

## 偏弱数据叠加密集政策，是拐点吗？

### 摘要

- **工业增加值同比不及预期，后续仍待政策发力修复。**10月，规模以上工业增加值同比增长5.0%，分行业看，41个大类行业中有26个行业增加值保持同比增长，较9月份减少了6个，农副食品加工业、纺织业、橡胶和塑料制品业同比回落，反映出海外需求量下降，以及国内疫情反复影响相关企业的经营活动。后续疫情及外需回落仍对工业生产有负面作用，但在政策加持下，工业增加值或将稳中有升。
- **基建单月投资增速表现最佳，后续仍将支持复苏。**1-10月份狭义基础设施投资同比增长8.7%，加快0.1个百分点，在基数继续回落、国内政策发力的作用下，基建投资增速较快。其中，水利管理业与公共设施管理业投资增速都维持两位数。10月狭义基建投资同比上涨9.43%，较9月增速回落1.05个百分点，与基数波动及部分地区疫情影响有关。近期监管部门已向地方下达了2023年提前批专项债额度，在资金及政策支持下，基建投资增速仍将维持高位。
- **房地产投资单月增速继续回落，政策密集下有望回升。**1-10月，全国房地产开发投资同比下降8.8%，从开发和销售数据看，房地产市场有边际改善的迹象。10月单月，房地产投资同比下降16.01%，销售和开发数据环比改善明显。近期密集的政策，预计将改善房企流动性，后续房地产开发投资将有所改善。
- **疫情叠加外需走弱，制造业投资环比回落。**1-10月，制造业投资增长9.7%，8个行业增速较1-9月都有所回落。10月，制造业投资同比增速较前值明显回落3.77个百分点至6.88%。一方面，部分地区仍有疫情干扰，工厂生产受到影响，另一方面，海外加息浪潮下外需走弱，对于制造业投资也起到负面作用。
- **受疫情影响，消费单月增速降至负值。**10月份，社消总额同比下降0.5%，较9月增速回落3个百分点。餐饮收入同比降幅较前值大幅扩大6.4个百分点。基本生活类商品销售增长较稳定，升级类产品消费增速由升转降，文化办公用品类回落或与疫情反复致使部分学校线下停课有关，汽车对消费的支撑减弱。防疫精准化和科学化将减小疫情对消费的抑制作用，对后续消费或有提振。
- **风险提示：**国内疫情防控不及预期，生产恢复不及预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦  
执业证号：S1250522090001  
电话：010-57631299  
邮箱：wangm@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 房企融资再迎利好，美国通胀超预期回落 (2022-11-13)
2. 偏谨慎的居民消费，待修复的购房意愿——10月社融数据点评 (2022-11-11)
3. 如何看待“期中大考”的一抹“红”？ (2022-11-10)
4. CPI如期回落，PPI再度转负——10月通胀数据点评 (2022-11-09)
5. 外需走弱，进出口承压——10月贸易数据点评 (2022-11-08)
6. 地产再传积极信号，海外衰退风险升温 (2022-11-04)
7. 利率市场化改革的四维度分析 (2022-11-04)
8. 短期扰动不改修复之势——10月PMI数据点评 (2022-11-01)
9. 政策落实巩固复苏，海外衰退信号渐强 (2022-10-28)
10. 生产端向好明显，消费仍待改善——三季度经济数据点评 (2022-10-25)

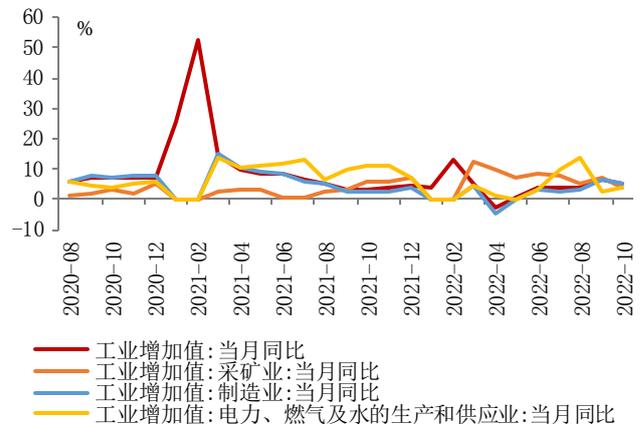
## 1 工业增加值同比不及预期，后续仍待政策发力修复

2022年1-10月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.0%，比1-9月份加快0.1个百分点。分三大门类看，1-10月采矿业领跑三大工业门类增速，同比增长7.9%；制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值分别同比增长3.4%和5.5%，增速较1-5月分别回升0.2和回落0.2个百分点。高技术产业持续发力，高技术制造业增加值同比增长8.7%，比1-9月份加快0.2个百分点。分产品看，新能源汽车、太阳能电池、移动通信基站设备等绿色智能产品产量同比分别增长108.4%、35.6%、19.3%。分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长3.7%；股份制企业增长5.0%，外商及港澳台商投资企业增长0.1%；私营企业增长3.4%。单月来看，10月份，规模以上工业增加值同比增长5.0%，增速比上月回落1.3个百分点，但仍快于7月份和8月份，也比第三季度的工业生产增速快0.2个百分点，环比增长0.33%。分行业看，41个大类行业中有26个行业增加值保持同比增长，较9月份减少了6个。其中装备制造业同比增长9.2%，明显快于全部规模以上工业增速，其中产业链较长的汽车和电子行业同比分别增长18.7%和9.4%，对上下游行业带动有力。高技术制造业同比增长10.6%，增速比9月份加快1.3个百分点。随着信息通信快速发展，相关行业生产和产量保持较快增长，10月份，电子及通信设备制造业增加值同比增长16.6%；但农副食品加工业、纺织业、橡胶和塑料制品业和橡胶和塑料制品业同比回落，反映出全球通胀压力下海外需求量下降，以及国内疫情反复影响相关企业的经营活动。分产品看，10月份，617种产品中有291种产品产量同比增长，其中新能源汽车延续强势表现，同比增长84.8%；钢材、水泥、原油加工量同比分别增长11.3%、0.4%以及0.8%。10月份，工业企业产品销售率为96.6%，同比下降0.7个百分点；工业企业实现出口交货值13120亿元，同比名义增长2.5%。1-9月份，全国规模以上工业企业实现利润总额62442亿元，同比下降2.3%。

10月份，制造业采购经理指数为49.2%，比上月下降0.9个百分点；企业生产经营活动预期指数为52.6%，下降0.8个百分点。党的二十大报告提出，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。随着稳经济一揽子政策持续发挥效能，制造业景气度有所回暖、生产有所扩张。但受新冠肺炎疫情等因素的影响，生产恢复仍存在波动，需求也有待提振。根据部署，今年第四季度内，制造业等行业和中小微企业、个体工商户等更新改造设备的实际贷款成本将不高于0.7%。同时，为进一步加大对小微企业等市场主体支持力度，深入落实好稳经济一揽子政策和接续政策，助力稳住经济大盘，近日央行、银保监会等六部门联合印发《关于进一步加大对小微企业贷款延期还本付息支持力度的通知》，对于2022年第四季度到期的小微企业贷款，鼓励银行业金融机构按市场化原则与企业共同协商延期还本付息。后续疫情及外需回落仍对工业生产有负面作用，但在政策加持下，工业增加值或将稳中有升。

**图 1：高技术产业增加值增速回升**


数据来源: wind、西南证券整理

**图 2：电力、燃气及水的生产与供应业增加值增速加快明显**


数据来源: wind、西南证券整理

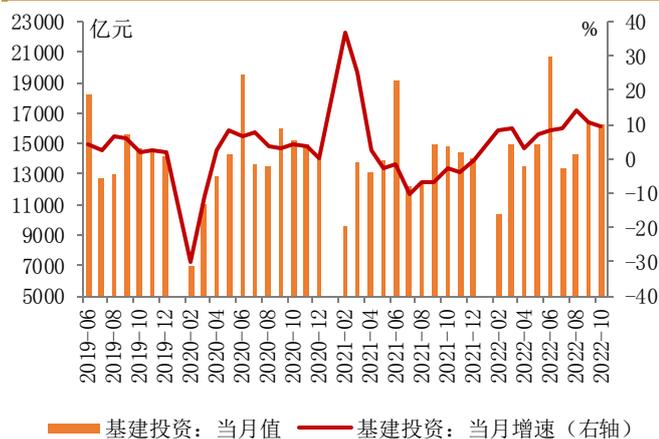
## 2 基建单月投资增速表现最佳，后续仍将支持复苏

2022年1-10月，全国固定资产投资（不含农户）471459亿元，同比增长5.8%，增速较1-9月回落0.1个百分点，其中民间固定资产投资258413亿元，同比增长1.6%，增速较1-9月下落0.4个百分点。10月份固定资产投资（不含农户）环比增长0.12%，增速较9月回落0.41个百分点。

三大投资单月增速都有所下滑，但基建投资增速回落最少，后续政策作用下向好趋势持续。1-10月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长8.7%，比1-9月份加快0.1个百分点，高于整体固定资产投资增速2.9个百分点，连续5个月增速超过整体固定资产投资，在基数继续回落、国内政策发力的作用下，基建投资增速较快。其中，水利管理业与公共设施管理业投资增速都维持两位数，分别增长14.8%和12.7%，较前值回落0.7和0.1个百分点。1-9月，全国落实水利建设投资10571亿元，同比增长53%，全国完成水利建设投资8236亿元，同比增长64.1%，创历史新高。今年年初，国务院常务会议确定了三项水利领域重要的年度目标任务：重点推进55项重大水利工程前期工作，今年要开工30项；推进6个大型灌区前期工作，今年要全部开工；今年水利建设的投资要完成8000亿元。截至9月30日，三项目标任务已经全面实现，提前三个月完成了国务院确立的三大目标。目前我国大中型灌区建设和改造项目正在加快推进，水利建设投资全年将维持较高增速。基数作用下，道路运输业投资和铁路运输业投资增速分别为3.0%和-1.3%，增速分别较前值回升0.5和1.6个百分点。单月来看，10月基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比上涨9.43%，较9月增速回落1.05个百分点，一方面由于基数的波动，另一方面也与部分地区疫情影响有关。截至10月底，新增专项债发行约3.97万亿元。根据一些地方发行计划，11月至少还有超600亿元新增专项债待发行，因此前11个月新增专项债发行规模将要突破4万亿元关口，创历史新高。在新增专项债中，有约65%投向交通、市政、农林水利、生态环保、能源城乡物流等基建项目。近期监管部门已向地方下达了2023年提前批专项债额度，随同下达的还有提前批一般债额度，且多个省份获得的提前批额度相比2022年明显增长，10月末，国家发改委发布《关于组织申报2023年地方政府专项债券项目的通知》要求，各地方及时做好2023年专项债项目准备工作，抓紧申报一批专项债项目，要求各地方于2022年11月25日前将正式申报项目文件报送国家发改委。

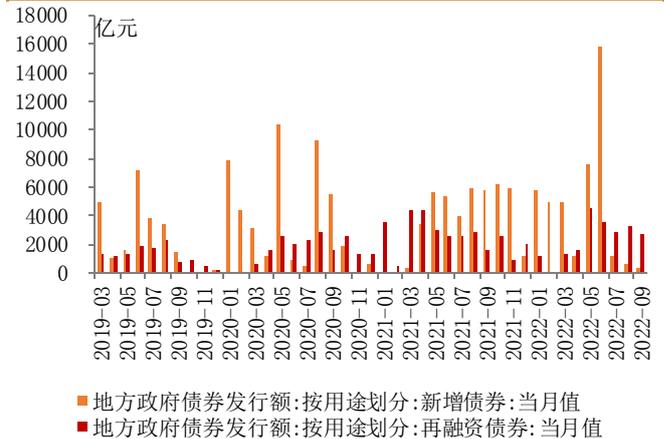
项债额度仍在较高水平，支持基建投资较快发展。未来基建投资在资金及政策支持，基数较低的作用下，增速仍将维持高位，从石油沥青开工的高频数据看，11月较10月末企稳回升，预计11月基建投资增速稳中有升。10月，广义基建投资同比上升12.79%，较前值增速回落3.49个百分点。

图3：基建投资增速有所回落



数据来源：wind、西南证券整理

图4：今年专项债发行规模较大支撑基建投资



数据来源：wind、西南证券整理

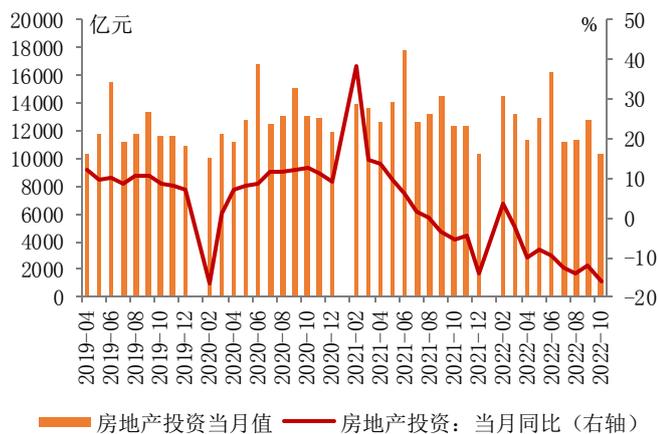
### 3 房地产投资单月增速继续回落，政策密集下有望回升

1-10月，全国房地产开发投资113945亿元，同比下降8.8%，降幅比1-9月继续扩大0.8个百分点，较整体固定资产投资增速慢14.6个百分点，差距继续较前值扩大0.7个百分点，虽然中央及地方陆续释放房地产支持政策，但房地产投资表现依然平平。其中，1-10月住宅投资86520亿元，下降8.3%，增速较前值继续回落0.8个百分点。从开发和销售数据看，房地产市场有边际改善的迹象。1-10月份，房地产开发企业房屋施工面积888894万平方米，同比下降5.7%，增速较前值继续回落0.4个百分点，下降幅度较上月有所缩窄但仍在回落；房屋新开工面积103722万平方米，下降37.8%，较前值降幅收窄0.2个百分点，其中住宅新开工面积同比增速降幅收窄0.2个百分点至-38.5%；房屋竣工面积增速降幅缩窄1.2个百分点至-18.7%。1-10月份，商品房销售面积111179万平方米，同比下降22.3%，降幅较前值略扩大0.1个百分点；其中，住宅销售面积增速降幅缩窄0.2个百分点至-25.5%，1-10月，商品房销售额108832亿元，下降26.1%，降幅较前值缩窄0.2个百分点。下半年，中央和地方陆续出台稳房地产市场政策，从降息到保交楼，稳定市场情绪，效果逐渐显现。从资金情况来看，1-10月房地产开发企业到位资金同比下降了24.7%，降幅扩大0.2个百分点。单月来看，10月房地产投资同比下降16.01%，降幅较9月扩大3.89个百分点，10月销售和开发数据环比改善明显。10月房屋施工面积、新开工面积、销售面积以及住宅销售面积分别同比下滑33%、35%、23%和24%，降幅较前值分别缩窄11、9、扩大7和6个百分点。10月份，房地产开发景气指数为94.7，连续两个月处于低景气水平。

11月2日，易纲行长在香港金融管理局“国际金融领袖投资峰会”上的访谈表示，央行积极支持房地产行业健康发展，降低了个人住房贷款利率和首付比例，鼓励银行通过“保交楼”专项借款支持已售住房建设交付，支持刚性和改善性住房需求；8日，据中国银行间市场交易商协会官网发布，交易商协会将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二

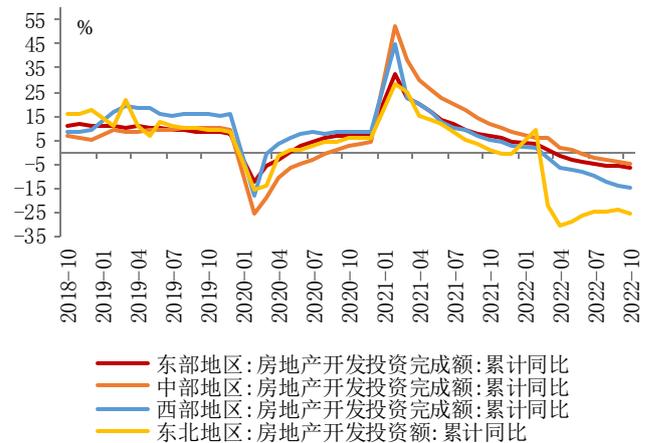
支箭”)，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资；12 日，央行和银保监会联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，包括 4 大方面，16 条措施，涉及包括开发贷、信托贷款、并购贷、保交楼、房企纾困等房地产上下游多方面的融资；14 日，银保监会、住建部、央行联合发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，指导商业银行向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金，将支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，防范化解房地产企业流动性风险，促进房地产市场平稳健康发展。近期密集的政策，预计将有助于改善房企流动性，预计后续房地产开发投资将有所改善。

图 5：房地产开发投资增速降幅扩大



数据来源：wind、西南证券整理

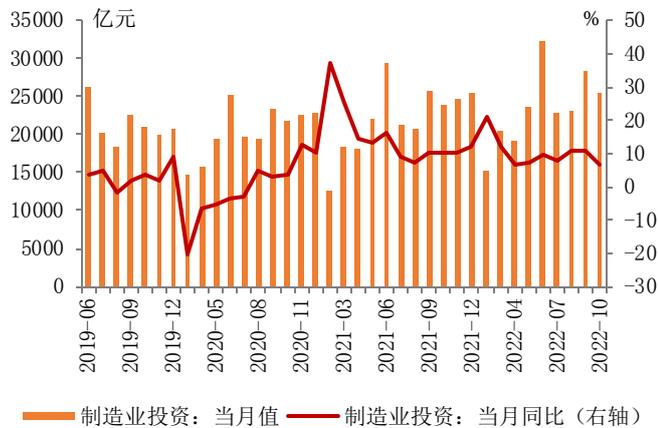
图 6：不同地区房地产开发投资情况



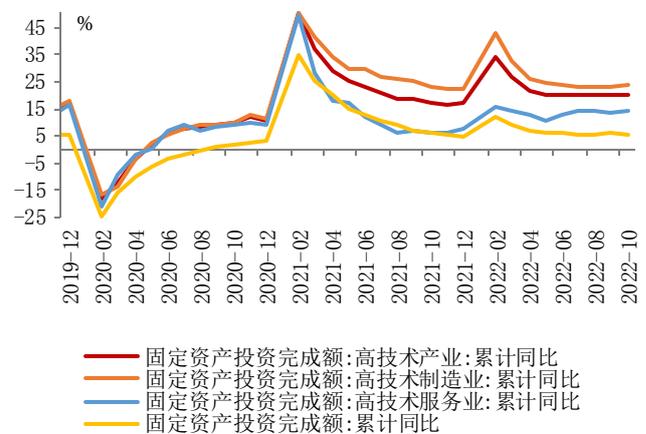
数据来源：wind、西南证券整理

## 4 疫情叠加外需走弱，制造业投资环比回落

1-10 月，制造业投资增长 9.7%，较前值增速回落 0.4 个百分点，较整体固定资产投资增速高 3.9 个百分点。从行业看，除食品制造业、化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业、汽车制造业、电气机械和器材制造业及计算机通信和其他电子设备制造业外，其他 8 个行业增速较 1-9 月都有所回落。1-10 月，制造业技改投资同比增长 10.4%，增速高于全部制造业投资 0.7 个百分点；技改投资占全部制造业投资的比重为 40.9%，比上年同期提高 0.2 个百分点。1-10 月份，高技术产业投资增长 20.5%，增速较 1-9 月加快 0.3 个百分点，其中高技术制造业同比增长 23.6%，增速较前值加快 0.2 个百分点，其中，电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长 28.7%、27.8%；高技术服务业投资增长 14.0%，其中，科技成果转化服务业、研发设计服务业投资分别增长 24.7%、22.5%。单月来看，10 月，制造业投资同比增速较前值明显回落 3.77 个百分点至 6.88%。一方面，部分地区仍有疫情干扰，工厂生产受到影响，另一方面，海外加息浪潮下外需走弱，对于制造业投资也起到负面作用。10 月中国制造业采购经理指数较上月下降 0.9 个百分点至 49.2%，再次跌入收缩区间，在政策的支持，同时“双十一”以及海外传统消费旺季的促进下，制造业景气度有望回升，但国内疫情反复、海外需求减弱或仍给制造业复苏带来一定不确定性。

**图 7：制造业投资增速有所回落**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 8：高技术制造业增速仍较高**


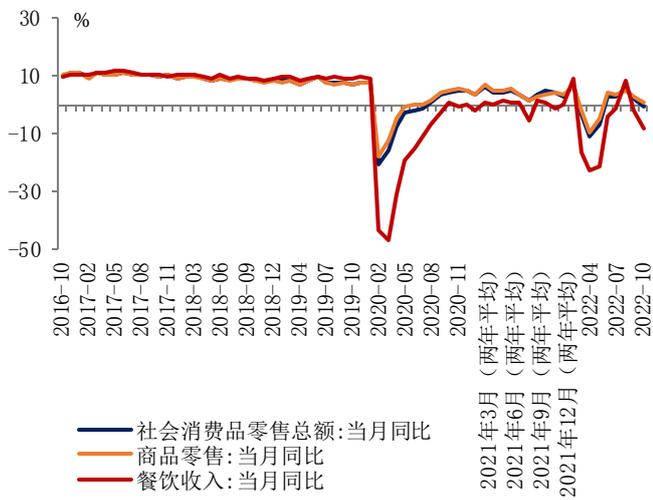
数据来源：wind、西南证券整理

## 5 受疫情影响，消费单月增速降至负值

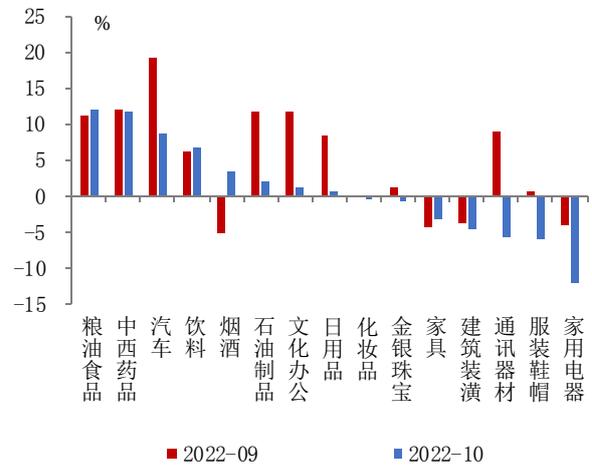
1-10 月份，社会消费品零售总额 360575 亿元，同比增长 0.6%，比 1-9 月份回落 0.1 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 323702 亿元，增长 0.5%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 312649 亿元，同比增长 0.5%；乡村消费品零售额 47926 亿元，增长 0.8%。按消费类型分，商品零售 325227 亿元，同比增长 1.2%；餐饮收入 35348 亿元，下降 5.0%，降幅有所扩大，主要原因是疫情新发多发让消费复苏放缓。按商品类型分，基本生活消费稳定增长，限额以上单位粮油食品类、饮料类商品零售额分别增长 9.0%、6.6%。按消费方式分，1-10 月，全国网上零售额 109542 亿元，增长 4.9%，其中实物商品网上零售额 94506 亿元，增长 7.2%，占社会消费品零售总额的比重为 26.2%。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 16.7%、5.3%、6.5%。

单月来看，10 月份，社会消费品零售总额 40271 亿元，同比下降 0.5%，较 9 月增速回落 3 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 36575 亿元，同比下降 0.9%。从消费类型看，商品零售 36171 亿元，同比增长 0.5%，增速较 9 月回落 2.5 个百分点；餐饮收入 4099 亿元，同比下降 8.1%，降幅较前值大幅扩大 6.4 个百分点，受疫情影响明显，从绝对数值看，环比 9 月提升 332 亿元。从商品类别看，10 月份限额以上单位 15 个商品类别中仅有 5 类零售额同比保持正增长，较 9 月份减少 4 类。基本生活类商品销售增长较稳定，限额以上单位粮油食品类、饮料类商品零售额同比增长 8.3%、4.1%，增速较 9 月分别回落 0.2、0.8 个百分点；烟酒类零售额同比下降 0.9%，降幅较 9 月收窄 7.9 个百分点。升级类产品消费增速由升转降，日用品类和金银珠宝类增速同比下降 2.2%和 2.7%，化妆品类同比降幅增加 0.6 个百分点，达到 3.7%；文化办公用品类大幅回落 10.8 个百分点至 -2.1%，或与疫情反复致使部分学校线下停课有关；受房市仍待改善影响，相关的家具类和建筑及装潢材料类的增速同比仍未负值。另外，汽车相关消费增长回落明显，10 月汽车类消费同比上涨 3.9%，增速较前值大幅下降 10.3 个百分点，石油及制品类商品零售额同比增速与 9 月持平，为 10.2%。总的来看，受疫情管控的影响，市场销售有所放缓，基本生活类商品销售和网上零售较快增长，汽车对消费的支撑减弱。但随着国务院联防联控机制综合组 11 日公布的《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》中“优化疫情防控二十条”的

逐步落实，防疫的更加精准化和科学化将最大限度减小疫情对消费的抑制作用，对后续消费或有提振。

**图 9：社零总额增速降至负值**


数据来源: wind、西南证券整理

**图 10：主要品类消费月度同比增速对比**


数据来源: wind、西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn