日期：2020 年 07 月 03 日

经济延续回升带动市场回暖

——2020 年 6 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

6 月份宏观数据预测：CPI=2.7，PPI=-3.2，出口=-1.1，进口=-1.7，顺差=500（USD）亿，M2=11.0，M1=6.5，新增信贷 18000 亿，信贷余额 13.2，工业 4.7，消费 0.0，投资-3.6。

市场看法：经济中长期前景预期趋好转

伴随中国经济进入后疫情时代，以及前期经济复苏好于预期的实际表现，市场对中国经济中长期前景的预期趋于好转：经济运行平稳程度的市场预期提高，经济波动程度改善，政策前景也平稳，表明市场认为中国经济未来的增长并不依赖政策刺激。

我们看法：经济复苏步伐稳健

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：成交上升、价格平稳

疫情结束后楼市几个月压制的成交热情被释放，6 月份的房地产市场继续维持了繁荣局面，“抢房”现象延续，这说明全社会对楼市的投机氛围仍然很强烈，从事实业的氛围仍然低迷，经济内在活力仍有待激发。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。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，楼市泡沫对实体经济的伤害必将进一步加大。

价格涨跌互现，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 6 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。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。

经济延续回升带动市场回暖

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，加上投资的缓慢回升，将 2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！“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，债市短期压力仍然存在。

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法： 经济中长期前景预期趋好转

伴随中国经济进入后疫情时代，以及前期经济复苏好于预期的实际表现，市场对中国经济中长期前景的预期趋于好转：经济运行平稳程度的市场预期提高，经济波动程度改善，政策前景也平稳，表明市场认为中国经济未来的增长并不依赖政策刺激。2 季度经济增速预期再度提高，且幅度明显，表明市场对疫情的经济冲击前期过度悲观看法，得到很大修正；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更趋平稳，表明了市场对经济韧性的认可。市场价格形势预期由前期的分化，明显转向低迷，市场对 CPI 下行的预期加速；预期中工业品和消费品间的价格走势“剪刀差”仍然维持较大差距，表明市场对经济走势复杂性上行的预期仍然维持。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稳中趋加码，“双降”预期（降息、降准）仍然存在，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进一步上行。作为经济第一增长动力的投资，市场预期仍只为温和复苏态势；外贸预期好转，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。整体看，市场预期对经济的信心有所改善。

我们看法：经济复苏步伐稳健

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。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，内需在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。

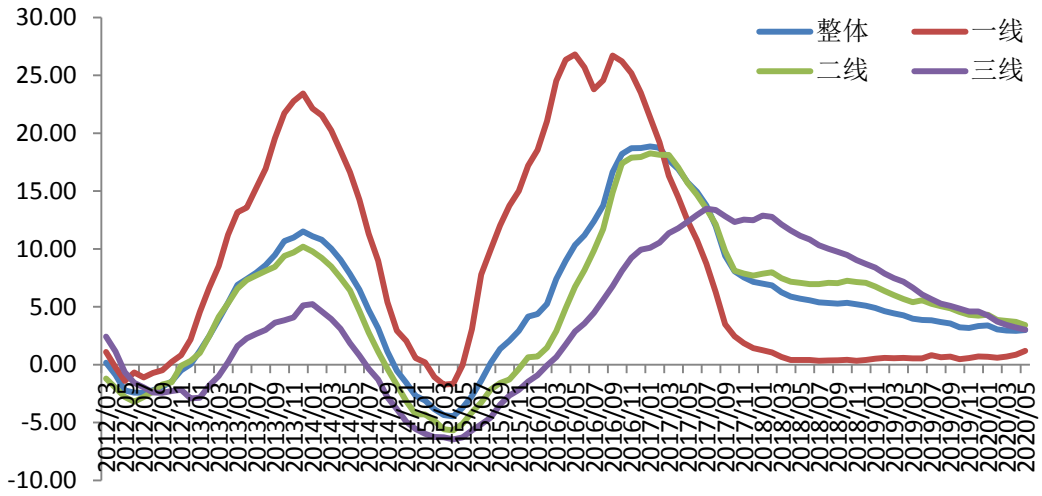
6 月高频数据分析

房地产市场：成交上升、价格平稳

疫情结束后楼市几个月压制的成交热情被释放，6 月份的房地产市场继续维持了繁荣局面，“抢房”现象延续，这说明全社会对楼市的投机氛围仍然很强烈，从事实业的氛围仍然低迷，经济内在活力仍有待激发。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。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

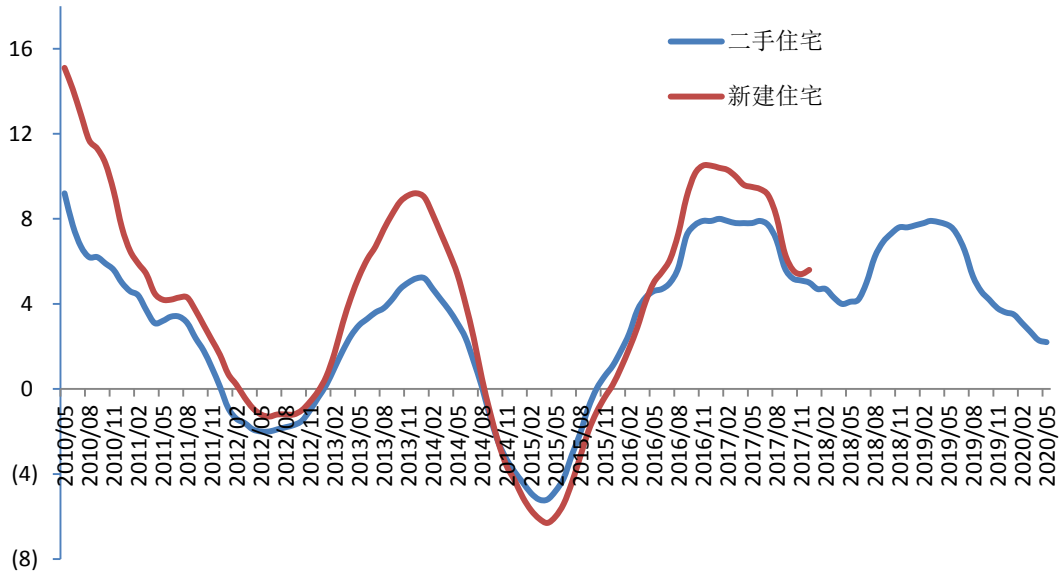
随着我国新冠肺炎疫情防控向好态势进一步巩固，经济社会秩序进一步恢复，房地产市场再趋活跃。统筹推进疫情防控和经济社会发

展工作取得积极成效，生产生活秩序持续恢复，住房需求得到进一步释放，70 个大中城市房地产市场总体稳定，价格略有上涨。各线城市新建商品住宅销售价格环比涨幅均略有扩大，二手住宅涨幅与上月相同或微扩。一线城市新建商品住宅销售价格同比涨幅与上月相同，二手住宅涨幅有所扩大；二三线城市涨幅延续回落态势。

5 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 0.7%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.5%、0.8%、0.3%和 0.6%。二手住宅销售价格环比上涨 1.1%，涨幅与上月相同。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 1.8%、0.6%、0.4%和 1.6%。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 0.7%和 0.3%，涨幅比上月均扩大 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%，涨幅与上月相同；二手住宅销售价格同比上涨 4.1%，涨幅比上月扩大 1.1 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 5.4%和 2.0%，涨幅比上月均回落 0.2 个百分点，连续 13 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 4.8%和 2.1%，涨幅比上月均回落 0.3 个百分点，均连续 14 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，%）

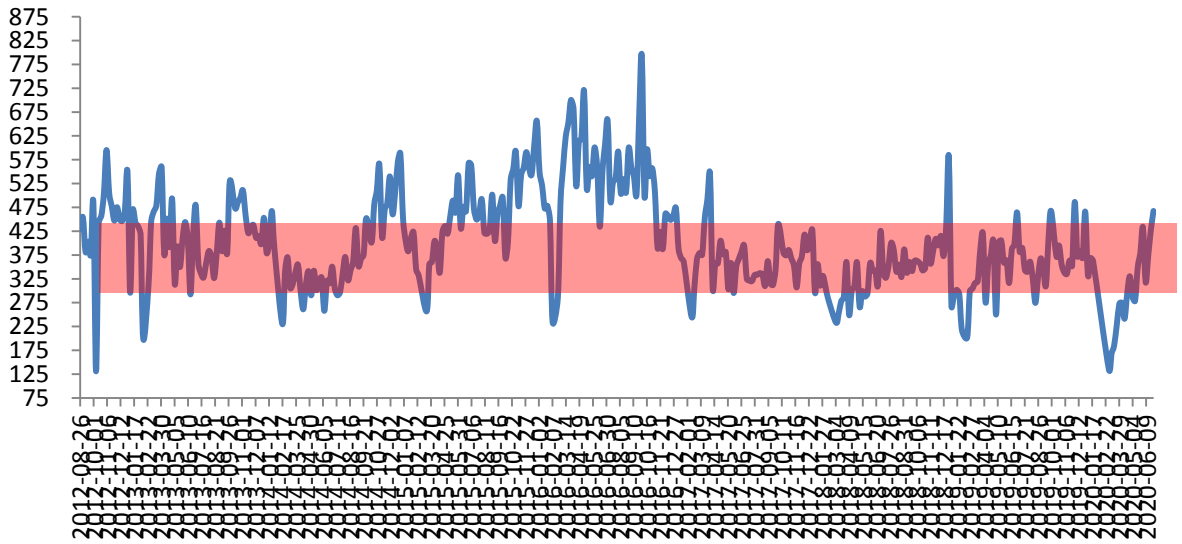


数据来源：wind，上海证券研究所

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。

2020 年 6 月份，全国 30 大中城市的周成交规模平均为 396.5 万方，上月为 345.63 万方，2019 年同期为 385.9 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，楼市泡沫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恢复活跃（日均/周，万平米）



数据来源：wind，上海证券研究所

工业恢复正常、消费延续回升

5 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，复工复产深入推进，工业生产继续回升。但 1-5 月份累计工业生产仍下降，5 月份部分行业和产品回升力度有所减弱，外部环境复杂，工业经济稳定运行仍面临不少困难和不确定因素。

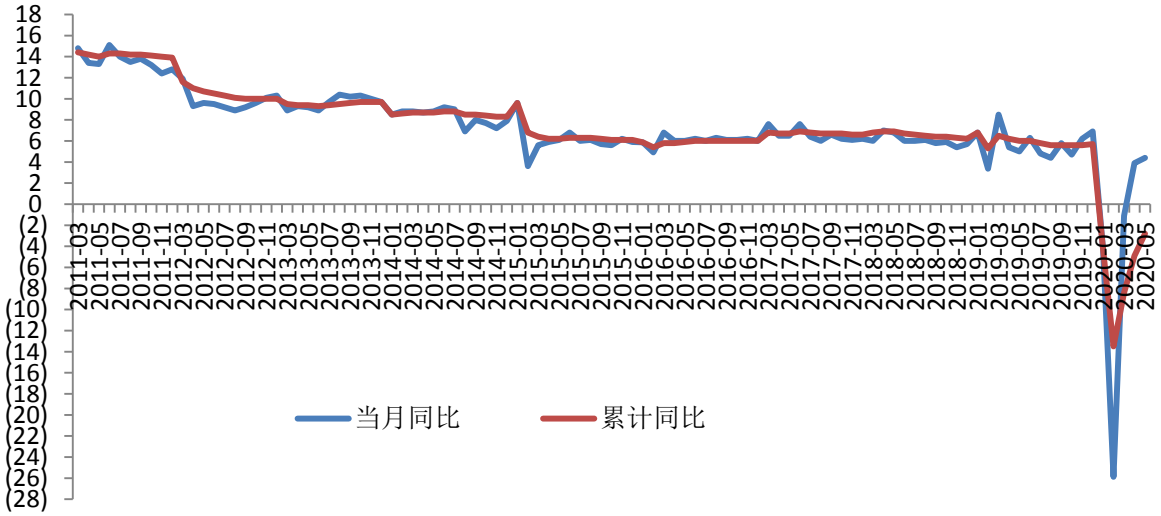
复工复产深入推进，工业生产加快。对规模以上工业企业的抽样调查显示，截至 5 月 27 日，67.4%的企业达到正常生产水平八成以上，较 4 月下旬上升 6.6 个百分点。5 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.4%，增速较上月加快 0.5 个百分点，在上月由负转正基础上继续回升。其中，采矿业、制造业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业三大门类分别增长 1.1%、5.2%、3.6%，增速均有所加快。1-5 月份，工业增加值同比下降 2.8%，降幅较 1-4 月份收窄 2.1 个百分点。

多数行业和产品生产继续恢复，新兴产品保持高速增长。分行业看，5 月份，41 个大类行业中，30 个行业增加值同比实现增长，增长的行业数较上月增加 2 个，增长面为 73.2%。分产品看，612 种列入统计的工业产品中，344 种产品产量实现增长，增长面为 56.2%；部分新兴产品继续保持高速增长，3D 打印设备、智能手表、集成电

路圆片、充电桩等增长均在 70%以上。

虽然工业生产总体恢复向好，但困难和不确定因素仍然较多，值得关注。一是行业和产品回升力度有所减弱，41 个行业中有 25 个行业出现增速回落或降幅扩大，产品增长面较上月有所下滑。二是消费品行业出现下滑，增速由上月的增长 0.7%转为下降 0.6%，服装、家具、文教工美、皮革制鞋等行业下降在 5.0%—11.4%之间。三是出口订单不足，工业出口交货值由增转降，同比下降 1.4%，部分出口占比较高的行业出口交货值下降 10%以上。。

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

随着国内疫情防控向好形势持续巩固，企业复商复市步伐加快，居民生活秩序明显恢复。特别是在扩大内需、促进消费等多项政策促进下，居民消费持续改善，市场销售降幅连续 3 个月收窄。

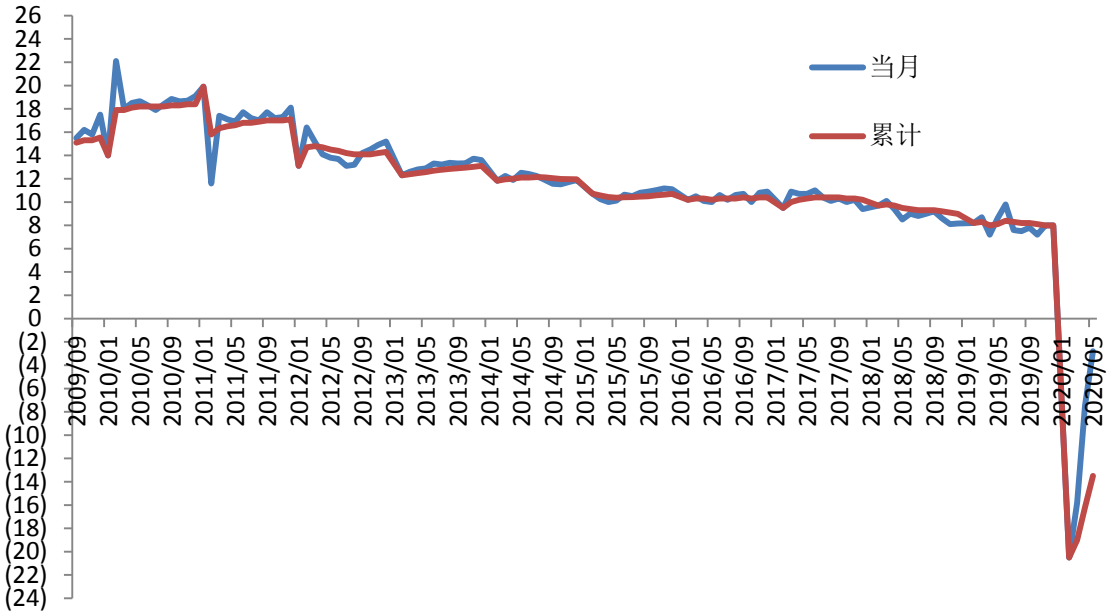
市场销售持续好转，商品零售规模接近上年同月水平。消费市场延续逐步改善态势。随着全国疫情防控形势持续向好，居民外出购物和就餐活动加快恢复，市场销售连续三个月好转。5 月份，社会消费品零售总额同比名义下降 2.8%，降幅在 4 月份收窄 8.3 个百分点的基础上，再次收窄 4.7 个百分点；扣除价格因素，实际下降 3.7%，收窄 5.4 个百分点。

商品零售规模已接近上年同月水平。5 月份，商品零售额同比下降 0.8%，降幅比 4 月份收窄 3.8 个百分点。其中，限额以上单位商品零售额由降转升，同比增长 2.5%，而 4 月份为下降 1.5%。从商品类别看，在限额以上单位商品零售类值中，近八成商品实现同比增长，大多数商品零售比 4 月份好转。

新型消费加快增长，住宿餐饮等服务消费加快恢复。实物商品网上

零售额增速继续加快。1-5 月份，全国实物商品网上零售额同比增长 11.5%，增速比 1-4 月份加快 2.9 个百分点；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重为 24.3%，比上年同期提高 5.4 个百分点。国家邮政局数据显示，5 月份快递业务量同比增长 41%，快递业务收入增长 25%。

图 5：中国消费增速变化（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

价格涨跌互现，分化态势依旧

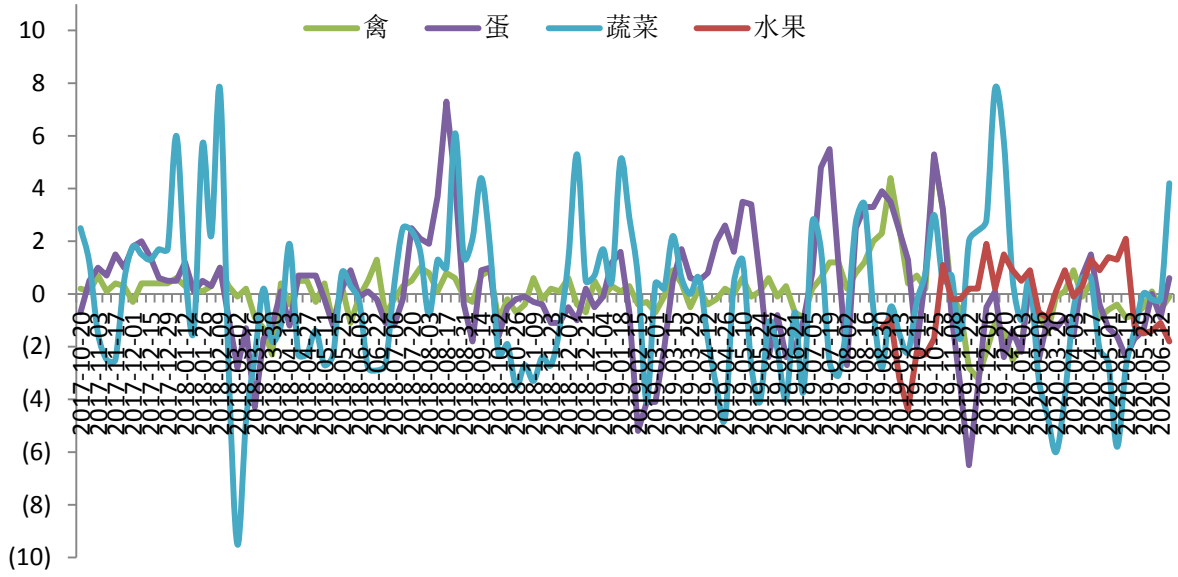
疫情对当期副食品供应影响的冲击已经消除，受季节性因素影响蔬菜、蛋、水果等生鲜食品在 6 月份有涨有跌，猪肉等主要食用品走稳，整体食用品类价格的下降走势趋缓。另外复工复产基本推进到位，各类日用消费品价格叠加季节性影响，整体态势结束下行转为平稳。“新冠”疫情不改全年价格回落的总趋势，疫情对供需双方都有压制作用，决定中国通胀走势的还是使用农产品价格，其中猪肉是核心，2020 年猪肉供应紧张持续缓解态势不变，肉价逐步回落；工业品在需求持续低迷下，价格将延续颓势；加上国际大宗商品价格的回落，工业品全年都将延续低迷态势。消费品和工业品价格之间的“剪刀差”将全年延续，但随着消费品价格的逐步回落，差距也将缩小。

CPI 环比继续下降，同比涨幅进一步回落。5 月份，国内疫情形势总体稳定，复工复产、复市复业有序推进，市场供需状况进一步好转。从环比看，CPI 继续下降 0.8%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。

其中，食品价格下降 3.5%，降幅扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.78 个百分点，是带动 CPI 下降的最主要因素。食品中，各地自产鲜菜大量上市，价格继续下降 12.5%，降幅扩大 4.5 个百分点；生猪产能进一步恢复，猪肉供给持续增加，加之气温升高，消费进入淡季，价格继续下降 8.1%，降幅扩大 0.5 个百分点；鸡蛋和鲜果供应充足，价格也继续分别下降 4.8%和 0.8%；休渔期来临，水产品供应减少，价格由上月下降 0.1%转为上涨 1.3%。非食品价格由上月下降 0.2%转为持平。非食品中，夏装新款上市，服装价格上涨 0.2%；受原油价格持续走低影响，液化石油气价格下降 1.9%。

在当前的经济运行背景下，价格的结构性分化态势愈发明显，消费品价格受食用品供应——主要是猪肉——的影响，而猪肉价格 6 月份在回落总趋势中暂歇并有小幅波动回升，而工业品在大宗商品的带动下也有回升。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 6 月份 CPI 环比变动为 0，在基数效应影响下，CPI 同比为 2.8。

图 6：商务部食用品价格指数升降互现（各类别/周环比，%）



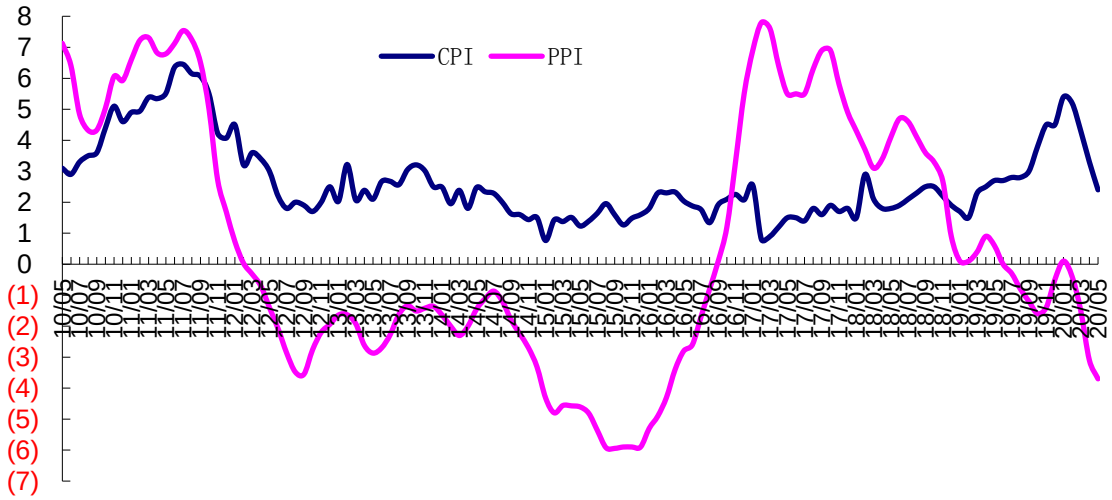
数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产进一步恢复，市场需求有所改善。从环比看，5 月份的 PPI 下降 0.4%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点。其中，生产资料价格下降 0.5%，降幅收窄 1.3 个百分点；生活资料价格下降 0.3%，降幅扩大 0.2 个百分点。从调查的 40 个工业行业大类看，价格下降的有 20 个，减少 10 个；上涨的 10 个，增加 2 个；持平的 10 个，增加 8 个。受国际原油价格变动影响，石油相关行业产品价格降幅有

所收窄。其中，石油和天然气开采业价格下降 9.1%，收窄 26.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 4.0%，收窄 5.0 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 1.2%，收窄 1.8 个百分点。上述三个行业合计影响 PPI 下降约 0.24 个百分点，比上月减少 0.52 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格由降转涨，上涨 1.6%。黑色金属冶炼和压延加工业价格由降转平。此外，煤炭开采和洗选业价格下降 2.9%，降幅扩大 0.6 个百分点。

从同比看，受去年对比基数略高影响，5 月份 PPI 下降 3.7%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点。其中，生产资料价格下降 5.1%，降幅扩大 0.6 个百分点；生活资料价格上涨 0.5%，涨幅回落 0.4 个百分点。主要行业价格降幅均有所扩大据测算，在 5 月份 3.7%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.5 个百分点，新涨价影响约为-3.2 个百分点。1—5 月平均，PPI 比去年同期下降 1.7%。

图 7：物价走势分化态势依旧



数据来源：wind，上海证券研究所

6 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 6 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
6/30	PMI	50.8		50.8	
7/1	财新 PMI	50.8		49.8	
7/9	CPI 涨幅%	2.7	2.4	2.8	2.7
	PPI 涨幅%	-3.2	-3.7	-3.1	0
7/14	出口增速%	-1.1	-3.3	-1.8	-1.5
	进口增速%	-1.7	-16.7	-2.7	-6.8
	贸易顺差（亿美元）	500	629.3	420	495.9
7/16	城镇固定资产投资（当月）%				
	当年累计%	-3.6	-6.3	-5.0	5.8
7/16	工业增加值%	4.7	4.4	5.0	6.3
	当年累计%	-2.0	-2.8	-3.8	6.0
7/15	M2 增速%	11.0	11.1	10.5	8.5
	M1 增速%	6.5	6.8	5.0	4.4
	信贷新增（10 亿元）	1800	1480	1200	1660
	信贷增速	13.2	13.2	13.1	13.0
7/16	消费增速%	0	-2.8	0	9.8
	当年累计%	-10	-13.5	-10	8.4
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。

固定资产投资降幅持续收窄

随着国内疫情得到有效控制和经济社会秩序有序恢复，在一系列稳投资政策的作用下，投资项目建设持续加快，投资降幅连续 3 个月收窄，高技术产业、社会领域投资增速均由负转正。2020 年 1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比下降 6.3%，降幅比 1-4 月份和一季度分别收窄 4.0 和 9.8 个百分点。

随着稳投资政策的显效发力，投资新开工项目继续呈现向好态势，1-5 月份新开工项目计划总投资增长 7.9%，增速比 1-4 月份加快 6.8 个百分点。从相关指标看，5 月份工程机械产品产销两旺，挖掘、铲土运输机械和混凝土机械产量同比分别增长 62.1%和 42.2%，挖掘机销量同比增长 68%。这些情况均表明未来投资有望延续回升向好态势。

基础设施投资降幅明显收窄。1-5 月份，基础设施投资同比下降 6.3%，

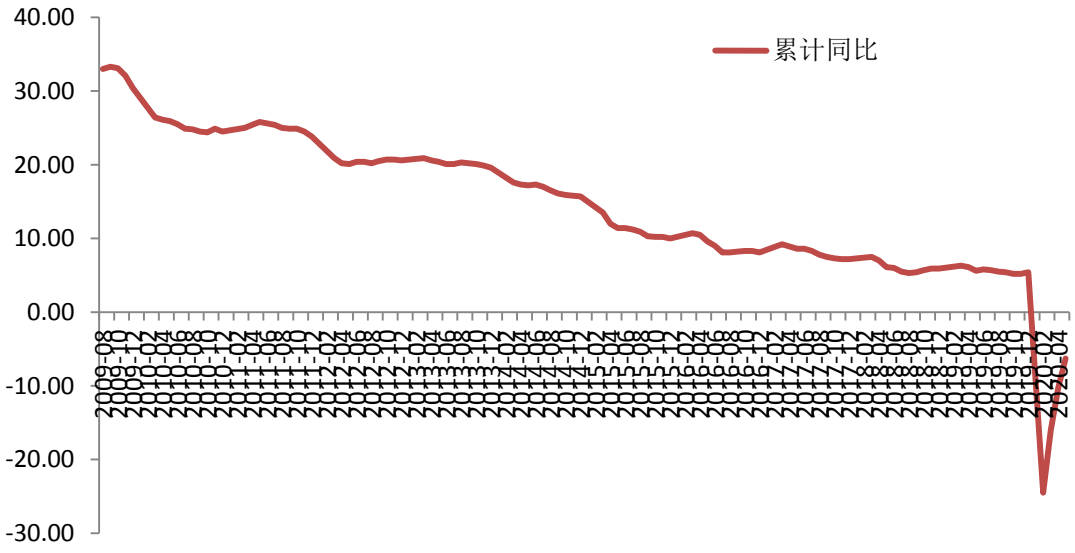
降幅比 1-4 月份收窄 5.5 个百分点。其中，生态保护和环境治理业投资增长 2.5%；信息传输业投资降幅收窄 9.7 个百分点，交通运输邮政业投资降幅收窄 6.3 个百分点，公共设施管理业投资降幅收窄 5.3 个百分点，水利管理业投资降幅收窄 4.0 个百分点。

高技术产业投资由降转增。1-5 月份，高技术产业投资同比增长 1.9%，1-4 月份为下降 3.0%。高技术制造业投资同比增长 2.7%，1-4 月份为下降 3.6%。其中，计算机及办公设备制造业投资增长 12.0%，医药制造业投资增长 6.9%，电子及通信设备制造业投资增长 2.5%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 2.3%。

制造业投资降幅收窄。1-5 月份，制造业投资同比下降 14.8%，降幅比 1-4 月份收窄 4.0 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 3.8 和 4.0 个百分点。

民间投资继续恢复。1-5 月份，民间投资同比下降 9.6%，降幅比 1-4 月份收窄 3.7 个百分点。其中，基础设施民间投资降幅收窄 4.7 个百分点，制造业民间投资降幅收窄 4.0 个百分点，房地产开发民间投资降幅收窄 3.5 个百分点，社会领域民间投资降幅收窄 6.2 个百分点，农林牧渔业民间投资降幅收窄 5.6 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

用电回升预示经济快速复苏

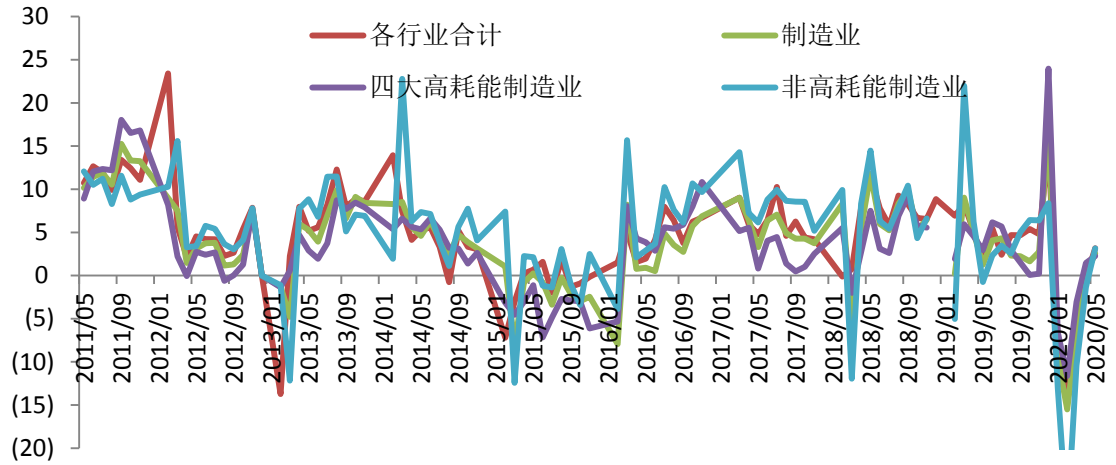
电力消耗和当期经济增长密切相关，1-5 月份，全社会用电量降幅继续收窄，第一产业和城乡居民生活用电正增长；风电、太阳能发电装机容量保持较快增长；除核电和太阳能发电外，其他类型发电设备利用小时均同比降低；全国跨区送出电量同比增长；

1-5 月，全国全社会用电量 27197 亿千瓦时，同比下降 2.8%，其中，

5 月份全国全社会用电量 5926 亿千瓦时，同比增长 4.6%。

分产业看注，1-5 月，第一产业用电量 297 亿千瓦时，同比增长 7.1%，占全社会用电量的比重为 1.1%；第二产业用电量 18098 亿千瓦时，同比下降 4.0%，增速比上年同期回落 6.7 个百分点，占全社会用电量的比重为 66.5%；第三产业用电量 4296 亿千瓦时，同比下降 6.3%，增速比上年同期回落 15.9 个百分点，占全社会用电量的比重为 15.8%；城乡居民生活用电量 4506 亿千瓦时，同比增长 5.2%，增速比上年同期回落 5.0 个百分点，占全社会用电量的比重为 16.6%。1-5 月份，第三产业用电量同比下降 6.3%。其中，信息传输/软件和信息技术服务业用电量同比增长 27.3%，住宿和餐饮业、批发和零售业用电量同比下降超 10%，分别下降 20.8%和 10.5%。

图 9：各行业用电增长延续回升态势（同比，月）



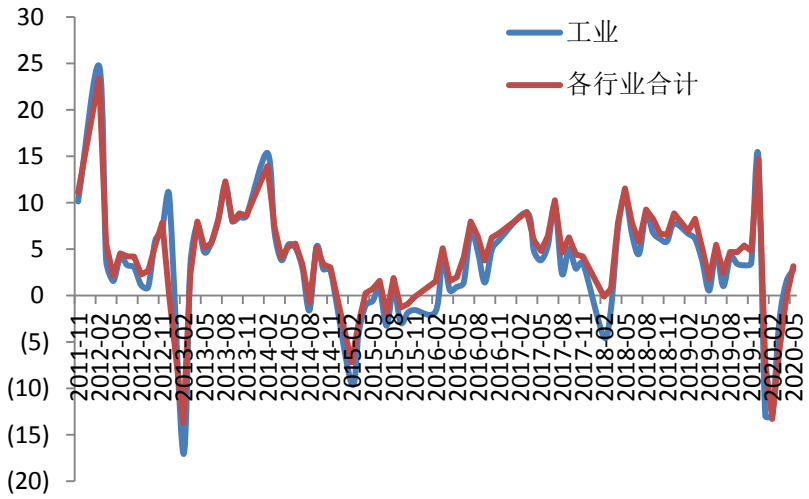
数据来源：wind，上海证券研究所

1-5 月份，工业用电量同比下降 3.9%，增速同比回落 6.4 个百分点。制造业用电量同比下降 4.7%，增速同比回落 8.0 个百分点。制造业中，四大高载能行业合计用电量同比下降 2.1%，其中，有色行业用电量同比增长 2.0%，黑色行业同比下降 1.5%，化工行业同比下降 4.3%，建材行业同比下降 7.5%。高技术及装备制造业合计用电同比下降 7.3%，除计算机/通信和其他电子设备制造业同比增长 7.5%外，其余 8 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 11.8%，其中，食品制造业同比增长 3.8%，其余 11 个行业用电量均为负增长。

5 月份，工业用电量同比增长 2.8%，增速同比提高 2.3 个百分点。制造业用电量同比增长 2.6%，增速同比提高 1.3 个百分点。制造业中，四大高载能行业合计用电量同比增长 2.2%，其中，建材行业用

电量同比增长 6.5%，有色行业同比增长 2.7%，黑色行业同比增长 2.0%，化工行业同比下降 2.1%。高技术及装备制造业合计用电同比增长 5.4%，其中，计算机/通信和其他电子设备制造业同比增长 18.5%，汽车制造业同比增长 14.2%，电气机械和器材制造业同比增长 8.9%，金属制品业、铁路/船舶/航空航天和其他运输设备制造业为负增长。消费品制造业合计用电同比下降 1.7%，其中，食品制造业同比增长 16.9%，农副食品加工业同比增长 10.1%，酒/饮料及精制茶制造业同比增长 6.6%，皮革/毛皮/羽毛及其制品和制鞋业、纺织业、文教/工美/体育和娱乐用品制造业、纺织服装/服饰业用电量为负增长。

图 10：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

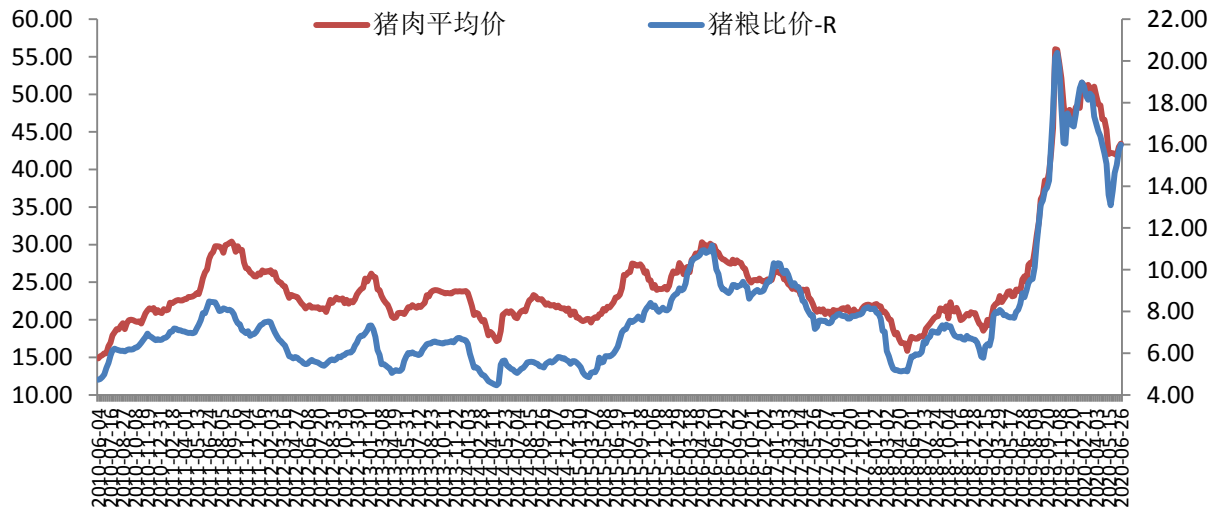
在季节性因素影响下，猪肉价格经历了前期较长的回落后，暂时走平，6 月份呈现小幅回升态势；叠加食用品的季节性影响，食用品种类价格略有回升高位；整体消费价格持续下降态势暂歇。但未来 CPI 在基数效应下，年内通胀下行趋势不变。

据商务部监测，6 月 1 日至 7 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 0.9%，生产资料市场价格比前一周上涨 0.4%；6 月 8 日至 14 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 0.6%，生产资料市场价格比前一周上涨 0.5%；6 月 15 日至 21 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 2.2%，生产资料市场价格比前一周下降 0.1%；6 月 22 日至 28 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 1.4%，涨幅比前一周回落 0.8 个百分点，生产资料市场价格比前一周上涨 0.1%。5 月份，国内疫情形势总体稳定，复工复产、复市复业有序推进，市场供需状况进一步好转。从环比看，CPI 继续下降 0.8%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。其中，食品价格下降 3.5%，降幅扩大 0.5

个百分点，影响 CPI 下降约 0.78 个百分点，是带动 CPI 下降的最主要因素。食品中，各地自产鲜菜大量上市，价格继续下降 12.5%，降幅扩大 4.5 个百分点；生猪产能进一步恢复，猪肉供给持续增加，加之气温升高，消费进入淡季，价格继续下降 8.1%，降幅扩大 0.5 个百分点；鸡蛋和鲜果供应充足，价格也继续分别下降 4.8%和 0.8%；休渔期来临，水产品供应减少，价格由上月下降 0.1%转为上涨 1.3%。非食品价格由上月下降 0.2%转为持平。非食品中，夏装新款上市，服装价格上涨 0.2%；受原油价格持续走低影响，液化石油气价格下降 1.9%。

5 月份，工业生产进一步恢复，市场需求有所改善。从环比看，PPI 下降 0.4%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点。其中，生产资料价格下降 0.5%，降幅收窄 1.3 个百分点；生活资料价格下降 0.3%，降幅扩大 0.2 个百分点。从调查的 40 个工业行业大类看，价格下降的有 20 个，减少 10 个；上涨的 10 个，增加 2 个；持平的 10 个，增加 8 个。受国际原油价格变动影响，石油相关行业产品价格降幅有所收窄。其中，石油和天然气开采业价格下降 9.1%，收窄 26.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 4.0%，收窄 5.0 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 1.2%，收窄 1.8 个百分点。上述三个行业合计影响 PPI 下降约 0.24 个百分点，比上月减少 0.52 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格由降转涨，上涨 1.6%。黑色金属冶炼和压延加工业价格由降转平。此外，煤炭开采和洗选业价格下降 2.9%，降幅扩大 0.6 个百分点。

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

经济延续回升带动市场回暖

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，在新旧基建投资的共同带动下，未来投资增长将延续缓回升态势；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，加上投资的缓慢回升，将 2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！资本市场短期受海外疫情带来的心理冲击，有所波动，但经济改善、融资成本下降带来的趋势性影响不变，2020 年中国资本市场双回暖趋势不变。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。笔者认为，“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，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。“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，债市短期压力仍然存在。

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。