



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图案，加我为朋友。

全球地缘风险再增 国庆假日释放内需

摘要

在特朗普赢得美国大选且共和党夺得国会多数席位后，市场便不断就特朗普所推崇的减税及加关税等各类宽财政政策进行交易。在此背景下，未来美国经济预期再次走强，市场进而加深了对本就保有一定韧性的通胀水平再次上涨的担忧，这也进而导致未来美联储降息的空间进一步受到挤压，利率预期的上升也在持续上涨的长端美债收益率中有所体现。往后看，美国利率预期在短期内美国经济数据维持强劲且明年宽财政基调明确的状况下或多缓慢上升，而非美国国家央行受制于自身经济状况相较低迷或不得不维持宽松基调来防范衰退风险，美国与非美国国家利差走阔或持续给予美元指数一定支撑，而长端美债收益率在利率预期支撑下或同样多于高位震荡。

中国经济延续改善，供需两端均有回暖。美国大选前，多数出口企业为降低其影响，选择提前“抢出口”，大幅提振出口同比，四季度料维持。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。制造业产能继续优化。消费方面，双十一叠加国庆，共同释放消费需求，内需持续好转。但需要注意的是，企业、居民融资需求依旧疲弱，还需政策加大力度支持。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。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2025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：经济景气低迷，宽松基调维持.....	6
(三) 日本：通胀保持稳定，央行逐步放鹰.....	7
(四) 外汇技术分析.....	9
二、国内宏观经济回顾展望	10
(一) 生产端：需求端显著改善，制造业 PMI 重回扩张区间.....	10
(二) 投资端：延续偏弱趋势，地产景气仍待提升	11
(三) 消费端：双十一叠加国庆，共同释放消费需求.....	14
(四) 贸易端：“抢出口”显著，聚焦特朗普关税政策.....	16
(五) 价格端：天气好转带动通胀下行，物价回升为重要考量	17
三、宏观政策要确保同向发力、形成合力	21
(一) 财政政策：适度加力、提质增效	21
(二) 货币政策：灵活适度、精准有效	22
免责声明.....	25

图表目录

图 1 美国经济活跃度企稳.....	3
图 2 美国整体通胀有反弹趋势.....	4
图 3 美国薪资增速反弹.....	4
图 4 良性经济数据以及亮眼的公司财报助美股市上扬.....	4
图 5 “特朗普交易”热度有所降温带动美债收益率下行.....	5
图 6 美联储票委对未来降息步伐保持谨慎.....	5
图 7 欧元区商业活跃度仍处在收缩空间.....	6
图 8 欧元区通胀水平下滑.....	6
图 9 日本整体 PMI 下滑.....	7
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 制造业 PMI.....	10
图 14 制造业 PMI 具体分项.....	11
图 15 中下游企业利润承压（出厂-原材料）.....	11
图 16 投资端小幅回落.....	12
图 17 基建投资细分项.....	12
图 18 制造业投资细分项.....	13
图 19 商品房销售面积低位运行.....	13
图 20 地产新开工、竣工和施工累计同比.....	14
图 21 房地产投资结构弱（资金来源累计同比）.....	14
图 22 社会消费品零售总额同比增速.....	15
图 23 社会消费品零售额增速分类型.....	15
图 24 城镇失业率.....	15
图 25 我国对主要经济体出口累计同比增速.....	16
图 26 我国进出口同比增速.....	17
图 27 核心通胀小幅回升.....	17
图 28 天气好转使得食品价格下行.....	18
图 29 能繁母猪存栏量.....	18
图 30 蔬菜价格显著回落（中国寿光指数）.....	18
图 31 地缘局势僵持不下，油价高位波动.....	19
图 32 PPI 环比改善.....	20
图 33 生产、生活资料剪刀差走阔.....	20
图 34 公共财政收支同比增速（%）.....	21
图 35 社融规模当月值及社融存量同比增速.....	22
图 36 M1、M2 增速及其剪刀差.....	23
图 37 企业贷款.....	23
图 38 居民贷款.....	24

一、国外宏观经济回顾展望

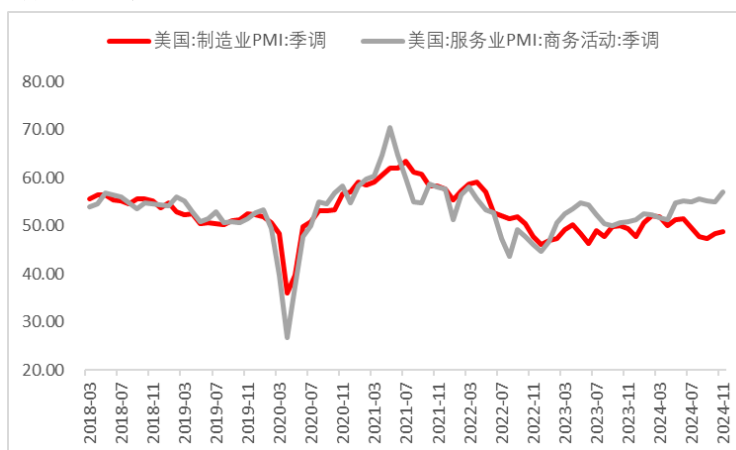
（一）美国：经济维持稳定，大选预期波动

经济数据回顾：

美国 10 月非农新增就业人数录得 1.2 万人，远低于预期的 11.3 万人同时前值下修至 22.3 万人，失业率录得 4.1%，与前值和预期持平。细分行业来看，教育和保健服务（10 月新增 5.7 万人，9 月新增 9.5 万人）、政府（10 月新增 4.0 万人，9 月新增 3.1 万人）以及批发业（10 月新增 1.04 万人，9 月新增 0.61 万人）等行业于 10 月为非农就业人数较大推动项；相较之下，专业和商业服务、制造业和零售业当月的就业相比上个月有所减少。造成 10 月份就业人数不及预期的主要原因是两次飓风引发的东南部大范围洪水以及罢工的影响。此外，波音公司的罢工直接影响了制造业。由于因这些原因而暂时被解雇的工人不计入就业人数，因此预计随着受洪水影响的雇主重新开业、清理和重建工作开始，以及罢工工人陆续返回工作，未来非农就业人数将会大幅反弹。

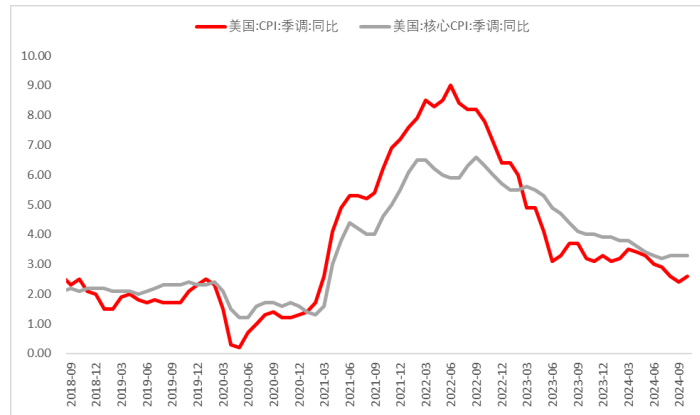
10 月 CPI 同比上升至 2.6%，高于前值的 2.4%但与预期持平；核心 CPI 同比上涨 3.3%，与预期和前值相等。细分项来看，能源商品价格和服装环比下降，但住房及二手车价格指数于当月呈上升趋势。除此之外，如能源类服务、机票、休闲服务于当月持续上扬或止跌转升。

图 1 美国经济活跃度企稳



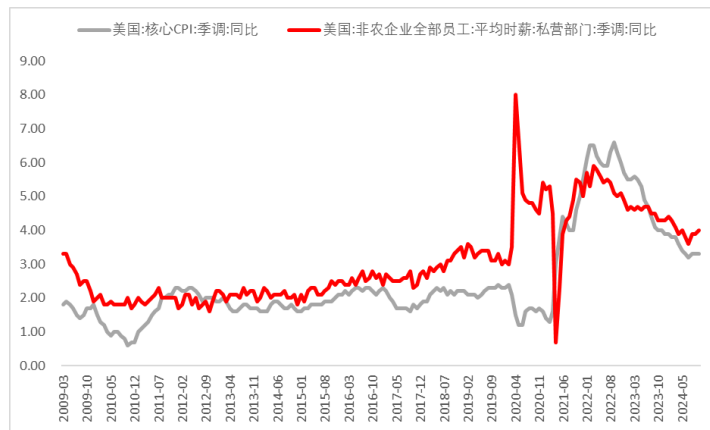
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 美国整体通胀有反弹趋势



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

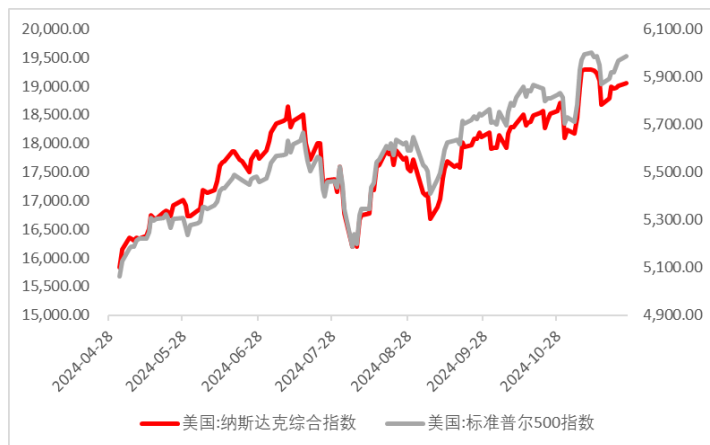
图 3 美国薪资增速反弹



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

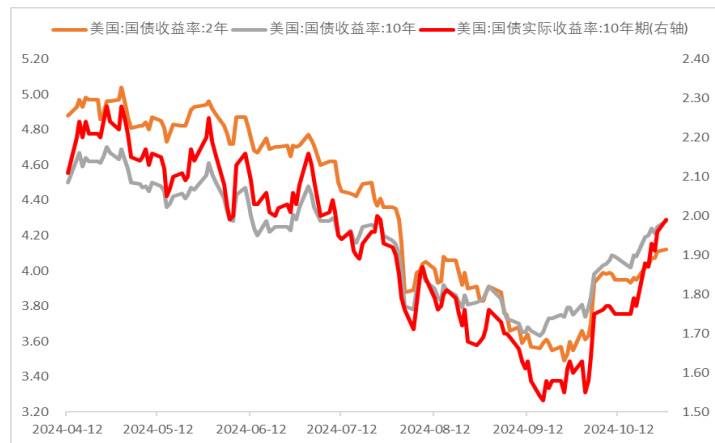
资产走势回顾:

图 4 良性经济数据以及亮眼的公司财报助美股市上扬



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 5 “特朗普交易”热度有所降温带动美债收益率下行



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 6 美联储票委对未来降息步伐保持谨慎



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

12 月展望及重点关注事件:

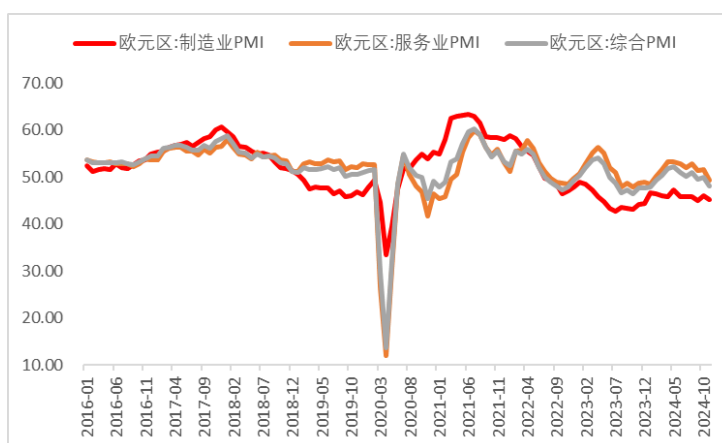
虽然 10 月的就业报告受到飓风灾害和罢工的较大影响,但从劳动力供需缺口逐步收窄、劳动参与率下降,以及职位空缺与失业人数比趋于平衡等数据来看,劳动需求正在放缓。企业在谨慎招聘的同时,也采取了战略性裁员以控制成本,未来工资增长可能会受到抑制。在通胀方面,劳动力市场中的工资上涨部分反映在服务业通胀上,这对于美联储来说是鹰派信号。如果 10 月的个人消费支出(PCE)数据超出预期,12 月美联储降息的可能性将会减少。此外,特朗普的高关税政策引发了二次通胀的担忧。随着中性利率的不确定性上升,美联储在降息政策上将更加谨慎,未来降息的空间可能会更加狭窄。在这种情况下,美国长期国债利率和美元指数有可能持续走高。

（二）欧元区：经济景气低迷，宽松基调维持

经济数据回顾：

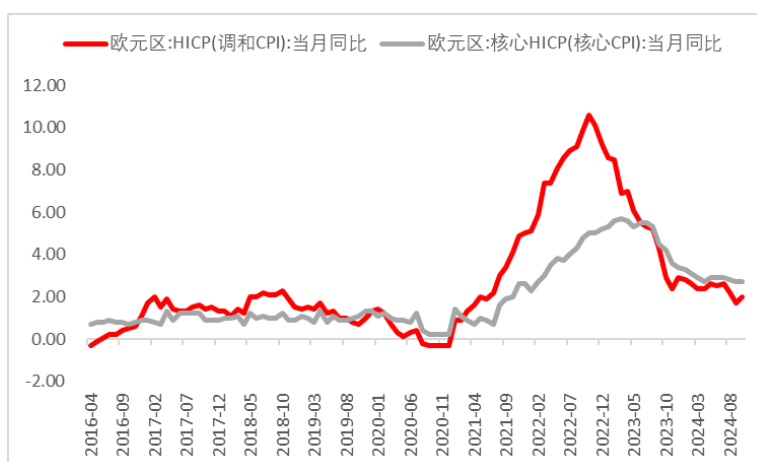
PMI 数据方面，11 月欧元区制造业 PMI 录得 45.2，较前值和预期的 46.0 有所下滑；服务业 PMI 录得 49.2，低于预期和前值的 51.6；综合 PMI 则录得 48.1，也低于前值预期的 50，显示整体经济在服务业需求降温的带动下转向收缩，前景依然不明朗。通胀方面，欧元区 10 月 CPI 同比上涨 2.0%，与预期和前值持平；10 月核心 CPI 同比录得 2.7%，与前值和预期一致。整体来看，这些数据进一步凸显了在通胀压力减小与经济放缓的背景下，政策宽松的必要性，推动市场对欧洲央行于 12 月 12 日持续降息的预期升温。

图 7 欧元区商业活跃度仍处在收缩空间



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

12月展望及重点关注事件：

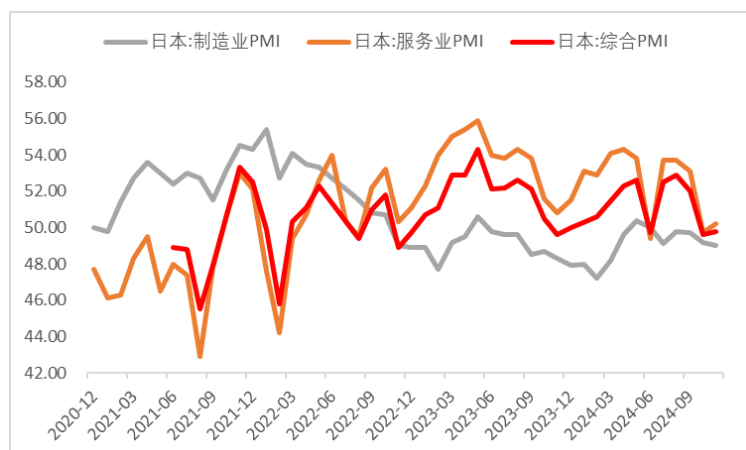
与美国相反，欧元区11月PMI持续走低并创下10月来最低水平，制造业陷入更深的萎缩区间，服务业则在经历了两个月的边际增长后开始遇到阻力，侧面反映欧洲经济景气低迷。而劳动力市场方面，虽然欧元区失业率保持在历史低位，但职位空缺报告中劳动力短缺的企业数量正在减少，或暗示未来劳动力需求将有所回落。若未来经济扩张无法保持一定增速，失业率上升的风险在供需趋于平衡的状态下或有所增长。往后看，在当前通胀风险减小的情况下，未来欧洲央行或维持相较鸽派的基调来确保经济得到一定刺激，在此情况下，欧元区与美国利的利差预期或持续走阔，欧元在未来或将不可避免的持续承压。

(三) 日本：通胀保持稳定，央行逐步放鹰

经济数据回顾：

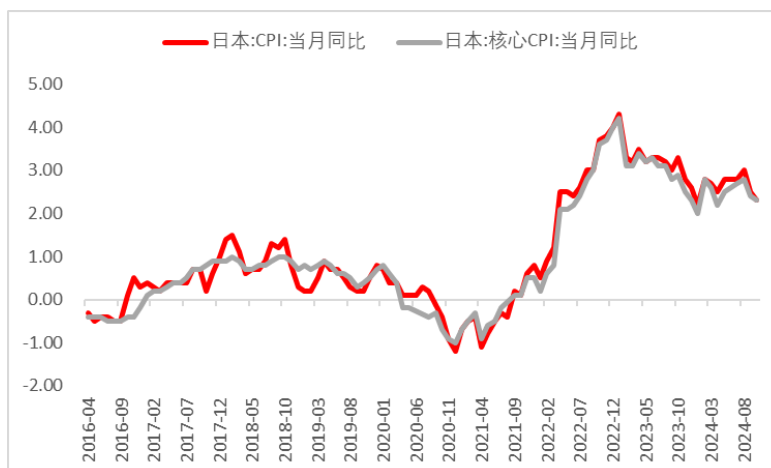
日本11月制造业PMI录得49，较前值49.2继续回落；服务业PMI指数录得50.2，高于前值49.7，而综合PMI则录得49.8，高于前值的49.6显示整体经济有所好转但仍处于收缩区间。通胀数据方面，日本CPI同比增幅在10月录得2.3%，低于前值的2.5%；核心CPI同比录得2.3%，低于前值的2.4%但高于预期的2.2%，继上个月继续放缓。日本10月出口金额录得94267亿日元，较前值90379亿日元有所上升；进口金额则录得98879亿日元，较前值93320亿日元也回升。10月商品贸易差额则录得-4612亿日元，较修正后的前值逆差-2941亿日元有所扩大，整体贸易边际走弱或使日元相对承压。

图9 日本整体PMI下滑



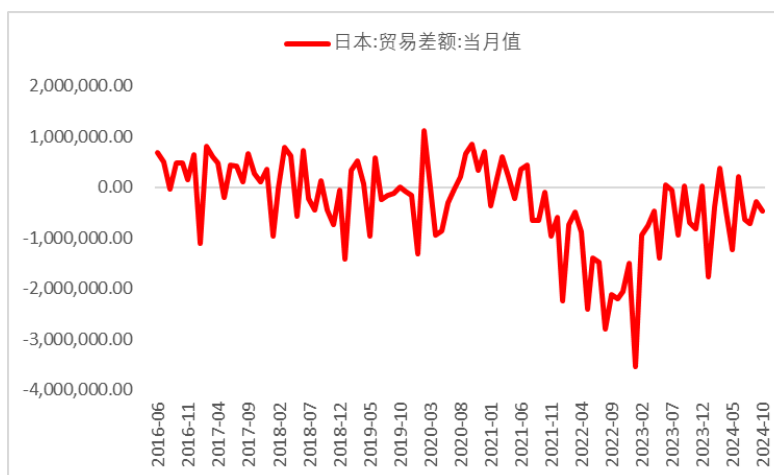
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

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

12 月展望及重点关注事件:

本月日本整体经济景气度均在服务业带领下有所回升, 但制造业仍处于萎缩区间, 整体经济活跃度虽有所下滑但仍保有一定韧性。自年初以来, 日本劳动力市场维持良好预期, 薪资稳定的增速也进一步给予通胀水平一定支撑, CPI 同比增速保持在 2% 之上便侧面印证了经济正处于良好循环中。在此情况下, 未来工资增速持续上升或相对给予物价水平额外压力, 日本央行在经济稳步增长的情况下或于后期逐步释放更多鹰派信号来抑制市场预期, 日元在此情况下或持续得到支撑并缓慢走强。

（四）外汇技术分析

美元指数：继特朗普上台后，其主张的减税及加关税等宽财政政策便驱使市场逐步抬高对未来美国经济增速的预期，而这也进一步使市场担忧美联储为确保未来通胀水平保持稳定将不得不继续缩小降息空间。未来在“特朗普交易”的驱动下，美国利率预期或将维持于高位，而多数非美国国家央行受制于经济基础薄弱或不得不维持较为宽松的货币政策基调来确保经济得到一定刺激，美国与非美国国家利差预期走阔或进一步给予美元指数一定支撑。

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

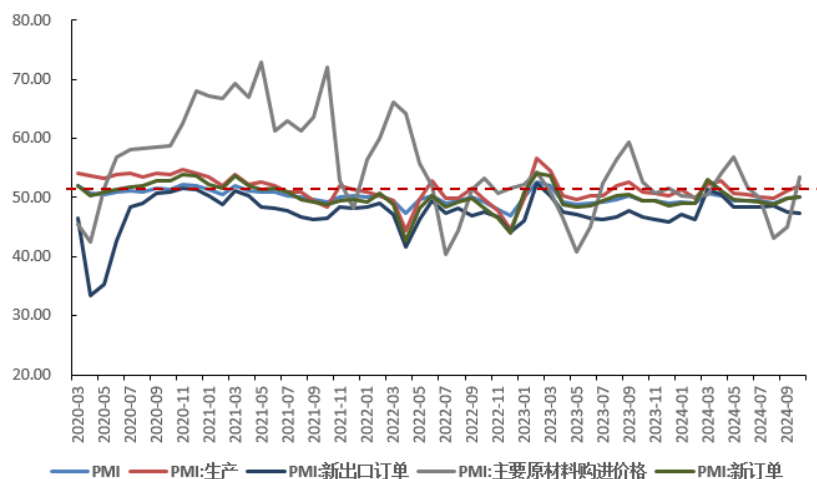
（一）生产端：需求端显著改善，制造业 PMI 重回扩张区间

延续好转趋势，产能继续优化。自 5 月起，我国制造业景气度便呈回落趋势，连续五月位于收缩区间。四季度开始，制造业逐步转暖，PMI 连续两月回升至扩张区间，内需不足的问题有所改善。生产活动进一步加快，产能持续优化，需求端也得到改善，生产指数和新订单指数分别录得 52 和 50，较上月分别回升 0.8 和 0.1 个百分点。按企业规模看，表现有所分化，大中型企业 PMI 继续回升，但小型企业承压处境未发生改变，静待相关政策进一步发力。生产经营活动预期指数始终位于扩张区间，企业对市场发展预期总体稳定。

外需走弱，内需回暖。10 月份新订单和新出口订单指数走势分化，新订单指数时隔五月回升至荣枯线水瓶，而新出口指数已连续下行三月，走势相反也正反映出需求分化明显。当地时间 11 月 25 日，美国当选总统特朗普在其社交媒体账号发文，将对进口自中国的所有商品加征 10% 的关税，或使得我国外贸水平承压。

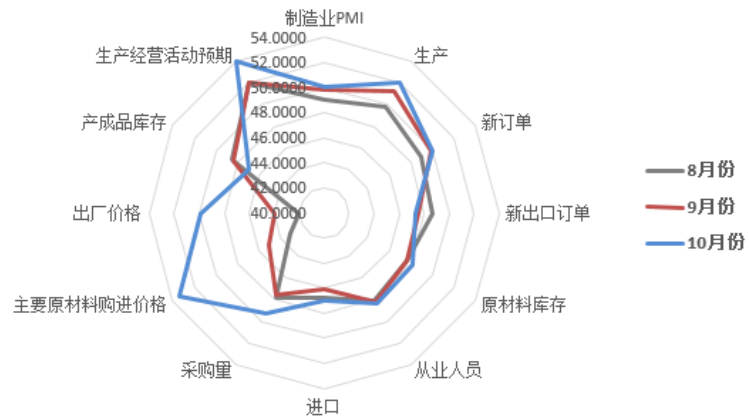
总的来看，10 月制造业供需两端均有回暖，而随着政策不断落地以及“以旧换新”继续推进，市场消费潜能有望进一步扩大，带动装备制造增速维持高增，预计后续制造业回升仍有空间。

图 13 制造业 PMI



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 14 制造业 PMI 具体分项



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 15 中下游企业利润承压（出厂-原材料）

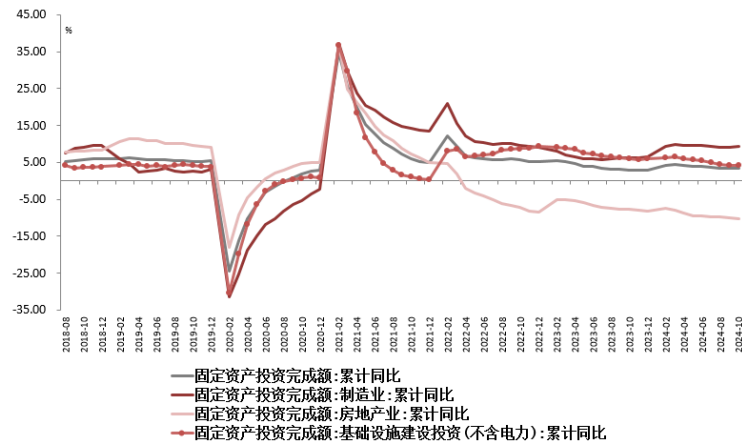


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）投资端：延续偏弱趋势，地产景气仍待提升

地产低景气水平不改。1-10 月固定资产投资增速为 3.4%，与上月持平，；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 7.6%，说明内需不足、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 4.3%，制造业投资增长 9.3%，房地产开发投资下降 10.3%。

图 16 投资端小幅回落



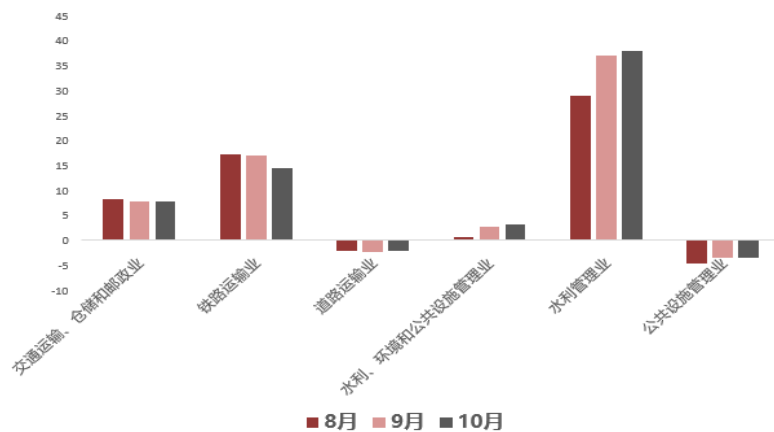
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

天气影响褪去, 基建涨幅走阔。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。海外经济韧性较强, 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。此前受暴雨天气影响, 各地开工率受到拖累, 从而使基建承压。而随着极端天气影响大幅减弱叠加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。

制造业投资表现稳定,同比增速较上月小幅上涨 0.1 个百分点, 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速延续两位数增长。

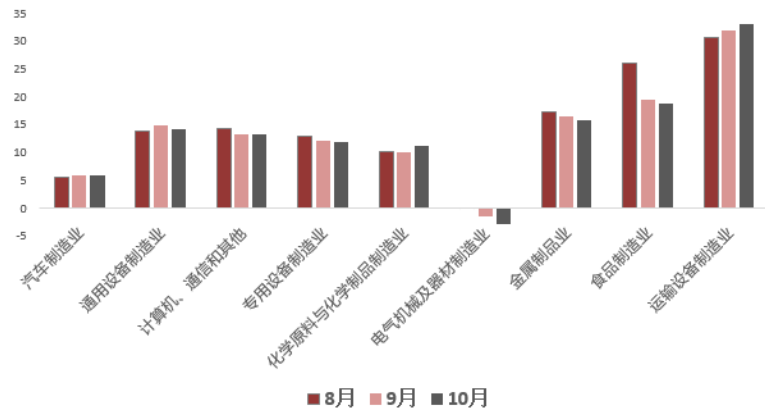
“以旧换新”政策效果进一步显现, 带动中下游产业链需求的修复, 但后续或受特朗普新政所影响。

图 17 基建投资细分项



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 18 制造业投资细分项



资料来源：wind，瑞达期货研究院

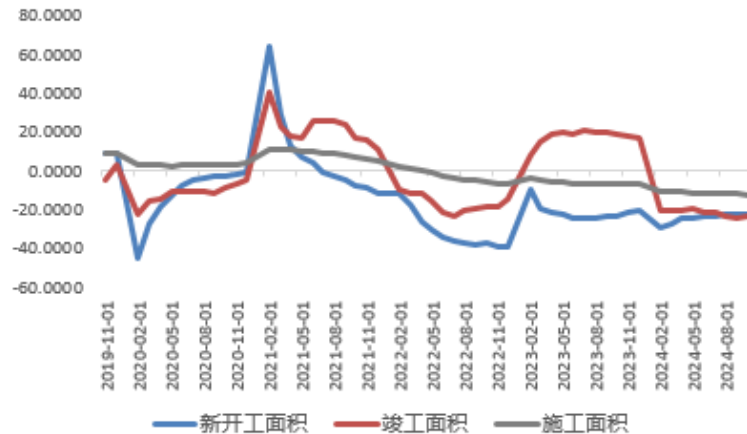
居民购房意愿弱。全国房地产开发投资同比下降 10.3%，开工、竣工面积为-22.6%、-23.9%，降幅仍在持续走阔。虽然自二季度一揽子去库存政策落地后，新房销售小幅改善，但三季度开始降幅又进一步走阔，政策效果远不及预期。全国商品房销售面积和金额同比-17.7%和-22.7%，且 70 城新建住宅价格同比降幅继续走阔，销售端量价双双低迷，居民购房意愿未见回升态势。从资金来源看，跌幅较大的是个人按揭贷款 32.8%，内需不足叠加销售回款能力未有改善，行业整体活跃度低。接下来，在没有政策加码的背景下，四季度地产料低位运行。

图 19 商品房销售面积低位运行



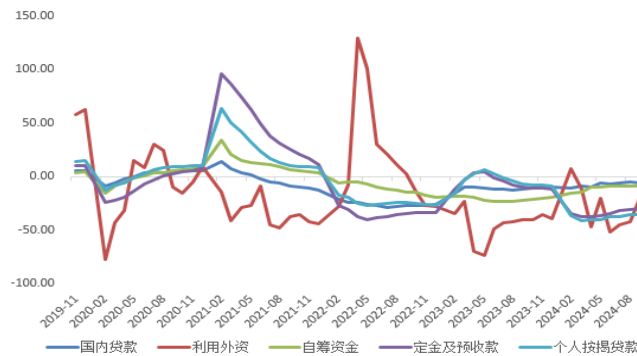
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 20 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 21 房地产投资结构弱（资金来源累计同比）



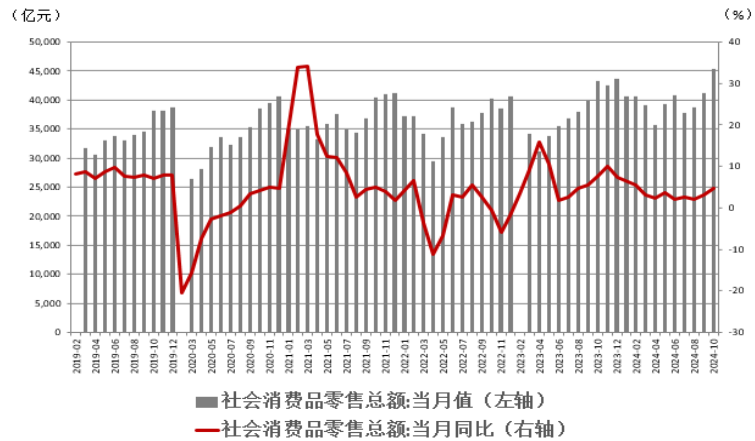
资料来源：wind，瑞达期货研究院

（三）消费端：双十一叠加国庆，共同释放消费需求

10月社会消费品零售总额同比增长4.8%，比上月加快1.6个百分点；环比增长0.41%，国庆到来，内需进一步释放，持续带动文旅相关需求回暖。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能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。此外，此外，双十一活动提前开启也在一定程度上刺激内需，带动消费端持续改善。接下来，节日效应褪去，消费增速料小幅回落，但在各类宏观政策效果的支撑下，消费稳步复苏趋势不改。

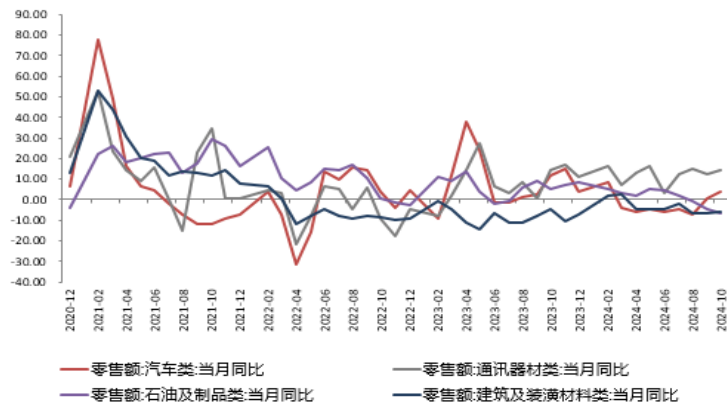
就业方面，10月全国城镇调查失业率为5.0%，下降0.1个百分点。就业下沉的现象有所缓解，随着政策逐步将经济引导至新质生产力，劳动力市场结构性失衡将持续修复。

图 22 社会消费品零售总额同比增速



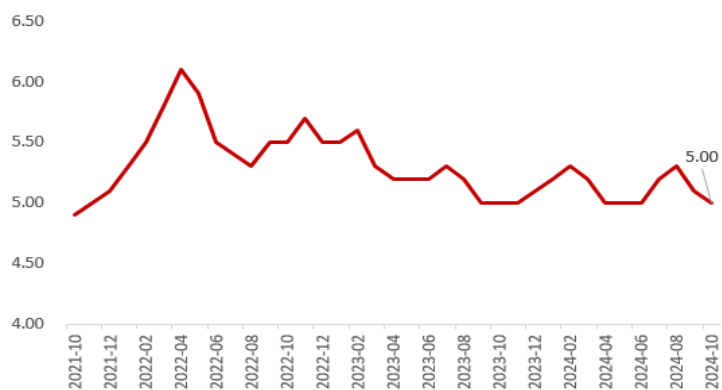
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 23 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

图 24 城镇失业率



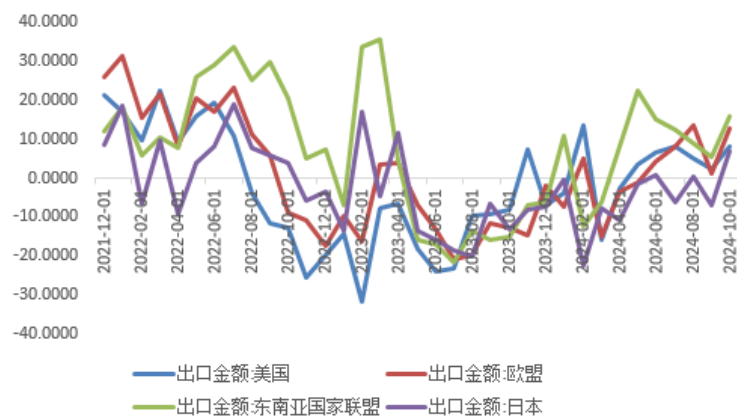
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

（四）贸易端：“抢出口”显著，聚焦特朗普关税政策

按美元计价，10月出口同比增长12.7%，较上月大幅回升10.3%。全球外需走弱趋势未改，基数低叠加“抢出口”是本月出口回涨的重要原因。11月为美国大选时点，多数出口企业为降低其影响，选择提前“抢出口”，提振同比增速，但从各国景气度来看并未发生显著好转。长远来看，2025年1月20日特朗普就任美国总统后所颁布的新政或对我国外贸产生较大风险。但就短期来看，四季度外贸“抢出口”料继续进行，以规避政策风险，支撑四季度我国出口数据。

分国家看，10月我国对主要目的地出口增速均有不同幅度回暖。具体看，对欧盟、美国、东盟出口同比增速分别回升至12.7%、8.1%、15.8%，对日本、韩国、英国、拉美、印度等地区的出口同比增速转正，越南、泰国、印尼等地是目前我国出口的主要增长点。

图 25 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，钢材、纺服、计算机、家电等产品对中国出口的拉动有所增强，除钢材外的四种产品在9月曾明显回落，更多受出口顺延的影响。面对海外贸易摩擦升级的可能性，钢材“抢出口”表现偏强。

进口增速低位徘徊，机电产品回落明显。全球大宗商品价格承压回落叠加内需偏弱，10月进口额同比由0.3%转负至-2.3%。具体来看，电子设备进口涨幅收窄，集成电路、自动数据处理设备及其零部件累计同比分别为11.3%、59.5%，均较前值回落，拖累整体进口；部分大宗商品进口表现不佳，10月铜、铁金属矿砂，原油，成品油进口累计同比均有下降，或受地缘形势影响。随着一揽子扩张型政策组合拳兑现并逐步起效，进口增速可能受我国

总需求改善的影响同步渐进复苏。

图 26 我国进出口同比增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(五) 价格端: 天气好转带动通胀下行, 物价回升为重要考量

10 月 CPI 同比 0.3%, 预期 0.4%, 前值 0.4%; 环比下降 0.3%。核心 CPI 同比上涨 0.3%, 小幅回升。PPI 同比下降 2.9%, 预期-2.5%, 前值-2.5%, 环比下降 0.1%。

图 27 核心通胀小幅回升

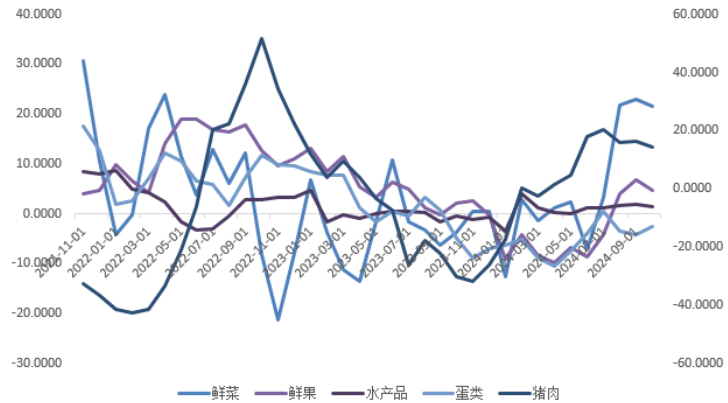


资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

食品价格大幅回落, 拖累整体通胀下行。10 月份, 食品价格同比仅小幅回落 0.4 个百分点至 3.3%, 但环比由上月上涨 0.8% 转为下降 1.2%, 低于近十年同期平均水平, 是本月 CPI 下降的主要因素。三季度极端天气出现频率较高, 导致鲜菜、鲜果供应偏紧, 从而导致价格涨幅连续多月高于季节性, 而随着天气改善, 短期因素影响褪去, 利于鲜活食品生产储运, 鲜菜、水产品 and 鲜果本月价格分别下降 3.7%、3.0%、2.0% 和 1.0%。生猪四季度供需进入双旺周期, 但出栏节奏料进一步加快, 后市整体供需略偏松, 价格或再度承

压。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呈季节性回落。

图 28 天气好转使得食品价格下行



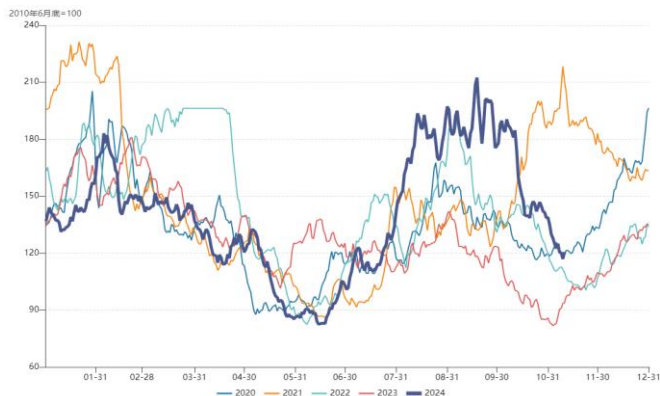
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 29 能繁母猪存栏量



资料来源: Mysteel, 瑞达期货研究所

图 30 蔬菜价格显著回落 (中国寿光指数)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

国庆到来，文旅业价格如预期上行。本月非食品价格环比由-0.2%转为持平。其中，七大类价格同比五涨两降，教育文化娱乐、其他用品及服务价格同比增速走高，衣着、交通通信、医疗保健价格同比增速走低，居住、生活用品及服务同比增速持平上月。具体来看，国庆出游需求增加，宾馆住宿和旅游价格分别上涨 4.1%和 1.3%，其中旅游为剔除 2020 年疫情因素的异常值以外，2013 年以来同期最高水平；而受国际油价波动影响，本月国内汽油价格两次上调，但幅度较小。核心 CPI 同比升至 0.2%，环比持平，从侧面反映出拖累主要来自于食品和能源项。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 31 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

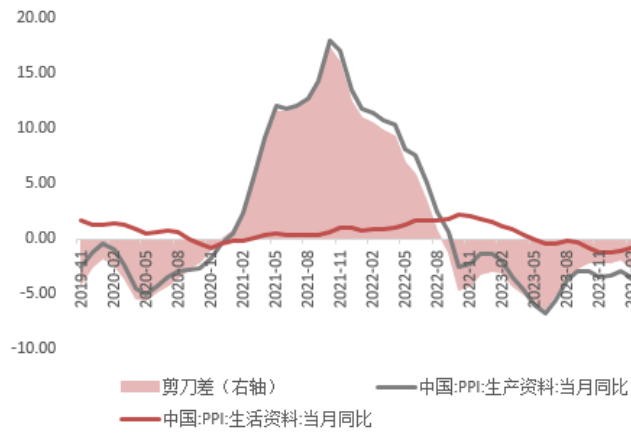
国际大宗商品价格波动影响持续。10 月 PPI 同比降幅走阔 0.1 个百分点，其中生产资料价格下降 3.3%，持平于上月；生活资料价格下降 1.6%，降幅扩大 0.3 个百分点。国际油价下行、地缘形势反复及双十一促销活动大幅提前等因素是导致 PPI 环比下降的主要原因。受政策提振预期影响，钢材、水泥需求显示恢复迹象，增速止跌回升。受部分非电行业用煤及北方地区供暖用煤需求增加影响，煤炭开采和洗选业价格转降为升。而生活资料价格下降主要因为国际经济环境偏弱、国内企业促销活动等，部分装备制造业价格下降，消费品制造业价格有涨有降。短期来看，商品促销活动持续叠加 PPI 基数走低，11 月增速料维稳，但从中长期看，地方化债增量财政政策正式出台，这将更多财政资源投入到基建项目中，政策预期料带动相关工业品价格回升。

图 32 PPI 环比改善



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 33 生产、生活资料剪刀差走阔



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

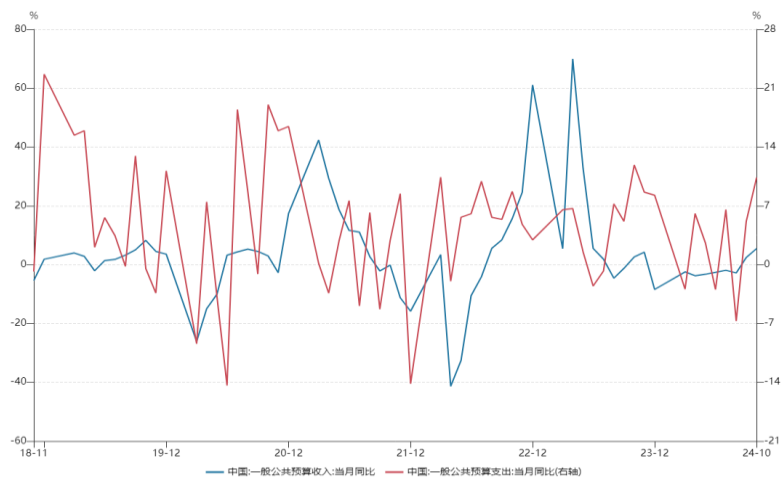
三、宏观政策要确保同向发力、形成合力

(一) 财政政策：适度加力、提质增效

1-10月，全国一般公共预算收入 18.50 亿元，同比下降 1.3%，跌幅收窄 0.9 个百分点。其中，税收收入 19067 亿元，同比增长 1.77%，增速较上月回升 6.79 个百分点；非税收入 2855 亿元，同比增长 39.61%，增速较上月回升 14.45 个百分点。具体来看，多个关键税种增速较上月明显改善，最为亮眼的为消费税，同比增长 10.2%，增速较上月增长 26.52 个百分点，或受国庆假期以及双十一延长所影响，持续性仍需观测；其他税种中，契税同比下降 13.9%，土地增值税同比下降 13.25%，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 2.7%，增速较上月上升 0.7 个百分点，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。。1-10月中央本级与地方财政支出的累计规模与预算确定的 41520 亿元与 243470 亿元支出目标仍有较大差距，预计后续两月财政支出节奏将继续加速。

图 34 公共财政收支同比增速 (%)

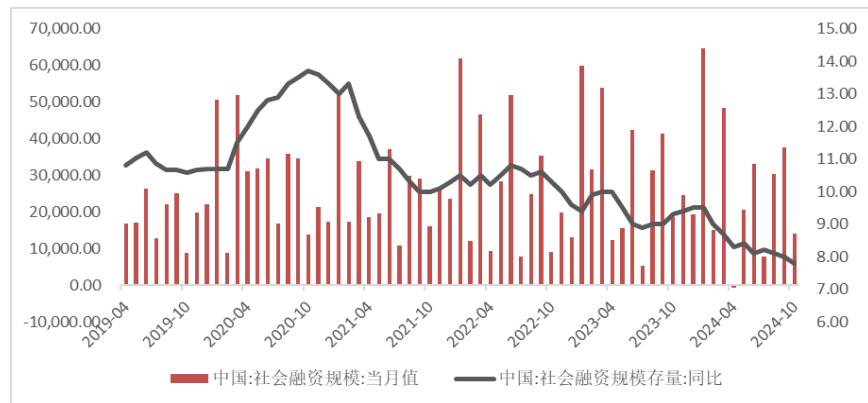


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）货币政策：灵活适度、精准有效

融资增速有待提高，财政政策加码可期。9月政治局会议以来，一系列增量政策提升了市场预期，提振了市场整体风险偏好，带动货币供应的回升，M1、M2剪刀差收窄，是非常积极的信号。10月政府债融资10496亿元，同比减少5142亿元，对社融由支撑转为拖累。8-9月地方债集中发行后，10月发行量也大幅下滑。11月初人大常委会增加地方政府债务限额6万亿元用于化债，分三年实施，政府仍有较大举债空间和赤字率提升空间。化债和财政发力下，社融数据可能有一定改善。但是，10月社融存量增速小幅回落，私人部门的社融增速尚未出现拐点的迹象，信贷增速仍在下降，明年社会融资增速反弹幅度或相对有限，需求端还需政策加大力度支持。

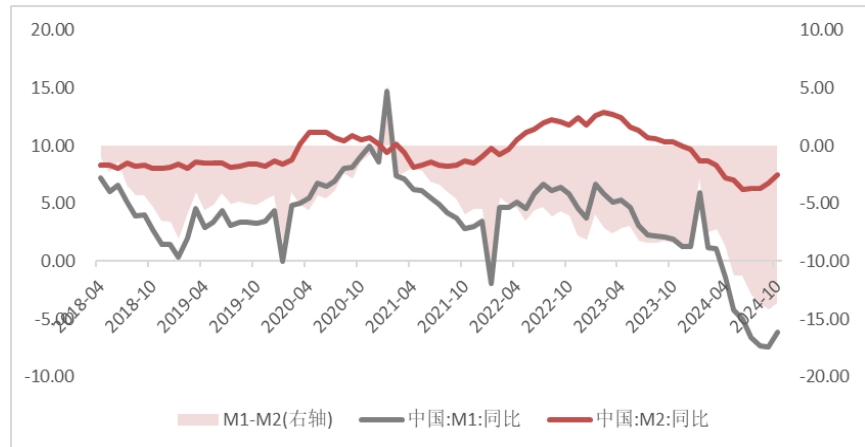
图 35 社融规模当月值及社融存量同比增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

M1、M2 增速反弹，财政支出效应明显。一揽子政策加持下，10月M2同比增长7.5%，环比回升0.7pct，是4月以来新高。M1同比下降6.1%，环比回升1.3pct，为年内首次增速回升。10月非银机构存款增长1.08万亿元，居民、企业存款分别减少5700亿元、7300亿元，或与居民及企业增加权益市场及楼市配置有关。10月新增财政存款5952亿元，同比减少7748亿元，明显大幅低于近年同期水平，财政存款同比增速大幅下降至1%。权益市场大涨导致非银存款保证金大增、财政加大投放是M2回升的主要驱动因素。财政投放增加带动实际支出，提振M1。

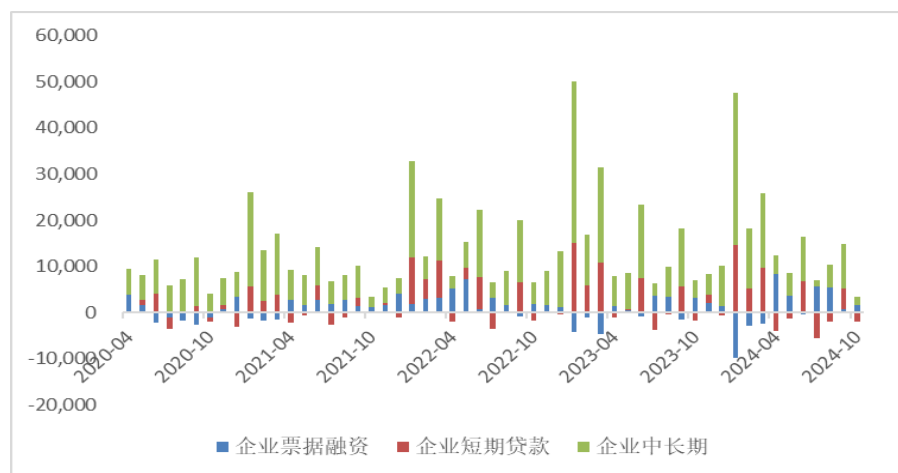
图 36 M1、M2 增速及其剪刀差



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

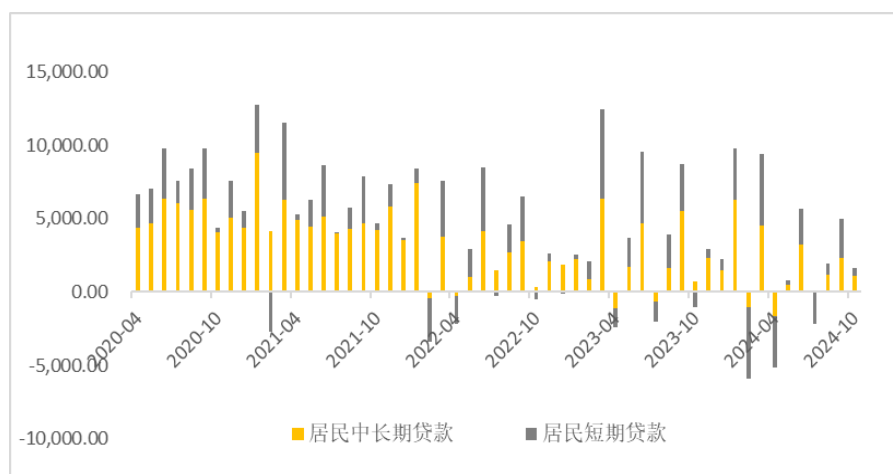
企业信贷偏弱，居民信贷回升。10月属传统信贷小月，贷款总量环比回落，但结构上有所改善。企业贷款维持偏弱，居民信贷回升，票据冲量减少。10月PMI数据重回扩张区间，但企业信贷需求偏弱，或与高基数及化债有关。特殊再融资债券集中发行，用于化解地方政府隐性债务及偿还企业欠款，或导致企业现金流好转，信贷出现一定收缩。居民中长期贷及短贷双双回升。10月新增居民贷款1600亿元，同比多增1946亿元，其中，中长期贷款、短期贷款分别新增1100亿元、490亿元，同比分别多增393亿元、1543亿元。10月地产销售回暖带动居民中长期贷款回升，存量房贷利率批量下调，缓解居民部门偿债压力，叠加权益市场大涨及国庆长假，拉动居民消费，带动短贷需求增长。10月票据融资同比少增1482亿元，票据冲量有所减少。

图 37 企业贷款



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 38 居民贷款



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。