

研报精选

2023年11月19日 第146期

宏观专栏

制造业投资有支撑，但消费复苏待观察——2023年10月经济数据点评

报告认为，10月经济数据呈现一定结构性分化。生产端看，服务业好于工业，出口交货值降幅收窄。需求端看，消费继续提供支撑，但消费复苏动能持续性待观察。投资增速回落，不过受益于出口边际改善以及1万亿元新增国债带动基建的溢出效应，制造业投资可能有支撑。

美国通胀放缓或延续反弹窗口期

美国10月CPI同比+3.2%，核心CPI同比+4.0%，低于市场预期。报告认为，汽油、房租、二手车、酒店等价格增速疲软使得整体通胀得以回落。短期看，投资者风险偏好改善，前期调整较多的资产有望反弹。

专题聚焦

短期出口改善的动力

报告认为，结构性来看，“去中心化”对出口不利，但这一过程是渐进的，未必立即完全显现，短期内贸易再配置效应缓解了“去中心化”对出口的影响；周期性来看，美国补库存将对我国出口带来支撑。

非经验识别突破性知识创新——人类知识网络的构建与应用

报告根据文献引用关系，实现了非经验识别突破性创新，揭示了突破性知识创新前沿的时代变迁和地理中心转移的过程，从中既能看到中国知识创新能力的提升，也会发现与先进国家存在的差距。

宏观专栏

制造业投资有支撑，但消费复苏待观察——2023年10月经济数据点评

10月经济数据呈现一定结构性分化。生产端服务业好于工业，而出口交货值降幅收窄，或也间接印证10月出口数据受到了一定临时因素的扰动。需求端消费继续支撑，但消费复苏动能持续性待观察，投资增速回落，不过制造业投资可能有支撑，受益于出口边际改善以及1万亿元新增国债带动基建的溢出效应。

10月生产端呈现服务业好于工业的特征，出口交货值降幅收窄。10月工业增加值和服务业生产指数分别同比+4.6%、+7.7%，分别较9月改善0.1ppt、0.8ppt，而两者的四年复合增速分别较9月下降0.2ppt、持平，或对应了消费的支撑作用。服务业中，国家统计局¹表示：“住宿和餐饮业，交通运输、仓储和邮政业，信息传输、软件和信息技术服务业，批发和零售业，金融业生产指数同比分别增长21.3%、13.2%、10.9%、10.0%、7.8%。”规模以上工业中，采矿业(+1.4ppt)、制造业(+0.1ppt)较9月改善，而公用事业(-2.0ppt)有所下滑。制造业中，其他交运设备(+7.0ppt)、有色金属(+4.1ppt)、汽车(+1.8ppt)较9月边际改善幅度较大。从拉动因素来看，10月出口交货值同比-0.5%（9月为-3.6%），与10月出口同比-3.2%（9月为-0.6%），或也间接印证10月出口数据受到了一定临时因素的扰动。

国庆假期+“双十一”促销前置，带动消费阶段性改善。10月社会消费品零售总额同比增长7.6%，增速比上月加快2.1个百分点。增速改善受到低基数的支撑（去年10月社零总额增速-0.5%），如果按4年复合增速来考察，10月社零总额复合增速为4.0%，较9月温和改善0.1个百分点。其中，10月上旬的国庆假期，主要带动了住宿、餐饮、出行等服务消费增长，比如10月餐饮收入同比增长17.1%。10月下旬的“双十一”网络购物节预售，则带动了商品零售增长

¹ http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202311/t20231115_1944527.html

加快。从商品消费结构来看，必需品消费大多增速平稳，改善主要集中在升级消费的可选品类，比如体育娱乐用品、通讯器材、金银珠宝等实现了同比两位数增长，文化办公用品、家电等商品零售额增速较上月提高超过10个百分点。此外，汽车消费自年初以来便保持了较快增长，随着去年车购税减半政策²带来的高基数消退，同比增速亦上升到11.4%。考虑到10月消费中有假期、购物节等阶段性因素影响，而下半年以来居民可支配收入增速出现了边际放缓，消费恢复的动能可能仍待加强。

PPI同比再度下行，分项皆则有所拖累，投资增速回落。10月PPI同比降幅再度扩大，1-10月固定资产投资同比+2.9%（1-9月为+3.1%），对应10月单月同比+1.2%（9月为2.4%）。三大分项累计同比增速来看，制造业持平上月，而房地产、基建增速皆有所下滑。

制造业投资方面，增速连续第三个月高于基建，是整体投资中的主要支撑项。1-10月制造业投资累计同比+6.2%，持平1-9月。分行业来看，专用设备制造业（+2.5ppt）、金属制品业（+1.5ppt）、食品制造业（+1.4ppt）的1-10月累计同比增速较1-9月改善幅度较大；而汽车制造业（-1.7ppt）、电气机械制造业（-1.5ppt）则在较高增速水平上边际回落。展望未来，我们认为，随着出口以及内需的逐步改善，叠加政策支持，制造业投资或将继续呈现改善态势。

房地产方面，认房不认贷等降首付措施频出，楼市销量9月改善，呈现二手好于一手、以价换量的特征，但10月新房销量再放缓，同比降幅较9月的-10.1%进一步扩大至-10.9%，同时销售均价同比转正，高线好区域更受青睐。拿地依然谨慎，300城土地成交建面和价款同比降幅进一步扩大至-76%和-69%（9月降幅为-47%和-50%），土地成交溢价率仍低。资金来源在前期销售改善下同比降幅从-18.0%收窄至-16.9%，但房企贷款降幅走扩、利用外资同比转负、债市融资不佳亦拖累自筹资金。前期拿地不佳拖累新开工和施工同比从-14.6%和-7.1%进一步下滑至-21.1%和-24.9%，开发投资同比亦从-11.2%进一步放缓至-

² <https://www.chinatax.gov.cn/chinatax/n371/c5175746/content.html>

11.3%。

基建方面，1-10月广义基建投资同比增长8.3%（1-9月为8.6%），其中10月同比5.6%（8月为6.8%）。从分项看，10月公用事业、交通运输、水利环境和公共设施管理增速分别为25.0%、7.8%和-6.7%，其中公用事业投资提速，传统基建投资则均放缓。传统基建增速放缓，除了去年同期高基数，部分或反映专项债支出并未有明显加快，有待10月财政支出数据印证。但目前多地在加快政府投资项目储备与审核，后续基建持续发力仍可期。



以上观点来自：2023年11月15日中金公司研究部已发布的《制造业投资有支撑，但消费复苏待观察——2023年10月经济数据点评》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

宏观专栏

美国通胀放缓或延续反弹窗口期

美国10月CPI同比3.2%，核心CPI同比4.0%，低于市场和我们的预期。尽管医疗保险价格因统计口径原因反弹，但汽油、房租、二手车、酒店等价格增速疲软使得整体通胀仍得以回落。短期来看，通胀放缓意味着美联储进一步加息的必要性下降，美国经济软着陆的希望上升，投资者风险偏好改善，前期调整较多的资产有望反弹（请参考报告[《海外宏观变化带来交易窗口期》](#)）。但我们也提示，不宜对美国货币宽松有过度期待，我们的基准情形是美联储在明年上半年保持现有的利率水平，下半年转向降息，首次降息或在明年9月。

► 美国10月通胀放缓的原因来自几个方面：一是汽油价格下跌。尽管10月初发生的巴以冲突引发市场担忧，但到目前为止并没有明显导致原油价格持续上涨，相反，布伦特原油价格从9月底96美元/桶的高位降至11月初的83美元/桶，美国本土汽油零售价格也自9月下旬以来持续下跌，目前已跌至3.5美元/加仑以下。油价压力渐小，对于经济而言是一件好事，因为来自能源供给不足的“滞胀”风险将降低。

► 二是房租通胀放缓。10月业主等价租金增速由9月超预期反弹的0.6%回落至0.4%，但主要居所租金增速仍维持在0.5%。整体而言，权重更高的“长租类”租金在今年展现出了比预想更强的粘性，我们预计房租通胀将继续下降，但速度或没有此前市场乐观预期显示的那么快。

► 三是部分核心商品与服务价格下跌带来拖累。随着供需进一步平衡，10月核心商品价格环比下跌0.1%，其中，二手车价格进一步下跌0.8%，不过跌幅较上月2.5%有所收窄；新车价格环比转负，家具、玩具、电脑、智能手机等价格增速也较为温和。美联储最为关注的非房租核心服务上月也有所降温，其中，波动较大的酒店、机票价格环比下跌，但医疗保险价格季调后环比增速在统计口径调整下由此前-3.5%转为上涨1.1%，这意味着医疗服务价格对通胀的拖累告一段落。

► 往前看，由于基数原因，11月与12月的通胀仍可能出现“翘尾”现象。由于去年最后两个月基数偏低，假设11月和12月通胀环比增速与10月一样，那

么整体CPI同比增速或分别反弹至3.3%和3.7%，核心CPI同比增速或分别反弹至4.1%和4.2%。另外11月和12月季调因子往往会向上推高通胀增速，这或也意味着季调后的通胀环比增速可能也会出现反弹。

► 但整体而言，10月通胀回落仍是一个积极信号，它意味着美联储进一步加息必要性下降，美国经济软着陆的希望上升。美联储主席鲍威尔在11月FOMC会议后曾表示，当前美联储面临的风险是双向的，言下之意是既要继续抗通胀，也要关注高利率带来的风险。明年美联储的目标是引导经济软着陆，如果通胀能够进一步放缓，那么美联储就可以保持更多耐心，不急于重启加息（详情请参见《[美联储暂停加息有利风险偏好改善](#)》）。美联储的谨慎也意味着货币政策“做得太过”的风险下降，美国经济通往软着陆的曙光将更明亮一些。

► 对于市场来说，通胀放缓支撑风险偏好改善，前期调整较多的资产或仍处于反弹窗口期之中。我们在此前的报告《[海外宏观变化带来交易窗口期](#)》中指出，美国10月非农数据不及预期，制造业PMI偏弱，美联储表态不急于加息，美国财政部发债计划偏“鸽”，这些因素叠加使投资者风险偏好改善，美股反弹，美债利率下跌，美元回落。今天公布的美国通胀数据进一步强化了上述交易逻辑。

► 但我们也提示，投资者不宜对美联储宽松预期过度押注。我们在年度展望报告《[海外宏观2024年展望：迎接高利率挑战](#)》中指出，受益于基数效应，2024年美国通胀有望继续下行，但近几年人口老龄化、政府干预经济、地缘冲突频发、逆全球化等不利供给的因素增多，这意味着通胀持续时间会更久，美国通胀中枢或系统性抬升。对货币政策的含义是，美联储在增长与通胀之间将更难以取舍，明年为了引导经济软着陆，可能需要提高通胀容忍度。基准情形下，美联储在明年上半年保持现有的利率水平，下半年才会转向降息，首次降息或在9月。中期来看，美联储或上调通胀目标。

以上观点来自：2023年11月15日中金公司研究部已发布的《美国通胀放缓或延续反弹窗口期》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

短期出口改善的动力

2023年1-10月以美元计价出口同比-5.6%，但是2023年10月的三个月移动平均同比为-7.2%，仍然较9月的-9.8%改善。我们认为，这种改善的趋势在未来几个月仍将持续。结构性来看，“去中心化”对出口不利，但这个是个逐步过程，未必立即完全显现，短期内贸易再配置效应缓解了“去中心化”对出口的影响；周期性来看，美国补库存将对我国出口带来支撑。

近几年来，美国从中国大陆进口的份额下降较多，但间接来看，美国从中国进口数据可能没有像直接数据显示的那样快速下行。2023年上半年对比2017年，美国从中国大陆地区进口份额下降了8.2个百分点，其中主要是加征关税的商品份额下降。分主要地区来看，虽然美国从中国进口份额下降，但是东盟、欧盟从中国进口的份额自疫情后开始结构性上升。全球价值链分解显示中国、东盟、美国的贸易三角关系近年来有所强化。

中国企业本身也参与到了这种贸易再配置的过程中。中国大陆在越南的FDI更多集中于电子元器件行业，而中国大陆在墨西哥的FDI更多集中于汽车相关行业。从2013年到2022年，A股上市公司海外业务收入占比和规模以上工业企业出口交货值占比之间的差异逐渐扩大，或显示了中国企业海外子公司营收占比持续上升。分行业来看，从2013年到2022年海外子公司营收占比上升最显著的除了采矿业以外，还包括计算机、通信和其他电子设备制造业，汽车制造业，金属制品业等。

我们预计，未来几个月中美国经济仍能保持一定韧性，美国库存周期可能已经接近底部，补库存将有利于中国出口。美国本轮库存周期从2020年7月开始，迄今已经超过3年。过去1年多来，美国库存快速去化，当前美国库存增速已降至历史较低区间。美国销售额一般领先库存增速4个月，7月销售额增速企稳反弹，或意味着美国库存增速可能在4季度见底。

中国居家商品、电子产品等可能受益于美国补库。美国商品库存中，计算机、汽车、各类居家商品、一些日常消费品等库存相对较低。这些美国低库存领域中，中国相关行业的库存增速也大多处于历史较低位置。从出口结构来看，美国低库存领域对应的中国出口HS2位码品类包括家电/电子/电气机械设备（24.5%）、玩具（6.3%）、家具/家具用品/预制建筑（5.9%）、塑料制品（4.7%）等。



以上观点来自：2023年11月12日中金公司研究部已发布的《短期出口改善的动力》
郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442
段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004
张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570
张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

非经验识别突破性知识创新——人类知识网络的构建与应用

突破性知识创新是具有影响力与原创性的知识创新，是支持经济增长、提升人民生活水平的重要基础，总结和推广突破性知识背后的创新规律具有重要意义。不过当前针对突破性知识创新的研究多集中在案例研究或者理论层面的探讨，缺乏从统计学角度进行的研究，背后的重要原因是传统上对突破性知识创新的全样本识别存在识别专业门槛高、社会成本大、覆盖不全、主观性强等问题。这也导致了传统研究的成果在适用性上存在局限。

从第一性原理出发，如果可以直接测度知识创新的原创性与影响力，那就存在绕开专业壁垒限制的可能，以实现全样本筛选突破性知识创新，并为推进统计学归因的研究打下基础。近代人类文献引用体系的建立以及计算机运算能力的不断提升为这一方法提供了可行性。

通过梳理过去200多年来近2.5亿篇文献间的引用关系，我们构建了近代人类知识网络，以映射现实世界中知识的流动、积累和创造。通过对应的网络形态测度突破性创新的高原创性和强影响力特征。基于原创性和影响力算法，我们加总得到突破性公式，并利用诺贝尔奖获得者的关键文献进行校准，较为有效地实现了对不同程度的突破性知识创新的识别和筛选。

识别出的全样本突破性知识创新为推动进一步统计学归因提供了研究基础，同时本身也包含着丰富的信息。根据突破性创新识别结果，本文通过重力算法展示了近代人类知识网络的形态以及高突破性知识创新的网络结构，并揭示了突破性知识创新前沿的时代变迁和地理中心转移的过程，最后通过全球研究机构和学科文献的突破性程度，我们可以看到不同国家以及个人在不同学科中的突破性贡献大小。过去30年，中国的知识创新能力得到显著提升，但与先进国家仍存在较大差距，还需继续努力。

以上观点来自：2023年11月14日中金研究院已发布的《非经验识别突破性知识创新|人类知识网络的构建与应用》

周子彭 分析员 SAC 执证编号：S0080520070004 SFC CE Ref: BRW302

黎芝源 联系人 SAC 执证编号：S0080122030015

陆趣 分析员 SAC 执证编号：S0080523070003

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.11.13 海外宏观周报：美国数据前瞻：总体通胀回落，核心通胀顽固
- 2023.11.13 中国图说中国宏观周报：从棚改以窥城市更新资金来源
- 2023.11.13 中国宏观热点速评：财政托底社融，未来仍需发力 | 10月金融数据点评
- 2023.11.15 海外宏观简评：美国通胀放缓或延续反弹窗口期
- 2023.11.15 中国宏观热点速评：制造业投资有支撑，但消费复苏待观察——2023年10月经济数据点评
- 2023.11.16 联合解读：10月月度数据与资产配置

策略及大宗商品

- 2023.11.13 海外策略：全球市场2024年展望：避不开的周期
- 2023.11.13 大宗商品：农产品：农产品2024年展望：已过万重山
- 2023.11.13 海外中资股策略：港股市场2024年展望：不疾而速
- 2023.11.13 海外市场观察：中金公司全球研究：美元与利率回落周期的变局 | 2024年全球投资展望
- 2023.11.15 大宗商品：10月数据点评：宏观面与基本面共振
- 2023.11.15 大宗商品：专题研究：投资系列（一）：周期轮动下商品和股票的投资选择
- 2023.11.15 大宗商品：专题研究：投资系列（二）：“非典型”放缓周期的大宗商品投资
- 2023.11.15 中国策略简评：MSCI中国半年度调整：新增19只、剔除19只

固定收益

- 2023.11.13 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.11.13 中资美元债周报：地产美元债板块反弹
- 2023.11.13 简评：M1-M2剪刀差持续压缩，指向债券利率继续下行——10月份金融数据点评
- 2023.11.14 简评：短端城投下沉继续、区域边际转向偏弱地区——3Q2023理财前十大持仓分析
- 2023.11.14 中国房地产债券月报：10月房地产债券月报：销售走低和个券风险双重挑战
- 2023.11.14 简评：泰坦转债上市定价分析
- 2023.11.15 简评：消费回升，地产偏弱，仍需政策加码——10月经济数据分析
- 2023.11.15 固收+：巧用行业轮动避开债市回撤
- 2023.11.15 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报

- 2023.11.16 招投标备忘录：国开债21年第18期、23年第6、14、15、16期增发——利率债招标分析
- 2023.11.16 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.11.16 招投标备忘录：贴现国债23年第73、74期新发——利率债招标分析
- 2023.11.17 中国可转债策略周报：择时体系2：强化学习的逐步实现
- 2023.11.17 简评：2023年以来城投整合观察-关注新发主体收益
- 2023.11.17 简评：转债分析为何不重视“供需”
- 2023.11.17 专题研究：盈利平稳但现金流趋弱——债券发行人2023年三季度报点评
- 2023.11.18 信用债收益率跟踪周报：10月托管数据：商业银行增持信用债，广义基金减持规模收缩
- 2023.11.18 中国利率策略周报：关注资金面在多因素推动下转松带来的债牛行情

行业

- 2023.11.13 金融：中国数字支付（1）：如何看待支付产业流水大盘
- 2023.11.13 家电及相关：双十家电整体平稳，清洁电器以价换量有效果
- 2023.11.13 REITs：公募REITs周报（11.6-11.10）：增持助力市场稳定，持续关注配置机会
- 2023.11.13 公用事业：风光公用环保11月月报：拐点渐行渐近
- 2023.11.13 传媒互联网：双11回顾：后半程加速，直播电商表现优异
- 2023.11.13 传媒互联网：线上平台月报：时长同比增速逐步趋缓
- 2023.11.13 银行：预期内外：来自银行三季报的启示
- 2023.11.13 电力电气设备：首届世界储能大会召开，推动储能产业高质量发展
- 2023.11.13 传媒互联网：数据月报：10月行业表现平淡，关注后续产品定档与内容新形态
- 2023.11.13 机械：中金通用自动化周报：消费电子钛合金趋势起，关注刀具耗材弹性
- 2023.11.13 科技硬件：3Q23电子板块业绩回顾：消费电子链温和复苏，半导体链需求触底回升
- 2023.11.13 电力电气设备：电新周报：煤电容量电价政策发布，欧美推进大储项目节奏
- 2023.11.13 银行：10月社融信贷速评
- 2023.11.13 可选消费：美妆双11复盘：分化延续，国货龙头领跑
- 2023.11.14 银行：来自10月社融数据的启示
- 2023.11.14 银行：又见营收负增长，探讨银行业高质量发展
- 2023.11.14 不动产与空间服务：周评#365：新房销售仍弱，土拍边际趋冷
- 2023.11.14 纺织服装珠宝：双十一波司登表现亮眼，国货崛起方向明确
- 2023.11.15 电力电气设备：首批公共车辆电动化试点城市出台，加速新能源车及充电设备需求释放

- 2023.11.15 旅游酒店及餐饮：全球观察-新罗免税：三季度营业利润率转负，主动调整产品结构以迎合客源变化
- 2023.11.15 房地产：10月地产基本面表现仍偏弱，待政策再发力
- 2023.11.16 科技：全球观察-鸿海：AI服务器需求旺盛，EV产品有序落地
- 2023.11.16 可选消费：10月社零同比+7.6%，消费需求延续回升势头
- 2023.11.16 建筑与工程：10月基建投资增速放缓，制造业具备支撑
- 2023.11.16 基础材料：10月：水泥缓慢修复，玻璃旺季成色亮眼
- 2023.11.16 主题研究：“阳光之乡”声明，中美气候合作迎积极变化
- 2023.11.16 可选消费：数说消费11月刊：复合增速环比微增
- 2023.11.16 主题研究：光伏北向资金监测（5）：北向加仓个股过半
- 2023.11.16 医疗健康：创新药前沿系列（19）——多个生物标志物药物在研，胃癌有望迎来精准靶向治疗时代
- 2023.11.16 煤炭：旺季需求抬升，供给扰动仍存
- 2023.11.16 传媒互联网：10月电商数据：线上实物同比增速保持稳定
- 2023.11.17 金融：全球支付观察：海外支付3Q23业绩稳中有进，新兴平台或将进入利润释放期
- 2023.11.17 证券及其他：期货公司投资手册：迈向发展新阶段
- 2023.11.18 机械：铁路客流改善持续，关注消费电子钛合金趋势

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、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文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn