

10月宏观数据怎么看？

证券研究报告

2023年11月01日

固收数据预测专题

摘要：

我们预计10月宏观数据继续反复，总需求不足或仍然是核心制约。一方面，基建项目开工虽然边际回升，但相比季节性仍然不算高，而且地产动能仍然孱弱；另一方面，假期窗口结束，服务业热度也开始消退；此外，季末冲量透支后，生产端也开始走弱。

具体来看，我们预计10月工增同比4.3%，10月固定资产投资累计同比约3.9%，10月社会消费品零售总额同比约5.6%，10月CPI同比0.1%，PPI同比-2.8%。

我们预计10月出口金额同比-2.5%，进口金额同比-5.8%。

我们预计10月新增信贷6600亿元，新增社融2万亿元，M2同比10.2%。

PMI下行，对债市无疑是利好，但需要注意，四季度交易重心在于政策。中央财政加码稳增长，一揽子化债有助于缓释风险，政策继续致力于托底经济推动进一步修复。

四季度是增量政策工具落地的阶段，也是信用再度修复的阶段，各方面政策举措可能意味着社融增速维持震荡上行的态势，虽然这里有基数原因，但是增量力度也在加大。建议市场关注社融回升的斜率。

此外，财政积极、政府债增发，叠加内外均衡，对资金面可能持续造成扰动。

综合来看，虽然10月宏观数据表现反复，但我们仍建议债市短期内转向防御。

风险提示：宏观经济走势不确定性，货币财政政策不确定性，市场走势不确定性等

作者

孙彬彬 分析师
SAC执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

隋修平 联系人
suixiuping@tfzq.com

魏予陶 联系人
weiyutao@tfzq.com

马戎 联系人
marong@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：加息结束前半年非美市场表现 - 固定收益专题 20231030》
2023-10-30
- 2 《固定收益：螺纹钢量价齐升、延续去库，水泥和沥青价格反弹-国内需求周度跟踪 20231030》 2023-10-30
- 3 《固定收益：10月市场深“V”调整，后市如何？ - 可转债市场周报（2023.10.29）》 2023-10-29

内容目录

1. 实体经济数据	4
1.1. 预计 10 月工业增加值同比 4.3%	4
1.2. 预计 10 月固定资产投资累计同比约 3.9%	5
1.3. 预计 10 月社会消费品零售总额同比 5.6%	7
1.4. 预计 10 月 CPI 同比+0.1%，10 月 PPI 同比-2.8%	8
2. 进出口数据	9
2.1. 预计 10 月出口同比-2.5%	9
2.2. 预计 10 月进口同比-5.8%	11
3. 货币信贷数据	12
3.1. 预计 10 月新增信贷 6600 亿元	12
3.2. 预计 10 月新增社融 2.0 万亿元，M2 同比 10.2%	17
4. 小结	19

图表目录

图 1：生产 PMI 季节性	4
图 2：涤纶长丝开工率	4
图 3：10 月各项开工率处于 5 年内中位数水平（%）	5
图 4：10 月各项开工率环比修复斜率	5
图 5：PMI 建筑业分项	5
图 6：基建投资与石油沥青装置开工率	5
图 7：水泥价格指数季节性	6
图 8：专项债发行进度	6
图 9：国有土地成交面积	6
图 10：国有土地成交溢价率	6
图 11：30 大中城市商品房成交面积当周同比(MA4)	6
图 12：螺纹钢/CRB 商品价格指数	6
图 13：10 月企业预期绝对水平仍偏低	7
图 14：9 月工业企业利润同比下滑	7
图 15：服务业 PMI	8
图 16：地铁出行与社零同比	8
图 17：10 月乘用车零售边际回升	8
图 18：10 月猪肉价格微幅回落（猪肉平均批发价）	9
图 19：10 月蔬菜价格回落	9
图 20：10 月螺纹钢价格较 9 月基本持平	9
图 21：10 月原油价格小幅回落	9
图 22：BDI 冲高回落、处于阶段高位	10
图 23：RJ/CRB 商品价格指数高位震荡、高于去年同期水平	10
图 24：美欧经济景气度（%）	10

图 25: 韩国、越南与中国出口同比 (%)	10
图 26: 集装箱出口指数环比与出口环比 (% , MA (3))	10
图 27: 出口新订单 PMI 与出口环比 (%)	10
图 28: 9 月进口金额环比出现明显回落	11
图 29: 9 月进口金额同比降幅略微收窄	11
图 30: PMI 与进口金额环比	11
图 31: 9 月信贷规模不及预期, 结构仍待优化, 企业贷款同比少增, 不过居民信贷有所修复	12
图 32: 10 月国股票据利率-资金利率仍位于较低水平	12
图 33: 10 月国股票据利率大幅下行, 6M-3M 利差走阔	12
图 34: 季末冲量后, 10 月企业短贷通常回落至负区间	13
图 35: 10 月 PMI 回落	13
图 36: 10 月企业中长贷通常季节性环比回落	14
图 37: 百城土地成交面积仍然弱于季节性	14
图 38: 10 月石油沥青装置开工率回落至季节性水平以下	14
图 39: 10 月螺纹钢表观消费量偏弱	14
图 40: 10 月乘用车零售同比回升, 支撑居民短贷	14
图 41: 10 月服务业 PMI 读数回落接近 50%荣枯线	14
图 42: 30 大中城市商品房成交面积季节性 (日均)	15
图 43: 30 大中城市商品房成交面积季节性 (三线城市, 日均)	15
图 44: 早偿指数过峰	15
图 45: 居民经营性中长贷仍可能高于季节性水平	15
图 46: 10 月表外票据融资通常季节性环比回落	16
图 47: 10 月表内票据融资季节性涨跌互现	16
图 48: 参考 6 个月国股银票转贴利率季节性, 2023 年 10 月票据市场需求强于 2022 年同期	16
图 49: 新增人民币贷款季节性	16
图 50: 社融政府债券季节性	17
图 51: 新增信托贷款季节性	17
图 52: 新增委托贷款季节性	17
图 53: 新增社融季节性	18
图 54: 社融、M2 同比增速	18
表 1: 2023 年 10 月宏观数据预测	4

表 1：2023 年 10 月宏观数据预测

	202210	202211	202306	202307	202308	202309	202310E	202311E	202312E
CPI (%)	2.10	1.60	0.0	-0.3	0.1	0.1	0.1	0	0.4
PPI (%)	-1.30	-1.30	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.8	-3.1	-2.8
工业增加值 (%)	5.00	2.20	4.4	3.7	4.5	4.5	4.3	5.2	6.3
固定资产投资 (%)	5.80	5.30	3.8	3.4	3.2	3.1	3.9	2.9	3.3
消费 (%)	-0.50	-5.90	3.1	2.5	4.6	5.5	5.6	9.6	5.2
进口 (%，美元计价)	-0.70	-10.60	-6.8	-12.4	-7.3	-6.3	-5.8	-2.8	-3.5
出口 (%，美元计价)	-0.30	-8.70	-12.4	-14.5	-8.8	-6.2	-2.5	3.1	4.7
新增贷款 (亿元)	6152	12100	30500	3459	13600	26000	6600	13000	15000
社会融资总量 (亿元)	9079	19900	42241	5282	31237	41227	20000	27000	24000
社融 (%)	10.30	10.00	9.0	8.9	9.0	9.0	9.7	9.9	10.3
M2 (%)	11.80	12.40	11.3	10.7	10.6	10.3	10.2	10.1	9.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：表格中单位为%的均为同比数据。

1. 实体经济数据

1.1. 预计 10 月工业增加值同比 4.3%

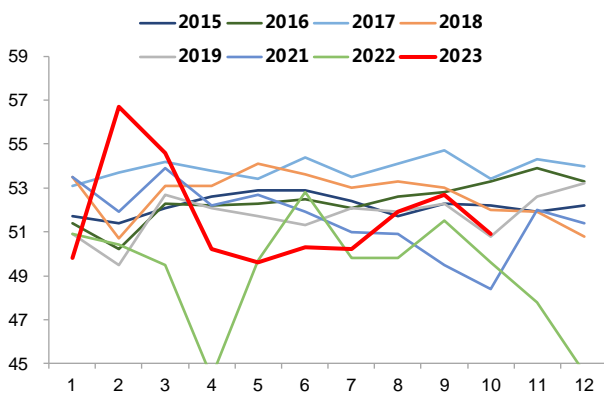
10 月产需均有回落。从 PMI 指数来看，10 月 PMI 重返临界值以下，各项指数均有回落，产需回落幅度更大。具体来看，经历了 9 月生产端超季节性斜率修复后，10 月生产 PMI 环比下行明显。

高频指标指向工增表现欠佳。首先对比绝对水平，除产能<100 万吨的焦化开工、石油沥青装置开工率及 PTA 外，其余各项高频数据的绝对水平均高于去年同期。其次对比各项指标的环比修复斜率，今年 10 月的高频修复斜率虽好于去年，但弱于往年中位数水平。但与此同时，与工增相关性较强的涤纶长丝开工率 10 月份指向边际改善。

各规模企业景气度均有下降，其中大中企业景气下滑更为明显。10 月大型企业 PMI 回落 0.9 个百分点至 50.7%、中型企业 PMI 回落 0.9 个百分点至 48.7%、小型企业 PMI 回落 0.1 个百分点至 47.9%。

综合来看，我们预计 10 月工增同比读数录得 4.3%；季末冲量过后，10-11 月工增动能可能略有回落，结合低基数，同比读数分别录得 5.2%和 6.3%。

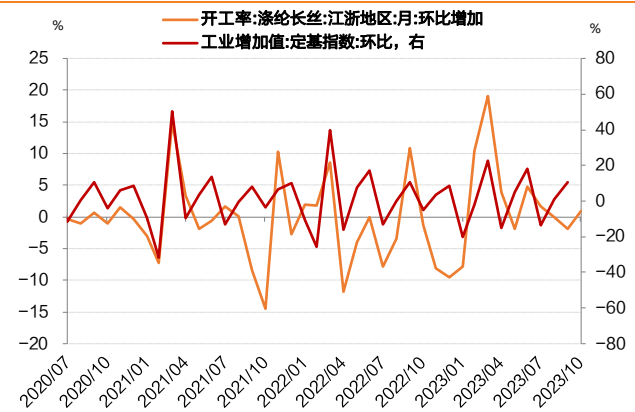
图 1：生产 PMI 季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：横轴为月份。

图 2：涤纶长丝开工率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：10 月各项开工率处于 5 年内中位数水平（%）

	2019/10/31	2020/10/31	2021/10/31	2022/10/31	2023/10/31
开工率:焦化企业(100家):产能<100万吨:月	72.38	63.73	46.15	66.93	66.60
开工率:焦化企业(100家):产能100-200万吨:月	72.83	76.07	61.08	65.46	69.57
开工率:焦化企业(100家):产能>200万吨:月	78.78	88.39	71.15	78.61	82.19
开工率:汽车轮胎:全钢胎:月	60.78	73.46	59.15	48.20	61.16
开工率:汽车轮胎:半钢胎:月	60.72	69.80	55.22	56.29	71.88
开工率:涤纶长丝:江浙地区:月	93.17	86.02	71.33	73.72	85.13
PTA产业链负荷率:PTA工厂:月	88.15	85.56	75.49	78.03	76.78
开工率:石油沥青装置:月	45.28	56.30	42.95	42.13	37.37
唐山:开工率:高炉:月	64.17	69.45	72.74	85.51	92.04
中国:高炉开工率:247家:月	74.71	88.34	76.75	82.40	82.61

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4：10 月各项开工率环比修复斜率

	2019/10/31	2020/10/31	2021/10/31	2022/10/31	2023/10/31
开工率:焦化企业(100家):产能<100万吨:月:环比增加	2.07	1.61	0.53	-3.77	-0.68
开工率:焦化企业(100家):产能100-200万吨:月:环比增加	1.93	0.52	-5.43	-6.16	-1.38
开工率:焦化企业(100家):产能>200万吨:月:环比增加	-0.03	1.02	-1.08	-5.68	-1.07
开工率:汽车轮胎:全钢胎:月:环比增加	-8.88	-0.77	7.27	-7.89	-2.09
开工率:汽车轮胎:半钢胎:月:环比增加	-5.61	-0.60	5.34	-4.90	-0.24
开工率:涤纶长丝:江浙地区:月:环比增加	-0.43	-1.03	-14.49	-1.31	0.90
PTA产业链负荷率:PTA工厂:月:环比增加	-6.37	-2.59	-1.98	7.19	-6.09
开工率:石油沥青装置:月:环比增加	0.00	-1.54	3.85	-1.52	-6.68
唐山:开工率:高炉:月:环比增加	-1.25	-0.57	-0.78	-0.10	-0.51
中国:高炉开工率:247家:月:环比增加	-3.73	-1.75	4.60	0.21	-1.63
工业增加值:定基指数:环比	-4.07	-4.08	-3.70	-4.88	?

资料来源: Wind, 天风证券研究所

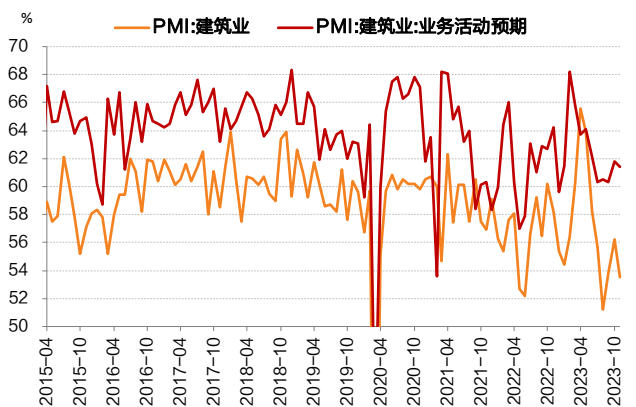
1.2. 预计 10 月固定资产投资累计同比约 3.9%

10 月建筑业景气度持续走弱。10 月建筑业 PMI 回落 2.7 个百分点至 53.5%，业务活动预期指数较上月回落 0.4 个百分点至 61.4%。建筑业 PMI 连续 2 个月在高景气区间扩散后，10 月份环比转负，且明显低于季节性水平。

高频指标指向 10 月基建边际回升。其中石油沥青开工率自月初起持续回升，水泥价格同步边际上行。根据百年建筑网公众号，受部分建筑央企百日赶工计划影响，基建持续受到需求支撑。地产方面，陕西、广西等地保交楼项目复工利好房建项目，但受回款率偏低影响，项目推进或有受限¹。

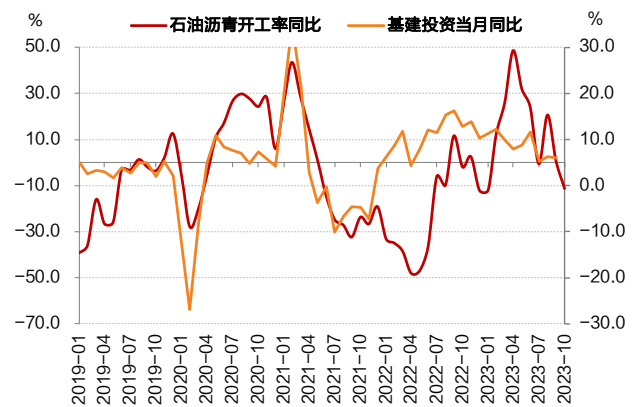
从资金角度，新增专项债对基建投资形成支撑。10 月新增专项债规模 2040 亿元，发行进度达 96.12%，全年额度基本发行完毕。

图 5：PMI 建筑业分项



资料来源: Wind, 天风证券研究所

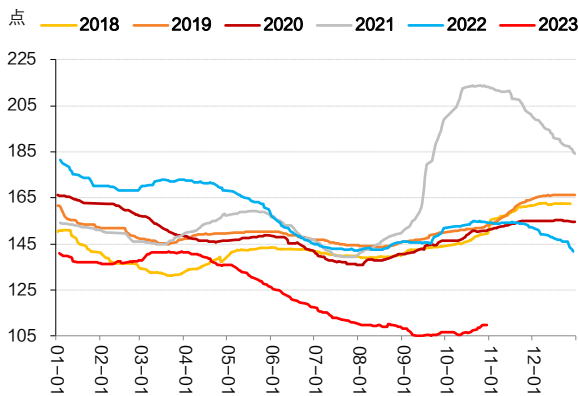
图 6：基建投资与石油沥青装置开工率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

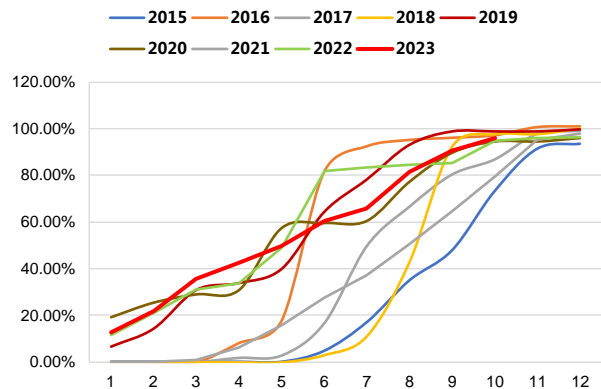
¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/m8h7SlagDc0OmB6Jbzxo-w>

图 7：水泥价格指数季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：专项债发行进度



资料来源：Wind，天风证券研究所 备注：横轴为月份

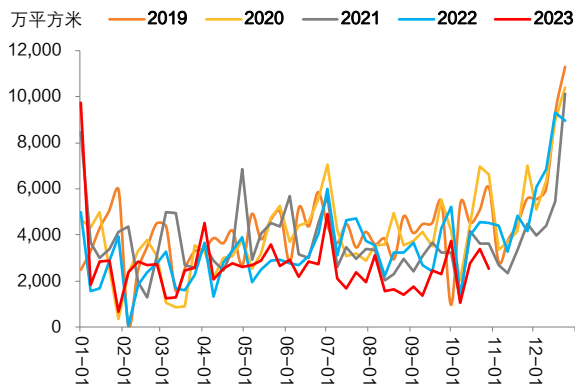
10 月地产销售和投資较 9 月大概率走弱，“金九银十” 成色不足。

土地出让方面，10 月量价仍处于偏低水平，国有土地成交面积低于季节性，成交溢价率延续低位态势。从地产销售来看，政策激发的存量需求基本释放完毕，一、三线城市地产成交面积当周同比回落。

此外，10 月前置性指标螺纹钢/CRB 指数小幅回落，指向地产投资大概率下行。

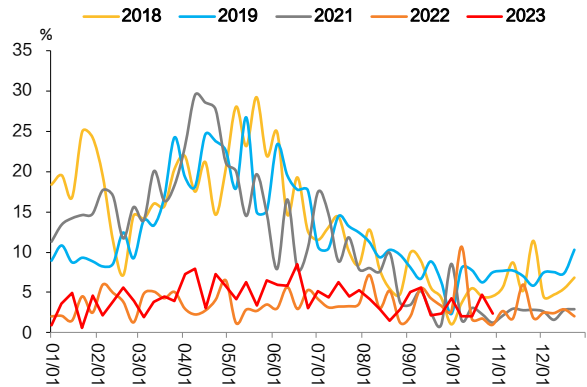
展望未来，地产投资和銷售能否持续修复的关键，还是在于地产领域增量政策能否接续。一是一线和核心二线城市能否继续放开（释放刚需和改善需求），以及是否有货币化支持工具（提振购买力和信心）；二是给予房企融资支持，落实保交楼、缓解资金压力等。我们目前继续维持地产投资阶段性筑底的判断。

图 9：国有土地成交面积



资料来源：Wind，天风证券研究所

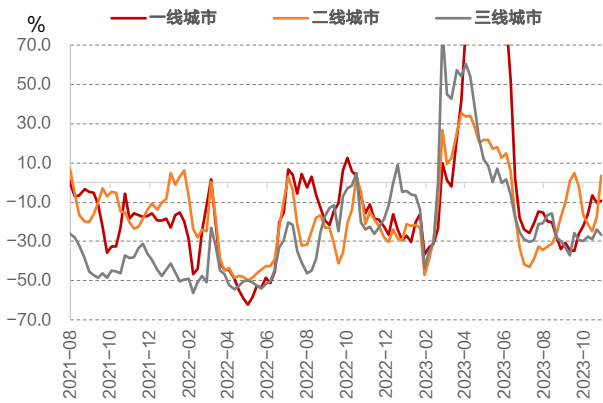
图 10：国有土地成交溢价率



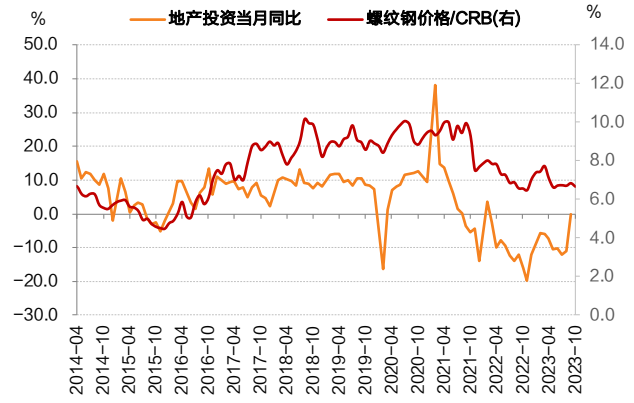
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：30 大中城市商品房成交面积当周同比(MA4)

图 12：螺纹钢/CRB 商品价格指数



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

需求、利润均有下滑，企业经营预期整体分化，绝对水平仍低，预计 10 月制造业投资有所回落。

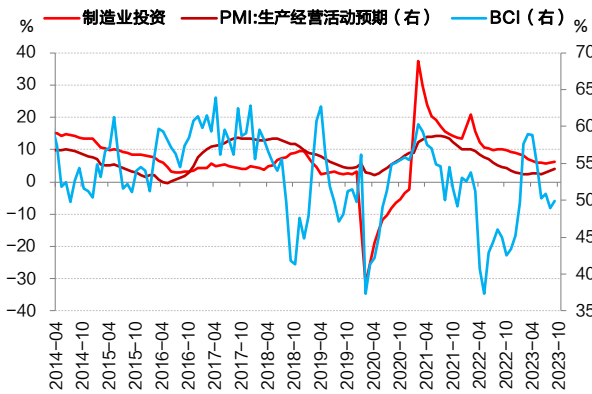
一方面，10 月需求有所回落。10 月新订单指数回落 1.1 个百分点至 46.7%。外需方面，10 月新出口订单指数回落 0.3 个百分点至 49.1%。

9 月企业利润也有下滑。9 月工业企业利润当月同比录得 11.9%，比 8 月份的 17.2% 下降 5.3 个百分点，指向企业经营情况的边际下滑。

企业经营预期整体分化，绝对水平仍然偏低。10 月 BCI 小幅回落 0.1 个百分点至 49.79%，PMI 生产经营预期活动指数小幅回升 0.1 个百分点至 55.6%。

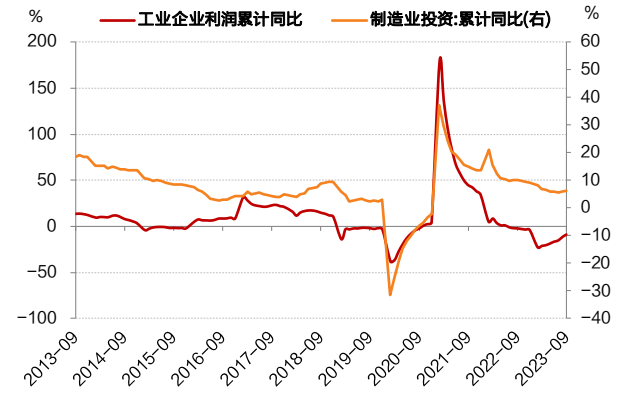
当前经济主要问题仍然是总需求不足，因此与地产投资相似，无论是需求、企业利润、还是经营预期，未来仍需政策保驾护航。综上，我们预计 10 月固定资产投资增速累计同比约为 3.9%；低基数效应下，11-12 月累计同比分别约 2.9%和 3.3%。

图 13: 10 月企业预期绝对水平仍偏低



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 9 月工业企业利润同比下滑



资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.3. 预计 10 月社会消费品零售总额同比 5.6%

假期窗口结束，服务业景气下行，显著低于季节性历史平均水平。具体来看，10 月非制造业商务活动指数下行 1.1 个百分点至 50.6%，服务业 PMI 下行 0.8 个百分点至 50.1%，在两连升后首度转负。

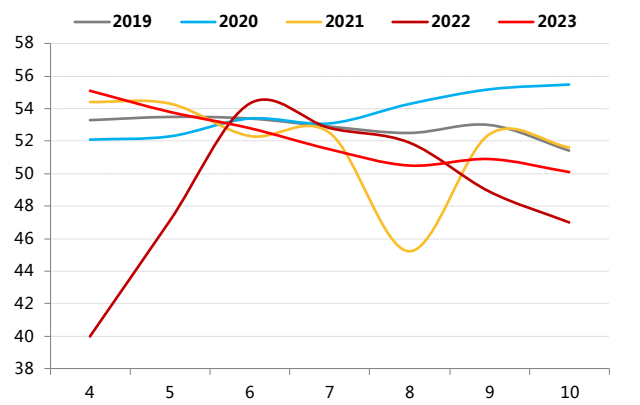
行业角度，国庆假期消费带动下，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数均位于 55.0%以上较高景气区间。从市场预期看，服务业企业信心亦有走弱，服务业业务活动预期指数较上月回落 0.8 个百分点至 57.5%。

同时汽车销售边际走强，绝对趋势上批发及零售销售均有上行，季节性同时处于相对偏强状态，对商品零售表现形成支撑。根据乘联会数据，10 月全国乘用车消费市场表现较强，背后是四季度作为完成全年目标的关键期，促销政策对销售形成支撑，预计后续仍会延续

2。

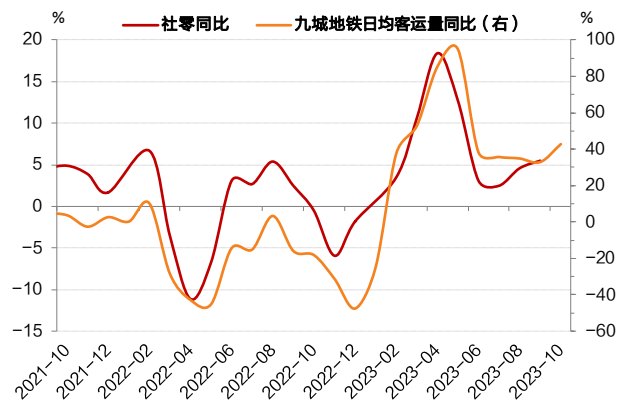
综合来看，我们预计 10 月社零同比约 5.6%。展望未来，四季度消费动能可能退坡，一方面，节日效应的拉动作用将会消退，另一方面，居民就业、收入和信心仍然对消费复苏有一定制约。基于此，我们预计 11-12 月社零同比约 9.6%和 5.2%。

图 15：服务业 PMI



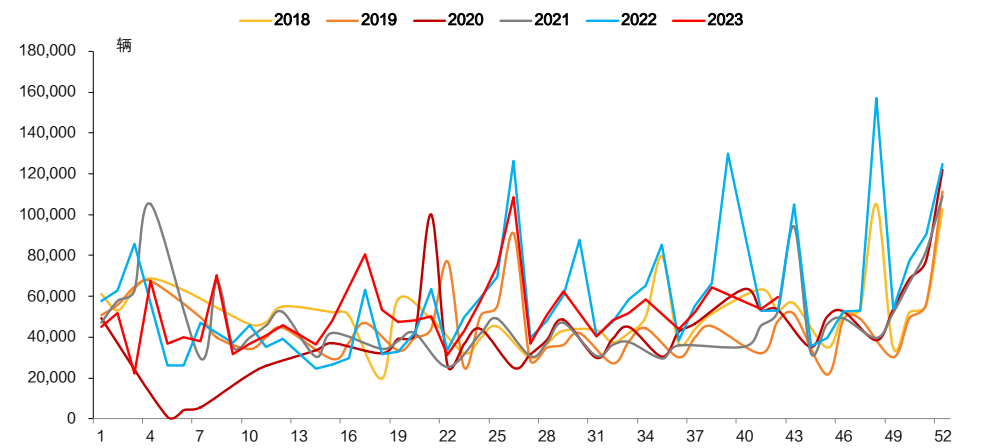
资料来源：Wind，天风证券研究所 备注：横轴为月份

图 16：地铁出行与社零同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：10 月乘用车零售边际回升



资料来源：Wind，天风证券研究所 备注：横轴为周度数

1.4. 预计 10 月 CPI 同比+0.1%，10 月 PPI 同比-2.8%

10 月猪肉价格持续下跌。8 月以来猪价持续下滑，主要是供需错配导致。供给端，河南地区猪瘟持续扩散，散户猪场出栏放量，进一步增加生猪阶段性供给过剩。需求端，病猪供应增加，居民谨慎情绪转浓，叠加猪价持续低迷，市场情绪出现负反馈。

展望未来，猪价短期或仍维持低位。供给端看，2023 年 1 月开始，能繁母猪存栏量均呈缓慢小幅去化。考虑到行业生产效率的持续提升，今年 4 季度前生猪有效产能或仍呈持续增长趋势，目前供应压力仍大。需求端看，目前毛白价差处于低位，屠宰量处于低位，近期需求或难有好转。

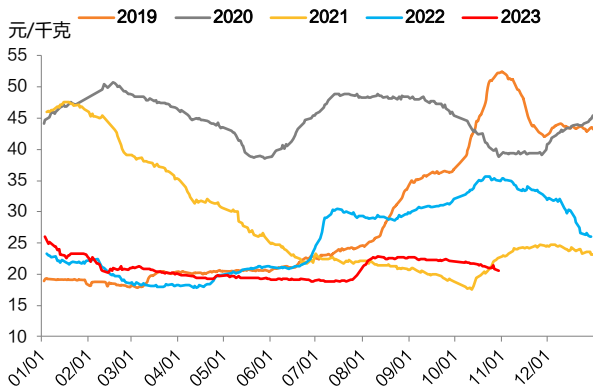
10 月果蔬价格也季节性回落。受益于今年夏季蔬菜供应时间相较于往年延长，以及入秋以来的良好天气，秋季蔬菜供应形势较好。

从目前的供应形势来看，在没有大范围极端天气影响的情况下，果蔬供应仍有保障，但 11

² https://mp.weixin.qq.com/s/fdryLqOtxIE6_1TprNFsWw

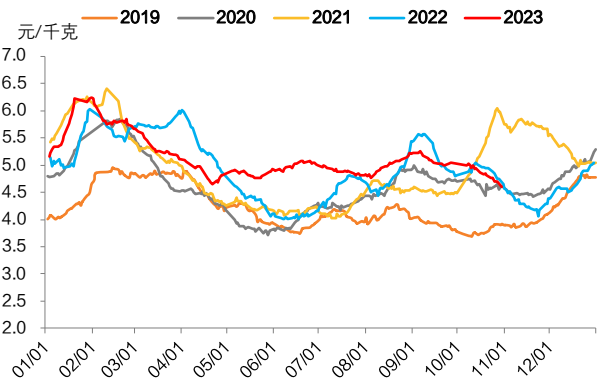
月处于果蔬品种的换季过程，北方天气转凉，供给或有一定制约。基于此，我们预计 11 月果蔬走势整体偏强。

图 18：10 月猪肉价格小幅回落（猪肉平均批发价）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：10 月蔬菜价格回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

对于 PPI 而言，10 月出厂价格指数回落 5.8 个百分点至 47.7%，主要原材料购进价格指数回落 6.8 个百分点至 52.6%。我们预计 10 月 PPI 环比录得-0.2%，同比读数录得-2.8%。

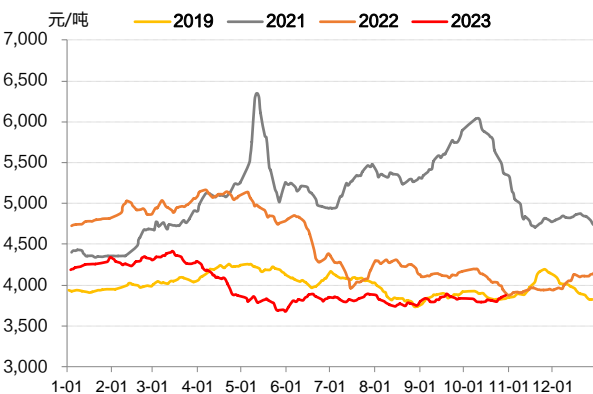
10 月供给扰动边际消退，未来由消费主导。

具体来看，地产政策落地节奏放缓，“金九银十”成色不足，螺纹钢表观消费量 10 月末边际回升，螺纹钢价格较前月持平。原油价格在月初受地缘政治因素冲高回落，10 月中下旬明显走低，带动沥青价格同步走弱。

综合来看，我们预计 10 月 CPI 同比为 0.1%，PPI 同比-2.8%。

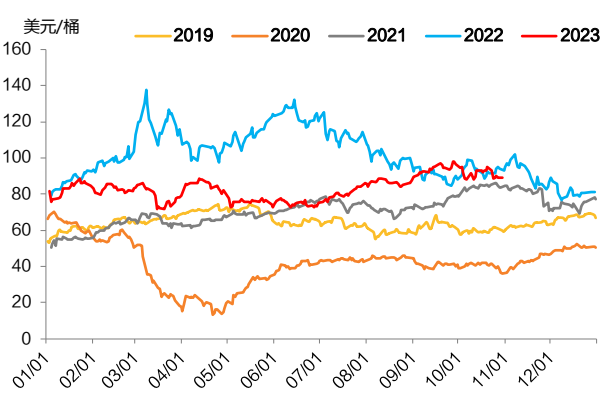
展望未来，考虑猪肉价格仍在筑底阶段，以及出行热度下降，CPI 同比大概率回落，预计 11-12 月 CPI 同比读数约-0.4%和 0.5%。对于工业品价格，增量政策仍是关键，供给端主导的大宗商品行情大概率难以持续；对于外因定价商品，则需要重点观察沙特和俄罗斯减产情况、美国经济数据和加息节奏、巴以冲突等，我们预计 11-12 月 PPI 同比读数约-3.1%和-2.8%。

图 20：10 月螺纹钢价格较 9 月基本持平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：10 月原油价格小幅回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

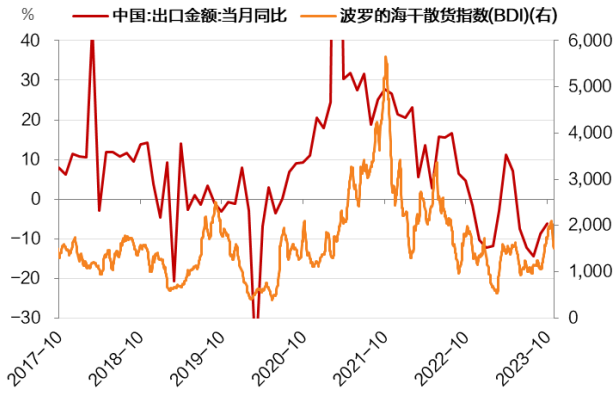
2. 进出口数据

2.1. 预计 10 月出口同比-2.5%

我们判断，10 月出口同比读数继续边际改善，但实际外贸表现可能仍有反复。

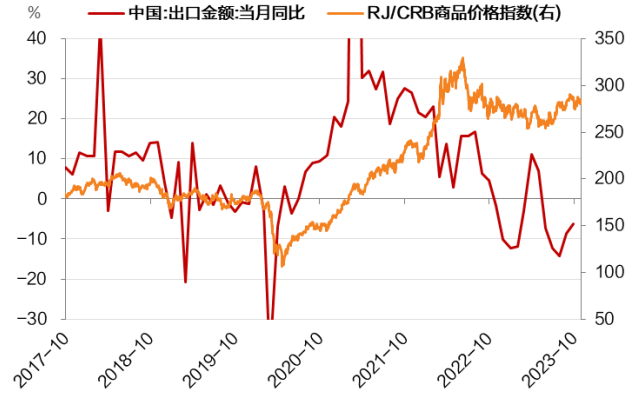
观察全球贸易景气度，波罗的海干散货指数和 RJ/CRB 指数 10 月处于阶段高位，二者均值都高于去年同期。

图 22: BDI 冲高回落、处于阶段高位



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: RJ/CRB 商品价格指数高位震荡、高于去年同期水平

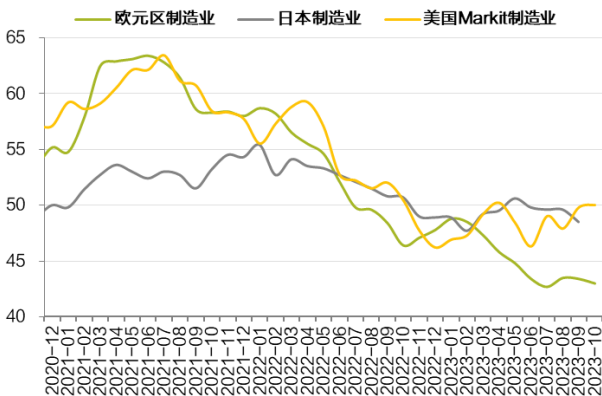


资料来源: Wind, 天风证券研究所

观察国别情况，美国经济仍体现韧性，欧洲需求边际继续转弱。美国 Markit 制造业 PMI 回升 0.2 个百分点至 50.0%，Markit 非制造业 PMI 升高 0.8 个百分点至 50.9%，欧元区制造业 PMI 下降 0.4 个百分点至 43.0%。

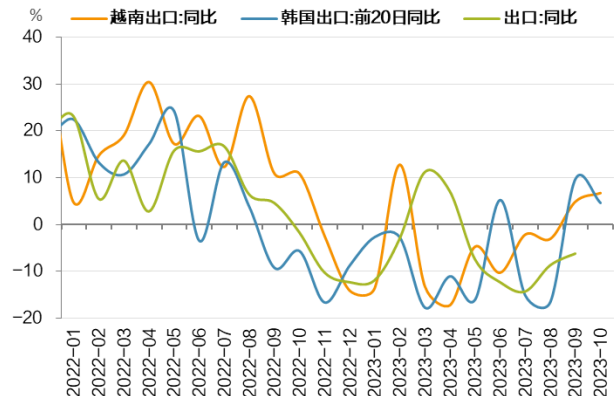
10 月越南出口金额同比小幅增长，韩国出口金额同比读数回落，表现出边际分化，但整体仍维持景气。10 月越南出口同比上升 1.83 个百分点至 6.74%，韩国前 20 日出口同比下降 5.1 个百分点至 4.6%。

图 24: 美欧经济景气度 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 25: 韩国、越南与中国出口同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

而从国内领先及高频指标来看，10 月出口边际有所改善。

观察港口生产数据，10 月 SCFI 环比再度转正，表明 10 月出口需求边际回暖。

国内出口新订单读数回落，10 月国内 PMI 新出口订单下降 1.0 个百分点至 46.8%，仍处于景气区间以下，出口订单持续承压。

图 26: 集装箱出口指数环比与出口环比 (%)，MA (3)

图 27: 出口新订单 PMI 与出口环比 (%)

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/645110214010011203>