

2024年08月31日

## 若存量房贷降息，潜在空间或2倍于2023年9月

宏观研究团队

——兼评8月PMI数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

事件：2024年8月官方制造业PMI 49.1%，预期49.5%，前值49.4%；官方非制造业PMI 50.3%，预期50.1%，前值50.2%。

### ● 制造业：弱需求约束下强生产难继，价格水平明显回落

1、传统生产淡季、市场需求不足，叠加近期高温多雨，制造业景气度延续承压。PMI生产自2024年3月以来首次低于荣枯线，需求端内需弱于外需。分行业来看，汽车和部分化工链向好。

2、前期生产偏强格局对价格的约束持续显现，预计PPI降幅或将扩大。从高频指标来看，我们预计8月PPI环比可能在-0.6%左右，同比在-1.6%左右。

3、分类型来看，中小型企业生产经营延续偏弱。8月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别较前值下滑了0.1、0.7、0.3个百分点。表征民企景气度的BCI指数在8月下降了0.3个百分点至48.5%，拖累主要来自于用工成本前瞻指数。

### ● 非制造业：专项债提速支撑基建增速，服务业有企稳迹象

1、建筑业：实物工作量承压，专项债加快发行和水利提速仍将支撑基建增速。石油沥青开工、水泥开工、水泥发运均处于历史低位，但8月专项债发行进度大幅提高了20.5个百分点至66.3%，财务加快支出以及水利提速有望支撑基建增速向上。

2、服务业：景气度企稳，暑期提振居民出行和相关服务业。铁路运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、文化体育娱乐等景气度较高，资本市场服务、房地产、居民服务等延续偏弱。

### ● 政策窗口趋近，若调降存量房贷利率，潜在空间或2倍于2023年9月

1、9月和10月可能是经济企稳和政策加码的重要观察窗口：一则是前期政策效果陆续释放，发改委要求3000亿超长债支持“两新”于8月底前全部下达；二则是新一轮政策窗口趋近，财政已加快发力，央行指出研究储备增量政策、大概率将跟随美联储降息，以及进一步观察会否收储再贷款扩容、中央财政贴息收储、存量房贷降息，必要时可能增发国债（类似2023年10月24日）。

2、其中，存量房贷降息通过金融机构让利减少居民偿债负担、变相增收，若落地则潜在空间如何？乐观情形下可能包括两部分调降：一是面向存量非首套房、类似于2023年9月的补降，存量非首套房贷规模约37.8-21.7/98.5%=15.8万亿元，按50-75BP则居民每年减少偿付788-1182亿元；二是2024年5月17日取消房贷利率下限而存量房贷并未享有，若按30-40BP则居民每年减少偿付1134-1515亿元。两者合计对应潜在调降空间1922-2693亿元，占2023年居民可支配收入的0.35%-0.49%。考虑到银行息差压力，实际落地可能不及预期。

3、在《试论地产需求政策的有效性边界》专题中，我们复盘了海外国家金融风险/地产出清的时点，共性在于居民偿债比率收敛于11%-13%的水平，我国同样符合这一规律。往后看，若存量房贷利率下调、央行跟随美联储降息、收储扩容等，该指标有望修复至11%以下，短期地产或有反弹。但核心仍在于收入性政策，一定程度上决定了美国地产B浪反弹有韧性、日本没有韧性。

● 风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《放缓的共振补库或将重启——兼评7月企业利润数据》-2024.8.27

《政府债券发行支撑广义财政支出——宏观经济点评》-2024.8.26

《关注绿色转型和西部地区发展——宏观周报》-2024.8.25

## 目 录

1、 制造业：弱需求约束下生产低于荣枯线，价格水平明显回落.....	3
2、 非制造业：专项债提速支撑基建增速，服务业有企稳迹象.....	4
3、 政策窗口趋近，若调降存量房贷利率，潜在空间或 2 倍于 2023 年 9 月.....	6
4、 风险提示.....	9

## 图表目录

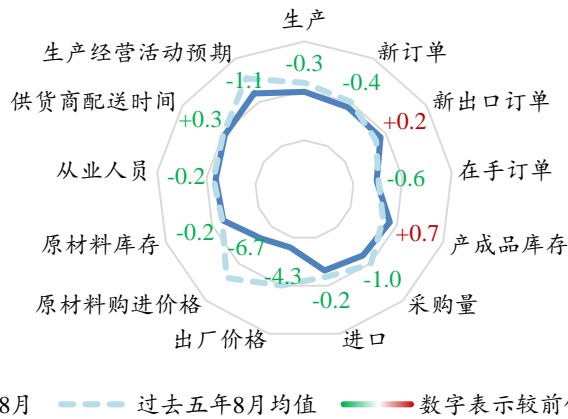
图 1： 8 月制造业 PMI 价格分项明显回落.....	3
图 2： 8 月 PX 开工延续高位.....	3
图 3： 8 月汽车半钢胎开工延续向好.....	3
图 4： 8 月中小型企业 PMI 延续走弱.....	4
图 5： 8 月 BCI 指数中，销售前瞻小幅改善.....	4
图 6： 8 月建筑业新订单 PMI 见底回升.....	5
图 7： 8 月专项债发行大幅提速.....	5
图 8： 预计 8 月挖机内销增速延续放缓.....	5
图 9： 8 月石油沥青开工率处于历史低位.....	5
图 10： 8 月水泥磨机运转率处于历史低位.....	5
图 11： 8 月水泥发运率处于历史低位.....	5
图 12： 8 月服务业 PMI 小幅改善.....	6
图 13： 存量首套和非首套房贷均可能受益.....	7
图 14： 乐观情形下，居民每年减少偿付 1947-2731 亿元.....	7
图 15： 海外国家发生金融地产风险/去杠杆时点，普遍对应居民偿债比率在 11%-13%.....	7
图 16： 2022 年以来我国居民偿债比率仍未修复至临界水平（11%）以下.....	8
图 17： 美国地产“量”具有韧性，房价止跌回升.....	8
图 18： 日本地产“量”不具有延续性，房价未能止跌.....	8
图 19： 美国居民资产负债表的修复来自低利率+扩收入.....	8
图 20： 日本居民资产负债表的修复主要由低利率贡献.....	9

事件：2024年8月官方制造业PMI 49.1%，预期49.5%，前值49.4%；官方非制造业PMI 50.3%，预期50.1%，前值50.2%。

## 1、制造业：弱需求约束下生产低于荣枯线，价格水平明显回落

(1)传统生产淡季、市场需求不足，叠加近期高温多雨，制造业景气度延续承压。8月制造业PMI为49.1%、低于预期的49.5%，明显不及过去五年均值的49.9%，环比下降0.3个百分点、亦低于季节性的+0.0个百分点。生产端，8月PMI生产下滑了0.3个百分点至49.8%，自2024年3月以来首次低于荣枯线；需求端，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别变动了-0.4、+0.2、-0.1个百分点至48.9%、48.7%、46.8%，指向内需弱于外需。

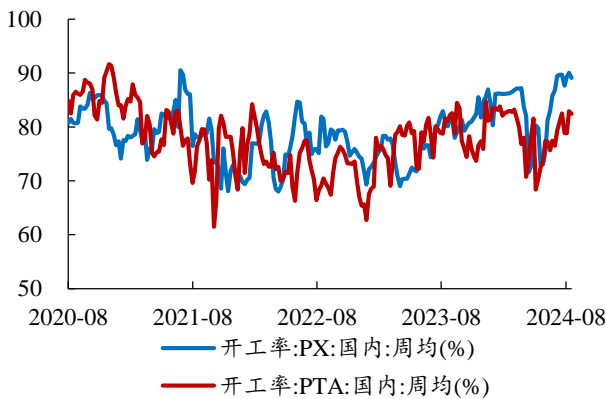
图1：8月制造业PMI价格分项明显回落



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除疫情等特殊期间，供应商配送时间通常为反向指标

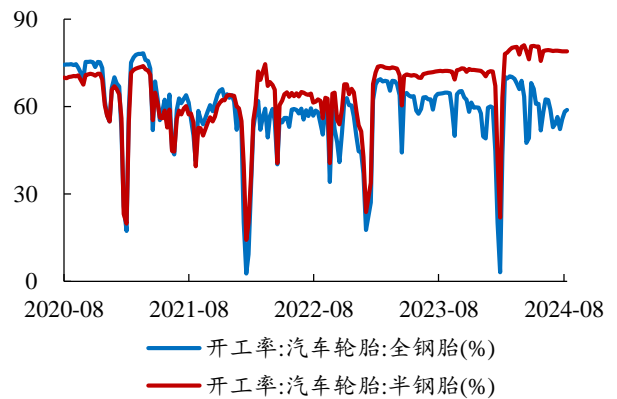
(2)生产端具体而言，汽车和部分化工链向好。内需链来看，8月高炉和焦炉开工率明显走弱，螺纹钢、线材、建材的表观需求量低位小幅改善，水泥价格震荡下行。外需链来看，8月汽车半钢胎平均开工率达79.0%、仍居历史高位，PX开工向好，PTA、聚酯切片、涤纶长丝则边际改善。

图2：8月PX开工延续高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

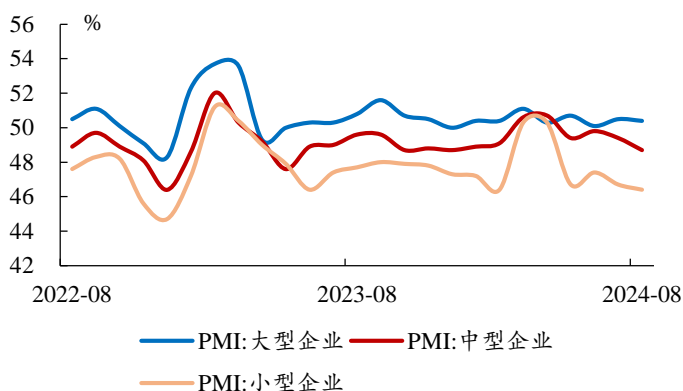
图3：8月汽车半钢胎开工延续向好



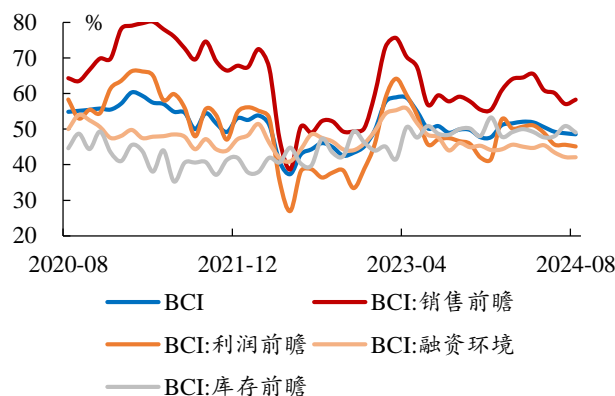
数据来源：Wind、开源证券研究所

**(3)工业原材料价格显著回落，预计 PPI 降幅或将扩大。**前期生产偏强格局对价格的约束持续显现，8 月 PMI 原材料购进价格与 PMI 出厂价格分别为 43.2%、42.0%，较前值下降了 6.7、4.3 个百分点。高频指标显示，截至 8 月 23 日的生产资料价格指数环比回落 2.4%，8 月南华工业品指数环比回落 6.2%，CRB 工业原料现货指数环比回落 1.5%，我们预计 8 月 PPI 环比可能在-0.6%左右，同比在-1.6%左右，较前值回落。

**(4)分类型来看，中小型企业生产经营延续偏弱。**8 月大型企业、中型企业、小型企业 PMI 分别为 50.4%、48.7%、46.4%，较前值下滑了 0.1、0.7、0.3 个百分点。表征民企景气度的 BCI 指数在 8 月下降了 0.3 个百分点至 48.5%，其中企业用工成本前瞻指数明显走弱、指向企业预期未来 6 个月的总用工成本将下降，销售前瞻分项边际改善。

**图4：8 月中小型企业 PMI 延续走弱**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：8 月 BCI 指数中，销售前瞻小幅改善**


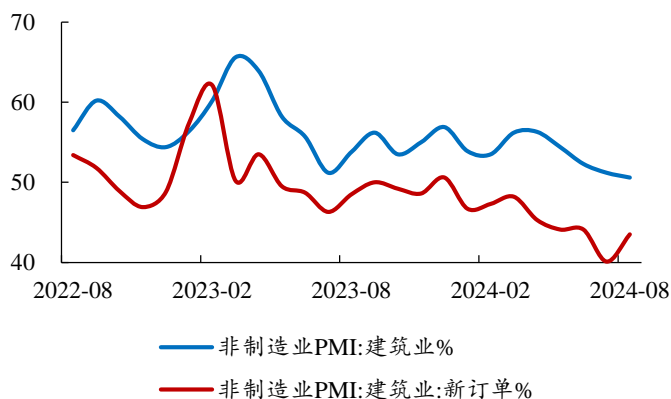
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、非制造业：专项债提速支撑基建增速，服务业有企稳迹象

**(1)建筑业：实物工作量承压，专项债加快发行和水利提速仍将支撑基建增速。**8 月建筑业 PMI 下行 0.6 个百分点至 50.6%、明显低于 60%的实际荣枯线<sup>1</sup>；建筑业新订单指数大幅降低 4.0 个百分点至 40.1%。实物工作量来看，石油沥青开工、水泥开工、水泥发运均处于历史低位；好的方面在于，8 月专项债发行进度大幅提高了 20.5 个百分点至 66.3%，财务加快支出以及水利提速（传统实物工作量指标难以观察其进度）有望支撑基建增速向上。

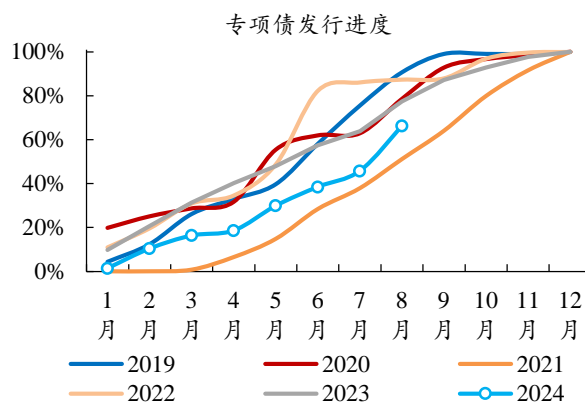
<sup>1</sup> 景气指数以 50%为界上下波动，但建筑业 PMI 自 2012 年以来仅有一次低于 50%（2020 年 2 月），2012-2022 年均值 59.2%，因此我们将该指标的“实际荣枯线”界定为 60%。

图6：8月建筑业新订单 PMI 见底回升



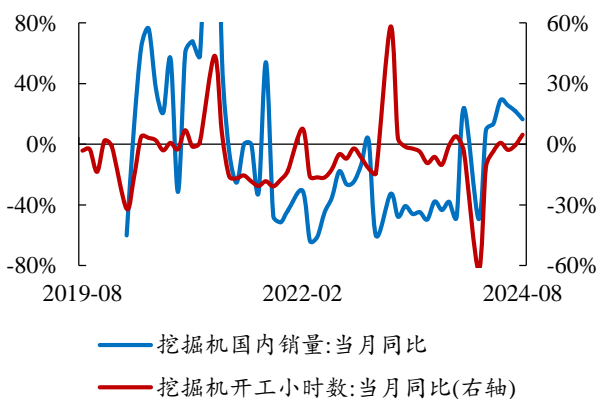
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：8月专项债发行大幅提速



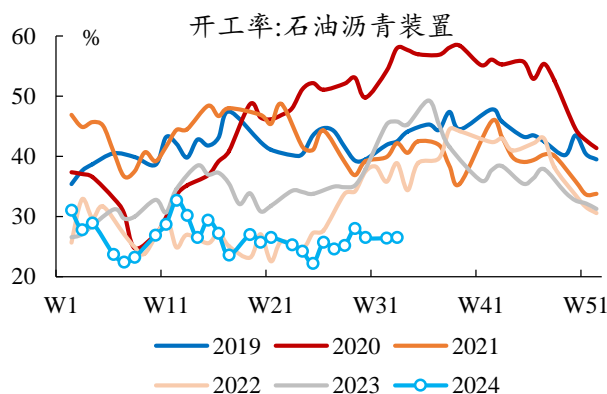
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：预计8月挖掘机内销增速延续放缓



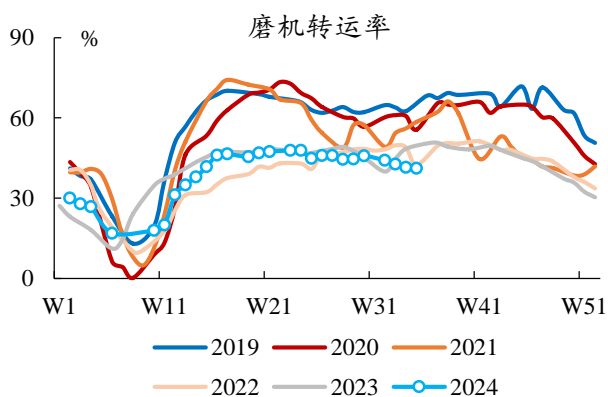
数据来源：Wind、CME、今日工程机械、开源证券研究所；注：2024年8月为预测数据

图9：8月石油沥青开工率处于历史低位



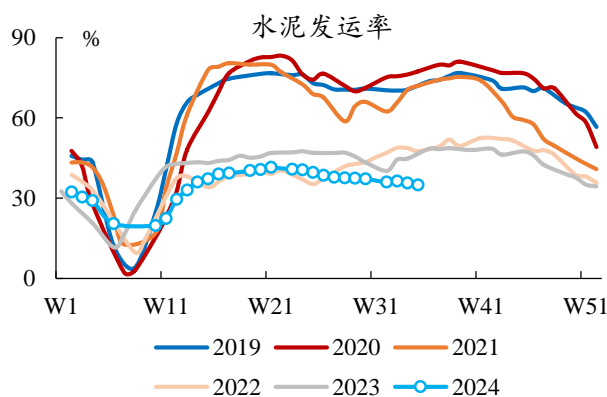
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：8月水泥磨机运转率处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

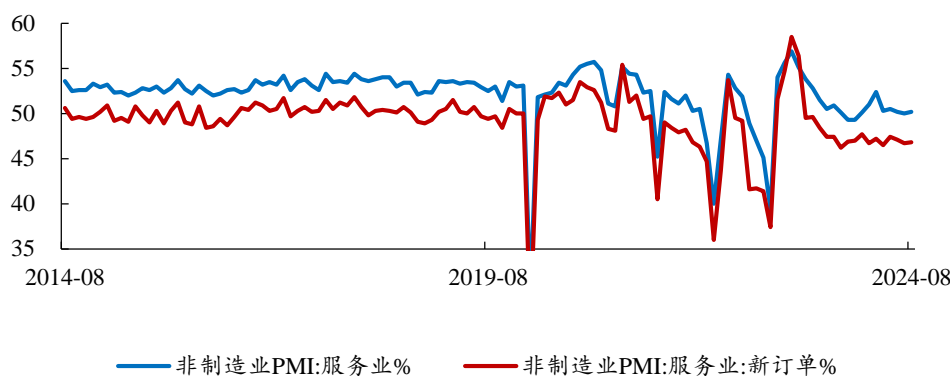
图11：8月水泥发运率处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)服务业：8月PMI回升了0.2个百分点至50.2%，表征预期的服务业新订单PMI微升至47.2%。分行业来看，暑期提振居民出行和相关服务业，铁路运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、文化体育娱乐等景气度较高，资本市场服务、房地产、居民服务等延续偏弱。

图12：8月服务业PMI微幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

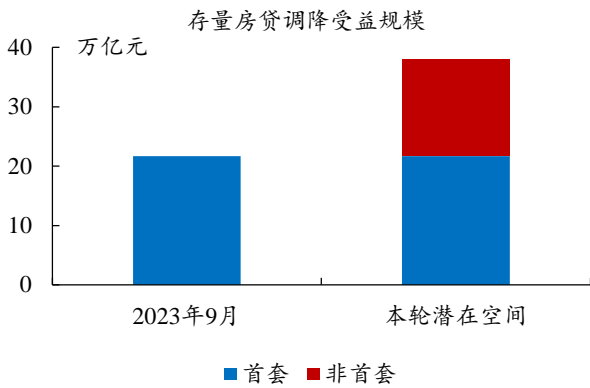
### 3、政策窗口趋近，若调降存量房贷利率，潜在空间或2倍于2023年9月

8月金融、通胀、经济、PMI等数据一致体现了当前经济弱修复态势，往后看，9月、10月可能是经济企稳和政策加码的重要观察窗口：一则前期政策效果陆续释放，发改委要求3000亿超长债支持“两新”于8月底前全部下达，政策效果有望体现于9月经济数据；二则新一轮政策窗口趋近，财政已加快发力，央行指出研究储备增量政策、大概率将跟随美联储降息，以及进一步观察会否收储再贷款扩容、中央财政贴息收储、存量房贷降息，必要时可能增发国债（类似2023年10月24日）。

其中，存量房贷降息通过金融机构让利的方式减少了居民偿债负担、变相提高居民可支配收入，若落地则潜在空间和减负效果如何？

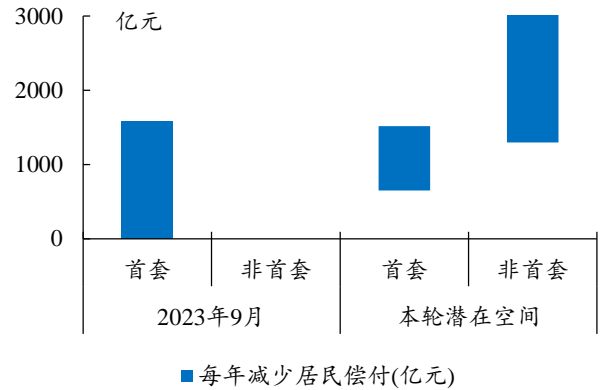
(1)首先看2023年9月调降，主要面向存量首套房，央行指出“政策实施首周有98.5%符合条件的存量首套房贷利率完成下调，合计4973万笔、21.7万亿元人民币、平均降幅73BP”，即居民每年减少偿付1584亿元。

图13: 存量首套和非首套房贷均可能受益



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 乐观情形下, 居民每年减少偿付 1922-2693 亿元

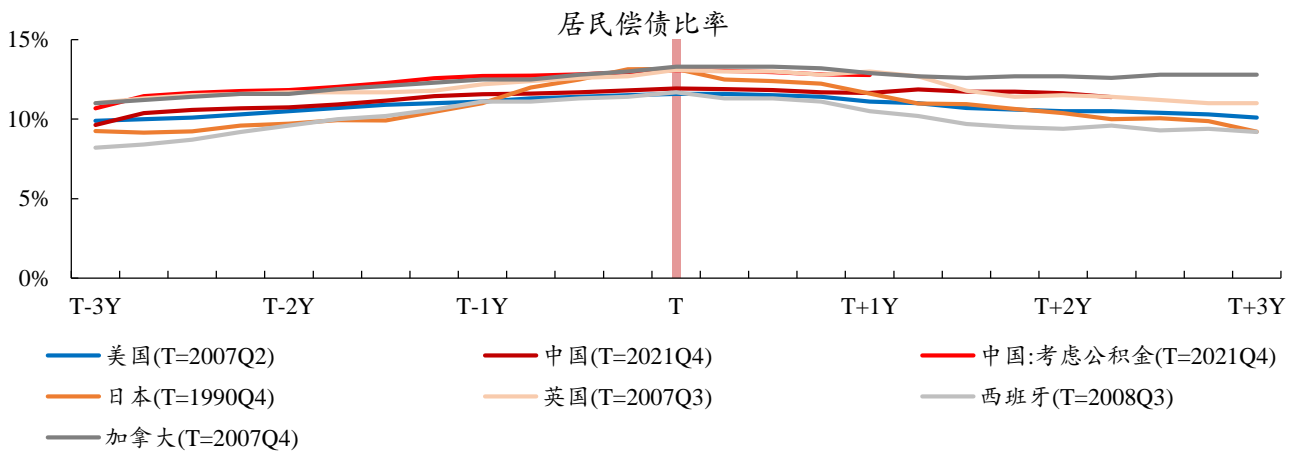


数据来源: Wind、开源证券研究所

(2)其次, 若后续予以落实, 乐观情形下可能包括两部分调降: 一是面向存量非首套房、类似于 2023 年 9 月的补降, 存量非首套房贷规模约  $37.8-21.7/98.5\%=15.8$  万亿元, 按 50-75BP 则居民每年减少偿付 788-1182 亿元; 二是 2024 年 5 月 17 日取消房贷利率下限, 2024Q2 加权平均房贷利率迅速下降 24BP, 而存量房贷并未享有, 该部分若按 30-40BP 则居民每年减少偿付 1134-1515 亿元。两者合计对应潜在调降空间 1922-2693 亿元, 占 2023 年居民可支配收入的 0.35%-0.49%。考虑到银行息差压力, 实际落地有不及预期的可能性。

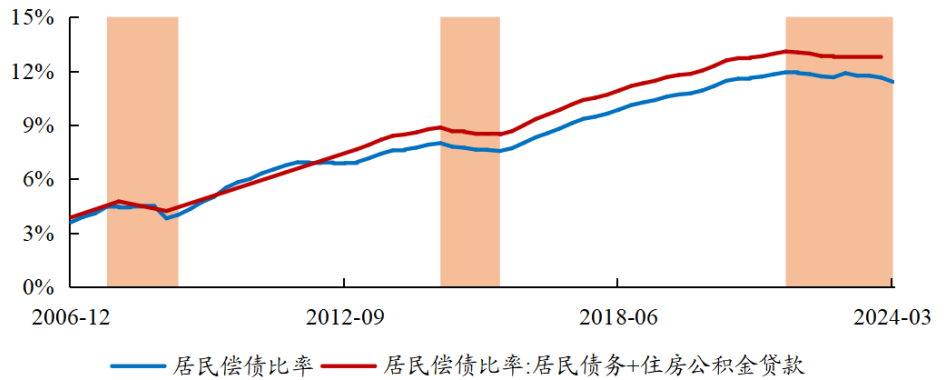
(3)在《试论地产需求政策的有效性边界》专题中, 我们复盘了海外国家金融风险/地产出清的时点, 共性在于居民偿债比率收敛于 11%-13% 的水平, 我国同样符合这一规律。往后看, 若存量房贷利率下调、央行跟随美联储降息、收储扩容等, 该指标有望修复至 11% 以下, 短期地产或有反弹。但核心或在于收入性政策, 一定程度上决定了美国地产 B 浪反弹有韧性、日本没有韧性。

图15: 海外国家发生金融地产风险/去杠杆时点, 普遍对应居民偿债比率在 11%-13%



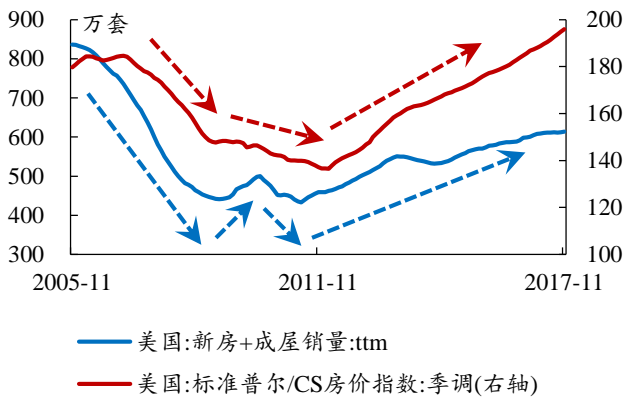
数据来源: BIS、Wind、开源证券研究所

图16: 2022年以来我国居民偿债比率仍未修复至临界水平(11%)以下



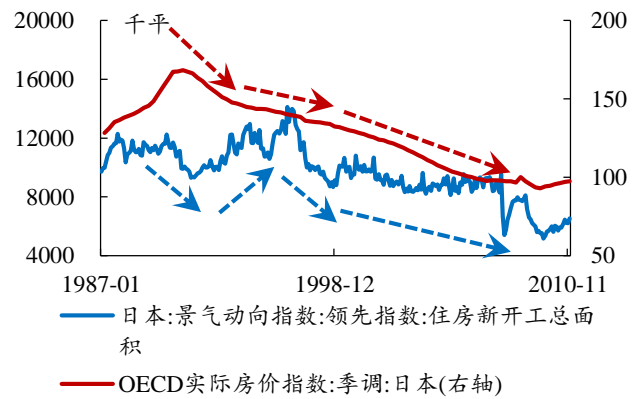
数据来源: BIS、Wind、开源证券研究所

图17: 美国地产“量”具有韧性, 房价止跌回升



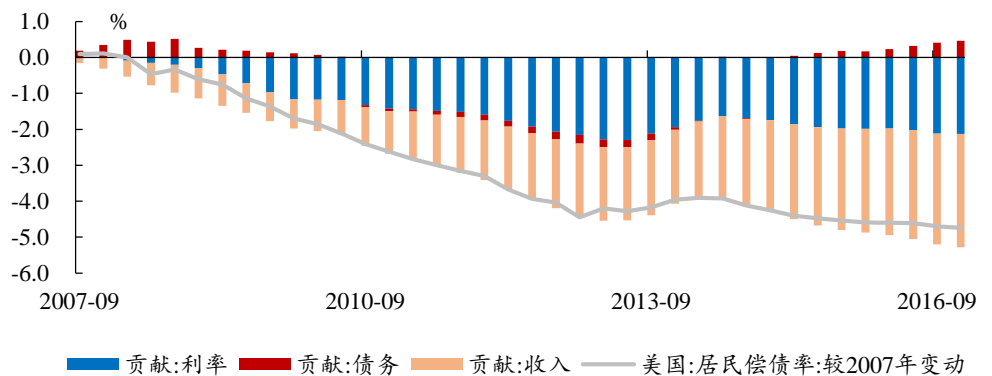
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 日本地产“量”不具有延续性, 房价未能止跌



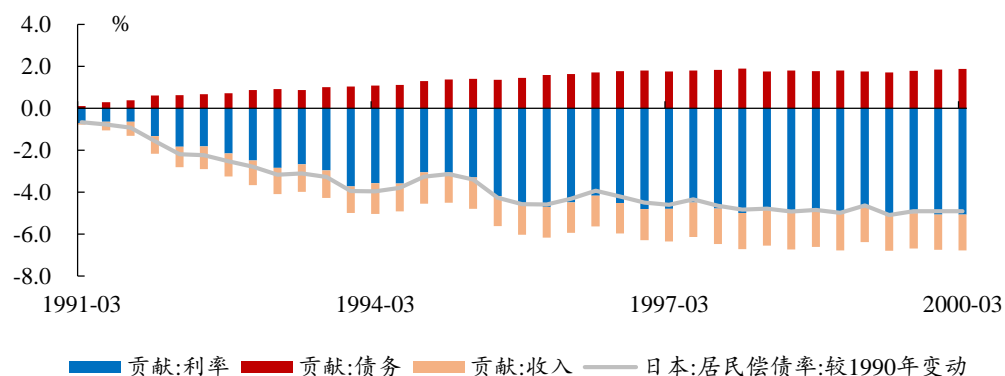
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 此处使用住房新开工面积作为日本地产“量”的替代指标

图19: 美国居民资产负债表的修复来自低利率+扩收入



数据来源: BIS、Wind、开源证券研究所



**图20：日本居民资产负债表的修复主要由低利率贡献**


数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

#### 4、风险提示

政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn