

经济疲弱，央行降息的效果与代价有待观察

——2022年7月经济数据与央行降息点评

报告摘要

◆ 7月消费再次走弱

2022年7月，社零同比+2.7%，低于市场预期的+5.3%较多，较上月-0.4PCTS。刨除价格因素，7月社零实际同比-0.8%，连续第5个月录得负值。8月上旬，全国18个城市地铁客流量合计值同比3月以来首次转正，录得+18.6%，18个城市中地铁客流量同比为正的城市数量已达15个。展望8月，在居民消费场景持续恢复下，预计消费数据有望较7月有一定好转，但与此同时，考虑到疫情仍未完全消退、居民资产负债表受损和未来预期仍然较弱等诸多抑制消费的因素，预计好转幅度相对有限。

◆ 受房地产投资拖累，固投连续2个月走强后开始走弱

2022年7月，固投同比+3.5%，较6月-2.3PCTS。7月固投及其主要构成项制造业投资、基建投资和房地产投资当月增速均较上月下行，其中房地产投资对7月固投同比增速向下拉动3.3PCTS，是7月固投的主要拖累项。

2022年7月，制造业投资增速+7.5%，较6月-2.4PCTS，带动6月固投总体上行3.5PCTS。在传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等多因素的综合影响下，7月制造业景气度有所下滑，制造业企业观望情绪加重，投资意愿边际走弱。往后看，8月初以来全国范围内疫情平稳，在PPI持续下行，上游行业和下游行业PPI差值缩窄，下游成本压力逐渐减轻的情况下，制造业投资有望继续保持一定韧性。

2022年7月房地产投资增速-12.1%，较6月-2.4PCTS，5月同比降幅缩窄后，6月、7月连续2个月降幅扩大，带动7月固投同比下行3.3PCTS。总体上看，7月房地产投资数据仍然较弱，与7月金融数据中企业中长期贷款和居民中长期贷款相对较弱相印证：7月商品房销售金额和面积下滑幅度较上月加深，施工端虽然竣工面积下滑幅度较上月减小（但下滑幅度仍然较大），但新开工面积下滑幅度继续加深，房地产开发到位资金仍然低于去年同期较多。全国各地频发的烂尾楼断贷风波冲击之下，前期略微恢复的居民

主要数据

上证指数	3276.087
沪深300	4185.6794
深证成指	12460.2212

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: fuyyjs@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

相关研究报告

宽货币或已达阶段性高点 —2022-08-14
CPI上行，PPI下行，通胀仍非主要矛盾 —
2022-08-10
金融市场分析周报 —2022-08-08

购房意愿再次下滑，房企预期也有所转弱，房地产行业继续筑底。后续房地产投资的逐渐企稳，可能需要力度更大的政策支持。

2022年7月，基建投资同比+11.5%，较6月-0.5PCTS，但仍然是2018年以来第3高的增速，带动固投上行3.6PCTS。今年上半年财政靠前发力明显，全年专项债额度基本发行完毕。据我们统计，7月新发行专项债613亿元，8月至今新发行专项债为0，较6月的1.37万亿元明显减少。后续若不采取提前下达2023年专项债额度的举措为基建加码，预计基建投资可能有一定降速，但考虑到从融资到资金投入项目有一定时间差，在今年上半年已经取得大量资金的基础上，下半年基建投资仍将维持一定韧性，基建仍然是固投的重要支撑项。

◆ 7月工业生产边际走弱

2022年7月，工业增加值同比+3.8%（市场预期+4.6%），较6月-0.1PCTS。已公布当月增加值增速的17个子行业中，8个行业增加值同比增速为负，增速为负的行业较上月增加了4个。全部17个行业中，仅3个行业同比涨幅较上月上行，其余行业均出现同比涨幅较上月回落或跌幅较上月加深的情况，显示7月工业生产的边际走弱具有全面性，体现了传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等多因素的综合影响。往后看，8月初以来全国范围内疫情平稳，下游行业成本压力逐渐减轻，预计工业生产仍能继续保持一定韧性。

◆ 央行超预期降息稳经济，但成效和代价值得关注

8月15日，中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点。在央行二季度货币政策执行报告专栏强调了通胀压力并表示“不搞大水漫灌”、外部存流动性收紧约束以及国内流动性实际非常宽松的客观现实下，本次降息超市场预期。我们认为，央行此次降息的直接原因是7月金融数据及经济数据均表现较差，稳增长政策压力显著提升，倒逼央行再次降息稳经济。目前国内货币市场利率和政策利率倒挂严重，显示市场总体上并不缺乏流动性，宽信用的主要约束不在资金供应端，而在市场主体融资意愿不足。同时，中美利差倒挂下，宽松面临外部均衡压力。因此，持续降息的必要性和可行性都不足。总体上我们认为，本次降息并不代表新一轮持续宽松的开启，降息的成效和代价值得关注。

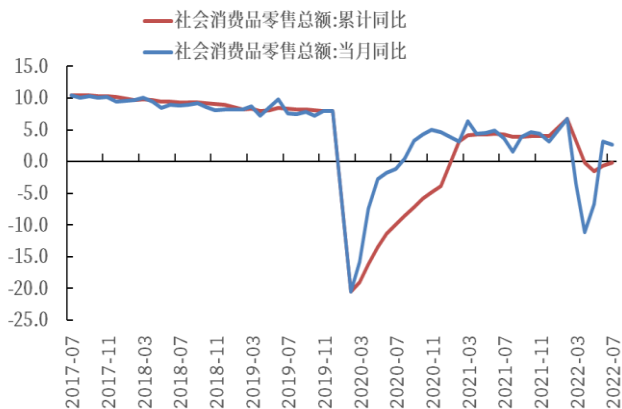
一、7月消费再次走弱

2022年7月，社零同比+2.7%，低于市场预期的+5.3%较多，较上月-0.4PCTS。刨除价格因素，7月社零实际同比-0.8%，连续第5个月录得负值。环比看，7月社零录得+0.27%，为2011年以来倒数第3。分类别看，7月商品零售同比+3.2%（上月+3.9%）、餐饮收入同比-1.5%（上月-4.0%），限额以上社零同比+6.8%（上月+8.1%）。

分商品类别，从对限额以上商品零售的拉动作用来看，15类商品中，本月除受房地产低迷拖累的家具及建筑装潢材料外，其余13类商品对限额以上商品零售的拉动均为正，其中汽车、石油及制品类分别拉动限额以上商品零售上行2.8和2.1个百分点，为最大拉动项。石油及制品类拉动力强主要系油价虽然走弱、但较去年同期仍然较高，汽车类拉动力强主要系汽车市场整体回暖。15类商品中，7月涨幅较6月上行的有5个，涨幅较6月下行的有8个，跌幅较6月收窄和较6月加深的商品各有1个。

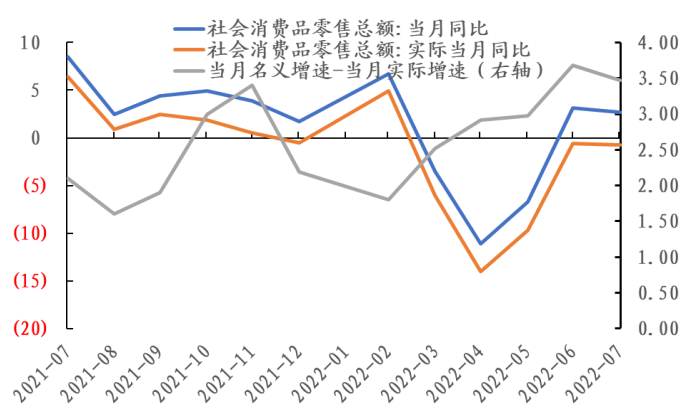
7月社零同比低于市场预期较多，与核心CPI同比较6月走弱相互印证。高频地铁出行数据显示：8月上旬，全国18个城市地铁客流量合计值同比3月以来首次转正，录得+18.6%，18个城市中地铁客流量同比为正的城市数量已达15个。展望8月，在居民消费场景持续恢复下，预计消费数据有望较7月有一定好转，但与此同时，居民收入增速仍然未恢复到疫情之前，且居民消费倾向仍然较低（2022H1，居民支出/居民可支配收入为63.7%，为2013年以来次低），考虑到疫情仍未完全消退、居民资产负债表受损和未来预期仍然较弱等诸多抑制消费的因素，预计好转幅度相对有限。

图1 社零再次走弱 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

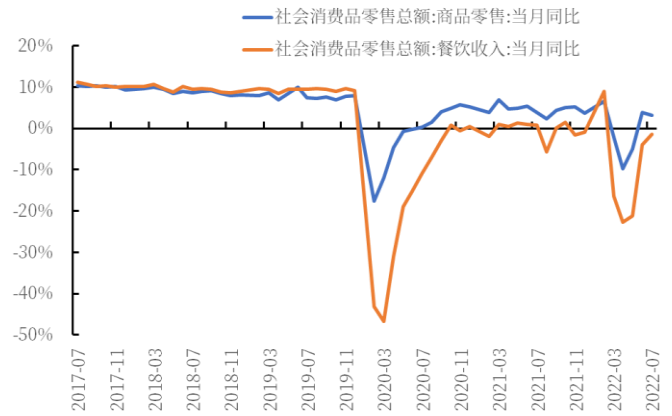
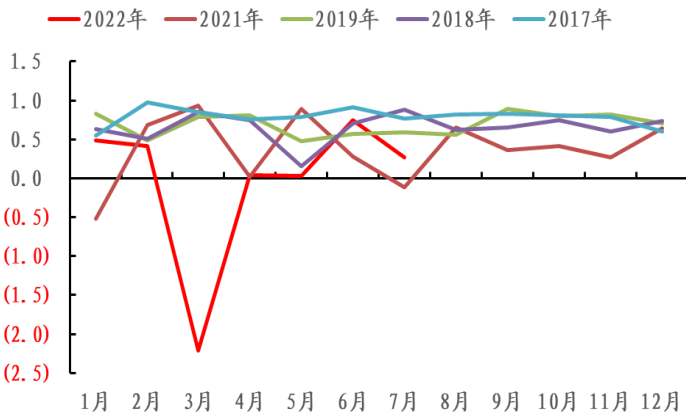
图2 实际社零增速为负 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图3 社零环比历史同期较弱 (%)

图4 餐饮收入同比仍然为负



资料来源: wind, 中航证券研究所

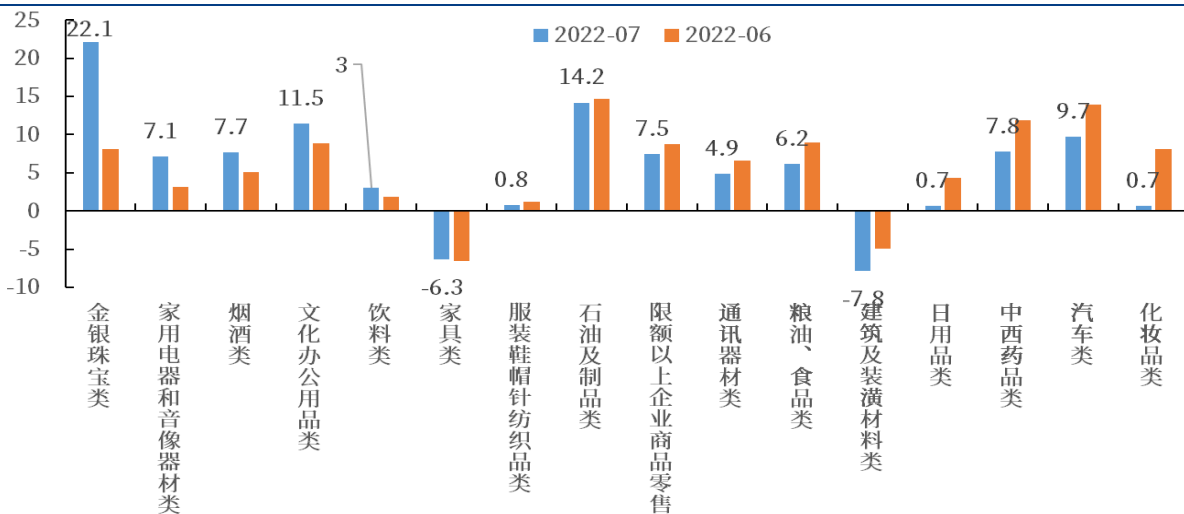
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 各商品类别对当月限额以上企业商品零售额的拉动

商品类别	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07
限额以上企业商品零售总额	7.50%	8.80%	-5.30%	-13.30%	-0.42%	9.10%	1.70%	4.50%	4.70%	2.70%	0.80%	7.70%
汽车类	2.84%	3.87%	-4.62%	-9.93%	-2.80%	1.14%	-2.40%	-2.88%	-3.59%	-3.74%	-2.29%	-0.87%
石油及制品类	2.12%	1.89%	1.17%	0.65%	1.42%	3.03%	1.88%	2.75%	3.69%	2.14%	1.70%	3.03%
粮油、食品类	0.67%	0.91%	1.27%	1.03%	1.27%	0.97%	1.09%	1.38%	1.04%	1.00%	0.97%	1.18%
家用电器和音像器材类	0.45%	0.25%	-0.64%	-0.44%	-0.26%	0.64%	-0.39%	0.47%	0.52%	0.36%	-0.31%	0.52%
金银珠宝类	0.38%	0.13%	-0.32%	-0.48%	-0.34%	0.45%	0.00%	0.10%	0.22%	0.35%	0.15%	0.24%
中西药品类	0.31%	0.43%	0.40%	0.31%	0.45%	0.28%	0.33%	0.32%	0.21%	0.32%	0.37%	0.34%
文化办公用品类	0.30%	0.28%	-0.07%	-0.11%	0.24%	0.25%	0.19%	0.52%	0.27%	0.58%	0.51%	0.37%
烟酒类	0.22%	0.14%	0.10%	-0.20%	0.20%	0.52%	0.23%	0.35%	0.40%	0.53%	0.38%	0.40%
通讯器材类	0.17%	0.31%	-0.26%	-0.81%	0.11%	0.21%	0.01%	0.02%	1.32%	0.74%	-0.63%	0.00%
服装鞋帽、针、纺织品类	0.06%	0.10%	-1.47%	-1.66%	-1.68%	0.47%	-0.23%	-0.05%	-0.34%	-0.42%	-0.50%	0.62%
饮料类	0.06%	0.04%	0.14%	0.10%	0.20%	0.21%	0.18%	0.24%	0.15%	0.19%	0.21%	0.38%
日用品类	0.03%	0.21%	-0.32%	-0.47%	-0.04%	0.51%	0.78%	0.43%	0.16%	0.02%	-0.01%	0.60%
化妆品类	0.01%	0.22%	-0.29%	-0.51%	-0.18%	0.17%	0.05%	0.30%	0.17%	0.09%	0.00%	0.06%
家具类	-0.08%	-0.08%	-0.13%	-0.15%	-0.09%	-0.06%	-0.04%	0.07%	0.03%	0.04%	0.07%	0.13%
建筑及装潢材料类	-0.11%	-0.06%	-0.10%	-0.16%	0.01%	0.06%	0.10%	0.17%	0.16%	0.16%	0.17%	0.15%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 6月和7月限额以上商品零售额增速对比 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 8月上旬多数城市地铁客流量同比转正

	同比正增长城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	郑州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
8月上旬	15	18.6%	14.8%	-12.0%	11.0%	3.9%	283.0%	108.2%	46.5%	29.5%	-	22.1%	-4.5%	216.0%	40.9%	4.9%	7.9%	66.0%	74.1%	43.0%
7月下旬	8	-10.2%	-20.3%	-22.2%	-3.8%	-33.4%	109.2%	-1.2%	-8.7%	9.3%	-	0.3%	-22.9%	22.3%	21.9%	-7.5%	-1.9%	11.6%	13.8%	21.8%
7月中旬	6	-13.1%	-17.7%	-35.0%	-1.2%	-11.6%	-12.3%	2.5%	-20.6%	-17.6%	-28.8%	-5.1%	-5.0%	5.7%	12.6%	-1.5%	-4.3%	8.6%	8.8%	9.6%
7月上旬	9	-16.5%	-32.8%	-39.1%	8.4%	-6.5%	-21.9%	1.9%	-32.8%	-16.8%	-32.6%	0.6%	-12.4%	8.5%	10.8%	13.9%	18.5%	-7.2%	1.0%	4.7%
6月下旬	10	-9.0%	-31.5%	-39.0%	46.4%	0.6%	-10.7%	5.5%	-8.8%	-3.5%	-32.4%	4.0%	1.0%	-1.9%	2.0%	15.4%	72.6%	-8.8%	20.2%	12.2%
6月中旬	7	-11.0%	-46.0%	-47.1%	96.3%	-0.1%	-7.5%	2.4%	-10.8%	-13.0%	-38.4%	-2.0%	9.2%	-16.4%	-12.5%	2.5%	13.3%	-14.1%	30.2%	9.9%
6月上旬	6	-19.4%	-63.2%	-61.6%	82.8%	-4.0%	-11.5%	-1.5%	-9.5%	-13.3%	-41.5%	-1.3%	0.8%	-8.8%	-0.8%	21.0%	17.5%	-11.2%	27.3%	12.6%
5月下旬	3	-38.5%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-49.0%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%	6.0%
5月中旬	3	-41.0%	-77.2%	-100.0%	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-63.7%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%
5月上旬	0	-45.3%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-88.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%
4月下旬	2	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月中旬	1	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-41.3%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%
4月上旬	0	-43.4%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-50.9%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%
3月下旬	0	-35.6%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-38.2%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%	-20.4%
3月中旬	1	-39.6%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-25.3%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%
3月上旬	8	-8.1%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	-11.3%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%
7月	11	-12.7%	-23.6%	-32.4%	0.7%	-16.9%	6.4%	1.0%	-20.7%	-9.2%	3.8%	-1.4%	-13.8%	12.1%	15.2%	1.6%	3.0%	4.4%	7.9%	11.9%
6月	8	-13.1%	-47.2%	-49.2%	71.5%	-1.1%	-9.9%	2.2%	-9.7%	-9.9%	-37.4%	0.2%	3.5%	-9.1%	-4.0%	12.6%	28.9%	-11.4%	25.5%	11.6%
5月	1	-41.5%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-66.5%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%	-7.1%
4月	1	-41.1%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-45.5%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.6%	-39.7%	-23.4%	12.0%	-42.0%
3月	3	-28.2%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-25.6%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%	0.3%

资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 7月下旬和8月上旬合计数剔除郑州)

二、受房地产投资拖累, 固投连续2个月走强后开始走弱

2022年7月, 固投同比+3.5%, 较6月-2.3PCTS。7月固投及其主要构成项制造业投资、基建投资和房地产投资当月增速均较上月下行, 其中房地产投资对7月固投同比增速向下拉动3.3PCTS, 是7月固投的主要拖累项。7月固投增速较6月下月, 同时低于1-6月固投累计增速的+6.1%, 最终带动2022年1-7月固投增速较1-6月下月滑0.4PCTS。分项看, 1-7月固投总体增速+5.7% (1-6月增速+6.1%), 其中制造业投资+9.9% (1-6月+10.4%)、基建投资+9.6% (1-6月+9.3%)、房地产开发投资-6.4% (1-6月-5.4%)。

2022年7月, 制造业投资增速+7.5%, 较6月-2.4PCTS, 带动6月固投总体上行3.5PCTS。受7月同比低增速拖累, 20221-7月制造业投资增速+9.9%, 较1-6月下月滑0.5PCTS。7月官方制造业PMI录得49.0%, 较上月-1.2PCTS, 由荣枯线之上回到荣枯线之下。历史同期数据看: 今年7月PMI新订单指数和生产指数均为历年7月倒数第2, 较上月下行程为历年7月第3和第5 (PMI新订单指数和生产指数分别较上月-1.9PCTS和-3.0PCTS), 7月, PMI产成品库存指数和PMI原材料库存指数分别较上月-0.6PCTS和-0.2PCTS, 同时, PMI采购量指数较上月-2.2PCTS, PMI生产经营活动预期指数较上月-3.2PCTS。在传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等多因素的综合影响下, 制造业企业观望情绪加重, 投资意愿边际走弱。往后看, 8月初以来全国范围内疫情平稳, 在PPI持续下行, 上游行业和下游行业PPI差值缩窄, 下游成本压力逐渐减轻的情况下, 制造业投资有望继续保持一定韧性。

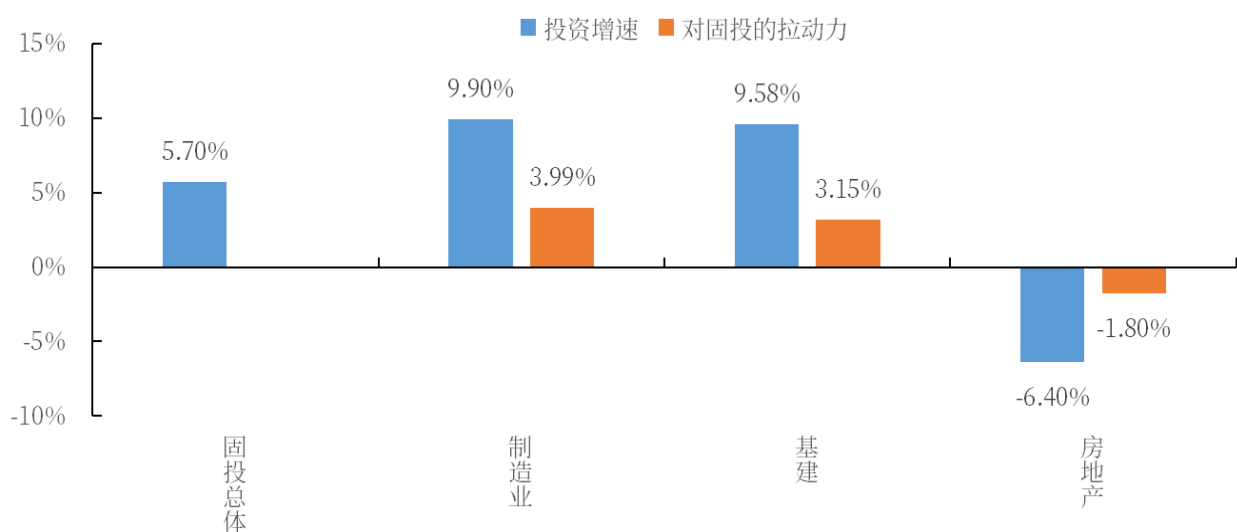
2022年7月房地产投资增速-12.1%, 较6月-2.4PCTS, 5月同比降幅缩窄后, 6月、7月连续2个月降幅扩大, 带动7月固投同比下行3.3PCTS。7月, 房地产投资分项看, 除办公楼开发投资同比降幅略微缩窄外, 住宅投资、商业营业用房投资同比降幅均有扩大, 分别较6月-4.0PCTS和-4.6PCTS。7月, 本年土地成交价款-33.4%,

较6月+31.6PCTS，连续3个月降幅加深后首次降幅缩窄。房屋销售方面，7月商品房销售额和销售面积同比分别为-28.1%和-29.2%，降幅分别较上月扩大7.4PCTS和11.2PCTS。房地产施工方面，7月房屋施工面积-45.2%（较6月+3.0PCTS），其中新开工面积同比-45.8%（较6月-0.9PCTS）、竣工面积-35.7%（较6月+5.0PCTS）。土地购置方面，7月本年土地购置面积同比-47.3%（较6月+5.4PCTS）。房地产开发资金方面，2022年1-7月，房企开发到位资金同比-25.4%（较1-6月-0.1PCTS），其中国内贷款同比-28.4%（较1-6月-1.2PCTS），定金及预收款同比-37.1%（较1-6月+0.8PCTS）。

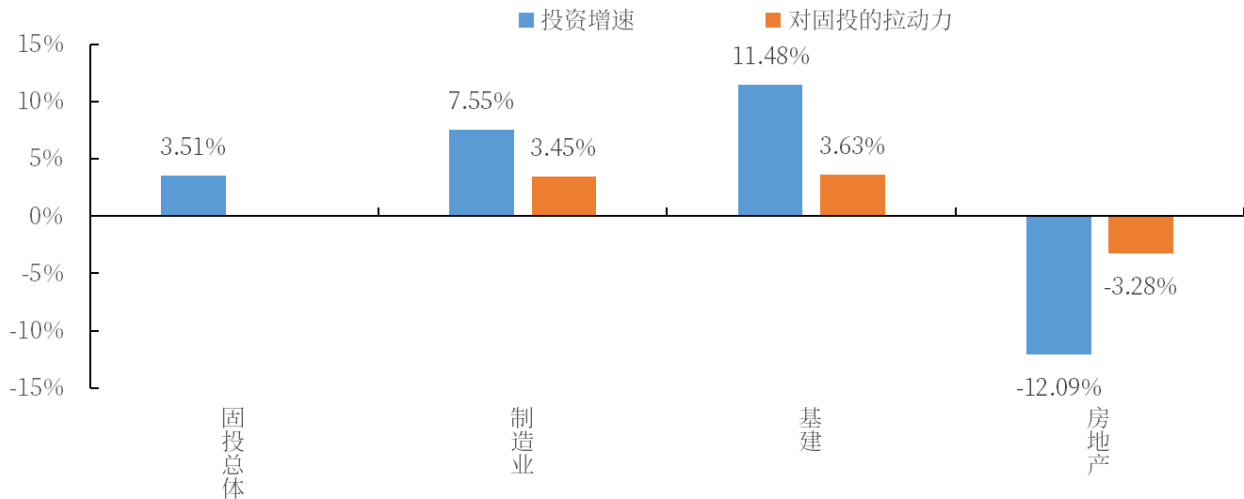
总体上看，7月房地产投资数据仍然较弱，与7月金融数据中企业中长期贷款和居民中长期贷款相对较弱相印证：7月商品房销售金额和面积下滑幅度较上月加深，施工端虽然竣工面积下滑幅度较上月减小（但下滑幅度仍然较大），但新开工面积下滑幅度继续加深，房地产开发到位资金仍然低于去年同期较多。全国各地频发的烂尾楼断贷风波冲击之下，前期略微恢复的居民购房意愿再次下滑，房企预期也有所转弱，房地产行业继续筑底。后续房地产投资的逐渐企稳，可能需要力度更大的政策支持。

2022年7月，基建投资同比+11.5%，较6月-0.5PCTS，但仍然是2018年以来第3高的增速，带动固投上行3.6PCTS。疫情影响减弱、开工受限情况缓解以及前期项目的加速推进下，7月基建投资仍然保持了较高的增速。今年上半年财政靠前发力明显，全年专项债额度基本发行完毕。据我们统计，7月新发行专项债613亿元，8月至今新发行专项债为0，较6月的1.37万亿元明显减少。后续若不采取提前下达2023年专项债额度的举措为基建加码，预计基建投资可能有一定降速，但考虑到从融资到资金投入项目有一定时间差，在今年上半年已经取得大量资金的基础上，下半年基建投资仍将维持一定韧性，基建仍然是固投的重要支撑项。

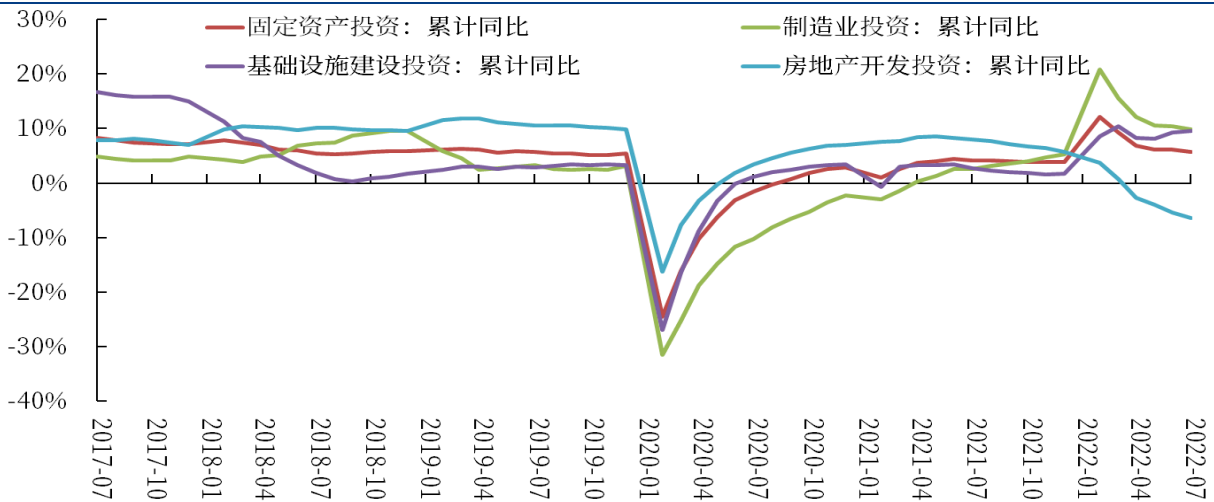
图8 2022年1-7月固投及主要分项投资增速及拉动力



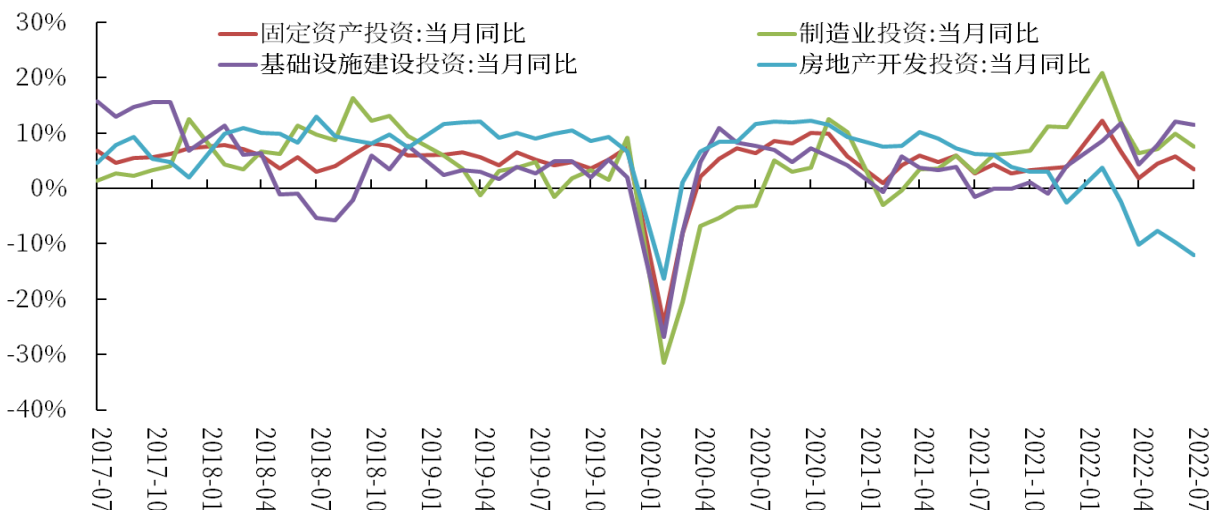
资料来源：wind，中航证券研究所

图9 2022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

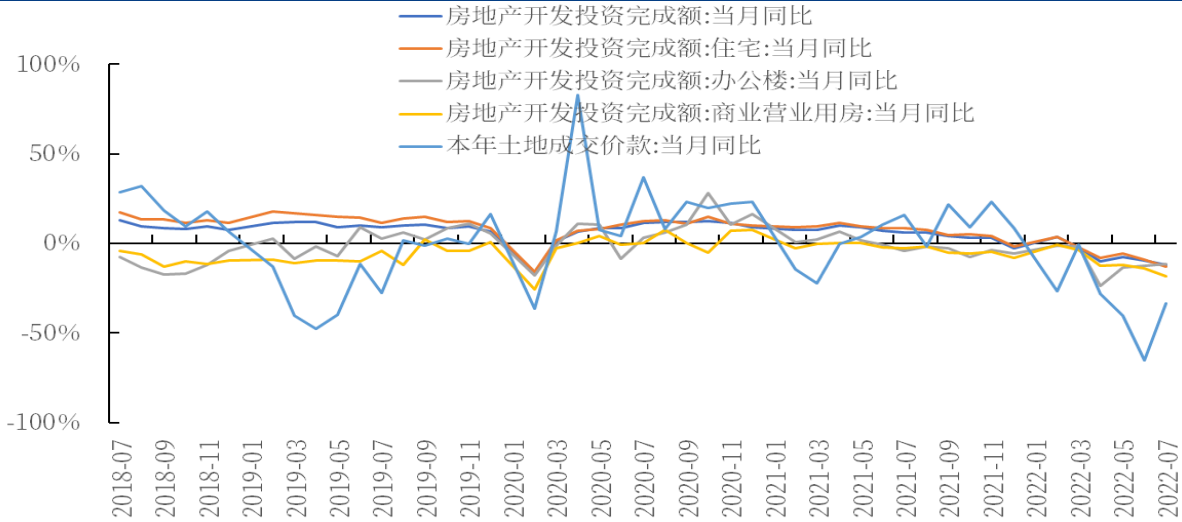
图10 固投及主要分项累计同比走势


资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图11 固投及主要分项当月同比走势


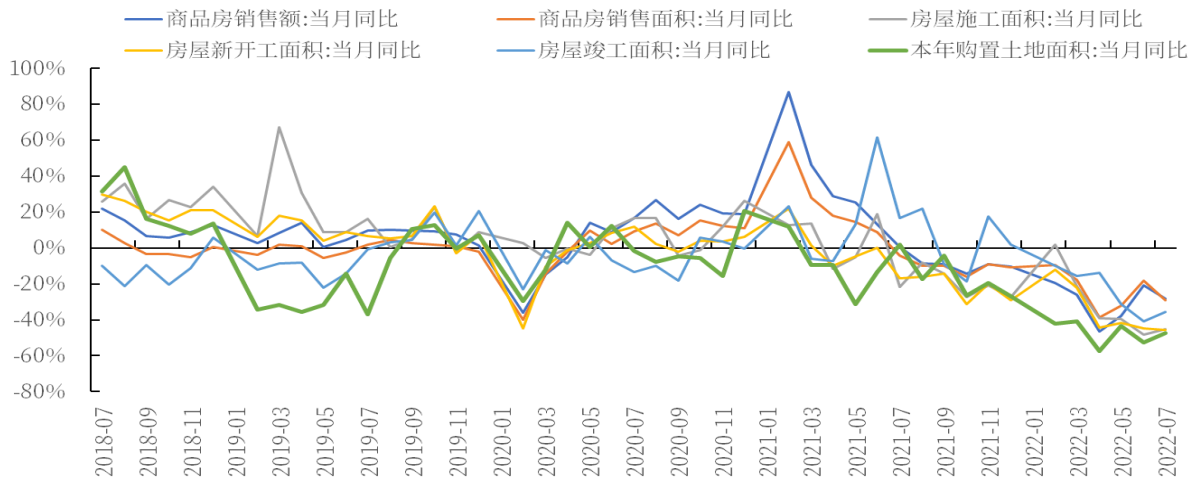
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图12 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



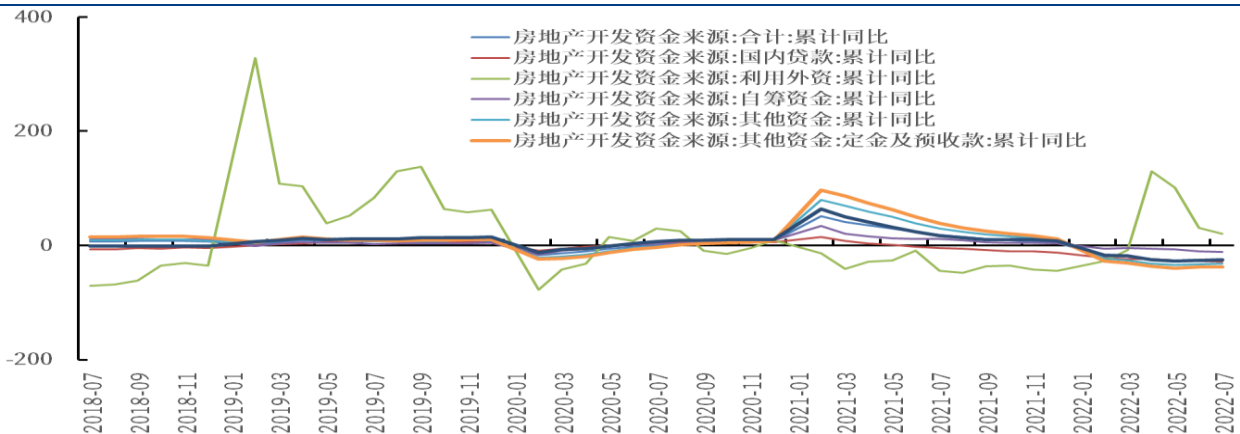
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图13 房屋销售、施工及土地购置同比走势



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

图14 房地产开发资金到位情况走势 (%)

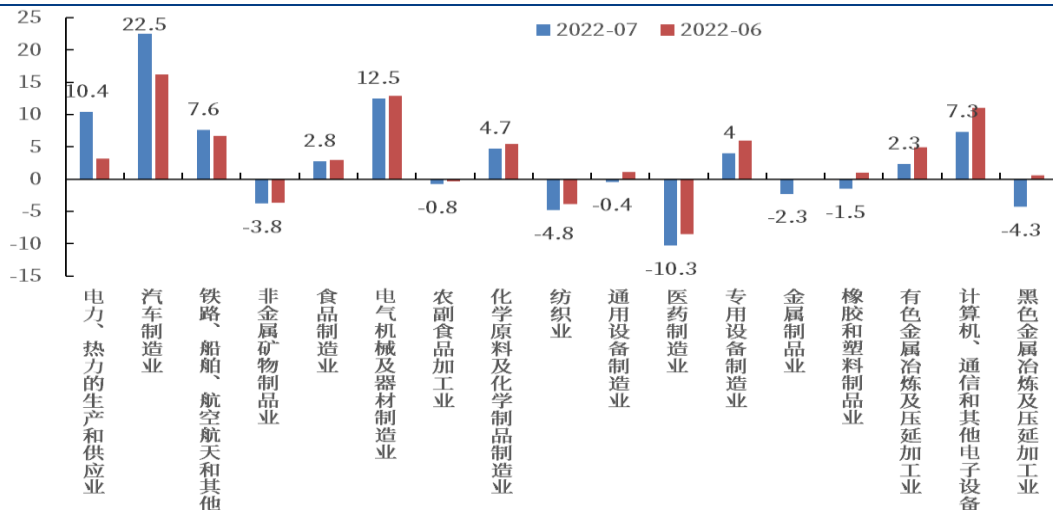


资料来源: wind, 中航证券研究所

三、7月工业生产边际走弱

2022年7月，工业增加值同比+3.8%（市场预期+4.6%），较6月-0.1PCTS。采矿业、制造业和公用事业同比分别为+8.1%（较6月-0.6PCTS）、+2.7%（较6月-0.7PCTS）、公用事业+9.5%（较6月+6.2PCTS）。从子行业角度，已公布当月增加值增速的17个子行业中，医药制造、黑色、纺织等8个行业增加值同比增速为负，增速为负的行业较上月增加了4个。全部17个行业中，仅电力、热力的生产和供应业、汽车制造业和铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业3个行业同比涨幅较上月上行，其余行业均出现同比涨幅较上月回落或跌幅较上月加深的情况，显示7月工业生产的边际走弱具有全面性，体现了传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等多因素的综合影响。往后看，8月初以来全国范围内疫情平稳，下游行业成本压力逐渐减轻，预计工业生产仍能继续保持一定韧性。

图15 7月多数子行业工业增加值同比增速较6月下滑（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

四、央行超预期降息稳经济，但成效和代价值得关注

8月15日，为维护银行体系流动性合理充裕，央行开展4000亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对8月16日MLF到期的续做）和20亿元公开市场逆回购操作，中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点。

在央行二季度货币政策执行报告专栏强调了通胀压力并表示“不搞大水漫灌”、外部存流动性收紧约束以及国内流动性实际非常宽松的客观现实下，本次降息超市场预期。我们认为，央行此次降息的直接原因是7月金融数据及经济数据均表现较差，特别是金融数据的塌方，集中反映目前需求低迷。MLF利率的降低为LPR调降进一步打开了空间，本月1年和5年期LPR有望跟随下调，进一步提升对房地产业的刺激力度。

目前货币市场利率和政策利率倒挂严重，DR007利率8月以来始终处在1.3%-1.5%区间，低于政策利率50BP以上，1年期AAA同业存单利率也明显低于MLF利



率，反映市场整体并不缺乏流动性，宽信用的主要约束不在资金供应端，而在市场主体融资意愿不足。同时，中美利差倒挂下，宽松面临外部均衡压力，持续降息的必要性和可行性都不足。总体上我们认为，本次降息并不代表新一轮持续宽松的开启，降息的成效和代价值得关注。

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投资损失的书面或口头承诺均为无限。

免责声明:

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、内容或其复印本给予任何其他人。

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起。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