



## ● 主要结论

三季度我国国民经济有所企稳，GDP 增速高于预期，完成全年预期目标压力不大。当前消费和出口均有趋势性恢复，在特别国债的支撑下，四季度基建投资或将再度发力，进而促进固投水平的恢复。结合当前特殊再融资债券的发行，为了进一步提升商业银行够债能力，货币政策或将进一步与财政政策相协同，因此，降准以及降息均可期待。

**货币政策方面。**近两周，中国人民银行（简称“人行”）在保持货币政策的价格不变的情况下，对于货币政策数量的操作较为积极。根据人行的公告，增大净投放量是为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、月末流动性平稳等原因。后期，叠加近期化解地方政府“隐性债务”风险的工作，为进一步促进商业银行购债能力，人行或将采取降准操作，降息同样可期待。

**财政政策方面。**今年四季度，中央财政将增发1万亿元特别国债，通过转移支付由地方政府安排使用，其中5000亿元今年使用，5000亿元结转明年使用。在化解地方政府债务风险的同时，通过中央财政进行增量债务发行，再通过转移支付由地方使用，既符合地方政府化债要求，又实现了财政发力的效果。

**汇率政策方面。**在我国经济基本面逐渐企稳恢复的背景下，叠加美联储11月或将继续维持利率不变，因此美元兑人民币将继续维持基本稳定。当然，在人行降准和降息均可期待的背景下，短期内人民币汇率或将略有波动。

**房地产政策方面。**根据金融系统关于四季度的六大工作安排，关于房地产企业工作，表示要“加大保交楼金融支持力度，一视同仁支持房地产企业合理融资需求，保持房地产融资平稳。”当前，房地产相关利好政策主要集中在需求侧，房地产市场供给侧政策暂未发力。

分析师：夏豪杰  
从业资格号：F0275768  
投资咨询号：Z0003021  
电话：0755-23510053  
邮箱：15051@guosen.com.cn

分析师助理：张俊峰  
从业资格号：F03115138  
电话：021-55007766-6636  
邮箱：15721 @guosen.com.cn

### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



## 一、10月重要会议和政策

表：10月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
10月1日	北京时间10月1日，美国当地时间9月30日，美国参众两院在2023财政年度最后几小时，通过了财政拨款临时措施，将美国联邦政府拨款延长至11月17日，随后美国总统拜登签署了该临时措施，避免了美国政府的停摆。当地时间10月3日，美国国会众议院经投票罢免了议长麦卡锡，从而麦卡锡成为美国历史上首位被罢免的众议院议长。
10月6日	美国9月非农就业人口增加33.6万人，增幅为今年最大值，预期17.0万人。美国9月失业率3.8%，预期3.7%，8月为3.8%。
10月6日	经文化和旅游部数据中心测算，中秋节、国庆节假期8天，国内旅游出游人数8.26亿人次，按可比口径同比增长71.3%，按可比口径较2019年增长4.1%；实现国内旅游收入7534.3亿元，按可比口径同比增长129.5%，按可比口径较2019年增长1.5%。另据商务部商务大数据监测，假期前七天，全国重点监测零售和餐饮企业销售额同比增长9.0%。
10月11日	根据中证报报道，以10月11日四大行收盘价估算，中央汇金公司增持工商银行、农业银行、中国银行、建设银行的金额分别约为1.30亿元、1.36亿元、0.94亿元、1.17亿元，合计约4.77亿元。汇金公司上一次集体增持四大行可以回溯到2015年。另据四大行公告显示，汇金公司在未来6个月内将继续增持。
10月12日	国家卫生健康委发布《2022年我国卫生健康事业发展统计公报》。根据《公报》，2022年出生人口956万人。二孩占比为38.9%，三孩及以上占比为15.0%，出生人口性别比为111.1。
10月12日	美国9月CPI同比3.7%，8月同比3.7%；美国9月核心CPI同比4.1%，8月同比为4.3%。
10月14日	根据中国证监会官方网站消息，《证监会调整优化融券相关制度 更好发挥逆周期调节作用》发布，表示“在保持制度相对稳定的前提下，阶段性收紧融券和战略投资者配售股份出借”。
10月16日	10月MLF利率保持不变。至10月20日，10月1年期和5年期以上LPR保持不变。
10月18日	根据环球银行金融电信协会（SWIFT）的数据，9月人民币在全球支付货币中占比为3.71%，为历史最高值。占比前4的货币分别为，美元46.58%、欧元23.60%、英镑7.32%以及日元4.20%。
10月21日	十四届全国人大常委会第六次会议听取了国务院关于金融工作情况的报告。受国务院委托，中国人民银行行长潘功胜向全国人大常委会报告2022年第四季度以来金融工作情况。
10月23日	10年期美债收益率录得5.024%，是2007年7月以来的最高值。
10月24日	十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议。中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元，作为特别国债管理。今年全国财政赤字将由3.88万亿元增加到4.88万亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右。
10月24日	根据中国财政部网站消息，中美经济工作组以视频方式举行第一次会议。此次会议由两国财政部副部长级官员主持。
10月24日	根据中国外交部网站消息，应美国国务卿布林肯邀请，中共中央政治局委员、外交部长王毅于10月26日至28日访问美国。
10月25日	根据中国人民银行网站消息，中美金融工作组以视频方式举行第一次会议。此次会议由中国人民银行和美国财政部副部长级官员共同主持，国家金融监管总局、中国证监会以及美联储、美国证券交易委员会等相关金融监管部门参会。

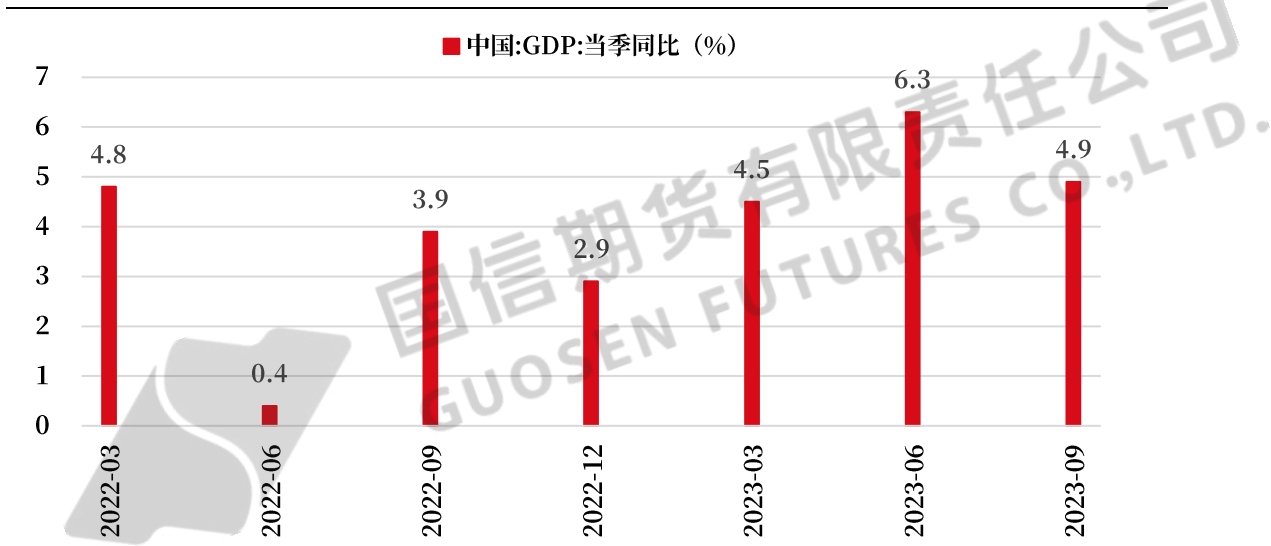
数据来源：中国政府网等、国信期货



## 二、经济基本面

**三季度 GDP 超预期，全年目标无压力。**前三季度我国国内生产总值（GDP）为 91.30 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。从季度来看，一季度同比增长 4.5%，二季度增长 6.3%，三季度增长 4.9%；三季度增速略高于预期（wind）的 4.5%。从环比看，三季度 GDP 增长 1.3%，比二季度加快 0.8 个百分点。从三大需求对经济增长的贡献率来看，前三季度，最终消费支出对经济增长贡献率是 83.2%，拉动 GDP 增长 4.4 个百分点；资本形成总额对经济增长贡献率是 29.8%，拉动 GDP 增长 1.6 个百分点；货物和服务进出口对经济增长贡献率是-13.0%，向下拉动 GDP 为 0.7 个百分点。三季度，“三驾马车”的贡献有所变化，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 为 0.8 个百分点。从全年预期目标来看，根据国家统计局初步测算，如果要完成全年 5.0% 的预期目标，四季度同比增速需为 4.4% 以上。考虑到去年四季度 GDP 同比增速为 2.9%，基数相对较低，因此完成今年全年 GDP 预期目标无忧。

图 1：GDP

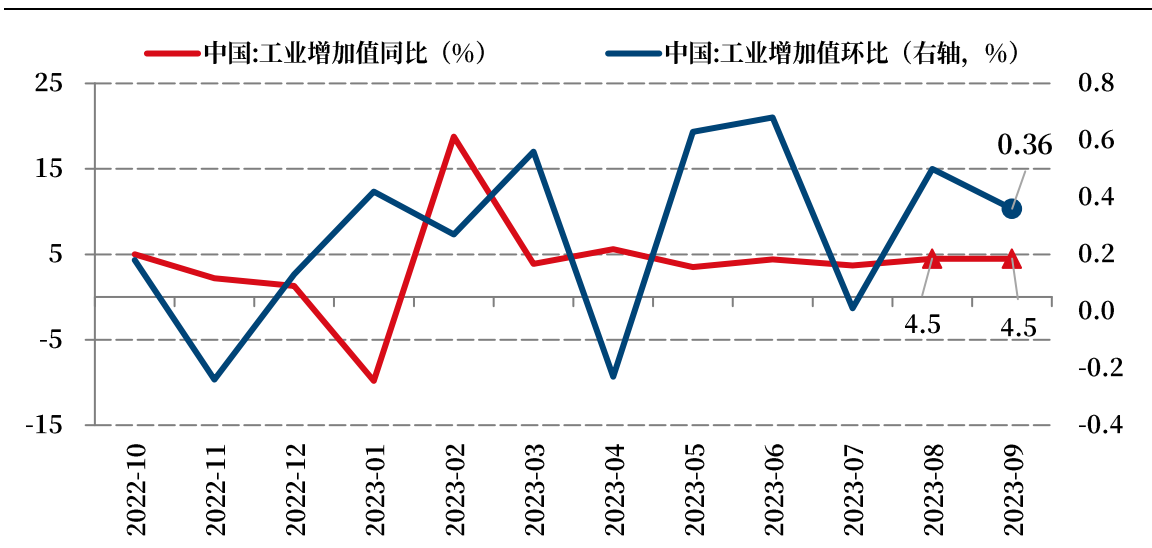


数据来源：wind 国信期货

**工业增加值持续恢复，国有企业相对较好。**前三季度，全国规模以上工业（简称“规上工业”）增加值同比增长 4.0%，比上半年加快 0.2 个百分点。分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长 4.6%；股份制企业增长 4.8%，外商及港澳台商投资企业增长 0.5%；私营企业增长 2.3%。9 月，规上工业增加值同比增长 4.5%，增速与 8 月持平，比 7 月加快 0.8 个百分点；9 月环比增长 0.36%。分经济类型看，9 月份，国有控股企业增加值同比增长 5.9%，涨幅较 8 月扩大 0.7 个百分点；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%，涨幅较 8 月均略有收窄。分行业看，9 月，41 个大类行业中有 26 个行业增加值保持同比增长。其中增幅较大的行业有，化学原料和化学制品制造业增长 13.4%，电气机械和器材制造业增长 11.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 9.9%，汽车制造业增长 9.0%，有色金属冶炼和压延加工业增长 8.4%。此外，医药制造业下跌 7.7%。



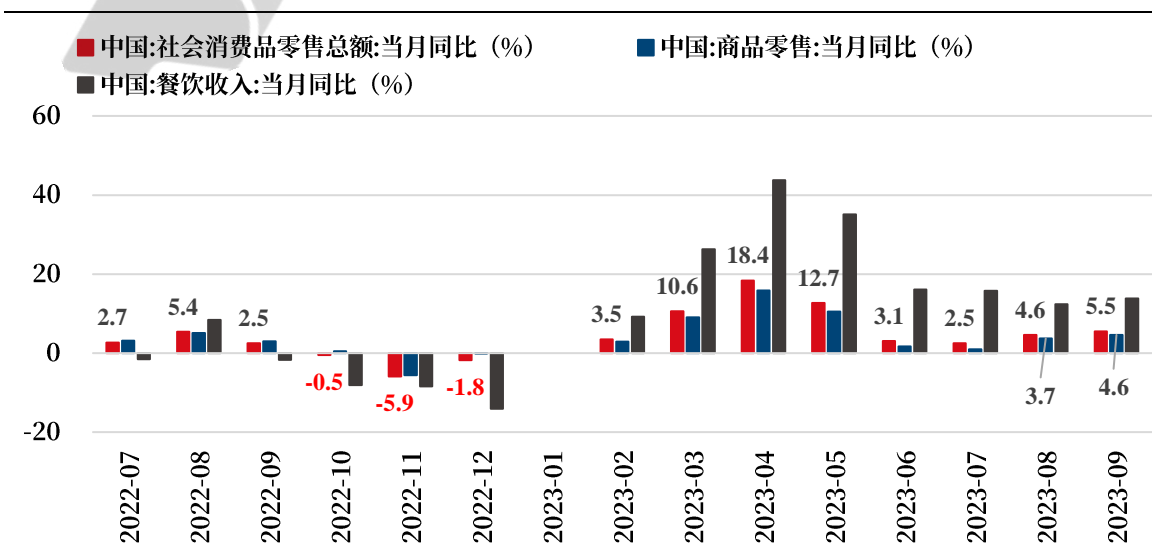
图2：工业增加值



数据来源：wind 国信期货

**消费筑底上行，商品零售逐步企稳。**1-9月，社会消费品零售（简称“社零”）总额 34.21 万亿元，同比增长 6.8%。按消费类型分，餐饮收入同比增长 18.7%，商品零售同比增长 5.5%。由于1-6月餐饮同比增速较快，因此1-9月餐饮收入的拉动效应仍然较为显著。从月度来看，9月，社零总额同比增长 5.5%，涨幅较8月扩大 0.9 个百分点，呈现出从7月开始的筑底回升态势。其中，餐饮收入同比增长 13.8%，涨幅较8月扩大 1.4 个百分点，结束连续4个月的涨幅收窄趋势；商品零售同比增长 4.6%，涨幅较8月扩大 0.9 个百分点，延续恢复趋势。从商品零售的具体商品类型情况来看，9月同比涨幅居前的有，烟酒类上涨 23.1%，体育、娱乐用品类上涨 10.7%，服装、鞋帽、针纺织品类上涨 9.9%，石油及制品类上涨 8.9%，粮油、食品类上涨 8.3%，饮料类上涨 8.0%，金银珠宝类上涨 7.7%。9月，同比跌幅较大的有，文化办公用品类下跌 13.6%，建筑及装潢材料类下跌 8.2%。

图3：社会消费品零售



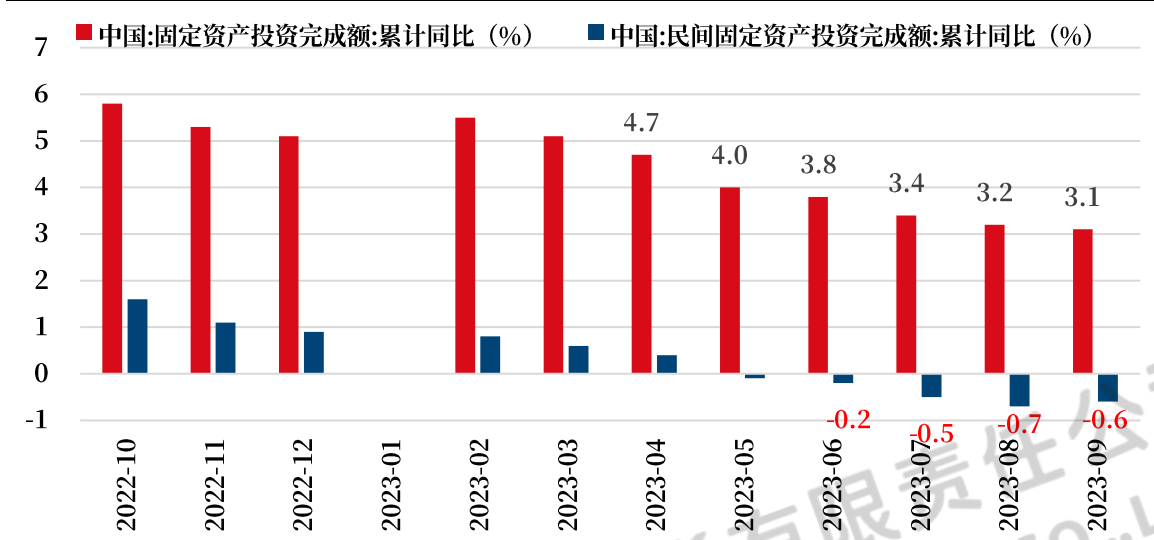
数据来源：wind 国信期货

**固投恢复仍有压力，民间投资水平不佳。**1-9月，全国固定资产投资（不含农户，简称“固投”）37.50 万亿元，同比增长 3.1%，涨幅较 1-8 月收窄 0.1 个百分点。其中，1-9 月，民间固定资产投资（简称“民



间投资”)19.34万亿元,同比下降0.6%,跌幅较1-8月收窄0.1个百分点。从环比看,9月固投增长0.15%。中央财政计划于四季度发行一万亿元特别国债,通过转移支付的方式由地方政府使用,主要用于灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程等八大方面。今年拟安排使用5000亿元,将进一步带动基础设施投资的恢复,或将缓解固投整体水平的下滑,进而促进国民经济进一步好转。

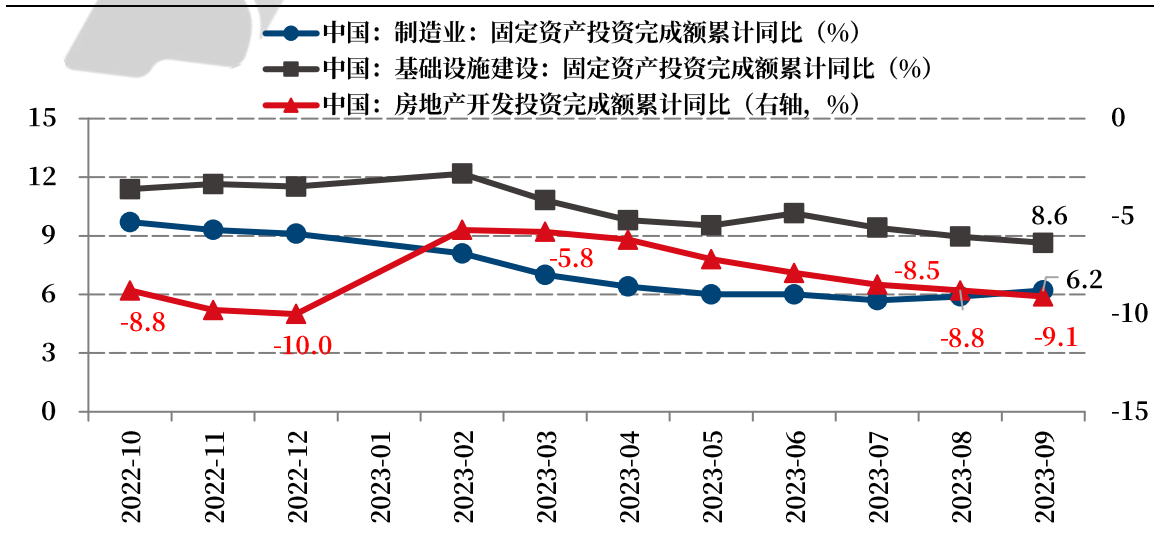
图4: 固定资产投资



数据来源: wind 国信期货

**房地产投资仍待恢复。**分行业看固投,1-9月,制造业投资增长6.2%,增速加快0.3个百分点;基础设施投资增长8.6%,涨幅缩小0.3个百分点;房地产投资下降9.1%,跌幅扩大0.3个百分点,仍是投资领域主要短板。

图5: 分行业固定资产投资



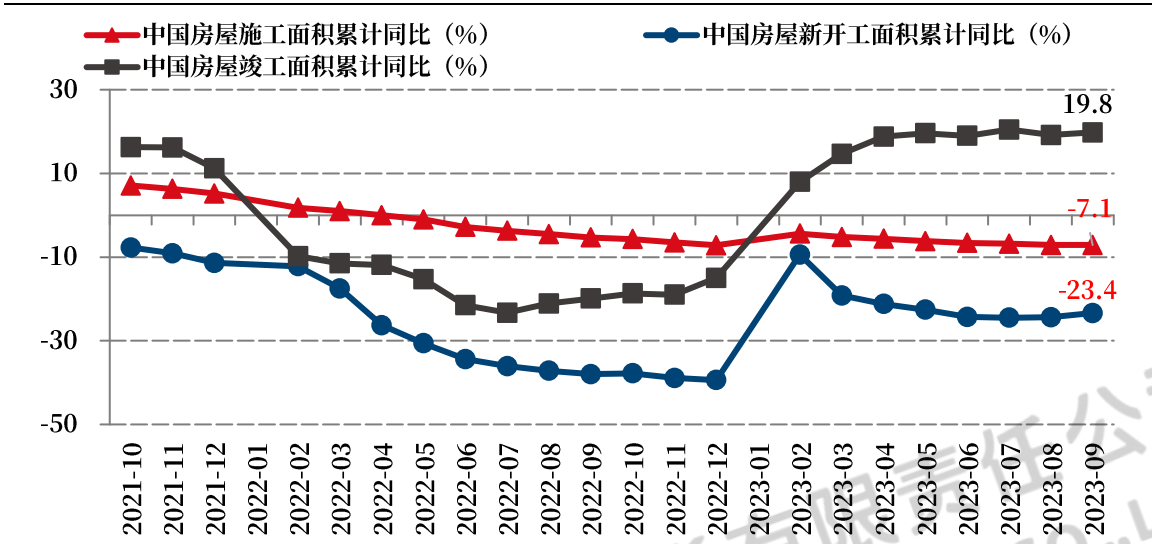
数据来源: wind 国信期货

**房地产供需继续分化。**1-9月,房地产开发企业房屋施工面积同比下降7.1%;房屋新开工面积同比下降23.4%;房屋竣工面积同比增长19.8%。房地产供给侧继续延续分化趋势,新开工面积水平仍然较低,竣



工面积保持高增长。目前，房地产相关利好政策主要集中在需求侧，叠加中秋、国庆双节的支撑，房地产销售“金九银十”有所发力，9月25日至10月1日当周，30个大中城市商品房成交面积录得304.54万平方米，重新回升至300万平方米的水平；同时，10月第二至第四周，每周成交面积逐步回升，至10月29日当周同样超过300万平方米。房地产市场供给侧政策暂未发力。近期，随着恒大集团董事长被依法采取强制措施，在加强保交楼工作的前提下，或将加快部分房企出清。

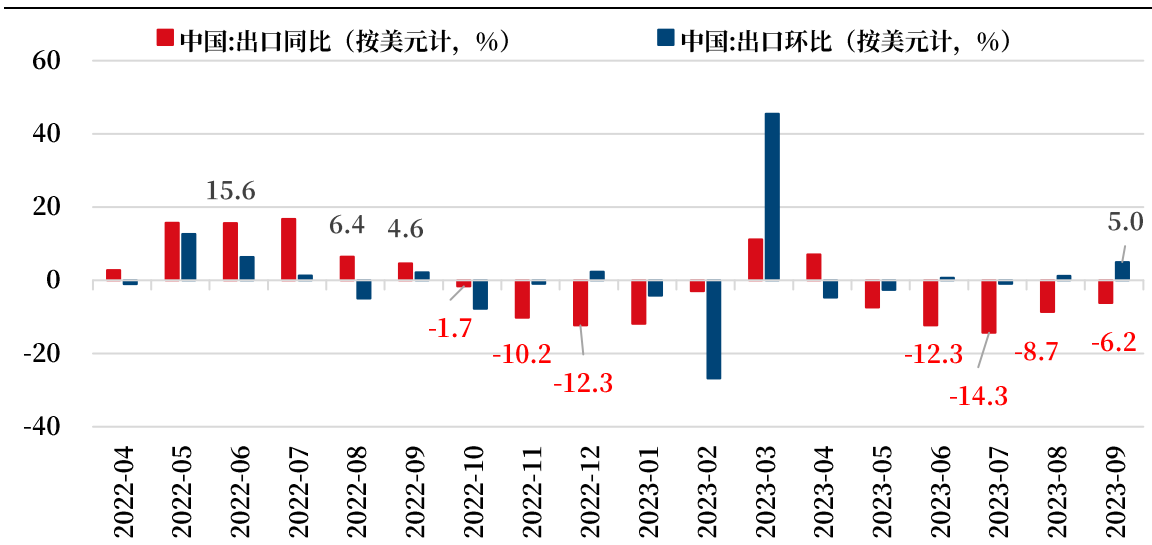
图6：房地产施工、新开工和竣工



数据来源：wind 国信期货

**出口趋势性好转，四季度有望继续回升。**前三季度，按美元计，进出口总值为4.41万亿美元，同比下降6.4%。其中，出口同比下降5.7%，进口同比下降7.5%。从总量来看，出口呈现趋势性恢复。按美元计，出口方面，一季度先抑后扬、二季度先扬后抑、三季度筑底回升。前三季度出口波动，主要受外部需求不佳的冲击以及去年基数效应的影响。尤其是，去年4月基数较低，5月至7月基数较高。随着8月之后，高基数不利影响减弱，三季度呈现回升态势。考虑到去年11月和12月出口基数相对较低，有助于今年四季度出口同比数值的继续回升。

图7：出口



数据来源：wind 国信期货



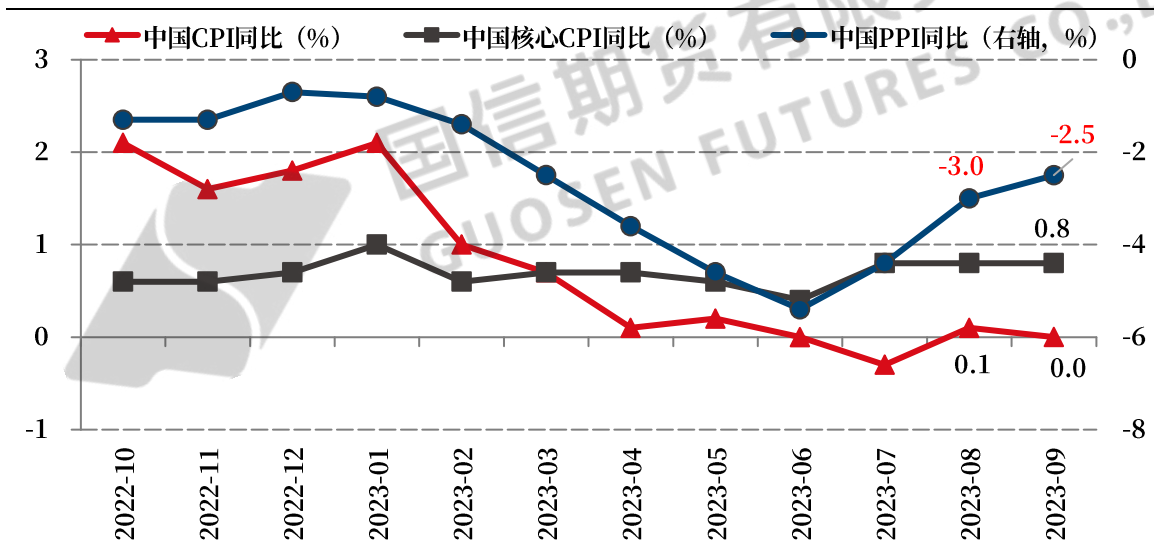
从汇率来看，目前人民币仍相对弱势，将进一步助力出口回升。在岸美元兑人民币在5月18日升破7.0之后，于9月18日最高录得7.3510，当前维持在7.30上下波动。应该说，人民币相对弱势对于出口恢复的作用已经显现。10月23日，10年期美债收益率于盘中录得5.024%，是2007年7月以来的最高值，美元名义利率仍然较高。随着我国经济基本面的恢复，人民币或将继续维持基本稳定，有助于出口的进一步恢复。

### 三、其他核心指标

#### (一) 物价水平

**总体物价有所改善。**前三季度，全国居民消费价格（CPI）同比上涨0.4%；全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降3.1%。具体来看9月物价水平，CPI同比持平为0.0%，环比上涨0.2%；9月，PPI同比下降2.5%，降幅较8月的下降3.0%收窄0.5个百分点，9月环比为上涨0.4%。综合来看，9月CPI同比持平，猪肉价格的影响加大；PPI延续趋势性改善，或将有助于企业利润进一步修复。后期，CPI走势方面，猪肉价格的影响仍需关注，2022年10月CPI中猪肉同比为上涨51.8%，考虑到当前猪肉价格水平相对不佳，或将拖累今年10月CPI的恢复。PPI走势方面，随着去年PPI高基数影响的消退，后期PPI同比跌幅有望进一步收窄。

图8：物价水平



数据来源：wind 国信期货

#### (二) 库存周期

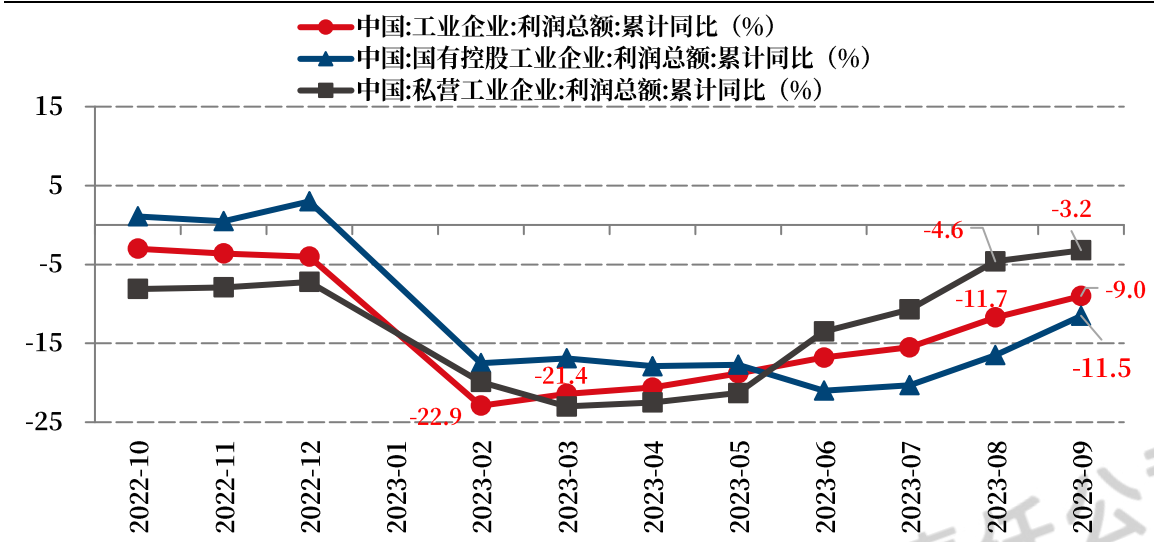
**企业利润持续改善，9月库存延续回升。**1-9月，全国规模以上工业企业（简称“规上工业企业”）实现利润总额5.41万亿元，同比下降9.0%，降幅比1-8月收窄2.7个百分点。9月，工业企业产成品存货（即库存），同比上涨3.1%，涨幅较8月的上涨2.4%扩大0.7个百分点，库存涨幅连续2个月扩大，反映企业或已开展补库操作。需要注意的是，由于库存为名义价格指标，涨幅扩大可能来自9月物价水平的趋势性好转；考虑到10月物价水平可能存在结构差异和小幅波动的情况，因此四季度库存回升节奏或将略有放缓。

分企业类型来看，国有企业大幅好转。1-9月，国有控股企业实现利润总额同比下降11.5%，降幅较1-8月收窄5.0个百分点，收窄幅度为年内最大。分行业来看，制造业利润跌幅进一步收窄。1-9月，制造



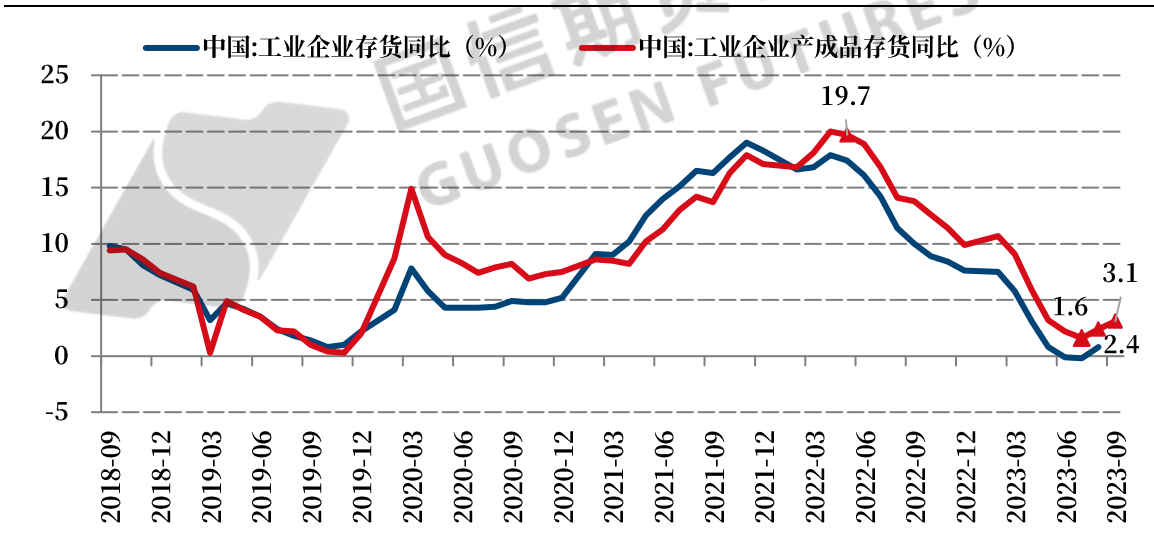
业实现利润总额同比下降 10.1%，较 1-8 月跌幅收窄 3.6 个百分点，跌幅较年初的下降 30.0% 已经大幅收窄。分工业大类来看，1-9 月，黑色金属冶炼和压延加工业利润总额同比下降 1.8%，降幅较 1-8 月的下降 57.1% 大幅收窄 55.3 个百分点，已经接近利润上涨水平。

图 9：工业企业利润



数据来源: wind 国信期货

图 10：工业企业存货和产成品存货



数据来源: wind 国信期货

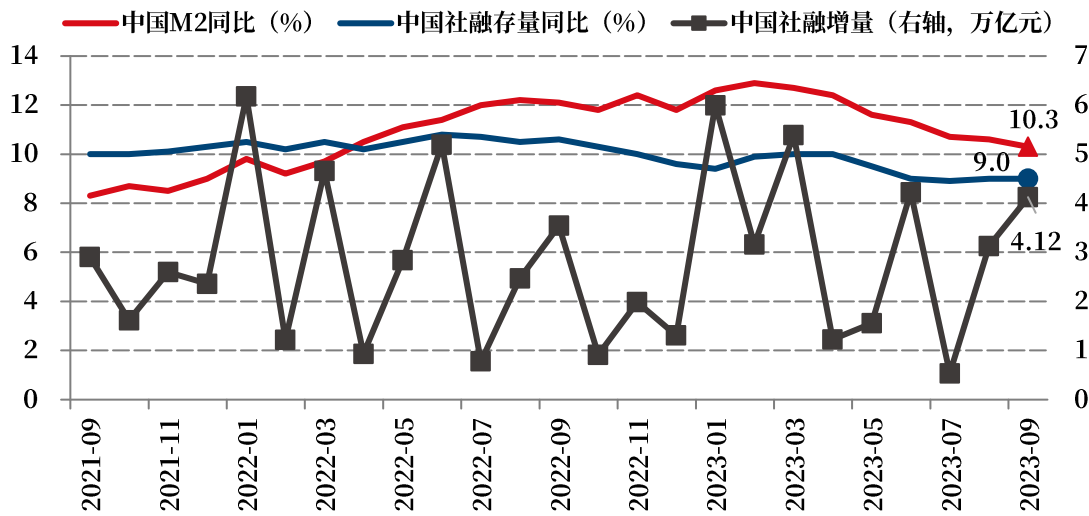
### (三) 货币供给

**9 月 M0 同比增大，融资规模仍待释放。**2023 年 9 月末，广义货币 (M2) 余额 289.67 万亿元，同比增长 10.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 1.8 个百分点；9 月末，流通中货币 (M0) 余额 10.93 万亿元，同比增长 10.7%，增速比 8 月末高 1.2 个百分点。9 月末社会融资规模 (简称“社融”) 存量为 372.5 万亿元，同比增长 9.0%；9 月社融增量为 4.12 万亿元，比上年同期多 5638 亿元。9 月金融机构，新增人民币贷款 2.31 万亿元，较 8 月的新增 1.36 万亿元继续扩大。随着 8 月降息 9 月降准以及一系列利好政策的落地，企业和居民信用有所恢复，市场情绪有所好转，9 月相关融资意愿和规模均有所增长。





图 11: M2 和社融

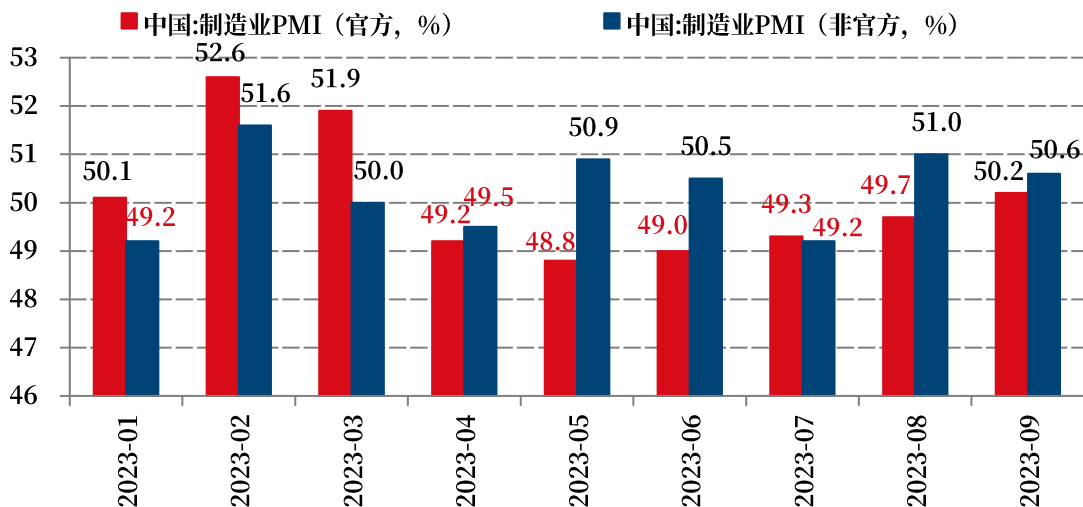


数据来源: wind 国信期货

#### (四) 景气指数

9月制造业景气度恢复扩张，出口订单仍待修复。9月官方制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，相比于8月的49.7%回升0.5个百分点，制造业景气水平重回扩张区间。从制造业PMI分类指数来看，9月，生产指数为52.7%，新订单指数为50.5%，（新出口订单47.8%），原材料库存指数为48.5%，从业人员指数为48.1%，供应商配送时间指数为50.8%。生产情况表现强劲，已经连续4个月处于扩张区间，9月的52.7%是自一季度末以来的最高值。新出口订单仍待改善，9月新出口订单为47.8%，较8月的46.7%回升1.1个百分点，但是目前出口订单仍然不理想，已经连续6个月处于荣枯线之下，或将不利于出口水平的进一步恢复。同时，根据财新数据显示，中国9月PMI为50.6%，较8月的51.0%下降0.4个百分点，仍然处于扩张区间。综合来看，在近期各项利好组合拳的推动下，市场信心有所恢复。9月官方（国家统计局）制造业PMI重回扩张区间，非官方（财新）制造业PMI维持扩张态势，反映出制造业整体景气度明显好转。

图 12: 制造业 PMI



数据来源: wind 国信期货



## 四、总结

综合来说，三季度我国国民经济有所企稳，GDP 增速高于预期，完成全年预期目标压力不大。当前消费和出口均有趋势性恢复，在特别国债的支撑下，四季度基建投资或将再度发力，进而促进固投水平的恢复。结合当前特殊再融资债券的发行，为了进一步提升商业银行够债能力，货币政策或将进一步与财政政策相协同，因此，降准以及降息均可期待。

**货币政策方面。**近两周，中国人民银行（简称“人行”）在保持货币政策的价格不变的情况下，对于货币政策数量的操作较为积极。具体来说，10月16日1年期MLF投放量为7890亿元，是2022年11月以来的新高；考虑到到期量，10月1年期MLF净投放量为2890亿元，是2020年12月以来的最高值。10月20日，7天OMO净投放量为7330亿元，这是2004年1月有统计数据以来，单日净投放量的最高值。从周度来看，10月23至27日当周，7天OMO净投放量为1.37万亿元，规模是2004年1月以来的历史第二高，仅次于2023年1月20日当周（即2023年春节前一周）的净投放规模。根据人行的公告，增大净投放量是为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、月末流动性平稳等原因。后期，叠加近期化解地方政府“隐性债务”风险的工作，为进一步促进商业银行购债能力，人行或将采取降准操作，降息同样可期待。

**财政政策方面。**今年四季度，中央财政将增发1万亿元特别国债，通过转移支付由地方政府安排使用，其中5000亿元今年使用，5000亿元结转明年使用。进入10月份，地方政府特殊再融资债券的发行再次启动，作为“一揽子”化债方案中的一项，特殊再融资债券的资金可用来偿还“地方融资平台”到期债券本金，可将“隐性债务”显性化。因此，在化解地方政府债务风险的同时，通过中央财政进行增量债务发行，再通过转移支付由地方使用，既符合地方政府化债要求，又实现了财政发力的效果。

**汇率政策方面。**在我国经济基本面逐渐企稳恢复的背景下，叠加美联储11月或将继续维持利率不变，因此美元兑人民币将继续维持基本稳定。当然，在人行降准和降息均可期待的背景下，短期内人民币汇率或将略有波动。

**房地产政策方面。**根据金融系统关于四季度的六大工作安排，关于房地产企业工作，表示要“加大保交楼金融支持力度，一视同仁支持房地产企业合理融资需求，保持房地产融资平稳。”当前，房地产相关利好政策主要集中在需求侧，房地产市场供给侧政策暂未发力。



### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



国信期货有限责任公司  
GUOSEN FUTURES CO., LTD.