

修复动能有待提高 - 2024 年 11 月中国经济数据解读



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

股指: 震荡

报告日期:

2024 年 12 月 17 日

★11 月经济数据解读:

1、11 月经济数据增长放缓,并且延续了供给强于需求的态势。从环比看,工增环比基本维持季节性水平,但社零和固定资产投资环比增速大幅弱于季节性水平。国内需求依旧承压,无论消费端还是投资端,修复斜率均较为平缓,修复动能有待夯实。

2、供给端方面,工业供给中,制造业表现较好。其中汽车制造业、交运设备制造业以及食品制造业增速有所扩张,而医药制造、酒饮制造等消费品则产出增长放缓。服务业中,房地产市场景气度提升、交运仓储行业或受益于电商“双十一”大促的长尾效应等因素叠加,推动整体服务业维持韧性。

3、需求端方面,社零增速回落至 2.3%主因双十一活动前置透支需求,以化妆品、办公用品等品类边际衰减最大。投资端制造业、基建小幅波动,房地产投资仍弱。但房地产销售持续改善。商品房销售面积、销售额增速实现由负转正。

★投资建议

一揽子增量政策自 9 月底发布,随后 10 月和 11 月的经济数据呈现初步修复态势。但需求端仍依赖于政策发力托举,企业和居民内生动能仍不足。12 月上旬召开的中央政治局会议和经济工作会议均把扩大内需放在首要任务位置,提出要实施提振消费专项行动。我们期待明年扩大消费相关政策能从着眼于增加居民收入,改善居民预期,补充居民现金流等方面入手。对于股市而言,我们不断强调,如何解决高估值是 A 股悬而未决的问题。近期无风险收益率快速走低叠加市场连续回调,高估压力初步化解,但仍难言低估。展望后续市场,一方面需要关注内外部压力下的政策规模和路径,另一方面在“稳住股市”政策诉求下,市场底部有支撑,回调后估值合理水平下提供机会。

★风险提示:

中国经济修复不及预期,中美贸易战升级。

王培丞

高级分析师(股指)

从业资格号: F03093911

投资咨询号: Z0017305

Tel: 8621-63325888

Email: peicheng.wang@orientfutures.com



扫描二维码,微信关注“东证繁微”小程序

重要事项: 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成交易建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺,见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

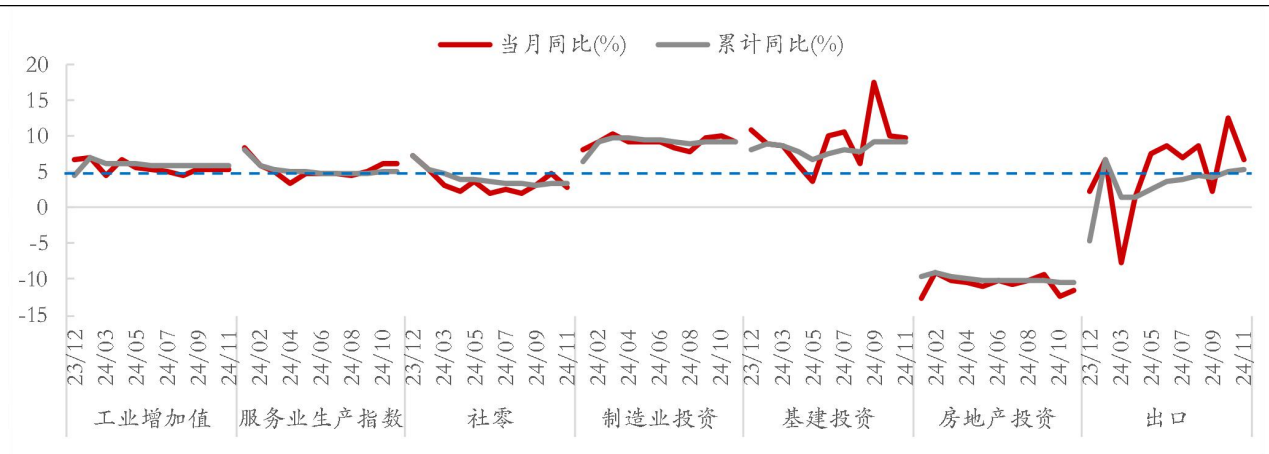
12月16日，国家统计局发布了2024年11月经济数据，对此我们做如下解读。

注：由于2023年数据存在由基数扰动造成的波动，故本文同比数据中，如无特殊指明，2023年同比数据均为以2021年为基数的两年平均值，2024年数据则不做调整。

1、总览：经济修复走缓

中国11月工业增加值同比增速5.4%，预期5.2%，前值5.3%。11月服务业生产指数同比增速6.1%，前值6.3%。11月社零同比增速3%，预期5.3%，前值4.8%。1-11月固定资产投资增速3.3%，预期3.4%，前值3.4%。1-11月房地产投资增速-10.4%，预期-10.2%，前值-10.3%。

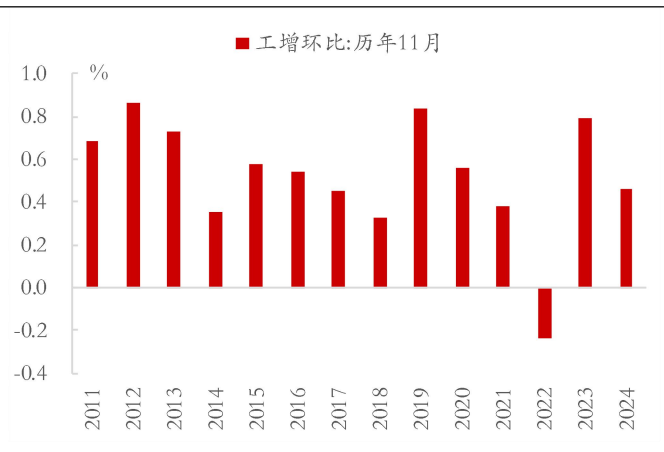
图表 1：国内主要经济指标增速



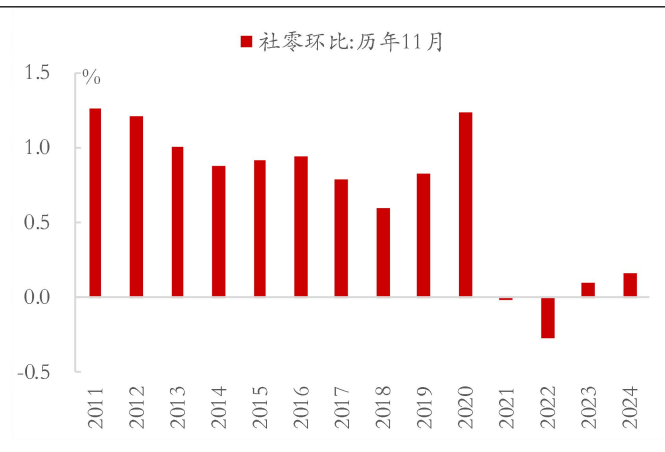
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（未作两年平均处理）

从同比增速看，11月工增当月同比5.4%，社零当月同比3%，固定资产投资当月同比2.3%，经济数据多数不及市场预期，且较前值有所回落，增速放缓。并且延续了供给强于需求的态势。

从环比看，工业增加值、社零、固定资产投资单月季调环比增速分别录得0.46%、0.16%、0.1%，其中工增环比基本维持季节性水平，但社零和固定资产投资环比增速大幅弱于季节性水平。11月国内需求依旧承压，无论消费端还是投资端，修复斜率均较为平缓，修复动能有待夯实。

图表 2：工业增加值季调环比增速


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3：社零季调环比增速


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：固定资产投资季调环比增速


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、供给端：服务业好于工业，汽车制造业

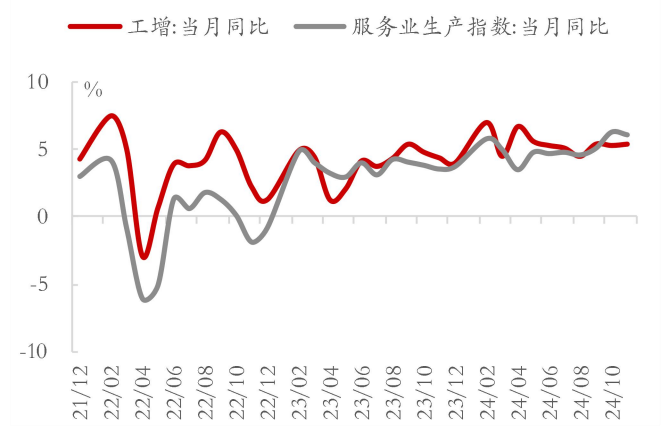
供给端方面,11 月工业增加值同比增长 5.4%,前值 5.3%,服务业生产指数同比增长 6.1%,前值 6.3%。工业小幅走强,服务业有所回落。

工业方面,11 月采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比分别录得 4.2%、6%、1.6%,较上月扩大-0.4%、+0.6%、-3.8%。采矿业和公用事业增长放缓,制造业则边际修复。制造业分行业看,汽车制造业、交运设备制造业以及食品制造业增速有所扩张,而医药制造、酒饮制造等消费品则产出增长放缓。11 月“两新”政策支持下,国内汽车行业产销两旺,根据中汽协数据,11 月汽车产量 343.7 万辆,同比增长 11.1%,销量 331.6 万辆,同比增长 11.65%。

服务业方面,11 月虽然增速回落但依旧维持强势。但与 10 月不同的是,金融业受股市

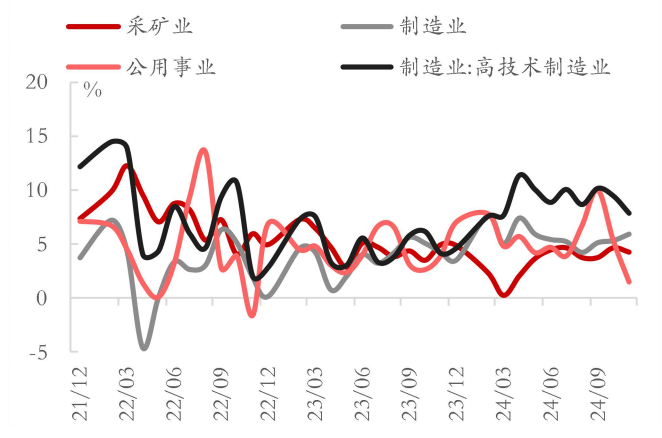
行情调整、成交缩量影响，对服务业产出的带动有所减弱。而房地产业、和交运仓储邮政业增速分别为2.9%和6%，较上月扩大2.1%和1.3%。受益于房地产市场销售活化，各项服务供给有所放量。交运仓储行业扩张或受益于电商“双十一”大促的长尾效应。

图表 5：工业和服务业产出增速



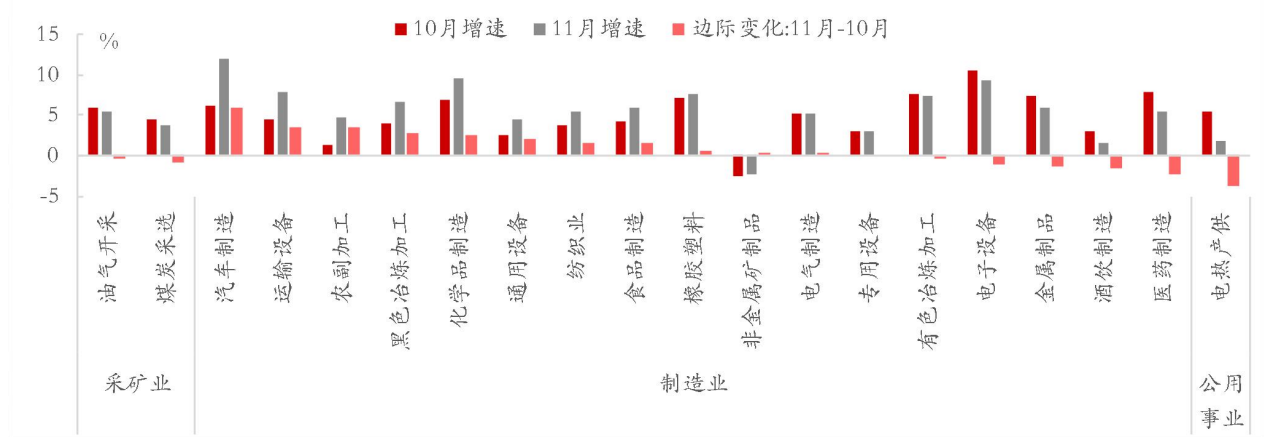
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：工业增加值同比增速按大类分



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 7：工业增加值分行业增速及变化



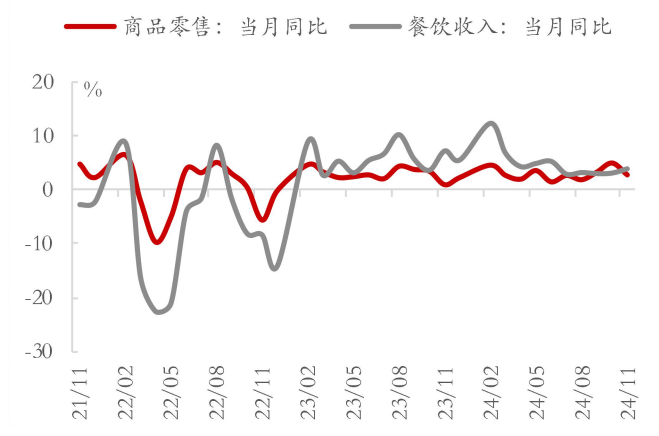
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（各大类行业中按边际变化降序排列）

3、消费端：“双十一”大促前置透支消费需求

11月社零增速录得3%，较10月回落1.8个百分点。11月消费结构拆分看，餐饮收入增长稳中有升，11月增速4%，较前值扩大0.8%。但商品零售增速则边际回落，11月增速录得2.8%，较前值回落2.2%。且限上商品零售增速回落幅度更大。我们认为核心因素在于化妆品、体育文娱用品、办公用品、通讯器材等对电商促销活动敏感的品类在10月已经有较好的销售增长，因为对需求形成透支，在11月出现较明显的增速回落。该节奏与今年5月份的“618”活动前置类似，彼时5月份社零增速录得3.7%，较4月大

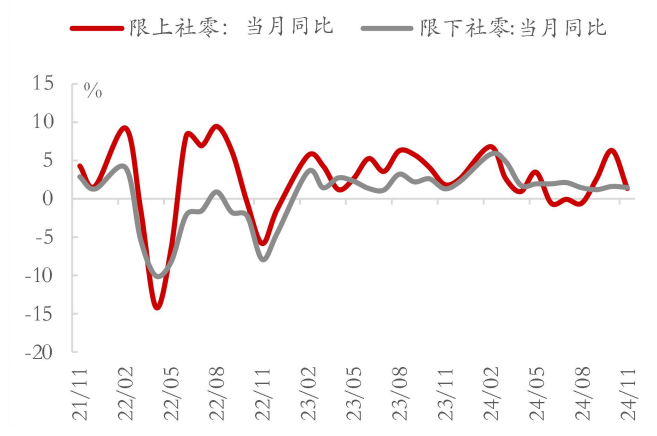
幅上行 1.4 个百分点，但对 6 月也形成透支，6 月社零增速仅录得 2%。除此之外，我们看到，地产后周期消费有所复苏，主因国内房地产销售有所放量，带动装修装饰等需求走强。

图表 8：11 月商品零售增速落后于餐饮收入



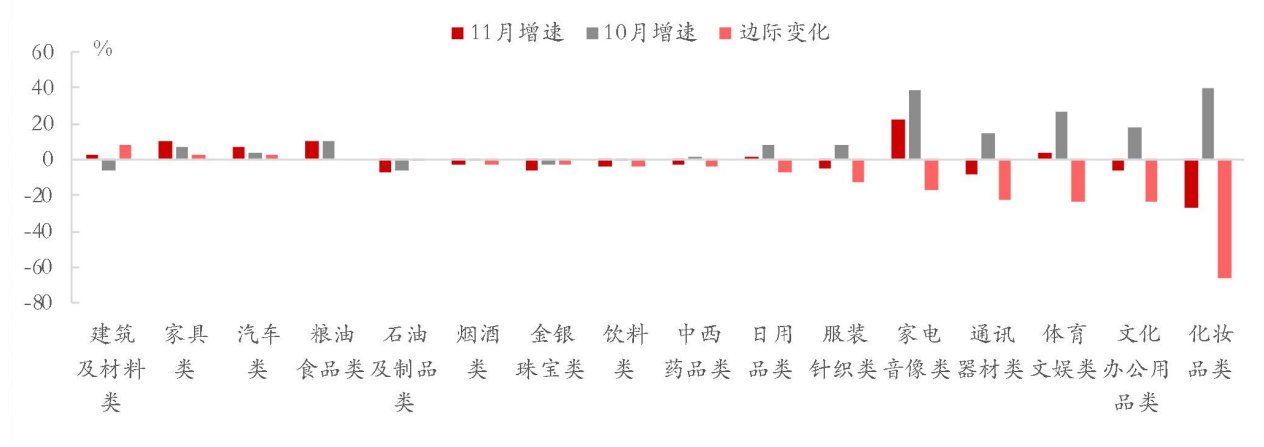
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 9：11 月限上商品零售回调幅度大于限下



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：主要商品零售当月增速及边际变化



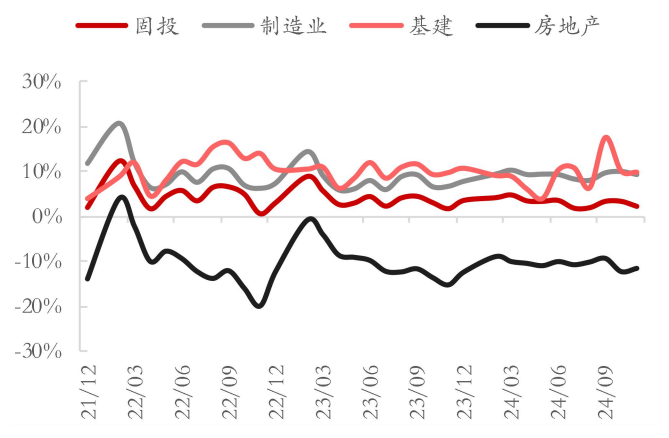
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4、投资端：地方财政支出加快，地产销售跌幅收窄

11 月固定资产投资增速录得 2.3%，较上月大幅回落 1.1 个百分点。其中制造业、基建、房地产投资增速分别为 9.3%、9.7%、-11.6%，分别较上月变化-0.7%、-0.3%、+0.7%，即边际上看房地产投资跌幅收窄，而制造业和广义基建投资增速放缓。需要注意的是，11 月广义基建中出现明显的结构分化，水利投资增速录得 12.2%，较前值大幅升高 6.4 个百分点，而交运投资同比跌 0.2%，较上月回落 7.9 个百分点，或与本轮地方专项债投资结构有关。此外，11 月国有投资和民间投资均放缓，国有投资增速大幅下滑 2.9 个百分

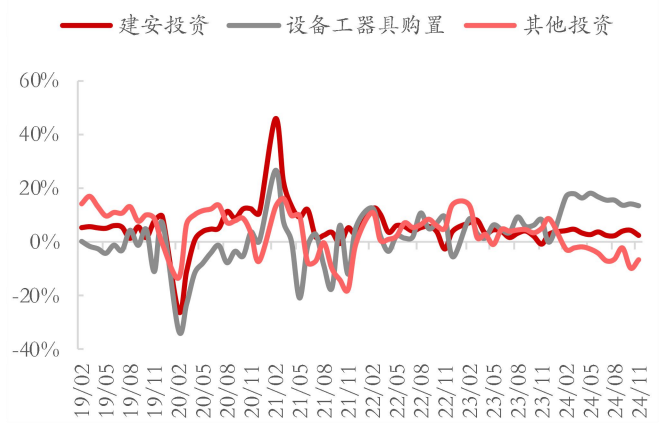
点至 5.1%，而民间投资增速录得-1.4%。国有投资下降我们认为一方面与去年同期基数偏高有关，另一方面根据国家发改委披露，四季度还将提前下达明年 1000 亿元中央预算内投资计划和 1000 亿元“两重”建设项目清单，支持地方加快开展前期工作、先行开工实施。预计跨年阶段国有企业投资仍将对国内总投资形成托举。

图表 11：固定资产投资分类别增速



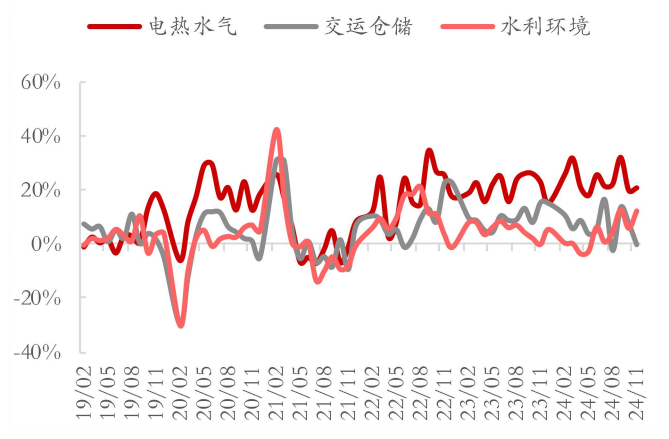
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 12：固定资产投资按构成增速



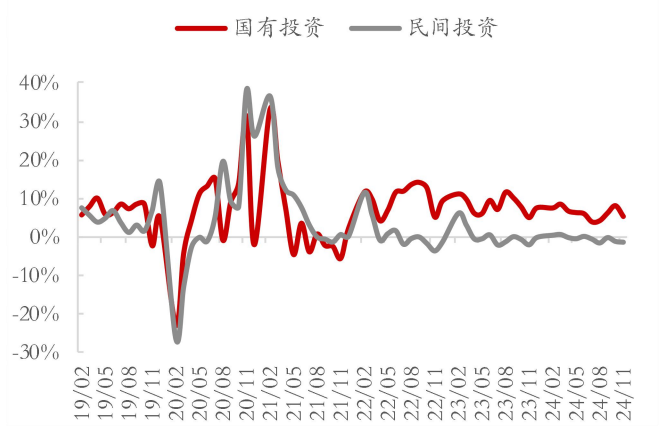
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 13：基建投资三大类别当月增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 14：国有与民间投资当月增速

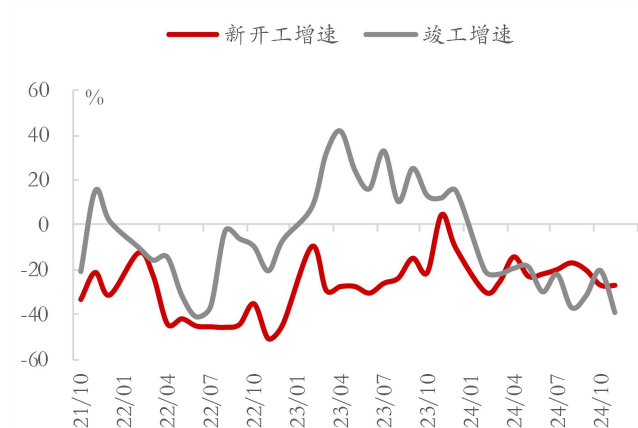


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

房地产方面，11 月延续了投资与销售分化的态势，投资弱、销售强。投资端看，11 月房地产投资增速跌幅收窄至-11.6%，仍处于寻底过程中。新开工增速与竣工增速低位波动，新开工增速进一步回落至-26.8%，竣工增速回落至-38.8%。销售端看，11 月份商品房销售面积和销售额增速由负转正，为 2021 年三道红线落地后的第二次。9 月底房地产新政对市场形成明显刺激，虽然微观交易中仍表现出以价换量的特征，但量能持续放大对价格形成初步托举，根据国家统计局税局，70 大中城市房价同环比跌幅均有所收窄。

销售活跃也带动房企资金周转活化，11月房企资金来源同比增速-4.8%，较上月跌幅收窄6个百分点。其中以定金及预收款最为突出，其同比增速年内首次转正，录得5%。12月14日，住建部副部长在2024—2025中国经济年会上表示，在一系列政策措施作用下，房地产市场信心得到有效提升，房地产市场呈现出止跌回稳的积极势头，全年全国二手房交易网签面积同比实现正增长。2025年重要看点在于如何稳住房价，预计地方收储会是重要抓手。12月16日国常会召开，会议对优化完善地方政府专项债券管理机制作出部署，指出要实行地方政府专项债券投向领域“负面清单”管理，允许用于土地储备、支持收购存量商品房用作保障性住房。国内部门狭义商品住宅库存仅3.77亿平，收储力度放大将有效化解该部分库存。国内地产最严峻问题在于广义库存面积超过20亿平，即未交付的房地产所引发的信用风险仍然严峻。随着现房销售好转以及白名单机制持续为房企输血，2025年竣工面积的回升与否将成为重要观察点。

图表 15: 房地产新开工和竣工增速仍在低位徘徊



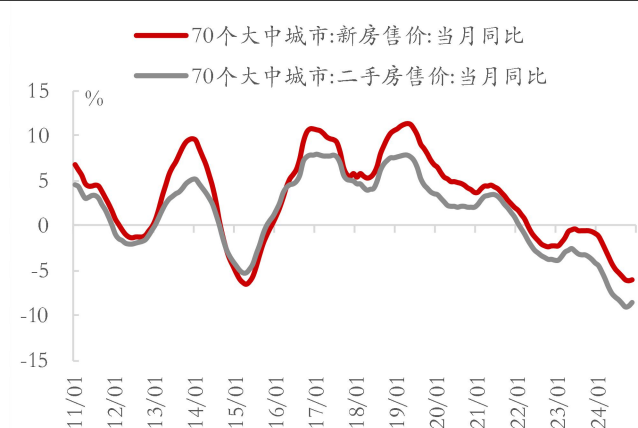
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 房地产销售由负转正



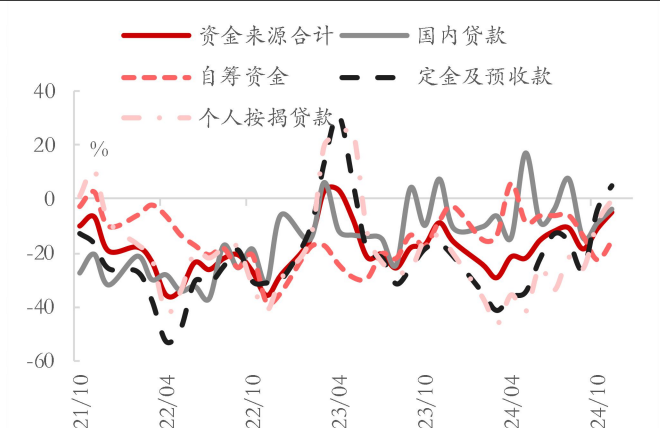
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 17: 70 大中城市房价跌幅收窄



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: 房企资金来源各途径均有修复



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

5、投资建议

一揽子增量政策自9月底发布,随后10月和11月两个月的经济数据呈现初步修复态势。但需求端仍依赖于政策托举,企业和居民内生动能仍不足。12月上旬召开的中央政治局会议和中央经济工作会议均把扩大内需放在首要任务位置,提出 to 实施提振消费专项行动。我们期待明年扩大消费相关政策能着眼于增加居民收入,改善居民预期,补充居民现金流等方面入手。对于股市而言,我们不断强调,经济名义增速斜率偏低与A股估值偏高之间存在不匹配,如何解决高估值是A股悬而未决的问题。近期无风险收益率快速走低叠加市场连续回调,高估压力初步化解,但仍难言低估。展望后续市场,一方面需关注内外部压力下的政策规模和路径,另一方面,在“稳住股市”政策诉求下,市场底部有支撑,回调后将带来更好机会。

7、风险提示

中国经济修复不及预期,中美贸易战升级。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com