

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 曹凤文 王靖斐

四个角度看 10 月中国内地经济： 积极政策向消费端的传导效应更明显

阅读摘要

10 月中国内地出口高增 12.7%、消费同比增速加快 1.6 个百分点至 4.8%，前 10 个月固定资产投资同比增长 3.4%、持平于 1-9 月。10 月居民短中长贷均改善，企业中长贷降幅收窄，亦反映积极政策向消费端的传导效应更明显。

短期看，年内出口预计可延续较高增速，积极政策提振内需的效应也有望延续显现，年底重要会议仍有望继续部署积极财政政策措施，年底前降准概率较大，延续对完成全年目标任务的乐观态度。往后看，围绕深化开放、改善民生和发展新质生产力，财政政策组合、积极发力方向明确、空间充裕，降准、降息等传统货币政策和创新性结构性货币政策亦有望延续积极发力。

四个角度看 10 月中国内地经济：积极政策 向消费端的传导效应更明显

一、内需：商品消费回暖带动社零超预期改善，基建、制造业共同对固投形成支持，年内两新政策等有望延续支持内需改善

（一）消费：两新政策叠加“双十一”开启，商品消费显著回暖

总量上，10 月社会消费品零售总额（社零）同比增长 4.8%（预期：3.9%；9 月：3.2%），增速连续 2 个月改善。商品零售（10 月：5.0%；9 月：3.3%）、餐饮收入（10 月：3.2%；9 月：3.1%）同步回暖，受以旧换新政策带动、商品零售提速更为明显。

商品大类看，一方面，以旧换新政策带动汽车和地产链消费¹持续回暖：（1）8 月以来广义乘用车销售持续改善，10 月同比增长 11.3%、较 9 月加快 8.4 个百分点；（2）地产链消费 7 月增速转正后持续提速，7-10 月分别同比增长 1.5%、4.9%、18%、33.6%；另一方面，“双十一”带动刚需类、升级类消费同步改善：（1）烟酒珠宝化妆品等升级类消费增长较 9 月提速 16.5 个百分点至 18%；（2）食品服装日用品等刚需类消费增长较 9 月提速 3.5 个百分点至 12%。

向后看，近期汽车报废更新补贴日均申请量保持高位、

¹ 地产链消费包括家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类。

家电家装补贴仍在进行，预计“两新”政策对年内汽车、地产链消费仍有提振动能，并有望继续与“双十一”、“双十二”形成合力释放年内消费潜能。

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：广义乘用车销售销售量及同比



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）投资：大规模设备更新改造、两重项目建设支持制造业、基建投资韧性增长

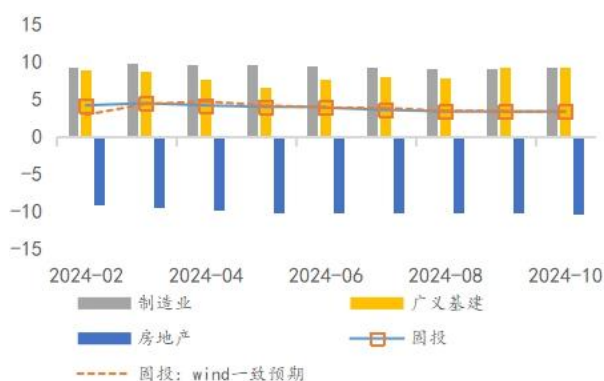
总量上，10月全国固定资产投资（固投）累计同比 3.4%（预期：3.5%；9月：3.4%），大规模设备更新改造支持设备工器具购置投资（前10月同比 16.1%）延续相对较快增长，占全部投资的比重达到 14.8%、对全部投资增长的贡献率超过 60%。

结构上，大规模设备更新政策效果继续显现，前10月制造业投资（9.3%）增速保持相对高位。在“两重”建设持续推进，广义基建投资（9.4%）均较前值加快 0.1 个百分点。地产投资降幅再度扩大（10月：-10.3%；9月：-10.1%；8月：-10.2%）。分环节看，降首付、降利率、降税费等政策

提振下，销售面积（-15.8%）降幅连续5个月收窄；“924”新政等加强保交楼支持力度背景下，竣工面积累计降幅亦有所改善（10月：-23.9%；9月：-24.4%）；新开工、施工面积降幅较前值有所扩大。

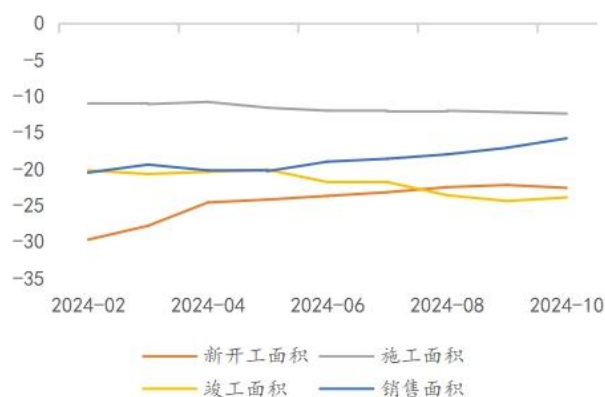
向后看，“两重”、“两新”政策持续显效，年内制造业投资增长动能可期。近期地产政策积极发力，销售数据边际改善，地产投资有望渐进式修复。化债举措释放地方财政空间，叠加两个“1000亿”年内提前下达，中央地方财政共同发力有望延续提振2025年基建投资。

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：10月出口增长超预期，机电、家电、劳动密集型产品出口改善，汽车、船舶等出口增速有所放缓，年内有望延续积极表现

总量上，10月出口同比增长12.7%（美元口径，下同），远超预期（5.1%）与9月（2.4%），且增速在近5年历史同

期处较高水平（见图表 5），剔除短期扰动 9-10 月合并出口同比增长 7.4%。出口高增动因包括 9 月台风等短期扰动因素消退后积压订单释放、全球外需景气度有所修复（主要贸易伙伴）²，以及美欧企业担忧高关税“抢进口”，美欧年末假日消费效应等³。

结构上，分国别看，对东盟（15.8%）、欧盟（12.7%）、美国（8.1%）等主要区域出口改善明显，对整体出口拉动率合计达 5.5%；对俄罗斯（26.7%）、拉美（22.9%）、非洲（20.9%）等“一带一路”沿线地区出口表现亮眼（见图表 6）。**分产品看**，机电产品（13.7%）继续引领出口，家电（22.8%）出口回暖，汽车、船舶等运输设备增速有所放缓；劳动密集型产品出口增速（7.4%）创 3 月以来新高，其中纺织品、服装及塑料制品为主要拉动项。

往后看，伴随出货节奏调整恢复、11-12 月基数抬升，出口增速读数或有一定放缓，但鉴于年末假日消费需求，特朗普再次胜选引致的“抢进口”效应或延续⁴，此外，相关消息称美国正在考虑收紧“800 美元免税政策”⁵或也有推动电

² 10 月全球制造业 PMI 回升 0.7 个百分点至 49.4，主要贸易伙伴中美国、欧元区、越南 10 月制造业 PMI 为 48.5、46.0 和 51.9，分别较前值回升 1.2、1.0 和 4.8 个百分点。

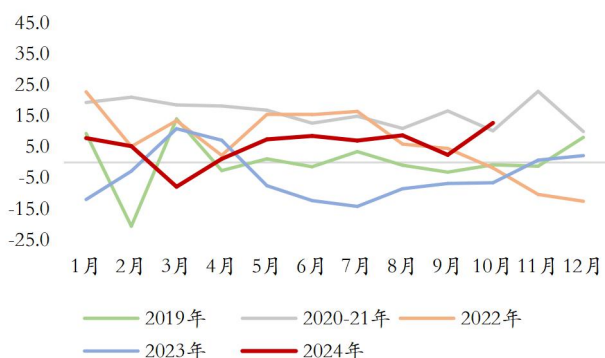
³ 根据中国出口集装箱运价指数，10 月下旬以来，美西航线、欧洲航线运价同比涨幅持续超出同期综合运价水平，或可侧面印证这一变化。

⁴ 参考 2018-2019 年历史经验，启动调查到关税生效历时近 11 个月，征税清单公布后 1 个季度内及关税措施生效前 1 个季度内将出现较为明显的抢进口。考虑到特朗普再次胜选，对相关流程更为熟悉，或将加速新一轮关税制裁进程。

⁵ 9 月，相关消息显示，美国政府考虑将收紧“未满 800 美元小额包裹免税免查”规定。拜登政府前官员蒂姆·曼宁表示，可能于 12 月初发布“最低 800 美元豁免”改革提案，拟议规则制定通知预计于 11 月底、12 月初发布，或将所有包含根据《1974 年贸易法》(Trade Act of 1974) 第 201 或 301 条款或《1962 年贸易扩展法》(Trade Expansion Act of 1962) 第 232 条款，征收关税的产品的货物排除在最低限度豁免之外。

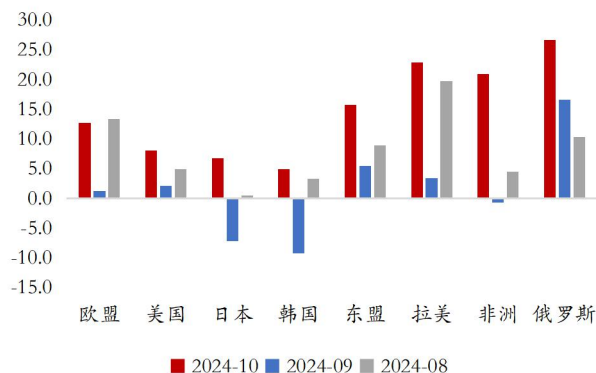
商出货节奏提前的效应，叠加全球央行普遍降息提振需求，年内出口料可延续稳步增长态势。

图表 5：近年出口当月同比增速对比(%)



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：M1-M2 负增速差明显收窄，年内居民、企业、政府融资需求均可期

总量上，货币供给增速回升是亮点。10月新增社会融资规模（社融）1.40万亿元（预期1.44万亿），同比少增4,441亿元（9月少增3,691亿元）。但M1-M2负增速差由-14.2%明显收窄至-13.6%，其中M1跌幅收窄1.3个百分点至-6.1%，积极政策提振下地产销售数据向好、叠加财政资金加快下发⁶等因素推动单位活期存款明显改善；M2增速提升0.7个百分点至7.5%，除财政支出加快外，也反映了资本市场预期积极背景下，证券客户保证金增加、理财资金延续回流效应（见图表7）。

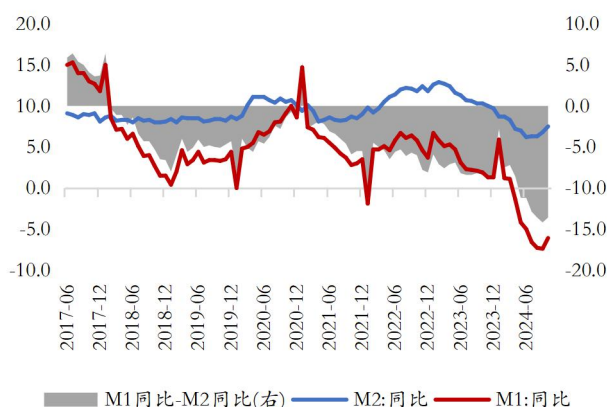
结构上，（1）居民端需求改善明显，10月新增贷款规模

⁶ 10月财政存款同比增长1.0%，增速较前值的14.9%回落13.8个百分点。

同比多增 1,946 亿元、为 2 月以来首次正增，消费补贴政策提振短贷同比多增 1,543 亿元，地产销售修复提振中长贷融资同比多增 393 亿元。(2) 受高基数影响政府债券同比少增 5,143 亿元，但 1.05 万亿元的新增规模仍远高于近 5 年历史同期 (6,280 亿元)。(3) 企业贷款同比少增 3,863 亿元，但结构改善：票据融资同比少增 1,482 亿元；中长期贷款同比少增规模亦收窄，9-10 月分别同比少增 2,944、2,128 亿元 (见图表 8)。

往后看，消费品以旧换新政策支持、存量房贷利率调降政策落地背景下，居民端融资有望延续积极改善；一揽子化债举措中 2024 年增加 2 万亿地方政府债务限额用于化债，年末或迎来债券集中发行，政府端融资空间仍大⁷；“两新”、“两重”⁸稳投资亦有望带动企业端融资需求。

图表 7：10 月 M1-M2 剪刀差明显收窄 (%)



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：居民端融资需求改善 (亿元)



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

⁷ 考虑到年初预定目标、4000 亿元债务结存限额、以及人大常委会提出增加的 2 万亿政府债务限额，预计 11-12 月剩余约 3 万亿政府债融资额度，若年内全部发行将较去年同期增加约 1 万亿元。

⁸ “两重”指的是国家重大战略实施和重点领域安全能力建设；“两新”涉及到大规模设备更新和消费品以旧换新。

四、政策：12 万亿化债举措后财政政策仍有组合、延续发力空间，相机降准、结构性货币政策创新亦可期

财政政策，11 月人大常委会 12 万亿化债举措⁹体现了地方发挥主体责任、隐债转法定、时间换空间三大突出特征，同时明确后续财政政策组合、延续发力的方向和特征。

政策组合方向上，除了一揽子化债，一是**地产增量政策**，11 月土地储备专项债正式重启¹⁰，税费调降也已落地，后续存量房收储政策发力可期；普宅税收标准取消有望延续提振一线城市楼市交投。二是**发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本**工作正在加快推进，落地后可增强银行资本实力、撬动信贷投放、支持实体经济；三是**“两新”政策加码支持内需政策可期**，近月数据看“两新”政策为消费、投资增长的重要拉力，2025 年政策有望接续发力，进一步扩大支持的规模和范围亦可期。

政策延续空间上，中央财政发力空间广阔。结合财政部近期多次强调“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间¹¹...”等表态，后续财政持续发力空间可期，持续关注年底国常会、中央经济工作会议部署。截至 2023 年底中央政府债务占比 42.4%，中央政府负债率明显低于主要经济体

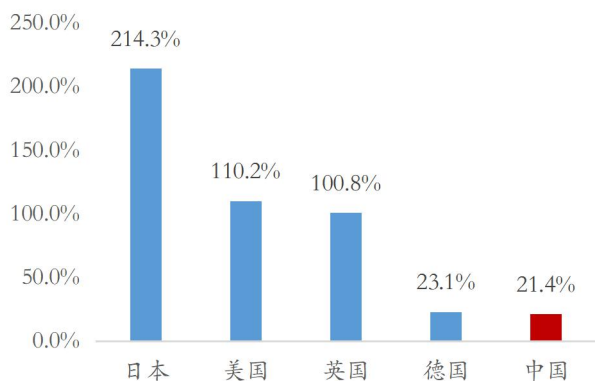
⁹ 一是增加 6 万亿地方政府债务限额，2024 年开始连续 3 年每年发行 2 万亿地方债用于置换存量隐性债务；二是安排 4 万亿专项债，2024 年开始连续 5 年每年从新增地方债中安排 8000 亿专门用于化债；三是棚户区 2 万亿债务自然到期，即 2029 年及以后到期的 2 万亿棚户区改造隐性债务按照原合同偿还。预计到 2028 年之前，地方需消化的隐性债务总额从 14.3 万亿降至 2.3 万亿，由于法定债务利率低于隐性债务利率，置换后地方政府 5 年可节约利息约 6000 亿。

¹⁰ 2024 年 11 月 11 日，自然资源部发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》。

¹¹ 10 月 12 日，财政部部长蓝佛安提到“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”；11 月 8 日，蓝佛安再次强调，中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。目前财政部正在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度。

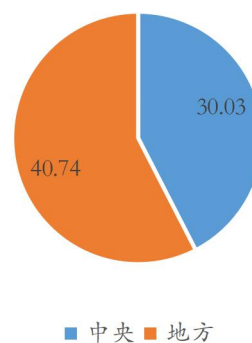
(2022年)(见图表9-10)。

图表9：2022年末主要国家中央政府负债率



数据来源：IMF、财政部、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表10：2023年末中央地方政府法定债务余额（万亿）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

货币政策，年内降准概率较高，价格型调控有望在货币政策框架中发挥更加重要作用。短期看，年底降准可能性较高：一是11月8日人大常委会提出2024年增加2万亿地方政府债务限额，11月12日河南率先启动存量隐性债务置换¹²，后续债券集中发行可能影响市场流动性，客观上加大降准必要性；二是中国人民银行（人行）潘功胜行长在金融街论坛提及年内仍有25-50BP降准空间¹³，或配合发债节奏相机落地。

中长期看，人行三季度货币政策报告提出，货币政策直接调控金融总量的难度不断提升，要更加注重发挥价格型调控的作用，（1）研究适当收窄利率走廊的宽度，即收窄7天

¹² 11月12日，河南省在中国债券信息网披露的文件显示，其拟11月15日发行再融资债券378.217亿元。其中5年期再融资一般债券60.048亿元，10年期再融资专项债券318.169亿元。文件显示，上述318.169亿元再融资专项债券将用于置换存量隐性债务。

¹³ 10月18日，2024金融街论坛年会主题演讲中，中国人民银行行长潘功胜指出：9月27日，已下调存款准备金率0.5个百分点，预计年底前视市场流动性情况，择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点。

OMO 操作利率加点 50BP、减点 20BP 的加减点幅度；**(2) 提高存贷市场利率传导效率**，目前，货币市场、债券市场资金价格较好反应政策利率调整节奏，但存贷利率与政策利率调整轨迹存在一定偏离。对于数量型调控工具，提出调整 M1 统计口径的探讨方向，当前 M1 增速放缓或由电子支付广泛应用引致的误差，存在 M1 数据被低估，影响 M1 作为货币政策中介目标的观测性、参考性、预期性作用。



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。**