8 月：预期内的复苏，不确定的斜率

证券研究报告

2020 年 08 月 09 日

作者

宋雪涛 分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师

SAC 执业证书编号：S1110520060003

zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

经济方面，3 季度延续复苏符合市场的一致预期，但不平衡恢复仍然是下半年国内经济快速复苏的主要约束。预计短时间的复苏斜率不会太高，3 季度实际 GDP 增速在 4%-5%之间，如无疫情反复，4 季度有望回归到 6%左右的疫前潜在增速水平。

7 月，工业生产有望基本复原；受汛期强降雨影响，建筑业施工强度上升势头暂缓，制造业投资继续缓慢回升，投资需求增速整体较 6 月当月稍有回落；汽车消费明显改善，服务类消费缓慢复苏，社零增速有望年内首次转正；出口再超预期，防疫物资走弱，常规外需开始改善；PPI 低斜率回升，CPI 阶段性反弹，下半年大概率重新回落。

资产配置方面，8 月宏观风险上升，但权益市场情绪仍然较高，预计指数大幅震荡，大盘股的风险溢价处于中低水平，均衡配置成长价值。债券期限利差和信用溢价处于中低水平，流动性溢价较低，配置上偏向于短久期高评级信用债；货币政策处于观察期，持续收紧和重新转松的概率都不大，预计短端保持震荡，长端受制于供给压力中枢可能高于 7 月，但 3.0-3.1%仍然是 10 年国债的顶部位置；大宗商品遵循金融属性大于工业属性的特点，低配原油，标配黑色和有色，高配黄金。

风险提示：国内疫情再次反复；中美关系超预期变化

表 1：8 月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2019	2020Q1	2020Q2	2020.6	2020.7(E)	WIND 预期
实际 GDP（当季）	6.1	-6.8	3.2	-	-	-
名义 GDP（当季）	7.8	-5.3	3.1	-	-	-
工业增加值（当月/季）	5.7	-8.4	4.3	4.8	5.5	5.3
固定资产投资（累计）	5.4	-16.1	-3.1	-3.1	-1.9	-1.5
制造业投资（累计）	3.1	-25.2	-11.7	-11.7	-10	-
全口径基建投资（累计）	3.3	-16.4	-0.1	-0.1	1.3	-
房地产开发投资（累计）	9.9	-7.7	1.9	1.9	2.5	-
社消零售总额(当月/季）	8.0	-19	-3.9	-1.8	0.8	0.9
出口（当月/季，美元）	0.5	-13.3	0.1	0.5	7.2	0.2
进口（当月/季，美元）	-2.7	-2.9	-9.7	2.7	-1.4	-0.5
CPI（当月/季）	2.9	4.9	2.7	2.5	2.8	2.6
PPI（当月/季）	-0.3	-0.6	-3.3	-3	-2.5	-2.4
新增实体信贷（万亿）	-	-	-	-	1.15	1.2
新增社融（万亿）	-	-	-	-	1.8-1.9	1.86
社会融资规模存量同比	10.7	11.5	12.8	12.8	13.0	-
M1	4.4	5	6.5	6.5	7.9	-
M2	8.7	10.1	11.1	11.1	11.2	11.1

资料来源：WIND，天风证券研究所

经济方面，3 季度延续复苏符合市场的一致预期。不平衡恢复仍然是下半年国内经济快速复苏的主要约束，当前供给和需求的复苏差异较大，投资和消费的复苏差异较大，大企业和中小企业的复苏差异较大，就业和生产的复苏差异较大。**短时间的复苏斜率不会太高，3 季度的实际 GDP 增速大概率在 4%-5%之间，如无疫情反复，4 季度有望回归到 6%左右的疫前潜在增速水平。**

7 月，工业生产有望基本复原；受汛期强降雨影响，建筑业施工强度上升势头暂缓，制造业投资继续缓慢回升，投资需求增速整体较 6 月当月稍有回落；汽车消费明显改善，服务类消费缓慢复苏，社零增速有望年内首次转正；出口再超预期，防疫物资走弱，常规外需开始改善；PPI 低斜率回升，CPI 阶段性反弹，下半年大概率重新回落。

政策方面，当前货币市场的流动性环境已经回归去年 4 季度的平均水平，疫情期间的总量宽松政策基本退出，余下结构性政策例如再贷款、小微企业信用贷款、延期还本付息等将延续到明年上半年。截至 7 月底，1 万亿特别国债已经完成发行，财政部要求力争地方专项债在 10 月之前发行完毕，据此估计 3 季度将是地方债券的放量发行期，规模约为 1.5 万亿，预计 3 季度利率债净融资规模将超过 2 季度。

央行二季度货币政策执行报告的整体表述偏中性，对经济的判断为“下半年有望回到潜在增长水平”，对政策的描述以“跨周期”取代“逆周期”，更加强调政策的“直达性”。**货币政策仍在观察期，预计短期不会重新放松但也不会继续收紧，后续将根据经济增长、失业率、中美关系、疫情等因素的实际情况相机抉择，手法更强调“跨周期调节”的微调和留有余地，而不是“逆周期调整”的大开大合。**

资产配置方面，8 月宏观风险上升，但权益市场情绪仍然较高，预计指数大幅震荡，大盘股的风险溢价处于中低水平，均衡配置成长价值。债券市场的期限利差和信用溢价处于中低水平，流动性溢价较低，配置上偏向于短久期高评级信用债，可适度加杠杆；货币政策短期处于观察期，持续收紧和重新转松的概率都不大，预计短端利率保持震荡，长端利率受制于供给压力中枢可能高于 7 月，但 3.0%-3.1%仍然是 10 年国债的顶部位置；大宗商品仍然遵循金融属性大于工业属性的特点，低配原油，标配黑色和有色，高配黄金。

1. 金融数据：社融信贷继续高增，存量同比保持上行

7 月居民消费进一步改善，商品房销售景气度较高，居民信贷有望较去年同期升高。预计居民新增短期贷款约 1000 亿，新增中长期贷款约 5000 亿，合计约 6000 亿。企业经营进一步恢复带动信贷需求，但近期利率回升抑制票据融资，预计企业新增短期类贷款（短期贷款+票据融资）约 1000 亿；基建投资保持高增，房地产投资保持韧性，预期企业新增中长期贷款 4500 亿，合计约 5500 亿。**综上，预计 7 月新增信贷（社融口径）1.15 万亿。**

表外方面，预计委托、信托贷款继续负增，合计净融资-1100 亿；非金融企业债券净融资约 1500 亿，中债托管的政府债券金额增加了 5459 亿，其中国债新增了 5360 亿，由于给特别国债发行让路，7 月地方债仅新增了 99 亿。**总的来看，预计 7 月新增社融 1.8-1.9 万亿，存量社融同比增速进一步升高至 13.0%（前值 12.8%）。**

2. 工业生产：多地用电负荷创历史新高，工业生产基本复原

六大电厂发电耗煤数据自 7 月 6 日后全面停报，我们选取钢铁、汽车、化工等相关行业的开工率和产能利用率数据对工业生产情况进行跟踪。7 月唐山钢厂高炉开工率和产能利用率与 6 月基本持平，主要钢材品种产量也与 6 月相近，半钢胎和 PTA 开工率小幅回升，上述行业生产活动小幅提升。受经济活动恢复和高温天气的双重影响，国家电网经营区域内用电负荷持续攀升，并在 8 月初创历史新高。

7 月制造业 PMI 生产指数录得 54 的较高水平，并且去年工业增加值基数较低，因此工增大概率进一步回升。**预计 7 月工业增加值同比增长 5.5%（前值 4.8%），已经基本恢复到 2019 年全年的水平（5.7%）。**

3. 固定资产投资：强降雨影响建筑业施工，制造业缓慢回升

7 月，螺纹钢产量小幅回落，库存回补速度快于 18 年和 19 年同期，表观消费量季节性减弱。热轧卷板产量小幅回升但低于 19 年同期，库存回补速度快于 18 年、持平于 19 年同期，表观消费量稍有改善但不及 19 年同期。

制造业投资延续结构性特征，6 月当月高技术制造业投资增速超过 15%，传统制造业投资增速在-9%左右，较 5 月小幅回升。5 月以来传统制造业盈利情况明显改善，对下半年制造业的资本开支恢复有积极作用，但高技术制造业资本开支已经处于高位，整体投资回升速度继续偏慢。**预计 1-7 月制造业投资同比增速-10%（前值-11.7%）。**

6 月当月基建投资（全口径）同比增速从 5 月的 10.9%回落至 8.4%，可能与南方汛期强降雨有一定关系。7 月强降雨继续对施工不利，水泥价格持续回落；同时，受特别国债发行影响，7 月专项债净融资为负，特别国债投向虽然多数也与基建有关但从融资到拨付地方基层需要一定时间，因此财政资金对基建投资的支持可能暂时减弱。总的来看，基建投资单月增速的反弹势头可能暂时放缓，**预计 1-7 月基建投资（全口径）同比增速 1.3%（前值-0.1%），7 月当月同比增速 8%-9%（前值 8.4%）。**

竣工交付压力下，房企存量项目的施工强度继续保持高位，融资环境边际收紧后新开工也开始随推盘力度加大而加速回升，短期内房地产建安投资有望维持较高增速，但 7 月施工同样受到强降雨影响。年初受疫情影响土地成交大幅回落，受此影响土地购置费增速回升可能短暂放缓。**预计 1-7 月房地产开发投资同比增速 2.5%（前值 1.9%），7 月当月同比增速 5.5%-6%（前值 8.5%）。**

综上，预计 1-7 月固定资产投资累计同比增长-1.9%（前值-3.1%）。

4. 房地产市场：商品房销售继续高增，景气度料将见顶

7 月 30 大中城市商品房成交面积同比增长 11.4%，较 6 月的 9.4%进一步回升。根据克而瑞数据，7 月百强房企全口径销售金额同比增长 24.8%，同样较 6 月的 13.8%进一步回升。据此估计，**7 月单月全国商品房销售面积增速可能超过 10%，预计 1-7 月全国商品房销售面积同比增速-5.6%（前值-8.4%）。**

4 月以来商品房销售景气度的逐步提升是供给端房企大力推盘和需求端货币宽松、政策松动以及疫情催化等多重因素的共同结果，在部分城市再次出现抢购楼盘的苗头之后，7 月

多个城市升级房地产调控政策，房地产工作座谈会重申了“房住不炒，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策”的工作要求。随着 5 月以来货币环境逐渐回归常态化，**我们维持商品房销售景气度 6-7 月见顶、全年“倒 V 型”走势的判断。**

5. 消费：汽车消费明显改善，服务消费延续弱复苏，社零有望转正

根据乘联会数据，预计 7 月主要厂商乘用车零售同比增长 6%；根据中汽协数据，预计 7 月汽车销量同比增长 14.9%，其中乘用车同比增长 5.3%，商用车同比增长 59.6%。我们曾在 6 月报告中探讨过乘联会和中汽协数据的差异，预计 7 月汽车零售消费同比增速转正。

7 月国际油价微幅回升，石油及制品类消费可能小幅改善。随着经济活动逐步恢复，必需品和部分可选消费已经基本复原，但居民可支配收入恢复缓慢和消费倾向下滑仍然是掣肘其他可选消费复苏的主要因素。

根据厨芯科技的餐饮复苏指数，样本餐饮业客流量为去年同期的 86.5%，较 6 月的 80.5%继续小幅回升。3 月复工复产以来餐饮行业整体保持了复苏势头，但客流回升速度并不快，7 月餐饮收入大概率保持两位数左右的负增长。

综上，预计 7 月社零当月同比增速 0.8%（前值-1.8%）。

6. 出口：防疫物资出口趋弱，常规外需开始改善

以美元计价，7 月出口同比增长 7.2%，继续超预期。**与 2 季度不同的是，当时出口韧性的主要来源是防疫物资出口的大幅增长，7 月的出口改善则主要与外需复苏有关。**

从主要出口商品来看，与防疫物资有关的纺织纱线和医疗器械出口增速有所回落，这与我们观察到的 6 月以来防疫物资日均出口数量回落一致。随着各国疫情爆发后陆续补充国内产能，呼吸机、测温仪能耐用防疫用品储备逐渐充足，预计防疫物资出口增速将逐渐回落。

除防疫用品之外，多数主要商品的出口增速有所反弹，反弹幅度较大的包括：玩具、灯具和照明装置、家用陶瓷器皿、家具、水海产品、箱包等。从这些商品的属性来看，外需改善可能主要来自海外消费需求回升。

从出口目的地来看，外需的改善有一定普遍性，对主要贸易伙伴如美国、欧盟、东盟、日本、韩国、中国香港等的出口增速都有不同程度回升。

7. 通胀：PPI 低斜率回升，CPI 阶段性反弹

7 月国内外复工复产进程延续，工业品价格多数上涨。有色金属价格上涨较多，主要与美元走弱和流动性宽松驱动的金融属性有关；钢材需求一般，价格小幅上涨，水泥价格持续回落；国际油价滞涨，带动化工产品价格环比走平。总的来看，工业金属价格表现明显强于能化、建材类商品，部分大宗商品的金融属性放大了价格涨幅。**预计 7 月 PPI 同比-2.5%（前值-3%），年内转正的难度较大。**

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3354