

宏观

内生驱动和政策进入新阶段

2023年三季度国内经济运行回顾及展望

2023年11月14日

宏观研究/定期报告

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

➤ 回顾篇：三季度国内经济明显好转

2023年前三季度，国内经济在经历三年疫情冲击后初步复苏，宏观政策积极发力，地产政策不断调整优化，积极引导实体经济和资本市场信心，“三重压力”有所缓解。从节奏上看，经济呈现波动修复态势。前三季度GDP季度增速分别为4.5%、6.3%、4.9%，全年有望实现5%的增速。一季度疫情防控政策调整带来国内积压需求释放；二季度外需回落、居民预期偏弱、“宽货币+紧财政”下政策效应传导偏慢，经济再度回落；三季度政策效应显现，库存周期力量逐渐开启，主要经济数据明显好转，价格信号改善，内生动能逐渐集聚。

➤ 具体看：（1）三季度国内政策效应开始显现，内生动能启动。三季度GDP同比增长4.9%，明显高于市场预期的4.5%，两年平均增速为4.4%。但整体来说三季度经济环比改善程度未超过季节性，显示经济复苏动能仍待夯实。（2）三季度服务类积压需求释放和居民生活半径继续扩大带动消费改善；居民就业和收入、边际消费倾向均改善。（3）今年8月底以来房地产销售端有所恢复，一线及核心二线城市限购政策放松，对销售端企稳起到积极作用，但三季度房企投融资链条尚未完全畅通，房企投资信心不足，导致房地产施工和投资增速进一步下滑。（4）三季度制造业投资趋势上行，是总投资的主要支撑。（5）9月基建投资两年平均增速7.4%，自5月触底以来持续回升。三季度以来，基建投资四年平均增速4.0%-4.4%，整体上和2019年增速水平差不多。（6）就三季度看，8月出口环比增速转正，9月环比增速远高于季节性，三季度出口月度同比跌幅不断收窄。（7）今年前三季度，工业经济企稳回升，且相较于需求恢复偏快，有利于经济延续恢复态势。

➤ 展望篇：内生驱动和政策进入新阶段

展望2023年四季度及2024年一季度，经济有望继续在波动中修复。2023年三季度以来，国内经济增长动能不断显现，价格、就业、收入、信心等内生驱动因素边际改善，库存周期继续由被动去库存向主动补库存方向演绎。同时，宏观政策持续积极发力。四季度增加发行2023年国债1万亿元，有望进一步带动四季度及明年内需，提振经济和资本市场预期；中央金融工作会议确定“金融强国”的定位，对发展和风险进行再平衡，进一步推动金融助力高质量发展，短期金融工作安排也偏积极；货币政策虽面临银行净息差下降和人民币贬值等短期制约，但仍然有望在多目标中向稳增长腾挪一定空间。另一方面，也要看到当前我国产能过剩问题依然存在，实际库存增速



不低，经济冷热不均，内生动能处于复苏初期，叠加美国经济衰退风险依然存在，国内需求端的恢复斜率和持续性是经济能否最终实现复苏的关键。

具体来看：（1）我国库存周期自身力量已经初步形成，有望带动经济周期进一步向前。但本轮库存周期的复苏弹性或较为有限。（2）价格拐点已经显现，中期大概率低斜率回升。价格回升的持续性有利于经济摆脱负反馈，重建正循环。从价格的角度来看，全球经济的韧性和国内基建政策加码有利于 PPI 率先启动并延续回升态势，但最终能否形成工业下游 PPI 及非食品 CPI 的系统性回升，是“PPI 回升——企业利润加速回升——企业生产及投资意愿回升”的关键。同时，10 月经济数据显示当前经济复苏的脆弱性，叠加国内库存周期向上动力还不强和美国衰退风险，客观上仍需要供需两端的外源性驱动持续推动经济内生正循环的稳定性和持续性。（3）三季度，一系列企业经营信心指标、居民信心指标出现改善。（4）进入 10 月，随着地方再融资债重启发行、国债增发 1 万亿元和专项债提前下达获批，财政政策转向积极，货币政策配合，有望尽快形成实物总量。我们认为明年政策“组合拳”整体偏积极。（5）防风险“建立长效机制”，把握时度效。今年中央金融工作会议首次就金融风险管理提出“把握好快和稳的关系，在稳定大局的前提下把握时度效”，发展和风险对立关系进一步淡化。

➤ **风险提示：**美国经济衰退风险；长期问题制约短期信心。

目录

一、 回顾篇：三季度国内经济明显好转.....	7
1、 前三季度国内经济波动修复.....	7
2、 消费：在积压需求释放和政策驱动下回暖.....	9
3、 投资：制造业和基建投资改善，房地产投资仍拖累.....	12
3.1 商品房销售企稳，融资、施工及投资跌幅继续扩大.....	13
3.2 制造业投资趋于上行.....	14
3.3 政策驱动基建投资边际改善.....	16
3.4 出口：跌幅收窄，外需仍有走弱压力.....	17
3.5 工业生产持续恢复.....	18
二、 展望篇：内生驱动和政策进入新阶段.....	20
1、 库存周期继续由“被动去”向“主动补”演绎.....	21
2、 价格拐点已现.....	23
3、 预期和信心修复初见端倪.....	26
4、 政策继续打好组合拳，财政走向积极.....	27
4.1 货币政策稳健基调不变.....	28
4.2 财政走向积极，赤字率提升具有深远意义.....	30
4.3 防风险“建立长效机制”，把握时度效.....	33
三、 风险提示.....	33
1、 美国经济衰退风险.....	33
2、 长期问题制约短期信心.....	33

图表目录

图 1: 三大支出对 GDP 当季同比的拉动 (%)	8
图 2: 三大产业对 GDP 当季同比的拉动 (%)	8
图 3: 三大支出对 GDP 当季同比的贡献率 (%)	8
图 4: 三大产业对 GDP 当季同比的贡献率(%).....	8
图 5: GDP 不变价当季同比 (%)	9
图 6: GDP 不变价当季环比 (%)	9
图 7: 居民消费支出增速 (%)	10
图 8: 国内航班执行架次和北上广深地铁客运量同比 (%)	10
图 9: 交通和通信、教育文化和娱乐消费支出同比增速 (%)	10
图 10: 餐饮收入同比增速 (%)	10
图 11: 失业率走势 (%)	11
图 12: 全国居民人均可支配收入增速及消费倾向 (%)	11
图 13: 2019-2023 年固定资产投资情况 (%)	12
图 14: 2019-2023 年房地产开发投资情况 (%)	12
图 15: 2019-2023 年制造业投资情况 (%)	13
图 16: 2019-2023 年基建投资情况 (%)	13
图 17: 2019-2023 年商品房销售整体情况 (%)	14
图 18: 2023 年三季度房企资金来源增速企稳 (%)	14
图 19: 2023 年 9 月房屋新开工面积增速企稳 (%)	14
图 20: 2023 年房屋施工、竣工、投资增速 (%)	14
图 21: 2019-2023 年民间投资情况 (%)	15

图 22: 2019-2023 年我国高技术产业投资情况 (%)	15
图 23: 专项债发行进度 (%)	17
图 24: 出口金额及出口价格指数同比 (%)	18
图 25: 美国 GDP 同比及环比折年率 (%)	18
图 26: 汽车及船舶出口增速 (%)	18
图 27: 我国对俄罗斯、西非以及中亚等市场出口增速 (%)	18
图 28: 2019-2023 年工业增加值累计增速 (%)	19
图 29: 工业增加值当月同比增速 (%)	19
图 30: PMI: 生产-新订单 (%)	19
图 31: 新订单和产成品库存指数之差的拐点领先生产指数 (%)	19
图 32: 工业产销率 (%)	19
图 33: 产能利用率 (%)	19
图 34: 工业企业产成品库存及营业收入名义增速 (%)	21
图 35: 工业企业产成品库存及营业收入实际增速 (%)	21
图 36: PPI (%)	22
图 37: PMI 新订单及生产指数 (%)	22
图 38: 2001 年以来各行业库存分位数及 PPI 分位数	22
图 39: 2023 年核心 CPI 和服务 CPI 保持韧性 (%)	23
图 40: 2023 年 CPI 主要拖累在食品项 (%)	23
图 41: PPI 与 CPI 剪刀差 (%)	24
图 42: 上中游行业价格表现好于下游 (%)	24
图 43: 2022 年以来这轮猪周期产能去化缓慢且有限 (%)	25
图 44: CRB 指数对我国 PPI 的领先性 (单位: %)	25



图 45: PPI 和工业企业利润 (%)	26
图 46: 工业企业利润和制造业投资 (%)	26
图 47: PMI 企业经营预期指数 (%)	27
图 48: 中小企业信心指数 (%)	27
图 49: 消费者预期指数和信心指数 (%)	27
图 50: 消费者就业和收入信心指数 (%)	27
图 51: DR007 和 7 天逆回购利率 (%)	28
图 52: 10 年国债收益率和 1 年 MLF 利率 (%)	28
图 53: 金融机构贷款加权平均利率及商业银行净息差 (%)	30
图 54: 10 年美债利率及中美利差 (%)	30
图 55: 一般公共预算收支增速 (%)	30
图 56: 政府性基金收支增速 (%)	30
图 57: 2020-2023 年 9 月政府性基金收入完成进度 (%)	31
图 58: 2020-2023 年 9 月政府性基金支出完成进度 (%)	31
图 59: MLF 利率及贷款增速 (%)	32
图 60: R001 成交量占比 (%)	32
表 1: 2019-2023 年社零不同分项累计增速 (%)	11
表 2: 制造业分行业固定资产投资增速 (%)	15

一、回顾篇：三季度国内经济明显好转

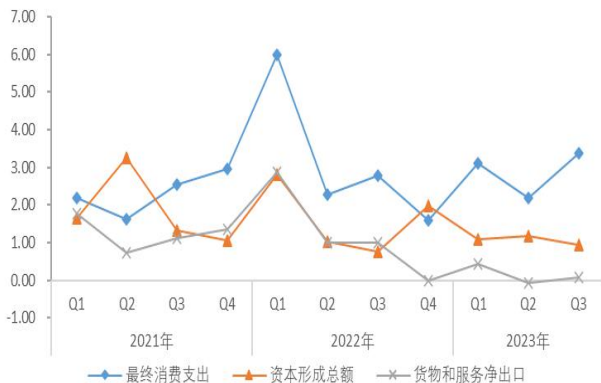
2023 年前三季度，国内经济在经历三年疫情冲击后初步复苏，宏观政策积极发力，地产政策不断调整优化，积极引导实体经济和资本市场信心，“三重压力”有所缓解。从节奏上看，经济呈现波动修复态势。前三季度 GDP 季度增速分别为 4.5%、6.3%、4.9%，全年有望实现 5% 的增速。一季度疫情防控政策调整带来国内积压需求释放；二季度外需回落、居民预期偏弱、“宽货币+紧财政”下政策效应传导偏慢，经济再度回落；三季度政策效应显现，库存周期力量逐渐开启，主要经济数据明显好转，价格信号改善，内生动能逐渐集聚。

具体看：（1）三季度国内政策效应开始显现，内生动能启动，三季度 GDP 同比增长 4.9%，明显高于市场预期的 4.5%，两年平均增速为 4.4%。但整体来说三季度经济环比改善程度未超过季节性，显示经济复苏动能仍待夯实。（2）三季度服务类积压需求释放和居民生活半径继续扩大带动消费改善；居民就业和收入、边际消费倾向均改善。（3）今年 8 月底以来房地产销售端有所恢复，一线及核心二线城市限购政策放松，对销售端企稳起到积极作用，但三季度房企投融资链条尚未完全畅通，房企投资信心不足，导致房地产施工和投资增速进一步下滑。（4）三季度制造业投资趋势上行，是总投资的主要支撑。（5）9 月基建投资两年平均增速 7.4%，自 5 月触底以来持续回升。三季度以来，基建投资四年平均增速 4.0%-4.4%，整体上和 2019 年增速水平差不多。（6）就三季度看，8 月出口环比增速转正，9 月环比增速远高于季节性，三季度出口月度同比跌幅不断收窄。（7）今年前三季度，工业经济企稳回升，且相较于需求恢复偏快，有利于经济延续恢复态势。

1、前三季度国内经济波动修复

2023 年前三季度国内经济波动修复。2023 年前三季度国内生产总值 913027 亿元，同比增长 5.2%，明显好于万得一致预期的 4.9%。剔除基数带来的波动，前三季度国内经济呈现“V”型，三个季度 GDP 两年平均增速分别为 4.7%、3.3%、4.4%。三季度国内政策效应开始显现，内生动能启动，GDP 增速超预期。2023 年三季度 GDP 同比增长 4.9%，明显高于市场预期的 4.5%，两年平均增速为 4.4%。根据统计局初步测算，如果要完成全年预期目标，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。

图 1：三大支出对 GDP 当季同比的拉动（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
注：2021-2023 年为两年复合平均增速

图 2：三大产业对 GDP 当季同比的拉动（%）

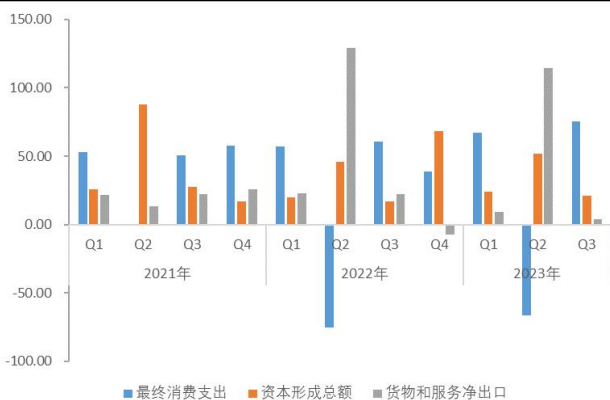


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
注：2021-2023 年为两年复合平均增速

从支出法看，前三个季度经济拉动项主要是最终消费支出。前三个季度消费支出对 GDP 的两年平均拉动分别为 3.1%、2.2%、3.4%，对 GDP 的两年平均贡献率均高于上年同期；资本形成总额对经济的拉动高点在二季度，三个季度的两年平均拉动分别为 1.1%、1.2%、0.9%；净出口的拉动高点在一季度，二季度负向拉动 0.1%，三季度恢复为 0.1%。由于净出口拉动和贡献降低，因此资本形成总额的贡献率较上年略有提升。

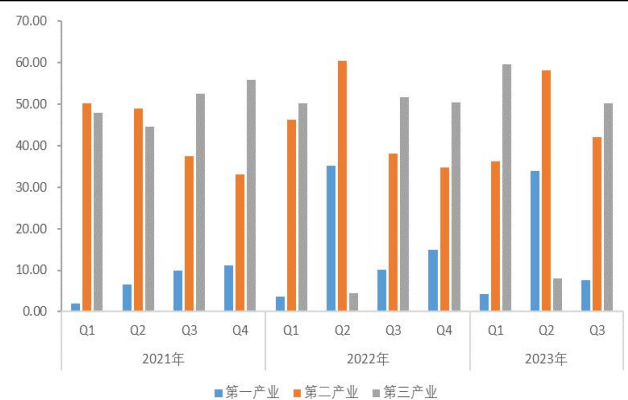
从三大产业看，工业和服务业对 GDP 的拉动都发挥了重要作用。第三产业对 GDP 贡献率同比提升主要发生在上半年，第二产业对 GDP 贡献率同比提升发生在三季度。三季度，第二产业对 GDP 的拉动恢复得更快。

图 3：三大支出对 GDP 当季同比的贡献率（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
注：2021-2023 年为两年平均值

图 4：三大产业对 GDP 当季同比的贡献率(%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
注：2021-2023 年为两年平均值

经济动能仍待夯实。2023 年三季度 GDP 环比增速在二季度增长 0.5%的基础上再度增长

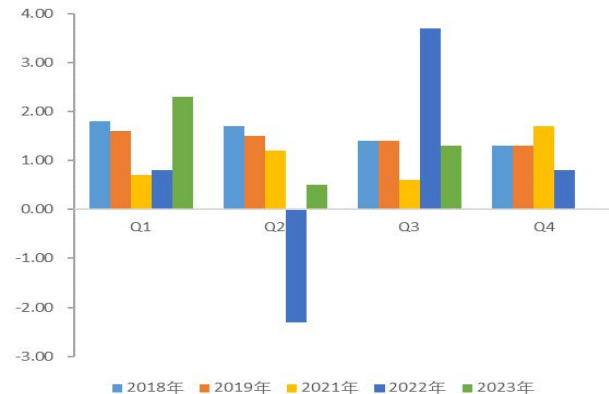
1.3%，显示我国经济边际改善程度大幅提升。但整体来说三季度经济环比改善程度未超过季节性，显示经济复苏动能仍待夯实。

图 5：GDP 不变价当季同比（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
注：2021-2023 年为两年复合平均增速

图 6：GDP 不变价当季环比（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

2、消费：在积压需求释放和政策驱动下回暖

三季度服务类积压需求释放和居民生活半径继续扩大带动消费改善。2023 年三季度居民消费支出两年复合平均增速为 8.2%，较二季度回升 3.65 个百分点，略低于上年同期 0.28 个百分点。出行链类的服务积压需求释放和居民生活半径扩展成为消费在三季度重回升势的主要动力之一，如三季度国内执行航班架次再度回升，地铁客运量略有回落。在城乡一体化住户调查中，2023 年三季度居民在交通和通信、教育文化和娱乐分项中的消费支出两年平均增速分别为 11.7%、8.4%，环比分别增加 8.2 个百分点、8.9 个百分点，其中交通和通信消费支出增速较去年同期回升 3.0 个百分点。社零数据中，三季度餐饮收入两年平均增速 7.6%，环比增加 2.9 个百分点，同比增加 4.8 个百分点。

居民就业和收入、边际消费倾向均改善。前三季度全国城镇调查失业率平均值是 5.3%，比去年同期回落 0.3 个百分点，而且逐月好转。三季度平均调查失业率是 5.2%，9 月份的调查失业率是 5.0%。今年三季度居民收入增速随经济和就业复苏继续改善，全国居民人均可支配收入两年平均增长 6.2%，较二季度恢复 0.7 个百分点。整体来说居民收入增速和 2019 年 8%-9% 的水平还有较大差距。居民消费支出相对收入的恢复好一些，三季度全国人均消费支出两年平均增速达到 8.2%，较二季度增加 3.7 个百分点。三季度居民消费边际倾向由二季度的 68.2%提

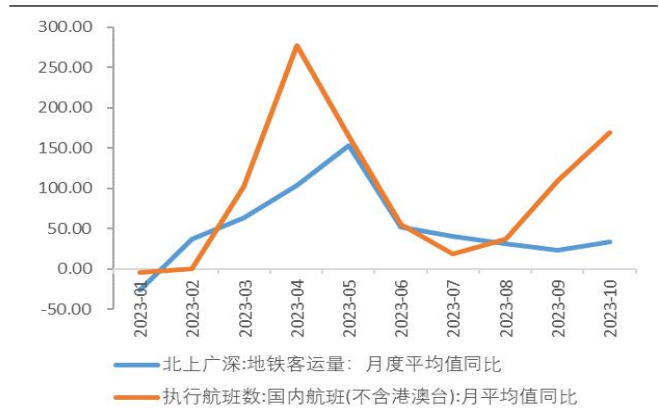
升至 69.8%，但仍低于 2019 年 70% 左右的水平。

图 7：居民消费支出增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
注：2021-2023 年为两年复合平均增速

图 8：国内航班执行架次和北上广深地铁客运量同比（%）



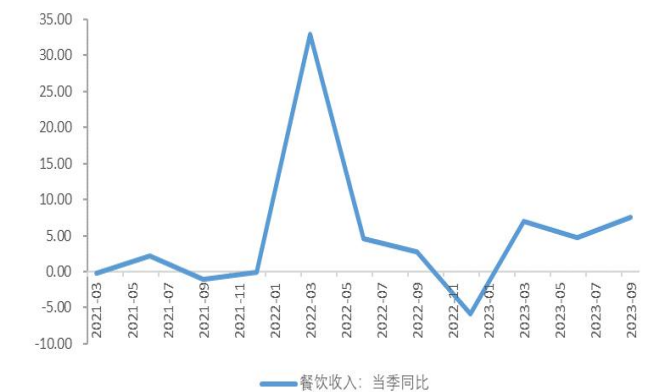
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：交通和通信、教育文化和娱乐消费支出同比增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
注：2021-2023 年为两年复合平均增速

图 10：餐饮收入同比增速（%）

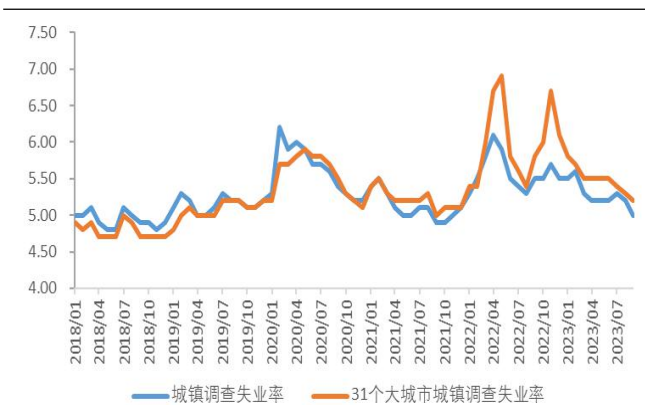


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
注：2021-2023 年为两年复合平均增速

结构上看，表现较好的是出行类、升级类及绿色智能产品类。必选类消费方面，从两年平均增速看，中西药品类社零增速接近 2019 年水平；粮油食品类和疫情前的增速水平有一定差距且三季度边际有所下滑；日用品类和疫情前差距较大同时边际恢复动能不足。地产链类消费维持弱势，其中家具类、建筑及装潢材料类三季度累计增速进一步负向扩大。出行类和升级类

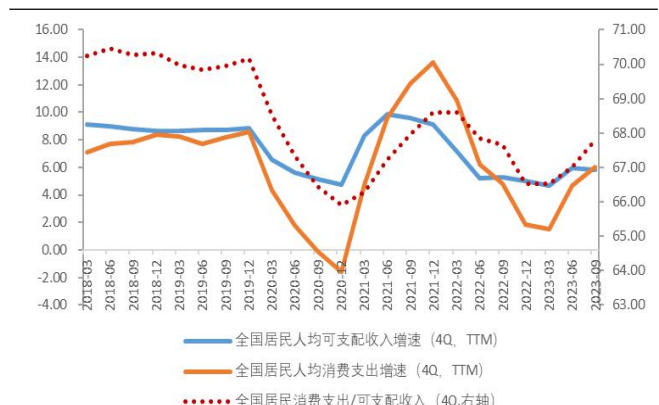
消费表现与疫情前较为接近甚至好于疫情前，如 2023 年 1-9 月烟酒类、金银珠宝类、体育、娱乐用品类的四年平均增速已经高于 2019 年同期水平，三季度恢复动力依然强劲；服妆鞋帽类增速接近疫情前；前三季度汽车消费两年累计平均增速 2.48%，明显好于 2019 年同期，政策驱动下新能源汽车销售旺盛。

图 11：失业率走势（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 12：全国居民人均可支配收入增速及消费倾向（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

表 1：2019-2023 年社零不同分项累计增速（%）

指标名称	2019/03	2019/06	2019/09	2019/12	2021/03	2021/06	2021/09	2021/12	2022/03	2022/06	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
粮油、食品类	10.60	10.40	10.60	10.20	11.29	11.69	10.45	10.35	9.67	10.20	9.70	9.74	8.42	7.32	7.18
饮料类	9.30	9.90	9.80	10.40	18.85	19.48	17.72	17.16	23.18	18.23	14.85	12.60	6.69	4.54	4.42
烟酒类	5.90	6.00	6.90	7.40	11.63	13.10	12.83	13.02	27.25	18.68	14.77	11.35	9.25	7.65	7.22
服装鞋帽针纺织品类	3.30	3.00	3.30	2.90	2.25	3.68	2.78	2.60	23.62	11.81	7.60	2.65	3.94	2.70	3.04
服装类	2.60	2.70	3.00	2.60	2.21	3.66	2.69	2.45	24.70	12.43	8.05	2.67	4.38	3.08	3.52
化妆品类	10.90	13.20	12.80	12.60	10.79	12.40	11.00	11.73	19.98	11.10	7.11	4.34	3.83	2.90	1.94
金银珠宝类	2.60	3.50	0.60	0.40	9.77	10.53	11.31	11.22	44.25	25.63	20.30	13.30	10.55	7.69	7.08
日用品类	16.10	14.10	13.60	13.90	12.96	13.71	11.30	10.90	19.17	11.58	8.77	6.58	5.86	3.13	2.75
体育、娱乐用品类	-3.20	0.10	4.00	8.00	17.39	19.10	17.19	15.00	19.28	15.17	14.14	9.79	1.82	4.70	4.74

书报杂志类	21.10	14.40	11.50	11.10	3.10	6.38	5.56	5.24	17.99	12.10	8.39	6.70	12.16	8.05	6.95
家用电器和音像器材类	7.80	6.70	5.90	5.60	-0.44	2.35	2.19	2.87	22.34	9.44	6.91	2.82	2.01	0.70	0.05
中西药品类	10.80	10.90	10.10	9.00	8.73	8.47	8.33	8.84	11.95	10.45	9.95	11.14	12.73	10.40	9.05
文化办公用品类	3.80	4.20	6.40	3.30	12.84	11.74	12.34	12.11	20.75	13.98	14.01	11.37	4.44	0.79	-0.23
家具类	5.00	5.70	5.90	5.10	3.77	5.67	4.28	3.19	18.98	8.77	5.15	2.91	-1.40	-2.81	-2.82
通讯器材类	10.00	7.40	6.40	8.50	17.16	15.50	12.23	13.75	21.87	11.96	8.51	5.22	-0.51	1.72	2.03
石油及制品类	4.10	3.10	1.70	1.20	-2.76	-0.35	0.10	1.80	21.65	17.89	17.11	15.31	14.92	10.80	10.19
建筑及装潢材料类	8.10	3.60	3.60	2.80	6.45	8.76	7.49	8.18	24.32	13.60	8.99	6.27	0.65	-4.82	-6.41
汽车类	-3.40	1.20	-0.70	-0.80	7.44	5.16	4.03	2.79	28.49	10.89	7.69	4.09	-1.31	0.36	2.48

资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

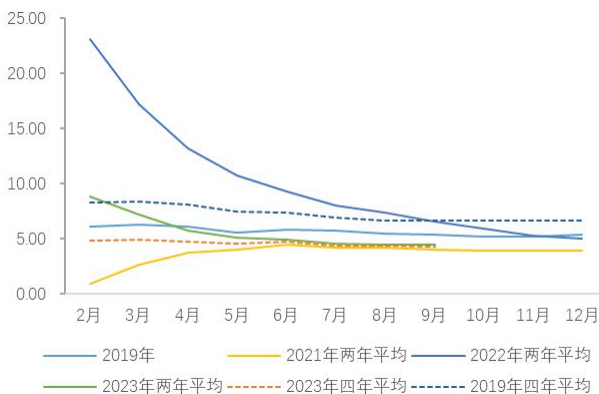
注：2021-2023 年为两年复合平均增速

3、投资：制造业和基建投资改善，房地产投资仍拖累

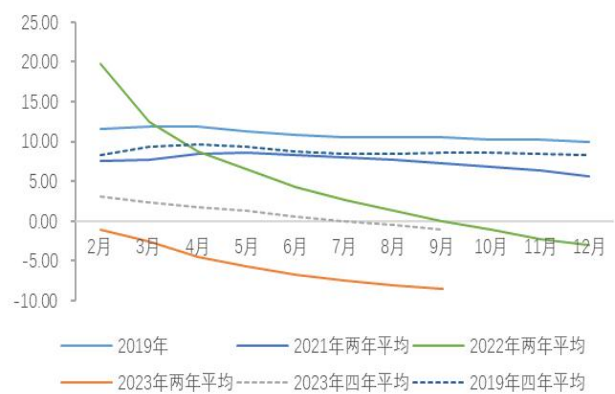
固定资产总体投资水平和疫情前有一定差距，房地产投资是主要拖累项。2023 年 9 月末的固定资产累计投资四年平均增速水平为 4.2%，和 2016-2019 年的中枢水平 6.6%具有一定差距。从三大投资近四年平均增速看，制造业投资目前增速中枢仍显著高于疫情前，房地产开发投资和基建投资远低于疫情前的水平，房地产投资自 2022 年 4 月以来持续负增长。趋势上看，前三季度固定资产投资增速持续下滑，但斜率在三季度放缓。9 月固定资产投资两年平均增速为 4.5%，持平于 8 月，较 6 月末下滑 0.45 个百分点。分项看，整体投资企稳主要是制造业投资和基建投资提供了较好的支撑，尤其是制造业投资成为三季度投资的主要支撑。

图 13： 2019-2023 年固定资产投资情况（%）

图 14： 2019-2023 年房地产开发投资情况（%）

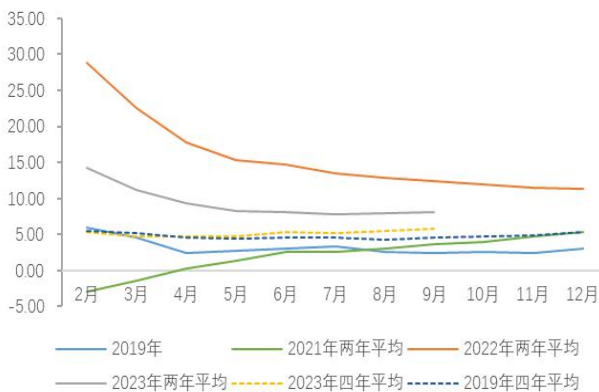


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



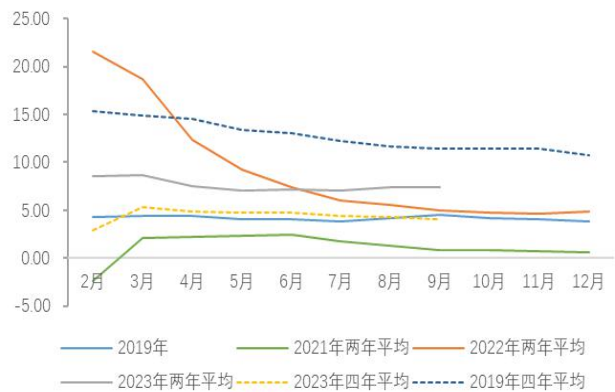
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 15：2019-2023 年制造业投资情况 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 16：2019-2023 年基建投资情况 (%)



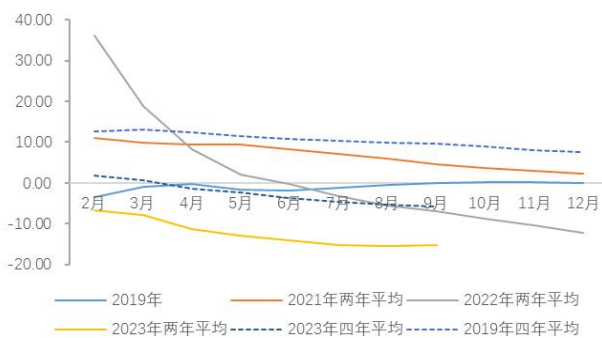
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

3.1 商品房销售企稳，融资、施工及投资跌幅继续扩大

今年以来各地持续优化地产调控政策，房地产在销售端和资金来源方面有所企稳。7月24日召开的中共中央政治局会议提出，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱。从销售端看，今年以来销售端政策主要是大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施，同时继续做好“保交楼”工作。今年8月底以来房地产销售端有所恢复，一线及核心二线城市限购政策放松，对销售端企稳起到积极作用。剔除基数的扰动，今年商品房销售两年平均增速在4-7月下划速度最快，三季度止跌，9月商品房累计销售面积增速较8月跌幅缩小0.3个百分点。从资金来源看，9月房地产资金来源有所企稳，一是来自于国内贷款的部分改善较强，主要受到政策驱动，包括

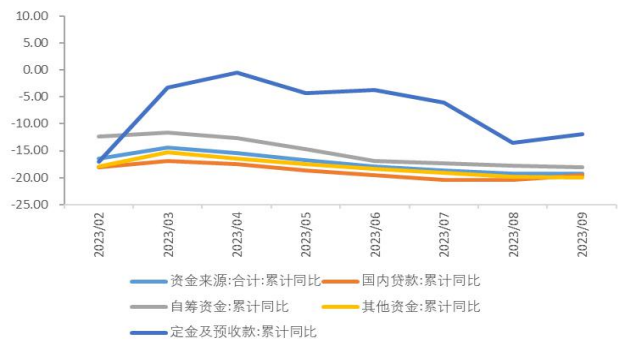
延续实施的保交楼贷款支持计划，房企纾困专项贷款落地生效等。二是来自地产销售的定金及预收款企稳。但整体来说外源性融资供给较为低迷，9月自筹资金累计两年平均增速跌幅仍在扩大，房企信用风险持续发酵。同时，销售回款情况也有待观察。

图 17：2019-2023 年商品房销售整体情况 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

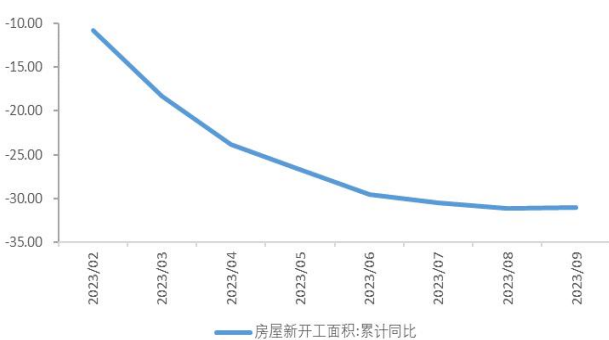
图 18：2023 年三季度房企资金来源增速企稳 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
注：2021-2023 年为两年复合平均增速

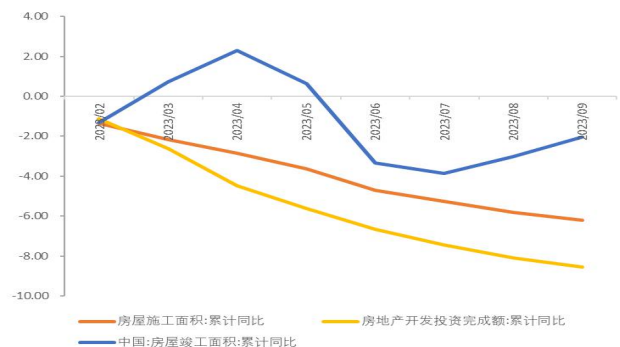
房屋施工、投资增速跌幅进一步加深，“保交楼”政策下竣工继续加快。三季度房企投融资链条尚未完全畅通，房企投资信心不足，导致房地产施工和投资增速进一步下滑。9月房地产开发投资累计增速为-9.1%，降幅较6月扩大1.2个百分点，两年及四年平均增速水平亦在不断下滑。两年平均增速看，9月房屋新开工面积累计增速持平于8月，但施工面积跌幅进一步扩大。在“保交楼”政策推动下，三季度房屋竣工面积进一步加快。

图 19：2023 年 9 月房屋新开工面积增速企稳 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
2021-2023 年为两年复合平均增速

图 20：2023 年房屋施工、竣工、投资增速 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
注：2021-2023 年为两年复合平均增速

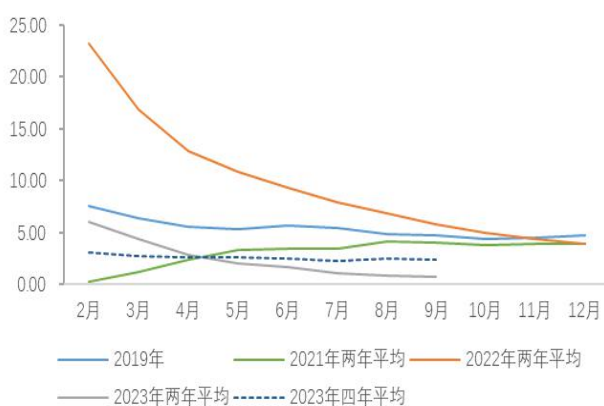
3.2 制造业投资趋于上行

疫后制造业投资增速相对偏高，走势分化。2023 年 9 月末制造业投资的四年平均增速是

5.8%，比6月末提升0.4个百分点。2019年三季度末制造业投资增速是2.5%，2019年制造业投资四年平均增速在4.3%-5.5%，因此目前的制造业投资水平相对偏高。其中，和疫情前增速差距较大的行业主要集中在地产链相关行业如家具制造业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业，以及高污染高耗能行业如石油加工、炼焦及核燃料加工业。设备制造业整体增速中枢和疫情前略有差距。表现好于疫情前的行业主要集中于三个领域，一是部分消费品行业，如农副食品加工业、食品制造业、酒饮茶制造业、烟草制品业等。二是部分上游工业品制造业和原材料制造业如化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工业。三是出口相关产业链，如电气机械及器材制造业等。

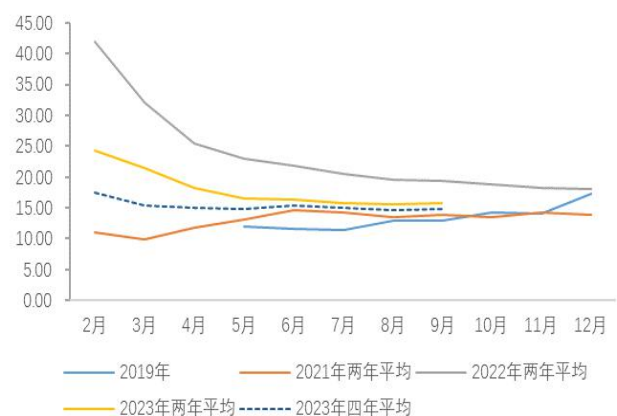
三季度制造业投资趋势上行，是总投资的主要支撑。2023年三季度制造业投资各个月份的两年平均增速分别为7.8%、7.9%、8.1%。分行业看，原材料工业、工业品制造业、设备制造业是主要带动项，消费品工业整体表现平稳。从驱动因素看，第一，我国制造业整体结构调整优化，新兴产业投资、装备制造业投资带动增强。三季度我国专用设备制造业、汽车制造业、电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速整体上行。2023年前三季度新兴产业投资增速14.8%，高于2019年同期1.8个百分点。第二，民间投资在9月对整体制造业拖累降低。根据统计局新闻发布会，前三季度民间固定资产投资同比下降0.6%，降幅比1-8月收窄了0.1个百分点。扣除房地产开发投资，民间投资同比增长9.1%，环比回升0.1个百分点。

图 21：2019-2023 年民间投资情况（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 22：2019-2023 年我国高技术产业投资情况（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

表 2：制造业分行业固定资产投资增速（%）

制造业分类	两年平均	四年平均
-------	------	------

制造业分类	两年平均							四年平均
	2019.09	2020.09	2021.09	2022.09	2023.07	2023.08	2023.09	2023.09
农副食品加工业	-5.79	-8.58	6.30	18.58	11.31	11.21	11.44	8.84
食品制造业	-0.58	-4.06	1.89	11.87	9.06	9.67	10.90	6.30
酒、饮料和精制茶制造业	-1.11	-4.78	-0.25	24.31	18.40	17.36	18.33	8.64
烟草制品业	-0.58	-5.79	-3.31	-1.37	14.11	12.81	10.47	3.35
纺织业	-1.40	-9.76	0.34	9.84	4.18	2.95	1.96	1.15
纺织服装、服饰业	-1.80	-18.79	-16.70	16.13	12.02	11.92	11.65	-3.56
皮革、毛皮、羽毛及其制品 和制鞋业	-0.29	-10.81	-9.62	13.03	14.28	13.89	14.10	1.55
木材加工及木、竹、藤、棕、 草制品业	8.05	-11.54	-8.47	15.17	14.83	16.19	15.83	2.97
家具制造业	14.47	-7.38	-9.75	6.01	0.46	2.28	2.55	-3.80
造纸及纸制品业	-1.93	-9.85	1.57	11.38	6.78	7.09	8.54	5.00
印刷业和记录媒介的复制	5.64	-9.31	-9.79	7.33	2.43	2.15	2.55	-3.82
文教、工美、体育和娱乐用 品制造业	-0.62	-13.78	-10.08	12.47	8.78	9.22	9.46	-0.79
石油加工、炼焦及核燃料加 工业	8.46	10.10	7.14	3.15	-12.86	-12.51	-13.10	-3.51
化学原料及化学制品制造业	4.61	-0.94	4.31	19.30	14.84	15.53	16.36	10.17
医药制造业	4.21	13.88	17.75	10.59	3.46	3.61	3.29	10.28
化学纤维制造业	5.63	-18.92	0.31	30.74	7.73	7.54	8.02	4.09
橡胶和塑料制品业	3.33	-3.15	4.34	13.27	5.03	6.13	6.37	5.35
非金属矿物制品业	13.70	-0.15	3.02	11.83	3.36	3.51	3.74	3.38
黑色金属冶炼及压延加工业	22.33	26.99	20.46	8.72	0.85	1.15	1.75	10.71
有色金属冶炼及压延加工业	1.90	-4.83	1.51	12.34	10.65	10.53	11.88	6.57
金属制品业	5.02	-8.74	-0.56	13.00	5.95	5.95	7.01	3.16
通用设备制造业	4.70	-5.61	-2.09	12.94	10.86	10.68	10.75	4.13
专用设备制造业	11.27	-0.27	7.03	19.99	11.24	11.19	11.55	9.27
汽车制造业	1.75	-7.91	-11.75	2.65	14.46	15.96	16.49	1.39
铁路、船舶、航空航天和其 他运输设备制造业	-7.01	-7.60	8.61	15.89	5.75	4.22	4.54	6.55
电气机械及器材制造业	0.63	-9.88	3.56	30.46	38.15	38.50	38.80	19.89
计算机、通信和其他电子设 备制造业	14.90	11.65	17.88	22.13	14.12	14.01	14.95	16.40
仪器仪表制造业	11.82	10.43	9.80	29.45	29.04	31.64	30.45	19.68

资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

3.3 政策驱动基建投资边际改善

三季度基建投资保持韧性，9月有所改善。9月末基建（不含电力）投资累计增速6.2%，

较 6 月末下降 1 个百分点，较 8 月末下降 0.2 个百分点。基建投资之所以保持韧性，一方面在于项目建设的积极推进，三季度项目投资季节性偏强。国家统计局在 8 月份国民经济运行情况新闻发布会曾提到“积极推动水利、交通等领域的重大基础设施建设，加大充电设施、工业互联网、数据中心等新型基础设施的投入，效果不断显现。”另一方面，在地产投资和出口走弱的背景下，今年 7 月政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”，专项债发行加速并对信贷形成支撑。随着资金到位情况改善，9 月基建投资情况也较 8 月有所好转。9 月基建投资两年平均增速 7.4%，自 5 月触底以来持续回升。三季度以来，基建投资四年平均增速 4.0%-4.4%，整体上和 2019 年增速水平差不多。

图 23：专项债发行进度（%）



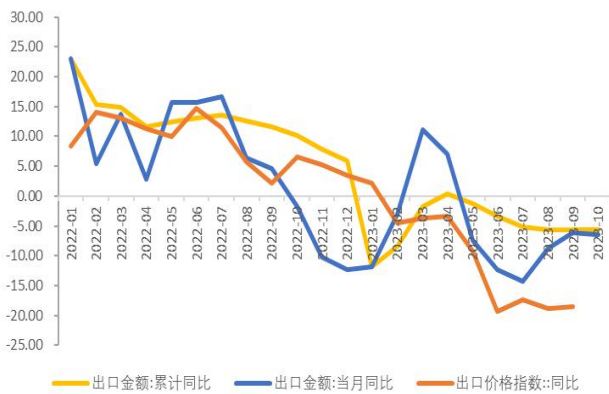
资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

3.4 出口：跌幅收窄，外需仍有走弱压力

三季度量价因素共同驱动出口跌幅收窄。2023 年 9 月我国出口金额累计同比-5.7%，跌幅较上半年进一步扩大。就三季度看，8 月出口环比增速转正，9 月环比增速远高于季节性，三季度出口月度同比跌幅不断收窄。一是得益于高基数带来的影响有所淡化；二是三季度价格因素对出口金额的拖累减弱，中国出口价格指数同比于 6 月触底企稳。三是美国经济在疫后宽财政、超额储蓄、就业市场强劲、薪资高增长的支撑下，三季度保持了一定的韧性。2023 年三季度美国 GDP 环比折年率为 4.9%，高于第二季度的 2.1%，前三季度 GDP 同比增速逐季回升。四是我国外贸多元化的效果继续显现。三季度我国对俄罗斯、非洲、中亚等新兴市场出口同比增速进一步加快。五是高质量、高附加值的产品竞争力在提升。三季度我国汽车、船舶等出口

维持强势。

图 24：出口金额及出口价格指数同比（%）



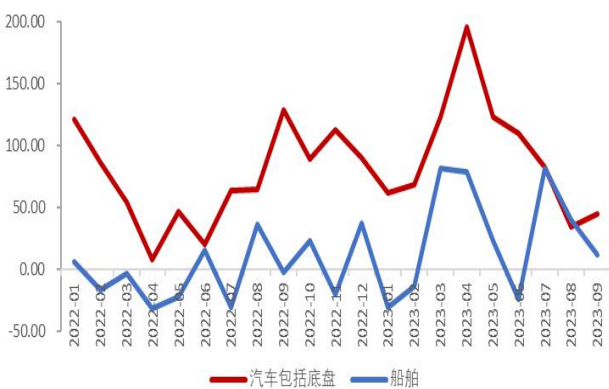
资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所

图 25：美国 GDP 同比及环比折年率（%）



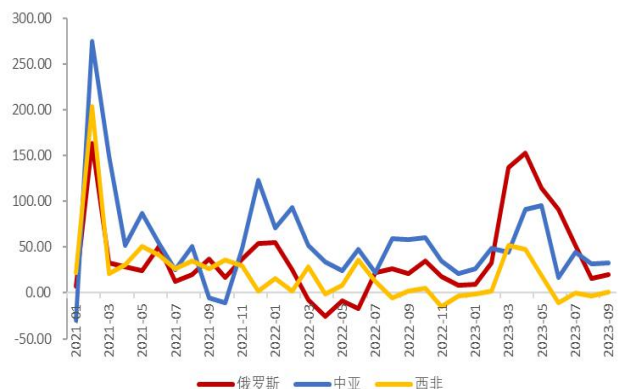
资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所

图 26：汽车及船舶出口增速（%）



资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所

图 27：我国对俄罗斯、西非以及中亚等市场出口增速（%）



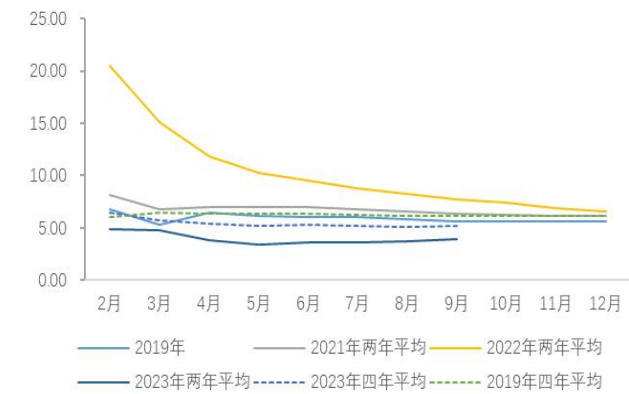
资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所

3.5 工业生产持续恢复

今年前三季度，工业经济企稳回升，且相较于需求恢复偏快，有利于经济延续恢复态势。第一，前三季度，规模以上工业增加值累计增长 4.0%，年初以来增速持续回升，两年平均增速从 6 月份开始也是持续回升。9 月份规模以上工业增加值当月同比增速是 4.5%。第二，从生产-新订单看，今年以来生产相对于需求维持在偏高的水平，显示经济内生动能的修复。从 MA12 个月看，新订单和产成品库存指数之差的拐点领先生产指数，10 月该指标继续回升，预示生产依然有向上趋势，印证经济周期向上的动力。第三，无论产能利用率还是产销率都在改善。

前三季度全国工业产能利用率平均是 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。7、8、9 三个月工业企业产销率均超过 97%。

图 28：2019-2023 年工业增加值累计增速 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 29：工业增加值当月同比增速 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 30：PMI：生产-新订单 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 31：新订单和产成品库存指数之差的拐点领先生产指数 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 32：工业产销率 (%)

图 33：产能利用率 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

二、展望篇：内生驱动和政策进入新阶段

展望 2023 年四季度及 2024 年一季度，经济有望继续在波动中修复。2023 年三季度以来，国内经济增长动能不断显现，价格、就业、收入、信心等内生驱动因素边际改善，库存周期继续由被动去库存向主动补库存方向演绎。同时，宏观政策持续积极发力，四季度增加发行 2023 年国债 1 万亿元，有望进一步带动四季度及明年内需，提振经济和资本市场预期；中央金融工作会议确定“金融强国”的定位，对发展和风险进行再平衡，进一步推动金融助力高质量发展，短期金融工作安排也偏积极；货币政策虽面临银行净息差下降和人民币贬值等短期制约，但仍然有望在多目标中向稳增长腾挪一定空间。另一方面，也要看到当前我国产能过剩问题依然存在，实际库存增速不低，经济冷热不均，内生动能处于复苏初期，叠加美国经济衰退风险依然存在，国内需求端的恢复斜率和持续性是经济能否最终实现复苏的关键。

具体来看（1）我国库存周期自身力量已经初步形成，有望带动经济周期进一步向前。但本轮库存周期的复苏弹性或较为有限。（2）价格拐点已经显现，中期大概率低斜率回升。价格回升的持续性有利于经济摆脱负反馈，重建正循环。从价格的角度来看，全球经济的韧性和国内基建政策加码有利于 PPI 率先启动并延续回升态势，但最终能否形成工业下游 PPI 及非食品 CPI 的系统性回升，是“PPI 回升——企业利润加速回升——企业生产及投资意愿回升”的关键。同时，10 月经济数据显示当前经济复苏的脆弱性，叠加国内库存周期向上动力还不强和美国衰退风险，客观上仍需要供需两端的外源性驱动持续推动经济内生正循环的稳定性和持续性。（3）三季度，一系列企业经营信心指标、居民信心指标出现改善。（4）进入 10 月，随着地方再融资债重启发行、国债增发 1 万亿元和专项债提前下达获批，财政政策转向积极，货币

政策配合，有望尽快形成实物总量。我们认为明年政策“组合拳”整体偏积极。(5)防风险“建立长效机制”，把握时度效。今年中央金融工作会议首次就金融风险管理提出“把握好快和稳的关系，在稳定大局的前提下把握时度效”，发展和风险对立关系进一步淡化。

1、库存周期继续由“被动去”向“主动补”演绎

三季度我国经济整体仍处于被动去库存阶段，有望走向主动补库存。2023年3月以来工业企业营业收入累计增速持续筑底企稳，同时，产成品库存增速在经历下滑后，于8月、9月出现两个月的回升；用PPI剔除价格因素影响后，可以看到三季度实际库存增速维持下滑（9月实际库存增速有所反复），同时，9月工业企业实际营业收入增速下降趋缓；从价格层面看，PPI同比增速已于6月触底，三季度降幅进一步收窄；从PMI制造业新订单看，6-9月持续回升，10月虽有波动但还未改变趋势；从PMI生产指数看，10月有所放缓但好于新订单，印证企业补库存动力和经营信心。上述迹象表明库存周期自身力量已经初步形成，有望带动经济周期进一步向前。

结构上看，当前多数行业库存去化较为充分，但部分中上游行业库存去化相对不充分。如下游消费品工业中，纺织服装、服饰业；皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业；家具制造业；造纸及纸制品业；印刷业和记录媒介的复制；文教、工美、体育和娱乐用品等，库存分位数已降至10%以下。中上游行业中，木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业；化学纤维制造业；金属制品业；通用设备制造业；汽车制造业；计算机、通信和其他电子设备制造业，库存分位数已降至30%以下。整体来说，上游采掘、部分中游原材料和工业品行业库存去化相对不充分。

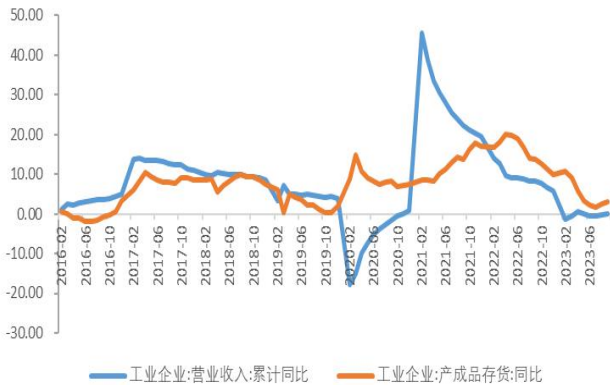
本轮库存周期的复苏弹性或较为有限。第一，从企业销售情况看，终端需求复苏力度还不强，持续性欠佳。第二，相对于名义库存，实际库存增速还在中枢水平偏上。第三，分行业看，仍有部分中上游行业库存去化不够充分，全面去库存开启尚需时日。第四，地缘博弈持续紧张，世界逆全球化风险上升，国内需求信心恢复尚需时日，这决定了利用传统的价格、供需框架推断库存周期发展阶段具有较大不确定性。因此，库存周期继续向前演绎客观上需要宏观政策继续发力，进一步推动周期向前，彻底扭转经济悲观趋势。

图 34：工业企业产成品库存及营业收入名义增速

图 35：工业企业产成品库存及营业收入实际增速



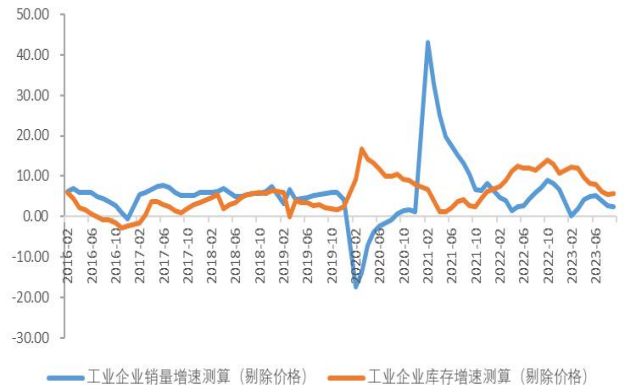
(%)



— 工业企业:营业收入:累计同比 — 工业企业:产成品存货:同比

资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

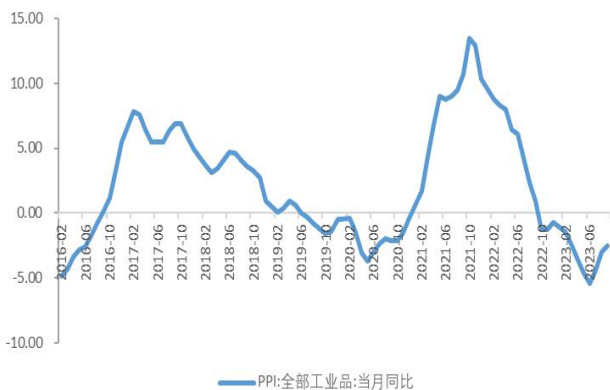
(%)



— 工业企业销量增速测算(剔除价格) — 工业企业库存增速测算(剔除价格)

资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

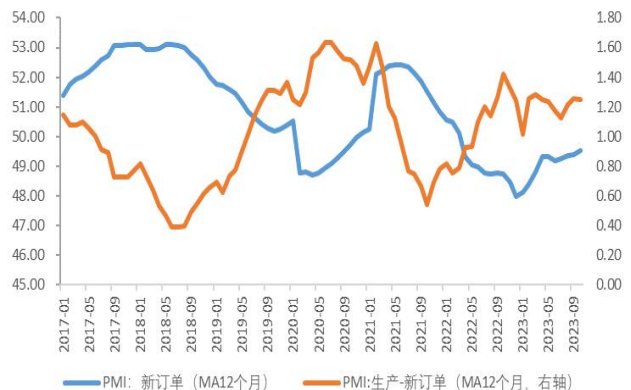
图 36：PPI (%)



— PPI:全部工业品:当月同比

资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

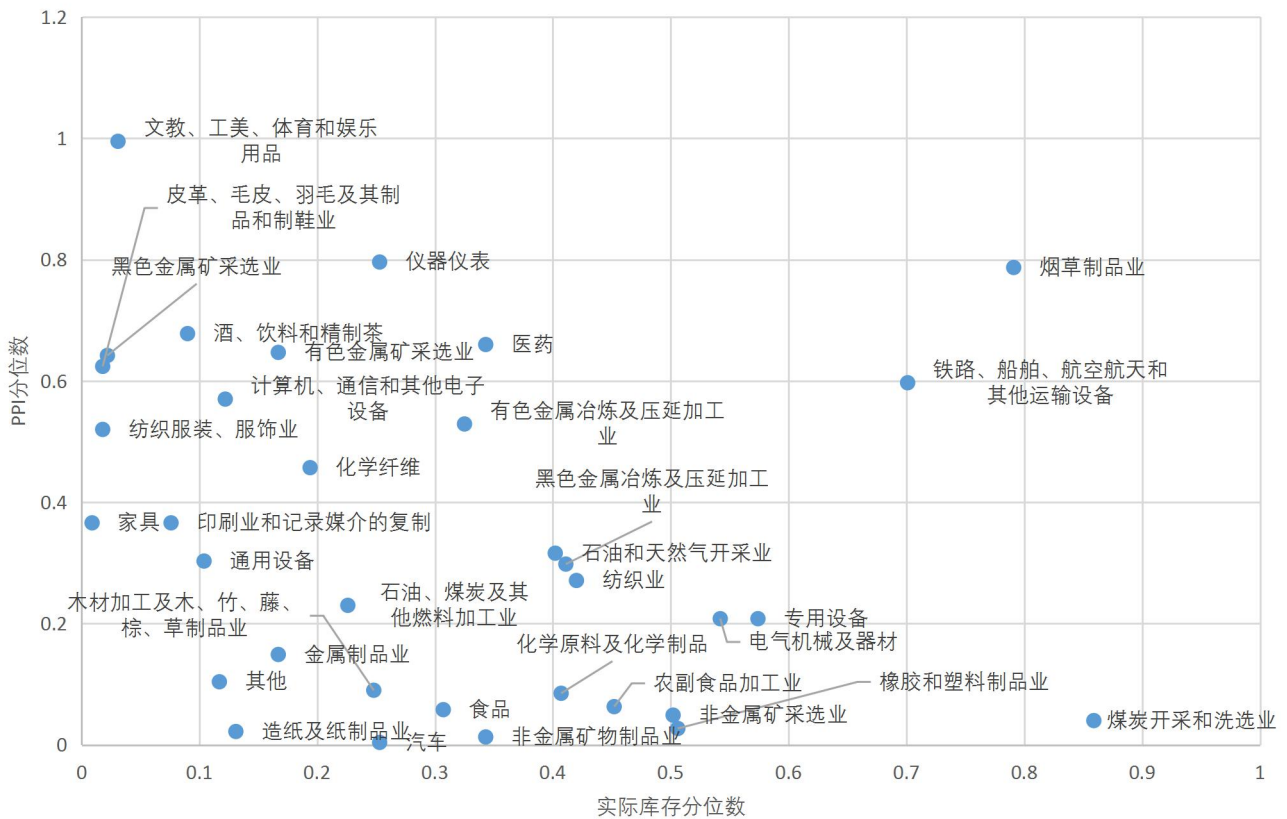
图 37：PMI 新订单及生产指数 (%)



— PMI:新订单(MA12个月) — PMI:生产-新订单(MA12个月,右轴)

资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 38：2001 年以来各行业库存分位数及 PPI 分位数



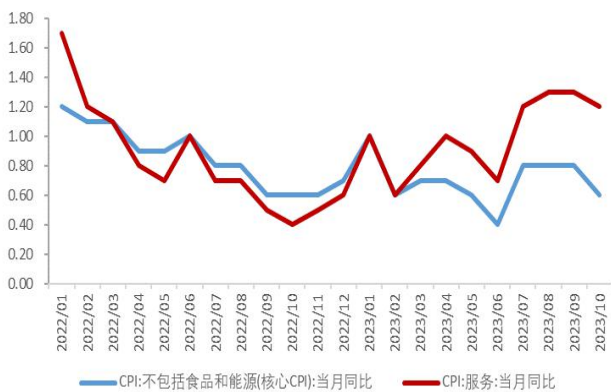
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

2、价格拐点已现

三季度 CPI 和 PPI 均已完成筑底，但价格复苏波动且不均衡。2023 年上半年，受经济复苏偏弱（主要是投资需求不足）、市场信心不足、企业降价去库存、基数较高等因素影响，通胀整体呈下行趋势。4-5 月市场一度有经济陷入通缩的担忧，但可以看到这个时期核心 CPI 和服务 CPI 均维持一定的韧性，拖累整体 CPI 的主要是食品项中的猪肉价格。三季度以来，通胀已完成筑底回升，其中，PPI 低点出现在 6 月，CPI 低点出现在 7 月。三季度 GDP 平减指数也已经企稳。10 月通胀数据有所回落，CPI 再度转负，低于预期；PPI 跌幅扩大，符合预期。尽管有食品项以及国际原油、有色金属价格波动的影响，但核心、服务环比都是弱于季节性印证了国内需求依然偏弱的事实。另一方面，产业链价格复苏不均衡，PPI 整体表现好于 CPI，上游行业表现好于中下游行业，中下游行业利润受到挤压。

图 39：2023 年核心 CPI 和服务 CPI 保持韧性 (%)

图 40：2023 年 CPI 主要拖累在食品项 (%)

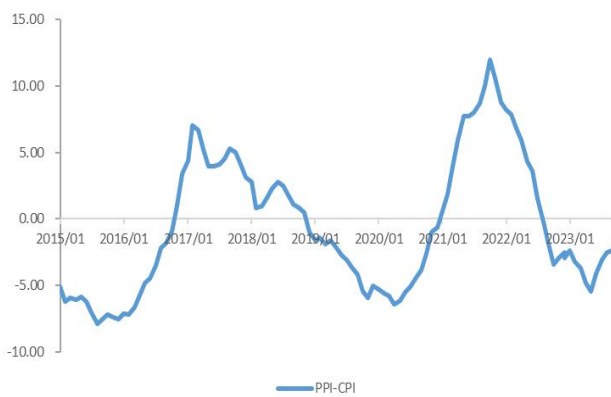


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 41：PPI 与 CPI 剪刀差 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 42：上中游行业价格表现好于下游 (%)

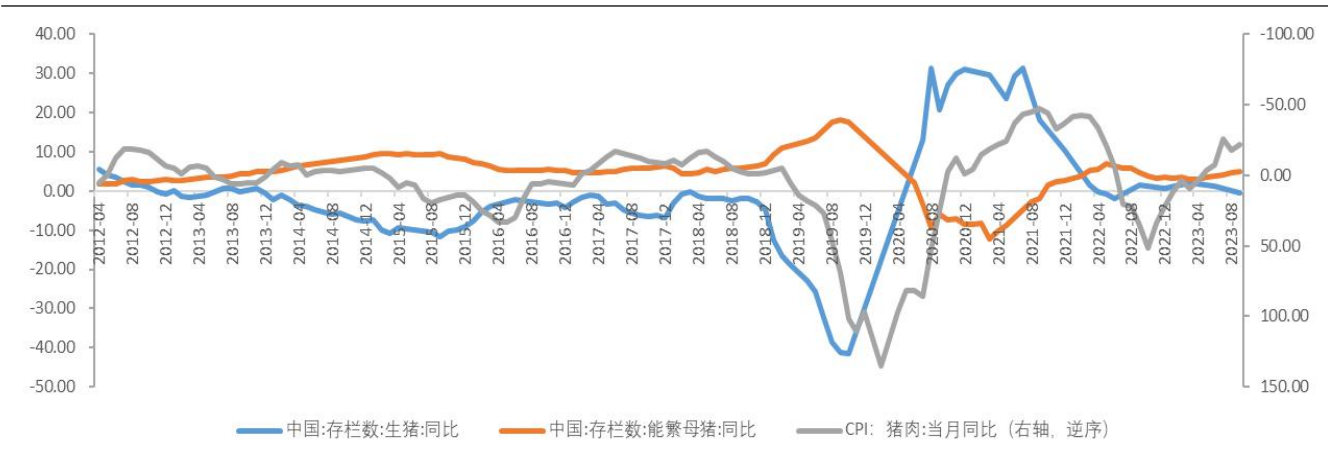


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

展望四季度及明年一季度，通胀有望低斜率回升。第一，2023 年四季度通胀面临的基数效应偏中性，而明年上半年则面临较低的基数，有利于通胀读数。第二，2023 年四季度初国内财政政策已经转向积极，社会预期有所改善，库存周期向上动能开启，宏观环境明显好于 2023 年 4-5 月。第三，仅从 RJ/CRB 指数对国内 PPI 的领先性来看，国内 PPI 进一步回升的过程短期并未结束。我国大多数工业品价格较大幅度受全球工业品价格波动的影响。尽管未来随着美国金融条件的收紧，可能从需求端制约全球工业品价格，但就目前来看，美国经济维持韧性，加息暂缓的情况下，需求端对全球工业品价格的不利影响有限。退一步看，由于国内 PPI 对全球商品价格滞后约 2-6 个月，此前全球商品价格上涨将继续向国内 PPI 传导，对四季度 PPI 有支撑。第四，猪肉价格方面，2023 年 11 月低基数效应对猪肉价格同比有支撑。但这轮猪周

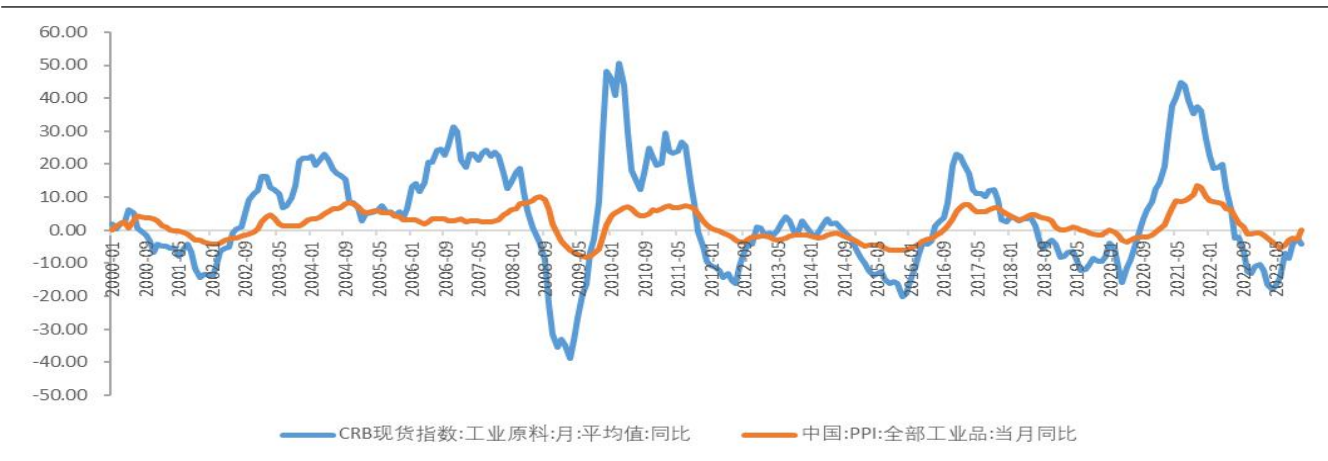
期产能去化缓慢，力度有限，今年以来能繁母猪存栏同比小幅回升，因此预计猪肉价格还是以筑底形态为主，难以明显反弹。

图 43：2022 年以来这轮猪周期产能去化缓慢且有限（%）



资料来源：农业农村部，国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 44：CRB 指数对我国 PPI 的领先性（单位：%）



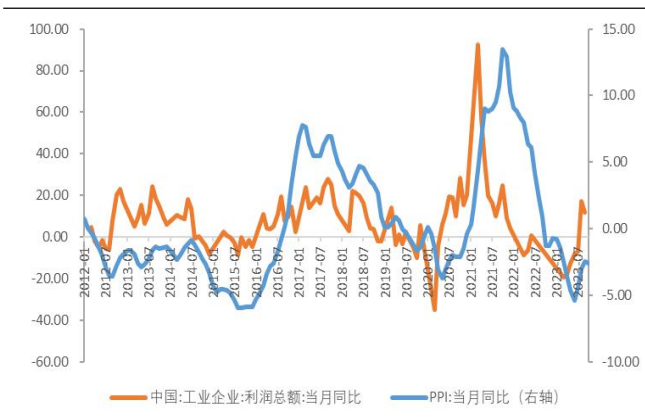
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

价格回升的持续性有利于经济摆脱负反馈，重建正循环。第一，价格形成温和回升预期有利于激发居民提前消费的意愿。第二，企业利润增速和价格走势高度正相关，价格回升将提升企业盈利能力和扩产意愿，带动企业投资扩张，带动居民就业和收入改善；还可以通过增强二

级市场信心广泛推动市场需求信心恢复。价格筑底带动利润率改善，进一步推动企业利润完成筑底。今年前三季度工业企业利润逐季回升，三季度利润增长 7.7%，由降转增。工业企业利润在连续五个季度同比下降后首次由降转增，呈加快回升态势。第三，通胀回升情况下，企业承担的实际融资利率被动下降，有利于企业投资信心恢复。

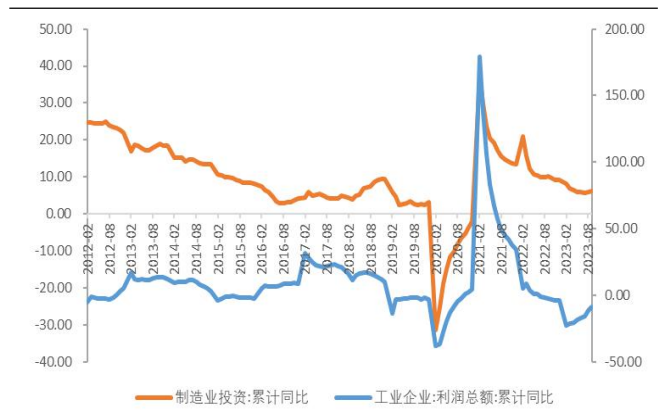
也要看到，有利的价格和库存环境是经济的加速器，在当前的基本面和居民信心偏弱的情况下，仍需要供需两端的外源性驱动持续推动经济内生正循环的稳定性和持续性。从价格的角度来看，全球经济的韧性和国内基建政策加码有利于 PPI 率先启动并延续回升态势，但最终能否形成工业下游 PPI 及非食品 CPI 的系统性回升，是“PPI 回升——企业利润加速回升——企业生产及投资意愿回升”的关键，而局部性的通胀回升仅仅是产业链不同位置企业利润的再分配，对于生产和投资拉动较为有限。同时，10 月经济数据显示当前经济复苏的脆弱性，叠加国内库存周期向上动力还不强和美国衰退风险，客观上仍需要供需两端的外源性驱动持续推动经济内生正循环的稳定性和持续性。

图 45：PPI 和工业企业利润 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 46：工业企业利润和制造业投资 (%)



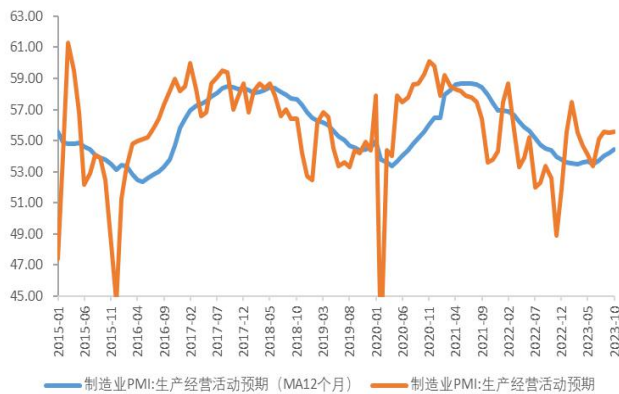
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

3、预期和信心修复初见端倪

三季度，一系列企业经营信心指标、居民信心指标出现改善。2020 年以来，在疫情和逆全球化等国际环境影响下，预期转弱、信心不足问题持续制约我国经济发展和政策效应传导。随着疫情对经济制约最大的阶段过去，政策效应和经济内生动能双重驱动下，2023 年三季度企业和居民信心进一步恢复。从企业角度看，制造业 PMI 企业经营预期指数持续改善，三季度持续位于 55.5% 及以上。中小企业发展信心也在逐步恢复，自中小企业信心指数 7 月触底后，

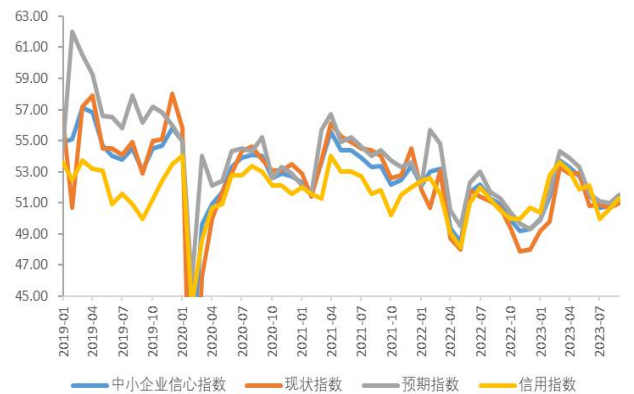
8月、9月已经连续两个月恢复。从居民角度看，消费者信心指数三季度企稳；随着失业率下降，消费者就业信心指数率先好转。

图 47: PMI 企业经营预期指数 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 山西证券研究所

图 48: 中小企业信心指数 (%)



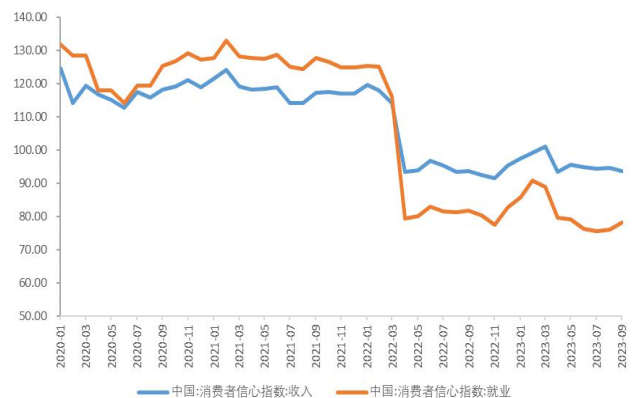
资料来源: 渣打银行, Wind, 山西证券研究所

图 49: 消费者预期指数和信心指数 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 山西证券研究所

图 50: 消费者就业和收入信心指数 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 山西证券研究所

4、政策继续打好组合拳，财政走向积极

2023年二、三季度货币政策较为积极，财政发力步伐相对较慢。进入10月，随着地方再融资债重启发行、国债增发1万亿元和专项债提前下达获批，财政政策转向积极，货币政策配合，有望尽快形成实物总量。值得关注的是，今年三季度GDP增速超预期后，全年完成经济增速目标概率大幅增加，造成市场对四季度及明年政策驱动放缓的担忧。我们认为明年政策组

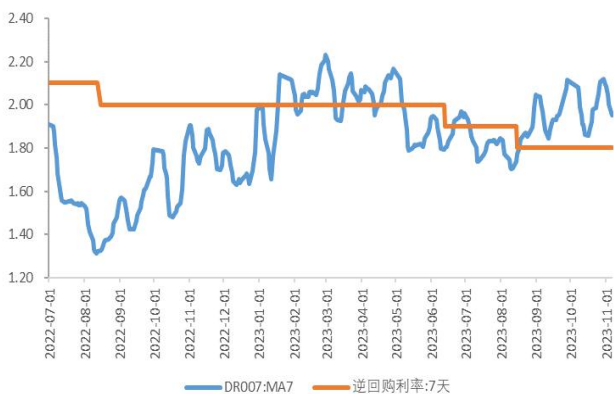
合拳整体偏积极。一是美国金融条件收紧的滞后影响或显现，加息告一段落但降息还远，导致国内出口回落压力延续；二是当前内需恢复基础不牢固，潜在增速下移的担忧、大国博弈下全球产业链重构、地缘政治风险等中长期风险时常扰动短期经济预期。从短中期夯实经济内生基础，防范金融扩散的角度，传统经济的紧缩性政策实施有望更加缓和，进一步把握好时度效；新增长动能的支持上会有更加充实的结构性政策。三是从 2023 年赤字率抬高和金融工作会议对当前和中长期金融工作的布局看，政策层面对货币和财政政策进行的再平衡，对发展和风险进行的再平衡，不仅仅着眼于短期动能的夯实，更着重于从长期角度加快经济增长动能转换，增强发展信心，打破中长期悲观预期。未来中央加杠杆有望进一步提升。

4.1 货币政策稳健基调不变

2023 年货币政策经历了“偏紧——偏松——稳健”三个阶段的变化。第一阶段：一季度。经济“强预期”，央行操作偏稳，降息预期暂时性落空，在“不大水漫灌”“不大收大敛”“合理把握信贷投放力度和节奏，适时靠前发力”的货币政策基调下，结构性政策工具发力，信贷实现开门红，资金面大部分时间偏上于政策利率运行。第二阶段：二、三季度。基本面强复苏证伪，出现“通缩”担忧，随着银行存款利率下调，货币政策转为积极。继 6 月降息落地后，7 月政治局会议提出“加强逆周期调节和政策储备”，央行于 8 月再次超预期降息。第三阶段：四季度。货币政策和财政政策再平衡。在财政政策转向积极的情况下，货币政策维持“稳健”基调。2023 年 9 月 20 日，央行在国新办发布会上依然强调“货币政策应对超预期挑战和变化仍然有充足的政策空间”“将继续精准、有力实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节和政策储备”。四季度看，由于存在商业银行净息差大幅收窄和中美利差负向发散的担忧，因此对于货币政策实际操作，央行也几次强调“密切观察前期政策效果，加快推动政策生效”。整体来讲，上述两个因素并非未来货币政策操作的硬约束。

图 51：DR007 和 7 天逆回购利率（%）

图 52：10 年国债收益率和 1 年 MLF 利率（%）



资料来源：中国货币网，中国人民银行，Wind，山西证券研究所



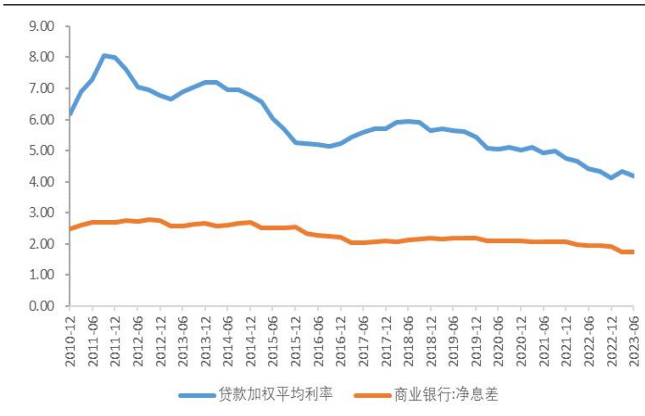
资料来源：中债估值中心，中国人民银行，Wind，山西证券研究所

2023 年中央金融工作会议对当前和中长期货币金融形成指引，货币政策“稳健”基调不变。在“金融强国”，为经济社会发展提供高质量服务的主要目标下，对金融的指引是“要着力营造良好的货币金融环境，切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务”。对货币政策的指引是“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”。今年金融工作会议对于金融风险提出把握好快和稳的关系，在稳定大局的情况下把握好时度效，在地方化债和房地产领域风险化解均侧重构建长效机制。在这样的发展和风险再平衡下，在金融服务高质量发展的目标下，实际上是再度打开了货币金融未来的空间。对当前金融领域重点工作，提出“加大政策实施和工作推进力度，保持流动性合理充裕、融资成本持续下降”，基本上延续了货币政策今年以来的定调。

货币政策目前面临的制约在未来或有所缓解。一是商业银行净息差收窄的问题有望得到缓解。疫情以来，在降低实体经济融资成本政策的推动下，贷款利率下降较多，存款利率下降幅度有限，造成利率传导机制各个环节的利率并非均衡下移，银行净息差持续收窄。央行二季度货币政策执行报告提出“商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平”；在 2023 年三季度金融统计数据新闻发布会上，央行再次指出“利率政策协同性的重要体现之一，在于银行保持合理利润和融资成本稳中有降两个目标的兼顾实现”。在“引导融资成本持续下降”这个主要目标牵引下，通过加快存款利率补降、加强贷款自律管理、对银行高息产品进行自律和规范、业务创新等操作，仍可以为货币政策的发挥腾挪出空间。二是中美利差负向发散的担忧有望缓解。随着美联储加息周期结束，中美利差继续负向扩大空间有限，人民币汇率压力逐步缓解，国内货币政策能更好贯彻“以我为主”。

具体操作上，展望四季度和明年一季度，国内经济基本面弱复苏仍是主要背景，通胀压力不大，在货币政策面临的制约缓和后，降息空间有望进一步打开，降准操作依然具有常规性，结构性政策工具操作和扩充将进入新阶段。

图 53：金融机构贷款加权平均利率及商业银行净息差（%）



资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图 54：10 年美债利率及中美利差（%）



资料来源：美联储，中债估值中心，Wind，山西证券研究所

4.2 财政走向积极，赤字率提升具有深远意义

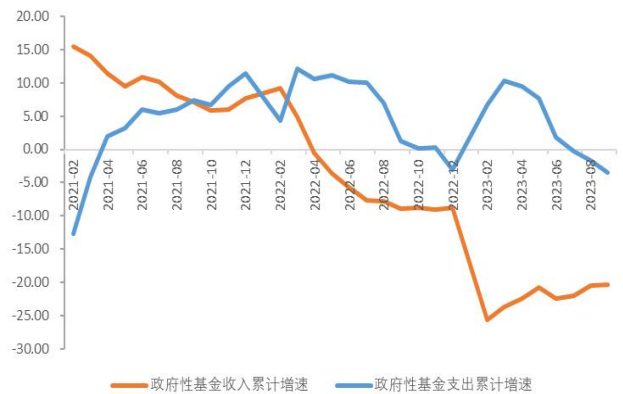
2023 年前三季度财政整体偏紧，主要由于政府性基金预算收支下滑以及上半年专项债发行节奏偏慢。2022 年 12 月中央经济工作会议提出“积极的财政政策要加力提效”，但要“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”。2023 年两会对于财政政策的布局偏温和，目标赤字率定为 3%、地方专项债 3.8 万亿元。考虑到 2022 年政府财力受到特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润、调入预算稳定调节基金、盘活用好专项债务结存限额等，站在年初的节点上看，今年目标赤字率和地方专项债的提升并不意味着财政力度的大幅增加。从收支进度看，今年一般公共预算收支完成度相对较好，一般公共预算支出进度较 2020-2022 年的平均进度略偏快。但政府型基金收支完成度偏慢，三季度政府性基金收入两年同比累计增速为 -20.38%，主要由于土地出让表现较弱；三季度政府性基金支出两年同比累计增速为 -3.54%（6 月末为 1.79%）。同时，今年尤其是上半年专项债发行节奏偏慢。

图 55：一般公共预算收支增速（%）

图 56：政府性基金收支增速（%）

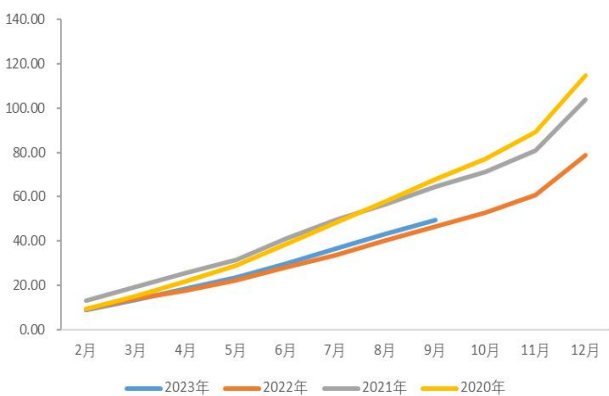


资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所
注：数据为两年复合平均增速



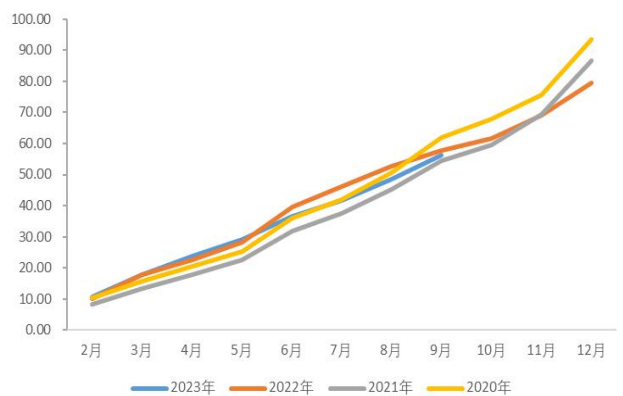
资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所
注：数据为两年复合平均增速

图 57：2020-2023 年 9 月政府性基金收入完成进度 (%)



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

图 58：2020-2023 年 9 月政府性基金支出完成进度 (%)

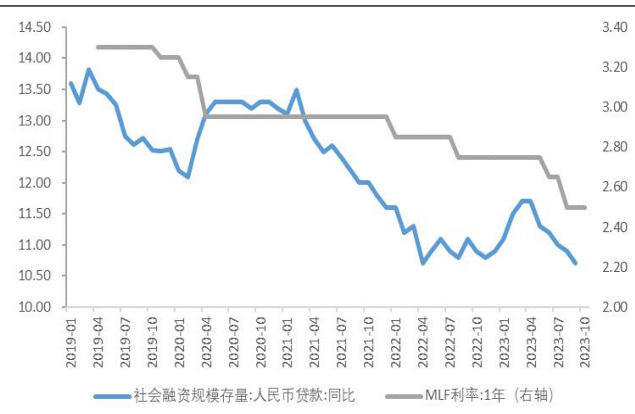


资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

三季度末财政转向积极的三个背景。第一，经济内生动能处于恢复初期，在地产、基建投资增速滑落的背景下，经济、广义财政面临后劲不足的局面。第二，货币政策面临多目标制约，且传导机制需要进一步疏通。回顾 2020-2022 年的三轮降息，对于信贷的扩张尤其是企业信贷扩张的效果都是立竿见影的。而 2023 年 6 月及 8 月 MLF 降息以及 LPR 下调后，企业贷款整体仍面临下滑趋势，反而多余的流动性淤积在银行间，一方面造成银行间资金面极度宽松和债市杠杆水平的高位。另一方面，造成企业低成本融资然后通过购买理财产品进行套利。在 2023 年 8 月国家发展改革委等四部门联合召开的“打好宏观政策组合拳，推动经济高质量发展”新

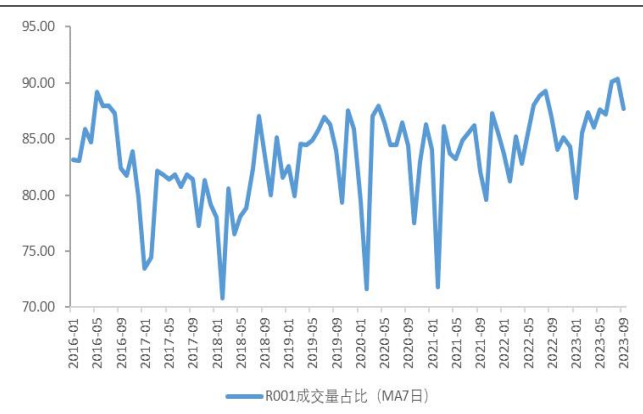
闻发布会上，央行明确提出“防止资金套利和空转”。第三，地方严控新增债务，稳经济需要中央加杠杆。

图 59: MLF 利率及贷款增速 (%)



资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图 60: R001 成交量占比 (%)



资料来源：中国货币网，Wind，山西证券研究所

三季度末财政转向积极的三个标志性事件。第一，专项债发行节奏加快。10月基本完成全年专项债发行。此外，经全国人大常委会授权，国务院继续提前下达2024年新增地方政府债务限额。从2019年至2023年提前下达新增债务限额的情况看，每年上半年各地都基本完成了提前下达新增债务限额发行工作，充分发挥了提前下达制度对扩大政府投资、完善预算管理的积极作用。第二，多省特殊再融资债重启发行，用于地方置换隐债，有利于缓解地方债务风险，提升地方政府稳增长能力，改善社会预期。第三，增发1万亿国债，旨在支持灾后恢复重建、缓解地方债务压力、巩固经济回升态势。2023年10月24日，十四届全国人大常委会批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元，2023年全国财政赤字由38800亿元提高至48800亿元，中央财政赤字由31600亿元增加到41600亿元，预计财政赤字率由3%提高到3.8%左右。本次增发国债用意有三，其一，资金主要用于支持灾后恢复重建、提升防灾减灾救灾能力，是保障民生、补短板、强弱项的具体举措。其二，灾后重建属于传统基建，能加快推动形成实物工作量，有效拉动国内需求，进一步巩固经济回升态势。其三，增发国债全部用于地方，有助于缓解地方债务压力；其四，中央预算罕见调整，是财政政策转向积极的重要体现，对增强微观主体信心具有深远意义。

4.3 防风险“建立长效机制”，把握时度效

今年中央金融工作会议首次就金融风险管理提出“把握好快和稳的关系，在稳定大局的前提下把握时度效”，进一步淡化发展和风险对立关系。对于地方债务风险，提出“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”，目前的化债工作已经开启，中央与地方、政府和金融的关系进入到新的阶段，预计未来有更多的化债举措推出，中央有进一步加杠杆的空间，金融体系参与化债值得期待。地方化债长效机制的构建，预示了地方化债将会一个长期的渐进的过程。房地产方面，提出构建房地产发展新模式，包括“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”“因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求”“加快保障性住房等‘三大工程’建设”。本次会议特别强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”，对于民营房地产企业的融资是一个政策上的边际改善。同时也强调了房地产金融宏观审慎管理，健全房地产企业的主体、资金监管，以避免出现后续的融资被挪用等情况。可以看出房地产长效机制逐渐清晰。保障性住房、城中村改造和平急两用基础设施这“三大工程”既有助于房地产市场向新发展模式的长期转型，又能够拉动总需求。整体上降低房地产长期趋势对经济的拖累。

三、风险提示

1、美国经济衰退风险

2023 年前三季度美国经济韧性主要来自于“宽财政+超额储蓄+资本回流”，同时，利率传导的滞后性使得经济对加息敏感度低。往后看，一是美联储可能较长时期将目标利率维持在高位，短期难以开启降息，高利率最终大概率会传导到经济层面。二是超额储蓄率继续向常态回归。三是两党纷争下“宽财政”面临退坡风险。数据上看，10 月美国制造业 PMI 大幅走低，我国外需压力也进一步显现。

2、长期问题制约短期信心

当前内需恢复基础不牢固，潜在增速下移的担忧、地产城投模式的转变、大国博弈下全球产业链重构、地缘政治风险等中长期风险时常扰动短期经济预期。短期经济恢复不足又进一步引发长期担忧，不利于经济正向循环。因此，既需要政策短期进一步发力，巩固经济企稳的基础，又要注重构建新动能发展模式，形成短期和中长期正向反馈。

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

Wind, 山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

