

# 宏观

证券研究报告

2024年11月16日

## 消费重回区间上沿

10月经济继续企稳回升。在服务业生产指数带动下（10月上行1.2个百分点至6.3%），我们估算10月GDP同比增速或上行0.3个百分点至5.1%。经济距离完成全年5%增长目标的差距进一步收窄（四季度只要实现5.2%以上增速即可）。

对于9月以来的消费修复，我们觉得有两点值得注意。

特征一：有政策支持的商品消费强于其他商品消费强于餐饮消费。

特征二：城镇消费修复速度强于乡村消费，一、二线城市消费或有望迎来修复。

**风险提示：**消费变动超预期，经济增长超预期，政策超预期

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

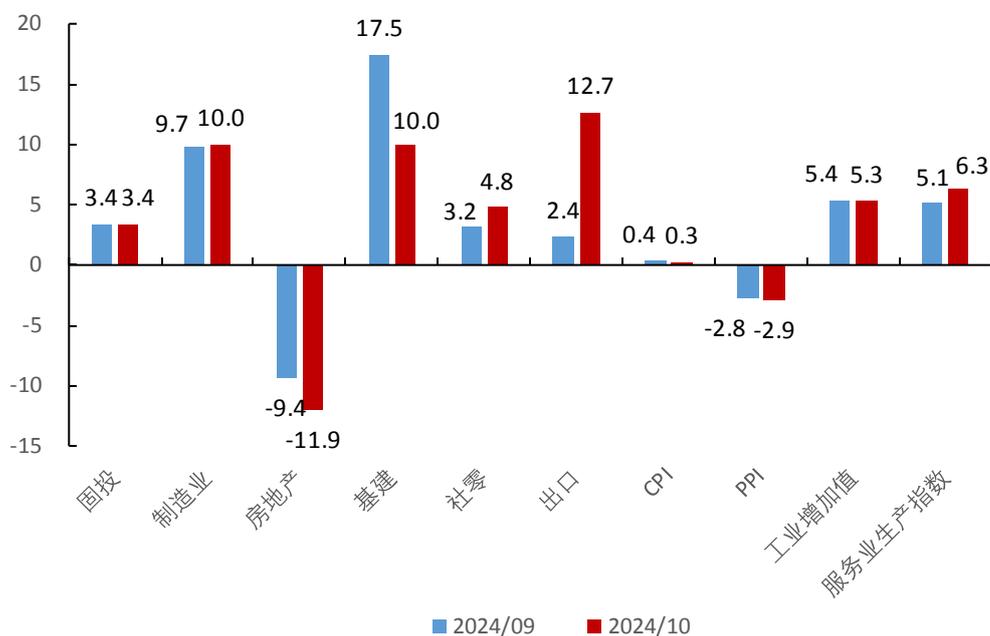
孙永乐 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：宏观点评-美国通胀的不对称风险》 2024-11-14
- 《宏观报告：1108人大常委会解读-重塑地方财政循环》 2024-11-09
- 《宏观报告：宏观点评-出口的持续性如何》 2024-11-08

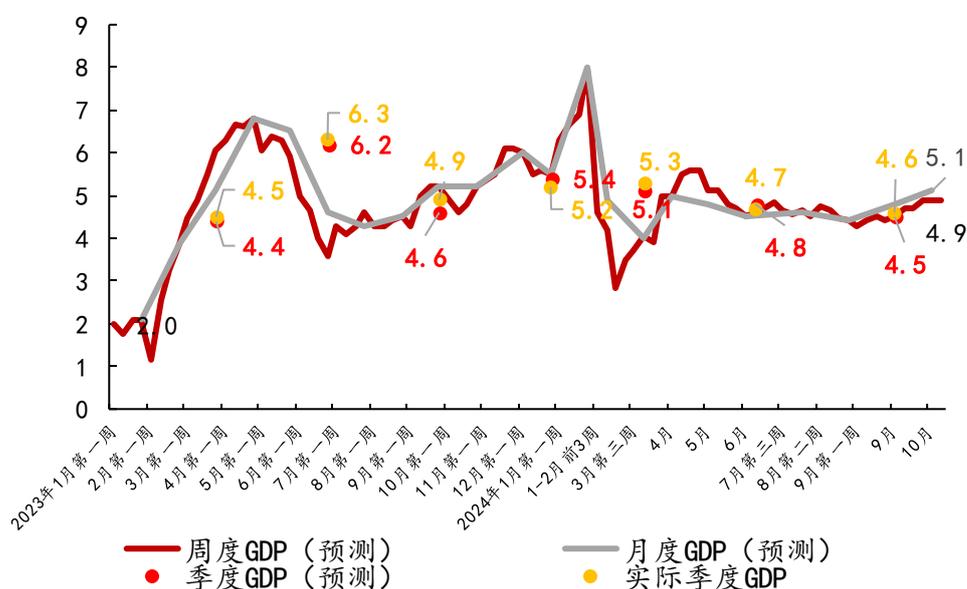
10 月经济继续企稳回升。在服务业生产指数带动下（10 月上行 1.2 个百分点至 6.3%），我们估算 10 月 GDP 同比增速或上行 0.3 个百分点至 5.1%。经济距离完成全年 5% 增长目标的差距进一步收窄（四季度只要实现 5.2% 以上增速即可）。

图 1：经济分项当月同比增速（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 2：10 月 GDP 在服务业带动下或上行至 5.1% 左右（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

从需求端视角来看，10 月经济呈现外需强于内需，消费强于投资的格局。出口大幅反弹是短期因素（台风天气的短期波动）和长期因素（份额提高，外需韧性）共同作用的结果，且随着“抢出口”窗口期临近，出口或将进入高增阶段（详见《出口的持续性如何》，2024.11.08）。这也意味着外需强于内需的格局或延续。

内需方面，受政策影响更直接的消费连续 2 个月好转，10 月社零同比增速在以旧换新商品等的带动下，上行 1.5 个百分点至 4.8%，重回区间上沿。

图 3：社零增速重回区间上沿（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

对于 9 月以来的消费修复，我们觉得有两点值得注意。

#### 特征一：有政策支撑的商品消费强于其他商品消费强于餐饮消费。

在“双十一促销”前置以及以旧换新政策的作用下，10 月份限额以上单位家电、汽车、文化办公用品、家具类商品合计拉动社会消费品零售总额增速达到 1.2 个百分点<sup>1</sup>。其中，涨幅最明显的是地产相关消费（家具、家电、建筑建材），10 月同比上涨 28.1%，高于 9 月 14.7 个百分点。

除“以旧换新”政策影响外，9 月以来房地产销售市场持续回暖对地产后周期商品消费的回升也起到了一定的支撑作用。10 月商品房销售面积累计同比上行 1.3 个百分点至 -15.8%，销售金额上行 1.8 个百分点至 -20.9%。10 月当月商品房销售同比从 -10.8% 上行 9.2 个百分点至 -1.6%。从 11 月高频数据上看，11 月房地产销售继续维持在较高景气度水平。

往后来看，以旧换新政策延续、房地产销售市场景气度延续均有利于家电等耐用消费品消费的持续好转。

商务部数据显示，截至 11 月 11 日，汽车报废更新补贴申请 188.6 万份，置换更新补贴申请超 180 万份<sup>2</sup>（如果按照每辆车 1.5-2 万元补贴<sup>3</sup>，补贴资金或在 315 亿元）；家电方面，2160.8 万名消费者购买 8 大类家电产品 3271.9 万台（按照 10 月 24 日的比例估算，大约使用了 300 亿资金）。截止 10 月 24 日，家装厨卫“焕新”补贴产品约 630 万件，累计带动销售额 190 亿元（按照 15% 的补贴简单估算，大约使用了 28.5 亿资金）。

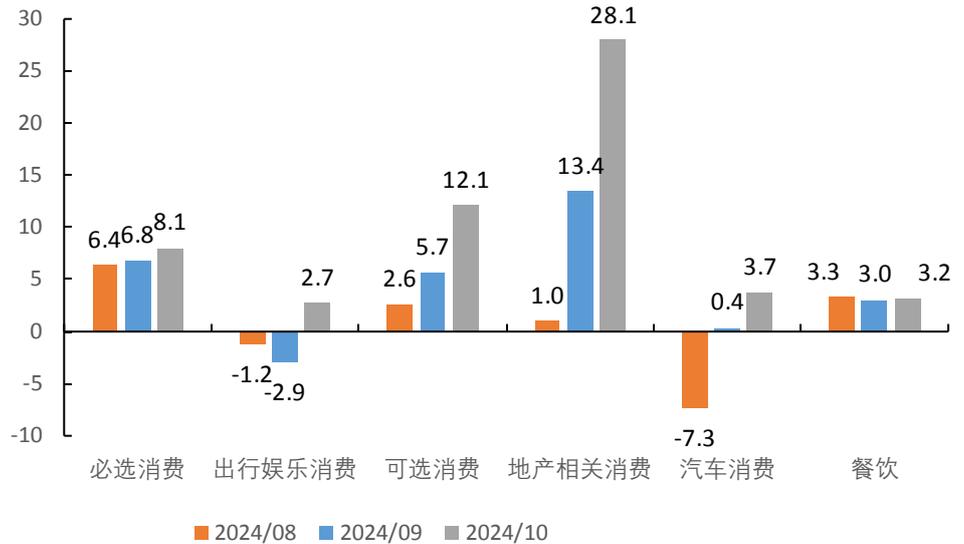
总的来看，目前的资金使用量或在 650 亿左右（考虑到部分地区扩大了补贴范围，如深圳将手机等纳入补贴范围，实际资金使用情况或高于估算值）。考虑到“以旧换新”总资金在 1500 亿，这意味着后续以汽车、家电等为代表的耐用消费品或继续对社零形成支撑，社零增速有望继续处于区间上沿波动，个别月份有望突破 2023 年以来的区间增速，成为年末经济稳增长的主要抓手。

<sup>1</sup> <http://www.scio.gov.cn/live/2024/35112/tw/>

<sup>2</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/ShEl2qjlsI7vDGMOCp5gaQ>

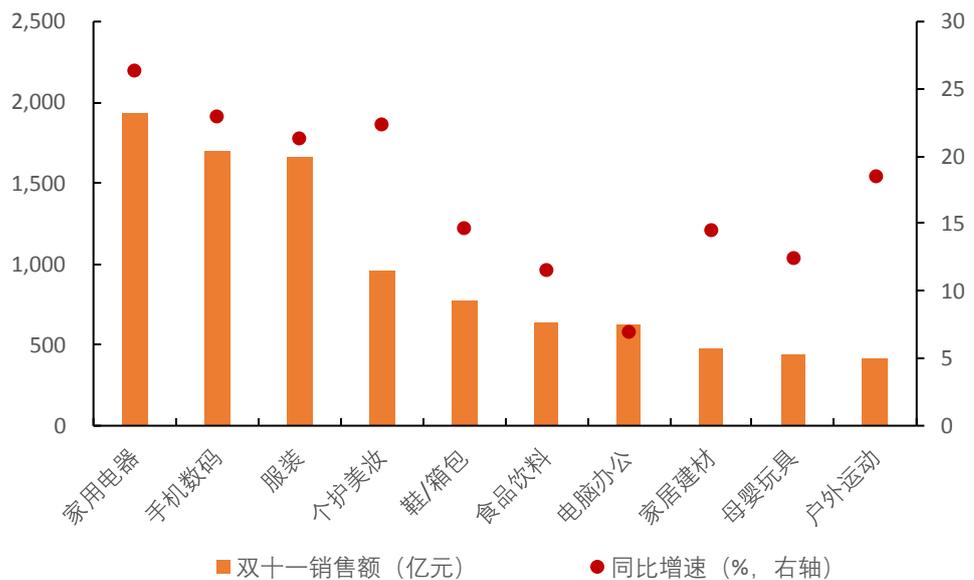
<sup>3</sup> <https://auto.cctv.com/2024/08/20/ARTIm2D1e3dTeyaWBElCxs9X240820.shtml>

图 4：家具相关消费表现明显强于其他品类（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 5：双十一销量情况（单位：%）

资料来源：半熟财经<sup>4</sup>，天风证券研究所

相比于家电汽车等相关商品，食品等必选品、出行相关消费、可选消费相关消费在 10 月零售增速均有所回升，但幅度偏弱。

我们认为这一来受到了双十一促销节奏前置的影响，今年双十一早在 10 月 14 日就已经开始，相比于去年提前 11 天，这会推动了 10 月商品消费整体好转<sup>5</sup>。

二来受益于政策发力，经济增速企稳回升，居民就业和收入端继续好转，10 月全国城镇调

<sup>4</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/ffPfw9uqqbQcgCbl425b1g>

<sup>5</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/hudyGeyBWjr2aYXw7DHzkQ>

查失业率比上月下降 0.1 个百分点，为 5.0%<sup>6</sup>。叠加股票市场好转带来的财产性收入好转，居民的消费意愿和能力或有所提升。

### 特征二：城镇消费修复速度强于乡村消费，一、二线城市消费或有望迎来修复。

10 月城镇、乡村零售同比分别上行 1.6、1 个百分点至 4.7%、4.9%，城乡之间的零售增速差距明显收敛（8 月城镇零售同比低于乡村 2.1 个百分点）。

此前，城乡消费差距走扩可能因为乡村居民收入增速更高（前三季度农村、城市居民可支配收入同比增长 6.6%、4.5%，其中财产性可支配收入增速分别为 6.4%、0.2%）、城市居民受房价下跌影响更大、城市居民消费降级后向周边乡镇地区外溢（如乡村旅游）等等。

### 10 月城镇消费大幅好转或意味着这些因素正在逐渐淡化。

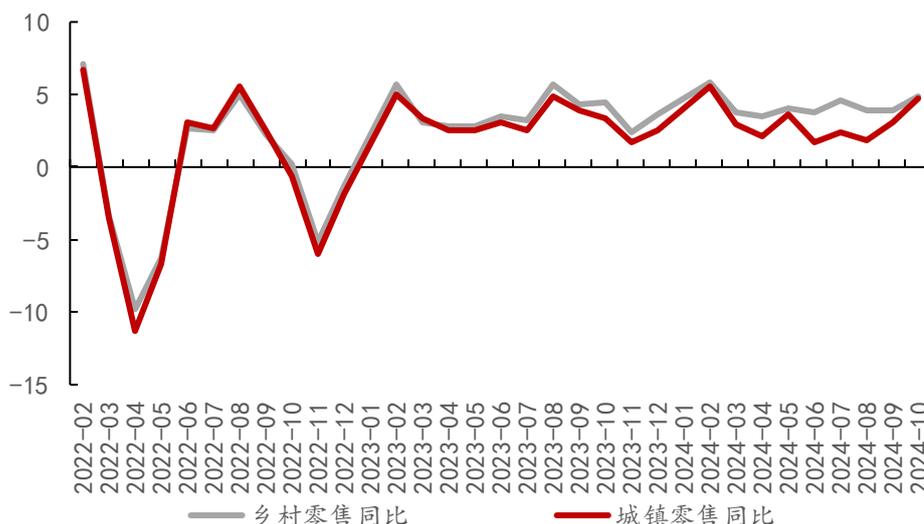
除却双十一的短期影响（低能级城市特别是乡村物流基础设施、线上购物意愿等相对来说会低于高能级城市，双十一对城市消费或更加有利），**房价降幅收敛、股票市场上涨带来财产性收入提高对城镇居民以及高能级城市居民的消费或能够形成持续性利好。**

**受益于前期政策逐渐生效，10 月商品房价格降幅收窄，一、二、三线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.2%、0.5%、0.5%，降幅比上月收窄 0.3、0.2、0.2 个百分点<sup>7</sup>。**其中，一线城市二手住宅销售价格环比由上月下降 1.2% 转为上涨 0.4%，为近 13 个月以来首次转涨。其中，北京、上海和深圳分别上涨 1.0%、0.2% 和 0.7%，广州下降 0.4%。这意味着房价下跌造成的资产缩水压力的有所缓和，居民资产端对消费的拖累或有所下滑。

另外，股市好转、失业率下滑或也有望带动城市居民特别是财产性收入占比高的高能级城市居民收入好转。

总的来看，受益于以旧换新等政策以及房价降幅的短期缓和，年内消费或有望继续处于 2023 年以来社零的区间上沿。四季度消费的高增也能够推动全年 5% 的增速目标实现。

图 6：城镇消费修复速度加快（单位：%）

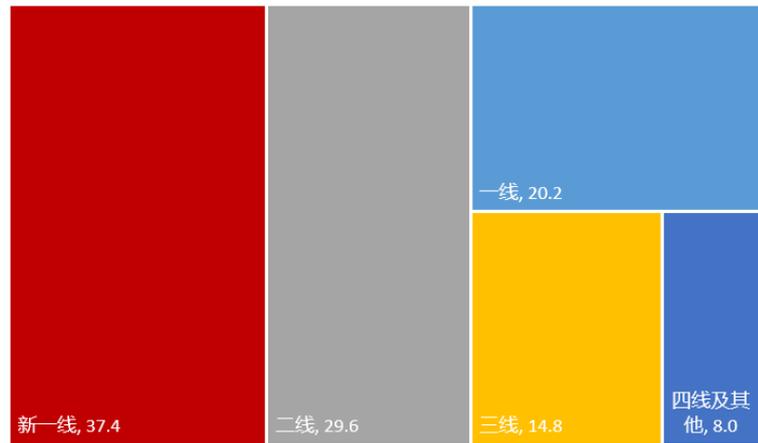


资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

<sup>6</sup> [https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202411/t20241115\\_1957431.html](https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202411/t20241115_1957431.html)

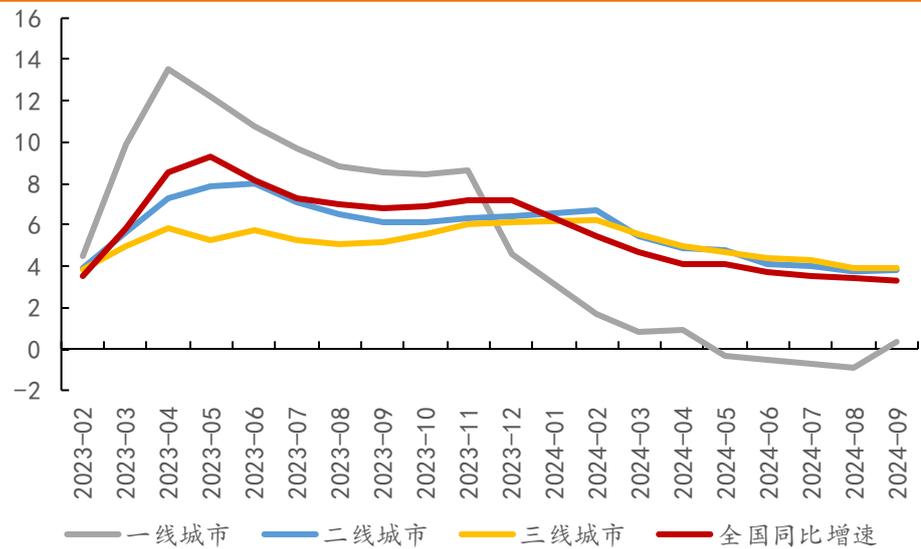
<sup>7</sup> [https://www.stats.gov.cn/sj/sjcd/202411/t20241115\\_1957423.html](https://www.stats.gov.cn/sj/sjcd/202411/t20241115_1957423.html)

图 7：双十一消费人群分布（单位：%）



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 8：一线城市消费有望企稳（数据截至 9 月）（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所（注：一线城市按照人口划分，1400 万人数以上（98%分位数）城市为一线，共六个城市；700 万人口以上城市（85%分位数）

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com