



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司  
投资咨询业务资格  
证监许可【2011】1780号

研究员：廖宏斌  
期货从业资格号 F3082507  
期货投资咨询从业证书号 Z0020723

联系电话：0595-86778969  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

研究服务  
ADS



扫一扫上面的二维码，加我为朋友。

## 全球地缘风险再增 国内经济修复缓慢

### 摘要

近期公布的美国经济数据接连超出市场预期，就业数据再次走强且通胀数据回落进程放缓的状况下市场进一步下调了年内大幅降息的预期。除此之外，特朗普的民调支持率随着总统竞选日的接近而逐步上升，市场同样对其所提倡的企业减税及增加关税等宽财政政策进行定价，美国未来赤字预期带动利率预期一同上升，美元指数随之走强。而非美国国家经济表现则仍旧疲软，多数非美发达国家制造业景气不佳的同时，服务业经济活跃度同样回落导致经济持续承压，未来非美央行或进一步跟随美联储步伐降息以便刺激经济。往后看，美国大选在即，若特朗普当选总统，市场或持续对其相关政策进行定价，届时美元及美债收益率受利率预期回升影响或不可避免的走高，而这或也将进一步抑制全球央行执行降息计划，全球经济复苏预期或将受到抑制。

2024年三季度我国经济总体表现相对平稳，动能较二季度变化较小，GDP 同比增速达到 4.6%，全年 5%的经济目标仍需政策发力。外需支撑减弱，带动出口回落，内需不足的核心问题依旧存在。从投资端来看，财政资金加速，基建增速好转，水利、铁路仍为主要动力。地产端维持低景气度，居民购房需求疲软。制造业投资大幅超出总体投资，产业转型升级进程继续推进，带动高技术产业投资维持较高增速。消费方面，在旅游季的带动下文旅相关行业恢复亮眼，而“以旧换新”政策也加大居民对电器类商品的购买力。10月LPR下调25个基点，是今年以来LPR第三次下降，也是降幅最大的一次，将有利于促进社会融资成本进一步降低，降低居民房贷利息支出。考虑到各类政策落地到见效需要一定时间，经济基本面也难以通过一次政策便大幅改善，我们预计四季度以及2024年上半年政策料持续出台，从而达成稳经济目标。

## 正文目录

一、国外宏观经济回顾展望 .....	3
(一) 美国：经济维持稳定，大选预期波动.....	3
(二) 欧元区：经济不容乐观，降息仍旧必要.....	6
(三) 日本：通胀保持稳定，政坛遭遇乱流.....	7
(四) 外汇技术分析.....	9
二、国内宏观经济回顾展望 .....	10
(一) GDP：内生动能偏弱，静待政策发力.....	10
(二) 生产端：景气度持续回落，供需两端双双放缓 .....	11
(三) 投资端：延续偏弱趋势，地产景气仍待提升 .....	13
(四) 消费端：旅游旺季到来，新能源表现亮眼 .....	16
(五) 贸易端：外需支撑减弱，内需回暖成核心 .....	17
(六) 价格端：季节性因素为主导，通胀结构继续分化.....	20
三、宏观政策要确保同向发力、形成合力 .....	24
(一) 财政政策：适度加力、提质增效 .....	24
(二) 货币政策：灵活适度、精准有效 .....	25
免责声明.....	28

## 图表目录

图 1 美国经济活跃度企稳	3
图 2 美国整体通胀水平下降	4
图 3 美国薪资增速反弹	4
图 4 利率预期走强，美股涨跌反复	4
图 5 美国国债收益率走高	5
图 6 利率预期攀升，美元指数获支撑	5
图 7 欧元区商业活跃度回落	6
图 8 欧元区通胀水平下滑	7
图 9 日本整体 PMI 下滑	8
图 10 日本 CPI 走弱	8
图 11 日本贸易边际走弱	8
图 12 美元指数走势图	9
图 13 GDP 三大产业当季增速 (%)	11
图 14 GDP 同比增长 (%)	11
图 15 制造业 PMI	12
图 16 制造业 PMI 具体分项	12
图 17 中下游企业利润承压 (出厂-原材料)	13
图 18 投资端小幅回落	13
图 19 基建投资细分项	14
图 20 制造业投资细分项	14
图 21 地产景气持续下探	15
图 22 商品房销售面积低位运行	15
图 23 地产新开工、竣工和施工累计同比	15
图 24 房地产投资结构弱 (资金来源累计同比)	16
图 25 社会消费品零售总额同比增速	17
图 26 社会消费品零售额增速分类型	17
图 27 我国出口同比增速	18
图 28 我国对主要经济体出口累计同比增速	18
图 29 我国进口同比增速 (%)	19
图 30 核心通胀继续下降	20
图 31 多数食品价格上行	21
图 32 能繁母猪存栏量	21
图 33 需求改善带动蔬菜价格上行 (中国寿光指数)	21
图 34 地缘局势僵持不下，油价高位波动	22
图 35 PPI 同比环比降幅扩大	23
图 36 生产、生活资料剪刀差走阔	23
图 37 公共财政收支同比增速 (%)	25
图 38 新增社融及人民币贷款当月值 (单位: 万亿元)	26
图 39 M1、M2 增速及其剪刀差	26

## 一、国外宏观经济回顾展望

### (一) 美国：经济维持稳定，大选预期波动

#### 经济数据回顾：

经济数据方面，9月非农新增就业人数录得25.4万人，远超预期的14万人且高于修正后的前值15.9万人，失业率由4.2%下降至4.1%，低于预期和前值。细分行业来看，教育和保健服务（9月新增8.1万人，8月新增6.0万人）、休闲和酒店业（9月新增7.8万人，8月新增5.3万人）以及零售业（9月新增1.6万人，8月新增-0.9万人）等行业于9月为非农就业人数较大推动项；相较之下，政府、运输仓储业和建筑业当月的就业相比上个月有所减少。在服务业就业韧性且制造业有回暖迹象的带动下，薪资增速持续上涨（9月平均时薪同比增速4.0%，预期3.8%，前值3.9%）。本次非农就业新增人数在服务业需求仍旧强劲的影响下大幅上升，而同期以制造业为首的经济活动有所改善，制造业新增就业人数虽然依旧放缓但较前值有所回升。

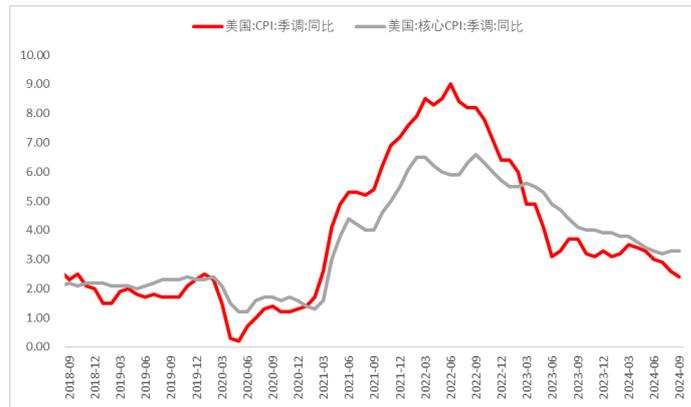
而9月CPI同比回落至2.4%，低于前值的2.5%但高于预期的2.3%；核心CPI同比上涨3.3%，高于预期和前值的3.2%。细分项来看，能源商品价格和住房成本环比下降，但能源服务及二手车价格指数于当月呈上升趋势。除此之外，如运输服务、医疗护理服务、食品价格指数于当月持续上扬或止跌转升，整体核心价格指数超预期回升侧面反映美国消费需求或仍保有一定韧性。

图 1 美国经济活跃度企稳



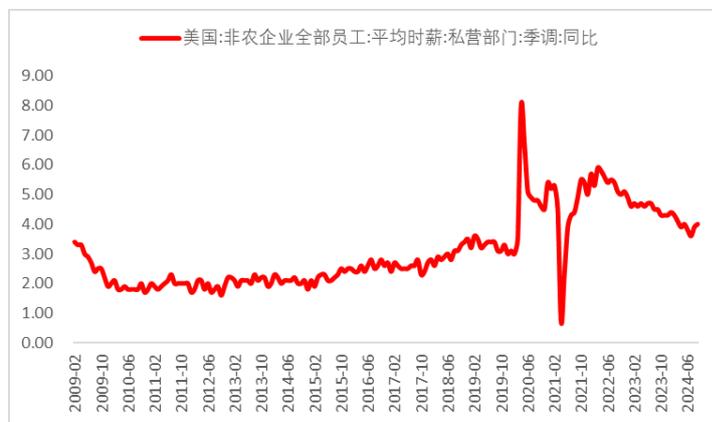
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 美国整体通胀水平下降



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

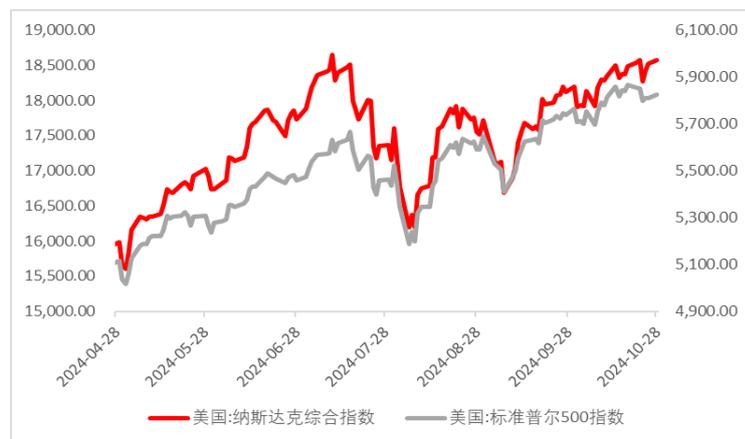
图 3 美国薪资增速反弹



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

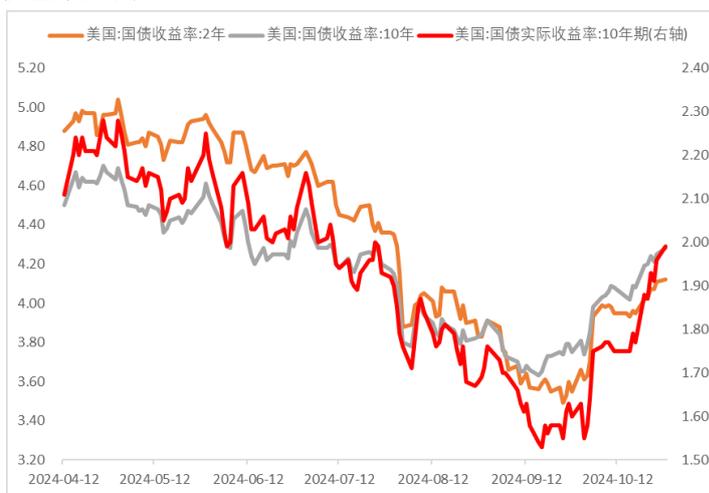
资产走势回顾:

图 4 利率预期走强, 美股涨跌反复



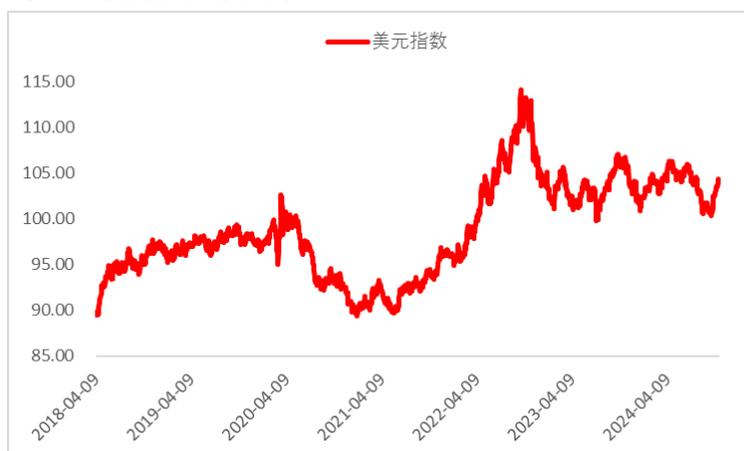
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 5 美国国债收益率走高



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 6 利率预期攀升, 美元指数获支撑



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

### 11 月展望及重点关注事件:

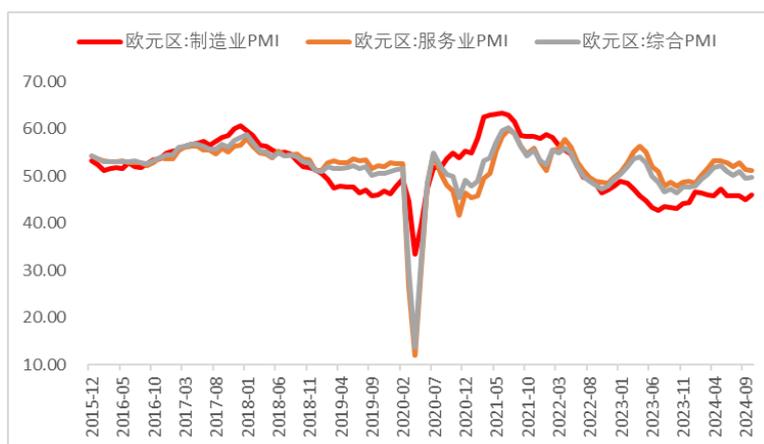
在美国大选临近的状况下, 特朗普的民调支持率持续上升并反超哈里斯, 市场逐渐开始对特朗普当选后的相关预期开启定价, 同时企业税减少及关税上升的预期进一步抬升美国政府赤字的预期水平, 长端美债及美元指数随之上涨。往后看, 在大选定价相对充分的状况下, 市场或将焦点转回至经济数据表现。短期内美国劳动力数据在飓风灾害影响下或受挫承压, 同时劳动力需求持续减少也同样意味着劳动力供需进一步趋于平衡, 未来就业市场风险走强的状况下美联储于 11 月会议或再次降息, 未来利率预期回落或使美元指数及长端美债收益率阶段性承压。

## （二）欧元区：经济不容乐观，降息仍旧必要

### 经济数据回顾：

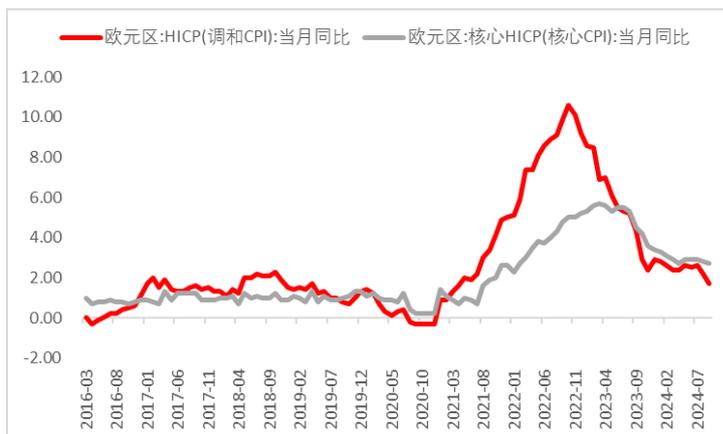
PMI 数据方面，10 月欧元区制造业 PMI 录得 45.9，较前值的 45.0 和预期的 45.3 有所回调；服务业 PMI 录得 51.2，低于预期和前值；综合 PMI 则录得 49.7，高于前值的 49.6 但低于预期的 49.8，显示整体经济仍然疲弱。本月 PMI 数据变化不大，虽然制造业有所回暖但依旧在萎缩区间，同时服务业需求降温，整体经济状况依然不明朗。通胀方面，欧元区 9 月 CPI 同比上涨 1.7%，低于预期和前值的 1.8%；9 月核心 CPI 同比录得 2.7%，与前值和预期一致。虽然 10 月服务业 PMI 已连续九个月处于扩张区间，且制造业 PMI 略有改善，但综合指数已连续第二个月位于收缩区间。整体来看，这些数据进一步凸显了在通胀压力减小与经济放缓的背景下，政策宽松的必要性，推动市场对欧洲央行于 12 月 12 日持续降息的预期升温。

图 7 欧元区商业活跃度回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 8 欧元区通胀水平下滑



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

### 11 月展望及重点关注事件:

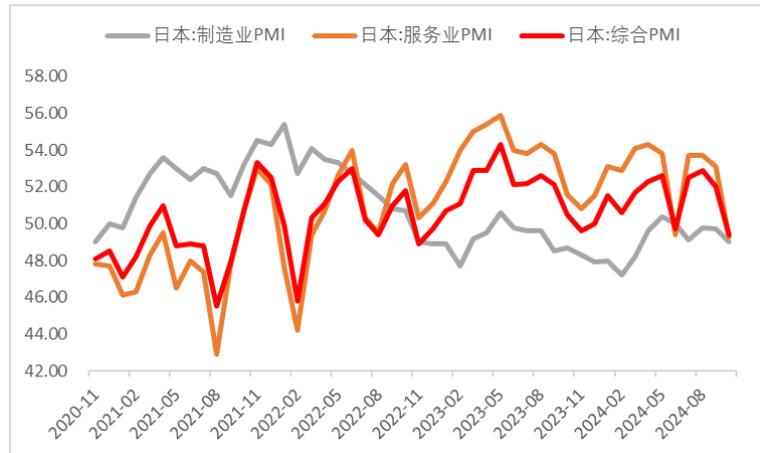
当前欧元区经济景气度虽有所好转但整体前景仍不乐观, 制造业处于萎缩区间的同时服务业经济活跃度小幅回落, 需求水平的进一步下滑同样体现在持续下修的通胀数据中。从近期欧洲央行官员的发言来看, 多数官员所释放的发言信号仍相较偏鸽, 在 11 月美联储大概率再次降息的状况下, 欧洲央行或将跟进降息脚步来进一步刺激经济。然而后继美国软着陆预期增强, 利率预期或有所上移, 届时欧元区经济若无法如期得到改善或促使美欧利差走阔, 欧元或不可避免的进一步承压。

### (三) 日本: 通胀保持稳定, 政坛遭遇乱流

#### 经济数据回顾:

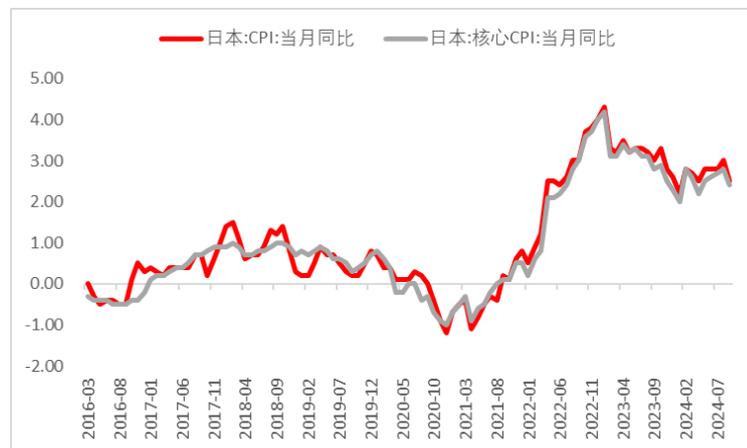
日本 10 月制造业 PMI 录得 49, 较前值 49.7 继续回落; 服务业 PMI 指数录得 49.3, 低于前值 53.1, 而综合 PMI 则录得 49.4, 低于前值的 52 显示整体经济由扩张转向萎缩。通胀数据方面, 日本 CPI 同比增幅在 9 月录得 2.5%, 低于前值的 3%; 核心 CPI 录得 2.4%, 低于前值的 2.8%但高于预期的 2.3%, 为五个月来首次放缓。然而, 日本通胀率连续第 30 个月高于日本央行的 2%目标, 主要源于稳固的工资增长。尽管如此, 制造业活动持续萎缩且服务业降温, 或带动日本经济继续保持低于趋势的增长。日本 9 月出口金额录得 90382 亿日元, 较前值 84335 亿日元有所上升; 进口金额则录得 93325 亿日元, 较前值 91367 亿日元也回升。9 月商品贸易差额则录得-2943 亿日元, 较修正后的前值逆差-7032 亿日元有所减小, 整体贸易边际走强或使日元相对受益。

图 9 日本整体 PMI 下滑



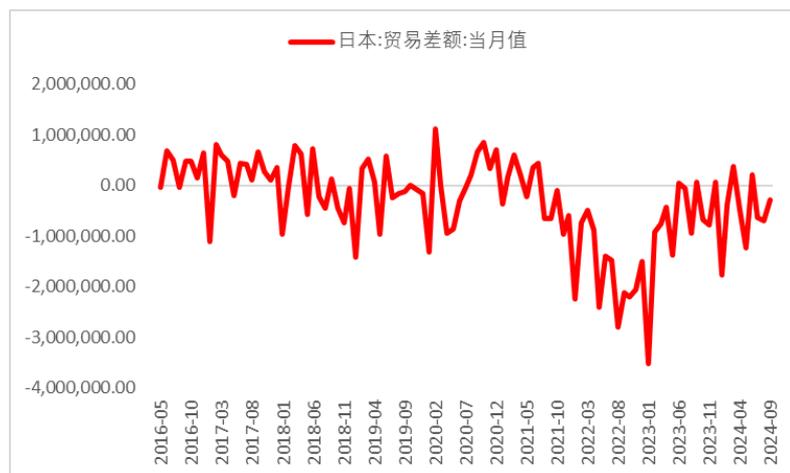
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 10 日本 CPI 走弱



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 日本贸易边际走弱



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### 11 月展望及重点关注事件：

在最新一轮的众议院选举中，日本执政党仅获得 215 个议席，并未超出总数的一半，选举的失败也侧面体现当前执政党将失去国会中的优势，新上任首相的政权稳定性也随之回落。即便当前日本经济仍旧表现优异，整体通胀水平持续保持在 2% 的目标水平之上，但在政治黑天鹅事件的影响下，市场对未来日本央行能否顺利稳步退出宽松货币政策产生了担忧。短期内在日本政局无法稳定的状况下，日元或受预期扰动相对承压并于区间震荡。

### （四）外汇技术分析

**美元指数：**在前期美国经济数据接连走强后，市场便逐渐下调美联储于年内再次大幅降息的预期，整体利率水平上升使美元指数企稳回升。除此之外，后继特朗普支持率上升后所引发的宽财政预期以及国债拍卖数据不佳的表现均使市场进一步抛售长端美债，美元指数在美国与非美国国家主权债利差走阔的影响下持续上涨。然而当前临近大选，对特朗普相关政策的定价或已相对充分，市场或更多关注劳动力数据的表现。在本月美国受自然灾害影响的情况下，劳动力数据或不可避免的承压，就业市场风险加大或使市场再次开启降息定价，美元指数或随利率预期小幅回落。

图 12 美元指数走势图



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

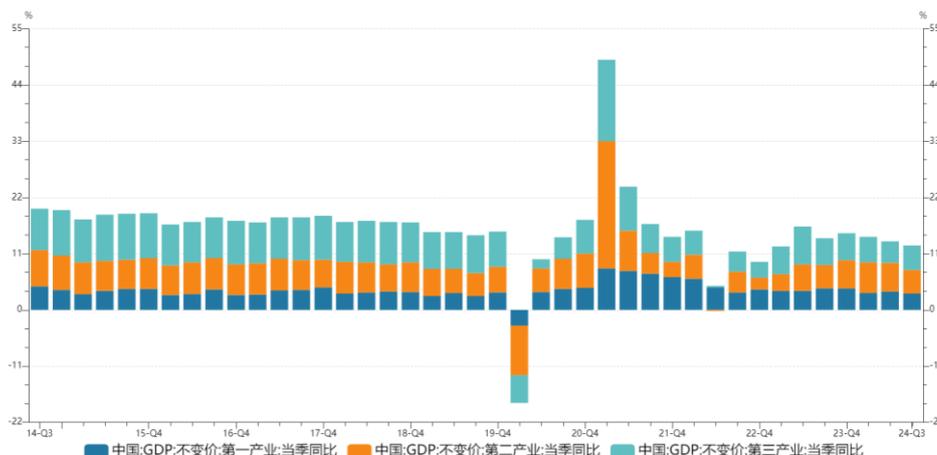
## 二、国内宏观经济回顾展望

### （一）GDP：内生动能偏弱，静待政策发力

2024年三季度GDP同比增速达到4.6%，符合市场预期。分产业来看，第一、二、三产业三季度同步增长分别为3.2%、4.6%以及4.8%，其中第二产业同比大幅回落。除占比较小的第一产业外，实际增速低于GDP总体增速的行业有第二产业中的建筑业和第三产业中的房地产业，二者三季度增速分别为3.0%和-1.9%，显示当前房地产及与其相关的建筑业仍为经济的主要拖累。此外，物价下行对名义GDP的拖累仍在持续，反应名义GDP与实际GDP增加差值仍处于负向区间。**2024年三季度我国经济总体表现相对平稳，动能较二季度变化较小，剔除政府主导的基建项目后，居民消费的修复相对有限，内需不足的问题仍然存在。展望后续，四季度稳增长政策或进一步加力，货币政策降息降准存在空间，货币和财政加码共同加码的支持下，四季度GDP增长仍有望回升至5%上方，对全年目标5%形成支撑。**

三季度政治局会议对经济形势的定调有所变化，由此前的“经济运行总体平稳、稳中有进，延续回升向好态势”改变为“经济运行总体平稳、稳中有进”。更着重讨论短期经济问题和政策具体细化。此外，会议明确有效落实存量政策，加力推出增量政策，加大财政货币政策逆周期调节力度；首次明确要求促进房地产止跌回稳，对资本市场、就业、民生等方面均有指导部署。本次政治局会议回应了市场对于财政政策发力的预期，强调保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。超长期特别国债和地方政府专项债有望推动财政支出及基建投资提速。考虑到各类政策落地到见效需要一定时间，经济基本面也难以通过一次政策便大幅改善，因此我们预计四季度以及2024年上半年政策料持续出台，从而达成稳经济目标。

图 13 GDP 三大产业当季增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 14 GDP 同比增长 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## （二）生产端：景气度持续回落，供需两端双双放缓

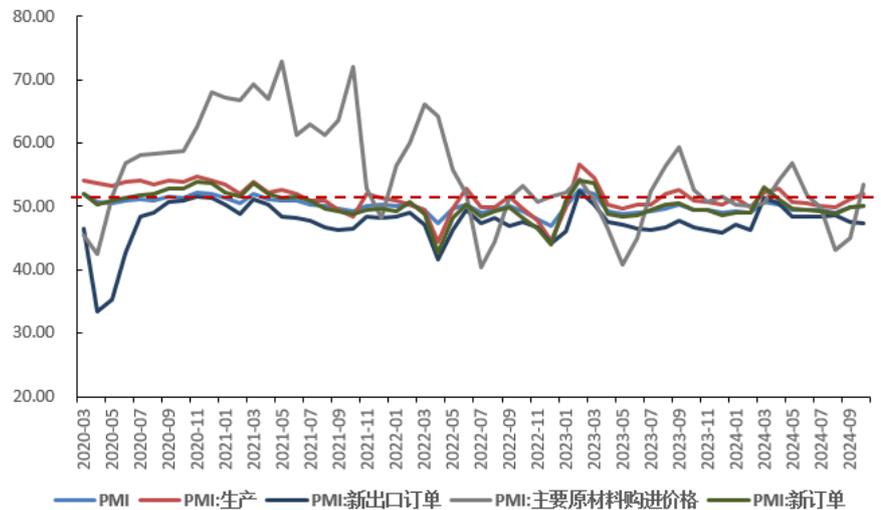
经济内生动能偏弱，压制生产端意愿。自 5 月起，我国制造业景气度便呈回落趋势，8 月制造业 PMI 较上月继续回落 0.3，已连续四月回落，内需不足的问题已影响到整体制造业水平。供给端，生产指数环比下降 0.3 至 49.8，自 2 月份以来首次回落至收缩区间，虽有一定天气因素的影响，但核心问题仍是需求不足，使得生产意愿回落。按企业规模看，表现有所分化，虽然大中小型企业景气度均有所下行，但大型企业环比下行仅 0.1 个百分点并且仍在扩张区间，而中小型分别下行 0.7、0.3 个百分点，承压处境未发生改变，静待相关政策进一步发力。值得注意的是，高技术制造业和装备制造业 PMI 为 51.7 和 51.2，

分别环比上升 2.3 和 1.7 个百分点，重返扩张区间，新质生产力是目前生产端的主要动能；而原材料制造业多数下行，或受地产景气度弱所影响。

**外需支撑，内需疲软。**8 月份新订单指数继续回落 0.4 个百分点，而新出口订单指数回升 0.2 个百分点，虽然两者均在收缩区间内，但走势相反也正反映出需求分化明显。我国经济复苏基础仍不牢固，内需略显疲弱；近期海外数据虽然有所走弱，但在美国经济大概率将“软着陆”的背景下，出口或维持韧性，外需表现料稳中向好，继续支撑我国生产。

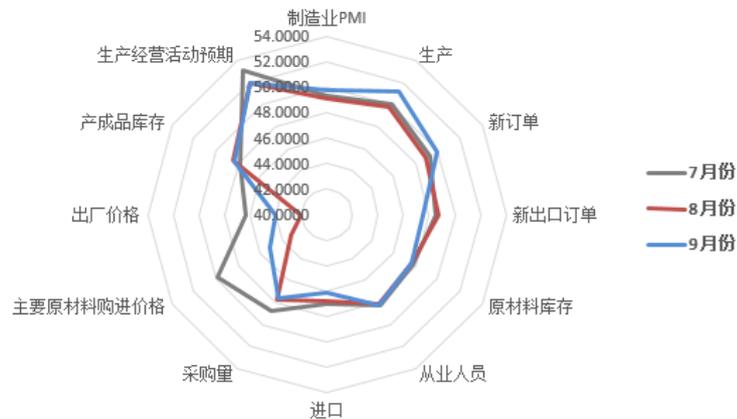
总的来看，8 月生产结构进一步分化，其中包括不同企业类型景气度的分化、新质与传统生产行业的分化、内外需的分化。在政策频频加码下，有望改善势头。

图 15 制造业 PMI



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 16 制造业 PMI 具体分项



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 17 中下游企业利润承压（出厂-原材料）

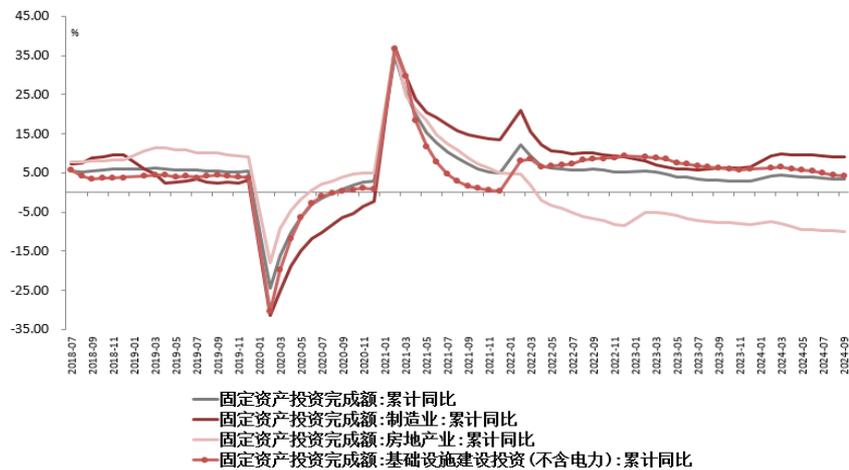


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### （三）投资端：延续偏弱趋势，地产景气仍待提升

地产低景气持续拖累整体固投。前三季度固定资产投资增速为 3.4%，较上月持平，但较二季度回落 0.5 个百分点，内需不足、房地产表现弱导致投资端未有好转。分领域看，基础设施投资同比增长 4.1%，制造业投资增长 9.2%，房地产开发投资下降 10.1%，各项投资同比变动幅度不大，但需求端不足的问题依旧存在。

图 18 投资端小幅回落



资料来源：wind，瑞达期货研究院

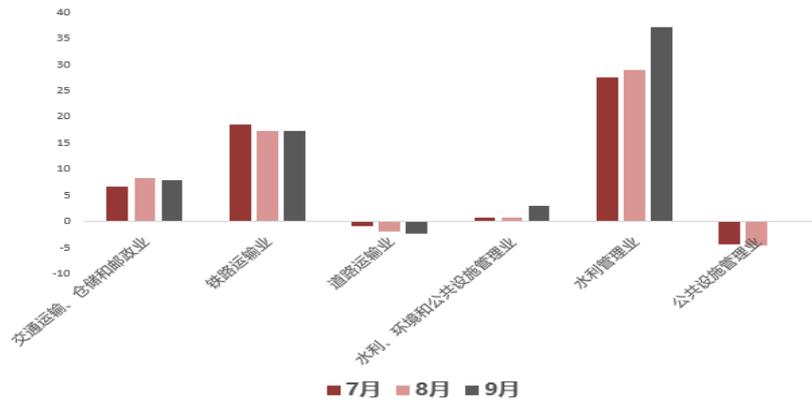
财政资金和项目端有所加速，基建增速较上半年好转。水利、铁路仍作为基建投资增长的主要驱动力，而道路投资同比延续负增。海外经济韧性强，出口相关产业投资表现偏好，如铁路、船舶、航空航天和其他运输设备、电子设备、专用设备和通用设备等。随着

增发国债和专项资金拨付落地后，预计基建投资有望继续保持平稳增长。

**制造业投资有效支撑整体固投。**同比增速较上月小幅上涨，产业转型升级进程继续推进，带动高技术产业投资维持较高增速，高技术产业投资同比增长 10%，延续两位数增长。

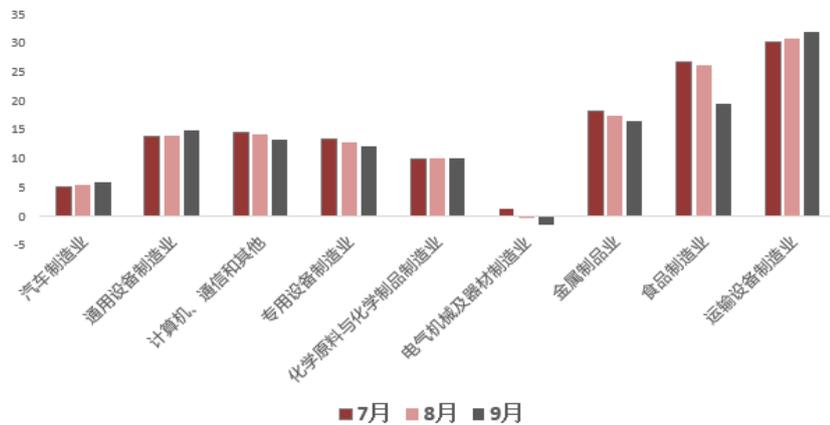
“以旧换新”政策资金的进一步落实，将拉动生产和投资，或利于有色、能化中下游产业链需求的修复。

图 19 基建投资细分项



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

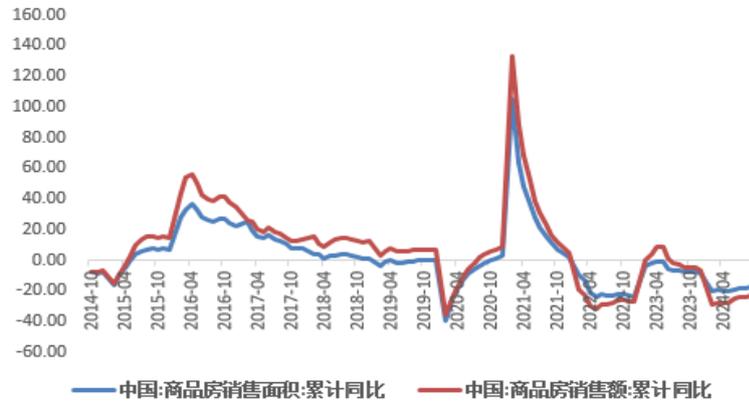
图 20 制造业投资细分项



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

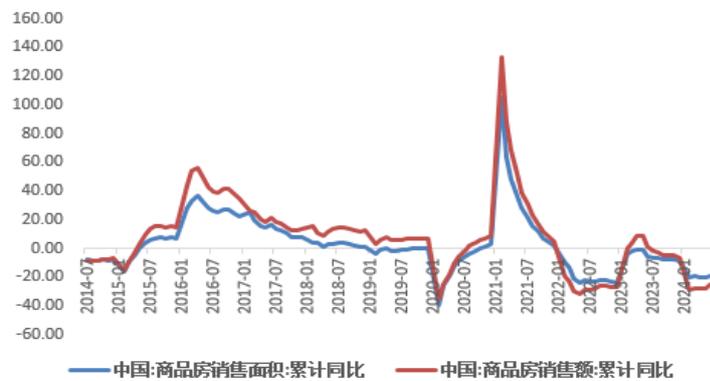
**房地产景气水平低。**全国房地产开发投资同比下降 10.1%，开工、竣工面积保持-20%增速。虽然自二季度一揽子去库存政策落地后，新房销售小幅改善，全国商品房销售面积和金额同比小幅收窄至-17.1%和-22.7%，但 70 城新建住宅价格同比降幅继续走阔，销售端量价依旧低迷，居民购房意愿未见明显提升。从资金来源看，跌幅较大的是个人按揭贷款 34.9%，内需不足叠加销售回款能力未有显著改善。

图 21 地产景气持续下探



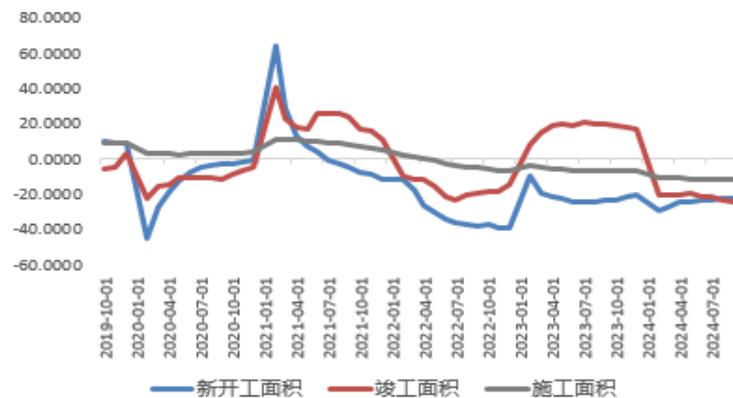
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 22 商品房销售面积低位运行



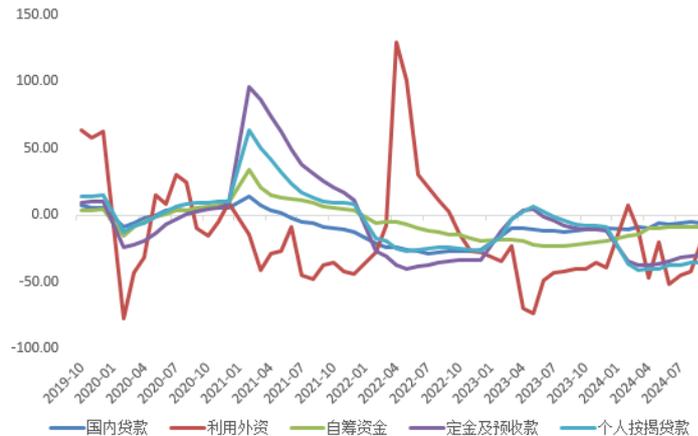
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 23 地产新开工、竣工和施工累计同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 24 房地产投资结构弱（资金来源累计同比）



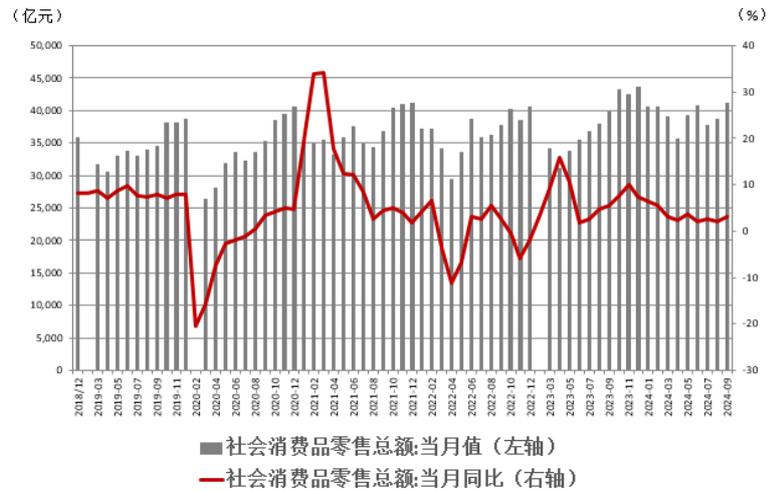
资料来源：wind，瑞达期货研究院

#### （四）消费端：旅游旺季到来，新能源表现亮眼

9月社会消费品零售总额同比增长3.2%，比上月加快1.1个百分点；环比0.39%，旅游旺季使得居民消费需求得到改善。其中，随着“以旧换新”政策不断落实且力度加大，家用电器和音像器材类零售额增长及高效等级家电零售额表现亮眼，新能源汽车零售量也较上月大幅加快；新能源汽车渗透率达到53.3%，连续三个月突破50%，显示出政策促进新能源汽车消费潜能持续释放；随着促进服务消费相关政策实施，消费场景不断拓展，服务业市场也增长较快。国庆到来，内需进一步释放，持续带动文旅相关需求回暖，叠加各类宏观政策频频颁布，消费增速料进一步上升。

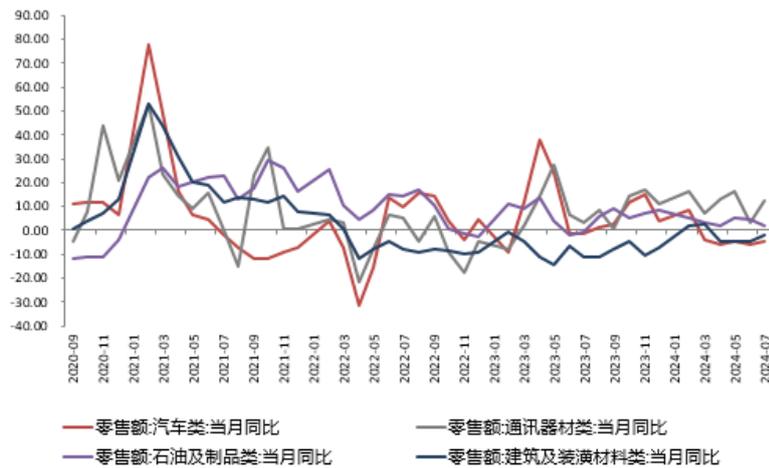
从收入来看，三季度居民可支配收入增长5.2%（前值为4.5%），居民消费支出增长5.6%（前值为5.0%），收支增速均有改善。扣除价格因素，两者分别为4.9%和5.3%，高于经济增速，居民收支缓慢复苏但总体进度偏慢，内需不足的影响较大。就业方面，9月全国城镇调查失业率为5.1%，与上月下降0.2个百分点。就业下沉的现象有所缓解，随着政策逐步将经济引导至新质生产力，劳动力市场结构性失衡将持续修复。

图 25 社会消费品零售总额同比增速



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 26 社会消费品零售额增速分类型



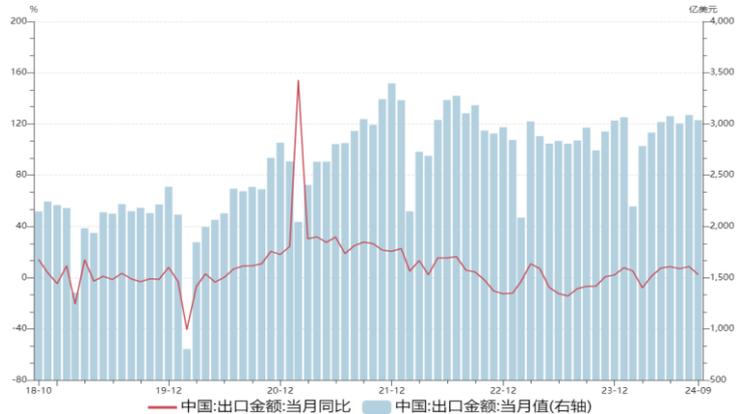
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

### （五）贸易端：外需支撑减弱，内需回暖成核心

按美元计价，9月出口同比增长2.4%，创进来新低，较上月大幅收窄6.3%，较前8个月增速回落2.2%，不及预期。全球外需走弱是出口大幅回落的重要原因，5-8月PMI新出口订单保持平稳，9月PMI新出口订单环比走弱，同期越南、韩国出口表现也弱于8月，外需走弱拖累本月出口。台风较历史同期频繁、高基数效应等因素对出口带来一定的负面影响，此外，8-9月人民币汇率升值，劳动密集型产品如家具、服装纺织、陶瓷等产品对9月出口约拖累0.8个百分点，较8月拖累进一步加大。9月出口放缓有内生放缓的因素，

也有偶然外因，目前无法断言是趋势性的变化，海外能否实现软着陆有待观察。

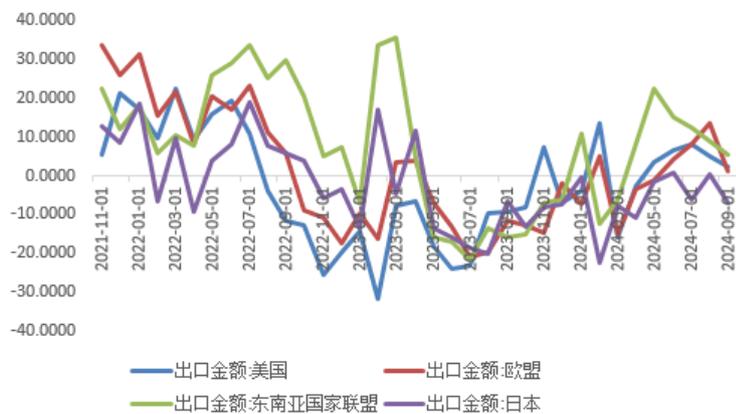
图 27 我国出口同比增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

分国家看，9 月我国对主要目的地出口增速均出现明显下滑。9 月中国对欧盟、美国、东盟出口同比增速分别回落 12.1%、2.8%、3.5%至 1.3%、2.2%、5.5%，对巴西、加拿大、澳大利亚等出口增速降幅明显扩大，对日本、韩国、英国、拉美、印度等地区的出口同比增速由正转负，对俄罗斯出口增速明显大幅上升，越南、泰国、印尼等地是目前我国出口的主要增长点。

图 28 我国对主要经济体出口累计同比增速



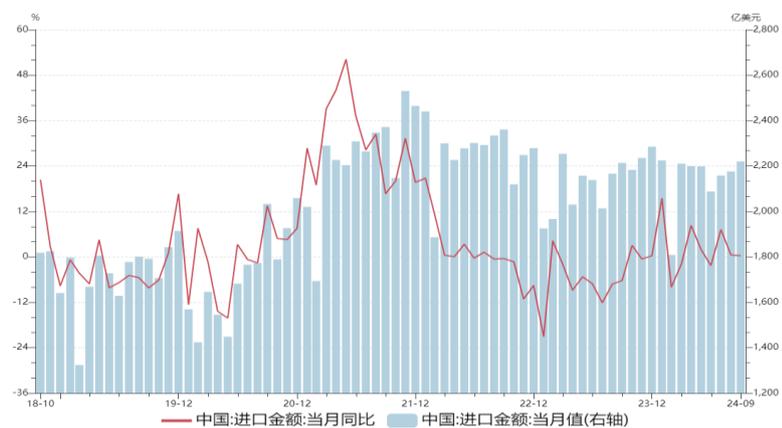
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

分产品结构看，劳动密集型产品增速为负，机电产品出口保持正增长，但增速由 8 月的 12.4%回落至 3.8%，高新技术产品出口增速转负。其中，汽车、船舶出口同比增速分别为 25.7%、113.8%，延续高增；家电出口同比增速放缓至 4.5%；汽车零部件、手机、医疗器械等行业拖累明显，出口增速由正转负。

总体来说，9月对主要发达国家、发展中国家出口增速明显回落，高端制造业出口金额保持增长、增速回落，韩国 DRAM 芯片出货量同比增速创今年以来新低、价格也下滑，可能意味着全球半导体产业链增速放缓。欧盟 10 月降息可能性较高，美联储 11 月、12 月降息概率提升，后续欧美需求或有所回暖，中国出口增速或维持韧性，但是美国大选后对华贸易关税政策变化对四季度出口可能造成一定扰动。

**进口增速低位徘徊，主要工业原材料增速高于上月。**前三季度进口同比增速为 2.21%，好于 2023 年同期，弱于 2024 年前 8 个月。全球大宗商品价格承压回落叠加内需偏弱，9 月进口额同比增速较上月小幅回落 0.2 个百分点至 0.3%，进口额仍在年内高点。低基数效应有所减弱，趋势方面的增速变动整体影响可能不大。具体来看，对农产品、天然气、粗铜的进口需求增加，其进口同比增速分别为 3.5%、23.6%、22.9%。主要工业原材料增速高于上月，铁矿砂、钢材进口需求持续偏弱，但同比降幅收敛明显，其进口同比增速分别为 2.9%（前值-4.7%）、-13.4%（前值-20.3%）；原油进口同比增速-0.6%，环比有改善。汽车进口同比增速大幅下滑至-21.4%（前值 14.3%）。此外，国内制造业投资增速维持较高水平，高技术产品进口增速持续高增。随着天气影响减弱，对农产品进口的需求或回落。国内房地产政策调整、货币、财政政策扩张带动信用扩张预期，下调存量房贷利率减少提前还贷，均有利于促进房地产市场止跌回稳，四季度对黑色系需求预计有所改善。

图 29 我国进口同比增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## （六）价格端：季节性因素为主导，通胀结构继续分化

9月CPI同比0.4%，前值0.6%；环比较上月持平。核心CPI同比上涨0.1%，小幅回落。PPI同比下降2.8%，环比下降0.6%，环比、同比降幅均较上月走阔，说明居民需求进一步回落。

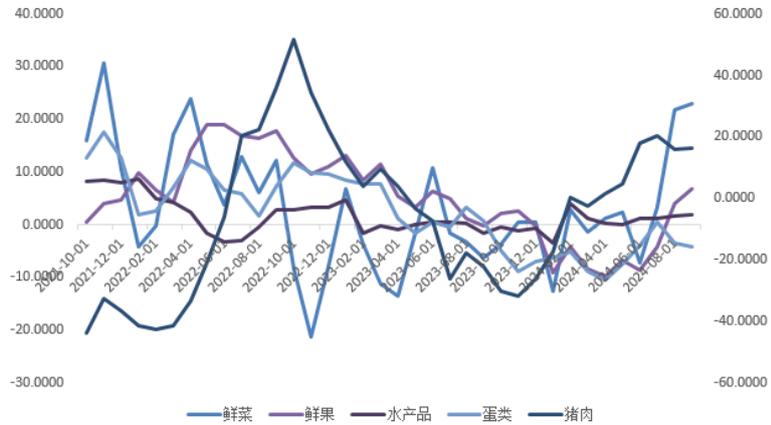
图 30 核心通胀继续下降



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

**节日因素带动，食品项价格维稳。**9月份，食品价格同比涨幅扩大至3.3%，但环比较上月回落2.6个百分点。受开学季叠加中秋节日因素等影响，鲜菜、蛋、鲜果和猪牛肉价格分别上涨4.3%、2.1%、2.1%、0.4%和0.4%；生猪四季度供需逐渐进入双旺局面，月末供需或略有缩紧，对价格构成支撑，只是需求增加幅度有限，终端对价格上涨接受度欠佳，价格环比上涨0.4%，四季度或总体偏弱，与其他肉类价格分化减弱。除去猪肉外，作为替代品的其余肉价涨幅较小，或反映食品消费需求较弱。后续多数食品供应端或更加充足，整体食品项价格同比增速料小幅回落。

图 31 多数食品价格上行



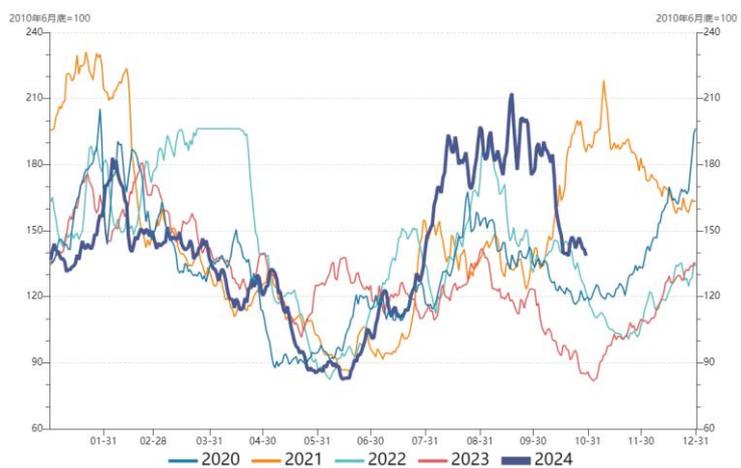
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 32 能繁母猪存栏量



资料来源: Mysteel, 瑞达期货研究所

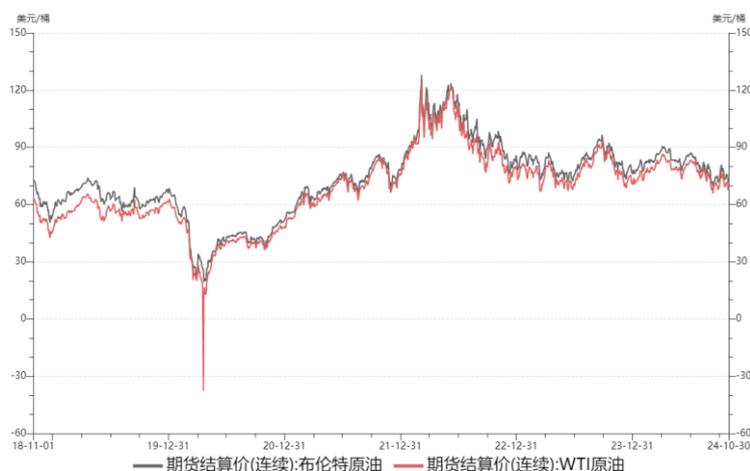
图 33 需求改善带动蔬菜价格上行 (中国寿光指数)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

假期临近尾声，服务价格如预期下行。本月非食品价格同比、环比均录得-0.2%。目前中东局势有所缓和，新一轮停火协议有望推进，避险需求小幅回落，国际金价、油价也有所回调，进而带动国内相关商品价格下降；受暑期结束的影响，出行减少，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别下降 14.8%、7.4%和 6.3%，也说明了目前居民消费能力恢复依旧较慢；而秋装换季上新，服装价格上涨 0.8%。从核心 CPI 来看，同比增长 0.1%，环比回落 0.1%，内需不足特征明显，政策效果有待加深。后续来看，通胀水平仍受有效需求端制约，回暖动力不足，短期内 CPI 同比增速料回落。

图 34 地缘局势僵持不下，油价高位波动



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

**国际大宗商品价格波动影响持续。**9月PPI同比、环比降幅均走阔，其中生产资料同比连续24个月负增长录得-3.3%，生活资料同比降幅扩大0.2个百分点至-1.3%，已连续17个月负增长，主要受国外大宗价格波动以及国内市场需求不足因素影响较大。分行业来看，原材料制造业与中游装备制造业价格仍在负增区间。受国际油价下行影响，国内石油和天然气开采业价格下降3.2%。国际有色金属价格先降后涨，影响国内有色金属冶炼和压延加工业价格降幅收窄1.9个百分点至-0.4%。受房地产行业震荡磨底以及部分地区遭遇强风雨天气影响，建材需求整体偏弱，非金属矿物制品业价格下降0.8%。受政策提振预期影响，9月下半月钢材需求显示恢复迹象，但全月黑色金属冶炼和压延加工业价格仍下降3.3%。受全国煤炭生产保持稳定、冬储备煤较为充足影响，煤炭开采和洗选业价格下降1.3%。

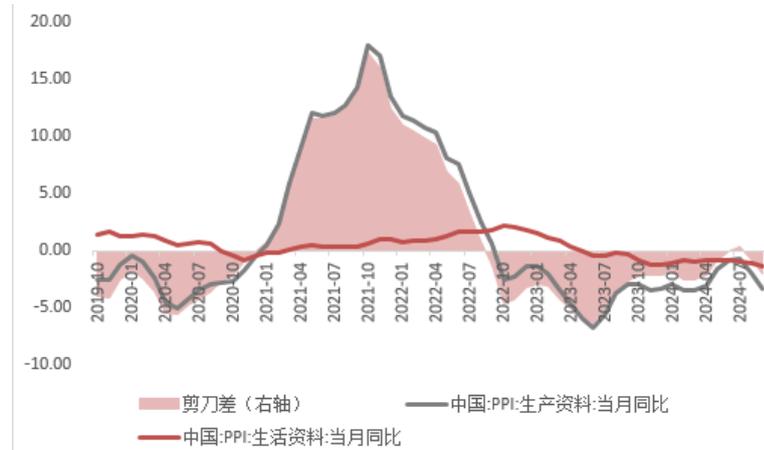
9月制造业 PMI 指数回升且生产指数重回荣枯线以上，叠加设备更新、以旧换新等政策持续见效，有助于带动上游商品价格回升，PPI 同比降幅有望收窄。此外我们发现，生产资料价格和生活资料剪刀差虽收窄，但主因生产资料同比大幅回落，上下游行业利润料持续承压。

图 35 PPI 同比环比降幅扩大



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 36 生产、生活资料剪刀差走阔



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

### 三、宏观政策要确保同向发力、形成合力

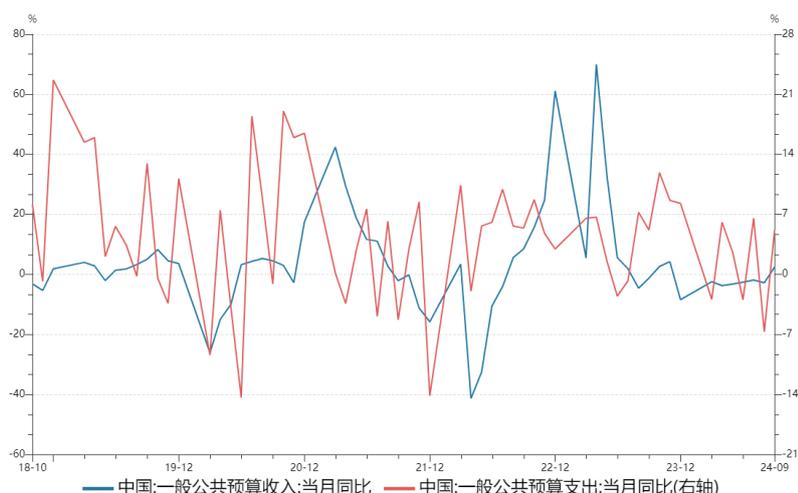
#### (一) 财政政策：适度加力、提质增效

1-9月，全国一般公共预算收入16.31亿元，同比下降2.2%，跌幅收窄。其中，国内增值税、国内消费税、企业所得税和个人所得税增速分别达到了-5.6%、1.6%、-4.3%和-4.9%，前值分别为-4.9%、4.2%、-5.0%和-5.2%，四大税种中，除消费税外，企业所得税、个人所得税、增值税依旧是拖累项，但消费税也有所回落，主要与假期结束居民消费需求降低有关。其他税种中，进口货物增值税、消费税同比回落，或反映内需不足；出口退税同比增长10.4%，外贸端表现总体较强。契税收入同比下降12%，显示出当前房地产交易市场仍在下行通道。随着一揽子增量政策措施落地见效，财政收入有望持续增长。

全国一般公共预算支出同比增长2%，较上月有所改善，民生、社保方面改善幅度明显。具体来看，基建领域相关的农林水支出、城乡社区支出、环境保护支出、交通运输支出普遍下滑；民生领域支出如教育支出、社会保障支出增速保持低位运行。在“保基本民生、保工资、保运转”的三重压力下，保持较大规模的民生类支出仍有较强必要性。值得关注的是，截止8月31日，按照此前两会提出的2024年发行3.9万亿专项债，已达成65.9%，专项债发行加速，与上半年呈显著对比。

国新办于10月12日举行新闻发布会，财政部部长蓝佛安介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况。尽管本次会议没有披露增量政策规模的具体数字，但对市场数年来关心的地方政府化债、中央政府加杠杆、房地产风险化解等问题进行了明确、积极的政策回应，有利于提振市场信心，改善主体预期，为提升后续刺激政策的效果打下良好基础。

图 37 公共财政收支同比增速 (%)

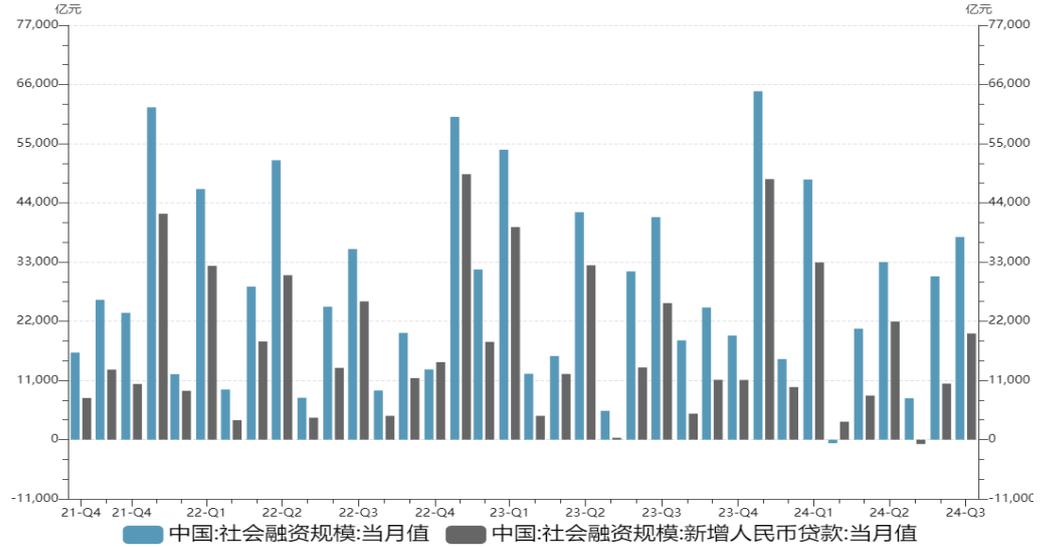


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

## (二) 货币政策: 灵活适度、精准有效

**政府债券仍是主要贡献项。**9月社融增加37634亿元,但同比少增3692亿元。其中,政府债券发行自8月以来大幅加速,是社融主要支撑项,信贷依然是主要拖累。9月新增政府债券融资15357亿元,同比多增5437亿元,延续了上月以来的大幅增长。但即使政府债券持续发力,也未能弥补信贷缩量的缺口。9月人民币贷款新增15900亿元,同比少增7200亿元。居民端贷款增加5000亿元,同比少增3585亿元,已连续8个月同比少增,其中中长期贷款同比少增3170亿元,说明居民购房需求仍然偏弱;企业端贷款增加14900亿元,同比少增1934亿元,其中短期贷款录得4600亿元,同比少增1086亿元;企业新增中长期贷款录得9600亿元,同比少增2944亿元,市场内生动能不足,政策效果有待加强。

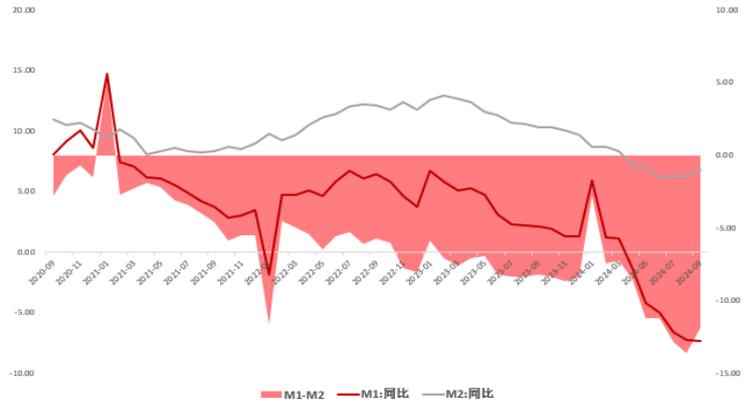
图 38 新增社融及人民币贷款当月值（单位：万亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

**剪刀差进一步走阔。**9 月 M1 同比降幅进一步走阔至 7.4%，再创历史低点，或反应经济运行仍有压力；而 M2 同比录得 6.8%，较上月上涨 0.5 个百分点，或是因资金从理财产品回流存款所导致；M1、M2 “剪刀差”走阔至 14.2%。市场主体活力不足，存款定期化特征明显，调整 M1 指标的统计口径应该提上日程。

图 39 M1、M2 增速及其剪刀差

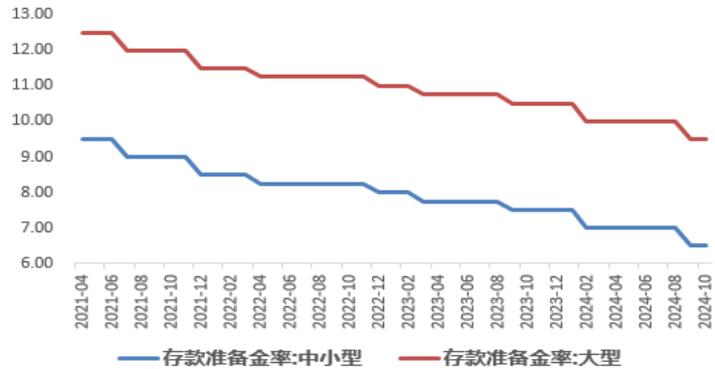


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

**降准降息持续推动。**9 月末，人民银行总行下调了 1 年期中期借贷便利（MLF）利率、7 天和 14 天逆回购操作利率以及各期限常备借贷便利（SLF）利率，引导贷款市场报价利率（LPR）和存款利率下行。10 月 21 日，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别下调 25 个基点。今年以来，1 年期和 5 年期以上 LPR 已分别累计下降 35 个和 60 个基点，有利于提振市场信

心，促进经济主体运行。但需要注意的是，近年来法定存款准备金率不断下调，距离 5% 的存款准备金率下限越来越，反应降准空间逐步减小，后续或用其他方式来替代降准途径。

图 40 存款准备金率多次下调



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

整体来看，本月社融结构分化，政府债券仍是主要支撑项，但未能弥补信贷缩量的缺口，向企业和居民的融资需求依旧疲弱。M1 同比增速延续负增，或受股市回温影响，M2 同比增速上升。接下来，随着政策积极信号不断释放，增量政策不断落地推进，社融规模有望改善。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。