



## 生产韧性、投资偏弱，政府债支撑社融

2023年11月7日



### 数据预测

		2023-10(预测)	2023-09	2023-08	2023-07
内需	GDP	4.7	4.9	5.1	4.1
	工增	4.4	4.5	4.5	3.7
	投资	3.1	3.1	3.2	3.4
	制造业	6.7	6.2	5.9	5.7
	房地产	-8.9	-9.1	-8.8	-8.5
	基建	8.8	8.6	9.0	9.4
	消费	8.6	5.5	4.6	2.5
外需	出口	-2.2	-6.2	-8.7	-14.3
	进口	-4.3	-6.3	-7.3	-12.2
物价	CPI	-0.1	0.0	0.1	-0.3
	PPI	-2.3	-2.5	-3.0	-4.4
金融	M2	10.5	10.3	10.6	10.7
	社融同比	9.6	9.0	9.0	8.9
	社融规模	18,000	41,227	31,269	5,357
	贷款规模	6,000	23,100	13,600	3,459
	超储率	1.4	1.5	1.2	1.0

远期预测	2023-10	2023-11	2023-12
工增	4.4	4.7	4.6
CPI	-0.1	-0.2	-0.1
PPI	-2.3	-2.2	-1.6
GDP	4.7	5.1	4.5

来源：wind，平安证券研究所；注：投资为累计同比，社融为存量同比，其他分项为当月同比；贷款规模为社融口径；新增社融和贷款单位为亿元，其他为%。月度GDP为根据模型估算。

注：超储率7-10月份为模型测算值。



### 预测逻辑与假设

10月，出行高涨拉动消费，生产高位小幅波动，制造业PMI有所回落。投资方面，10月建筑业PMI、建筑业新订单PMI分别回落2.7个百分点、0.8个百分点，未来随着本年年内5000亿元增发国债资金的落地使用，基建投资有望企稳。外需方面，运价、PMI都指向出口或有所回落，我们在季节性-1.6%的基础上调低出口同比至-2.2%。价格方面，CPI微降，PPI跌幅进一步收窄，未来两个月或进入上行区间。金融数据方面，10月随着特殊再融资债放量，政府债多增约万亿，对社融构成支撑。

#### 1 经济：生产仍有韧性，假期出行拉动消费

10月生产季节性回落，同比略低于9月。全国制造业PMI回落至49.5%，环比变动-0.7个百分点。从高频数据来看，10月钢厂高炉开工率和水泥磨机运转率处于高位，分别环比回落2.07个百分点和0.77个百分点至85.06%和48.76%；螺纹钢、煤炭库存分别上升8.4%、10.0%，呈现被动补库的形态。10月生产走弱主要受季节性影响：工作日天数较少且多在9月末冲量，预计11月生产能有所修复。我们预测10-12月工增同比分别为4.4%、4.7%和4.6%。我们通过对工业增加值、服务业生产指数、房地产开发投资完成额同比进行拟合，预计10月GDP同比约为4.7%。

10月投资预计维持低位，与9月持平。10月建筑业PMI、建筑业新订单PMI分别回落2.7个百分点、0.8个百分点至53.5%、49.2%。建筑业PMI在9月短暂上涨后再度回落。我们在当月环比季节性的基础上小幅调低地产投资、调高基建投资，预计10月制造业、房地产、基建累计同比增速分别为6.7%、-8.9%、8.8%，固投累计同比3.1%。未来随着年内5000亿元增发国债资金的落地使用，基建投资有望企稳有支撑。

出口环比有所回落。10月PMI出口订单指数回落1个百分点至46.9%；10月中国出口集装箱运价指数CCFI环比回落6.87%。按照当月的季节性环比规律，进一步向下微调，我们预计出口、进口同比增速分别约-2.2%、-4.3%。

双节出行热情高涨，拉动消费上行。据文旅部，双节假期国内旅游出游人数8.26亿人次，按可比口径同比增长71.3%，较2019年增长4.1%；餐饮业和住宿业PMI分别环比上升10.2和17.7个百分点至57.4%和55.9%。汽车方面，10月乘用车零售均值环比高位小幅回落1.05%，较去年同期为4.97%。综上，按两年复合增速4.0%计算，10月社零同比预计在8.6%左右。

## 2 价格：CPI小幅下降，PPI跌幅收窄

猪油价格下行，CPI同比或小幅下降。10月36城市月均猪肉零售价格环比下跌1.6%。能源方面，10月布伦特原油现货月均价环比回落3.2%。我们预计10月CPI环比为-0.1%，同比增速回落至-0.1%，11-12月同比约为-0.2%和-0.1%。

工业品价格涨跌互现，基数效应下PPI同比继续改善。中国大宗商品价格总指数环比回落2%，而生产资料价格指数环比上行1.3%。从品种上看，受气温下降，供暖储备影响，NEWC动力煤环比上行8.3%；10月原油减产利好逐步出尽+美国加息压制需求，LME铜均价环比回落4.0%，布伦特原油现货回落3.2%。我们预计10月PPI环比、同比增速分别为0.3%、-2.3%，根据远期预测模型，11-12月同比增速分别为-2.2%和-1.6%。

## 3 金融：政府债同比多增近万亿，支撑社融

10月末的6M国股转贴现利率录得1.1%，环比9月末的1.6%下行约50BP，反映实体融资需求偏弱。我们预计10月新增信贷为6000亿元，略低于去年同期。

其他融资方面，受特殊再融资债放量的影响，10月政府债发行集中发力，Wind口径政府债净融资额为1.3万亿元，同比多增近万亿。我们预计企业端净融资额-2000亿元，预计新增社融1.8万亿，同比增速为9.6%，M2同比增速为10.5%。展望未来，4季度财政或继续扩张态势，财政赤字或进一步走高，支撑社融表现。

我们根据“五因素”框架，即 $\Delta$ 超额存款准备金= $\Delta$ 外汇占款+ $\Delta$ 央行投放- $\Delta$ 政府存款- $\Delta$ 法定存款准备金- $\Delta$ M0，测算出10月末超额存款准备金率为1.4%。

分析师

刘璐

投资咨询资格编号

S10605110060001

[liulu10710@pingan.com.cn](mailto:liulu10710@pingan.com.cn)

分析师

郑子辰

投资咨询资格编号

S1060521090001

[ZHENGZICHEN160@pingan.com.cn](mailto:ZHENGZICHEN160@pingan.com.cn)

风险提示：1) 货币政策转向；2) 通胀超预期；3) 海外货币政策收缩持续性超预期。

免责声明：  
此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。  
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。  
平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。  
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。  
平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

