

经济筑底，稳增长政策效力面临考验

2023年8月14日-8月20日周报

报告摘要

◆ 美联储议息会议纪要公布，市场对后续加息节奏预期变化不大

本周，美联储公布7月议息会议纪要。纪要显示，7月会议上，绝大部分参与者支持7月加息，仅几位参与者支持7月暂停加息。关于经济前景，会议纪要显示，基于美国偏强的消费和经济韧性，参会者不再将衰退当做美国经济的基准情形，同时认为2024年到2025年经济增长可能会低于潜在增速，导致失业率有一定程度的上行。关于控制通胀，大多数参会者认为通胀仍然存在向上的风险，但目前能够观察到价格回落的迹象，未来美联储货币政策路径依然将依赖于接下来的经济和通胀数据。

总的来看，7月美联储会议纪要与美联储7月会议声明和鲍威尔发布会上的讲话基调一致，核心都在于强调美联储目前货币政策的中心点在于平衡政策过度紧缩导致的意料之外的风险与紧缩不足导致高通胀持续时间过长之间的代价。纪要公布之后，本周市场对美联储未来加息的节奏预期并未有太大变化，认为美联储9月会议上维持当前联邦基金目标利率不变的概率仅上周的90%略降为89%，后续美联储将不再加息。

◆ 7月我国主要经济指标全面回落，经济继续筑底

2023年7月，社零环比为-0.06%，较上月-0.30PCTS。季节性上，7月社零环比为2011年以来同月倒数第二，显示继5月、6月之后，7月消费复苏动能继续放缓。消费环比走弱叠加去年同期的高基数，7月社零同比+2.5%（市场预期+5.3%），较上月-0.6PCTS。7月社零数难言理想，环比社零数据的走弱叠加去年高基数，社零同比涨幅再次下行，也低于市场预期。7月居民出行意愿并不弱，100个大中城市中，分别有70个和85个城市拥堵指数超过去年和前年7月。7月居民出行的相对积极与消费数据和居民信贷的疲软同时出现，表明7月消费数据不理想的主要原因是居民预期走弱，消费意愿下行。

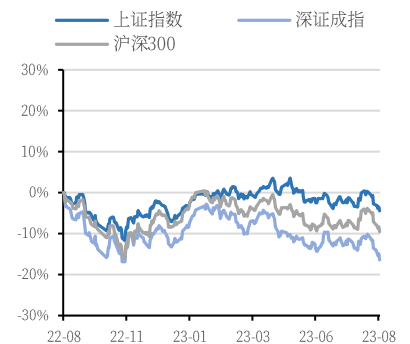
2023年7月，制造业投资增速+4.3%，较上月-1.7PCTS，较上半年增速-1.7%，带动1-7月制造业投资增速较上半年-0.3PCTS，带动7月固投总体增速+2.3PCTS。7月工业投资增速的放缓主因是外需不振叠加内需恢复不及预期之下，工业企业预期恢复偏慢，此外，二季度各项稳增长政策的前置发力，对7月工业企业新增投资也有一定透支效应。

2023年7月，房地产投资增速-12.2%，较上月-1.8PCTS，低于半年增速，带动1-7月房地产投资增速较上半年下行，带动7月固投增速-3.0PCTS，拖累程度较上月加深。2023年7月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-9.4%、-11.2%和-23.8%。2023年7月房地产相关数据继续呈现四个主要特征：1，房地产开发投资降幅仍然不小，达10%以上，显示房企投资意愿和能力依然有待改善。2，房企开发资金同

主要数据

上证指数	3131.953
沪深300	3784.0038
深证成指	10458.5103

主要指数走势图



作者

符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyys@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S0640122090025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

- 7月主要经济指标全面回落，经济继续筑底 — 2023-08-20
- 金融市场分析周报 — 2023-08-16
- 降息后有望迎来降准，A股当前或为调整的拐点 — 2023年8月降息点评 — 2023-08-16

比降幅仍然较大，达20%以上，房企融资仍需政策进一步支持。3，房屋施工面积同比降幅较上月缩窄，但依然大于20%，暂缓新开工项目，集中精力保交房依然是房企施工的主要特点。4，居民购房意愿继续维持低位。

2023年7月，基建投资同比+5.3%，较上月-6.4PCTS，增速下行，但仍然排在近60个月月度同比增速的第25位（2021年为两年复合增速）。7月基建投资增速的放缓受到6月的透支效应影响。6月为上半年最后一个月，基建集中发力，同比录得了较高值，对7月基建发力有一定透支作用。今年财政发力节奏相比去年时间上更加平均，根据我们的统计，7月全国发行新增专项债4318亿元，高于6月，为年内新增专项债发行第二高的月份，与去年新增专项债发行6月之后骤减区别明显。8月到年末仍有近1.2万亿元专项债限额，预计在充足资金的支撑下，后续基建投资仍将维持强势。

2023年7月，规模以上工业增加值同比+3.7%，低于市场预期（+4.55%），较6月份下行0.7PCTS；环比增长0.01%，除4月环比增速录得-0.23%落入负区间外，该值是年内次低值。二季度以来各项稳增长政策前置发力，落地效能释放或对整体需求形成一定的透支，经历了6月季末和半年末节点的集中冲量，7月工业生产边际趋缓。

总体来看，7月经济数据难言理想。7月消费、制造业投资、基建投资、房地产投资以及出口均较6月增速下行并不同程度上低于市场预期，显示我国经济动能继续走弱。往后看，在全球经济放缓影响下，今年出口难以对经济形成支撑，因此，后续经济企稳的关键在于内需的恢复程度。近期多项增量稳增长政策持续出台，覆盖房地产、消费、工业生产等多个方面，8月是增量稳增长政策效力的重要观察窗口。

◆ 周内MLF+LPR利率非对称调降，降息后有望迎来降准

本周（8月14日-8月18日），逆回购方面，为了对冲税期高峰、政府债券发行缴款等因素的影响，央行加大了公开市场规模操作规模，周内累计投放7D逆回购7750亿元，到期180亿元。8月15日，央行开展2040亿元7D逆回购操作和4010亿元1年期中期借贷便利（MLF）操作，中标利率分别为1.80%、2.50%，上次分别为1.90%、2.65%，7D逆回购利率下调10BP，MLF利率下调15BP。8月共有4000亿元MLF到期，因此本周通过MLF和公开市场操作净投放流动性7580亿元。

货币市场方面，截止8月18日，DR007报收1.92%，较上周五上行16BP；SHIBOR1W报收1.89%，较上周五上行11BP，近期缴税高峰及政府债发行缴款造成流动性需求上升，货币市场资金利率边际上行。8月17日晚，央行公布了二季度货币政策报告，延续了包括二季度货币政策例会、政治局会议等在内的多个重要会议关于货币政策的基调，强调加大宏观政策调控力度，做好逆周期调节。在多项经济数据不及预期的背景下，本次MLF利率调降幅度大于逆回购，体现央行有意引导长端利率更大幅度下降以驱动实体经济融资成本下移，预计本月LPR大概率跟随MLF下调15BP。同时短期政策利率下调幅度较小可能也存在防范金融系统内部过度加杠杆引发资金空转的考虑。

本次降息选在7月主要经济数据公布之前，可以认为是体现了央行提振市场信心、支持稳增长的确切意图。二季度货币政策执行报告中指出发挥“货币政策工具的总量与结构性功能，稳固支持实体经济发展”，意味着后续经济修复节奏依然不理想的话，在8月这轮降息之后，后续货币政策空间包括进一步的降准、降LPR、调降存量房贷利率等总量宽松操作，以及各种类结构性工具的投放等。下半年进入MLF到期高峰，今年剩

余 MLF 到期量为 2.4 万亿元，大规模的置换需求、稳增长政策下半年落地对应的资金需求叠加政策支持，我们认为后续再次降准是大概率事件。

◆ 中美利差拉大，央行重视汇率超调风险

截至 8 月 18 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.56%，较上周五下行 8BP；美国 10 年期国债收益率录得 4.26%，较上周五上行 10BP，中美利差拉大，人民币汇率外部压力趋紧。8 月 15 日，央行降息消息公布后，我国各期限国债收益率大幅走低，美元兑人民币汇率冲高。截止 8 月 18 日，美元对人民币即期汇率报收 7.29，已接近去年 11 月的高点。

今年以来我国 1 年期 MLF 利率已累计下调 25BP，而同期美联储累计加息了 100BP，两国政策利率的利差逐步扩大。对应到 10 年期国债收益率上，今年一季度中美利差持续处于高位，二季度开始呈现持续攀升趋势，人民币汇率出现一轮明显的贬值。美国 7 月 CPI 和 PPI 同比均结束了连续 12 个月的回落，出现小幅反弹，市场对美国通胀韧性和利率在高位维持更长时间的担忧有所加剧，近日美债收益率再次走高，10 年期美债收益率回到 4.3%，2 年期美债收益率再度逼近 5%。

央行高度重视汇率当前面临的压力，在新发布的 2023 年二季度货币政策执行报告中，央行在专栏 4 中新增了“综合施策、稳定预期，用好各项调控储备工具，调节外汇市场供求，对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险”的表述。随着后续美联储加息终点进一步明确和国内政策发力带动经济预期改善，人民币贬值压力有望得到缓解。

◆ 降息触发长端利率大幅下行，信用债交易热度不减

截至 8 月 18 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.56%，较上周五下行 8BP。7 月各项经济数据难言理想，按照目前经济复苏的路径，经济修复仍需过程，8 月以来债市对基本面复苏一直秉持谨慎观望态度。而为配合稳增长政策，8 月新一轮的降息表明货币政策基调已经进一步转松，降息落地后 10 年期国债收益率大幅下行，落入 2.60% 区间内。

信用债交易方面，长端利率在偏强震荡后大幅下行，带动信用债收益率同步下行。截止 8 月 17 日，各等级、各期限三年期中短期票据、城投债以及企业债收益率下行，信用利差在较低水平小幅波动，信用债交易热度不减。AAA 级 3 年期中短期票据的收益率较一周前下行 6.03BP，录得 2.65%，目前已达到 2019 年以来 8% 的分位数；信用利差下行至 32.54BP，较一周前下降 0.25BP。AAA 级 3 年期城投债收益率录得 2.67%，较一周前下行 8.59BP，达到 2019 年以来 9% 的分位数；信用利差录得 34.47BP，较一周前下行 2.81BP。

央行在二季度货币政策报告中对当前的经济形势给出了最新研判，认为主要困难挑战在于“居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，民间投资信心不足，一些企业经营困难，部分行业存在生产线外迁现象，地方财政收支平衡压力加大”，其中“民间投资信心不足”、“地方财政平衡压力”、“生产线外迁”三点为新增表述，这三点对应的内需不足、债务压力以及逆全球化带来的产业格局重塑均为长期结构性挑战，指向物价、社融以及出口外部压力三方面的因素共振。往后看，基本面累积的风险和下行压力对接下来稳增长政策的密度和力度都提出了更高的要求，货币政策须配合财政政策加大对实体的

支持力度。债市在这轮大幅走强后预计重回震荡偏强格局，但进一步突破前高需新的出发因素。

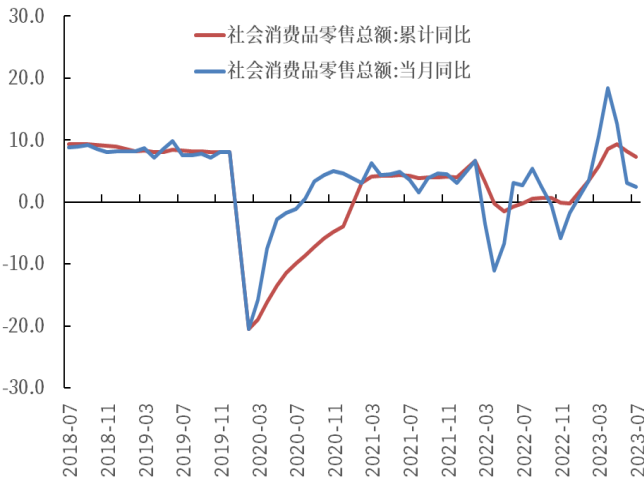
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 月度经济数据情况

	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07
社零(当月同比)	2.5%	3.1%	12.7%	18.4%	10.6%	3.5%	1.8%	5.9%	0.5%	2.5%	5.4%	2.7%
社零:商品零售(当月同比)	1.0%	1.7%	10.5%	15.9%	9.1%	2.9%	-0.1%	5.6%	0.5%	3.0%	5.1%	3.2%
社零:餐饮(当月同比)	15.8%	16.1%	35.1%	43.8%	26.3%	9.2%	4.1%	8.4%	3.1%	1.7%	8.4%	-1.5%
固投(累计同比)	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	5.1%	5.5%	3.1%	5.3%	5.8%	5.9%	5.8%	5.7%
制造业投资(累计同比)	5.7%	6.0%	6.0%	5.4%	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%	9.7%	10.1%	10.0%	9.9%
基建投资(累计同比)	9.4%	10.7%	9.9%	9.8%	10.8%	12.2%	11.5%	11.7%	11.4%	11.2%	10.4%	9.6%
房地产开发投资(累计同比)	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%	-5.7%	0.0%	-9.8%	-8.8%	-8.0%	-7.4%	-6.4%
固投(当月同比)	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%	5.5%	3.1%	0.7%	5.0%	6.6%	6.5%	3.5%
制造业投资(当月同比)	4.3%	6.0%	5.1%	5.3%	6.2%	8.1%	7.4%	6.2%	6.9%	10.7%	10.6%	7.5%
基建投资(当月同比)	5.3%	12.3%	10.3%	7.9%	9.9%	12.2%	10.4%	13.9%	12.8%	16.3%	15.4%	11.5%
房地产开发投资(当月同比)	-2.2%	-0.3%	-0.5%	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-2.7%	-9.9%	-6.1%	-2.1%	-3.8%	-2.1%
出口金额(美元,当月同比)	-4.5%	-2.40%	7.5%	3.5%	14.3%	-6.8%	-9.9%	-3.7%	-0.3%	5.9%	7.2%	18.0%
进口金额(美元,当月同比)	-2.4%	6.80%	4.5%	7.9%	-1.4%	-10.2%	-7.5%	-0.6%	-0.7%	0.3%	0.2%	2.0%
工业增加值(当月同比)	3.7%	4.40%	3.5%	5.6%	3.9%	2.4%	1.3%	2.2%	5.0%	6.3%	4.2%	3.8%
服务业生产指数(当月同比)	5.7%	6.80%	11.7%	13.5%	9.2%	5.5%	-0.8%	-1.9%	0.1%	1.3%	1.8%	0.6%
制造业PMI	49.3	49	48.8	49.2	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4	49
非制造业PMI	51.5	53.2	54.5	56.4	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6	46.7	48.7	50.6	52.6	53.8
建筑业PMI	51.2	55.7	58.2	63.9	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4	55.4	58.2	60.2	56.5	59.2
服务业PMI	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4	45.1	47	48.9	51.9	52.8

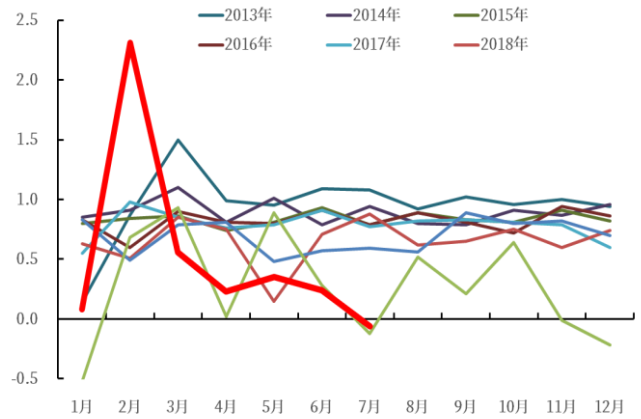
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 7月社零同比走低(%)



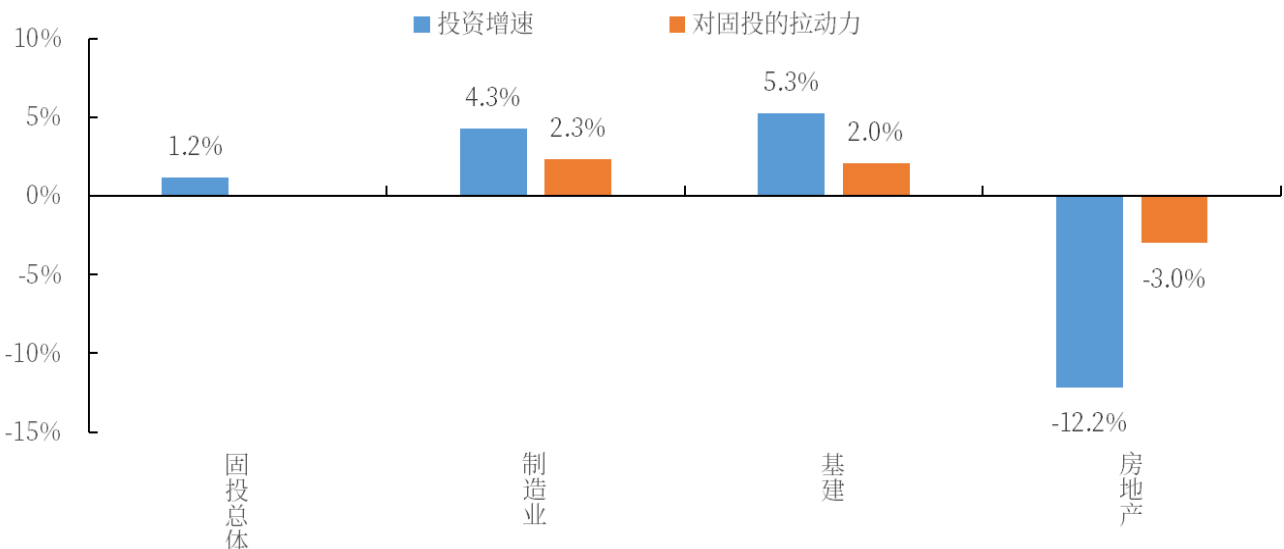
资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图3 7月社零环比与历年7月相比不算强(%)



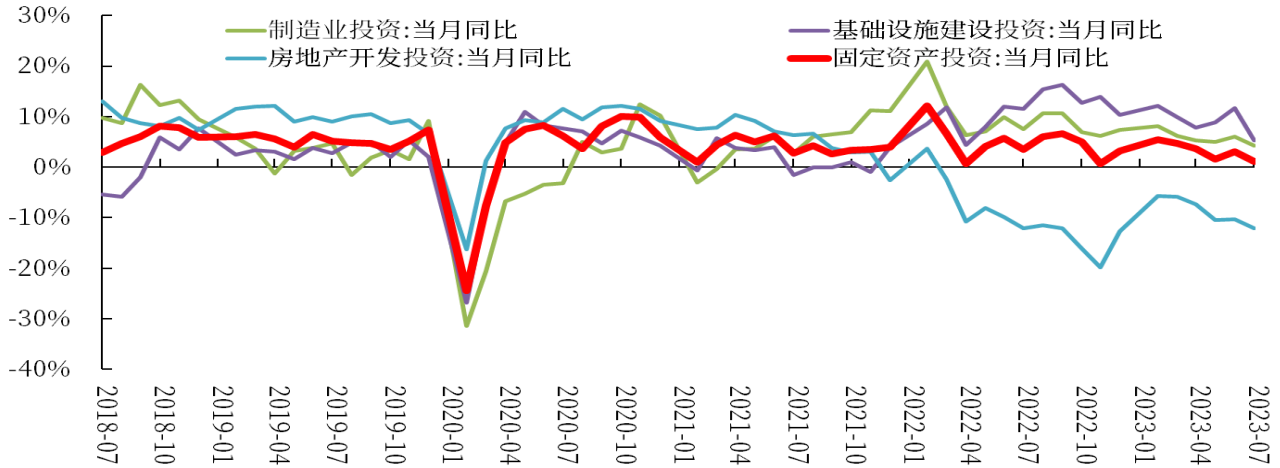
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 2023年7月固投及主要分项投资增速及拉动力



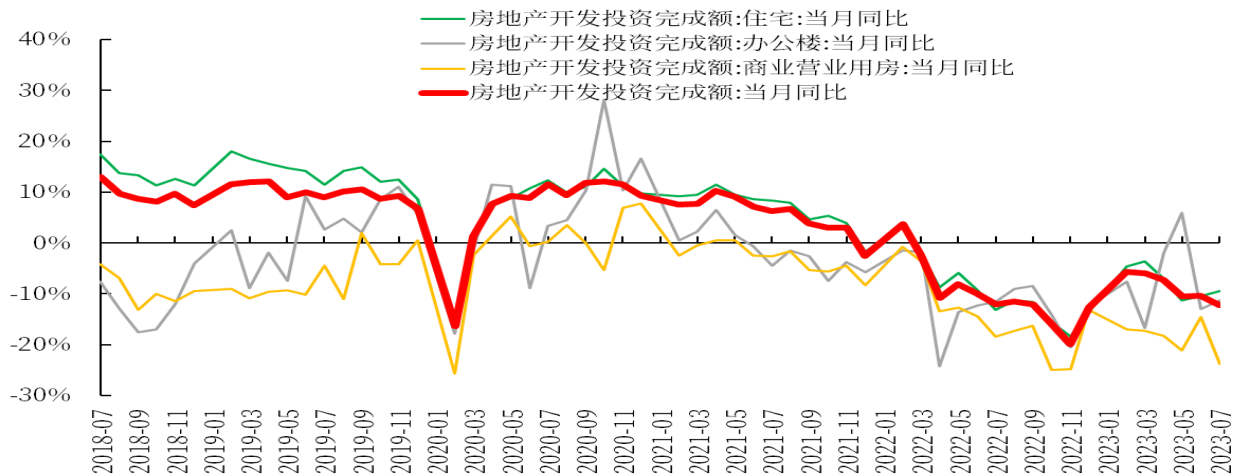
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 固投及主要分项当月同比走势



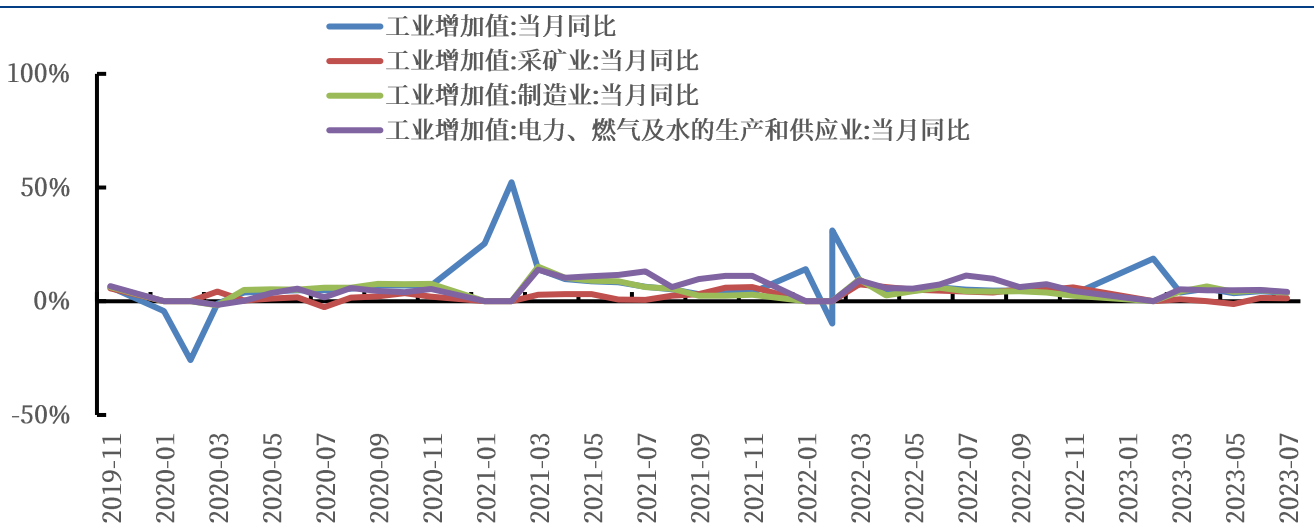
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图6 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图7 工业增加值分行业同比数据



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637