

## 宏观研究/数据预测月报

2020年07月03日

**张继强** 执业证书编号: S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

**芦哲** 执业证书编号: S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

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

**张大为**  
联系人 zhangdawei@htsc.com

### 相关研究

1《宏观: 经济活动基本恢复, 消费加速修复(更正)》2020.06

2《宏观: 经济活动基本恢复正常, 消费加速修复》2020.06

3《宏观: 工业、基建修复快于消费》2020.05

# 经济增速有望重回正增长

## 6月宏观经济数据预测

### 核心观点

我们预计6月社零消费当月同比转正、投资增速累计跌幅继续收窄、工业增加值增速基本持平5月份。综合来看, 二季度各项需求恢复速度逐渐超过工业生产, 我们认为三季度净出口或将承受下行压力, 而投资数据继续回升弹性有限。我们认为, 二季度GDP增速可能在+1.8%~+2.3%区间。今年三季度, 经济增长的上行弹性将主要看海外经济重启情况, 可选消费修复的力度, 以及基建/地产等传统需求侧项目的持续强度。

### 6月工业增加值同比或基本持平5月份, 基建地产投资扰动增多

高频数据显示, 从同比增速角度, 6月份各行业生产较5月份有改善、也有回落, 结构上涨跌互现。我们预计6月工业增加值同比+4.5%, 基本持平5月份。今年4-5月, 社零消费、基建等方面需求的复苏速度已逐渐超过生产, 预计下半年机械设备、专用设备、医疗设备等行业有望率先进入主动补库存。我们预计1-6月整体固定资产投资增速为-4.2%; 预计制造业投资累计同比-12%, 地产投资累计同比1.3%, 基建投资累计同比-1.8%。

### 预计6月社会消费品零售总额同比转正

我们预计, 餐饮业、线下零售等领域环比回升幅度将持续强于历史季节性表现。叠加“618”购物节等刺激拉动, 6月份社零消费当月同比增速有望转正, 预计将达+2.6%。从全国维度看, 可选消费加速修复的态势较为明确, 但失业率处于高位、居民收入预期下行仍制约着消费意愿。预计1-6月社零消费累计同比为-11.1%, 社零累计同比转正可能要到今年四季度。

### 预计6月CPI同比2.7%、PPI同比-3.1%

我们预计6月CPI环比0.2%, 同比2.7%。农业部口径猪肉、蔬菜、水果价格环比分别为4.3%、3.8%、-3.9%。6月受南方降雨洪涝、国内局部疫情扰动, 部分食品价格表现强于历史季节性。虽然6月CPI或小幅反弹, 但全年逐季走低趋势未动摇, 中枢或落在2.5%左右。预计6月PPI环比0.3%, 同比-3.1%。上游能源、黑色、有色金属环比涨幅较大, 预计在全球经济重启、国内财政加码基建的大背景下, PPI下半年将震荡回升, 不确定性来自于秋冬季节全球疫情二次反弹的风险。

### 美元计价, 预计6月出口同比-1%、进口同比-7.2%

我们预计6月份出口(美元计价)同比增速为-1%, 进口同比增速为-7.2%, 贸易顺差或有所收窄, 预计为592.1亿美元。出口下行压力将逐渐体现, 我们判断6月份出口同比增速较5月份小幅回升, 主要是从基数角度的考量。影响进口同比走低的因素主要是外部供给能力的不足。在当前背景下, 对海外主要经济体, 外贸端同时面临着“需求整体衰退”和“供给(生产能力)短期整体下行”的冲击。而国内供给>海外供给是近期外贸数据的主导逻辑, 使得出口下行幅度<进口下行幅度。

### 预计6月社融新增2.7万亿, M2同比11.1%

我们预计6月信贷环比继续显著增长。但在连续三个月信贷放量之后, 银行储备项目可能不如前期充足, 同时套利等因素引起监管关注, 银行贷款审查或趋于谨慎, 因此同比增量可能有所收窄。我们预计6月社融新增2.7万亿, 信贷与企业债是当月主要增量贡献。6月份打击融资购买结构性存款套利是监管重点之一, 压减结存规模、当月商品房销售走热、实体经济活力修复都意味着M2与M1剪刀差有望继续收窄。

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; 外需下行, 影响国内相关产业链。

## 需求复苏幅度逐渐超过生产，经济增速有望重回正增长

图表1：6月份经济数据预测表

指标	单位	2020						2019		
		6月(预测)	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月
GDP	单季同比, %	1.8-2.3 ↑	-	-	-6.8	-	-	6.0	-	-
规模以上工业增加值	当期同比, %	4.5 ↑	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-4.3	6.9	6.2	4.7
城镇调查失业率	当期值, %	5.9 -	5.9	6.0	5.9	6.2	5.3	5.2	5.1	5.1
城镇固定资产投资	累计同比, %	-4.2 ↑	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	-	5.4	5.2	5.2
制造业投资	累计同比, %	-12.0 ↑	-14.8	-18.8	-25.2	-31.5	-	3.1	2.5	2.6
房地产开发投资	累计同比, %	1.3 ↑	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3	-	9.9	10.2	10.3
基建(不含电力)投资	累计同比, %	-1.8 ↑	-6.3	-11.8	-19.7	-30.3	-	3.8	4.0	4.2
社会消费品零售总额	当期同比, %	2.6 ↑	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	-	8.0	8.0	7.2
出口(美元计价)	当期同比, %	-1.0 ↑	-3.3	3.4	-6.6	-17.1	-	8.1	-1.3	-0.8
进口(美元计价)	当期同比, %	-7.2 ↑	-16.7	-14.2	-1.0	-3.9	-	16.7	1.0	-6.1
贸易差额(美元计价)	当期值, 亿美元	592.1 ↓	629.3	453.2	199.6	-68.5	-	472.5	371.8	423.1
CPI	当期同比, %	2.7 ↑	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	4.5	3.8
PPI	当期同比, %	-3.1 ↑	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.6
新增人民币贷款	当期值, 亿元	18,000 ↑	14,800	17,000	28,500	9,057	33,400	11,400	13,900	6,613
人民币贷款(存量)	当期同比, %	13.2 -	13.2	13.1	12.7	12.1	12.1	12.3	12.4	12.4
社会融资规模	当期值, 亿元	27,000 ↓	31,907	31,042	51,830	8,737	50,518	21,030	19,937	8,680
社会融资规模(存量)	当期同比, %	12.5 -	12.5	12.0	11.5	10.7	10.7	10.7	10.7	10.6
M2	当期同比, %	11.1 -	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

今年二季度，外贸端暂仍维持顺差格局、固定资产投资当季同比大概率为正（4月、5月当月同比分别为+0.7%、+3.9%），工业增加值同比逐步修复，基本恢复到去年同期水平。我们预计6月社零消费当月同比转正、投资增速累计跌幅继续收窄、贸易顺差虽有所收窄但仍为正、工业增加值增速基本持平5月份。综合来看，二季度各项需求恢复速度逐渐超过工业生产，我们认为三季度净出口或将承受下行压力，而投资数据继续回升弹性有限（5月份基建和地产投资当月同比均已回升到+8%水平）。三季度，我们认为消费数据有望当季同比转回正增长，是经济增长结构中上行弹性最大的一部分。

但目前经济结构中有喜有忧，积极因素主要体现在基建、餐饮零售消费等需求确定向好的变量，负面因素主要体现在外需下行向生产端的传导，将可能反映为部分行业工业生产步伐放缓、库存积压、出口下行，不确定因素主要在房地产政策调整、以及外部环境变化。

我们认为，二季度GDP增速可能在+1.8%~+2.3%区间。今年三季度，经济增长的上行弹性将主要看可选消费修复的力度，以及基建/地产等传统需求侧项目的持续强度。从产业角度，则主要期待第三产业恢复正常开工节奏（目前电影院等业态尚未恢复运营），而工业生产的修复可能有限。

**我们认为目前宏观存在以下关注点：**

- 1) 北京再度出现原发疫情，不确定性再反弹，是否带来局部二次传染风险，或影响企业生产和居民消费、就业？
- 2) 受外需下行影响，部分行业已表现出生产下行、库存积压、资本开支意愿受限等负面因素，外需下行压力“虽迟然至”，美国提前复产引发疫情反复，出口产业链冲击何时到来？幅度多大？
- 3) 对房企拿地和房价的关注度有所升温，房价的上行预期是否会触发政策的边际收紧？
- 4) 国常会部署降准，何时、何种方式落地？
- 5) 年中失业率压力会否触发政策再宽松？
- 6) 年中至三季度的洪涝等气候灾害风险，是否会对通胀预期形成扰动、对工业生产造成干扰？

5月23日，习总书记在看望参加全国政协十三届三次会议的经济界委员时发表重要讲话，强调“要把满足国内需求作为发展的出发点和落脚点，加快构建完整的内需体系”，“着力打通生产、分配、流通、消费各个环节，逐步形成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”。在6月18日开幕的第十二届陆家嘴论坛期间，刘鹤副总理书面致辞，再度指出“我们仍面临经济下行的较大压力，但形势正逐步向好的方向转变，一个以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展的新格局正在形成”。

我们认为，在过去的五年间，我们面临的外部环境在发生变化；经济-贸易-科技-教育等领域的全球化有放缓态势，贸易保护主义有所抬头。今年的疫情在全球范围的蔓延和各国的应对举措，进一步反映出这些变量仍在继续演进中。总书记的表述可能是中国经济发展模式变局的关键信号，“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，可能是十四五期间的重要指导方向。外部环境不确定性可能进一步加大，完善自我是最好的主动应对思路。

## 6月工业增加值同比或基本持平5月份，盈利改善依赖价格端

高频数据显示，从同比增速角度，6月份各行业生产较5月份有改善、也有回落，结构上涨跌互现。北方重点港口煤炭调度量同比、重点钢厂螺纹钢产量同比较5月明显改善；炼油厂开工率基本持平；六大集团耗煤量同比增速有所回落。我们认为，今年6月份到三季度，工业增加值月度增速可能会维持在相对稳定的区间，预计6月工业增加值同比基本持平5月份，当月同比+4.5%。

但一些因素仍可能成为数据的扰动项：

1) 6月中上旬，北京再度出现新增疫情、疫情响应机制再度升级，商旅活动、线下消费的信心可能重新受到影响，对新增疫情的溯源、排查等工作，可能重新给企业生产活动带来不确定性。疫情影响完全消除仍需等待疫苗通过测试并大面积应用。

2) 外需和出口订单面临下滑压力。三季度，我们仍然判断工业生产主要的不确定性来自外需，从出口交货值/营业收入来衡量，影响比较大的行业可能包括电子加工业、电气机械、纺织服装、家具制造等方面。

3) 近月来运输和机械设备产销较旺，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，今年三季度能否维持4-5月份的强势仍有待观察。

4) 今年南方地区入梅较早、降水量较大，梅雨季节洪涝灾害风险加大，可能对6月份工程施工造成一定的干扰。

今年二季度，工业企业盈利改善主线具有一定的特定性和延续性：一是科技附加值较高的行业，二是基建相关行业，三是纺织-医药等防疫物资产业。我们认为，从6月份到今年三季度，盈利改善主线仍将维持以上基本思路。今年4-5月，工业企业产成品周转天数缩短、产成品库存同比延续回落，说明社零消费、基建等方面需求的复苏速度已逐渐超过生产。我们判断，下半年机械设备、专用设备、医疗设备等行业有望率先进入主动补库存。

图表2： 预计6月份工业增加值同比增速基本持平5月份



资料来源：Wind，华泰证券研究所

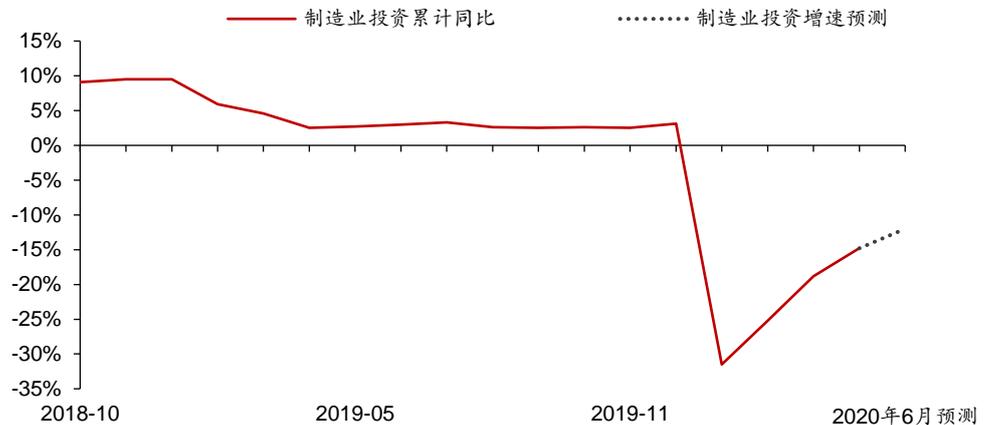
## 基建地产投资多空因素扰动

我们预计 1-6 月整体固定资产投资增速为-4.2%；预计制造业投资累计同比-12%，地产投资累计同比 1.3%，基建投资累计同比-1.8%。

5 月份制造业、地产、基建投资当月同比增速分别为-5.3%、+8.1%和+8.3%。制造业投资降幅尽管较前值收窄，但如我们所期，当月同比仍在负增长区间。外需下行+部分行业库存积压+盈利改善幅度有限，相对生产、消费、基建、地产等，制造业投资数据改善相对缓慢。

制造业各子行业表现呈现分化，对于通信电子、仪器设备和医药制造等一部分有明确受益逻辑的子行业（主动加大科技领域投入、强调自主可控，以及疫情带动相关需求），企业相对有信心加大投资；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、应对外需下行冲击。我们预计 6 月份制造业投资当月同比-4.5%左右；对应 1-6 月制造业投资累计同比为-12%。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。

图表3： 预计 1-6 月制造业投资累计同比延续修复



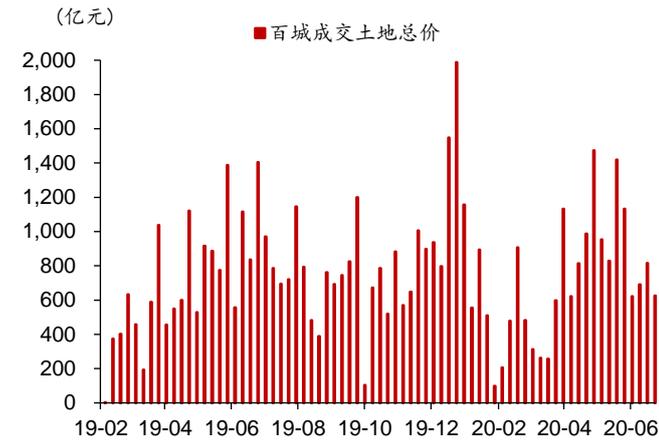
资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计 1-6 月房地产开发投资累计同比 1.3%左右（1-5 月为同比-0.3%）。从高频数据看，6 月份土地成交的热度下降，土地购置费对投资的拉动作用可能边际减弱。施工强度也或受到气候因素压抑。但是前期拿地与销售改善可能还在支撑地产开工继续走强、玻璃价格显示地产竣工不弱，PPI 回暖对地产投资亦有支撑作用。因此预计地产投资当月增速小幅放缓，但累计增速继续上行并实现转正。

向下半年看，地产投资取决于新开工能否持续走强、开工又取决于库存去化是否顺畅、而销售又很大程度取决于货币政策与地产调控政策的互动。货币政策角度，疫情与经济逐步向好发展，政策救急紧迫性下降，政策后遗症开始受关注，央行行长易纲 6 月 18 日在陆家嘴论坛中提及，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出。我们认为，央行的关注点正在由短期保增长、向中期防风险的目标再平衡，流动性最为宽松的阶段已经过去，进而房价上涨预期有望收敛，无论是销售端还是融资端，房企到位资金都可能弱化。

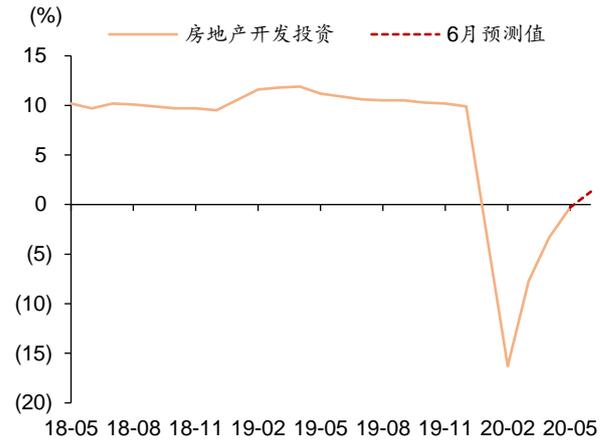
地产调控政策角度，近期地产销售与投资数据表现出的韧性，降温放松地产政策的预期，预计下半年会坚守需求端调控底线，尤其对地价房价会保持较低容忍度，这决定了商品房销售在近期需求集中释放后，增速可能会慢下来，开工投资也会缺少快速上行的支撑力。

图表4：6月份土地成交的热度下降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：预计1-6月房地产开发投资累计同比走高至1.3%左右



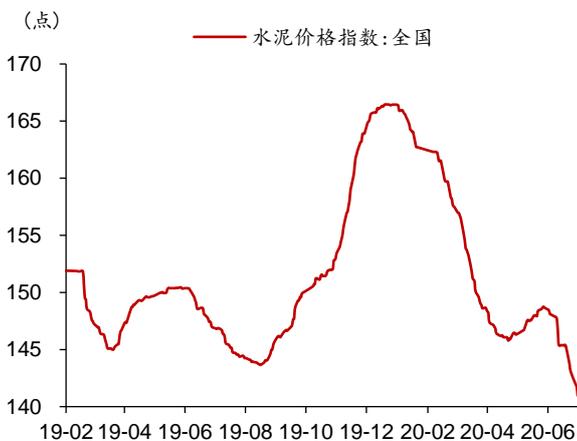
资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计1-6月基建投资（不含电力）累计同比收窄至-1.8%左右（1-5月为同比-6.3%）。预计基建投资（含电力）累计同比-0.2%，接近转正。当月基建投资利弊因素交织，一面是财政对基建支持力度加大。我们认为5月是财政负债端扩容阶段，据财政部，5月发行新增专项债约1万亿元，同比多增0.9万亿元，而新增财政存款同比多增0.8万亿元，说明这批专项债资金还有较大部分未能及时形成投资。预计6-7月会加快国库资金到项目的拨付、资金从项目单位到施工用料的投资支出，因此6月基建投资增速仍有上行基础。

但另一面是南方雨季洪涝对户外施工的客观干扰。月初以来我国经历了大范围强降雨过程，南方多个省市遭遇洪涝灾害，当月基建与地产施工投资都可能受此负面影响，水泥价格亦有体现。但我们认为，气候因素只是阶段性扰动，短期影响施工进度，中期反而会催生赶工、甚至农田、水利设施灾后重建需求。

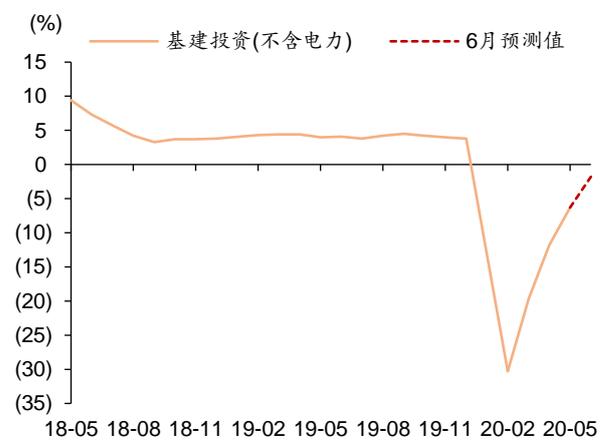
6月23日财政部发布《关于修订2020年政府收支分类科目的通知》，增设抗疫相关政府收支分类科目，明确抗疫特别国债资金投向，基础设施建设是主要受益对象，包含公共卫生体系建设、重大疫情防控救治体系建设、粮食安全、能源安全、应急物资保障、产业链改造升级、城镇老旧小区改造、生态环境治理、交通基础设施建设、市政设施建设、重大区域规划基础设施建设。6-7月特别国债将密集发行完毕，下半年基建提速逻辑仍清晰。

图表6：6月水泥价格走弱



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：预计1-6月基建投资（不含电力）累计同比收窄至-1.8%左右



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 预计6月社会消费品零售总额同比转正

5月社会消费品零售总额当月同比-2.8%，降幅较4月收窄4.7个百分点，环比来看，当月表现依次为餐饮>除汽车以外的商品零售>汽车。我们预计，餐饮业、线下零售等领域环比回升幅度将持续强于历史季节性表现，6月分项消费的环比表现强弱排序或与5月份保持一致。叠加“618”购物节等刺激拉动，6月份社零消费当月同比增速有望转正。预计6月社会消费品零售总额同比增速+2.6%，当月同比增速转正；预计1-6月社零消费累计同比为-11.1%。

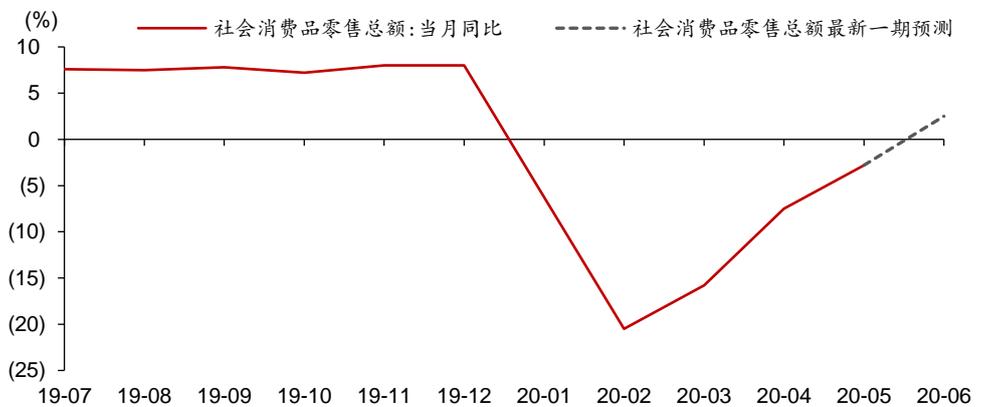
6月中上旬，北京疫情出现局部反复，北京作为全国最核心的商务差旅目的地之一，疫情的反复可能对商旅活动造成一定的冲击。但从全国维度看，可选消费加速修复的态势较为明确。制约消费意愿的最大掣肘仍是失业率处于高位、居民收入预期下行。我们预计，社零累计同比增速转正可能要到今年四季度。

全国各地陆续出台的促消费政策，其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。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。

线下消费业态快速恢复，商场、饭店客流量明显加大，是5月份消费数据的主要拉动因素。6月中上旬北京再度出现局部新增疫情，但因控制较好，其他地区暂未出现明显的疫情反复，预计线下消费环比反弹趋势可延续。

我们预计地产产业链的家电、家具等消费门类有望延续回升，但国家目前仍审慎对待地产销售调控边际放松，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。

图表8： 预计2020年6月消费增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 美元计价，预计6月出口同比-1%、进口同比-7.2%

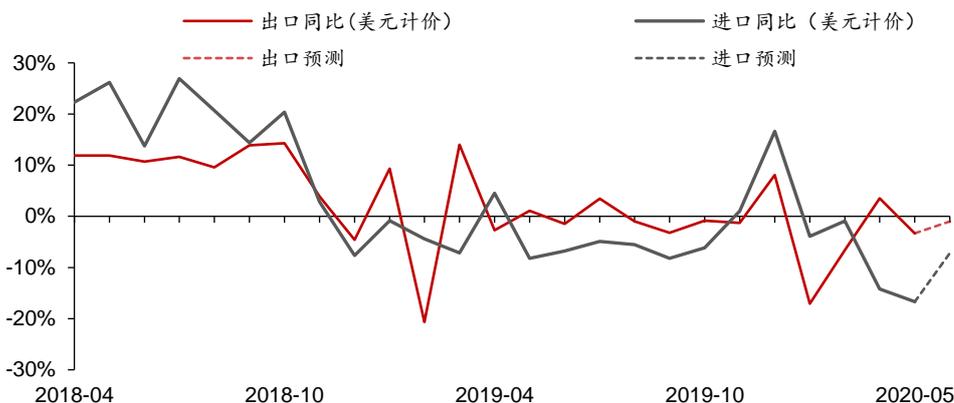
我们预计6月份出口（美元计价）同比增速为-1%，进口同比增速为-7.2%；贸易顺差可能有所缩窄，预计当月贸易顺差为592.1亿美元。出口下行压力将逐渐体现，我们判断6月份出口同比增速较5月份小幅回升，主要是从基数角度的考量。

在当前背景下，对海外主要经济体，外贸端同时面临着“需求整体衰退”和“供给（生产能力）短期整体下行”的冲击。而国内供给>海外供给是近期外贸数据的主导逻辑，使得出口下行幅度<进口下行幅度。因为中国境内疫情较早得到控制、国内企业较快复工复产，因而一部分全球贸易需求对应的生产订单，可能从其他经济体转移到中国来完成。这一逻辑突出反映在医疗物资出口方面。影响进口同比走低的因素主要是外部供给能力的不足。

我们判断，对未来外贸数据的主导逻辑可能切换为外需下行幅度>内需，贸易顺差或将收窄。海外疫情尚未完全受控，至少未来一两个季度，主要经济体需求仍存下行压力，大概率仍会在我国出口数据上有所反映。同时，对GDP形成贡献的衡量指标应是“出口-进口”的净出口；我们认为仍将维持贸易顺差格局，但今年三季度贸易顺差或将收窄。

近期习总书记和刘鹤副总理连续提到要建立“国内循环为主，国内国际双循环”的经济格局，我们认为这将是中期趋势，一方面应对大国博弈加剧、国内产业链仍有缺失的现状，需要主动补短板，降低关键技术的对外依存度；另一方面，应对外需下滑的风险，国内外需敏感度较高的行业需采取转型，摆脱就业、经济拉动等方面对外需的过度依赖。国内循环为主要的求更多去挖掘内需潜力，并建立国内供给为主要的要素投入体系，这或将是未来中期政策制定的主要指导方向。

图表9： 预计2020年6月进出口增速（美元计价）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 预计6月全国调查失业率5.9%，环比持平

我们预计6月全国城镇调查失业率为5.9%，环比持平。我们预计6月新增就业人数是年内高点，但失业率仍面临多重压力。其一，6-7月为国内高校毕业生季，大量新生劳动力进入市场待就业。今年毕业季压力突出，一是当年高校毕业生数量仍然较大，二是今年经济增速可能是前后多年的低点，经济体吸纳新增就业难度较大；其二，6月国内疫情局部反复对当地就业市场存在冲击；其三，南方雨水洪涝影响建筑业开工施工，可能减少对建筑业用工吸纳；其四，6月PMI显示小企业景气度显著走弱，给就业市场带来不稳定因素。

我们预计7月份失业率冲高的风险较大，但以短期摩擦性失业为主，8月是更为关键的观察窗口。我们认为失业率是宏观政策的目标锚，若8月调查失业率在6%以上，可能会诱

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\\_4147](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4147)

