

宏观利率

经济虽边际下滑，但债市调整可能延续

——2022年10月经济数据点评兼论利率影响

2022年11月15日

宏观利率/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

主要观点

- **10月经济数据显示疫情多发散发对经济影响较大，基建、汽车等逆周期项高位韧性，反观消费、商品房销售及投资等依然表现不佳。需求端下滑可能进一步拖累生产端。往前看，尽管疫情防控政策已有所优化，房地产政策适度调整，但整体效果较难评估，叠加9月以来社融、失业有所反复，出口回落，市场信心恢复不足，经济恢复可能偏慢。**
- **10月工业增加值当月同比增速符合预期，投资略低于预期，消费大幅弱于预期。**10月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售额增速的wind一致预期分别为5.0%、5.9%、1.7%，而实际增速分别为5.0%、5.8%、-0.5%。
- **10月社零同比负增，边际下滑明显。**10月社零同比-0.5%，累计同比下降0.1个百分点至0.6%，环比看，2021年当月基数非常低，仅为0.21%。因此，10月社零下滑主要还是疫情反复下，居民自发减少了外出购物、就餐活动，非生活必需类商品销售和餐饮等接触型消费受到比较大影响。分项看，餐饮收入当月同比大幅下滑8.1%，累计跌幅扩大至-5%；汽车类消费当月同比增长3.9%（前值14.2%），尽管如此，汽车消费在所有消费品类中表现仍较好，其次是粮油食品类和饮料类，分别增长8.3%和4.1%。如果刨除汽车的销售，10月份社会消费品零售总额下降0.9%。房地产相关消费增速没有明显改观。
- **制造业和基建是当月拉动投资的主力。**10月房地产开发投资增速持续负向扩大，销售跌幅扩大，自筹资金及按揭贷款拖累资金来源，房地产下行态势还在持续。基建和制造业仍是当月拉动投资的主力，累计增速分别为8.7%（前值8.6%）和9.7%（前值10.1%）我们维持基建投资增速顶部震荡和制造业投资增速高位缓降的判断。
- **随着低基数效应的消退，工业增加值同比增速放缓，但短期明显回落概率不大。**10月工业增加值同比增长5.0%，环比增长0.33%，环比增速低于近五年同期，也和今年9月工业增加值恢复加快有关。由于下游自发性需求整体偏弱，基建等逆周期项于9月顶部回落，因此生产端顶部回落符合市场预期。
- **市场启示：经济边际下滑，但防疫+房地产政策优化利于中长期经济预期，债市调整可能延续。**由于长期以来抑制利率向上的两大政策（疫情防控政策+房地产调控政策）有所优化，引发市场关注。在此背景下，一是中长期经济增速恢复难以证伪；二是疫情反复导致的经济悲观预期可能缓和，尤其对生产端影响的恢复可能快于需求端。同时，货币政策短期内依然受汇率制约。未来债市博弈点将更加聚焦资金面和短期经济。
- **风险提示：疫情形势变化；人民币贬值压力加大；居民信心超预期变化；稳增长政策超预期。**





目录

1. 事件回顾.....	3
2. 数据分析.....	3
3. 市场启示.....	6
4. 风险提示.....	6

图表目录

图 1： 工业增加值当月增速（%）	3
图 2： 投资及消费增速（%）	3
表 1： 分行业工业增加值当月增速（%）	4
表 2： 分行业社会消费品零售总额增速（%）	5
表 3： 分行业制造业投资增速（%）	5

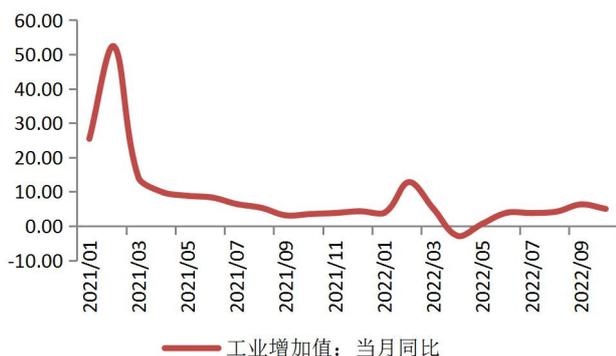
1. 事件回顾

2022年10月，规模以上工业增加值同比5.0%（前值6.3%），环比0.33%（前值0.84%）；1-10月全国固定资产投资同比5.8%（前值5.9%），其中制造业投资同比9.7%（前值10.1%），基础设施投资同比8.7%（前值8.6%），全国房地产开发投资同比-8.8%（前值-8.0%）；社会消费品零售总额当月同比-0.5%（前值2.5%）。

2. 数据分析

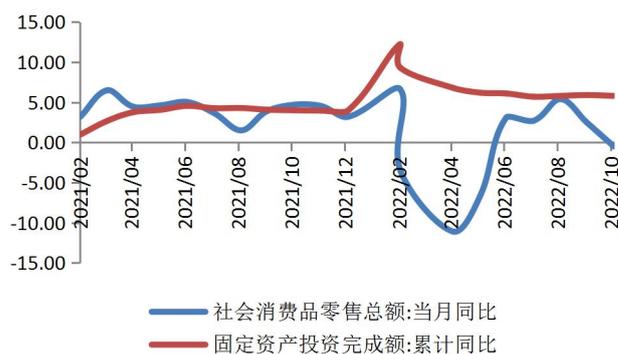
10月工业增加值当月同比增速符合预期，投资略低于预期，消费大幅弱于预期。10月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售额增速的wind一致预期分别为5.0%、5.9%、1.7%，而实际增速分别为5.0%、5.8%、-0.5%。

图1：工业增加值当月增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图2：投资及消费增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

随着低基数效应的消退，工业增加值同比增速放缓，但短期明显回落概率不大。10月工业增加值同比增长5.0%，环比增长0.33%（前值为0.84%，2021年同期为0.41%），环比增速低于近五年同期也和今年9月工业增加值恢复加快有关。由于下游自发性需求整体偏弱，基建等逆周期项于9月顶部回落，因此生产端顶部回落在市场预期之内。分行业看，受益于政策和需求驱动的汽车制造业、电器机械及器材制造业、基建产业链拉动的黑色金属等表现较好。受通讯基础设施建设及医疗防疫物资需求带动，电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业分别增长16.6%、8.4%。装备制造业增加值同比增长9.2%，高于全部规上工业4.2个百分点。高技术产品继续保持较快增长，10月份，航空航天铝材、民用无人机、移动通信基站设备、生物基化学纤维产量分别增长281.5%、52.3%，39.1%、33.8%。受下游消费继续放缓的影响，食品制造业、纺织业、医药制造业生产继续走差。

表 1：分行业工业增加值当月增速（%）

指标名称	2022 年					2021 年				
	10 月	9 月	8 月	7 月	6 月	10 月	9 月	8 月	7 月	6 月
煤炭开采和洗选业	3.00	7.70	5.80	11.00	11.20	7.44	2.84	2.58	-1.86	-0.80
石油和天然气开采业	6.70	4.50	2.30	4.50	3.60	4.86	6.51	5.05	2.30	6.81
黑色金属冶炼及压延加工业	10.20	10.60	-1.30	-4.30	0.60	-1.52	-0.79	1.71	2.55	5.33
有色金属冶炼及压延加工业	6.80	7.80	3.60	2.30	4.90	2.35	2.37	3.87	2.48	2.63
金属制品业	-3.10	1.30	-2.30	-2.30	0.10	10.87	10.13	11.43	10.75	11.41
通用设备制造业	2.00	2.30	0.80	-0.40	1.10	7.12	7.94	9.17	8.96	11.16
专用设备制造业	3.00	4.90	4.50	4.00	6.00	7.89	8.75	8.70	8.02	10.55
汽车制造业	18.70	23.70	30.50	22.50	16.20	2.82	3.43	0.17	5.63	4.26
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.50	7.60	5.80	7.60	6.70	2.88	6.05	0.50	1.57	2.76
电气机械及器材制造业	16.30	15.80	14.80	12.50	12.90	11.92	11.89	13.48	13.75	12.50
计算机、通信和其他电子设备制造业	9.40	10.60	5.50	7.30	11.00	9.85	9.13	11.58	13.17	13.84
农副食品加工业	-2.00	1.50	-2.30	-0.80	-0.30	4.13	2.63	2.26	1.79	3.48
食品制造业	0.30	2.70	2.50	2.80	3.00	6.12	4.74	3.47	3.45	3.99
酒、饮料和精制茶制造业	1.50	5.50	7.60	10.80	7.10	5.36	2.84	1.82	2.35	1.97
纺织业	-4.20	-1.60	-5.10	-4.80	-3.90	1.52	-0.26	0.36	-0.15	0.93
医药制造业	1.60	-7.50	-13.10	-10.30	-8.50	12.92	17.93	19.31	14.72	18.83
橡胶和塑料制品业	-0.80	1.40	-1.20	-1.50	1.00	2.74	2.09	2.56	2.47	3.35
非金属矿物制品业	3.10	0.80	-5.00	-3.80	-3.70	2.41	3.90	4.81	4.59	6.96
化学原料及化学制品制造业	9.80	12.10	3.80	4.70	5.40	4.84	3.75	6.39	5.81	7.10
电力、热力的生产和供应业	4.10	2.20	15.30	10.40	3.20	7.34	6.74	5.60	7.31	8.89

数据来源：Wind，山西证券研究所

10 月社零同比负增，边际下滑明显。10 月社零同比-0.5%，拖累累计同比下降 0.1 个百分点至 0.6%，环比看，2021 年当月基数非常低，仅为 0.21%，因此 10 月社零下滑主要还是在疫情多发散发的影响下，居民自发减少了外出购物、就餐活动，非生活必需类商品销售和餐饮等接触型消费受到比较大影响。分项看，餐饮收入当月同比大幅下滑 8.1%，累计跌幅扩大至-5%；汽车类消费当月同比增长 3.9%（前值 14.2%），尽管如此，汽车消费在所有消费品类中表现仍较好，其次是粮油食品类和饮料类，分别增长 8.3%和 4.1%。如果刨除汽车的销售，10 月份社会消费品零售总额下降 0.9%。房地产相关消费增速没有明显改观，家电类当月同比-14.1%（前值-6.1%），带动累计同比-0.8%（前值 0.7%），家具类当月同比-6.6%（前值-7.3%），累计同比-8.2%（前值-8.4%），建筑及装潢类同比-8.7%，前值（-8.1%），但累计同比下滑至-5.3%（前值-4.9%）。

表 2：分行业社会消费品零售总额增速（%）

指标名称	2022 年					2021 年				
	10 月	9 月	8 月	7 月	6 月	10 月	9 月	8 月	7 月	6 月
粮油、食品类	8.30	8.50	8.10	6.20	9.00	9.79	8.86	7.05	9.49	13.87
饮料类	4.10	4.90	5.80	3.00	1.90	13.59	17.16	13.11	16.86	26.94
烟酒类	-0.70	-8.80	8.00	7.70	5.10	15.78	18.21	8.97	10.43	16.96
服装鞋帽针纺织品类	-7.50	-0.50	5.10	0.80	1.20	4.25	1.55	-1.03	2.41	6.34
化妆品类	-3.70	-3.10	-6.40	0.70	8.10	13.41	9.07	9.50	6.13	18.38
金银珠宝类	-2.70	1.90	7.20	22.10	8.10	15.70	17.92	11.92	11.44	8.72
日用品类	-2.20	5.60	3.60	0.70	4.30	7.80	5.63	5.59	10.45	16.63
家用电器和音像器材类	-14.10	-6.10	3.40	7.10	3.20	6.23	3.03	-0.46	2.91	9.79
中西药品类	8.90	9.30	9.10	7.80	11.90	8.50	9.51	8.52	7.18	9.51
文化办公用品类	-2.10	8.70	6.20	11.50	8.90	12.27	18.78	15.86	7.69	18.05
家具类	-6.60	-7.30	-8.10	-6.30	-6.60	1.87	1.39	1.11	3.34	5.91
通讯器材类	-8.90	5.80	-4.60	4.90	6.60	22.86	8.58	3.23	5.71	18.84
石油及制品类	0.90	10.20	17.10	14.20	14.70	7.54	1.73	-1.65	2.82	3.03
建筑及装潢材料类	-8.70	-8.10	-9.10	-7.80	-4.90	8.35	6.93	5.10	4.41	10.86
汽车类	3.90	14.20	15.90	9.70	13.90	-0.44	-0.96	1.76	5.14	-2.03

数据来源：Wind，山西证券研究所

10 月房地产开发投资增速持续负向扩大，销售跌幅扩大，自筹资金及按揭贷款拖累资金来源，房地产下行态势还在持续。10 月房地产开发投资完成额累计增速-8.8%（前值-8.0%），测算当月增速跌幅扩大至 15.43%。10 月商品房新开工面积大幅下跌 37.8%（前值-38.0%），“保交楼”政策推动下竣工面积增速跌幅趋缓至-18.7%（前值-19.9%），因此，在新开工无法跑赢竣工增速的情况下，施工面积跌幅扩大至-5.7%。10 月商品房销售面积累计增速为-22.3%（前值-22.2%）。从资金来源看，10 月房地产开发资金来源累计跌幅从 9 月的-24.5%扩大至-24.7%，国内贷款在政策纠偏下跌幅趋缓至-26.6%（前值-27.2%），但随着销售仍大幅下跌，个人按揭贷款累计同比跌幅扩大至-24.5%（前值-23.7%），自筹资金降幅扩大至-14.8%（前值-14.1%）。房企面临的融资环境未明显改观。10 月土地购置面积累计同比-53.0%，持平于前值。

制造业和基建是当月拉动投资的主力。10 月基建及制造业累计增速分别为 8.7%（前值 8.6%）和 9.7%（前值 10.1%），基建边际仍然保持强劲增长，制造业受出口拖累回落较快。我们维持基建增速顶部震荡和

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48799

