

二〇二〇年五月

国际国内经济形势分析

北京中金万瑞工程咨询有限公司

二〇二〇年六月二十二日

目 录

一、国际经济形势	7
(一) 国际主要经济体经济形势	7
(二) 国际大宗商品价格趋势	25
1、黄金	25
2、石油	28
3、人民币汇率	31
二、国内经济形势	33
(一) 国内主要经济指标	33
1、国内生产总值 (GDP)	33
2、居民消费价格指数 (CPI)	34
3、生产者物价指数 (PPI)	34
4、固定资产投资	35
5、财政收入	35
6、对外贸易进出口	36
7、狭义货币、广义货币 (M1、M2)	36
(二) 国内大宗商品价格趋势	37
1、钢铁	37
2、铜	41
3、焦炭	45
4、水泥	47
5、铝	49
6、房价	52

国际国内经济形势分析报告

疫情在全球范围内蔓延，从北半球逐步向南半球延伸，按照目前的发展态势，疫情至少可能会延续到三季度。基于疫情对全球经济带来的负面冲击，世界银行在其发布的全球经济展望报告预估全球经济将在 2020 年萎缩 5.2%，由于内需和供应、贸易及金融严重中断，预计发达经济体 2020 年的经济活动将收缩 7%；预计新兴市场及发展中经济体 (EMDE) 今年将收缩 2.5%，为至少 60 年来整体上首次收缩。疫情不仅会给全球经济带来“持续的伤疤”，甚至会导致经济陷入“停摆”的危机。随着全球“战疫”的发展，世界格局也必然随之发生变化。

下面简要综述国际各主要经济体的经济发展情况、国际主要大宗商品价格走势、中国宏观经济指标数据和国内主要商品价格趋势四个方面。

在全球各主要经济体中，以美国、欧元区、日本、俄罗斯、印度为主进行论述。

美国 5 月非农就业数据超预期增长，但经济复苏面临挑战。2020 年一季度美国实际 GDP 为近六年来首次负增长，创 2008 年四季度以来最大降幅。但制造业景气度逐步修复，消费者信心回升，进出口降幅再度扩大，失业率超预期下降，劳动参与率和就业率上升说明美国劳动力市场在复苏。而且服务业和建筑业在经济重启后大幅改善。虽然 5 月非农就业数据比较乐观，但实际上是受疫情特殊政策的加持，而且到大部分政策的有效期仅到 9 月 1 日，如果没有持续的薪酬保护和失业保险扩大政策，劳动力市场的强势复苏能否延续仍旧未知。加之种族不平等问题凸显，大规模游行会否引发疫情抬头以及经济重启受阻，

都为美国经济复苏带来诸多不确定性。

欧元区实体经济仍然疲软，央行扩大紧急抗疫购债规模，疫情使得本已摇摇欲坠的欧元区经济雪上加霜。欧元区经济面临严重萎缩，需求创历史新低，生产动能疲软，进出口增速急剧放缓，劳动力市场趋于疲软，通胀创四年新低，需求进一步疲软将继续对通胀带来下行压力。加之，7500 亿欧元的疫情援助资金无法解决长久以来存在着的结构性风险，并且疫情的持续使欧元区的经济支柱产业旅游业遭受重创，且全面复苏遥遥无期。实体经济融资主要的来源——银行业千疮百孔，阻碍了科技等初创企业在欧洲的发展，无法创造更多就业机会，令其在全球经济竞争中落后，意味着欧元区经济缺少长期维持坚挺的必要动能。

日本经济衰退，再次出台刺激政策以应对疫情对经济造成的冲击。日本内外需持续低迷，各项经济数据继续走低，预计会出现更大衰退。制造业深陷萎缩，核心通胀率三年多来首次转负，通货紧缩压力进一步加大，就业形势持续恶化。日本推出中小企业贷款计划和 31.9 万亿日元的本财年第二次补充预算案，以进一步加大经济刺激力度，但此次计划能否落实和奏效仍是未知。

俄罗斯经济形势严峻，面临新冠肺炎和油价暴跌的双重夹击。3 月疫情在俄罗斯大规模爆发，而随着疫情在全球蔓延，很多国家对疫情失控，国际油价继续出现断崖式的下跌，对俄罗斯经济造成冲击。工业生产回落，消费大幅下降，进出口明显下滑，失业率上升。财政、金融领域也受到了严重的影响。税收锐减，卢布对美元汇率急剧下跌。在疫情期间俄罗斯的损失可能达 2390 亿美元。

印度经济严重受创，复苏之路举步维艰。多家国际评级机构下调

印度的主权信用评级，经济增速下滑难止。为了抗击新冠疫情，印度自3月25日开始进行全国封锁，“封城”措施严重拖累经济复苏的步伐。为了提振经济，5月份印度财政部出台了总额为20.97万亿卢比的经济刺激措施，在加大财政刺激的同时，印度还将推进改革。不过改革能否顺利实施，还需观察。而如何有效改善以农业和政府的公共支出维持增长的经济结构，则是印度政府亟需解决的问题，如今在疫情的冲击下，这一难题或将更为棘手。

5月份国际主要大宗商品总体呈现升势。市场担忧情绪加重，国际**黄金**再获支撑。美联储再次承诺将采取行动以缓解新冠病毒大流行带来的经济影响，提振了黄金的避险吸引力，黄金价格于高位震荡。此外，美国财政赤字目前也是一个不容回避的问题，仅5月单月，美国财政赤字就接近4000亿美元，而美国疫情近日出现二次爆发的迹象，对于疫情以及美国经济状况的担忧是黄金近期上涨主要原因。季节性旺季难现，**原油**陷入高位整理走势。全球疫情风险再度凸显，并削弱国际油价继续上涨的动力，全球原油需求恢复时间点将被推迟。在需求尚未完全恢复的背景下，今年以来，美国商业原油库存持续处于累库状态，且目前累库趋势未见结束迹象，去化拐点迟迟没有到来。预计后市原油价格将告别此前的反弹行情，转入高位振荡整理走势。人民币兑美元汇率整体表现为小幅升值。人民币汇率窄幅震荡。中美两国关系日益紧张，贸易战也有升级迹象，成为影响人民币汇率的主要因素。特朗普频发威胁言论，紧张局势升级令人民币汇率承压，人民币汇率一度跌破7.19关口。但是由于美元指数阶段性走弱，中国基本面仍然相对稳健，为人民币汇率带来支撑。进入6月，人民币汇率上升动能开始积聚，波幅逐渐收敛。

2020 年一季度 GDP(国内生产总值)206504 亿元，同比下降 6.8%；2020 年 5 月份，CPI(全国居民消费价格)同比上涨 2.4%；2020 年 5 月份，PPI(全国工业生产者出厂价格)同比下降 3.7%，环比下降 0.4%；2020 年 1-5 月，全国固定资产投资 199194 亿元，同比下降 6.3%，降幅比 1-4 月份收窄 4.0 个百分点；2020 年 1-5 月累计，全国一般公共预算收入 77672 亿元，同比下降 13.6%；2020 年前 5 个月，我国货物贸易进出口总值 11.54 万亿元人民币，比去年同期下降 4.9%，降幅和前四个月持平；2020 年 5 月末，广义货币(M2)余额 210.02 万亿元，同比增长 11.1%。

2020 年 5 月国内主要商品价格大多摆脱疫情影响，进入上升区间。钢材市场需求端恢复良好。在原料价格强势拉高下，成本重心不断上移，促使钢厂连续上调出厂价；以及受华北地区限产消息提振，国内钢价持续走高。进入 6 月后，南方钢材需求将进入传统淡季，钢材市场格局由“供需双旺”逐步转化为“供强需弱”，加之海外疫情影响国内钢材出口，预期 6 月份国内钢材价格将呈现先扬后抑走势。5 月铜价延续 4 月反弹行情，国内疫情有得到控制，复工复产有序进行，出现一波缓慢上涨行情。6 月是传统消费淡季，消费会有所疲软，料想 6 月将震荡为主。焦炭价格低位反弹。由于行业利润有所好转，全国平均产能利用率持续走高。而国内疫情接近稳定，下游需求转好，钢厂维持合理利润情况下开工积极，高炉开工率持续走高支撑焦炭需求。焦企成品库存连续回落，现货价格两轮提涨落地。下旬，山东“以煤定产”政策出台，供给端利好焦炭，预计价格短期受到政策支撑偏强震荡。水泥 5 月产量大增，基建加码助力需求回温。疫情防控持续向

好，下游工程施工人员逐步到岗，建设活动持续恢复，支撑当月水泥需求远超过去年同期水平。虽然6月南方进入梅雨季，需求恐受影响，但6月各地重点建设项目相继投放，北方切换至旺季。预计6月全国水泥产量累计降幅将继续收窄。5月**铝价**延续偏强格局，不断震荡上扬。去库存强劲，下游需求依然旺盛，其中建筑、医药等热点板块带动铝消费，汽车、家电及电子等领域消费也有回暖迹象。6月将进入铝下游行业的传统淡季，加上今年疫情影响，企业大多预计6-8月经营情况不及去年同期。预计铝价6月维持偏强震荡。5月**楼市**持续回温。全国重点40城商品房成交量超去年月度均值。楼市整体呈现阶梯式回暖，局部热点涌现，华东，华南、西部、华北区域内核心城市持续高热度。在目前“房住不炒”的监管逻辑下，房企融资环境或将维持偏紧态势，或将制约其未来项目投资开发力度。展望6月，全国房地产市场将维持复苏与分化并存的基本态势。

从上述情况来看，在2020年5月美国、日本、欧洲、俄罗斯、印度经济在不同程度上遭遇重创。因各国陆续开始复工复产国际国内主要大宗商品价格止跌回升，基本呈现震荡走势。

（下文主要对国际经济、国际大宗商品、国内经济、国内大宗商品价格四个方面进行具体分析）

一、国际经济形势

（一）国际主要经济体经济形势

美国 5 月非农就业数据乐观，但经济复苏面临诸多不确定。欧元区经济面临严重萎缩，实体经济仍然疲软。日本内外需持续低迷，各项经济数据继续走低。俄罗斯经济形势严峻，面临新冠肺炎和油价暴跌的双重夹击。印度经济泥足深陷，复苏之路步履沉重。

美国经济复苏面临挑战。2020 年一季度美国实际 GDP 年化季率下修 0.2 个百分点至 5.0%，较去年四季度回落 7.1 个百分点，为近六年来首次负增长，创 2008 年四季度以来最大降幅。

制造业景气度逐步修复，2020 年 5 月美国 ISM 制造业 PMI 为 43.1%，较上月回升 1.6 个百分点，与市场预期大体持平。5 月 Markit 制造业 PMI 为 39.8%，较上月回升 3.7 个百分点。消费者信心回升。6 月密歇根消费者信心指数为 78.9，涨幅为近四年来最大，但仍远低于疫前水平。进出口降幅再度扩大，4 月美国出口季调同比下降 27.7%，较上月回落 16.9 个百分点。进口季调同比下降 22.4%，降幅较上月扩大 11.1

个百分点，刷新近十一年新低。贸易逆差 494 亿美元，较上月扩大 71 亿美元，对中国贸易逆差为 225 亿美元，较上月增加 107 亿美元。

非农就业超预期增长。5 月美国新增非农就业人数 250.9 万人，好于市场预期的-800 万人，创历史最大变动，非农就业的正增长主要是受各州陆续复工的影响，因为此前失业者多数为临时性失业，一旦企业开始复工，临时性失业也会相应减少。5 月美国劳动参与率为 60.8%，较上月上升 0.6 个百分点。5 月失业率为 13.3%，较上月下滑 1.4 个百分点，主要是因为临时性失业减少了 270 万人，但永久性失业再度增加 29.5 万人。

除了失业率超预期下降，劳动参与率和就业率上升也能说明美国劳动力市场在复苏。疫情爆发初期，美国政策制定者担心大量的失业可能会迫使部分劳动人口永远离开就业市场，从而导致人力资本受到永久性伤害。5 月劳动参与率结束连续三个月下滑，上升 0.6 个百分点至 60.8%，表明政策正在生效，美国人民正在返回劳动力市场。但是，就业人数在总人口数中的占比仅有 52.8%，仍是大萧条以来的最低值，而今年 1 月份的就业率为 61.2%。3 月至 5 月的净增失业人数仍近 2000 万人，如果没有持续的薪酬保护和失业保险扩大政策，劳动力市场的强势复苏能否延续仍旧未知。

5 月美国私人非农企业员工平均时薪环比下跌 1.0%，为 2011 年 11 月以来最大环比跌幅，同比则仍增长 6.7%。不过，薪资同比高增长背后反映的仍是失业的结构失衡，大部分失业者为低薪工作者，家庭收入低于 4 万美元的家庭中，近 40%的人在 3 月份失去了工作。此外，5

月美国私人非农企业员工平均每周工作小时为 34.7 小时，较上月上升 0.5 个小时。

财政政策的时滞性导致持续领取失业金人数与失业率大幅背离。从 4 月开始，美国失业保险系统将临时调整，加入疫情失业救助（PUA）系统，纳入自雇佣者、新冠患者及其家属和传统失业金过期等人群，大幅扩大失业保险覆盖人群。因而，口径调整会导致失业金人数与以往有所不同，新口径包含了许多本不该在传统失业系统里的人，例如 5 月自雇佣者失业人数就达 91 万人，新冠疫情约 180 万人，加上自我隔离的新冠病人家属，存量转增量可能使得失业金人数过度“膨胀”。

市场认可 5 月非农报告，政策紧迫感降温。非农数据公布后，美股大涨，美债和黄金大跌，收益率曲线显著陡峭化，美元小幅收涨。由于劳动力数据是滞后指标，美国经济复苏的速度可能也是明显好于预期。因而，市场风险偏好大幅回升，经济“V”型反弹的预期重新燃起。但是，就业报告给美国政策提出了难题，紧迫感明显下降。这次史无前例的财政政策与就业要求直接挂钩，确实可以缓解就业市场压力。如果财政政策再次提前退出或是力度边际下降，仅靠内生动能的经济修复可能会不及预期。另外，美联储可以理直气壮反驳负利率政策，再次回到舒适区域：根据数据变化来调整货币政策。

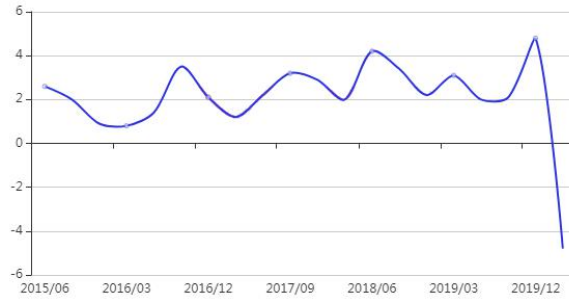
服务业和建筑业在经济重启后大幅改善。自特朗普 4 月中下旬开始推进经济重启以后，5 月 20 日前仅剩 2 个州处于完全封锁，11 个州区域性开放，剩余的均已经完全开放。谷歌活动指数在 4 月 11 日触底以后呈现缓慢回升的趋势，6 月美国全部州的重启开放将加速经济活动

回升，预计7月初经济活动可能接近年初水平。5月新增就业前三的是休闲酒店、建筑业和教育保健服务，分别增加123万人、46万人和42万人。政府部门则是继续减少58万，降幅较4月略有收窄。由于财政缺口较大，政府就业人员短期内难以回到疫情前的水平。

美国失业补助政策不仅扩大覆盖人群，还在原来每周基础上增加600美元的失业金，高于许多低收入者的真实工资收入。因而，不少低收入者可能是自愿申请被裁来达到失业保险的要求。不过，鉴于失业补助的临时性，未来是否延续存在较大不确定性。5月时薪增速大幅下滑，说明低收入者（主要是洗碗刷盘的餐饮服务人员）已经逐渐重新开始就业。大部分的疫情特殊政策有效期仅到9月1日。如果说1500万暂时性失业人数是新鲜血液，1000万非全日制工作人员则是定时炸弹，美国各界普遍呼吁财政政策需要继续加码。

种族不平等问题凸显。美国“白人至上”主义穿梭在社会的每一个角落。考虑到文化水平差距和贫富不均等因素，黑人的失业率一直高于白人。但是，种族歧视问题是美国社会最大的痛处，也是真实存在的。5月白人和西班牙裔的失业率均有所下降，而黑人的失业率继续上升。由于游行与非农报告存在时间差，近期爆发的游行并不会影响5月的失业率。但是，大规模游行会否引发疫情抬头以及经济重启受阻，需要继续观察。

图一：美国GDP增幅年率走势图（季度）



欧元区实体经济仍然疲软，欧央行扩大紧急抗疫购债规模，疫情使得本已摇摇欲坠的欧洲经济雪上加霜。欧元区经济面临严重萎缩。欧元区一季度 GDP 终值上修，同比和环比增速分别较预期和修正值上修 0.1 和 0.2 个百分点至-3.2%和-3.6%。经合组织（OECD）将 2020 年欧元区经济增速预期从 0.8%下调至-9.1%，并强调如果出现第二轮疫情，则 2020 年欧元区经济增速预期为-11.5%。

经济景气超预期回升。随着欧洲多国政府逐渐放松封锁措施，疫情对欧元区经济的破坏程度有所减弱。欧元区 5 月制造业和服务业 PMI 双双较 4 月大幅回升 6.0 和 18.5 个百分点至 39.4%和 30.5%。虽仍处于收缩区间，但均好于预期，显示出随着封锁进一步解除，低迷的经济有望进一步改善。需求创历史新低。欧元区 4 月零售销售同比增长-19.6%，虽好于预期值-22.3%，但降幅仍较上月显著扩大 10.8 个百分点，创历史新低，主要源于汽车销量大幅下降。生产动能疲软。4 月欧元区工业生产指数同比增速降幅较上月扩大 14.5 个百分点至-28%，连续两个月急剧下滑，生产动能疲软程度已超过金融危机期间，创历史新低。进出口增速急剧放缓。3 月欧元区进口同比增速降幅较上月显著扩大 8.2 个百分点至-10%，连续三个月保持负增长，创 2009 年 11 月以来新低；出口同比增速较上月回落 7.4 个百分点至-6.2%，创 2016

年 7 月以来新低，贸易顺差扩大至 282.1 亿欧元。

劳动力市场趋于疲软。欧元区 4 月失业率较上月上升 0.2 个百分点至 7.3%，结束了 2014 年下半年以来持续下降的势头，但显著好于预期值 8.2%。通胀创四年新低。欧元区 5 月 CPI 初值同比增长 0.1%，连续 4 个月下降，创 2016 年 6 月以来新低，主要源于需求疲软和能源价格显著下降。根据欧央行在 6 月议息会议上的最新预测，预计 2020 年欧元区 CPI 同比增长 0.3%，较 3 月份预测值大幅下调 0.8 个百分点，预计 2021 年和 2022 年 CPI 同比增速分别为 0.8% 和 1.3%，距离欧央行接近 2% 的通胀目标仍相去甚远。从中期来看，需求进一步疲软将继续对通胀带来下行压力。

在此前欧盟通过了 7500 亿欧元的疫情援助资金 (PEPP)，再加上欧洲央行承诺一如既往通过宽松政策措施支持欧元区经济后，汇价持续反弹。欧盟破天荒地允许直接向成员国提供财政补贴的状况，也是向着财政联盟的目标迈出了一大步，这让大家对欧洲经济前景多多少少重燃了信心。至少，靠着欧盟的财政刺激新政，本来就摇摇欲坠，且在本轮疫情中受灾最深的成员国意大利暂时被稳住，同时欧元区经济也有望暂时见底。然而，紧急措施并不能解决这一区域长久以来存在着的结构性风险。并且疫情的持续影响也会暴露出此前被掩盖的更多弱点。

事实上，在新冠病毒来袭之前，欧元区已经深陷于新一轮困境之中，该区域经济自 2017 年起就停滞不前，去年四季度疫情尚未开始之际，欧元区核心经济引擎德国就已经走到了衰退边缘。虽然，可以把

当时的问题怪罪于英国脱欧风险和全球贸易危机的冲击，但这背后还有更深层次的原因：在欧洲央行在上一轮欧债危机高峰期间承诺“不惜一切代价”保住欧元区完整健全，并因而在 2014 年推出了欧洲版的量化宽松 (QE) 措施，将资产负债表扩至空前水平后，欧元区各国在财政改革议题上再度变得不甚积极，在经济发展上也缺乏突破点。

于是，在 2019 年，欧元区国家多达 22% 的 GDP 增加值都来自旅游与休闲行业，很大程度上是“吃老本”之举，而恰恰是这一行业，在今年的疫情中受伤最深，并且全面复苏也遥遥无期。考虑到欧元区出口行业同样步履维艰，而银行业则更是千疮百孔的局面。

与美国企业依赖风投和股权融资的方式不同，欧元区高达 80% 的实体经济融资仍来自银行业。于是，欧洲各大银行积累了多达 6000 亿欧元的不良贷款。虽然，欧洲央行此前推出 TLTRO 计划旨在推动银行向实体经济尤其是中小企业增加施放用以“续命”的信贷资金，但效果不彰。这反过来也阻碍了科技领域初创企业在欧洲的发展，自 2017 年以来，全球 15 大领先科技企业榜单几乎被美中两国瓜分，在科技公司 50 强当中，也只有四家注册在欧洲。

与此对应的则是，高失业一直是欧洲经济体的痼疾，这一延续了整整一代人的经济难题因为疫情的影响而变本加厉，未来长达数年间，多达 30% 的欧元区劳动年龄人口都必须依赖失业补助生活，其中法国、西班牙和意大利等国的就业困境将尤为突出。而为了维持高额失业福利的发放，相关经济体就又必须维持针对企业的高税率，并限制其解雇在职劳工，这反而会让在欧元区国家创业变得更加艰难，从而又无

法创造出更多就业机会，同时也令其在全球经济竞争力竞赛中不断落后，而疫情则只是给了本来就深陷结构性困扰中的欧洲以额外的致命一击。

疫情后经济援救带来的额外开支，将进一步在未来十年间里强化相关国家，尤其是意大利等国本已沉重不堪的债务负担，甚至欧债危局第二季完全有可能很快上演。重灾国意大利和西班牙等的国内政治异动则可能会给整个欧元区带来额外重挫，正如当年的希腊危机一样。一方面，两国在疫情中伤亡损失最为惨重，另一方面，其还处在接纳处置自中东北非涌来的非法难民的第一线，而其欧洲盟国则对此采取袖手旁观态度，这使得欧盟内部的离心倾向正在加深。

此前，意大利民间团体已经提交了脱欧公投请愿书，而该国原本持亲欧立场的总理孔特此前也一改初衷，在欧盟于新冠疫情爆发之初对其“见死不救”的状况大肆抨击。虽然，欧盟将 PEPP 资金中的最大头留给了意大利试图安抚该国，但是从种种暗中动向已经可以依稀看出，意大利从政府到民间都已经开始为此后可能与欧盟进一步翻脸的状况留下后手。事实上，在疫情爆发之前，意大利政府就已经开始寻求在欧盟框架之外寻求与全球重要经济体建立单独的合作渠道，其用意如何，自可深思。

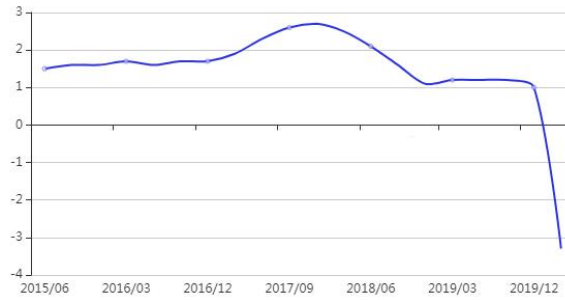
而令意大利如此不悦的根本原因在于，该国事实上成了欧元单一货币的最大受害国，作为欧洲南部最大的经济体，在加入欧元单一货币区之后，意大利原本在国际市场上的出口价格优势变得荡然无存，而德国等国却在此中获益。这全是因为欧元自身的缺陷，因为欧元区

在统一了货币政策之后，却缺少共同的财政分担体系，无法利用经常性财政工具将贸易盈余回馈补贴到落后地区，这在上一轮债务危机中已经表现无疑。然而，发售欧元区共同债券的动议却仍然障碍重重，甚至欧洲央行收购成员国国债的 QE 措施都被德国法院判为违例，于是，德国当局便安然坐视意大利和西班牙等国银行业摇摇欲坠的状况，却仍可以无动于衷。

所以，欧元当前的反弹也不过仍是长期下行过程中的暂时性修正，在全球风险大背景下，投资者仍会买入美元而非欧元现金来对冲风险，这造成了非常讽刺的一幕：20 年前当欧元区巨轮华丽启航时，其目标曾是全面对标美元与之分庭抗礼，成为国际储备货币市场上的替代选项，但时至今日，即使欧元区利率中已降至负区间，欧元仍在相当程度上被视作风险型货币而非避险储备货币，一旦全球性风险事件来临，就会遭到首当其冲的抛售，这是其创制者始料未及的。而新上任的欧洲央行行长拉加德，眼下在欧盟财政政策跟进不及时的大背境下，也只能无奈地选择“萧规曹随”。

这却无助于缓解欧元区成员国之间日益发酵的反欧情绪，尤其，此后欧洲国家从明年起会进入新一轮大选周期，届时，眼下新积累的矛盾，会在“后疫情时代”更加得到凸显，于情于理，这都意味着欧元区经济缺少长期维持坚挺的必要动能。

图二：欧元区 GDP 同比增幅走势图（季度）



日本经济衰退，再次出台刺激政策以应对疫情对经济造成的冲击。一季度，受新冠肺炎疫情扩散影响，日本 GDP 环比下降 0.6%，继去年四季度 GDP 环比下降 1.9%后，又一次录得负值，意味着其经济已经陷入技术性衰退。内需是主要拖累因素，对经济增长的贡献为-0.4 个百分点。其中，占日本经济比重一半以上的个人消费环比下降 0.8%，旅游业和餐饮业损失严重；私人住宅投资环比下降 4.2%；私人企业设备投资环比增长 1.9%。外需对经济增长的贡献为-0.2 个百分点。出口环比下降 6.0%，汽车及汽车零部件出口、外国游客消费大幅下降；进口环比下降 4.9%，明显受到进口能源价格下跌等因素影响。

二季度，日本内外需持续低迷，各项经济数据继续走低，预计会出现更大衰退。制造业深陷萎缩，服务业萎缩速度略有放缓。5 月制造业 PMI 录得 38.4%，较上月下降 3.5 个百分点，为 2009 年 3 月以来最低水平，已连续第 13 个月低于 50 荣枯线；服务业 PMI 从上月的 21.5% 回升至 26.5%，表明服务业因放松疫情封控措施而开始好转。生产急速下降。4 月季调后工业生产指数环比下降 9.1%，已连续 3 个月环比下降，且降幅呈扩大之势。消费低迷。4 月两人及以上家庭月消费性支出实际同比下降 11.1%，为有可比数据以来最大降幅，是自 2019 年 10 月上调消费税以来连续第 7 个月同比下降；5 月季调后消费者信心指数从

上月的 21.6%回升至 24.0%，但仍低于 2008 年全球金融危机时期水平。外需下滑拖累出口。4 月出口同比下降 21.9%，创 2009 年 10 月以来最大跌幅，且已连续 17 个月负增长；进口同比下降 7.2%，降幅较上月扩大 2.2 个百分点；贸易收支为逆差 9304 亿日元，3 个月来首次出现逆差。

核心通胀率三年多来首次转负。4 月核心 CPI 同比下降 0.2%，较上月回落 0.6 个百分点，自 2016 年 12 月以来首次跌入负值区域，显示通货紧缩压力进一步加大。其中，汽油价格下降 9.6%，出国旅行价格下降 11.7%，国内住宿价格下降 7.7%。就业形势持续恶化。4 月季调后失业率为 2.6%，较上月上升 0.1 个百分点，连续 2 个月恶化。就业者中，兼职、临时工等非正式员工人数较去年同期减少 97 万人，减幅创 2014 年 1 月以来新高。4 月求才求职比为 1.32，较上月下降 0.07，连续 4 个月回落，跌至 2016 年 3 月以来低位。

日本央行推出中小企业贷款计划。为尽快支援受疫情冲击陷入困境的中小企业，日本央行破例于 5 月 22 日举行临时政策会议，决定维持利率不变，并推出新的贷款计划，通过金融机构向中小企业提供融资，总规模为 30 万亿日元。加上已实施的贷款及购买企业债等计划，日本央行推出的企业资金周转援助政策总规模达到 75 万亿日元。日本央行表示，会继续密切关注疫情对经济的影响，如有必要将采取进一步宽松措施。

经济刺激计划再加码。日本国会 6 月 12 日批准了规模为 31.9 万亿日元的本财年第二次补充预算案，以进一步加大经济刺激力度。第

二次补充预算案及与之配套的投融资涉及的资金规模合计约 117.1 万亿日元。日本首相安倍晋三表示，加上日本政府 4 月出台的经济刺激计划，日本经济刺激计划总规模将超过 230 万亿日元，约为日本实际国内生产总值的 40%，是世界最大规模的经济刺激计划。第二次补充预算用途主要包括：通过政策投资银行以购入次级贷款或没有表决权的优先股等方式，直接向企业注入资本；向被迫歇业、没有营业额或营业额大幅下降的中小企业及个体经营者发放最高 600 万日元的店面租金补贴；将此前向中小企业提供的雇佣补贴标准由每人每天最高 8330 日元提高至 1.5 万日元等。

图三：日本增幅年率走势图（季度）



俄罗斯经济形势严峻，面临新冠肺炎和油价暴跌的双重夹击。2020 年 5 月制造业 PMI 为 36.2%，较上月回升 4.9 个百分点；服务业 PMI 为 35.9%，较上月回升 23.7 个百分点。工业生产下滑。4 月工业生产指数 118.7，同比下降 6.6%，为 2009 年 10 月以来最低值。消费大幅下滑。4 月零售营业额指数同比下降 23.4%，创史上最大降幅。进出口明显下滑。4 月出口降幅扩大至 36%，进口降幅扩大至 21.9%，贸易顺差大幅收窄。失业率上升。4 月失业率为 5.8%，较上月提高 1.1 个百分点，为 2016 年 4 月以来最高值。通胀有所回落。5 月 CPI 同比上升 3%，

比上月回落 0.1 个百分点。

从 3 月下旬开始，俄罗斯确诊病例数量开始大幅上升，到 4 月 21 日，累计确诊人数已超 5.2 万。后来疫情更是急转蔓延，在 5 月 16 日之前的连续是 11 天，俄罗斯每天新增病例都在 1 万人以上。到 5 月中旬，俄罗斯感染人数从全球排名 50 以外一下子成为仅次于美国的第 2 名，5 月 31 日累计确诊人数已超过 40 万。后来由于巴西疫情没有得到控制，感染者人数大幅增加，超过俄罗斯，俄罗斯的感染者人数在全球排名才降到位于美国和巴西后的第 3 位。

针对疫情的发展，俄政府提出了一些防控措施，在 3 月也要求人们居家隔离，但人们并没有很好的执行。由于疫情的快速发展，普京在向全国民众发表的电视讲话中发出警告：“如果有谁违反封锁令随便外出的话，最高可以判处 2 年监禁。如果感染别人甚至致死，那么至少要判 5 年。”全俄带薪休假从 4 月 5 日延长至 4 月 30 日，授权各地可以实施紧急状态，对包括莫斯科在内的多地实行“准封城”政策。还规定，民众仅在上班、遛宠物、买食品和去医院等有限几种情况下才可以出门。餐馆、酒吧、影院、商场等公共场所保持关闭。超市、药店、银行等地方则贴出指示标志，要求排队民众间隔 1.5 米。多地开始利用警察巡逻、街边摄像头、手机定位以及追踪银行卡付款记录等方式来强化监管。除此之外，俄罗斯开始大量生产检测试剂、提高检测效率。在对外方面，制定了限制归国包机的数量、对归国人员进行持续追踪、对违反封锁令的行为立法惩处等措施。

进入 2020 年以来，国际市场油价开始逐步下跌。但头两个月，油

价虽出现了下降，幅度并不大。到3月初，由于欧佩克与以非欧佩克的产油国未能达成减产协议，油价下降速度加快，3月9日被称为国际油价的“黑色星期一”，单日最大下跌幅度达到33.65%，刷新了1991年海湾战争以来的最大单日跌幅。

而随着疫情在全球蔓延，很多国家对疫情失控，国际油价继续出现断崖式的下跌。3月底布伦特油价降至23美元/桶，WTI最低报价降至19.92美元/桶，俄罗斯乌拉尔原油现货从2月的50美元/桶下降到15美元/桶。国际能源署（IEA）的报告指出，3月油价下跌了55%。不断下跌后的油价已是2002年以来的最低水平。全球疫情蔓延，无疑是导致2020年短期内油价暴跌的一个突发性的直接性原因。但从一个较长的时期来分析，国际石油市场供求失衡，即供大于求，才是油价低位运行、不断下滑的基础性因素。

随着疫情的不断发展，俄罗斯经济遭受的冲击也越来越大。根据公布的数据来看，俄罗斯第一季度的一些主要经济指标还呈增长的态势，如第一季度GDP与去年同期相比还增长1.6%，工业产值增长1.5%，加工工业增长3.8%，机器设备制造业增长（1-4月）增长0.9%。

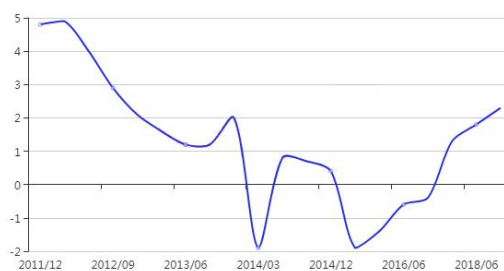
但因疫情快速发展，普京宣布4月全月实施非工作日措施，俄国内大部分企业停工或转为远程办公。从而到4月份，俄罗斯经济开始出现了大幅度的下降，根据5月20日财政部提供的数据是，4月名义GDP下滑28.3%，环比下降约33%。俄经济发展部长列什特尼科夫表示，与新冠肺炎大流行之前相比，4月底俄罗斯的经济活动水平下降了33%，四分之一的俄罗斯公司因受疫情影响将需要支持。由于全国各

个地区企业和公司经营受限，工作岗位流失 28%。4 月份失业率达到 5.8%，2019 年为 4.6%。

乌拉尔原油价格目前在每桶 20--30 美元间徘徊（2019 年乌拉尔原油年均价为 63.83 美元/桶），而俄罗斯在确定 2020--2022 年预算平衡点的预期是原油石油价格为 42.4 美元/桶。油价大跌使俄国家 4 月份税收下降了 31%。另外油价大幅下滑，使俄罗斯货币卢布对美元汇率 3 月上旬以来急剧下跌，数次跌破 80 卢布兑换 1 美元的关口，目前在 70 比 1 左右波动。从对外贸易的情况看，2020 年以来呈下降趋势，第一季度进出口总额与去年同期相比下降了 14.5%。

疫情与油价暴跌，对俄罗斯经济影响的这两个问题是相互关联的。从近期来看，疫情对俄罗斯经济的影响更大；而从较长时间来看，油价不断下滑对俄罗斯经济的影响更深更长远。

图四：俄罗斯 GDP 同比增幅走势图（季度）



印度经济严重受创，复苏之路举步维艰。财政赤字还在扩大、经济增长持续放缓、政府在土地和劳动力等方面的改革进展难如人意这些因素促使国际评级机构将印度的主权信用评级从 Baa2 下调至 Baa3，评级展望维持“负面”。目前，印度的新冠肺炎疫情仍处于发展阶段，“封城”措施的进一步延续势必严重拖累经济复苏的步伐。

统计数据印证了印度经济所面临的下行风险。今年一季度印度经

济增速仅为 3.1%; 印度 2019/20 财年经济增速为 4.2%，远低于上一财年 6.1% 的增速。

从 2018 年开始，印度经济增速就开始逐步下滑。2019 年，印度央行为了提振经济曾经多次降息，可是效果并不明显。而突然暴发的新冠肺炎疫情进一步加剧了印度经济增速下滑势头。为了抗击新冠疫情，印度自 3 月 25 日开始进行全国封锁，至 5 月 31 日结束。长达两个多月的封锁并未有效控制疫情。5 月 30 日，印度内政部宣布，将正在实施的全国封锁措施再延长一个月至 6 月 30 日，其间暂不恢复国际商业航班。目前印度的疫情仍在恶化。由于 3 月底到 6 月实施的严格的封锁措施，印度经济活动基本处于停滞状态，对经济前景造成的严重损害会在 4 到 6 月份充分显示出来。

可以假设，如果没有疫情冲击，一季度的印度经济增速本该显现亮色。今年 1 月份印度制造业活动扩张明显，制造业采购经理人指数从 2019 年 12 月份的 52.7 升至 55.3; 服务业采购经理人指数升至 55.5，2 月份进一步升至 57.5，为近 7 年的最高水平。而新冠疫情的突然来袭，使得印度经济的这抹亮色如昙花一现，很快褪去。3 月份，印度制造业同比萎缩 20.6%; 4 月份服务业采购经理人指数则从 3 月的 49.3 急降至 5.4，成为历史上首次出现的个位数数据，更是全球各主要经济体中的最低数值。

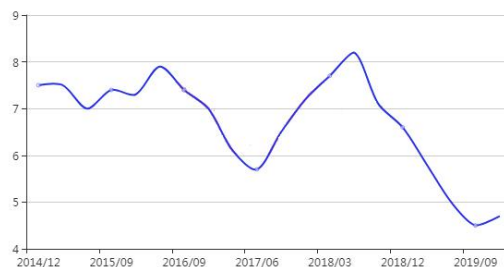
印度疫情还处于加速发展阶段，祸不单行，蝗灾也相伴而至。印度目前正面临 26 年以来最严重的蝗虫灾害，蝗虫至少侵害了 5 个邦。印度斯坦时报的报道称，蝗虫已入侵印度中部、西部和北部几个邦，

铺天盖地，多地的粮食作物和蔬菜受到威胁。

如今，印度经济泥足深陷，因此在防控疫情的同时，印度政府也适度开展经济复苏，在封锁期间陆续放开部分行业生产活动。如4月下旬印度逐渐放开农业、制造业、工程建设等行业。6月份还将进一步适度开展经济复苏。同时，为了提振经济，5月份印度财政部出台了总额为20.97万亿卢比的经济刺激措施，在加大财政刺激的同时，印度还将推进改革。不过改革能否顺利实施，还需观察。

目前疫情拐点尚未到来，印度恢复生产面临“如何平衡防疫与复工复产”的难题，同时改革的推进成效也尚需观察，这些因素注定印度的经济复苏之路势必会缓慢。而如何有效改善经济结构，则是印度政府亟需解决的问题，如今在疫情的冲击下，这一难题或将更为棘手。

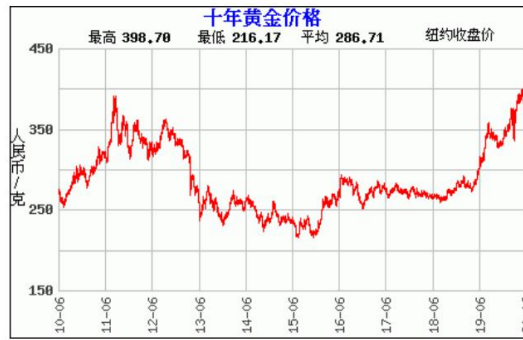
图五：印度 GDP 同比增幅走势图（季度）



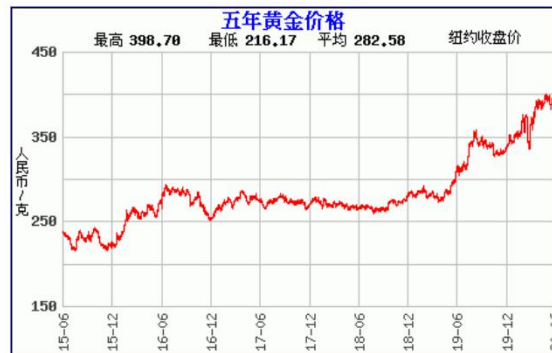
（二）国际大宗商品价格趋势

1、黄金

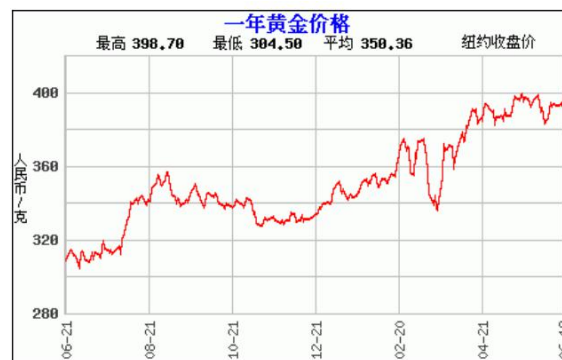
图六：十年黄金价格走势



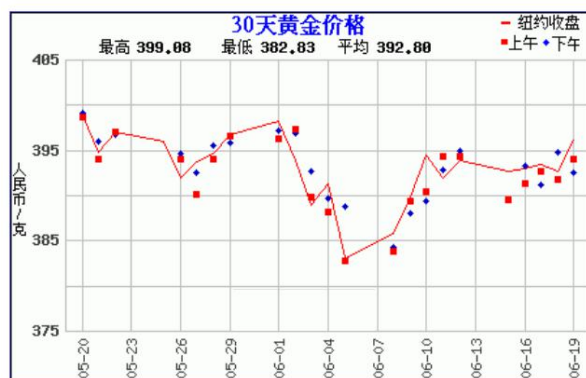
图七：五年黄金价格走势



图八：2019年5月--2020年5月黄金价格走势



图九：2020年5月国际黄金价格走势



5月美国单月赤字增加92%，国际黄金再获支撑。美联储再次承诺

将采取行动缓解新冠病毒大流行带来的经济影响，提振了黄金的避险吸引力。受到上一交易日美联储鸽派声明的影响，黄金价格于高位震荡。此外，美国财政赤字目前也是一个不容回避的问题，仅5月单月，美国财政赤字就接近4000亿美元，而美国疫情近日出现二次爆发的迹象，这加重了市场担忧情绪，对黄金形成支撑。

在税源收缩和开支大涨的双重挤压下，美国联邦政府预算5月份的赤字录得3990亿美元，比去年同期增长了92%。前值4月单月赤字录得7380亿，曾创下史上最高单月赤字记录。因季节因素，月度赤字不宜环比比较。其中，联邦政府5月收入1740亿美元，比去年同期减少了25%。开支5730亿美元，比去年同期增加了30%。与4月一样，因特朗普政府决定将报税和支付截止日期推迟到7月15日，个人和企业所得税都在5月继续下降。开支方面，尽管收入保障相关的开始较4月开始下降，但依旧显著高于往年正常水平。

4月和5月单月赤字中，分别约有9000亿美元和2500亿美元赤字直接与疫情和引发的经济衰退相关。2020财年赤字预计将达到3.7万亿美元，预计比2019财年全年赤字高出276%，也将高于2009财年创下的1.41万亿美元赤字的历史记录。美国总统特朗普为了推动经济尽快复苏，将继续推出刺激措施，这无疑会令本就负债累累的美国财政“雪上加霜”。此外，美国的疫情状况也令人担忧，若疫情出现二次蔓延，美国经济将无疑会遭到重创。对于疫情以及美国经济状况的担忧是黄金近期上涨的因素之一。

2、石油

图十：十年石油价格指数走势图



图十一：五年石油价格指数走势图



图十二：2019年5月--2020年5月石油价格走势



图十三：2020年5月份石油价格走势



季节性旺季难现，原油陷入高位整理走势。随着 OPEC 产油国追加减产额度的利多预期兑现，全球疫情风险再度凸显，并削弱国际油价继续上涨的动力。由于欧美国家存在疫情二次暴发的可能，加之巴西、印度等新兴经济体确诊病例快速增加，负面情绪扩散令市场对原油需求前景的预期逐渐转弱。油市供需结构重返失衡预期，导致近期国内外原油期货价格结束反弹趋势，开始陷入高位调整走势。

基于疫情对全球经济带来的负面冲击，世界银行在其发布的全球经济展望报告预估全球经济将在 2020 年萎缩 5.2%，发达经济体将收缩 7%，其中美国、欧元区、日本经济将分别萎缩 6.1%、9.1%、6.1%，而新兴市场和发展中经济体将下滑 2.5%。疫情不仅会给全球经济带来“持续的伤疤”，甚至会导致经济陷入“停摆”的危机。如果三季度全球疫情进一步失控，则下半年全球原油需求预估值将被各大能源机构调低，OPEC 产油国“忍痛”减产修复的油市供需平衡表将重新转入失衡局面。

国际能源署近日发布的报告显示，预计今年二季度，全球原油消费量将较去年同期减少 1780 万桶/日。虽然这一减量好于此前市场预期，但依旧萎缩程度惊人。预计 2020 年全球原油需求将萎缩 810 万桶/日。如果疫情在年底得到控制，那么 2021 年原油需求会迎来每天增

长 570 万桶的预期。但如果疫情持续扩散，则明年需求仍难以恢复至往年正常水平。IEA 署长预计至少在 2022 年之前，全球原油需求不会完全复苏，而要恢复至 1 亿桶/日的需求，则可能要等到 2023 年。

从往年原油消费季节性规律来看，随着北半球夏季用油高峰期将正式拉开序幕，这意味着原油主要消费国——美国的炼厂开工率将稳步回升并处于高位水平，原油消费也将呈现季节性旺季特征。但今年情况有点特殊，疫情突然暴发导致原油需求锐减，炼厂开工率持续走低，并维持低位运行。

在需求尚未完全恢复的背景下，今年以来，美国商业原油库存持续处于累库状态，且目前累库趋势未见结束迹象，去化拐点迟迟没有到来。今年由于疫情因素影响，美国经济恢复并不顺利，一旦出现疫情二次暴发风险，则夏季出行旺季需求很可能会成为泡影。预计今年北半球夏季原油消费季节性旺季行情或不再出现，料炼厂开工率降维持低位运行，原油库存将持续处于高位水平。

疫情利空风险将在较长时期内伴随原油市场，产生持续性负面干扰作用。而今年原油季节性旺季难现，供需前景可能存在再度失衡风险，预计后市原油期价将告别此前的反弹行情，转入高位振荡整理走势。

3、人民币汇率

图十四：十年美元兑人民币走势图



图十五：五年美元兑人民币走势图



图十六：2019年5月--2020年5月美元兑人民币走势图



图十七：2020年5月份美元对人民币走势图



人民币兑美元汇率先贬再升后窄幅震荡，整体表现为小幅升值。

受中美两国关系影响，5月人民币汇率双向波动性特征明显。自疫情已发生以来，中美两国关系日益紧张，贸易战也有升级迹象，成为影响人民币汇率的主要因素。5月以来，特朗普频发威胁言论，紧张局势升级令人民币汇率承压，5月27日，离岸人民币兑美元一度跌破7.19关口，逼近2019年9月触及的历史低位。

但人民币汇率并不具备大幅贬值的基础。一是美元指数阶段性走弱，人民币汇率贬值压力减轻。5月中下旬后，各国纷纷重启经济，市场情绪乐观，避险需求降温，美元指数阶段性走弱。二是中美利差处于高位，人民币汇率有强力支撑。新冠疫情在全球爆发后，10年美债收益率快速下行，中美十年国债利差持续处于高位。5月境外机构的人民币债券托管面额达到21130.72亿元。三是基本面仍然相对稳健。从公布的5月主要经济数据看，国内经济供给和需求两端都明显回暖，向好的经济基本面将为人民币汇率带来支撑。

预计短期内人民币汇率将逐渐企稳，整体以小幅波动为主，波动中枢围绕7.10震荡。发达国家已相继重启经济，市场信心有所回暖，风险情绪降温。中美两国关系虽有波折，但总体平稳。当前，我国经济复苏领先全球其他主要经济体，基本面支撑下，人民币汇率并无持续贬值预期。考虑到中美两国关系前景仍存在不确定性，人民币汇率短期内仍有波动可能，预计人民币汇率6月波动区间为7.05-7.15，6月底可能在7.10左右。

二、国内经济形势

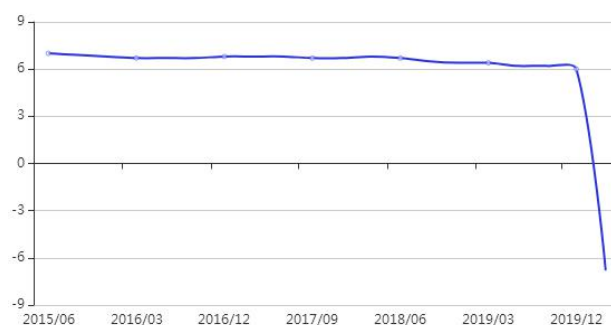
（一）国内主要经济指标

2020 年一季度 GDP(国内生产总值)206504 亿元，同比下降 6.8%；2020 年 5 月份，CPI(全国居民消费价格)同比上涨 2.4%；2020 年 5 月份，PPI（全国工业生产者出厂价格）同比下降 3.7%，环比下降 0.4%；2020 年 1-5 月，全国固定资产投资 199194 亿元，同比下降 6.3%，降幅比 1-4 月份收窄 4.0 个百分点；2020 年 1-5 月累计，全国一般公共预算收入 77672 亿元，同比下降 13.6%；2020 年前 5 个月，我国货物贸易进出口总值 11.54 万亿元人民币，比去年同期下降 4.9%，降幅和前四个月持平；2020 年 5 月末，广义货币(M2)余额 210.02 万亿元，同比增长 11.1%。

1、GDP

2020 年一季度国内生产总值 206504 亿元，按可比价格计算，同比下降 6.8%。分产业看，第一产业增加值 10186 亿元，下降 3.2%；第二产业增加值 73638 亿元，下降 9.6%；第三产业增加值 122680 亿元，下降 5.2%。

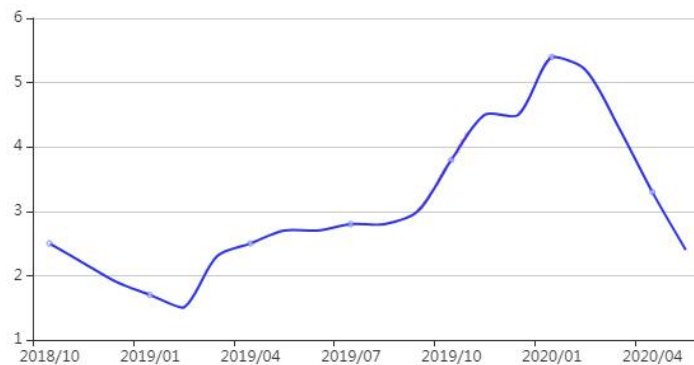
图十八：中国 GDP 同比增幅走势图



2、CPI

2020年5月份，全国居民消费价格同比上涨2.4%。其中，城市上涨2.3%，农村上涨3.0%；食品价格上涨10.6%，非食品价格上涨0.4%；消费品价格上涨3.3%，服务价格上涨1.0%。1-5月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨4.1%。5月份，全国居民消费价格环比下降0.8%。其中，城市下降0.7%，农村下降0.9%；食品价格下降3.5%，非食品价格持平；消费品价格下降1.2%，服务价格持平。

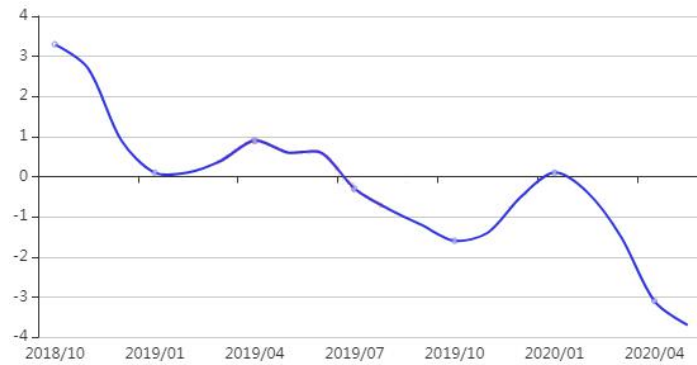
图十九：中国CPI同比增幅走势图



3、PPI

2020年5月份，全国工业生产者出厂价格同比下降3.7%，环比下降0.4%；工业生产者购进价格同比下降5.0%，环比下降1.2%。1-5月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降1.7%，工业生产者购进价格下降2.2%。

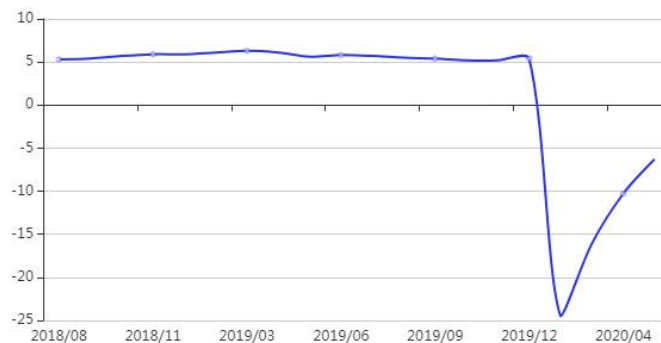
图二十：中国PPI同比增幅走势图



4、固定资产投资

1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）199194 亿元，同比下降 6.3%，降幅比 1-4 月份收窄 4.0 个百分点。其中，民间固定资产投资 112232 亿元，下降 9.6%，降幅收窄 3.7 个百分点。从环比速度看，5 月份固定资产投资（不含农户）增长 5.87%。

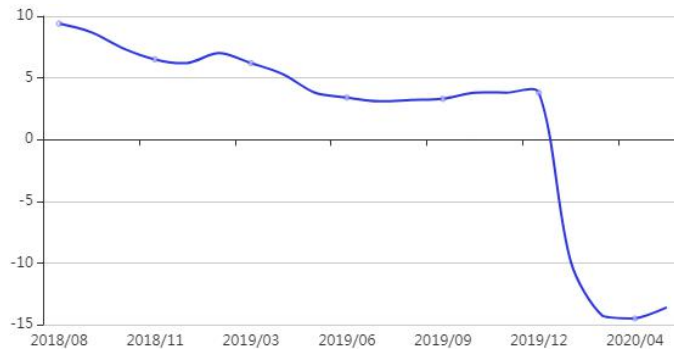
图二十一：中国固定资产投资月度增幅走势图



5、财政收入

1-5 月累计，全国一般公共预算收入 77672 亿元，同比下降 13.6%。其中，中央一般公共预算收入 35998 亿元，同比下降 17%；地方一般公共预算本级收入 41674 亿元，同比下降 10.4%。全国税收收入 66810 亿元，同比下降 14.9%；非税收入 10862 亿元，同比下降 4.9%。

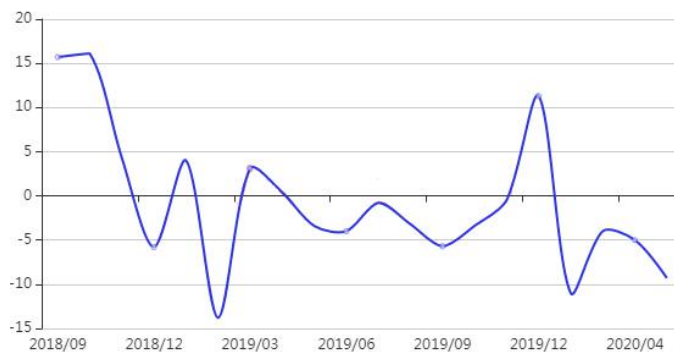
图二十二：中国财政收入趋势图



6、对外贸易进出口

2020年前五个月，我国货物贸易进出口总值11.54万亿元人民币，比去年同期下降4.9%，降幅和前四个月持平。其中，5月当月，我国外贸进出口2.47万亿元，同比下降4.9%；其中，出口1.46万亿元，增长1.4%；进口1.01万亿元，下降12.7%；贸易顺差4427.5亿元，增加60.6%。

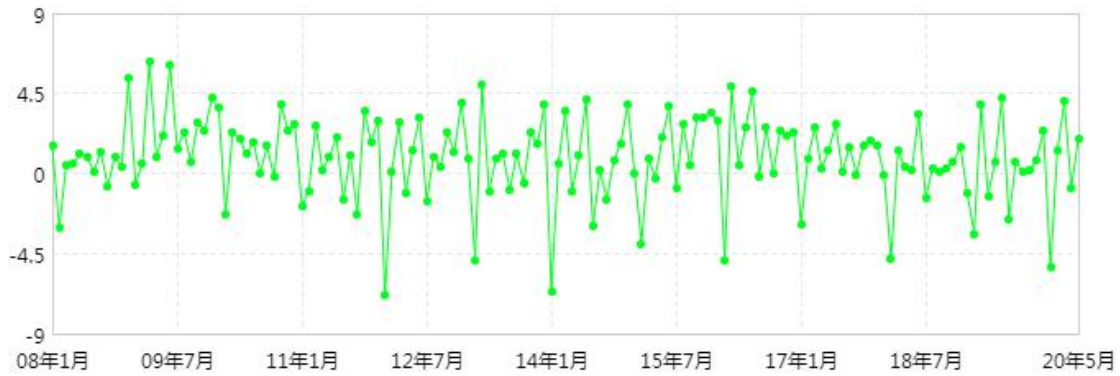
图二十三：中国进出口总值同比增幅走势图



7、M1、M2

5月末，广义货币(M2)余额210.02万亿元，同比增长11.1%，增速与上月末持平，比上年同期高2.6个百分点；狭义货币(M1)余额58.11万亿元，同比增长6.8%，增速分别比上月末和上年同期高1.3个和3.4个百分点

图二十四：中国 M1 同比增幅走势图



图二十五：中国 M2 同比增幅走势图



（二）国内大宗商品价格趋势

1、钢铁

2020年5月随着宏观“六保”政策定调，具体措施接连推出，5月份钢材市场需求端恢复良好。与此同时，在原料价格强势拉高下，成本重心不断上移，促使钢厂连续上调出厂价；以及下旬受华北地区限产消息提振，国内钢价持续走高。然而，在钢价拉高后，下游需求则呈现放缓迹象，而国内钢材产量持续攀升，供给压力还在放大，后期供需一旦出现错位，或对钢材价格带来一定负面影响。

5月份需求端表现依然抢眼，在政策大力推动下，各地新开工项目增加，前三周国内钢材库存加速下滑，随着国内钢厂产能持续攀升，供给压力逐步增大，进入中下旬，社会库存降幅有所收窄。面对绝对值高企的库存，后期消化压力不可小觑，因此下月国内钢材价格冲高

后承压。

从开工率和产能利用率来看，高炉接近去年同期水平，短流程开工率略低于去年同期，产能利用率和去年同期相当。整体来看，6月仍有小幅回升的空间，但随着开工率的上升，增产速度会放缓。

五月份，国内钢市需求表现积极，各地成交量保持高位。其中北方地区开工较晚，成交表现更是抢眼，华东和华南等地需求有所放缓。进入六月后，南方地区将迎来一年一度的梅雨季节，届时需求端或将受到一定影响。考虑到在宏观政策提振下，新基建及房地产需求仍有新的增长，预计6月份钢材市场需求仍将保持一定韧性，这会对钢价带来一定支撑。

需要注意，今年钢材市场受到疫情影响，2月需求停滞，需求延后至少1个月到1个半月，真正钢材旺季需求在4月中旬至5月才体现出来，因此，分析6月钢材行情要重点考虑今年旺季向淡季转换的月份，赶工是否会延续，钢材需求能否继续维持强劲。

5月原料价格以整体上涨，幅度较大。焦炭价格大幅上涨。随着第三轮提涨基本落地，本月焦炭价格累计上涨150元/吨。山西地区焦企开工继续回升，个别区域小幅限产，整体开工高位运行；目前焦企订单及发运情况良好，库存相对低位；钢厂高炉率处于高位，焦炭需求仍有较强支撑，不排除焦企继续提涨可能。

5月份铁矿石价格明显上调。5月中旬以来，受需求不断增加、库存持续下降以及国内外形势不确定性等因素影响，国内铁矿石期货领涨黑色系。究其原因有三点，其一国内需求保持高位，支撑进口矿石

价格震荡上行；其二国内铁矿石港口库存下降，增加市场多头信心；其三国内原矿及废钢供应阶段性减少，增加国内钢厂对进口铁矿石的依赖度。

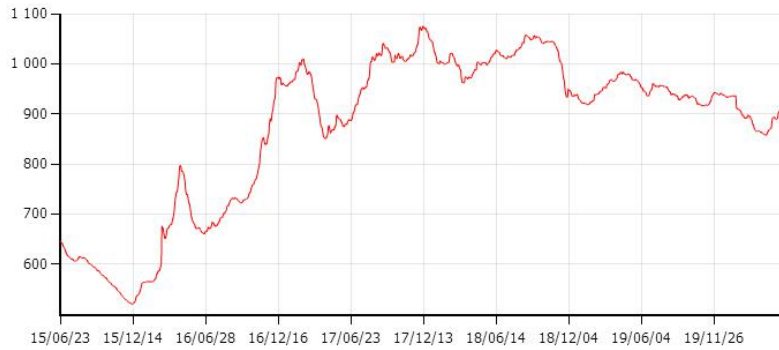
5月钢价上涨的重要原因，除了大会利好预期支撑、需求释放加快，更重要的是铁矿石、焦炭等原料端的强势上涨。而6月来看，焦炭偏紧格局并未改变。尤其在山东“以煤定产”的利好下，若严格限产意味着每月同比去年将至少减少150万吨。先不论限产执行情况，目前市场情绪高涨，6月偏强走势不会改变。

铁矿石方面，保持低库存，虽然从中长期来看将会是偏宽松格局，全球疫情对需求影响大于供给影响，但短期来看，二季度发货量不及预期，且国内高炉生产加速，叠加巴西疫情、中澳关系的不确定性，低库存供需偏紧格局6月很难打破，预计仍将保持偏强走势。将对钢材价格形成支撑。

五月份国内经济加速复苏，钢铁行业产销超出正常水平：在“六保”政策的支持下，钢材需求端表现比较出色；叠加铁矿、焦炭等原料价格反弹，导致钢铁成本重心上移，厂家强势挺价，多重因素导致本月国内钢材价格震荡走高。值得注意的是，在钢材价格大幅拉涨后，国内不同地区成交出现了分化；与此同时，国内粗钢产量回升，钢材供应量增加，社会库存降幅逐步收窄，这些因素又限制了钢材价格上涨的空间。总体来看，五月份市场表现符合我们前期预判的“供需双旺”特征。进入六月后，长江中下游地区将迎来梅雨季节，南方钢材需求将进入传统淡季，钢材市场格局由“供需双旺”逐步转化为“供

强需弱”，加之海外疫情影响国内钢材出口，终端用户面临年中资金结算压力关口，预计6月份国内钢材价格将呈现先扬后抑走势。

图二十七：五年钢铁价格综合指数走势图



图二十八：2019年5月--2020年5月
钢铁价格综合指数走势



图二十九：2020年5月份钢铁价格综合指数走势图



2、铜

5月铜价延续四月反弹行情，月涨幅2.33%。国内疫情有所得到控制，复工复产进行比较良好，同时叠加疫情对于矿区复工影响，供给有所收缩，出现了这一波缓慢的上涨行情。消费淡季来临，预计沪铜期货6月将震荡为主。

铜矿品位下降明显，未来仍将呈下降趋势。下一代铜矿不仅储量将减少，而且铜矿品位也将大幅下降。目前已开采的矿山平均品位为0.53%，而正在开发的铜矿项目的平均品位为0.39%。2006-2020年开采的铜矿石平均品位持续下降。

铜矿产能增速放缓，铜矿利用率将维持高位。铜价领先资本支出1-2年变化，而资本支出领先于精矿产量5-7年。2012年资本支出见顶，铜矿产能增速也于2016年见顶。未来主要增产矿山情况统计，2019年、2020年分别增加60万吨、43万吨；以当下基准看，增量在逐渐缩小。预计未来2年全球铜精矿产能年增长速度仍保持在1.0%以上。2018年以来，矿山利用率一直维持在80%以上，位于历史高位，高价铜导致矿产恢复快速回升。

国内精炼产能延续扩张，精炼铜产快速增长。2018年计划投放产能157万吨，多数部分产能投放在下半年，产出量不会对2018年市场造成影响。而2018年虽然冶炼产能启动，但是因各种因素并未实际达

产，因此产能释放延后至 2019 年。另外，2020 年后续的冶炼产能也将释放，新增冶炼产能的力度比较强。不过，另外一方面，由于环保力度的增加，微小冶炼企业也在加速淘汰，冶炼产能的集中度快速增加。

疫情来袭，海外产量放缓。海外矿山的干扰率继续提高，更多的海外矿山陆续开始限产运行，包括全球第一的铜矿企 Code1co 也缩减了业务规模。随着海外疫情的扩散，智利秘鲁等国家陆续进入紧急状态，南非港口关闭，赞比亚铜矿发运可能受限。“担心发运受限，远洋货物没什么报价”，市场参与者反馈。近洋货物 TC 报盘下行，而近洋货物选择性较少，在疫情没有好转的情况下，预计近洋货物的 TC 会继续下行。

电网投资下滑，特高压来袭。从终端需求来看，电缆行业需求缺乏亮点 2020 年累计完成电网投资 670 亿元，同比下降 16.5%。20 年在特高压政策刺激下，电网消费会有所企稳。19 年空调增速放缓，担忧 2020 增速会有所下滑。4 月累计空调产量增速同比下滑 24.8%，产量 5581.5 万台。2019 年空调数据还是保持相对强劲。家电费在房地产滞后，2019 房地产市场销售有所放缓，料想 2020 年空调消费将有可能放缓。汽车寒冬依旧。2019 年全年产量 2522 万辆，同比下滑 8%。2020 在疫情下，旺季汽车消费大幅疲软，4 月累计产量 559.6 万台，同比下滑 32.3%。中国汽车市场饱和率越来越高和居民储蓄率下降，2020 年汽车消费将继续保持低迷，政策刺激效果不会太明显。房地产提前透支，2020 年后期动力不足 4 月，商品房累计销售面积 33972.58 万平方米，同比下降 19.3%，去年同比增速-0.3%，增速大幅下滑，房地产新开工面积 47767362 万平方米，同比下滑 18.4%，房地产投资额 33102.84 亿，同比下滑 3.3%。2019 年房地产市场相对平稳，料想 2020 年房地

产增速有可能下滑明显。

铜精矿企业生产成本下滑的空间减缓，2019 年全球主要矿商铜矿成本平均成本变化不大，对于铜价格而言，已经很难依赖矿商降低成本带来利润，并且随着时间的推移，铜矿品位下降是较为普遍的问题，这对于整体原生精炼铜的成本变化是有抬升趋势的其中，我们认为智利铜矿山的成本应该大致相似，多数矿山成本可以降低至 3500 美元/吨以下，因此是可以受 3500 美元/吨的价格。预计 2020 年，由于环保的监控趋严和智利矿的品质降低，铜精矿的成本有所提高。

在国内复工复产有序进行和各国央行出台宽松政策刺激经济背景下，中美关系又生变数，6 月是传统消费淡季，消费会有所疲软，料想 6 月将震荡为主。

图三十：十年铜价指数走势图



图三十一：五年铜价指数走势图



图三十二：2019年5月--2020年5月份铜价指数走势图



图三十三：2020年5月份铜价指数走势图



3、焦炭

供给端利好焦炭，5月焦炭价格低位反弹。震荡上行。月初，山西吕梁孝义地区4.3米焦炉焖炉限产，影响区域供给。而焦炭现货价格于5月初首轮提涨全面落地，行业利润较前期有明显改善，除个别区域焦企限产之外，全国其他地区焦企在利润驱动下开工动能充足，焦炭整体供应宽松。从库存表现来看，焦企焦炭库存连续出现回落，焦企心态乐观，对后市价格提涨仍有信心。下游需求方面，终端需求启动，长流程钢厂利润可观，高炉开工率持续上行支撑焦炭消耗。期货盘面震荡偏强运行。

5月，下游需求回暖，焦企出货速度加快，钢厂维持合理利润情况下对上游提涨接受程度尚可，焦炭现货价格低位反弹。目前焦企对价格预期心态乐观，部分焦企开始展望三轮提涨。焦炭产量月环比增长。2020年4月，全国焦炭产量3855万吨，同比下滑1.3%；1-4月，全国焦炭累计产量14835.1万吨，同比下滑2.9%。经历2019年末去产能之后，焦企整体开工水平较去年有所下滑。而从今年开工来看，年初在疫情影响下开工低位，近期伴随国内疫情稳定，焦企整体开工率稳中有增。产量同比下滑速度逐步放缓，显示供应逐步增加。5月，由于焦煤在成本端让利以及焦炭现货成功提涨双重因素影响，焦企利润情况有明显好转，因此除个别地区焦企执行限产之外，全国大部分地区焦企在利润驱动下积极开工生产，预计5月焦炭产量环比继续增加。

2020年5月，焦企焦炭库存出现下滑。虽然焦企整体开工在回升中，但下游需求良好，钢厂按需采购下焦企焦炭库存出现回落，给予焦企挺价信心。目前焦企订单组织顺畅，库存压力较小，现货价格或有再次提涨落地可能。5月，南方尚未进入梅雨季节，北方天气回暖，黑色终端需求旺季来临。另一方面，伴随国内疫情逐步稳定，工地开工积极。

终端需求回暖，成材价格走高，长流程钢厂维持合理利润，在限产的政策约束相对较弱的情况之下，我们看到高炉开工率出现稳步增长。钢厂高开工率支撑炉料需求，高炉开工率继续上行空间有限，后期或将制约炉料价格反弹高度。

本月焦企方面由于原料现货价格持续走弱以及成品焦炭现货价格

实现提涨双重利好影响下，焦企吨焦利润出现明显回升。焦企方面利润水平得到明显提升，但受制于产业链利润分配影响，预计再次提涨将由成材端带动。此外，山东“以煤定焦”政策发布，产业供需边际将有进一步改善，伴随需求稳步回升，预计焦炭现货短期仍有向上动能。

2020年5月，焦炭期货价格低位反弹。基本面来看，由于行业利润有所好转，焦企自身开工动能充足，全国平均产能利用率持续走高。而5月伴随国内疫情接近稳定，下游需求转好，常流程钢厂维持合理利润情况下开工积极，高炉开工率持续走高支撑焦炭需求。焦企成品库存连续回落，现货价格两轮提涨落地。下旬，山东“以煤定产”政策出台，供给端利好焦炭，预计价格短期受到政策支撑偏强震荡。

图三十四：2019年5月--2020年5月焦炭价格走势



图三十五：2020年5月份焦炭价格走势



4、水泥

水泥 5 月产量大增，基建加码助力需求回温。国家统计局公布了 2020 年 1-5 月宏观数据。水泥累计产量降幅继续收窄：1-5 月水泥产量为 7.69 亿吨，同口径和全口径分别回落 8.20%和 7.73%，产量同比降幅较 1-4 月收窄约 6.20 个百分点。

基建投资降幅持续收窄、房地产施工仍放缓。随着疫情防控持续向好，下游工程施工人员逐步到岗，建设活动持续恢复，使得 1-5 月基建投资和房地产开发投资以及竣工、新开工面积累计降幅继续收窄，不过 1-5 月房地产施工面积累计增速依旧放缓。此外，6 月基建投资仍持续发力，5 月财政部下达万亿新增专项债额度以及两会提出扩大专项债额度和增加国家铁路建设资本金，由此，较 4 月相比，5 月各地地产及基建施工活动已全面恢复，逐步进入施工期，支撑当月水泥需求远超过去年同期水平。

5 月水泥产量大增，需求走旺。2020 年 1-5 月水泥累计产量为 76883.00 万吨，比去年同期减少 6436.60 万吨，1-5 月水泥产量同口径和全口径分别回落 8.20%和 7.73%，同比降幅较前期收窄 6.20 个百分点。分月份来看，5 月全国水泥产量增速继续上行，同比增长 8.6%。

混凝土需求继续增加。2020 年 1-4 月，全国规模以上商品混凝土累计产量为 6.29 亿方，同比下滑 10.76%，降幅比 1-3 月增加 5.69 个百分点，显示市场需求正逐步回升。因 1-5 月南部市场需求较佳，北部市场需求由淡季切换到旺季，中部因疫情影响未恢复信心，市场需求依旧平淡，总体而言，5 月全国规模以上商混生产能力将接近去年同

期水平，预计 1-6 月商混产量降幅将继续收窄。

虽然 6 月南方进入梅雨季，需求恐受影响，但 6 月各地重点建设项目相继投放，同时北方切换至旺季。此外，5 月 17 日国务院发布《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，预计今年西部项目将增多，6 月项目也将逐步释放出来，预计 6 月全国基建投资、房屋新开工面积以及水泥产量累计降幅将继续收窄。

图三十六：水泥价格走势



5、铝

5 月沪铝不断刷新高位。沪铝主力延续偏强格局，不断震荡上扬，沪铝主连 2007 合约自 27 日尾盘探上万三关口后便屡屡刷新此前高位，周五盘中更是一路爬升探至 13260 元/吨刷新逾两月新高，截至日间收盘涨幅超 0.8%，月度 K 线累计涨幅超 700 元/吨。

本月沪铝重心不断上移，主要因去库强劲叠加下游消费尚可所致。4 月 7 日达到高点 167.6 万吨，自 4 月 9 日进入去库周期，经过一个半月去库 77.7 万吨至目前的 89.3 万吨，降幅接近年内高位的一半，其中以南海、无锡、巩义三大主流消费低贡献主要降幅，目前存量基本持平于年后归来库存水平。降库维持，一是电解铝厂周边铝水需求抬升，铸锭比例下降，使得发运量环比减少，因此消费地的到货也偏少；

二是下游需求依然旺盛，其中部分替代废铝消费也依然维持。铝锭库存去库强劲给予市场强信心。

5月下游消费表现尚可，铝型材及铝板带箔主要下游分块连续八周开工率维持相对高位，其中以建筑、医药等热点板块带动铝消费，汽车、家电及电子等领域消费也有回暖迹象。

在宏观边际回暖之时，去库强劲叠加消费尚可情况下，市场现货流通偏紧，近期空头势力不强，预计短期偏强震荡。

但从远期来看基本面有转弱趋势，一是根据仓库反馈后续到货或有增加，库存周度降幅大概率将有所收窄，二是前期减产检修产能正逐步恢复、新增产能开始按计划投放，加上来自进口铝锭的压力不断显现，供端应远期承压，三是从消费端看，6月也即将进入铝下游行业的传统淡季，加上今年疫情影响，企业大多预计6-8月经营情况不及去年同期。因而综合来看，预计铝价6月上半月维持偏强震荡，下半月高位回落可能性较大。

图三十七：十年沪铝价格走势



图三十八：五年沪铝价格走势



图三十九：2019年5月--2020年5月沪铝价格走势



图四十：2020年5月份沪铝价格走势



6、房价

(1) 2020年国际主要城市平均房价

摩纳哥(摩纳哥): 4.76 万美元(33.9 万人民币)/平方米

莫斯科(俄罗斯): 2.1 万美元(14.8 万人民币)/平方米

伦敦(英国): 2.07 万美元(14.8 万人民币)/平方米

东京(日本): 1.79 万美元 (12.8 万人民币) /平方米

香港(中国): 1.6 万美元 (11.5 万人民币) /平方米

纽约(美国): 1.48 万美元 (10.6 万人民币) /平方米

巴黎(法国): 1.2 万美元 (8.6 万人民币) /平方米

新加坡(新加坡): 0.97 万美元 (6.9 万人民币) /平方米

罗马(意大利): 0.92 万美元 (6.5 万人民币) /平方米

孟买(印度): 0.92 美元 (6.5 万人民币) /平

表一：2020 年 5 月份全国一线城市平均房价表

排名	城市名称	平均房价	环比上月
1	深圳	72846 元/m ²	0.64%
2	北京	65693 元/m ²	3.79%
3	上海	55049 元/m ²	1.84%
4	厦门	47686 元/m ²	1.42%
5	三亚	36919 元/m ²	4.88%
6	广州	34082 元/m ²	2.51%
排名	城市名称	平均房价	环比上月
7	南京	31491 元/m ²	0.85%
8	杭州	30542 元/m ²	0.71% ↓
9	陵水	29765 元/m ²	2.96%
10	福州	25829 元/m ²	0.91%

5 月
回温，已
元气。客
度处于近
位水平，
40 城商
量首超去
值。楼市

楼市持续
基本恢复
户看房热
1 年来高
全国重点
品房成交
年月度均
整体呈现

阶梯式回暖，一线城市基本恢复去年月度均值，二线城市成交量同比回正；华东区域持续高热度，华南、西部、华北区域内核心城市向好。

1-5月房地产开发投资增速降幅持续收窄。1-5月份，房地产开发投资同比下降0.3%，较1-4月份收窄3.0个百分点，正增长在望。1-5月房屋施工面积同比增长2.3%，较前4月小幅回落，新开工面积、竣工面积依然保持同比两位数负增长，但降幅分别较1-4月收窄5.6和3.2个百分点。单看5月，房地产开发投资同比增长8.1%，增幅较上月扩大1.1个百分点，单月同比增速已回升至往年正常水平。这主要是受房企土地购置和建安投资双重拉动所致。1-5月，房地产开发投资中的建筑工程累计同比-4.5%，较前4月收窄4个百分点；其他费用累计同比增长3.0%，较前4月加快3.1个百分点。

市场销售加速回暖，局部热点涌现，库存消化较快。1-5月份，商品房销售面积同比下降12.3%，销售额同比下降10.6%，分别较1-4月份收窄7.0和8.0个百分点。单看5月，商品房销售面积和销售额已经高于去年同期，分别同比增加14.0%和9.7%，“红五月”行情兑现。各线城市成交涨多跌少，根据克而瑞数据，一线城市成交面积环比增加30%，同比下降17%。上海成交创新高，单月成交面积同环比涨幅均超60%。深圳则继续阶段回调，市场逐步回归理性。二三线城市成交面积环比增长18%，同比已然持平。其中，重庆、昆明、杭州、武汉、济南等地迎来疫后需求的集中释放。相比新房市场，二手房市场整体回暖较慢，但销售数据同比降幅也有所收窄。同时，5月多数城市供需维持紧平衡状态，超6成城市库存环比明显回落，超8成库存消化周期降至18个月以内。其中，杭州、济南等热点城市消化周期不足6个月。

从6月高频数据来看，30个大中城市的销售增速有所放缓，可持续性需要进一步关注。

一二线城市房价引领房价上涨。5月70个大中城市商品住宅销售价格数据显示，57个城市新建商品住宅价格环比上涨，较上月增加8个；41个城市二手住宅价格环比上涨，较上月增加5个。分城市类别看，一线城市新建商品住宅销售价格环比涨幅扩大，同比持平。二手住宅价格环比持平，同比扩大；二三线城市新建商品住宅销售价格同环比涨幅持续扩大，二手住宅价格环比扩大，同比回落或相同。总体来看，疫情对房产销售的影响已基本结束。一二线城市市场表现整体好于三线城市，尤其是一线城市大户型、豪宅交易热度较高。从地区看，西部部分城市成为短期市场热点，房价同环比增速靠前，区域热点轮动明显。此外，相比新房，二手房价格回暖依旧略慢。

土地市场供需两旺，市场有所分化。1-5月份，房地产开发企业土地购置面积同比下降8.1%，较1-4月份降幅收窄3.9个百分点。土地成交价款累计同比增长7.1%，较1-4月加快0.2个百分点，土地市场基本恢复正常。单看5月，土地购置面积和成交价款同比均实现正增，分别增长0.9%和7.3%，增速较上月有所回调。根据克而瑞数据，各线城市土地成交价量出现分化。成交量方面，一线城市表现较为突出，成交量同比实现翻番，三四线成交量也稳步回升，但二线城市因推地节奏放缓成交量出现下滑，同环比均呈下降趋势。价格方面，一二线城市在优质地块入市带动下，成交平均楼板价均有上涨，三四线城市平均地价回落明显。

房企资金面略有宽松。1-5月份，房地产开发企业到位资金同比下

降 6.1%，较 1-4 月降幅收窄 4.3 个百分点。除利用外资实现同比 15.3% 的高位正增长外，其余各项资金来源同比增速有所收窄，但均未能转正。在目前“房住不炒”的监管逻辑下，房企融资环境或将维持偏紧态势，资金面宽松也仅是短期、局部和相对的，或将制约其未来项目投资开发力度。

总体来看，5 月份全国房地产市场基本兑现“红五月”行情，疫情对房地产行业的冲击已消化完毕。全国各能级城市新房、二手房市场在持续近两个月上扬后，6 月前两周土地供应、成交等行业微观数据环比增速均出现阶段性回调，市场释放疲软信号。展望 6 月，全国房地产市场将维持复苏与分化并存的基本态势。其中，一二线城市受强劲需求支撑，市场热点和价格上涨依旧可期；三四城市将受经济下行承压、居民可支配收入减少等因素钳制而进一步分化，部分城市房地产市场将有所转冷。另外，由于北京 6 月中旬疫情突然集中爆发，疫情反复和扩散的不确定将对北京 6 月楼市销售、价格等产生一定消极影响。预计 6 月份全国房地产投资、销售、价格等主要指标同环比增速将有所回调，整体投资增速或将返正，但市场热度将略弱于 5 月。