

10月经济数据点评

复苏缓慢但持续

10月经济数据中，工业增加值和社零同比增速好于市场预期，固投增速略低于市场预期；制造业整体表现依旧较好；消费受中秋国庆假期和低基数的影响，增速走高，预计低基数的影响将持续整个四季度；房地产固投增速低于市场预期，但房地产销售额当月增速边际有向好迹象。

- 10月工业增加值同比增长4.6%，从行业分类来看，1-10月采矿业工业增加值累计同比增速1.8%，制造业累计同比增速4.5%，公用事业累计同比增速3.3%，高技术产业累计同比增速1.9%。10月工业增加值同比增速表现好于制造业PMI指数中的生产指数表现，指向三个方面：生产端持续复苏、周期品生产持续上行、以及年底补库存趋势持续。
- 10月社零同比增长7.6%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长7.2%。房地产后周期消费增速分化，虽然10月建筑装潢和家具消费依然疲弱，但家电消费出现好转情况。从基数来看，由于去年四季度受疫情影响较大，因此不排除今年四季度社零同比增速整体偏高。
- 1-10月固定资产投资增速为2.9%，民间固定资产投资增速下降0.5%，分类别看，制造业投资1-10月累计同比增长6.2%，基建投资累计同比增长5.9%，地产投资累计同比下降9.3%。
- 1-10月住宅投资增速下降8.8%，房地产新开工面积累计同比下降23.2%，施工面积同比下降7.3%，竣工面积同比增长19.0%。10月新开工面积累计同比增速较9月小幅好转，但施工面积累计同比增速较9月有所下降，可能是拖累房地产固投增速的一个原因。1-10月商品房销售面积同比下降7.8%，商品房销售额累计同比下降4.9%。从计算10月当月房地产固定资产投资资金来源看，增速自8月触底之后连续两个月上行，其中10月定金和按揭当月同比增速较9月上行较为明显，这与商品房销售额当月增速较9月回升的趋势较为一致。
- 10月数据延续回升趋势。整体来看，10月工业增加值当月同比增速和社零同比增速均超出市场预期，固投累计同比增速低于市场预期；分细项看，生产端上游行业受PPI同比增速上行趋势带动，表现较好，制造业整体表现依然稳健，工业增加值和固投增速都相对平稳，消费受中秋国庆双节和去年低基数影响，商品消费、服务消费，以及包括汽车和家电在内的大宗消费品同比增速都有较好表现，基建投资在基数影响下增速走低，但在一万亿特别国债政策落地的支撑下，预计基建投资有望保持平稳。10月经济数据中没有见到显著好转的仍是房地产相关数据，一是房地产固定资产投资累计同比增速较9月继续小幅下降，且低于预期，二是商品房销售额和销售面积累计同比增速继续下行，三是以建筑装潢为代表的房地产后周期消费尚未出现好转迹象。
- 稳增长是当前宏观政策的首要任务，年底前或有更多政策出台。10月数据显示了经济仍在复苏趋势之下，但复苏斜率依然偏低的客观情况。稳定经济复苏趋势，不仅要释放消费和制造业转型升级对经济的带动作用，同时也要稳定基建投资对经济的托底作用，减少房地产产业链对经济的拖累，以及防范化解金融风险。此前的一万亿特别国债和特殊再融资地方债落地，对稳定四季度和2024年基建投资有较好的带动，11月到期的MLF超额续作同样是货币政策宽松的重要内容，除此之外，我们认为年底前宏观政策组合拳仍可以期待，关注稳定房地产产业链方面是否会有进一步政策出台，以及货币政策是否会配合稳增长的宏观政策，在量和价方面有进一步的宽松。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；美国经济金融基本面存在不确定性；国际局势复杂化。

相关研究报告

《10月金融数据点评》20231114
 《信用债发行利率下行，发行债券数量减少》
 20231113
 《转债市场反弹》20231113

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

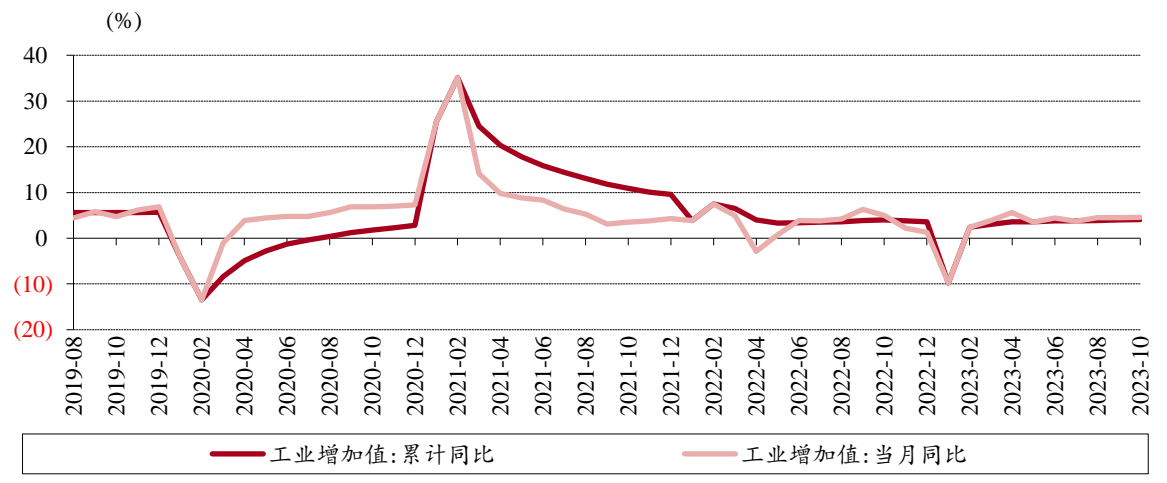
证券分析师：朱启兵

(8610)66229359
 Qibing.Zhu@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值同比增速小幅超预期

10月工业增加值同比增速较9月小幅上升。10月工业增加值同比增长4.6%，较9月上升0.1个百分点，较去年同期下降0.4个百分点。从基数的角度看，去年9月工业增加值同比增速相对偏高，10月增速有所回落，因此造成今年10月工增基数较9月偏低的情况；但是工业增加值同比增速略超预期的一个重要原因，可能还有10月制造业PMI指数中，生产指数环比9月下行幅度较大，影响了市场对10月工增的同比增速预期偏低。

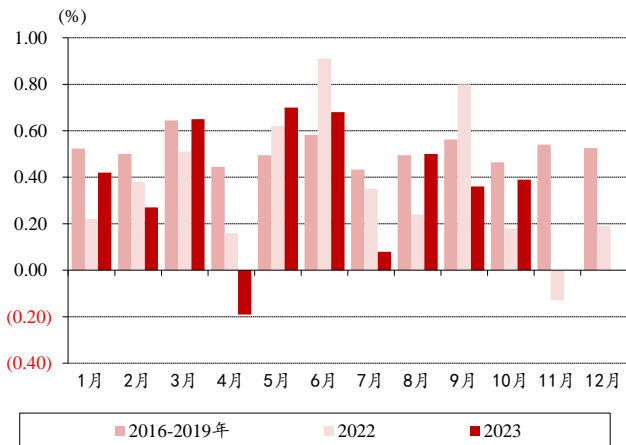
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

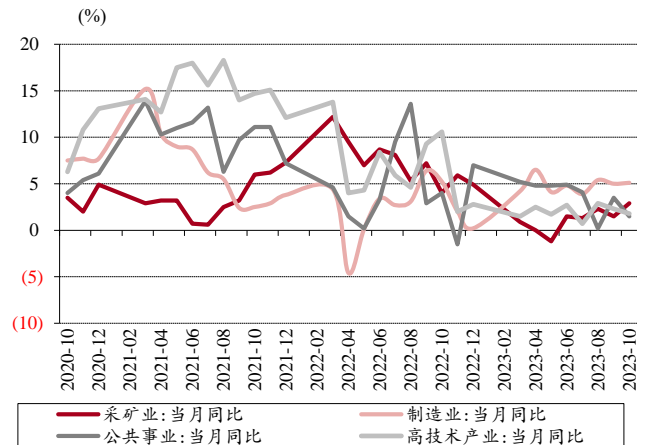
10月工业增加值环比表现较好。从环比增速来看，10月工业增加值环比上升0.39%，较9月的环比增速0.36%有所上升，从历史同期增速看，10月环比增速较2016年-2019年同期的平均水平0.47%略偏低，但从趋势看，历史上10月工增环比增速较9月有所下降，今年10月则是小幅上升。从行业分类来看，1-10月采矿业工业增加值累计同比增速1.8%，制造业累计同比增速4.5%，公用事业累计同比增速3.3%，高技术产业累计同比增速1.9%。从企业类型来看，1-10月私企工业增加值同比增长2.5%，国企工业增加值同比增长4.6%，股份制企业同比增长4.9%，外企同比上升0.5%。从当月同比增速变化看，外企和私企工业增加值同比增速较9月有不同程度上行，降幅较大的是国企，当月工业增加值同比增速较9月下降1个百分点；分行业的当月工业增加值同比增速中，采矿业行业增速较9月大幅上升1.4个百分点至2.9%，较9月下降幅度较大的是公共事业和高技术产业，分别下降2个百分点和0.5个百分点。10月工业增加值同比增速表现好于制造业PMI指数中的生产指数表现，指向三个方面：生产端持续复苏、周期品生产持续上行、以及年底补库存趋势持续。

图表 2. 工业增加值环比增速



资料来源：万得，中银证券

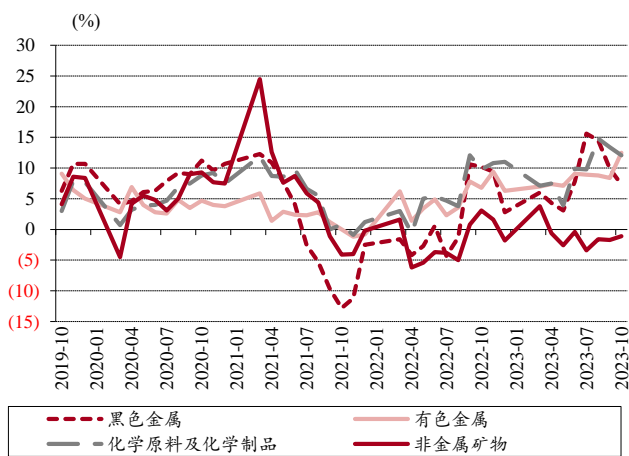
图表 3. 各行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

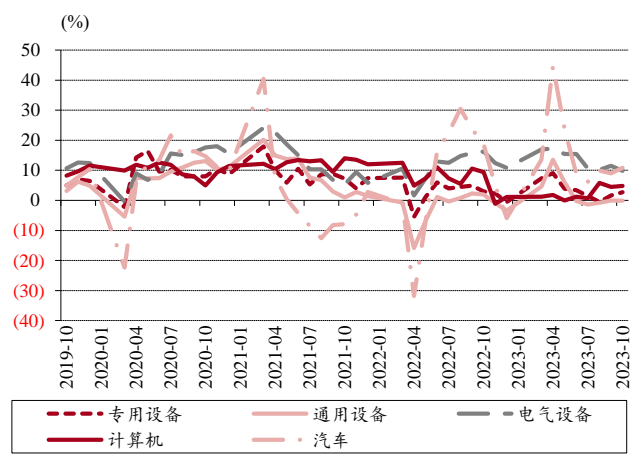
10月上游行业工业增加值同比增速出现反弹。上游行业方面，1-10月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长9.5%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降0.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长7.8%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长8.3%，上游行业累计增速较多较1-9月上行，当月增速方面较9月相比则有所分化，其中黑色金属继续下降2.6个百分点，化学原料继续下降1.3个百分点，升幅较大的是有色金属。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长1.8%，专用设备制造业增加值累计同比增长3.8%，汽车制造业增加值累计同比增长11.3%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长13.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长1.7%，中游行业工业增加值累计同比增速大多较1-9月有所下降，但从当月工业增加值同比增速看，汽车和专用设备增速上行幅度较大。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长3.1%，纺织业增加值累计同比下降1.0%，医药制造业增加值累计同比下降5.7%，10月食品行业工业增加值同比增速较9月有所下降，但在下游行业中增速较高。PPI同比增速上行的趋势对上游行业工业增加值同比增速持续改善有较明显的拉动。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

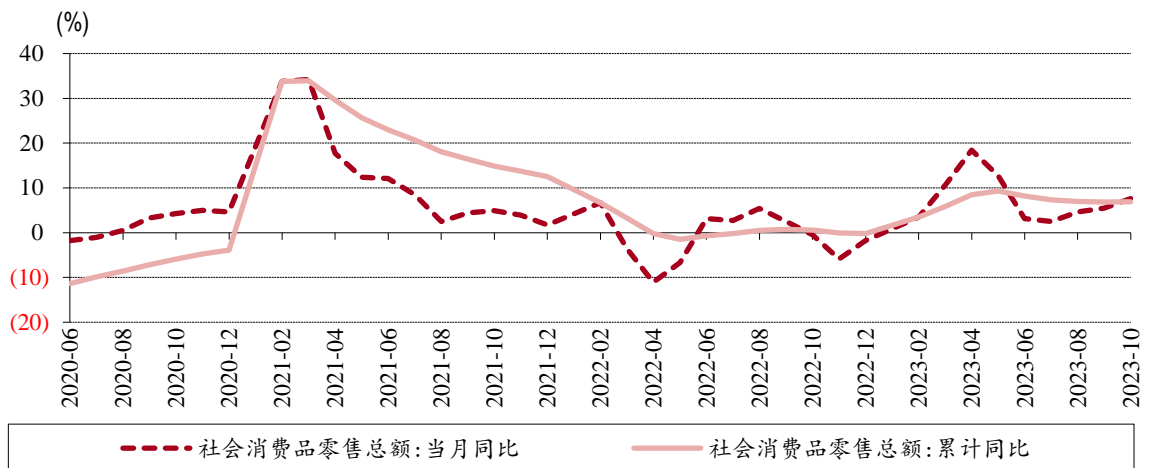


资料来源：万得，中银证券

低基数将在四季度支撑社零增速

10月社零增速继续超出市场预期。10月社零同比增长7.6%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长7.2%。考虑到去年同期的低基数和9月的环比低基数，10月社零同比增速走势不算强劲，但从基数来看，由于去年四季度受疫情影响较大，因此不排除今年四季度社零同比增速整体偏高。

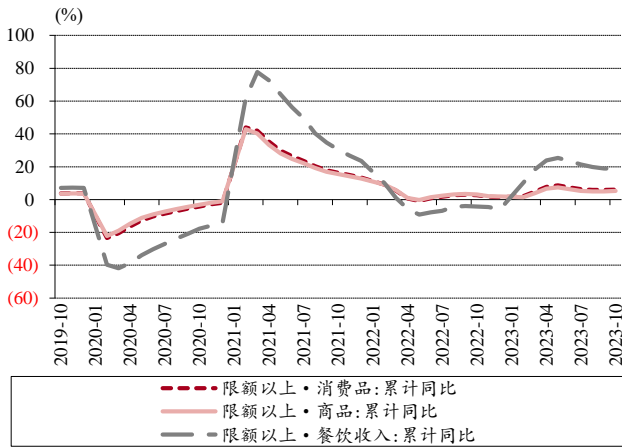
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

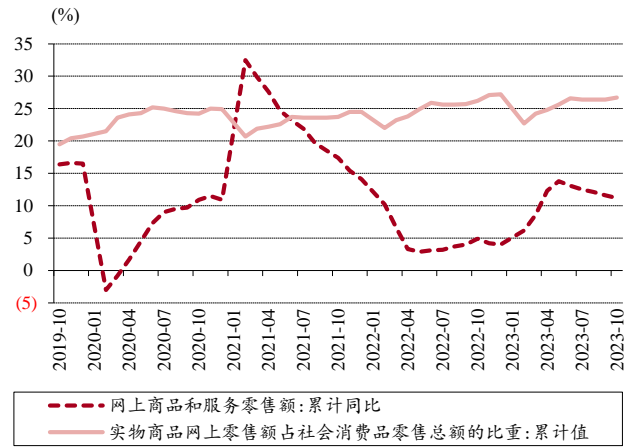
基数效应将影响整个四季度消费增速。10月服务消费当月同比增长19.0%，较9月上升0.1个百分点，餐饮消费当月同比增长17.1%，较9月上升3.3个百分点，限额以上餐饮消费当月同比上升18.0%，较9月上升5.2个百分点且较去年同期上升25.7个百分点；10月商品消费同比增速6.5%，较9月上升1.9个百分点，限额以上商品消费增速7.9%，较9月上升3.2个百分点。1-10月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长6.1%，其中商品零售总额同比增长5.2%，餐饮收入总额同比增长18.8%。1-10月网上零售额占比为31.9%，较1-9月上升0.3个百分点，较去年同期上升了1.5个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为11.2%，增速较1-9月下降0.4个百分点。受到低基数和中秋国庆双节效应的影响，10月不仅服务类消费增速走高，商品消费增速也有显著上行。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

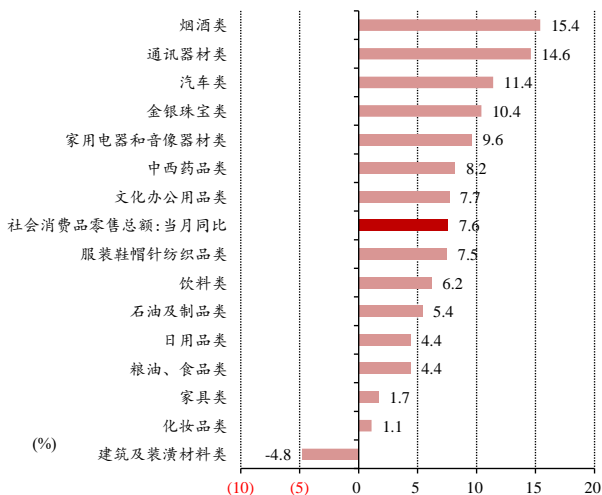
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

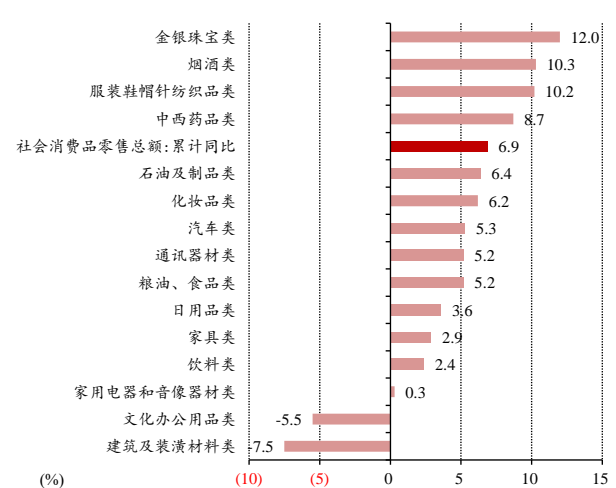
房地产后周期消费增速分化。从同比增速来看，10月限额以上企业商品零售总额增速7.9%，同比增速较高的细分行业包括烟酒类、通讯器材和汽车等，同比增速下降的是建筑装潢。与9月相比，增速上升较多的有文化办公用品、通讯器材和家电等，增速下降较多的有烟酒、粮油食品和石油制品等。从累计同比增速看，1-10月同比增速较高的为金银珠宝、烟酒和服装鞋帽等，累计同比增速下降的则有建筑装潢和文化办公用品。1-10月累计同比增速较1-9月上升较多的有通讯器材、文化办公用品和家电，消费累计增速下降较多的是化妆品和服装鞋帽等。虽然10月建筑装潢和家具消费依然疲弱，但家电消费出现好转情况。

图表 9. 各品类社零当月同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比增速

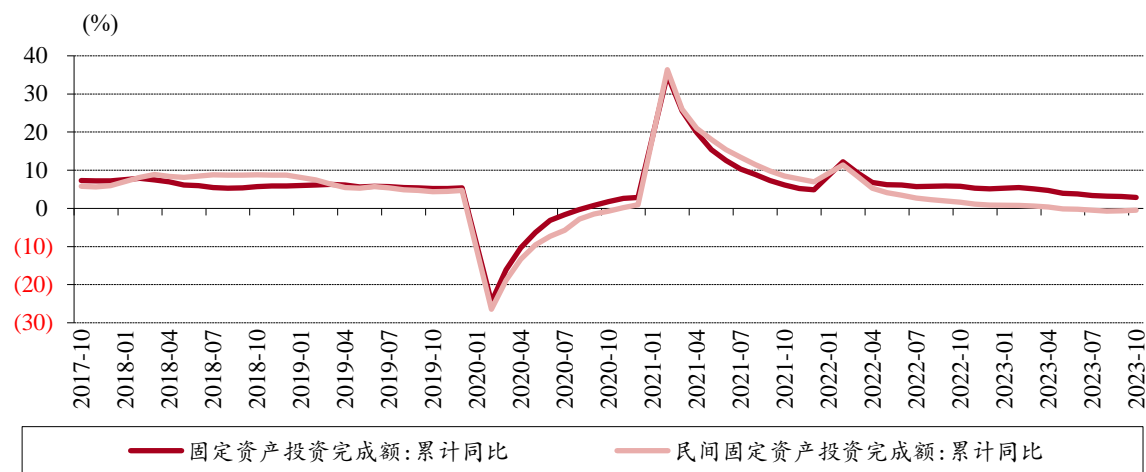


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资增速低于市场预期

房地产投资仍是主要拖累。1-10月固定资产投资增速为2.9%，较1-9月下降0.2个百分点，1-10月民间固定资产投资增速下降0.5%，较1-9月上升0.1个百分点。虽然10月固投增速偏弱，但考虑到一万亿特别国债发行有助于托底基建投资增速，预计固投增速整体仍将表现平稳。

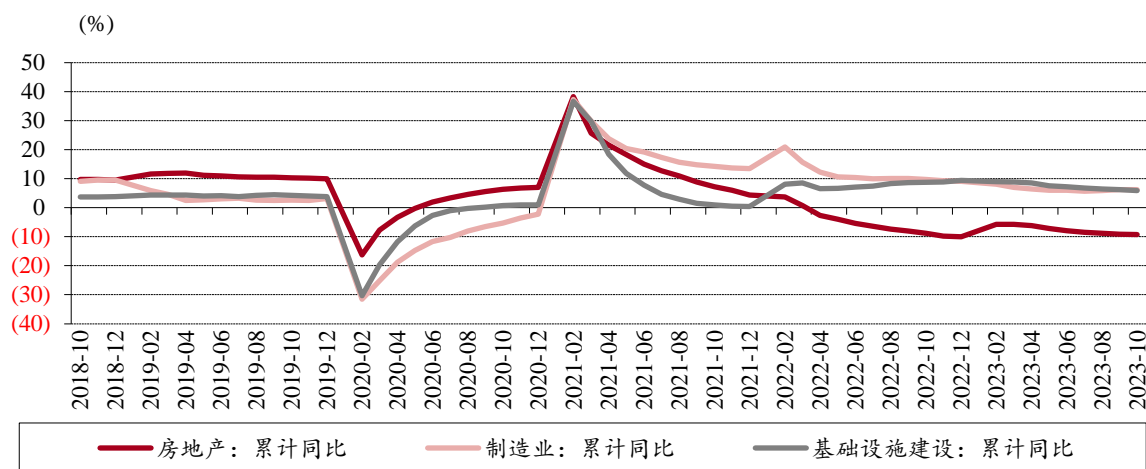
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

10月三大行业固定资产投资增速延续分化。分类别看，制造业投资1-10月累计同比增长6.2%，基建投资累计同比增长5.9%，地产投资累计同比下降9.3%。从产业分类来看，第一产业累计同比下降1.3%，第二产业累计同比增长9.0%，第三产业累计同比增长0.4%；从地区来看，东部累计同比增长4.9%，中部下降0.1%，西部下降0.5%，东北下降3.5%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长3.2%，国企同比增长6.7%，外资企业增长0.9%。10月基建固投当月同比增速3.7%，较9月下降1.3个百分点，制造业投资增速6.2%，较9月下降1.7个百分点，房地产投资增速同比下降16.7%，较9月上升2.0个百分点。10月基建和制造业投资当月增速较9月有所下降或是受季节性波动因素影响，我们认为积极的财政政策对基建投资的支撑作用将延续，而制造业投资增速仍将主要受投资周期的影响，未来仍需重点关注的是房地产固投在政策放松的影响下，能否保持上行趋势。

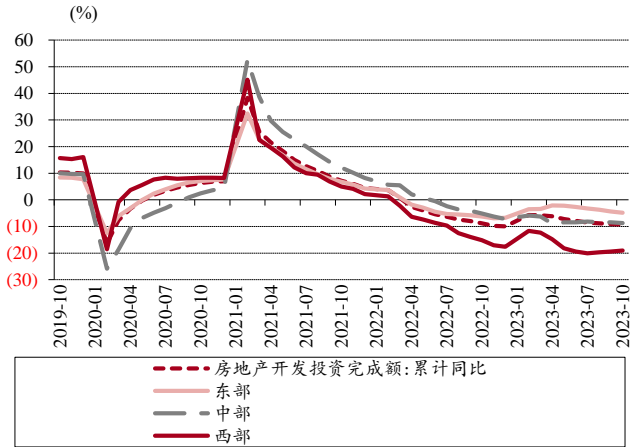
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

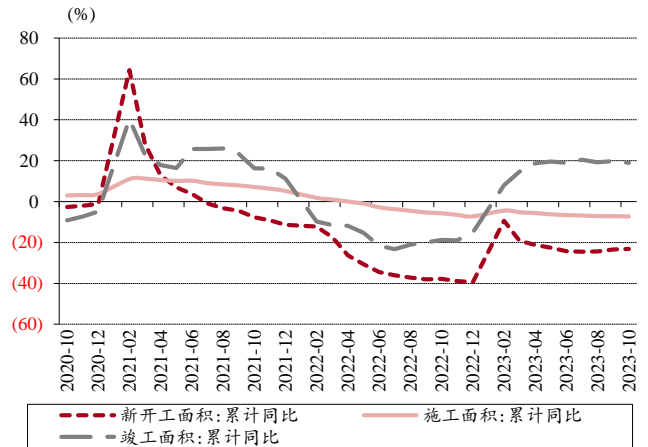
10月房地产当月投资增速边际好转幅度加大。1-10月房地产投资累计同比增速下降9.3%，比1-9月下降0.2个百分点。其中东部地区累计同比下降4.8%、中部地区累计同比下降8.7%、西部地区累计同比下降19.0%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降8.8%，办公楼投资增速下降9.7%，商业地产投资增速下降17.3%。1-10月房地产新开工面积累计同比下降23.2%，施工面积同比下降7.3%，竣工面积同比增长19.0%。10月新开工面积累计同比增速较9月小幅好转，但施工面积累计同比增速较9月有所下降，可能是拖累房地产固投增速的一个原因，但从2021年以来土地购置面积偏低和当前竣工同比增速较高的情况来看，不能排除未来一段时间内施工面积可能维持在偏低水平的情况。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

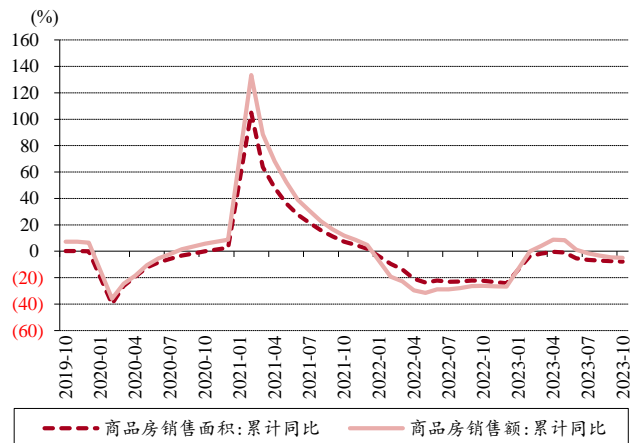
图表 14. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

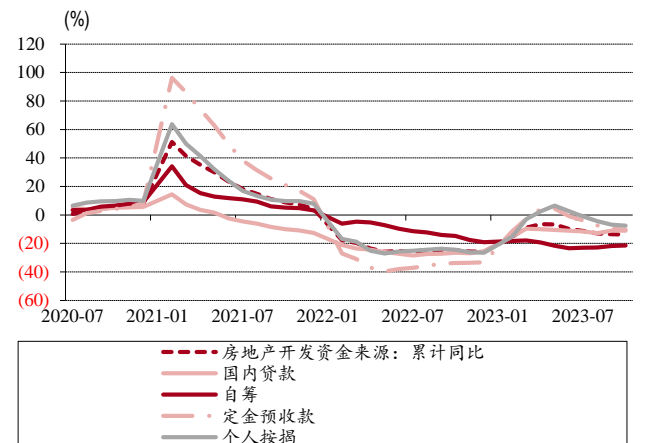
商品房销售额当月增速继续上行。1-10月商品房销售面积同比下降7.8%，商品房销售额累计同比下降4.9%。10月商品房待售面积同比增长18.1%，其中住宅面积同比增长19.7%，办公楼同比增长20.0%，商业地产同比增长13.8%。从房地产投资资金来源看，1-10月国内贷款占比12.2%，较1-9月下降0.1个百分点，个人按揭贷款占比17.2%，较1-9月下降0.1个百分点，定金预收款占比34.1%，较1-9月下降0.2个百分点，自筹资金占比32.4%，较1-9月上升0.5个百分点。从增速看，1-10月房地产开发资金来源累计同比增速下降13.8%，其中国内贷款资金来源增速下降11.0%，定金和预收款增速下降10.4%，按揭贷款资金来源增速下降7.6%。从计算10月当月房地产固定资产投资资金来源看，增速自8月触底之后连续两个月上行，其中10月定金和按揭当月同比增速较9月上行较为明显，这与商品房销售额当月增速较9月回升的趋势较为一致，但仍需关注房地产后续从销售到投资再到购地持续修复的情况。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：复苏缓慢但持续

10月数据延续回升趋势。整体来看，10月工业增加值当月同比增速和社零同比增速均超出市场预期，固投累计同比增速低于市场预期；分细项看，生产端上游行业受PPI同比增速上行趋势带动，表现较好，制造业整体表现依然稳健，工业增加值和固投增速都相对平稳，消费受中秋国庆双节和去年低基数影响，商品消费、服务消费，以及包括汽车和家电在内的大宗消费品同比增速都有较好表现，基建投资在基数影响下增速走低，但在一万亿特别国债政策落地的支撑下，预计基建投资有望保持平稳。10月经济数据中没有见到显著好转的仍是房地产相关数据，一是房地产固定资产投资累计同比增速较9月继续小幅下降，且低于预期，二是商品房销售额和销售面积累计同比增速继续下行，三是以建筑装潢为代表的房地产后周期消费尚未出现好转迹象。

稳增长是当前宏观政策的首要任务，年底前或有更多政策出台。10月数据显示了经济仍在复苏趋势之下，但复苏斜率依然偏低的客观情况。稳定经济复苏趋势，不仅要释放消费和制造业转型升级对经济的带动作用，同时也要稳定基建投资对经济的托底作用，减少房地产产业链对经济的拖累，以及防范化解金融风险。此前的一万亿特别国债和特殊再融资地方债落地，对稳定四季度和2024年基建投资有较好的带动，11月到期的MLF超额续作同样是货币政策宽松的重要内容，除此之外，我们认为年底前宏观政策组合拳仍可以期待，关注稳定房地产产业链方面是否会有进一步政策出台，以及货币政策是否会配合稳增长的宏观政策，在量和价方面有进一步的宽松。

风险提示：全球通胀回落偏慢；美国经济金融基本面存在不确定性；国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371