



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 降息再到来，意在降成本

——2023年7月经济数据与降息点评

日期：2023年08月23日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

### 相关报告：

《出口受基数拖累，进口仍偏弱》

——2023年08月15日

《价格双负局面出现》

——2023年08月15日

《经济、货币预期平稳 市场波动中回暖》

——2023年08月04日

### ■ 主要观点

#### 经济增长动能有所减弱

7月经济各项数据均呈现不同程度的回落。作为经济第一增长动力的投资持续下滑，表明经济内生增长动力仍然偏软。基建投资增长乏力，后续项目建设需有力有序推进；制造业投资继续回落，后续或仍将稳中偏弱；地产投资各项数据仍在下跌，地产仍需政策支持。作为经济成效综合体现的工业经济也有所放缓，反映了经济整体仍偏弱。消费全面下滑，各项商品消费表现不佳。整体来看，经济增长运行的动能有所减弱。

#### 降息再到来，意在降成本

时隔两月，降息再度到来，符合我们的预期——我们此前一直强调2023年下半年降准降息可期。此次降息较之以往呈现出两大特征。一是时间紧，节奏快，两次降息之间的间隔时间已接近2020年。7月以来各项数据均不同程度回落，无论是出口、消费还是投资，三驾马车动能均有所走软。而价格的低位运行，双负局面的出现也保障了降息的政策空间。经济以及价格的运行情况，以及海外加息接近尾声，也使得此次降息的条件更加完备，时机更趋成熟。

二是出现了非对称降息。从2017年以来，政策利率体系的变动几乎遵循了对称调整的规律，尤其是短期政策利率（7天逆回购利率）以及中长期政策利率（1年期MLF利率）这两个标杆利率，即使调整时间有先后，但调整幅度基本保持一致。而一年期MLF利率是LPR的基准利率，关系着贷款利率的变动，因此此次MLF利率下调幅度大于7天逆回购利率也说明此次措施的侧重点更在于降低贷款融资成本，推动降成本任务持续推进。

#### 降息之后降准或仍可期

根据当前的利率传导体系，1年期LPR也大概率会出现同步下调，而鉴于当前房地产市场的疲弱，以及政治局会议中关于房地产新形势的定调以及透露出的政策支持态度，5年期LPR不排除存在非对称下调（更大幅度下调）的可能。随着降息等促经济政策效应的逐渐呈现，我们认为经济持续下滑局面不会出现。虽然海外利率较高，但在双循环背景下，我们认为国内经济发展在货币环境上仍需要降准、降息的配合。经济和物价偏软的组合下，降息之后降准或仍可期待。

### ■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

## 目 录

<b>1 事件：7 月份宏观数据公布</b> .....	<b>3</b>
<b>2 事件解析：数据特征和变动原因</b> .....	<b>3</b>
2.1 三大门类产业生产均有放缓.....	3
2.2 主要行业生产以下降为主.....	4
2.3 基建下滑、制造业投资企稳.....	4
2.4 地产弱势延续.....	5
2.5 各项消费均有下滑.....	6
<b>3 事件影响：对经济和市场</b> .....	<b>7</b>
3.1 经济增长动能有所减弱.....	7
3.2 降息再到来，意在降成本.....	7
<b>4 事件预测：趋势判断</b> .....	<b>10</b>
4.1 降息之后降准或仍可期.....	10
<b>5 风险提示：</b> .....	<b>10</b>

### 图

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）.....	4
图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）.....	4
图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）.....	5
图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）.....	6
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）.....	6
图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）.....	7

### 表

表 1：本月经济数据增速（%）.....	3
表 2：利率体系变动（%）.....	8

## 1 事件：7 月份宏观数据公布

**工业生产有所放缓。**7 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.7%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，7 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.01%。1—7 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.8%。

**固定资产投资小幅下滑。**1—7 月份，全国固定资产投资（不含农户）285898 亿元，同比增长 3.4%。其中，民间固定资产投资 149436 亿元，同比下降 0.5%。从环比看，7 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.02%。

**消费继续回落。**7 月份，社会消费品零售总额 36761 亿元，同比增长 2.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 32906 亿元，增长 3.0%。

表 1：本月经济数据增速（%）

	本月	前值	Wind 预测均值
工业增加值（当月）	3.7	4.4	4.6
固定资产投资（不含农户）	3.4	3.8	3.9
社会消费品零售（当月）	2.5	3.1	5.3

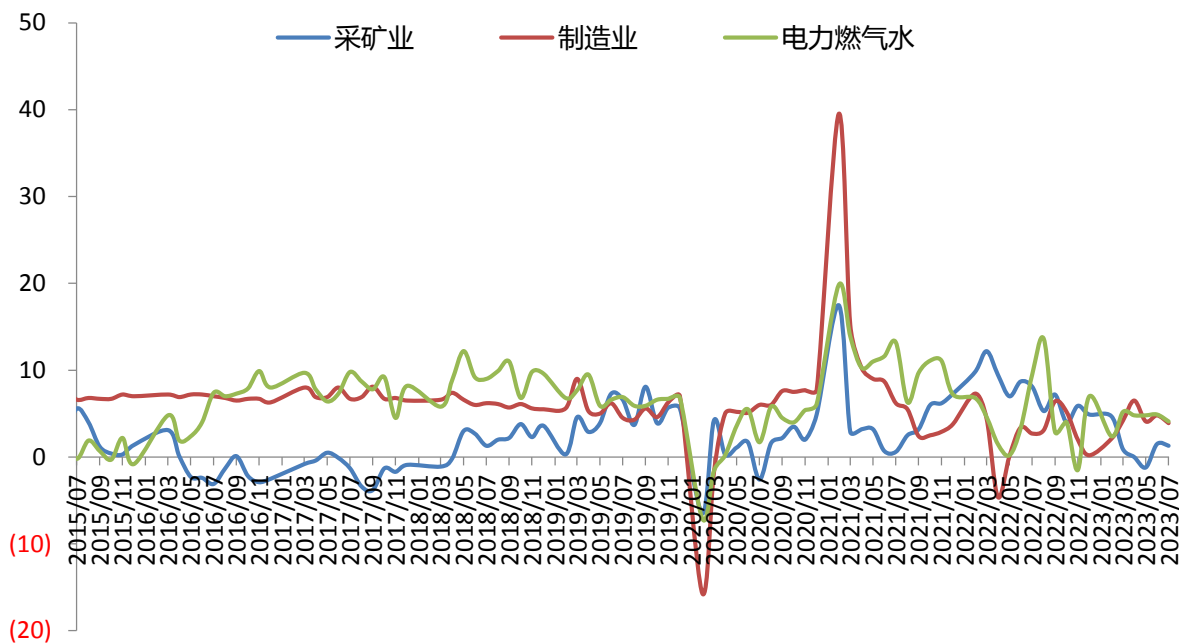
资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2 事件解析：数据特征和变动原因

### 2.1 三大门类产业生产均有放缓

7 月工业生产放缓，下降 0.7 个百分点，低于市场预期。分三大门类看，7 月份，采矿业增加值同比增长 1.3%，制造业增长 3.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.1%。三大门类产业生产均有回落。从产量的增速来看，原煤、原油均有所回落，水泥、机器人、有色、汽车以及集成电路均出现了不同程度的回落，制造业下游行业回落较多。水泥产量持续下滑或与地产的疲软有关。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

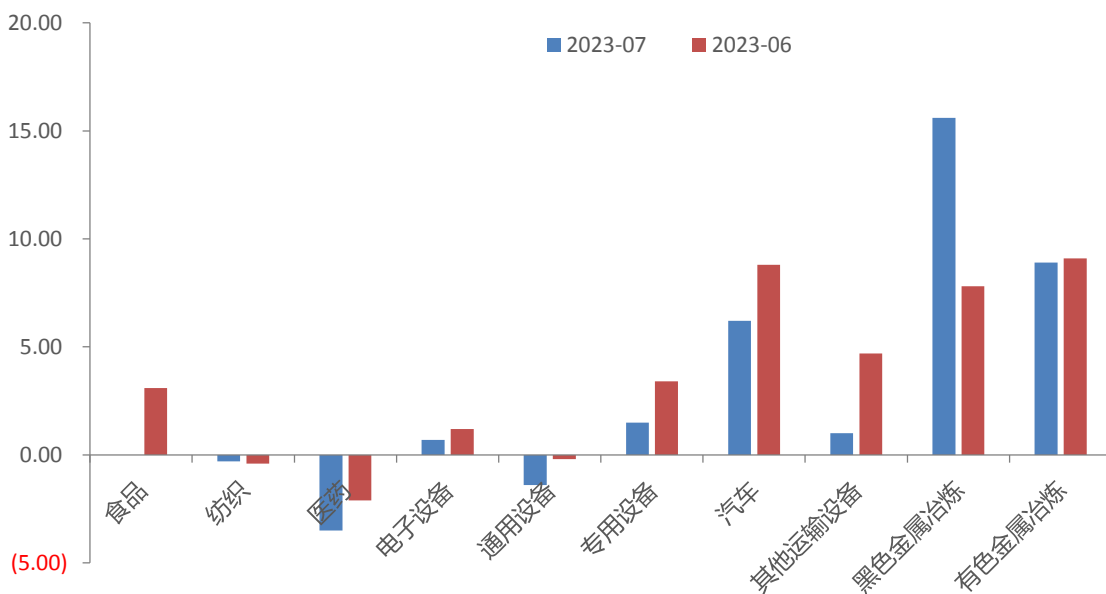


资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.2 主要行业生产以下降为主

分行业看，主要行业以下降为主，除纺织与黑色金属外均有所回落或跌幅扩大。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

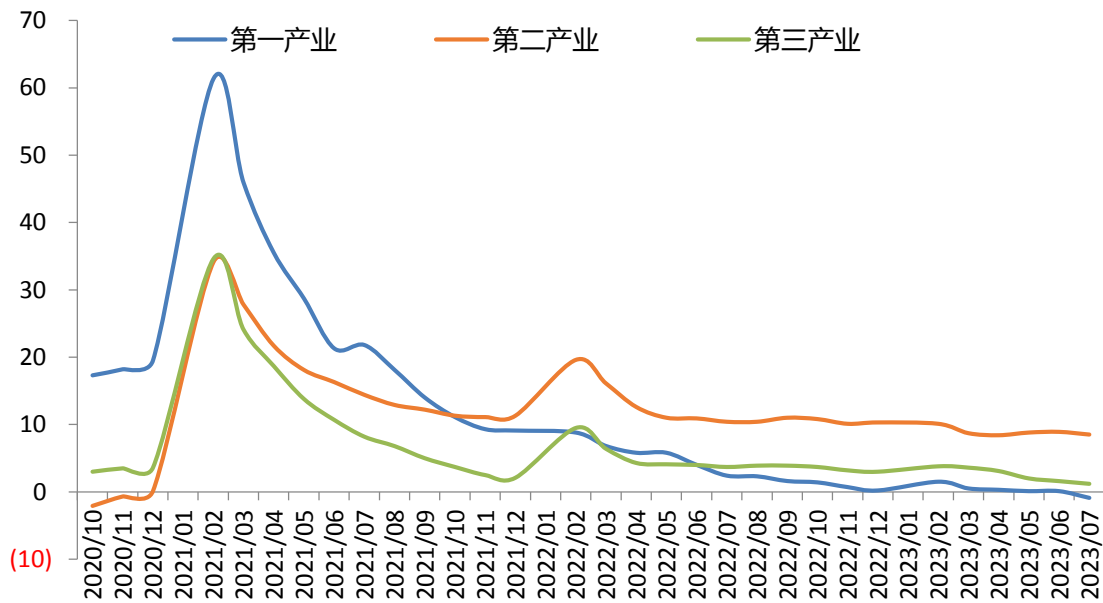
## 2.3 基建下滑、制造业投资企稳

1—7 月份，全国固定资产投资（不含农户）285898 亿元，同比增长 3.4%，较上月下降 0.4 个百分点。其中，民间固定资产投资

资 149436 亿元，同比下降 0.5%。从环比看，7 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.02%。第一产业投资 6066 亿元，同比下降 0.9%；第二产业投资 89385 亿元，增长 8.5%；第三产业投资 190446 亿元，增长 1.2%。三大产业投资均有所回落。

分项来看，基建投资继续小幅下滑，前期项目落地后，要有序有力推进后续重大项目建设，形成更多实物工作量，支撑基建投资后续增长。而制造业投资上月企稳后再度下滑，结合制造业景气度的持续位于收缩区间，制造业投资增长或稳中偏弱。

图 3：固定投资完成额增速（累计同比，%）

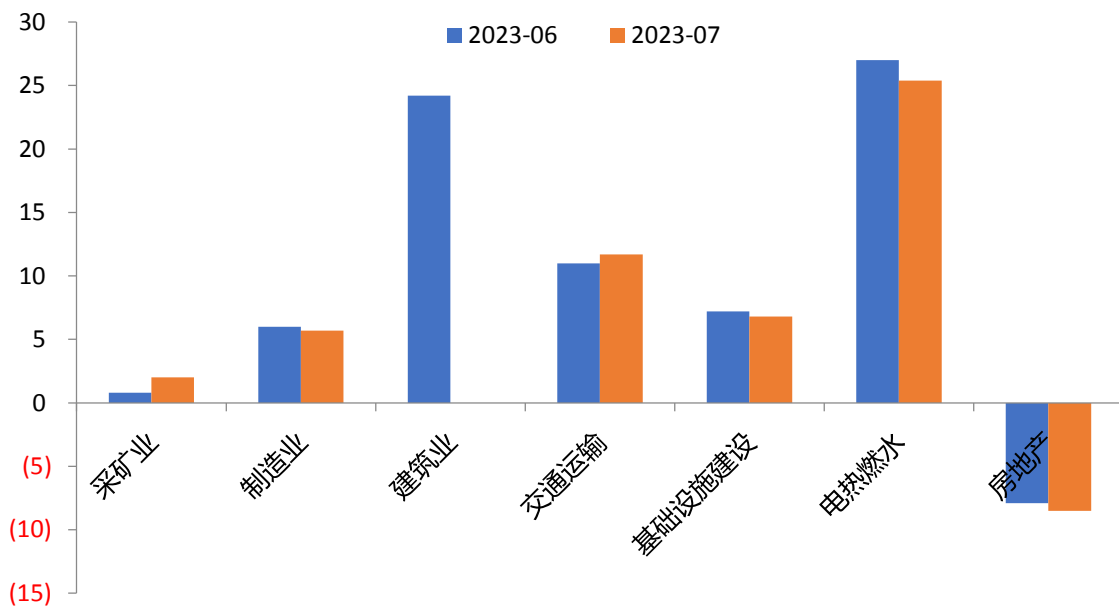


资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.4 地产弱势延续

1—7 月份，全国房地产开发投资 67717 亿元，同比下降 8.5%，跌幅持续扩大，地产投资仍较低迷。分项来看，地产销售面积继续跌幅扩大，需求仍然偏弱；供给端新开工和施工均跌幅加深，地产施工建设偏慢。从房企开发资金的来源来看，房地产资金跌幅扩大，各项资金中除自筹资金小幅改善外均有回落。房地产各项数据表现仍在下跌，地产仍弱，仍需政策支持。

图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

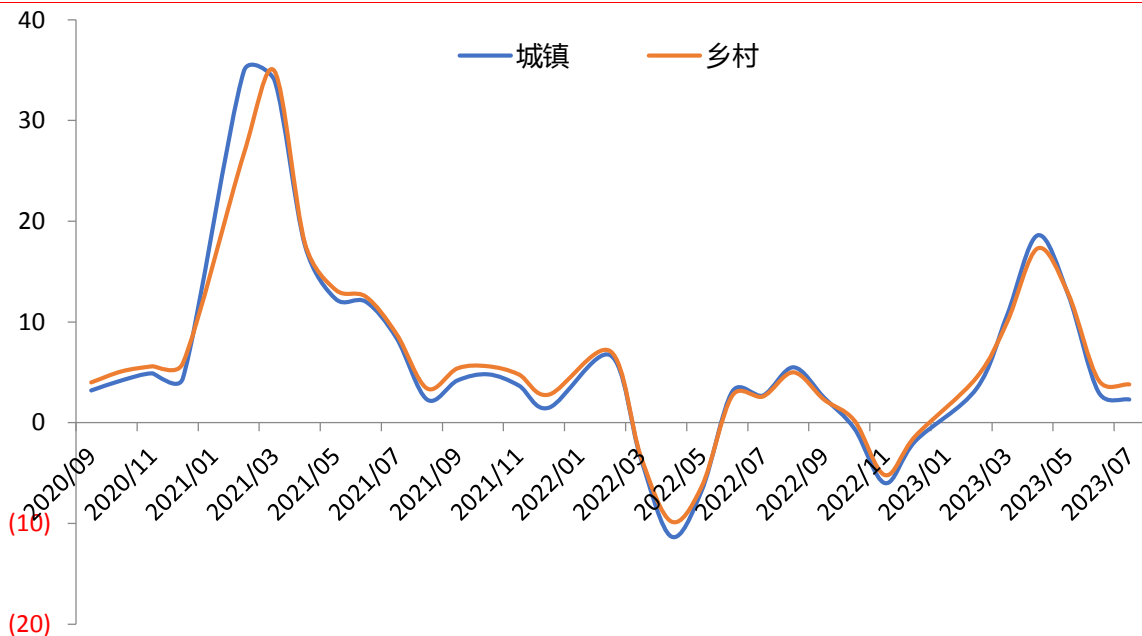


资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.5 各项消费均有下滑

7月份，社会消费品零售总额 36761 亿元，同比增长 2.5%，继续回落。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额同比增长 2.3%；乡村消费品零售额增长 3.8%。城乡消费均有所回落。

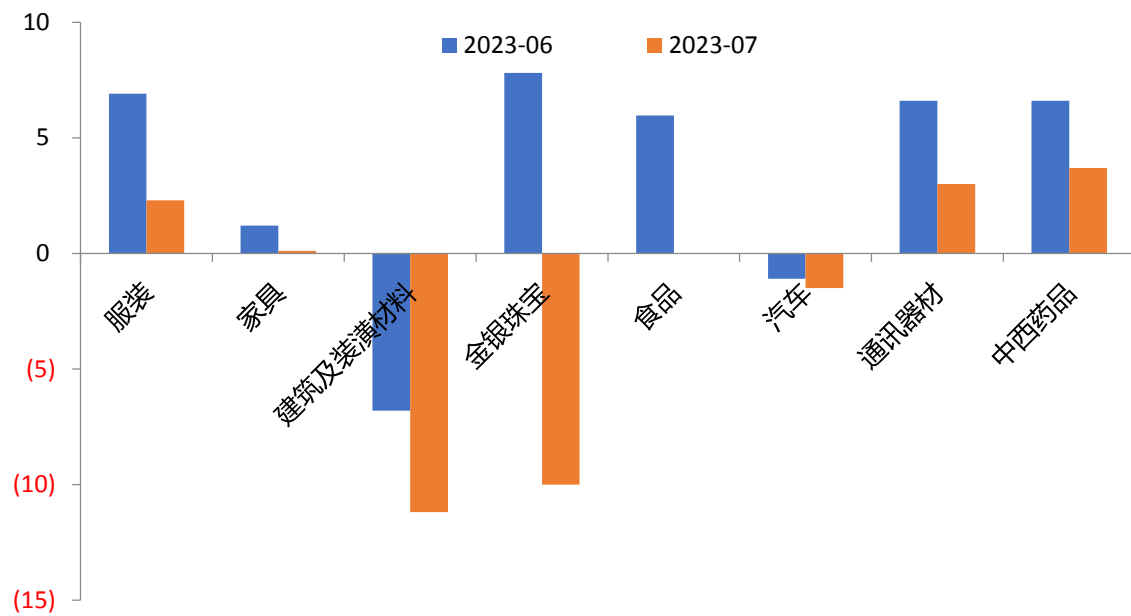
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

主要商品消费均有所下滑，或跌幅扩大，其中金银珠宝跌幅突出，由正转负。从消费类型来看，餐饮消费表现持续好于商品消费。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

### 3 事件影响：对经济和市场

#### 3.1 经济增长动能有所减弱

7 月经济各项数据均呈现不同程度的回落。作为经济第一增长动力的投资持续下滑，表明经济内生增长动力仍然偏软。基建投资增长乏力，后续项目建设需有力有序推进；制造业投资继续回落，后续或仍将稳中偏弱；地产投资各项数据仍在下跌，地产仍需政策支持。作为经济成效综合体现的工业经济也有所放缓，反映了经济整体仍偏弱。消费全面下滑，各项商品消费表现不佳。整体来看，经济增长运行的动能有所减弱。

#### 3.2 降息再到来，意在降成本

时隔两月，降息再度到来，符合我们的预期——我们此前一直强调 2023 年下半年降准降息可期。此次降息较之以往呈现出两大特征。一是时间紧，节奏快，两次降息之间的间隔时间已接近 2020 年。7 月以来各项数据均不同程度回落，无论是出口、消费还是投资，三驾马车动能均有所走软。而价格的低位运行，双负局面的出现也保障了降息的政策空间。经济以及价格的运行情况，以及海外加息接近尾声，也使得此次降息的条件更加完备，时机更趋成熟。

二是出现了非对称降息。从 2017 年以来，政策利率体系的变动几乎遵循了对称调整的规律，尤其是短期政策利率（7 天逆回购

利率) 以及中长期政策利率 (1 年期 MLF 利率) 这两个标杆利率, 即使调整时间有先后, 但调整幅度基本保持一致。而一年期 MLF 利率是 LPR 的基准利率, 关系着贷款利率的变动, 因此此次 MLF 利率下调幅度大于 7 天逆回购利率也说明此次措施的侧重点更在于降低贷款融资成本, 推动降成本任务持续推进。

**表 2: 利率体系变动 (%)**

日期	7 天逆回购	14 天逆回购	1 年期 MLF	一年 LPR	5 年 LPR
2017.1.24			3.1		
			10BP		
2017.2.3	2.35	2.5			
	10BP	10BP			
2017.3.16	2.45	2.6	3.2		
	10BP	10BP	10BP		
2017.12.14	2.5		3.25		
	5BP		5BP		
2017.12.18		2.65			
		5BP			
2018.3.22	2.55				
	5BP				
2018.4.16		2.7			
		5BP			
2018.4.17			3.3		
			5BP		
2019.8.20				4.25	
				-6BP	
2019.9.20				4.2	
				5BP	
2019.11.5			3.25		
			-5BP		
2019.11.18	2.5				
	-5BP				
2019.11.20				4.15	4.8
				-5BP	-5BP
2019.12.18		2.65			
		-5BP			
2020.2.3	2.4	2.55			
	-10BP	-10BP			



2020.2.17			3.15		
			-10BP		
2020.2.20				4.05	4.75
				-10BP	-5BP
2020.3.30	2.2				
	-20BP				
2020.4.15			2.95		
			-20BP		
2020.4.20				3.85	4.65
				-20BP	-10BP
2020.6.18		2.35			
		-20BP			
2021.12.20				3.8	
				-5BP	
2022.1.17	2.1		2.85		
	-10BP		-10BP		
2022.1.20				3.7	4.6
				-10BP	-5BP
2022.1.24		2.25			
		-10BP			
2022.5.20					4.45
					-15BP
2022.8.15	2.0		2.75		
	-10BP		-10BP		
2022.8.22				3.65	4.3
				-5BP	-15BP
2022.9.19		2.15			
		-10BP			
2023.6.13	1.9				
	-10BP				
2023.6.15			2.65		
			-10BP		
2023.6.20				3.55	4.2
				-10BP	-10BP
2023.8.15	1.8		2.5		
	-10BP		-15BP		

资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 4 事件预测：趋势判断

### 4.1 降息之后降准或仍可期

根据当前的利率传导体系，1年期LPR也大概率会出现同步下调，而鉴于当前房地产市场的疲弱，以及政治局会议中关于房地产新形势的定调以及透露出的政策支持态度，5年期LPR不排除存在非对称下调（更大幅度下调）的可能。随着降息等促经济政策效应的逐渐呈现，我们认为经济持续下滑局面不会出现。虽然海外利率较高，但在双循环背景下，我们认为国内经济发展在货币环境上仍需要降准、降息的配合。经济和物价偏软的组合下，降息之后降准或仍可期待。

## 5 风险提示：

**俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：**俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，美联储政策超预期变动，均将对国际金融市场产生扰动。

**中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：**通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不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

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	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
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	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；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 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。

### 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，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多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。