

宏观研究/数据预测月报

2020年08月03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

相关研究

- 1《宏观：经济增速有望重回正增长》2020.07
- 2《宏观：经济活动基本恢复，消费加速修复（更正）》2020.06
- 3《宏观：经济活动基本恢复正常，消费加速修复》2020.06

加快双循环建设，各项数据延续修复

7月宏观经济数据预测

核心观点

习主席在7月28日党外人士座谈会中指出，“三四季度要乘势而上、巩固成果、努力弥补上半年的损失”。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。三季度，我们认为地产投资韧性仍在；可选消费有望持续修复，社零消费同比增速有望转正；高技术制造业、“新基建”投资增速有望维持较高水平；洪水灾后重建有望带动基建等方面需求。预计各项数据延续修复，三季度GDP增速有望较二季度继续上行。

预计7月工业增加值升至+5%~+6%区间

我们认为，三季度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7月份工业增加值同比+5.2%。我们预计1-7月固定资产投资增速可能进一步上行到-1.9%左右；预计1-7月制造业投资累计同比增速-10%、房地产开发投资累计同比2.7%、基建投资（不含电力）累计同比-0.5%。地产投资韧性仍在，洪水灾情对基建投资的影响是“短空长多”，而制造业投资改善幅度相对有限。

低基数影响，预计7月社会消费品零售总额同比转正

我们预计今年7月社会消费品零售总额同比增速+2%，当月同比增速转正。6月份，同比来看，地产相关消费、服装-化妆品-珠宝消费表现较强，餐饮消费同比仍有较大跌幅，而汽车消费同比增速较前值下行。我们预计7月汽车消费环比出现回落、但由于去年基数低，同比表现或强于前值；餐饮和线下零售环比表现仍将显著强于历史季节性、同比表现也将强于前值；地产相关消费可能不会出现销售大幅放松情形下的超预期上行。

预计7月CPI同比2.8%、PPI同比-2.5%

我们预计7月CPI环比0.7%，同比2.8%。农业部口径猪肉、蔬菜、水果价格环比分别为14.9%、7.3%、-6.4%。7月南方强降雨对蔬菜供应仍存负面影响，进口减缓叠加消费改善，猪肉价格涨幅显著。短期扰动不改年内CPI逐季走低趋势，全年中枢或约2.5%。预计7月PPI环比0.3%，同比-2.5%。工业品物价整体维持上涨态势，但涨幅有所收窄，能源价格尤为明显。虽部分国家经济重启出现波折，但全球复苏大方向未变，国内财政持续加码基建，PPI下半年仍或震荡回升，但年内转正难度仍较大。

预计7月社融新增1.4万亿，M2同比10.9%

我们预计7月信贷新增1万亿元、社融新增1.4万亿元。在经过了上半年信贷大幅增长，传统制造业扩产意愿依然乏力的情况下，银行储备项目可能不足。并且融资套利、信贷违规流入房地产等问题开始引发监管关注，对信贷投放构成负面约束。7月政府债券净融资较6月小幅增长，企业债融资规模有明显萎缩，股票融资受到市场行情火热、科创板开启注册制等因素支撑。压减结存规模、实体经济活力修复意味着M2与M1剪刀差有望收窄。但房地产政策从紧，商品销售热度降温可能约束M1增速反弹。

美元计价，预计7月出口同比+1.3%、进口同比+2%

我们认为，三季度内需有望延续修复，而外需尽管基本盘韧性较足，但仍可能受贸易摩擦、海外疫情反复等因素阶段性扰动。综合来看，三季度内需复苏确定性强于外需，贸易顺差或有所收窄。我们预计7月份出口（美元计价）同比增速为+1.3%，进口同比增速为+2%；贸易顺差可能较6月份小幅缩窄，预计当月贸易顺差为433亿美元。

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。

加快双循环建设，预计各项经济数据延续渐进复苏

图表1：7月份经济数据预测表

指标	单位	2020							2019	
		7月(预测)	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11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, %	5.2 ↑	4.8	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-4.3	6.9	6.2
城镇调查失业率	当期值, %	5.9 ↑	5.7	5.9	6.0	5.9	6.2	5.3	5.2	5.1
城镇固定资产投资	累计同比, %	-1.9 ↑	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	-	5.4	5.2
制造业投资	累计同比, %	-10.0 ↑	-11.7	-14.8	-18.8	-25.2	-31.5	-	3.1	2.5
房地产开发投资	累计同比, %	2.7 ↑	1.9	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3	-	9.9	10.2
基建(不含电力)投资	累计同比, %	-0.5 ↑	-2.7	-6.3	-11.8	-19.7	-30.3	-	3.8	4.0
社会消费品零售总额	当期同比, %	2.0 ↑	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	-	8.0	8.0
出口(美元计价)	当期同比, %	1.3 ↑	0.5	-3.2	3.4	-6.6	-17.1	-	8.1	-1.3
进口(美元计价)	当期同比, %	2.0 ↓	2.7	-16.6	-14.2	-1.1	-4.0	-	16.7	1.0
贸易差额(美元计价)	当期值, 亿美元	433.0 ↓	464.2	630.3	452.0	200.6	-69.2	-	472.5	371.8
CPI	当期同比, %	2.8 ↑	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	4.5
PPI	当期同比, %	-2.5 ↑	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.4
新增人民币贷款	当期值, 亿元	10,000 ↓	18,100	14,800	17,000	28,500	9,057	33,400	11,400	13,900
人民币贷款(存量)	当期同比, %	13.0 ↓	13.2	13.2	13.1	12.7	12.1	12.1	12.3	12.4
社会融资规模	当期值, 亿元	14,000 ↓	34,342	31,866	31,024	51,842	8,737	50,518	21,030	19,937
社会融资规模(存量)	当期同比, %	12.8 -	12.8	12.5	12.0	11.5	10.7	10.7	10.7	10.7
M2	当期同比, %	10.9 ↓	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

今年二季度，外贸端仍维持顺差格局，固定资产投资当季同比回到正增长，工业增加值同比增速逐月上行，已基本恢复到去年同期水平，社会零售消费环比也持续修复。分产业来看，二季度的第三产业（服务业）增加值同比增长恢复相对较慢，我们认为主要是二季度国内部分地区仍时有发现输入性和原发性新冠疫情，使得社会生活、线下零售、商旅餐饮旅游等仍受到一定干扰。

7月的政治局会议，基于3.2%的GDP增速肯定了“二季度经济增长明显好于预期”。对防疫及经济恢复给予积极肯定，尤其放眼全球来看，更显弥足珍贵。习主席在7月28日党外人士座谈会中指出，“三四季度要乘势而上、巩固成果、努力弥补上半年的损失”。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。三季度，我们认为地产投资韧性仍在；可选消费有望持续修复，社零消费同比增速有望转正；高技术制造业、“新基建”投资增速有望维持较高水平；洪水灾后重建有望带动基建等方面需求。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。

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大政方针；我们认为，国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强，我国当前的很多问题是中长期的，需要坚持持久战。旧的经济和贸易体系正在重建的过程中，全球保护主义、逆全球化倾向出现，中国原材料和市场“两头在外”的发展模式面临更大的不确定性。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急迫。要素流动、人才培养、科技创新、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7月工业增加值升至+5%~+6%区间

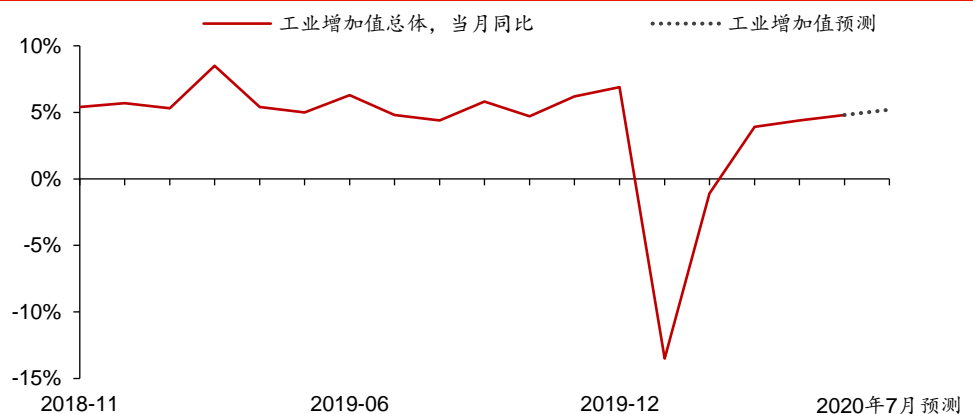
今年二季度，采矿业、制造业和电力-热力-燃气水生产供应业增加值均实现由降转升，同比分别增长1.1%、5.1%、3.2%，其中制造业恢复最为明显，增速接近上年同期水平（去年二季度同比增速均值+5.5%）。我们认为，三季度工业生产端的积极因素主要体现在：外需有缓步回暖迹象，海外复工仍受限制，医疗物资/电子产品等出口量可能维持较大，对相关工业生产形成拉动，高技术产业生产端维持高增速。但今年南方地区入梅较早、梅雨季持续时间长，7月份，南方多地发生洪涝灾害或面临洪灾威胁，气候灾害风险可能对三季度工程施工造成一定干扰。

高频数据显示，7月份秦皇岛煤炭调入量基本持平6月、焦煤生产率较6月小幅上行、重点钢厂螺纹钢产量较6月份小幅回落。各项工业生产数据涨跌互现，但总体波动不大。我们认为，三季度工业增加值有望进一步上行至+5%~+6%区间，并维持相对稳定；超预期大幅上行可能性较低；预计7月份工业增加值同比+5.2%。

三季度，制造业生产预计仍将沿两条主线改善：一是设备制造业（通用设备、专用设备、电气机械设备）和汽车制造。近月来运输和机械设备产销两旺，对应着基建等方面需求回升，但设备机械大都是耐用品而非消耗品，当一波订单执行完成后，生产端的高强度持续时间可能有限。汽车消费和生产在二季度均出现明显回升，但汽车消费刺激效应同样偏“一次性”。我们认为，三季度设备制造和汽车制造业或仍维持较高热度，而四季度将有所回落。

二是通信电子行业，以及医疗行业（防疫物资相关）。这两类行业同时也是目前制造业投资、工业企业盈利、出口交货量改善的主线，主要受益逻辑来自于外需拉动。我国产业链结构较为完整、企业复工较快、生产供应能力强，使得部分国际外贸订单转移到我国生产。而新冠疫情使得全球的远程办公、医疗防护设备等需求扩张，对国内相关生产形成明显拉动。

图表2： 预计7月份工业增加值同比增速回升至+5%~+6%区间



资料来源：Wind，华泰证券研究所

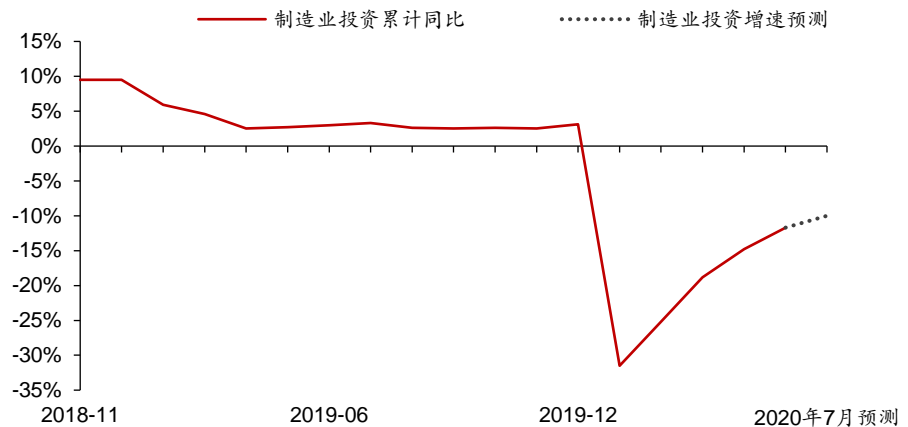
地产投资仍有韧性，洪水灾情对基建的影响“短空长多”

1-6月整体固定资产投资同比增速为-3.1%；其中制造业投资累计同比-11.7%，地产投资累计同比+1.9%，基建投资累计同比-2.7%。当月同比增速对比，6月份制造业、地产、基建投资分别为-3.5%、8.5%和6.8%。综合我们对7月份各项投资的增速预测，预计1-7月固定资产投资增速可能进一步上行到-1.9%左右。

制造业投资6月份当月同比为-3.5%，如我们所期仍为负增长；但上半年当期同比跌幅在逐月收窄。部分行业库存仍积压+盈利改善幅度有限+外需不确定性仍存，相对工业生产、消费、基建、地产等，制造业投资数据改善相对缓慢。

今年上半年，通信电子、医药制造业投资维持了较高速正增长，其受益逻辑都非常明确，前者为主动加大科技领域投入、强调自主可控，后者为补偿性投资、疫情带动了相关需求。但对于整体制造业，需求侧变数仍存、库存周期刚转回被动去化，投资明显弱于去年同期。当前对制造业的关注重点仍在于有效提高和维持产能利用率、应对可能的外贸端波动。我们认为，今年制造业投资累计同比增速有全年均在负增长区间的可能性。我们预计7月份制造业投资当月同比-2%、累计同比增速在-10%左右。

图表3： 预计1-7月制造业投资累计同比延续修复

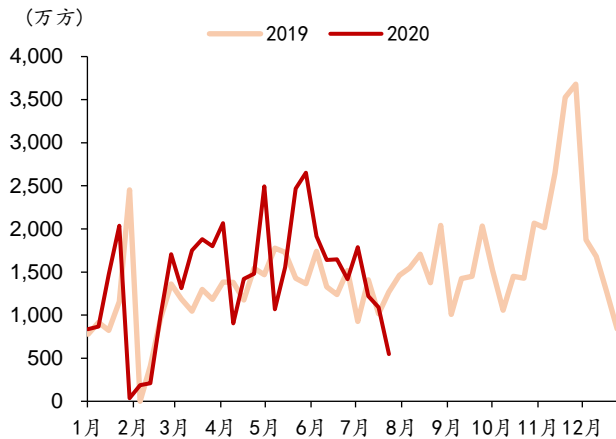


资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计1-7月房地产开发投资累计同比2.7%左右（1-6月为同比1.9%）。7月地方供地节奏有所放缓，叠加融资边际趋严，土地购置费对投资的拉动作用可能有所弱化。前期拿地与销售改善支撑了近期地产开工走强，由于项目开工之后的施工过程渐进持续，短期内地产投资有望维持偏强格局，但施工强度有可能受到雨水洪涝压抑。因此预计地产投资单月增速小幅放缓但仍有韧性，累计增速继续上行。

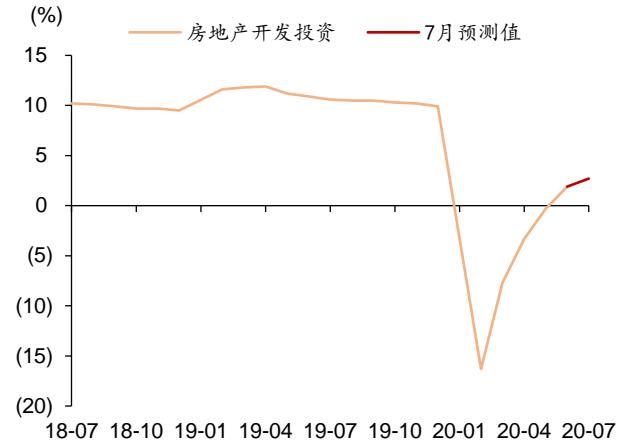
7月24日房地产工作座谈会重申“房住不炒、房地产不作为刺激经济手段、三稳与因城施策”，坚持以稳为主的调控思路，释放了房地产从紧从严的政策态度。近期央行、银保监会等金融主管部门也高度重视资金过度或违规流入房地产的问题。这意味着商品房销售在近期需求集中释放后，增速可能放缓，房地产投资在拿地到开工环节压缩的情况下，虽有望保有一定的韧性，但景气度在边际弱化。整体上，我们认为今年二季度是楼市最快的修复期，下半年投资韧性强于销售，但可能难以再成为拉动下半年经济修复的主力。

图表4：7月份供地节奏放缓（百城供应土地面积）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

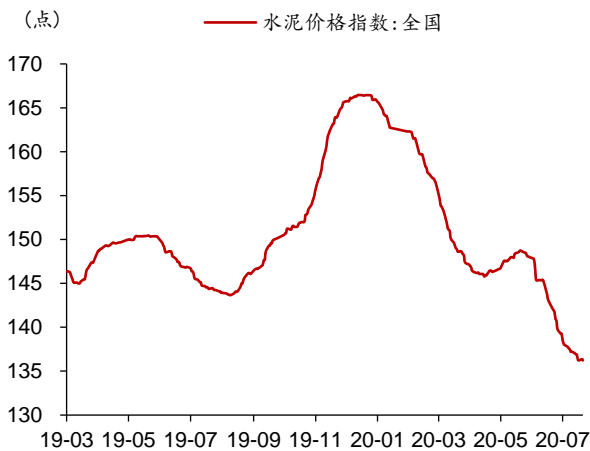
图表5：预计1-7月房地产开发投资累计同比走高至2.7%左右



资料来源：Wind，华泰证券研究所

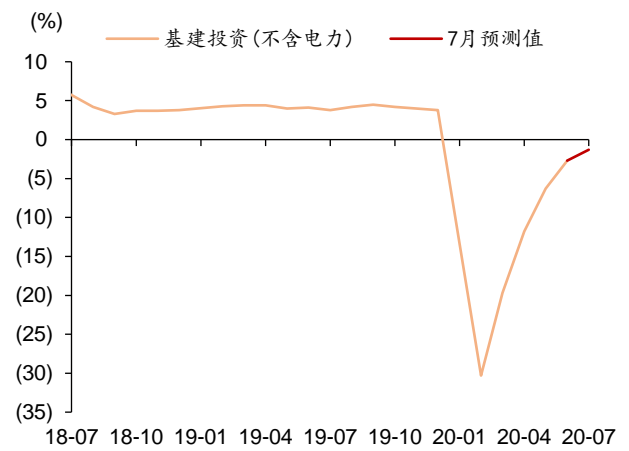
我们预计1-7月基建投资（不含电力）累计同比收窄至-0.5%左右（1-6月为同比-2.7%）。7月份雨水洪涝对基建的不利影响仍在，但自然灾害对投资的影响是“短空长多”，并且特别国债逐步拨付、第四批专项债蓄势待发。二季度疫情与经济好转，可能带来政策重心回归，但可能主要体现在货币政策上。财政政策因预算安排周期、投资项目规划等因素，决策流程较长，一旦启动短期难以“踩刹车”，因此我们对下半年基建投资增速继续上台阶保持乐观态度，在雨季之后有望不断加速，建筑业或维持较高的景气度。

图表6：7月水泥价格继续下探



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-0.5%左右



资料来源：Wind，华泰证券研究所

低基数影响，预计7月社会消费品零售总额同比转正

6月社会消费品零售总额当月同比-1.8%，当月同比跌幅较5月份收窄，但仍未能转正；在去年同期低基数的影响下，我们预计今年7月社会消费品零售总额同比增速+2%，当月同比增速转正。

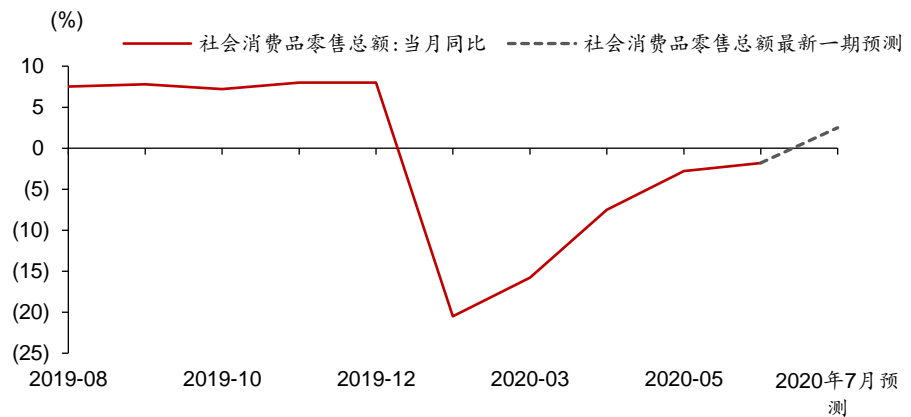
6月份，从行业角度环比来看，当月表现依次为餐饮>汽车>除汽车以外的商品零售；同比来看，地产相关消费、服装-化妆品-珠宝消费表现较强，餐饮消费同比仍有较大跌幅，而汽车消费同比增速较前值下行。我们预计7月汽车消费环比出现回落；而餐饮和线下零售环比表现仍将显著强于历史季节性。

从疫情集中爆发以来，全国各地陆续出台的促消费政策当中，相当一部分针对汽车消费，对购车需求产生了一定的拉动。二季度，汽车行业产销两旺。但我们认为，汽车属于大件耐用消费品，在居民收入增长预期下行情况下，目前的汽车消费刺激政策效应偏“一次性”，随着时间推移，边际效果或有所减弱。根据中国乘联会公布数据，7月1日-26日，汽车总体零售同比增长5%、环比较6月同期下降5%。预计今年7月汽车消费与历史季节性基本一致，环比有小幅下降。

今年地产领域销售、投资热度均较高，地产产业链的家电、家具、装潢等消费门类表现较为强势，6月份当月消费支出同比已经转正。但国家目前仍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）、不希望在内外不确定性加大的背景下，房价再出现大的波动，我们认为地产相关消费可能不会出现销售大幅放松情形下的超预期上行。

统计局指出，“目前消费恢复还是面临着制约，尤其是在常态化疫情防控条件下，一些聚集性、接触性的消费活动仍然受到一定制约，所以目前商品零售的餐饮收入还处于恢复增长的态势当中。”6月中上旬，北京疫情出现局部反复，北京作为全国最核心的商务差旅目的地之一，疫情的局部反复可能对商旅活动、以及相关消费造成了一定影响。但截至7月中旬，北京新发疫情已经再度被平息、疫情响应机制再度下调到三级响应。我们认为，国内局部地区零散发现疫情病例的风险仍然存在，但居民消费信心修复的趋势向好，三季度线下零售、餐饮等可选消费的修复弹性仍然较大。考虑去年7月社零消费基数较低，今年7月份社零消费当月同比增速有望转正。

图表8：2020年7月消费增速预计

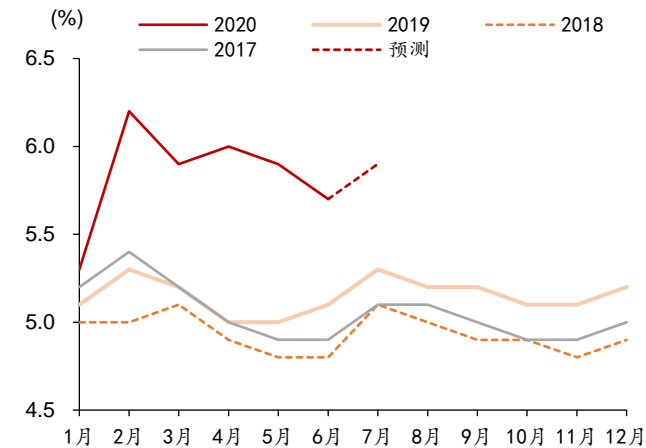


资料来源：Wind，华泰证券研究所

预计7月全国调查失业率5.9%

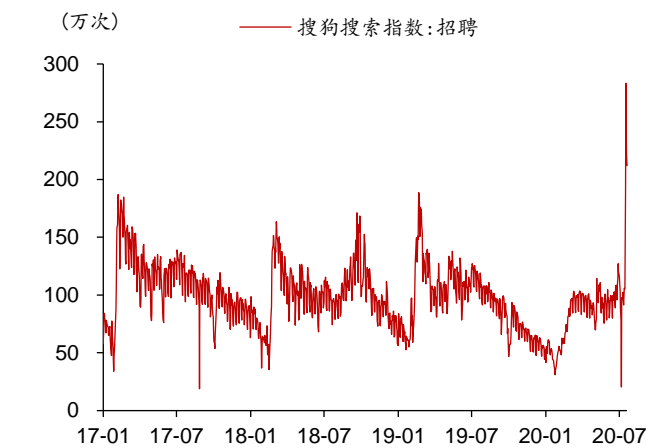
我们预计7月全国城镇调查失业率为5.9%，环比走高0.2个百分点。失业率走高的压力主要来自于新增高校毕业生，具有一定季节性规律。由于今年高校毕业生数量创新高、但实体吸纳新增劳动力的能力相对较弱，尤其是经济冷热不均的改善之下，结构性失业问题可能相对突出，例如建筑业可能用工需求旺盛但可能较少大学生愿意做建筑工。此外，新疆、辽宁等地再次出现本地疫情、南方洪涝都可能给就业市场带来扰动。我们认为7月失业率虽然压力较大，但尚以短期摩擦性失业为主，8月会是更为关键的观察窗口，若失业率意外反弹至6%以上，可能会诱发财政与货币政策更加积极、稳就业政策多点发力。

图表9: 预计7月调查失业率5.9%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 7月“招聘”搜索热度达到异常高度



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

预计7月CPI同比2.8%，PPI同比-2.5%

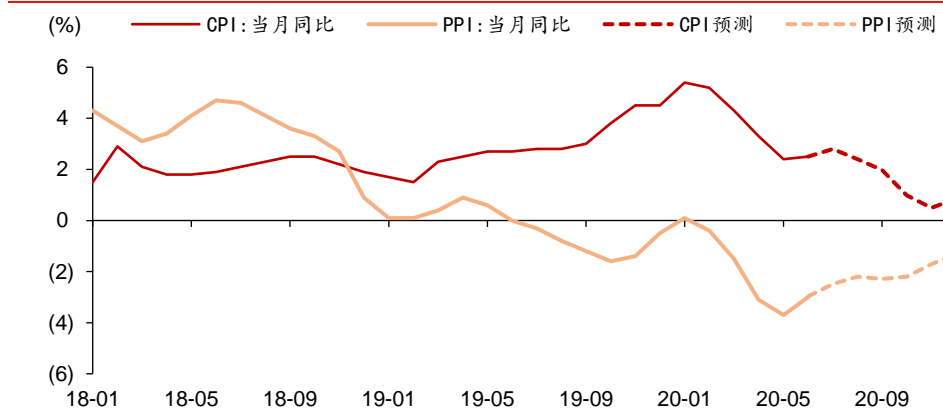
我们预计7月CPI环比0.7%，同比2.8%。7月受南方降雨洪涝的持续影响，部分食品价格持续处于上行区间。农产品批发价格指数环比3.1%，同比5.1%，较5月回升2.3个百分点，农业部口径猪肉、蔬菜、水果价格环比分别为14.9%、7.3%、-6.4%。

7月中上旬南方强降雨对蔬菜供应的负面影响依然存在。猪肉价格已连续两个月上涨，餐饮业经营、企业复工逐渐恢复推高猪肉消费量。而南方强降雨天气对生猪生产和调运产生一定影响，且受海外疫情影响，我国防疫调配要求从严，进口量有所下降，据农业部，本轮猪价走高主要为消费拉动型上涨。随着时令水果集中上市，水果价格季节性下滑。

我们预计7月CPI小幅抬升，但仍维持“年内CPI逐季走低”的观点，全年中枢约2.5%。食品方面，洪涝对物价影响或逐步弱化。能繁母猪存栏同比已实现转正，生猪存栏和仔猪供给量连续增长，后续猪价上涨动力不足，7月中旬已出现见顶迹象。非食品方面，消费需求难以在年内膨胀式增长，非食品物价尚不具备显著反弹的基础。

我们预计7月PPI环比0.3%，同比-2.5%。工业品物价整体维持上涨态势，但涨幅有所收窄，能源价格尤为明显。美日等多国疫情反复，干扰经济重启步伐，OPEC+也将放松减产力度。需求力量对有色金属价格支撑作用弱化，目前主要由智利、秘鲁铜企疫情恶化与工人罢工等供给因素驱动上涨。随着南方水涝减退，气候因素对建筑业“短空长多”的影响或进入“利多”阶段，黑色系及建材价格支撑力度或增强。虽部分国家经济重启出现波折，但全球复苏大方向未变，欧元复苏基金助力欧洲复苏，国内财政持续加码基建，PPI下半年仍或震荡回升，但年内转正难度仍较大。

图表11: CPI与PPI预测



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

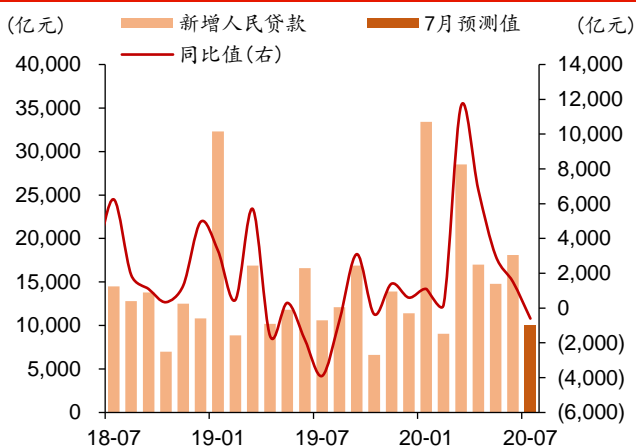
预计7月社融新增1.4万亿，M2同比10.9%

我们预计7月信贷新增1万亿元，余额增速13%。在经过了上半年信贷大幅放量增长，传统制造业主动扩产意愿依然乏力的情况下，银行储备项目可能不足。并且融资套利、信贷违规流入房地产等问题开始引发监管关注。7月10日，央行在上半年金融数据发布会上提及货币政策现在更加强调适度，包括总量和价格适度；7月20日，银保监会2020年年中工作座谈会强调坚决防止房地产贷款乱象回潮和盲目扩张粗放经营卷土重来；当月深圳、杭州、南京等多地楼市限购限贷调控升级。我们认为上述因素都对信贷投放构成负面约束，7月新增信贷同比表现或相对乏力，尤其是居民贷款、企业票据贷款可能不佳。

我们预计7月社融新增1.4万亿，存量增速12.8%。我们预计，政府债券净融资较6月小幅增长，而企业债融资规模有明显萎缩。非标方面，表外票据季节性走弱、信托与委托贷款规模延续压减态势。6月云南国资委要求所有省属国企置换并严禁新增高利率（高于6.5%，特别是大于7%的）债务，可能有示范效应，预计对非标存在负面影响。股票融资由于7月份市场火热行情、科创板开启注册制、中芯国际IPO等，融资规模或较高。

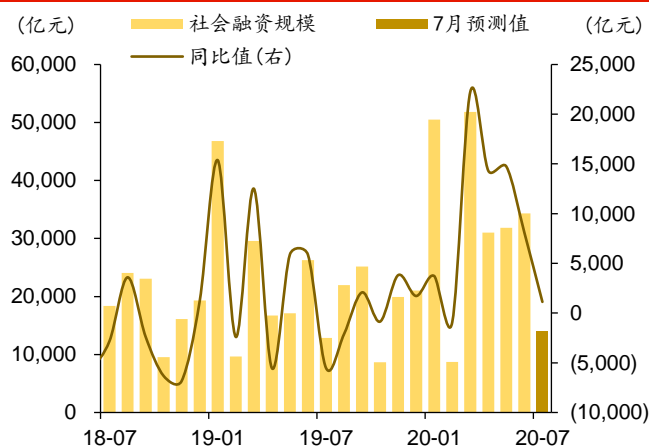
我们预计7月M2同比10.9%，M1同比6.5%。近期打击融资购买结构性存款套利是监管重点任务之一，压减结存规模、实体经济活力修复意味着M2与M1剪刀差有望继续收窄。但由于房地产政策边际从紧，商品销售热度降温可能约束了M1增速反弹。

图表12: 预计7月新增信贷1万亿元左右



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 预计7月社融规模1.4万亿元左右



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

美元计价, 预计7月出口同比+1.3%、进口同比+2%

我们预计7月份出口（美元计价）同比增速为+1.3%，进口同比增速为+2%；贸易顺差可能较6月份小幅缩窄，预计当月贸易顺差为433亿美元。

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_3499



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>