



研究所

分析师:梁伟超  
SAC 登记编号:S1340523070001  
Email:liangweichao@cnpsec.com  
分析师:崔超  
SAC 登记编号:S1340523120001  
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《生产边际回暖，物价整体下行——  
高频数据跟踪 20241117》 -  
2024.11.18

固收点评

## 需求在不确定性中修复 ——10月经济数据解读 20241118

### ● 主要数据

10月规模以上工业增加值同比增长5.3%，前值5.4%，预期5.6%；社会消费品零售总额同比增长4.8%，前值3.2%，预期3.9%；固定资产投资累计同比增长3.4%，前值3.4%，预期3.5%；城镇调查失业率为5.0%，前值5.1%。

### ● 核心观点

10月经济稳中向好，政策推动作用较为明显，生产景气上行，商品零售增速提升，服务消费快速增长，基建、制造业投资提速，新质生产力加快培育。短期看，外需维持韧性，叠加美国新关税政策出台前部分行业商品抢出口，出口对四季度经济支撑仍将显著，但后续的不确定性明显上升，推动政策重点转向国内。当前处于存量政策效果释放、增量政策陆续出台阶段，经济修复仍在进程中。后期期待政策力度与针对性进一步增强，稳就业、消费补贴、生育支持政策或是未来半年的政策重点。

### ● 生产：政策效果持续释放，生产端走势平稳

10月工业增加值增速小幅回落，环比略低于季节性。设备更新和消费品依旧换新政策效果较显著，产品生产增长较快。家电以旧换新政策，叠加电商购物促销，家电产品产量实现较快增长。10月工业生产平稳增长，制造业PMI生产指数景气度进一步提升，宏观政策效果持续显现，短期将延续稳健增长趋势。

### ● 消费：以旧换新和假日效应支撑消费超预期修复

10月社会消费品零售总额同比超预期回升，环比强于季节性，服务零售快速增长。消费同样受政策推动较大，消费品以旧换新、“双十一”网购促销提前是社零同比超预期的重要原因。短期看，外需不确定性因素增加，国内稳地产、促消费、稳就业、民生补贴等力度或将持续提升，国内消费有望延续稳健增长趋势。

### ● 投资：基建、制造业投资提速，地产投资降幅扩大

1-10月份，固投整体同比增长3.4%，与前三季度持平，基建、制造业投资增速提升，房地产降幅扩大。10月经济数据整体改善，但完成全年经济增长目标的压力仍较大，四季度各类资金逐步形成工作量，“两重”“两新”政策效果持续显现，年底基建、制造业投资增速或继续小幅上行，对经济的推动作用提升。

### ● 就业：失业率继续回落

二十四条就业优先战略措施9月落地，保就业的重要性和必要性进一步提升，未来半年政策端对居民就业、收入提升方面或有所侧重。

### ● 风险提示：

流动性超预期收紧，国内政策效果不及预期。

## 目录

1 生产：政策效果持续释放，生产端走势平稳.....	4
2 消费：以旧换新和假日效应支撑消费超预期修复.....	5
3 投资：基建、制造业投资提速，地产投资降幅扩大.....	6
4 就业：失业率继续回落.....	8
5 总结：需求在不确定性中修复.....	8
6 风险提示.....	9

## 图表目录

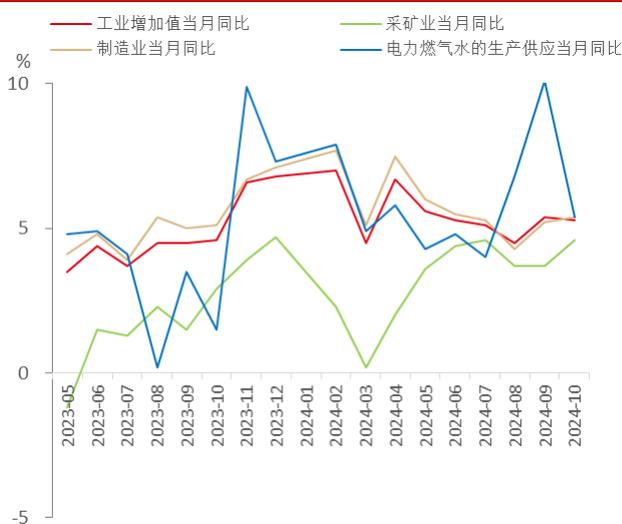
图表 1: 10 月工业增加值同比增速小幅回落.....	4
图表 2: 10 月工业增加值环比略弱于季节性.....	4
图表 3: 商品零售增速提升较多.....	6
图表 4: 社零环比增速较季节性偏强.....	6
图表 5: 制造业投资回升, 房地产降幅收窄.....	7
图表 6: 房地产销售降幅收窄, 景气指数持续回升.....	7
图表 7: 失业率整体回落.....	8
图表 8: 全国城镇调查失业率继续下降.....	8

## 1 生产：政策效果持续释放，生产端走势平稳

10月工业增加值增速小幅回落，环比略低于季节性，政策效果持续释放，工业生产景气度继续上行。10月全国规模以上工业增加值同比增长5.3%，较上月下降0.1pct，低于预期的5.6%；环比增速0.41%，低于过去5年（0.42%）和10年（0.44%）均值一致，环比走势稍弱于季节性。分三大门类看，采矿业同比增长4.6%，较上月升高0.9pct；制造业同比增长5.4%，较上月升高0.2pct；电力、热力、燃气和水的生产和供应业同比增长5.4%，较上月下降4.7pct。10月工业生产平稳增长，制造业PMI生产指数景气度进一步提升，宏观政策效果持续显现，短期将延续稳健增长趋势。

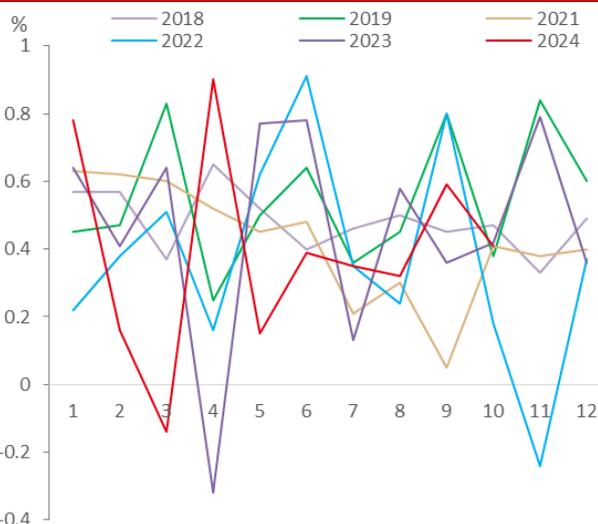
设备更新和消费品以旧换新政策效果较显著，产品生产增长较快。设备更新方面，智能消费设备制造、船舶及相关装置制造、电池制造等装备行业增加值同比分别增长18.8%、16.0%、14.5%；农产品加工专用设备、挖掘铲土运输机械、包装专用设备等装备产品产量分别增长54.5%、28.4%、19.2%。以旧换新方面，汽车报废、置换补贴力度提升，汽车产量同比由9月份下降1.0%转为增长4.8%；新能源车、充电桩产量分别增长48.6%、25.2%。家电以旧换新政策，叠加电商购物促销，家用空气湿度调节装置、房间空气调节器、家用电热取暖器具等家电产品产量实现较快增长，增速分别为32.1%、14.0%、13.2%。

图表1：10月工业增加值同比增速小幅回落



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：10月工业增加值环比略弱于季节性



资料来源：iFind，中邮证券研究所

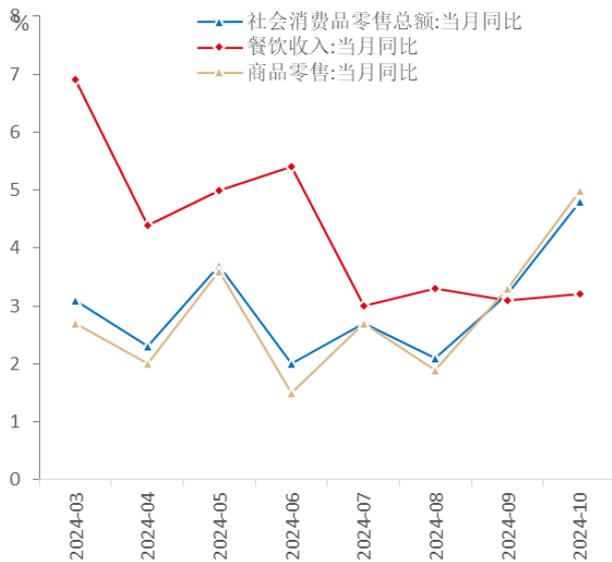
## 2 消费：以旧换新和假日效应支撑消费超预期修复

社会消费品零售总额同比增速超预期回升，环比强于季节性，政策推动消费市场稳健回升。10月社会消费品零售总额45396亿元，当月同比增长4.8%，高于预期的3.9%，增速较上月升高1.6pct。环比看，10月环比增速0.41%，高于过去5年（0.33%）均值，环比强于季节性。消费超预期上行，同样受政策推动较大，消费品以旧换新等扩内需促消费政策效果进一步显现，此外，“双十一”网购促销提前也对社零同比超预期产生较大影响。短期看，外需不确定性因素增加，国内稳地产、促消费、稳就业、民生补贴等力度或将持续提升，国内消费有望延续稳健增长趋势。

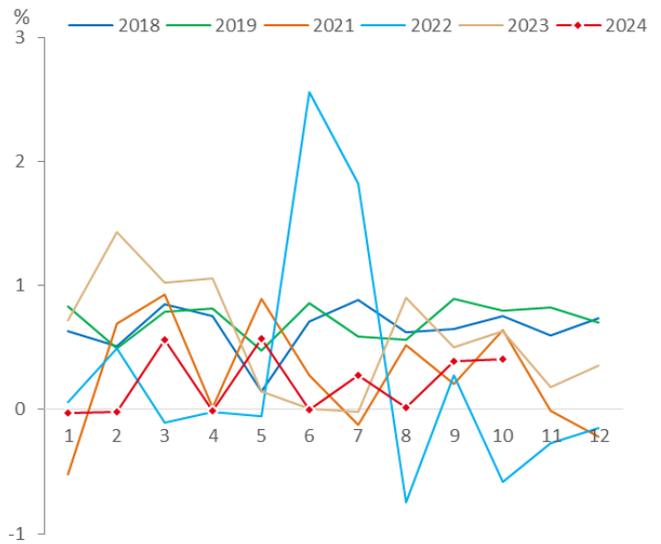
商品零售增速回升，县乡市场占比扩大。10月商品零售额同比增长5.0%，较上月升高1.7pct；餐饮收入同比增长3.2%，较上月升高0.1pct。城镇、乡村消费品零售额同比分别增长4.7%、4.9%，分别较上月提升1.6pct和1.0pct。县乡市场销售规模扩大，占全社会社零总额的38%，较上年同期提升0.5pct，县乡消费市场潜力较大，增量政策进一步释放下沉市场消费动能，或是促内需政策的可能方向之一。

消费品以旧换新相关商品销售增速明显提升。限额以上单位汽车类零售同比增长3.7%，较上月提升3.3pct；家电音像商品零售同比增长39.2%，较上月提升18.7pct；文化办公、家具零售同比分别增长18.0%、7.4%，分别较上月提升8.0pct、7.0pct。

政策落地叠加国庆假期，服务零售快速增长。1-10月份，服务零售额同比增长6.5%，增速高于同期商品零售额3.3pct。国庆期间居民出行需求集中释放，文旅消费升温，交通出行类和旅游咨询租赁类服务零售额稳定增长。国庆假期，全国国内出游人次按可比口径同比增长5.9%，国内游客出游总花费按可比口径增长6.3%；全国营业性演出4.43万场次，同比增长14.6%，并实现票房收入增长25.9%。

**图表3：商品零售增速提升较多**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

**图表4：社零环比增速较季节性偏强**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

### 3 投资：基建、制造业投资提速，地产投资降幅扩大

**固定资产投资平稳增长，年底或将提速。**1-10月份，全国固定资产投资（不含农户）423222亿元，同比增长3.4%，与前三季度持平，略低于预期的3.5%。10月经济数据整体改善，但完成全年经济增长目标的压力仍较大，四季度增量政策陆续落地，中央预算内投资、超长期特别国债、地方政府专项债等各类资金逐步形成工作量，“两重”“两新”政策效果持续显现，年底基建、制造业投资增速或小幅上行，对经济的推动作用提升。

**“两重”建设加快推进，基建投资增速提升。**基础设施投资（不含电热水气等）同比增长4.3%，较上月提升0.2pct，连续6个月增速回落后增速回升，较固投整体增速高0.9pct。随着超长期特别国债和地方政府专项债发行使用，国家重大战略实施和重点领域安全能力建设（“两重”建设）加快推进，形成更多实物工作量。其中，水利管理业投资增长37.9%，航空运输业投资增长19.2%，铁路运输业投资增长14.5%。

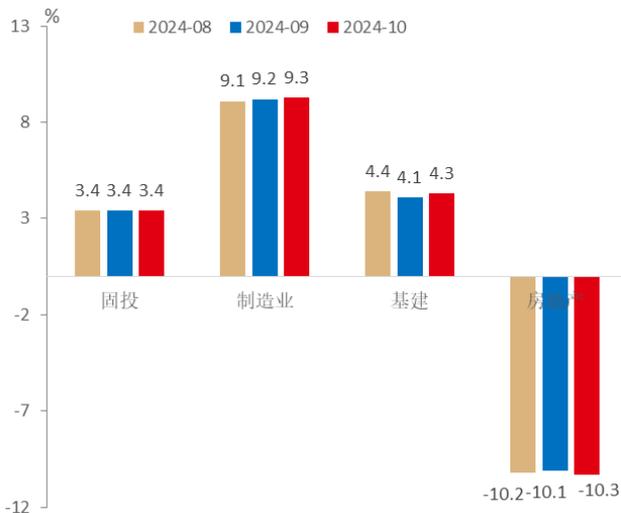
**“两新”政策效果持续显现，制造业投资连续两个月提速。**1-10月制造业投资同比增长9.3%，较上月升高0.1pct，较全部投资高5.9pct。制造业投资对全部投资增长的贡献率为65.6%，比前三季度提高2.7pct。其中，消费品制造

业投资增长 15.0%，装备制造业投资增长 9.1%，原材料制造业投资增长 8.8%。在“两新”政策推动下，1-10 月份设备工器具购置投资同比增长 16.1%，比全部投资高 12.7 pct；对全部投资增长的贡献率为 63.3%，比前三季度提高 1.7 pct。

**高技术产业投资持续高增长，新质生产力加速培育。**1-10 月份，高技术产业投资同比增长 9.3%，增速比全部投资高 5.9 pct。高技术制造业投资同比增长 8.8%，其中，航空、航天器及设备制造业投资增长 34.5%，电子及通信设备制造业投资增长 9.4%。高技术服务业投资同比增长 10.6%，其中，专业技术服务业投资增长 32.0%，电子商务服务业投资增长 16.3%，科技成果转化服务业投资增长 12.7%，研发与设计服务业投资增长 11.0%。

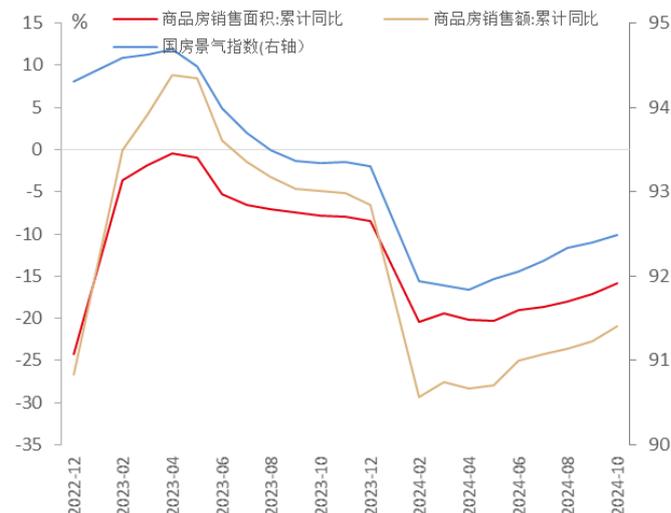
**房地产投资降幅扩大，销售、到位资金情况边际改善，但整体降幅仍较大，关注后续政策落地效果。**房地产投资同比下降 10.3%，降幅较上月扩大 0.2 pct。商品房销售降幅持续收窄，1-10 月新建商品房销售面积同比-15.8%，较上月回升 1.3 pct，连续 5 个月降幅收窄。新建商品房销售额同比-20.9%，较上月回升 1.8 pct。房地产开发企业到位资金同比-19.2%，较上月回升 0.8 pct。11 月中旬，房地产税费政策调整落地，政策效果释放有望推动房地产市场止跌回稳。

**图表5：制造业投资回升，房地产降幅收窄**



资料来源：iFind，中邮证券研究所

**图表6：房地产销售降幅收窄，景气指数持续回升**

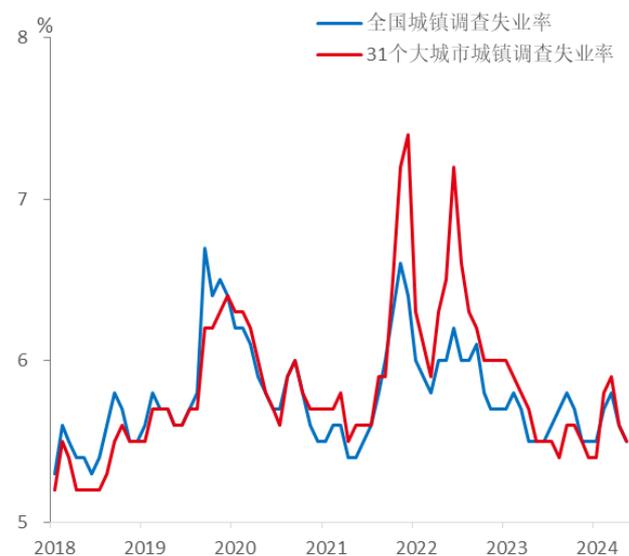


资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 4 就业：失业率继续回落

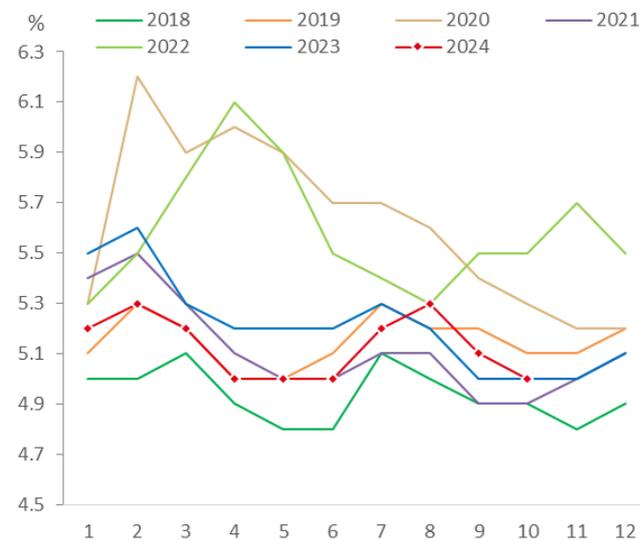
城镇调查失业率继续回落，就业优先战略落实或将加速。10月全国城镇调查失业率为5.0%，较上月下降0.1 pct。31个大城市城镇失业率为5.0%，较上月下降0.1 pct。国务院9月25日发布《关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》，二十四条就业优先战略措施落地。从内需的角度看，居民就业难度增加、未来收入预期下降，居民消费整体偏谨慎，也是促内需政策效果不能充分释放的决定性因素。短期看，促内需的重要性和必要性进一步提升，年底中央经济会议和明年初两会或将在政策端对居民就业、收入提升方面有所侧重。

图表7：失业率整体回落



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：全国城镇调查失业率继续下降



资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 5 总结：需求在不确定性中修复

10月经济稳中向好，政策推动作用较为明显，生产景气上行，商品零售增速提升，服务消费快速增长，基建、制造业投资提速，新质生产力加快培育。短期看，外需维持韧性，叠加美国新关税政策出台前部分行业商品抢出口，出口对四季度经济支撑仍将显著，但后续的不确定性明显上升，推动政策重点转向国内。当前处于存量政策效果释放、增量政策陆续出台阶段，经济修复仍在进程中。后

期期待政策力度与针对性进一步增强，稳就业、消费补贴、生育支持政策或是未来半年的政策重点。

## 6 风险提示

流动性超预期收紧，国内政策效果不及预期。

## 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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 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