



美国金融条件加速收紧，中国经济修复动能分化

——2023年10月宏观月报

■ 美国经济、金融表现分化。一方面，三季度 GDP 增速创加息周期以来新高，消费、投资均有良好表现。另一方面，美国金融条件加速收紧，无风险收益率大幅飙升，权益市场确立下跌趋势。前瞻地看，居民收入已不支撑美国消费继续超预期强劲，地产投资扩张在高利率环境下强度有限，我们认为本轮美国经济扩张不具备可持续性。与此同时，金融条件的收紧仍将进一步发酵，需警惕其外溢影响对全球经济、金融的冲击。

■ 国内实体经济方面，国内经济温和修复，但结构有所分化。在需求端，消费、基建投资、制造业投资构成经济增长的主要拉动；而出口和房地产投资仍呈拖累。

■ 前瞻地看，由于前三季度实际 GDP 累计同比增长 5.2%，四季度 GDP 增速有望在低基数下进一步上行，全年 GDP 增速大概率将超额完成“5%左右”的预期目标，基准情形下达到 5.2%。

■ 金融形势方面，融资需求端，9月政府债发行继续提速，1万亿新增国债及特殊再融资债将推动年内社融存量增速稳步回升，受房贷政策放松支撑，居民贷款逐月改善，但由于工业生产增速低于实际 GDP，企业贷款修复缓慢；货币供给端，企业存款同比少增叠加资金继续回流国库，拖累 M2 同比增速下降 0.3pct 至 10.3%。

■ 财政形势方面，9月财政收入修复加快，但整体增长承压，叠加债务负担加重，制约支出扩张速度；赤字多增增加可用财力，收支压力仍然较大。四季度财政支出有望提速。一是 10月特殊再融资债密集发行，将缓解地方政府还本付及财政收支压力。二是中央财政将在四季度增发 2023 年国债 1 万亿元。这一方面将有力补充地方政府财力、优化央地债务结构，另一方面将带动需求回暖，提振信心。

■ 宏观政策方面，10月24日国务院宣布增发国债并调整 2023 年中央预算方案。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因此由 3.88 万亿增加到 4.88 万亿，赤字率预计将由 3% 升至 3.8%，增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

牛梦琦

宏观研究员

☎: 0755-89278076

✉: niuemengqi@cmbchina.com

王欣恬

宏观研究员

☎: 0755-83199128

✉: xintianwang@cmbchina.com

刘阳

宏观研究员

☎: 0755-83085255

✉: lyldd@cmbchina.com

王天程

宏观研究员

☎: 0755-89278371

✉: wangtiancheng@cmbchina.com

张冰莹

宏观研究员

☎: 0755-83077969

✉: zhangbingying@cmbchina.com



目录

一、海外经济：强经济与弱金融.....	1
二、中国经济：继续修复，动能分化.....	3
三、宏观政策：聚焦高质量发展，保持合理增速.....	6
（一）金融形势：居民贷款逐月改善.....	6
（二）财政形势：扩张边际放缓.....	7
（三）财政政策：中央“加杠杆”，跨期“稳增长”.....	8

图目录

图 1：三季度美国 GDP 增速创加息周期以来新高.....	1
图 2：居民消费的支撑从收入转变为边际倾向.....	1
图 3：美国金融条件加速收紧.....	2
图 4：美联储本轮加息周期大概率已经见顶.....	2
图 5：美国“去通胀”进入瓶颈期.....	3
图 6：美国劳动力市场供求矛盾持续软化.....	3
图 7：三季度经济动能增强.....	4
图 8：9 月内需修复但动能仍分化.....	4
图 9：消费修复动能放缓.....	4
图 10：房地产投资收缩加剧.....	4
图 11：房地产销售降幅持续收窄.....	5
图 12：出口金额环比略强于疫前季节性中枢水平.....	5
图 13：工业生产修复提速.....	5
图 14：城镇新增就业人数偏低.....	5
图 15：CPI 通胀低位震荡，PPI 通胀见底回升.....	6
图 16：工业企业利润同比跌幅显著收窄.....	6
图 17：9 月信贷新增 2.31 万亿.....	7
图 18：9 月新增社融小幅高于预期.....	7
图 19：广义流动性仍维持盈余，剪刀差降至 1.3pct.....	7
图 20：M1 降至 2.1%的历史同期新低.....	7
图 21：财政收支进度均不及往年均值.....	8
图 22：赤字多增，支出降幅收窄.....	8

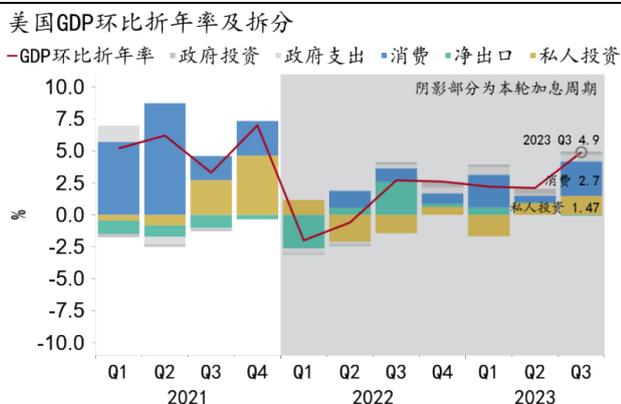
一、海外经济：强经济与弱金融

三季度美国 GDP 再超预期。环比折年率录得 4.9%（市场预期 4.5%），创本轮加息周期以来新高。总体上看，此次数据总量“合理”、结构“意外”。三季度以来美国经济韧性持续超预期，季度经济增速超出市场估计似乎已在情理之中。

然而仔细观察数据，三季度美国经济结构却充满意外：尽管按揭利率运行在 7% 以上，但住宅投资仍然环比扩张；尽管拜登政府力推制造业回流美国，但非住宅投资反而成为拖累；消费表现极为强劲，但主要支撑因素已由收入增长转变为消费倾向提升。6-8 月美国居民名义收入月环比增速跌至 0.1%，近乎停滞，实际收入环比增速则已转负至 -0.1%。5-8 月美国居民人均储蓄率从 5.3% 回落至 3.9%，并显著低于疫前的 6.4%，指向美国居民消费意愿膨胀，这部分反映了三季度美国经济“软着陆”预期对消费者信心的提振，更印证了“由奢入俭难”的古训。当前美国居民信用卡借贷利率已超 20%，借贷规模与违约率同时陡峭上行，指向美国消费韧性难以为继。三季度美国私人投资加速扩张。环比折年率从第二季度的 5.2% 提升至 8.4%，对季度 GDP 增速的贡献达 30%。从结构看，美国私人投资活动发生了出乎意料的动能转换，住宅投资在开启加息周期后首次环比扩张，非住宅投资则首次环比收缩。一方面，超低库存使得住宅投资在超高利率下逆势扩张；另一方面，非住宅投资未如市场预期般在产业政策提振下继续环比扩张，反而在高利率压制下转为了收缩，指向其二季度的扩张可能只是大额订单作用下的昙花一现。其中，运输设备分项环比折年率二季度高达 66%，但三季度却大幅跌至 -1.4%，表明二季度的高增更多受到大飞机集中交付而非产业政策的影响。叠加制造业环比折年率由 86.5% 大幅收缩至 18.8%，市场或高估了拜登政府“三大法案”对制造业投资的拉动，低估了货币紧缩对企业投资的压制效果。

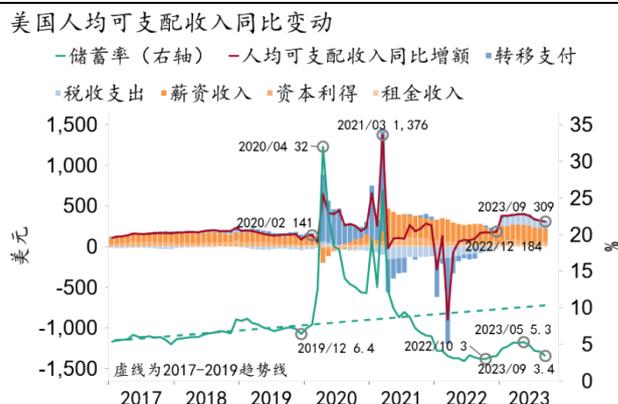
前瞻地看，美国消费韧性或难以为继，住宅投资扩张亦缺乏可持续性，高利率对美国经济的抑制作用或非线性上升。

图 1：三季度美国 GDP 增速创加息周期以来新高



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 2：居民消费的支撑从收入转变为边际倾向

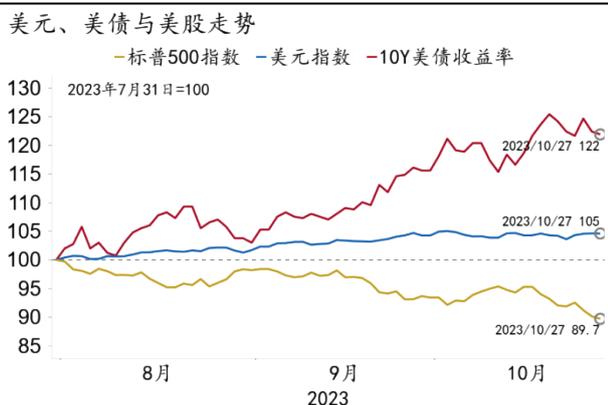


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

尽管经济持续超预期，但美国金融条件却在加速收紧。一方面，美联储以史无前例的速度加息缩表，导致美元流动性大幅收缩。另一方面，美国意外扩张的财政政策尽管有力支撑了经济韧性，但美债发行量跳升却进一步加剧了美元流动性的紧缩。快速飙升的无风险收益率以及急剧收紧的美元流动性，对全球权益市场形成剧烈冲击。7月31日至10月27日，标普500指数累计跌超10%，下行趋势正式确立。

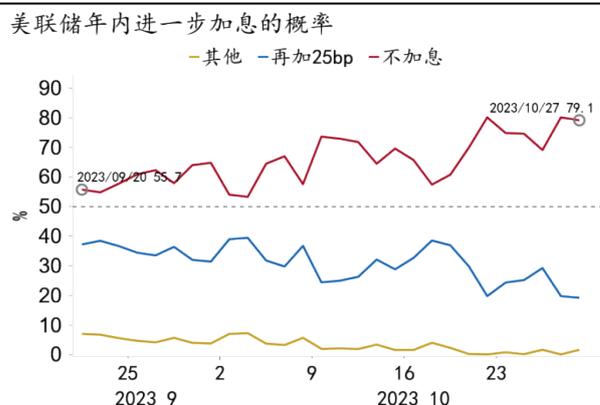
金融条件的超预期收紧令部分美联储官员态度有所转鸽，美联储年内进一步加息的概率显著下行。达拉斯联储主席洛根表示长期利率的大幅上行降低了继续加息的必要性，亚特兰大联储主席博斯蒂克和费城联储哈克表示利率水平已经足够限制性，旧金山联储主席戴利表示债券收益率上行等价于一次加息。

图3：美国金融条件加速收紧



资料来源：Wind，招商银行研究院

图4：美联储本轮加息周期大概率已经见顶



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

美国“去通胀”进入瓶颈期，服务消费走强是现阶段美国通胀粘性的主要支撑，地缘政治冲突可能带来的油价波动则是不确定性来源。9月美国CPI通胀3.7%，环比增速0.4%，略高于市场预期；核心CPI通胀4.1%，环比增速0.3%，符合市场预期。前瞻地看，一是三季度住房服务价格已在高利率影响下再度转涨为跌，二是本轮服务消费脉冲大概率不可持续，我们倾向于认为美国核心通胀将延续向疫前中枢回归。

美国劳动力市场正在实现“软着陆”，新增非农就业和失业率数据指向“超预期”，薪资增速数据则指向“再平衡”。9月美国新增非农就业人数33.6万（市场预期17.0万），失业率3.8%（市场预期3.7%），劳动参与率62.8%（市场预期62.6%），平均时薪同比增速4.2%（市场预期4.3%），环比增速0.2%（市场预期0.3%）。大超预期的就业人数是年中以来美国经济走强的映射，服务业就业的走强兼具高度和广度，与强劲的商品制造业就业共同受到美国消费韧性支撑。但9月美国劳动参与率高于预期，令失业率亦高于预期。劳动力供需同步扩张之下，薪资增速并未如市场预期般反弹，继续稳定在环比0.2%的合意水平。

图 5: 美国“去通胀”进入瓶颈期

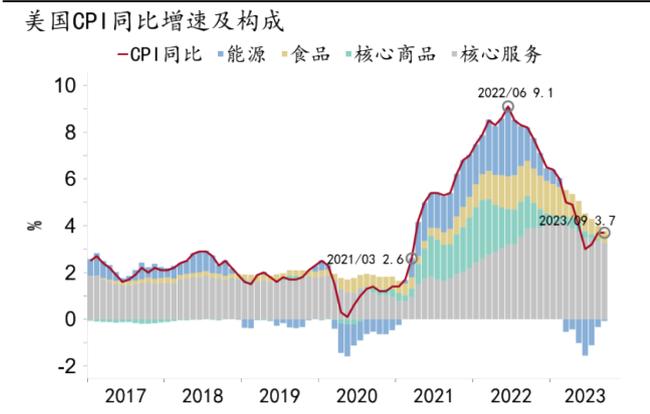
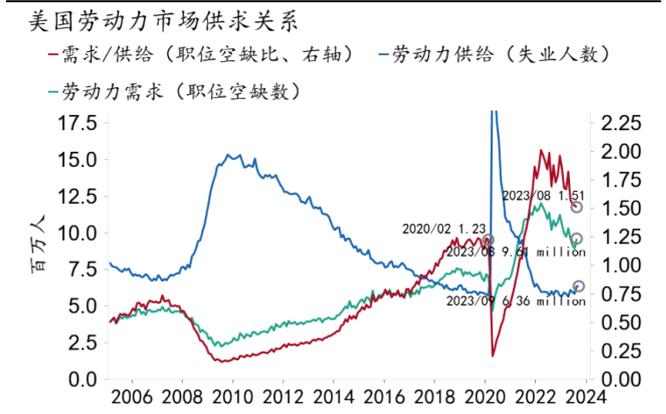


图 6: 美国劳动力市场供求矛盾持续软化

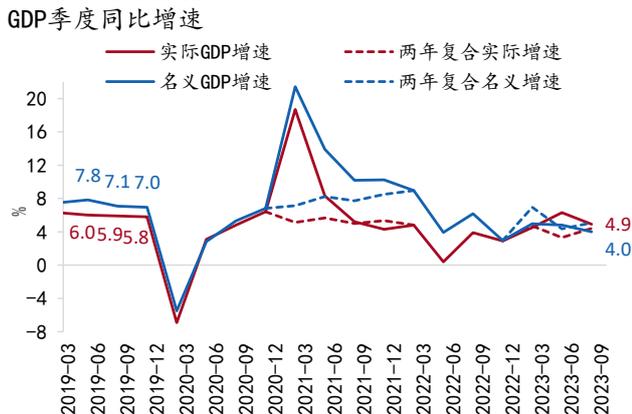


美欧经济剪刀差仍将处于高位，欧央行已于 10 月议息会议终结利率“十连加”。不同于美国处于货币紧缩和财政扩张的叠加态中，欧元区正处于货币、财政双紧缩的政策环境中，这是造成“美强欧弱”经济格局的根源。货币政策方面，欧元区限制性货币政策对金融条件的制约作用逐渐显现。9 月欧元区 M2 增速跌至-2.2%，连续 4 个月为负；企业信贷同比增速亦跌至 0.2%，濒临转负。财政政策方面，欧元区财政政策自 2022 年下半年起已经转为收缩，欧元区整体财政赤字率从 2022 年下半年的峰值 4.6% 跌至了当前的 3.4%。一方面，欧央行号召各国政府削减支出以对抗通胀；另一方面，以法国、意大利、希腊为代表的高政府负债经济体使得欧洲无力通过财政扩张刺激经济。

二、中国经济：继续修复，动能分化

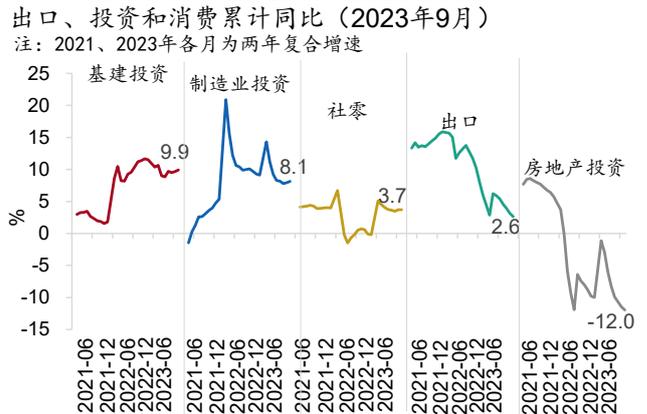
三季度经济增长超预期。实际 GDP 同比增长 4.9%，两年复合增速较二季度上升 1.1pct 至 4.4%。在需求端，消费是经济增长的最主要驱动，对三季度 GDP 增长的贡献率提升至 94.8%。其中动力主要来自于服务消费，前三季度服务零售额同比增长 18.9%，快于同期商品零售额 13.4pct。此外，居民消费倾向明显上升，政府消费也有所改善。固定资本形成对 GDP 增长的贡献率显著下降，由二季度的 32.8% 降至三季度的 22.3%，货物和服务净出口则维持对经济增长的负向拖累，由二季度的-17.3% 微幅收窄至三季度的-17.1%。在供给端，工业生产动能较一季度强化，服务业生产脉冲弱于一季度。

图 3：三季度经济动能增强



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 4：9 月内需修复但动能仍分化

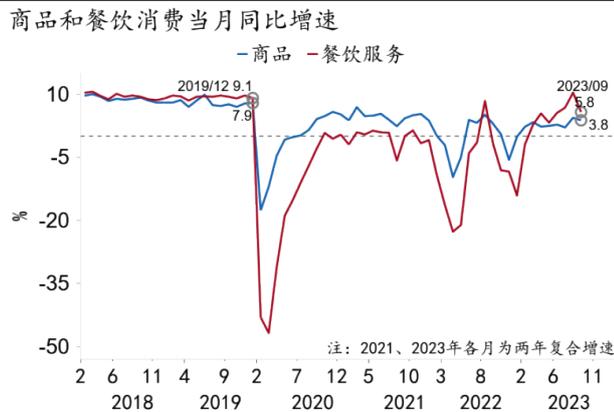


资料来源：Wind，招商银行研究院

9 月国内经济温和修复，但结构有所分化。在需求端，消费、基建投资、制造业投资构成经济增长的主要拉动；而出口和房地产投资仍呈拖累。

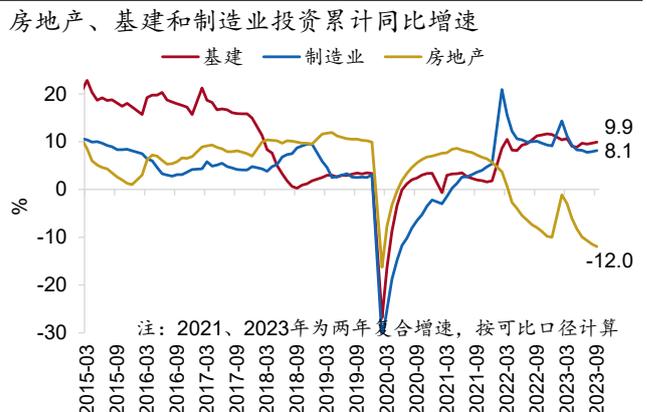
消费仍保持较快增长，但暑期出行社交类需求消退后，消费复苏动能边际放缓。9 月社会消费品零售总额当月同比增速较上月上行 0.9pct 至 5.5%，实际动能则未进一步改善，季调环比接近零增长。

图 9：消费修复动能放缓



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：房地产投资收缩加剧

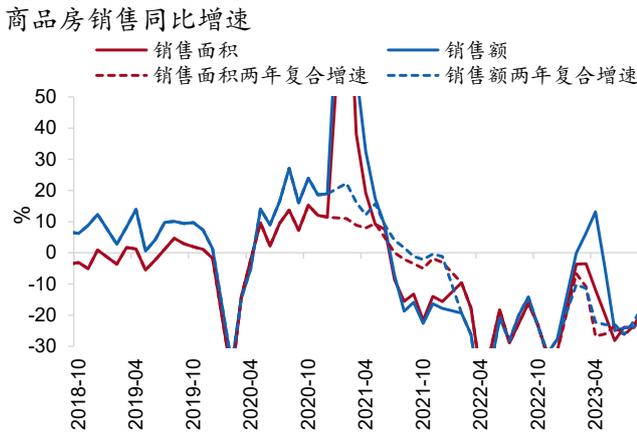


资料来源：Wind，招商银行研究院

基建投资受新增专项债及银行信贷支持，增速提升。9 月全口径基建投资在去年同期基数抬升的基础上，累计同比增速小幅下降 0.4pct 至 8.6%，保持高速增长。制造业投资受内外需回暖带动，叠加政策支撑，增速也有所提升，9 月累计同比增速上升 0.3pct 至 6.2%。

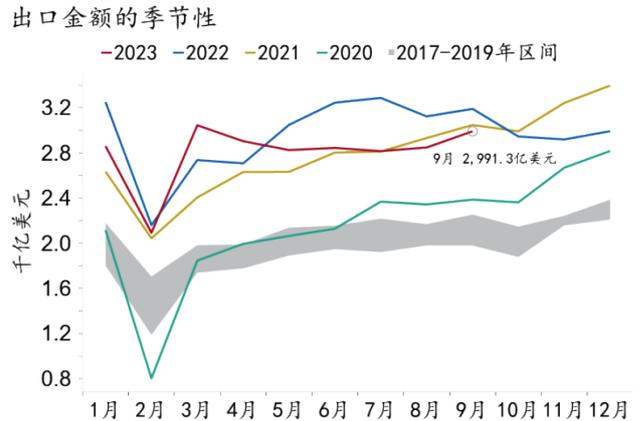
但是，房地产投资拖累进一步加深，抵消了基建和制造业带来的正向改善，固定资产投资总体动能维持稳定，季调环比增速小幅下行 0.05pct 至 0.15%，累计同比增速下行 0.1pct 至 3.1%。房地产销售有所改善，房地产投资降幅仍在扩张，由销售向前端投资的传导仍然有待观察。

图 11: 房地产销售降幅持续收窄



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 12: 出口金额环比略强于疫前季节性中枢水平



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

外需方面，出口边际改善，单月同比降幅继续收窄 2.5pct 至 -6.2%，累计同比降幅达 -5.7%，或已触底。9 月出口金额环比增速处于季节性水平上沿，除海外季节性需求提振，当前美国制造业景气度持续好转，或带动外需边际改善。

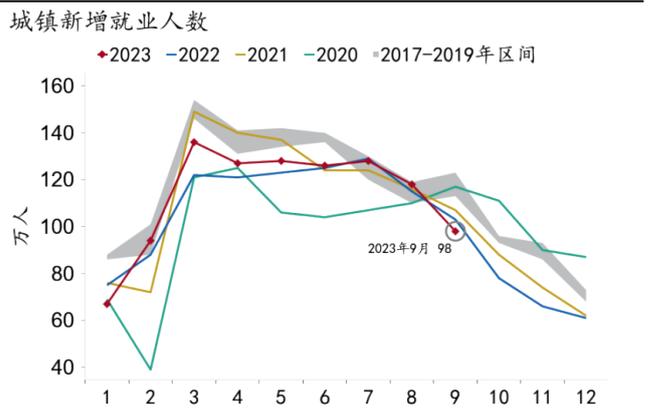
工业和服务业生产修复分化。供需两端积极因素继续推动工业生产修复提速，9 月工业增加值同比增速 4.5%，在基数抬升的基础上持平上月，两年复合增速上升 1.1pct 至 5.4%，为年内新高。9 月服务业生产动能小幅放缓，服务业生产指数同比增速小幅上升 0.1pct 至 6.9%，但两年复合增速小幅下降 0.2pct 至 4.1%。就业方面，全国城镇调查失业率降至 5.0%，为季节性较低水平；但城镇新增就业人数偏低，9 月新增 98 万人，为有记录以来同期最低水平。

图 13: 工业生产修复提速



资料来源: Wind, 招商银行研究院

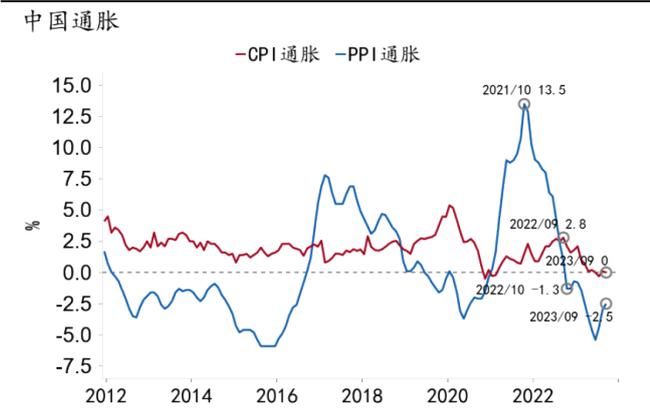
图 14: 城镇新增就业人数偏低



资料来源: Wind, 招商银行研究院

通胀整体边际改善。9 月 CPI 通胀读数归零，PPI 通胀继续修复。CPI 同比增速 0（市场预期 0.2%）；环比增速 0.2%，三季度持续为正。PPI 同比增速 -2.5%（市场预期 -2.4%），跌幅持续收敛；环比涨幅走阔至 0.4%。CPI 读数更多受到基数影响，环比已经连续 3 个月为正；PPI 同比跌幅持续收窄，环比动能改善，且从中上游蔓延至下游，指向供给端边际修复。

图 15: CPI 通胀低位震荡, PPI 通胀见底回升



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 16: 工业企业利润同比跌幅显著收窄



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

展望四季度, 由于前三季度实际 GDP 累计同比增长 5.2%, 四季度 GDP 增速有望在低基数下进一步上行, 全年 GDP 增速大概率将超额完成“5%左右”的预期目标, 基准情形下达到 5.2%。考虑到稳增长系列政策措施加码生效, 以及通胀水平逐步改善, 名义 GDP 增速有望加速上行, 利好企业营收利润增长以及市场信心恢复。

随着增量政策落地, 以及对市场信心的提振, 预计 10 月经济将延续修复态势。节假日推高出行社交类消费需求, 地产周期类消费收缩幅度或收敛, 前期促消费政策落地生效, 叠加同期基数大幅走低, 社零同比增速及实际动能或启动上行。基建投资和制造业投资继续作为增量稳增长政策的主要抓手, 预计将明显提速, 保持中高速增长。从高频数据看, 房地产销售的收缩幅度或延续边际收敛, 但前端增量行为动能仍然低迷, 房地产相关指标同比增速或继续下行, 下行幅度或放缓。出口在基数走低的和稳定动能的支撑下, 同比增速或大幅提升。生产端受需求端修复的持续拉动, 有望继续修复提速。企业生产经营环境有望稳步好转, 营收利润相应稳步修复。

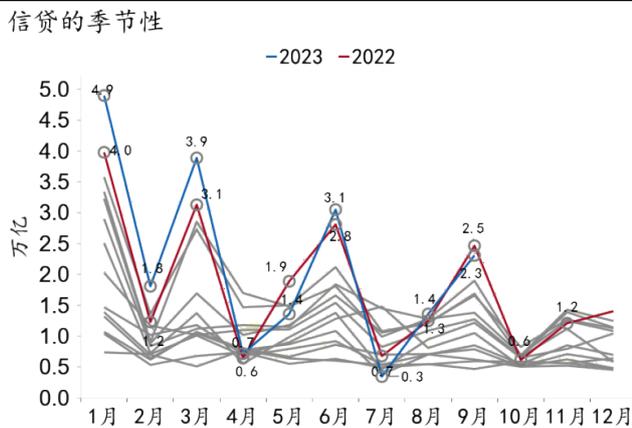
三、宏观政策：聚焦高质量发展，保持合理增速

(一) 金融形势：居民贷款逐月改善

融资需求方面, 三季度政府债发行加速, 居民贷款逐月改善, 但企业贷款修复缓慢, 9 月三部门融资需求修复分化特征进一步凸显。政府端, 三季度政府债发行 2.6 万亿, 其中 9 月新增融资 9,949 亿, 同比多增 4,416 亿。1-9 月, 如按年初预算, 政府债发行进度已达 80.6%, 略超疫中三年平均水平, 其中专项债发行进度已超过 90%。近期国债计划年内增发 1 万亿, 叠加特殊再融资债, 预计将支撑未来两个月政府债券融资, 带动社融存量增速再提升 0.3pct。居民端, 房贷利率调整红利逐步释放, 居民利息支出减少、购房成本降低, 商品房销售边际回暖, 带动居民贷款增加 1.05 万亿, 由 7 月同比少增 3,224 亿扭转为 9 月同比多增 2,082 亿。9 月居民中长贷新增 5,470 亿, 同比多增 2,014 亿; 短贷新增 3,215 亿, 同比多增 177 亿。企业端, 由于工业生产增速低于实际 GDP, 新增贷款尽管处于季节性水平上沿, 但仍低于去年同期。三季度非金融企业贷

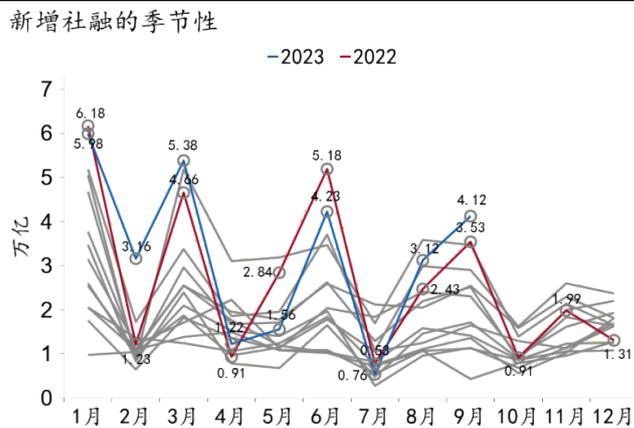
款新增 2.87 万亿，同比少增 2,100 亿，主要受票据融资支撑，短贷和中长贷均小幅拖累。其中，9 月企业中长贷当月新增 1.25 万亿，同比少增 944 亿；短贷新增 5,686 亿，同比少增 881 亿。

图 17：9 月信贷新增 2.31 万亿



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

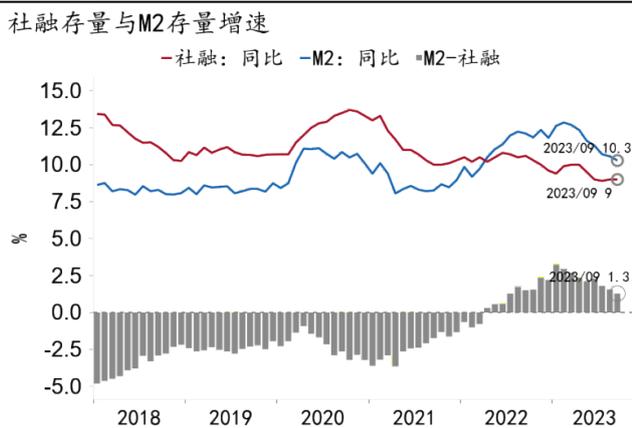
图 18：9 月新增社融小幅高于预期



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

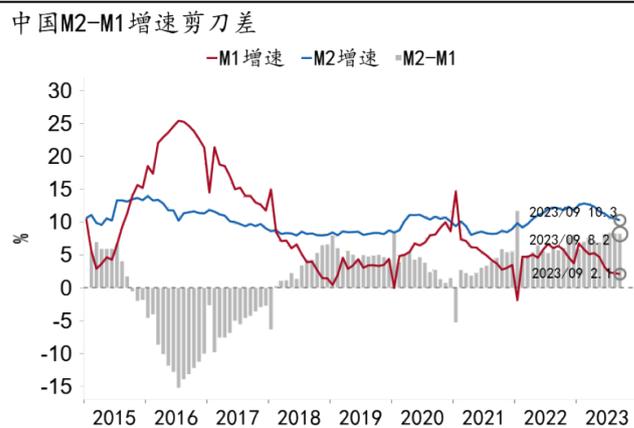
货币供给方面，企业存款同比少增叠加资金继续回流国库，拖累 M2 同比增速下降 0.3pct 至 10.3%。居民端，9 月债券收益率明显上行导致债基和理财表现不佳，这对居民存款的支撑超过房地产销售边际恢复带来的存款转移，居民存款增加 2.53 万亿，同比多增 1,422 亿。企业端，存款增速反映企业营收利润修复动能，二季度以来，企业存款增速持续低于往年同期。9 月企业存款增加 2,010 亿，同比少增 5,639 亿。由于企业生产活跃度不高，经济仍在磨底蓄势，M1 连续下滑 5 个月至 2.1%，创当月新低，M2-M1 剪刀差持续处在高位。另外，政府债券融资提速继续补充财政存款，9 月财政存款减少 2,127 亿，同比少减 2,673 亿。

图 19：广义流动性仍维持盈余，剪刀差降至 1.3pct



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 20：M1 降至 2.1% 的历史同期新低



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

（二）财政形势：扩张边际放缓

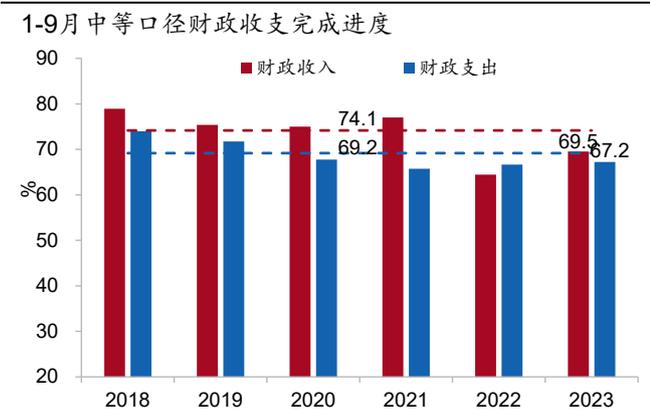
财政形势方面，9 月财政收入修复加快，但整体增长承压，叠加债务负担加重，制约支出扩张速度；赤字多增增加可用财力，收支压力仍然较大。

累计来看，中等口径下财政收支进度与前五年均值的差距进一步走阔。中等口径下，1-9月财政收支进度分别为69.5%和67.2%，分别较前五年均值低4.6pct和2.0pct；实际赤字规模58,869亿元，较前五年均值高17,100亿元。单月来看，9月财政收入进度明显偏低。中等口径下，9月收入进度为6.6%，为近年来最低水平，低于前五年均值1.0pct。尽管9月实际赤字规模高达16,039亿元，较前五年均值高2,000亿，收入不足仍显著掣肘支出进度。9月支出进度为9.1%，与前五年均值的差距由上月的0.1pct走阔至0.8pct。

剔除留抵退税的影响，基于可比口径分析，9月财政收支体现出以下三个特征：一是公共财政收入修复加快。9月国内经济增长动能回升，税收收入由降转增，非税收入降幅收窄，二者带动一般公共预算收入增速转正，修复加快。二是公共财政支出增速放缓。一方面受到收入增长承压，债务负担加重的制约，开支较为审慎；另一方面，9月国债净融资8,070亿元，地方新增一般债发行620亿元，合计高于去年同期约3,000亿元，对支出形成一定支撑。三是土地出让收入持续低迷，基数走低叠加新增专项债加速发行使用，政府性基金支出增速大幅回升。

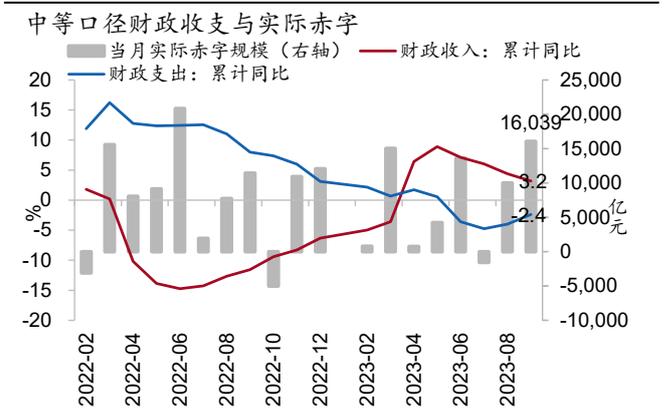
前瞻地看，四季度财政支出有望提速。一是10月特殊再融资债密集发行，截至10月27日已有25个省市公布发行计划，合计达10,430.9亿元，将缓解地方政府还本付息及财政收支压力。二是中央财政将在四季度增发2023年国债1万亿元，资金通过直达机制全部转移给地方，其中5,000亿今年使用，5,000亿结转明年。这一方面将有力补充地方政府财力、优化央地债务结构，另一方面将带动需求回暖，提振信心。

图5：财政收支进度均不及往年均值



资料来源：Wind，招商银行研究院

图6：赤字多增，支出降幅收窄



资料来源：Wind，招商银行研究院

（三）财政政策：中央“加杠杆”，跨期“稳增长”

近期决策层“稳增长”的意愿进一步上升。三季度我国经济筑底回暖，但主要受到暑期消费脉冲驱动，复苏基础仍然有待巩固。10月2日，在庆祝中华人民共和国成立74周年招待会上，习近平总书记强调要“努力实现全年经济社会发展目标”。10月13日，李强总理在经济形势专家和企业家座谈会上指出，要在聚焦高质量的同时，“保持合理的经济增速”，要求“更加注重有力有效实施宏观政策调控，进一步打好宏观政策组合拳，为实现经济社会发展

目标提供有力支撑”。在此背景下，“不一般”的一万亿国债增发在四季度超预期落地。

由于今年经济增长大概率已“达标”，此次国债增发尽管于年内落地，但其作用的目标和效果将更多体现在明年。我国经济在前三季度累计增长 5.2% 的基础上，四季度只需同比增长 4.4%，即可达成全年“5%左右”的增长目标。在去年四季度 2.9% 增速的基础上，这已“板上钉钉”。考虑到四季度通常是施工淡季，此次国债增发更多是为 2024 年经济工作开展打牢基础、做好准备。

相较以往，此次增发的 1 万亿国债，既不同于一般债，也不同于传统意义上的特别国债，体现出“非一般”的特征。

一方面，不同于此前发行的特别国债，此次增发国债全部纳入中央一般公共预算，预算调整上也有着不同以往的鲜明特征。

一是预算调整规模大，突破 3% 的赤字率“红线”，体现出政策“稳增长”的决心。增发国债规模达到 1 万亿，全部列入中央赤字，预计将相当于 2023 年名义 GDP 的 0.8%，赤字率达到 3.8%，是 1994 年分税制改革以来最高的水平。而前三次计入赤字的增发规模分别占当年名义 GDP 的 0.6%，0.3% 和 0.5%，调整后赤字率分别上升至 1.1%，2.0% 和 2.8%。

二是预算调整时点晚。前三次调整的时点均为 8 月，而此次选择在四季度调整预算，而非留待来年，凸显出当前“稳增长”工作的重要性和紧迫性。

三是增发国债当期发行，跨年使用，反映出跨期“稳增长”的政策意图。1 万亿资金全部通过转移支付的方式给到地方，还本付息均由中央承担；考虑到目前已是 10 月下旬，财政部根据项目储备情况，安排 5,000 亿元今年使用，剩余 5,000 亿元结转明年使用。

另一方面，不同于一般国债，增发国债的用途被限定在特定的减灾防灾建设等八大方面。这可以减少资金挪用，提高政策效能。相较传统的“铁公机”基建项目，本次增发的国债针对城市建设发展的短板，如地下管网、排水防涝等，减少重复建设，达到“惠民生”“稳增长”的双重功效。

本次国债增发，有利于稳定经济增长，同时代表政策方向。一方面，增发国债将有助于“提信心”“稳增长”，预计明年我国 GDP 增速目标中枢或继续锚定“5%”。中央“真金白银”的国债增发及时有力回应了市场关切，有助于提振市场信心，缓解地方政府财政压力，延续基建高增长动能，并形成乘数效应，推动经济增长持续向潜在水平回归。金融形势也有望改观，1 万亿国债增发将带动今年社融存量增速上升约 0.3pct，并提振明年融资需求。货币政策将与财政政策协同，或加大基础货币投放以平抑资金市场波动，四季度降准概率也相应上升。

另一方面，此次政策工具的“新意”或标志着政策思路转变和央地债务结构优化调整的开端。一是中央财政更多发力，缓解地方财政及债务困局。考虑到当前地方政府的财政收支及债务压力，未来政策仍有可能进一步加力。二是

将债务统一纳入预算赤字规范管理，有效防范化解债务风险。三是精准聚焦发力，提升财政政策效能。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇