

## 经济透视

### 中国 7 月经济复苏仍较疲弱，引发政策利率下调

2023 年 8 月 15 日

分析员: 姚少华博士

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshao-hua@abci.com.hk

- 中国 7 月主要宏观数据普遍低于市场预期，并较 6 月明显回落，反映整体经济仍处于筑底阶段。内外需求不足、房地产行业仍未触底、部分地方政府债务水平高企以及整体物价水平疲弱是经济继续复苏的掣肘。此外，7 月极端的天气状况亦对当月的宏观数据带来了扰动
- 城镇固定资产投资在今年首 7 个月同比增长 3.4%，不仅低于市场预期的 3.7% 的增速，亦低于首 6 个月 3.8% 的增速。7 月零售销售同比增长 2.5%，不仅低于 6 月 3.1% 的增幅，亦大幅低于市场所预期的 4.0% 增幅。7 月工业增加值增速由 6 月的 4.4% 回落至 3.8%，低于市场预期的 4.3%。环比增速来看，7 月单月城镇固定资产投资、零售销售以及工业增加值环比分别增长 -0.02%、-0.06% 及 0.01%，而 6 月份分别环比增长 -0.02%、0.24% 以及 0.68%
- 7 月份的宏观数据显示中国经济复苏的动力仍不充足，复苏的基础不太牢固。7 月的政治局会议要求加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。作为内需不足的掣肘，房地产市场的疲弱特别需要关注。政治局会议提出要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。人民银行 2023 年下半年工作会议提出指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。住建部表示将进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率以及个人住房贷款认房不用认贷等政策措施，后续的政策需加速落地。人民银行于 6 月 13 日宣布下调 7 天期逆回购利率以及中期借贷便利(MLF) 利率 10 个基点。今日人民银行再宣布下调 MLF 利率下调 15 个基点以及 7 天期逆回购利率 10 个基点，我们预计 7 月 21 日 LPR 也将相应下调。1 年期的 LPR 或下调 15 个基点，5 年期的 LPR 至少下调 15 个基点。本次降息后，我们预计后续仍有降准的可能存在

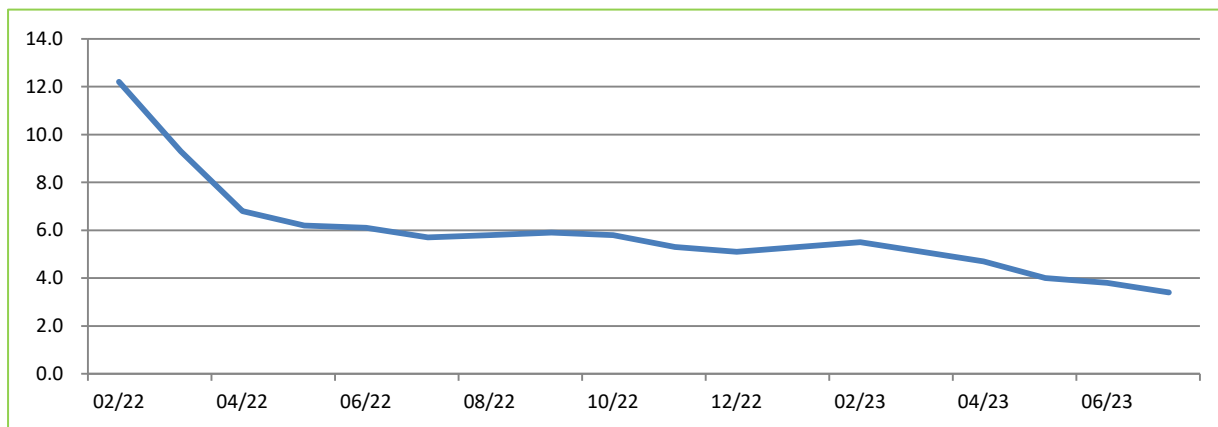
中国 7 月主要宏观数据普遍低于市场预期，并较 6 月明显回落，反映整体经济仍处于筑底阶段。内外需求不足、房地产行业仍未触底、部分地方政府债务水平高企以及整体物价水平疲弱是经济继续复苏的掣肘。此外，7 月极端的天气状况亦对当月的宏观数据带来了扰动。

城镇固定资产投资在今年首 7 个月同比增长 3.4%<sup>1</sup>，不仅低于市场预期的 3.7% 的增速，亦低于首 6 个月 3.8% 的增速（图 1）。7 月零售销售同比增长 2.5%，不仅低于 6 月 3.1% 的增幅，亦大幅低于市场所预期的 4.0% 增幅（图 2）。7 月工业增加值增速由 6 月的 4.4% 回落至 3.8%，低于市场预期的 4.3%（图 3）。环比增速来看，7 月单月城镇固定资产投资、零售销售以及工业增加值环比分别增长 -0.02%、-0.06% 及 0.01%，而 6 月份分别环比增长 -0.02%、0.24% 以及 0.68%。

<sup>1</sup>除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

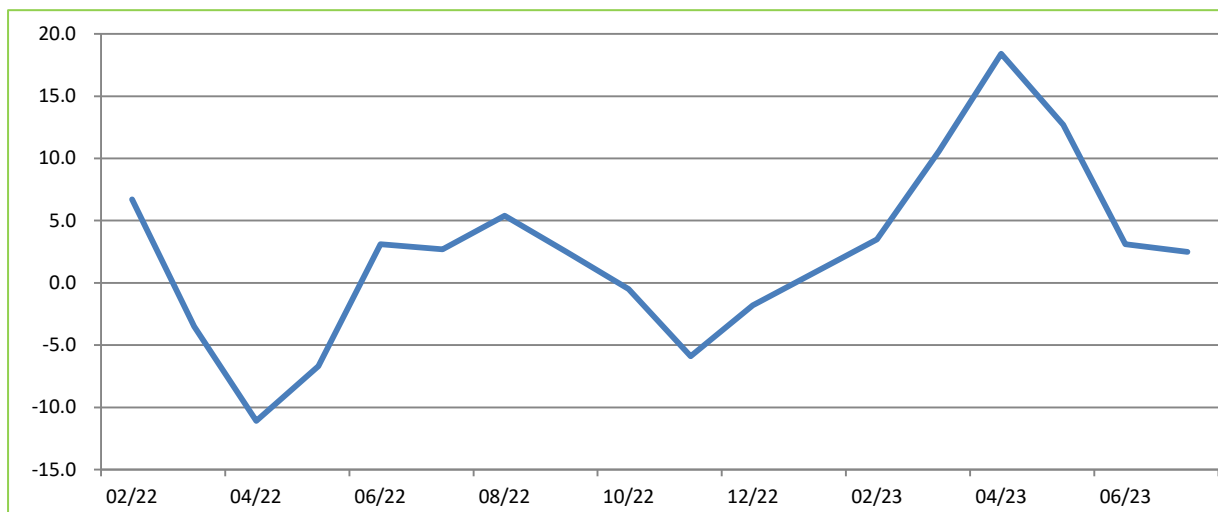


图 1：中国城镇固定资产投资年初至今增长 (%)



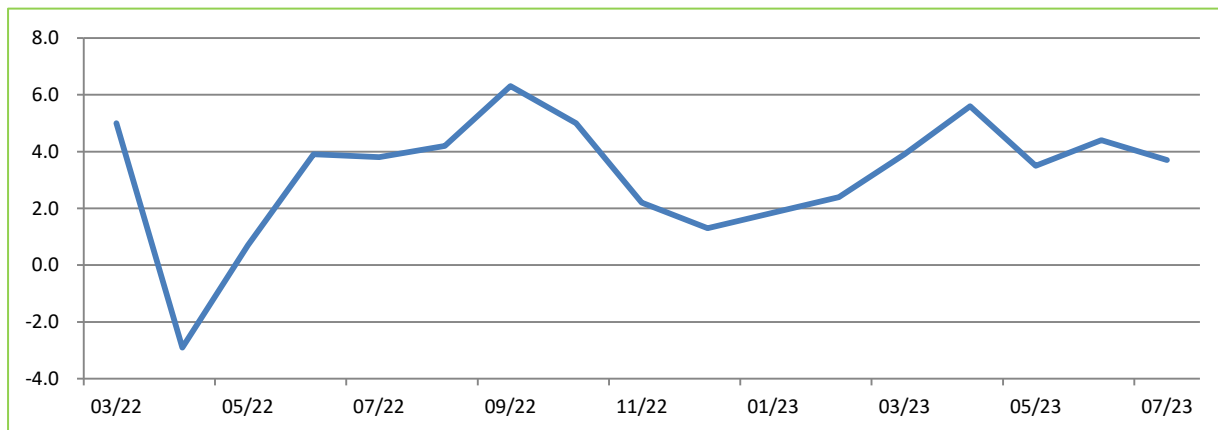
来源：国家统计局，农银国际证券

图 2：中国零售销售增长 (%)



来源：国家统计局，农银国际证券

图 3：中国工业增加值实质增长 (%)



来源：国家统计局，农银国际证券



7月的宏观数据有以下方面的关注点。首先，7月单月整体投资表现疲弱，根据我们的估算，7月单月投资同比增速从6月的3.1%大幅放缓至1.2%。特别是房地产投资表现尤为疲软，7月单月房地产投资继续下跌，跌幅由6月的10.3%进一步加深至12.2%。受资金来源增速放缓，7月份制造业投资以及基建投资亦放慢，同比增速分别由6月的6.0%及6.4%回落至4.3%及4.6%。

其次，7月份房地产行业整体仍未触底。除房地产投资继续下跌外，房地产销售仍未改善。7月份房地产销售面积及金额分别下跌15.5%和19.3%，而6月分别下跌18.2%和19.2%。前7个月房地产的施工面积、新开工面积跌幅较前6个月进一步加深。前7个月施工面积同比下降6.8%，降幅较前6个月扩大0.2个百分点。前7个月新开工面积同比下降24.3%，降幅亦较前6个月扩大0.2个百分点。从资金来源看，前7个月房地产开发资金来源同比下降11.2%，降幅较前6个月扩大1.4个百分点。

第三，7月零售销售同比增速较6月回落0.6个百分点，两年平均增速亦由6月的3.1%回落至2.6%，反映居民的消费能力及消费意愿仍待改善。排除基数效应，环比来看，7月份零售销售下降0.06%，而6月份环比增长0.24%，环比增速亦出现回落，反映消费的复苏偏疲弱。细分类别来看，7月份可选消费以及房地产相关消费大幅走弱。7月份金银珠宝类、化妆品类、文化办公用品类、建筑及装潢材料类同比分别下跌10.0%、4.1%、13.1%及11.2%。

第四，就业方面，7月份全国城镇调查失业率为5.3%，比6月上升0.1个百分点。7月份31个大城市城镇调查失业率为5.4%，比6月下降0.1个百分点。统计局在新闻发布会上表示，自今年8月份开始，全国青年人等分年龄段的城镇调查失业率将暂停发布，主要原因是经济社会在不断发展变化，统计工作需要不断完善，劳动力调查统计也需要进一步健全优化。

第五，汽车行业在7月份仍保持韧性。虽然传统上7月为汽车行业的淡季，以及去年同期因车辆购置税减半带来的高基数，但7月份汽车行业工业增加值同比仍增长6.2%，产量仅减少3.8%，零售销售仅减少1.5%。7月份新能源汽车产量继续增加，7月份新能源汽车产量同比增长24.9%，环比增长0.4%。

整体来说，7月份的宏观数据显示中国经济复苏的动力仍不充足，复苏的基础不太牢固。7月的政治局会议要求加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。作为内需不足的掣肘，房地产市场的疲弱特别需要关注。政治局会议提出要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。人民银行2023年下半年工作会议提出指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。住建部表示将进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率以及个人住房贷款认房不用认贷等政策措施，后续的政策需加速落地。人民银行于6月13日宣布下调7天期逆回购利率以及中期借贷便利（MLF）利率10个基点。今日人民银行再宣布下调MLF利率下调15个基点以及7天期逆回购利率10个基点，我们预计7月21日LPR也将相应下调。1年期的LPR或下调15个基点，5年期的LPR至少下调15个基点。本次降息后，我们预计后续仍有降准的可能存在。





## 权益披露

分析员，姚少华，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

## 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 ≥ 市场回报(约 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) ≤ 股票投资回报 < 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 < 负市场回报(约-9%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间的年复合增长率为 8.4%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

## 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183