

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

经济虽边际下滑，但债市调整可能延续

——2022年10月经济数据点评兼论利率影响

2022年11月15日

宏观利率/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

主要观点

- **10月经济数据显示疫情多发散发对经济影响较大，基建、汽车等逆周期项高位韧性，反观消费、商品房销售及投资等依然表现不佳。需求端下滑可能进一步拖累生产端。往前看，尽管疫情防控政策已有所优化，房地产政策适度调整，但整体效果较难评估，叠加9月以来社融、失业有所反复，出口回落，市场信心恢复不足，经济恢复可能偏慢。**
- **10月工业增加值当月同比增速符合预期，投资略低于预期，消费大幅弱于预期。**10月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售额增速的wind一致预期分别为5.0%、5.9%、1.7%，而实际增速分别为5.0%、5.8%、-0.5%。
- **10月社零同比负增，边际下滑明显。**10月社零同比-0.5%，累计同比下降0.1个百分点至0.6%，环比看，2021年当月基数非常低，仅为0.21%。因此，10月社零下滑主要还是疫情反复下，居民自发减少了外出购物、就餐活动，非生活必需类商品销售和餐饮等接触型消费受到比较大影响。分项看，餐饮收入当月同比大幅下滑8.1%，累计跌幅扩大至-5%；汽车类消费当月同比增长3.9%（前值14.2%），尽管如此，汽车消费在所有消费品类中表现仍较好，其次是粮油食品类和饮料类，分别增长8.3%和4.1%。如果刨除汽车的销售，10月份社会消费品零售总额下降0.9%。房地产相关消费增速没有明显改观。
- **制造业和基建是当月拉动投资的主力。**10月房地产开发投资增速持续负向扩大，销售跌幅扩大，自筹资金及按揭贷款拖累资金来源，房地产下行态势还在持续。基建和制造业仍是当月拉动投资的主力，累计增速分别为8.7%（前值8.6%）和9.7%（前值10.1%）我们维持基建投资增速顶部震荡和制造业投资增速高位缓降的判断。
- **随着低基数效应的消退，工业增加值同比增速放缓，但短期明显回落概率不大。**10月工业增加值同比增长5.0%，环比增长0.33%，环比增速低于近五年同期，也和今年9月工业增加值恢复加快有关。由于下游自发性需求整体偏弱，基建等逆周期项于9月顶部回落，因此生产端顶部回落符合市场预期。
- **市场启示：经济边际下滑，但防疫+房地产政策优化利于中长期经济预期，债市调整可能延续。**由于长期以来抑制利率向上的两大政策（疫情防控政策+房地产调控政策）有所优化，引发市场关注。在此背景下，一是中长期经济增速恢复难以证伪；二是疫情反复导致的经济悲观预期可能缓和，尤其对生产端影响的恢复可能快于需求端。同时，货币政策短期内依然受汇率制约。未来债市博弈点将更加聚焦资金面和短期经济。
- **风险提示：**疫情形势变化；人民币贬值压力加大；居民信心超预期变化；稳增长政策超预期。





目录

| | |
|--------------|---|
| 1. 事件回顾..... | 3 |
| 2. 数据分析..... | 3 |
| 3. 市场启示..... | 6 |
| 4. 风险提示..... | 6 |

图表目录

| | |
|------------------------------|---|
| 图 1： 工业增加值当月增速（%） | 3 |
| 图 2： 投资及消费增速（%） | 3 |
| 表 1： 分行业工业增加值当月增速（%） | 4 |
| 表 2： 分行业社会消费品零售总额增速（%） | 5 |
| 表 3： 分行业制造业投资增速（%） | 5 |

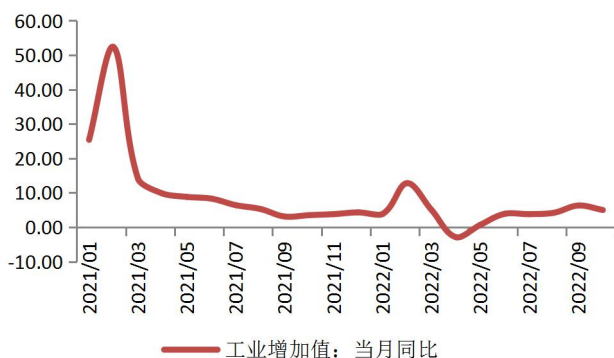
1. 事件回顾

2022年10月，规模以上工业增加值同比5.0%（前值6.3%），环比0.33%（前值0.84%）；1-10月全国固定资产投资同比5.8%（前值5.9%），其中制造业投资同比9.7%（前值10.1%），基础设施投资同比8.7%（前值8.6%），全国房地产开发投资同比-8.8%（前值-8.0%）；社会消费品零售总额当月同比-0.5%（前值2.5%）。

2. 数据分析

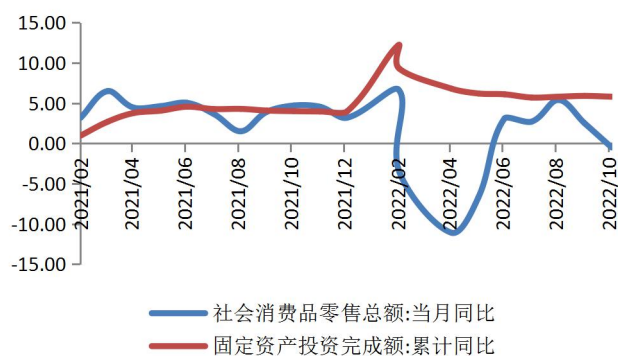
10月工业增加值当月同比增速符合预期，投资略低于预期，消费大幅弱于预期。10月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售额增速的wind一致预期分别为5.0%、5.9%、1.7%，而实际增速分别为5.0%、5.8%、-0.5%。

图1：工业增加值当月增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图2：投资及消费增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

随着低基数效应的消退，工业增加值同比增速放缓，但短期明显回落概率不大。10月工业增加值同比增长5.0%，环比增长0.33%（前值为0.84%，2021年同期为0.41%），环比增速低于近五年同期也和今年9月工业增加值恢复加快有关。由于下游自发性需求整体偏弱，基建等逆周期项于9月顶部回落，因此生产端顶部回落在市场预期之内。分行业看，受益于政策和需求驱动的汽车制造业、电器机械及器材制造业、基建产业链拉动的黑色金属等表现较好。受通讯基础设施建设及医疗防疫物资需求带动，电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业分别增长16.6%、8.4%。装备制造业增加值同比增长9.2%，高于全部规上工业4.2个百分点。高技术产品继续保持较快增长，10月份，航空航天铝材、民用无人机、移动通信基站设备、生物基化学纤维产量分别增长281.5%、52.3%，39.1%、33.8%。受下游消费继续放缓的影响，食品制造业、纺织业、医药制造业生产继续走差。

表 1：分行业工业增加值当月增速（%）

| 指标名称 | 2022 年 | | | | | 2021 年 | | | | |
|----------------------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 10月 | 9月 | 8月 | 7月 | 6月 | 10月 | 9月 | 8月 | 7月 | 6月 |
| 煤炭开采和洗选业 | 3.00 | 7.70 | 5.80 | 11.00 | 11.20 | 7.44 | 2.84 | 2.58 | -1.86 | -0.80 |
| 石油和天然气开采业 | 6.70 | 4.50 | 2.30 | 4.50 | 3.60 | 4.86 | 6.51 | 5.05 | 2.30 | 6.81 |
| 黑色金属冶炼及压延加工业 | 10.20 | 10.60 | -1.30 | -4.30 | 0.60 | -1.52 | -0.79 | 1.71 | 2.55 | 5.33 |
| 有色金属冶炼及压延加工业 | 6.80 | 7.80 | 3.60 | 2.30 | 4.90 | 2.35 | 2.37 | 3.87 | 2.48 | 2.63 |
| 金属制品业 | -3.10 | 1.30 | -2.30 | -2.30 | 0.10 | 10.87 | 10.13 | 11.43 | 10.75 | 11.41 |
| 通用设备制造业 | 2.00 | 2.30 | 0.80 | -0.40 | 1.10 | 7.12 | 7.94 | 9.17 | 8.96 | 11.16 |
| 专用设备制造业 | 3.00 | 4.90 | 4.50 | 4.00 | 6.00 | 7.89 | 8.75 | 8.70 | 8.02 | 10.55 |
| 汽车制造业 | 18.70 | 23.70 | 30.50 | 22.50 | 16.20 | 2.82 | 3.43 | 0.17 | 5.63 | 4.26 |
| 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 0.50 | 7.60 | 5.80 | 7.60 | 6.70 | 2.88 | 6.05 | 0.50 | 1.57 | 2.76 |
| 电气机械及器材制造业 | 16.30 | 15.80 | 14.80 | 12.50 | 12.90 | 11.92 | 11.89 | 13.48 | 13.75 | 12.50 |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 9.40 | 10.60 | 5.50 | 7.30 | 11.00 | 9.85 | 9.13 | 11.58 | 13.17 | 13.84 |
| 农副食品加工业 | -2.00 | 1.50 | -2.30 | -0.80 | -0.30 | 4.13 | 2.63 | 2.26 | 1.79 | 3.48 |
| 食品制造业 | 0.30 | 2.70 | 2.50 | 2.80 | 3.00 | 6.12 | 4.74 | 3.47 | 3.45 | 3.99 |
| 酒、饮料和精制茶制造业 | 1.50 | 5.50 | 7.60 | 10.80 | 7.10 | 5.36 | 2.84 | 1.82 | 2.35 | 1.97 |
| 纺织业 | -4.20 | -1.60 | -5.10 | -4.80 | -3.90 | 1.52 | -0.26 | 0.36 | -0.15 | 0.93 |
| 医药制造业 | 1.60 | -7.50 | -13.10 | -10.30 | -8.50 | 12.92 | 17.93 | 19.31 | 14.72 | 18.83 |
| 橡胶和塑料制品业 | -0.80 | 1.40 | -1.20 | -1.50 | 1.00 | 2.74 | 2.09 | 2.56 | 2.47 | 3.35 |
| 非金属矿物制品业 | 3.10 | 0.80 | -5.00 | -3.80 | -3.70 | 2.41 | 3.90 | 4.81 | 4.59 | 6.96 |
| 化学原料及化学制品制造业 | 9.80 | 12.10 | 3.80 | 4.70 | 5.40 | 4.84 | 3.75 | 6.39 | 5.81 | 7.10 |
| 电力、热力的生产和供应业 | 4.10 | 2.20 | 15.30 | 10.40 | 3.20 | 7.34 | 6.74 | 5.60 | 7.31 | 8.89 |

数据来源：Wind，山西证券研究所

10月社零同比负增，边际下滑明显。10月社零同比-0.5%，拖累累计同比下降0.1个百分点至0.6%，环比看，2021年当月基数非常低，仅为0.21%，因此10月社零下滑主要还是在疫情多发散发的影响下，居民自发减少了外出购物、就餐活动，非生活必需类商品销售和餐饮等接触型消费受到比较大影响。分项看，餐饮收入当月同比大幅下滑8.1%，累计跌幅扩大至-5%；汽车类消费当月同比增长3.9%（前值14.2%），尽管如此，汽车消费在所有消费品类中表现仍较好，其次是粮油食品类和饮料类，分别增长8.3%和4.1%。如果刨除汽车的销售，10月份社会消费品零售总额下降0.9%。房地产相关消费增速没有明显改观，家电类当月同比-14.1%（前值-6.1%），带动累计同比-0.8%（前值0.7%），家具类当月同比-6.6%（前值-7.3%），累计同比-8.2%（前值-8.4%），建筑及装潢类同比-8.7%，前值（-8.1%），但累计同比下滑至-5.3%（前值-4.9%）。

表 2：分行业社会消费品零售总额增速（%）

| 指标名称 | 2022 年 | | | | | 2021 年 | | | | |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 10 月 | 9 月 | 8 月 | 7 月 | 6 月 | 10 月 | 9 月 | 8 月 | 7 月 | 6 月 |
| 粮油、食品类 | 8.30 | 8.50 | 8.10 | 6.20 | 9.00 | 9.79 | 8.86 | 7.05 | 9.49 | 13.87 |
| 饮料类 | 4.10 | 4.90 | 5.80 | 3.00 | 1.90 | 13.59 | 17.16 | 13.11 | 16.86 | 26.94 |
| 烟酒类 | -0.70 | -8.80 | 8.00 | 7.70 | 5.10 | 15.78 | 18.21 | 8.97 | 10.43 | 16.96 |
| 服装鞋帽针纺织品类 | -7.50 | -0.50 | 5.10 | 0.80 | 1.20 | 4.25 | 1.55 | -1.03 | 2.41 | 6.34 |
| 化妆品类 | -3.70 | -3.10 | -6.40 | 0.70 | 8.10 | 13.41 | 9.07 | 9.50 | 6.13 | 18.38 |
| 金银珠宝类 | -2.70 | 1.90 | 7.20 | 22.10 | 8.10 | 15.70 | 17.92 | 11.92 | 11.44 | 8.72 |
| 日用品类 | -2.20 | 5.60 | 3.60 | 0.70 | 4.30 | 7.80 | 5.63 | 5.59 | 10.45 | 16.63 |
| 家用电器和音像器材类 | -14.10 | -6.10 | 3.40 | 7.10 | 3.20 | 6.23 | 3.03 | -0.46 | 2.91 | 9.79 |
| 中西药品类 | 8.90 | 9.30 | 9.10 | 7.80 | 11.90 | 8.50 | 9.51 | 8.52 | 7.18 | 9.51 |
| 文化办公用品类 | -2.10 | 8.70 | 6.20 | 11.50 | 8.90 | 12.27 | 18.78 | 15.86 | 7.69 | 18.05 |
| 家具类 | -6.60 | -7.30 | -8.10 | -6.30 | -6.60 | 1.87 | 1.39 | 1.11 | 3.34 | 5.91 |
| 通讯器材类 | -8.90 | 5.80 | -4.60 | 4.90 | 6.60 | 22.86 | 8.58 | 3.23 | 5.71 | 18.84 |
| 石油及制品类 | 0.90 | 10.20 | 17.10 | 14.20 | 14.70 | 7.54 | 1.73 | -1.65 | 2.82 | 3.03 |
| 建筑及装潢材料类 | -8.70 | -8.10 | -9.10 | -7.80 | -4.90 | 8.35 | 6.93 | 5.10 | 4.41 | 10.86 |
| 汽车类 | 3.90 | 14.20 | 15.90 | 9.70 | 13.90 | -0.44 | -0.96 | 1.76 | 5.14 | -2.03 |

数据来源：Wind，山西证券研究所

10 月房地产开发投资增速持续负向扩大，销售跌幅扩大，自筹资金及按揭贷款拖累资金来源，房地产下行态势还在持续。10 月房地产开发投资完成额累计增速-8.8%（前值-8.0%），测算当月增速跌幅扩大至 15.43%。10 月商品房新开工面积大幅下跌 37.8%（前值-38.0%），“保交楼”政策推动下竣工面积增速跌幅趋缓至-18.7%（前值-19.9%），因此，在新开工无法跑赢竣工增速的情况下，施工面积跌幅扩大至-5.7%。10 月商品房销售面积累计增速为-22.3%（前值-22.2%）。从资金来源看，10 月房地产开发资金来源累计跌幅从 9 月的-24.5%扩大至-24.7%，国内贷款在政策纠偏下跌幅趋缓至-26.6%（前值-27.2%），但随着销售仍大幅下跌，个人按揭贷款累计同比跌幅扩大至-24.5%（前值-23.7%），自筹资金降幅扩大至-14.8%（前值-14.1%）。房企面临的融资环境未明显改观。10 月土地购置面积累计同比-53.0%，持平于前值。

制造业和基建是当月拉动投资的主力。10 月基建及制造业累计增速分别为 8.7%（前值 8.6%）和 9.7%（前值 10.1%），基建边际仍然保持强劲增长，制造业受出口拖累回落较快。我们维持基建增速顶部震荡和制造业高位缓降的判断。从细分项看，制造业投资增速和行业表现关系紧密，工业增加值边际表现较好的领域如汽车制造、电气机械及器材、等行业固定资产投资表现比较好。10 月民间投资增速回落至 1.6%（前值 2.0%）。

表 3：分行业制造业投资增速（%）

| 指标名称 | 2022 年 | | | | | 2021 年 | | | | |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 10 月 | 9 月 | 8 月 | 7 月 | 6 月 | 10 月 | 9 月 | 8 月 | 7 月 | 6 月 |
| 电气机械及器材制造业 | 39.70 | 39.50 | 38.40 | 37.20 | 36.70 | 5.25 | 3.62 | 2.70 | 2.10 | 1.48 |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 20.80 | 19.90 | 18.70 | 18.60 | 19.90 | 18.60 | 19.48 | 19.76 | 19.41 | 20.18 |

| | | | | | | | | | | |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 化学原料及化学制品制造业 | 20.40 | 19.30 | 17.90 | 16.00 | 15.10 | 4.60 | 4.40 | 4.92 | 5.38 | 5.81 |
| 农副食品加工业 | 16.30 | 16.60 | 15.80 | 15.80 | 16.70 | 7.61 | 6.50 | 5.77 | 4.93 | 4.00 |
| 有色金属冶炼及压延加工业 | 15.30 | 13.90 | 12.60 | 11.10 | 10.60 | 1.58 | 1.52 | 1.77 | 2.69 | 2.66 |
| 食品制造业 | 15.00 | 14.40 | 17.00 | 16.60 | 17.20 | 2.61 | 1.91 | 0.81 | 0.59 | -0.05 |
| 通用设备制造业 | 14.60 | 16.70 | 16.90 | 17.50 | 20.80 | -0.50 | -2.07 | -2.79 | -3.46 | -4.65 |
| 专用设备制造业 | 13.40 | 15.00 | 15.00 | 16.30 | 16.40 | 8.10 | 7.28 | 7.30 | 6.33 | 6.09 |
| 汽车制造业 | 12.80 | 12.70 | 12.90 | 9.90 | 8.90 | -10.03 | -11.06 | -11.43 | -11.35 | -11.36 |
| 金属制品业 | 11.00 | 12.60 | 12.70 | 13.50 | 14.70 | 0.19 | -0.56 | -1.74 | -1.58 | -1.32 |
| 医药制造业 | 6.90 | 6.90 | 6.70 | 6.40 | 5.40 | 19.57 | 19.33 | 18.08 | 18.07 | 18.56 |
| 纺织业 | 6.00 | 6.30 | 7.60 | 11.10 | 11.90 | 0.66 | 0.34 | -0.97 | -3.62 | -5.30 |
| 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 5.50 | 6.00 | 9.50 | 12.50 | 14.40 | 9.52 | 8.98 | 8.98 | 6.41 | 4.99 |
| 废弃资源综合利用业 | 2.06 | 1.60 | 1.29 | 1.19 | 0.15 | 20.00 | 19.80 | 21.30 | 22.90 | 0.00 |

数据来源：Wind，山西证券研究所

3. 市场启示

市场启示：经济边际下滑，但防疫+房地产政策优化利于中长期，债券市场调整可能延续。10月经济数据显示疫情多发散发对经济影响较大，基建、汽车等逆周期项高位韧性，反观消费、商品房销售及投资等依然表现不佳。需求端下滑可能进一步拖累生产端。往前看，尽管疫情防控政策已有所优化，房地产政策适度调整，但整体效果较难评估，叠加9月以来社融、失业有所反复，出口回落，市场信心恢复不足，经济恢复可能偏慢。由于长期以来抑制利率向上的两大政策（疫情防控政策+房地产调控政策）有所优化，引发市场关注。在此背景下，一是中长期经济增速恢复难以证伪；二是疫情反复导致的经济悲观预期可能缓和，尤其对生产端影响的恢复可能快于需求端。同时，货币政策短期内依然受汇率制约。未来债市博弈点将更加聚焦资金面和短期经济。

4. 风险提示

疫情形势变化；人民币贬值压力加大；居民信心超预期变化；稳增长政策超预期。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：



上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336