

宏观点评 20230815

降息的宏观“剧本”

2023年08月15日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 最近经济和市场的节奏变化有点快,原本以为拿的是“地产放开,经济市场逆袭”的“剧本”,结果似乎又变成“保汇率还是保房价”的“套路”。毫无疑问,今天上午央行的超预期降息(下调7天逆回购利率以及1年期MLF利率,下同)已经预示了7月经济数据的表现并不理想,但也凸显了政策层对于稳地产、稳经济的决心:尽管“经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”,但是必要的呵护仍是需要的。一些重要的政策转向往往需要时间,8月的降息是重要的信号,这意味着后续包括一线城市地产明显松绑等一系列政策将会加速出台,我们预计最早8月中下旬就能陆续看到。

而从历史上看,在“以我为主”的货币政策框架内,保汇率往往还是会让步于稳地产和稳房价,这次的选择并不意外,因为在现阶段最终只有稳地产才能稳汇率。

■ 工业生产:天气的扰动?7月工业增加值同比增长3.7%,环比仅增长0.01%,创下有数据以来(即2011年以来)7月最低环比增速。除了内需不足这一核心基本面外,我们可能更倾向认为7月工业生产的季节性反弹受到高温等异常天气的影响,这也导致此前公布的PMI数据中生产和订单-库存数据出现撇叉。而考虑到8月极端天气的影响可能会更大,工业生产的反弹可能还需等待。

从具体行业来看,7月工业生产的“动力”格局发生比较明显的变化,黑色冶炼、化学原料和制品行业超越此前的电气机械和汽车,成为7月更重要的驱动力,即使剔除基数的影响,在已经公布的主要行业中,黑色冶炼也是为数不多的两年平均复合增速在加速的行业:一方面,这可能和行业库存周期有关,尽管整体经济尚处于主动去库存的阶段,但是部分行业已经开始出现补库的迹象;另一方面,从出口看由于能源价格和汇率贬值的优势,7月钢材等出口额表现也比较稳健:按累计推单月的口径来计算,同比增速较6月提高了超过14个百分点。

■ 制造业投资:民间投资相对企稳,但是可能不在制造业。7月制造业增速没有延续6月的反弹,当月同比增速下跌至4.25%。我们在此前就开始关注民间投资的变化情况,从5月开始民间投资相对整体投资同比增速的表现就在改善,不过排除地产投资,我们发现民间制造投资至少在6月并未出现更好的相对表现(7月数据尚未公布),我们倾向于认为当前民间投资边际转好的领域可能集中在服务业。从制造业投资的具体产业上看,电气机械、汽车、化工和计算机电子设备是7月的主要支撑力量,但从边际上看,7月除了少数的中下游行业,制造业投资的降温具有一定的普遍性,这与企业中长期贷款大致相符。

■ 基建:交运投资接过“接力棒”。7月广义基建投资同比增速录得5.3%,作为上半年经济增长“动力源”的基建似乎也进入了一个“乏力期”。从数据上来看,7月基建投资中的三大板块同步放缓,其中水利、环境和公共设施投资对基建投资造成的拖累最为明显。不过好消息是交通仓储中的铁路投资“迎难而上”,其43.97%的同比增速是7月基建端的“亮眼项”。

其实7月基建投资同比增速的放缓早已“有迹可循”,背后至少有两条逻辑进行支撑:一是在大多情况下,建筑业PMI的回落与基建投资增速的放缓“如影随形”。7月建筑业PMI刷新了历史同期新低,这也意味着基建投资同比增速的下滑也是在所难免。二是基建项目两大融资来源正迎“逆风”。在无去年同期政策性开发性金融工具“加持”的背景之下,目前专项债发行进度还明显弱于去年同期。新增专项债发行规模拐点往往领先于基建投资3个月左右,今年专项债发行偏慢所造成的影响已传导至基建投资端。不过我们预计8-9月新增专项债发行进度极有可能提速。

■ 地产:延续供需偏弱局面,但下行节奏边际放缓。7月开工、施工面积

相关研究

《专项债发行提速与流动性缺口“双向奔赴”了吗?》

2023-08-13

《“鸽”转“鹰”了吗?—海外宏观经济周报》

2023-08-13

同比分别边际收窄至-25.9%及-22.9%，一方面是近期暴雨汛情影响施工，水泥发运率回落至近5年低位，另一方面是城市更新可能在年中加速叠加基数的“助攻”；销售面积同比收窄至-15.5%。7月竣工面积同比因低基数走阔至33.1%。地产整体信心未见明显好转，7月地产投资继续回落至-12.2%。

降息释放地产的“强信号”，地产放松政策落地期提前或已比较明确。
8月初四大一线城市陆续发文响应地产调控放松后，主要一、二线城市中仅郑州有具体限购放松政策落地。我们认为后续地产重点仍在需求侧的企稳，尤其是当下居民加杠杆意愿回升动能不足（7月居民中长贷同比再度转负），政治局会议后预期的存量房贷降息及限购解绑或在8月中旬加速落地。

- **消费：边际降温。**7月两年复合同比增速回落至2.6%。节假日因素消退后的7月为年内居民消费相对的淡季，7月服务业PMI环比回落1.3pct，居民消费在政策出台后短期仍比较平淡。

分项来看，居民出游活动仍是主要支撑：7月石油制品量涨价跌，餐饮消费在地铁客运量近5年同期高位背景下，两年复合同比增速进一步走阔至6.8%；服装、日用品表现较为疲软；家具及装潢地产链延续低迷。

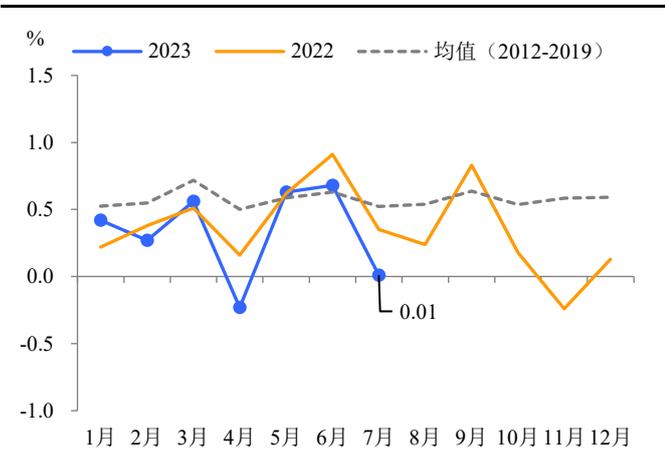
- **风险提示：**政策定力超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩。

图1：降息可能是为后续的地产政策作好铺垫

时间	MLF降息幅度	1年期LPR降息幅度	5年期LPR降息幅度	地产放松政策
2019年8月	/	4.31%降至4.25% (-6bp)	/	/
2019年9月	/	4.25%降至4.20% (-5bp)	/	/
2019年11月	3.30%降至3.25% (-5bp)	4.20%降至4.15% (-5bp)	4.85%降至4.80% (-5bp)	/
2020年2月	3.25%降至3.15% (-10bp)	4.15%降至4.05% (-10bp)	4.80%降至4.75% (-5bp)	/
2020年4月	3.15%降至2.95% (-20bp)	4.05%降至3.85% (-20bp)	4.75%降至4.65% (-10bp)	2020年4月中小城市取消落户限制，大城市放宽落户限制
2021年12月	/	3.85%降至3.80% (-5bp)	/	/
2022年1月	2.95%降至2.85% (-10bp)	3.80%降至3.70% (-10bp)	4.65%降至4.60% (-5bp)	/
2022年5月	/	/	4.60%降至4.45% (-15bp)	2022年4月政治局、央行接连表态“因城施策”，5月放宽首套房商贷利率下限
2022年8月	2.85%降至2.75% (-10bp)	3.70%降至3.65% (-5bp)	4.45%降至4.30% (-15bp)	2022年8月一揽子政策出台、9月放宽首套房商贷利率下限、房市税收优惠、公积金贷款利率下调
2023年6月	2.75%降至2.65% (-10bp)	3.65%降至3.55% (-10bp)	4.30%降至4.20% (-10bp)	2023年7月政治局会议定调地产放松；央行“指导存量房贷利率下调”；住建部“认房不认贷”
2023年8月	2.65%降至2.50% (-15bp)	?	?	

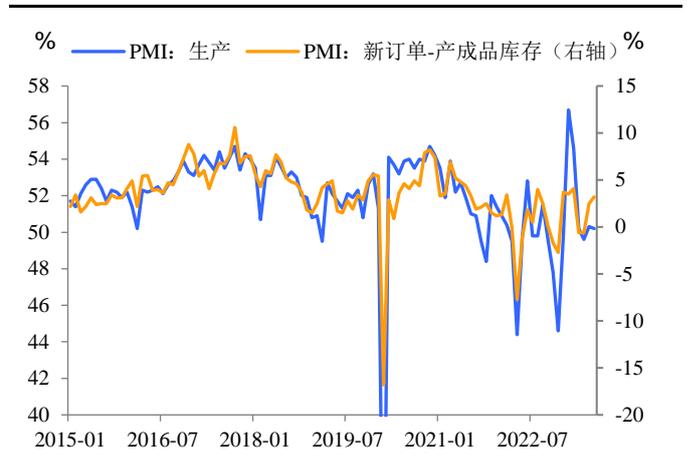
数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

图2：工业增加值环比增速 7月下滑



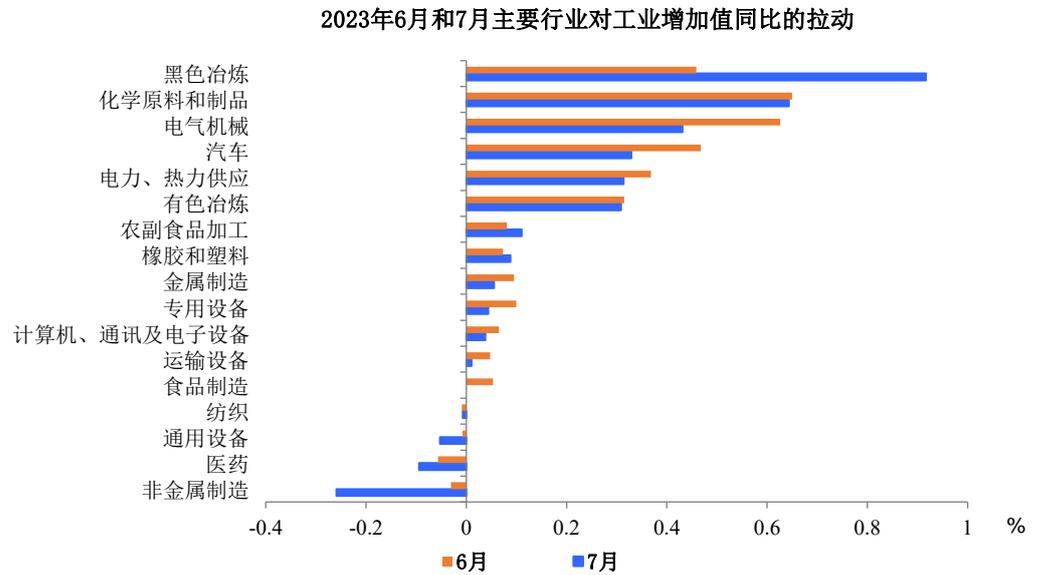
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2023年工业生产的反弹偏滞后



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: 2023年6月和7月主要行业对工业增加值同比的拉动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

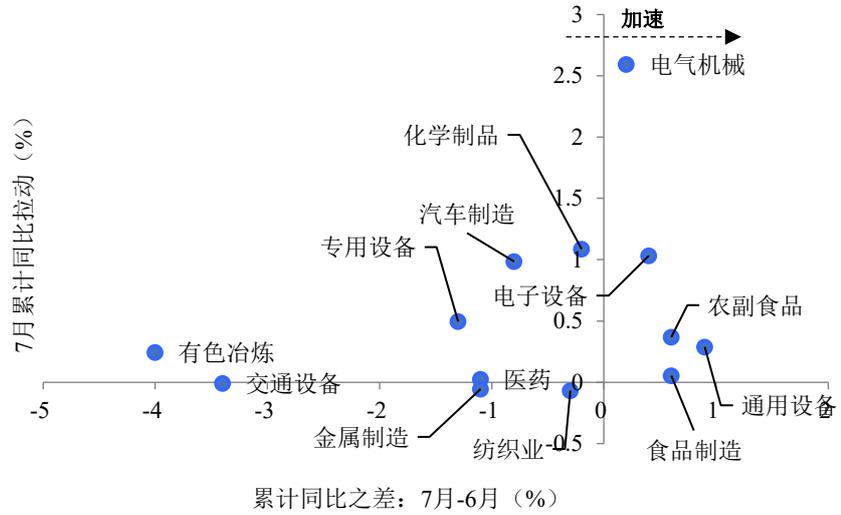
图5: 2023年7月固定资产投资中民间投资继续相对企稳



注: 7月民间制造业投资的数据尚未公布。

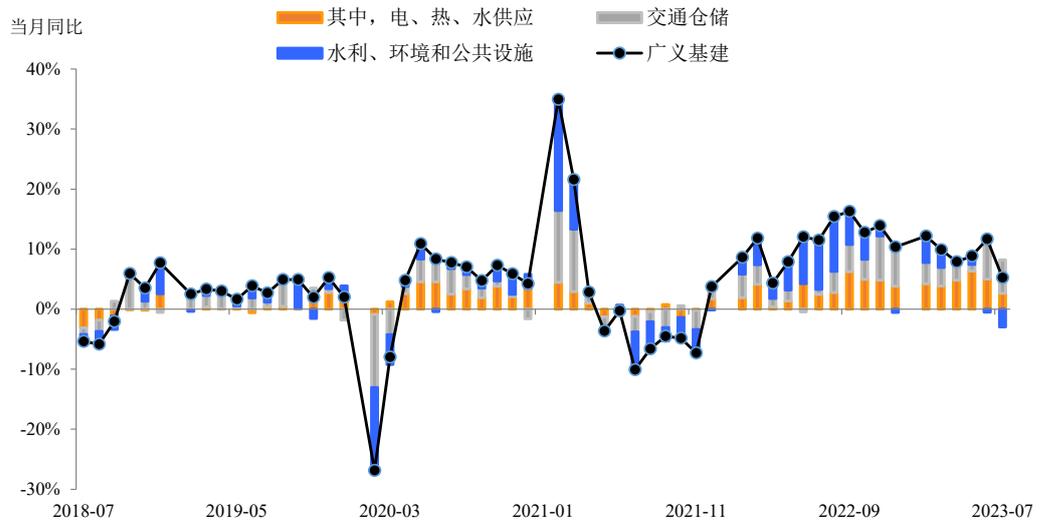
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6：2023年7月部分行业制造业投资的变动：大部分行业都降温了



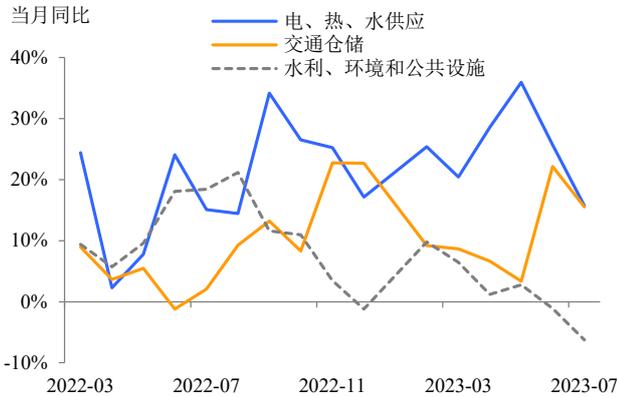
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2023年7月基建投资同比增速下降幅度明显



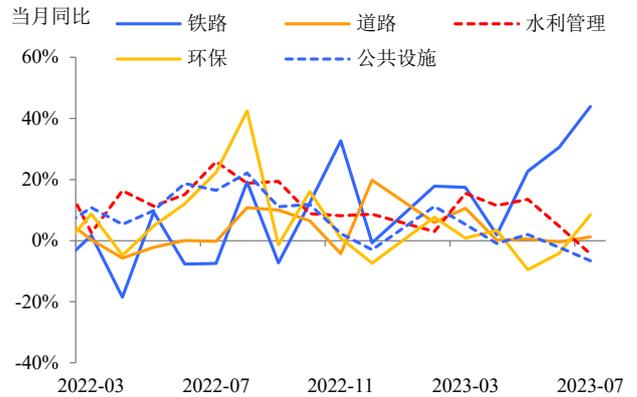
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023年7月基建投资三大板块同步放缓



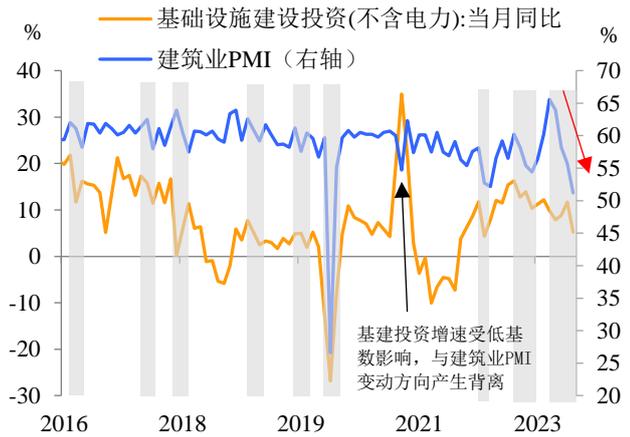
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2023年7月铁路投资“迎难而上”



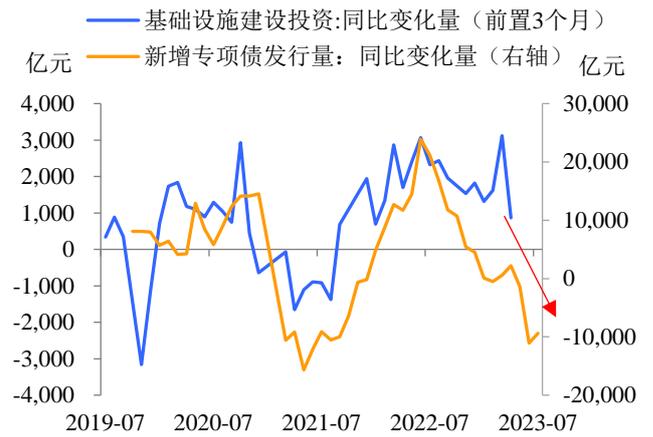
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：建筑业PMI与基建投资同比增速往往同步放缓



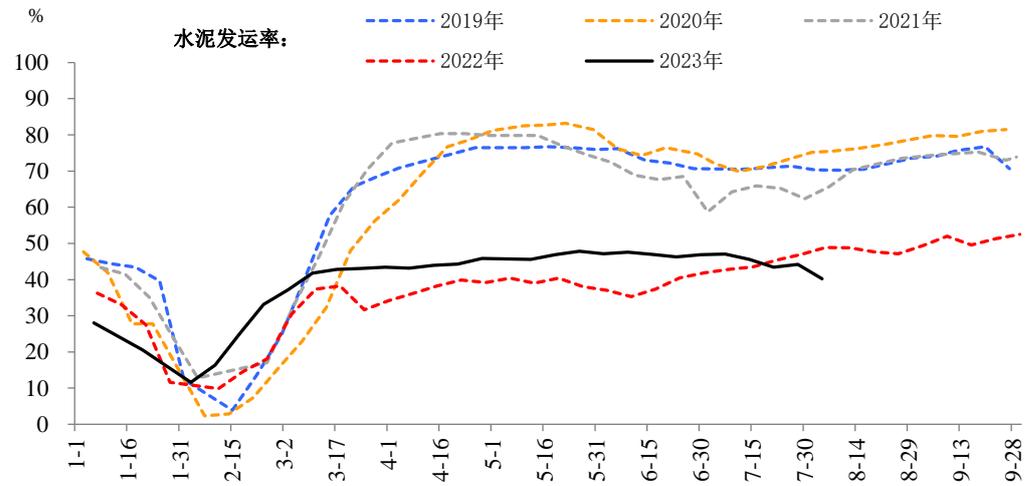
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：专项债发行进度影响着基建投资变化方向



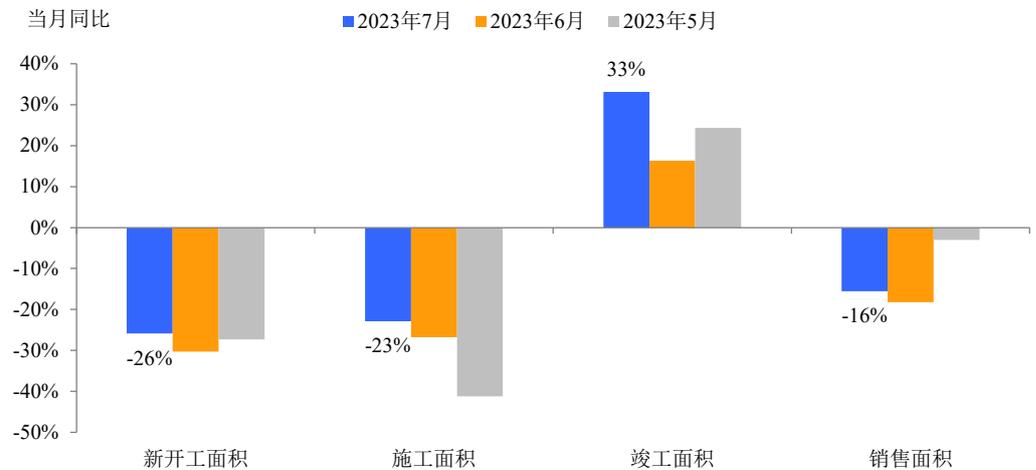
数据来源：Wind，iFind，东吴证券研究所

图12: 7月水泥发运率回落近5年低点



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 7月地产下行节奏边际放缓



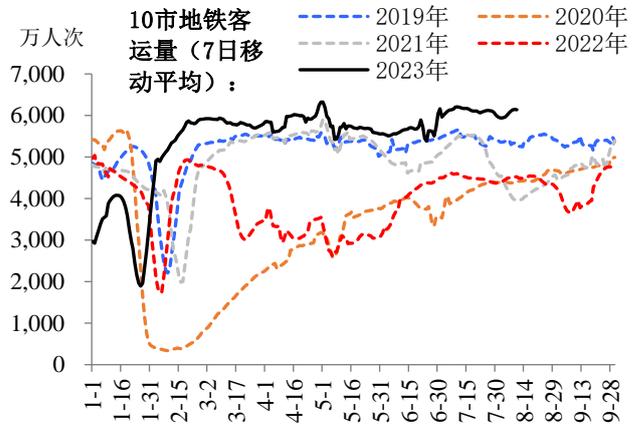
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 7月消费边际降温



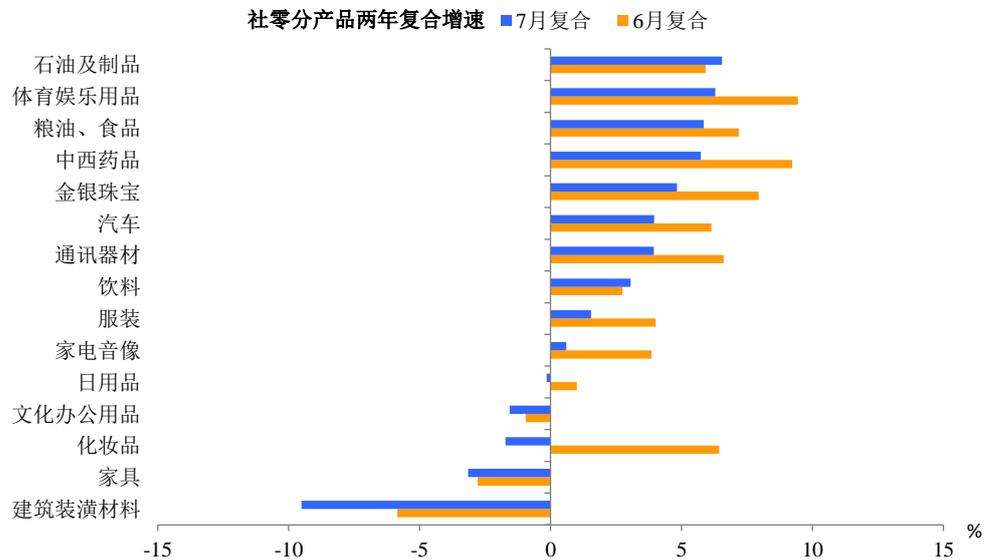
注: 数值为 2022&2023 年复合增速
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 7月地铁客运量边际抬升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 7月消费分项: 居民出行是主要支撑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>