

稳增长需要先稳政策预期

- 今年3季度国内经济数据明显好于2季度。但恰恰因为3季度经济数据不错，全年5%经济增长目标实现的把握较大，所以市场对后续稳增长政策的预期明显减弱，市场情绪因而转冷。稳增长政策的预期之所以如此重要，是因为今年3季度经济数据的改善几乎完全来自政策的托底作用，政策之外的经济内生增长动能仍然偏弱。
- GDP增长目标如果设得过低，各方信心就不容易稳住，经济内生的消费和投资意愿就会随之偏低，从而加大经济增长的下行压力，并让经济增长更加依赖宏观稳增长政策。当前如果因为全年5%的GDP增长目标似乎可以达成，就降低宏观稳增长政策的力度，好不容易形成的经济向好趋势很可能戛然而止。
- 当前，宏观政策应当主要在以下三方面发力，以延续经济改善的趋势：第一，政策应该在地产行业的供给侧做文章，打破地产行业的恶性循环。第二，中央财政应加大对地方政府的融资支持力度，以保持基建投资的强度。第三，宏观政策要在推进增长方面有更明确的导向，以GDP为衡量经济发展质量的核心指标来落实高质量发展。为了稳定各方预期，2024年GDP增长目标应该更加进取，争取高于今年目标。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

2023年10月18日，国家统计局发布了2023年3季度的实体经济数据。经济数据虽然相比2季度改善，市场情绪却在数据发布之后明显转弱。数据发布后的三天时间里，上证综指累计下跌3.3%，并在11月20日收盘于2983点。这是上证综指自2022年11月4日以来，在差不多一年时间里首次跌破3000点。（图表1）

图表 1. 上证综指在 2023 年 10 月 18 日 3 季度经济数据发布后明显走低，并于 10 月 20 日跌破 3000 点



资料来源：万得，中银证券

客观地说，今年3季度国内经济数据明显好于2季度。3季度我国GDP同比增长4.9%，增速虽然低于今年2季度6.3%，但这主要是基数效应的结果。今年3季度的两年平均增速为4.4%，明显高于2季度3.3%的两年平均增速水平。除了GDP增速之外，包括工业增加值、出口金额、社会消费品零售总额及固定资产投资金额的在内的诸多经济指标，季节调整之后的绝对水平在今年8月和9月都有所回升，扭转了2季度下滑的态势。（图表2）

图表 2. 诸多经济指标的季调绝对水平在今年 8 月 9 月有所回升



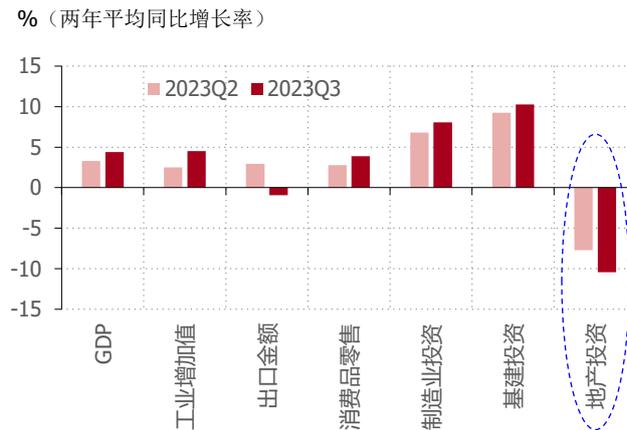
资料来源：万得，中银证券

但恰恰因为 3 季度经济数据不错，全年 5% 经济增长目标实现的把握较大，所以市场对后续稳增长政策的预期明显减弱，市场情绪因而转弱。在 10 月 18 日数据发布之后统计局举行的记者招待会上，盛来运副局长说：“四季度只要增长 4.4% 以上，就可以保障完成全年 5% 左右的预期目标。从这个角度来讲，我们对完成全年预期目标是非常有信心的。”【1】而 2022 年 4 季度因疫情冲击，GDP 同比只有 2.9%，是去年 4 个季度中的又一个低基数。这样算下来，今年 4 季度所需的 4.4% 同比增速底线，对应的两年平均增速只有 3.6%，明显低于今年 3 季度已实现的 4.4% 两年平均增速。换句话说，如果政策只是追求守住全年 GDP 增长 5% 的底线目标，4 季度经济状况就算比 3 季度差一些也没关系。因此，市场预期今年 4 季度稳增长政策可能不会像 3 季度这样积极，市场情绪因而转冷。

稳增长政策的预期之所以如此重要，是因为今年 3 季度经济数据的改善几乎完全来自稳增长政策的托底作用，政策之外的经济内生增长动能仍然偏弱。

在发表于 2023 年 9 月 18 日的《增长短期触底，地产困局未解》一文中，笔者曾论述：“一方面，受稳增长政策带动，经济环比增速在 8 月触底；但另一方面，政策尚未化解经济当前的主要矛盾——地产开发商的信用风险——因为也未能消除经济内生性的下滑压力。”【2】今年 9 月宏观数据的格局与 8 月类似：一方面是高增的地方政府专项债发行推动基建投资稳健增长，体现出稳增长政策对经济的托底作用，另一方面则是地产投资继续显著下滑，反映经济内生增长动能的疲弱。在这种局面下，当市场猜测稳增长政策会因为全年增长目标可以达成而不再积极发力时，经济前景预期就随之走弱。（图表 3）

图表 3. 疲弱的地产投资是当前我国经济的主要矛盾



资料来源：万得，中银证券

经济数据向好，经济预期却转弱，凸显了偏低 GDP 增长目标可能带来的问题。GDP 增长目标的重要意义在于协调和稳定各方预期。GDP 增长目标如果设得过低，各方信心就不容易稳住，经济内生的消费和投资意愿就随之偏低，从而加大经济增长的下行压力，并让经济增长更加依赖宏观稳增长政策。这样反而加重了稳增长政策的压力。

今年 8 月和 9 月，国内经济情况虽然因为政策的发力而有所好转，但经济向好的势头还很不稳固。当前如果因为今年全年 5% 的 GDP 增长目标似乎可以达成，就降低稳增长政策的力度，好不容易形成的经济向好趋势很可能戛然而止。因此，宏观政策应当主要在以下三方面发力，以延续经济改善的趋势。

第一，政策应该在地产行业的供给侧做文章，打破地产行业的恶性循环。地产行业是当前中国经济的主要矛盾，而地产开发商的信用风险则是当前地产行业的主要矛盾。地产开发商的信用风险与银行“惜贷”及老百姓“惜购”的情绪正在相互加强，形成恶性循环。当前陆续推出的“认房不认贷”等需求面刺激政策，并未直接触及开发商信用风险这一行业主要矛盾，因而难以打破行业内的恶性循环。近期仍然疲弱的高频地产销售数据也证明了这一点。因此，政策应当加大对开发商的融资支持力度，压低开发商的信用风险，如此方能让地产行业跳出恶性循环。这方面，成立国有房地产纾困基金来入股房企是一个选项（具体可参见笔者2023年8月6日的访谈《房地产的真正“大招”在供给侧，可以分三步走》【3】）。（图表4）

图表 4. 近期 30 城市地产销售面积仍然处在最近 4 年同期的最低水平



资料来源：万得，中银证券

第二、中央财政应加大对地方政府的融资支持力度，以保持基建投资的强度。当前，地方债风险化解政策已取得明显进展，部分地区之前曾高企的城投债信用利差已明显收窄。而在专项债的支撑下，基建投资增速也持续处于较高水平，有力支撑了经济增长。接下来，首先要加大国债口径的地方债融资规模，给地方融资开更大的“正门”，然后才能将地方政府非正规融资的“后门”逐步关小。有了地产行业因融资紧缩而深陷恶性循环的前车之鉴，对任何试图强行压缩地方政府融资的政策企图都需要慎之又慎，以免重蹈“三条红线”的覆辙。（图表5）

图表 5. 地方债风险化解已取得明显进展，部分地区前期高企的城投债信用利差已显著收缩



资料来源：同花顺，中银证券

第三，最重要的一点，宏观政策要在推进增长方面有更明确的导向，以 GDP 做为衡量经济发展质量的核心指标来落实高质量发展。在 2022 年 2 月 21 日发表的《GDP 也是个经济质量指标》一文中，笔者曾论述：“GDP 并不是各项最终产品的简单加总，而是各种产品用价格折算之后的加总量。各种产品之间的相对价格决定于不同产品的供求关系，反映了人对不同产品的偏好和评价。中国 GDP 代表了全中国人民对中国总产出的价值评价。偏离了 GDP 这个全面客观而又可比的指标，对高质量增长的追求很容易浮在空中、流于形式。”【4】可以说，高质量发展需要高速 GDP 增长。今年偏低的 GDP 增速目标带来的弊端已经显现。为了稳定各方预期，2024 年 GDP 增长目标应该更加进取，争取高于今年目标。决策者最好能早一点向社会吹风较为进取的经济增长目标，从而稳定各方对宏观政策的预期和信心，阻断悲观预期自我实现的过程。（完）

【1】国家统计局，2023 年 10 月 18 日，《国家统计局副局长就 2023 年前三季度国民经济运行情况答记者问》，http://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202310/t20231018_1943691.html。

【2】徐高，2023 年 9 月 18 日，《增长短期触底，地产困局未解》，http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/10338。

【3】徐高，2023 年 8 月 6 日，《房地产的真正“大招”在供给侧，可以分三步走》，http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/10267。

【4】徐高，2022 年 2 月 21 日，《GDP 也是个经济质量指标》，http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/8827。

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