



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**11月15日，国家统计局发布数据显示，10月份全国规模以上工业增加值同比增长5.3%，社会消费品零售总额同比增长4.8%。1至10月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长3.4%。

➤ **从今天公布的10月经济数据来看，9月以来经济的企稳回升之势得以巩固，**社零消费和地方基建的脉冲有力对冲了地产的下滑，尤其是在中央对地方进一步“抓紧抓实”的部署下，可以预见四季度实际GDP增速有望回升至5.3%附近，但受制于物价回升缺乏动力，名义GDP增速的追赶仍有待破局。**相对9月，10月数据不乏有一些亮点：**

一是，政策撬动下的消费延续了不错的成色。汽车、家电两大项支撑10月限额以上社零同比反弹至今年3月以来的高点。

二是，地产方面，除了销售的回暖，价格的企稳是更难能可贵的信号。10月一线城市二手房价格环比在2023年10月以来首次转涨。为了巩固地产由量及价的传导，政策的持续接力依旧很有必要。

三是，狭义基建开始“调头”，地方资产负债表或迎来初步修复。10月更能反映地方基建情况的狭义基建增速转降为升，在新一批大规模化债资源的“加持”下，地方资产负债表的修复开始加速，这也将有利于未来基建预期的改善。

➤ **但这一轮经济企稳能否延续到明年一季度之后？**考虑到特朗普上任后外循环可能面对的“急凉风”，我们认为当下的政策目标不会仅着眼5%目标的实现，企稳回升更应看重“名实相符”，这就需要未雨绸缪，以更大力度的促消费和稳地产来引导市场预期。因此，即便四季度GDP增速圆满收官，但若名义GDP增速徘徊在4%附近，那或许就需要更强有力的财政来促进物价的合理回升。**当前仍有一些“症结”有待政策破局：**

政策所及之外，消费仍有温差。除汽车家电项以外的10月社零同比增速表现温和。后续社零持续回暖的韧性，可能离不开政策对居民收入与预期的支持。

同时，工业端还面临着来自价格的压力，10月仍有不少行业处于“量上价下”的局面中，未能有效缓解的价格压力并不利于之后企业盈利预期的改善。

结合10月数据来看，我们对各分项数据评估如下：

➤ **工业：节假日影响 vs. 政策利好，谁更胜一筹？**10月工业生产一面是受到“十一”节假日休假、通常会较9月季季节性走弱的影响，另一面又是受到“926”政治局会议以来政策密集释放、或会对冲工业生产放缓幅度的影响。**10月工业增加值无论是在同比增速、还是在环比增速上都出现了边际下滑，说明前者的影响还是更大。**不同于更反映预期的PMI调查指数，工业增加值更反映工业生产的实际情况，这也证明了政策密集释放后，预期的修复要快于经济运行的实际情况。

不过整体上来看，“量”的表现还是要好于“价”。10月仍有不少行业处于“量上价下”的局面中，表示这部分行业对应的终端需求仍未完全修复、还有产能等待

相关研究

1. 美国10月CPI通胀点评：美债和美元何时迎来拐点？-2024/11/14

2. 财政动态观察系列(五)：房地产：税收新政影响几何？-2024/11/13

3. 美国时政点评：特朗普：胜选一周的“非常”信号-2024/11/12

4. 2024年10月金融数据点评：10月金融数据的三处亮点-2024/11/12

5. 财政动态观察系列(四)：年内财政还有哪些后手棋？-2024/11/11

出清。若后续延续“量上价下”的局面，或将压制厂商的生产意愿。

➤ **制造业：继续成为经济运行中的“拿手项”。**10月制造业投资增速上升至10.0%（9月为9.7%），其中“新质”和出口仍是制造业的“代名词”——无论是相较于今年9月、还是去年10月，电子设备、交通运输、食品制造等行业对制造业投资的拉动都在变大。巧合的是，这些行业大都对应两个标签，一是“新质”含量颇高，二是出口表现相对较强。

➤ **基建：地方投资支撑作用开始回归？**受由中央投资主导的公用事业投资增速减弱的影响，10月广义基建投资增速出现了明显回调，这说明基建由中央投资主导的局势开始发生转变。相反，10月狭义基建投资同比增速从2.2%升至5.8%，反映出地方基建投资的初步复苏，背后或可以理解为新一轮化债虽意味着地方城投平台的融资受限，但可以在一定程度上修复地方融资平台的资产负债表、改善基建预期。

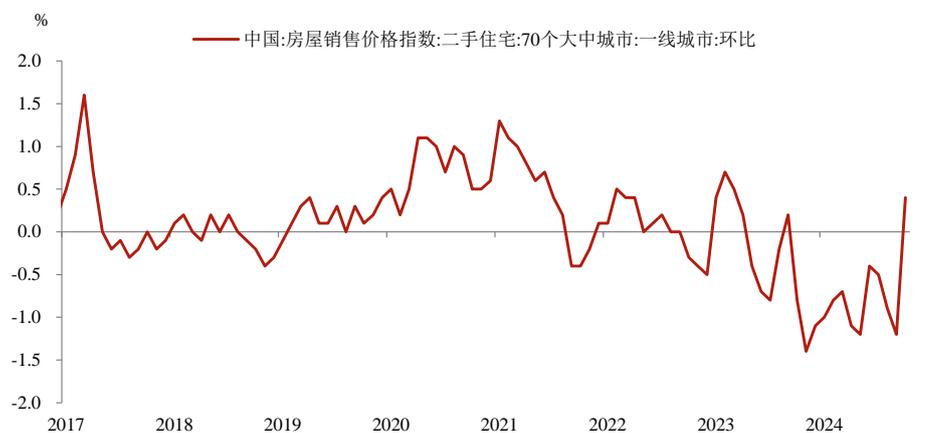
➤ **地产：销售好转、投资走弱。**10月房地产投资当月同比降幅走阔至12.3%，新开工面积同比、施工面积同比增速均较9月回落；而竣工面积同比降幅、销售面积同比降幅分别收窄至20.2%、1.6%。控开工、抓竣工，可能是年末地产的阶段性政策重点。

➤ **消费：两个顺风因素，助力10月社零同比超预期回升至4.8%。**一是以旧换新政策持续发力，汽车、家电分项零售额表现强劲。二是今年“双十一”电商促销前置，活动相较去年提前6-10天开始，10月实物商品网上零售额累计同比升至8.3%，对社零起到一定支撑。

分项来看，除政策支持的家电汽车之外，食品、化妆品、通讯器材对10月社零的拉动居前；10月油价回落，石油及制品类成为10月社零的主要拖累；地产销售边际好转的外溢效应尚不明显，家具、建筑装潢分项表现平淡。

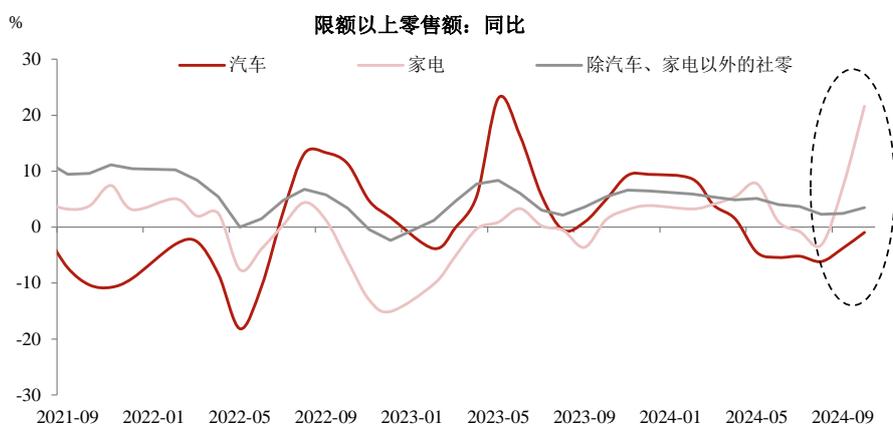
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：一线城市二手房价格环比自2023年10月以来首次上涨



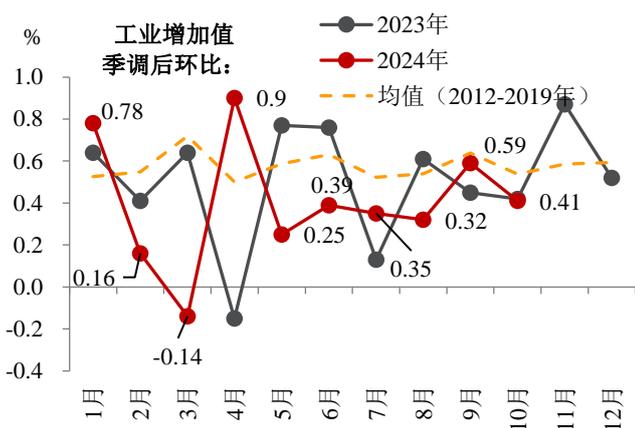
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：除汽车家电项以外的10月社零同比增速表现温和



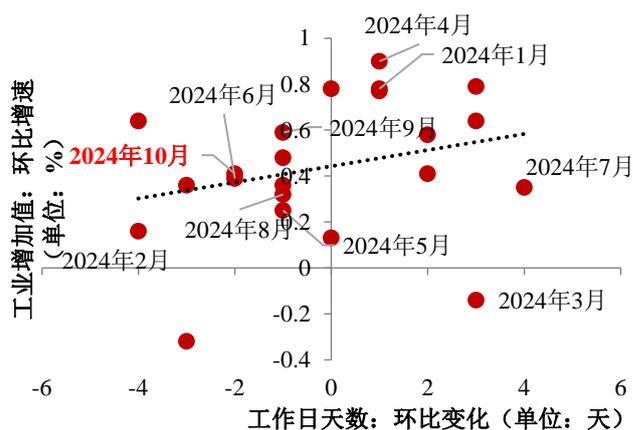
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：10月工增环比季节性走弱



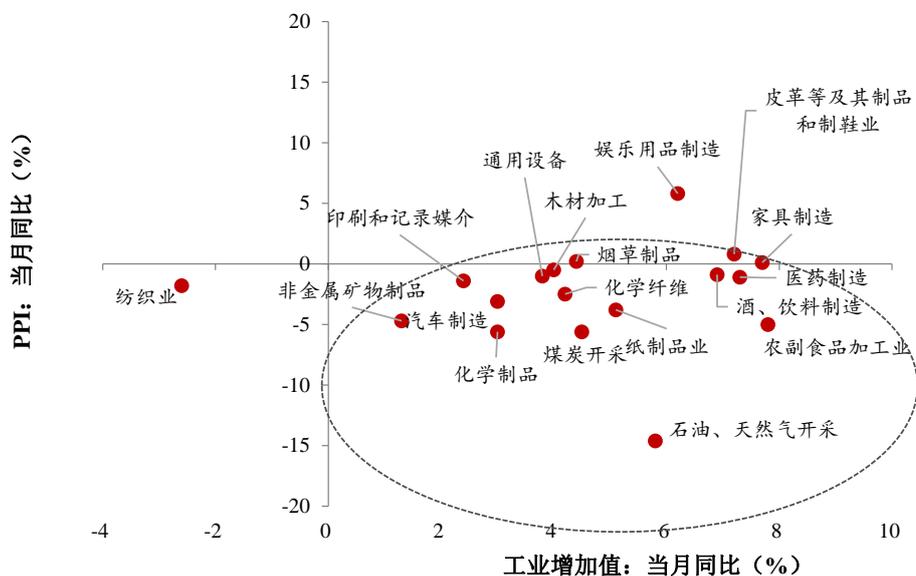
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：10月工业生产边际放缓的背后受“十一”节假日
休假影响颇大



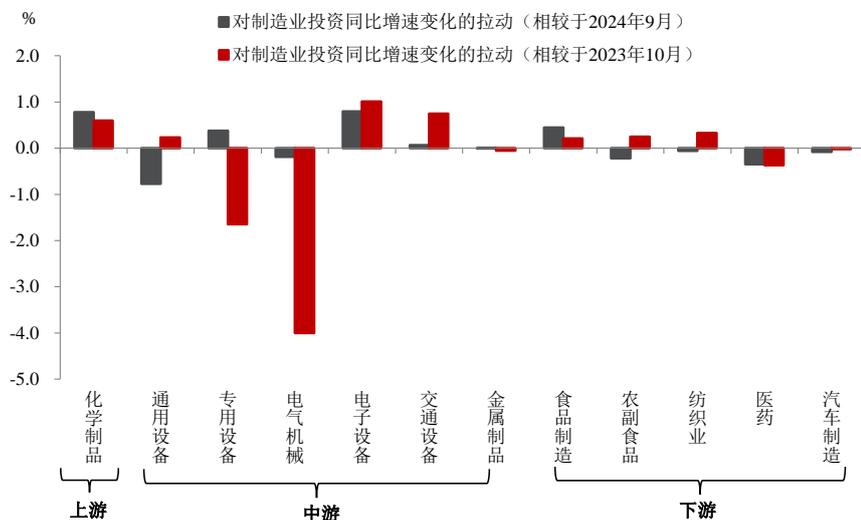
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：仍有不少行业处于“量上价下”的区间



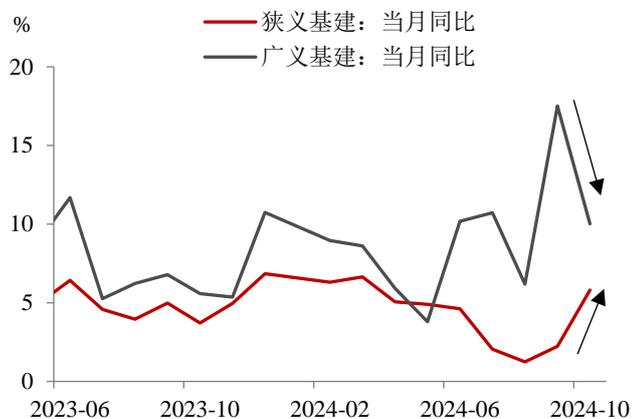
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：电子设备、交通运输、食品制造等行业对制造业投资的拉动在变大



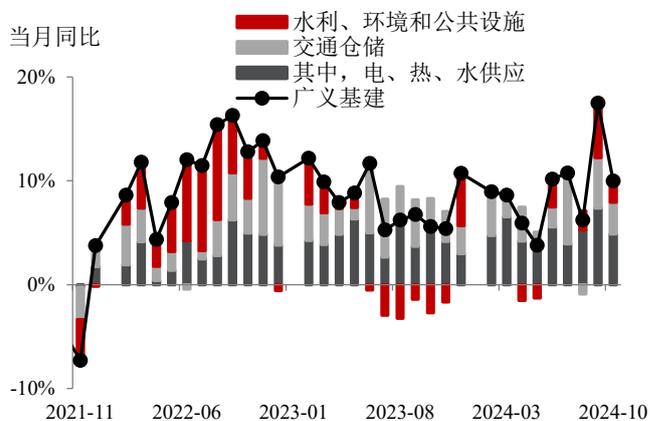
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：10月广义与狭义基建投资增速“一上一下”



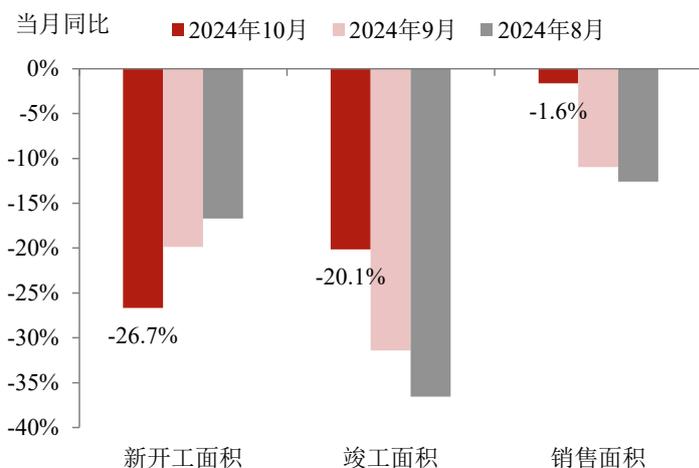
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：10月由中央主导的公用事业投资增速下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：10月地产销售面积同比边际好转



资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：10月社零同比增速延续回升



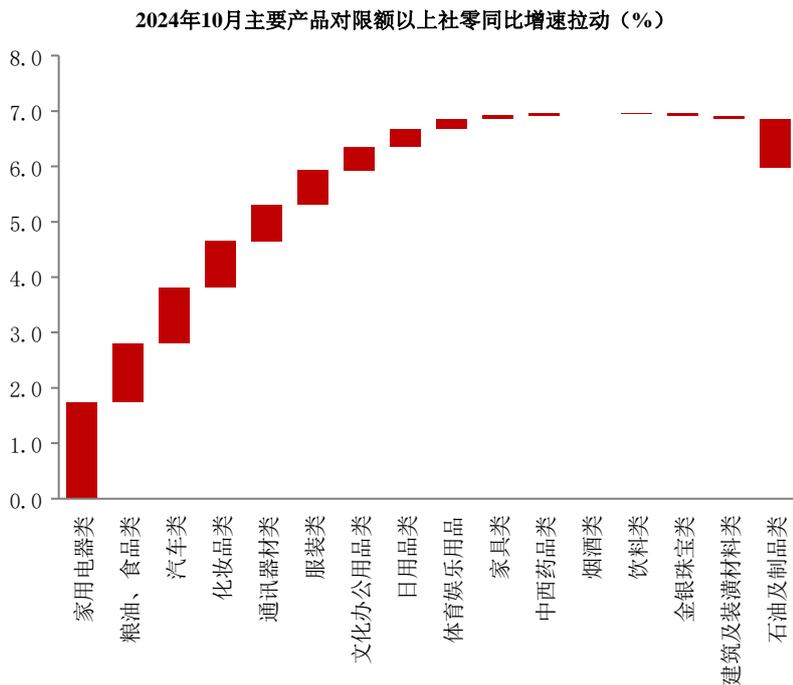
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11：电商双十一较去年提前开启促销



资料来源: 澎湃新闻、新华报业网等, 民生证券研究院

图12：汽车、家电零售延续强势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026