

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

联系人：张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

## 投资要点

■ 国家统计局于11月15日公布10月份经济数据：10月份工业增加值增速4.6%（高于前值4.5%，高于Wind一致预期4.3%）；1-10月累计固定资产投资增速为2.9%（低于前值3.1%，低于Wind一致预期3.1%）；社零增速7.6%（高于前值5.5%，高于Wind一致预期7.3%）。

■ 从分项来看：

**工增：同、环比均有所上行，多数行业实现正增长。**10月工业增加值同比增加4.6%，高于Wind一致预期4.3%。10月增速比9月高0.1个百分点，比去年同期低0.4个百分点。多数行业实现正增长，有色、化工、汽车制造排名靠前，增速均超过10%，医药、非金属矿物、通用设备排名最末。

**消费：低基数下商品零售、餐饮均有所回升。**10月份社零超预期，商品零售、餐饮收入同比增速均有所回升，但仍未回到疫情前水平。分商品类别来看，10月份烟酒、通讯器材、汽车、金银珠宝排名最靠前，可能与双节长假出行、社交需求上升有关。地产相关的消费方面，家电消费较好，家具、建筑装潢依然疲弱。

**固投：制造业、基建增速回落，地产仍是制约经济增长的主要因素。**从三大投资分项来看，10月房地产、制造业、基建投资增速不同程度回落，房地产投资增速降幅有所收窄。从环比数据来看，制造业、基建投资环比季节性回落，且略低于往年同期，地产投资环比增速回落，略低于往年同期平均水平。

**短期内，制造业投资仍面临不利因素，主因内生动力仍不强，叠加外需拖累。**一方面，制造业内生投资动力有待修复。中长期企业贷款反映实体企业投资需求，10月份企业中长期贷款同比少增，反映企业投资需求尚未修复，制造业可能仍面临投资不足的局面。另一方面，外需不足拖累相关制造业投资增速。10月份以美元计价的出口金额下降6.4%，相比前值回落0.2个百分点。美、日、欧元区制造业PMI仍在枯荣线之下，全球经济增长放缓使外需持续承压。

8月底增量地产政策相继落地，长期来看地产有望回暖，但短期内地产仍是制约我国经济增长的核心矛盾。随着“认房不认贷”、“下调存量贷款利率”等政策相继落地，后续，地产销售可能在增量政策的刺激下边际回暖，并通过“销售—投资”链条传导至投资端，但短期来看地产投资仍将在底部徘徊一段时间。

基建三大分项中，水利、环境和公共设施管理业自去年8月份以来持续回落，今年9月份以来降至负增长区间。增发1万亿元国债围绕灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力，财政部明确了八大投向，有望拉升水利投资增速。

**就业：总体失业率持平。**10月份城镇调查失业率为5.0%，与前值持平。今年除1、2月份失业率分别为5.5%和5.6%以外，其余月份失业率都处于5.5%以下，实现“今年城镇调查失业率控制在5.5%左右”并不困难。分年龄段失业率虽暂停公布，但从季节性规律来看，青年失业率预计在7月份冲高后持续回落。

■ **结论：**

从10月份经济数据来看，工业增加值表现较好、消费在低基数下增长较快，固投有所回落。临近年末，考虑到全年经济增速目标有望实现，经济复苏动能仍然偏弱，短期债市对基本面的反应相对钝化，明年政策预期、流动性变化、机构行为等因素的影响可能更关键。

从当日MLF超额续作6000亿元看，一方面有利于补充中长期流动性，提前对冲1万亿特别国债发行可能带来的资金面扰动。央行积极呵护流动性的态度意味着类似10月底“钱荒”重演的风险大幅降低，短端修复行情有望延续。另一方面年内降准概率可能明显减小，考虑到MLF有2.5%的资金成本，对于银行负债压力的缓解作用明显不及降准。我们对于年内短端利率下行幅度谨慎乐观，叠加增量政策预期、机构行为的扰动，长端利率可能维持震荡态势。

■ **风险提示：**稳增长政策刺激力度超预期，资金价格波动加大等。

## 图表目录

图表 1: 10 月主要经济指标变化 (%)	- 3 -
图表 2: 规上工业增加值同比增速高于前值 (%)	- 4 -
图表 3: 工业增加值环比增速回升 0.3 个百分点 (%)	- 4 -
图表 4: 主要行业工业增加值同比增速 (%)	- 4 -
图表 5: 社零总体、商品零售、餐饮均有所回升 (%)	- 5 -
图表 6: 商品零售与疫情前水平仍有差距 (%)	- 6 -
图表 7: 各类商品零售额同比增速 (%)	- 6 -
图表 8: 10 月固投同比增速有所回落 (%)	- 7 -
图表 9: 10 月制造业投资环比季节性回落, 略低于往年同期 (%)	- 7 -
图表 10: 10 月非金融企业中长贷同比少增 (亿元)	- 8 -
图表 11: 全球主要国家制造业 PMI 均在枯荣线之下	- 8 -
图表 12: 分行业基建投资累计增速变化 (%)	- 9 -
图表 13: 10 月基建投资环比增速符合季节性, 略低于往年同期 (%)	- 9 -
图表 14: 10 月地产投资环比增速季节性回落 (%)	- 10 -
图表 15: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	- 10 -
图表 16: 10 月地产开发投资下行 (%)	- 10 -
图表 17: 10 月城镇调查失业率持平 (%)	- 11 -
图表 18: 上半年 16-24 岁人口失业率持续上行 (%)	- 11 -

国家统计局于 11 月 15 日公布 10 月份经济数据：

10 月份工业增加值增速 4.6%（高于前值 4.5%，高于 Wind 一致预期 4.3%）；1-10 月累计固定资产投资增速为 2.9%（低于前值 3.1%，低于 Wind 一致预期 3.1%）；社零增速 7.6%（高于前值 5.5%，高于 Wind 一致预期 7.3%）。

图表 1: 10 月主要经济指标变化 (%)

同比 (%)	2023-10	2023-09	2023-08	2022-10	2022-09	2022-08
GDP	-	4.9	-	-	3.9	-
规上工业增加值	4.6	4.5	4.5	5.0	6.3	4.2
固定资产投资	1.4	2.5	2.0	5.0	6.5	6.4
固投：房地产	-16.7	-18.7	-19.1	-16.0	-12.1	-13.8
固投：制造业	6.2	7.9	7.1	6.9	10.7	10.6
固投：基建	5.6	6.8	6.2	12.8	16.3	15.4
社会消费品零售总额	7.6	5.5	4.6	-0.5	2.5	5.4
社零：商品零售	6.5	4.6	3.7	0.5	3.0	5.1
社零：餐饮	17.1	13.8	12.4	-8.1	-1.7	8.4
出口总额（美元计价）	-6.4	-6.2	-8.7	-1.7	4.6	6.4
进口总额（美元计价）	3.0	-6.3	-7.3	-1.3	-0.4	-0.5

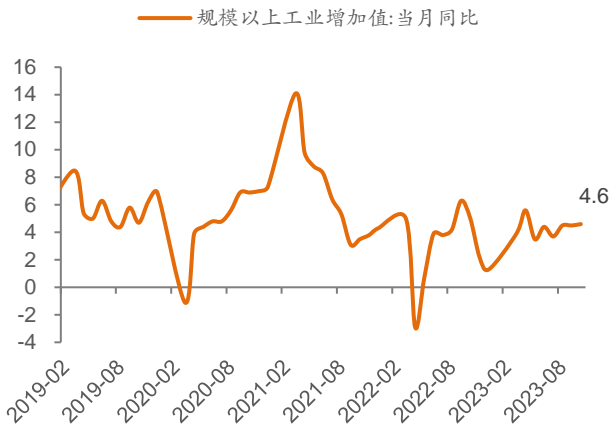
来源：Wind，中泰证券研究所

## 一、工增：同、环比均有所上行，多数行业实现正增长

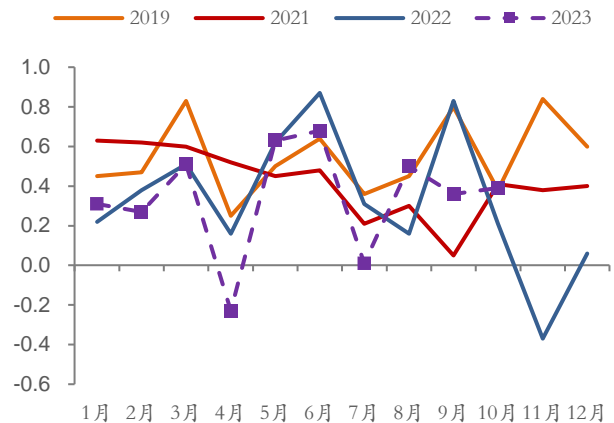
10 月工业增加值同比增加 4.6%，高于 Wind 一致预期 4.3%。10 月增速比 9 月高 0.1 个百分点，比去年同期低 0.4 个百分点。

**10 月工业增加值同、环比增速均有所回升。**为剔除基数效应影响，考虑当月环比增速的季节性水平，10 月份工增环比增速季节性规律并不明显，2019、2022 年回落，2021、2023 年上升。10 月工增环比增速 0.39%，高于 2019 年（0.38%）、2022 年（0.21%），低于 2020 年（0.70%）、2021 年（0.41%）同期。

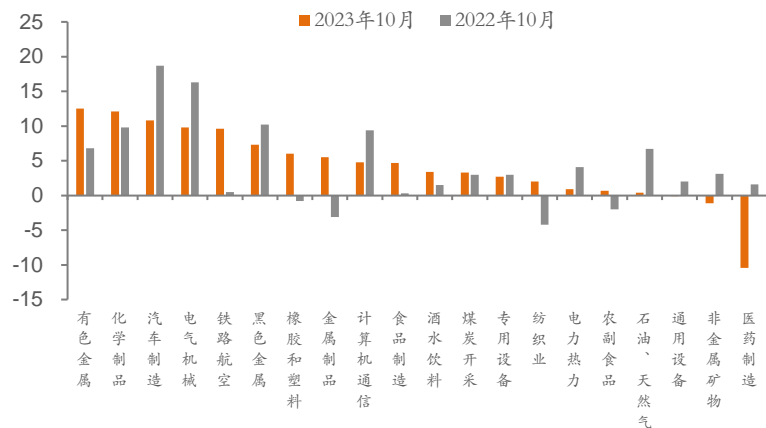
**多数行业实现正增长。**有色、化工、汽车制造排名靠前，增速均超过 10%，医药、非金属矿物、通用设备排名最末，其中医药负增长幅度超 10%。9 月工业增加值增速最高的 5 个行业分别为有色金属、化学制品、汽车制造、电器机械和铁路航空，增速分别为 12.5%、12.1%、10.8%、9.8% 和 9.6%。前四项在去年同期的增速同样排名前列，体现出较强的韧性，铁路航空去年同期增速仅 0.5%。负增长行业有医药制造（-10.4%）、非金属矿物（-1.1%）和通用设备（-0.1%）三项。

**图表 2: 规上工业增加值同比增速高于前值 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 3: 工业增加值环比增速回升 0.3 个百分点 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 4: 主要行业工业增加值同比增速 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

## 二、消费: 低基数下商品零售、餐饮均有所回升

10 月份社零超预期, 商品零售、餐饮收入同比增速均有所回升。10 月社会消费品零售总额同比增长 7.6%, 高于 Wind 一致预期值 7.3%, 也比 9 月社零同比增速高 2.1 个百分点。分商品零售和餐饮收入两类来看, 商品零售走势与社零总体基本一致, 当月增速为 6.5% (前值 4.6%); 餐饮收入增速较高, 当月增速为 17.1% (前值 13.8%)。

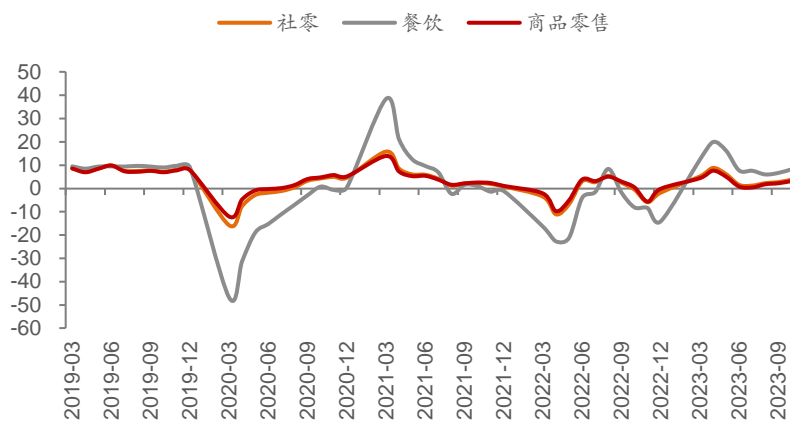
剔除基数效应, 商品零售、餐饮均环比回升, 但未回到疫情前水平。2020 年、2022 年社零受疫情影响较大, 低基数可能会对同比增速造成影响。2022 年 10 月疫情形势趋于严峻, 社零总体同比增速仅为 -0.5%, 商品零售、餐饮增速分别为 0.5%、-8.1%, 基数效应对今年的影响不容忽视。为剔除基数效应影响, 2021、2023 年考虑两年复合同比增速, 10 月份社零总额、商品零售和餐饮收入增速分别为 3.7%、3.2% 和 8.2%, 分别相比上个月回升 1.0、0.9、1.5 个百分点。将两年复合增速与疫情前水

平作比较，社零总体低于疫情前水平（2019年10月）3.5个百分点，商品零售低于疫情前水平3.8个百分点，餐饮低于疫情前水平0.8个百分点，商品零售距离疫情前水平仍有一定差距。

分行业来看，1) 10月份烟酒、通讯器材、汽车、金银珠宝排名最靠前。增速超过10%的四类商品分别为烟酒（15.4%）、通讯器材（14.6%）、汽车（11.4%）和金银珠宝（10.4%），可能与双节长假出行、社交需求上升有关。

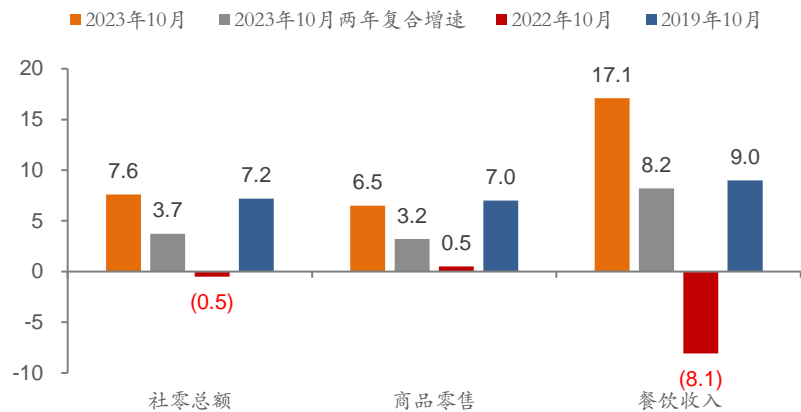
2) 地产相关的消费方面，家电消费较好，家具、建筑装潢依然疲弱。地产方面，家用电器、家具、建筑及装潢消费增速分别为9.6%、1.7%和-4.8%，仅家具消费实现同比正增长。6月29日国常会审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，明确把促进家居消费作为当前扩内需的核心抓手之一。“家居消费涉及领域多、上下游链条长、规模体量大，采取针对性措施加以提振，有利于带动居民消费增长和经济恢复。”因此，在地产表现不佳的背景下，10月份建筑及装潢消费增速保持低迷，而家用电器相比前值（-2.3%）大幅回升，家具消费实现正增长。

**图表 5: 社零总体、商品零售、餐饮均有所回升 (%)**

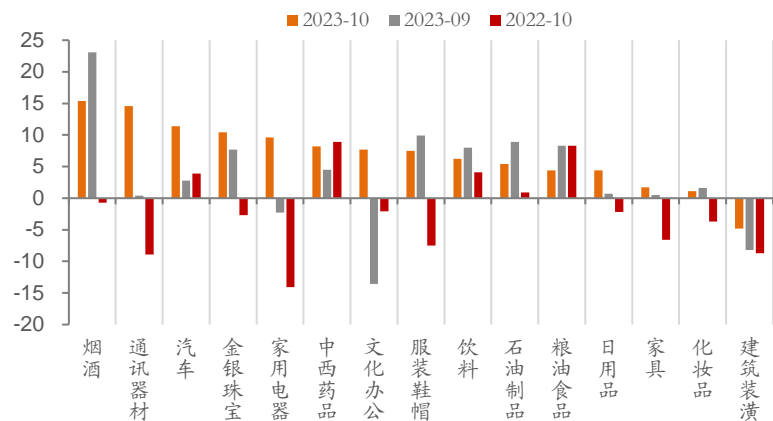


来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 2021年、2023年增速为两年复合增速。

**图表 6: 商品零售与疫情前水平仍有差距 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 7: 各类商品零售额同比增速 (%)**


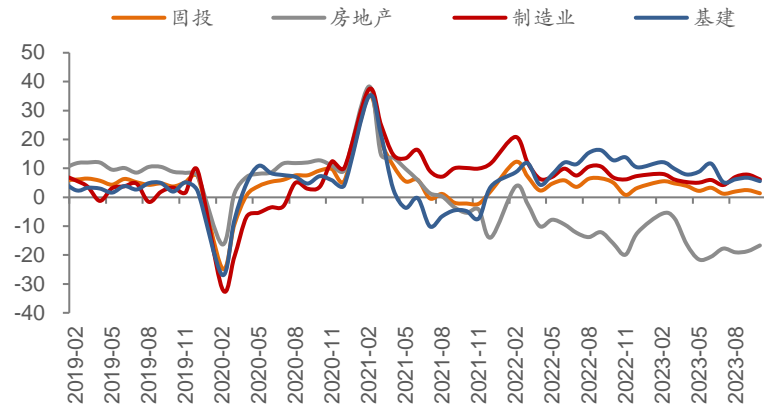
来源: WIND, 中泰证券研究所

### 三、固投: 制造业、基建增速回落, 地产仍是制约经济增长的主要因素

今年前 10 个月固定资产投资累计同比增长 2.9%, 较 1-9 月累计增速下降 0.2 个百分点, 低于 Wind 一致预期 3.1%; 10 月固投当月同比增速 1.4%, 较 9 月份回落 1.1 个百分点。

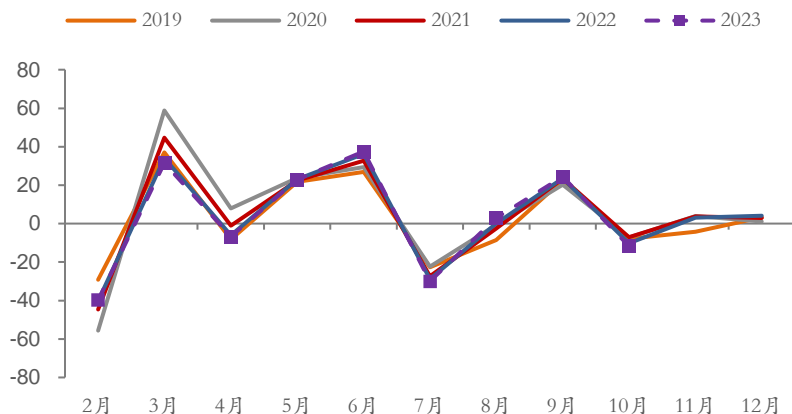
从三大投资分项来看, 10 月房地产、制造业、基建投资同比增速分别为 -16.7%、6.2%、5.6%, 地产降幅收窄 2.0 个百分点, 制造业、基建增速分别回落 1.7、1.2 个百分点。



**图表 8: 10 月固投同比增速有所回落 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**制造业投资修复动能回落。**前 10 个月,制造业固投累计同比增长 6.2%,与前值持平,低于 Wind 一致预期值 6.4%。剔除基数影响,可以看出制造业投资环比增速季节性回落,并且其环比增速略低于 2019 年以来的同期水平。

**图表 9: 10 月制造业投资环比季节性回落,略低于往年同期 (%)**


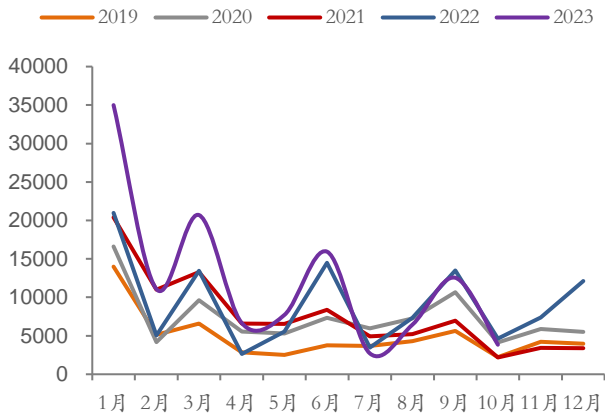
来源: WIND, 中泰证券研究所

**短期内,制造业投资仍面临不利因素,主因内生动力仍不强,叠加外需拖累。**

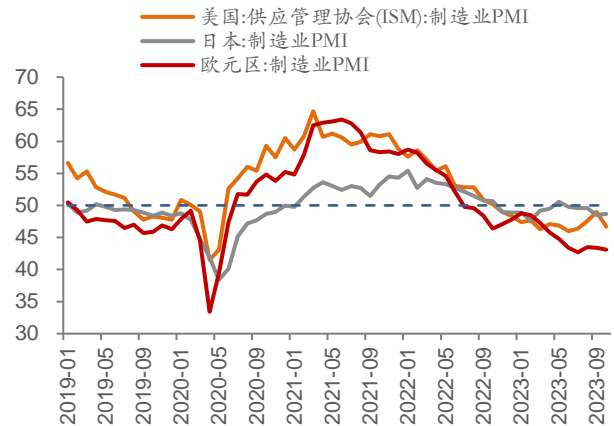
**第一,制造业内生投资动力有待修复。**10 月份企业中长期贷款新增 3828 亿元,同比少增 795 亿元。短期企业贷款反映补流需求,中长期企业贷款反映实体企业投资需求,后者同比少增反映企业投资需求尚未修复,制造业可能仍面临投资不足的局面。

**第二,外需不足拖累相关制造业投资增速。**从海关总署数据来看,10 月份以美元计价的出口金额下降 6.4%,相比前值回落 0.2 个百分点,不及预期。全球经济增长放缓使外需持续承压。从全球主要国家和地区的 PMI 来看,美国、日本、欧元区 10 月份制造业 PMI 分别为 46.7、48.7 和

43.1，均处在枯荣线以下。美国、欧元区自 2021 年一季度以来就处于下行趋势，2022 年以来滑落至枯荣线以下，美国制造业 PMI 于 10 月份大幅回落，日本 PMI 于 5 月份短暂回升至枯荣线以上，但随后又回落至枯荣线以下。短期内，预计外需仍难以支撑中国出口增速，间接拖累相关制造业投资增速。

**图表 10: 10 月非金融企业中长贷同比少增 (亿元)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 11: 全球主要国家制造业 PMI 均在枯荣线之下**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**基建投资增速有所回落。**前 10 个月，基建固投同比增长 8.3%，相比 1-9 月累计增速下降 0.3 个百分点，高于预期值 8.2%。分大类行业来看，交通运输、仓储和邮政业投资同比增速（11.1%）较前值回落 0.5 个百分点，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速（25.0%）与前值持平，水利、环境和公共设施管理业投资增速（-0.8%）较前值回落 0.7 个百分点。

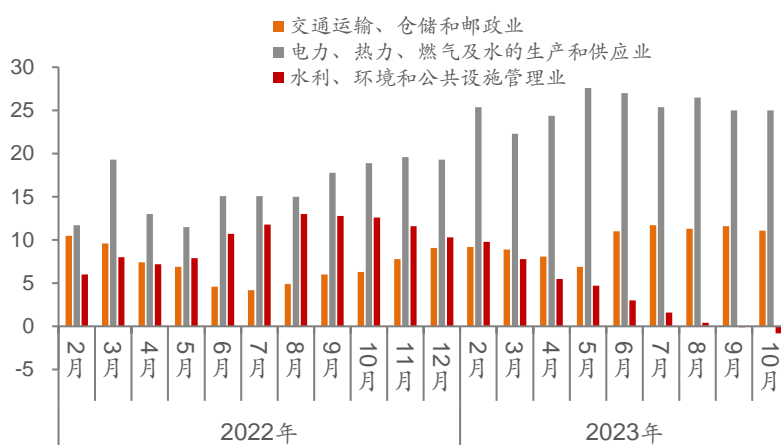
水利、环境和公共设施管理业自去年 8 月份以来持续回落，今年 9 月份以来降至负增长区间。增发 1 万亿元国债围绕灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力，财政部明确了防洪、排水工程等八大投向<sup>1</sup>。该投向有望拉升水利、环境和公共设施管理业投资增速。

**基建投资增速回落符合季节性规律，环比增速略低于往年同期。**剔除基数影响，可以看出基建投资环比增速（-7.6%）季节性回落，与制造业类似，其环比增速同样略低于 2019 年以来同期水平。

<sup>1</sup> 资料来源: [https://www.gov.cn/govweb/zhengce/202310/content\\_6912075.htm](https://www.gov.cn/govweb/zhengce/202310/content_6912075.htm)

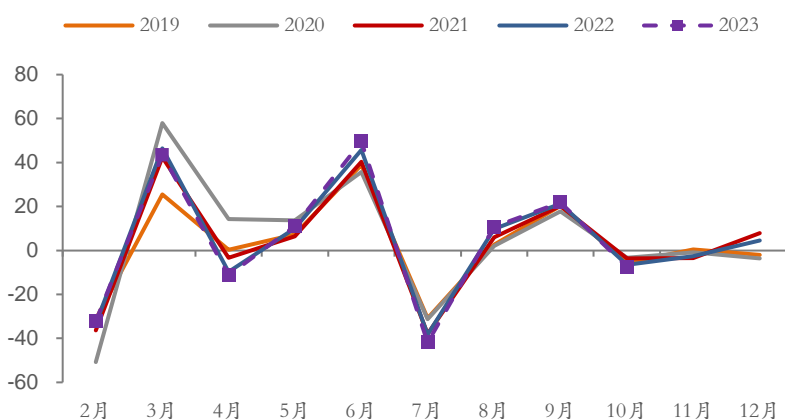


**图表 12: 分行业基建投资累计增速变化 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 13: 10月基建投资环比增速符合季节性, 略低于往年同期 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

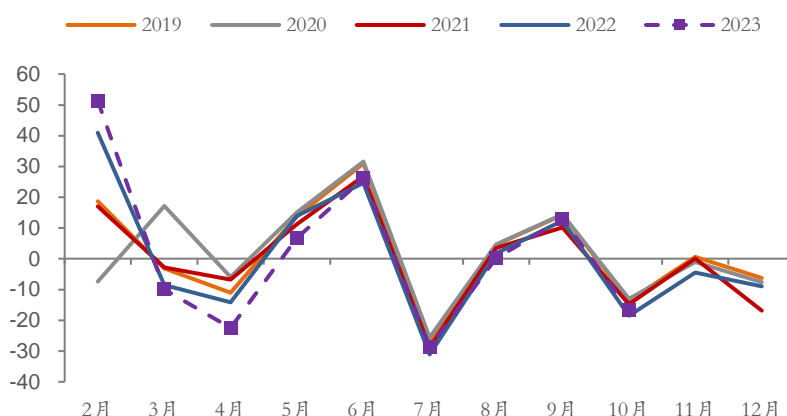
**地产投资降幅收窄。**前 10 个月, 房地产开发投资累计同比下降 9.3%, 相比 1-9 月累计增速下降 0.2 个百分点, 低于预期值-9.2%。从单月来看, 10 月地产投资增速当月同比为-16.7%, 相比前值 (-18.7%) 降幅有所收窄。剔除基数效应, 考虑环比增速, 可以看出地产投资环比增速季节性回落, 环比增速 (-16.6%) 略低于 2019 年以来同期水平的均值 (-15.0%)。

**商品房销售面积低于往年同期。**从高频数据来看, 6 月份以来, 30 大中城市商品房成交面积持续低于往年同期水平。前 10 个月商品房销售面积累计同比增速为-7.8%, 相比前 9 个月累计增速 (-7.5%) 降幅扩大。房地产开发资金来源累计同比增速有所回落, 由-13.5%降至-13.8%, 降幅自 5 月份以来连续扩大。显示销售端降温背景下, 房企资金回笼进度也有所放缓, 资金压力进一步上升。

**8 月底增量地产政策相继落地, 长期来看地产有望回暖, 但短期内地产仍是制约我国经济增长的核心矛盾。**8 月 31 日, 中国人民银行、国家金融监督管理总局发文, 允许商业银行降低符合条件的存量首套住房贷款

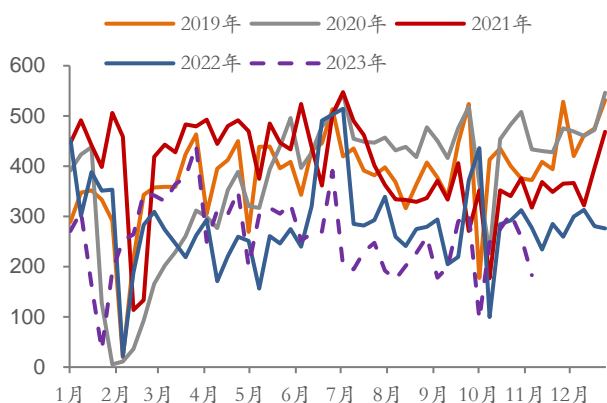
利率。随后多家银行于 2023 年 9 月 25 日起批量下调存量首套住房贷款利率，并明确操作细则。9 月 27 日央行三季度货币政策例会也明确强调，“落实新发放首套房贷利率政策动态调整机制，调降首付比和二套房贷利率下限，推动降低存量首套房贷利率落地见效”。政策实施首周（9 月 27 日-10 月 1 日）已有 98.5% 符合条件的存量首套房贷利率完成下调，合计 4973 万笔、21.7 万亿元。调整后的加权平均利率为 4.27%，平均降幅 0.73 个百分点<sup>2</sup>。后续，地产销售可能在增量政策的刺激下边际回暖，并通过“销售—投资”链条传导至投资端，但短期来看地产投资仍将在底部徘徊一段时间。

**图表 14: 10 月地产投资环比增速季节性回落 (%)**



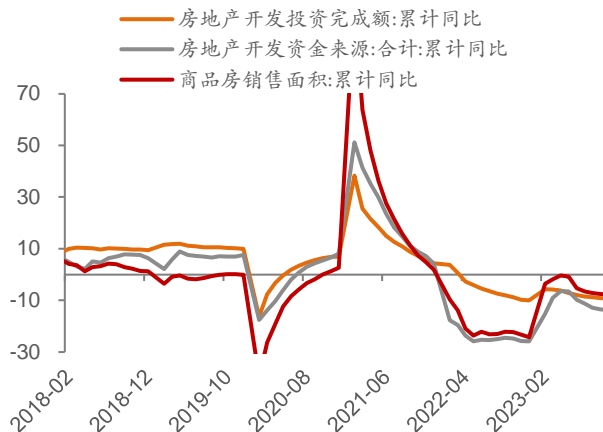
来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 15: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 16: 10 月地产开发投资下行 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

#### 四、就业: 总体失业率持平

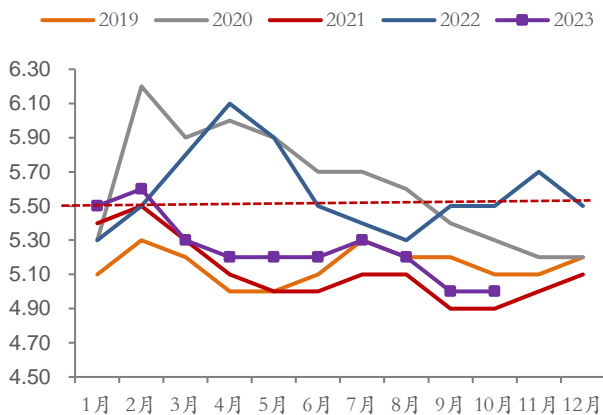
总体失业率与前值持平。10 月份城镇调查失业率为 5.0%，与前值持平。今年除 1、2 月份失业率分别为 5.5% 和 5.6% 以外，其余月份失业率都处于 5.5% 以下，实现“今年城镇调查失业率控制在 5.5% 左右”并不困

<sup>2</sup> 资料来源: <https://news.cnstock.com/news,bwqx-202310-5134516.htm>

难。

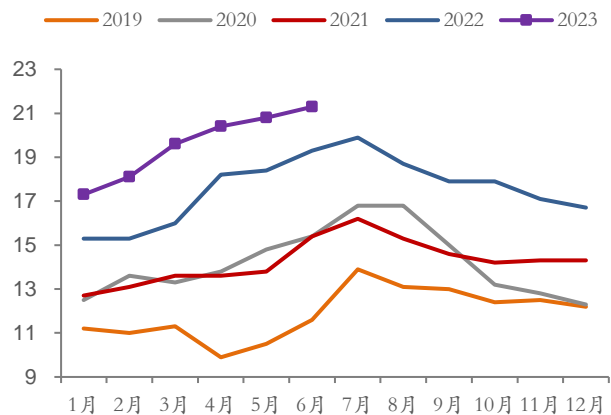
分年龄段失业率暂停公布，但从季节性规律来看，青年失业率预计在7月份冲高后持续回落。国家统计局新闻发言人就2023年7月份国民经济运行情况答记者问时表示，“自今年8月份开始，全国青年人等分年龄段的城镇调查失业率将暂停发布，主要原因是：经济社会在不断发展变化，统计工作需要不断完善，劳动力调查统计也需要进一步健全优化……毕业前寻找工作的学生是否应纳入劳动力调查统计，社会各方面有不同的看法，需要进一步研究……在劳动力调查统计中，对于青年人年龄范围的界定，也需要进一步研究”<sup>3</sup>。从往年规律来看，每年6-7月是青年失业率高点，8-12月持续回落，10月份青年失业率预计有所回落。

图表 17: 10 月城镇调查失业率持平 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 18: 上半年 16-24 岁人口失业率持续上行 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

## 五、小结

从10月份经济数据来看，工业增加值表现较好、消费在低基数下增长较快，固投有所回落。临近年末，考虑到全年经济增速目标有望实现，经济复苏动能仍然偏弱，短期债市对基本面的反应相对钝化，明年政策预期、流动性变化、机构行为等因素的影响可能更关键。

经济数据公布当天(11月15日)，公开市场有4740亿元逆回购和8500亿元MLF到期，央行相应开展4950亿元7天期逆回购操作和14500亿元1年期中期借贷便利(MLF)操作，均为“平价”续作。

一方面，MLF超额续作6000亿元有利于补充中长期流动性，提前对冲1万亿特别国债发行可能带来的资金面扰动。符合我们此前报告《再问资金面：Q4流动性缺口有多大？》中的判断，虽然四季度资金缺口整体并不大，但阶段性扰动仍存，央行可能通过降准、定向流动性支持、公开市场投放等方式进行对冲。央行积极呵护流动性的态度意味着类似10月底“钱荒”重演的风险大幅降低，短端修复行情有望延续。

<sup>3</sup> [http://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202308/t20230815\\_1942020.html](http://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202308/t20230815_1942020.html)

另一方面，MLF 超量续作意味着年内央行降准的概率可能明显减小。考虑到 MLF 有 2.5% 的资金成本，对于银行负债压力的缓解作用明显不及降准。因此，我们对于年内短端利率下行幅度谨慎乐观，叠加增量政策预期、机构行为的扰动，长端利率可能维持震荡态势。

**风险提示：**稳增长政策刺激力度超预期，资金价格波动加大等。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。