

## 经济波浪式修复特征延续，供需失衡矛盾依旧突出

——10月宏观数据点评



联络人

作者：  
中诚信国际 研究院执行院长 袁海霞  
hxyuan@ccxi.com.cn  
副总监 张林  
lzhang01@ccxi.com.cn  
研究员 张文宇  
wyzhang@ccxi.com.cn

相关报告

经济边际改善，政策效果仍待观察—8月  
宏观数据点评7月宏观经济“弱现实”的六大特征，  
2023年8月15日二季度经济修复不及预期，后续亟待“政  
策加持”，2023年7月18日低基数支撑工业企业利润降幅收窄，关注  
民营企业资产负债率被动扩张，2023年5  
月28日工业企业利润降幅仍较大且行业分化，终  
端需求不足持续制约企业利润修复，2023  
年4月27日经济修复温和和企业利润增速下滑，市场需  
求较弱工业生产仍需呵护，2023年3月27

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731

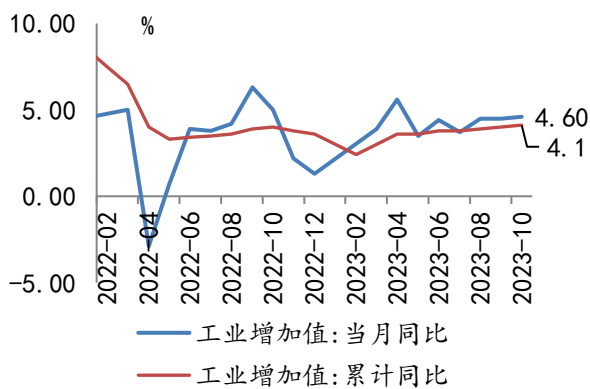
gzhaog@ccxi.com.cn  
www.ccxi.com.cn

主要宏观统计数据有升有落，经济波浪式修复特征延续。10月宏观经济数据表现分化，其中工业增加值、服务业生产、社零额增速以及社融存量同比增速均较前值边际改善；就业状况保持稳定，城镇调查失业率与9月持平；固定资产投资延续回落趋势，特别是房地产投资降幅延续年初以来逐月扩大之势，较前值回落0.2个百分点至-9.3%，对经济的拖累不减，出口当月跌幅也小幅扩大。此外物价水平小幅回调，CPI同比由正转负，核心CPI低位回落，PPI降幅走扩，需求疲弱之下价格水平依旧偏低。总体上看，经济修复的积极因素主要体现在生产端，包括出口、投资在内的需求修复持续偏弱。结合高频数据来看，与生产相关的螺纹钢产量、PTA开工率、汽车全钢胎开工率在月内均呈边际回升走势，而与基建相关的水泥发运率、磨机运转率不及9月，且呈边际回落走势，与房地产相关的二手房挂牌价指数、与出口相关的波罗的海干散货指数以及美国周度经济指数本月也边际走弱。总体上看，1-10月主要经济指标呈现出持续的波动起伏，需求不足拖累之下经济持续修复的基础依然不够牢固。

装备制造生产保持较快增长，下游消费与高技术行业工业增加值增速偏低。10月工业增加值同比较上月上行0.1个百分点，为4.6%，带动工业增加值10月累计同比增长4.1%，较前三季度回升0.1个百分点，体现出工业生产的韧性。从行业看，依然是以装备制造业的支撑为主，当月装备制造业工业增加值为6.2%，显著高于工业增加值整体增速，而下游消费相关纺织服装、家具、文体娱等行业增速延续负增长，农副食品加工业增加值同比较上月回落0.5个百分点至0.7%，增速处于较低水平。10月高新技术产品出口当月同比下降9.2%，较上月回落0.9个百分点，或受高技术产品出口的扰动，10月高技术产品工业增加同比增长1.8%，

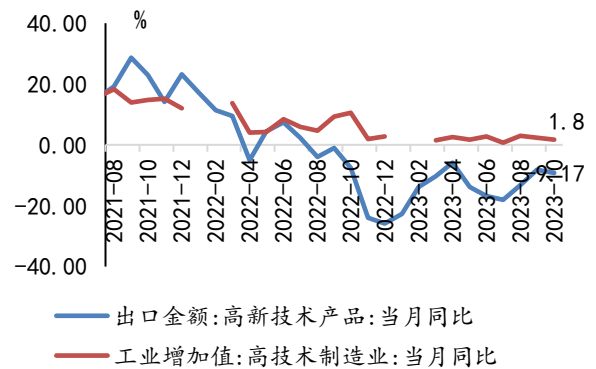
较上月回落 0.5 个百分点，低于工业增加值整体增速。从不同所有制看，国有企业增加值与民营企业增加值同比增速走势分化，“民营经济 31 条”等政策出台支持下，私营工业企业工业增加值当月同比增长 3.9%，较上月回升 0.6 个百分点；国有及国有控股企业工业增加值同比增长 4.9%，较上月回落 1 个百分点，但仍高于私营企业，政策仍需持续发力助力民营经济修复。

图 1：工业增加值边际回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 2：高技术制造业工业增加值与高新技术产品出口派偏弱

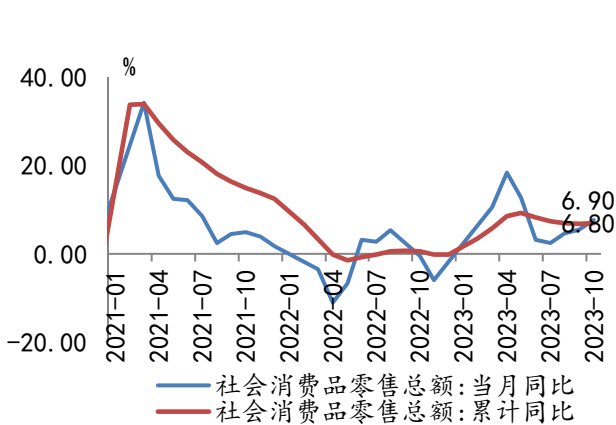


数据来源：CHOICE, 中诚信国际整理

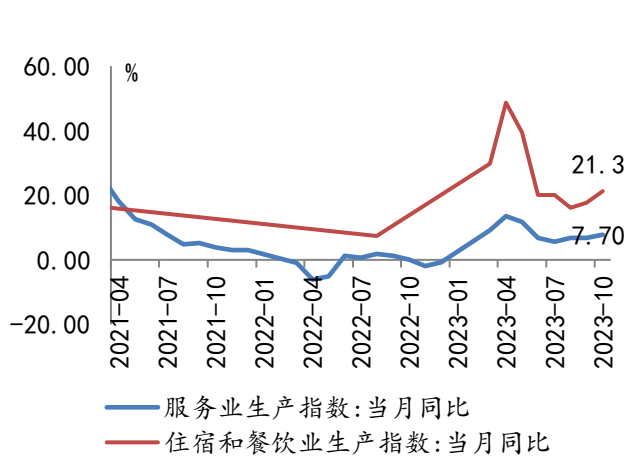
服务业生产依然受接触性服务消费所拉动，但消费明强实弱的基本格局并未转变，后续或对服务业改善形成制约。10 月服务业生产指数同比延续 8 月以来的回升走势，较上月上行 0.8 个百分点，为 7.7%，为今年 6 月以来的高点。服务业生产修复依然受“吃、住、行”等服务消费的拉动，其中，节日因素影响下，住宿和餐饮业生产指数同比增长 21.3%，为服务业修复改善带来有力支撑。“双节”到来提振消费及上年同期基数走低影响，本月社零额延续上月升势，同比增长 7.6%，较上月上行 2.1 个百分点，带动 1-10 月社零额同比增长 6.9%，较前值回升 0.1 个百分点，其中商品零售 10 月累计同比增长 5.6%，服务零售 10 月累计同比增长 19%，服务消费强、商品消费偏弱。此外应当注意，1-10 月社零额两年复合增速 3.7%，与前值持平，距离 8%左右的常态化水平仍有差距，消费“明强实弱”的情况仍旧存在。总体上看，居民收入缺口仍未弥补，且超额储蓄的现象仍存，前三季度居民消费支出结构体现出消费降级现象，后续对消费以及服务业生产的支撑基础不牢。

图 3：社零额增速边际回升

图 4：服务业生产延续边际改善走势



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

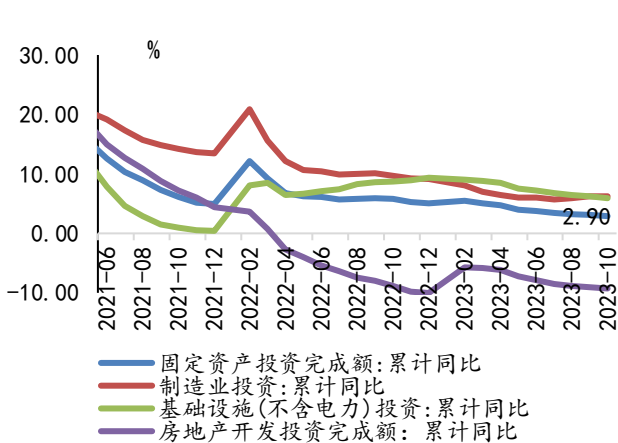


数据来源: wind, 中诚信国际整理

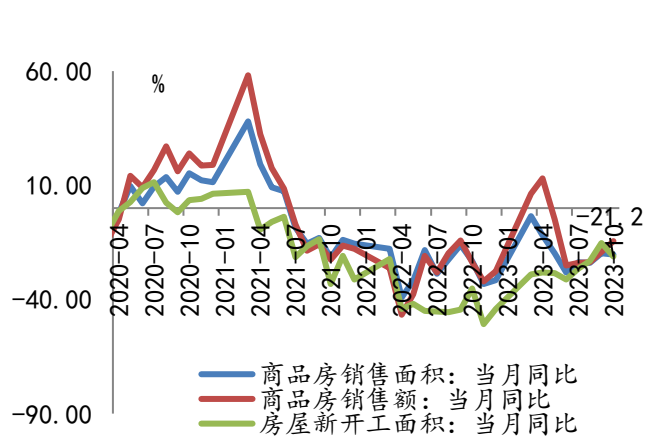
**房地产投资跌幅扩大、基建投资增速边际回落，制造业投资总体稳定。** 房地产投资跌幅延续扩大，10月累计同比下降9.3%，较9月回落0.2个百分点，拖累固定资产投资同比增长2.9%，较前值回落0.2个百分点。不过，受“稳地产”政策组合拳出台并与此前已经出台的松地产政策形成合力，自9月份以来房地产投资的当月同比跌幅边际收窄，但跌幅依然较大（8至10月分别为-19.1%、-18.8%与-16.7%）。本月房屋新开工面积同比为-21.23%，商品房销售额、商品房销售面积同样位于两位数的降幅区间。从高频数据来看，11月以来，30大中城市商品房成交面积、100大中城市成交土地占地面积已经连续两周回落，房地产市场的下行压力依然较大，依然是制约经济修复的重要拖累因素。基建投资增速延续年初以来的边际回落走势，累计同比增长5.9%，较前值回落0.3个百分点，为2022年以来低点。虽然10月24日国务院决定增发1万亿国债，但今年所能形成的实物工作量或较有限，基建投资仍受制于基建效率的走低以及化债压力的约束。此外制造业投资相对稳定，1-10月同比增长6.2%，与前三季度持平，但需要警惕出口承压对其产生扰动。

图5：基建投资对投资的支撑边际减弱

图6：房地产短期仍将位于低位



数据来源: Wind, 中诚信国际整理



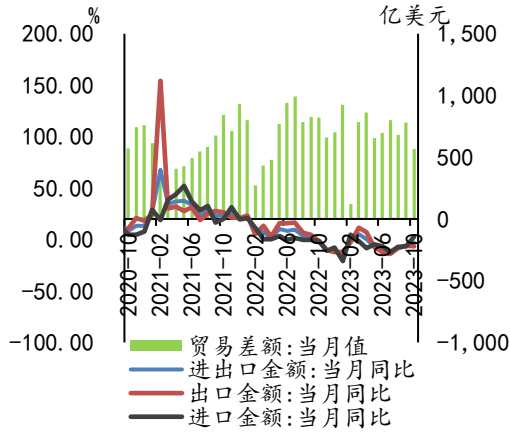
数据来源: wind, 中诚信国际整理

**出口与进口增速呈现分化，出口增速持续为负的压力仍然存在。**10月进口增速边际回暖，主要受大宗商品价格走高的预期影响，原油、成品油、大豆以及铜矿等大宗产品进口增速较快。出口跌幅未能延续此前三个月的收窄态势，降幅较9月扩大0.2个百分点至-6.4%，或受季节性因素以及海外制造业景气度偏弱影响较大。从出口重点产品来看，劳动密集型产品及机电产品降幅皆有所扩大，“新三样”出口依然保持较快增长。箱包、服装、玩具、家具等劳动密集型产品出口增速降幅均较上月扩大，其中家具及其零部件出口增速降幅最为显著。我国机电产品出口比重接近六成，本月增速降幅较上月扩大0.63个百分点至-6.7%，对整体出口拖累增大。高新技术产品出口增速延续负增长，降幅较上月扩大0.91个百分点至-9.17%，仍位于较低水平，但其中“新三样”出口依然保持较快增长，1-9月电动载人汽车出口金额累计同比119%（人民币计价），锂电池增长24.2%，太阳能电池增长5.1%。从出口区域来看，本月对美国以及东盟出口略有好转，对欧日韩出口降幅扩大。本月对美国出口降幅较上月收窄1.15个百分点至-8.19%，对东盟出口降幅较上月收窄0.72个百分点至-15.10%；对欧、日、韩降幅扩大，三者合计拖累出口3.54个百分点。整体来看，虽然受基数等因素影响出口下滑的幅度或延续收窄，但出口增速延续为负的压力依然存在。

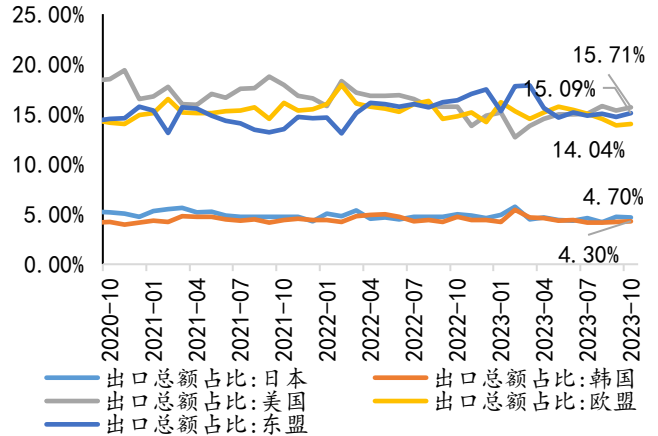
图9：出口降幅收窄

图10：主要贸易伙伴占我国出口比重（美元计价）





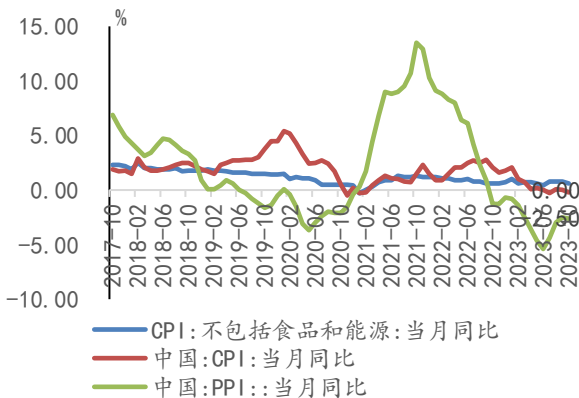
数据来源: Wind, 中诚信国际研究院



数据来源: wind, 中诚信国际研究院

价格走势再度走弱，终端需求偏弱或持续制约企业特别是下游企业利润改善。10 月 CPI、核心 CPI 低位回落，PPI 降幅走扩。其中 CPI 同比由平转负为 -0.2%，CPI 环比由上月上涨 0.2% 转为下降 0.1%，结束环比连续 3 个月为正的态势。PPI 同比下降 2.6%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点，环比由上月上涨 0.4% 转为持平。10 月 CPI 和 PPI 的回调是“猪”、“菜”、“油”三个因素影响带来的，虽然居民在食品、交通上的支出占比在增加，但是相对于供给的修复需求的修复程度偏弱，PPI 中生产资料价格整体保持平稳，但生活资料价格降幅连续两个月扩大。供需失衡带来价格水平偏低，较低的物价水平或持续影响下游企业的利润改善，1-9 月工业企业利润同比增长 -9%，整体仍处于负增长区间，下游工业企业的利润占比依然位于 20% 左右的较低水平。

图 11: 价格持续低迷, 当前呈企稳回升态势



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

图 12: 工业企业利润边际改善但仍处收缩



数据来源: wind, 中诚信国际研究院

宏观经济修复“波浪式前进”且供需失衡延续，稳增长政策仍需加大力度。10 月经济供给端体现出较强的韧性和一定修复势头，但经济需求端偏弱的情况并未改善，甚至有

所走低。从外部需求看，海外库存周期仍处于低位，有望对出口修复形成一定支撑，但大国博弈、产业链重构背景下出口修复的不确定性依然存在。从内部需求看，房地产投资下行压力仍存，虽然地产因城施策叠加城中村、保障房建设升温，有望推动地产投资降幅收窄，但房地产投资由正转负的时点或依然较远。新一轮债务化解叠加 1 万亿增发国债，有望改善地方财政条件，但基建增速的回升幅度依然需要观察。受制于疫情疤痕效应或者磁吸效应影响，居民部门一方面风险偏好降低、流动性偏好增强，一方面出现消费降级现象，消费的持续改善依然受到较大制约。总体来看，各项稳增长的政策效果能否传导至需求端仍需观察，后续稳增长的政策力度仍有必要延续。我们建议，一方面货币政策与财政政策在降低企业税费及融资成本方面仍需发力，并且需要长期坚持，帮助企业降低经营压力、加快周转流通；一方面基建与消费“两手都要抓”，加快已开工项目建设、避免烂尾项目、提升建设质量的同时，加快基建投资的结构调整，结合国家发展战略以及民生领域、短板领域的需求，促进基建支出向消费基础设施、养老基础设施、数字基础设施等领域倾斜，在托底投资的基础上持续放大基建对于消费的支撑与拉动作用。此外，建议政府部门尤其是中央政府继续加力，在保障财政可持续、债务风险可控的前提下预算赤字率可安排在 3.4% 以上，同时在央地赤字分配中适当向中央政府倾斜，让更多的宏观调控职责回归本位。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼  
邮编：100020  
电话：（86010）66428877  
传真：（86010）66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT  
RATINGCO.,LTD  
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,  
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,  
Dongchengdistrict, Beijing, 100020  
TEL: ( 86010 ) 66428877  
FAX: ( 86010 ) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>