

宏观研究/数据预测月报

2019年07月02日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

刘天天 执业证书编号: S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：基本面和市场波动预将加大》
2019.06
- 2 《宏观：经济韧性体现，政策以供给侧为主》
2019.04
- 3 《宏观：经济短期快速下行压力不大》
2019.03

经济尚有韧性，谨防信用收缩

6月经济数据预测

经济尚有韧性，谨防信用收缩

二季度4月、5月份经济数据持续走弱，经济下行、通胀上行压力均有所加大；我们预计二季度GDP不变价增速回落至+6.3%。我们认为在供给侧为主的政策环境下，货币政策仍重在处理好总量和结构的关系，不会大水漫灌，而重在结构性调节。我们认为在包商事件后，同业存单供给和需求可能进一步下降，中小银行负债端受限必然导致资产端调整，进而导致小微企业融资将更加困难，可能出现更多企业违约、中低评级信用债流动性恶化、小微企业一级市场融资难度加大的恶性循环风险。我们判断央行未来可能着重供给侧、采取利率市场化降息，利率债或出现短期交易性机会。

预计6月工业增加值当月同比+5.5%，1-6月固定资产投资累计同比+5.5%

今年6月份，6大发电集团月耗煤量同比表现较5月小幅反弹。我们预计6月份工业增加值当月同比+5.5%，强于5月份，但实体经济和外贸端的不确定性仍对工业生产形成压制。我们预计1-6月制造业投资累计同比+2.5%，较前值小幅回落，主要受基数影响；基建投资（统计局口径）累计同比+5%，较前值温和上行；地产投资累计同比+10.5%，较前值小幅回落。预计1-6月整体固定资产投资累计同比+5.5%。

预计6月CPI同比+2.9%、PPI同比+0.2%

农业部高频数据监测显示，截至6月29日，今年6月份猪肉价格环比小幅上涨，同比涨幅继续较前值扩大。秋季新果（苹果、梨等）尚未上市，6月水果价格同比涨幅继续扩大。结合CPI环比的历史季节性表现，我们预计6月通胀环比+0.1%、同比+2.9%。6月份大部分上中游行业价格环比表现弱于5月份，可能受到贸易摩擦预期压制需求的影响，我们预计6月PPI环比零增长、同比+0.2%。

预计6月社会消费品零售总额同比+8.3%

预计6月社会消费品零售总额增速为+8.3%，较5月回落0.3个百分点。我们认为，5月社零是反弹而非反转，这一影响较难持续、支撑作用有限；展望后市，我们认为，今年消费大概率维持较低水平，难有强上行动力；同时，G20谈判结果预期向好，关税争端对经济的负面影响也有适当下降，在无强刺激政策影响下，社零消费增速大概率缓慢回落；就业领导小组聚焦稳就业，若就业没有超预期恶化，消费大幅下跌的风险也较低。

人民币计价，预计6月出口同比+2.5%，进口同比+1.8%，贸易顺差394亿美元

我们预计6月出口当月同比增速按照人民币计价2.5%，按照美元计价为-5.3%。预计6月进口增速按照人民币计价增长1.8%，按照美元计价为-5.7%，预计6月份贸易顺差为394亿美元。我们认为，全球经济下行和中美贸易摩擦将是可能导致我国未来出口下行的两大制约因素。

预计6月信贷新增1.9万亿，社融新增1.8万亿，M1增速2.5%，M2增速8.5%

我们认为货币政策仍重在处理好总量和结构的关系，重在结构性调节。我们认为短期内债券抛压在前，信贷缩量在后，对6月信贷的影响较为可控，我们预计6月信贷新增1.9万亿，同比增速13.2%（环比回落0.2个百分点），社融增速去年基数走低，预计6月社融新增1.8万亿，同比增速10.7%（环比回升0.1个百分点）。我们预计本月储备货币有所增量，对M2增速有所支撑，预计6月M2增速8.5%，持平上月。5月下旬以来政策继续加强房企融资监管力度，同时30城商品房销售高频数据显示6月同比增速环比5月出现回落，我们预计6月M1增速2.5%，较前值回落0.9个百分点。

风险提示：制造业投资、消费增速超预期下行，经济下行速度超预期；猪价过快上涨导致通胀压力加大，货币政策面临两难。

经济尚有韧性，谨防信用收缩

二季度 4 月、5 月份经济数据持续走弱，经济下行、通胀上行压力均有所加大；我们预计二季度 GDP 不变价增速回落至+6.3%，较前值回落 0.1 个百分点。叠加贸易摩擦不确定性带来的汇率波动风险，我们认为基本面不确定性有所加大、市场风险偏好降低，在当前环境下，资产价格波动性或将有所加大，股市结构方面可关注 CPI、PPI 剪刀差扩大带来的相关消费类行业机会。我们判断央行未来可能着重供给侧、采取利率市场化降息，利率债或出现短期交易性机会。近期海外 10 年期美债收益率连续下行，为国内长端利率下行打开了一定的空间。

我们在 6 月 26 日深度报告《包商之后关注流动性风险还是信用收缩？》中认为，包商银行事件后，未来最重要是关注信用收缩问题。我们认为在供给侧为主的政策环境下，货币政策仍重在处理好总量和结构的关系，不会大水漫灌，而重在结构性调节。5 月底包商银行事件带来较大流动性压力，叠加半年末时点临近，6 月央行继续实行稳健灵活适度的货币政策，着重保证流动性合理充裕。但我们认为在包商事件后，同业存单供给和需求可能进一步下降，中小银行负债端受限必然导致资产端调整，进而导致小微民企融资将更加困难，可能出现更多企业违约、中低评级信用债流动性恶化、小微企业一级市场融资难度加大的恶性循环风险。

6 月 26 日国常会强调深化利率市场化改革、进一步降低小微企业实际融资成本，我们认为这意味着利率市场化降息进入实践阶段，推进利率市场化降息，逻辑来自供给侧降成本而非需求侧。国常会指的贷款市场报价利率应该指 LPR（贷款基础利率），我们认为利率市场化两轨合一轨，通过取消贷款基准利率引入 LPR，并通过降低政策利率引导 LPR 降低，实质是既降政策利率又降基准利率。我们预计央行推进利率市场化是一个渐进的过程，今年只推进贷款利率市场化，而降息时点选择排序应重视外部风险。

预计 6 月工业增加值当月同比+5.5%

5 月工业增加值当月同比+5.0%，低于我们预期 0.8 个百分点、低于 Wind 一致预期 0.5 个百分点。4 月末、5 月末公布的当期 PMI 连续环比回落，对应 4 月、5 月工业增加值同比增速也连续回落。2018Q1~2019Q1，工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%；今年二季度 4-5 月工业增加值当月同比增速平均为+5.2%。我们认为年内工业增加值的季度节奏将是平缓回落，经济并未出现内生性复苏，贸易摩擦未来的不确定性对企业生产意愿也可能形成一定负面影响。

根据我们观察的耗煤量高频数据，今年 6 月份，6 大发电集团月耗煤量同比表现较 5 月小幅反弹。我们预计 6 月份工业增加值当月同比+5.5%，强于 5 月份，但实体经济和外贸端的不确定性仍对工业生产形成压制。

预计 1-6 月固定资产投资累计同比增速+5.5%

我们预计 1-6 月制造业投资累计同比+2.5%，较前值小幅回落，主要受基数影响；基建投资（统计局口径）累计同比+5%，较前值温和上行；地产投资累计同比+10.5%，较前值小幅回落。预计 1-6 月整体固定资产投资累计同比+5.5%。

在需求未呈现全面复苏，同时中小企业融资情况未见根本性好转的情况下，我们认为制造业企业的资本开支可能继续受到制约。未来国家或在高技术制造业方向继续加大投入和财政/信贷/产业政策支持力度，对冲传统制造业的下行压力。工业企业盈利增速有望在今年二三季度触底，但短期来看，盈利数据不足以支撑制造业投资出现回升。

去年底以来，国家发改委批复项目体量同比有较大增长，高铁、机场、轨交等方向基建投资项目储备较为充分；地方政府专项债从今年年初就启动发行，保障了基建投资资金来源。今年基建投资呈现出结构分化特征，铁路投资较为强劲，我们认为主要源于中央财政支持、重点项目开工建设。而由地方政府投资主导的公共设施管理业投资（主要是市政工程类）1-5 月累计同比负增长，反映地方政府的自主投资意愿不强。总体来看，我们预计随着储备项目继续投放开工、去年同期基数下行，二三季度基建投资增速有望呈现稳中有升。

房地产投资增速年初至今表现超预期，我们认为有两方面原因，一是土地购置支出滞后计入房地产投资的因素还未消失，二是建安投资相比去年有所回升。但从销售端来看，分区域的数据中，增速为正且增速比前值提高的只有东部地区销售额，全国销售面积仍为同比下降。展望未来，我们维持地产投资增速下行的判断，在一城一策、因城施策下，预计地产政策在限购、限贷等实质性放松上仍会非常审慎。

预计 6 月 CPI 同比+2.9%、PPI 同比+0.2%

5 月 CPI 环比零增长、同比+2.7%，持平我们预测。农业部高频数据监测显示，截至 6 月 29 日，今年 6 月份猪肉价格环比小幅上涨，同比涨幅继续较前值扩大。秋季新果（苹果、梨等）尚未上市，6 月水果价格同比涨幅继续扩大。我们认为 6-7 月 CPI 可能是年内高点，未来“猪油共振”情形仍是通胀上行的最大风险因素，水果价格的上行风险有望在 8 月以后随着夏季鲜果加大供应、秋季鲜果逐渐上市而得到缓解。结合 CPI 环比的历史季节性表现，我们预计 6 月通胀环比+0.1%、同比+2.9%。

我们认为去年春季的异常低温天气，造成我国北方各类水果都出现了程度不等的减产、进而导致今年存储类水果（典型如苹果和梨）库存不足。而今年春季，南方地区阴雨天气较为普遍，菠萝等时令水果可能因阴雨天气影响而减产。异常天气因素叠加低库存，是造成 4-5 月水果 CPI 同比涨幅扩大的主要原因。近期猪肉价格涨势尽管有所放缓，但去年同期基数仍在下行，预计年内猪价同比涨幅可能继续扩大。我们认为猪周期触底回升叠加水果的短期涨价，6-7 月 CPI 或承受相对较大的上行压力，但国家已在发力保障各类食品的合理供给，CPI 上涨压力仍可控制。

水果价格的上涨已引起了领导人的关注。6 月 5 日，李克强总理主持召开国务院常务会议，指出抓好农业生产、保证农产品充裕供给，是稳物价、稳预期、保民生的重要基础，对应当前复杂形势、促进扩大消费、保持经济平稳运行具有重要意义。我们认为，中长期来看，水果的供给端规模/产量调整速度较快，水果价格不会是持续推动通胀上行的风险因素；随着夏季时令水果西瓜、葡萄等从 5-6 月开始逐渐上市，时令鲜果的品类将更加丰富，涨价压力有望逐渐缓解。而秋季北方新果——苹果、梨等也将从 8-9 月开始逐渐上市，有望缓解当前存储类水果低库存带来的涨价压力。

对整体 CPI 的判断，我们仍认为“猪油共振”情形是我们最担心的宏观风险。我们认为，受非洲猪瘟疫情造成存栏过度去化的影响，猪周期已经触底回升，预计猪肉 CPI 可能持续出现较大幅度同比正增长，猪肉价格未来的上行速率可能取决于猪肉消费和供给失衡的幅度、以及各大养殖主体对当前较低的生猪库存的补充速度。不过，我们认为仔猪价格受补库需求直接驱动，对能繁母猪当前的低存栏量较敏感，而生猪价格还受终端需求综合影响，猪肉价格上涨会推升替代肉类的需求，故仔猪的涨价弹性可能明显高于生猪和猪肉。同时，由于牛羊鸡肉对猪肉消费的替代性逐渐增强（国人消费端对牛羊肉的偏好上升），同时大中型生猪养殖企业在猪价上行、利润回升的环境下或加大补栏，这些因素可能一定程度上缓和猪价对通胀的上行威胁。

我们认为未来对 PPI 环比更重要的影响变量仍可能来自供给端，目前看来，今年的供给侧政策变量当中，最可能对 PPI 产生正向影响的是环保工作的继续推进。根据我们的观察，环保工作在广度和深度上仍在继续推进，结合对环保政策和需求侧刺激潜在影响的判断，我们预计今年三四季度，PPI 环比在部分月份当中或仍呈现正增长。

根据我们对国内大宗商品价格的跟踪监测，截至 6 月 29 日，6 月份大部分上中游行业价格环比表现弱于 5 月份，可能受到贸易摩擦预期压制需求的影响。我们预计 6 月 PPI 环比零增长、同比+0.2%。未来工业企业利润累计同比增速能否转正，仍要看量价改善逻辑是否可持续，以及减税降费政策落地效果。

预计 6 月社会消费品零售总额同比+8.3%

预计 6 月社会消费品零售总额增速为+8.3%，较 5 月回落 0.3 个百分点。我们认为，5 月社零是反弹而非反转，5 月社零反弹源于节假日因素和 4 月消费后置、减税降费的边际支撑等因素导致，我们认为这一影响较难持续、支撑左右有限，展望后市，我们认为，考虑消费意愿无明显提升、顺周期特性及收入增速放缓约束，今年消费大概率维持较低水平，难有强上行动力；同时，G20 谈判结果预期向好，关税争端对经济的负面影响也有适当下降，在无强刺激政策影响下，社零消费增速大概率缓慢回落；就业领导小组聚焦稳就业，若就业没有超预期恶化，消费大幅下跌的风险也较低。

预计 6 月出口同比+2.5%，进口同比+ 1.8%，贸易顺差 394 亿美元

预计 6 月出口（人民币计价）同比增加 2.5%，进口（人民币计价）同比增加 1.8%，贸易顺差 394 亿美元

我们预计 6 月出口当月同比增速按照人民币计价 2.5%，按照美元计价为-5.3%。我们认为，全球经济下行和中美贸易摩擦将是导致我国出口下行的两大制约因素。而且进入 6 月以后，这种负面影响可能会更加明显。从需求端的数据来看，5 月欧元区制造业 PMI 为 47.8，日本 PMI 数据为 49.5，均处于荣枯线以下。虽然中美贸易摩擦有所缓解，但我们认为企业信心的好转仍然需要时间。我们认为，按照人民币计价的增速维持正的原因在于 5 月底以来人民币出现了较大幅度的贬值，形成了较强的计价效应。

预计 6 月进口增速按照人民币计价增长 1.8%，按照美元计价增长-5.7%，预计 6 月份贸易顺差为 394 亿美元。从我国 5 月宏观数据来看，经济出现了新的下行风险，投资、工业增加值数据仍在下滑。在一二线房地产没有实质性放松，我国一季度逆周期调控政策让位于供给侧改革的情况下，预计内需拉动进口的力量可能有所削弱，因此我们判断 6 月进口增速并不会很高。

预计 6 月信贷新增 1.9 万亿，社融新增 1.8 万亿，M1、M2 增速 2.5%、8.5%

我们认为在供给侧为主的政策环境下，货币政策仍重在处理好总量和结构的关系，不会大水漫灌，而重在结构性调节。6 月央行继续实行稳健灵活适度的货币政策，着重保证流动性合理充裕，5 月底包商银行事件带来较大流动性压力，叠加半年末时点临近，6 月央行为了防止流动性紧张，公开市场操作大规模投放流动性、超量续作到期 MLF、增加再贷款和常备借贷便利额度，鼓励和支持大型券商和基金向中小券商和基金提供流动性支持，总体来看，我们预计本月储备货币有所增量，对 M2 增速有所支撑，预计 6 月 M2 增速 8.5%，持平上月。5 月下旬以来，政策继续加强房企融资监管力度，同时，30 城商品房销售高频数据显示 6 月同比增速环比 5 月出现回落，我们预计 6 月 M1 增速 2.5%，较前值回落 0.9 个百分点。

我们在 6 月 26 日深度报告《包商之后关注流动性风险还是信用收缩？》中认为，包商银行事件后，未来最重要是关注信用收缩问题。我们认为在包商事件后，同业存单供给和需求可能进一步下降，中小银行负债端受限必然导致资产端调整，进而导致小微民企融资将更加困难，可能出现更多企业违约、中低评级信用债流动性恶化、小微企业一级市场融资难度加大的恶性循环。对于短期该事件对 6 月信贷和社融的影响，我们认为短期内债券抛压在前，信贷缩量在后，对 6 月信贷的影响较为可控，我们预计 6 月信贷新增 1.9 万亿，同比增速 13.2%（环比回落 0.2 个百分点）。6 月专项债发行加速，同时社融增速去年基数走低，预计 6 月社融新增 1.8 万亿，同比增速 10.7%（环比回升 0.1 个百分点）。

预计 6 月全国城镇调查失业率 5.2%

预计 6 月全国城镇调查失业率 5.2%，环比上行 0.2 个百分点，同比上行 0.4 个百分点。临近年中，失业数据将面临一定阶段性上行压力，我们认为 6 月失业率环比上行的主要原因在于：1) 5 月地产投资数据环比下行，后续地产企业资金受限、地产销售增速低位的情况下，预计地产投资继续回落，这将拖累农民工就业；2) 5 月初贸易摩擦升温再次带来一定贸易抢出口情况，这种透支效应将拖累 6 月就业。同时，我们提示关注 7 月大学生毕业季叠加前两项因素对失业率的综合影响，短期失业率可能存在上冲风险并对政策构成扰动。

今年“就业优先政策”全面发力，5月13日召开全国就业创业工作暨普通高等学校毕业生就业创业工作电视电话会议；5月22日国务院办公厅发布关于成立国务院就业工作领导小组的通知，研究解决就业工作重大问题。我们认为失业率5.5%左右将是今年重要的政策底线，未来稳就业政策仍将持续发力，整体来看，随着各项政策措施落地，我们认为今年实现全年失业率目标难度不大。

图表1：6月宏观经济数据预测

	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019M5 预计	2019M5 实际	2019M6 预计
GDP							
(当季同比, %)	6.7	6.5	6.4	6.4	-	-	6.3
规模以上工业增加值							
(当期同比, %)	6.6	6	5.7	6.2	5.8	5	5.5
城镇固定资产投资							
(累计同比, %)	6	5.4	5.9	6.3	6	5.6	5.5
社会消费品零售总额							
(当月同比, %)	9	9	8.3	8.4	8.3	8.6	8.3
CPI							
(当期同比, %)	1.8	2.3	2.2	1.8	2.6	2.7	2.9
PPI							
(当期同比, %)	4.1	4.1	2.3	0.2	0.6	0.6	0.2
出口							
(当期同比, %)	3.3	11.9	4.6	0.9	-4.4	1.1	2.5
进口							
(当期同比, %)	11.1	20.7	5.2	-4.8	-5.5	-8.5	1.8
贸易差额							
(亿美元)	929	851	1320.5	763.3	244	416.6	394
M2							
(当期同比, %)	8.2	8.3	8	8.3	8.6	8.5	8.5
社会融资总额							
(当期, 亿元)	35276	53326	38556	81975	13000	13952	18000
人民币贷款							
(当期新增, 亿元)	41700	40342	28725	62893	12000	11855	19000

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_11659

