



关注利率下行和分母驱动逻辑

2023 年 08 月 15 日



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：陈怡

执业证号：S0100122120020

电话：13817480407

邮箱：chenyi@mszq.com

8 月 15 日，统计局公布 7 月经济数据。7 月社零消费同比 2.5%，规上工增同比 3.7%，固定资产投资同比 3.4%。

➤ **7 月工业生产再度放缓，意味着内生需求仍然偏弱。**

7 月工业生产环比录得 0.01%，大幅低于往年季节性。

分板块观察，外资企业工增跌幅继续走扩，私营企业工增再度放缓，下游制造生产较上游（采矿和原材料冶炼工业）更弱，都指向一点事实：终端需求承压，这一局面至今未有明显改变。

7 月数据告诉我们一个事实：即便库存偏低，但在更弱的需求走势之下，低库存不能构成我们看多经济反弹的理由。

7 月部分板块的经济数据，同比下跌速度较快，仍引发市场担忧。

➤ **7 月投资端数据同比下滑较快，部分解释在于不利天气扰动。**

地产投资负向拖累持续，高频数据对此已有充分展示。

7 月以来国家层面密集释放政策出台的信号，住建部、央行等部门相继发文支持房地产市场健康发展，但高频数据跟踪的地产销售仍较为疲软。

7 月竣工端维持 20% 以上的累计同比增速，这和玻璃连续去库的基本面信息表现一致。

基建增速降幅较大，可能受到不利天气因素影响。

7 月以来南北方局部地区山洪和地质灾害多发，制约建筑施工进度，建筑业 PMI 指标同步下降。7 月基建投资同比 5.3%，较上月下行 6.4 个百分点。

与之相呼应，7 月企业中长贷和政府信用收缩，反映地方基建在 7 月有所降温。

➤ **让人略感欣慰的是 7 月社零消费（假期因素拉动），但未来持续性或有待观察。**

假期文旅活动复苏强劲阶段性对社零数据形成支撑。

7 月社零当月同比 2.5%，较前值下行 0.6 个百分点。餐饮社零两年复合增速在 6%，较前值走高，假期文旅活动强劲复苏，对 7 月社零形成阶段性支撑。

控制基数，地产链和耐用品消费的下滑幅度仍较为显著。

5 月下旬以来地产销售数据下滑，城镇调查失业率尚未出现明显改善，这对消费修复的制约逐步线性化。

相关研究

1. 全球大类资产跟踪周报：交易热度降温-2023/08/13

2. 2023 年 7 月金融数据点评：眼下重要的是什么-2023/08/12

3. 美国 7 月 CPI 数据点评：美国通胀“蜜月期”或已过去-2023/08/11

4. 2023 年 7 月物价数据点评：如何看待 CPI 和 PPI 同比双负-2023/08/09

5. 宏观专题研究：还能用票据利率预测信贷么？-2023/08/09

➤ **与其关注增长何时企稳，今年更应关注地产中枢下行蕴含的流动性机会。**

结合前期公布的 7 月物价和金融数据，我们能较为清晰地窥见当下实体企稳尚未展露出足够证据，市场普遍期待的价格反弹带动年内实体需求企稳反弹，大概率较难在年内兑现。

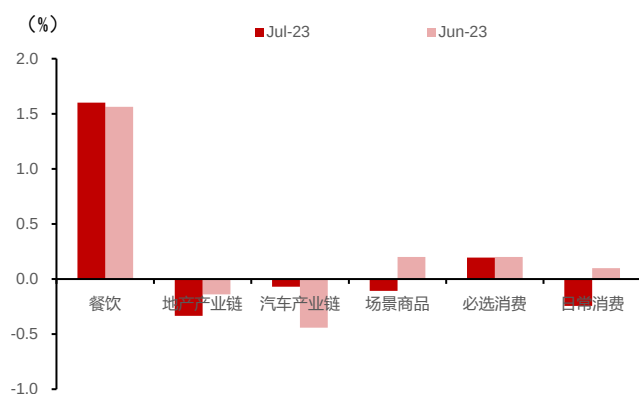
本质上库存周期能否迎来反弹取决于需求。以往中国库存 3-4 年的波动背后根本是地产小周期跨期 3-4 年。

当下中国正经历地产大拐点，需求小周期的波动规律或让位于趋势大拐点。故而当下库存即便已降至低位，未来库存周期反弹节奏或仍低于预期。

与其关注地产需求是否迎来改善，还不如关注地产经历三十年扩张之后，地产潜在销售中枢下移过程中，中国利率中枢下行所蕴含的流动性机会。

➤ **风险提示：**地产政策超预期，海外地缘政治超预期。

图1：2023 年 6-7 月各类商品对总社零同比拉动



资料来源：wind，民生证券研究院

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026