



评论意见

分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: 010-63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

10月消费加速回暖带动经济持续复苏

2023年11月15日

摘要:

- 10月工业增加值同比实际增长4.6%，较9月回升0.1个百分点；从工业企业产销率看，10月为97.4%，与9月持平；而从出口交货值同比增速看，10月为-0.5%，较9月回升2.1个百分点，自6月以来连续四个月回升。在考虑到价格指数后的以人民币计价的进口实际增速在8-9月已转正，并远高于出口增速。
- 10月的消费加速回暖，服务业生产指数同比为7.7%，较9月上升0.8个百分点；社会消费品零售总额同比增速为7.6%，较9月上升2.1个百分点。而与9月相比，回升的速度明显加快。以三季度数据和月度数据互相印证，10月零售同比增速均高于三季度对应的行业数据，说明服务业的复苏仍在持续。
- 1-10月全国固定资产投资（不含农户）同比增长2.9%。其中，制造业投资增长6.2%，增速与上月持平；基建投资（不含电力）增长5.9%，较9月回落0.3个百分点；房地产投资增速为-9.3%，较9月回落0.2个百分点。10月固定资产投资表现不佳，主要原因在于基建投资未能如预期止跌回升，但基建投资将最终得益于积极财政政策的持续发力。对于目前偏冷经济状况而言，财政政策比货币政策更为有效。
- 得益于工业企业利润的改善和资金成本的下降，制造业投资表现平稳，投资积极性正在逐渐恢复。而房地产投资只有新开工和银行贷款数据略有改善，其它数据均表现不佳。从高频数据看，也可以看出10月销售较9月有较明显的改善，但表现并不稳定；10月居民中长期贷款虽有所增加，但房地产的复苏总体上较为艰难，是经济的主要拖累。

一、10月零售增速加速回升支撑生产企稳

从2023年10月的工业生产、社会消费品零售总额和固定资产投资的数据看（表1所示），社会消费品零售总额的名义增速最强，其次是工业增加值的实际增速，最差的是固定资产投资增速；从同比数据看，10月工业增加值同比实际增长4.6%，较9月回升0.1个百分点；10月社会消费品零售总额同比名义增长7.6%，较9月回升2.1个百分点，且回升速度加快；而10月固定资产投资中，制造业累计同比增速为6.2%，与上月持平；基建投资累计同比增速为5.9%，较9月回落0.3个百分点；房地产投资累计同比增速为-9.3%，较9月回落0.2个百分点。从总体上看，10月固定资产投资累计同比增速为2.9%，较9月回落0.2个百分点。因此，10月零售增速加速回升支撑生产增速的企稳。

表1 今年8-10月生产、零售、投资和进出口数据一览表

	同比 (%)			季调环比 (%)		
	8月	9月	10月	8月	9月	10月
工业增加值（实际）	4.5	4.5	4.6	0.50	0.36	0.39
社会消费品零售总额（名义）	4.6	5.5	7.6	0.36	0.04	0.07
固定资产投资（累计）	3.2	3.1	2.9	0.22	0.17	0.10
其中：房地产	-8.8	-9.1	-9.3			
基建（不含电力）	6.4	6.2	5.9			
制造业	5.9	6.2	6.2			
进出口增速（美元）						
其中：出口增速	-8.8	-6.2	-6.4			
进口增速	-7.3	-6.2	3.0			
贸易顺差（亿美元）	682	777	565			

资料来源：国家统计局 第一创业计算整理

从工业企业产销率看（图1所示），10月为97.4%，与9月持平；而从出口交货值同比增速看，10月为-0.5%，较9月回升2.1个百分点；自6月以来连续四个月回升，这与出口增速的数据似乎不一致。10月以美元计价的出口增速为-6.4%，较9月回落0.2个百分点，但这里面要考虑两个因素的影响：一是人民币汇率的波动；二是出口价格指数的变化。

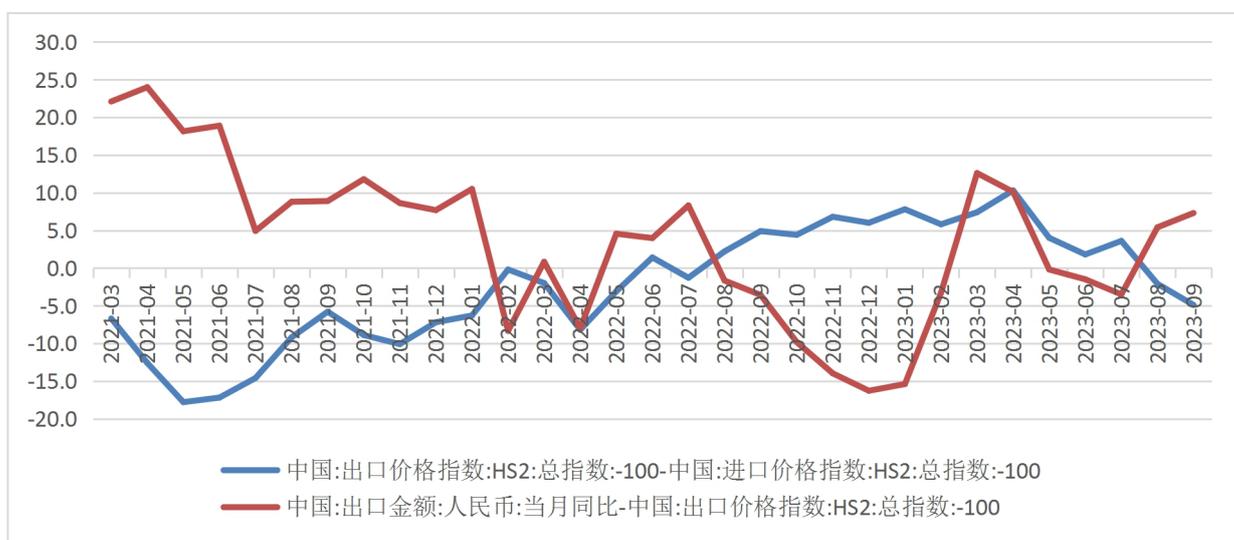
图1 8-10月工业企业产销率连续三月持平而出口交货值同比增速快速回升



资料来源：WIND 第一创业整理

如图2所示，在考虑到价格指数后的以人民币计价的进口实际增速在8-9月已转正，并远高于出口增速。另外，有以下两方面可以从侧面证明，出口没有名义数据表现的那样差：一是出口导向型国家的出口纷纷转正。以国际贸易“金丝雀”著称的韩国10月出口增速由负转正，由9月的-4.4%上升至5.1%；而出口后起之秀越南的出口增速9月已转正，10月为6.7%，较9月上升1.8个百分点。二是国内海运价格指数的回升。中国集装箱海运指数（CCFI）11月10日为843.8，较10月初最低点上升2.9%，而同期波罗的海货运指数（FBX）上涨11.2%。

图2 在平减价格指数后以人民币计价的进出口增速

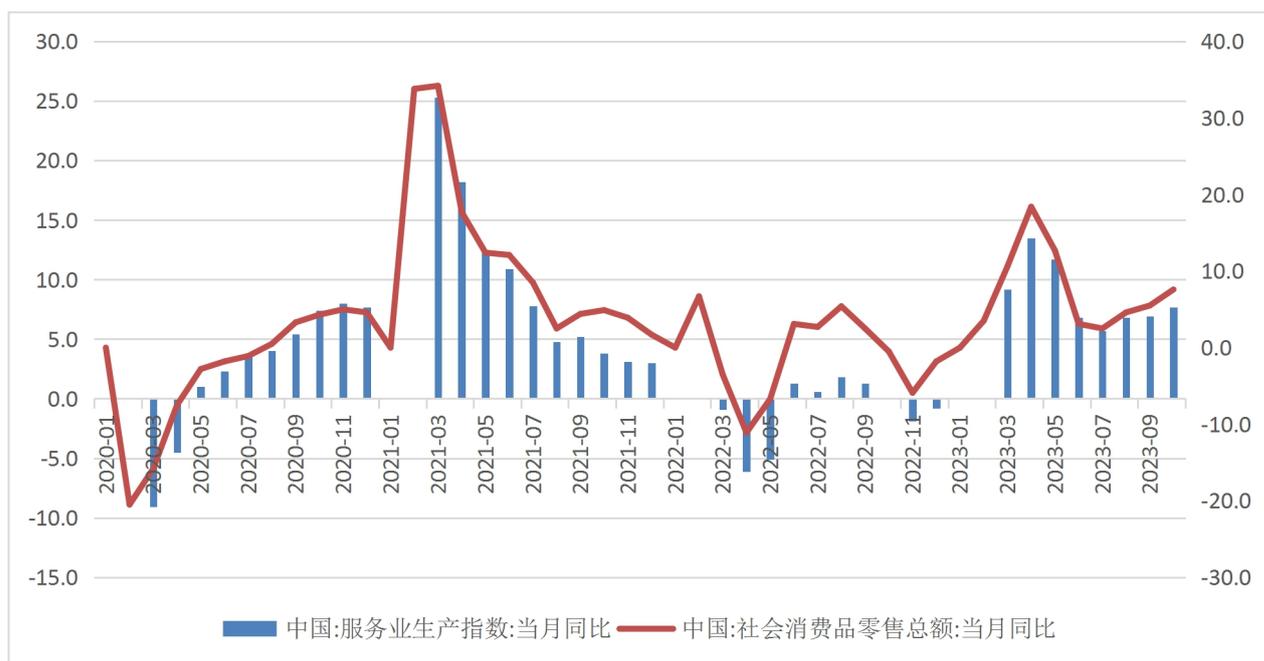


资料来源：WIND 第一创业整理

二、10月服务业的持续恢复显示第三产业增长动能有所增强

20年以来的消费受疫情的影响较大，即20年和22年消费受到疫情的抑制，而21年和23年受抑制的消费需求又开始释放，形成明显的两次波动，如图3所示的服务业生产指数与社会消费品零售总额同比增速，也随之波动。23年10月的消费加速回暖，服务业生产指数同比为7.7%，较9月上升0.8个百分点；社会消费品零售总额同比增速为7.6%，较9月上升2.1个百分点。而与9月相比，回升的速度明显加快。

图3 10月服务业生产指数同比与零售同比均较9月回升



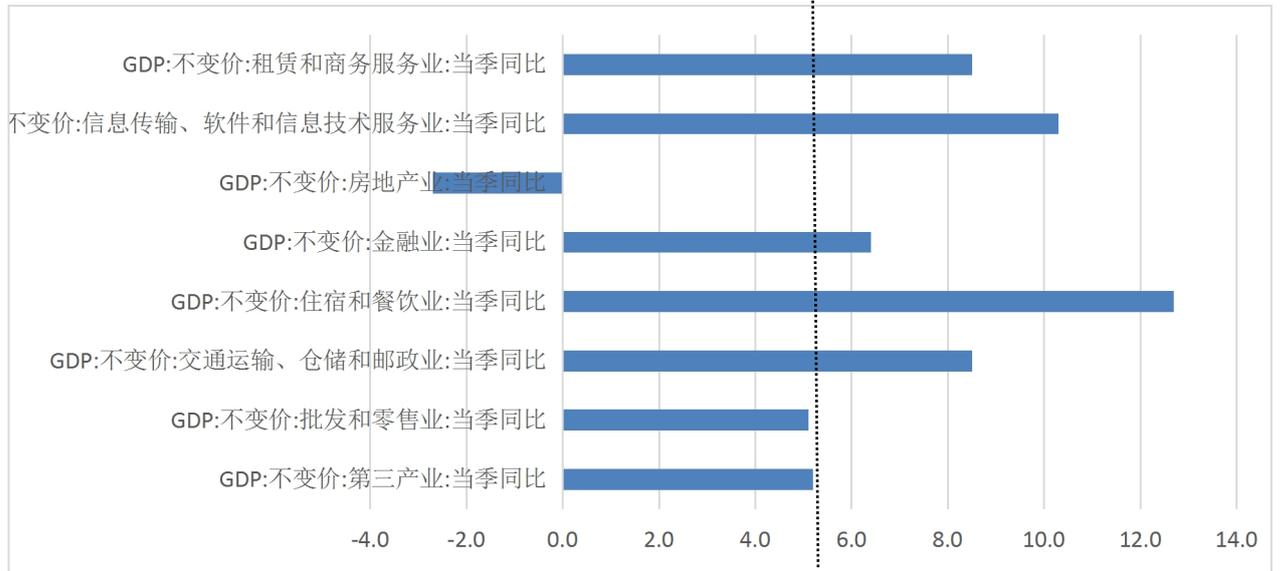
资料来源：WIND 第一创业整理

从行业上看，以三季度数据和月度数据互相印证，10月零售同比增速（图5所示）均高于三季度对应行业数据（图4所示），说明服务业的复苏仍在持续。三季度第三产业（服务业）的同比增速为5.2%，与之相比较：（1）三季度住宅和餐饮业的回升幅度最大，同比增速达12.7%；与此相印证，社会消费品零售总额中餐饮名义同比增速，10月也高达17.1%。（2）同样，三季度信息传输、软件和信息技术服务业同比增速为10.3%，社会消费品零售总额中通讯器材（手机）名义同比增速，10月也高达14.6%。（3）三季度交通运输、仓储和邮政业同比增速为8.5%，社会消费品零售总额中汽车类销售名义同比增速，10月也高达11.4%。（5）三季度租赁和商务服务业同比增速为8.5%，社会消费品零售总额中体育娱乐用品类销售名义同比增速，10月也高达25.7%。

从主要拖累项看，三季度房地产同比增速为-2.7%，社会消费品零售总额中建

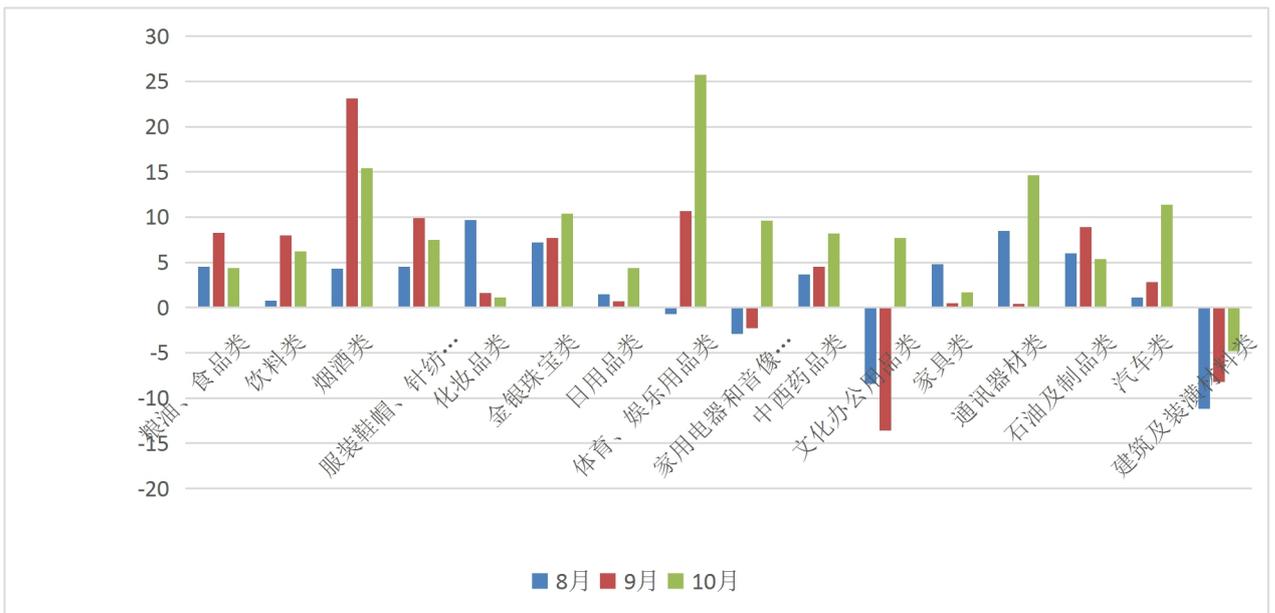
筑与装潢材料类名义同比增速，10月为-4.8%，在限额以上单位的零售增速中是唯一的负值；另外，与房地产相关的家具类10月名义增速为1.7%，也处于较低水平。

图4 三季度第三产业（服务业）各行业间同比增速的对比



资料来源：WIND 第一创业整理

图5 8-10月各行业社会消费品零售总额名义增速的变化

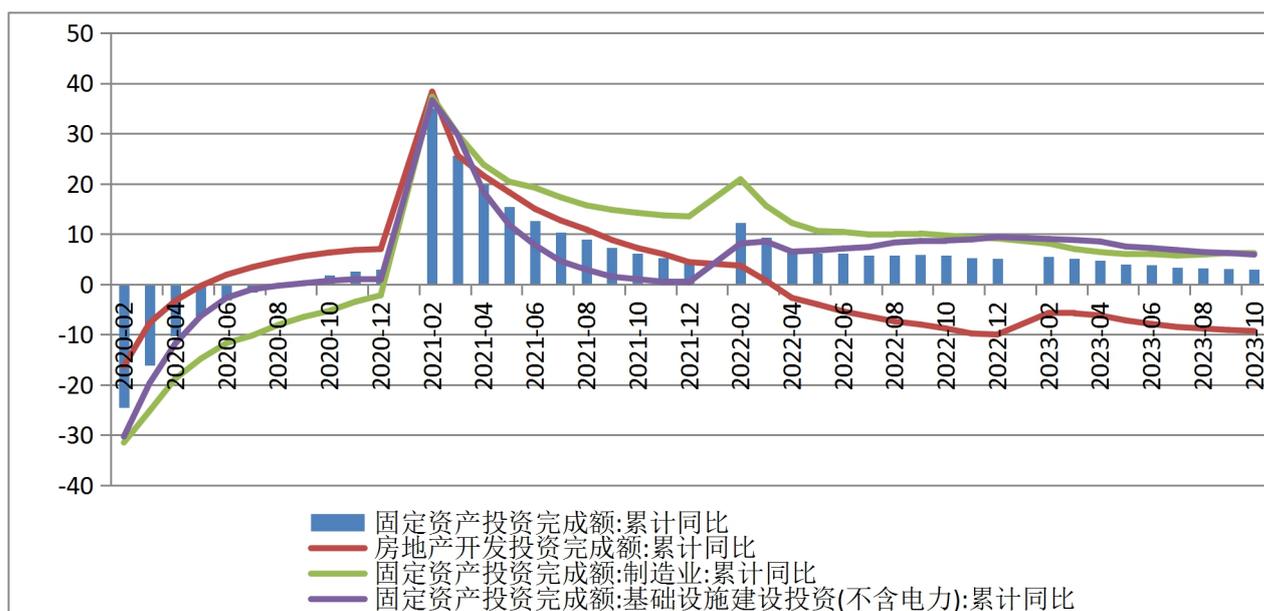


资料来源：WIND 第一创业整理

三、1-10月固定资产投资增速仍出现小幅回落

1—10月，全国固定资产投资（不含农户）419409亿元，同比增长2.9%（图6所示）。其中，制造业投资增长6.2%，增速与上月持平；基建投资（不含电力）增长5.9%，较9月回落0.3个百分点，低于预期；房地产投资增速为-9.3%，较9月回落0.2个百分点。

图6 1-10月房地产和基建投资较9月均出现不同程度的下滑



资料来源：WIND 第一创业整理

1-10月，全国固定资产投资增速回落0.2个百分点，1-9月回落0.1个百分点，1-8月回落0.2个百分点，1-7月回落0.4个百分点。可见，在三季度，全国固定资产投资增速是逐月收窄的，固定资产投资增速企稳的迹象初步显现。10月之所以降幅微幅扩大，主要原因在于基建投资未能如预期止跌回升。

但是，基建投资将最终得益于积极财政政策的持续发力。基建投资的回落主要原因是由于去年的高基数，而今年受地方债务负担较重影响，很难使基建投资保持高水平。从1-9月的情况看，全国公共财政收入累计同比为8.9%，比去年高8.3个百分点；而1-9月公共财政支出累计同比只有3.9%，比去年低2.2个百分点。两者差距变得大的原因在于，三年疫情期间财政、特别是地方财政压力较大，地方政府杠杆率上升太快，使得财政支出收缩。在地方财政负担较重的情况下，如何化解地方政府的债务风险，成为影响基建投资的关键。

截至11月12日，26个地方已发、待发的特殊再融资债券规模已达到12553亿，市场预计本轮特殊再融资债券发行规模将超2万亿。发债材料显示，当前发行的特殊再融资债券用途为“偿还存量债务”。因此，本轮特殊再融资债券主要用于偿还拖欠款、高息非标及到期城投债券，以缓释地方债务风险。显然，随着特殊再融资债券的发行，地

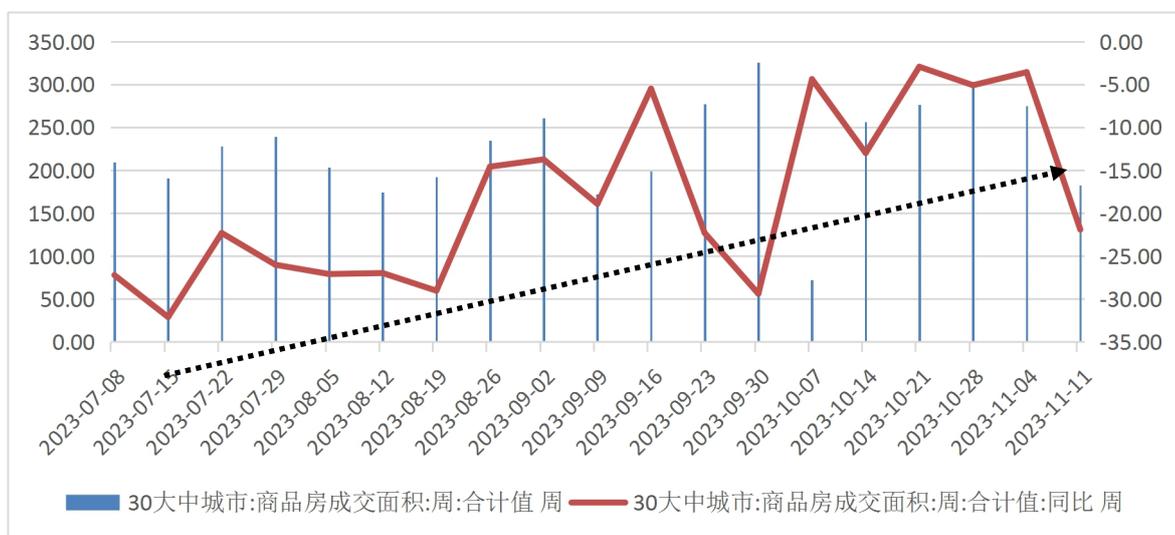
方政府的债务负担将大幅度减轻，对于基建投资将起到关键性作用。

另外，中央财政将于四季度增发 2023 年国债 10000 亿元，并通过转移支付方式全部安排给地方。其中，今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元。此次增发国债将在今年四季度发行，主要用于防灾减灾和灾后重建。2023 年中央预算也做出相应调整，财政赤字也相应增加，预计财政赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。以上措施将极大改变地方财政紧张状况，说明财政政策真的变得积极起来，对于目前偏冷经济状况而言，财政政策比货币政策更为有效，对市场的刺激比货币政策强。

其次，制造业投资将得益于企业利润的改善。影响制造业投资表现的因素有两方面，一是工业企业利润的增速，二是资金实际成本。从工业企业利润看，工业企业主营收入利润率从 2022 年的 6.1% 下降到今年 1-2 月的 4.6%，之后开始回升，至 1-9 月已回升至 5.6%；而从资金成本看，由于 PPI 同比的企稳回升，从 6 月的 -5.4% 回升到 9 月的 -2.5%，虽然金融机构一般性贷款利率的回落只有几个 BP，但其减去 PPI 同比来代表企业的实际资金成本，开始快速回落。考虑到以上两点因素，制造业投资同比增速的企稳，明显受到投资边际效益有所上升的影响，制造业投资表现平稳，投资积极性正在逐渐恢复。

最后，房地产投资将得益于居民中长期贷款的增长。1-10 月房屋新开工同比增速为 -23.2%，较 1-9 回升 0.2 个百分点；房屋施工面积同比增速为 -7.3%，较 1-9 月回落 0.2 个百分点；竣工面积同比增速为 19.0%，较 1-9 月回落 0.8 个百分点；房屋销售面积同比增速为 -7.8%，较 1-9 月回落 0.3 个百分点。由图 7 高频数据也可以看出，10 月 30 个大中城市的商品房成交面积同比，四周分别为 -4.4%、-13.0%、-2.9% 和 -5.1%，较 9 月 -18.0% 平均增速，有较明显的改善。

图 7 30 个大中城市商品房成交面积同比自 7 月以来有逐步改善迹象



资料来源：WIND 第一创业整理

但 11 月第一周这一数据又回落至-21.9%，可见房地产的复苏较为艰难，但如图 7 所示，自 7 月以来 30 个大中城市商品房成交面积同比总体上有逐步改善迹象。从房地产资金来源看，1-10 月房地产开发资金来源同比增速为-13.8%，较 1-9 月回落 0.3 个百分点；其中，国内贷款同比增速为-11.0%，较 1-9 月回升 0.1 个百分点；其它资金来源同比增速为-9.7%，较 1-9 月回落 0.8 个百分点。

从信贷数据看，10 月金融机构新增人民币贷款 7384 亿元，同比多增 1232 亿元，其中，居民同比少增 166 亿元（其中，中长期多增 375 亿元、短期少增 541 亿元）；10 月金融机构新增人民币存款 6446 亿元，同比多增 8290 亿元，其中，居民同比少增 1266 亿元。居民中长期贷款略有上升，结合居民存款的减少，表明居民住房消费上升，信贷结构有所改善。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易，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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼

TEL:0755-23838888 FAX:0755-25831718

P. R. China:518048 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区15层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P. R. China:100140

上海市浦东新区世纪大道1229弄1号楼1603——A室

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P. R. China:200135