



2023年10月经济数据点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）

zhangyunjie@gjzq.com.cn

复苏波折下，政策落地提速

事件：

10月，工业增加值同比4.6%、前值4.5%；社零同比7.6%、前值5.5%；固定资产投资累计同比2.9%、前值3.1%。

核心观点：复苏波折下，政策落地提速

主要经济指标全面走弱，投资端拖累较大。10月，主要经济指标中仅社零和工业增长值略好于市场预期。剔除基数效应后，主要经济指标两年复合同比全面走弱，其中三大投资的边际转弱幅度最大，消费复苏动能冲高回落。需求放缓下，生产出现回落，服务业生产指数和工业增加值两年复合同比均较上月下滑。

房地产投资仍存明显下行压力。一方面，成交土地总价领先于土地购置费，土地成交收缩的影响还未充分传导至投资端。往后看，土储高库存压力下，房企拿地意愿或难有起色。另一方面，销售不振或抑制竣工修复。销售是竣工端的重要资金来源，当前商品房销售仍未见好转，10月竣工增速明显下滑，“保交楼”政策保障能否延续尤为关键。

制造业投资韧性能否延续需要进一步观察。制造业投资驱动主要来自利润、出口等因素。今年1-9月工业企业利润同比下降9%，盈利不足。边际上看，10月PPI同比再度回落，需求放缓下利润修复存在压力。此外，10月出口景气度边际转弱，房地产投资下行对家具、木材加工、上游加工等地产链行业也形成较强压制。

基建投资面临项目不足和地方化债的双重阻力。10月，交运仓储、水利环境两大传统行业投资增速较年初明显放缓，原因或与项目储备缺乏有关。2023年前9月，地方基建类项目审批规模显著低于去年。项目短缺掣肘下，沥青开工率滑落至历史低位水平。此外，新一轮地方化债加速推进，“控增量”下基建投资空间或受到约束。

消费复苏动能同样存在隐忧。首先，服务消费呈现“冲高回落”的特征，指向有效消费需求依然不足。其次，商品消费存在短板，社会集团商品消费较为低迷。2023年前三季度，社会集团商品消费累计同比-0.7%，对整体商品消费形成较大拖累。居民商品消费同比增长6.9%，与5.8%的人均可支配收入大体相匹配，进一步向上的动能相对有限。

有效需求不足下，政策落地提速。10月产需回落，三大投资的边际转弱幅度最大。后续来看，地产投资下行压力较大，制造业和基建投资韧性受盈利、外需、化债等多方面挑战。表现较好的消费，低基数下同比“虚高”。10月广义财政支出加速，政策发力已初现端倪。后续国债增发、“三大工程”等重磅政策落地，对于经济的支撑效果有望逐步显现。

常规跟踪：服务业生产好于工业，投资和消费需求边际回落

工业生产边际放缓，服务业生产扩张。10月，工业增加值当月同比4.6%，两年复合同比4.8%、较9月下降0.6个百分点。两年复合看，细分行业中医药、有色金属和非金属矿物生产较9月出现改善，其余行业边际走弱。服务业生产指数同比较上月提升0.8个百分点至7.7%。

投资需求降温，传统基建支撑作用有所回落。10月，固定资产投资当月同比较9月下降1.1个百分点至1.3%，广义基建投资回落1.2个百分点至5.6%，行业中电燃水强势增长。制造业投资下降1.7个百分点至6.2%，主要行业仍保持较高增速。房地产投资降幅扩大，竣工、销售下挫，新开工降幅有所收窄。

社零增长超预期，边际上较9月略有回落。10月，社会消费品零售总额当月同比7.6%，好于市场预期的7.3%。两年复合看，社零、商品零售、餐饮收入增速分别较9月回落0.5、0.3、2个百分点至3.5%、3.5%、3.7%。此外，乡村消费修复好于城镇，网上消费在“双11”等提前促销活动下边际提升。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、核心观点：复苏波折下，政策落地提速.....	4
2、常规跟踪：服务业生产好于工业，投资和消费需求边际回落.....	7
风险提示.....	10

图表目录

图表 1： 10 月，社零和工业增加值好于市场预期.....	4
图表 2： 10 月，主要经济指标两年复合增速全面走弱.....	4
图表 3： 经验上，成交土地总价领先土地购置费 1 年左右.....	4
图表 4： 主要头部房企土地储备面积处于历史高位.....	4
图表 5： 销售是竣工端的重要资金来源.....	5
图表 6： 10 月，竣工修复边际转弱.....	5
图表 7： 10 月，PPI 当月同比小幅回落.....	5
图表 8： 10 月，出口景气度边际转弱.....	5
图表 9： 10 月，两大传统基建行业投资增速下滑.....	6
图表 10： 2023 年月均基建重大项目批复规模较低.....	6
图表 11： 10 月以来沥青开工率滑落历史低位.....	6
图表 12： 部分化债重点地区同时也是基建大省.....	6
图表 13： 商品消费中，社会集团拖累较明显.....	6
图表 14： 居民商品消费已基本与收入增速相匹配.....	6
图表 15： 10 月，工业生产边际放缓.....	7
图表 16： 10 月，多数行业生产出现回落.....	7
图表 17： 10 月，服务业生产指数同比回升.....	7
图表 18： 10 月，服务业活动指数小幅回落.....	7
图表 19： 10 月，投资需求降温.....	8
图表 20： 10 月，电燃水投资保持较快增长.....	8
图表 21： 10 月，制造业投资增长放缓.....	8
图表 22： 10 月，主要行业仍保持较高投资增速.....	8
图表 23： 10 月，房地产投资降幅扩大.....	8
图表 24： 进入 11 月，商品房销售再度明显走弱.....	8
图表 25： 10 月，社零及分项两年复合增速边际回落.....	9
图表 26： 10 月，可选消费呈现结构分化.....	9
图表 27： 10 月，农村消费好于城镇.....	9



图表 28: 10 月, 网上消费增速提升.....	9
图表 29: 10 月, 城镇调查失业率持平上月.....	10
图表 30: 10 月, 本地户籍人口失业率下降.....	10

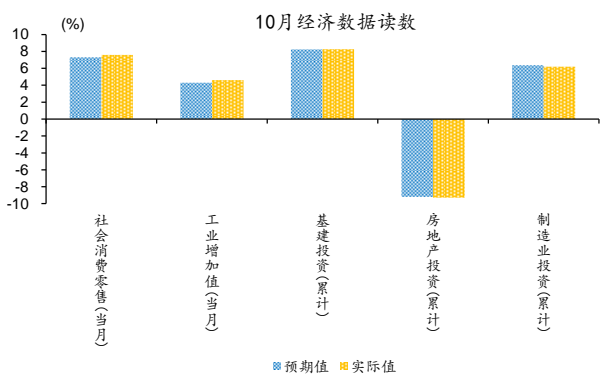


10月，规模以上工业增加值当月同比4.6%、预期4.3%、前值4.5%；社会消费品零售总额当月同比7.6%、预期7.3%、前值5.5%；固定资产投资累计同比2.9%、预期3.1%、前值3.1%。

1、核心观点：复苏波折下，政策落地提速

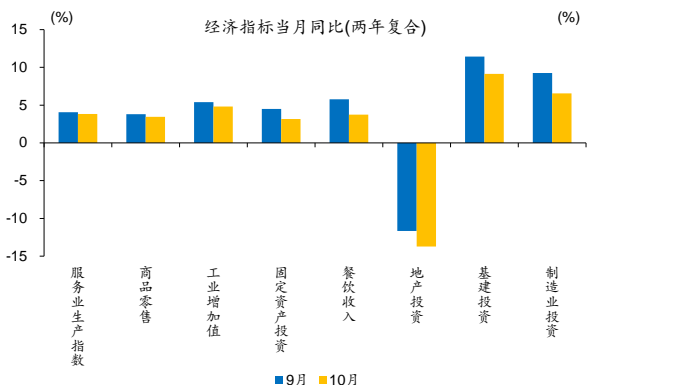
主要经济指标全面走弱，投资端拖累较大。10月，主要经济指标中仅社零和工业增加值略好于市场预期，均高于市场预期0.3个百分点。剔除基数效应后，主要经济指标两年复合同比全面走弱。其中三大投资的边际转弱幅度最大，地产、基建、制造业投资增速分别较9月下降2.1、2.3、2.7个百分点至-13.7%、9.1%、6.5%，固定资产投资增速整体下滑1.3个百分点至3.2%。消费复苏动能冲高回落，商品零售、餐饮收入分别较9月下降0.3、2个百分点至3.5%、3.7%。需求放缓下生产回落，服务业生产指数、工业增加值同比分别较上月下降0.2、0.6个百分点至3.8%、4.8%。

图表1：10月，社零和工业增加值好于市场预期



来源：Wind、国金证券研究所

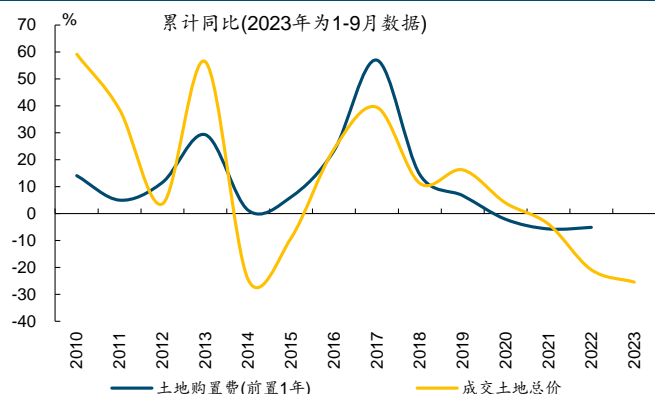
图表2：10月，主要经济指标两年复合增速全面走弱



来源：Wind、国金证券研究所

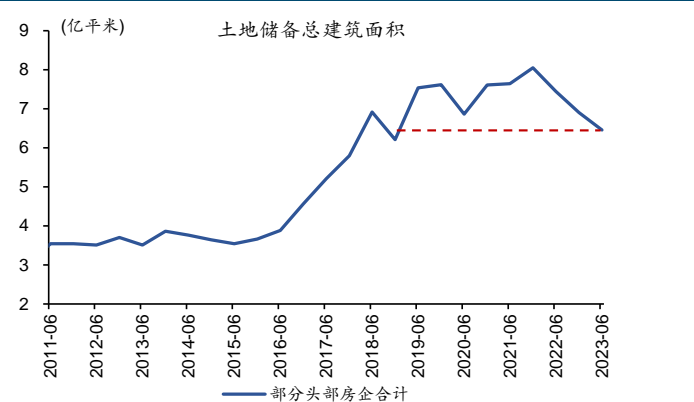
房地产投资仍存明显下行压力。一方面，土地成交低迷对于地产投资的冲击还未充分显现。经验上，成交土地总价领先土地购置费1年左右，2021年以来成交土地总价持续负增长，今年前10月降幅扩大至-22.4%。当前土地购置费降幅仅有-5%左右，土地成交收缩的影响还未充分传导至投资端。往后看，土储高库存压力下，房企拿地意愿或难有起色。6月末，主要头部房企合计土地储备面积6.5亿平方米，处于历史高位。另一方面，销售不振或抑制竣工修复。销售是竣工端的重要资金来源，当前商品房销售仍未见好转，10月竣工增速下降7.3个百分点至1.3%，“保交楼”政策保障能否延续尤为关键。

图表3：经验上，成交土地总价领先土地购置费1年左右



来源：Wind、国金证券研究所

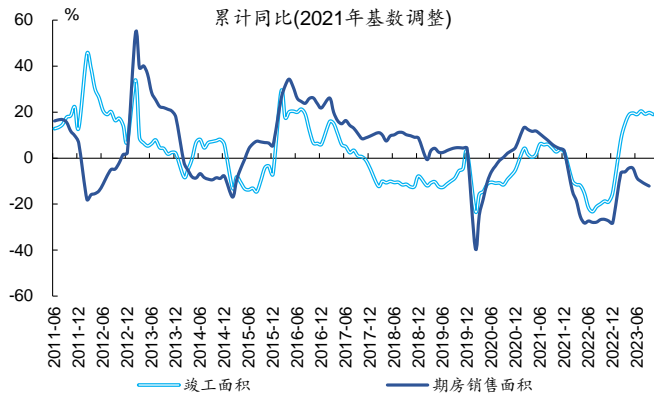
图表4：主要头部房企土地储备面积处于历史高位



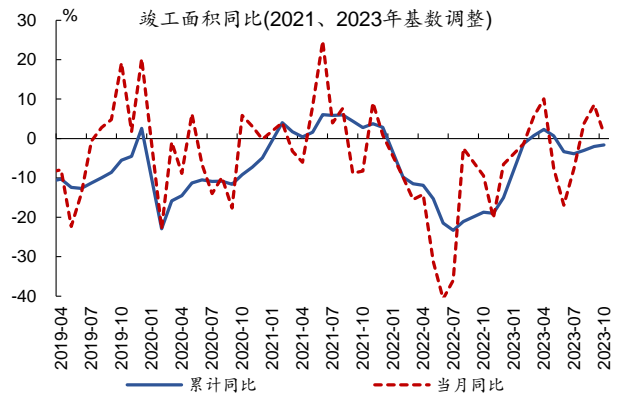
来源：Wind、国金证券研究所



图表5: 销售是竣工端的重要资金来源



图表6: 10月, 竣工修复边际转弱

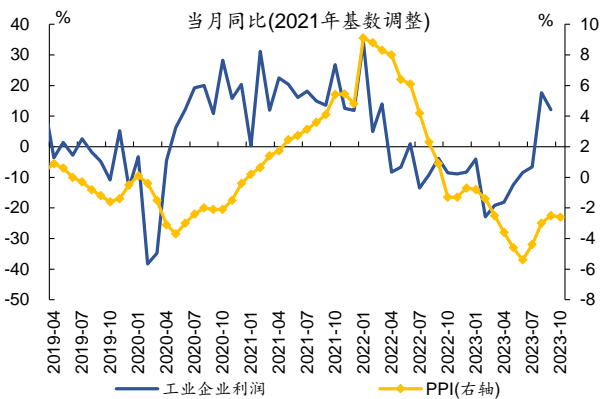


来源: Wind、国金证券研究所

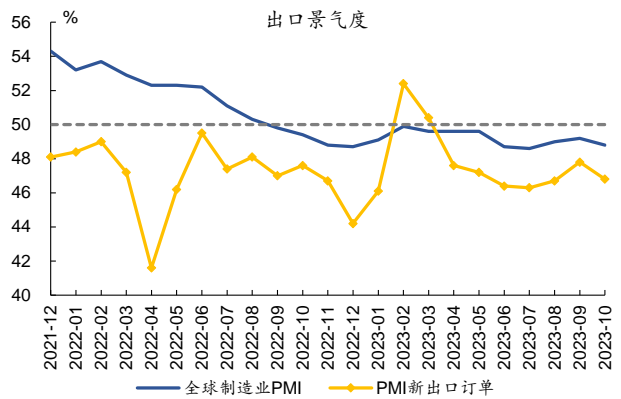
来源: Wind、国金证券研究所

制造业投资韧性能否延续需要进一步观察。制造业投资驱动主要来自利润、出口等因素。今年1-9月工业企业利润同比下降9%，降幅较年初持续收窄，PPI改善下，8-9月利润当月同比转正。边际上看，10月PPI当月同比较前值回落0.1个百分点至2.6%，需求修复呈现放缓迹象，利润进一步修复存在压力。10月出口景气度边际转弱，全球制造业PMI下滑0.4个百分点至48.8%，国内PMI新出口订单随之回落1个百分点至46.8%。此外，房地产投资下行，对家具、木材加工、上游加工等地产链行业也形成较强压制。

图表7: 10月, PPI 当月同比小幅回落



图表8: 10月, 出口景气度边际转弱



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

基建投资面临项目不足和地方化债的双重阻力。10月，交运仓储、水利环境两大传统行业合计同比较9月下降3.4个百分点至0.5%，增速较年初明显放缓。传统基建投资增速下降，可能与项目储备缺乏有关。2023年前9月，地方基建类项目月度审批规模近2500亿元，显著低于2022年月均近6200亿元的审批规模。项目短缺掣肘下，沥青开工率滑落至历史低位水平。此外，新一轮地方债务化解正加速推进，部分化债重点地区同时也是基建大省，“控增量”下基建投资空间或受到约束。

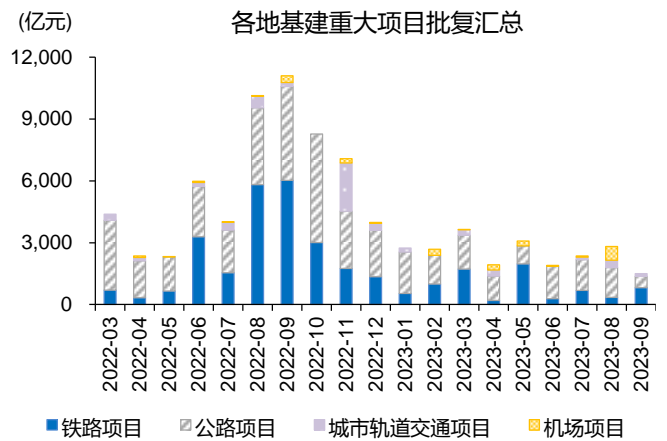


图表9: 10月, 两大传统基建行业投资增速下滑



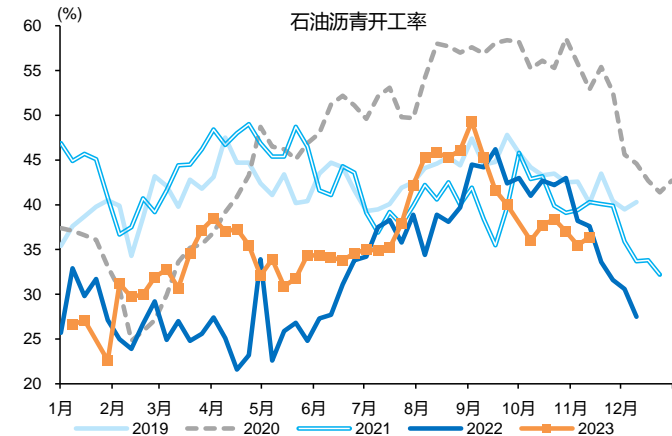
来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 2023年月均基建重大项目批复规模较低



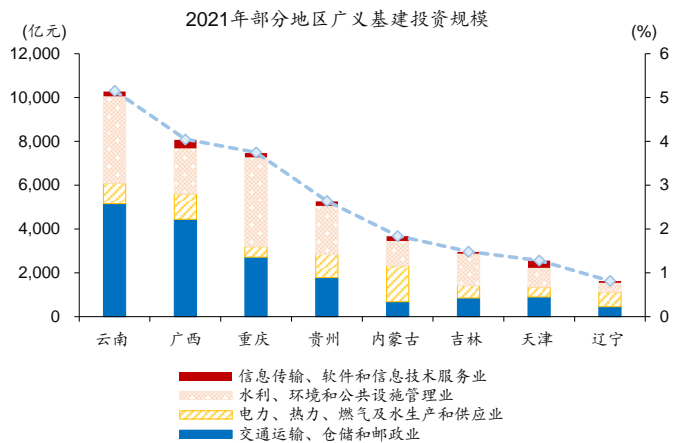
来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 10月以来沥青开工率滑落历史低位



来源: Wind、国金证券研究所

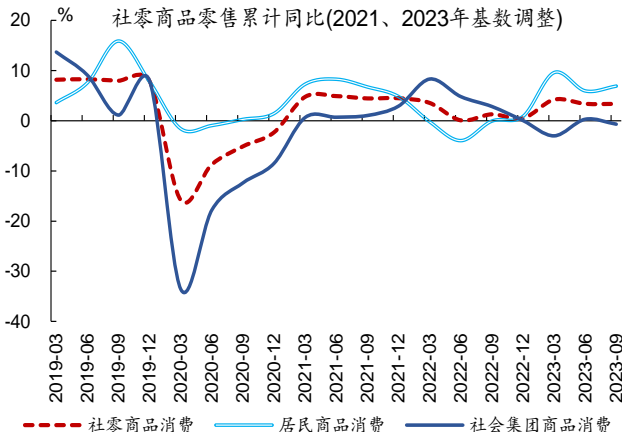
图表12: 部分化债重点地区同时也是基建大省



来源: Wind、国金证券研究所

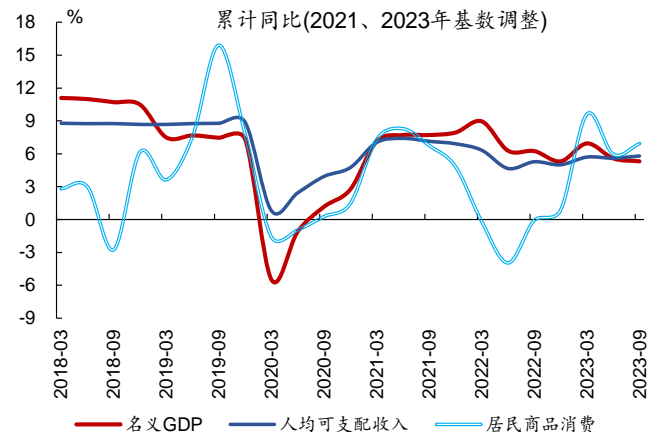
消费复苏动能同样存在隐忧。首先, 服务消费呈现“冲高回落”的特征。8月餐饮收入两年复合同比录得10.4%, 随后连续两月降至3.7%, 降幅合计6.6个百分点, 指向有效消费需求依然不足。其次, 商品消费存在短板, 社会集团商品消费较为低迷。2023年前三季度, 社会集团商品消费累计同比-0.7%, 对整体商品消费形成较大拖累。居民商品消费同比增长6.9%, 与5.8%的人均可支配收入大体相匹配, 进一步向上的动能相对有限。

图表13: 商品消费中, 社会集团拖累较明显



来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 居民商品消费已基本与收入增速相匹配



来源: Wind、国金证券研究所

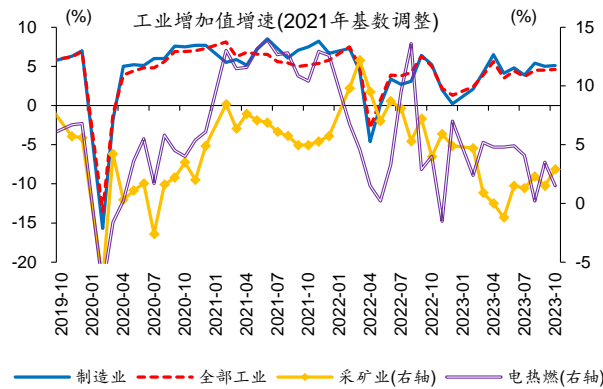


有效需求不足下，政策落地提速。10月产需回落，三大投资的边际转弱幅度最大。后续来看，房地产投资仍面临较大下行压力，制造业和基建投资韧性则受盈利、外需、项目、化债等多方面因素的挑战。表观较好的消费，低基数下同比“虚高”，结构上亦存隐忧。10月广义财政支出加速，政策发力已初现端倪。后续国债增发、房地产“三大工程”等重磅政策落地，对于经济的支撑效果有望逐步显现。

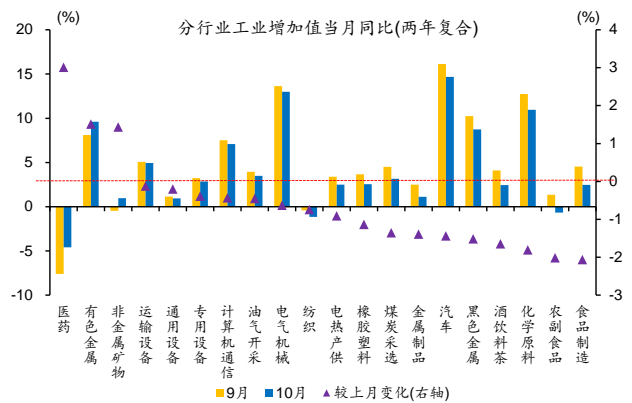
2、常规跟踪：服务业生产好于工业，投资和消费需求边际回落

生产：工业生产边际放缓，服务业生产扩张。10月，工业增加值当月同比4.6%，两年复合同比4.8%、较9月下降0.6个百分点。其中，制造业生产当月同比5.1%，两年复合同比5.1%、较9月下滑0.5个百分点。两年复合看，细分行业中医药、有色金属和非金属矿物较9月出现改善，其余行业边际走弱，食品制造、农副食品、化学原料等9月生产走强行业，10月均出现不同程度放缓。服务业生产指数同比较上月提升0.8个百分点至7.7%。

图表15：10月，工业生产边际放缓



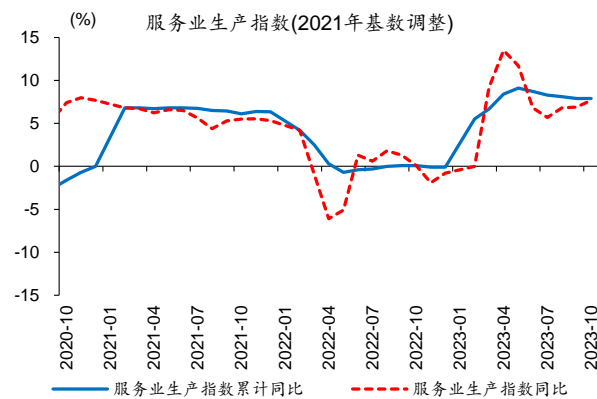
图表16：10月，多数行业生产出现回落



来源：Wind、国金证券研究所

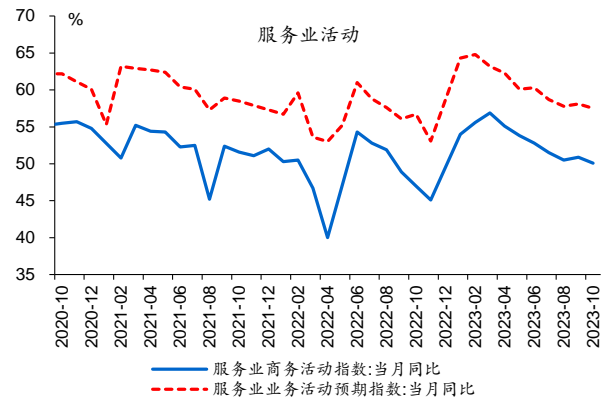
来源：Wind、国金证券研究所

图表17：10月，服务业生产指数同比回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表18：10月，服务业活动指数小幅回落

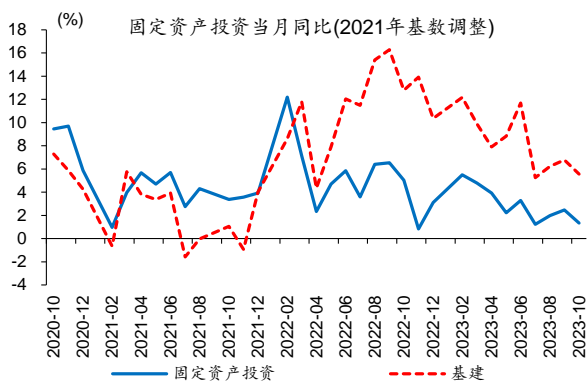


来源：Wind、国金证券研究所

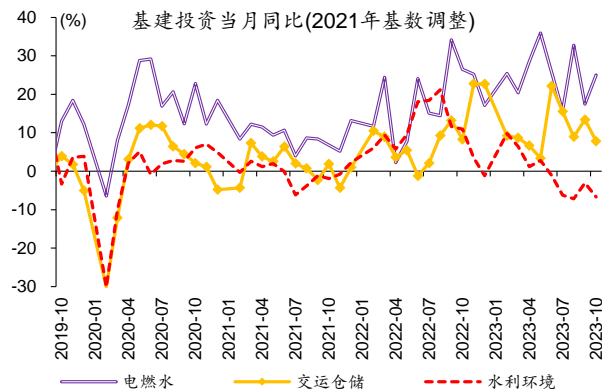
投资：投资需求降温，传统基建支撑作用回落。10月，固定资产投资当月同比1.3%，较9月下降1.1个百分点，季调环比增长0.1%，较上月下降7个基点。1-10月固定资产投资累计同比降至2.9%，为2020年12月后新低。其中，广义基建投资当月同比5.6%，较9月回落1.2个百分点。行业中电燃水投资强势增长，交运仓储、水利环境投资增速均有所回落，10月当月同比分别较上月上升7.5、下降5.6和3.6个百分点至25%、7.8%和-6.7%。



图表19: 10月, 投资需求降温



图表20: 10月, 电燃水投资保持较快增长

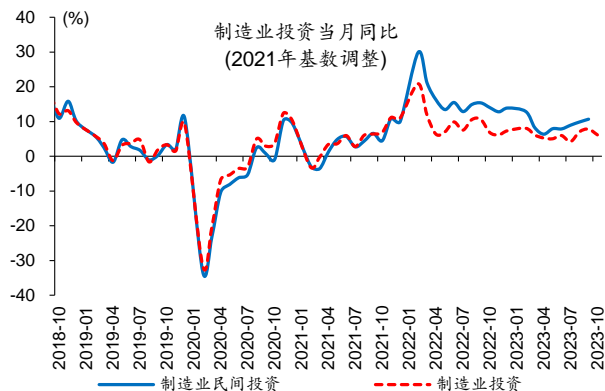


来源: Wind、国金证券研究所

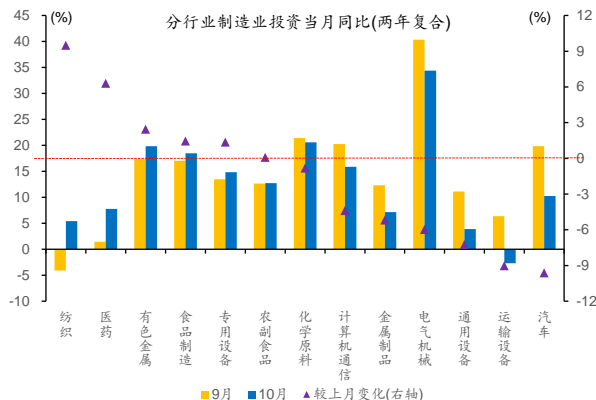
来源: Wind、国金证券研究所

制造业投资增长放缓, 主要行业仍保持较高增速。10月, 制造业投资当月同比6.2%, 较9月下降1.7个百分点。两年复合看, 我们前期提示连续补库的行业, 如纺织、医药、有色金属等投资增速涨幅较大, 分别较上月提升9.5、6.3、2.5个百分点至5.4%、7.8%、19.8%。投资额占比较大的计算机通信、电器机械、化学原料等行业有所回落, 但仍分别保持15.9%、34.4%、20.6%的较高增速。

图表21: 10月, 制造业投资增长放缓



图表22: 10月, 主要行业仍保持较高投资增速

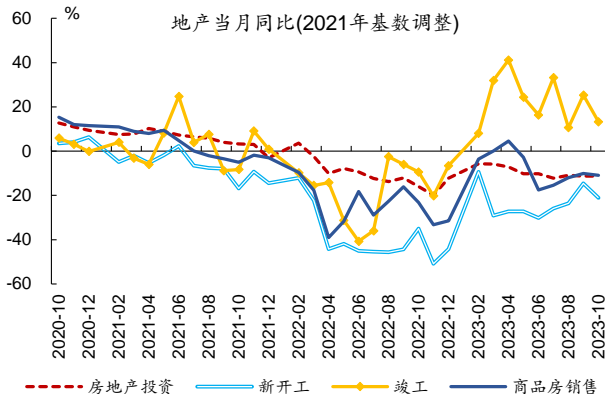


来源: Wind、国金证券研究所

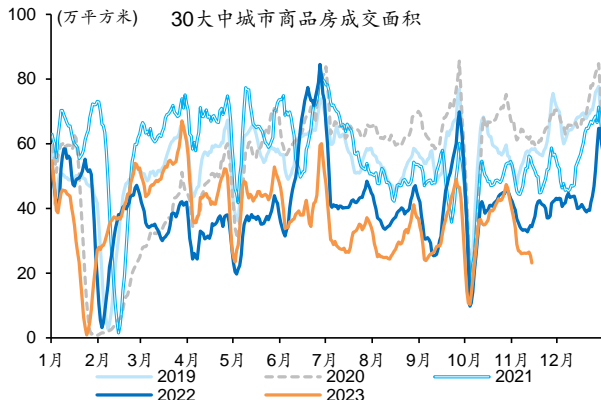
来源: Wind、国金证券研究所

房地产投资降幅扩大, 竣工、销售下挫, 新开工降幅有所收窄。10月, 房地产投资当月同比-11.3%, 两年复合同比-13.7%、降幅较9月扩大2个百分点。两年复合看, 竣工端涨幅回落7.3个百分点至1.3%, 新开工降幅收窄2.7个百分点至-28.4%, 商品房销售降幅扩大4.1个百分点至-17.3%。10月后, 商品房销售在二线城市带动下出现短暂回暖, 一度好于去年同期水平, 进入11月, 高频数据显示的商品房销售再度明显走弱。

图表23: 10月, 房地产投资降幅扩大



图表24: 进入11月, 商品房销售再度明显走弱



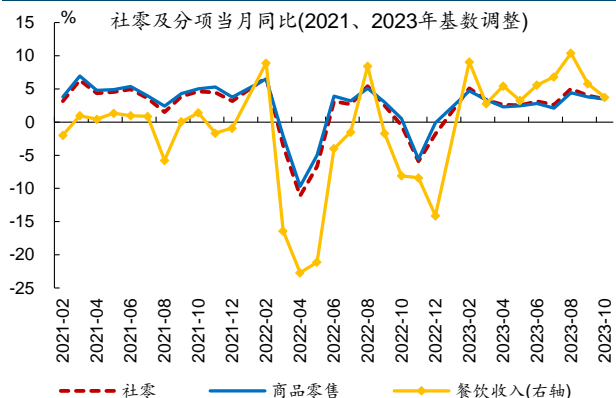


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

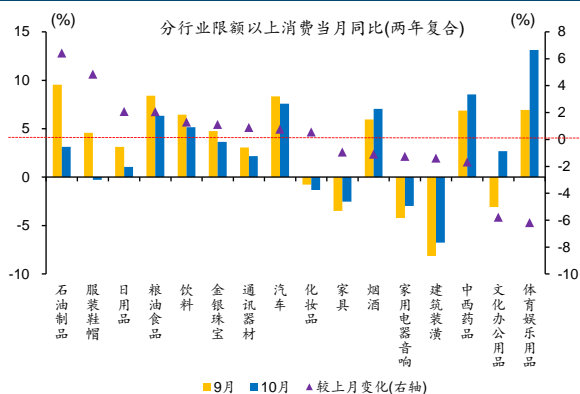
消费: 社零增长超预期, 边际上较 9 月略有回落。10 月, 社会消费品零售总额当月同比 7.6%, 好于市场预期的 7.3%, 较 9 月上升 2.1 个百分点。季调环比增长 0.07%, 较上月提速 0.03 个百分点。两年复合看, 社零、商品零售、餐饮收入增速分别较 9 月回落 0.5、0.3、2 个百分点至 3.5%、3.5%、3.7%。分品类看, 出行相关的石油制品涨幅最高, 可选消费中的服装鞋帽、金银珠宝、汽车增速提升, 地产链相关的家电家具、建材降幅扩大。此外, 乡村消费修复好于城镇, 网上消费在“双 11”等提前促销活动下边际提升。

图表25: 10 月, 社零及分项两年复合增速边际回落



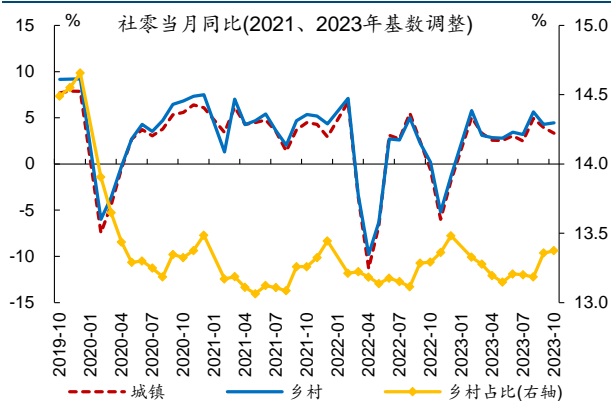
来源: Wind、国金证券研究所

图表26: 10 月, 可选消费呈现结构化分化



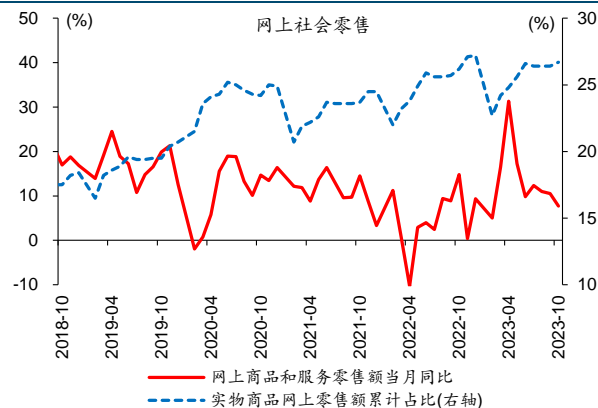
来源: Wind、国金证券研究所

图表27: 10 月, 农村消费好于城镇



来源: Wind、国金证券研究所

图表28: 10 月, 网上消费增速提升

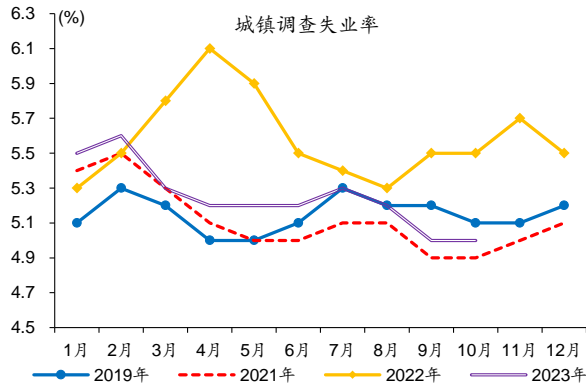


来源: Wind、国金证券研究所

就业: 城镇调查失业率稳中有降。10 月, 城镇调查失业率 5.0%, 持平上月。其中外来户籍人口就业平稳, 失业率 4.9%持平上月。本地户籍人口失业率下降 0.1 个百分点至 5%。

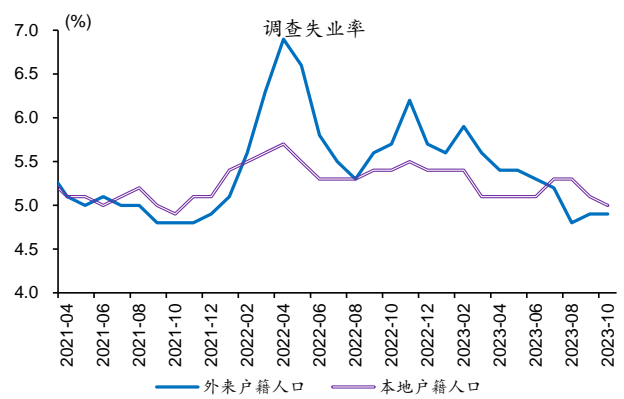


图表29: 10月, 城镇调查失业率持平上月



来源: Wind、国金证券研究所

图表30: 10月, 本地户籍人口失业率下降



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究