日期：2020 年 10 月 12 日

经济回升态势延续

——2020 年 9 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

9 月份宏观数据预测：CPI=1.7，PPI=-2.2，出口=12.6，进口=-10.9，顺差=620（USD）亿，M2=10.2，M1=7.5，新增信贷 17000 亿，信贷余额 12.9，工业 6.0，消费 1.5，投资 1.0。

市场看法：经济平稳中趋改善

整体上看，经济平稳中延续改善、价格结构改善、政策维持偏松的组合格局仍是市场共识，经济运行延续改善趋势，同时机构间的预期分歧仍然较大。认为经济将趋平稳成为市场主流预期，但延续改善方向不变，经济运行结构更趋合理，表明市场对经济运行质量的缓慢提升，是主流性预期。无论是通胀、货币、进出口，还是工业、消费、投资，预期分布差距仍都较为明显，但预期方向都一致，乐观情绪明显上升，数值上也体现了市场对通胀持续回落、货币延续偏松格局的判断，表明市场虽然对经济短期运行回升状态的界定比较一致。

我们看法：经济运行回升势头仍未结束

投资是中国经济第一增长动力 “赶工期”下的投资加速现象将出现；货币政策重回中性稳健基调，货币增长将边际回落，但货币结构改善效应和强调发挥资本市场功能的促进作用，将促使稳货币、宽信用的组合逐步呈现，2020 年经济延续平稳回升的态势不变！从复工复产推进情况和高频数据变动看，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。

房地产市场：成交平稳中房价维持升势缓慢

9 月的房地产行业政策主要包括调控政策、人才吸引以及资金监管。2020 年 3 季度后，楼市成交已回升至疫情前水准基础上，呈现走稳迹象，并维持偏高态势。2020 年 9 月份，全国 30 大中城市的周成交规模平均为 410.5 万方，上月为 385.1 万方，2019 年同期为 380.3 万方，从走势上看，成交不仅脱离前期疫情期间低点，而且向上穿越了疫情前的正常区间，并超过了去年同期水平。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会高位延续，楼市成交新平衡区或抬升到新阶梯高度，高房价对实体经济的伤害必将进一步加大。

经济延续回暖，资本市场双回暖趋势不变

前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势，主要是受海外市场和经济动荡局势忧虑的传染影响。受楼市泡沫一直未能打破影响，制造业投资一直未能从根本上得到激励；货币政策强调投向结构下将由偏松回归中性。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，但经济平稳特征重新得到市场认可，通胀拐点确认，融资成本下降带来正面效应将逐渐显现，2020 年 4Q 中国资本市场双回暖趋势不变！

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法： 经济平稳中趋改善

整体上看，经济平稳中延续改善、价格结构改善、政策维持偏松的组合格局仍是市场共识，经济运行延续改善趋势，同时机构间的预期分歧仍然较大。近期多家机构 POLL 表明，虽然市场对经济回升速率的预期有所放缓，认为经济将趋平稳成为市场主流预期，但延续改善方向不变，经济运行结构更趋合理，表明市场对经济运行质量的缓慢提升，是主流性预期。无论是通胀、货币、进出口，还是工业、消费、投资，预期分布差距仍都较为明显，但预期方向都一致，乐观情绪明显上升，数值上也体现了市场对通胀持续回落、货币延续偏松格局的判断，表明市场虽然对经济短期运行回升状态的界定比较一致。在 7 月份实经济回升呈现降缓态势后，8 月份实际经济数据再度呈现了延续回升的趋势，原先已有降温的市场偏乐观经济预期应再度上升，尽管近期海外不确定因素增加导致国内资本市场表现偏软。从预期看，进出口萎缩的市场担忧已完全消退，“衰退式”高顺差状况延续，表明疫情使得全球经济重心加速趋向中国。预期还表明，投资回升到持平状态后仍将缓慢上行，且机构间预期比较一致；工业和消费前期就已回升至正增长状态，市场整体认为回升态势将延续，增长缓慢加速态势不变。

我们看法：经济运行回升势头仍未结束

笔者依然认为，投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化，“赶工期”下的投资加速现象将出现；货币政策重回中性稳健基调，货币增长将边际回落，但货币结构改善效应和强调发挥资本市场功能的促进作用，将促使稳货币、宽信用的组合逐步呈现，2020 年经济延续平稳回升的态势不变！

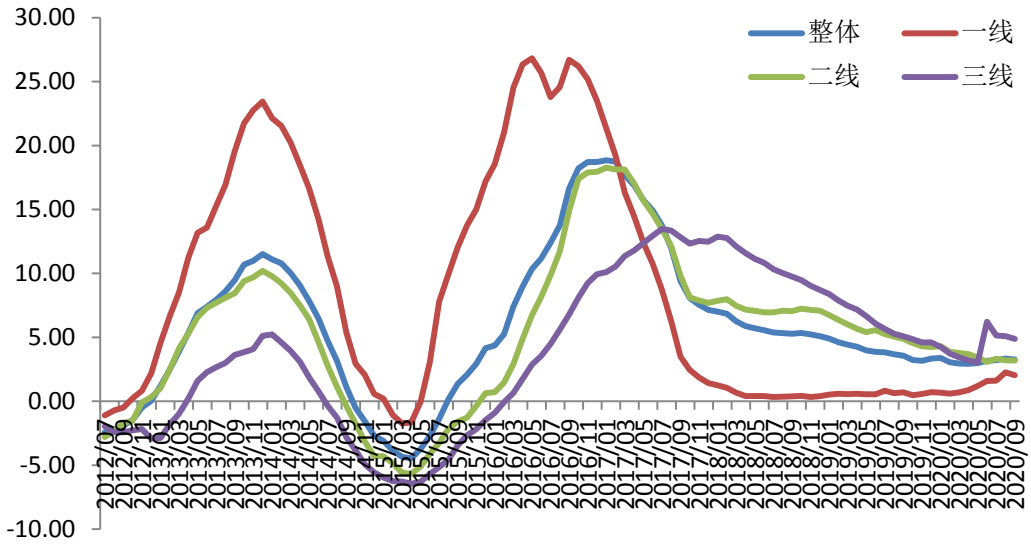
从复工复产推进情况和高频数据变动看，中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。市场预期物价将延续平稳回落； PPI 低迷走势延续是市场主流看法，经济低迷时期“防通缩”应为价格管理主要方向，笔者前期的这一预期显然正在兑现。由于外面环境没有改善，尤其是美国疫情失控，欧洲疫情第二波正在形成发展中，以及美国大选前的政治不确定性上行，中国经济发展和资本市场运行的海外环境冲击因素仍将存在。但在中国经济和宏观政策再度进入平稳期后，资本市场将再度迎来平稳运行期，核心资产价值将重新呈现，债市在实体经济降成本趋势下，随着融资利率体系水准的逐步降低，亦将逐步上行！

9 月高频数据分析

房地产市场：成交平稳中房价维持升势缓慢

9 月的楼市政策博弈再度升级，多地为区域利益在遵从中央严控政策的同时，又暗地偷偷出台支持政策，这类政策多被冠以其它名义，其中主要为人才吸引政策，楼市调控上中央和地方博弈的场景其实一直暗中在进行。在中央一再强调宏观风险和市场严控情况下，地方利益、资本利益和市场惯性仍推动了楼市的上扬，“树可以长到天上去”的市场和社会预期仍占有较大席地。疫情后楼市成交持续活跃，疫情期间压制的成交需求在疫情解除初期得到集中释放；另外，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益的高度一致性，楼市价格在各方努力下维持坚挺。针对楼市局面，调控加码城市断续出现，但每轮调控升级市场都理解为楼市将持续上扬的信号。9 月的房地产行业政策主要包括调控政策、人才吸引以及资金监管。调控政策方面，东莞、杭州、沈阳、常州和成都等多城市发布调控政策，从限购、限贷和限售等方面规范房地产市场。人口吸引方面，一线城市也加入抢人大战中，上海再拓人才落户范围，在沪“世界一流大学建设高校”包括上海交通大学、复旦大学、同济大学、华东师范大学 4 校应届本科毕业生符合基本申报条件即可直接落户。资金监管方面，融资环境的收紧为房企融资带来了极大的压力，资金压力较大的房企开始加大推房力度，如恒大的全国打折活动。从各地实践情况看，各热点城市虽然调控收紧，看似热闹，但都未涉及能真正控房价的实质——增加持有期成本，因而楼市降温基本不可能。

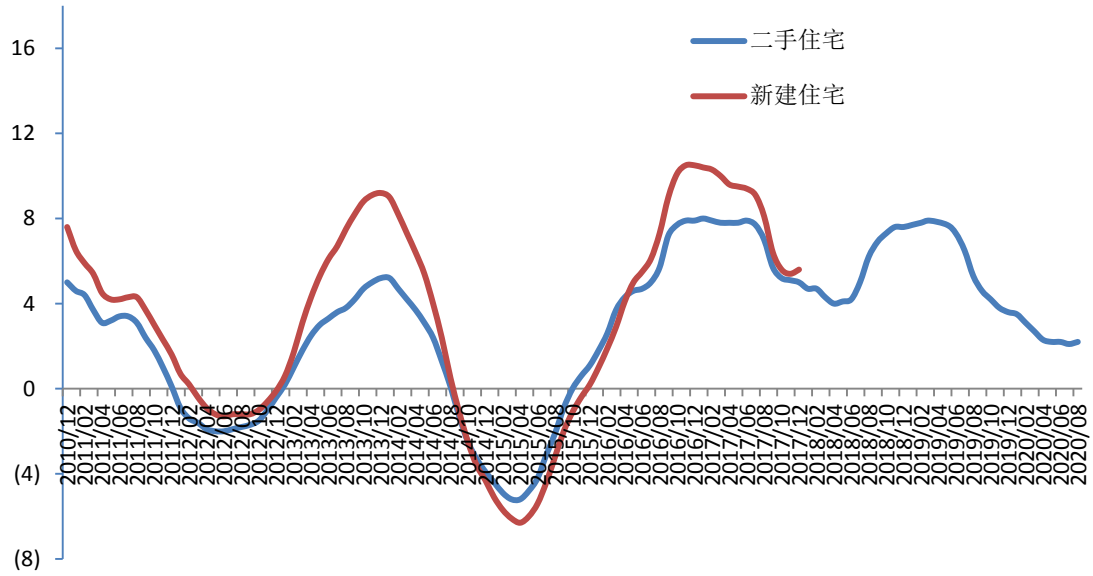
图 1：中国百城房价指数呈上升态势（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

“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。高房价不破，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。2020 年 8 月份，全国 70 个大中城市房地产市场运行总体平稳，价格略涨。各线城市新建商品住宅销售价格环比涨幅略微扩大，二线城市二手住宅销售价格环比涨幅回落。初步测算，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.6%、0.6%、0.9%和 0.5%。二手住宅销售价格环比上涨 1.0%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.7%、0.8%、1.7%和 1.1%。31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。35 个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 1.0%和 0.6%，涨幅比上月分别扩大 0.2 和 0.1 个百分点。

图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）



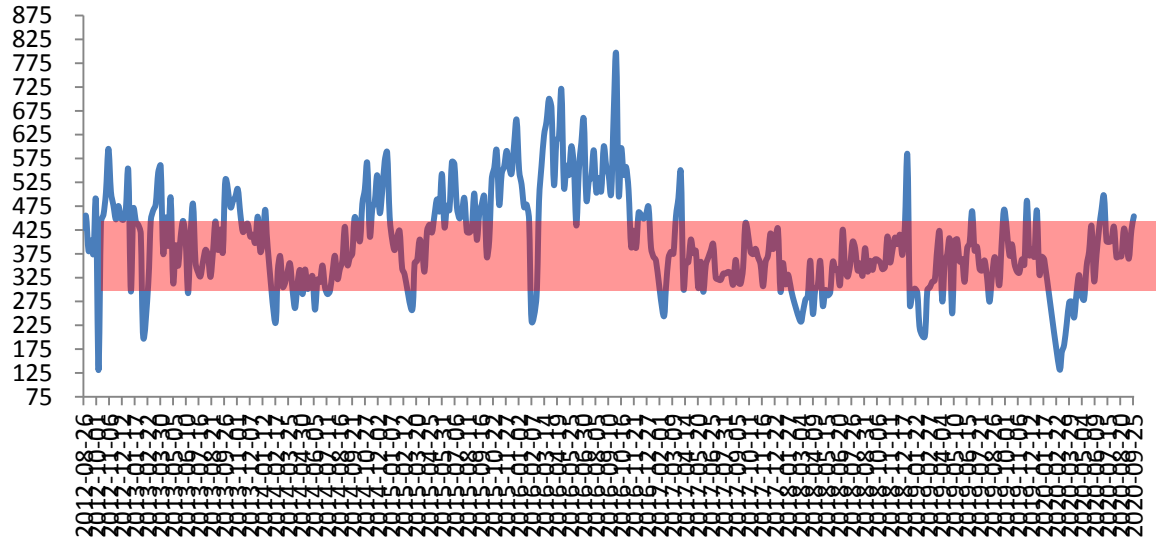
数据来源：wind，上海证券研究所

一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅有所扩大，二三线城市同比涨幅回落或与上月相同。一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 3.9%和 6.9%，涨幅比上月分别扩大 0.3 和 1.2 个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 5.0%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 2.0%，涨幅与上月相同。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅均连续 16 个月相同或回落。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 4.5%和 1.8%,涨幅均与上月相同,均连续 17 个月相同或回落。

2020 年 3 季度后,楼市成交已回升至疫情前水准基础上，呈现走稳迹象——2017 年以来持续在新的区间平稳运行。疫情后的货币放松,让市场再趋活跃，泡沫再度扩大，市场成交延续上扬，年中前后恢复正常，并维持偏高态势。2020 年 9 月份，全国 30 大中城市的周成交规模平均为 410.5 万方，上月为 385.1 万方，2019 年同期为 380.3 万方，从走势上看，成交不仅脱离前期疫情期间低点，而且向上穿越了疫情前的正常区间，并超过了去年同期水平。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会高位延续，楼市成交新平衡区或抬升到新阶梯高度，高房价对实体经济的伤害必将进一步加大。

图 3：30 个大中城市房屋成交维持高位（日均/周，万平米）



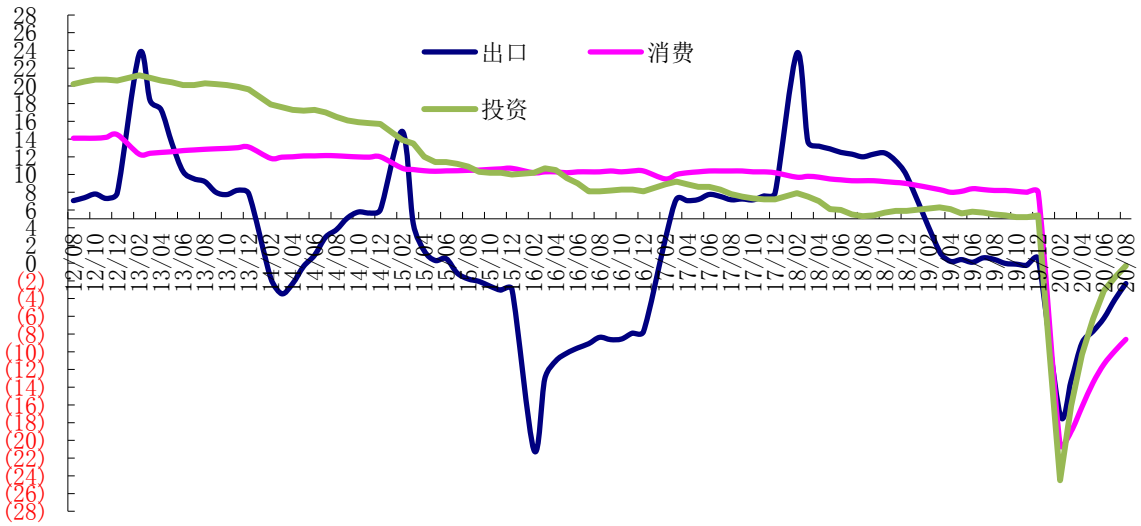
数据来源：wind，上海证券研究所

三架马车延续回升，投资领先

1-8 月份,需求侧体现为经济增长动力的出口、消费和投资延续了回升的态势，累计增速继续回升，其中以投资回升最为领先，8 月份累计城镇固定资产投资增速已接近去年持平，为-0.3，3 季末恢复正增长已为悬念。1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）378834 亿元，同比下降 0.3%，降幅比 1-7 月份收窄 1.3 个百分点。其中，民间固定资产投资 214506 亿元，下降 2.8%，降幅收窄 2.9 个百分点。从环比速度看，8 月份固定资产投资（不含农户）增长 4.18%。分产业看，第一产业投资 11063 亿元，同比增长 11.5%，增速比 1—7 月份提高 3.8 个百分点;第二产业投资 112122 亿元,下降 4.8%,降幅收窄 2.6 个百分点；第三产业投资 255649 亿元，增长 1.4%,增速提高 0.6 个百分点。第二产业中，工业投资同比下降 4.5%，降

幅比 1—7 月份收窄 2.0 个百分点。其中，采矿业投资下降 9.5%，降幅收窄 2.4 个百分点；制造业投资下降 8.1%，降幅收窄 2.1 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 18.4%，增速提高 0.4 个百分点。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 0.3%，降幅比 1—7 月份收窄 0.7 个百分点。其中，道路运输业、铁路运输业投资分别增长 2.9%和 6.4%，增速分别提高 0.5 和 0.7 个百分点；水利管理业投资增长 1.2%，增速回落 1.7 个百分点；公共设施管理业投资下降 3.9%，降幅收窄 1.3 个百分点。

图 4：中国“三架”马车延续回升态势（%，当月同比）



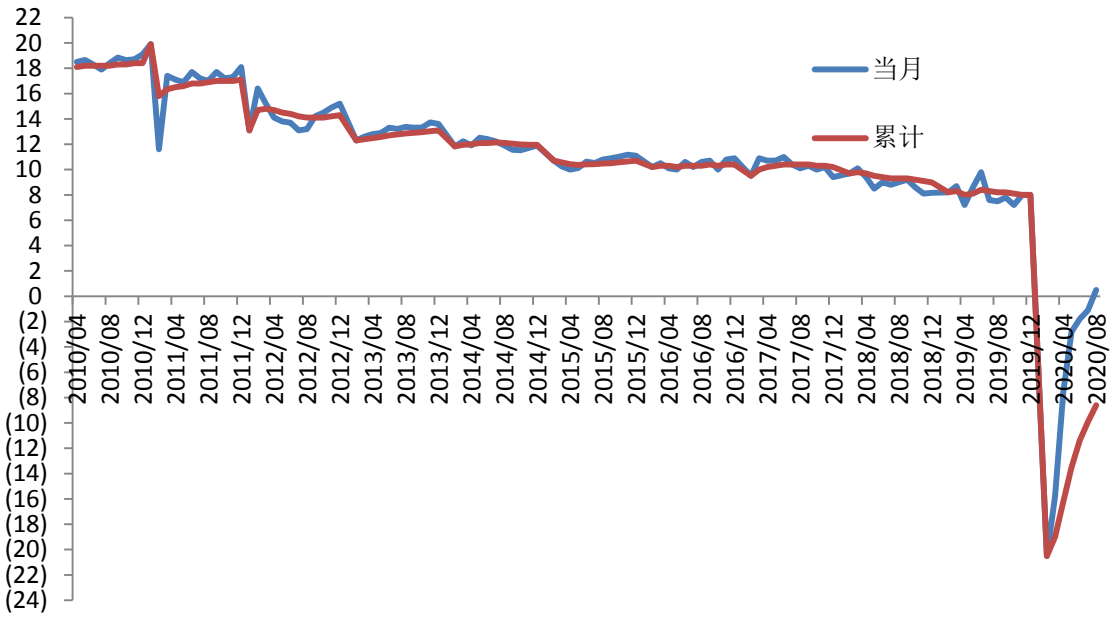
数据来源：wind，上海证券研究所

消费品市场月度好转态势进一步延续，消费转型升级加快推进，新型消费继续保持良好发展势头。8 月份，社会消费品零售总额 33571 亿元，同比增长 0.5%，为今年以来首次正增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 30158 亿元，下降 0.6%。1—8 月份，社会消费品零售总额 238029 亿元，除汽车以外的消费品零售额 215139 亿元，同比均下降 8.6%。按经营单位所在地分，8 月份，城镇消费品零售额 29273 亿元，同比增长 0.5%，7 月份为下降 1.1%；乡村消费品零售额 4298 亿元，增长 0.7%，7 月份为下降 1.3%。1—8 月份，城镇消费品零售额 206643 亿元，同比下降 8.7%；乡村消费品零售额 31386 亿元，下降 8.3%。

按消费类型分，8 月份，商品零售 29951 亿元，同比增长 1.5%，增速比 7 月份提高 1.3 个百分点；餐饮收入 3619 亿元，下降 7.0%，降幅比 7 月份收窄 4 个百分点。1—8 月份，商品零售 216519 亿元，同比下降 6.3%；餐饮收入 21510 亿元，下降 26.6%。1—8 月份，全

国网上零售额 70326 亿元，同比增长 9.5%，比 1—7 月份提高 0.5 个百分点。其中，实物商品网上零售额 58651 亿元，增长 15.8%，占社会消费品零售总额的比重为 24.6%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 35.4%、1.1%和 18.3%。

图 5：中国消费增速变化（%）



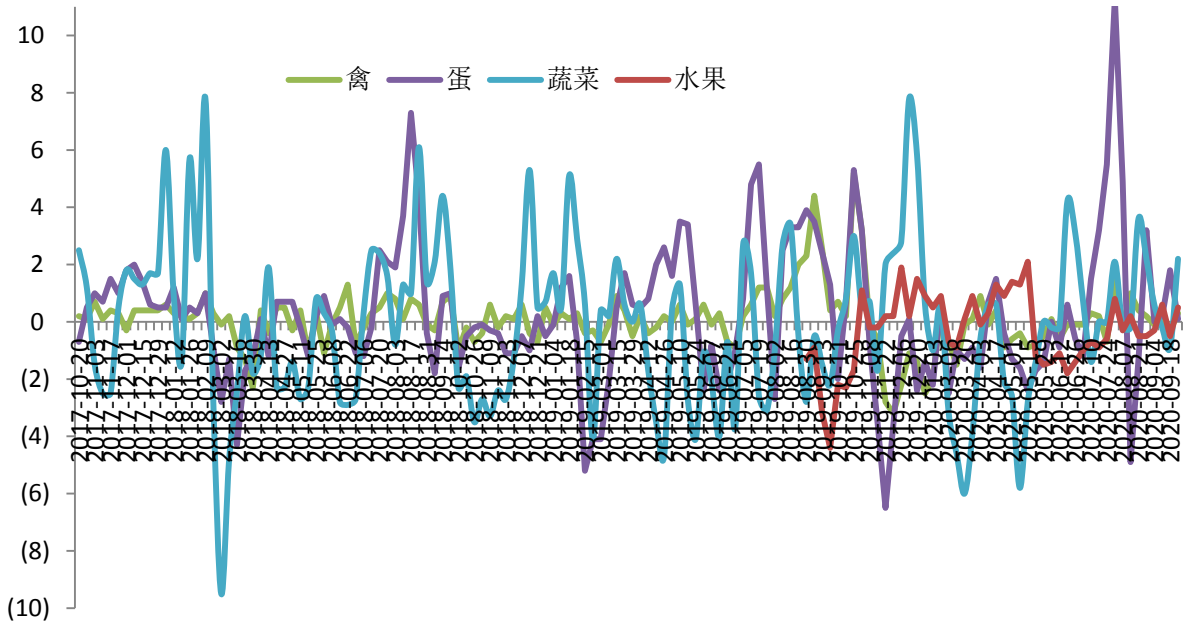
数据来源：wind，上海证券研究所

价格回落延续，通缩趋势或现

8 月份，各地积极贯彻落实党中央决策部署，统筹疫情防控和经济社会发展工作成效显著，市场供需总体平衡。从环比看，CPI 上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。其中，食品价格上涨 1.4%，涨幅比上月回落 1.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点。食品中，由于蛋鸡存栏量仍处低位，夏季产蛋率不高，加之临近开学和中秋，需求增加较多，鸡蛋价格上涨 11.3%，涨幅比上月扩大 7.3 个百分点；受高温及降雨天气影响，鲜菜价格上涨 6.4%，涨幅扩大 0.1 个百分点；猪肉供给有所改善，但需求持续增加，价格仍上涨 1.2%，涨幅回落 9.1 个百分点；受饲料成本上涨、需求恢复及猪肉价格上涨带动等因素影响，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格均有不同程度上涨，涨幅在 0.5%—1.4%之间；鲜果供应充足，价格继续下降 0.4%，降幅收窄 4.0 个百分点。非食品价格由上月持平转为上涨 0.1%，为今年 2 月份以来首次上涨，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点。非食品中，暑期出行增多，飞机票和宾馆住宿价格分别上涨 7.3%和 2.1%；受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别上涨 0.9%和 1.0%。

笔者一直认为，经济低迷时期通胀不会持续，价格管理主要应着眼于“防通缩”，物价形势发展已经印证了此判断。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9月份有涨有跌，猪肉等主要食用品走稳，整体食用品类价格的下降走势趋缓。另外复工复产基本推进到位，各类日用消费品价格叠加季节性影响，整体态势结束下行转为平稳。“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。我们预计9月份CPI环比变动为0.1，在基数效应影响下，CPI同比为1.7。

图6：商务部食用品价格指数波动中走稳（各类别/周环比，%）



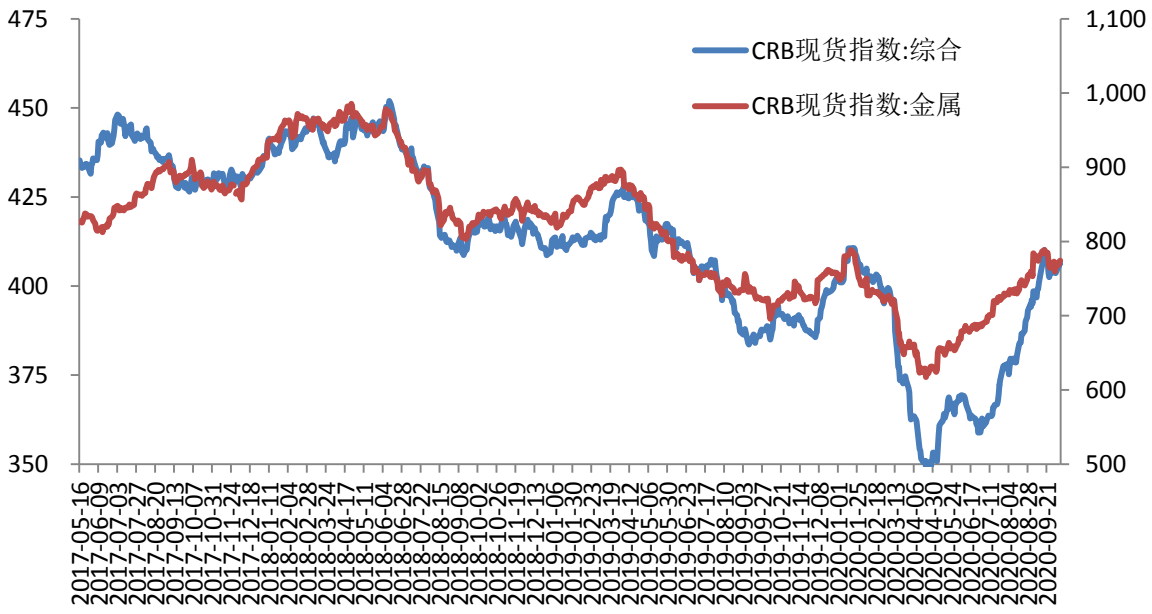
数据来源：wind，上海证券研究所

8月份，工业生产持续向好，市场需求继续恢复，原油、铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格延续上涨势头，带动国内工业品价格继续回升。从环比看，PPI上涨0.3%，涨幅比上月回落0.1个百分点。其中，生产资料价格上涨0.4%，涨幅回落0.1个百分点；生活资料价格上涨0.1%，涨幅与上月相同。从调查的40个工业行业大类看，价格上涨的有17个，比上月减少4个；下降的18个，增加

3 个；持平的 5 个，增加 1 个。受国际原油价格变动影响，石油相关行业价格涨势有所趋缓，其中，石油和天然气开采业价格上涨 3.6%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 1.2%，涨幅分别回落 8.4 和 2.2 个百分点。其他主要行业中，价格涨幅扩大的有黑色金属矿采选业，上涨 4.3%，扩大 1.6 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 1.5%，扩大 0.4 个百分点。价格涨幅回落的有有色金属冶炼和压延加工业，上涨 3.0%，回落 0.1 个百分点；农副食品加工业，上涨 0.6%，回落 0.4 个百分点。此外，煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业价格均由涨转降，分别下降 0.9%和 0.2%。

从同比看，PPI 下降 2.0%，降幅比上月收窄 0.4 个百分点。其中，生产资料价格下降 3.0%，降幅收窄 0.5 个百分点；生活资料价格上涨 0.6%，涨幅回落 0.1 个百分点。主要行业中，价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降 25.2%，收窄 2.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 16.7%，收窄 0.3 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 2.5%，收窄 2.1 个百分点。价格降幅扩大的有煤炭开采和洗选业，下降 8.0%，扩大 0.6 个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降 7.6%，扩大 0.1 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 3.4%，涨幅扩大 2.7 个百分点。

图 7：大宗商品走势开始走平



数据来源：wind，上海证券研究所

9 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 9 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1　2020 年 9 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
9/30	PMI	51.2	51.0	51.0	49.8
10/1	财新 PMI	53.0	53.1	52.5	51.4
10/15	CPI 涨幅%	1.7	2.4	2.2	3.0
	PPI 涨幅%	-2.2	-2.0	-2.1	-1.2
10/13	出口增速%	10.9	9.5	12.6	-3.2
	进口增速%	0.5	-2.1	-0.1	-8.2
	贸易顺差（亿美元）	620	589.3	620	390.8
10/19	城镇固定资产投资（当月）%	-1.0	-4.1		-11.3
	当年累计%	1.0	-0.3	-0.2	5.4
10/19	工业增加值%	6.0	5.6	5.2	5.8
	当年累计%	1.0	0.4	0.0	5.6
10/16	M2 增速%	10.2	10.4	10.6	8.4
	M1 增速%	7.5	8.0	6.5	3.4
	信贷新增（10 亿元）	1700	1280	1000	1690
	信贷增速	12.9	13.0	13.0	12.5
10/19	消费增速%	1.5	0.5	0	7.8
	当年累计%	-8.0	-8.6	-9.0	8.2
10/19	3 季度 GDP 增速%	上月预测：5.5		本月调整：5.5	
	当年累计%	上月预测：2.1		本月调整：2.1	

数据来源：上海证券研究所。

工业经济运行已恢复正常

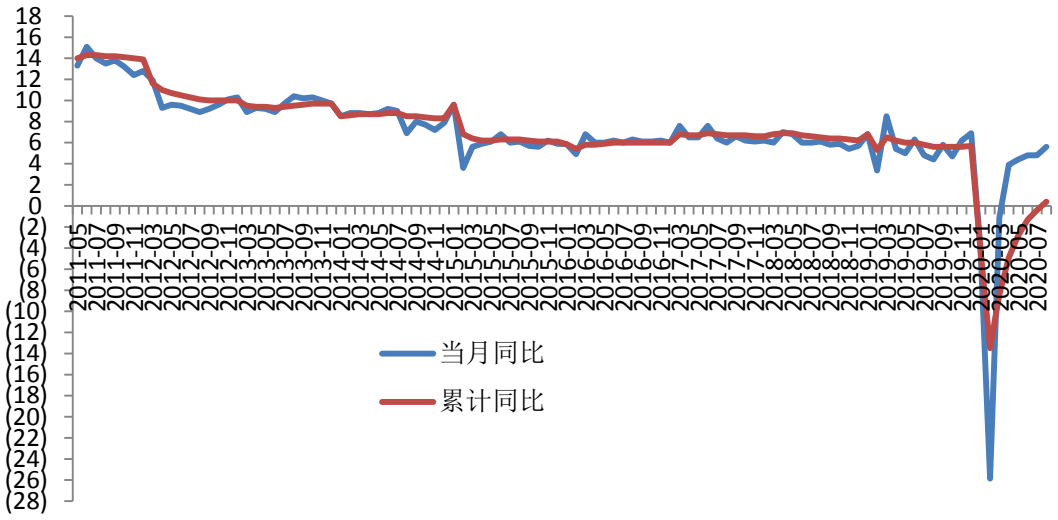
海内外疫情形势得变化，使得海外世界对中国制造的需求上升，中国出口需求增长迅速，加之国内投资和消费的回升，中国工业经济运行迅速回升到正常状态。1—8 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 37166.5 亿元，同比下降 4.4%（按可比口径计算，详见附注二），降幅比 1—7 月份收窄 3.7 个百分点。

1—8 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 9509.4 亿元，同比下降 17.0%；股份制企业实现利润总额 26340.8 亿元，下降 5.2%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 10384.4 亿元，下降 0.4%；私营企业实现利润总额 10699.7 亿元，下降 3.3%。

1—8 月份，采矿业实现利润总额 2336.0 亿元，同比下降 38.1%；制造业实现利润总额 31415.5 亿元，下降 1.0%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 3415.0 亿元，增长 0.9%。

1—8 月份，在 41 个工业大类行业中，16 个行业利润总额同比增加，25 个行业减少。主要行业利润情况如下：计算机、通信和其他电子设备制造业利润总额同比增长 26.1%，专用设备制造业增长 22.9%，农副食品加工业增长 17.7%，通用设备制造业增长 7.6%，纺织业增长 1.6%，汽车制造业增长 1.5%，电力、热力生产和供应业增长 0.6%；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 84.4%，石油和天然气开采业下降 70.2%，煤炭开采和洗选业下降 30.0%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 23.1%，化学原料和化学制品制造业下降 22.0%，有色金属冶炼和压延加工业下降 5.6%，非金属矿物制品业下降 3.8%，电气机械和器材制造业下降 1.3%。

图 8：中国工业经济的深 V 走势



数据来源：wind，上海证券研究所

工业增长回升的同时，工业经济效益也呈现改善态势。8 月份，随着国内疫情防控取得重大成果，“六稳”“六保”任务落实成效日益显现，企业生产经营状况好转，供需循环逐步改善，工业企业利润稳定增长。8 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 19.1%，延续稳定增长态势。从 1—8 月看，累计利润同比下降 4.4%，降幅比 1—7 月份收窄 3.7 个百分点。

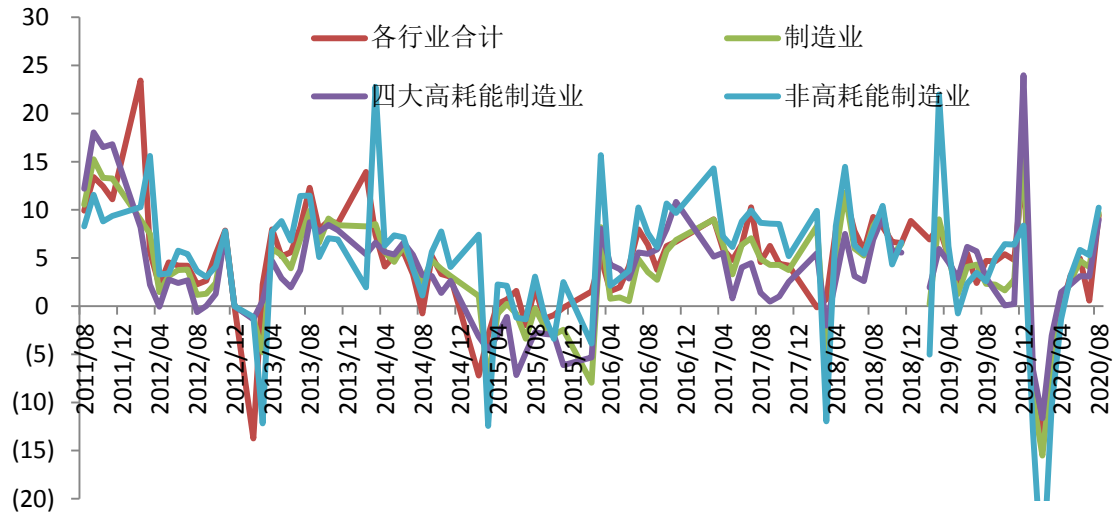
生产和需求稳定恢复。从生产看，8 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.6%，增速比 7 月份加快 0.8 个百分点。从需求看，全国固定资产投资累计降幅进一步收窄，基本恢复至去年同期水平；社会消费品零售总额当月增速年内首次转正。生产和需求的不断改善，推动了工业企业销售增长。8 月份，工业生产者价格指数继续回升，工业企业营业收入同比增长 4.9%，比 7 月份加快 1.6 个百分点，企业生产规模扩张有力支撑了利润的稳定增长。

用电回升态势再现表明经济回升延续

1-8 月，全社会用电量年内首次实现正增长，第二产业和第三产业用电量降幅持续收窄。1-8 月，全国全社会用电量 47676 亿千瓦时，同比增长 0.5%，其中，8 月份全国全社会用电量 7294 亿千瓦时，同比增长 7.7%。

分产业看，1-8 月，第一产业用电量 552 亿千瓦时，同比增长 9.4%，占全社会用电量的比重为 1.2%；第二产业用电量 31914 亿千瓦时，同比下降 0.5%，增速比上年同期回落 3.4 个百分点，占全社会用电量的比重为 66.9%；第三产业用电量 7812 亿千瓦时，同比下降 1.0%，增速比上年同期回落 9.7 个百分点，占全社会用电量的比重为 16.4%；城乡居民生活用电量 7399 亿千瓦时，同比增长 6.3%，增速比上年同期回落 0.5 个百分点，占全社会用电量的比重为 15.5%。

图 9：各行业用电增长回升态势再现（同比，月）

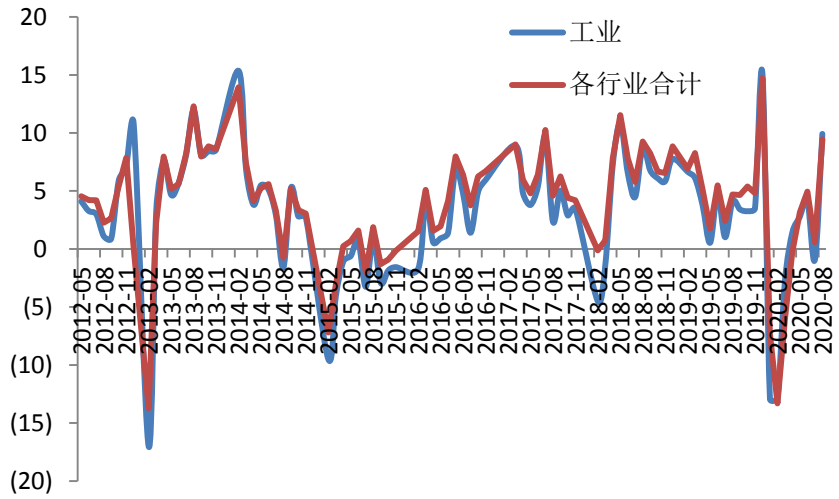


数据来源：wind，上海证券研究所

1-8 月份，工业用电量同比下降 0.5%，增速同比回落 3.2 个百分点。制造业用电量同比下降 0.3%，增速同比回落 3.7 个百分点。制造业中，四大高载能行业合计用电量同比增长 0.8%，其中，有色行业用电量同比增长 2.8%，黑色行业同比增长 1.3%，建材行业同比下降 0.4%，化工行业同比下降 1.3%；高技术及装备制造业合计用电同比下降 0.2%，其中，计算机/通信和其他电子设备制造业、汽车制造业、电气机械和器材制造业、医药制造业、通用设备制造业同比分别增长 12.5%、8.5%、4.0%、2.5%和 1.1%，其余 4 个行业用电量均为负增长；消费品制造业合计用电同比下降 5.6%，其中，食品制造业、农副食品加工业同比分别增长 8.2%和 1.7%，其余 10 个行业用电量均为负增长。

1-8 月份，第三产业用电量同比下降 1.0%。其中，信息传输/软件和信息技术服务业用电量同比增长 27.1%，住宿和餐饮业用电量同比下降超 10%，增速为-11.4%。

图 10：工业和行业用电增长再度跨苏上行（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

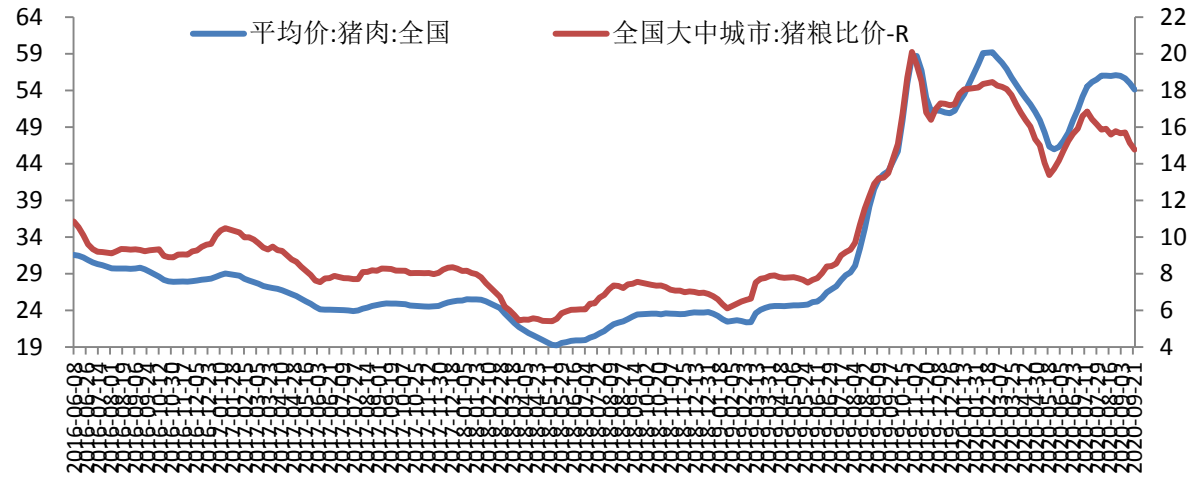
在季节性因素影响下，猪肉价格经历了前期较长的回落后，及约 2 月的持续小幅回升后，疲软态势再现；叠加食用品的季节性影响，食用品种类价格略有回升高位；整体消费价格持续下降态势暂歇。但未来 CPI 在基数效应下，年内通胀下行趋势不变。

据商务部监测，8 月 31 日至 9 月 6 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 0.1%，涨幅比前一周回落 0.3 个百分点；生产资料市场价格比前一周上涨 0.5%。9 月 14 日至 20 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 0.4%，生产资料市场价格与前一周基本持平。9 月 21 日至 27 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 0.5%，生产资料市场价格比前一周下降 0.8%。

9 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.4%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。其中，食品价格上涨 11.2%，涨幅比上月回落 2.0 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.33 个百分点。食品中，受去年对比基数影响，猪肉价格上涨 52.6%，涨幅比上月大幅回落 33.1 个百分点；鲜菜价格上涨 11.7%，涨幅扩大 3.8 个百分点；牛肉和羊肉价格分别上涨 14.4%和 9.7%，涨幅均有回落；鸡肉和鸭肉价格分别下降 1.6%和 0.9%，为近三年来首次下降；鲜果和鸡蛋价格分别继续下降 19.8%和 12.4%，降幅均有收窄。非食品价格由上月持平转为上涨 0.1%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点。非食品中，医疗保健价格上涨 1.5%，交通和通信价格下降 3.9%，其中汽油和柴油价格分别下降 14.0%和

15.7%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅与上月相同。

图 10：猪肉价格持续回落后反弹（全国，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

经济延续回暖，资本市场双回暖趋势不变

伴随中国经济进入后疫情时代，以及前期经济复苏趋于平稳的实际表现，市场对中国经济中长期前景的预期呈现了平稳状态，对政策维持平稳的预期亦有提高，并成为近期市场预期的最显著变化。8 月份工业经济运行再度恢复增长，投资延续回升，消费平稳中的改善的实际状况，都进一步强化了市场对经济平稳的预期。市场对稳健货币政策基调也建立了一致认识：货币和信贷增长将从疫情期间的暂时性放松缓慢后撤，利率体系亦将保持平稳。近 1-2 月市场的经济预期呈现了一波三折的变动，但整体平稳，不构成资本市场运行制约。前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势，主要是受海外市场和经济动荡局势忧虑的传染影响。投资是中国经济第一增长动力，在新旧基建投资的共同带动下，投资增长回升趋势将继续加速，8 月份实际投资增速已基本持平，在“赶工”下 3 季度投资增长将转为正增长。受楼市泡沫一直未能打破影响，制造业投资一直未能从根本上得到激励；货币政策强调投向结构下将由偏松回归中性。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，但经济平稳特征重新得到市场认可，通胀拐点确认，融资成本下降带来正面效应将逐渐显现，2020 年 4Q 中国资本市场双回暖趋势不变。

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。