

复苏再遇波折，隐忧尚未解除

——2022年10月经济数据点评

报告摘要

10月经济数据总体较弱：消费方面，社零同比时隔4个月再次为负，且实际社零同比继9月后再次为负；投资方面，基建投资维持高增速、制造业投资保持韧性，但房地产投资较9月下跌幅度加深，拖累10月固投同比增速较9月下行；出口方面，受全球需求走弱的影响，我国10月以美元计价出口增速已经录得负值；工增方面，受需求复苏节奏放缓影响，10月工业增加值同比增速未能延续上行态势。

从10月经济数据看，我国目前经济运行隐忧仍然较多：房地产迟迟未见明显企稳；居民端消费和信贷（主要是房贷）持续走弱；全球经济走弱之下我国出口下行压力持续加大。往后看，我国稳增长压力依然较大。年初以来，基建发挥了重要的稳增长作用，但单独基建发力难以支撑我国经济彻底企稳。10月M2增速继续高于社融存量增速1.5个百分点，反映出目前时点单纯总量层面宽松货币政策已经相对乏力。11月15日，央行对到期的1000亿元MLF采取缩量续作，一方面有稳定人民币汇率的目的，另一方面也一定程度上表明央行目前稳经济政策的重点并非单纯总量宽松。预计未来宽信用的相关政策仍是重点，年内流动性继续宽松的程度可能相对有限。

10月经济数据具体分析如下：

◆ 10月社零时隔4个月再次负增长，11月消费或仍不乐观

2022年10月，社零同比-0.5%，明显低于市场预期的+1.7%，较上月-3.0PCTS。排除价格因素，10月社零实际同比-2.7%，下跌幅度较9月加深。10月社零环比录得-0.7%，为2011年以来历年10月社零环比唯一的负值。

10月社零当月同比时隔4个月再次为负，消费超市市场预期走弱，除我们一直强调的居民收入增速下降、消费倾向降低等相对中长期因素外，短期的核心影响因素是疫情冲击下居民出行受限。城市轨道交通协会公布的51个城市10月地铁客运量同比为-17%，较9月的-11.2%进一步下滑。

11月11日，国务院发布优化疫情防控20条新规，预计随着全国范围内疫情防控方式的持续优化，后续消费数据存在着一定改善空间，但展望11月，消费数据或仍然难言乐观：1，全国范围内对20条新规的落实和依据自身情况做合理调整，最终形成稳定的新防控态势，需要一定的时间。2，居民收入增速下降、消费倾向降低的中期因素仍然存在。3，高频数据显示11月上旬居民出行仍然受限。

◆ 房地产投资下滑幅度加深拖累下，10月固投增速较9月降低

2022年10月，固投同比+5.0%，较9月-1.6PCTS，其中，制造业投资保持韧性、基建投资增速维持相对高位，二者投资增速均高于固投同比增速，但房地产投资增速较9月下跌幅度加深，继续成为固投的主要拖累项。

主要数据

上证指数	3134.0778
沪深300	3865.9726
深证成指	11351.3318

主要指数走势图



作者

符旻 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 研究助理

SAC执业证书: S06401220900025

联系电话: 010-59562515

邮箱: liuqian@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2022-11-15

美加息预期弱化，国内复苏反复，政策加码值得期待 —2022-11-13

经济复苏基础不牢固下，通胀仍然较弱 —2022-11-10

2022年10月，制造业投资增速+6.9%，较9月-3.8PCTS，带动10月固投总体增速+3.4PCTS。受10月当月同比增速较1-9月累计同比增速下行影响，2022年1-10月制造业投资增速+9.7%，较1-9月下行0.4PCTS。受疫情影响，2022年10月官方制造业PMI录得49.2%，较上月-0.9PCTS，上月回到荣枯线之上后，本月再次低于荣枯线。10月，PMI产成品库存指数、原材料库存指数、采购量指数和生产经营活动预期指数分别较上月+0.7PCTS、+0.1PCTS、-0.9PCTS和-0.8PCTS，表明在疫情影响下，10月制造业需求走弱（主要是内需），制造业企业采购意愿下滑，生产经营活动预期下降，产成品库存和原材料库存均被动积累。需求和预期边际转弱之下，10月制造业投资同比增速较9月下行。

2022年10月房地产投资增速-16.1%，较9月-4.0PCTS，上月降幅缩窄后本月降幅再次扩大，且录得年内最大同比降幅，带动10月固投同比下行4.2PCTS。10月地产相关数据表明目前房地产仍在筑底：10月房地产投资同比下滑幅度较9月加深；10月商品房销售额和销售面积同比下滑幅度均超过20%，且较上月下滑幅度加深；10月房屋施工面积和土地购置面积同比下滑幅度均较上月缩窄，但下滑幅度仍在30%和50%以上；10月房企开发到位资金同比下滑幅度仍在20%以上，且下滑幅度较上月加深。目前制约房地产投资企稳的两大核心障碍是居民购房意愿低和房企预期弱，其中后者又在很大程度上受前者影响。居民购房作为整个房地产投资链条的主要价值出口，其趋势的走弱对整个房地产投资链条产生了较大的抑制作用。因此，房地产的全面企稳可能需要居民购房意愿相对明显恢复作为先决条件。

2022年10月，基建投资同比+12.8%，较9月-3.5PCTS，但仍然属于2018年以来相对高的增速。财政靠前发力上半年基本用尽全年专项债额度，7、8和9月新发行专项债仅有613亿元、516亿元和241亿元。9月7日国常会安排地方盘活5000多亿专项债限额后，地方政府积极行动，10月新发行专项债规模达到4279亿元，规模较7、8和9月明显回升。预计在10月新发行的4000多亿专项债所筹集的资金支撑下，叠加前期项目的持续推进，年内基建投资增速仍有望维持2018年以来的相对高位。

◆ 需求复苏节奏放缓，10月工业增加值同比增速未能延续上行态势

2022年10月，工业增加值同比+5.0%（市场预期+5.04%），较9月-1.3PCTS。各行业工业增加值同比增速整体放缓，需求不足导致工业生产边际改善缺乏内生动力。外需方面，10月出口同比增速较9月大幅回落至负区间。10月摩根大通全球制造业PMI新订单指数录得46.9，较前值下行0.8个百分点，连续4个月位于荣枯线之下，全球经济衰退风险上升。海外紧缩政策对需求抑制逐步显现，外需持续走弱。另一方面，内需改善低于预期，10月官方PMI回落至收缩区间49.2%，疫情反复下，10月制造业企业采购意愿下滑，生产经营活动预期下降，产成品库存和原材料库存均被动积累，市场实际需求不足影响了经济修复预期的进程。往后看，进一步优化疫情防控措施，降低对工业生产各个环节的干扰以及更大力度的稳增长政策，提振居民消费或是改善内需的当务之急。



图1 月度经济数据情况

	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
社零 (当月同比)	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5
社零: 商品零售 (当月同比)	0.5	3.0	5.1	3.2	3.9	-3.0	-9.7	-2.1
社零: 餐饮 (当月同比)	-8.1	-1.7	8.4	-1.5	-4.0	-21.1	-22.7	-16.4
固投 (累计同比)	5.8	5.9	5.8	5.7	6.1	6.2	6.8	9.8
制造业投资 (累计同比)	9.7	10.1	10.0	9.9	10.4	10.6	12.2	15.6
基建投资 (累计同比)	11.4	11.2	10.4	9.6	9.3	8.2	8.8	10.5
房地产开发投资 (累计同比)	-8.8	-8.0	-7.4	-6.4	-5.4	-4.0	-2.7	0.7
固投 (当月同比)	5.0	6.6	6.5	3.5	5.8	4.5	1.8	6.7
制造业投资 (当月同比)	6.9	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9
基建投资 (当月同比)	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0	7.9	4.8	11.8
房地产开发投资 (当月同比)	-16.1	-12.1	-13.8	-12.1	-9.6	-7.7	-10.1	-2.4
出口金额 (美元, 当月同比)	-0.3	5.7	7.1	17.8	17.9	16.9	3.9	14.6
进口金额 (美元, 当月同比)	-0.7	0.3	0.3	2.1	1.0	4.1	-0.1	0.1
工业增加值 (当月同比)	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0
服务业生产指数 (当月同比)	0.1	1.3	1.8	0.6	1.3	-3.1	-6.1	-0.9
制造业PMI	49.2	50.1	49.4	49.0	50.2	49.6	47.4	49.5
非制造业PMI	48.7	50.6	52.6	53.8	54.7	47.8	41.9	48.4
建筑业PMI	58.2	60.2	56.5	59.2	56.6	52.2	52.7	58.1
服务业PMI	47.0	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1	40.0	46.7

资料来源: wind, 中航证券研究所

一、10月社零时隔4个月再次负增长，11月消费或仍不乐观

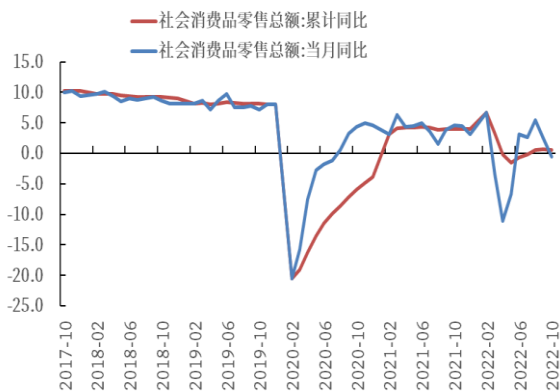
2022年10月，社零同比-0.5%，明显低于市场预期的+1.7%，较上月-3.0PCTS。排除价格因素，10月社零实际同比-2.7%，下滑幅度较9月加深。10月社零环比录得-0.7%，为2011年以来历年10月社零环比唯一的负值。10月商品零售同比+0.5%（上月+3.0%）、餐饮收入同比-8.1%（上月-1.7%），限额以上社零同比-0.5%（上月+6.1%）。

分商品类别：受房地产低迷拖累，家具、家电及建筑装饰材料类商品对限额以上商品零售的拉动作用继续为负；服装鞋帽、通讯器材、办公用品类等对限额以上商品零售的拉动作用亦为负；汽车、粮油食品为10月限额以上商品零售最大拉动项；石油制品类因居民出行受限和油价同比涨幅趋缓，对限额以上商品零售的拉动作用较9月明显减弱。

10月社零当月同比时隔4个月再次为负。消费超市场预期走弱，除我们一直强调的居民收入增速下降、消费倾向降低等相对中长期因素外，短期的核心影响因素是疫情冲击下居民出行受限。城市轨道交通协会公布的51个城市10月地铁客运量同比为-17%，较9月的-11.2%进一步下滑。

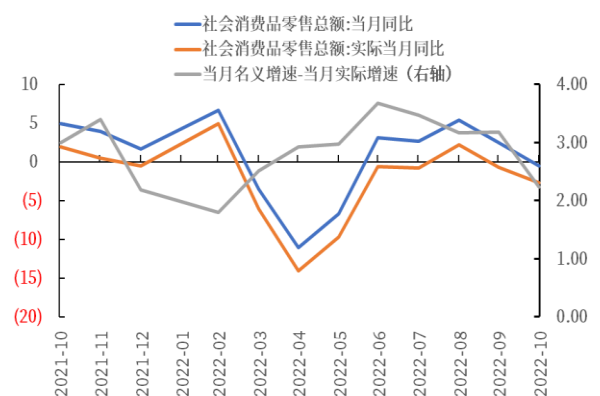
11月11日，国务院发布优化疫情防控20条新规，预计随着全国范围内疫情防控方式的持续优化，后续消费数据存在着一定改善空间，但展望11月，消费数据或仍然难言乐观：1，全国范围内对20条新规的落实和依据自身情况做合理调整、最终形成稳定的新防控态势，需要一定的时间。因此，新规对11月消费数据的影响或相对有限。2，居民收入增速下降、消费倾向降低的中期因素仍然存在。3，高频数据显示11月上旬居民出行仍然受限。我们统计的11月上旬17个大中城市地铁客流量同比虽然较10月下旬降幅缩窄，但仍然达到-17%，同时，11月上旬，17个大中城市中，仅成都、长沙和厦门三个城市地铁客流量同比为正，表明居民出行的受限并非局限于局部地区。

图2 10月社零同比增速继续走弱（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图3 10月实际社零同比增速继续为负（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图4 10月社零环比明显弱于历史同期(%)

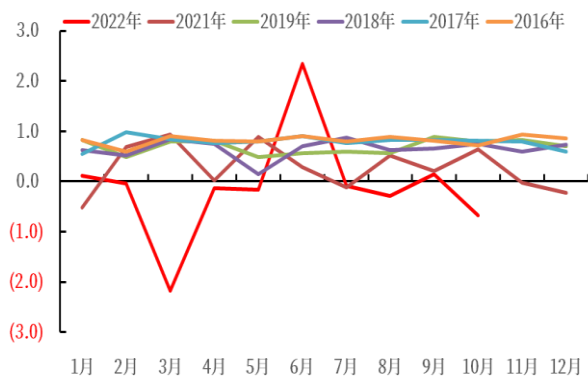
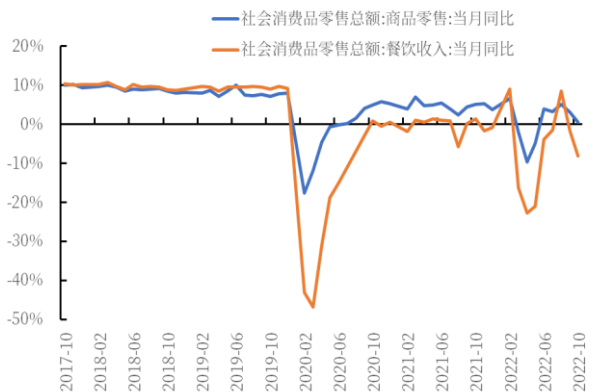


图5 10月餐饮收入同比萎缩幅度加深



资料来源: wind, 中航证券研究所

资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 各商品类别对当月限额以上企业商品零售额的拉动

商品类别	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2021-12	2021-11	2021-10
汽车类	1.04%	3.92%	4.56%	2.84%	3.87%	-4.82%	-9.83%	-2.80%	1.14%	-2.80%	-2.83%	-3.69%
粮油、食品类	0.91%	0.98%	0.90%	0.67%	0.91%	1.27%	1.03%	1.27%	0.97%	1.09%	1.33%	1.04%
中西药品类	0.33%	0.36%	0.36%	0.31%	0.43%	0.40%	0.31%	0.45%	0.28%	0.33%	0.32%	0.21%
石油及制品类	0.14%	1.42%	2.44%	2.12%	1.89%	1.17%	0.65%	1.42%	3.03%	1.88%	2.75%	3.69%
饮料类	0.07%	0.10%	0.12%	0.06%	0.04%	0.14%	0.10%	0.20%	0.21%	0.18%	0.24%	0.15%
限额以上企业商品零售总额	0.00%	6.60%	9.10%	7.50%	8.80%	-5.80%	-18.80%	-0.42%	9.10%	1.70%	4.50%	4.70%
烟酒类	-0.02%	-0.34%	0.21%	0.22%	0.14%	0.10%	-0.20%	0.20%	0.52%	0.23%	0.35%	0.40%
金银珠宝类	-0.05%	0.04%	0.15%	0.38%	0.13%	-0.32%	-0.48%	-0.34%	0.45%	0.00%	0.10%	0.22%
文化办公用品类	-0.05%	0.26%	0.19%	0.30%	0.28%	-0.07%	-0.11%	0.24%	0.25%	0.19%	0.52%	0.27%
家具类	-0.08%	-0.09%	-0.10%	-0.08%	-0.08%	-0.13%	-0.15%	-0.09%	-0.06%	-0.04%	0.07%	0.03%
化妆品类	-0.09%	-0.08%	-0.16%	0.01%	0.22%	-0.29%	-0.51%	-0.18%	0.17%	0.05%	0.30%	0.17%
日用品类	-0.10%	0.25%	0.18%	0.03%	0.21%	-0.32%	-0.47%	0.04%	0.51%	0.78%	0.43%	0.16%
建筑及装潢材料类	-0.12%	-0.11%	-0.13%	-0.11%	-0.06%	-0.10%	-0.16%	0.01%	0.06%	0.10%	0.17%	0.16%
通讯器材类	-0.44%	0.23%	-0.17%	0.17%	0.31%	-0.26%	-0.81%	0.11%	0.21%	0.01%	0.02%	1.32%
服装鞋帽、针、纺织品类	-0.40%	-0.04%	0.39%	0.06%	0.10%	-1.47%	-1.86%	-1.08%	0.47%	-0.23%	-0.05%	-0.34%
家用电器和音像器材类	-0.80%	-0.35%	0.20%	0.45%	0.25%	-0.64%	-0.44%	-0.26%	0.64%	-0.39%	0.47%	0.52%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 居民出行再次受限

时间区间	同比正增长城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
11月上旬	3	-17.0%	-12.5%	-11.8%	-53.3%	34.5%	-20.1%	-46.8%	-24.8%	-2.5%	-6.2%	-9.2%	20.1%	-29.2%	-12.0%	-31.9%	55.5%	11.7%	-30.3%
10月下旬	3	-20.9%	-13.1%	-18.5%	-33.6%	-10.3%	-35.4%	-49.9%	-34.0%	-16.4%	-12.4%	-13.6%	27.9%	-32.2%	-21.4%	9.0%	13.4%	-69.6%	
10月中旬	1	-19.3%	-24.6%	-18.7%	-13.7%	-14.0%	-13.1%	-18.4%	-41.1%	-19.1%	-28.6%	-19.5%	-6.1%	-19.3%	-13.4%	-27.3%	-19.2%	27.0%	-24.3%
10月上旬	3	-12.9%	-10.1%	-11.0%	-6.5%	-21.3%	4.0%	-20.6%	-29.4%	-5.2%	-14.9%	-21.9%	-4.9%	-52.5%	-3.0%	-25.8%	-24.8%	88.7%	7.2%
9月下旬	6	-5.0%	-9.9%	-5.4%	-5.1%	-15.6%	14.4%	1.2%	-10.5%	4.7%	-3.2%	-12.0%	27.2%	-27.1%	-3.6%	-15.7%	-29.1%	205.9%	19.7%
9月中旬	6	-12.4%	-13.2%	-6.0%	-6.6%	-70.8%	14.1%	6.4%	-3.4%	6.6%	-6.1%	-20.7%	18.5%	-28.1%	-12.3%	-12.4%	-39.5%	80.4%	18.7%
9月上旬	5	-21.3%	-12.7%	-12.2%	-10.9%	-90.9%	26.7%	-17.1%	-3.1%	13.5%	-26.7%	-53.8%	38.0%	-9.9%	-7.6%	-3.2%	-67.4%	6.0%	27.0%
8月下旬	9	-0.1%	4.2%	-5.1%	13.3%	-18.4%	61.0%	37.5%	-24.2%	19.0%	-45.7%	-15.0%	53.5%	-8.4%	11.7%	-8.9%	-33.3%	3.0%	39.2%
8月中旬	11	4.8%	3.2%	-19.6%	6.1%	-3.3%	130.6%	123.0%	3.0%	20.9%	-12.2%	-7.9%	100.6%	16.9%	11.6%	-6.5%	46.1%	-26.6%	38.2%
8月上旬	15	18.6%	14.8%	-12.0%	11.0%	3.9%	283.0%	108.2%	46.5%	29.5%	22.1%	-4.5%	216.0%	40.9%	4.9%	7.9%	66.0%	74.1%	43.0%
7月下旬	8	-10.2%	-20.3%	-22.2%	-3.8%	-33.4%	109.2%	-1.2%	-8.7%	9.3%	0.3%	-22.9%	22.3%	21.9%	-7.5%	-1.9%	11.6%	13.8%	21.8%
7月中旬	6	-12.7%	-17.7%	-35.0%	-1.2%	-11.6%	-12.3%	2.5%	-20.6%	-17.6%	-5.1%	-5.0%	5.7%	12.6%	-1.5%	-4.3%	8.6%	8.9%	9.6%
7月上旬	9	-16.0%	-32.8%	-39.1%	8.4%	-6.5%	-21.9%	1.9%	-32.8%	-16.8%	0.6%	-12.4%	8.5%	10.8%	13.9%	18.5%	-7.2%	1.0%	4.7%
6月下旬	10	-8.3%	-31.5%	-39.0%	46.4%	0.6%	-10.7%	5.5%	-8.8%	-3.5%	4.0%	1.0%	-1.9%	2.0%	15.4%	72.6%	-8.8%	20.2%	12.2%
6月中旬	7	-10.1%	-46.0%	-47.1%	96.3%	-0.1%	-7.5%	2.4%	-10.8%	-13.0%	-2.0%	9.2%	-16.4%	-12.5%	2.5%	13.3%	-14.1%	30.2%	9.9%
6月上旬	6	-18.8%	-63.2%	-61.6%	82.8%	-4.0%	-11.5%	-1.5%	-9.5%	-13.3%	-1.3%	0.8%	-8.8%	-0.8%	21.0%	17.5%	-11.2%	27.3%	12.6%
5月下旬	3	-38.2%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%	6.0%
5月中旬	3	-40.4%	-77.2%	-100.0%	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%
5月上旬	0	-44.1%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%
4月下旬	2	-38.4%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月中旬	1	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%
4月上旬	0	-85.8%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%
3月下旬	0	-35.5%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%	-20.4%
3月中旬	1	-40.0%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%
3月上旬	8	-8.0%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%
10月	2	-18.1%	-16.9%	-16.6%	-19.1%	-14.7%	-17.1%	-30.5%	-35.0%	-13.8%	-18.5%	-17.9%	4.4%	-31.7%	-17.8%	-24.7%	-13.3%	32.9%	-31.6%
9月	5	-12.8%	-11.8%	-7.9%	-7.5%	-58.6%	18.1%	-3.2%	-6.0%	8.1%	-12.0%	-29.0%	27.7%	-21.7%	-7.8%	-10.7%	-44.9%	62.8%	21.7%
8月	12	7.2%	7.1%	-12.2%	10.1%	-7.1%	125.6%	81.0%	5.2%	22.9%	-14.7%	-9.3%	106.0%	15.6%	9.4%	-3.0%	21.2%	10.9%	40.1%
7月	10	-13.0%	-23.6%	-32.4%	0.7%	-16.9%	6.4%	1.0%	-20.7%	9.2%	-1.4%	-13.8%	12.1%	15.2%	1.6%	3.0%	4.4%	7.9%	11.9%
6月	8	-12.4%	-47.2%	-49.2%	71.5%	-1.1%	-9.9%	2.2%	-9.7%	-9.9%	0.2%	3.5%	-9.1%	-4.0%	12.6%	28.9%	-11.4%	25.5%	11.6%
5月	1	-40.8%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%	-7.1%
4月	1	-41.0%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-39.7%	-23.4%	12.0%	-42.0%	
3月	3	-28.3%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-11.1%	56.4%	-24.7%	-33.1%	9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%	0.3%

资料来源: wind, 中航证券研究所

二、房地产投资下滑幅度加深拖累下，10月固投增速较9月降低

2022年10月，固投同比+5.0%，较9月-1.6PCTS，其中，制造业投资增速+6.9%（较上月-3.8PCTS），基建投资增速+12.8%（较上月-3.5PCTS），房地产投资增速-16.1%（较上月-4.0PCTS）。制造业投资保持韧性、基建投资增速维持相对高位，二者投资增速均高于固投同比增速，但房地产投资增速较9月下跌幅度加深，继续成为固投的主要拖累项。10月固投增速低于1-9月固投累计增速，带动1-10月固投累计增速录得+5.8%，较1-9月-0.1PCTS。

2022年10月，制造业投资增速+6.9%，较9月-3.8PCTS，带动10月固投总体增速+3.4PCTS。受10月当月同比增速较1-9月累计同比增速下行影响，2022年1-10月制造业投资增速+9.7%，较1-9月下行0.4PCTS。受疫情影响，2022年10月官方制造业PMI录得49.2%，较上月-0.9PCTS，上月回到荣枯线之上后，本月再次低于荣枯线。季节性上看，今年10月制造业PMI录得历史倒数第二低，仅高于2008年10月。10月，PMI产成品库存指数、原材料库存指数、采购量指数和生产经营活动预期指数分别较上月+0.7PCTS、+0.1PCTS、-0.9PCTS和-0.8PCTS，表明在疫情影响下，10月制造业需求走弱（主要是内需），制造业企业采购意愿下滑，生产经营活动预期下降，产成品库存和原材料库存均被动积累。需求和预期边际转弱之下，10月制造业投资同比增速较9月下行。分行业看，通用设备制造业、专用设备制造业和金属制品业1-10月投资增速较1-9月下行较多，而有色金属冶炼、化学原料及制品制造业以及计算机通信制造业1-10月投资增速较1-9月上行较多。值得注意的是，2022年1-10月，高技术制造业累计同比增速达到23.6%，较1-9月继续上行，且仍然明显高于制造业投资总体增速。

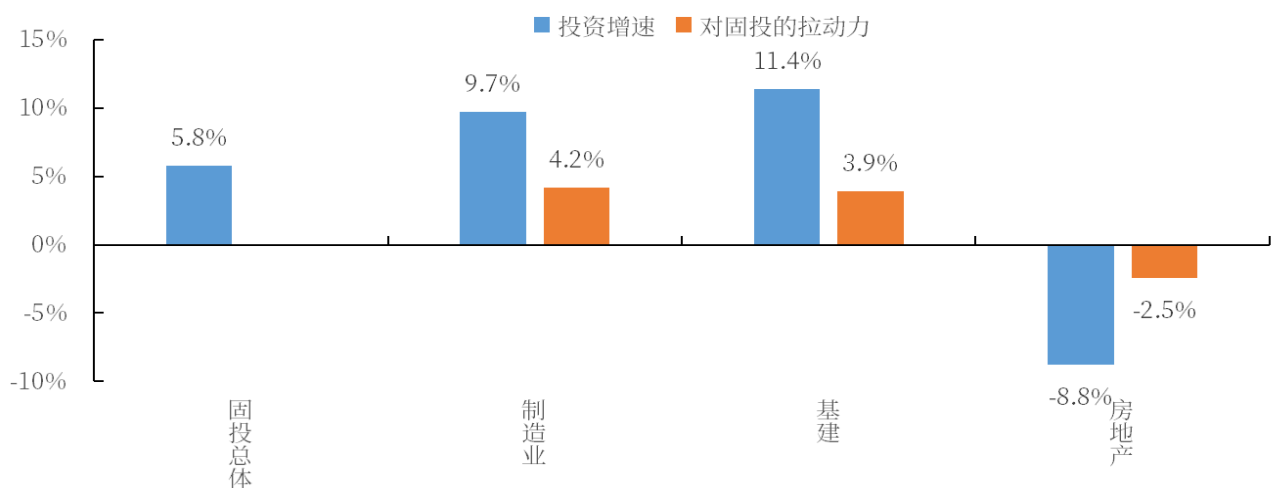
2022年10月房地产投资增速-16.1%，较9月-4.0PCTS，上月降幅缩窄后本月降幅再次扩大，且录得年内最大同比降幅，带动10月固投同比下行4.2PCTS。10月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-15.5%、-14.1%和-25.0%，降幅均较上月加深，而本年土地成交价款同比-50.0%，较9月降幅缩窄5.3PCTS。

房屋销售方面，10月商品房销售额和销售面积同比分别为-23.9%和-23.3%，降幅分别较上月加深9.7PCTS和6.8PCTS，均为上月降幅缩窄后本月降幅再次扩大。房地产施工方面，10月房屋施工面积同比-31.3%（较上月+13.3PCTS），其中新开工面积同比-35.6%（较上月+8.6PCTS）、竣工面积同比-8.9%（较上月-2.0PCTS）。土地购置方面，10月本年土地购置面积同比-53.0%（较上月+11.9PCTS）。房地产开发资金方面，2022年10月，房企开发到位资金同比-26.0%（较上月-4.7PCTS），其中国内贷款同比-18.4%（较上月+7.1PCTS）、自筹资金-20.7%（较上月+4.8PCTS）、定金及预收款同比-31.0%（较上月-12.3PCTS）、个人按揭贷款-31.3%（较上月-13.1PCTS）。

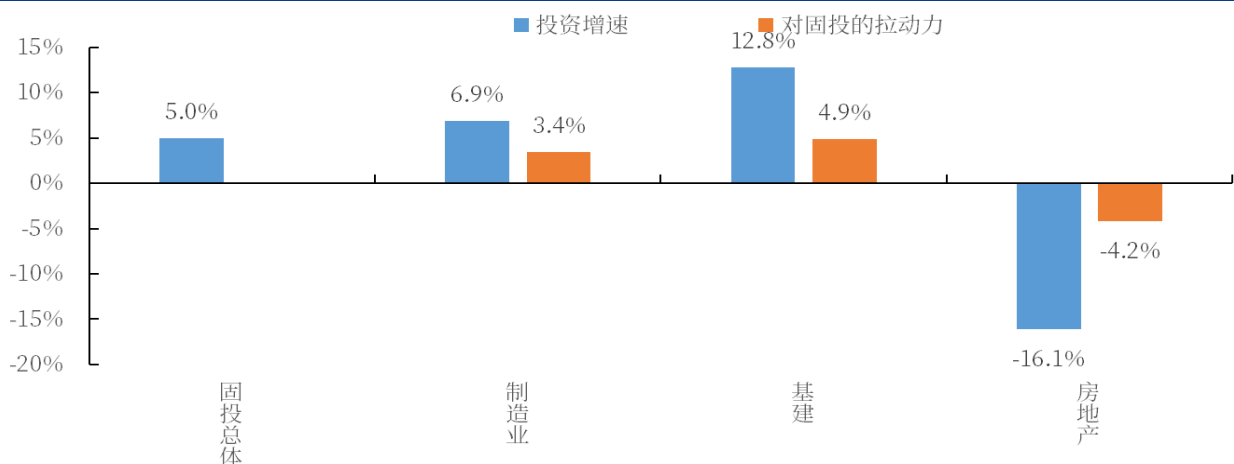
10月地产相关数据表明目前房地产仍在筑底：10月房地产投资下滑幅度较9月加深；10月商品房销售额和销售面积下滑幅度均超过20%，且较上月下滑幅度加深；

10月房屋施工面积和土地购置面积同比下滑幅度均较上月缩窄,但下滑幅度仍在30%和50%以上;10月房企开发到位资金下滑幅度仍在20%以上,且下滑幅度较上月加深。目前制约房地产投资企稳的两大核心障碍是居民购房意愿低和房企预期较弱,其中后者又在很大程度上受到前者的影响。居民购房作为整个房地产投资链条的主要价值出口,其趋势的走弱对整个房地产投资链条产生了较大的抑制作用。因此,房地产的全面企稳可能需要居民购房意愿相对明显恢复作为先决条件。

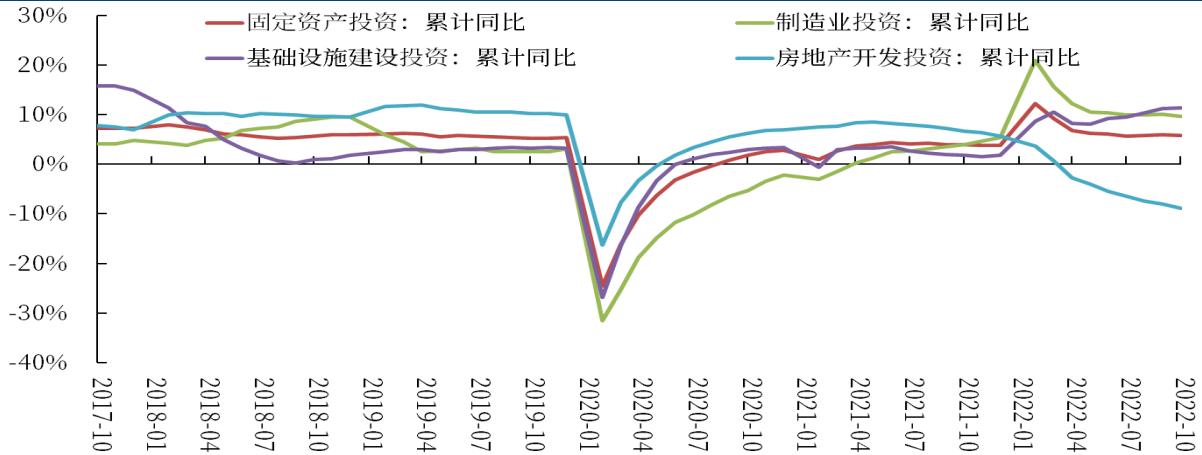
2022年10月,基建投资同比+12.8%,较9月-3.5PCTS,但仍然属于2018年以来相对高的增速。各地积极落实稳增长政策、相关项目快速推进下,10月基建投资仍然实现了较高增速。今年财政靠前发力下,上半年基本用尽全年专项债发行额度,因此,6月当月新发行专项债规模达到1.37万亿元后,7、8和9月新发行专项债仅有613亿元、516亿元和241亿元。9月7日国常会安排地方盘活5000多亿专项债限额后,地方政府积极行动,10月新发行专项债规模达到4279亿元,规模较7、8和9月明显回升。预计在10月新发行的4000多亿专项债所筹集的资金支撑下,叠加前期项目的持续推进,年内基建投资增速仍有望维持2018年以来的相对高位。

图8 2022年1-10月固投及主要分项投资增速及拉动力


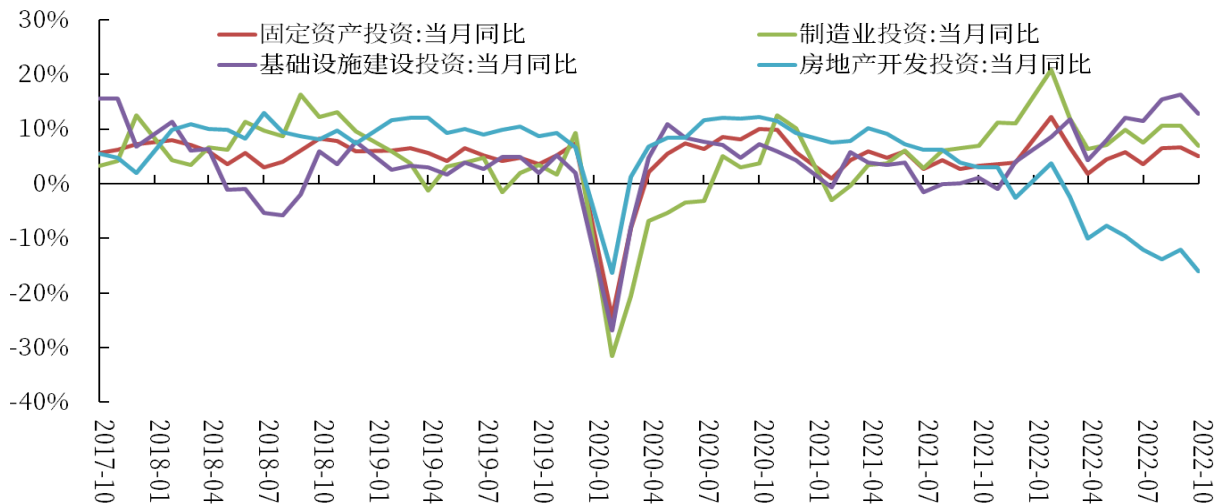
资料来源: wind, 中航证券研究所

图9 2022年10月固投及主要分项投资增速及拉动力


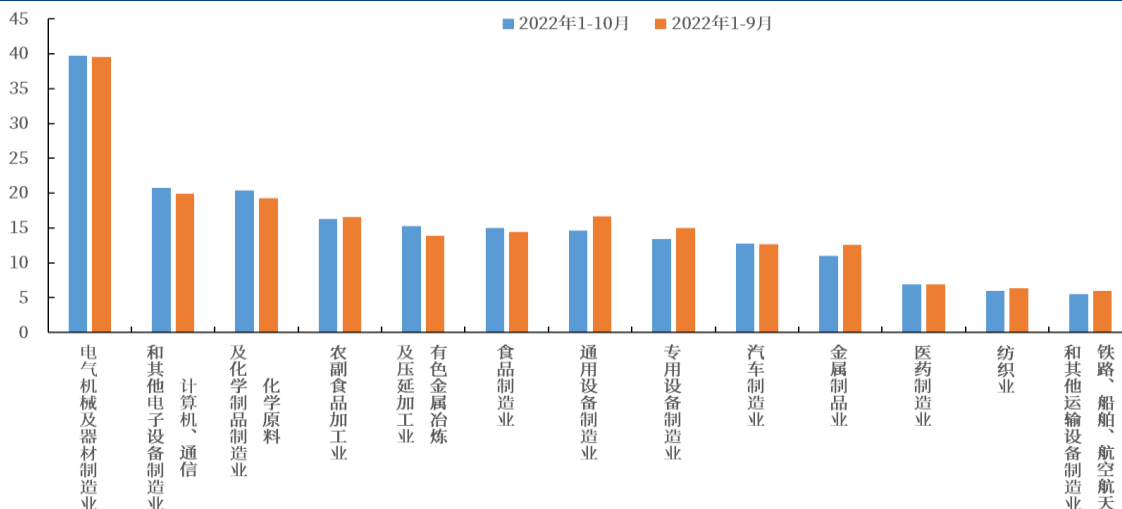
资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 固投及主要分项累计同比走势


资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

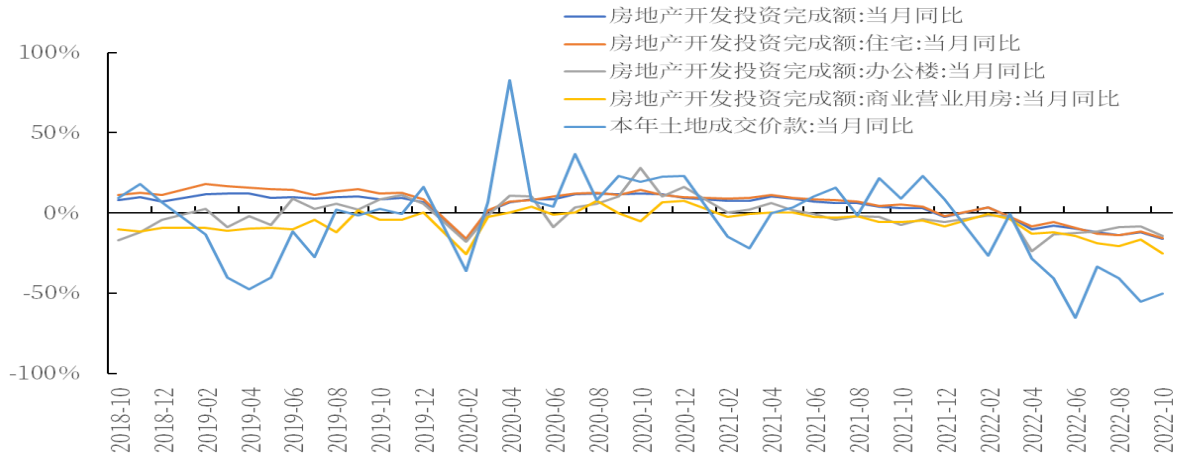
图11 固投及主要分项当月同比走势


资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图12 制造业分行业累计投资增速（%）


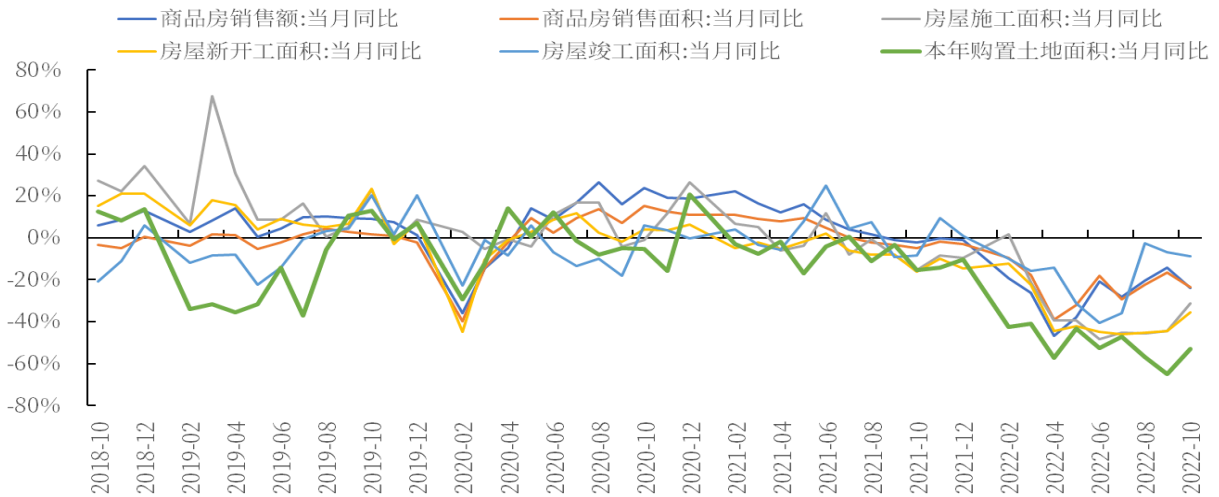
资料来源：wind，中航证券研究所

图13 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



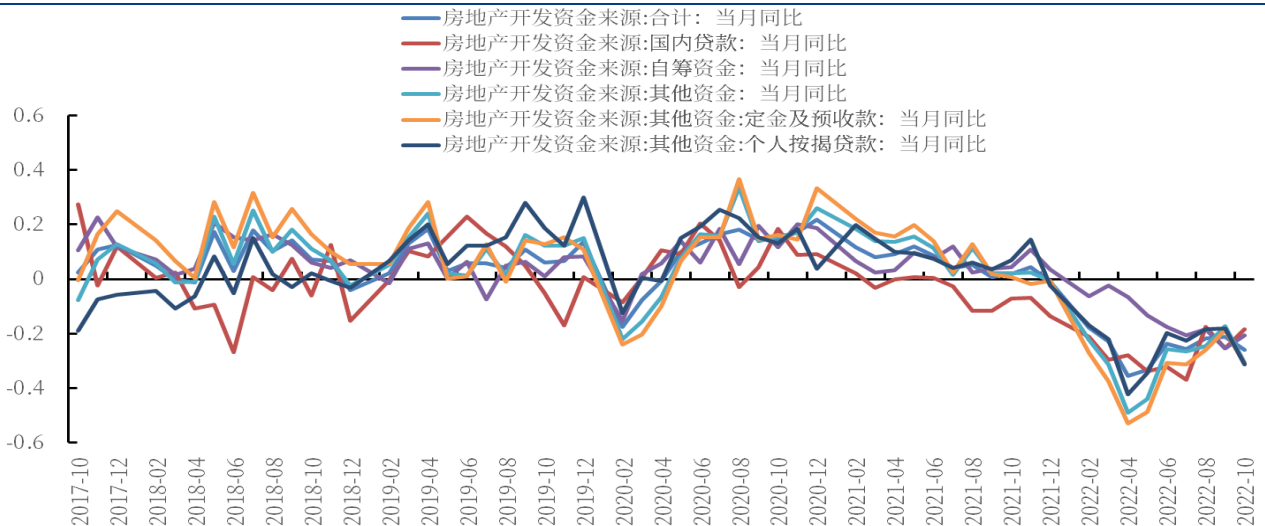
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图14 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图15 房地产开发资金到位情况走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

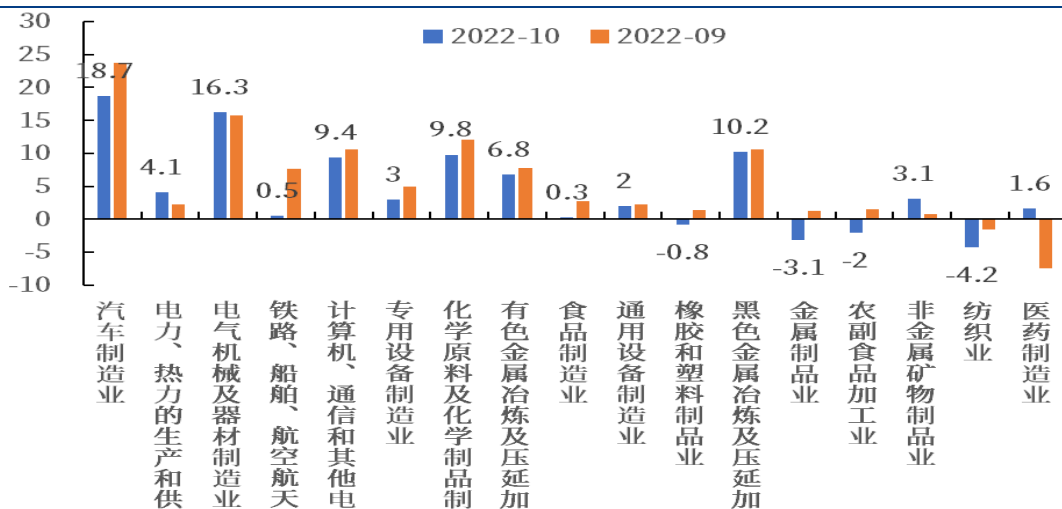
三、需求复苏节奏放缓，10月工业增加值同比增速未能延续上行态势

2022年10月，工业增加值同比+5.0%（市场预期+5.04%），较9月-1.3PCTS。分三大门类看，采矿业增加值同比+4.0%（较9月-3.2PCTS），制造业增加值同比+5.2%（较9月-1.2PCTS），公用事业增加值同比+4.0%（较9月+1.1PCTS）。

进入10月，疫情扰动增加，对工业生产影响较大，叠加三季度以来出口的持续回落，工业生产修复较9月有所放缓。从子行业来看，已公布当月增加值增速的17个子行业中，增加值占比较高的制造业增速较9月全面收缩，其中汽车制造业、运输设备制造业、电子设备制造业、化学原料及化学制品制造业、橡胶和塑料制品业和金属制品业同比增速较9月有超过2PCTS的回落。此外，农副产品加工业、纺织业、食品制造业同比增速回落幅度也超过了2PCTS。在增加值同比增速较9月有所改善4个行业中，医药制造业同比增速录得+1.6%，较9月大幅改善9.1PCTS，可能由于疫情政策的调整预期使得医药行业需求上升。

10月各行业工业增加值同比增速整体放缓，有疫情反复的短期影响，更重要的是需求不足导致工业生产边际改善缺乏内生动力。外需方面，10月出口同比增速较9月大幅回落至负区间。10月摩根大通全球制造业PMI新订单指数录得46.9，较前值下行0.8个百分点，连续4个月位于荣枯线之下，全球经济衰退风险上升。海外紧缩政策对需求抑制逐步显现，外需持续走弱。另一方面，内需改善低于预期，10月官方PMI回落至收缩区间49.2%，上月回到荣枯线之上后，本月再次低于荣枯线。疫情反复下，10月制造业企业采购意愿下滑，生产经营活动预期下降，产成品库存和原材料库存均被动积累，市场实际需求不足影响了经济修复预期的进程。往后看，进一步优化疫情防控措施，降低对工业生产各个环节的干扰以及更大力度的稳增长政策，提振居民消费或是改善内需的当务之急。

图16 工业子行业当月同比（%）



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。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%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:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@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限。

免责声明:

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、内容或其复印本给予任何其他人。

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起。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