

10月宏观数据走势较为平稳，经济修复基础还需进一步夯实

——2023年10月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：据国家统计局11月15日公布的数据，10月规模以上工业增加值同比实际增长4.6%，9月为4.5%；10月社会消费品零售总额同比增长7.6%，9月为5.5%；1-10月全国固定资产投资累计同比增长2.9%，1-9月为3.1%。

基本观点：整体上看，在稳增长政策持续发力，以及上年同期基数下沉影响下，10月消费、工业生产等多数宏观数据都有所上行，经济运行态势较为平稳。不过，10月制造业PMI再度降至收缩区间，服务业PMI指数下降至50.1%，都显示当月经济环比修复势头略有放缓。背后是居民消费总体依然偏弱，房地产行业持续处于调整阶段。这表明当前经济修复基础仍有待进一步夯实。我们预计，继10月财政政策显著发力后，年底前货币政策还有可能降准，短期内宏观政策将在稳增长方向持续用力，推动四季度经济复苏动能持续走强。

具体解读如下：

一、10月工业和制造业增加值同比小幅提速，主要源于上年同期基数走低；受制造业市场需求下降制约，当月工业生产实际增长动能有所转弱。

10月工业增加值同比增长4.6%，增速较上月小幅加快0.1个百分点。其中，工业中占比最高的制造业增加值同比增长5.1%，增速也较上月加快0.1个百分点，其中受车市回暖带动，当月汽车工业增加值同比增长10.8%，较上月加快1.8个百分点。不过，10月工业和制造业增加值同比提速主要源于上年同期基数走低，当月工业生产总体平稳，实际增长动能有所转弱。10月制造业PMI重回收缩区间，其中生产指数较上月大降1.8个百分点至50.9%，已在一定程度上预示这一趋势。我们认为，这与双节之后居民消费波动下行，并向供给端传导直接相关。10月制造业PMI新订单指数较上月下滑1.0个百分点至49.5%，时隔两个月后重回收缩区间，即反映当月制造业市场需求下降。

今年以来，工业生产增速持续低于整体经济增长水平，主要有两方面原因：一是防控措施转段后，居民商品消费修复并不及预期，同时房地产行业持续处于调整状态，对工业品需求带来较大不利影响；二是全球经济减速导致外需收缩，工业企业出口订单下滑——1-10月工业企业出口交货值累计同比下降

4.2%，其中10月同比下降0.5%，而去年1-10月为累计同比增长8.7%。

7月中央政治局会议后，工业稳增长政策密集出台，财政政策明显发力，对工业生产供需两端都有所支撑，但政策落地见效并带动需求恢复仍需一定过程。短期看，考虑到去年最后两个月基数明显偏低，接下来两个月工业增加值同比增速会持续冲高，但工业生产实际增长状况还要看需求端强度，这主要取决于年底前稳增长政策的落地情况和执行效果，以及居民消费修复力度和房地产市场走向。

二、10月社零同比增速明显加快，这主要受去年同期增速基数大降3个百分点带动，当月社零两年平均增速则有所放缓，显示消费实际增长动能仍然偏弱。

10月社零同比增长7.6%，增速较上月大幅加快2.1个百分点。不过，这主要受去年同期增速基数大降3个百分点带动，当月社零两年平均增速则从上月的4.0%放缓至3.5%，显示消费实际增长动能仍然偏弱，不及疫情前常态增长水平的一半。这一方面源于“十一”长假过后，居民消费会季节性放缓；更主要的原因是当前经济修复过程较为曲折，对居民收入增速的回升带来一定压力，同时，疫情“疤痕效应”和房地产市场的持续低迷也不利于居民消费信心恢复。这是今年以来商品消费修复力度总体上不及预期的主要原因。

从社零各主要分项来看，受上年同期基数走低影响，10月多数类别商品零售额同比增速较上月有所加快，可选消费品零售额同比提速更为明显。其中，受车企降价促销以及新车型持续发布拉动，10月，在社零中占比较高的汽车零售额同比增长11.4%，增速较上月大幅加快8.6个百分点，对当月社零整体增速的拉升作用明显。不过，从剔除基数影响的两年平均增速看，10月，除体育娱乐用品、文化办公用品等少数类别零售额增速明显加快外，其他类别商品零售额增速均有所放缓或波动不大，表明实际销售增长动能并未普遍转强。值得一提的是，10月家电、家具、建筑装潢材料等涉房消费零售额同比增速均有所回升，其中家电、家具零售额同比正增，但从两年平均水平看，涉房消费各分项增速均依然为负，显示房地产市场低迷对消费仍有直接拖累效应。

值得注意的是，1-10月服务零售额同比增长19.0%，比1-9月份加快0.1个百分点，与今年双节期间旅游、出行、住宿等服务需求进一步释放有关，也部分源于上年同期基数走低。今年以来服务消费保持高增长，防控转段后消费场景打开，各地促进服务消费政策力度较大，以及上年同期低基数都有一定影响。整体上看，服务消费是今年居民消费的突出亮点，已成为推动经济复苏的重要动力。

展望后期，我们判断年底前财政政策大规模刺激消费的可能性已经不大。接下来各地或将根据自身情况，继续出台规模不等的促消费政策，这包括发放一定规模的消费券和消费补贴等。由于去年最后两

个月社零同比均为负增，这会带动今年 11 月、12 月社零同比增速冲高。但扣除低基数影响的实际商品消费动能将持续处在温和状态，而服务消费增速还有提升的空间。

三、投资：1-10 月固定资产投资增速延续小幅下行势头，主要原因是房地产投资拖累效应加大，基建投资增速也有所放缓。不过，在 PPI 较大幅度负增长的背景下，当前投资数据“似弱实强”。10 月投资结构继续改善，其中高技术制造业投资保持两位数增长，月度民间投资同比连续两个月转正。

1-10 月固定资产投资累计同比增速为 2.9%，较前值小幅放缓 0.2 个百分点，低于市场普遍预期。主要原因是房地产投资降幅扩大，以及受上年同期基数抬高等因素影响，基建投资同比也有所减速。需要指出的是，10 月 PPI 同比为-2.6%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点，而固定资产投资统计的名义值，PPI 降幅扩大会下拉名义投资增速。考虑到 1-10 月 PPI 累计同比为-3.1%，意味着当前固定资产投资实际增速显著高于名义增长水平。根据国家统计局公布的数据，前三季度名义固定资产投资同比增长 3.1%，PPI 累计同比为-3.1%，剔除价格因素的实际增速达到 6.0%。以此推算，1-10 月实际固定资产投资增速继续保持在 6.0%左右的较高水平，对经济增长的拉动作用依然较强。简而言之，当前的投资数据“似弱实强”。

展望未来，考虑到短期内 PPI 同比降幅难现明显收窄，房地产投资还会有较大拖累效应，名义固定资产投资增速回升难度较大。不过，近期财政政策稳增长明显发力，基建投资增速有望回稳，制造业投资动能趋于增强，年底前名义固定资产投资增速下行态势趋于缓和。

具体从投资的三大板块来看，10 月投资增速全面回落。首先，1-10 月基建投资（不含电力）累计同比为 5.9%，增速较 1-9 月回落 0.3 个百分点。这部分源于上年同期基数走高。在财政部此前要求，“今年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕”的背景下，这一增速表现仍然低于市场普遍预期。不过，高频数据显示，10 月与基建投资密切相关的石油沥青装置开工率超季节性下滑，已预示当月基建施工进度放缓。我们判断，以上不排除与资金到位、施工节奏等短期变化因素有关，持续性有待观察。

展望后期，在专项债资金加快投放，银行配套贷款跟进支持下，年底前一些基建项目将加快形成实物工作量；年底前会有 5000 亿加发国债资金投入使用，主要用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设，也会对基建投资形成有力支撑。最后，年底前主要用于支持基建投资的政策性开发性金融工具也有额度上调空间。由此，我们判断年底前基建投资增速有望回稳，甚至不排除小幅上行的可能。今年以来实际基建投资增速偏强，背后是在以居民消费、民间投资为代表的经济内生增长动力偏弱的背景下，以重大项目建设为核心的基建投资需要保持较高增长水平。这是现阶段宏观政策逆周期调节一个重要发力点。

1-10月制造业投资同比增速为6.2%，与前值持平。近期制造业投资增速回稳，保持在较高水平，一个重要原因是工业产能利用率见底回升，制造业利润下滑势头明显缓解。与此同时，当前企业贷款利率持续下行，已明显低于工业企业利润率，也会刺激企业投资。整体上看，今年在经济下行压力较大背景下，制造业投资仍然保持较强韧性，主要原因在于年初以来，企业中长期贷款大幅增加，政策面积极推动制造业转型升级。数据显示，1-10月高技术产业投资同比增长11.1%，其中高技术制造业投资同比增长11.3%，明显高于整体制造业投资增速。

展望未来，当前政策面对民营经济、民间投资的支持力度显著增强，重点支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。从过往的历史经验来看，这些措施都会有效提振制造业投资信心。我们判断，短期内制造业投资增速有望稳中有升。下一步影响制造业投资增速走向的一个关键是各地对《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》和国家发改委近期支持民间投资系列政策的落实进度。

1-10月房地产投资同比下降9.3%，降幅较前值扩大0.2个百分点。据测算，9月当月房地产投资同比为-11.3%，降幅与上月持平，连续五个月处于两位数下降区间。我们分析，10月房地产投资延续较大幅度下滑，一方面是由于10月商品房竣工面积、新开工面积降幅扩大，另一方面，这也可能与5月以来计入房地产投资的土地购置费同比持续负增长，且降幅逐步扩大有关（1-9月累计下降5.1%）。

8月中下旬以来房地产支持政策明显发力，认房不认贷、降低首付成数、下调二套房贷利率、下调存量首套房贷利率等政策密集出台，重点指向需求端，10月商品房月度销售延续了近几个月以来的同比降幅收窄势头，但传导至投资端还需要一段时间。由此，我们预计，年底前房地产投资降幅仍有可能继续小幅扩大。不过，接下来房地产支持政策“工具箱”在放松限购、下调新发放房贷利率、税费减免及发放购房补贴等方面还有较大潜力可挖。我们判断，当前房地产行业已进入筑底阶段，2014年房地产投资同比降幅有望显著收窄。

值得注意的是，1-10月民间固定资产投资同比下降-0.5%，降幅较前值收窄0.1个百分点；我们测算，10月当月民间固定资产投资同比上升0.4%，升幅较上月扩大0.3个百分点。民间投资主要由房地产投资和制造业投资构成。在近期房地产投资下滑加快的背景下，民间投资回暖，主要受民间制造业投资驱动。国家统计局数据显示，扣除房地产开发投资，1-10月民间投资同比增长9.1%，主要应当由民间制造业投资贡献。背后是近期政策面对民营经济支持力度加大，以及制造业利润前景持续改善。

整体上看，在稳增长政策持续发力，以及上年同期基数下沉影响下，10月消费、工业生产等多数宏观数据都有所上行，经济运行态势较为平稳。这也体现在当月全国城镇调查失业率为5.0%，与上月持平等方面。不过，10月制造业PMI再度降至收缩区间，服务业PMI指数下降至50.1%，都显示当月经济环比修复势头略有放缓。背后是当前居民消费总体依然偏弱，房地产行业持续处于调整阶段。加之10月出

口降幅扩大，外需依然较弱，这些都表明当前经济修复基础仍有待进一步夯实。这是四季度以来财政政策显著发力的一个重要原因，也意味着短期内宏观政策将保持稳增长取向，推动四季度经济复苏动能持续走强。我们预计，继10月财政政策显著发力后，年底前货币政策还有可能降准，房地产支持政策也有望进一步加码。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。