

低基数推升增长数据，基本面仍然利好债市

——2023年10月份经济数据点评

作者

分析师：王宇鹏
执业证书编号：S0590522020002
邮箱：wyp@glsc.com.cn

联系人：吴嘉颖
邮箱：wjiaying@glsc.com.cn

事件：

2023年11月15日，国家统计局发布2023年10月经济增长数据。2023年10月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.6%，较9月份小幅回升0.1个百分点。1-10月份，全国固定资产投资（不含农户）419409亿元，同比增长2.9%，增速较1-9月份回落0.2个百分点。10月份，社会消费品零售总额43333亿元，同比增长7.6%，较9月份回升2.1个百分点。1-10月份，全国房地产开发投资95922亿元，同比下降9.3%，跌幅较1-9月份走扩0.2个百分点。

事件点评

➤ 10月内外需均有回落，生产增速边际放缓

10月受假期移位部分需求提前释放影响经济有所放缓，制造业PMI再度回落至荣枯线下，工业生产产品价格震荡，导致生产端景气度回落。此外，海外多个经济体经济动能再度转弱，PMI持续荣枯线下，导致外需不足，对生产端支撑力度减弱。

➤ 固定资产投资：投资端全面降温，地产拖累有所扩大

10月基建投资逆周期调节作用有所减弱，静待宽财政发力支撑。当前制造业投资受政策发力影响维持韧性，后续静待全球工业周期回暖对制造业的提振。房地产投资再度回落，销售、竣工面积均回落，仅新开工面积边际改善。后续伴随房企库存的持续去化，地产明年或完成出清，有助于产需两端逐步实现软着陆。

➤ 社会消费品零售：行业结构改善推动10月消费边际走暖

10月居民消费情况整体向好，既有部分行业去年基数较低的影响，也有整体结构改善影响，反映10月整体消费情况向暖。消费结构上，必选、可选消费增速均有贡献。必选消费受节日宴会的提振效应有所减弱；但其余板块表现良好，或显示社零进入稳定增长阶段。

➤ 债市策略：年内降准仍可期，关注做陡收益率曲线的配置机会

整体来看，当前经济复苏有所反复，内需尚显不足，经济修复动能仍需巩固。10月经济数据显示出当前产需两端仍然偏弱，多数指标边际走低。当前全球经济面临下行压力，国内需求不足的制约仍较突出，经济基本面内生修复动能亟需进一步巩固。展望后续，考虑到近期增发特别国债、追加财政赤字等宽财政措施落地，结合当前信贷需求修复动能不足的现状，预计央行或将继续加量续作MLF，年内降准有望落地，降息也存在一定的可能性，为实体经济修复营造适宜的货币环境助力宽信用。

策略上建议：短期内宏观预期与资金面将带来扰动，债市或将维持震荡，建议保持谨慎策略，优先考虑配置短久期利率债。当前利率曲线较为平坦，长端利率呈窄幅震荡走势，短端利率在货币政策呵护下有望进一步下行，后续债市或将向“牛陡”行情切换，关注债市调整后的短端配置机会。

风险提示：警惕货币政策变化不及预期，基本面超预期修复对利率债造成的负面影响。

相关报告

- 1、《社融结构待改善，债市迎来修复机会：——2023年10月份金融数据点评》2023.11.14
- 2、《宽松必要性仍存，关注债市阶段性修复机会：——2023年9月份经济数据点评》2023.10.18

1. 事件

2023年11月15日，国家统计局发布2023年10月经济增长数据。2023年10月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.6%，较9月份小幅回升0.1个百分点。1-10月份，全国固定资产投资（不含农户）419409亿元，同比增长2.9%，增速较1-9月份回落0.2个百分点。10月份，社会消费品零售总额43333亿元，同比增长7.6%，较9月份回升2.1个百分点。1-10月份，全国房地产开发投资95922亿元，同比下降9.3%，跌幅较1-9月份走扩0.2个百分点。

2. 事件点评

2.1 工业生产：10月内外需均有回落，生产增速边际放缓

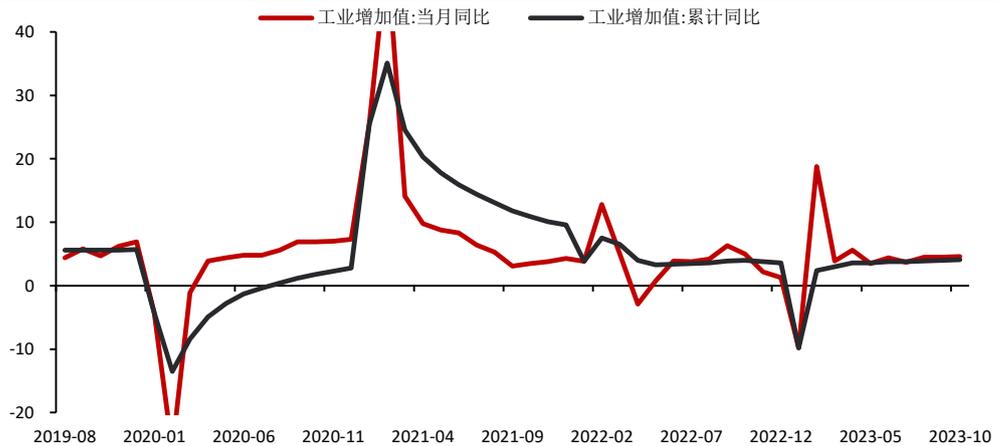
2023年10月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.6%，较9月份小幅回升0.1个百分点；两年复合增速为4.8%，较9月份小幅回落0.6个百分点。分三大门类来看，采矿业增加值同比增长2.9%，增速比上月回升1.4个百分点；制造业增长5.1%，增速较上月小幅回升0.1个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.5%，增速较上月回落2个百分点，主要受到气温回落，居民用电量减少等季节性因素。分行业来看，10月中游持续改善，而上游和下游生产增速持续分化。具体来看，上游端非金属矿物、有色金属生产较9月持续改善；而黑色金属生产增速较上月出现回落。中游行业中汽车、运输设备和专用设备生产增速持续为正，且增速较9月出现回升；而电气机械生产增速环比有所回落。下游生产增速有所分化，医药生产受高基数影响持续回落，跌幅加升；而纺织业和金属制品生产增速再度回升。此外，服务业生产指数同比较上月提升0.8个百分点至7.7%，服务业生产持续扩张。

10月工业生产增速边际放缓，我们有以下观点：

- 1) **10月受假期移位部分需求提前释放影响经济有所放缓，制造业PMI再度回落至荣枯线下，工业生产产品价格震荡，导致生产端景气度回落。**10月PMI生产分项录得50.9，较9月的52.7回落明显，侧面印证了10月的工业生产边际回落趋势。从高频数据来看，10月粗钢产量、高炉开工率、PTA开工率均呈现出回落态势。后续等待海外工业周期反转后需求回暖、企业盈利修复等信号释放后国内开启大规模补库周期，持续推动生产端向好。
- 2) **10月出口较9月再度走弱，外需对生产的支撑力度减弱。**10月中国出口（以美元计）同比下降6.4%，跌幅较9月走扩0.2个百分点，低于市场预期。一方面受长假对生产运输造成一定影响以及9月的透支效应；另一方面海外多个经济体经济动能再度转弱，PMI持续荣枯线下，导致外需不足。美国

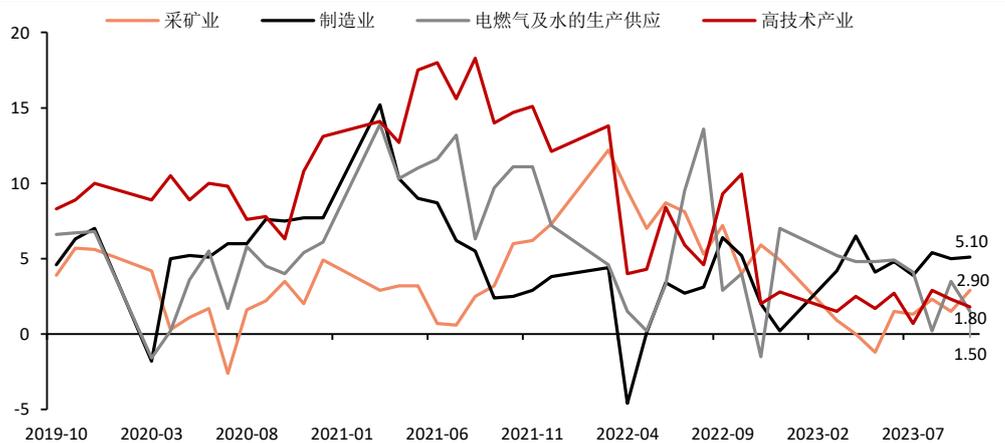
10月制造业PMI意外下滑至46.7，为三个月新低、失业率意外升至3.9%，整体经济动能减弱。日元、欧元区10月制造业PMI也均处于荣枯线以下。预计在当前美国通胀持续回落的背景下，海外加息周期已经接近尾声，后续随着外需逐步修复，叠加新能源产业链持续强劲推动，出口与外需或将对工业生产产生正向拉动。

图表1：10月生产增速边际走弱，内外需均出现回落（%）



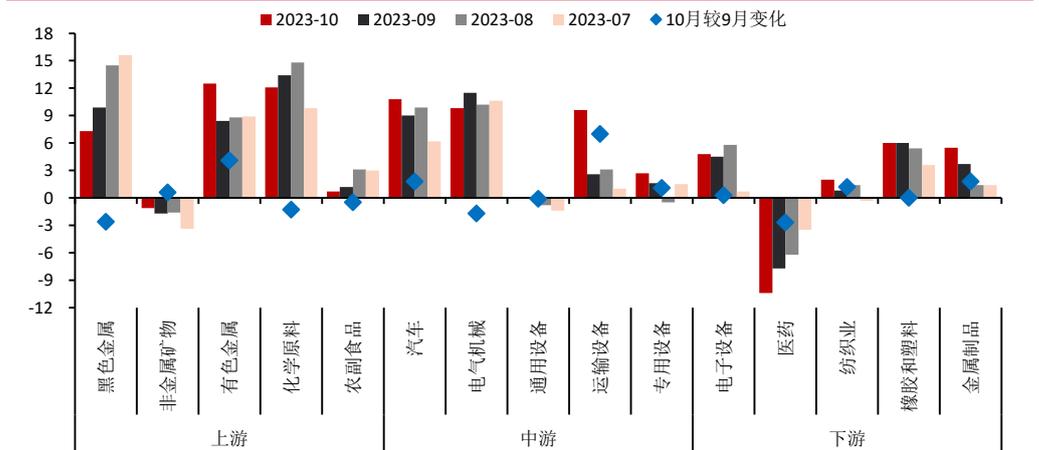
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：10月采矿业生产增速维持高位，其余三大行业增速震荡回落（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3: 10月中游生产持续改善,而上游和下游生产增速持续分化(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 固定资产投资: 投资端全面降温, 地产拖累有所扩大

10月固定资产投资再度降温。1-10月份, 全国固定资产投资(不含农户)419409亿元, 同比增长2.9%, 增速较1-9月份回落0.2个百分点。其中, 民间固定资产投资215863亿元, 同比下降0.5%, 跌幅较1-9月收窄0.1个百分点。

- 1) 当月基建投资增速回落, 不及预期。1-10月基础设施投资同比增长8.27%(万得口径), 较1-9月同比回落0.37个百分点; 而10月当月广义基建同比增速为5.6%, 较9月回落1.2个百分点。其中电燃水投资强势增长, 交运仓储、水利环境投资增速均有所回落

10月基建投资逆周期调节作用有所减弱, 静待宽财政发力支撑。从高频数据可以看出, 10月石油沥青开工率持续低位, 螺纹钢价格与水泥价格指数仍在近年低位震荡, 水泥发运率也未见明显好转, 体现出10月基建施工节奏再度放缓。此外, 三季度新增专项债发行虽有所提速, 但进度整体慢于预期, 同时资金端传导至施工端尚需时日。后续需关注地产销售的修复情况, 预计11月与12月基建持续发力发挥逆周期调节作用, 结合宽财政支撑发力。

- 2) 制造业投资增速整体持平。1-10月制造业投资同比增速为6.2%, 增速与1-9月持平。而10月当月制造业投资增速为6.2%, 较9月的7.9%回落1.7个百分点。从分项上来看, 10月大部分制造业行业同比增速持续正增长, 仅纺织业同比增速持续负区间。此外, 本月多数分项行业增速较9月有所放缓。

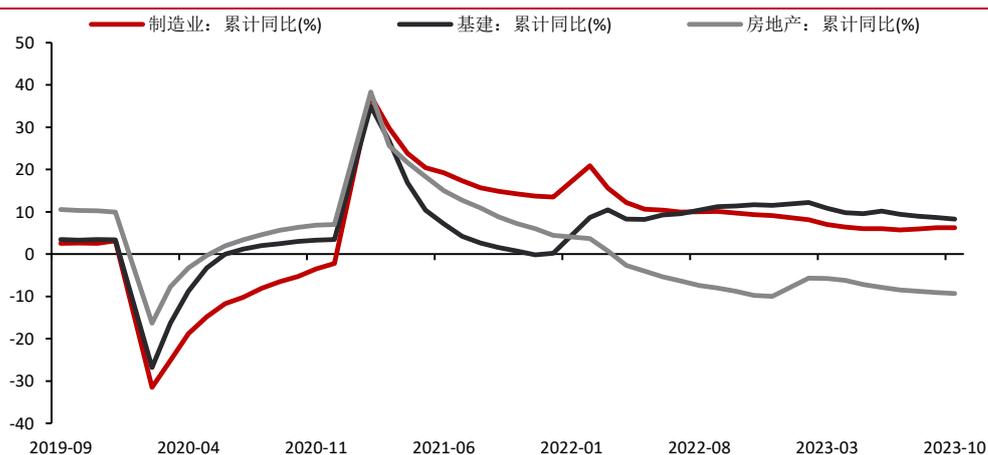
当前制造业投资受政策发力影响维持韧性, 后续静待全球工业周期回暖对制造业的提振。伴随着制造业企业利润逐步回暖、企业信心开始修复, 预计在本轮被动去库存结束后, 随着产能扩张在明年年初制造业投资增速有望出现明显回暖。由于当前

国内处于去库存周期尾端和盈利压力释放阶段，对于制造业资本开支以及扩张产能形成一定制约。此外，本月民间投资意愿虽边际改善，但绝对值仍在低位，对于制造业投资的支撑力度减弱。预计进入四季度后随着海外金融条件的改善，以及支持制造业投资增量政策的释放民间投资意愿将有所回暖，随着库存周期从去库周期逐步向补库周期切换，制造业投资或触底反弹。

3) **房地产投资再度回落，销售、竣工面积均回落，仅新开工面积边际改善。**1-10月份，全国房地产开发投资 95922 亿元，同比下降 9.3%，跌幅较 1-9 月份走扩 0.2 个百分点。其中，住宅投资 72799 亿元，同比下降 8.8%，跌幅较 1-9 月扩大 0.4 个百分点。具体来看，1-10 月份，房屋新开工面积同比下降 23.2%，跌幅收窄 0.2 个百分点。房屋竣工面积同比增长 19.0%，增速小幅回落 0.8 个百分点。商品房销售面积同比下降 7.8%，跌幅扩大 0.3 个百分点。

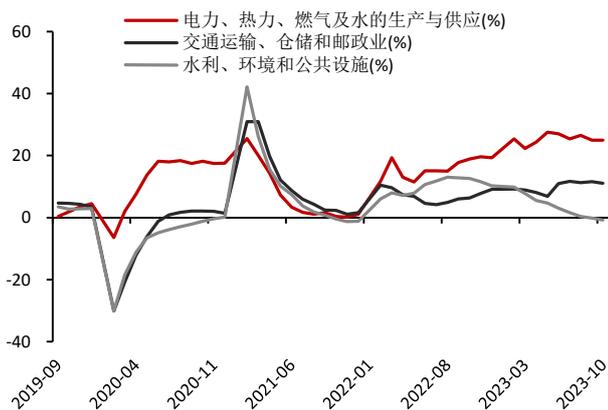
总体来看，10 月地产投资降幅再度扩大，结构上，新开工面积边际改善，或受到低基数影响；而竣工面积、销售面积持续回落，或指向政策端利好提振边际释放完毕。其中一手房销售面积延续低迷，而二手房销售面积温和复苏，与往年同期基本持平。展望后续，伴随房企库存的持续去化，地产行业在 2024 年或完成出清，有助于使供需两端逐步实现软着陆，帮助房价企稳。

图表4：10月固定资产投资中基建降温、制造业增速持平，地产投资降幅扩大（%）



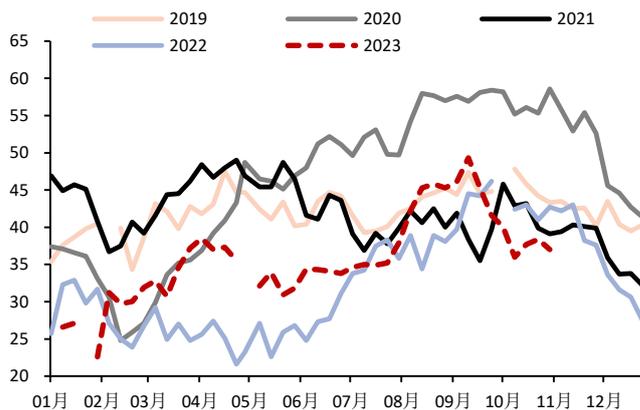
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5: 基建分项中电热燃气与水的供应持续增长 (%)



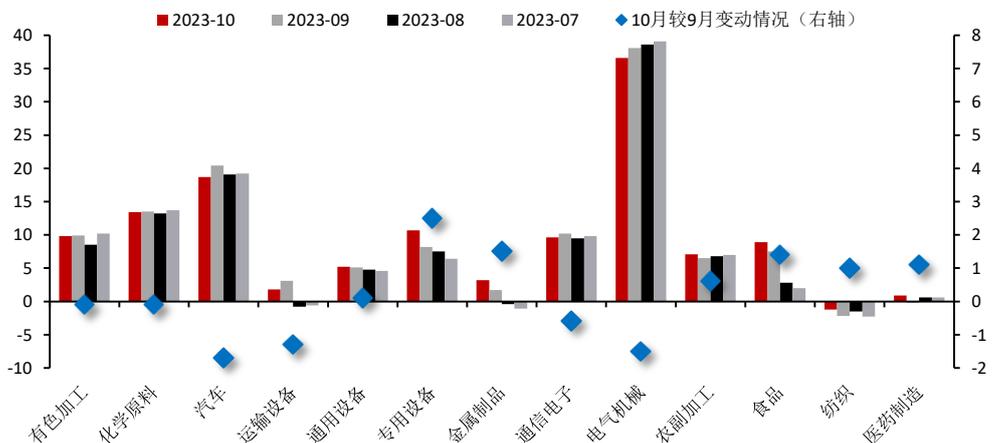
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6: 10月石油沥青开工率出现回落 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 10月制造业分行业同比走势 (%)



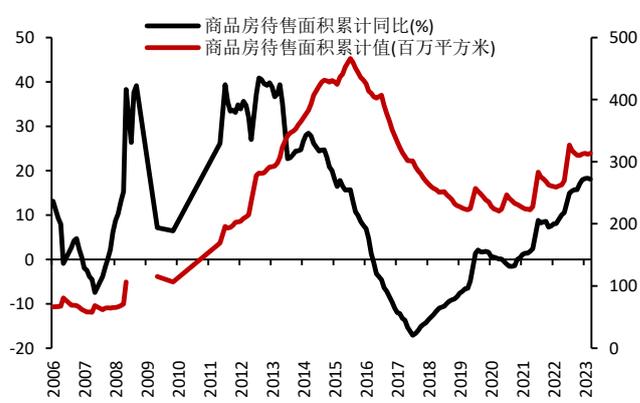
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表8: 10月地产投资与销售持续低位 (%)



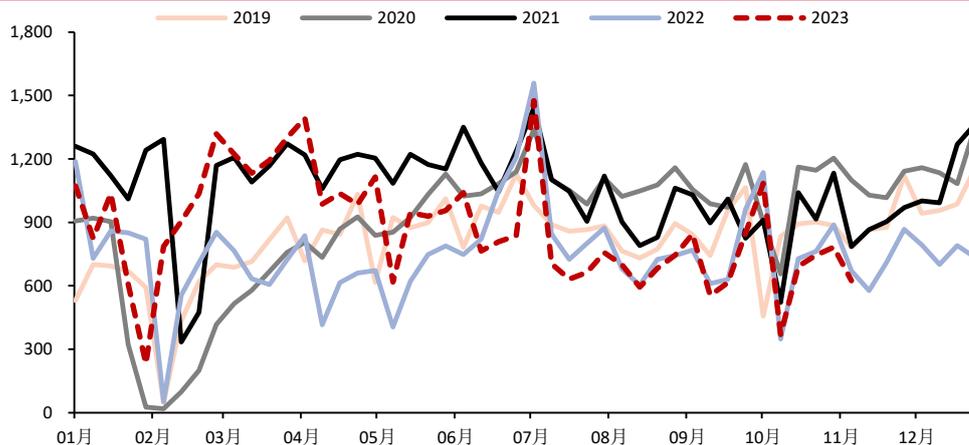
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表9: 当前地产库存周期情况 (% , 百万平方米)



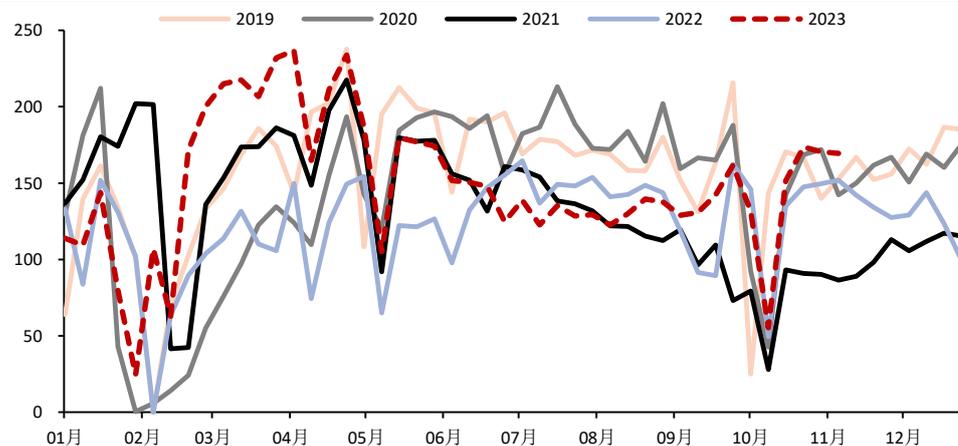
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表10: 高频数据来看, 10月新房成交数据未有明显好转(万平方米)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表11: 高频数据来看, 10月二手房成交情况与往年同期基本持平(万平方米)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

2.3 社零: 行业结构改善推动10月消费边际走暖

10月社会消费品零售总额43333亿元, 同比增长7.6%, 较9月份提升2.1个百分点。其中, 除汽车以外的消费品零售同比增长7.2%, 增速提升1.3个百分点。按消费类型分, 10月商品零售同比增长6.5%, 增速较上月回升1.9个百分点; 餐饮收入同比增长17.1%, 增速较上月回升3.3个百分点, 或受到节日效应带动影响。

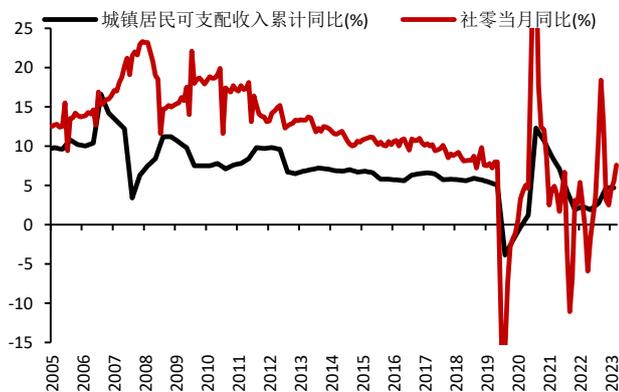
观察限额以上消费增速数据, 除建筑装饰行业外, 其余行业消费均有增长, 其中必选消费增速有所回落、部分可选消费增速较大, 多行业表现良好或反映10月消费回暖。(1) **必选消费有所回落**, 但整体维持较高增长, 其中烟酒消费同比由上月增长23.10%回落至15.40%, 虽然受9月婚礼、酒席举办大月的带动效应有所减少, 但增长仍处高位, 同时2022年低基数影响也是主要原因之一; 此外, 食品粮油、饮料消费同比增长皆有回落; 日用品与中西医药增速均上涨3.7个百分点。(2) **可选消费增速分化**, 办公用品消费由跌转升, 涨幅变动超过20个百分点, 有较大改善; 通讯器

材同样涨幅增速明显，且规模总量处于2019年以来月度高位。黄金珠宝受“金九银十”的季节性拉动，涨幅较上月增长2.7%，市场消费热情不减。(3) **地产后周期消费有所改善**。建筑装潢环比降幅收窄3.4pct，但依然处于历史低位；家用电器消费增速由负转正，涨幅超过10个百分点，主要受去年同期低基数影响较大。(4) **社交经济板块维持韧性**，汽车行业同比增长11.4%，主要受去年同期低基数影响，环比规模有所下降。石油行业涨幅有所下降，但仍保持较高水平。

10月居民消费情况整体向好，既有部分行业去年基数较低的影响，也有整体结构改善影响，绝大多数行业均实现同比增长，反映10月整体消费情况向暖。部分行业如通讯器材，规模总量保持历史高位。消费结构上不平衡现象也有所缓解，增长来自烟酒等必选消费的同时，可选消费部分行业也贡献一定程度的增长。虽然必选消费受节日宴会的提振效应有所减弱；但其余板块表现良好，支撑消费规模整体进一步改善，或显示社零进入稳定增长阶段。但当前外部不确定因素依然较多，国内需求仍有改善空间，期待后续社零数据的进一步增长。

10月失业率与上月持平，维持年内低值，就业形势趋于平稳。城镇失业率录得5.0%，与9月持平，失业率维持于年内低位。受季节性因素以及稳就业政策支撑，也受益于经济恢复尤其服务业带动效应，目前就业形势趋于平稳，本月失业率于近年来仅高于2021年同期。展望后续，2023年稳就业、促消费的总方针不变，尤其在目前消费仍显不足环境下，就业作为民生之本仍需持续支持，以确保城乡居民收入，提振消费意愿。根据往年经验，11月失业率或将有小幅上升，至2024年初或迎来较大挑战。

图表12：10月消费节奏有所加快（%）



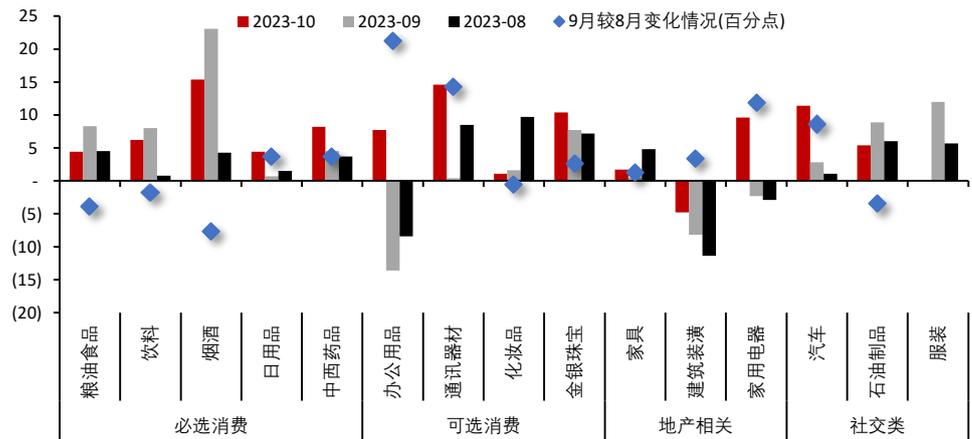
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表13：10月失业率维持年内低位（%）



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表14：10月限额以上消费分行业增速情况（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.4 债市策略：年内降准仍可期，关注做陡收益率曲线的配置机会

整体来看，当前经济复苏有所反复，内需尚显不足，经济修复动能仍需巩固。10月制造业 PMI 回落至收缩区间，CPI 同比转负，外需放缓影响下出口增速降幅扩大，社融与信贷总量尚可但结构仍需改善，实体部门的有效融资需求仍较疲弱。今日公布的10月经济数据显示出当前产需两端仍然偏弱，多数指标边际走低。具体来看，社会消费品零售同比连续三个月回升；工业、服务业增速虽有所回升，但扩张速度有所放缓；投资增速呈现回落，房地产销售降幅扩大，仍处于震荡寻底阶段。当前全球经济面临下行压力，国内需求不足的制约仍较突出，经济基本面内生修复动能亟需进一步巩固。

政策端来看，双节各地密集推进特殊再融资债券发行，10月24日人大常委会通过了增发一万亿特别国债和提升赤字的决议，财政政策加大力度以支持经济修复。11月15日，央行超额续作14500亿元以对冲今日到期的8500亿元MLF，利率持稳，净投放6000亿元，创2016年12月以来的单月最大记录。加上本次，央行已连续12个月超额续作MLF。展望后续，年内货币有望进一步宽松。一方面，在降低实体经济融资成本、支持内需修复的诉求下，需要维持流动性合理充裕，以推动实体经济部门的信用扩张，助力实现宽信用目标。另一方面，特别国债发行在即，货币政策或将加码宽松以对冲政府债供给放量对资金面构成的压力，同时应对年末、跨年的流动性需求。预计央行或将继续加量续作MLF，年内降准有望落地，降息也存在一定的可能性，为实体经济修复营造适宜的货币环境助力宽信用。

经济数据公布后，午间中短端利率下行0.25-2bp，长端利率窄幅震荡。进入11月后，特殊再融资债发行进度明显放缓，或为特别国债发行腾挪空间。上半月资金面整体保持均衡宽松，今日央行再次加大MLF投放补充中长期流动性，以应对年内债券增发对资金面的扰动。虽然年末在债券供给放量、跨年资金需求上升等影响下资金

面波动将加大，但央行呵护流动性态度明确，预计资金面将保持平稳。此外，10月美国核心通胀超预期回落，短期看美联储进一步加息的必要性下降，人民币汇率对资金利率的约束或将有所缓解，资金面环境对于债市相对友好。从基本面来看，当前经济复苏方向较为确定，但斜率仍然偏缓，复苏进程存在一定的波动和反复，短期内基本面对债市的制约可控。策略上建议：短期内宏观预期与资金面将带来扰动，债市或将维持震荡，建议保持谨慎策略，优先考虑配置短久期利率债。当前利率曲线较为平坦，长端利率呈窄幅震荡走势，短端利率在货币政策呵护下有望进一步下行，后续债市或将向“牛陡”行情切换，关注债市调整后的短端配置机会。

3. 风险提示

警惕货币政策变化不及预期，基本面超预期修复对利率债造成的负面影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼