



Research and
Development Center

7 月国内生产消费边际修复 但投资出口仍维持弱势

——2023 年 7 月经济数据展望

2023 年 8 月 6 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

7月国内生产消费边际修复 但投资出口仍维持弱势

2023年8月6日

- **6月经济数据分化，工业、投资、信贷偏强，社零与出口偏弱，物价继续回落。进入7月，数据的分化仍在持续，工业、消费或将边际改善，但投资与出口仍然偏弱，信贷增速或将大幅回落，CPI转负但PPI降幅收敛。**
- **生产：**7月中采制造业PMI指数小幅回升；高温天气推动下电煤日耗环比走高，但同比增速降至4.6%，螺纹、石油沥青开工率仍处低位，但涤纶长丝、PTA、全钢胎开工率边际改善，与19-21年同期大致相当，显示工业生产有所恢复但并不旺盛，我们预计7月工业增加值同比回升0.4pct至4.8%。
- **社零：**7月中采服务业PMI指数略有回落，但居民暑期出行释放，国内执行航班数量、电影票房均明显高于去年同期，汽车消费的韧性较强，但高基数下零售同比仍降至-6%。我们预计7月社零同比回升1.9pct至5.0%。
- **固投：**7月商品房与二手房成交继续萎缩，土地出让金同比降幅走阔，施工强度同样偏弱甚至低于22年同期，我们预计7月房地产投资单月同比增速或进一步下行至-11.1%。6月利润率拖累大幅减轻推动工业企业利润同比增速降幅收窄，但需求仍然偏弱可能制约制造业企业内生性的扩张动力，我们预计7月制造业投资同比增速回落至5.3%。7月新增专项债发行节奏偏缓，以及高温天气影响下指征基建的土木工程指数高位回落，而石油沥青装置开工率和水泥发运率表现同样偏弱，我们预计7月基建投资单月同比增速或回落至9%。综合来看，我们预计7月固定资产投资当月同比增速或回落至1.7%，累计同比增长3.5%，较前值回落0.3pct。
- **外贸：**7月海外需求仍然偏弱，价格因素对出口仍有所拖累，我们预计7月出口增速或下滑1.1pct至-13.5%。经济景气度未有明显改善，我们预计进口商品数量仍有所减弱，但大宗商品价格回升，同比增速降幅显著收窄，我们预计7月进口同比增速降幅或较6月收窄2.3pct至-4.5%。
- **物价：**7月海外数据维持韧性，国内稳增长政策带来预期修复，叠加美元指数走弱，原油、有色价格较6月有所上涨，铁矿石价格继续上涨，而钢材、动力煤价格止跌企稳，但考虑6月价格下跌可能对7月仍有拖累，我们预计7月PPI或环比小幅上升0.2%，同比增速较6月回升1.4pct至-4.0%。7月高基数下猪肉同比降幅显著扩大，鲜菜、水果同比增速也明显回落，7月食品项同比增速料将从2.3%降至-1.7%，对CPI带来显著拖累；尽管7月能源价格大幅上涨，暑期人员流动量加大或对服务消费产生一定提振，我们预计7月核心CPI或环比小幅上涨。整体来看，我们预计7月CPI环比为-0.1%，而同比或较上月回落0.6pct至-0.6%。
- **金融：**7月末票据利率再度降至0附近，我们预计信贷投放偏弱，7月新增信贷或在0.95万亿；票据利率的走低或对应未贴现票据规模下降，表外融资规模可能仍然偏弱；此外，7月企业债融资规模或降至1700亿，而政府债和股票融资规模供给约4000亿，我们预计7月新增社融约1.15万亿元，社融存量同比增速约9.1%，或较6月回升0.1pct。
- **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：制造业景气度边际回暖 工业增速或温和回升	4
二、社零：消费链条延续修复 社零增速料将回升	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	5
四、外贸：海外需求仍然偏弱 预计出口增速降幅仍将有所走扩	7
五、物价：预计 PPI 同比回升至-4% CPI 同比转为-0.6%	8
六、金融：预计 7 月新增信贷 0.95 万亿 新增社融规模约 1.15 万亿	10
风险因素	10

图目录

图 1：7 月宏观数据预测	4
图 2：7 月 PMI 指数环比回升 0.3pct 至 49.3%	5
图 3：7 月多数行业开工率较 19-22 年差距不大	5
图 4：7 月服务业 PMI 指数环比回落 1.3pct 至 51.5%	5
图 5：国内执行航班(不含港澳台)数量	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	6
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	6
图 12：7 月水泥发运率小幅回落	7
图 13：7 月石油沥青装置开工率小幅回升	7
图 14：7 月 PMI 新出口订单指数线下继续回落	7
图 15：7 月美欧制造业 PMI 指数仍处低位	7
图 16：7 月韩国对中国进口金额同比增速回落	8
图 17：6 月价格因素对出口的拖累较大	8
图 18：6 月价格因素对进口的拖累较大	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	9
图 25：鲜菜价格环比增速估计与实际环比增速	9
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	10
图 29：新增人民币贷款	10

6 月经济数据表现分化，工业增加值、固定资产投资、新增信贷均强于预期，而社零与出口较预期有所偏弱。进入 7 月，从高频数据观察，7 月工业生产边际改善，我们预计工业增加值同比增速回升至 4.8%；暑期人员流动量加大促进消费活力释放，社零同比增速或升至 5%；地产景气度仍弱，专项债发行进度偏缓叠加高温天气影响，导致建筑施工强度下降，我们预计投资增速或将继续下行；7 月海外需求仍然偏弱，价格因素对出口仍有所拖累，我们预计 7 月出口增速或将继续下滑，但大宗商品价格回升可能带来进口增速降幅收窄。物价方面，食品项环比继续回落，且在高基数因素下同比明显回落，或将拖累 CPI 当月同比转负降至-0.6%；海外因素叠加国内政策预期扰动下，大宗商品价格有所反弹，PPI 当月同比或回升至-4%。月末票据利率大幅回落，我们预计 7 月新增信贷 0.95 万亿，但同比延续多增，社融存量增速或反弹至 9.1%。

图 1：7 月宏观数据预测

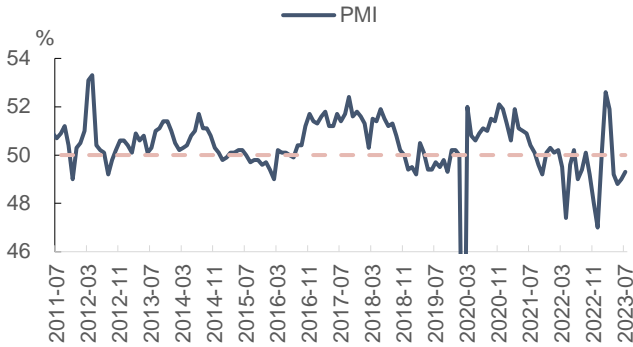
单位：%、亿元	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07E
工业增加值:当月同比	2.2	1.3	2.4*	3.9	5.6	3.5	4.4	4.8	4.8
固定资产投资:当月同比	0.7	3.2	5.5*	4.7	3.6	1.6	3.1	1.7	1.7
房地产投资:当月同比	-19.9	-12.2	-5.7*	-5.9	-7.3	-10.5	-10.3	-11.1	-11.1
制造业投资:当月同比	6.2	7.4	8.1*	6.2	5.3	5.1	6.0	5.3	5.3
基建投资:当月同比	13.9	10.4	12.2*	9.9	7.9	10.8	12.3	9.0	9.0
社零消费:当月同比	-5.9	-1.8	3.5*	10.6	18.4	12.7	3.1	5.0	5.0
出口:当月同比(美元)	-8.9	-10.0	-6.8*	14.8	8.5	-7.5	-12.4	-13.5	-13.5
进口:当月同比(美元)	-10.6	-7.5	-10.2*	-1.4	-7.9	-4.5	-6.8	-4.5	-4.5
CPI:当月同比	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.0	-0.6	-0.6
PPI:当月同比	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-4.0	-4.0
新增人民币贷款:当月值	12100	14000	49000	18100	38900	7188	13600	30500	9500
新增社融:当月值	19837	13058	59953	31623	53862	12253	15555	42241	11478
社融存量:累计同比	10.0	9.6	9.4	9.9	10.0	10.0	9.5	9.0	9.1

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

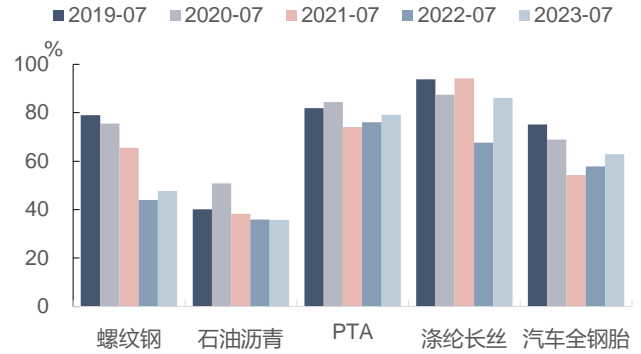
注：*表示为 1-2 月累计同比

一、生产：制造业景气度边际回暖 工业增速或温和回升

7 月中采制造业 PMI 指数再度上行 0.3pct 至 49.3%；高温天气推动下电煤日耗环比走高，但同比增速降至 4.6%，螺纹、石油沥青开工率仍处低位，但涤纶长丝、PTA、全钢胎开工率边际改善，与 19-21 年同期大致相当，显示工业生产有所恢复但并不旺盛，我们预计 7 月工业增加值同比回升 0.4pct 至 4.8%。7 月制造业 PMI 指数环比小幅上行 0.3pct 至 49.3%，连续第二个月上行，其中 PMI 生产指数从 6 月的 50.3%略微回落至 50.2%，而新订单指数环比回升 0.9pct 至 49.5%，显示生产端变化有限，而需求端边际回暖但仍处收缩区间。从高频数据上看，在高温天气影响下，7 月电煤日耗环比大幅上升 12.4%，但基数效应下同比增速从上月的 11.8%降至 4.6%。从行业开工率数据上看，7 月螺纹、石油沥青开工率仍处于同 2022 年同期相当的低位，但 PTA、涤纶长丝、汽车全钢胎开工率仍然边际改善，与 19-21 年同期的大致相当。我们预计 7 月工业增加值同比增长 4.8%，较 6 月回升 0.4pct。

图 2：7 月 PMI 指数环比回升 0.3pct 至 49.3%


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：7 月多数行业开工率较 19-22 年差距不大


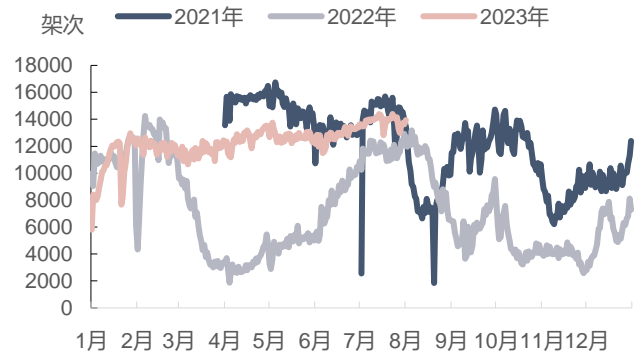
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、社零：消费链条延续修复 社零增速料将回升

7 月中采服务业 PMI 指数略有回落，居民暑期出行意愿有所释放，国内执行航班数量、电影票房均明显高于去年同期，汽车消费的韧性较强，但高基数下乘用车零售同比仍降至-5%。我们预计 7 月社零增速同比回升 1.9pct 至 5.0%。7 月中采服务业 PMI 指数环比回落 1.3pct 至 51.5%，仍位于景气区间但扩张力度有所减弱。作为疫情防控政策优化后的首个暑假，居民出游热情较高，7 月国内执行航班环比大幅增加 11.9%，高于 21 年同期的 8.8%。在价格让利、消费券等促销措施刺激下，7 月汽车消费的韧性仍然较强，绝对值显著高于 21 年同期，但由于去年同期车购税减税拉动销量，7 月乘用车市场零售同比下降 5%。此外，7 月电影票房达到 87.17 亿元，创历史同期最高水平，同比去年大幅上升 148.6%，相比 19 年同期也增长 52.7%。整体来看，7 月居民消费活力有所释放，我们预计 7 月社零增速或上行至 5.0%，较 6 月回升 1.9pct。

图 4：7 月服务业 PMI 指数环比回落 1.3pct 至 51.5%

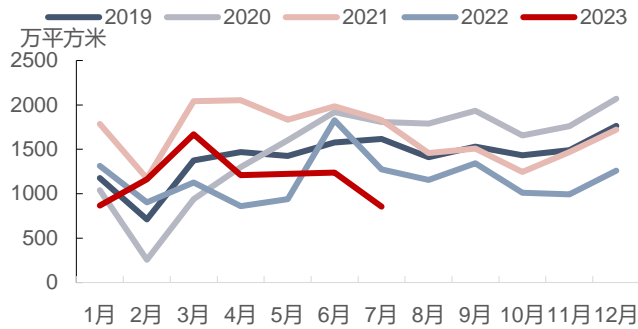

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：国内执行航班(不含港澳台)数量


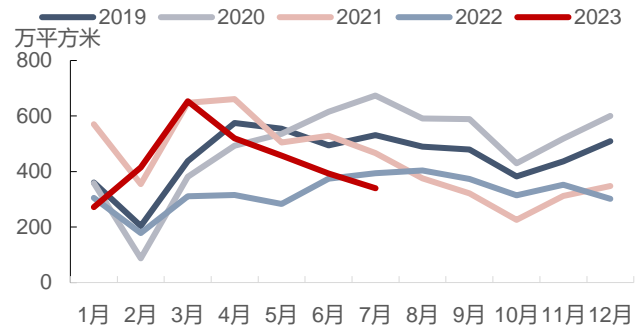
资料来源：万得，信达证券研发中心

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

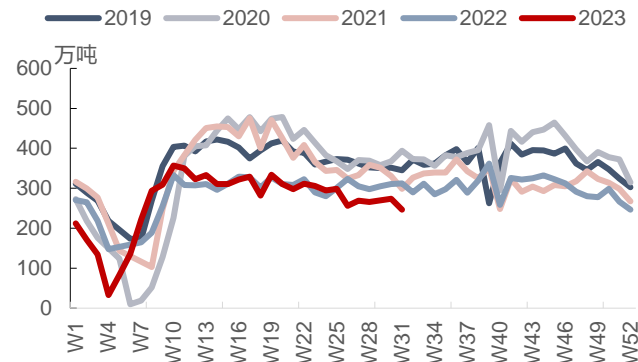
7 月商品房与二手房成交面积继续萎缩，土地出让金同比降幅进一步走阔，施工端同样季节性回落，水泥发运率和螺纹钢表观需求甚至低于 22 年同期，我们预计 7 月房地产投资单月同比增速或进一步下行至-11.1%。7 月房地产市场行情延续低迷，我们跟踪的 24 城商品房成交面积环比继续回落，7 月同比增速-33.0%，较 6 月变化不大；而 11 城二手房成交规模连续 4 个月回落，同比增速从上月的 4.9% 大幅回落至-13.8%；全国土地市场成交量价齐跌，300 城土地出让金同比下降 50.5%，降幅较 6 月的 30.0% 大幅走阔。从施工端看，7 月水泥发运率季节性回落，下旬已经低于 22 年同期水平，而螺纹钢表观消费同样持续位于 22 年同期下方运行。我们预计 7 月房地产投资当月同比增速或回落至-11.1%（前值-10.3%），对应累计同比增速-8.3%，较 6 月回落 0.4pct。

图 6：24 城商品房成交面积


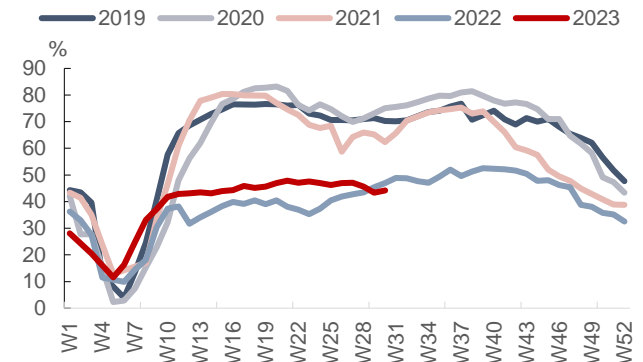
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：11 城二手房成交面积


资料来源：万得，信达证券研发中心

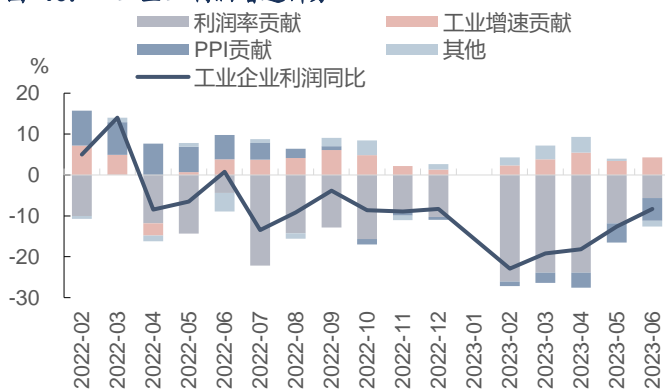
图 8：螺纹钢表观消费


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：水泥发运率


资料来源：万得，信达证券研发中心

6 月利润率拖累大幅减轻推动工业企业利润同比增速降幅收窄，但需求仍然偏弱可能制约制造业企业内生性的扩张动力，我们预计 7 月制造业投资同比增速回落至 5.3%。二季度以来企业盈利能力有所修复，6 月营业收入利润率的改善推动工业企业利润单月增速降幅从 5 月的 12.6% 收窄至 8.3%。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，叠加当前市场需求偏弱可能导致企业扩大投资的能力和意愿仍然不足，我们预计 7 月制造业投资当月同比增速或回落至 5.3%，对应累计同比增速 5.9%，较 6 月回落 0.1pct。

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

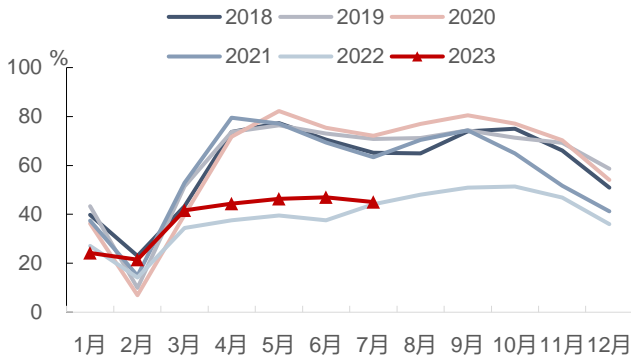

资料来源：万得，信达证券研发中心 注：2021 年为两年复合增速

7 月新增专项债发行节奏偏缓，以及高温天气影响下指征基建的土木建筑业指数高位回落，而石油沥青装置开工率和水泥发运率表现同样偏弱，我们预计 7 月基建投资单月同比增速或回落至 9%。7 月新增专项债发行规模 1963 亿元，为年内最低水平；建筑业 PMI 指数较 6 月回落 4.5pct 至 51.2%，其中代表基建的土木建筑业指数大幅回落 10.3pct 至 54%，主要是高温多雨等不利因素影响下，近期建筑业施工进度有所放缓。从高频数据上看，7 月

石油沥青装置开工率小幅回升，而水泥发运率小幅回落，但二者均与 22 年同期基本持平。我们预计 7 月基建投资（全口径）当月同比增速或回落至 9%，累计同比增速约 10.0%，较前值或回落 0.2pct。

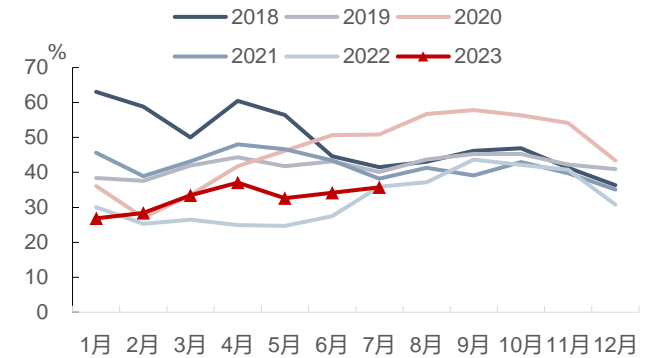
综合来看，我们预计 7 月固定资产投资当月同比增速或回落至 1.7%，累计同比增长 3.5%，较前值回落 0.3 个百分点。

图 12: 7 月水泥发运率小幅回落



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 7 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：海外需求仍然偏弱 预计出口增速降幅仍将有所走扩

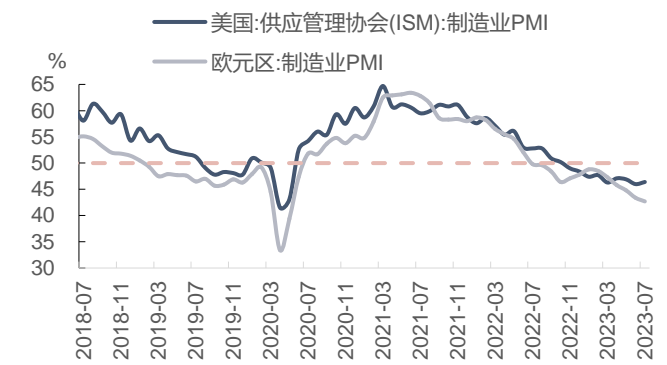
7 月海外需求仍然偏弱，价格因素对出口仍有所拖累，我们预计 7 月出口增速或下滑 1.1pct 至 -13.5%。7 月中采制造业 PMI 中的新出口订单指数环比下滑 0.1pct 至 46.3%，已连续第 5 个月下滑，显示出口面临的压力仍然较大。7 月美国 ISM 制造业 PMI 指数小幅回升，而欧元区制造业 PMI 指数继续下滑，二者仍位于荣枯线以下；7 月韩国出口金额同比下降 16.5%，降幅较 6 月扩大 10.5pct，创近三年新低，其对中国进口金额同比降幅扩大至 19.2%，指向海外经济景气度仍然偏弱，外需进一步承压。7 月上海出口集装箱运价指数环比略有回升，但同比增速仍维持在 -73.5%。此外，6 月价格因素是出口的主要拖累，考虑海外通胀整体仍有所放缓，我们预计价格因素仍将对 7 月出口有所拖累。综合价格与数量因素的考虑，我们预计 7 月出口同比增速或为 -13.5%，降幅较 6 月扩大 1.1pct。

图 14: 7 月 PMI 新出口订单指数线下继续回落

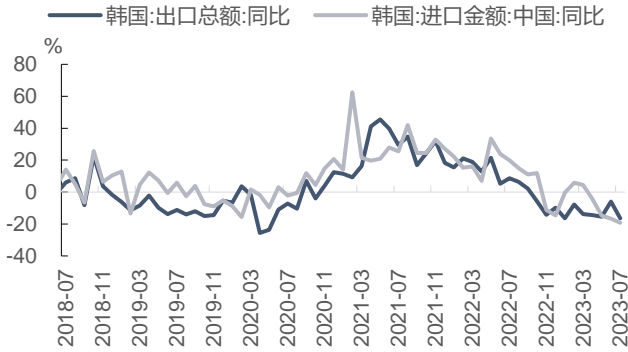


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 7 月美欧制造业 PMI 指数仍处低位



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

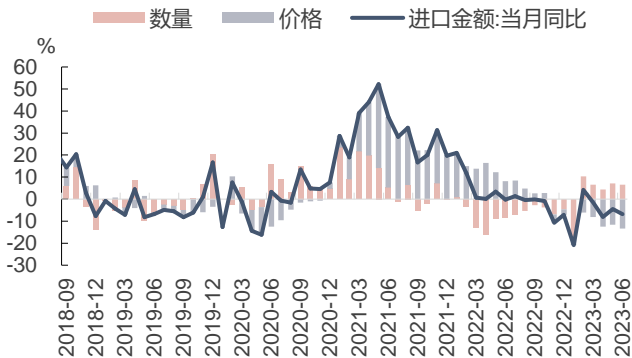
图 16: 7 月韩国对中国进口金额同比增速回落


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 17: 6 月价格因素对出口的拖累较大


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

经济景气度未有明显改善, 7 月进口需求仍然不彰, 我们预计数量因素对进口的支撑作用减弱, 但大宗商品价格有所回升, 同比增速降幅显著收窄, 我们预计 7 月进口同比增速降幅或较 6 月收窄 2.3pct 至-4.5%。7 月 PMI 进口指数回落 0.2pct 至 46.8%, 连续 4 个月低于荣枯线, 我们预计数量因素对于进口的支撑作用将趋于减弱。而价格方面, 7 月以来 CRB 现货指数持续回升, 基本恢复至去年 11-12 月的水平, 同比增速从 6 月的-11.3%回升至-3.6%, 价格因素对进口的拖累预计大幅减弱。综合价格与数量因素的考量, 我们预计 7 月进口同比增速回升至-4.5%, 降幅较 6 月或收窄 2.3pct。

图 18: 6 月价格因素对进口的拖累较大


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 同比回升至-4% CPI 同比转为-0.6%

7 月大宗商品价格普遍上涨。美国经济维持韧性, 国内稳增长政策带来预期改善, 叠加美元指数走弱, 原油、有色价格较 6 月有所上涨; 国内黑色系商品中, 铁矿石价格继续上涨, 而钢材、动力煤价格止跌企稳, 另外考虑 6 月价格下跌的影响可能有一部分在 7 月滞后体现, 因此我们预计 7 月 PPI 或环比小幅上升 0.2%, 同比增速较 6 月回升 1.4pct 至-4.0%。7 月大宗商品价格普遍上涨。OPEC+ 多国深化减产引发全球原油供应收紧, 此外在美元指数回落、美国经济数据维持强势、国内稳增长政策频繁出台等因素影响下, 市场对于原油需求的预期上修, 布伦特原油价格持续上行, 月末突破 85 美元/桶, 创 5 月以来新高, 有色金属价格同样有所上涨。黑色方面, 7 月唐山环保限产加严, 钢厂高炉检修增加, 以及房地产政策放松预期持续发酵对钢价形成支撑, 螺纹钢价格震荡偏强运行, 而高铁水产量支撑铁矿石需求, 但铁矿到港量有所回落, 多数矿企库存见底, 铁矿石价格继续上行; 尽管高温拉动用需求增加, 但由于动力煤保供力度较大, 进口量也有所增长, 电厂库存高企, 动力煤价格涨幅有限。综合来看, 7 月原油、有色、铁矿石价格有所上涨, 而钢材、动力煤价格止跌企稳, 但考虑 6 月价格下跌的影响可能有一部分在 7 月滞后体现, 我们预计 7 月 PPI 环比或小幅上涨 0.2%, 由于翘尾因素的拖累减弱, 我们预计 PPI 同比下降 4.0%, 降幅较上月或收窄 1.4pct。

图 20: CRB 商品价格指数与南华综合指数走势

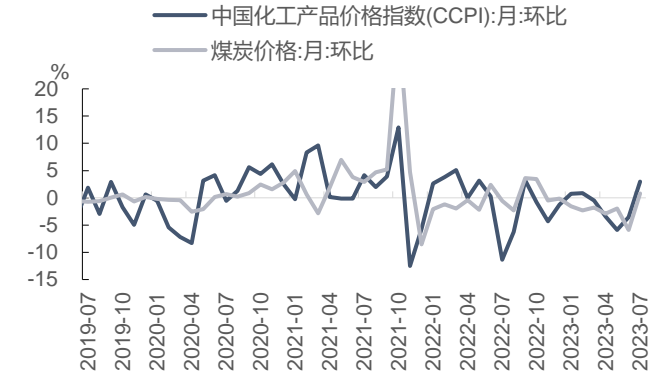

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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

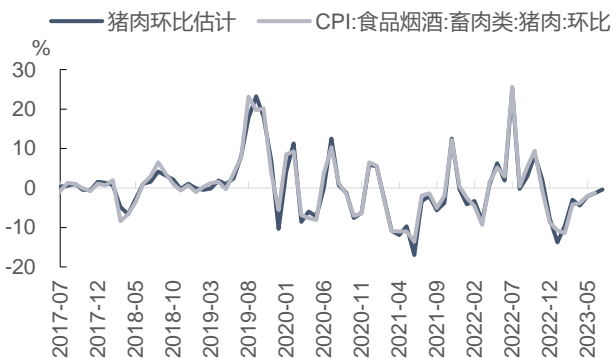
图 22: 铁矿石、钢材价格环比增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

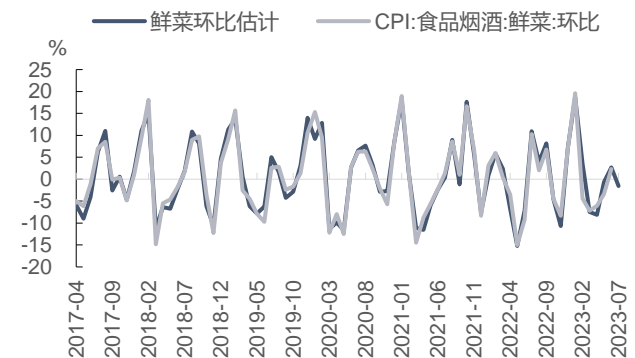
图 23: 化工产品、煤炭价格环比增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

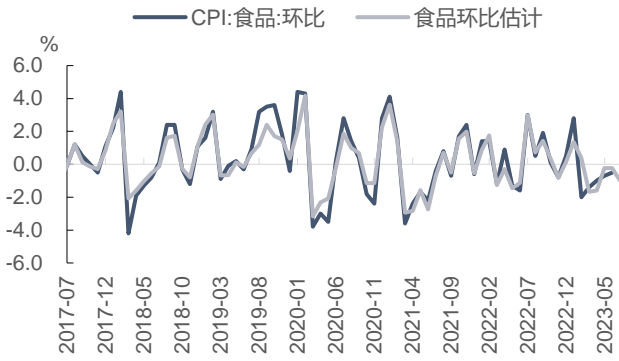
7月猪肉价格环比降幅收窄,但在基数影响下同比降幅显著扩大,供给充足背景下鲜菜、水果价格环比下降,同比增速也明显回落,我们预计7月食品价格环比或下降1.0%,而同比增速由2.3%降至-1.7%,对CPI仍将带来拖累;7月能源价格大幅上涨,且暑期人员流动量加大或对服务消费产生一定提振,我们预计7月核心CPI或略微上涨。整体来看,我们预计7月CPI环比为-0.1%,而同比增速或较上月回落0.6pct至-0.6%。食品方面,7月猪肉价格环比下降0.4%,跌幅继续收窄,但由于去年7月高基数的影响,导致7月猪肉价格同比增速从6月的-5%下降至-23.2%;在供给充足背景下,鲜菜和水果价格环比均有所下降,同比增速也明显回落,而水产品 and 禽肉价格变化幅度较小,我们预计7月CPI食品项环比或下降1.0%,而同比增速或由上月的2.3%降至-1.7%,对CPI带来明显的拖累。非食品方面,受国际市场原油价格上涨影响,7月国内成品油价格两次上调,我们预计对CPI起到一定支撑;7月服务业PMI指数仍然位于景气区间,暑期人员流动性增加或带动服务消费价格边际回升,核心CPI环比或小幅上行。综合来看,我们预计7月CPI环比-0.1%,同比增速约为-0.6%,较6月回落0.6pct。

图 24: 猪肉价格环比增速估计与实际环比增速


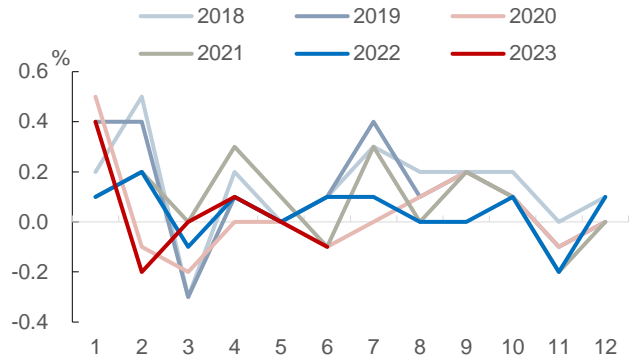
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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


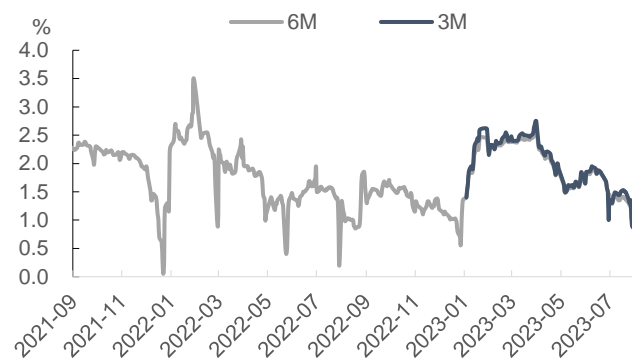
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 核心 CPI 环比增速


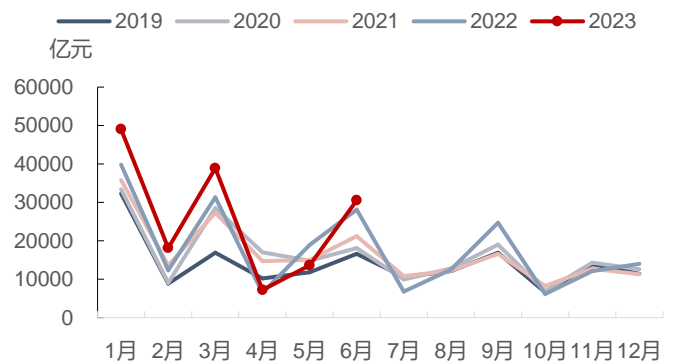
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

六、金融: 预计 7 月新增信贷 0.95 万亿 新增社融规模约 1.15 万亿

7 月末票据利率跌幅较大, 且 1 个月国库现金定存招标利率降至 2%, 我们预计信贷投放偏弱, 7 月新增信贷或在 0.95 万亿; 票据利率的走低或对应未贴现票据规模下降, 表外融资规模延续负增; 此外, 7 月企业债融资规模或降至 1700 亿, 而政府债和股票融资规模供给约 4000 亿, 我们预计 7 月新增社融约 1.15 万亿元, 社融存量同比增速约 9.1%, 或较 6 月回升 0.1pct。票据利率在 7 月下旬以来持续回落, 尤其是月末跌幅较大, 1M 票据利率甚至降至 0 附近, 而 7 月下旬进行的 1 个月国库定存招标利率更是降到了 2%, 这可能指向商业银行信贷投放仍然不足, 一般存款压力相对有限, 我们预计 7 月新增信贷规模降至约 0.95 万亿, 但由于去年同期基数较低, 仍将同比多增约 2710 亿元。从信贷以外的分项看, 我们预计 7 月委托贷款、信托贷款增延续小幅减少, 合计减少约 150 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 7 月表外融资下降 2650 亿元左右, 较去年同期少减约 400 亿元; 直接融资中, 高频数据显示 7 月股票融资规模约为 1100 亿元, 而由于 7 月企业债发行规模大幅下降, 我们预计 7 月社融口径的企业债融资或降至 1700 亿元; 参考 7 月政府债发行与到期情况, 我们预计 7 月政府债融资约 3000 亿元, 同比少增约 1000 亿元。假设 7 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 7 月新增社融约 1.15 万亿, 社融存量增速为 9.1%, 较上月或回升 0.1pct。

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。

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。