

2023年11月16日

需求仍显不足，经济修复放缓

—— 1-10月宏观经济数据分析

投资要点：

► 生产增势较好

工业生产有所加快。10月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.6%，环比增长0.39%。工业增加值增速有所回升，但是两年复合增速小幅回落。

服务业增长较快。10月份，全国服务业生产指数同比增长7.7%。

► 需求相对偏弱

固定资产投资增速放缓：1-10月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长2.9%（前值3.1%），环比增长0.10%。具体来看：

（1）1-10月，全国房地产开发投资同比下降9.3%（前值-9.1%）。政策利好下，9-10月商品房销售降势有所趋缓，但房地产施工面积和新开工面积降幅不断扩大。（2）1-10月，基础设施投资同比增长8.27%，较前值回落0.37个百分点。后续，新增1万亿特别国债和2024年地方债提前下达，将形成有力的资金保障，从而提振基建投资。（3）1-10月制造业投资增长6.2%。

消费品零售保持增长。10月，社会消费品零售总额43333亿元，同比增长7.6%，环比增长0.07%。从两年复合增速来看，10月社零增速为3.47%（前值3.99%）。国庆假期叠加2022年的低基数影响，是10月社零增速加快的主要原因。

► 政策持续加码，助力经济回升

总体而言，10月经济指标在结构上有所分化，呈现出生产端较好，但需求仍显不足。剔除基数影响后，消费增势边际走弱；固定资产投资增速则持续放缓。

往后看，1万亿新增国债将对基建投资形成支撑。后续政策持续加码，有望带动需求逐渐恢复，助力经济稳步回升。综合来看，我们维持之前的研判，预计2023年GDP同比增速为5.3%。

风险提示

经济出现超预期波动。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

正文目录

1. 工业生产有所加快.....	3
2. 服务业增长较快.....	4
3. 固定资产投资增速放缓.....	4
4. 消费品零售保持增长.....	6
5. 失业率延续回落.....	8
6. 政策持续加码，助力经济回升.....	8
7. 风险提示.....	8

图表目录

图 1 10 月工业增加值同比增长 4.6%.....	4
图 2 10 月全国服务业生产指数同比增长 7.7%.....	4
图 3 10 月，服务业商务活动指数为 50.1%.....	4
图 4 1-10 月，固定资产投资同比增长 2.9%.....	6
图 5 1-10 月，民间投资同比增速-0.5%.....	6
图 6 1-10 月，商品房销售额同比下降 4.9%.....	6
图 7 1-10 月，商品房施工面积同比下降 7.3%.....	6
图 8 10 月社会消费品零售总额同比增长 7.6%.....	7
图 9 10 月基本生活消费增速延续分化 (%).....	7
图 10 10 月耐用品消费增速持续回升.....	7
图 11 10 月石油制品消费增速边际回落.....	7
图 12 10 月全国城镇调查失业率为 5.0%.....	8
图 13 10 月本地户籍人口持续回落 (%).....	8

1. 工业生产有所加快

10 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.6%(预期 4.3%，前值 4.5%)，环比增长 0.39%(前值 0.36%)。1-10 月规上工业增加值累计同比增长 4.1%(前值 3.9%)。从两年复合增速来看，10 月工业增加值增长 4.8% (前值 5.4%)。10 月，工业增加值增速有所回升，但是两年复合增速出现小幅回落，工业生产在内外需偏弱的拖累下，仍表现出了一定韧性。

2023 年，外需减退和内需不足是工业生产的主要掣肘。从整体走势上来看，开年增势较快，但修复的基础尚不牢固，二季度有所放缓。8 月份之后，随着稳经济政策陆续落地生效，需求不足的问题有所缓解，工业增加值进入温和上行通道。

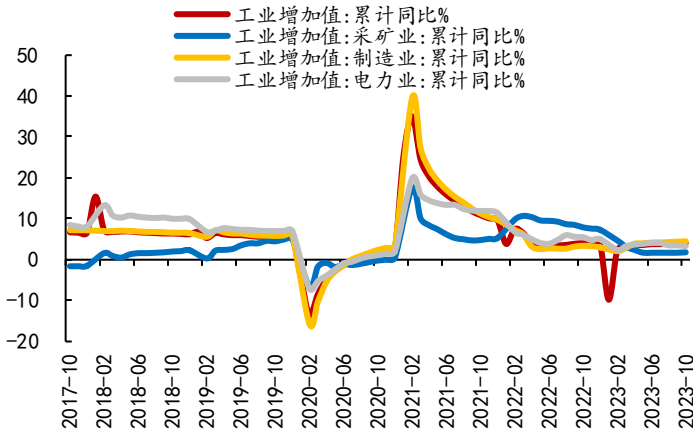
分经济类型看，10 月份，国有企业增速回落，外商以及私营企业则有所回升。其中，国有控股企业增加值同比增长 4.9%(前值 5.9%)；股份制企业增长 5.6%(前值 5.6%)；外商及中国港澳台商投资企业同比增长 0.9% (前值 0.4%)；私营企业增长 3.9%(前值 3.3%)。

分三大门类看，10 月，采矿业增加值当月同比增长 2.9% (前值 1.5%)；制造业增加值当月同比增长 5.1% (前值 5.0%)；电力、燃气及水的生产和供应业同比增长 1.5% (前值 3.5%)。

分行业看，10 月份，41 个大类行业中有 28 个行业增加值保持同比增长，增长行业数量较前月增加 2 个。上游能源开采业升降分化，煤炭开采和洗选业增长 3.3%，较前值加快 1.9 个百分点；石油和天然气开采业增长 0.4%，较前值回落 3.0 个百分点；非金属矿物制品业降幅收窄，增速回升 0.6 个百分点至-1.1%；黑色金属冶炼和压延加工业增长 7.3%，较前值回落 2.6 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业增长 8.8%，较前值加快 4.1 个百分点。主要中下游制造业增速均普遍回升，通用设备制造业下降 0.1%；专用设备制造业增速回升 1.1 个百分点至 2.7%，汽车制造业增速较前值加快 1.8 个百分点至 10.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 9.6%，增速较前值扩大 7 个百分点；电气机械和器材制造业增长 9.8%，较前值下降 1.7 个百分点。

分产品看，10 月份，620 种产品中有 371 种产品产量同比增长，较前值增加了 34 个。其中，钢材 11371 万吨，同比增长 3% (前值 5.5%)；水泥 19121 万吨，下降 4% (前值-7.2%)；十种有色金属 655 万吨，增长 8.2% (前值 7.3%)；乙烯 282 万吨，增长 5.6% (前值 5.7%)；汽车 277.9 万辆，增长 8.5% (前值 3.4%)；新能源汽车 92.7 万辆，增长 27.9% (前值 12.5%)；原油加工量 6393 万吨，增长 9.1% (前值 12%)；发电量 7044 亿千瓦时，增长 5.2% (前值 7.7%)。

图 1 10 月工业增加值同比增长 4.6%



资料来源：WIND、华西证券研究所

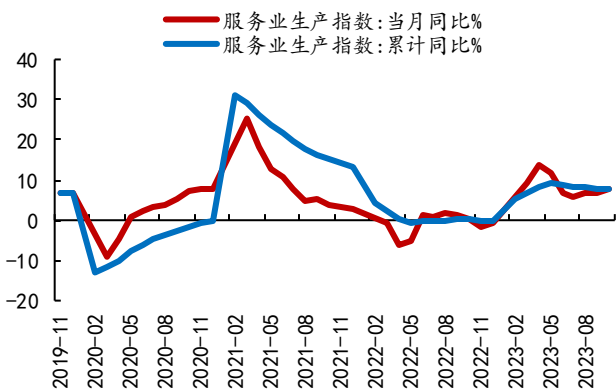
2. 服务业增长较快

10 月份，全国服务业生产指数同比增长 7.7%（前值 6.9%）。分行业看，国庆假期居民旅游出行需求上升，住宿餐饮和交通运输业增速加快。具体来看，住宿和餐饮业，交通运输、仓储和邮政业，信息传输、软件和信息技术服务业，批发和零售业，金融业生产指数同比分别增长 21.3%、13.2%、10.9%、10.0%、7.8%。1-10 月份，全国服务业生产指数同比增长 7.9%（前值 7.9%）。

10 月份，服务业商务活动指数为 50.1%（前值 50.9%）。其中，铁路运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务等行业商务活动指数位于 60.0% 以上高位景气区间。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 57.5%（前值 58.1%）。

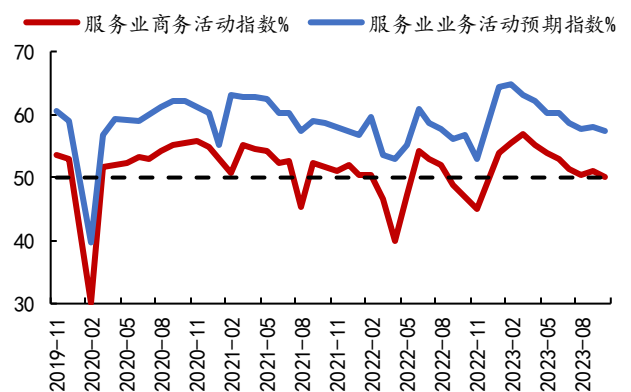
后疫情时代第一年里，服务业在快速反弹之后，逐渐向平稳增长转变过渡，整体修复明显，保持了较快增速。

图 2 10 月全国服务业生产指数同比增长 7.7%



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 3 10 月，服务业商务活动指数为 50.1%



资料来源：WIND、华西证券研究所

3. 固定资产投资增速放缓

1-10 月份，全国固定资产投资（不含农户）419409 亿元，同比增长 2.9%（预期 3.1%，前值 3.1%）。从环比看，10 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.10%（前值 0.15%）。1-10 月份，民间固定资产投资 215863 亿元，同比下降 0.5%（前值-0.6%）。分产业看，第一产业投资同比下降 1.3%（前值-1.0%）；第二产业投资增长 9.0%（前值 9.0%）；第三产业投资增长 0.4%（前值 0.7%）。

从基建投资、制造业投资和房地产投资三大领域具体来看：

（1）房地产：1-10 月，全国房地产开发投资完成额为 95922 亿元，可比口径下同比下降 9.3%（前值-9.1%）。施工面积同比下降 7.3%（前值-7.1%）；新开工面积下降 23.2%（前值-23.4%）；竣工面积增速有所回落，下降至 19.0%（前值 19.8%）。

1-10 月份，商品房销售面积 92579 万平方米，可比口径下同比下降 7.8%（前值-7.5%）。商品房销售额 97161 亿元，可比口径下同比下降 4.9%（前值-4.6%）。

10 月末，商品房待售面积 64835 万平方米，同比增长 18.1%（前值 18.3%）。其中，住宅待售面积增长 19.7%（前值 19.7%）。

1-10 月份，房地产开发企业到位资金 107345 亿元，同比下降 13.8%（前值-13.5%），降幅持续扩大。其中，国内贷款 13117 亿元，下降 11.0%（前值-11.1%）；利用外资 37 亿元，下降 40.3%（前值-40.0%）；自筹资金 34781 亿元，下降 21.4%（前值-21.8%）；定金及预收款 36596 亿元，下降 10.4%（前值-9.6%）；个人按揭贷款 18506 亿元，下降 7.6%（前值-6.9%）。

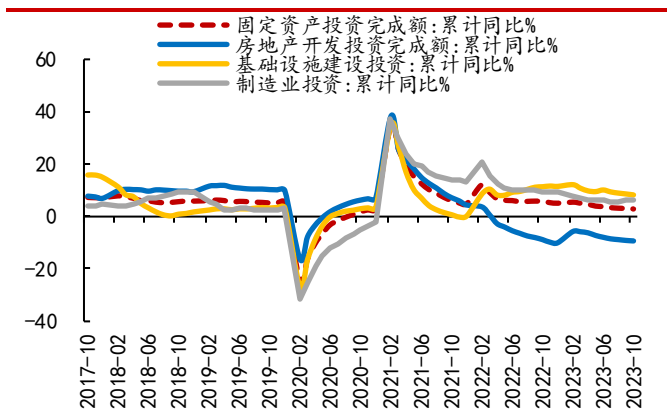
2023 年房地产销售整体较为低迷。销售侧来看，年初，疫情期间积累的购房需求集中释放，商品房销售有所反弹，但随后再度进入下行通道，增速不断回落。8 月之后，中央和地方房地产政策不断优化，随着政策效果逐步显现，9-10 月商品房销售降势有所趋缓。投资侧来看，保交楼背景下，房地产竣工面积保持了较高增速；但房地产施工面积和新开工面积降幅不断扩大，拖累房地产投资增速持续回落。

（2）基建：1-10 月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 5.9%，较前值回落 0.3 个百分点；全口径基建投资同比增速为 8.27%，较前值回落 0.37 个百分点。其中，铁路运输业投资增长 24.8%（前值 22.1%），水利管理业投资增长 5.7%（前值 4.9%），道路运输业投资与去年同期持平（前值 0.7%），公共设施管理业投资下降 2.2%（前值-1.2%）。

在房地产市场低迷的背景下，基础建设投资起到了经济压舱石作用，整体保持较高增速。但是三季度，受极端天气干扰施工以及土地出让金下降拖累地方财政收入，基建投资增速有所回落。往后看，新增 1 万亿特别国债中，有 5000 亿元计划在 2023 年安排使用，主要用于灾后恢复重建和城市的排水防涝能力的工程。新增特别国债叠加 2024 年地方专项债的提前批次的下达，基础设施投资在资金保障和项目支撑方面都会逐步改善，增速有望企稳回升。

（3）制造业：1-10 月制造业投资增长 6.2%（前值 6.2%）。分行业来看，电气机械和器材制造业、汽车制造业、化学原料和化学制品制造业增速较快，分别为 36.6%、18.7%、13.4%（前值分别为 38.6%、19.1%、13.2%）。纺织业投资同比下降 1.7%（前值-2.2%），是主要行业中唯一下降的；专用设备制造业，同比增长 10.7%（前值 8.2%），增速进一步加快。

图 4 1-10 月，固定资产投资同比增长 2.9%



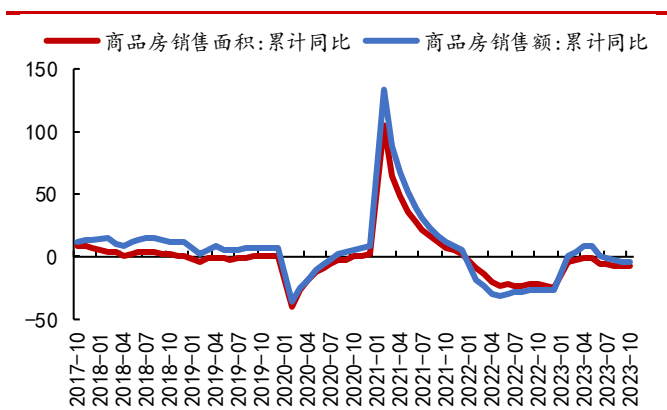
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 5 1-10 月，民间投资同比增速-0.5%



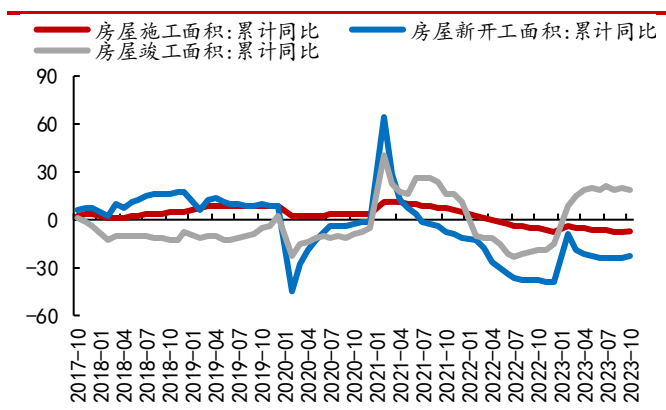
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 6 1-10 月，商品房销售额同比下降 4.9%



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 7 1-10 月，商品房施工面积同比下降 7.3%



资料来源：WIND、华西证券研究所

4. 消费品零售保持增长

10 月，社会消费品零售总额 43333 亿元，同比增长 7.6% (预期 7.3%，前值 5.5%)，环比增长 0.07% (前值 0.02%)。1-10 月份，社会消费品零售总额 385440 亿元，同比增长 6.9% (前值 6.8%)。从两年复合增速来看，10 月社零增速为 3.47% (前值 3.99%)。国庆假期叠加 2022 年的低基数影响，是 10 月社零增速加快的主要原因。

按经营单位所在地分，10 月份，城镇消费品零售额 37479 亿元，同比增长 7.4% (前值 5.4%)；乡村消费品零售额 5854 亿元，增长 8.9% (前值 6.3%)。

10 月，商品零售 38533 亿元，增长 6.5% (前值 4.6%)。1-10 月份，商品零售 343535 亿元，增长 5.6% (前值 5.5%)。限上商品零售类别中，10 月，体育、娱乐用品类，烟酒类，通讯器材类、汽车类以及金银珠宝类消费同比增速达到了 2 位数以上，分别增长 25.7%，15.4%，14.6%，11.4% 以及 10.4%。

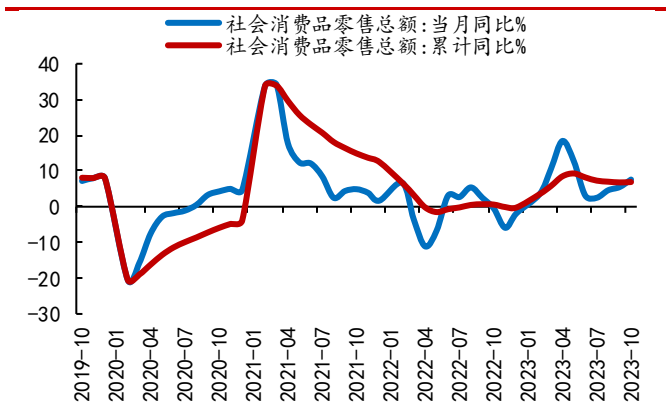
10 月，餐饮收入 4800 亿元，增长 17.1% (前值 13.8%)。1-10 月份，餐饮收入 41905 亿元，增长 18.5% (前值 18.7%)。

10月，全国网上零售额122915亿元，同比增长11.2%（前值11.6%）。其中，实物商品网上零售额103010亿元，增长8.4%（前值8.9%），占社会消费品零售总额的比重为26.7%（前值26.4%）。

2023年随着疫情影响消退，国民经济运行趋于恢复，消费整体处于复苏通道：一季度，报复性消费叠加2022年低基数影响，消费增速快速反弹；但恢复的基础尚不牢固，年终消费增速有所回落；三季度，随着经济持续修复以及促销费政策落地生效，居民潜力开始释放，社零增速开始加速回升。

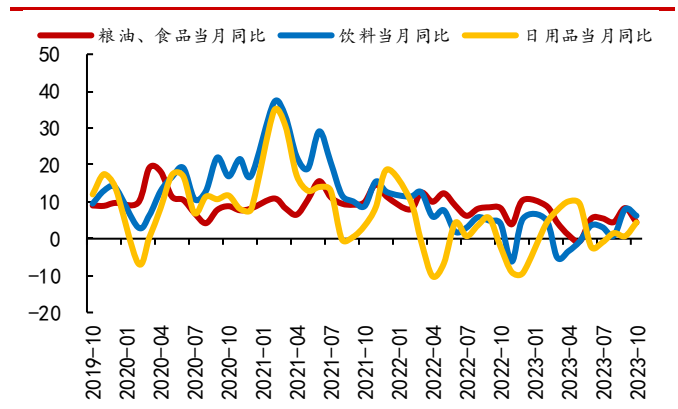
2023年消费修复一个突出的特点是，服务性消费增长较快。具体可从两个方面看出：其一，从指标间的对比。今年前三个季度居民人均消费支出名义同比增速为9.24%，高于社会消费品零售总额6.8%的名义同比增速。居民人均季度收支数据中未包括居民自产自用部分的收入和消费，所以两者之间的差异，主要是今年服务消费修复快于货物消费造成的。其二，从居民消费支出结构。2023年前三季度，全国居民人均服务性消费支出增长14.2%，快于居民人均消费支出增速5.0个百分点。其中，居民服务类消费占比已经达到了46.1%，超过2019年45.9%的水平。

图8 10月社会消费品零售总额同比增长7.6%



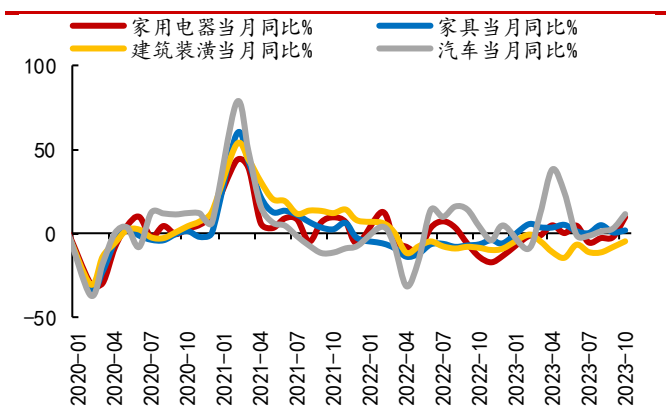
资料来源：WIND、华西证券研究所

图9 10月基本生活消费增速延续分化(%)



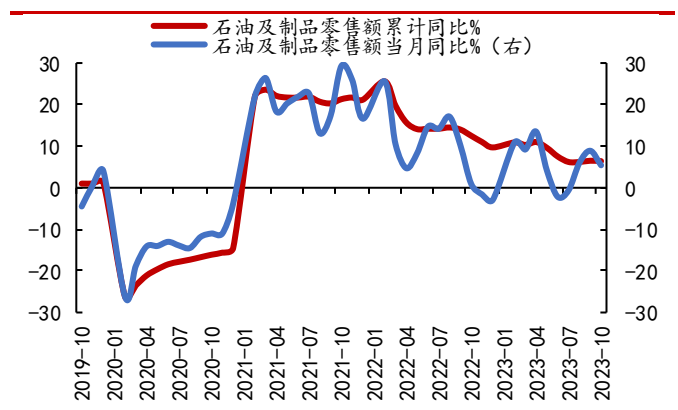
资料来源：WIND、华西证券研究所

图10 10月耐用品消费增速持续回升



资料来源：WIND、华西证券研究所

图11 10月石油制品消费增速边际回落

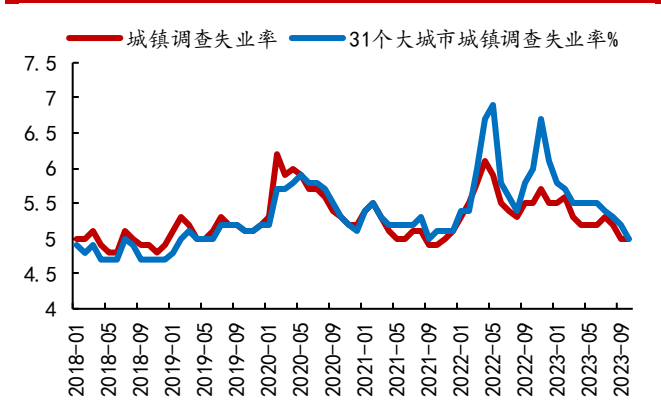


资料来源：WIND、华西证券研究所

5. 失业率延续回落

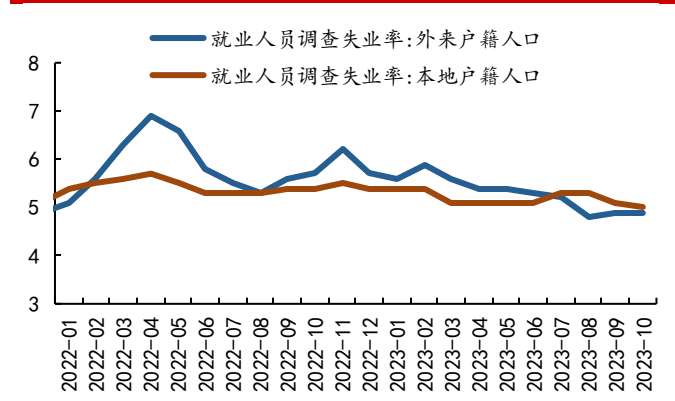
10 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，与前值持平。31 个大城市城镇调查失业率为 5.0%，较前值下降 0.2 个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为 5.0%，较前值回落 0.1 个百分点；外来户籍劳动力调查失业率为 4.9%，与前值持平。随着经济逐步恢复，企业用工需求得到改善，2023 年失业率整体呈现出下降趋势。全国城镇调查失业率从 2022 年年末的 5.5%，下降至 2023 年 10 月份的 5.0%。

图 12 10 月全国城镇调查失业率为 5.0%



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 13 10 月本地户籍人口持续回落 (%)



资料来源：WIND、华西证券研究所

6. 政策持续加码，助力经济回升

总体而言，10 月经济指标在结构上有所分化，呈现出生产侧增势较好，但需求侧相对偏弱的格局。生产侧方面，工业和服务业生产有所加快，工业增加值增速好于预期；需求侧方面，10 月出口超季节性下降，从两年复合增速来看，10 月消费增速也边际回落，固定资产投资增速持续放缓。内外部需求不足，依然是制约当前经济回升的主要问题。

往后看，新增 1 万亿特别国债中，5000 亿元计划在 2023 年安排使用，主要用于灾后恢复重建和城市的排水防涝能力的工程，基础设施投资在资金保障和项目支撑方面都会逐步改善。政策持续加码，有望带动内外部需求恢复，助力经济稳步回升。综合来看，我们维持之前对于 GDP 的研判，预计 2023 年四季度 GDP 同比增速为 5.5%，最终全年 GDP 同比增速为 5.3%。

7. 风险提示

经济出现超预期波动。

分析师简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。