



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《通胀波澜不惊——美国10月CPI数据解读》 - 2024.11.14

宏观研究

消费回暖应有持续性

● 核心观点

9月底以来，政策持续加码，政策效果亦逐步显现，居民信心修复，消费较为明显回暖。由于政策落地时间相对较短，终端需求改善尚未传导至生产端，工业企业库存仍处于阶段性高位，促生产稳增长可持续性有所弱化。此外，稳地产政策加码落地生效，商品房销售环比亦明显回暖，囿于商品房库存处于阶段性高位，销售回暖并未传导至投资端，10月销售回暖与投资增速放缓相背离。房地产投资增速回落，对冲了基建投资和制造业投资增速连续回升的拉动作用，固定资产投资累计同比仅持平前值。基于此，在需求端方面，出口保持较高增速水平，消费回暖，成为了经济增长的主要拉动力。

向后看，关注消费和出口的拉动作用。一是年内出口或仍将保持较高韧性，对经济增长拉动作用犹存，主因是特朗普成功竞选为美国新一届总统，考虑其竞选的政治主张以及其上一任期的表现，预计中美贸易摩擦或有加剧，为避免美国对我国加征大额关税的影响，短期或存在“抢出口”的影响，支撑出口增速韧性。从我国向美国出口的主要商品来看，短期可关注机械、电气、音像、电子设备等。二是一揽子稳增长政策持续加码落地，增强居民信心修复，或支撑短期消费持续修复。资本市场作为实体经济的晴雨表，对居民信心亦有重要影响，需要重点关注。三是预计12月降准50bp，主要基于两方面考虑，一是12月MLF到期量为1.45万亿，二是因置换地方政府隐性债务而增发债券，这对市场流动性产生一定冲击。通过有力度地降准，可以保持市场流动性合理充裕。

● 风险提示：

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

目录

1 居民信心修复，商品消费持续走高带动消费回暖	5
2 基建投资和制造业投资增速连续回升，对冲房地产投资增速回落	6
3 需求改善部分映射于生产，促生产稳增长可持续走弱	7
4 政策稳增长预期已起，消费回暖应有持续性	8
风险提示	9

图表目录

图表 1: 社会消费品零售总额同比增速 (%)	5
图表 2: 商品零售和餐饮收入同比增速 (%)	5
图表 3: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	6
图表 4: 工业企业利润增速领先居民收入增速三个季度	6
图表 5: 商品房库存去化情况 (万平方米)	7
图表 6: 房地产销售存在以价换量 (%)	7
图表 7: 工业增加值同比增速 (%)	7
图表 8: 工业增加值环比增速	7
图表 9: 工业企业营收和利润增速 (%)	8
图表 10: 工业企业产成品库存 (%)	8

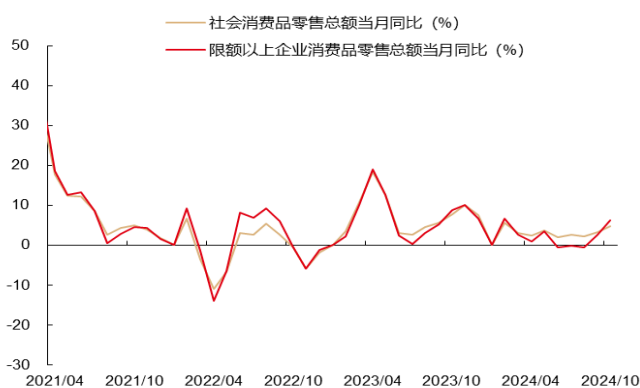
1 居民信心修复，商品消费持续走高带动消费回暖

消费持续回暖成为 10 月经济数据的亮点。10 月社零同比增速 4.8%，较前值上涨 1.6pct，好于预期，较 wind 一致预期 3.93% 高 0.87pct。

(1) 从商品和餐饮来看，商品消费好于餐饮消费的态势延续

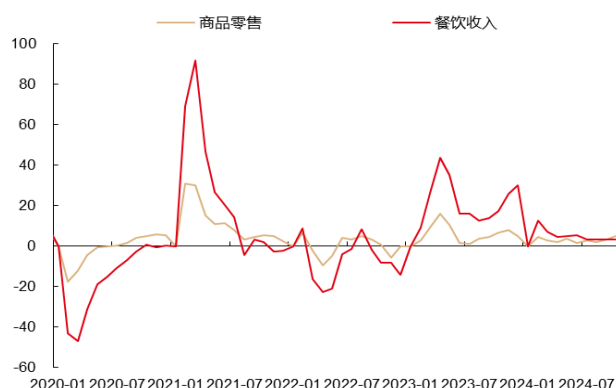
10 月商品零售同比增长 5%，较 9 月上升 1.7pct；餐饮收入同比增长 3.2%，较 9 月仅回升 0.1pct。其中，商品零售对消费增速的拉动作用为 4.41%，较前值上升 1.51pct；餐饮收入对消费增速的拉动作用为 0.35%，较前值上升 0.02pct。

图表1：社会消费品零售总额同比增速 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表2：商品零售和餐饮收入同比增速 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

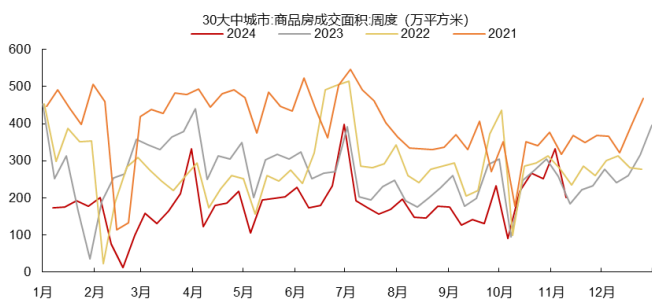
(2) 从商品零售来看，限额以上企业商品零售额保持高速增长，其他商品零售额同比增速亦有所提升

10 月限额以上企业商品零售总额同比增长 6.8%，较前值上升 4pct；非限额以上企业商品零售总额同比增长 3.89%，较前值上升 2.61pct。

在限额商品消费方面，(1) 在“两新”政策带动下，限额以上单位家用电器和音像器材类、文化办公用品类、家具类、汽车类商品零售额分别增长 39.2%、18.0%、7.4%、3.7%，比上月分别加快 18.7、8.0、7.0、3.3 个百分点；(2) 若剔除“两新”政策带动的限额以上家用电器和音像器材类、文化办公用品类、家具类、汽车类商品来看，其他限额以上单位商品零售额同比增长 5.26%，较 9 月同比增速 0.69% 明显提升 4.57pct。(3) 在升级类商品销售方面，限额以上单位化妆品类、体育娱乐用品类商品零售额分别增长 40.1%、26.7%。

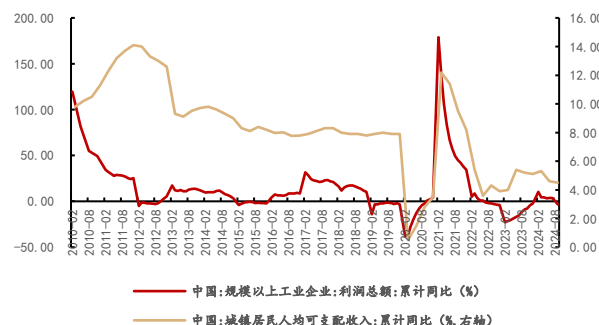
我们理解，当前消费回暖应是政策带动作用，消费持续回暖关键仍是居民收入和预期的修复。一是“两新”政策效果逐步显效，带动家电、汽车、家具类商品销售连续回升；二是稳地产政策显效，十月房地产销售环比明显上涨，亦带动了家具销售回升；三是在一揽子稳增长政策举措较为密集出台落地，提振市场信心，资本市场回暖带动居民信心修复，促进消费回暖，10月居民短期贷款同比增速回暖亦有所体现。基于此分析，短期来看，我们认为政策效果仍将持续显现，若资本市场能维持热度，居民信心仍得到强化，支撑消费回暖；中长期来看，由于工业企业利润增速领先居民收入三个季度，9月工业企业利润增速尚未呈现筑底回升迹象，居民收入修复预期有待增强，短期重点关注工业企业利润修复情况。我们再次强调，结合人大常委会新闻发布会，明年财政政策有望继续加力支持消费。

图表3：30大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表4：工业企业利润增速领先居民收入增速三个季度



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

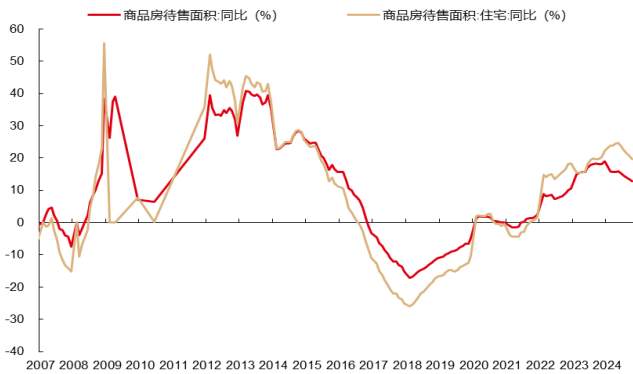
2 基建投资和制造业投资增速连续回升，对冲房地产投资增速回落

1-9月固定资产投资累计同比增长3.4%，持平前值，略低于预期，较wind一致预期3.6%低0.6pct。其中，广义基建投资（含电力）和制造业投资是主要拉动力，同比增速分别为9.35%和9.3%，较前值分别回升0.09pct和0.1pct，且均是连续三个月增速环比回升；房地产投资增速为-10.3%，较上月回落0.2pct。

值得关注的是，10月房地产销售与房地产投资出现背离，我们理解，这是合理情况。当前政策并不是走老路，而是平衡好短期稳增长目标与长期调结构目标，本轮稳地产政策的主旨亦是托底而非强刺激，政策目标是去库存，因此，房地产

销售率先回暖，但这并不意味着房地产投资持续回落，或仅是滞后于销售。10月商品房待售面积同比增长12.7%，较近期阶段性高点19%回落6.3pct，但仍处于阶段性高位，未来仍存在去库存压力。高库存在一定程度上制约了新建商品房，这与当前控增量政策相一致。

图表5：商品房库存去化情况（万平方米）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表6：房地产销售存在以价换量（%）

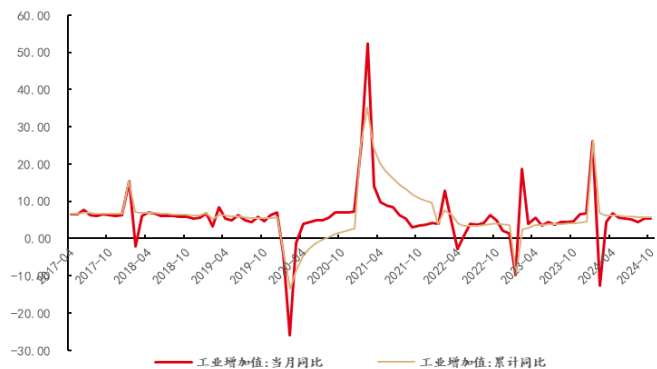


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

3 需求改善部分映射于生产，促生产稳增长可持续走弱

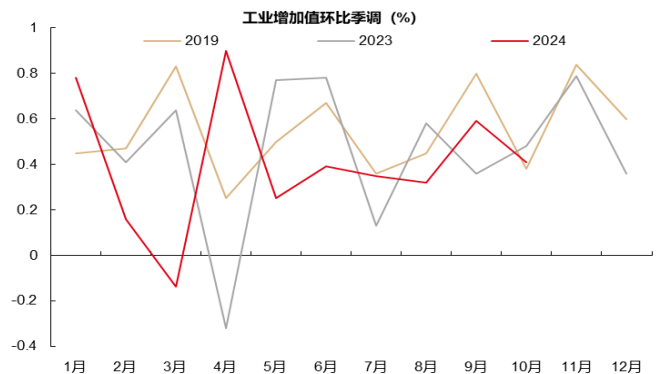
10月当月工业增加值同比增速5.3%，较前值回落0.1pct，弱于预期，较wind一致预期5.61%低0.31pct，好于季节性，较近五年（不包括2020年和2021年两个非合理波动年份，下同）同期均值5.28%高0.02pct。

图表7：工业增加值同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表8：工业增加值环比增速

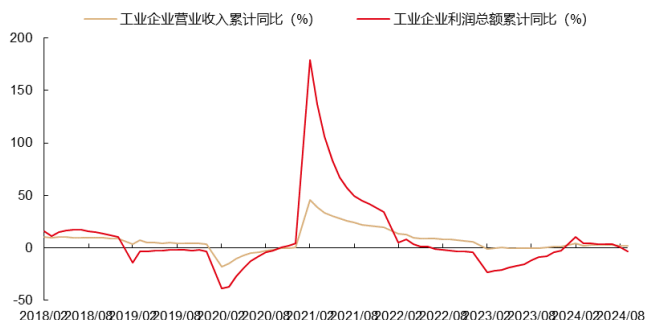


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

我们在前期报告中提示，关注生产与需求螺旋式回落风险。9月生产与需求均有所改善，但需求改善部分映射到生产端，生产端与需求端背离持续存在。考虑当前有效需求不足，工业企业利润尚未显著改善，9月工业企业利润总额累计

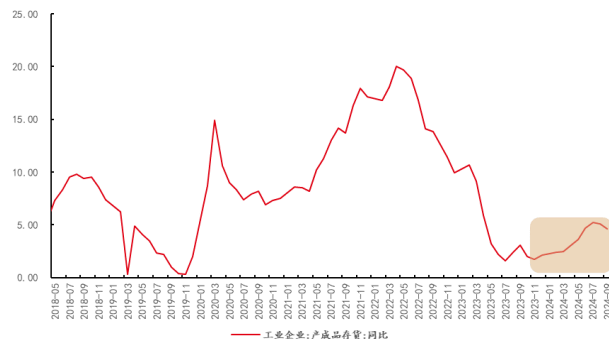
同比增长-3.5%，较前值回落4pct，产成品库存同比增长4.6%，较上月回落0.5pct，但仍处于阶段性高位，这制约了促生产稳增长做法的可持续性。

图表9：工业企业营收和利润增速 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表10：工业企业产成品库存 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 政策稳增长预期已起，消费回暖应有持续性

9月底以来，政策持续加码，政策效果亦逐步显现，居民信心修复，消费较为明显回暖。由于政策落地时间相对较短，终端需求改善尚未传导至生产端，工业企业库存仍处于阶段性高位，促生产稳增长可持续性有所弱化。此外，稳地产政策加码落地生效，商品房销售环比亦明显回暖，囿于商品房库存处于阶段性高位，销售回暖并未传导至投资端，10月销售回暖与投资增速放缓相背离。房地产投资增速回落，对冲了基建投资和制造业投资增速连续回升的拉动作用，固定资产投资累计同比仅持平前值。基于此，在需求端方面，出口保持较高增速水平，消费回暖，成为了经济增长的主要拉动力。

向后看，关注消费和出口拉动作用。一是年内出口或仍将保持较高韧性，对经济增长拉动作用犹存，主因是特朗普成功竞选为美国新一届总统，考虑其竞选的政治主张以及其上一任期的表现，预计中美贸易摩擦或有加剧，为避免美国对我国加征大额关税的影响，短期或存在“抢出口”的影响，支撑出口增速韧性。从我国向美国出口的主要商品来看，短期可关注机械、电气、音像、电子设备等。二是一揽子稳增长政策持续加码落地，增强居民信心修复，或支撑短期消费持续修复。资本市场作为实体经济的晴雨表，对居民信心亦有重要影响，需要重点关注。三是预计12月降准50bp，主要基于两方面考虑，一是12月MLF到期量为

1.45 万亿，二是因置换地方政府隐性债务而增发债券，这对市场流动性产生一定冲击。通过有力度地降准，可以保持市场流动性合理充裕。

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048