



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-11-19

## 宏观：政策发力后的经济首月表现如何？

蒋文斌

国债研究员

从业资格号：F3048844

交易咨询号：Z0017196

☎ 0755-23375128

✉ jiangwb@wkqh.cn

### 报告要点：

9月底政策发力后，对市场的信心及情绪修复带来明显的改善，政策过后市场再次将目光聚焦在基本面的改善上来。对于这次政策的发力方向，主要集中在三个方面：一是资本市场；二是房地产；三是经济基本面。可以说本次政策不管是力度、广度还是持续性上看，都是近年来少有的，但目前市场对基本面的修复仍存在一定的分歧。究其原因，主要是在过去的两年时间中，几次政策发力的效果都不及预期，且美国大选后外部环境面临的不确定性增加了。

截止到11月15日，10月份的主要经济数据均已公布。多数经济数据有一定的改善，但总体看，改善是结构性的，超预期的数据不多。可以说这样的表现应该是可以预期的，首先在经济长时间的下行之后，扭转市场的预期仍需时间；其次此轮经济下行周期，居民的资产负债表的修复需要时间，需要房地产及资本市场的持续好转才能恢复居民的消费信心；最后是经济发展方式的转变，过去投资驱动的经济增长带来的效果是立竿见影的，而未来经济将更多倾向于新质生产力及消费，经济转型带来的增长需要更长的周期。

对于后市，我们也应看到这次高层对政策的看法发生了根本性的转变，政策发力稳经济的决心意味着后期持续性的政策值得期待，后期大概率只要经济数据不及预期，政策发力预期就将出现。

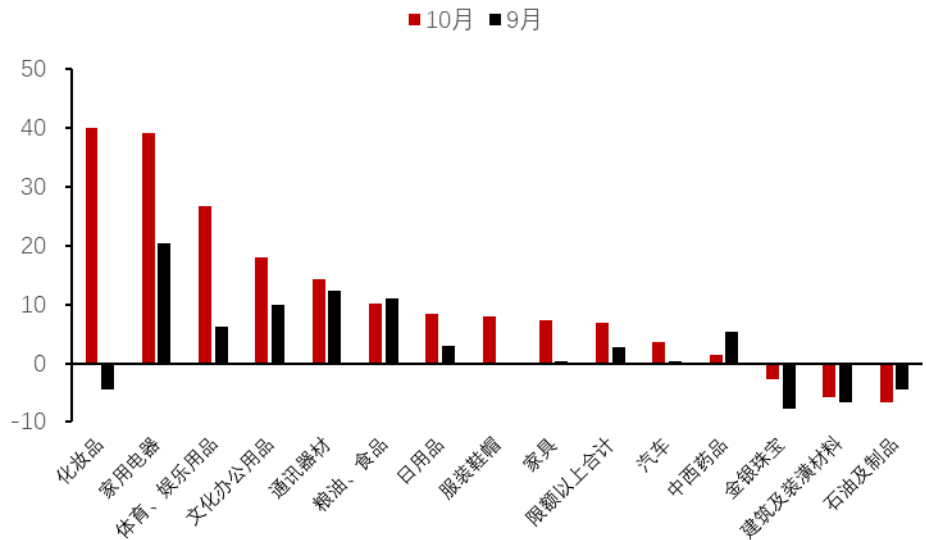
## 一、主要经济数据

主要经济数据结构性改善为主，总体看，消费、出口表现好于预期，固定资产投资、工业增加值、价格指数、社融等数据表现略不及预期。

### 1、社会消费品零售总额

细分项看，消费的增长主要来自于限额以上的商品消费的增长，该部分增速由9月份的2.8%上升为10月份的6.8%，表现好于消费整体增速的改善。细分行业表现方面，家电及汽车等行业受“两新”政策影响，环比改善明显，同时家电和家具还受益于房地产市场销售的好转。化妆品、纺织服装、体育娱乐用品等行业的改善则受益于“双11”时间前移的影响。重点行业中，石油制品则受原油价格下跌影响，增速进一步下滑，由9月份的-4.4%回落至10月份的-6.6%，食品饮料等必需品则整体变化不大。

图 1：限额以上商品销售增速（%）

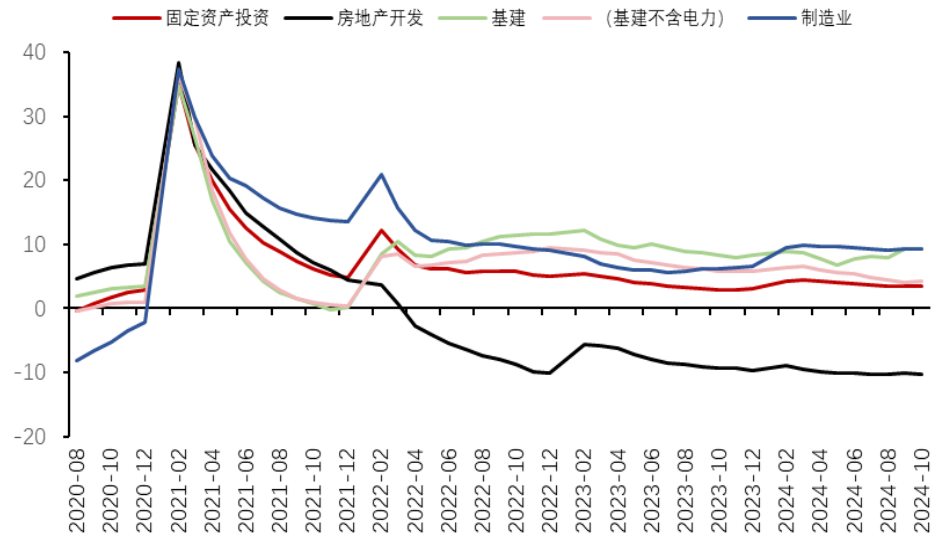


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

### 2、固定资产投资

固定资产投资几个主要细分方向中，房地产开发投资增速由9月份的-10.1%进一步下滑至10月份的-10.3%，基建投资增速由9月份的9.26%增至10月份的9.35%（其中不含电力投资增速由9月份的4.1%增至10月份的4.3%），制造业投资增速由9月份的9.2%增至10月份的9.3%。整体看变化均不大。根据10月底财政部发布会的数据，四季度尚有接近2万亿的专项债额度可用，而从10月份的基建增速看，这块的表现应该是低于预期的。而从未来看，考虑到政治局会议对地产“限制增量”的政策，加之地方政府化债每年占用8000亿的专项债额度，随着专项债更多用于消费、新质生产力、地产土地收储等政策，预计传统基建将维持中低速增长。

图 2：固定资产投资累计增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

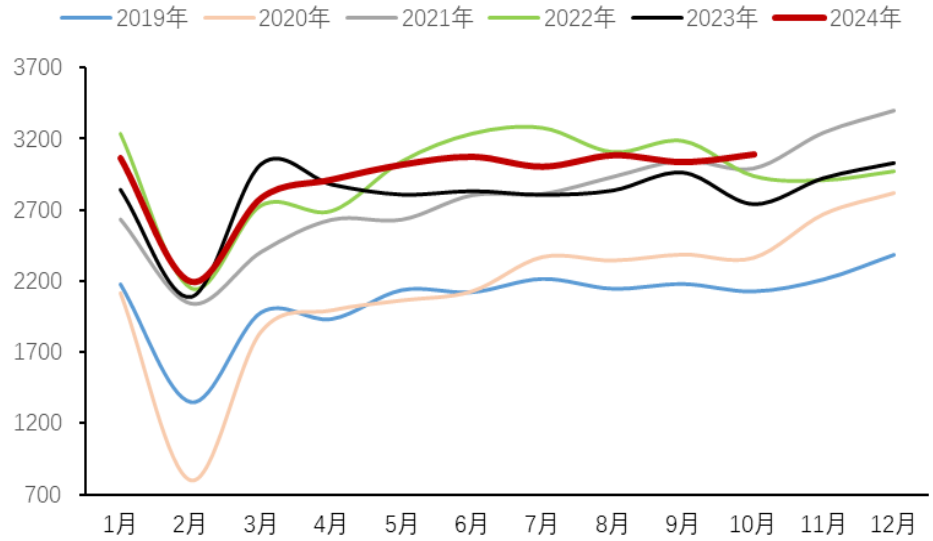
### 3、工业增加值

工业增速方面，42个行业中，尚有约一半的行业数据未公布。已公布的重点行业数据中，汽车制造增速由9月份的4.6%增至10月份的6.2%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造增速则显著回落，由9月份的13.7%回落至10月份的4.4%。

### 4、出口

10月份美元计价的出口增速同比增长12.7%，远高于9月份的2.4%。出口的高增长一方面来自于去年的低基数效应，另一方面则是受美国大选影响，特朗普当选带来的贸易不确定性显著增加，抢出口效应带来的出口增速提升。

图 3：单元出口增速金额（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

## 5、价格指数

10 月份 CPI 环比增长-0.3%，核心 CPI 环比增长 0%，PPI 环比增长-0.1%，表现仍较弱。从细分项看，CPI 的下跌主要受食品和油价下跌影响，而服务业价格总体保持稳定。PPI 方面，主要行业中，有色和黑色系价格反弹，而油气和汽车价格下跌，产成品价格仍以下跌为主。

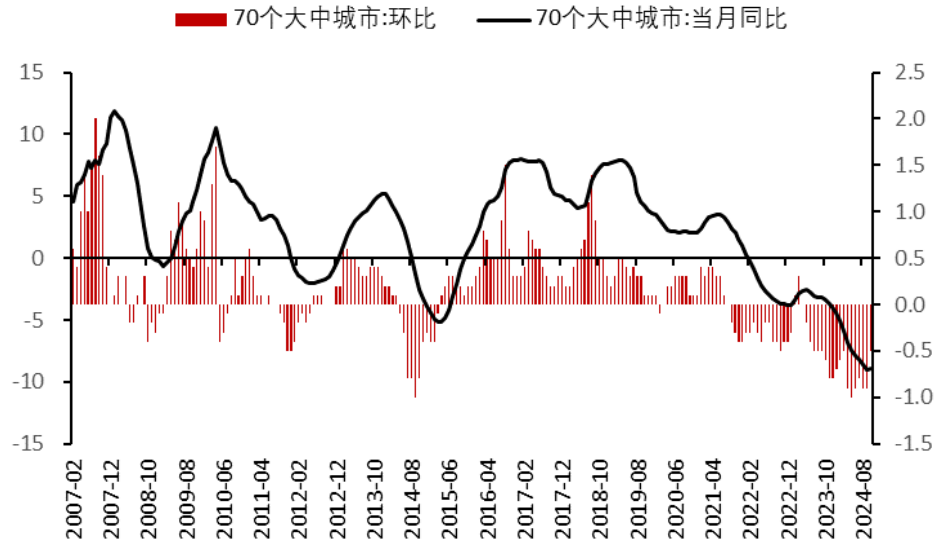
## 二、房地产

地产主要开发指标中，新开工、施工增速继续下滑，竣工增速环比有所改善。表明地产企业对未来的预期仍以回收现金流为主。

9 月底政策发布以来，地产行业的销售数据明显好转，尤其是一线及部分强二线城市的销售数据创近两年来新高。10 月份全国新房销售面积 7645.97 万平，同比增速-1.6%，单月增速接近企稳，显著高于前三季度-17.1%的增速。分城市看，一线城市好于二三线城市。以深圳为例，根据深圳市房地产中介协会发布的数据，10 月二手房录得 8269 套，环比增长 117.0%，同比增长 122.5%，创近 45 个月以来新高。

反应到价格端，10 月份 70 大中城市二手房价格跌幅收窄，同比-8.9%(9 月份-9.0%)，环比-0.5%(9 月份-0.9%)，其中一线城市环比增速 0.4%，近 13 个月来首次转正，二三线城市环比增速降幅收窄。

图 4: 70 大中城市二手房价格同比及环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

预计在存量房贷利率、LPR 利率、首付比例、税费、限购限售调整等一系列政策发力的背景下，一线及部分强二线城市的房地产市场有望逐渐企稳。而从中长期看，未来中国地产市场的整体性机会可能较少，更多的是结构性的机会，重点关注人口流入多、供给增长相对较少及有高端产业支撑的城市。

### 三、金融数据

10 月新增社融 13958 亿元，较去年同期同比少增 4483 亿元。其中，新增居民短期、中长期贷款分别为 490、1100 亿元，分别较去年同期同比多增 1543、393 亿元，是今年 2 月以来首次转为同比多增，主要受到补贴政策带动消费以及 10 月以来新房成交明显回升影响，使得居民贷款有所改善。企业贷款新增 1300 亿元，同比少增 3863 亿元，表明当前企业信贷需求仍有待提振。政府债券融资 1.05 万亿元，同比少增 5142 亿元，是 10 月社融的主要拖累项，主要受到去年专项债以及再融资债集中于 10 月发行的影响。随着近期增量财政政策逐步落地，有望为后续政府债提供支撑。

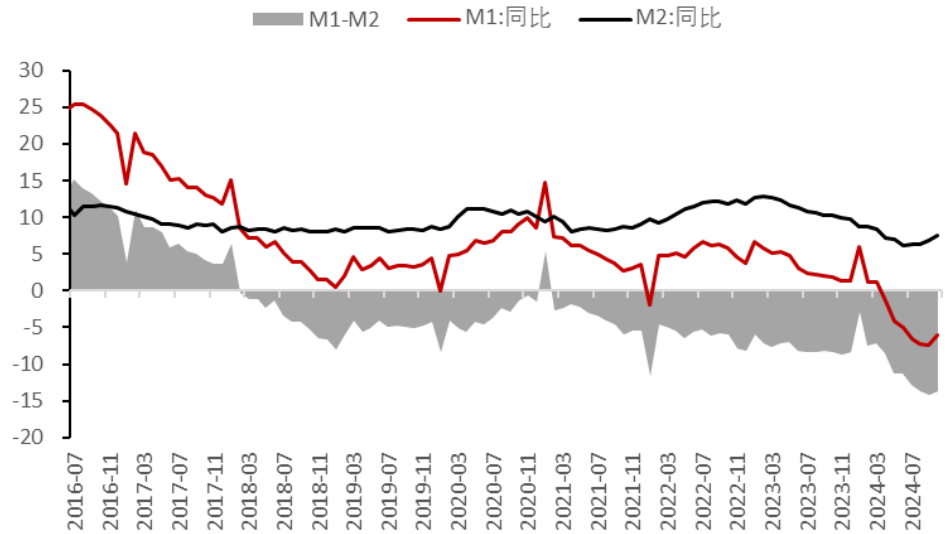
表 1: 10 月份主要金融数据表现

日期	2024-10	2024-09	2024-08	2023-10	2023-09	2023-08	新增
社融数据(亿, %)							
社融:	14000	37635	30323	18441	41326	31279	-4441
企业债券	987	-1926	1703	1178	650	2788	-191
政府债券	10495	15357	16177	15638	9920	11759	-5143
股票融资	284	128	132	321	326	1036	-37
新增人民币贷款:	2965	19742	10411	4837	25369	13412	-1872
居民:短期	490	2700	716	-1053	3215	2320	1543
居民:中长期	1100	2300	1200	707	5470	1602	393
企业:短期+票据	-206	5286	3551	1406	4186	3071	-1612
企业:中长期	1700	9600	4900	3828	12544	6444	-2128
社融存量同比:	7.8	8.0	8.1	9.3	9.0	9.0	-1.5
企业债券同比	2.2	2.2	2.6	-0.7	-0.3	-0.2	2.9
政府债券同比	15.2	16.4	15.8	14.3	12.2	11.5	0.9
股票融资同比	2.5	2.6	2.7	8.9	9.4	10.2	-6.4
人民币贷款同比	7.7	8.0	8.1	9.3	9.0	9.0	-1.6
货币增速 (%)							
M1同比	-6.1	-7.4	-7.3	1.9	2.1	2.2	-8.0
M2同比	7.5	6.8	6.3	10.3	10.3	10.6	-2.8

资料来源: WIND、五矿期货研究中心

货币供应量方面, 10 月 M1 同比-6.1%, 前值-7.4%, 降幅收窄; M2 同比增 7.5%, 前值 6.8%。10 月 M1、M2 增速环比回稳, 主要受资本市场热度提升, 财政支出力度加大及房地产市场好转的影响。

图 5: 货币供应增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

#### 四、总结

总体看, 10 月份的主要经济数据以结构性改善为主, 出口、消费表现相对较好, 而固定资产投资、工业、价格指数及社融等表现则稍不及预期。对于后市, 重点关注 12 月份的中央政治局会议及中央经济工作会议的政策发力情况。由于本次政策的力度和决心超预期, 预计经济企稳的预期也将好于前几次政策的表现。

## 免责声明

---

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 公司总部

---

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：[www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)