

美联储降息时点或提前，国内经济保持韧性

2023年11月13日-11月19日周报

报告摘要

◆ 美国通胀涨幅再放缓，美联储降息时点或提前

北京时间11月14日晚，据美国劳工部数据，美国10月末季调CPI同比升3.2%，为今年7月以来新低，预期升3.3%，前值升3.7%，美国10月末季调核心CPI同比升4%，为2021年9月以来新低，预期升4.1%，前值升4.1%。北京时间11月15日晚，据美国劳工部数据，美国10月PPI同比升1.3%，预期升1.9%，前值升2.2%，美国10月核心PPI同比升2.4%，预期升2.7%，前值升2.7%。

本周，美国通胀数据涨幅的明显放缓，叠加如期放缓的零售销售额，使得市场对美联储不再加息的预期进一步强化，同时对美联储降息时点的预期有所提前。截止2023年11月19日，CME数据显示市场预期美联储12月会议维持当前联邦基金目标利率不变的概率为100%，当前的利率水平将维持到明年5月，届时美联储将降息，比此前市场预期的降息时点提前了1个月。美联储加息已达终点的预期的强化、叠加上周美国参议院通过权宜支出法案，美国政府解除停摆风险，美股全周总体上迎来了全面上涨，道指、标普500和纳斯达克指数周涨分别为1.94%、2.24%和2.37%。

总体上，我们仍然认为除非通胀在油价大幅波动或其他因素冲击下，显现出超预期坚韧或反弹，否则美联储重启加息的概率不大，7月或为本轮加息周期的最后一次加息。此前鲍威尔不放弃进一步加息空间甚至偏鹰的表态，在美联储加息已达终点的情况下，更多的意义在于避免引起市场抢跑交易美联储降息，影响通胀预期。

◆ 政府债支撑10月社融继续改善

总体来看，10月信贷积极信号和消极信号并存。居民端来看，虽然短期信贷减少，但新增中长期贷款继续录得同比多增。企业端信贷虽然在短贷+票据融资的共同支撑下，录得2018年以来同月高位，但新增中长期贷款同比少增近800亿元，显示企业中长期融资需求仍有改善空间。10月社融的同比多增，主因政府债发行提速，从种类来说，主要是地方政府出于化债需要发行的特殊再融资债。扣除政府债后，10月社融同比少增近1300亿元，并未出现明显的改善信号，显示实体经济融资需求仍需进一步修复。展望后续，根据十四届全国人大常委会第六次会议决议，年底之前中央政府将发行1万亿元特别国债，叠加地方政府特殊再融资债券的持续发行，预计年底前政府债的发行仍将对银行间市场流动性产生较大压力。基于此种预期，我们认为年底之前出于呵护市场流动性，压低企业融资成本、确保经济平稳复苏的需要，央行仍然存在着比较大的降准可能。同时，中央金融工作会议强调要保持流动性合理充裕、融资成本持续下降，年内仍存进一步降息的可能。

主要数据

上证指数	3054.3655
沪深300	3568.0685
深证成指	9979.6861

主要指数走势图



作者

符旸 分析师

SAC执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师

SAC执业证书: S0640520030001

联系电话: 010-59219572

邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理

SAC执业证书: S0640122090025

联系电话: 010-59562515

邮箱: liuqian@avicesec.com

相关研究报告

经济保持韧性，房地产拖累作用仍然较大 — 2023-11-17

政府债支撑社融继续改善 — 2023-11-15

金融市场分析周报 — 2023-11-14

10月社会融资规模增量为1.85万亿元（前值4.12万亿元），略超市场预期的1.83万亿元。10月新增社融同比多增9366亿元，连续第3个月同比多增。10月社融存量增速+9.3%，前值+9.0%，略低于市场预期的+9.4%。结构上，10月社融同比多增主要靠政府债支撑。根据wind统计，今年10月全国范围内新发行地方政府特殊再融资债券1.01万亿元。

10月金融机构各项贷款余额增速+10.9%（前值+10.9%），低于市场预期的+11.1%，金融机构新增贷款7384亿元（前值2.31万亿元），高于市场预期的6412亿元。

10月居民端人民币贷款减少346亿元，同比多减166亿元。10月居民贷款分长短期看，居民短期贷款减少1053亿元，明显弱于2018-2022年同月值，我们认为可能与今年三季度银行短贷冲量的透支有关，居民新增中长期贷款录得707亿元，同比多增374亿元，显示核心城市认房不认贷、存量房贷利率下调等增量稳地产销售政策对于居民加杠杆购房起到了一定促进作用。

10月企业端新增人民币贷款5163亿元，同比多增537亿元。与近5年同月相比，10月企业端新增人民币贷款排在由高到低第1位。分长短期看，10月企业端新增短贷+票据融资合计录得1406亿元，为2018年以来同月最高，10月企业端新增中长期人民币贷款录得3828亿元，在2018年以来历年10月中排在由高到低第3位，显示10月企业端信贷能够排在近五年最高主要系短贷+票据融资支撑。

10月M2增速+10.3%（前值+10.3%），弱于市场预期的+10.5%。存款结构中，居民存款减少6369亿元，减少额度在2018年以来同月中排在第3位，显示居民消费和购房意愿已有一定改善。10月财政存款增加1.37万亿元，较去年同期多增2300亿元，主要系10月政府债券发行量仍然比较大。10月M1同比+1.9%，前值+2.1%，M0同比+10.2%，前值+10.7%，M0增速不低，但M1增速再下降，仍然在低位徘徊，显示企业预期仍然有待进一步改善。

◆ 10月经济数据显示我国经济保持韧性，房地产拖累作用仍然较大

10月经济运行总体表现平稳，保持了韧性。投资方面，房地产投资的拖累作用仍然较大，基建投资和制造业投资保持平稳；进出口方面，外需走弱的拖累下10月出口同比下滑幅度超9月和市场预期，进口同比今年3月以来首次转正，导致1-10月净出口对经济由1-9月的支撑转为拖累，1-10月累计净出口额同比录得-3.9%；消费方面，虽然10月社零环比仍然弱于历史同期，但10月社零同比较9月上行，超市场预期。综合来看，10月经济运行中亮点和薄弱环节同样突出。在消费边际转好、基建投资、制造业投资和工业生产保持韧性的同时，房地产投资和出口对经济的拖累作用相对明显。结合10月再次步入荣枯线之下的制造业PMI，往后看，经济的企稳仍需稳增长政策持续支撑。考虑当前经济运行基本态势和去年基数，我们仍然认为全年GDP增速录得+5%以上难度不大：

10月社零同比回升，消费动能仍不算强。2023年10月，社零同比录得+7.6%，较上月+2.1PCTS，连续第3个月回升。社零同比回升的同时，从环比看，10月消费动能仍不算强。10月社零环比为+0.07%，为除去年外，2011年以来同月最低值。总体来看，10月社零同比虽然较9月上行，但消费动能仍有待加强，继续向上修复的空间仍然不小。制约消费向上空间的居民资产负债表受损和居民收入增速下降的因素仍需

时间来不断修复。数值上看，因去年 11 月和 12 月的低基数，预计今年最后两个月社零同比均有望录得+10%以上。预计 2023 年社零年度同比增速录得+8.5%左右。

10 月制造业投资增速下行，保持韧性。2023 年 10 月，制造业投资增速+6.2%，较 9 月-1.7PCTS，带动 10 月固投总体增速+3.6PCTS。从具体的行业看，1-10 月，除纺织业外，各制造业子行业投资同比增速均为正。已公布数据的制造业子行业投资 1-10 月累计同比增速与 1-9 月同比增速相比涨跌接近各半。10 月制造业投资增速虽较 9 月下行，但仍然排在近 60 个月的第 24 位（2021 年为两年复合增速），显示制造业投资增速并不算低，体现了制造业投资的韧性。往后看，外需预计短期内难以明显转强，但考虑到近期美国加息接近终点、中美关系缓和等利好因素，预计外需对工业生产的拖累有望减弱，工业企业投资的信心有望边际向好。内需方面，年底前仍将增发国债 1 万亿，也有望对工业企业对于未来经济恢复向好的信心起到一定改善作用。预计后续制造业投资整体上仍具一定韧性，全年增速在 5.0%到 5.5%之间。

10 月房地产投资继续疲软。2023 年 10 月，房地产投资增速-11.3%，与 9 月持平，带动 10 月固投增速-2.5PCTS。2023 年 10 月房地产相关数据仍然具有四个主要特征：1，房地产开发投资降幅仍然达到 10%以上，房企投资意愿依然不高。2，居民购买新房意愿仍然不高。10 月商品房销售额降幅仍然分别达 8%以上和 10%以上。10 月，商品房销售额和销售面积环比分别排在近 10 年同月由高到低的第 9 位和第 10 位。3，房企开发资金同比降幅略缩窄，但降幅仍然高达 17%，且国内贷款同比再次转负，显示房企融资仍然不畅。4，房屋施工面积同比降幅再次扩大，房企仍忙于保交楼。10 月房地产施工端依然延续此前的趋势，竣工面积和新开工面积分别录得大幅同比正增长和大幅同比萎缩。10 月房地产投资数据依然不佳。往后看，增量稳增长政策的效果仍需继续观察，总体来说，房地产投资年内能否出现相对明显的改善仍然存在着较大的不确定性。

10 月基建投资韧性较强。2023 年 10 月，基建投资同比+5.6%，较 9 月-1.2PCTS，增速虽然下行，但仍然排在近 60 个月月度同比增速的第 27 位（2021 年为两年复合增速），由于 10 月单月基建投资增速低于 1-9 月，1-10 月基建投资增速录得+8.3%，较 1-9 月下滑 0.4PCTS。今年 Q3 新增专项债发行 1.16 万亿元，明显高于去年同期的 1370 亿元。根据我们的统计，今年 10 月全国范围新增专项债发行 2200 亿元左右，低于去年同期值。截至目前，年内专项债剩余额虽然已近用完，但考虑到 Q3 发行的专项债对应项目在 Q4 落地，以及年底前 1 万亿特别国债的发行中将有 5000 亿元安排在今年使用，预计 11 月和 12 月基建仍有韧性，对固投形成稳定支撑。

10 月工业生产韧性犹存，同比数据超预期上行。2023 年 10 月，规模以上工业增加值同比+4.6%，较 9 月份同比增速上行 0.1PCTS；环比+0.39%，较 9 月环比增速上行 0.03PCTS。我国 10 月份工业生产持续筑底恢复态势，分三大门类看，采矿业增加值同+2.9%（前值+1.5%），制造业+5.1%（前值+5.0%），公用事业同比+1.5%（前值+3.5%），采矿业和制造业的同比增速均较 9 月有所上行。10 月工业增加值同比数据的韧性超出市场预期。10 月工业生产的先行指标走弱，制造业 PMI 录得 49.5%，重回荣枯线以下。新订单指数较上月环比下行 1PCTS，出口同比降幅超预期扩大，欧美需求不振带动外需支撑力度下行。价格端上，10 月 CPI 重回负区间，PPI 同比下降 2.6%，降幅较上月扩大 0.1PCTS，也显示出国内工业企业下游需求恢复进程

出现一定的反复。因此市场调低了工业增加值同比数据的预期，10月工业增加值同比数据转而上行，表明在汽车产业链等高附加值支撑下我国工业生产具有一定的韧性。往后看，美国10月剔除食品和能源价格的核心CPI通胀数据涨幅创两年来最低，增加了市场对联储结束加息的预期，并且市场对2024年开启降息的时点预期提前。持续了近两年之久的高利率压力有望缓解，叠加近期中美关系缓和，外需对工业生产的支撑有望加强。内需方面，随着中央财政发力，四季度增发国债1万亿，稳增长政策发力提振市场对于未来经济恢复向好的信心，工业生产有望持续恢复。

◆ 11月MLF巨额增量续作，年前降准概率提高

本周资金利率仍然边际抬升，继上周重回政策利率之上后，再上一个台阶。截止11月17日，DR007报收2.02%，较上周五上行17BP；SHIBOR1W报收1.96%，较上周五上行13BP。

资金面压力趋紧，本周央行加大公开操作规模。11月13日至11月17日，央行累计投放7D逆回购17610亿元，中标利率1.80%，逆回购到期量12500亿元，通过逆回购投放流动性5110亿元。11月15日，央行公告称为维护银行体系流动性合理充裕，对冲税期高峰、政府债券发行缴款等短期因素的影响，同时适当供应中长期基础货币，开展14500亿元MLF续作，利率维持2.50%；本月MLF到期量8500亿元，央行通过MLF净投放流动性6000亿元，加量幅度远超过10月的2890亿元，本周共投放流动性11110亿元。

由于特殊再融资债和国债增发、年底各地方专项债发行压力提升以及税期压力，10月以来资金面持续收敛，资金利率波动加大，持续处于高位。往后看，为了平稳市场预期，避免资金面持续趋紧对金融系统造成过度压力，央行或在年底前再次降准。近期人民币汇率的压力趋缓，美国10月通胀数据超预期下行使得市场加息预期大减，美元指数持续走弱，降准的外部环境有所改善。另一方面，年前政府债增发压力和跨年时点都会进一步增加资金市场流动性的需求，央行通过降准及时“补水”的必要性不断提高。

◆ 美国市场加息预期降温，人民币汇率外部压力进一步趋缓

截至11月10日，我国10年期国债收益率报收2.65%，较上周五上行1BP；美国10年期国债收益率录得4.44%，较上周五下行17BP。美元指数截至本周五报收103.82，美元兑人民币即期汇率周内回落至7.25下方。

美国通胀压力暂缓提振了市场的乐观情绪，美股各大指数普涨，美债收益率大幅回落，市场押注美联储不会进一步加息。美元指数也高位回落，周内突破105关口，人民币汇率压力趋缓。往后看，随着国内基本面修复夯实人民币的内部支撑，在摆脱强势美元的掣肘后，人民币汇率或进一步企稳反弹。

◆ 资金面承压，债市小幅波动

截止11月17日，我国10年期国债收益率报收2.65%，较上周五上行1BP。近期债市的小幅回调动力主要来自资金面。政府债发行提速带来缴款压力上升，提升了银行体系流动性需求。而这个因素在年底之前或难改善。多部门相关负责人表态，提前下达2024年度部分新增地方政府债务额度，四季度或将有万亿元级2024年新增债务限额提前下达给地方。从当前经济形势及往年经验来看，明年提前批额度在今年11月或12月顶格下达的概率较高，以便地方尽早启动发债工作、加快债券资金使用，年底之前政府债发行规模易涨难跌，对银行体系流动性形成了较大的压力。截止11月17日，AAA

级 1 年期同业存单到期收益率报收 2.57%，自 10 月初以来就持续处于 MLF 政策利率上方。往后看，为了平稳市场预期，避免资金面持续趋紧对金融系统造成过度压力，央行或在年底前再次降准。

基本面方面，本周发布的 10 月经济数据显示当前经济内需不足的问题仍然有待修复，生产端相对较为坚韧，房地产投资和出口对经济的拖累作用仍然较为明显。结合 10 月再次步入荣枯线之下的制造业 PMI，经济的企稳仍需稳增长政策持续支撑。往后看，外需预计短期内难以明显转强，但考虑到近期美国加息接近终点、中美关系缓和等利好因素，预计外需对工业生产的拖累有望减弱，工业企业投资的信心有望边际向好。内需方面，年底前仍将增发国债 1 万亿，也有望对工业企业对于未来经济恢复向好的信心起到一定改善作用。年初以来债市对基本面修复底色一直保持谨慎验证，短期内基本面仍处于稳预期阶段，总体对债市压力较为平缓。

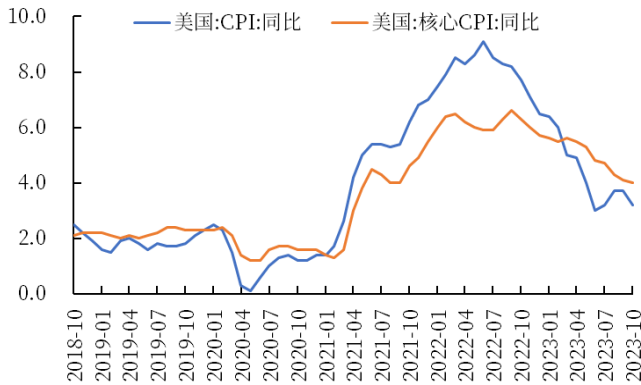
信用债市场交易情绪转暖。本周各等级、各期限信用债和城投债收益率呈现下行趋势。截止 11 月 17 日，AAA 级 3 年期中短期票据收益率较一周前下行 3.18BP，录得 2.85%；信用利差较一周前下行 0.18BP，录得 37.18BP。城投债方面，由于多个省份发行特殊再融资债券，用于缓解地方债的还本付息压力，短期内城投债违约风险显著降低，城投债热潮又起，AAA 级 3 年期城投债收益率录得 2.90%，较一周前下行 0.99 BP，信用利差录得 42.41BP，较一周前上行 2.01BP。

风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

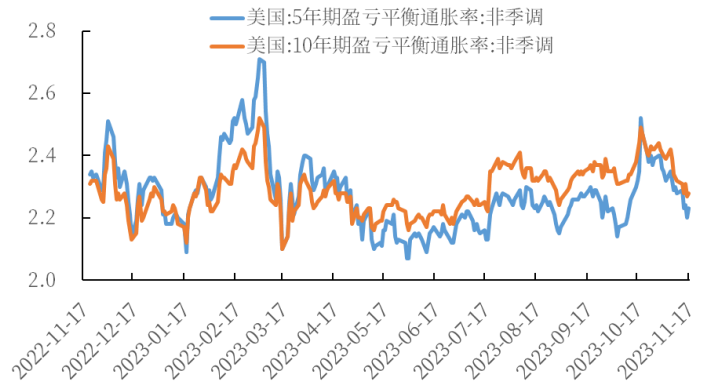
图1 市场预期美联储降息时点提前到了明年5月 (%)

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%	28.0%	72.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.6%	47.8%	39.5%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	32.0%	43.3%	17.7%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	20.9%	38.3%	29.0%	7.8%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.4%	14.5%	31.7%	32.5%	15.9%	3.0%
2024/11/7	0.0%	1.3%	8.8%	23.6%	32.1%	23.8%	9.1%	1.4%
2024/12/18	0.9%	6.5%	19.0%	29.5%	26.3%	13.6%	3.8%	0.4%

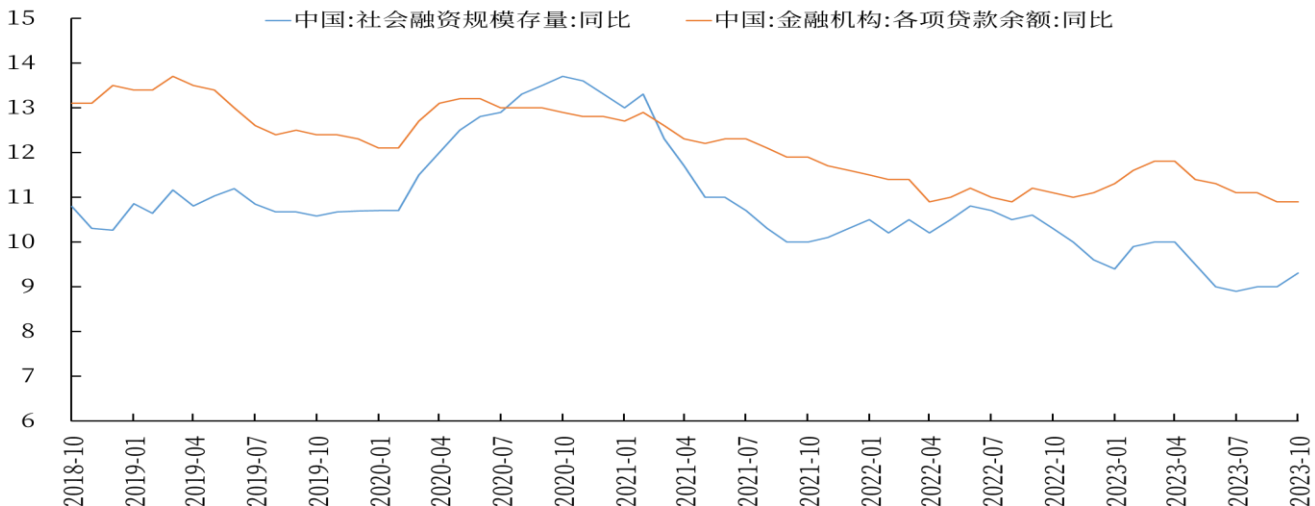
资料来源: CME, 中航证券研究所

图2 美国通胀趋缓 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 美国通胀预期趋缓 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 社融存量和信贷存量增速 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 近 12 个月各月新增社融分项同比变化 (亿元)

	项目	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-
总	当月新增社会融资规模	9,366.00	5,816.00	6,557.00	-2,428.00	-9,681.00	-12,875.00	2,923.00	7,285.00	19,435.00	-1,805.00	-10,522.00	-6,146
表内	新增人民币贷款	406.00	-317.00	68.00	-3,724.00	1,873.00	-6,911.00	85.00	7,196.00	9,100.00	7,326.00	4,051.00	-1,573
	新增外币贷款	876.00	130.00	625.00	797.00	100.00	-98.00	441.00	188.00	-170.00	-1,162.00	-1,916.00	-514.
表外	新增委托贷款	-899.00	-1,300.00	-1,458.00	-81.00	324.00	167.00	85.00	68.00	-3.00	156.00	315.00	-123.
	新增信托贷款	454.00	593.00	251.00	628.00	674.00	922.00	734.00	214.00	817.00	618.00	3,789.00	1,825.
	新增未贴现银行承兑汇票	-380.00	2,265.00	-2,357.00	781.00	-1,758.00	-727.00	1,212.00	1,505.00	4,159.00	-1,170.00	865.00	574.
直接	企业债券融资	-1,269.00	209.00	1,266.00	321.00	-117.00	-2,530.00	-711.00	-410.00	47.00	-4,202.00	-7,054.00	-3,402
	非金融企业境内股票融资	-467.00	-696.00	-215.00	-651.00	111.00	461.00	-173.00	-344.00	-14.00	-475.00	-408.00	-506.
其他	政府债券	12,809.00	4,387.00	8,714.00	111.00	-10,845.00	-5,911.00	636.00	-1,659.00	5,416.00	-1,886.00	-8,865.00	-1,638

资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 近 12 个月各月新增信贷分项同比变化 (亿元)

	项目	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11
总	新增人民币贷款	1,282.00	1,600	1,100	-3,331	2,400	-5,300	734	7600	5800	9200	2700	1,600
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	803	1,377	1,999	1,844	-441.87	-3,853	-2,418.13	2,902	1,762	1,580	2,573	1,699
	新增人民币贷款:中长期	420	1,070	1,965	-2,905	18,99.28	2,784	3,174.72	9,865	7,370	8,807	7,024	232
居民	新增人民币贷款:居民户	-166.00	2,082.00	658	-3,224	1,157	784	241	4,908	5,450	-5,858	1,963	-4,710
	新增人民币贷款:居民户:短期	541	177	898	-1,066	632.13	148	680.87	2,246	4,129	665	270	992
	新增人民币贷款:居民户:中长期	375.00	2,014.00	1,056	-2,158	463.28	637	-842.28	2,613	1,322	-5,193	1,693	-3,718
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	537.00	1,239	738	499	687	-5,742	1,055	2,200	3,700	13,200	6,017	3,158
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	73	881	280	239	543	2,292	849	2,726	1,674	5,000	638	651
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	795	944	909	747	1,436	2,147	4,017	7,252	6,048	14,000	8,717	3,950
	新增人民币贷款:票据融资	1,271.00	673	1,881	461	1,617	-6,709	3,868	-7,874	4,041	-5,915	2,941	156

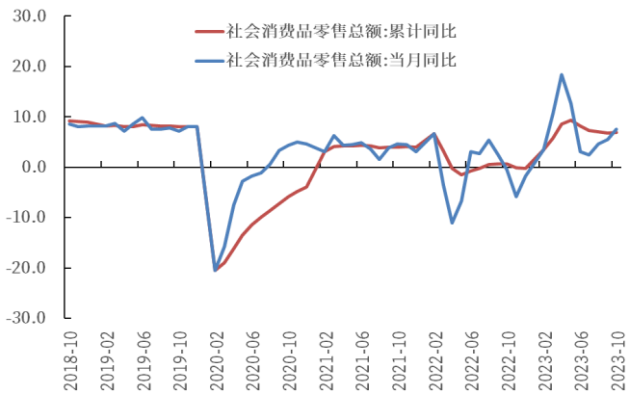
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 月度经济数据分项指标

	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11	2022-10
社零(当月同比)	7.6%	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	2.7%	18.4%	10.6%	3.5%	1.8%	5.9%	0.5%
社零:商品零售(当月同比)	6.5%	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%	10.5%	15.9%	9.1%	2.9%	0.1%	5.6%	0.5%
社零:餐饮(当月同比)	17.1%	13.8%	12.4%	15.8%	16.1%	35.1%	43.8%	26.3%	9.2%	14.1%	8.4%	8.1%
固投(累计同比)	2.9%	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	5.1%	5.5%	5.1%	5.3%	5.8%
制造业投资(累计同比)	6.2%	6.2%	5.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%	9.7%
基建投资(累计同比)	8.3%	8.6%	9.0%	9.4%	10.7%	9.9%	9.8%	10.8%	12.2%	11.5%	11.7%	11.4%
房地产开发投资(累计同比)	-9.3%	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%	-5.7%	-10.0%	-9.8%	-8.8%
固投(当月同比)	1.2%	2.4%	1.8%	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%	5.5%	3.1%	0.7%	3.0%
制造业投资(当月同比)	6.2%	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%	5.1%	5.3%	6.2%	8.1%	7.4%	6.2%	6.9%
基建投资(当月同比)	5.6%	6.8%	6.2%	5.3%	12.3%	10.3%	7.9%	9.9%	12.2%	10.4%	13.9%	12.8%
房地产开发投资(当月同比)	-11.3%	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-12.7%	-19.9%	-16.1%
出口金额(美元,当月同比)	6.4%	6.2%	8.8%	14.5%	12.40%	7.5%	8.5%	4.8%	-6.8%	9.9%	8.7%	0.3%
进口金额(美元,当月同比)	3.0%	6.3%	7.3%	12.4%	6.80%	4.5%	-7.9%	1.4%	-10.2%	7.5%	10.6%	0.7%
工业增加值(当月同比)	4.6%	4.5%	4.5%	3.7%	4.40%	3.5%	5.6%	3.9%	2.4%	1.3%	2.2%	1.0%
服务业生产指数(当月同比)	7.7%	6.9%	6.8%	5.7%	6.80%	11.7%	13.5%	9.2%	5.5%	0.8%	1.9%	0.1%
制造业PMI	49.5	50.2	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0	48.0	49.2
非制造业PMI	50.6	51.7	51.0	51.5	53.2	54.5	56.4	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6	46.7	48.7
建筑业PMI	53.5	56.2	53.8	51.2	55.7	58.2	63.9	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4	55.4	58.2
服务业PMI	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4	45.1	47

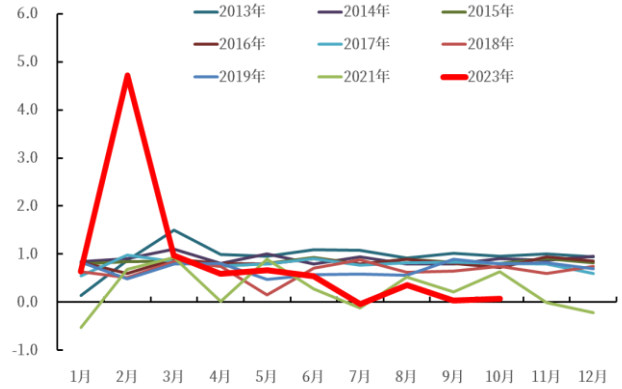
资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 社零同比继续回升 (%)



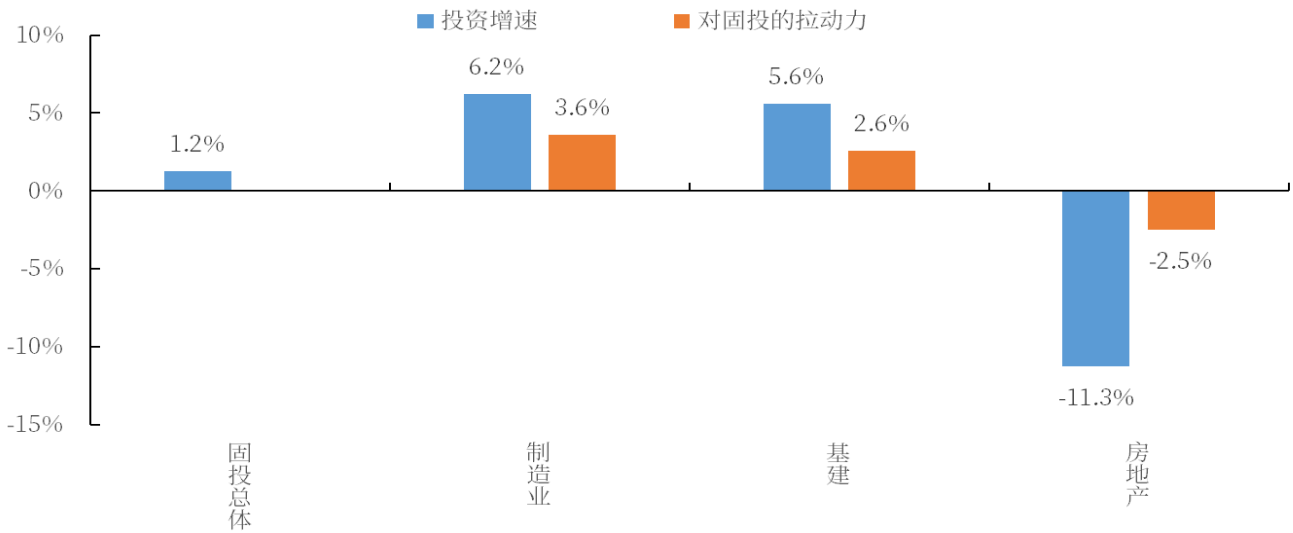
资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图9 10月社零环比与历年10月相比不算强 (%)



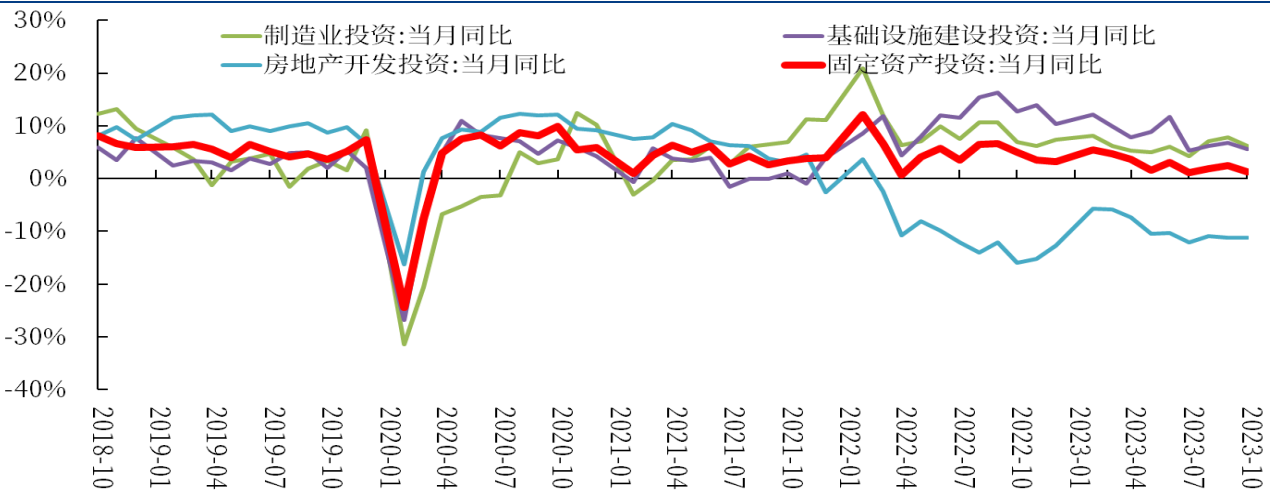
资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 2023年10月固投及主要分项投资增速及拉动力



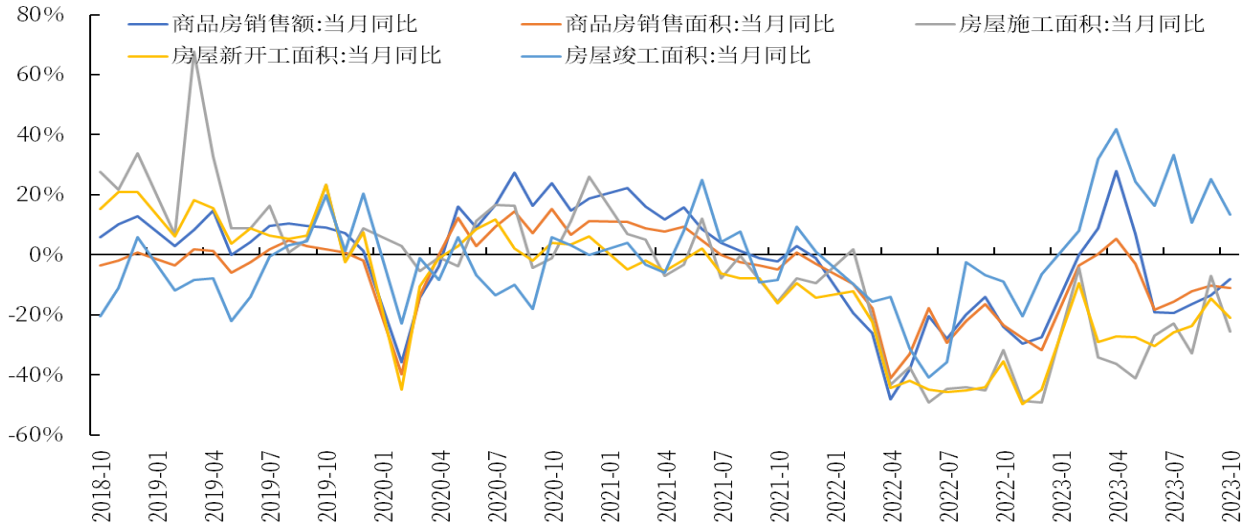
资料来源: wind, 中航证券研究所

图11 固投及主要分项当月同比走势



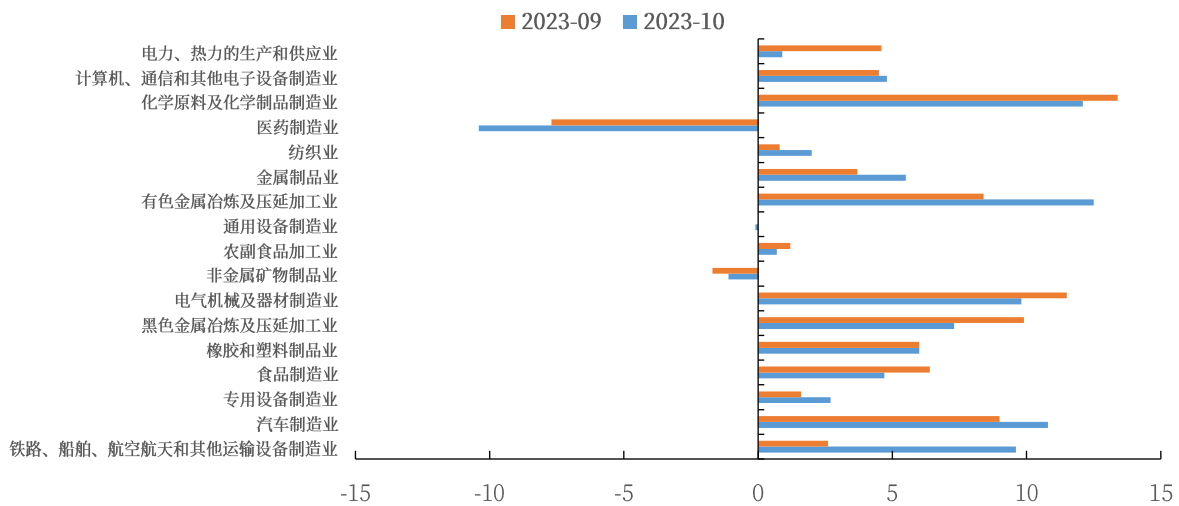
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图12 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图13 10月行业增加值同比增速表现（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637