

消费有望成为四季度经济增长的主要引擎

—四季度宏观经济展望

所属部门：总量研究部

报告类别：宏观研究报告

报告时间：2023年10月11日

分析师：陈雳

执业证书：S1100517060001

联系方式：chenli@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

❖ 川财宏观观点：消费有望成为四季度经济增长的主要引擎

第四季度，消费对于经济增长的促进作用或将进一步提升。第一，消费对 GDP 增长的贡献在不断提高。今年1-6月，最终消费支出对 GDP 累计同比的贡献率为 77.2%，较一季度的 66.6% 上升 10.6 个百分点，说明消费对经济的拉动作用在显著提高。第二，消费相关指标呈现回暖的良好态势。宏观指标来看，社零当月同比增速在 7 月筑底后回暖，8 月当月社零同比增速加快，较前值提高 2.1 个百分点；高频数据来看，中秋国庆双节假期旅游消费表现亮眼，双节期间的旅游出行人数和国内旅行收入均小幅超越疫前水平。第三，消费具备增速加快的外部条件和内生动力。外部条件方面，系列扩内需、促消费政策为市场恢复创造了良好的条件，对提振居民消费信心、稳定市场主体预期产生重要作用；内生动力方面，上半年我国居民收入当季同比加速改善，且消费支出与人均可支配收入的增速差有所扩大，反映居民的支出意愿在随收入的改善而回暖，叠加我国居民城镇失业率稳中有降，“就业-收入-消费”良性循环在重启过程中。

高技术制造业、装备制造业增势良好，制造业投资增速有所加快。回顾前三季度，制造业投资增速温和回落，于 7 月筑底、8 月开始增速加快，在去年同期基数较高的情况下增速加快，表明工业生产在政策组合拳接续发力的背景下，呈现回暖态势。制造业利润总额累计同比降幅持续大幅收窄、1-8 月制造业累计同比增速自今年二季度以来首次回升、9 月制造业 PMI 重返扩张区间，制造业相关宏观指标均释放出积极信号，且拉动力均指向装备制造业和高技术制造业。近年来，政策持续加强对科技创新企业、科研项目的支持力度，装备制造业产业结构和技术水平得到大幅提升。展望四季度，绿色低碳、高质量发展目标牵引，装备制造业、高技术制造业发展动能有望进一步壮大，带动制造业企业向新型工业化强调的高端智能绿色转型，拉动制造业投资增速上行。

基建投资仍是稳增长重要抓手，专项债加速发行有望助力四季度基建提速。2023 年 8 月 28 日，国务院在预算执行报告中提出，在 9 月结束前争取将新增专项债发行完毕，并在 10 月结束前争取将发行资金使用完毕。2023 年已下达专项债额度剩余 4000 亿暂未发行，加上中小银行专项债额度，四季度预计有 6200 亿新增专项债待发行，可用于基础设施建设的资金总体充足。秋季是工程建设的黄金时期，预计施工进度将稳步推进，大量实体有望落地。在可用资金充足、项目储备丰富的背景下，四季度基建投资增速有望重回上升轨道。

❖ 风险提示：货币政策变化，增量政策出台不及预期，国际地缘政治冲突加剧。

正文目录

一、消费向好、投资护航，共同助力经济企稳.....	5
1.1 就业：就业形势整体稳定，青年就业问题不容忽视.....	5
1.2 消费：政策支持、收入改善，居民支出意愿回暖.....	7
1.2 投资：制造业投资增速有所加快，基建仍是“稳增长”重要抓手.....	9
1.2.1 高技术制造业、装备制造业增势良好，制造业投资增速有所加快.....	9
1.2.2 基建仍是“稳增长”重要抓手，四季度增速有望加快.....	12
1.2.3 房地产预计继续向存量开发转型.....	12
1.3 出口：机电产品出口有望被发达经济体和新兴经济体联合拉动.....	13
二、政策、物价与汇率.....	17
2.1 四季度准财政工具或将发力.....	17
2.2 PPI 有望转正，CPI 温和上涨.....	18
2.3 人民币汇率有望企稳回升.....	19
三、总结：消费有望成为四季度经济增长的主要引擎.....	20
风险提示.....	22

图表目录

图 1. 全国和 31 大城市城镇调查失业率	5
图 2. 不同年龄段城镇调查失业率	5
图 3. 历年高校应届毕业生人数	6
图 4. GDP 同比增速(%)	6
图 5. 人均可支配收入和消费支出累计值	7
图 6. 人均可支配收入和消费支出累计同比	7
图 7. 社零总额当月值	8
图 8. 社零当月同比增速筑底后回暖	8
图 9. 餐饮收入和商品零售当月值	8
图 10. 商贸零售当月同比增速加快.....	8
图 11. 各分项限额以上社零当月同比(%).....	9
图 12. 各分项限额以上社零累计同比(%).....	9
图 13. 三大投资累计同比增速.....	10
图 14. 高技术制造业累计同比增速.....	10
图 15. 2023 年前 8 月部分行业制造业投资增速：累计同比(%)	10
图 16. 制造业利润总额累计同比降幅收窄.....	11
图 17. PPI 负增幅度收窄	11
图 18. 制造业 PMI 重返扩张区间.....	11
图 19. 制造业生产指数、新订单指数上升.....	11
图 20. 基建投资增速温和回落.....	12
图 21. 100 大中城市成交土地面积及总价	13
图 22. 30 大中城市商品房成交面积及套数	13
图 23. 我国出口当月同比增速降幅收窄.....	14
图 24. 我国出口累计同比增速尚在筑底.....	14
图 25. 我国对东盟美国欧盟的出口累计值.....	15
图 26. 我国对东盟美国欧盟出口累计同比.....	15
图 27. “新三样”出口累计值.....	15
图 28. “新三样”出口累计同比增速.....	15
图 29. 欧美日制造业 PMI 温和回升.....	16
图 30. 印泰菲制造业 PMI 分化.....	16

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



图 31. 出口总额(美元计价):当月同比(%)	17
图 32. 美国 PMI 与我国机电产品出口同比	17
图 33. PPI 同比受国际原油价格上涨支撑	18
图 34. 生产、生活资料降幅均有所收窄	18
图 35. CPI 同比增速转正, 受益于猪肉价格降幅收窄	19
图 36. 美元、欧元、日元兑人民币汇率	20
图 37. 美元指数走势	20

一、消费向好、投资护航，共同助力经济企稳

回顾前三季度，我国经济经历了一季度需求集中释放带来的红利，二季度经济动能的转换，三季度内生动能培育过程中的系列挑战，宏观经济基本面在 8、9 月份在宏观政策组合拳的托举下筑底回暖。

1.1 就业：就业形势整体稳定，青年就业问题不容忽视

就业现状方面，我国就业形势整体稳定。2023 年 8 月，我国全国城镇调查失业率为 5.3%，较上月及去年同期均下降 0.1 个百分点，全国城镇调查失业率稳中有降，呈现恢复向好态势。中央政治局会议指出，要通过增加居民收入扩大消费，从而通过终端需求带动有效供给。我国城镇新增要重启“就业—收入—消费”良性循环，首先要对就业问题进行分析。国家统计局自 2018 年开始公布城镇调查失业率数据，城镇调查失业率整体呈现以下特点。

第一，我国城镇调查失业率整体稳定，两次显著上升受疫情封城影响。2018 年 1 月，我国全国城镇调查失业率为 5.0%，且在 2018-2019 年底一直在 5.0% 附近波动。2020 年起，受武汉封城影响，全国失业率突破 5.0% 左右的区间，在 2020 年 2 月达到 6.2%，之后波动回落，在 2021 年底重回 5.0% 左右的区间；2022 年初，受上海封城影响，全国失业率再次明显走高，在 2022 年 4 月跃至 6.1%；2022 年中旬起，全国失业率波动回落，并于 2023 年 8 月回落至 5.2%。

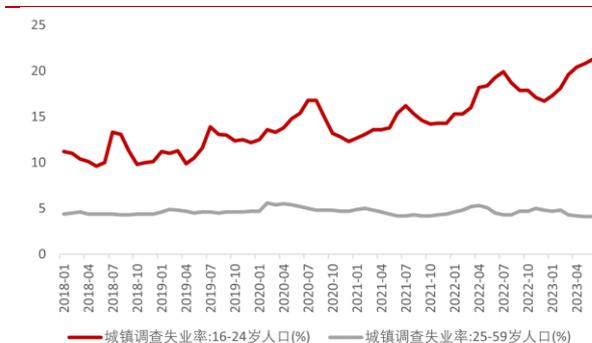
第二，不同年龄段城镇调查失业率分化，青年失业率上行，25-59 岁人口失业率稳中有降。2018 年至今，两者差距逐渐扩大，前者呈上升趋势，后者基本平稳、小幅下降，2023 年 6 月，两者差距扩大至 17.20 个百分点，疫情及疫后复苏对就业的影响，主要体现在限缩了应届毕业生的就业岗位上。

图1. 全国和 31 大城市城镇调查失业率



资料来源：iFind，川财证券研究所

图2. 不同年龄段城镇调查失业率



资料来源：iFind，川财证券研究所

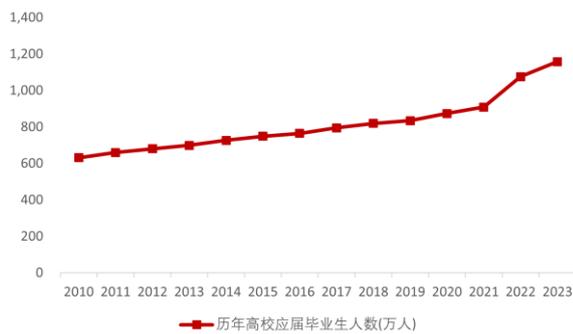
我国就业形势整体平稳，但青年失业率攀升的现状不容忽视。究其根源，16-24 岁人口



城镇调查失业率上行，与劳动力市场供大于求、产业结构的变化与升级、职业教育滞后于市场需求等因素有关。

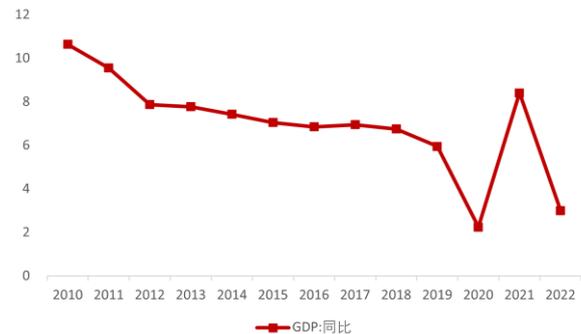
劳动力市场供求层面，历年高校应届毕业生人数呈上升趋势，而我国 GDP 同比增速整体放缓，导致劳动力市场整体供给大于需求。从劳动力供给角度看，2010 至 2020 年，我国历年高校应届毕业生人数增速较为平稳，由 631 万人增至 874 万人，年均复合增速为 3.31%；2021 至 2023 年，应届毕业生人数增速加快，两年人数增长 249 万，年均复合增速跃升至 12.87%。从劳动力需求角度看，GDP 增速放缓会对企业生产和业务活动的扩张速度产生一定影响，从而影响企业对新员工的需求。2010 至 2019 年，我国 GDP 同比增速稳步放缓，2019 年我国 GDP 同比增速为 5.95%，2020 年，疫情导致的停工停产，使得我国 GDP 同比增速降至 2.24%；2021 年受益于疫情得到有效控制，叠加上年同期基数较低，GDP 同比增速跃升至 8.4%；2022 年，受上半年疫情反复、上海等地封城、上年同期基数较高影响，GDP 同比增速降至 3.00%。总体而言，GDP 增速波动下降的态势难以满足应届毕业生供给高速增长带来的就业需求。

图3. 历年高校应届毕业生人数



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图4. GDP 同比增速(%)



资料来源：iFinD，川财证券研究所

结构层面，产业结构的变化与升级使部分劳动者面临结构性失业。结构性失业是由于劳动者技能不匹配新的工作要求或市场变化所导致的。随着经济的发展和转型，产业结构和技术都会经历变革，这可能导致某些行业的劳动需求下降，而其他行业的需求上升。例如，部分传统产业可能会经历下滑，而新兴产业则可能面临劳动力短缺的挑战。学校教育和市场需求匹配度层面，部分高校的职业教育滞后于市场需求。大学的专业课程与市场的实际需求存在差异，因此，许多应届生在求职时遭遇技能不匹配的难题，进而难以找到与自身能力和兴趣相符的岗位。

为保障就业形势整体稳定，全局层面，中央加大就业补助资金发放力度，今年中央财政下拨就业补助资金 667.6 亿元，较上年增长 8%，用于各地区实施包括社会保险补贴、公益性岗位补贴等在内的就业和创业支持政策。

为缓解青年就业压力，政府从拓展应届毕业生就业渠道、促进高技能人才培养、开展

职业技能培训等方面发力：由人力资源和社会保障部牵头，实施百万就业见习岗位募集计划，为应届毕业生提供更多实习、就业机会；落实《“十四五”职业技能培训规划》，以加强重点行业职业技能培训的方式，使劳动者技能与行业需求尽快达到匹配；更加重视对高技能人才的培养，以绩效为判准，分类分档补助国家级高技能人才培训基地和技能大师工作室建设项目。促进青年就业的政策精准有力，与导致青年失业率高企的三大主因一一对应。政策出台、落地到显效需要一定的时间，后市方面，预计大学毕业生就业状况将随政策的显效和经济基本面的企稳而逐渐改善；城镇调查失业率有望呈现稳中有降的态势。

1.2 消费：政策支持、收入改善，居民支出意愿回暖

今年一、二季度人均可支配收入和人均消费支出累计同比增速均加快，后者增幅高于前者，2023年6月居民人均消费支出累计同比增速高于人均可支配收入累计同比增速1.9个百分点，比3月两者的增速差扩大1.6个百分点。消费支出增速高于人均可支配收入增速，且二者增速差扩大，意味着居民的支出意愿在随收入的改善而回暖，对社零增速形成支撑。

图5. 人均可支配收入和消费支出累计值



资料来源：iFind，川财证券研究所

图6. 人均可支配收入和消费支出累计同比

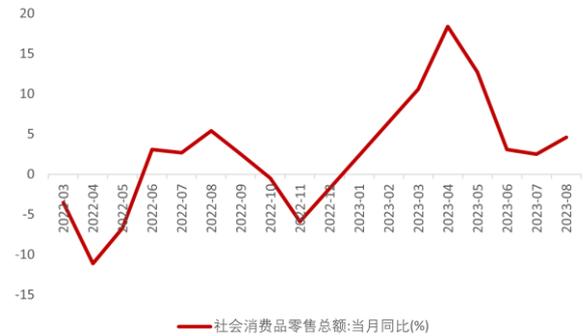


资料来源：iFind，川财证券研究所

一季度处于疫后全面放开阶段，居民积压的消费需求得以释放，叠加去年同期基数较低，社零同比增速持续上升，4月份升至18.40%；6月起由于基数效应消退、经济增长转向内生动能驱动，社零增速大幅下降，7月以2.50%筑底；伴随7月底政治局会议对汽车、电子产品、家居等大宗消费，以及体育休闲、文化旅游等服务消费领域发力的定调，叠加国务院发布的促进消费的二十条措施，8月社零同比增速加快，较前值提高2.1个百分点。

图7. 社零总额当月值


资料来源: iFinD, 川财证券研究所

图8. 社零当月同比增速筑底后回暖


资料来源: iFinD, 川财证券研究所

分消费类型来看，餐饮增速高位回落但仍保持较快增速，商品零售增速加快。8月餐饮收入4212亿元，同比增长12.40%，增幅较上月回落3.4个百分点，增速继续高位回落，与去年同期基数较高有关；8月商品零售3.37万亿元，同比增长3.70%，增幅较7月提高2.7个百分点，受益于化妆品、金银珠宝等可选消费品的拉动。

图9. 餐饮收入和商品零售当月值

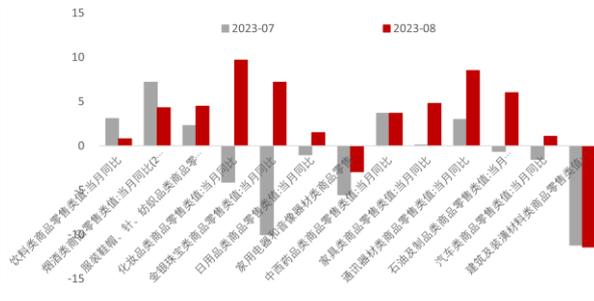

资料来源: iFinD, 川财证券研究所

图10. 商贸零售当月同比增速加快


资料来源: iFinD, 川财证券研究所

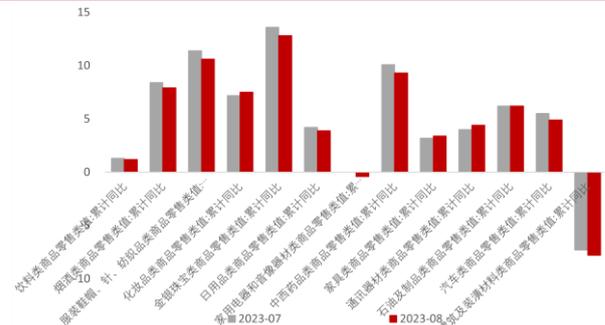
分行业来看，地产下游消费持续低迷，可选消费品行业表现较好。截至今年8月，家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类消费累计同比分别为-0.4%、-7.8%，负增幅度较前值进一步扩大。8月政策开始集中发力稳地产，“认房不认贷”、调整优化差别化住房信贷政策、降低存量首套住房贷款利率、央行降准等政策均将逐渐发挥作用四季度地产后周期消费有望随地产市场的筑底回暖而减少对社零整体增速的拖累。8月金银珠宝类、通讯器材类、化妆品类消费品零售的同比增速分别较上月显著提升17.2、5.5、11.3个百分点，可选消费品零售的走强，释放了居民消费信心回暖的积极信号。汽车类、石油及制品类商品零售同比增速由7月的-0.6%、-1.5%，升至8月的6.0%、1.1%，受益于居民出行增加、频繁的汽车促销、以新能源车为代表的绿色商品消费需求增加。

图11. 各分项限额以上社零当月同比(%)



资料来源: iFind, 川财证券研究所

图12. 各分项限额以上社零累计同比(%)



资料来源: iFind, 川财证券研究所

最新高频数据来看, 2023 年中秋、国庆双节假期旅游相关消费表现亮眼。根据文旅部数据测算, 8 天双节假期期间, 国内旅游出游人数同比去年增长 71.3%, 同比 2019 年增长 4.1%; 国内旅游收入同比去年增长 129.5%, 同比 2019 年增长 1.5%, 双节期间的旅游出行人数和国内旅行收入均小幅超越疫前水平。

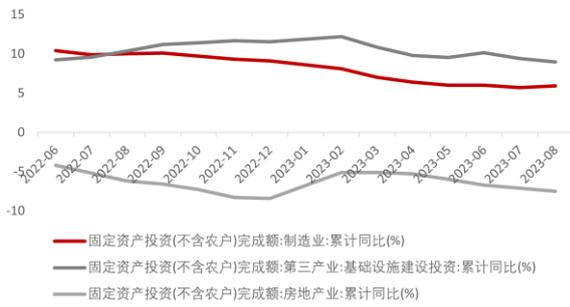
8 月当月社零同比增速的加快、中秋国庆双节假期旅游消费的亮眼表现, 均反映了消费回暖的良好态势。外部条件方面, 系列扩内需、促消费政策为市场恢复创造了良好的条件, 对提振居民消费信心、稳定市场主体预期产生重要作用; 内生动力方面, 上半年我国居民收入当季同比加速改善, 且消费支出与人均可支配收入的增速差有所扩大, 反映居民的支出意愿在随收入的改善而回暖, 对社零增速形成支撑。后市方面, 十一、“双十一”和“双十二”等预计对消费将产生较大提振作用, 预计四季度社零消费同比增速将进一步提高。

1.2 投资: 制造业投资增速有所加快, 基建仍是“稳增长”重要抓手

1.2.1 高技术制造业、装备制造业增势良好, 制造业投资增速有所加快

今年以来, 制造业投资增速温和回落, 由 1-2 月的 8.1%, 温和回落至 7 月的 5.7%, 之后受政策托举, 于 8 月开始增速加快, 升至 5.9%, 在去年同期基数较高的情况下增速加快, 表明工业生产在政策组合拳接续发力的背景下, 呈现回暖态势。1-8 月高技术制造业累计同比增长 11.2%, 较 1-7 月累计同比增速回落 0.3 个百分点, 仍高于制造业整体增速 5.3 个百分点, 高技术制造业较高的增速对制造业起到拉升作用。高技术制造业中, 太阳能电池、服务机器人、光电子器件产品产量同比分别增长 77.8%、73.7%、29.9%, 符合绿色化智能化高端化的发展趋势, 制造业结构升级可期。

图13. 三大投资累计同比增速



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

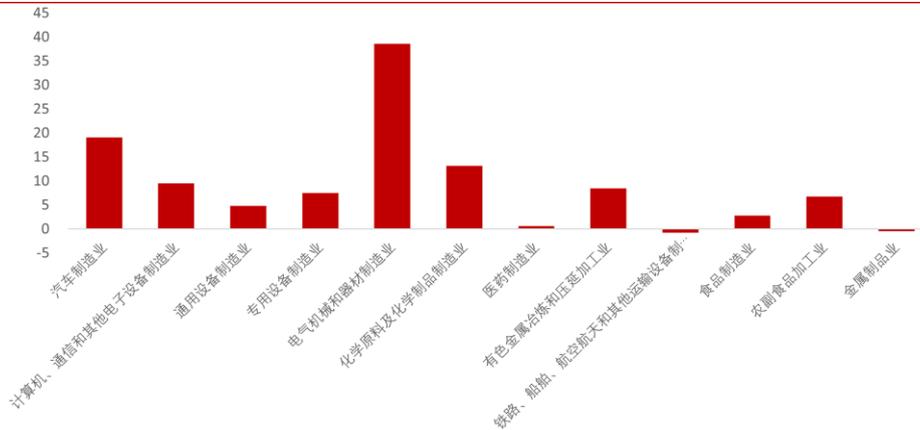
图14. 高技术制造业累计同比增速



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

从部分行业制造业投资增速来看, 各行业增速产生明显分化。部分行业的投资增速累计同比负增, 铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、金属制品业前 8 月累计同比增速分别为-0.8%、-0.4%。装备制造业增速较快, 电气机械和器材制造业、汽车制造业前 8 月的累计投资增速分别为 38.6%、19.1%, 显著高于前 8 月制造业投资累计同比增速 5.9%, 对整体制造业投资增速起到拉升作用。电气机械和器材制造业的景气度与电力工业的发展密切相关, 增速较快与民生补短板投资增势良好有关; 汽车制造业得益于政策和出口对其需求端的有力支持。

图15. 2023 年前 8 月部分行业制造业投资增速: 累计同比 (%)

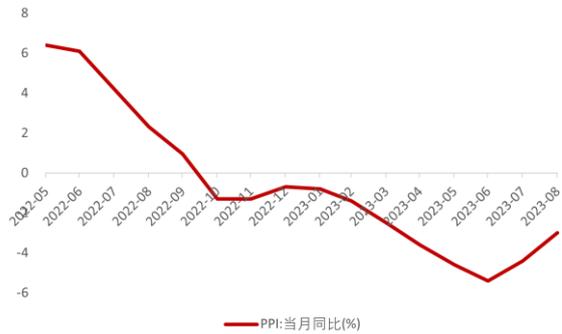


资料来源: iFinD, 川财证券研究所

从利润角度看, 规模以上工业企业制造业利润总额累计同比降幅收窄。从量价分析的角度看, 1-8 月规上制造业增加值累计同比增速为 4.3%, 高于 1-7 月 0.1 个百分点; 1-8 月 PPI 累计同比增速为-3.2%, 与 1-7 月持平, 持续负增的 PPI 仍是拖累企业营收的主要因素, 但鉴于量增速提高、价跌幅减小, 后市方面, 制造业企业营收有望向量价齐升过渡、营收利润率有望进一步回暖, 带动利润逐渐上行。

图16. 制造业利润总额累计同比降幅收窄

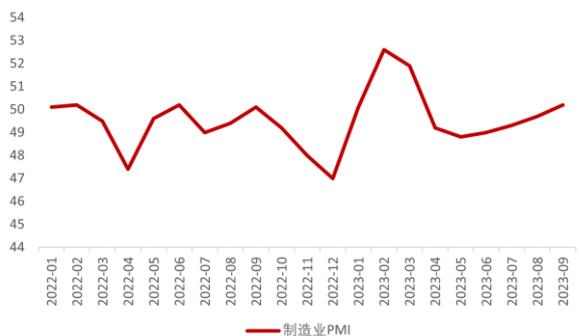

资料来源: iFinD, 川财证券研究所

图17. PPI 负增幅度收窄


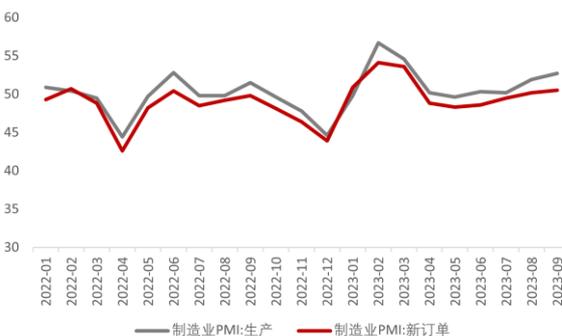
资料来源: iFinD, 川财证券研究所

从景气水平看, 9月制造业 PMI 重返扩张区间。9月份制造业 PMI 为 50.2%, 较8月上升 0.5 个百分点, 是制造业景气水平连续回升的第四个月。其中, 装备制造业、高技术制造业 PMI 分别为 50.6%、50.1%, 较前值分别回升 0.6、0.7 个百分点, 升至扩张区间, 与8月对应行业规上工业企业利润增速提高释放的信号一致。

制造业生产指数、新订单指数上升, 产需在扩张区间继续回暖。从分类指数来看, 9月生产指数为 52.7%, 较上月提升 0.8 个百分点; 新订单指数为 50.5%, 较上月上升 0.3 个百分点。制造业生产扩张走强、需求景气度持续改善, 受益于石油煤炭及其他燃料加工、汽车、电气机械器材等行业的提振, 这些行业的生产指数和新订单指数均位于 53.0% 以上。

图18. 制造业 PMI 重返扩张区间


资料来源: iFinD, 川财证券研究所

图19. 制造业生产指数、新订单指数上升


资料来源: iFinD, 川财证券研究所

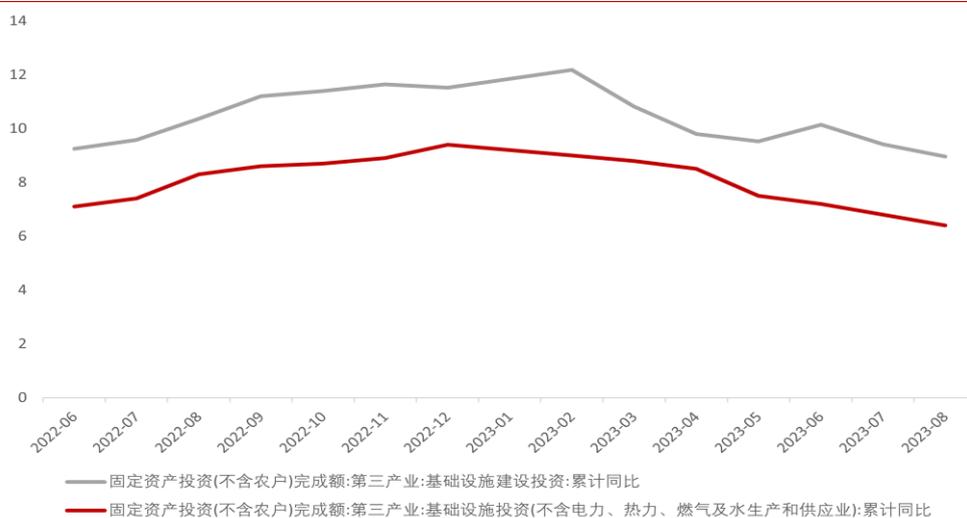
1-8月制造业累计同比增速自今年二季度以来首次回升、制造业利润总额累计同比降幅持续大幅收窄、9月制造业 PMI 重返扩张区间, 制造业相关宏观指标均释放出积极信号, 且拉动力均指向装备制造业和高技术制造业。近年来, 政策持续加强对科技创新企业、科研项目的支持力度, 装备制造业产业结构和技术水平得到大幅提升。后市方面, 绿色低碳、高质量发展目标牵引, 装备制造业、高技术制造业发展动能有望进一步壮大,

带动制造业企业向新型工业化强调的高端智能绿色转型，拉动制造业投资增速上行。

1.2.2 基建仍是“稳增长”重要抓手，四季度增速有望加快

今年以来，基建增速持续回落，主因去年同期基数较高；但依然保持高位，仍是稳增长重要抓手。1-8月基建投资同比增长6.4%，较1-7月增速小幅下降但整体增长稳健，得益于稳增长政策下基建投资持续发力、专项债补短板效果显著，8月新增专项债发行规模是7月的两倍多，发行提速明显，多地重大项目集中开工可期。

图20. 基建投资增速温和回落



资料来源: iFinD, 川财证券研究

2023年8月28日，国务院在今年的预算执行报告中提出，在9月结束前争取将新增专项债发行完毕，并在10月结束前争取将发行资金使用完毕。2023年已下达专项债额度剩余4000亿暂未发行，加上中小银行专项债额度，四季度预计有6200亿新增专项债待发行，可用于基础设施建设的资金总体充足。秋季是工程建设的黄金时期，预计施工进度将稳步推进，大量实体有望落地。在可用资金充足、项目储备丰富的背景下，四季度基建投资增速有望重回上升轨道。

1.2.3 房地产预计继续向存量开发转型

房地产市场高频数据表现较弱。销售端来看，2023年9月17日，100大中城市成交土地总价当周值为411.6亿元，成交土地占地面积为1765.1万平方米，成交土地总价和成交土地占地面积低位波动；30大中城市商品房成交面积和套数也处在历史低位，销售端的低迷表现反过来对房地产开发活动产生一定压制作用。

针对地产销情疲软的现状，市场普遍期待政策出台能够产生实质效果。7月底住建部提



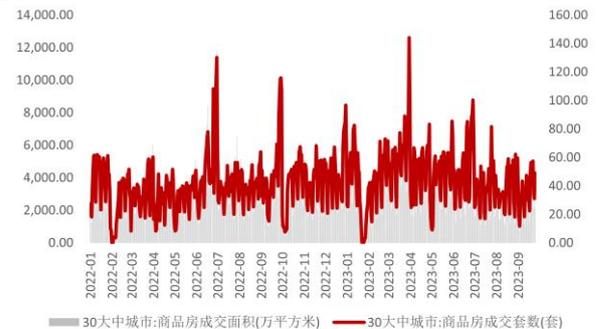
出了进一步宽松措施的呼吁，包括支持刚改住房需求、进一步落实降低购买首套住房首付比例和贷款利率、减免改善性住房换购税费、认房不认贷等政策措施。央行和外汇局召开的下半年工作会议上，央行提出，将根据城市不同情况实施差异化的住房信贷政策，继续引导个人住房贷款利率和首付比例的下调。8月25日，住建部、央行、金融监管总局联合印发《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，落实首套房“认房不用认贷”的政策措施；8月31日，中国人民银行、金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。9月14日，央行发布降准公告，有助于降低房企融资成本、减轻居民按揭短款压力。随着稳房市增量政策的接续发力，市场主体信心有望得到提振，房地产市场有望逐渐企稳，房地产开发投资降幅有望于四季度逐渐收窄。

图21. 100大中城市成交土地面积及总价



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图22. 30大中城市商品房成交面积及套数



资料来源：iFinD，川财证券研究所

展望四季度，房地产开发逻辑将继续向存量开发转型。我国已提前实现2025年的常住人口城镇化率目标，叠加人口老龄化导致整体购房需求下降，增量房地产市场已进入下行周期。房地产传统业务增长空间有限的大背景下，房地产链向存量市场转型升级或将成为地产修复的新动能，城中村改造、产业升级、养老社区建设或将成为驱动力。城镇化方面，我国城镇化率已达65%，与发达国家相去不远，因此以城中村改造为代表的城市更新将成为下一阶段的主题。产业方面，国家对产业升级的扶持力度加大，产业园区或将带动大量配套服务需求，为产业地产的发展提供充足空间。人口老龄化方面，我国已接近深度老龄化的国际标准，但养老服务的供给尚处低位，较大的供需缺口有望刺激养老地产的发展。

1.3 出口：机电产品出口有望被发达经济体和新兴经济体联合拉动

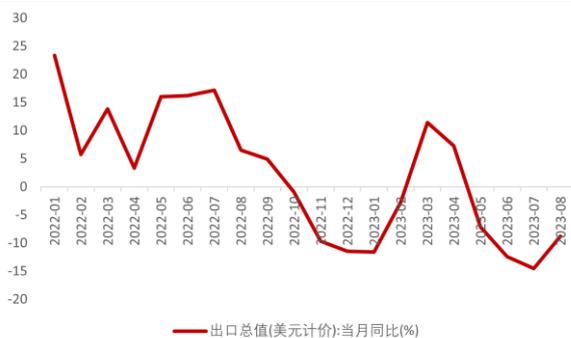
我国出口当月同比增速降幅收窄，累计同比增速尚在筑底过程中。前8个月，我国出口总值累计2.22万亿美元，较去年同期同比下降5.60%，较1-7月回落0.6个百分点；8月单月，我国出口总值为2848.70亿美元，同比增速为-8.80%，负增幅度较7月收窄5.7个百分点。我国出口在外需下滑的大背景下，面临下行压力、处于筑底阶段，但



“一带一路”国家对我国出口的支撑、出口“新三样”动能的发展壮大，使我国外贸保持韧性。

今年一季度我国出口表现超预期，1月、2月出口同比增速降幅持续收窄，3月出口同比达到11.40%，4月出口同比较前值有所回落，但依然保持较高正增，带动前4个月累计同比转正，这主要受益于积压订单在我国实现全面复产复工后的集中释放。积压订单集中释放带来的红利，在5月基本进入尾声，至此我国经济由疫后反弹期进入内生动能培育期，由于海外的高利率环境，叠加美国等发达经济体尚处需求收缩、库存去化阶段，我国出口负增幅度开始扩大。6月12日，海关总署推出优化营商环境16条，提出系列惠企政策，随着稳外贸政策的逐渐显效，8月份我国出口同比增速降幅收窄。

图23. 我国出口当月同比增速降幅收窄



资料来源: iFind, 川财证券研究所

图24. 我国出口累计同比增速尚在筑底



资料来源: iFind, 川财证券研究所

出口国别方面，东盟是我国第一大贸易伙伴，但对我国出口的拉动作用有所下滑。东盟自今年2月以来成为我国最主要出口目的地，以826.76亿美元的出口累计值赶超欧盟，自此形成了第一大贸易伙伴东盟、第二大贸易伙伴欧盟、第三大贸易伙伴美国的出口格局。3月份，我国对东盟的出口累计同比增速达到年内高点18.6%，之后回落，7月份转负，8月份降幅扩大。我国前8个月对东盟出口3449.42亿美元，规模占出口总值的15.5%，累计同比下降3.6%，较前值回落1.6个百分点；对欧盟、美国、日本分别出口3408.87亿、3264.91亿、1041.22亿美元，合计占出口总值的34.7%，累计同比分别为-10.5%、-17.4%、-8.6%。欧美地区的高利率环境对外需的抑制作用凸显，东盟等新兴市场国家对我国出口的拉动幅度有限，难以对冲发达国家出口的下滑。

图25. 我国对东盟美国欧盟的出口累计值



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

图26. 我国对东盟美国欧盟出口累计同比



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

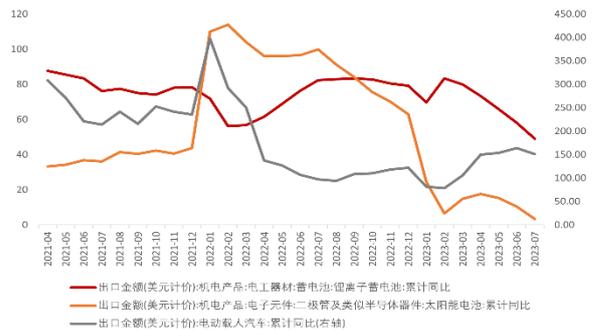
从产品类别来看,“新三样”是主要增长点。截至今年7月,我国电动载人汽车、锂电池、太阳能电池累计出口增速分别达到150.9%、49.0%、3.4%，“新三样”取代服装、家电、家具“老三样”,成为出口新增长点,在外需整体收缩的大背景下,为我国出口提供了有力支撑。“新三样”具有较高的技术壁垒和附加值,且符合绿色转型的趋势,是我国推进制造业向高端化智能化绿色化转型升级的成果体现。从趋势上看,今年以来,锂离子蓄电池、太阳能电池出口累计同比增速呈下降趋势,而电动载人汽车出口同比增速则始终维持高位,受益于产业政策和出口扶持政策的协同发力,商务部表示,未来拟陆续出台新能源汽车贸易合作等专项政策,电动载人汽车的出口有望在政策支持下维持高速增长。

图27. “新三样”出口累计值



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

图28. “新三样”出口累计同比增速



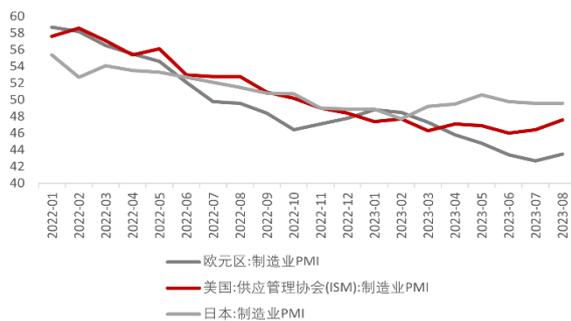
资料来源: iFinD, 川财证券研究所

从前瞻性指标看主要出口目的国对我国出口的拉动潜力,欧美拉动作用有望增强。景气度是宏观经济的前瞻性指标,制造业PMI的走势可以为预测该国对我国出口订单的拉动情况提供参考。欧美日等发达国家PMI均在荣枯线以下,但均出现筑底回升的信号:美国制造业PMI于6月筑底,其后连续两月有所回暖,8月回升至47.60;欧盟制造业PMI自今年2月以来持续回落,8月有所回暖,小幅回升至43.50;日本制造业



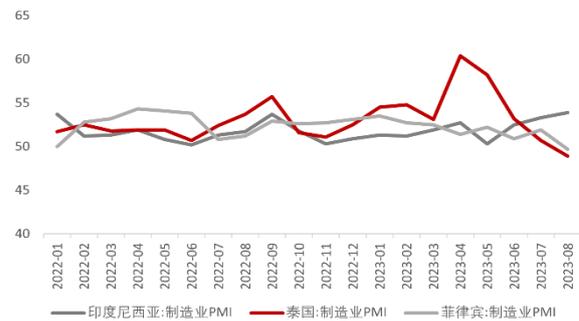
PMI 今年 2-4 月持续上升，5 月升至扩张区间、达到年内高点 50.60，随后小幅回落，7、8 月维持在 49.60。印尼、泰国、菲律宾等东盟代表性国家制造业 PMI 分化：泰国制造业 PMI 自 4 月达到年内高点 60.40 后持续下降，8 月已回落至荣枯线以下；菲律宾制造业 PMI 今年波动回落，8 月回落至收缩区间；印度尼西亚制造业 PMI 呈向好态势，今年始终处于景气区间，且自 5 月起持续回升，8 月升至 53.90。

图29. 欧美日制造业 PMI 温和回升



资料来源: iFind, 川财证券研究所

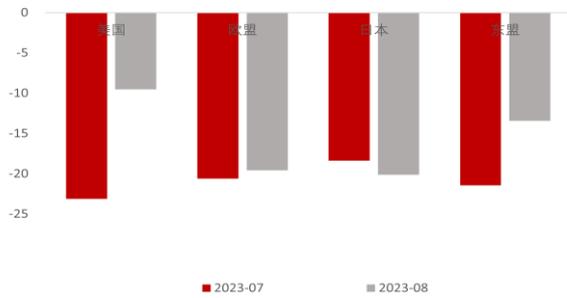
图30. 印泰菲制造业 PMI 分化



资料来源: iFind, 川财证券研究所

今年 7 到 8 月，我国对主要出口目的地的出口同比增速变化，与相应国家 PMI 制造业走势基本相符，即对美国、欧盟和东盟的出口增速降幅收窄，对日本的出口增速降幅扩大。

后市方面，欧洲、美国、菲律宾制造业 PMI 回暖，使机电产品出口有望被发达经济体和新兴经济体联合拉动。机电相关产品作为我国出口的重要拉动项，1-8 月累计占比出口总值的 58.0%。过去，我国机电相关产品的出口表现受海外发达经济体制造业景气度的影响较大。截至 2022 年，我国机电产品出口当月同比与美国制造业 PMI 走势高度正相关；2022 年底至 2023 年 3 月，我国机电产品出口当月同比与美国制造业 PMI 走势出现背离，在美国 PMI 持续走弱的情况下，我国机电产品出口同比强势反弹，这是由于同期东盟代表性国家的制造业景气度较好、始终位于荣枯线以上，我国对东盟出口份额的扩大，对我国出口形成支撑。今年第二季度，东盟代表性国家制造业 PMI 整体走弱，美国制造业 PMI 也在下行区间，受此拖累我国机电产品出口同比大幅下降至负增区间。今年 7 到 8 月，我国机电产品出口同比降幅收窄，与美国制造业 PMI 回暖趋势相同。展望四季度，随欧美制造业 PMI 回暖，我国出口重要拉动项——机电产品出口增速，有望逐渐转正，使得全年出口累计同比实现正增。

图31. 出口总额(美元计价):当月同比(%)


资料来源：iFind, 川财证券研究所

图32. 美国 PMI 与我国机电产品出口同比


资料来源：iFind, 川财证券研究所

二、政策、物价与汇率

面对纷繁复杂的外部环境和我国经济动能培育壮大过程中的挑战，我国坚持稳增长主线不动摇，宏观政策持续发力显效，助力经济基本面企稳。。

2.1 四季度准财政工具或将发力

支出端来看，8月财政支出同比在经历5-7月连续负增后，同比转正至1.6%，较7月提高14个百分点，与去年同期基数较低、回应7月政治局会议加大逆周期调节力度的政策定调有关。1-8月财政支出同比增长3.8%，整体增长平稳，边际增速加快，显现出积极的财政政策注重加力提效、而非盲目扩大支出的政策取向。支出结构来看，1-8月社保和就业支出占一般公共预算支出的16.0%，同比增速为8.1%，是各支出科目中占比最高、增速最快的一项，稳预期、扩内需的根本在于稳就业、提高居民可支配收入，因此保持社保就业支出的高预算、高增速有一定必要性。

收入端来看，低基数叠加经济基本面有所回暖，支撑1-7月和1-8月一般公共预算收入同比增速都不低于10%。1-8月我国一般公共预算收入累计同比增长10%，增值税、消费税、企业所得税、个人所得税分别累计同比增长70.7%、-9%、-7.6%、-0.1%。从结构上看，增值税增势较高，得益于去年增值税集中退税导致的低基数效应；消费税、个人所得税同比增速为负，但负增幅度较前值小幅收窄，指向经济基本面修复尚未筑牢，居民预期在政策接续发力的背景下有回暖迹象，但消费能力和意愿的进一步提高，需等待就业、收入端的改善；企业所得税增速为负，且负增幅度较前值小幅扩大，反映企业盈利依然面临压力，但8月当月规上工业企业利润同比增速自下半年以来首次转正，释放了工业企业盈利修复的信号，四季度企业所得税增速上行可期。

后市方面，准财政工具或将发力，弥补土地出让金不足的资金缺口。今年1-8月国有土地使用权出让收入同比下降19.6%，叠加房地产市场高频数据、房地产投资同比增速依然偏弱，预计四季度土地出让收入依然承压。为保障基建投资保持较高增速，专项债已在加速发行以弥补土地出让金下降带来的资金缺口。但鉴于专项债对项目的收益

要求较高，且要求专款专用，与土地出让收入使用的灵活性存在差异，因此预计四季度准财政政策，尤其是政策性金融工具，有望落地，与加速专项债发行一起，对冲土地出让收入下滑的影响。

2.2 PPI 有望转正，CPI 温和上涨

PPI 方面，今年二季度以来，PPI 当月同比走势与石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业高度相关。随国际原油价格的上涨，自 2023 年 6 月起，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业当月同比降幅持续收窄，叠加部分工业品需求改善，8 月石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、煤炭开采和洗选业的当月同比价格降幅分别收窄 10.9、8.7、4.0、3.8、2.9 个百分点，合计影响 PPI 同比下降约 1.98 个百分点，占总降幅超过六成。8 月份，生产资料价格下降 3.7%，降幅收窄 1.8 个百分点；生活资料价格下降 0.2%，降幅收窄 0.2 个百分点，生产、生活资料价格降幅自今年 6 月以来均持续改善。展望后市，PPI 同比降幅有望持续收窄，并在年末转正。随着国际原油价格上涨和国内重点行业工业品需求复苏，生产资料价格有望企稳回升；生活资料价格预计将随居民收入预期的提高、消费信心的恢复，呈现回暖趋势。

图33. PPI 同比受国际原油价格上涨支撑



资料来源: iFind, 川财证券研究所

图34. 生产、生活资料降幅均有所收窄



资料来源: iFind, 川财证券研究所

CPI 方面，今年 4 月以来，我国 CPI 走势受猪肉价格影响较大。今年 5、6、7 月猪肉价格同比降幅持续扩大，带动 CPI 同比增速下降，并于 7 月转负，达到年内低点。8 月受益于猪肉降幅收窄、非食品价格上涨，CPI 同比由降转升，由 7 月下降 0.3%，转为上涨 0.1%。8 月份，食品方面，猪肉价格降幅较上月收窄 8.1 个百分点，可能与部分地区极端天气影响调运、散户惜售、中央储备猪肉收储，从而使得生猪供应收紧有关。非食品方面，服务价格涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，受益于被暑期出行提振的机票、旅游、宾馆住宿价格。在中央政治局会议对扩内需的提倡下，体育休闲、文化旅游等服务消费，有望得到进一步提振，带动非食品价格进一步上涨。中央政治局会议释放出后续政策对经济的支持力度将进一步加大的信号后，8、9 月宏观政策组合拳接续发力，为市场回暖创造了良好的条件，中秋、国庆假期文旅消费数据表现亮眼，双节期

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



间旅游收入同比去年增长 129.5%，同比 2019 年上涨 1.5%。展望后市，以猪肉价格降幅收窄为保障，以文旅产业链为代表的居民非食品消费复苏为支撑，CPI 有望随市场需求的扩大、供求关系的改善，在四季度实现温和回升。

图35. CPI 同比增速转正，受益于猪肉价格降幅收窄



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

2.3 人民币汇率有望企稳回升

今年 3 月起，人民币面临贬值压力，一方面是由于国内货币政策稳健宽松，市场流动性充裕，而美联储多次大规模加息，与我国货币政策形成周期错位，对包括人民币在内的全球货币造成较大冲击；另一方面，国内经济基本面尚未筑牢，出口数据走弱，人民币贬值或对我国出口在一定程度上产生利好。

今年 8 月起，受益于美国相对坚挺的经济数据、与非美国家分化的货币政策，美元指数显著走强、美元升值，而欧元、日元、英镑等非美货币普遍贬值。人民币虽对美元贬值，但贬值幅度小于美元指数走强幅度，且人民币对欧元、英镑、日元均有所升值，说明 7 月底中央政治局会议后，宏观政策组合拳在持续发力显效，助力国内经济基本面企稳，为人民币汇率保持稳定提供有力支撑。

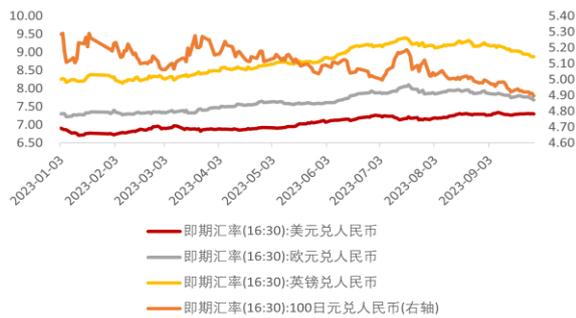
从效果角度看，人民币企稳回升利大于弊。理论上讲人民币贬值将促进出口，但根据历史数据，人民币升值时出口增速较高，贬值时出口增速较低；此外，人民币过度贬值可能影响海内外投资者对我国经济的信心，因此从效果需求看，四季度人民币汇率企稳回升概率较大。从政策角度看，央行在 8 月 17 日公布的《2023 年第二季度中国货币政策报告》、9 月底召开的央行货币政策委员会三季度例会中均表示，要保持人民币汇率合理稳定，防范人民币汇率超调风险。

后市方面，四季度人民币汇率有望企稳回升。国内层面，在 8、9 月国内经济基本面恢复向好的支撑下，人民币汇率具备企稳回升的基础，叠加人民币汇率企稳回升利大于



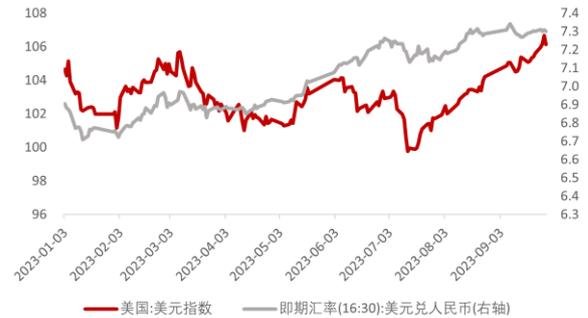
弊、央行等相关机构提出保持汇率合理稳定的政策导向，四季度人民币汇率有望企稳回升。国际层面，国际原油价格高企可能推升美国通胀，从而使得美联储四季度以加息方式抑制通胀，加剧人民币对美元贬值压力；8、9月份人民币对美元汇率走弱，但对一篮子货币汇率走强，预计四季度人民币对一篮子货币汇率将延续升值趋势，人民币对美元汇率将随更多稳增长政策的落地、显效而逐渐企稳。

图36. 美元欧元英镑日元兑人民币汇率



资料来源：iFind，川财证券研究所

图37. 美元指数走势



资料来源：iFind，川财证券研究所

三、总结：消费有望成为四季度经济增长的主要引擎

第四季度，消费对于经济增长的促进作用或将进一步提升。第一，消费对 GDP 增长的贡献在不断提高。今年 1-6 月，最终消费支出对 GDP 累计同比的贡献率为 77.2%，较一季度的 66.6% 上升 10.6 个百分点，说明消费对经济的拉动作用在显著提高。第二，消费相关指标呈现回暖的良好态势。宏观指标来看，社零当月同比增速在 7 月筑底后回暖，8 月当月社零同比增速加快，较前值提高 2.1 个百分点；高频数据来看，中秋国庆双节假期旅游消费表现亮眼，双节期间的旅游出行人数和国内旅行收入均小幅超越疫前水平。第三，消费具备增速加快的外部条件和内生动力。外部条件方面，系列扩内需、促消费政策为市场恢复创造了良好的条件，对提振居民消费信心、稳定市场主体预期产生重要作用；内生动力方面，上半年我国居民收入当季同比加速改善，且消费支出与人均可支配收入的增速差有所扩大，反映居民的支出意愿在随收入的改善而回暖，叠加我国居民城镇失业率稳中有降，“就业-收入-消费”良性循环在重启过程中。

以餐饮、文旅为代表的服务消费景气度较高，数字化、高端化将成为消费升级的主要方向。从宏观指标来看，社零消费中餐饮增速始终维持高位；从高频数据来看，8 天双节假期期间，国内旅游出游人数、旅游收入同比去年分别增长 71.3%、129.5%，旅游对消费的拉动作用在不断增强。从政策角度看，我国不断推出对文化旅游的支持政策，7 月底中央政治局会议提及推动文化旅游等服务消费，9 月底国务院办公厅发布《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》，为旅游业高质量发展、促进居民文旅消费潜力的释放提供良好条件。从发展趋势看，数字化、高端化将成为消费升



级的主要方向。服务消费与数字化融合，即把人工智能、大数据、5G 等新兴数字技术渗入服务消费领域，促进服务业线上线下融合，拓展服务场景，提高服务体验，升级服务消费业态。

高技术制造业、装备制造业增势良好，制造业投资增速有所加快。回顾前三季度，制造业投资增速温和回落，由 1-2 月的 8.1%，温和回落至 7 月的 5.7%，之后受政策托举，于 8 月开始增速加快，在去年同期基数较高的情况下增速加快，表明工业生产在政策组合拳接续发力的背景下，呈现回暖态势。制造业利润总额累计同比降幅持续大幅收窄、1-8 月制造业累计同比增速自今年二季度以来首次回升、9 月制造业 PMI 重返扩张区间，制造业相关宏观指标均释放出积极信号，且拉动力均指向装备制造业和高技术制造业。近年来，政策持续加强对科技创新企业、科研项目的支持力度，装备制造业产业结构和技术水平得到大幅提升。展望四季度，绿色低碳、高质量发展目标牵引，装备制造业、高技术制造业发展动能有望进一步壮大，带动制造业企业向新型工业化强调的高端智能绿色转型，拉动制造业投资增速上行。

基建投资仍是稳增长重要抓手，专项债加速发行有望助力四季度基建提速。2023 年 8 月 28 日，国务院在今年的预算执行报告中提出，在 9 月结束前争取将新增专项债发行完毕，并在 10 月结束前争取将发行资金使用完毕。2023 年已下达专项债额度剩余 4000 亿暂未发行，加上中小银行专项债额度，四季度预计有 6200 亿新增专项债待发行，可用于基础设施建设的资金总体充足。秋季是工程建设的黄金时期，预计施工进度将稳步推进，大量实体有望落地。在可用资金充足、项目储备丰富的背景下，四季度基建投资增速有望重回上升轨道。

风险提示

货币政策变化

增量政策出台不及预期

国际地缘政治冲突加剧

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

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为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明