宏觀

消費首次轉正，地產引領復蘇——8月經濟數據點評

工業生產顯著回升。8月份工業增加值同比增速明顯回升至5.6%，指向工業生產有所改善，其中製造業增速持平在6.0%的年內高位。從中觀來看，17個主要行業增速漲多跌少，其中汽車、裝備加工類行業增速繼續領跑，上游行業明顯走強。從微觀來看，發電量增速大幅反彈，而主要工業品產量增速漲多跌少，煤炭、乙烯、有色、水泥回升，鋼鐵、汽車回落，化纖走穩。新產品增長較快。

投資增速繼續上行。8月份全國固定資產投資當月同比增速繼續上升至9.3%，其中民間投資增速顯著回升至19.5%，指向投資的內生動力恢復勢頭較強。製造業投資增速由負轉正。我們估算製造業投資當月增速由負轉正至5%。3月以來製造業企業利潤增速持續改善，8月製造業企業對於生產經營活動的預期也創下18年6月以來新高，這共同推動了製造業投資增速的持續回升。基建投資增速小幅回落。我們估算8月份新、舊口徑下基建投資當月增速分別為4%、7.1%，較7月份增速均有回落。去年同期基數抬升以及專項債資金落地時滯均制約了基建投資增速走高，我們預計基建投資增速後續仍趨上行。房地產投資增速繼續回升。8月份房地產投資當月增速繼續上升至12.1%，創19年5月以來新高。

消費年內首次轉正。8月份社消零售增速由負轉正至0.5%，實現年內首次正增長，限額以上零售增速繼續回升至4.4%，消費的恢復速度短期有明顯加快。必需消費漲多跌少，糧油食品類、煙酒類零售增速小幅回落，而飲料類、日用品類增速明顯上行，特別是服裝鞋帽針紡織品類零售增速由負轉正。可選消費漲跌互現，汽車類零售增速略有回落，但仍處年內次高點，石油及制品類零售增速降幅繼續擴大，地產相關的家具類、建材類零售增速降幅擴大，但家電類增速由負轉正，通訊器材類、金銀珠寶類零售增速也有明顯反彈。此外，實物商品網上零售增速保持穩定。

地產銷售繼續向好。8月份全國地產銷售面積、銷售額同比增速分別為13.7%、27.1%，均較7月份明顯回升。而8月份商品住宅銷售價格環比繼續上行，20年以來房貸利率穩中趨降，8月繼續小幅回落，使得8月份地產銷售量升價穩，指向地產需求持續回暖，房企到位資金增速也繼續走高。受去年同期高基數影響，8月份土地購置面積增速降幅擴大，而新開工面積增速也同步下滑，但房企到位資金的改善以及竣工增速低位徘徊仍對地產投資形成支撐。

地產引領復蘇，週期盈利改善。信用擴張明顯加快帶動經濟自疫情後較快修復。8月主要經濟指標均有改善，一方面，貸款利率下行使得地產需求較為旺盛，地產銷售和投資均保持了較高增速，成為穩定經濟的中流砥柱；另一方面，經濟內生恢復的勢頭也很強勁。根據社融增速對經濟的領先性，我們預計本輪經濟復蘇有望延續到明年上半年。但與此同時，融資需求的增加也會使得資金供不應求，這意味著利率或將步入上行週期。一是債市將維持慢熊格局，10年期國債利率或在明年年中左右達到3.5%左右的高點；二是成長股行業的高估值將難以維持，而週期性行業盈利趨於改善，股市或迎來週期引領的慢牛行情。

固定收益

貸款佔比上升，負債成本仍高，利差總體惡化——從上市銀行中報看債市走向

資產增速繼續回升。2020年6月，41家A股、H股上市銀行總資產同比增長10.7%，相較於2019年8.9%的增速快速拉升。從央行月度數據來看，商業銀行總資產增速在6月末小幅回落後7月重新上升。樣本銀行全部環比擴表，且41家銀行中僅有9家同比增速較2019年有所下滑。數據顯示2020上半年經濟遭受疫情巨大衝擊、貨幣總體寬鬆支持實體背景下銀行普遍進行擴表。

資產結構：貸款占比上升，債券投資下降，同業分化。從生息資產平均餘額結構變動來看，各類銀行平均貸款占比均增加，其中農商行增加幅度較大；債券投資占比普遍下滑，債券投資占比最高的城商行下滑速度也最快；同業資產占比分化，六大行大幅提升，農商行下降最多，資產負債表時點數據顯示同業資產規模同比環比均高增，增速分別為22.2%、18.9%，主要是大行貢獻；同時整體規模在總資產的占比見底回升。

貸款占比普升，風險偏好企穩。上半年銀行資產增速快速拉升，貸款放量、總資產占比提升。同時銀行信貸風險偏好企穩，大行不良率較高的高風險行業貸款占比由降轉升，其他銀行下降速度也明顯放緩。同時信貸高增的寬信用背景下債券投資有所擠出。

負債結構：股份、城商、農商結構“優化”，債券發行占比大行、城商升其他降。計息負債中，股份、城商、農商存款占比增加而同業占比下降，負債結構延續19年優化趨勢；債券發行占比方面，農商行債券發行占比較2019年底下降了2.6%，降幅較大。

淨利差總體惡化，大行、股份和農商行淨利差都有所下滑，僅城商行有所提高。2020年上半年各類銀行淨利差水平/環比變動/同比變動分別為：六大行1.91%/-7.0BP/-8.5BP、股份行2.07%/-3.8BP/-0.3BP、城商行2.08%/1.3BP/7.7BP、農商行2.33%/-14.2BP/-4.9BP。如果分別看資產收益和負債成本率，兩者均普遍下行，但大行、農商行的後者降幅不及前者，因此淨利差同比下滑明顯。城商行平均淨利差上行則得益於資產收益率下行較少而負債成本率下行較多。淨利差總體有所惡化或也對後續LPR加點調降形成壓力。

表外理財：繼續增長。18年下半年以來，銀行表外理財規模開始陸續回升，2020上半年，41家上市銀行（不含重慶、甘肅、天津、九台農商銀行）表外非保本理財規模21.5萬億元，同比增長11.2%，環比增長1.2%。同比和環比增長銀行家數分別為36家和28家。分銀行來看，六大行表外理財規模變化同比增加8.0%，環比降3.4%，符合年中下滑、年底增長的季節性規律；股份行、城農商行理財規模則延續增長態勢。

結構性存款監管無法扭轉缺負債局面，資金面波動風險加大。大行存款成本有所下行但依舊位於16年以來高位，其他行存款成本則繼續攀升創近年新高。結構性存款監管或許能減緩存款成本抬升壓力，但無法根本改變銀行缺負債或存款的局面。銀行轉而進行同業存單、同業借款融資也將加劇資金面波動風險。

銀行承接政府債壓力，年底供需格局弱改善。5月以來銀行債券投資增速止跌回升，銀行5-8月新增債券投資中40%是地方債、29%是國債、18%是政金債。分銀行來看，6-7月大行債券投資增速跟隨資產增速回落，中小行債券投資增速跟隨資產增速繼續回升。我們預計四季度信貸增速放緩，結構性存款壓縮影響部分中小行擴表，因此銀行資產增速趨降。另一方面9-10月債券供給依然偏高，預計9-10月銀行債券投資增速趨升而後放緩，年底供需格局才能弱改善。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團－海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮　閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢　閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。