改革红利与内需修复共振

——2020 年下半年宏观经济展望

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ **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

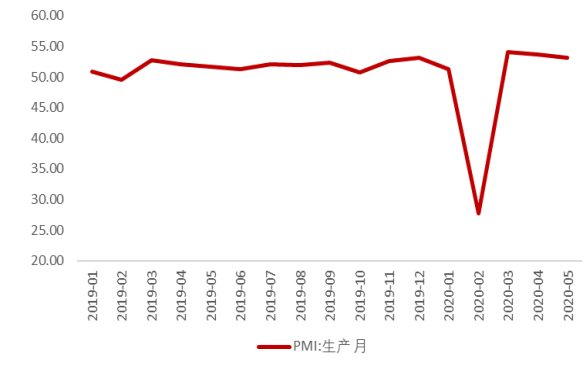
一、生产：生产有望持续恢复

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。

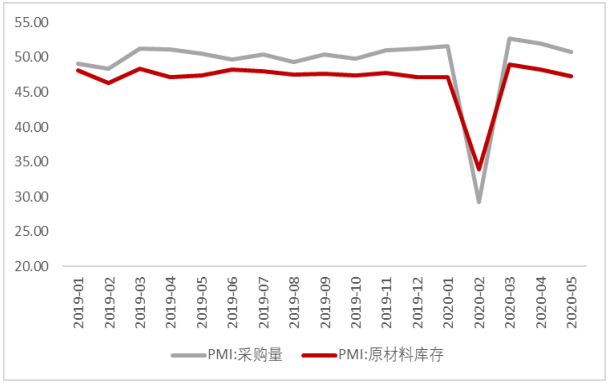
从生产前瞻指标看，4、5 月制造业生产指数均维持在 53%以上，印证企业生产活动的持续修复。从生产相关的细分指标看，一方面，企业原材料库存加速消化，5 月原材料库存指数较 4 月再度回落 0.9 个百分点；而另一方面，企业采购需求延续扩张；采购增加而库存下降，制造企业的生产活力持续较高，下半年制造业生产指数有望维持在高景气区间。值得一提的是，上半年政策多举加强对中小企业的支持，后续中小制造企业的营商环境将持续改善。

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：%

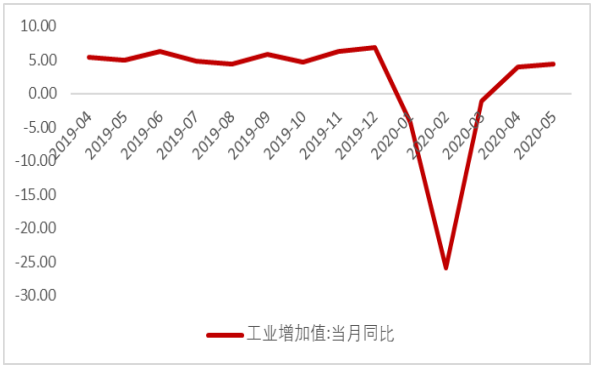
1.2 工业生产指标：新老基建是发力重点

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

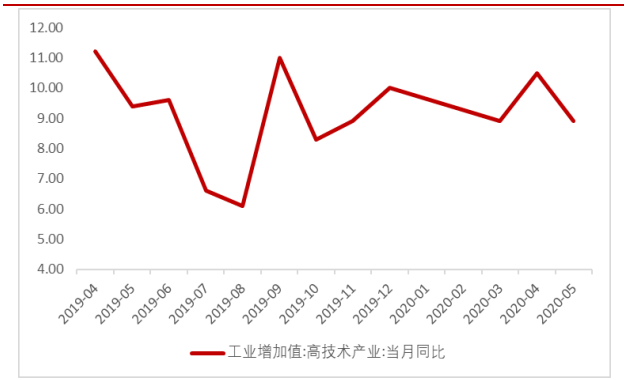
力，4、5 月周期、能源等上游环节行业增加值均有较好表现，黑色、有色金属冶炼和压延加工业增加值增速均在 5%左右。在产业升级方面。二季度新兴产业率先发力，高端制造行业增加值显著回暖。5 月专用设备、电气机械和计算机、通信和其他电子设备制造业同比均维持较高增速，分别增长 16.4%、6.8%和 10.8%；当前国内产业结构持续优化升级，下半年高技术附加值产业有望加快修复。

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



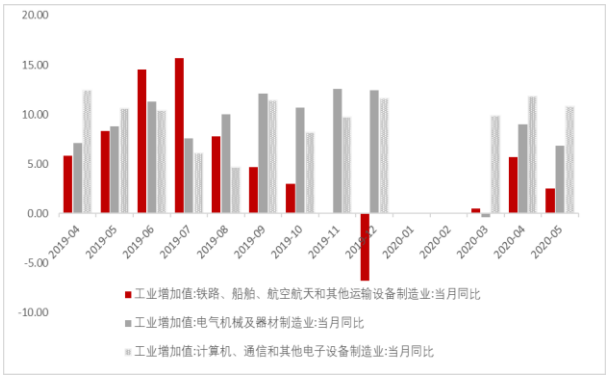
资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

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。

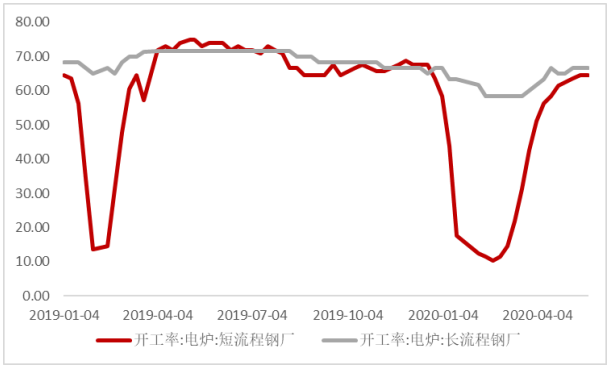
周期品方面，据中国水泥协会数据，1-5 月我国水泥产量为 7.69 亿吨，同比下降 8.2%，但同时，5 月单月产量高达 2.49 亿吨，创下单月水泥产量的历史新高。此外，长短流程钢厂的开工率也已基本恢复至疫情前水平，下游基建需求正全面释放，支撑上游周期行业生产活跃度。

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

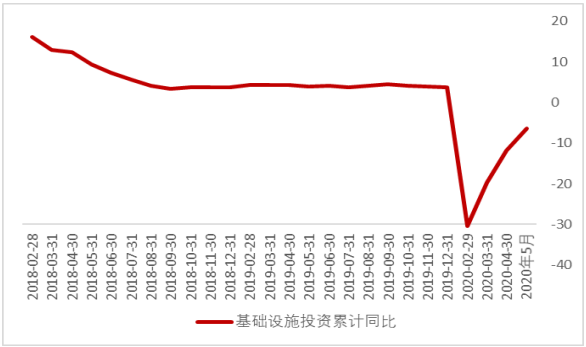
2.1 制造业投资是上半年主要拖累

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

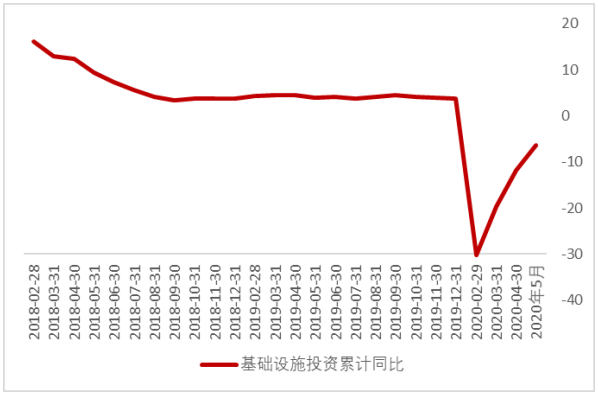
需走弱的背景下，制造企业的投资再生产意愿仍需观察。据日前公布的数据显示， 5 月 PMI 新出口订单延续萎缩，PPI 数据降幅持续增加，外需对当前制造业的生产预期仍有制约，行业投资的后续修复速度或较缓慢。

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。

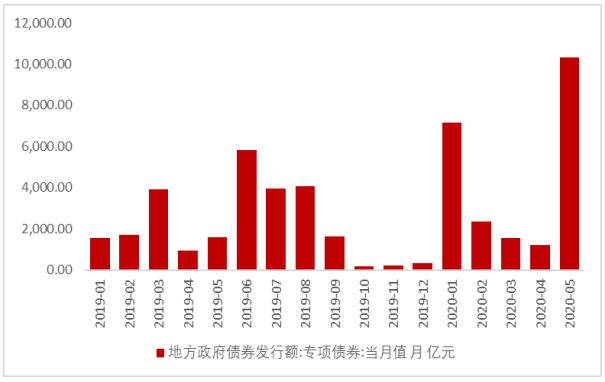
年内专项债发行规模高，且大部分用于基建。资金方面，2019 年以来，地方政府专项债资金已逐步成为撬动基建投资的重要动力。2020 年地方政府专项债发行再度前倾，政府工作报告将地方政府专项债规模提升至 3.75 万亿，且 5 月地方政府专项债发行额已超过 1 万亿，将有效支撑下半年基建投资增速。截至 6 月 15 日，国内累计新增发行专项债券 21936 亿元，其中 80%用于基建、市政及民生领域。

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

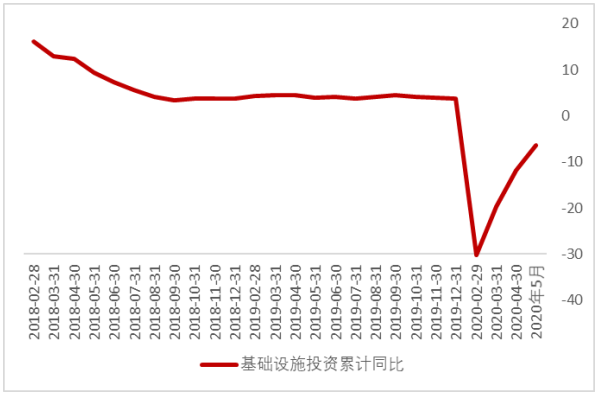


资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

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。

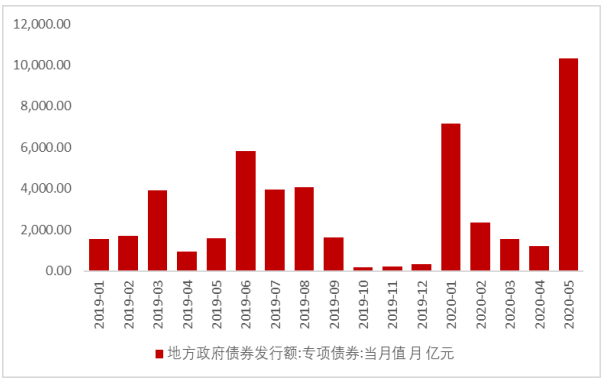
当前国内基建项目的融资结构主要由自筹资金、配套资金和专项债资金构成；其中，专项债是地方基建项目的主要资金来源。自筹资金包括中央预算、地方财政及政府性基金，配套融资以银行信贷为主。特别国债、专项债资金“充值”基建项目资本金，一定程度增强了项目的配套融资能力，引导社会资本补充基建项目现金流。

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。

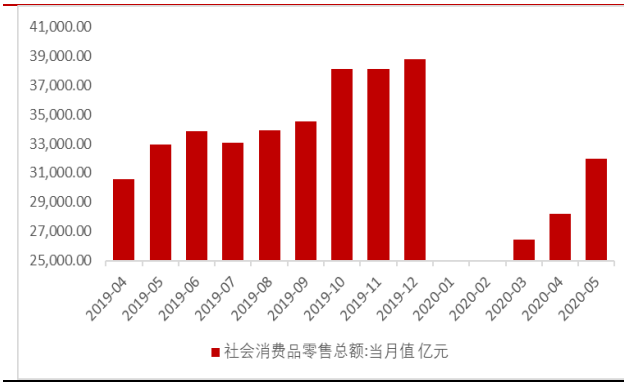
三、消费：上半年居民消费温和回补

3.1 社零数据回暖，居民消费意愿回升

年内社会零售数据有望持续改善。在疫情的冲击下，一季度国内社零数据持续弱势，居民消费承压。二季度以来，消费数据温和回补，4、5 月社会零售总额同比降幅以 5%左右的速度收窄，印证国内消费的温和回补。从消费类细分行业看，除食品饮料、化妆品等短期消费的同比增速回正外，单月汽车消费增速也实现 3.5%，国内汽车消费的刺激政策稳步收效。2020 年政府工

作报告提出要“稳就业促增收保民生”，提高居民消费意愿和能力，反映出消费在年内经济发展中的重要作用，年内社会消费品零售总额有望持续改善。

图 15：社会零售总额累计表现



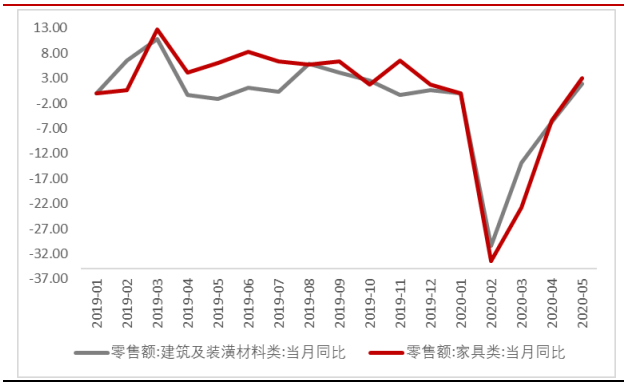
资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

图 16：社会零售总额增速表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 17：地产后周期消费品零售表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 18：化妆品零售表现

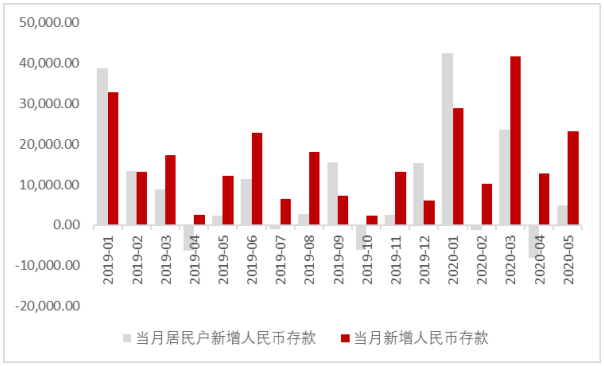


资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

存款表现印证消费温和回补。一季度我国居民存款明显增长，新冠疫情是其主要原因。一如此前我们在报告中反复强调的观点，新冠疫情从两方面影响居民的存款状况；首先，疫情防控的背景下，餐饮消费、服务等场所歇业，居民消费条件受限，居民户存款被动累积。其次，对未来收入的预期也会对居民的消费意愿产生影响。

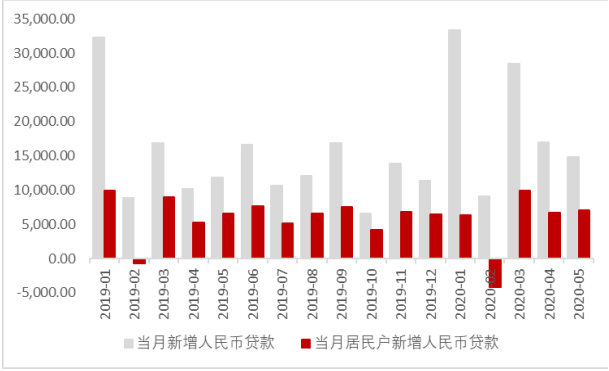
从 4、5 月金融数据的整体表现看，二季度住户存款整体减少，短期贷款规模小幅增加，反向印证居民消费意愿有所增加。值得一提的是，依据往年数据，4、5 月份居民存款有季节性减少的态势，因此当前消费复苏趋于温和，而非市场倾向的“报复性消费”。

图 19：居民户人民币存款表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

图 20：居民户人民币贷款款表现



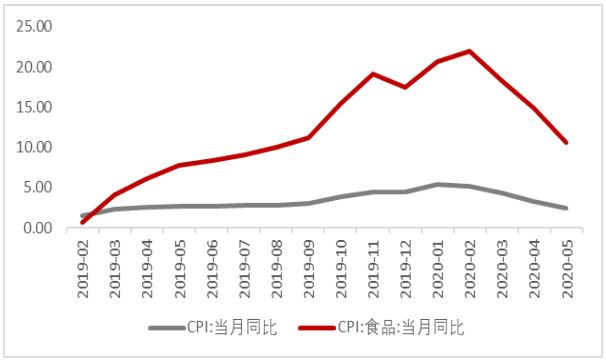
资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

3.2 物价：食品项扰动因素弱化，CPI 有望回归健康增长

CPI 涨幅延续收窄，但居民消费温和回补。在疫情的冲击下，一季度居民消费价格指数震荡；及至二季度，在复工复产、复商复市的持续推进下，居民消费价格指数全面趋稳。4、5 月 CPI 同比增速连续降至 4%、3%以下，环比增速延续为负，食品项价格二季度全面趋稳。

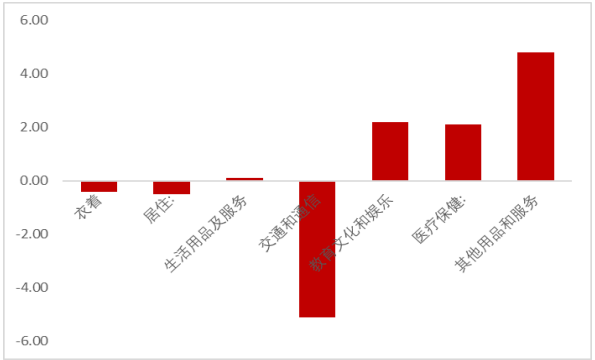
从最新一期数据看，5 月食品烟酒类价格同比上涨 8.5%，涨幅较 4 月回落 2.8 个百分点；环比方面，单月食品烟酒类价格下降 2.4%，较上月走扩 0.3 个百分点；畜肉等权重商品价格回落，农产品价格全面趋稳。着眼具体数据，5 月畜肉类价格环比下降 5.7%，降幅较 4 月再度加快 0.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.41 个百分点；月内猪肉价格下降 8.1%，鸡蛋、蔬菜、水果价格也持续下行，食品项对 CPI 数据的扰动作用正持续减弱。

图 21：CPI 及食品项数据表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 22：5 月 CPI 七大分项价格变动



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

除食品项外，其他七大分项价格环比“两涨三平两降”，较 4 月的“一涨六降”明

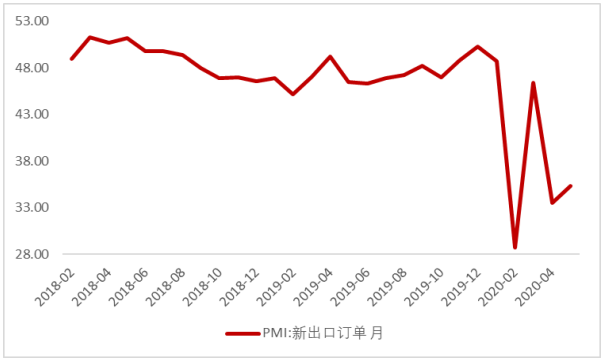
显改善。具体来看，5 月其他用品和服务、衣着分项价格表现转降为升，分别上涨 0.5%、0.2%；生活用品服务、教育文化娱乐、医疗保健分项价格均较 4 月持平，上半年末消费温和回补，在政策的扶持下，居民购买力逐步回升，下半年 CPI 数据表现有望回归“健康增长”。

四、需求：海外疫情仍存不确定性，下半年看内需

4.1 海外需求受疫情制约，出口表现弱势

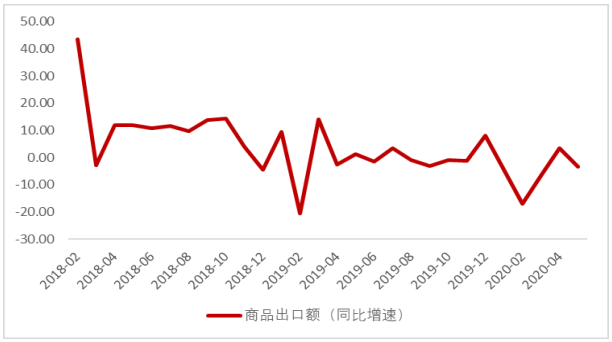
二季度出口表现整体走弱。着眼直观外需，在去年同期的低基数和供给发力的作用下，4 月出口数据超预期回升。但 5 月我国商品出口同比下跌 3.3%，较 4 月显著下降 11.5 个百分点，基本抹平 4 月数据增幅。从前瞻指标看，4、5 月制造业 PMI 新出口订单指数分别为 33.5%和 35.1%，较一季度微幅回升，但仍显著低于 50%的临界点；国内商品的出口表现仍受海外环境制约。前期出口的短期回暖主要来自供给端，海外订单回补仍需时日。

图 23：制造业 PMI 新出口订单表现



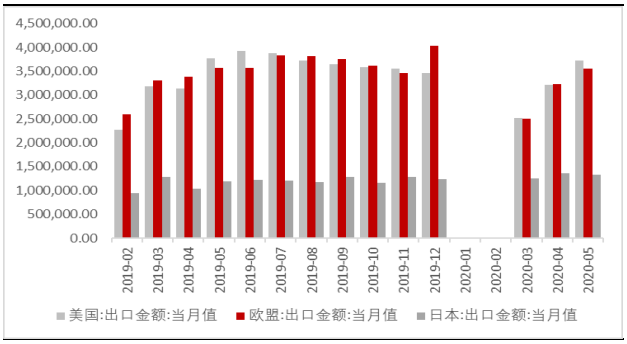
资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 24：国内商品出口数据表现



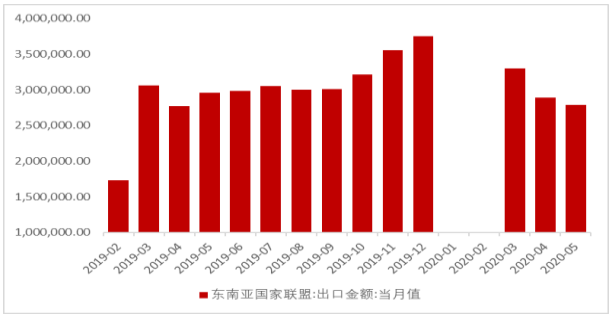
资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 25：对发达国家商品出口表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：万美元

图 26：对东盟商品出口表现

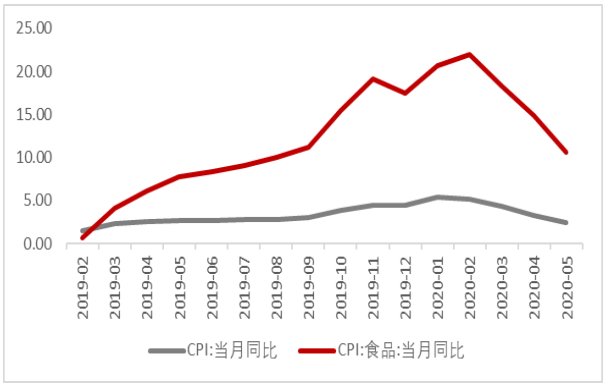


资料来源：wind，川财证券研究所，单位：万美元

对发达经济体、新兴市场出口表现均较弱。从出口国别看，二季度我国对发达经济体的商品出口额延续下滑，但降幅表现有所回暖。5 月对美国、欧盟和日本的出口同比降幅分别为 14.3%、4.1%和 1.6%，环比再度收窄 1.6、2.5 和 0.6 个百分点，4、5 月发达经济体出口表现连续改善。但在疫情的影响下，美欧等国家经济重启进度或较缓慢，叠加往年同期出口数据的较低基数，疫情对发达经济体的需求制约仍将延续。

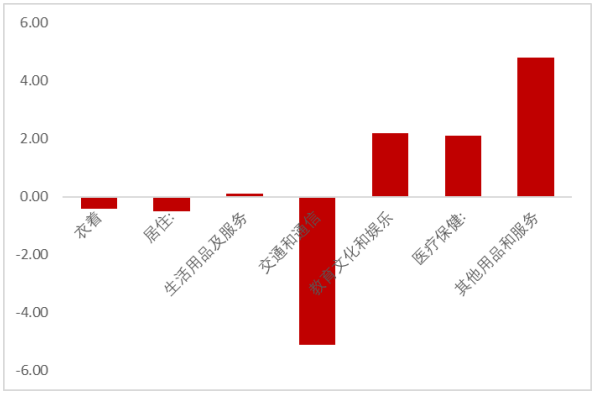
新兴市场方面，5 月我国对东盟商品出口的累计同比增速为 2.8%，环比增长 0.4 个百分点。尽管当前我国对东盟的出口表现持续改善，但同比增速仍远低于往年水平，疫情对新兴市场需求仍有制约。

图 27：CPI 及食品项数据表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 28：5 月 CPI 七大分项价格变动

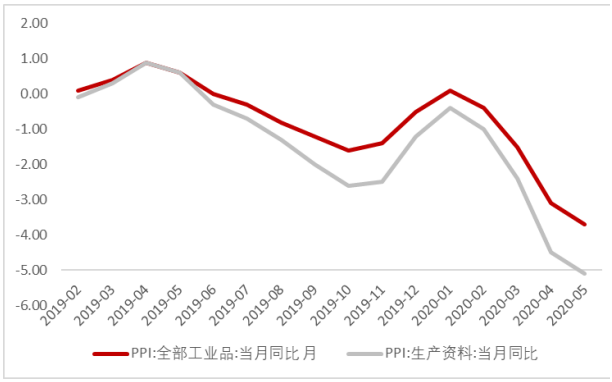


资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

4.2 外需制约，下半年 PPI 数据仍待观察

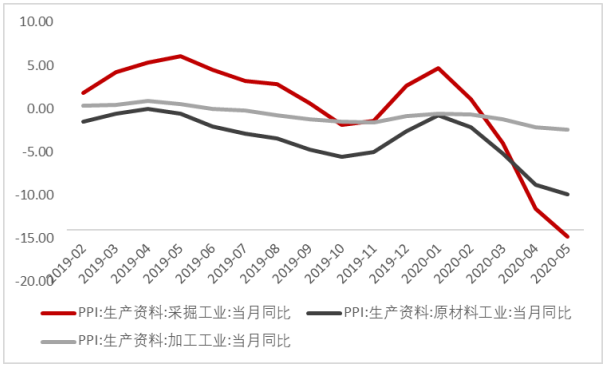
工业品价格持续下跌，海外弱势需求传导。二季度以来，国内 PPI 数据同比降速持续高于 3%。5 月工业生产者出厂价格降速再度加快，同比降速较 4 月再度走扩 0.6 个百分点；其中，生产资料价格同比下降 5.1%，降幅比上月再度扩大 0.6 个百分点，是数据的主要拖累项。在疫情的影响下，海外大宗商品显著下行，石油天然气开采业黑色、有色及化工等原材料行业价格表现均较弱势。回顾上半年，外需是压制工业品出厂价格的关键因素；尽管 5、6 月海外各国均推出了部分经济复苏措施，但海外高频数据显示，欧美生产恢复进度仅为往年水平的 70%左右；疫情持续蔓延的背景下，海外商品市场供需两弱，下半年工业品价格回暖仍需观察。

图 29： PPI 数据整体表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：万美元

图 30： 大类行业数据表现



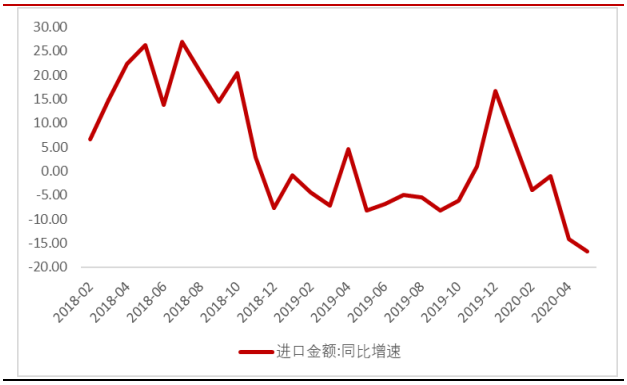
资料来源：wind，川财证券研究所，单位：万美元

4.3 进口额下跌，但内需持续改善

进口增速短期下跌，但内需正在改善。二季度国内商品进口表现具备一定的特殊性。一季度以来，国内基建持续发力，内需逐步恢复，但同期进口增速却呈下跌趋势，4、5 月国内进口额同比增速均在-10%左右。但从大宗商品的进口量上看，4、5 月我国原材料、能源及农产品的进口量均有增加，海外商品价格下跌是进口额下降的重要原因。

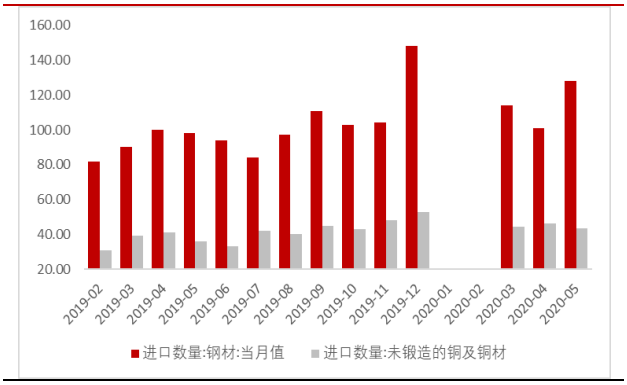
从最新一期数据看，能源方面，5 月我国原油、煤及天然气进口量的累计同比增速分别为 5.2%、16.8%及 1.9%，但 3 种商品的进口均价分别下跌 21.2%、4.7%及 14.7%；钢材、铜材等主要周期商品的进口均价也延续下跌。

图 31： 进口数据整体表现



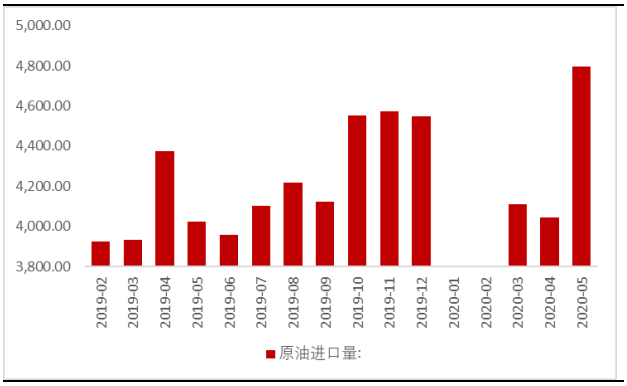
资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 32： 周期商品进口表现



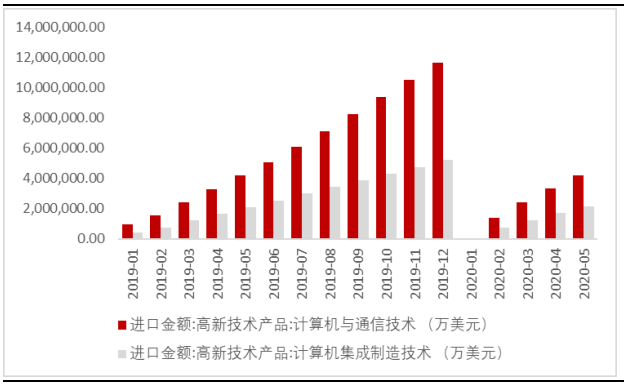
资料来源：wind，川财证券研究所，单位：万吨

图 33： 能源进口表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：万吨

图 34： 高技术商品进口表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：万美元

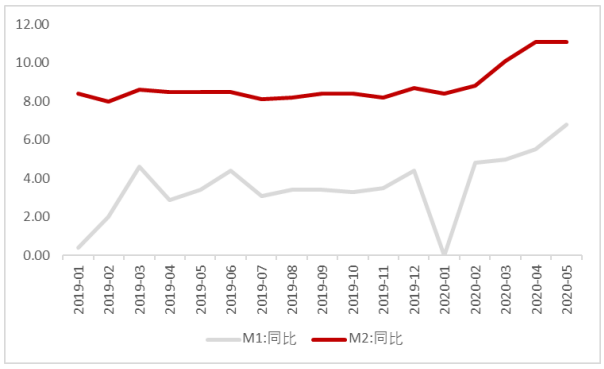
新老基建是下半年内需的重点支撑项。一季度以来，我国高新技术产品的进口表现延续改善，前 5 个月我国累计进口集成电路 2011.5 亿个，同比增长 27.3%。国内“新老基建”共同发力，上游周期商品、高技术产品进口量后续有望持续走强。

五、下半年流动性有望维持边际宽松

5.1 企业融资环境边际宽松

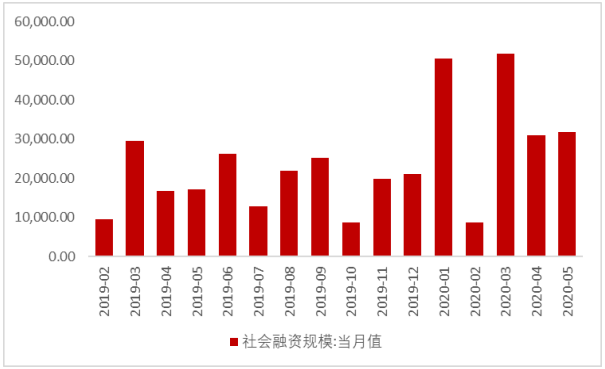
今年以来，政策端多次提出，M2、社融增速要略快于 GDP 名义增速，二季度 M2、社融增速均保持较快增长，同比增速均快于 10%。

图 35： M1、M2 增速表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 36： 社会融资规模表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

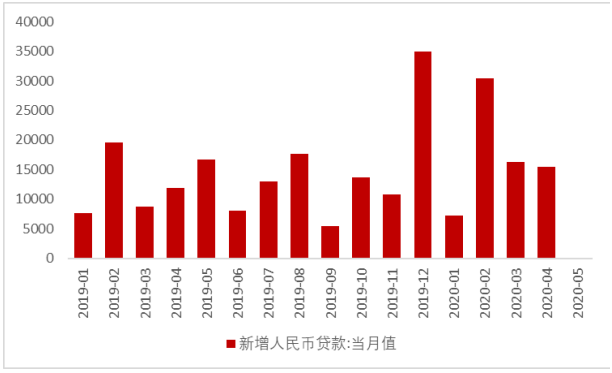
企业生产采购意愿持续修复。截至 5 月末，M1、M2 增速均延续较好表现。从企业部门短期的流动性看，二季度以来，M1 增速整体回暖，企业部门活期

存款余额持续增长，企业生产、采购意愿较强。从政策角度看，2020 年政府工作报告、一季度货币政策执行报告等重要政策对小微企业融资环境多举维护，预计在央行加强逆周期调节的背景下，下半年 M2、M1 增速表现有望维持稳健。

5.2 下半年债券发行规模显著增长

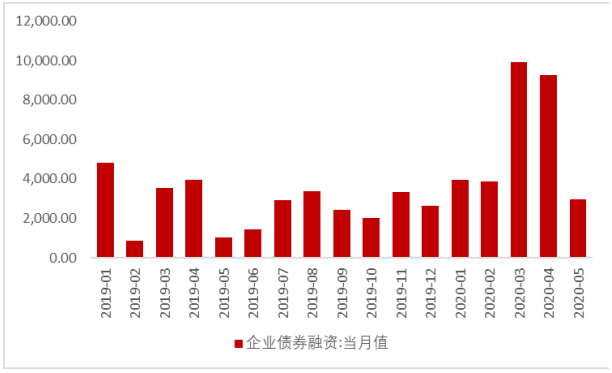
企业债券融资规模较去年显著增长。前 5 月国内新增社融规模显著增长，人民币贷款、债券融资规模均有明显上升，其中，前 5 月我国人民币贷款规模较去年同期增长 24.9%。

图 37：国内信贷融资表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

图 38：企业债务融资表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

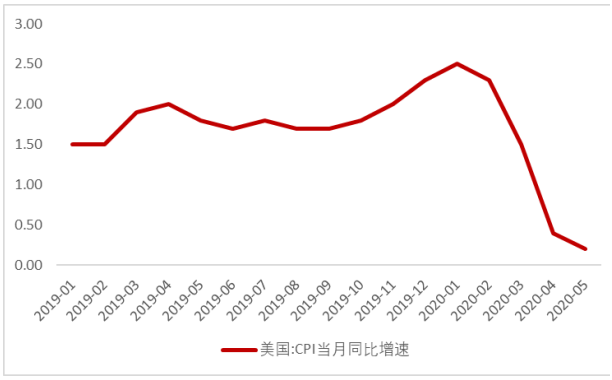
债融方面，今年以来，除地方政府专项债发行大幅前倾外，企业债务融资活力也显著上升：1-5 月企业债净融资额较去年同期增长 109.95%，4、5 月企业债融资规模较去年累计多增 1.3 万亿，年内鼓励企业债务融资的政策收效。两会后，央行等八部委联合印发《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》，提出 2020 年要支持金融机构发行小微企业专项金融债券 3000 亿元，预计随着后续企业债融资质的不断下沉，年内债券融资规模有望显著增长。

5.3 海外货币超发严重

海外货币超发较为严重。一季度以来，为应对疫情的冲击，海外主要经济体均不计后果的对市场投放流动性，美联储利率趋 0，日本持续维持负利率。美国方面，尽管美联储在 6 月 FOMC 会议上未采取进一步降息，但在其声明中强调，下一步将至少以目前的速度继续购买国债、MBS 以及 CMBS，以及

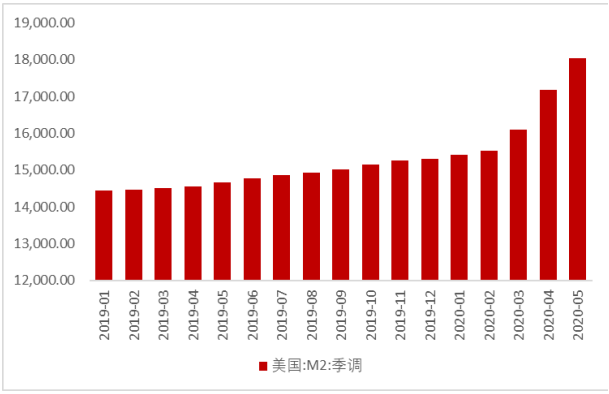
继续大规模的隔夜和定期回购操作；此外，在美联储点阵图显示，至少在2022年，美联储将维持低利率环境，预计下半年海外流动性环境不会收紧。

图 39：美国 CPI 数据表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 40：美国 M2 数据表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：十亿美元

货币超发对美经济基本面的修复作用有限。尽管当前海外各国流动性“过分”充裕，但海外主要经济体通胀数据并没有明显的改善，货币超发的刺激作用并未收到明显效果。从5月数据看，5月美国CPI指数（季调）仅为0.20%，创2015年以来最低值。

相比之下，国内货币政策整体谨慎存款基准利率、准备金率均仍存在较大的政策空间；一季度央行货币政策执行报告坚持强调，要珍惜我国常规状态的货币政策，维持流动性的合理充裕。

5.4 年内流动性环境仍有边际宽松的可能性

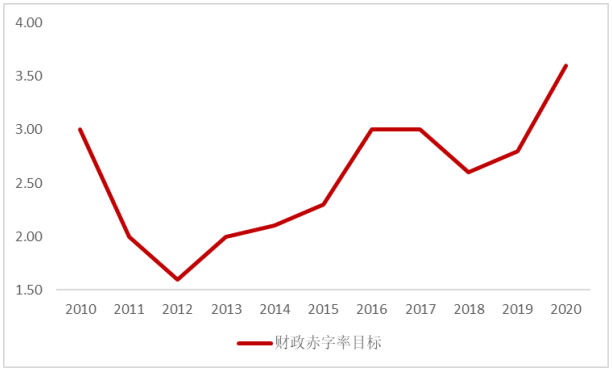
政策多次提及降准。首先，货币政策方面，维护流动性的合理充裕仍是年内央行的主要工作。在2020年陆家嘴论坛上，银保监会主席郭树清在论坛上表示，“应当为今后预留一定的政策空间”，强调不搞货币赤字化和负利率，国内财政、货币政策的稳健基调未变。相较于美、日等国家的大规模扩表，我国央行倾向以降准、再贷款等数量型工具补充银行体系流动性，在“保主体”的同时，维护我国金融系统的稳定性。2020年以来，我国已累计降准3次，当前国内存款准备金率在9%左右；两会后政策端已两次提出降准，降准或加速落地。

财政资金需求较旺盛。其次，财政方面，2020年我国财政规模显著发力，财政赤字、特别抗疫国债际专项债较去年显著增长2.85万亿元。5、6月财政集中发力，下半年财政资金需求较大，银行体系或存在一定的资金压力，后

续资金面需数量型政策补充，降准有望加速落地。

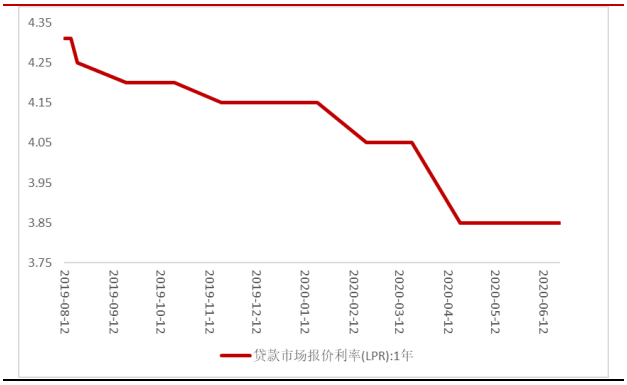
利率市场化改革同样需要边际宽松。利率市场化改革也是年内货币政策的发力重点，2020 年我国 1 年期 LPR 已累计下调 30BP，5 年期 LPR 也下调 15BP，企业融资成本显著下行；值得一提的是，6 月 17 日国常会，明确提出要“推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元”，年内 LPR 仍有下调的可能性。

图 41：财政赤字规模



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 42：1 年期 LPR 数据表现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

六、资本市场改革下半年将开启全面加速

表格1. 2020 年资本市场改革措施梳理

时间	发布机构/文件	主要内容
3 月 1 日	全国人大常委会	新证券法正式实施
3 月 30 日	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	突出完善资本市场基础制度，“改革完善股票市场发行、交易、退市等制度”
4 月 7 日	金融委第二十五次会议	发挥好资本市场的枢纽作用，不断强化基础性制度建设；放松和取消不适应发展需要的管制
4 月 16 日	金融委第二十六次会议	专题研究了加强资本市场投资者保护问题
4 月 27 日	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》	创业板注册制试点的具体操作中，分为交易所审核和证监会注册两个步骤，并以问答的方式提高信披质量
5 月 7 日	《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》	落实取消 QFII、RQFII 等境外机构投资者额度限制；进一步为境外投资者的境

		内投资提供便利，并通过完善风险控制、加强监管等方式维护境外投资者权益
5 月 14 日	**金融支持粤港澳大湾区建设的意见**	明确“扩大证券业开放”，支持在粤港澳大湾区内地依法有序设立外资控股的证券公司、基金管理公司、期货公司；并支持外资在粤港澳大湾区内地设立保险机构
6 月 3 日	**《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》**	转板范围定为上交所科创板和深交所创业板，均为注册制试点板块，具备较强的包容性和融资活力
6 月 11 日	**《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》**	2020 年要支持金融机构发行小微企业专项金融债券 3000 亿元； 优化小微企业专项金融债券审批流程； 加快创业板、新三板改革，以支持符合条件的中小企业融资上市； 推进区域性股权市场创新试点
6 月 12 日	**《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》**	放宽涨跌幅、异常波动等关键指标范围；将股票、相关基金涨跌幅限制提升至 20%，并对新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制；创业板注册制进入实操阶段
6 月 18 日	**第十二届陆家嘴论坛**	提出“建制度、不干预、零容忍”， 支持资本市场重大改革创新措施在上海先行先试” 加速科创板再融资、做市商等制度完善 深化资本市场互联互用，并进一步优化沪港通及 ETF 的互联互通
6 月 19 日	**上海证券交易所**	上交所与中证指数有限公司决定自 2020 年 7 月 22 日起修订上证指数的编制方案。此次修订内容包括剔除被实施风险警示的股票，延迟新股计入时间，将科创板证券纳入上证指数样本空间。同时，上交所还将于同日发布科创板 50 成份指数

数据来源：川财证券研究所整理

资本市场基础制度改革将继续发力。尽管 2020 年政府工作报告并未对直接融资直接着墨，但资本市场的重要性年内被反复提及。

在 6 月 18 日举行的第十二届陆家嘴论坛上，就未来资本市场的发展方向做出了积极讨论。在国务院副总理刘鹤的书面致辞中，提出“建制度、不干

预、零容忍”，在强调资本市场功能性的同时，加强对财务造假等违法违规行为的打击力度。此外，证监会主席易会满在讲话中强调，将加速科创板再融资、做市商等基础制度完善，发挥科创板的功能性作用；预计下半年资本市场基础改革将集中发力。

创业板改革下半年有望持续加速。创业板是资本市场基础制度改革的第一梯队，4 月 27 日创业板改革整体方案发布后，证监会、深交所等监管部门的配套措施也光速落地，创业板改革正式进入实操阶段。在改革过程中，创业板放宽涨跌幅、异常波动等关键指标范围；将股票、相关基金涨跌幅限制提升至 20%，并对新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，进一步拉升创业板市场活力明显增强，创业板改革下半年有望持续推进。

下半年有望迎来更多外资增量。5 月以来，金融市场持续加强对外开放。《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》提出，要“落实取消合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券投资额度管理要求”，并对合格投资者跨境资金汇出入和兑换实行登记管理，有望进一步牵引 QFII、RQFII 等海外资金入市。

A 股方面，在 2020 年陆家嘴论坛上，易会满重点提出，深化资本市场互联互用，并进一步优化沪港通及 ETF 的互联互通；考虑到我国长期稳定的利率环境，A 股有望持续迎来外资增量。

改革有望进一步向高技术行业较多倾斜。改革进一步增强了市场包容度。从先行改革的几个板块看，创业板、科创板、新三板均对科技、中小企业倾斜明显。改革直接向下拓宽了我国资本市场的包容性，注册制改革率先从贴合战略新兴产业的创业板等板块开启，并随着后续上证指数、科创板指数的修改，优质企业上市渠道将更加畅通，高技术、战略新兴产业发展前景广阔。

风险提示

外部市场冲击风险

海外疫情持续发酵

中美贸易脱钩

价格风险

海外需求引发主要工业原料超预期调整

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30 以上为买入评级；15-30 为增持评级；-15-15 为中性评级；-15 以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30 以上为买入评级；15-30 为增持评级；-15-15 为中性评级；-15 以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857