

## 经济波澜不惊，等待财政货币的联动

——2023年10月中国经济数据分析

### 核心内容：

经济仍然处于缓步回升的态势，消费继续上行，生产保持平稳。投资端的不稳定加大，制造业投资重新回落，基建投资上行低于预期，房地产回落持续。政策支持的效果可能需要等到2024年1季度才会有所显现。经过3季度经济的稳定性已经显现，大幅上行和下降的概率均较低。房地产行业仍然是关注的焦点，政策对房地产有明确支持政策后，经济运行中最担忧的部分就会得到有效缓解。随着美联储结束加息，全球货币紧缩濒临结束，货币政策的空间打开。2024年很可能出现财政政策和货币政策联动，给与经济较强的支持。短期经济指标起色较慢已经在预期内，等待政策逐步发酵。

**固定资产投资增速继续放缓。**1-10月固定资产投资额为419,409亿元，同比增长2.9%（前值3.1%），增速小幅回落。10月份民间固定资产投资下降-0.5%（前值-0.6%），比9月下降幅度收窄0.1个百分点，延续上月降幅收窄的趋势，此前连续11个月下降。同时统计局公布扣除房地产开发投资，民间投资同比增长9.1%，证明民间投资有所回暖。

**制造业增速平稳，基建小幅下降。**制造业投资连续3个月上行后，10月动能有所减缓。10月高科技产业投资继续拉动制造业投资增长。出口产业制造业有所回落。下游的食品、农副食品加工业和纺织业投资均小幅增加。基建投资增速连续2个月下行，但是整体基建投资仍然处于高位。政府融资继续支持稳增长，预计更多项目会在年末推出。

**房地产投资销售降幅均再扩大。**投资端，房地产市场运行情况在九月份数据有所回升后，10月数据再次下降。供给端，商品房新开工和施工面积降幅均再次扩大，竣工边际下降。需求端，高频数据上，30城成交面积也显示商品房销售低迷，需求端的政策效果仍然有待发酵。

**工业增加值与服务业生产指数增速稳定但价格低迷，但制造业可能收益于美元指数回落之后的全球需求回升。**10月工业增加值环比+0.39%，同比+4.6%（前值+4.5%），服务业生产指数同比+7.7%（前值+6.9%），增速相对稳定。但CPI回落降至-0.2%，反映消费品需求不足；PPI再次回落至-2.6%，反应工业品需求不足。分子行业来看，工业的上行力量较为分散，也印证了工业上行斜率主要受制于总需求相对不足，其中电子、医药行业增速更是严重低于历史均值。

**消费回升态势不变**10月份整体消费略超预期，显示居民消费的逐步恢复，但是其内部结构的变化仍然需要观察。10月份非必需品的增速加快，但是可能存在基数效应。房地产销售仍然下滑，居民减少房地产消费后，增加其他消费支出的动作仍然不明显。预计未来消费整体格局可能变化不大，生活必需品消费保持平稳，非必需品消费是否具有持续性需要观察，房地产相关消费疲软。预计4季度消费增速回升至9.2%，全年消费增速7.5%

### 分析师

#### 高明

☎：（8610）8092 7606

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

#### 许冬石

☎：（8610）8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

### 风险提示：

- 1.国内政策时滞的风险
- 2.海外经济衰退的风险

## 目 录

一、消费回升态势不变.....	3
二、固定资产投资：制造业增速平稳，基建小幅下降.....	4
（一）固定资产投资增速进一步放缓.....	4
（二）制造业投资增速结束连续上行.....	4
（三）基建投资增速连续两个月下行.....	5
三、房地产销售、投资、资金来源都出现进一步下行.....	6
四、工业与服务业增速稳定但价格低迷.....	7

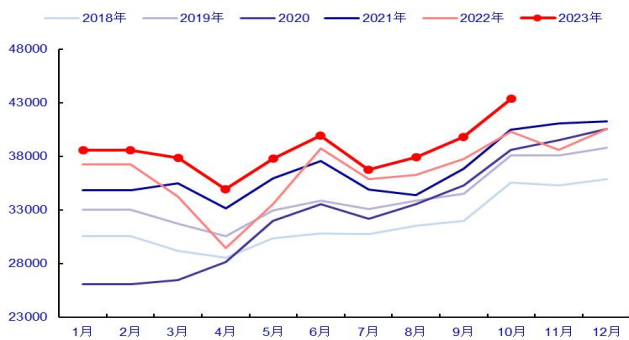
## 一、消费缓慢回升态势未变

2023年10月份社会零售总额43,333亿元,增长速度为7.6%。1-10月份社会零售总额增长6.9%,去除汽车增长7.0%。

10月份全社会消费继续上行,消费上行是居民消费的自然回升,疫情后的影响消退虽然缓慢但是没有停止。10月份消费环比增长3,507亿元,名义环比增速8.8%,季调环比增加了0.07%,说明10月份的消费上升有节日性特征,同时可能双十一消费提前。

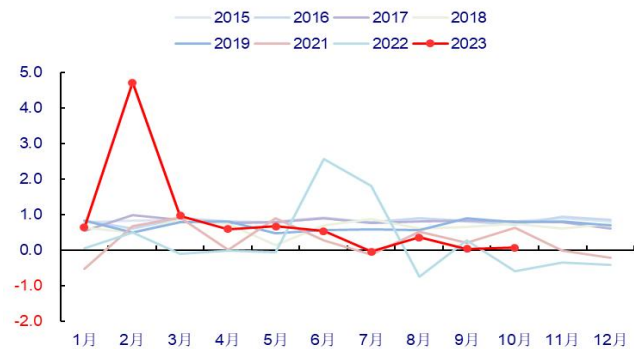
从消费类别来看,商品和餐饮消费继续上行。与9月份不同,居民非必需品消费上行速度加快。10月份居民外出餐饮热情不减,10月份餐饮收入增长17.1%,零售消费增长6.5%。居民消费增长中非必需品增速加快,10月必需品消费增长1.2个百分点至5.3%,非必需品消费增加了2.2个百分点至5.0%。

图1: 固定资产和民间固定资产投资增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 三大行业单月投资增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

这种趋势也可以从商品消费中得以体现。首先,10月份居民服装鞋帽、石油制品和食品消费增速平稳,均在4.4%~5.4%左右。其次,10月汽车消费增长了8.6个百分点至11.4%。但是10月汽车销售额4.135亿元,与8、9月份基本持平,受到基数影响汽车消费增速大幅走高。再次,通讯器材、金银珠宝消费同时上行,这种情况与双十一临近相关。最后,房地产相关消费仍然疲软,家用电器受到促销和基数影响转正,但是建筑装潢材料仍然较为疲软。

10月份整体消费虽然略超预期,显示居民消费的逐步恢复,但是其内部结构的变化仍然需要观察。居民消费活动中,10月份非必需品的增速加快,但是可能存在基数效应。房地产销售仍然下滑,居民减少房地产消费后,增加其他消费支出的动作仍然不明显。

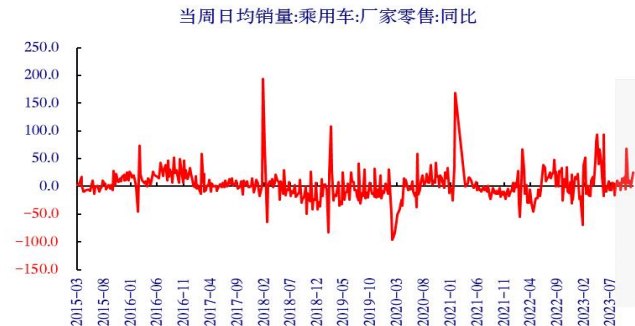
11月份由于基数效应和居民自然消费的恢复,预计消费增速会再上台阶。但是整体格局可能变化不大,生活必需品消费保持平稳,非必需品消费是否具有持续性需要观察,房地产相关消费疲软。自3季度开始,居民零售消费展现了稳定性。预计4季度消费增速回升至9.2%,全年消费增速7.5%。

图3：各行业消费增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：乘用车厂家零售同比（%）



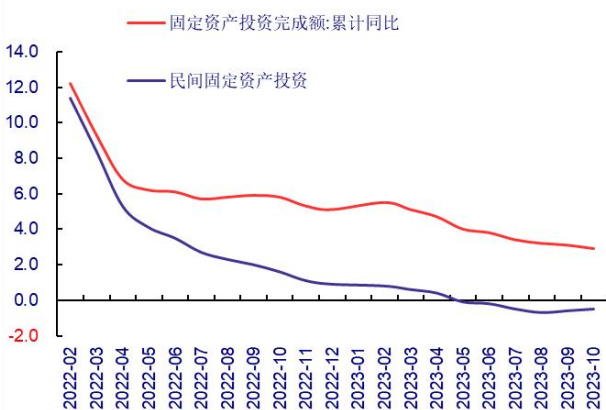
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、固定资产投资：制造业增速平稳，基建小幅下降

### （一）固定资产投资增速进一步放缓

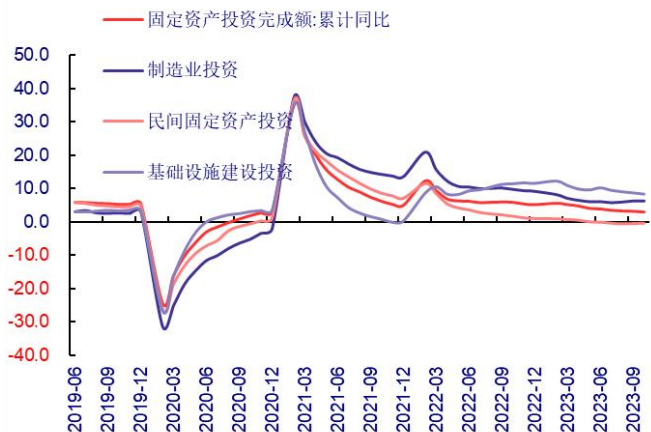
1-10月固定资产投资额为419,409亿元，同比增长2.9%（前值3.1%），增速小幅回落。10月份民间固定资产投资录得-0.5%（前值-0.6%），比9月下降幅度收窄0.1个百分点，延续上月降幅收窄的趋势，此前连续11个月下降。同时统计局公布扣除房地产开发投资的民间投资同比增长9.1%，以此证明民间投资有所回暖。从行业来看，10月份制造业投资与上月持平；基建投资增长本月增速小幅下降，房地产投资仍然进一步下行。

图5：固定资产和民间固定资产投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：三大行业单月投资增速（%）

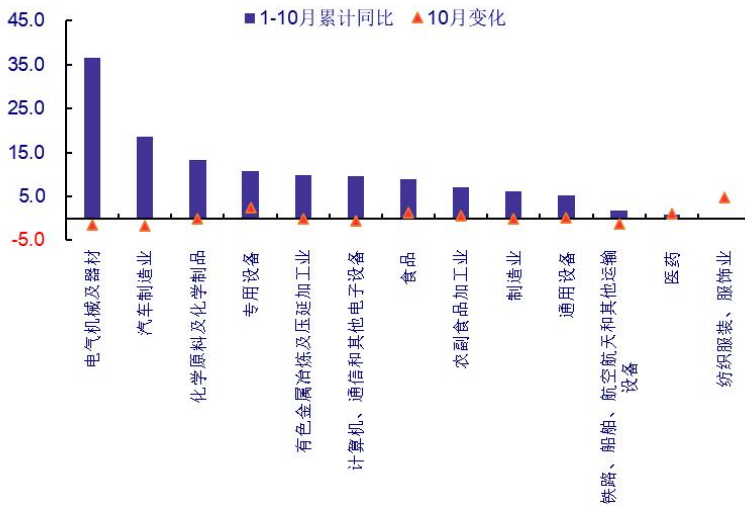


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （二）制造业投资增速结束连续上行

1-10 月份制造业投资增速 6.2%（前值 6.2%），与上月持平。制造业投资连续 3 个月上行后，10 月动能有所减缓。从行业来看，专用设备制造业投资本月上行 2.5 个百分点至 10.7%，医药制造上行 1.1 个百分点至 0.9%，铁路船舶航空航天运输设备下降 1.3 个百分点至 1.8%，计算机通讯和电子设备投资下降 0.6 个百分点至 9.6%，汽车制造业投资下降 1.7 个百分点至 18.7%。前期投资较高的电气机械及器材制造业再次下滑了 1.5 个百分点至 36.6%。但下游的食品、农副食品加工业和纺织业投资均有所上升，分别增加 1.4pet、0.6pet 和 4.7pet 至 8.9%、7.1%和 0.0%。

图 7：制造业各行业累计投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

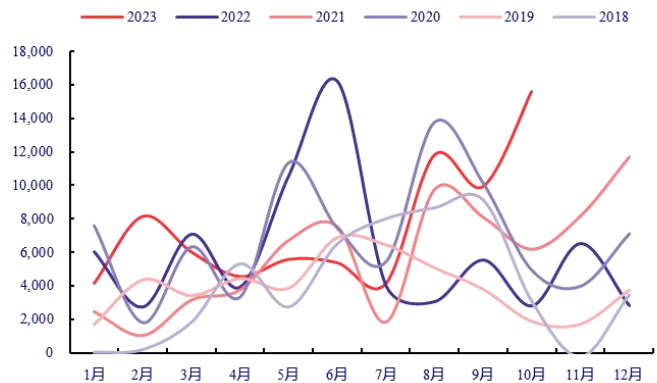
### （三）基建投资增速连续两个月下行

1-10 月基础设施投资同比增长 8.27%（前值 8.64%）。基建投资增速连续 2 个月下行，但整体基建投资仍然处于高位。政府融资在 8、9、10 月份处于高位，基建投资作为稳增长的重要手段，预计更多项目会在之后推出。分行业看，基建施工现阶段集中在铁路和水利建设，道路项目和地方政府主导的公共设施业增速下滑。中央资金集中在铁路项目和大型项目上，1-10 月铁路施工持续高位，同比增长 24.80%（前值 22.1%），水利项目增长 5.7%（前值 4.9%）。道路运输、公共设施管理增速继续下行，分别为 0%和-2.2%（前值 0.7%和-1.2%）。

图 8：基础设施投资各行业增速（%）



图 9：1-10 月份政府债券融资额度（亿元）





资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、房地产销售、投资、资金来源都出现进一步下行

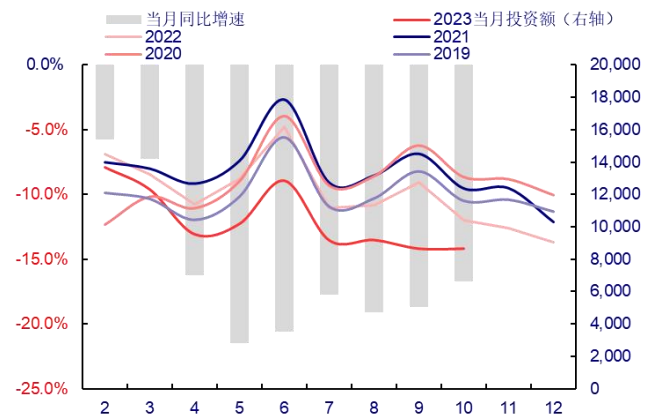
1-10月房地产开发投资同比下降9.3%，前值降9.1%。房地产单月投资负增长16.69%，10月房地产投资在上月向好后再度下降。

房地产供给端和需求端政策在8月份陆续出台，从10月份房地产市场运行情况来看，在九月份数据有所回升后，10月数据再次下降。商品房新开工和施工面积降幅均再次扩大，竣工边际下降，房地产开发商到位资金仍在下行，但是从国内金融机构得到的资金量上升。商品房销售仍然没有好转，但10月第一周有受到假期拖累销售的情况。商品房新开工面积和商品房销售面积可能均稳定在10亿平方米左右，房地产投资约11万亿左右，投资增速下滑至-9.5%左右。

图 10: 100 大中城市土地成交面积



图 11: 1-10 月份房地产投资额 (亿元)



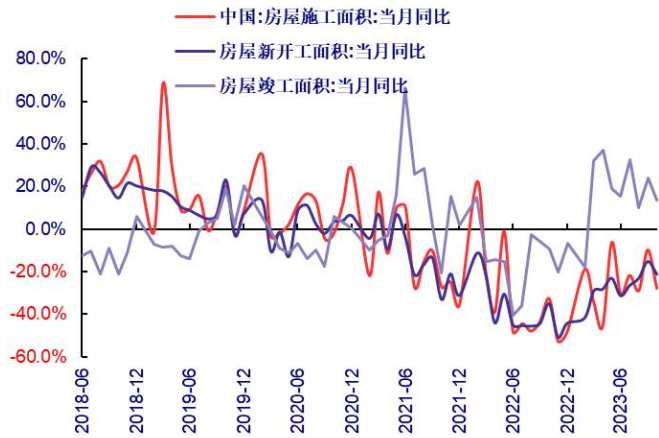
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从生产端来看，新屋开工和施工再次下滑，竣工增速边际增速下降。10月份，新增房地产新开工面积7053万平方米，比去年同期的8954.45万平方米下滑21%；施工面积比去年同期回落28%至7206.65万平方米。竣工面积6446.37万平方米，上行13%（前值23.9%）。10月房地产支持政策对建设的效果有所减弱。从竣工来看，保交楼政策支持的效果开始边际下降。从土地流转来看，10月份100大中城市土地成交面积增速同比下降6.6%，但环比增加53%，综合来看房地产开发商拿地意愿有所回升。

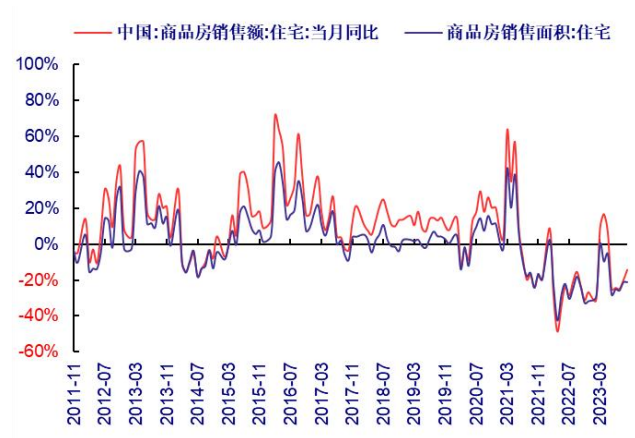
从销售端来看，商品房销售面积和商品房销售额下滑幅度再度扩大。1-10月份商品房销售面积累计-6.8%（前值-6.3%），单月下降-20.96%（前值-21.11%）；商品房销售额增速累计下行-3.7%（前值-3.2%）。高频数据上，30城成交面积也显示商品房销售低迷，虽然有节日拖累了10月第一周销售情况的影响，但观察10月份数据需求端的政策效果仍然有待发酵。

图 12: 房屋开工回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

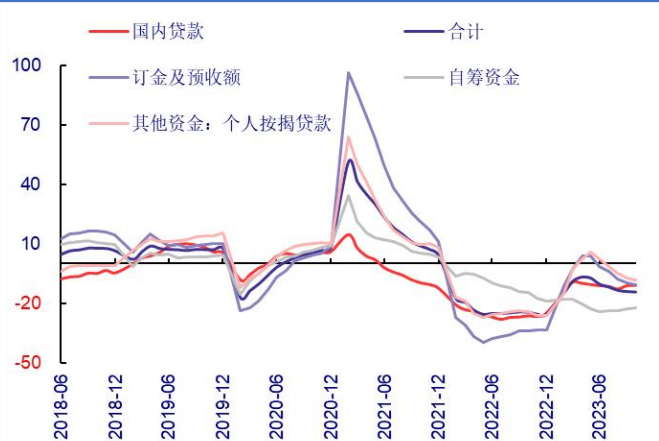
图 13: 9 月商品房销售面积和销售额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

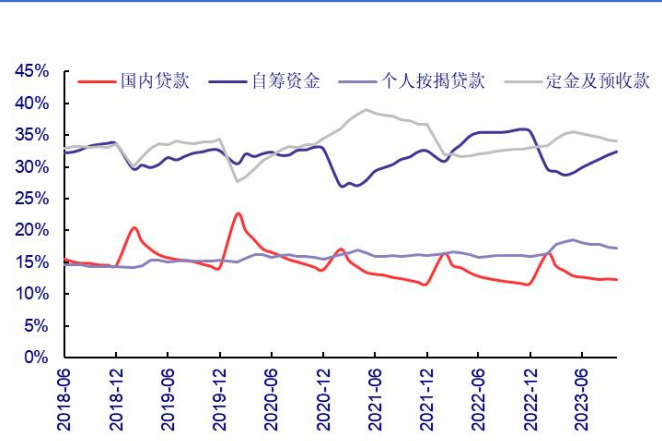
房地产行业开发资金来源累计同比降幅继续扩大，本月录得-14.45%（前值-14.20%）。来自国内贷款和企业自筹资金下滑趋势有所收窄，分别为-11.29%和-22.49%（前值-11.43%和-22.96%），但订金及预收款和个人按揭贷款降幅扩大，分别录得-10.83%和-8.16%（前值-9.95%和-7.44%）。国内金融市场以及政策环境对房地产开发商有所好转，但是市场销售仍然低迷，需要时间恢复。

图 14: 房地产到位资金增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 房地产资金来源占比



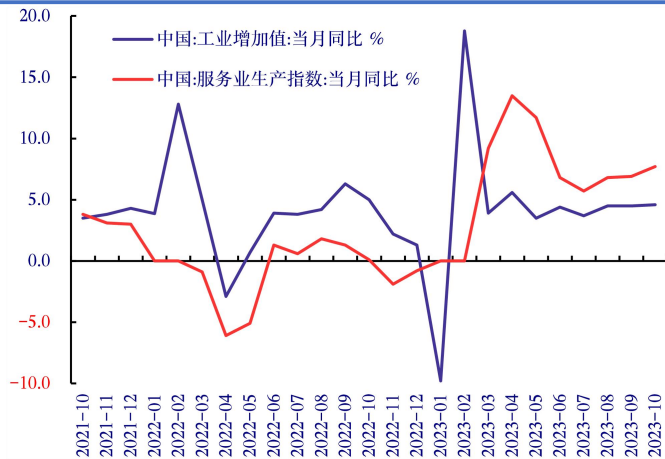
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、工业与服务业增速稳定但价格低迷

10 月工业与服务业增速都相对稳定。10 月工业增加值环比+0.39%，同比+4.6%（前值+4.5%）；1-10 月累计同比+4.1%。分三大门类看，10 月采矿业同比+2.9%（前值+1.5%），制造业同比+5.1%（前值+5.0%），电力热力燃气供水行业同比+1.5%（前值+3.5%）。10 月服务业生产指数同比+7.7%（前值+6.9%），其中信息技术行业生产指数同比+10.9%（前值 11.3%）。

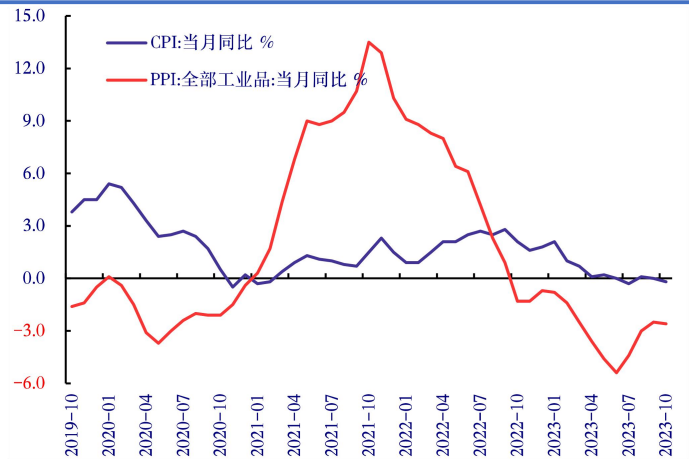
实际增速稳定但价格指数低迷是总需求相对不足的最显著指标。二、第三季度的 GDP 平减指数分别为-1.5%、-1.43%，保持负值。从价格指数来看，CPI 自从 4 月以来一直维持在 0%左右，10 月再次降至-0.2%，反映消费品需求不足；PPI 在 6 月到达了-5.4%的底部，9 月收窄降幅至-2.5%，但 10 月再次降至-2.6%，反映工业品下游需求不足。

图 16. 工业增加值与服务业生产指数增速保持稳定



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 17. 当前 PPI、CPI 都处于负值区间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

尤其要注意的是，今年 1-10 月工业高技术产业增加值增速仅为 1.8%，创历史新低，而且也是低于工业整体增速。其中，计算机、通信和电子设备制造业在 2022 年 10 月之后突然降速，从此前 10%以上的高速增长状态降至 1%左右的低速增长状态，原因主要是美国的制裁、美联储加息之后全球需求收缩等因素。2023 年 8 月在华为产业链带动之下反弹至 5.8%，9 月、10 月分别为 4.5%、4.8%，上行趋势仍需要进一步观察。医药制造业增速在疫情之前能达到 10%左右，2021 年进一步加速至 20%以上，但进入 2022 年之后降至负值并持续负增长，10 月进一步降至-10.4%。除了疫情形成的高基数之外，也可能与医药行业的调控政策、反复行动，以及美联储加息之后全球需求收缩等有关。总体而言，随着美联储加息接近尾声，高技术制造业的压制因素之一有望逐步解除，未来将逐步开启修复。

分子行业来看，工业当前上行力量较为分散，也印证了工业上行斜率主要受制于总需求相对不足。如下表所示，能源行业中，石油和天然气开采降速明显，煤炭采选有所提速。原材料加工行业中，化工保持较高增速但出现边际降速；有色金属加工保持较高增速且 10 月有所加速，黑色金属加工出现降速，非金属建材行业仍处于负增长。装备制造之中，10 月电气机械和器材制造进一步降速至 9.8%，汽车制造业增速反弹至 10.8%，其他运输设备制造业 10 月也出现明显加速，电子行业恢复仍待观察，专用设备制造、金属制品有所恢复。消费品制造业中，除医药制造外也都在进一步修复。



图 18. 计算机、通信和电子设备制造业增加值增速

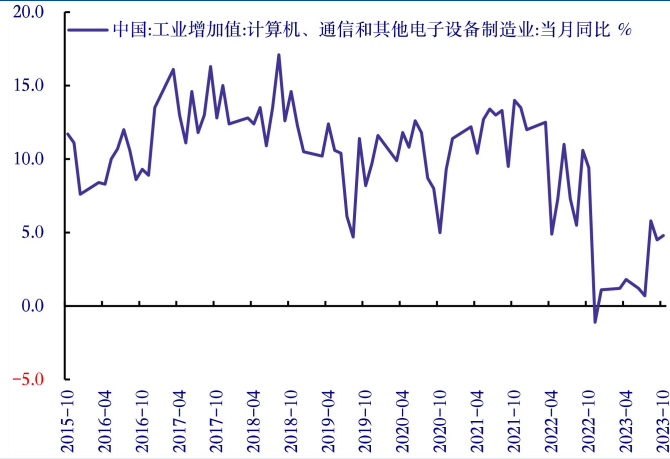
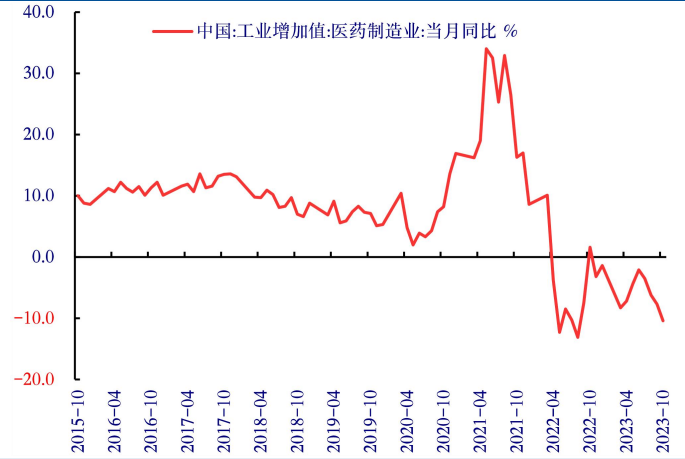


图 19. 医药制造业增加值增速陷入负增长区间



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 工业主要子行业增加值增速以及近三个月趋势

行业分类	规模以上工业增加值增速: %	8月当月 同比	9月当月 同比	10月当月 同比	近三个月趋势	1-10月累计 同比
能源供应	煤炭开采和洗选业	1.6	1.4	3.3		1.6
	石油和天然气开采业	7.2	3.4	0.4		3.9
	电力、热力生产和供应业	0.2	4.6	0.9		3.5
原材料加工	化学原料和化学制品制造业	14.8	13.4	12.1		9.5
	橡胶和塑料制品业	5.4	6.0	6.0		2.6
	非金属矿物制品业	-1.6	-1.7	-1.1		-0.6
	黑色金属冶炼和压延加工业	14.5	9.9	7.3		7.8
	有色金属冶炼和压延加工业	8.8	8.4	12.5		8.3
装备制造	金属制品业	1.4	3.7	5.5		2.3
	通用设备制造业	-0.8	0.0	-0.1		1.8
	专用设备制造业	-0.5	1.6	2.7		3.8
	汽车制造业	9.9	9.0	10.8		11.3
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	3.1	2.6	9.6		6.3
	电气机械和器材制造业	10.2	11.5	9.8		13.6
	计算机、通信和其他电子设备制造业	5.8	4.5	4.8		1.7
消费品制造	农副食品加工业	3.1	1.2	0.7		0.4
	食品制造业	2.5	6.4	4.7		3.1
	酒、饮料和精制茶制造业	-2.9	2.7	3.4		0.1
	纺织业	1.4	0.8	2.0		-1.0
	医药制造业	-6.2	-7.7	-10.4		-5.7

资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：**宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015 至 2017 年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018 至 2022 年招商证券宏观分析师；2022 年 11 月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”联动分析。

**许冬石：**宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010 年 11 月加入中国银河证券，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014 年获得第 13 届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016 年获得第 14、15 届“远见杯”中国经济预测第二名。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn