

2024 年 11 月 18 日

——世纪证券研究所

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 权益：**①人大常委会化债方案落地后，市场对此的不确定性消失，化债压力减轻预期有助于减少地方政府负担，激活地方经济，加上明年财政定调表述积极，仍然有预期博弈空间。但外资对财政刺激力度和经济基本面现状并不满意，港股压力较大，对市场有所传导。②题材股方面受到当局“慢牛”基调影响，以及监管也采取了一系列措施来规范题材炒作，市场成交缩量，小市值指数下跌。③房地产税政策落地，减税效果更多类似于一次性降价，对供需已经收紧的一线地区影响更大，整体未超市场预期，对市场带动作用有限。④10 月金融数据整体未明显走强，但在居民贷款、M1 增速方面呈现出局部亮点，反映经济活跃度上升。10 月经济数据方面，社零增速受消费政策带动超预期，支撑消费板块韧性，但生产、投资数据不及预期，经济数据未全面好转。
- 固收：**①当周催化方面，央行转净投放，资金面从紧平衡逐渐平稳；人大常委会会议化债方案出台，未超市场预期，且房地产收储、补充核心一级资本、刺激消费等方案未出台，政策节奏延后，市场对增量财政政策博弈转弱，叠加股市调整，10 月金融数据、经济数据均未明显走强，在地方债供给启动下，长端利率依旧保持平稳。②短期债市偏震荡，央行对流动性的呵护下，当前债市的上行风险不大，但基本面、政策预期和供给冲击的扰动则限制了下行空间。下周长期和超长期的特殊地方政府再融资债开始集中发行，预计长端和超长端有压力。
- 海外：**①美国 10 月 CPI 数据符合市场预期，环比与前值持平，通胀数据支持稳定的降息路径，但全周美联储表态偏鹰，美联储主席鲍威尔发表最新讲话表示，美国的经济现状暗示联储无需“急于”降息，降息预期有所下修，叠加特朗普交易的延续效应，美债利率、美元指数上行。②黄金受到地缘冲突风险下行，避险情绪走弱及强势美元的影响，回调明显。
- 上周事件：**①10 月金融数据局部有亮点；②10 月经济数据对政策效果有所验证。
- 本周关注：**11 月 LPR。
- 风险提示：**基本面恢复不及预期。

正文目录

一、 市场宏观变量回顾	3
二、 上周宏观事件分析	4
2.1 10月金融数据局部有亮点	4
2.2 10月经济数据对政策效果有所验证	5
三、 当周关注	8

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾.....	3
Figure 2 社融分项	5
Figure 3 信贷分项	5
Figure 4 社融存量增速及规模	5
Figure 5 M1、M2 同比增速	5
Figure 6 工业增加值季调环比多年对比	6
Figure 7 固定资产投资增速变动	7
Figure 8 房地产相关增速变动	7
Figure 9 社零季调环比多年对比	7
Figure 10 社零总量及分项增速变动	8

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	市场分析
权益	<p>上周市场缩量下跌，周均成交额 21820 亿元，环比缩量。上证指数-3.52%，深证成指-3.70%，创业板指-3.36%，万得全 A-3.94%；沪深 300-3.29%，小市值指数-2.78%；恒生指数-6.28%，恒生科技指数-7.29%。板块上，传媒、石油石化、家用电器表现靠前，房地产、国防军工、非银金融表现靠后。风格上，价值好于成长、大盘好于小盘。</p>	<p>1) 人大常委会化债方案落地后，市场对此的不确定性消失，化债压力减轻预期有助于减少地方政府负担，激活地方经济，加上明年财政定调表述积极，仍然有预期博弈空间。但外资对财政刺激力度和经济基本面现状并不满意，港股压力较大，对市场有所传导。2) 题材股方面受到当局“慢牛”基调影响，以及监管也采取了一系列措施来规范题材炒作，市场成交量，小市值指数下跌。3) 房地产税政策落地，减税效果更多类似于一次性降价，对供需已经收紧的一线地区影响更大，整体未超市场预期，对市场带动作用有限。4) 10 月金融数据整体未明显走强；社零增速受消费政策带动超预期，支撑消费板块韧性，但生产、投资数据不及预期，经济数据未全面好转。</p>
固收	<p>债市收益率下行。全周 T2412 上涨 0.22%，TL2412 上涨 0.32%，TF2412 上涨 0.11%。现券来看，10 年国债活跃券下行 1.5bp，30 年国债活跃券上行 1bp，10 年国开活跃券下行 1.5bp，5 年国开下行 1.5bp，3 年国开下行 0.5bp，1 年国开下行 1bp。</p>	<p>1) 央行转净投放，资金面从紧平衡逐渐平稳；人大常委会议化债方案出台，未超市场预期，且房地产收储、补充核心一级资本、刺激消费等方案未出台，政策节奏延后，市场对增量财政政策博弈转弱，叠加股市调整，10 月金融数据、经济数据均未明显走强，在地方债供给启动下，长端利率依旧保持平稳。2) 短期债市偏震荡，央行对流动性的呵护下，当前债市的上行风险不大，但基本面、政策预期和供给冲击的扰动则限制了下行空间。下周长周期和超长周期的特殊地方政府再融资债开始集中发行，预计长端和超长端有压力。</p>
海外及其他	<p>道指跌 1.24%，标普 500 指数跌 2.08%，纳指跌 3.15%。美债方面，2 年期美债收益率上行 6.4bp 至 4.31%，10 年上行 11bp 至 4.44%。汇率方面，美元指数周度涨 1.65% 报 106.6842，离岸人民币兑美元跌 371 个基点报 7.2361。大宗方面，美油期货跌 4.87%，COMEX 黄金期货跌 4.73%，LME 期铜跌 5%。</p>	<p>美国 10 月 CPI 数据符合市场预期，环比与前值持平，通胀数据支持稳定的降息路径，但全周美联储表态偏鹰，美联储主席鲍威尔发表最新讲话表示，美国的经济现状暗示联储无需“急于”降息，降息预期有所下修，叠加特朗普交易的延续效应，美债利率、美元指数上行；黄金受到地缘冲突风险下行，避险情绪走弱及强势美元的影响，回调明显。</p>

资料来源：wind、世纪证券研究所

请务必阅读文后重要声明及免责条款

市场有风险 入市需谨慎

二、上周宏观事件分析

2.1 10月金融数据局部有亮点

事件：

新增人民币贷款 5,000 亿元，市场预期 6,093 亿元，前值 15,900 亿元。

社会融资规模 13,958 亿元，市场预期 14,386 亿元，前值 37,634 亿元。

M2 同比 7.5%，市场预期 7.0%，前值 6.8%；M1 同比-6.1%，市场预期-7.1%，前值-7.4%。

点评：

10月金融数据方面，社融规模总量、新增人民币贷款低于市场预期，分别同比少增 4483 亿元、2384 亿元，但数据呈现出一些局部亮点，一是居民中长期贷款在 9 月底一系列房地产政策带动下同比多增，二是受到新一轮稳增长政策对微观主体和房地产预期提振的影响，加上权益资产表现回暖等，带动 M1、M2 增速均超预期反弹。

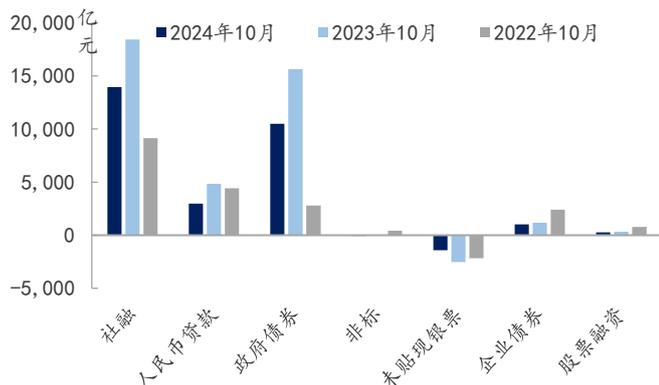
具体来看：

1) 政府债券 1.05 万亿元，同比少增 5142 亿元，是社融的核心拖累项。政府债融资从此前 5 月至 9 月的核心同比多增支撑项转拖累项，背后主要是前三季度政府债发行节奏较快，按照年初两会目标并考虑 10 月 13 日财政部提出的新下达 4000 亿元债务额度，今年四季度政府债融资还剩余 2.18 万亿元额度，同比少 1.47 万亿元，而化债 2 万亿额度在 11 月刚得到审批，10 月政府债发行进度减缓。

2) 从信贷结构上看，企业中长期贷款同比少增 2128 亿元，是信贷主要拖累项之一，背后或主要受到城投公司加快化债的影响。票据融资冲量减少，同比少增 1482 亿元。剔除化债影响下的企业中长期贷款少增和票据冲量减少的影响，实际信贷同比多增。尤其是在存量房贷利率下调后，提前还贷减少，居民中长期贷款同比多增 393 亿元；在以旧换新等消费政策带动下，居民短期贷款同比多增 1543 亿元。

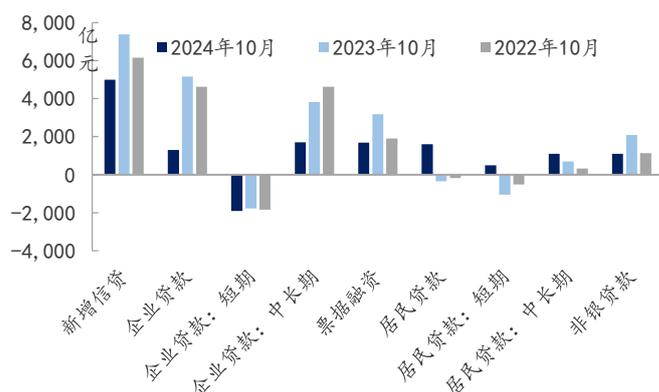
3) M2 同比增速超预期回升 0.7 个百分点，主要或与理财回表、权益资产表现回暖有关。M1 同比增速超预期回升 1.3 个百分点，主要受新一轮稳增长政策对微观主体和房地产预期提振的影响，加上基数偏低，增速反弹。

Figure 2 社融分项



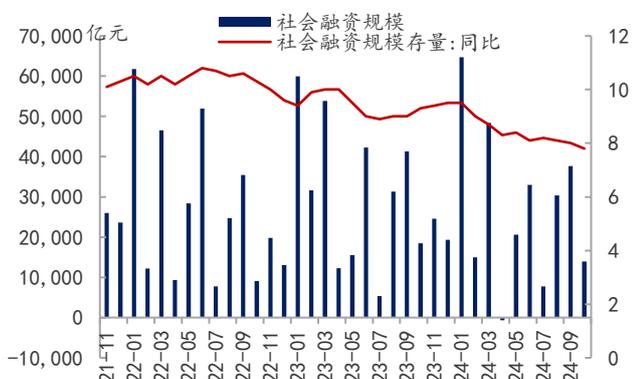
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 信贷分项



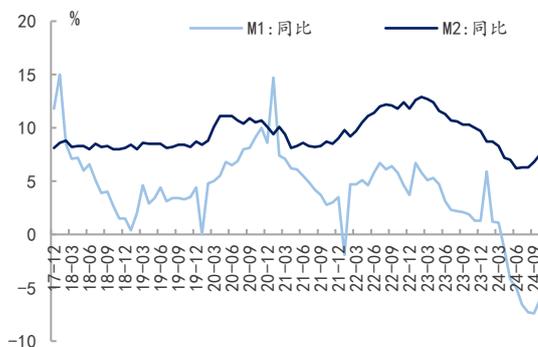
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 社融存量增速及规模



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 M1、M2 同比增速



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

2.2 10 月经济数据对政策效果有所验证

事件:

中国 10 月规模以上工业增加值同比增 5.3%，预期 5.6%，前值 5.4%。

中国 1-10 月固定资产投资同比增 3.4%，预期 3.5%，前值 3.4%。其中，中国 1-10 月房地产开发投资同比-10.3%，预计-10.05%，前值-10.1%。

中国 10 月社会消费品零售总额同比增 4.8%，预期 3.9%，前值 3.2%。

10 月份，全国城镇调查失业率为 5%，前值 5.1%。

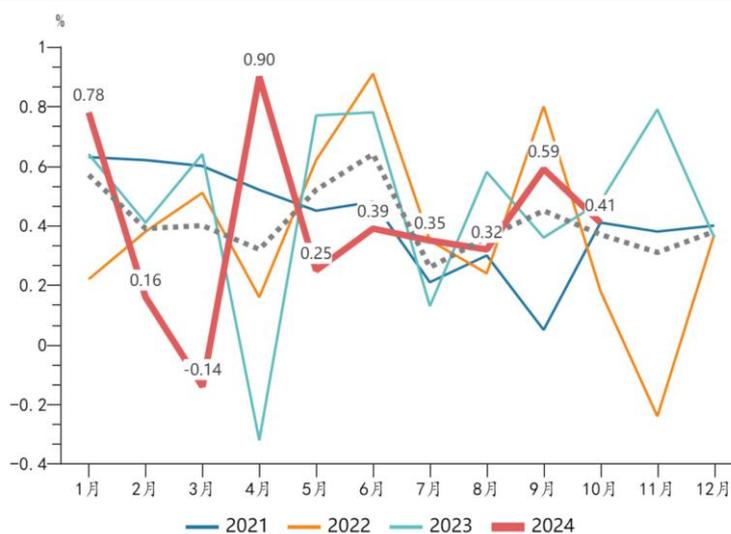
点评:

10 月是四季度验证政策效果第一个月份，总量数据上已经显示出来政策带动下的局部好转迹象——在降低存量房贷利率、以旧换新政策、权益市场财富效应、财政支出加快下放等因素带动下，消费边际改善，房地产销售边际向好尤其是高能级城市，居民短期消费贷款和中长期地产为主贷款同比多增，居民存款向企业活期存款转移带动 M1 触底回升，小口径基建在地方财政支出增加以及化债压力缓释预期下明显反弹。政策对经济的带动作用在 11-

12月持续呈现弹性。另外，出口方面在基数和前期天气扰动消除支撑下，也显著反弹，后续虽然基数支撑减弱，但抢出口效应支撑下，四季度出口或持续有支撑。而政策辐射力偏弱的内生板块，依然未呈现出全面好转，主要反映在地产投资、新开工等数据依然低位运行，价格信号依然偏弱，名义增长中枢依然偏低。

从生产数据来看，工业增速基本企稳，制造业增速同比回升，整体同比略低于前值主要是9月公用事业增加值同比高达10.1%，环比基数较高。从结构和产品来看，黑色与非金属生产有所修复，化工生产边际回升，政策预期对10月上游开工率有所带动；有色生产近月边际回落，同比维持在较高水平；汽车在以旧换新政策带动下明显加速；通信电子增速维持较高水平。

Figure 6 工业增加值季调环比多年对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

从投资数据来看，10月固定资产投资低位企稳，持平前值。其中，地方主导小口径基建在地方化债压力缓释、财政支持增加带动下明显好转，制造业投资在企业预期好转、融资条件改善下也进一步加速。但房地产投资增速与销售增速分化，同比意外进一步下行，对固定资产投资形成拖累。本轮房地产政策供需两端政策配合力度较大，需求端存量房贷利率调降+LPR降息+一线城市放松+契税调降等，供给端白名单等融资支持扩量+收储专项债+城中村改造等，需求端政策落地更快、预期传导更快，10月在销售端数据已经有明显反映，但投资端可能受到前期拿地约束影响，新开工明显下滑，加上供给端政策落地速度偏慢，房企获得融资支持到投资传递也有观望期，投资端显现支撑速度偏慢。

Figure 7 固定资产投资增速变动

指标名称	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09
固定资产投资:当月同比	3.40	3.40	2.01	1.90	3.55	3.29	3.40	4.80	4.20	4.00	2.90	1.22	2.42
固定资产投资:季调:环比	0.16	0.54	0.15	-0.11	0.33	0.13	0.00	0.32	0.91	0.50	-0.11	0.18	-0.26
基础设施建设:当月同比	10.03	17.50	6.19	10.73	10.18	3.78	5.92	8.61	8.96	10.75	5.37	5.57	6.79
基础设施建设(不含电力):当月同比	5.79	2.22	1.24	2.04	4.61	4.89	5.06	6.64	6.30	6.84	4.95	3.71	4.97
制造业投资:当月同比	10.03	9.74	7.95	8.32	9.26	9.37	9.32	10.28	9.40	8.23	7.10	6.20	7.86

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

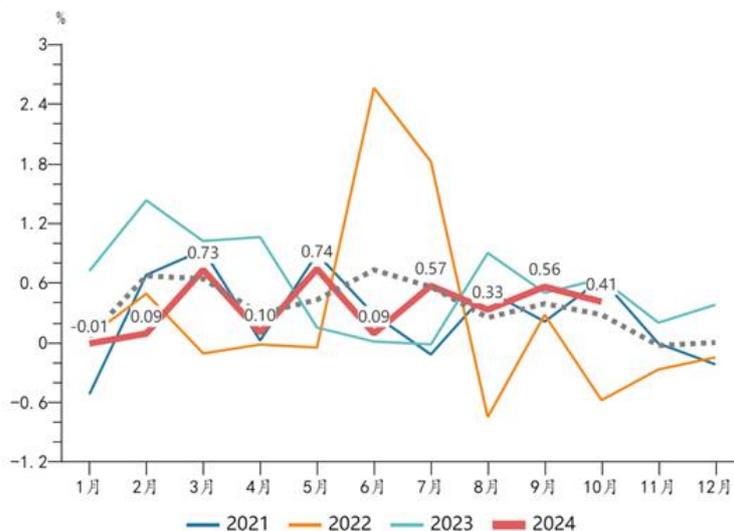
Figure 8 房地产相关增速变动

指标名称	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09
房地产开发投资:当月同比	-12.32	-9.36	-10.20	-10.84	-10.10	-11.15	-10.62	-10.06	-9.00	-12.34	-10.55	-11.29	-11.24
房屋新开工面积:当月同比	-26.69	-19.87	-16.74	-19.68	-21.74	-22.73	-13.73	-25.36	-29.70	-10.43	5.02	-21.08	-14.64
房屋竣工面积:当月同比	-20.12	-31.43	-36.59	-21.80	-29.58	-18.39	-19.03	-21.76	-20.20	15.36	12.30	13.25	25.30
房屋施工面积:累计同比	-12.40	-12.20	-12.00	-12.10	-12.00	-11.60	-10.80	-11.10	-11.00	-7.20	-7.20	-7.30	-7.10
商品房销售面积:当月同比	-1.62	-10.97	-12.59	-15.22	-14.38	-20.73	-23.32	-18.28	-20.50	-12.66	-10.21	-10.92	-10.10
商品房销售额:当月同比	-1.08	-16.25	-17.20	-18.30	-14.15	-26.32	-30.62	-25.86	-29.30	-17.02	-8.53	-8.05	-13.50

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

从消费数据来看,社零增速同比回升 1.6 个百分点,超市场预期,环比 0.41% 维持了环比回暖强度。从结构来看,受到以旧换新政策、双十一促销前置、化债背景下社会集团零售带动。家电 (39.2%, 较前值+18.7Pct), 汽车 (3.7%, +3.3Pct), 反映以旧换新的影响; 体育娱乐用品 (26.7%, 较前值 +20.5 Pct)、文化办公用品 (18%, 较前值+8Pct), 化债背景下事业企业单位现金流好转, 社会集团零售好转; 地产销售好转带动家具 (7.4%, 较前值+7Pct) 回升; 化妆品 (40.1%, 较前值+44.6Pct)、服装 (8%, 较前值+8.4Pct), 主要反映双十一促销前置影响。拖累方面, 餐饮服务 (3.2%) 反映内生需求可能还有待强化, 建筑装潢 (-5.8%) 反映地产链还需要时间传导到投资端, 与地产投资增速与销售分化数据一致。

Figure 9 社零季调环比多年对比



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 社零总量及分项增速变动

消费	指标名称	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09
总量	社零总额当月同比	4.80	3.20	2.10	2.70	2.00	3.70	2.30	3.10	5.50	7.40	10.10	7.60	5.50
	社零总额季调环比	0.41	0.56	0.33	0.57	0.09	0.74	0.10	0.73	0.09	0.38	0.20	0.64	0.50
必选	粮油、食品类	10.10	11.10	10.10	9.90	10.80	9.30	8.50	11.00	9.00	5.80	4.40	4.40	8.30
	饮料类	-0.90	-0.70	2.70	6.10	1.70	6.50	6.40	5.80	6.90	7.70	6.30	6.20	8.00
	烟酒类	-0.10	-0.70	3.10	-0.10	5.20	7.70	8.40	9.40	13.70	8.30	16.20	15.40	23.10
	日用品类	8.50	3.00	1.30	2.10	0.30	7.70	4.40	3.50	-0.70	-5.90	3.50	4.40	0.70
	中西药品类	1.40	5.40	4.30	5.80	4.50	4.30	7.80	5.90	2.00	-18.00	7.10	8.20	4.50
	化妆品类	40.10	-4.50	-6.10	-6.10	-14.60	18.70	-2.70	2.20	4.00	9.70	-3.50	1.10	1.60
可选	服装鞋帽针纺织品类	8.00	-0.40	-1.60	-5.20	-1.90	4.40	-2.00	3.80	1.90	26.00	22.00	7.50	9.90
	金银珠宝类	-2.70	-7.80	-12.00	-10.40	-3.70	-11.00	-0.10	3.20	5.00	29.40	10.70	10.40	7.70
	体育、娱乐用品类	26.70	6.20	3.20	10.70	-1.50	20.20	12.70	19.30	11.30	16.70	16.00	25.70	10.70
	文化办公用品类	18.00	10.00	-1.90	-2.40	-8.50	4.30	-4.40	-6.60	-8.80	-9.00	-8.20	7.70	-13.60
	通讯器材类	14.40	12.30	14.80	12.70	2.90	16.60	13.30	7.20	16.20	11.00	16.80	14.60	0.40
	家具类	7.40	0.40	-3.70	-1.10	1.10	4.80	1.20	0.20	4.60	2.30	2.20	1.70	0.50
地产相关	家用电器和音像器材类	39.20	20.50	3.40	-2.40	-7.60	12.90	4.50	5.80	5.70	-0.10	2.70	9.60	-2.30
	建筑及装潢材料类	-5.80	-6.60	-6.70	-2.10	-4.40	-4.50	-4.50	2.80	2.10	-7.50	-10.40	-4.80	-8.20
汽车	汽车类	3.70	0.40	-7.30	-4.90	-6.20	-4.40	-5.60	-3.70	8.70	4.00	14.70	11.40	2.80
石油	石油及制品类	-6.60	-4.40	-0.40	1.60	4.60	5.10	1.60	3.50	5.00	8.60	7.20	5.40	8.90
餐饮	餐饮	3.20	3.10	3.30	3.00	5.40	5.00	4.40	6.90	12.50	30.00	25.80	17.10	13.80

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

三、当周关注

日期	事件
11月20日(周三)	09:15 中国 贷款市场报价利率(LPR):1年:前值3.10%
	09:15 中国 贷款市场报价利率(LPR):5年:前值3.60%

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。