

日期：2020年06月10日

经济平稳回升 市场分化延续

——2020年5月份宏观经济数据预测



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

报告编号:

相关报告:

■ 主要观点

5月份宏观数据预测：CPI=2.8，PPI=-3.1，出口=-1.8，进口=-2.7，顺差=420（USD）亿，M2=10.5，M1=5.0，新增信贷12000亿，信贷余额13.1，工业5.0，消费0.0，投资-5.0。

■ 市场看法：疫情后市场经济趋复杂

经济格局的市场预期经济将进入疫情后的快速复苏阶段，经济将在2个季度内回复正常，中长期中国经济运行平稳的态势不变，未来中国经济GDP增速的波动，主要是基数差异；市场认为宽松仍将前行，广义货币增长各期市场预期值均有不同幅度上升；“双降”预期（降息、降准）趋弱，降准趋势虽仍是市场共识，但货币预期趋松的同时债市利率预期也上行。

■ 我们看法：经济状况平稳中趋好

2季度中国经济的各项数据将全面转正，但海外疫情冲击仍未消除，外需仍将延续低迷，内需调结构和适度加杠杆对冲需求下滑冲击的政策基调下，复苏进程或有缓慢提升，但年内中国经济回升温的总态势不变。“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。综合来看，短期由于供求两方面都受到影响，2020年经济增长将延续平稳回升态势。国内疫情已得到控制，对冲性宏观政策也已出台，经济在多项政策效应综合影响下，回升方向不变。

■ 房地产市场：成交平稳、价格坚挺

疫情带来的货币宽松直接刺激了楼市投机热情。由于资本对房地产市场的依赖，地方政府、银行、资本等各方对楼市利率的高度一致性，楼市价格在各方努力下维持坚挺。楼市泡沫不破，虽然给经济短期维持平稳创造了条件，但对社会整体利益和经济长远发展却带来了实在的损害。“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，并非周期性应对策略，不排除未来仍会有其它限制短炒资金的政策陆续出台，以构建中国楼市独有的管理框架。

■ 经济延续回升，政策渐归正常

前期偏于宽松的流动性环境，主要为了防止疫情对经济的影响。随着经济进入后疫情时代，宽松货币政策的负效应将逐渐显现。中国房地产领域的资产泡沫一直未能有效缓解，并已对经济内生增长构成了实质伤害，未来货币偏松局面如不能及时调整，经济转型和升级的发展目标将得到根本性伤害。货币政策效应转向积极，也意味着后续货币增长适度回落，也不会对经济运行造成压力。

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法：疫情后市场经济趋复杂

经济格局的市场预期表明——由于经济运行本身面临转型时期的较大压力，疫情后经济复苏步伐比较缓慢。短期看的经济将进入疫情后的快速复苏阶段，经济将在2个季度内回复正常，中长期中国经济运行平稳的态势不变，未来中国经济GDP增速的波动，主要是基数差异；受海外疫情恶化态势影响，市场对中国出口增长维持了偏软态势的判断，表明市场认为中国经济未来的增长主要依靠内需复苏。2季度经济增速维持平稳，表明前期工业的快速反弹并没有影响市场预期；市场对下半年经济运行基本恢复正常的预期维持不变，3、4季度的经济增长预期平稳，表明市场对经济格局看法稳定。市场价格分化看法依旧，认为结构性矛盾依旧。前期货币政策放松引发了市场对流动性偏松的预期，本次预期表明市场认为宽松仍将前行，广义货币增长各期市场预期值均有不同幅度上升；“双降”预期（降息、降准）趋弱，降准趋势虽仍是市场共识，但货币预期趋松的同时债市利率预期也上行。投资的市场预期仍只为温和复苏态势；外贸预期继续恶化，主要体现当期经济活动的工业预期继续改善，但政策重点的消费预期，市场预期却仍谨慎，最新预期甚至有所下调。整体看，市场预期对经济的信心仍然较弱。

我们看法：经济状况平稳中趋好

预期2季度中国经济的各项数据将全面转正，但海外疫情冲击仍未消除，外需仍将延续低迷，内需调结构和适度加杠杆对冲需求下滑冲击的政策基调下，复苏进程或有缓慢提升，但年内中国经济回升温和的总体态势不变。笔者一直认为，疫情对经济的影响是短期的，后续政策宜以救助为主，不宜加大刺激，从两会公布的政策基调看，中国宏观调控并没有采用过去的强刺激性激励。中国坚持以结构调整为核心的稳健政策基调，不仅在疫情防控上给西方提供了有效经验，在宏观调控上也是如此。两会再度提高了普惠金融增长比重，表明金融扩张仍以实体部门为重心，对流动性扩张给资产泡沫的影响保持高度的警惕，对中小企业的金融救助实际上也已受到疫情真实冲击为标准。“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。综合来看，短期由于供求两方面都受到影响，2020年经济增长将延续平稳回升态势。国内疫情已得到控制，对冲性宏观调控政策也已出台，经济在多项政策效应综合影响下，回升方向不变。

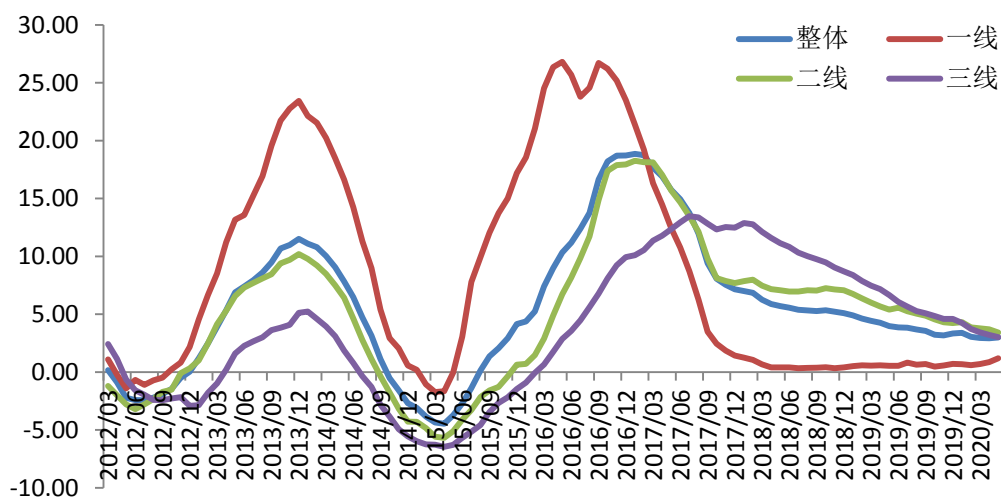
5 月高频数据分析

房地产市场：成交平稳、价格坚挺

疫情带来的货币宽松直接刺激了楼市投机热情。由于资本对房地产市场的依赖，地方政府、银行、资本等各方对楼市利率的高度一致性，楼市价格在各方努力下维持坚挺。楼市泡沫不破，虽然给经济短期维持平稳创造了条件，但对社会整体利益和经济长远发展却带来了实在的损害。“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，并非周期性应对策略，不排除未来仍会有其它限制短炒资金的政策陆续出台，以构建中国楼市独有的管理框架。

2020 年政府工作报告仍然维持了对楼市的政策基调——坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。从各地对楼市的监管态势看，中央对楼市泡沫压制的决心是坚决的，但受限于经济运行压力，短期再出台进一步治理手段的可能性也不大，稳住房地产市场也是中国当前的现实选择。5 月份，疫情结束后楼市几个月压制的成交热情被释放，市场短期维持了繁荣，个别地区“抢房”现象重现，这说明全社会对楼市的投机氛围仍然很强烈，对从事实业的氛围仍然低迷，经济内在活力仍有待激发。从百城房价的变动趋势上看，一线城市开始反弹，但二、三线城市则仍然面临有下降压力。

图 1：中国百城房价指数呈现企稳（当月同比，%）



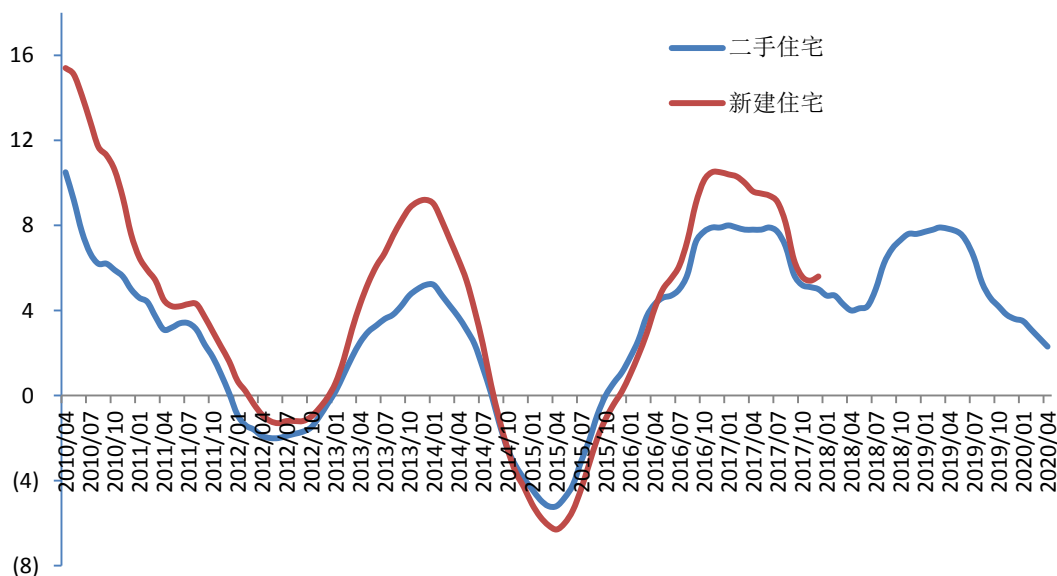
数据来源：wind，上海证券研究所

随着我国新冠肺炎疫情防控向好态势进一步巩固，经济社会秩序进一步恢复，因疫情积压的住房需求进一步得到释放。各地继续坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，70 个大中城市房地产市场价格延续微涨态势，但总体仍较为稳定。4 月份，初步测算，4 个一线城市新建商品住宅销售

价格环比上涨 0.2%，涨幅与上月相同。其中，北京下降 0.3%，上海上涨 0.6%，广州和深圳持平。二手住宅销售价格环比上涨 1.1%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点。其中，北京、上海和深圳分别上涨 1.1%、1.2%和 1.7%，广州持平。31 个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.5%和 0.4%，涨幅比上月均扩大 0.2 个百分点。35 个三线城市因受价格水平较低等因素影响，新建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.4 个百分点，高于一二线城市；二手住宅销售价格较为稳定，环比上涨 0.2%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。

一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 2.9%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 3.0%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 5.6%和 2.2%，涨幅比上月分别回落 0.2 和 0.3 个百分点，均连续 12 个月回落。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 5.1%和 2.4%，涨幅比上月分别回落 0.2 和 0.4 个百分点，均连续 13 个月相同或回落。

图 2：70 城市住宅价格增速延续放缓（当月同比，%）

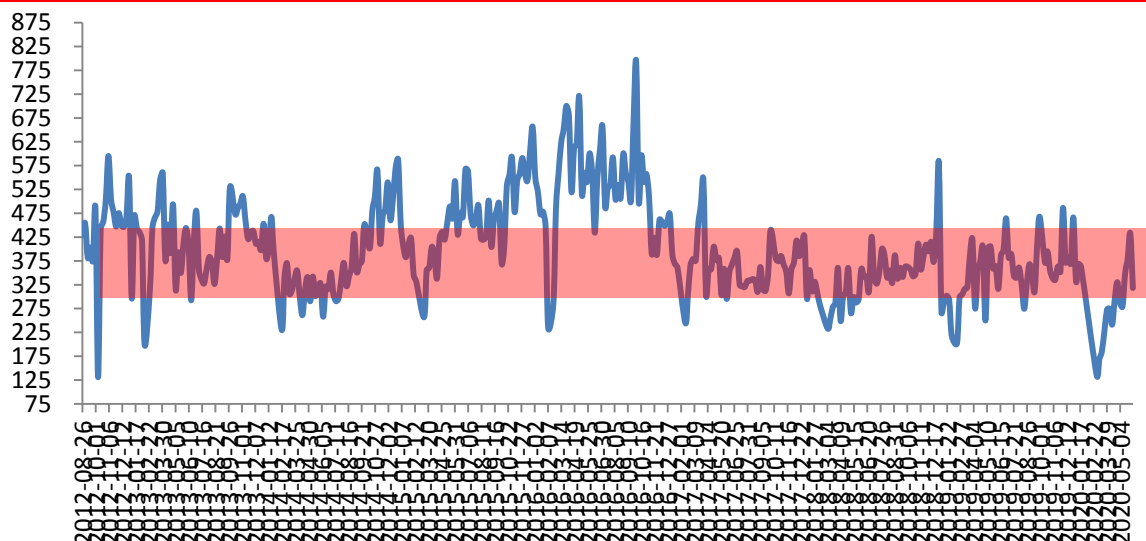


数据来源：wind，上海证券研究所

随着楼市调控的深入，楼市成交已在前期下降台阶的基础上，呈现走稳迹象——2017 年以来持续在新的区间平稳运行。2020 年后，楼市成交新平衡区预计仍将小幅下滑。2020 年 5 月份，全国 30 大中城市的周成交规模平均为 345.63 万方，上月为 285.4 万方，2019 年同期为 353.98 万方，从走势上看，成交已脱离前期疫情期间低点进入正常区间，基本和去年持平。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交不会再上升，楼市成交将在再降低的新平衡区

仍将延续，当前的高成交量能否维持仍有待观察。

图 3：30 个大中城市房屋成交恢复正常（日均/周，万平米）



数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产延续回升

4 月份，随着中央统筹推进疫情防控和经济社会发展各项政策措施逐步落实，经济社会秩序进一步恢复，工业生产同比增速由降转增，多数行业、产品和地区增速由负转正。但从 1—4 月份累计来看，工业生产下降仍较明显，工业经济下行压力仍然较大。

复产水平普遍提高，工业生产逐步恢复。国家统计局相关调查显示，截至 4 月 24 日，规模以上工业企业中，84.6%的企业已达到正常生产水平一半以上，较 4 月初上升 4.1 个百分点；60.8%的企业达到正常生产水平八成以上，较 4 月初上升 9.6 个百分点。4 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.9%，而上月为下降 1.1%，各主要经济类型和大中小型企业均由降转增。1—4 月份，工业增加值同比下降 4.9%，降幅较一季度收窄 3.5 个百分点。

多数行业和地区实现增长，产品增长面持续扩大。分行业看，4 月份，41 个大类行业中，28 个行业增加值同比实现增长，增长的行业数较上月增加 12 个；33 个行业比上月生产加快或降幅收窄。分地区看，31 个省（市、自治区）中，27 个地区实现增长，较上月增加 9 个。分产品看，612 种列入统计的工业产品中，367 种产品实现增长，比上月增加 140 种，增长面为 60.0%，比上月提高 22.9 个百分点；429 种产品增速加快或降幅收窄，占 70.1%。

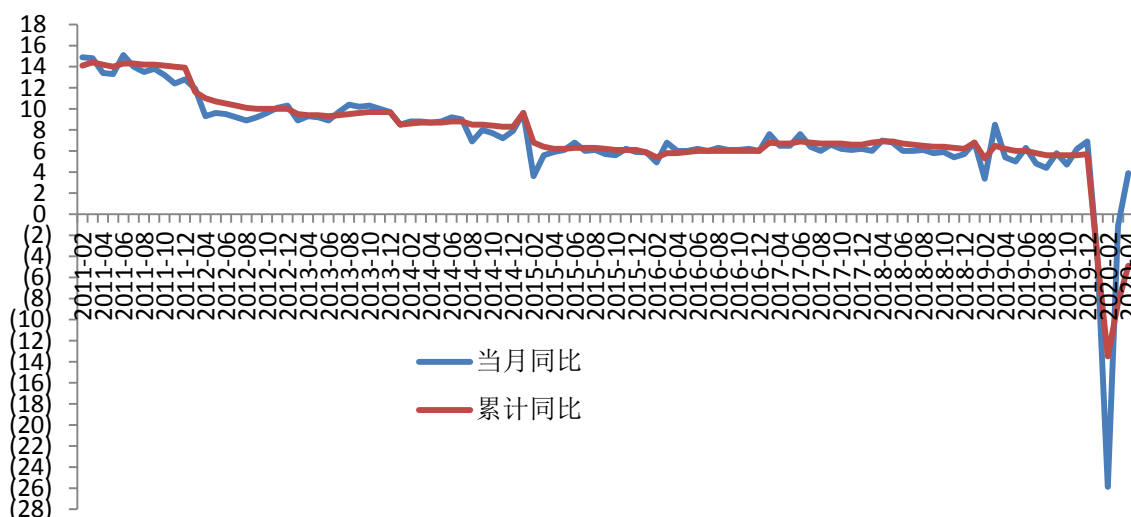
装备制造业明显改善，汽车生产大幅回升。4 月份，装备制造业增加值同比增长 9.3%，上月为下降 3.6%。其中，汽车制造业增长 5.8%，而上月为下降 22.4%；专用设备、仪器仪表、电气机械、金属制品、通用设备行业均由负转正，增速在 7.5%—14.3%之间；计算机电子、

请务必阅读尾页重要声明

铁路船舶航空航天业分别增长 11.8%、5.7%，增速连续两个月加快。分产品来看，4 月份，汽车产量为 210 万辆，同比增速由上月的下降 43% 转为增长 5.1%；工业机器人增长 26.6%，发电机组、挖掘机、混凝土机械、光缆等均增长 40% 以上，增速均较上月加快 10 个百分点以上；电子计算机整机、集成电路、铁路货车、民用钢质船舶增速在 29.2%—115.6% 之间，均较上月明显加快。

尽管 4 月份工业生产继续恢复，但也要看到 1—4 月份累计工业增加值同比仍下降 4.9%，多数行业和产品增速为负，库存上升、利润下降，企业经营困难仍然较多。疫情对工业经济的影响仍在持续，特别是国外疫情的冲击正在显现，工业经济下行压力仍然较大。

图 4：中国工业经济增速变化（%，当月同比）



数据来源：wind，上海证券研究所

可以预计，5 月份的工业经济将延续增长回升状况，我们预计当月同比增长将达 5.0，累计则仍为萎缩状态。

价格延续回落，分化态势依旧

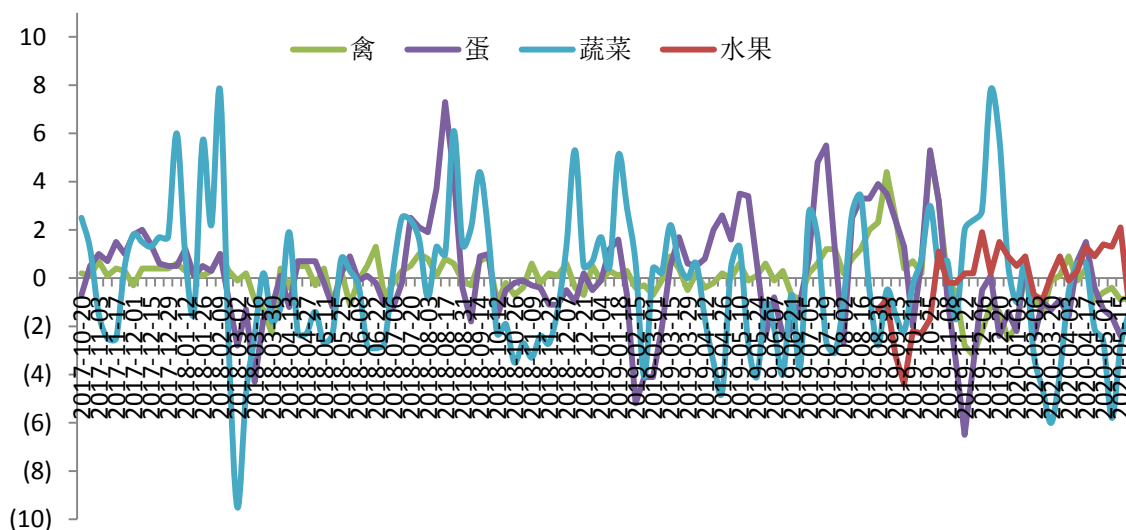
疫情对当期副食品供应影响的冲击已经消除，受季节性因素影响蔬菜、蛋、水果等生鲜食品在 5 月份延续下降，猪肉等主要食用品继续下跌，整体食用品类价格的下降走势更为确定。另外复工复产推进到位，各类日用消费品价格叠加季节性影响，整体下行态势不变。“新冠”疫情不改全年价格回落的总趋势，疫情对供需双方都有压制作用，决定中国通胀走势的还是使用农产品价格，其中猪肉是核心，2020 年猪肉供应紧张持续缓解态势不变，肉价逐步回落；工业品在需求持续低迷下，价格将延续颓势；加上国际大宗商品价格的回落，工业品全年都将延续低迷态势。消费品和工业品价格之间的“剪刀差”将全年延续，但随着消费品价格的逐步回落，差距

也将缩小。

4 月份，国内新冠肺炎疫情防控向好的态势进一步巩固，生产生活秩序加快恢复。从环比看，CPI 下降 0.9%，降幅比上月收窄 0.3 个百分点。其中，食品价格下降 3.0%，降幅收窄 0.8 个百分点，影响 CPI 下降约 0.70 个百分点，是带动 CPI 继续下降的主要因素。食品中，天气转暖，鲜菜供应量增加，价格下降 8.0%，降幅收窄 4.2 个百分点；生猪产能加快恢复，猪肉供给持续增加，价格继续下降 7.6%，降幅扩大 0.7 个百分点；鲜果和鸡蛋供应充足，价格均下降 2.2%。非食品价格下降 0.2%，降幅收窄 0.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.17 个百分点。非食品中，受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别下降 7.5%、8.2%和 3.7%；随着复工复产加快，出行需求增加，飞机票价格上涨 5.6%。

在当前的经济运行背景下，价格的结构分化态势愈发明显，消费品价格受食品供应——主要是猪肉——的影响，在缓慢回落中仍处相对高位，工业品则在周期规律作用下，持续低迷。猪肉在中国百姓日常生活中的重要地位，导致政府对供应的重视程度提升，随着生猪生产逐步见效，以及各种保猪肉供应政策影响下，未来猪价将持续下行态势。我们预计 5 月份 CPI 环比变动为-0.5，在基数效应影响下，CPI 同比为 2.8。

图 6：商务部食品价格指数回落（各类别/周环比，%）

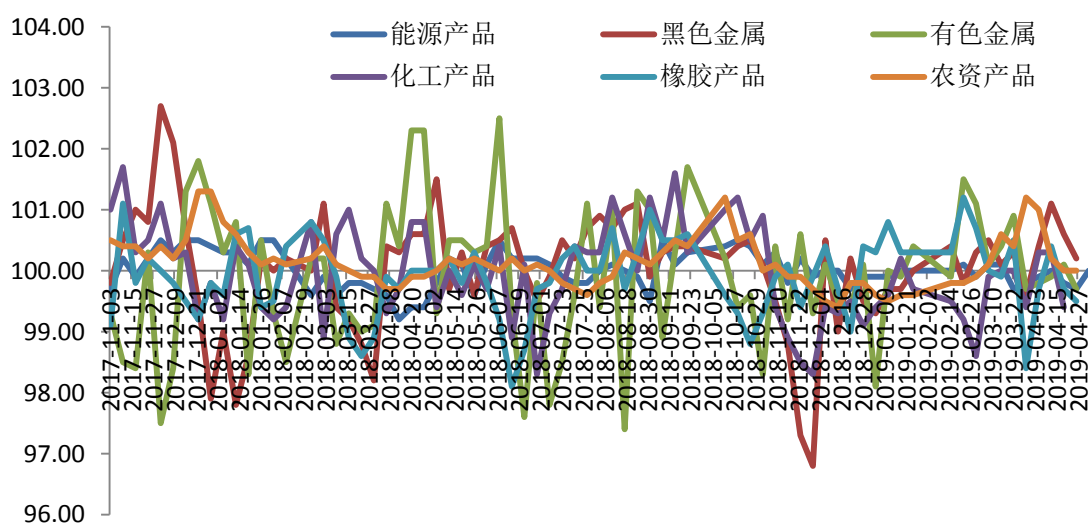


数据来源：wind，上海证券研究所

4 月份，受疫情和国际大宗商品价格持续下降等因素影响，国内工业品价格继续走低。从环比看，PPI 下降 1.3%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点。其中，生产资料价格下降 1.8%，降幅扩大 0.6 个百分点；生活资料价格下降 0.1%，降幅收窄 0.1 个百分点。从调查的 40 个工业行业大类看，价格下降的有 30 个，上涨的有 8 个，持平的有 2

个。受国际原油价格大幅度下跌影响，石油相关行业产品价格降幅继续扩大。其中，石油和天然气开采业价格下降 35.7%，扩大 18.7 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 9.0%，扩大 1.2 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 3.0%，扩大 1.6 个百分点。上述三个行业合计影响 PPI 下降约 0.76 个百分点，占 PPI 总降幅的近六成。钢材和有色金属等行业产品价格降幅收窄。其中，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 2.2%，收窄 1.3 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 1.6%，收窄 0.3 个百分点。煤炭开采和洗选业价格由涨转降，下降 2.3%。医药制造业价格由平转涨，上涨 0.3%。

图 7：生产资料价格走势仍然低迷为主



数据来源：wind，上海证券研究所

5 月份宏观数据预测

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对 5 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1 2020 年 5 月国内重要经济数据预测（同比增长，除 PMI 外）

预计公布日期	项目	本月预测	上月实际	上月预测	去年同期
5/30	PMI	50.8	50.8	52.0	49.4
6/1	财新 PMI	49.8	49.4	50.5	50.2
6/10	CPI 涨幅%	2.8	3.3	3.9	2.7
	PPI 涨幅%	-3.1	-3.1	-1.8	0.6
6/7	出口增速%	-1.8	3.5	-3.0	1.1
	进口增速%	-2.7	14.2	-11.4	-8.2
	贸易顺差（亿美元）	420	453	280	412
6/15	城镇固定资产投资（当月）%				
	当年累计%	-5.0	-10.3	-2.0	5.6
6/15	工业增加值%	5.0	3.9	5.0	5.0
	当年累计%	-3.8	-4.9	-2.0	6.0
6/15	M2 增速%	10.5	11.1	9.5	8.5
	M1 增速%	5.0	5.5	4.8	3.4
	信贷新增（10 亿元）	1200	1690	1000	1180
	信贷增速	13.1	13.1	12.5	13.4
6/15	消费增速%	0	-7.5	4.0	8.6
	当年累计%	-10	-16.2	-10.0	8.1
7/16	2 季度 GDP 增速%	上月预测：3.0		本月调整：3.0	
	当年累计%	上月预测：1.8		本月调整：1.8	

数据来源：上海证券研究所。

投资延续回升态势

在随着新冠肺炎疫情防控阻击战向好态势持续巩固，一系列稳投资政策落地见效，投资项目新开工和建设力度进一步加快，投资降幅收窄态势进一步显现。2020 年 1-4 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比下降 10.3%，降幅比一季度和 1-2 月份分别收窄 5.8 个和 14.2 个百分点。

基础设施投资同比下降 11.8%，降幅比一季度收窄 7.9 个百分点。其中，信息传输业投资降幅收窄 10.0 个百分点，交通运输邮政业投资降幅收窄 8.5 个百分点，水利管理业投资降幅收窄 7.6 个百分点，公共设施管理业投资降幅收窄 6.9 个百分点。制造业投资下降 18.8%，降幅比一季度收窄 6.4 个百分点。其中，装备制造业、消费品制造业投资降幅分别收窄 7.2 个和 4.7 个百分点。房地产开发投资下降 3.3%，降幅比一季度收窄 4.4 个百分点。

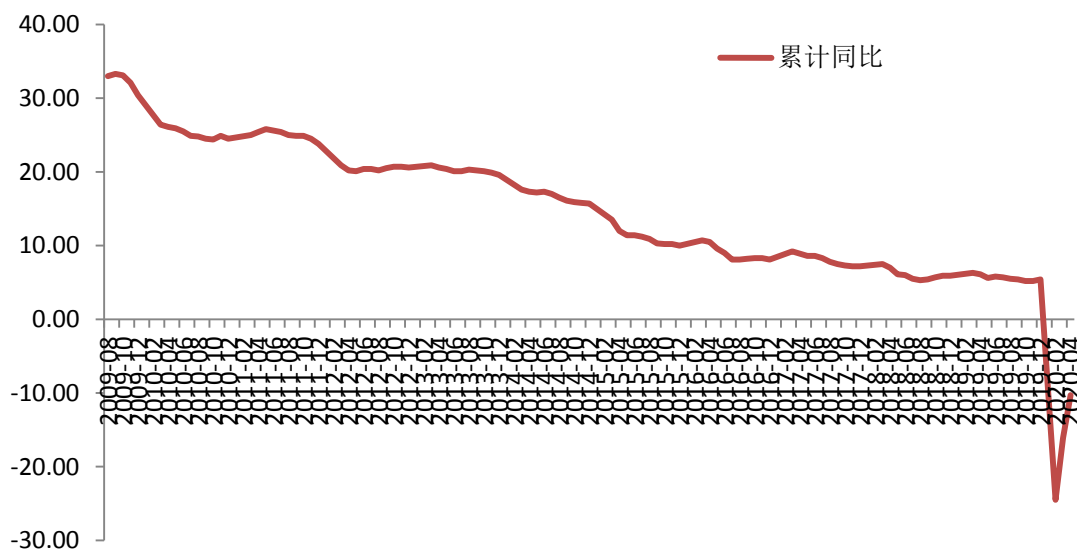
高技术领域投资向好。1-4 月份，高技术产业投资同比下降 3.0%，降幅比一季度收窄 9.1 个百分点，比全部投资降幅小 7.3 个百分点。高技术制造业投资下降 3.6%，降幅比一季度收窄 9.9 个百分点，比全部制造业投资降幅小 15.2 个百分点。高技术服务业中，科技成果转化服务业投资增长 28.0%，电子商务服务业投资增长 25.6%，专业技术服务业投资增长 12.5%。

教育、卫生、电力等民生领域投资由降转增或增长加快 1-4 月份，教育投资同比增长 2.9%，一季度为下降 4%；卫生投资增长 4.7%，一季度为下降 0.9%。电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长 7.6%，增速比一季度加快 5.6 个百分点。

民间投资继续改善。1-4 月份，民间投资同比下降 13.3%，降幅比一季度收窄 5.5 个百分点。其中，基础设施民间投资降幅收窄 7.4 个百分点，制造业民间投资降幅收窄 6.1 个百分点，房地产开发民间投资降幅收窄 4.6 个百分点，社会领域民间投资降幅收窄 5.9 个百分点，农林牧渔业民间投资降幅收窄 8.2 个百分点。

新开工项目计划总投资由负转正。随着稳投资政策的加速发力，投资新开工项目特别是大项目增加较多。4 月份，新开工项目（不含房地产开发项目，下同）22693 个，比 3 月份增加 10695 个；其中亿元以上新开工项目 5614 个，比 3 月份增加 2660 个，比上年同期增加 1509 个。1-4 月份，新开工项目计划总投资增长 1.1%，实现由负转正，这反映了投资活动稳步向好。在投资项目建设加快的带动下，主要工程机械开工率和开工时间均较往年同期提高较多。同时工程机械产品产量快速增大，4 月份，挖掘、铲土运输机械和混凝土机械产量分别增长 40.8%和 40.7%。

图 8：疫情冲击下中国投资的深 V 走势

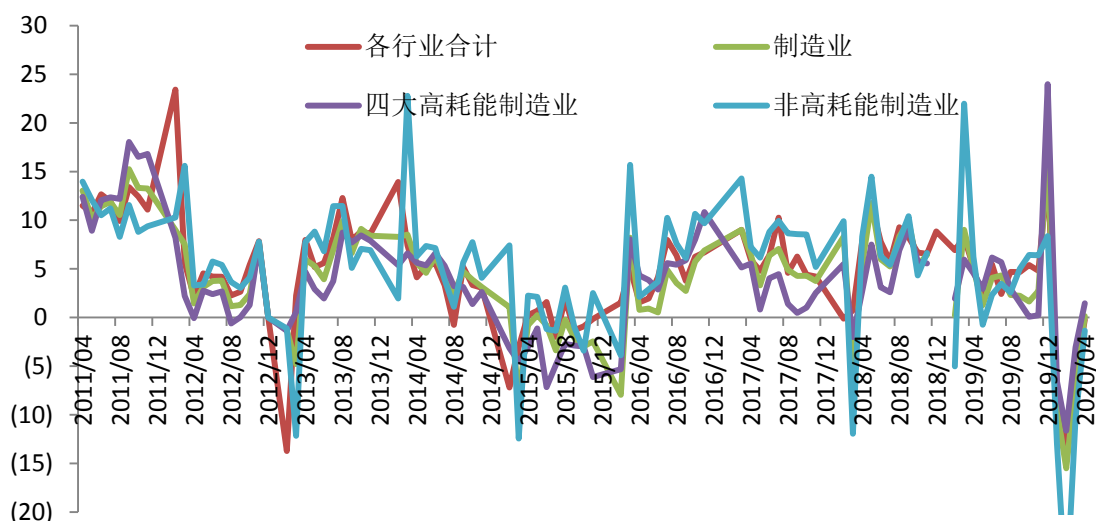


数据来源：wind，上海证券研究所

用电回升预示经济快速复苏

电力消耗和当期经济增长密切相关，从短期数据看，4 月末用电增长已恢复至去年同期水平，预示着疫情控制后中国经济快速恢复。1-4 月份，全社会用电量同比下降，当月用电量年内首次实现正增长；工业和制造业累计用电量降幅继续收窄，当月用电量由负转正。1-4 月份，全国全社会用电量 21270 亿千瓦时，同比下降 4.7%，其中，4 月份全国全社会用电量 5572 亿千瓦时，同比增长 0.7%。分产业看，1-4 月份，第一产业用电量 228 亿千瓦时，同比增长 5.0%，占全社会用电量的比重为 1.1%；第二产业用电量 13884 亿千瓦时，同比下降 6.1%，增速比上年同期回落 9.4 个百分点，占全社会用电量的比重为 65.3%；第三产业用电量 3424 亿千瓦时，同比下降 8.1%，增速比上年同期回落 18.5 个百分点，占全社会用电量的比重为 16.1%；城乡居民生活用电量 3734 亿千瓦时，同比增长 3.9%，增速比上年同期回落 7.0 个百分点，占全社会用电量的比重为 17.6%。

图 4：各行业用电增长延续回升态势（同比，月）



数据来源：wind，上海证券研究所

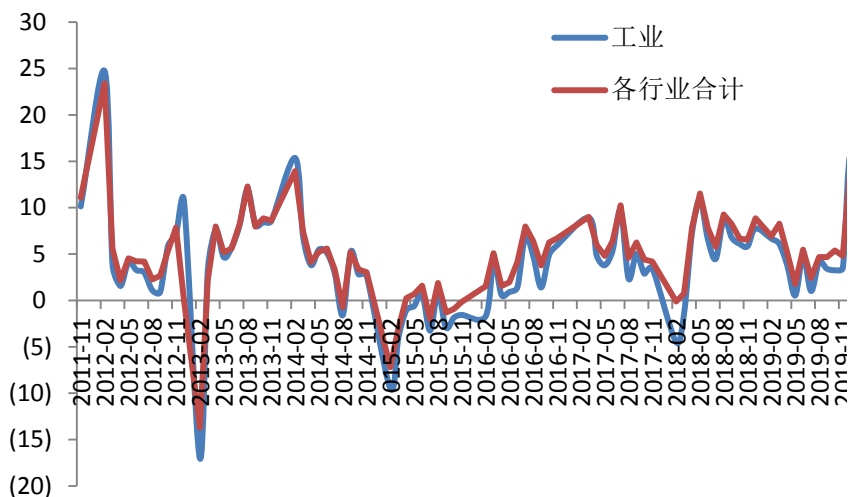
1-4 月份，全国工业用电量 13641 亿千瓦时，同比下降 6.1%，增速比上年同期回落 9.0 个百分点，占全社会用电量的比重为 64.1%。4 月份，全国工业用电量 3839 亿千瓦时，同比增长 1.5%，增速比上年同期回落 2.3 个百分点，占全社会用电量的比重为 68.9%。

1-4 月份，全国制造业用电量 10303 亿千瓦时，同比下降 6.5%，增速比上年同期回落 10.4 个百分点。4 月份，全国制造业用电量 3014 亿千瓦时，同比增长 0.1%，增速比上年同期回落 4.9 个百分点；制造业日均用电量 100.5 亿千瓦时/天，比上年同期增加 0.2 亿千瓦时/天，比上月增加 18.7 亿千瓦时/天。4 月份，四大高载能行业用电量合计 1672 亿千瓦时，同比增长 1.5%，增速比上年同期回落 2.2

请务必阅读尾页重要声明

个百分点，占全社会用电量的比重为 30.0%。其中，化工行业用电量 366 亿千瓦时，同比增长 0.2%，增速比上年同期回落 0.1 个百分点；建材行业用电量 323 亿千瓦时，同比下降 1.1%，增速比上年同期回落 8.0 个百分点；黑色金属冶炼行业用电量 469 亿千瓦时，同比增长 0.7%，增速比上年同期回落 5.4 个百分点；有色金属冶炼行业 514 亿千瓦时，同比增长 4.8%，增速比上年同期提高 2.9 个百分点。

图 5：工业和行业用电增长回升延续（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

食用农产品价格季节性回落，生产资料价格继续走低

消费品价格回落态势愈加明显。在生猪生产加强和其他市场调节手段下，猪肉价格高位回落，未来 CPI 在基数效应下，通胀拐点态势将进一步确立。据商务部监测，

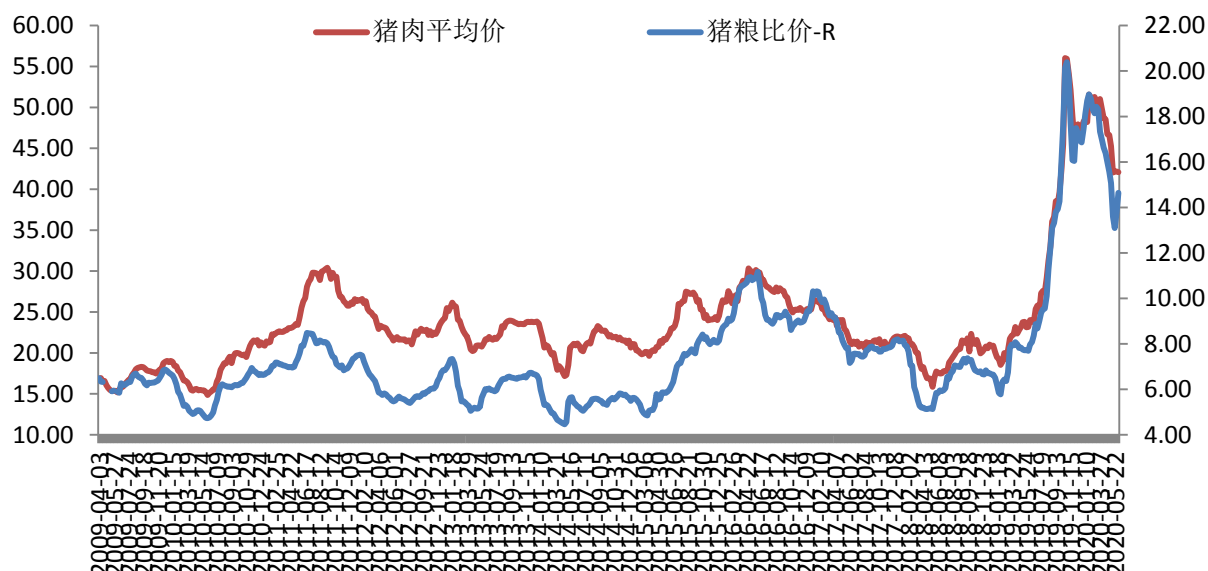
4月27日至5月3日，全国食用农产品市场价格比前一周下降1.2%，生产资料市场价格与前一周基本持平；5月4日至10日，全国食用农产品市场价格比前一周下降1.7%，生产资料市场价格与前一周基本持平；5月11日至17日，全国食用农产品市场价格比前一周下降2.7%，生产资料市场价格与前一周基本持平；5月18日至24日，全国食用农产品市场价格比前一周下降1.1%，生产资料市场价格比前一周上涨0.8%；5月25日至31日，全国食用农产品市场价格和生产资料市场价格均与前一周持平。

工业品价格在大宗商品价格反弹下有所企稳，但 PPI 同比价格持续下降的走势将延续，叠加基数效应影响，未来也将持续在零基线下方运行。2020 年以来，生猪生产恢复势头持续向好。生猪生产克服了新冠肺炎疫情期间一度出现的仔猪、饲料运输供应不畅等困难，一季度末与去年底相比，全国生猪存栏增加了 1000 多万头，增长 3.5%，能繁母猪存栏增加了 300 多万头，增长 9.8%，这两项存栏都

请务必阅读尾页重要声明

实现了环比增长。同时，禽蛋、牛奶产量也有一定幅度的增加；商务部还适时往市场上投放储备猪肉，在各项综合措施影响下，猪肉价格下降态势明显。

图 10：猪肉价格创出新高后持续回落（22 省市，元/公斤）



数据来源：商务部，上海证券研究所

宏观数据对经济和资本市场的影响

经济延续回升，政策渐归正常

消费价格下行趋势不变，走势预期平稳，工业品下降幅度预期扩大，预期中工业品和消费品间的价格走势“剪刀差”的进一步扩大，实际上反映了市场对经济走势复杂性上行的预期。

“新冠”疫情对中国股市短期扰动，不改变中国股市核心资产的机会；货币虽然趋松，但疫情下货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市在经历短期扰动后，缓慢上行的态势不会改变。中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。

宏观调控的政策基调在渡过疫情扰动后，逐渐恢复正常，对受疫情影响的扶助措施也对经济产生了支撑作用，货币当局先前因经济压力而暂时放松的货币，5 月已开始回收流动性修正。前期偏于宽松

请务必阅读尾页重要声明

的流动性环境，主要为了防止疫情对经济的影响。随着经济进入后疫情时代，宽松货币政策的负效应将逐渐显现。中国房地产领域的资产泡沫一直未能有效缓解，并已对经济内生增长构成了实质伤害，未来货币偏松局面如不能及时调整，经济转型和升级的发展目标将得到根本性伤害。货币政策效应转向积极，也意味着后续货币增长适度回落，也不会对经济运行造成压力。从投资结构看的迂回程度提高，经济内生增长动力增强，表现在制造业和民间投资增速上将企稳回升，整体投资增速未来将呈现缓慢回升格局。政策方面，2020年再降准和进一步降息概率显著上升。

资本市场平稳分化格局延续

经济格局的市场预期表明——由于经济运行本身面临转型时期的较大压力，疫情后经济复苏步伐比较缓慢。“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。综合来看，短期由于供求两方面都受到影响，2020年经济增长将延续平稳回升态势。国内疫情已得到控制，对冲性宏观调控政策也已出台，经济在多项政策效应综合影响下，回升方向不变。“新冠”疫情对中国股市短期扰动，不改变中国股市核心资产的机会；货币虽然趋松，但疫情下货币当局更关注MPA框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市在经历短期扰动后，缓慢上行的态势不会改变。

伴随国内经济逐渐企稳，海外经济虽受冲击较大，但资本市场在庞大的货币放松政策对冲下仍然稳固，并在渡过前期冲击后，走稳态势依旧。在全球主要经济体先后迈入负利率时代，中国供给侧改革重心“降成本”，在未来2年都将延续，2020年货币当局下调基准货币利率趋势不变，政策利率和存准率都会有下调。展望未来，从季度增速看，2020年中国经济将正式走出“底部徘徊”阶段，中国资本市场将延续蓄势、分化、慢牛的格局，核心资产的机会继续存在。

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级—全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级—配置主需求型机构：银行、保险；

投资级—收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断—主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断—市价与中债估值差距、STW。

流动性判断—融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。