

宏观经济月报

经济发展波浪式前进

投资要点:

核心指标持续修复。从统计局公布的最新经济数据来看，经济处于波动复苏阶段。供给侧复苏较为平稳、结构性亮点突出，需求侧略有起伏但消费稳健回升。具体来看，工业生产力持续复苏，1-10月规模以上工业增加值同比增长小幅加快，装备制造业生产增速持续回升；工业企业利润持续修复，在营收、利润率两方面均有所改善，累计跌幅连续第八个月收窄。需求端：消费方面，社消零售总额增速持续上涨，商品消费、服务消费双提速；投资方面，全国固定资产投资增速延续放缓，但民间投资跌幅有所收窄；进出口方面，跌幅同比小幅扩大，进口增速转正，贸易顺差缩小。此外，从价格因素来看，PPI同比降幅较为稳定，10月PPI累计同比-3.1%，与1-9月持平。

利好政策陆续出台。为巩固经济持续恢复向好趋势，11月份利好政策仍在持续出台。货币政策方面，三季度货币政策报告落实中央金融工作会议基调，坚持稳健的货币政策取向，未来支撑经济稳健发展力度有望增强。财政政策方面，积极的财政政策进一步发力提效的同时，继续做好防范化解地方债务风险的工作。金融政策方面，国务院批复《支持北京深化国家服务业扩大开放综合示范区建设工作方案》，北交所政策再优化支持高质量发展。地产政策方面，相关刺激政策持续出台，金融支持房地产力度不断加大，多家金融机构召开房企座谈会，多地出台多举措楼市新政。产业政策方面，智驾试点、储能并网政策拓宽新能源发展空间。

美债利率触顶回落。三季度，受美国经济韧性超预期、通胀回升以及美债供给扩大等因素的驱动，美债收益率持续攀升，最高上升至5%附近。不过从10月下旬以来，美债利率出现了下行拐点，11月持续回落，截至11月底，美债利率已经大幅回落至4.37%。美债利率的下行主要因为非农就业、通胀、PMI等多项数据不及预期，叠加美债供给约束的担忧边际减弱。往后看，我们预计加息周期大概率已结束，美债利率顶部位置确认，下行空间打开，美债利率的趋势性回落将有利于国内权益资产估值提升，此外，叠加近期中美经济预期差提升，国内权益市场预计将在无风险利率、盈利预期、风险偏好三个维度同步受到提振。

➤ 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号: S0210523050003
邮箱: yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号: S0210523060005
邮箱: xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号: S0210523060003
邮箱: zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗
执业证书编号: S0210523060002
邮箱: jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号: S0210523060006
邮箱: szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《人民币汇率点评：本轮人民币汇率波动原因及影响》—2023.07.01
- 2、《利润降幅收窄，结构分化明显：工业企业利润数据点评》—2023.06.30
- 3、《新兴产业投资稳步增长、制造业支持政策有望加码》—2023.06.29

正文目录

1	核心指标持续修复.....	1
2	利好政策陆续出台.....	6
3	美债利率触顶回落.....	7
4	风险提示	9

图表目录

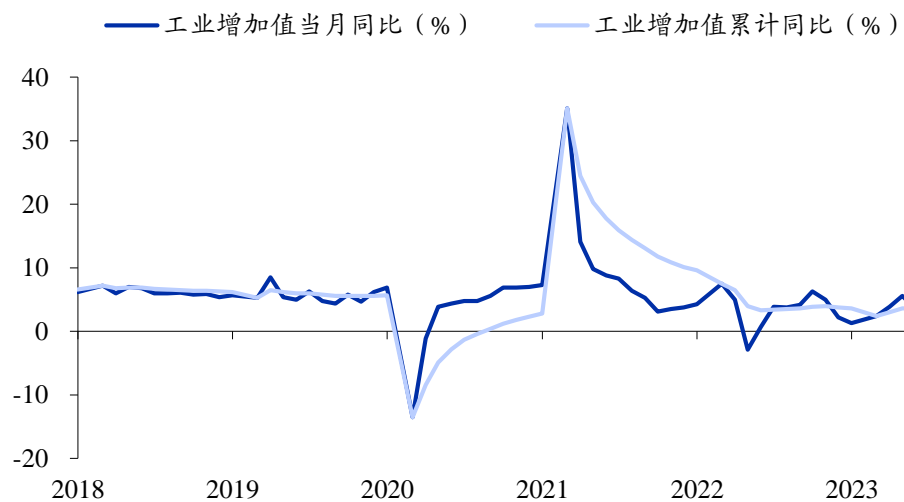
图表 1: 10 月工业增加值当月同比增速回升.....	1
图表 2: 装备制造业结构亮点突出	2
图表 3: 工业企业利润总额同比增速变化情况 (%)	3
图表 4: PPI 同比增速变化 (%)	3
图表 5: 采矿业、制造业以及电气水企业利润总额累计增速走势 (%)	4
图表 6: 10 月社会消费品零售总额同比增速情况	4
图表 7: 民间投资延续回暖态势	5
图表 8: 10 月中国出口同比跌幅下滑	6
图表 9: 美债收益率与联邦基金利率历史走势	8

1 核心指标持续修复

从统计局公布的最新经济数据来看，经济处于波动复苏阶段。供给侧复苏较为平稳、结构性亮点突出，需求侧略有起伏但消费稳健回升。

工业生产力持续复苏。10月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.6%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），9月份为4.5%。从环比看，10月份，规模以上工业增加值比上月增长0.39%。1-10月份，规模以上工业增加值同比增长4.1%，较前9个月加快0.1个百分点。

图表 1：10月工业增加值当月同比增速回升



来源：iFind、华福证券研究所

分行业看，装备制造业生产增速持续回升，结构亮点突出。10月份，装备制造业增加值同比增长6.2%，比上月加快0.7个百分点，连续3个月回升。具体来看，汽车制造业，计算机通信和其他电子设备制造业增加值同比分别增长10.8%和4.8%，比上月分别加快1.8和0.3个百分点，电气机械及器材制造业维持9.8%的高速增长，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增加值同比增速由9月份的2.6%大幅提升至9.6%。

图表 2: 装备制造业结构亮点突出

装备制造业	增加值当月同比 (%)		
	10月	9月	变化值
汽车制造业	10.80	9.00	1.80
通用设备制造业	-0.10	0.00	-0.10
专用设备制造业	2.70	1.60	1.10
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	9.60	2.60	7.00
计算机、通信和其他电子设备制造业	4.80	4.50	0.30
金属制品业	5.50	3.70	1.80
仪器仪表制造业	0.20	-1.10	1.30
电气机械和器材制造业	9.80	11.50	-1.70

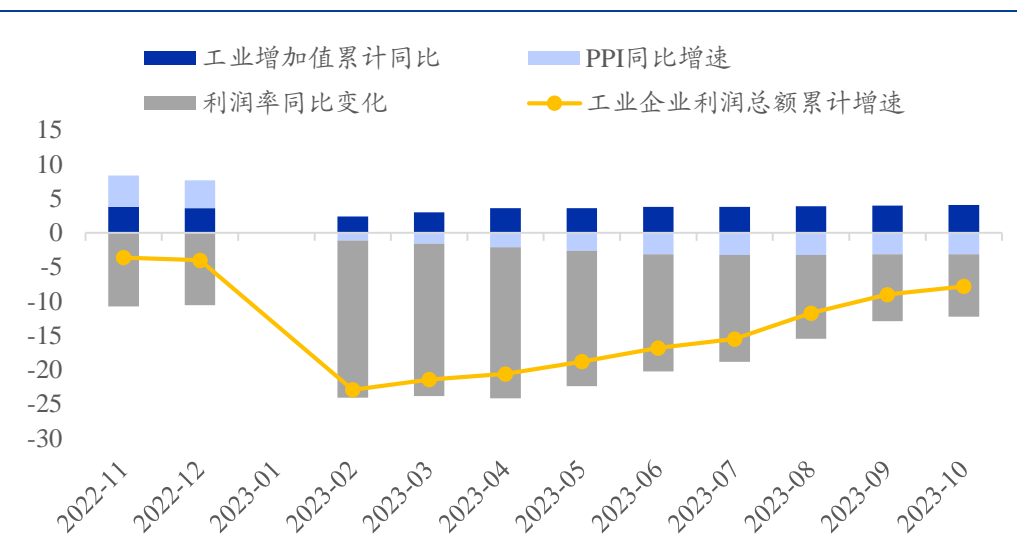
来源: iFind、华福证券研究所

工业企业利润持续修复,在营收、利润率两方面均有所改善,累计跌幅连续第八个月收窄。1-10月份,全国规模以上工业企业实现利润总额 61154.2 亿元,同比下降 7.8%,降幅比 1-9 月份收窄 1.2 个百分点。10 月份单月工业企业利润同比增速为 2.7%,连续 3 个月实现正增长。

营收方面,价格因素稳定、需求回暖,支撑营业收入增速加快,累计转为正增长。10 月份单月工业企业利润同比增速为 2.7%,连续 3 个月实现正增长。1-10 月份,规模以上工业企业实现营业收入 107.78 万亿元,同比增长 0.3%。尽管营收持续受到价格因素的拖累,但 PPI 逐渐稳定,10 月 PPI 累计同比-3.1%,与 1-9 月持平。

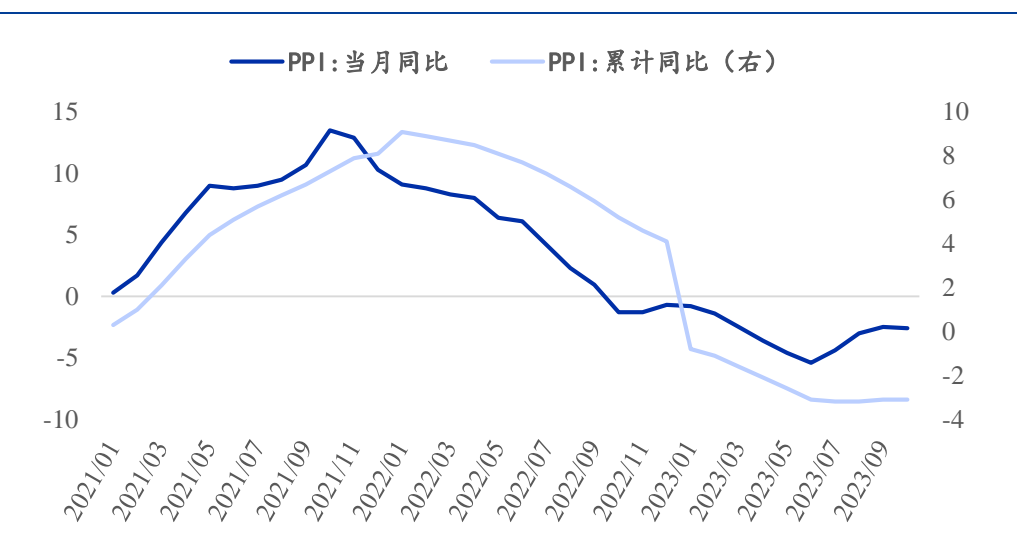
利润率方面,营业收入累计利润率、毛利率均稳步提升。1-10 月营业收入毛利率为 14.98%,环比前三季度继续小幅改善,营业收入利润率为 5.67%,同比下降 0.5 个百分点,同比变化为-9.1%,较 1-9 月的-9.8%继续回升。

图表 3: 工业企业利润总额同比增速变化情况 (%)



来源: iFind、华福证券研究所

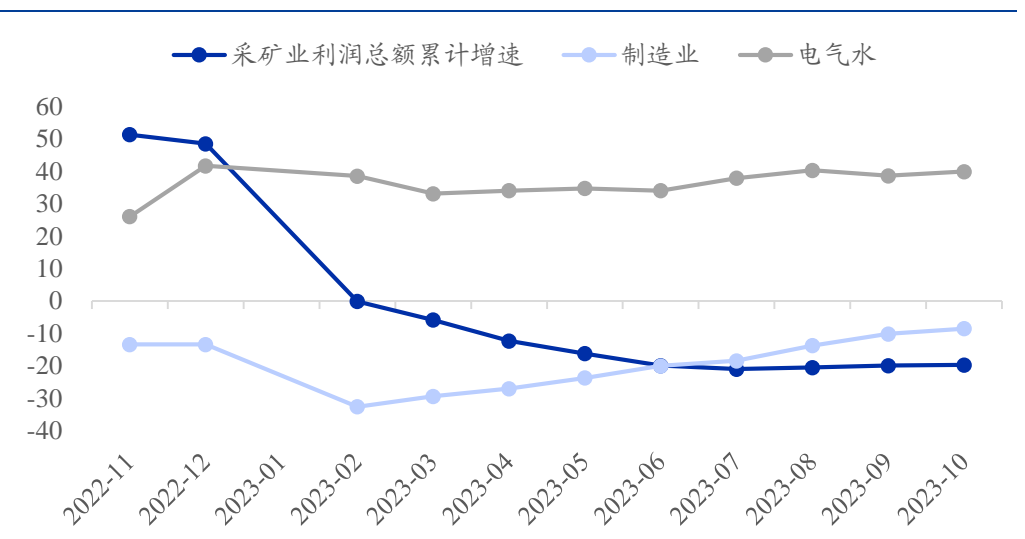
图表 4: PPI 同比增速变化 (%)



来源: iFind、华福证券研究所

结构上,工业企业三大门类利润增速均稳定恢复,制造业恢复较快,对整体增速提升贡献最大。10月,由于制造业的拖累明显收窄,加之电气水生产及供应业、采矿业贡献持平,工业企业利润累计增速相比1-9月再有提升。拆分制造业可以发现,装备制造业利润维持增长,消费品与资源品制造业利润同比降幅均有所收窄。进一步看,在装备制造业中,电气机械、铁路船舶航空航天运输设备、通用设备行业利润均实现两位数增长,分别增长20.8%、19.1%、10.4%,分别拉动工业企业利润增长1.3、0.2、0.4个百分点。

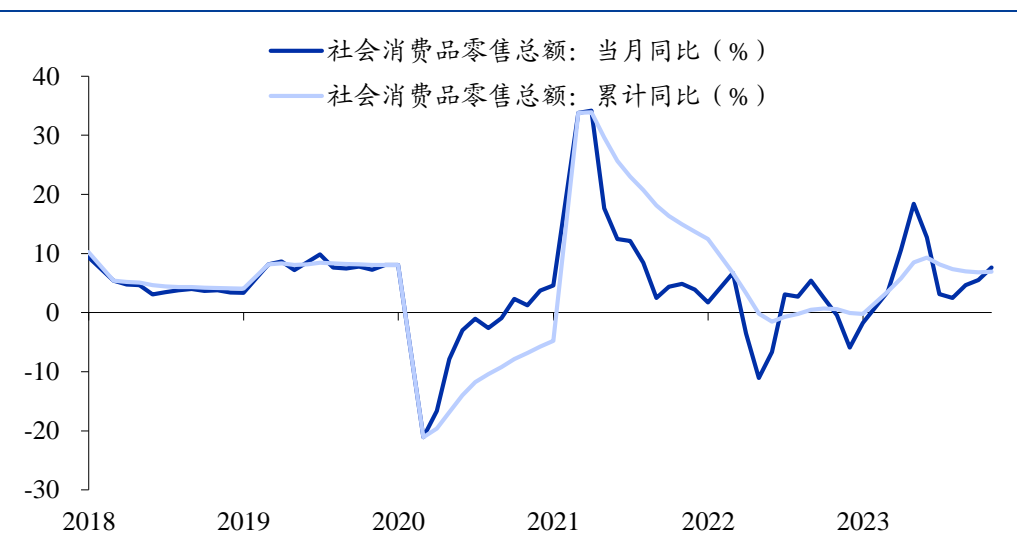
图表 5: 采矿业、制造业以及电气水企业利润总额累计增速走势 (%)



来源: iFind、华福证券研究所

消费方面,社消零售总额增速持续上涨。10月份,社会消费品零售总额 43333 亿元,同比增长 7.6%,9 月份为 5.5%,连续三个月回升。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 月小幅上升 0.1 个百分点。

图表 6: 10 月社会消费品零售总额同比增速情况



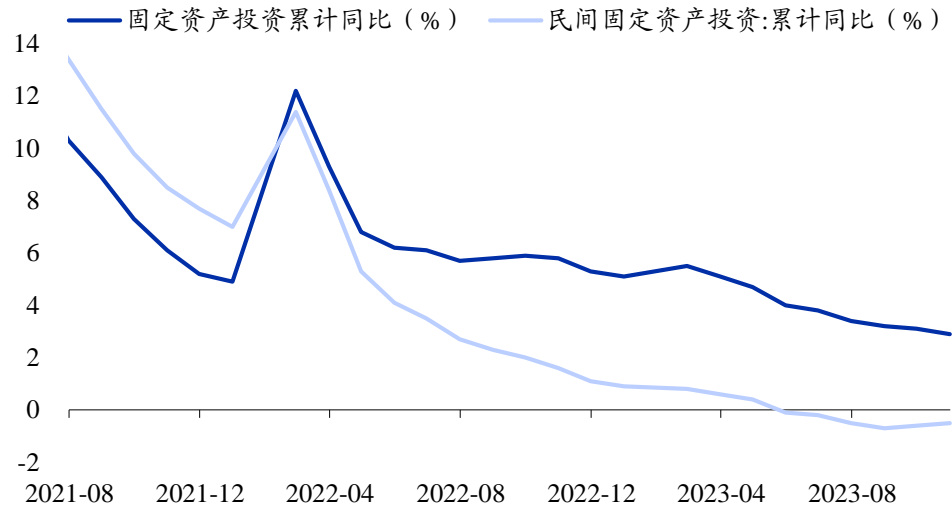
来源: iFind、华福证券研究所

投资方面,全国固定资产投资增速延续放缓,但民间投资跌幅有所收窄。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%(按可比口径计算),较前三季度小幅放缓 0.2 个百分点。1-10 月份,民间固定资产投资 215863 亿元,同比下降 0.5%,降幅较前三季度继续收窄 0.1 个百分点。如果扣除房地产开发投资,民间投资同比增长 9.1%。

分类别来看,制造业投资同比增长稳定在较高增速,基建投资同比增长小幅放缓,

不过从绝对水平看，制造业及基建投资仍要好于全部投资的增速。1-10月份，制造业投资增长6.2%，增速与前三季度持平；基建投资累计同比增速为8.27%，剔除电力、热力、燃气及水生产和供应业后，基建投资同比增长5.9%，前三季度为6.2%。通过累计增速倒推，10月份制造业投资及基建投资（不含电热气水）当月同比增速分别为6.2%和3.7%，分别较9月份下降1.7和1.3个百分点。

图表 7: 民间投资延续回暖态势

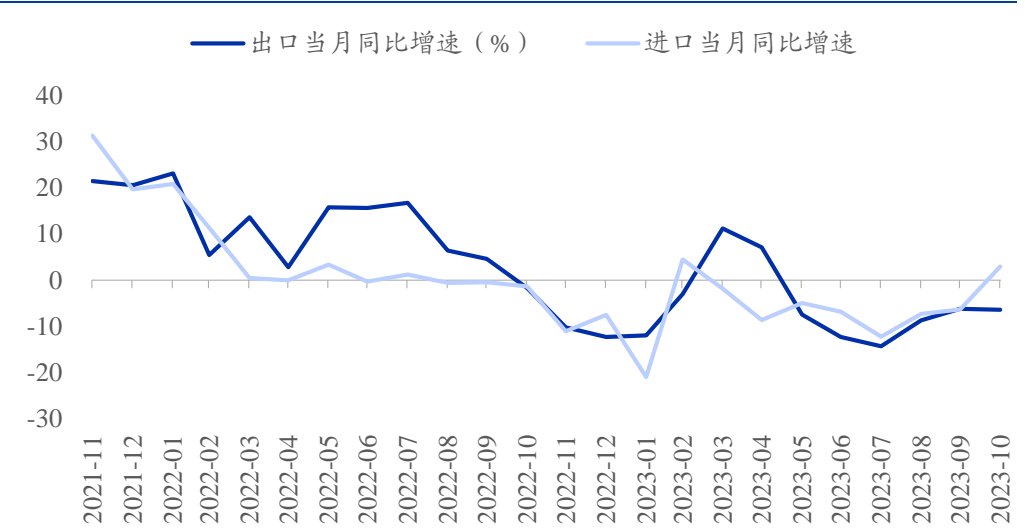


来源: iFind、华福证券研究所

出口方面，跌幅同比扩大，进口增速转正，贸易顺差缩小。按美元计价，今年10月份我国进出口总额4931.3亿美元，同比下降2.5%，降幅连续三个月收窄；其中，出口2748.3亿美元，同比下降6.4%，降幅较上月小幅扩大0.2个百分点，进口2183.0亿美元，同比增速由9月的-6.3%上升至3.0%，为今年3月份以来首次正增长；贸易顺差565.3亿美元。

分地域来看，本月出口跌幅的回落主要是受到了对欧盟、韩国、日本出口的拖累。具体来看，西方国家中，我国对美出口带动当月出口同比下降1.3个百分点，较9月份的1.5个百分点小幅改善；对欧盟出口向下拉动10月出口1.9个百分点，较9月份扩大了0.2个百分点。主要亚洲发达国家中，10月份我国对日本及韩国的出口分别拖累当月出口同比0.6个和0.8个百分点，分别较9月扩大0.3和0.5个百分点。对东盟国家的出口拖累10月出口同比下降2.5个百分点，相比于9月拖累2.6个百分点有所改善。

图表 8: 10 月中国出口同比跌幅下滑



来源: iFind、华福证券研究所

2 利好政策陆续出台

为巩固经济持续恢复向好趋势，11 月份颁布多项利好政策。

货币政策方面，预计加强支撑经济稳健发展力度。2023 年第三季度中国货币政策执行报告发布。报告指出，稳健的货币政策要精准有力，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境。准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节。报告体现了中央金融工作会议基调，坚持稳健的货币政策取向，未来央行对经济发展的支持力度将持续增强。

财政政策方面，继续做好防范化解地方债务风险工作。11 月 5 日，财政部表示，将继续贯彻实施好积极的财政政策，着力在提效上下更大功夫。一是在支出上持续发力。加快推进新增国债发行使用，用好新增地方政府专项债券资金，保持合理支出强度。二是在政策上强化落实。三是在运行中严防风险。进一步强化各级政府责任，兜牢兜实基层“三保”底线。截至 11 月 22 日，共有 28 个省、自治区、直辖市计划单列市累计公告发行特殊再融资债券 13,657.158 亿元。

金融政策方面，北交所政策再优化支持高质量发展。日前，国务院批复《支持北京深化国家服务业扩大开放综合示范区建设工作方案》，其中提到鼓励金融机构支持在北交所、新三板上市的中小企业发展，进一步优化中小企业融资环境。同时，研究并适时推出交易型开放式指数基金（ETF），积极推进北交所对外开放工作。11 月 25 日下午，首批 8 只北证 50ETF 获批。此次多家头部机构申报的北证 50 指数基金获

批，将为投资者提供了更加方便快捷的指数投资工具，有望持续吸引增量资金入市，提升市场流动性，营造有利于科技型中小微企业加速成长的良好环境。

地产政策方面，刺激政策持续出台。11月24日，建设银行总行在北京召集6家房企召开座谈会，座谈会听取各家房企需求，拟进一步支持房企融资需求，补充流动性。近期，广州、深圳、长沙、泉州等地先后出台多项楼市新政，涉及二套房首付比例降低、调整普宅标准、公积金贷款比例上调、土拍限价放松、发放购房补贴等。其中，深圳官宣二套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的普通住房70%、非普通住房80%统一调整为40%，并大幅放宽普通住宅标准。12月2日，人民银行行长潘功胜接受新华社专访回应，将加强与财政政策协调配合，做好金融支持房地产市场平稳健康发展工作，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，完善住房租赁金融政策体系，推动构建房地产发展新模式。出台的多项房地产政策，是对月中中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开的金融机构座谈会会议精神的具体落实，后续增量政策仍可期待，房地产融资和销售情况有望趋稳转好，从而带动经济预期提升。

产业政策方面，智驾试点、储能并网政策拓宽新能源发展空间。11月17日，工业和信息化部、公安部、住房和城乡建设部、交通运输部联合发布了《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》。根据时间安排，2023年12月20日为试点方案申报截止日，试点工作有望在2024年正式开启。未来，政策将进一步明晰，有助于促进智能网联汽车关键技术创新突破、产业体系优化升级，以及智能网联汽车的规模化推广。11月20日，《关于促进新型储能并网和调度运用的通知（征求意见稿）》发布。《征求意见稿》提出，加强新型储能并网和调度运行管理，以市场化方式促进新型储能调用等方案，并提及通过合理扩大现货市场限价区间、建立容量补偿机制等市场化手段，促进新型储能电站“一体多用、分时复用”，进一步丰富新型储能电站的市场化商业模式。以上政策一方面对于新能源的并网消纳有积极意义，另一方面有助于深化智能驾驶、智慧能源、智慧城市生态融合，提升新能源发展空间。

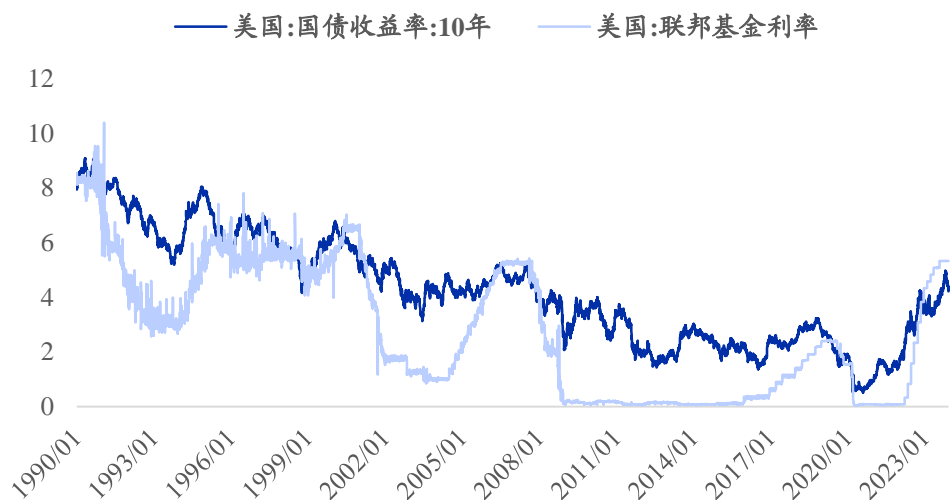
3 美债利率触顶回落

美国三季度经济韧性凸显，美联储在9月的会议纪要中将美国2023年全年GDP增速预测至2.1%，6月份预测值为1.0%。同时，三季度CPI出现了回升，7-9月分别为3.2%、3.7%和3.7%。此外，美债供给出现了明显加速，10月，美债存量规模攀升

至近 26 万亿美元，相比 6 月增幅达 4.5%。在美国经济超预期以及美债供给加速的共同推动下，三季度美债利率大幅上涨，美国 10 年期国债收益率 10 月份最高上涨至 5%附近。

不过从 10 月下旬以来，美债利率出现了下行拐点，11 月持续回落。截至 11 月 30 日，美债利率已经大幅回落至 4.37%。这主要是因为非农就业、通胀、PMI 等多项数据不及预期，叠加美债供给约束的担忧边际减弱。具体来看：（1）近期“小非农”、制造业 PMI 和财政部下一季度发债计划均低于预期：10 月 ADP 就业人数新增 11.3 万，预期（15 万）；10 月制造业 PMI 降至 46.7，大幅低于预期和前值（49），11 月制造业 PMI 走平；（2）美国财政部 Q4 发债计划低于预期，再融资发行规模达 1120 亿美元，较上一季度增加 90 亿美元，低于市场预期的 1140 亿美元；（3）非农和非制造业 PMI 均低于预期，服务业降温明显：10 月新增非农就业 15 万，低于预期（18 万），失业率 3.9%，略超预期和前值（3.8%），薪资环比增速同样降温，由 0.3%降至 0.2%；10 月非制造业 PMI 为 51.8，低于预期（53）和前值（53.6）；（4）通胀数据低于预期，缓解市场担忧：10 月 CPI 同比 3.2%，低于预期（3.3%）和前值（3.7%），季调后环比增速由 0.4%降至 0%。尽管 11 月上旬多名美联储官员释放鹰派言论，予以纠正降息预期，但在不及预期的数据作用下，10 年期美债利率总体下行幅度仍然较大。

图表 9：美债收益率与联邦基金利率历史走势



来源：iFind、华福证券研究所

对于中国的权益资产来说，美债利率下行将有利于 A 股估值提升。从历史经验看，美债利率趋势性回落阶段，若叠加美元同步回落，反映美元流动性走弱，对中国在内的新兴市场影响明显。往后看，我们预计加息周期大概率已结束，美债利率顶部位置确认，下行空间打开，美债利率的趋势性回落将有利于国内权益资产估值提

升，此外，叠加近期中美经济预期差提升，国内权益市场预计将在无风险利率、盈利预期、风险偏好三个维度同步受到提振。

4 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准；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）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn