



英大证券

积极管理风险应对市场挑战

经济复苏继续——警惕美联储指引变动

报告日期：2020年07月01日

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyanhongydsc@foxmail.com

报告观点：

1. 经济复苏继续，全球复工水平持续提高。（1）原料价格除了原油，其他工业品大多相对高企，不利于企业降低成本，增大利润。（2）猪肉价格在供不应求缺口下保持坚挺。
2. 货币政策上，在大量流动性支撑疫情经济后期，资产泡沫风险可能会引发美联储暂停进一步扩张，传递政策观望信号。
3. 社会消费扣除物价后的消费量持续下滑预警经济风险仍达。
4. 继续推荐关注：农产品（猪肉、饲料股）机会；黄金及黄金股投资机会。

报告有效期：3个月



一、全球制造业收缩趋势放缓

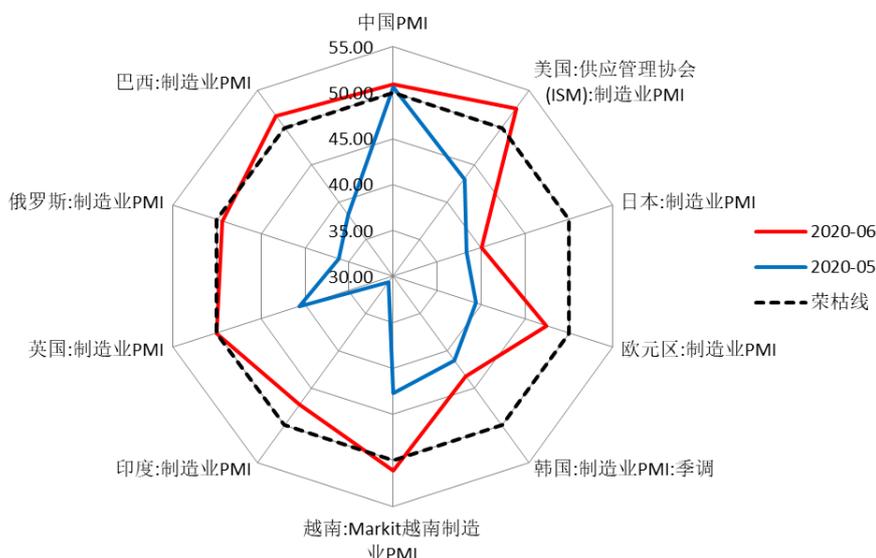
全球经济的情况变化可以从 PMI 的表格变迁也更清晰，从雷达图在于荣枯线以下逐渐向着荣枯线复苏。其中中国、美国、越南、英国、巴西位于荣枯线以上，经历疫情后的扩张，越南、英国为首个月。日本、欧元区、韩国、印度、俄罗斯制造业复工状态要差一些。中国疫情后 PMI 高开后维持 3 个月（3、4、5），6 月份再次提升受益于海外经济复苏和中国复苏的进一步深化。这些是当前我们面临的全球经济背景，总需求的萎缩是必然要面对的问题，而不是或然问题，甚至国家之间以邻为壑的政策可能还会有更多，这些风险需要我们谨慎对待。

我们复核了现有的宏观经济分析框架，得出的结论是——全球经济有望进一步企稳，中国经济可能继续上行。随着全球经济的反弹中国的经济上升可能更进一步维持，如果境外疫情扩张不至于经济重新封锁，那么乐观预计中国复苏持续到年底，但经济数据预计在 3-4 季度开始不会如当下普遍靓丽。

未来全球经济进一步上行，还需要看经济反弹过程中，产业反弹的水平以及全球贸易政策变化。如果反弹的行业相对集中且溢出效应不够明显，那么经济的持续恢复随时可能中断。**国际贸易随着海外复工程度提升而扩大对中国的经济提振起到进一步帮助。**全球复工先后时间可能有 3-6 个月的跨度。中国是 3 月份开始复工，6 月-9 月大部分国家先后都开始复工，这是目前的一个基本状态。2020 年 6 月份全球 PMI 雷达图进一步膨胀，其他国家处于萎缩区间，保持衰退特征。

指标名称	中国 PMI	美国：供应管理协会 (ISM)：制造业 PMI	日本：制造业 PMI	欧元区：制造业 PMI	韩国：制造业 PMI：季调	越南：Markit 越南制造业 PMI	印度：制造业 PMI	英国：制造业 PMI	俄罗斯：制造业 PMI	巴西：制造业 PMI
2020-06	50.90	52.60	40.10	47.40	43.40	51.10	47.20	50.10	49.40	51.60
2020-05	50.60	43.10	38.40	39.40	41.30	42.70	30.80	40.70	36.20	38.30

数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理



数据来源: 国家统计局, 英大证券研究所整理

我们此前报告对经济有两个情景展望, 经过重新评估, 继续保持这样的预判。基于疫情影响的先后顺序以及疫情控制的先后顺序对经济复工的影响:

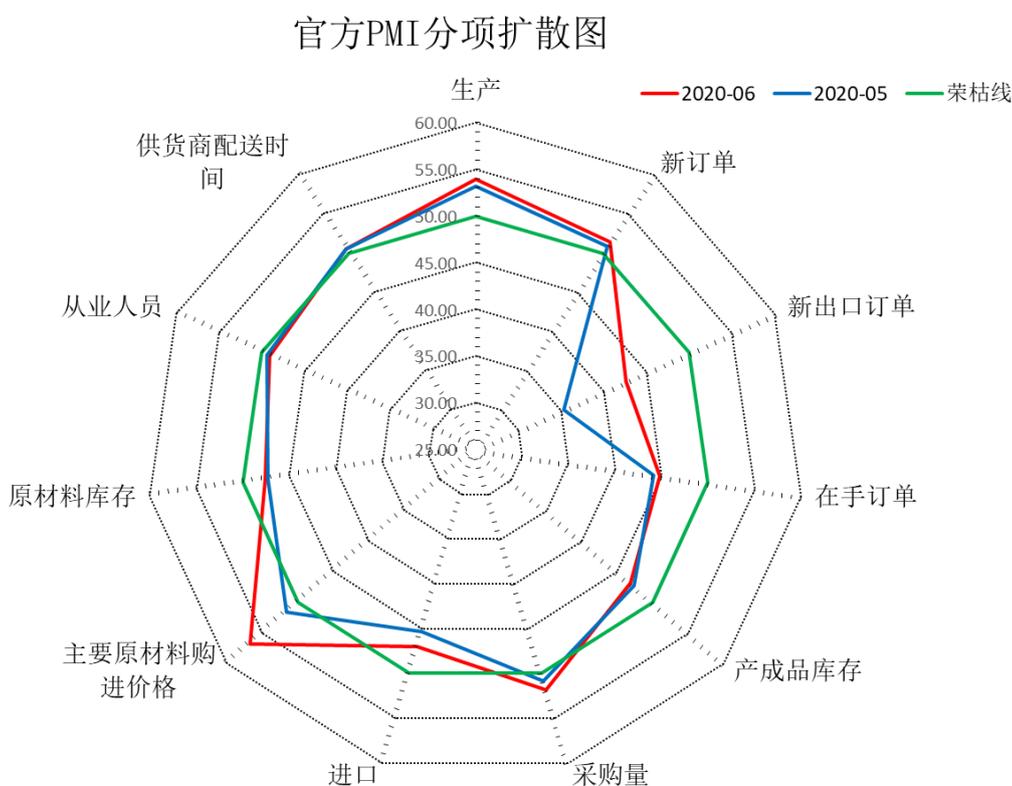
情景 1: 预计中国 6 月份 PMI 进一步上升, 但留给 3 季度的上升空间已经很小, 经济的压力将在未来逐渐显现, 当前的预期改善的经济氛围将逐渐被替代。

情景 2: 全球经济 (非中国地区) 从泥潭中走出来, 逐渐恢复扩张, 那么预计扩张将持续 2-3 个月, 那么这种全球性影响会继续带动中国经济再上行一段时间。预计中国的 PMI 水平最晚可能在 9-10 月见顶。

综合来看, 中国的经济恢复性扩张仍然有 3 个月左右的空间, 最晚预计在四季度扩张结束。如果是相对消极的情景发生, 那么继续扩张可能还剩 1 个月 (在 6 月或者 7 月 PMI 短暂见顶)。基于一个疲软的全球经济环境, 我们提醒投资者关注全球总需求萎缩永久性特点, 供应很快会超过需求的复苏, 部分资产价格再次下跌可能很快就会到来。

二、中国 PMI 雷达图扩张放缓

2020 年 6 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 6 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.9%，比上月上升 0.3 个百分点；非制造业商务活动指数为 54.4%，比上月上升 0.8 个百分点，连续四个月回升。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

从雷达图看出，主要原料购进价格仍然处于扩张区间，制造业企业原料成本再度上升。新出口订单保持萎缩状态，萎缩程度有所缓和。新订单指数，生产指数继续扩张，采购量进一步扩张表明企业需求的上升。具体内容如下：从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。生产指数为 53.9%，比上月上升 0.7 个百分点，表明制造业生产量环比继续回升。新



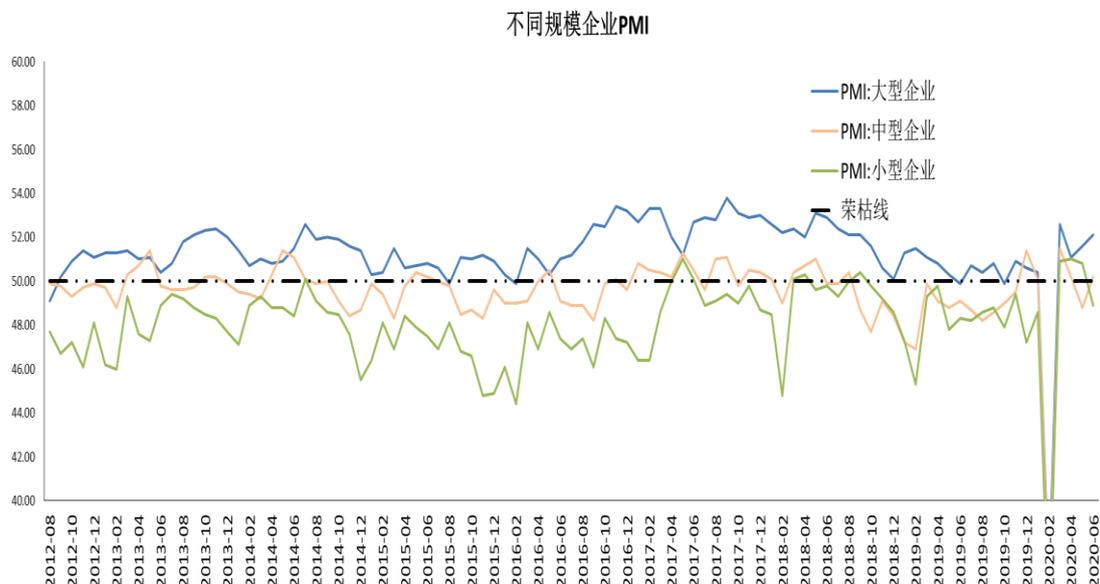
订单指数为 51.4%，高于上月 0.5 个百分点，连续两个月回升，表明制造业市场需求继续恢复。原材料库存指数为 47.6%，比上月回升 0.3 个百分点，表明制造业主要原材料库存量降幅收窄。从业人员指数为 49.1%，低于上月 0.3 个百分点，表明制造业企业用工景气度略有回落。供应商配送时间指数为 50.5%，虽与上月持平，但高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间有所加快。

综合预判：

预计 7 月 PMI 维持扩张。6 月 PMI 扩张部分主要是原料价格上涨，但新订单增长，生产扩张预示企业前景相对积极。伴随全球复工推进，预计出口订单在 7 月份迎来扩张抵消一部分原料价格上升带来的负面冲击，总体影响较为中性。PMI 可能在 7 月进一步上升。

当前市场讨论的问题，容易将经济问题归因为疫情冲击，但我们不得不承认，短期问题是 COVID-19 全球大流行带来的中国社会总需求疲软以及非中国地区经济总需求下滑压制中国出口。但即便无 COVID-19 疫情影响下经济本身趋势，然后再叠加二者影响对宏观经济走势进行预判，承接第一部分的疫情和复工关系的简要分析，**预计在四季度中国经济将回归到常态约束，也就是回归低增长长期趋势的约束。**中国宏观经济长期趋势的核心因素人口老龄化，这带来潜在增长率的长期下滑。

三、大型企业扩张，中型企业回扩，小型企业收缩



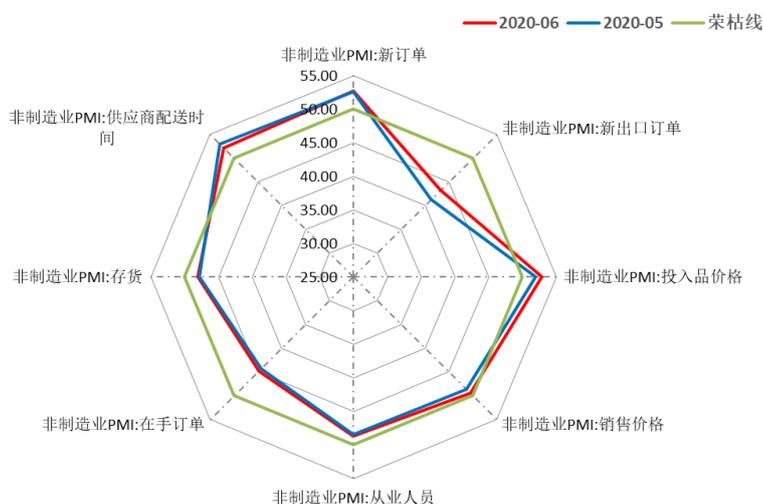
数据来源：英大证券研究所整理，WIND

从企业规模看，大、中型企业 PMI 分别为 52.1%和 50.2%，比上月上升 0.5 和 1.4 个百分点；小型企业 PMI 为 48.9%，比上月下降 1.9 个百分点。考虑当前疫情控制和复工情况，我们认为6月份的PMI数据已经反映了新常态(疫情可控，但未彻底常态化)下的国内经济复苏程度。经济基本面已经恢复正常，零星的病例出现并未导致生产的暂停。当前更值得期待的是海外订单对中国市场的影响。当前情况下，企业的生产经营行为相对保守，工业供应面出于风险担忧，产能相比往年有所保守，导致大量工业品价格保持绝对高价格，譬如焦炭焦煤钢铁铁矿石以及化工品。

在这样的情况下，小企业的成本控制能力相对较弱，价格转嫁能力很弱，小型企业接近于最充分的竞争状态，提价能力很弱，因为消费端在目前有更强的议价能力，提价会导致终端消费者流失。大型企业采取的高价格策略(供给侧赋能)占据了利润分配的优势并未因为疫情有所改变，中小企业的生存空间不乐观，累积经济系统的脆弱性，在未来一段时间不容忽视。

四、非制造业 PMI 疲软

6 月份，非制造业商务活动指数为 54.4%，比上月上升 0.8 个百分点，连续四个月回升。非制造业 PMI——业务活动预期分项污染整体的非制造业的 PMI 的形态。剔除后的雷达图显示非制造业总体并未呈现制造业的扩张特征。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

看得出，价格和配送时间是非 PMI 数据靓丽的核心(业务预期活动干扰非 PMI 指数的真实性)，但投入品价格上涨不利于企业的利润积累。销售价格继续保持疲软意味着消费不够旺盛。新订单继续扩张是积极信号。

(1) 新订单指数为 52.7%，比上月微升 0.1 个百分点，表明非制造业市场需求平稳回升。分行业看，建筑业新订单指数为 55.2%，低于上月 2.8 个百分点；服务业新订单指数为 52.3%，高于上月 0.6 个百分点。

(2) 投入品价格指数为 52.9%，比上月上升 0.9 个百分点，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体水平继续回升。分行业看，建筑业投入品价格指数为 55.2%，低于上月 4.8 个百分点；服务业投入品价格指数为 52.5%，高于上月 1.9 个百分点。



(3) 销售价格指数为 49.5%，比上月回升 0.9 个百分点，表明非制造业销售价格总体降幅继续收窄。分行业看，建筑业销售价格指数为 51.9%，低于上月 2.8 个百分点；服务业销售价格指数为 49.1%，高于上月 1.5 个百分点。

(4) 从业人员指数为 48.7%，高于上月 0.2 个百分点，表明非制造业用工景气小幅回升。分行业看，建筑业从业人员指数为 57.4%，比上月回落 1.4 个百分点；服务业从业人员指数为 47.1%，比上月回升 0.4 个百分点。

(5) 业务活动预期指数为 60.3%，虽比上月回落 3.6 个百分点，但仍高于 60.0%，表明非制造业企业对近期市场恢复比较乐观。分行业看，建筑业业务活动预期指数为 67.8%，高于上月 0.3 个百分点；服务业业务活动预期指数为 59.0%，比上月回落 4.2 个百分点。(关于业务预期分项为何容易污染整体的非制造业 PMI 数据的质量，我们在前期报告已经详细解释)。

分行业看，建筑业商务活动指数为 59.8%，比上月回落 1.0 个百分点。服务业商务活动指数为 53.4%，比上月上升 1.1 个百分点。从行业大类看，铁路运输业、道路运输业、航空运输业、邮政业、电信广播电视卫星传输服务、互联网软件信息服务、货币金融服务、资本市场服务、保险业等行业商务活动指数位于 55.0% 及以上，租赁及商务服务业、居民服务业、文化体育娱乐业等行业商务活动指数位于临界点以下。

五、就业难看、消费下行

制造业从业人员指数为 49.1%，低于上月 0.3 个百分点，表明制造业企业用

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_4058

