

产需两端延续改善，投资仍待提振

摘要

- **工业生产延续活跃态势，政策有望形成有力支撑。**1-10月，全国规上工业增加值同比增长4.1%，10月单月规上工业增加值同比上升4.6%，环比增长0.39%，小幅超过市场预期，三大门类中采矿业和制造业增加值增速回升。41个大类行业中有28个行业增加值保持同比增长；620种产品中有371种产品产量同比增长，数量较9月回升。四季度万亿国债有望对工业生产形成有力支撑，加之工业库存仍在底部，后续工业生产有望保持活跃。
- **基建投资增速继续回落，后续多因素下增速或较稳健。**1-10月狭义基建投资同比增长6.2%，增速与前值持平，其中，铁路运输业投资增速继续维持两位数增长，水利管理业投资增速有所回升。10月单月，狭义基建投资同比增长3.71%，较9月继续回落，11月后，石油沥青装置开工率略回落，加上天气转冷，基建淡季到来，但国债增发仍将基建投资形成支撑，预计后续基建投资增速较稳健。
- **房地产投资降幅继续扩大，密集政策效果待释放。**1-10月，全国房地产开发投资同比下降9.3%，降幅继续扩大0.2个百分点，较整体固定资产投资增速低12.2个百分点。从开发和销售数据看，竣工端仍然好于开发，但开发降幅有所收窄，销售数据仍然较弱，近期政策密集出台，但从市场表现来看，政策效果持续性不足。后续在政策持续作用下，预计房地产市场信心将逐渐修复。
- **制造业投资增速稳定，高技术制造业仍有韧性。**1-10月，制造业投资增长6.2%，增速与前值持平，在13个主要行业中，有7个行业增速较1-9月有所回升，另外6个行业增速下滑。1-10月，高技术产业投资增长11.1%，仍处于高位，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长11.3%、10.5%。10月单月，制造业投资同比增长6.2%，增速较9月回落1.66个百分点，在政策和预期的多因素拉动下，预计后续制造业投资仍将平稳增长。
- **社消增速单月增速提高，餐饮收入也有所回升。**1-10月，社消总额同比增长6.9%，增速较前值回升0.1个百分点。10月单月，社消总额同比增长7.6%，增速继续较前值回升2.1个百分点，限额以上单位16个商品类别中15类零售额同比保持正增长，仅建筑及装潢材料类在负值区间。基本生活类商品增长较稳健，升级类商品销售增速回暖。总的来看，在基数和购物节等因素下，10月消费仍在改善，后续随着居民信心的逐渐增强，预计消费保持稳健增长。
- **风险提示：**国内复苏不及预期，消费增长不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyanong@swsc.com.cn

相关研究

1. 政府债多发支撑数据，但居民企业贷款表现偏弱——10月社融数据点评 (2023-11-14)
2. 金融部门重磅发声，国际油价继续走低 (2023-11-10)
3. 供给扰动，物价震荡磨底——10月通胀数据点评 (2023-11-10)
4. 内需回暖拉动进口，但出口表现偏弱——10月贸易数据点评 (2023-11-08)
5. 新视角、多维度说化债——海外化债借鉴及央地问题探究 (2023-11-05)
6. 高层继续发声房地产，美联储暂停加息 (2023-11-03)
7. 润泽实体经济，“加瓦”地产新模式——2023年中央金融工作会议点评 (2023-11-01)
8. 重回收缩区间，但不乏亮点——10月PMI数据点评 (2023-11-01)
9. 国内万亿国债落地，海外经济表现分化 (2023-10-27)
10. 风已起，全球基建轮动 (2023-10-25)

1 工业生产延续活跃态势，政策有望形成有力支撑

1-10月，全国规模以上工业增加值同比增长4.1%，高于1-9月增速0.1个百分点，企业生产继续回升。采矿业、制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值分别增长1.8%、4.5%和3.3%，采矿业和制造业增速均较1-9月升高0.1个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业增速较1-9月回落0.2个百分点。单月来看，10月规模以上工业增加值同比实际增长4.6%，与较9月增速上升0.1个百分点，环比增长0.39%，小幅高于市场预期，一方面或主要因企业对后续政策预期较强，另一方面10月气温比常年同期偏高，利于传统工业开工生产。分三大门类看，10月份，制造业依然领涨，同比增长5.1%，较9月增速回升0.1个百分点；其次是采矿业，同比增长2.9%，较9月增速上升1.4个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长1.5%，较9月回落2.0个百分点。分行业看，10月份，41个大类行业中有28个行业增加值保持同比增长。其中，有色金属冶炼和压延加工业增速最快，为12.5%，化学原料和化学制品制造业增长12.1%，汽车制造业增长10.8%，电气机械和器材制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、黑色金属冶炼和压延加工业、橡胶和塑料制品业的增速都在5%以上，但医药制造业、非金属矿物制品业和通用设备制造业同比增速回落。分产品看，10月份，620种产品中有371种产品产量同比增长，其中新能源汽车同比增长27.9%，保持较高增长势头，增速较9月升高；钢材产量同比继续较9月回落2.5个百分点至3.0%；而水泥产量同比仍是下降4.0%，但降幅较9月收敛3.2个百分点。10月份，工业企业产品销售率为97.4%，同比上升0.4个百分点，较9月份持平，出口交货值为12941亿元，同比名义下降0.5%，较9月降幅收敛3.1个百分点。1-9月份，全国规模以上工业企业实现利润总额554119.9亿元，同比下降9%，降幅比1-8月份继续收窄。

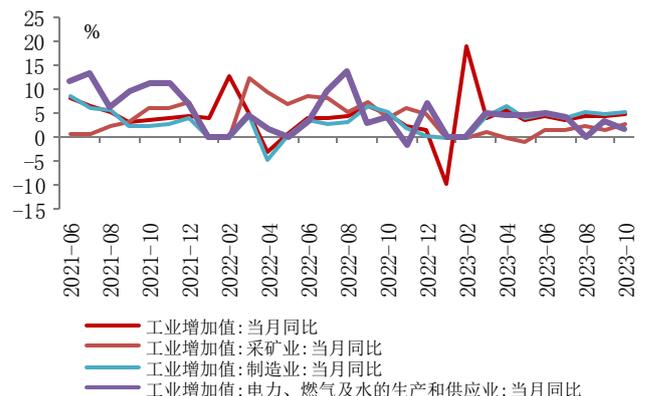
由于季节性因素，以及内外需偏弱，10月份我国制造业PMI为49.5%，较上月回落0.7个百分点，再度跌至荣枯线下，新订单指数回落至49.5%，海内外需求季节性下降，但生产指数仍保持扩张，为50.9%。11月，四季度万亿国债蓄势待发，在传统工业淡季临近下有望对工业生产形成有力支撑，加之工业库存仍在底部，后续工业生产有望保持活跃。

图 1：高技术产业增加值增速回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：三大门类增加值增速变化分化



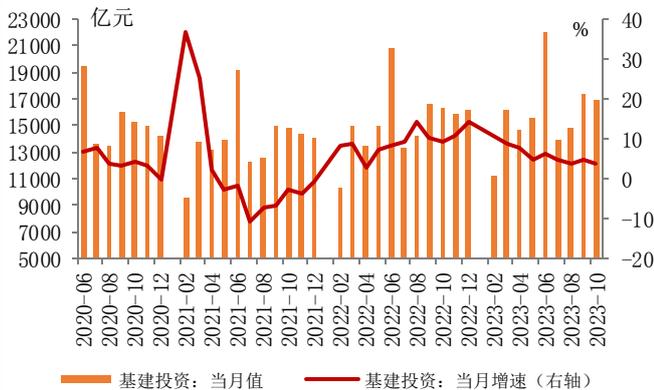
数据来源：wind、西南证券整理

2 基建投资增速继续回落，后续多因素下增速或较稳健

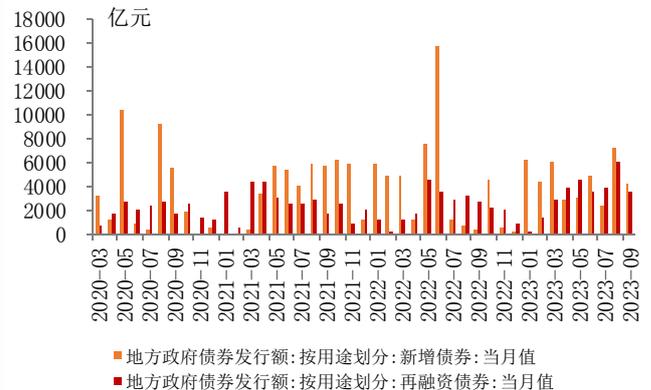
2023年1-10月份，全国固定资产投资（不含农户）419409亿元，同比增长2.9%，比1-9月份回落0.2个百分点。其中，民间固定资产投资215863亿元，同比下降0.5%，较前值降幅缩窄0.1个百分点。分产业看，第一产业投资8882亿元，同比下降1.3%；第二产业投资132454亿元，增长9.0%；第三产业投资278074亿元，增长0.4%，一、三产业增速较1-9月有所回落，二次产业增速持平。分地区看，东部地区投资同比增长4.9%，中部地区投资下降0.1%，西部地区投资下降0.5%，东北地区投资下降3.5%。9月，固定资产投资继续修复，从环比看，10月份固定资产投资（不含农户）增长0.10%，增速较9月份回落0.05个百分点。

狭义和广义基建投资单月增速回落，铁路运输业、水利管理业投资增速回升。1-10月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.2%，增速与前值持平，高于整体固定资产投资增速3.3个百分点，差距有所扩大。其中，铁路运输业投资增速继续维持两位数增长，为24.8%，增速较1-9月回升2.7个百分点，维持在较高水平增长，前三季度全国铁路完成固定资产投资同比增长7.1%，投产铁路新线里程1402公里，其中高铁1276公里；水利管理业投资增速为5.7%，增速较1-9月回升0.8个百分点。10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过决议，明确中央财政将在2023年四季度增发国债1万亿元，用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设。资金使用上，本次增发1万亿元国债主要用于8个方向，包括灾后恢复重建；以海河、松花江流域等北方地区为重点的骨干防洪治理工程；自然灾害应急能力提升工程；其他重点防洪工程；灌区建设改造和重点水土流失治理工程；城市排水防涝能力提升行动；重点自然灾害综合防治体系建设工程以及东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设，其中4项涉及水利投资。后续在资金支持下，水利管理业投资仍将维持较快增长。1-10月，公共设施管理业投资和道路运输业投资分别下降2.2%和与去年持平，较1-9月增速分别减慢1和0.7个百分点。10月单月，狭义基建投资同比增长3.71%，增速较9月回落1.25个百分点。从石油沥青开工的高频数据看，11月后，石油沥青装置开工率略回落，加上天气转冷，基建淡季到来，但国债增发仍将对基建投资形成支撑，预计后续基建投资增速较稳健。1-10月，广义基建投资同比上升8.27%，较1-9月增速回落0.37个百分点，10月单月广义基建投资同比上升5.57%，较9月增速回落1.21个百分点。

11月5日，国家发展改革委副主任丛亮表示，要坚持资金和要素跟着项目走、项目跟着规划走，尽快把国债资金落实到符合条件的项目，下一步应重点从抓紧做好项目申报、严格加强项目审核、及时下达项目清单和资金以及切实强化要素保障等四方面做好工作。截至10月底今年用于项目建设的新增专项债发行规模达到3.71万亿，完成已下达额度的97.79%，专项债发行已完成大部分计划。10月份全国地方债共计发行规模为13962.85亿元，其中新增一般债82.78亿元、新增专项债2184.37亿元，资金投向主要用于市政建设和产业园区基础设施、社会事业、交通基础设施、保障性安居工程、农林水利等重点建设领域。

图 3：基建投资增速回落


数据来源：wind、西南证券整理

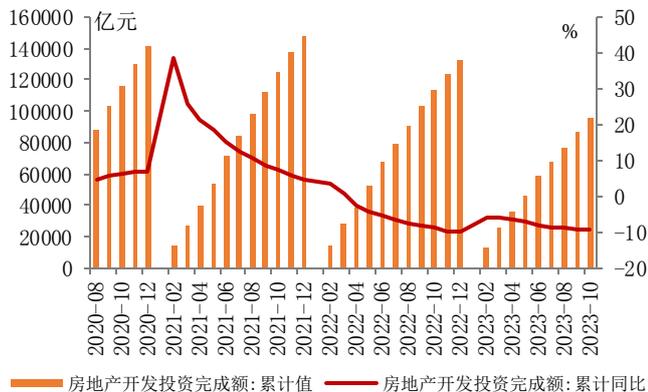
图 4：专项债发行速度较平稳


数据来源：wind、西南证券整理

3 房地产投资降幅继续扩大，密集政策效果待释放

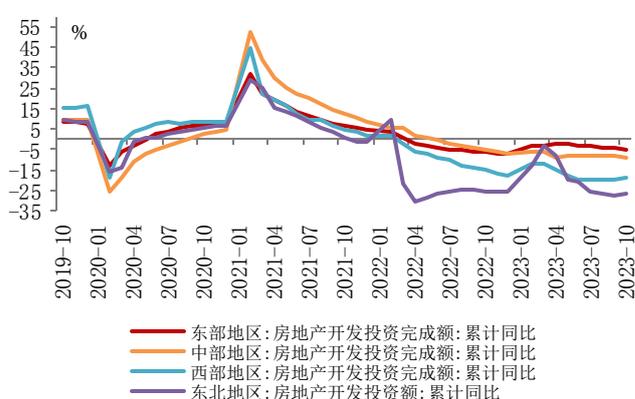
1-10月，全国房地产开发投资 95922 亿元，同比下降 9.3%，增速较 1-9 月继续回落 0.2 个百分点，不及市场预期，较整体固定资产投资增速低 12.2 个百分点，差距与前值持平，未继续扩大。其中，住宅投资 72799 亿元，下降 8.8%，增速较前值继续回落 0.4 个百分点。从开发和销售数据看，新开工数据继续好转，竣工数据仍明显好于开发数据，销售数据仍然较弱。1-10 月份，房地产开发企业房屋施工面积 822895 万平方米，同比下降 7.3%，降幅较前值继续扩大 0.2 个百分点。其中，住宅施工面积 579361 万平方米，下降 7.7%，降幅扩大 0.3 个百分点。房屋新开工面积 79177 万平方米，下降 23.2%，降幅较前值扩大 0.2 个百分点。其中，住宅新开工面积 57659 万平方米，下降 23.6%，增速回升 0.3 个百分点。房屋竣工面积 55151 万平方米，增长 19.0%，增速回落 0.8 个百分点。其中，住宅竣工面积 40079 万平方米，增长 19.3%，增速回落 0.8 个百分点。1-10 月，商品房销售面积 92579 万平方米，同比下降 7.8%，增速较 1-9 月继续回落 0.3 个百分点，其中住宅销售面积下降 6.8%，增速回落 0.5 个百分点。商品房销售额 97161 亿元，下降 4.9%，增速较前值回落 0.3 个百分点，其中住宅销售额下降 3.7%，增速回升 0.5 个百分点。1-10 份，房地产开发企业到位资金 107345 亿元，同比下降 13.8%，降幅较前值继续扩大 0.3 点。10 份，房地产开发景气指数为 93.4，连续 14 个月在非景气区间，较 9 月回落 0.04 点。单月看，10 月份的房地产开发投资、新开工和施工面积，销售面积和金额环比 9 月份都有所回落，继 9 月份一线城市落地“认房不认贷”之后，10 月全国范围内的楼市优化政策仍在持续，包括成都、济南、合肥、厦门等多个热点二线城市取消地价上限，以及杭州的“杭六条”，不仅取消限购，还涉及信贷政策放宽、摇号规则调整等，但从市场表现来看，政策效果持续性不足。后续在政策持续作用下，预计房地产市场信心将逐渐修复。

图 5：房地产开发投资增速降幅扩大



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：不同地区房地产开发投资情况

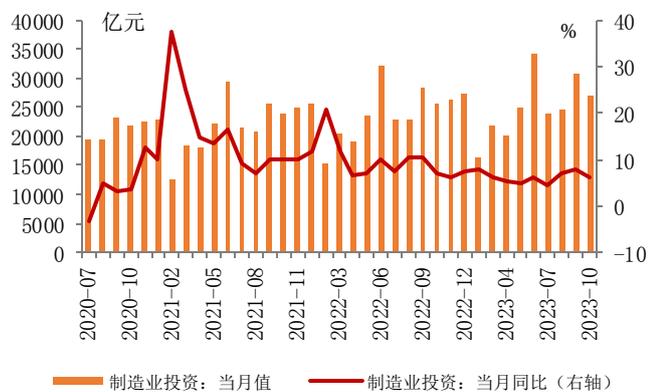


数据来源：wind、西南证券整理

4 制造业投资增速稳定，高技术制造业仍有韧性

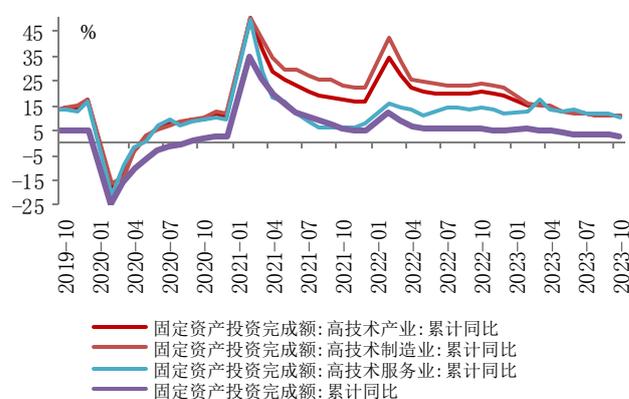
1-10 月，制造业投资增长 6.2%，增速与 1-9 月持平，较整体固定资产投资增速高 3.3 个百分点，差距有所扩大。从行业看，13 个主要行业中，有 7 个行业增速较 1-9 月有所回升，另外 6 个行业增速有所下滑，其中，化学原料和化学制品制造业、专用设备制造业、汽车制造业，电气机械和器材制造业投资增速在 1-10 月超过两位数，从增速变化看，食品制造业、金属制品业增速分别为 8.9% 和 3.2%，较 1-9 月分别回升 1.4 和 1.5 个百分点，此外，通用设备制造业和专用设备制造业的增速仍在上涨，分别为 5.2% 和 10.7%，较前值增速回升 0.1 和 2.5 个百分点。1-10 月，高技术产业投资同比增长 11.1%，增速较 1-9 月回落 0.3 个百分点，但仍维持在两位数高速增长，比全部固定资产投资增速高 8.2 个百分点。其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 11.3%、10.5%，增速分别与 1-9 月持平 and 回落 1.3 个百分点。高技术制造业中，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%；高技术服务业中，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长 37.3%、29.1%。10 月单月，制造业投资增长 6.2%，增速较 9 月回落 1.66 个百分点。10 月份制造业采购经理指数较 9 月回落 0.7 个百分点至 49.5%，重新回到临界线之下。制造业供需两端景气度均下行，需求端降至收缩区间，生产端仍保持扩张。在政策和预期的多因素拉动下，预计后续制造业投资仍将平稳增长。

图 7：制造业投资增速持平



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：高技术制造业增速仍较高



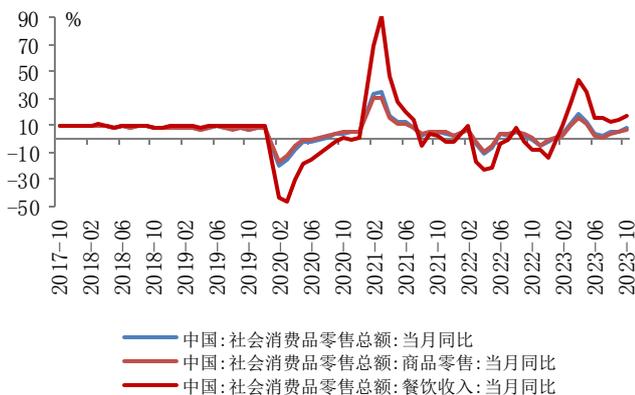
数据来源：wind、西南证券整理

5 社消增速单月增速提高，餐饮收入也有所回升

社融累计增速表现较平稳，实物商品网上零售占比上升。1-10月份，社会消费品零售总额 385440 亿元，同比增长 6.9%，较 1-9 月增速回升 0.1 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 346472 亿元，增长 7.0%。按消费类型看，商品零售 343535 亿元，同比增长 5.6%，增速较 1-9 月回升 0.1 个百分点；餐饮收入 41905 亿元，增长 18.5%，增速较 1-9 月回落 0.2 个百分点，基数作用下延续高位增长态势。按消费方式分，1-10 月，全国网上零售额 122915 亿元，同比增长 11.2%，增速较 1-9 月回落 0.4 个百分点。其中，实物商品网上零售额 103010 亿元，增长 8.4%，增速较 1-9 月回落 0.5 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 26.7%，占比较前值回升 0.3 个百分点，与“双十一”购物节有关；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 11.3%、7.6%、8.2%。按商品类别分，基本生活类商品销售稳定增长，限额以上单位服装鞋帽针纺织品类、粮油食品类商品零售额分别增长 10.2%、5.2%；升级类商品销售较快增长，限额以上单位金银珠宝类、体育娱乐用品类、化妆品类商品零售额分别增长 12%、9.9%、6.2%。

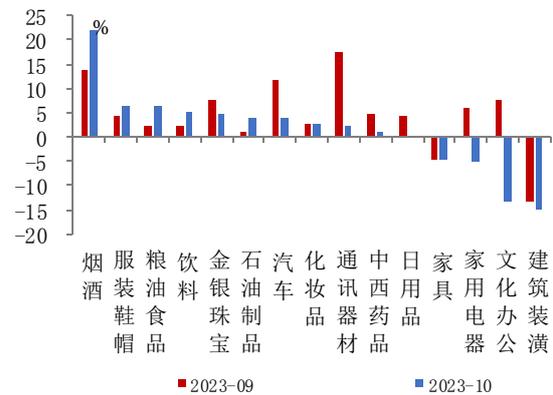
单月来看，10 月份社会消费品零售总额 43333 亿元，同比增长 7.6%，增速较 9 月回升 2.1 个百分点，9 月环比增长 0.07%；除汽车以外的消费品零售额 39198 亿元，增长 7.2%，增速回升 1.3 个百分点。从消费类型看，10 月份，商品零售 38533 亿元，同比增长 6.5%，增速较 9 月明显回升 1.9 个百分点；餐饮收入 4800 亿元，增长 17.1%，在基数较低的作用下，增速明显回升 2.5 个百分点。从商品类别看，10 月份限额以上单位 16 个商品类别中 15 类零售额同比保持正增长，比 9 月份增加 2 类，唯一在负值区间的为建筑及装潢材料类。具体来看，基本生活类商品增长较稳健，限额以上单位粮油食品类同比增长 4.4%，增速较前值回落 3.9 个百分点；日用品增速较 9 月回升 3.7 个百分点至 4.4%。受基数变化、“双十一”购物节影响，升级类商品销售增速大多回升，限额以上金银珠宝类、体育娱乐用品类、化妆品类商品零售额分别增 10.4%、25.7%、和 1.1%，增速较前值分别上升 2.7、14 和回落 0.5 个百分点。汽车类消费同比增长 11.4%，增速明显回升 8.6 个百分点。总的来看，在基数和购物节等因素下，10 月消费仍在改善。后续随着居民信心的逐渐增强，预计消费保持稳健增长。

图 9：社零总额增速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：主要品类消费月度同比增速对比



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
