



❖ **全球疫情压制外需。**一季度末制造业需求有所改善，但新出口订单表现仍低于临界点，短期内出口难言改善。首先，当前我国主要贸易方疫情局势严峻；欧盟、美国、东盟及日韩地区是我国进出口贸易的四大最主要贸易方，在进出口贸易总量中占比超 50%；除欧美疫情的持续扩散外，东南亚国家每日新增确诊人数也呈现不断上升趋势。

其次，疫情冲击海外经济基本面，从根源上压制出口。以美国为例，3 月美国初领失业金人数连创新高；当月非农就业人口规模大幅减少 70 万人，失业人数短期激增，在美企业收入下行，企业破产率升高，对国内外贸企业需求形成直接压制。

❖ **基建投资二季度有望显著增长。**首先，当前政策倾向于发挥财政政策的功能性，特别国债等举措有望在二季度集中落地。其次，年内地方政府专项债发行加速，且不得投向房地产相关领域，二季度基建投资资金充足。此外，为配合基建项目加速落地，国务院将建设用地审批权下放到省级；考虑到当前房企以“招拍挂”模式拿地的成本较高，“土改”为基建项目用地形成有力保障。

❖ **复工复产进度良好。**3 月 PMI 在手订单、原材料库存分项均仍处于临界点以下，建材、电厂库存整体仍处高位，一季度末数据回暖仅能代表复工复产进度良好，但当前部分生产指标仍低于去年同期水平。

❖ **二季度信贷与直接融资有望共同发力。**首先，二季度央行货币操作或将继续收短放长，以稳定市场预期。其次，基建能够对中长期贷款规模形成拉动，二季度乃至全年融资结构将持续优化。此外，在银行体系让利实体的背景下，实体企业特别是中小企业二季度将维持较好的融资环境。

❖ **观点总结：**当前单纯关注 GDP 增速的意义不大，经济增长的核心关注点应落在“稳就业”和“补出口”上，投资是年内经济增长的重要突破口，“新旧基建”是 2020 年的重要发力点。对金融行业而言，疫情的扩散对全球风险资产价格造成直接压力，并对上市公司业绩产生较大影响，A 股表现短期缺乏的业绩支撑。

展望二季度，全球经济动荡加剧，一季度国际政策多停留在货币层面，后续市场预期看到更直接的政策支持，如财政刺激、拉动内需、企业救济；或成为二季度出台政策亮点。此外，在经济全球化的背景下，各国在抗击疫情、复苏经济方面的合作，二季度也值得重点关注。国内方面，二季度的宏观环境会更加注重政策的精准滴灌，实现从政策密集出台到政策落地执行的切换，二季度经济有望实质性恢复，船到桥头自然直。

❖ **风险提示：**国内疫情出现反复；海外疫情周期超预期；全球债务违约风险。

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 2020/4/6

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 30 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、全球疫情压制外需，二季度出口走弱.....	4
1.1 国内生产恢复良好，疫情掣肘海外需求	4
1.2 二季度出口表现难言回暖	5
二、二季度投资是重要发力点.....	7
2.1 基建投资增速	7
2.2 地产投资增速	9
三、复工复产进度良好，但生产尚未完全恢复	10
3.1 总量维度.....	10
3.2 上游重点行业	11
四、二季度信贷与直接融资有望共同发力.....	13
4.1 信贷融资向实体企业倾斜	13
4.2 年内实体企业直接融资增速可期	16
观点总结	18
风险提示	19

图表目录

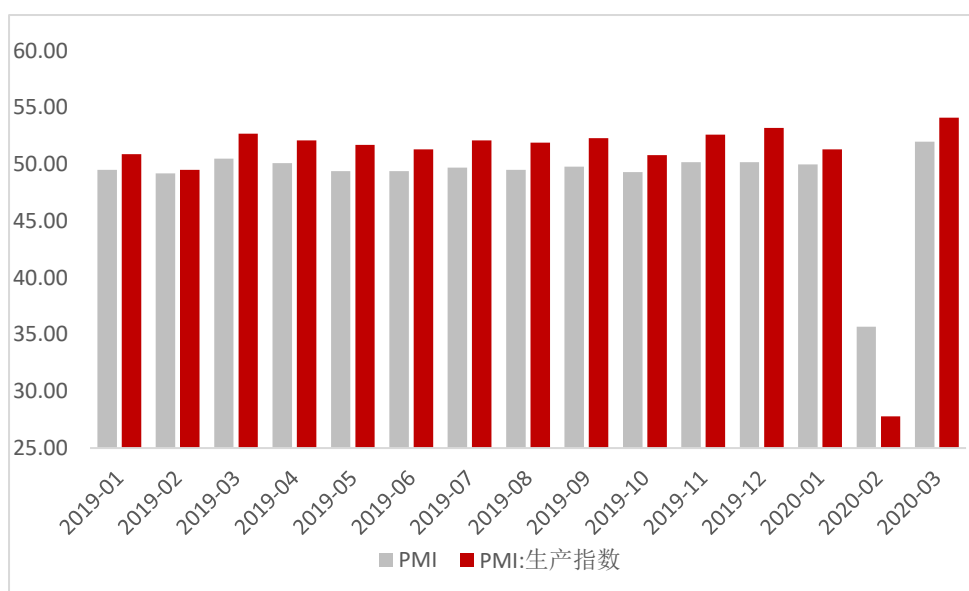
图 1:	PMI 及生产指数均回归扩张区间	4
图 2:	新出口订单持续下行	5
图 3:	我国外贸进出口数据表现	5
图 4:	高新技术产品的进出口表现	5
图 5:	新冠疫情在海外蔓延加速	6
图 6:	我国主要贸易对象疫情较为严峻	6
图 7:	美国初领失业金人数激增	6
图 8:	非农就业人数 10 年内首次转负	6
图 9:	一季度基建投资下降明显	7
图 10:	一季度建筑业 PMI 数据持续弱势	7
图 11:	专项债发行节奏加快	9
图 12:	地方政府专项债发行期限延长	9
图 13:	房地产开发投资状况	10
图 14:	100 大中城市土地成交情况	10
图 15:	工业增加值显著下行	10
图 16:	工业企业利润显著下行	10
图 17:	原材料库存、在手订单	11
图 18:	产成品库存	11
图 19:	六大电厂日耗煤表现	12
图 20:	六大电厂煤炭库存表现	12
图 21:	钢厂电炉开工率逐步回升	12
图 22:	钢厂高库存开启消耗	12
图 23:	水泥价格小幅下跌	13
图 24:	玻璃价格小幅下跌	13
图 25:	中期借贷便利表现	13
图 26:	1 年期 LPR 价格	13
图 27:	非银金融企业贷款结构持续优化	14
图 28:	支小再贷款创历年最高	15
图 29:	普惠小微贷款降价明显	15
图 30:	普惠小微贷款与 LPR 利差压降	16
图 31:	疫情防控债行业结构	16
图 32:	各省防疫债发行情况	16

一、全球疫情压制外需

1.1 国内生产恢复良好，疫情掣肘海外需求

一季度末景气度指标明显回暖。着眼数据，3月制造业 PMI 数据为 52.0%，较 2 月显著回升 16.3 个百分点，重返荣枯线以上。数据强劲回暖主要是受两方面因素的影响：首先，一季度末国内疫情防控进展顺利，国内企业复工复产状况良好，截至 3 月 25 日，PMI 调查样本企业中大中型企业复工率为 96.6%；生产是数据回暖的主要动力。其二，在疫情的短期冲击下，2 月制造业景气度指数极致下行，低基数效应显现。

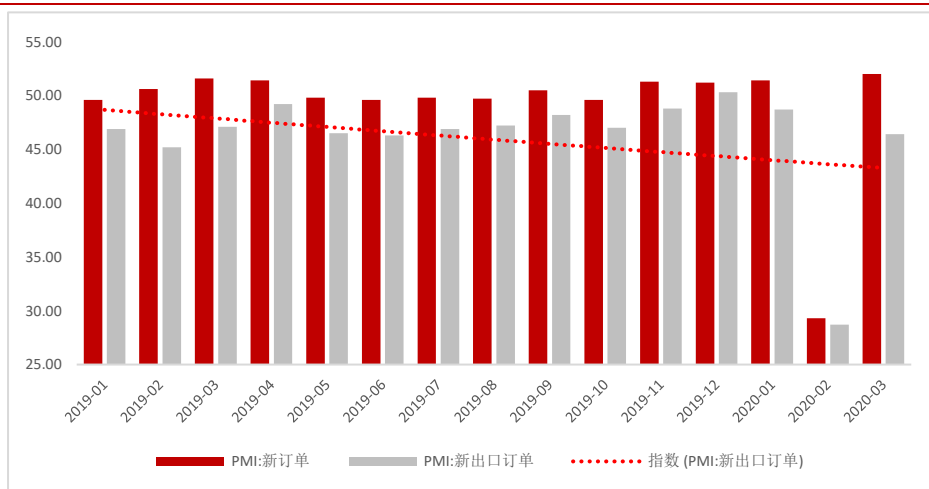
图 1：PMI 及生产指数均回归扩张区间



资料来源：Wind, 川财证券研究所；单位：%

一季度末制造业需求有所改善，但外需走弱不容忽视。3月制造业需求整体回暖，新订单指数较 2 月显著回升 22.7 个百分点。但海外环境对出口的压制作用不容忽视。当前新冠疫情在全球范围扩散，全球产业链传导受阻，3 月新出口订单指数为 46.40%，仍处于荣枯线以下；当前全球疫情拐点未至，短期出口数据难言回暖。且从需求的相关细分指标看，一季度末企业在手订单、出厂价格指数表现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 2：新出口订单持续下行

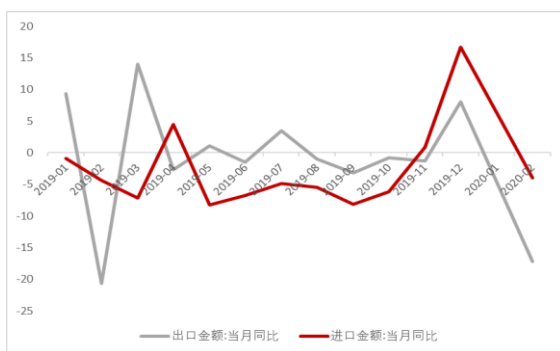


资料来源：Wind, 川财证券研究所；单位：%

1.2 二季度出口表现受多种因素制约

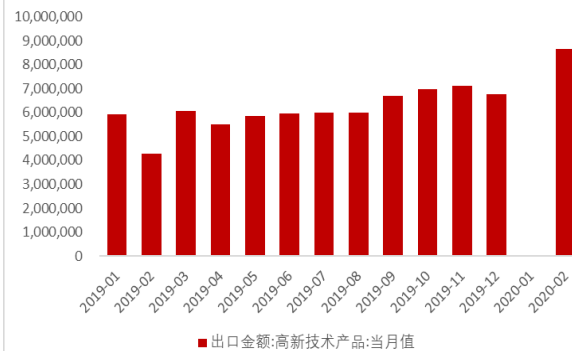
一季度出口增速如期回落至负区间。2020 年前 2 月，在春节和新冠疫情的双重影响下，我国对外出口数据表现由升转降，同比降幅达 17.2%，创 2019 年 3 月以来的最大降幅；与此前我们对一季度外贸数据的预判基本一致。

图 3：我国外贸进出口数据表现



资料来源：wind 数据，川财证券研究所，单位%

图 4：高新技术产品的进出口表现



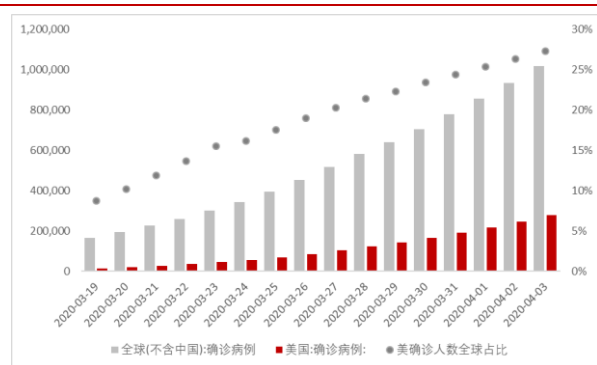
资料来源：wind 数据，川财证券研究所，单位%

一季度我国对发达经济体、新兴市场国家出口表现均显著下行。前 2 月我国对美国、欧盟、日本的出口同比降幅最大，分别为 27.4%、18.4%和 24.5%，发达经济体对我国的出口贡献度持续走低。在疫情的影响下，前 2 月我国对新兴市场的出口表现明显下落，其中对东盟出口商品的同比降幅达 5.1%。回顾 2019 年，我国对东盟商品出口的累计同比增速为 12.7%，且增速年内呈现持续上行；疫情是出口表现下落的直接原因。

我国主要贸易国家疫情局势严峻。当前新冠疫情在全球范围内发酵，为防控疫情，国际航空货运停摆，短期内直接影响我国进出口贸易。截至 2020 年 4 月 3 日，全球累计确诊病例已超 100 万人；从疫情确诊人数的分布看，我国主要贸易国家的疫情形势均较严峻，美国、欧元区、东南亚等地区的出口商品需求受到较明显的冲击。值得一提的是，在新兴市场方面，尽管当前东盟的确诊人数相对发达经济体较少，仅在 10000 人左右，但东盟国家的单日新增确诊人数持续增长，截至 4 月 3 日东盟新增单日确诊人数已近千人。

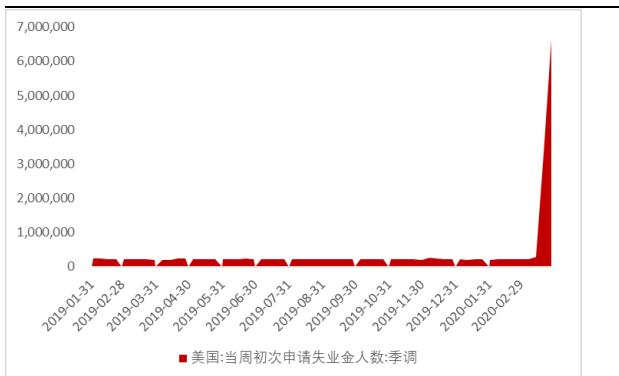
回顾 2019 年进出口数据结构，欧盟、美国、东盟及日韩地区是当年我国进出口贸易的四大主要贸易方，实现进出口贸易额 171,486.5 亿元（人民币值），在当年进出口贸易总量中占比达 54.36%；当前以上地区的疫情局势仍较严峻，对我国年内出口贸易额或造成较大影响。

图 5： 新冠疫情在海外蔓延加速



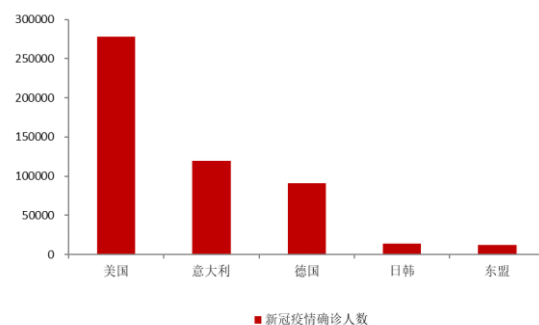
资料来源：wind 数据，川财证券研究所，单位 人次

图 7： 美国初领失业金人数激增



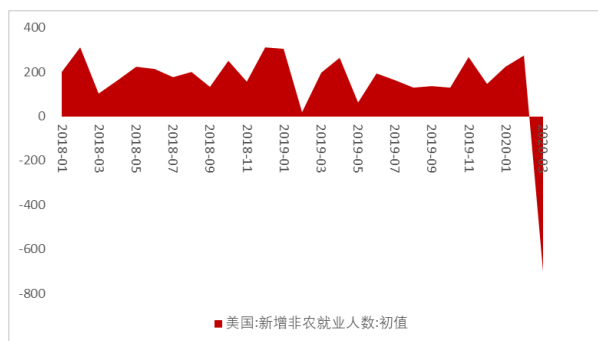
资料来源：wind 数据，川财证券研究所，单位 人次

图 6： 我国主要贸易对象疫情较为严峻



资料来源：wind 数据，川财证券研究所，单位 人次

图 8： 非农就业人数 10 年内首次转负



资料来源：wind 数据，川财证券研究所，单位 人次

疫情冲击海外经济基本面，根源上压制产品出口需求。以美国为例，截至 4 月 5 日，美国新冠病毒肺炎累计确诊超 30 万例，是当前新冠病毒感染病例最多的国家。从美国经济基本面看，3 月最后两周，美国初领失业金人数连创新高；

3月27日当周，一度突破600万人次的峰值。此外，3月美非农就业人口规模出现2010年以来首次负增长，减少70万人，美国短期内失业人数激增，侧面印证当前在美企业收入下行，甚至破产率升高，直接压制国内外贸企业需求。

二、投资二季度是重要发力点

一季度国内固定资产投资显著下滑。在疫情的短期影响下，2020年前2月，我国第一、二、三产业固定资产投资均出现了25%左右的下滑。其中，制造业投资下滑幅度较为明显，降幅超过30%。在我国制造业中，民营企业占比持续较高，对海外需求较为敏感。回顾2019年，我国制造业投资始终维持在3%左右，外部环境的不确定性是全年数据表现低迷的重要原因。在疫情冲击全球经济增速的背景下，制造业投资增速对内需的依赖加强。

2.1 基建投资增速

2.1.1 一季度基建投资表现弱势

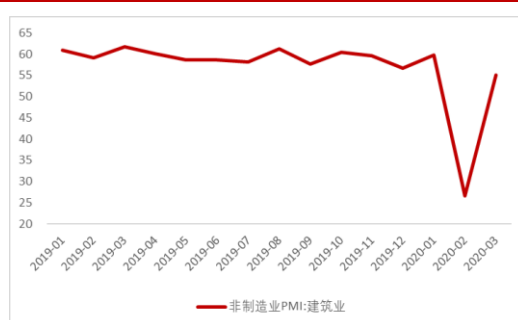
一季度基建投资表现弱势。在疫情的影响下，前2月基建投资降幅超过30%。基建投资的低迷表现与当期建筑业的低景气度表现一致。疫情防控期间，各地对建筑业的复工要求较严格，重点项目的复工进度是影响当期基建投资表现的关键要素。

图 9：一季度基建投资下降明显



资料来源：通联数据，川财证券研究所；单位：%

图 10：一季度建筑业 PMI 数据持续弱势



资料来源：wind，川财证券研究所；单位：%

2.1.2 二季度乃至全年基建投资值得期待

在政策端，财政政策对二季度基建投资形成支撑。当前政策着重强调财政的“扩内需”、“稳就业”功能，基建项目的重要性凸显。一季度以来，政策多举措维护我国基建投资；政治局会议、国常会等重量级政治会议反复强调“积极的财政政策”要更加积极有为，并适当提高财政赤字率，增加政府支

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

出，发行特别国债，增加地方政府专项债规模。

表格1. 一季度财政政策对基建项目多举维护

日期	会议	财政政策
2月21日	中央政治局会议	1. 要积极扩大有效需求，发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度”，
3月4日	中央政治局会议 常委会	加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设，其中要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。
3月12日	国务院	1. 将原归属于国务院的永久基本农田以外的农用地转为建设用地审批事项授权到各省级人民政府批准； 2. 开展永久基本农田转为建设用地试点，将相关审批事项委托部分省级人民政府批准
3月25日	中央政治局会议	1. 积极的财政政策要更加积极有为。 2. 适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模。 3. 要落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用。
3月31日	国务院常务会议	要进一步增加地方政府专项债规模，“再提前下达一定规模的专项债，按照‘资金跟着项目走’原则，对重点项目多、风险水平低的地区给予倾斜”。
4月3日	财政部	2020 年将适当提高财政赤字率、发行特别国债，向社会释放积极明确的信号，巩固和提升市场信心

数据来源：川财研究所

在资金端，地方政府专项债对基建投资的倾斜更加明显。回顾 2019 年专项债的资金投向，棚改、土储占据主要地位，在全年专项债发行总规模中占比达 65%；据 Wind 数据显示，2019 年我国累计发行棚改专项债 7024 亿，发行土地储备专项债 6765 亿。地方政府专项债在 2019 年并未带动基建投资的

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_6074

