

宏观

需求略有波动，工业生产较好

——2023年10月经济数据点评兼论利率影响

2023年11月15日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

➢ **市场启示：经济表现平稳，延续利率中期震荡的看法。**10月经济数据中，消费平稳且强于预期，投资回落且弱于预期，工增回升且强于预期。整体来说，和月初制造业PMI显示的信息较为一致，显示终端需求虽略有波动，但库存周期的启动提升了经济的抗波动能力。值得关注的是，10月地产销售、资金来源、投资均出现了下跌速度趋缓的现象。因此，中期内经济大概率还是波折修复，不会进入负反馈。对于债券，边际有利的是，美国经济放缓，美债收益率回落；国内经济出现实质性、持续性的改善还需等待；货币政策四季度和明年一季度大概率还是以稳增长为主。边际不利的是，中美关系缓和；货币和财政中长期的再平衡。综合来看，延续利率中期震荡的看法。

➢ **10月社零同比增长7.6%，高于前值和预期值，主要受上年同期低基数的支撑。从两年平均看，基本保持平稳。**第一，服务类、出行类消费本月表现一般。第二，地产链相关消费跌幅收窄。第三，生活必需类消费在上月高增后，本月表现平稳。第四，升级类消费表现平稳，部分商品边际改善。

➢ **房地产投资和商品房销售增速下跌趋缓，新开工连续三个月跌幅收窄。**10月房地产开发投资完成额以及商品房销售面积累计下跌速度均趋缓；新开工面积累计跌幅收窄；房屋竣工面积累计增速保持在高位；房地产开发资金来源下跌速度亦趋缓。

➢ **基建投资增速回落，有季节性原因。**10月，基础设施投资累计同比增长5.9%，比9月回落0.3个百分点，两年平均增速7.3%（前值7.4%）。随着资金保障和项目支撑方面逐步改善，下阶段基础设施投资增长有望保持平稳。

➢ **制造业投资增速持平于上月，民间投资降幅收窄。**10月制造业投资累计增速6.2%（前值6.2%）。民间投资累计同比-0.5%（前值-0.6%），连续两个月降幅收窄。分行业看，受益于消费的稳定复苏，本月部分消费品类制造业投资增速回暖；化学原料及化学制品制造业的投资较为韧性；有色金属冶炼及压延加工业累计增速平稳。多数装备制造业投资表现平稳。

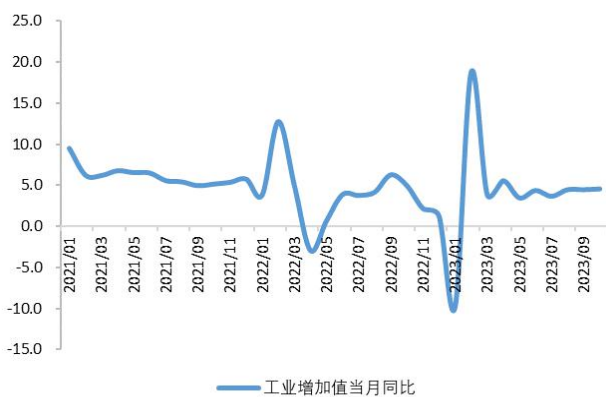
➢ **工业生产恢复向好。**10月规模以上工业增加值同比增长4.6%（前值4.5%），两年平均增长4.8%（前值5.4%）。10月工业企业产销率为97.4%，8月以来维持在这一水平。消费品工业表现基本平稳。工业品制造业表现分化。装备制造业增加值同比增长6.2%，比上月加快0.7个百分点，连续3个月回升，以汽车制造、电气机械为代表的装备制造业带动作用比较明显。

➢ **风险提示：**地缘政治风险扩大化；国内长期问题制约短期信心。



10月经济数据整体符合预期。具体看,10月规模以上工业增加值同比增长4.6%(前值4.5%,预期值4.3%);全国固定资产投资累计同比增长2.9%(前值3.1%,预期值3.1%),其中制造业投资累计同比增长6.2%(前值6.2%,预期值6.4%),全口径基础设施投资累计同比增长8.3%(前值8.6%,预期值8.2%),基础设施(不含电力)累计同比增长5.9%(前值6.2%);全国房地产开发投资累计同比增长-9.3%(前值-9.1%,预期值-9.2%);社会消费品零售总额当月同比增长7.6%(前值5.5%,预期值7.3%)。

图1: 工业增加值当月增速 (%)



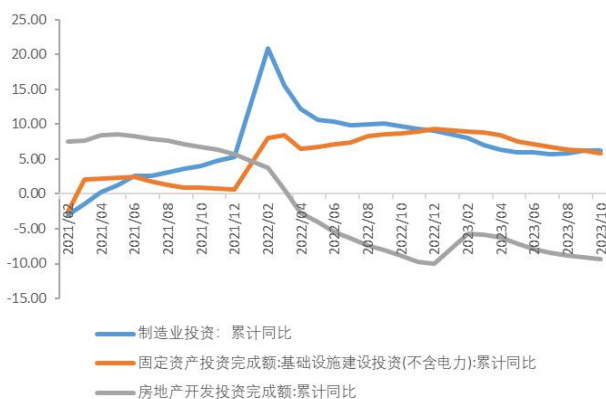
资料来源: 国家统计局, Wind, 山西证券研究所  
注: 2021年为两年平均复合增速

图2: 固定资产投资累计增速 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 山西证券研究所  
注: 2021年为两年平均复合增速

图3: 制造业、基建、房地产投资累计增速 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 山西证券研究所  
注: 2021年为两年平均复合增速

图4: 社会消费品零售总额当月增速 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 山西证券研究所  
注: 2021年为两年平均复合增速

10月社零同比增长7.6%，高于前值和预期值，主要受上年同期低基数的支撑。从两年平均看，基本保

持平稳。分类别看，第一，服务类、出行类消费本月表现一般。餐饮收入两年平均增速略低于上月；服装鞋帽针纺织品类在8月、9月连续高增后本月有所回落；第二，地产链相关消费跌幅收窄。10月家用电器和音像器材类零售额增长9.6%，两年平均增长-3.0%（前值-4.2%）；家具类零售额增长1.7%，两年平均增长-2.5%（前值-3.5%）；建筑及装潢材料类零售额增长-4.8%，两年平均增长-6.8%（前值-8.2%）。第三，生活必需类消费在上月高增后，本月表现平稳。粮油食品类、日用品类消费表现基本平稳；中西药品类消费8月以来表现则持续回暖。第四，升级类消费表现平稳，部分商品边际改善。从两年平均表现看，烟酒类、体育娱乐用品类明显改善；金银珠宝类、通讯器材类、汽车类表现则较为平稳。

表 1：按类型分社会消费品零售总额当月增速（%）

指标名称	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	比上年同期	比上期
粮油、食品类	4.4	1.0	-0.7	5.4	5.5	4.5	8.3	4.4	-3.9	-3.9
饮料类	-5.1	-3.4	-0.7	3.6	3.1	0.8	8.0	6.2	2.1	-1.8
烟酒类	9.0	14.9	8.6	9.6	7.2	4.3	23.1	15.4	16.1	-7.7
服装鞋帽针纺织品类	17.7	32.4	17.6	6.9	2.3	4.5	9.9	7.5	15.0	-2.4
化妆品类	9.6	24.3	11.7	4.8	-4.1	9.7	1.6	1.1	4.8	-0.5
金银珠宝类	37.4	44.7	24.4	7.8	-10.0	7.2	7.7	10.4	13.1	2.7
日用品类	7.7	10.1	9.4	-2.2	-1.0	1.5	0.7	4.4	6.6	3.7
体育、娱乐用品类	15.8	25.7	14.3	9.2	2.6	-0.7	10.7	25.7	23.9	15.0
家用电器和音像器材类	-1.4	4.7	0.1	4.5	-5.5	-2.9	-2.3	9.6	23.7	11.9
中西药品类	11.7	3.7	7.1	6.6	3.7	3.7	4.5	8.2	-0.7	3.7
文化办公用品类	-1.9	-4.9	-1.2	-9.9	-13.1	-8.4	-13.6	7.7	9.8	21.3
家具类	3.5	3.4	5.0	1.2	0.1	4.8	0.5	1.7	8.3	1.2
通讯器材类	1.8	14.6	27.4	6.6	3.0	8.5	0.4	14.6	23.5	14.2
石油及制品类	9.2	13.5	4.1	-2.2	-0.6	6.0	8.9	5.4	4.5	-3.5
建筑及装潢材料类	-4.7	-11.2	-14.6	-6.8	-11.2	-11.4	-8.2	-4.8	3.9	3.4
汽车类	11.5	38.0	24.2	-1.1	-1.5	1.1	2.8	11.4	7.5	8.6

数据来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

投资方面，10月固定资产投资累计增长2.9%（前值3.1%）。其中，基建投资有所回落；制造业投资持平于上月；房地产投资下跌趋缓；民间投资降幅收窄。

房地产投资和商品房销售增速下跌趋缓，新开工连续三个月跌幅收窄。10月房地产开发投资完成额以

及商品房销售面积累计分别增长-9.3%（前值-9.1%）、-7.8%（前值-7.5%），下跌速度均趋缓；新开工面积累计增长-23.2%（前值-23.4%），跌幅收窄；房屋竣工面积累计增速 19.0%（前值 19.8%），保持在高位；施工面积累计增长-7.3%（前值-7.1%）；房地产开发资金来源下跌速度亦趋缓，累计增长-13.8%（前值-13.5%）。其中来自国内贷款的部分累计增长-11.0%（前值-11.1%），来自个人按揭贷款的部分为-7.6%（前值-6.9%），自筹资金累计增长-21.4%（前值-21.8%）。

**基建投资增速回落，有一定季节性。**10月，基础设施投资累计同比增长 5.9%，比 9 月回落 0.3 个百分点，两年平均增速 7.3%（前值 7.4%）。随着资金保障和项目支撑方面逐步改善，下阶段基础设施投资增长有望保持平稳。

**制造业投资增速持平于上月，民间投资降幅收窄。**10月制造业投资累计增速 6.2%（前值 6.2%）。民间投资累计同比-0.5%（前值-0.6%），连续两个月降幅收窄。分行业看，受益于消费的稳定复苏，本月部分消费品类制造业投资增速回暖，其中农副食品加工业、食品制造业投资累计增速分别较上月回升 0.6 个百分点和 1.4 个百分点，纺织业投资跌幅收窄至-1.2%（前值-2.2%）。化学原料及化学制品制造业的投资较为韧性，累计增速 13.4%（前值 13.5%）。有色金属冶炼及压延加工业累计增速 9.8%（前值 9.9%）。多数装备制造业投资表现平稳，部分行业增速回升，如金属制品业、通用设备制造业、专用设备制造业投资增速分别较上月回升 1.5 个百分点、0.1 个百分点、2.5 个百分点，汽车制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、电气机械及器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业表现则较为平稳。

表 2：分行业制造业投资增速（%）

指标名称	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	比上年同期	比上期
农副食品加工业	10.1	5.8	8.1	6.4	7.0	6.8	6.5	7.1	-9.2	0.6
食品制造业	5.8	0.0	0.5	1.4	2.0	2.8	7.5	8.9	-6.1	1.4
纺织业	-4.3	-7.7	-3.6	-2.0	-2.3	-1.5	-2.2	-1.2	-7.2	1.0
化学原料及化学制品制造业	19.2	15.5	15.9	13.9	13.7	13.2	13.5	13.4	-7.0	-0.1
医药制造业	-1.9	1.2	-0.6	1.7	0.6	0.6	-0.2	0.9	-6.0	1.1
有色金属冶炼及压延加工业	10.8	8.3	6.5	14.2	10.2	8.5	9.9	9.8	-5.5	-0.1
金属制品业	2.2	1.8	0.8	0.0	-1.1	-0.4	1.7	3.2	-7.8	1.5
通用设备制造业	7.6	5.6	4.5	3.7	4.6	4.8	5.1	5.2	-9.4	0.1
专用设备制	10.6	8.6	8.6	7.7	6.4	7.5	8.2	10.7	-2.7	2.5

制造业										
汽车制造业	19.0	18.5	17.9	20.0	19.2	19.1	20.4	18.7	5.9	-1.7
铁路、船舶、 航空航天和 其他运输设 备制造业	-7.9	-8.2	-1.3	2.8	-0.6	-0.8	3.1	1.8	-3.7	-1.3
电气机械及 器材制造业	43.1	42.1	38.9	38.9	39.1	38.6	38.1	36.6	-3.1	-1.5
计算机、通信 和其他电子 设备制造业	14.5	14.2	10.5	9.4	9.8	9.5	10.2	9.6	-11.2	-0.6

数据来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

工业生产恢复向好。10月规模以上工业增加值同比增长4.6%（前值4.5%），两年平均增长4.8%（前值5.4%）。10月工业企业产销率为97.4%，8月以来维持在这一水平。分行业看，消费品工业表现基本平稳，和相关消费品社零表现一致。工业品制造业中，橡胶和塑料制品业表现持平于上月，非金属矿物制品业跌幅收窄，化学原料及化学制品制造业在上月高增的基础上维持韧性。原材料制造业中，黑色金属冶炼及压延加工业弱于上月，有色金属冶炼及压延加工业强于上月。装备制造业增加值同比增长6.2%，比上月加快0.7个百分点，连续3个月回升，以汽车制造、电气机械为代表的装备制造业的带动作用较为明显。

表3：分行业工业增加值当月增速（%）

指标名称	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	比上年同期	比上期
农副食品加工业	-1.6	-1.3	2.2	3.0	3.1	1.2	0.7	2.7	-0.5
食品制造业	2.9	0.1	3.1	0.0	2.5	6.4	4.7	4.4	-1.7
酒、饮料和精制茶制造业	2.0	0.0	0.2	-3.1	-2.9	2.7	3.4	1.9	0.7
纺织业	-3.0	-1.8	-0.4	-0.3	1.4	0.8	2.0	6.2	1.2
化学原料及化学制品制造业	7.5	3.9	9.9	9.8	14.8	13.4	12.1	2.3	-1.3
医药制造业	-7.2	-4.4	-2.1	-3.5	-6.2	-7.7	-10.4	-12.0	-2.7
橡胶和塑料制品业	2.9	2.5	3.0	3.6	5.4	6.0	6.0	6.8	0.0
非金属矿物制品业	-0.6	-2.6	-0.4	-3.4	-1.6	-1.7	-1.1	-4.2	0.6
黑色金属冶炼及压延加工业	4.3	3.1	7.8	15.6	14.5	9.9	7.3	-2.9	-2.6
有色金属冶炼及压延加工业	7.4	7.1	9.1	8.9	8.8	8.4	12.5	5.7	4.1
金属制品业	2.7	-0.1	2.4	1.4	1.4	3.7	5.5	8.6	1.8
通用设备制造业	13.5	6.1	-0.2	-1.4	-0.8	0.0	-0.1	-2.1	-0.1
专用设备制造业	9.1	3.9	3.4	1.5	-0.5	1.6	2.7	-0.3	1.1

汽车制造业	44.6	23.8	8.8	6.2	9.9	9.0	10.8	-7.9	1.8
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	9.5	7.6	4.7	1.0	3.1	2.6	9.6	9.1	7
电气机械及器材制造业	17.3	15.4	15.4	10.6	10.2	11.5	9.8	-6.5	-1.7
计算机、通信和其他电子设备制造业	1.8	0.0	1.2	0.7	5.8	4.5	4.8	-4.6	0.3

数据来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

**市场启示：经济表现平稳，延续利率中期震荡的看法。**10月经济数据中，消费平稳且强于预期，投资回落且弱于预期，工增回升且强于预期。整体来说，和月初制造业PMI显示的信息较为一致，显示终端需求虽略有波动，但库存周期的启动提升了经济的抗波动能力。值得关注的是，10月地产销售、资金来源、投资均出现了下跌速度趋缓的现象。因此，中期内经济大概率还是波折修复，不会进入负反馈。对于债券，边际有利的是，美国经济放缓，美债收益率回落；国内经济出现实质性、持续性的改善还需等待；货币政策四季度和明年一季度大概率还是以稳增长为主。边际不利的是，中美关系缓和；货币和财政中长期的再平衡。综合来看，延续利率中期震荡的看法。

**风险提示：**地缘政治风险扩大化；国内长期问题制约短期信心。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

