

2023年11月15日

# 资产端改善动能边际下降

## 定期报告

### 10月经济数据点评

#### ◆ 一、生产端：修复略超预期，出口拖累持续减弱

◆ 在基数走低前提下，10月工业增加值同比增4.6%，前值4.5%，预期值4.3%；环比季调0.39%，前值0.36%。出口对工业生产的拖累连续4个月减弱，10月出口交货值增速为-0.5%，前值-3.6%。

◆ 分门类看，10月制造业、高技术制造业、采矿业、电热燃水业的工业增加值同比增速分别变动0.1pct、-0.5pct、1.4pct、-2.0pct至5.1%、1.8%、2.9%、1.5%，以汽车制造、电气机械制造业为代表的装备制造业增速领先，为6.2%，增速连续3个月加快。交运设备制造业增速大幅提高7.0pct至9.6%，一定程度上受益于出口改善。

#### ◆ 二、消费：继续反弹且显著强于预期

◆ 去年同期疫情导致低基数背景下，社零同比增速继续反弹，10月为7.6%，前值为5.5%，预期值7.3%。季调环比基本持平，年内社零低点为7月。其中，汽车以外的消费品零售额增速继续提升1.3pct至7.2%。

◆ 具体来看，假期旅游带动下，出行社交相关的餐饮、烟酒、通讯器材、汽车、金银珠宝增速均在10%以上。此外，服务零售显著强于商品零售。

◆ 消费改善一定程度上受益于就业压力的持续缓解。10月全国城镇调查失业率为5.0%，与9月持平，为2021年12月以来最低点，且低于疫情前2019年同期的5.1%。3季度人均可支配收入实际增速连续三个季度上行至5.9%。

#### ◆ 三、固定资产投资：投资端乏力，地产仍为主要拖累

◆ 2023年以来，固定资产投资增速持续下降，1至10月为2.9%，低于预期值和前值的3.1%，创2021年以来新低。其中基建投资、制造业投资、房地产开发投资同比增速分别较上月变动-0.3pct、0.0pct、-0.2pct至5.9%、6.2%、-9.3%。分企业性质来看，民企较国企有较大压力，但扣除房地产的民间投资呈现高增长。民间固定资产投资或聚焦于制造业，而制造业或为投资端新的发力点。

#### ◆ 投资建议：

◆ 资产端在8、9两月连续改善后，10月在1)疫情导致的低基数、2)房地产基建增速继续下行3)实体融资需求乏力等背景下，整体改善动能下降。通胀数据亦显示消费需求乏力。值得注意的是，10月社零与工业增加值虽继续反弹且均超预期，一定程度上受益于去年同期疫情导致的低基数，而季调环比来看二者均基本与9月持平。消费、工业生产、民间制造业的恢复对于房地产、基建下滑的抵消作用有待观察。我们目前认为，资产端计本轮恢复周期为3个月(8-10月)。未来1-2年中国实际经济增长中枢在4-5%之间，对应名义经济增长中枢在6-7%之间。

◆ 对于资本市场而言，11月金融机构负债增速或重新回落至实体部门下方，叠加资产端改善动能下降，金融系统剩余流动性的边际收敛接近尾声。此外美国通胀数据超预期降温，美联储降息预期提前，中美息差以及人民币汇率压力的缓解对权益起

分析师

罗云峰

SAC执业证书编号：S0910523010001  
luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

SAC执业证书编号：S0910523050002  
yangfeiran@huajinsec.cn

#### 相关报告

资产配置周报(2023-11-12)-成长连续三周跑赢价值之后 2023.11.12

10月进出口数据点评 2023.11.7

资产配置周报(2023-11-5)-宽基轮动，三月累计跑赢沪深300逾5% 2023.11.5

ESG市场跟踪双周报(2023.10.23-2023.11.5)-中国上市企业(A股)低碳可持续发展指数发布 2023.11.5  
9月全社会债务数据综述-股债双杀何时了 2023.11.4

到一定的助推作用，北向资金有所恢复。中美关系缓和亦提振风险偏好以及市场预期。

- ◆ 新增一万亿国债的影响，主要集中在 11-12 月，并且幅度相当有限，仅仅是提高了我们看多权益（特别是成长）的确定性。如果剩余流动性边际改善，权益中的成长板块有望表现略强。
- ◆ 债券目前已经跌出了较好的配置价值，国家资产负债边际收缩背景下，久期策略占优。维持 2.6% 十债收益率中枢的判断不变，后续需要观察国债发行的节奏，以及货币政策的配合，短期十债收益率或突破预计的区间上沿 2.7%，但突破 2.8% 的概率不高。
- ◆ 风险提示：政策超预期放松，经济恢复不及预期。

## 目录

一、生产端：持续修复，好于预期 .....	4
三、消费：继续反弹且显著强于预期 .....	5
四、固定资产投资：地产仍为主要拖累 .....	7
五、投资建议 .....	8
六、风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1：工业增加值环比持平 .....	4
图 2：出口交货值增速连续 3 个月改善 .....	5
图 3：10 月社零增速改善 .....	6
图 4：31 个大城市城镇调查失业率连续两个月下降 .....	6
图 5：各产业固定资产投资增速 .....	8
图 6：民间投资占比创新低 .....	8

## 一、生产端：修复略超预期，出口拖累持续减弱

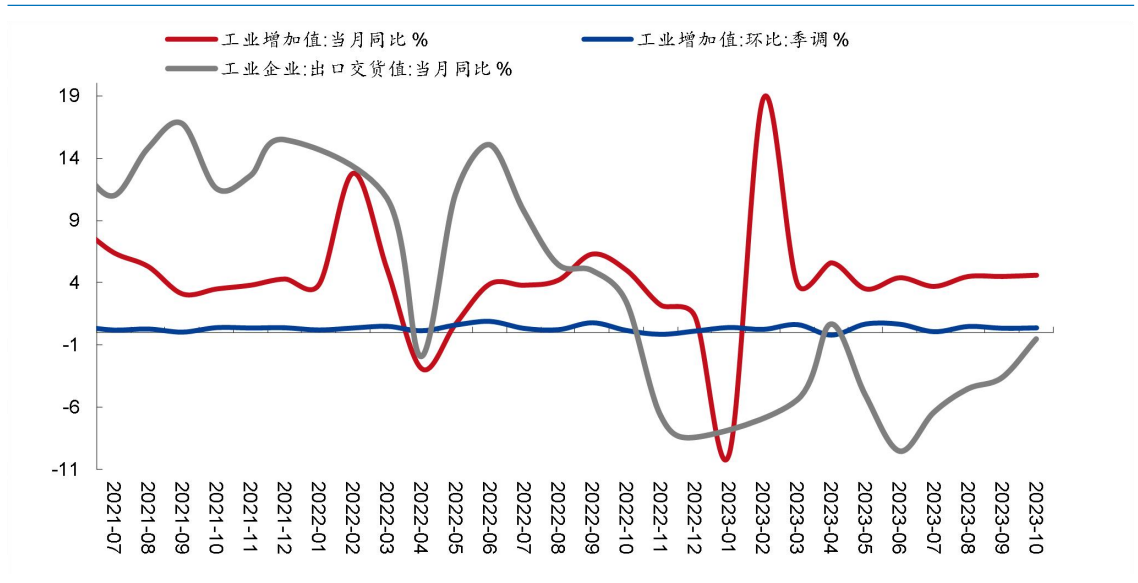
在基数走低前提下，10月工业增加值同比增4.6%，前值4.5%，预期值4.3%；环比季调0.39%，前值0.36%。出口对工业生产的拖累连续4个月减弱，10月出口交货值增速为-0.5%，前值-3.6%。

分门类看，10月制造业、高技术制造业、采矿业、电热燃水业的工业增加值同比增速分别变动0.1pct、-0.5pct、1.4pct、-2.0pct至5.1%、1.8%、2.9%、1.5%，以汽车制造、电气机械制造业为代表的装备制造业增速领先，为6.2%，增速连续3个月加快。

分行业来看，10月41个细分行业中有28行业的工业增加值同比正增长，较9月增加两个行业。除煤炭受益于季节性因素增速提高以外，上游资源品如石油天然气、化学原料及制品、黑色金属加工增速以下降为主。医药制造业增加值降幅扩大2.7pct至-10.4，已连续11个月同比下降。交运设备制造业增速大幅提高7.0pct至9.6%，一定程度上受益于出口改善。

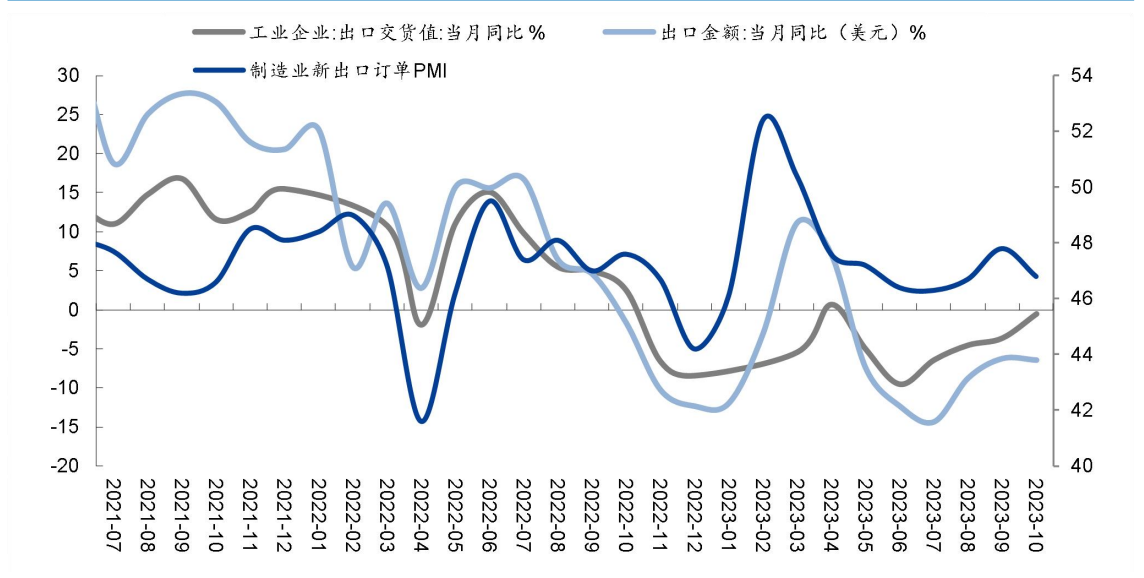
10月工业企业产品销售率为97.4%，与上月持平，同比上升0.4pct。

图 1：工业增加值环比基本持平



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：出口交货值增速连续 4 个月改善



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 二、消费：继续反弹且显著强于预期

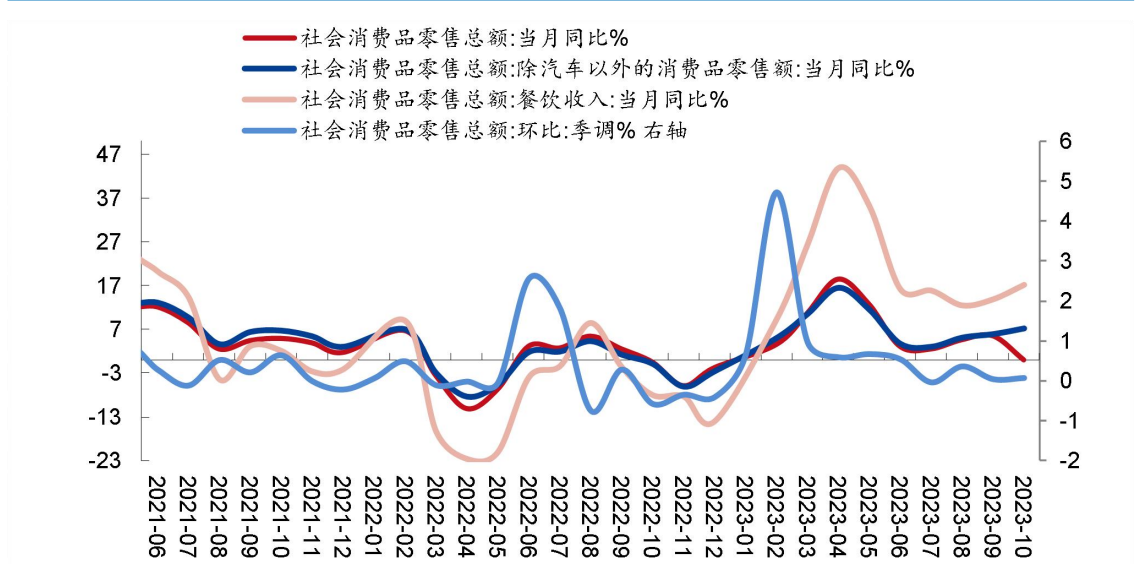
去年同期疫情导致低基数背景下，社零同比增速继续反弹，10月为7.6%，前值为5.5%，预期值7.3%。季调环比基本持平，年内社零低点为7月。其中，汽车以外的消费品零售额增速继续提升1.3pct至7.2%。

具体来看，假期旅游带动下，出行社交相关的餐饮、烟酒、通讯器材、汽车、金银珠宝增速均在10%以上。房地产后周期消费明显改善，建筑及装潢材料保持负增长但跌幅缩窄3.4pct、家具增速小幅改善1.2pct至1.7%、家电增速提高11.9pct至9.6%。

在节假日带动下，服务零售显著强于商品零售，二者1至10月累计增速分别较前值加快0.1pct、1.9pct至19.0%、6.5%。

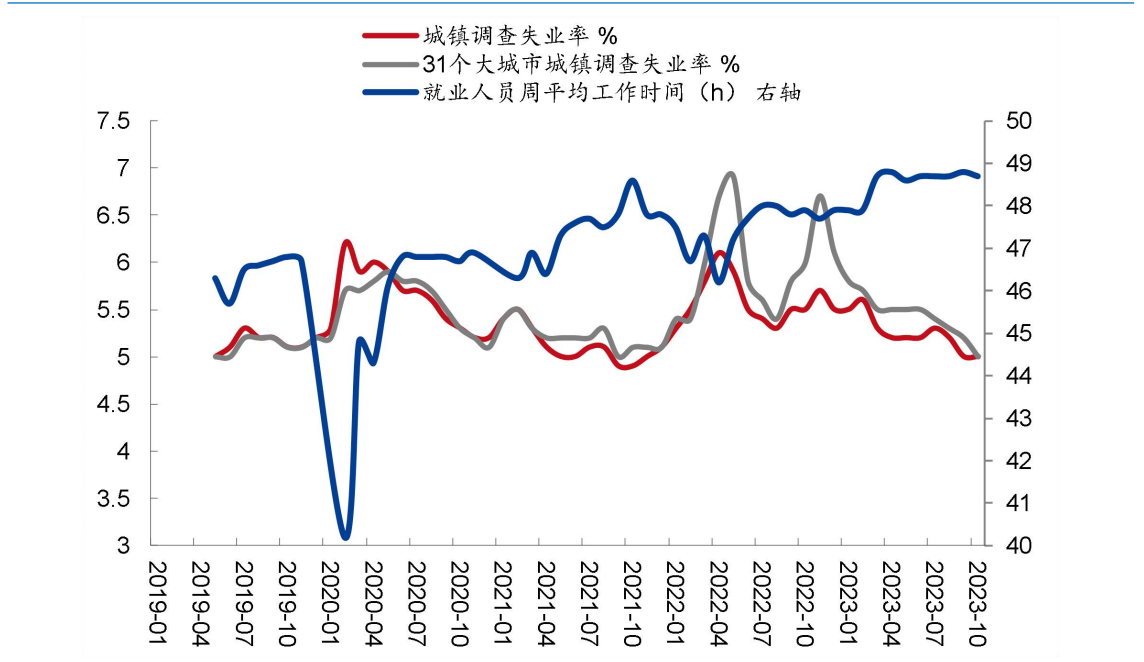
消费改善一定程度上受益于就业压力的持续缓解。10月31个大城市城镇调查失业率连续4个月下降至5.0%，为2021年11月以来最低点，前值5.2%，且低于疫情前2019年同期的5.1%；10月全国城镇调查失业率为5.0%，与9月持平，为2021年12月以来最低点，且低于疫情前2019年同期的5.1%。3季度人均可支配收入实际增速连续三个季度上行至5.9%。

图 3：10 月社零增速继续改善



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：31 个大城市城镇调查失业率连续 4 个月下降



资料来源：Wind，华金证券研究所

### 三、固定资产投资：投资端乏力，地产仍为主要拖累

2023年以来，固定资产投资增速持续下降，1至10月为2.9%，低于预期值和前值的3.1%，创2021年以来新低。其中1-10月基建投资、制造业投资、房地产开发投资同比增速分别较上月变动-0.3pct、0.0pct、-0.2pct至5.9%、6.2%、-9.3%。

**基建投资方面**，由于年初以来专项债投放前置以及新增1万亿国债尚未落地，基建投资延续下降趋势，10月放缓0.3pct至5.9%，但仍高于总体投资增速。

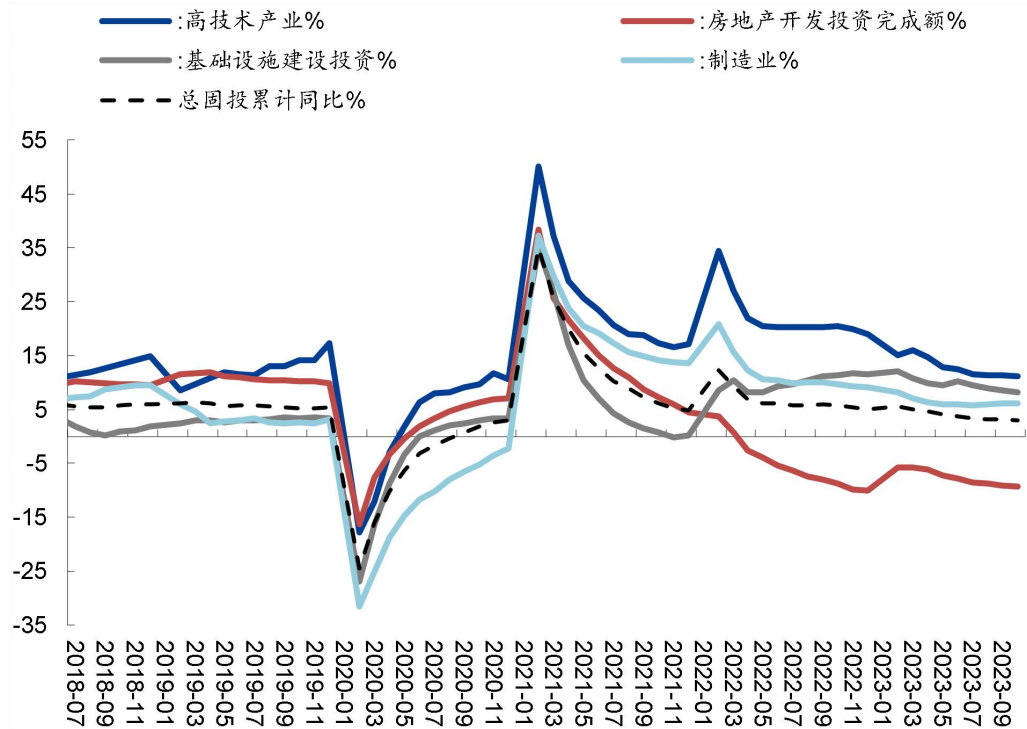
**房地产投资方面**，其降幅自3月以来持续扩大，1至10月房地产投资增速为-9.3%，前值-9.1%。具体指标方面喜忧参半，1至10月房地产销售面积、销售额、施工面积跌幅均扩大、竣工面积增速下降但仍保持高位、新开工面积跌幅低位企稳、待售面积增速小幅下降。反映行业景气度的国房景气指数10月继续下降0.13pct至93.4，再创2016年2月有数据以来新低。整体而言，房地产投资仍存在较大压力，库存难以有效释放，销售和新开工修复程度有限，仍需等待购房信心好转。

**制造业投资方面**，8月以来，增速扭转2022年四季度以来持续下降的趋势，1至10月与前期的6.2%持平。其中，电气机械、汽车制造业、化学原料及化学制品制造业、专用设备增速领先。高技术产业固投增速小幅回落0.3pct至11.1%。其中航空航天器及设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增速分别放缓1.7pct、0.3pct至19.0%、16.7%。

分企业性质来看，民企较国企有较大压力，但扣除房地产的民间投资呈现高增长。1) 包括地产投资的民间固投资累计增速自2022年以来持续下降，并且自5月转为负增长继9月为2022年2月以来首次改善后，10月继续改善0.1pct至-0.5%。民间固定投资占比持续下降，10月为历史最低位51.47%。2) 国企固投增速持续下滑，1-10月为6.7%，前值7.2%。3) 1-10月扣除房地产投资的民间投资增长9.1%，与前期持平。民间固定资产投资或聚焦于制造业。

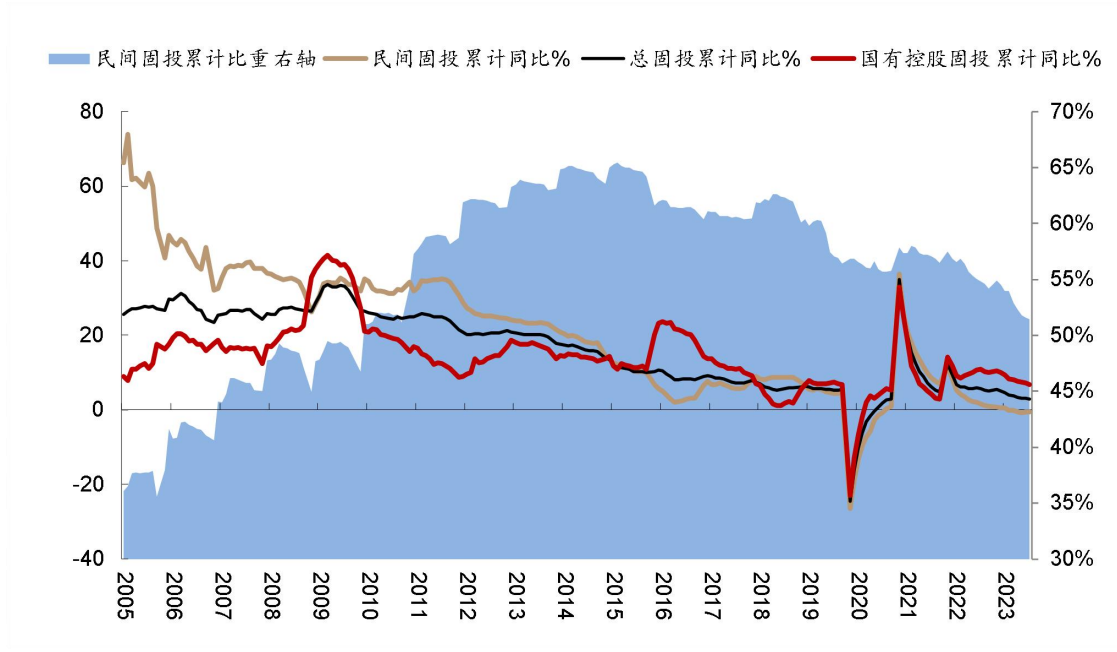


图 5: 各产业固定资产投资增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6: 民间投资占比创新低



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 四、投资建议



资产端在 8、9 两月连续改善后，10 月在 1) 疫情导致的低基数、2) 房地产基建增速继续下行 3) 实体融资需求乏力等背景下，整体改善动能下降。通胀数据亦显示消费需求乏力。值得注意的是，10 月社零与工业增加值虽继续反弹且均超预期，一定程度上受益于去年同期疫情导致的低基数，而季调环比来看二者均基本与 9 月持平。消费、工业生产、民间制造业的恢复对于房地产、基建下滑的抵消作用有待观察。我们目前认为，资产端计本轮恢复周期为 3 个月（8-10 月）。未来 1-2 年中国实际经济增长中枢在 4-5% 之间，对应名义经济增长中枢在 6-7% 之间。

对于资本市场而言，11 月金融机构负债增速或重新回落至实体部门下方，叠加资产端改善动能下降，金融系统剩余流动性的边际收敛接近尾声。此外美国通胀数据超预期降温，美联储降息预期提前，中美息差以及人民币汇率压力的缓解对权益起到一定的助推作用，北向资金有所恢复。中美关系缓和亦提振风险偏好以及市场预期。

新增一万亿国债的影响，主要集中在 11-12 月，并且幅度相当有限，仅仅是提高了我们看多权益（特别是成长）的确定性。如果剩余流动性边际改善，权益中的成长板块有望表现略强。

债券目前已经跌出了较好的配置价值，国家资产负债边际收缩背景下，久期策略占优。维持 2.6% 十债收益率中枢的判断不变，后续需要观察国债发行的节奏，以及货币政策的配合，短期十债收益率或突破预计的区间上沿 2.7%，但突破 2.8% 的概率不高。

## 六、风险提示

经济失速下滑，政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差

## 分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)