

10月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024年11月15日

核心观点：10月实体经济数据继续体现政策成效——社会消费品零售数据和失业率继续超预期改善。然而固定资产投资和工业生产总产值增速略逊于市场预期，凸显了经济复苏的不均衡。此外，10月部分实体经济数据亦受到了“双十一”电商促销前置和出口强势回升的提振，其可持续性面临挑战。考虑到经济复苏不均衡和基础不稳固等问题，我们认为政策支持仍需继续。我们相信短期内将重政策落实，但是中期政策刺激将继续加码。接下来重点关注12月中央经济工作会议对明年的政策定调。

受消费品以旧换新政策和双十一电商促销前置影响，10月社会消费品零售同比增速继续超预期上升。社会消费品零售总额同比增速从9月的3.2%继续加快到10月的4.8%，远好于市场预期的3.8%。两年复合平均增速亦上升1.9个百分点到6.2%。细分来看，商品零售的改善继续推动零售增速超预期上升（10月：5.0%，9月：3.3%，图表1），其中家电（10月：39.2%，9月：20.5%）和汽车（10月：3.7%，9月：0.4%）的销售增速在消费品以旧换新政策的提振下继续加快（图表3）。此外，或受双十一电商促销活动提前在10月开展的影响，家具销售增速加快7个百分点到7.4%。双十一相关促销同样促进了服装和化妆品的销售。通讯器材零售同比增速也小幅回升。然而，建筑及装潢材料零售同比跌幅仍高（-5.8%），尽管边际改善0.8个百分点。服务消费表现相对较弱，服务零售累计同比增速10月再下滑0.2个百分点到6.5%，餐饮零售同比增速部分仅上升0.1个百分点到3.2%。

固定资产投资累计同比增速10月继续维持在3.4%。这一读数略差于市场预期的3.5%。其中房地产投资跌幅再次扩大，制造业和基建投资增速边际改善（图表4）。具体地说：

1. 在房地产市场方面，销售相关数据改善，投资却走弱。一方面，房地产开发投资累计同比跌幅10月略微扩大到-10.3%（9月：-10.1%），依然低于市场预期的-9.9%（图表5）。与此同时，新开工面积累计同比跌幅在此前连续7个月边际收窄之后，本月有所扩大，至-22.6%。考虑到房地产投资的改善一般要滞后于房产销售改善约半年，我们认为并不需要特别担心投资的再度走弱。另一方面，商品房销售不论是从销售额（10月：-20.9%，9月：-22.7%）还是销售面积（10月：-15.8%，9月：-17.1%）来看跌幅均继续收窄。此外，高频数据显示在政策激励下，房产销售向好的趋势在11月上半月继续维持（图表6）。随着调整契税政策的落地，向好趋势短期内有望维持。最后，70大中城市新建商品房价格环比跌幅10月收窄，尤其是一线城市价格改善显著（图表7），不过同比跌幅由于高基数原因仍继续扩大。



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

10月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固

2. 基建投资增速在连续下滑半年之后，10月终于回升0.2个百分点到4.3%。

这可能得益于基数下降和专项债资金的加快使用。考虑到四季度总共有高达2.3万亿元专项债券资金可用，以及明年1000亿元“两重”建设项目清单和1000亿元中央预算内投资计划的提前下达，基建投资增速12月或继续回升。与此同时，财政部提出的“6+4+2万亿元”一揽子化债方案也有助于缓解此前地方政府因为债务风险不敢轻易推动新基建项目的担忧。

3. 制造业投资增速继续上升0.1个百分点到9.3%。我们相信随着7月升级后的大规模设备更新政策对制造业投资的促进作用逐步显现，制造业投资增速短期内有望继续加快。

工业生产总产值同比增速10月略微下滑，且低于市场预期。工业生产总产值同比增速10月下滑0.1个百分点到5.3%，低于市场预期的5.6%。微跌主要是因为基数上升，两年复合平均增速稳定在5.0%。分行业来看，工业生产总产值的下滑主要是由于电力、热力、燃气及水生产和供应业工业生产总产值的下滑（10月：5.4%，9月：10.1%），制造业和采矿业的工业生产总产值增速均有所加快。

失业率10月继续下跌0.1个百分点到5%，好于预期的5.1%。31大城市失业率也下滑0.1个百分点至5%（图表8）。在政策升级之后，劳动力市场的表现持续好转。

10月实体经济数据继续体现政策成效，然而经济复苏的不均衡和基础不稳固等问题也更加显性化。在消费领域，升级后的消费品以旧换新政策继续促进汽车和家电销量的改善。然而10月零售数据的改善亦得益于双十一电商促销的前置，而电商促销仅能短暂提升零售。尤其高达近40%的10月家电零售同比增速或较难延续。

在房地产领域，一系列需求端政策支持让房产销售的改善趋势得以延续。除了房产销售的跌幅收窄之外，我们亦看到了房价的边际改善。这两个指标可谓是房地产复苏的先行指标。然而在此前几轮需求端政策升级之后，房产销售和房价短暂上升之后均再次回落，目前的改善趋势是否能延续仍有待观察，尤其是房价。

在制造业领域，制造业投资继续得益于升级后的设备更新政策。工业生产总产值增速虽然整体略微下降，不过制造业表现尚可，或得益于10月出口的强势回升。然而在此后基数显著提高的背景下，高出口增速或较难延续。除了眼前和发达经济体的贸易冲突日益增多之外，还需要担心特朗普上任后中美关税战卷土重来的风险。

另外，先前发布的其他一些10月经济数据表明这一政策推动的内需改善或仍不稳固：10月CPI同比通胀率再下降，核心CPI虽然微升0.1个百分点，但是依然处在0.2%的偏低水平上（图表9）。10月贷款和社融同比增速均继续下行。9月底央行罕见的同时降准降息似乎成功推高了10月的货币供给量（图表10），然而对信贷需求的提振仍不明显，尤其是企业信贷需求依然较弱（图表11）。在10月实体经济数据发布后，11月15日上午沪深300指数微跌0.41%。

因此我们相信政策支持将继续。我们相信短期内将重政策落实，但是中期政策刺激将继续加码。接下来重点关注 12 月中央经济工作会议对明年的政策定调。具体地说：

- **在财政政策上，11 月 8 日的人大常委会发布会明确了化解风险和促消费两大刺激主线。**在化解风险方面，“6+4+2 万亿元”地方化债方案远高于市场预期，或将让地方政府腾出资源和政策空间，支持投资和消费、改善民生。在支持房地产行业企稳方面，多项优化房地产税收政策已经在 11 月 13 日发布，后续专项债支持收购房企闲置存量土地和商品房作为保障性住房的进展值得期待，财政部表示政策细则仍在研究制定中。我们预计新增专项债额度中将有 8000 亿元或以上资金被用于支持收地收储，不过出于道德风险的考虑，财政部并不一定会公布具体支持规模。在促消费方面，大规模设备更新和消费品以旧换新政策有望二次升级，政府也可能会推出生育和失业方面的社保优惠政策以改善民生。
- **在货币政策上，宽松政策将继续。**我们相信已经预告的四季度 25-50 个基点降准或如期执行。然而，降低政策利率的空间相比 9 月有所缩小。从外部条件看，美联储降息预期在近期大幅缩减。美元指数的升值以及关税战的担忧使得人民币兑美元汇率有所贬值。利差和汇率的压力或制约降息（图表 12、图表 13）。从内部条件看，近期相当部分需求端数据因为此前政策推动作用而边际改善，降低了近期降息的迫切性。因此，我们认为四季度同时降准降息的概率显著下降。然而如果经济动能再次转弱，那么我们不排除今年接下来仍有 10-20 个基点降息的可能性。

央行亦可能积极使用结构性工具（尤其是再贷款工具）以达到支持重点行业和特定领域的目的。尤其需要关注住建部发布会提到的支持收购存量土地的专项再贷款的设立。此外，通过发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本的举措或让银行业可以更好地服务实体经济复苏和房地产行业企稳，我们预计发债规模至少在 1 万亿元以上。

- **在房地产政策上，短期重点或聚焦已预告政策的落实以及观测成效。**重点关注政府收购房企存量土地（包括央行预告的收购存量土地专项再贷款）、专项债支持收地收储以及 100 万套货币化安置城中村和危旧房改造等政策的进展。如果政策成效不及预期，政府仍有空间扩展货币化安置城中村改造的规模以及提供更多更便宜的资金支持收购房企存量房。如果政策得以稳健推进，那么我们认为房产销售最早在明年年中有望企稳（同比增速转正）。

投资风险：后续政策刺激和政策成效不及预期；消费复苏乏力；房地产行业迟迟不能企稳；特朗普执政后的中美关系风险，尤其在贸易方面。

图表 1: 消费品零售总额增速有所改善

	24年10月		上月		两年平均/19年同期 (%)
	10月同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	上月同比增速 (%)	19年同期 (%)	
社会消费品零售总额	4.8	6.2	3.2	7.2	66.7
服务零售 (累计)	6.5		6.7		
餐饮	3.2	9.9	3.1	9.0	35.6
商品零售	5.0	5.7	3.3	7.0	71.4
必需品					
日用品类	8.5	6.4	3.0	12.0	70.8
能源类	-6.6	-0.8	-4.4	-4.5	146.7
自选消费					
服装鞋帽针纺织品类	8.0	7.7	-0.4	-0.8	-1000.0
化妆品类	40.1	19.0	-4.5	6.2	646.8
金银珠宝类	-2.7	3.6	-7.8	-4.5	60.0
通讯器材类	14.4	14.5	12.3	22.9	62.9
汽车类	3.7	7.5	0.4	-3.3	-112.1
住房相关					
家用电器和音像器材类	39.2	23.5	20.5	0.7	5600.0
家具类	7.4	4.5	0.4	1.8	411.1
建筑及装潢材料类	-5.8	-5.3	-6.6	2.6	-223.1

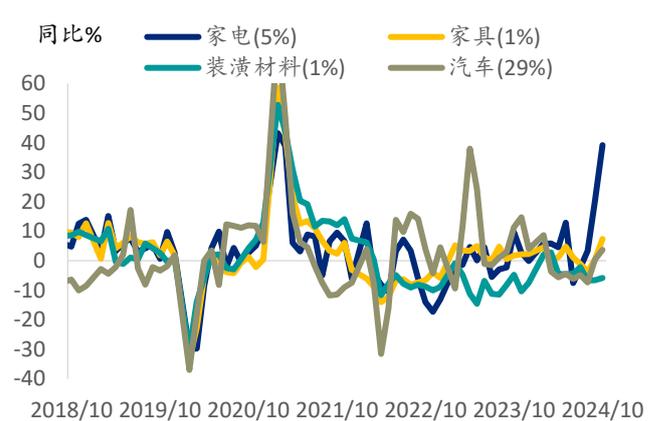
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 2: 10月出口和零售增速加快, 工业增加值微跌



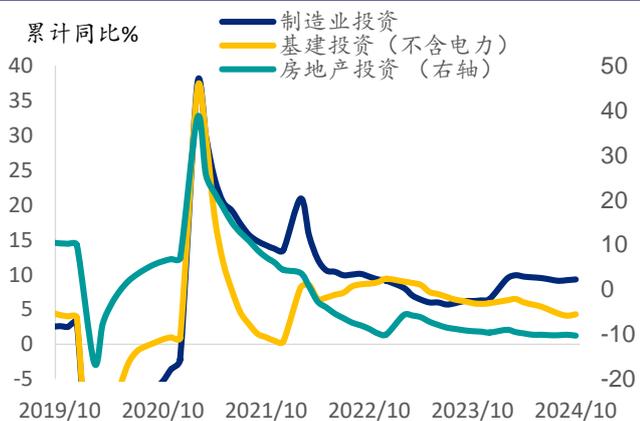
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 3: 耐用品方面, 家电、家具和汽车销售增速10月均加快



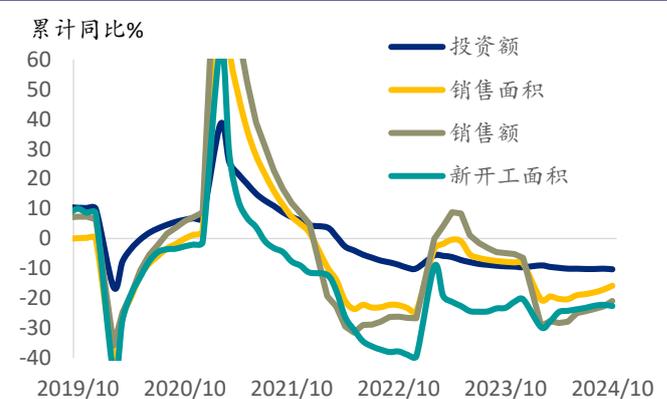
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 4: 房地产投资跌幅再次扩大, 制造业和基建投资增速边际改善



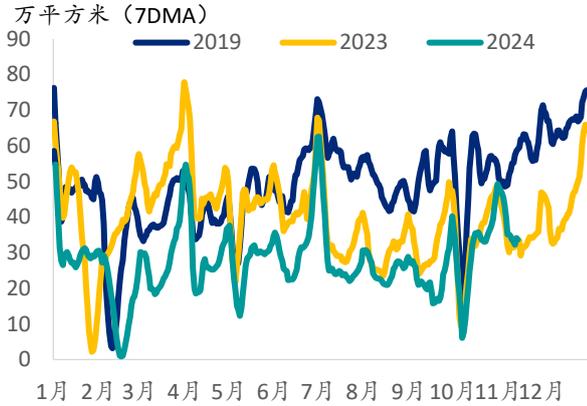
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 5: 房地产销售继续改善, 投资增速下滑



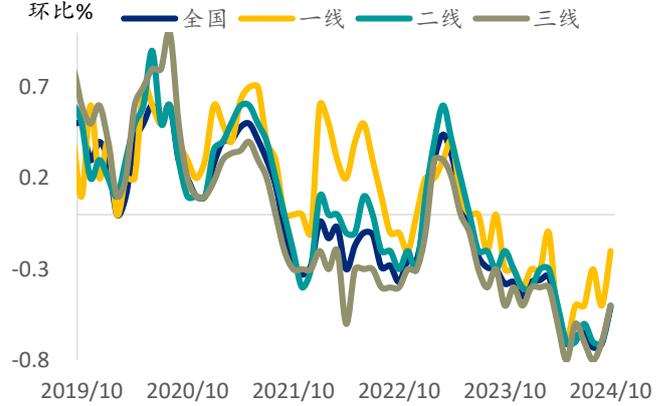
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 6: 30 大中城市商品房销售 11 月上半月继续向好



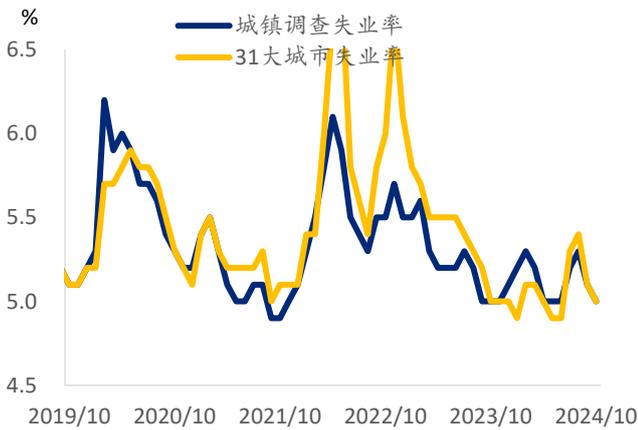
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 7: 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅 10 月收窄, 尤其是一线城市价格改善显著



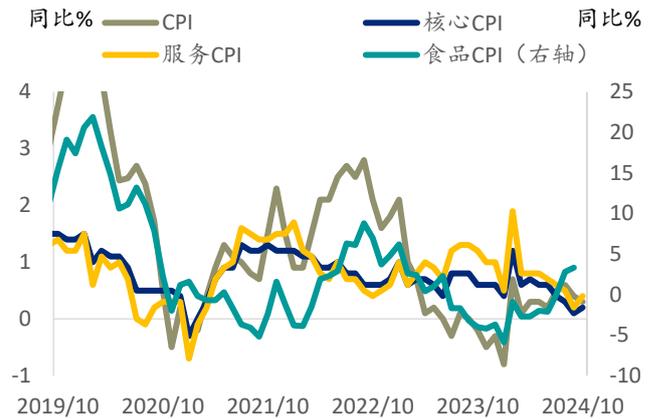
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 8: 失业率 10 月继续下降



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 9: 核心 CPI 同比增速虽然微升 0.1 个百分点, 但是依然处在 0.2% 的低水平上



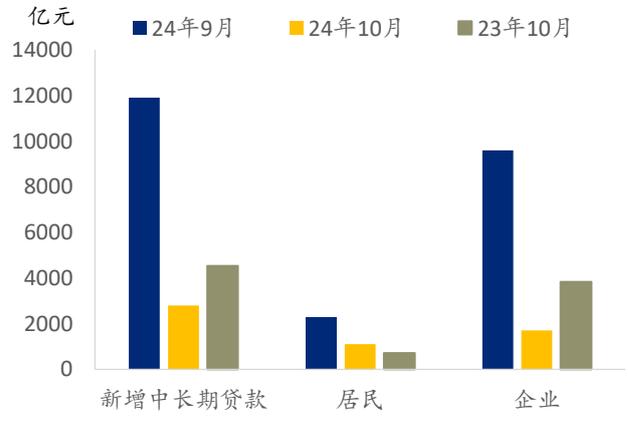
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 10: 9 月降准降息似乎成功推高了 10 月货币供给量, 然而信贷增速继续减慢



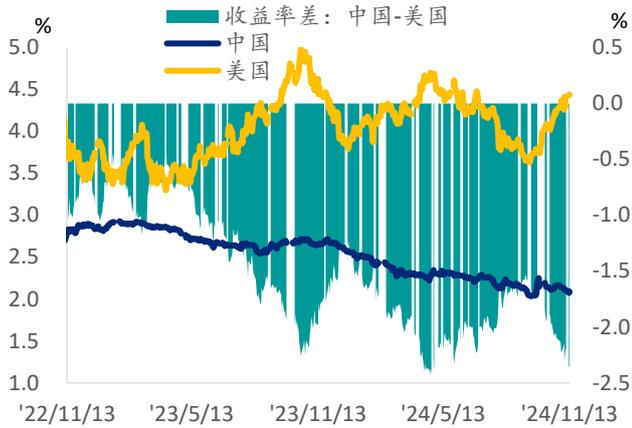
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 11: 私人信贷需求 10 月依然疲软



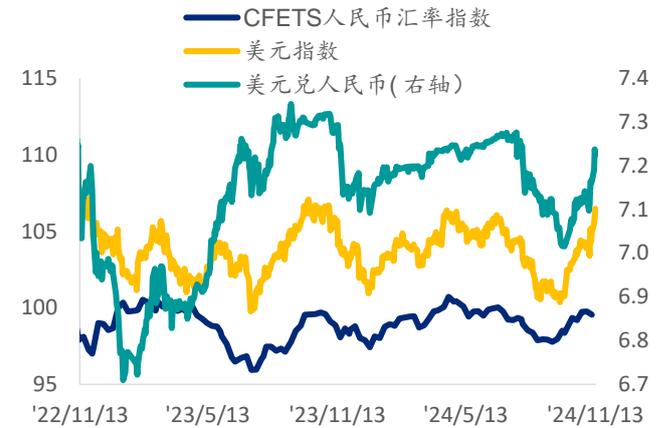
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 12: 受降息预期降温 and 特朗普当选的影响, 美国 10 年期国债收益率走高, 中美利差加大



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 13: 美元指数在特朗普当选后显著升值, 压低人民币兑美元汇率



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 14：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024 年 11 月 6 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？
2024 年 10 月 18 日	三季度经济增速和 9 月实体数据好于预期，后续仍需政策支持
2024 年 10 月 17 日	住建部发布会宣布增量措施促进房地产市场平稳健康发展
2024 年 10 月 12 日	财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向
2024 年 10 月 8 日	国家发改委发布会介绍一揽子政策推进情况，并预告政策支持措施
2024 年 10 月 3 日	月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏
2024 年 10 月 2 日	货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？
2024 年 9 月 24 日	国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场
2024 年 9 月 14 日	8 月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发
2024 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：静待经济动能改善
2024 年 8 月 15 日	7 月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力
2024 年 7 月 31 日	二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认
2024 年 7 月 29 日	月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰
2024 年 7 月 24 日	央行 7 月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始
2024 年 7 月 18 日	三中全会公报解读：稳中求进建设高水平社会主义市场经济体制和实现高质量发展
2024 年 7 月 16 日	宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？
2024 年 7 月 15 日	二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力
2024 年 6 月 20 日	月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对 7 月两大会议有何期待？
2024 年 6 月 17 日	5 月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 17 日	新一轮全国性房地产支持政策解读
2024 年 5 月 17 日	4 月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续
2024 年 4 月 30 日	一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级
2024 年 4 月 22 日	月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性
2024 年 3 月 20 日	月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏
2024 年 3 月 18 日	1-2 月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续
2024 年 3 月 14 日	大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布，影响几何？
2024 年 2 月 1 日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024 年 1 月 24 日	央行宣布降准 50 个基点，预示货币政策将继续维持宽松
2024 年 1 月 17 日	四季度经济增速略弱于预期，但 12 月数据初显政策成效
2024 年 1 月 5 日	月度宏观洞察：静候佳音
2023 年 12 月 15 日	11 月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱
2023 年 12 月 13 日	中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场
2023 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑
2023 年 11 月 7 日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023 年 10 月 6 日	国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏
2023 年 9 月 26 日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023 年 9 月 15 日	央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？
2023 年 9 月 13 日	城中村改造对经济的影响有多大？
2023 年 9 月 1 日	月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续
2023 年 9 月 1 日	央行三箭齐发稳地产，影响几何？
2023 年 8 月 9 日	7 月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力
2023 年 8 月 2 日	央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？
2023 年 7 月 31 日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023 年 7 月 25 日	7 月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置
2023 年 7 月 20 日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023 年 7 月 19 日	促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持
2023 年 7 月 11 日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？
2023 年 7 月 7 日	汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

