



研究所

宏观研究

近期研究报告

《信贷需求不足只反映过往，更关注积极的边际变化》 - 2023.08.13

经济弱复苏有亮点，央行降息开启政策红利

● 核心观点

7 月经济数据发布，供需两端扩张速度整体较 6 月有所放缓，但是拆分结构仍然存在亮点。如下半年延续该趋势，GDP 实际同比基准水平可能将从 5% 左右下降至 4.5% 左右，全年 GDP 增速逼近 5% 的经济增长目标。因此，面对经济恢复的挑战，政策预期在经历大幅变化后将回归理性，市场亦将相应回归理性，重拾上涨。具体可能出台的政策方面，央行降息可能是前期储备政策出台的开端，可能在总量层面包括下调 LPR，调整个人所得税政策，针对小微以及重点行业如工业母机、集成电路出台结构性税收优惠，甚至不排除发行长期建设债、特别国债以及提升赤字率等措施以辅助投资回升。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

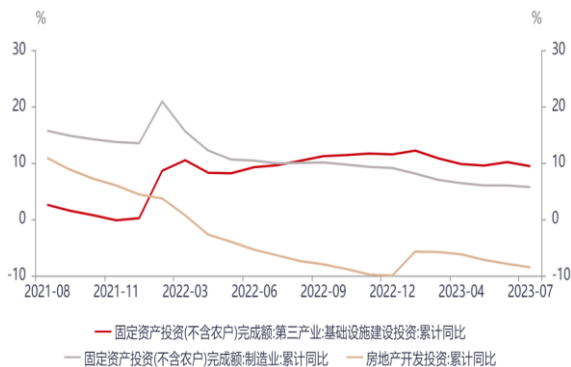
图表目录

图表 1: 固定资产投资增速.....	3
图表 2: 30 大中城市商品房成交面积	3
图表 3: 分品类零售额增速.....	4
图表 4: 商品零售及餐饮收入增速.....	5
图表 5: 消费品及服务价格.....	5
图表 6: 高技术制造业增加值.....	6
图表 7: 高技术产业投资.....	6

7 月经济数据发布，供需两端扩张速度整体较 6 月有所放缓，但结构亮点不应被忽略。同时，面对经济恢复的挑战，央行降息可能是前期储备政策出台的开端。我们的理解具体如下：

经济恢复面临挑战。在上半年经济实现 5.5% 的增长后，7 月份供需两端的扩张速度均出现放缓。1-7 月固定资产投资完成额累计同比 3.4%，前值 3.8%。基建、制造业、房地产开发投资累计同比分别为 9.4%、5.7%、-8.5%，前值 10.2%、6%、-7.9%。基建投资增速在 6 月短暂抬升后再降至个位数，地方政府层面的配资有限可能是重要约束。房地产开发投资降幅扩大，商品房销售仍在筑底。7 月商品房销售面积、销售额同比分别为-23.8%、-24.1%，前值-28.1%、-25%，基数下滑致降幅收窄，7 月销售面积、销售额两年平均增速的降幅分别扩大至-26.4%、-26.1%。竣工面积累计同比升至 20.5%。国家统计局新闻发言人、国民经济综合统计司司长付凌晖提到，目前房地产市场总体处于调整阶段，部分房企经营遇到一定困难，特别是一些龙头房企债务风险有所暴露，影响市场预期。近期，碧桂园债务压力显性化，对本已在底部徘徊的房地产市场，形成预期的再次冲击，可能对 6 月出现的房地产市场筑底势头形成一定的负面影响。

图表1：固定资产投资增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：30 大中城市商品房成交面积

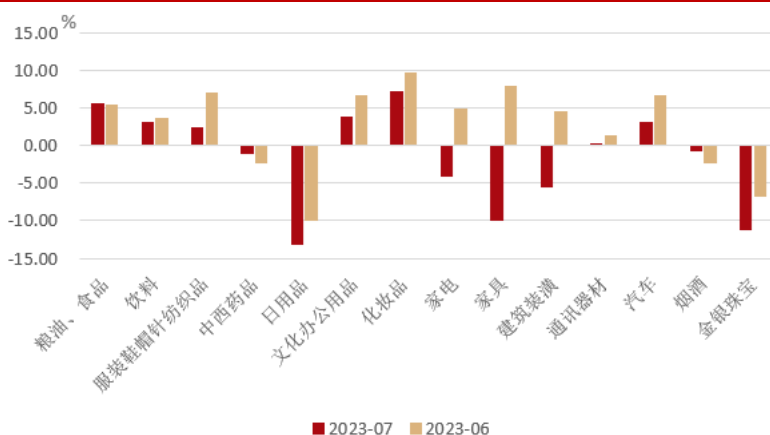


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

——消费以及生产端整体减速。7 月社会消费品零售额同比 2.5%，前值 3.1%。汽车、剔除汽车零售额同比分别为-1.5%、3.0%，前值-1.1%、3.7%，汽车零售负增拖累整体消费增长。分产品看，各品类零售额增速普遍放缓，仅粮油食品保持平稳，化妆品、金银珠宝、家电零售额增速由正转负。生产端，7 月工业增加值

同比增长 3.7%，前值 4.4%。7 月份，全国服务业生产指数同比增长 5.7%，较 6 月放缓 1.1 个百分点。为充分发挥消费对经济发展的基础性作用，发改委发布《关于恢复和扩大消费的措施》，提到优化就业、收入分配和消费全链条良性循环促进机制。当前来看，要从整体提振消费，需要从增加居民收入着手，政策可能对个人所得税做出调整。另外，虽然 7 月份总量经济数据出现了普遍的增速放缓，但是拆分结构仍然存在亮点。

图表3：分品类零售额增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

供需两端结构性亮点突出。第一，需求端服务消费增长快。7 月商品零售额、餐饮收入同比分别为 1%、15.8%，前值 1.7%、16.1%，由于 7 月基数抬升，餐饮收入两年平均增速为 6.8%，实际较 6 月 5.6%提高。同时，从一个新的指标也能观察服务业的发展情况。今年 8 月份开始，国家统计局首次增加发布服务零售额，主要是指企业（产业活动单位、个体户）以交易形式直接提供给个人和其他单位非生产、非经营用的服务价值的总和，旨在反映服务提供方以货币形式销售的属于消费的服务价值，包括交通、住宿、餐饮、教育、卫生、体育、娱乐等领域服务活动的零售额。服务零售额的构成分项与社会消费品零售额中的餐饮有所重叠，但其他部分互相补充。具体看，1-7 月份，服务零售额同比增长 20.3%，在暑期旅游出行带动下，交通、住宿、餐饮等服务零售额增长较快。同时，文化娱乐消费持续扩大。线下消费场景恢复拓展，文体演出等娱乐活动增加明显，带动消费增长。7 月全国电影票房收入环比增长 111%，观影人次环比增长 100.7%。而在服务需求扩大的带动下，居民消费价格中的服务价格同比上涨且比上月涨幅扩大。

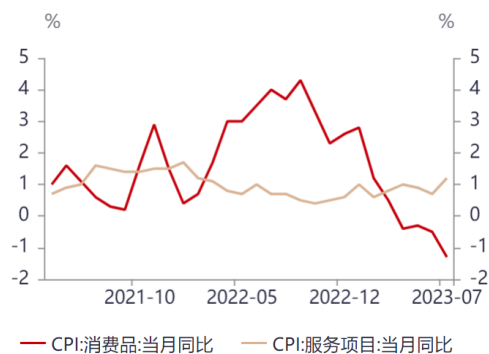
7 月份，服务价格同比上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点，说明服务消费的带动作用是比较明显的。

图表4：商品零售及餐饮收入增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：消费品及服务价格



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

——第二，生产端继续向高端延伸。虽然 7 月工业整体扩张速度放缓，但高端制造和智能产品制造、绿色转型相关产业生产维持较快扩张速度。其中，以航空航天为代表的高端制造业较快增长。7 月份，规模以上航空航天器及设备制造业增加值同比增长 11.2%。居民对智能消费产品的需求扩大，带动相关产业增长。7 月份，智能消费设备制造业增加值同比增长 15.3%。同时，新能源汽车、光伏电池等产品较快增长，对上下游行业带动也在增强。7 月份，新能源汽车、充电桩产量分别增长 24.9%和 26.6%。太阳能电池、太阳能工业用超白玻璃产品产量分别增长 65.1%和 52.3%。另外，随着终端需求拉动增强，对原材料行业生产带动显现。7 月份，原材料制造业增加值同比增长 8.8%，比上月加快 2 个百分点。其中，钢铁、石油煤炭加工行业增加值分别增长 15.6%和 14.8%。

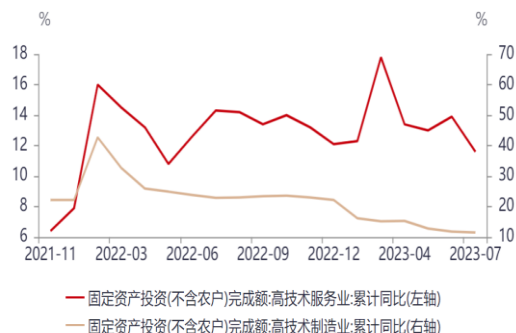
在投资端，高技术产业投资保持较快增长。1-7 月制造业投资累计同比增长 5.7%，较上半年略降 0.3 个百分点，但高技术产业投资同比增长 11.5%，持续超过整体制造业投资。其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 11.5%、11.6%。高技术制造业中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 16.0%、13.9%；高技术服务业中，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长 44.9%、23.8%。

图表6：高技术制造业增加值



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：高技术产业投资



资料来源：iFind，中邮证券研究所

政策预期从高亢向理性过渡，市场波动率下降，重拾信心。7月召开的中共中央政治局会议一度引燃了市场对于逆周期调节政策的预期，房地产领域“认房不认贷”政策落地可能性的讨论即是一个例子，但是我们一直强度需要在理性框架下看待政策预期。报告《积极的信号后可能会有哪些政策跟进——点评中共中央政治局会议》提到，加大宏观政策调控力度的表述，指向逆周期调节政策有多重储备，等待时机推出。而具体政策出台的时点和力度，则与政策空间有关，当前来看，财政空间较为有限。而在报告《国内政策更兼顾长远，短期警惕美联储偏鹰表态》、《房地产供需新形势，调控也会有度》中，我们也探讨了市场热议的房地产相关政策落地的可能性和必要性。从当前房地产市场状况观察，对于北上深超一线城市来说，当前市场状况并不满足此前出台的差异化住房信贷政策的放宽条件，未来政策预期较为有限；而对于其他城市来说，6月以来新房成交转弱，可能重新打开了相关城市放宽房地产政策的窗口。

8月中旬以来，市场对于政策力度的预期明显回摆，在当前时点，我们维持此前的判断：逆周期调节政策有多重储备，等待时机推出。而今日央行进行超预期降息，可能意味着储备政策推出的时机已经逐渐成熟。

8月15日，央行公开市场开展4010亿元1年期MLF和2040亿元7天期逆回购操作，中标利率分别为2.5%、1.80%，分别下调15bp、10bp。自2019年LPR形成机制改革以来，逆回购利率与MLF利率始终保持统一调整幅度，本次出现不对称降息为首次。2019年8月中国人民银行改革完善LPR形成机制，将报价方式由原有的参考贷款基准利率进行报价改为在公开市场操作利率的基础上加点

报价，其中公开市场操作利率主要指中期借贷便利利率，形成“MLF 利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制。而公开市场操作 7 天期逆回购利率则是短端政策利率，是货币市场利率的运行中枢。因此，本次央行首次非对称调整政策利率的原因可能在于两点：第一，降低实体经济融资成本。作为贷款利率的政策锚，MLF 利率进行较大幅度的下调，有助于直接推动 LPR 下调，并带动居民、企业贷款利率的下调。第二，降低套利风险。7 月以来，DR007 持续低于 7 天逆回购操作利率运行，本次下调逆回购操作利率属于推动市场利率重新回归政策利率中枢。同时，央行货币政策司司长邹澜提到，要科学合理把握利率水平。既根据经济金融形势和宏观调控需要，适时适度做好逆周期调节，又要兼顾把握好增长与风险、内部与外部的平衡，防止资金套利和空转，提升政策效率，增强银行经营稳健性。因此，短端政策利率保持较小的调整幅度，也有助于防止资金套利和空转风险。

本次央行超预期降息，可能打开了储备政策逐步落地的窗口。本月 LPR 预计将跟随调整，为支持房地产市场平稳健康发展，预计 5 年期 LPR 将下调 15bp，1 年期 LPR 预计将下调 10bp。同时，参考 2022 年，央行降息操作往往意味着逆周期调节政策组合的出台。

——1 月 17 日 MLF 操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降 10bp，1 月 20 日 1 年期 LPR 下调 10bp，5 年期 LPR 下调 5bp。

——2 月 21 日，四大行同步下调广州地区房贷利率，其中，首套房利率从此前 LPR+100BP（5.6%）下调至 LPR+80BP（5.4%），开启房地产金融政策放松；同时菏泽把首付比例从 30%降至 20%，释放了房地产需求端政策放松的信号。

——3 月 2 日，时任银保监会主席郭树清提到，房地产的泡沫化、货币化的问题发生了根本性扭转。房地产政策边际修整的预期进一步强化。

——4 月 15 日，央行公告，为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，中国人民银行决定于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5%存款准备金率的金融机构）。

——4 月 26 日，习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题。提到，加快新型基础设施建设，提升传统基础设施水平，……要适应基础设施建设融资需求，拓宽长期资金筹措渠道，加大财政投入，

更好集中保障国家重大基础设施建设的资金需求。6 月后，基建投资当月同比增速显著加快至 10% 以上。

——4 月 29 日，中共中央政治局召开会议，会议通稿罕见在 13 点发布。会议提到“努力实现全年经济社会发展预期目标”，强调把握好政策的“提前量和冗余度”，对政策力度的部署明显加码。并以 2020 年以来最长的篇幅部署房地产相关政策，新增“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”。同时强调“要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行”，提振市场信心。

——5 月 15 日，央行将首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点。

——5 月 31 日，国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知。从财政政策、货币政策，稳投资、促消费方面出台 33 项措施。主要涉及进一步加大增值税留抵退税政策力度、加快财政支出力度、扩大地方政府专项债使用范围等财政政策，以及延期还本付息、推动实际贷款利率稳中有降、加大对基础设施建设和重大项目的支持力度等货币政策，以及部署基建投资，稳定增加汽车、家电等大宗消费等内容。6 月 1 日，国常会部署落实，对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度。

——6 月 29 日，国常会部署运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。中央财政予以适当贴息。

——8 月 15 日，7 月份金融数据低于预期，央行将 MLF 操作和公开市场逆回购操作的中标利率分别下调 10bp 至 2.75%、2.0%。新一轮稳增长政策发力。8 月 20 日，1 年期 LPR 下调 5bp，5 年期 LPR 下调 15bp。

——8 月 24 日，国常会部署，在落实稳经济一揽子政策同时，再实施 19 项接续政策，主要包括增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好 5000 多亿元专项债结存限额，出台措施支持民营企业、平台经济发展，允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求等。

——9月30日，央行公告下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点。
自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。

——11月23日，公布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，推出16条金融举措，促进房地产市场平稳健康发展。

——11月25日，中国人民银行公告，决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点。

——11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，并自即日起施行。积极发挥资本市场功能，支持实施改善优质房企资产负债表计划，加大权益补充力度，促进房地产市场盘活存量、防范风险、转型发展，更好服务稳定宏观经济大盘。

综上，7月供需两端扩张速度整体较6月有所放缓，基建投资回到个位数增长，房地产投资受限于商品房销售寻底持续偏弱，制造业投资稳中有降，居民消费的收入动能不足，而外需则受全球商品贸易减速的影响较弱，工业生产受此拖累而放缓。如下半年延续该趋势，GDP实际同比基准水平可能将从5%左右下降至4.5%左右，全年GDP增速逼近5%的经济增长目标。因此，面对经济恢复的挑战，政策预期在经历大幅变化后将回归理性，市场亦将相应回归理性，重拾上涨。具体可能出台的政策方面，央行降息可能是前期储备政策出台的开端，可能在总量层面包括下调LPR，调整个人所得税政策，针对小微以及重点行业如工业母机、集成电路出台结构性税收优惠，甚至不排除发行长期建设债、特别国债以及提升赤字率等措施以辅助投资回升。

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。