



评论意见

分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: 010-63197789

邮箱: lihuijun@fcsc.com

## 加大逆周期调节力度促进经济复苏步伐

2023年8月16日

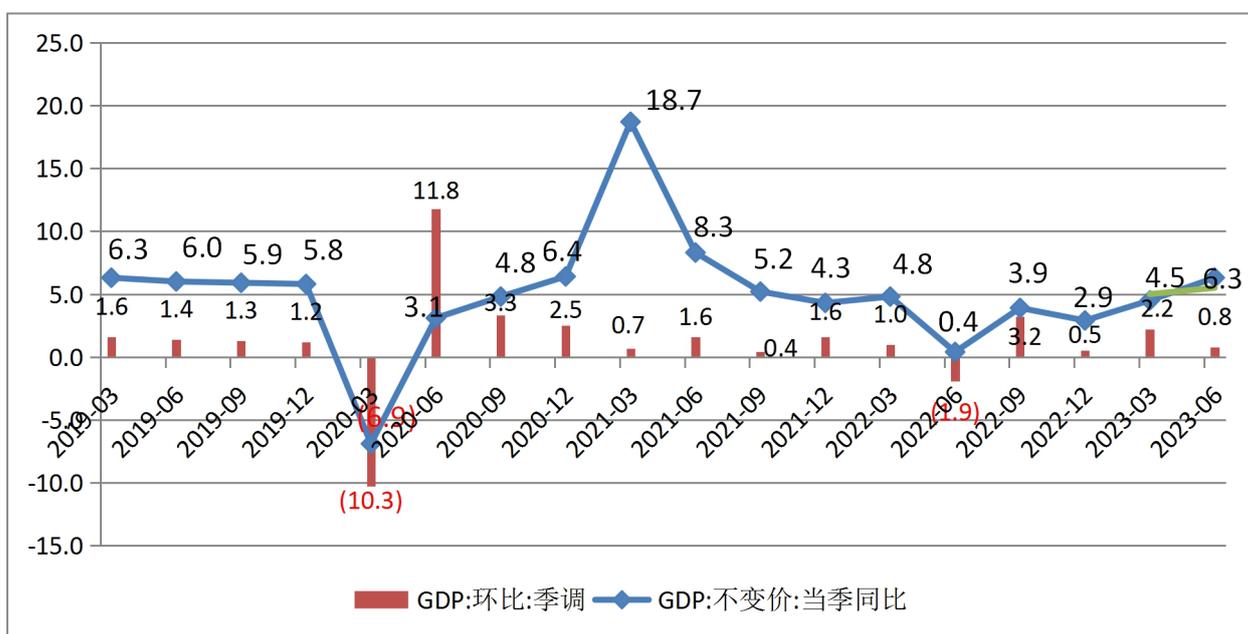
### 摘要:

- 7月工业增加值同比实际增长3.7%，较6月回落0.7个百分点；7月社会消费品零售总额同比名义增长2.5%，较6月回落0.6个百分点；7月固定资产投资累计同比增速为3.4%，较6月回落0.4个百分点。这说明经济复苏步伐在二季度基础上进一步放缓。
- 7月金融数据显示实体经济融资需求偏弱，有效需求不足是当前经济面临的主要问题，主要表现在：从货币上看，从宽货币到宽信贷的传导受阻；其次，从价格指数看，CPI和PPI同比处于历史低位；最后，从城镇居民收支上看，人均可支配收入实际增速低于支出增速。
- 8月15日央行7天期公开市场逆回购和中期借贷便利(MLF)操作，中标利率分别为1.80%、2.50%，上次分别为1.90%、2.65%，非对称地下降10个BP和15个BP。三个月内两度降息，主要源于经济修复的内生动力不强、有效需求仍不足，亟需通过降息来进行逆周期调节，用来提振市场信心、稳定市场预期、扩大有效需求。
- 企业和居民端信用整体收缩，政府债务付息压力不断加大，降成本、扩投资和促消费仍为重要任务。稳增长压力增大，是本次超市场预期降息的原因，此次降息可以有效降低实体经济融资成本，刺激消费和投资：首先，从政府看，降息有利于更好发挥财政政策的潜力。其次，从企业角度看，降息可以提高企业对制造业投资的积极性。最后，从居民角度看，降低利率水平有利于恢复其对房地产的融资需求。

## 一、7月数据显示中国经济复苏的步伐有所放缓

按可比价格计算，2023年二季度GDP同比增长6.3%，比一季度4.5%上升1.8个百分点，似乎还不错，但这主要是受到去年同期基数较低的影响；如果按两年平均测算，二季度增速为3.3%，而一季度为4.65%；而以环比折年率看，二季度是3.2%，较一季度的8.8%下降5.6个百分点（图1所示），也低于疫情前2019年四季度5.6%的水平。这说明二季度经济复苏步伐有所放缓，由于下半年去年同期基数的提升，GDP同比数据将进一步下滑，预计低于上半年5.5%的增速。

图1 从GDP数据看23年二季度经济复苏步伐有所放缓



资料来源：WIND 第一创业整理

从2023年7月的工业生产、社会消费品零售总额和固定资产投资的环比数据看（表1所示），生产和零售均较前两个月大幅回落，分别为0.01%和-0.05%，而投资与上月持平为-0.02%。从同比数据看，7月工业增加值同比实际增长3.7%，较6月回落0.7个百分点；7月社会消费品零售总额同比名义增长2.5%，较6月回落0.6个百分点；而7月固定资产投资中，基建投资累计同比增速6.8%，较6月回落0.4个百分点；制造业投资增速为5.7%，较上月回落0.3个百分点；而房地产投资增速为-8.5%，较6月回落0.6个百分点。从总体上看，7月固定资产投资累计同比增速为3.4%，较6月回落0.4个百分点。7月出口增速也大幅回落，以美元计为-14.5%，较6月回落2.1个百分点；只有贸易顺差仍保持在806亿美元的高水平，但这种顺差是内外需双弱背景下，内需较外需更弱所导致。

可见，从7月月度数据看，生产和需求双弱，但需求较生产更弱。因此，7月经济总体呈现偏弱运行的状态，有效需求不足仍是当前经济面临的主要问题。

**表 1 今年 5-7 月生产、零售、投资和进出口数据一览表**

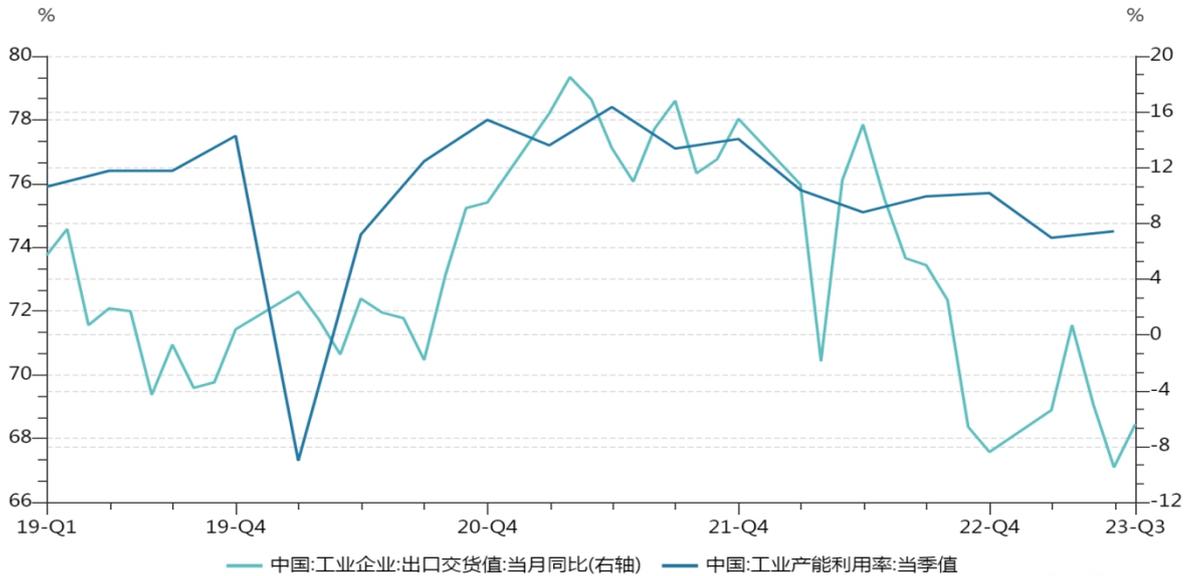
	同比 (%)			季调环比 (%)		
	5 月	6 月	7 月	5 月	6 月	7 月
工业增加值 (实际)	3.5	4.4	3.7	0.63	0.68	0.01
社会消费品零售总额 (名义)	12.7	3.1	2.5	0.35	0.24	-0.05
固定资产投资 (累计)	4.0	3.8	3.4	0.79	-0.02	-0.02
其中: 房地产	-7.2	-7.9	-8.5			
基建 (不含电力)	7.5	7.2	6.8			
制造业	6.0	6.0	5.7			
进出口增速 (美元)						
其中: 出口增速	-7.5	-12.4	-14.5			
进口增速	-4.5	-6.8	-12.4			
贸易顺差 (亿美元)	658	706	806			

资料来源: 国家统计局 第一创业计算整理

## 二、有效需求不足是当前经济面临的主要问题

经济学原理告诉我们,有效需求是指总供给价格和总需求价格达到均衡时的总需求。因此,有效需求是指整个经济的总需求。经过三年疫情的冲击,我国的总供给水平有相当程度的上升,这是因为在疫情前期只有中国很好地控制住了疫情的蔓延,保证了供应链的稳定,在 20 年下半年和 21 年上半年形成明显的国内外的供需错配格局,20 年下半年和 21 年上半年出口交货值同比与产能利用率均处于十年来的最高水平(图 2 所示),刺激了企业扩大产能。

图2 20年下半年和21年上半年出口交货值同比与产能利用率均处于十年来的最高水平

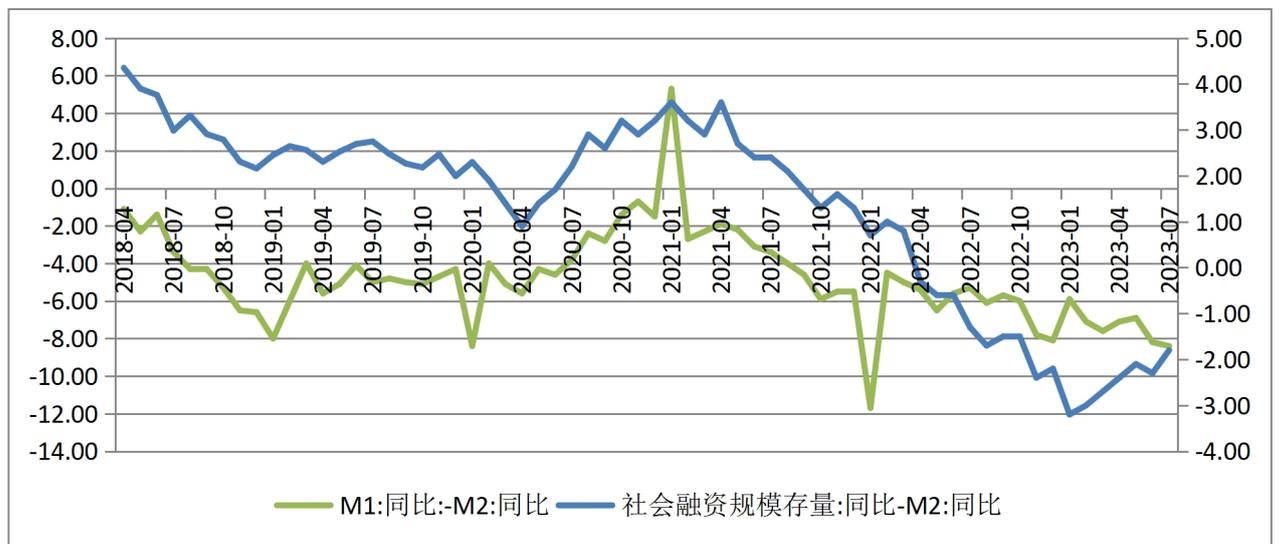


数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

但随着疫情后国外供给能力的恢复,以及最近来地缘政治竞争的愈演愈烈,全球产业链的重构正在进行中,国外的需求大幅度收缩,而国内需求却难以恢复到疫情前水平,这必然会面临有效需求不足的问题,这主要表现在以下几个方面:

首先,从货币上看,宽货币到宽信贷的传导受阻。因此,从存量上看,7月M1同比增长2.3%,前值6月增长3.1%;M2同比增长10.7%,6月为11.3%;M1同比增速是22年2月以来新低,而M2同比增速是22年5月以来的新低。图3所示,7月M1-M2同比之差为-8.4%,较6月-8.2%下滑0.2个百分点,是2022年2月以来的新低,反映货币流通速度的放慢,经济活跃程度在下降。而反映对资金需求的7月社融同比为8.9%,较6月下滑0.1个百分点,社融与M2同比之差为-1.8%,虽较6月上升0.5个百分点,但仍为负值处于较低水平,反映资金仍供过于求。

**图3 M1和社融同比与M2同比之差均处于历史较低水平**


资料来源：WIND 第一创业整理

从增量上看，7月社融新增规模为5282亿元，同比少增2503亿元：其中，贷款同比少增3724亿元，而政府债券同比多增111亿，非标同比多增1329亿元；7月金融机构新增人民币贷款3459亿元，同比少增3331亿元，其中，居民同比少增3224亿元（其中，中长期少增2158亿元、短期少增239亿元），企业同比少增499亿元（其中，中长期少增747亿元、短期少增239亿元，票据多增461亿元）。从银行人民币信贷增量规模和结构上看，7月信贷数据收缩明显，均较6月有所恶化。

**表2 5-7月人民币信贷问题及其结构的变化**

	总量	居民	短期	中长期	企业	短期	中长期	票据	非银
7月同比多增	-3331	-3224	-1066	-2158	-499	-239	-747	461	694
6月同比多增	2400	1157	632	463	687	543	1436	-1617	-306
5月同比新增	-5300	784	148	637	-6742	-2292	2147	-6709	143

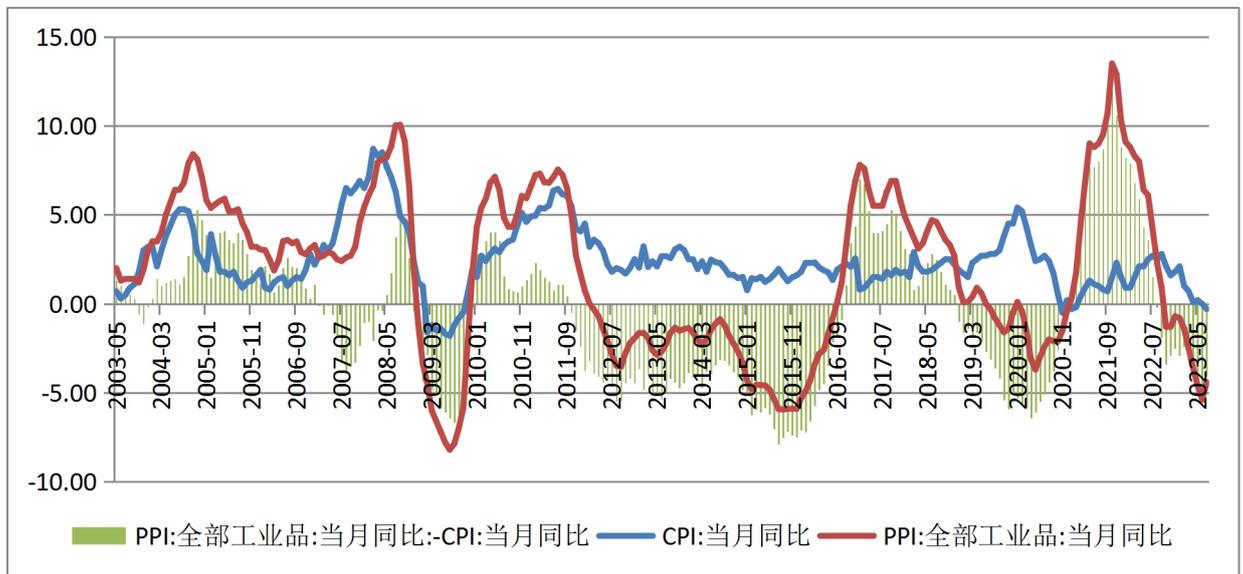
资料来源：国家统计局 第一创业计算整理

7月金融数据偏低，也显示市场主体融资需求不足，当前有必要进一步降低企业和居民信贷成本，刺激信贷需求。

其次，从价格指数看，CPI和PPI同比处于历史低位。从价格指数看（如图4所示），7月CPI同比增长-0.3%，高于WIND预期-0.5%，较6月回落0.3个百分点；PPI同比增长-4.4%，低于WIND预期-4.1%，较6月回升1个百分点；PPI与CPI同比之差为-4.1%，较6月回升1.3个百分点。PPI同比的回升主要是受到去年底基数的影响，7月PPI环比仍为-0.2%。从图3中可以看出，7月CPI和PPI同比均处于历史较低水平；7月核心CPI同比增长0.8%，较6月回升0.4个百分点；可见，受服务业价格（其中7月旅游价格上涨10.1%）上涨影响，核心CPI价格有企稳回升之势，但仍处于较低水平。显然，只有GDP缺口持续为负时，物价指数才会回到历史低位附近。

因此，当前物价水平偏低是不争的事实，这为货币政策在稳增长方向适度发力提供了较大空间。

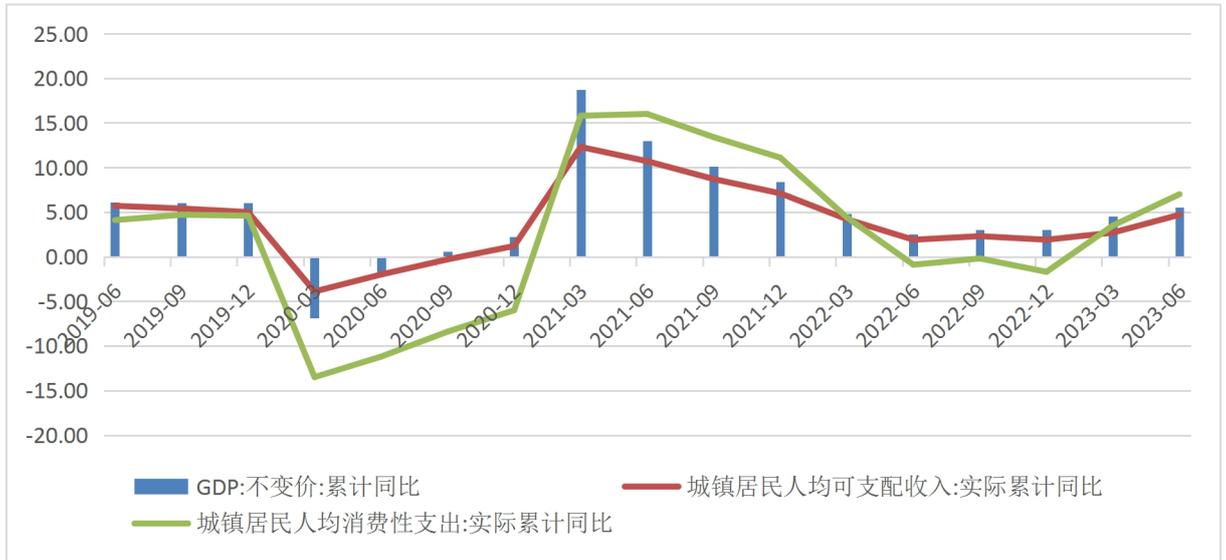
图4 7月CPI和PPI同比均处于历史较低水平



资料来源：WIND 第一创业整理

最后，从城镇居民收支上看，实际收入增速低于支出增速。从居民收入情况看，城镇居民人均可支配收入的增速赶不上GDP的增速，其结果往往是边际消费倾向快速下滑导致消费需求的不足。如图5所示，上半年城镇居民人均可支配收入实际增长4.7%，明显低于5.5%的GDP增速。从居民消费支出情况看，上半年城镇居民人均消费支出实际增长7.7%，城镇人均消费支出增速要高于GDP增速，反映消费意愿的回升，这与2021年相一致。不过，2021年只是特例，从2019和2020年的情况看，城市人均消费支出增速都低于可支配收入增速，且人均可支配收入增速均低于GDP增速。

图5 二季度城镇居民人均可支配收入增速低于GDP增速



资料来源: WIND 第一创业整理

经过三年疫情,城镇居民的收支状况相较农村显著地恶化了。表3所示,2019年城镇居民人均可支配收入实际增速为5%,而人均消费支出实际增速为4.6%;23年上半年城镇居民人均可支配收入实际增速为4.7%,而人均消费支出实际增速为7%。2019年农村居民人均可支配收入实际增速为6.2%,而人均消费支出实际增速为9.9%;23年上半年城镇居民人均可支配收入实际增速为7.2%,而人均消费支出实际增速为7.9%。因此,疫情前后城镇居民的收支状况较农村居民更为恶化,这主要是因为房租、子女教育和医疗等负担,并未因为疫情而减轻;而农村居民这方面负担由于回归农村而有所减轻。

表3 2019-2023年上半年城镇与农村居民实际收支增速变化

单位;%	GDP 增速	人均可支配收入实际增速			人均消费支出实际增速		
		全国	城镇	农村	全国	城镇	农村
1-2Q2023	5.5	5.8	4.7	7.2	7.6	7	7.9
2022	3	2.9	1.9	4.2	-0.2	3.5	2.2
2021	8.1	8.1	7.1	9.7	12.6	11.1	15.3
2020	2.2	2.1	1.2	3.8	-4	-6	-0.1
2019	6	5.8	5	6.2	5.5	4.6	9.9

资料来源: WIND 第一创业整理

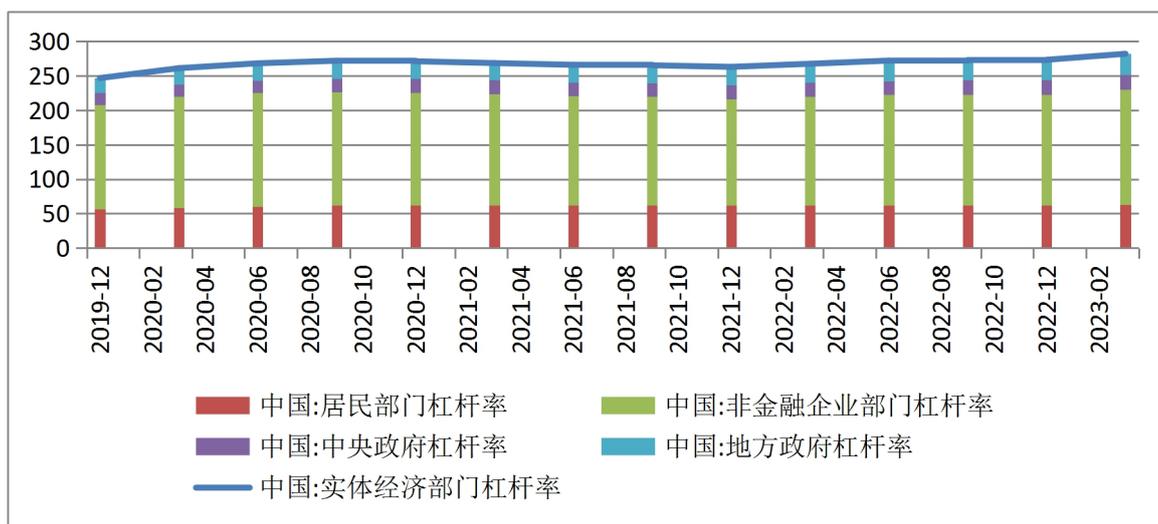
可见,消费是收入的函数,可支配收入和消费之间,存在着稳定的关系,只有解决城镇居民可支配收入的增长问题,才能解决消费问题。否则,消费的增长就变成了无源之水、无本之木。

### 三、央行加大逆周期调节力度促进需求复苏

23年6月30日，央行召开二季度货币政策委员会例会，提出加大逆周期调节力度；8月15日，央行还开展2040亿元7天期公开市场逆回购操作和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%，非对称地下降10个BP和15个BP。Wind数据显示，当日4000亿元MLF和60亿元逆回购到期，因此单日净投放1990亿元。政策利率实现三个月内两度降息，主要源于经济修复的内生动力不强、有效需求仍不足，亟需通过降息来进行逆周期调节，用来提振市场信心、稳定市场预期、扩大有效需求。同时，7月信贷数据也表明企业和居民端信用整体收缩，政府债务付息压力不断加大，降成本、扩投资和促消费仍为重要任务。预计本月LPR将跟随下调，1年期、5年期以上LPR将分别调降10bp、15bp至3.45%和4.05%。而降息对各类主体的需求恢复都有促进作用：

首先，从政府看，降息有利于更好发挥财政政策的潜力。从社科院金融与发展实验室公布的杠杆率数据看（图6所示），疫情三年后的2023年一季度的全社会实体经济杠杆率为281.8%，较2019年四季度上升35.2个百分点。其中，企业部门上升15.1个百分点，政府部门上升12.9个百分点（地方政府上升8.5个百分点、中央政府上升4.4个百分点），居民部门上升7.2个百分点。可见，疫情对企业的冲击最大，其次是地方政府承担了大部分的防疫压力，再次是居民资产负债表也受损，中央政府受到的影响最小。

图6 2019-2023年三年疫情后各类社会实体部门杠杆率的变化

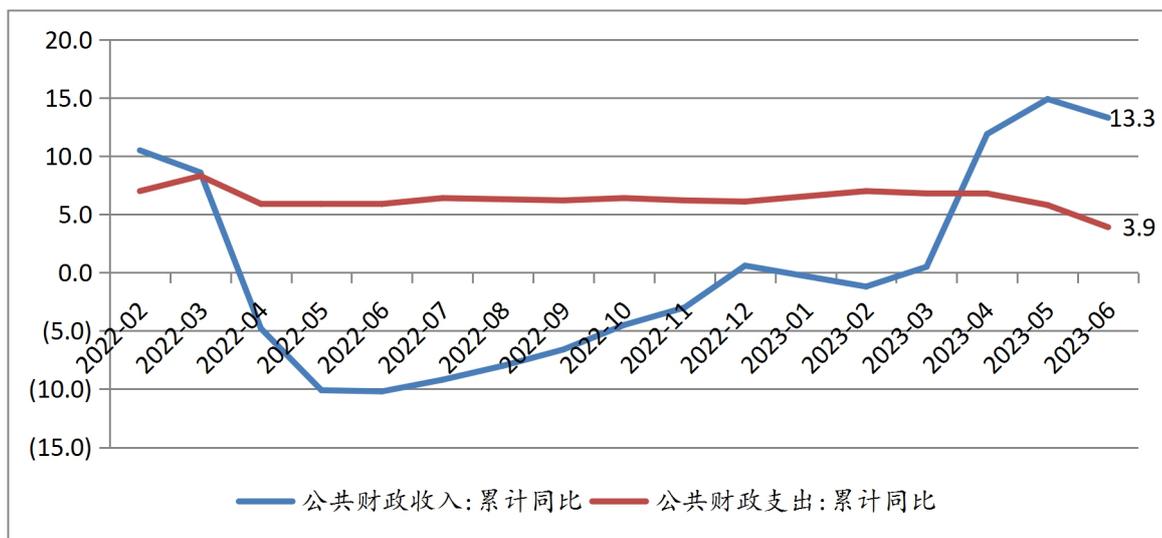


资料来源：WIND 第一创业整理

杠杆率的上升直接影响到各部门的投资能力和投资意愿，今年受地方债务负担较重影响，很难使基建投资保持在高水平，1-7月基础设施建设投资（不含电力）增速为6.8%，较2022年的9.4%下滑2.6个百分点。从1-6月的财政收支情况看，全国公共财政收入累计同比为13.3%，比去年高12.7个百分点；而1-6月公共财政支出

累计同比为 3.9%，比去年低 2.2 个百分点。两者差距变得大（图 7 所示）的原因在于，三年疫情期间财政、特别是地方财政压力较大，地方政府杠杆率上升太快，使得财政支出收缩。23 年基建投资只能依靠财政赤字和专项债两项，而财政赤字率从去年的 2.8% 提高到今年的 3%，专项债规模从去年的 3.65 万亿提高至 3.8 万亿，增加的规模并不大。在地方财政负担较重的情况下，中央财政应进一步扩大支出的规模，才能使基建投资在整个投资中起到中流砥柱的作用。而进一步降息，可以有效降低政府的债务成本，提升财政政策的潜力。

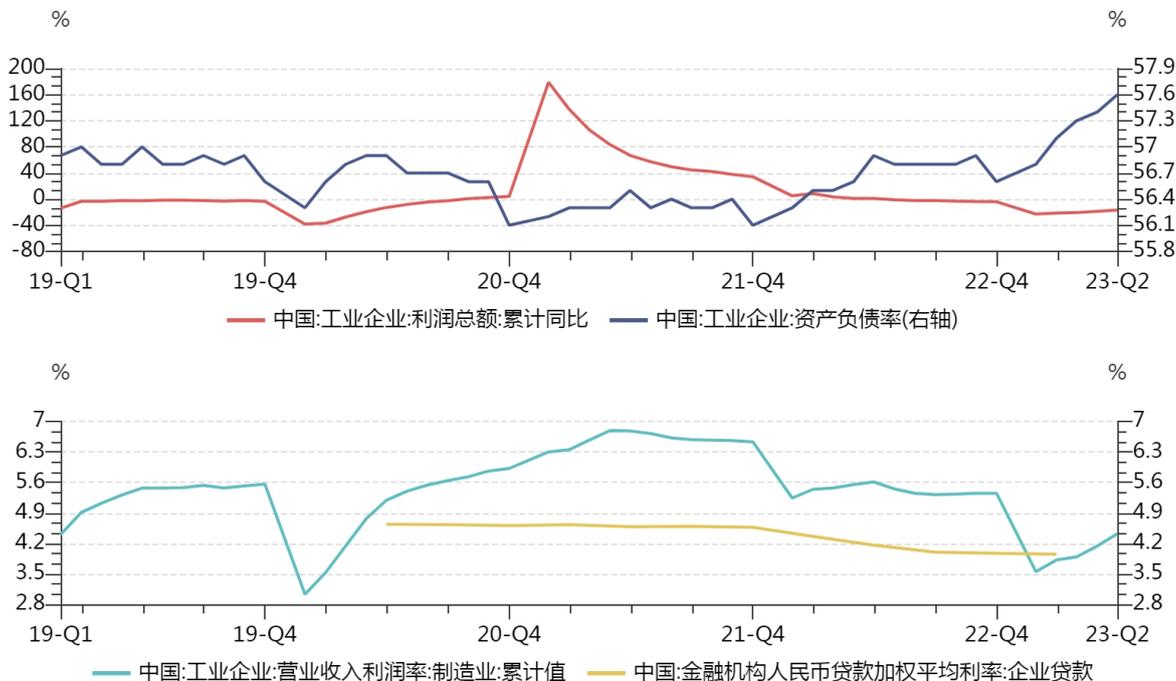
图 7 23 年 1-6 月公共财政收入与支出的同比增速之差扩大



资料来源：WIND 第一创业整理

其次，从企业角度看，降息可以提高企业对制造业投资的积极性。影响制造业投资表现的因素有两方面，一是工业企业利润的增速，二是资金实际成本。从工业企业利润看，工业企业利润增速从 21 年的 34.3% 下滑至今年上半年的 -16.8%；工业企业资产负债率从 2021 年的 56.1% 上升到今年上半年的 57.6%；制造业主营收入利润率从 21 年 5 月的 6.8% 下滑至今年 6 月的 4.4%，下滑 240 个 BP；而从资金成本看，金融机构企业贷款加权平均利率只从 21 年一季度的 4.63% 下滑至 3.95%，只下调 42 个 BP；期间甚至出现贷款利率高于主营收入利润率的情况，加之考虑到 PPI 同比及其与 CPI 同比之差的快速下滑，制造业企业负担的实际利润水平更高。考虑到以上两点因素，制造业投资同比增速的下滑，明显受到投资边际效益快速下降的影响，制造业投资积极性正在快速消退。在此背景下，降低 OMO 的 MLF 政策利率水平，进而调低 MLF 利润，引导银行降低对企业的人民币贷款利率，对于恢复企业的投资积极性有重要的信号意义。

图8 2019-23年6月工业企业资产负债率、利润率与贷款利率的对比



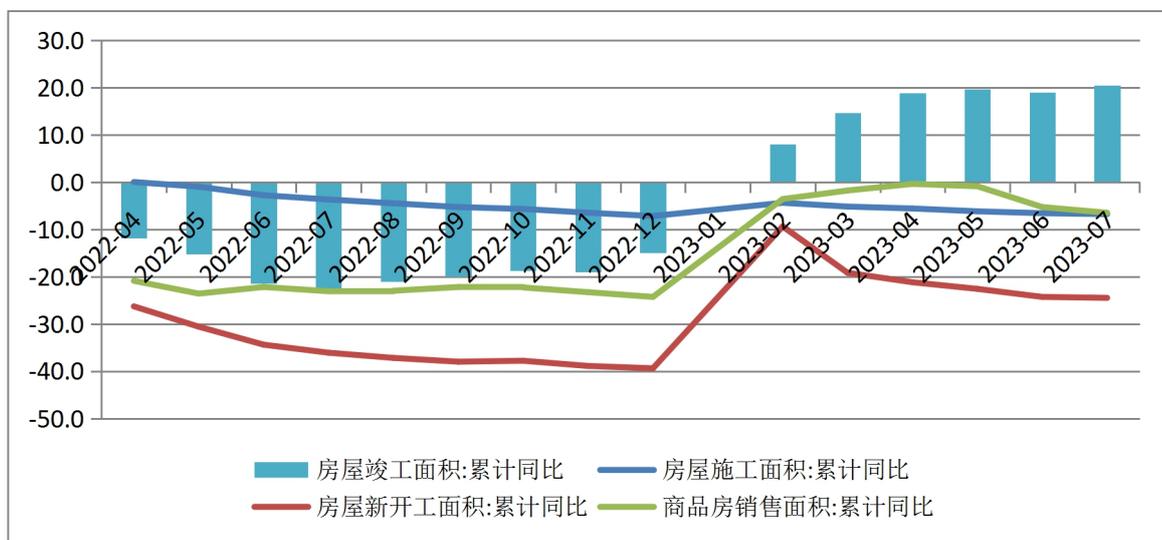
数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

最后，从居民角度看，降低利率水平有利于恢复其对房地产的融资需求。图9所示，1-7月房屋新开工同比增速为-24.5%，较上月回落0.2个百分点；房屋施工面积同比增速为-6.8%，较上月回落0.2个百分点；房屋销售面积同比增速为-6.5%，较上月大幅回落1.2个百分点；只有竣工面积受保交楼政策影响同比增速为20.5%，较上月回升1.5个百分点。由高频数据也可以看出，8月以来30个大中城市的商品房成交面积同比，前两周分别为-27.1%和-27%，与6-7月情况相近，并未出现明显好转，与3-5月的“小阳春”形成鲜明对比。

从资金来源看，1-7月房地产开发资金来源同比增长-11.2%，较上月回落1.4个百分点；其中，国内贷款为-11.5%，较上月回落0.4个百分点；其它资金（即预售款）为-3.6%，较上月回落3个百分点。

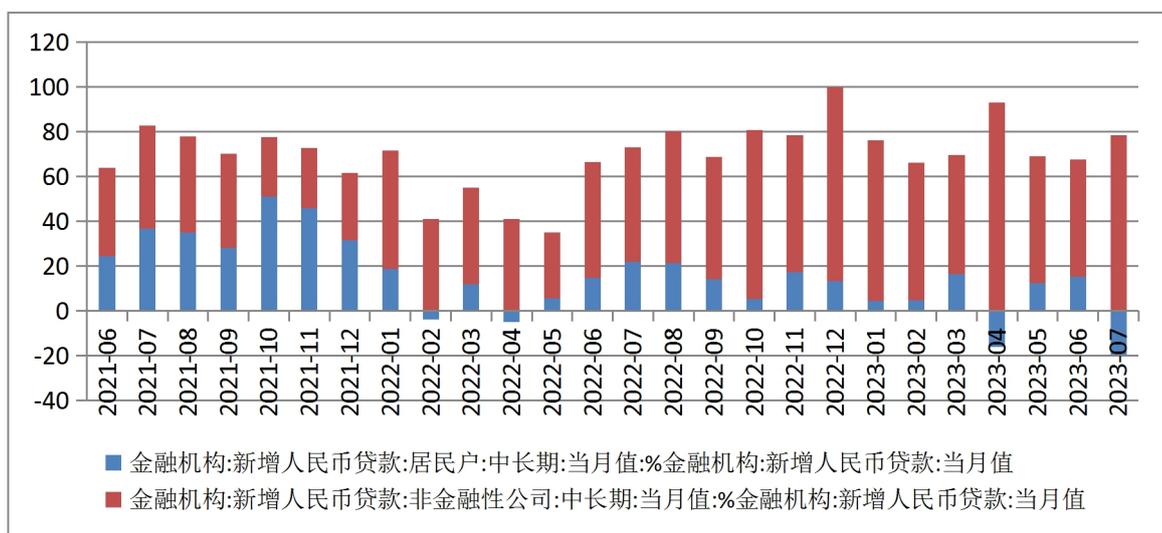
图9 1-7月与房地产相关除竣工面积之外的各项数据均有不同程度的下滑



资料来源：WIND 第一创业整理

从信贷资金结构看（图10所示），新增人民币贷款中的中长期贷款占比看，一直处于80%上下，但2022年以来居民中长期贷款占比的下滑速度较快，远低于历史平均水平；在数据已大幅改善的情况下6月占比为15.2%，7月转为负值为-19.4%，继4月之后再次出现中长期还款多于贷款的情况。

图10 从历史角度看近年来中长期贷款中居民占比较低



资料来源：WIND 第一创业整理

7月金融数据显示实体经济融资需求偏弱，促内需稳增长压力增大，是本次超市场预期降息的原因。此次降息可以有效降低实体经济融资成本刺激消费和投资；同时，MLF利率下调，有助于带动LPR同步调降，有助于降低企业和房贷利率，有助于促进房地产复苏回暖。

## 重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼

TEL:0755-23838888 FAX:0755-25831718

P. R. China:518048 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P. R. China:100140

上海市浦东新区世纪大道1229弄1号楼1603——A室

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P. R. China:200135