



## 修复动能边际转弱

### ——经济数据 2023 年 10 月点评

10月规模以上工业增加值当月同比4.6%，两年复合4.8%；社会消费品零售总额当月同比7.6%，两年复合3.5%；城镇固定资产投资额累计同比2.9%，两年复合4.3%。其中，房地产投资累计同比-9.3%，两年复合-12.4%；全口径基建投资累计同比8.3%，两年复合9.8%；制造业投资累计同比6.2%，两年复合7.9%。

10月经济修复动能有所转弱。在需求端，内外需景气度同步向下。外需动能较今年二、三季度有所放缓，10月出口增速超季节性回落。内需之中，固定资产投资季调环比0.1%，连续两个月环比增速放缓，其中，基建和制造业动能高位趋缓，房地产存量去化与增量改善双双遇阻，销售与投资降幅双双扩张。社零总额季调环比0.07%，连续第二个月环比低增长。受需求端拖累，供给端工业和服务业生产动能均改善乏力，工业增加值季调环比虽较前月小幅回升0.05pct至0.39%，但相较疫前同期水平持续处于低位。由于供需失衡的格局仍在持续，10月价格延续弱勢，CPI通胀再度转负，PPI通胀持续低迷。

#### 一、供给：生产动能趋缓，劳动力需求疲弱

10月工业生产动能有所放缓，规上工业增加值同比增速小幅提升0.1pct至4.6%，但两年复合增速下降0.6pct至4.8%。分三大门类看，观察两年复合增速，上游采矿业、中游制造业、下游电热燃水生产供应业增速均有所下降。分行业看，亮点在于高技术制造业动能持续增强，以汽车制造、电气机械为代表的装备制造业带动支撑强劲。多晶硅、光伏电池、芯片、人工智能、航天器等新材料、新能源、新动能产品生产快速增长。

10月服务业生产动能延续放缓，服务业生产指数同比增速上升0.8pct至7.7%，但两年复合增速下降0.3pct至3.8%，连续两个月下降。接触型聚集型服务业和现代服务业仍是主要支撑。一方面，住宿餐饮业、



交通运输、仓储和邮政业、批发零售业生产增速提升，均达两位数；另一方面，信息技术服务业、金融业生产稳定增长，增速小幅下降。

10月全国城镇调查失业率5.0%，持平于前月，继续处于季节性低位，一定程度上受劳动力需求疲弱影响。前三季度城镇新增就业1,022万人，进度弱于疫前同期，新增就业不足仍显示出就业市场压力。

前瞻地看，基数走低叠加政策发力，工业和服务业生产增速有望进一步提升，动能有望加强，全年有望超额完成失业率和新增就业目标。

## 二、固定资产投资：修复放缓，结构分化

10月城镇固定资产投资修复放缓，季调环比增速小幅下行0.07pct至0.10%，两年复合同比增速下行0.9pct至-3.8%。民间投资降幅持续收窄，两年复合同比增速微升0.2pct至-8.8%，与国有控股单位投资之间增速差改善，但仍受房地产投资拖累，扣除房地产投资的民间投资累计同比增速与上月持平于9.1%。

### （1）房地产：修复再遇阻

10月房地产市场未能延续上月降幅收窄的态势，销售收缩再加剧，区域环比分化。商品房销售面积和金额降幅扩张，两年复合增速分别较9月下行3.8pct、2.4pct至-21.8%、-19.2%。10月30个大中城市商品房成交面积环比改善，受二三线城市提振，一线城市环比则收缩10.8%。

销售端修复遇阻叠加房企流动性、信用持续承压，房地产投资和房企到位资金收缩均加剧。10月房地产投资和房企到位资金两年复合增速分别较9月下行0.8pct、1.6pct至-16.3%、-21.6%。土地购置或为投资支撑项，9月末土拍地价限制建议取消，10月百城土地成交面积创年内新高，环比大超季节性水平。

前瞻地看，11月房地产修复进程或持续放缓。房贷利率、“保交楼”等相关政策对房地产销售、投资的提振效果正边际减弱，土拍新规对房企土地购置的支撑亦难持续。

### （2）基建：增速下降，动能放缓



10月全口径与狭义口径（不含电力）基建投资当月同比增速分别下行1.2pct、1.3pct至5.6%、3.7%，实际增长动能小幅放缓，两年复合累计增速下降0.1pct至9.8%、7.3%。其中，电热燃水业投资动能增加，交运仓邮业和水环公共业投资动能微降。10月地方政府工作重心偏向债务风险化解，密集发行特殊再融资债，推动基础设施建设的能力和效率有所下降；增发万亿国债和提前下达明年新增专项债额度等“稳增长”政策于10月底落地，效能还未显现。

前瞻地看，随着政策效能释放，地方政府债务负担和财政收支压力缓解，灾后恢复重建、城市排水防涝工程等“短板”项目建设，年内基建投资增速有望边际上行。

### （3）制造业：增速下降，结构分化

10月制造业投资当月同比增速下降1.7pct至6.2%，累计同比增速6.2%，持平前值，两年复合累计增速小幅下降0.2pct至7.9%。

制造业投资结构性特征继续凸显。高技术制造业投资持续高增长，累计增速11.3%，持平前值，其中航空、航天器及设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增速小幅下降。随着部分大宗商品价格回升和需求持续修复，上游原材料加工业和下游消费品制造业投资动能有所增强。中游装备制造业投资支撑仍然强劲，其中通用和专用设备增速提升，其他行业增速有所下降。

前瞻地看，随着需求回暖、产业升级转型持续推进、盈利修复，年内制造业投资增长动能或维持韧性。

### 三、消费：同比向上、动能向下

10月社会消费品零售总额当月同比增速较上月上行2.1pct至7.6%，低基数主导下实际修复动能略有放缓，环比低于疫前季节性中枢。节假日消费提振效果有限，消费复苏动能仍偏弱。

社零修复格局延续上月，商品零售与餐饮服务消费复苏进程均持续放缓，两年复合增速分别下行0.3pct、2.1pct至3.5%、3.7%。其中，汽



车消费保持高增，地产周期类消费仍处收缩。

前瞻地看，11月社零将延续“同比向上、动能向下”的态势，低基数推高同比增速，居民收入偏弱压制实际修复动能。其中，出行社交类消费需求边际减弱，汽车消费的“金九银十”或将延续，地产周期类消费降幅或再收窄。

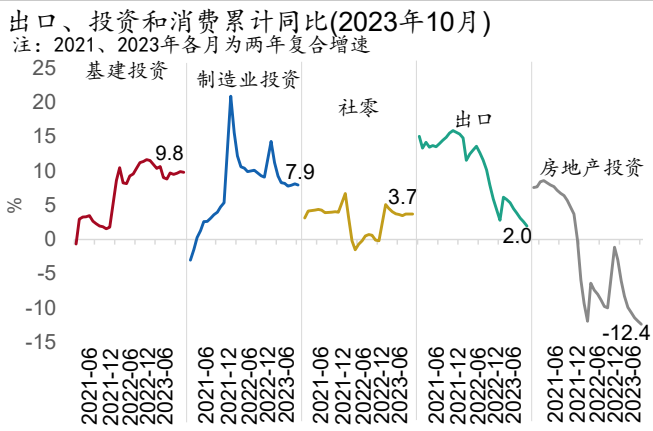
#### 四、前瞻：政策效果逐步显现

总体上看，10月需求端动能较9月边际弱化，拖累供给改善。前瞻地看，随着政策效应持续显现，叠加去年同期基数走低，预计年内经济动能温和修复，低基数下同比增速有望明显改善。预计四季度GDP增速或达5.1%以上，全年GDP增速或达5.2%以上。

（作者：谭卓 王欣恬 刘阳 张冰莹）

附录:

图 1: 需求端动能边际弱化



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 3: 工业生产动能有所放缓



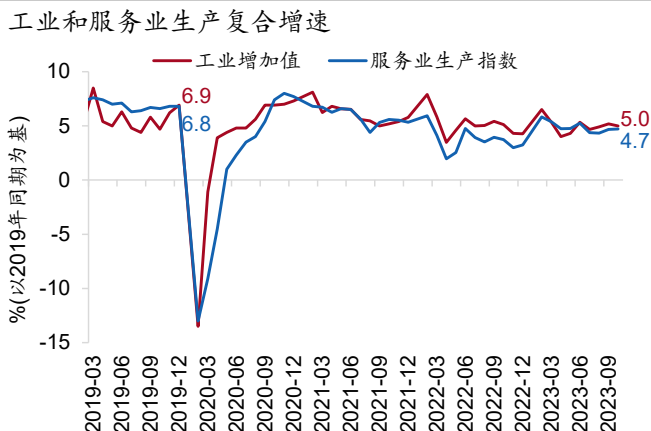
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 5: 房地产投资降幅持续走阔



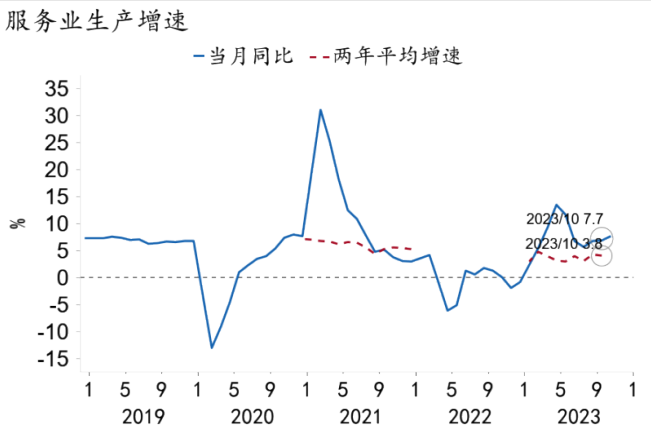
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 2: 供给端动能均未进一步改善



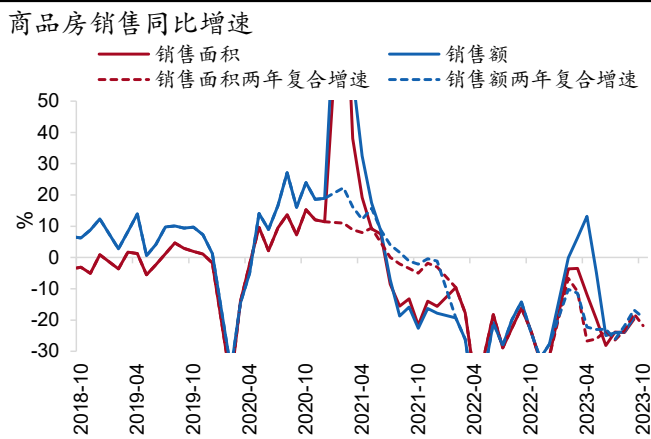
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 4: 服务业生产动能有所放缓



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

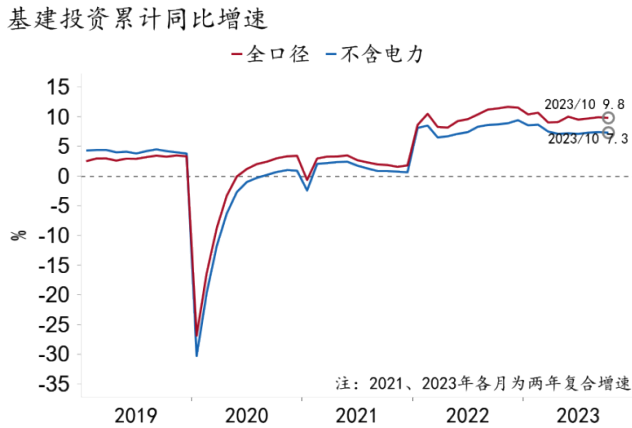
图 6: 房地产销售收缩加剧



资料来源: Wind, 招商银行研究院

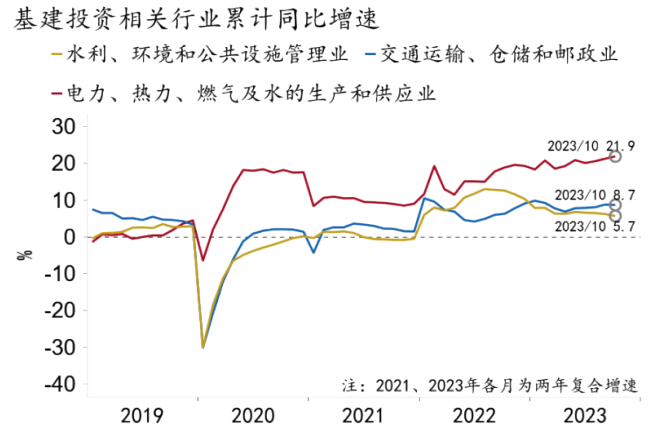


图7：基建投资增速有所下降



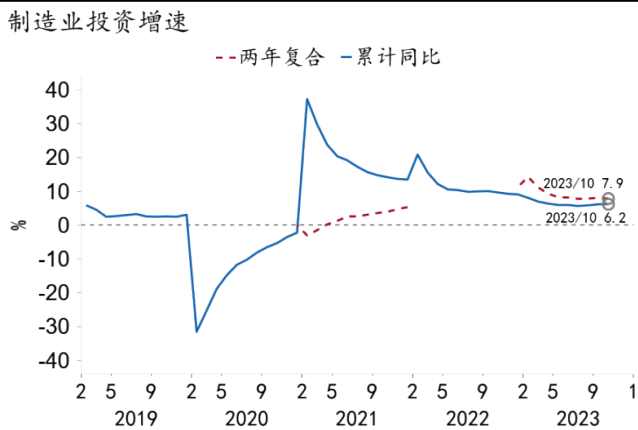
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图8：基建三大行业投资动能持续分化



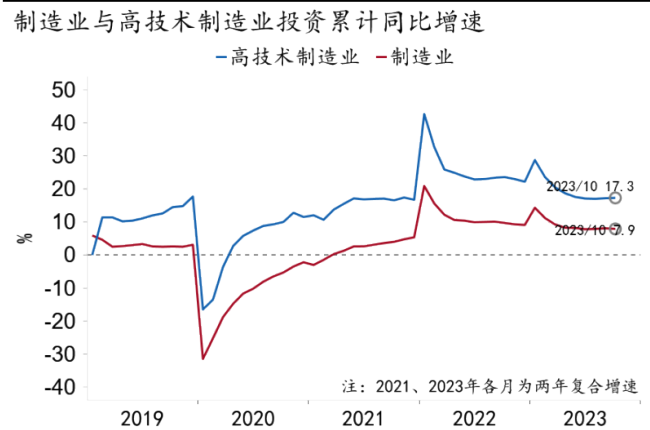
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图9：制造业投资动能小幅放缓



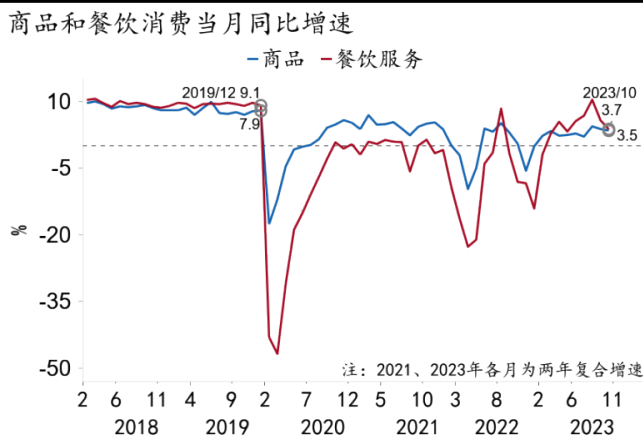
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图10：高技术制造业投资高速增长



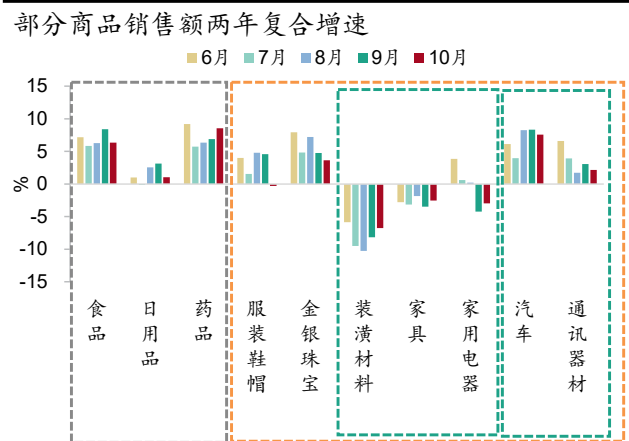
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图11：商品和餐饮消费修复再放缓



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图12：房地产周期类消费延续收缩



资料来源：Wind，招商银行研究院