

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

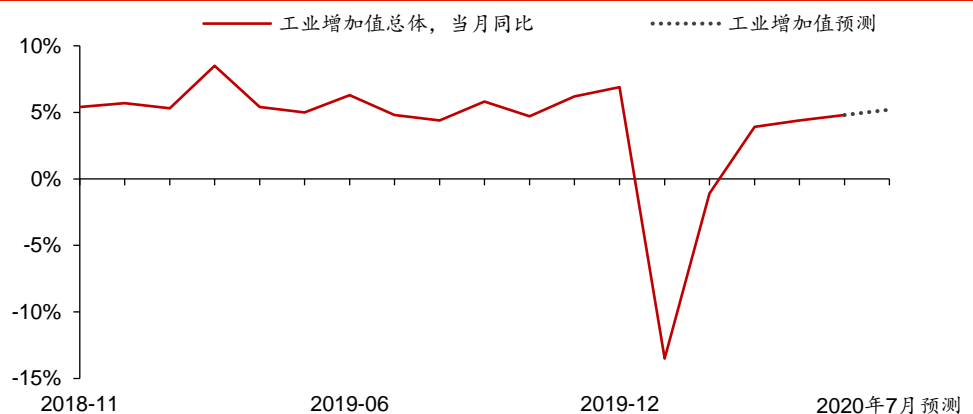
今年二季度，采矿业、制造业和电力-热力-燃气水生产供应业增加值均实现由降转升，同比分别增长1.1%、5.1%、3.2%，其中制造业恢复最为明显，增速接近上年同期水平（去年二季度同比增速均值+5.5%）。我们认为，三季度工业生产端的积极因素主要体现在：外需有缓步回暖迹象，海外复工仍受限制，医疗物资/电子产品等出口量可能维持较大，对相关工业生产形成拉动，高技术产业生产端维持高增速。但今年南方地区入梅较早、梅雨季持续时间长，7月份，南方多地发生洪涝灾害或面临洪灾威胁，气候灾害风险可能对三季度工程施工造成一定干扰。

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

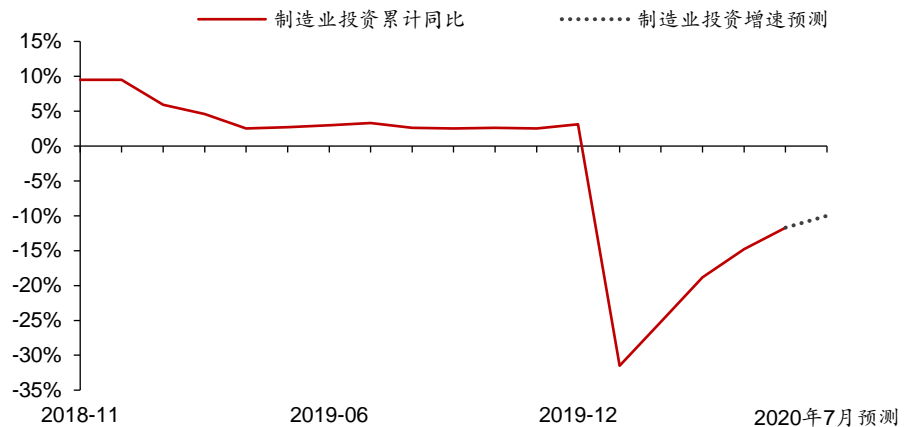
地产投资仍有韧性，洪水灾情对基建的影响“短空长多”

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

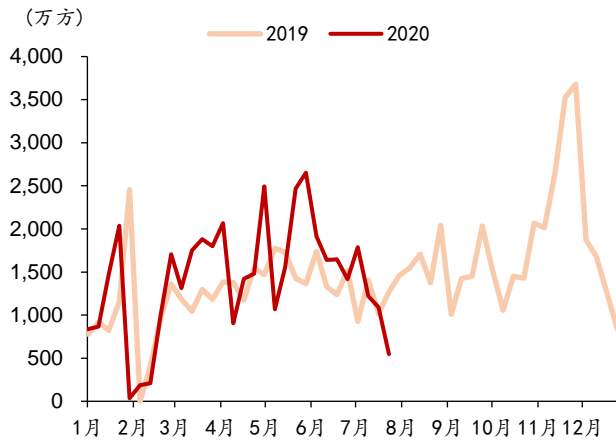


资料来源：Wind，华泰证券研究所

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。

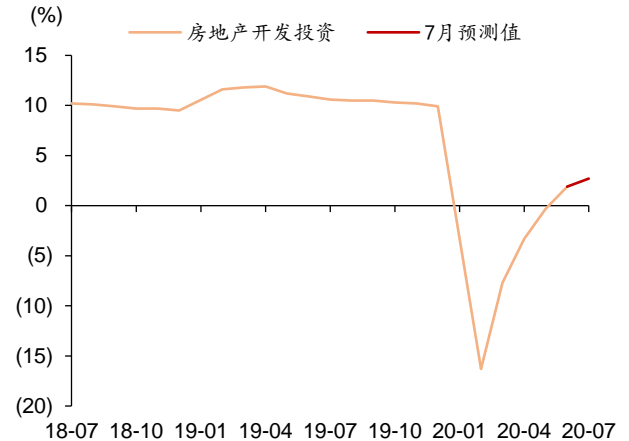
7月24日房地产工作座谈会重申“房住不炒、房地产不作为刺激经济手段、三稳与因城施策”，坚持以稳为主的调控思路，释放了房地产从紧从严的政策态度。近期央行、银保监会等金融主管部门也高度重视资金过度或违规流入房地产的问题。这意味着商品房销售在近期需求集中释放后，增速可能放缓，房地产投资在拿地到开工环节压缩的情况下，虽有望保有一定的韧性，但景气度在边际弱化。整体上，我们认为今年二季度是楼市最快的修复期，下半年投资韧性强于销售，但可能难以再成为拉动下半年经济修复的主力。

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

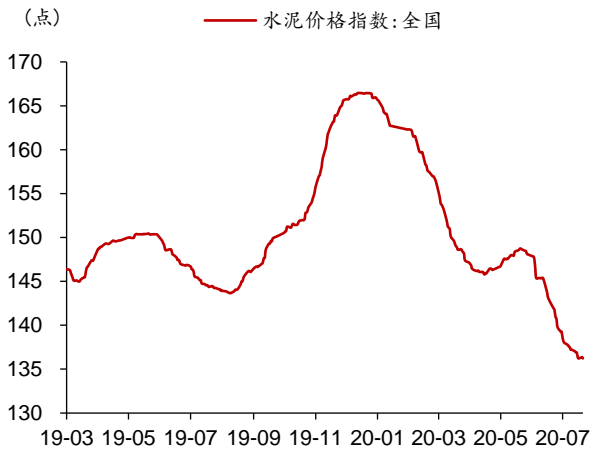
图表5：预计1-7月房地产开发投资累计同比走高至2.7%左右



资料来源：Wind，华泰证券研究所

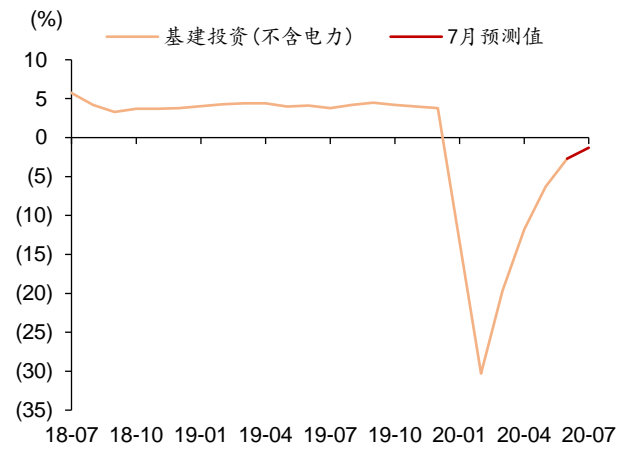
我们预计1-7月基建投资（不含电力）累计同比收窄至-0.5%左右（1-6月为同比-2.7%）。7月份雨水洪涝对基建的不利影响仍在，但自然灾害对投资的影响是“短空长多”，并且特别国债逐步拨付、第四批专项债蓄势待发。二季度疫情与经济好转，可能带来政策重心回归，但可能主要体现在货币政策上。财政政策因预算安排周期、投资项目规划等因素，决策流程较长，一旦启动短期难以“踩刹车”，因此我们对下半年基建投资增速继续上台阶保持乐观态度，在雨季之后有望不断加速，建筑业或维持较高的景气度。

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。

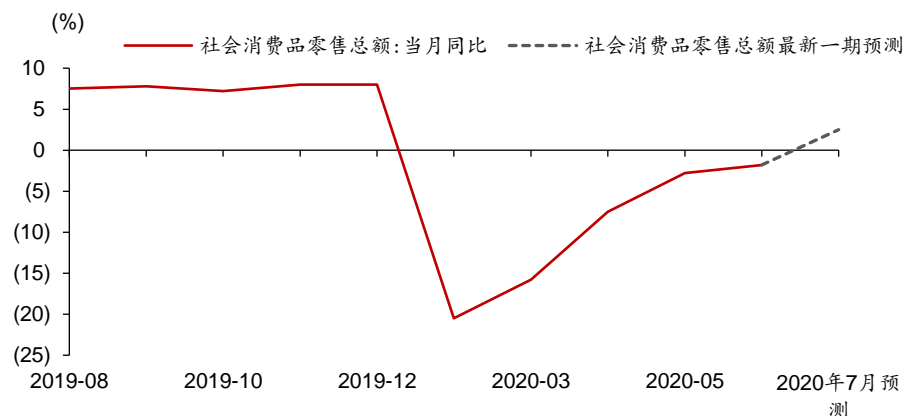
6月份，从行业角度环比来看，当月表现依次为餐饮>汽车>除汽车以外的商品零售；同比来看，地产相关消费、服装-化妆品-珠宝消费表现较强，餐饮消费同比仍有较大跌幅，而汽车消费同比增速较前值下行。我们预计7月汽车消费环比出现回落；而餐饮和线下零售环比表现仍将显著强于历史季节性。

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

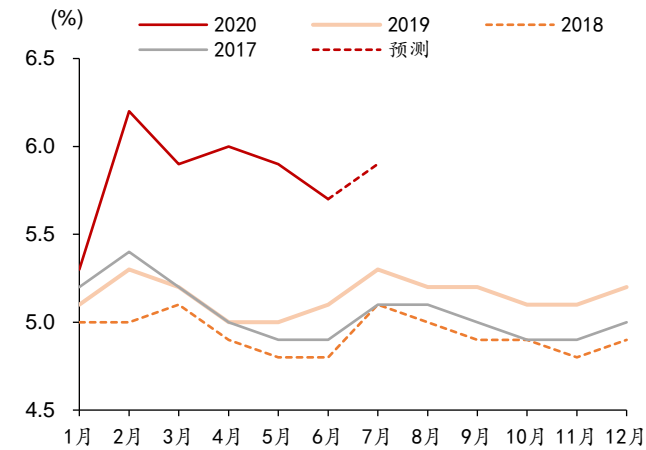


资料来源：Wind，华泰证券研究所

预计7月全国调查失业率5.9%

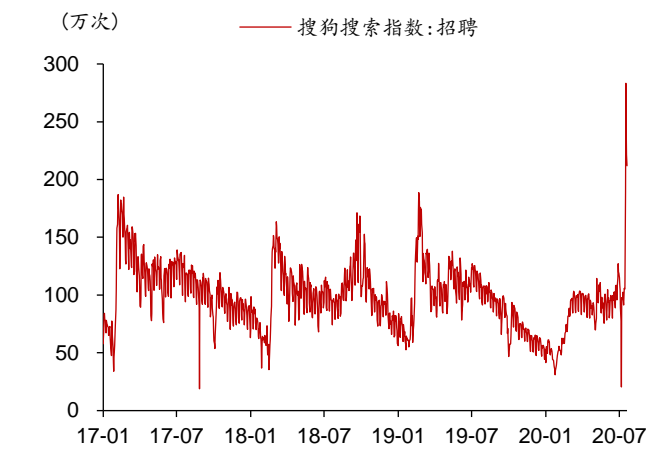
我们预计7月全国城镇调查失业率为5.9%，环比走高0.2个百分点。失业率走高的压力主要来自于新增高校毕业生，具有一定季节性规律。由于今年高校毕业生数量创新高、但实体吸纳新增劳动力的能力相对较弱，尤其是经济冷热不均的改善之下，结构性失业问题可能相对突出，例如建筑业可能用工需求旺盛但可能较少大学生愿意做建筑工。此外，新疆、辽宁等地再次出现本地疫情、南方洪涝都可能给就业市场带来扰动。我们认为7月失业率虽然压力较大，但尚以短期摩擦性失业为主，8月会是更为关键的观察窗口，若失业率意外反弹至6%以上，可能会诱发财政与货币政策更加积极、稳就业政策多点发力。

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%

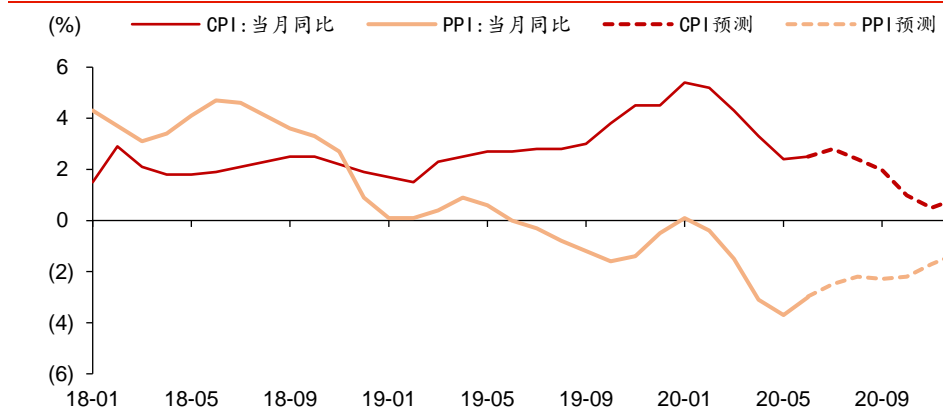
我们预计7月CPI环比0.7%，同比2.8%。7月受南方降雨洪涝的持续影响，部分食品价格持续处于上行区间。农产品批发价格指数环比3.1%，同比5.1%，较5月回升2.3个百分点，农业部口径猪肉、蔬菜、水果价格环比分别为14.9%、7.3%、-6.4%。

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

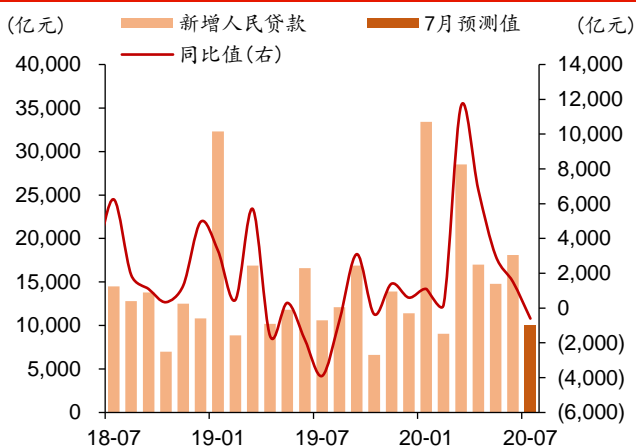
预计7月社融新增1.4万亿，M2同比10.9%

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。

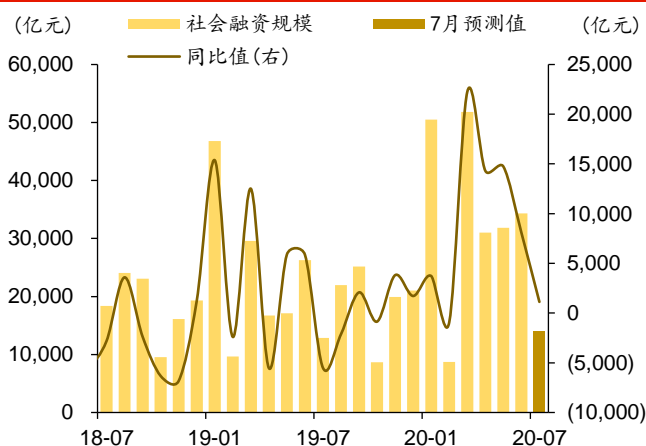
我们预计7月M2同比10.9%，M1同比6.5%。近期打击融资购买结构性存款套利是监管重点任务之一，压减结存规模、实体经济活力修复意味着M2与M1剪刀差有望继续收窄。但由于房地产政策边际从紧，商品销售热度降温可能约束了M1增速反弹。

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。

据海关总署，6月份出口(美元计价)同比增速+0.5%，进口同比+2.7%；当月贸易顺差464.2亿美元，较5月有所缩窄。6月份出口、进口数据均强于Wind一致预期(依次为-2.9%/-9.7%)。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，货物贸易的修复成为二季度净出口表现较好的主要因素。

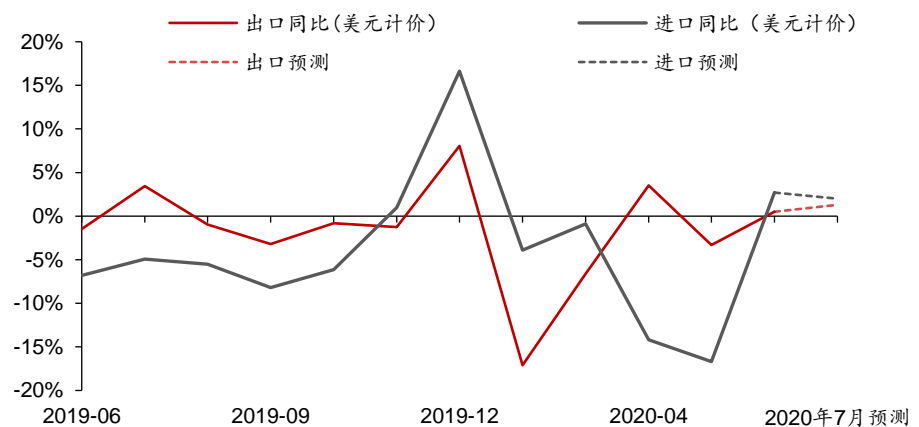
中国是当前全球疫情控制最好的国家，国内企业从3月份就较快复工复产，我国工业产业链条较为完整、生产能力强的优势得以体现，在全球防疫形势严峻的背景下，整个上半年，我国医疗物资相关出口同比大涨。除医疗行业以外，由于其他国家生产能力尚未完全恢复，一部分全球贸易需求对应的其他行业生产订单(如电子加工、汽车生产等)，可能转移到中国来完成。“国内生产强于海外”的逻辑，对我国出口数据起到了一定对冲作用。

二季度，国内各项需求呈现较快修复。6-7月份，尽管海外疫情形势仍未明朗、美国新增疫情仍然较多，但主要经济体在尽力防控疫情的同时，已先后重启复工。国内需求+海外生产陆续修复，6月进口同比转正；同时，我国内需复苏速率逐渐超过生产端，6月份进口数据的改善幅度比出口更大。

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，对应我国进口可能较出口数据表现更为积极，贸易顺差或有所收窄。

近来中美大国博弈局势再现升级，但建立在中国和美国控制疫情现况基础上，我国疫情控制、复工复产、经济韧性明显好于当前的美国，汇率是经济基本面的映射，国内经济稳步复苏为稳定人民币汇率提供了坚实基础。

图表14：2020年7月进出口增速预计（美元计价）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1) 企业资本开支意愿持续受压制，地产投资、制造业投资、消费增速超预期下行；
- 2) 疫情在全球范围内控制情况差于预期，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。
- 3) 中美大国博弈加剧，国内资产价格波动性加大，企业生产和销售受到扰动。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲、朱洵，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张继强、芦哲、朱洵本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司