日期：2020 年 09 月 01 日

经济运行渡过复苏步入平稳

——2020 年 8 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

8 月份宏观数据预测：CPI=2.2，PPI=-2.1，出口=12.6，进口=-0.1，顺差=620（USD）亿，M2=10.6，M1=6.5，新增信贷 10000 亿，信贷余额 13.0，工业 5.2，消费 0.0，投资-0.2。

市场看法：经济偏乐观预期缓和

在海外疫情仍得不到控制的情况下，“衰退式”高顺差状况延续。 投资终于回升到持平状态，但机构间分歧较大；工业和消费前期已回升至正增长状态，市场整体认为将延续回升态势，增长缓慢加速态势不变。市场对价格前景的预期仍存较大分歧，市场前期物价平稳预期已落空；PPI 低迷走势虽是市场主流看法，但实际萎缩程度比预期更甚。对于货币前景，市场主流预测是维持偏松格局，且分歧较大，在 7 月货币实际数据公布后宽松预期应该有所弱化，前期市场流动性边际微调后，市场对货币环境看法应发生方向性改变。

我们看法：经济运行渐离复苏步入平稳

在 7 月份实际经济数据公布后，原先市场比较乐观的经济预期应已有降温，近期资本市场表现平稳中偏软的态势，正印证了市场整体对经济预期的这种变化。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；货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上基建投资的缓慢回升，将带动投资整体回升，2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！

房地产市场：成交平稳中房价反弹

8 月楼市活跃度上升，局部地区热点频现，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。

经济进入平稳期，核心资产价值重现

经济运行已渡过回升阶段，重新进入平稳运行期。由于外面环境没有改善，尤其是美国疫情失控，美国成为全球经济动乱源头且还在恶化，2 季度的经济快速反弹，主要来自于赶工、补库存等临时性因素，并非真是内生增长动力强劲；经济再度进入平稳期后，政策将再度进入观察期，货币政策已先期恢复正常，资本市场将再度迎来平稳中分化，核心资产价值逐渐呈现的时期！

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法： 经济偏乐观预期缓和

整体上看，经济延续回升、价格延续低迷、政策维持偏松的组合格局是市场共识，机构间的预期分歧虽然较大，经济运行延续改善趋势。从最近的一些机构 POLL 情况看，市场对所有经济运行数据回升幅度仍存在比较明显的分歧，无论是通胀、货币、进出口，还是工业、消费、投资，预期分布差距都较为明显，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。从预期看，进出口萎缩仍然是市场较大担忧，前期持续数月实际增长的超预期好转状况，在海外疫情仍得不到控制的情况下，整体预期仍偏悲观，“衰退式”高顺差状况延续。 投资终于回升到持平状态，但机构间分歧较大；工业和消费前期已回升至正增长状态，市场整体认为将延续回升态势，增长缓慢加速态势不变。市场对价格前景的预期仍存较大分歧，市场前期物价平稳预期已落空；PPI 低迷走势虽是市场主流看法，但实际萎缩程度比预期更甚。对于货币前景，市场主流预测是维持偏松格局，且分歧较大，在 7 月货币实际数据公布后宽松预期应该有所弱化，前期市场流动性边际微调后，市场对货币环境看法应发生方向性改变。

我们看法：经济运行渐离复苏步入平稳

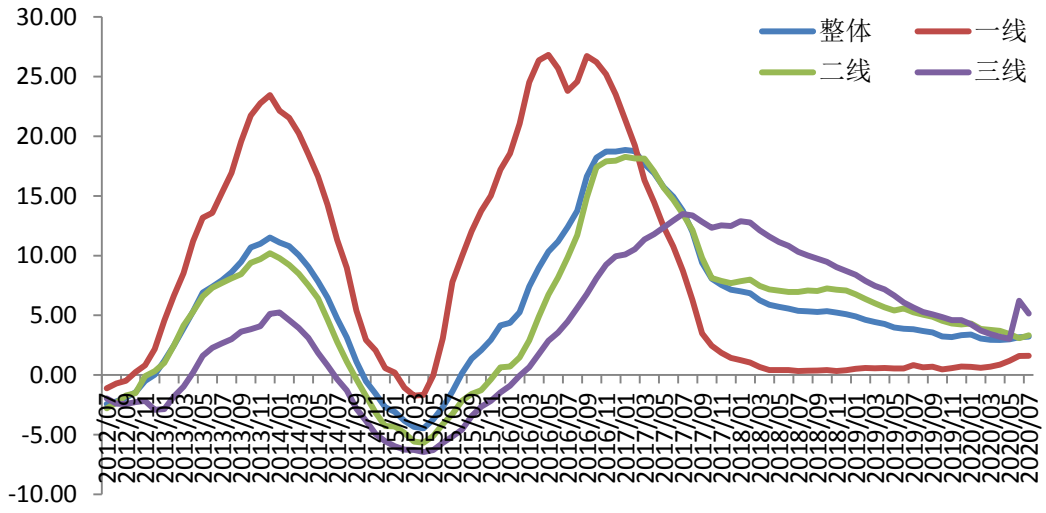
在 7 月份实际经济数据公布后，原先市场比较乐观的经济预期应已有降温，近期资本市场表现平稳中偏软的态势，正印证了市场整体对经济预期的这种变化。笔者依然认为，投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化；货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上基建投资的缓慢回升，将带动投资整体回升，2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！从复工复产推进情况和高频数据变动看，中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。由于外面环境没有改善，尤其是美国疫情失控，美国成为全球经济动乱源头且还在恶化，2 季度的经济快速反弹，主要来自于赶工、补库存等临时性因素，并非真是内生增长动力强劲；经济再度进入平稳期后，政策将再度进入观察期，货币政策已先期恢复正常，资本市场将再度迎来平稳中分化，核心资产价值逐渐呈现的时期！

8 月高频数据分析

房地产市场：成交平稳中房价反弹

8 月楼市活跃度上升，局部地区热点频现，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。8 月末，无锡市政府出台《市政府办公室关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，要求限制离异家庭购房套数、个人住房转让增值税征免年限由 2 年调整到 5 年、提高二套房首付比例至 6 成等重磅措施，防止通过“假离婚”手段获取购房资格，进一步提高购房成本和转让成本，抑制投机炒作。 8 月 28 日，在深圳房地产盛典暨行业综合评价发布会上，深圳市住房和建设局表示要学习新加坡住房体系榜样，将来深圳市 60%市民住在政府提供的租赁或出售的住房中，并为此提出了一个大规模建房行动，包括商品房和公共住房这两大块。其中，公共租赁住房这一块，有 110 万公共租赁住房的发展目标，每年公共租赁住房建设 10 万套，深圳将通过五年甚至八年的补短板，力争使得住房供需矛盾得到较好地缓解，以此稳定房地产市场。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，%）

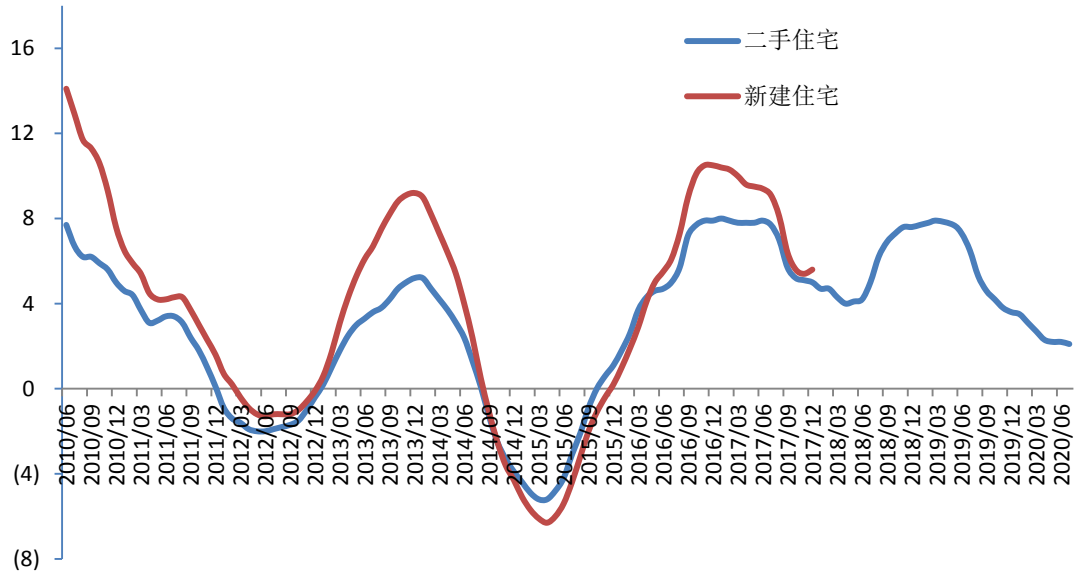


数据来源：wind，上海证券研究所

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。“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。7 月份，各线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比涨幅回落或与上月相同。初步测算，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.3%、0.4%、0.8%和 0.6%。二手住宅销售价格环比上涨 0.7%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。其中，北京持平，上海、广州和深圳分别上涨 0.5%、1.6%和 1.2%。31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 0.5%，涨幅与上月相同。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 0.8%和 0.5%，涨幅均与上月相同。

一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅略有扩大，二三线城市涨幅持续回落。初步测算，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 3.6%和 5.7%，涨幅比上月分别扩大 0.3 和 0.5 个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 5.1%，涨幅比上月回落 0.2 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 15 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%，涨幅比上月分别回落 0.1 和 0.2 个百分点，均连续 16 个月相同或回落。

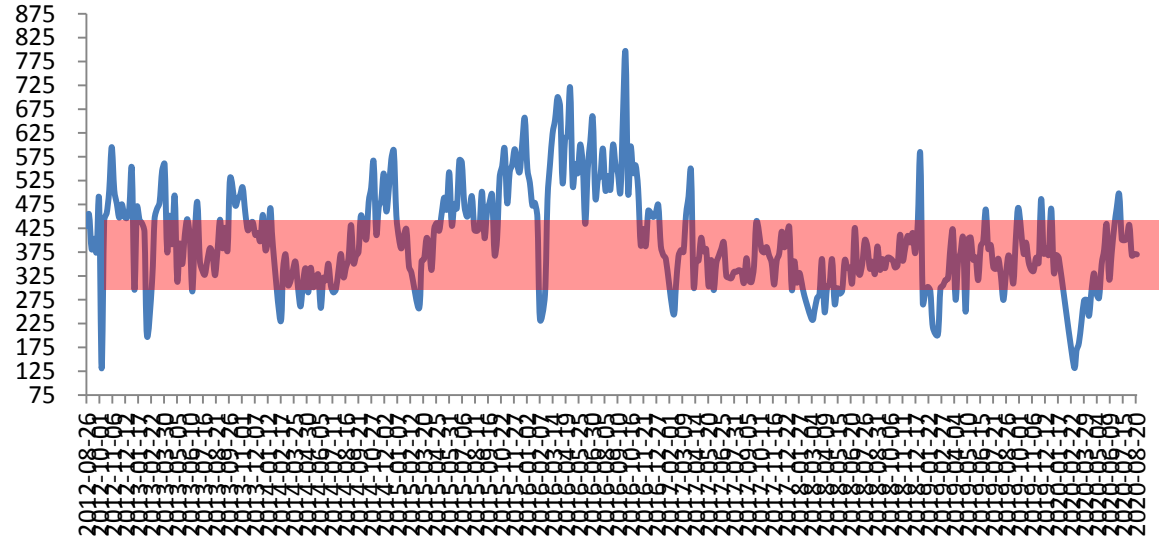
图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

疫情前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。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 8 月份，全国 30 大中城市的周成交规模平均为 385.1 万方，上月为 425.2 万方，2019 年同期为 322.1 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

工业、消费、投资延续回升

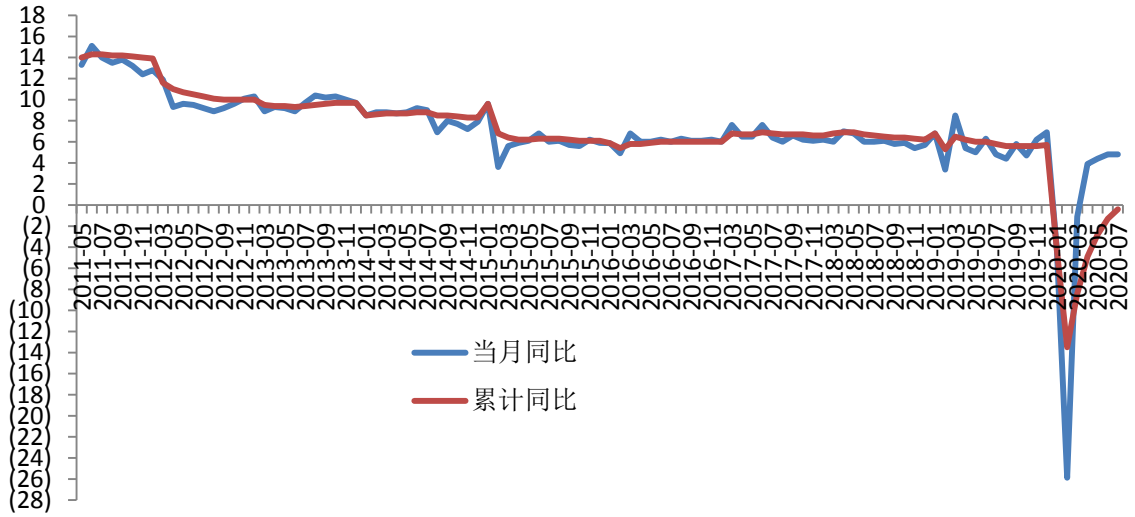
7 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.8%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速与 6 月份持平。从环比看，7 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.98%。1-7 月份，规模以上工业增加值同比下降 0.4%。

分三大门类看，7 月份，采矿业增加值同比下降 2.6%，上月为增长 1.7%；制造业增长 6.0%，增速加快 0.9 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.7%，增速回落 3.8 个百分点。

分行业看，7 月份，41 个大类行业中有 25 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业下降 2.2%，纺织业增长 0.7%，化学原料和化学制品制造业增长 4.7%，非金属矿物制品业增长 3.1%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 7.9%，有色金属冶炼和压延加工业增长 2.6%，通用设备制造业增长 9.6%，专用设备制造业增长 10.2%，汽车制造业增长 21.6%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造

业下降 1.4%，。

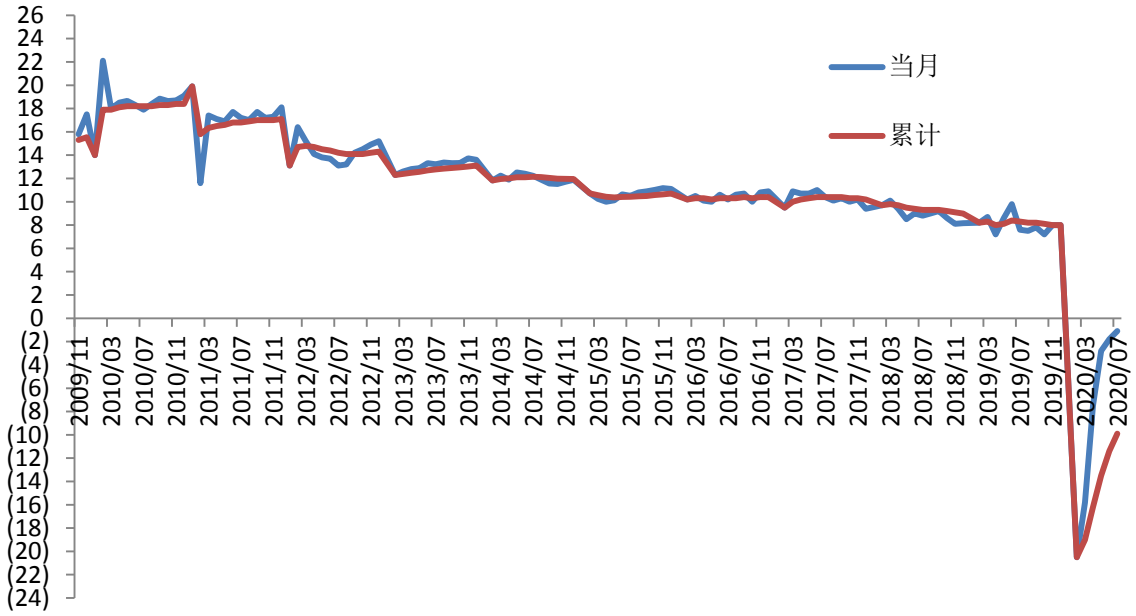
图 4：中国工业经济增速变化（%，当月同比）



数据来源：wind，上海证券研究所

消费品市场月度好转态势进一步延续。随着我国统筹推进疫情防控和经济社会发展工作取得积极成效，特别是在各项促消费政策的带动下，市场主体加快复商复市步伐，居民外出消费有序增加，市场活力逐步提升，市场销售持续改善。同时，消费转型升级加快推进，新型消费继续保持良好发展势头。

图 5：中国消费增速变化（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

7 月份，社会消费品零售总额 32203 亿元，同比下降 1.1%（扣除价格因素实际下降 2.7%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄 0.7 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 28894 亿元，下降 2.4%。1-7 月份，社会消费品零售总额 204459 亿元，同比下降 9.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额 184890 亿元，下降 9.7%。

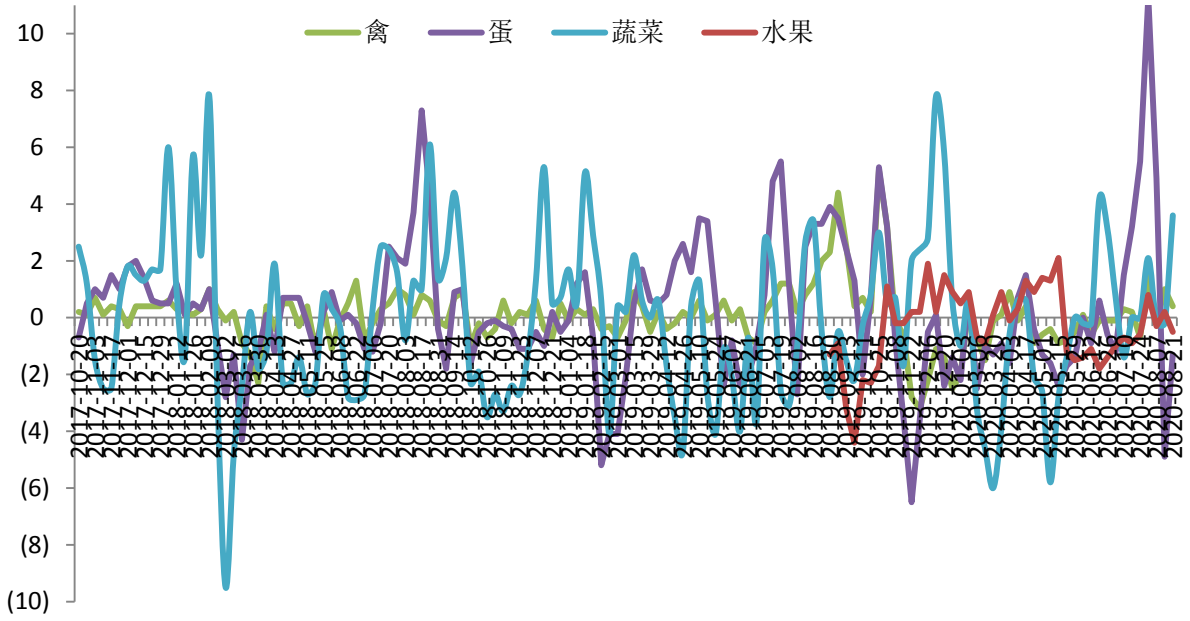
价格季节性回落，结构分化依旧

洪灾过后，各地物价普遍回落。7 月份，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门统筹做好疫情防控、抢险救灾和经济社会发展工作，积极落实保供稳价政策，市场运行总体有序。从环比看，CPI 由上月下降 0.1%转为上涨 0.6%。其中，食品价格上涨 2.8%，涨幅比上月扩大 2.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.62 个百分点。食品中，随着餐饮服务等逐步恢复，猪肉消费需求持续增加，而多地洪涝灾害对生猪调运产生了一定影响，供给仍然偏紧，猪肉价格上涨 10.3%，涨幅比上月扩大 6.7 个百分点；受不利天气影响，鲜菜价格上涨 6.3%，涨幅扩大 3.5 个百分点；由于蛋鸡存栏减少，夏季产蛋率有所下降，鸡蛋价格在连续 9 个月下降后转涨，上涨 4.0%；鲜果大量上市，价格继续下降 4.4%，降幅比上月收窄 3.2 个百分点。非食品价格由上月下降 0.1%转为持平。非食品中，受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别上涨 2.5%和 2.7%；暑期出游增多，飞机票和宾馆住宿价格分别上涨 2.9%和 1.7%；夏装折扣力度加大，服装价格下降 0.5%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点。据测算，在 7 月份 2.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 2.9 个百分点，新涨价影响约为-0.2 个百分点。

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 7 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 7 月份 CPI 环比变动为 0.2，在基数效应影响下，CPI 同比为

2.2。

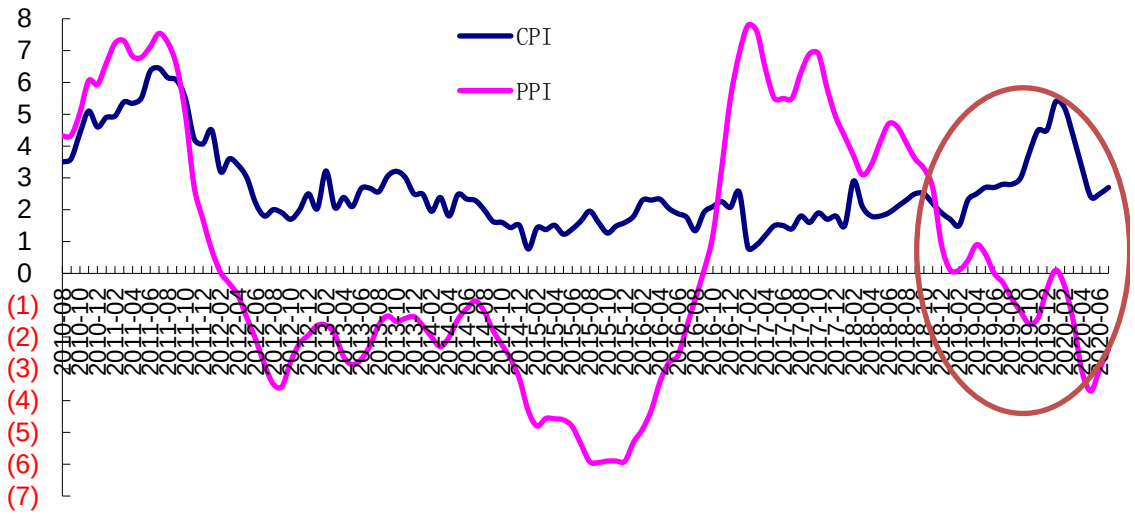
图 6：商务部食用品价格指数升降互现（各类别/周环比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

PPI 环比涨幅平稳，同比降幅收窄。7 月份工业生产持续回升，市场需求逐步回暖，国际大宗商品价格继续上行。从环比看，PPI 上涨 0.4%，涨幅与上月相同。其中，生产资料价格上涨 0.5%，生活资料价格上涨 0.1%，涨幅均与上月相同。从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 21 个，比上月减少 1 个；下降的 15 个，增加 3 个；持平的 4 个，减少 2 个。受国际原油价格持续反弹影响，石油相关行业价格继续上涨，其中，石油和天然气开采业价格上涨 12.0%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 3.4%。其他主要行业中，价格涨幅扩大的有有色金属冶炼和压延加工业，上涨 3.1%，扩大 1.2 个百分点；农副食品加工业，上涨 1.0%，扩大 0.6 个百分点。价格涨幅回落的有黑色金属矿采选业，上涨 2.7%，回落 0.2 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 1.1%，回落 0.8 个百分点。此外，煤炭开采和洗选业、汽车制造业价格均由降转涨，分别上涨 0.6%和 0.1%。据测算，在 7 月份 2.4%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-2.4 个百分点。

图 7：物价走势分化态势依旧



数据来源：wind，上海证券研究所

8 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 7 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1 2020 年 8 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
8/31	PMI	51.0	51.1	51.0	
9/1	财新 PMI	52.5	52.8	51.0	
9/9	CPI 涨幅%	2.2	2.7	2.5	
	PPI 涨幅%	-2.1	-2.4	-2.4	
9/7	出口增速%	12.6	7.2	-3.0	-1.0
	进口增速%	-0.1	-1.4	-3.2	-5.5
	贸易顺差（亿美元）	620	623.3	430	347.2
9/15	城镇固定资产投资（当月）%	6.3	-4.4		-12.8
	当年累计%	-0.2	-1.6	-1.1	5.5
9/15	工业增加值%	5.2	4.8	5.0	4.4
	当年累计%	0.0	-0.4	-0.5	5.6
9/19	M2 增速%	10.6	10.7	11.0	8.2
	M1 增速%	6.5	6.9	6.5	3.4
	信贷新增（10 亿元）	1000	992.7	1100	1210
	信贷增速	13.0	13.0	13.2	12.4
9/15	消费增速%	0	1.1	0.0	7.5
	当年累计%	-9.0	-9.9	-9.0	8.2
10/19	3 季度 GDP 增速%	上月预测：6.0		本月调整：5.5	
	当年累计%	上月预测：2.2		本月调整：2.1	

数据来源：上海证券研究所。

固定资产投资复苏延续

随着国内疫情防控取得重大战略成果，稳投资政策不断发力显效，投资延续了逐月回升态势。1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比下降 1.6%，降幅比上半年和一季度分别收窄 1.5 和 14.5 个百分点。

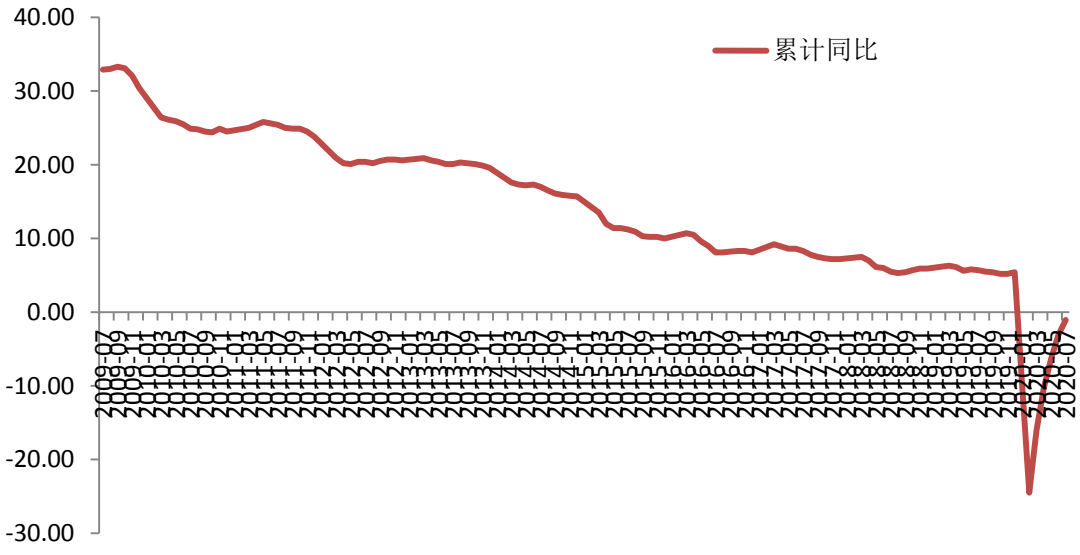
基础设施投资持续改善。1-7 月份，基础设施投资同比下降 1.0%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点。

高技术产业投资较快增长。1-7 月份，高技术产业投资同比增长 8.0%，增速比上半年加快 1.7 个百分点。高技术制造业投资同比增长 7.4%，增速比上半年加快 1.6 个百分点。高技术服务业投资同比增长 9.1%，增速比上半年加快 1.9 个百分点。

民生领域投资继续加快。1-7 月份，社会领域投资同比增长 8.7%，增速比上半年加快 3.4 个百分点。农林牧渔业投资同比增长 9.2%，增速比上半年加快 3.7 个百分点。畜牧业投资发挥了较强的带动效应，同比增长 59.2%，增速比上半年加快 11.1 个百分点。

房地产开发投资略有加快。1-7 月份，房地产开发投资同比增长 3.4%，增速比上半年加快 1.5 个百分点。

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

制造业投资和民间投资稳步恢复。1-7 月份，制造业投资同比下降 10.2%，降幅比上半年收窄 1.5 个百分点。民间投资同比下降 5.7%，降幅比上半年收窄 1.6 个百分点。其中，农林牧渔业民间投资增长 3.9%，社会领域民间投资增长 2.1%；制造业民间投资降幅收窄 1.6 个百分点。

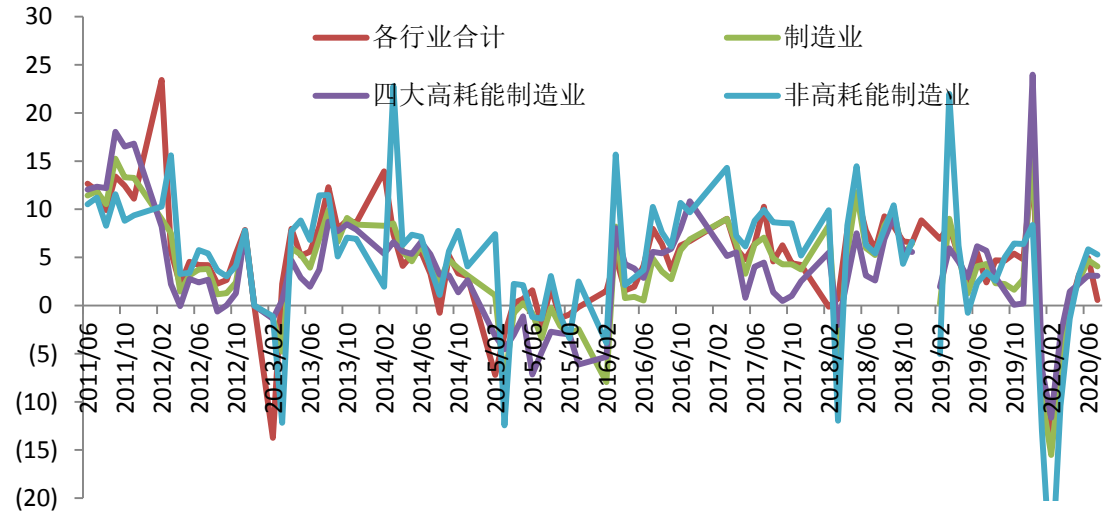
反映投资增长后劲的指标继续显好。1-7 月份，新开工项目计划总

投资增速继续加快，同比增长 15.8%，增速比上半年加快 2.3 个百分点；投资到位资金实现正增长，增长 2.1%，增速比上半年加快 2.1 个百分点。从先行指标看，投资有望继续延续回升态势。

用电回升态势改变预示经济进入平稳期

1-7 月，全国全社会用电量 40381 亿千瓦时，同比下降 0.7%，其中，7 月份全国全社会用电量 6824 亿千瓦时，同比增长 2.3%。分产业看注，1-7 月，第一产业用电量 458 亿千瓦时，同比增长 8.8%，占全社会用电量的比重为 1.1%；第二产业用电量 27111 亿千瓦时，同比下降 2.1%，增速比上年同期回落 4.9 个百分点，占全社会用电量的比重为 67.1%；第三产业用电量 6498 亿千瓦时，同比下降 2.5%，增速比上年同期回落 11.6 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 6314 亿千瓦时，同比增长 7.6%，增速比上年同期回落 1.1 个百分点，占全社会用电量的比重为 15.6%。西部地区用电量增长 2.9%，全国共有 13 个省份用电量为正增长。上半年，东、中、西部和东北地区全社会用电量增速分别为-3.1%、-3.0%、2.9%、-0.5%；全国有 13 个省份用电量为正增长，其中云南、新疆、内蒙古、甘肃 4 个省份增速超过 5%。

图 9：各行业用电增长回升态势结束（同比，月）

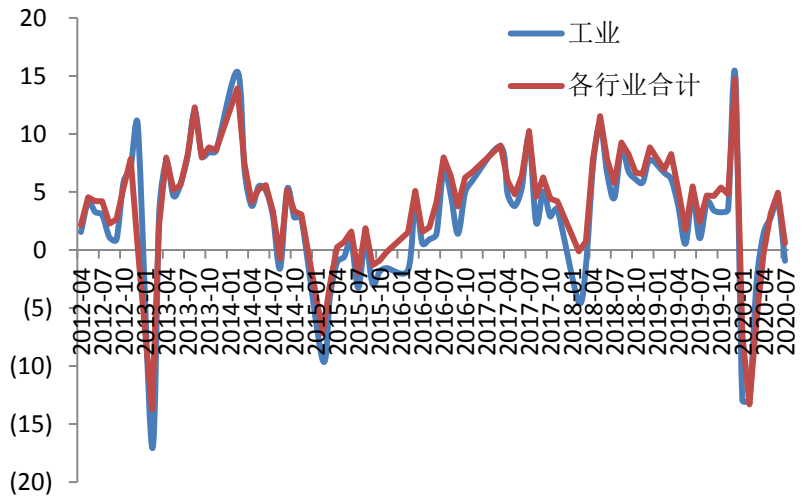


数据来源：wind，上海证券研究所

1-7 月份，工业用电量同比下降 2.1%，增速同比回落 4.7 个百分点。制造业用电量同比下降 1.9%，增速同比回落 5.4 个百分点。制造业中，四大高载能行业合计用电量同比下降 0.4%，其中，有色行业用电量同比增长 2.0%，黑色行业同比增长 0.3%，建材行业同比下降 2.4%，化工行业同比下降 2.8%。高技术及装备制造业合计用电同比下降 2.5%，其中，计算机/通信和其他电子设备制造业、汽车制造

业、医药制造业、电气机械和器材制造业同比分别增长 10.9%、4.8%、1.4%和 0.8%，其余 5 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 7.4%，其中，食品制造业、农副食品加工业同比分别增长 7.1%和 0.5%，其余 10 个行业用电量均为负增长。

图 10：工业和行业用电增长开始回落（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

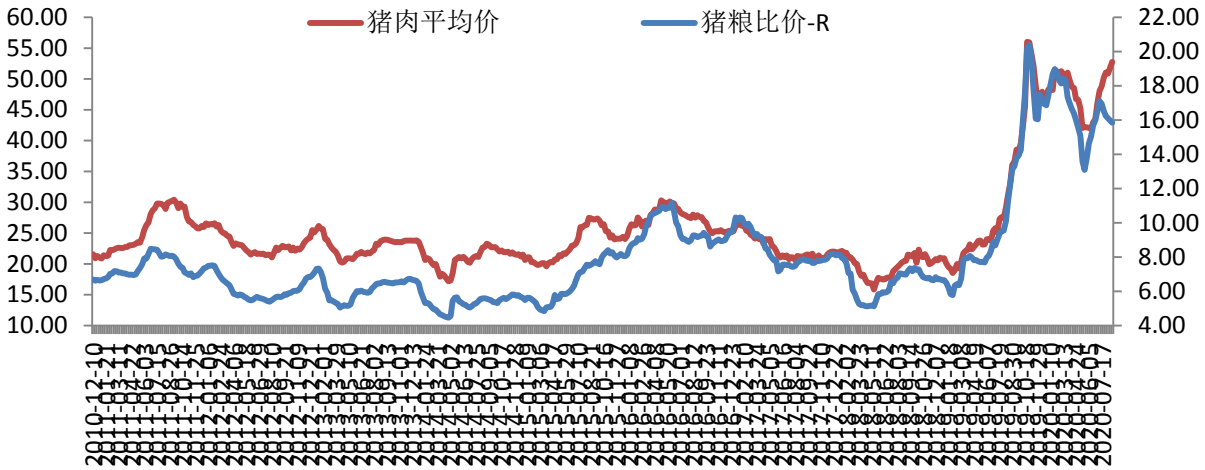
食用农产品价格季节性回落，生产资料价格继续走低

在季节性因素影响下，猪肉价格经历了前期较长的回落后，下半年起呈现了持续小幅回升态势；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，7 月 27 日至 8 月 2 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 0.8%，生产资料市场价格比前一周上涨 0.1%；8 月 3 日至 9 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 0.5%，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 0.1%；8 月 10 日至 16 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 0.4%，生产资料市场价格比前一周下降 0.1%；8 月 17 日至 23 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 0.4%，生产资料市场价格比前一周上涨 0.5%。

7 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.7%。其中，城市上涨 2.4%，农村上涨 3.7%；食品价格上涨 13.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨 4.3%，服务价格持平。1-7 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.7%。7 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.6%。其中，城市上涨 0.6%，农村上涨 0.8%；食品价格上涨 2.8%，非食品价格持平；消费品价格上涨 1.0%，服务价格下降 0.1%。

图 10：猪肉价格持续回落后反弹（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

经济进入平稳期，核心资产价值重现

综合来看，国内疫情已得到控制，宏调政策重心在于“直达实体”，政策“救助”性质重于“刺激”，显然政策创新的关注点在于实体经济维稳和金融市场风险防范。经济运行已渡过回升阶段，重新进入平稳运行期。

在海外疫情仍得不到控制的情况下，“衰退式”高顺差状况延续。投资终于回升到持平状态，工业和消费将延续回升态势，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；货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上基建投资的缓慢回升，将带动投资整体回升，2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！在 7 月货币实际数据公布后宽松预期应该有所弱化，前期市场流动性边际微调后，市场对货币环境看法发生方向性改变。笔者认为，由于外面环境没有改善，尤其是美国疫情失控，美国成为全球经济动乱源头且还在恶化，2 季度的经济快速反弹，主要来自于赶工、补库存等临时性因素，并非真是内生增长动力强劲；经济再度进入平稳期后，政策将再度进入观察期，货币政策已先期恢复正常，资本市场将再度迎来平稳中分化，核心资产价值逐渐呈现的时期！

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。