

# 研报精选

2023年8月6日 第132期

## 宏观专栏

### 重新理解公共债务与现代经济增长——《全球公共债务》序

《全球公共债务：经验、危机与应对》回顾了政府借贷的起源和机制发展，并聚焦于其积极作用。一方面，伴随各国公共财政现代化进程，公共债务有力促进了经济发展和社会服务供给。另一方面，政府通过举债提供社会保险和转移支付，有助于社会大众适应市场经济的运行结果。

### 美国评级下调意味着什么？

与2011年美国主权信用评级下调时对比，此次下调距债务上限解决已过3个月，且加息预期放缓、经济增长不差、市场流动性相对稳定，故短期内实质影响可能有限，但美国财政和债务的长期可持续性问题值得关注。

## 专题聚焦

### 国家促消费政策落地，重视消费布局机会

国家发改委近日发布《关于恢复和扩大消费的措施》，扩消费稳经济力度增强，政策兼顾供需两端、覆盖面广。报告认为，政策助力下消费有望持续回暖，家电家居、汽车、文旅及升级类消费行业或从中受益。

### 存量按揭利率怎么调？

存量按揭利率下调或呈三个特点：针对性调整而非LPR基准利率普遍下调、各城市下调幅度有所区别、跨行转按揭可能放开。在此影响下，居民提前还贷有望减少；但或影响银行盈利，可通过下调存款利率对冲。

## 宏观专栏

### 重新理解公共债务与现代经济增长——《全球公共债务》序

2022年起，中金研究院启动了季度宏观研讨会系列，邀请国内外学术界和政策制定部门相关人士，围绕中长期重大的宏观经济与政策议题展开深度讨论。2022年3月26日举办的首次研讨会聚焦于经济变局下的财政政策与政府债务问题，巴里·艾兴格林作为主讲嘉宾发表了演讲，也成为了中金研究院就翻译引进他的新书《全球公共债务：经验、危机与应对》展开合作的一个契机。

《全球公共债务：经验、危机与应对》一书从长期历史的视角回顾了政府借贷的起源和机制发展，包括主权借贷和违约的历史、债务偿付和执行安排的构建、现代国债市场的崛起等。基于以上梳理，本书侧重于讨论公共债务的积极作用。伴随着各国公共财政的现代化进程，公共债务有力促进了经济发展和社会服务供给，是财政发挥调节经济功能的重要载体。在经济周期下行或者经济遇到重大冲击时，财政可以通过举债来减税和增加转移支付，以促进总需求增长。再比如，应对百年一遇的疫情冲击，政府增加债务来支持受影响的企业和个人，既是社会保险功能的体现，也有助于防止经济陷入“休克”、损害增长潜力。

更进一步的是，本书作者还指出政府通过举债提供社会保险和转移支付，例如投资于校舍、图书馆和医院，为工伤保险、失业保险和养老保险提供资金，有助于社会大众适应市场经济的运行结果。换句话说，政府不仅是市场的守夜人，也是经济分配结果的调解人。借助公共债务扩张，经济增长的果实得以惠及大多数人，这对中国的现实问题具有重要启示意义。

当前，中国正处于新发展阶段，高质量发展要求以创新促进经济增长，同时实现共同富裕。这要求财政增加转移支付、教育和医疗等公共服务和保障支出，是帮扶低收入群体，降低阶层固化风险，促进公平的一个重要方面，尤其是公共服务均等化有助于降低城乡差距和地区差距。同时，在知识经济日益重要的今天，增加研发等无形资产投资支出对私人企业产生正向的外溢效应，提升整体的生产效率；育儿和早期教育投入有利于提升未来劳动力的技能、竞争

力和生产力。

公共政策在市场经济中的角色可以归为两类，一是通过法律、规则和政策规范市场主体在竞争中的行为，另一类是政府直接提供产品和服务，比如国防、研发、公共服务等。第一类是前述的政策在市场分配环节的作用；第二类是财政，其资金来源有税收和发债融资，属于二次分配。调节收入分配是财政的一项重要功能，同时财政可以起到自动稳定器和逆周期调节作用。因此，要发挥财政的功能促进创新和共同富裕，中国可更积极并恰当地运用公共债务。

以中国目前相对突出的老龄化问题为例，公共财政和债务在解决养老问题、促进代际公平方面可扮演重要角色。养老问题不仅涉及老年人，也和年轻人相关。养老机制的本质是一个财务安排，涉及到代际问题，即老年人通过拥有的资产和权益参与年轻人生产的蛋糕的分配。全球主要流行的养老财务安排机制是政府主导的现收现付制，由社会统筹，比如中国的社保体系。但几乎所有面临老龄化问题的国家都存在社保缺口，道理很简单，老龄化导致领取养老保障的人在增加，但缴费的人在减少。

如何弥补养老现收现付制下的社保缺口？中国、美国、欧洲和日本都面临这个问题。弥补缺口的方式有两种，具有不同的宏观经济含义。第一种是财政补贴，也就是通过扩大财政赤字和公共债务的方式来弥补养老金发放的缺口。这种方式有利于消费，促进经济增长，带来物价上涨压力，降低金融资产估值但能改善企业盈利。第二种是增加社保缴费或者降低社会保障条件，这种方式不利于居民消费，导致经济和物价下行，企业盈利恶化但金融资产估值得到支持。

应对社保资金缺口的不同方式还对收入分配有重要含义。首先来讲，社会统筹的养老保障体系本身就带有转移支付的属性，有利于降低收入差距。社保缺口越大，其调节收入分配的功能就越强。这也意味着，通过增加缴费或降低养老金支出来缩小缺口，可能导致社保调节收入分配的效果下降。换个角度从资金来源的影响来看，增加社保缴费是强制性的，会普遍性地降低居民的可支配收入，这对中低收入家庭影响更大，而购买政府债券是自愿行为，一般来讲

是机构和富裕家庭购买。因此，通过扩张财政赤字和公共债务的方式弥补社保缺口有助弥合收入差距，增加社保缴费则加大收入差距。

总的来看，从经济增长和促进公平的角度来讲，通过财政扩张的方式弥补社保缺口似乎是相对较优的方式。这与书中所说的结论一致，市场经济运行的结果因此更能够被大多数人所接受。

当然，肯定公共债务的积极作用绝不是对其潜在危害视而不见，本书也指出如果政府对公共债务运用不当，则可能带来拖延财政改革、过度举债甚至是“挤出”私人部门生产性投资等不利后果。对政府债务的一个常见的担心是规模过大，不可持续，不利长远的经济发展，这也是部分人士对公共债务持偏悲观看法的原因。这意味着在积极利用公共债务达成政策目标的同时，也应注重降低其潜在负面影响、维持债务可持续性。

仍以公共债务扩张弥补社保缺口为例，债务可持续性可透过代际分配的视角予以考虑。不仅在中国，在其他面临老龄化问题的社会比如欧美，社保缺口越来越大的预期已经成为反对当前财政扩张的最大立论点。但是，政府债务不同于私人部门债务，政府可通过征税或印钞维持债务的有序滚动。简单理解，政府发行的债券是当代人的资产，下代人的负债，公共债务增多相当于在代际间重新分配。因此，评估公共债务增多是否可持续，关键在于增加下代人的还债负担是否公平。我们可以想象两个方式维持代际平衡。

第一个平衡的方式是技术进步，20年、30年后的科技可能使得今天的债务不是问题，也就是说蛋糕做大了，两代人之间的分配不是零和游戏，因此公共债务扩张是相对可持续的。如果技术进步不足，第二个平衡的方式是通货膨胀，政府印钞稀释其债务，通胀上升，利率抬升、金融资产估值下降，所以，虽然老一代人通过社保在分配中获益，但其持有的金融资产价值下降，给下代人让利了，债务可持续性同样有所保障。需要注意的是，社保有利于中低收入阶层，而金融资产价值下跌主要影响富有阶层。从这个意义上来看，依赖公共债务扩张的平衡方式有助降低贫富差距，也是可持续的。

总结以上关于债务可持续性的讨论，一个综合的宏观视角是比较国债利率

( $i$ ) 和经济增长率 ( $g$ )，前者是财政的融资成本，后者代表税基的增长，如果  $i < g$  则给定的债务规模在未来收敛，或者说债务是动态有效的。历史经验显示对于大部分国家来讲，融资成本小于经济增长率，中国也不例外。同时，有研究显示资本回报率 ( $R$ )，即 ( $i$ ) 和风险溢价之和，大于经济增长率 ( $g$ )，导致劳动收入占比下降，是收入差距扩大的重要原因<sup>1</sup>。

如果政府债务促进长远的经济增长，同时降低整个社会的风险溢价，既促进效率，又有利公平。与前文的讨论类似，一个比较明显的例子包括政府部门增加市场无法有效提供的公共品，比如教育、医疗、基础研究等。面对人口老龄化问题，公共部门增加债务用于鼓励生育，降低育儿负担，更多的小孩20年后成为劳动力，带来的经济增长可以还债。

另一个例子则与降低公共债务的潜在不利影响有关，立足于规范财政机制以降低风险溢价，降低不正常的高资本回报率。例如，我国城投公司债的发行利率普遍高于国债和地方债的发行利率，把隐性转为显性的政府债务，可以有效降低融资成本，促进效率和公平。

综上所述，公共债务对于促进经济增长、社会服务供给和促进公平等方面的积极作用值得我们重视，尤其是动态来看，如果现在增加的债务通过促进生育和改善公共服务来提升未来的经济增长，则债务的可持续性增加。本书中所探讨的公共债务历史经验和议题对当前中国所面临的现实问题有借鉴意义。希望本书的翻译出版能够激发各界对公共债务问题的思考，也能够对促进相关公共政策的研讨有所助益。

---

以上观点来自：2023年8月3日中金研究院已发布的《重新理解公共债务与现代经济增长——〈全球公共债务〉序》

彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

---

<sup>1</sup> Piketty, T. (2014). Capital in the twenty-first century. Harvard University Press.

## 宏观专栏

### 美国评级下调意味着什么？

8月1日，惠誉宣布将美国长期信用评级从AAA下调至AA+（Long-Term Foreign-Currency Issuer Default Rating, IDR）<sup>2</sup>，上一次美国评级被三大主要评级机构下调还要追溯到2011年8月债务上限危机时期标普公司下调评级，因此的确较为罕见。这一事件，叠加美国财政部超预期债券供给、以及7月ADP就业数据大超预期，对于全球资产都掀起了不小的波澜，10年期美债利率快速攀升至4.1%以上、纳斯达克大跌超2%、美元指数再度站上102。针对此次事件对市场的后续影响、美债的供需等问题，我们相关分析如下：

#### 一、本次下调与2011年是否相同？并不完全可比

美国主权信用评级被三大主要评级机构下调的确很少出现（回顾历史看，美国联邦政府信誉受到质疑有4次，分别为1812年战争、大萧条期间退出金本位制、1979年所谓的“迷你违约”、以及2011年债务上限危机），所以市场自然而然会对比离我们最近的2011年8月的案例。2011年8月5日，标普下调美国主权信用评级（AAA到AA+）造成较大冲击，但仔细分析后可以发现目前与当时并不完全可比。

2011年评级下调之所以造成较大冲击是因为市场情绪还没有从债务上限僵局中完全走出来。如我们在[《美国债务上限的来龙与去脉》](#)中分析，2011年债务上限问题直到距离最后期限几个小时才最终得以解决（2011年8月2日通过参议院并交由奥巴马签署）；但即便如此，标普依然在8月5日下调了美国主权信用评级（从AAA降至AA+）。考虑到下调评级“实属罕见”且与债务上限的解决窗口期十分接近（仅3天），避险情绪一度持续升温，市场短期内也面临了较大冲击，如股市普遍回调（标普500两周时间内下调17%，全球其实股市也普遍受到冲击，跌幅在10%~15%不等）、短债利率抬升但长债利率下行（1年期美债利率从7月25日的0.04%快速上冲至7月29日的0.17%；10年期美债利率从7

<sup>2</sup> <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023>

月25日的3%的相对高位快速下降至8月2日的2.6%，评级下调后继续快速下降至8月10日的2.1%，较7月末降幅达90bp）、黄金及美元同涨（从7月末至评级下调后，黄金涨幅达12%）。

不难看出，当前与2011年有一些不同，体现在：**1）本次评级下调距离债务上限解决已过3个月，下调评级中提到的一些长期问题无法轻易短期化。**与2011年不同，本次债务上限问题早已于6月初解决（6月3日拜登签署法案，“冻结”债务上限直至2025年初，[《债务上限“过关”的影响与后续》](#)）。有了此前“有惊无险”的历史经验，即便本次解决也同样临近违约日，但并未给市场造成过多冲击，更不用说本次评级下调距离债务上限解决已有3个月之久。**2）当前加息预期已然放缓，经济增长依然不差，且市场流动性相对稳定。**事件发生后，即便美债利率上冲至4.1%，但市场对美联储后续的加息预期并未发生改变（即9月不再进一步加息，降息预期在明年3月）；与此同时，当前美国增长依然不差，且经历了3月银行危机美联储的“扩表”后，流动性也算充裕。因此，此次评级下调在短期的实质影响可能有限，**2011年时市场“脆弱程度”更大。**

当然，后续是否有其他评级机构“跟风”，以及金融市场波动触发的连锁反应值得关注。

**二、美债利率为何上冲？** 主要因国债供给激增，加息预期稳定；短期或已超调

既然评级下调影响不大，为何美债依然快速上行？我们认为主要原因在于国债短期供需的错配被放大。一方面，供给比预期的多，债务上限后财政部需要重新发债补充资金，但近期财政部宣布的债券发行规模大超预期；另一方面，短期需求可能受到评级下调和情绪的干扰，形成了错配，进而推高美债。具体来看：

**1) 供给：**如我们在[《债务上限“过关”的影响与后续》](#)中分析，美国财政部在解决债务上限后需要新发债以补充TGA账户，而这一变化可能会造成短期内债券供给增加并抽离部分市场流动性，进而给美债利率和美元提供向上动力。6月债务上限解决后，财政部已开始重新发债并补充其TGA账户（TGA账户余

额从6月初的230亿美元回补至8月初的4580亿美元；财政部6月初表示计划在9月末将TGA账户升至超6000亿美元）<sup>3</sup>。但除了净增加现金储备外，财政部还有增量发债需求，财政部在今年5月给出的三季度国债净发行计划为7330亿美元。我们在7月中旬发表的《[失去流动性“助力”的美股](#)》中提示需要关注未来流动性影响，因为缩表继续、3月银行危机美联储提供借款到期、以及新发国债这三项变化或将使得金融流动性掉头下行。

即便如此，财政部的发债计划依然超出预期。7月31日，财政部在最新公告中表示将三季度净发债规模抬升至超1万亿美元，较5月计划高出2740亿美元；与此同时，财政部预计TGA账户预计回补水平同样从6月初计划的三季度末6000亿美元抬升至6500亿美元。与此同时，财政部预计四季度净发债规模将达8520亿美元，对应TGA账户水平7500亿美元<sup>4</sup>。

**2) 需求：**作为美债主要持有者的美联储仍在缩表减持美债。除了美联储持有40%美债外，美债持有者主要包括美联储、海外央行和海外投资者、共同基金、存款机构及养老金等。此次评级下调，不排除在短期造成了部分投资者观望情绪，造成了短期供给和需求的错配。

但我们认为短期内美债利率可能存在超调，主要是考虑到：1）评级下调与美国国债存在违约风险不能“划等号”，短期的供给和需求错配难以长期持续；2）美联储后续货币政策路径并未改变，近期加息预期变动不大（匹配当前加息路径的美债中枢为3.8%）。3）美债上冲后，已经有所超调迹象。因此，美债利率在这一水平上进一步上冲的空间有限，中枢3.8%附近；不过期待进一步大幅下行在降息预期出现前也很难看到。

**三、流动性与市场影响：金融流动性收缩，美股三季度支撑弱于二季度，美元有支撑**

不过，近期美国财政发债增加的现象，也提示我们需要关注另外一个问题，即市场金融流动性的转向。我们在《[失去流动性“助力”的美股](#)》中测算，美

<sup>3</sup> <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy1662>

<sup>4</sup> <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy1662>

国金融流动性指标（美联储负债端-隔夜逆回购-TGA账户，基本等同于银行准备金）三季度将从当前的5.58万亿美元降至三季度末的5.42万亿美元，回到今年2月末水平。

金融流动性的变化对美股和美元都有较好的解释力，例如二季度美股涨幅强劲的一个主要原因就是这一指标持续上行（美国财政部释放TGA资金，美联储因银行危机提供短期借款），去年持续下跌是因为这一指标持续下行（缩表加速）。进入三季度，美联储贷款的减少和到期、美国财政部补充资金发债，都会使得这一指标重回下行。

只不过，对比去年，我们预计三季度美国核心通胀仍将加速下行，且增长维持韧性，因此美股表现或将弱于二季度，但好于去年，四季度在能倒逼成功宽松预期前或有阶段压力，随后再反弹。对于美元，三季度流动性收紧都仍可能给美元提供支撑，判断趋势性拐点为时尚早。

#### 四、评级下调的长期逻辑：财政与债务的长期可持续性

如上文分析，我们认为短期影响不大，不应该把长期问题短期化。但是，从长期视角，惠誉此次下调评级的同时也指出了美国财政和债务的一些长期可持续性问题。本次惠誉下调美国评级的原因主要是基于对美国未来财政状况、政府债务高企、以及两党反复在最后一刻解决债务上限的担忧。

整体看，疫情后美国财政大幅持续和债务大幅累计，的确影响了长期稳定性。疫情后多轮财政刺激的释放的确使得财政赤字率快速抬升，但本次债务上限问题解决的“代价”是对未来2年财政支出的限制（将2024年的非国防支出限制在~7000亿美元，2025财年增加1%）。

中长期偿付压力存在，CBO预计2023年利息支出占比或将超过历史均值水平。当前存量美债中超70%的为中长期国债，利率抬升的影响短期来看主要作用于短期国债、FRN和部分到期的中长期国债。2021及2022年美国整体利息支出占GDP比例分别为1.56%和1.90%（1973年~疫情前均值为2.06%），伴随更多低利率债券的到期以及相对更高利率的国债存量的增多，我们预计美国

政府利息支出或将进一步抬升。CBO最新测算显示，2023年整体利息支出占GDP比例或将抬升至2.53%（高于历史均值）、并将逐年抬升（2028年或将突破3%）。占财政支出占比也是如此，2021及2022年美国整体利息支出占GDP比例分别为5.16%和7.59%（1973年~疫情前均值为10.09%）。CBO最新测算显示，2023年整体利息支出占GDP比例或将抬升至10.42%（高于历史均值）。

不过我们认为讨论长期财政和债务的稳定性也不应该过于静态，还需要同时考虑经济增长的前景，尤其是科技进步在加杠杆之外对经济的拉动效果（回归过去几十年的历史，仅有上世纪90年代互联网科技革命时，美国政府杠杆才出现明显的回落）。此外，美元的储备货币地位使其在短期可以“无限”加杠杆。如果不能靠增长改善的话，解决利息支付增加的一个简单手段就是进一步举债换取未来时间，债务上限本身只是一个法律条文的约束。

最后需要指出的是，财政部发债补充现金并不意味着财政支出增加，后者需要国会立法通过，否则只能存储现金并用于存量项目的支出。考虑到2024年为大选年且众议院掌握在共和党手中，很难想象国会会在未来配合支持财政支出扩大。

---

以上观点来自：2023年8月3日中金公司研究部已发布的《美国评级下调意味着什么？》

李赫民 分析员 SAC 执证编号：S0080522070008 SFC CE Ref: BQG067

刘刚，CFA 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

## 专题聚焦

### 国家促消费政策落地，重视消费布局机会

7月31日国家发改委发布《关于恢复和扩大消费的措施》<sup>5</sup>，提出：深入实施扩大内需战略，充分发挥消费对经济发展的基础性作用。文件中的各项扩消费措施覆盖面广，尤其是地产、家电家居、汽车、文旅及升级类消费行业。

#### 一、政策总览：国家促消费政策落地，有望加强消费回暖动能

##### 扩消费稳经济力度增强，政策兼顾供需两端、覆盖面广

政策着眼于扩大内需，突出了消费对经济发展的基础性作用。消费与居民生活息息相关，今年以来呈现出较高的需求韧性，以及稳步回暖趋势。《关于恢复和扩大消费的措施》（以下简称《措施》）致力于深入实施扩大内需战略，充分发挥消费对经济发展的基础性作用，我们看好相关措施落地为下半年消费需求的持续回暖赋能。

政策的总体要求注重满足需求、提质创新、品质升级。我们认为政策有望在两方面促进消费回暖：**1）在需求端，优化居民消费环境：**通过优化部分消费品类的限购措施、为商户营业提供便利措施、增强消费基础设施建设、完善市场监管等措施，提升消费服务质量水平，帮助居民节约开支及买到物美价廉的商品，我们认为有望提振相关品类消费情绪，加快消费需求边际回暖；**2）在供给端，促进产品创新升级：**通过支持智能产品、特色产品、绿色消费、数字消费等，引导品质升级及品类创新，我们认为有利于推动消费升级和国货崛起趋势，利好细分赛道优质龙头持续成长。

细分措施覆盖面广，尤其是地产、家电家居、汽车、文旅及升级类消费。从政策细则来看，《措施》围绕稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境六大维度，提出20条具体的细分措施。我们梳理出本轮政策的四大主线：

<sup>5</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/content/202307/content\\_6895599.htm](https://www.gov.cn/zhengce/content/202307/content_6895599.htm)

► **稳定汽车、地产、家电家居等大宗消费。**在大宗消费领域，政策重心落在汽车、住房、家居、电子等几个重点领域，我们认为有望释放相关领域消费潜力，发挥大宗消费对整体消费大盘的支撑性作用，巩固消费复苏势头。

► **拓展服务消费及新兴消费。**今年以来受益于居民旅游出行、逛街购物、餐饮聚会等需求释放，服务消费迎来明显回暖，《措施》亦注重发挥服务消费对消费回暖的提振作用，在餐饮、文旅、体育会展、健康服务等领域推出支持措施。同时，《措施》在新兴消费领域促进数字消费、绿色消费发展，有利于带动消费品类创新和品质升级，并为消费复苏创造增量亮点。

► **在城乡结构上，促进农村消费。**《措施》兼顾城乡双向流动。一方面开展绿色产品下乡，完善农村电商及物流配送建设；另一方面推动农村特色产品进城，大力发展乡村旅游，我们认为这有望带动农村居民收入及消费水平提升，并扩大消费品下沉市场空间。

► **完善消费设施及环境，提升消费便利性。**通过完善消费基建、加强金融支持、完善市场监管等方式，提升居民消费的便利性及安全性。我们认为软硬件及监管的完善有利于消费市场健康稳定发展，同时行业合规性增强有利于优质龙头企业引领市场整合，强者愈强。

### 消费需求呈现温和复苏趋势，政策助力下有望持续回暖

今年以来社零保持稳步回暖趋势，后续持续向好可期。据国家统计局数据，今年上半年社会消费品零售总额达22.75万亿元，同比增长8.2%。剔除基数效应影响下，上半年各月份社零总额较2019年同期复合增速基本维持在3.5-4.8%区间，复苏趋势稳定，其中6月复合增速较4-5月环比提升。分业态来看，受益于线下场景的修复，餐饮行业回暖势头良好，而场景之外的居民消费力度尚有进一步修复空间。从商品零售细分品类来看，社零增速呈现一定分化，体育娱乐用品、金银珠宝、化妆品等升级品类和纺织服装品类表现较好，家电、家居等地产后周期品类受益于房地产市场企稳回升及政策催化，保持温和复苏。

看好政策推动消费情绪改善及需求释放。今年以来居民收入增长的反弹为

消费回暖提供支持，2Q23期间全国居民可支配收入同增8.4%，增速环比提升3.4ppt。与此同时，今年以来消费者信心指数低位回升，较2021年水平仍有较大恢复空间。伴随《措施》细则落地，我们看好消费氛围逐步修复，带动各细分消费领域需求持续回暖。

## 二、行业分析

**家电：更新需求占比提升，有望受益政策催化。**大家电更新需求占比提升，地产后周期属性已明显下降。2009-13年家电下乡、以旧换新、能效补贴下的销售高峰已进入更新周期，本轮政策有望撬动存量需求。在此背景下更加考验家电企业的渠道运营与产品创新能力，龙头份额有望提升。

**家居：政策有望催化家居消费，龙头公司复苏势头向好。**近期政策密集出台，有望刺激家居消费需求，带动板块持续回暖；我们预计家居行业内部将持续分化，智慧家居、定制家居、软体家居等龙头份额有望加速提升，强者愈强。

**纺织服装：关注大众消费品牌发展及体育消费潜力释放。**纺服、美妆等大众消费品牌，线上有望受益于电子商务、直播等数字消费发展；线下有望随城市消费场景更新、县域商业体系建设和重点商贸街改造加速布局。同时看好政策支持 and 赛事催化下的体育消费，及本土运动龙头成长潜力。

**餐饮旅游：看好短期进一步复苏，及长期需求释放、供给升级。**我们认为，扩大餐饮服务消费中长期有助于行业基础设施完善与龙头规模突破，下半年餐饮消费有望较3-6月进一步恢复；同时，丰富文旅消费等措施有利于长期平滑旅游业淡旺季波动、释放文旅需求并促进供给提质升级。

**农业：品质优化、品牌升级、渠道提效驱动新农产扩容，中央厨房推动产业链提质增效。**供给集约、需求升级推动品质提升，特色农产品上行加快基础食材品牌化，乡村物流配送体系完善及补齐冷链物流短板优化渠道效率；中央厨房以平台化方式集成产品、品牌及渠道，有望实现快速发展。

**商业新零售：渠道转型升级提速，潮玩等新消费扩容可期。**提振内需及发展数字消费有望催化终端需求改善，全渠道融合与直播等新零售发展有望提速，

文旅支持政策有望推动潮玩等客流向好，及乐园、展会等创新业务拓展。



以上观点来自：2023年8月1日中金公司研究部已发布的《国家促消费政策落地，重视消费布局机会》

樊俊豪 分析员 SAC 执证编号：S0080513080004 SFC CE Ref: BDO986  
郭海燕 分析员 SAC 执证编号：S0080511080006 SFC CE Ref: AIQ935  
何伟 分析员 SAC 执证编号：S0080512010001 SFC CE Ref: BBH812  
林思婕 分析员 SAC 执证编号：S0080520080005 SFC CE Ref: BPI420  
林骥川 分析员 SAC 执证编号：S0080522080008 SFC CE Ref: BSY374  
徐卓楠 分析员 SAC 执证编号：S0080520080008 SFC CE Ref: BPR695  
戎姜斌 分析员 SAC 执证编号：S0080521010003 SFC CE Ref: BTP150  
王思洋 分析员 SAC 执证编号：S0080523070004 SFC CE Ref: BTG198  
石狄 分析员 SAC 执证编号：S0080523060009 SFC CE Ref: BRS095

## 专题聚焦

### 存量按揭利率怎么调？

8月1日中国人民银行、国家外汇管理局召开2023年下半年工作会议提到“指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”<sup>6</sup>。

**央行再度定调按揭利率下调。**我们认为本次央行工作会议中的表述是对存量按揭利率调整的政策导向的再度确认。此前7月14日央行提到对于居民按揭贷款可“按照市场化、法治化原则，支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定，或者是新发放贷款置换原来的存量贷款”<sup>7</sup>，根据我们的理解，“自主协商变更合同约定”意味着允许存量利率的加点通过银行与借款人的协商进行调整，“以新发放贷款置换原来的存量贷款”意味着允许按照较低的新发放贷款利率置换利率较高的存量按揭贷款，以上两条变化将使得银行存量按揭利率有望下调（参见[《存量按揭利率调整探讨》](#)）。

**存量按揭利率怎么调？**尽管具体方案仍有不确定性，但我们根据央行的表述预计可能有以下特点：1）针对性下调存量按揭利率“加点”而非LPR基准利率普遍下调；2）“市场化原则”意味着各城市下调幅度可能并非“整齐划一”，而是以当地市场化形成的新发放利率为基准，即存量利率下调和用新发放贷款置换效果等同，对于新发放利率加点下调较多的三四线城市下调幅度更大，一线城市幅度相对较少；3）“以新发放贷款置换原来的存量贷款”意味着跨行转按揭（他行新发放贷款置换本行按揭）存在放开的可能性，但“依法”“有序”意味着放开过程可能较为谨慎，避免出现银行间过度竞争。

**符合政治局会议导向。**7月24日政治局会议提到“通过增加居民收入扩大消费”，存量按揭利率下调降低购房者利息负担、增加消费意愿，符合政策导向。当前银行存量按揭利率约为4.7%左右，假设存量按揭利率下调70bp降至新发放利率4.0%左右的水平，按照100万元按揭贷款、等额本息还款计算，我们估算可降低借款人月供约400元（约7%）；全行业每年可减少房贷利息约3000

<sup>6</sup>

<http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/49421/50141/wz50143/Document/1744085/1744085.htm?flag=1>

<sup>7</sup> 同上

亿元，如果全部用于消费相当于2022年社会消费品零售额的0.7%；节约社会利息支出相当于LPR降息1.4次（14bp）。

**对银行的影响测算。**考虑到下调比例的不确定性，我们进行三种情景假设分析：1）假设30%存量按揭利率下调70bp，我们估算对银行2023年净息差/营业收入/净利润影响分别为-3bp/-1%/-3%（年化）；2）假设50%存量按揭利率下调70bp，我们估算对银行2023年净息差/营业收入/净利润影响分别为-5bp/-2%/-4%（年化）；3）假设100%存量按揭贷款的利率下调70bp，我们估算对银行2023年净息差/营业收入/净利润影响分别为-9bp/-4%/-9%（年化）。2022年全行业/国有大行/股份行/区域行按揭贷款占比分别为21%/28%/17%/13%，存量按揭下调对按揭敞口比例较高的国有大行影响更大，对区域行影响较小。考虑到调整过程可能需要一定时间逐步落地，对银行收入的影响可能较为平缓。

**提前还贷也有望减少。**我们在今年2月的报告[《按揭提前还贷影响几何？》](#)中判断本次提前还贷是居民收入预期低迷以及投资回报率下降导致的去杠杆行为。按揭利率下调后，存量利率与金融产品收益率利差收窄，使用经营贷进行置换的套利空间也得到压缩，我们认为居民提前还贷有望减少。从会计角度看，居民提前还贷同时减少贷款和存款，降低银行贷款利息收入同时存款利息支出减少。我们假设存量按揭贷款利率与存款的利差为2.5ppt，分三种情形估算提前还贷减少对银行收入的正贡献：1）假设按揭早偿率降低1ppt，对银行净息差/营业收入/净利润贡献分别为+0.3bp/+0.1%/+0.3%（年化）；2）假设按揭早偿率降低3ppt，估算对银行净息差/营业收入/净利润贡献分别为+1bp/+0.4%/+1%（年化）；2）假设按揭早偿率降低5ppt，我们估算对银行净息差/营业收入/净利润影响分别为+2bp/+1%/+2%（年化）。

**有必要下调存款利率进行对冲。**考虑到为实现“2035目标”有必要保持银行合理的ROE和息差水平（参见[《探索银行低估值之谜》](#)），我们认为可考虑通过下调存款利率、央行结构性货币工具等方式对冲对银行利润的影响。我们在6月8日的报告[《存款还有多少降息空间？》](#)中认为未来1-2年银行存款平均利率有约20bp的下调空间，不考虑存款活期化影响，估算存款利率下调能节约银行负债成本约7000亿元，正向贡献上市银行净息差/营收/净利润17bp/8%/16%。

**新发放按揭利率下限有望下调。**央行会上还提到“继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行”<sup>8</sup>，其中首付比例下调的提法与7月27日住建部的表述一致（参见《[地产贷款加杠杆窗口开启](#)》），符合预期；“引导个人住房贷款利率下行”的提法超出预期。新发放按揭利率由“LPR+加点”决定，其中加点遵循2022年5月发布的全国层面利率下限规定<sup>9</sup>和2022年9月推出的部分城市可享受的阶段性放开利率下限的规定<sup>10</sup>（2022年12月底改为长效机制<sup>11</sup>），具体规定为：1）全国层面首套房按揭利率下限为LPR减20bp，二套房贷款利率下限为LPR加60bp；2）连续3个月房价环比和同比均下降的城市允许下调或取消当地首套房按揭利率下限。我们认为此次央行的新表述意味着如果LPR保持不变，为引导新发放按揭利率下行，新发放按揭利率下限的有关规定可能出现调整，具体形式可能为下调按揭利率的全国下限，或者放松部分城市取消利率下限的要求，扩大取消利率下限城市的范围。

**存量按揭降息对银行负面影响有限。**综合来看，尽管存量按揭利率下调对银行盈利可能造成一定影响，但提前还贷减少、后续可能的存款利率下调有望对负面影响进行充分对冲；存量按揭利率调整也体现出政策明确的稳增长导向，考虑到对宏观经济和消费的刺激作用，存量按揭利率下调对银行负面影响有限。考虑到此前市场对存量按揭降息存在一定预期、估值仍位于历史底部、后续稳增长政策有望形成支持。

---

以上观点来自：**2023年8月2日中金公司研究部已发布的《存量按揭利率怎么调？》**

林英奇 分析员 SAC 执证编号：S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853

许鸿明 联系人 SAC 执证编号：S0080121080063

周基明 分析员 SAC 执证编号：S0080521090005 SFC CE Ref: BTM336

张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

---

<sup>8</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5006902/index.html>

<sup>9</sup> <http://www.fangchan.com/policy/33/2022-05-16/6931773774971081066.html>

<sup>10</sup>

[https://wappass.baidu.com/static/captcha/tuxing.html?ak=572be823e2f50ea759a616c060d6b9f1&backurl=https%3A%2F%2Fmbd.baidu.com%2Fnewspage%2Fdata%2Flandingsuper%3Fthird%3Dbaijiahao%26baijiahao\\_id%3D1745438206971847835%26id%3D1745438206971847835%26wfi%3Dspider%26for%3Dpc%26source%3Dkunlun%26\\_score%3D0.999100&timestamp=1691055800&signature=16797401ab36ee17d0f8ebb8edc644d7](https://wappass.baidu.com/static/captcha/tuxing.html?ak=572be823e2f50ea759a616c060d6b9f1&backurl=https%3A%2F%2Fmbd.baidu.com%2Fnewspage%2Fdata%2Flandingsuper%3Fthird%3Dbaijiahao%26baijiahao_id%3D1745438206971847835%26id%3D1745438206971847835%26wfi%3Dspider%26for%3Dpc%26source%3Dkunlun%26_score%3D0.999100&timestamp=1691055800&signature=16797401ab36ee17d0f8ebb8edc644d7)

<sup>11</sup> [https://www.gov.cn/xinwen/2023-01/05/content\\_5735198.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2023-01/05/content_5735198.htm)

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2023.7.31 中国图说中国宏观周报：一揽子稳增长政策陆续出台
- 2023.7.31 中国宏观热点速评：内需推动新订单降幅缩窄 ——7月PMI点评
- 2023.8.4 海外宏观热点速评：从新宏观范式看利率与金价共振

### 策略及大宗商品

- 2023.8.1 主题策略：从供给侧出清视角看行业投资机会
- 2023.8.1 主题策略：行业配置月报：地产产业链有望继续占优
- 2023.8.1 主题策略：港股通与恒指调整预览（2023-8）
- 2023.8.1 A股和港股行业首选：2023年8月
- 2023.8.3 海外策略：美国评级下调意味着什么？
- 2023.8.4 主题策略：第五批专精特新“小巨人”或有哪些特征？
- 2023.8.4 大宗商品：农产品：生猪：供给压力后置，上行空间或有限
- 2023.8.5 全球资金流向监测：互联互通南北向流入均放缓
- 2023.8.6 老外看中国：跨国公司的中国业务2Q23（2）：消费与中上游好，科技与汽车弱
- 2023.8.6 海外中资股策略周报：当前市场环境的新变化
- 2023.8.6 A股策略周报：稳增长政策继续加码
- 2023.8.6 海外策略：美债有顶，港股有底 海外资产配置月报（2023-8）
- 2023.8.6 大宗商品：能源：全球炼油·美国篇：近渴与远虑

### 固定收益

- 2023.7.31 简评：PMI震荡偏弱，观察后续政策效果——7月PMI数据分析
- 2023.7.31 简评：上声转债上市定价分析
- 2023.7.31 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.7.31 简评：东宝转债投资价值分析
- 2023.7.31 中资美元债周报：政策利好提振情绪，地产美元债反弹
- 2023.7.31 简评：星球转债投资价值分析
- 2023.7.31 简评：如何看待城投一揽子化债计划
- 2023.8.1 专题研究：股债联动看投资：政策陆续出台，股市和债市如何演绎？
- 2023.8.1 简评：武进转债上市定价分析
- 2023.8.1 简评：金丹转债上市定价分析
- 2023.8.1 简评：东亚转债上市定价分析
- 2023.8.1 简评：净利润增速转正，电力航空盈利修复 ——债券发行人2023中报业绩预告解析
- 2023.8.2 简评：大叶转债上市定价分析

- 2023.8.2 简评：铭利达转债投资价值分析
- 2023.8.2 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.8.2 专题研究：中金固收历史启示系列：类REITs市场化处置案例回顾
- 2023.8.3 招投标备忘录：国开债23年第10、14期增发——利率债招标分析
- 2023.8.3 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.8.3 简评：科顺转债上市定价分析
- 2023.8.4 招投标备忘录：贴现国债23年第45、46期新发——利率债招标分析
- 2023.8.4 简评：宽信用也需宽货币，债券利率或仍将下行——四部委联合新闻发布会点评
- 2023.8.4 专题研究：公募固收+产品能力拆解及组合思路——中金固收新趋势系列
- 2023.8.5 信用债收益率跟踪周报：7月供需转强、8月理财规模或稳中有升
- 2023.8.5 中国利率策略周报：紧货币加宽财政对美国国债评级和利率的影响
- 2023.8.5 专题研究：外需继续回落，产能过剩可能压制工业产出——中金固收高频跟踪月报
- 2023.8.6 简评：政府类债券管理规范进一步深化——《政府债券登记托管结算管理办法》点评

## 行业

- 2023.7.31 轻工日化：轻工家居：政策密集催化，看好家居消费持续回暖
- 2023.7.31 房地产：如何看待本轮地产行情后续演绎
- 2023.7.31 化工：PX产能扩张尾声，有望进入新一轮高景气周期
- 2023.7.31 纺织服装珠宝：纺服聚焦：政策积极，期待持续复苏
- 2023.7.31 交通运输物流：积极布局航空系列：美国2Q23净利润超疫情前；高端及出境游领衔需求复苏
- 2023.7.31 交通运输物流：双周报#370：航空暑运收益改善，看好顺周期货运表现
- 2023.7.31 家电及相关：出口产业链改善，欧美家电企业去库存进入尾声
- 2023.7.31 机械：复合集流体月报：排除噪音，密切跟踪PP验证反馈
- 2023.7.31 机械：风电零部件月报：风电进入旺季，关注新技术进展
- 2023.7.31 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2023年8月组合
- 2023.7.31 电力电气设备：电新周报：哈密-重庆特高压核准，顺周期预期重塑
- 2023.8.1 医疗健康：进一步完善多元支付机制支持创新药械发展
- 2023.8.1 公用事业：六台核电机组核准，稳健成长逻辑兑现
- 2023.8.1 不动产与空间服务：周评#351：7月新房销售同环比均降约三成
- 2023.8.1 家电及相关：政策密集促消费，更新需求有望提振
- 2023.8.1 可选消费：国家促消费政策落地，重视消费布局机会
- 2023.8.1 机械：国常会核准六台核电机组，看好核电设备板块配置机会
- 2023.8.1 建筑与工程：建筑2023下半年展望：聚焦政策催化和结构性高景气
- 2023.8.1 博彩及奢侈品：暑期旺季开启，7月博彩总收入超预期

- 2023.8.1 家电及相关：为什么可以看好厨电发展前景
- 2023.8.2 银行：存量按揭利率怎么调？
- 2023.8.2 软件及服务：全球观察-ServiceNow：二季度收入超预期，AI贡献新增量机会
- 2023.8.3 交通运输物流：海口机场免税：暑运客流渐入佳境；折扣水平维持稳定
- 2023.8.3 机械：人形机器人前沿系列02：精密减速器轴承，迎群雄逐鹿
- 2023.8.3 电力电气设备：工业自动化跟踪7月：周期触底，预期重塑
- 2023.8.3 REITs：公募REITs月报（2023-07）：市场情绪回暖，配置价值或仍可挖掘
- 2023.8.3 汽车及零部件：智能汽车跟踪月报：NOA渗透率环比显著提升，智驾智舱车身域控加速发展
- 2023.8.3 机械：海外高空作业平台季度跟踪（1）：从JLG和Genie财报看海外需求
- 2023.8.3 保险：近期路演反馈：建议关注停售后负债端潜在预期差
- 2023.8.3 金融：政策预期差与周期成长共振——资本市场行业8月报
- 2023.8.4 公用事业：绿证再进一步：可再生能源全覆盖，完善定位和交易规则；实践效果待需求侧发力
- 2023.8.4 银行：7月金融数据前瞻
- 2023.8.4 有色金属：锡：供应拐点已至，下游需求改善蓄势待发
- 2023.8.4 银行：区域行观察：走进江苏
- 2023.8.4 汽车及零部件：汽车及出行设备2023下半年展望：去库尾声，先周期弹性，后电动智能成长
- 2023.8.4 半导体：中金看海外公司 |Marvell：计算连接齐发力，AI时代弄潮人
- 2023.8.4 航空航天科技：卫星行业月报（2023-07）：星座规划持续加码，商业火箭关键技术不断突破
- 2023.8.4 科技：绿证体系逐步完善，促进新型电力系统转型
- 2023.8.4 机械：复合集流体系列04：材料终极格局展望
- 2023.8.5 物业管理：如何看待当前物业管理板块投资机会？
- 2023.8.5 电力电气设备：锂电正极产能加速落地，卡位新技术与国际化
- 2023.8.6 电力电气设备：电新周报：新车催化下需求释放，工控板块轮动加速
- 2023.8.6 家电及相关：黑电产业大变局，中国彩电品牌全球崛起

## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn