

宏观经济宏观月报

10月国内消费延续回暖，投资季节性回落拖累经济增长

核心观点

消费延续回暖，投资季节性回落拖累经济增长。10月国内经济增速较9月小幅回落，其中消费延续回暖，但投资明显回落拖累了经济增长。10月国内投资景气回落或更多与今年以来每季度首月投资均走弱的季节性有关。

根据我们总结的月度经济指标与GDP之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：如何测算中国月度GDP同比？-20230623》），我们测算了2022年以来中国月度实际GDP同比增速。2023年10月国内实际GDP同比约为5.0%，较9月小幅回落0.2个百分点。10月国内实际GDP的两年平均同比增速约为4.5%，较9月回落0.4个百分点。

消费是2023年三季度国内经济回暖的主要动力，背后反映了稳定的就业正在逐渐修复居民偏弱的就业和收入信心，10月国内消费延续回暖进一步验证了这一逻辑。此外，10月国内整体失业率维持稳定，大城市失业率明显下行，表明国内就业仍然稳健且就业质量有所提升，有利于居民就业和收入信心继续修复，预计11、12月国内消费将继续回升。

10月特别国债发行释放了积极的稳增长信号，预计11、12月国内投资增速有望回升。此外，10月国内进口增速大幅提升，或指向出口产品的生产有所加速，这意味着11、12月国内出口亦有望回升。

因此，11、12月国内经济增速大概率重新上升，预计四季度国内GDP同比约为6.0%，2023年全年国内GDP同比约为5.4%。

风险提示：政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

经济研究·宏观月报

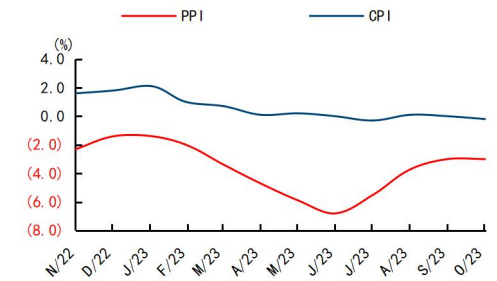
证券分析师：李智能
 0755-22940456
 lizn@guosen.com.cn
 S0980516060001

证券分析师：董德志
 021-60933158
 dongdz@guosen.com.cn
 S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	2.90
社零总额当月同比	7.60
出口当月同比	-6.40
M2	10.30

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-9月国内失业率下降，消费回暖具有持续性》——2023-10-18
- 《宏观经济宏观月报-8月国内经济景气回暖，内生增长动能得以提振》——2023-09-16
- 《宏观经济宏观月报-土地市场仍然偏弱，7月国内经济景气有所回落》——2023-08-16
- 《宏观经济宏观月报-6月稳增长政策提振效果显著，下半年房地产或是关键》——2023-07-17
- 《宏观经济宏观月报-5月经济小幅回暖，仍需刺激政策进一步提升经济热度》——2023-06-15

内容目录

10 月经济增长：消费延续回暖，投资季节性回落拖累经济增长	4
就业：10 月国内大城市失业率继续下降，居民收入或继续改善	5
生产端：10 月工业、服务业生产景气均有所回落	6
需求端：投资——国内投资当月同比和两年平均同比均下行	8
需求端：消费——消费景气延续回暖	9
需求端：进出口——出口增速降，进口增速升	11
10 月通胀解读：国内综合通胀有所走弱	12
2023 年 10 月 CPI 数据分析与未来走势判断	12
2023 年 10 月 PPI 数据分析与未来走势判断	16
风险提示	18

图表目录

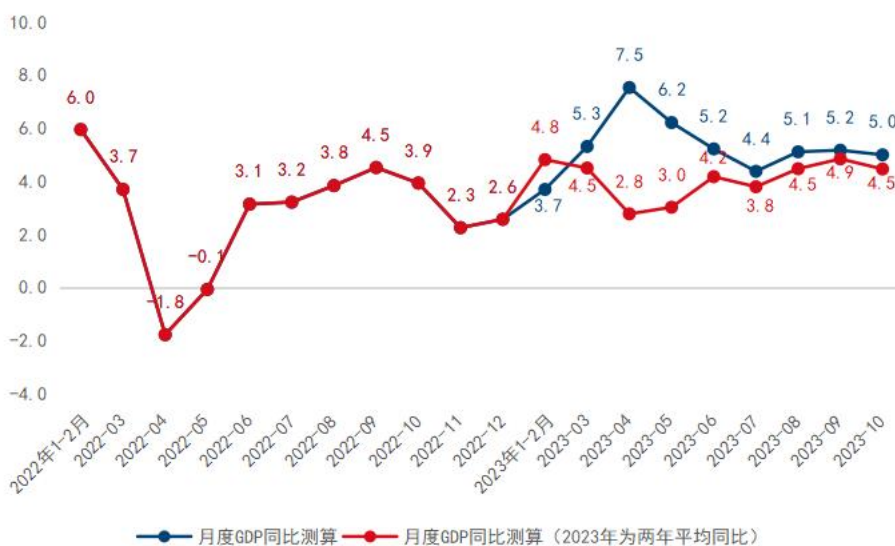
图 1: 2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速测算	4
图 2: 中国三大需求对 GDP 同比的拉动幅度一览	5
图 3: 10 月整体调查失业率持平上月, 大城市失业率继续明显下降	6
图 4: 工业增加值当月同比与两年平均同比增速一览	6
图 5: 10 月采矿业、制造业、公用事业增加值两年平均同比均有所回落	7
图 6: 10 月各品类产品产量两年平均同比与 9 月的差值一览	7
图 7: 10 月服务业生产指数两年平均同比继续小幅回落	8
图 8: 10 月固定资产投资两年平均同比增速有所回落	8
图 9: 10 月房地产开发、制造业、基建投资两年平均同比均有所回落	9
图 10: 房地产销售当月两年平均同比增速一览	9
图 11: 10 月国内社会消费品零售总额同比继续上升	10
图 12: 商品零售当月同比与相对 2019 年复合同比一览	10
图 13: 餐饮收入当月同比与相对 2019 年复合同比一览	10
图 14: 10 月不同商品的销售金额相对 2019 年的复合同比较 9 月变化幅度一览	11
图 15: 中国出口当月同比与两年平均同比一览	11
图 16: 中国进口当月同比与两年平均同比一览	11
图 17: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献	12
图 18: CPI 环比与历史均值比较	12
图 19: CPI 食品项环比与历史均值比较	13
图 20: CPI 非食品项环比与历史均值比较	14
图 21: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较	14
图 22: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较	15
图 23: 食品高频价格指数走势	15
图 24: 非食品高频价格指数走势	16
图 25: 2023 年 10 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值	17
图 26: 2023 年 10 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较	17
图 27: 2023 年 10 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较	18
图 28: 流通领域生产资料价格高频指标走势图	18

10 月经济增长：消费延续回暖，投资季节性回落拖累经济增长

10 月国内经济增速较 9 月小幅回落，其中消费延续回暖，但投资明显回落拖累了经济增长。10 月国内投资景气回落或更多与今年以来每季度首月投资均走弱的季节性有关。

根据我们总结的月度经济指标与 GDP 之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：如何测算中国月度 GDP 同比？-20230623》），我们测算了 2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速。2023 年 10 月国内实际 GDP 同比约为 5.0%，较 9 月小幅回落 0.2 个百分点。10 月国内实际 GDP 的两年平均同比增速约为 4.5%，较 9 月回落 0.4 个百分点。

图1：2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速测算



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

消费是 2023 年三季度国内经济回暖的主要动力，背后反映了稳定的就业正在逐渐修复居民偏弱的就业和收入信心，10 月国内消费延续回暖进一步验证了这一逻辑。此外，10 月国内整体失业率维持稳定，大城市失业率明显下行，表明国内就业仍然稳健且就业质量有所提升，有利于居民就业和收入信心继续修复，预计 11、12 月国内消费将继续回升。

10 月特别国债发行释放了积极的稳增长信号，预计 11、12 月国内投资增速有望回升。此外，10 月国内进口增速大幅提升，或指向出口产品的生产有所加速，这意味着 11、12 月国内出口亦有望回升。

因此，11、12 月国内经济增速大概率重新上升，预计四季度国内 GDP 同比约为 6.0%，2023 年全年国内 GDP 同比约为 5.4%。

图2：中国三大需求对 GDP 同比的拉动幅度一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

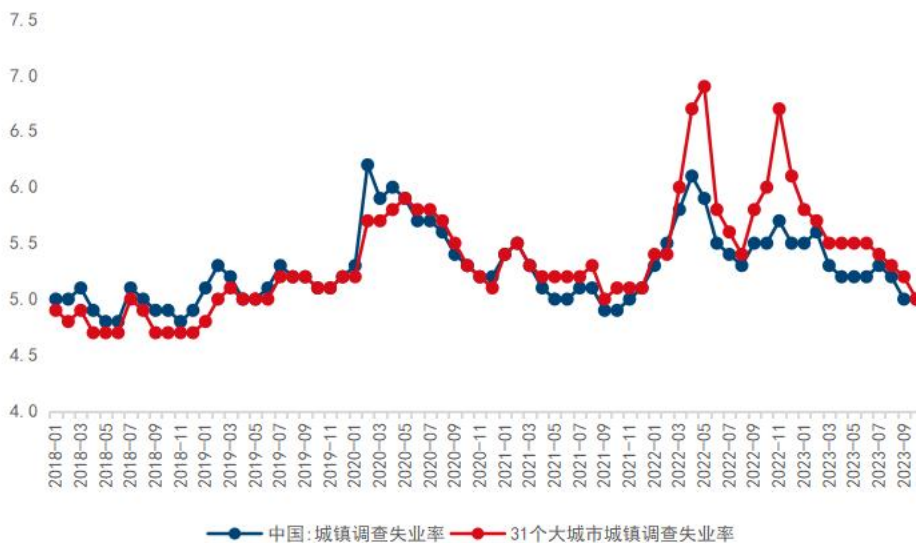
就业：10月国内大城市失业率继续下降，居民收入或继续改善

10月国内城镇调查失业率为5.0%，持平上月。2018、2019、2021年10月城镇调查失业率平均值持平9月。今年10月国内城镇调查失业率表现边际上与历史平均水平持平，表明国内就业情况仍然稳健。

10月大城市调查失业率约为5.0%，较9月下降0.2个百分点。2018、2019、2021年10月大城市调查失业率平均值持平9月。今年10月国内大城市调查失业率表现边际上明显优于历史平均水平。

10月国内大城市失业率继续明显下降，或表明居民收入继续改善，有利于后续消费继续向上修复。

图3: 10月整体调查失业率持平上月, 大城市失业率继续明显下降



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

生产端: 10月工业、服务业生产景气均有所回落

10月国内规模以上工业增加值两年平均同比增速为4.8%, 较9月回落0.6个百分点, 仍处于年内高位, 表明10月国内工业生产景气有所回落但仍处于较高水平。

图4: 工业增加值当月同比与两年平均同比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分三大门类看, 10月采矿业、制造业、公用事业增加值两年平均同比均有所回落。10月采矿业增加值两年平均同比3.4%, 较9月回落0.9个百分点; 制造业5.1%, 回落0.6个百分点; 公用事业2.7%, 回落0.5个百分点。

图5: 10月采矿业、制造业、公用事业增加值两年平均同比均有所回落



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看, 10月粗钢产量两年平均同比为 4.4%, 较 9 月回落 1.0 个百分点; 钢材 7.1%, 回落 1.9 个百分点; 水泥-1.8%, 上升 1.4 个百分点; 乙烯 5.5%, 上升 1.8 个百分点; 十种有色金属 9.1%, 上升 1.1 个百分点; 汽车 8.5%, 回落 5.3 个百分点; 工业机器人-3.0%, 回落 2.3 个百分点; 集成电路-0.7%, 上升 1.7 个百分点; 整体高技术制造业增加值 10 月两年平均同比为 6.1%, 较 9 月上升 0.4 个百分点。

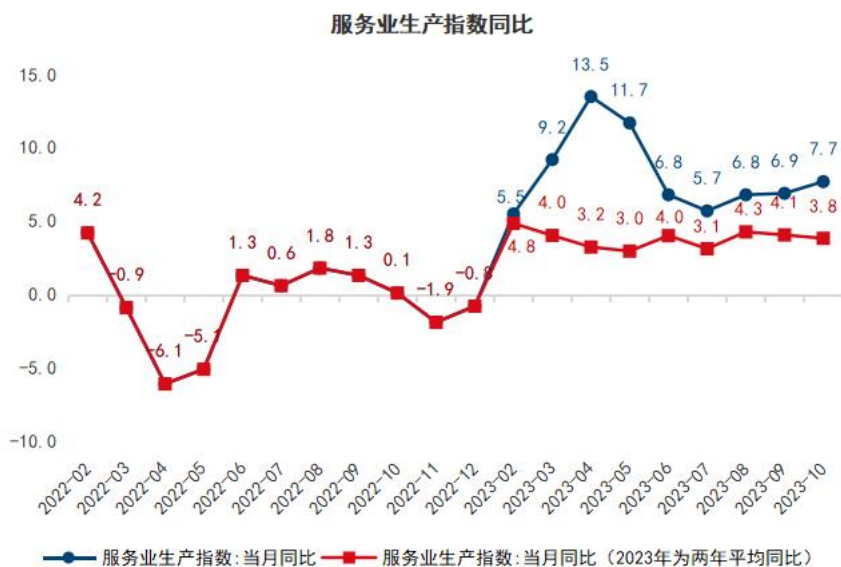
图6: 10月各品类产品产量两年平均同比与9月的差值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面, 2023 年 10 月国内服务业生产指数两年平均同比增速为 3.8%, 较 9 月继续小幅回落 0.3 个百分点, 表明国内服务业生产景气有所回落, 或主要受房地产行业景气继续下行影响。

图7：10月服务业生产指数两年平均同比继续小幅回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：投资——国内投资当月同比和两年平均同比均下行

10月国内固定资产投资两年平均同比为3.2%，较9月回落1.3个百分点，国内投资景气有所回落。

图8：10月固定资产投资两年平均同比增速有所回落

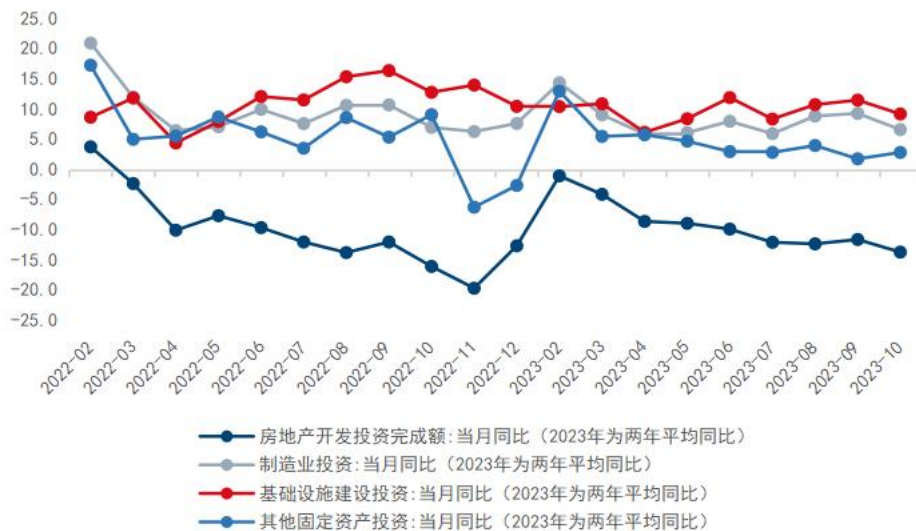


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

10月房地产开发投资两年平均同比为-13.7%，较9月回落2.0个百分点；制造业投资为6.6%，回落2.6个百分点；基建投资9.1%，回落2.4个百分点；其他投资（主要是服务业相关投资）同比2.8%，上升1.1个百分点。

整体来看，10月国内房地产开发、制造业、基建投资增速均走弱，或与今年以来每季度首月投资景气均走弱的季节性有关。

图9：10月房地产开发、制造业、基建投资两年平均同比均有所回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

10月国内商品房销售两年平均同比有所回落，房地产销售景气再次降温。

图10：房地产销售当月两年平均同比增速一览



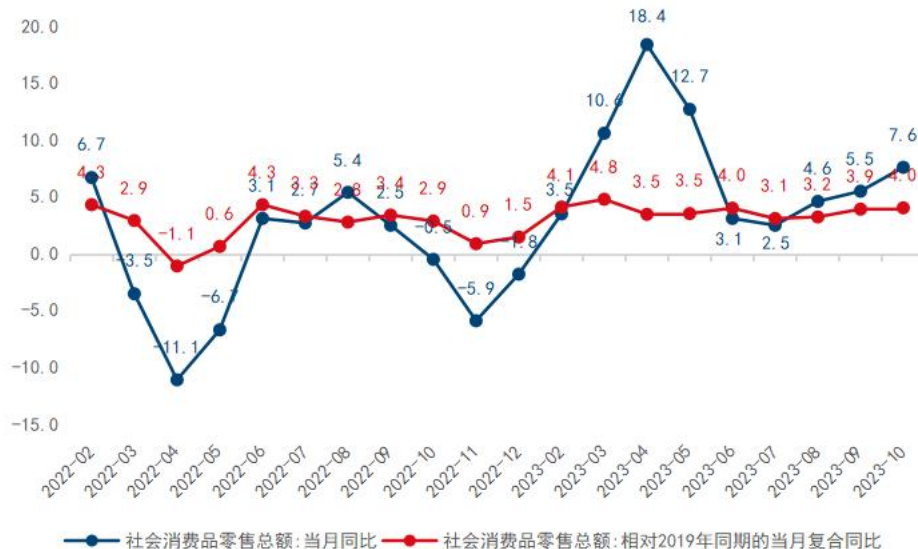
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：消费——消费景气延续回暖

10月社会消费品零售总额当月同比为7.6%，较9月继续上升2.1个百分点，其中商品零售为6.5%，上升1.9个百分点；餐饮17.1%，上升3.3个百分点。

10月社会消费品零售总额相对2019年同比的复合同比约为4.0%，较9月继续上升0.1个百分点，表明10月国内消费景气较9月继续上升，稳中有降的失业率继续修复居民偏弱的就业和收入预期。

图11：10月国内社会消费品零售总额同比继续上升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

图12：商品零售当月同比与相对2019年复合同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

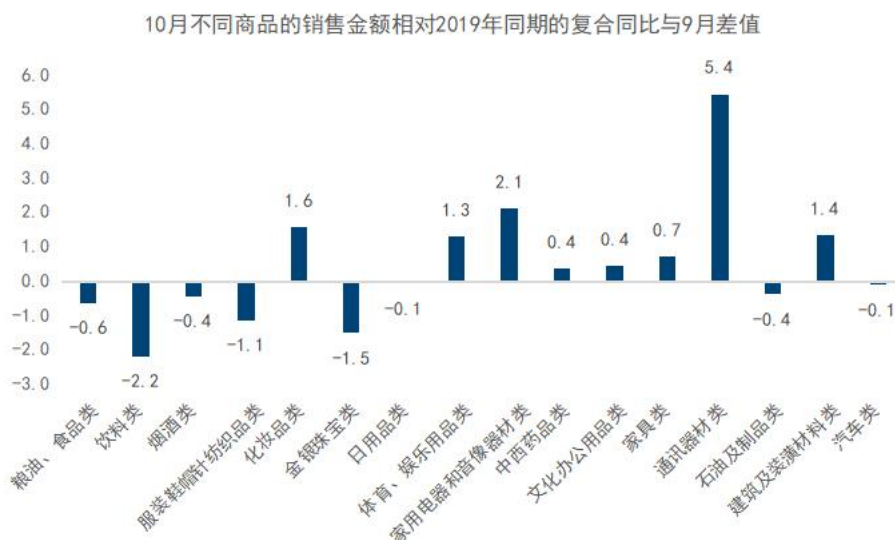
图13：餐饮收入当月同比与相对2019年复合同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

从不同类别的商品销售情况来看，10月和房地产相关的家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类的销售金额复合同比增速明显上升，此外，化妆品类、体育娱乐用品类、通讯器材类的销售金额复合同比增速亦明显上升。而粮油食品类、饮料类、烟酒类、服装鞋帽针纺织品类、金银珠宝类的销售金额复合同比增速有所下行。

图14: 10月不同商品的销售金额相对2019年同期的复合同比与9月变化幅度一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：进出口——出口增速降，进口增速升

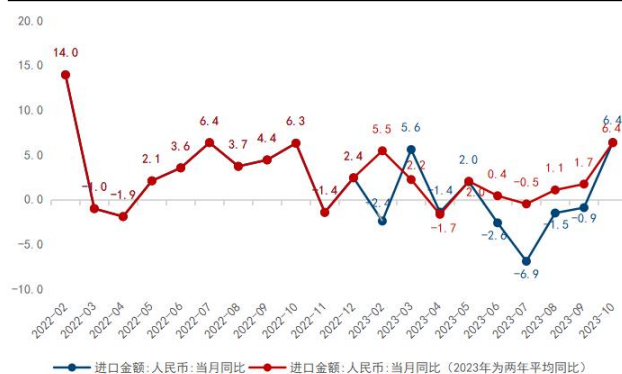
10月中国出口（人民币计价，若无特别提示，后文进出口均为人民币计价）两年平均同比下降，进口明显上升。10月中国出口两年平均同比为1.2%，较9月下降3.2个百分点。10月进口两年平均同比为6.4%，较9月明显上升4.7个百分点。

图15: 中国出口当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

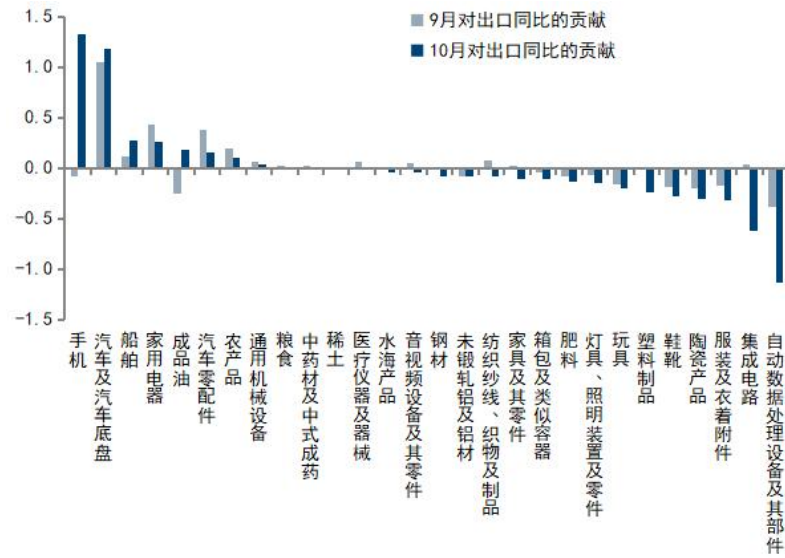
图16: 中国进口当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

10月汽车产业链对出口同比增速的贡献仍然排在前列，此外手机产品对出口同比增速的贡献在10月大幅提升。但10月集成电路、自动数据处理设备及其部件对出口同比增速的贡献大幅下降，服装及衣着附件、鞋靴等轻工产品对出口同比仍然构成负贡献。

图17: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献



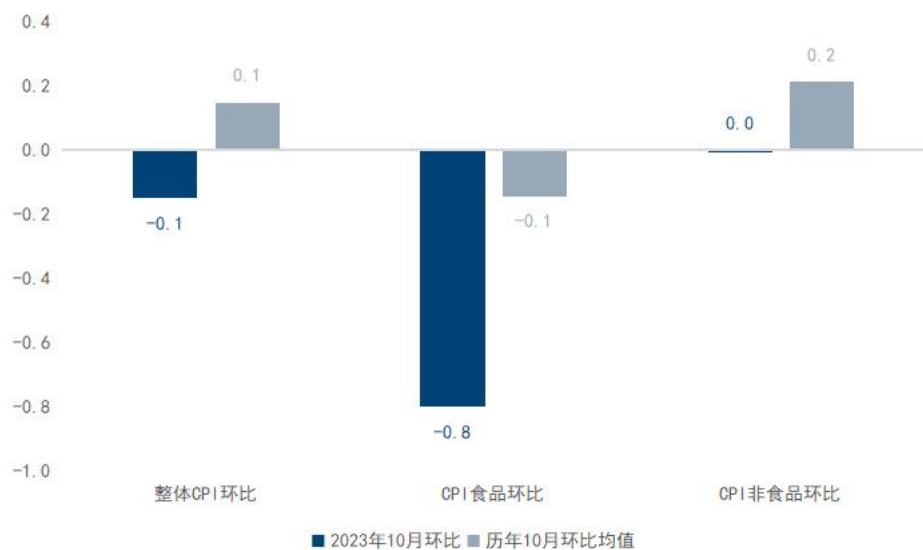
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

10月通胀解读: 国内综合通胀有所走弱

2023年10月CPI数据分析与未来走势判断

10月CPI同比为-0.2%，较9月下行0.2个百分点。10月CPI环比为-0.1%，低于季节性水平约0.2个百分点。其中10月食品、非食品价格环比均低于季节性。(季节性指2005-2022年同月环比均值，下同)

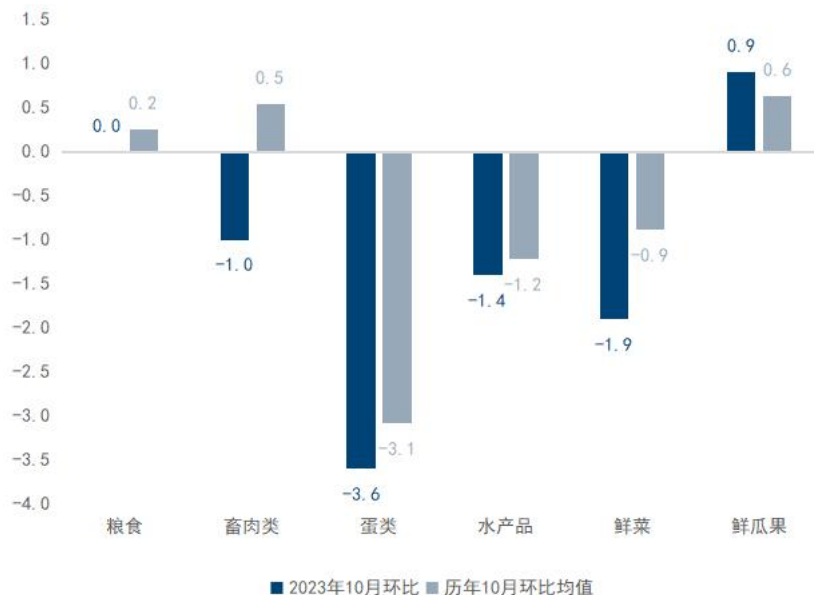
图18: CPI环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

10月食品环比为-0.8%，低于季节性约0.7个百分点，其中畜肉、鲜菜价格环比低于季节性部分对食品环比的额外贡献分别为-0.3、-0.1个百分点。

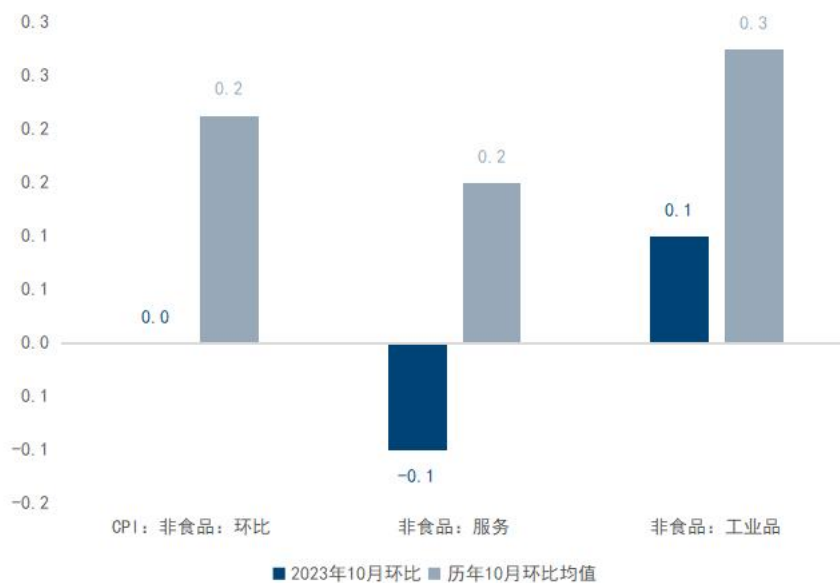
图19: CPI 食品项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

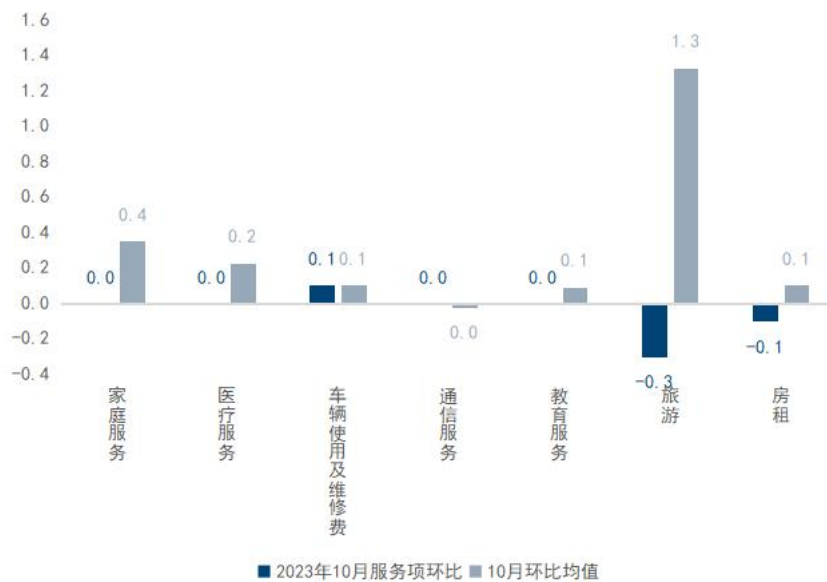
10月非食品环比为零，低于季节性约0.2个百分点。非食品中服务价格环比为-0.1%，低于季节性0.3个百分点，其中家庭服务、医疗服务、旅游、房租价格环比均低于季节性；非食品中工业品价格环比约为0.1%，低于季节性约0.2个百分点，其中酒类、服装、西药、水电燃料价格环比明显低于季节性。

图20: CPI 非食品项环比与历史均值比较



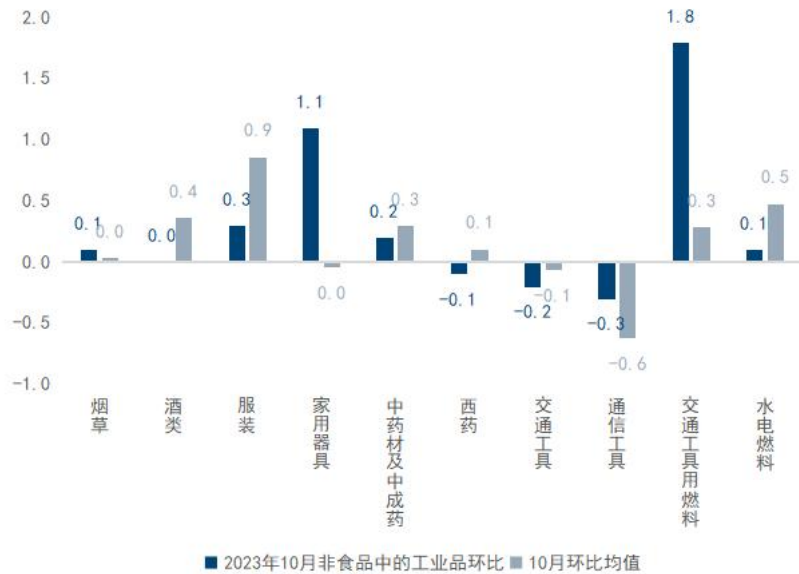
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图21: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图22: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较



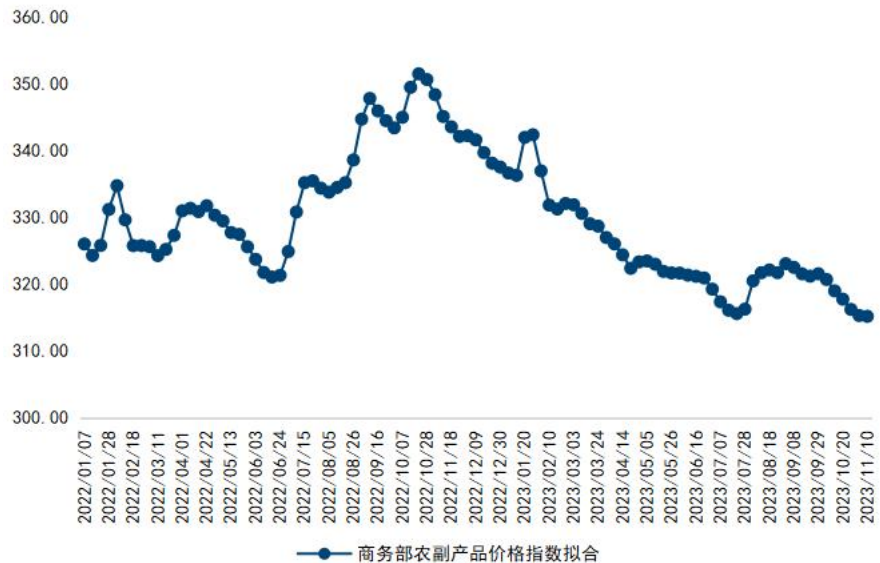
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

截至 11 月 10 日, 国信拟合的商务部食品高频综合指数 11 月环比为-1.0%, 低于历史平均水平 0.9%, 预计 2023 年 11 月食品价格环比或仍低于季节性水平。

非食品方面, 截至 11 月 10 日, 11 月非食品高频指标环比为-0.1%, 略低于历史均值 0.3%, 预计 11 月整体非食品环比略低于季节性水平。

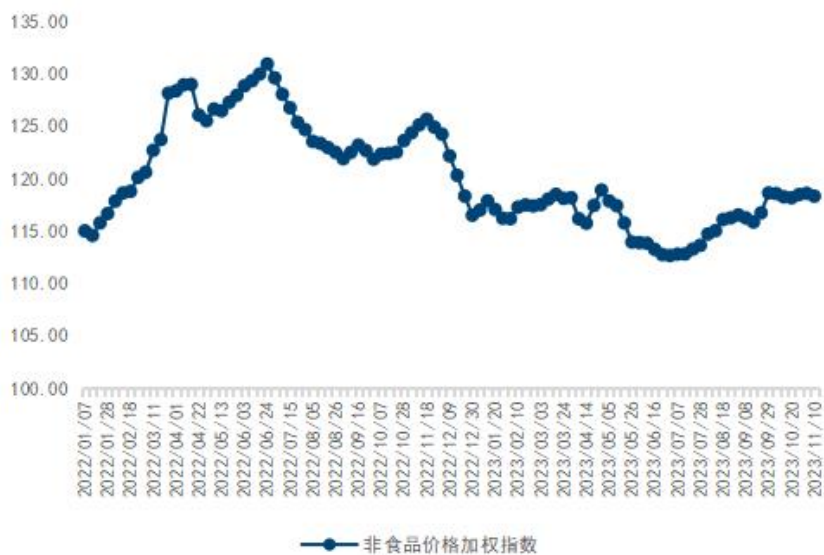
预计 11 月 CPI 食品环比约为-0.5%, CPI 非食品环比约为零, CPI 整体环比约为-0.1%, 11 月 CPI 同比或小幅上行至-0.1%。

图23: 食品高频价格指数走势



资料来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图24: 非食品高频价格指数走势



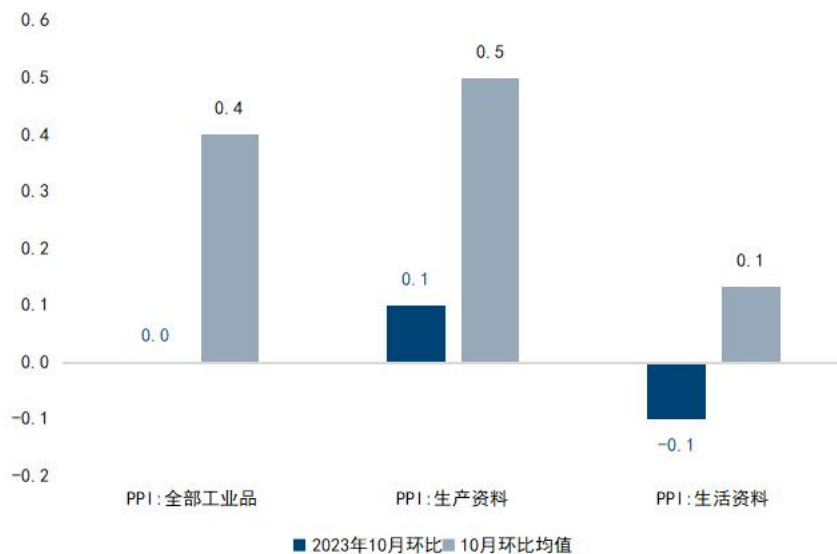
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2023年10月PPI数据分析与未来走势判断

10月PPI同比和环比均有所回落。10月PPI同比为-2.6%，较上月回落0.1个百分点；环比为零，较上月回落0.4个百分点，10月环比仍低于疫情前三年同期均值。

10月PPI生产资料、生活资料价格环比均低于疫情前三年同期均值。PPI生产资料10月环比为0.1%，较上月回落0.4个百分点，低于历史均值0.4个百分点；PPI生活资料10月环比为-0.1%，较上月回落0.2个百分点，低于历史均值0.2个百分点。

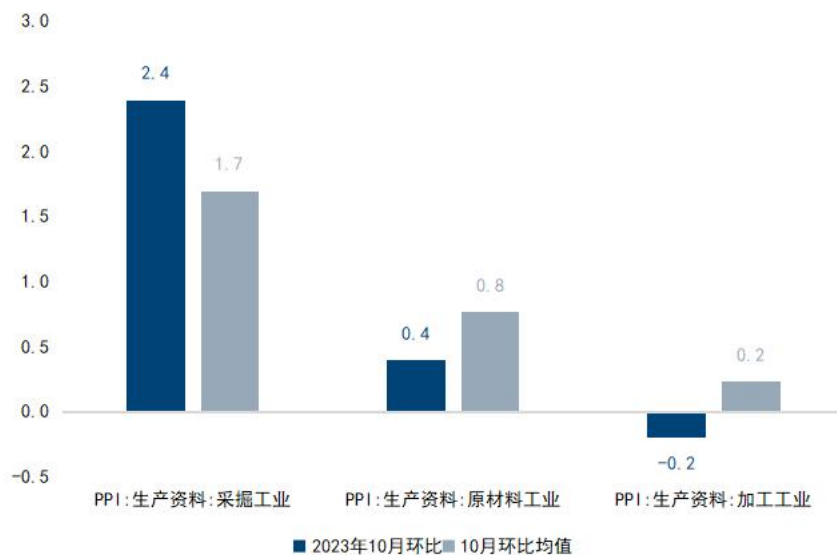
图25: 2023年10月PPI生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生产资料各分项价格环比与疫情前三年同期均值比较来看, 10月采掘工业价格环比高于历史均值, 原材料工业、加工工业环比低于历史均值。原材料工业、加工工业生产资料价格环比低于历史均值 0.4、0.4 个百分点。

图26: 2023年10月PPI生产资料各分项价格环比与历史均值比较

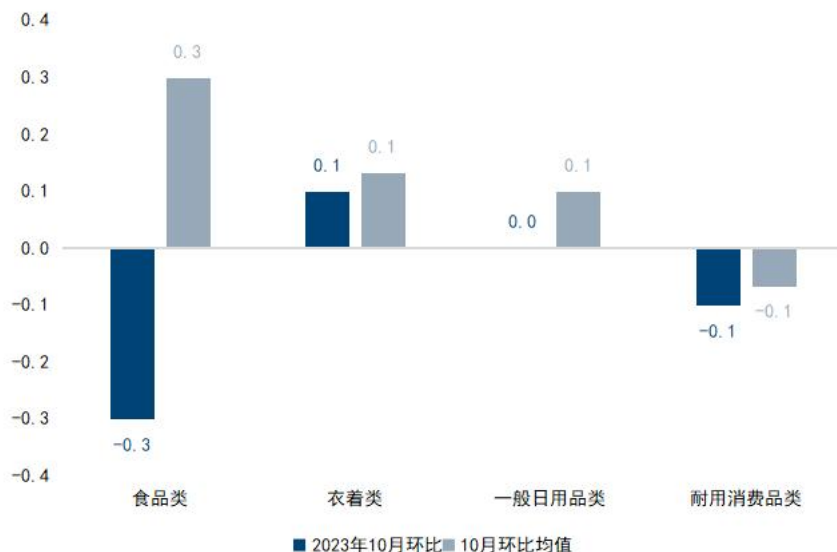


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生活资料各分项价格环比与疫情前三年同期均值比较来看, 食品类、一般日用品类低于历史均值, 衣着类、耐用消费品类持平历史均值。

生活资料各分项中, 食品类、一般日用品类低于历史均值的幅度为 0.6、0.1 个百分点。

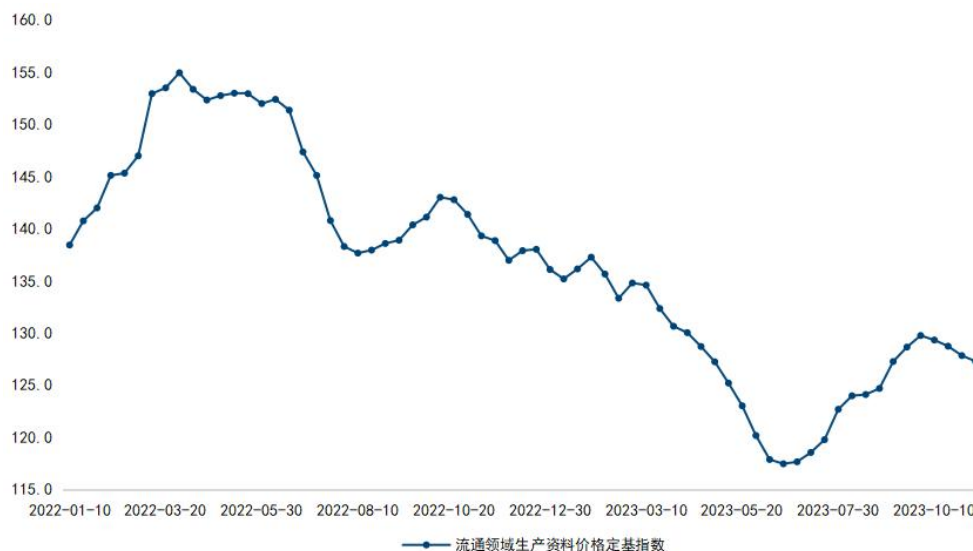
图27: 2023年10月PPI生活资料各分项价格环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

10月以来国内流通领域的生产资料价格有所回落, 或与生产恢复快于需求有关。随着稳增长政策推进, 需求继续回暖, 预计后续国内流通领域的生产资料价格有望企稳回升。11月上旬国内流通领域的生产资料价格继续小幅下跌。预计2023年11月国内PPI环比涨幅转负, PPI同比或继续下行至-2.8%。

图28: 流通领域生产资料价格高频指标走势图



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

风险提示

政策刺激力度减弱, 经济增速下滑。

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032