

## 宏观点评 20230915

# 降准不降息的宏观逻辑

2023年09月15日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwwzq.com.cn

### 相关研究

《3.7%! 美国 8 月通胀怎么了?》

2023-09-13

《8 月社融: 力挽狂澜?》

2023-09-11

■ 今年的货币政策操作很微妙, 3 月降准, 6 月才降息; 而 8 月降息, 9 月就降准... 回顾去年大会以来的货币政策, 一个直观的感受是越来越快, 如图 1 所示, 从去年 11 月底至今货币政策宽松操作的时间间隔呈现有趣的递减特征, 五次操作之间分别隔着 4、3、2、1 个月。那我们自然要问, 会不会出现同月既降准又降息? 以及 10 月是不是会继续降息?

■ 对于前一个问题的回答是, 不太可能。因为单月降准+降息是“极端”模式, 如图 2 所示, 最近三次出现类似的情况是在 2020 年(4 月)、2015 年(4 月、9 月)和 2008 年(10 月和 12 月), 分别对应着疫情冲击, 新兴市场衰退和 2008 年金融危机。中国当前经济虽然存在内生动力不足的问题, 但尚未到如此严峻的地步, 从今天公布的 8 月数据可见一斑, 消费的韧性还在, 部分行业如汽车依旧保持不错的势头, 基建和制造业投资也出现了反弹。

■ 对于后一个问题的回答是, 有可能。从政策组合上看, 在当前的经济背景下, 财政如果谨慎些, 那货币政策就要积极一些。从政策效果来看, 10bp 托不住地产(今年 5 年期 LPR 利率只降了 10bp), 而单靠二手房和一线城市改善性需求可能并不足以扭转乾坤。

■ 工业生产: 汽车是今年的中流砥柱, 计算机电子行业迎来拐点? 今年以来汽车制造一直是工业生产最主要的拉动之一, 同时也是 8 月增长动能最好的行业(图 5)。8 月令人意外的是, 极端的天气似乎并没有对工业生产产生太多影响, 环比 0.5% 的工业增速基本与历史同期平均水平相符。其中值得注意的是计算机电子行业的生产开始明显回暖, 叠加全球半导体销售的积极信号, 这可能是部分中游制造业逐步向补库存转变的重要标志之一。除此之外, 化学原料和制品行业 5 月以来也一直表现亮眼, 部分高耗能行业的反弹也能解释为何当前工业用电量和工业生产之间的分化。

■ 制造业: 反弹的动能来自何处? 继 8 月制造业 PMI 打破极端天气的“阴霾”之后, 制造业投资也迎来反弹, 当月同比增速上涨至 7.1% (前值 4.3%)。制造业的一大“彩蛋”在于民间制造投资的形势正在边际好转: 近段时间私营企业利润表现比其他企业类型“略胜一筹”, 且 7 月民间制造投资相对整体投资的表现略有改善(8 月数据尚未公布)。

从制造业投资的具体产业上看, 大部分行业正感受宏观的“逆风”。不过部分中下游行业仍是逆风局下的“亮眼项”, 其中通用设备、专用设备、食品制造、纺织业等行业就成为了 8 月制造业投资的主要支撑力量。我们在之前的报告中提出, 今年以来工业企业利润复苏情况为“中游>下游>上游”, 此复苏格局也带动制造业中下游投资相对更加稳健。

■ 基建: 广义上、狭义下, 公用事业是关键。8 月广义基建投资同比增速录得 6.2% (前值 5.3%), 此次基建投资的加速更多是靠电热水供应板块予以支撑。不过剔除公用事业板块的狭义基建同比增速仅为 3.9% (前值 4.6%), 交通仓储、水利和公共设施投资均有“降温”, 尤其是铁路投资同比增速下滑明显。

专项债发行提速为基建投资吃下“定心丸”。“好消息”是 8 月新增专项债发行明显提速, 且财政部已公开表示“今年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕”。鉴于新增专项债发行规模拐点通常领先于基建投资约 3 个月, 我们预计四季度基建投资增速将会回暖。

■ 消费: 超预期好转, 还得靠出行主题。8 月社零同比录得 4.6%, 两年复合(2022-2023 年, 下同)增速反弹至 5.0% (7 月为 2.6%), 也对应了 8 月信贷中居民短期贷款大幅回升。考虑到 8 月服务业 PMI 读数回

落反映暑期拉动因素边际转弱，这次社零的回升或反映两层积极内涵：第一是年中促消费政策历经两个月的陆续出台后，其刺激效力逐步开始显现；而更深一层则是长时间制约消费的信心与收入因素可能开始企稳。

**分项来看，不同需求的分化现象依然显著。出行继续成为最大的拉动因素：**石油及制品、汽车项以及餐饮零售额 8 月复合同比增速居前，且复合同比涨幅较 7 月均有大幅走阔。石油及制品项主要受国际原油涨价影响（8 月国内汽油价格环比上涨 4.9%）；汽车消费在暑期需求推动下复合同比增速走阔至 8.2%，8 月汽车销售额当月同比增速（1.1%）略低于销量（乘联会口径 2.2%）可理解为促消费政策的发力。而地产关联消费项家具、家电、装潢以及办公用品在楼市企稳前仍偏低迷。

**往后消费回升的趋势比较明朗。**一方面是乐观因素不断显现，如存量房贷降息、降税类政策的出台已对居民起到稳预期效果；另一方面是去年 9 月开始因疫情扰动基数走低。叠加“金九银十”效应，四季度社零同比读数有望继续回升。

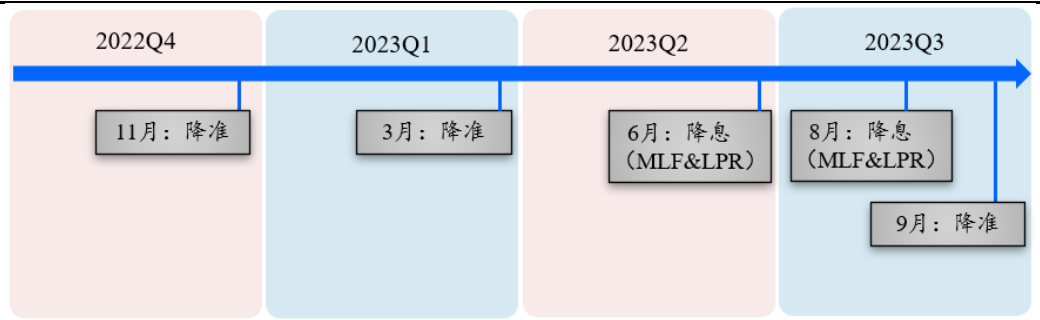
- **地产：继续筑底。**8 月地产投资同比小幅收窄至-11%。8 月初极端天气持续扰动下，竣工面积同比增速大幅回落至 11%，施工面积降幅进一步下探至-33%；销售面积降幅连续三个月收窄。

**进入政策效果观测期，地产量价数据的回升成色成为下一个博弈点。**  
“认房不认贷”等地产放松政策集中在 8 月底落地，市场对 8 月数据并无过多期待，而 9 月数据则关系到后续是资本市场&经济企稳还是政策进一步加码。结合高频数据来看，进入 9 月后地产销售确有积极修复：政策效力已经快速反映在二手房成交面积同比转正上，但与地产周期关联更紧密的新房成交面积同比降幅仅是收窄，我们认为目前断定地产整体回暖还尚需观察。

**后续地产销售若好转，其带动房企资金进而支撑投资端的效果预计需要一定时间传导，**若城市更新改造与金融支持均无超预期力度，年内地产投资大概率继续弱企稳。不过 8 月之后去年同期基数开始走低，四季度地产同比降幅可能收窄。

- **风险提示：**东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。欧美经济超预期陷入衰退，拖累我国出口；政策出台过慢，导致经济动力和市场信心再次下降。

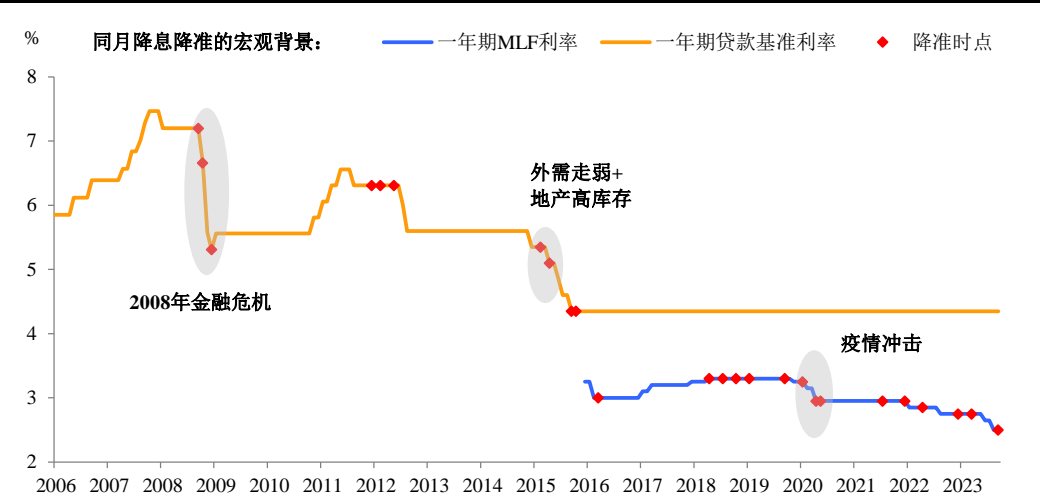
图1: 货币政策宽松操作的时间间隔越来越短



注: 以降准降息的宣布日为准。

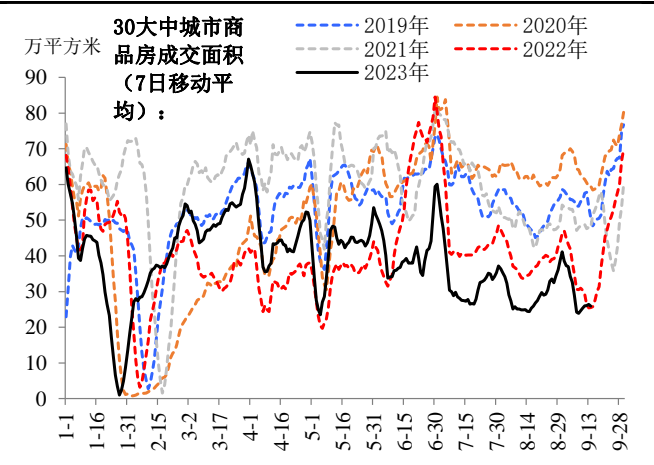
资料来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所绘制

图2: 最近三次出现同月降准降息的情况



资料来源: 中国人民银行, Wind, 东吴证券研究所绘制

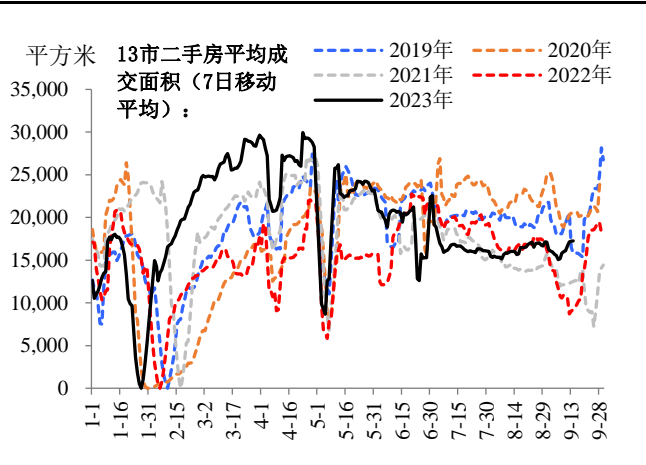
图3: 商品房成交面积同比收窄



注: 该数据不包括二手房数据

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

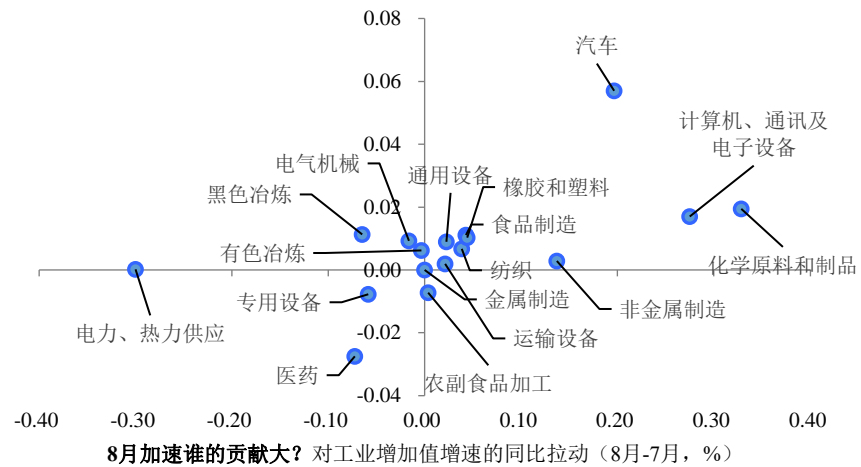
图4: 二手房成交面积同比转正



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

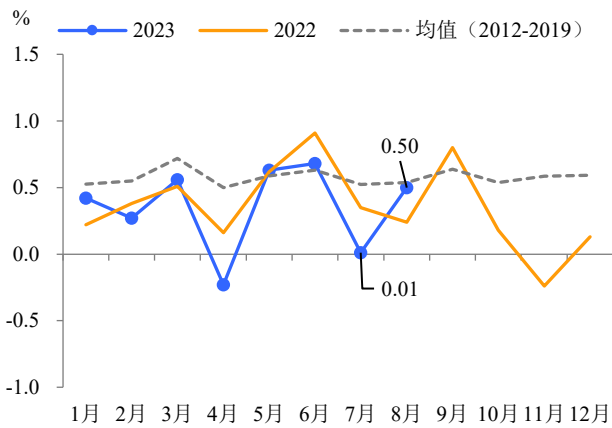
图5: 8月工业生产: 同比改善谁的贡献大?

是否加速? 两年复合平均同比增速之差 (8月-7月, %)



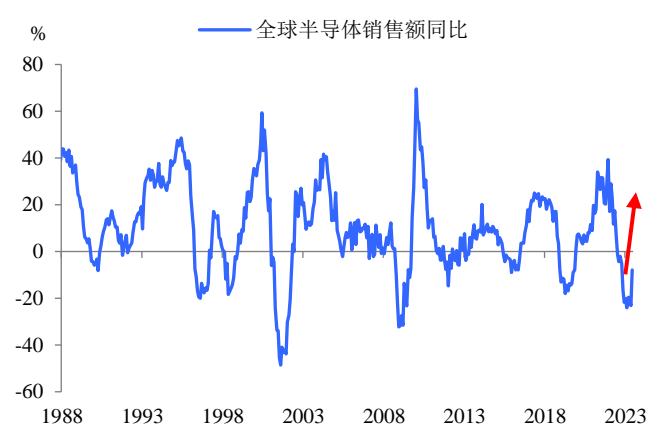
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 8月工业生产环比未受天气影响恢复到正常水平



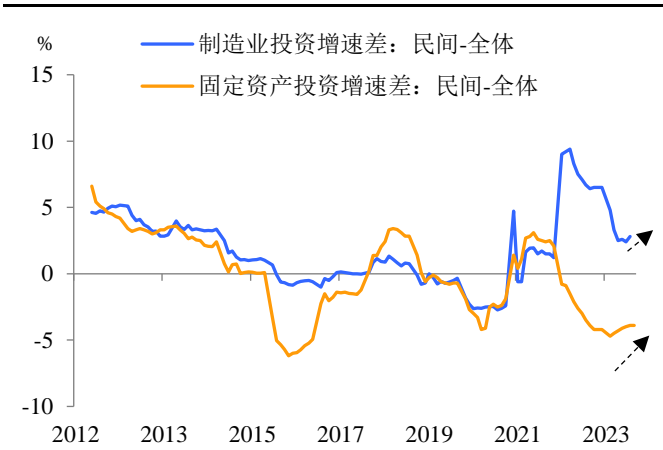
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 全球半导体周期出现积极变化



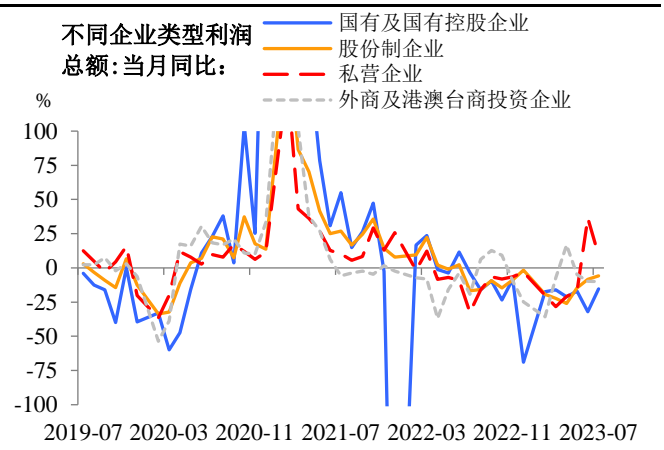
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 民间制造投资活跃度初步上涨



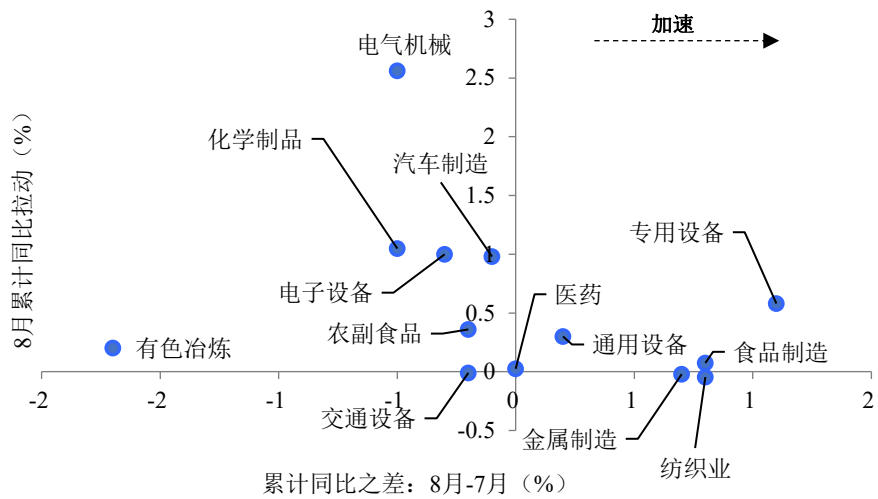
注: 8月民间制造业投资的数据尚未公布。  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 近期民营企业利润表现“略胜一筹”



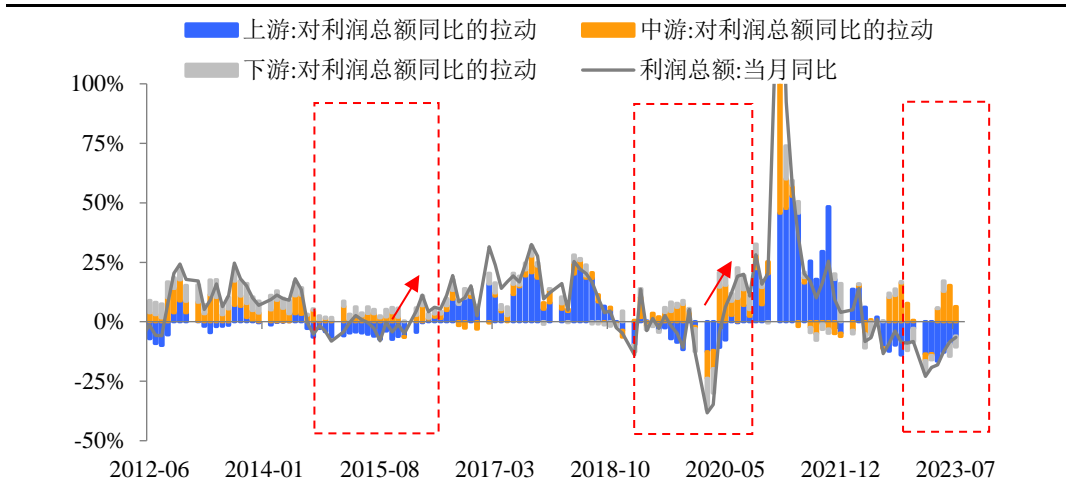
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2023年8月部分行业制造业投资的变动: 仍是少部分中下游行业在升温



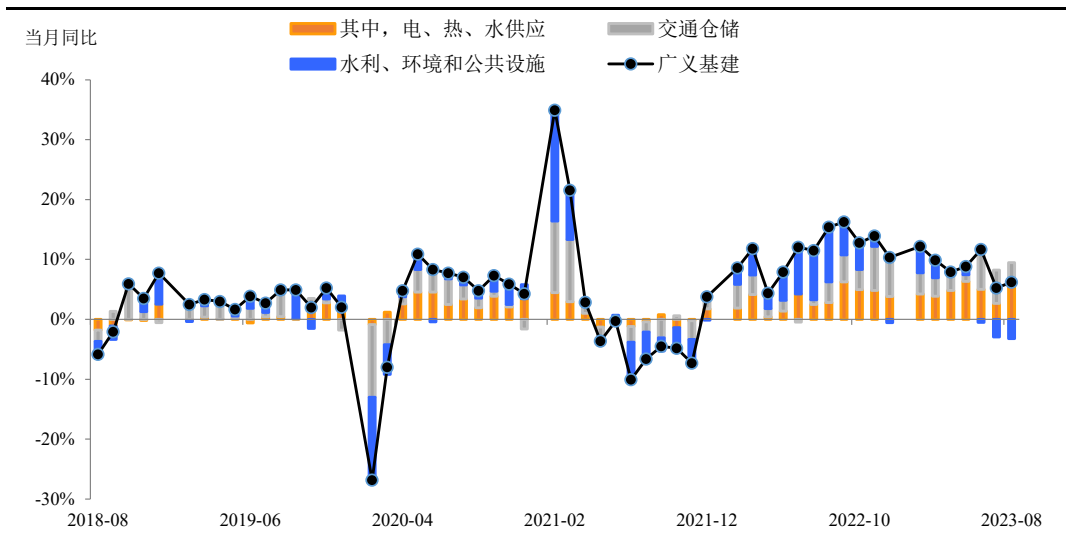
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 今年以来工业企业利润复苏情况为“中游>下游>上游”



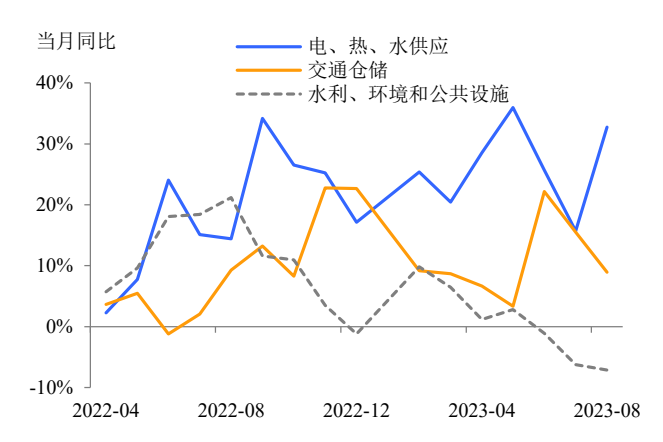
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023年8月公用事业板块对基建增速形成有力支撑



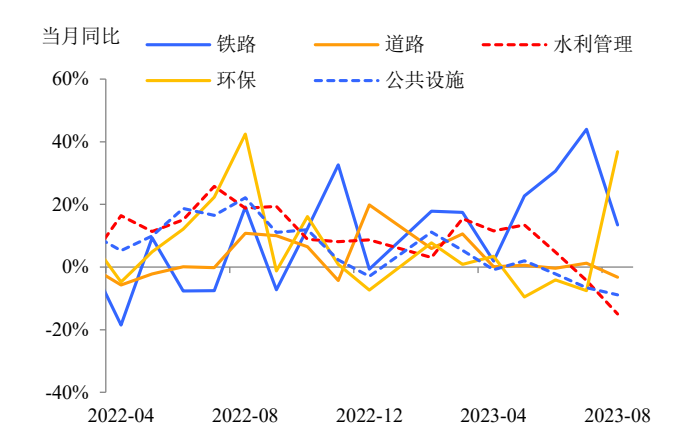
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023年8月电热水供应投资增速大幅上升



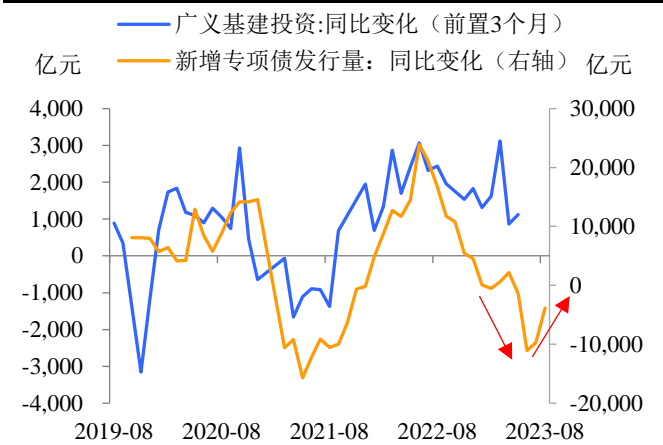
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023年8月铁路投资“降温”明显



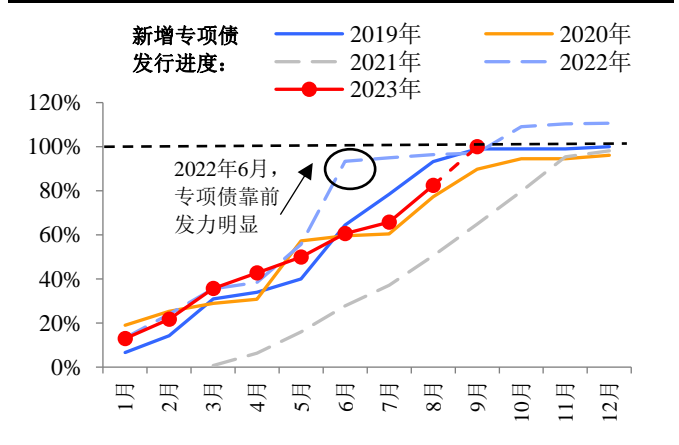
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 新增专项债发行规模领先于基建投资约3个月



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

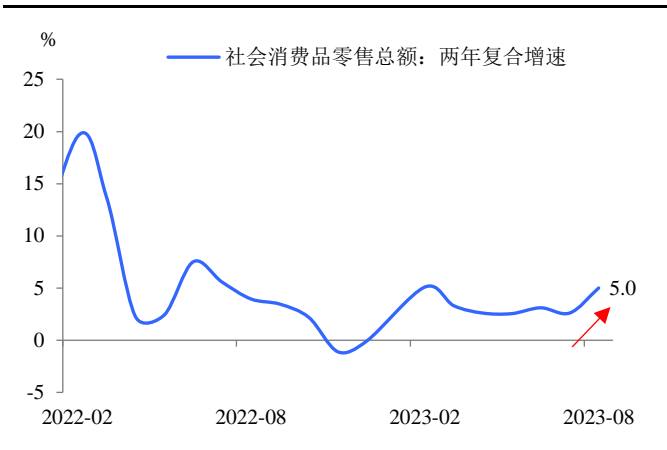
图16: 2023年8月新增专项债发行开始“加速”



注: 红色虚线部分为我们预测的新增专项债发行进度。

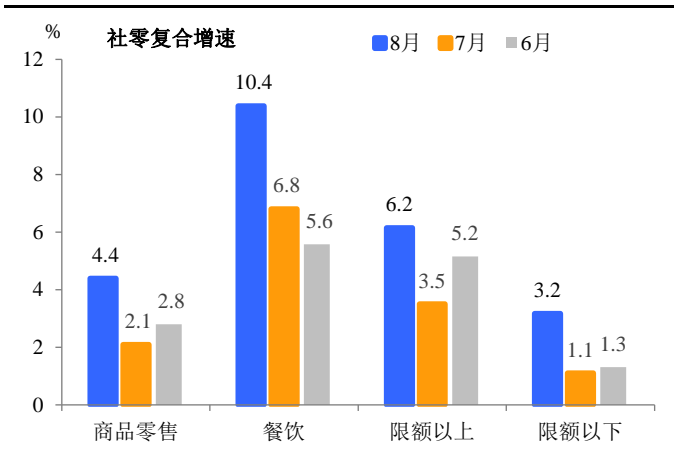
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 8月社零复合增速大幅反弹



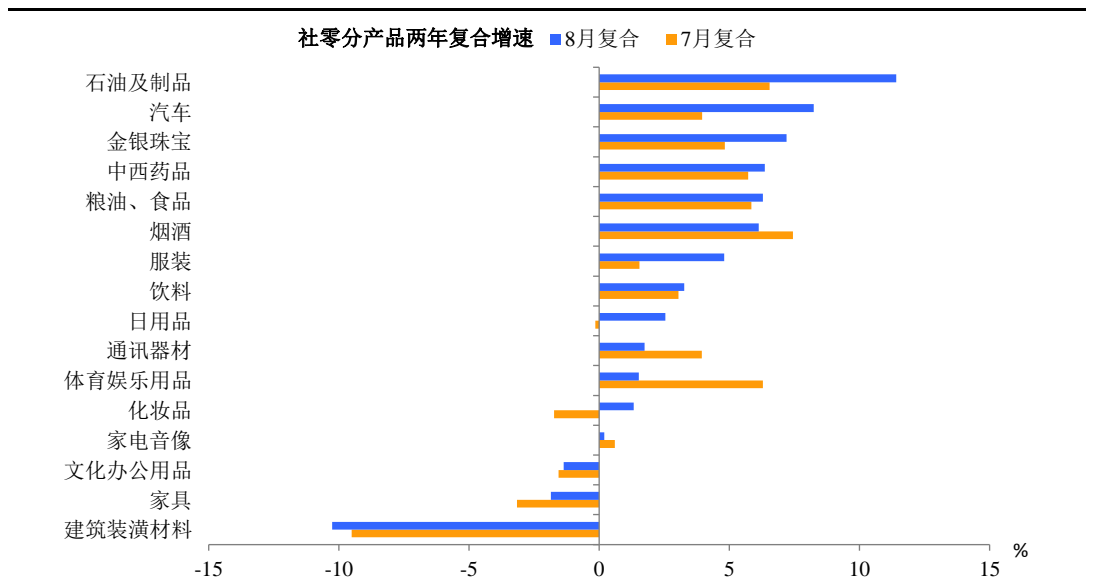
注: 复合增速区间为 2022-2023 年  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 8月商品及餐饮复合增速反弹明显



注: 复合增速区间为 2022-2023 年  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

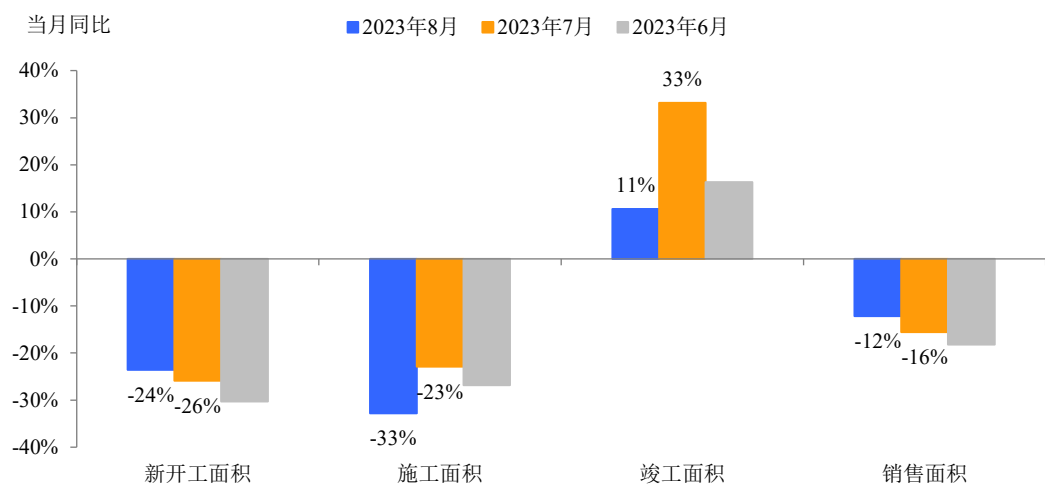
图19: 8月消费分项复合增速: 出行消费拉动显著



注: 复合增速区间为 2022-2023 年  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



图20: 8月地产: 竣工增速回落



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>