

10 月经济数据点评

——经济修复存在波折

袁方¹束加沛²

2023 年 11 月 15 日

内容提要

在经历了两个月左右的恢复后，10 月国内总需求出现收缩，这一收缩在投资、消费数据上均有体现。同期欧美经济也出现减速，中国经济的走弱是全球经济下滑的一环。

考虑到国内房地产行业流动性压力近期出现缓解、居民疤痕效应在缓慢消退、以及美国经济软着陆的前景，我们预计国内经济有望在波折中修复。

伴随海外加息压力缓和、中美关系边际回暖、以及国内房地产企业违约压力缓解，权益市场短期向下的风险也释放完毕。当下波折中修复的经济数据对市场影响有限，权益市场或将延续反弹。

风险提示：（1）地缘政治风险（2）地方债务风险

1宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、经济修复存在波折

10月工业增加值当月同比4.6%，较上月上升0.1个百分点；两年复合同比为4.8%，较上月回落0.6个百分点，经济出现小幅走弱。

由于去年10月疫情影响显著大于9月，存在基数影响，两年复合同比参考价值更大。三大门类两年复合同比均有滑落，其中制造业10月两年复合同比为5.1%，较9月回落0.6个百分点；采矿业回落0.9个百分点；公共事业回落0.5个百分点，工业的减速具有普遍性。

从已公布的行业数据计算两年复合同比，医药、有色金属和非金属矿物生产较9月出现改善，其余多数行业边际走弱，上月走强的行业本月放缓幅度更多。

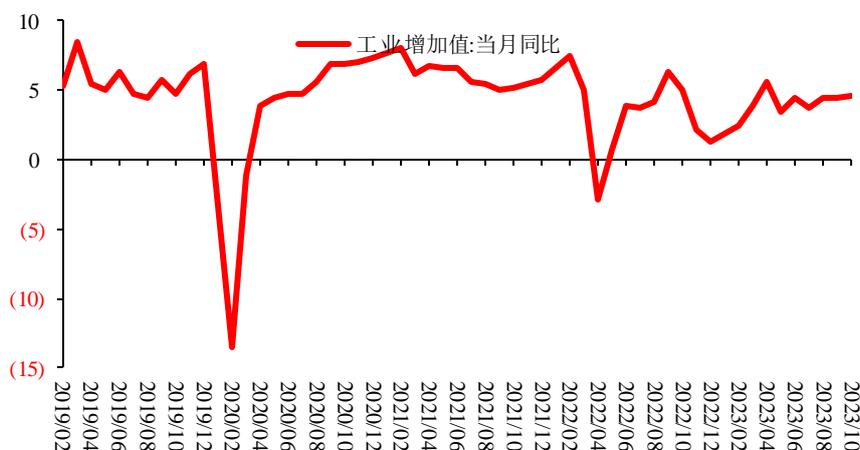
10月服务业生产指数当月同比7.7%，较9月提升0.8个百分点；两年复合同比回落0.3个百分点，服务业同样出现走弱。

价格层面，10月PPI环比为0，较上月回落0.4个百分点，南华工业品指数中枢震荡。服务业通胀表现也普遍弱于季节性。

结合量价数据来看，在经历了两个月左右的恢复后，10月国内总需求出现收缩，这一收缩在投资、消费数据上均有体现，同期欧美经济也出现减速，中国经济的走弱是全球经济下滑的一环。

考虑到国内房地产行业流动性压力近期出现缓解、居民疤痕效应在缓慢消退、以及美国经济软着陆的前景，我们预计国内经济有望在波折中修复。

图1：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用两年复合同比

10 月固定资产投资当月同比增速 1.2%，较 9 月回落 1.2 个百分点；两年复合同比为 3.1%，较上月回落 1.4 个百分点。季调后环比为 0.10%，较上月延续回落，三大分类普遍回落。

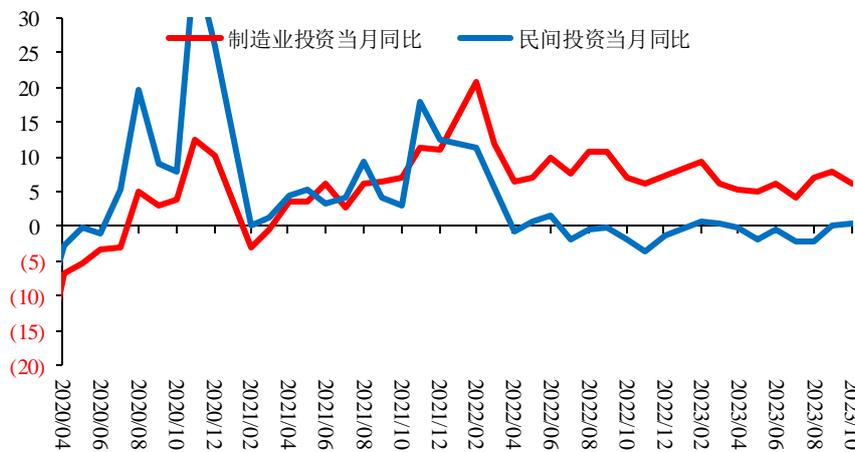
10 月基建投资（含电力）当月同比为 5.6%，较 9 月回落 1.2 个百分点；两年复合同比为 9.1，较上月回落 2.3 个百分点。考虑到今年地方债发行提速、以及国债增发，未来基建投资有望维持高位。

10 月制造业投资当月同比为 6.2%，较 9 月回落 1.7 个百分点；两年复合同比为 6.5%，较上月回落 2.7 个百分点。民间投资当月同比为 0.4%，较 9 月回升 0.1 个百分点，但两年复合同比较上月回落 0.7 个百分点。民间投资和整体的裂口小幅收敛。

根据已经公布的数据，9 月高增长的行业在 10 月出现回落。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，汽车制造业和食品制造业回落幅度最大；此前增速偏低的纺织业和医药制造业显著改善。

合并信贷数据的情况，2020 年以来制造业中长期贷款增速持续高位，这或许是制造业投资偏强的重要背景，但今年 7 月以来连续四个月企业中长期贷款同比少增，来自贷款利率下行推动的制造业投资需求改善或许在走向尾声，未来制造业投资面临小幅减速的风险。

图2：制造业投资和民间投资当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用两年复合同比

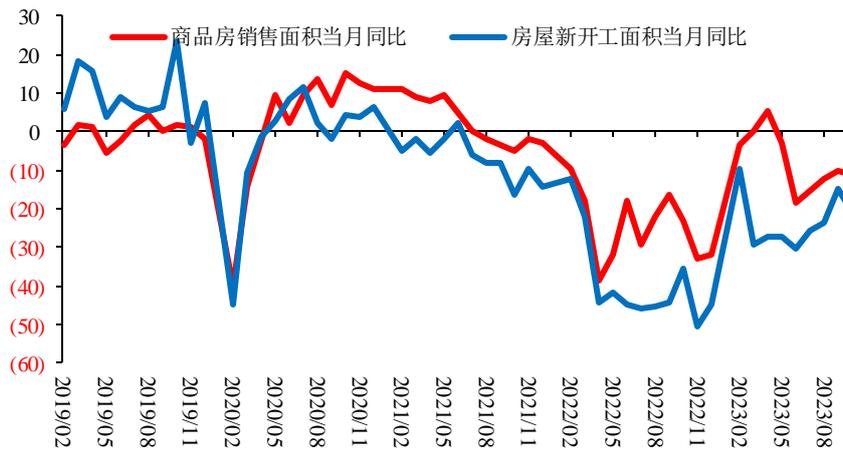
10 月房地产投资当月同比-11.3%，持平上月；两年复合同比-13.7%，较上月回落 2 个百分点，地产投资仍在下行。

10 月地产销售面积当月同比-11%，较 9 月回落 0.9 个百分点；两年复合同比为-17.4%，较 9 月回落 4 个百分点。与此同时，新开工面积增速当月同比-21.1%，较上月回落 6.5 个百分点，两年复合同比为 28.8%，较上月回升 2.3 个百分点，但仍然不及疫情前 4 成水平。房地产行业的新增供给下滑幅度远大于销售下滑的幅度。

尽管政策放松促使高能级城市 10 月房地产销售显著改善，但全国总体房地产数据并不乐观，两年复合同比来看房地产市场仍在底部。

考虑到目前居民收入预期偏低、风险偏好回升缓慢，商品房销售的企稳仍然需要时间。在企业端，房地产企业流动性问题仍存，在这一背景下，房企扩表能力和意愿短期内难以提升，房地产行业新开工和投资短期难以显著改善。

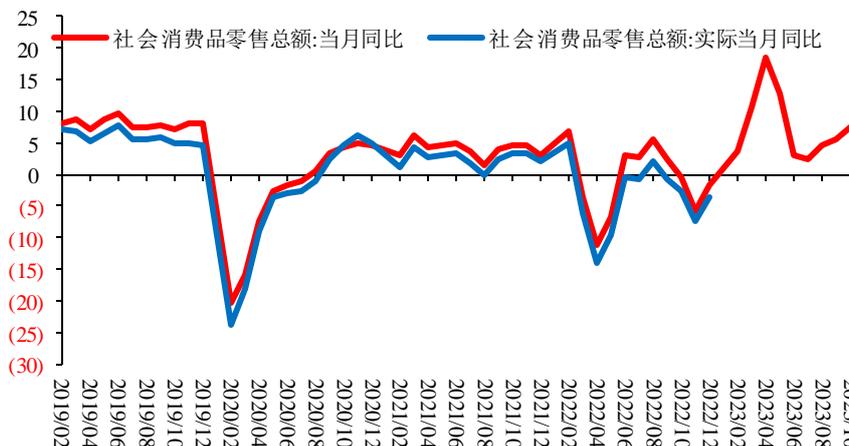
图3：房地产新开工和销售面积当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用两年复合同比

10月社会消费品零售名义增速7.6%，较9月回升2.1个百分点；两年复合同比3.5%，较上月回落0.5个百分点；季调后环比0.07%，略好于上月，但大幅低于疫情前0.77%的均值。消费维持在一个弱于疫情前的水平，体现了疤痕效应仍然存在，居民消费倾向偏低，预防性储蓄下降缓慢。

图4：社零名义同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用两年复合同比

分品类看，在两年复合同比下，体育娱乐、文化办公、中西药品等可选品回升幅度最大，日用品、服装和石油制品相对转弱幅度最大。此外，建筑类延续低位，显示地产后周期产业仍然偏弱。

餐饮收入同比 17.1%，较 9 月上升 3.3 个百分点；两年复合同比 3.7%，较 9 月份回落 2.1 个百分点。商品零售两年复合同比为 3.5%，较上月回落 0.4 个百分点，消费数据从两年复合同比来看出现连续两个月的下滑，范围较为普遍。

往后看，当下疤痕效应仍然较为强烈，消费倾向回升较为温和，叠加房地产市场承压，地产链消费相对更弱。如果未来房地产市场逐步企稳，居民预防性储蓄的释放和消费倾向回升有望出现改善，消费复苏进程可能加速，经济基本面也随之改善。

总体而言，10 月经济数据表明，居民的消费倾向仍然处于低位，房地产市场的需求改善并不明朗，全球补库存的歇脚可能使得未来出口上升的动能在减弱，经济在波折修复的途中。

伴随海外加息压力缓和、中美关系边际回暖、以及国内房地产企业违约压力缓解，权益市场短期向下的风险也释放完毕。当下波折中修复的经济数据并不构成明显利空，权益市场或将延续反弹。

■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034