经济逐步修复 政策回归常态化

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 FICC 组
研究员
蔡劭立
☎ 0755-82537411
✉ caishaoli@htfc.com
从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617
联系人：
彭鑫
☎ 010-64405663
✉ pengxin@htfc.com
从业资格号：F3066607
高聪
☎ 021-60828524
✉ gaocong@htfc.com
从业资格号：F3063338

事件：

中国 1-7 月，全国固定资产投资同比下降 1.6%，降幅比 1-6 月份收窄 1.5%。1—7 月，社会消费品零售同比名义下降 9.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额下降 9.7%，均较前值跌幅收窄。

中国 7 月规模以上工业增加值同比增长 4.8%，持平前值。7 月份，全国城镇调查失业率为 5.7%，比 6 月份持平。

点评：

8 月至今内盘股指跑输外盘，商品整体震荡。和 7 月相比较而言，8 月至今的大类逻辑有发生了一定程度的切换：首先是全球复工带来的利好基本消化，大宗商品普遍回升至疫情前水平后转为震荡，CRB 综合指数上涨 0.36%，但油价仍表现亮眼录得上涨 3.63%；其次是外盘跑赢内盘，MSCI 美国、MSCI 欧洲分别录得上涨 3%、4.58%，而沪深 300 指数录得-1.26%。我们认为关键在于随着欧元区复苏基金达成（7500 亿欧元），以及美国第二轮疫情救助协议有望出台（至少 1 万亿美元），8 月以来境外经济体预期改善相对更多。

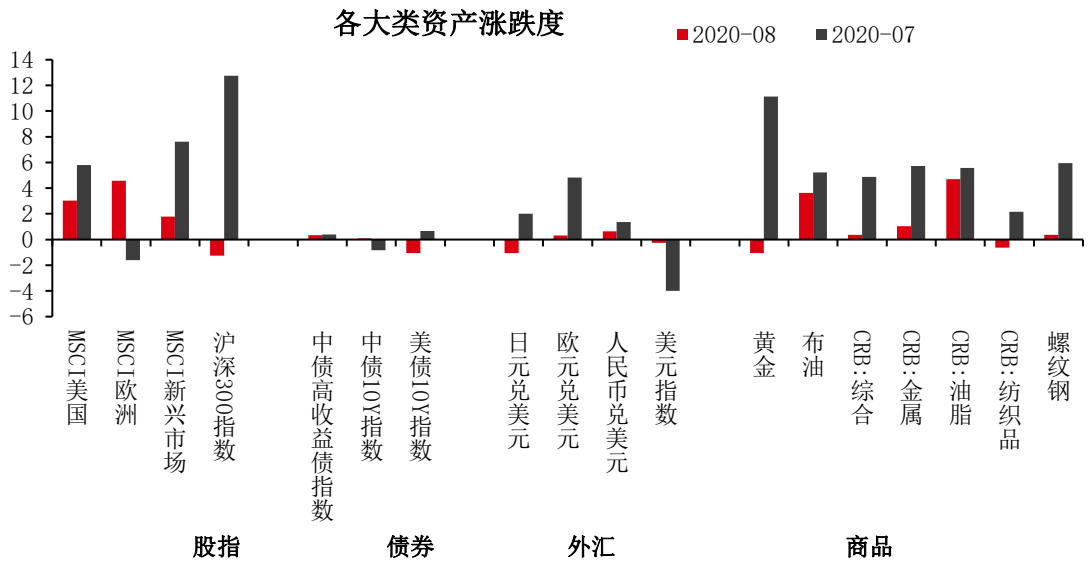
后续国内经济加速修复需要解决三个问题。1、居民部门恢复慢于企业部门，7 月社会消费品零售累积同比录得-9.9%，而 7 月工业增加值累计同比录得-0.4%，几近转正，可见居民部门的恢复明显要慢于企业部门。2、延期还本付息带来的利润偏高以及风险准备，尽管我们看到工业企业利润早于 5 月当月同比转正，但考虑到应对疫情冲击，政府此前鼓励银行延期部分普惠小微贷款还本付息，最长可以到 2021 年 3 月 31 日。受此影响，工业企业的实际利润数据将比公布值要略低，并且企业需要开始为明年到期的还本付息开始准备。总的而言，延期还本付息政策意味着补库存周期可能会更晚出现，并且生产扩张速度将受到影响。3、居民收入仍承压，二季度全国居民人均可支配收入、人均消费支出实际累计同比增速尚未转正，分别录得-1.3%、-9.3%，7 月失业率持平 6 月录得 5.7%，居民收入受限也进而限制需求改善。

更多减税降费政策值得关注。对应上述问题，近期政策已经有所应对，1、降低居民支出，四大行此前公布将于 2020 年 8 月 24 日批量转换存量个人住房贷款为 LPR 定价基准，这一转换能够降低居民的房贷支出；2、提前应对不良贷款风险，银保监会主席郭树清此前讲话表示，预计今年全年银行业将处置不良贷款 3.4 万亿元，明年的处置力度会更大，要求银行采取多种方法补足资本，提前加大拨备提取；3、更多消费刺激政策出台，工业和信息化部、农业农村部、商务部 15 日联合发布《关于开展新能源汽车下乡活动的通知》称，于今年 7 月至 12 月开展新能源汽车下乡活动。对应的有色板块和汽车股票板块有色受益。此外，7 月 16 日国家电影局发布低风险地区在电影院各项防控措施有效落实到位的前提下，可于 7 月 20 日有序恢复开放营业，对应影视板块受益。

四季度可能迎来补库存周期，继续关注工业品。信贷周期指向补库存周期在四季度开启，从社融领先利润 2 个月，利润领先库存 6 个月的经验来看，今年 2 月份工业企业利润同比探底，可能在今年 8 到 10 月左右能看到补库存周期的开启，工业品受益最大。但考虑到延期还本付息政策带来的影响，补库存时间可能会出现一定延后。

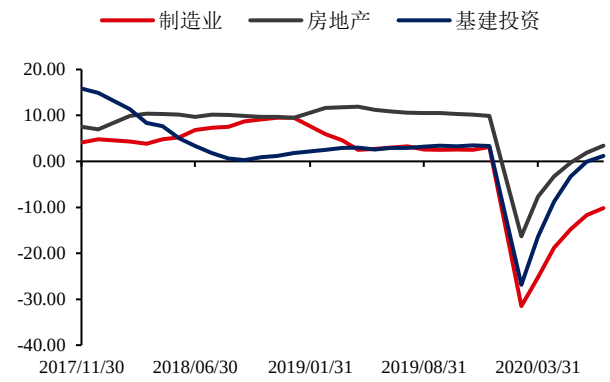
政策逐渐回归常态化，期债震荡。上半年信贷投放节奏明显快于往年，1-7 月新增人民币贷款合计 13 万亿，而 2020 年全年新增人民币贷款目标为 20 万亿来看，截止 7 月已完成 65%的信贷投放。此外，近期政府频繁提及防范风险。银保监会主席郭树清表示银行要提早谋划，积极应对未来不良贷款上升风险。预期后续政策将逐渐回归常态化，宽松力度边际下降，期债震荡。

图 1：　全球大类资产走出的复苏阶段逻辑明显　单位：%



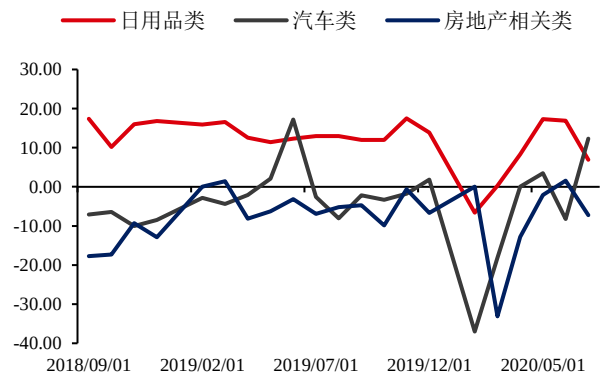
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：　固定资产投资分项累计同比　单位:%



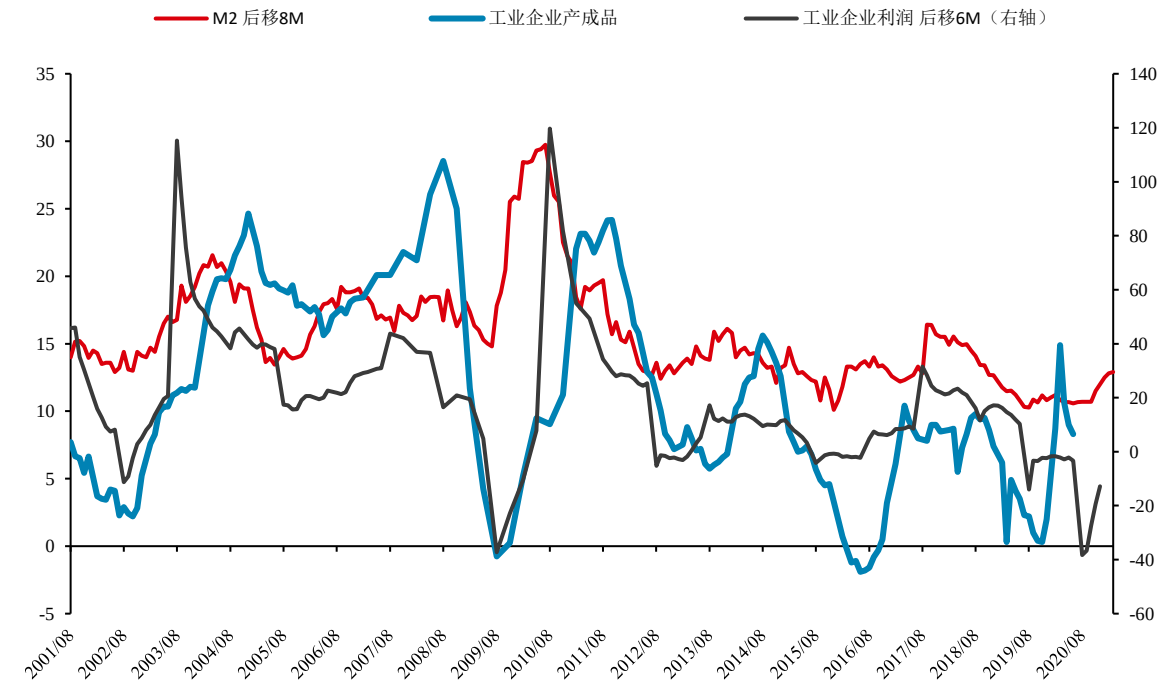
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：　社会零售销售分项累积同比　单位：%



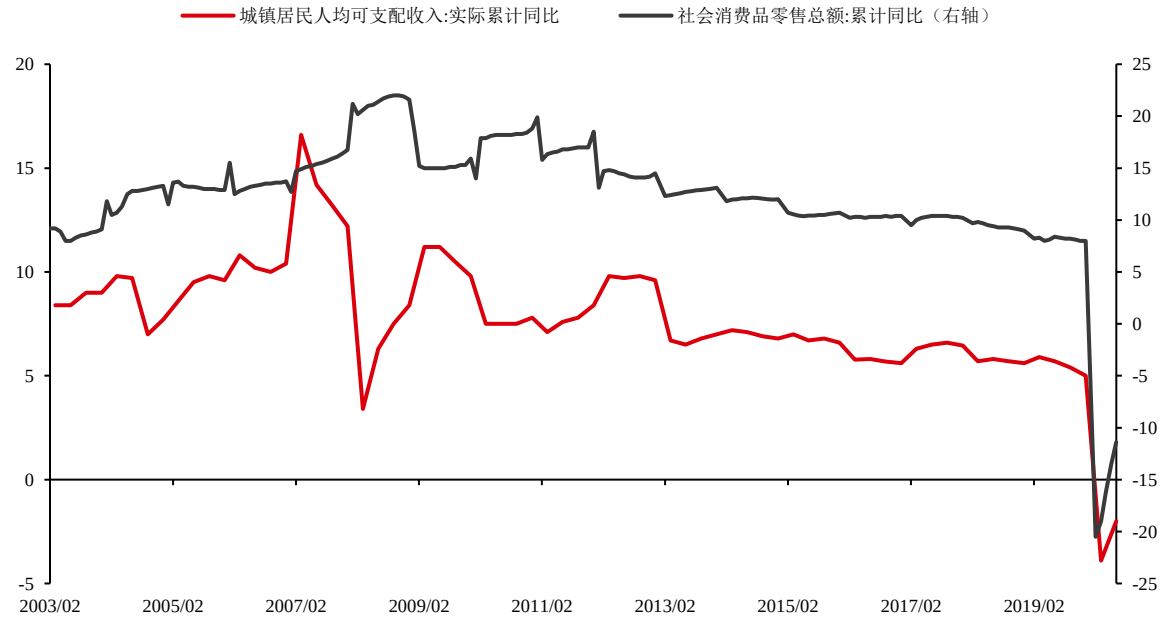
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5: 信贷扩张指向中国有望在 2020 年四季度开启补库存周期 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6: 城镇居民人均可支配收入下滑不利于消费回升的持续性 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com