

2024年11月16日

## 政策转向后的首考

宏观研究团队

——兼评10月经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

### ● 生产端：工业平稳、供需结构改善，股市楼市回暖提振服务业生产

1、**工业生产：两新加快落地见效但高基数约束下，10月工业生产基本持平前值。**分行业来看，油气开采、化学制品、汽车边际改善，拖累项主要在于交运设备。供需结构边际改善，1-10月工业企业产销率回暖了0.2个百分点至96.3%，与2023年同期差距进一步收窄。

2、**服务业生产：股市、楼市回暖贡献明显增量。**10月服务业生产大幅改善1.2个百分点至6.3%，受益于沪深两市交易活跃、10月金融业生产指数同比跳升3.7个百分点至10.2%。

### ● 固投：地产迎库销比拐点，基建、制造业延续改善

1、**地产：销售好于投资，领先指标见指向房价止跌企稳时点或有提前。**10月地产投资当月同比回落了3.0个百分点至-12.3%。从高频指标来看，11月二手房成交大幅超过了历史高位，新房成交延续改善且好于2023年同期，作为领先指标的库销比已见底回升，或指向二手房价降幅有望逐步收窄。需要指出的是复盘海外国家金融风险/地产出清时点来看，其共性为居民偿债比率收敛于11%-13%的水平，但9月24日货币政策加码后我国居民偿债比率修复至10.9%、初步位于临界水平以下，因此我们判断本轮地产改善幅度和延续性应强于517新政。若能配合一定的收入性政策则效果可能更佳。

2、**制造业：设备更新动能仍强。**1-10月制造业累计同比9.3%、较前值小幅回升了0.1个百分点，边际贡献主要来源于有色冶炼、化学制品、纺织业等。

3、**专项债基本发行完毕，基建仍维持中高增速。**测算10月基建当月同比为10.3%，分项均有改善而水利基建动能较强，1-10月水利占基建比重已提升至6.6%。往后看，专项债基本发行完毕但仍有大量资金未支出使用、形成实物工作量，预计基建增速仍有上行空间。

### ● 消费显著放量，测算以旧换新补贴资金进度约70%-88%

1、**受益于消费品以旧换新加快见效、“双十一”大幅提前，以及潜在的股市回暖兑现财富效应，10月消费显著改善，符合此前我们对“10月消费品显著放量”的判断。**分品类来看可选好于必选，化妆品、家电、体娱用品、服装鞋帽、家具的零售增速分别较前值提高了44.6、20.5、18.7、8.4、7.0个百分点，其中化妆品和服装鞋帽主因本次“双十一”大幅提前而业绩错月放量。

2、**消费品以旧换新加快资金支出，测算截至11月8日进度约70%-88%。**截至11月8日消费者购买家电产品3045.8万台、带动销售1377.9亿元，对应中央财政补贴约为262.7亿元。家电占总补贴比重20%-25%，则推算截至11月8日消费品补贴资金已使用约1051-1313亿元（262.7亿元家电补贴/家电占总补贴比重），进度或达70%-88%。

3、倘若推算值与实际误差不大，则可进一步判断1500亿元消费品以旧换新体量未能充分满足居民需求，我们认为2024年超长债支持“两新”有望规模扩容、增加覆盖品类以及可能支持服务消费。

● **风险提示：**政策力度不及预期，美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《美联储12月或仍可降息25bp，但不确定性在累积—美国10月CPI点评》  
-2024.11.14

《中国扩大内需的路径选择—2025年宏观展望》-2024.11.12

《信贷需求边际改善—宏观经济点评》-2024.11.11

## 目 录

1、 生产端：工业平稳、供需结构改善，股市楼市回暖提振服务业生产 .....	3
2、 固投端：地产迎库销比拐点，基建、制造业延续改善 .....	3
3、 消费显著放量，测算以旧换新补贴资金进度约 70%-88% .....	6
4、 风险提示 .....	8

## 图表目录

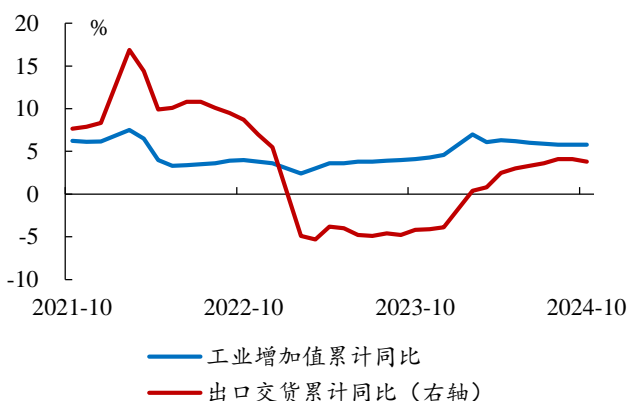
图 1： 工业生产基本持平前值 .....	3
图 2： 产销率延续改善 .....	3
图 3： 商品房销售降幅收窄 .....	4
图 4： 库销比领先于二手房价、已止跌回升 .....	4
图 5： 11 月二手房成交大幅上扬 .....	4
图 6： 11 月新房成交超过 2023 年同期 .....	5
图 7： 海外国家发生金融地产风险/去杠杆时点，普遍对应居民偿债比率在 11%-13% .....	5
图 8： 2024Q3 我国居民偿债比率修复至 10.9%，已位于临界水平（11%）以下 .....	5
图 9： 设备更新增速仍高 .....	6
图 10： 有色冶炼、化学制品、纺织业投资增速改善 .....	6
图 11： 专项债基本发行完毕，基建仍增速仍高 .....	6
图 12： 基建分项均有改善，水利回升幅度较大 .....	6
图 13： 商品零售大幅回暖 .....	7
图 14： 化妆品、家电、体娱用品、服装鞋帽、家具零售增速改善 .....	7
图 15： 截至 11 月 8 日，家电以旧换新销售 1377.9 亿元 .....	8
图 16： 截至 11 月 8 日，测算消费品以旧换新资金进度约 70%-88% .....	8

2024年10月工业增加值同比5.3%(预期5.6%)，社零同比4.8%(预期3.9%)，服务零售额累计同比6.7%，固定资产投资累计同比3.4%(预期3.5%)。其中，基建、制造业、房地产投资分别为9.4%、9.3%、-10.3%，对应预期为4.1%、9.3%、-10.1%。

## 1、生产端：工业平稳、供需结构改善，股市楼市回暖提振服务业生产

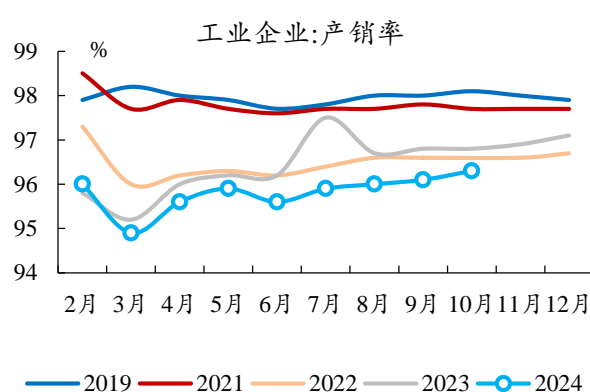
(1)工业生产：两新加快落地见效但高基数约束下，10月工业生产基本持平前值，亮点在于供需结构边际改善。9月工业增加值同比下滑了0.1个百分点至5.3%，分行业来看油气开采、化学制品、汽车边际改善了3.8、2.3、1.6个百分点，拖累项主要在于交运设备。供需结构来看，1-10月工业企业产销率回暖了0.2个百分点至96.3%，与2023年同期的差距进一步收窄。

图1：工业生产基本持平前值



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图2：产销率延续改善



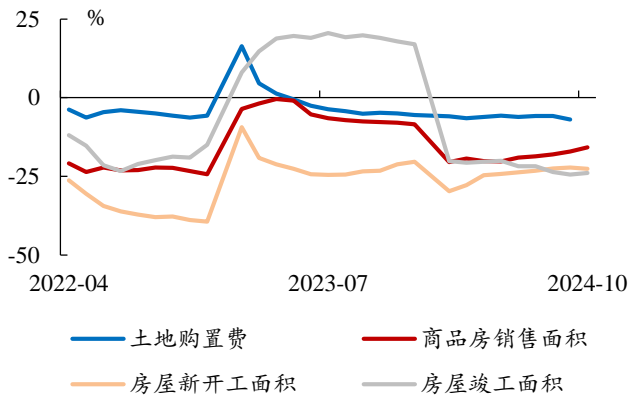
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)服务业生产：股市、楼市回暖贡献明显增量。10月服务业生产大幅改善1.2个百分点至6.3%，受益于沪深两市交易活跃、10月金融业生产指数同比跳升3.7个百分点至10.2%；楼市新房销售改善、二手房交易明显上扬，改善幅度为2024年最大。

## 2、固投端：地产迎库销比拐点，基建、制造业延续改善

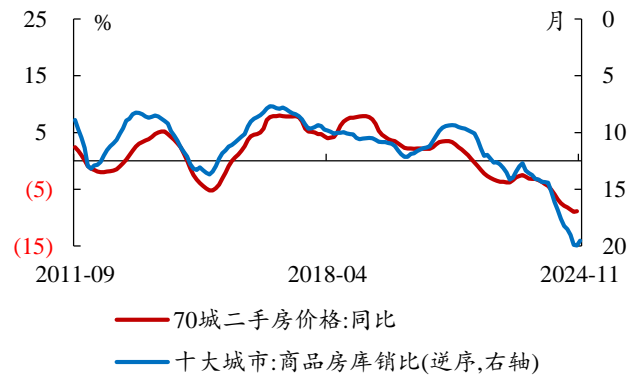
(1)地产：销售好于投资，领先指标见底指向房价止跌企稳时点或有提前。1-10月地产投资累计同比为-10.3%，测算10月地产投资当月同比约-12.3%、较上月回落了3.0个百分点，新开工、竣工、销售面积累计同比分别较前值变动了-0.4、+0.5、+1.8个百分点。

图3: 商品房销售降幅收窄



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 库销比领先于二手房价、已止跌回升

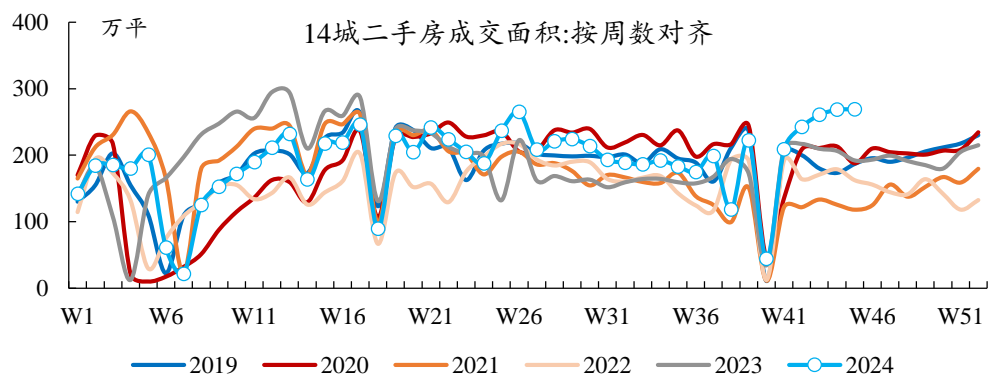


数据来源: Wind、开源证券研究所

从高频指标来看, 11月二手房成交持续上扬、大幅超过了历史高位, 新房成交延续改善且好于2023年同期, 作为领先指标的库销比已见底回升, 或指向二手房价降幅有望逐步收窄。近期地产一揽子组合拳覆盖了居民需求、政府(收储)需求、货币化安置、保交楼、房企流动性支持, 或形成合力推动房地产市场止跌企稳。

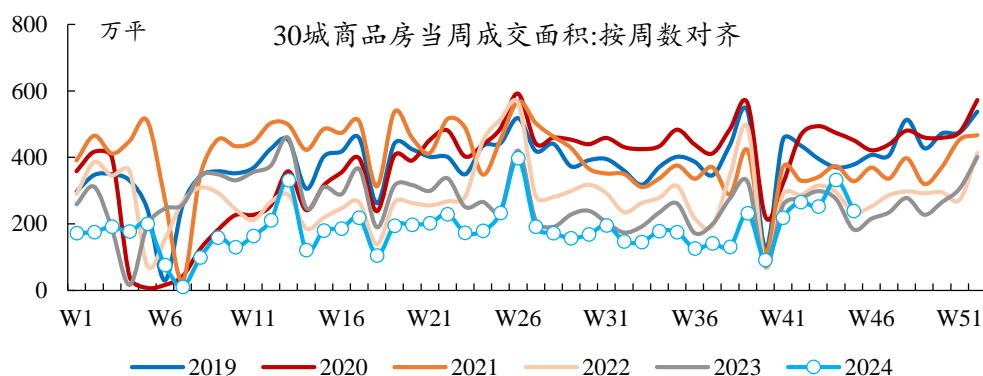
需要指出的是, 复盘海外国家金融风险/地产出清时点来看, 其共性为居民偿债比率收敛于11%-13%的水平, 我国同样符合这一规律, 但9月24日货币政策加码后我国居民偿债比率修复至10.9%、初步位于临界水平以下, 因此我们判断本轮地产改善幅度和延续性有望明显强于517新政, 若能配合一定的收入性政策则效果可能更佳。

图5: 11月二手房成交大幅上扬



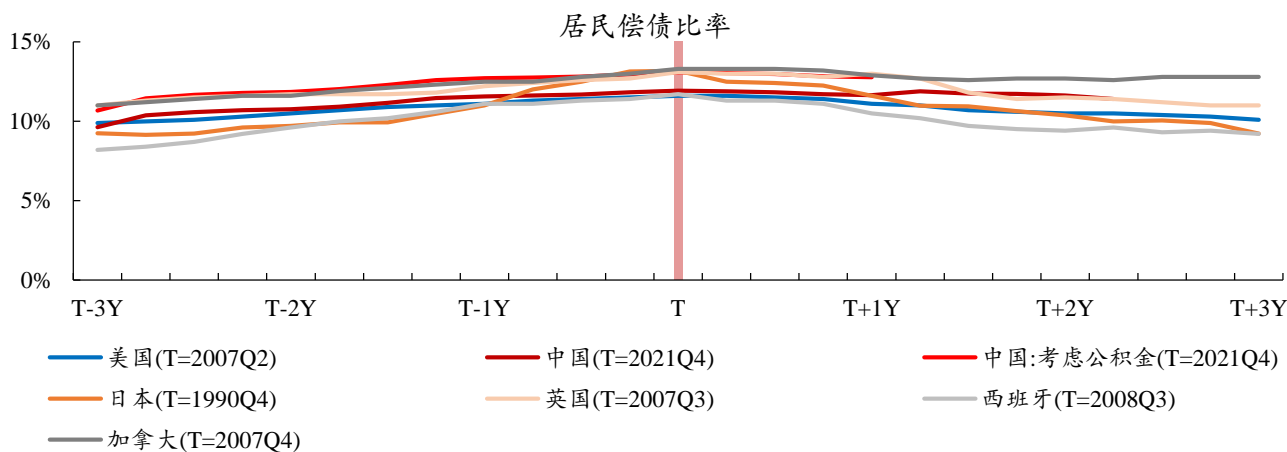
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 11月新房成交超过2023年同期



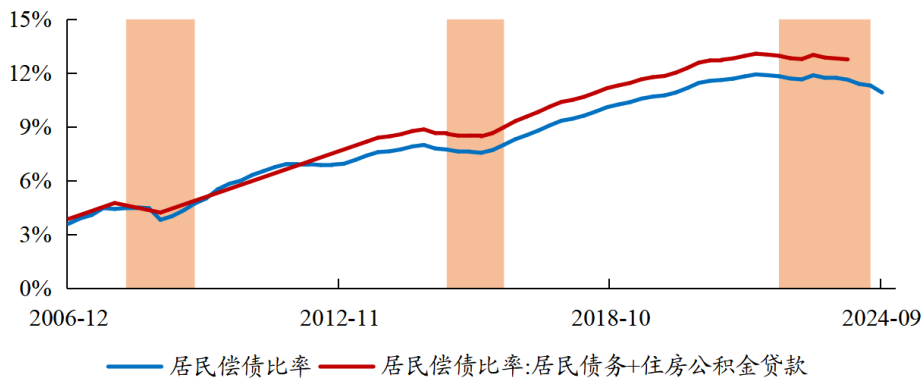
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 海外国家发生金融地产风险/去杠杆时点, 普遍对应居民偿债比率在 11%-13%



数据来源: BIS、Wind、开源证券研究所

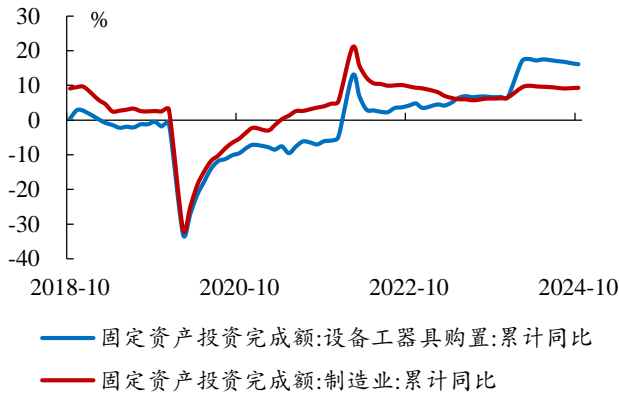
图8: 2024Q3 我国居民偿债比率修复至 10.9%, 已位于临界水平 (11%) 以下



数据来源: BIS、Wind、开源证券研究所

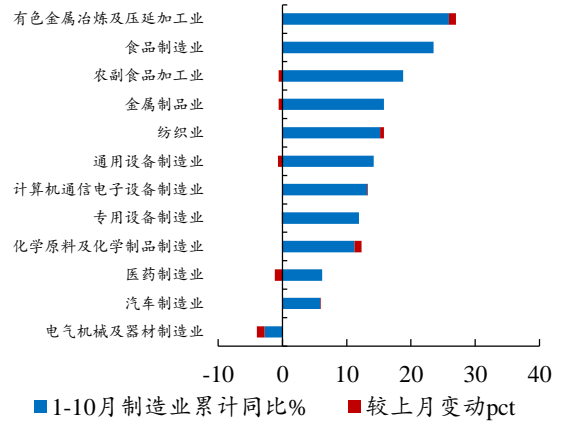
**(2)制造业：设备更新动能仍强。**1-10月制造业累计同比9.3%、较前值小幅回升了0.1个百分点；其中设备工器具购置累计同比16.1%。分行业来看，有色冶炼、化学制品、纺织业投资增速较前值改善了1.1、1.1、0.6个百分点，食品制造、农副食品加工、金属制品仍维持较高增速。

图9：设备更新增速仍高



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

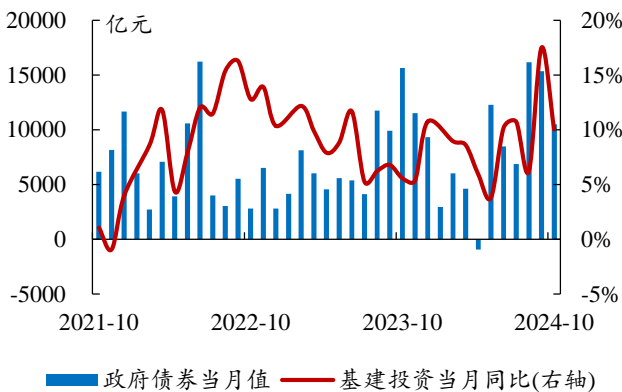
图10：有色冶炼、化学制品、纺织业投资增速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

**(3)专项债基本发行完毕，基建维持较高增速：**1-10月广义基建累计同比改善了0.1个百分点至9.4%，测算10月基建当月同比为10.3%、较前值有所回落。分项来看均有改善而水利管理回升幅度较大，1-10月水利占基建比重已提升至6.6%。往后看，专项债基本发行完毕但仍有大量资金未支出使用、形成实物工作量，预计基建增速仍有上行空间。

图11：专项债基本发行完毕，基建仍增速仍高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：基建分项均有改善，水利回升幅度较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、消费显著放量，测算以旧换新补贴资金进度约70%-88%

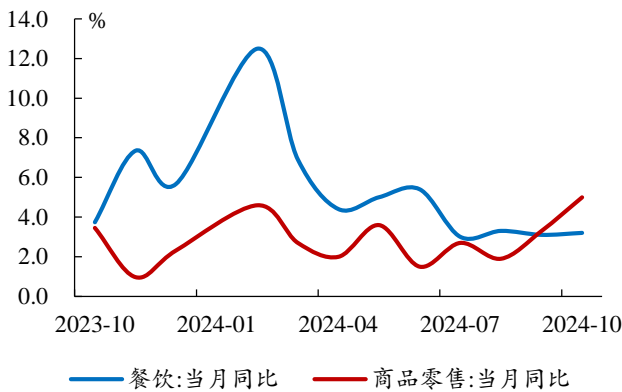
受益于消费品以旧换新加快见效、“双十一”大幅提前，以及潜在的股市回暖兑现财富效应，10月消费显著改善。1-10月社零累计同比改善了0.2个百分点至3.5%，



10月社零当月同比则大幅改善了1.6个百分点至4.8%，高于万得一致预期的3.9%，但符合此前我们对“10月消费品显著放量”的判断。分品类来看可选好于必选，化妆品、家电、体娱用品、服装鞋帽、家具的零售增速分别较前值提高了44.6、20.5、18.7、8.4、7.0个百分点，其中化妆品和服装鞋帽不在政策支持范围、主因本次“双十一”大幅提前而业绩错月放量。美中不足的在于汽车零售增速仅上行3.3个百分点至3.7%，改善幅度相对不大。

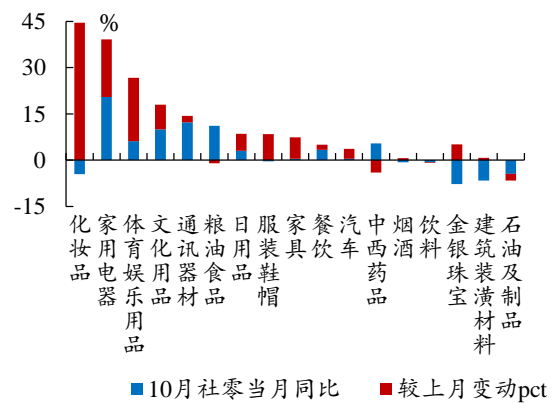
**消费品以旧换新加快资金支出，测算截至11月8日进度约70%-88%**。根据商务部数据，截至11月8日共有2025.7万名消费者购买8大类家电产品3045.8万台、带动销售1377.9亿元，按此前披露信息对应中央财政补贴约为262.7亿元。家电占总补贴比重20%-25%，则推算截至11月8日消费品补贴资金已使用约1051-1313亿元（262.7亿元家电补贴/家电占总补贴比重），进度或达70%-88%。倘若推算值与实际误差不大，则可进一步判断1500亿元消费品以旧换新体量未能充分满足居民需求，我们认为2024年超长债支持“两新”有望规模扩容、扩大覆盖品类以及可能支持服务消费（上海5亿元服务消费券或是一次前置的小范围政策试点）。

图13：商品零售大幅回暖



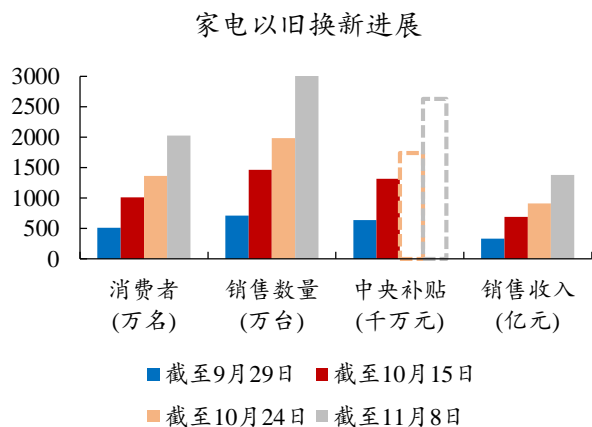
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2023年为两年复合增速

图14：化妆品、家电、体娱用品、服装鞋帽、家具零售增速改善



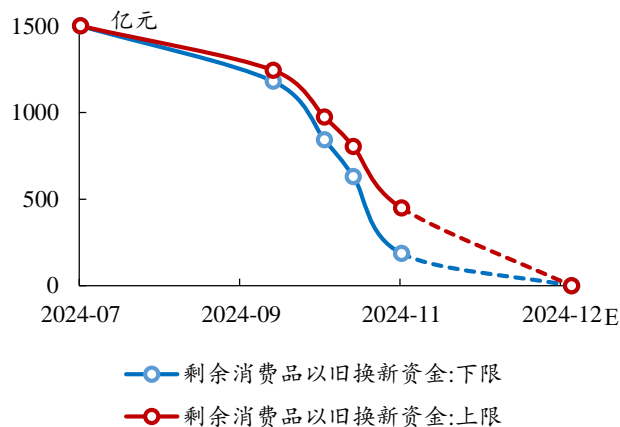
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15: 截至 11 月 8 日, 家电以旧换新销售 1377.9 亿元



数据来源: 商务部、发改委、开源证券研究所

图16: 截至 11 月 8 日, 测算消费品以旧换新资金进度约 70%-88%



数据来源: 商务部、发改委、开源证券研究所

## 4、风险提示

- (1) 政策力度不及预期;
- (2) 美国经济超预期衰退。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn