

# 改革红利与内需修复共振



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——2020年下半年宏观经济展望

## ❖ 生产有望持续恢复

3月以来，国内复工复产持续推进，PMI生产指数、工业企业增长速度均显著回暖，得益于国内新老基建的加速发力，4、5月周期、能源等上游环节行业增加值、利润均有较好表现，社会发电指标已恢复往年水平，5月单月水泥产量创历史新高峰值。此外，在产业升级方面，二季度科技、高端制造业各主要指标均维持高速增长，计算机、通信和其他电子设备制造业增速、盈利均较突出，下半年高技术附加值产业将是发力重点。

## ❖ 投资：基建对经济的支撑作用持续凸显

二季度固定资产投资累计降幅明显收窄，下半年国内投资增速有望回正。回顾上半年，外需走弱的背景下，制造企业的投资再生产意愿较弱，制造业投资的后续修复或较缓慢。2020年政府工作报告着重强调“两新一重”，当前国内产业结构持续升级，4、5月水利、运输等重点项目投资增速也在改善，基建投资将是下半年重要支撑。

此外，当前政策对基建项目资金端多重保障，除地方政府专项债、特别国债向基建明显倾斜外，政策对基建领域的外资准入显著放宽，扩内需仍将是年内政策发力重点。

## ❖ 需求：海外疫情不确定性仍存，下半年看内需

外需方面，截至6月28日10时，全球确诊病例已超1000万人，当前新冠疫情在全球范围持续扩散，制约海外需求及国际大宗商品价格，上半年出口增速整体弱势，工业品出厂价格承压。从海外数据看，5月以来，欧美纷纷重启经济，各国PMI数据有所回暖；但高频数据显示，当前欧美主要生产指标均在往年水平的80%以下，叠加海外疫情的不确定性因素，外需回补仍待观察。

内需方面，上半年能源、原材料、高新技术商品的进口量持续上升，基建扩内需作用显现。近期政策倾向引进外资、出口转内销，预计随着国内“新老基建”共同发力，下半年周期商品、高技术产品需求有望稳定增长。

## ❖ 资本市场改革下半年将开启全面加速

上半年我国资本市场改革持续加速，创业板注册制、新三板分层光速落地，上证指数迎来“大修”，国内资本市场的功能性显著增强。十二届陆家嘴论坛提出将加速科创板再融资、做市商等基础制度完善；预计下半年资本市场基础改革将集中发力，创业板改革进度也有望加速。得益于改革红利，优质成长型企业上市渠道畅通，高技术、战略新兴产业发展前景广阔。

## ❖ 风险提示：海外疫情持续扩散，外需导致工业品价格大幅波动。

## 📄 证券研究报告

|        |           |
|--------|-----------|
| 所属部门   | 总量研究部     |
| 川财一级行业 | 总量研究      |
| 川财二级行业 | 宏观经济      |
| 报告类别   | 宏观深度      |
| 报告时间   | 2020/6/28 |

## 👤 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001  
chenli@cczq.com

## 👤 联系人

陈琦

证书编号：S1100118120003  
chenqi@cczq.com

## 📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号  
中海国际中心15楼，  
100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

## 正文目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 一、生产：生产有望持续恢复.....                  | 4  |
| 1.1 前瞻性指标：生产指数维持高景气区间 .....         | 4  |
| 1.2 工业生产指标：新老基建是发力重点 .....          | 4  |
| 1.3 高频生产指标：生产指标已基本恢复至去年同期水平.....    | 5  |
| 二、投资：基建对经济的支撑作用持续凸显 .....           | 6  |
| 2.1 制造业投资是上半年主要拖累 .....             | 6  |
| 2.2 政策多维度支持，下半年基建全面发力.....          | 7  |
| 三、消费：上半年居民消费温和回补.....               | 8  |
| 3.1 社零数据回暖，居民消费意愿回升.....            | 8  |
| 3.2 物价：食品项扰动因素弱化，CPI 有望回归健康增长 ..... | 10 |
| 四、需求：海外疫情仍存不确定性，下半年看内需 .....        | 11 |
| 4.1 海外需求受疫情制约，出口表现弱势 .....          | 11 |
| 4.2 外需制约，下半年 PPI 数据仍待观察.....        | 12 |
| 4.3 进口额下跌，但内需持续改善 .....             | 13 |
| 五、下半年流动性有望维持边际宽松 .....              | 14 |
| 5.1 企业融资环境边际宽松 .....                | 14 |
| 5.2 下半年债券发行规模显著增长 .....             | 15 |
| 5.3 海外货币超发严重 .....                  | 15 |
| 5.4 年内流动性环境仍有边际宽松的可能性 .....         | 16 |
| 六、资本市场改革下半年将开启全面加速.....             | 17 |
| 风险提示 .....                          | 20 |

## 图表目录

|       |                       |    |
|-------|-----------------------|----|
| 图 1:  | PMI 生产值表现.....        | 4  |
| 图 2:  | 生产细分指标表现.....         | 4  |
| 图 3:  | 工业企业增加值表现.....        | 5  |
| 图 4:  | 高技术产业增加值表现.....       | 5  |
| 图 5:  | 周期行业增加值表现.....        | 5  |
| 图 6:  | 部分高端制造业增加值表现.....     | 5  |
| 图 7:  | 六大电厂日均耗煤表现.....       | 6  |
| 图 8:  | 钢厂开工率表现.....          | 6  |
| 图 9:  | 固定资产投资表现.....         | 6  |
| 图 10: | 高技术产业增加值表现.....       | 6  |
| 图 11: | 基建投资增速.....           | 7  |
| 图 12: | 地方政府专项债发行状况.....      | 7  |
| 图 13: | 基建投资增速.....           | 8  |
| 图 14: | 地方政府专项债.....          | 8  |
| 图 15: | 社会零售总额累计表现.....       | 9  |
| 图 16: | 社会零售总额增速表现.....       | 9  |
| 图 17: | 地产后周期消费品零售表现.....     | 9  |
| 图 18: | 化妆品零售表现.....          | 9  |
| 图 19: | 居民户人民币存款表现.....       | 10 |
| 图 20: | 居民户人民币贷款表现.....       | 10 |
| 图 21: | CPI 及食品项数据表现.....     | 10 |
| 图 22: | 5 月 CPI 七大分项价格变动..... | 10 |
| 图 23: | 制造业 PMI 新出口订单表现.....  | 11 |
| 图 24: | 国内商品出口数据表现.....       | 11 |
| 图 25: | 对发达国家商品出口表现.....      | 11 |
| 图 26: | 对东盟商品出口表现.....        | 11 |
| 图 27: | CPI 及食品项数据表现.....     | 12 |
| 图 28: | 5 月 CPI 七大分项价格变动..... | 12 |
| 图 29: | PPI 数据整体表现.....       | 13 |
| 图 30: | 大类行业数据表现.....         | 13 |
| 图 31: | 进口数据整体表现.....         | 13 |
| 图 32: | 周期商品进口表现.....         | 13 |
| 图 33: | 能源进口表现.....           | 14 |
| 图 34: | 高技术商品进口表现.....        | 14 |
| 图 35: | M1、M2 增速表现.....       | 14 |
| 图 36: | 社会融资规模表现.....         | 14 |
| 图 37: | 国内信贷融资表现.....         | 15 |
| 图 38: | 企业债务融资表现.....         | 15 |
| 图 39: | 美国 CPI 数据表现.....      | 16 |
| 图 40: | 美国 M2 数据表现.....       | 16 |
| 图 41: | 财政赤字规模.....           | 17 |
| 图 42: | 1 年期 LPR 数据表现.....    | 17 |

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 一、生产：生产有望持续恢复

### 1.1 前瞻性指标：生产指数维持高景气区间

国内复工有序推进，制造业景气度回升。3月以来，PMI数据延续扩张趋势，尽管4、5月PMI数据小幅回落，但仍位于荣枯线以上，制造业景气度延续回升。

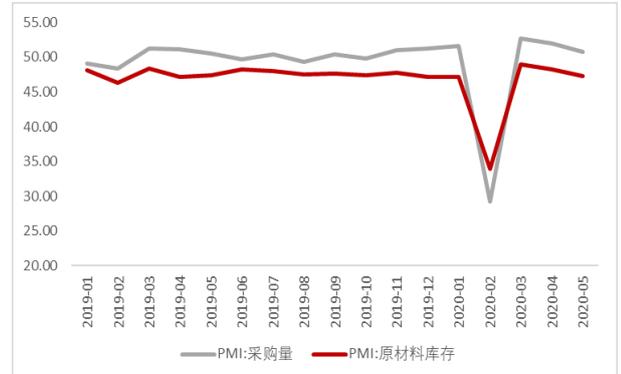
从生产前瞻指标看，4、5月制造业生产指数均维持在53%以上，印证企业生产活动的持续修复。从生产相关的细分指标看，一方面，企业原材料库存加速消化，5月原材料库存指数较4月再度回落0.9个百分点；而另一方面，企业采购需求延续扩张；采购增加而库存下降，制造企业的生产活力持续较高，下半年制造业生产指数有望维持在高景气区间。值得一提的是，上半年政策多举加强对中小企业的支持，后续中小制造企业的营商环境将持续改善。

图 1： PMI 生产值表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 2： 生产细分指标表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

### 1.2 工业生产指标：新老基建是发力重点

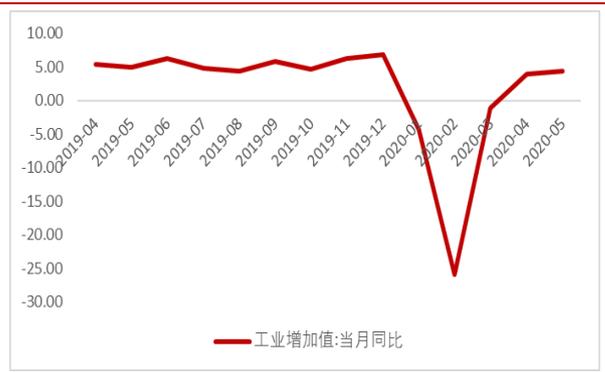
工业有望持续改善。3月以来，国内复工复产持续推进，工业企业增长速度显著回暖，二季度工业增加值呈现整体回升。从最新一期数据看，5月规模以上工业增加值同比增长4.4%，较4月再度回升0.5个百分点。环比方面，5月工业增加值规模延续增长，较4月增长1.53%，当前国内复工复产扎实推进，工业生产延续修复。

关注新老基建下半年发力。具体行业方面，得益于国内新老基建的加速发

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

力，4、5月周期、能源等上游环节行业增加值均有较好表现，黑色、有色金属冶炼和压延加工业增加值增速均在5%左右。在产业升级方面。二季度新兴产业率先发力，高端制造行业增加值显著回暖。5月专用设备、电气机械和计算机、通信和其他电子设备制造业同比均维持较高增速，分别增长16.4%、6.8%和10.8%；当前国内产业结构持续优化升级，下半年高技术附加值产业有望加快修复。

图 3： 工业企业增加值表现



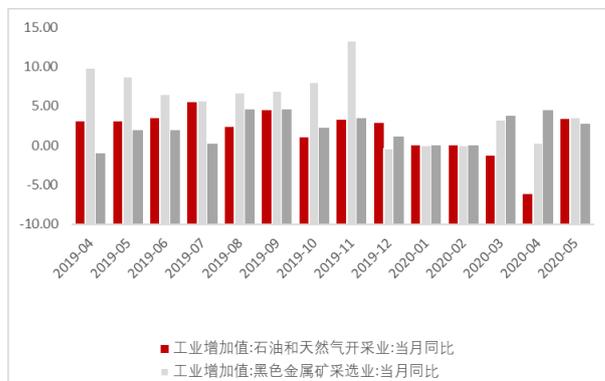
资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: %

图 4： 高技术产业增加值表现



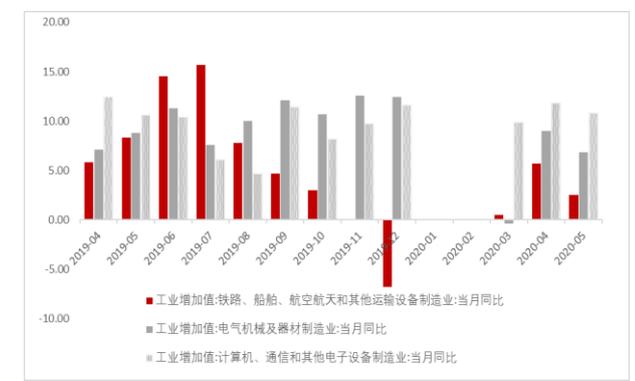
资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: %

图 5： 周期行业增加值表现



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: %

图 6： 部分高端制造业增加值表现



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: %

### 1.3 高频生产指标：生产指标已基本恢复至去年同期水平

生产高频指标明显修复。从生产相关的高频指标表现看，当前国内生产水平或已基本恢复至去年同期水平。

发电方面，排除 5、6 月份迎峰度夏因素，截至 6 月 20 日，六大电厂日耗煤规模达到 66.70 万吨，较去年同期略高 6000 吨。在此前我们的报告中提到，工业生产在国内用电总量中占据主导地位；当前六大电厂煤耗水平恢

复，印证生产稳步回暖。

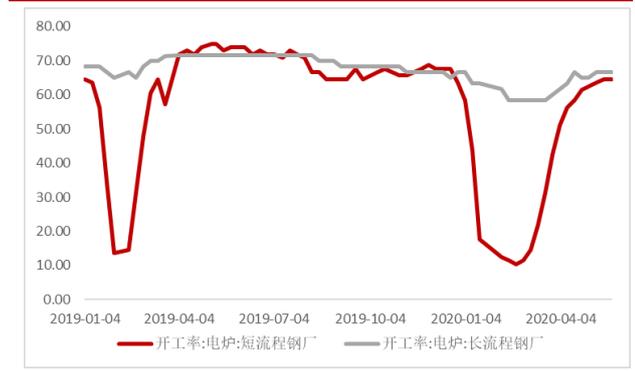
周期品方面，据中国水泥协会数据，1-5月我国水泥产量为7.69亿吨，同比下降8.2%，但同时，5月单月产量高达2.49亿吨，创下单月水泥产量的历史新高。此外，长短流程钢厂的开工率也已基本恢复至疫情前水平，下游基建需求正全面释放，支撑上游周期行业生产活跃度。

图 7： 六大电厂日均耗煤表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 8： 钢厂开工率表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

## 二、投资：基建对经济的支撑作用持续凸显

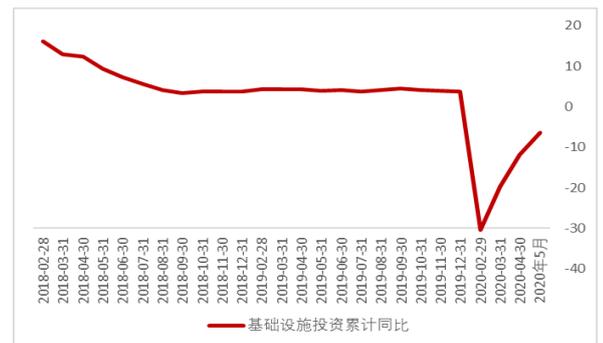
### 2.1 制造业投资是上半年主要拖累

图 9： 固定资产投资表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 10： 高技术产业增加值表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

固定资产投资二季度持续回暖。在疫情的冲击下，上半年国内固定资产投资同比增速为负，但二季度以来，固定资产投资降幅呈现显著收窄，三季度国内投资增速有望回正。5月我国三大产业固定资产投资降幅延续收窄，但第二产业投资降幅仍在10%以上，工业企业固定资产投资仍需修复。具体来看，前5月国内制造业投资下降14.8%，是当月工业投资的主要拖累项；外

需走弱的背景下，制造企业的投资再生产意愿仍需观察。据日前公布的数据显示，5月PMI新出口订单延续萎缩，PPI数据降幅持续增加，外需对当前制造业的生产预期仍有制约，行业投资的后续修复速度或较缓慢。

## 2.2. 政策多维度支持，下半年基建全面发力

**基建投资持续修复，政府工作报告强调“两新一重”。**1-5月基建投资增速延续改善，同比降幅较4月明显收窄5.5个百分点。在今年的政府工作报告中，重点投资领域方面，指明将“重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的‘两新一重’建设”，再度夯实了基建扩内需的重要性；“两新”是指“新型基础设施”和“新型城镇化”，“一重”是指交通、水利等“重大工程建设”。当前国内产业结构持续升级，5月水利、运输投资增速也均有改善，后续“两新一重”有望对国内投资形成合力支撑。

**年内专项债发行规模高，且大部分用于基建。**资金方面，2019年以来，地方政府专项债资金已逐步成为撬动基建投资的重要动力。2020年地方政府专项债发行再度前倾，政府工作报告将地方政府专项债规模提升至3.75万亿，且5月地方政府专项债发行额已超过1万亿，将有效支撑下半年基建投资增速。截至6月15日，国内累计新增发行专项债券21936亿元，其中80%用于基建、市政及民生领域。

图 11：基建投资增速



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

图 12：地方政府专项债发行状况



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

**特别抗疫国债向基建倾斜。**6月15日，央行正式决定启动抗疫特别国债发行，并将在7月底前发行完毕。从用途看，特别国债将主要用于相关抗疫支出及基建项目，其中年内基建项目获批总额度达7000亿元，并允许将特别国债用作基建项目资本金，抗疫国债对基建项目倾斜明显。

当前国内基建项目的融资结构主要由自筹资金、配套资金和专项债资金构成；其中，专项债是地方基建项目的主要资金来源。自筹资金包括中央预算、地方财政及政府性基金，配套融资以银行信贷为主。特别国债、专项债资金“充值”基建项目资本金，一定程度增强了项目的配套融资能力，引导社会资本补充基建项目现金流。

图 13：基建投资增速



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

图 14：地方政府专项债



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

**基建领域的外资准入显著放宽。**6月23日，发改委、商务部共同发布《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2020年版）》，此次负面清单为基建项目开源外资，取消50万人口以上城市供排水管网的建设、经营须由中方控股的规定，有望进一步拉动国内基建投资。值得一提的是，6月22日国务院办公厅发布《关于支持出口产品转内销的实施意见》，提出在外需不足、不稳的情况下，结合各地新型基础设施、新型城镇化和重大工程，引导外贸企业参与工业和通信业重大项目建设，扩内需仍将是年内政策发力重点。

### 三、消费：上半年居民消费温和回补

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_4278](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4278)

