

7月：GDP重回正增长，关注复苏斜率变化

证券研究报告
2020年07月08日

作者

经济方面，2季度是国内经济从疫情封锁到恢复常态的起点，也是各项主要经济数据恢复斜率最大的阶段，预计2季度实际GDP增速转正至2.9%（前值-6.8%），名义GDP增速转正至3.9%（前值-5.3%）。6月工业增加值增速基本恢复至疫前水平，基建和房地产单月投资增速有望进一步升高甚至超过疫前水平，制造业投资恢复偏慢，消费增速受乘用车拖累暂时难以转正，外需出现边际改善迹象；PPI同比见底反弹，工业品价格再通胀，CPI可能短暂反弹，但年底仍将回落至0附近。

政策方面，5月以来的货币政策取向展现了从疫情期间的“饱和式宽松”逐渐回归“常态化”的意图，在经历了将近半年的强对冲后，政策已经进入观察期，保持流动性合理充裕的同时，逐渐转向结构性信用扩张，更多关注货币政策的效率和“后遗症”。后续重点关注7-8月是否出现经济复苏瓶颈和失业率冲高，可能引发货币政策阶段性再加码。

A股方面，6月PMI、BCI等景气调查指标显示经济复苏势头良好，市场流动性随货币政策边际收紧但仍偏松，叠加中美关系缓和、市场风险偏好提升，7月以来金融、地产、周期等低估值价值股出现了明显的估值修复行情。考虑到政策的有限空间和力度边际收敛，以及全球疫情形势的严峻性，后续经济复苏的方向确定性较高，但斜率可能阶段性放缓。复苏斜率放缓和中美关系缓和的宏观环境有利于科技成长，复苏再加速后的宏观环境有利于可选消费和周期。

利率方面，近期的供给冲击和股市风险偏好提升导致债券市场进一步调整，10年国债利率突破3.0%。从基本面考虑，经济虽然持续复苏但难超疫前水平，货币政策边际收紧也不至于实质性转紧，且年初至今政策利率已经下调30BP，因此2.9%附近应是10年国债利率的短期均衡位置，3.0%附近应是利率的中短期顶部。利率超调后，长端债券的配置价值上升，下一阶段基本面修复斜率放缓和风险偏好回落可能触发长端利率回落。

风险提示：汛期暴雨洪水对经济影响超预期；美国疫情反复影响超预期

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

表 1: 6 月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2019	2020Q1	2020.5	2020.6(E)	WIND 预期
实际 GDP (当季)	6.1	-6.8	-	2.9	2.9
名义 GDP (当季)	7.8	-5.3	-	3.9	
工业增加值 (当月/季)	5.7	-8.4	4.4	5.0	4.4
固定资产投资 (累计)	5.4	-16.1	-6.3	-3.4	-3.5
制造业投资	3.1	-25.2	-14.8	-11.7	
基建投资 (全口径)	3.9	-16.5	-3.3	1.1	
房地产开发投资	9.9	-7.7	-0.3	1.4	
社消零售总额 (当月/季)	8.0	-19	-2.8	-1	0.7
出口 (当月/季, 美元)	0.5	-13.3	-3.3	0	-2.6
进口 (当月/季, 美元)	-2.7	-2.9	-16.7	-10	-9.6
CPI (当月/季)	2.9	4.9	2.4	2.6	2.5
PPI (当月/季)	-0.3	-0.6	-3.7	-2.8	-3.1
工业企业利润 (累计)	-3.3	-36.7	-19.3	-13.6	
新增信贷/社融 (万亿)	-	-	-	1.8/2.9-3.0	1.76/2.82
社会融资规模存量同比	10.7	11.5	12.5	12.6	
M1	4.4	5	6.8	6.3	
M2	8.7	10.1	11.1	11.2	11.2

资料来源: WIND, 天风证券研究所

经济方面, 2 季度是国内经济从疫情封锁到恢复常态的起点, 也是各项主要经济数据恢复斜率最大的阶段, **预计 2 季度实际 GDP 增速转正至 2.9% (前值-6.8%), 名义 GDP 增速转正至 3.9% (前值-5.3%)**。疫情反复持续抑制消费服务业复苏, 导致三产恢复速度偏慢, 二产已经接近复原, 增速将反超三产成为经济回暖的主要动力。

具体来看, 6 月工业增加值增速基本恢复至疫前水平, 基建和房地产单月投资增速有望进一步升高甚至超过疫前水平, 相比之下制造业投资恢复偏慢, 消费增速受乘用车拖累暂时难以转正, 出口外需出现边际改善迹象; PPI 同比开始见底反弹, 工业品价格再通胀, 食品价格结束单边回落, CPI 可能短暂反弹, 但年底仍将回落至 0 附近。

政策方面, 5 月以来的货币政策取向展现了从疫情期间的“饱和式宽松”逐渐回归“常态化”的意图, 在经历了将近半年的强对冲后, 政策已经进入观察期, 保持流动性合理充裕的同时, 逐渐转向结构性信用扩张, 更多关注货币政策的效率和“后遗症”。**后续重点关注 7-8 月是否出现经济复苏瓶颈和失业率冲高, 可能引发货币政策阶段性再加码。**

A 股方面, 6 月 PMI、BCI 等景气调查指标显示经济复苏势头良好, 市场流动性随货币政策边际收紧但仍偏松, 叠加中美关系缓和、市场风险偏好提升, 7 月以来金融、地产、周期等低估值价值股出现了明显的估值修复行情。考虑到政策的有限空间和力度边际收敛, 以及全球疫情形势的严峻性, 后续经济复苏的方向确定性较高, 但斜率可能阶段性放缓。复苏斜率放缓和中美关系缓和的宏观环境有利于科技成长, 复苏再加速后的宏观环境有利于可选消费和周期。

利率方面, 近期的供给冲击和股市风险偏好提升导致债券市场进一步调整, 10 年国债利率突破 3.0%。从基本面考虑, 经济虽然持续复苏但难超疫前水平, 货币政策边际收紧也不至于实质性转紧, 且年初至今政策利率已经下调 30BP, 因此 2.9%附近应是 10 年国债利率的短期均衡位置, 3.0%附近应是利率的中短期顶部。利率超调后, 长端债券的配置价值上升, 下一阶段基本面修复斜率放缓和风险偏好回落可能触发长端利率回落。

1. 金融数据: 社融信贷继续高增, 专项债发行速度暂缓

6 月商品消费和商品房销售均有进一步改善, 居民短期和中长期贷款有望较 5 月进一步多增。预计居民新增短期贷款 3000 亿, 新增中长期贷款 5000 亿, 合计新增 8000 亿。

经济复苏带动企业融资需求，近期市场利率回升抑制套利活动，短期类贷款（短期+票据）将同比少增，预计在 4000 亿左右；基建和房地产投融资需求进一步回升，预计中长期贷款同比多增，预计在 6000 亿左右，企业类贷款合计新增约 1 万亿。**总的来看，预计 6 月新增信贷（社融口径）在 1.8 万亿左右。**

表外方面，6 月集合信托到期规模有所扩大，预计信托贷款负增长；季末委托贷款负增幅度扩大，未贴现票据增量转负，预计表外净融资-2300 亿。另外，6 月非金融企业债券净融资约 4000 亿，中债托管的政府债券金额增加 7450 亿，其中国债增加 4392 亿，地方债增加 3058 亿。**总的来看，预计 6 月新增社融 2.9-3.0 万亿，存量社融同比增速进一步升高至 12.6%（前值 12.5%）。**

2. 工业生产：发电增速创近年新高，工业生产基本复原

6 月六大发电集团发电耗煤同比增长 1.1%，增速稍低于 5 月的 7.1%，但进入夏季后，南方气温、水电来水量等诸多因素会对发电耗煤产生扰动，因此需要更多参考其他指标。根据国家电网的消息，6 月上旬全国发电量同比增长 9.1%，是 2018 年 5 月以来的最高增速，工业复苏和农业夏收是重要因素。由于发电量是全口径数据，准确度好于发电耗煤，因此工业生产有望进一步修复，但考虑到发电量数据波动一般大于工业增加值，且 6 月工增面临高基数，修复的幅度应低于发电量数据。参考 6 月 PMI 生产指数超季节性环比回升 0.7 至 53.9，**预计 6 月工业增加值同比增长 5.0%（前值 4.4%）。**

3. 固定资产投资：基建地产增速转正，制造业缓慢恢复

6 月螺纹钢产量创新高，且库存去化幅度好于 19 年、接近 18 年，下游建筑业需求进一步改善，施工强度处于高位。热轧卷板产量快速修复，至月底已经回到 18-19 年同期的水平，且库存去化幅度好于 18 和 19 年，下游制造业需求已经接近恢复正常。

制造业投资出现结构性分化，5 月当月高技术制造业投资增速已经接近 20%，但传统制造业投资增速仅为-11%，反而较 4 月回落。随着需求逐渐恢复，5 月当月制造业利润增速转正，6 月有望进一步回升，这将有利于投资的恢复，但考虑到高技术制造业已经回升至疫前水平之上，整体恢复速度可能偏慢。**预计 1-6 月制造业投资同比增速-11.7%（前值-14.8%）。**

基建（全口径，下同）5 月当月投资增速从 4 月的 4.6%跳升至 11.6%，6 月有望继续回升但幅度明显放缓。一方面，5-6 月专项债净融资超过 1 万亿、信贷延续高增，对基建投资的融资支持进一步增强，参考挖掘机销量增速连续 60%+，基建增速可能继续回升；另一方面，雨季来临项目施工进入淡季，根据中国气象局的新闻，6 月以来的三次暴雨覆盖了 60% 的南方地区，平均降雨量高于往年同期 13.5%，降水增多也导致水泥供大于求，价格指数跌至近两年的低点，因此 6 月基建投资增速的回升幅度可能明显放缓。**预计 1-6 月基建投资同比增速 1.1%（前值-3.3%）。**

房企在竣工交付压力下存量项目的施工强度有望保持高位，年中至 3 季度有望成为新开工加速回升的转折点，增量项目供给将逐渐回升，有利于房地产建安投资在高基数下维持较高增速。土地成交价款从去年年中开始触底回升，土地购置费增速有望小幅回升。**预计 1-6 月房地产开发投资增速 1.4%（前值-0.3%）。**

综合来看，预计 1-6 月固定资产投资同比增速-3.4%（前值-6.3%）。

4. 房地产市场：商品房销售继续高增，景气度即将见顶

6 月 30 大中城市商品房成交面积同比增长 9.4%，根据克而瑞的数据，6 月百强房企销售金额同比增长 17%，较 5 月的 16%进一步回升，因此 6 月单月销售面积增速可能在 10%左右。**预计 1-6 月全国商品房销售面积同比增速-6.3%（前值-12.3%）。**

当前房住不炒的总体政策基调没有变化，随着 5 月以来货币环境边际收紧以及疫情期间积压的购房需求逐步释放，商品房销售景气度可能即将见顶，但后续房企将加强推盘力度以促进预售回款，因此回落速度会比较缓慢，全年呈“倒 V 型”走势。

5. 消费：社零回暖速度放缓，乘用车零售明显拖累

根据乘联会的数据，6月前4周乘用车零售销量较去年同比增长-22%，较5月的1.7%大幅回落，与去年国五国六切换造成高基数有关，也与疫情期间被抑制的需求基本得到释放有关。**需要注意的是，中汽协预计6月汽车销量同比增长11%，与乘联会的数据有较大差距，二者的主要区别在于：**第一，中汽协数据为批发数量，乘联会乘用车批发销量同比为-3%，同样明显高于零售，主要与去年国五国六切换有关；第二，中汽协数据包括乘用车在内的各种汽车，在经济复苏背景下重卡等非乘用车的销量激增（6月同比增长59%），因此汽车销量增速高于乘用车。**总的来看，6月汽车零售消费增速应介于乘联会和中汽协的数据之间，预计小幅负增长。**

6月国际油价升至40美元/桶成品油“地板价”之上，石油及制品类消费将有所回升。对于其他商品类消费，在失业率上升、可支配收入增速下降、预防性储蓄提升的大环境下，部分耐用可选消费的恢复仍将相对偏慢，必需消费和部分易耗消费品、通讯设备等在5月已经基本完成修复，因此后续恢复速度可能有所放缓。“618”购物节可能在6月阶段性提振商品类消费，但也对后续消费需求有一定透支。

对于餐饮消费，根据厨芯科技公布的餐饮复苏指数，样本餐饮业客流量为去年同期的80.5%，较5月的74.3%进一步回升，但6月中旬的北京新发地疫情对餐饮客流修复造成了较大影响。疫情反复之下，餐饮业客流始终没有恢复到去年同期的9成以上，行业复苏道路仍将漫长曲折。

综合来看，预计6月社零同比增速-1%（前值-2.8%）。

6. 进出口：防疫物资出口高增，出口货运景气度提升

根据我们在年中报告里的测算，5月下旬之后国内防疫物资出口日均金额可达45亿元，这将拉动出口增速接近9%，较5月拉动幅度进一步小幅升高。

外需方面，随着海外主要经济体复工复产推进，外需出现边际改善，一是6月PMI新出口订单指数环比5月升高7.3至42.6，二是6月出口集装箱运价指数CCFI较低点小幅反弹2.3%，波罗的海干散货指数BDI则较5月环比回升257%，国际大宗商品航运和国内出口货运景气度都有一定改善。

考虑到4-5月较低的新出口订单仍将对6月出口交货造成一定拖累，**预计6月出口（美元计价）同比增速0%左右（前值-3.3%），进口（美元计价）同比增速-10%左右（前值-16.7%）。**

7. 通胀：工业品价格再通胀，消费品价格短暂回升

6月国内和海外主要经济体继续推动复工复产，工业品价格多数上涨。钢材价格涨幅较小，工业有色金属涨幅较大，部分受南美国家等原材料产地因疫情导致停产影响；布油价格环比上涨18.0%至41.2美元/桶，化工产品价格也随油价底部回升；水泥价格单边回落，南方降水较多对需求影响较大。**预计6月PPI同比-2.8%（前值-3.7%），后续工业品价格大概率保持升势，重点关注价格回升的斜率。**

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_4052

