



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：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
期货投资咨询从业证书号 Z0017638
助理研究员：
廖宏斌 期货从业资格号 F3082507
王世霖 期货从业资格号 F03118150
曾奕蓉 期货从业资格号 F03105260

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

 研究服务



扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

海外地缘冲突再起 国内经济缓慢复苏

摘要

本月巴以冲突爆发，当前以色列再次向巴勒斯坦发起陆地进军行动，市场避险情绪飙升。最新的美国经济数据显示三季度 GDP 超预期增长，美国整体经济韧性尚存，市场对未来美国经济软着陆预期有所升高。非美国国家方面，欧元区及日本 PMI 数据持续走弱，整体商业活跃度有所下滑。然而非美国国家经济疲软的同时通胀水平也随之回落，与美国较为顽固的通胀水平形成鲜明对比。往后看，短期内美国经济数据或仍与美联储目标存在一定差距，美联储或于后继会议暂缓加息但维持鹰派基调。非美国国家央行受经济增速显著放缓的影响或不得不早于美国开启政策转向，利差及经济预期或进一步在未来给予美元指数一定支撑。

经济数据多数改善，供需两端共同回暖。三季度 GDP 恢复速度好于预期，但从复合增速看仍低于一季度，显示经济仍待进一步修复。供需两端共同改善，制造业景气度重回扩张区间；受益于地方专项债发行重新加速，基建投资单月同比增速走阔，市场信心得到加强；在促消费政策及暑期到来居民出行增多的带动下，消费水平有了明显好转。接下来，地方政府债券加速发行，基建新开项目陆续起量，对基建投资有望形成支持；房地产市场仍处于底部阶段，市场购房需求疲软；居民消费需求在双节的带动下或持续释放。中央财政将在四季度增发国债 10000 亿元，作为特别国债管理，有助于宽信用传导，推动扩内需，促进稳增长，在此基础上，我国经济有望持续复苏，大概率将完成全年 5% 经济增速目标预期。

正文目录

一、国外宏观经济回顾展望	4
(一) 美国：经济韧性尚存，通胀再次回升.....	4
(二) 欧元区：经济再度放缓，通胀显著回落.....	8
(三) 日本：通胀再次回落，央行维持鸽派.....	9
(四) 外汇技术分析.....	11
二、国内宏观经济回顾展望	12
(一) 经济动能环比改善，但复苏进度依旧缓慢	12
(二) 生产端保持扩张，需求略显疲弱	13
(三) 固投复苏进度慢，专项债提振基建投资.....	15
1. 政府专项债加速发行，基建企稳回升.....	16
2. 制造业结构仍未改变，去库或迎来拐点.....	17
3. 地产政策底已现，后续景气度料升温.....	18
(四) 服务消费延续复苏，居民消费信心持续回暖	21
(五) 美国经济韧性带动，出口需求回升	24
1. 多政策频频发布，稳外贸有序进行	24
2. 进口跌幅收窄，内需小幅改善	27
(六) 通胀弱于往年平均，需求端偏弱运行	28
1. 猪价拖累食品，通胀低位运行	28
2. PPI 同比延续回升趋势，生产和生活资料价格分化.....	31
三、国内宏观政策要更好体现针对性、组合性和协同性.....	36
(一) 财政政策：“准财政”工具或进一步加码	36
(二) 货币政策：政府债发力显著，社融信贷均有改善	37
免责声明.....	43

图表目录

图 1 美国经济活跃度有所回升	5
图 2 能源价格上涨带动美国通胀水平反弹	5
图 3 美国就业市场缺口尚存	6
图 4 无风险利率上升，权益资产承压	6
图 5 美国国债收益率持续冲高	7
图 6 美元指数受利率预期提振，黄金价格区间震荡	7
图 7 欧元区商业活跃度保持低迷	8
图 8 欧元区通胀水平稳步回落	8
图 9 整体 PMI 走弱	9
图 10 日本 CPI 震荡	10
图 11 日本贸易逆差扩大	10
图 12 美元指数走势图	11
图 13 制造业 PMI	14
图 14 服务业 PMI 回落显著	14
图 15 制造业 PMI 细分项对比	15
图 16 正处于主动去库存转向被动去库存过程中	15
图 17 投资端始终承压	16
图 18 基建投资细分项	16
图 19 财政收支同比增速	17
图 20 制造业投资细分项	17
图 21 新增企业短中长贷款	18
图 22 地产新开工、竣工和施工当月同比	19
图 23 成交土地溢价率：当周值	19
图 24 房地产投资结构偏弱（资金来源累计同比）	20
图 25 新增居民短中长期贷款	20
图 26 社会消费品零售总额增速	21
图 27 社零总额分项：当月同比	21
图 28 城镇调查失业率	错误!未定义书签。
图 29 我国出口同比增速（%）	25
图 30 CRB 现货指数	25
图 31 我国对主要经济体出口增速（%）	26
图 32 中国出口同比增速分解	26
图 33 进出口数量指数（HS2）	27
图 34 主要进口商品金额同比增速（%）	28
图 35 核心物价企稳回升	28
图 36 CPI 环比缓慢修复	29
图 37 食品价格涨跌不一	29
图 38 猪肉存栏量（万头）	30
图 39 蔬菜价格季节性表现（中国寿光指数）	30
图 40 原油价格短期震荡偏强	31

图 41 PPI 同比环比降幅均收窄	33
图 42 成本压力有所回升	33
图 43 PPI 分行业环比	34
图 44 生产、生活资料剪刀差延续收窄	34
图 45 CPI、PPI 剪刀差持续回落	35
图 46 公共财政收入同比增速 (%)	37
图 47 地方财政收入同比增速 (%)	37
图 48 社会融资规模存量增速	38
图 49 社会融资规模分项	38
图 50 新增人民币贷款当月值 (亿元)	39
图 51 新增人民币贷款中长期贷款 (亿元)	39
图 52 企业端短中长贷款当月值 (亿元)	40
图 53 居民端短中长贷款当月值 (亿元)	40
图 54 实体部门信心有待释放	41
图 55 新增人民币存款分项 (亿元)	42

一、国外宏观经济回顾展望

（一）美国：经济韧性尚存，通胀再次回升

经济数据回顾：

美国三季度实际 GDP 年化季度环比增长 4.9%，远超前值 2.1% 并高于预期的 4.5%。GDP 分项中个人消费项年化季度环比增长 4.0%，较前值 0.8% 大幅上升，细分项中商品及服务消费分别增长 4.8% 及 3.6%，三季度私人消费在薪资增速及居民储蓄水平仍处于高位的影响下得到了显著提振。除消费外，库存变动于三季度也给予了 GDP 增长较大的拉动。三季度库存变动录得 806 亿美元，库存变化对 GDP 贡献达到 1.3%，整体映照先前制造业 PMI 回升走势。而拖累项中非住宅投资在三季度则受高利率环境影响显著回落，年化季度环比增长-0.1%。

通胀数据方面，美国 9 月 CPI 数据同比上涨 3.7%，与前值持平并高于预期的 3.6%；9 月 CPI 环比上涨 0.4%，虽较前值 0.6% 有所放缓但高于预期的 0.3%。9 月核心 CPI 同比上涨 4.1%，与预期持平并较前值 4.3% 再次回落；核心 CPI 环比上涨 0.3%，与预期及前值持平。除先前持续回升的能源价格外，住房价格在 9 月也为扰动通胀下行的主力因素。9 月住房价格指数同比上涨 7.2%，环比增速则由 0.3% 上升至 0.6%。服务业相关价格则与非农数据相互映照，汽车保险、娱乐、及个人护理等服务业相关价格指数皆有所上涨，同时医疗保健及医院服务等价格指数则与前值持平，较高的劳动力成本持续阻碍服务业相关价格指数下行。

劳动力数据方面，美国 9 月新增非农就业人数录得 33.6 万人，高于预期的 17 万人，同时前值上修至 22.7 万人。细分项来看，9 月美国非农就业人数的增长主要由休闲和酒店业(+9.6 万人)、教育和保健业(+7 万人)、专业和商业服务(+2.1 万人)、及零售业(+1.7 万人) 推动。本次新增非农就业人数在服务业需求不减的情况下远超预期，数据体现整体经济或仍保有一定韧性。

失业率在 9 月录得 3.8%，高于预期的 3.7% 并与前值持平，9 月劳动参与率录得 62.8%，同样与预期及前值持平，整体劳动力供给持续得到改善。劳动力市场需求方面，8 月 JOLTS 职位空缺数录得 961 万人，较前值 892 万人小幅回升。薪资增速方面，9 月平均时薪同比增速录得 4.2%，低于预期及前值的 4.3%，为 2021 年以来新低；薪资增速环比增速录得 0.2%，

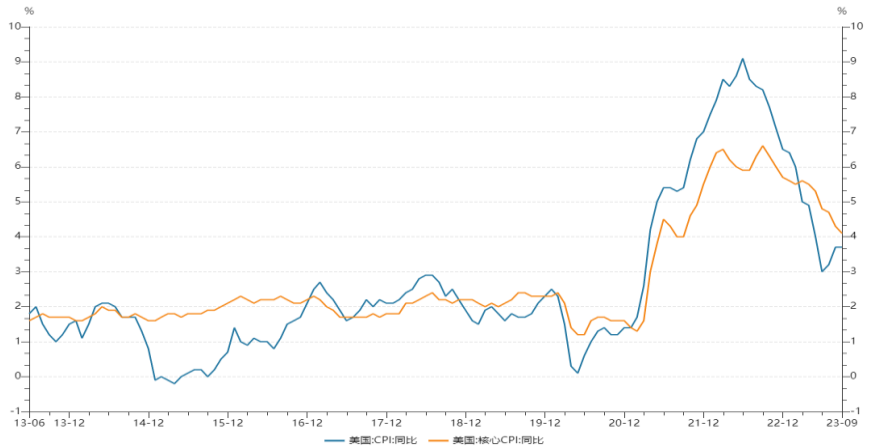
低于预期的 0.3%并与前值持平。总的来看，9 月非农就业数据好坏参半，新增就业人数虽远超预期但薪资增速保持下滑趋势，整体劳动力供需或持续得到修复。

图 1 美国经济活跃度有所回升



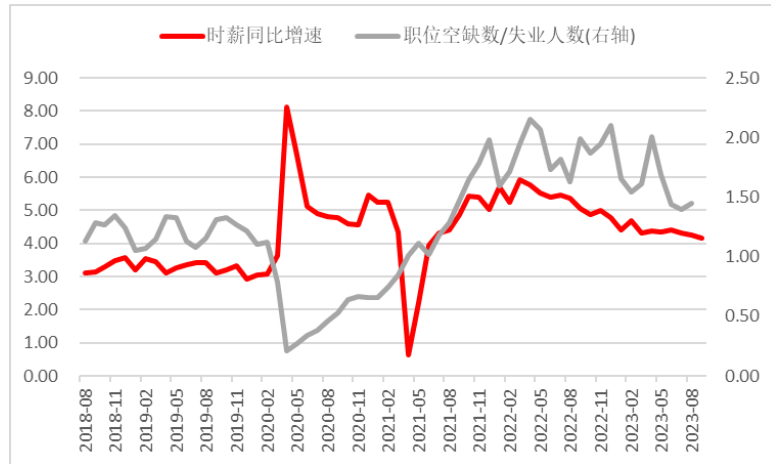
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 美国整体通胀持续回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

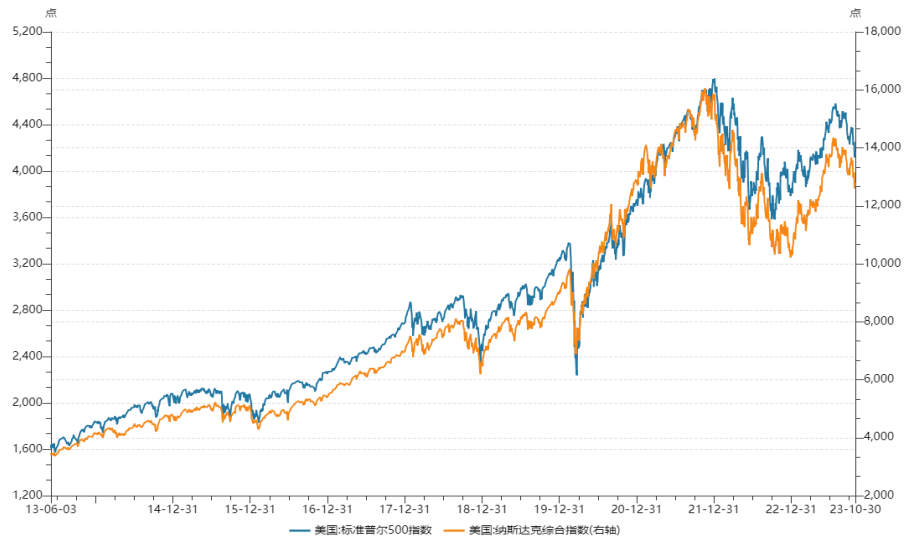
图 3 美国薪资增速缓慢回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

资产走势回顾：

图 4 无风险利率上升，权益资产承压



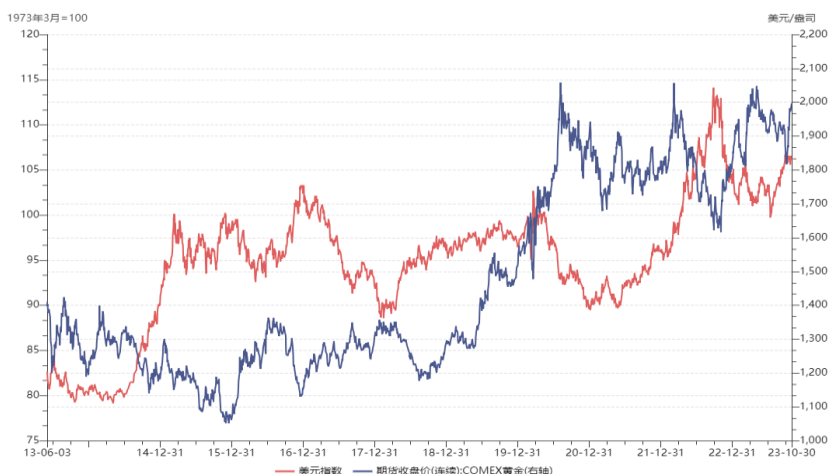
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 5 美国国债收益率持续冲高



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 6 巴以冲突持续，避险情绪飙升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

11 月展望及重点关注事件：

往后看，以服务业为主的劳动力需求或持续得到补足，在劳动力缺口持续得到修复的情况下薪资增速大概率将稳步下行。未来高利率环境或持续抬高企业及居民借贷成本，同时居民储蓄已显著回落，外加后继薪资增速持续放缓，美国居民消费水平或将受到一定限制。然而本次 GDP 数据再次体现整体经济韧性尚存，未来经济增速下调或虽不可避免，但整体衰退可能性大幅下调，市场对美国软着陆预期或将有所升高。11 月美联储或再次暂缓加息，但当前劳动力市场及通胀相关指标与美联储目标仍存在一定差距，美联储大概率将维持较为鹰派基调来抑制市场对其政策转向的预期，长端美债收益率及美元指数短期内或

多于高位震荡。

（二）欧元区：经济再度放缓，通胀显著回落

经济数据回顾：

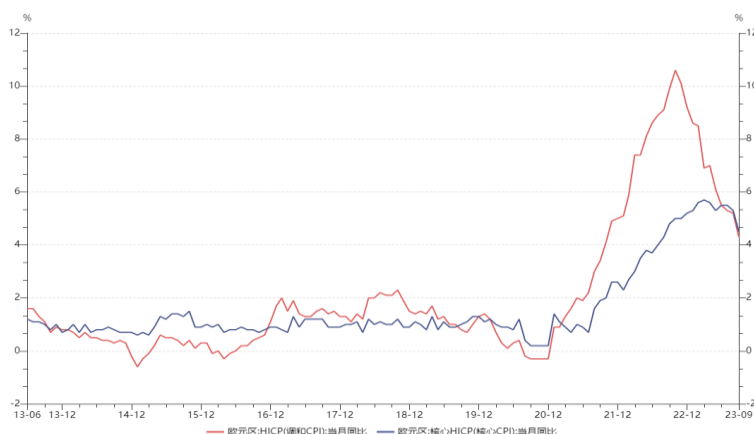
PMI 数据方面，10 月欧元区制造业 PMI 录得 43，较前值 43.4 小幅下降；服务业 PMI 录得 47.8，较前值 48.7 再次回落，综合 PMI 则录得 46.5，本月 PMI 数据全面回落，整体经济活跃度在高利率环境下持续回落。通胀方面，欧元区 9 月调和 CPI 同比上涨 4.3%，较前值 5.2% 显著回落。9 月核心调和 CPI 录得 4.5%，同样低于前值 5.3%。本月通胀水平在能源及食品等分项同时发力的带动下显著下降，同时以服务业为首的劳动力成本有所降低，整体核心通胀水平随之回落。

图 7 欧元区商业活跃度再次回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 8 欧元区通胀水平显著回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

11 月展望及重点关注事件：

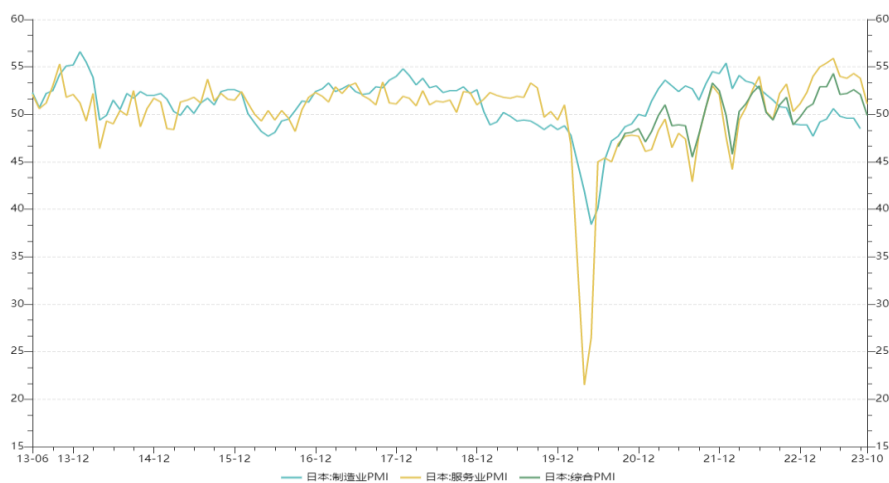
欧元区 PMI 及通胀数据接连下调整体或反映经济在高利率环境下已相对放缓，而通胀水平也在需求下降的影响下持续回落。当前市场对欧洲央行未来货币政策预期已有所改观，停止加息已为板上钉钉，而市场对欧洲央行降息的预期则有所抬升。往后看，即便短期内欧洲央行为确保通胀稳步回落或继续维持当前利率水平，但利率预期的转变及相对疲软的经济或给予欧元一定压力。

（三）日本：通胀再次回落，央行维持鸽派

经济数据回顾：

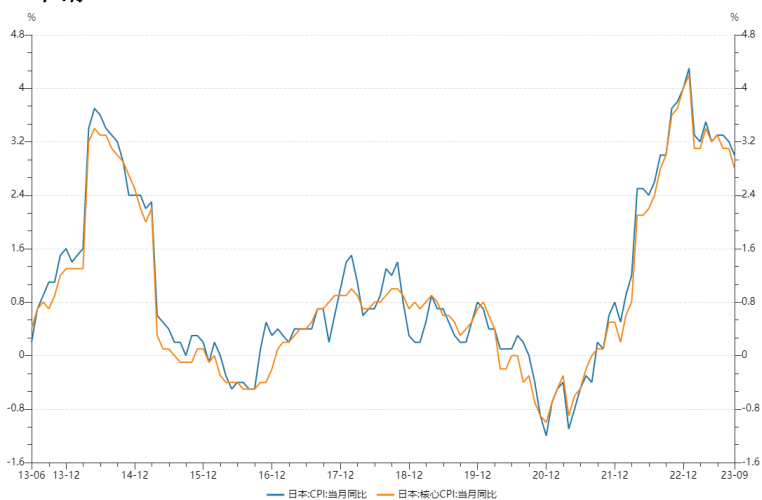
日本 10 月制造业 PMI 录得 48.5，与前值持平；服务业 PMI 指数录得 51.1，较前值 53.8 大幅回落，而综合 PMI 则在服务业 PMI 下降的影响下录得 49.9，低于前值的 52.1，整体经济活跃度在本月服务业走弱的影响下再次下降。通胀数据方面，日本 CPI 及核心 CPI 同比增幅在 8 月分别录得 3.0% 及 2.8%，较前值 3.2% 及 3.1% 皆有所回落。日本 9 月商品贸易差额录得 72 亿日元，较前值的逆差 943 亿日元显著好转，贸易边际有所走强。

图 9 日本整体 PMI 走弱



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 10 日本 CPI 下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 日本贸易边际走强



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

11 月展望及重点关注事件：

日本央行于 10 月再次调整收益率曲线控制政策，并将 10 年期国债收益率上限设为 1%。本次日本央行操作被市场解读为较为鸽派的决议，日元闻讯下跌。往后看，当前日本通胀水平再次回落或反映整体物价水平尚未达到日本央行所期望的上升趋势。未来日本央行或不得不维持宽松货币政策来刺激整体物价上涨，日元于短期内或受利差影响持续承压。

(四) 外汇技术分析

美元指数：短期内巴以冲突持续，市场避险情绪虽有所回落但或仍处于高位。美国三季度经济数据公布后市场对美联储维持高利率水平更长时间的预期有所增加，而欧元区及日本等非美国国家经济持续走弱，同时市场对央行政策转向预期提升，在非美国国家与美国利差持续扩大的情况下美元指数或多于高位震荡。

图 12 美元指数走势图



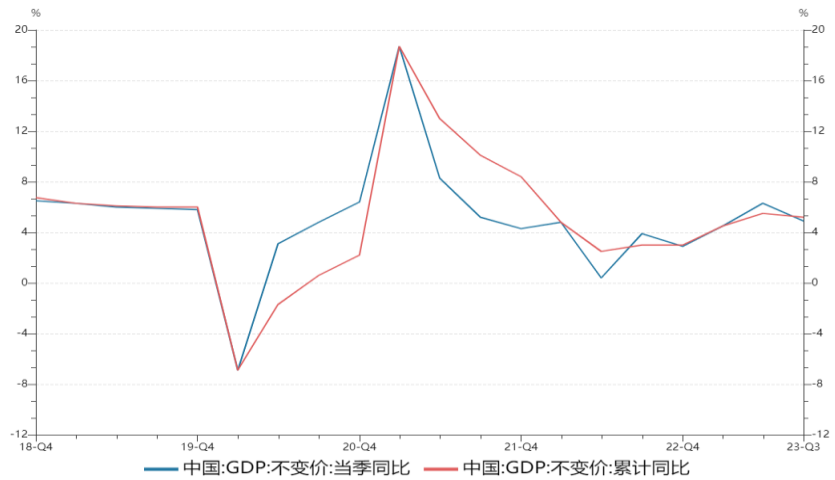
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

二、国内宏观经济回顾展望

(一) 经济动能环比改善，但复苏进度依旧缓慢

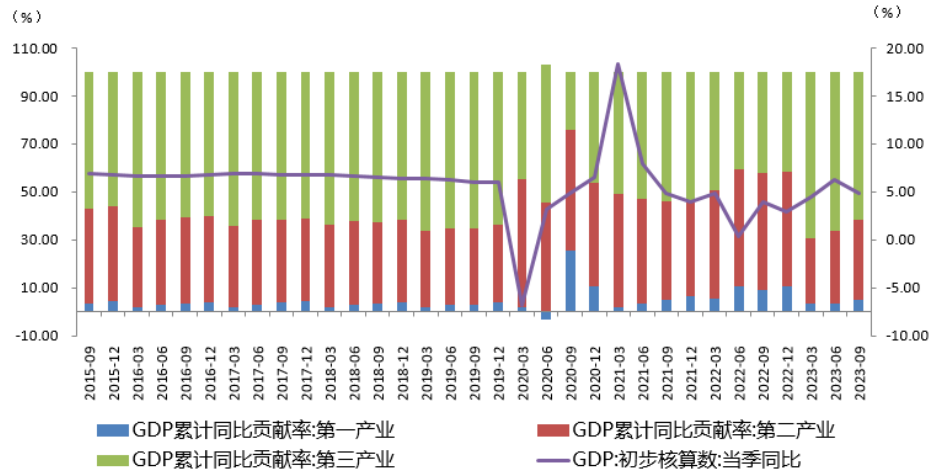
居民暑期出行需求提振整体服务业，生活生产秩序稳步恢复，促内需政策持续显效等一系列因素带动，三季度 GDP 增速好于市场预期。三季度 GDP 同比增长 4.9%，与二季度 6.3%相比有所回落，主要因为基数效应减弱。但除此之外，也反映出目前经济发展动能还需加强、市场需求仍需扩张等问题。

图 13 GDP 累计同比与当季同比



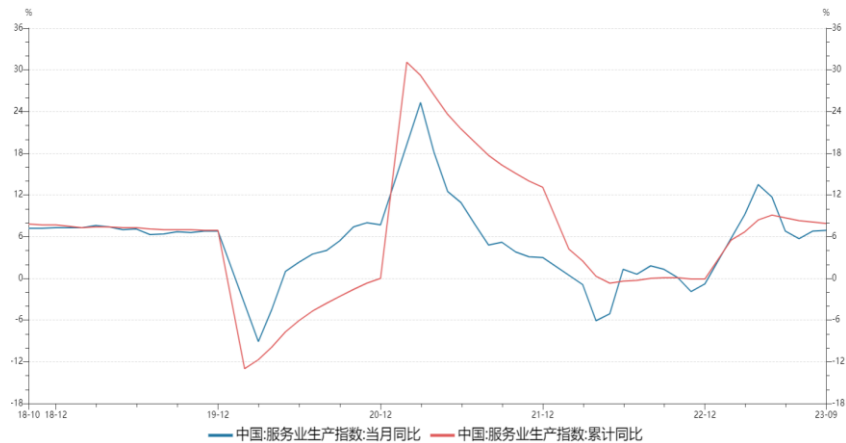
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 14 三大产业 GDP 贡献率



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 15 服务业生产指数



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

具体从需求端三驾马车来看：消费需求在暑期以及双节效应带动下释放，支撑整体经济；固定投资总体偏弱，其中，基建投资或在专项债带动下好转、制造业投资表现较好、房地产景气度保持低位运行；全球经济衰退带动外需疲软导致出口增速显著下滑。总的来说，三季度消费、投资和出口等经济指标较二季度来说仍保持偏弱复苏趋势，但从增速来看，2023 年全年经济增速达成全年 5% 经济增长目标的可能性较大。

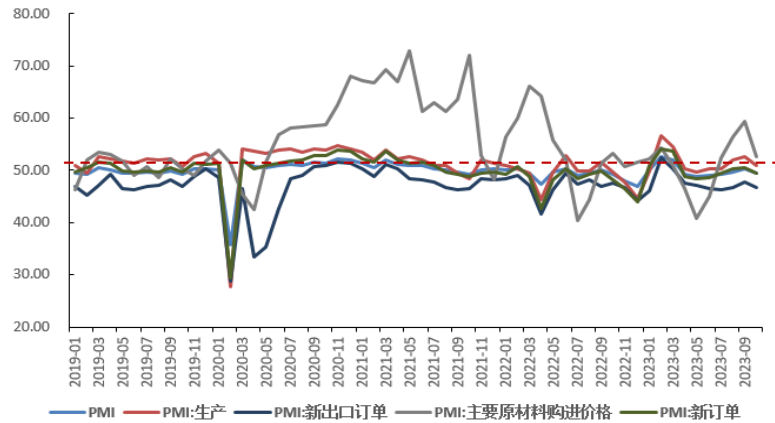
（二）生产端保持扩张，需求略显疲弱

供给生产同步回升，企业信心得到增强。10 月份，制造业 PMI 指数为 49.5，受“十一”节日休假和节前部分需求提前释放等因素影响，本月制造业景气水平重返收缩区间。具体来看，生产端保持扩张，但需求略显疲弱，新订单指数为 49.5，比上月下降 1 个百分点。表明制造业生产经营活动稳定，而市场需求景气度急需改善。大中小模企业 PMI 均回落，企业信心有所欠缺，就业指数低位运行。同时可以看到，海外发达经济体整体承压，导致外需继续承压，新出口订单指数疲软形势未改。总的来看，制造业小幅再度收缩，需求端承压明显，稳就业压力尚存，持续恢复基础仍需进一步巩固。

服务业增速放缓，但仍在扩张区间。10 月份，非制造业 PMI 较上月回落 1.1 个百分点至 50.6，不及市场预期，表明服务业处于弱恢复状态，增速有所放缓，结构分化特点明显。其中，“黄金周”假期效应带动与居民消费出行相关的交通运输、住宿餐饮等行业位于较高景气度区间；地产行业表现不佳，景气度偏弱的背景下，商品房销售长期不及预期，相关服务业表现依然低迷；专项债发行加速或对基建投资仍有支撑。

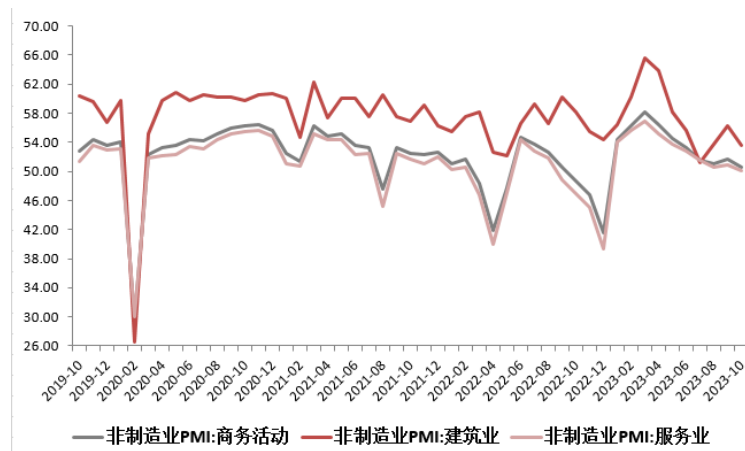
随着逆周期调节力度逐步加大，多项政策围绕稳定扩大内需、促进消费，接触性服务业料进一步恢复，这对稳就业、稳物价具备积极意义。目前来看，我国经济复苏放缓，制造业 PMI 大概率将震荡为主。随着增发国债和提前下达地方债额度双管齐下，四季度财政扩张有望延续。

图 16 制造业 PMI



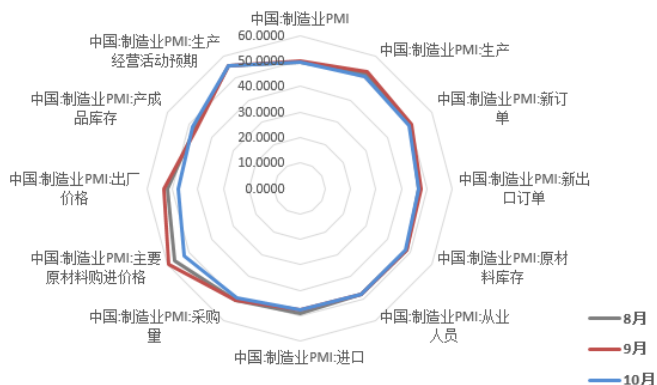
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 17 服务业 PMI 表现突出



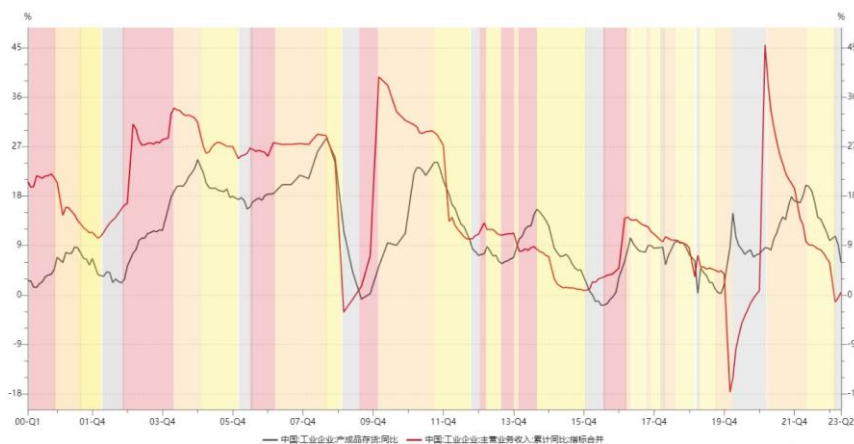
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 18 制造业 PMI 细分项对比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 19 正处于主动去库存转向被动去库存过程中



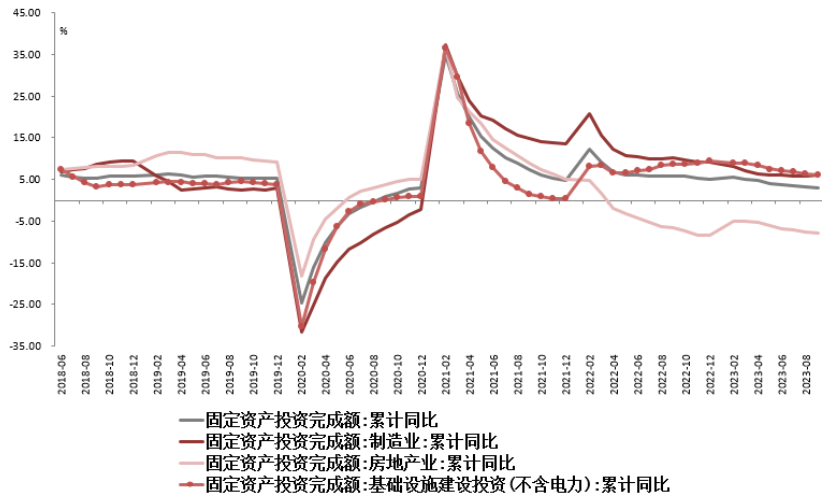
数据来源：Wind，瑞达研究院

注：红色区域-主动补库存阶段，橙色区域-被动补库存阶段，黄色区域-主动去库存阶段，灰色区域-被动去库存阶段。

（三）固投复苏进度慢，专项债提振基建投资

固投表现偏弱。 前三季度我国固定资产投资同比增长 3.1%，较上月回落 0.3 个百分点，基本符合预期。本月三项分类同比仅制造业有所回升，投资端在房地产景气度依旧偏弱的背景下总体承压。其中，民间投资累计同比下降 0.6%，降幅小幅缩窄，但远低于疫情前水平，企业信心不足，对未来市场发展仍有担忧。

图 20 投资端始终承压



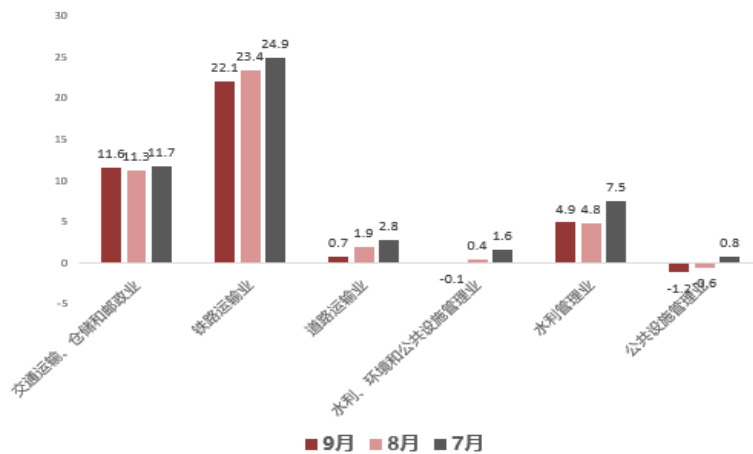
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

1. 政府专项债加速发行，基建企稳回升

基建投资增长 6.2%，较上月小幅回落 0.2%，但从单月来看，同比增长 6.8%，较上月回升 0.6 个百分点，主要受益于地方专项债加速发行。**铁路运输业延续此前较快增长的态势，为主要贡献项。**截止 9 月，我国专项债发行已超过今年政策目标%，推动基建行业运行，同时伴随着相关政策积极出台，基建资金端和项目端压力得到改善。

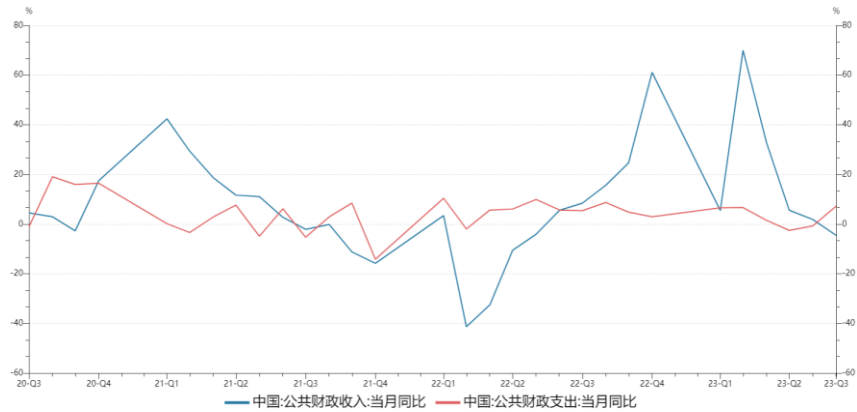
目前来看，政策重点更多放在“扩内需、稳增长”目标上，近期基建方面增量政策较少，接下来基建增幅或持续收敛。但基建作为传统重要抓手，对经济复苏意义重大，后续政府或通过加力引导民间投资参与基础设施建设，缓解项目资金压力、助力总体基建。

图 21 基建投资细分项



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 22 财政收支同比增速

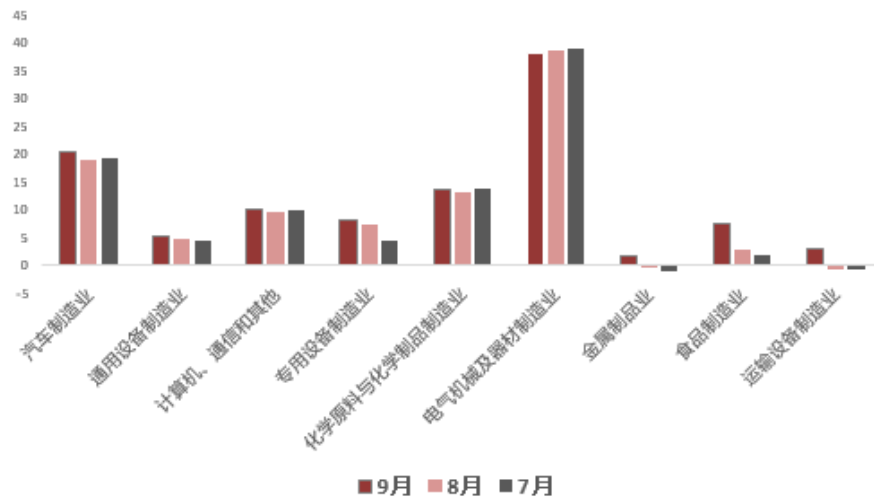


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

2. 制造业结构仍未改变, 去库或迎来拐点

本月制造业投资增长 6.2%, 较上月改善 0.3 个百分点。9 月制造业 PMI 重返扩张区间, 产销两端均边际修复。其中, 新订单较上月回升 0.3%, 生产指数回升 0.8%。可以看出, 生产端复苏要快于需求端。

图 23 制造业投资细分项

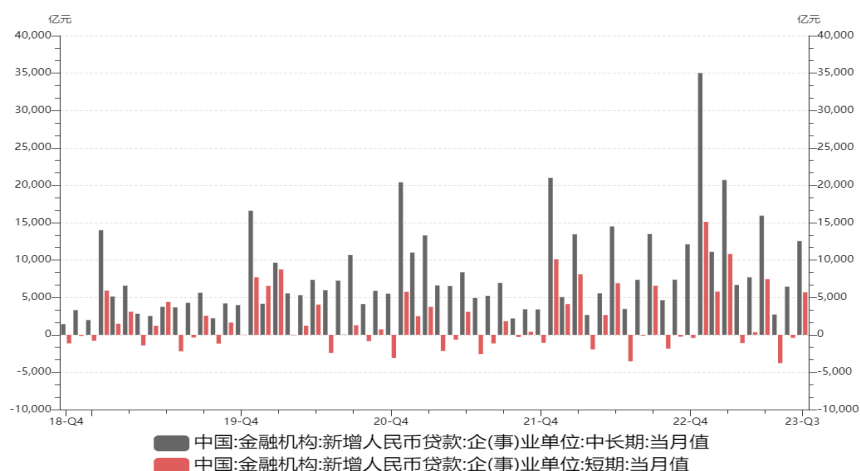


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

本月信贷结构有所好转, 在房地产政策底初现后, 居民端缓慢修复。企业端中长期贷款在高基数影响下较 2022 年同比少增 944 亿元, 近期以来出台一系列稳增长政策, 企业对于未来的预期得到修复, 去库阶段或迎来拐点。但需要看到的是, 制造业中长期贷款、基建中长期贷款等政策支持类的贷款增速开始下行, 可能与去年四季度企业部门较为活跃

所导致的高基数有关。

图 24 新增企业短中长贷款



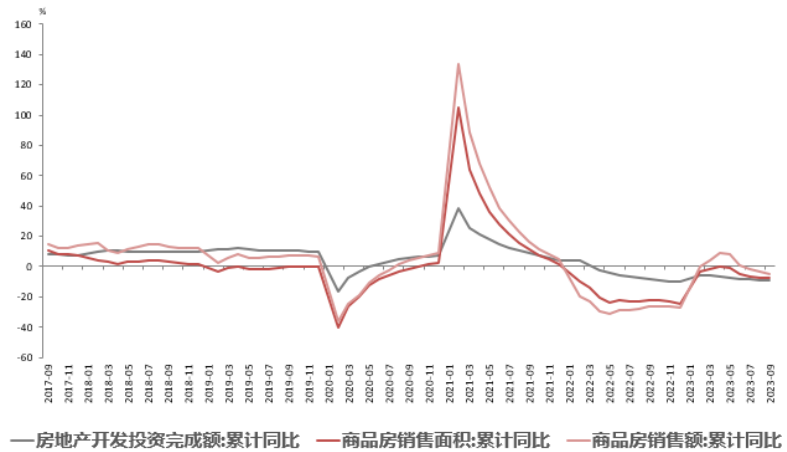
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

3. 地产政策底已现，后续景气度料升温

房地产开发投资同比降幅从上月的 8.8%进一步扩大至 9.1%，多项指标如销售额、销售面积、新开工偏弱运行，居民购房需求显不足、地产需求仍待企稳。具体来看，房地产新开工、施工和竣工面积累计同比增速略微好转，但弱于历史均值。而从需求端来看，9 月商品房销售面积累计同比降幅进一步下行 0.4 个百分点至 -7.5%，居民信贷端的改善仍需一定时间才能传导至投资端。

认房认贷调整和降限购城市首付比下限政策实施后，二手房成交起色明显，截至 10 月 20 日，18 个重点城市二手房成交面积约环比下降 4.8%，显著强于季节性，相比去年同期上升 47.3%，升幅相比 9 月进一步抬升，后续静待政策效果。

图 25 地产销售面积同比



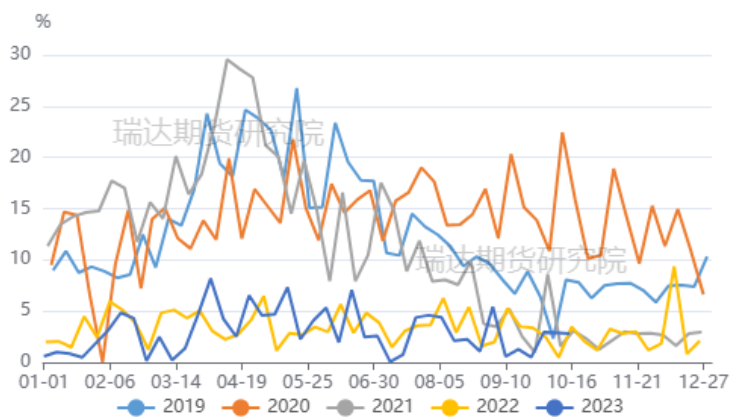
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 26 地产新开工、竣工和施工累计同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 27 成交土地溢价率: 当周值

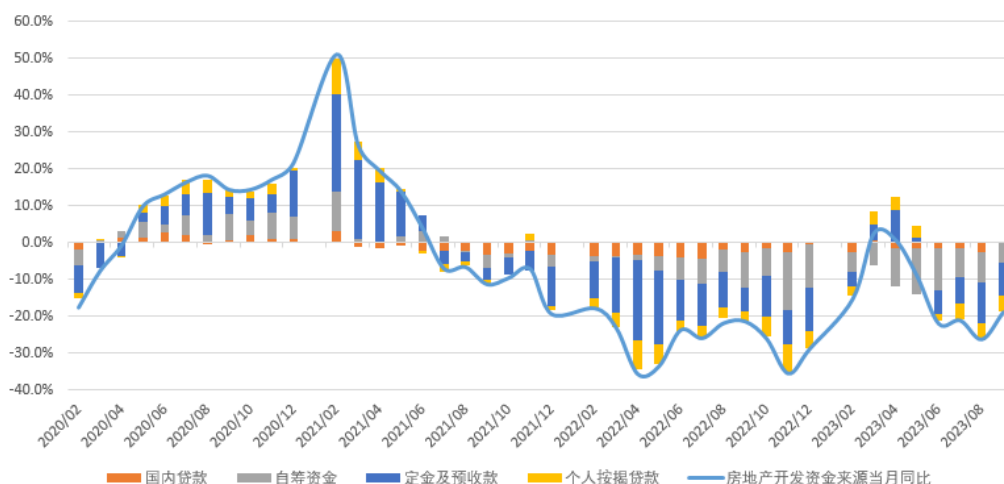


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

从地产资金来源看，自筹资金仍是主要拖累。9月份个人按揭贷款同比下降6.9%，大幅转弱，销售回款能力恶化，且自筹资金同比仍在-21.8%的低位徘徊。

从信贷来看，暑期对居民消费需求有拉动作用，居民短期贷款有所回暖；但当前房地产市场处于底部阶段，商品房新房销售数据仍表现低迷，市场购房需求疲软。

图 28 房地产投资结构偏弱（资金来源累计同比）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

总体来看，9 月份房地产投资市场景气度依旧偏弱。居民端中长期贷款和短期贷款虽均有回暖，但还未传导至投资端。尽管“认房不认贷”、降低首套二套首付比例、存量房贷利率降息等一系列政策频频落地，房地产复苏的效果仍未完全显现，后续有较大复苏空间。

图 29 新增居民短中长期贷款



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（四）服务消费延续复苏，居民消费信心持续回暖

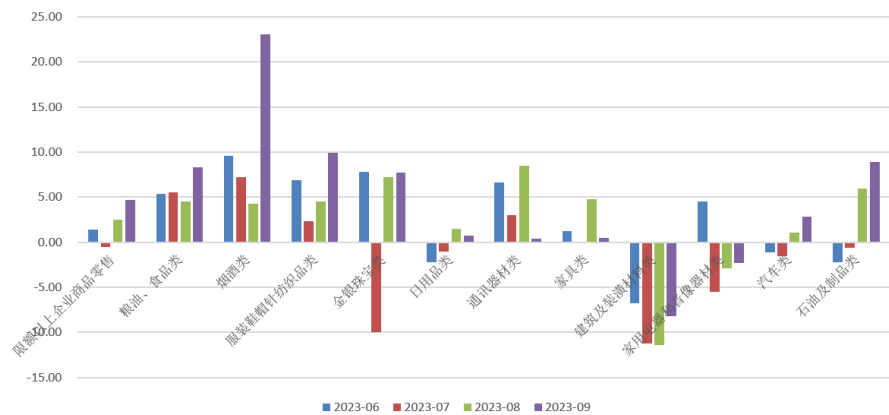
前三季度，社会消费品零售总额 342107 亿元，同比增长 6.8%。服务零售额同比增长 18.9%。9 月份，社会消费品零售总额同比增长 5.5%，比上月加快 0.9 个百分点，增速连续 2 个月加快；环比增长 0.02%。今年前三季度消费对经济增长的贡献率是 83.2%，明显提升。随着经济持续复苏、消费场景迎来结构性恢复，促消费，稳增长，尤其服务型消费在线下场景下明显改善。

图 30 社会消费品零售总额增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 31 社零总额分项：当月同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

9 月消费的主要支撑依然来源于服务和汽车，预计未来服务消费修复持续，叠加政策持续出台助力薄弱环节恢复。9 月末中秋、国庆黄金假期叠加各地促消费政策落地显效，服务消费市场继续延续较快复苏态势。前三季度，服务业增加值同比增长 6.0%。其中，住宿和餐饮业增加值增长 14.4%。具体来看，以餐饮为代表的接触型消费持续回暖，9 月份全国

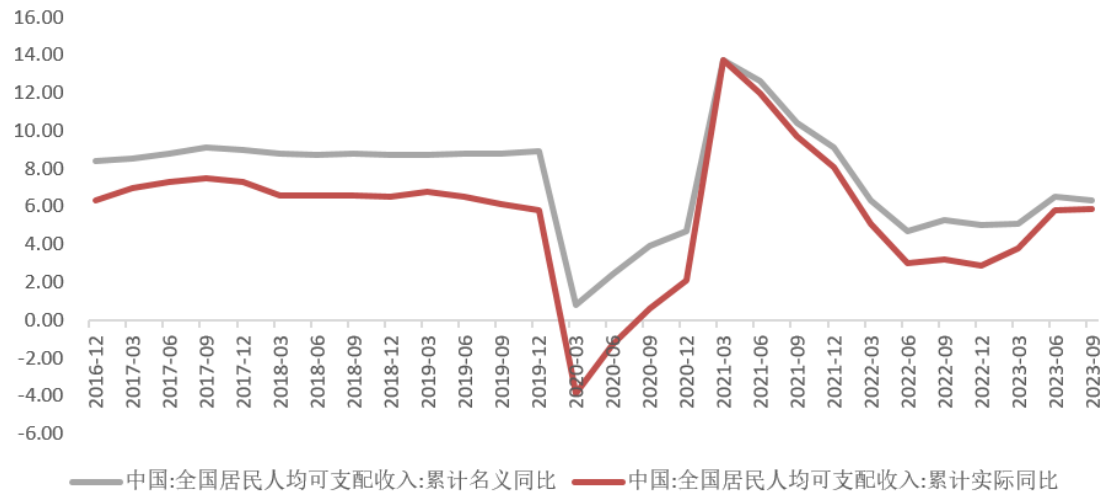
餐饮收入、限额以上单位餐饮收入分别同比增长 13.8%、12.8%，增速较去年同期上升 15.5 个、12.7 个百分点，指向居民消费意愿提升，餐饮消费持续较快恢复，拉动内需作用不断增强。国内航班数和地铁客运量都处于历史同期偏高位置，表明居民的出行意愿依然较强。此外，电影票房收入维持在历史同期高位，同比达到 116.8%。乘用车方面，9 月全国乘用车零售 201.8 万辆，同比增长 5.0%，环比增长 5.0%，政策持续出台以支持和扩大汽车消费。

同时，商品类消费在本月同样延续增长进程，较服务消费增幅略小。9 月份，商品零售额同比增长 4.7%，增速较上个月回升 2.3 个百分点。从商品类别看，基本生活类商品销售大部分保持正增长，其中饮料及烟酒消费弹性释放，穿类以及部分升级类商品零售增势较好，如服装鞋帽纺织品类、金银珠宝类分别同比增长 9.9%和 7.7%，。受地产低景气拖累，地产后周期消费品如建筑装潢和家用电器器材类增速一直维持在负值区间。

从就业角度和收入来看，前三季度居民收入实际增长 5.9%。就业形势较上月继续改善，9 月全国城镇调查失业率较上月下降 0.2 个百分点至 5%，连续两个月下降。前三季度，全国城镇调查失业率平均值为 5.3%。但值得注意的是，9 月份农民工失业率在上行，这部分人群的消费的持续性有待观察。随着各地新一轮特殊再融资债陆续发行，部分资金将用于偿还项目拖欠款，后续关注资金落地对于农民工收入和相关就业对消费需求的拉动作用。

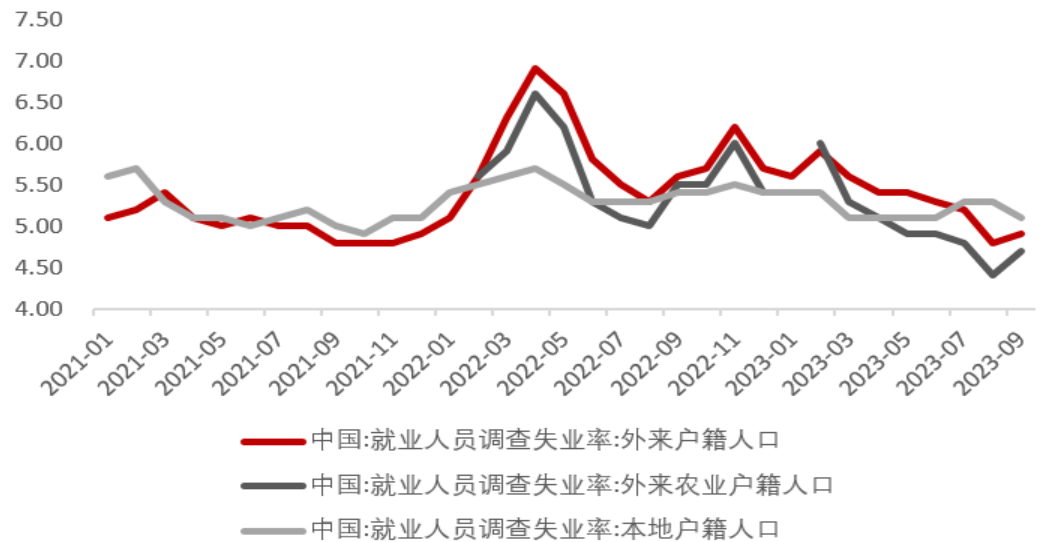
总的来说，9 月以来，国内居民消费形态逐渐由商品消费为主向商品和服务消费并重转变，服务消费加快提振，为消费扩大提供了有力支撑。后续地产市场筑底回升以及居民收入和信心逐步改善，商品消费需求或将逐渐释放，预计四季度消费仍会延续前三季度恢复向好态势。就业规模及居民收入预期增加，也在一定程度上推动社零增速上行。下阶段，消费复苏的核心驱动因素仍为就业、预期、信心修复支持下的消费能力的提高。

图 32 居民收入平稳增长



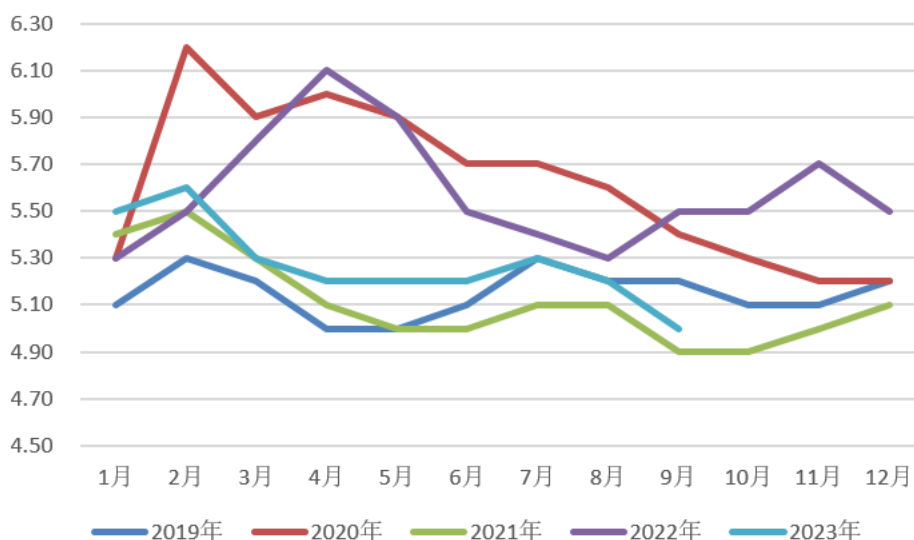
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 19 外来人口与农民工失业率上行



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 20 城镇调查失业率



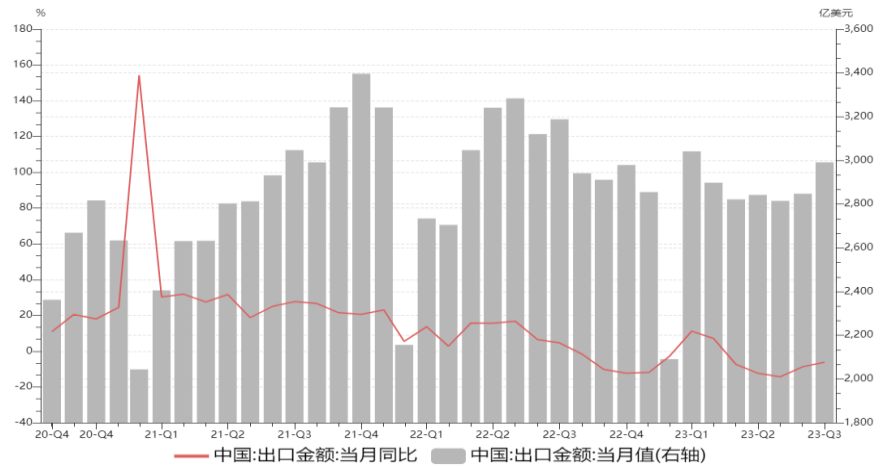
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

(五) 美国经济韧性带动，出口需求回升

1. 多政策频频发布，稳外贸有序进行

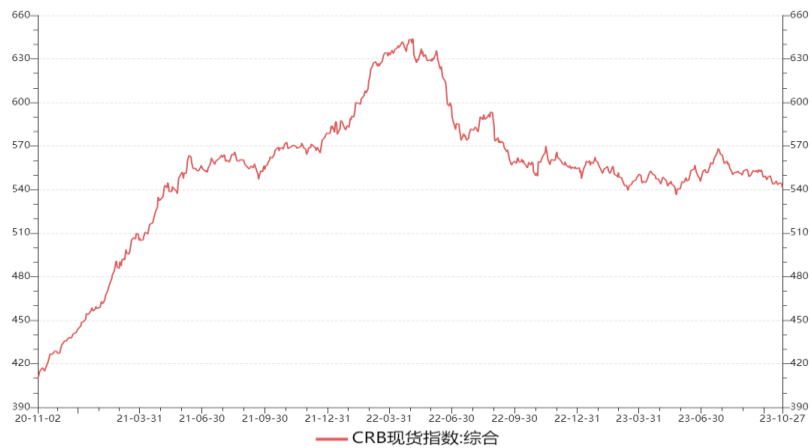
我国9月出口同比-6.2%，回升2.6个百分点，连续两个月修复，改善信号明显。在我们看来，主要原因有两点：一是去年基数影响。2022年我国出口同比增速波动较大，在5、6、7月份达到两位数增长，而9月迅速回落至4.63%，高基数效应边际减弱，使得本月出口降幅收窄。二是高新技术产品出口同比改善明显。去年下半年以来，受全球消费电子需求不足及产业链重构影响，我国高新技术产品出口增速始终低于整体出口增速。近期，伴随全球半导体周期底部回稳叠加消费电子需求旺季来临，以计算机电子为代表的高技术产品出口增速修复。需要注意的是，今年以来CRB商品指数呈低位运行的趋势，对出口增速的支撑较弱，复苏进度慢。

图 33 我国出口同比增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 34 CRB 现货指数

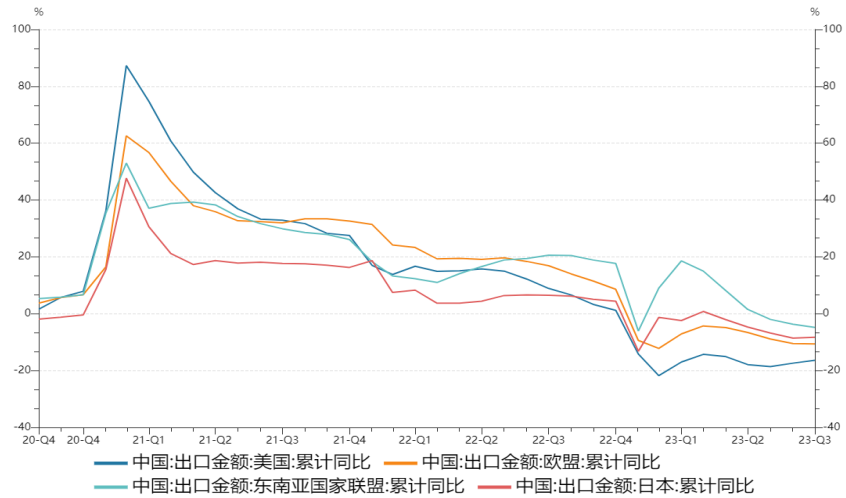


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

从出口经济体看,本月对主要地区出口均出现好转。9月对美出口同比降幅继续收窄,美国需求的相对韧性对我国出口持续拉动。同时在去年低基数的影响下,本月是对欧盟出口同比大幅收窄,但在欧盟基本面未有好转的背景下,这一趋势料不可维持。

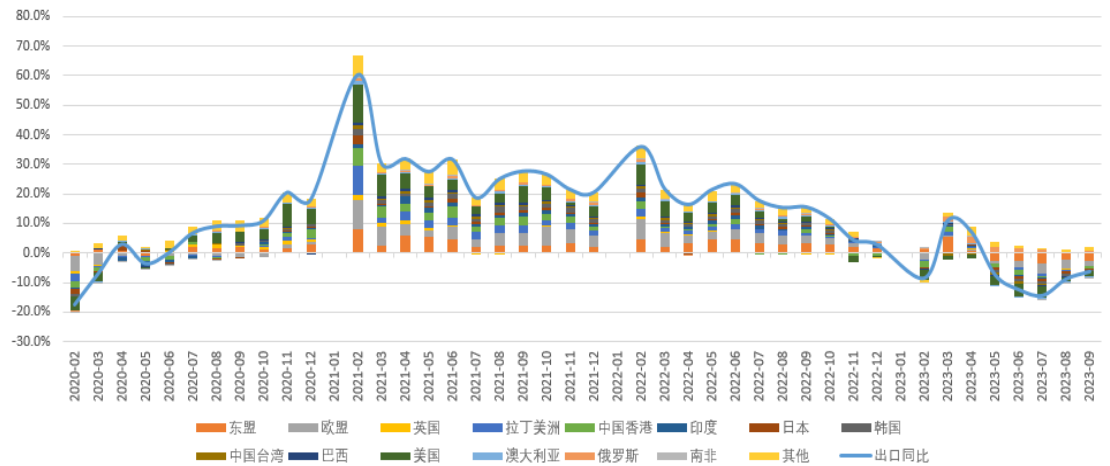
9月全球制造业 PMI 较前月回升 0.1 个百分点至 49.1,为 2023 年 5 月以来的最高值,全球制造业景气度下行压力边际缓解,从而提振我国出口端贸易。但需要注意到,各经济体持续“被动收紧”货币政策所带来的副作用,在年底乃至明年年初或逐步体现,届时将掣肘我国对各经济体的出口增速。

图 35 我国对主要经济体出口增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 36 中国出口国家同比增速分解



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

从主要出口产品上看, 本月高新技术产品出口同比较前月回升 6.3 个百分点至-8.7%, 带动我国整体出口增速较前月回升 1.7 个百分点。其中, 手机、自动数据处理设备及其零部件出口增速分别较前月上行 13.4 和 6.3 个百分点, 合计拉动整体出口增速较前月回升 0.9 个百分点。劳动密集型产品降幅小幅收窄, 汽车、家电出口增速较上月依旧强劲。

总的来看, 去年基数影响减弱, 我国 9 月份出口超预期大幅回升, 其中高技术产品表现最为优异。美国 ISM 制造业 PMI 表现较好, 整体经济在未来六个月大概率保持韧性, 这将在一定程度上利于中国出口恢复, 叠加基数效应边际减弱, 外贸或持续好转。并且随着商务部采取的一系列稳外贸措施逐步落地, 外贸有望得到进一步支撑。

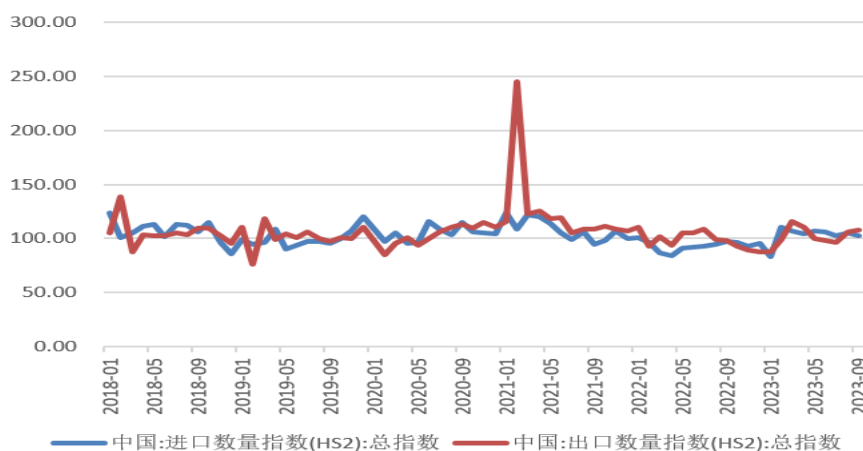
2. 进口跌幅收窄，内需小幅改善

9月份我国进口较8月降幅缩窄1.1个百分点至-6.2%，跌幅进一步恢复，价格因素是进口增速降幅收窄主因。国内9月PMI重回扩张区间，经济修复动能持续改善，新出口订单指数缓慢回升，表明内需正处于一个缓慢回暖的过程中。海外经济韧性凸显也带来了一定支撑。

从主要进口商品量价走势来看，9月原材料类商品进口增速改善幅度大，或成为支撑本月进口增速超预期回暖的主要原因。其中，原油、铁矿和铜矿同比增速回升，主要源于进口数量的回升，或体现国内需求对能源品进口的支撑，量价双双好转支撑进口降幅收窄。

四季度，国际大宗商品价格仍然偏弱运行对我国进口同比增长形成的拖累仍存，同比增速或表现不佳。同时，海外对中国半导体出口禁令对相关产品数量的拖累也在持续。所以在短期内。外需恢复进度较慢，改善尚需时日，进口或将延续负增长区间震荡，而在国内稳增长政策的发力和落地下，后续内需改善有望带动进口需求边际回暖。

图 37 进出口数量指数 (HS2)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 38 主要进口商品金额同比增速 (%)



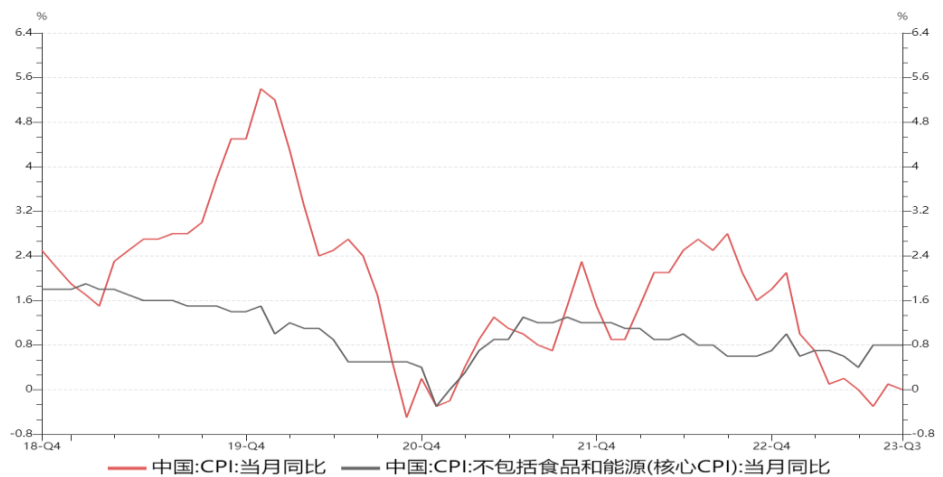
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

(六) 通胀弱于往年平均，需求端偏弱运行

1. 猪价拖累食品，通胀低位运行

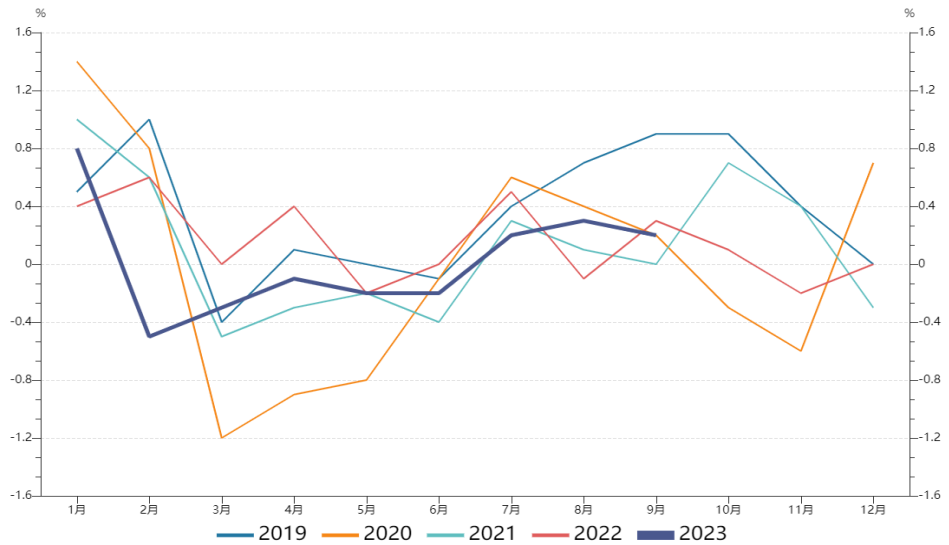
9月CPI环比上升0.2%，涨幅收窄，主要受食品项支撑减弱、暑期涨幅略低于历史同期平均水平带影响。从剔除食品和能源后的核心CPI来看，同比上升0.8%，与上月持平，说明居民消费需求修复依旧缓慢。随着扩内需政策逐步落地生效，国内需求对生产端的带动效应料逐步增强，核心CPI或将能够扭转低位运行态势。

图 39 核心物价与上月持平



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

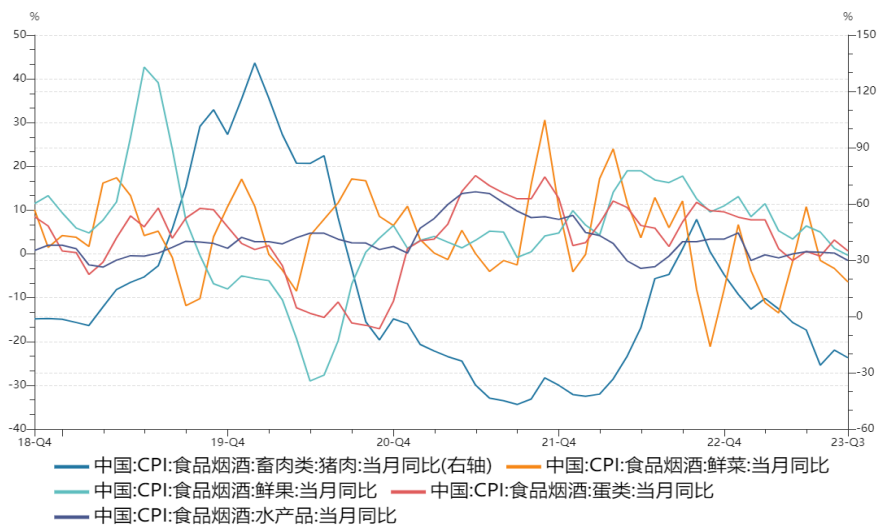
图 40 CPI 环比缓慢修复



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

具体来看, 9月食品价格下降3.2%, 降幅扩大1.5%; 环比涨0.3%, 不及往年水平。猪肉价格环比上涨0.2%, 同比下跌22.0%, 降幅比上月扩大4.1个百分点。从供应端来看, 生猪去产能的节奏依然偏慢, 随着猪价全面回归成本线以上, 规模场资金压力缓解, 基本无主动去产能意愿, 导致下半年生猪的供应压力总体依然较大。从需求来看, 随着节日的到来, 屠宰开工有所恢复, 不过总体白条走货依然不畅。一方面, 是市场消费动力不强, 另外一方面, 随着假期, 学校工厂也面临放假, 部分也抵消了猪肉的消费。而从政策面的预期上面来看, 表现较为悲观, 预计后续生猪价格震荡的概率较大。

图 41 食品价格总体弱运行



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

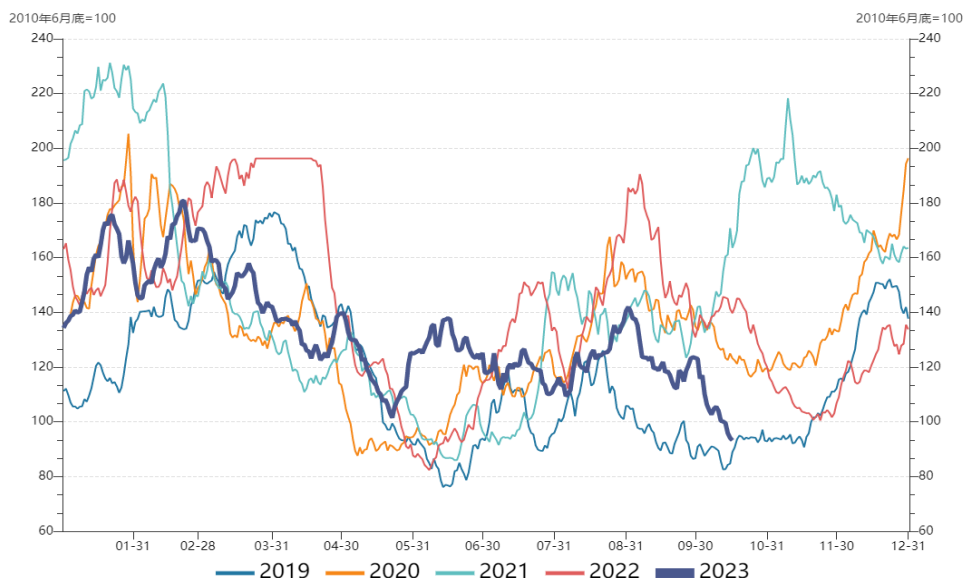
图 42 猪肉存栏量（万头）



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

开学季叠加双节临近，消费需求有所增加，鲜菜和鸡蛋价格分别上涨 3.3%和 3.2%。应季果蔬大量上市，鲜果和鲜菜价格均有不同幅度下降。其余食品市场供应较为充足，涨幅略低于历史同期平均水平。接下来，食品需求或维持低位趋势，在需求端未有明显刺激政策的背景下持续承压。

图 43 蔬菜价格季节性表现（中国寿光指数）



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

而非食品项价格在原油与服务业价格此消彼长下，与上月持平。具体来看，受国际油价上行影响，国内汽油价格上涨 2.4%；暑期结束出行减少，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别下降 12.6%、5.5%和 3.4%。核心 CPI 同比增速与上月持平，或低位企稳一段时间。

10月7日，哈马斯组织于加沙地带对以色列发动袭击，以色列当局宣称进入战争状态。本轮巴以冲突持续发酵，已致双方超4200人死亡，或还将加剧。市场担忧公开支持巴勒斯坦的伊朗将进行原油减产，外加沙特与俄罗斯持续减产仍在进行，原油价格再次脉冲式跳涨。即便本次地缘冲突未出现显著升级，但美国所期望于近期促成的沙以外外交计划必然将受到耽误；而伊朗作为本次局势中较大的不确定因素或使市场对原油定价增加额外风险溢价，整体原油价格在未来或得到一定支撑。

图 44 原油价格短期震荡偏强



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

总体来看，本月CPI同比在基数影响下低位运行，食品涨幅略低于历史同期平均水平，生猪为本月拖累项。短期内，市场供过于求的态势仍在持续，叠加复杂的国际环境，内外需对市场价格的拉动或将相对有限，预期CPI同比涨幅阶段性低位运行未来或还会持续。此外，需要持续关注巴以冲突对原油价格的影响。

2. PPI 同比延续回升趋势，生产和生活资料价格分化

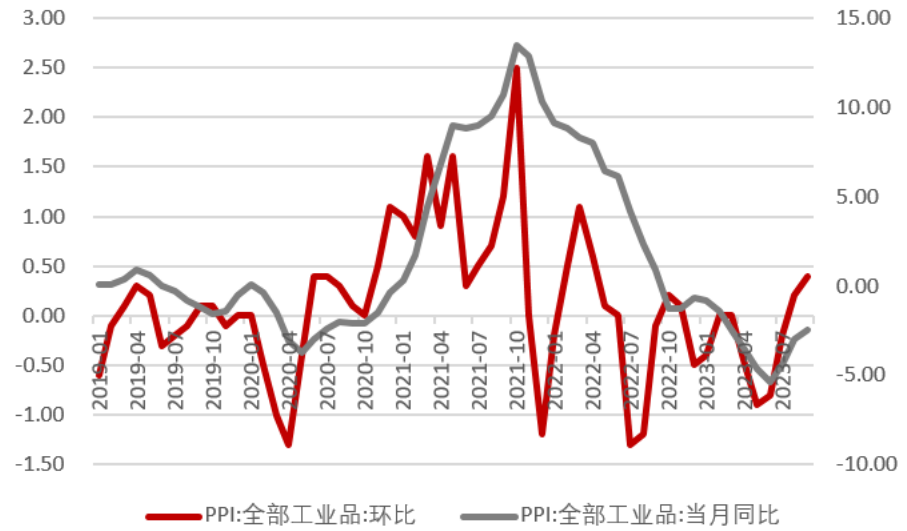
9月份PPI同比下降2.5%，降幅比上月收窄0.5个百分点。从环比看，9月PPI较上月涨幅扩大0.2个百分点至0.4%。9月PPI同比连续三个月保持降幅收敛趋势，同时环比继续回升，或主要是受去年高基数走低和部分行业需求回暖等因素推动，进一步验证当前为PPI底部的可能性较高。值得注意的是，当月生产、生活资料同比价格走势分化，生产资料价格同比降幅收敛0.7个百分点至-3.0%，而生活资料价格同比降幅扩大0.1个百分点至-0.3%；在环比上，生产资料和生活资料价格走势分化程度有所减弱，9月份生产资

料受国际原油以及国内部分工业品价格上行带动，环比涨幅较上月扩大 0.2 个百分点至 0.3%，而生活资料环比涨幅与上月持平至 0.1%，或表明国内需求端仍偏弱运行，且与当前低通胀环境互相印证。

从上下游主要工业品及行业价格来看，9 月份大多数上游以及中下游行业环比继续改善。上游方面，石油和煤炭价格或将成为下半年推动 PPI 回升的主要因素。国际原油价格继续上行，带动国内石油和天然气开采业价格上涨 4.1%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 3.1%。OPEC+ 等国加码减产协议延至 2024 年底，美联储货币紧缩政策叠加地缘政治担忧，原油及石油供给或维持偏紧。而随着秋冬到来，煤炭的下游需求或将逐渐恢复，产能过剩问题逐步缓解，煤炭价格或将有所回升。中下游方面，市场预期升温带来的备货需求增加，工业品价格或受益于需求的边际改善，推动有色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业价格分别环比上涨 1.2% 和 1.1%，化学原料及化学制品制造业、纺织业分别较上月上涨 1.4 个百分点和 0.1 个百分点至 2.0% 和 0.2%，而黑色金属冶炼及压延加工业、通用设备制造业价格持平。此外，代表国内消费需求的农副食品加工业和酒水饮料分别较上个月下降 0.7 和 0.1 个百分点至 0.6% 和持平，居民消费需求修复仍偏缓。

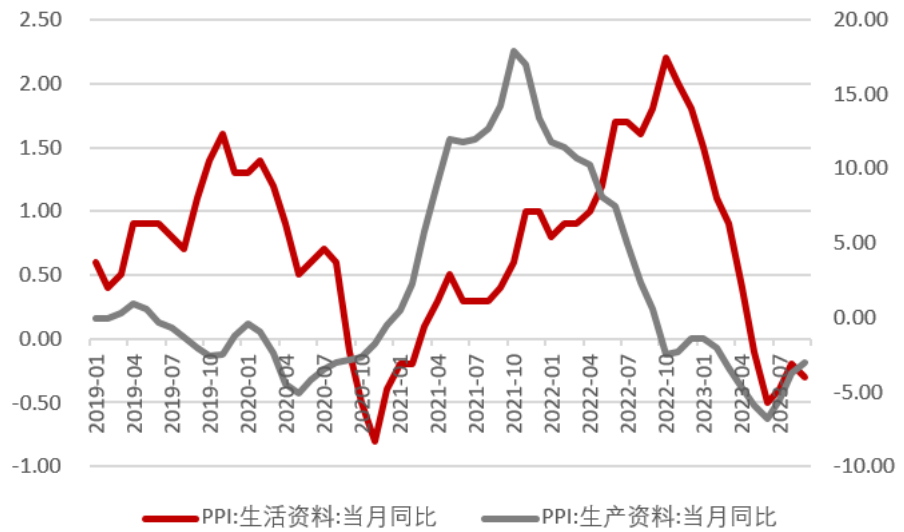
往后看，短期国际原油价格在地缘政治冲突、美联储货币政策等因素影响下或呈震荡上行走势，同时国内生产逐步恢复，煤炭价格或呈季节性上升趋势，且去年同期基数走低，预计后续 PPI 同比或将趋稳并且有望筑底回升，但海外扰动因素较多且需求恢复偏缓，年底内增速回正的难度或较大。后续需密切关注国内四季度宏观政策、工业品库存周期和海外需求变化等因素对生产端可能产生的共振影响。

图 45 PPI 同比环比降幅均收窄



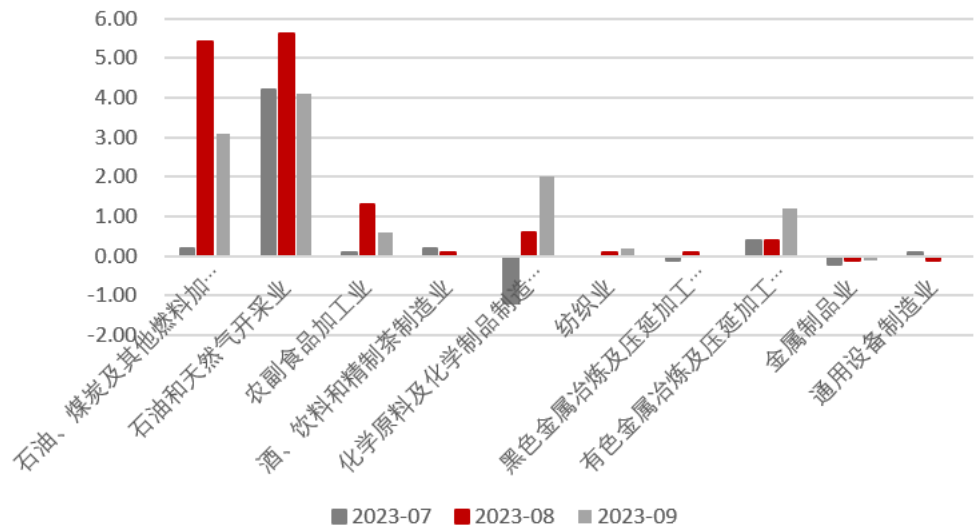
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 46 成本压力有所回升



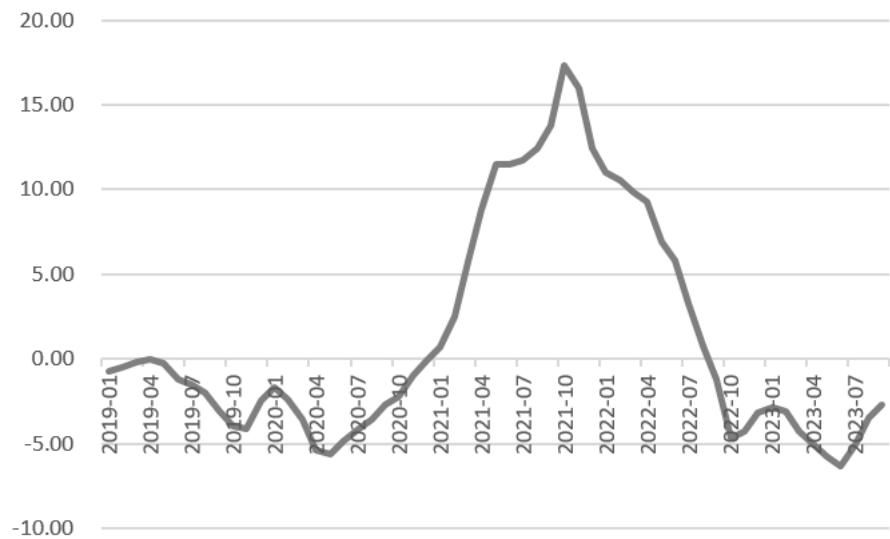
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 47 PPI 分行业环比



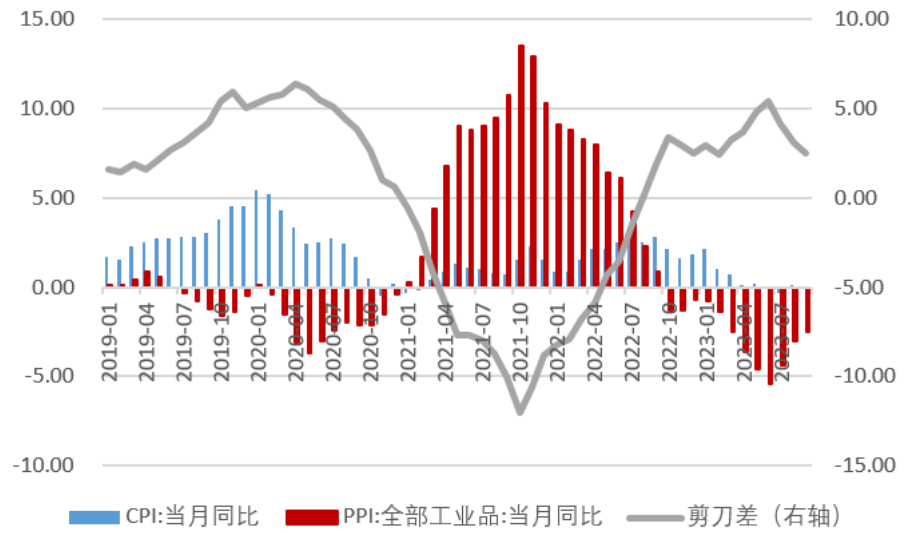
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 48 生产、生活资料剪刀差延续收窄



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 49 CPI、PPI 剪刀差持续回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

三、国内宏观政策要更好体现针对性、组合性和协同性

(一) 财政政策：“准财政”工具或进一步加码

1-9月我国一般公共预算收入166713亿元，同比增长8.9%，增速回落1.1个百分点，**低基数边际减弱，导致增速有所企稳**。其中，税收收入同比增长11.9个百分点，下行1个百分点。消费税降幅大幅缩窄，或表明目前居民端消费意愿持续改善，节假日带动需求释放，但从个人所得税看来，需求端仍需相关政策助力，总体回升趋势缓慢。**在经济弱复苏的背景下，财政收入降幅小幅收窄，其中非税收入降幅有所扩大，税收收入降幅略有收窄，中国经济复苏苗头渐显。**

从支出端来看，9月公共预算支出累计同比增速为3.9%，预计财政支出将特定领域重点发力。从分项来看，社保就业小幅回升至8.2%，是分项中增长最快，占比最大的领域，9月我国失业率下降0.2%至5%，“稳就业”效果有所显现；教育支出增速小幅回落至4.3%，主要受季节性因素影响。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有较强必要性。值得关注的是，公共财政投向基建的比例有所提升，基建相关支出累计同比增速由上月-0.6%回升至0.8%。

10月24日中央财政表示将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理，预计赤字率由3%提高到3.8%左右。此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。本次增发国债有助于宽信用传导，推动扩内需，促进稳增长。但考虑到债券发行、财政支出以及需求在产业链上传导等环节的时间，预计这1万亿元国债在稳增长方面的效果会主要体现在明年，而发行对流动性造成的压力、对赤字率的抬升等“成本”主要集中在今年。

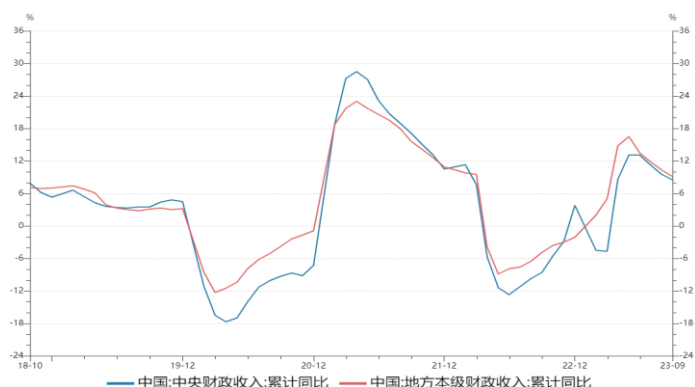
综上，三季度财政政策呈边际宽松态势，提振经济增长，财政赤字进一步加速扩张，或表明稳增长政策的效果有所显现，但仍需观察财政扩张的持续性。**可以看到，财政将在本阶段稳增长中发挥主导作用。随着特殊再融资债置换化债发行以及特别国债的落地，后续财政支出和赤字率使用或有较大加速空间。**

图 50 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 51 中央、地方财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(二) 货币政策：政府债发力显著，社融信贷均有改善

9月新增社融录得4.12万亿元，同比多增5638亿元，好于市场预期；存量同比增速与8月持平录得9.0%。季末信贷冲量有所发力，9月社融口径下的新增人民币贷款录得25376亿元，同比少增310亿元。非标融资方面，9月新增委托贷款20亿元，同比少增1300亿元，受去年同期政策性开发性金融工具落地形成的高基数影响，委托贷款接连两月对社融形成一定拖累；信托贷款增加403亿元，同比多增594亿元；未贴现的银行承兑汇票增加2396亿元，同比多增2264亿元，或指向企业商业活动逐步回暖，叠加信贷需求相对偏强票据冲量功能弱化，数据整体高于季节性。9月企业债券净融资75亿元，同比多405亿元，民企债券融资支持工具（“第二支箭”）持续扩容增效。9月政府债券净融资为9949亿元，同比多4416亿元，9月国债供给规模明显加大，且地方专项债仍保持较

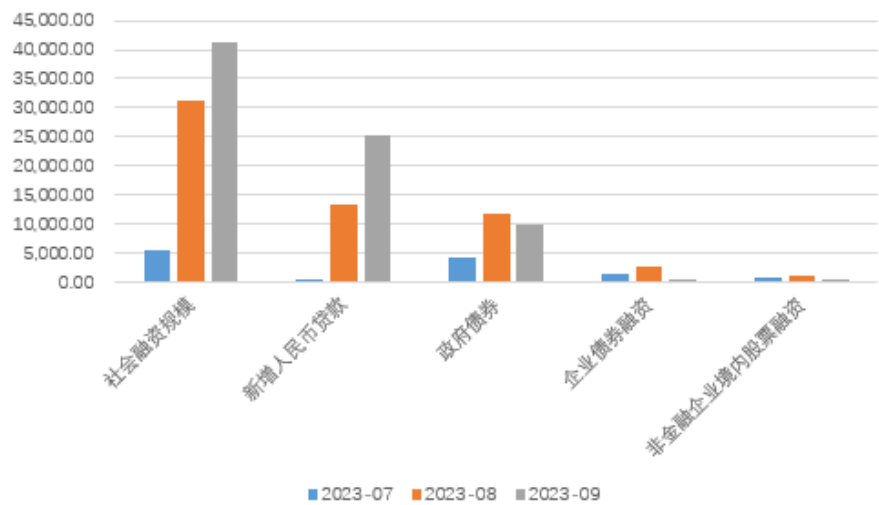
快发行节奏，导致政府债同比大幅多增，有力支撑社融增长。季末投放加码，叠加货币当局积极引导和相关政策落地显效，9月新增社融与信贷继续回升。

图 52 社会融资规模存量增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 53 社会融资规模分项



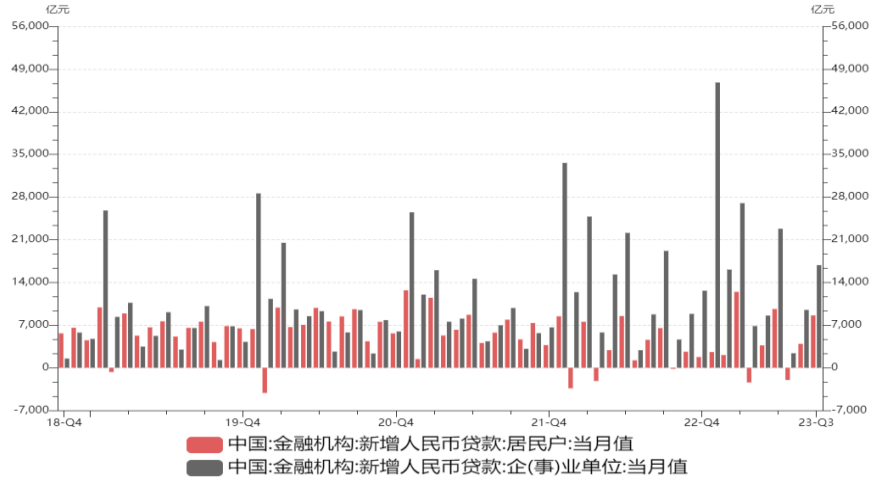
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

居民融资回升，信贷结构优化。9月新增人民币贷款2.31万亿元，低于市场预期2.5万亿元，但结构上却有所好转，在房地产政策底初现后，居民端缓慢修复。企业单位贷款增加2.07万亿元，同比减少1318亿元。其中，短期贷款同比少增881亿元；中长期贷款同比少增944亿元。企业端信贷的回落，我们认为主要受基数较高、企业信心尚在复苏的原因。

国内经济延续弱复苏，去库阶段或迎来拐点。制造业景气指数在9月延续改善，重返

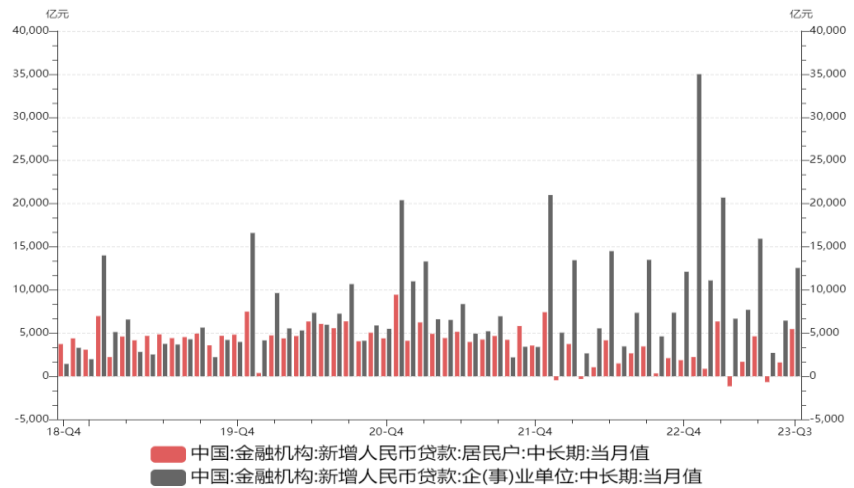
扩张区间。但需要看到的是，制造业中长期贷款、基建中长期贷款等政策支持类的贷款增速开始下行，可能与去年四季度企业部门较为活跃所导致的高基数有关。

图 54 新增人民币贷款当月值（亿元）



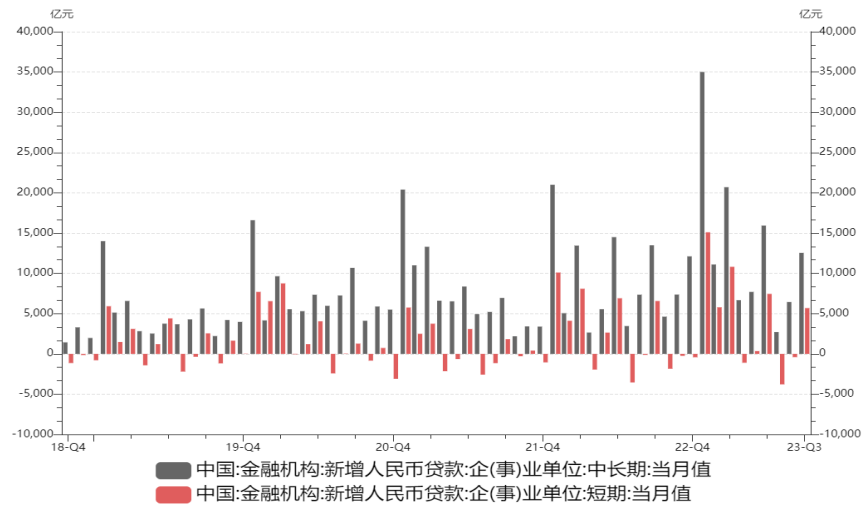
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 55 新增人民币贷款中长期贷款（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

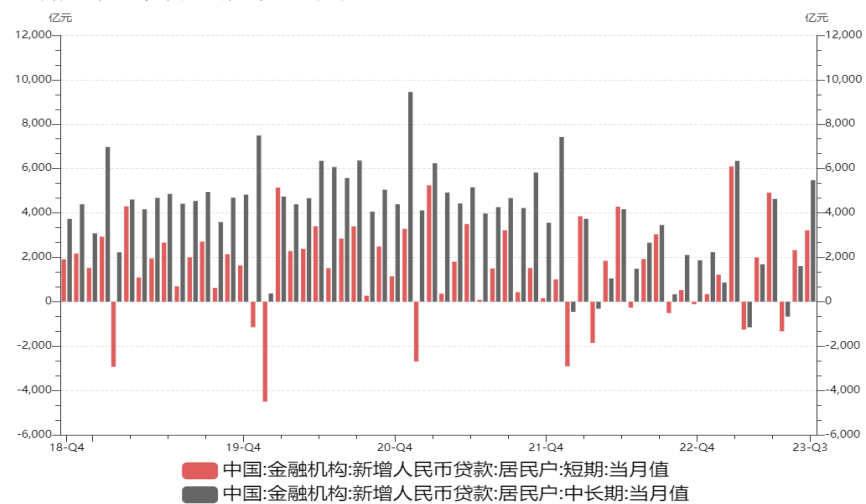
图 56 企业端短中长贷款当月值（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

从居民端看，9 月份住户贷款增加 8585 亿元，同比多增 2082 元，中长期贷款和短期贷款均有回暖。具体来看，居民短端同比多增 398 亿元，中长端贷款少增 1056 亿元。旅游旺季到来，对消费需求有拉动作用，居民短期贷款有所回暖；而受益于 9 月存量房贷利率下调，居民购房意愿有所改观。但需要看到，尽管“认房不认贷”、降低首套二套首付比例、存量房贷利率降息等一系列政策频频落地，促进房地产复苏的效果仍未完全显现，仍有较大复苏空间。后续静待政策效果。

图 57 居民端短中长贷款当月值（亿元）



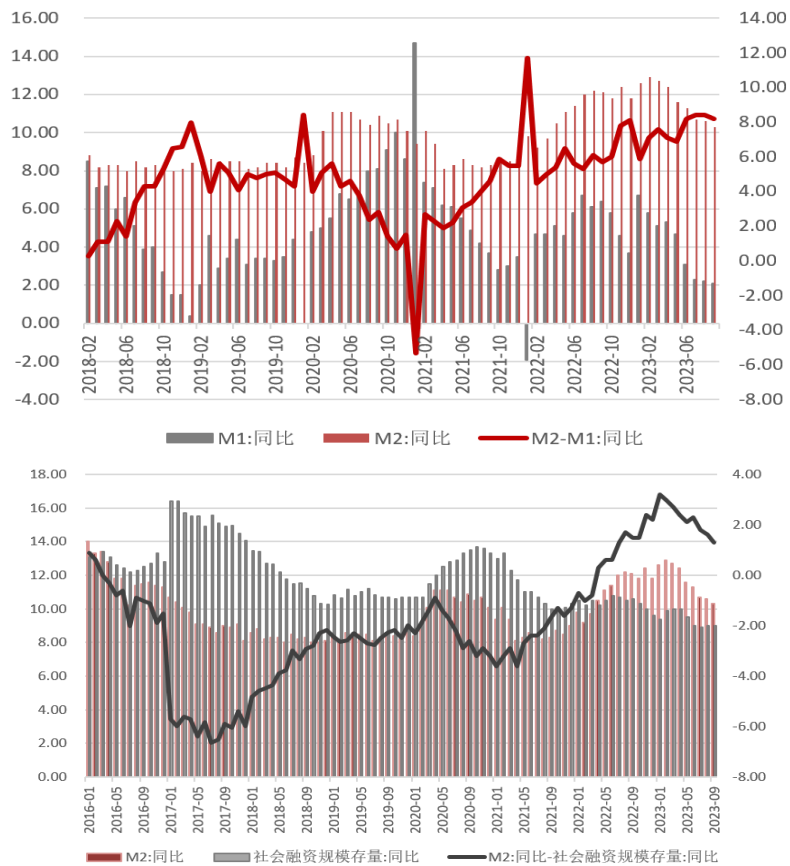
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

M1-M2 剪刀差小幅缩窄，资金活化程度边际提升。9 月份 M2 增速延续小幅回落，同比增长 10.3%，增速较上月下滑 0.3 个百分点，连续第 7 月下行，但仍然维持 10% 左右的较高

水平。M1 方面，9 月份 M1 同比增长 2.1%，增速较上月下降 0.1 个百分点。9 月居民户存款增加 25316 亿元，非金融性公司存款增加 2010 亿元，财政性存款减少 2127 亿元。当月居民存款同比多增 1422 亿元，企业存款同比少增 5639 亿元，财政存款则同比少减 2673 亿元，其中，财政存款同比少减，或主要由于今年 9 月政府债融资规模明显高于去年同期导致；居民端活期存款规模明显回升，或与季末理财赎回有关。

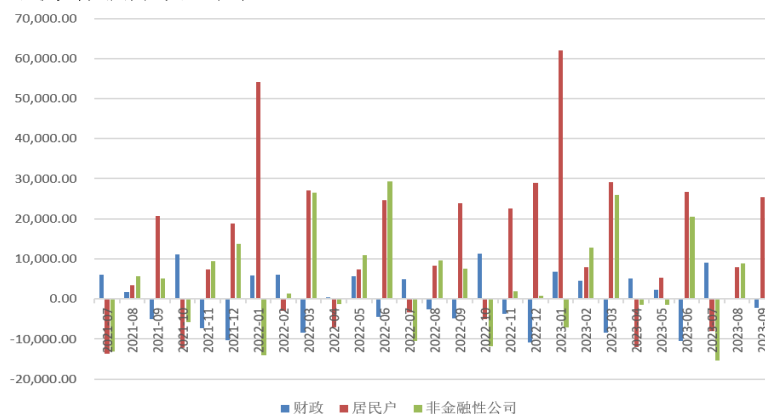
值得注意的是，9 月 M1 和 M2 同比均延续回落，也与 9 月以来资金市场利率运行中枢明显抬升相印证。此外，M2-M1 剪刀差较上月 0.2 个百分点缩窄至 8.2%，但仍处于年内较高水平，或表明企业、居民存款活期意愿比例边际改善，资金活化程度或有所提升，资金在金融体系“淤积”现象有所改善，但消费者、投资者的信心仍需进一步增强。9 月 M2 增速小幅回落，同时社融增速小幅下滑，两者剪刀差也延续小幅缩窄趋势，反映实体融资需求得到一定支撑，后续宽信用继续推进的关键仍在于提振市场信心并有效扩内需。若年内银行体系的流动性需求持续较高，预计再度降准仍存在一定可能性。

图 58 实体部门信心边际改善



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 59 新增人民币存款分项（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

总的来说，9月信贷总量超季节性，结构上也有所改善。在当前经济修复呈弱修复态势、企业资产负债率高位运行、叠加物价低迷拖累企业现金流的情况下，我国仍需加强对信用扩张的持续性和稳定性的支持力度。展望未来，在资金面趋紧的背景下，降准仍有必要性。在货币、财税、房地产政策等一系列利好政策组合拳下，按揭早偿现象或将得到缓解，居民和企业信贷需求或将回暖。从长期来看，稳增长政策持续发力，一揽子利好政策正密集落地，各项政策的逐步落地生效。未来更多增量政策仍值得期待，银行信贷需求和风险水平有望逐步改善。

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。