



宏观研究

【粤开宏观】10 月经济数据出现两大分化的原因

2023 年 11 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

摘要

10 月经济数据的解读难度明显增加，容易引发市场和公众的疑惑与分歧。

一方面，10 月主要经济指标不像 8 月和 9 月那样一致性向好，而是出现了一定程度的分化：先公布的 PMI、物价、出口数据均低于前值和市场预期，制造业 PMI、CPI 同比、出口同比分别由 9 月的 50.2%、0% 和 -6.2% 降至 49.5%、-0.2% 和 -6.4%；后公布的生产、消费数据又好于前值和市场预期，规模以上工业增加值和社会消费品零售总额同比分别由 9 月的 4.5% 和 5.5% 升至 4.6% 和 7.6%。

另一方面，生产和消费的当月同比和两年平均增速分别指向截然不同的结论：当月同比来看，10 月经济加快恢复，工增和社零同比上升；但两年平均增速来看，10 月经济恢复步伐似乎有所放缓，工增和社零增速分别由 9 月的 5.4% 和 4% 降至 4.8% 和 3.5%。

我们认为，当前经济处于稳步恢复之中，10 月经济数据的不一致性，一定程度上受到了季节性波动、基数效应等因素的扰动，但也反映出经济是结构性恢复，而非全面恢复，存在总需求不足、外需回落、物价偏低迷、微观主体信心不振等问题，需要政策持续发力稳增长。

一、如何理解 10 月经济数据的不一致？

其一，制造业 PMI 和 CPI 等数据季节性回落。10 月有国庆长假，因此企业通常会将部分生产计划提前至 9 月，从而导致 9 月制造业 PMI 环比上升，10 月环比下降。2017-2022 年，9 月和 10 月制造业 PMI 环比平均变化 0.2 和 -0.6 个百分点，2023 年同期变化 0.5 和 -0.7 个百分点。国庆假期后，食品和出行服务等价格会因需求消退而回落，10 月猪肉和蔬菜供给明显增多，导致 CPI 环比超季节性下降，同比走低。10 月非食品 CPI 同比为 0.7%，与上月持平。

其二，生产和消费等数据受到基数效应扰动。以消费数据为例，无论是根据当月同比从 5.5% 升至 7.6% 得出消费火爆，还是根据两年平均增速从 4% 降至 3.5% 得出消费走弱，都不符合真实情况，因为两个数据都受到了基数效应的显著干扰。2022 年 10 月存在疫情扰动，餐饮收入同比为 -8.1%，社零同比从 2.5% 降至 -0.5%，因此不能单看当月同比；两年平均增速虽然能削弱 2022 年同期基数的影响，但又引入了 2021 年同期基数的干扰。2021 年 10 月消费较 9 月明显改善（两年平均增速从 3.8% 升至 4.6%），导致 2023 年 10 月两年平均增速回落。

二、10 月经济呈现出显著的结构恢复特征

抛开上述数据上的扰动，10 月经济持续恢复：一是工业生产加快，10 月规上工业增加值季调环比为 0.39%，高于 9 月的 0.36%，制造业 PMI 生产经营活动预期指数为 55.6%，连续 4 个月处于高景气区间；二是消费持续回暖，若以 2019 年为基数计算社零消费的四年平均增速，7-10 月分别为 3.1%、3.2%、



3.9%和4.0%；三是民生补短板领域的基建投资增长较快，1-10月水上运输业投资增长21.3%，铁路运输业投资增长24.8%，电力热力生产和供应业、燃气生产和供应业投资增速都在20%以上；四是高技术产业投资增长较快，1-10月高技术产业投资同比增长11.1%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长11.3%、10.5%，显著高于2.9%的固定资产投资整体增速；五是就业形势好转，31个大城市城镇调查失业率和外来农业户籍劳动力调查失业率分别从9月的5.2%和4.7%降至5%和4.6%。

随着疫后生产生活秩序回归常态，经济理应以更高的斜率向潜在趋势水平靠拢，类似于股市的“超跌反弹”，但当前仍偏平缓，外部不稳定不确定因素依然较多，国内需求仍显不足，经济回升向好基础仍需巩固。一是外需回落拖累出口，10月中国制造业PMI新出口订单指数从47.8%降至46.8%，出口同比在基数大幅下降的背景下，依然从-6.2%降至-6.4%；二是房地产投资仍较低迷，尽管政府的一系列优化调整政策对房地产市场带来了一定程度的边际改善，但低迷的楼市仍严重抑制房地产投资回暖，10月房地产投资同比为-11.3%，与上月持平；三是居民消费意不高，前三季度居民人均消费支出占可支配收入的比重为66.4%，仍低于疫情前同期的67.6%；四是企业投资意愿不强，背后是企业生产经营困难较多，例如PPI同比负增长压低企业营收和利润，应收账款账期延长影响企业现金流等。

三、部分政策效果逐渐显现，但仍需加力提效

第一，房地产刺激效果或略强于市场低迷感受。10月房地产销售数据出现了两个分化：一是销售面积同比由-10.1%降至-11%，销售额同比则由-13.6%升至-8.1%；二是全国销售面积同比下降，但30大中城市却由-22.3%升至-2.6%。原因可能是调控放松后，房价更高的高能级城市带动总体销售额回暖，但低迷的低能级城市对总体销售面积形成拖累，或许高能级城市还对低能级城市产生了一定的虹吸效应。在30大中城市内部，放松力度越大，刺激效果也越好。10月30城商品房销售面积出现了逆季节性上升，高于9月，主要受二三线城市拉动；一线城市中，北京和上海政策力度较小，9月冲高10月回落，广州和深圳政策力度较大，10月好于9月，效果持续性更强。

第二，降低存量房贷利率有助于缓和居民提前还贷行为，减轻居民去杠杆对经济的下行压力。二季度和三季度个人住房贷款余额同比分别为-0.7%和-1.2%，自有数据以来首次出现负增长。存量房贷利率下调政策实施首周便有近5000万笔、22万亿元完成下调，利率平均降幅为0.73个百分点。9-10月居民中长期贷款同比多增2389亿元，止住了7-8月的下降趋势。既能有效减少居民的利息支出，提高居民消费能力，促进消费平稳增长；又能避免居民信贷收缩导致全社会货币总量减少，保持流动性合理充裕。

第三，特殊再融资债有助于地方政府腾挪财政空间，改善被拖欠账款企业的现金流。10月地方政府发行特殊再融资债券1.01万亿元，一方面置换高息的隐性债务，有助于降低债务风险，减少利息支出，缓解财政紧平衡；另一方面偿还企业的拖欠账款，有助于改善企业现金流，增强企业信心，促进投资。

后续政策将对经济进一步形成支撑：其一，近期部分房企债务风险上升，中央金融工作会议要求“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”；其二，保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施“三大工程”加快建设；其三，四季度中央财政增发1万亿国债，用于灾后恢复重建、重点防洪治理工程等领域。以上政策都将提振房地产和基建投资，进而促进经



济增长。未来仍需着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、经济持续平稳恢复。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、如何理解 10 月经济数据的不一致?	5
二、10 月经济呈现出显著的结构恢复特征.....	6
三、部分政策效果逐渐显现,但仍需加力提效	8

图表目录

图表 1: 10 月经济数据之间走势不一致.....	5
图表 2: 10 月制造业 PMI 季节性回落.....	6
图表 3: 不同基期下的社零消费同比增速	6
图表 4: 10 月 31 个大城市和农民工的失业率均下降.....	7
图表 5: 10 月出口同比在基数大幅下降的背景下依然回落.....	7
图表 6: 当前房地产投资仍较低迷.....	8
图表 7: 当前居民平均消费倾向仍未恢复至疫情前水平	8
图表 8: 10 月 30 大中城市商品房销售面积逆季节性回升.....	9
图表 9: 10 月北京和上海房地产销售面积回落,广州和深圳上升.....	9
图表 10: 9-10 月居民中长期贷款同比多增	10



一、如何理解 10 月经济数据的不一致？

10 月经济数据的解读难度明显增加，容易引发市场和公众的疑惑与分歧。

一方面，10 月主要经济指标不像 8 月和 9 月那样一致性向好，而是出现了一定程度的分化：先公布的 PMI、物价、出口数据均低于前值和市场预期，制造业 PMI、CPI 同比、出口同比分别由 9 月的 50.2%、0% 和 -6.2% 降至 49.5%、-0.2% 和 -6.4%；后公布的生产、消费数据又好于前值和市场预期，规模以上工业增加值和社会消费品零售总额同比分别由 9 月的 4.5% 和 5.5% 升至 4.6% 和 7.6%。

另一方面，生产和消费的当月同比和两年平均增速分别指向截然不同的结论：当月同比来看，10 月经济加快恢复，工增和社零同比上升；但两年平均增速来看，10 月经济恢复步伐似乎有所放缓，工增和社零增速分别由 9 月的 5.4% 和 4% 降至 4.8% 和 3.5%。

图表 1：10 月经济数据之间走势不一致

指标	9 月	10 月	市场预期	9 月两年平均	10 月两年平均
制造业 PMI	50.2	49.5	50.1	/	/
CPI 同比	0	-0.2	-0.1	/	/
出口同比	-6.2	-6.4	-3.1	/	/
工业增加值同比	4.5	4.6	4.3	5.4	4.8
社零消费同比	5.5	7.6	7.3	4	3.5

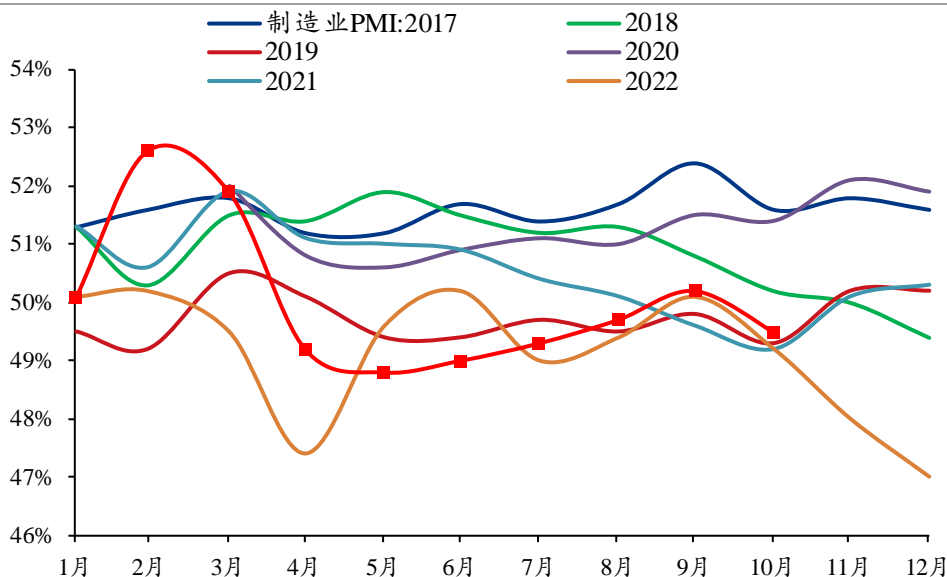
资料来源：Wind、粤开证券研究院

10 月经济数据的不一致性，一定程度上受到了季节性波动、基数效应等因素的扰动。

其一，制造业 PMI 和 CPI 等数据季节性回落。10 月有国庆长假，因此企业通常会将部分生产计划提前至 9 月，从而导致 9 月制造业 PMI 环比上升、10 月环比下降。2017-2022 年，9 月和 10 月制造业 PMI 环比平均变化 0.2 和 -0.6 个百分点，2023 年同期变化 0.5 和 -0.7 个百分点。国庆假期后，食品和出行服务等价格会因需求消退而回落，10 月猪肉和蔬菜供给明显增多，导致 CPI 环比超季节性下降、同比走低。10 月非食品 CPI 同比为 0.7%，与上月持平。



图表2：10月制造业PMI季节性回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

其二，生产和消费等数据受到基数效应扰动。以消费数据为例，无论是根据当月同比从5.5%升至7.6%得出消费火爆，还是根据两年平均增速从4%降至3.5%得出消费走弱，都不符合真实情况，因为两个数据都受到了基数效应的显著干扰。2022年10月存在疫情扰动，餐饮收入同比为-8.1%，社零同比从2.5%降至-0.5%，因此不能单看当月同比；两年平均增速虽然能削弱2022年同期基数的影响，但又引入了2021年同期基数的干扰。2021年10月消费较9月明显改善（两年平均增速从3.8%升至4.6%），导致2023年10月两年平均增速回落。

图表3：不同基期下的社零消费同比增速

	9月	10月	9月两年平均	10月两年平均	9月四年平均	10月四年平均
社零消费同比	5.5	7.6	4.0	3.5	3.9	4.0
商品零售同比	4.6	6.5	3.8	3.5	4.0	4.2
餐饮收入同比	13.8	17.1	5.8	3.7	2.9	2.6

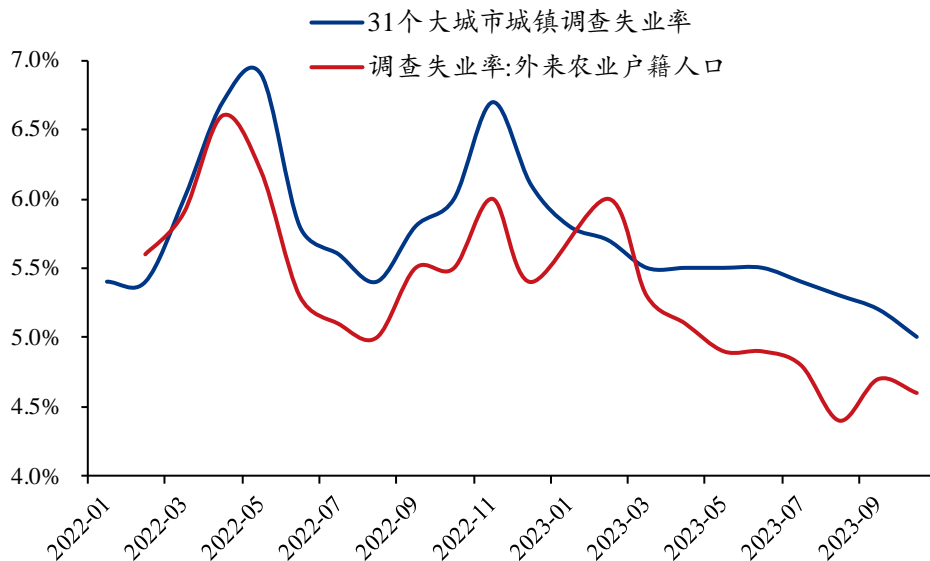
资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、10月经济呈现出显著的结构恢复特征

抛开上述数据上的扰动，10月经济持续恢复：一是工业生产加快，10月规上工业增加值季调环比为0.39%，高于9月的0.36%，制造业PMI生产经营活动预期指数为55.6%，连续4个月处于高景气区间；二是消费持续回暖，若以2019年为基期计算社零消费的四年平均增速，7-10月分别为3.1%、3.2%、3.9%和4.0%；三是民生补短板领域的基建投资增长较快，1-10月水上运输业投资增长21.3%，铁路运输业投资增长24.8%，电力热力生产和供应业、燃气生产和供应业投资增速都在20%以上；四是高技术产业投资增长较快，1-10月高技术产业投资同比增长11.1%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长11.3%、10.5%，显著高于2.9%的固定资产投资整体增速；五是就业形势好转，31个大城市城镇调查失业率和外来农业户籍劳动力调查失业率分别从9月的5.2%和4.7%降至5%和4.6%。



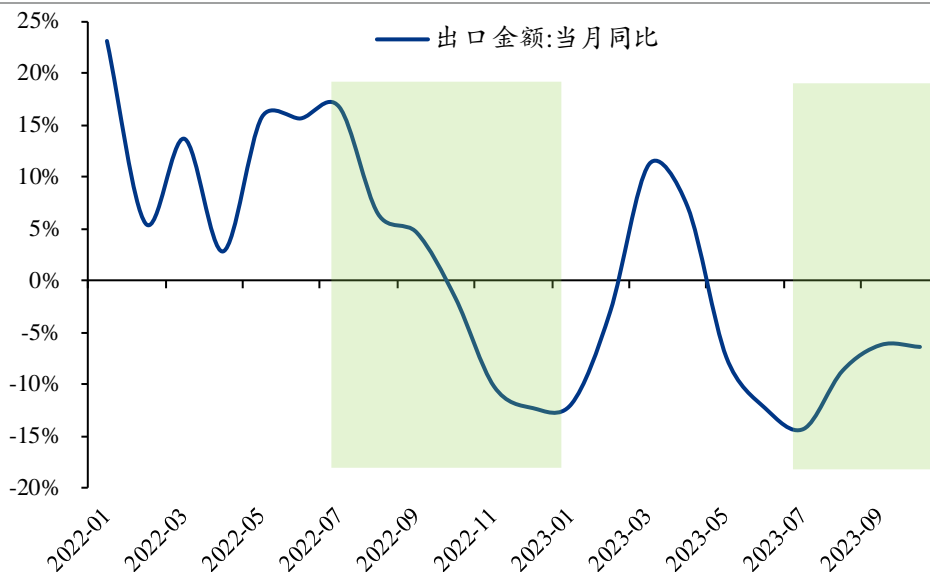
图表4：10月31个大城市和农民工的失业率均下降



资料来源：Wind、粤开证券研究院

随着疫后生产生活秩序回归常态，经济理应以更高的斜率向潜在趋势水平靠拢，类似于股市的“超跌反弹”，但当前仍偏平缓，外部不稳定不确定因素依然较多，国内需求仍显不足，经济回升向好基础仍需巩固。一是外需回落拖累出口，10月中国制造业PMI新出口订单指数从47.8%降至46.8%，出口同比在基数大幅下降的背景下，依然从-6.2%降至-6.4%；二是房地产投资仍较低迷，尽管政府的一系列优化调整政策对房地产市场带来了一定程度的边际改善，但低迷的楼市仍严重抑制房地产投资回暖，10月房地产投资同比为-11.3%，与上月持平；三是居民消费意不高，前三季度居民人均消费支出占可支配收入的比重为66.4%，仍低于疫情前同期的67.6%；四是企业投资意愿不强，背后是企业生产经营困难较多，例如PPI同比负增长压低企业营收和利润，应收账款账期延长影响企业现金流等。

图表5：10月出口同比在基数大幅下降的背景下依然回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

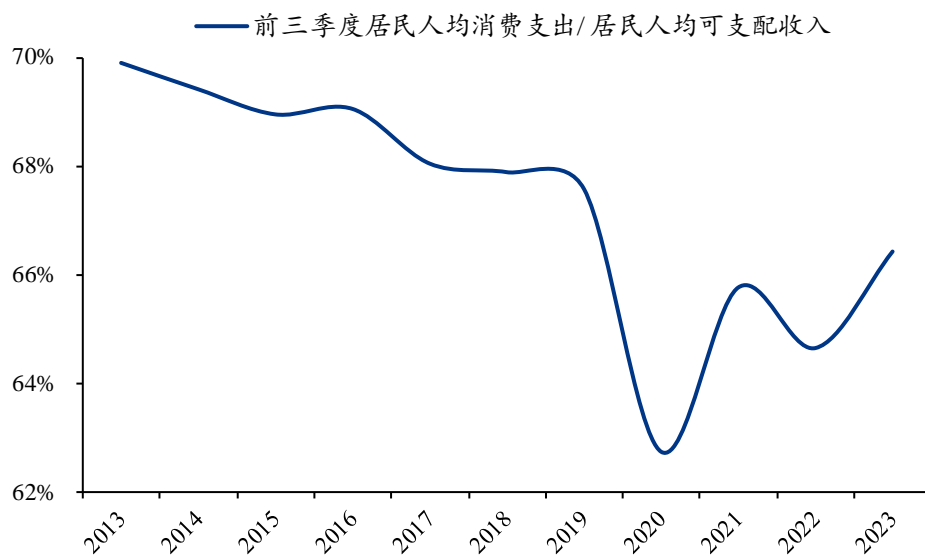


图表6: 当前房地产投资仍较低迷



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表7: 当前居民平均消费倾向仍未恢复至疫情前水平



资料来源: Wind、粤开证券研究院

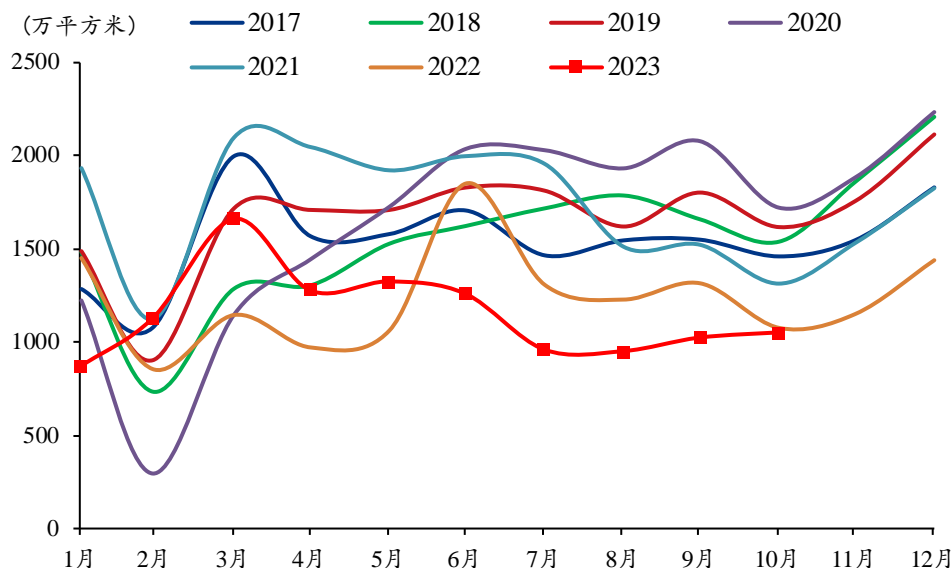
三、部分政策效果逐渐显现，但仍需加力提效

第一，房地产刺激效果或略强于市场低迷感受。10月房地产销售数据出现了两个分化：一是销售面积同比由-10.1%降至-11%，销售额同比则由-13.6%升至-8.1%；二是全国销售面积同比下降，但30大中城市却由-22.3%升至-2.6%。原因可能是调控放松后，房价更高的高能级城市带动总体销售额回暖，但低迷的低能级城市对总体销售面积形成拖累，或许高能级城市还对低能级城市产生了一定的虹吸效应。在30大中城市内部，放松



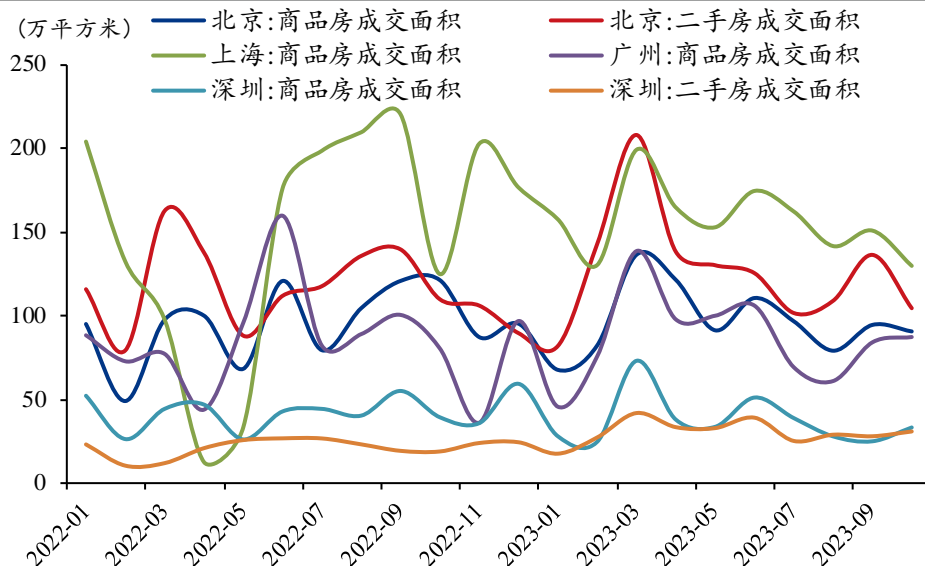
力度越大，刺激效果也越好。10月30城商品房销售面积出现了逆季节性上升，高于9月，主要受二三线城市拉动；一线城市中，北京和上海政策力度较小，9月冲高10月回落，广州和深圳政策力度较大，10月好于9月，效果持续性更强。

图表8：10月30大中城市商品房销售面积逆季节性回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表9：10月北京和上海房地产销售面积回落，广州和深圳上升



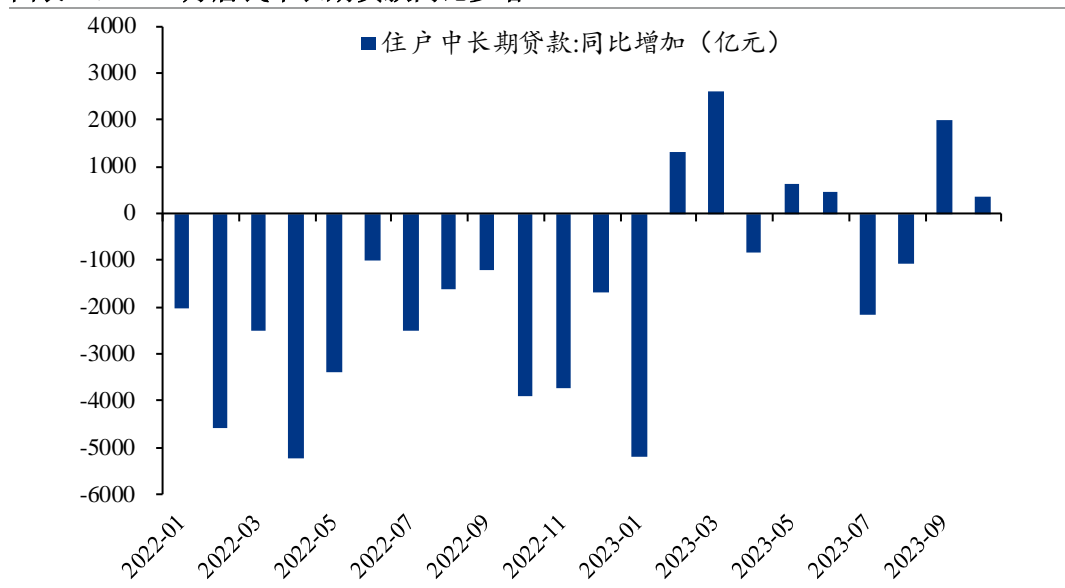
资料来源：Wind、粤开证券研究院

第二，降低存量房贷利率有助于缓和居民提前还贷行为，减轻居民去杠杆对经济的下行压力。二季度和三季度个人住房贷款余额同比分别为-0.7%和-1.2%，自有数据以来首次出现负增长。存量房贷利率下调政策实施首周便有近5000万笔、22万亿元完成下调，利率平均降幅为0.73个百分点。9-10月居民中长期贷款同比多增2389亿元，止住了7-8月的下降趋势。既能有效减少居民的利息支出，提高居民消费能力，促进消费平



稳增长；又能避免居民信贷收缩导致全社会货币总量减少，保持流动性合理充裕。

图表10: 9-10月居民中长期贷款同比多增



资料来源: Wind、粤开证券研究院

第三,特殊再融资债有助于地方政府腾挪财政空间,改善被拖欠账款企业的现金流。

10月地方政府发行特殊再融资债券1.01万亿元,一方面置换高息的隐性债务,有助于降低债务风险,减少利息支出,缓解财政紧平衡;另一方面偿还企业的拖欠账款,有助于改善企业现金流,增强企业信心,促进投资。

后续政策将对经济进一步形成支撑:其一,近期部分房企债务风险上升,中央金融工作会议要求“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”;其二,保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施“三大工程”加快建设;其三,四季度中央财政增发1万亿国债,用于灾后恢复重建、重点防洪治理工程等领域。以上政策都将提振房地产和基建投资,进而促进经济增长。未来仍需着力扩大内需、提振信心、防范风险,不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、经济持续平稳恢复。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com