

相关研究

《目标做减法，政策做加法！——2020年《政府工作报告》解读》2020.05.22

《就业优先，财政发力——20年全国两会展望》2020.05.21

《改革蓝图铺开，释放需求潜力！——兼论经济体制意见的框架和亮点》2020.05.19

经济继续改善，资金边际收紧

投资要点：

- **宏观专题：疫情退潮增长恢复，谁是区域经济明星？**
- **各省经济增速普降，增长格局相对稳定。** 疫情冲击使得一季度全国各省经济增速普降，除西藏以外均录得负增长。但经济下滑幅度并非由疫情严重程度决定。事实上，除去湖北省之外，20年Q1地方经济增长和19年Q4GDP增速之间存在着显著的正向关系，横向比较来看，经济增长格局相对稳定。
- **重庆：投资改善居于首位，电子产业强势复苏。** 作为西部省市的典型代表，重庆市3-4月投资增速改善幅度居于全国首位，其中地产、工业和基建三大类投资同步回暖，特别是基建表现突出，这主要来自财政资金的支持，20Q1重庆市财政自给率较19年同期明显下滑。此外，重庆市的电子产业由于集群优势也实现了强劲复苏。
- **浙江：消费率先回升，发券规模可观。** 东部经济强省之中，浙江省表现优异，特别是消费增速率先回升，这主要与其大力推广的消费券政策有关。浙江省消费券发放规模全国居首，而其乘数效应明显，有力地促进了消费回补。另外，在东部经济强省之中，浙江省工业生产恢复也较迅速，这主要因为其外来务工人员相对较少并且更早下调了应急响应级别。
- **湖南：信息服务行业领跑，机械贡献工业增长。** 中部省份中湖南经济表现不俗，一季度GDP增量全国最高。一方面，从服务业来看，主要由服务业高增长带动，政策支持下湖南省信息产业竞争力初步形成；另一方面，从工业来看，湖南是工程机械大省，复工加快以及稳增长加码使得中游机械行业需求旺盛，湖南机械工业得以快速恢复，对该省工业增长做出主要贡献。
- **输血与造血：后疫情时代的地方经济。** 疫情冲击造成地方经济“失血”，后续恢复力度有两个方面值得关注：一是短期来看，在地方收支矛盾突出的背景下，中央财政向地方转移支付的“**输血流向**”；二是长期来看，内需成复苏关键的条件，各地自身产业发展所形成的“**造血能力**”。
- **一周扫描：**
- **海外：美联储公布会议纪要，日本1季度GDP负增。** 美联储4月会议纪要显示，委员们一致认为美国经济今年下半年开始小幅复苏，但担忧第二波疫情暴发。欧元区5月制造业PMI初值为39.5，较前值有所回升。日本1季度实际GDP环比折年增速-3.4%，连续第二个季度负增，是其四年半以来首次出现经济衰退。印度央行紧急会议决定降息40BP。
- **经济：经济继续改善。** 5月上中旬35城地产销量增速降幅收窄至-7%，5月前17天乘用车批发、零售销量增速分别为12%、-5%，较4月增速一升一降，需求稳中有升。上周全国高炉开工率持平在70.4%，5月前22天五大集团发电耗煤增速转正至19.4%，工业生产持续好转。
- **物价：通胀短期回落。** 5月以来食品价格环比继续下跌，预计5月CPI同比继续回落至3.0%。5月国际油价触底反弹，国内煤价、钢价小幅回升，我们预计5月PPI同比或稳定在-3.1%。4月以来食品价格出现持续回落，短期CPI或将逐月降低。而从中长期来看，需警惕下半年通胀风险的重新回归。
- **流动性：资金边际收紧。** 上周货币利率上行。上周央行暂停公开市场操作，也没有资金到期。上周人民币对美元汇率先升后贬，在岸人民币和离岸人民币分别回落至7.14和7.15。目前市场利率持续低于政策利率早已隐含了降息预期，在前期宽货币逐渐传导至实体的过程中，资金利率中枢或小幅抬升。
- **政策：未设经济增速目标。** 本次《政府工作报告》没有提出全年经济增速具体目标。今年赤字率拟按3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债。国务院发文加快完善市场经济体制，推进国有经济布局优化和结构调整，全面实施市场准入负面清单制度。银保监会等六部门联合下发文件规范信贷融资收费。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lij11087@htsec.com

证书:S0850518070004

分析师:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

证书:S0850519110001

分析师:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

证书:S0850519070003

联系人:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

目 录

1. 宏观专题：疫情退潮增长恢复，谁是区域经济明星？	6
1.1 各省经济增速普降，增长格局相对稳定	6
1.2 重庆：投资改善居于首位，电子产业强势复苏	6
1.3 浙江：消费率先回升，发券规模可观	8
1.4 湖南：信息服务行业领跑，机械贡献工业增长	9
1.5 输血与造血：后疫情时代的地方经济	11
2. 海外：美联储公布会议纪要，日本 1 季度 GDP 负增	12
2.1 美联储公布会议纪要	12
2.2 日本 1 季度 GDP 负增	12
3. 国内经济：经济继续改善	12
3.1 需求稳中有升	12
3.2 生产持续好转	13
4. 物价：通胀短期回落	13
4.1 食品价格回落	13
4.2 预测 5 月 CPI 续降	14
4.3 预测 5 月 PPI 持平	14
4.4 警惕通胀预期重燃	14
5. 流动性：资金边际收紧	15
5.1 货币利率上行	15
5.2 央行暂停操作	15
5.3 汇率小幅回落	16
5.4 资金边际收紧	16
6. 政策：未设经济增速目标	17
7. 日历：聚焦 5 月下旬数据	17

图目录

图 1	全国各省市 19Q1、19Q4 和 20Q1GDP 累计同比增速 (%)	6
图 2	全国各省市 (不含湖北) 19Q4 以及 20Q1GDP 增速之间的关系 (%)	6
图 3	全国各省市 3-4 月固定资产投资增速及其较 1-2 月改善幅度 (%)	7
图 4	各省市 20 年 1 季度财政自给率及较 19 年同期下滑幅度 (%)	8
图 5	全国部分省市社消零售总额增速 (%，逆序)	8
图 6	全国消费券发放规模过亿的省市 (亿元)	9
图 7	20 年浙江、江苏等五省市工业增加值同比增速 (%)	9
图 8	20 年 1 季度各省市 GDP 较 19 年 1 季度增加值 (亿元)	10
图 9	一季度湖南省服务业增加值增速 (%)	10
图 10	一季度互联网和相关服务业营收增速 (%)	10
图 11	20 年 4 月全国和湖南省部分行业增加值同比增速 (%)	11
图 12	中央对各省市转移支付金额及其占各地经济比重	11
图 13	今年前 4 月各行业投资同比增速 (%，逆序)	12
图 14	今年前 4 月全国消费增速情况 (%)	12
图 15	35 城商品房月度销量同比增速 (%)	13
图 16	乘联会乘用车批发、零售销量增速 (%)	13
图 17	历年各周全国高炉开工率水平 (%)	13
图 18	五大发电集团日均耗煤同比增速 (%)	13
图 19	蔬菜平均批发价 (元/公斤)	14
图 20	猪肉批发价格 (元/公斤)	14
图 21	CPI 环比 (%)	14
图 22	CPI 同比及成分同比走势预测 (%)	14
图 23	环渤海动力煤价格 (元/吨)	14
图 24	布伦特原油现货价格 (美元/桶)	14
图 25	农产品批发价格 200 指数	15
图 26	CPI、PPI 同比走势及预测 (%)	15
图 27	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)	15
图 28	R001 和 R007 (%)	15
图 29	央行公开市场操作 (亿元)	16
图 30	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	16

图 31	美元指数	16
图 32	央行公开市场净投放规模（亿元）	17
图 33	金融机构超额准备金（%）	17

表目录

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期	17
----------------------------------	----

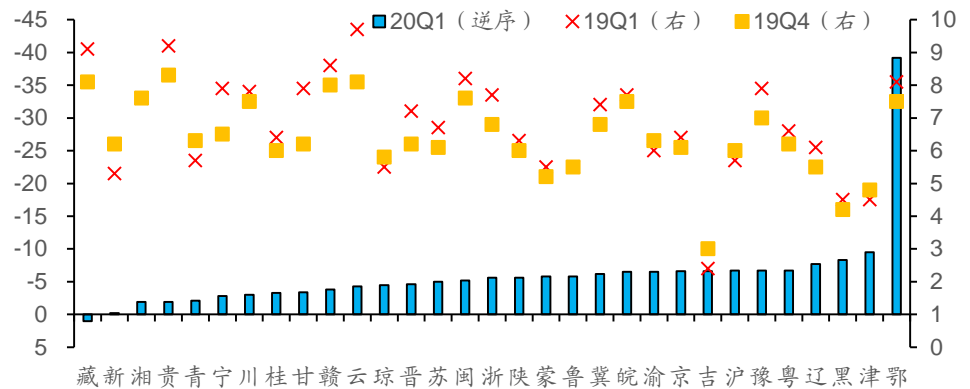
1. 宏观专题：疫情退潮增长恢复，谁是区域经济明星？

1.1 各省经济增速普降，增长格局相对稳定

各省经济增速普降，西藏以外均现下滑。由于新冠肺炎疫情的爆发，一季度地方经济呈现出两个比较明显的特点：一是受疫情影响的范围广泛，各省市经济均受到了一定程度的冲击，经济增速普遍较 19 年有所下滑；二是疫情影响的程度较深，全国 31 个省市自治区中，仅西藏录得正增长，增速也仅有 1%，其余 30 个省市一季度经济增速均为负值，疫情最为严重的湖北省 GDP 较 19 年同期更是下降近 40%。

东北增速继续垫底，西部受创相对较轻。分区域来看，一季度东北省份经济增速继续垫底，同比下滑约 7.6%，其次受创较深的为东部省份，一季度经济增长同比下滑 6%，中部省份主要是受到湖北的拖累，剔除湖北省后中部省份一季度经济增长同比下滑 5.4%，要好于东部地区，而西部省份受创相对较轻，一季度经济增长下滑不足 4%。

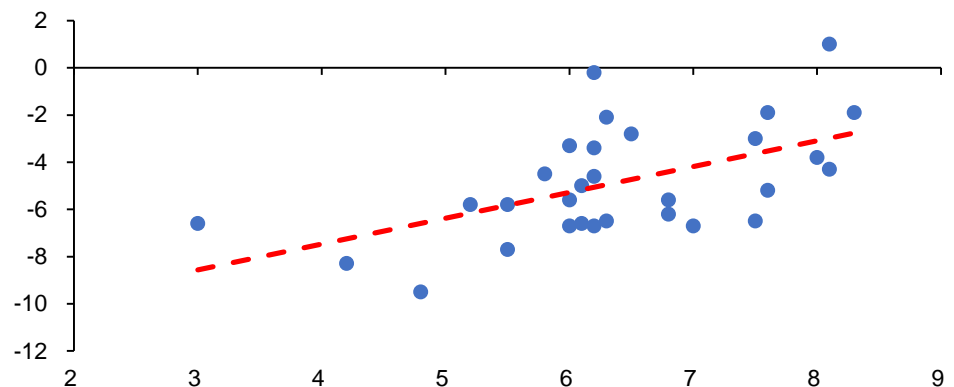
图1 全国各省市 19Q1、19Q4 和 20Q1 GDP 累计同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

前期领跑省份占优，增长格局相对稳定。虽然各地经济增速出现负增长主要是受到疫情影响，但是除去疫情最严重的湖北省以外，各地经济下滑的幅度和疫情严重程度之间并没有特别明显的关系。事实上，除去湖北省之外，20 年一季度地方经济增长和 19 年四季度 GDP 增速之间存在着显著的正向关系，之前增长较快的省份，在疫情冲击之下经济下滑的幅度也相对较小，而之前增长落后的省份，在疫情冲击之下经济受创较深。这意味着，横向比较来看，经济增长格局相对稳定。

图2 全国各省市 (不含湖北) 19Q4 以及 20Q1 GDP 增速之间的关系 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，横轴为 19Q4 GDP 累计同比增速，纵轴为 20Q1 GDP 累计同比增速。

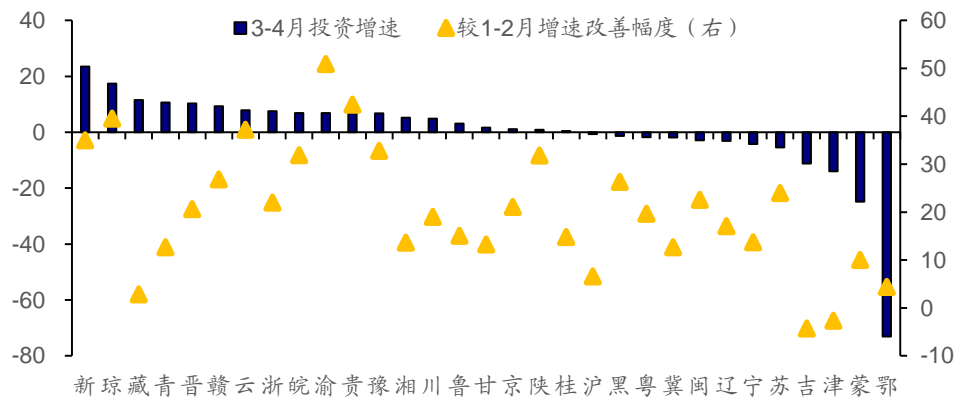
1.2 重庆：投资改善居于首位，电子产业强势复苏

经济恢复可圈可点，投资改善居于首位。作为西部省市的典型代表，重庆市在本轮疫情冲击后的经济修复可圈可点。从全国各省市工业增加值情况来看，重庆市前4月工业增加值累计同比增速-5.2%，高出1-2月增速18.8个百分点，回升幅度在全国各省市中排名首位。而投资是带动重庆市经济改善的主要动力，3-4月重庆市固定资产投资同比增速超过6.8%，在全国排进前十名，且较1-2月增速提升50个百分点，改善幅度同样居于全国首位。

三大投资同步回暖，基建表现尤为显著。从投资的主要分项来看，重庆市基建、地产和工业三大投资增速同步回暖，3月当月投资增速较1-2月均出现由负转正、明显跳升。其中，基建投资回升的力度最为显著，1-2月重庆市三大类投资同比增速降幅普遍在40%以上，而基建投资增速垫底，但3月基建投资同比增速超过20%，明显高于其它两类投资的增速水平。

投资比重较高，稳增长事半功倍。西部省市经济增长多数仍靠投资驱动，重庆市也不例外。根据我们的估算，19年重庆市固定资产投资与GDP之比高达84%，而同期全国固定资产投资与GDP之比只有56%，仅相当于重庆市水平的三分之二。在固定资产投资结构之中，重庆市基建投资占有较大比重，17年重庆市基建投资占固定资产投资比例超过32%，而全国平均水平不足28%，要低于重庆市5个百分点左右。因此，从投资端来稳定增长，特别是加码基建托底经济，对于重庆市等西部省市的经济复苏，无疑会产生事半功倍的效果。

图3 全国各省市3-4月固定资产投资增速及其较1-2月改善幅度(%)



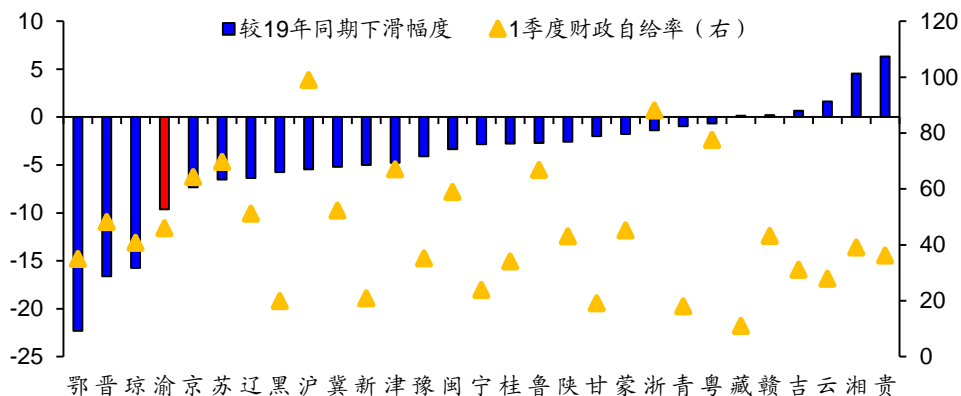
资料来源：WIND，海通证券研究所

财政支持投资高增，自给率明显下滑。投资带动下的经济复苏离不开资金支持，特别是重庆市基建等领域投资高增长的背后，财政功不可没。20年1季度重庆市的财政自给率¹为46%，较19年同期下滑近10个百分点，降幅在全国排名第四，在西部省份中排名第一。这反映了财政支出相对于收入保持了较高强度，并以加码投资的方式来稳定经济增长。

电子产业强势复苏，集群效应优势凸显。此外，从产业的角度来看，值得一提的是，重庆市的电子行业表现亮眼，实现了强势复苏，同样有力地促进了经济的快速回升。20年前2月电子产业增加值同比下降22.9%，而前4月累计同比增速已由负转正至5.6%。从高新技术产品产量上来看，重庆市1季度集成电路产量逆势增长4.3倍，而同期全国集成电路产量同比仅上涨16%。之所以重庆市电子行业能够明显走强，我们认为，主要是由于海外疫情扩散使得境外订单部分转移，使得行业需求提升。而目前90%以上种类的电子产业零部件已可在重庆进行采购，在疫情冲击之下，重庆市的高新技术产业集群优势进一步凸显。

¹ 财政自给率是衡量地方财政收支平衡情况的指标，计算方法为一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

图4 各省市 20 年 1 季度财政自给率及较 19 年同期下滑幅度 (%)

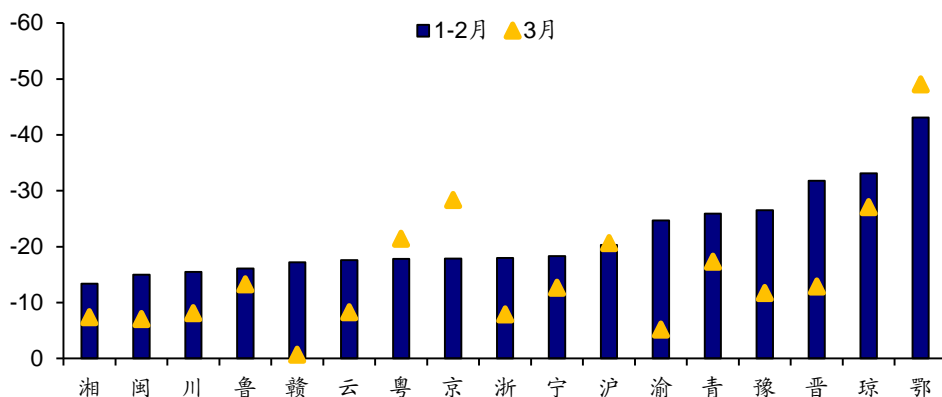


资料来源：Wind，海通证券研究所

1.3 浙江：消费率先回升，发券规模可观

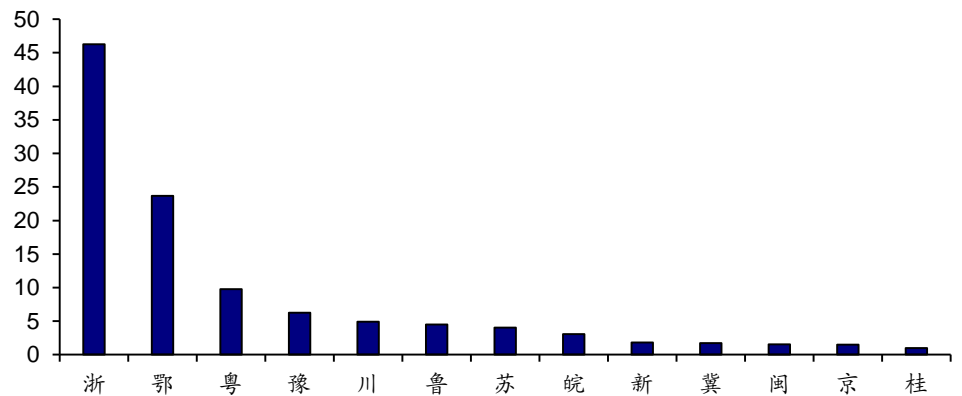
东部经济强省，浙江消费独升。东部经济强省之中，浙江省这次交出了一份相对优异的答卷。从支出法统计的角度来看，消费的恢复对于东部强省的经济复苏起着关键作用。而从消费增速的变化上来看，浙江省的表现尤为突出。疫情冲击之下，能够获得可比口径数据的 17 个省市样本中，1-2 月各省社消零售总额增速普遍陷入负增长，并且浙江省和广东、北京和上海等经济较强省市增速差距不大，同比降幅均在 15%-20%左右，但 3 月社消零售同比增速的走势出现了明显的分化，浙江省消费增速降幅明显收窄至 -7.9%，而广东、北京和上海不升反降，同比增速降幅扩大到了 20%以上。

图5 全国部分省市社消零售总额增速 (%)，逆序)



资料来源：Wind，CEIC，海通证券研究所

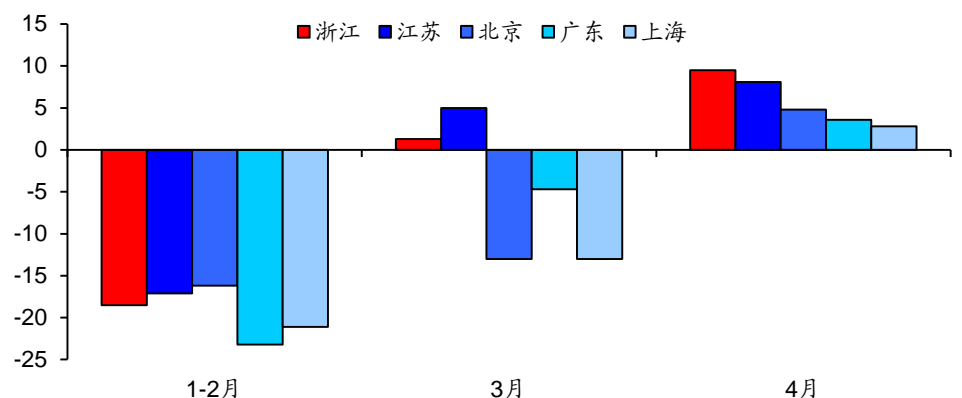
消费券规模可观，促消费效果突出。之所以浙江省的消费增速在经济强省之中能够率先回升，与其大力推行的消费券政策密不可分。根据上观新闻的统计，截止 4 月 22 日，发放消费券的全国各省市之中，浙江省以 46.27 亿元的规模位居全国首位，约是第二名湖北省的 2 倍，更是广东省的 4.7 倍，北京市的 31 倍。而据蚂蚁金服和北京大学对杭州消费券效果的研究，和没有消费券时的日常消费量对比，每 1 元消费券能带动 3.5 元的新增消费，乘数效应显著。因此，如此大规模的消费券发放，对于浙江省的消费起到了较强的促进作用，也带动了整体经济增长的复苏。

图6 全国消费券发放规模过亿的省市（亿元）


资料来源：上观新闻，海通证券研究所，数据截止4月22日

工业生产恢复较快，东部强省名列前茅。从生产法的角度来看，浙江省工业生产的恢复速度在东部强省之中也名列前茅。1-2月浙江省工业增加值同比增速在疫情冲击下仅录得-18.5%，略高于广东和上海，但要低于江苏和北京的增速水平。而3月浙江工业增加值增速一举由负转正，仅落后于江苏，大幅高于北上广。4月工业增速更是大幅上行，超过了江苏的增速水平，在五省市中名列前茅。

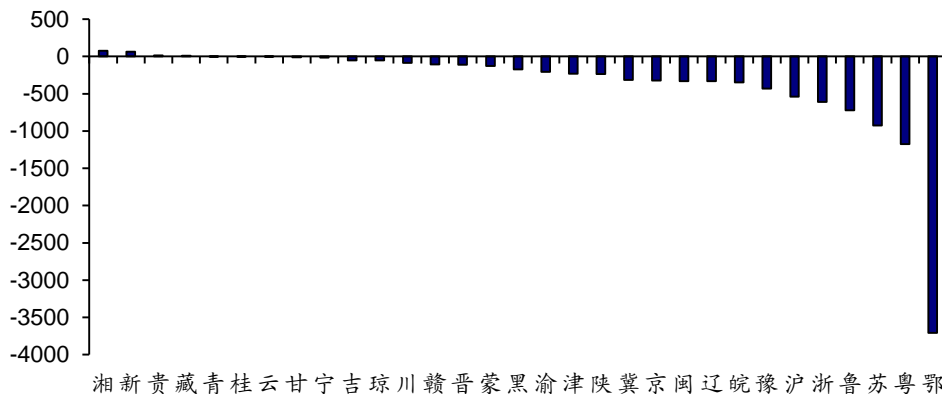
外来务工占比有限，响应级别较早下调。东部强省多为外来用工大省，浙江之所以能够较快地组织生产，主要取决于两个因素：一方面，浙江省外来务工人员占比在五省市之中相对不高，根据360浏览器的统计，17年春运返程人员中，广东省以35.2%的比例位列“用工大省”之首，北京和上海也都超过10%，而江苏和浙江占比在五省市之中居于末位；而另一方面，江浙两省由于疫情控制情况良好，更早地调整了重大突发公共卫生事件的应急响应级别，均在3月底从二级响应调整到了三级响应，与之对比的是，5月初广东和上海才调整到三级响应，北京市目前仍为二级响应状态，经济和生活状态的恢复也势必有所延迟，比如根据两地统计局的数据，广东3月底商贸企业恢复情况达到正常水平50%的企业比例仅有52%，而浙江已高达66.5%。

图7 20年浙江、江苏等五省市工业增加值同比增速（%）


资料来源：WIND，海通证券研究所

1.4 湖南：信息服务行业领跑，机械贡献工业增长

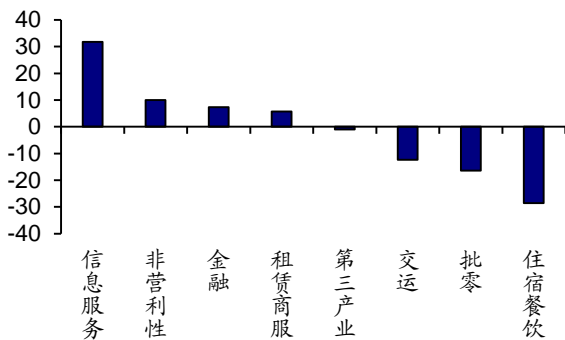
湖南经济表现不俗，GDP 增量全国第一。作为紧邻湖北的中部省份，湖南省疫情压力在全国有目共睹，截止3月31日，湖南省新冠肺炎确诊病例超过1000例，在全国各省市中排名第五，中部省市中除去湖北外位列第一。但即便如此，一季度湖南省经济增长仍表现不俗，GDP同比增速下滑1.9%，仅位于西藏和新疆两省之后。特别地，20年1季度湖南省GDP较19年1季度约增加76亿元，增量规模排在全国首位。

图8 20年1季度各省市 GDP 较 19年1季度增加值 (亿元)


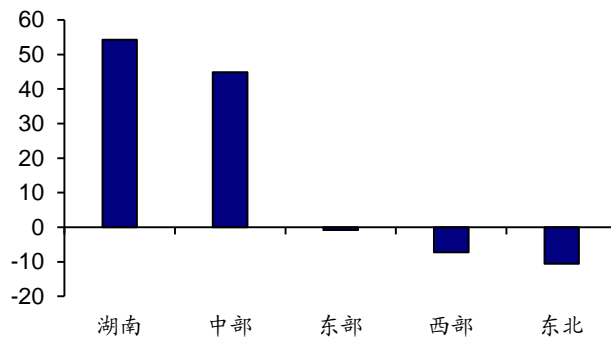
资料来源: WIND, 海通证券研究所

信息服务行业带动, 互联网营收高增。从服务业来看, 湖南省经济增长保持稳健主要靠信息服务行业带动。20年一季湖南省服务业增加值同比增速下滑1%, 但是信息服务行业增速逆势增长, 增加值增速超过30%, 而全国平均水平只有13%, 不及湖南省该行业增速的一半。一季湖南省互联网和相关服务行业营业收入增速高达54.3%, 远超东部、西部和东北地区平均增速水平, 也使得中部省份(除湖北外)营收增速攀升至40%以上。

政策支持产业发展, “第五城”花落湖南。近年来湖南省对于互联网经济重视程度日益提高, 特别是14年以来为抓住移动互联网的发展机遇, 接连出台相关支持政策和规划文件。湖南省会长沙被誉为继北京、上海、深圳、杭州之后的“移动互联网产业第五城”, 即便遭遇疫情冲击, 20年一季长沙信息产业园新增移动互联网企业仍超200家, 全区移动互联网企业数量今年上半年有望破万。而在中国互联网协会和工信部联合发布的19年中国互联网企业100强榜单中, 中部省份仅有湖南快乐阳光一家企业入围前20名, 竞争力可见一斑。

图9 一季湖南省服务业增加值增速 (%)


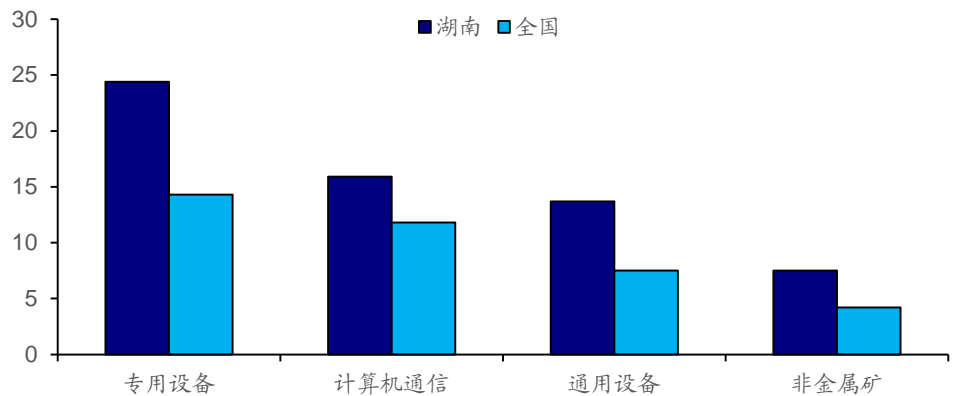
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 一季互联网和相关服务业营收增速 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

机械行业快速恢复, 工业增长主要贡献。从工业行业来看, 装备制造业恢复较快, 特别是机械行业表现突出。4月湖南省专用设备制造业增加值增速高达24.4%, 拉动全省规模工业增长1.3个百分点, 而同期全国专用设备制造业增加值增速平均水平仅14.3%, 低于湖南省10个百分点左右。通用设备制造业湖南省也有明显的优势, 其对4月全省规模工业增长贡献率超过5%, 增加值增速也要高出全国平均水平6个百分点以上。

图11 20年4月全国和湖南省部分行业增加值同比增速(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

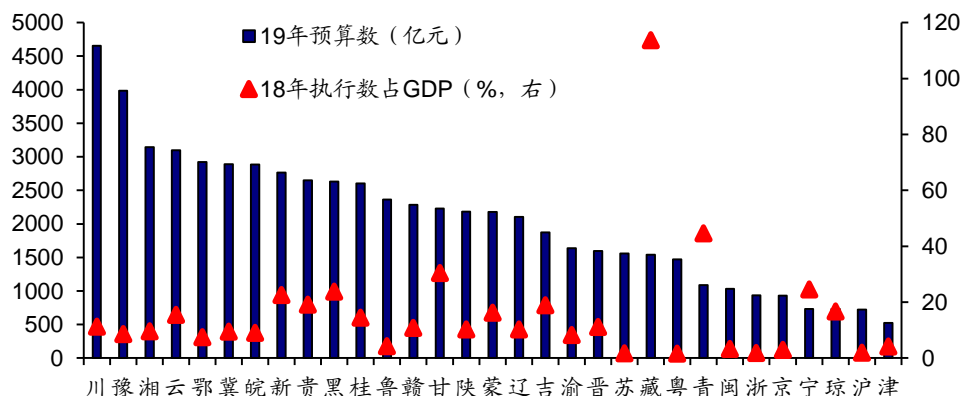
1.5 输血与造血: 后疫情时代的地方经济

疫情冲击造成地方经济“失血”，随着疫情防控工作逐渐步入常态化，复工复产和复商复市进度推进，各地经济多数迎来改善，后续恢复力度有两个方面值得关注：一是“输血流向”；二是“造血能力”。

输血主要依靠财政，地方收支矛盾突出。积极财政政策力度空前是今年政府工作报告的亮点之一，全年合计新增实际财政赤字 3.6 万亿，实际赤字率或从去年的 5% 上升至 8.5%，财政成为应对本轮经济冲击的主要“输血”方式。但在央地财政格局上，地方政府以 50% 左右的财政收入，需要承担 85% 以上的财政支出，再加上疫情导致的税基收缩，地方财政收支矛盾在今年尤为突出，20 年 4 月累计地方财政收支差额占收入比重已高达 88%，创 09 年以来同期新高。

中央转移支付，流向值得关注。地方财政收支矛盾的解决有赖于中央转移支付，财政部长在两会采访时表示，今年财政调结构要“压本级、增地方”，中央财政本级支出将安排负增长，对地方的转移支付将增长 12.8%，在近年来是最高的。而转移支付资金在各省市间的分配，在很大程度上决定着地方政府的政策空间，按照 19 年的预算情况来看，西藏、青海和甘肃等西北地区省份所获转移支付比例较高，均占其 GDP 的 20% 以上。因此，后续需要密切关注今年“输血”资金的流向。

图12 中央对各省市转移支付金额及其占各地经济比重



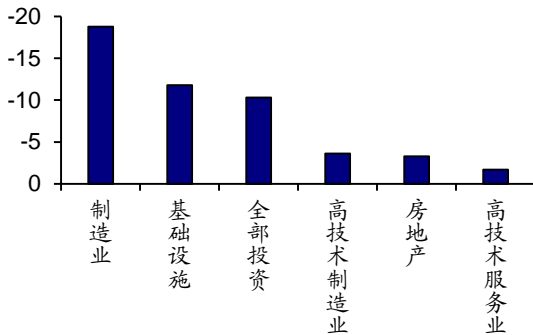
资料来源: WIND, 海通证券研究所

长期有赖自身造血，外需风险因素增加。但“输血”仅仅是短期对于经济的托底，长期来看，各地经济增长情况还是同其自身的“造血能力”有关，根本上来说取决于需求因素。由于海外疫情仍在扩散，经济增长恢复的趋势尚不明朗，外需将承受较大压力，此外，中美经贸关系的反复也使其“雪上加霜”。因此，对于出口大省而言，一方面，要充分挖掘内需潜力，以补充外需下滑造成的有效需求不足；另一方面，出口目的地应

适当多样化，避免过于依赖美国而加大政策风险。

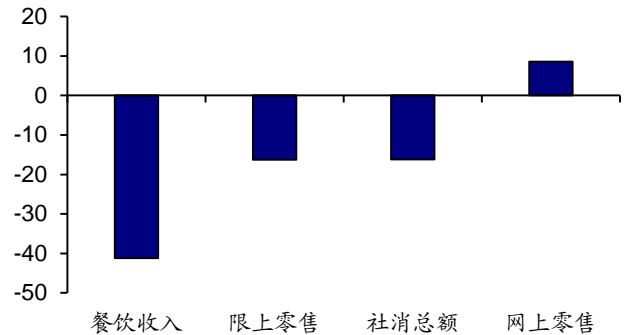
内需成为复苏关键，投资技术支持线上。由此可见，本轮经济恢复过程中内需或将起到决定性的作用。从目前各省情况来看，无论是通过扩大投资还是促进消费的方式，对于经济的迅速复苏都有明显帮助，各省依赖过去的增长路径选择合适的政策方向也无可厚非。但长期“造血能力”的培育，需要支持内生动力较强、增长后劲充分的产业领域，切合经济高质量发展的方向。在疫情冲击之下，高技术领域投资和“线上”商品及服务消费表现出了较强韧性，或将成为后疫情时代重要的经济增长点。

图13 今年前4月各行业投资同比增速（%，逆序）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图14 今年前4月全国消费增速情况（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

2. 海外：美联储公布会议纪要，日本1季度GDP负增

2.1 美联储公布会议纪要

美联储公布会议纪要。上周三，美联储公布的4月会议纪要显示，委员们一致认为，大流行病对中期经济造成极大的不确定性，对金融稳定性造成破坏，担心银行未来承受更大的压力。委员们预计最好的情况下，美国经济今年下半年开始小幅复苏，但担忧第二波疫情暴发。

欧元区公布5月制造业PMI初值。上周五，欧元区公布5月制造业PMI初值为39.5，较前值33.4有所回升，但仍远低于50。此外，5月德国和法国制造业PMI分别为36.8和40.3，较各自前值均有回升。

2.2 日本1季度GDP负增

日本1季度GDP负增。上周一，日本公布1季度实际GDP环比折年增速-3.4%，连续第二个季度负增，是其四年半以来首次出现经济衰退。

印度央行降息40BP。上周五，印度央行紧急会议决定降息40BP，货币政策委员会表示，只要恢复经济增长和减轻新冠疫情冲击、确保通胀率保持在目标之内有此需要，就将维持宽松的货币政策立场。

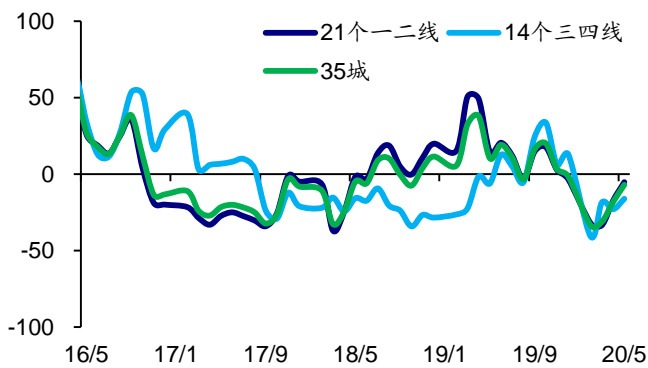
3. 国内经济：经济继续改善

3.1 需求稳中有升

地产销售回升，汽车批发走强。5月上中旬35城地产销量增速降幅收窄至-7%，其中一二线城市增速回升幅度更大。5月前17天乘联会乘用车批发、零售销量增速分别为12%、-5%，较4月增速一升一降，零售增速虽有小幅回落，但仍高于3月，指向

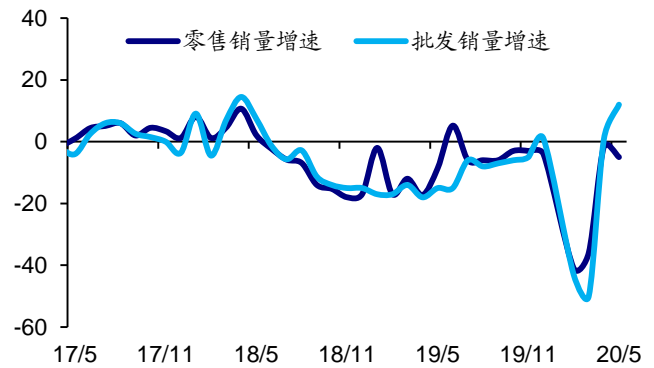
需求继续改善。

图15 35城商品房月度销量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 乘联会乘用车批发、零售销量增速 (%)

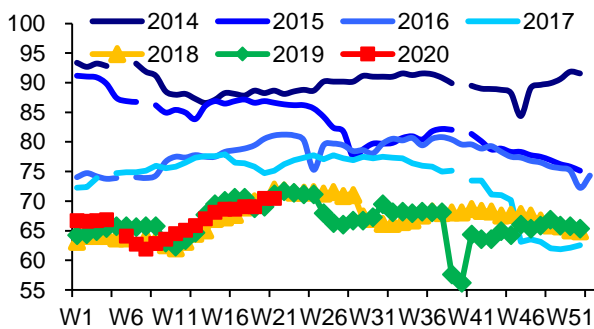


资料来源: Wind, 海通证券研究所。

3.2 生产持续好转

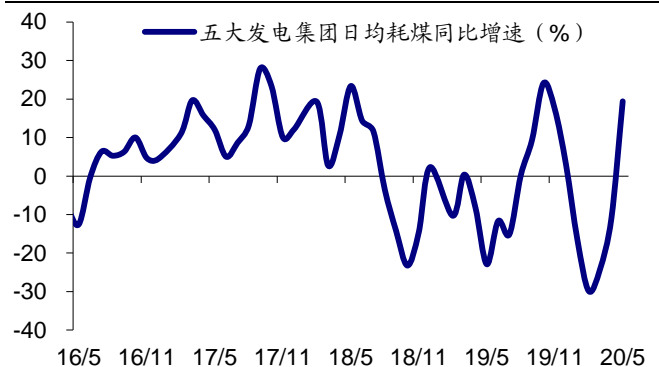
高炉开工有所走平, 发电耗煤增速转正。上周全国高炉开工率持平在 70.4%, 创 14 年以来同期新低, 但样本钢厂钢材产量增速降幅继续收窄。5 月前 22 天五大集团日均发电耗煤同比增速大幅反弹至 19.4%, 较 4 月增速由负转正, 5 月以来汽车、钢铁和化工等主要行业开工率普遍上行, 指向工业生产持续好转。

图17 历年各周全国高炉开工率水平 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图18 五大发电集团日均耗煤同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

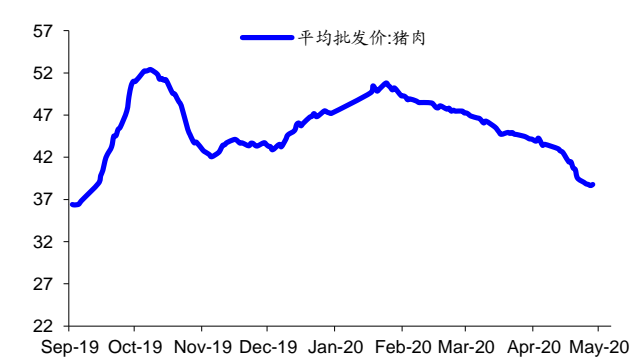
4. 物价: 通胀短期回落

4.1 食品价格回落

上周主要食品价格继续回落, 猪肉和蔬菜价格环比分别下降 7.4% 和 2.8%, 蛋类和禽类价格也出现小幅回落。

图19 蔬菜平均批发价 (元/公斤)

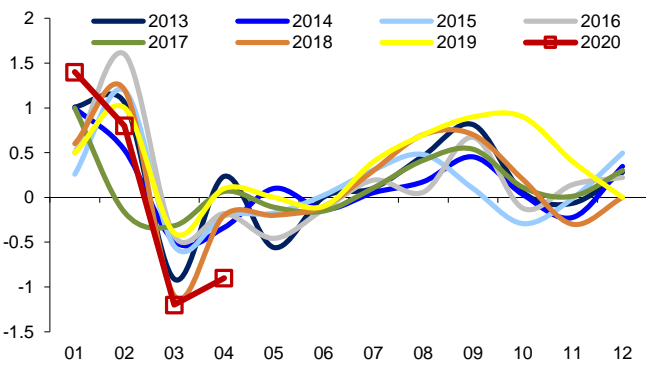

资料来源: Wind, 海通证券研究所

图20 猪肉批发价格 (元/公斤)


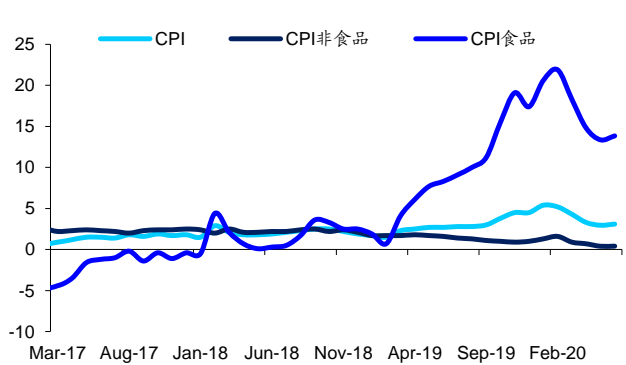
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2 预测5月CPI续降

5月以来猪肉和蔬菜继续回落，水果价格小幅回升，食品价格环比继续下跌，预计5月CPI同比继续回落至3.0%。

图21 CPI环比 (%)


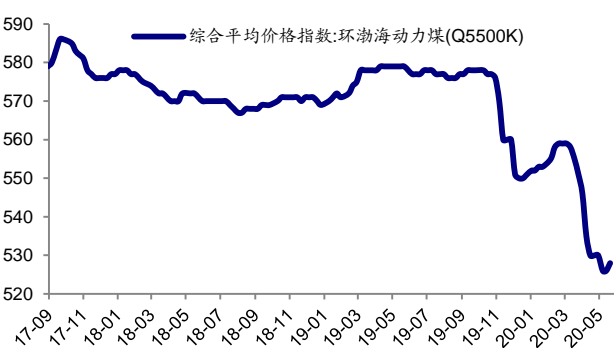
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图22 CPI同比及成分同比走势预测 (%)


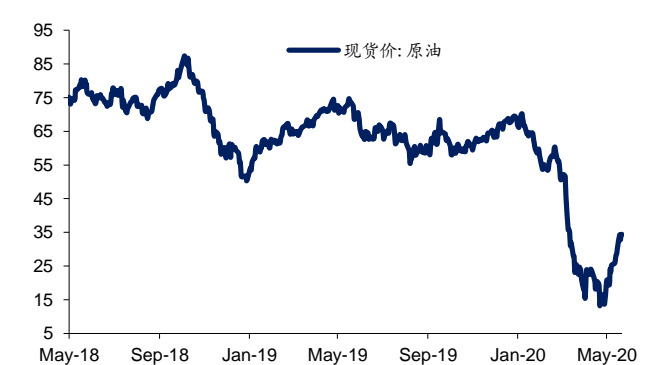
资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

4.3 预测5月PPI持平

上周国际油价继续回升，国内煤价也出现回升。5月OPEC+减产协议开始生效，国际油价触底反弹，国内煤价、钢价小幅回升，我们预计5月PPI同比或稳定在-3.1%。

图23 环渤海动力煤价格 (元/吨)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图24 布伦特原油现货价格 (美元/桶)


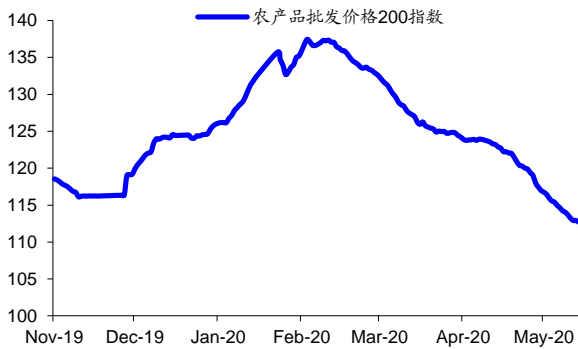
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.4 警惕通胀预期重燃

海外疫情有所缓解，欧美各国计划逐步重启经济，工业品价格或随经济好转低位反

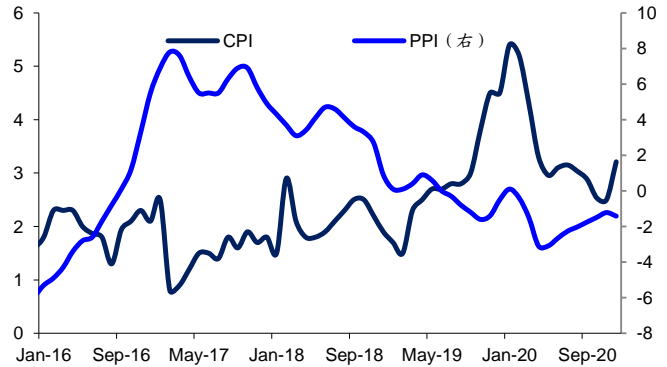
弹。4月以来食品价格出现持续回落，对通胀的拉动不断减弱，短期CPI或将逐月降低。而从中长期来看，各国央行疫情期间均大幅放水，我国广义货币M2增速连续2个月大幅回升，需警惕下半年通胀风险的重新回归。

图25 农产品批发价格200指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图26 CPI、PPI同比走势及预测 (%)



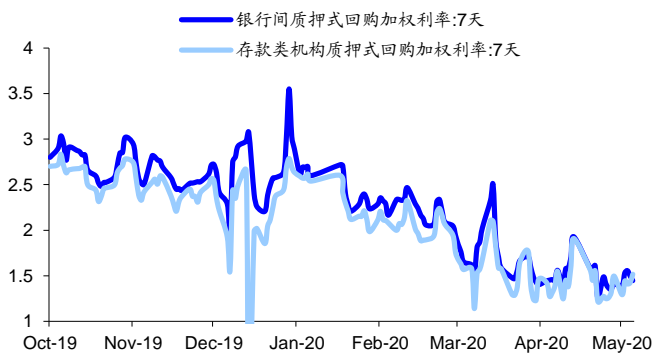
资料来源：Wind，海通证券研究所预测

5. 流动性：资金边际收紧

5.1 货币利率上行

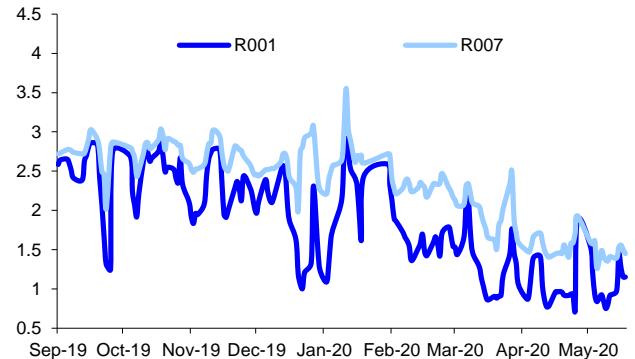
上周货币利率上行，其中R001均值上行35bp至1.20%，R007均值上行8bp至1.48%。DR001均值上行35bp至1.14%，DR007均值上行10bp至1.42%。

图27 银行间和存款类机构7天质押式回购利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图28 R001和R007 (%)

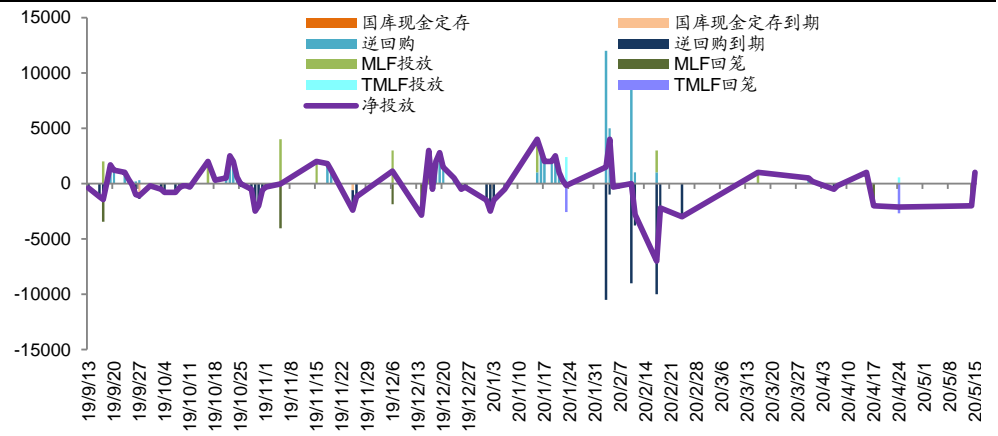


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行暂停操作

上周央行暂停公开市场操作，也没有资金到期。

图29 央行公开市场操作 (亿元)

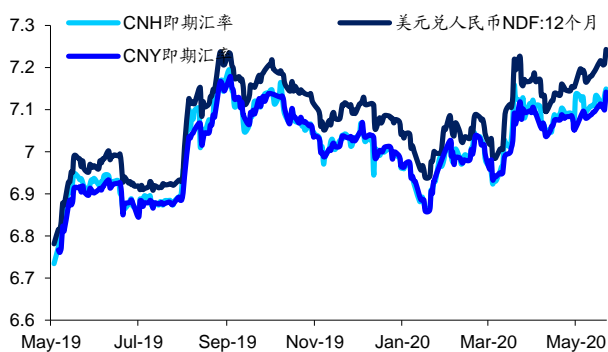


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.3 汇率小幅回落

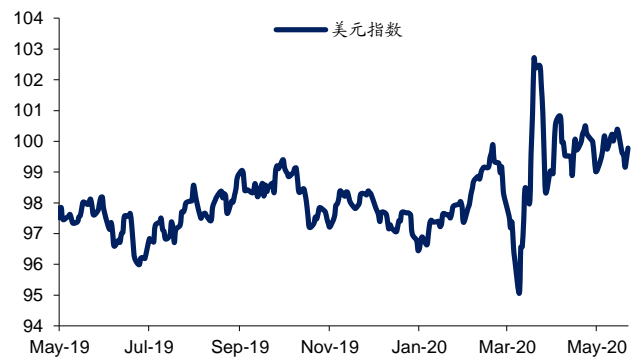
上周美元指数先贬后升，人民币对美元汇率先升后贬，在岸人民币和离岸人民币分别回落至 7.14 和 7.15。

图30 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图31 美元指数

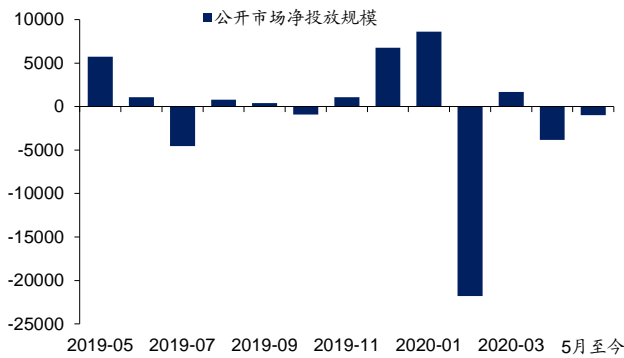


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.4 资金边际收紧

下半年将是财政和货币齐发力的政策组合。《政府工作报告》的财政政策力度位于市场预期下限，并非大幅举债刺激。货币宽松配合财政发力，打消了此前货币政策转向的担忧，后续为了配合政府债券发行、推动 LPR 下降，逆回购、MLF 降息、降准、定向降准等宽松政策仍可期。但市场利率持续低于政策利率也早已隐含了降息预期，报告强调要防止资金空转，在前期宽货币逐渐传导至实体的过程中，资金利率中枢或小幅抬升。

图32 央行公开市场净投放规模 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图33 金融机构超额准备金 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 政策: 未设经济增速目标

未设经济增速目标。总理在全国两会上作《政府工作报告》，因为全球疫情和经贸形势不确定性很大，我国发展面临一些难以预料的影响因素，本次报告没有提出全年经济增速具体目标。报告提出，积极的财政政策要更加积极有为，今年赤字率拟按3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债，这2万亿元全部转给地方。稳健的货币政策要更加灵活适度。就业优先政策要全面强化。

加快完善市场经济体制。《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》授权发布。《意见》指出，坚持公有制为主体、多种所有制经济共同发展，增强微观主体活力，要推进国有经济布局优化和结构调整，积极稳妥推进国有企业混合所有制改革，稳步推进自然垄断行业改革。全面实施市场准入负面清单制度，推动“非禁即入”普遍落实。以要素市场化配置改革为重点，推进要素市场制度建设，实现要素价格市场决定、流动自主有序、配置高效公平。

降低企业信贷融资成本。银保监会、工信部、发改委等六部门近期联合下发了《关于进一步规范信贷融资收费降低企业融资综合成本的通知》，《通知》要求银行不得收取信贷资金受托支付划拨费，对于已划拨但企业暂未使用的信贷资金，不得收取资金管理费。对于小微企业信贷融资，不得在贷款合同中约定提前还款或延迟用款违约金。不得在信贷审批时，强制企业购买保险、理财、基金或其他资产管理产品等。

7. 日历: 聚焦5月下旬数据

表1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期

日期	重要经济数据指标	前值	预测值
美国			
2020/5/26	4月新屋销售(年化环比)	-15.4%	-21.9%
2020/5/26	5月谘商会消费者信心指数	86.9	87
2020/5/27	上周EIA原油库存变化(万桶)(至0522)	-498.2	--
2020/5/28	美联储发布经济状况褐皮书	--	--
2020/5/28	上周API原油库存变化(万桶)(至0522)	-480	--
2020/5/28	第一季度个人消费支出物价指数(年化环比)修正值	-7.6%	--
2020/5/28	4月耐用品订单(环比)初值	-14.7%	-18%
2020/5/28	第一季度实际GDP(年化环比)修正值	-4.8%	-4.8%
2020/5/28	上周季调后初请失业金人数(千人)(至0523)	2438	--
2020/5/28	4月NAR季调后成屋签约销售指数(环比)	-20.8%	-15%

2020/5/28	上周 EIA 原油库存变化(万桶)(至 0522)	-498.2	--
2020/5/29	4 月个人消费支出(环比)	-7.5%	-12.6%
2020/5/29	4 月个人收入(环比)	-2%	-7%
2020/5/29	5 月密歇根大学消费者信心指数终值	73.7	73.7
2020/5/29	美联储主席鲍威尔通过视频会议就经济问题展开讨论		
欧元区			
2020/5/27	欧洲央行行长拉加德发表讲话	--	--
2020/5/29	5 月消费者物价指数(同比)初值	0.3%	--
中国			
2020/5/27	4 月规模以上工业企业利润	-34.9%	--
2020/5/27	4 月规模以上工业企业利润(亿元)	3706.6	--

资料来源: Wind, fx168 财经报社, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超	宏观经济研究团队
于博	宏观经济研究团队
李金柳	宏观经济研究团队
陈兴	宏观经济研究团队
宋潇	宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
 联系人
 应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 联系人
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
 吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 联系人
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
 周旭辉 zhx12382@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
 李姝醒 lsx11330@htsec.com
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
 联系人
 王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
 联系人
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
 联系人
 梁广楷(010)56760096 lgg12371@htsec.com
 朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
 联系人
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
 郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
 房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
 联系人
 郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
 杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨震(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张崢青(021)23219383 zzk11650@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏舍 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com
---	---	--

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com