

## 10月经济数据解读：经济内生动能放缓，静待政策落地



易碧归 分析师

Email: yibigui@lczq.com

证书: S1320523020003

### 投资要点:

**工业增加值及服务生产：整体符合预期。** 10月全国规模以上工业增加值同比实际增长4.6%。展望四季度，随着万亿国债的发行，资金保障和项目支撑方面逐步改善，以及在补库的支撑下，工业生产有望保持同比增长。10月全国服务业生产指数同比增长7.7%，同比增速小幅回落。在经济持续恢复的情况下，预计未来服务业生产指数将稳步提升。

**固定资产投资：增速放缓。** 2023年1-10月全国固定资产投资（不含农户）为41.9万亿元，同比增加2.9%，单月录得4.4万亿元，同比减少11.3%。

**基建：增长降速，下游意愿偏弱。** 基建投资累计增加8.27%，较前值减少0.37%，主要系专项债发行趋缓，下游修复意愿弱所致。在房地产表现不佳、万亿国债增发背景下，预计11月基建投资将提速。

**制造业：基数回落，稳健增长。** 制造业投资累计增加6.20%，维持前值。高技术行业仍为主要拉动项，但环比有所降速。高基数进一步回落下，11月制造业投资仍可期。

**房地产：延续下行趋势，未见改善信号。** 10月房地产累计降幅扩大至-9.30%，主要系销售低景气，政策脉冲效应减弱所致。预计11月仍将维持下行趋势，但“三大工程”加速落地或使降幅收窄。

**社零消费：受十一长假与购物节提振持续回暖。** 10月社零同比增长6.9%，购物节提振下囤货需求与大件消费得以释放，可选消费有较大改善，结构上日用囤货、大件消费和出行相关领域表现更优。预计消费整体仍将持续缓慢回暖，11月社零在“双十一”购物节热度不及预期、囤货后再消费动力有限的背景下或将小幅回落，12月在圣诞元旦等节日消费影响下略有提振，11-12月或将呈现出前低后高的走势。

**风险提示：** 政策落地和实际效果不及预期，宏观经济复苏不及预期，国际局势动荡可能带来的风险超预期。

### 相关报告

10月财政数据解读：收入持续改善，财政继续积极发力

2023.11.17

美国10月CPI点评：通胀超预期回落

2023.11.17

10月金融数据点评：财政接棒“稳增长”，后续政策呵护仍有必要

2023.11.15

## 目 录

1. 生产：整体符合预期，但有待强化.....	4
1.1 工业生产总量分析：低基数下增长偏弱.....	4
1.2 分产业链：全产业链边际回暖.....	4
1.3 分产品：结构性增长.....	6
2. 服务业生产：略有回落.....	6
3. 固定资产投资：步伐趋缓，三大分项增速均有所降低.....	7
3.1 基建：增长降速，下游意愿偏弱.....	8
3.2 制造业：基数回落，稳健增长.....	11
3.3 房地产：延续下行趋势，未见改善信号.....	12
4. 社零：持续改善，线上消费表现亮眼.....	15
4.1 分行业：购物节提振明显，可选消费改善较多.....	16
5. 总结展望.....	17
6. 风险提示.....	17

## 图目录

图 1	工业增长低基数下增长偏弱 .....	4
图 2	上中下游工业增加值同比保持增长 (%) .....	5
图 3	高技术行业当月同比增速 (%) .....	5
图 4	高耗能行业当月同比增速 (%) .....	5
图 5	主要工业品产量同比增速 (%) .....	6
图 6	服务业生产指数同比增速 (%) .....	7
图 7	固定资产投资累计同比增速 (%) .....	8
图 8	基建投资累计同比增速 (%) .....	8
图 9	房地产开发投资累计同比 (%) .....	8
图 10	制造业投资累计同比 (%) .....	8
图 11	基建投资及细分项增速变化 (%) .....	9
图 12	公共设施管理业为增速主要拖累项 .....	9
图 13	交通运输分项增速小幅降低 .....	9
图 14	10 月份政府新增专项债趋缓 .....	10
图 15	建筑业 PMI 环比走弱, 处于历史同期低位 .....	10
图 16	螺纹钢生产与价格情况 .....	10
图 17	水泥价格处在低位, 环比修复 .....	10
图 18	水泥发运率降低 .....	11
图 19	10 月石油沥青装置开工率环比降低 .....	11
图 20	制造业累计增速变化 (%) .....	11
图 21	各行业同比增速变化 (%) .....	12
图 22	中国工业企业利润环比、同比增长 .....	12
图 23	四季度出口有望改善 .....	12
图 24	房地产开发投资累计降幅扩大 .....	13
图 25	房地产开发投资单月值 .....	13
图 26	商品房单月销售情况 (万平方米) .....	13
图 27	30 大城市商品房当月成交面积 .....	13
图 28	土地成交面积 (万平方米) 环比改善, 同比仍下行 .....	14
图 29	土地成交溢价率降低 .....	14
图 30	10 月施工面积降幅有所收窄 .....	14
图 31	单月新开工面积 (万平方米) 表现低迷 .....	14
图 32	房地产资金来源分项单月数据 .....	15
图 33	房地产资金来源分项单月数据 .....	15
图 34	1-10 月社零累计同比增长 6.9% (%) .....	15
图 35	10 月社零同比持续升温 (%) .....	15
图 36	预计 11 月社零仍具韧性 (%) .....	16
图 37	社零消费各分项当月同比表现 (%) .....	16
图 38	社零消费各分项两年 CAGR 表现 (%) .....	16

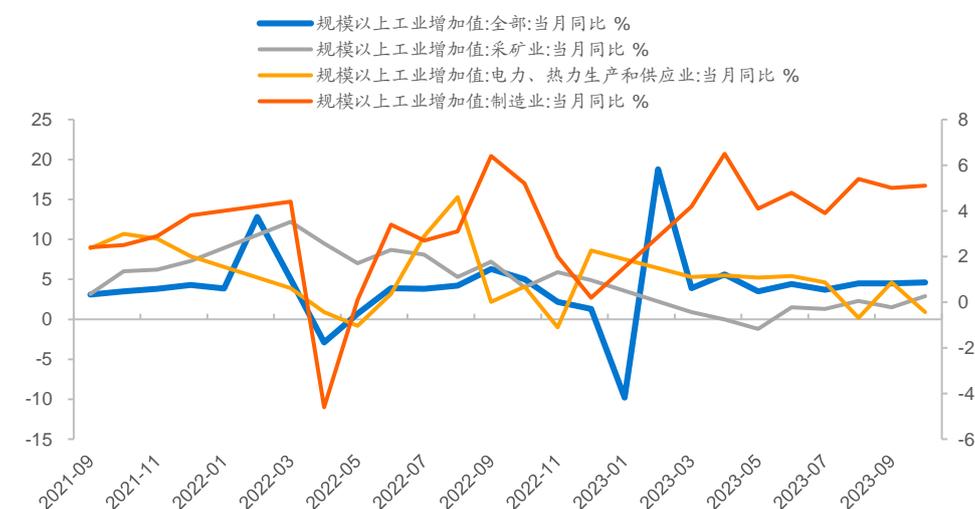
## 1. 生产：整体符合预期，但有待强化

2023年10月，全国规模以上工业增加值同比实际增长4.6%。从环比看，10月份，规模以上工业增加值比上月增长0.39%。1—10月份，规模以上工业增加值同比增长4.1%。

### 1.1 工业生产总量分析：低基数下增长偏弱

10月份规模以上工业增加值同比实际增长4.6%，在去年低基数的情况下工业生产偏弱。分三大门类看，制造业同比增长5.1%，环比增长0.1%，为工业增加值主要贡献项。采矿业同比增长2.9%，环比增长1.4%。电热供应同比增长0.9%，10月份发电量7044亿千瓦时，同比增长5.2%，发电量同比大幅增长，为迎峰度冬，各地方加强冬季保供工作。

图1 工业增长低基数下增长偏弱



资料来源：国家能源局，联储证券研究院

### 1.2 分产业链：全产业链边际回暖

分项来看，10月上中下游仍仅有三项同比负增长，其余各项同比增速均保持较为明显的正增长，从三季度起上游工业生产逐步向中下游传导，当前全产业链工业生产已出现边际回暖态势。

图2 上中下游工业增加值同比增长(%)

指标名称	10月增速变动	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06
上游采矿业						
煤炭开采和洗选业	1.90	3.30	1.40	1.60	0.40	2.00
石油和天然气开采业	-3.00	0.40	3.40	7.20	4.20	4.10
上游制造业						
化学原料和化学制品制造业	-1.30	12.10	13.40	14.80	9.80	9.90
橡胶和塑料制品业	0.00	6.00	6.00	5.40	3.60	3.00
黑色金属冶炼和压延加工业	-2.60	7.30	9.90	14.50	15.60	7.80
有色金属冶炼和压延加工业	4.10	12.50	8.40	8.80	8.90	9.10
非金属矿物制品业	0.60	-1.10	-1.70	-1.60	-3.40	-0.40
中游制造业						
金属制品业	1.80	5.50	3.70	1.40	1.40	2.40
通用设备制造业	-0.10	-0.10	0.00	-0.80	-1.40	-0.20
专用设备制造业	1.10	2.70	1.60	-0.50	1.50	3.40
电气机械和器材制造业	-1.70	9.80	11.50	10.20	10.60	15.40
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.30	4.80	4.50	5.80	0.70	1.20
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.00	9.60	2.60	3.10	1.00	4.70
下游制造业						
医药制造业	-2.70	-10.40	-7.70	-6.20	-3.50	-2.10
农副食品加工业	-0.50	0.70	1.20	3.10	3.00	2.20
食品制造业	-1.70	4.70	6.40	2.50	0.00	3.10
酒、饮料和精制茶制造业	0.70	3.40	2.70	-2.90	-3.10	0.20
纺织业	1.20	2.00	0.80	1.40	-0.30	-0.40
汽车制造业	1.80	10.80	9.00	9.90	6.20	8.80

资料来源：国家能源局，联储证券研究院

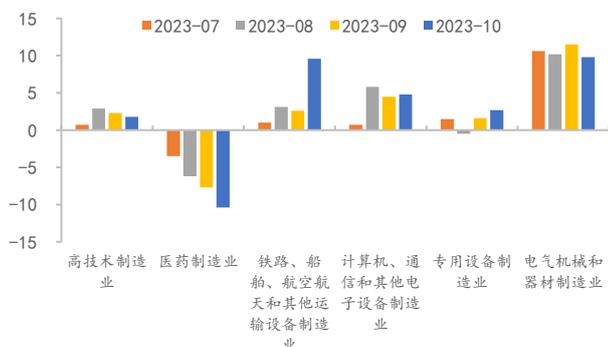
分产业链来看，上游原材料加工同比保持高增长。上游制造业中，化学原料和化学制品制造业当月同比增速 12.1%，橡胶和塑料制品业当月同比增速 6.0%，黑色金属冶炼和压延加工业当月同比增速 7.3%，有色金属冶炼和压延加工业当月同比增速 12.5%，仅有非金属矿物制品业同比增速为-1.1%。

中游制造业增速较上月有明显改善。尤其是铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长 9.6%，环比增长 7.0%，主要系万亿国债发行提振基建及制造业增长信心，增量资金推动基建及制造业提速所致。中游制造业中，电气机械和器材制造业保持同比增长 9.8%。计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长 4.8%。

下游制造业中，仅医药制造为负增长，需求端明显改善。受去年高基数影响，医药制造业同比减少 10.4%，汽车制造业依旧保持高增长，同比增速 10.8%。食品制造业同比增长 4.7%，酒、饮料和精制茶制造业连续两个月保持同比正增长，10月同比增长 3.4%，纺织业也出现回暖迹象，同比增长 2%。

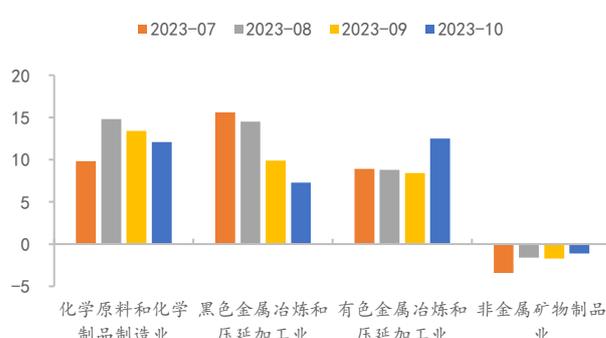
工业增加值在高技术行业及高耗能行业的支撑下仍显韧性。10月高技术产业增加值同比增长 1.8%，除医药制造业外，其余各分项边际走强。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业及电气机械和器材制造业对高技术行业起到拉动作用，两项 10月同比增长分别为 9.6%和 9.8%。高耗能行业中有色金属冶炼和压延加工业走强，同比增长 12.5%，其余各分项边际走弱，非金属矿物制品业同比增速降幅收窄。

图3 高技术行业当月同比增速(%)



资料来源：iFind，联储证券研究院

图4 高耗能行业当月同比增速(%)



资料来源：iFind，联储证券研究院

### 1.3 分产品：结构性增长

从主要工业品产量来看，能源类产品及化工原材料持续同比高增长，出口产业链同比增速有所改善，工业原材料降幅收窄。

图5 主要工业品产量同比增速 (%)

主要工业品产量		10月增速变动	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06
能源类产品	原煤	3.5	3.8	0.4	2.0	0.1	2.5
	焦炭	2.3	5.8	3.6	6.0	3.7	-2.2
	原油	0.2	0.5	0.3	3.1	1	1.9
	原油加工量	-2.9	9.1	12.0	19.6	17.4	10.2
	天然气	-6.7	2.6	9.3	6.3	7.6	5.5
	发电量	-2.5	5.2	7.7	1.1	3.6	2.8
	火电	1.8	4.0	2.3	-2.2	7.2	14.2
	水电	-17.4	21.8	39.2	18.5	-17.5	33.9
	核电	-6.9	-0.2	6.7	5.5	2.9	13.8
	风电	-11.4	-13.1	-1.6	-11.5	25	-1.8
太阳能	8.6	15.3	6.8	13.9	6.4	8.8	
化工原材料	硫酸	-2.4	6.1	8.5	7.1	2.1	-7.5
	烧碱	3.2	5.8	2.6	5.6	-0.8	-3.1
	乙烯	-0.1	5.6	5.7	16.8	5.2	-0.8
	化学纤维	3.4	15.5	12.1	17.3	17.1	10.5
工业原材料	水泥	3.2	-4.0	-7.2	-2	-5.7	-1.5
	平板玻璃	5.0	-1.0	-6.0	-7.2	-5.4	-7.6
	生铁	0.5	-2.8	-3.3	4.8	10.2	0.0
	粗钢	3.8	-1.8	-5.6	3.2	11.5	0.4
出口产业链	钢材	-2.5	3.0	5.5	11.4	14.5	5.4
	十种有色金属	0.9	8.2	7.3	6.1	4.2	6.1
	其中：原铝（电解铝）	0.7	6.0	5.3	3.1	1.5	2.9
	金属切削机床	10.8	23.3	12.5	0	-2.1	0.0
	工业机器人	-3.4	-17.7	-14.3	-18.6	-13.3	-12.1
	微型计算机设备	-1.6	-17.9	-16.3	-1.8	-22.3	-24.9
汽车产业链	移动通信手持机	-9.2	2.6	11.8	7.0	5.2	-1.6
	汽车	5.1	8.5	3.4	4.5	-3.8	0.8
	其中：轿车	2.5	0.4	-2.1	0.4	-12.2	-10.7
	运动型多用途乘用车（SUV）	1.1	2.5	1.4	3.9	0.5	2.8
其中：新能源汽车	15.4	27.9	12.5	13.8	24.9	27.6	

资料来源：国家统计局，联储证券研究院

能源品类中，水电保持同比 21.8% 高增长。原油加工量同比增长 9.1%。新能源发电量中，太阳能发电同比增长 15.3%，火电同比增长 4%，风电同比下降 13.1%，主要是下游配储不及预期所致。

工业原材料同比增速降幅收窄，环比略有回升。水泥同比增速下降 4%，环比增加 3.2%，玻璃同比下降 1%，环比增加 5%。往后看，随着万亿国债的发行，资金保障和项目支撑方面逐步改善，以及在补库的支撑下，工业原材料韧性有望延续。

出口及汽车产业链结构性增长。出口产业链中金属切削机床同比增长 23.3%，环比增长 10.8%，主要是东南亚及日本订单逐步回升所致。但整体而言，当前金属切削机床行业处于磨底阶段，静待制造业需求复苏带动机床行业需求回暖。

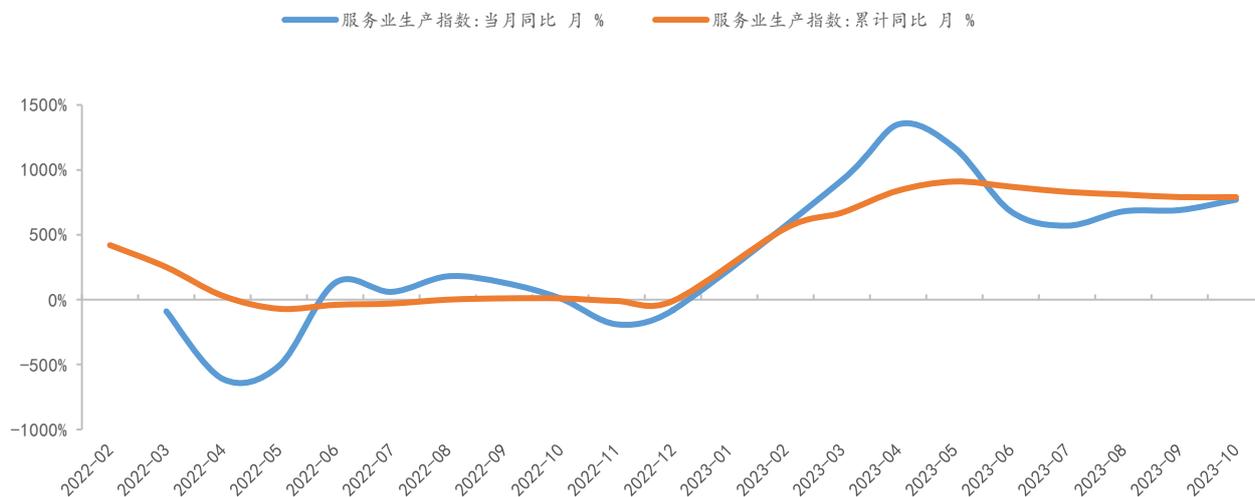
展望四季度，工业增加值将在去年低基数的情况下保持同比高增长。从全产业链来看，上中下游均已出现边际回暖态势，随着万亿国债的发行，资金保障和项目支撑方面逐步改善，以及在补库的支撑下，工业生产有望保持同比高增长。

## 2. 服务业生产：略有回落

10 月份，全国服务业生产指数同比增长 7.7%，比上月加快 0.8 个百分点。分行业看，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%。1-9 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 7.1%。10 月份，服务业商务活动指数为 50.1%，业务活动预期指数为 57.5%，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。在经济持续恢复的情况下，预计未来服务业生产指数将稳步提升。

图6 服务业生产指数同比增速 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

### 3. 固定资产投资: 步伐趋缓, 三大分项增速均有所降低

10 月固定资产投资有所放缓, 累计同比增速下降 0.2 个百分点。11 月 15 日国家统计局发布 1-10 月全国固定资产投资数据。2023 年 1-10 月, 全国固定资产投资 (不含农户) 为 41.9 万亿元, 同比+2.9%, 增速较 1-9 月下降 0.2pct; 10 月固定资产投资的进度有所放缓, 单月录得 4.4 万亿元, 环比-7.5%, 同比-11.3%, 主要系去年基数较高和季节性扰动所致。

拆分来看, 基建、房地产投资增速放缓, 制造业投资维持前值。固定资产投资三大分项中, 基建与房地产投资为增速主要拖累项。2023 年 1-10 月基建投资累计同比+8.27%, 增速较 1-9 月降低 0.37pct, 系去年基数较高所致; 房地产投资累计同比-9.30%, 增速较前值下降 0.20pct, 在基数走弱背景下仍未迎来明显改善; 制造业投资累计同比+6.20%, 增速与 1-9 月持平, 保持一定韧性。

**图7 固定资产投资累计同比增速 (%)**


资料来源: Wind, 联储证券研究院

**图8 基建投资累计同比增速 (%)**


资料来源: Wind, 联储证券研究院

**图9 房地产开发投资累计同比 (%)**


资料来源: Wind, 联储证券研究院

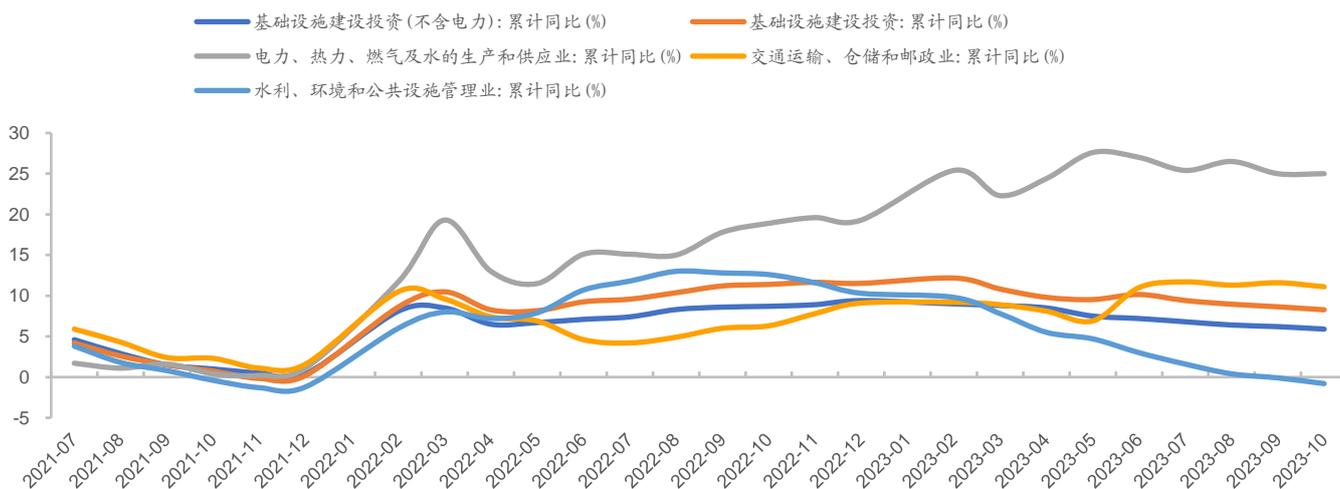
**图10 制造业投资累计同比 (%)**


资料来源: Wind, 联储证券研究院

### 3.1 基建: 增长降速, 下游意愿偏弱

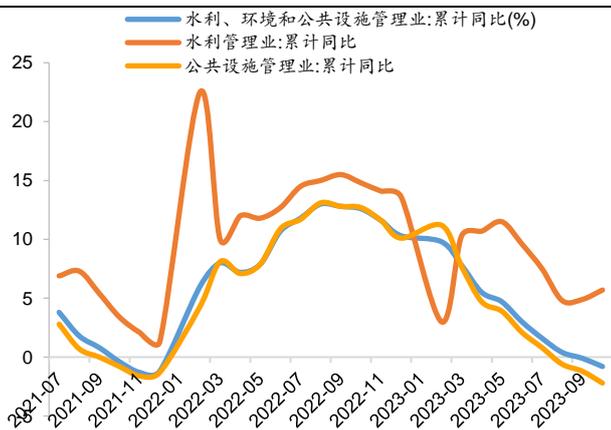
**基建投资增速放缓, 三大分项环比走弱。**2023年1-10月广义基建投资累计同比+8.27%, 增速较1-9月降低0.37pct, 基建投资(不含电力)同比增长+5.9%, 增速较1-9月降低0.3pct, 虽然去年高基数效应减缓, 但基建投资仍有所降速。细分结构看: ①电力、热力、燃气及水投资是主要支撑项。1-10月电力、热力、燃气及水投资增长25.0%, 增速与前值持平, 高基数下仍保持同比高增, 体现出一定的韧性; ②水利、环境和公共设施管理业投资同比-0.8%, 降幅进一步扩大(前值为-0.1%), 是基建投资增长的主要拖累项。其中, 公共设施管理投资同比-2.2%(前值为-1.2%), 导致分项总体环比走弱; ③交通运输、仓储和邮政业投资增长11.1%, 环比收窄0.5pct。其中, 道路运输业同比+0.0%(前值为0.7%), 回落明显; 铁路运输业同比增长24.8%(前值为22.1%), 是主要拉动项。

图11 基建投资及细分项增速变化 (%)



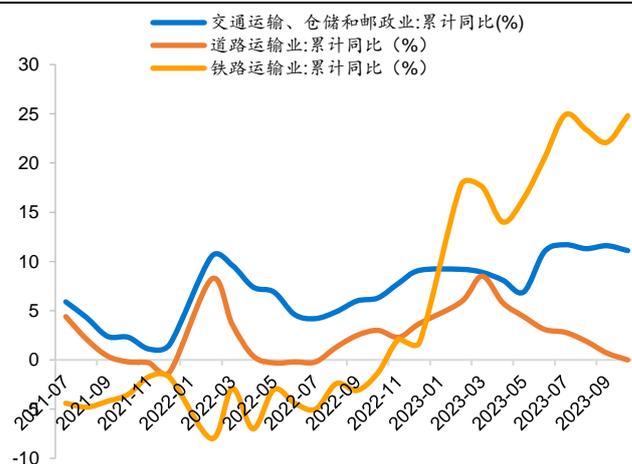
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图12 公共设施管理业为增速主要拖累项



资料来源: Wind, 联储证券研究院

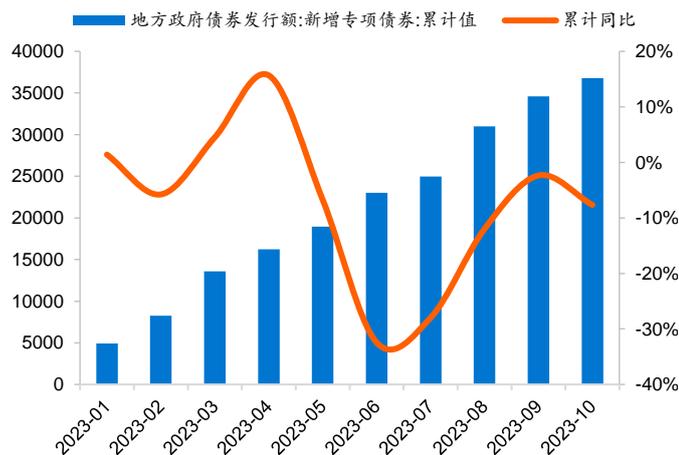
图13 交通运输分项增速小幅降低



资料来源: Wind, 联储证券研究院

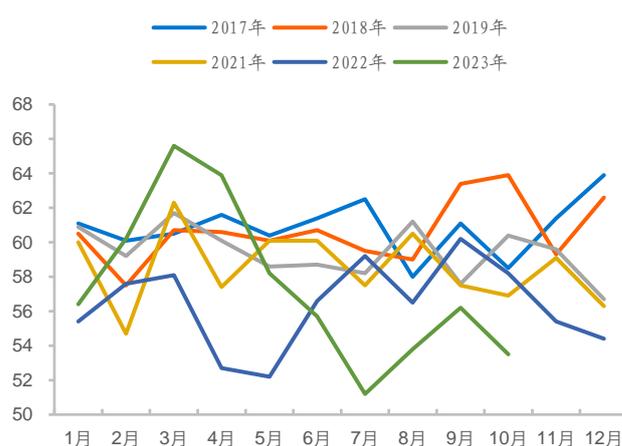
**10月新增专项债发行趋缓，建筑业PMI环比下行。**根据泓创智胜测算，10月地方政府新增专项债券发行规模约2184亿元（9月为3620亿元，去年同期为4399亿元），发行节奏有所放缓，基建资金面偏紧。虽然政府计划23年四季度发行万亿国债，但主要安排在11、12月份，且落地到基层层面存在一定滞后。此外，建筑业PMI为53.5%，环比下降2.7pct，降幅高于往年水平（17-22年平均降幅为0.35pct），虽处枯荣线上，但仍偏离历史同期水平。除正常季节性扰动外，投资意愿不足也造成PMI环比走弱。

图14 10月份政府新增专项债趋缓



资料来源: Wind, 弘创智胜, 联储证券研究院

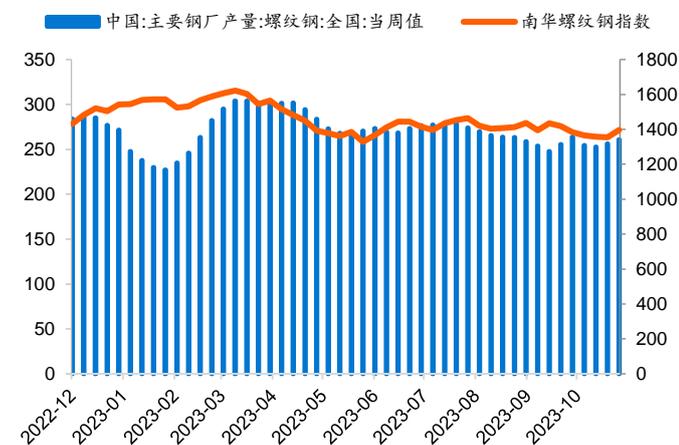
图15 建筑业 PMI 环比走弱, 处于历史同期低位



资料来源: Wind, 联储证券研究院

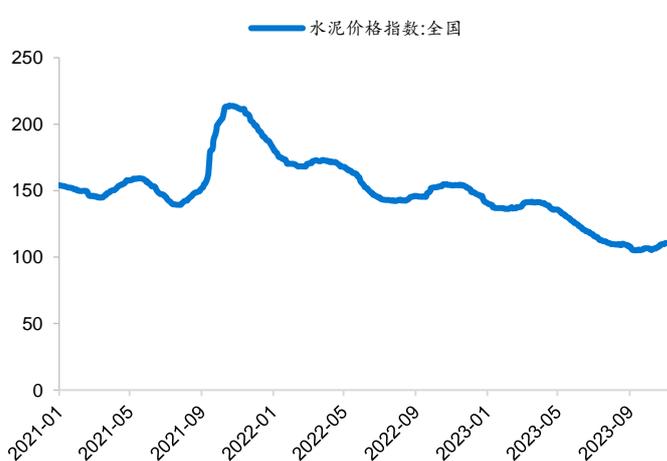
从高频指标看, 上游原材料价格环比有所修复, 但仍处于低位; 中下游发运开工率不及预期, 上修意愿不足。截止 10 月 31 日, 南华螺纹钢指数与上周相比上涨 42.76 点, 与上月同期相比上涨 12.75 点; 中国主要钢厂产量与上周相比上涨 4.51 万吨, 与上月同期相比产量下降 2.72 万吨。10 月水泥平均价格指数环比+1.2%, 同比-30.2%, 相比年初-23.9%, 今年以来水泥价格指数持续走低, 10 月环比有所修复, 11 月初延续上修态势, 但价格仍处于历史低位。受季节性扰动, 水泥发运率环比下行 0.57pct, 石油沥青开工率环比-6.7pct, 同比-4.8pct, 剔除季节性扰动后, 开工率仍显著偏低, 表明下游企业开工意愿不足, 投资动能欠缺。综合分析, 上游价格环比有所修复, 11 月初上修趋势延续, 但相比仍处于历史同期低位; 下游发运开工率不及预期, 对基建支撑作用较弱。

图16 螺纹钢生产与价格情况



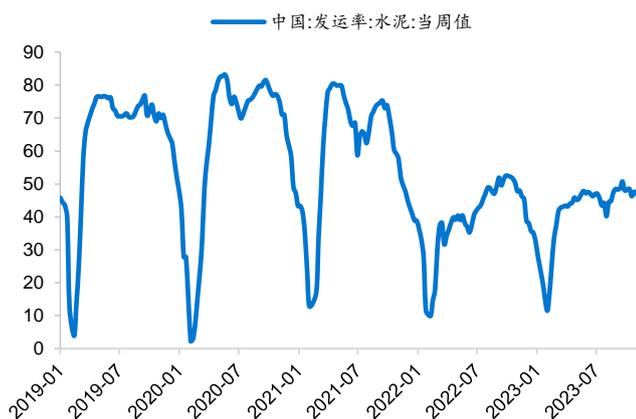
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图17 水泥价格处在低位, 环比修复



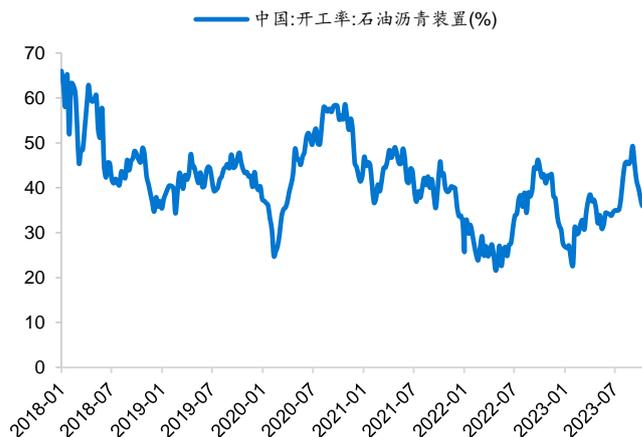
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图18 水泥发运率降低



资料来源：Wind，联储证券研究院

图19 10月石油沥青装置开工率环比降低



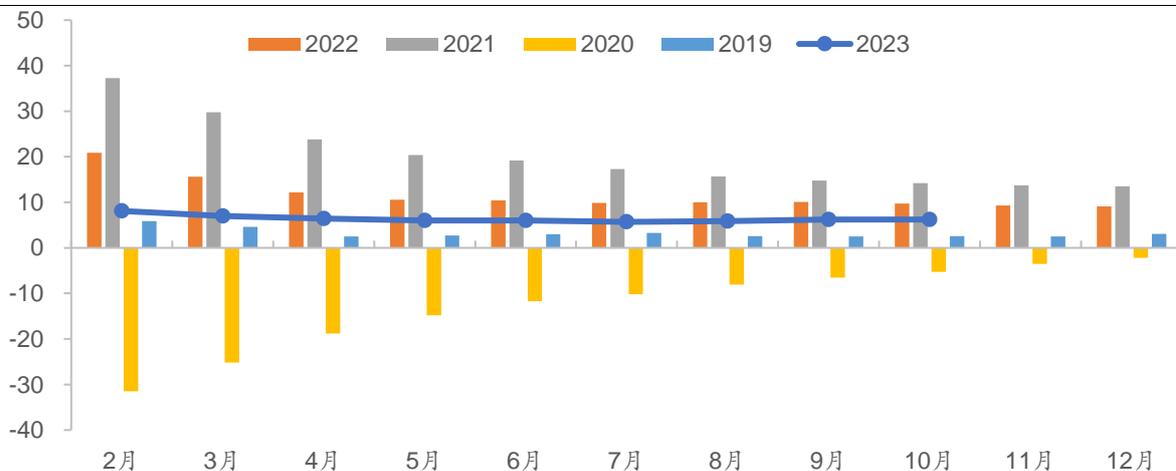
资料来源：Wind，联储证券研究院

整体来看，10月基建投资步伐持续放缓，我们预计11月同比或迎小幅提升。一方面，11、12月为全年经济目标的冲刺期，在房地产市场整体走弱背景下，扩大基建为政府首选工具。10月24日十四届全国人大第六次会议明确中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元（预计23、24年各使用5000亿元），确保基建资金供给充裕；另一方面，去年同期高基数效应仍存（22年11月同比+11.65%），且今年经济达标压力较去年稍小，因此我们预计基建投资增速将提升，但高基数下上修幅度有限。

### 3.2 制造业：基数回落，稳健增长

去年高基数效应有所回落，10月制造业投资保持稳健。2023年1-10月制造业投资累计同比+6.2%，增速与前月持平，在去年高基数小幅回落的背景下，展现出一定韧性，表明实体经济处于持续修复中。高技术制造业累计同比+11.1%（前值为+11.3%），为制造业投资增长提供强力支撑。按行业制造链条来分类，主要拉动项存在不同程度回落，其中汽车制造业+18.7%（前值为+20.4%）、电气机械和器材制造业+36.6%（前值为+38.1%）、化学原料及化学制品制造业+13.4%（前值为+13.5%）；专业设备制造业+10.7%，环比+2.5pct。食品制造业+8.9%，连续两个月保持较快增长，主要是冬季来临天气变冷食品原材料加速制造所致。总的来看，10月偏必需品行业同比增长，而出口拉动型行业、高技术行业增速有所放缓。

图20 制造业累计增速变化（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

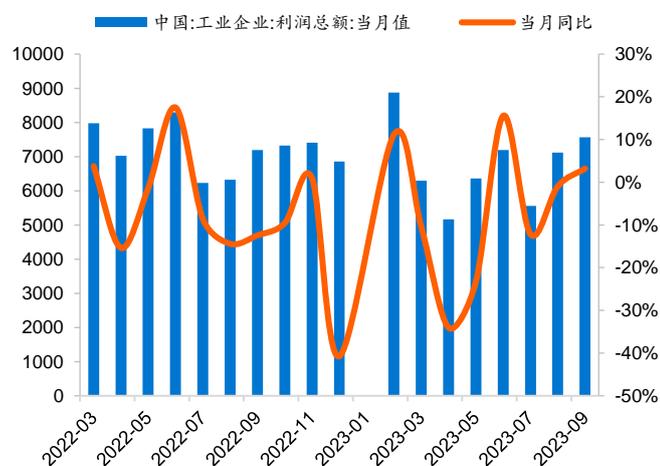
图21 各行业同比增速变化 (%)

指标名称	10月增速变动	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	
建筑制造		-0.1	9.80	9.90	8.50	10.20	14.20	6.50	8.30	10.80	16.20
食品	有色金属冶炼和压延加工业	0.6	7.10	6.50	6.80	7.00	6.40	8.10	5.80	10.10	13.20
	农副食品加工业	1.4	8.90	7.50	2.80	2.00	1.40	0.50	0.00	5.80	5.10
汽车	食品制造业	-1.7	18.70	20.40	19.10	19.20	20.00	17.90	18.50	19.00	23.80
低技术	汽车制造业	0.4	-4.30	-4.70	-4.30	-5.50	-5.30	-4.20	-5.70	-3.30	-2.90
	纺织服装、服饰业	-0.1	13.40	13.50	13.20	13.70	13.90	15.90	15.50	19.20	17.20
高技术	化学原料及化学制品制造业	1.5	3.20	1.70	-0.40	-1.10	0.00	0.80	1.80	2.20	7.40
	金属制品业	0.1	5.20	5.10	4.80	4.60	3.70	4.50	5.60	7.60	10.50
	通用设备制造业	2.5	10.70	8.20	7.50	6.40	7.70	8.60	8.60	10.60	12.20
	专用设备制造业	-0.6	9.60	10.20	9.50	9.80	9.40	10.50	14.20	14.50	17.30
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.3	1.80	3.10	-0.80	-0.60	2.80	-1.30	-8.20	-7.90	-6.60
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-1.5	36.60	38.10	38.60	39.10	38.90	38.90	42.10	43.10	33.70
	电气机械和器材制造业	1.1	0.90	-0.20	0.60	0.60	1.70	-0.60	1.20	-1.90	-0.60
医药制造业											

资料来源: Wind, 联储证券研究院

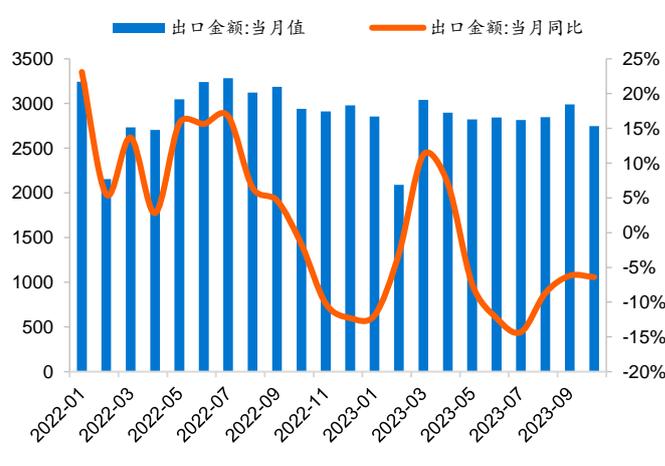
工业企业利润降幅收窄, 出口拐点已现, 11月制造业投资仍可期。2023年1-9月工业企业利润总额5.41万亿元, 同比-9.0%, 降幅比8月有所收窄。9月单月同比+3.2%, 在高基数在仍有较好表现, 利润小幅上行或将提升制造业企业投资意愿。出口方面, 虽然10月出口仍不及预期, 但汽车、手机等行业延续高景气。随着全球贸易回暖, 且四季度通常为出口旺季, 出口环比增速预计由负转正, 对制造业起到一定提振作用。宏观经济进一步修复, 叠加高基数效应进一步削弱, 我们预计11月制造业投资仍将保持韧性。

图22 中国工业企业利润环比、同比增长



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图23 四季度出口有望改善

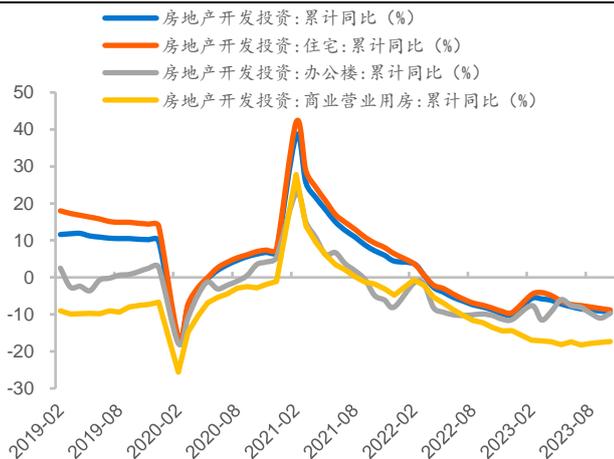


资料来源: Wind, 联储证券研究院

### 3.3 房地产: 延续下行趋势, 未见改善信号

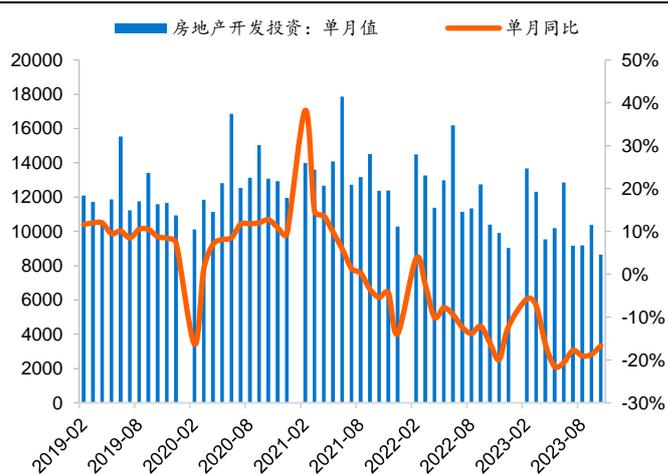
房地产开发投资仍处调整阶段, 10月累计降幅扩大。2023年1-10月房地产开发投资累计95922亿元, 同比-9.3%, 降幅较1-9月扩大0.3pct, 今年以来累计降幅持续扩大。10月单月投资数据为6519亿元, 环比-16.6%, 同比-30.0%, 政策的提振作用有所减弱。分项来看, 住宅投资72799亿元, 同比-8.8% (前值为-8.4%); 办公楼投资3794亿元, 同比-9.7% (前值为-11.0%); 商业营业用房投资6892亿元, 同比-17.3% (前值为-17.6%)。住宅同比降幅扩大, 且在房地产开发投资中占比超75%, 为增速主要拖累项, 办公路和商业营业用房降幅有所收窄。

图24 房地产开发投资累计降幅扩大



资料来源: Wind, 联储证券研究院

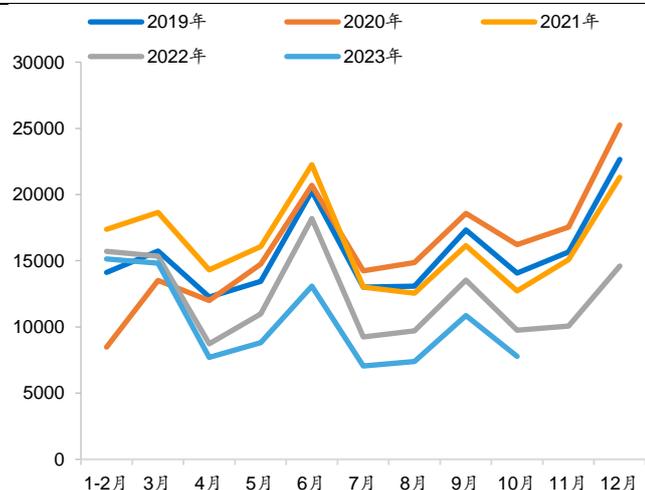
图25 房地产开发投资单月值



资料来源: Wind, 联储证券研究院

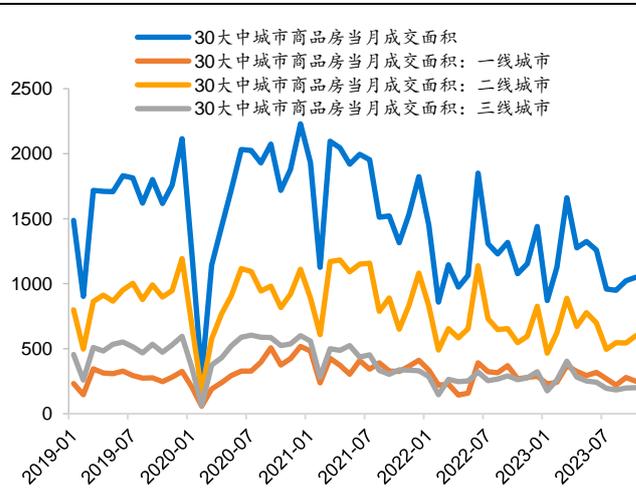
**销售市场整体持续低迷,房企拿地谨慎。**虽然8月出台“认房不认贷”、“调降首付比”、“降低利率”等多项政策,9月销售有所提振,但随着利好释放完毕,叠加10月为售房淡季,致使本月市场表现不佳。1-10月商品房累计销售面积为92579万平方米,同比-7.8%,降幅较1-9月扩大0.3pct。单月销售面积7773万平方米,环比-28.4%(18-22年平均-20.1%),同比-20.3%;核心城市售房有所改善,30大中城市中,一线城市销售环比走弱,二线城市有所提振,三线城市与上月基本持平,总体小幅上行。**销售端改善不及预期,房地拿地谨慎,**100大中城市成交土地面积环比+15.2%,同比-24.7%;成交溢价率下降0.14pct至3.41%，“以价换量”情况仍存。溢价率持续下行,但土地市场尚不活跃,也体现房企拿地意愿偏弱。

图26 商品房单月销售情况(万平方米)



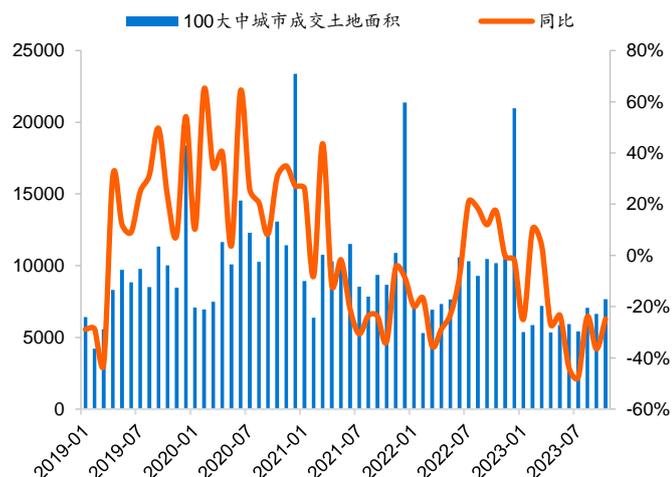
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图27 30大城市商品房当月成交面积



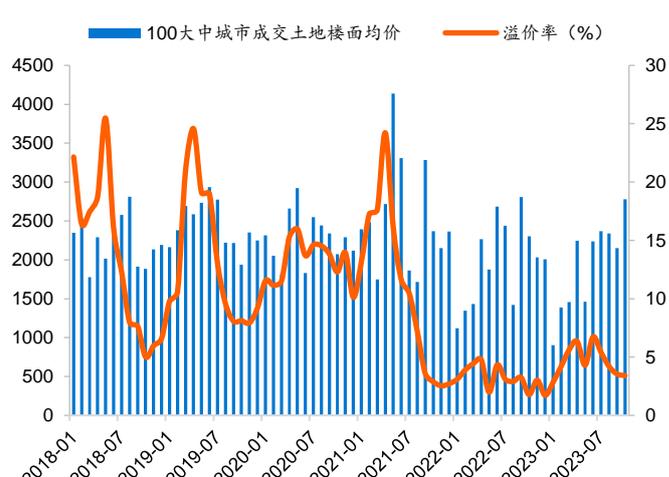
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图28 土地成交面积（万平方米）环比改善，同比仍下行



资料来源：iFind，联储证券研究院

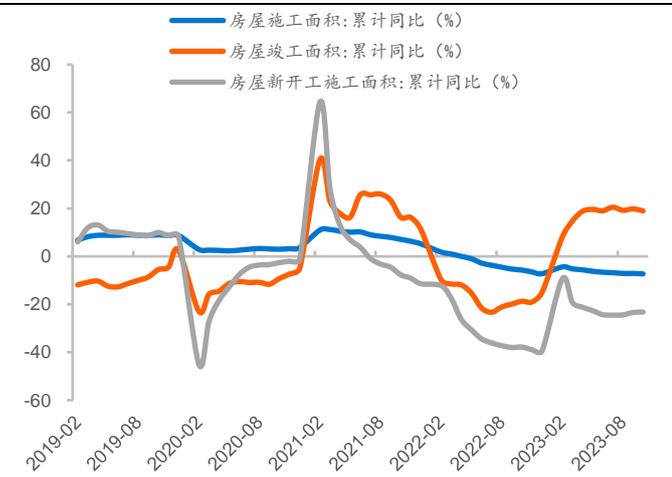
图29 土地成交溢价率降低



资料来源：iFind，联储证券研究院

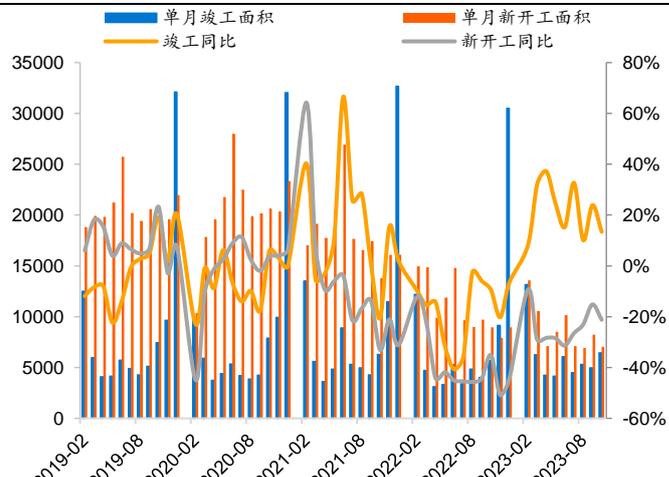
**施工面积降幅扩大，开工意愿较低，市场仍处调整期。**2023年1-10月房屋施工面积累计815688万平方米，同比-7.3%，降幅比1-9月扩大0.2pct。**房企开工意愿不足**，1-10月累计新开工面积为79177万平方米，同比-23.2%。单月新开工面积为7054万平方米，环比-14.3%，同比-21.2%（9月同比-15.1%）；**竣工同比有所降速**，1-10月累计竣工面积为55151万平方米，同比+19.0%。单月竣工面积为6446万平方米，环比+29.5%，同比+13.4%（9月同比+23.9%）。销售端持续表现低迷，叠加供给端重点偏向于保交楼，造成新开工面积环比走弱，开工竣工剪刀差收窄，市场仍处于调整期。

图30 10月施工面积降幅有所收窄



资料来源：Wind，联储证券研究院

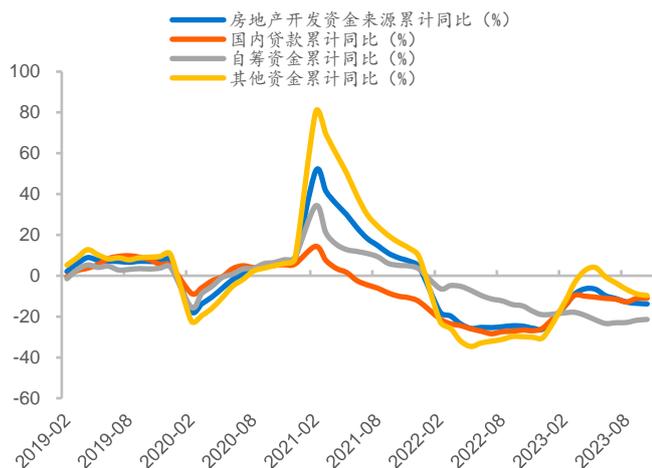
图31 单月新开工面积（万平方米）表现低迷



资料来源：Wind，联储证券研究院

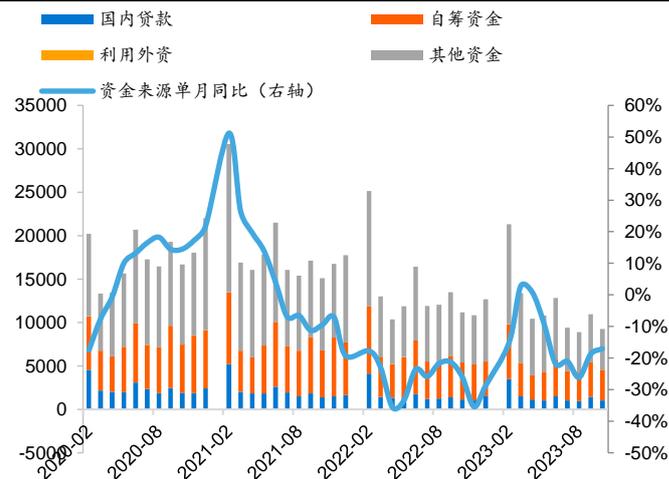
**政策带来的脉冲效应减弱，本月资金环比回落。**2023年1-10月房地产开发资金来源累计10.73万亿元，同比-14.4%（前值为-14.2%），降幅有所扩大；10月单月到位资金回落至9278亿元，环比-15.3%，同比-17.0%。分项来看，10月国内贷款/自筹资金/其他资金分别环比-28.8%/-13.0%/-13.4%，国内贷款为拖累项，主要系房地产政策带来的脉冲效应减弱，市场情绪回归平稳所致。

图32 房地产资金来源分项单月数据



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图33 房地产资金来源分项单月数据



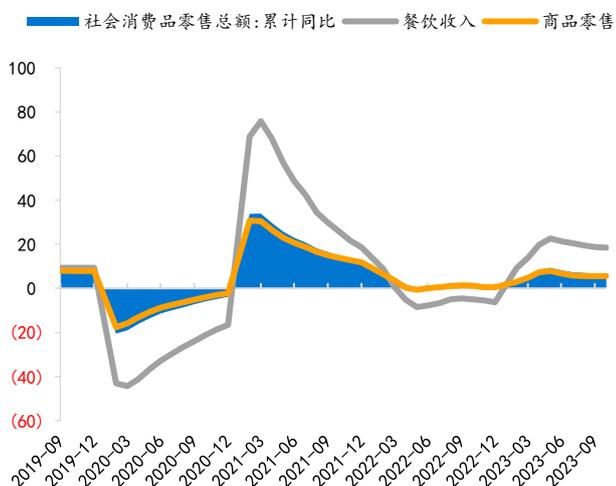
资料来源: Wind, 联储证券研究院

**11月上旬表现仍低迷,“三大工程”或将带来转机。**截止11月上旬,商品房销售仍未改善,30大城市周成交面积持续下行。11月11日,住房和城乡建设部提出要加快保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。在传统运转模式阻塞,购房意愿疲弱的背景下,“三大工程”的加速部署或将为房地产市场带来转机。从历史数据看,11月房地产投资数据基本与10月持平或走弱,在销售端未见明显改善情况下,房企仍缺乏开工意愿,我们认为11月房地产投资环比将下行,但“三大工程”加速落地或使同比降幅小幅收窄。

#### 4. 社零: 持续改善, 线上消费表现亮眼

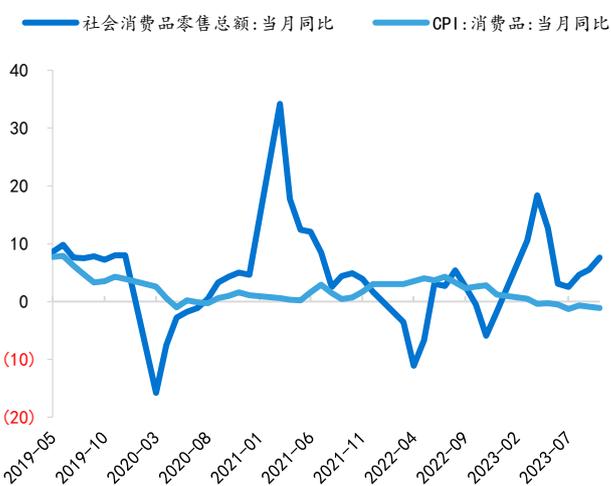
**10月社零累计同比增幅略有扩大,当月同比回升较大,消费呈持续改善态势。**2023年1-10月社会消费品零售总额累计达38.54万亿元,同比增长6.9%,较9月扩大0.1个百分点。其中,餐饮收入同比增长18.5%,商品零售同比增长5.6%。10月社零总额当月值约4.33万亿元,同比增长7.6%，“双十一”购物节对消费升温影响较大,10月第一波活动以折扣优惠、补贴价格提振了囤货需求和大件消费,故社零总额在消费品价格同比略降的基础上仍实现了大幅改善。

图34 1-10月社零累计同比增长6.9% (%)



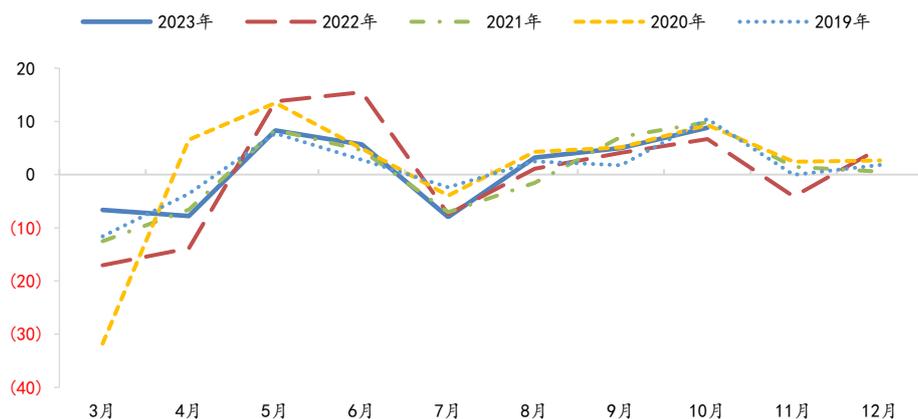
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图35 10月社零同比持续升温 (%)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

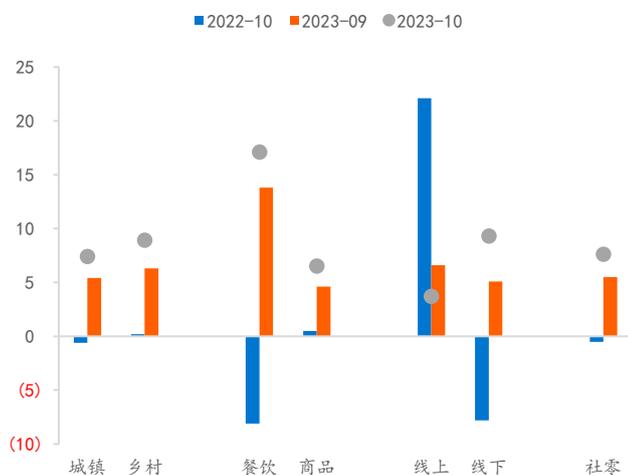
图36 预计 11 月社零仍具韧性 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

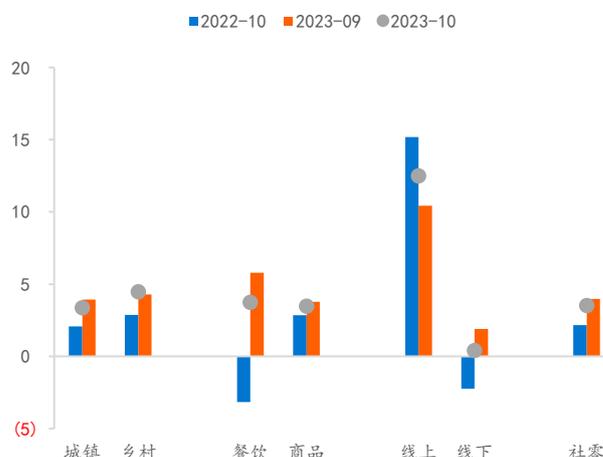
**10月餐饮消费和商品零售均有恢复，城镇与线下消费相对更优。**以当月同比来看，10月社零增长7.6%，城镇、乡村、餐饮、商品、线上、线下消费同比增长分别为7.4%/8.9%/17.1%/6.5%/3.7%/9.3%。以两年复合增速来看，10月社零同比3.5%，高于去年同期2.17%。其中，线上消费恢复最快，达12.49%，但不及去年同期的15.19%，主要是与各大电商平台的购物节促销推动相关，但热度不及往年也显示出消费者对双11逐渐脱敏、消费动力略有不足；餐饮两年CAGR达3.74%，高于去年同期-3.17%，主因仍是受消费场景复苏、出行聚会增多影响；乡村消费（4.47%）恢复略快于城镇（3.35%）。预计购物节后续活动持续刺激下，11月消费数据同比仍具韧性。

图37 社零消费各分项当月同比表现 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图38 社零消费各分项两年 CAGR 表现 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

#### 4.1 分行业：购物节提振明显，可选消费改善较多

**10月仅化妆品和地产链相关消费同比表现相对偏弱，可选消费改善较多。**10月同比方面，除可选消费中建筑装潢以外，其他各分项均实现正向增长；环比多增较大的有文化办公、体育娱乐和通讯消费。整体10月限上各行业消费均有较大改善，必选消费环比减少项可能是因为去年因疫情对粮油食品饮料等居家囤货，形成了较高基数的影响；必选消费中烟酒及可选消费中的体育娱乐消费同比增速表现依然亮眼，应是和十一长假与双十一购物节活动的共同提振相关。

**表1 10月化妆品和地产链相关消费同比表现相对偏弱**

	限上细分行业	环比变化	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07
必选	粮油食品	-3.90	4.40	8.30	4.50	5.50
	饮料	-1.80	6.20	8.00	0.80	3.10
	烟酒	-7.70	15.40	23.10	4.30	7.20
	日用品	3.70	4.40	0.70	1.50	-1.00
	中西药品	3.70	8.20	4.50	3.70	3.70
可选	化妆品	-0.50	1.10	1.60	9.70	-4.10
	服装鞋帽	-2.40	7.50	9.90	4.50	2.30
	家电和音像	11.90	9.60	-2.30	-2.90	-5.50
	通讯	14.20	14.60	0.40	8.50	3.00
	文化办公	21.30	7.70	-13.60	-8.40	-13.10
	金银珠宝	2.70	10.40	7.70	7.20	-10.00
	建筑装潢	3.40	-4.80	-8.20	-11.40	-11.20
	家具	1.20	1.70	0.50	4.80	0.10
	体育、娱乐用品	15.00	25.70	10.70	-0.70	2.60
	石油及制品	-3.50	5.40	8.90	6.00	-0.60
	汽车	8.60	11.40	2.80	1.10	-1.50

数据来源：同花顺，联储证券研究院

**预计消费整体持续缓慢回暖，11-12月社零前低后高。**10月的餐饮消费和商品零售均有恢复，结构上在日用国货、大件消费和出行相关领域表现更优。预计11月社零当月同比在“双十一”购物节热度不及预期、国货后再消费动力有限的背景下或将小幅回落，12月在圣诞元旦等节日消费影响下略有提振，11-12月或将呈现出前低后高的走势。

## 5. 总结展望

**工业增加值及服务业生产，整体符合预期。**从全产业链来看，上中下游均已出现边际回暖态势。展望四季度，工业增加值将在去年低基数的情况下保持同比高增长。随着万亿国债的发行，资金保障和项目支撑方面逐步改善，以及在补库的支撑下，工业生产有望保持同比高增长，同时服务业生产指数也将稳步提升。

**固定资产投资增速放缓，三大分项均有所降速。**当前基建增长降速，下游意愿偏弱。在房地产市场表现不佳、万亿国债增发的背景下，预计11月基建投资将提速。制造业基数回落，稳健增长。在9月工业企业利润同比提升，11月出口或迎转机，叠加去年高基数进一步回落的情况下，预计11月制造业投资仍可期。房地产延续下行趋势，未见改善信号。房地产市场未见改善信号，预计仍将维持下行趋势，但11月“三大工程”加速落地或使降幅小幅收窄。

**社零消费持续回暖，购物节提振下国货需求与大件消费得以释放，可选消费有较大改善，预计消费整体仍将持续缓慢回暖，11-12月社零前低后高。**10月餐饮消费和商品零售均有同比、环比多增，结构上日用国货、大件消费和出行相关领域表现更优。预计11月社零当月同比在“双十一”购物节热度不及预期、国货后再消费动力有限的背景下或将小幅回落，12月在圣诞元旦等节日消费影响下略有提振，11-12月或将呈现出前低后高的走势。

## 6. 风险提示

政策落地和实际效果不及预期，宏观经济复苏不及预期，国际局势动荡可能带来的风险超预期。

### 免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F  
 邮编：266100

#### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F  
 邮编：200120

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F  
 邮编：100029

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F  
 邮编：518000