

国内生产逐步恢复，二季度环比有望大增



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——2020 年一季度宏观经济环境回顾

❖ 一季度末景气度指数显著回升

在复工复产及低基数因素的共同作用下，3 月制造业 PMI 回暖至荣枯线以上。但当前海外疫情是关键变量；当前海外疫情仍在蔓延，外需传导明显受阻。截至 4 月 28 日，全球新冠确诊人数超 300 万，美国确诊人数超 100 万，后续外需的整体恢复尚需时日。

❖ 生产：工业生产季末回暖，周期、科技行业加速恢复

3 月规模以上工业增加值较 2 月增长 32.13%，企业复工复产状况良好，工业增加值表现明显改善。具体行业方面，周期、能源等上游环节行业增加值表现较好，政策发力基建是工业企业增速改善的重要支点。此外，3 月高端制造行业增加值也明显回暖，产业转型升级延续。

❖ 投资：疫情限制一季度投资，季末数据有所回暖

基建方面，在疫情防控的影响下，前 2 月基建投资同比降幅超 30%，拖累一季度基建投资整体表现。3 月国内重点项目全面复工，基建投资降幅较前 2 月收窄 10.6 个百分点。一季度政策从专项债投向、项目用地等多个角度保障基建投资，年内基建对经济的托底作用有望持续凸显，2 季度基建投资增速预计将超过 10%。地产方面，季度末地产销售微幅回暖，对年内被动投资形成支撑。但在主动投资方面，一季度房企拿地意愿持续低迷，考虑到地产投资中主动投资占比持续较高，当前“房住不炒”的政策基调未变，年内地产投资将稳中有降。

❖ 进出口：国内生产恢复，季末外贸数据小幅回暖

3 月国内复工复产状况良好，出口供给端明显恢复。但从需求角度看，后续出口恢复仍有待确认。一季度我国对发达经济体的出口表现整体弱势，对美国、欧盟和日本的出口同比降幅分别为 23.6%、14.2% 和 14.1%。对东盟的商品出口增速尽管保持正增长，但一季度同比增速仅为 2.4%，远低于 2019 年平均的 12.7%。

❖ 流动性：逆周期政策收效，一季度社融显著增长

一季度实体企业融资环境实质改善，企（事）业单位短期、长期贷款分别增加 2.3 万和 3.04 万亿元，是季度数据的主要增量。同时住户部门短期贷款有所减少，疫情冲击当期居民消费意愿。在政策方面，央行常规、创新工具并行，向实体企业特别是中小企业释放流动性；截至 4 月底，央行已累计实施 3 次降准操作，2 次 MLF 及 LPR 利率下调，并加强对再贷款、再贴现的使用。此外，央行还以提高普惠金融考核指标、降低超额准备金率等创新方式，实现对中小企业滴灌。

❖ 风险提示：国内复工复产进度不及预期，海外疫情持续扩散。

📌 证券研究报告

所属部门 总量研究部
报告类别 宏观深度
报告时间 2020/4/30

📌 分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

📌 联系人

陈琦
证书编号：S1100118120003
010-66495927
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

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

正文目录

一、3月景气度前瞻指标显著回暖	4
1.1 生产是推动景气度的主要动力	4
二、生产指标	4
2.1 季末工业生产回暖，工业利润小幅改善	4
2.2 上游重点行业	6
2.2.1 电力煤炭	6
2.2.1 建材	7
三、投资增速	8
3.1 基建投资	8
3.2 地产投资	9
四、进出口数据	10
4.1 短期出口改善仍待观察	10
4.2 一季度进口超预期改善	12
五、流动性环境观测	12
5.1 一季度社融显著增长	12
5.2 常规工具出台密集	13
5.3 央行创新手段补充流动性	15
六、一季度重点宏观政策梳理	15
6.1 政策全面梳理	15
6.2 4月关键政策点睛	20
风险提示	21

图表目录

图 1:	PMI 的月度变化	4
图 2:	工业企业增加值表现	5
图 3:	工业产能利用率	5
图 4:	制造业 PMI 采购指数	5
图 5:	制造业 PMI 原材料库存	5
图 6:	工业企业利润总额	6
图 7:	工业企业利润同比增速	6
图 8:	六大电厂日耗煤表现	6
图 9:	六大电厂煤炭库存表现	6
图 10:	建筑业景气度表现	7
图 11:	钢厂开工率显著回升	8
图 12:	历年一季度水泥库容对比	8
图 13:	基础设施投资增速	8
图 14:	地方政府专项债发行进度	8
图 15:	房地产开发投资状况	9
图 16:	100 大中城市土地成交情况	9
图 17:	全球新冠疫情每日增长人数	10
图 18:	一季度外贸数据整体表现	10
图 19:	进口数据当月值（美元）表现	12
图 20:	进口当月同比增速表现	12
图 21:	2020 年一季度社融显著增长	13
图 22:	MLF、LPR 价格年内两次调降	13
图 23:	银行间流动性相对宽松	13
图 24:	支小再贷款创历年最高	14
图 25:	普惠小微贷款降价明显	14

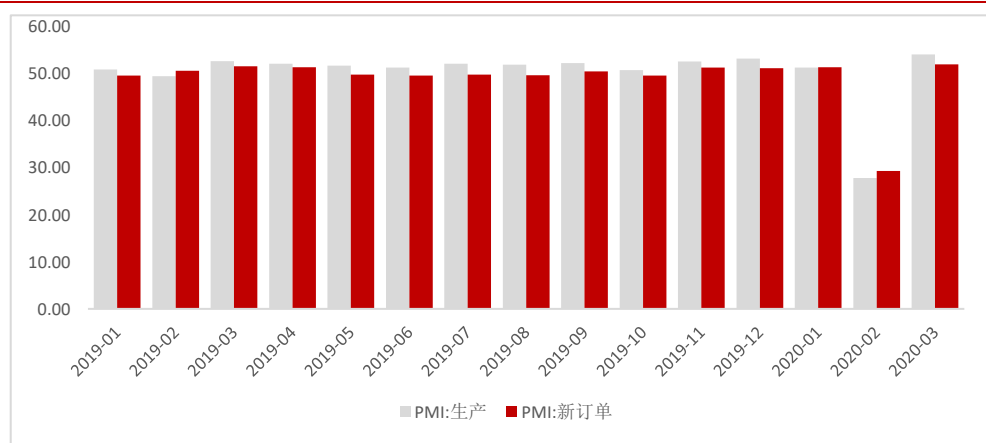
一、3月景气度前瞻指标显著回暖

1.1 生产是推动景气度的主要动力

3月复工有序推进，制造业景气度回升。对比于前2月，3月制造业PMI回暖至荣枯线以上，主要是受两方面因素的影响：其一，3月在疫情防控进展顺利背景下，国内企业复工复产状况良好；截至3月底，PMI调查样本企业中大中型企业复工率为96.6%，较2月上升17.7个百分点。其二，在疫情的短期冲击下，2月制造业景气度较低，前期低基数效应在3月数据中也有所体现。4月制造业PMI仍维持在荣枯线以上，生产回暖趋势确认性较强。

需求整体恢复尚需时日。需求端，3月我国新订单指数为52.0%，较2月显著回升22.7个百分点，制造业需求整体有所回暖。但海外环境方面，新冠疫情在全球范围的扩散趋势不减，截至4月28日，全球新冠确诊人数超300万，美国确诊人数超100万，外需传导明显受阻。且从需求的相关细分指标看，3月企业在手订单、出厂价格指数分别为46.3%和43.8%，均仍停留在临界点以下，制造业企业需求整体恢复尚需时日。

图 1：PMI 的月度变化



资料来源：Wind, 川财证券研究所

二、生产指标

2.1 季末工业生产回暖，工业利润小幅改善

一季度工业增速如期回暖。生产方面，3月制造业PMI生产指数为54.1%，环比显著回升26.3个百分点，创2019年以来最大值。从库存角度看，尽管3

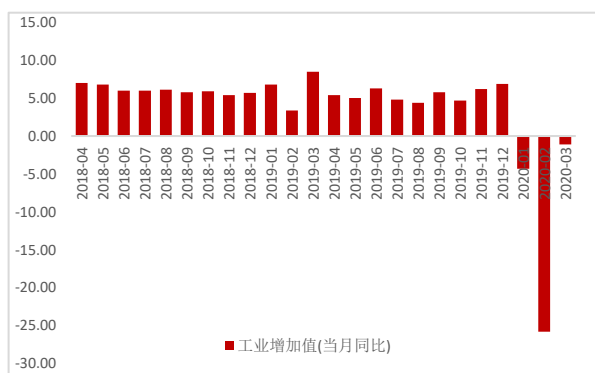
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

月原材料库存仍低于荣枯线，但较2月显著回暖15个百分点。且值得一提的是，3月小型企业原材料库存为50.80%，回暖至景气区间，企业特别是中小企业原材料库存提升，印证制造企业生产意愿显著回暖，国内扶持政策整体收效。

工业增加值降幅收窄，能源周期行业生产恢复良好。从单月数据看，3月规模以上工业增加值同比实际下降1.1%，较前2月显著收窄12.4个百分点；环比方面，3月规模以上工业增加值较2月增长32.13%，企业复工复产状况良好，工业增加值表现明显改善。

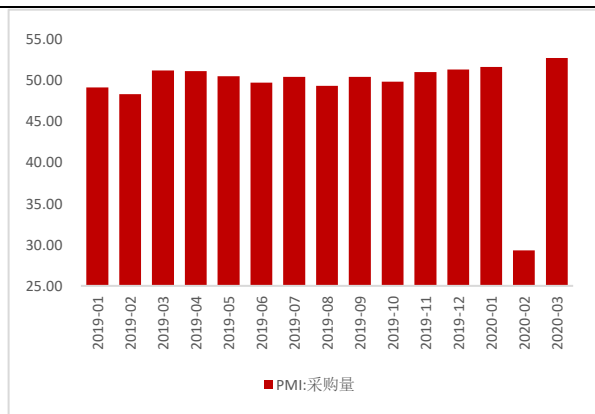
着眼具体行业，3月部分工业类行业增加值增速转正，周期、能源等上游环节行业增加值表现较好。3月黑色、有色金属冶炼和压延加工业增加值分别增长4.1%、2.8%，与此前我们对3月进口商品结构的解读较为一致，政策发力基建是工业企业增速改善的重要支点。值得一提的是，3月高端制造行业增加值也迎来明显回暖，船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长0.5%，较前2月显著回升29个百分点。

图 2： 工业企业增加值表现



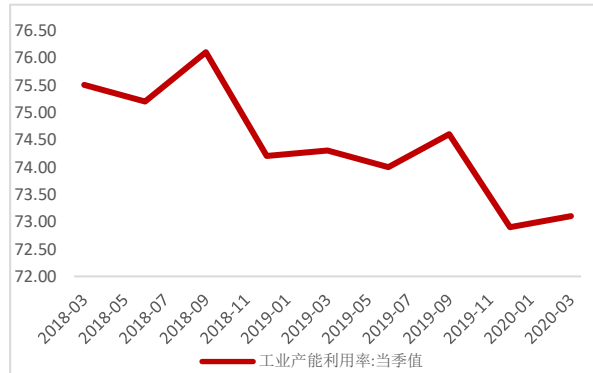
资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 4： 制造业 PMI 采购指数



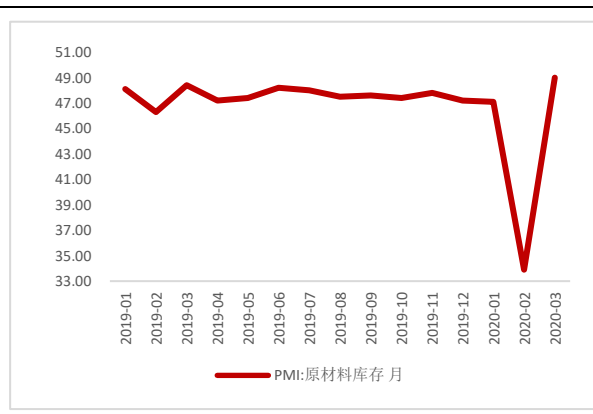
资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 3： 工业产能利用率



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 5： 制造业 PMI 原材料库存

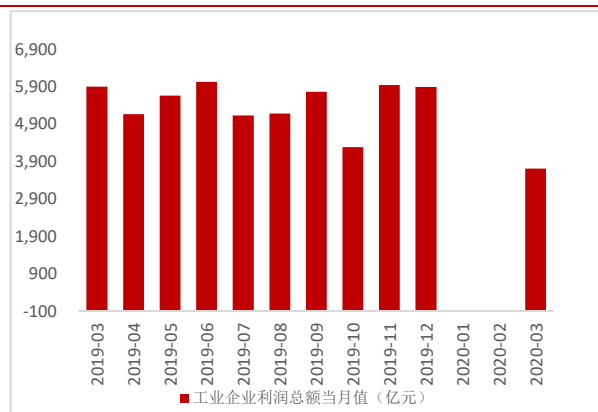


资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

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

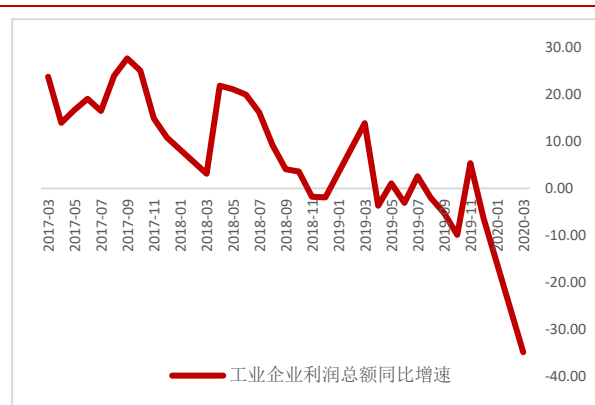
季末工业企业利润改善。3月工业企业利润降幅有所收窄，但疫情对企业盈利的影响仍存，一季度工业企业盈利整体弱势。从利润表角度看，3月末规模以上工业企业每百元资产实现的营业收入为68.6元，较前2月增长13.2%；每百元营业收入中的费用为9.58元，较前2月下降5.3%，3月工业企业利润空间有所拓宽。

图 6： 工业企业利润总额



资料来源：wind，川财证券研究所

图 7： 工业企业利润同比增速



资料来源：通联数据，川财证券研究所，单位%

2.2 上游重点行业

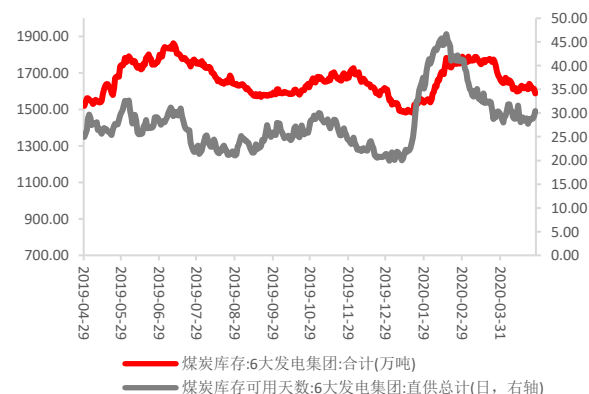
2.2.1 电力煤炭

发电量印证工业生产回暖。从发电指标看，3月起我国生产复工状况明显好转，但仍处于相对低位。一季度末六大电厂单日合计耗煤量为56.10万吨，较2月末明显上行29.38%，月内复工复产持续推进，生产活动明显回暖。相比于去年一季度同期数据，日耗煤量仍有15吨左右的差距，同比降幅为33%，预计国内生产活动将在二季度持续恢复。

图 8： 六大电厂日耗煤表现



图 9： 六大电厂煤炭库存表现



资料来源: wind, 川财证券研究所

资料来源: wind, 川财证券研究所

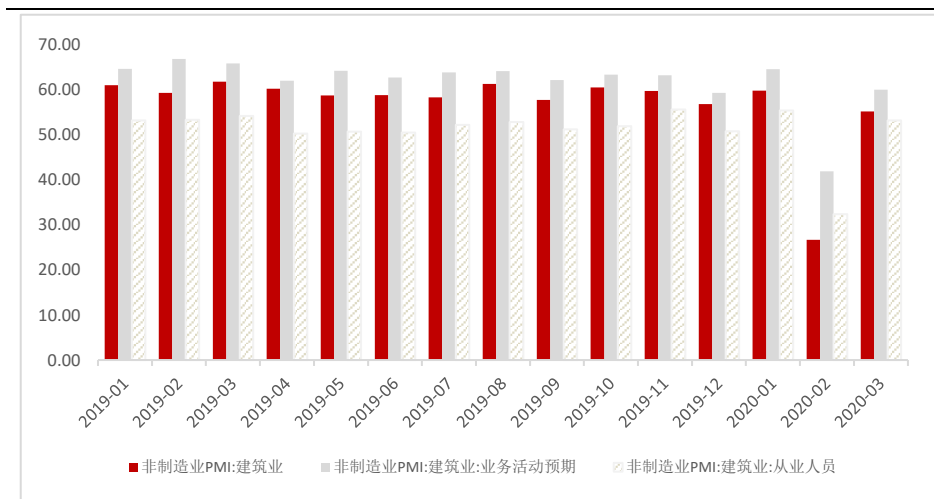
从库存看, 3月底六大电厂库存总量为 1673.4 万吨, 环比下降 7.31%, 电厂库存已基本恢复 2019 年平均水平, 生产对库存有所消化。但整体而言, 六大电厂库存仍在历史高位, 煤炭仍以采购长协煤为主, 煤炭价格表现将维持稳定。

2.2.1 建材

3月建筑业景气度快速复苏。3月起建筑行业加速复工进度, 下游需求复苏, 建材行业生产状况回暖。从非制造业 PMI 表现, 3月建筑业商务活动指数为 55.1%, 环比回升 28.5 个百分点, 行业用工、经营预期均较 2 月显著回升。整体而言, 尽管一季度我国基建投资表现弱势, 但在基建托底经济的政策指导下, 建筑业将维持较高景气度, 支撑建材下游需求。

钢厂电炉开工率持续较低。钢铁方面, 一方面 3 月复工复产持续推进, 螺纹钢供给走高, 当前螺纹钢产量仅次于历史峰值; 另一方面, 在基建投资加速的背景下, 长、短流程钢厂利润均较可观, 季末开工率显著提升, 截至 3 月 27 日, 短流程钢厂、长流程钢厂的电炉开工率分别为 42.71% 和 60.00%, 环比提升 31.25 和 1.67 个百分点; 一季度末上游行业生产环节加速恢复, 生产端整体恢复状况良好。

图 10: 建筑业景气度表现

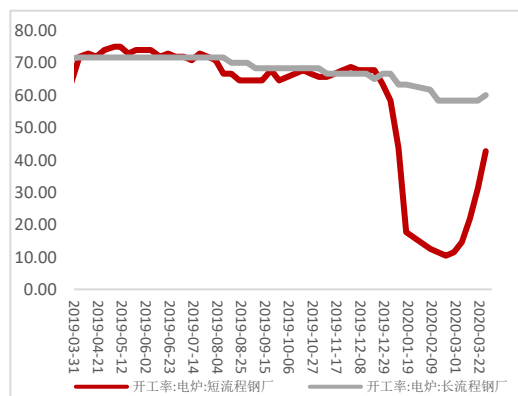


资料来源: wind, 川财证券研究所

一季度末水泥高库存开始消化, 4 月基建投资值得期待。水泥方面, 在疫情的影响下, 产业链下游水泥搅拌站的开工率整体较低, 一季度水泥库存创历史新高。及至 3 月, 建筑业需求复苏, 水泥行业高库存开始消化; 一季度末

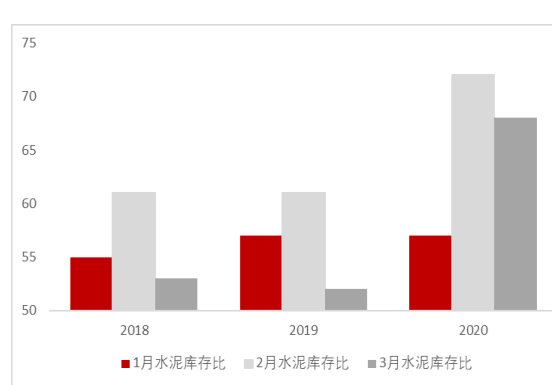
水泥库存比较 2 月末下行近 10pct；据川财建材行业跟踪，4 月下旬水泥库存已降至 60% 以下；水泥行业出货量较大，反向印证我国 4 月基建投资的较高增速。

图 11：钢厂开工率显著回升



资料来源：wind，川财证券研究所；单位：%

图 12：历年一季度水泥库存对比



资料来源：wind，川财证券研究所；单位：%

三、投资增速

3.1 基建投资

一季度国内基建投资整体弱势。疫情防控期间各地对建筑业的复工要求较严格，前 2 月建筑业复工迟滞，基建投资同比降幅超 30%，拖累一季度基建投资整体表现。3 月国内重点行业复工状况良好，基建投资同比降幅较前 2 月收窄 10.6 个百分点。

政策对基建倾斜明显，全年基建投资增长值得期待。回顾一季度，政策从专项债投向、项目用地等多个角度保障基建投资，年内基建对经济的托底作用有望持续凸显，2 季度基建投资增速预计将超过 10%。

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_5514

