

## 宏观研究/数据预测月报

2020年09月04日

**张继强** SAC No. S0570518110002  
研究员 SFC No. AMB145  
zhangjiqiang@htsc.com

**芦哲** SAC No. S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

**朱洵** SAC No. S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

**张大为** SAC No. S0570119080165  
联系人 zhangdawei@htsc.com

# 工业生产和基建投资有望加快回升

## 8月宏观经济数据预测

### 核心观点

7月份，供给面受水涝灾情等扰动，工业生产持平于前值，经济修复斜率有所放缓。我们认为，随着极端天气扰动逐渐消除，“双循环”的战略发展方向进一步明确，国内产业链有望进一步提升和完善、需求和生产端要素间的耦合度有望进一步提升，经济增速仍继续保有上行弹性，三季度GDP同比增速有望较二季度继续上行。

### 相关研究

- 1《宏观：加快双循环建设，各项数据延续修复》2020.08
- 2《宏观：经济增速有望重回正增长》2020.07
- 3《宏观：经济活动基本恢复，消费加速修复（更正）》2020.06

### 预计8月工业增加值升至+5%~+6%区间

我们认为，8-9月工业增加值有望进一步上行至+5%~+6%区间，并维持相对稳定；预计8月份工业增加值同比+5.5%。我们预计1-8月固定资产投资增速可能进一步上行到-1.1%左右；预计1-8月制造业投资累计同比增速-9.1%、房地产开发投资累计同比4%、基建投资（不含电力）累计同比0.5%。地产投资韧性仍在，洪水灾后重建和赶工期叠加将带动基建投资增速，而制造业投资改善幅度相对有限。

### 8月社零零售增速有望转正，但餐饮消费修复进程或较缓慢

我们预计今年8月社会消费品零售总额同比增速+0.5%，当月同比增速转正。7月消费数据表现不强，但资本市场更关心的消费升级、汽车、地产后产业链消费等门类表现尚可。我们预计8月餐饮消费同比负增长的修复进程或较为缓慢；地产相关消费可能维持稳健；随着国内产品体系更趋于完善、免税店等分布更加广泛，海淘等境外消费可能逐渐回流国内。

### 美元计价，预计8月出口同比+3%、进口同比-2.3%

我们认为，7月主要经济体PMI均较前值回升，体现出外需修复向好的预期，外贸数据转好态势持续，“内需+海外生产恢复”带动进口改善的逻辑也可持续。市场在逐渐修正此前对外贸数据的过低预期。1-7月份，铁矿石、原油、钢材、铜材进口量同比涨幅较大，我们认为“内需+海外生产恢复”带动进口改善的逻辑也可持续。我们预计8月份出口（美元计价）同比增速为+3%，进口同比增速为-2.3%；预计当月贸易顺差为433亿美元。

### 预计8月CPI同比2.4%、PPI同比-2%

我们预计8月CPI环比0.4%，同比2.4%。农业部口径猪肉、蔬菜、水果价格环比分别为0.7%、8.4%、-4.2%。菜价环比涨幅较大，猪价高位震荡。高温多雨等气候因素继续影响蔬菜、生猪的供应环节，而餐饮业加快恢复带动食品采购量增长。8-10月CPI同比可能较快回落，主要受猪肉在“价格走低、高基数、同比权重抬升”因素叠加下的牵引影响。预计8月PPI环比0.3%，同比-2%。工业品物价整体继续维持上涨态势，但涨势有所收敛。在外需与基建投资向上共振的过程中，下半年PPI有望维持回升态势。

### 预计8月社融新增1.2万亿，M2同比10.8%

我们预计8月信贷新增1.2万亿元、社融新增2.8万亿、M2同比10.8%。在上半年项目投放相对充分、年中政策基调变化、房地产信贷更加审慎、打击融资套利行为等背景下，下半年信贷增速可能在13%左右趋于平稳，结构上，预计8月企业与居民中长期贷款同比维持高增态势，主要是楼市销售热度不减、特别国债与专项债加快投放撬动基建配套贷款、高技术制造业信贷需求旺盛叠加政策鼓励下保持较高增量。政府债券可能是推动8月社融提速的关键分项，供给规模创年内次高。8月商品房销售增长较快、基建加快施工投资、实体活力增强等因素，或推动M1继续较快攀升。

风险提示：疫情持续影响中小企业现金流，企业资本开支意愿持续受压制；疫情在全球范围内扩散，外贸受限，部分产品产生涨价压力；中美大国博弈影响国内资产价格和企业生产销售。

## 极端天气扰动减弱，工业生产和基建投资有望加快回升

图表1：8月份经济数据预测表

指标	单位	2020								2019
		8月(预测)	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月
GDP	单季同比, %	-	-	3.2	-	-	-6.8	-	-	6.0
规模以上工业增加值	当期同比, %	5.5 ↑	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-4.3	6.9
城镇调查失业率	当期值, %	5.6 ↓	5.7	5.7	5.9	6.0	5.9	6.2	5.3	5.2
城镇固定资产投资	累计同比, %	-1.1 ↑	-1.6	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	-	5.4
制造业投资	累计同比, %	-9.1 ↑	-10.2	-11.7	-14.8	-18.8	-25.2	-31.5	-	3.1
房地产开发投资	累计同比, %	4.0 ↑	3.4	1.9	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3	-	9.9
基建(不含电力)投资	累计同比, %	0.5 ↑	-1.0	-2.7	-6.3	-11.8	-19.7	-30.3	-	3.8
社会消费品零售总额	当期同比, %	0.5 ↑	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	-	8.0
出口(美元计价)	当期同比, %	3.0 ↓	7.2	0.5	-3.2	3.4	-6.6	-17.1	-	8.1
进口(美元计价)	当期同比, %	-2.3 ↓	-1.4	2.7	-16.6	-14.2	-1.1	-4.0	-	16.7
贸易差额(美元计价)	当期值, 亿美元	433.0 ↓	623.3	464.2	630.3	452.0	200.6	-69.2	-	472.5
CPI	当期同比, %	2.4 ↓	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5
PPI	当期同比, %	-2.0 ↑	-2.4	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5
新增人民币贷款	当期值, 亿元	12,000 ↑	9,927	18,100	14,800	17,000	28,500	9,057	33,400	11,400
人民币贷款(存量)	当期同比, %	12.9 ↓	13.0	13.2	13.2	13.1	12.7	12.1	12.1	12.3
社会融资规模	当期值, 亿元	28,000 ↑	16,940	34,679	31,866	31,042	51,845	8,737	50,513	21,030
社会融资规模(存量)	当期同比, %	13.0 ↑	12.9	12.8	12.5	12.0	11.5	10.7	10.7	10.7
M2	当期同比, %	10.8 ↑	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

7月份, 供给面受水涝灾情等扰动, 工业生产持平于前值, 经济修复斜率有所放缓。需求面, 外需改善带来出口较强表现, 基建投资在特别国债支持下小幅反弹, 房地产加速开工推动投资继续上移, 而宏观环境不确定性较强的环境下, 整体制造业投资仍较低迷、居民消费反弹稍显乏力。我们认为, 随着极端天气扰动逐渐消除, “双循环”的战略发展方向进一步明确, 国内产业链有望进一步提升和完善、需求和生产端要素间的耦合度有望进一步提升, 经济增速仍继续保有上行弹性, 三季度 GDP 增速有望较二季度继续上行。

综合来看, 我国较为完善的产业体系、日益完善的基础设施、广大的市场优势, 在应对疫情冲击以及经济复苏过程中发挥了关键作用。统计局也指出, 疫情期间催生了很多新产业/新业态/新模式, 将为经济回升继续提供有力支撑。7月份政治局会议, “以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”首次写入政治局会议文件, 意味着发展思路的革新, 其将成为后续统领全局的政策基调和方针; 在这种情况下, 扩大内需, 培育国内市场, 降低经济增长对外部的依存度, 加快补齐产业链条短板、加强产业链的稳定性, 进而加快形成国内大循环为主体, 国内国际双循环互促的新发展格局更为紧迫。

促进要素合理流动、人才培养和引进、自主科技创新、粮食和能源安全保障、资本市场制度设计、国企改革等都是促进内部大循环的重要环节; 扩大内需成为未来的战略基点。我们认为, 完善内部循环的基础是培育国内市场, 需求侧动能结构将进一步重构, 消费的基础地位进一步巩固、持续推动消费升级, 投资强调提效率和补短板, 而降低外贸顺差的过度依赖。

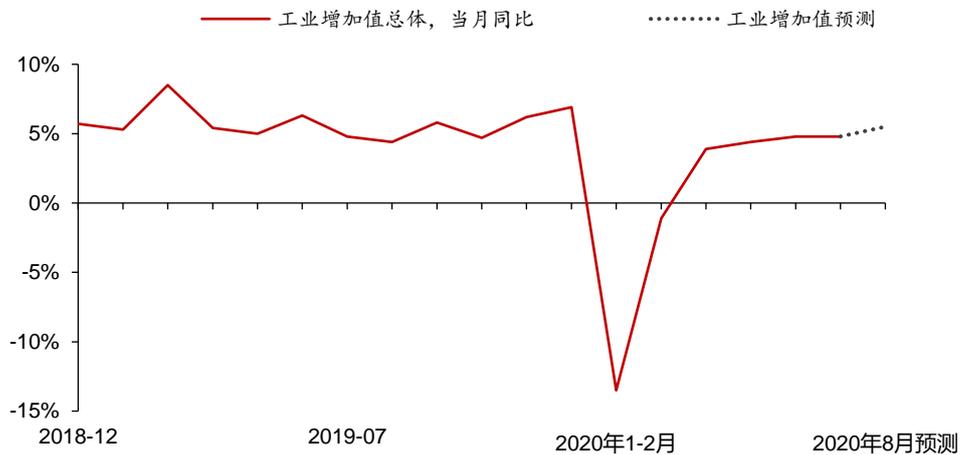
扩大内需未来可能包含几层含义: 短期促进可选消费的尽快恢复, 新基建等是重要抓手, 新型城镇化带动投资和消费需求。中期看, 海外旅游及消费有望回流国内, 5G 等创造新的消费模式。

## 预计8月工业增加值升至+5%~+6%区间

7月份，外贸数据、尤其是出口表现较强；但洪涝灾害对施工的影响，可能制约了基建投资当月增速改善幅度。总体来看，考虑洪灾等客观扰动因素下，7月份工业增加值持平前值是一个“意料之中”的结果，市场并未对此数据表现出明显的负面情绪。相反，由于结构数据体现出诸如消费行业出口交货加快恢复、装备制造和高技术制造维持较高增长等积极方面，而工业增加值整体略低于市场预期（wind一致预期为5.2%），又留下了政策刺激托底经济尚有必要性的想象空间，因而7月的工业生产数据，对于资本市场而言不算是一个“差”的结果。

我们认为，8-9月份工业生产端的积极因素主要体现在：外需延续缓步回暖，海外复工仍受限制，电子产品等可能维持较大出口量、消费品生产和出口有望呈现回升；极端天气对工业生产的扰动有望下降，基建增速有望进一步加快上行，部分工业原材料和工业机械有望从去库存切换到主动补库存；高技术产业生产端维持高增速。高频数据显示，8月份重点钢厂螺纹钢产量、秦皇岛港煤炭调入量、炼油厂开工率的同比升幅均较7月份持平或扩大。我们认为，8-9月份工业增加值有望进一步上行至+5%~+6%区间，并维持相对稳定；预计8月份工业增加值同比+5.5%。

图表2： 预计8月份工业增加值同比增速回升至+5.5%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 地产投资仍有韧性，基建投资有望加速回升

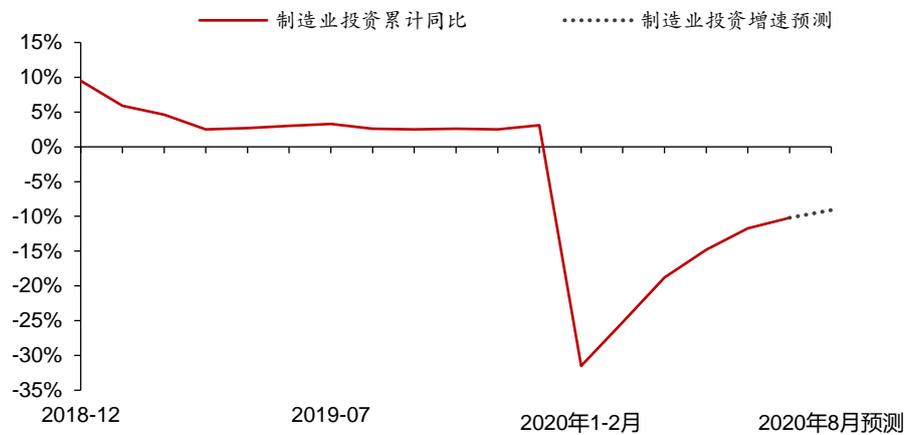
1-7月整体固定资产投资同比增速为-1.6%；其中制造业投资累计同比-10.2%，地产投资累计同比3.4%，基建投资累计同比-1%。制造业、地产、基建三项投资累计同比增速分别较前值上行1.5、1.5、1.7个百分点。7月份当月同比增速对比，制造业、地产、基建投资分别为-3.1%、11.7%和7.9%。综合我们对8月份各项投资的增速预测，预计1-8月固定资产投资增速可能进一步上行到-1.1%左右。

总体来看，7月份的制造业投资数据表现较为中性，当月和累计同比仍为负增长、结构分化的特征均在市场预期之中，市场当前对制造业的关注重点，一方面在于有效提高和维持传统行业的产能利用率、应对可能的外贸产业链波动；另一方面为强调自主可控，加快补全产业链短板、锻炼长板，建设产业链内部循环。对于制造业投资数据本身，市场其实较为“宽容”，对于制造业投资可能在较长时间内维持负增长也有“心理准备”。

最近一个季度以来，制造业盈利和库存领域仍不乏亮点，一是PPI环比有望持续正增长、价格上行带动盈利改善。国内经济需求基本盘较为稳固，有助于稳定工业品价格预期，推动PPI环比回升。在工业生产端大幅上行可能性较低的背景下，我们认为未来盈利改善的主逻辑将主要来自产成品价格的环比回升。二是各项经营数据——工业企业营业利润率、工业企业利润当期同比增速、工业企业库存，5-6月数据持续向好，利润当期同比转正，

整体库存开始去化。我们认为，未来制造业可能不会出现全面复苏，但围绕着完善内部大循环、加快双循环建设的大方向，未来或将有更多的子行业得到长足发展机会。我们预计8月份制造业投资当月同比-2%、累计同比增速在-9.1%左右。

图表3： 预计1-8月制造业投资累计同比延续修复

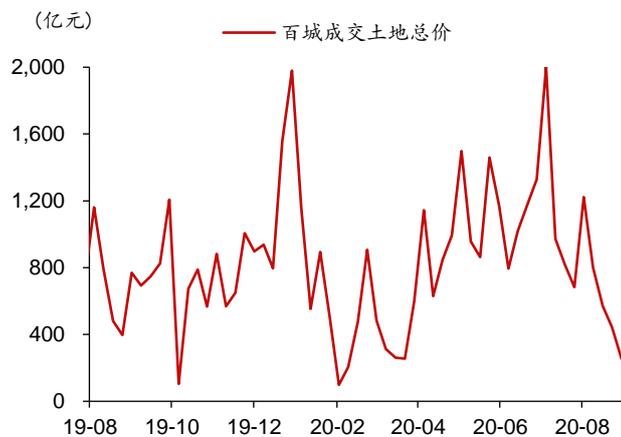


资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计1-8月房地产开发投资累计同比4%左右（1-7月为同比3.4%）。8月土地成交热度下降，叠加融资政策收紧，土地购置费对投资的拉动作用可能弱化。但融资收紧时，房企可能会加大对销售回款依赖度，进而加快开工推盘、期房销售，倒逼新开工加速，同时雨水洪涝对施工的不利影响基本消退，有助于建安投资提速，短期内地产投资仍有望保持一定韧性。因此预计地产投资单月增速小幅放缓、累计增速继续上行。

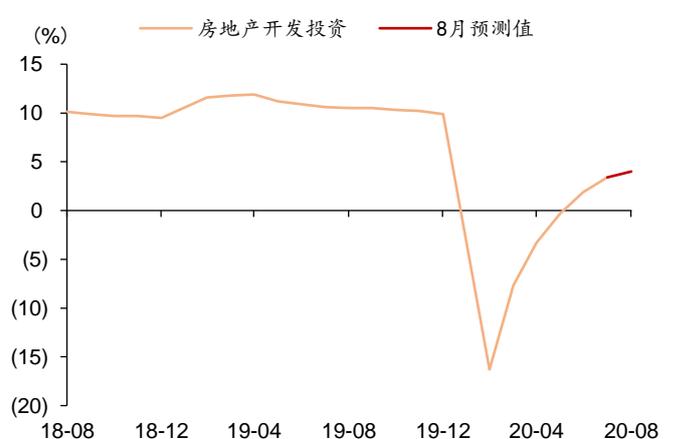
当下房地产面临的政策环境明显偏负面，包括货币政策回归中性、房企融资约束、部分城市限购限贷升级对购房需求的实质影响等。但我们预计房企融资政策收紧不会触发投资骤然下行的风险，加快开工推盘仍会是房企的首选策略，短期地产投资增速有望保持在高位区间。商品房销售在“抑需求、增供给”的格局下可能会是“房价先稳、销量再稳”的逐步走弱态势，地产投资增速或将随之趋缓。整体上，今年房地产的最快修复期已经接近尾声，下半年房地产投资韧性预计强于销售，但可能难以再成为拉动下半年经济修复的主力。

图表4： 8月份土地成交热度下降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 预计1-8月房地产开发投资累计同比走高至4%左右

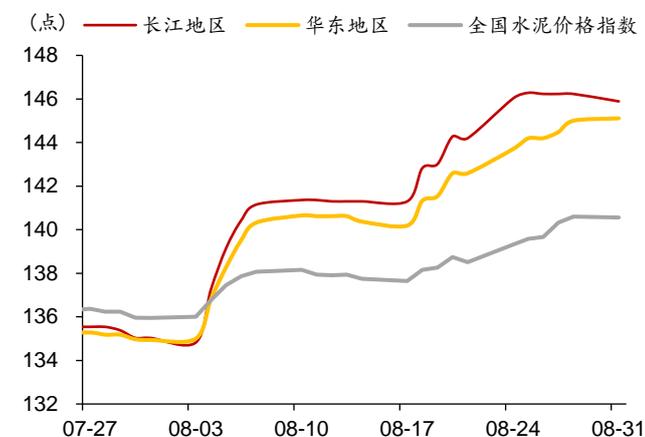


资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计1-8月基建投资（不含电力）累计同比回升至0.5%左右（1-7月为同比-1%）。其一，南方洪涝基本消退，前期受影响项目进入灾后赶工期，8月26日国常会表示中央和地方财政用于恢复重建资金约1000亿元，灾后重建也将带动基建投资提速；其二，从预算情况来看，下半年基建投资扩张有较为充足的财政资金支持，8月以来多地新推出重

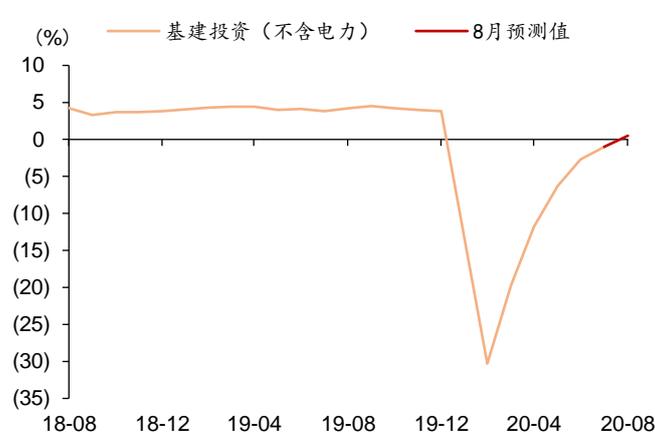
大项目投资方案，预计资金投放将加快，带动基建投资上行；其三，8月以来全国水泥价格快速反弹，华东、长江等前期洪涝影响严重地区需求改善尤为明显，同样暗示基建投资进入快速增长长期。

图表6：8月水泥价格出现反弹



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：预计1-7月基建投资（不含电力）累计同比收窄至-1.3%左右



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 8月社零零售增速有望转正，但餐饮消费修复进程或较缓慢

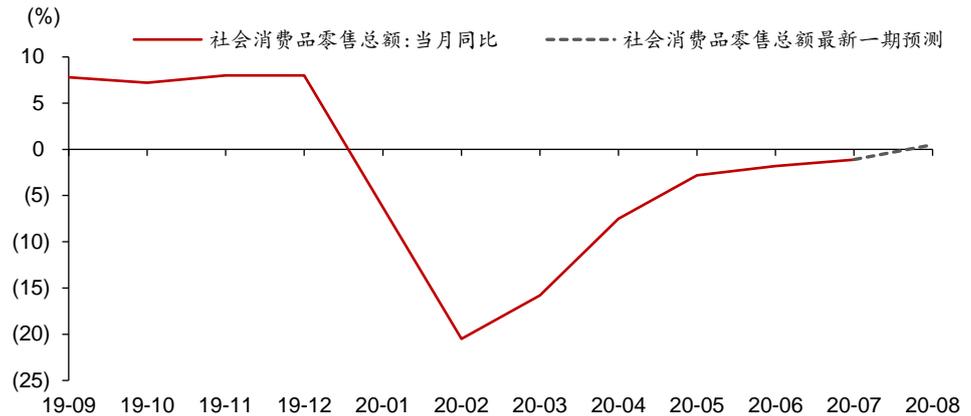
7月消费数据表现不强，但结构上主要是受餐饮拖累，资本市场更关心的消费升级、汽车、地产后产业链消费等门类表现尚可。我们预计今年8月社会消费品零售总额同比增速+0.5%，当月同比增速转正。

疫情带来的后续影响仍在，部分餐饮企业在疫情期间因维持运营成本过高而倒闭，而生鲜线上零售、线下配送等业务在疫情期间发展较快，对传统的餐饮业态形成持续冲击。8月11日，习主席对制止餐饮浪费行为作出重要指示，我们认为，尽管我国主粮连年丰收、供给无碍，但在外部不确定性加大、加快建设国内大循环的过程中，确保国内粮食安全仍是具有战略意义高度的议题，制止餐饮浪费、合理消费将是未来相关领域的主要指导思路。政策思维的明确对餐饮消费的影响不容忽视，我们认为餐饮消费同比负增长的修复进程或较为缓慢。

尽管今年疫情对整体国民经济、以及部分行业经营造成了较大困难，但在上半年较为宽松的政策环境呵护下，二季度，国民经济开始快速修复，股市也体现出较好的赚钱效应。加上今年海外疫情形势很不明朗，出国旅游受到较强压制，因而权益资产增值、经济修复带来的补偿性消费需求等，在国内消费升级概念商品、房地产后产业链消费等方面得以体现。

今年地产领域销售、投资韧性较强。我们认为，在建设内部大循环背景下，国家目前审慎对待地产销售调控（如日前对深圳购房调控的边际收紧），不希望在内外部不确定性加大的背景下、房价再出现大的波动；但权益资产增值可能带来一定的财富效应，地产投资和销售韧性仍在，同时部分存量房产可能存在重新装修、购置家具家电等的改善性消费。考虑一线城市购房政策短期大幅放松的可能性较小，我们认为地产相关消费可能维持稳健，大幅上行的可能性较低。

截至8月中旬，目前国内原生新发疫情基本消除，社会活动基本恢复正常。但今年居民可支配收入增速（和GDP增速同步）的预计下行，可能对消费意愿形成持续制约；同时，消费业态的转型仍在持续演进，即使不考虑疫情的影响，线上零售、生鲜配送等业态，也将对传统的线下零售、餐饮消费等形成持续迭代。对市场而言，应更多关注内循环建设大格局下，消费作为内需战略基石的基础性地位，决定其未来仍有较大发展空间。随着国内产品体系更趋于完善、免税店等分布更加广泛，海淘等境外消费可能逐渐回流国内。

**图表8：2020年8月消费增速预计**

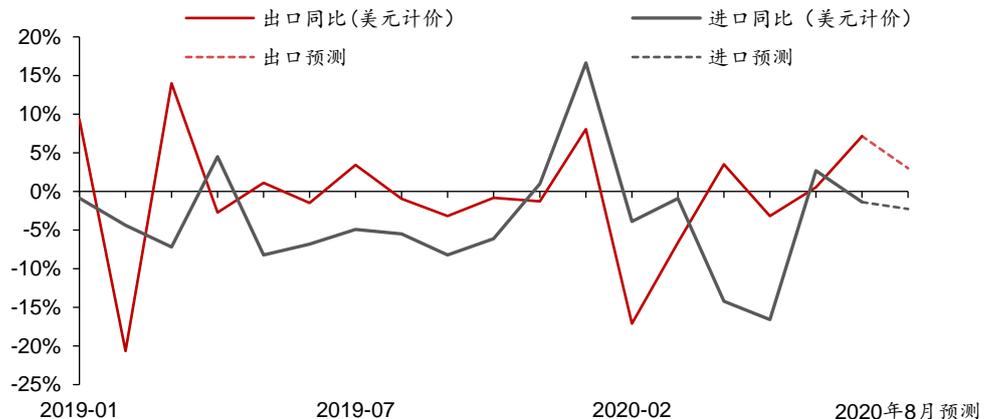
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**美元计价，预计8月出口同比+3%、进口同比-2.3%**

我们预计8月份出口（美元计价）同比增速为+3%，进口同比增速为-2.3%；预计当月贸易顺差为433亿美元。

总体来看，全球新冠疫情控制情况有所好转，各国都在努力恢复正常经济活动。7月主要经济体PMI均较前值回升，体现出外需修复向好的预期，外贸数据转好态势持续。市场在逐渐修正此前对外贸数据的过低预期。疫情对国内企业生产端的影响已基本消除，我国工业产业链条较为完整、生产能力强的优势充分体现，一部分电子加工、汽车生产等外贸生产订单，可能转移到中国来完成。进口数据仍有波动，但6-7月份同比较4-5月份明显回升。1-7月份，铁矿石、原油、钢材、铜材进口量同比涨幅较大，我们认为“内需+海外生产恢复”带动进口改善的逻辑也可持续。

尽管外需数据有所转好，在国内控制疫情+企业复产并进的共同努力下，外贸波动对我国的影响得到控制，但我们认为，目前的国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强。短期全球需求有企稳复苏迹象，但长期来看，各国产业链的“脱钩”、向本国回搬均是不可低估的风险，需深入思考、及早应对，进一步完善我国产业链，更加强调技术和人力要素的自主可控。

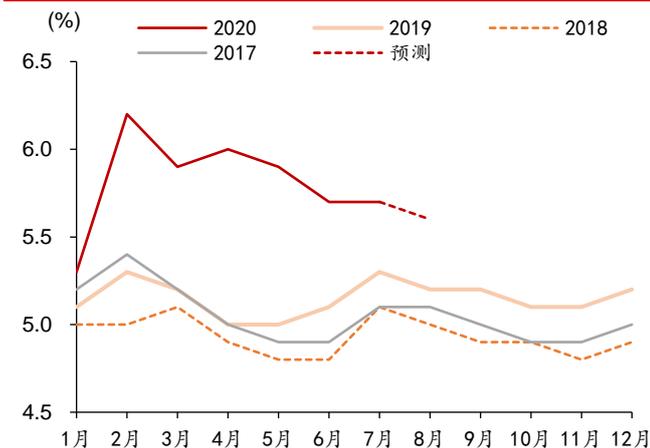
**图表9：2020年8月进出口增速预计（美元计价）**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 预计 8 月全国调查失业率 5.6%

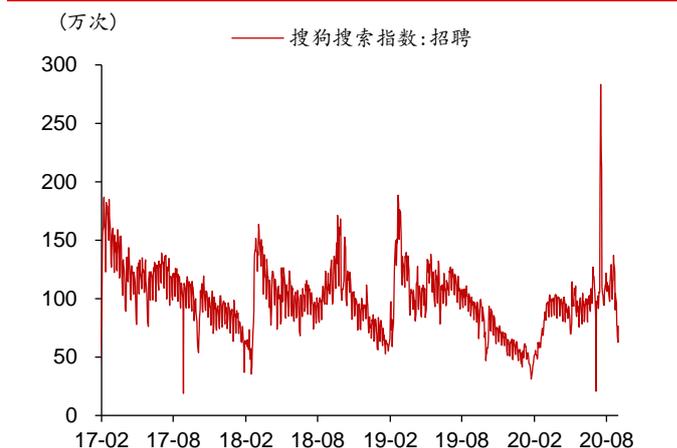
我们预计 8 月全国城镇调查失业率为 5.6%，环比走低 0.1 个百分点。大学生方面，教育部 6 月 29 日发布通知将自主创业、自由职业纳入就业统计指标，7 月 31 日国务院发布关于支持多渠道灵活就业的意见，支持高校毕业生从事个体经营、非全日制工作，8 月“招聘”搜索热度出现回落，稳就业政策取得一定成效，预计大学生就业压力有所缓和。疫情方面，8 月以来新疆疫情逐步得到控制，8 月 16 日至 31 日全国连续 16 天无新增本土确诊病例，疫情对就业市场的扰动逐步消除。洪涝方面，我国主汛期已接近尾声，前期受洪涝影响的建设项目进入赶工期，也将对就业市场起到提振作用。随着国内经济持续向好，我们认为调查失业率有望维持在低位。

图表10: 预计 8 月调查失业率 5.6%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 8 月“招聘”搜索热度有所回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 预计 8 月 CPI 同比 2.4%，PPI 同比-2%

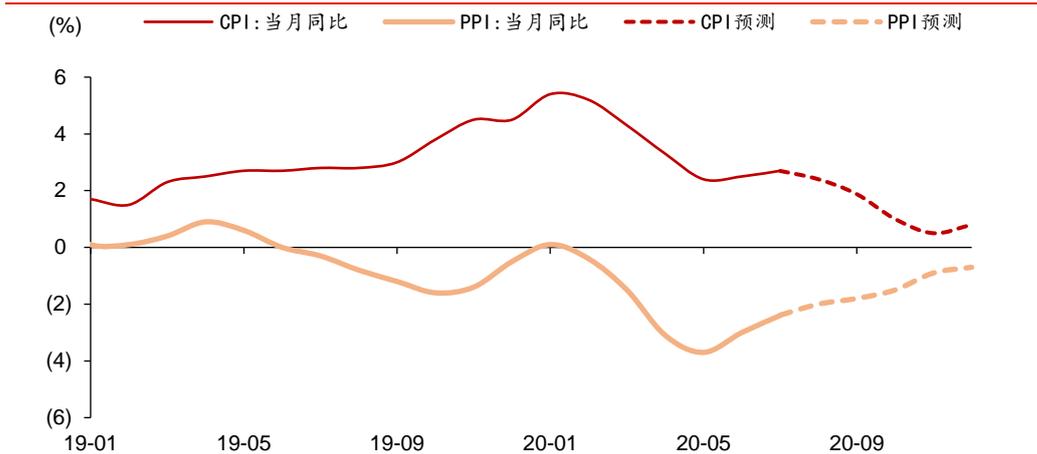
我们预计 8 月 CPI 环比 0.4%，同比 2.4%。8 月受南方高温降雨扰动，部分食品价格环比继续上行。农产品批发价格指数环比 2.8%，同比 7.1%，较 7 月上升 2 个百分点，农业部口径猪肉、蔬菜、水果价格环比分别为 0.7%、8.4%、-4.2%。菜价环比涨幅较大，猪价高位震荡。高温多雨等气候因素继续影响蔬菜、生猪的供应环节，此外，近期国家冻猪肉投放和进口均有所放缓。需求方面，餐饮业加快恢复带动蔬菜、猪肉采购量增长。

我们预计 8-10 月 CPI 同比较快回落，主要受猪肉在“价格走低、高基数、同比权重抬升”三方面因素叠加下的牵引影响。具体而言，食品方面，气候对菜价的扰动不构成持续影响，能繁母猪、生猪存栏和仔猪供给量稳健增长，农业部有关负责人表示下半年猪肉供应将持续改善。虽然 9 月学校陆续开学以及中秋、国庆等节日将给价格造成短期压力，但蔬菜、猪肉价格仍有望在下半年回归下行走势。非食品方面，在高失业率、低收入增速的约束下，终端消费需求尚难以通胀式恢复，工业品自上而下沿产业链的成本传导仍有阻力。

我们预计 8 月 PPI 环比 0.3%，同比-2%。工业品物价整体继续维持上涨态势，但涨势有所收敛。原油方面，OPEC 敦促之前超产的国家在 8-9 月进一步减产、以及飓风导致墨西哥减产给原油供给增添压力。黑色系和建材方面，国内水涝对建筑施工的不利影响消退，财政资金投放加快，基建投资可能进入扩张期，对原材料价格支撑力度增强。

我们预计下半年 PPI 有望维持回升态势。欧美等发达经济体 PMI 已相继回到扩张区间，近期全球疫情拐点隐现，疫苗进展也相对积极。在外需与基建投资向上共振的过程中，PPI 有望维持回升态势，但是货币政策回归中性、房地产政策收紧也意味着 PPI 上行有顶，而中美冲突演化、秋冬疫情二次爆发是 PPI 回落的潜在风险点。

图表12: CPI与PPI预测



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 预计8月社融新增1.2万亿, M2同比10.8%

我们预计8月信贷新增1.2万亿元, 余额增速12.9%。在上半年项目投放相对充分、年中政策基调变化、房地产信贷更加审慎、打击融资套利行为等背景下, 下半年信贷增速可能在13%左右趋于平稳, 8月信贷投放总量或接近于去年同期水平。结构上, 预计企业与居民中长期贷款同比维持高增态势, 主要是楼市销售热度不减、特别国债与专项债加快投放撬动基建配套贷款、医药/通信设备等高技术制造业信贷需求旺盛叠加政策鼓励下保持较高增量。而融资套利的严监管下, 企业票据融资可能仍是信贷增长的主要拖累项。

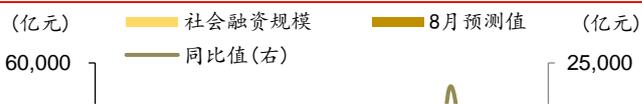
我们预计8月社融新增2.8万亿, 存量增速13%。政府债券可能是推动社融提速的关键分项, 高频数据显示8月政府债供给规模超过万亿、创年内次高。企业债券发行量环比修复、可能基本持平去年同期水平。非标方面, 表外票据或仍受套利监管压制, 虽然资管新规过渡期延长至2021年底, 但并未放松整改要求, 信托与委托贷款规模或将延续压减态势。股票融资由于近两个月权益市场火热、创业板注册制落地等因素, 或保持较高融资规模。

我们预计8月M2同比10.8%, M1同比7.2%。当月财政资金的上收与下放规模均较高、或相互对冲, 信贷增长支撑M2小幅上行。而商品房销售增长较快、基建加快施工投资、实体活力增强等因素, 或推动M1继续较快攀升。

图表13: 预计8月新增信贷1.2万亿元左右



图表14: 预计8月社融规模2.8万亿元左右



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\\_2781](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2781)

