

2023年11月15日

消费企稳地产筑底，期待财政货币同步扩张

事件点评

经济数据点评（2023.10）

投资要点

- ◆ **大众消费持续复苏向好，前期竣工带动汽车消费改善，零售表现稍好于预期。**10月社会消费品零售总额同比增长7.6%，较9月上行2.1个百分点，主要源于限额以下商品零售的超预期拉动作用。10月零售结构呈现以下特点：1) 限额以下商品零售保持了较为强劲的增长，显示大宗消费仍是稳健复苏的主力。2) 前期竣工、以及三季度房地产政策的结构性放松对汽车销售持续形成提振，10月汽车零售同比增速大幅上行7.5个百分点至11.4%。3) 巴以冲突对原油价格造成的扰动逐步消退，石油制品零售同比增速大幅回落至1.6%。
- ◆ **广义基建持续发挥坚强的稳增长作用，房地产开发投资筑底。**10月固定资产投资累计同比小幅下行0.2个百分点至2.9%，测算单月同比下行1.2个百分点至1.2%。结构上，广义基建投资在较高基数的阶段仍然维持了8.1%的同比高增，持续发挥中流砥柱的稳增长作用。加速去库存对制造业投资形成小幅抑制作用，制造业投资单月同比下行1.8个百分点至6.2%。房地产开发投资10月同比增速持平于-11.3%，房地产投资一侧仍然较为谨慎，反弹仍需等待但跌幅筑底过程或接近完成。
- ◆ **竣工增速放慢，新开工、销售面积跌幅再度扩大，房地产市场“脉冲式”改善后可持续性不强。**地产政策结构性放松向一线城市推广后的第二个月，房地产市场呈现了短暂的“脉冲式”改善后再度回落，居民部门的房价预期未能真正底部企稳，住宅新开工面积和销售面积跌幅分别扩大3.5和0.3个百分点至-20.4%、-12.0%，住宅竣工面积在基数走弱的背景下同比增速仍然大幅回落了12.1个百分点至13.7%。本轮房地产市场调整的深度和广度为历来最大的一次，政策对于居民和市场信心的提振作用需要较长的时间窗口进行观察，我们建议对房地产市场保持一定耐心。
- ◆ **加速去库存阶段，工业生产尽管基数走低，增速仍保持平稳。**10月工业增加值同比小幅上行0.1个百分点至4.6%，但去年因封控范围扩大而基数走低，10月生产端的表现受到了加速去库存阶段的持续抑制性影响。制造业增加值同比小幅上行0.1个百分点至5.1%，气温偏高取暖需求偏弱，公用事业增加值同比增速下行2.0个百分点至1.5%。主要制造业行业中，汽车零售的强劲增长拉动汽车制造业同比增速上行1.8个百分点至10.8%，成为当月上行最多的主要制造业行业。
- ◆ **后续预计地产投资跌幅温和收窄，仍需财政货币政策同步扩张促消费稳基建，方可期待2024年经济增长稳定在5.0%左右。**维持年底前仍需降准、小幅降息的预测不变。我们预计本轮房地产市场的深度调整有望于年底年初基本企稳，明年房地产市场可能率先在一、二线城市呈现“量缩价稳”的基本格局，但房地产投资跌幅收窄的速度预计不快，房地产投资对经济增长的拖累仍有尾部效应。考虑到房价预期如果企稳可以较为有效地稳定居民的财富效应预期，在此基础上，明年的财政额外扩张力度若能够通过政府部门加杠杆的方式，从更大力度的个税减税政策等二次分配角度提升居民的收入预期，预计将较为有效地拉动明年的消费需求。当前阶段，在美国对华“脱钩断链”政策日益显性化、美联储可能更长期维持限制性货币政策的鹰派立场背景下，我们对明年货币、财政政策双轮驱动、和衷共济共同加码拉动内需可持续增长和结构优化的政策组合模式抱有明确的期待。
- ◆ **风险提示：**稳增长政策力度不及预期风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.cn

相关报告

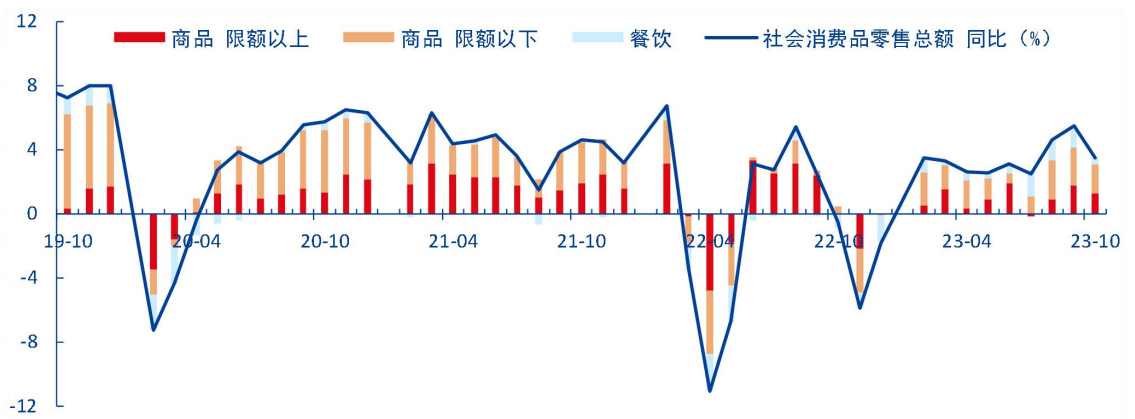
- 居民贷款清冷，政府发债集中——金融数据点评（2023.10） 2023.11.13
- 需求即将见底，政策传导可期——CPI、PPI 点评（2023.10） 2023.11.10
- 罢工拖累就业，是否足以改变美联储？——华金宏观·双循环周报（第31期） 2023.11.4
- 矛盾的数据令美联储采取谨慎鹰派立场——美联储 FOMC 会议（2023.11）点评 2023.11.2
- 金融高质量发展的三大支柱——中央金融工作会议速评 2023.10.31



一、大众消费持续复苏向好，前期竣工带动汽车消费改善，零售表现稍好于预期。

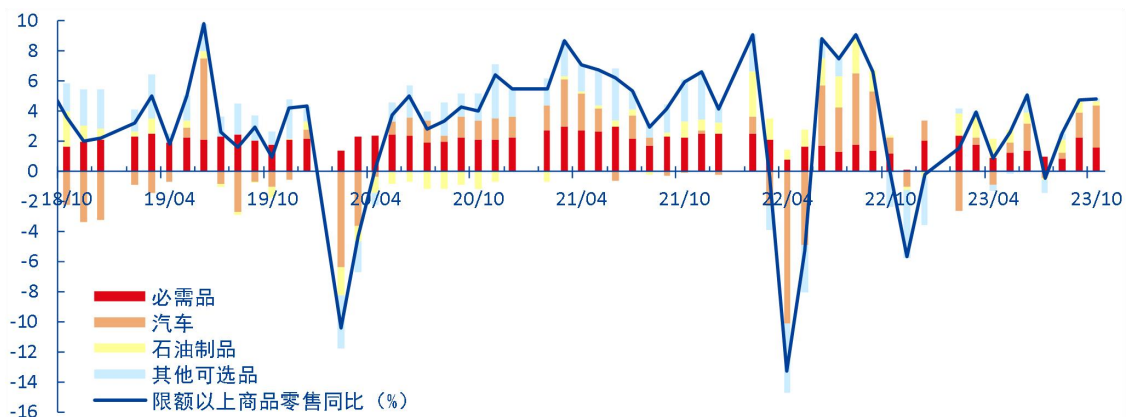
10月社会消费品零售总额同比增长7.6%，较9月上行2.1个百分点，好于我们此前预期，主要源于限额以下商品零售的超预期拉动作用。考虑去年同期全国大范围封控导致基数额外偏低，用两年平均增速口径来看，3.5%的增长速度较9月小幅降温。10月零售结构呈现以下特点：1) 限额以下商品零售保持了较为强劲的增长态势，拉动当月总零售两年平均增速达1.8个百分点，明显高于我们此前预期，显示大宗消费仍是稳健复苏的主力。2) 前期竣工、以及三季度房地产政策的结构性放松对汽车销售持续形成提振，10月汽车零售同比增速大幅上行7.5个百分点至11.4%，是拉动10月限额以上零售同比增长的最大单项。3) 巴以冲突对原油价格造成的扰动逐步消退，石油制品零售同比增速大幅回落7.3个百分点至1.6%。

图1：社会消费品零售总额同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年，2023年3-6月、2023年10月为两年平均增速

图2：限额以上商品零售同比及贡献结构（%）



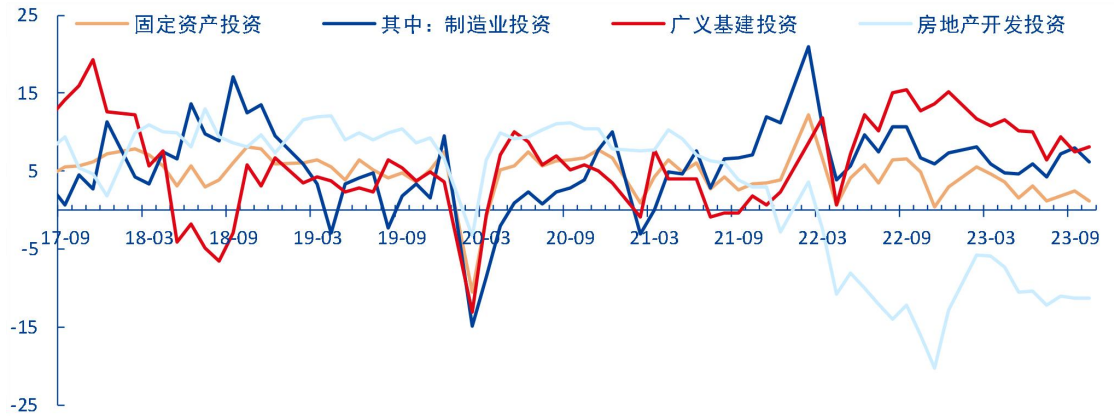
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年，2023年3-6月、2023年10月为两年平均增速

二、广义基建持续发挥坚强的稳增长作用，房地产开发投资筑底。

10月固定资产投资累计同比小幅下行0.2个百分点至2.9%，测算单月同比下行1.2个百分点至1.2%，从年初以来的火热增速中小幅降温。结构上，在能源公用事业投资的促进下，广义基建投资在较高基数的阶段仍然维持了8.1%的同比高增，增速较9月上行0.6个百分点，持续

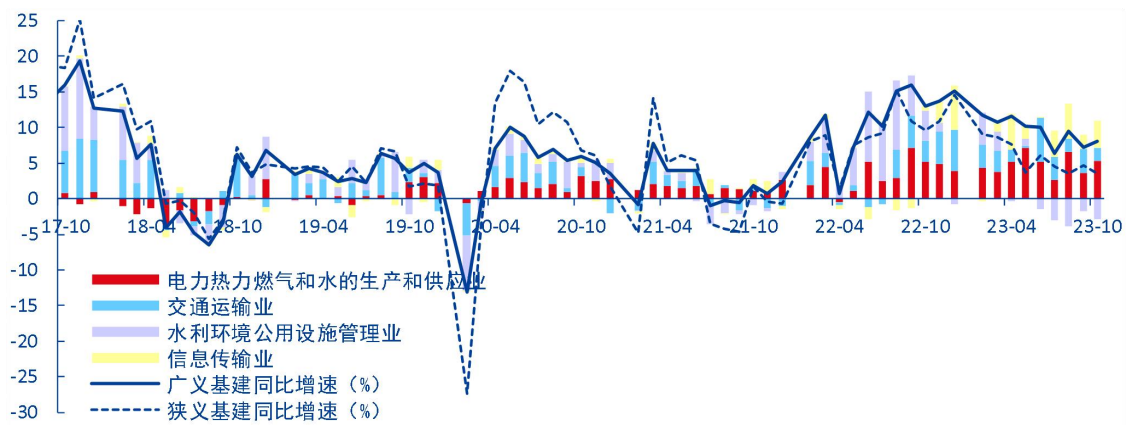
发挥中流砥柱的稳增长作用。加速去库存对制造业投资形成小幅抑制作用，制造业投资单月同比下行 1.8 个百分点至 6.2%，但考虑 10 月 PPI 跌幅有所扩大，扣除价格因素后的实际投资增速仍然维持在较高水准。房地产开发投资 10 月同比增速持平于 -11.3%，居民部门的房价预期尚未完全企稳，房地产投资一侧仍然较为谨慎，反弹仍需等待但跌幅筑底过程或接近完成。

图 3：固定资产投资、房地产、制造业、基建投资单月同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 4：广义基建投资同比及贡献结构（%）

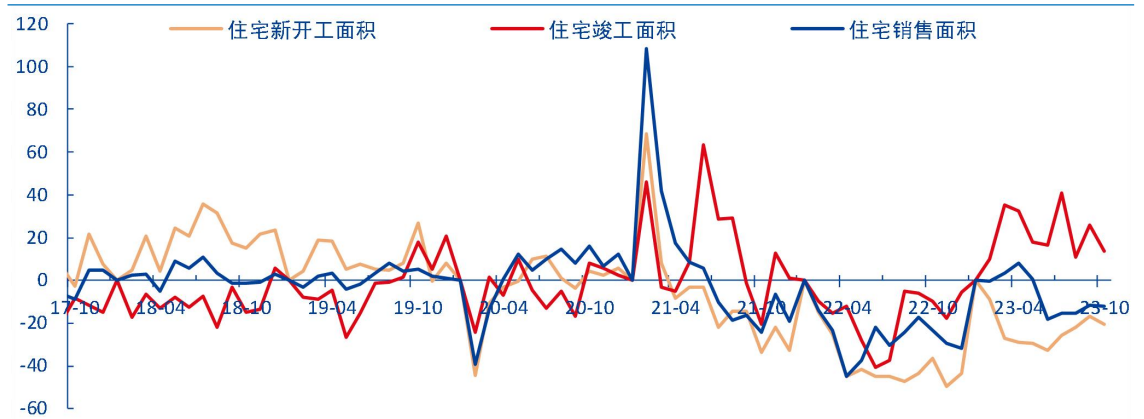


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

三、竣工增速放慢，新开工、销售面积跌幅再度扩大，房地产市场“脉冲式”改善后可持续性不强。

地产政策结构性放松向一线城市推广后的第二个月，从高频交易数据来看，房地产市场呈现了短暂的“脉冲式”改善后再度回落，居民部门的房价预期仍有所波动，未能真正底部企稳，当月住宅新开工面积和销售面积跌幅分别扩大 3.5 和 0.3 个百分点至 -20.4%、-12.0%，住宅竣工面积在基数走弱的背景下同比增速仍然放缓，大幅回落了 12.1 个百分点至 13.7%。本轮房地产市场调整的深度和广度为历来最大的一次，政策对于居民部门和市场信心的提振作用需要较长的时间窗口进行观察，我们建议对房地产市场保持一定的耐心，我们预计房地产市场可能在年底年初底部企稳，最终可能呈现出“量缩价稳”的结构。

图 5：住宅销售、新开工、竣工面积同比（%）

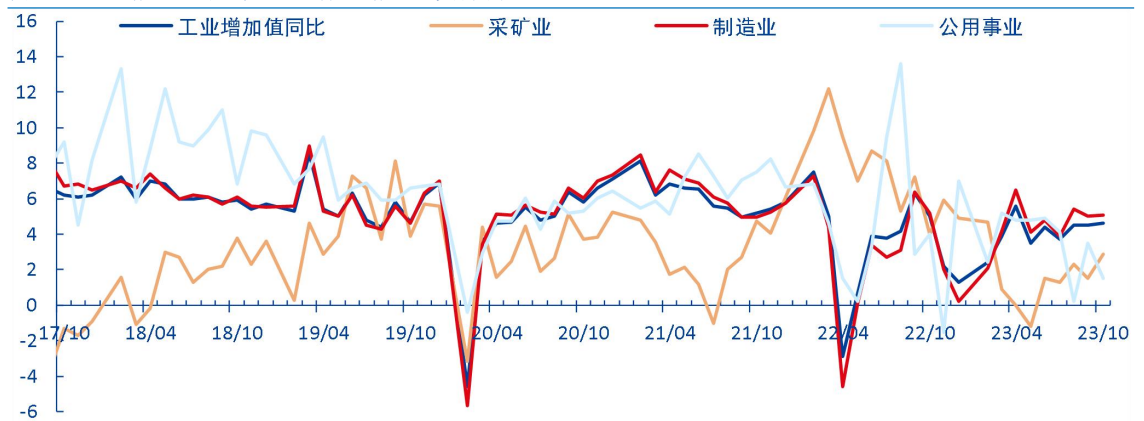


资料来源：CEIC，华金证券研究所

四、加速去库存阶段，工业生产尽管基数走低，增速仍保持平稳。

10 月工业增加值同比小幅上行 0.1 个百分点至 4.6%，但考虑到去年同期因封控范围扩大而基数开始走低，10 月生产端的表现受到了加速去库存阶段的持续抑制性影响。制造业增加值同比小幅上行 0.1 个百分点至 5.1%，气温偏高取暖需求偏弱，公用事业增加值同比增速下行 2.0 个百分点至 1.5%。主要制造业行业中，汽车零售的强劲增长拉动汽车制造业同比增速上行 1.8 个百分点至 10.8%，成为当月上行最多的主要制造业行业。而黑色金属冶炼和压延工业则受到加速去库存的影响而大幅下行了 2.6 个百分点至 7.3%。10 月城镇调查失业率维持于 5.0%，其中，外来农业户籍失业率小幅下行 0.1 个百分点至 4.6%，今年以来的基建投资稳增长稳就业导向取得了较为明显的效果。

图 6：工业增加值与三大工业行业增加值实际同比（%）



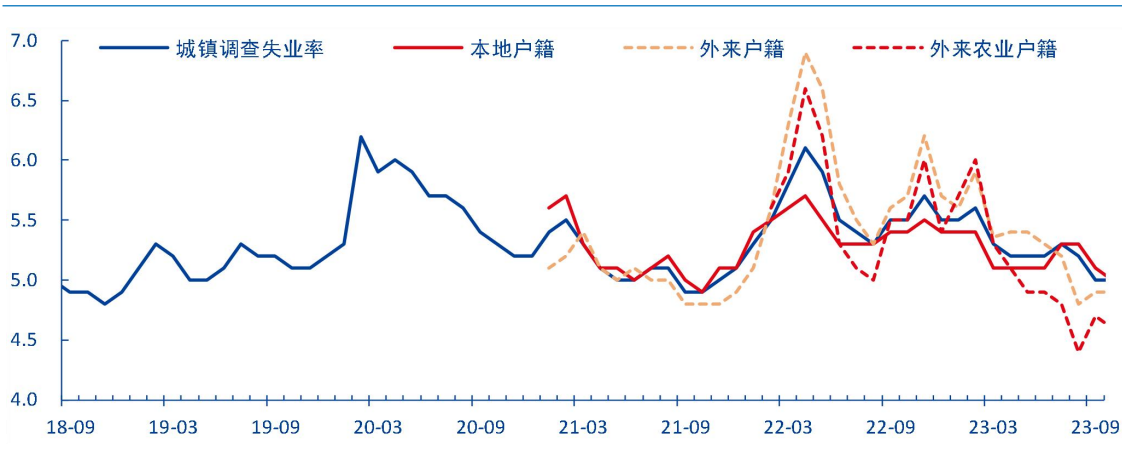
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年、2023 年 3-5 月为两年平均增速

五、10 月经济数据呈现居民消费稳定、地产投资筑底、基建投资支撑三大特征。后续预计地产投资跌幅温和收窄，仍需财政货币政策同步扩张促消费稳基建，方可期待 2024 年经济增长稳定在 5.0% 左右。维持年底前仍需降准、小幅降息的预测不变。

中央财政 10 月底宣布将于四季度增发万亿国债，并在短期内直接形成促进明年投资增速的效果，我们分别对应上修明年的基建投资和固定资产投资同比增速预测分别至 9.5% 和 7.0%，详细分析可参考我们此前的报告《扩于当下，利泽绵长——增发万亿国债点评》（2023.10.25）。我们预计本轮房地产市场的深度调整有望于年底年初基本企稳，明年房地产市场可能率先在一、二线城市呈现“量缩价稳”的基本格局，但房地产投资跌幅收窄的速度预计不快，房地产投资

对经济增长的拖累仍有尾部效应。考虑到房价预期如果企稳可以较为有效地稳定居民的财富效应预期，在此基础上，明年的财政额外扩张力度若能够通过政府部门加杠杆的方式，从更大力度的个税减税政策等二次分配角度提升居民的收入预期，预计将较为有效地拉动明年的消费需求。当前阶段，在美国对华“脱钩断链”政策日益显性化、美联储可能更长期维持限制性货币政策的鹰派立场背景下，我们对明年货币、财政政策双轮驱动、和衷共济共同加码拉动内需可持续增长和结构优化的政策组合模式抱有明确的期待。

图 7：城镇调查失业率与不同户籍人群表现（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示：稳增长政策力度不及预期风险。

分析师声明

秦泰声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn