



宏观研究

复苏还能持续多久

2020年06月30日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@ykzq.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@ykzq.com

近期报告

《看上去很美的 PMI》2020-05-31

《千年商都广州，如何出彩出新——粤港澳大湾区研究系列之 17》2020-06-04

《供过于求》2020-06-15

《逆全球化下粤港澳大湾区的应对之策》
2020-06-16

《评 5 月工业企业利润数据：能否持续改善还需观察》2020-06-28

复苏还能持续多久

展望未来，经济运行还有一些不确定性，这体现在：

首先，外需恢复可能会有一些反复。

其次，房地产赶工周期的可持续性不强。

再次，消费反弹的动力也不足。

最后，当前企业仍面临着比较大的去库存压力。

目前唯一确定的是基建投资还处于向上周期，但基建投资能不能持续拉动经济，这有较大不确定性，还需要观察。对此我们持谨慎的态度，经济内生性下行、疫情外生性冲击和逆周期调节平衡下的弱复苏，可能还会持续一个季度左右，在恢复性的投资和消费需求消退后，经济可能再度面临放缓压力，需要防范经济预期差的风险。

风险提示

疫情海外继续失控。



图表目录

图表 1：6 月长江流域和西北地区水泥价格走势分化，洪涝冲击建筑业 PMI	3
图表 2：大型企业和小型企业的 PMI 出现分化	5



6月官方制造业 PMI 从 50.6 回升到 50.9,非制造业 PMI 从 53.6 回升到 54.4,综合 PMI 产出指数从 53.4 回升到 54.2,这要比高频数据显示的要好。

制造业 PMI 分项指数也显示,经济恢复得不错。生产和新订单指数回升,新出口订单指数更是从 35.3 大幅回升到 42.6。采购量和原材料库存两个指数上升,产成品库存指数下降,主要原材料购进价格指数和出厂价格指数都回到荣枯线之上。这样的采购、生产、需求、库存和价格指标的组合,显示经济继续稳步复苏。

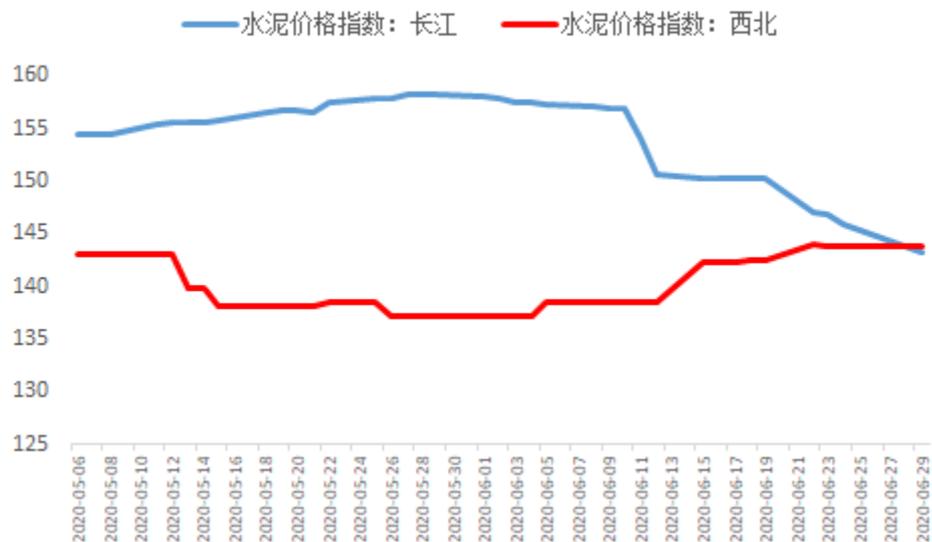
综合来看,经济复苏的核心动力,来自于以下几个方面:

第一,房地产处于一个赶工周期中。2019年3季度,竣工周期开始,开发商需要赶工交付前几年积压的项目。疫情耽误了一个季度,现在需要赶工赶点来推进项目。

第二,今年的基调是稳增长,而基建是主要抓手。随着专项债大规模发行,地方政府手里搞基建的资金多了,5月金融机构新增财政存款 13100 亿,属于超季节性大幅增加。有钱有项目,地方政府自然加快去完成稳增长的 KPI。

5月建筑业 PMI 商务活动指数从 60.8 下滑到 59.8,新订单指数从 58.0 下滑到 55.2,但两者依然处于很高的水平。从长江流域和西北地区水泥价格的分化看,6月建筑业 PMI 回落很可能受到了洪涝灾害的影响。刨去天气因素的冲击后,建筑业的需求旺盛。

图表1:6月长江流域和西北地区水泥价格走势分化,洪涝冲击建筑业 PMI



资料来源: Wind, 粤开证券研究院

第三,外需要比想象中的好。疫情海外扩散,但目前震中主要在发展中国家,对中国出口的影响,相比前期是弱化的。美国疫情虽二次爆发,但复工还在推行中。全球线上办公需求和防疫需求的激增,以及出口份额向中国转移,都对中国外需有稳定作用,这一点从出口、工业企业生产和利润数据中都能看到。

6月经济继续复苏已是既定事实,不确定的是,这种趋势能维持多久。生产已经基本回到疫情前的水平了,关键看需求恢复的节奏和力度。

展望未来,经济运行还有一些不确定性,这体现在:

首先,外需恢复可能会有一些反复。欧美经济复工,是避免经济崩溃的无奈选择,部分经济体,比如美国,复工后新增病例又创新高。这会拉长抗疫的时间,自中国进口需求的恢复也是缓慢的,中间也会有反复,尤其是劳动密集型产品的出口。



海外生产恢复，也会对国内产品有替代效应。中国出口的强韧性，和其它国家疫情后停工停产，市场份额转移到中国来有关。根据中国的经验，疫情后生产恢复的速度，远快于需求恢复的速度，其它国家复工复产，将会使一部分出口份额从中国流出。

其次，房地产赶工周期的可持续性不强。一方面，开发商的重点是已有项目的竣工，从施工面积增速下降和竣工增速反弹可以验证这一点，与房地产竣工相关的玻璃价格表现强势。另一方面，房地产新开工预计偏弱，从购地数据看，6月购地增速下降了41.3%（现有的高频数据）。

全国房地产销售数据目前明显好于30城市的房地产销售数据，可能反映出三四房地产市场出现了明显恢复，三四线房地产恢复可能源于返乡置业需求集中释放，毕竟春节的时候因为疫情没能去看房子。

但很明显，三四线城市房地产销售的可持续是存疑的。从居民贷款增速看，近年需求透支的，主要是经济相对落后的省市和三四线城市，这些地方的需求本身就难有持续性。

加之在此次疫情中，经济落后省市和三四线城市，经济和就业受到的冲击相对也更大些。

一方面，疫情的冲击是分化的，对科技行业影响较小，甚至科技行业受益于疫情，但对多数服务业是会有明显冲击的。考虑到重要的科技企业都集中在一线城市，三四城市产业结构单一，抗风险能力没那么强。

另一方面，部分劳动密集型外需受到冲击后，沿海城市对劳动力的需求将明显下行，这将滞后影响到三四线外出务工人员的收入，进而削弱了消费和购房的能力。

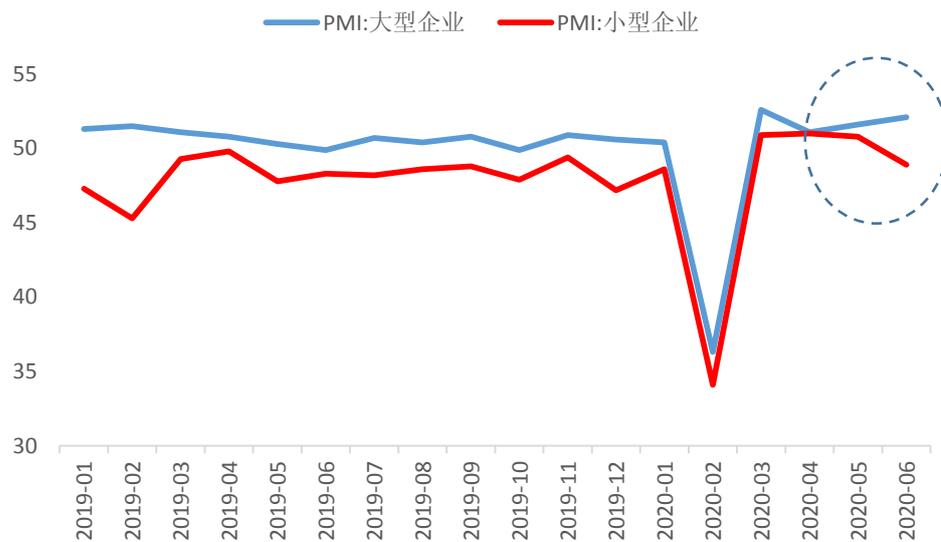
再次，消费反弹的动力也不足。除了高杠杆挤出居民消费外，疫情对不同行业 and 不同规模企业的影响是分化的，也会制约消费回升的节奏。

一方面，计算机设备、医疗物资受益于疫情，但多数行业明显受到了疫情的冲击，这会向就业和消费传导。

另一方面，在大型企业和中型企业制造业PMI回升的同时，小型企业PMI为48.9，相比上月下降了1.9。而且国家统计局有关领导表示，5月反映订单不足的小型企业占比高于大中型企业。小型企业作为吸纳就业的主体，它们的处境，意味着对就业和消费都应该谨慎乐观。



图表2：大型企业和小型企业的 PMI 出现分化



资料来源：Wind，粤开证券研究院

最后,当前企业仍面临着比较大的去库存压力。规模以上工业企业产成品存货同比,从3月的高点14.9%回落到5月的9.0%,但对比历史数据,当前的工业品库存仍然位于高位。而且产成品存货是名义值,PPI累计同比从前3个月的-0.6%下滑到-1.7%,计价因素对名义库存去化有正向贡献,去库存实际上没有这么快,目前工业企业仍然面临着高库存。

在生产已经恢复到疫情前水平的情况下,如果终端需求迟迟不能恢复到正常,工业企业后续可能放慢生产的节奏。

目前唯一确定的是基建投资还处于向上周期,但基建投资能不能持续拉动经济,这有较大不确定性,还需要观察。对此我们持谨慎的态度,经济内生性下行、疫情外生性冲击和逆周期调节平衡下的弱复苏,可能还会持续一个季度左右,在恢复性的投资和消费需求消退后,经济可能再度面临放缓压力,需要防范经济预期差的风险。

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_4246



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn