



Research and
Development Center

6 月生产消费修复投资出口偏弱 Q2GDP 增速升至 6.8%

——2023 年 6 月经济数据展望

2023 年 7 月 8 日

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮 箱: liyishuang@cindasc.com

证券研究报告

债券研究

专题报告

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

6月生产消费修复投资出口偏弱 Q2GDP增速升至6.8%

2023年7月8日

- **6月生产修复略有加速，汽车销售仍有韧性，我们预计消费仍在修复，但投资与出口需求或仍然偏弱，考虑去年同期基数抬升，主要经济指标读数或将继续走弱。去年二季度工业与服务业均遭受冲击，我们预计在低基数效应下，Q2 GDP增速有望回升至6.8%，而两年复合增速或仍有所回落。**
- **生产：6月中采制造业PMI指数小幅回升，生产端多数行业开工率相较5月企稳回升，但仍明显低于22年之前同期水平。考虑到去年同期基数抬高，我们预计6月工业增加值同比增速或将继续回落0.9pct至2.6%。尽管二季度工业与服务业修复偏缓，但在低基数效应下，我们预计二季度GDP增速有望回升至6.8%，但两年复合增速或仍有所回落。**
- **社零：6月中采服务业PMI继续回落，端午假期出行人数和旅游收入的恢复情况也弱于五一假期，而购车补贴活动、厂商半年末冲刺促汽车消费升温。整体来看，6月消费改善幅度仍然相对温和，但由于去年同期基数大幅抬高，我们预计6月社零增速或较5月回落8.7pct至4.0%。**
- **固投：6月商品房、二手房成交较弱，土地成交面积同比降幅走阔，施工端较上月相差不大，我们预计6月房地产投资单月同比增速或下行至-11.0%；5月工业企业利润率回升推动利润增速改善，但制造业投资相对滞后，且当前终端需求仍然偏弱，我们预计6月制造业投资当月同比或回落至4.7%；6月新增专项债发行提速但显著低于去年同期，而石油沥青装置开工率和水泥发运率回升但仍弱于季节性，我们预计6月基建投资同比增速或回落至8.4%。综合来看，我们预计6月固定资产投资当月同比增速或回落至0.9%，有望累计同比增长3.2%，较前值或回落0.8%。**
- **外贸：6月海外需求继续走弱，且价格因素的拖累较大，我们预计6月出口或同比下降3.2pct至-10.7%；去年同期基数较低，商品价格同比降幅有所收窄，我们预计6月进口同比降幅或较5月收窄1.5pct至-3.0%。**
- **物价：6月大宗商品价格涨跌互现。原油、有色、铁矿石价格上涨，钢材价格仍然低位运行，动力煤价格继续下探，另外考虑5月价格下跌的影响可能有一部分在6月滞后体现，因此我们预计6月PPI或环比下降0.6%，同比增速或较5月回落0.6pct至-5.2%。6月猪价同比降幅扩大，但蔬菜、水果价格同比均显著抬升，我们预计6月食品价格环比或小幅下降0.2%，而同比增速或提升1.6pct至2.6%；尽管6月能源价格略有回升，但服务业景气度边际回落，我们预计核心CPI或环比持平。整体来看，我们预计6月CPI有望环比持平，同比增速或较上月回升0.1pct至0.3%。**
- **金融：6月下旬票据利率大幅下探，我们预计信贷投放或仍不足，6月新增信贷或同比少增约4100亿至2.4万亿；去年同期新增专项债发行规模达到1.37万亿，我们预计今年政府债融资同比大幅少增；此外，表外融资、企业债融资和股票融资规模相较去年同期相差不大，我们预计6月新增社融约3.8万亿元，社融存量同比增速约9.0%，或较5月回落0.5pct。**
- **风险因素：经济恢复不及预期、财政政策不及预期。**

目录

一、生产：工业增速仍然承压 低基数或推动 Q2 GDP 升至 6.8%.....	4
二、社零：消费需求温和修复 基数影响下社零同比大幅回落.....	5
三、固定资产投资：预计地产投资继续探底 基建制造业增幅回落.....	6
四、外贸：预计出口增速延续下行 价格因素或支撑进口增速回升.....	7
五、物价：预计 PPI 降幅扩大 CPI 温和抬升.....	9
六、金融：6 月信贷预计延续同比少增 社融存量同比增速或回落至 9.0%.....	10
风险因素.....	11

图目录

图 1：6 月宏观数据预测.....	4
图 2：6 月 PMI 指数环比回升 0.2pct 至 49.0%.....	5
图 3：6 月主要行业开工率低于往年同期水平.....	5
图 4：6 月服务业 PMI 指数环比回落 1.0pct 至 52.8%.....	5
图 5：用车周度零售与批发销量同比增速.....	5
图 6：24 城商品房成交面积.....	6
图 7：11 城二手房成交面积.....	6
图 8：螺纹钢表观消费.....	6
图 9：水泥发运率.....	6
图 10：工业企业利润增速拆分.....	7
图 11：工业企业利润增速通常领先制造业投资增速 1 年左右.....	7
图 12：6 月水泥发运率小幅回升.....	7
图 13：6 月石油沥青装置开工率小幅回升.....	7
图 14：6 月 PMI 新出口订单指数线下继续回落.....	8
图 15：6 月美欧制造业 PMI 指数双双回落.....	8
图 16：6 月韩国对中国进口金额同比增速回落.....	8
图 17：5 月价格因素对出口的拖累加深.....	8
图 18：5 月数量因素对进口支撑增加.....	8
图 19：CRB 现货指数同比增速.....	8
图 20：CRB 商品价格指数与南华综合指数走势.....	9
图 21：原油、有色金属价格环比增速.....	9
图 22：铁矿石、钢材价格环比增速.....	9
图 23：化工产品、煤炭价格环比增速.....	9
图 24：猪肉价格环比增速估计与实际环比增速.....	10
图 25：鲜菜价格环比增速估计与实际环比增速.....	10
图 26：食品价格环比增速估计与实际环比增速.....	10
图 27：核心 CPI 环比增速.....	10
图 28：国股转贴现票据利率走势.....	11
图 29：新增人民币贷款.....	11

受到修复动能放缓、以及基数效应减弱影响，5月工业增加值、社零、投资、出口同比增速均有所回落，新增信贷规模年内首次同比少增。而从高频数据来看，6月生产和服务修复仍然偏缓，且随着去年同期基数的抬升，我们预计主要经济指标读数或将继续走弱。考虑到去年二季度工业与服务业均遭受严重冲击，我们预计在低基数效应下，Q2 GDP增速有望回升至6.8%，而两年复合增速或仍有所回落。

图 1：6月宏观数据预测

单位：%、亿元	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06E
工业增加值:当月同比	5.0	2.2	1.3		2.4*	3.9	5.6	3.5	2.6
固定资产投资:当月同比	4.3	0.7	3.2		5.5*	4.7	3.6	1.6	0.9
房地产投资:当月同比	-16.0	-19.9	-12.2		-5.7*	-5.9	-7.3	-10.5	-11.0
制造业投资:当月同比	6.9	6.2	7.4		8.1*	6.2	5.3	5.1	4.7
基建投资:当月同比	12.8	13.9	10.4		12.2*	9.9	7.9	10.7	8.4
社零消费:当月同比	-0.5	-5.9	-1.8		3.5*	10.6	18.4	12.7	4.0
出口:当月同比(美元)	-0.3	-8.9	-10.0		-6.8*	14.8	8.5	-7.5	-10.7
进口:当月同比(美元)	-0.7	-10.6	-7.5		-10.2*	-1.4	-7.9	-4.5	-3.0
CPI:当月同比	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.3
PPI:当月同比	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.2
新增人民币贷款:当月值	6152	12100	14000	49000	18100	38900	7188	13600	24000
新增社融:当月值	9134	19837	13058	59871	31623	53862	12244	15556	38452
社融存量:累计同比	10.3	10.0	9.6	9.4	9.9	10.0	10.0	9.5	9.0
GDP:当季同比		2.9			4.5			6.8	

资料来源：万得，信达证券研发中心

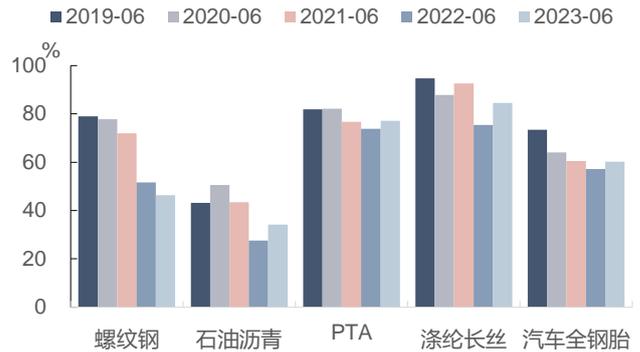
注：*表示为1-2月累计同比

一、生产：工业增速仍然承压 低基数或推动 Q2 GDP 升至 6.8%

6月中采制造业PMI指数小幅回升，指向工业景气度边际回暖，其中生产指数重回扩张区间，但可能更多是由于季末积压订单集中交付；高温天气提振居民用电需求，电煤日耗环比上升，但同比增速反而小幅回落，生产端多数行业开工率相较5月企稳回升，但仍明显低于22年之前同期水平。考虑到去年同期基数抬高，我们预计6月工业增加值同比增速或将继续回落0.9pct至2.6%。6月制造业PMI指数环比小幅上行0.2pct至49.0%，结束了连续3个月的下行，其中PMI生产指数从5月的49.6%升至50.3%，重回荣枯线以上，但新订单指数的恢复相对较慢，且新出口订单与积压订单指数大幅下滑，显示6月末生产的改善可能更多是由于季末集中交付积压订单的影响。从高频数据上看，高温天气推高居民用电需求，6月电煤日耗环比上升11.0%，略低于去年同期的11.6%，而同比增速从上月的12.1%回落至11.5%。生产端主要行业中，除PTA开工率相较5月略有回落外，螺纹钢、石油沥青、涤纶长丝和汽车全钢胎开工率均企稳回升，但相比2022年以外同期水平仍显著偏低。考虑到去年同期基数抬高，我们预计6月工业增加值或同比增长2.6%，较5月或回落0.9pct。

图 2：6 月 PMI 指数环比回升 0.2pct 至 49.0%


资料来源：万得，信达证券研发中心

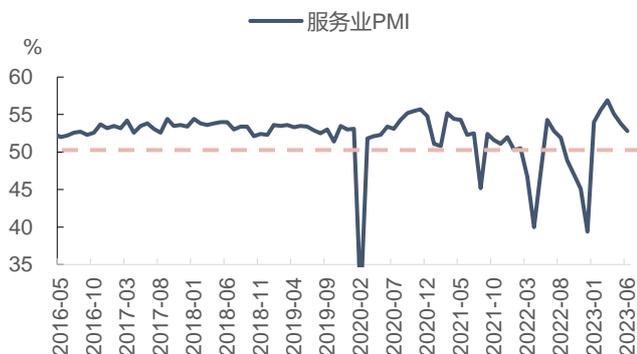
图 3：6 月主要行业开工率低于往年同期水平


资料来源：万得，信达证券研发中心

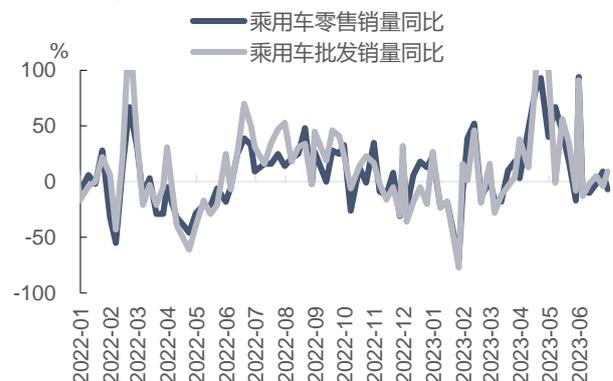
尽管二季度工业与服务业修复偏缓，但在低基数效应下，我们预计二季度 GDP 增速有望回升至 6.8%，但两年复合增速或仍有所回落。6 月服务业 PMI 指数在扩张区间继续回落，指向服务业修复斜率继续放缓，新订单指数环比小幅回升 0.1 个百分点至 49.6%，但仍处于收缩区间。而 5 月服务业生产指数同比增长 11.7%，较 4 月回落 1.8pct，我们预计 6 月服务业生产指数同比可能进一步回落。但考虑到去年二季度工业与服务业均遭受严重冲击，我们预计在低基数效应下，二季度 GDP 增速可能回升至 6.8%，较一季度或上升 2.3pct，而两年复合增速有望为 3.6%，低于一季度的 4.6%。

二、社零：消费需求温和修复 基数影响下社零同比大幅回落

6 月中采服务业 PMI 指数在景气区间继续回落，端午假期出行人数和旅游收入的恢复情况也弱于五一假期，而购车补贴活动、厂商面临半年考核促汽车消费有所升温。整体来看，6 月消费的改善幅度仍然相对温和，但由于去年同期基数大幅抬高，我们预计 6 月社零增速或较 5 月回落 8.7pct 至 4.0%。6 月中采服务业 PMI 指数环比回落 1.0pct 至 52.8%，已连续第三个月下降，消费修复斜率持续放缓。今年端午假期全国国内旅游出游人次较 2019 年同期增长 12.8%，国内旅游收入较 2019 年同期-5.1%，而“五一”假期分别较 19 年增长 19.1%和 0.7%，反映了端午假期出游热度较五一有所回落。6 月汽车市场销售情况较好，由于车市促销力度处于高位，经销商和厂商冲刺半年业绩，6 月乘用车市场零售 189.6 万辆，环比增长 9%，但由于去年同期汽车购置税减半政策导致汽车销量基数较高，因此 6 月汽车销售同比下降 2%，但销售额显著高于 21 年同期。整体来看，6 月消费链条景气度尚可，但由于去年同期基数大幅抬升，我们预计 6 月社零增速将回落至 4.0%，或较 5 月回落 8.7pct。

图 4：6 月服务业 PMI 指数环比回落 1.0pct 至 52.8%


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：用车周度零售与批发销量同比增速


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、固定资产投资：预计地产投资继续探底 基建制造业增幅回落

6月商品房成交面积环比基本持平，但绝对规模处于近年最低，二手房市场下行压力进一步显现，受供地提质减量影响，6月土地成交面积同比降幅大幅走阔，施工端整体较上月相差不大，我们预计6月房地产投资单月同比增速或进一步下行至-11.0%。6月房地产市场延续低迷走势，我们跟踪的24城商品房成交面积与4、5月基本持平，并未呈现年中放量走势，绝对规模处于近年最低，而去年同期受供应集中放量叠加密集利好政策影响新房成交环比大幅增加，因此6月同比增速从上月的30.2%大幅回落至-32.3%；11城二手房成交规模连续3个月回落，且同比增速从上月的61.0%迅速下滑至4.9%。受供地“减量提质”影响，6月全国土地市场成交规模仍在历史低位，据中指研究院统计，300城成交规划建筑面积同比下降27.36%，降幅较5月的1.25%大幅走阔。从施工端看，6月水泥发运率逆季节性上行，但仅略高于2022年同期，而螺纹钢表观消费甚至较2022年同期更低。我们预计6月房地产投资当月同比增速或继续回落至-11.0%(前值-10.5%)，对应累计同比增速-8.1%，较5月或回落0.9pct。

图 6：24 城商品房成交面积

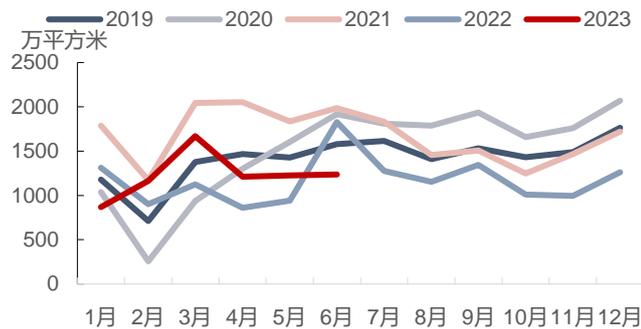


图 7：11 城二手房成交面积

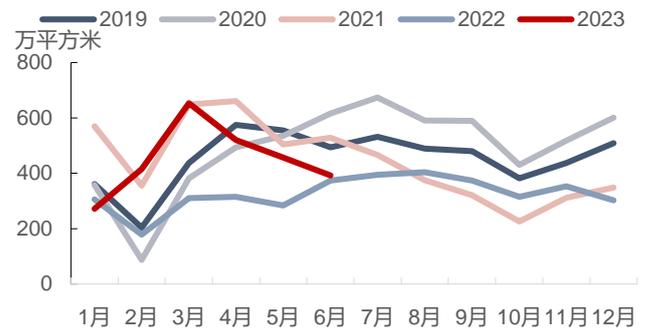


图 8：螺纹钢表观消费

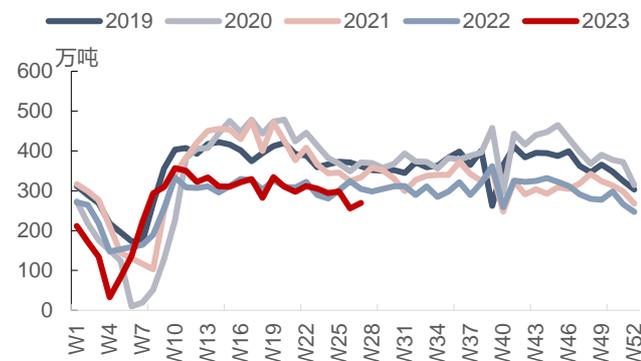
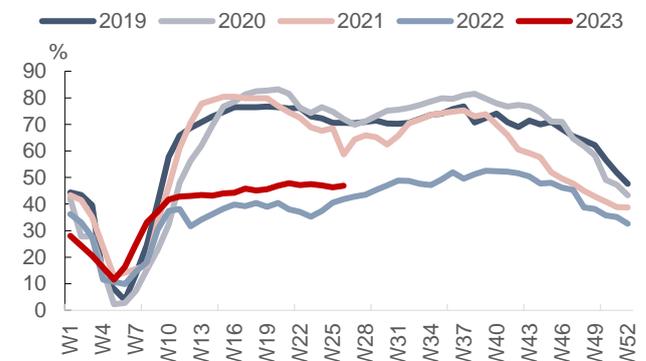
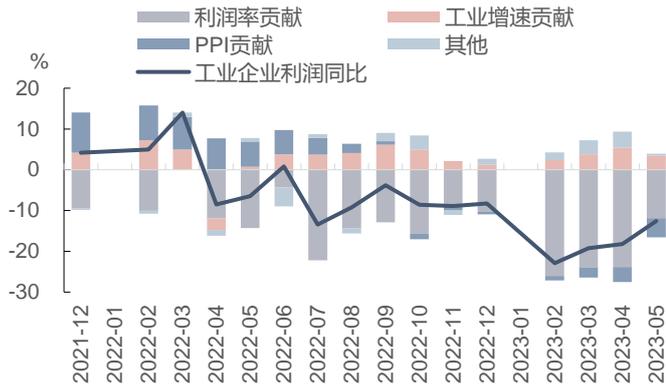


图 9：水泥发运率



5月工业企业利润率回升推动企业利润状况继续改善，但由于制造业投资的修复具有滞后性，且当前终端需求仍然偏弱，我们预计6月制造业投资同比增速或回落至4.7%。5月工业企业利润累计增速降幅持续收窄，单月降幅从18.2%收窄至12.6%，尽管量价仍有所拖累，但营业收入利润率显著回升。今年二季度以来企业盈利能力有所修复，但从历史上看，制造业投资是企业盈利的滞后指标，而去年二季度以来企业利润增速持续回落，以及当前市场需求仍然偏弱对制造业产能扩张的意愿产生一定压制，我们预计6月制造业投资当月同比增速或回落至4.7%，对应累计同比增速5.6%，较5月或回落0.4pct。

图 10: 工业企业利润增速拆分


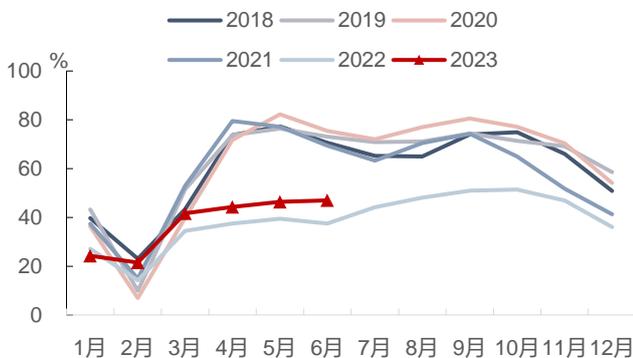
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 11: 工业企业利润增速通常领先制造业投资增速 1 年左右

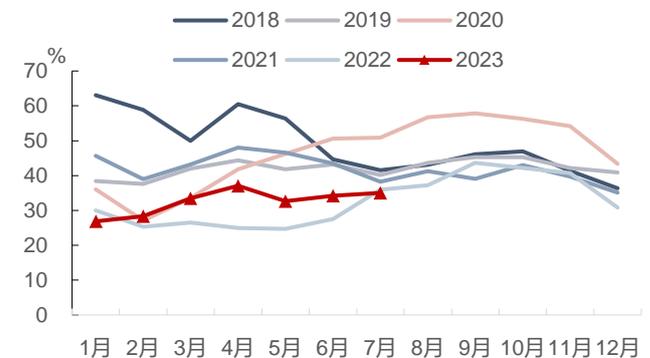

资料来源: 万得, 信达证券研发中心 注: 2021 年为两年复合增速

6 月新增专项债发行提速但显著低于去年同期, 而指征基建的土木建筑业指数小幅回升 2.6pct, 石油沥青装置开工率和水泥发运率也有所回升, 但仍低于季节性水平, 而考虑基数回升, 我们预计 6 月基建投资同比增速或回落至 8.4%。6 月新增专项债发行规模为 4038.5 亿元, 尽管较 4、5 月有所提速, 但相比去年同期仍大幅回落近万亿元。6 月建筑业 PMI 指数较 5 月回落 2.5pct 至 55.7%, 但这主要是受到房地产市场低迷的拖累, 而代表基建的土木建筑业指数回升 2.6pct 至 64.3%, 或与重大项目加速形成实物工作量有关。从高频数据上看, 6 月石油沥青装置开工率和水泥发运率均小幅回升, 但仍明显低于 2022 年以外的年份。考虑基建投资单月增速回升, 我们预计 6 月基建投资 (全口径) 当月同比增速或回落至 8.4%, 累计同比增速约 9.6%, 较前值或回落 0.5pct。

综合来看, 我们预计 6 月固定资产投资当月同比增速或回落至 0.9%, 有望累计同比增长 3.2%, 较前值或回落 0.8 个百分点。

图 12: 6 月水泥发运率小幅回升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 6 月石油沥青装置开工率小幅回升


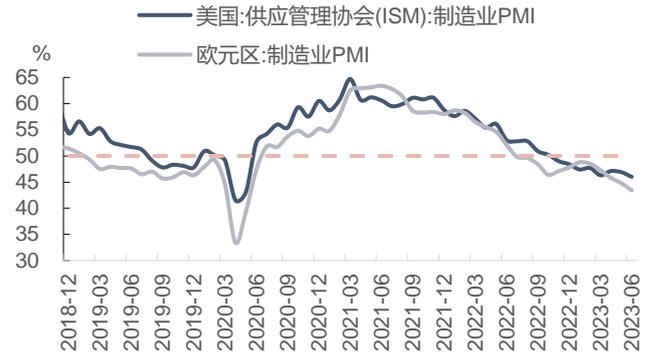
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

四、外贸: 预计出口增速延续下行 价格因素或支撑进口增速回升

6 月海外需求继续走弱, 且价格因素的拖累仍然较大, 我们预计 6 月出口增速或继续下降 3.2pct 至 -10.7%。6 月中采制造业 PMI 中的新出口订单指数在荣枯线下继续大幅下滑, 显示出口面临的下行压力进一步增大。6 月美国 ISM 制造业 PMI 指数和欧元区制造业 PMI 指数同样显著回落, 二者均创下 2020 年 6 月以来的新低; 基数效应叠加汽车出口改善的影响下, 6 月韩国出口金额同比下降 6%, 降幅较 5 月收敛 9.2pct, 但仍然不及预期的 -3.6%, 其对中国进口金额同比减少 16.7%, 降幅较上月扩大 1.9pct, 指向海外需求进一步承压。6 月上海出口集装箱运价指数环比继续下行, 同比降幅达到 77.4%, 较 5 月小幅走阔。另外, 5 月价格因素对出口增速的拖累大幅增加, 我们预计其对 6 月出口的拖累仍然较大。综合价格与数量因素的考虑, 我们预计 6 月出口同比增速或为 -10.7%, 降幅较 5 月或扩大 3.2pct。

图 14: 6 月 PMI 新出口订单指数线下继续回落


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 6 月美欧制造业 PMI 指数双双回落


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

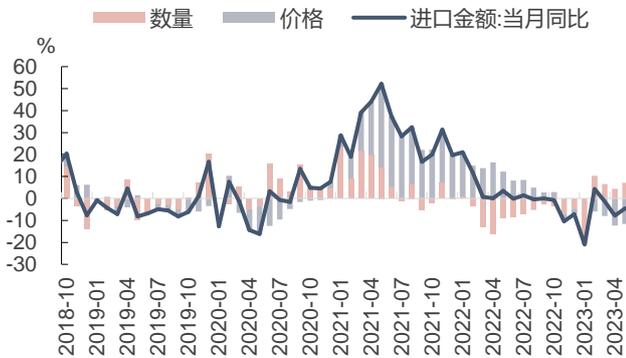
图 16: 6 月韩国对中国进口金额同比增速回落


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 17: 5 月价格因素对出口的拖累加深


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

尽管进口需求压力犹存, 但考虑去年同期基数仍然较低, 我们预计数量因素将对进口有所支撑, 而大宗商品价格同比降幅将有所收窄, 我们预计 6 月进口同比增速降幅或较 5 月收窄 1.5pct 至-3.0%。6 月 PMI 进口指数回落 1.6pct 至 47.0%, 已连续第 4 个月回落, 但考虑到去年同期基数仍然较低, 我们预计数量因素仍将对进口起到一定支撑作用。而价格方面, 6 月以来 CRB 现货指数先升后降, 全月均值较 5 月继续回升, 同比增速从 5 月的-14.2% 回升至-11.3%, 价格因素对进口的拖累预计有所减弱。综合价格与数量因素的考虑, 我们预计 6 月出口同比增速或为-3.0%, 降幅较 5 月或收窄 1.5pct。

图 18: 5 月数量因素对进口支撑增加


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: CRB 现货指数同比增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

五、物价：预计 PPI 降幅扩大 CPI 温和抬升

6月大宗商品价格涨跌互现。尽管原油、有色、铁矿石价格上涨，但需求淡季钢材价格仍然低位运行，动力煤价格继续下探，另外考虑5月价格下跌的影响可能有一部分在6月滞后体现，因此我们预计6月PPI或环比下降0.6%，同比增速较5月或回落0.6pct至-5.2%。6月大宗商品价格涨跌互现。尽管美国债务上限法案通过、OPEC+减产协议延长以及沙特将在7月额外减产100万桶对油价带来一定支撑，但伊朗和俄罗斯原油供应增加以及7月美联储加息概率上升仍然冲击市场风险偏好，6月以美元计价的原油均价环比小幅下行，但近期人民币大幅贬值使进口原油价格反而较5月有所回升。此外，海外经济维持韧性，6月美联储暂停加息，以及对于国内稳增长政策出台的预期催化有色金属价格上涨。黑色方面，6月淡季螺纹钢需求表现疲弱，而随着前期高炉检修基本结束，生产端有所回升，但原料端价格走强对钢价起到支撑，钢材价格整体企稳；钢厂铁水产量处于高位，而铁矿石整体供应端增量并不明显，人民币汇率导致进口铁矿石成本增加，以及在国内钢厂铁矿石低库存的状态下，铁矿石价格持续上涨；6月动力煤产地供给宽松，社会库存偏高以及进口煤大量到货对动力煤价格形成下行压力，动力煤价格环比降幅走阔。综合来看，6月原油、有色、铁矿石价格转涨，钢材价格低位企稳，动力煤价格继续下探，并且考虑5月价格下跌的影响可能有一部分在6月滞后体现，我们预计6月PPI环比或下降0.6%，同比下降5.2%，降幅较上月或扩大0.6pct。

图 20：CRB 商品价格指数与南华综合指数走势



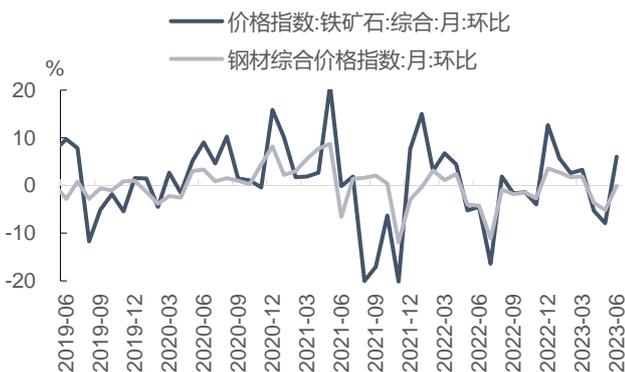
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：原油、有色金属价格环比增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：铁矿石、钢材价格环比增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：化工产品、煤炭价格环比增速

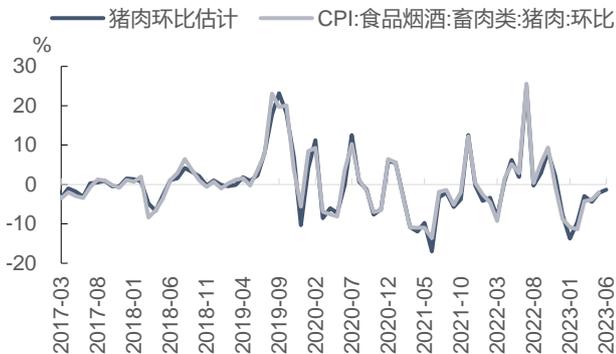


资料来源：万得，信达证券研发中心

6月猪肉价格环比下跌，同比降幅扩大，但蔬菜价格上涨、水果价格降幅低于季节性，二者同比均显著抬升，我们预计6月食品价格环比或小幅下降0.2%，而同比增速或提升1.6pct至2.6%，有望为CPI带来一定支撑；尽管6月能源价格略有回升，但服务业景气度边际回落，我们预计核心CPI或环比持平。整体来看，我们预计6月CPI环比有望持平，同比增速或较上月回升0.1pct至0.3%。食品方面，猪肉需求处于季节性的淡季，而受市场出栏增量影响，猪价震荡下行，且同比增速降幅扩大降至5%。受不利天气影响，蔬菜供应链受限，6月蔬菜价格环比有所上升，叠加去年低基数效应影响，同比增速上涨至22.7%。从其他产品来看，鲜果价格季节性下降，但降幅低于往年同期，同比仍显著抬升，水产品与禽肉价格变化幅度较小，我们预计6月CPI食品项环比或下降

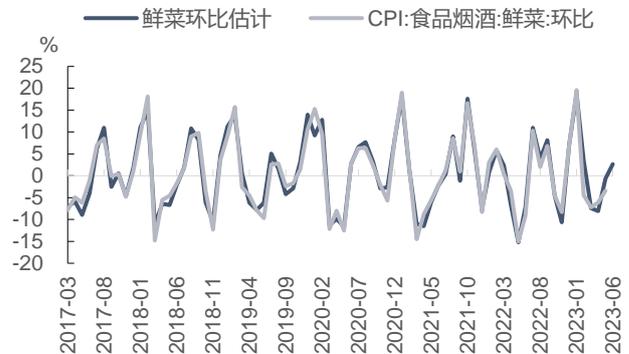
0.2%，而同比增速或提升 1.6pct 至 2.6%，有望为 CPI 带来一定支撑。非食品方面，受国际市场原油价格影响，6 月成品油价格先跌后涨，整体较 5 月小幅走高，但相比去年同期仍大幅回落；6 月服务业继续修复，但景气度边际走弱，我们预计服务消费相关价格仍然偏弱，核心 CPI 或环比持平。综合来看，我们预计 6 月 CPI 环比有望持平，同比增速约为 0.3%，较 5 月或回升 0.1pct。

图 24: 猪肉价格环比增速估计与实际环比增速



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 25: 鲜菜价格环比增速估计与实际环比增速



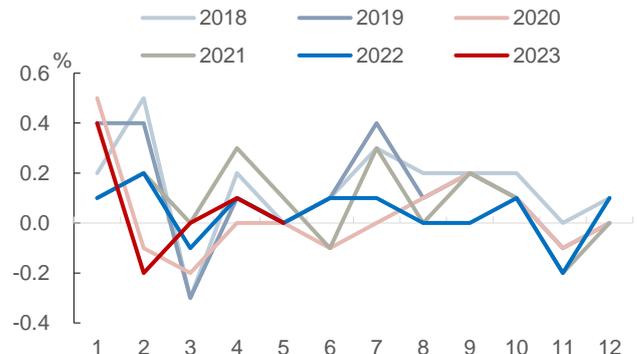
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 26: 食品价格环比增速估计与实际环比增速



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

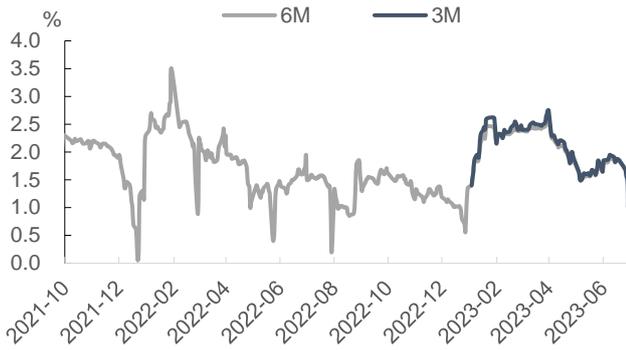
图 27: 核心 CPI 环比增速



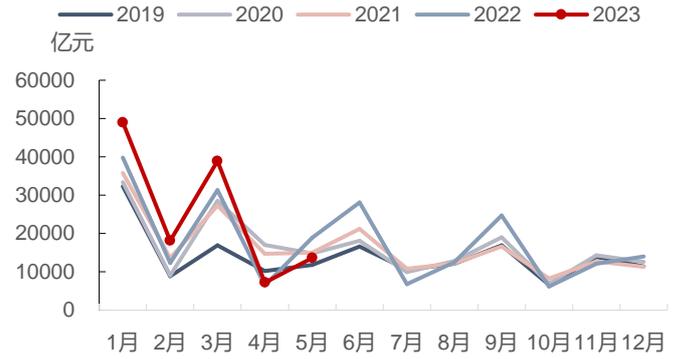
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

六、金融：6 月信贷预计延续同比少增 社融存量同比增速或回落至 9.0%

6 月下旬票据利率大幅下探，我们预计信贷投放或仍不足，6 月新增信贷或同比少增约 4100 亿；去年同期新增专项债发行规模达到 1.37 万亿的高位，我们预计政府债融资规模将同比大幅少增；此外，表外融资、企业债融资和股票融资规模相较于去年同期相差不大，我们预计 6 月新增社融约 3.8 万亿元，社融存量同比增速约 9.0%，或较 5 月回落 0.5pct。6 月上旬票据利率稳步上行，但端午假期后票据利率迅速下探，月末前一日一度降至 1% 附近，或指向信贷投放仍然不足，我们预计 6 月新增信贷规模约 2.4 万亿，同比少增约 4100 亿。从信贷以外的分项看，我们预计 6 月委托贷款、信托贷款增延续小幅扩张，合计增加约 300 亿元，而月末票据利率的回落或对应票据贴现规模的增加，这可能导致未贴现票据规模有所下降，综合来看，我们预计 6 月表外融资小幅上升 100 亿元左右，较去年同期多增约 200 亿元；直接融资中，高频数据显示 6 月股票融资规模约为 670 亿元，企业债融资约 1650 亿元；参考 6 月政府债发行与到期情况，我们预计 6 月社融口径的政府债融资约 7300 亿元，同比少增约 8900 亿元。假设 6 月存款类金融机构资产支持证券和贷款核销均为近年均值水平，我们预计 6 月新增社融约 3.8 万亿，社融存量增速为 9.0%，较上月或回落 0.5pct。

图 28: 国股转贴现票据利率走势


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 29: 新增人民币贷款


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

风险因素

经济恢复不及预期、财政政策不及预期

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，8年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究2016年第一名、2017年第四名。

王明路，南开大学保险硕士，曾供职于长江证券、苏宁金融、平安普惠等从事研究与投资工作。

朱金保，复旦大学金融硕士，曾供职于资管机构从事信评工作。

沈扬，华东理工大学硕士，曾供职于中泰证券从事宏观利率研究工作。

张弛，复旦大学硕士，曾供职于资管类机构从事市场营销和研究相关工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在地市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。