

## 宏观点评 20231115

# 10 月经济：万亿 PSL 的猜想？

2023 年 11 月 15 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwwzq.com.cn

■ 消费“领衔”，10 月经济“表观”数据的表现不差，单月经济的同比增速较 8、9 月稳步提升，但背后的复苏“故事”可能并不简单——单月同比和两年复合年均同比增速出现分化（图 1），之前出现类似的情况是 2022 年第三季度和 2023 年第二季度，而事后来看这两次经济复苏的基础都不稳固，政策后续都出现了加码的情况——2022 年 8 月出台了以政策性金融工具加码为代表的一揽子政策，2023 年 6 月之后则是降准降息和地产政策轮番上阵。

站在当前，我们认为消费的弹性并不足以对冲继续下行的地产和开始放缓的基建。政策已经开始出手，不过我们在此前的报告已经说明年末增发的 1 万亿国债并不够，以 PSL 等“准财政”工具来托举地产投资的必要性在上升——用城中村改造等“三大工程”来弥补市场出清带来的缺口。

■ 以史为鉴，2015 年及 2022 年启用 PSL 工具均是为了扭转地产预期、支撑投资增速、稳定信用扩张：2015 年政策以棚改为抓手，PSL 为工具，快速有效推动了地产库存去化以及土地财政收入；2022 年疫情扰动加剧，PSL 为基建补充弹药，防止了去年四季度经济踏空。

当下 PSL 有再度运用的合适条件。政府部门对城中村改造、保租房以及平急两用基建“三大工程”的表述颇多，我们认为这可能是下一阶段积极财政推动新项目建设的信号，而货币政策料以配合为主，重启 PSL 提供中长期低成本资金支持，而类似“城中村改造金融工具”也有出台可能，更新或打通保交楼贷款等进度偏缓项，以回应中央金融工作会议提及的“充实货币政策工具箱”。其他主要数据方面：

■ 消费超预期的“水分”：前有“十一”，后有“双十一”。10 月社零同比录得 7.6%，考虑到去年疫情扰动下的低基数，2022-2023 两年复合同比增速回落至 3.5%（9 月为 4.0%），其中必选消费受量价双面拖累，出行在假期因素回撤后降温。

观察零售分项，10 月体育娱乐用品同比的飙升可能是支撑社零超预期因素之一：一方面是假期旅游收入较好修复，居民消费需求集中释放；另一方面或缘于“双十一”电商促销窗口前置，部分销量分摊至 10 月。

■ 地产“银十”温和收官，增量政策及项目落地的诉求进一步增加。10 月地产投资当月同比企稳在-11.3%，开工端与销售端面积在前一轮政策落地后波动，克而瑞口径的 10 月房企业绩回升受阻，反映房企风险仍待解除，供给端稳增长同样需政策呵护。结合当下地产新政效力有限，需求刺激钝化的背景下，时隔一年重启 PSL 是地产货币政策发力的可选项之一。

■ 工业生产：出口依旧是重要的力量。第三季度以来，在内需缺乏韧性的情况下，工业生产的重要边际支持力量是出口：尽管我们看到 10 月的出口货值以及增速都不及预期，背后主要的拖累来自于价格，制造业的出口量稳步回升。

10 月工业增速环比增长 0.39%，整体上依旧是偏弱的。从行业结构上看，化工、汽车、有色和黑色冶炼是排名前四大的拉动；从边际的改善和贡献来看，有色冶炼和非金属制造表现最突出，这可能反映出下游建筑业的边际回暖，随着财政的发力，在这一领域我们可以有更多的期待。

■ 制造业：民间投资信心何时回归？10 月制造业投资并未延续前两个月的上升，10 月制造业投资 6.2% 的同比增速（前值 7.9%）、以及再次“变温”的制造业 PMI 都说明前期工业制造业的复苏并未完全企稳。今年以来民间投资相对整体投资同比增速的表现就在持续改善，反观制造业民间投资的改善却一直“磕磕绊绊”。民间投资信心的完全企稳

### 相关研究

《美国 10 月通胀：从崎岖走向平坦？》

2023-11-15

《“喜忧参半”的 10 月金融数据》

2023-11-13

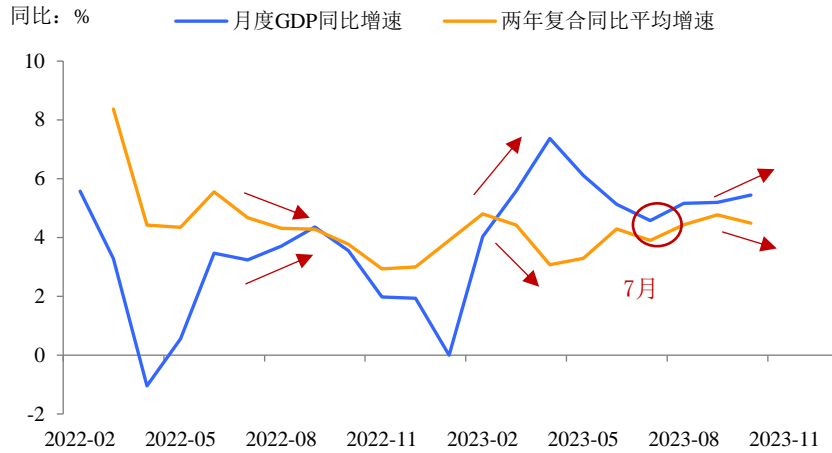
仍需“静待花开”，这也导致了以民间投资为主的制造业复苏之路漫漫。

- **基建：“逆风局”下的放缓。**10月广义基建减速，其同比增速录得**5.6%（前值 6.8%）**，此次交通仓储以及水利、环境和公共设施两大板块投资增速均有降温。而这一切似乎早“有迹可循”——通常建筑业PMI出现回落时、均有基建投资增速的放缓相伴，10月建筑业PMI再次刷新了历史同期新低，这也为此次基建增速的放缓“埋下伏笔”。

**今年下半年基建回升偏缓。**上半年充当经济“压舱石”的基建从第三季度开始似乎就有些“发力不足”，导致基建增速放缓的原因有许多，包括但不限于新增专项债发行进度不及去年同期、无去年政策性开发性金融工具予以支撑、作为基建融资主要渠道之一的财政收入迟迟未见好转、地方政府城投平台融资也比较困难。**不过对于2024年的基建发力，我们或许可以乐观一些，近期增发的万亿国债无疑就是明年“稳基建≈稳经济”的一大关键信号。**

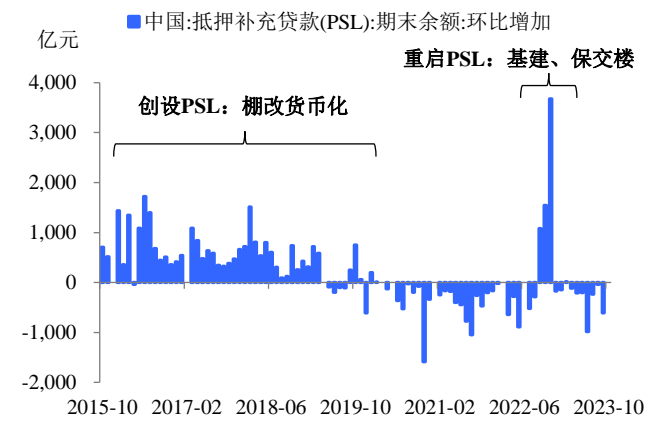
- **风险提示：**东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足；地产政策出台过慢，导致经济动力和市场信心再次下降。

图1: 当同比和两年复合平均同比出现撇叉, 我们需要警惕复苏的质量



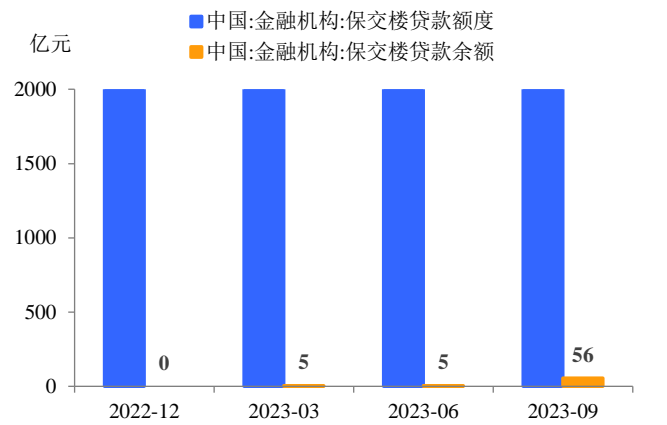
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: PSL 历史上的两次使用



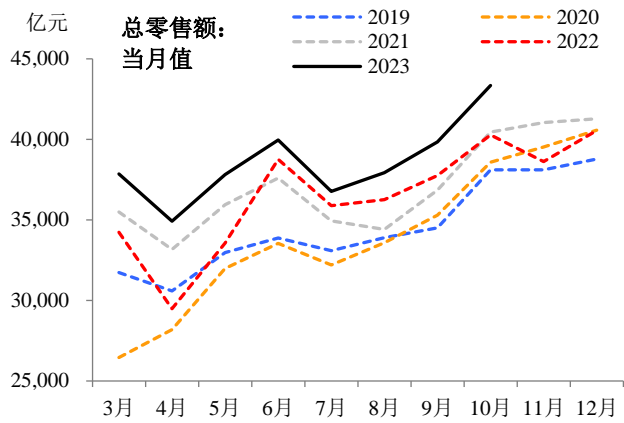
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 保交楼贷款工具使用进度偏缓



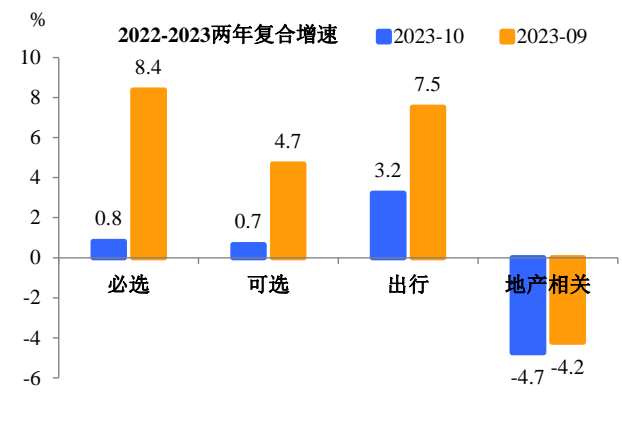
数据来源: 央行, 东吴证券研究所

图4: 10月社零略超预期



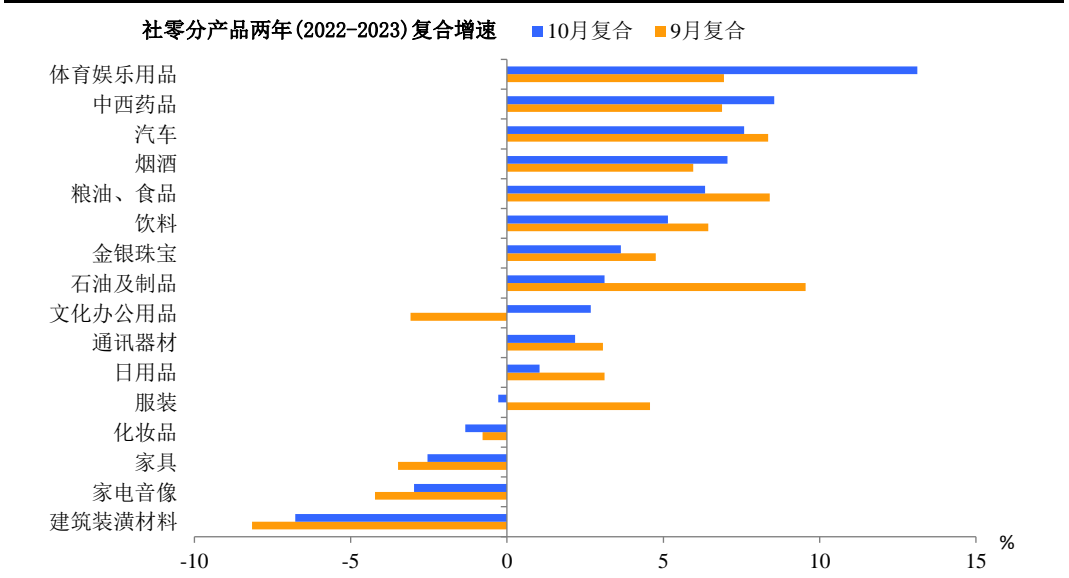
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 必选消费受价格拖累, 出行消费降温



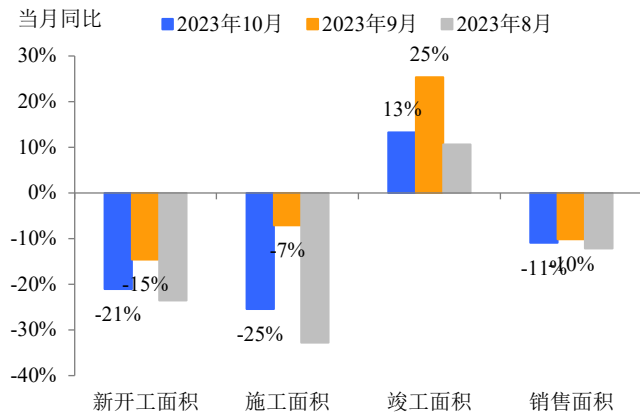
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 10月消费分项: 体育娱乐用品超预期上涨



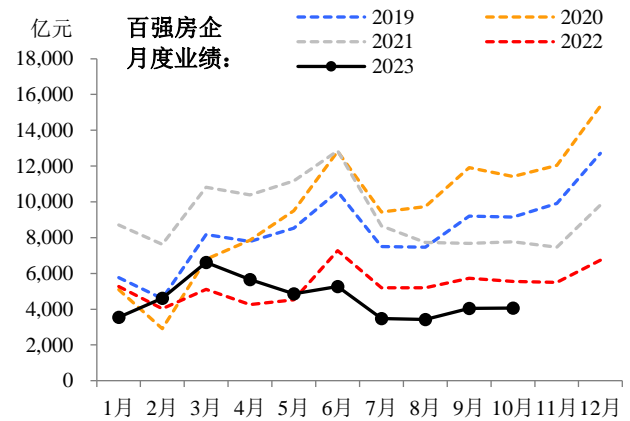
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 10月地产数据低位波动



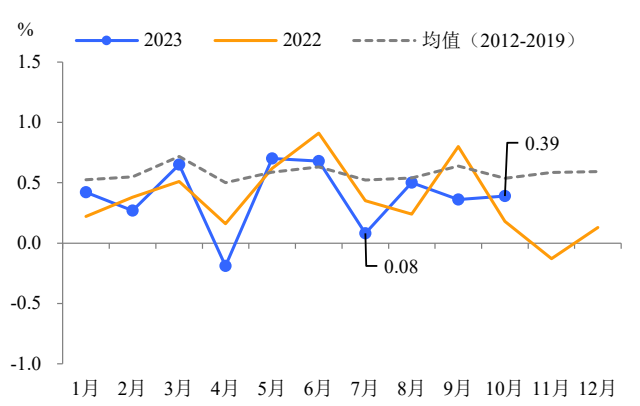
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 房企业绩回升受阻



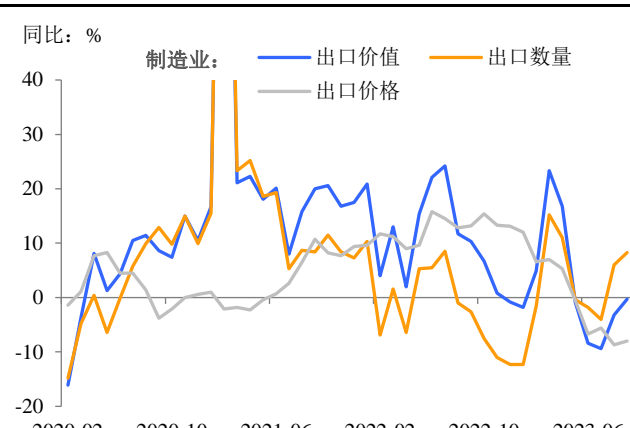
数据来源: 克而瑞, 东吴证券研究所

图9: 工业环比增速 10月温和回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

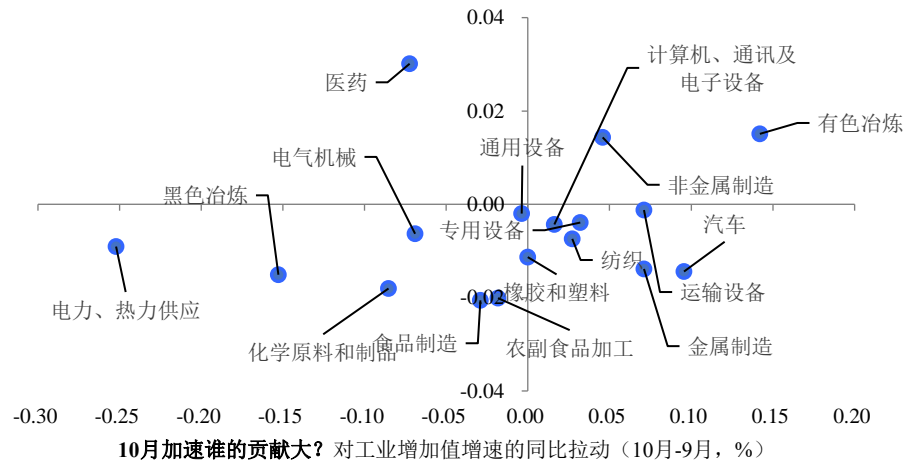
图10: 三季度以来出口量稳步复苏, 价格是主要拖累



注: 最新数据截至 2023 年 9 月  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

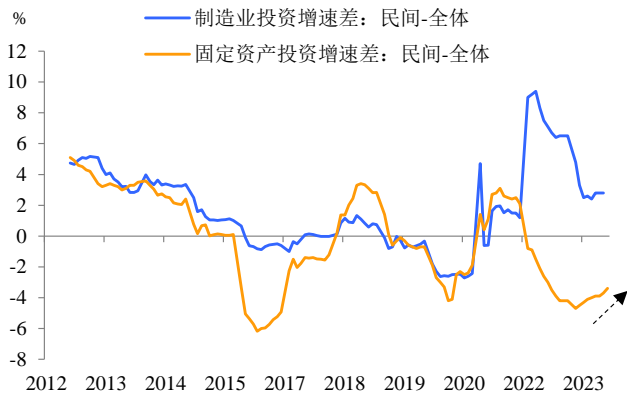
图11: 10月工业生产: 同比改善谁的贡献大?

是否加速? 两年复合平均同比增速之差 (10月-9月, %)



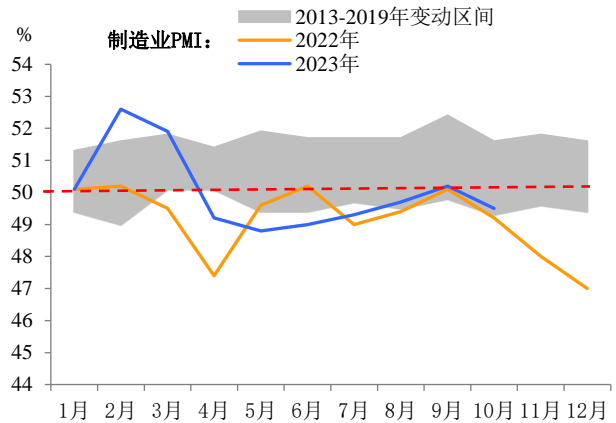
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 制造业民间投资并未发生明确好转



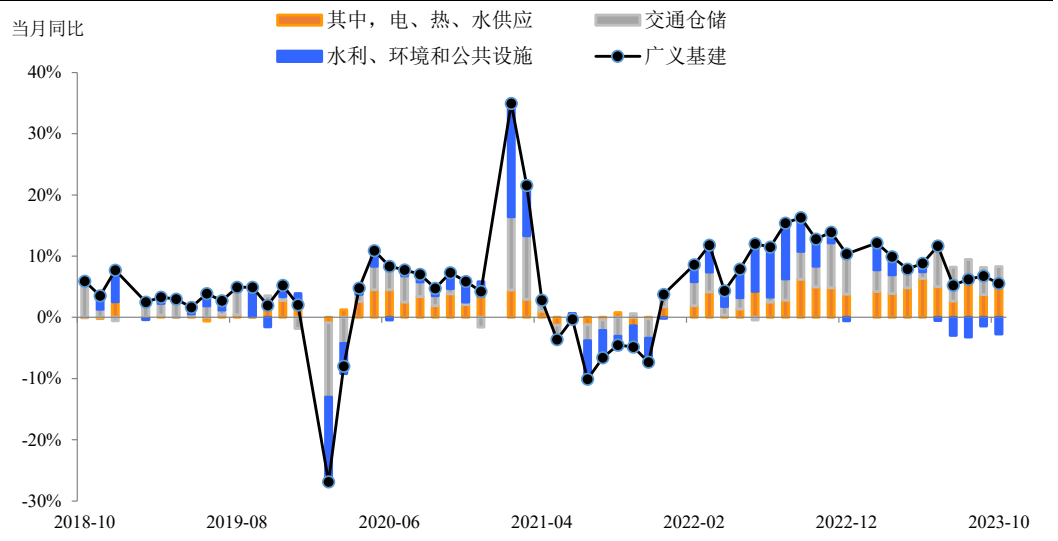
注: 10月民间制造业投资的数据尚未公布。  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 10月制造业 PMI 再迎“降温”



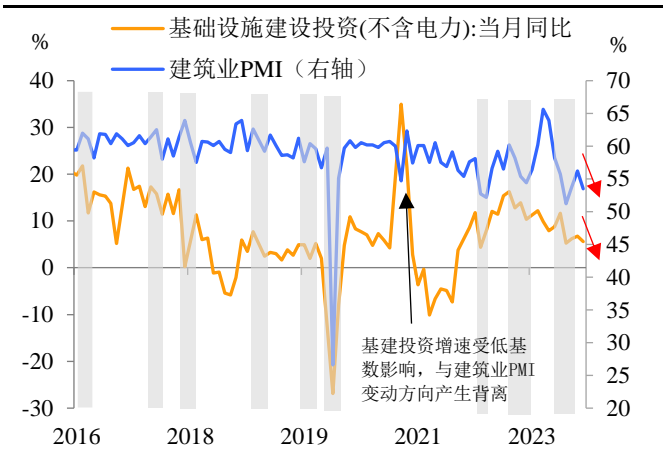
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023年10月广义基建增速为5.6%



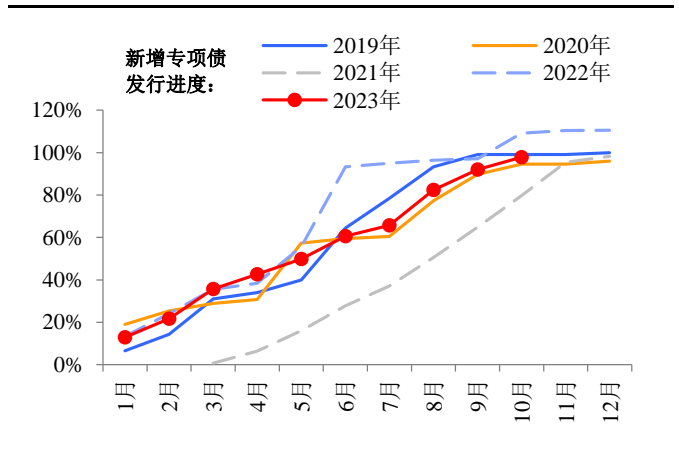
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 10月建筑业PMI的下滑为基建增速放缓“埋下伏笔”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 新增专项债发行进度不及去年同期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>