

经济复苏中的小波折

——10月经济数据点评

作者

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 邮箱：fanl@glsc.com.cn
 分析师：方诗超
 执业证书编号：S0590523030001
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

事件：

国家统计局11月15日公布2023年10月经济数据。就季节性调整后的数据来看，10月的需求端与产出端的数据略弱于预期，地产投资超预期下行可能是个主要的因素。我们认为，10月经济数据略有回落属于经济复苏过程中的正常现象，而且10月一些投资与工业生产情况的环比回落是否受到节假日因素的影响也值得关注。展望未来，我们认为，在稳增长政策的不断落地、外需保持韧性、叠加地产上下游供给逐步出清提振制造业投资等多方面因素的作用下，经济环比增长有望继续保持动能，经济的负产出缺口也有望继续收敛。我们继续维持四季度GDP5.4%的预测。

事件点评

➤ 需求端：修复有所分化

季节性调整后，10月社会消费品零售进一步回升，其中商品消费继续改善，餐饮消费出现回落。10月固定资产投资规模整体边际回落，基建投资在10月环比继续上行，但地产投资与销售仍处于调整阶段，制造业投资也在8、9月的持续回升后有所回落。

➤ 生产端：工业生产稍有回落，出口交货值环比回升

与需求端修复有所分化相一致，生产端也出现一些修复分化的迹象。剔除季节性因素的影响后，工业增加值环比稍有回落，发电量与工业企业出口交货值则环比有所回升。

➤ 就业形势边际好转

季节性调整后，10月城镇调查失业率环比上升0.01个百分点，与上月基本持平。31大中城市调查失业率则继续边际改善，较上月下降0.14个百分点。

➤ 未来经济与政策展望

就季节性调整后的数据来看，10月的需求端与产出端的数据略弱于预期，地产投资超预期下行可能是个主要的因素。我们认为，10月经济数据略有回落属于经济复苏过程中的正常现象。本轮经济复苏是通过市场出清、供给创造需求推动的经济的逐步修复（《是时候强烈看多中国经济了——中国经济如何走向复苏（二）》），不是在政策强刺激下的急速回升，复苏的过程中有波折并不足为奇。

实际上，10月一些投资与工业生产情况的环比回落是否受到节假日因素的影响也值得关注。由于今年中秋假期在阳历上较晚，导致今年10月的工作日比去年少一天，9月的工作日则比去年多一天。这可能也部分解释了9月一些数据超预期的偏强与10月的偏弱。

展望未来，我们认为，在稳增长政策的不断落地、外需保持韧性、叠加地产上下游供给逐步出清提振制造业投资（《潜龙在渊——中国经济如何走向复苏？》）等多方面因素的作用下，经济环比增长有望继续保持动能，经济的负产出缺口也有望继续收敛。我们继续维持四季度GDP5.4%的预测，超出5.2%的市场一致预期。

风险提示：经济、政策与预期不一致，海外地缘政治事件超预期。

相关报告

1、《对美联储加息可能的担忧扰动市场：——海外宏观周点评》2023.11.12
 2、《总需求走强的证据进一步显现：——10月外贸数据点评》2023.11.08

1. 需求端：修复有所分化

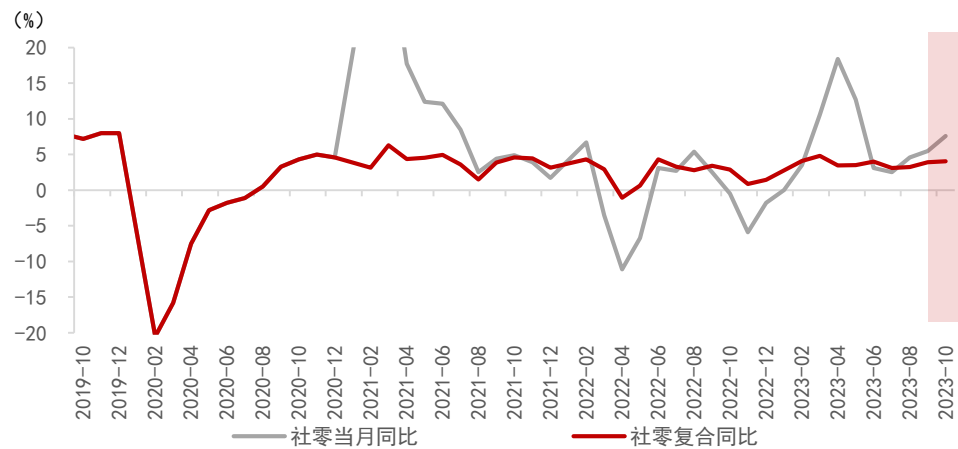
10月需求端修复有所分化。季节性调整后，10月社会消费品零售进一步回升，其中商品消费继续改善，餐饮消费出现回落。10月固定资产投资规模整体边际回落，基建投资在10月环比继续上行，但地产投资与销售仍处于调整阶段，制造业投资也在8、9月的持续回升后有所回落。

首先，10月消费动能进一步修复，商品消费继续回升，餐饮消费出现回落。

10月社会消费品零售同比增长7.6%（前值5.5%），较上月回升2.1个百分点，部分是受到去年低基数的支撑。

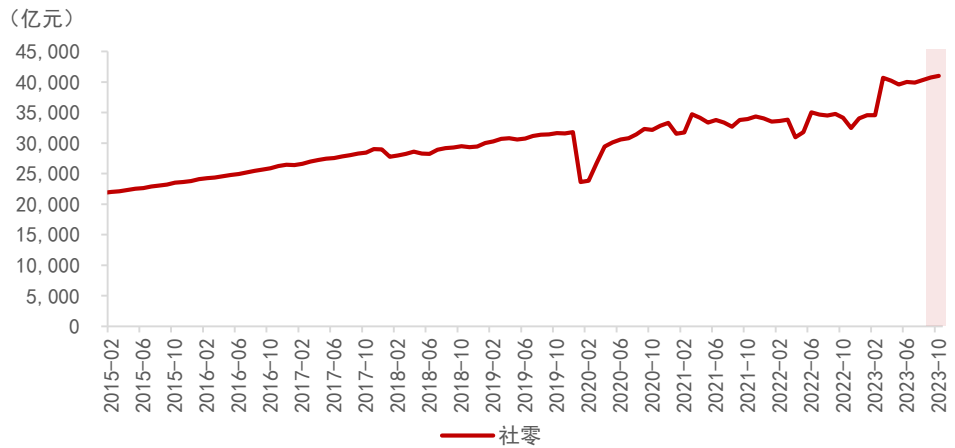
季节性调整后，社零环比增长0.6%（前值1.0%）。以2019年为基期的复合同比增速也显示，10月社零继续改善（四年CAGR4.0%，前值3.9%），这可能意味着10月消费动能在进一步修复。

图表1：社会消费品零售增速



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合同比均以2019年为基期

图表2：社会消费品零售规模（季调）

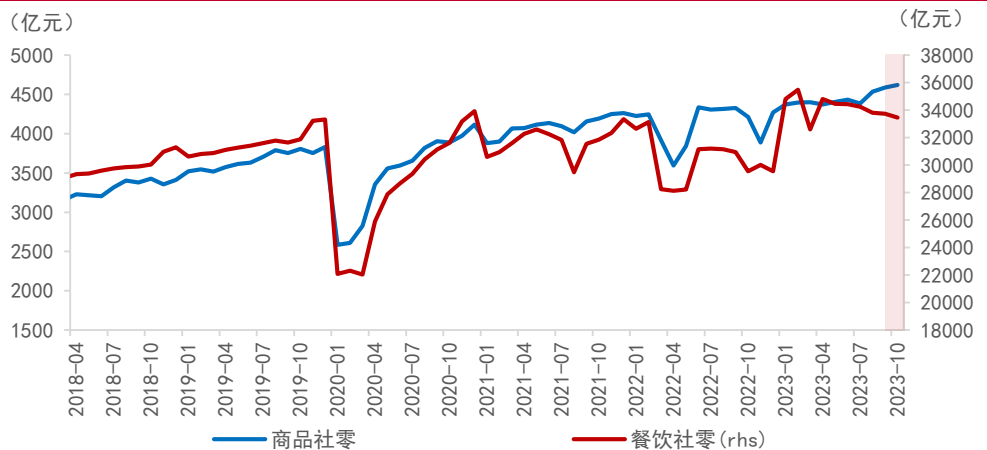


资料来源：Wind，国联证券研究所

分消费类别而言，10月商品消费继续回升，餐饮消费出现回落。

季节性调整后，商品消费整体进一步回升，餐饮消费则有所回落。具体而言，10月商品消费环比增长0.5%（前值0.8%），餐饮消费环比下降1.2%（前值-0.2%）。

图表3：社零中的餐饮与商品消费规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

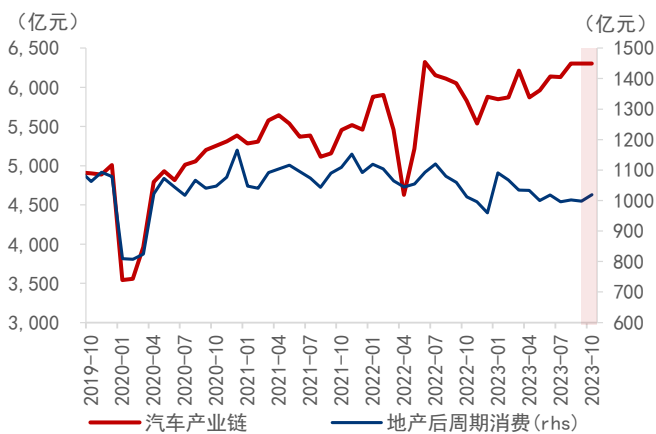
分板块来看，10月各商品板块表现延续了9月分化的趋势，其中汽车产业链与地产后周期商品的消费有所回升。

具体而言，从限额以上的商品销售观察：

- 粮油、食饮及药品等必选消费在上月的明显回升后出现回落。季节性调整后，其10月环比增速为-0.4%（前值+1.7%）。

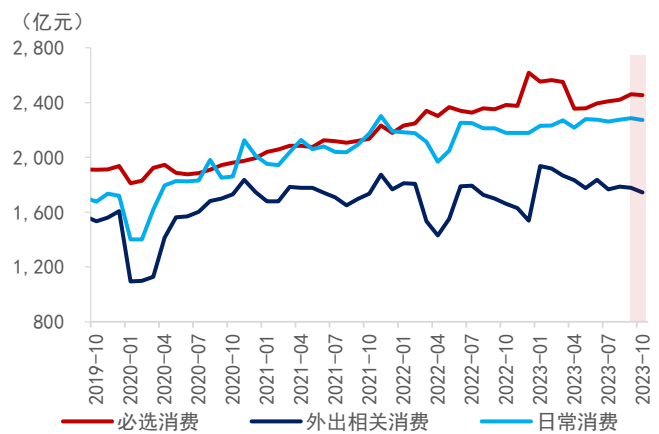
- 鞋帽服装、化妆品等与外出相关商品消费继续下滑。外出相关消费在10月的季调环比增速为-1.8%（前值-0.6%）。
- 日用品等日常商品消费也稍有回落，季节性调整后，在9月环比下降0.6%（前值0.5%）。
- 汽车消费略有反弹。季节性调整后，10月汽车消费环比回升0.04%（前值-0.01%）。
- 家具家电等地产后周期商品消费有所修复。季节性调整后，其10月环比增长2.1%（前值-0.3%）；其以2019年为基期的复合同比增速的降幅也有所收窄（四年CAGR-2.1%，前值-3.4%）。

图表4：汽车与地产后周期消费（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：其他板块的商品消费（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6: 限额以上主要商品复合增速及其变化

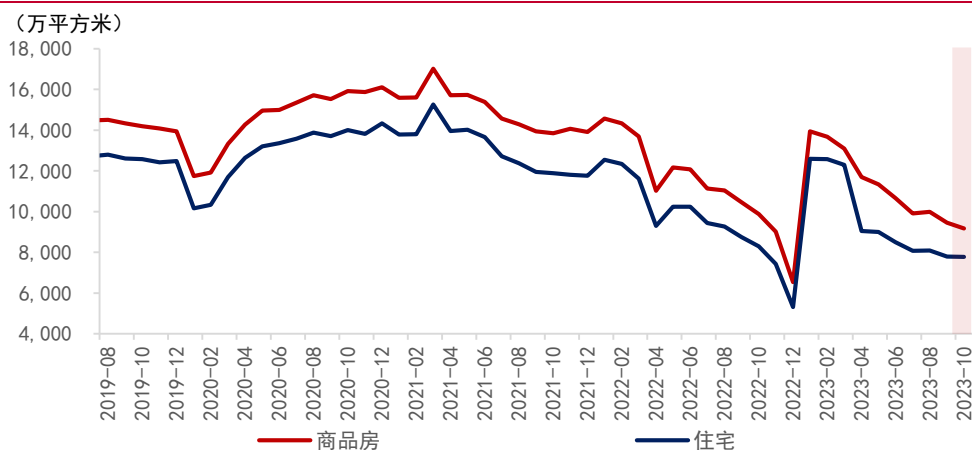
大类	限上主要分项	以2019为基期的复合增速		
		10月	9月	增速变化
日常消费	书报杂志	9.0	5.2	3.9
日常消费	通讯器材	8.7	6.5	2.2
地产后周期	家电和音像器材	1.4	-0.7	2.1
外出相关消费	化妆品	6.7	5.2	1.6
日常消费	烟酒	9.6	8.1	1.5
地产后周期	建筑及装潢材料	-0.4	-0.9	0.6
汽车产业链	石油及制品	5.4	5.0	0.5
地产后周期	家具	-0.1	-0.4	0.4
必选消费	粮油、食品	8.0	7.7	0.3
外出相关消费	服装类	-0.3	0.3	-0.6
必选消费	中西药品	8.5	9.0	-0.6
外出相关消费	服装鞋帽针纺织品	2.5	3.2	-0.7
日常消费	日用品	4.0	5.0	-1.0
必选消费	饮料	7.9	9.5	-1.6
日常消费	体育、娱乐用品	6.5	8.2	-1.7
汽车产业链	汽车	2.0	4.0	-2.0
外出相关消费	金银珠宝	9.4	11.6	-2.2
日常消费	文化办公用品	3.6	8.7	-5.0

资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 复合同比均以2019年为基期

其次，地产销售下滑放缓。

从经过季节性调整的数据来看，10月商品房销售规模继续维持在年化11.5亿平方米的水平，环比下降3.0%（前值-5.3%），其中住宅销售面积环比下降0.2%（前值-3.6%），降幅有所收窄。

图表7: 商品房销售面积（季调）

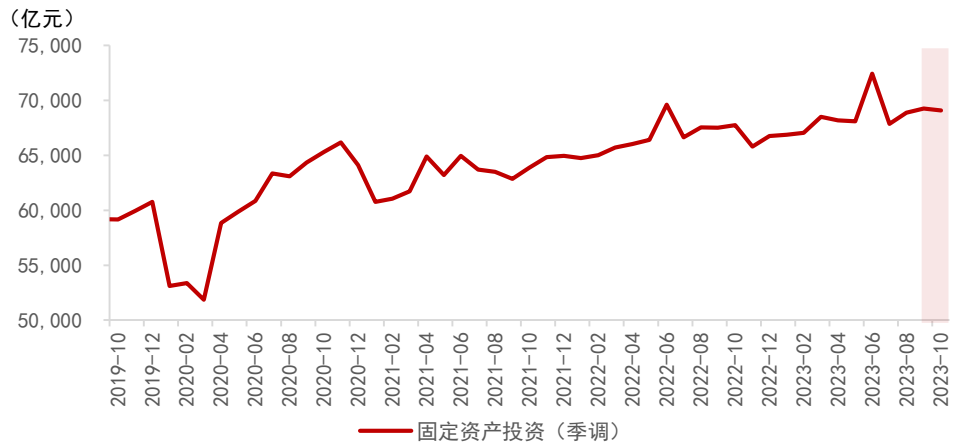


资料来源: Wind, 国联证券研究所

最后，固定资产投资修复稍有放缓。季节性调整后，基建投资在10月进一步小幅回升，地产投资继续下行，制造业投资也在8、9月的持续回升后有所回落。

从经过季节性调整后的数据来看，10月固定资产投资环比下降0.3%(前值0.5%)。

图表8：固定资产投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

从结构上来看：

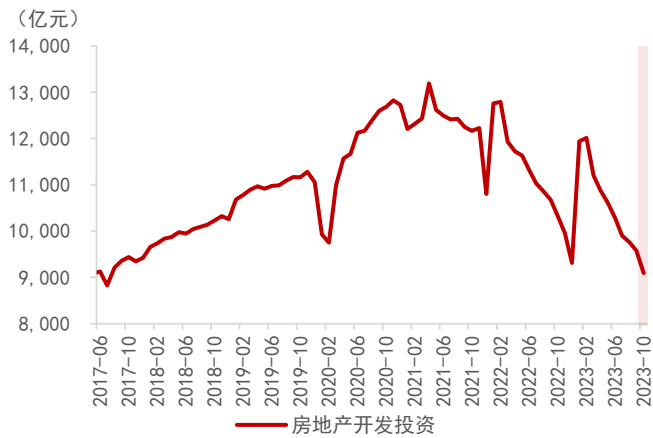
地产投资继续下行。季节性调整后，10月地产投资环比下降5.1%(前值-1.9%)。尽管当前地产相关政策持续放松，但我们认为，居民部门以及地产企业具有的较高地产库存或仍将对未来一段时间的地产投资造成拖累。今天的国务院新闻发布会上，国家统计局新闻发言人刘爱华也表示，“目前房地产市场仍然处于转型期的调整中”¹。

基建投资继续小幅回升，主要受到电力相关的投资支撑。季节性调整后，10月基建投资环比上升0.1%(前值1.1%)。其中，除电力外的基建投资环比下降0.4%(前值0.6%)，这意味着基建总体的环比正增长或主要受电力相关基建投资支撑。

继8、9月的持续反弹后，10月制造业投资有所回落。今年上半年，制造业投资表现强势，季调环比持续回升直至7月出现回落，8、9月制造业投资则明显反弹。10月制造业投资季调环比下降2.2%(前值+2.6%)，依然处于历史高位。

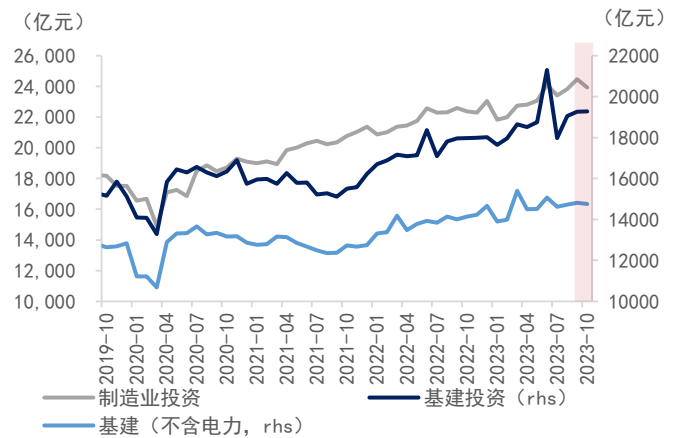
¹ https://www.gov.cn/zhengce/202311/content_6915335.htm

图表9：房地产投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：基建与制造业投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

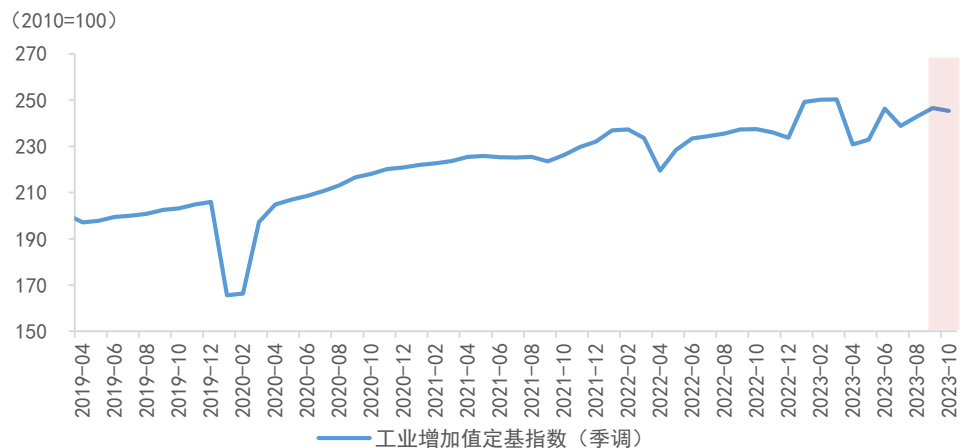
2. 生产端：工业生产稍有回落，出口交货值环比回升

与需求端修复有所分化相一致，生产端也出现一些修复分化的迹象。剔除季节性因素的影响后，工业增加值环比稍有回落，发电量与工业企业出口交货值则环比有所回升。

季节性调整后，10月工业增加值环比下降0.5%（前值1.5%），显示工业生产在8、9月的持续回升后稍有回落。就绝对水平而言，10月工业生产依然好于今年许多月份，仅弱于一季度、6月和9月的水平。

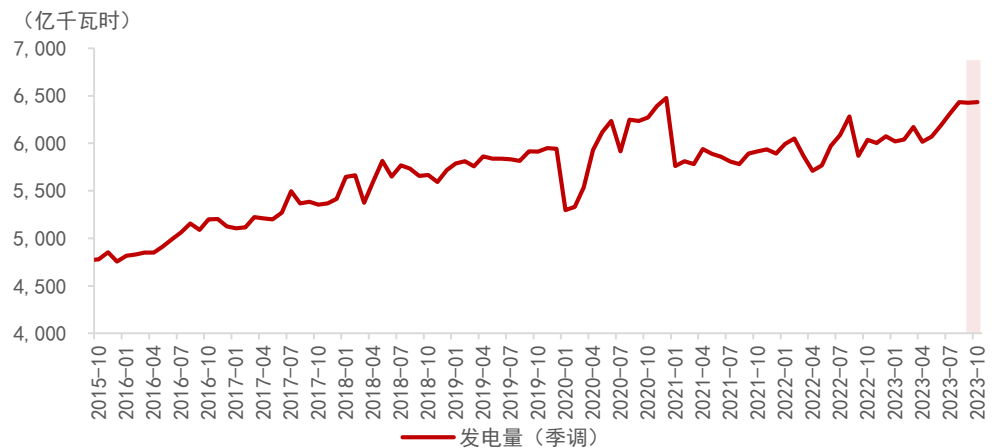
10月发电量季节性调整后则稍有回升（0.1%，前值-0.1%）。

图表11：工业增加值（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

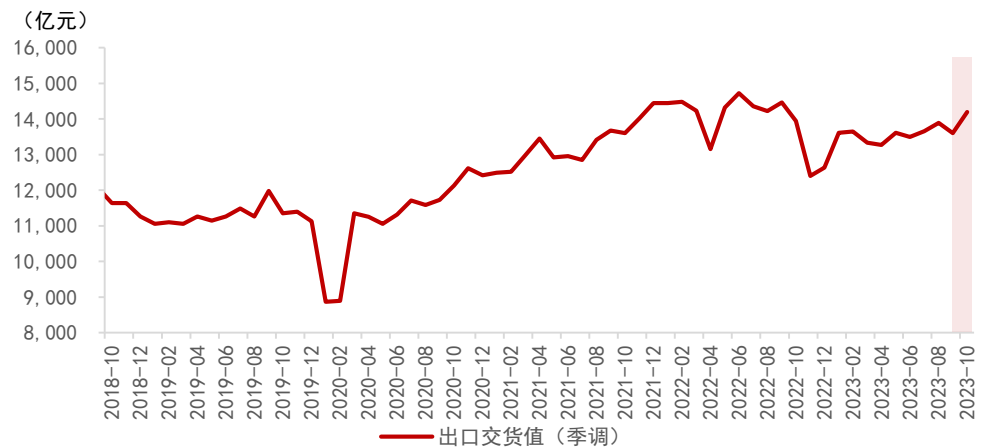
图表12: 发电量 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

同时, 10月出口交货值也环比回升。季节性调整后, 10月工业企业出口交货值环比上升4.4% (前值-2.1%)。

图表13: 出口交货值 (季调)



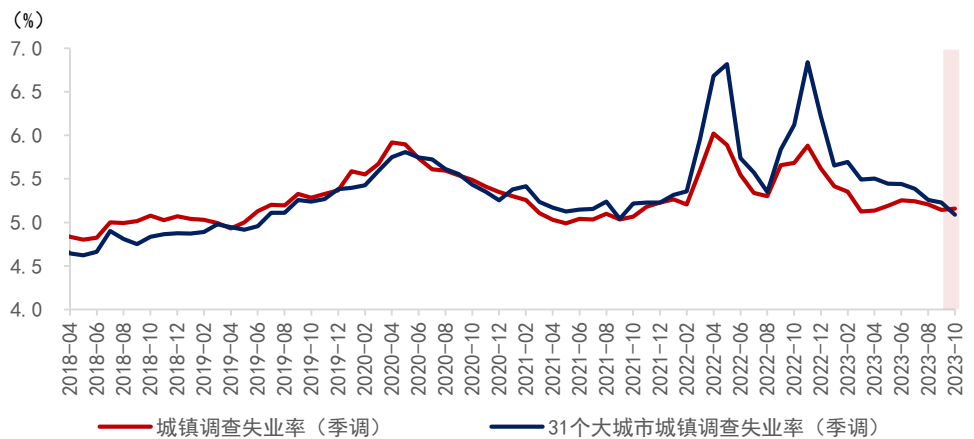
资料来源: Wind, 国联证券研究所

3. 就业形势边际好转

10月的城镇调查失业率5.0% (前值5.0%), 与上月持平。季节性调整后, 城镇调查失业率较上月上升0.01个百分点, 与上月基本持平。

此外, 31大中城市调查失业率继续边际改善, 季节性调整后较上月下降0.14个百分点。

图表14：调查失业率



资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 未来经济与政策展望

就季节性调整后的数据来看，10月的需求端与产出端的数据略弱于预期，地产投资超预期下行可能是个主要的因素。

具体而言，需求端数据有一定分化。其中，消费动能进一步修复，固定资产投资则整体边际回落，主要受地产投资较大下滑的冲击，此外，制造业投资也在8、9月的持续回升后有所回落，只有基建投资有所回升，但是回升力度也偏弱。在生产端，工业增加值环比稍有回落。

我们认为10月经济数据略有回落属于经济复苏过程中的正常现象。本轮经济复苏是通过市场出清、供给创造需求推动的经济的逐步修复（《是时候强烈看多中国经济了——中国经济如何走向复苏（二）》），不是在政策强刺激下的急速回升，复苏的过程中有波折并不足为奇。

实际上，10月一些投资与工业生产情况的环比回落是否受到节假日因素的影响也值得关注。由于今年中秋假期在阳历上较晚，导致今年10月的工作日比去年少一天，9月的工作日则比去年多一天。这可能也部分解释了9月一些数据超预期的偏强与10月的偏弱。

展望未来，我们认为，在稳增长政策的不断落地、外需保持韧性、叠加地产上下游供给逐步出清提振制造业投资（《潜龙在渊——中国经济如何走向复苏？》）等多方面因素的作用下，经济环比增长有望继续保持动能，经济的负产出缺口也有望继续收敛。

我们继续维持四季度GDP5.4%的预测，超出5.2%的市场一致预期。

5. 风险提示

经济、政策与预期不一致，海外地缘政治事件超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼