

增量政策势大力强 经济回升走向确立

三季度，中国 GDP 季调环比折年率回升至 3.6%，较二季度 2.0% 的增速加快 1.6 个百分点，经济触底回升势头确立。“两新”政策效应与出口保持韧性推动工业生产保持较快增长，不过在有效需求不足、部分行业产能过剩以及通缩压力下，工业企业利润承压。近期出台的一揽子增量政策将有助于提升居民消费意愿与能力，增强政府与企业采购能力，社零增长有望提速。9 月固定资产投资同比增长较 8 月加快，基建、制造业与房地产均有不同程度改善，尤其是广义基建投资更是出现大幅增长，对整体固定资产投资起到了很好的拉动作用；随着资金加快落地并在年内形成实物工作量，四季度固定资产投资，尤其是基建投资增速有望加快。近期房地产市场出现积极变化，9 月房地产开发景气指数呈现连续 6 个月小幅走高，显示房地产行业渐趋温和回暖。外需转弱叠加偶发因素导致中国出口在 9 月份超预期走低；中期来看，在外需走弱、贸易壁垒与关税日益增加影响下，中期中国出口将再度面临挑战。

惠誉博华认为，面对有效需求不足、经济增长乏力挑战，9 月底以来中国政府紧锣密鼓祭出的一揽子经济刺激增量政策势大力强，向市场释放出政策转向的积极信号，显著提振市场信心，增强了市场活力，因此将 2024 年中国经济增速预测由之前的 4.8% 提升至 4.9%。同时，预计在政策驱动下，经济将开启再通胀之路，GDP 平减指数不久将转正，名义 GDP 增速亦将加快。

惠誉博华

相关研究

[经济复苏：中流击水 奋楫前行（2024.01）](#)

[宏观数据超预期 微观感受仍显凉（2024.04）](#)

[生产强需求弱，经济再放缓 扩内需稳外贸，政策又发力（2024.07）](#)

分析师

常海中

+ 86 (10) 5663 3870

haizhong.chang@fitchbohua.com

刘濛洋, CPA, FRM

+ 86 (10) 5663 3875

mengyang.liu@fitchbohua.com

周纹羽, CPA(中国), CPA, CGA(Canada)

+ 86 (10) 5663 3872

wenyu.zhou@fitchbohua.com

媒体联系人

李林

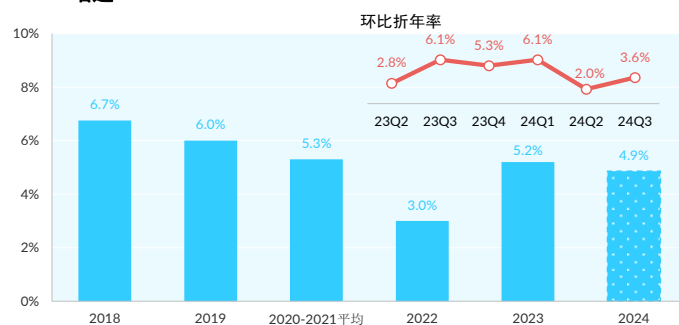
+ 86 (10) 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

经济增长底部已现，政策驱动回升在即

前三季度，按不变价格计算中国 GDP 同比增长 4.8%，较上半年增速放缓 0.2 个百分点。三季度，GDP 同比增长 4.6%，略低于二季度 0.1 个百分点。从环比看，经季节调整后，三季度 GDP 环比增长 0.9%。环比增速连续九个季度实现正增长，季调环比折年率回升至 3.6%，较二季度 2.0% 的增速加快 1.6 个百分点，经济触底回升势头确立。

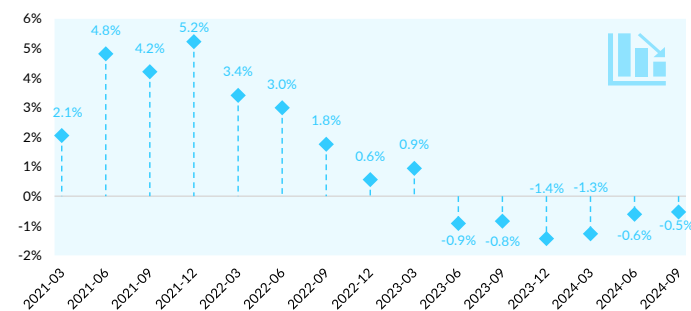
GDP 增速



资料来源：Wind，惠誉博华

当前，有效需求不足带来通缩压力，三季度名义 GDP 同比增长 4.04%，低于实际 GDP 增速 0.56 个百分点，GDP 平减指数已连续六个季度处于负值区域，不过呈现持续收窄之势，三季度已回升至 -0.53%。

GDP 平减指数当季同比



资料来源：Wind，惠誉博华

面对有效需求不足、经济增长乏力挑战，9 月底以来中国政府紧锣密鼓祭出一揽子超预期经济刺激增量政策，向市场释放出政策转向的积极信号，显著提振市场信心。

9 月 24 日，央行宣布降准降息、降低存量房贷利率，统一全国层面二套房贷最低首付比例至 15%。其中，LPR 降低 25 个 BP，存量房贷利率下调约 50BP，进一步降低融资成本、减轻居民负担。存款准备金率下调 0.5%，提供约 1 万亿流动性，而且央行表态年内或将再次下调存款准备金率 0.25%-0.5%。惠誉博华预计 2025 年还将降息两次左右，第一次可能在一季度实施。

据央行测算，此次存量房贷利率下调，将惠及约 5,000 万户家庭，每年降低借款人利息支出约 1,500 亿元。2025 年利率重置后，新增、存量房贷利率均将降至 3.5% 以下，与银行理财收益率进一步靠拢，从而大幅减少提前偿还房贷金额，促使居民资产负债表稳定或扩张。与此同时，央行还推出结构工具，宣布保障性住房再贷款中央支持比例从 60% 提升至 100%，创设证券基金保险互换便利 5,000 亿元、股票回购增持专项再贷款 3,000 亿元，向资本市场注入流动性。在超预期政策刺激下，资本市场反响强烈，瞬间被激活。

9 月 26 日，中央政治局召开会议分析研究当前经济形势，这也是 2000 年以来首次在 9 月召开以“当前经济形势”为主题的会议。会议对即将要出台的宏观政策组合定调非常积极，明确要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出；首次提出要促进房地产市场“止跌回稳”的具体要求，释放出政府稳定房地产市场的决心。

货币政策宽松后，还需要下游企业、居民或者政府部门的信用扩张配合，才能通过需求把货币传导到经济各个环节，否则就会陷入金融空转或流动性陷阱。在当前环境下，企业部门与居民部门杠杆偏高，因此两者加杠杆能力与意愿均不足，也导致货币政策宽松带来的边际效应趋弱。央行货币宽松需要财政刺激紧密配合，才能达到扩张信用把货币传导到实体经济的效果。对于政府部门而言，地方政府普遍债务高企，而中央政府负债率较低，资产负债表扩表具有很大的空间。

10 月 12 日，在“加大财政逆周期调节力度、推动经济高质量发展”新闻发布会上，财政部强调未来将在下列五个方面推出增量政策：

（1）积极使用债务余额结存限额，从地方政府债务结存限额中安排 4,000 亿元，补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务和消化政府拖欠企业账款；（2）拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，这将是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施；（3）发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；（4）扩大专项债使用范围，允许专项债券用于土地储备，用好专项债券来收购存量商品房，优化保障性住房供给；（5）加大对重点群体的支持保障力度，针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力。

增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务政策属于超预期政策，由于法定程序没有走完，财政部无法披露更多的规模数据，预计可能于 10 月底全国人大常委会将审批通过增发国债/特别国债，规模应该较为可观。大规模的债务置换将避免事实上的财政紧缩进一步加重，大大减轻地方化债压力，可以腾出更多的资源发展经济。同时，通过置换机制将金融体系过剩储蓄转移到企业部门，有助于企业运营现金流改善，最终惠及住户部门收入改善与提升。

另外，允许专项债券收购土地储备与存量商品房，以及 10 月 17 日住建部指出年底前将“白名单”项目的信贷规模增加至 4 万亿，将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求，这些增量政策有望促使房地产市场更快实现“止跌回稳”，减轻对经济增长拖累。

国家统计局表示，9 月份国民经济已出现积极变化，多数指标边际改善，经济运行呈现出筑底企稳态势。惠誉博华认为，近期密集出台的一揽子增量政策可谓势大力强，这些政策极大增强了市场信心，改善了预期，增强了市场活力，因此将 2024 年中国经济增速预测由之前的 4.8% 提升至 4.9%。同时，预计在政策驱动下，经济将开启再通胀之路，GDP 平减指数不久将转正，名义 GDP 增速亦将加快，宏观数据和居民与企业微观感受之间温差将逐渐回暖。

“两新”政策效应与出口保持韧性推动工业生产保持较快增长

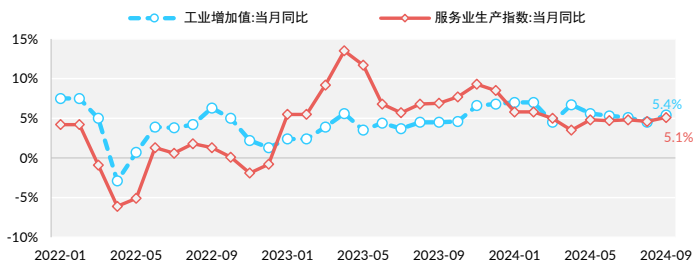
前三季度，规模以上工业增加值同比增长 5.8%，增速与 1-8 月份持平，较 GDP 增速高 1 个百分点，对前三季度经济稳定增长发挥了重要支撑作用，贡献率接近 4 成。三大门类中，制造业增加值增长 6.0%，增速高于全部规模以上工业 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.3%，增速高于全部规模以上工业 0.5 个百分点；采矿业增长 2.9%。从当月看，9 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.4%，增速较 8 月份加快 0.9 个百分点，在连续 4 个月回落后实现回升。

工业生产保持较快增长离不开“两新”政策成效显现与工业品出口逐季加快加持。前三季度，各地区大规模设备更新和消费品以旧换新等政策措施加快落地实施，带动相关行业生产向好。在设备更新等因素带动下，船舶及相关装置制造、广播电视设备制造、通信设备制造业增加值同比增速领先。同期，规模以上工业出口交货值同比增长 4.1%，增速与 1-8 月份持平；一、二、三季度增速分别为 0.8%、5.2%、5.3%，呈逐季加快态势，既显示了中国加工能力，也体现了出口对工业发展发挥了重要支撑作用。从 9 月当月看，在工业品出口增速由 8 月的 6.4% 放缓至 3.4% 背景下，“两新”政策成效更加凸显。其中，挖掘铲土运输机械、包装专用设备、农产品加工专用设备、新能源汽车等产品产量同比增速高达 37%-57%，增长迅速。

工业企业收入利润增长承压。在有效需求不足、部分行业产能过剩以及通缩压力下，1-8 月份，规模以上工业企业营业收入同比增长 2.4%，较 1-7 月放慢 0.5 个百分点，利润总额同比增长 0.5%，较 1-7 月大幅收窄 3.1 个百分点，8 月当月利润总额同比下滑 17.8%。随着一揽子增量政策显效，预计四季度工业企业收入利润有望恢复较快增长。

服务业经济加快恢复。前三季度，服务业增加值同比增长 4.7%，较上半年加快 0.1 个百分点。服务业增加值占 GDP 比重为 55.9%，比上年同期上升 0.3 个百分点，对国民经济增长的贡献率为 53.9%，拉动 GDP 增长 2.6 个百分点。其中，三季度，服务业增加值同比增长 4.8%，比二季度加快 0.6 个百分点。9 月份，服务业生产指数同比增长 5.1%，比 8 月份加快 0.5 个百分点，边际改善显著。

工业增加值及服务生产指数同比增速



注：1-2月数据以均值方式平滑处理
资料来源：Wind，惠誉博华

经济回升势头确立，CPI 与 PPI 将触底回升

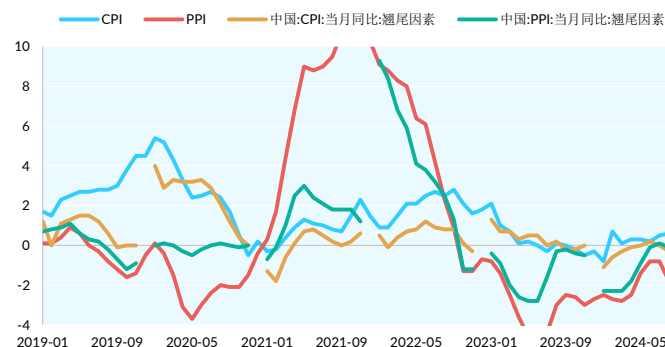
CPI：1-9 月，CPI 累计同比小幅上升 0.3%。9 月，CPI 同比上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，连续 8 个月为正值；其中，食品价格上涨 3.3%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 0.61 个百分点。食品中，鲜菜、猪肉价格分别上涨 22.9%、

16.2%，涨幅均有扩大；牛肉、羊肉、鸡蛋、鸡和奶类价格降幅在1.9%-13.1%之间，降幅略有走阔。

9月，非食品价格由上月上涨0.2%转为下降0.2%，影响CPI同比下降约0.19个百分点。其中，受石油价格下跌影响，能源价格下降3.5%，降幅比上月扩大2.5个百分点；新能源小汽车和燃油小汽车价格分别下降6.9%和6.1%，降幅均有收窄，反映了汽车价格战暂时偃旗息鼓。服务价格上涨0.2%，涨幅回落0.3个百分点，其中旅游价格由上月上涨0.9%转为下降2.1%；飞机票和宾馆住宿价格分别下降14.1%和5.6%，降幅均有扩大，主要源于暑期结束后出行需求明显降温。

据国家统计局测算，在9月份0.4%的CPI同比变动中，翘尾影响约为-0.5个百分点，上月为-0.3个百分点。我们判断，CPI翘尾因素已触底，Wind数据显示10月CPI翘尾因素将收窄至-0.4%，11月将进而反弹至0.1%。

CPI及PPI (%)



PPI：受国际大宗商品价格波动及国内市场有效需求不足等因素影响，1-9月，PPI累计同比下降2.0%。9月份，PPI同比下降2.8%，降幅比上月扩大1.0个百分点。其中，生产资料价格下降3.3%，降幅比上月扩大1.3个百分点；生活资料价格下降1.3%，降幅扩大0.2个百分点。

据国家统计局测算，在9月份-2.8%的PPI同比变动中，翘尾影响约为-0.5个百分点，上月为-0.1个百分点。Wind数据显示10月、11月的翘尾因素分别为-0.6个百分点、-0.3个百分点，11月份负翘尾因素减弱将助力PPI降幅加快收敛。

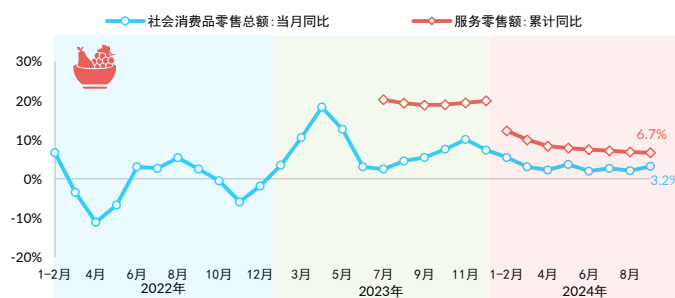
近期增量政策加快推出落地极大增强了市场主体的信心，作为经济运行重要先行指标的价格，尤其是生产资料价格，已有积极变化。据国家统计局，10月上旬与9月下旬相比，监测的50种重要生产资料价格有33种上涨、3种持平，只有14种下降；而9月中旬与9月上旬相比，只有18种上涨，2种持平，30种下降。价格回升有利于企业经营状况的改善。比如钢材价格、化工产品的价格，都出现了企稳回升的积极变化。

惠誉博华认为，9月底以来中国政府不断推出的经济刺激政策力度大、覆盖广、超预期，将促使经济增长提速，并有望开启经济再通胀之路，预计CPI、PPI已触底，料将回升。

消费：“两新”政策与一揽子增量政策将显著提振社零增长

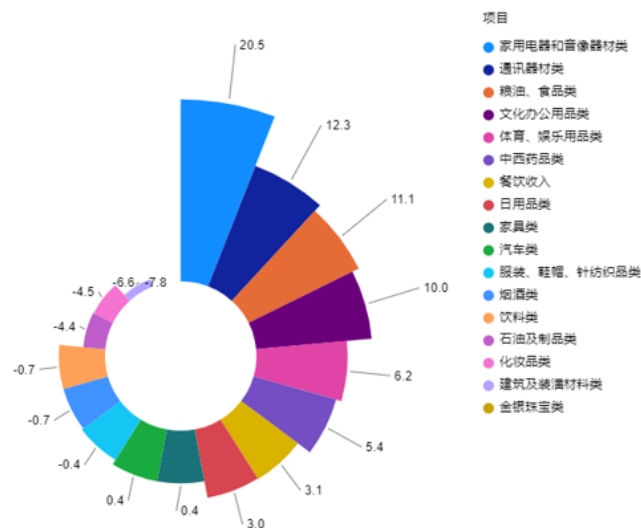
前三季度，社会消费品零售总额（社零）同比增长3.3%，增速较1-8月放缓0.1个百分点，也是今年2月以来累计增速最低读数，主要缘于有效需求不足的症结十分顽固。从9月当月数据来看，得益于消费品以旧换新政策显效发力，社零同比增长3.2%，增速比8月份加快1.1个百分点，但依旧处于偏低水平。

社会消费品零售总额及服务零售额增速



9月，必需品中除粮油同比增长达到11.1%之外，烟酒、饮料与服装等商品均呈现小幅下滑。在各地纷纷落地消费品以旧换新加力措施下，汽车、家电等相关商品销售表现趋好。汽车类零售额同比增长0.4%，扭转了连续6个月下降态势，其中新能源汽车零售额快速增长；家用电器和音像器材类零售额增长20.5%，增速比上月加快17.1个百分点。商务部全国家电以旧换新数据平台显示，截至10月15日，2,066.7万名消费者申请，1,013.4万名消费者购买8大类家电产品1,462.4万台，享受131.7亿元中央补贴，带动销售690.9亿元。9月，文化办公用品类商品零售额同比增长10%，年内首次转正，可能与一般预算支出加快有关；金银珠宝类销售同比下降7.8%，已连续6个月下滑，主要缘于黄金价格涨幅惊人导致消费者“恐高”而不敢购入；在房地产持续低迷拖累下，建筑及装潢材料零售额同比下跌6.6%，也已连续6个月下降。

2024年9月社会消费品零售总额同比增速：按消费类型分 (%)



前三季度，服务零售额同比增长6.7%，比同期商品零售额增速高3.7个百分点；全国居民人均服务性消费支出同比增长7.6%，占居

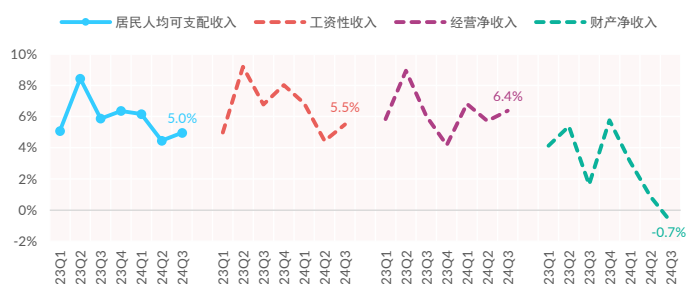
民人均消费支出的比重为 47.0%，比上半年提高 1.4 个百分点。同期，餐饮收入同比增长 6.2%，低于服务零售额 0.5 个百分点，交通出行类、文体休闲类服务消费增速持续高于服务消费总体增速。

据乘联会统计，10 月 1-13 日，乘用车市场零售 82.3 万辆，同比增长高达 20%，较上月同期增长 17%，回升势头强劲，将拉动社零增速加快回升。惠誉博华认为，“两新”政策与一揽子增量政策将不断显效，叠加“11.11”电商节拉开序幕，四季度消费增长将提速。

居民可支配收入稳定增长，青年失业率仍偏高

前三季度，全国居民人均可支配收入 30,941 元，比上年同期名义增长 5.2%，扣除价格因素，实际增长 4.9%。经推算的季度数据显示，三季度居民人均可支配收入 10,208 元，同比增长 5.0%，较二季度加快 0.5 个百分点。

居民人均可支配收入本季度名义增速

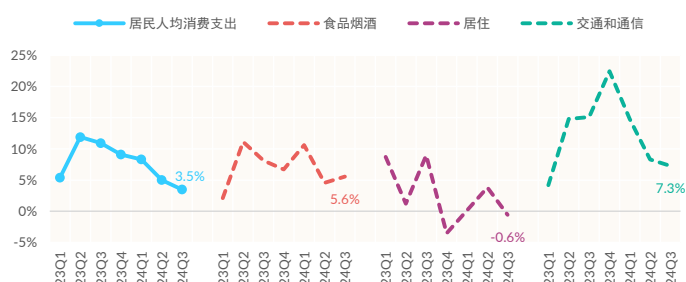


资料来源：Wind，惠誉博华

工资性收入和经营净收入增长是支撑居民收入稳定增长的主要因素。三季度，工业稳定增长，服务业持续恢复，外出务工农村劳动力规模增长，全国居民人均工资性收入同比增长 5.5%，较二季度增速加快 1.1 个百分点；居民节假日和暑期旅游出行、文化娱乐活动需求旺盛，批发零售业、住宿餐饮业、文化体育娱乐业等行业经营形势良好，居民人均经营净收入 1,704 元，增长 6.4%，较二季度增速加快 0.7 个百分点，快于同期居民人均可支配收入增速 1.4 个百分点。不过，受储蓄存款利率下调与房屋租金走低拖累，三季度居民人均财产净收入 805 元，同比微降 0.7%，较二季度增速减少 1.6 个百分点。

前三季度，全国居民人均消费支出 20,631 元，比上年同期名义增长 5.6%；扣除价格因素，实际增长 5.3%。居民消费增速继续快于收入，前三季度居民消费支出增长名义和实际增速均快于居民人均可支配收入增速 0.4 个百分点，全国居民平均消费率为 66.7%，比上年同期上升 0.3 个百分点。

居民人均消费支出本季度名义增速



资料来源：Wind，惠誉博华

分季度来看，三季度居民人均消费支出 7,030 元，同比增长 3.5%，较二季度增速收窄 1.5 个百分点。其中，居住支出成为主要拖累项，同比降低 0.6%，显著低于二季度 3.8% 的增速，可能受到房租下降影响所致。三季度居民可支配收入增长而居民人均消费支出增速回落，反映居民消费能力尽管有所提高，但是消费信心仍然低迷。消费者信心指数也印证了上述观点。4 月份以来消费者信心指数持续走低，8 月已降至 85.8，仅略高于 2022 年 11 月创下的历史最低点（85.5）。不过，考虑到 9 月下旬以来中国政府连续出台的超预期的经济刺激政策，引发股市强劲反弹，国庆长假出行人次与出游花费明显好于此前假期且超越预期，部分城市房地产销售大幅反弹，惠誉博华判断 9 月以来的消费者信心指数可能出现较快回升。

消费者信心指数

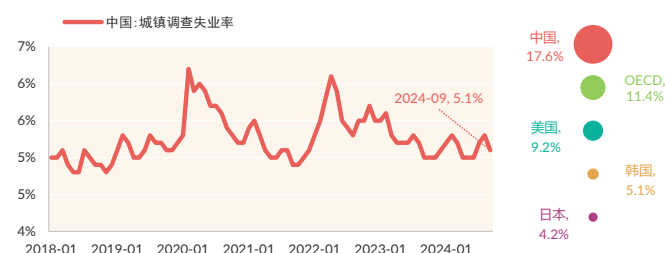


资料来源：Wind，惠誉博华

1-9 月份，全国城镇调查失业率平均值为 5.1%，比上年同期下降 0.2 个百分点。今年以来，各月失业率保持在 5.0%-5.3% 之间，月度失业率走势较为平稳。

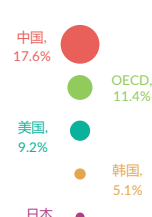
分年龄组失业率数据显示，7、8 月份，高校毕业生集中离校求职，青年失业率季节性上升；9 月份，随着 2024 届毕业生工作逐步落实，不含在校生的 16-24 岁、25-29 岁劳动力失业率同比分别为 17.6%、6.7%，较 8 月回落 1.2 个百分点、0.2 个百分点，不过仍然位于偏高水平，青年就业压力很大。

失业率



注：1.右图中国为16-24岁不含在校生调查失业率；2.日本及OECD为8月份数据，中国、美国、韩国为9月份数据
资料来源：Wind，OECD，惠誉博华

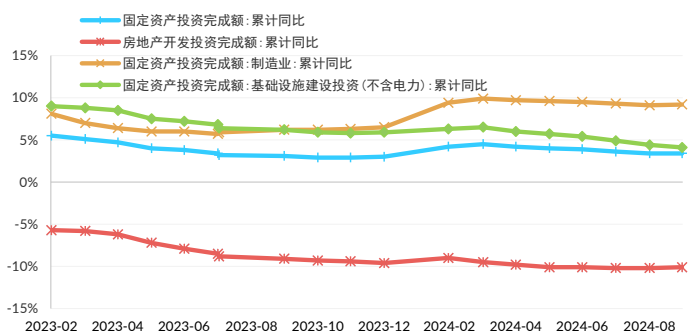
世界15-24岁失业率



固定资产投资：四季度政策显效，增速将加快

前三季度，固定资产投资同比增长 3.4%，与 1-8 月持平，扣除价格因素影响，同比增长 5.2%。从推算月度数据观察，9 月固定资产投资同比增长 3.4%，较 8 月加快 1.2 个百分点，其中，基建、制造业与房地产均有不同程度改善，尤其是广义基建投资更是出现大幅增长，对整体固定资产投资起到了很好的拉动作用。

固定资产投资增速



资料来源：Wind，惠誉博华

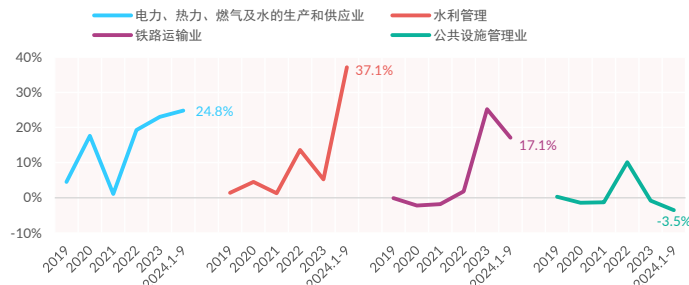
基建投资：前三季度，基建投资（不含电力）同比增长 4.1%，较 1-8 月放缓 0.3 个百分点。其中，得益于 2023 年底增发的 1 万亿元国债主要投向灾后重建与水利项目，水利管理投资同比高速增长，达到 37.1%。

月度来看，9 月基建投资（不含电力）同比增长 2.2%，较 8 月提高 1.0 个百分点，7-9 月增速均明显偏低，可能主要归咎于在严格控制地方政府债务增长背景下，主要依附地方财政与城投企业融资的公共设施管理投资持续下滑。9 月，在电力、热力、燃气及水投资大幅增长带动下，广义基建投资单月同比增速达到 17.5%，较 8 月跃升 11.3 个百分点。

国家统计局数据显示，前三季度，计划总投资亿元及以上项目投资同比增长 7.1%，增速比 1-8 月加快 0.1 个百分点，比全部投资高 3.7 个百分点；拉动全部投资增长 3.9 个百分点，比 1-8 月提高 0.1 个百分点。

近期，多地四季度重大项目集中开工。与此同时，资金也加快下达使用，支持重点领域项目建设。据报道，今年剩余 2,900 亿元地方政府专项债额度将在 10 月底发行完成；相关部门将在本月底提前下达明年 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。所涉及的项目已经过国家发展改革委同有关部门筛选，可以尽快在年内形成实物工作量。随着资金加快落地并在年内形成实物工作量，四季度固定资产投资，尤其是基建投资增速有望加快。

基建投资完成额累计同比-分行业



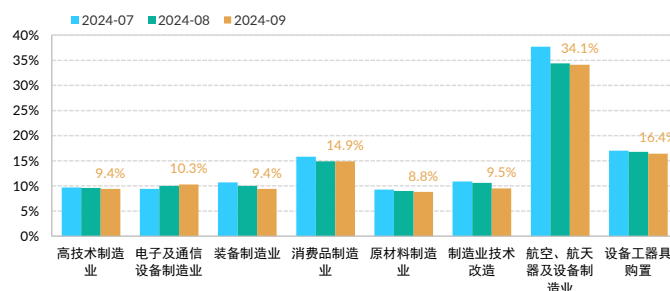
资料来源：Wind，惠誉博华

制造业投资：产业转型升级持续推进，制造业投资保持较快增长。前三季度，制造业投资同比增长 9.2%，增速比 1-8 月份加快 0.1 个百分点，比全部投资高 5.8 个百分点。月度来看，9 月制造业投资同比增长 9.7%，较 8 月加快 1.7 个百分点。

前三季度，高技术制造业投资同比增长 9.4%，增速比全部制造业投资高 0.2 个百分点。其中，航空、航天器及设备制造业投资增长 34.1%，电子及通信设备制造业投资增长 10.3%。

在大规模设备更新政策刺激下，设备工器具购置投资保持较快增长。前三季度，设备工器具购置投资同比增长 16.4%，增速高于全部投资 13.0 个百分点；对全部投资增长的贡献率为 61.6%，拉动全部投资增长 2.1 个百分点。

2024年制造业固定资产投资完成额累计同比-分行业

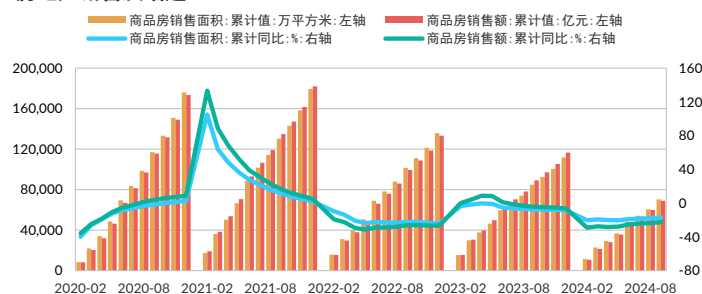


资料来源：Wind，惠誉博华

房地产投资：前三季度，房地产开发投资同比下降 10.1%，降幅比 1-8 月份收窄 0.1 个百分点。9 月，房地产开发投资同比下降 9.4%，较 8 月收窄 0.8 个百分点，连续两个月呈现收窄趋势。

商品房销售降幅持续收窄，前三季度，商品房销售面积下降 17.1%，分别比上半年和 1-8 月份收窄 1.9 和 0.9 个百分点；商品房销售额下降 22.7%，降幅分别比上半年和 1-8 月份收窄 2.3 和 0.9 个百分点。9 月，商品房销售面积与销售金额同比分别下降 11.0%、16.3%，较 8 月跌幅收窄 1.6 个百分点、0.9 个百分点，均为连续两个月收窄。

房地产销售及增速



资料来源：Wind，惠誉博华

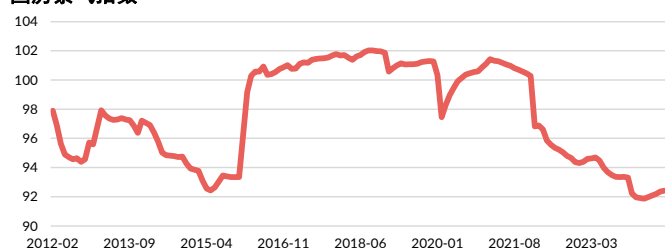
销售低迷与房企土地储备缩水持续对房地产新开工面积形成掣肘，而新开工面积下滑又不断传导至竣工侧。前三季度，房地产新开工面积同比下降 22.2%，竣工面积减少 24.4%，月度数据也尚无明显改善。

9 月底，央行落地下调存量房贷利率、二套房首付比例，延长“金融 16 条”等政策期限、优化保障性住房再贷款等政策；以一线城市为首的逾 50 个城市，先后出台各类房地产市场优化政策。在组合政策刺激下，国庆期间多地房地产销售大幅增加。在优化存量方面，地方商品房收储正在加速落地。与此同时，“白名单”项目贷款审批正在提速，截至 10 月 16 日，“白名单”房地产项目已审批通过贷款达到 2.23 万亿元，较 9 月 24 日增加 8,000 多亿元，预计到 2024 年底，“白名单”项目贷款审批通过金额将翻倍，超过 4 万亿元，为房地产行业注入可观资金，促使行业尽早筑底回升。

住建部表示，相关政策发布以来，政策效果已开始显现。房地产开发投资、新建商品房销售等主要指标降幅继续收窄，特别是9月底以来，一手房的看房量、到访量、签约量明显增加，二手房的交易量持续上升，市场出现积极变化。截至10月21日，10月30大中城市新建商品房成交面积较2023年同期下降8.2%，远低于前三季度33.7%的跌幅，较今年9月1-21日成交面积大幅增长43.8%，政策效应正在释放。

9月，房地产开发景气指数回升至92.41，呈现连续6个月小幅走高态势，显示房地产行业渐趋温和回暖。惠誉博华认为，在经历3年调整后，随着政策效应不断释放，预计房地产市场不久将实现止跌企稳。

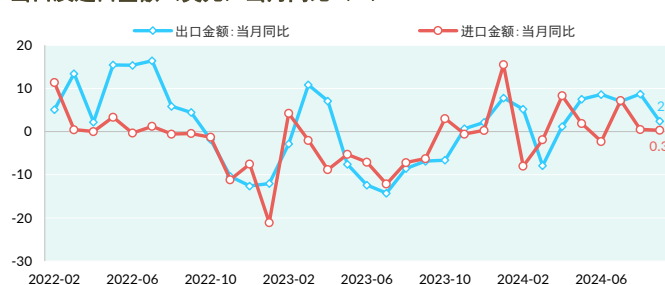
国房景气指数



外需转弱叠加偶发因素导致出口超预期走低

海关总署数据显示，按美元计价，中国9月出口同比增长2.4%，较前值8.7%下降6.3个百分点，进口增长0.3%，较前值0.5%回落0.2个百分点，9月贸易顺差录得817.1亿美元，较8月的910.2亿美元有所减少。1-9月，出口累计同比增长4.3%，进口累计同比增长2.2%。

出口及进口金额（美元）当月同比（%）



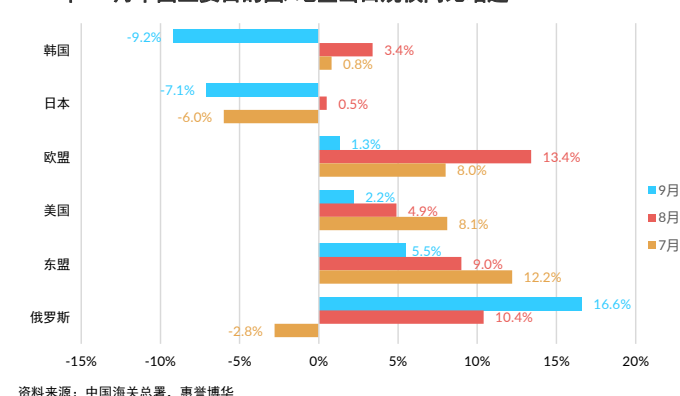
9月出口增速回落超预期主要受到以下因素叠加影响：（1）台风极端天气带来的偶发性影响。9月两次台风接连在长三角地区登陆，历史数据也显示，台风对出口的影响持续时间比较长，台风过后船队的排期往往会顺延，出口有所滞后。（2）2023年9月出口规模基数较高，为年内次高点，仅次于12月份，基数偏高对今年9月的出口同比增速形成一定掣肘。（3）海关总署表示，前段时间受全球航运不畅、集装箱短缺，以及美国东海岸码头工人合同到期谈判预期等的影响，企业的出货、物流节奏有所调整，数据也显示，部分产品往年出口旺季是在三季度，而今年则提前至了8月。（4）9月全球制造业PMI回落0.8个百分点至48.8%，连续3个月处于荣枯线之下，国家统计局公布的9月份制造业PMI新出口订单指数环比走低1.2个百分点至47.5%，创下3月份以来最低值，反映出全球经济增长有放缓迹象，外需有所走弱。这个可能是9月出口增速超预期下滑的更主要原因，并且未来几个月还将继续产生影响。

中国出口金额与全球制造业PMI



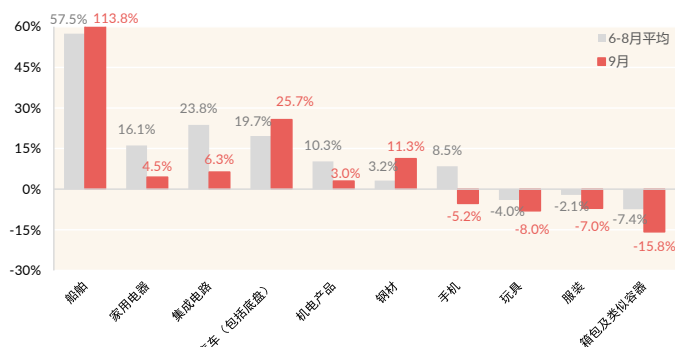
从主要目的地出口增速看，9月除对俄罗斯出口同比大幅增长16.6%外，对其它国家与地区均呈现程度不同回落，其中，对东盟、美国、欧盟同比分别增长5.5%、2.2%、1.3%，对日本、韩国同比则各自下降7.1%、9.2%。在全球贸易格局重塑下，中国与东盟合作持续深化，已经连续4年互为第一大贸易伙伴。中国企业纷纷出海东盟设厂，产业链合作持续深入，中间品进出口实现较快增长，贸易发展展现了良好韧性。

2024年7-9月中国主要目的国/地区出口规模同比增速



按商品类别划分，9月机电产品出口金额同比增速录得3.0%，较6-8月平均增速回落7.3个百分点。船舶出口金额劲升113.8%，远高于出口数量增幅16.6%，出口均价提升显著；汽车（包括底盘）出口金额同比增速为25.7%，较其6-8月平均增速加快6.0个百分点，这与10月底欧盟即将实施对中国汽车加征关税，中国车企抢时间加大向欧盟发货有很大关系，据报道，9月中国汽车出口欧盟数量同比增长高达61%。受国内市场产能过剩、价格低迷驱动，钢材出口金额同比增速提升至11.3%，较其6-8月平均增速走阔8.1个百分点。劳动密集型产品出口金额增速大都为负，显著落后于出口整体增速；其中，玩具、服装、箱包出口金额分别下降8.0%、7.0%、15.8%，各自较其6-8月平均增速放缓4.0个百分点、5.0个百分点、8.4个百分点。

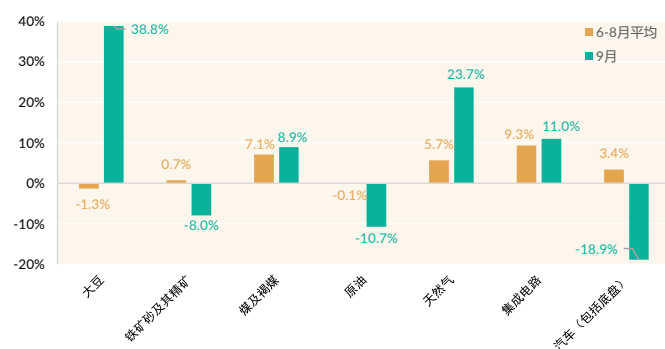
中国出口商品金额（美元）同比增速：分商品



资料来源：中国海关总署，惠誉博华

进口商品方面，9月，大宗商品中大豆、煤炭、天然气进口金额同比增长38.8%、8.9%、23.7%，各自较其6-8月平均增速加快40.1个百分点、1.8个百分点、18.0个百分点；在内需不足以及价格下行背景下，铁矿石、原油进口金额同比分别下滑8.0%、10.7%，各自较其6-8月平均增速放缓8.7个百分点、10.7个百分点。受国产汽车崛起“井喷”冲击，汽车进口日渐式微，9月进口金额同比大跌18.9%，较其6-8月平均增速下滑22.3个百分点。

中国进口商品金额（美元）同比增速：分商品



资料来源：中国海关总署，惠誉博华

惠誉博华认为，极端天气、物流等短期干扰因素消失后，叠加低基数效应，中国出口增速在10月份有望录得较好表现，不过，在外需走弱、贸易壁垒与关税日益增加影响下，中期中国出口将再度面临挑战，但预计以新能源汽车、船舶、家电、集装箱为代表的具有国际竞争优势的行业将继续保持强劲出口韧性。

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。