

# 经济稳健上行，宽松概率下降

## 3 季度经济数据点评

完成全年增长目标压力不大，货币和财政政策进一步宽松的概率有所下降。

- 全年完成经济增长目标压力不大。3 季度经济景气明显好于 2 季度，全年完成经济增长目标的压力不大。考虑基数效应，9 月社零稳健增长。固定资产投资中，除房地产以外，制造业、基建等主要投资类别增速也稳中有升。
- 如我们在 8 月经济数据点评中提到，近期居民杠杆率，特别是居民中长期贷款杠杆率较为稳定，后续居民中长期贷款需求预计将随着名义 GDP 增长而平稳修复。
- 年内货币、财政政策进一步宽松的概率均有所下降。如我们在本月金融数据点评中提到，截至今年 8 月，近 12 个月的广义财政赤字约 7.2 万亿元。4 季度财政赤字仍有一定空间，且由于完成经济增长目标压力不大，今年扩大财政赤字的迫切性有限。为了置换存量债务而发行的地方政府专项债券，对债市可投资标的的净增加作用有限，对于债市而言，不应视为财政的进一步宽松。
- 另外，今年我国已分别进行两次降准和两次降息，年内再次进行降准、降息的必要性也不高。
- 在货币政策和财政政策无需进一步宽松的前提下，银行净息差可能重新成为影响利率的重要因素。按照上市银行今年中报披露，商业银行存款成本率仍处于上行趋势中。去年的商业银行存款降息并未明显影响这一趋势。这可能是由于居民存款的定期化趋势加强。
- 在银行净息差收窄、而稳增长压力减小的条件下，在商业银行再次协调存款降息以前，债市基准利率或承受一定的上行压力。当然，政策面由于年内目标压力减轻而骤紧的可能性不大，利率持续上行的风险不高。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级等。

### 相关研究报告

《实体经济需求限制利率高度》20221127  
 《“网上网下”看消费修复前景》20221211  
 《房贷利率弹性增加》20230108  
 《2023 年债市流动性展望》20230119  
 《美债与美国自然利率》20230402  
 《美国就业市场降温、核心通胀可能放缓》20230409  
 《通胀温和或有利于银行修复息差——3 月通胀数据点评》20230411  
 《产出修复理想，内需尚有空间——1 季度经济数据点评》20230419  
 《美联储和市场的预期差》20230423  
 《债务上限之争重来》20230430  
 《加息已到尾声，危机尚未蔓延》20230504  
 《“可控收缩”是基准情景》20230507  
 《信贷扩张可能迎来拐点》20230514  
 《加息尾声的美元反弹》20230521  
 《美债准备迎接流动性冲击》20230528  
 《加息尾声与金融市场》20230602  
 《国内降息预期转强》20230611  
 《降息之后看社融》20230618  
 《地产政策引发热议》20230625  
 《汇率或处于超调状态》20230702  
 《美国经济“虚火”难降》20230709  
 《利率拐点与货币增速剪刀差》20230716  
 《经济韧性与通胀回落并不矛盾》20230729  
 《利率回归中性态势》20230730  
 《央行论述降准、降息问题》20230806  
 《关注货币活性下降》20230813  
 《再看 M1 与利率拐点的关系》20230818  
 《美债遭遇财政货币双重冲击》20230820  
 《能源价格带动 CPI 回升》20230910  
 《财政视角下的美债利率》20230924  
 《预算之争与美债利率》20231007  
 《总量相对强劲、财政仍有空间》20231014

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354  
 chengzhe.xiao@bocichina.com  
 证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang\_bj@bocichina.com  
 证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

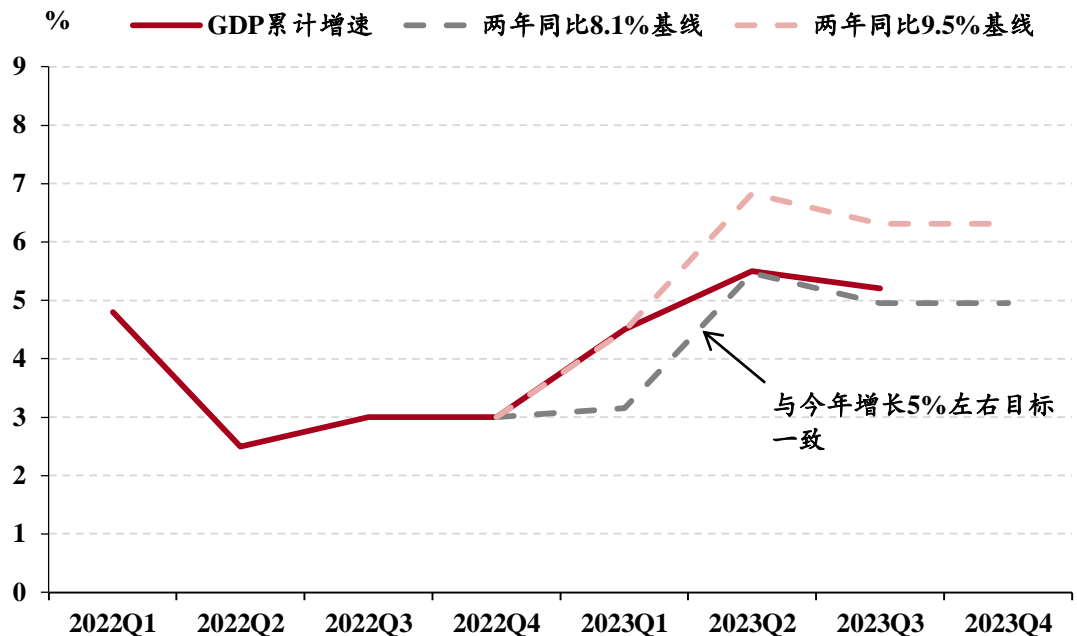
## 事件：

国家统计局 10 月 18 日发布 2023 年三季度经济数据。经初步核算，前三季度国内生产总值 913027 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。分产业看，第一产业增加值 56374 亿元，同比增长 4.0%；第二产业增加值 353659 亿元，增长 4.4%；第三产业增加值 502993 亿元，增长 6.0%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长 4.5%，二季度增长 6.3%，三季度增长 4.9%。1-9 月，全国固定资产投资（不含农户）375035 亿元，同比增长 3.1%（按可比口径计算）。其中制造业投资增长 6.2%。9 月，社会消费品零售总额 39826 亿元，同比增长 5.5%。1-9 月，社会消费品零售总额 342107 亿元，同比增长 6.8%。9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.5%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。

## 点评：

**全年完成经济增长目标压力不大。**如我们在 9 月金融数据点评《总量相对强劲、财政仍有空间》(20231014)中提到的，考虑去年基数效应，今年 3、4 季度 GDP 分别仅需要同比增长 4.1%和 5.1%，即可确保完成今年的经济增长目标。而实际的 3 季度 GDP 同比增速达到 4.9%，经济景气明显好于 2 季度。考虑到去年 4 季度 GDP 的低基数，全年完成经济增长目标的压力不大。据国家统计局测算，4 季度 GDP 同比增长约 4.4%即可确保完成经济增长目标。

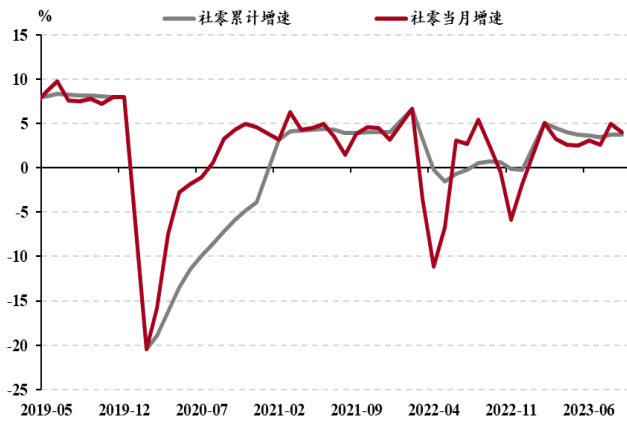
图表 1. 年内完成 GDP 增长目标压力不大



资料来源：Wind，中银证券

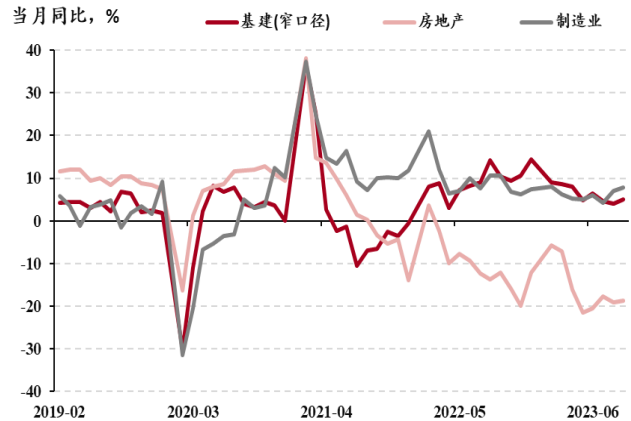
**考虑基数效应，9 月社零稳健增长。**9 月当月，社零同比增长 5.5%，较 2021 年同期增长约 8.1%，两年复合平均增速约 4.0%。**固定资产投资中，除房地产以外，制造业、基建等主要投资类别增速也稳中有升。**9 月，隐含的制造业固定资产投资当月同比增速约 7.9%，狭义基础设施（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）投资当月同比增速约 5.0%，均较前月增速进一步提高。

图表 2. 社零增速稳健修复



资料来源: Wind, 中银证券。注: 为剔除基数大幅变动影响, 2021 年和 2023 年的增速分别使用 2020-2021 和 2022-2023 的两年复合平均增速。

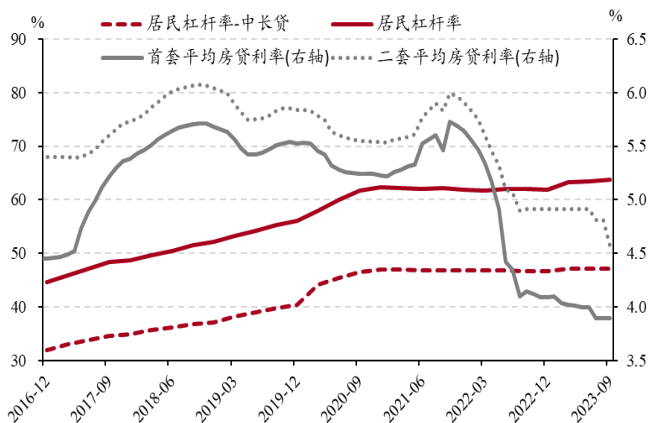
图表 3. 基建、制造业投资稳定增长



资料来源: Wind, 中银证券

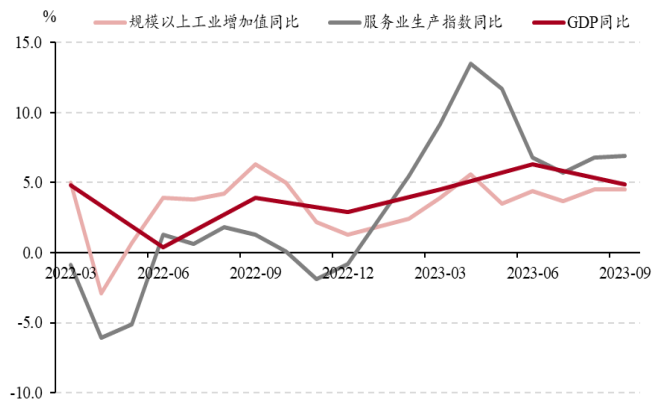
房地产投资当月同比下降约 18.7%，降幅较前月略有收窄。9 月全国商品房销售面积约 10857 万平米, 较 8 月有明显的环比改善。如我们在 8 月经济数据点评《经济温和改善、地产曲折修复》(20230915) 中提到, 近期居民杠杆率, 特别是居民中长期贷款杠杆率较为稳定 (3 季度居民中长期贷款杠杆率约 47.2%, 与 2 季度基本持平), 后续居民中长期贷款需求预计将随着名义 GDP 增长而平稳修复。

图表 4. 平均房贷利率与居民杠杆率



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. GDP 与生产端指标



资料来源: Wind, 中银证券

综合来看, 3 季度经济数据印证了 7、8 月工业增加值、服务业生产指数等生产端数据的改善趋势, 供需两端均体现出景气稳健上行的态势。

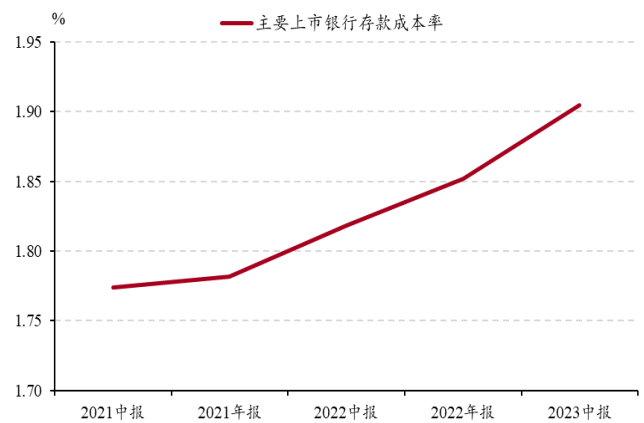
年内货币、财政政策进一步宽松的概率均有所下降。如我们在本月金融数据点评《总量相对强劲、财政仍有空间》(20231014)中提到, 截至今年 8 月, 近 12 个月的广义财政赤字约 7.2 万亿元, 4 季度财政赤字仍有一定空间, 由于完成经济增长目标压力不大, 今年扩大财政赤字的迫切性有限。由于完成经济增长目标的压力不大, 今年扩大财政赤字空间的迫切性有限。为了置换存量债务而发行的地方政府专项债券, 对债市可投资标的的净增加作用有限。对于债市而言, 实际上不应视为财政的进一步宽松。另外, 今年我国已分别进行了两次降准和两次 MLF 降息, 年内再次进行降准、降息的必要性也不高。

图表 6. 广义财政赤字(12个月滚动加总)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 主要上市银行存款成本率上行



资料来源: iFind, 各银行年报、季报, 中银证券。样本上市银行包括工商银行、农业银行、建设银行、中国银行、邮储银行、交通银行、招商银行、中信银行、浦发银行、兴业银行、民生银行、光大银行、平安银行、华夏银行、北京银行、江苏银行、浙商银行、上海银行、宁波银行、南京银行。

在货币政策和财政政策无需进一步宽松的前提下, 银行净息差可能重新成为影响利率的重要因素。我们选取 20 家上市银行作为观察样本, 这 20 家上市银行 2022 年的平均存款余额均超过 1 万亿元, 总的平均存款余额超过全部上市银行的 95%, 对于商业银行具有较强的代表性。根据样本银行数据, 从 2021 年到今年上半年, 商业银行存款成本率仍处于上行趋势中。去年的商业银行存款降息也并未明显影响这一趋势。这可能是因为居民存款的定期化趋势加强。

在银行净息差收窄、而稳增长压力减小的条件下, 在商业银行再次协调存款降息前, 债市基准利率或承受一定的上行压力。当然, 政策面由于年内目标压力减小而骤紧的可能性不大, 利率持续上行的风险不高。

**风险提示:** 国内外实体经济出现超预期变化; 国内政策超预期收紧; 国际地缘政治紧张局势升级等。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371