

财政政策已经发力即将加力

——9月财政收支、企业利润与10月PMI分析



日期： 2024年11月04日

分析师： 高明

E-mail: gaoming@yongxingsec.com

SAC 编号: S1760524050003

相关报告：

《“两新”政策开始见效》

——2024年10月21日

《出口回落是暂时的》

——2024年10月15日

《CPI与PPI都将筑底回升》

——2024年10月15日

■ 核心观点

本报告将综合分析9月财政收支、9月工业企业绩效以及10月制造业PMI等数据，并对下一阶段中国经济与政策进行展望。如标题所述，我们认为财政政策已经在发力，即将进一步加力。

一、财政政策已经在发力，未来将加力。

(1) 财政政策已经在发力：基建投资增速从5月的6.7%升至9月的9.3%，地方政府专项债余额同比增速从4月的13.7%持续升至9月的16.4%。从广义赤字率看，公共财政账户收支差额占现价GDP比重从2024Q1的-3.03%扩大至2024Q3的-4.08%，政府性基金账户收支差额占现价GDP比重从2024Q1的-2.50%扩大至2024Q3的-3.12%。

(2) 财政政策未来会进一步加力：10月12日国务院新闻发布会提出“有四项增量政策已进入决策程序，还有其他政策工具正在研究中”。而十四届全国人大常委会第十二次会议将在11月4日至8日举行，我们认为这是一个重要的决策时点。

二、1-9月财政收支数据显示财政支出增速加快。公共财政收入9月当月同比经历6个月负值之后转正，支出当月同比出现反弹。1-9月公共财政支出累计同比2.0%，保持正增长；但公共财政收入、政府性基金收入与支出累计同比都为负值。从主要支出项目来看，1-9月债务付息、农林水事务、城乡社区事务等项目支出累计同比增速居前列，交通运输、卫生健康等项目支出增速垫底。

三、工业企业利润尚未修复，库存周期仍在筑底。工业企业利润9月当月同比增速再次出现较大降幅，1-9月累计同比增速转负。工业企业的资产合计同比增速、产成品库存累计同比增速也都继续下降，9月PPI降幅也再次扩大，而且是PPI第24个月为负；但9月工业增加值增速、工业企业负债增速出现反弹。

四、制造业PMI显示10月制造业的供给与需求都有恢复，但产成品价格仍需要进一步修复。10月中国制造业PMI为50.1%(前值49.8%)，分项指数中生产指数进一步升至52.0%，新订单指数回升至50.0%。价格层面上，购进价格指数从9月的45.1%跃升至10月的53.4%，出厂价格指数从9月的44.0%恢复至10月的49.9%，仍在临界值以下。

五、非制造业PMI新订单指数、从业人员指数需要进一步修复。10月建筑业PMI为50.4%(前值50.7%)；服务业PMI为50.1%(前值49.9%)，恢复至临界值以上。但建筑业与服务的新订单指数、从业人员指数都还在临界值以下。

■ 投资建议

我们认为，当前主要经济体的货币政策都进入了降息周期。9月24日以来人民银行也启动了降准降息、支持房地产市场、支持资本市场等一揽子货币金融政策。财政政策方面，如前所述已经开始发力，并将进一步加力。未来，应密切跟踪总需求与价格见底的信号。

■ 风险提示

(1) 外部环境不确定性风险；(2) 逆周期调节力度变化的风险。

正文目录

1. 财政政策已经发力即将加力	3
2. 1-9 月财政收支数据分析	4
3. 1-9 月工业企业绩效分析	6
4. 10 月 PMI 数据分析	7
5. 投资建议	9
6. 风险提示	9

图目录

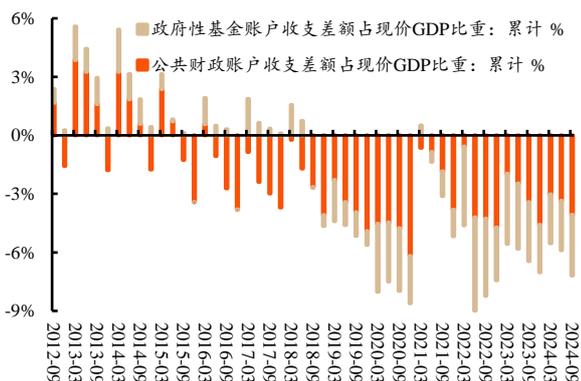
图 1: 公共财政账户收支差额、政府性基金账户收支差额占现价 GDP 比重	3
图 2: 社会融资存量同比与其中地方政府专项债余额同比	3
图 3: 固定资产投资、房地产开发投资、基础设施建设投资、制造业投资累计同比	3
图 4: 基础设施建设、基础设施建设 (不含电力)、电力热力燃气及水供应固定资产投资累计同比	3
图 5: 全国公共财政收入与支出累计同比增速	4
图 6: 税收收入增速与非税收入增速	4
图 7: 公共财政收入与支出当月同比	5
图 8: 公共财政支出主要项目累计同比	5
图 9: 公共财政收入增速: 分中央与地方本级	5
图 10: 公共财政支出增速: 分中央与地方本级	5
图 11: 全国政府性基金账户收入与支出累计同比增速	5
图 12: 土地使用权出让收入及其所安排的支出增速	5
图 13: 国内增值税: 累计同比增速及占税收总额比重	6
图 14: 企业所得税: 累计同比增速及占税收总额比重	6
图 15: 国内消费税: 累计同比增速及占税收总额比重	6
图 16: 个人所得税: 累计同比增速及占税收总额比重	6
图 17: 进口环节税: 累计同比增速及占税收总额比重	6
图 18: 出口退税: 累计同比增速及占税收总额比重	6
图 19: 工业企业利润当月同比增速	7
图 20: 工业企业营业收入与利润总额累计同比增速	7
图 21: PPI 与工业企业产成品库存增速	7
图 22: 工业企业资产与负债增速	7
图 23: 中国制造业 PMI 走势	8
图 24: 中国制造业 PMI: 生产指数与新订单指数	8
图 25: 中国制造业 PMI: 采购量指数与两项库存指数	8
图 26: 中国制造业 PMI: 原材料购进价与出厂价指数	8
图 27: 中国制造业 PMI: 新出口订单与进口指数	9
图 28: 中国制造业、服务业、建筑业从业人员指数	9
图 29: 非制造业: 服务业 PMI、建筑业 PMI	9
图 30: 非制造业: 服务业新订单与建筑业新订单指数	9

1. 财政政策已经发力即将加力

财政政策已经在发力的表现：基建投资增速从5月的6.7%升至9月的9.3%，期间仅8月有暂时回落。同时地方政府专项债余额同比增速从4月的13.7%持续升至9月的16.4%。从广义财政赤字率来看，公共财政账户收支差额占现价GDP比重从2024Q1的-3.03%扩大至2024Q3的-4.08%，政府性基金账户收支差额占现价GDP比重从2024Q1的-2.50%扩大至2024Q3的-3.12%。

财政政策未来会进一步加力：财政部部长在10月12日的国务院新闻发布会上提出：“有四项增量政策已经进入决策程序，分别是支持地方化解隐性债务；发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具推动房地产市场止跌回稳；加大对重点群体的支持保障力度。此外还有其他政策工具正在研究中”。而十四届全国人大常委会第十二次会议将在11月4日至8日举行，我们认为这是一个重要的决策时点。

图1:公共财政账户收支差额、政府性基金账户收支差额占现价GDP比重



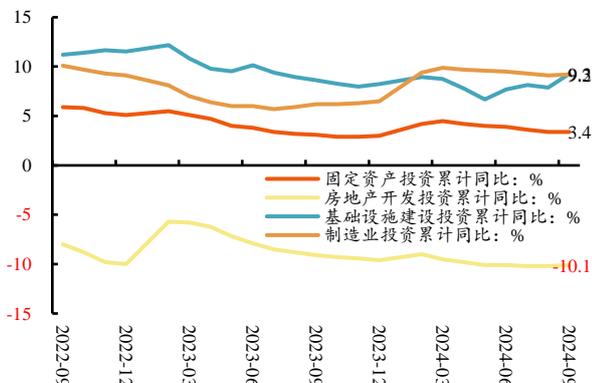
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图2:社会融资存量同比与其中地方政府专项债余额同比



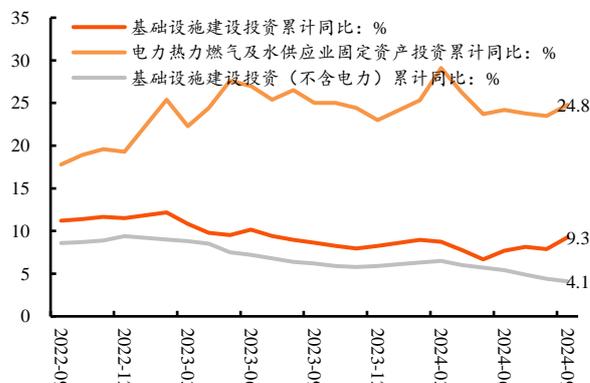
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图3:固定资产投资、房地产开发投资、基础设施建设投资、制造业投资累计同比



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图4:基础设施建设、基础设施建设（不含电力）、电力热力燃气及水供应固定资产投资累计同比



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

2. 1-9月财政收支数据分析

(1) 公共财政收入9月当月同比经历6个月负值之后转正，支出增速也出现反弹。9月公共财政收入当月同比2.45%（前值-2.8%，此前已连续6个月为负值），公共财政支出当月同比5.15%（前值-6.7%）。

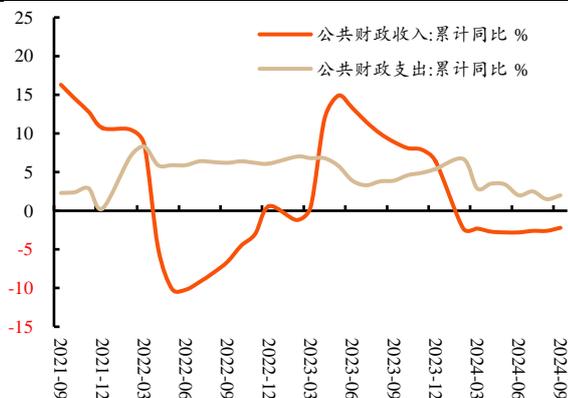
(2) 1-9月公共财政支出累计同比2.0%，保持正值；但公共财政收入、政府性基金收入与支出累计同比都为负值。1-9月，公共财政收入累计同比-2.2%（前值-2.6%），支出累计同比2.0%（前值1.5%）；政府性基金收入累计同比-20.2%（前值-21.1%），支出累计同比-8.9%（前值-15.8%）。

(3) 公共财政收入结构：1-9月公共财政收入163,059亿元。其中，中央财政收入占比44.0%，同比-5.5%（前值-6.2%），地方本级财政收入占比56.0%，同比0.6%（前值0.4%）；税收收入占比80.8%，同比-5.3%（前值-5.3%），非税收入同比13.5%（前值11.7%）。

(4) 公共财政支出结构：1-9月债务付息、农林水事务、城乡社区事务等支出增速居前列，交通运输、卫生健康支出增速垫底。1-9月公共财政支出201,779亿元，其中中央本级财政支出占比14.3%，同比8.4%（前值9.1%），地方财政支出占比85.7%，同比1.0%（前值0.3%）。分支出项目来看，1-9月债务付息支出累计同比8.0%、农林水事务支出累计同比6.4%、城乡社区事务支出累计同比6.1%、社会保障和就业支出累计同比4.3%、教育支出累计同比1.1%；科学技术支出累计同比-0.9%、节能环保支出累计同比-0.9%、文化旅游体育与传媒支出累计同比-1.9%、交通运输支出累计同比-4.0%、卫生健康支出累计同比-10.4%。

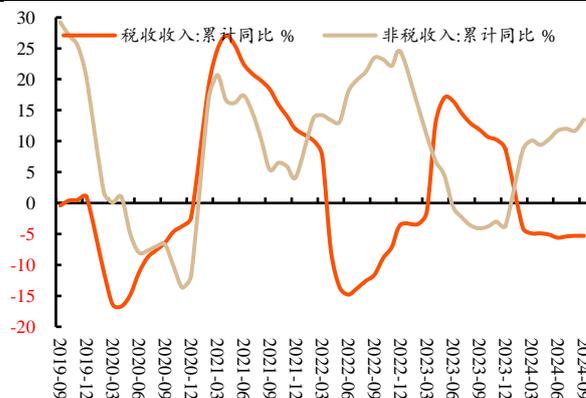
(5) 政府性基金与土地使用权出让收支：1-9月政府性基金收入累计30,861亿元，同比-20.2%（前值-21.1%）；其中，国有土地使用权出让收入23,287亿元，同比-24.6%（前值-25.4%）。1-9月政府性基金支出60,448亿元，同比-8.9%（前值-15.8%）；国有土地使用权出让收入安排的支出32,674亿元，同比-7.9%（前值-10.1%）。

图5:全国公共财政收入与支出累计同比增速



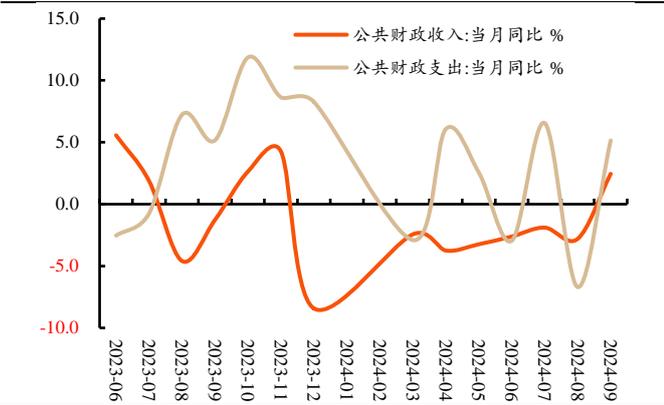
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:税收收入增速与非税收入增速



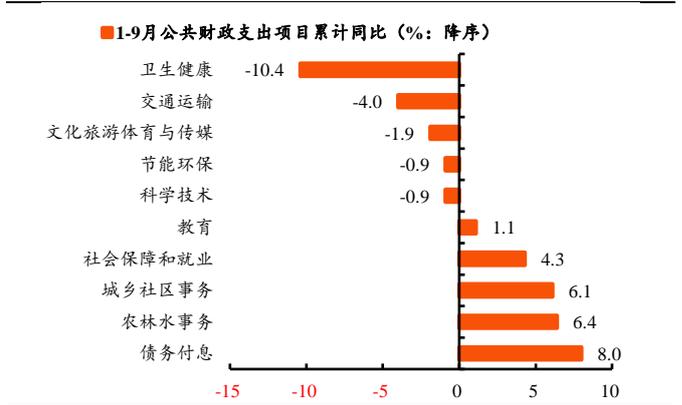
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:公共财政收入与支出当月同比



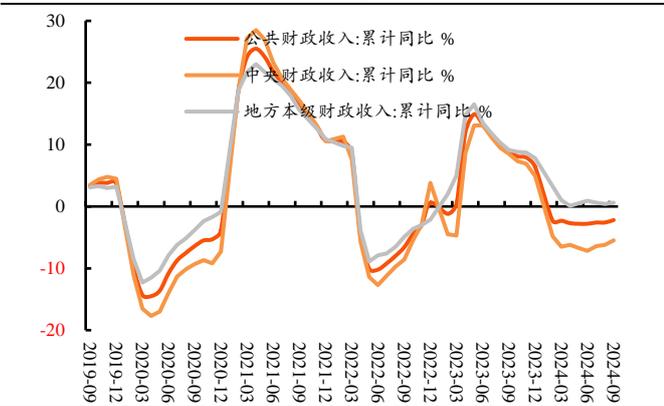
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:公共财政支出主要项目累计同比



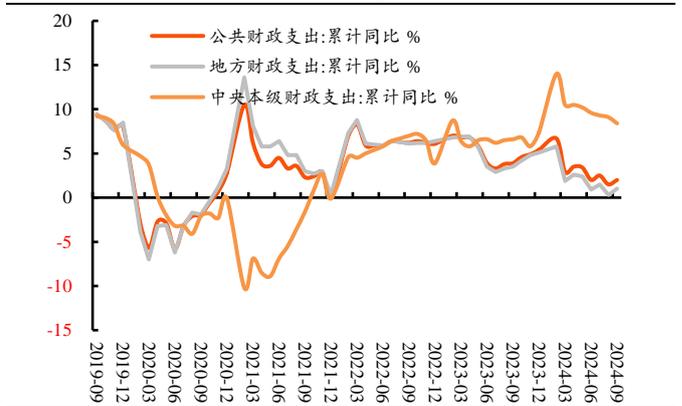
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:公共财政收入增速:分中央与地方本级



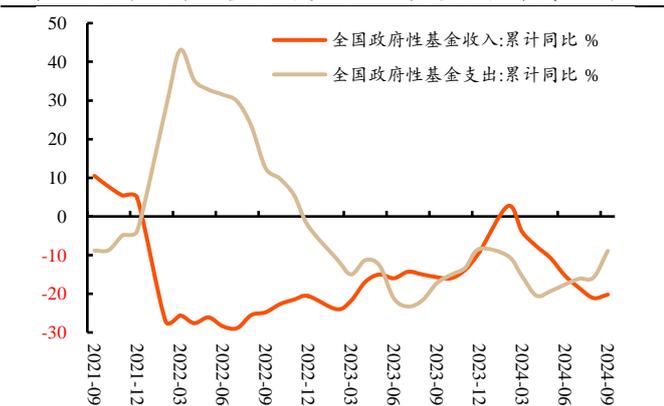
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:公共财政支出增速:分中央与地方本级



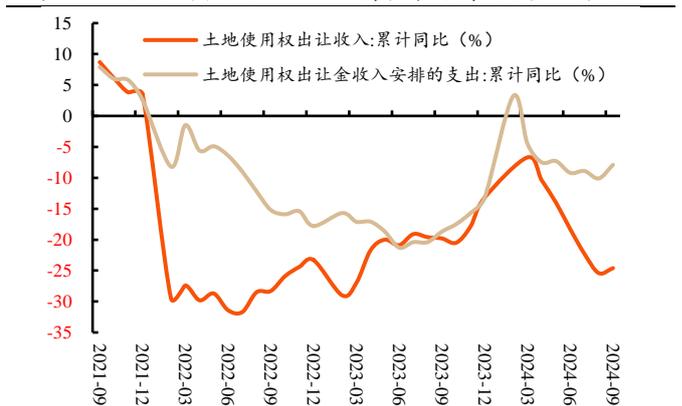
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图11:全国政府性基金账户收入与支出累计同比增速



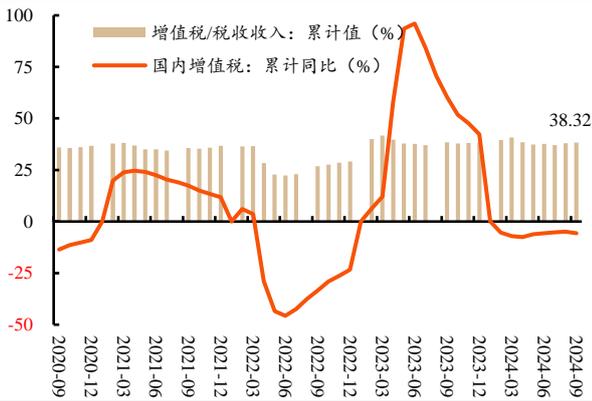
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图12:土地使用权出让收入及其所安排的支出增速



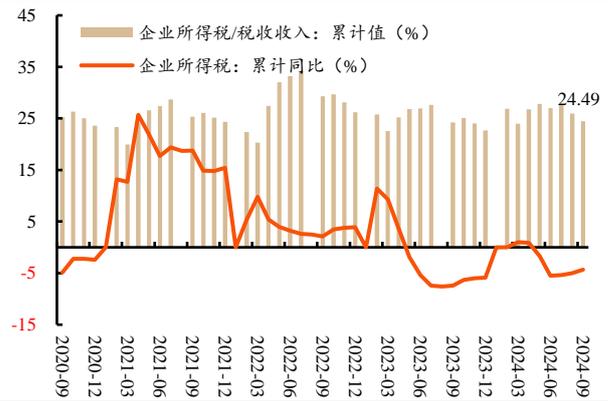
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图13:国内增值税: 累计同比增速及占税收总额比重



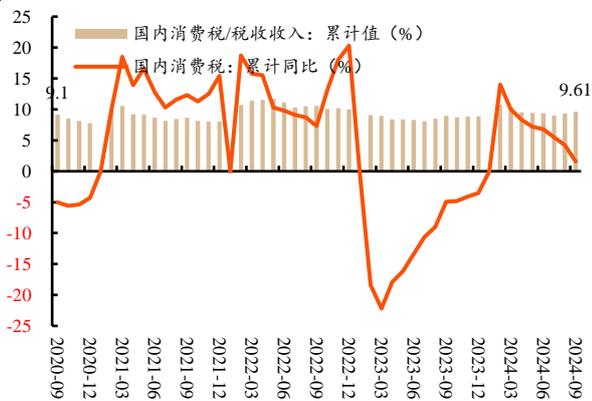
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图14:企业所得税: 累计同比增速及占税收总额比重



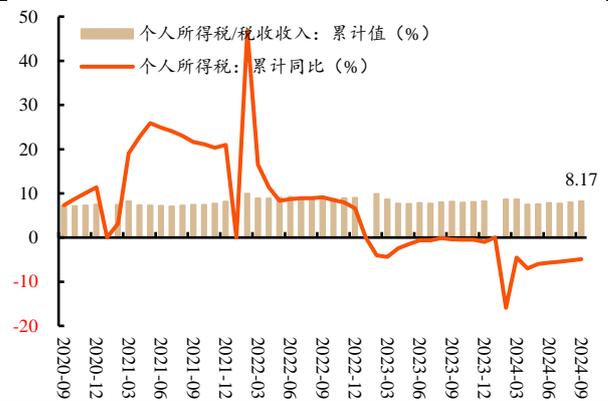
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图15:国内消费税: 累计同比增速及占税收总额比重



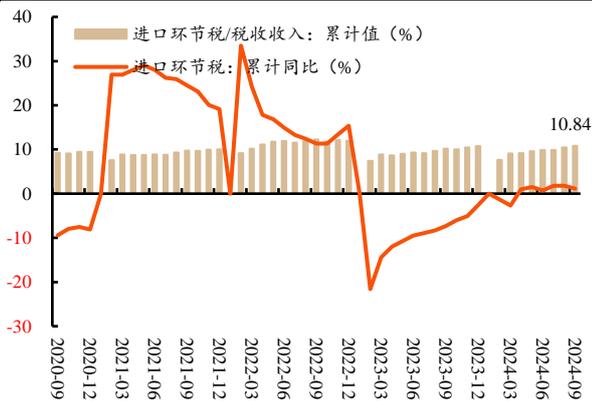
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图16:个人所得税: 累计同比增速及占税收总额比重



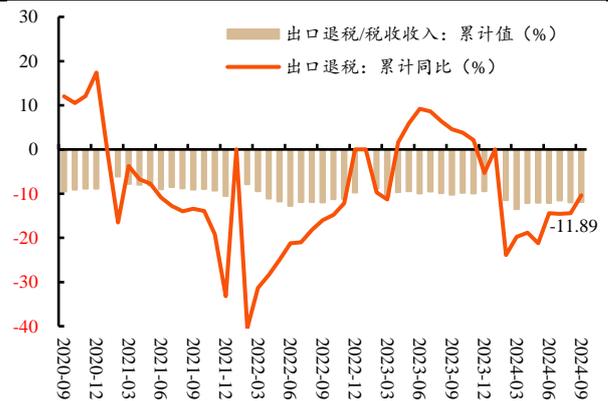
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图17:进口环节税: 累计同比增速及占税收总额比重



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图18:出口退税: 累计同比增速及占税收总额比重



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 1-9月工业企业绩效分析

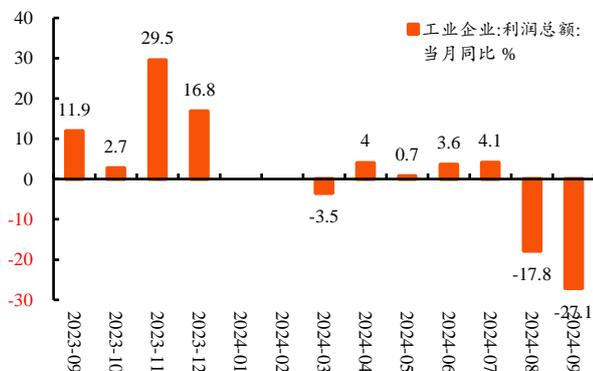
9月工业企业利润当月同比再次出现了较大降幅, 工业企业资产合计同比、产成品库存累计同比增速也都在进一步下降, 同期PPI的降幅也在扩大, 但工业增加值增速、工业企业负债增速出现反弹。

请务必阅读报告正文后各项声明

(1) 工业企业利润 9 月当月同比增速再次出现较大降幅，1-9 月累计同比增速转负。1-9 月工业企业营业收入累计同比 2.1 %（前值 2.4 %）；利润总额累计同比-3.5 %（前值 0.5 %）。9 月当月工业企业利润同比-27.1 %（前值-17.8 %）。

(2) 产成品库存增速进一步回落，PPI 降幅扩大，但增加值增速上升。1-9 月工业企业产成品库存累计同比 4.6 %（前值 5.1 %）。9 月工业增加值同比 5.4 %（前值 4.5 %）；PPI 同比-2.8 %（前值-1.8 %），这是 PPI 第 24 个月为负。综合判断，我们认为工业产成品库存周期仍处于筑底阶段。

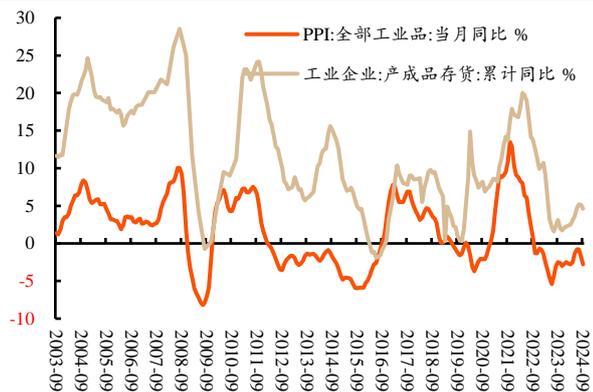
(3) 工业企业资产增速继续下降，但负债增速反弹。1-9 月工业企业资产合计同比 4.7 %（前值 4.8 %），负债合计同比 4.7 %（前值 4.6 %）。

图19:工业企业利润当月同比增速


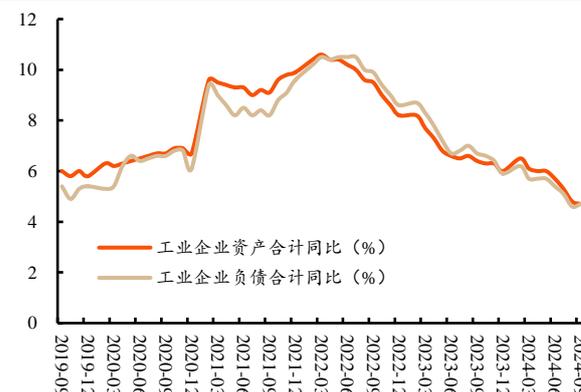
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图20:工业企业营业收入与利润总额累计同比增速


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图21:PPI 与工业企业产成品库存增速


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图22:工业企业资产与负债增速


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

4. 10 月 PMI 数据分析

10 月中国制造业 PMI 为 50.1 %（前值 49.8 %），分项指数中生产指数进一步升至 52.0%，新订单指数回升至 50.0%，供需两侧都有恢复。对对应到价格层面，购进价格指数从 9 月的 45.1% 跃升至 10 月的 53.4%，出厂价格指数从 9 月的 44.0% 恢复至 10 月的 49.9%，但仍在临界值以下。

(1) 需求侧：10月制造业 PMI 新订单指数回到 50%，但新出口订单仍在临界值以下。10月制造业 PMI 新订单指数为 50.0%（前值 49.9%），新出口订单指数为 47.3%（前值 47.5%）。

(2) 供给侧：生产指数进一步上升，但采购量、原材料库存、产成品库存指数都还在临界值以下。10月制造业 PMI 生产指数 52.0%（前值 51.2%），采购量指数 49.3%（前值 47.6%）；原材料库存指数 48.2%（前值 47.7%），产成品库存指数 46.9%（前值 48.4%）。

(3) 价格：制造业 PMI 的购进价格指数从 9 月的 45.1% 跃升至 10 月的 53.4%，出厂价格指数恢复至 49.9%，但仍在临界值以下。10月制造业 PMI 购进价格指数 53.4%（前值 45.1%），出厂价格指数 49.9%（前值 44.0%）。

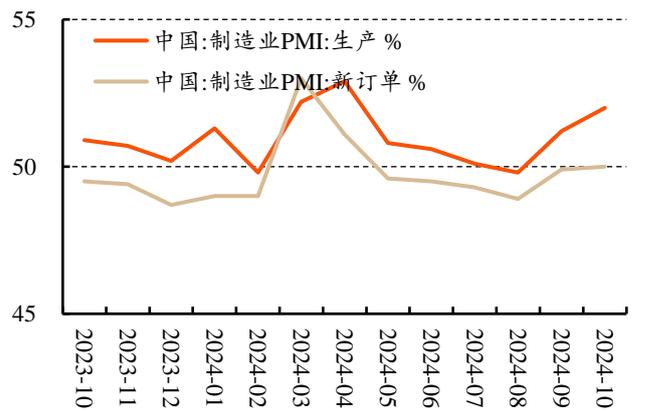
非制造业方面，10月建筑业 PMI 继续运行在临界值以上，服务业 PMI 回到临界值以上。10月建筑业 PMI 为 50.4%（前值 50.7%），服务业 PMI 为 50.1%（前值 49.9%）。但建筑业与服务业的新订单指数（分别为 43.5%、47.8%）、从业人员指数（分别为 42.7%、46.4%）都还在临界值以下，还需要进一步修复。

图23:中国制造业 PMI 走势



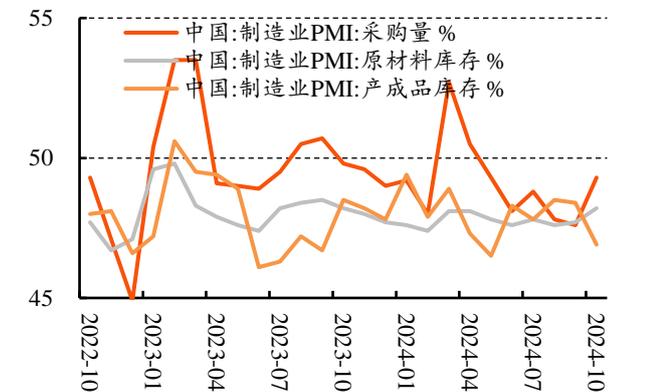
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图24:中国制造业 PMI：生产指数与新订单指数



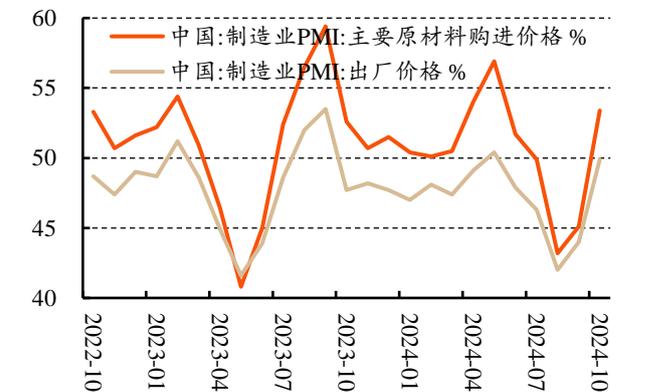
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图25:中国制造业 PMI：采购量指数与两项库存指数



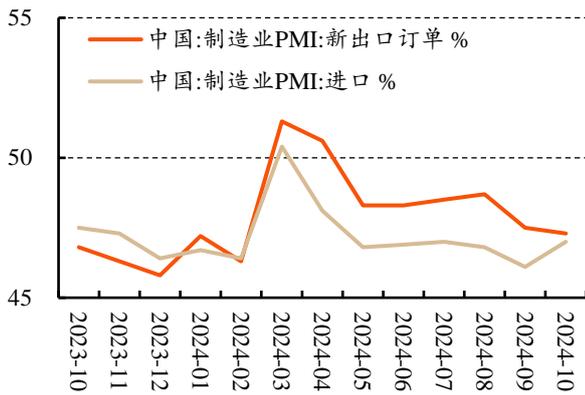
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图26:中国制造业 PMI：原材料购进价与出厂价指数



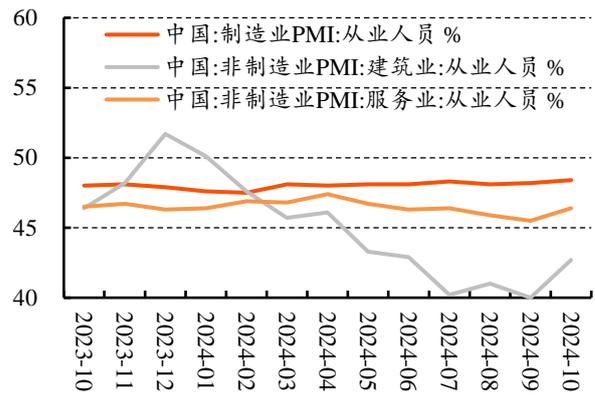
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图27:中国制造业 PMI: 新出口订单与进口指数



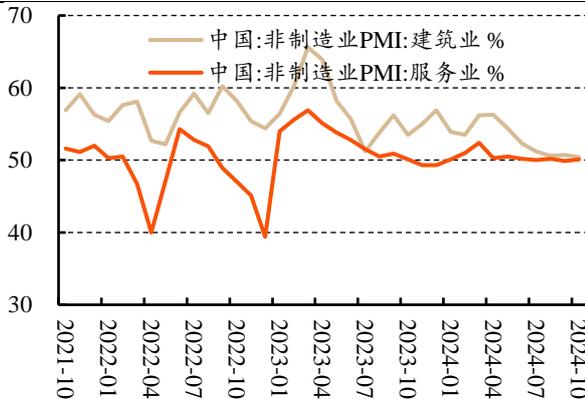
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图28:中国制造业、服务业、建筑业从业人员指数



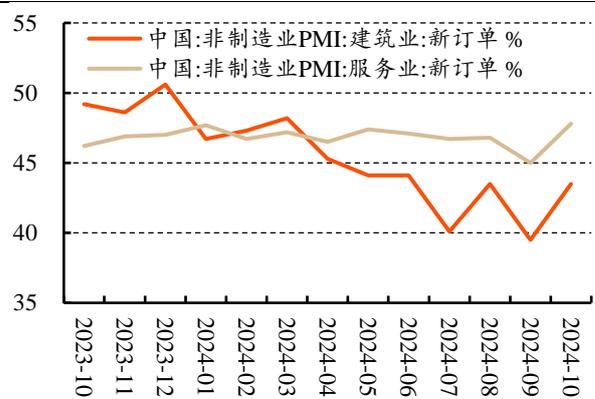
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图29:非制造业: 服务业 PMI、建筑业 PMI



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图30:非制造业: 服务业新订单与建筑业新订单指数



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

5. 投资建议

总而言之, 9月18日美联储降息50个基点, 当前主要经济体的货币政策都进入了降息周期。9月24日人民银行也启动了降准降息、支持房地产市场、支持资本市场等一揽子货币金融政策。财政政策方面, 如前所述已经开始发力, 并将进一步加力。未来, 应密切跟踪总需求与价格见底的信号。

6. 风险提示

(1) 外部环境不确定性风险

美国总统选举结果尚未确定, 俄乌冲突、中东问题等地缘政治问题仍有可能影响全球能源价格、通胀水平、货币政策与经济运行。美国经济的前景仍有硬着陆、软着陆、二次通胀等可能性, 这使得美联储的降息路径也存在较大不确定性, 这可能影响世界多国的汇率、货币政策空间与经济运行。

(2) 逆周期调节力度变化的风险

逆周期调节政策力度取决于考虑财政政策空间与货币政策空间的动态变化。财政政策空间受到财政收入增速、地方政府债务、货币政策的配合等多方面因素的影响。货币政策空间则可能受全球流动性环境与人民币汇率波动、银行业净息差等因素的影响。市场分析应避免简单的线性推测。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。