

固定收益研究/动态点评

2020年07月16日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究: 20200715 信用债日常跟踪》2020.07
- 2《固定收益研究: 20200714 信用债日常跟踪》2020.07
- 3《固定收益研究: 从社融看政策动向和流动性逻辑》2020.07

经济仍在修复通道中

2020年6月经济数据点评

核心观点

二季度 GDP 同比 3.2%，外贸端仍维持顺差格局，固定资产投资当季同比回到正增长，工业增加值同比基本恢复到去年同期水平，消费也持续修复。综合看，二季度需求侧恢复速度逐渐超过工业生产，经济基本面表现出较强韧性。我们认为三季度可选消费、地产基建等需求或继续保有上行弹性。债市而言，经济仍在修复通道，货币政策边际转松概率较小，供给、股市仍有不确定性，配置盘分批入场，交易盘继续尝试交易性机会。股市近期表现的核心逻辑是政策和资金面、情绪，业绩驱动仍不明显。中国经济表现明显领先于欧美，货币政策更早向常态回归，均有助于人民币汇率稳定。

三季度工业生产有望重回“5-6%”区间

6月工业增加值同比较5月回升0.4个百分点至4.8%，环比在14.2%左右，强于2017-2019各年份同期表现。我们认为三季度工业增加值有望进一步上行至5%~6%区间，并维持相对稳定。工业生产端的积极因素主要体现在：外需有缓步回暖迹象，医疗物资/电子产品等出口对相关工业生产形成拉动，高技术产业生产端维持高增速。但今年南方地区梅雨季持续时间较长、多地发生洪涝灾害，气候灾害风险可能对三季度工程施工造成一定干扰。

地产投资强劲、基建受气候扰动、传统制造业扩产仍较谨慎

1-6月固定资产投资累计同比-3.1%，其中制造业-11.7%、地产1.9%、基建-2.7%。我们推算6月同比增速，制造业、地产、基建投资分别为-3.5%、8.5%和6.8%。制造业需求侧变数仍存、库存周期刚转回被动去化，投资明显弱于去年同期，全年可能是负增长；地产销售与投资由于房价预期改善、拿地支撑与开工惯性，表现继续占优，短期有望维持偏强格局，但随着货币政策重心回归、地产政策保持定力，景气度或边际弱化；基建利弊因素交织，财政继续加力，但雨水洪涝对投资带来客观干扰，7月可能会继续走弱，但后期赶工与水利设施灾后重建及防洪固坝需求较为明确。

疫情局部反复对商旅消费产生负面影响

6月社会消费品零售总额同比-1.8%，跌幅较5月份收窄但未能转正。6月中上旬北京疫情出现局部反复，可能对商旅活动及相关消费造成一定影响。但截至7月中旬，北京新发疫情再度被平息，我们预计三季度线下零售等可选消费的修复弹性仍然较大。今年地产领域热度较高，地产产业链消费门类表现强势，6月同比已转正。但国家目前仍审慎对待地产销售调控边际放松，相关消费或不会出现销售大幅放松情形下的超预期上行。

财政继续发力，货币趋向中性，地产坚持基调

财政政策预计继续发力，据财政部规划，7月完成抗疫特别国债的发行，地方债也或加快进度，把支出政策用足用好，确保资金直达基层和项目。货币政策正在从应急管理向兼顾支持经济复苏与防控风险双重任务转变。经济好转，同时套利行为、房价股市上涨、宏观杠杆率攀升，货币政策更强调“适度”，整体中性，更多以直达实体的结构性政策为主。房地产政策方面，鉴于近期楼市升温，坚持“房住不炒”定位，保持房地产政策的稳定性、延续性，促进房地产市场平稳健康发展的总基调依旧没有改变。

市场启示

经济仍在修复通道，货币政策边际转松概率较小，供给、股市仍有不确定性。GDP不是债市主要矛盾，反而对股市表现更为敏感，配置盘分批入场，交易盘继续尝试交易性机会。股市近期表现的核心逻辑是政策和资金面、情绪，基本面的好转更多是营造氛围，业绩驱动仍不明显。中国经济表现明显领先于欧美，货币政策更早向常态回归，均有助于人民币汇率稳定。

风险提示：中美矛盾升级、洪涝灾害升级。

事件:

2020年7月16日, 国家统计局发布上半年经济数据:

- 1) 二季度实际 GDP 当季同比 3.2% (前值-6.8%);
- 2) 6月工业增加值同比 4.8% (前值 4.4%);
- 3) 1-6月固定资产投资累计同比-3.1% (前值-6.3%), 其中制造业投资同比-11.7% (前值-14.8%)、基建投资同比-2.7% (前值-6.3%)、房地产投资同比 1.9% (前值-0.3%);
- 4) 6月社会消费品零售总额同比-1.8% (前值-2.8%);
- 5) 6月份全国城镇调查失业率 5.7% (前值 5.9%)。

图表1: 6月经济数据概览

宏观指标	市场预期	20-06	20-05	20-04	20-03	20-02	20-01	19-12	19-11	19-10	19-09	19-08	19-07	19-06	19-05	19-04	19-03	19-02	
GDP	单季 %	2.9	3.2		-6.8			6.0			6.0			6.2			6.4		
工业增加值	单月 %	4.5	4.8	4.4	3.9	-1.1	-13.5		6.9	6.2	4.7	5.8	4.4	4.8	6.3	5.0	5.4	8.5	5.3
城镇调查失业率	单月 %		5.7	5.9	6.0	5.9	6.2		5.2	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.2	5.3
固定资产投资	累计 %	-3.5	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5		5.4	5.2	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8	5.6	6.1	6.3	6.1
	单月 %		5.3	3.9	0.7	-9.4	-24.5		10.0	5.2	3.7	4.8	4.3	5.2	6.3	4.3	5.7	6.5	6.1
制造业投资	累计 %		-11.7	-14.8	-18.8	-25.2	-31.5		3.1	2.5	2.6	2.5	2.6	3.3	3.0	2.7	2.5	4.6	5.9
	单月 %		-3.5	-5.3	-6.7	-20.6	-31.5		9.2	1.6	3.4	1.9	-1.6	4.7	3.8	3.2	-1.2	3.7	5.9
基建投资(不含电力)	累计 %		-2.7	-6.3	-11.8	-19.7	-30.3		3.8	4.0	4.2	4.5	4.2	3.8	4.1	4.0	4.4	4.4	4.3
	单月 %		6.8	8.3	2.3	-11.1	-30.3		1.9	2.3	2.0	6.3	6.7	2.3	4.4	3.0	4.4	4.5	
房地产投资	累计 %		1.9	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3		9.9	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	10.9	11.2	11.9	11.8	11.6
	单月 %		8.5	8.1	7.0	1.1	-16.3		7.4	8.4	8.8	10.5	10.5	8.5	10.1	9.5	12.0	12.0	
社零	单月 %	0.8	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5		8.0	8.0	7.2	7.8	7.5	7.6	9.8	8.6	7.2	8.7	8.2
出口	单月 %	-2.9	0.5	-3.3	3.5	-6.6	-17.2		7.6	-1.1	-0.9	-3.2	-1.0	3.3	-1.3	1.1	-2.7	14.2	-20.7
进口	单月 %	-9.7	2.7	-16.7	-14.2	-0.9	-4.0		16.3	0.3	-6.4	-8.5	-5.6	-5.6	-7.3	-8.5	4.0	-7.6	-5.2
贸易差额	亿美元	587.7	464.2	629.3	453.4	199.0	-71.0		467.9	387.3	428.1	396.5	348.3	450.5	509.8	416.6	138.4	326.5	41.2
CPI	%	2.6	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	4.5	3.8	3.0	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3	1.5
PPI	%	-3.1	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2	-0.8	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.4	0.1
信贷	亿元	17600	18100	14800	17000	28500	9057	33400	11400	13900	6613	16900	12100	10600	16600	11800	10200	16900	8858
社融	亿元	28400	34342	31900	30941	51492	8554	50674	21030	17547	6189	22700	19800	10100	22600	14000	13592	28593	7030
M2	%	11.2	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4	8.4	8.2	8.1	8.5	8.5	8.5	8.6	8.0
M1	%		6.5	6.8	5.5	5.0	4.8	0.0	4.4	3.5	3.3	3.4	3.4	3.1	4.4	3.4	2.9	4.6	2.0

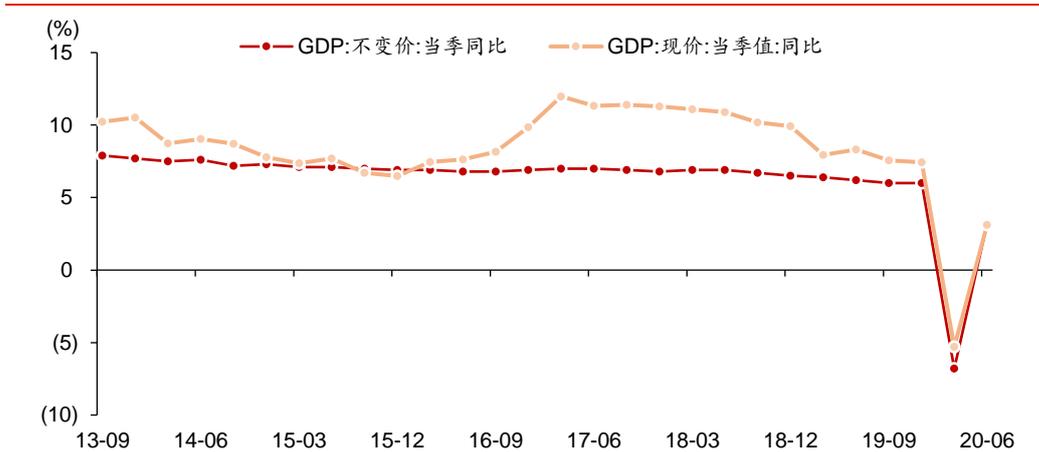
注: 市场预期为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

点评:

今年二季度 GDP 增速+3.2%, 同比如期转正、略高于 Wind 一致预期的+2.9%。二季度, 外贸端仍维持顺差格局, 固定资产投资当季同比回到正增长, 且当月增速逐月上行(4月、5月、6月当月同比分别为+0.7%、+3.9%、+5.4%), 工业增加值同比基本恢复到去年同期水平, 社会零售消费环比也持续修复。综合来看, 二季度需求侧恢复速度逐渐超过工业生产, 经济基本面表现出较强韧性。我们认为三季度净出口继续改善, 地产投资、可选消费、新基建、以及洪水灾后重建带动的基建等方面需求, 仍继续保有上行弹性。三季度 GDP 增速有望较二季度继续上行。

图表2: 二季度 GDP 增速转正



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

三季度工业生产有望重回“5-6%”区间

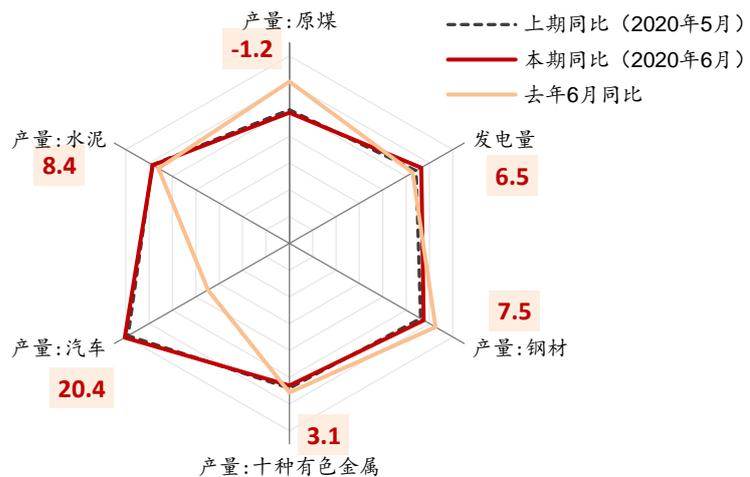
6月工业增加值同比较5月份回升0.4个百分点至+4.8%。我们用工业增加值定基指数(已经剔除价格因素,且未进行季调)推算,今年6月份工业增加值定基指数环比在+14.2%左右;2017-2019各年份的6月,该定基指数环比分别为13.2%、12.7%、13.7%。今年6月份工业生产的环比表现在近年来相对较强。

我们认为三季度工业增加值有望进一步上行至+5%~+6%区间,并维持相对稳定。工业生产端的积极因素主要体现在:外需有缓步回暖迹象,医疗物资/电子产品等出口量加大,对相关工业生产形成拉动,高技术产业生产端维持高增速。但今年南方地区入梅较早、梅雨季持续时间长、多地发生洪涝灾害或面临洪灾威胁,气候灾害风险可能对三季度工程施工造成一定干扰。

今年二季度,工业企业盈利改善主线具有一定的特定性和延续性:一是科技附加值较高的行业,二是基建相关行业,三是纺织-医药等防疫物资产业。我们认为三季度的盈利改善主线仍将维持以上基本思路,同时随着PPI环比和同比增速均见底回升,周期类、工业原料生产加工类行业盈利有望得到一定的改善。

今年4-5月,工业企业产成品周转天数缩短、产成品库存同比延续回落,说明社零消费、基建等方面需求的复苏速度已逐渐超过工业生产。我们判断,下半年机械设备、专用设备、医疗设备等行业有望率先进入主动补库存。

图表3: 主要工业产品产量当期同比与上期同比对比

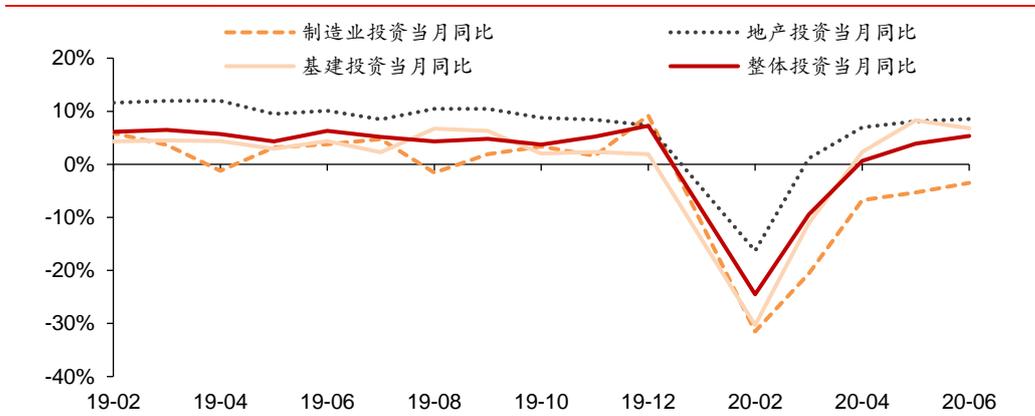


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

投资：地产强势、基建受扰、制造业谨慎

1-6月整体固定资产投资同比增速为-3.1%；其中制造业投资累计同比-11.7%，地产投资累计同比+1.9%，基建投资累计同比-2.7%。制造业、地产、基建三项投资累计同比增速分别较前值上行3.1、2.2、3.6个百分点；基建投资改善幅度最大。6月同比增速对比，制造业、地产、基建投资分别为-3.5%、8.5%和6.8%。

图表4：固定资产投资三大主要分项单月同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

传统制造业扩产仍较谨慎

我们推算制造业投资6月份当月同比为-3.5%，如我们所期仍为负增长。部分行业库存仍积压+盈利改善幅度有限+外需不确定性仍存，相对工业生产、消费、基建、地产等，制造业投资数据改善相对缓慢。

制造业投资的行业分化明显，需求侧有持续向好预期的行业，企业相对有信心加大投资。今年上半年，通信电子、医药制造业投资维持了较高速正增长，其受益逻辑都非常明确，前者为主动加大科技领域投入、强调自主可控，后者为补偿性投资、疫情带动了相关需求。但对于整体制造业，需求侧变数仍存、库存周期刚转回被动去化，投资明显弱于去年同期。当前对制造业的关注重点仍在于有效提高和维持产能利用率、应对可能的外贸端波动。我们认为，今年制造业投资累计同比增速有全年均在负增长区间的可能性。

图表5：制造业投资累计同比分行业概览

变动 (pct)	3.6	-4.0	2.2	2.5	2.3	5.2	3.0	2.5	6.1	5.3	3.8	6.7	2.9
制造业投资累计同比 (%)	上游		中游						下游				
	化学制品	有色加工	通用设备	专用设备	汽车制造	运输设备	电气机械	通信电子	农副食品	食品制造	纺织业	医药制造	金属制品
2020-06	-14.2	-9.6	-18.0	-12.7	-20.9	-16.3	-17.1	9.4	-16.8	-12.6	-22.4	13.6	-16.5
2020-05	-17.8	-5.6	-20.2	-15.2	-23.2	-21.5	-20.1	6.9	-22.9	-17.9	-26.2	6.9	-19.4
2020-04	-22.4	-9.7	-25.1	-19.6	-22.9	-26.2	-23.0	1.1	-27.9	-21.5	-32.5	-2.7	-23.8
2020-03	-30.8	-11.6	-32.1	-27.1	-27.2	-31.6	-27.8	-10.2	-32.8	-29.1	-37.1	-11.9	-31.3
2020-02	-33.0	-17.3	-40.1	-36.2	-41.0	-39.7	-33.7	-8.3	-38.9	-35.1	-44.0	-22.1	-38.1
2019-12	4.2	1.2	2.2	9.7	-1.5	-2.5	-7.5	16.8	-8.7	-3.7	-8.9	8.4	-3.9
2019-11	4.6	-1.3	1.4	9.5	-0.4	-5.7	-6.8	13.8	-9.3	-4.8	-8.7	7.8	-3.8
2019-10	6.6	-1.3	0.9	9.8	-0.3	-5.9	-7.5	13.6	-10.1	-3.8	-8.5	7.9	-3.3
2019-09	7.6	-2.6	1.6	8.7	1.8	-8.3	-7.6	11.6	-10.8	-3.0	-8.2	7.0	-4.5
2019-08	7.9	-4.3	1.2	6.6	1.5	-10.7	-8.0	11.1	-9.4	-2.2	-5.0	7.4	-3.5
2019-07	9.4	-3.8	2.1	7.2	1.8	-10.4	-7.5	10.5	-7.6	-1.4	-2.6	6.9	-5.2
2019-06	9.3	-3.4	2.8	7.2	0.2	-10.5	-8.1	8.5	-7.4	0.4	-0.3	8.4	-5.2

注：热力图数据单位为%；较上期为同比值的环比增减，单位为百分点

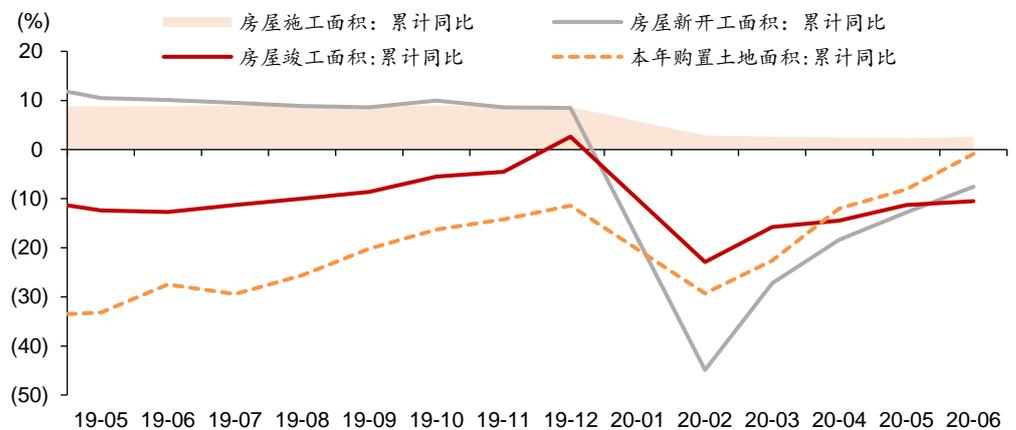
资料来源：Wind，华泰证券研究所

地产前端投资显著走强

1-6月房地产开发投资累计同比1.9%，较前值回升2.2个百分点，我们推算当月同比8.5%，走高0.4个百分点。地产销售与投资由于房价预期改善、拿地支撑与开工惯性，表现继续占优，6月房企购地面积同比12.1%、新开工面积同比8.9%。前端投资的大幅走强，显示房企信心增强、扩张步伐有所加快，而资金面充裕提供了有力支撑，统计局，6月房企到位资金同比13.2%。

由于项目开工之后，施工过程渐进持续，我们认为短期地产投资仍有望维持偏强格局。但随着货币政策重心回归、地产政策保持定力，景气度或边际弱化。近期央行强调下半年货币政策更加强调适度，提示资金流向不该流向领域等问题。同时，深圳715楼市新政则明确了房住不炒、因城施策的基本态度。可能的超预期因素包括下半年失业率高企、秋冬季疫情再次恶化，触发货币政策进一步宽松、地产政策态度边际弱化。

图表6：前端拿地与开工面积增速均显著走强



资料来源：Wind，华泰证券研究所

雨水洪涝给基建投资添扰

1-6月基建投资（不含电力）累计同比-2.7%，较前值回升3.6个百分点，我们推算6月同比6.8%。当月基建投资利弊因素交织，一方面是财政对基建支持力度加大，5月发行的万亿元专项债资金可能集中在6月份投放，两个月财政存款同比增减变化有所体现，保障了基建投资增速不弱。

但另一面是6月初以来南方雨水洪涝对建筑业户外施工的客观干扰。基坑填水、水电断供、建材运输不畅等因素，导致项目难以开工、甚至暂时性停工，进而物料、人力等投资费用支付可能放缓。相较而言，地产投资受土地购置费影响大、制造业投资的设备购置占比高，基本不受环境干扰，因此基建投资受气候影响更加突出。

近期南方洪涝继续向着极端情况发展，据气象局，截至7月中旬，今年汛期长江流域累计降雨量已创1961年以来同期最多，预计7月基建投资增速继续暂时性放缓。但气候因素毕竟只是阶段性扰动，短期拖累施工进度，中期反而会催生赶工、以及水利设施灾后重建以及防洪固坝需求。7月13日防汛抗旱和重大水利工程建设国务院政策例行吹风会上，水利部叶建春部长介绍，日前召开的国常会研究部署了今年至2022年重点推进150项重大水利工程建设，总投资1.29万亿元。据水利部测算，能够直接和间接带动投资6.6万亿。加快基建补短板是六保六稳的重要抓手，以南方洪涝为契机，完备生态水利等工程建设可能成为继医疗、物资储备、交通运输等领域外的重要着力点。

消费：疫情局部反复对6月份商旅消费产生负面影响

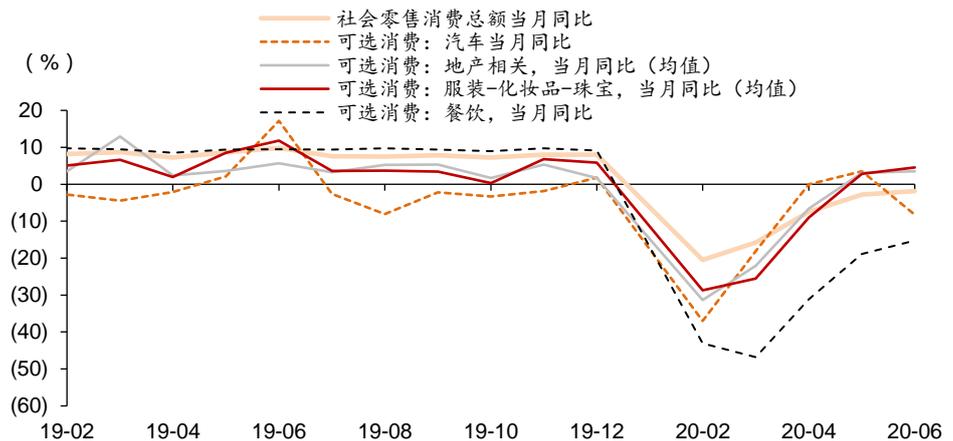
6月社会消费品零售总额当月同比-1.8%，当月同比跌幅较5月份收窄、但仍未能转正；1-6月社零消费累计同比为-11.4%。环比来看，当月表现依次为餐饮>汽车>除汽车以外的商品零售；同比来看，地产相关消费、服装-化妆品-珠宝消费表现较强，餐饮消费同比仍有较大跌幅，而汽车消费同比增速较前值下行。

6月中上旬，北京疫情出现局部反复，北京作为全国最核心的商务差旅目的地之一，疫情的局部反复可能对商旅活动、以及相关消费造成了一定影响。但截至7月中旬，北京新发疫情已经再度被平息，我们预计三季度线下零售等可选消费的修复弹性仍然较大。

全国各地陆续出台的促消费政策，其中相当一部分针对汽车消费，对购车需求产生了一定的拉动。但我们认为，汽车属于大件耐用消费品，在居民收入增长预期下行情况下，目前的汽车消费刺激政策效应偏“一次性”，随着时间推移，边际效果或有所减弱。6月份数据也印证了这一观点。

今年地产领域销售、投资热度均较高，地产产业链的家电、家具、装潢等消费门类表现较为强势，同比已经转正。但国家目前仍审慎对待地产销售调控边际放松，地产相关消费可能不会出现销售大幅放松情形下的超预期上行。

图表7：限额以上商品零售额：几个主要类别的当月同比增速（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

就业：周均工时提升反映劳动力需求回暖

6月全国城镇调查失业率为5.7%，较5月下降0.2个百分点。1-6月城镇新增就业564万人，完成全年目标62.7%。4月以来失业率逐步走低主要系工业复工复产、线下服务业复

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_3847



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>