

## 相关研究

《宽松正在起变化——从宽货币到宽信用》2020.06.07

《粮食供给无虑，警惕放水带来普涨——兼论如何看待近期粮价上涨》2020.06.01

《担心汇率贬值，不如关心货币贬值》2020.05.31

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:lj11087@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

## 需求有所改善，监管资金空转

## 投资要点:

- **宏观专题：真实就业压力几何，哪些行业压力较大？**
- **经济见底回升，就业依然严峻。**随着复工复产推进，我国经济指标持续改善，但就业形势依然严峻。保就业已成为政府首要目标。从今年900万人的城镇新增就业目标看，后8个月就业压力仍较大，政府为保就业预留了一定空间。
- **真实就业压力？近半亿受影响。**失业率指标不是万能的，就业的压力并非仅以失业的形式体现出来。我们认为真实的就业压力主要体现在退出劳动力市场的群体、新增失业群体和在未上班群体三类上。根据测算，这三类就业受影响的人群合计超过4400万人。
- **疫情冲击营收，服务业受重挫。**中观层面看，疫情对企业盈利及就业的影响主要包括三个方面：首先是对销售收入产生冲击。其中三产受创最深，金融地产相对稳健，交运传媒娱乐惨淡；二产表现分化，高端制造和必需消费坚挺，外需和可选消费低迷；第一产业则表现稳定，收入表现利好。
- **人力成本高企，压缩利润空间。**其次，刚性的人力成本支出较高必然会影响企业盈利空间。两类行业人力成本占比较高：一类是现代服务业和高端制造业，但其人力既是“成本”也是“资源”；另一类是以纺织服装为代表的劳动密集型行业，人力是其主要成本。
- **利润薄资金紧，周期可选承压。**最后，利润薄、现金流脆弱的企业或出现现金流枯竭，企业可能选择裁员“节流”或破产。从盈利能力看，原材料类制造业和可选消费品制造业毛利率整体偏低。从现金流周转看，原材料类制造业和可选消费品制造业经营现金流占营业收入比重同样殿后。
- **一周扫描：**
- **海外：美国非农数据发布，欧洲央行扩大购债。**美国5月非农就业人数250万人，大幅超预期，失业率13.3%。但此后劳工部称统计数据存在错误分类误差。亚特兰大联储GDPNow模型显示，二季度美国实际GDP环比折年率或下降52.8%。欧央行宣布维持三大关键利率不变，决定将紧急债券购买计划(PEPP)延长至2021年中。澳大利亚联储宣布6月维持关键利率不变。加拿大央行宣布维持基准利率不变。
- **经济：需求有所改善。**5月35城销量增速降幅收窄至-0.5%，五大、百家龙头房企销量增速也双双回升，6月上旬前5天35城地产销量增速转正至12%。5月乘联会乘用车批发、零售销量增速分别为9%和0%，较4月增速均有回升，需求有所改善。上周全国高炉开工率略降至70.4%，6月上旬前5天五大集团日均发电耗煤同比增速8.4%，较5月增速有所回落。生产仍处高位。
- **物价：通胀短期回落。**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2.8%。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%。从中长期来看，需警惕下半年通胀风险的重新回归。
- **流动性：监管资金空转。**上周货币利率下行，其中R001均值下行至1.74%，DR001均值下行至1.69%。央行逆回购操作投放资金2200亿，到期回笼资金6700亿，净回笼资金4500亿元。美元指数持续回落，人民币对美元汇率小幅回升，在岸人民币和离岸人民币分别回升至7.09和7.07。6月1日央行等多部委发布三份文件，新创设两个直达实体经济的货币政策工具。我们认为，在央行推动宽信用的过程中，为了防止资金空转和套利，已边际收紧。
- **政策：降低物流成本。**央行等八部委发布《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》，提出不折不扣落实中小微企业复工复产信贷支持政策，要求五家大型国有商业银行普惠型小微企业贷款增速高于40%。证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，指出符合条件的新三板挂牌公司可以申请转板至上交所科创板或深交所创业板上市。国务院办公厅转发《关于进一步降低物流成本的实施意见》。

## 目 录

1. 宏观专题：真实就业压力几何，哪些行业压力较大？	5
1.1 经济见底回升，就业依然严峻	5
1.2 真实就业压力？近半亿受影响	6
1.3 疫情冲击营收，服务业受重挫	7
1.4 人力成本高企，压缩利润空间	8
1.5 利润薄资金紧，周期可选承压	9
2. 海外：美国非农数据发布，欧洲央行扩大购债	10
2.1 美国非农数据发布	10
2.2 欧洲央行扩大购债	10
3. 国内经济：需求有所改善	10
3.1 需求有所回升	10
3.2 生产仍处高位	11
4. 物价：通胀短期回落	11
4.1 食品价格分化	11
4.2 预测 5 月 CPI 续降	12
4.3 预测 5 月 PPI 持平	12
4.4 警惕通胀预期重燃	12
5. 流动性：资金继续收紧	13
5.1 货币利率下行	13
5.2 央行回笼资金	13
5.3 汇率小幅回升	14
5.4 监管资金空转	14
6. 政策：降低物流成本	15
7. 日历：聚焦 6 月上旬数据	15

## 图目录

图 1	工业增加值增速、城镇调查失业率 (%)	5
图 2	从“六稳”到“六保”	5
图 3	历年前 4 月、全年城镇新增就业及目标	6
图 4	城镇就业人员 (万人)	6
图 5	城镇调查失业人员估算 (万人)	7
图 6	三类就业受影响人群规模估算 (万人)	7
图 7	2020Q1 主要行业上市公司收入同比增速 (%)	8
图 8	主要制造业收入同比增速 (%)	8
图 9	第三产业主要行业收入及同比增速	8
图 10	各主要行业人力成本占总成本费用比率 (%)	9
图 11	19 年报 A 股各行业 (除金融外) 毛利率中位数及标准差 (%)	9
图 12	19 年报 A 股各行业 (除金融外) 经营现金流/营业收入的中位数及标准差 (%)	10
图 13	35 城和龙头房企地产销量同比增速 (%)	11
图 14	乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)	11
图 15	历年各周全国高炉开工率水平 (%)	11
图 16	五大发电集团日均耗煤同比增速 (%)	11
图 17	蔬菜平均批发价 (元/公斤)	12
图 18	猪肉批发价格 (元/公斤)	12
图 19	CPI 环比 (%)	12
图 20	CPI 同比及成分同比走势预测 (%)	12
图 21	环渤海动力煤价格 (元/吨)	12
图 22	布伦特原油现货价格 (美元/桶)	12
图 23	农产品批发价格 200 指数	13
图 24	CPI、PPI 同比走势及预测 (%)	13
图 25	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)	13
图 26	R001 和 R007 (%)	13
图 27	央行公开市场操作 (亿元)	14
图 28	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	14
图 29	美元指数	14

---

图 30 央行公开市场净投放规模（亿元） .....	15
图 31 金融机构超额准备金（%） .....	15

## 表目录

---

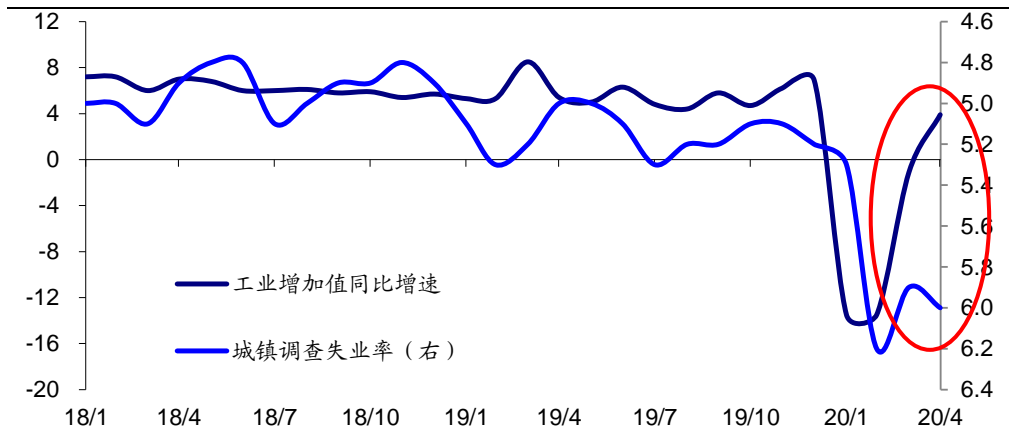
表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期 .....	15
----------------------------------	----

## 1. 宏观专题：真实就业压力几何，哪些行业压力较大？

### 1.1 经济见底回升，就业依然严峻

随着国内疫情防控形势持续向好、复工复产持续推进，中国经济在3月份见底回升，并在4、5月份呈现出需求、生产全面回暖的态势。然而，在经济指标持续改善的同时，就业形势却依然严峻。4月份，城镇调查失业率依然位于6%的高位，比去年同期高出整整1个百分点。而1-4月份的城镇新增就业仅为354万人，较去年同期下滑了23%。

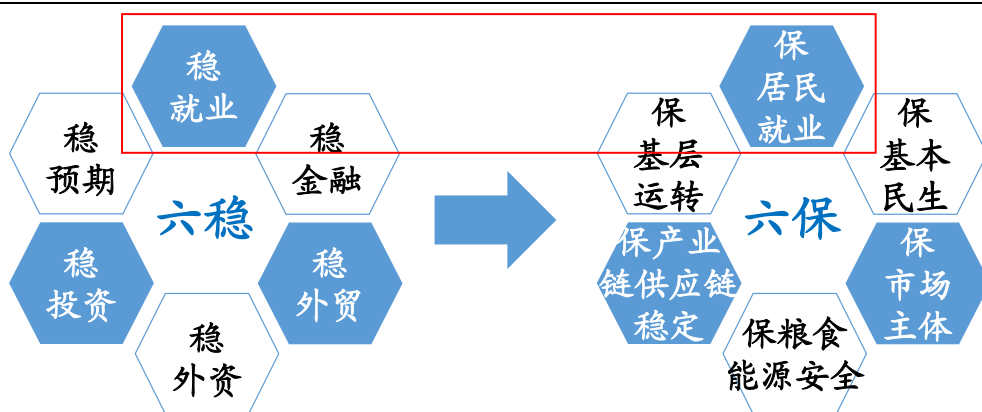
图1 工业增加值增速、城镇调查失业率(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

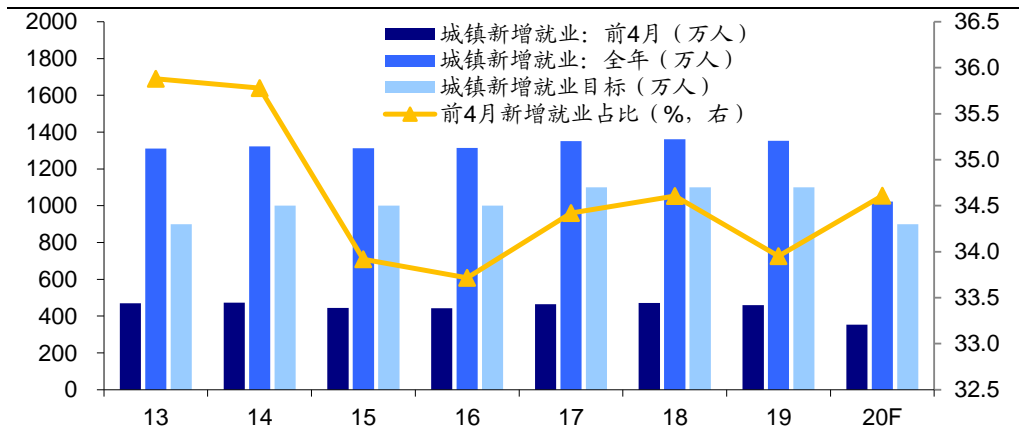
保就业已经成为政府的首要目标。早在今年4月份，政治局会议就曾提出“六保”。从“六稳”到“六保”，凸显了底线思维，而相同之处在于，就业都居于首位。而在全国两会《政府工作报告》中，也同样强调，“今年要优先稳就业保民生”、“千方百计稳定和扩大就业”。在今年的两会记者会上，总理指出，“就业是最大的民生”。

图2 从“六稳”到“六保”



资料来源：共产党员网，海通证券研究所

就业形势到底有多严峻？从政府预期目标的调整不难看出。今年城镇新增就业目标下调到900万人，这是09年以来的首次下调，同时城镇调查失业率目标也上调到6%。这里我们可以简单做个估算。受疫情的影响，今年1-4月城镇新增就业仅为354万人。而历史经验表明，1-4月城镇新增就业占到全年的33%-36%。如果假设疫情对后8个月新增就业影响程度保持不变，也即1-4月新增就业的占比为34.5%，那么今年全年依然可以实现1026万的新增就业。而城镇新增就业目标并非1000万人，而是900万人，这不仅表明后8个月就业压力依然较大，也意味着政府为保就业预留了一定空间。

**图3 历年前4月、全年城镇新增就业及目标**


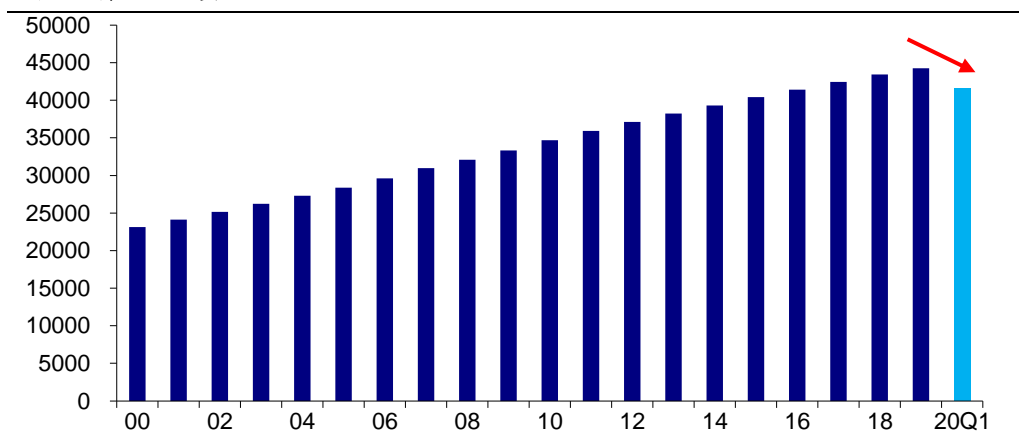
资料来源：Wind，海通证券研究所预测

## 1.2 真实就业压力？近半亿受影响

然而，从大家的微观感受看，6%的调查失业率恐怕还不足以反映真实的就业压力。但在我们看来，失业率指标不是万能的，问题也并不出在失业率的测算，而是在于，疫情冲击叠加春节假期的特殊背景下，就业的压力并非仅以失业的形式体现出来。我们认为，真实的就业压力主要体现在以下三个方面：

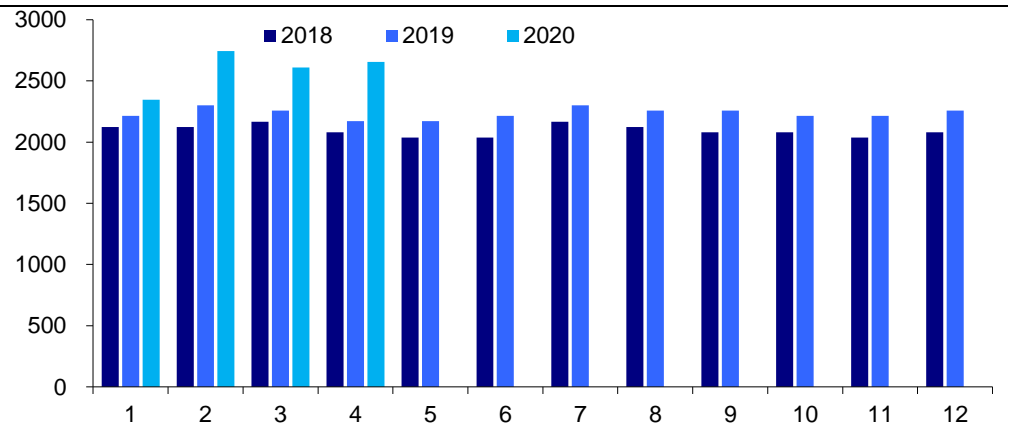
**首先是退出劳动力市场的群体**，即没有工作意愿，或者有工作意愿但没有工作搜寻行为的人。根据国家统计局公布的数据，3月份全国城镇就业人员规模比1月份下降6%，而去年底城镇就业人员为4.42亿人，这意味着，超过2600万人退出了劳动力市场。

**返乡的农民工，回来了吗？**农民工是这部分退出劳动力市场群体的主要构成。一个值得注意的现象是，今年一季度，农村外出务工劳动力仅为1.2亿人，较去年同期减少了5400万人，同比下滑31%。而在这5400万人中，既有受疫情影响返乡就业或延迟返城就业的，也有因此退出劳动力市场的。

**图4 城镇就业人员（万人）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**其次是新增失业的群体**。我们可以根据上一年末的城镇就业人数总量和调查失业率大致估算失业人员总数。比如，18年末城镇就业4.34亿人，19年4月调查失业率5%，对应的失业人员约为2200万人，而19年末城镇就业4.42亿人，20年4月调查失业率6%，对应的失业人员约为2700万人，同比增加近500万人。不过，考虑到2600万人退出劳动力市场后，城镇就业人员总数下降到了4.16亿人，4月份失业人员约为2500万人，对应的同比新增失业为300万人。

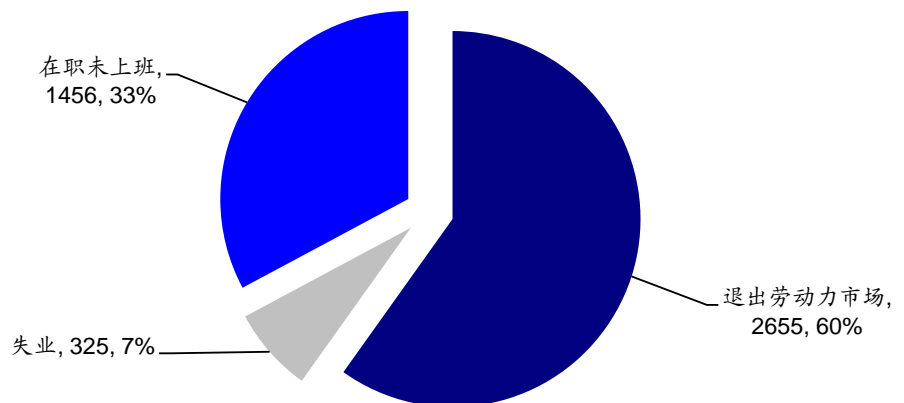
**图5 城镇调查失业人员估算（万人）**


资料来源：Wind，海通证券研究所。注：城镇调查失业人员估算=上年末城镇就业人数×城镇调查失业率

**第三是在职未上班群体。**这部分群体数量较为庞大。根据国家统计局公布的数据，3月份，约有18.3%的就业人员处于在职未上班状态，对应7600万人左右。值得庆幸的是，4月份这一比例下降到了3.5%，但仍然有1400万人左右。

这部分群体的存在，也是大家微观感受就业压力较大的主要来源。这部分就业压力虽然没有统计在失业率中，但却在工作时间明显变短、收入增速大幅放缓当中得以体现。比如，18、19年城镇人员平均工作时间基本稳定在46小时/周左右，但在今年2月大幅下滑至40.2小时/周，3、4月份虽然触底反弹，但依然偏低。再比如，全国居民人均可支配收入增速在过去3年都稳定在9%左右，但今年一季度大幅下挫、几近归零。

**就业受影响群体合计近半亿。**综合来看，就业受影响的群体主要有三类：一是失业率的分子没有反映出来的退出劳动力市场的群体，约为2600万人；二是失业率反映的新增失业群体，约为300万人；三是失业率的分子没有反映出来的在职未上班群体，约为1400万人。三部分人群合计超过4400万人。

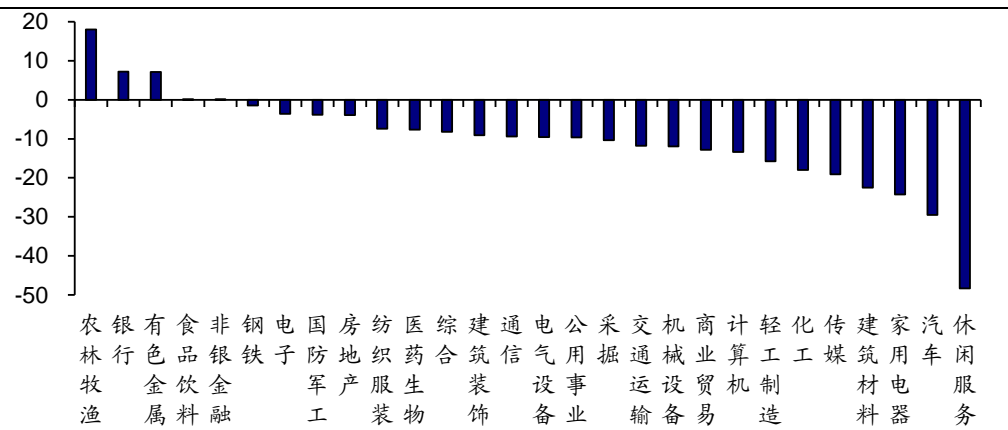
**图6 三类就业受影响人群规模估算（万人）**


资料来源：国家统计局，Wind，海通证券研究所估算

中观层面，各行业在疫情冲击下，就业承载力发生了怎样的变化？考虑到就业作为一种“产能”，其变化滞后于企业盈利，因此我们可以通过分析疫情对企业盈利的冲击来判断其对就业的影响。疫情对各行业企业盈利以及就业的影响主要包括以下三个方面：

### 1.3 疫情冲击营收，服务业受重挫

**首先是对企业销售收入产生冲击。**我们通过A股上市公司利润表的“营业收入”项目分析疫情打击下各行业收入变化。分产业看：第三产业受到的影响最大，消费服务类、娱乐类行业收入出现断崖式下跌；第二产业受创程度有所分化，可选消费品类制造业和出口依赖度较高的制造业行业收入下滑更为显著；第一产业冲击最小，相对稳定。

**图7 2020Q1 主要行业上市公司收入同比增速 (%)**


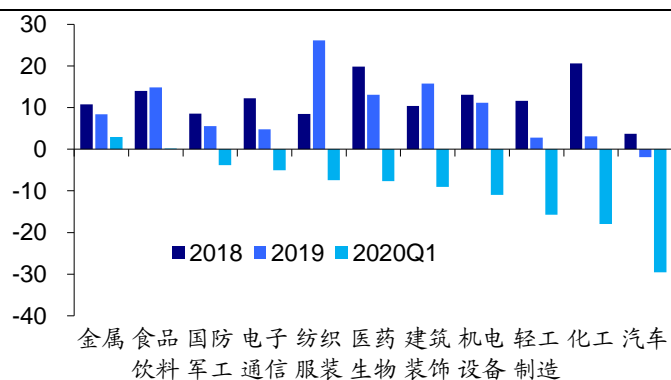
资料来源：WIND，海通证券研究所

**第一产业表现稳定，收入表现利好。**疫情防控措施对农业生产影响有限，且农产品消费属于刚性需求，加上绿色通道等政策支持，农林牧渔业第一季度收入同比增幅达18.1%，甚至略高于往年。

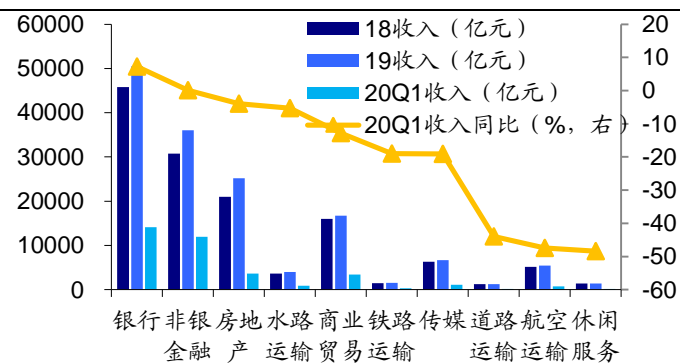
**第二产业表现分化，高端制造和必需消费坚挺，外需和可选消费低迷。**疫情对制造业各子行业的影响有所分化。其中，以国防军工、通信电子为代表的高端制造，以及以食品饮料为代表的必需消费较为坚挺，营收增速领跑。而反观以机电设备、轻工为代表的外需依赖度较高的行业，以及以汽车为代表的可选消费较为低迷，营收增速明显落后。

**第三产业受创最深，金融地产相对稳健，交运传媒娱乐惨淡。**疫情防控期间，道路封闭，店铺关门，渠道停摆，居民生活半径缩小，消费需求无处释放，因而服务业整体遭受重创，内部分化也较为显著。

其中，金融业和房地产业相对稳健，金融业营收依然实现了正增长，而房地产业因处于淡季，营收降幅也较为有限。但居民活动半径的缩小，以及工业生产的放缓，使得交通运输业整体下滑，尤其是航空运输业因航线切断而大受打击。最惨烈的莫过于传媒娱乐行业，休闲服务业营收同比几近腰斩，传媒业营收收缩幅度也接近 1/5。

**图8 主要制造业收入同比增速 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图9 第三产业主要行业收入及同比增速**


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 1.4 人力成本高企，压缩利润空间

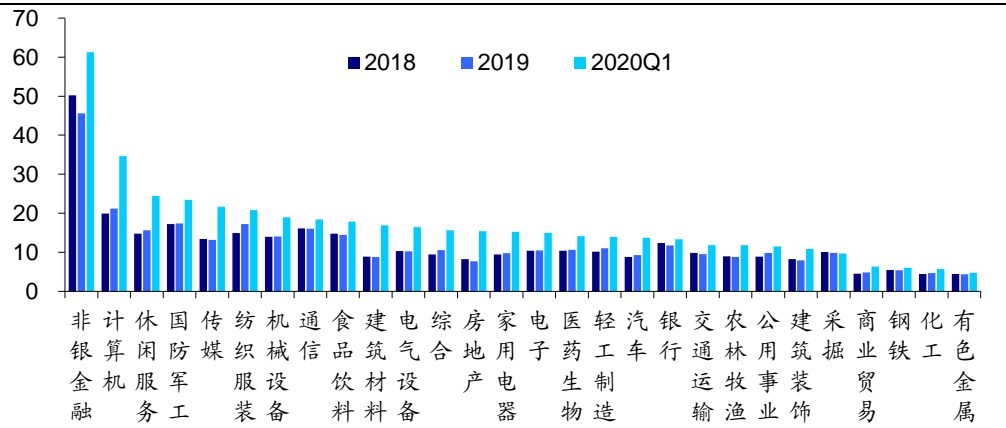
受到疫情影响，企业在“开源”受阻之下必须尽可能“节流”。劳动密集型等行业的人工成本占比高、刚性强。作为必须支付的一笔费用，刚性的人工成本支出势必会削弱企业经营的灵活性，从而影响其盈利。

我们同样利用 A 股上市公司数据，通过“支付给职工以及为职工支付的现金”分项除以利润表的“营业成本”+三费项目，获得人力成本占成本的比重。



总体来看，两类行业人力成本占比较高：一类是以非银金融、休闲服务为代表的现代服务业，以及以计算机、国防军工为代表的高端制造业，这些行业的人力既是“成本”也是资本，是其收入的主要来源；另一类是以纺织服装为代表的劳动密集型行业，其人力是主要成本，但并非是收入的主要来源。此外，钢铁、化工、有色等资本密集型行业的人力成本占比相对较低。

图10 各主要行业人力成本占总成本费用比率(%)



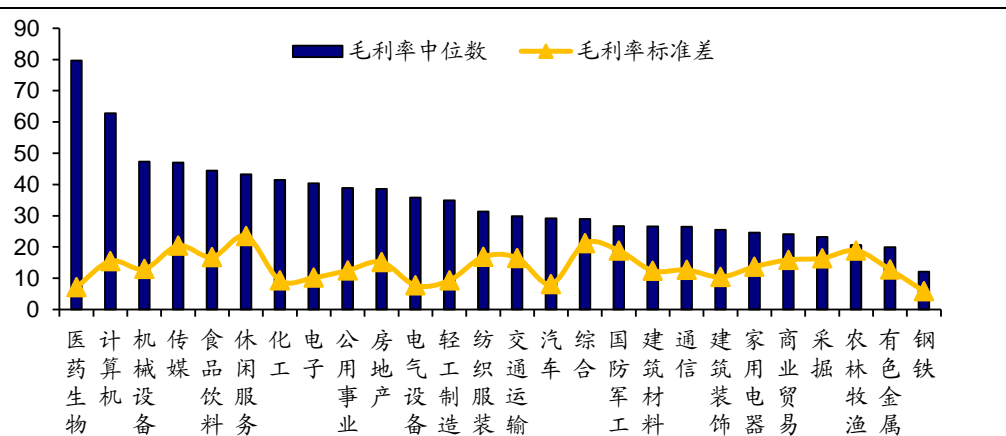
资料来源：WIND，海通证券研究所

### 1.5 利润薄资金紧，周期可选承压

疫情蔓延导致经济承压，利润较薄、现金流脆弱的企业可能出现现金流枯竭，企业可能通过裁员“节流”或选择破产。我们将从盈利能力和现金流稳健性两个角度切入对A股非金融行业企业进行分析，以销售毛利率衡量各行业主营业务盈利能力，以经营性现金流占收入衡量各行业现金流稳健性，再结合净利润率数据判断企业整体生存能力。

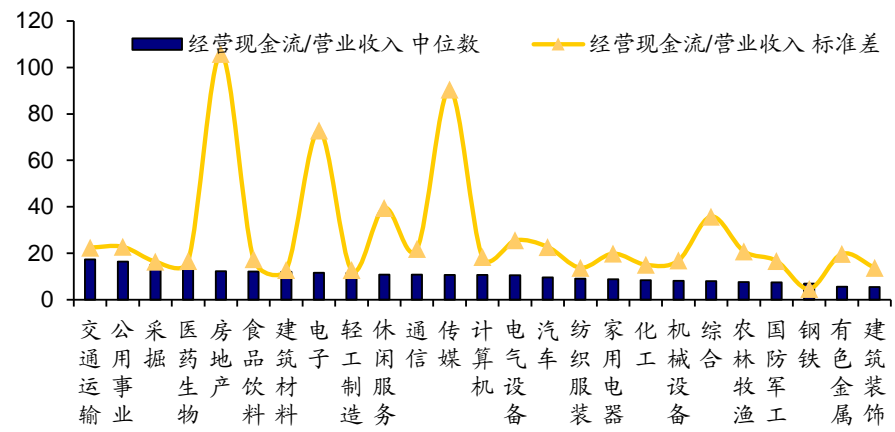
从盈利能力看，原材料类制造业和可选消费品制造业毛利率整体偏低。具体来看，以医药、计算机为代表的高技术制造业毛利率在各行业中领跑，传媒、休闲服务等轻资产行业毛利率也同样较高。而以钢铁、有色为代表的原材料类制造业，以及以家用电器、建筑装饰为代表的可选消费品制造业毛利率普遍偏低。此外，各行业毛利率标准差较为平均，显示各行业毛利率的尾部风险相对有限。

图11 19 年报 A 股各行业（除金融外）毛利率中位数及标准差(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

从现金流周转看，原材料类制造业和可选消费品制造业经营现金流占营业收入比重同样殿后。具体来看，与基建相关的交通运输、公用事业等行业现金流占营业收入比重较高，而以钢铁、有色为代表的原材料类制造业，以及以家用电器、建筑装饰为代表的可选消费品制造业，其经营现金流占营业收入的比重依然偏低。此外，房地产、电子、传媒，以及休闲服务等行业的经营现金流占营收比重的标准差较大，反映这些行业经营现金流的尾部风险较大。

**图12 19 年报 A 股各行业（除金融外）经营现金流/营业收入的中位数及标准差（%）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

综合而言，通过从收入冲击，到人力成本刚性，再到盈利能力与现金流分析，我们发现：第三产业整体受到巨大冲击，其中交运、传媒、休闲服务等行业收入端压力较大；第二产业中的劳动密集型行业、出口类行业，以及尾部企业经营压力凸显。所有行业中，原材料类制造业和可选消费品制造业的利润率较薄、现金流较脆弱，而房地产、电子、传媒，以及休闲服务等行业的尾部风险较大。

## 2. 海外：美国非农数据发布，欧洲央行扩大购债

### 2.1 美国非农数据发布

**美国非农数据发布。**上周五，美国公布5月新增非农就业人数250万人、大幅超出预期，前值-2068.7万人；失业率降至13.3%，前值14.7%。但此后美国劳工部发表声明称，该统计数据存在错误分类误差，4月数据也有类似问题。

**亚特兰大联储预测美国二季度GDP下降超50%。**上周二，美国亚特兰大联储的GDPNow模型显示，由于新冠疫情导致经济“停摆”和企业停工停产，今年二季度美国实际GDP环比折年率或下降52.8%。

### 2.2 欧洲央行扩大购债

**欧洲央行扩大购债。**上周四，欧央行公布利率决议，维持三大关键利率不变，但决定将紧急债券购买计划（PEPP）延长至2021年中，并将计划规模扩大6000亿欧元，至1.35万亿欧元。

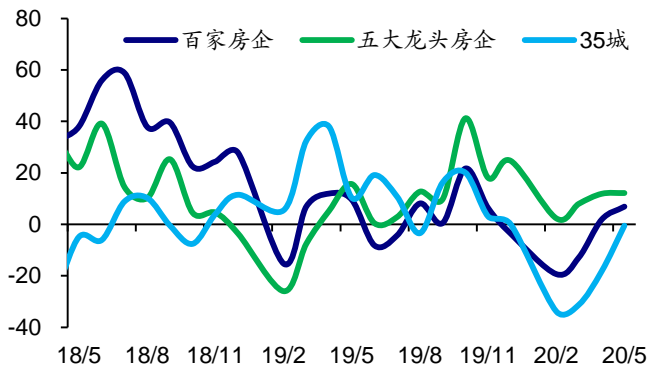
**澳大利亚、加拿大维持利率不变。**上周二，澳大利亚联储公布6月利率决议，维持关键利率在0.25%不变。上周三，加拿大央行宣布，考虑到新冠肺炎的影响似乎已经见顶，维持基准利率在0.25%不变。

## 3. 国内经济：需求有所改善

### 3.1 需求有所回升

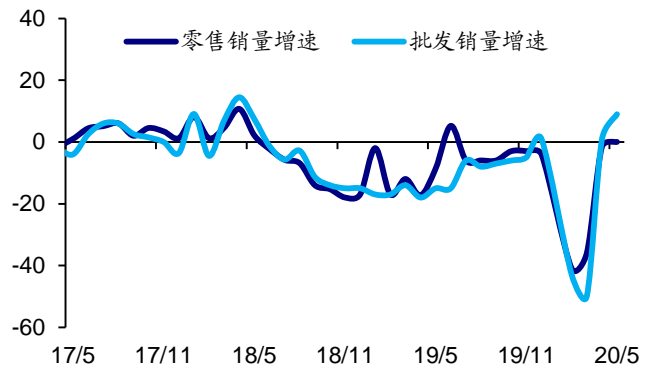
**地产销售回升，汽车需求改善。**5月35城销量增速降幅收窄至-0.5%，五大、百家龙头房企销量增速也双双回升至12.2%、6.9%，6月上旬前5天35城地产销量增速转正至12%。5月乘联会乘用车批发、零售销量增速分别为9%和0%，较4月增速均有回升。

图13 35城和龙头房企地产销量同比增速(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速(%)

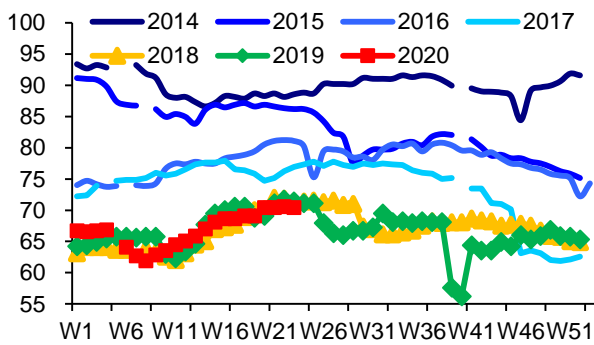


资料来源: Wind, 海通证券研究所。

### 3.2 生产仍处高位

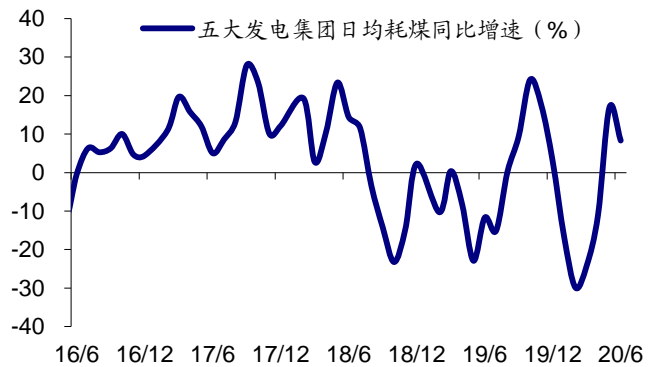
高炉开工略有下滑,发电耗煤增速回落。上周全国高炉开工率略降至70.4%,但样本钢企钢材产量增速降幅继续收窄。6月上旬前5天五大集团日均发电耗煤同比增速8.4%,较5月增速有所回落,但仍高于3月和4月水平。

图15 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16 五大发电集团日均耗煤同比增速(%)

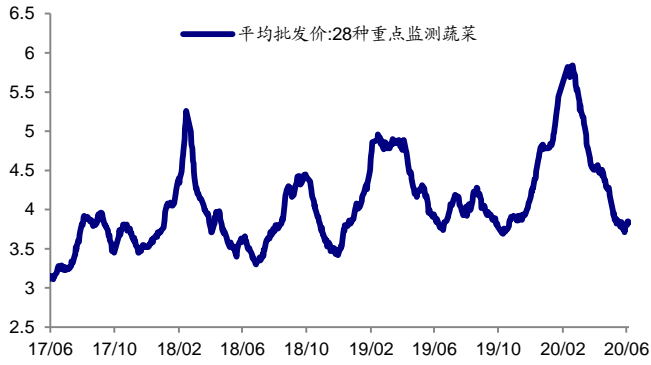


资料来源: Wind, 海通证券研究所

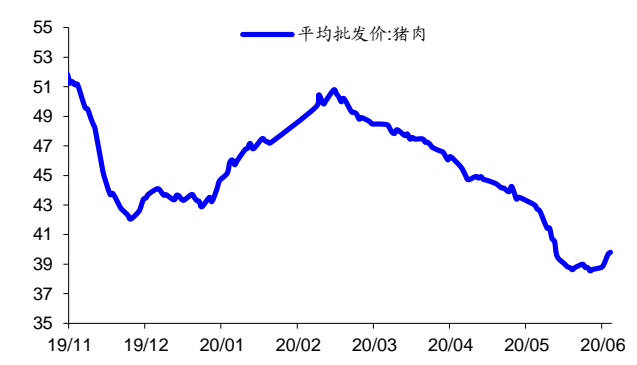
## 4. 物价: 通胀短期回落

### 4.1 食品价格分化

上周猪肉价格止跌回升,环比上涨1.1%,蔬菜价格环比持平,水果、蛋类和禽类价格继续小幅回落。

**图17 蔬菜平均批发价（元/公斤）**


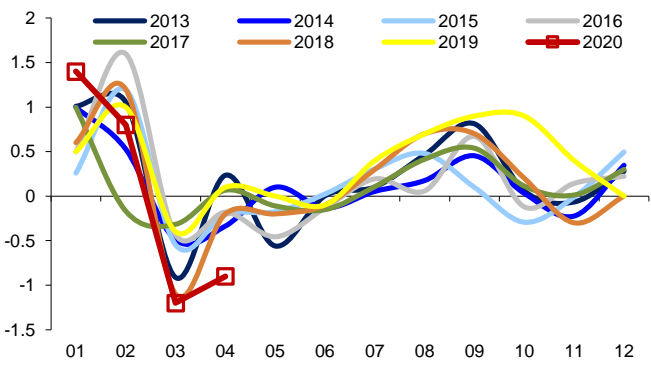
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图18 猪肉批发价格（元/公斤）**


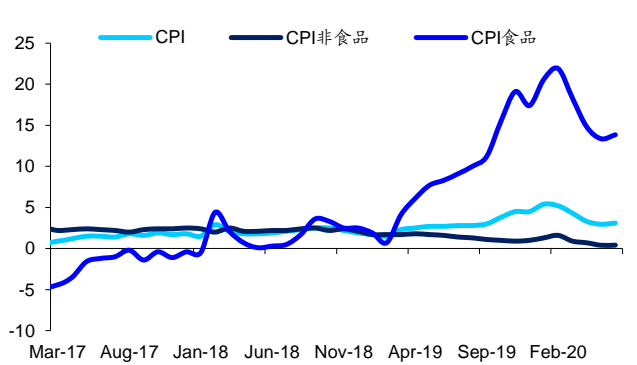
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 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2.8%。

**图19 CPI 环比（%）**


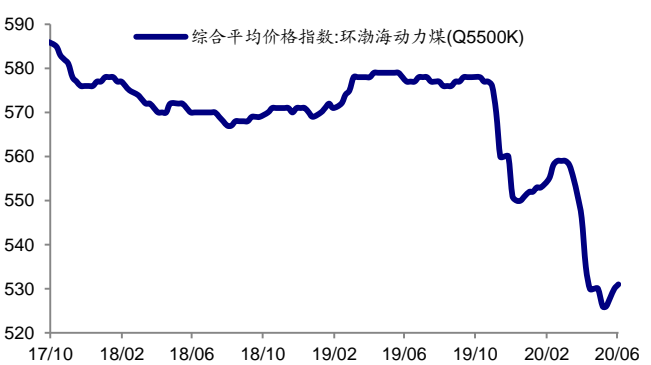
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图20 CPI 同比及成分同比走势预测（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 4.3 预测 5 月 PPI 持平

上周国际油价继续回升，国内钢价回升，煤价持平。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21 环渤海动力煤价格（元/吨）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

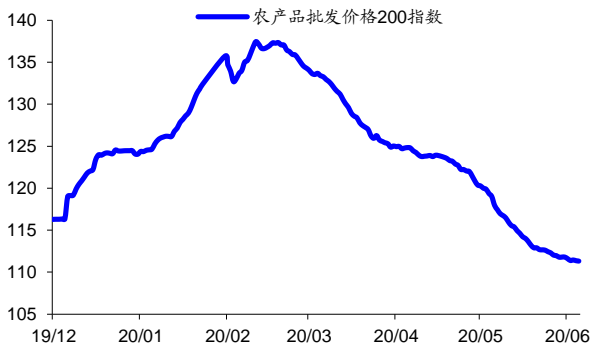
**图22 布伦特原油现货价格（美元/桶）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 4.4 警惕通胀预期重燃

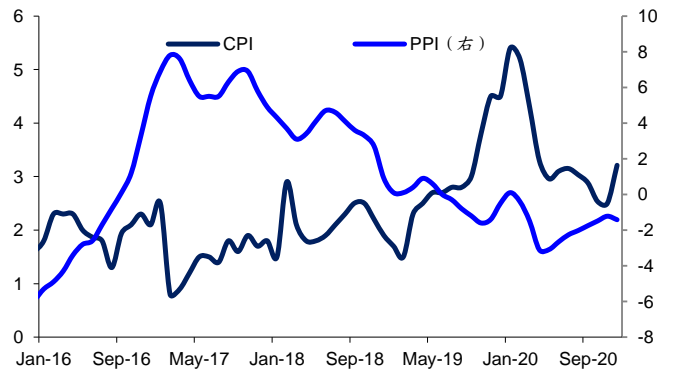
海外疫情有所缓解，欧美各国计划逐步重启经济，经济开始好转带动工业品价格持续反弹。但4月以来食品价格出现持续回落，对通胀的拉动不断减弱，短期CPI或将逐月降低。从中长期来看，各国央行疫情期间均大幅放水，我国广义货币M2增速连续2个月大幅回升，需警惕下半年通胀风险的重新回归。

图23 农产品批发价格200指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图24 CPI、PPI同比走势及预测(%)



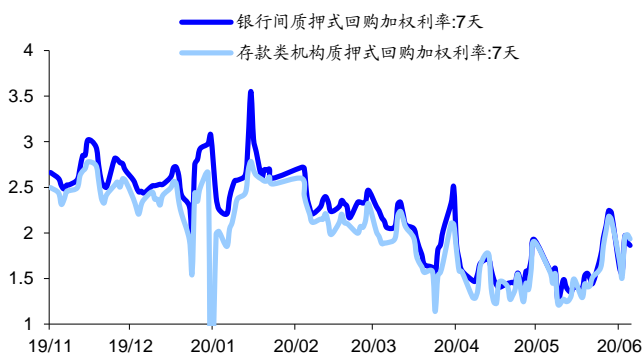
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5. 流动性：资金继续收紧

### 5.1 货币利率下行

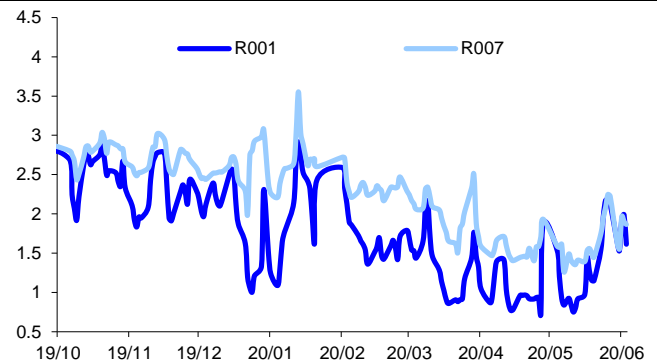
上周货币利率下行，其中R001均值下行26bp至1.74%，R007均值下行27bp至1.78%。DR001均值下行25bp至1.69%，DR007均值下行15bp至1.82%。

图25 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26 R001和R007(%)

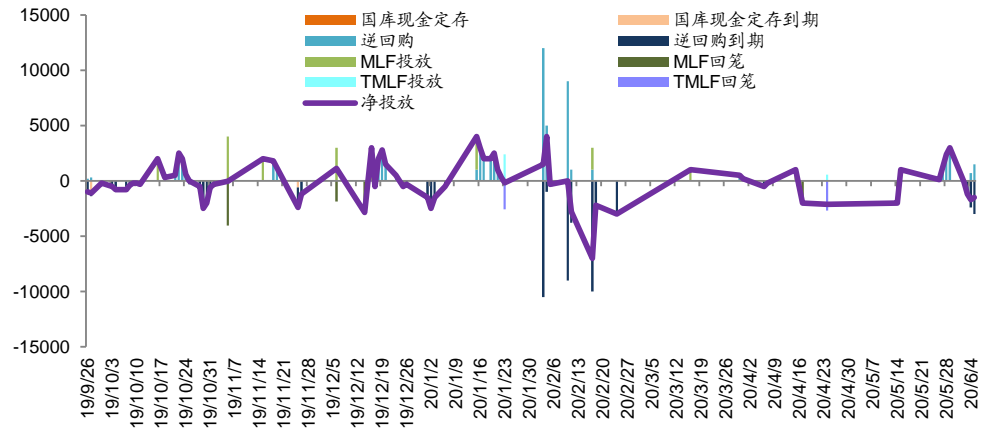


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 5.2 央行回笼资金

上周央行逆回购操作投放资金2200亿，到期回笼资金6700亿，净回笼资金规模4500亿元。

图27 央行公开市场操作 (亿元)

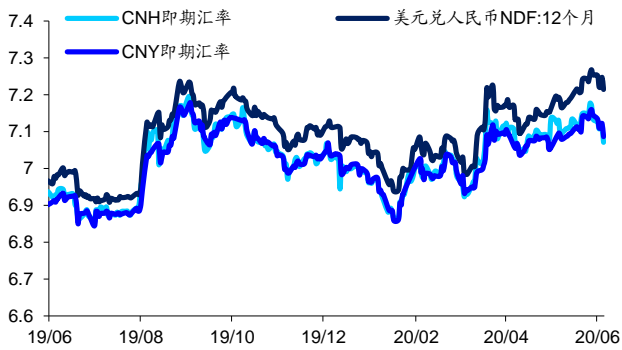


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 5.3 汇率小幅回升

上周美元指数持续回落,人民币对美元汇率小幅回升,在岸人民币和离岸人民币分别回升至7.09和7.07。

图28 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图29 美元指数

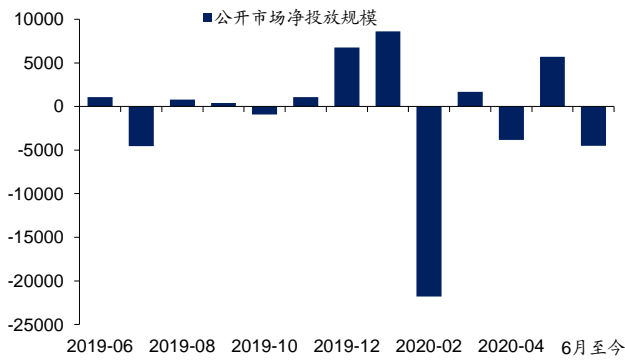


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 5.4 监管资金空转

6月1日央行等多部委发布三份文件,新创设两个直达实体经济的货币政策工具——贷款延期支持工具和信用贷款支持计划,通过SPV向银行提供资金用于普惠小微企业信用贷款和延期贷款,相当于绕开宽货币直接宽信用。我们认为,在央行推动宽信用的过程中,货币政策不至于立刻转向紧缩,但为了防止资金空转和套利,已边际收紧,将资金中枢向上抬升并接近政策利率。R007货币利率中枢有望回归至1.9%左右,较5月均值抬升28BP。

图30 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31 金融机构超额准备金 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 6. 政策: 降低物流成本

**强化小微企业金融服务。**央行、发改委、工信部等八部委近期联合发布《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》，提出不折不扣落实中小微企业复工复产信贷支持政策，要求五家大型国有商业银行普惠型小微企业贷款增速高于40%，开发性、政策性银行要把3500亿元专项信贷额度落实到位，以优惠利率支持中小微企业复工复产。20年国家融资担保基金力争新增再担保业务规模4000亿元。引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元，金融机构发行小微企业专项金融债券3000亿元。

**新三板转板制度落地。**证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，指出符合条件的新三板挂牌公司可以申请转板至上交所科创板或深交所创业板上市。要求申请转板上市的企业应当为新三板精选层挂牌公司，且在精选层连续挂牌一年以上。转板上市条件应当与首次公开发行并上市的条件保持基本一致，交易所可以根据监管需要提出差异化要求。

**降低物流成本。**国务院办公厅转发《关于进一步降低物流成本的实施意见》，提出要深化关键环节改革，降低物流制度成本，建立严厉打击高速公路、国省道车匪路霸的常态化工作机制。深化铁路市场化改革，开展铁路市场化改革综合试点。降低物流税费成本，落实好大宗商品仓储用地城镇土地使用税减半征收等物流领域税费优惠政策。降低公路通行成本。降低铁路航空货运收费。规范海运口岸收费。

## 7. 日历: 聚焦6月上旬数据

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			
2020/6/10	上周API原油库存变化(万桶)(至0605)	-48.3	--
2020/6/10	5月末季调核心消费者物价指数(同比)	1.4%	1.3%
2020/6/10	5月末季调消费者物价指数(同比)	0.3%	0.2%
2020/6/10	上周EIA原油库存变化(万桶)(至0605)	-207.7	--
2020/6/10	EIA公布月度短期能源展望报告	--	--
2020/6/11	美联储公布利率决议	--	--
2020/6/11	联邦基金基准利率	0%-0.25%	0%-0.25%
2020/6/11	5月生产者物价指数(同比)	-1.2%	-1.2%
2020/6/11	上周季调后初请失业金人数(千人)(至0606)	--	--
2020/6/12	美联储在2020年第一季度资金流动报告中公布有关美国家庭财务状况的数据	76	--

2020/6/12	6月密歇根大学消费者信心指数初值	72.3	76
欧元区			
2020/6/9	第一季度GDP(环比)终值	-3.8%	-3.8%
2020/6/9	第一季度GDP(同比)终值	-3.2%	-3.2%
2020/6/12	欧元区财长会议	--	--
中国			
2020/6/9	5月末M2货币供应(同比)	11.1%	11.3%
2020/6/9	5月社会融资规模(十亿元)	3090	3075
2020/6/9	5月新增人民币贷款(十亿元)	1700	1565
2020/6/9	5月末M0货币供应(同比)	10.2%	9.9%
2020/6/9	5月末M1货币供应(同比)	5.5%	5.7%
2020/6/10	5月工业品出厂价格指数(同比)	-3.1%	-3.2%
2020/6/10	5月居民消费品价格指数(同比)	3.3%	2.6%
2020/6/11	国内成品油开启新一轮调价窗口	--	--

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 lxx11330@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

<b>电子行业</b> 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	<b>煤炭行业</b> 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	<b>电力设备及新能源行业</b> 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
<b>基础化工行业</b> 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	<b>计算机行业</b> 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	<b>通信行业</b> 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
<b>非银行金融行业</b> 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	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 ljy12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 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	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 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	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	<b>银行业</b> 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	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 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	<b>造纸轻工行业</b> 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

<b>深广地区销售团队</b> 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 巩柏含 gbh11537@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 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	<b>北京地区销售团队</b> 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 郭金鑫(010)58067851 gjx12727@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