



美国降息预期延后，中国经济金融不及预期

——2023年8月宏观月报

■ 美国经济方面，服务通胀成为美国去通胀“最后一公里”的最大阻碍，住房服务通胀已经开始下降并将在短期支撑核心通胀进一步回落。美国劳动力市场边际上出现转冷迹象，新增就业在雇佣需求回落主导下连续走弱，但失业率和薪资增速仍在劳动力市场供小于求主导下保持强劲。美联储加息周期已在顶部区域，当前美国实际利率水平已超2%，逼近次贷危机以来最高值，货币紧缩的滞后效应仍在传导过程中。前瞻地看，由于经济韧性持续超出市场预期，我们仍需关注未来降息时点延后和降息幅度不及预期的风险。

■ 国内实体经济方面，7月经济修复受阻，动能未能延续6月边际改善的态势，经济数据同比增速超预期大幅放缓，主要由于内外需双双走弱，叠加高温洪涝灾害等负面因素，并对工业和服务业生产修复形成拖累。积极的信号来自于通胀，PPI与CPI相继于6月和7月见底。未来通胀有望温和修复，对企业盈利形成一定利好，但需求疲弱仍将制约通胀修复的斜率。

■ 前瞻地看，考虑到7月政治局会议明确了达成全年经济社会发展目标的要求，8月以来会议部署的各项政策持续密集落地，未来经济工作将围绕经济增速“保5%”展开。在外需持续走弱的背景下，扩大内需将成为各项政策主要抓手。需求端的改善程度将主导生产端修复的斜率，8月季节性因素对生产端的约束将缓解，生产修复或将提速。

■ 金融形势方面，7月全面低于预期。全社会信用扩张减速，新增社融和信贷规模大幅低于预期，社融存量增速降至历史新低8.9%，表明居民、企业、政府三大主体行为继续趋于收缩。由于宏观经济特别是房地产市场修复疲弱，近期信用风险事件频发，指向系统性风险开始抬头。

■ 财政形势方面，二季度以来国内经济修复动能明显放缓，公共财政收入修复受阻、增长承压，叠加债务负担加重，扩张速度边际放缓。“特殊再融资债”或于下半年重启发行，额度约为1.5万亿，重点支持12个债务压力较大的省市，用于置换地方政府部分隐性债务。

■ 宏观政策方面，货币政策率先加力，超预期“非对称”降息。本月央行下调7天逆回购操作利率10bp至1.8%，下调MLF利率15bp至2.50%，1年期LPR利率下调10bp至3.45%，5年期以上LPR利率保持不变，仍为4.2%。本次降息，不论时间点、力度还是非对称结构特征，均超市场预期。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

牛梦琦

宏观研究员

☎: 0755-89278076

✉: niuemengqi@cmbchina.com

王欣恬

宏观研究员

☎: 0755-83199128

✉: xintianwang@cmbchina.com

刘阳

宏观研究员

☎: 0755-83085255

✉: lyldd@cmbchina.com

王天程

宏观研究员

☎: 0755-89278371

✉: wangtiancheng@cmbchina.com

张冰莹

宏观研究员

☎: 0755-83077969

✉: zhangbingying@cmbchina.com



目录

一、美国经济：加息周期已在顶部区域.....	1
二、中国经济：修复遇阻，动能有望改善.....	2
三、宏观政策：精准有力，提振经济.....	6
（一）金融形势：大幅低于预期.....	6
（二）财政形势：扩张边际放缓.....	7
（三）货币政策：超预期降息.....	8

图目录

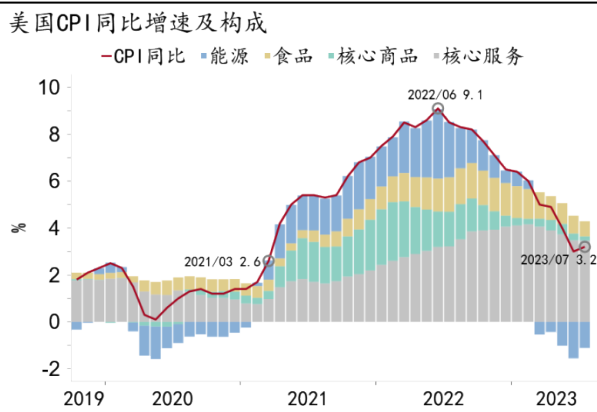
图 1：美国服务通胀仍有韧性.....	1
图 2：美国劳动力市场边际转冷.....	1
图 3：美国商业银行信用供给同比转负.....	2
图 4：史上最快加息周期.....	2
图 5：美国经济结构性放缓.....	2
图 6：美国居民消费表现出超强韧性.....	2
图 7：商品和餐饮消费修复动能分化.....	3
图 8：商品消费动能全面回落.....	3
图 9：基建投资增长承压.....	4
图 10：房地产投资降幅持续走阔.....	4
图 11：进、出口同比降幅继续走阔.....	4
图 12：内外需整体走弱.....	5
图 13：生产修复遇阻.....	5
图 14：CPI、PPI 通胀或均已见底.....	5
图 15：工业企业利润有望改善.....	5
图 16：7 月信贷新增 3,459 亿.....	6
图 17：7 月新增社融低于预期，同比仍然少增.....	6
图 18：居民存贷款剪刀差仍维持在 10.1pct 的高位.....	7
图 19：7 月 M2-M1 剪刀差扩张至 8.4pct.....	7
图 20：财政收支进度均不及往年均值.....	8
图 21：二季度以来财政扩张力度边际收敛.....	8

一、美国经济：加息周期已在顶部区域

服务通胀成为美国去通胀“最后一公里”的最大阻碍。7月美国CPI通胀3.2%，较前值反弹0.2pct终结十二连跌，略低于市场预期；核心CPI通胀4.7%，较前值再回落0.1pct，符合市场预期。从服务通胀结构看，住房服务通胀已经开始下降，高利率对房地产市场的压制正在向租赁市场传导。非住房服务通胀仍处高位，这部分通胀对利率水平敏感度较低，持续受到紧张劳动力市场的支撑。前瞻地看，住房服务分项仍将在短期支撑核心通胀进一步回落。

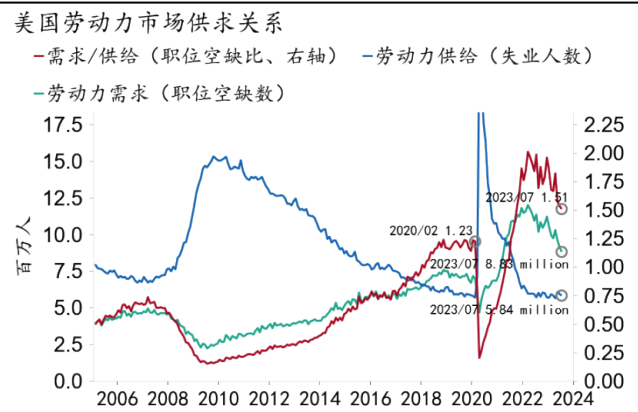
美国劳动力市场边际转冷。7月美国新增非农就业人数18.7万（市场预期20.0万），失业率3.5%（市场预期3.6%），平均时薪同比增速4.4%（市场预期4.2%），环比增速0.4%（市场预期0.3%）。当下美国劳动力市场的整体图景，是新增就业在雇佣需求回落主导下连续走弱，但失业率和薪资增速仍在劳动力市场供小于求主导下保持强劲。前瞻地看，高利率主导下的企业雇佣需求回落仍将继续，新增就业大概率将进一步转冷。劳动力市场供需缺口将相应进一步收敛，薪资增速随之冷却。由于劳动力供给或持续短缺，未来失业率的上行幅度可能不会很大。

图1：美国服务通胀仍有韧性



资料来源：Wind，招商银行研究院

图2：美国劳动力市场边际转冷



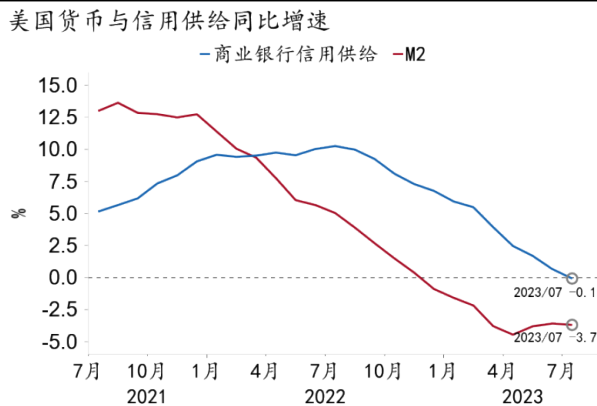
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

美国金融条件继续收紧。一是美国股市于2023年7月阶段性见顶，高利率对风险资产价格的压制重新占据主导地位，标普500指数较7月高点累计下跌2.4%。二是美联储持续缩表令货币供给连续8个月同比收缩，至今年7月跌幅已走阔至3.7%。三是美国商业银行信用供给增速陡峭回落，从去年7月高点10.3%大幅下行至今年7月的-0.1%，同比转负。前瞻地看，随着利率在高位保持更久，金融条件仍将进一步收紧。

美联储加息周期已在顶部区域，美联储开始关注货币紧缩滞后效应。鲍威尔在2023年Jackson Hole全球央行年会上表示，目前的利率水平已经显著高于中性政策利率水平的主流估算值，货币紧缩的滞后效应仍在传导过程之中。以政策利率下限减去CPI通胀计，当前美国实际利率水平已超2%，逼近次贷危机以来最高值。本轮加息周期够快、够高但不够久，对货币紧缩滞后效应的

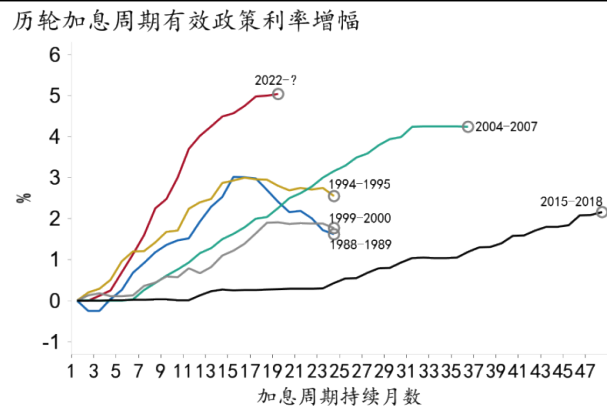
把握就更为困难。鲍威尔表示美联储并不能明确指出中性利率的水平，也无法确定货币紧缩的滞后时长，故未来的利率决议仍将基于数据。

图 3：美国商业银行信用供给同比转负



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

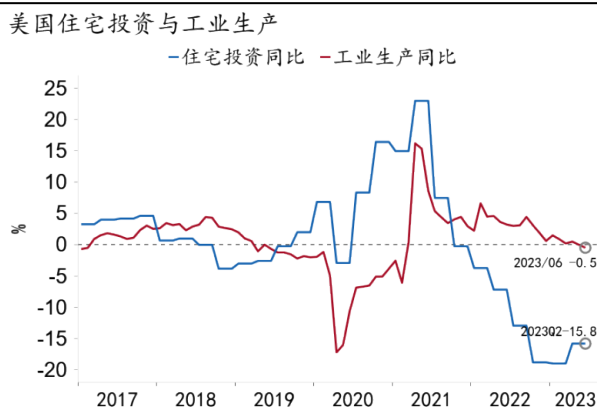
图 4：史上最快加息周期



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

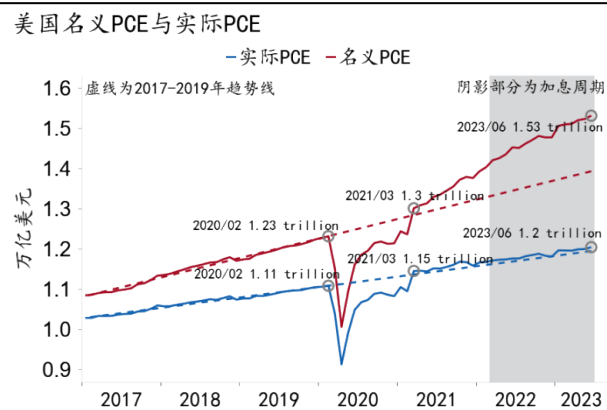
紧缩政策带来了结构性放缓，但整体上看经济仍表现出了超预期韧性。从住宅投资和工业生产看，经济活动确实在放缓，两者同比增速均已转负。然而，GDP 增长，尤其是居民消费，表现出了超强韧性，地产行业也有一定的复苏迹象。持续高于趋势的增长水平无疑加剧了美国通胀前景的复杂性。更重要的是，劳动力市场仍处供小于求的状态，雇佣需求收缩并未带来失业率的上行。

图 5：美国经济结构性放缓



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 6：美国居民消费表现出超强韧性



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，随着核心通胀的进一步回落，叠加劳动力市场持续转冷，本轮美联储加息周期或已见顶。由于经济韧性持续超出市场预期，我们仍需关注未来降息时点延后和降息幅度不及预期的风险。

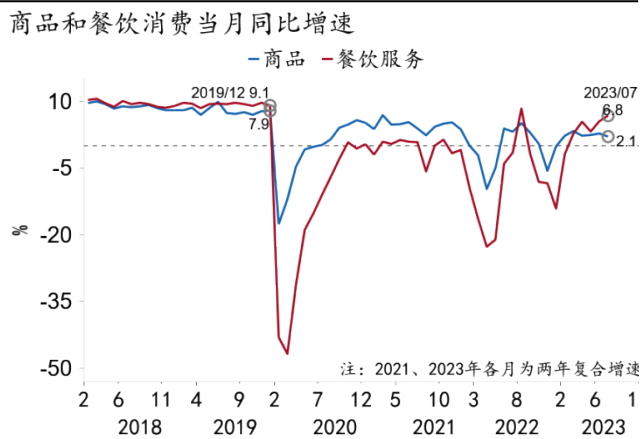
二、中国经济：修复遇阻，动能有望改善

7月经济修复遇阻，动能未能延续6月边际改善的态势，经济数据同比增速超预期大幅放缓，主要由于需求不足叠加高温洪涝灾害等负面因素，并对供给形成拖累。

一方面，内需仍然疲弱。消费动能不足，社会消费品零售总额当月同比增速较上月继续下降 0.6pct 至 2.5%，两年复合增速较下降 0.5pct 至 2.6%。社会

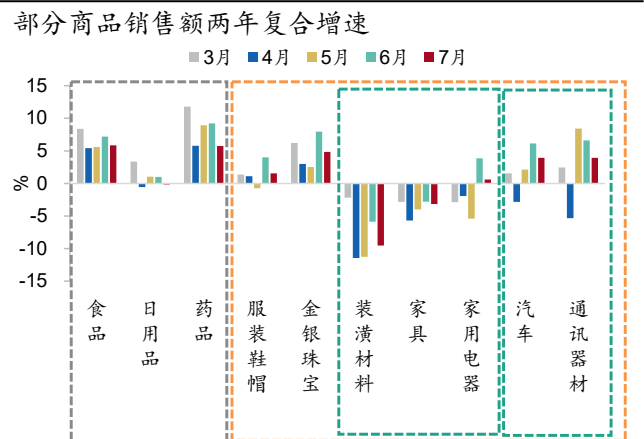
消费品零售总额季调环比-0.06%，同比增速仅为 2.5%，不到市场预期（5.3%）的一半。虽然服务消费保持强劲，但商品消费大幅走弱。大宗耐用品类消费修复动能回落，7 月汽车和家电类消费两年复合增速下行 2.2pct、3.2pct 至 3.9%、0.6%，建材、家具类消费收缩加剧。暑期出行社交类消费需求虽较为旺盛，但收入修复偏弱压制居民消费能力。7 月末政治局会议指明扩大消费的发力方向为汽车、电子产品、家居等大宗消费，但政策落地显效或存在时滞。8 月社零同比增速或继续回落，实际动能或低位企稳。

图 7：商品和餐饮消费修复动能分化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

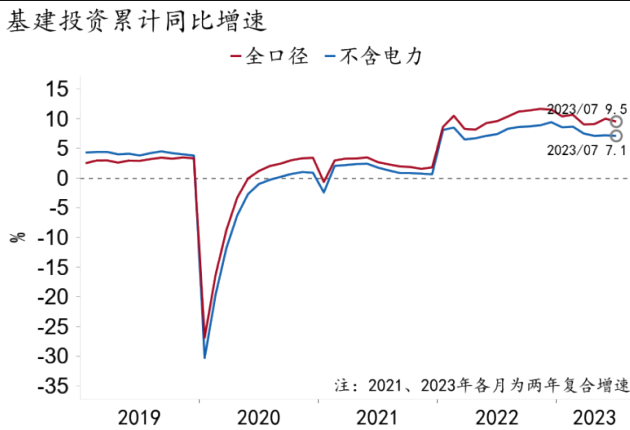
图 8：商品消费动能全面回落



资料来源：Wind，招商银行研究院

固定资产投资连续第二个月环比收缩，累计同比增速下行 0.4pct 至 3.4%，两年复合累计同比增速亦下行 0.4pct 至 4.5%，变化方向与市场预期相反。其中，全口径基建投资当月同比增速大幅下降 6.4pct 至 5.3%，为去年 4 月以来最低，累计增速下降 0.8pct 至 9.4%，两年复合累计同比增速下降 0.2pct 至 9.5%。制造业投资增速较 6 月下降 1.7pct 至 4.3%，为 2020 年 10 月以来最低，累计同比增速下降 0.3pct 至 5.7%，两年复合累计同比增速下降 0.4pct 至 7.8%。房地产市场延续收缩态势，商品房销售景气度继续下滑，销售面积和金额两年复合跌幅均超过 26%，区域降幅分化：房地产投资降幅继续走阔，7 月同比增速较 6 月下行 1.9pct 至 -12.2%，累计同比增速下行 0.6pct 至 -8.5%。房地产销售未见起色，房企土地购置、新开工等前端增量行为加速收缩，后端存量投资独木难支。7 月末政治局会议提出在房地产领域通过发展化解风险的思路，但低迷态势难以即刻扭转。8 月房地产相关指标同比增速或继续显著下行。

图 9：基建投资增长承压



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

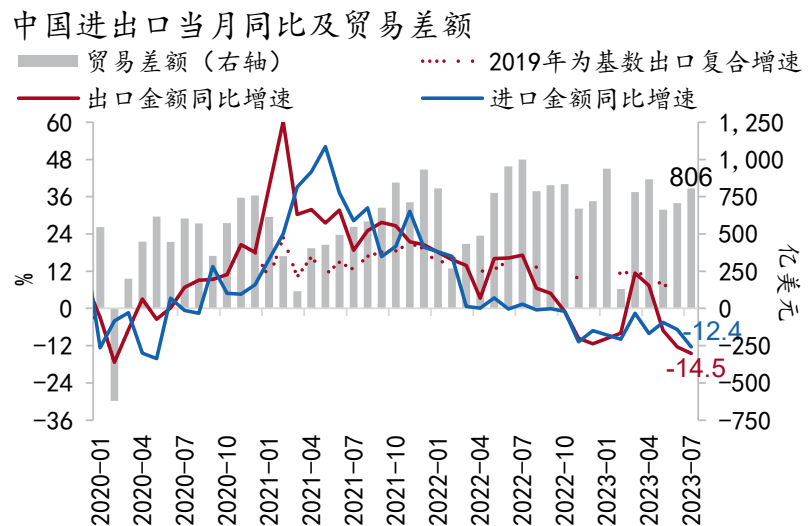
图 10：房地产投资降幅持续走阔



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

另一方面，**外需继续走弱**。出口新订单指数连续五个月环比下降，单月出口收缩幅度超预期，同比降幅较 6 月扩张 2.1pct 至 -14.5%。令人担忧的是，中美脱钩的负面影响在加速显现。贸易方面，上半年美国进口商品中，中国所占份额仅为 13.3%，较 2017 年峰值下降了 8.3pct，创下 2003 年以来新低。金融方面，二季度国际收支口径下我国 FDI 流入仅为 49 亿美元，创下 1998 年有数据以来最低，较去年同期下降近九成（87%）；净流出达 -341 亿美元，延续快速走阔态势。

图 11：进、出口同比降幅继续走阔



资料来源：Wind，招商银行研究院

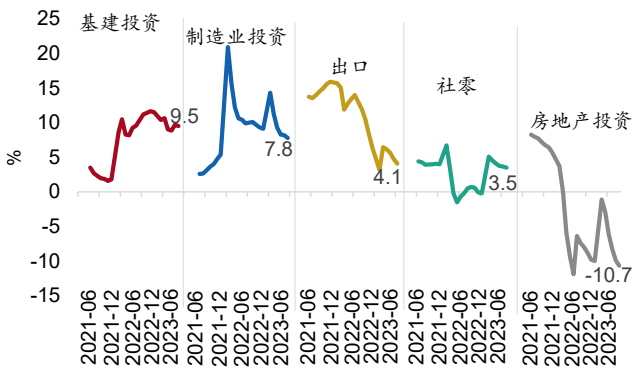
内外需双双走弱，叠加高温洪涝灾害等负面因素拖累，工业和服务业生产修复遇阻。7 月规上工业增加值同比增速再度放缓，较 6 月下降 0.7pct 至 3.7%，两年复合增速下降 0.4pct 至 3.7%，季调环比 0.01%，明显弱于季节性水平。服务业生产指数同比增速下降 1.1pct 至 5.7%，两年复合增速下降 0.9pct 至 3.1%。就业方面，城镇调查失业率小幅上升 0.1pct 至 5.3%，位于疫前同期水平上沿。



图 12: 内外需整体走弱

出口、投资和消费累计同比 (2023年7月)

注: 2021、2023年各月为两年复合增速

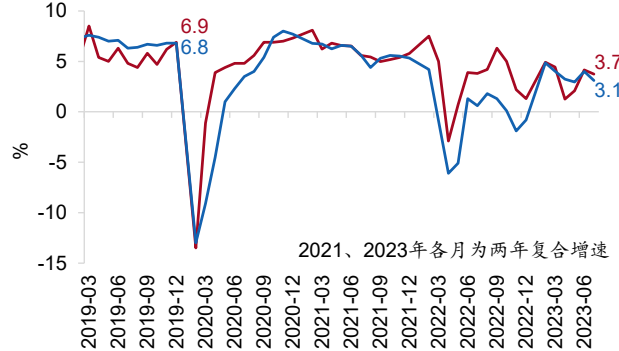


资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 13: 生产修复受阻

工业与服务业生产同比增速

— 工业增加值 — 服务业生产指数

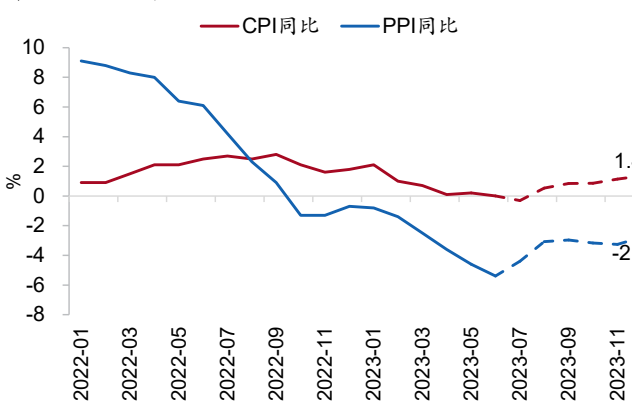


资料来源: Wind, 招商银行研究院

不过,积极的信号来自于通胀,PPI与CPI相继于6月和7月见底。7月CPI同比增速-0.3%,环比增速0.2%,近六个月首次转正;PPI同比增速-4.4%,跌幅近七个月首次收敛。未来通胀有望温和修复,对企业盈利形成一定利好,但需求疲弱仍将制约通胀修复的斜率。受量缓、价跌、成本费用压力仍然较大的作用,7月规上工业企业利润两年复合降幅明显走阔6.4pct至-10.1%,1-7月规上工业企业利润累计同比降幅收窄1.3pct至-15.5%。

图 14: CPI、PPI 通胀或均已见底

中国通胀走势及预测

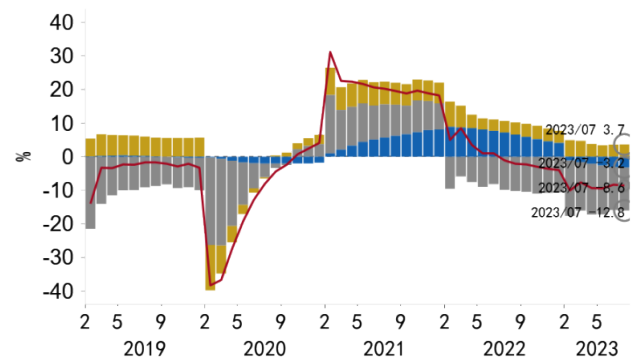


资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 15: 工业企业利润有望改善

工业企业利润三因素拆分: 累计同比

— 工业企业利润 — 工业增加值 — 营收利润率 — PPI



资料来源: Wind, 招商银行研究院

前瞻地看,考虑到7月政治局会议明确了达成全年经济社会发展目标的要求,8月以来会议部署的各项政策持续密集落地,未来经济工作将围绕经济增速“保5%”展开。在外需持续走弱的背景下,扩大内需将成为各项政策主要抓手。8-9月,社零同比增速或继续回落,实际动能或低位企稳。基建投资受剩余新增专项债在三季度全部发行完毕支撑,增长动能有望出现反弹。制造业投资仍受到内外需求不足和盈利预期疲弱的制约,增长动能或继续边际走弱。房地产相关指标同比增速或继续显著下行。出口环比动能或持续弱于疫前季节性水平,但同比增速有望随去年基数走低而见底改善。需求端的改善程度将主导生产端修复的斜率,8月季节性因素对生产端的约束将缓解,生产修复或将提速。

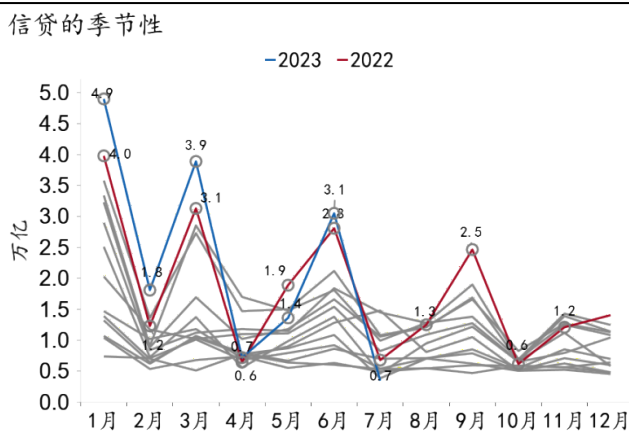
三、宏观政策：精准有力，提振经济

(一) 金融形势：大幅低于预期

金融形势方面，7月全面低于预期。一是，全社会信用扩张减速，新增社融和信贷规模大幅低于预期。人民币贷款和社融分别新增3,459亿和5,282亿，而市场预期分别为8,446亿和1.12万亿。贷款方面，受经济内生动能疲弱、政策落地节奏缓慢，叠加季末冲高效应消退的拖累，企业贷款新增2,378亿，同比少增499亿，其中，中长贷同比少增747亿，短贷同比多减239亿，票据净融资同比多增461亿。尽管近期房地产政策因城施策进一步放宽，但末端销售降幅仍在扩大，叠加存量房贷利率调整方案仍未出台导致提前还贷现象仍存，年内居民贷款再现收缩。居民贷款减少2,007亿，同比少增3,224亿，其中，中长贷减少672亿，短贷减少1,335亿。社融方面，政府债和表内信贷是主要拖累项。7月新增政府债融资4,109亿，同比多增111亿，环比少增1,262亿，近期政治局会议提出“加快地方政府专项债发行和使用”，监管部门要求新增专项债需在9月底发行完毕，预计8、9月发行将放量，或带动社融存量增速回升。

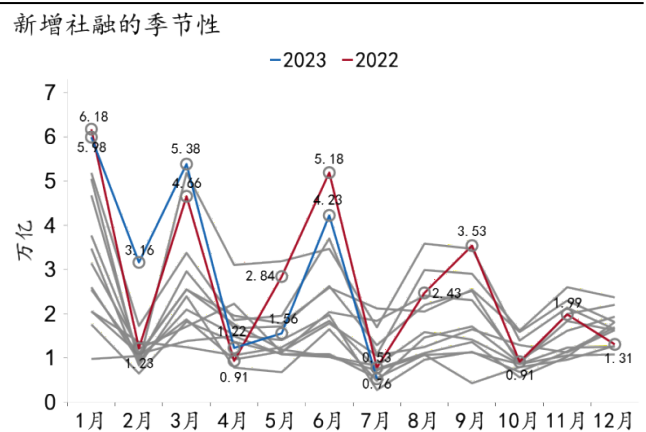
二是由于宏观经济特别是房地产市场修复疲弱，近期信托和债券信用风险事件频发，指向系统性风险开始抬头。1-7月新增非标总额为102亿，同比多增8,727亿，其中信托贷款同比多增4,607亿，支撑社融。然而，如果近期信托风险进一步发酵，或影响未来非标融资恢复。另外，市场对风险传染的担忧，或进一步加剧经济主体的收缩行为，不利于房地产市场和资本市场的修复。

图 16: 7月信贷新增 3,459 亿



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 17: 7月新增社融低于预期, 同比仍然少增

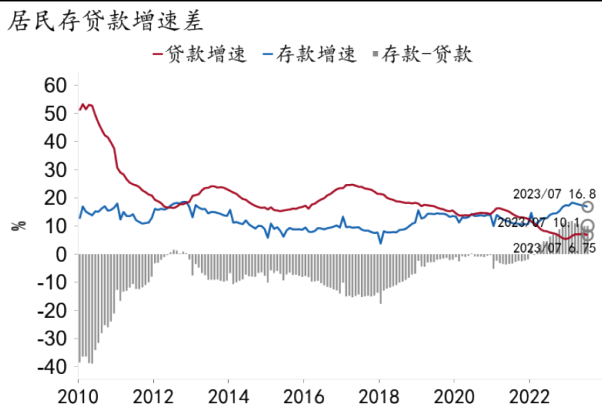


资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

三是，存款派生下降拖累货币供给。7月M2同比增速下降0.6pct至10.7%。居民端，在银行存款利率下调的大背景下，季末回表压力释放后，7月理财规模迅速回升约1.6万亿，叠加居民继续提前还款，居民存款减少8,093亿，同比多减4,713亿。企业端，信贷增速放缓制约存款派生，另外企业利润和产成品价格仍需时日恢复，企业现金流或仍承压，企业存款减少1.5万亿，同比多减4,900亿。受经济活跃度不强和企业信心不足影响，7月M2-M1剪刀差扩张至8.4pct，仍高于近五年均值4.2pct。政府端，尽管政府债融

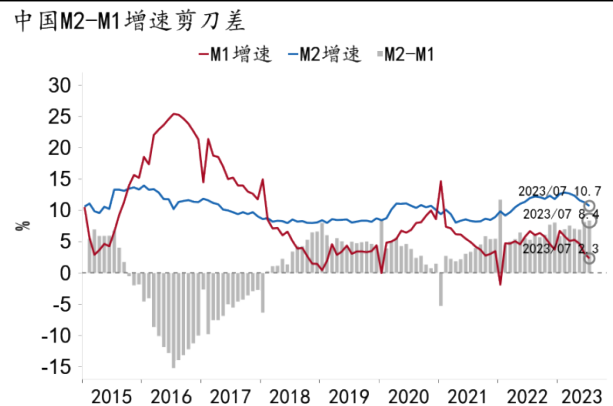
资进度仍偏慢，但受缴税季节性影响，7月财政存款增加9,078亿，同比多增4,215亿。

图 18: 居民存贷款剪刀差仍维持在 10.1pct 的高位



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 19: 7月 M2-M1 剪刀差扩张至 8.4pct



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

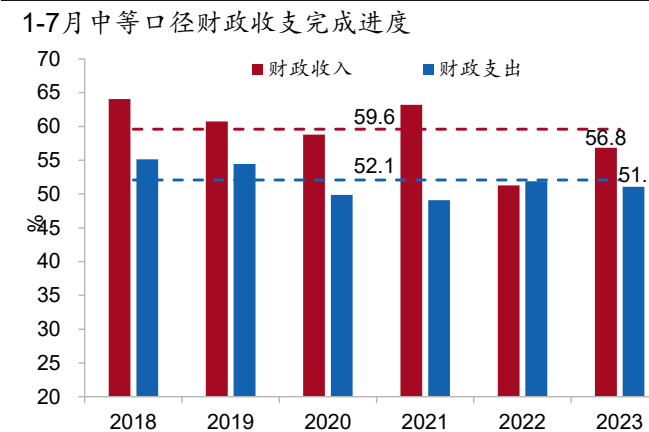
（二）财政形势：扩张边际放缓

财政形势方面，二季度以来国内经济修复动能明显放缓，公共财政收入修复受阻、增长承压，叠加债务负担加重，扩张速度边际放缓。从预算完成进度来看，收入不足掣肘支出力度，财政收支进度均不及往年。中等口径下，1-7月财政收支累计完成进度分别为56.8%和51.1%，较前五年均值低2.8pct和1.0pct。而实际赤字规模32,840亿元，较前五年均值高11,600亿元，表明财政收支压力之下，需大量使用赤字弥补缺口。

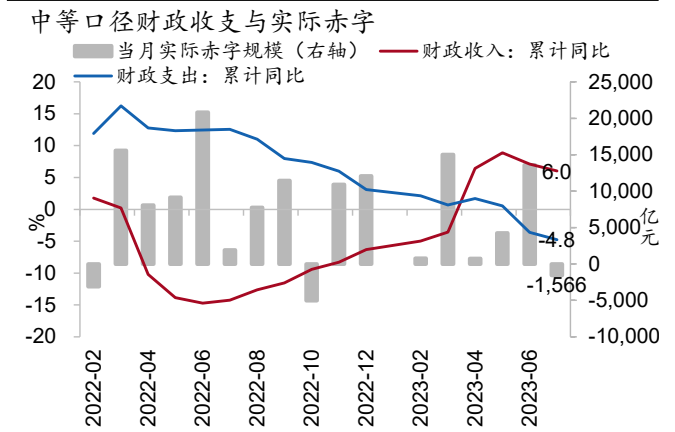
剔除留抵退税的影响，基于可比口径分析，7月财政收支体现出以下三个特征：一是公共财政收入修复缓慢，非税收入延续大幅收缩；二是公共财政支出降幅收窄，扩张放缓；三是政府性基金收支低迷，政策效果仍待显现。前瞻地看，地方政府债券将加速发行，“一揽子化债方案”将实质性落地，地方政府财政压力和债务负担有望缓解。经济修复曲折前进，财政收入有望缓慢恢复性增长，财政支出有望提速。

“特殊再融资债”或于下半年重启发行，额度约为1.5万亿，重点支持12个债务压力较大的省市¹，用于置换地方政府部分隐性债务。特殊再融资债券纳入债务预算分类管理，发行需占用地方政府债务额度。截至今年6月底，我国地方政府债务空间（债务限额-债务余额）为2.6万亿，空间整体有限且区域分布不均，或由财政部进行跨省调配。短期来看，发行特殊再融资债有利于增强市场信心，缓解地方政府债务压力，降低利息负担。中长期来看，此举受到的限制较多，需与其他化债工具配合使用。在节奏上，考虑到8、9两月为新增专项债券集中发行的高峰，并且国债发行也将提速，特殊再融资债券的发行或与之错峰，集中在四季度。

¹天津、黑龙江、湖北、新疆、河南、江西、陕西、甘肃、内蒙古、贵州、云南、重庆等12个省市宽口径债务率较高。宽口径债务率=（城投有息负债+地方政府债务余额）/地方政府综合财力。

图 20：财政收支进度均不及往年均值


资料来源：Wind，招商银行研究院

图 21：二季度以来财政扩张力度边际收敛


资料来源：Wind，招商银行研究院

（三）货币政策：超预期降息

7月政治局会议后各部门密集出台政策，聚焦房地产、资本市场、民营经济、平台经济、外资等方面，但市场反应总体平淡，指向既有政策难以实质性提振信心。有鉴于此，货币政策率先加力，超预期“非对称”降息。

8月15日，央行下调7天逆回购操作利率10bp至1.8%，下调MLF利率15bp至2.50%。8月21日，央行宣布1年期LPR利率下调10bp至3.45%，5年期以上LPR利率保持不变，仍为4.2%。

本轮降息，不论时间点、力度还是非对称结构特征，均超出市场预期。从时间点和力度来看，这是MLF工具创设以来，除2020年4月疫情暴发初期外，首次仅时隔2个月就再次下调MLF利率，且降幅比当时扩大5bp。从结构特征来看，本轮降息呈现“非典型”“非对称”特征，一是两期限LPR利率降幅均不及MLF；二是1年期LPR利率调降幅度大于5年期以上。

在我国经济内外需求不足、经济运行面临新的困难挑战之下，央行本次降息主要考量因素有四。一是经济修复动能疲弱，信贷需求低于预期，“稳增长”是当务之急。二是通胀再次触底，实际利率仍在高位，“降成本”迫在眉睫。三是房企信用风险再现，市场担忧情绪上涨，“防风险”刻不容缓。四是美联储加息周期见顶，货币政策外部约束暂缓，货币政策决策中内部均衡权重上升。

同时，面对日趋复杂的经济金融形势，货币政策亟待进一步提升效能、节约空间。因此，本次央行选择非典型非对称式调降LPR，试图兼顾稳定商业银行净息差和优化房贷利率调整方式。一方面，近年来商业银行经营压力持续加大。今年上半年，商业银行累计实现净利润1.3万亿元，同比仅增长2.6%，增速较去年同期下降4.5个百分点。此次5年期以上LPR保持不变，有助于增强商业银行支持实体经济的可持续性。另一方面，房贷利率调整方式正逐步优化。对于新增房贷，当前各城市可通过因城施策调整加点，压降房贷利率。对于存量房贷，央行正考虑调整存量房贷利率。



总体而言，本轮降息表明货币政策“稳增长”诉求仍然明确，但未来货币政策需在多目标中取得平衡。考虑到目前扩内需、提信心和防风险仍是宏观政策最重要的三大目标，年内宏观政策或仍有宽松空间

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇