



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《调增赤字以外，财政政策还有哪些选项？》 - 2023.10.17

宏观研究

消费贡献提升，政策重在落实

● 核心观点

三季度经济数据公布，经济持续恢复向好高质量发展稳步推进。具体来看，体现出以下三个特征：第一，支出端消费贡献提升。第二，生产端平稳扩张。第三，国企生产加速扩张，民营企业经营改善。四季度居民收入有望跟随经济恢复继续提升，进而支撑居民消费，同时房地产市场局部改善有望在更大区域扩展，另外，因去年受外部冲击影响 GDP 增长 2.9%，基数相对较低。经济改善有望持续。而通胀水平的抬升亦有望助推经济名义增速的提高，进而改善企业盈利。鉴于经济在三季度实现超预期增长，我们认为此阶段逆周期政策进一步加码的必要性相对降低，后续重点在已出政策持续落实。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

图表目录

图表 1: GDP 实际同比	3
图表 2: 三大需求对 GDP 拉动	3
图表 3: 消费持续恢复	4
图表 4: 商品零售&餐饮收入	4
图表 5: 各消费品类零售增速	4
图表 6: 固定资产投资及分项	5
图表 7: 商品房销售面积及销售额	5
图表 8: 三大产业增加值同比	6
图表 9: 工业及服务业生产	6
图表 10: 中小企业景气指数	7
图表 11: 分注册类型工业企业增加值	7

三季度经济数据公布，经济持续恢复向好高质量发展稳步推进。具体来看，体现出以下三个特征：

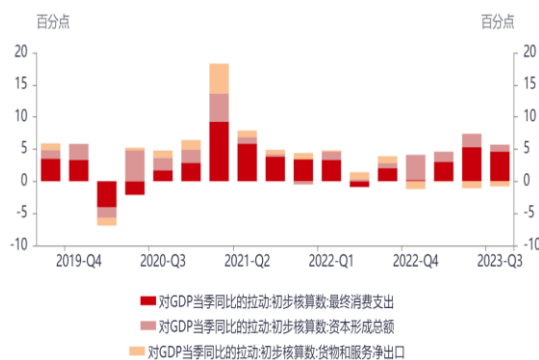
第一，支出端消费贡献提升。三季度 GDP 实际同比增长 4.9%，较二季度放缓 1.4 个百分点。由于去年三季度 GDP 较二季度明显反弹，导致基数抬升，看两年平均增速，三季度增长 4.4%，较二季度的增速 3.3% 明显提高。从支出法看，由于消费持续回升，出口下行，投资增速回落，三季度最终消费支出对经济增长贡献率提升，达到 94.8%，拉动 GDP 增长 4.6 个百分点；资本形成总额对经济增长的贡献率是 22.3%，拉动 GDP 增长 1.1 个百分点；货物和服务净出口对经济增长的贡献率是 -17.1%，向下拉动 GDP 0.8 个百分点。具体看消费内部，分化仍然存在。

图表1：GDP 实际同比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：三大需求对 GDP 拉动



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

消费内部延续“两头热中间冷”。9月社会消费品零售总额同比增长 5.5%，前值 3.2%，连续两个月加速。汽车、剔除汽车零售额同比分别为 2.8%、5.9%，前值分别为 1.1%、5.1%。商品、餐饮收入同比分别为 4.6%、13.8%，前值分别为 3.7%、12.4%。零售额增速普遍提高。服务消费亦持续恢复，前三季度居民人均服务性消费支出同比增长 14.2%，占居民人均消费支出的比重是 46.1%，比去年同期明显提升 2 个百分点。

图表3：消费持续恢复



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

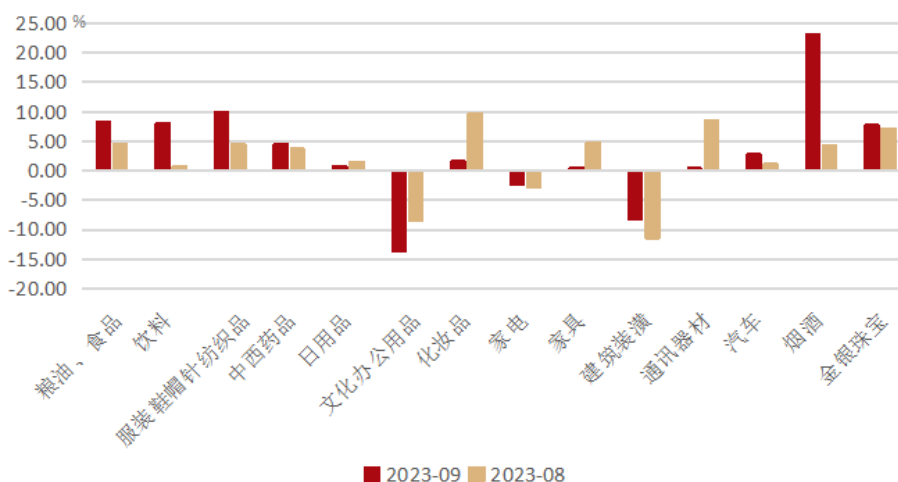
图表4：商品零售&餐饮收入



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

分品类看商品消费，“两头热中间冷”的特征仍然明显。9月份食品、饮料、服装纺织品等必需品，以及烟酒、金银珠宝、汽车等零售增速提高。消费的改善一方面来源于居民就业伴随经济恢复获得改善。9月全国城镇调查失业率为5.0%，较8月下降0.2个百分点，就业市场改善有助于稳定居民工资收入。前三季度，居民人均可支配收入同比增长6.3%，其中工资性收入增长6.8%，较二季度保持平稳。另一方面，9月份存量房贷利率调整落地，绝大多数借款人均已第一时间享受到了实惠。9月25日到10月1日实施首周，有98.5%符合条件的存量首套房贷利率完成下调，合计4973万笔、21.7万亿元。而房地产市场改善尚局限于局部，存量房贷利率调整带来的增量资金可能助推了部分可选品的消费增长。

图表5：各消费品类零售增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

房地产积极反馈，制造业投资持续加速。1-9月固定资产投资额累计同比3.1%，较前8个月3.2%增速略放缓。基建、房地产、制造业投资累计同比分别为9%、-9.1%、6.2%，前值分别为9%、-8.8%、5.9%，基建投资平稳，房地产降幅扩大，制造业投资继续提速。前三季度高技术产业投资同比增长11.4%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长11.3%、11.8%。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20.7%、17.0%；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38.8%、29.6%。高技术投资保持了较高增速。

房地产市场现积极反馈，9月商品房销售面积、销售额同比分别为-19.8%、-19.2%，前值分别为-24%、-23.7%，均较8月份明显改善。9月各地政策加码，市场出现积极反馈。据克而瑞统计，一线因供应放量+新政刺激，9月成交面积环比增长16%，二三线持平上月，部分城市迎来复苏行情，诸如天津、武汉、南京来访、认购稳步回升。同时，9月份70个大中城市商品住宅交易量的数据，新房和二手房合计数据在9月份当月转正，环比增长2.8%，从4月份以来，在连续5个月下降后首次转正。金九房企推盘积极性稳步恢复，叠加核心城市陆续出台“认房不认贷”、降低首付、限购松绑等新政，整体成交小幅回升。同时，微观项目层面出现来访、认购回升等复苏迹象，因网签滞后等因素，后续成交数据将有所体现。9月房地产积极响应有望持续。

图表6：固定资产投资及分项



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表7：商品房销售面积及销售额



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

第二，生产端平稳扩张。从生产法看，三季度一产、二产、三产增加值同比分别增长 4.20%、4.60%、5.20%，前值分别为 3.70%、5.20%、7.40%。受基数抬升影响，二产、三产增速均回落。剔除基数影响，三季度一、二、三产增加值两年平均增速分别为 3.8%、4.9%、4.2%，对比二季度 4.1%、3.0%、3.4%，二产、三产实际均改善。具体看 9 月，工业增加值同比增长 4.5%，与 8 月持平。采矿业、制造业、公用事业增加值同比增速分别为 1.5%、5%、3.5%，前值 2.3%、5.4%、0.2%。前三季度全国工业产能利用率是 74.8%，比上半年提升 0.4 个百分点，而规模以上工业企业产销率是 96.8%，前三季度比上半年提升了 0.6 个百分点。而且 7、8、9 三个月工业企业产销率均超过 97%。工业产销格局改善。

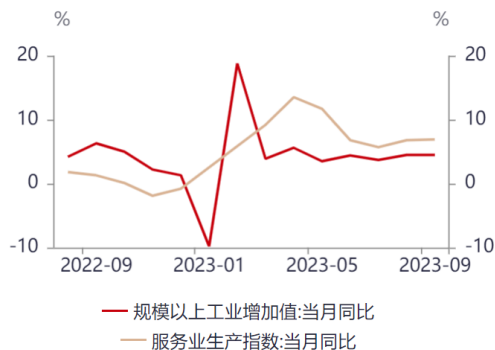
9 月份，服务业生产指数同比增长 6.9%，比上月加快 0.1 个百分点，增速连续 2 个月回升。其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，交通运输、仓储和邮政业生产指数分别增长 17.7%、11.3%、9.3%。整体来看，二三产生产保持平稳恢复。

图表8：三大产业增加值同比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表9：工业及服务生产



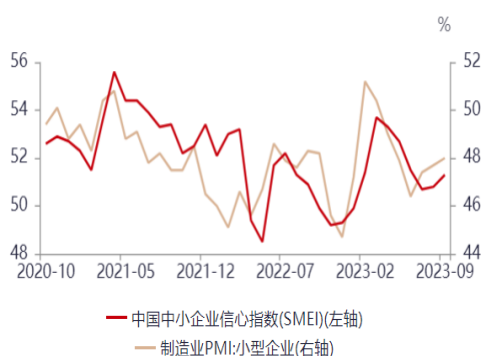
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

第三，国企生产加速扩张，民营企业经营改善。9 月份规模以上工业企业中，国有控股企业增加值同比增长 5.9%，股份制企业增长 5.6%，外商及港澳台商投资企业增长 0.4%，私营企业增长 3.3%；对比 8 月分别增长 5.2%、5.7%、0.8%、3.4%，国企生产显著加速，其他类型企业生产基本平稳。与 9 月份大企业 PMI 跳升至 51.6%一致。8 月以来 PPI 环比持续正增长，工业品价格下行压力的缓解对中上游原材料企业生产形成了支撑。

另外，在7月《关于促进民营经济发展壮大的意见》发布后，配套举措逐步落地，民营企业生产经营改善。9月份民营企业景气持续上行，小企业PMI升至48%。同时，9月份中国中小企业信心指数（SMEI）亦反弹至51.3%，反映企业信心逐步改善。另外，国家统计局副局长盛来运表示，国家统计局面向5.9万户小微企业开展了一项调查，调查显示，企业生产订单情况、经营情况总体改善，景气指数环比提升了1.5个百分点。前三季度民营企业进出口同比增长6.1%，在全部进出口总额同比略有下降的情况下，民营企业进出口保持了增长，占全部进出口总额的53.1%，比去年继续提升。

需求的改善，拉动民间投资改善。前三季度民间固定资产投资同比下降0.6%，虽然还是负增长，但降幅比1-8月收窄了0.1个百分点。在民间投资中，房地产投资占比超过1/3，如果扣除房地产投资，民间投资增长9.1%，环比回升了0.1个百分点。

图表10：中小企业景气指数



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表11：分注册类型工业企业增加值



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

综上，三季度经济实现了持续恢复向好，基数抬升导致同比读数回落。三季度GDP名义同比增长3.5%，较二季度4.8%增速亦放缓。但是三季度GDP平减指数同比-0.84%，较二季度-1.44%降幅明显收窄。7月以来PPI同比降幅持续收敛，同时8月后CPI回正，带动GDP平减指数改观。四季度居民收入有望跟随经济恢复继续提升，进而支撑居民消费，同时房地产市场局部改善有望在更大区域扩展，另外，因去年受外部冲击影响GDP增长2.9%，基数相对较低。经济改善有望持续。而通胀水平的抬升亦有望助推经济名义增速的提高，进而改善企业盈

利。鉴于经济在三季度实现超预期增长，我们认为此阶段逆周期政策进一步加码的必要性相对降低，后续重点在已出政策持续落实。

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048