

“内循环”发力，保经济企稳回升

——从上半年宏观数据看“内循环”发力



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

❖ 生产结合内需，上半年景气度指数持续回升

回顾上半年，制造业景气度持续回暖，生产活动接续一季度回暖趋势。需求端，基建是拉动需求的核心动力；6月PMI指数石油加工、钢铁、有色等上游行业出厂价格指数均升至60%以上，能源、原材料行业需求强劲，印证基建对内需的拉动作用。

❖ “国内大循环”是上半年工业增速和利润改善的主要动力

“内循环”是二季度工业增速恢复的重要支点。环比方面，二季度工业增加值规模延续增长，5、6月分别增长1.53%、1.30%，公用事业、周期及制造业均保持较快增速，国内工业表现持续修复。新基建方面，二季度高端制造行业增加值率先回暖，截至6月底，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10%左右的较高增速，国内产业优化升级的趋势不改。

❖ 基建将是下半年“内循环”的重要支撑

今年以来，政策对基建的支持力度空前，政府工作报告提出“两新一重”，财政赤字、特别国债等措施对基建的倾斜力度也持续加强，截至6月末，基建投资增速为-2.8%，同比累计降幅较1-5月再度收窄3.6个百分点，新老基建相关投资均表现较好。6月国内水利等重大项目建设投资增速率先回正，同时，6月新基建相关固定资产投资增速已恢复至9.4%的高增速，从功能上看，新老基建具备较强的扩内需作用，夯实下半年“内循环”的基础。

❖ 进口改善印证“内循环”发力

二季度疫情在海外持续蔓延，国际大宗商品的价格整体承压，但在国内扩内需政策的提振下，二季度我国原材料、能源及农产品的进口量持续增加，1-6月我国原油、煤及天然气进口量的同比增速分别为9.9%、12.7%及3.3%，铁矿、铜材等主要周期商品的进口量也持续增加。

此外，上半年高新技术产品的进口累计同比增速为5.6%，在新基建相关政策的扶持下，二季度高新技术产品的进口表现持续改善，考虑到当前我国在全球高新技术产业产业链中处于中游位置，海外供给数据具备较强的参考意义，整体而言，进口改善印证上半年“内循环”发力。

❖ 宽信用货币政策为“内循环”创造条件

两会以后，央行逐步引导疫情期间的宽货币政策退出，政策转向“宽信用”；二季度企业贷款新增速度较一季度有所放缓，但M2增速、企业存款状况延续改善，宽信用政策收效明显。回顾上半年，合理充裕的流动性环境、较为活跃的直接融资及企业较为充足的现金流，均为实现“国内大循环”创造了良好条件。

❖ 风险提示：外部市场冲击风险，下游需求持续低于预期。

📌 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 2020/7/29

📌 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、生产结合内需，上半年景气度指数持续回升	4
二、“内循环”是上半年工业增速和利润改善的主要动力	5
2.1 工业增加值增速转正	5
2.2 工业企业利润环比增速持续加快	6
三、基建将是下半年“内循环”的重要支撑	7
3.1 政策大力支持基建，“内循环”基础夯实	7
3.2 地产投资具备韧性，但“内循环”仍看基建	9
四、进口改善印证“国内大循环”发力	10
4.1 外需有所改善，仍后续仍需观察	10
4.2 “内循环”提振，二季度进口表现较好	11
五、宽信用货币政策为“内循环”创造条件	12
5.1 流动性维持合理充裕，直接融资活力上升	12
5.2 货币政策创新直达，货币政策效果放大	13
5.3 保“小微”是实现“内循环”的重要环节	14
六、上半年重点宏观政策梳理	15
风险提示	21

图表目录

图 1:	生产指数持续修正.....	4
图 2:	企业生产意愿延续改善.....	4
图 3:	需求整体回暖.....	5
图 4:	外需尚需观察.....	5
图 5:	工业企业增加值增速回正.....	6
图 6:	上游行业增加值恢复加速.....	6
图 7:	先进制造业增加值恢复较快.....	6
图 8:	工业企业利润已基本恢复至去年同期.....	7
图 9:	工业企业利润加速恢复.....	7
图 10:	基础设施投资增速明显修复.....	7
图 11:	地方政府专项债发行加快.....	7
图 12:	传统基建投资增速回正.....	8
图 13:	新基建投资恢复较高增速.....	8
图 14:	房地产开发投资韧性较强.....	9
图 15:	商品房销售同比改善.....	9
图 16:	房地产开发投资状况.....	9
图 17:	二季度大中城市住宅成交状况较好.....	9
图 18:	出口增速转正.....	10
图 19:	二季度发达经济体出口持续改善.....	10
图 20:	全球新冠疫情每日增长人数.....	10
图 21:	当周初领失业金人数持续高于 100 万.....	10
图 22:	进口数据当月值（美元）表现.....	11
图 23:	能源产品进口表现.....	11
图 24:	传统基建上游产品进口表现.....	12
图 25:	新基建上游产品进口表现.....	12
图 26:	二季度社融维持较高同比增速.....	12
图 27:	广义货币增速较快.....	12
图 28:	二季度社融维持较高同比增速.....	12
图 29:	企业债融规模占比.....	12
图 30:	二季度贷款新增速度放缓.....	14
图 31:	企业存款表现.....	14
图 32:	再贴现利率年内两次下调.....	14

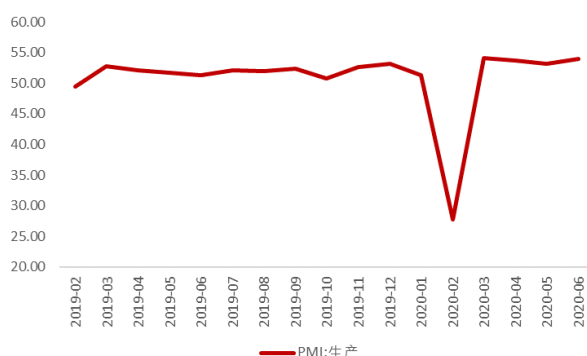
一、生产结合内需，上半年景气度指数持续回升

大、中型企业二季度延续高景气。截至6月底，制造业PMI指数为50.9%，环比回升，制造业景气度持续回暖。从不同规模企业的表现看，6月大、中型企业PMI指数分别为52.1%和50.2%，处于扩张区间。其中中型企业当月PMI表现回暖至荣枯线以上，印证订单数量回暖。但值得一提的是，截至6月末，小型企业PMI指数仅为48.9%，降至荣枯线以下；考虑到小型企业对海外订单的敏感性较高，部分小型企业或仍面临订单不足的问题；两会后政策多举加强对中小企业的支持，下半年中小制造企业的营商环境有望明显改善。

生产活动接续一季度回暖趋势。从生产分项看，截至6月底，国内六大电厂日耗煤规模已基本恢复至去年同期水平，国内生产恢复状况良好。6月制造业生产指数为53.9%，环比再度上升0.7个百分点，国内企业生产活动较为活跃，原材料库存、采购指数延续回升，企业生产意愿持续改善。

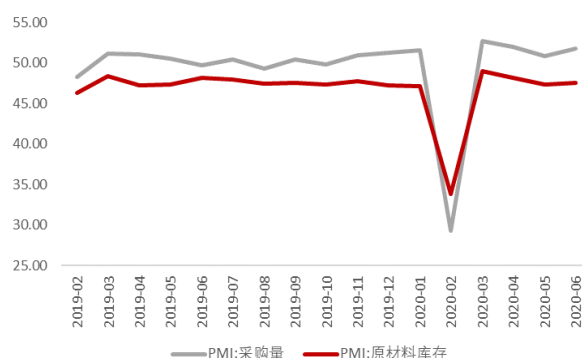
需求全面改善，内需是主要动力。截至6月，制造业新订单指数为50.9%，环比上升0.7个百分点，制造业需求整体回升。从细分指标看，6月制造业企业出厂价格指数回暖至荣枯线以上，较5月明显回升3.7个百分点，企业产品销售明显改善。值得一提的是，6月石油加工、钢铁、有色等上游行业出厂价格指数均升至60%以上，能源、原材料行业需求强劲，印证基建对内需的拉动作用。

图 1： 生产指数持续修正



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 2： 企业生产意愿延续改善

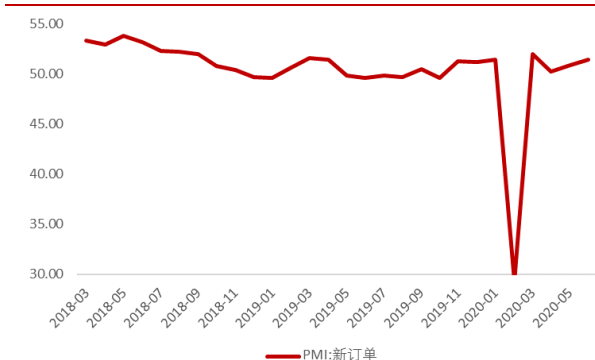


资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

需求压力主要来自外部。外需方面，4-6月新出口订单指数持续处于收缩区间。尽管6月末制造业新出口订单指数小幅回暖至42.6%，但仍远低于50%

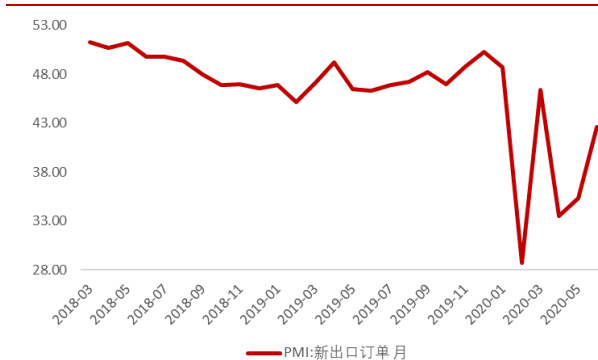
的荣枯线，海外生产恢复仍不及预期。从海外生产数据的表现看，在5月强制重启经济后，美国消费需求有所回暖，但当月美国制造业产能利用率仅为62.3%，较美国4月无明显改善；考虑到当前新冠疫情在全球范围持续扩散，美国境内疫情反弹严重，外需回补尚需时日。

图 3： 需求整体回暖



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 4： 外需尚需观察



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

二、“内循环”是上半年工业增速和利润改善的主要动力

2.1 工业增加值增速转正

工业增加值增速转正，基建支撑需求改善。二季度国内生产、投资及消费表现共同回暖，单季 GDP 由降转升。从单月数据看，5 月国内规模以上工业增加值同比增长 4.4%，增速转正；6 月增速较 5 月再度加快 0.4 个百分点。环比方面，二季度工业增加值规模延续增长，5、6 月分别增长 1.53%、1.30%，公用事业、周期及制造业均保持较快增速，国内工业表现持续修复。

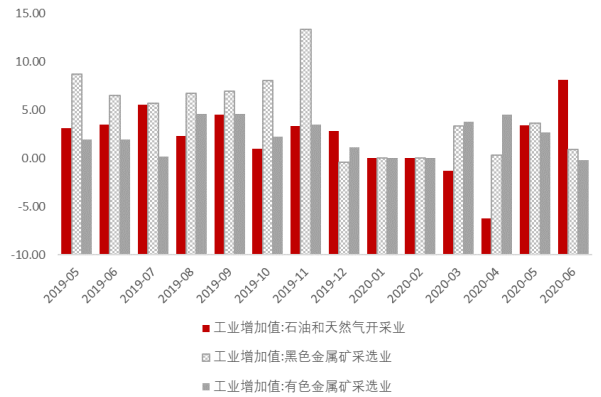
着眼具体行业，“新老基建”带动下的“内循环”是二季度工业增速恢复的重要支点。传统基建方面，5、6 月周期、能源等上游环节行业增加值连续表现较好，其中，6 月黑色、有色金属冶炼和压延工业增加值分别增长 6.3%、2.8%；同时，钢材、水泥及有色金属产品增加值也维持较高增速。新基建方面，二季度高端制造行业增加值率先回暖，截至 6 月，专用设备、电气机械和计算机、通信和其他电子设备制造业同比均维持较高增速，分别增长 9.6%、8.7%和 12.6%，与国内进口数据结构表现一致。尽管在疫情的影响下，国内高技术产业增速短期转负；但国内产业优化升级的趋势不改。

图 5： 工业企业增加值增速回正



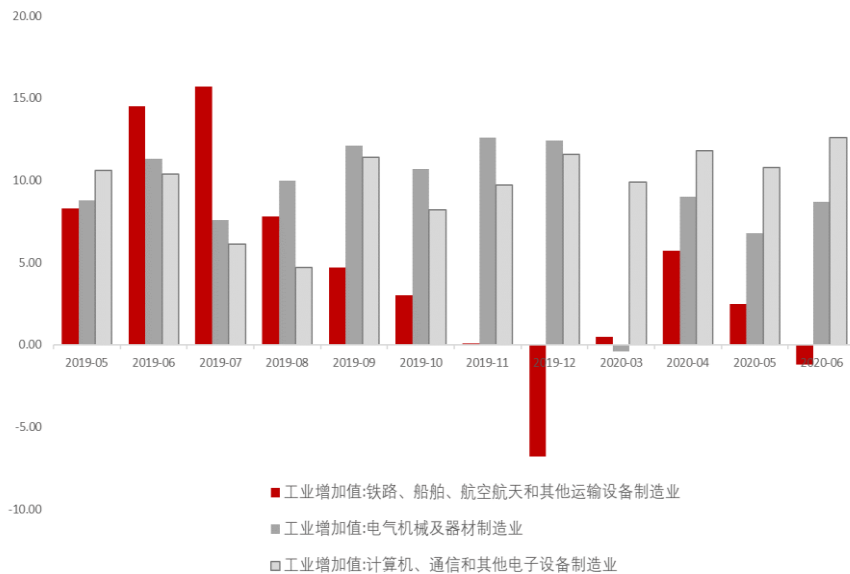
资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 6： 上游行业增加值恢复加速



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 7： 先进制造业增加值恢复较快



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

2.2 工业企业利润环比增速持续加快

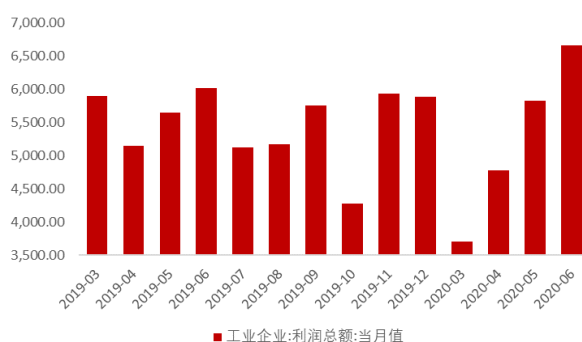
工业企业盈利持续修复。尽管截至 6 月末，规模以上工业企业利润数据累计增速仍为负，但利润累计降幅再度收窄 6.5 个百分点，工业企业盈利加速修复。从单月数据看，5 月起，工业企业利润单月同比增速转正，工业企业盈利能力加速修复；6 月规模以上工业企业利润总额单月同比增长 11.5%，增速环比再度明显加快；生产活跃、国内工业品需求修复，是二季度企业盈利改

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

善的主要原因。

具体行业方面，截至6月底，在41个工业大类行业中，9个细分行业利润实现累计正增长，“新老”基建在工业企业盈利端收效。新基建方面，1-6月计算机、通信和其他电子设备制造业利润总额同比增长27.2%，成长性行业延续较高景气度。传统基建方面，1-6月，能源、周期行业盈利能力也延续改善，油气开采、黑色及有色金属冶炼和压延加工业行业利润降幅再度收窄3.2、16.9和14.3个百分点，反向印证工业品需求逐步改善。

图 8： 工业企业利润已基本恢复至去年同期



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: 亿元

图 9： 工业企业利润加速恢复



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所, 单位: %

三、基建将是下半年“内循环”的重要支撑

3.1 政策大力支持基建，“内循环”基础夯实

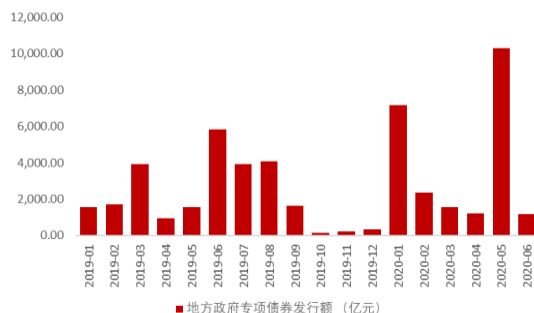
二季度基建投资持续改善。今年以来，政策对基建的支持力度空前，基建对内循环的拉动作用持续显现。截至6月末，基建投资增速为-2.8%，同比累计降幅较1-5月再度收窄3.6个百分点，水利、公共管理、运输投资增速均有改善。

图 10： 基础设施投资增速明显修复



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

图 11： 地方政府专项债发行加快



资料来源: wind, 川财证券研究所; 单位: 亿元

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

政策端首次提出“两新一重”概念。5月22日十三届全国人大三次会议开幕，国务院总理李克强代表国务院向十三届全国人大三次会议作政府工作报告（下称“报告”）。在重点投资领域上，报告指明将“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”。新基建方面，4月20日国家发改委明确新基建包含5G、工业互联网等七大领域，新基建有望成为拉动年内经济增长的重要动力。

财政对基建的扶持作用明显加强。相比于2019年，2020年财政空间显著增长。据政府工作报告，2020年财政赤字率按3.6%以上安排，赤字规模较去年增加1万亿元；在支出方面，报告提出，“大力优化财政支出结构”，加强基本民生、重点领域的支出保障。

在政府债务融资方面，2020年各地方政府拟安排发行地方政府专项债券3.75万亿元，较2019年显著增加1.6万亿元，专项债资金是基建投资的重要资金来源。同时，今年增加特别抗疫国债发行1万亿元，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，抗疫国债对基建项目倾斜明显。从自身的性质看，基建项目本身要求一定的项目收益；而将抗疫国债用作项目资本金，或对基建项目收益提出更高的要求。参考此前专项债政策，去年6月中共中央、国务院印发做好专项债融资发行及项目配套融资的通知，明确要求：项目预估收益偿还专项债本息后，仍符合融资条件的，允许将一部分专项债用作资本金。据第一财经消息显示，当前部分省份已将抗疫特别国债申报的基建项目收益率定在60%以上；特别国债可用作项目资本金，有望明显拉动地方优质基建项目发展。

图 12：传统基建投资增速回正

图 13：新基建投资恢复较高增速

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_3632

