

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 复苏有所反复 政策加快落地

—10月经济数据点评

分析师:

杜征征

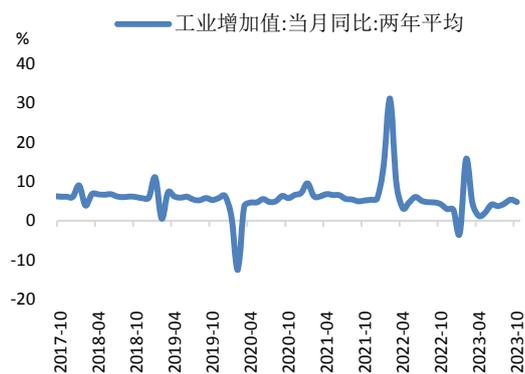
执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2023年11月16日

工业增加值



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《复苏势头有所放缓 政策加码提振信心—7月经济数据点评》
- 《经济复苏好于预期 政策仍需加快落地—8月经济数据点评》
- 《政策叠加内生动能修复推动复苏好于预期—9月及三季度经济数据点评》

### 内容提要:

10月工业增加值同比增长4.6%，预期增长4.5%（预期值来源为Wind，下同），前值增长4.3%；1-10月固定资产投资累计同比增长2.9%，预期增长3.1%，前值增长3.1%；9月社会消费品零售总额同比增长7.6%，预期增长7.3%，前值增长5.5%。

生产平稳运行，但剔除基数因素后有所回落。从11月前半个月高频数据看，高炉开工率、PTA和汽车半钢胎开工率等小幅震荡，部分指标回升至9月水平，工业生产总体稳定。

基数因素、内生动力复苏等共同推动消费同比修复加快。服务消费需求进一步释放，服务零售保持较快增长。就业市场总体保持平稳，失业率持平9月。

受地产投资拖累，整体投资略低于预期。其中，基建投资增速有所回落，后续在政策推动下或企稳回升；房地产投资继续下行，销售跌幅扩大，资金到位情况未有改善；制造业投资仍保持较好韧性。

综合而言，10月经济数据总体好于预期，但主因基数效应与工作日因素推动，两年平均增速则有所回落。供需两端放缓，与10月PMI反映的情况一致，叠加10月通胀回落，表明当前弱复苏的势头延续。一方面，双节背景下供需均有可能提前集中释放从而拖累10月数据；另一方面，虽然经济持续复苏的大趋势不变，但基础仍需要夯实。这也可能是在全年大概率完成5%左右增长目标的情况下，政策端超预期出台增发万亿国债等举措的主要原因，近期政策加码有望为2024年上半年加快复苏步伐提供有力支撑。

**风险提示:** 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

**事件：**国家统计局 11 月 15 日公布的数据显示，10 月工业增加值同比增长 4.6%，预期增长 4.5%（预期值来源为 Wind，下同），前值增长 4.3%；1-10 月固定资产投资累计同比增长 2.9%，预期增长 3.1%，前值增长 3.1%；9 月社会消费品零售总额同比增长 7.6%，预期增长 7.3%，前值增长 5.5%。

**点评：**10 月经济数据总体好于预期，但主因基数效应与工作日因素推动，两年平均增速则有所回落。供需两端放缓，与 10 月 PMI 反映的情况一致，叠加 10 月 CPI、PPI 双双回落，表明当前弱复苏的势头延续。一方面，双节背景下供需均有可能提前集中释放；另一方面，虽然经济持续复苏的大趋势不变，但基础仍需要夯实。这也可能是在全年大概率完成 5% 左右增长目标的情况下，政策端超预期出台增发万亿国债等举措的主要原因，近期政策加码有望为 2024 年上半年加快复苏步伐提供有力支撑。

### 一、工业生产总体稳定

生产平稳运行，但剔除基数因素后有所回落。10 月规模以上工业增加值同比增长 4.6%，好于市场预期（4.3%）与 9 月（4.5%）；两年平均增速回落 0.6 个百分点至 4.8%，但仍为 3 月以来次高。同时，工作日因素提供一定支撑，2022 年 10 月工作日为 18 天，今年 10 月则为 19 天。从环比看，10 月工业增加值增长 0.36%，略弱于 2015-2019 年同期均值（0.45%）。

分三大门类看，10 月采矿业增加值同比增长 2.9%（9 月为 1.5%，下同），制造业增长 5.1%（5.0%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.5%（3.5%）。其中，制造业增加值两年平均增长 5.1%，较 9 月回落 0.6 个百分点；高技术制造业增加值两年平均增长 6.1%，创近 7 个月新高。

多数行业和产品增速回升。10 月在工业 41 个大类行业中，28 个行业增加值实现增长，增长面近七成；在统计的 620 种主要工业产品中，371 种产品产量实现增长，增长面近六成。23 个行业增加值增速较 9 月加快或降幅收窄，334 种产品产量增速较 9 月加快或降幅收窄，回升面均超过五成。装备制造业支撑作用明显。10 月装备制造业增加值同比增长 6.2%，较 9 月加快 0.7 个百分点，连续 3 个月回升，增速高于全部规上工业平均水平 1.6 个百分点，对全部规上工业增长贡献率达 45.1%。8 个装备大类行业中，有 6 个行业增加值增速加快或降幅收窄，其中汽车制造业高位加快，增加值同比增长 10.8%，较上月加快 1.8 个百分点；电气机械、铁路船舶等行业同比分别增长 9.8%、9.6%，以上三个行业共拉动规上工业增加值增长 1.4 个百分点。此外，产销衔接水平继续改善，10 月规模

以上工业企业产品销售率为 97.4%，连续 4 个月保持在 97.0% 以上。

从 11 月前半个月高频数据看，高炉开工率、PTA 和汽车半钢胎开工率等小幅震荡，部分指标回升至 9 月水平，工业生产总体稳定。不过，需求不足的问题尚存。10 月制造业 PMI 受调查企业中反映市场需求不足的企业占比反弹 1.2 个百分点至 59.9%。

## 二、消费修复有所加快

基数因素、内生动力复苏等共同推动消费同比修复加快。10 月社会消费品零售总额同比增长 7.6%，强于市场预期（7.3%）与 9 月（5.5%）；两年平均增速为 3.5%，较 9 月回落 0.5 个百分点，但仍好于 3-7 月各月；环比变化（0.07%）依旧弱于 2015-2019 年均值（0.78%）。扣除价格因素，社会消费品零售总额实际增长 8.4%，比 9 月加快 2.3 个百分点。

服务消费需求进一步释放，服务零售保持较快增长。1-10 月服务零售额同比增长 19.0%，增速比 1-9 月加快 0.1 个百分点。在中秋国庆假期旅游的带动下，旅行及相关行业消费回升向好。10 月全国餐饮收入同比增长 17.1%，增速比 9 月加快 3.3 个百分点，连续 2 个月加快；限额以上住宿业单位客房收入增速继续加快。文旅部数据显示，双节期间国内旅游出游 8.3 亿人次，日均旅游人次比 2022 年同期增长 71.3%；国内旅游收入 7534.3 亿元，日均旅游收入比 2022 年同期增长 129.5%。

分类来看，绝大多数商品消费同比增速继续回升。从同比看，体育娱乐用品类（同比增长 25.7%，下同）、通讯器材类（14.6%）、汽车类（11.4%）、金银珠宝类（10.4%）等增长较快，建筑及装潢材料类（-4.8%）持续负增长，家具类（1.7%）、化妆品类（1.1%）低位徘徊。从两年平均增速看，商品销售增速涨跌互现。其中，体育娱乐用品类（13.1%）、汽车类（7.6%）、粮油食品类（6.3%）等保持较快增长，建筑及装潢材料类（-6.8%）、家用电器和音像器材类（-3.0%）、家具类（-2.5%）等降幅居前。

就业市场总体保持平稳。10 月全国城镇调查失业率为 5%，与 9 月持平，比 2022 年同期回落 0.5 个百分点。从重点就业群体看，农民工就业改善，10 月外来农业户籍劳动力城镇调查失业率为 4.6%，相较 9 月和 2022 年同期均有所回落。

综合来看，10 月消费复苏加快主因基数效应，内生动力有所修复但整体复苏仍待进一步提振。

## 三、投资略低于预期，制造业投资保持韧性

1-10月固定资产投资（不含农户）同比增长2.9%，低于预期（3.1%）与1-9月（3.1%）；两年平均增长（4.4%）较1-9月回落0.15个百分点。从环比看，10月固定资产投资（不含农户）增长0.1%，弱于2017-2019年同期均值（0.4%）。整体投资回落，依然是受地产投资拖累较多。此外，1-10月民间固定资产投资同比下降0.5%，较1-9月反弹0.1个百分点；但两年平均增速（0.5%）较1-9月回落0.2个百分点。

**基建投资增速有所回落，后续在政策推动下或企稳回升。**1-10月广义、狭义基建投资同比分别增长8.3%、5.9%，均较1-9月回落0.3个百分点；两年平均增速分别为9.8%、7.3%，均较1-9月回落0.1个百分点。根据我们的测算，10月当月广义、狭义基建投资同比分别增长5.6%、3.7%，均较9月当月回落1.2个百分点。从中观高频数据看，10月石油沥青装置开工率周均值（37.3%）较9月回落6.8个百分点，较2022年同期下降4.9个百分点。展望未来，近期增发万亿国债、2024年专项债提前批等举措有利于稳定基建投资。

**房地产投资继续下行，销售跌幅扩大，资金到位情况未有改善。**1-10月房地产开发投资同比下降9.3%，较1-9月回落0.2个百分点；两年平均增速为-0.5%，较1-8月回落0.5个百分点。根据我们的测算，10月当月房地产投资同比下降11.3%，较9月回落0.2个百分点。从工程进展看，1-10月新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-23.2%、-7.3%、19.0%，1-9月三者分别为-23.4%、-7.1%、19.8%，总体继续改善。商品房销售方面，1-10月销售面积同比下降7.8%，降幅较1-9月扩大0.3个百分点。从高频的30个大中城市商品房成交情况看，8月政策出台后短期表现较好，但10月后趋于回落，11月前15日成交面积分别相当于2019年、2021年同期的52.5%、55.2%，均较前期进一步回落。从房地产开发资金到位情况看，1-10月累计增速（-13.8%）较1-9月回落0.3个百分点，其两年平均增速（-19.4%）较1-9月回落0.2个百分点，分项中国内贷款（-11.0%）、自筹资金（-21.4%）累计增速较1-9月继续小幅改善，但定金及预收款（-10.4%）、个人按揭贷款（-7.6%）累计增速继续回落。

**制造业投资仍保持韧性。**1-10月制造业投资同比增长6.2%，持平1-9月；两年平均增长7.9%，较1-9月回落0.2个百分点。根据我们的测算，10月制造业投资当月同比6.2%，较9月回落1.7个百分点。高技术与新兴行业制造业投资保持较快增长。1-10月高技术产业投资同比增长11.1%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长11.3%、10.5%。高技术

制造业中，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分别增长 19.0%、16.7%；高技术服务业中，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长 37.3%、29.1%。

**风险提示：**央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层