

相关报告

- 《宏观专题：政治局会议后市场怎么看》
2023-07-30
- 《宏观专题：六月社融数据的三个关注要点》
2023-07-14
- 《宏观专题：复苏稳中有进，信心逐渐增强》
2023-06-28

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

● 7月经济数据回顾

(1) 根据历史经验，产成品存货的反转节点通常在0附近区间，当前产成品库存仍有一定下探空间，工业周期或处在磨底阶段，但磨底的过程可能不是一蹴而就的。(2) 除日用、食品等必选消费增速较前值基本持平外；家电、文娱、服饰等可选消费较上月有一定下滑，反映居民部门消费意愿较为温和，消费复苏动能相对中性。(3) 地产端，核心矛盾依然集中在需求侧，表现为持续居高的竣工增速与持续疲弱的新开工增速之间的分化。

● 政策的落地空间还有哪些

(1) **房地产政策放松结构力度或有别**：回看7月24日的政治局会议表述，地产领域的关键变化可能并不是删去了“房住不炒”的表述，而是市场的基本结构问题，即“地产市场是供大于求还是供不应求？”。这不仅是一个宏观维度的讨论，需要基于“具体城市，具体区域的供需结构是什么？”。目前而言，二三线城市显然是处在“供过于求”的格局，但一线城市的部分区域则始终处在“供不应求”，所以我们在政策层面看到的是一线城市的地产政策放松力度有限，北京地区一直在酝酿“一区一策”；但二三线城市开始出现了松动，“郑州将认贷放开为认房”。(2) **地方政府一揽子化债政策松动**：本次计划发行特殊再融资债券核心是为了置换地方政府的隐性债务；在规模上，由于前期我国结存的专项债额度总规模在2万亿左右，参考2022年三季度动用5000亿限额，本次额度在1.5万亿左右略高于预期，反映了财政层面对于隐债管理问题关注度较高。(3) **降MLF不降LPR，意在维持银行息差**：8月21日，5Y以上LPR并未调整，超出市场预期。这一操作意图，央行在货币政策执行报告中有相应表述，“2023年第一季度，商业银行净息差为1.74%，资产利润率为0.81%，同比分别下降0.23个和0.08个百分点。”商业银行净息差已经低于市场利率定价自律机制1.8%的净息差评分的“警戒线”。

● 债券观点：三重逻辑或驱动债市震荡偏强

政治局会议的政策定调对于债市的影响仍有余温，但伴随着一系列政策落地时间周期的拉长，市场的防御预期也在逐步淡化，目前市场对于地产、财政领域的政策超预期可能基本消化。目前核心的交易逻辑已经逐步从“政策预期博弈”转向“货币的再宽松可能”与“基本面的中长期变动”。曲线在走平一段时间后，资金宽松的预期或再度开始酝酿，曲线再度由短端驱动趋于陡峭；同时超长端表现十分强势，反映出基本面的中长期预期并不明朗，且保险类机构的配置力量可能在逐渐增强。“货币宽松”+“配置力量”+“基本面磨底”的三重逻辑仍可能推动债市震荡偏强。

风险提示：宏观政策的落地形式与节奏存在不确定性

内容目录

1. 7 月经济数据回顾	3
1.1. 工业库存周期仍在筑底	3
1.2. 消费数据整体温和，可选消费偏弱	4
1.3. 投资复苏整体较为温和，地产开工偏弱	5
2. 政策的落地空间还有哪些	6
2.1. 房地产政策放松结构力度或有别	6
2.2. 地方政府一揽子化债政策松动	6
2.3. 降 MLF 不降 LPR，意在维持银行息差	7
3. 债券观点：三重逻辑或驱动债市震荡偏强	8
4. 我国主要高频数据追踪	9
5. 风险提示	11

图表目录

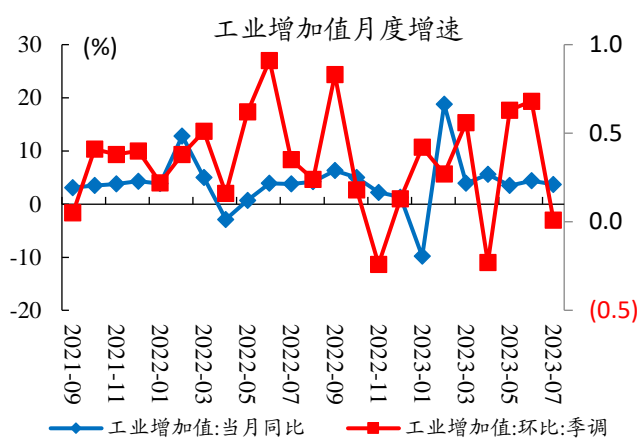
图 1：工业增加值月度增速	3
图 2：工业增加值细分项目增速	3
图 3：工业企业利润与产成品存货	3
图 4：工业企业利润与原材料存货	3
图 5：我国社零增长情况	4
图 6：我国消费品零售分项增速	4
图 7：近两个月细分商品零售增速与增幅	4
图 8：我国固定资产投资增速与主要分项	5
图 9：我国基建相关财政支出增速均值与基建投资增速	5
图 10：房地产新开工面积与开发投资完成额	5
图 11：房屋竣工面积与房地产新增固定资产增速	5
图 12：我国 70 大中城新建商品住宅价格指数增速	6
图 13：我国 70 大中城二手房住宅价格指数增速	6
图 14：近 5 年美元兑日元汇率	7
图 15：美国核心 PCE 当月同比增速	7
图 16：中国与美国商业银行净息差对比	8
图 17：我国宏观经济周频景气指数	9
图 18：我国生产资料价格指数与 PPI 同比	9
图 19：我国高炉炼铁周频开工率	9
图 20：我国焦化企业周频开工率	9
图 21：我国秦皇岛港煤炭周频调度量	9
图 22：我国石油沥青周频开工率	9
图 23：我国螺纹钢与线材合计周频产量	10
图 24：我国汽车半钢胎周频开工率	10
图 25：我国涤纶长丝织机周频开工率	10
图 26：我国 100 大中城成交土地占地面积	10
图 27：我国主要城市二手房成交面积	10
图 28：我国 30 大中城商品房成交面积	10
图 29：我国乘用车当周日均销量	11
图 30：我国电影票房当周收入值	11

1.7 月经济数据回顾

1.1. 工业库存周期仍在筑底

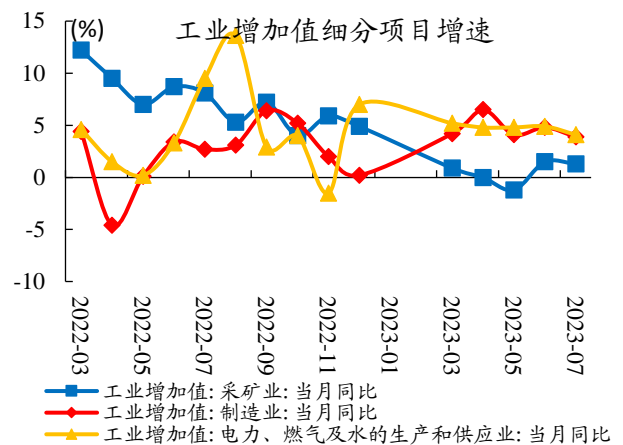
7 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 3.7%，环比增长 0.01%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 1.3%，制造业增长 3.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.1%。从库存周期来看，6 月原材料存货同比负增 2.3%，产成品存货同比正增 2.2%，绝对值上产成品的累库问题仍然存在，工业企业仍然处在主动去库的周期。根据历史经验，产成品存货的反转节点通常在 0 附近区间，当前产成品库存仍有一定下探空间，工业周期或处在磨底阶段，但磨底的过程可能不是一蹴而就的。

图 1：工业增加值月度增速



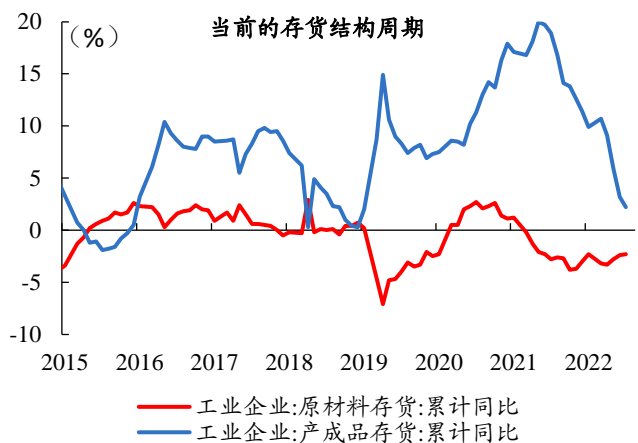
资料来源：Wind，中原证券

图 2：工业增加值细分项目增速



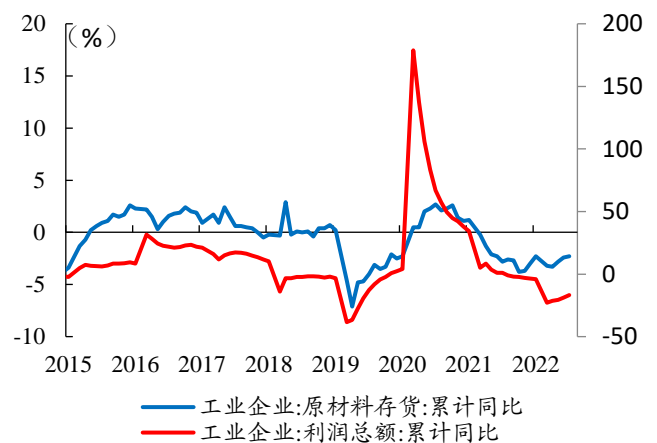
资料来源：Wind，中原证券

图 3：工业企业利润与产成品存货



资料来源：Wind，中原证券

图 4：工业企业利润与原材料存货

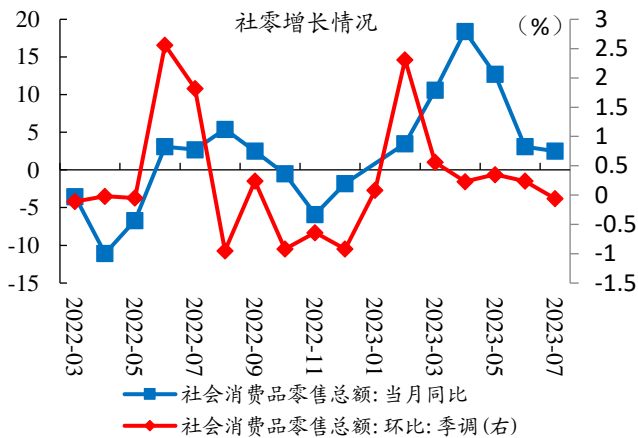


资料来源：Wind，中原证券

1.2. 消费数据整体温和，可选消费偏弱

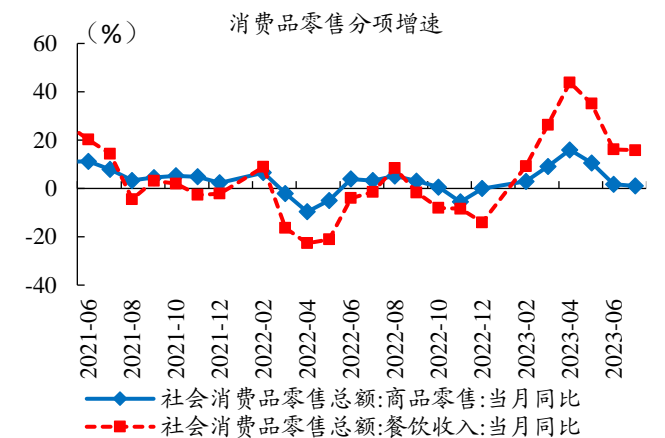
7月份，社会消费品零售总额 36761 亿元，同比增长 2.5%，环比下降 0.06%。按消费类型分，商品零售 32483 亿元，增长 1.0%；餐饮收入 4277 亿元，增长 15.8%。在限额以上单位商品零售额中，粮油、食品类，中西药品类，饮料类，通讯器材类商品零售额分别增长 5.5%、3.7%、3.1%、3.0%。7月消费数据整体边际下滑，结构上来看，除日用品类，粮油食品类等必选消费增速较前值基本持平外；珠宝、家电、化妆品、文娱、服饰等可选消费较上月均有一定幅度边际下滑，反映居民部门消费意愿较为温和，消费复苏动能相对中性。

图 5：我国社零增长情况



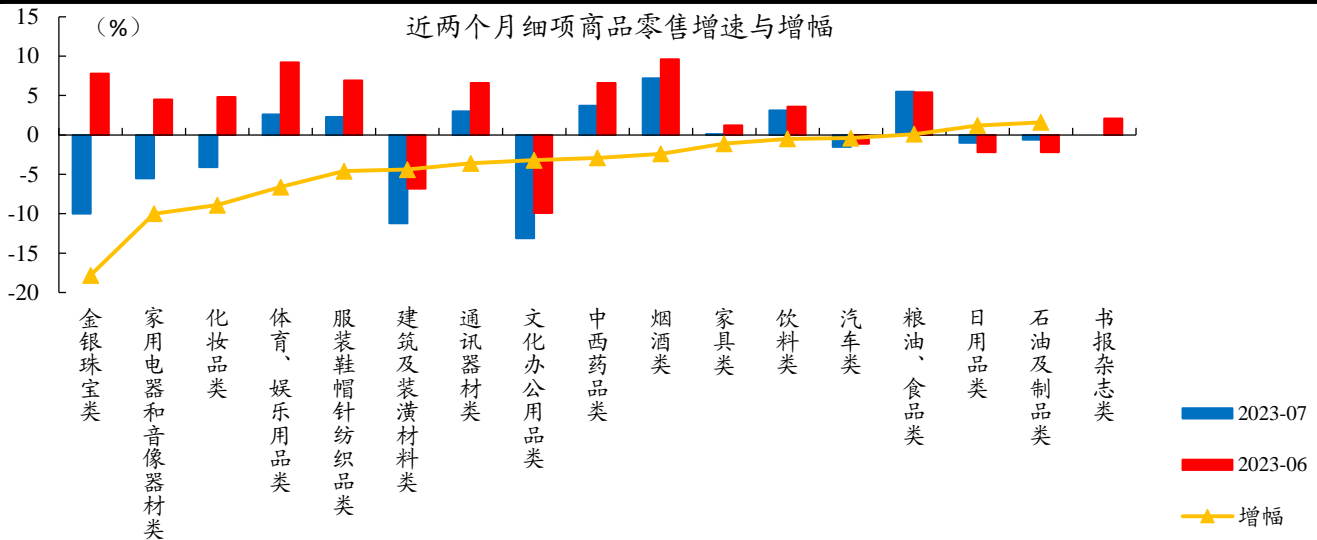
资料来源：Wind，中原证券

图 6：我国消费品零售分项增速



资料来源：Wind，中原证券

图 7：近两个月细分商品零售增速与增幅

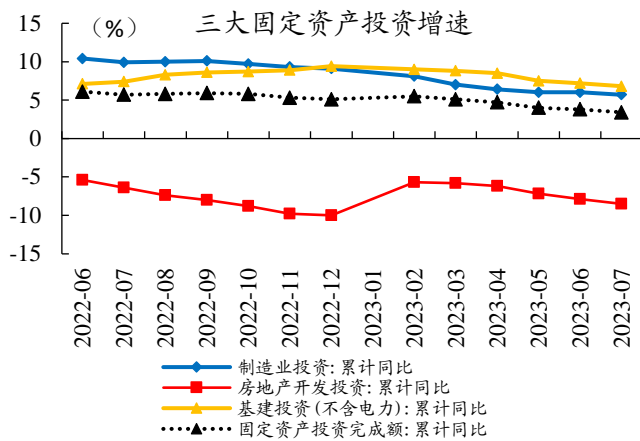


资料来源：Wind，中原证券

1.3. 投资复苏整体较为温和，地产开工偏弱

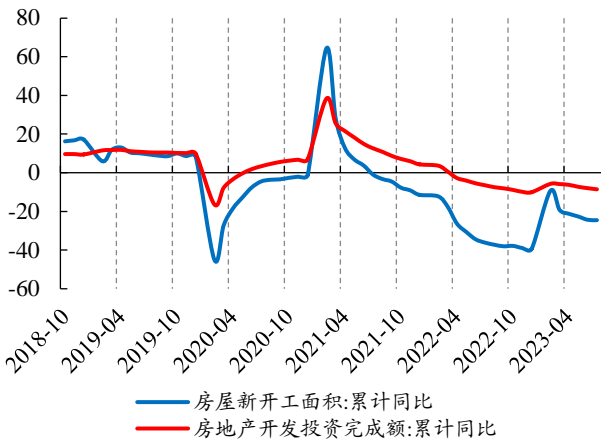
1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）285898 亿元，同比增长 3.4%。分领域看，基础设施投资同比增长 6.8%，制造业投资增长 5.7%，房地产开发投资下降 8.5%，三大分项较前值均有一定程度下移；结构上，基建相关财政资金在一季度前后加快支出速度后再度回落，基建投资增速也延续了放缓的趋势；地产端，核心矛盾依然集中在需求侧，表现为持续居高的竣工增速与持续疲弱的新开工增速之间的分化。

图 8：我国固定资产投资增速与主要分项



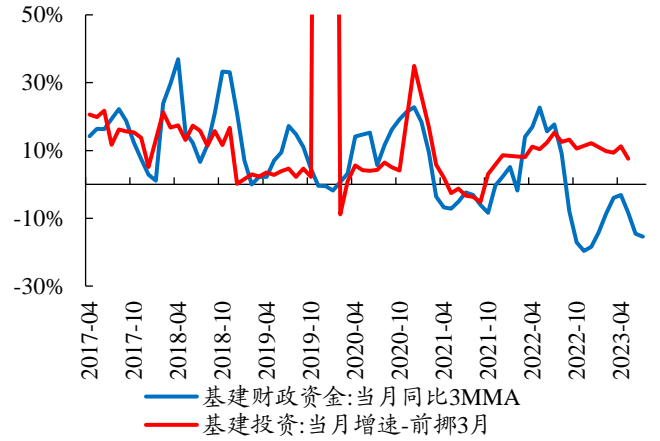
资料来源：Wind，中原证券

图 10：房地产新开工面积与开发投资完成额



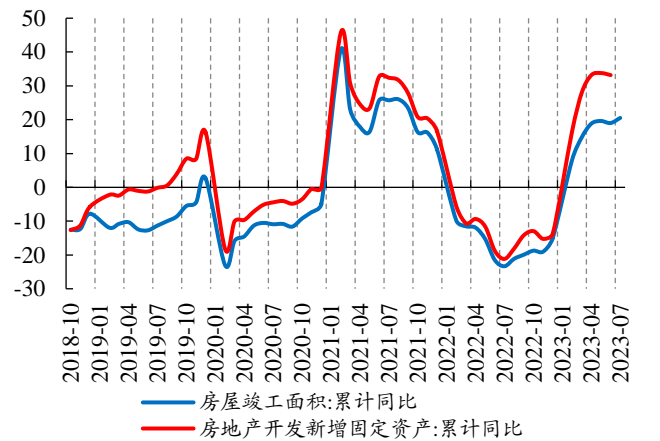
资料来源：Wind，中原证券

图 9：我国基建相关财政支出增速均值与基建投资增速



资料来源：Wind，中原证券

图 11：房屋竣工面积与房地产新增固定资产投资



资料来源：Wind，中原证券

2. 政策的落地空间还有哪些

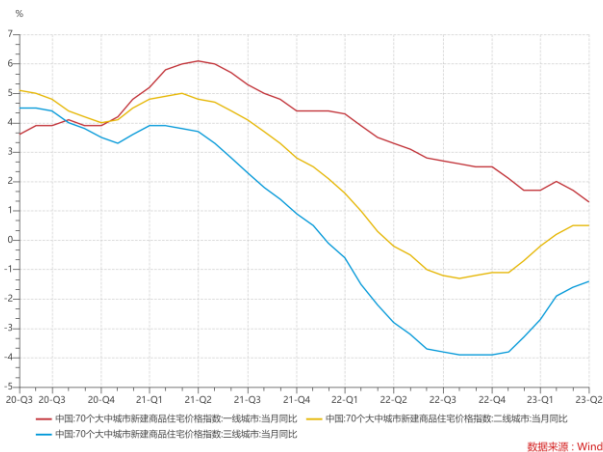
2.1. 房地产政策放松结构力度或有别

7月24日政治局会议，关于地产领域的表述发生了一定变化，“房住不炒”表述并未在政治局会议中提及，转变为“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，并引起了债券市场对于“潜在地产放松政策”的防御。但8月23日经济日报刊文重申“房住不炒”定位不会改变。

同时我们回看7月24日的政治局会议表述，地产领域的关键变化可能并不是删去了“房住不炒”的表述，而是市场的基本结构问题，即“地产市场是供大于求还是供不应求？”。这不仅是一个宏观维度的讨论，需要基于“具体城市，具体区域的供需结构是什么？”。

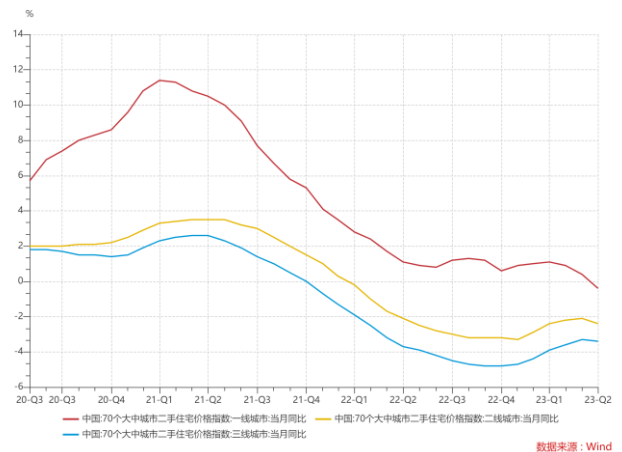
目前而言，二三线城市显然是处在“供过于求”的格局，但一线城市的部分区域则始终处在“供不应求”，所以我们在政策层面看到的是一线城市的地产政策放松力度十分有限，北京地区一直在酝酿“一区一策”；但二三线城市开始出现了松动，“郑州将认贷放开为认房”。

图 12：我国 70 大中城新建商品住宅价格指数增速



资料来源：Wind，中原证券

图 13：我国 70 大中城二手房住宅价格指数增速



资料来源：Wind，中原证券

2.2. 地方政府一揽子化债政策松动

中共中央政治局7月24日会议指出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，和4月政治局会议“严控新增隐性债务”的表述相比，表述有所缓和，令市场对化债开始有乐观预期，城投债的认购需求攀升，天津区域城投认购倍数超过70倍。据财新周刊，过去的两个月，各地方政府已上报建制县隐性债务风险化解试点方案。目前监管部门已初步批复方案及额度，特殊再融资债券或在下半年重启发行，额度约1.5万亿。

(1) 特殊再融资债券的目的、规模、投向。本次计划发行特殊再融资债券核心是为了置换地方政府的隐性债务，便于进行财政管理，严肃财政纪律；在规模上，由于前期我国结存的

专项债额度总规模在 2 万亿左右，参考 2022 年三季度动用 5000 亿限额，本次额度在 1.5 万亿左右略高于预期，反映了财政层面对于隐债管理问题关注度较高。

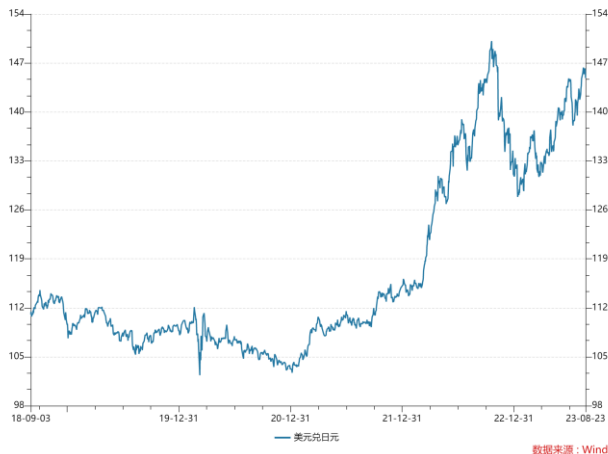
(2) 特殊再融资债的流动性来源仍需要央行支持。本次化解地方债务压力，并未通过国债形式开展，而是通过使用结存专项债限额，反映出财政层面对于中央加杠杆问题依然较为谨慎；但尽管并未动用中央政府杠杆，地方政府发行特殊再融资债券依然需要中央信用提供支持。本次计划可能有央行设立应急流动性金融工具（SPV），央行借道 SPV、银行通过提供低息、长期贷款为地方政府提供流动性支持。

(3) 货币财政配合，央行扩表短期有助于稳定经济，中长期仍需谨慎。

2019 年以来，关于现代货币理论（MMT）的争论喋喋不休，该理论认为现代货币体系实际上是一种政府信用货币体系，赤字相当于一种货币供给手段，因此财政开支应当以促进就业和民生为原则，不必量入为出。

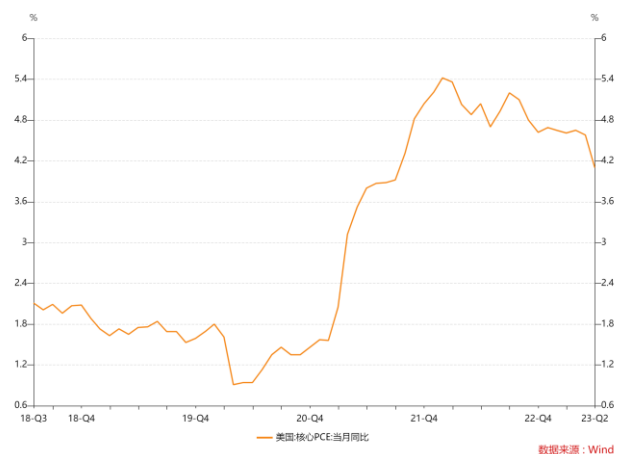
实际上，从美国、日本的政府实践来看，无限量 QE 与 YCC 均采取了 MMT 路径。但该理论实践中最难以把控的有两大问题，一是币值的稳定问题，二是货币超发及其引申的通胀问题，且日美均不同程度受到了这两方面问题的冲击。2021 年以来，日元兑美元汇率持续大幅贬值近 1/3，尽管其国内始终采取 YCC 政策，但贬值带来的资本外流压力已经影响了日本货币政策的独立性，也使得日本央行不得不扩宽 YCC 区间；同样的，美国在 2021 年以来遭遇了严重的通胀问题困扰，PCE 当月同比在 2022 年 6 月一度高达 6.98%。

图 14：近 5 年美元兑日元汇率



资料来源：Wind，中原证券

图 15：美国核心 PCE 当月同比增速



资料来源：Wind，中原证券

当前我国处在通胀与总需求均偏弱的时期，在币值整体稳定的前提下，适当使用 MMT 类工具有助于国民经济的整体稳定，但中长期而言，MMT 类工具的使用仍然需要谨慎。

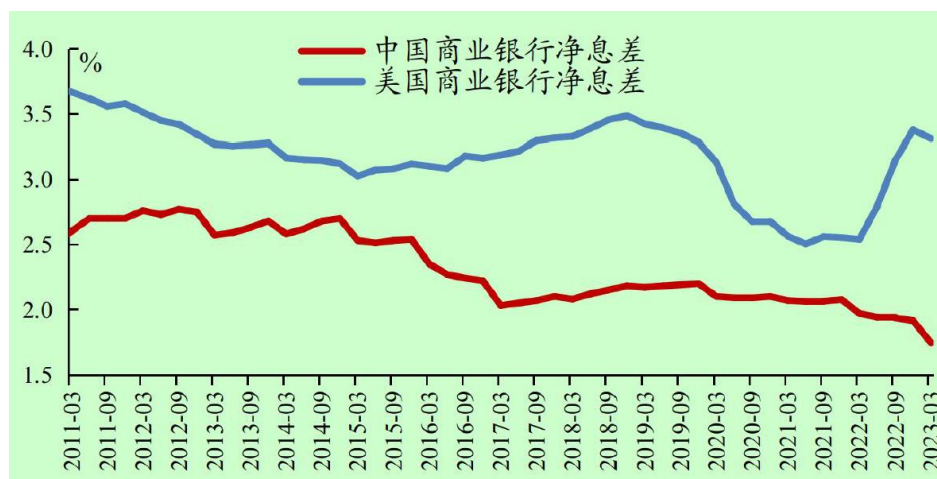
2.3. 降 MLF 不降 LPR，意在维持银行息差

8 月 15 日，央行意外调降了 7 日逆回购政策利率 10BP，中期借贷便利政策利率 15BP，或意在引导资金利率下移，降低银行体系负债端压力；但 8 月 21 日，1Y 期 LPR 报价下调 10BP，

但 5Y 以上 LPR 并未调整，再度超出市场预期。

这一操作意图，央行在货币政策执行报告中相应表述，“随着利率市场化改革深入推进，信贷市场竞争加剧，尤其新冠肺炎疫情以来，贷款利率下降较多，银行盈利能力有所下降。2023 年第一季度，商业银行净息差为 1.74%，资产利润率为 0.81%，同比分别下降 0.23 个和 0.08 个百分点。”商业银行净息差已经低于市场利率定价自律机制 1.8% 的净息差评分的“警戒线”。

图 16：中国与美国商业银行净息差对比



资料来源：中国货币政策执行报告，中原证券

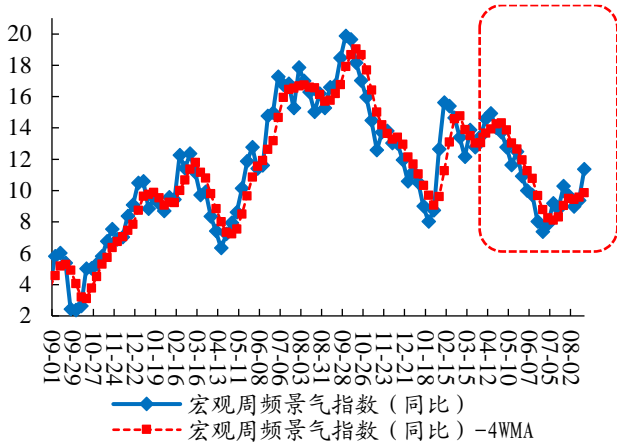
3. 债券观点：三重逻辑或驱动债市震荡偏强

政治局会议的政策定调对于债市的影响仍有余温，但伴随着一系列政策落地时间周期的拉长，市场的防御预期也在逐步淡化，目前市场对于地产、财政领域的政策超预期可能基本消化。目前核心的交易逻辑已经逐步从“政策预期博弈”转向“货币的再宽松可能”与“基本面的中长期变动”。曲线在走平一段时间后，资金宽松的预期或再度开始酝酿，曲线再度由短端驱动趋于陡峭；同时超长端表现十分强势，反映出基本面的中长期预期并不明朗，且保险类机构的配置力量可能在逐步增强。

关于货币政策的再宽松可能，主动式的降息历史经验来看意在引导资金利率下移，8 月作为税期对资金利率在节奏上存在一定冲击，但从刚性缺口而言，整体依然处在均衡状态。进入 9 月以及四季度，MLF 的集中到期将会产生一定流动性缺口，降准的落地或也在临近。未来“货币宽松”+“配置力量”+“基本面磨底”的三重逻辑仍可能推动债市震荡偏强。

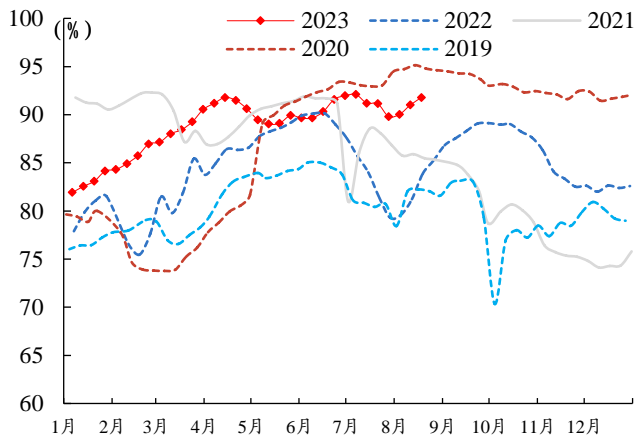
4. 我国主要高频数据追踪

图 17: 我国宏观经济周频景气指数



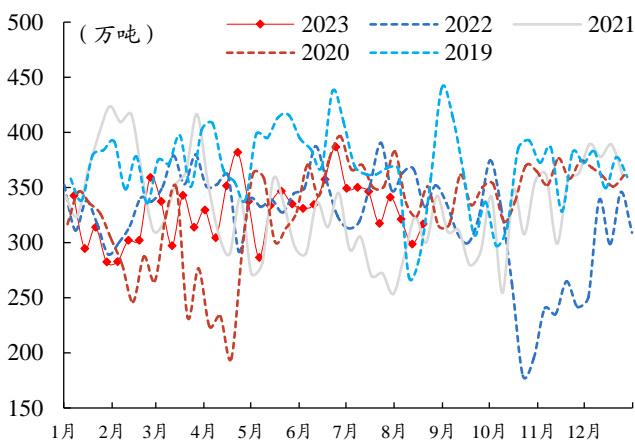
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券编制（见此前报告）

图 19: 我国高炉炼铁周频开工率



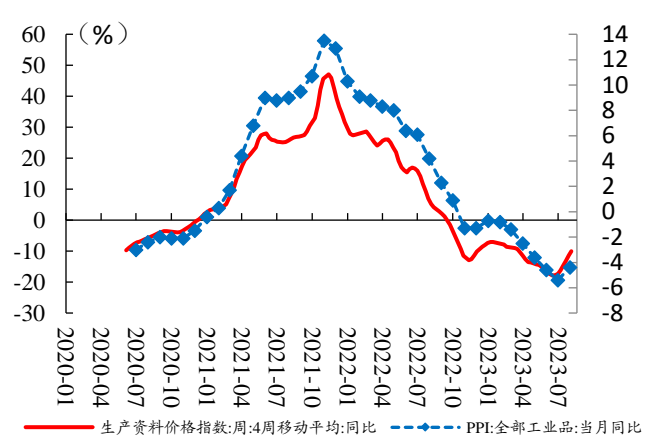
资料来源：Mysteel，Wind，中原证券

图 21: 我国秦皇岛港煤炭周频调度量



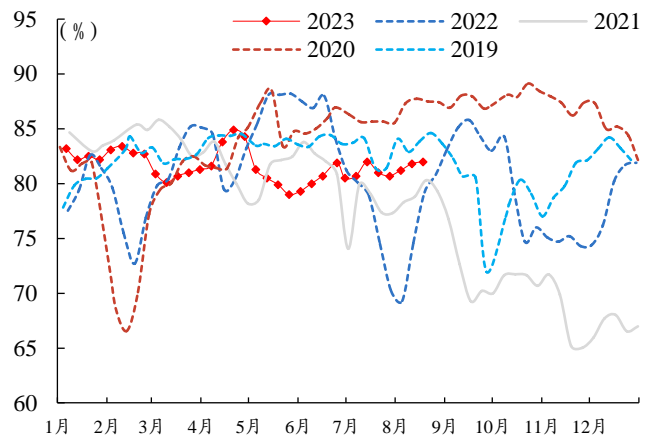
资料来源：秦皇岛煤炭网，Wind，中原证券

图 18: 我国生产资料价格指数与 PPI 同比



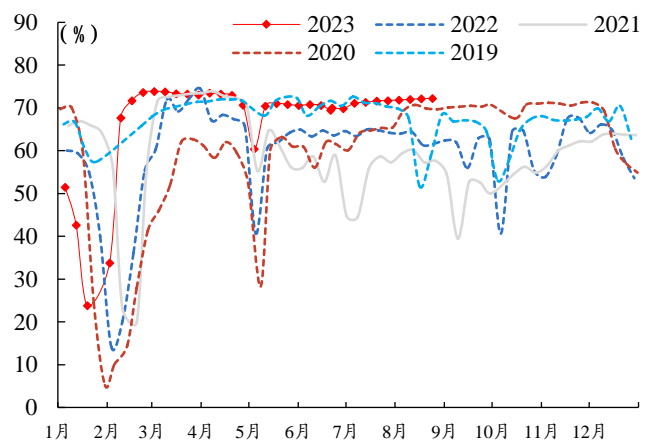
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 20: 我国焦化企业周频开工率



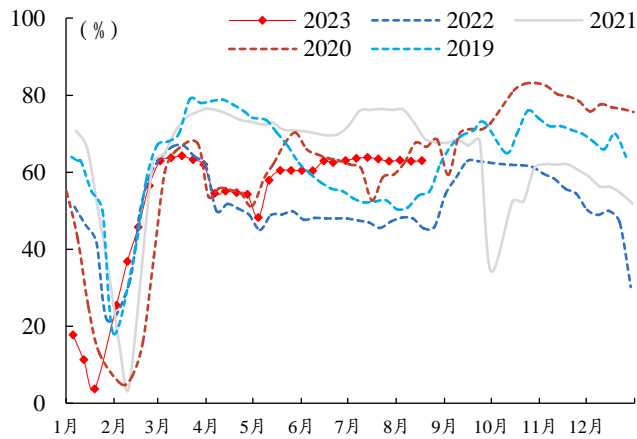
资料来源：Mysteel，Wind，中原证券

图 22: 我国石油沥青周频开工率



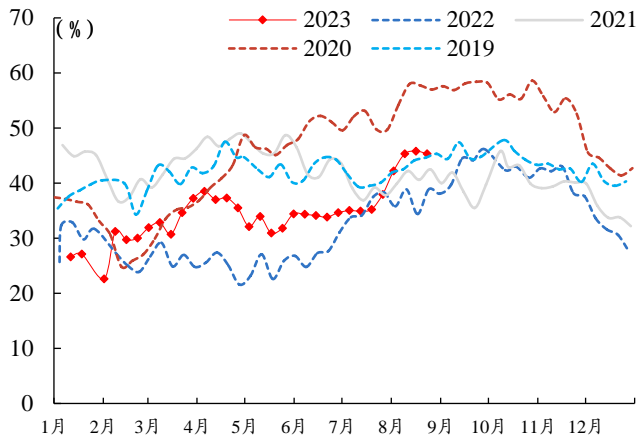
资料来源：百川资讯，Wind，中原证券

图 23: 我国螺纹钢与线材合计周频产量



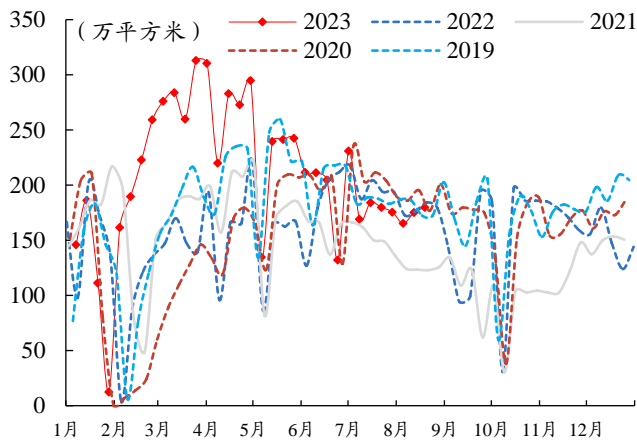
资料来源: Mysteel, Wind, 中原证券

图 25: 我国涤纶长丝织机周频开工率



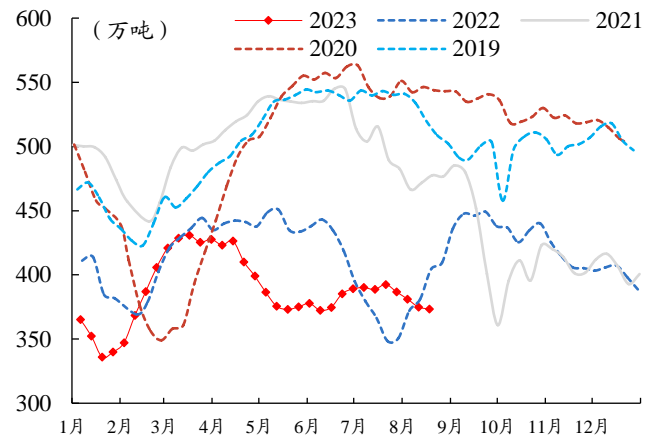
资料来源: 隆众化工, Wind, 中原证券

图 27: 我国主要城市二手房成交面积



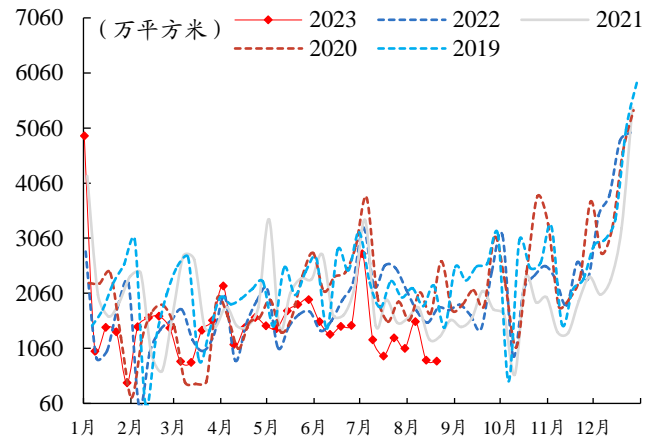
资料来源: 各地房管局、房产信息中心, Wind, 中原证券

图 24: 我国汽车半钢胎周频开工率



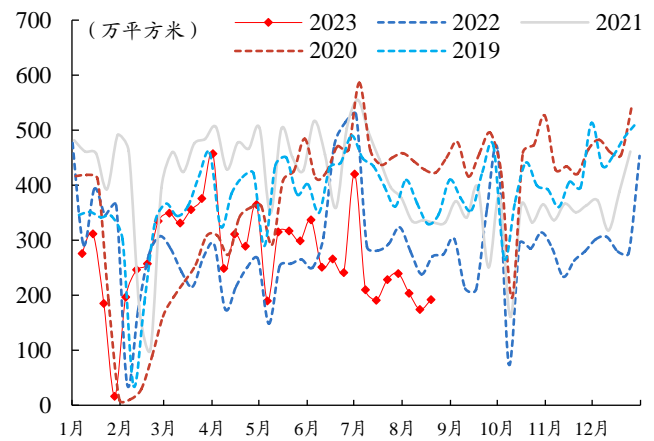
资料来源: 中国橡胶信息贸易网, Wind, 中原证券

图 26: 我国 100 大中城成交土地占地面积



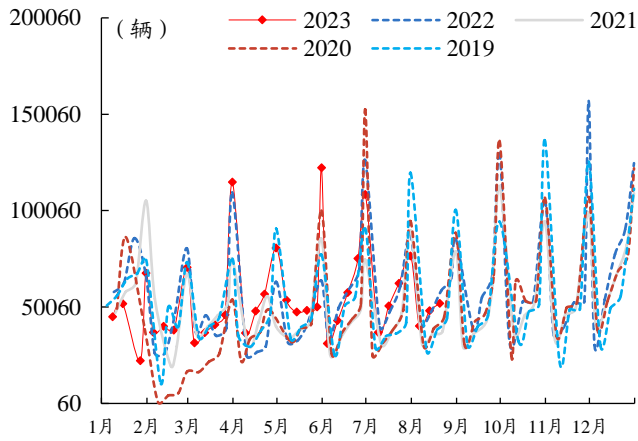
资料来源: 各地房管局、房产信息中心, Wind, 中原证券

图 28: 我国 30 大中城商品房成交面积



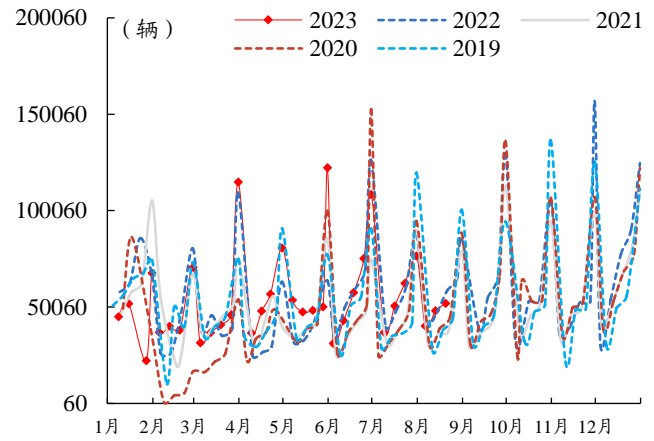
资料来源: Wind, 中原证券

图 29：我国乘用车当周日均销量



资料来源：乘联会，Wind，中原证券

图 30：我国电影票房当周收入值



资料来源：国家新闻出版广电总局，Wind，中原证券

5. 风险提示

宏观政策的落地形式与节奏存在不确定性。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅-10% 至 10% 之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上；
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 5% 至 15%；
观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅-5% 至 5%；
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。