



报告日期：2023年3月28日

3月城镇调查失业率大幅下行概率较低，电力投资继续承担“大国顶梁柱”角色

——2月经济数据点评

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

风险因素

- 1.国际油价下行幅度低于预期；
- 2.我国出口金额累计同比下行幅度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20230315）3月CPI与PPI或将承压，燃料动力类PIRM至少还有10.60个百分点的累积下行空间
- 2.英大宏观评论（20230301）国内经济恢复的基础尚不牢固，不排除2季度我国央行降准或降息的可能
- 3.英大宏观评论（20221220）基建投资大概率是2023年扩内需的主力，1-4季度GDP当季同比大概率总体上行
- 4.英大宏观评论（20221215）“稳增长”重回目标体系第一位，2023年财政政策力度大概率大于2022年
- 5.英大宏观评论（20221025）“高质量发展”引领“质的有效提升”和“量的合理增长”
- 6.英大宏观评论（20221010）大型企业继续发挥“顶梁柱”作用，稳投资将是“扩内需”的主力军
- 7.英大宏观评论（20220919）央行大概率重启逆周期因子，人民币汇率反转时点有可能在2023年春季
- 8.英大宏观评论（20220907）工业企业处于主动去库存阶段，短期之内制造业PMI跃至荣枯线之上概率较低
- 9.英大宏观评论（20220830）美联储“合意”加息路径可能面临“三重冲击”，降息时点大概率落在2023年下半年
- 10.英大宏观评论（20220822）不排除2022年下半年降准的可能，2023年不具备扩大房地产税改革试点城市的条件
- 11.英大宏观评论（20220812）8-12月制造业PMI或面临一定压力，“稳就业”背景下“扩内需”力度还将维持在较高水平

年度展望报告

- 1.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 2.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 2月工业增加值累计同比2.40%，预期2.60%，前值3.60%；2月固定资产投资完成额累计同比5.50%，预期4.40%，前值5.10%；2月社会消费品零售总额累计同比3.50%，预期3.50%，前值-0.20%。我们解读如下：
 - 一、1-2月工业增加值增速表现“较为一般”，3月大概率在2月的基础上小幅上行；
 - 二、民间投资与制造业投资是2月固定资产投资完成额累计同比主要拖累项；
 - 三、电力投资继续承担“大国顶梁柱”角色，民间资本对基建领域具有一定热情；
 - 四、2月城镇调查失业率超预期上行至5.60%，3月大幅下行概率较低；
 - 五、2023年消费增速不具备大幅上行的基础，国际金价或呈“波浪式前进，螺旋式上升”；
 - 六、上半年商品房价格回暖概率较低，中短期之内我国房贷利率还有下行动能。



目录

一、1-2月工业增加值增速表现“较为一般”，3月大概率在2月的基础上小幅上行	3
二、民间投资与制造业投资是2月固定资产投资完成额累计同比主要拖累项	4
三、电力投资继续承担“大国顶梁柱”角色，民间资本对基建领域具有一定热情	5
四、2月城镇调查失业率超预期上行至5.60%，3月大幅下行概率较低	7
五、2023年消费增速不具备大幅上行的基础，国际金价或呈“波浪式前进，螺旋式上升”	8
六、上半年商品房价格回暖概率较低，中短期之内我国房贷利率还有下行动能	10

事件：2月工业增加值累计同比2.40%，预期2.60%，前值3.60%；2月固定资产投资完成额累计同比5.50%，预期4.40%，前值5.10%；2月社会消费品零售总额累计同比3.50%，预期3.50%，前值-0.20%。

点评：

一、1-2月工业增加值增速表现“较为一般”，3月大概率在2月的基础上小幅上行

1月、2月工业增加值当月同比分别为-9.79%、18.77%，1-2月工业增加值累计同比为2.40%。我们认为1-2月工业增加值数据表现“较为一般”。这一判断的依据有以下五点。**第一**，1-2月工业增加值累计同比2.40%的读数，低于市场预期0.20个百分点。**第二**，1-2月工业增加值累计同比2.40%的读数，较前值（2022年12月）下行1.20个百分点。分1月、2月看，1月大幅下行，而2月大幅上行，主要源于“春节错位”的基数效应。**第三**，2月工业增加值环比录得0.12%，较1月下行0.14个百分点，较2022年全年0.20%的均值，低0.08个百分点。**第四**，分部类看，三大部类均较2022年12月下行：2月采矿业、制造业与电力燃气及水的生产和供应业工业增加值累计同比分别为4.70%、2.10%、2.40%，分别较前值下行2.60、0.90、2.60个百分点。**第五**，分经济类型看，四大经济类型均较2022年12月下行：2月国有及国有控股企业、股份制企业、私营企业、外商及港澳台投资企业工业增加值累计同比分别为2.70%、4.30%、2.00%、-5.20%，分别较前值下行0.60、0.50、0.90、4.20个百分点。

图1：2月出口交货值累计同比较前值大幅下行，利空2月工业增加值累计同比（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

1-2月工业增加值数据表现“较为一般”的原因主要有两点。**第一**，2月出口交货值累计同比录得-4.90%，较前值下行10.40个百分点，创2020年7月以来新低。**第二**，1-2月工业增加值的合并数据，剔除了春节因素的扰动，但是2.40%的读数，远低于2022年1-2月的7.50%，表明2023年1-2月的生产远弱于2022年1-2月，这同时也表明，2022年1-2月的高基数，是2023年1-2月工业增加值累计同比表现不佳的原因之一。



展望3月，我们认为工业增加值累计同比大概率在2月的基础上小幅上行。诚然，3月工业增加值累计同比面临利空：我们在《英大证券宏观评论：3月CPI与PPI或将承压，燃料动力类PPIRM至少还有10.60个百分点的累积下行空间（20230315）》中提出“3月PPI当月同比下行概率大于上行概率”，这就意味着3月出口金额累计同比大概率在2月的基础上下行，也意味着3月出口交货值累计同比大概率在2月的基础上下行，利空3月工业增加值累计同比。但是，我们也要看到，3月工业增加值累计同比也面临利多因素。**第一**，2022年2月、3月工业增加值累计同比分别为7.50%、6.50%，基数下行利多3月工业增加值累计同比。**第二**，从高频数据看：3月前三周全国高炉开工率（247家）均值为81.79%，较2月同期高出2.25个百分点，较2022年3月同期高出6.96个百分点；3月前三周汽车全钢胎、半钢胎开工率分别为68.95%、73.67%，较2月同期高出16.65、15.93个百分点，较2022年3月同期高出53.97、50.19个百分点；3月产能<100万吨、产能100-200万吨、产能>200万吨焦化企业（230家）开工率分别为67.73%、68.30%、80.57%，较2月同期分别高出1.87、1.17、-2.53个百分点，较2022年3月同期分别低9.27、1.30、0.60个百分点。除了焦化企业开工率之外，全国高炉开工率与汽车全钢胎、半钢胎开工率均优于2022年同期。

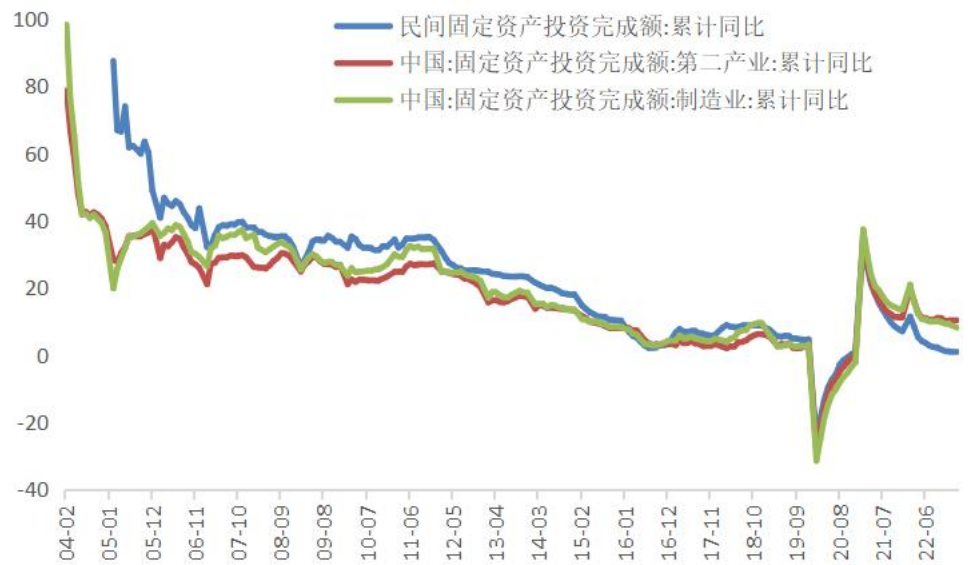
二、民间投资与制造业投资是2月固定资产投资完成额累计同比主要拖累项

2月固定资产投资完成额累计同比录得5.50%，高于预期1.10个百分点，较前值上行0.40个百分点，为近3个月新高，但是依旧位于历史低位区间；2月固定资产投资完成额环比为0.72%，较前值上行0.50个百分点，主因1月是春节月份，节后2月复工复产以及投资的力度较大。以下我们从三个角度进行结构分析。**第一**，从民间投资的角度看，在2月固定资产投资完成额累计同比较前值上行0.40个百分点的背景下，2月民间固定资产投资完成额累计同比为0.80%，较前值下行0.10个百分点，创2020年12月以来新低。可见，民间投资依旧较为疲弱，是2月固定资产投资的拖累项。**第二**，从三大产业看，2月第一、二、三产业固定资产投资完成额累计同比分别为1.50%、10.10%、3.80%，分别较前值上行1.30、-0.20、0.80个百分点。可见，第二产业是2月固定资产投资的主要拖累项。**第三**，从投资的“三驾马车”看：2月房地产开发投资完成额累计同比为-5.70%，较前值上行4.30个百分点；2月基础设施建设投资（不含电力）完成额累计同比为9.00%，较前值下行0.40个百分点，但是2月全口径基础设施建设投资完成额累计同比为12.18%，较前值上行0.66个百分点；2月制造业投资完成额累计同比录得8.10%，较前值下行1.0个百分点，创2021年2月以来新低。可见，制造业是2月固定资产投资的主要拖累项。

值得指出的是，按“三次产业划分规定”，第二产业是指采矿业（不含开采辅助活动）、制造业（不含金属制品、机械和设备修理业），电力、燃气及水的生产和供应业，建筑业。其中，制造业在第二产业中占据主导位置。此外，民间投资在制造业投资中的占比较高。因此，对2月固定资产投资完成额累计同比形成拖累的三因素，即民间投资、第二产业以及制造业投资三者是共通的。这一判断也可从图形走势以及相关系数得到验证：民间固定

资产投资完成额累计同比与第二产业固定资产投资完成额累计同比的相关系数为 0.92；第二产业固定资产投资完成额累计同比与制造业固定资产投资完成额累计同比的相关系数为 0.99；制造业固定资产投资完成额累计同比与民间固定资产投资完成额累计同比的相关系数为 0.89。可见，三者均为高度正相关。

图 2：民间投资、第二产业以及制造业投资三者是共通的（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

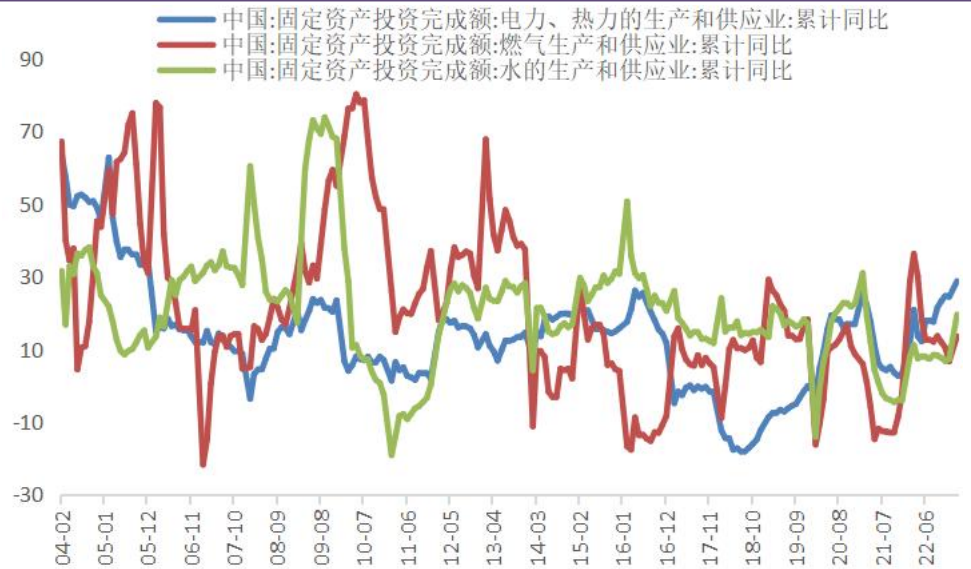
三、电力投资继续承担“大国顶梁柱”角色，民间资本对基建领域具有一定热情

2月基建投资增速表现“依旧突出”，体现在两点：一是2月基础设施建设投资（不含电力）完成额累计同比为9.0%，虽然较前值下行0.40个百分点，但是为2021年6月以来次低值，且连续6个月维持两位数增长；二是在2022年同期高基数的背景下，2月全口径基础设施建设投资完成额累计同比为12.18%，较前值上行0.66个百分点，创2021年5月以来新高。

从结构上看，**第一**，2月电力热力燃气及水的生产和供应业固定资产投资完成额累计同比为25.40%，较前值大幅上行6.10个百分点，创2021年3月以来新高，连续12个月录得两位数增长。具体看，2月电力热力的生产和供应业、燃气生产和供应业、水的生产和供应业分别录得28.70%、13.50%、19.50%，分别较前值上行4.40、6.90、12.20个百分点。其中，电力热力的生产和供应业录得最高增速，持续发挥“大国顶梁柱”的支撑作用，是宏观经济逆周期调节的“主力军”。**第二**，2月交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额累计同比为9.20%，较前值上行0.10个百分点。具体看，2月铁路运输业、道路运输业、水上运输业、航空运输业、管道运输业、仓储业固定资产投资完成额累计同比分别为17.80%、5.90%、51.90%、18.90%、-12.10%、8.20%，分别较前值上行16.00、2.20、35.40、14.10、-23.30、-16.90个百分点。其中，铁路运输业、水上运输业、航空运输业月度边际上行幅度靠前。**第三**，2月水利环境和公共设施管理业固定资产投资完成额累计同比为9.80%，较前值下行0.50个百分点，创2022年6月以来新低，结束连续7个月的两位数增长。具体

看，水利管理业、生态保护和环境治理业、公共设施管理业分别为 3.00%、7.70%、11.20%，分别较前值上行-10.60、1.70、1.10 个百分点。可见，水利管理业是 2 月基建投资的主要拖累项。

图 3：电力热力的生产和供应业持续发挥“大国顶梁柱”的支撑作用（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

2 月民间电力热力燃气及水的生产和供应业、交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业固定资产投资完成额累计同比分别录得 15.90%、10.50%、11.60%，分别较前值上行 4.50、3.70、5.80 个百分点，分别较 2 月电力热力燃气及水的生产和供应业、交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业固定资产投资完成额累计同比高出-9.50、1.30、1.80 个百分点。对此，我们的解读有以下三点。**第一**，民间电力热力燃气及水的生产和供应业、水利环境和公共设施管理业增速双双创 2021 年 4 月以来新高。**第二**，民间电力热力燃气及水的生产和供应业增速低于电力热力燃气及水的生产和供应业总体增速 9.50 个百分点，表明国有输配送电力企业与发电企业在其中承担主力军作用。**第三**，民间交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业增速高于交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业总体增速，表明民间资本总体看好基建投资。

3 月 5 日《政府工作报告》延续 2022 年中央经济工作会议精神，在第一项重点工作“着力扩大国内需求”中指出，“政府投资和政策激励要有效带动全社会投资，今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元，加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动，促进区域优势互补、各展其长，继续加大对受疫情冲击较严重地区经济社会发展的支持力度，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设，激发民间投资活力”。从“地方政府专项债券”、“重大工程”、“城市更新行动”、“国家重大工程”和“补短板项目建设”等字眼看，2023 年基建投资还将在宏观经济逆周期调节中承担关键作用，基建投资增速大概率还将维持在较高水平。



四、2月城镇调查失业率超预期上行至5.60%，3月大幅下行概率较低

1月、2月城镇调查失业率分别录得5.50%、5.60%，分别高于2022年同期0.20、0.10个百分点。其中，2月城镇调查失业率较市场预期值高出0.30个百分点，主要原因有三点。**第一**，在春节全国人口大规模流动的背景下，1月并未出现市场所预期的新冠肺炎疫情的第二波高峰期，使得市场对2月我国宏观经济的预期大为提升。**第二**，2月我国制造业PMI与非制造业PMI分别录得52.60、56.30，分别较前值上行2.50、1.90个百分点，其中，2月制造业PMI创2012年5月以来新高，而2月非制造业PMI持平于2021年3月，为2020年12月以来高点。在此背景下，市场对宏观经济复苏的预期进一步增强，进而对2月城镇调查失业率的预期较为乐观。**第三**，2月制造业PMI从业人员为50.20，较前值大幅上行2.50个百分点，自2021年4月以来重返荣枯线之上，创2020年5月以来新高。与此同时，2月非制造业PMI从业人员指数录得50.20，较前值上行3.50个百分点，自2018年9月以来重返荣枯线之上，且创2018年9月以来新高。PMI作为扩散指标，2月高于50的读数意味着城镇调查失业率要好于1月。在以上背景下，市场预期2月城镇调查失业率为5.30%。

2023年3月5日《政府工作报告》指出，“城镇新增就业1200万人左右，城镇调查失业率5.5%左右”。对此是我们有两点解读。**第一**，2月5.60%的读数在政府的预期目标范围之内。**第二**，对比2022年3月5日《政府工作报告》“城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率全年控制在5.5%以内”的提法，2023年对城镇调查失业率的容忍度要高于2022年。

在超预期上行的背景下，我们对2月城镇调查失业率5.60%的“成色”进行鉴别。**第一**，从绝对读数看，与2018年至2022年这5年的2月相比，2023年2月5.60%的读数，仅低于2020年2月疫情最严重时候的6.20%，但是高于2018年2月（5.0%）、2019年2月（5.30%）、2021年2月（5.50%）以及2022年2月（5.50%）。从这个角度看，2023年2月的就业情况差于2018年、2019年、2021年、2022年。**第二**，从相对增幅看，2023年2月较1月上行0.10个百分点，而2018年至2022年2月较1月分别上行0、0.20、0.90、0.10、0.20个百分点。剔除掉2020年的异常值，则2023年2月0.10个百分点的月度增幅，低于2018年、2019年、2021年、2022年4年的均值0.025个百分点。从这个角度看，2023年2月的就业情况好于季节性。值得指出的是，以上分析未考虑春节因素的扰动。

从结构上看：**一是**2月31个大城市城镇调查失业率录得5.70%，较前值大幅下行0.40个百分点；**二是**2月16-24岁人口就业人员调查失业率录得18.10%，较前值上行1.40个百分点；**三是**2月25-59岁人口就业人员调查失业率录得4.80%，持平于前值；**四是**2月本地户籍人口就业人员调查失业率录得5.40%，持平于前值；**五是**2月外来户籍人口就业人员调查失业率录得5.90%，较前值上行0.20个百分点；**六是**2月外来农业户籍人口就业人员调查失业率录得6.0%，较2022年12月上行0.60个百分点。

展望3月，我们对城镇调查失业率的判断面临两个困难。**第一**，因为春节因素的存在，因此依旧面临季节因素的扰动。从月度边际上行幅度看，无明显的规律可遵循：2018年至

2022年，3月较2月的边际变动幅度分别为0.10、-0.10、-0.30、-0.20、0.30个百分点。剔除掉2020年3月较2月下行的0.30个百分点，则其余4年3月较2月上行的有两年，3月较2月下行的有两年。**第二**，内需与外需出现背离走势。具体看，在2022年中央经济工作会议提出“着力扩大国内需求”的背景下，叠加新冠肺炎防控政策出现根本性修正，2023年我国内需向上是大概率事件，而2023年外需向下是确定性事件。我们从出口金额累计同比看，在欧洲央行加息50个基点，以及美联储加息25个基点的背景下，叠加考虑席卷美欧大陆的银行业危机，预计3月美国ISM制造业PMI以及欧元区制造业PMI大概率在2月的基础上下行，此外，进入3月，CRB指数在负值区间持续下探，预计3月出口金额累计同比大概率在2月的基础上下行。与以上推导过程以及结论相呼应的是，3月前20日韩国出口金额同比为-17.40%，累计同比为-13.40%，分别较2月前20日下行14.60、2.30个百分点。从历史经验看，在出口金额累计同比承压的背景下，城镇调查失业率难以大幅下行。综上，我们认为3月城镇调查失业率大幅下行概率较低。

图4：在出口金额累计同比承压的背景下，城镇调查失业率难以大幅下行（%；%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

五、2023年消费增速不具备大幅上行的基础，国际金价或呈“波浪式前进，螺旋式上升”

2月社会消费品零售总额累计同比录得3.50%，较2022年12月上行3.70个百分点；2月社会消费品零售总额环比录得-0.02%，较2022年12月上行0.05个百分点，较2023年1月下行0.63个百分点。

居民收入增长是消费增长的前提条件之一。市场认为，在我国宏观经济复苏的背景下，今年我国居民收入能大幅增长。对此，我们并不认同。首先看市场这一观点的前提，亦即“今年我国宏观经济复苏”。我们认为，在2023年我国CPI当月同比大概率呈现“宽底U型”走势，以及PPI当月同比大概率呈“V型”走势的背景下，2023年上半年我国宏观经济进入复苏阶段概率较低。在这一判断下，我们进一步认为2023年居民收入录得大幅增长



的概率较低，尤其是上半年。我们做出这一判断的依据有以下两点。**第一**，在 2023 年上半年 PPI 当月同比快速下行的背景下，工业企业利润总额累计同比大概率持续承压，如 3 月 27 日公布的工业企业利润总额累计同比录得-22.90%。预计 2023 年上半年工业企业盈利增速不容乐观，这将影响到企业职工奖金与工资的发放，进而利空居民收入增速。**第二**，2023 年全年出口金额累计同比大概率在上半年下行，在下半年上行，这就意味着上半年我国城镇调查失业率面临的压力要大于下半年。在以上分析的基础上，我们认为 2023 年上半年居民收入大幅增长概率较低，进而全年大幅增长概率较低。从居民收入增速的角度看，2023 年消费增速不具备大幅上行的基础。

在已经公布数据的 20 个消费细项中，有 9 个消费细项发生了变号：由正变负的是文化办公用品类与汽车类；由负变正的是服装类、金银珠宝类、服装鞋帽针纺织品类、家具类、日用品类、化妆品类、体育娱乐用品类。其中，除了家具类与日用品类，其余 5 个细项均与出行相关，而金银珠宝类零售额累计同比上行，也与黄金价格上行导致的黄金销售火爆有较大关系。问题的关键是，短期、中期、长期国际金价走势如何？我们认为，国际金价大概率呈现中短期上行，中期承压，长期上行的走势，具有“波浪式前进，螺旋式上升”的特征。**从中短期看**，随着摩根大通全球制造业 PMI 以及美国 ISM 制造业 PMI 滑至荣枯线之下，2023 年包括美国经济在内的全球经济将处于收缩区间，在此背景下，美联储大概率在 2023 年 3-4 季度降息，这将压低美元指数以及 10 年期美债收益率。因此中短期内国际金价大概率继续上行。**从中期看**，包括美国经济在内的全球经济的运行遵循经济周期的规律。虽然当前全球经济下行，但是在经济周期规律的作用下，包括美国在内的全球经济再次上行是必然事件，美联储大概率在降息之后再次加息。届时国际金价可能面临一定压力。**从长期看**，国际金价的走势与全球 GDP 同比存在较为明显的负相关关系。1961 年以来全球宏观经济增速中枢下移，与之相对应，国际金价中枢上移。在无明显技术进步的背景下，全球 GDP 同比在长期下行是大概率事件，因此长期看，国际金价大概率继续上行。

图 5：国际金价大概率呈现中短期上行，中期承压，长期上行的走势（美元/盎司）

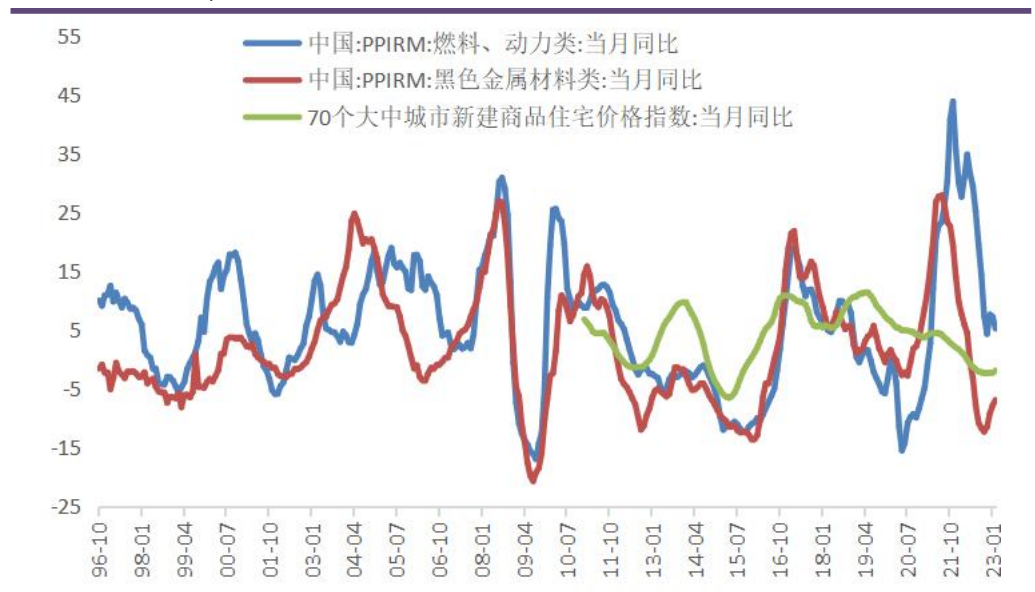


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

六、上半年商品房价格回暖概率较低，中短期之内我国房贷利率还有下行动能

2月房地产开发投资完成额累计同比为-5.70%，较前值上行4.30个百分点。2月70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比为-1.90%，较前值上行0.40个百分点。具体看，2月一线城市、二线城市、三线城市新建商品住宅价格指数当月同比分别为1.70%、-0.70%、-3.30%。其中，一线城市录得正增长，而二线城市与三线城市则录得负增长。我们认为，短期之内，70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比难以大幅上行。这一判断的推导链条如下：**第一步**，在国际油价承压，且2022年同期基数攀升的背景下，上半年燃料、动力类PPIRM当月同比至少还有10.60个百分点的累计下行空间；**第二步**，这将对黑色金属类PPIRM当月同比形成压制，而黑色金属类PPIRM当月同比与70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比高度相关；**第三步**，在黑色金属类PPIRM当月同比承压的背景下，70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比难以大幅上行。对我们的这一判断形成支撑的论据还有以下六点。**第一**，经过此次房地产价格的下跌，当前我国房价只涨不跌的“房地产信仰”已经不复存在。**第二**，此前中央提出房地产税，虽然我们认为在宏观经济承压的背景下，房地产税在短期内推出的概率较低，但是始终是悬着的“达摩克利斯之剑”。**第三**，从产业结构升级的角度看，战略性新兴产业将是我国经济的主要支柱，而不是房地产。**第四**，2023年上半年我国宏观经济压力犹存，居民收入增速不会太高，此外，经过疫情的教训，居民的预防意识与预防需求上升，房地产市场来自需求端的增量资金有限。**第五**，1-2月商品房待售面积累计同比录得14.90%，较2022年12月大幅上行4.40个百分点，创2016年3月以来新高，表明商品房供给力度较强。**第六**，从国际经验看，日本的房地产市场持续低迷。

图6：短期之内，70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比难以大幅上行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理



《政府工作报告》将 2023 年我国 GDP 增速预期目标设定为“5.0%左右”。总体而言，2023 年我国宏观经济的拉动力量主要是基建投资与消费，而出口与制造业投资大概率是宏观经济的拖累项，其中，制造业投资是边际意义上的拖累项。在此背景下，房地产投资成为宏观经济能否达到预期目标的关键变量。如果房地产投资增速继续维持负增长，则 GDP 增速预期目标实现的概率将下降。因此，房地产投资增速不成为宏观经济的拖累是问题的关键所在。推升房地产投资增速的方法，从需求端的角度看，通过降低房贷利率，推升商品房销售面积累计同比，是传统途径。与降低首付相比，降低房贷利率能够从根本上降低居民的购房成本。在此背景下，我们认为，在目前房贷利率最低已经降到 3.70% 的背景下，今年房贷利率最低有可能降到 3.50% 以下。

拉长时间周期看，房贷利率大概率“破 3”。这一判断的逻辑如下。从美国、日本、韩国等国家的经验看，在基数效应等因素的作用下，宏观经济增速的中枢不断下移。在这个过程中，基准利率的中枢也相应下移。以美国为例，1978 年美国 GDP 现价同比录得高点 13.0%，此后呈“阶梯式”下行，与之相对应，美国联邦基金目标利率震荡下行，10 年期美债收益率也从 1981 年的高点震荡下行。日本与韩国也出现过类似的情况。对应到我国，2007 年我国 GDP 不变价同比录得 14.23%，此后下行至 2019 年的 6.0%。从长期看，参照美国经验，我国 GDP 不变价同比大概率跌至 3.0% 左右，与之相对应，我国利率体系中枢大概率同步下行。在此背景下，房贷利率大概率“破 3”。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
