

宏观经济信用观察

(二〇二三年三季度)

经济积极因素积累 内生动能逐步恢复

主要经济指标情况

指标名称	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3
GDP 当季值(万亿元)	30.9	33.6	28.5	30.8	32.0
GDP 当季同比(%)	3.9	2.9	4.5	6.3	4.9
工业增加值增速(%)	3.9	3.6	3.0	3.8	4.0
固定资产投资增速(%)	5.9	5.1	5.1	3.8	3.1
房地产投资增速(%)	-8.0	-10.0	-5.8	-7.9	-9.1
基建投资增速(%)	8.6	9.4	8.8	7.2	6.2
制造业投资增速(%)	10.1	9.1	7.0	6.0	6.2
社零增速(%)	0.7	-0.2	5.8	8.2	6.8
出口总额增速(%)	11.6	5.9	-1.8	-3.4	-5.7
进口总额增速(%)	3.5	0.8	-7.0	-6.9	-7.5
CPI 涨幅(%)	2.0	2.0	1.3	0.7	0.4
PPI 涨幅(%)	5.9	4.1	-1.6	-3.1	-3.1
财政收入增速(%)	-6.6	0.6	0.5	13.3	8.9
财政支出增速(%)	6.2	6.1	6.8	3.9	3.9
调查失业率均值(%)	5.4	5.6	5.5	5.2	5.2
社融存量增速(%)	10.6	9.6	10.0	9.0	9.0

注：1.GDP 当季值按现价计算，同比增速按不变价格计算；2.工业增加值、固定资产投资、社零（社会消费品零售总额）、进出口、价格指数、财政收支（一般公共预算收支）数据均为累计同比增速，基建投资不含电力；3.调查失业率为季度均值；4.社融存量增速为期末值；5.出口、进口数据均以美元计价

数据来源：国家统计局、中国人民银行、Wind，联合资信整理

摘要：

- 2023 年前三季度，宏观政策调控着力扩大内需、提振信心、防范风险，国民经济持续恢复向好，生产供给稳步增加，市场需求持续扩大，就业物价总体改善，发展质量稳步提升，积极因素累积增多。剔除基数因素后，第三季度经济增速超市场预期，两年平均增速为 4.4%，较第二季度加快了 1.1 个百分点。9 月，生产、消费领域仍然保持扩张恢复态势。展望第四季度，积极因素不断积累，经济增长将延续向好态势，实现全年 5% 的增长目标可期。
- 信用环境方面，2023 年前三季度，社融规模显著扩张，信贷结构有所改善，但是居民融资需求总体仍偏弱，且企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本明显下降。展望第四季度，预计社融规模将继续保持平稳增长，信贷结构将继续优化，市场流动性将延续偏紧态势，实体经济融资成本将继续稳中有降。
- 政策环境方面，2023 年上半年，宏观政策聚焦于优化完善房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、促进中小微企业调结构强能力等方面；第三季度，宏观政策聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面。展望第四季度，宏观政策将聚焦于高质量发展，推动各项政策加快落地见效，为实现经济社会发展目标提供有力支撑。

联合资信研究中心

张 振 zhangzhen@lhratings.com

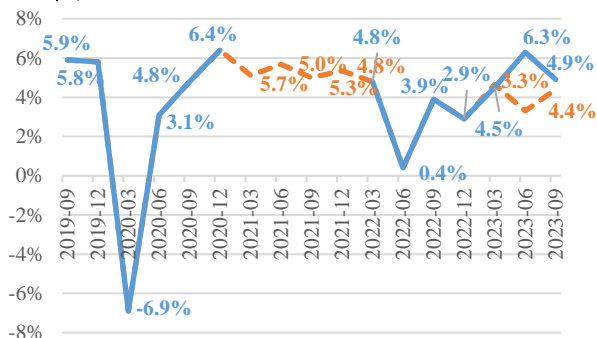
刘东坡 liudp@lhratings.com



一、宏观经济与行业运行情况

2023 年前三季度，面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，宏观政策调控着力扩大内需、提振信心、防范风险，国民经济持续恢复向好，生产供给稳步增加，市场需求持续扩大，就业物价总体改善，发展质量稳步提升，积极因素累积增多。初步核算，前三季度，中国 GDP 为 91.30 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。其中，三季度 GDP 当季同比增长 4.9%；剔除基数因素来看，第三季度 GDP 两年平均增速¹上升至 4.4%，较第二季度 3.3%的两年平均增速提高了 1.1 个百分点。从环比看，经调整季节因素后，第三季度 GDP 环比增长 1.3%。工业、服务业三季度增速逐步回升，消费加速复苏，内生动能逐步恢复，推动经济三季度超预期增长。

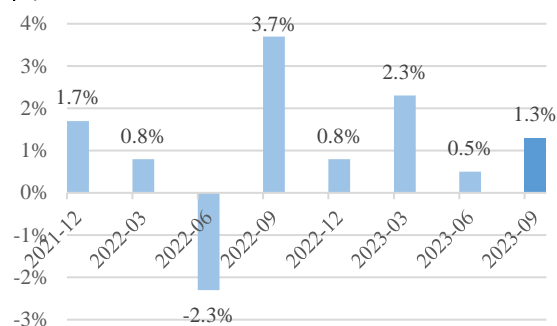
图1. GDP 当季同比增速情况（不变价）



注：图中虚线部分数据为两年平均增速，下同

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2. GDP 当季季调环比增速情况（不变价）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

展望 2023 年第四季度，特别国债发行支撑基建投资增速保持高位，汽车消费增速延续上升态势，经济主体信心持续上升，经济增长将延续三季度较快态势。前三季度 GDP 同比增长 5.2%，有力保障了实现全年 5%的经济增长目标。据国家统计局测算，第四季度 GDP 同比增长 4.4%以上即可完成全年经济增长目标。因此，第四季度关键是继续落实已经出台的宏观调控政策，坚持稳中求进工作基调，固本培元。具体包括着力促进汽车消费增速回升，推进高科技制造业投资扩容提效，采取多种手段稳外贸，以保交楼为抓手促进房地产相关债务重组。

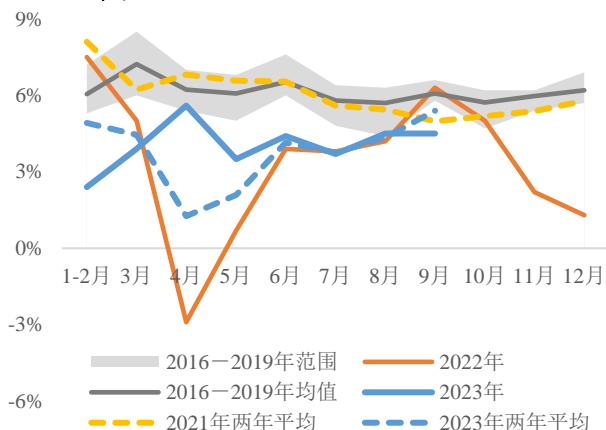
1. 生产端：工业、服务业三季度增速逐步回升

2023 年前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长 4.0%，比上半年加快了 0.2 个百分点。9 月，工业增加值同比增长 4.5%，在 2022 年 9 月基数较高的情况下，同比增速与 8 月持平，两年平均增速呈现回升态势；同比增速较 7 月提高 0.8 个百分点。整体来看，工业增加值同比增速呈恢复企稳态势，相较其他

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，本文使用两年平均增速（几何平均增长率）对部分受基数效应影响较大的指标进行分析，如工业生产、服务消费等相关领域指标。

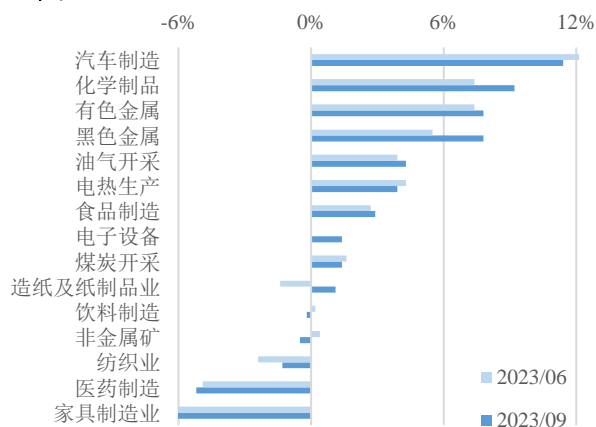
宏观经济指标波动较小。前三季度，分三大门类看，采矿业增加值同比增长 1.7%，制造业同比增长 4.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 3.5%。装备制造业增加值同比增长 6.0%，比全部规模以上工业快 2.0 个百分点。分产品看，太阳能电池、充电桩、新能源汽车产量同比分别增长 63.2%、34.2%、26.7%。分行业看，9 月，41 个大类行业中有 26 个行业增加值保持同比增长。

图3. 工业增加值当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

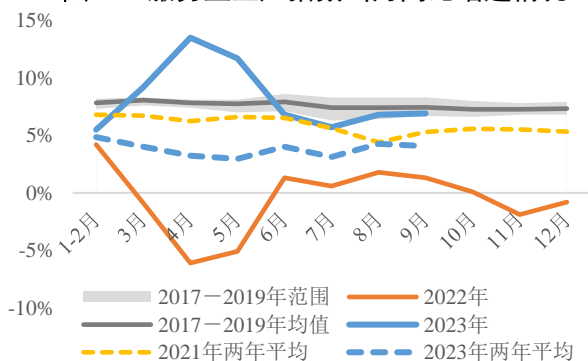
图4. 主要工业行业增加值累计同比增速²情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

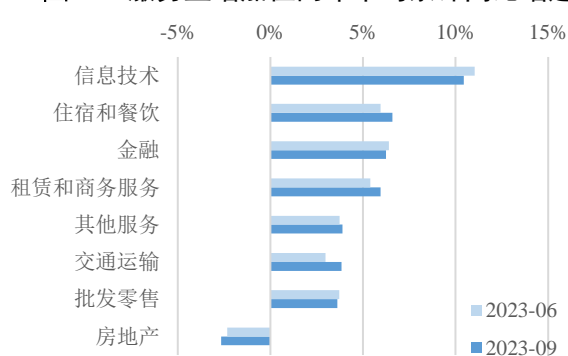
2023 年前三季度，服务业增加值同比增长 6.0%。其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，金融业增加值分别同比增长 14.4%、12.1%、9.5%、7.5%、7.0%。9 月，服务业生产指数同比增长 6.9%，比上月加快 0.1 个百分点，增速连续 2 个月回升。其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，交通运输、仓储和邮政业生产指数同比分别增长 17.7%、11.3%、9.3%。

图5. 服务业生产指数当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图6. 服务业增加值两年平均累计同比增速³



²图中有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业；电热生产为电力、热力的生产和供应；油气开采为石油和天然气开采业；煤炭开采为煤炭开采和洗选业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业，下同。

³图中信息技术全称为信息传输、软件和信息技术服务业；交通运输全称为交通运输、仓储和邮政业。

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

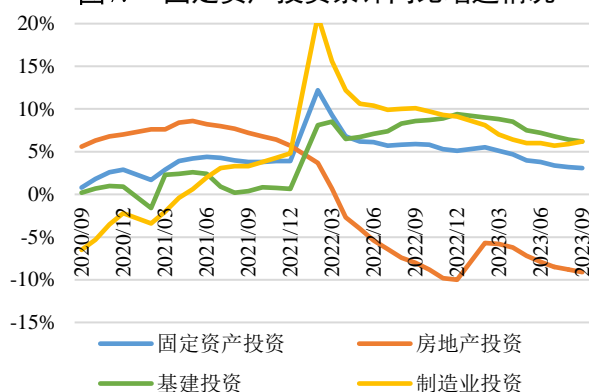
2. 需求端：房地产调控政策效果显现需待时间，消费加速复苏，内生动能逐步恢复

剔除价格因素后固定资产投资延续扩张态势。2023 年前三季度，全国固定资产投资完成额(不含农户) 37.50 万亿元，同比增长 3.1%；扣除价格因素影响后，同比增长 6.0%。

房地产投资继续回落，调控政策效果显现需待时间。2023 年前三季度，房地产开发投资同比下降 9.1%，一至二季度在“保交楼”政策支持下，房地产企业资金流动性得到补充，支撑了房地产开发投资增速的有序调整。7 月 24 日，中央政治局会议提出：房地产市场供需关系已发生重大变化，继续加强房地产市场的逆周期调控力度。随后，相关部门针对性落实“认房不认贷”、房地产放松限购扩展到一线城市、降低存量房贷利率、降低首付比等政策，支持改善性住房需求。当前房地产市场相关债务进入重组的关键阶段，房地产企业资产负债表在深度调整之后，预计居民对房地产健康发展将会逐步重建信任，房地产市场良性循环将再次恢复。

基建和制造业投资增速稳、结构优。2023 年前三季度，基建投资同比增长 6.2%。三季度，经济积极因素不断积累，逆周期调控加码，专项债发行提速，充足的资金供给保障了基建投资增速的延续性。2023 年前三季度，制造业投资同比增长 6.2%。其中，高技术制造业投资同比增长 11.3%，增速比制造业投资高 5.1 个百分点。在新能源车终端需求旺盛、绿色经济转型加快以及数字经济算力供给缺口巨大等因素影响下，制造业仍然存在重大产业机遇，预计其投资增速将更稳、结构更优。

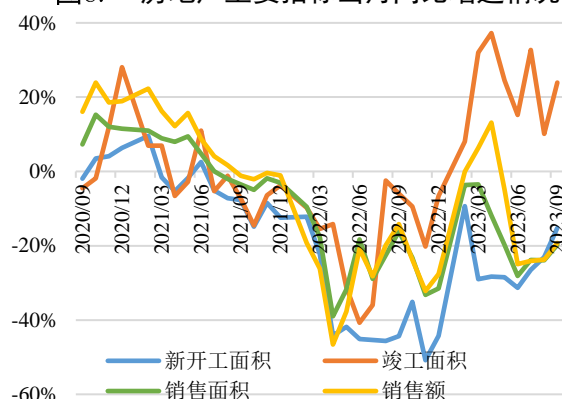
图7. 固定资产投资累计同比增速情况



注：2021 年数据为两年平均增速，基建投资不含电力

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图8. 房地产主要指标当月同比增速情况



注：2021 年数据为两年平均增速

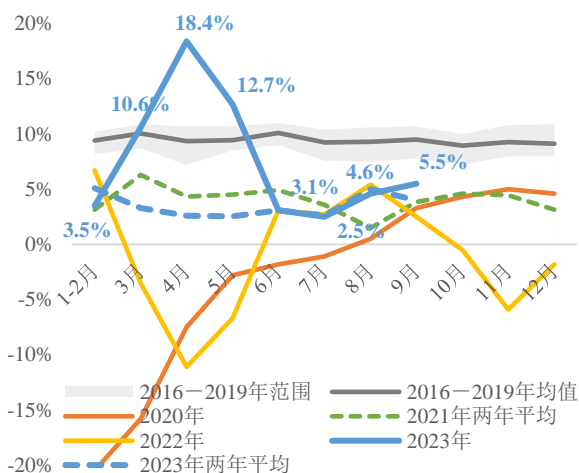
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

消费加速复苏。2023 年前三季度，社会消费品零售总额同比增速出现较大波动，一是基数效应较大，二是汽车价格调整导致了商品零售同比增速出现了较大波动。进入三季度后，餐饮消费增速企稳，商品消费增速加速恢复，消费呈快速复苏态势，内生动能明显增强。前三季度社会消费品零售总额 34.21 万亿元，同比增长 6.8%；9 月份，社会消费品零售总额同比增长 5.5%，比上月加快 0.9 个百分点，增速连续 2 个月加快。主要商品方面，基本生活类商品销售稳定增长，限额以上单位服装鞋帽针纺织品类、粮油食品类商

品零售额同比分别增长 10.6%、5.3%；升级类商品销售较快增长，限额以上单位金银珠宝类、体育娱乐用品类、化妆品类商品零售额同比分别增长 12.2%、8.3%、6.8%；建筑及装潢材料、文化办公用品、家用电器和音像器材零售额同比均有所下降。

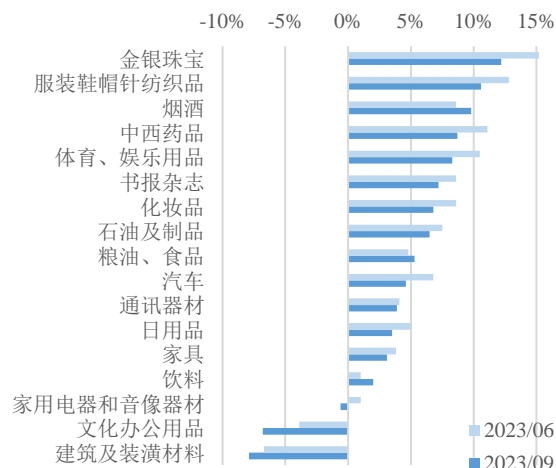
经济是有惯性的，经济恢复是一个波浪式、曲折前进的过程。我国经济内需扩张的积极因素将会延续，内需将逐步恢复、稳固，向高质量发展下的新均衡点移动。

图9. 社零当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

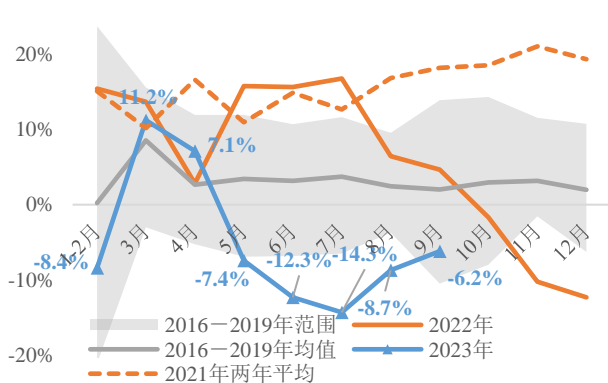
图10. 主要商品零售额累计同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

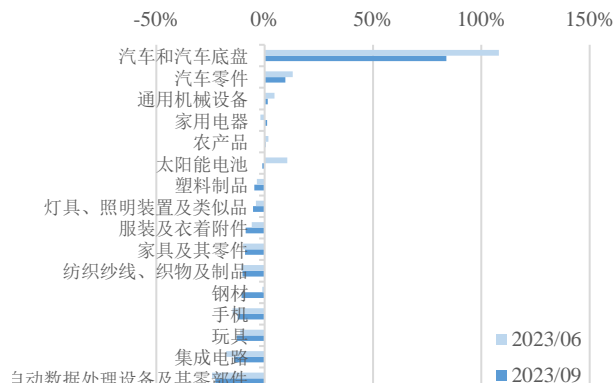
出口降幅收窄。2023 年前三季度，面对美元利率升高、金融环境收紧、世界商品贸易下降的外部环境，我国货物贸易进出口平稳运行、积极向好，7 月、8 月、9 月出口当月同比降幅逐步收窄。前三季度我国进出口总值 30.8 万亿元，同比微降 0.2%。前三季度，我国机电产品出口 10.26 万亿元，占出口总值的 58.3%，较去年同期提升 1.5 个百分点。同期，劳动密集型产品出口 3.07 万亿元，占 17.5%。贸易结构不断优化。在世界经济复苏势头不稳的大环境下，我国外贸顶住压力，稳规模、优结构持续推进，积极因素不断积蓄。随着稳外贸各项务实举措效用的持续发挥，进出口运行态势有望进一步提升。

图11. 出口累计同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图12. 主要出口商品金额累计同比增速情况



注：图中所选商品为出口重点商品中出口金额较大的商品

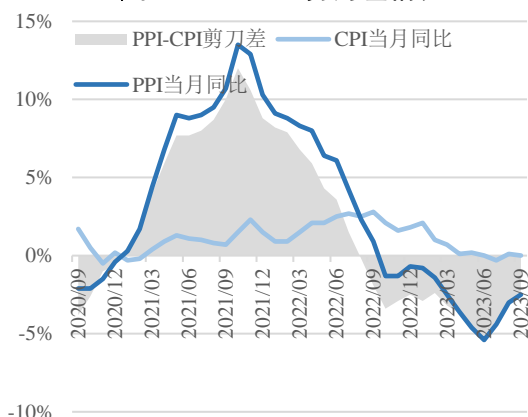
数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

3. 价格：生产者出厂价格指数降幅收窄，人民币对美元即期汇率整体呈波动贬值走势

CPI 涨幅平稳筑底。2023 年前三季度，受国内逆周期调控加码、美元指数阶段见顶的国内外因素影响，积极因素不断积累，国内需求企稳，全国居民消费价格指数（CPI）在三季度呈现平稳筑底的状态。CPI 当月同比自今年 2 月份回落至 2.0% 以下，7 月、8 月、9 月当月同比涨幅分别为 -0.3%、0.1%、0.0%，结束了自 2 月以来的下行态势，前三季度累计同比上涨 0.4%。分项来看，猪肉价格前三季度累计同比下降 6.8%，交通工具用燃料前三季度累计同比下降 6.9%，是主要拖累项。交通工具用燃料主要受前期高基数影响，9 月环比上涨 2.3%，当月同比跌幅收窄至 1.1%。受巴以冲突影响，国际原油价格难以回落，因此交通工具用燃料当月同比跌幅将继续收窄。

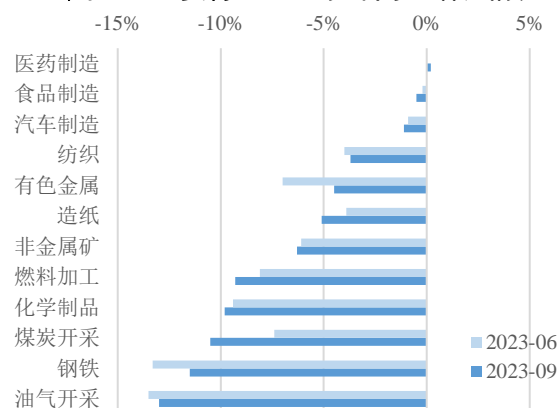
PPI 同比降幅收窄。2023 年前三季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 3.1%，三季度国际石油、铁矿石价格快速回升，制造业 PMI 自 6 月起连续 4 个月上升，9 月录得 50.2，恢复至扩张区间，众多因素影响下，PPI 当月同比降幅三季度逐月收窄至 9 月的 2.5%。生产资料出厂价格当月同比跌幅收窄是支撑 PPI 上行的主要因素。其中，9 月采掘工业价格下降 7.4%、原材料工业价格和加工工业价格均下降 2.8%，降幅随产业链自上而下收窄。分行业来看，国际石油、铁矿石价格震荡上行，带动油气开采、钢铁、有色金属等行业价格累计同比降幅收窄，国际能源矿产价格和外汇市场波动向国内 PPI 的传导更多体现在供给侧；三季度国内积极因素的增多，拉升了国内能源需求，焦煤、焦炭价格大幅上涨，但较去年同期价格还有相当距离，9 月煤炭开采和洗选业价格当月同比下降 15.6%；房屋新开工面积同比下降，拖累钢铁、建材等行业价格走低。

图13. PPI-CPI 剪刀差情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图14. 主要行业 PPI 累计同比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

汇率方面，2023 年前三季度人民币对美元即期汇率整体呈波动贬值走势。一季度，国内经济内生动能强，人民币对美元维持强势。2 月末开始，房地产风险逐步暴露，居民关于“保交楼”的意愿强烈，阶段

性恐慌情绪下人民币对美元出现快速贬值。**4月、5月**，恐慌情绪过后，人民币对美元企稳。**6月**，美国经济硬着陆风险加大，加息预期下美元对全球货币均出现快速上涨。**三季度以来**，美国需求侧经济数据超预期，加深了市场对于美联储将利率维持在限制性水平上的预期，美元指数快速上涨。在这一全球环境下，我国处于货币宽松周期，三季度采取了一系列降准、降息的措施，人民币对美元出现了阶段性低点。

展望第四季度，美联储可能会在11月或12月还有1次25个基点的加息，并将高利率维持一段时间，以期物价出现持续性回落趋势。美国长期国债收益率和美元指数可能逐步接近阶段性高点。通胀与通胀预期回落、加息放缓、公共债务负担加剧以及实体经济成本高企等使得美国长期利率难以继续大幅上行。长期利率趋于见顶、内外利差难以继续扩大、经济基本面有所弱化以及全球避险情绪缓释使得美元指数逐步接近阶段性高点。从国内看，经济积极因素不断增多，四季度宏观调控力度将延续三季度态势，一揽子化债方案加紧落地，经济堵点逐步疏解，专项债支撑的有效投资加快开工，人民币汇率具有稳定支撑。基于利率、在岸市场、离岸市场以及远期市场看，人民币对美元汇率继续显著贬值的空间不大，人民币汇率可能会呈现阶段性企稳态势。

图15. 人民币汇率和美元指数走势



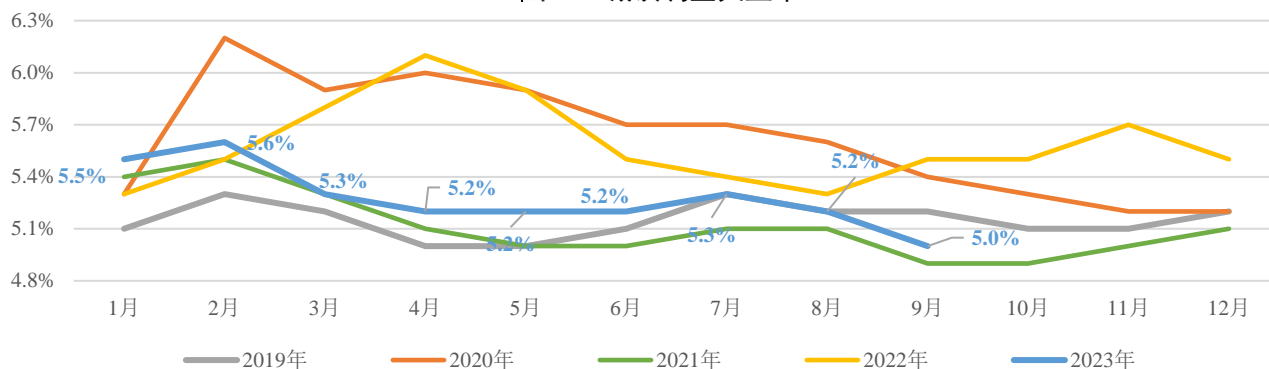
数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

4. 就业：就业形势整体好转

2023年前三季度，经济波浪式前进，内需不足逐步缓解，房地产相关债务有序重组，内生动能不断恢复，与新能源汽车、数字经济、绿色转型相关的投资稳步增加，用工需求有所扩大，有力支撑了就业形势整体持续好转，全国城镇调查失业率均值为5.3%，低于上年同期0.3个百分点。逐月来看，2023年1月、2月受春节后外出求职和转换工作影响，失业率处于较高水平；3月随着节后生产生活秩序逐步恢复，就业状况有所好转，全国城镇调查失业率降至5.3%；二季度以来，城镇调查失业率维持在5.2%，就业形势保持稳定；9月份，全国城镇调查失业率为5.0%，较上月下降0.2个百分点，连续2个月下降。5.0%的失业率水平在我国历史中处于较低水平。从数据来看，失业率从2月份的5.6%逐步回落至9月份的5.0%，稳就业政策取得明显成效。后续来看，高质量发展服务业仍然是稳就业的重要抓手，服务业场景的恢复与

创新将随着经济信心的稳定而重现繁荣态势。

图16. 城镇调查失业率

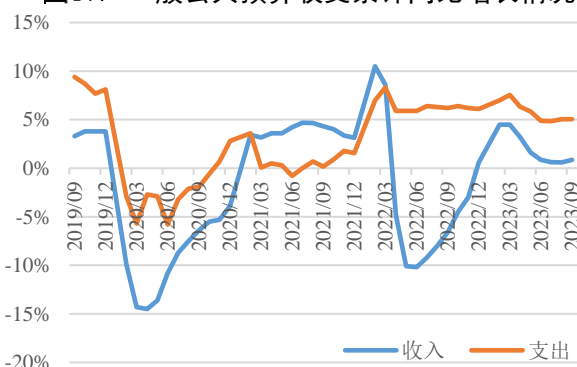


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

5. 财政：财政收支平稳运行，政府性基金仍低位调整

2023 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.7 万亿元，同比增长 8.9%。9 月，当月全国一般公共预算收入同比下降 1.3%，高基数下收入增速较 8 月上行 3.3 个百分点，两年平均增速涨幅也有所扩大。9 月，一般公共预算收入同比增速在高基数下降幅收窄，环比涨幅创 2018 年以来同期新高，是 8 月经济改善的结果。9 月，一般公共预算收入是 8 月经济活动的反映，在高基数下，8 月生产、消费和投资增速仍有回升，显示经济修复的力度转强，支撑收入增速。9 月，税收收入同比增速转正至 0.9%、非税收入同比增长 -7.4%，分别较上月回升 3.1 个百分点和 7.6 个百分点。非税收入增速改善幅度较大，占当月一般公共预算收入的比重较上月有所提升。

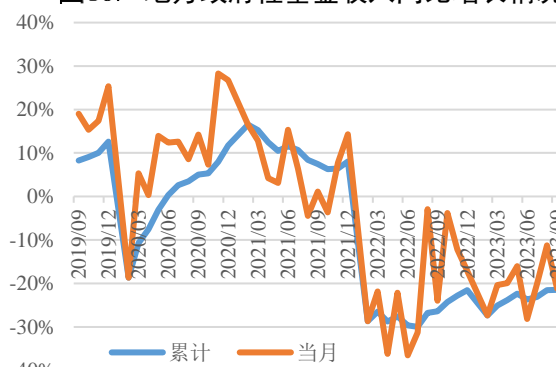
图17. 一般公共预算收支累计同比增长情况



注：2021 年、2023 年数据为两年平均增速

数据来源：Wind，联合资信整理

图18. 地方政府性基金收入同比增长情况



注：2021 年、2023 年数据为两年平均增速

数据来源：Wind，联合资信整理

2023 年前三季度，全国一般公共预算支出 19.8 万亿元，同比增长 3.9%。9 月，当月财政支出同比增

速放缓至 5.2%，回落 2.1 个百分点，不及今年前 4 个月的水平，9 月支出环比增幅也创下 2018 年以来的同期新低。9 月，中央、地方支出同比增速分别放缓 1.9 个百分点、2.1 个百分点至 7%、4.8%，中央支出同比增速依然高于地方。9 月，支出分项同比增速涨跌互现，其中科技支出同比增速回升幅度最大，两年平均同比增速也有所上行；交通运输、农林水和城乡社区支出同比增速回升幅度也居前列，支出同比增速水平处年内新高，占 9 月当月支出的占比也有所提升，反映出预算内资金对于基建的支持；9 月，卫生健康、社保就业和教育等民生相关支出同比增速均有不同程度回落，两年平均增速同样下行。

政府性基金收入方面，2023 年前三季度，政府性基金收入同比下降 15.7%。9 月，当月收入同比降幅较 8 月走扩 2.0 个百分点至 20.4%，其中国有土地使用权出让收入同比降幅收窄 0.9 个百分点至 21.3%。前三季度，政府性基金支出同比增速为-17.3%，9 月，政府性基金支出同比增速大幅上行 36.2 个百分点至 26.1%。

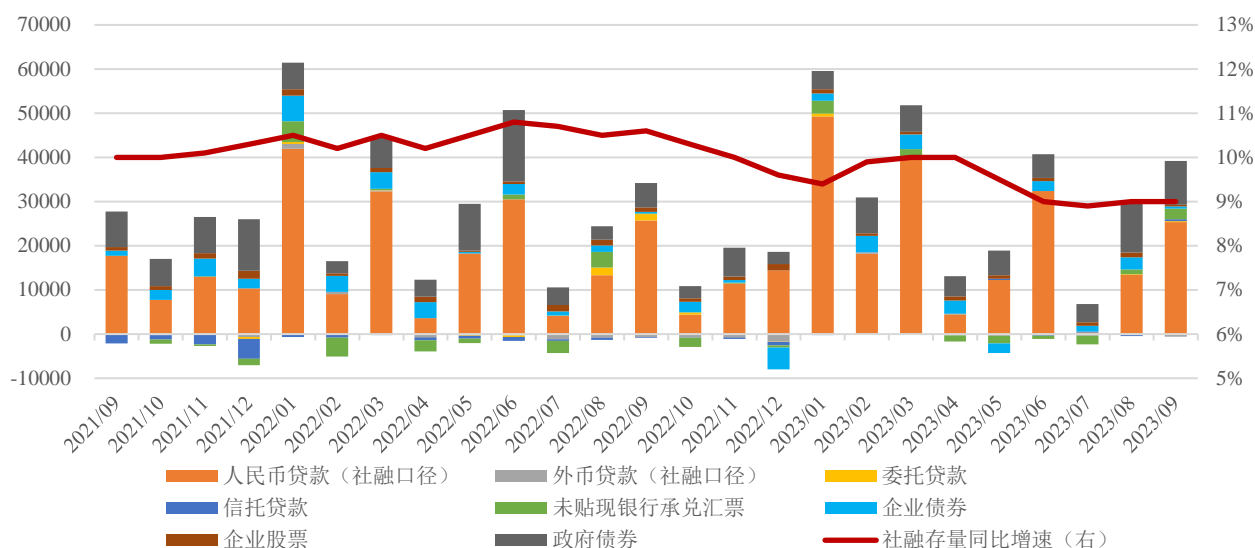
二、宏观信用环境

2023 年前三季度，社融规模显著扩张，信贷结构有所改善，但是居民融资需求总体仍偏弱，且企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本明显下降。展望第四季度，预计社融规模将继续保持平稳增长，信贷结构将继续优化，市场流动性将延续偏紧态势，实体经济融资成本将继续稳中有降。

1. 社融规模显著扩张，信贷结构有所改善，企业债券融资节奏同比有所放缓

社融口径人民币贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票是社融规模扩张的主要支撑因素。2023 年前三季度，全国新增社融规模 29.33 万亿元，同比多增 1.41 万亿元；9 月末，社融规模存量为 372.50 万亿元，同比增长 9%，增速比上年同期低 1.6 个百分点。分项上看，前三季度，社融口径人民币贷款同比多增 1.55 万亿元，信托贷款同比多增 5453 亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增 3309 亿元，以上三项是社融规模扩张的主要支撑因素。社融口径外币贷款（折合人民币）同比少减 852 亿元，政府债券净融资同比多增 462 亿元，亦对社融规模形成一定支撑。企业债券净融资、委托贷款和非金融企业境内股票融资同比分别少增 6128 亿元、2241 亿元和 1994 亿元，是前三季度社融规模主要的拖累因素。展望 2023 年第四季度，预计社融规模将继续保持平稳增长。一方面，央行在三季度金融统计数据新闻发布会上指出“下阶段将保持社会融资规模增速同名义 GDP 增速相匹配”；另一方面，10 月份以来全国各地陆续启动特殊再融资债券发行，同时，10 月 24 日全国人大常委会批准中央财政在今年第四季度增发 2023 年国债 10000 亿元，其中 5000 亿元拟安排在今年第四季度使用，政府债券融资有望进一步支撑社融规模。

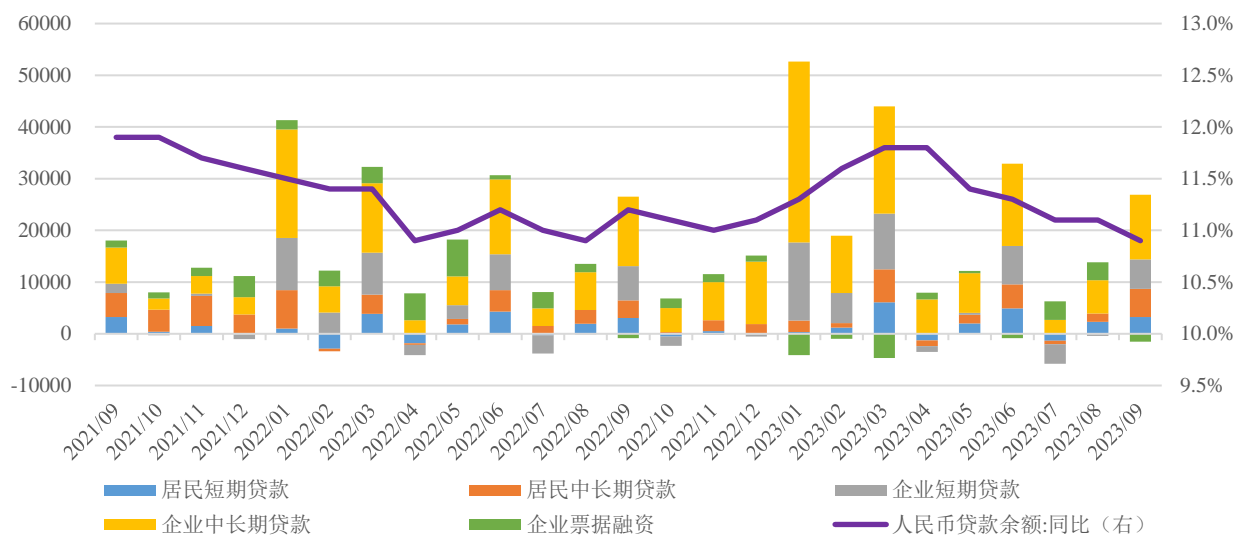
图19. 社融存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

信贷结构有所改善，但居民融资需求总体仍偏弱。2023 年前三季度，金融机构口径人民币贷款增加 19.75 万亿元，同比多增 1.58 万亿元；9 月末，金融机构口径人民币贷款余额 239.52 万亿元，同比增长 10.2%，增速比上年同期低 0.3 个百分点。结构上看，在一系列稳增长政策的作用下，企业融资需求显著改善。前三季度，企业贷款增加 15.68 万亿元，同比多增 1.10 万亿元，其中企业短期贷款、中长期贷款和票据融资同比分别多增 7100 亿元、多增 3.23 万亿元、少增 2.84 万亿元。居民融资需求持续改善但总体仍偏弱。前三季度，居民贷款增加 3.85 万亿元，同比多增 4400 亿元，其中居民短期贷款、中长期贷款同比分别多增 6600 亿元、少增 2200 亿元。展望 2023 年第四季度，央行在三季度金融统计数据新闻发布会上指出“货币政策应对超预期挑战和变化还有充足空间和储备”“增强信贷总量的稳定性和可持续性”“聚焦重点，对结构性矛盾突出领域加大支持”，预计信贷结构将继续优化。

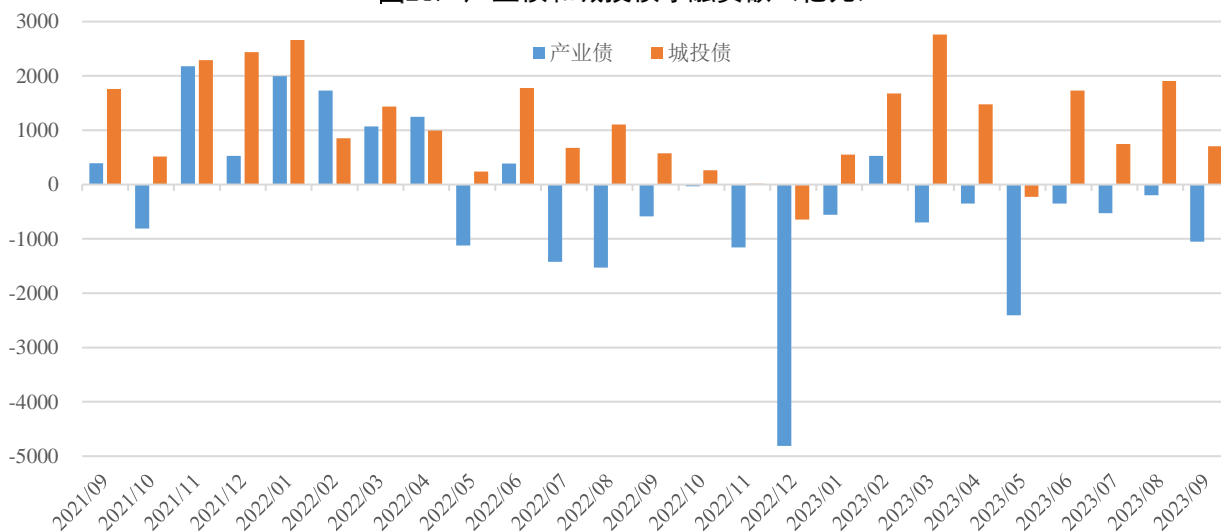
图20. 金融机构人民币贷款存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

企业债券融资节奏同比有所放缓，产业债、民营企业债券净融资额为负。从概念板块看，2023 年前三季度，产业债净融资额-5604.33 亿元，同比少增 7368.15 亿元；城投债净融资额 1.13 万亿元，同比多增 1019.60 亿元。从企业性质看，前三季度国有企业债券净融资额 2.38 万亿元，同比少增 8108.64 亿元；民营企业债券净融资额-756.77 亿元，同比少减 563.26 亿元。

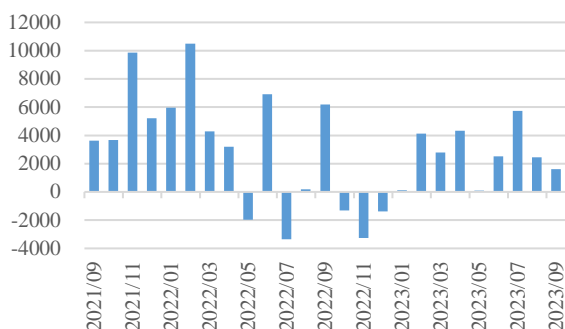
图21. 产业债和城投债净融资额（亿元）



注：图 21—23 数据统计时点为 2023 年 10 月 19 日，城投债为 Wind 口径

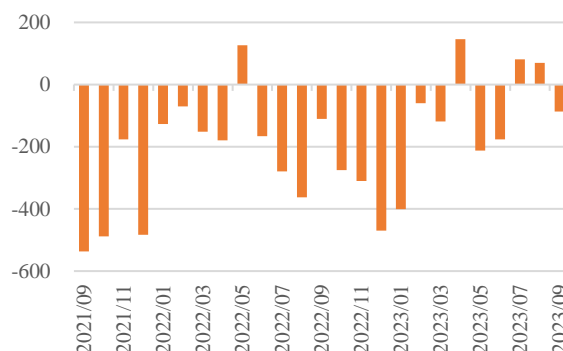
数据来源：Wind，联合资信整理

图22. 国有企业债券净融资额（亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

图23. 民营企业债券净融资额（亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

2. 市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本明显下降

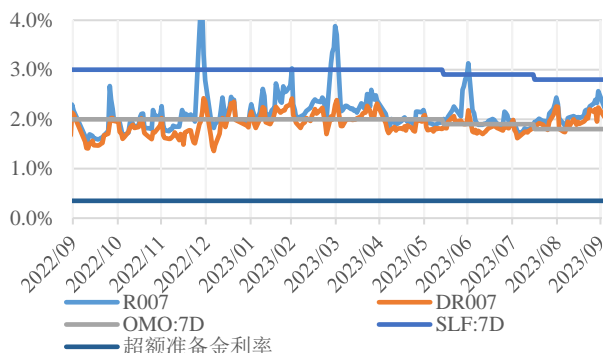
市场流动性整体偏紧。2023 年一季度，国内经济运行开局良好，实体经济融资需求上升，叠加信贷投放节奏和专项债发行节奏前置，银行间市场流动性偏紧，带动资金利率中枢显著抬升。进入第二季度后，国内经济复苏动能有所放缓，实体经济融资需求转弱，信贷投放节奏和专项债发行节奏明显放缓，叠加政策利率、LPR 调降，银行间市场流动性有所转松，带动资金利率中枢整体下行。但从 8 月下半月开始，在稳增长诉求下地方政府专项债发行节奏明显加快，叠加跨季及双节假期因素影响，银行间市场流动性持续偏紧，带动资金利率中枢明显上行。

实体经济融资成本明显下降。2023 年前三季度，央行持续完善市场化利率形成和传导机制，6 月、8 月先后两次下调 7 天期逆回购利率和 1 年期 MLF 利率，分别累计下降 20 个基点和 25 个基点，带动 1 年期和 5 年期 LPR 分别累计下降 20 个基点和 10 个基点，同时推动降低存量首套房贷利率政策落地，企业融资和居民信贷成本明显下降。央行数据显示，9 月份，企业新发放贷款加权平均利率为 3.85%，比上年同期低 14 个基点；9 月末，存量住房贷款加权平均利率为 4.29%，比上月末低 42 个基点⁴。

展望 2023 年第四季度，央行货币政策委员会 2023 年第三季度例会指出“要加大已出台货币政策实施力度，保持流动性合理充裕；完善市场化利率形成和传导机制，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”；同时，考虑到近期全国各地陆续启动发行的特殊再融资债券可能会对市场流动性造成一定挤压，预计市场流动性将延续偏紧态势，实体经济融资成本将继续稳中有降。

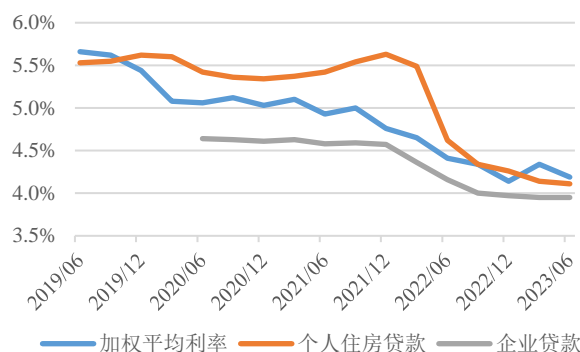
⁴见 2023 年 10 月 13 日人民银行网站《[2023 年三季度金融统计数据新闻发布会文字实录](#)》。

图24. 市场利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

图25. 人民币贷款加权平均利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

三、宏观政策环境

2023 年上半年，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议以及 4 月中央政治局会议精神为主，聚焦于优化完善房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、促进中小微企业调结构强能力等方面⁵；三季度，根据 7 月中央政治局会议决策部署，宏观政策聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面。展望第四季度，宏观政策将聚焦于高质量发展，更加注重有力有效地实施宏观政策调控，推动各项政策加快落地见效，为实现经济社会发展目标提供有力支撑。

1. 中央政治局会议总体基调偏积极，首提“波浪式发展、曲折式前进”

2023 年 7 月 24 日，中央政治局会议召开，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议肯定了上半年的经济工作成绩，认为今年上半年国民经济持续恢复、总体回升向好，为实现全年经济社会发展目标打下了良好基础，但同时指出，当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻；经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。会议强调，要坚持稳中求进工作总基调，加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。关于宏观政策，会议指出，要用好政策空间、找准发力方向，精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

2. 适应房地产市场供求关系重大变化，调整优化房地产政策

2023 年 8 月 18 日，住房和城乡建设部、央行和金融监管总局联合发布《关于优化个人住房贷款中住房

⁵限于篇幅，此处不再赘述上半年主要宏观政策，请参阅《经济运行整体向好，恢复势头仍需呵护——宏观经济信用观察半年报（2023 年上半年）》。

套数认定标准的通知》，落实个人住房贷款“认房不用认贷”政策，具体内容为：居民家庭申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。8月31日，央行、金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，主要内容包括：首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于30%；二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点；自2023年9月25日起，承贷金融机构开始下调存量首套住房商业性个人住房贷款利率。

3. 多措并举活跃资本市场，提振投资者信心

2023年8月18日，证监会有关负责人就“活跃资本市场、提振投资者信心”贯彻落实情况接受媒体采访时指出，证监会已确定了活跃资本市场、提振投资者信心的一揽子政策措施，主要包括以下6个方面：一是加快投资端改革，大力发展权益类基金；二是提高上市公司投资吸引力，更好回报投资者；三是优化完善交易机制，提升交易便利性；四是激发市场机构活力，促进行业高质量发展；五是支持香港市场发展，统筹提升A股、港股活跃度；六是加强跨部委协同，形成活跃资本市场合力。8月27日，财政部、税务总局联合发布《关于减半征收证券交易印花税的公告》，决定自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。9月1日，证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》，从加快高质量上市公司供给、稳步推进市场改革创新、全面优化市场发展基础和环境、强化组织保障等4方面提出16条政策措施。

4. “1+N”政策体系不断完善，助力民营经济发展壮大

2023年7月19日，中共中央、国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》，围绕持续优化民营经济发展环境、加大对民营经济政策支持力度、强化民营经济发展法治保障、着力推动民营经济实现高质量发展、促进民营经济人士健康成长、持续营造关心促进民营经济发展壮大社会氛围、加强组织实施等7个方面提出31条具体意见。7月24日，国家发改委发布《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作 努力调动民间投资积极性的通知》，提出4方面17条具体政策措施。8月1日，国家发改委、工信部等部门联合发布《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》，提出5方面28条具体政策措施。8月10日，国家发改委发布《关于完善政府诚信履约机制 优化民营经济发展环境的通知》，提出3方面9条具体政策措施。9月4日，国家发改委副主任丛亮在国新办发布会上表示“近日，中央编办正式批复在国家发改委内部设立民营经济发展局，作为促进民营经济发展壮大的专门机构”。9月22日，市场监管总局发布《市场监管部门促进民营经济发展的若干举措》，提出5方面22条具体政策措施。

5. 进一步优化外商投资环境，积极吸引和利用外商投资

2023 年 8 月 13 日，国务院发布《关于进一步优化外商投资环境 加大吸引外商投资力度的意见》，从提高利用外资质量、保障外商投资企业国民待遇、持续加强外商投资保护、提高投资运营便利化水平、加大财税支持力度、完善外商投资促进方式等 6 方面提出 24 条具体的政策措施。9 月 18 日，央行行长、外汇局局长潘功胜主持召开外资金融机构和外资企业座谈会，会上表示，下一步将认真贯彻《国务院关于进一步优化外商投资环境 加大吸引外商投资力度的意见》要求，持续优化政策安排，营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，不断提升金融服务质效，助力高水平对外开放。

联系人

投资人服务 010-85679696-8624 chenjialin@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。