费品零售总额也明显回升，且商品销售回升势头强于餐饮销售。10 月我国出口同比增速相比 9 月明显回升。但考虑到同期 PMI 中“新出口订单”小幅下滑，且一直与我国出口保持较高同步性的韩国出口增长放缓，可以判断 10 月我国出口向好主要是在贸易摩擦预期下的“抢出口”所致，应该难有太强的持续性。

图表 3. 2024 年 10 月商品房销售面积和竣工面积回升，但新开工面积进一步走低



资料来源：万得

图表 5. 10 月消费品零售总额回升势头明显



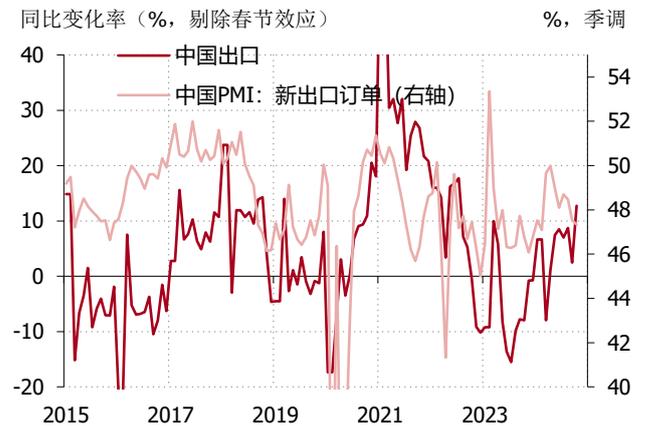
资料来源：万得

图表 4. 销售改善带动地产投资资金来源回升



资料来源：万得

图表 6. 10 月我国出口增速明显回升，应该是“抢出口”所致



资料来源：万得

相比需求面数据，10 月我国供给面数据更弱一些。10 月工业增加值同比增速从 9 月的 5.4% 小幅回落至 5.3%。季节调整之后的环比增速虽有所上升，但幅度相对有限。社会融资规模增幅也偏小。10 月社会融资规模中的“专项债”发行虽然保持较高水平，但同期专项债之外的其他社融之增幅（主要反映实体经济自发融资需求）继续低于过去 3 年同期水平。总体来看，今年年初以来的实体经济融资需求相对疲弱、融资缺乏利率敏感性的状况仍在持续。

图表 7. 10月工业增加值同比增速略低于9月，季调后环比增速小幅上行



资料来源：万得

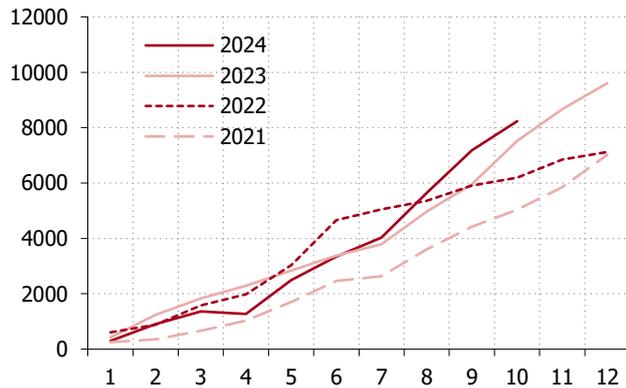
图表 8. 10月，实体经济融资需求利率敏感性缺失的问题没有明显改观



资料来源：万得

图表 9. 10月专项债发行节奏较快

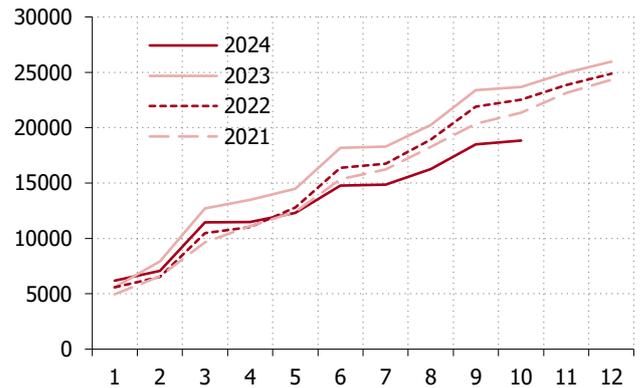
地方政府专项债年初至当月累积增量（10亿人民币）



资料来源：万得

图表 10. 10月专项债之外的社会融资增幅仍然低于过去几年同期水平

地方政府专项债之外社融年初至当月累积增量（10亿人民币）



资料来源：万得

总体来看，在 10 月经济数据中，确实已经开始出现了政策转向后，经济向好的迹象。但这些向好主要来自政策带动预期改善后，民间经济主体在购房和消费方面支出意愿的上升。但另一方面，刺激政策的直接效果还未在经济数据中明显表现出来。如果政策不能尽快将真金白银投入实体经济，带动实体经济中有效需求的扩张，则民间预期也容易再度转向，很可能让当前因预期改善而形成的经济向好局面缺乏持续性。

在当前实体经济融资需求利率敏感性缺失的环境中，货币宽松对实体经济稳增长的作用有限。今年 9 月下旬以来，货币政策虽然降准降息，但其效果更多体现在金融市场流动性的充裕，以及股市情绪的改善之上。当前就稳定实体经济增长而言，财政政策是关键。11 月上旬，财政部公布了总额为 12 万亿元的未来几年的化债额度。但这一化债额度平均到每年也就 2.4 万亿元，占 GDP 比重不到 2%。

而我国土地出让收入占 GDP 比重，从 2020 年的 8.3%，已经下降到 2023 年的 4.6%，降幅达 3.7 个百分点。如果地产市场不能显著修复，土地出让收入继续处在当前较低水平，它给地方财政带来的压力将很难被新推出的化债方案所对冲。再考虑到 9 月 26 日政治局会议提出的“对商品房建设要严控增量”的导向，地产投资在未来仍然面临不小阻力，地方政府卖地收入也难以显著修复。因此，本轮 12 万亿化债额度落地后，虽然会让地方政府的状况有所改善，但很难根本性解决地方政府面临的困难。

总体来说，9月以来的政策转向是令人振奋的，其效果也正在通过预期改善的路径带动经济。但在预期改善的背后，刺激政策的直接效果还未明显表现出来，且政策对当前经济的主要矛盾——地产投资的显著下滑——的改善作用相对有限。接下来，市场会持续关注后续政策的落地情况。如果政策落地迟缓，又或者政策直接效果确认不明显后，没有更多增量政策出台，则预期可能逆转。如果这样的情况发生，未来要再度提振经济难度会明显上升。

从宏观预测的角度来看，考虑到10月经济数据已有改善迹象，且财政政策正在落地，我们小幅上调了2024年4季度的GDP增长预测。之前，我们预期4季度GDP增速会与3季度的4.6%大致持平。现在我们预期，4季度GDP增速会小幅回升至4.8%，略高于3季度。但2024年全年GDP增速仍然只有4.8%，不及年初设定的5%之目标。值得注意的是，由于2024年1季度留下的高基数，即使考虑到经济会因为政策刺激而改善，2025年1季度GDP同比增速也会再度回落（可能回落至4.5%左右）。从把经济增长稳定在5%左右的目标来看，当下的政策刺激还需进一步发力。

11月上半月的高频数据也支持以上从月度数据中形成的判断。30城市周度商品房销售面积在11月处在过去3年同期水平，相比今年前3个季度的水平而言，已经改善了不少。不过，9月政策转向后地产销售的修复，主要体现在一线和二线城市上，三线城市商品房销售面积仍然低于过去3年同期水平。而从公路货运量、石油沥青和水泥的高频数据来看，11月上半月经济运行没有明显的边际变化，投资品相关的上游行业有微小幅度的改善。

图表 11. 11月上半月，30城市商品房周度销售面积处在过去3年同期水平



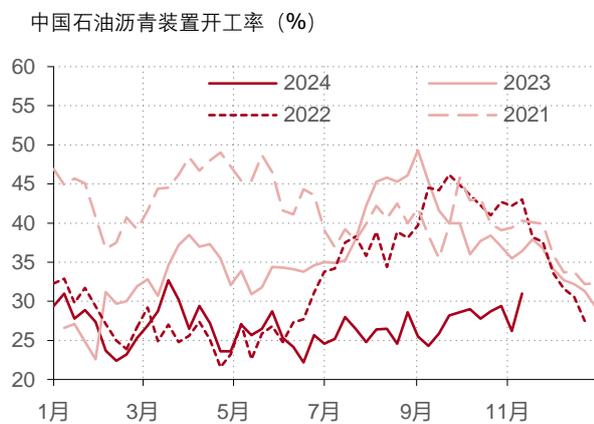
资料来源：万得

图表 12. 公路货运流量与去年同期水平相当



资料来源：万得

图表 13. 石油沥青开工率在11月上半月回升，但仍低于过去3年同期水平



资料来源：万得

图表 14. 国内水泥发运率仍然明显低于过去3年同期水平，但差距缩小



资料来源：万得

11月上半月，国内金融市场在流动性推动下形成了股债双牛的格局。从市场走势来看，市场参与者对经济复苏的预期不算太强。进入11月，A股市场沪深两市日度融资买入额继续处在2015年“股灾”后的高位。融资资金如此活跃，反映A股市场的杠杆交易风险已经上升，值得关注。

11月初特朗普当选美国总统后，人民币贬值压力又显现出来。而央行也已经再度开始使用“逆周期调节因子”来稳定人民币汇率。接下来7.3会是一个关键的关口。在过去3年中，央行数次在7.3附近稳住了汇率。如果这一轮汇率贬过7.3，市场可能会在“特朗普极限施压”、“人民币汇率创十年新低”的情绪下信心走弱，导致人民币汇率进一步贬值。因此，预计未来央行有很大概率继续守住7.3这个汇率关口。

图表 15. 11月上半月股债双牛，表明金融市场处在流动性推动的行情中



资料来源：万得

图表 16. A股沪深两市融资买入额继续处在2015年“股灾”之后的高位



资料来源：万得

图表 17. 特朗普当选后，人民币贬值压力重新上升，央行再度开始进行“逆周期因子”调控



资料来源：万得

(完)

(风险提示：宏观经济走势具有不确定性，宏观政策可能超预期变化。)

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371