

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

崔紫涵
研究助理
cuizihan@sczq.com.cn
电话：86-10-81152670

相关研究

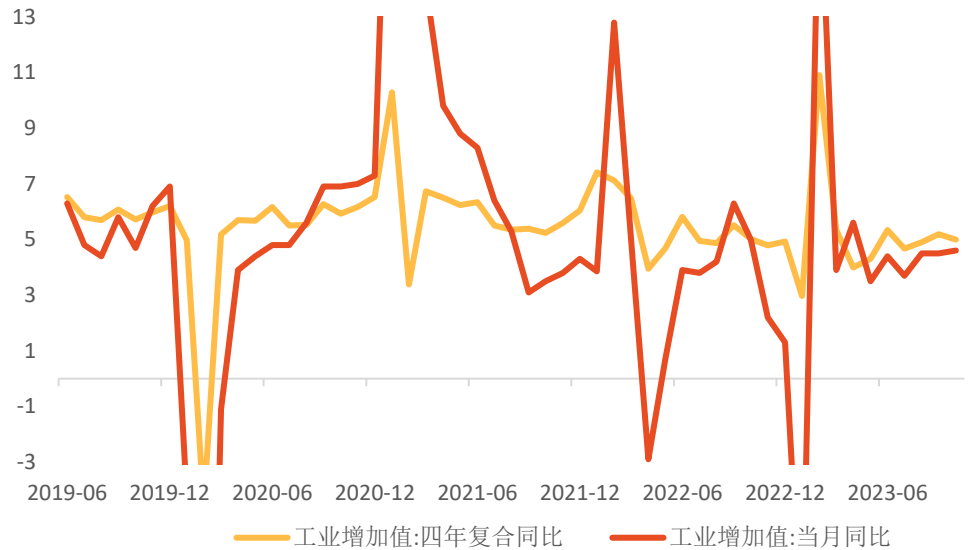
- 宏观经济周报：经济低位运行，美债利好释放
- 宏观经济周报：国内股债反弹进入后期
- 9月经济数据点评：经济温和修复，消费改善明显

- 10月工业生产延续平稳弱修复。10月规模以上工业增加值同比增长4.6%，前值4.5%，同比略超预期，四年复合同比较9月略有回落，但仍高于8月水平。分门类看，10月份电力、燃气及水生产四年复合同比延续走低，制造业也出现一定程度下滑，高技术产业较上月基本持平，而采矿业延续走强。从制造业的分项看，多数行业四年平均同比增速仍有所回落，而有色金属冶炼和计算机通信四年复合同比较上月明显高增，可能与近期新能源汽车产销量高增和手机出口额高增有关，值得注意的是汽车制造四年复合同比已经出现一定下滑，汽车产销热度可能有所降温。
- 10月服务生产修复斜率放缓。服务业生产指数同比7月见底后持续回升，10月同比录得7.7%，较上月上升0.8个百分点，剔除基数效应后，四年平均同比为4.7%，较前值仅小幅反弹0.2个百分点。
- 10月固定资产投资全线走弱，略低于市场预期，可能与一系列化债政策的出台有关。10月固定资产投资完成额、制造业、房地产和基建四年复合同比分别较前值下滑0.37%、1.13%、0.82%和0.56%。新增万亿国债后，今年中央财政赤字扩大至41600亿元，截止目前今年国债净发行进度仅为72%，预计到年底仍有较大空间，而形成的实物工作量具有一定滞后性，对今年年底的投资支撑可能有限。
- 10月房地产增速仍继续下探。10月新开工面积、房屋销售面积四年复合同比未能延续9月的反弹，再次拐头向下，竣工面积增速也持续回落。高频数据显示，截止11月上旬商品房销售仍较为低迷。
- 10月社会消费品零售总额当月同比7.6%，wind一致预期7.3%，四年平均同比为4.03%，较前值略有回升，同样反弹幅度放缓。地铁客流量等高频数据显示居民出行热度保持高位，但消费增速与疫前相比，趋势线斜率明显放缓，内生动能仍然不强。零售分项中地产后周期的建筑装潢、汽车、家具四年复合同比仍居于末三位。可选消费边际走强，必选消费相对走弱，其中石油及制品、家具、化妆品、汽车、家用电器较上月涨幅居前。
- 11月15日经济数据公布后股债反应相对有限。10月经济相关数据陆续公布，经济在9月短暂反弹的基础上有所回落，9-10月的经济基本保持7月以来的低位企稳。由于二季度的社融明显下行，鉴于社融的滞后影响，年底的经济特别是制造业仍有下滑风险。
- 风险提示：1) 地缘政治风险超预期；2) 稳增长政策不及预期。

1 10 月经济延续弱修复

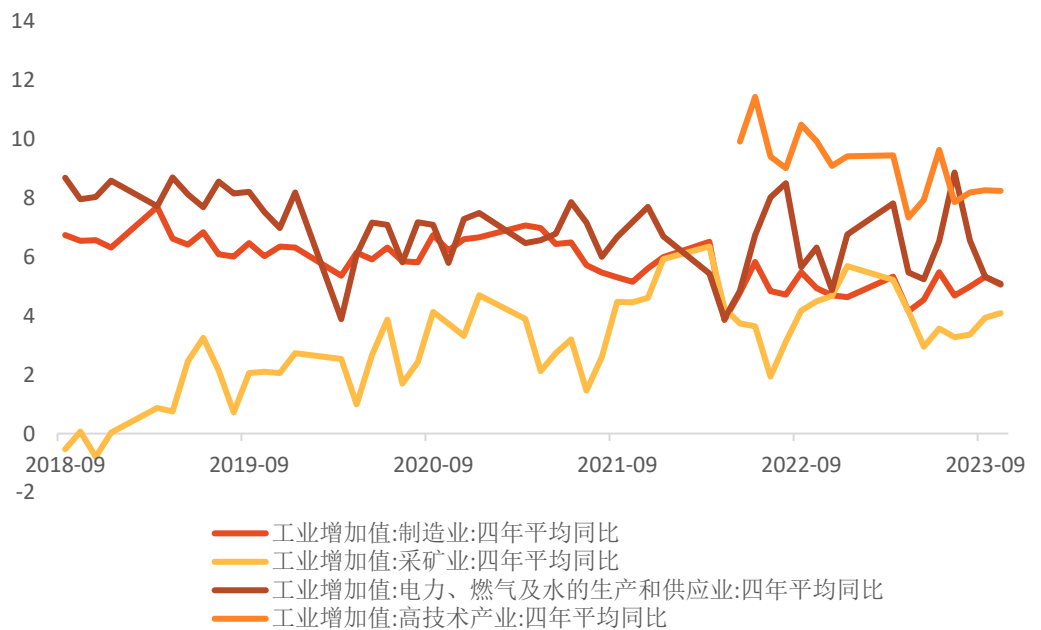
10 月工业生产延续平稳弱修复。10 月规模以上工业增加值同比增长 4.6%，前值 4.5%，同比略超预期，四年复合同比较 9 月略有回落，但仍高于 8 月水平。分门类看，10 月份电力、燃气及水生产四年复合同比延续走低，制造业也出现一定程度下滑，四年平均同比增速分别下行 0.23 和 0.27 个百分点，高技术产业四年平均同比较上月基本持平，而采矿业延续走强，四年复合同比较上月上行 0.15 个百分点。

图 1：工业增加值当月同比和四年复合同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 2：分行业工业增加值，四年平均同比（%）

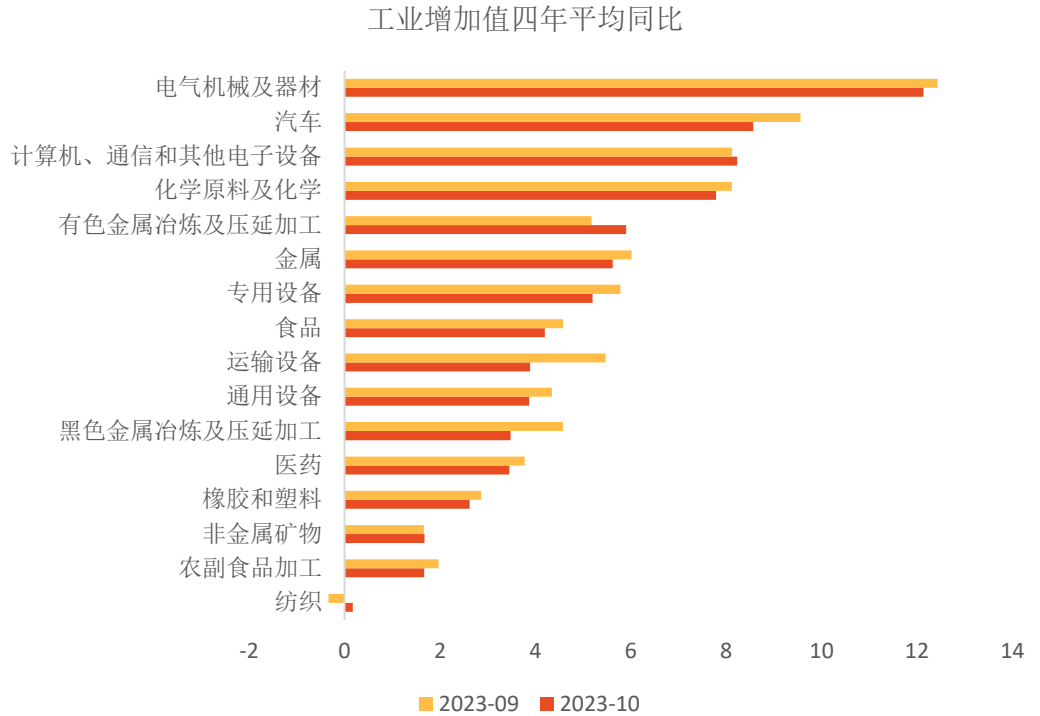


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

从制造业的分项看，多数行业四年平均同比增速仍有所回落，而有色金属冶炼和

计算机通信四年复合同比较上月明显高增，四年平均同比分别较上月增长 0.72 和 0.11 个百分点，可能与近期新能源汽车产销量高增和手机出口额高增有关，值得注意的是汽车制造四年复合同比已经出现一定下滑，汽车产销热度可能有所降温。

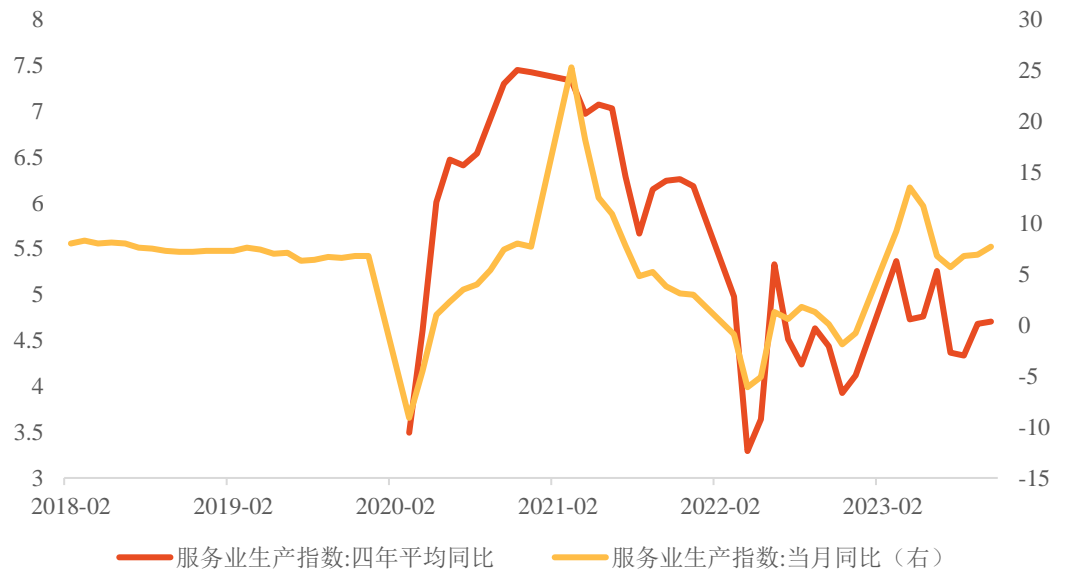
图 3：工业增加值分项：四年平均同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

10月服务生产修复斜率放缓。服务业生产指数同比7月见底后持续回升，10月同比录得 7.7%，较上月上升 0.8 个百分点，剔除基数效应后，四年平均同比为 4.7%，较前值仅小幅反弹 0.2 个百分点。

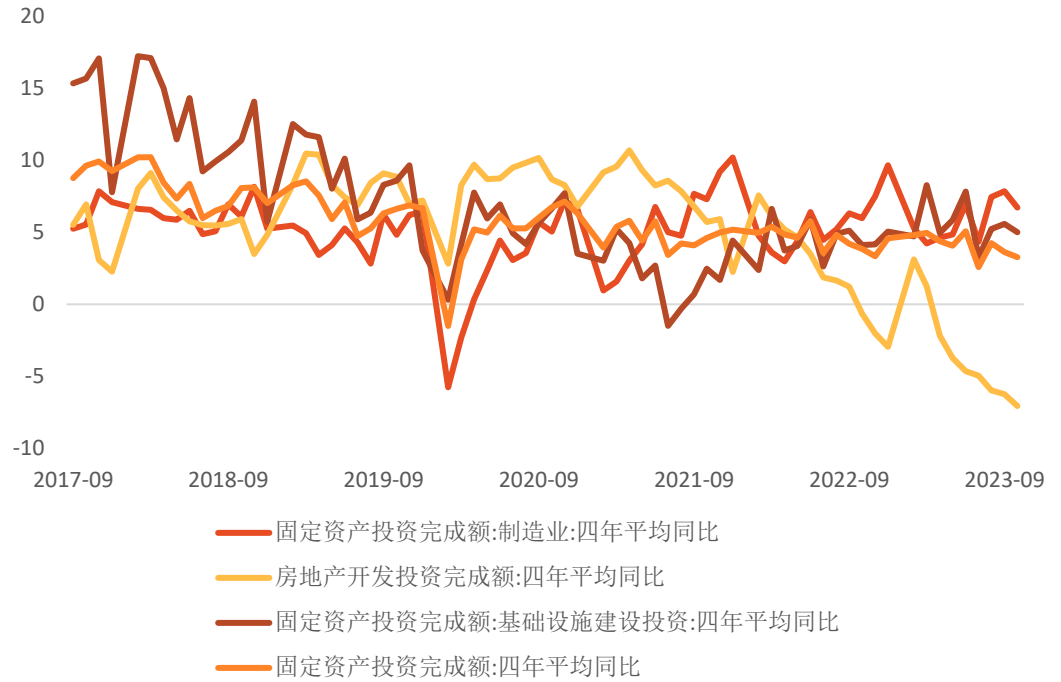
图 4：服务业生产指数（%）



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

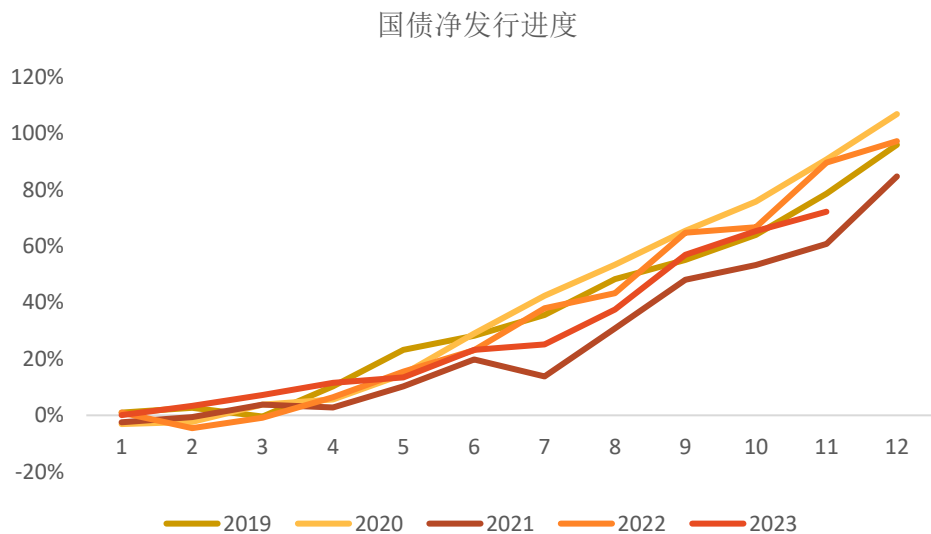
10月固定资产投资全线走弱,略低于市场预期,可能与一系列化债政策的出台有关。10月固定资产投资完成额、制造业投资、房地产投资和基础设施建设投资四年复合同比分别较前值下滑0.37%、1.13%、0.82%和0.56%,新增万亿国债后,今年中央财政赤字扩大至41600亿元,截止目前今年国债净发行进度仅为72%,预计到年底仍有较大空间,而形成的实物工作量具有一定滞后性,对今年年底的投资支撑可能有限。

图5: 固定资产投资四年平均当月同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

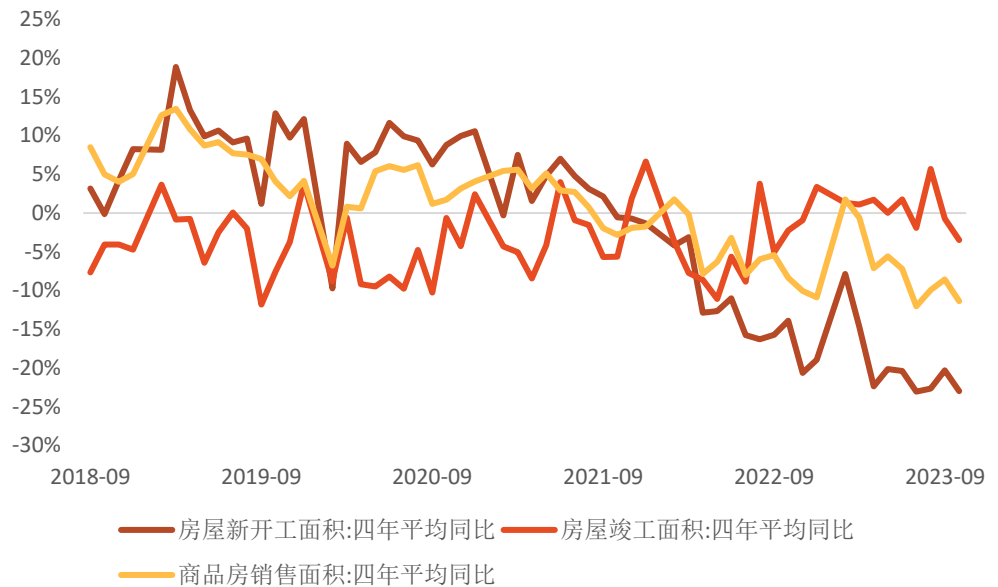
图6: 国债净发行额 (11月数据截止11.15)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

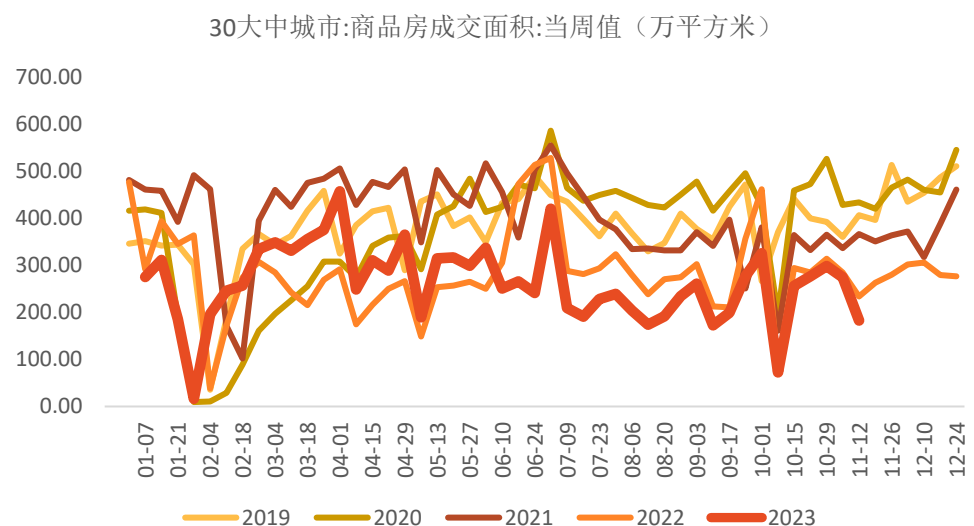
10月房地产增速仍继续下探。10月新开工面积、房屋销售面积四年复合同比未能延续9月的反弹,再次拐头向下,竣工面积增速也持续回落。高频数据显示,截止11月上旬商品房销售仍较为低迷。

图7: 房地产销售、竣工、新开工四年平均同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图8: 30大中城市:商品房成交面积:当周值 (万平方米)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

10月社会消费品零售总额当月同比7.6%，wind一致预期7.3%，四年平均同比为4.03%，较前值略有回升，同样反弹幅度放缓。地铁客运量等高频数据显示居民出行热度保持高位，但消费增速与疫前相比，趋势线斜率明显放缓，内生动能仍然不强。

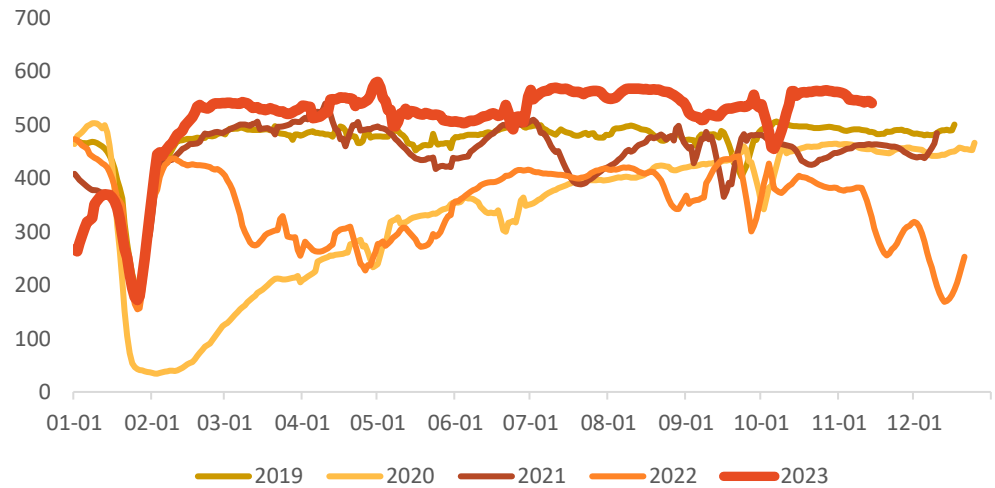
图 9：社会消费品零售总额：四年平均同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 10：全国主要城市地铁平均客流量（万人次）

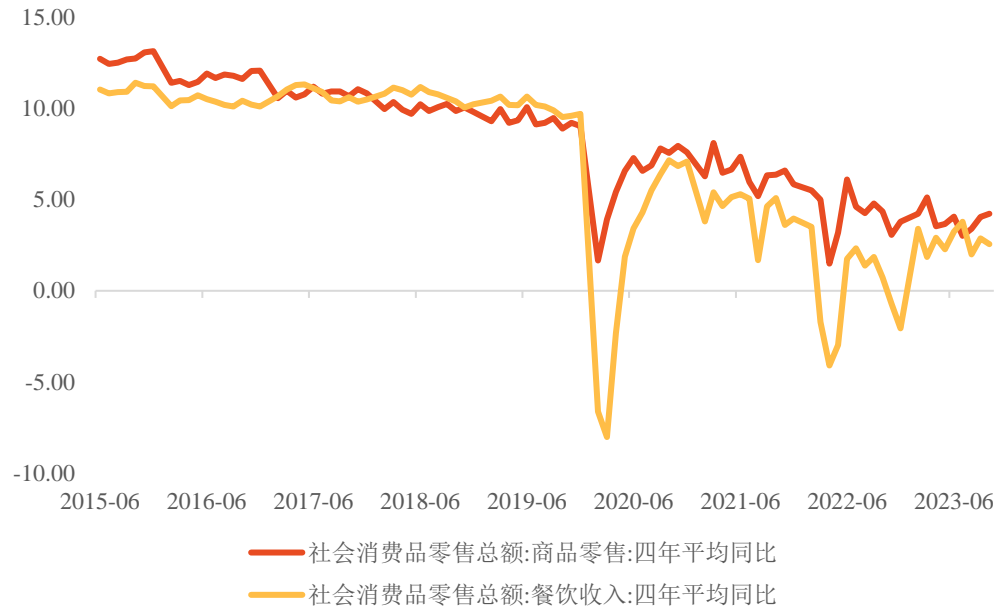
全国主要城市地铁平均客流量：7MA



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

从分项看有所分化, 商品零售四年平均同比为 4.23%, 较前值回升 0.18 个百分点; 餐饮收入四年平均同比为 2.56%, 较前值回落 0.31 个百分点。

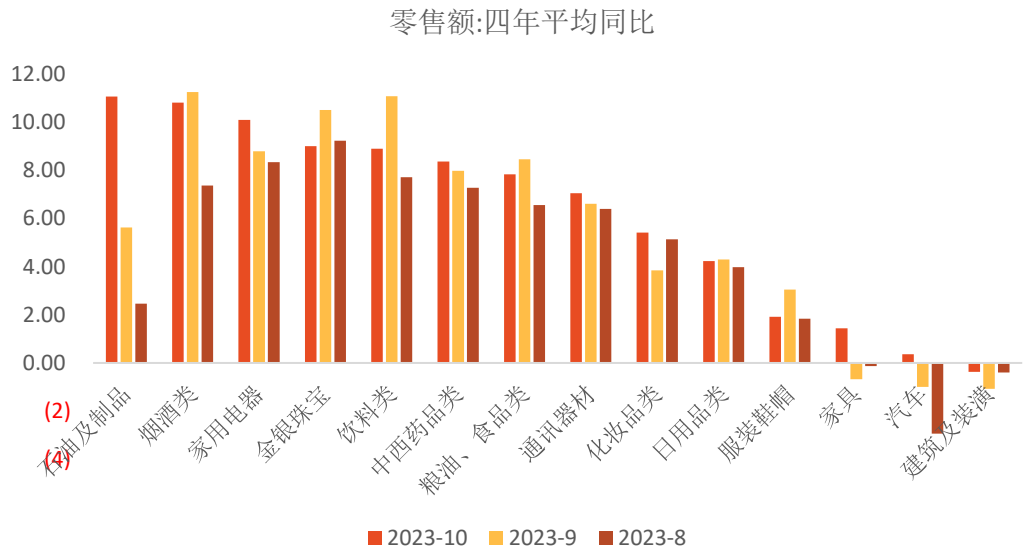
图 11: 商品、餐饮四年平均同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

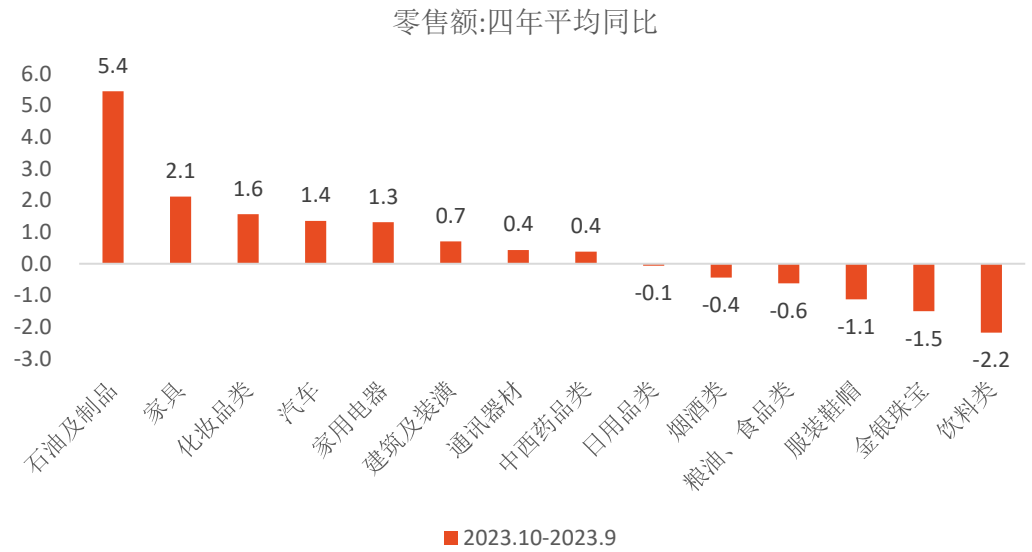
零售分项中地产后周期的建筑装潢、汽车、家具四年复合同比仍居于末三位。可选消费边际走强, 必选消费相对走弱, 其中石油及制品、家具、化妆品、汽车、家用电器较上月涨幅居前, 分别上涨 5.4%、2.1%、1.6%、1.4%和 1.3%。

图 12: 零售分项四年平均同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 10 月-9 月零售分项四年平均同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2 后市展望

11 月 15 日经济数据公布后股债反应相对有限。10 月经济相关数据陆续公布, 经济在 9 月短暂反弹的基础上有所回落, 9-10 月的经济基本保持 7 月以来的低位企稳。由于第二季度的社融明显下行, 鉴于社融的滞后影响, 年底的经济特别是制造业仍有下滑风险。

3 风险提示

- 1) 地缘政治风险超预期; 2) 稳增长政策不及预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家。韦志超为美国布朗大学经济学博士，曾在国泰君安证券、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现