

10月经济数据点评

稳增长扬长补短

10月经济数据表现略有分化；社零增速好于万得一致预期，工增和固投累计同比增速小幅低于市场预期；考虑到稳增长的宏观政策组合拳已经出台，短期建议关注经济四方面表现。

- 10月工业增加值同比增长5.3%，从行业分类来看，1-10月采矿业工业增加值累计同比增速3.1%，制造业累计同比增速5.9%，公用事业累计同比增速6.2%，高技术产业累计同比增速9.1%。10月上游行业工业增加值同比增速以上行为主，中游行业增速下降的较多。
- 10月社零同比增长4.8%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长4.9%，从环比看，10月社零增速0.41%，虽然仍低于2023年同期增速水平和2016年-2019年同期平均水平，但考虑到2024年2月至9月环比增速均较初值有不同程度的上调，因此10月社零增速表现较好。商品消费增速持续反弹。
- 1-10月固定资产投资同比增速为3.4%，民间固定资产投资增速-0.3%。分类别看，制造业投资1-10月累计同比增长9.3%，基建投资累计同比增长4.3%，地产投资累计同比下降10.3%。
- 1-10月住宅投资增速下降10.4%，新开工面积累计同比下降22.6%，施工面积同比下降12.4%，竣工面积同比下降23.9%。商品房销售面积累计同比下降15.8%，商品房销售额累计同比下降20.9%。随着稳增长的政策落地，房地产销售情况持续好转，资金来源中来自个人的定金预收和按揭，资金占比和增速都有所上行，但相较之下来自银行贷款的占比和增速都存在波动。
- 10月经济数据表现分化。10月工业增加值同比增速较9月小幅下降，表现弱于市场预期，社零同比增速较9月上升，表现明显好于市场预期，固定资产投资累计同比增速与1-9月持平，整体略低于市场预期。从细项看，制造业工业增加值和固定资产投资表现依然较好，基建投资在政府债发行和地方政府新增10万亿化债额度的支持下，当前和未来一段时间预计都将以平稳波动为主；10月数据中表现较好的是消费数据，其中虽然服务消费增速下降，但商品消费增速上行，社零整体在去年同期偏高的基数上实现了较好增长，一定程度上提振了我们对今年春节假期前居民消费表现的信心；但另一方面房地产产业链依然是经济数据的主要拖累项，房地产固定资产投资累计同比增速持续下滑，建筑装潢消费当月同比增速连续七个月负增长，其中相对较好的是商品房销售面积和销售额同比增速在10月出现明显上行。
- 宏观政策组合拳扬长补短，效果有待显现。9月26日政治局会议之后，目前第一轮稳增长的宏观政策组合拳已经出台，我们认为，本轮政策宽松的重点同时兼顾了经济增长的季节性特点和当前经济发展中的薄弱环节。后续需要关注的重点包括几个方面，一是11月工业企业补库存的情况，和年底前企业流动性和应收账款回收情况，二是11月和12月政治局会议和经济工作会对2025年经济工作的安排，三是12月海外圣诞节消费旺季对我国出口的影响，以及国内春节假期前消费数据的表现，四是美国大选结束后，海外经济基本面和货币政策前景可能存在的波动，对我国造成的外溢性影响。我们预计，如果11月和12月企业流动性和居民消费相关数据偏弱，则不排除年底前存在降准的可能性。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；美国经济金融基本面存在不确定性；国际局势复杂化。

相关研究报告

《10月金融数据点评》20241112

《10月通胀点评》20241110

《宏观和大类资产配置周报》20241110

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

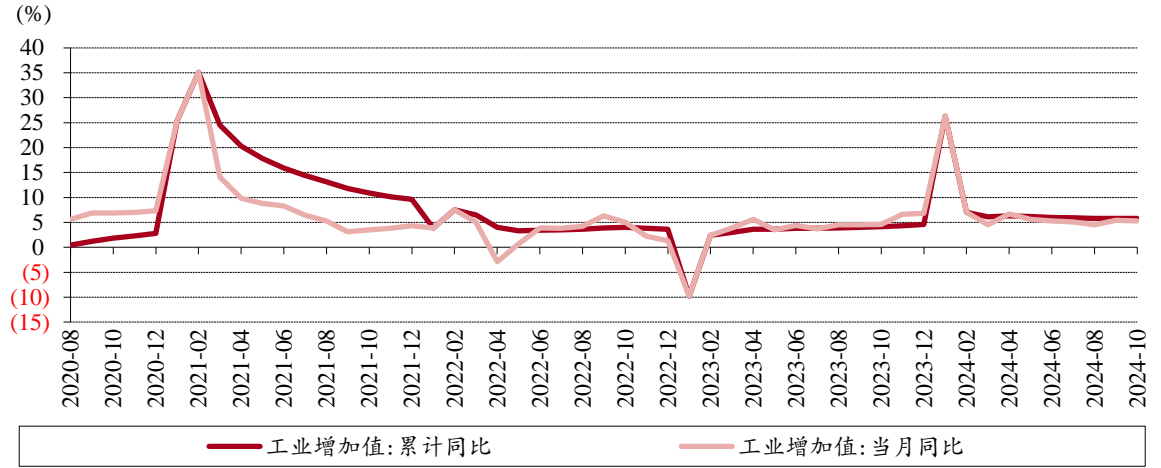
Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

10月工业增加值同比增速小幅下降

10月工业增加值同比增速小幅下降，略低于万得一致预期。10月工业增加值同比增长5.3%，较9月下降0.1个百分点，略低于万得一致预期。10月制造业PMI指数环比9月上升0.3个百分点，回升至荣枯线上方，制造业PMI生产指数也环比9月上升0.8个百分点，因此虽然10月工业增加值同比基数较9月偏高，市场对10月生产端的表现仍有较高预期。

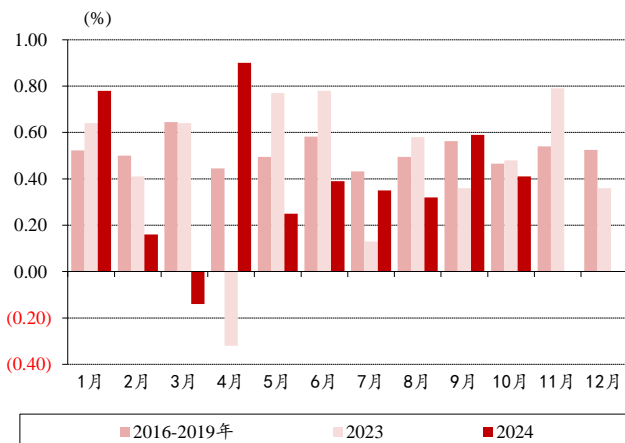
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

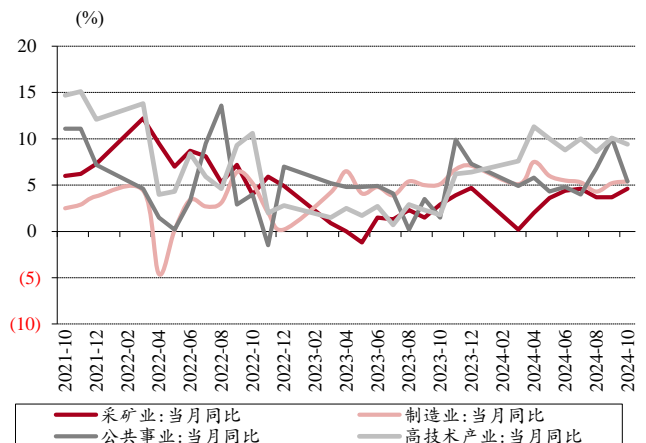
10月采矿业和制造业工业增加值当月同比增速较9月有所上行。从环比增速来看, 10月工业增加值环比增长0.41%, 较9月的0.59%有所下降, 较2016年-2019年同期平均环比增速水平0.47%略低, 较2023年同期的0.48%也略偏低。从行业分类来看, 1-10月采矿业工业增加值累计同比增速3.1%, 制造业累计同比增速5.9%, 公用事业累计同比增速6.2%, 高技术产业累计同比增速9.1%。根据统计局数据, 从企业类型来看, 1-10月股份制企业工业增加值累计同比增速6.1%, 私企工业增加值同比增长5.4%, 国企工业增加值同比增长4.3%, 外企同比增长3.8%。与1-9月相比, 仅采矿业增加值累计同比上升, 高技术产业、国企和股份制企业增加值累计同比持平, 制造业、公共事业、外企和私企增加值累计同比增速小幅下降0.1个百分点。10月工业增加值当月同比增速较9月出现明显分化, 分行业来看, 采矿业当月同比增速较9月上行0.9个百分点, 制造业当月同比较9月上行0.2个百分点, 是拉动工业增加值增速的主要分类, 但公共事业当月工业增加值同比增速较9月下降4.7个百分点, 高技术产业当月同比增速较9月下降0.7个百分点, 对工业增加值当月增速的拖累较大。

图表 2. 工业增加值环比增速



资料来源: 万得, 中银证券

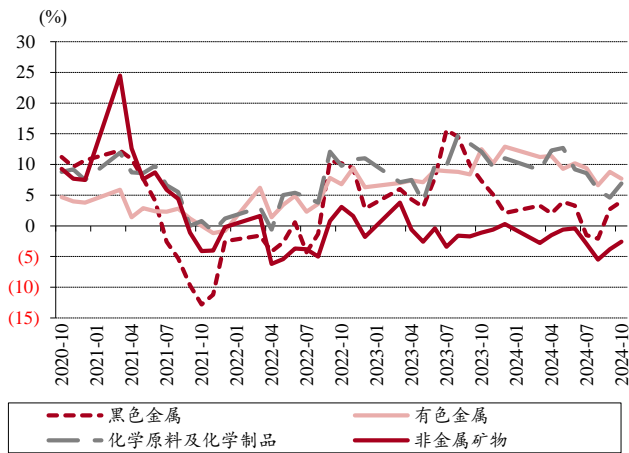
图表 3. 各行业工业增加值当月同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

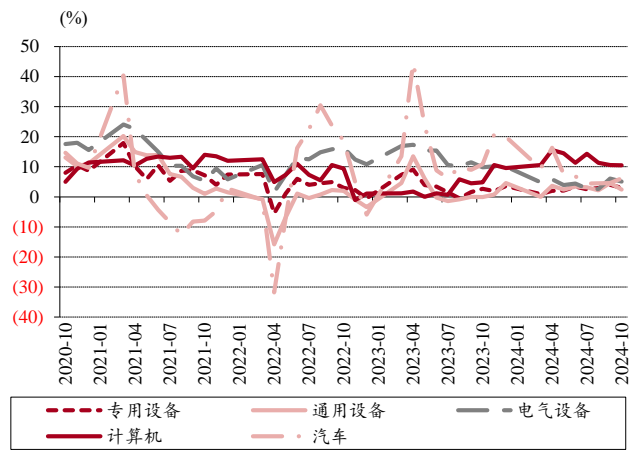
10月上游行业工业增加值同比增速以上行为主，中游行业增速下降的较多。上游行业方面，1-10月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长8.8%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降1.4%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长3.2%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长10.0%，从当月增速看，10月上游行业工业增加值同比增速较9月上升的是化学原料、黑色金属和非金属矿物。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长2.9%，专用设备制造业增加值累计同比增长2.5%，汽车制造业增加值累计同比增长7.7%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长4.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长12.6%，中游行业工业增加值累计同比增速较1-9月上升的仅有电气设备，当月增加值同比增速上升的仅有汽车。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长5.4%，纺织业增加值累计同比增长5.1%，医药制造业增加值累计同比上升3.5%，下游行业中，10月当月工业增加值同比增速仅食品行业较9月上升。整体来看，10月中游和下游行业工业增加值表现相对偏弱。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

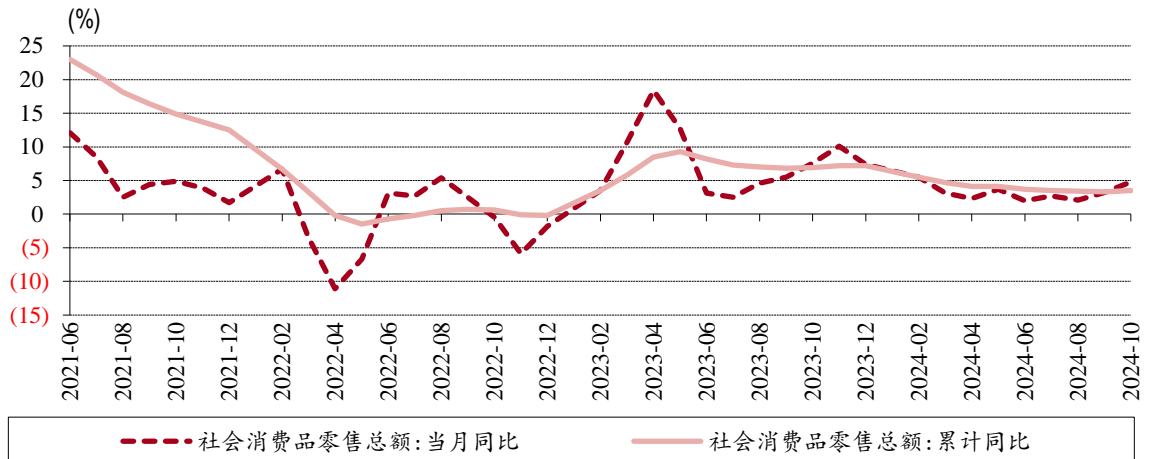


资料来源：万得，中银证券

社零增速连续两个月反弹

10月社零增速在较高基数水平上延续上行。10月社零同比增长4.8%，较9月上升1.6个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长4.9%，较9月回升1.3个百分点，服务消费累计同比增长6.5%，较1-9月下降0.2个百分点。从环比看，10月社零增速0.41%，虽然仍低于2023年同期增速水平和2016年-2019年同期平均水平，但考虑到2024年2月至9月环比增速均较初值有不同程度的上调，因此10月社零增速表现较好。

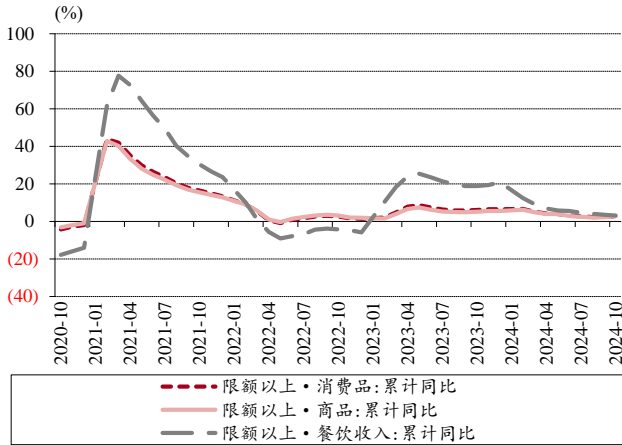
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

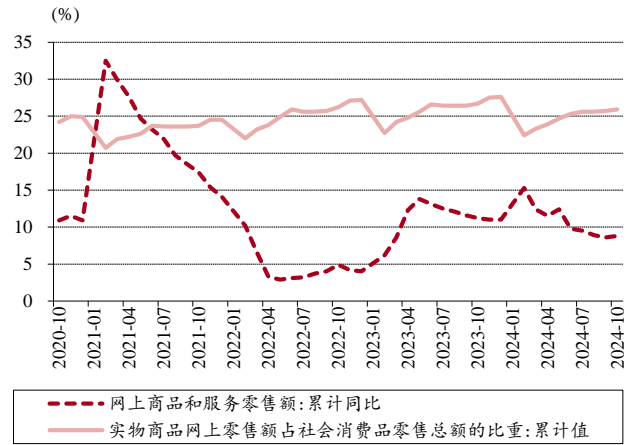
商品消费增速持续反弹。根据统计局数据，1-10月餐饮消费同比增长5.9%，较1-9月下降0.3个百分点，限额以上餐饮消费累计同比增长3.2%，较1-9月下降0.4个百分点；1-10月商品消费同比增长3.2%，较1-9月上升0.2个百分点，限额以上商品消费累计同比增速2.7%，较1-9月上升0.5个百分点。1-10月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长2.7%，餐饮和服务消费增速仍相对较高，但较1-9月增速下降，商品消费累计同比增速边际持续上升，表现好于服务类消费。1-10月网上零售额占比为31.0%，较1-9月上升0.2个百分点，较去年同期下降0.9个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为8.8%，增速较1-9月上升0.2个百分点。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

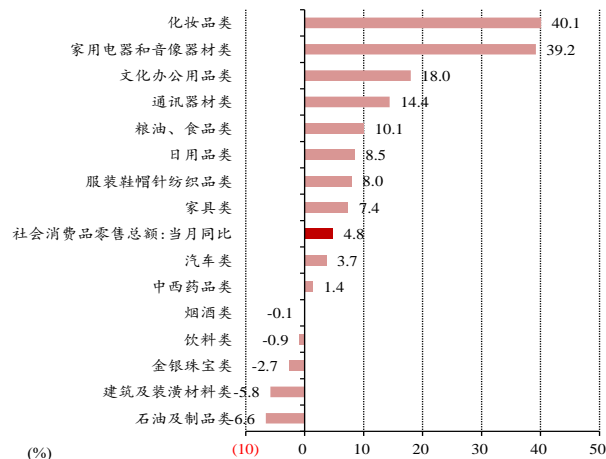
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

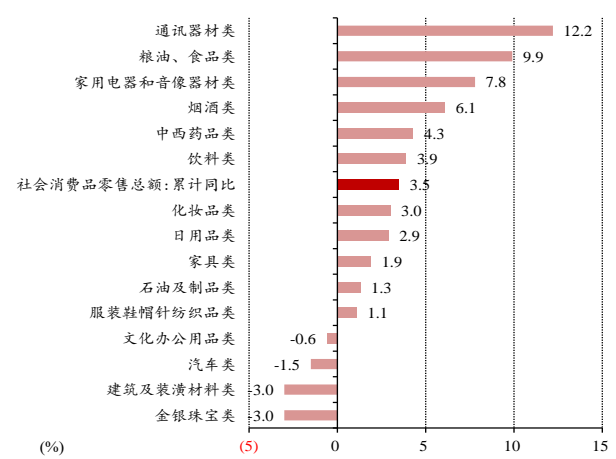
10月限额以上商品消费受电商促销影响。从同比增速来看，10月限额以上企业商品零售总额同比增长6.8%，较9月上升4.0个百分点，同比增速较高的细分行业包括化妆品、家用电器、文化办公用品、通讯器材和粮油食品等，同比增速下降的是石油制品、建筑装潢、金银珠宝、饮料和烟酒等。与9月相比，增速上升幅度较大的有化妆品、家用电器、服装鞋帽和文化办公用品等，增速下降的有中西药品、石油制品、粮油食品和饮料。从年内累计同比增速看，1-10月累计同比增速较高的细分行业包括通讯器材、粮油食品和家用电器等，累计同比增速下降的是金银珠宝、建筑装潢、汽车和文化办公用品；累计同比增速较1-9月上升较多的有化妆品、家用电器和文化办公用品等，增速下降较多的是石油制品、烟酒和饮料等。10月受电商促销影响，包括化妆品和金银珠宝等弹性用品，以及日用品和服装等必须消费品增速都较9月明显回升，受稳地产等宏观政策影响，家用电器消费增速较9月上行较快，建筑装潢消费增速也较9月出现上行。

图表 9. 2024年10月各品类社零当月同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 2024年10月各品类社零累计同比增速

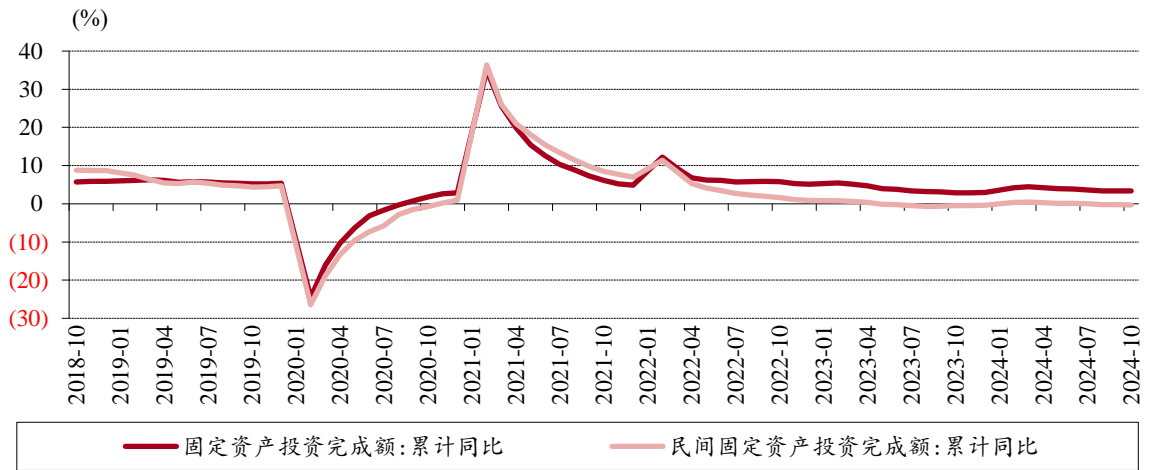


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资增速连续三个月持平

制造业和基建投资增速保持强劲，房地产投资仍是主要拖累。1-10月固定资产投资同比增速为3.4%，较1-9月持平，1-10月民间固定资产投资增速-0.3%，较1-9月下降0.1个百分点，根据统计局数据，扣除房地产开发投资，全国固定资产投资累计同比增长7.6%。从分行业情况看，房地产固投依然是拖累固定资产投资增速最大的分项，但10月基建投资和制造业投资累计同比增速均较1-9月有所上行，是固投累计同比增速持平于1-9月的主要拉动力量。

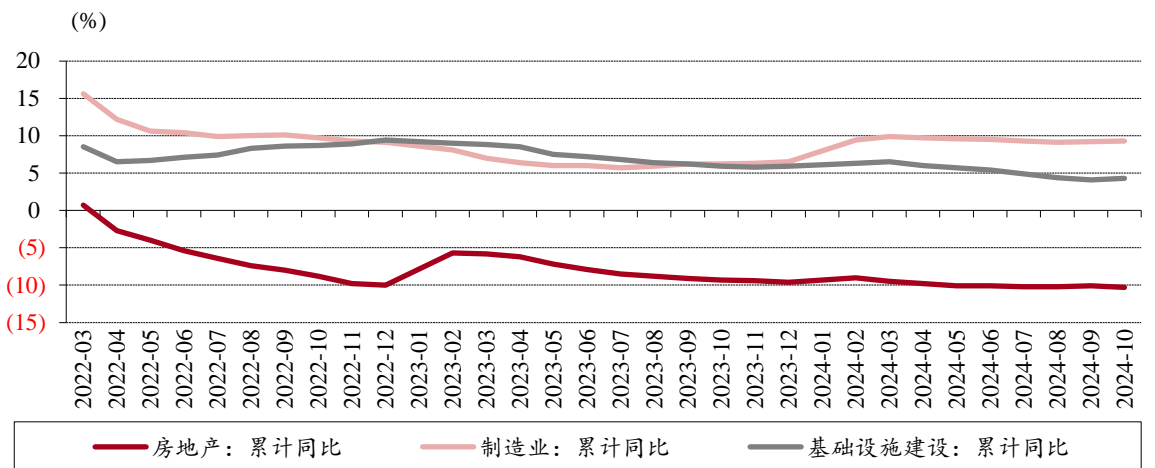
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

宏观政策组合拳宽松，助力固投增速企稳。分类别看，制造业投资1-10月累计同比增长9.3%，基建投资累计同比增长4.3%，地产投资累计同比下降10.3%。根据统计局数据，从产业分类来看，第一产业累计同比增长2.5%，第二产业累计同比增长12.2%，第三产业累计同比增速下降0.9%；从地区来看，东部累计同比增长1.8%，中部增长4.6%，西部增长1.1%，东北增长3.2%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长3.2%，国企同比增长6.2%，外资企业下降20.6%。从计算当月同比增速看，10月制造业固投增长10.0%，较9月上升0.3个百分点，基建固投增长5.8%，较9月上升3.6个百分点，房地产固投增速下降11.8%，较9月下降2.5个百分点。10月制造业固定资产投资增速在较高水平上保持上行趋势，基建投资增速连续两个月回升，9月26日政治局会议至今，宽松的财政政策和货币政策均已出台了具体措施，部分政策措施已经陆续落地，从人大常委会新增化债额度10万亿的情况看，预计未来一段时间内基建投资增速将表现平稳，考虑到制造业固投增速保持在相对较高的水平，未来一段时间内稳增长的重点或在于保障房地产固投增速稳定向好。

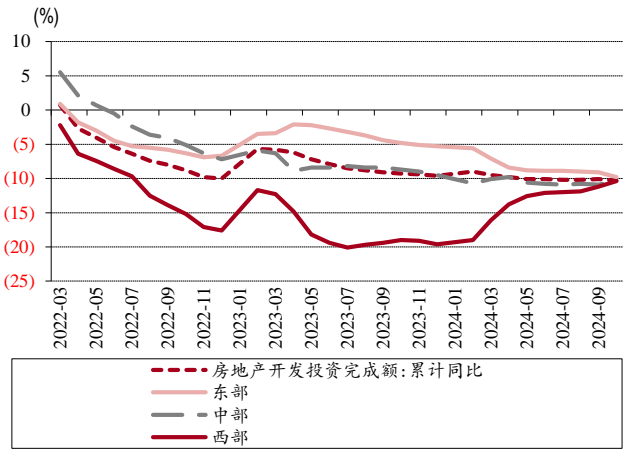
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

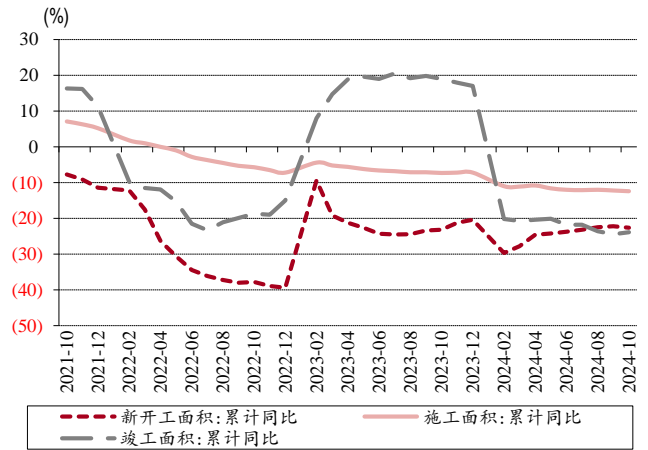
房地产固投累计同比增速回落。1-10月房地产投资累计同比增速下降10.3%，较1-9月下降0.2个百分点。其中东部地区累计同比下降9.8%、中部地区累计同比下降10.4%、西部地区累计同比下降10.4%。根据统计局数据，从房地产分类来看，住宅投资增速下降10.4%，办公楼投资增速下降7.0%，商业地产投资增速下降13.9%。1-10月房地产新开工面积累计同比下降22.6%，施工面积同比下降12.4%，竣工面积同比下降23.9%。10月住宅投资增速小幅改善，但办公楼和商业地产投资增速下滑幅度较大，新开工累计同比增速偏弱拖累施工面积增速下降。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

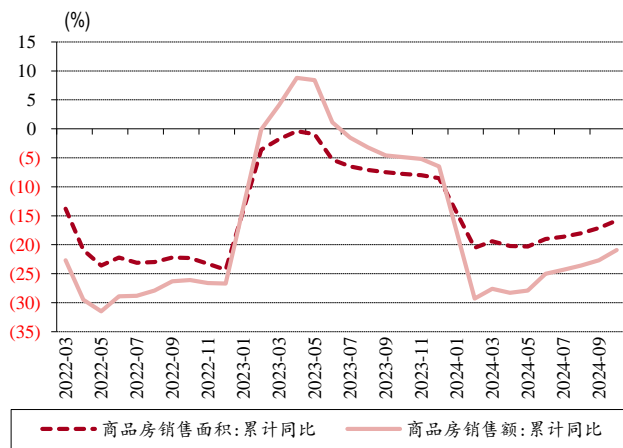
图表 14. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

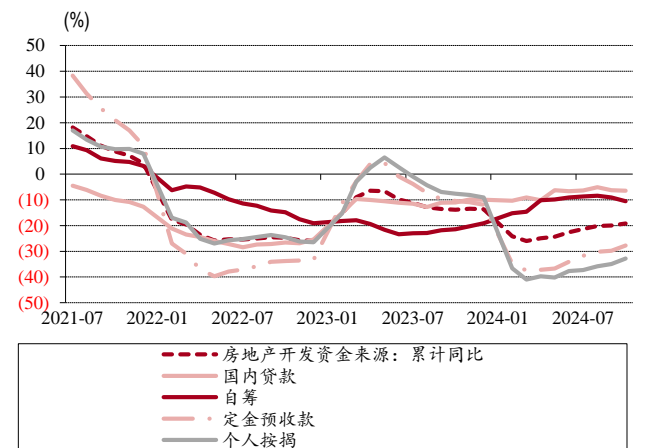
商品房销售额和销售面积累计同比增速连续五个月上行。1-10月商品房销售面积累计同比下降15.8%，商品房销售额累计同比下降20.9%。1-10月商品房待售面积同比增长12.7%，其中住宅面积同比增长19.6%，办公楼同比增长9.0%，商业地产同比增长1.5%。从房地产投资资金来源看，1-10月国内贷款占比14.2%，较1-9月下降0.3个百分点，个人按揭贷款占比14.3%，较1-9月上升0.2个百分点，定金预收款占比30.3%，较1-9月上升0.4个百分点，自筹资金占比36.1%，较1-9月下降0.3个百分点。从增速看，1-10月房地产开发资金来源累计同比增速下降19.2%，其中国内贷款资金来源增速下降6.4%，定金和预收款增速下降27.7%，按揭贷款资金来源增速下降32.8%。随着稳增长的政策落地，房地产销售情况持续好转，资金来源中来自个人的定金预收和按揭，资金占比和增速都有所上行，但相较之下来自银行贷款的占比和增速都存在波动，关注地产融资白名单信贷投放等已出台的稳地产政策落实情况。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：稳增长扬长补短

10月经济数据表现分化。10月工业增加值同比增速较9月小幅下降，表现弱于市场预期，社零同比增速较9月上升，表现明显好于市场预期，固定资产投资累计同比增速与1-9月持平，整体略低于市场预期。从细项看，制造业工业增加值和固定资产投资表现依然较好，基建投资在政府债发行和地方政府新增10万亿化债额度的支持下，当前和未来一段时间预计都将以平稳波动为主；10月数据中表现较好的是消费数据，其中虽然服务消费增速下降，但商品消费增速上行，社零整体在去年同期偏高的基数上实现了较好增长，一定程度上提振了我们对今年春节假期前居民消费表现的信心；但另一方面房地产产业链依然是经济数据的主要拖累项，房地产固定资产投资累计同比增速持续下滑，建筑装潢消费当月同比增速连续七个月负增长，其中相对较好的是商品房销售面积和销售额同比增速在10月出现明显上行。

宏观政策组合拳扬长补短，效果有待显现。9月26日政治局会议之后，目前第一轮稳增长的宏观政策组合拳已经出台，我们认为，本轮政策宽松的重点同时兼顾了经济增长的季节性特点和当前经济发展中的薄弱环节。后续需要关注的重点包括几个方面，一是11月工业企业补库存的情况，和年底前企业流动性和应收账款回收情况，二是11月和12月政治局会议和经济工作会对2025年经济工作的安排，三是12月海外圣诞假期消费旺季对我国出口的影响，以及国内春节假期前消费数据的表现，四是美国大选结束后，海外经济基本面和货币政策前景可能存在的波动，对我国造成的外溢性影响。我们预计，如果11月和12月企业流动性和居民消费相关数据偏弱，则不排除年底前存在降准的可能性。

风险提示：全球通胀回落偏慢；美国经济金融基本面存在不确定性；国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371