产需继续回暖，经济恢复仍面临压力

——联合宏观信用观察月报（2020 年 5 月）

联合资信、联合评级宏观研究部

摘要：

- 二季度以来，随着统筹推进疫情防控和经济社会发展成效显现，生产需求持续改善，4、5 月多个指标实现正增长，但从累计数据看，主要指标与一季度相比虽有明显改善，但依然是负增长。国内聚集型消费依旧受到制约，且 6 月北京疫情的反弹或将加重全国对疫情的担忧情绪，从而进一步抑制国内需求的恢复；基建在资金的支持下有较大的爆发力，但由于需求的不景气并未带动相关链条的制造业同步恢复，后期投资增长依然依赖于政策资金带动；从外部需求看，境外疫情依旧肆虐，世界经贸显著收缩，净出口或成经济拖累项。
- 区域方面看，随着疫情防范的常态化、复工复产深入推进，各省区基本都呈现出经济逐步复苏向好的态势。行业方面，基建和建筑行业快速复工，带动钢材、水泥量价齐升；房地产销售连续第二个月好转，带动价格上涨，竣工增加；国际原油价格回升。
- 2020 年以来，为对冲新冠疫情的影响，积极的财政政策更加积极有为，稳健的货币政策更加灵活适度。综合运用降准、再贷款等工具，引导利率下降，推动金融部门向企业让利，加快落实降费措施，增加有效投资，促进经济复苏。

一、宏观经济运行

二季度以来，随着统筹推进疫情防控和经济社会发展成效显现，生产需求持续改善，4、5 月多个指标实现正增长，二季度经济形势逐步好转，但仍面临经济下行的较大压力。从累计数据看，主要指标与一季度相比虽有明显改善，但依然是负增长：1-5 月份，规模以上工业增加值同比下降 2.8%，社会消费品零售总额下降 13.5%，固定资产投资（不含农户）下降 6.3%，出口下降 7.7%。从单月口径看，5 月经济持续回暖，从当月看不少指标低于上年同期水平，经济恢复仍面临压力：5 月工业增加值同比增长 4.4%，上年同期为同比增长 5%；社会消费品零售总额同比名义下降 2.8%，上年同期为同比增长 8.6%；出口同比下降 3.3%，上年同期为增长 1.1%。国内聚集型消费依旧受到制约，且 6 月北京疫情的反弹或将加重全国对疫情的担忧情绪，从而进一步抑制国内需求的恢复；基建在资金的支持下有较大的爆发力，但由于需求的不景气并未带动相关链条的制造业同步恢复，后期投资增长依然依赖于外部资金带动；从外部需求看，境外疫情依旧肆虐，世界经贸收缩严重：二季度，WTO 货物贸易晴雨表指数为 87.6，创历史新低；联合国贸易和发展会议预测，二季度全球商品贸易额将比一季度下降 26.9%。且从数据看，消费的恢复弱于投资的恢复，反映了当前经济的恢复主要是依赖于外部资金对投资的拉动作用，经济的内生增长力偏弱。整体看，虽然近期主要指标均有好转，但从当月看不少指标依旧低于上年同期水平，且从累计角度看多数指标仍处于负增长，表明疫情对经济的影响尚未完全消除，经济尚未恢复到正常水平。当前境外疫情对世界经济的巨大冲击继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

1．生产活动继续改善，但扩张力度减弱

复工复产继续推进，制造业和非制造业生产活动继续改善。2020 年 5 月份，制造业采购经理指数和非制造业商务活动指数均保持在临界点以上，其中制造业采购经理指数为 50.6%，比上月小幅回落 0.2 个百分点；非制造业商务活动指数为 53.6%，比上月上升 0.4 个百分点；综合 PMI 产出指数为 53.4%，与上月持平。

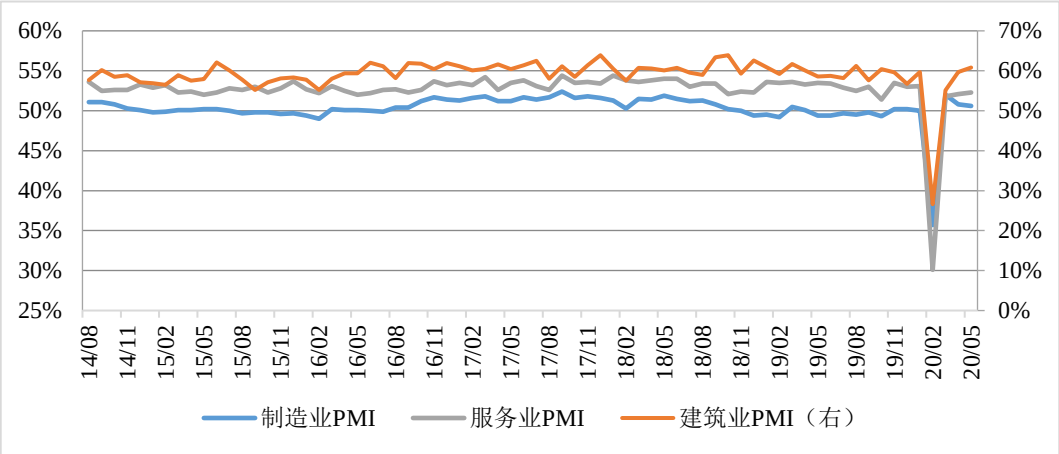
制造业采购经理指数连续三个月保持在荣枯线之上，生产持续恢复。5 月制造业 PMI 录得 50.6%，较上月回落 0.2 个百分点，连续三个月处于荣枯线之上，在 5 月制造业采购经理调查企业中，81.2%的企业已达正常生产水平的八成以上，生产持续恢复。**生产持续恢复，但扩张力度继续减弱。**5 月生产指数为 53.2%，比上月回落 0.5 个百分点，企业生产经营继续改善，但扩张力度减弱。在调查的 21 个行业中，食品及酒饮料精制茶、石油加工、专用设备、汽车等 14 个制造业生产指数高于临界点；纺织服装服饰、木材加工等 7 个制造业低于临界点。**需求进一步恢复，产需缺口收窄。**新订单指数为 50.9%，比上月上升 0.7 个百分点，

与生产指数差值有所缩小，产需缺口有所收窄。在调查的 21 个行业中，有 12 个行业新订单指数高于上月，其中造纸印刷、化学纤维及橡胶塑料、钢铁等制造业新订单指数升至临界点以上，国内相关市场需求有所改善。**需求修复，带动价格上升、库存去化**。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 51.6%和 48.7%，比上月回升 9.1 和 6.5 个百分点，均为近 4 个月以来高点，其中主要原材料购进价格指数升至临界点以上，企业原材料采购价格有所上涨。从行业情况看，钢铁、有色等上游行业两个价格指数均回升明显，高于 55.0%。与 5 月 PPI 环比降幅收窄相一致。库存方面，5 月原材料库存指数下降 0.9 个百分点至 47.3%，产成品库存指数下降 2 个百分点至 47.3%，表明在需求回升生产扩张力度减弱的情况下，库存有所去化。**外贸活动疲弱，就业压力进一步凸显**。当前全球疫情和世界经济形势依然严峻复杂，国外市场需求持续萎缩。5 月制造业新出口订单指数和进口指数分别为 35.3%和 45.3%，虽比上月回升 1.8 和 1.4 个百分点，但均处于历史较低水平。外贸不景气，压制企业用工意愿，5 月制造业从业人员指数下降 0.8 个百分点至 49.4%，后期稳就业压力较大。

非制造业商务活动指数继续回升。5 月份，非制造业商务活动指数为 53.6%，高于上月 0.4 个百分点。**建筑业加快回暖**。建筑业商务活动指数为 60.8%，较上月上升 1.1 个百分点。从市场需求看，新订单指数比 4 月上升 4.8 个百分点，录得 58.0%，建筑企业新签订的工程合同量继续回升。从劳动力需求和市场预期看，建筑业从业人员指数和业务活动预期指数分别为 58.8%和 67.5%，比上月上升 1.7 和 2.1 个百分点。**服务业稳步恢复**。服务业商务活动指数为 52.3%，比上月小幅上升 0.2 个百分点。扩大居民消费政策措施加快落地，叠加“五一”假日消费效应，消费市场继续回暖。在调查的 21 个行业中，有 15 个行业商务活动指数高于 50.0%。其中，交通运输、住宿餐饮、电信、互联网软件等行业商务活动指数位于 55.0%以上，均高于上月，市场活跃度有所增强。但是，文化体育娱乐业商务活动指数仅为 44.5%，继续处于低位。

综合看，5 月国内制造业生产活动继续改善，但外贸不景气给以出口为主的制造业带来的影响有所显现，生产扩张活动有所减弱，用工意愿下降，预计后期相关的就业扶持政策或将逐步落地。

图 1：PMI 指数



数据来源：Wind，联合资信整理

2．工业生产延续回升趋势，服务业年内首次实现正增长

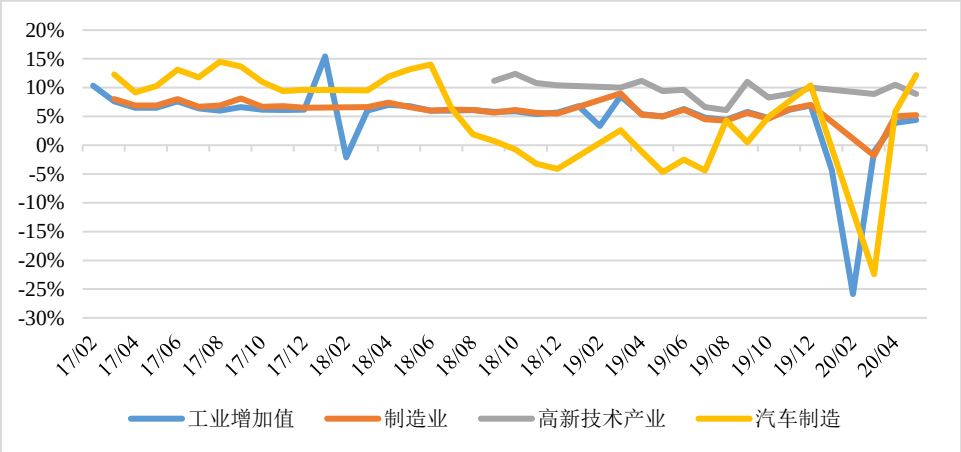
工业生产继续回升，但回升速度放缓。截至 5 月 27 日，67.4%的企业达到正常生产水平八成以上，较 4 月下旬上升 6.6 个百分点，复工复产进一步推进，生产进一步加快，但整体生产回升的速度有所放缓：5 月规模以上工业增加值同比增长 4.4%，增速较 4 月份回升 0.5 个百分点，增速涨幅较 4 月回落 4.5 个百分点；其中，采矿业、制造业以及公用事业三大门类分别增长 1.1%、5.2%、3.6%，增速均有所加快。从环比看，5 月规模以上工业增加值比上月增长 1.53%（4 月环比增长 2.3%）。从行业角度看，基建和建筑行业相关的产业链条增势较好，高新技术行业保持高速增长，消费品类表现差强人意。**5 月在基建和房地产投资高速增长的带动下，相关的工业生产也表现出较好的增长趋势**：原材料类行业增加值同比增速从上月的 3.5%加快到 5.5%。其中，黑色金属、非金属矿物制品、化工等行业分别增长 6.1%、5.5%、3.9%，增速均较上月小幅加快；基建相关的装备制造业也表现突出，5 月建筑工程用机械产量同比增长 38.4%，增速较上月加快 17.5 个百分点。**高新技术行业保持高增长趋势**：5 月高技术产业工业增加值同比增长 8.9%，增速小幅放缓但仍高于全部工业 4.5 个百分点。**消费品行业恢复较弱，汽车生产在消费的带动下恢复加快**：5 月份消费品行业出现下滑，增速由上月的增长 0.7%转为下降 0.6%，服装、家具、文教工美、皮革制鞋等行业下降在 5.0%-11.4%之间，显示了居民端的需求不足；汽车行业在汽车消费转正的带动下，恢复进一步加快，汽车制造业增长 12.2%，较 4 月份加快 6.4 个百分点，增速为 2018 年下半年以来各月最高水平。整体看，多数行业和产品生产继续恢复，41 个大类行业中，30 个行业增加值同比实现增长，增长的行业数较上月增加 2 个，增长面为 73.2%。

5 月工业生产回升放缓的同时，**服务业增速由负转正**。5 月服务业生产相比工业表现更好，服务业生产

指数同比增长 1.0%，较 4 月提升 5.5 个百分点，今年以来首次实现正增长。主要是信息、金融、房地产等行业较快增长对服务业带动作用明显，三个行业合计拉动服务业生产指数增长 3.1 个百分点。具体看，5 月份，信息传输软件和信息技术服务业生产指数同比增长 12.9%；在金融支持加大、信贷投放增加的支持下，金融业实现稳定增长，5 月金融业生产指数实现同比增长 5.2%；房地产销售在 4、5 月份连续好转、投资增速基本恢复至 2019 年水平，行业改善明显，5 月房地产生产指数同比增长 5.2%。此外，前期受冲击较大的批发零售、住宿餐饮等生活性服务业也有明显的恢复。但同时注意到，聚集型消费复苏缓慢是制约服务也恢复的主要因素。5 月，受居民担忧情绪影响，聚集型消费复苏相对较为缓慢，住宿和餐饮业生产指数同比下降 21.7%，餐饮收入额下降 18.9%，后期依然会对消费形成压制。

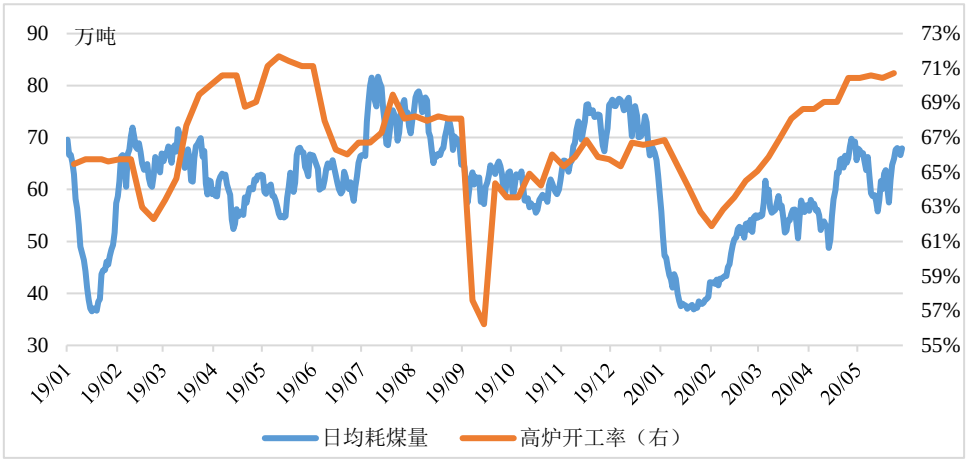
从高频数据看，6 月前两周六大发电集团日均耗煤均值为 62.8 万吨，以恢复至往年同期水平；5 月以来高炉开工率维持在 70%以上，但仍低于往年同期水平。高频数据显示了工业生产的持续恢复，但后期**工业生产仍存在较大的不确定性**。统计局数据显示，5 月份 41 个行业中有 25 个行业出现增速回落或降幅扩大，产品增长面较上月有所下滑，同时出口订单不足，5 月工业出口交货值由增转降，同比下降 1.4%，后期需要警惕出口不足带来的生产动能下降的压力。

图 2：工业增加值当月同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3：高炉开工率以及发电耗煤量



数据来源：Wind，联合资信整理

3．基建投资持续高增长，制造业投资仍处负增长区间

2020 年 5 月在一系列稳投资政策的作用下，固定投资增速继续修复，投资降幅连续 3 个月收窄，1-5 月全国固定资产投资（不含农户）同比下降 6.3%，降幅比 1-4 月份和一季度分别收窄 4.0 和 9.8 个百分点；分领域看，基础设施（不含电力）投资同比下降 6.3%，制造业投资下降 14.8%，房地产开发投资下降 0.3%，降幅分别比 1-4 月份收窄 5.5、4.0、3.0 个百分点；从单月口径看，5 月基建、房地产投资均实现 8%以上的增长速度，只有制造业投资仍处于负增长区间。前 5 个月固定资产投资呈现基建、房地产恢复较快，制造业投资恢复缓慢的特点。当前的经济恢复主要是依赖于政策资金推动下的基建投资带动，预计后期基建投资依然是经济托底的主要抓手。而制造业行业更多是事民营企业，对未来的投资受需求和利润的共同约束，制造业投资恢复缓慢，显示了制造业企业对未来需求恢复的信心不足。

基建投资持续反弹，专项债融资规模创新高。从单月口径看，5 月基建（不含电力）投资同比增长 8.29%，实现自 2018 年 5 月以来最高增长速度，领先于房地产和制造业投资增速，高于去年同期 5.33 个百分点。**基建融资仍然保持高位**，1-5 月新增专项债发行 21502 亿元，发行规模是去年全年的 1.5 倍，其中，5 月专项债发行 9980 亿，创单月历史新高。后期基建增速或将仍有增长空间，成为经济增速的主要托底项。一方面今年提高了专项债券资金可用作项目资本金的比例，且信贷资金中大部分资金流向了基建领域，部分对冲了财政吃紧造成的预算内资金减少，基建资金来源仍有保障；另一方面从稳就业的政策角度看，基建作为经济的主要托底项，需要保持较高的增长，才能有效的带动就业。4 月 30 日，证监会与发改委联合发布的《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，有望盘活存量资产，或将带动基建投资继续增长。从项目审批角度看，5 月发改委共审批核准固定资产投资项目 7 个，总投资 1298

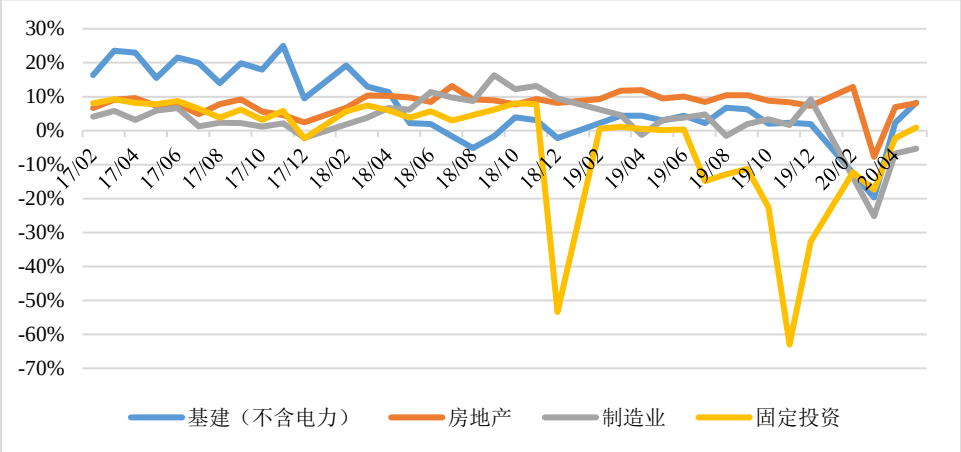
亿元，主要集中在交通运输、能源等领域。

房地产投资强劲，销售持续回暖。1-5 月房地产投资同比下降 0.3%，降幅比 1-4 月份收窄 3.0 个百分点，其中住宅投资同比持平。单月口径看，5 月当月房地产投资同比增长 8.09%，增速较 4 月上升 1.13 个百分点，基本恢复至往年平均水平。从供给端看，5 月**房屋新开工及竣工面积同比增速转正**：1-5 月房屋新开工面积同比下降 12.8%，降幅收窄 5.6 个百分点；房屋竣工面积同比下降 11.3%，降幅收窄 3.2 个百分点；单月口径来看，5 月房屋新开工面积同比增长 2.5%（4 月为下降 1.3%），竣工面积同比增长 6.2%（4 月为下降 8.8%）。**销售强势反弹，一线城市价格同比回升**：5 月当月商品房销售面积、销售金额分别实现同比增长 9.7%、14.0%，较前值分别大幅回升 11.8、19.0 个百分点，增速由负转正，超越去年同期水平。5 月商品房销售连续第二个月实现大幅增长，一方面可能是由于二三线城市房价同比下降带来的刚需购房需求；另一方面或许与一线城市投资性房产需求上升相关：5 月一线城市二手房价格指数同比增速由 2 月的 2.2%逆势上涨至 5 月的 4.1%，而二三线城市二手房价格指数持续回落，或体现了一线城市房地产具有的投资属性导致了在利率环境整体较低的情况下，引发的投资性资金流向了房地产领域。从资金端看，**销售回暖带动资金快速回升**。1-5 月，房地产开发企业到位资金同比下降 6.1%，降幅收窄 4.3 个百分点；5 月当月，房地产开发企业到位资金同比增长 10.0%（4 月为-0.6%）。从主要资金来源看，5 月当月国内贷款同比增长 9.2%（4 月为 10.6%）；自筹资金同比增长 14.0%（4 月为 5.8%）；定金及预收款同比增长 6.7%（4 月为-10.1%）；个人按揭贷款同比增长 15.0%（4 月为-0.6%）。与销售相对应的个人按揭以及定金收款增长速度回升幅度最大。央行在一季度货币政策报告中，重申“房住不炒”定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，但“因城施策”的调控手段下，部分城市的房地产调控政策或有边际放松，后期房地产投资增速或将在低利率的环境下继续维持当前较高的增长速度，且前期销售的期房面临着交房的压力，使得房地产投资具有一定的韧性，后期可能表现在新开工面积增速低于施工面积和竣工面积增速。在整体的调控方针不变的情况下，刚性需求将是未来房地产市场的需求支撑，房地产不会成为本轮经济刺激的手段。

制造业投资修复相对缓慢。1-5 月份，制造业投资同比下降 14.8%，降幅比 1-4 月份收窄 4.0 个百分点，仍处于深度增长区间；单月口径看，5 月制造业投资同比下降 5.33%，降幅较 4 月收窄 1.41 个百分点，依然处于负增长区间。相对比基建和房地产的快速恢复，制造业投资恢复较为缓慢。**高技术产业投资增速转正**，在所有制造业投资中表现最好，1-5 月高技术制造业投资同比增长 2.7%，1-4 月份为下降 3.6%，高于全部制造业投资增速 17.5 个百分点，其中计算机及办公设备制造业投资累计增长 12.0%，医药制造业投资累计增长 6.9%，电子及通信设备制造业投资累计增长 2.5%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资累计增长 2.3%，

可能与海外疫情爆发加大对我国医疗物资、线上电子用品等需求有关。预计后期制造业投资将继续缓慢恢复，但形势依然较为严峻。一方面，制造业中出口占比较大，外贸的不景气对我国的制造业形成较大的冲击，疫情在全球范围的扩散，使得 2020 年全球贸易受到严重冲击，联合国贸易和发展会议预测，二季度全球商品贸易额将比一季度下降 26.9%，外贸需求的下降，压制制造业投资的热情。另一方面，5 月 PPI 环比增速虽有上升，且同比增速有触底的迹象，但同比增速仍处于负增长区间，压缩企业利润空间，降低企业的投资热情。5 月长江商学院中国企业经营状况（BCI）企业投资前瞻指数较前值提升 9.5 个百分点至 54.1%，显示我国民营中小企业投资信心有明显修复，但依然位于历史低位。整体看，**后期制造业投资将继续缓慢恢复，但短期内或难以恢复至疫情前水平**。

图 4：固定资产投资增速（当月同比）



数据来源：Wind，联合资信整理

4．消费恢复放缓，汽车消费重回正增长

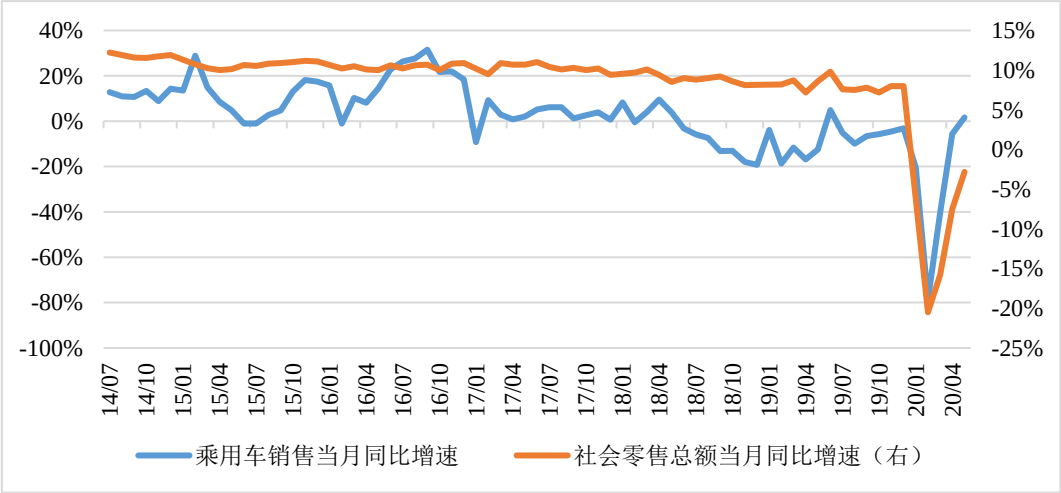
消费恢复放缓，汽车消费重回正增长。5 月份，社会消费品零售总额同比名义下降 2.8%，降幅较 4 月收窄 4.7 个百分点，相较于 4 月降幅收窄 8.3 个百分点，5 月消费恢复的速度有所放缓，显示了 4 月消费“快速复苏”只是个短暂性事件，在疫情担忧情绪叠加事业压力增大的影响下，消费缓慢复苏或将是常态；扣除价格因素外，5 月社会消费零售总额同比下降 3.7%，降幅较 4 月收窄 5.4 个百分点。从消费品来看，**汽车、家具等可选消费有显著的回升，是消费增速的回升主要驱动力，粮油食品等必需消费品略有下降。**5 月限额以上消费同比增长 1.3%，其中汽车消费拉动限额以上消费同比增长 4.76 个百分点。具体来看，根据乘联会数据显示，5 月乘用车市场零售达到 160.9 万辆，同比增长 1.8%，除了 2019 年 6 月国六标准实施厂商甩货造成的销售同比正增长以外，5 月是自 2018 年 6 月以来的同比增速首次实现正增长，一方面是消费政策刺激下前期积压的消费需求得到释放，另一方面是由于去年基数相对较低的因素造成。汽车消费逐步恢复

常态，但后期增长压力依旧存在，受海外疫情影响，5 月汽车和汽车底盘进口连续第二个月大幅下降，且海外生产尚未完全恢复，将会成为后期抑制我国汽车生产的一大因素。从高频数据看，6 月前两周乘用车销售偏弱，根据乘联会数据显示，6 月第一周日均零售 2.57 万辆，同比增速下降 10%；第二周的乘用车市场零售表现相对仍偏弱，同比增速下降 17%。6 月天气逐步变热，汽车销售进入淡季，叠加 2019 年国五狂甩造成的高基数因素，预计 6 月乘用车销售或将录得负增长。**房地产销售持续回暖带动家具类后周期消费走强，粮油食品类消费略有下降。**5 月份，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类和建筑及装潢材料类商品零售额同比分别增长 4.3%、3.0%和 1.9%，而 4 月份分别下降 8.5%、5.4%和 5.8%，回升较为明显；粮油食品消费同比增速回落 6.8 个百分点至 11.4%，部分原因是由于 5 月价格下降所导致。

行业景气度上升，餐饮和住宿业经营情况有所改善。5 月份，餐饮收入同比下降 18.9%，在 4 月份大幅收窄 15.7 个百分点的基础上，降幅继续收窄 12.2 个百分点；5 月份，限额以上住宿业企业客房收入降幅比 4 月份收窄约 10 个百分点。随着国内疫情防范的常态化，线下消费开始逐渐得到恢复，与 5 月服务业增速转正相一致。行业的景气度也进一步提升，5 月份，非制造业商务活动指数为 53.6%，比 4 月上升 0.4 个百分点。

预计后期消费缓慢性恢复将是常态，报复性恢复难以实现。一方面，居民消费与居民收入保持较高的一致性，在经济下行、失业率上升，居民收入下行的压力下，居民边际消费倾向下降。另一方面，危机后，居民消费意愿下降，储蓄率普遍上升，2008 年经济危机后，全球的储蓄率普遍升高，根据 IMF 统计的数据显示，2010 年世界平均储蓄率较 2009 年提升了 1.65 个百分点至 24.4%；欧盟储蓄率连续两年上升；我国 2010 年的储蓄率较 2008 年提升了 1.0 个百分点。居民提高储蓄的心理将会抑制消费的快速反弹。

图 5：社会零售总额及汽车销售增速

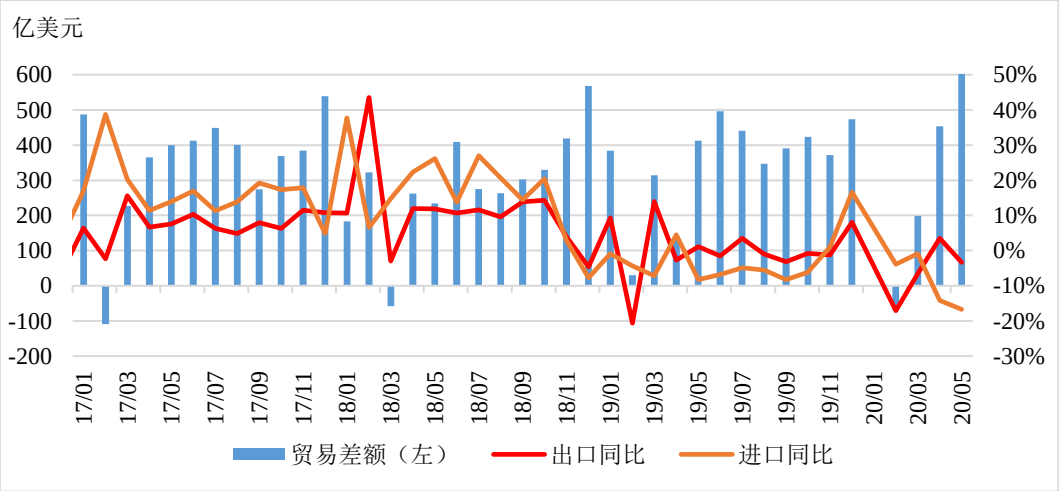


数据来源：Wind，联合资信整理

5、二季度出口大概率负增长，三季度外贸依旧承压

按美元计，2020 年 1-5 月我国出口金额 8849.9 亿美元，累计同比下降 7.7%，降幅较 1-4 月收窄 1.3 个百分点；进口金额 7636.3 亿美元，累计同比下降 8.2%，降幅较 1-4 月扩大 2.2 个百分点。5 月当月我国出口金额 2068 亿美元，同比下降 3.3%，下降幅度小于市场预期（市场预期值为-9.8%），较前值下降 6.8 个百分点；进口金额 1439 亿美元，同比下降 16.7%（市场预期-9.4%），降幅较前值扩大 2.5 个百分点。

图 6：以美元计我国进出口情况



数据来源：Wind，联合资信整理

5 月出口同比下降 3.3%，较 4 月收缩 6.8 个百分点，虽然出现较大幅度的下滑，但依然好于市场预期，分析认为支撑 5 月出口增速下降幅度小于市场预期的因素主要有三个：**一是防疫物资出口继续保持高速增长；二是高新机电出口继续保持较高的增速；三是 5 月海外疫情尚处于严重情形，复工复产未能全面恢复，对进口的需求部分转移至中国。5 月防疫物资的持续高增长，继续正向拉动出口增速**。5 月欧美疫情尚处于严重阶段，新兴经济体国家又相继爆发疫情，海外国家对防疫物资的需求大幅上升，而作为最早复工复产的国家，我国成为防疫物资的主要供给方。根据 6 月 7 日国新办发布的《抗击新冠肺炎疫情的中国行动》白皮书数据显示，我国 5 月防疫物资出口暴增，新冠检测试剂盒、红外测温仪出口超过 3-4 月出口总和的 2 倍；口罩、防护服、护目镜等超过 3-4 月出口总数的 1.5 倍；海关统计数据显示，5 月，医疗器械以及口罩为代表的纺织纱线、织物及制品出口同比分别增长 88.51%和 77.34%（前值分别为 50.29%和 49.29%），共计带动出口增速正向增长 4.73 个百分点（前值为 2.77 个百分点）。**高新技术产品继续保持高速增长，是正向拉动出口的第二大动力**。2020 年 5 月，高新技术产品出口金额 630.39 亿美元，同比增长 7.80%，较 4 月下

降 3.14 个百分点，拉动出口增速 2.12 个百分点。高新技术产品出口保持高增速，一方面是 5 月欧盟、英国等发达国家生产较 4 月有所提升，另一方面主要是前期积压的订单所致。**海外需求的转移也是推动出口增速的一方面因素**。5 月发达经济体的疫情尚未结束，印度、南非等新兴经济体又进入疫情爆发期，生产活动受到限制，中国作为最早恢复的国家，成为供应的主要国家，产生部分需求订单转移至中国的情况，弥补了部分订单取消带来的负向影响。

从出口主要国家看，我国对各国的出口情况与疫情正相关。5 月份，东亚地区疫情基本得到控制，欧盟已过高峰期，美国防疫形势仍然严峻。相应的，中国日本的出口保持正增长，对欧盟出口降幅收窄，对美国的出口降幅最大：5 月对美出口同比下降 1.25%（前值为 2.25%），对欧盟出口同比下降 0.66%（前值为-4.52%），对日本出口同比增长 11.18%（前值为 32.98%），对印度出口同比下降 51.25%（前值为-39.99%），对东盟出口同比下降 5.72%（前值为 4.19%）。

进口方面，5 月进口金额同比下降 16.7%，降幅较 4 月扩大 2.5 个百分点，下降幅度超出市场预期，分析主要由两个因素所导致：一方面是大宗商品价格走低的拖累，另一方面是外贸企业外销转内需。**大宗商品价格持续走低，CRB 现货综合指数同比持续负增长，拉低了进口金额同比增速**。从数量上看，5 月上游铁矿石、铜材以及原油进口数量均实现大幅正增长，与基建、房地产投资继续回暖相一致，但上游商品的价格持续下行，拖累进口增速。下游需求端，5 月汽车及其零部件进口同比下滑 60.06%，降幅与 4 月基本持平，但 5 月国内汽车销量继续回暖，反映了汽车进口增速持续负增长主要是由于海外生产受限所导致；5 月大豆进口金额激增，同比增长 25.02%，进口均价同比下将 1.87%，价格降幅较 4 月收窄 0.6 个百分点，大豆激增一方面是由于大豆价格降低，但主要原因可能是为了完成中美贸易协定中所规定的自美进口金额：据来自美国农业部的最新消息显示，在截至 2020 年 6 月 4 日的一周，我国采购 85.4 万吨美国大豆，高于上周的 46.5 万吨，创下了近 16 个月的周度采购记录。5 月进口增速不及预期的另一方面是外贸企业的外需订单被取消，将部分订单转向了国内。

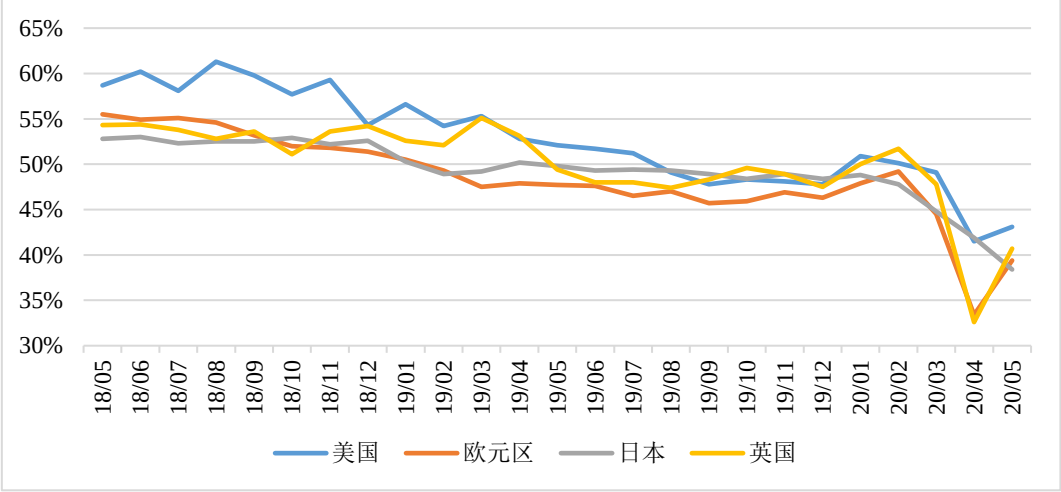
表 1：主要进口商品量、价情况

		进口数量		进口金额		进口均价	
		当月同比	上月同比	当月同比	上月同比	当月同比	上月同比
上游	铁矿砂及其精矿	3.91%	18.50%	-2.00%	18.16%	-5.69%	-0.29%
	原油	19.24%	-7.55%	-55.06%	-49.33%	-62.31%	-45.19%
	未锻造的铜及铜材	21.12%	12.55%	-0.38%	-5.20%	-17.75%	-15.77%
	煤及褐煤	-19.71%	22.33%	-28.72%	7.63%	-11.23%	-12.02%
中游	钢材	30.61%	1.00%	-2.17%	-2.58%	-25.10%	-3.54%
下游	汽车和汽车底盘	-60.06%	-60.07%	-59.88%	-63.77%	0.45%	-9.27%
	大豆	27.40%	-12.17%	25.02%	-14.35%	-1.87%	-2.47%

数据来源：Wind，联合资信整理

二季度出口大概率录得负增长，三季度出口依旧承压。截至 5 月份，前 5 个月我国进出口贸易依旧是负增长，二季度出口贸易累计增速大概率录得负增长：以美元计，1-5 月出口累计同比下降 7.7%，进口同比下降 8.2%。世界银行 6 月最新报告中预测 2020 年全球 GDP 将下降 5.2%，这是二战之后最大降幅；WTO4 月 8 日预测因为新冠肺炎疫情发展将可能导致全球商品贸易在 2020 年可能跌落 13%到 32%，贸易下降幅度可能会超过 2008-2009 年全球金融危机带来的贸易下滑。从主要出口国家来看，美国疫情尚未得到控制，欧盟国家疫情虽然已经过了峰期，但距离恢复到常态尚需要一段时间，需求也因此而受到压制，5 月欧元区制造业 PMI 录得 39.5%，较 4 月上升 5.9 个百分点，依然位于荣枯线下；英国制造业 PMI 录得 40.7%，较 4 月有所上升但依然处于收缩期间。外贸环境的收缩，将会直接影响我国的出口贸易。从我国新出口订单指数上看，5 月该指标仅录得 35.3%，虽然较 4 月相比有所回升，但仍处于历史低位。梳理历史数据，上一次该值低于 40%是在 2008 年金融危机时期，2008 年 11 月-2009 年 1 月，该指标分别录得 29%、30.7%和 33.7%，且自 5 月开始新出口订单回升至扩张区间，但出口增速在新出口订单出现萎缩时并未同步出现大幅下滑，2008 年 11-12 月的出口下降幅度不足 3%，但自 2009 年 1 月开始，连续 10 个月出口增速呈现两位数的下滑幅度，全年出口累计下滑 16.01%。对比 2009 年的情形，2020 年新订单指数分别在 2 月、4 月、5 月录得 28.%、33.5%和 35.3%，三季度出口压力依旧存在。

图 7：主要发达经济体制造业 PMI



数据来源：Wind，联合资信整理

6．CPI 重回 2 时代，PPI 或将触底回升

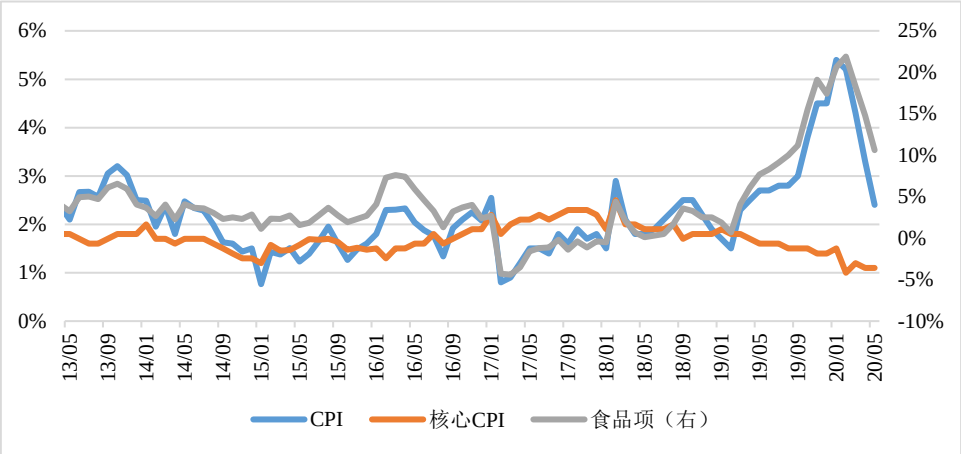
食品价格下降带动 CPI 同比下行，核心 CPI 持平前值。2020 年 5 月 CPI 同比上涨 2.4%，涨幅比 4 月回落 0.9 个百分点，涨幅连续第三个月回落，且降幅超过市场预期值。食品价格是近一年以来 CPI 上涨的主

要驱动因素，具体看，CPI 食品项同比涨幅由 2019 年 2 月的 0.7%快速攀升至 2020 年 2 月 21.9%的峰值，CPI 同比涨幅在此推动下也由 1.5%大幅上升至 5.2%。本轮食品价格快速攀升主要是受猪瘟叠加猪周期推动猪肉价格大幅上涨所致。自 2020 年 3 月开始，食品价格开始下降，带动 CPI 同比涨幅从高位开始回落。具体看，食品价格上涨 10.6%，涨幅回落 4.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.15 个百分点是 4 月 CPI 回落的主要因素。非食品价格上涨 0.4%，涨幅与上月相同，影响 CPI 上涨约 0.29 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.1%，涨幅与上月相同，核心通胀持续疲弱，反映了居民实际需求偏弱。

从环比看，CPI 继续下降 0.8%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。其中，食品价格下降 3.5%，降幅扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.78 个百分点，**是带动 CPI 下降的最主要因素**。食品中，各地自产鲜菜大量上市，价格继续下降 12.5%，降幅扩大 4.5 个百分点；生猪产能进一步恢复，猪肉供给持续增加，加之气温升高，消费进入淡季，价格继续下降 8.1%，降幅扩大 0.5 个百分点。非食品价格由上月下降 0.2%转为持平。非食品中，夏装新款上市，服装价格上涨 0.2%；受原油价格持续走低影响，液化石油气价格下降 1.9%。

展望下半年，通胀下行的趋势或将继续保持。自 2019 年以来支撑 CPI 同比增速大幅走高的是猪肉价格，但随着生猪产量的逐渐恢复，猪肉价格将继续回落，叠加去年高基数因素影响，同时对疫情的担忧叠加收入下行的压力共同压制居民消费需求，下半年 CPI 同比增速下行趋势或将继续保持，全年通胀呈“前高后低”的特点。短期看，6 月 CPI 将继续回落，但下降幅度将有所收窄。从高频数据看，猪肉价格在 6 月第二周开始有所抬升，蔬菜价格也略有上升，但考虑到季节性，猪肉需求即将进入淡季，蔬菜供应也将开始进入旺季，对价格产生抑制，CPI 下行趋势将继续延续，同时 6 月北京出现的疫情情况或将加重全国的担忧情绪，影响居民消费热情，加重 CPI 下行的趋势；但由于 6 月端午节的临近，对肉类的价格会有所支撑；且作为全国蔬菜主要供应产地之一的广东，6 月以来持续大雨，或将影响蔬菜的供应从而带动蔬菜价格小幅度的增长，从而减缓 CPI 下行的幅度。

图 8：CPI 同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

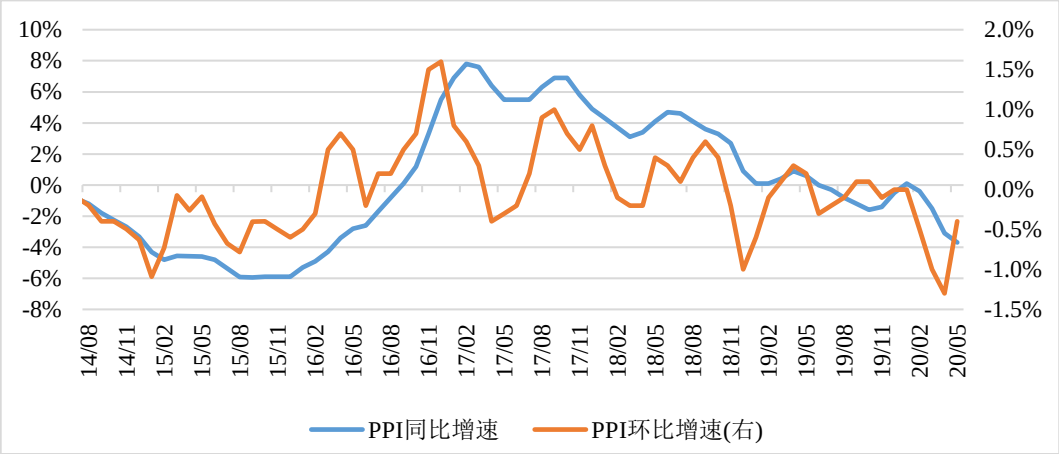
5 月份，工业生产进一步恢复，市场需求有所改善，但改善幅度有限。体现为 PPI 环比下降 0.4%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点，从调查的 40 个工业行业大类看，价格下降的有 20 个，减少 10 个；上涨的 10 个，增加 2 个；持平的 10 个，增加 8 个。具体从行业看，**受国际原油价格回升影响，石油相关行业产品价格降幅有所收窄**。其中，石油和天然气开采业价格下降 9.1%，收窄 26.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 4.0%，收窄 5.0 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 1.2%，收窄 1.8 个百分点。三个行业合计影响 PPI 下降约 0.24 个百分点，比上月减少 0.52 个百分点。

从同比角度看，5 月 PPI 同比下降 3.7%，降幅较 4 月扩大 0.6 个百分点，一方面是由于去年高基数因素导致，另一方面是由于疫情影响的需求下降加速了 PPI 同比下滑的幅度。从行业角度看，主要行业价格降幅均有所扩大，其中受国际原油价格同比下滑的影响，石油相关的生产链条价格同比下滑最为显著。具体看，石油和天然气开采业价格下降 57.6%，降幅较 4 月扩大 6.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 24.4%，降幅较 4 月扩大 4.6 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 9.2%，降幅较 4 月扩大 0.9 个百分点。

预计 6 月 PPI 或将触底，但改善幅度或将有限。从需求因素看，随着国内建筑业和基建行业的复苏，对工业产品的需求将会逐渐恢复，供大于求的局面或将有所改善。从价格传导链条看，5 月欧美重启经济以来，复工复产逐步推进，海外需求也逐渐开始恢复，工业品价格迅速回升，原油、铁矿石、煤炭、有色金属现货价格均有较大幅度的反弹，将带动国内的相关工业产品价格的回升。综合来看，6 月 PPI 或将触底反弹，但是反弹幅度或将有限，一方面前期积压的库存将对冲部分需求，从而减弱价格上涨的动力；另一方面，国外疫情尚未得到控制，需求恢复有限，同时翘尾因素和生活资料需求也对 PPI 产生影响，在 5 月份

3.7%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.5 个百分点，新涨价影响约为-3.2 个百分点，而生活资料需求受食品价格大幅下跌影响，对 PPI 产生拖累。

图 9：PPI 增速



数据来源：Wind，联合资信整理

7、就业压力仍大

5 月份，全国城镇调查失业率为 5.9%，比上月下降 0.1 个百分点，失业率较 4 月略有下降，主要是由于复工的深度推进，据国家统计局调查显示，5 月底 6 月初，员工复岗率超过 80%的规模以上企业比重比上次调查提高 1.2 个百分点，其中工业、服务业企业比重分别提高 0.6、1.7 个百分点。失业率略有好转，但后期就业压力仍不容忽视。一方面受疫情影响，企业生产经营困难，招聘用工的需求大幅下降。1-5 月，全国城镇新增就业 460 万人，同比少增 137 万人。5 月份全国城镇调查失业率高于上年同期 0.9 个百分点。另一方面，大学生等群体人数较多。5 月份，全国 20-24 岁大专及以上人员（主要为新毕业大学生）调查失业率分别比上月和上年同期上升 1.7、3.3 个百分点。今年高校毕业生规模达到 874 万，创历史新高，随着高校毕业生集中进入劳动力市场，大学生失业率可能继续上升。

8．专项债推升社融规模，M1 增速大幅上涨

2020 年 5 月，新增社融规模 3.19 万亿，同比多增 1.48 万亿，连续三个月新增规模在 3 万亿以上。从结构上看，人民币贷款以及政府债券是社融新增的主要推动因素。一是 **5 月专项债集中发放，推升政府债券融资规模**：5 月政府债券融资额为 1.14 万亿，同比多增 7505 亿，主要是由于 5 月第三批提前下达的 1 万亿地方政府专项债债券全部发行完毕，创历史新高，推升了政府债券融资额度的走高，不过 5 月专项债多数集中在最后一周发行，由于延迟登记等原因，部分专项债会体现在 6 月的社融数据中；二是**对实体信贷继续维持高位**：5 月新增人民币贷款 1.55 万亿（含非银行金融机构贷款），同比多增 3745 亿元，占全部新增

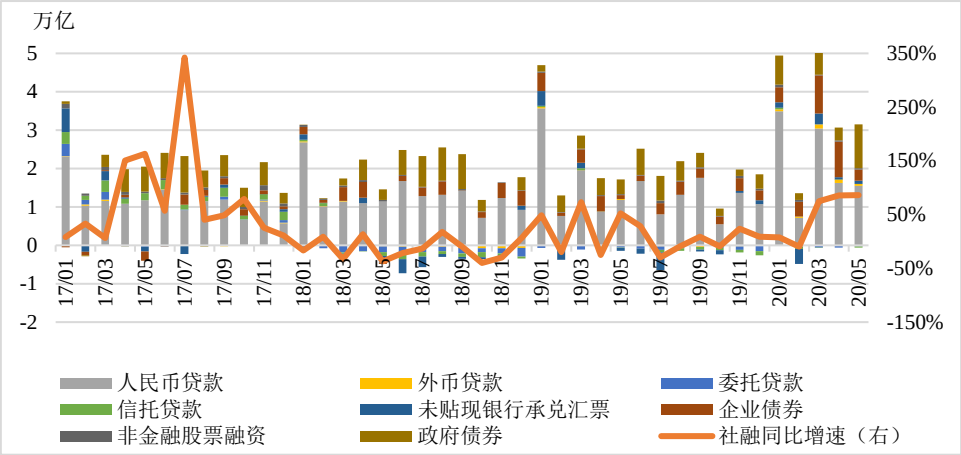
社融的 48.59%，是新增社融的主要支撑项。另外 5 月新增表外融资 226 亿，同比多增 1677 亿；其中新增未贴现银行承兑汇票 836 亿，或与结构性存款套利相关。

5 月新增贷款 1.48 万亿，同比多增 3000 亿元，总量延续高增态势。从信贷结构看，**企业中长期贷款是主力**。5 月新增企业中长期贷款 5305 亿，同比多增 2781 亿，延续了自 3 月以来的高增长趋势，主要是与基建、建筑行业复苏带动的融资需求相关；以票据和企业短贷为主的企业短期融资新增 2797 亿，同比小幅增长 456 亿，显著弱于 2-4 月，反映了监管层对套利行为的关注。居民端，短期贷款新增 2381 亿，同比多增 433 亿，连续第三个月多增，反映了居民消费情况逐渐回暖，主要是与汽车消费相关，乘联会数据显示，5 月狭义乘用车销售实现同比 1.7%的正增长，是自 2019 年 7 月以来的首次正增长。

M2 持平前值，M1 增速上升，剪刀差收窄。5 月 M2 同比增长 11.1%，持平 4 月值，M1 同比增长 6.8%，较 4 月大幅走高 1.3 个百分点。M2 未跟随社融增速同步走高，主要是由于财政存款大幅增长，5 月新增财政存款 13100 亿元，同比多增 8251 亿，5 月政府债券集中发行，对流动性有一定的抽离作用，而债券资金的转移拨付存在一定的时滞，从而造成资金沉淀在财政部门，后期随着财政款项的使用发放，将会继续推升 M2 增速走高。M1 增速大幅走高，一方面是工业增加值显示的企业生产活跃度有所加大，尤其是基建项目审批、施工加快，带动经营资金增加；另一方面，M1 增速的走高也与 5 月房地产销售走高相关。

预计六月社融规模将会延续 2020 年以来高增长的趋势，主要是经济下行压力下，实体经济需要宽货币政策给予的支持。6 月 15 日央行在公开市场上续作 MLF，缩量且不降价，叠加 5 月以来资金面有所收紧，引起市场对未来货币政策转紧的猜测。分析认为央行在公开市场上对 MLF 进行“缩量不降价”的操作主要是想引导资金回归正常水平，防止银行加杠杆进行套利行为，另一方面 5 月人民币虽未有大幅贬值但一直处于低位震荡，央行为了稳定人民币汇率而未进行大规模的放水。但整体的宽松货币政策方向不变，未来货币政策可能更加偏向“定向+结构化”，因此预计 6 月社融将会继续延续高增长趋势。

图 10：新增社融构成及同比增速



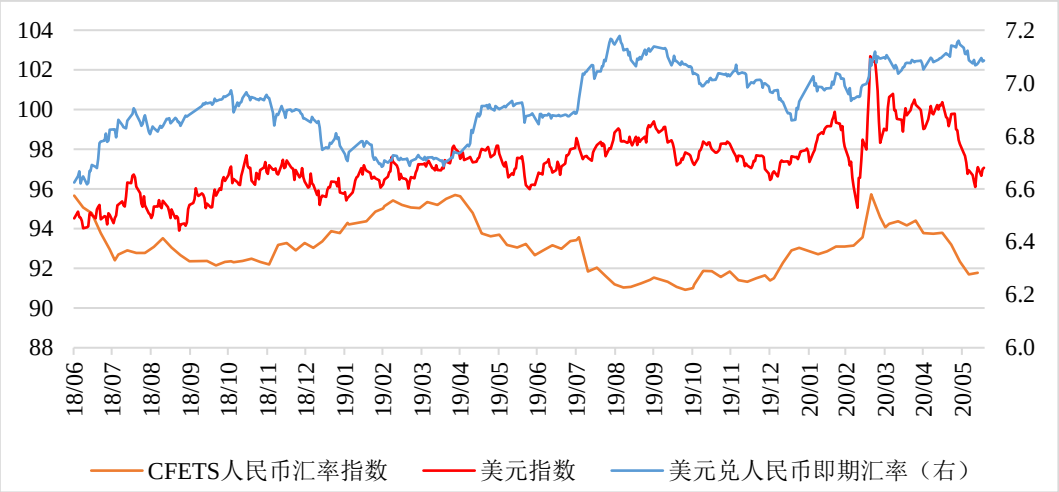
数据来源：Wind，联合资信整理

9．人民币汇率高位震荡，警惕资本外流带来的贬值压力

截至 2020 年 5 月末，我国外汇储备规模为 31017 亿美元，较 4 月末上升 102 亿美元，升幅为 0.3%，延续了 4 月的上升趋势。5 月美元指数呈“倒 U 型”趋势，5 月中旬美元指数升至 100.38，月末降至 98.26，较 4 月末的 99.02 有所下降，世界主要货币相对美元汇率涨跌互现：英镑对美元贬值 2.01%，欧元对美元升值 1.28%，美元兑日元较 4 月末上升 0.58%。整体看我国非美货币资产汇率折算对外汇储备起到正向拉动作用。债券估值方面，5 月除英国 10 年期国债收益下行之外，美日欧收益率均呈上行态势，美国、日本与欧元区 10 年期国债收益率分别上行 1BP、5BP 与 10BP，主要国家资产价格整体有所下跌，估值因素对外汇储备规模起到负向带动作用。同时 5 月贸易顺差的扩大，也对外汇储备起到正向拉动作用。整体看，我国外汇储备较为稳定，对稳定人民币汇率提供较强支撑。

年初以来，人民币兑美元整体呈下贬值状态，影响人民币汇率的主要是避险情绪下，美元指数走高。进入 6 月后，人民币兑美元小幅升值，重回 7.1 左右，6 月人民币升值的主要因素是美元指数的下跌。后期影响人民币汇率的因素或由避险情绪转为对基本面的关注。随着欧元区疫情逐渐进入平台期，欧元兑美元逐渐走强，兑美元指数形成一定的下跌压力；同时 6 月 11 日美联储会议维持当前利率不变，整体表态偏鸽，在其他国家暂无加码宽松货币政策的情况下，对美元也形成一定的压力。叠加当前我国经济是最先恢复的，对人民币汇率也有一定的支撑。预计短期内，人民币或将继续由小幅的升值。

图 11：人民币汇率



数据来源：Wind，联合资信整理

二、区域、行业运行特征

随着疫情防范的常态化、复工复产深入推进，各省区基本都呈现出经济逐步复苏向好的态势。从工业增加值看，除了内蒙古、广东、海南以及云南以外，其他省份均实现正增长，其中有 19 个省份工业增加值同比增速超过全国水平，甘肃以 15.1%的增速领跑全国；从 1-5 月增加值累计增长速度看，有 9 个省份已经实现了正增长，1 个省份持平去年，其余省份还处于负增长区间，其中疫情影响最为严重的湖北地区，工业增加值累计下降 26.2%，下降幅度远远超出其他省区。从居民价格指数看，全国物价相对较为平稳，环比均实现负增长，同比角度看，全国有 10 个省份同比涨幅超过全国水平，湖北、黑龙江持平全国水平。从生产者价格指数看，全国工业出厂价格仍全部处于增长，且地区间的不平衡进一步加大，新疆 PPI 同比下降 17.9%，领跌全国；重庆和广东同比下降 1.6%，最大与最小之间的差距进一步拉大至 16.3 个百分点，4 月该差距是 13.6 个百分点。为对冲疫情对企业产生的影响，政府加大对企业的让利行为，叠加企业税收减少，政府收入大幅下降，从已公布数据的省份来看，除了青海和广西实现小幅度的增长以外，其余 12 个省区财政收入均为下降，地方政府财政压力较大。

表 2：5 月区域部分宏观数据

城市	工业增加值		CPI		PPI	财政收入		财政累计支出
	当月同比(%)	累计同比(%)	同比(%)	环比(%)	同比(%)	累计同比(%)	当月同比(%)	同比(%)
全国	4.40	-2.80	2.40	-0.80	-3.70	-	-	-
北京	5.30	-6.70	1.90	-0.50	-1.70	-11.20	-5.08	-4.80
天津	6.90	-8.30	2.20	-0.70	-6.40	-	-	-
河北	6.90	0.00	1.70	-0.90	-4.70	-	-	-
山西	2.10	-1.30	2.90	-0.40	-6.20	-17.10	-10.90	5.65
内蒙古	-3.60	-2.50	1.70	-0.80	-2.70	-	-	-
辽宁	6.00	-3.50	2.20	-0.60	-5.70	-	-	-
吉林	14.60	-2.10	2.30	-0.90	-3.40	-11.00	9.74	-6.61
黑龙江	0.30	-4.80	2.40	-1.30	-15.10	-	-	-
上海	2.20	-9.70	2.00	-0.50	-2.80	-	-12.03	-11.63
江苏	7.70	-0.60	2.80	-0.50	-3.60	-6.40	0.11	-
浙江	9.90	-1.30	1.70	-0.70	-4.90	-	-	-
安徽	7.80	0.50	2.30	-0.50	-2.70	-	-	-
福建	6.30	-1.30	2.00	-0.80	-2.40	-	-	-
江西	4.70	-0.80	2.30	-0.50	-4.80	-3.70	-1.45	0.87
山东	5.10	-1.70	2.90	-0.90	-3.60	-	-	-
河南	6.70	-0.60	2.30	-1.30	-2.10	-6.90	15.22	-0.09
湖北	2.00	-26.20	2.40	-1.70	-1.90	-42.40	-36.23	-5.76
湖南	4.10	1.10	2.00	-0.80	-2.20	-	-	-
广东	-0.50	-8.50	3.00	-0.90	-1.60	-	-	-
广西	6.30	-4.30	3.50	-0.80	-2.20	0.20	2.75	9.76
海南	-8.40	-8.30	2.80	-0.80	-9.70	-26.60	-10.61	-4.53
重庆	9.70	-1.60	2.10	-0.50	-1.60	-	-	-
四川	5.70	2.00	3.60	-0.70	-2.50	-	-	-
贵州	3.50	0.20	2.70	-0.90	-2.60	-	-	-
云南	-2.50	-2.20	3.60	-0.70	-3.30	-10.10	-39.70	-4.58
西藏	14.00	-0.50	2.00	-0.30	-3.30	-	-	-
陕西	8.60	1.40	2.20	-0.60	-10.40	-14.40	-6.53	-4.50
甘肃	15.10	3.60	1.50	-0.50	-11.80	-9.40	3.88	-4.28
青海	4.20	1.30	2.70	-0.40	-9.10	1.40	15.42	0.66
宁夏	4.00	2.20	1.10	-0.90	-5.30	-14.80	-17.41	-4.17
新疆	9.60	4.60	0.90	-0.70	-17.90	-	15.54	3.38

数据来源：Wind，联合资信整理

行业方面，基建和建筑行业快速复工，带动钢材、水泥量价齐升；房地产销售连续第二个月好转，带动价格上涨，竣工增加；国际原油价格显著回升。具体看，5 月水泥产量同比下降 7.72%，降幅较 4 月进一步收窄 6.62 个百分点，价格环比上涨 0.88 个百分点；钢材产量同比增加 1.63%，较 4 月上升 0.68 个百分点，价格环比上涨 3.3 个百分点（4 月价格环比下降 1.7 个百分点）。5 月水泥、钢材产量环比增加，主要是由于基建、房地产行业的带动，与行业增加值同比增长相一致。下游汽车、房地产销售继续回升。5 月乘用车销售实现正增长，带动汽车产量提升，5 月汽车产量累计同比下降 23.6%，降幅较 4 月收窄 8.7 个百分点，乘联会数据显示 5 月当月狭义乘用车产量同比增长 10.2%，环比增长 5.8%，较 4 月均有较大幅度的上升。房地产市场销售持续回暖，房地产投资实现 8%以上的增长，基本恢复至去年同期水平，房屋竣工面积累计同

比下降 11.3%，降幅收窄 3.2 个百分点，百城住宅价格环比上涨 0.31%，涨幅较 4 月扩大 0.06 个百分点。

表 3：5 月行业运行数据

行业	累计同比（%）		库存	同比（%）	环比（%）	价格指数	同比（%）	环比（%）
房地产	竣工面积	-11.31	累计待售面积	1.66	-0.93	百城住宅	2.99	0.31
原油	表观消费量	-	美国原油库存	9.74	3.81	布伦特原油期货	-53.90	21.68
水泥	产量	-7.72		-			-1.60	0.88
钢材		1.63		-	-		-10.54	3.30
煤炭		3.42	秦皇岛港口库存	-	-		-11.05	-1.62
汽车		-23.60	汽车库存	-16.37	-0.32		-	-

数据来源：Wind，联合资信整理

三、宏观政策聚焦

2020 年以来，为对冲新冠疫情的影响，积极的财政政策更加积极有为，稳健的货币政策更加灵活适度，综合运用降准、再贷款等工具，引导利率下降，保持流动性合理充裕，推动金融部门向企业让利；加快落实减税降费措施，增加有效投资，促进经济复苏。

1.稳健的货币政策更加灵活适度，推动金融部门向企业让利

货币政策依然保持灵活适度。陆家嘴论坛开幕式上刘鹤强调，面对当前的经济环境，根据“两会”工作部署，要坚持稳健的货币政策更加灵活适度，从经济发展实际出发，加强逆周期调节，坚持总量政策适度，保持流动性合理充裕，促进金融与实体经济良性循环，全力支持做好“六稳”、“六保”工作。从年初以来，央行通过加大总量货币信贷政策的支持、引导降低贷款利率、推动优化信贷投向结构以及强化政策协调联动四个方面加大货币政策对实体经济的支持力度，为了落实政府报告中提到的“要创新直达实体经济的货币政策工具”，央行在 6 月 1 日发布两项直达经济体的货币政策：延期还本付息和信用贷款支持工具，加大对中小微企业的支持力度。6 月 17 日国常委会议上提出综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，同时提出要求，根据政府工作报告要求，进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。6 月 18 日，央行行长在陆家嘴论坛开幕式表示，下半年货币政策还将保持流动性合理充裕，预计将带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模的增量将超过 30 万亿元。但同时易纲还提到，疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要关注政策的后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出，与此同时银保监会主席郭树清表示，不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率，要考虑大规模刺激政策将来如何退出。陆家嘴论坛上的讲话，叠

加近期资金市场利率走高，或表明了下半年货币政策整体的宽松方向不变，但边际较上半年将会有所收紧，且从总量转向更加注重定向结构。

在加大货币政策力度的同时，金融管理部门密切关注资金的使用，防止资金空转未能切实发挥支持实体经济的作用。6 月 11 日路透社消息称，中国银保监会近日窗口指导部分股份制商业银行，要求在 2020 年年底时压缩结构性存款规模至 2019 年底存量的三分之二。国务院总理李克强在两会期间表示，要支持企业扩大债券融资，加强监管，防止资金“空转”套利。

2.积极有为的财政政策全力支持“六稳”“六保”工作

两会结束不久，6 月 8 日，全国财政厅（局）长座谈会在京召开，会议上强调，要坚决落实“积极的财政政策要更加积极有为”要求，全力支持做好“六稳”“六保”相关工作。适当提高赤字率，明确发出积极信号。增加政府投资，对冲经济下行压力；加大减税降费力度，对冲企业经营困难；加大转移支付力度，对冲基层“三保”压力；加强预算平衡，对冲疫情减收影响。坚决落实减税降费政策，盘活存量资金资源资产，加强预算执行管理，确保财政政策和资金尽快见到实效，发挥好稳定经济增长的关键作用。今年我国将赤字率从 2.8%提高至 3.6%以上，赤字规模比去年增加 1 万亿元；全国一般公共预算安排支出约 24.79 万亿元，从支出规模看，积极财政政策的力度是空前的。这不仅为六保工作提供了资金保证，有利于提高有效投资、扩大内需，促进经济复苏。

在减税降费方面，今年《政府工作报告》提出，预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元，为落实对实体减负，全国两会后连续三场国务院常务会议均提到降费。5 月 29 日的国务院常务会议要求，减税降费等各项政策要切实兑现、不打折扣；6 月 9 日的国务院常务会议提出，今年国家确定新增减税降费 2.5 万亿元，大部分在下半年实现，很多地方也在自主减税降费，这会给市县财力带来很大缺口，为此建立特殊转移支付机制，将新增财政资金通过增加中央对地方转移支付、安排政府性基金转移支付等方式，第一时间全部下达市县；6 月 17 日国务院常务会议要求加快降费政策落地见效，为市场主体减负，同时要求已定的降费措施要说到做到，落实到位，加快降费政策落地见效。

3.车市提振政策不断加码，海南自由贸易港正式实施

为对冲疫情对内需的冲击，政府出台多项政策促进消费恢复。汽车作为消费的一大主力，成为促进消费的一大抓手。《政府工作报告》中提出，促进汽车消费，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。3 月 31 日的国务院常务会议确定三大举措促进汽车消费：一是将新能源汽车购置补贴和免征购置税政

策延长 2 年；二是中央财政采取以奖代补，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车；三是对二手车经销企业销售旧车，从今年 5 月 1 日至 2023 年底减按销售额 0.5%征收增值税；商务部、财政部、交通运输部等相关部门正在就完善二手车市场研究政策措施，近期有望修订出台《二手车流通管理办法》，促进加快二手车流通，带动新车消费。6 月 10 日工信部官员表示，将会加快落实促进汽车消费政策。车市提振政策不断加码。

区域发展方面，6 月 1 日《海南自由贸易港建设总体方案》正式公布，标志着这一重大战略进入全面实施阶段。海南自由贸易港的实施范围为海南岛全岛，以贸易投资自由化便利化为重点，《方案》围绕贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利、数据安全有序流动六个方面做了一系列的制度安排，构建海南自由贸易港政策制度体系。《总体方案》的推进实施可以分为打基础和全面推进两个阶段：第一个阶段，从现在起到 2025 年以前主要是打基础、做准备。这一阶段的目标任务是，突出贸易投资自由化便利化，在有效监管的基础上，有序推进开放进程，推动各类要素便捷高效流动，形成早期收获，适时启动全岛封关运作。第二个阶段，2035 年以前，主要是全面推进自由贸易港政策落地见效。随着《方案》的正式公布，海南正式进入“对标全球”的自由贸易港探索，一方面将会再次带动海南经济的发展，同时用实际行动向世界表明，中国开放的大门不会关闭。