

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号: S1500523030001
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

A股走牛的宏观环境正在形成

2023年11月16日

摘要:

在前期报告中我们提出当下权益市场的主要矛盾有三点, (1) 经济预期的提振, (2) 房地产市场企稳, (3) 美联储从鹰派转为鸽派。如今这三大因素均边际上对权益市场变得更加友好。

- **工业增加值同比增速小幅上升。**10月工业增加值同比增长4.6%, 增速较上月小幅回升0.1个百分点, 高于万得一致预期的4.3%。出口产业链受到量的拉动, 对工业生产形成重要支撑。10月出口同比较9月下滑, 我们认为, 出口增速回落很大程度上是受到价格的拖累。可以看到10月家用电器、集成电路、液晶平板显示模组等多项重点商品的出口价格要低于9月, 这背后可能是出口企业存在“以价换量”的现象。
- **基建投资增速小幅回落, 地产数据仍然低迷。**10月基建投资增速回落。一方面, 基建投资增速下滑与基数有关; 另一方面, 资金接续、施工节奏等问题也对基建投资造成影响。制造业投资维持韧性。3月开始私营工业企业利润降幅不断收窄, 9月累计降幅收窄至-3.2%。我们认为, 利润的好转使得民营企业资本开支趋稳。房地产数据仍然低迷。8月末开始, 各地政策陆续出台。根据30大中城市数据, 10月一二线城市新房成交有一定程度的回暖, 但三四线城市保持平淡。投资端, 地产投资同比继续下滑, 新开工同比连续三个月回升, 反映房企开工意愿回升, 但幅度较为有限。
- **居民消费在9月提前透支, 10月社零两年增速下滑。**今年“十一”假期开始较早, 且节日后一般消费会呈现放缓态势, 因此我们认为, 10月社零下滑与居民消费在9月提前透支有关。体育娱乐用品、文化办公用品零售增速明显加快。
- **A股走牛的宏观环境正在形成。**第一, 经济继续处于温和复苏的轨道。我们计算的月度GDP指数显示, 10月GDP同比增速在6.1%左右, 高于9月水平。往后看, 我们认为经济基本面存在持续改善的基础。一是当前失业率已降至历史较低水平, 有助于提振微观主体的预期和信心。二是10月24日全国人大常委会批准国务院增发国债1万亿元, 稳增长再加力。第二, 地产多项指标虽然仍在低位, 但后续增量政策可期。地产“三大工程”建设短期内有利于稳定地产投资, 对冲地产行业的周期性下行压力, 长期而言是房地产市场向新发展模式转型的重要方向。我们认为, 可以期待央行考虑启动PSL、或是其他专项借款工具支持“三大工程”建设。第三, 美国多项数据走弱, 或预示加息周期已经结束。我们判断, 对于国内资产来说, 美元、美债收益率回落或可以减弱国内资产估值的压力。另外, 14-17日的中美会晤有望对中美经贸关系改善起到积极作用, 有利于稳定国内外投资者的预期。

风险因素: 政策明显收紧; 海外经济下行对出口影响超预期。

目录

一、工业增加值同比增速小幅上升	3
二、基建投资增速小幅回落，地产数据仍然低迷	5
三、居民消费在 9 月提前透支，10 月社零两年增速下滑	7
四、A 股走牛的宏观环境正在形成	8
风险因素	10

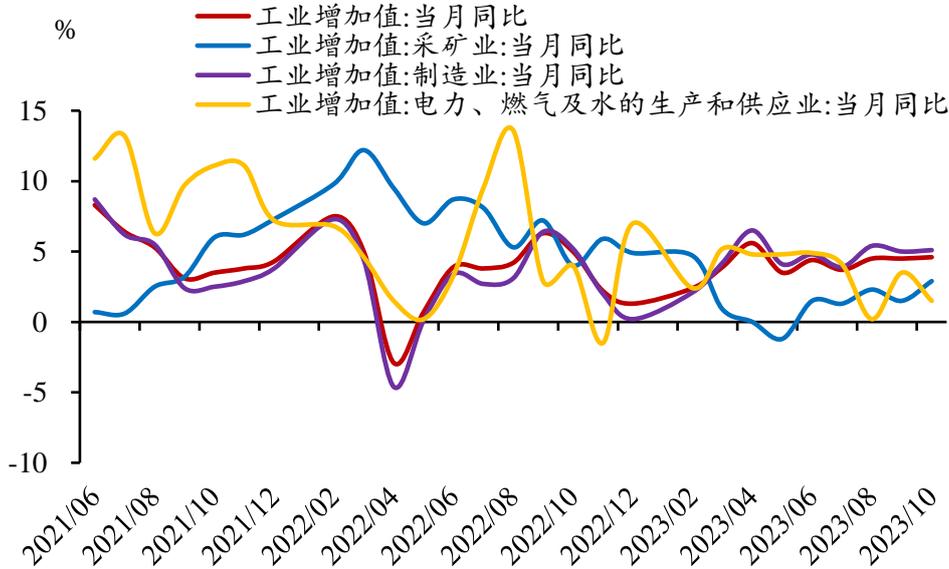
图目录

图 1：工业增加值同比增速	3
图 2：分行业工业增加值同比增速	3
图 3：出口重点商品价格	4
图 4：重点商品产量增速	4
图 5：专项债发行进度	5
图 6：9 月中旬开始石油沥青装置开工率下滑	5
图 7：各行业制造业投资	6
图 8：新开工同比连续三个月回升	7
图 9：各类消费增速	7
图 10：月度 GDP 指数	8
图 11：菲利普斯曲线回归正常化（2022/03-2023/10）	9
图 12：美联储加息预期	9

一、工业增加值同比增速小幅上升

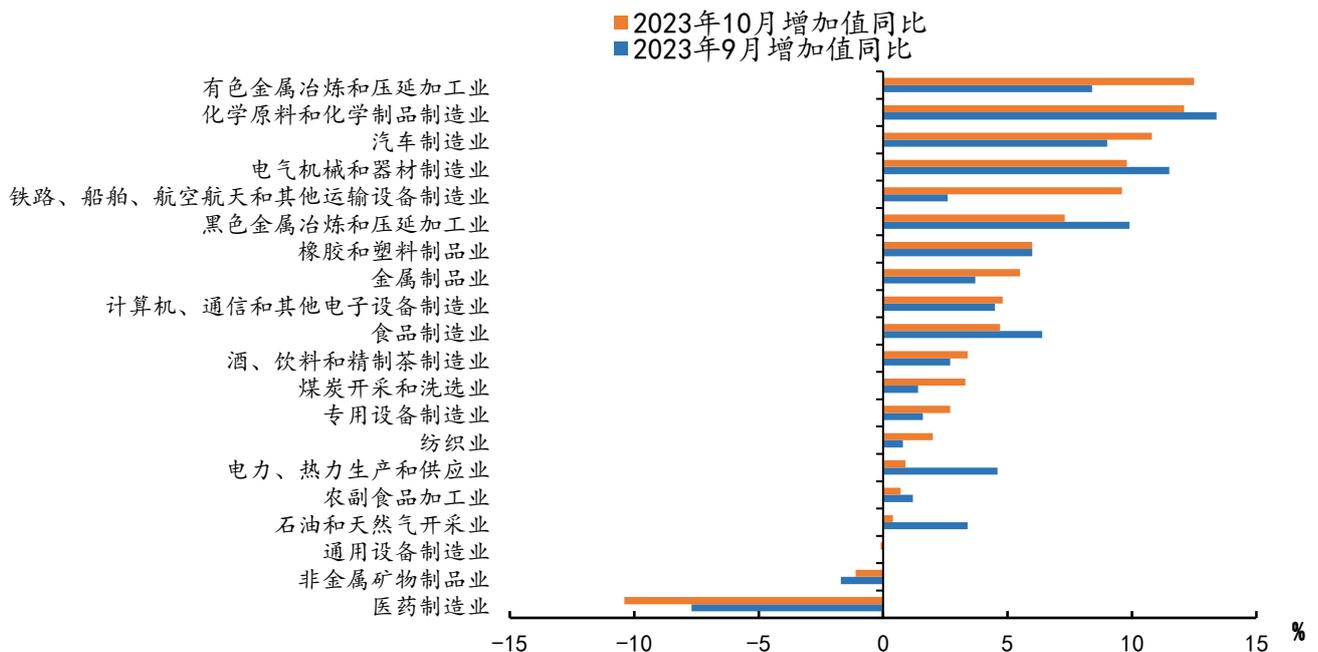
工业增加值同比增速小幅上升。10月工业增加值同比增长4.6%，增速较上月小幅回升0.1个百分点，高于万得一致预期的4.3%。从环比来看，10月工业增加值环比0.39%，高于9月的0.36%。采矿业与制造业增加值增速均较9月上升，采矿业增加值同比2.9%，较上期回升1.4个百分点；制造业增加值同比上升5.1%，较上期回升0.1个百分点。电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.5%，增速较上期下滑2.0个百分点。

图 1：工业增加值同比增速



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 2：分行业工业增加值同比增速



资料来源:万得, 信达证券研发中心

出口产业链受到量的拉动，对工业生产形成重要支撑。10月出口同比-6.4%，较9月的-6.2%下滑，结束了7月以来的回暖趋势。我们认为，出口增速回落很大程度上是受到价格的拖累。可以看到10月家用电器、集成电路、液晶平板显示模组等多项重点商品的出口价格要低于9月，这背后可能是出口企业存在“以价换量”的现象。10月电气机械、计算机通信、专用设备等行业增加值增速较快。

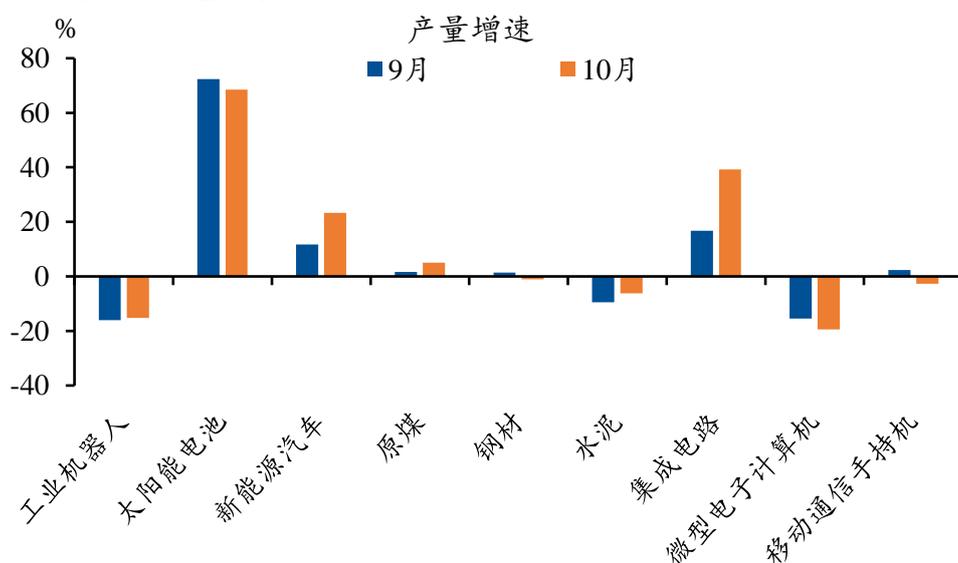
图 3：出口重点商品价格

商品名称	单位	9月	10月
成品油	美元/吨	805.9	821.3
箱包及类似容器	美元/吨	10017.7	9886.2
钢材	美元/吨	814.2	792.1
手机	美元/台	191.3	231.0
家用电器	美元/台	23.2	22.4
集成电路	美元/个	5547.3	5096.2
汽车（包括底盘）	美元/辆	18534.4	19511.2
液晶平板显示模组	美元/个	17.0	16.5

资料来源:万得, 信达证券研发中心

新动能加快成长壮大。10月新能源汽车产量同比增长 23.3%，较9月加快 11.5 个百分点。芯片、人工智能等领域相关生产设备的生产快速增长，增长的引擎作用继续显现。10月份，集成电路、工业机器人产量增速均较9月上升。

图 4：重点商品产量增速



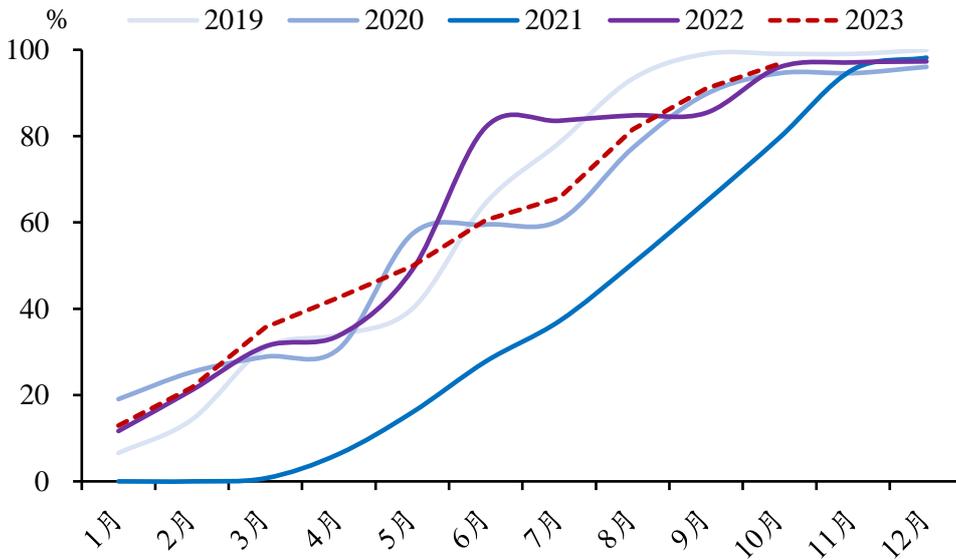
资料来源:万得, 信达证券研发中心

二、基建投资增速小幅回落，地产数据仍然低迷

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%，比1—9月份回落0.2个百分点。需要注意的是，虽然固定资产投资的增速有所下滑，但考虑到今年以来PPI同比持续为负，固定资产投资的实际增速或强于名义增速，对经济整体的带动作用不弱。

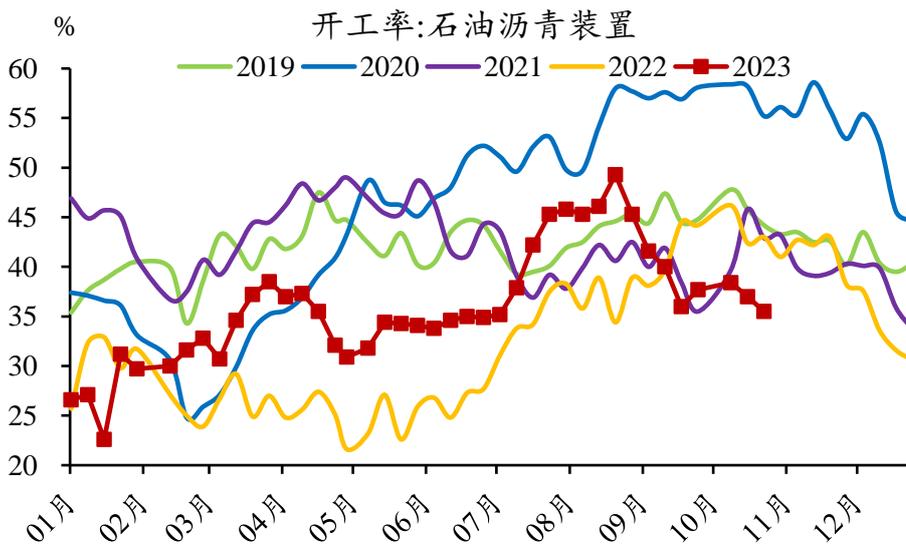
10月基建投资增速回落。1-10月广义基建投资增长8.3%，1-9月为8.6%。一方面，基建投资增速下滑与基数有关，去年10月基建投资同比为11.4%，增速较高。另一方面，资金接续、施工节奏等问题也对基建投资造成影响。去年下半年对于基建有两大增量政策，一是推出7400亿政策性开发性金融工具，二是启用5000多亿专项债结存限额，合计超过1.2万亿元。而今年专项债发行前置，1万亿元国债增发尚未形成实物工作量，到位资金层面今年是弱于去年的。另外，9月开始沥青开工超季节性回落，已预示了10月基建施工进度有所放缓。

图5：专项债发行进度



资料来源：万得，信达证券研发中心

图6：9月中旬开始石油沥青装置开工率下滑



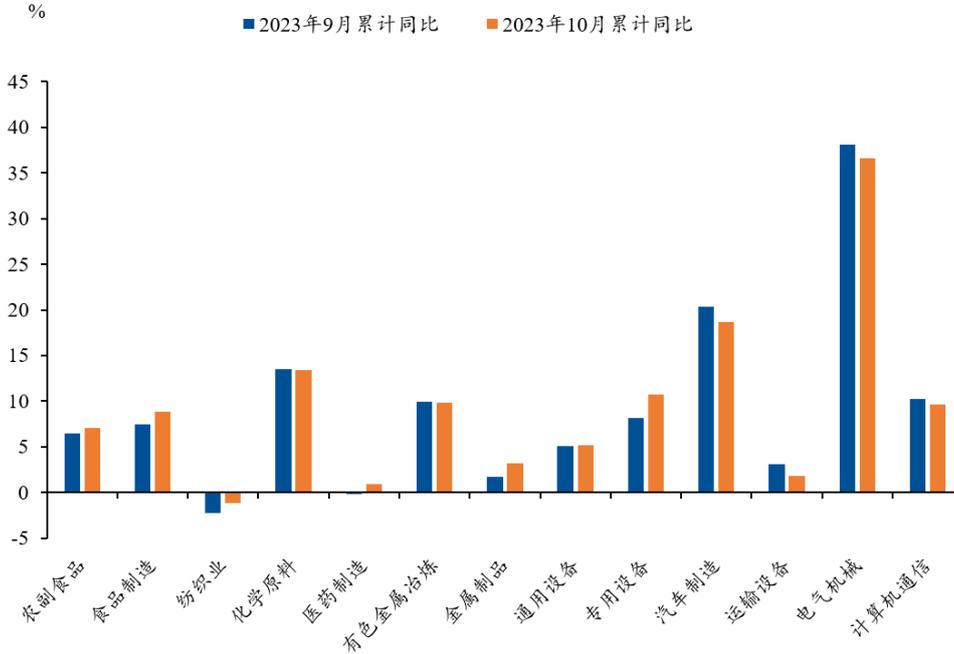
资料来源：万得，信达证券研发中心

制造业投资维持韧性。1-10月制造业投资累计同比增长为6.2%，与1-9月持平。3月开始私营工业企业利润降

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 5

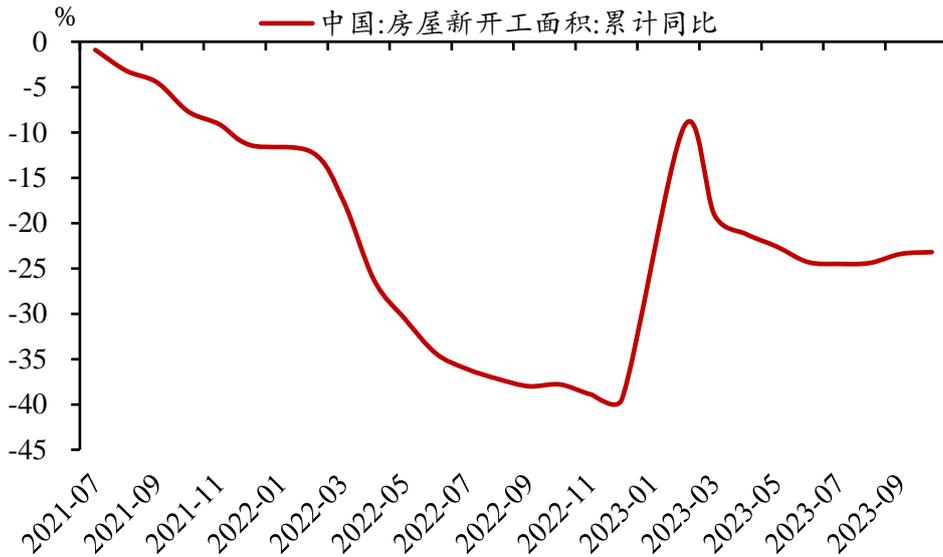
幅不断收窄，9月累计降幅收窄至-3.2%。我们认为，利润的好转使得民营企业资本开支趋稳。1-9月扣除地产开发投资后的民间投资同比增速为9.1%，维持在较高增速。分行业来看，高技术制造业投资增长11.3%。其中，航空航天器及设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长19.0%、16.7%。

图7：各行业制造业投资



资料来源：万得，信达证券研发中心

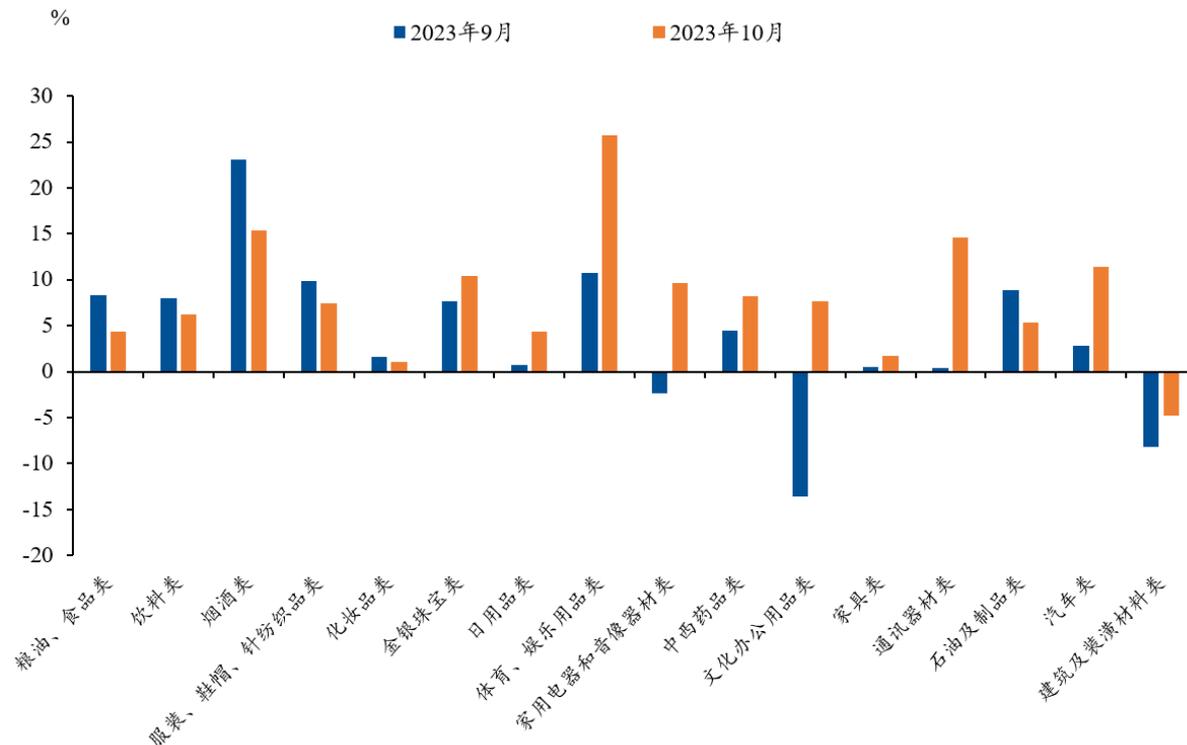
房地产数据仍然低迷。2023年1-10月，商品房销售面积同比下降7.8%，降幅较1-9月扩大0.3个百分点。8月末开始，各地政策陆续出台，包括全面落实首套住房“认房不认贷”，广州放松限购政策，多个二线城市取消限购。根据30大中城市数据，10月一二线城市新房成交有一定程度的回暖，但三四线城市保持平淡。投资端，2023年1-10月，全国房地产开发投资同比下降9.3%，降幅较1-9月扩大0.2个百分点。新开工面积同比下降23.2%，降幅较1-9月收窄0.2个百分点，新开工同比连续三个月回升，反映房企开工意愿回升，但幅度较为有限。

图 8：新开工同比连续三个月回升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、居民消费在 9 月提前透支，10 月社零两年增速下滑

10 月社零两年增速下滑。10 月份社会消费品零售总额同比增长 7.6%，比上月加快 2.1 个百分点，超过万得一致预期的 7.3%。10 月社零增速上行受到基数影响，使用两年平均增速剔除基数效应，10 月社零两年同比增长 3.5%，9 月为上升 4.0%。今年“十一”假期开始较早，且节日后一般消费会呈现放缓态势，因此我们认为，10 月社零下滑与居民消费在 9 月提前透支有关。

图 9：各类消费增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从两年平均增速来看，可选消费表现较高。10月体育娱乐用品、文化办公用品零售两年同比增速明显加快。地产相关商品消费不佳，家用电器、建筑及装潢材料两年同比继续处于负增长。

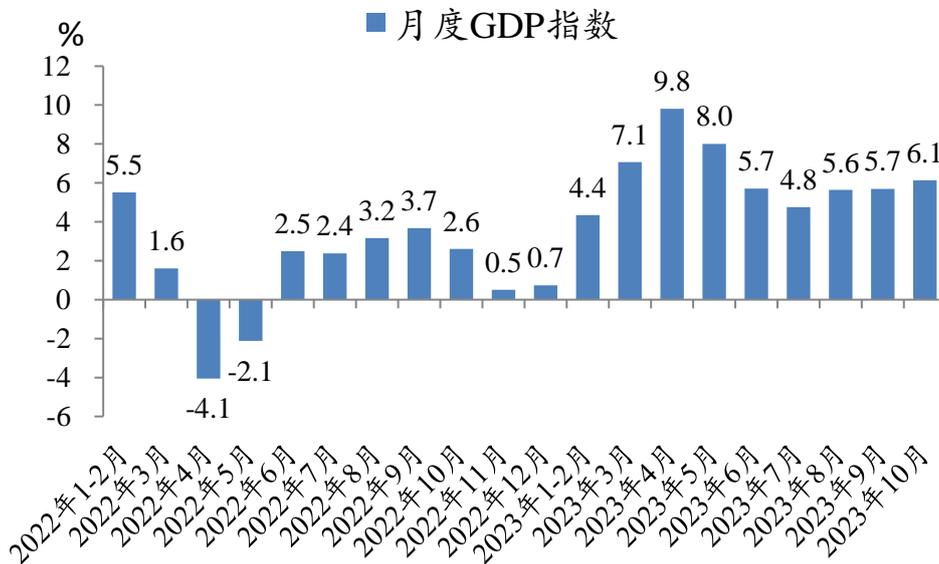
汽车消费再现“金十”。10月汽车零售两年同比增长10.3%，增速较高。乘联会表示，随着部分亮点车型的重新推出，部分车企为扭转被动趋势，主动调整产品价格促销，行业鲶鱼效应对消费的拉动作用持续体现。

四、A股走牛的宏观环境正在形成

在前期报告《从库存周期触底到经济触底需要多久？——兼论股市熊转牛的拐点》中我们提出当下权益市场的主要矛盾有三点，（1）经济预期的提振，（2）房地产市场企稳，（3）美联储从鹰派转为鸽派。如今这三大因素均边际上对权益市场变得更加友好。

第一，经济继续处于温和复苏的轨道。我们计算的月度GDP指数显示，10月GDP同比增速在6.1%左右，高于9月水平。10月的工业增加值与社零超预期，都说明当前经济延续了之前的复苏格局。往后看，我们认为经济基本面存在持续改善的基础。一是当前失业率已降至历史较低水平，有助于提振微观主体的预期和信心。10月份，全国城镇调查失业率为5%，与上月持平，比上年同期回落0.5个百分点。从重点就业群体看，农民工就业比上月和上年同期均有回落。二是10月24日全国人大常委会批准国务院增发国债1万亿元，稳增长再加力。财政部副部长朱忠明10月25日在国务院政策例行吹风会上指出，增发的国债资金初步考虑在2023年安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元。我们判断，增发国债的效果将在11月份开始显现，并有望巩固经济环比改善的态势。

图 10：月度 GDP 指数



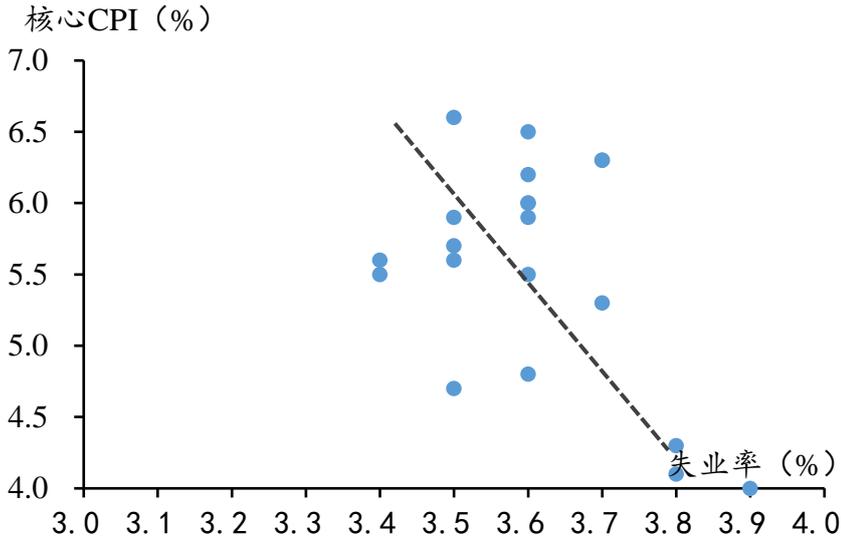
资料来源：万得，信达证券研发中心

第二，地产多项数据虽然仍在低位，但后续增量政策可期。地产“三大工程”包含保障性住房、“城中村”改造、“平急两用”公共基础设施建设。“三大工程”的建设短期内有利于稳定地产投资，对冲地产行业的周期性下行压力，长期而言是房地产市场向新发展模式转型的重要方向。近日在2023金融街论坛年会上，央行行长表示“为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持”。我们认为，可以期待央行考虑启动PSL、

或是其他专项借款工具支持“三大工程”建设。

第三，美国多项数据走弱，或预示加息周期已经结束。10月公布的美国非农就业与CPI数据均低于预期，印证了美国的菲利普斯曲线进一步正常化。11月15日美国亚特兰大联储发布最新的四季度GDP增速预测值（环比折年率），为2.2%，较三季度的实际值4.9%大幅下降。我们认为，近期公布的美国多项关键数据走弱，或预示着本轮美联储加息周期有较大概率结束。我们判断，对于国内资产来说，美元、美债收益率回落或可以减轻国内资产估值的压力。另外，14-17日的中美会晤有望对中美经贸关系改善起到积极作用，有利于稳定国内外投资者的预期。

图 11：菲利普斯曲线回归正常化（2022/03-2023/10）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：美联储加息预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	26.0%	74.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.3%	48.7%	39.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	32.2%	43.4%	17.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	22.0%	38.9%	28.0%	7.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.5%	15.2%	32.5%	32.1%	15.0%	2.7%
2024/11/7	0.0%	1.3%	9.2%	24.4%	32.3%	23.0%	8.5%	1.3%
2024/12/18	0.8%	6.4%	18.9%	29.4%	26.4%	13.7%	3.9%	0.5%

资料来源：CME Fedwatch，信达证券研发中心

风险因素

政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。