

央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？

金晓雯, PhD, CFA

宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2023年9月15日

9月14日晚，中国人民银行宣布降存款准备金率25个基点，次日生效。这是今年第二次25个基点的降准（图表1）。在此前的[月度洞察报告](#)中，我们就指出由于9月份要完成3.8万亿元地方专项债的收尾工作（近800亿元要在9月发行），叠加缴税高峰和MPA季末考核，9月央行或将降准25个基点。降准如期而至。央行此次并未公布释放的流动性，据我们估算大约在5000亿-6000亿元之间。而在今天（9月15日），央行又超额续作MLF 5910亿元（到期4000亿元），两者相加为银行系统注入6910亿-7910亿元流动性。

国家统计局今天发布的8月实体经济数据显示消费和工业生产有边际改善，然而投资下滑持续。

1. 消费：社会消费品零售总额同比增速8月超市场预期，加快至4.6%（7月：2.5%），两年平均增速亦从7月的2.6%加快到8月的5%。暑假期间餐饮零售的良好表现是主要推动力，商品零售增速也有所加快（图表3）。然而随着暑假消费旺季的结束，消费动能改善的持续性仍有待观察。9月起银行全面下调存量房贷利率，预计每年为居民部门节省超过2500亿元的利息开支，其对消费的作用也有待观察。

2. 投资：1-8月固定资产投资累计同比增速再下滑0.2个百分点到3.2%。虽然制造业投资随着政策支持有所改善，但是房地产和基建投资增速继续下滑（图表4）。地方专项债加快发行，其成效要反映在基建投资数据上或还需时日。

3. 生产：伴随着工业去库存周期接近尾声，工业生产总值同比增速加快0.8个百分点到4.5%（图表2）。

4. 劳动力市场：失业率亦回落0.1个百分点到5.2%。

即便数据出现边际改善信号，我们认为政策支持仍需持续，以维持经济复苏动能：

1. 货币政策——继续维持宽松，如有必要仍会降息。8月中以来货币政策持续发力，接连降息降准，存量房贷利率下调也开始全面实施，体现了央行稳增长的决心。虽然说CPI同比通胀率或已过低点，8月的降息和存贷房贷利率下调亦对银行息差有所挤压，降息空间和可能性较一个月前有所下降，但是我们仍不排除四季度还会有一次降息，降息幅度在5-15个基点的可能性。是否降息或取决于今后一两个月的经济复苏情况（图表6）。除了价格工具之外，信贷投放有望继续提速。央行还可能会使用结构性工具对消费融资、化解地方债务和房地产风险、城中村改造等提供资金支持。



扫码关注浦银国际研究

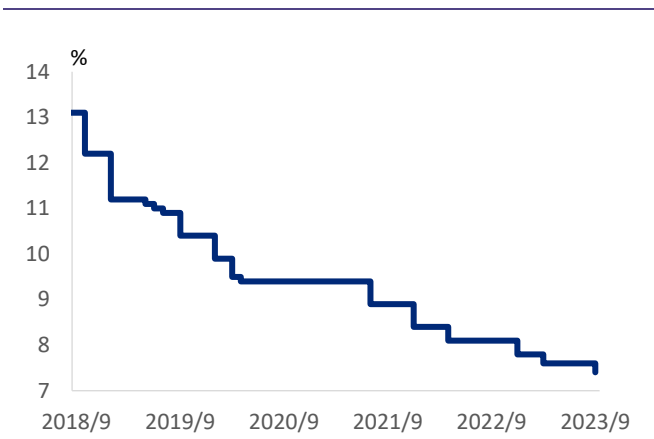
2. 财政政策——或有所作为。房地产投资滞后于销售恢复约半年，即使此后房产销售因为放松政策有所改善，房地产投资增速今年也难有改善。而城中村改造因为其工程的复杂性推进也需要时间。我们预计短期内需要基建发力来稳整体投资。在 9 月发行完 3.8 万亿元专项债额度之后，我们预计政府仍有可能针对基建投资推出增量政策，例如在三季度宣布提前开始 2024 年专项债的发行工作。此外，小额的税费优惠政策仍有可能推出，但整体优惠幅度不会太大。化解地方政府债务风险措施有待陆续出台。

3. 房地产政策——需求端或进入一段时间的狠抓落实和观望期。在 8 月 31 日央行接连官宣“认房不认贷”、降首付和房贷利率以及存量房贷利率下调细节后，各地政府纷纷响应中央号召开始落实相关政策。考虑到一般房地产调控政策放松，即使有效也需要近 3 个月的反应期，目前高频数据未见房产销售显著改善并不意外（图表 7）。我们相信在需求端，短期内还是重落实和观察成效，2014-2015 年全国性两次首付比例调整间歇约半年。但是供给端的支持或将升级，继续改善房企的流动性（详情请阅读：[月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续](#)）。此外，城中村改造也将继续推进。根据我们估算，每年改造相关投资或相当于 2022 年房地产投资的 4.5%-12.8%，对改善房地产投资有明显作用。然而对房产销售的帮助或较有限（详情请阅读：[城中村改造对经济的影响有多大？](#)）

投资风险：政策刺激告一段落，政策对房地产、消费和投资领域的成效不及预期，房地产行业风险，地方政府债务风险。

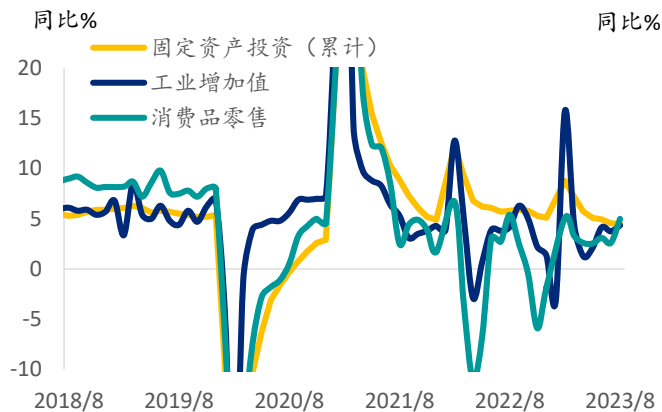
图表

图表 1: 央行 9 月 14 日宣布降准 25 个基点



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 8 月实体经济数据显示消费和工业生产有边际改善, 然而投资下滑持续



注: 为了对平基数效应, 2023 年使用两年平均增速

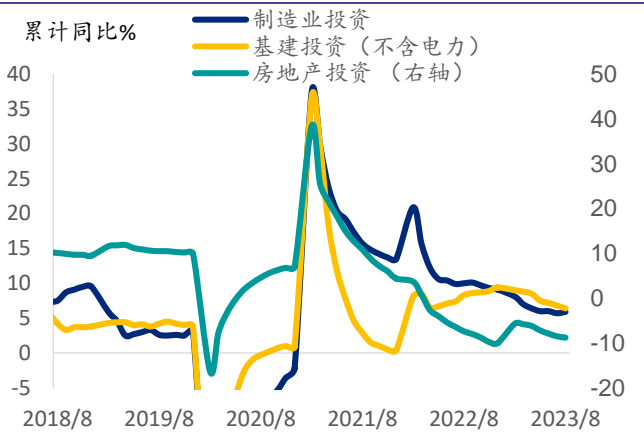
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 3: 在消费品零售中, 暑假期间餐饮零售的良好表现是主要推动力, 商品零售增速也有所加快

	23年8月			23年7月		23年1至8月		
	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	两年平均/ 19年同期 (%)	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	累计同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	两年平均/ 19年同期 (%)
社会消费品零售总额	4.6	5.0	66.7	2.5	2.6	7.0	3.8	45.7
餐饮	12.4	10.4	107.0	15.8	6.8	19.4	7.2	76.6
商品零售	3.7	4.4	61.1	1.0	2.1	5.6	3.4	41.4
必需品								
日用品类	1.5	2.5	19.6	-1	-0.2	3.9	2.7	19.6
能源类	6.0	11.4	-95.0	-0.6	6.5	6.2	10.4	517.5
自选消费								
服装鞋帽针纺织品类	4.5	4.8	92.3	2.3	1.5	10.6	3.1	96.9
化妆品类	9.7	1.3	10.4	-4.1	-1.7	7.5	2.4	18.9
金银珠宝类	7.2	7.2	-102.9	-10.0	4.8	12.8	7.5	500.0
通讯器材类	8.5	1.7	49.7	3	3.9	4.4	2.0	32.0
汽车类	1.1	8.2	-101.8	-1.5	3.9	4.9	1.8	-360.0
住房相关								
家用电器和音像器材类	-2.9	0.2	4.8	-5.5	0.6	-0.4	0.6	10.2
家具类	4.8	-1.9	-32.7	0.1	-3.2	3.4	-2.55	-44.0
建筑及装潢材料类	-11.4	-10.3	NA	-11.2	-9.5	-7.8	-6.1	-174.3

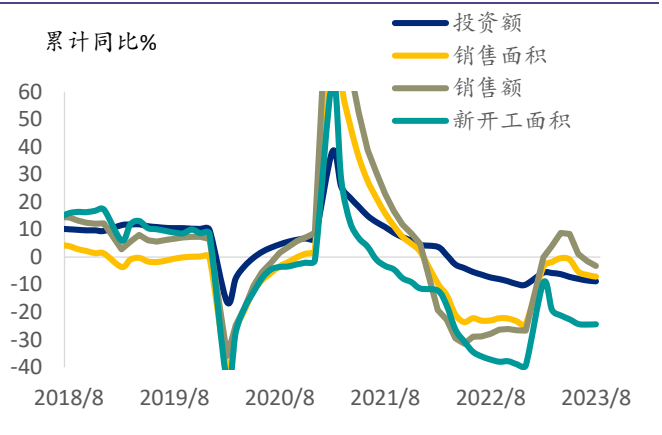
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 虽然制造业投资随着政策支持有所改善, 但是房地产和基建投资增速继续下滑



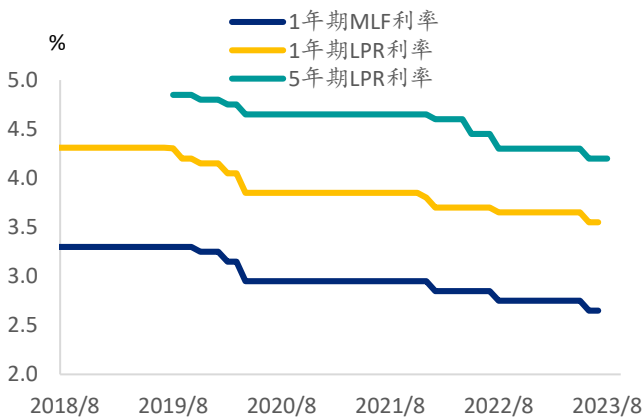
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 房地产相关数据继续恶化



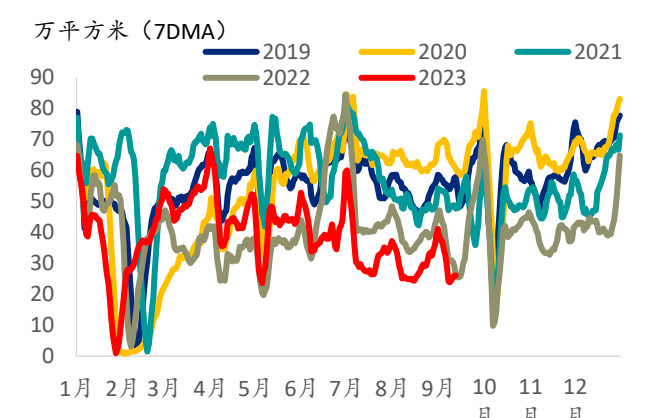
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 如有必要, 四季度仍可能有 5-15 个基点降息



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 高频数据显示 30 大中城市房产销售 9 月改善尚不显著



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 8: 近期相关报告列表

时间	标题
2023 年 9 月 13 日	城中村改造对经济的影响有多大?
2023 年 9 月 1 日	月度宏观洞察: 中国期待政策继续发力, 美国加息周期未完待续
2023 年 8 月 9 日	7 月通胀数据点评: 细节好于整体读数, 政策仍需继续发力
2023 年 8 月 2 日	央行工作会议解读: 下半年货币政策怎么走?
2023 年 7 月 31 日	月度宏观洞察: 政治局会议后看下半年经济形势, 美国向软着陆继续迈进
2023 年 7 月 25 日	7 月政治局会议解读: 将防范化解风险放在更重要位置
2023 年 7 月 20 日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023 年 7 月 19 日	促家居消费政策细节发布, 扩大内需仍需更多政策支持
2023 年 7 月 11 日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号?
2023 年 7 月 7 日	汇率因素推动外汇储备上升, 人民币中期或升值
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察: 中国静待政策支持, 美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望: 美国渐入衰退, 中国复苏再起

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文颀

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

