

10月经济动能修复，政策效果初显

2024年11月11日-11月17日周报

◆ 10月经济动能修复，政策效果初显

综合来看，10月经济动能有所修复，9月底以来一系列增量稳增长政策的效果已初步显现：10月社零从环比看虽然仍然弱于历年同月，但回升速度较快，超市场预期；10月房地产投资虽然仍是主要拖累，且下滑幅度较9月加深，但一手商品房销售端改善明显，后续随着价值链条传导，房地产投资有望随之改善；10月基建和制造业投资表现平稳；10月出口超市场预期，预计未来几个月因新一届美国政府对对中国产品加关税的预期而产生的“抢出口”效应将对出口提供支撑。

(1) 10月消费超预期回升

2024年10月，社零同比录得+4.8%，较9月+1.6PCTS，强于市场预期的+3.9%，其中，商品零售和餐饮收入同比分别为+5.0%和+3.2%，分别较上月+1.7PCTS和+0.1PCTS。今年10月社零环比为+0.41%，自2012年以来，在历年10月社零环比中排在倒数第三位，与历年同月相比仍然不算强。

10月，限额以上企业商品零售额中，除饮料类商品零售同比为负外，其余必须性消费，即粮油食品、日用品和中西药品类消费同比均为正，非必须性消费品同比销售额仍然分化，烟酒、金银珠宝类、石油及制品以及建筑装潢材料同比销售额为负，其余类别同比销售额为正。本月同比销售额为负的非必须消费品除石油及制品类消费受国际油价走低影响外，其余同比销售额下滑幅度均较上月缩窄，而本月同比销售额为正的必须消费品均较上月同比由负转正或同比上行幅度较大，总体上体现出今年双十一促销提前对十月消费的带动作用，特别是化妆品类（本月+40.1%，上月-4.5%）、服装鞋帽类（本月+8.0%，上月-0.4%）和家用电器类（本月+39.2%，上月+20.5%）表现最为明显。

总体来看，从环比角度，10月消费的修复程度仍然落后于历年同月，但另一方面，10月消费的回升仍然超出市场预期，显示出9月底以来增量促销政策和今年10月电商促销提前启动的双重影响。11月电商促销影响消退后，消费的表现仍需进一步观察。

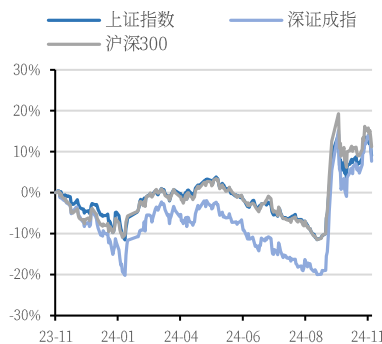
(2) 10月固投增速表现平稳

2024年10月，固投同比+3.4%，与9月及前9个月增速持平，因此前10月固投累计同比同样录得+3.4%，与前9月持平，其中：10月制造业投资+10.0%，较上月+0.3PCTS，带动前10月制造业投资录得+9.3%，较前9月+0.1PCTS，走势相对平稳；基建投资+10.0%，较上月-7.5PCTS，带动前10月基建投资录得

主要数据

上证指数	3330.7263
沪深300	3968.8308
深证成指	10748.97

主要指数走势图



作者

符畅 分析师

SAC执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师

SAC执业证书: S0640520030001

联系电话: 010-59219572

邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 分析师

SAC执业证书: S0640524090002

联系电话: 010-59562515

邮箱:

相关研究报告

金融市场分析周报 —2024-11-13

美联储降息25BP符合预期，后续降息步伐或减缓 —2024-11-10

稳增长政策效果初步显现 —2024-11-10

+9.4%，较前9月+0.1PCTS；房地产投资-12.3%，较9月-3.0PCTS，带动前10月房地产投资录得-10.3%，较前9月-0.2PCTS，仍然是固投的主要拖累项。

2024年10月，制造业投资录得+10.0%，继上个月后继续维持相对高增速，在近60个月中排在第10位。10月制造业投资增速较9月继续上行且维持相对高增速，显示“大规模设备更新改造”政策在10月继续发力。前10月设备工器具购置投资增速录得+16.1%，仍然明显高于固投和制造业投资增速。

2024年10月，房地产投资增速为-12.3%，较9月跌幅扩大3.0PCTS。10月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-9.4%、-11.9%和-18.9%。总体来看，10月房地产价值链呈现一定改善趋势。虽然10月房地产投资降幅继续扩大，但10月商品房销售额和销售面积降幅分别仅有1.0%和1.6%，分别为2023年6月和2023年5月以来降幅最低位，较上月的-16.3%和-11.0%改善明显，显示9月底以来增量稳商品房销售政策在10月确实起到了一定效果。除商品房销售外，10月房企到位资金亦有改善。10月房企开发到位资金同比录得-10.1%，较9月+8.0PCTS，主因房企国内贷款、定金及预收款以及个人按揭贷款方面资金来源的改善。库存角度，根据我们的统计，截止10月，我国商品房去化周期为34.1个月，去化周期较9月下行，也是2023年5月以来商品房去化周期首次下行。往后看，房地产行业的企稳仍然需要房屋销售端的企稳作为先决条件。9月末新一轮增量稳房地产政策已经在10月起效，今年后两个月效果值得期待。

今年10月，基建投资同比+10.0%，较9月-7.5PCTS，累计同比+9.4%，较前9月+0.1PCTS。截止10月，今年专项债已接近完成年初制定的全年额度，但11月8日人大常委会做出的大规模化债以及年内增加2万亿专项债空间的相关决策，预计仍将对年内基建提供一定支撑，预计全年基建有望实现+9.5%左右增速。

(3) 10月工业增加值同比增速小幅下滑

2024年10月，规模以上工业增加值同比+5.3%，略低于市场预期(+5.61%)，较9月下降0.1PCTS。工业生产小幅回落主要受公用事业生产拖累，三大门类里采矿业增加值同比+4.6%，较上月上行0.9PCTS；制造业+5.4%，较上月上行0.2PCTS；公用事业同比+5.4%，较上月下行4.7PCTS。从子行业表现来看，受到稳增长政策提振传统基建有所反弹，带动工业生产上游行业例如黑色金属冶炼等有所提振。往后看，明年1月美国政府换届，特朗普竞选中提出的系列政策或开始不同程度的兑现，尤其是提高关税方面对我国出口造成的负面影响不可忽视，出口对我国工业生产的支撑或走弱。为了对冲出口下行的影响，我国各项政策逆周期调节力度或显著增强，增量政策从改善内需的角度发力，以支持实体经济和经营主体的健康发展。基建投资和汽车生产链条等增长政策发力的领域对工业生产的支撑力度有望上升。

◆ 10月金融数据仍然偏弱

10月社会融资规模增量为1.40万亿元（前值3.76万亿元），符合市场预期。10月社融存量增速+7.8%，较上月-0.2PCTS。结构上，10月新增未贴现银行承兑汇票同比多增1139亿元，但在政府债融资同比少增5143亿元和新增人民币贷款（社融口径）同比少增1872亿元共同作用下，10月社融同比少增4441亿元。10月金融机构各项贷款

余额增速+8.0%（前值+8.1%），金融机构新增贷款 5000 亿元（前值 1.59 万亿元）。10 月金融机构新增贷款同比少增 2384 亿元，连续第 6 个月同比少增。

10 月居民端新增短期和中长期信贷分别同比多增 1543 亿元和 393 亿元，分别为 2024 年 2 月和 2024 年 8 月以来首次同比多增，显示 10 月居民消费和购房均有改善，与经济数据走势一致。10 月企业端新增人民币贷款同比少增 3863 亿元。分长短期看，10 月企业端新增中长期信贷新增 1700 亿元，同比少增 2128 亿元，同时，10 月企业端短贷+票据融资合计减少 206 亿元，同比多减 1612 亿元。总体来看，10 月企业长短期融资均不算强，显示企业预期仍需进一步改善。

10 月 M2 增速+7.5%（前值+6.8%），强于市场预期的+7.0%。存款结构中，居民、公司、政府和非银机构存款余额环比变量为-2.77 万亿元、-1.5 万亿元、8310 亿元和 1700 亿元，总体上表现出 9 月因权益市场收益率迅速上升而导致居民和企业风险偏好提升后，10 月向历年 10 月规律回归的特点。10 月 M0 增速+12.8%，较上月提升 1.3PCTS，显示居民和企业仍有较强的保有高流动性的需求。10 月 M1 增速-6.1%，降幅较上月缩窄但仍然为负，反映企业资本开支的意愿仍然处在低位，经济活力仍需进一步修复。

总体来看，10 月融资需求依然偏弱，企业端和居民端同步的需求不足仍是制约信贷回暖的核心因素。增量货币和财政政策的效果仍需进一步观察。

◆ 资金面紧平衡，政府债供给增量下压力或持续

截止 11 月 15 日，DR007 报收 1.72%，较上周五上行 11BP；SHIBOR1W 报收 1.69%，较上周五上行 4BP。政府债供给增量、税期临近叠加 MLF 到期带动资金利率持续上行。11 月 15 日，有 14500 亿元 MLF 到期，为了对冲巨量 MLF 到期以及政府债发行缴款压力，公开市场操作规模大幅上升。逆回购方面，本周通过 7D 逆回购累计投放流动性 18014.00 亿元，利率 1.50%；7D 逆回购到期叠加 MLF 到期量共计 15343.00 亿元，本周通过公开市场操作累计净投放流动性 2617.00 亿元。往后看，11 月上旬全国人大常委会建议增加的“置换存量隐性债务”的地方政府债券将在年末开启发行，可能加大年末银行体系流动性补缺压力。央行买卖国债、逆回购交易等公开市场操作的规模或进一步上升，降准或于近期落地，以维持流动性合理充裕。

◆ 市场降息预期降温，美元持续强势非美货币承压，人民币汇率突破 7.20

系列因素影响下市场降息预期显著降温。经济数据方面显示当前美国经济仍较为坚韧且通胀粘性愈加凸显，11 月 13 日公布的 10 月通胀数据同比增速上扬，CPI 同比增长 2.6%，较 9 月抬升 0.2PCTS。核心通胀率同比增长 3.3%，与 9 月持平，通胀粘性凸显。受汽车销售提振零售数据超预期，美国 10 月零售销售环比增长 0.4% 高于预期，且前值由 0.4% 大幅修正至 0.8%。美国消费者的旺盛需求或对通胀形成支撑。

官员表态方面，本周四美联储主席鲍威尔在活动中表示，美国经济强劲，美联储无需急于降息，而且联储有时间先了解评估未来特朗普上台政策的经济影响，再作出反应。此外波士顿联储主席柯林斯在周四晚间接受采访时表示，12 月再次降息肯定是有可能的，但还不是板上钉钉的事。市场因此下调了降息预期，根据 CME FEDWatch 数据显示，截止 11 月 16 日市场预期 12 月美联储维持利率不变的概率升至 38.12%，较 1 个月前 13.87% 显著增长。截止 11 月 16 日，10 年期美债收益率报收 4.43%，较上周五大幅上行了 13BP。美联储降息预期降温，令美元持续走强并触及逾一年来最高，美元指

数本周五报收 106.68, 较上周五上涨了 1.65%。强势美元下非美货币承压, 人民币兑美元即期汇率本周五报收 7.2310, 重新站上 7.20 的高位。

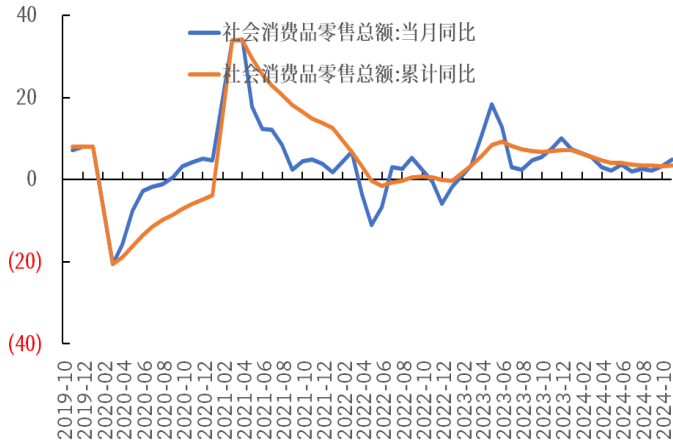
◆ 长端利率趋势下行, 基本面对债市尚未形成制约

截止 11 月 15 日, 我国 10 年期国债收益率报收 2.09%, 较上周五下行 2BP; 1 年期国债收益率报收 1.39%, 较上周五下行 2BP; 10 年期与 1 年期国债收益率的期限利差录得 70.73BP, 较上周五增长 0.68BP。10 月系列稳增长政策对债市的冲击有所淡化, 11 月以来长端利率波动下行, 近期重回 2.10% 之下。

基本上, 10 月经济和金融数据显示在一揽子稳增长政策下经济有企稳迹象, 但改善的持续性有待观察。受益于 9 月下旬以来核心城市的房地产政策密集调整, 10 月房地产销售表现良好, 支撑居民中长贷新增 1100 亿元, 同比多增 393 亿元, 较前两个月明显改善。10 月经济数据同样边际改善, 10 月社零总额同比增长 4.8%, 增速较 9 月上行 1.6PCTS。固定资产投资增速同比持平, 结构上基建、制造业投资相对较好, 房地产投资则持续较弱; 工业生产也保持较快增长。总体来看, 稳增长政策直接辐射到的领域改善迹象较为明显。但另一方面, 内需不足、内生动能有待加强的趋势尚未扭转。10 月服务业投资继续下滑, 餐饮消费仍然偏弱, 地产融资与投资增速明显下行。从债市定价来看, 经济能否持续改善仍需观察验证, 地产销售的改善仍旧依赖于居民部门对房价的预期和对未来就业收入稳定性的预期, 内需不足、供需不匹配的深层问题在当前政策下或难有本质改善。基本面对债市仍未形成制约。我们认为债市长端利率或在低位持续波动。

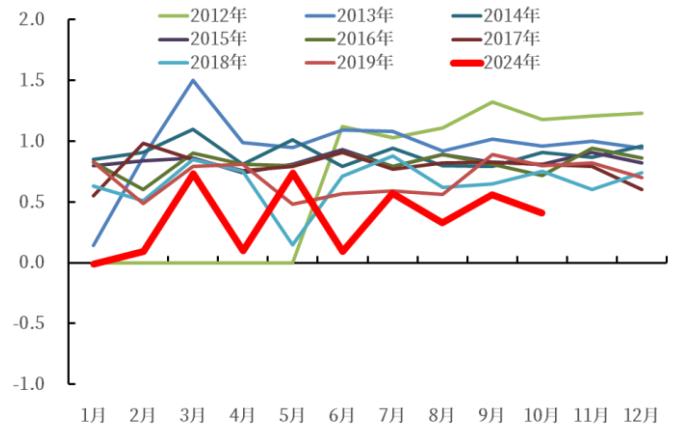
风险提示: 国际局势出现黑天鹅利空事件; 海外宏观经济下行超预期; 国内稳增长政策效果不及预期; 国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 社零同比走势 (%)



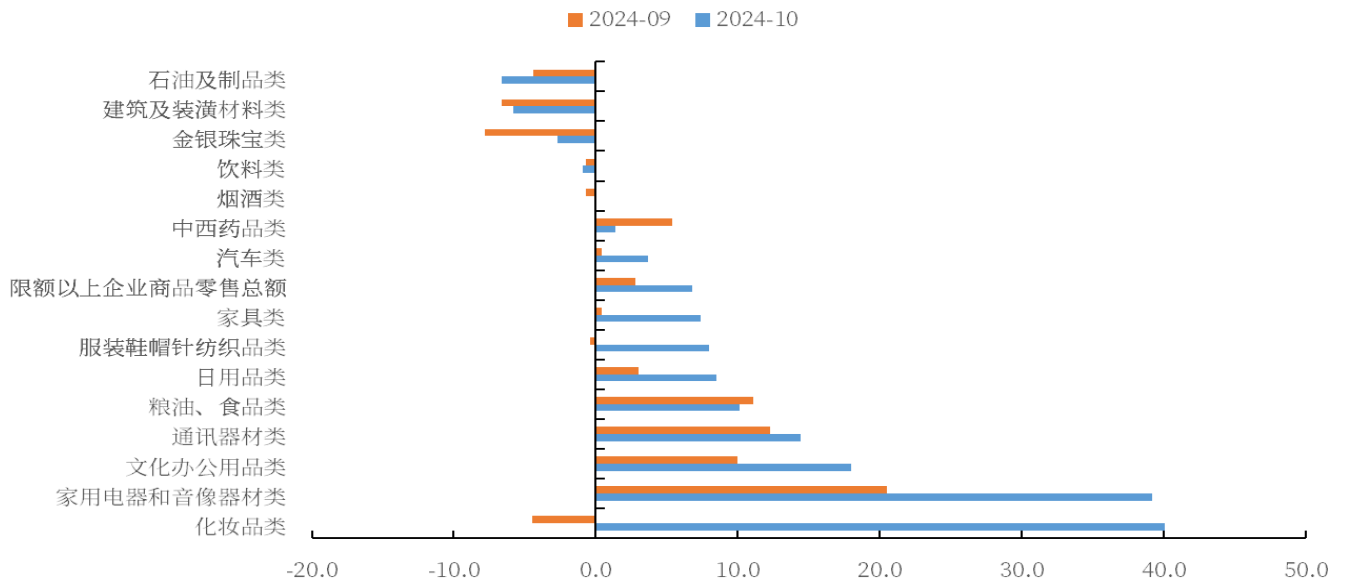
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 历年各月社零环比 (%)



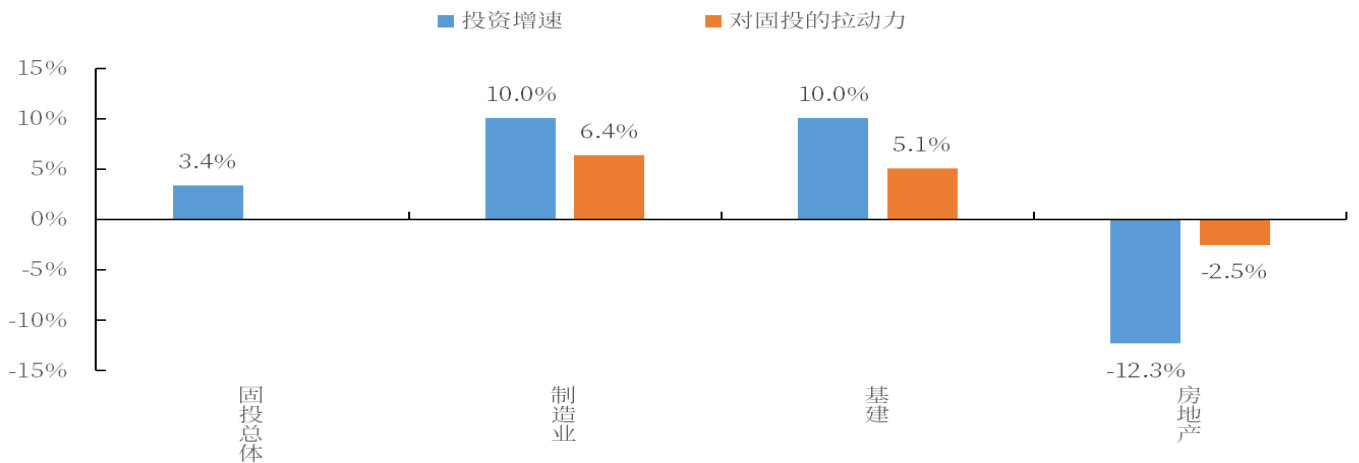
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 9月和10月各商品类别零售额当月同比增速 (%)



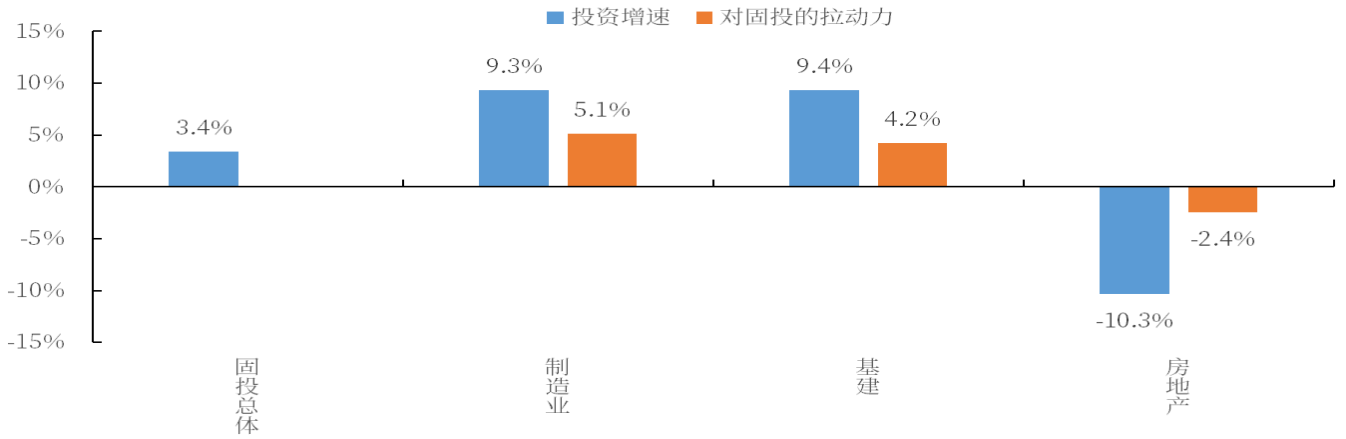
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 2024年10月固投及主要分项投资增速及拉动力



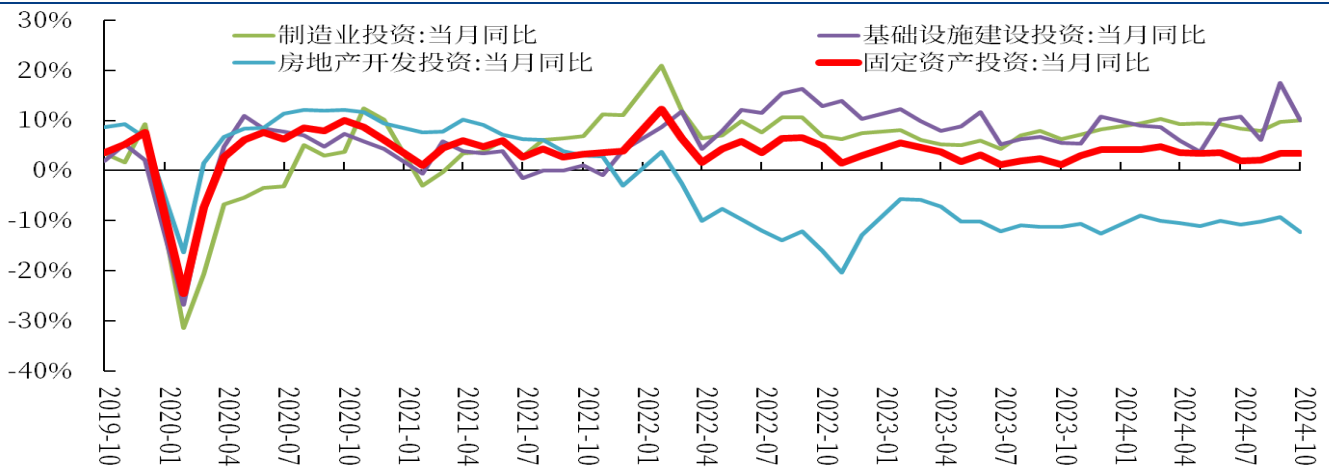
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 2024年1-10月固投及主要分项投资增速及拉动力



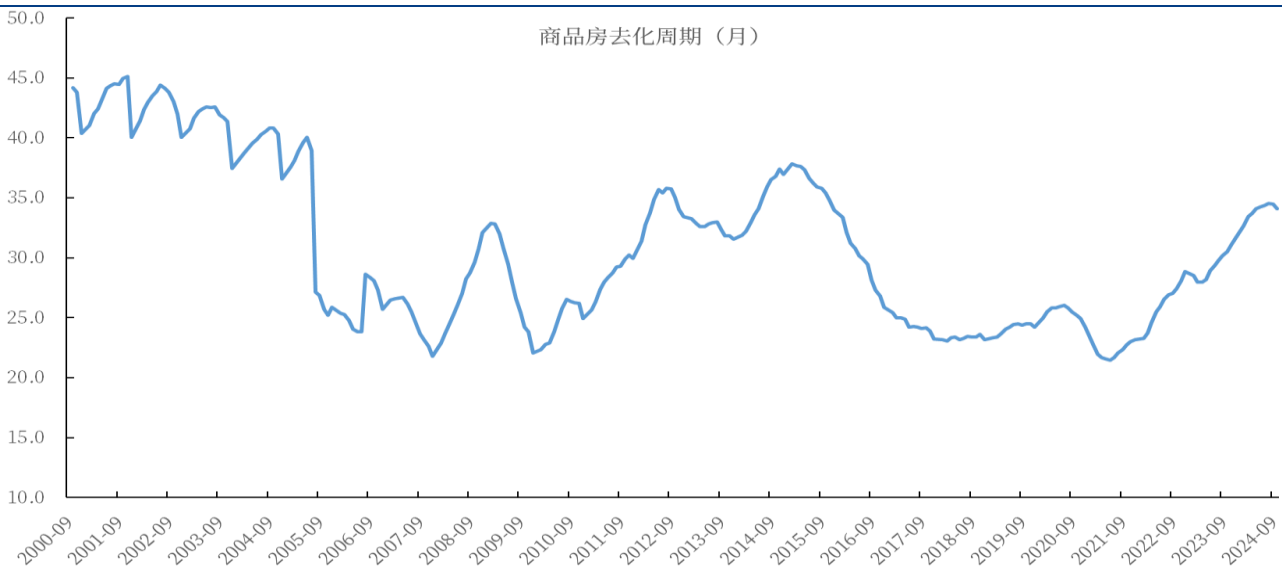
资料来源：wind，中航证券研究所

图6 固投及主要分项当月同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图7 商品房去化周期走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：去化周期=当前商品房库存面积/过去12个月月均商品房销售面积，其中，当前商品房库存包括已建成和在建的商品房）

图8 社融及分项同比（亿元）

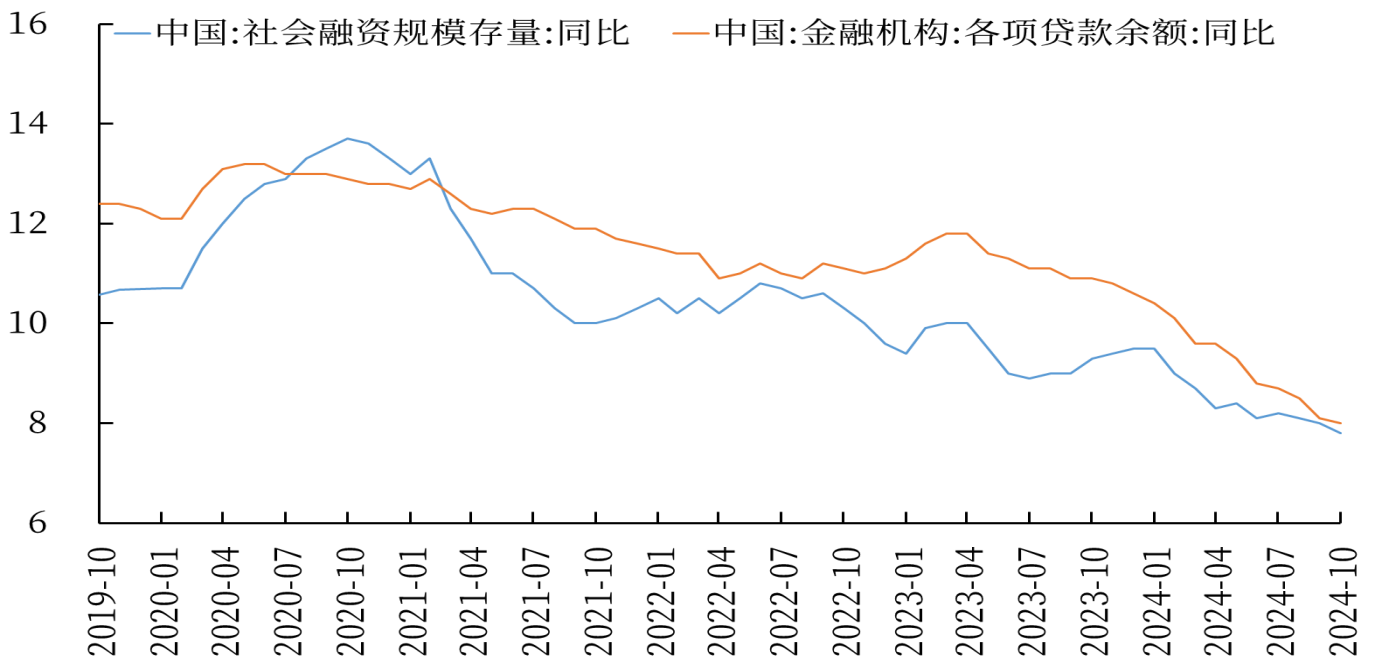
项目	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	
总	当月新增社会融资规模	-4,441.00	-3,691.00	-956.00	2,341.00	-9,280.00	5,063.00	-12,907.00	-5,532.00	-16,651.00	4,778.00	6,263.00	4,717.00
表内	新增人民币贷款	-1,872.00	-5,627.00	-3,001.00	-1,172.00	-10,486.00	-4,022.00	-1,082.00	-6,567.00	-8,411.00	-913.00	-3,309.00	-328.00
	新增外币贷款	-862.00	103.00	-411.00	-551.00	-616.00	-149.00	9.00	116.00	-319.00	1,120.00	1,030.00	291.00
表外	新增委托贷款	210.00	184.00	-72.00	337.00	53.00	-44.00	6.00	-640.00	-95.00	-943.00	58.00	-298.00
	新增信托贷款	-221.00	-396.00	705.00	-256.00	902.00	-79.00	23.00	726.00	505.00	794.00	1,111.00	562.00
	新增未贴现银行承兑汇票	1,139.00	-1,085.00	-478.00	888.00	-1,354.00	464.00	-3,145.00	1,760.00	-3,617.00	2,673.00	-1,311.00	11.00
直接	企业债券融资	-191.00	-2,576.00	-1,085.00	746.00	-149.00	2,429.00	-1,233.00	880.00	-2,239.00	2,682.00	2,146.00	784.00
	非金融企业境内股票融资	-37.00	-198.00	-904.00	-555.00	-546.00	-642.00	-807.00	-387.00	-457.00	-542.00	-935.00	-429.00
其他	政府债券	-5,143.00	5,437.00	4,418.00	2,772.00	3,105.00	6,695.00	-5,485.00	-1,389.00	-2,127.00	-1,193.00	6,515.00	4,992.00

资料来源：wind，中航证券研究所

图9 信贷及分项同比（亿元）

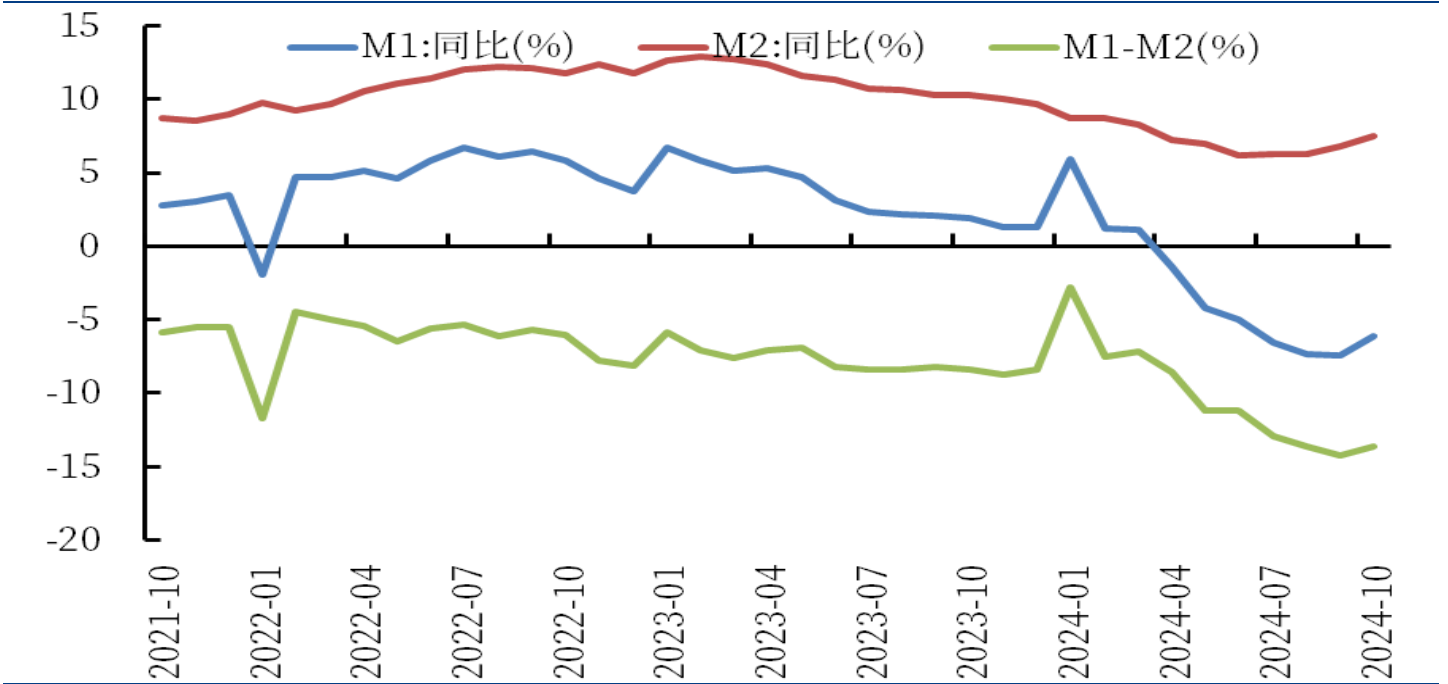
项目	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	
总	新增人民币贷款	-2,384.00	-720.00	-460.00	-859.00	-920.00	-410.00	112.00	-800.00	-360.00	200.00	-230.00	-120.00
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	-69.00	585.00	-1,124.00	-547.00	-2,764.00	-143.00	1837.00	-14.00	-839.00	-2919.00	1004.00	2558.00
	新增人民币贷款:中长期	-1,735.00	-614.00	-1,946.00	-640.00	-7661.00	-3868.00	-3079.00	-6532.00	-1011.00	2141.00	3901.00	-2659.00
居民	新增人民币贷款:居民户	1,946.00	-3,585.00	-2022.00	-93.00	-3980.00	-2915.00	-2755.00	-3041.00	-7988.00	7229.00	468.00	298.00
	新增人民币贷款:居民户:短期	1543.00	-515.00	-1604.00	-821.00	-2443.00	-1745.00	-2263.00	-1136.00	-6086.00	3187.00	872.00	69.00
	新增人民币贷款:居民户:中长期	393.00	-3,170.00	-402.00	772.00	-1428.00	-1170.00	-510.00	-1882.00	-1901.00	4041.00	-403.00	228.00
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	-3,863.00	-1934.00	-1088.00	-1078.00	-6503.00	-1158.00	1761.00	-3600.00	-400.00	-8200.00	-3721.00	-616.00
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	-130.00	-1086.00	-1499.00	-1735.00	-749.00	-1560.00	-3001.00	-1015.00	-485.00	-500.00	-219.00	1946.00
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	-2128.00	-2944.00	-1544.00	-1412.00	-6283.00	-2698.00	-2569.00	-4700.00	1800.00	-1900.00	-3498.00	-2967.00
	新增人民币贷款:票据融资	-1,482.00	2186.00	1979.00	1989.00	428.00	3152.00	7101.00	2187.00	-1178.00	-5606.00	351.00	548.00

资料来源：wind，中航证券研究所

图10 社融及信贷余额存量增速（%）


资料来源：wind，中航证券研究所

图11 货币增速



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

李裕洪, 18674857775, liyuhong@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjihong@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传真：010-59562637