

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜 曹凤文

王靖斐 黄斯佳

四季度有哪些积极因素 可以期待？

阅读摘要

三季度中国 GDP 同比增速为 4.6%，略高于市场预期（4.58%），但低于二季度（4.7%）。分项来看，9 月数据显示**消费**受到以旧换新政策提振，增速高于市场预期；**投资**总体延续呈现出基建、制造业支持，房地产偏弱的结构性特点；9 月**出口**由于台风等季节性因素影响航运边际放缓，2023 年同期高基数也“技术上”拉低了今年 9 月的出口增速读数。

往后看，我们对实现全年增长目标保持乐观态度。具体而言，对四季度消费增长保持审慎乐观，对财政政策加力提振地方基建投资增长保持积极乐观，出口增长虽仍有不确定性、但天气等时点性扰动因素减退、年末美欧节假日消费、特朗普胜选概率提升带动的“抢进口”效应等仍可提供短期利好。政策层面，10 月 21 日 LPR 大幅下调之后，年内进一步降息概率偏小、降准预计仍有空间；财政政策料延续兼顾逆周期稳增长和跨周期促转型、引导市场维持长期积极预期，年内发力更多在于挖掘存量空间，并提早对 2025 年工作做出部署。

四季度有哪些积极因素可以期待？

一、内需：消费超预期增长，投资延续结构特征，四季度提速增长前景可期

（一）消费超预期增长：汽车、家电消费受到政策提振是拉动主因，往后看，四季度地方政府政策加力、收入预期改善、节假日效应均是可预期的乐观动能

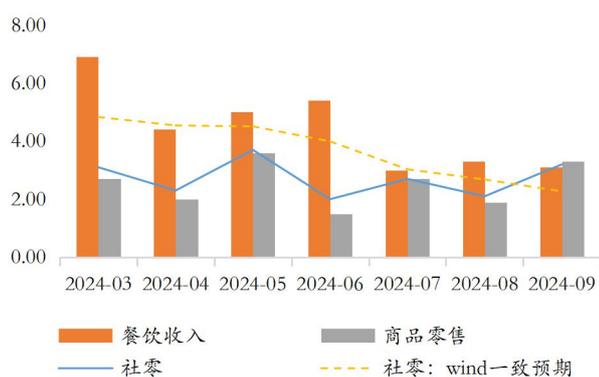
9月社零总额同比增长3.2%，超出预期（预期：2.27%；8月：2.1%），增速较8月改善1.1个百分点。其中，餐饮收入同比增速较8月下降0.2个百分点至3.1%；商品零售额同比增速较8月增长1.4个百分点至3.3%，汽车消费额同比增速为0.4%，转跌为升并较8月大幅上升7.7个百分点（见图表1-2）。从数据看，汽车消费改善主要受消费品以旧换新政策提振¹。7月末发改委、财政部联合印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，提高汽车报废更新补贴标准；8月商务部等七部门印发《关于进一步做好汽车以旧换新有关工作的通知》，进一步明确相关工作措施。超长期特别国债资金支持地方自主开展置换活动，进一步提振地方政府出台具体支持性措施。此外，年末汽车经销商等冲击业绩需求，也将对消费提到积极提振作用。

往后看，我们对四季度消费预期保持乐观。剖析9月社零超预期的增长，积极政策对于汽车和家电消费的提振有较

¹ 商务部数据显示：至10月15日，全国家电以旧换新申请和购买带动销售接近700亿元；至10月16日，全国汽车报废更新补贴申请量已超过140万份。

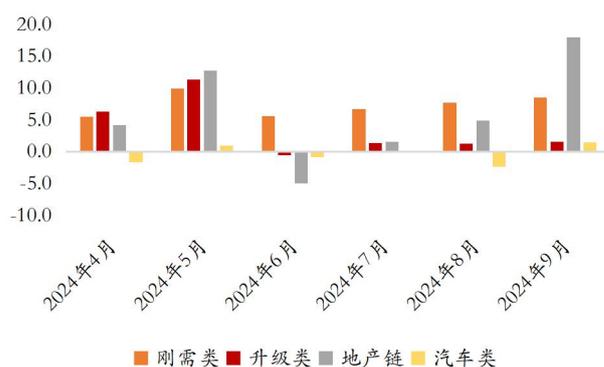
为重要作用。对于四季度：一方面，政策提振投资、改善就业有助于居民可支配收入水平转升（三季度城镇居民可支配名义收入同比增速：4.5%，较二季度微降0.1个百分点）；另一方面，为维持消费内生动能持续改善，以旧换新等政策依然需要加力支持。在中央政府支持地方化债、强调地方责任的政策框架下，地方发力提振消费的能力和意愿料可期。此外，4季度还有“双11”、“双12”、春节等节假日因素的集中提振效应。

图表 1：社会消费品零售当月同比增速（%）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：主要限额以上商品当月同比增速（%）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）投资增长高于预期：中央基建投资、制造业投资是拉动主因，往后看，四季度地方政府基建投资有望加速发力、地产投资降幅预计延续收窄

1-9月固投累计同比上升3.4%（预期：3.37%），与1-8月持平，并略高于市场预期。各项目均有边际改善，但总体依然呈现出基建、制造业支撑投资，房地产投资偏弱的结构性特点，其中：基建投资累计同比增长9.3%、增速较1-8月

高出约 1.4 个百分点。从分项上看，公用事业（24.8%）、交通运输（7.7%）、水利环境和公共设施管理业（1.2%）较上月均有不同程度改善（1-8 月分别为：23.5%、6.7%和 1.2%），反映民生等中央政府投资延续发力的特点。制造业投资累计同比增长 9.2%，增速基本与 8 月持平（9.1%）且高于市场预期（8.8%）。地产投资累计同比增长-10.1%，与 1-8 月累计同比增速基本持平（-10.2%），呈现边际改善态势。商品房销售面积跌幅有所收窄（9 月：-11.0%，8 月：-12.6%），但 70 城新房价格同比增速延续有小幅下滑（9 月：-6.1%；8 月：-5.7%），住宅新开工降幅小幅走阔（9 月：-19.9%，8 月：-16.7%），反映前期积极地产政策效应尚未充分显现（见图表 3-4）。

往后看，结合近期财政部重要会议表述，明确要努力实现 2024 年一般公共预算支出年初预算目标 28.5 万亿元、年内各地还有 2.3 万亿元专项债资金可以安排使用等，以及发改委拟在 10 月底前提前下达 1,000 亿元“两重”建设项目清单和 1,000 亿元中央预算内投资计划，四季度基建投资有望呈现中央延续发力、地方加快发力的特点，全年基建投资有望保持较高水平。同时，“设备以旧换新”、出口延续韧性料可延续提振制造业投资，“四个取消、四个降低、两个增加”地产政策效应有望沿“销售-新开工-投资”显现。乐观情形下，如果两个 1,000 亿元的项目清单能够尽快形成实物

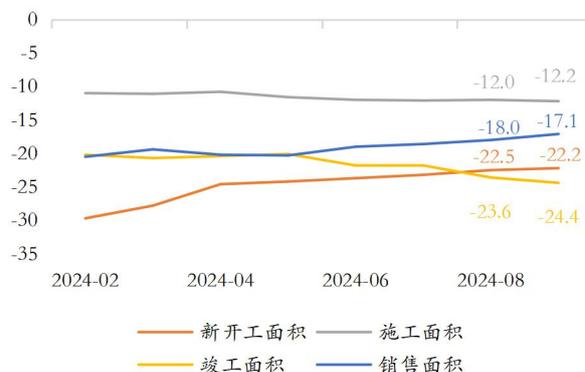
工作量，带动约 1.8 万亿元的总投资，则全年基建投资可能实现 10%左右的较高增速。

图表 3：固定资产投资累计同比增速 (%)



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 4：地产销售-开工-施工-竣工面积累计同比增速 (%)



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

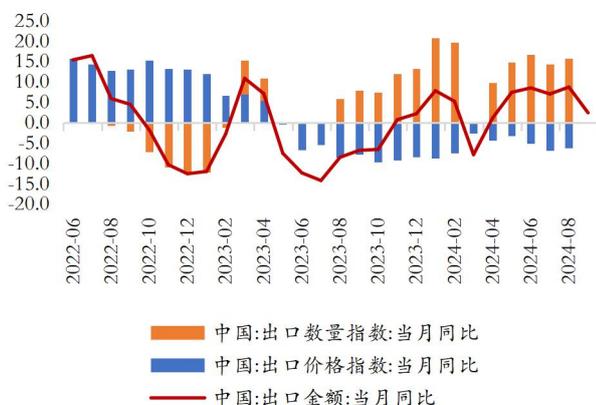
二、外需：9 月出口受短期因素扰动较大，年内预计仍可保持稳健增长态势

2024 年 9 月出口同比增长 2.4%(预期: 5.9%, 8 月: 8.7%, 美元口径), 进口同比增长 0.3% (预期: 1.2%, 8 月: 0.4%, 美元口径)。出口与进口均低于前值与市场预期, 长三角台风频发、美国东海岸罢工等对出口带来非预期扰动, 同时美欧等发达经济体消费与补库动能偏弱等也是拖累因素, 比如 9 月美国电子和家用电器零售额环比增速明显放缓, 与内地手机出口增速转负等走势有一致表现。整体而言, 分国别看, 对美国 (2.2%, 8 月: 4.9%)、欧盟 (1.3%, 8 月: 13.4%)、东盟 (5.5%, 8 月: 9%) 出口增速均有不同程度的放缓 (见图表 5-6)。产品结构来看, 船舶 (113.8%, 8 月: 60.6%)

和汽车（25.7%，8月：32.7%）仍然领涨；纺服、轻工、化工产品出口延续偏弱。

往后看，四季度，出口增长的扰动因素仍存（美国大选的复杂影响、地缘冲突升温扰动供应链效率等）。但随着短期扰动因素走弱（天气因素消退、美国东海岸罢工结束），10月起出口环比增速预计将趋于改善。同时，特朗普胜选概率提升有可能在四季度或更晚产生美企“抢进口”效应。此外，四季度还有“黑五”等年末消费热点、政策鼓励跨境电商活跃发展亦有可能发挥积极提振作用。对于全年出口的预测，我们仍维持5.0%的预测值不变。

图表 5：出口当月同比增速(%)



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：对部分地区出口当月同比增速(%)



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、社融：9月专项债加快发行节奏、居民短贷收窄幅度明显改善，往后看，四季度政府端、企业端、居民端融资预计均有较好表现

总量上，9月新增社融3.76万亿元（2023年同期：4.13

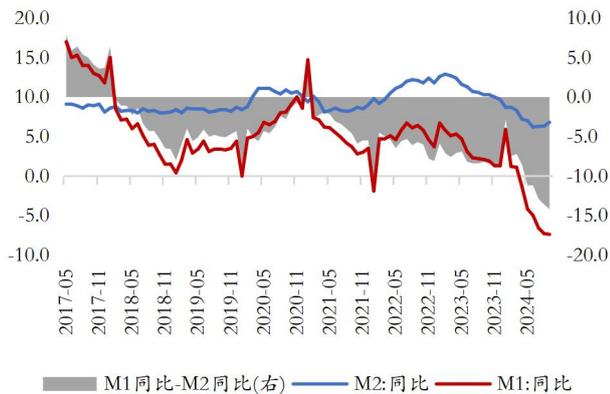
万亿)，规模超 2019-2023 年同期均值（3.31 万亿）。股市回暖带动下，M2 增速提升 0.5 个百分点至 6.8%，M1-M2 负增速差由-13.6%走阔至-14.2%（见图表 7），或反映 9 月末证券客户保证金增加、理财资金回流推动 M2 增长，但在积极地产政策尚未明显传递到地产投资端、居民按揭贷款端等背景下，M1 增速延续 7.4%的降幅。

结构上，（1）政府债券继续是重要拉动因素，9 月新增专项债发行 1.03 万亿元，带动政府债券净融资额新增 1.54 万亿元、延续同比多增 5,437 亿元，仍是拉动社融增长的重要因素。（2）企业融资总量 1.49 万亿元，同比少增 1,934 亿元，但绝对增量不低²，其中：中长贷和短贷分别同比少增 1,086 亿元和 2,944 亿元、票据融资同比多增 2,186 亿元，中长期贷款和短期贷款分别新增 9,600 亿元和 4,600 亿元、其中短贷高于近 5 年均值水平（9,859 亿元和 3,581 亿元）。（3）居民贷款新增 5,000 亿元，整体弱于季节性³，但短贷降幅明显收窄，与购房相关性较高的中长贷融资同比仍少增 3,170 亿元（见图表 8）。

² 9 月，企业贷款新增 1.49 万亿元、同比少增 1,934 亿元，其中企业短期、中长期贷款分别新增 4,600 亿、9,600 亿元、分别同比少增 1,086 亿、2,944 亿元；新增票据融资 686 亿元、同比多增 2,186 亿元。

³ 9 月，居民贷款新增 5,000 亿元、同比少增 3,585 亿元，远低于 2019-2023 年历史同期均值水平（8,026 亿元）。

图表 7：M1-M2 剪刀差进一步扩大(%)



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：政府债券仍是社融主要贡献项(亿元)



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

往后看，伴随以旧换新政策效应延续、LPR 大幅调降推动积极地产政策效应加快从销售端传导至企业投资端和居民购房意愿提升、提前还贷意愿下降，企业贷款和居民贷款增长可期。政府融资端，地方债限额结存空间释放、特别国债发行等，仍有较大空间。

四、政策展望及影响：年前降准仍可期，财政政策有望加力前置，人民币料延续双向波动、长债收益率上行动能整体大于下行动能

货币政策看，21 日 LPR 大幅下调之后，年底前再调降的概率偏小，但依据人行表态，准备金率仍有 25-50BP 调降空间。存量房贷利率预期今年年内再次降低的概率偏低，其对提前还贷的缓解以及对消费的提振有望在 4 季度逐步显现。

财政政策看，近期政策持续加码，包括发改委发布会、财政部发布会、住建部的发言等。年末的人大常委会会议有

望进一步明确近期、包括明年政策部署，其中，是否上调 2024 年财政赤字率、特别国债发行规模、进一步提前下达 2025 年专项债额度等，值得关注。更长时间段看，财政政策料延续逆周期加力、跨周期统筹并重的思路，积极方向不变、空间可期，但政策落地的节奏仍需相机决定，具体政策工具的选择料亦充分配合货币、产业政策方向，重点关注风险化解、民生等关键领域。

金融市场看，9 月以来**离岸人民币兑美元（USDCNH）**走强，一度收复 7.0 关口，但 10 月回吐部分涨幅。美联储超预期降息带来的美元走弱、内地集中出台政策提振信心是人民币快速走升的主要原因。同期内，**长债收益率**呈现 V 型走势，10 月以来小幅回落，增量财政政策力度不及市场之前预期，经济数据整体亦偏弱，市场观望进一步政策落地。美联储降息预期反复、内地政策引导稳健预期等是近期市场调整的主因。短期内，人民币汇率大概率延续双向波动，大选前美联储预计延续偏鹰派预期管理、地缘局势升温料仍提升美元避险需求，但四季度预期内地仍有增量政策出台、前期政策效应逐步显现，也将对人民币汇率有积极提振，叠加年底债券发行规模或仍高，长债收益率小幅上行动能料大于下行动能。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**