



# 张瑜 6 月经济数据前瞻：类滞胀越来越近



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张瑜



根据《证券期货投资者适当性管理办法》及配套指引，本资料仅面向华创证券客户中的金融机构专业投资者，请勿对本资料进行任何形式的转发。若您不是华创证券客户中的金融机构专业投资者，请勿订阅、接收或使用本资料中的信息。本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。感谢您的理解与配合。

### 主要观点

6月经济数据比较重要。一方面公布2季度的GDP数据，以更加全面分析经济运行状况。另一方面，公布6月的经济、物价数据，可以辅助判断短期经济走势。我们倾向于认为，从季度视角看，2季度的经济处于温和复苏状态，是否过热有一定的争议，但相比今年1季度是大幅好转的。

下半年开始，预计经济在地产销售、出口小幅回落，基建、消费对冲力度偏弱综合影响下，会逐步走弱。对于物价，在油价短期难言见顶的情况下，3 季度 PPI 环比大概率依然为正。经济下半年走向类滞胀的概率在逐步加大。

就 6 月数据而言，经济明显走弱。PPI 环比上行幅度大幅趋缓，但在石油相关工业品带动下，整体依然在上涨。类滞胀的痕迹越发明显。

### 6 月经济方面：在走弱

如果剔除掉短期的扰动对 6 月经济带来的负面影响（7 月能恢复的，主要是矿山限产带来煤炭生产受限，广东疫情导致出口、服务业受影响），6 月经济的弱还受两个因素的影响较大。

第一，汽车缺芯。三季度能否缓解存在较大不确定。但缺芯问题带来的影响较大，一方面，汽车制造业生产、需求指数连续两个月位于收缩区间。汽车轮胎开工率近两个月处于低位。另一方面，汽车零售有明显的走弱趋势。乘联会数据，6 月截止至 27 日，当月汽车零售同比为-5%。低于 5 月的 3.8%。此外，制造业投资中，汽车产业的投资 5 月单月增速大幅下行（-15%），6 月可能同样不容乐观。

第二，建筑业景气回落。我们估计主要受基建偏弱、地产由于前期拿地不足导致新开工持续偏弱两个因素的影响。佐证指标 6 月建筑业 PMI 弱于季节性、螺纹表观消费、水泥价格弱于往年。建筑业景气的走弱导致部



分行业生产走弱,如黑色金属冶炼及压延加工 6 月生产指数降至 50%以下。

具体数据方面,预计 6 月工业增加值同比增速 7.2%,相比 2019 年平均增速为 6.0%。预计 6 月社零增速同比为 11.2%,对应两年平均增速为 4.5%,与 5 月持平。预计 6 月出口相较 2020 年同比+16%,相较 2019 年复合增速+7.8%。预计固投 1-6 月累计增速为 12.3%,两年平均增速为 4.3%。

预计 2 季度 GDP 增速 8.0%-8.5%,两年平均 5.5%-5.8%之间。

6 月物价方面: CPI 低位盘整, PPI 高处震荡

预计 6 月 CPI 同比震荡回落至 1.1%左右。翘尾因素基本平稳,但食品价格下跌拖累新涨价表现。预计核心 CPI 环比 0.1%基本持平于往年平均,核心 CPI 同比进一步小幅反弹至 1.1%左右。

6 月 PPI 同比预计小幅回落至 8.8%左右。从高频数据看,6 月国际油价表现强势,一路持续上涨,至月底布油站上 75 美元/桶,月均价格较 5 月环比上涨 7.5%。但铜价及螺纹价格本月表现平淡, LME 铜期货 6 月均价环比下跌 5.5%,螺纹期货 6 月均价环比下跌 8.3%。

6 月金融数据方面: 社融增速下行斜率放缓

预计 6 月新增社融在 3 万亿左右,社融增速或进一步下行至 10.7%,社融下行幅度放缓,但趋势仍难转变。预计 6 月对实体信贷新增 1.7 万亿,同比少增 2000 亿,对比 2019 年基本持平。6 月下旬,多个热点二三线城市

市出现银行暂停受理二手房贷款的现象，预计对贷款投放规模形成负面影响。

风险提示：工业品价格超预期上行。

## 报告目录

# 目 录

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 一、物价：CPI 低位盘整，PPI 高处震荡..... | 3 |
| 二、生产：回落幅度略有加大.....          | 3 |
| 三、投资：平稳偏弱.....              | 3 |
| 四、进出口：或皆小幅回落.....           | 4 |
| 五、消费：扰动因素较多，判断难度较大.....     | 4 |
| 六、社融增速下行斜率放缓.....           | 4 |

## 报告正文

—

## 六月经济数据前瞻

### （一）物价：CPI 低位盘整，PPI 高处震荡

预计 6 月 CPI 同比震荡回落至 1.1%左右。翘尾因素基本平稳，但食品价格下跌拖累新涨价表现。具体来看，翘尾因素 6 月为 1.0%，较 5 月抬升 0.1 个百分点。食品项除水产品外全面下跌，猪肉价格加速下行，养殖

户大猪供给量加大，市场消化困难。6月猪肉均价环比下跌15.5%，蔬菜均价环比下跌2.4%。非食品项中，国内汽格（标准品）月均价格环比继续上涨2.3%（前值上涨2%），对CPI形成一定支撑。另外，预计核心CPI环比0.1%基本持平于往年平均，核心CPI同比进一步小幅反弹至1.1%左右。

6月PPI同比预计小幅回落至8.8%左右。从高频数据看，6月国际油价表现强势，一路持续上涨，至月底布油站上75美元/桶，月均价格较5月环比上涨7.5%。但铜价及螺纹价格本月表现平淡，LME铜期货6月均价环比下跌5.5%，螺纹期货6月均价环比下跌8.3%。伴随政策对于大宗商品价格的关注，国内多数商品价格出现回调。6月政策提高部分钢铁产品出口关税、督促煤炭企业增产、组织投放铜、铝、锌国家储备。国内PMI出厂价格指数也回落至51.4%，为2020年6月商品价格全面反弹后的最低值，但仍然在50以上。宏观视角看，全球流动性及经济修复动能依然对大宗商品价格形成支撑，6月PPI同比虽然大概率震荡，但预计PPI环比仍然为正，市场通胀压力依然较大。

## （二）生产：回落幅度略有加大

预计6月工业增加值同比增速7.2%，相比2019年平均增速为6.0%。

6月，短期负面扰动因素增加，叠加建筑业景气回落，生产回落的幅度可能会有所加大。



短期扰动有三个：1) 汽车缺芯问题依然很严重。三季度能否缓解存在较大不确定。汽车制造业两个指数连续两个月位于收缩区间。汽车轮胎开工率近两个月处于低位。2) 百年大庆之前，安全监管升级，煤炭供应紧张。连带电力供应紧张。这一负面扰动有望在 7 月开始随着矿山复产而得到大幅缓解。3) 广东疫情导致深圳港运转效率下行，港口出货量明显回落。这一负面扰动 6 月下旬开始基本已经消除。

建筑业景气回落也对工业生产带来负面影响。6 月建筑业 PMI 偏弱(与 5 月持平，但 2014-2019 年 6 月建筑业 PMI 都高于 5 月)。黑色金属冶炼及压延加工 6 月生产指数降至 50%以下。

### (三) 投资：平稳偏弱

预计固投 1-6 月累计增速为 12.3%，两年平均增速为 4.3%。

对于制造业投资而言，尽管产能利用率较高，但实际制约因素也很多。一是上游产能投资受限，尽管利润持续上行，但投资增速并未持续走强。5 月，黑色、有色、化纤、非金属矿物制品等上游行业单月投资增速都有所回落。一旦汽车缺芯问题持续化也会影响下游汽车。二是出口汽车制造业的

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\\_33633](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33633)

