

10 月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑

金晓雯, PhD, CFA

宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2023 年 11 月 15 日

社会消费品零售数据虽超预期，但熨平基数效应后的两年平均增速仍继续下滑。社会消费品零售总额同比增速 10 月继续超预期，加快至 7.6%（市场预期：7%，9 月：5.5%）。然而去年疫情防控政策放松前消费低迷的基数效应作用明显，两年平均增速继续下滑（10 月：3.5%，9 月：4%）。受黄金周提振，服务业零售累计同比增速微升 0.1 个百分点到 19%。然而在暑假和国庆黄金周两个旅游旺季结束之后，服务业相关消费表现或将减弱。餐饮零售增速（两年平均，下同）的继续下滑是主要原因。商品零售表现也略有下滑但相对稳健（图表 1）。从商品细节来看，住房相关的销售跌幅有所收窄，但日用品和自选消费表现略微走弱。汽车销售在政策支持和新能源汽车新一轮降价潮下仍表现不俗。

固定资产投资累计同比增速继续下滑 0.2 个百分点到 2.9%，弱于预期（3.1%）。制造业投资增速维持在 6.2%，但房地产和基建投资继续下滑（图表 3）。

1. 房地产行业的下行周期仍是主要拖累。房地产投资累计同比增速再下滑 0.2 个百分点到 -9.3%，但新开工累计同比跌幅略微收窄 0.2 个百分点到 -23.2%（图表 4）。据我们计算，按面积算的房产销售同比跌幅在 9 月略微收窄后 10 月又有所扩大（10 月：-20.3%，9 月：-19.8%），但是按价值算的跌幅有所收窄（10 月：-14.4%，9 月：-19.2%）。也就是说，在核心二线城市和一线城市非核心区放开限购政策的引领下，一二线城市房产销售恢复好于三四线城市。高频数据显示 11 月以来销售动能持续转弱（图表 5），令人担忧政策成效有所减弱。

2. 基建投资增速下滑 0.3 个百分点到 5.9%。一方面，今年剩余时间内发行 5000 亿元特别国债的行动尚未启动，三季度加快发行的地方专项债或仍在落实中；另一方面，我们也注意到在地方政府降杠杆的过程中，城投债发行量大减，或影响基建投资。政府仍需在基建领域加快落实以及加码政策支持。

同样超市场预期、增速同比加快，但两年平均放缓的还有工业生产总值。工业生产总值同比增速加快 0.1 个百分点到 4.6%，但两年平均增速却下滑 0.6 个百分点到 4.8%，和此前回落的制造业 PMI 数据相一致。但 10 月一般为数据淡季，在工业去库存周期结束（图表 6）后，我们相信工业生产整体上行的趋势将继续。

全国失业率 10 月持平在 5%。不过 31 大城市失业率连续四个月下滑至 5%（9 月：5.2%，图表 7）。



扫码关注浦银国际研究

今天发布的数据以及此前发布的通胀和信贷数据表明政策成效仍需继续巩固。超预期的消费品零售和工业生产数据显示由消费和工业复苏引领的经济恢复仍在持续，但是动能从两年平均的角度来看正在略微减弱中。与此同时，投资依然没有起色，尤其在房地产领域。我们仍然相信经济在7月已经见底回升，但持续改善还需要更多政策支持。沪指今日（11月15日）上午升0.45%，但更多可能是受美国加息预期进一步降温、美股走强带动。市场信心的持续改善或还取决于房地产和地方债务两大风险的化解、以及更为全面的经济复苏。

我们认为罕见的上调赤字率并不是政策刺激的终结。我们相信接下来的政策支持将以财政政策为主，货币政策协调发力。政策展望还需关注12月相继召开的4季度政治局经济会议以及中央经济工作会议。具体地看：

1. 财政政策或成为稳增长防风险主力军。我们相信接下来化解地方债风险和稳基建投资仍是财政政策的两条主线。除了发行特殊再融资债解燃眉之急之外，政府可能还会对如何全面化解隐性债务做出更为具体的部署。我们认为类似2015-2017年的债务置换是可能的，但可能不会一刀切全靠置换。因为这里也涉及到道德风险等问题。具体的方案可能是比较混合式的，中央政府、地方政府、银行和其他金融机构均有参与。此外，基建投资的连续下滑增加了稳基建的迫切性。为了促基建投资，政府可能会加快特别国债的发行，并在今年稍晚的时候宣布提前下达2024年地方债务发行额，按照上限60%计算或高达2.28万亿元。在中央政府财政状况显著好于地方的背景下，明年政府可能还会继续抬高中央政府的杠杆率以帮助地方政府去杠杆和稳基建。

2. 11-12月或再降准，宽松的货币政策或至少延续至明年一季度末。11月13日发布的信贷数据表明私人部门信贷需求仍然偏弱（图表8），需要更多政策支持。降息降准均有理可依：降息方面，CPI同比通胀率10月又转负，降息可以帮助推动再通胀；降准方面，特殊再融资债的继续发行，11月起明年上半年将发行的1万亿元特别国债，再加上预计提前发行的专项债，都将对流动性带来相当大的压力（图表9），可通过降准来缓解。我们预计今年11-12月将还会有5-15个基点的降息或25个基点的降准。考虑到大量债券发行、年底的流动性以及汇率上的压力，降准的可能性相对更大。明年上半年，尤其是一季度可能还有降准降息。此外，中央金融工作会议（简称会议）中提到的充实货币政策工具箱可能会类似于之前创造的结构化工具，对化解地方债务和房地产风险、城中村改造等提供资金支持。

3. 房地产政策需求端短期仍重落实和观望成效。供给端支持至关重要。从需求端看，我们观察到相当数量的一线和核心二线城市并未落实降低首付比例和下调首套房贷利率下限。再加上政策放松到起效仅3个月的反应期，我们相信短期内需求端仍重落实和观望成效。与此同时，核心城市限购的放松或继续。二线城市或全面取消限购，一线城市伺机而动。然而如果政策成效到年底仍不理想，政策或在预计12月召开的四季度政治局会议和中央经济工作会议后进一步松绑，在房贷利率和重点城市限购政策上仍有放松空间。

从供给端看，会议提出要“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。我们相信政府或继续给房企“输血”，以防止房企暴雷后信心再度滑落。万科的股票和债券价格出现波动后深圳国资委在业绩说明会上对企业的坚定支持就是一个范例。此外，在商品房市场不景气的背景下，城中村改造和新一轮保障房建设或起到一定缓冲作用。Bloomberg 报道称政府将推出至少一万亿元低成本资金投入到了城中村改造和保障房建设上，考虑的工具包括特别贷款和抵押补充贷款（PSL）。我们相信在房地产投资继续下滑的背景下，这两方面的房地产领域的公共投资建设会加快铺开。

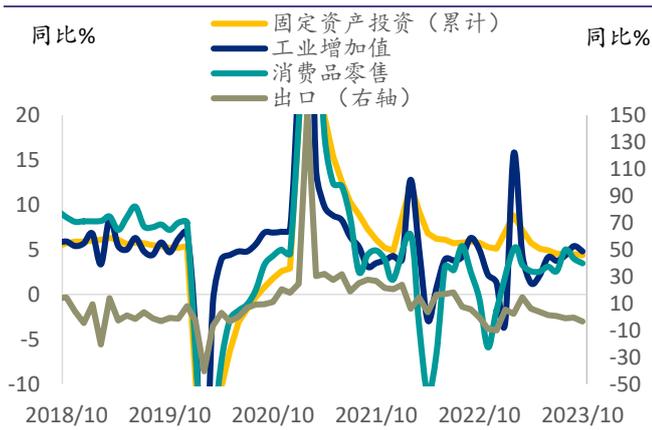
投资风险：房地产行业在政策刺激下迟迟不能企稳、房地产行业风险、地方政府债务风险。

图表 1: 餐饮零售增速 (两年平均) 继续下降, 商品零售表现也略有下滑但相对稳健

	23年10月				23年9月		23年1至10月		
	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	19年同期 (%)	两年平均/19年同期 (%)	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	累计同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	两年平均/19年同期 (%)
社会消费品零售总额	7.6	3.5	7.2	48.2	5.5	4.0	6.9	3.8	46.3
餐饮	17.1	3.7	9	41.5	13.8	5.8	18.5	6.8	71.8
商品零售	6.5	3.5	7.0	49.4	4.6	3.8	5.6	3.4	43.0
必需品									
日用品类	4.4	1.0	12	8.7	0.7	3.1	3.6	2.6	19.4
能源类	5.4	3.1	-4.5	-69.5	8.9	9.5	6.4	9.5	945.0
自选消费									
服装鞋帽针纺织品类	7.5	-0.3	-0.8	35.2	9.9	4.6	10.2	2.9	103.6
化妆品类	1.1	-1.3	6.2	-21.4	1.6	-0.8	6.2	1.7	14.0
金银珠宝类	10.4	3.6	-4.5	-81.0	7.7	4.8	12.0	6.9	6850.0
通讯器材类	14.6	2.2	22.9	9.5	0.4	3.1	5.2	2.2	26.9
汽车类	11.4	7.6	-3.3	-129.8	2.8	8.4	5.3	3.1	-305.0
住房相关									
家用电器和音像器材类	9.6	-3.0	0.7	-424.4	-2.3	-4.2	0.3	-0.3	-4.6
家具类	1.7	-2.5	1.8	-141.0	0.5	-3.5	2.9	-2.65	-49.1
建筑及装潢材料类	-4.8	-6.8	2.6	NA	-8.2	-8.2	-7.5	-6.4	-188.2

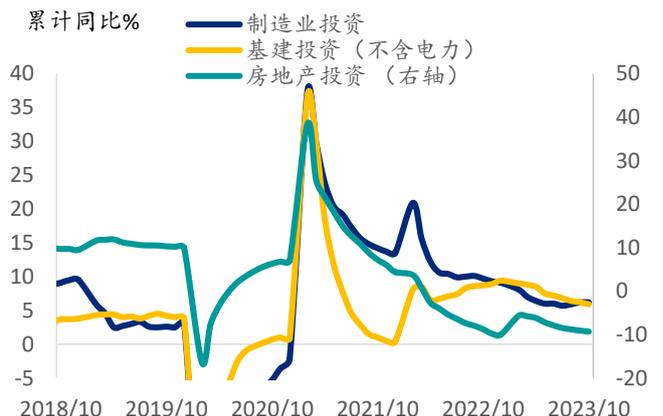
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 10月实体经济数据显示经济动能有所减弱



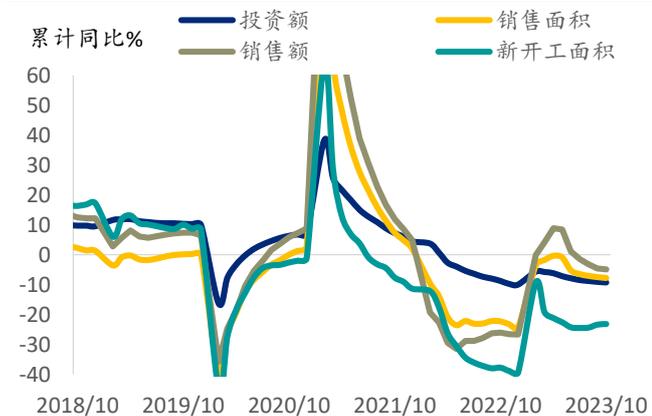
注: 为了平滑基数效应, 2023年使用两年平均增速
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 3: 制造业投资增速不变, 但房地产和基建投资增速持续下滑



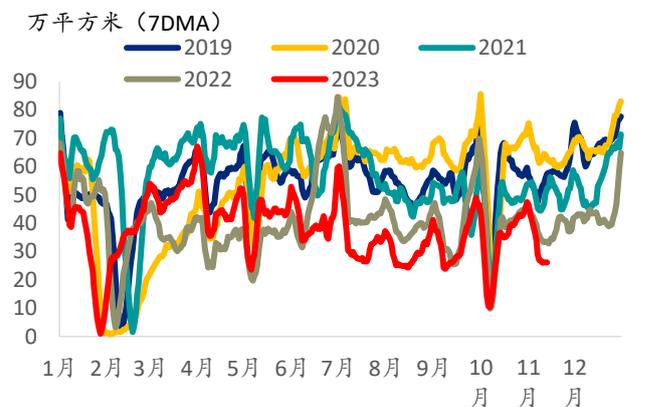
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 房地产销售和 investment 继续恶化, 新开工跌幅略有收窄



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 30大中城市房产销售显示销售动能 11月继续转弱



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 工业去库存周期已然结束



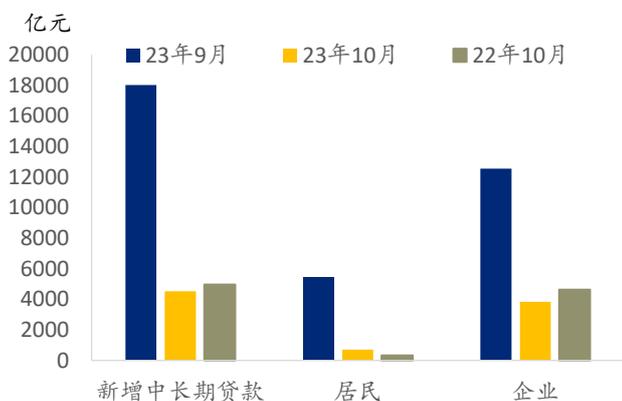
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 全国失业率 10 月持平



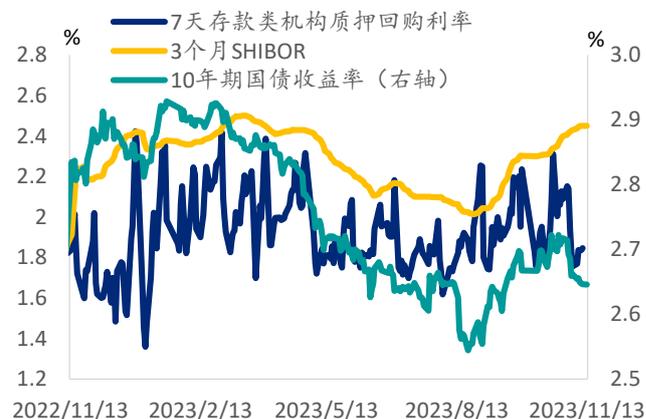
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 8: 虽然整体贷款好于预期, 但更为关键的中长期贷款弱于 9 月和去年同期



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 9: 短期利率近期有所抬升, 显示流动性压力有所增加



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 10: 近期相关报告列表

时间	标题
2023 年 11 月 7 日	月度宏观洞察: 渐入佳境
2023 年 10 月 18 日	三季度经济增速数据好于预期。政策或进入“边走边看”模式
2023 年 10 月 6 日	国庆黄金周数据点评: 旅游业表现继续推动消费复苏
2023 年 9 月 26 日	月度宏观洞察: 中国政策成效初显, 美国降息预期大减
2023 年 9 月 15 日	央行再次降准, 实体经济数据大多好于预期, 政策接下来怎么走?
2023 年 9 月 13 日	城中村改造对经济的影响有多大?
2023 年 9 月 1 日	月度宏观洞察: 中国期待政策继续发力, 美国加息周期未完待续
2023 年 8 月 9 日	7 月通胀数据点评: 细节好于整体读数, 政策仍需继续发力
2023 年 8 月 2 日	央行工作会议解读: 下半年货币政策怎么走?
2023 年 7 月 31 日	月度宏观洞察: 政治局会议后看下半年经济形势, 美国向软着陆继续迈进
2023 年 7 月 25 日	7 月政治局会议解读: 将防范化解风险放在更重要位置
2023 年 7 月 20 日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023 年 7 月 19 日	促家居消费政策细节发布, 扩大内需仍需更多政策支持
2023 年 7 月 11 日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号?
2023 年 7 月 7 日	汇率因素推动外汇储备上升, 人民币中期或升值
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察: 中国静待政策支持, 美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望: 美国渐入衰退, 中国复苏再起

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文颀

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

