

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

分析师：游勇

执业证书编号：S0740524070004

Email: youyong@zts.com.cn

相关报告

- 1、《“特朗普交易”或进一步分化》
2024-11-14
- 2、《明年通胀怎么看？》2024-11-12
- 3、《四季度通胀怎么看？》
2024-11-10

报告摘要

- 2024年11月15日，国家统计局公布10月经济数据，10月经济整体改善，工增、社零、固投同比分别增长5.3%、4.8%和3.4%。如何理解这一经济数据？
- “924新政”以来，国内政策转向发力，经济向上的方向基本确定，关键在政策力度与复苏斜率。10月PMI已经提前验证经济整体的改善现实，10月经济数据提供了更为详细的参考。
- **10月经济改善，“三驾马车”中出口和消费较上月改善明显，投资持平上月。**
投资单月同比3.4%，持平上月，地产投资拖累，制造业投资“逆周期”走强。10月地产、基建与制造业投资同比分别为-12.3%、10%和10%，分别较上月-3.0pct、-7.6pct和+0.3pct。
消费和出口表现亮眼，突破年内最高增速（不考虑春节特殊月份）。10月社零和出口同比分别为4.8%和12.7%，分别较上月改善1.6和10.3个百分点。
- **生产方面，服务业生产加速增长，工业生产保持较高增速。**
10月服务业产出加快，金融、信息技术、租赁等行业拉动较为显著。10月服务业生产指数同比6.3%，较上月+1.2pct。根据国家统计局，“金融业，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业生产指数同比分别增长10.2%、9.5%、8.8%，分别快于服务业生产指数3.9、3.2、2.5个百分点。”
工业生产维持高景气，公用事业增长放缓。10月规模以上工业增加值同比5.3%，较上月-0.1pct，但绝对读数仍是下半年以来的较高水平。分门类来看，制造业与采矿业增加值同比进一步改善，拖累主要为水电燃气供应业。10月水电燃气供应业同比从上月异常高值（10.1%）回归正常水平。
高技术行业依旧是推动制造业景气的主要动能。“装备制造业增加值同比增长6.6%，高技术制造业增加值增长9.4%”，都显著高于制造业（5.4%）。产品中，“新能源汽车、工业机器人、集成电路产品产量同比分别增长48.6%、33.4%、11.8%”。
- **“两新政策”叠加今年“双十一”提前，消费走强或为脉冲效应。**
10月社零同比冲高，餐饮收入表现一般，商品零售增长突破年内高值。10月，社零同比增长4.8%，较上月+1.6pct。其中，餐饮收入同比3.2%，较上月仅+0.1pct；商品零售同比5.0%，突破年内最高增速，较上月+1.7pct。
商品零售中，家具家电、汽车拉动提升显著，或受“两新”政策拉动。10月限额以上商品中，家电零售额同比增长39.2%，较上月+18.7pct。汽车销售增速连续2个月提升。家电与汽车两项就拉动10月限额以上商品零售同比增长3.1个百分点，贡献了增速提升的66.9%。
体育娱乐用品、化妆品、服装等零售的高景气，可能是基数效应推动。今年“双十一”活动相比往年提前，10月的销售就有明显改善。10月体育娱乐用品、化妆品同比分别增长26.7%和40.1%，较上月分别+20.5pct和+44.6pct。服装零售在上月仍负增长，10月增速提升至8.4%。这几类商品具有较强的网购属性，今年“双十一”促销错峰可能导致10月销售额“脉冲式”增长。后续需要观察11月份的消费数据。
- **地产数据表现分化，销售量价均改善，地产投资依旧磨底，后续仍待观察。**
10月商品房销售同比跌幅大幅收窄。商品房销售面积和销售额同比分别为-1.6%和-1.0%，分别较上月+9.4pct和+15.3pct。单位面积销售价格同比0.6%，也较上月增速（-5.9%）有明显改善。10月地产新政进一步出台，“四个取消”、“四个降低”等政策，调整或取消了居民购房限制，降低了居民购房成本，短期或有一定影响。不过结合历史来看，新政的提振的持续性还需要观察。
房地产开发投资仍无太大起色。10月房地产开发投资同比-12.3%，较上月走低3.0个百分点。施工、新开工与竣工中，仅竣工面积同比较上月改善。
- **经济向上符合预期，但关键在斜率，我们提示：一看复苏动能，二看政策力度。**
复苏动能方面，内需不强、外需走弱的整体格局并未趋势性扭转。10月出口与消费增速的“冲高”分别受异常天气扰动出口节奏和“双十一”活动提前的影响。但10月出口新订单指数还在走弱，消费数据中餐饮收入表现一般也暗示内需并未大幅改善。
政策力度方面，924新政后，货币政策宽松先行，但财政政策并未超预期。10.12财政部新闻发布会明确给出了“化债-地产-三保-消费”的增量政策导向。11月全国人大

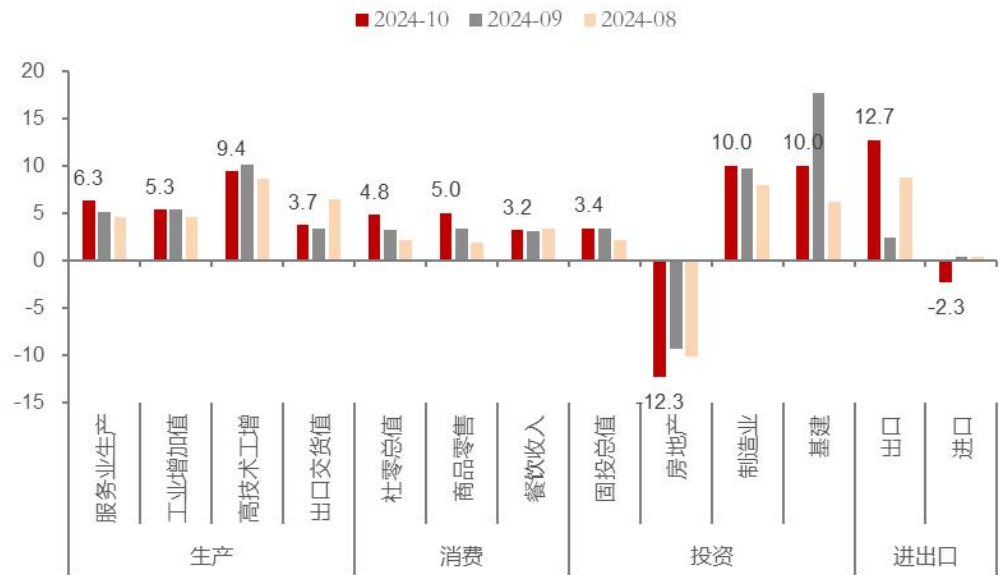
常委会关于增量财政政策的讨论安排，最终确定的是 10 万亿元隐债化解方案，并未提及预算调整和国债增发。

- **“弱现实”可能并未向“强预期”收敛，股债定价迎来分化。**
股市仍处于“强预期”阶段，后续或维持宽幅震荡行情。在“弱现实”改善之前，关注后续政策指引。除财政、货币政策外，监管动态也值得关注。
债市逐渐回归现实基本面，关注化债落地后的供给冲击。“股债跷跷板”效应已经不再明显，上周美国大选和全国人大常委会落定后，债市表现后续关注化债落地后的供给冲击。
- **风险提示：国内政策超预期，经济复苏超预期，海外地产变化超预期。**

图表目录

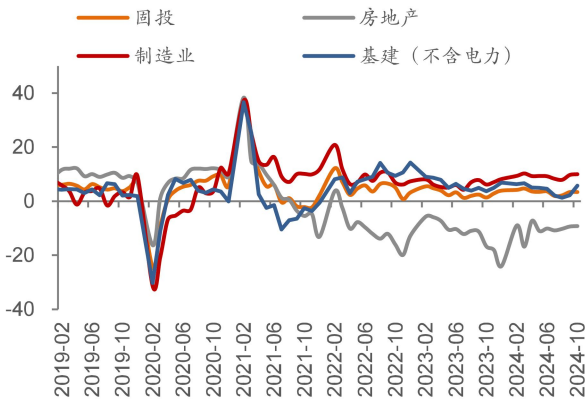
图表 1: 10 月主要经济指标增速一览 (%)	4
图表 2: 固定资产投资与主要分项增速变化 (%)	4
图表 3: 10 月地产投资与销售同比 (%)	4
图表 4: 10 月限额以上各商品零售同比 (%)	5
图表 5: 10 月各商品对限额以上商品零售的同比拉动 (%)	5
图表 6: 近 3 个月社零同比增速 (%)	5
图表 7: 10 月地产销售同比改善 (%)	5

图表 1: 10 月主要经济指标增速一览 (%)



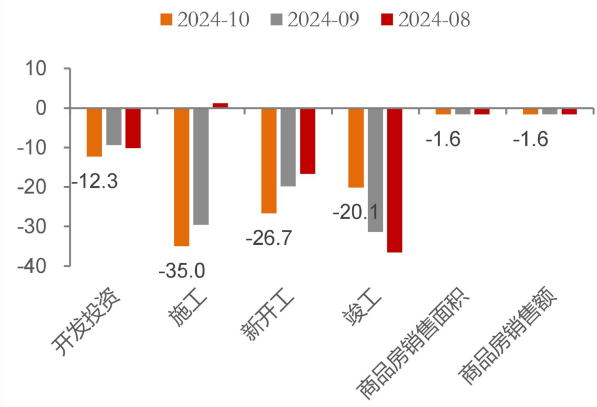
来源: WIND, iFind, 中泰证券研究所

图表 2: 固定资产投资与主要分项增速变化 (%)



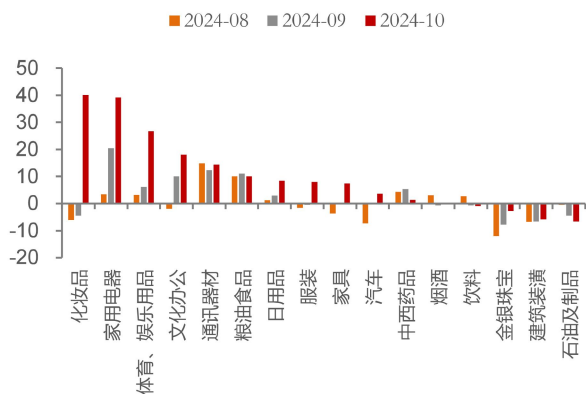
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 10 月地产投资与销售同比 (%)



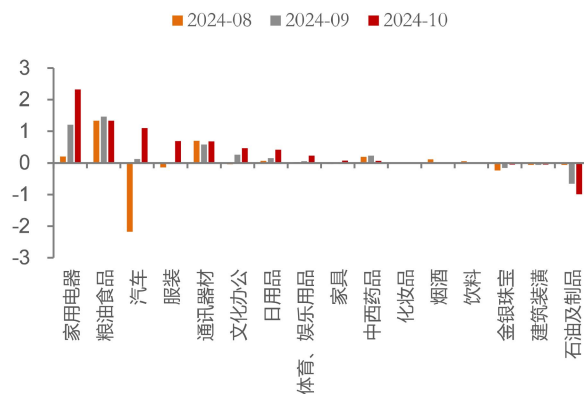
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 10 月限额以上各商品零售同比 (%)



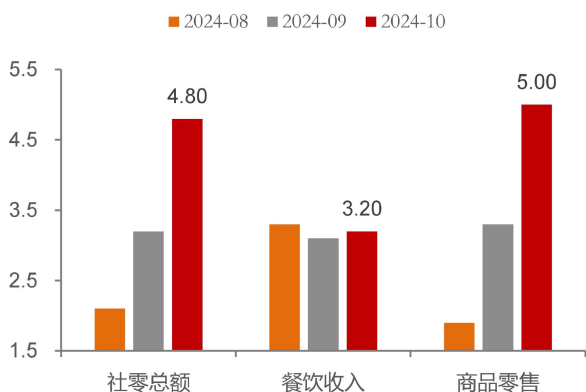
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 10 月各商品对限额以上商品零售的同比拉动 (%)



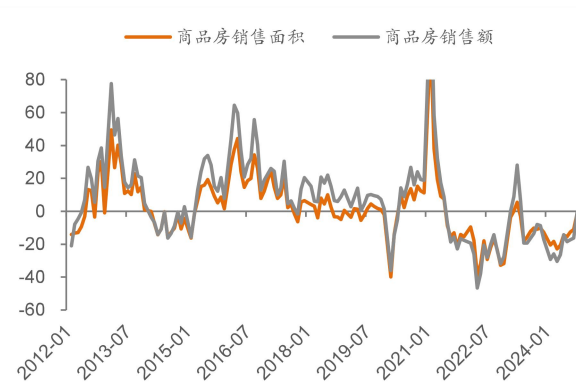
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 近 3 个月社零同比增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: 10 月地产销售同比改善 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。