

盈利回升，库存下降，符合预期

——4 月工业企业盈利、库存数据的背后

核心观点

1-4 月工业企业利润增速-27.4%，4 月当月同比-4.3%，如期修复，需求回升是主因。经济活动修复，叠加减税降费等政策呵护，工业增长值转正印证工业生产加速，营收增速回升带动营收利润率修复，企业经营状况改善。我们预计，短期 PPI 维持低位，工业增加值维持正增、继续修复，营收利润率环比继续改善，Q2 企业盈利修复回升，最早 Q4 企业盈利可能转正。4 月末工业企业产成品库存 10.6%，前值 14.9%，如期回落，需求回升带动前期被动积压的库存去化，我们认为，库存 Q2 震荡下行概率大，最早 Q4 可能出现补库。我们提示，外需冲击下，外需依存度高的行业其库存可能出现被动积压，部分行业库存受益于内需回升将逐步去化，基建、汽车等需求回升较强的行业库存可能加速去化。

□ 4 月工业企业利润如何解读？

——需求回升，如期修复。

□ 工业企业利润是否会更差？何时转正？

——Q2 修复概率高，转正最早四季度。

□ 4 月行业利润结构如何？

——八成行业利润改善，半数以上实现增长。

□ 4 月库存数据如何解读？

——需求回升，库存降低。

□ 未来库存走势怎么看？

——Q2 库存继续去化，主动补库最早 Q4。

□ 各行业库存未来走势如何？

——关注未来外需冲击导致外需依存度高的行业可能出现被动积压，受益于内需回升，部分行业库存逐步去化，关注基建、汽车等产量链条上的行业库存可能加速去化。

风险提示：海外疫情超预期恶化，全球经济增长超预期下行，各国协同刺激政策不及预期。中国经济超预期恶化，政策刺激大幅不及预期。全球经济及金融危机爆发冲击我国经济基本面。中美博弈超预期加剧。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

1 《2020 年守住六保是关键——政府工作报告的六大看点》2020.05.22

2 《赤字货币化之后会怎样？》2020.05.19

3 《金融数据：“略高”的政策含义逐渐验证》2020.05.11

4 《货政报告首提 M2 社融“略高”的深意》2020.05.10

5 《今年重大项目有望拉动多少 GDP？》2020.05.06

6 《两会前瞻：经济增长目标还会有吗？》2020.04.29

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

正文目录

1. 工业企业盈利：4月回升，Q2修复，最早Q4转正	3
2. 库存如期下行，未来聚焦需求	6
3. 内需与外需的高频数据表现如何？	9
4. 风险提示	13

图表目录

图 1：工业企业盈利数据热力图	3
图 2：工业企业盈利累计同比继续回升	3
图 3：4月工业增加值转正，1-4月营业收入累计同比回升	3
图 4：分行业利润热力图：4月，八成行业利润改善，半数以上实现增长，带动多个行业的企业利润累计同比修复	5
图 5：PMI 生产、需求及产成品库存变动	6
图 6：4月需求回升，库存见顶下行，利润率见底回升	6
图 7：各行业外需依存度（4月分行业库存数据尚未公布）	6
图 8：各行业外需依存度（根据 2017 年工业增加值和出口交货值计算）	7
图 9：地产政策周期与库存周期	8
图 10：外需与库存周期	8
图 11：【内需】乘用车零售数量小幅振荡	9
图 12：【内需】半钢胎开工率接近前两年同期水平	9
图 13：【内需】日均耗煤量周度均值持续上升	9
图 14：【内需】秦皇岛港煤炭铁路调入量周均值振荡	9
图 15：【内需】焦炉生产率有所回调	10
图 16：【内需】螺纹钢周产量持续上升，超过前两年同期水平	10
图 17：【内需】炼油厂开工率超过前两年同期水平	10
图 18：【外需】美欧经济数据表现不及预期，日本小幅超预期	10
图 19：【外需】出口集装箱运价综合指数止跌趋平	10
图 20：【外需】日本趋平、韩国走弱、东南亚震荡	10
图 21：【外需】美东、美西趋平，南美下行趋势暂缓	11
图 22：【外需】地中海、欧洲下行、波红航线略有回升	11
图 23：【外需】美国电力需求：部分地区继续承压	11
图 24：【外需】欧洲电力需求：法德再度走低，英国需求回暖	11
图 25：【外需】亚太电力需求：多数国家呈现回升趋势	11
图 26：【外需】拉美电力需求：智利和墨西哥呈震荡修复趋势	11
图 27：【外需】谷歌工作场所指数：除日韩外近期均抬升	12
图 28：【外需】谷歌宅家指数：日本反弹，其他国家下降	12
图 29：【外需】谷歌交通枢纽指数：除日本外其余国家上升	12
图 30：【外需】欧洲日航班数量：航班数量同比仍下降约九成	12
图 31：【外需】全球周末票房收入同比：全球票房基本停摆	12
图 32：【外需】Open Table 餐饮指数：德国领先修复	12

1. 工业企业盈利：4月回升，Q2修复，最早Q4转正

图 1：工业企业盈利数据热力图

	单位	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05	2019-04
工业企业:利润总额:累计同比	%	-27.40	-36.70	-38.30		-3.30	-2.10	-2.90	-2.10	-1.70	-1.70	-2.40	-2.30	-3.40
工业企业:利润总额:当月同比	%	-4.30	-34.90	-38.30		-6.30	5.40	-9.90	-5.30	-2.00	2.60	-3.10	1.10	-3.70
工业企业:营业收入:累计同比	%	-9.90	-15.10	-17.70		3.80	4.40	4.20	4.50	4.70	4.90	4.70	5.10	5.10
工业企业:营业成本:累计同比	%	-9.10	-14.60	-17.80		4.10	4.60	4.50	4.80	5.00	5.20	5.00	5.40	5.30
工业企业:产成品存货:累计同比	%	10.60	14.90	8.70		2.00	0.30	0.40	1.00	2.20	2.30	3.50	4.10	4.90
工业增加值:累计同比	%	-4.90	-8.40	-13.50	-4.31	5.70	5.60	5.60	5.60	5.60	5.80	6.00	6.00	6.20
工业增加值:当月同比	%	3.90	-1.10	-25.87	-4.31	6.90	6.20	4.70	5.80	4.40	4.80	6.30	5.00	5.40
PPI:全部工业品:当月同比	%	-3.10	-1.50	-0.40	0.10	-0.50	-1.40	-1.60	-1.20	-0.80	-0.30	0.00	0.60	0.90
PPI:生产资料:当月同比	%	-4.50	-2.40	-1.00	-0.40	-1.20	-2.50	-2.60	-2.00	-1.30	-0.70	-0.30	0.60	0.90
工业企业:营业收入利润率:累计值	%	4.45	3.94	3.54		5.86	5.91	5.85	5.91	5.87	5.87	5.86	5.72	5.52
克强指数:当月值	%	5.33	4.53	1.61		14.20	8.44	8.28	7.54	8.06	7.36	8.58	6.76	8.94
工业企业:每百元营业收入中的成本:累计值	元	84.91	84.76	84.07		84.08	84.20	84.28	84.34	84.39	84.38	84.33	84.36	84.38
工业企业:每百元营业收入中的费用:累计值	元	9.23	9.58	10.12		8.97	8.73	8.71	8.65	8.62	8.64	8.66	8.64	8.73

资料来源：Wind，浙商证券研究所

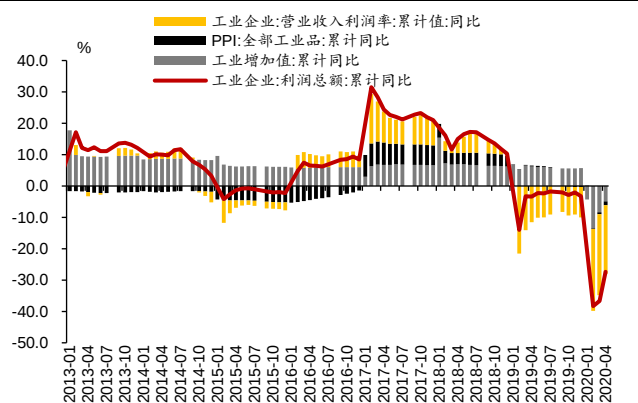
注：绿色越深表示数值越大，红色越深表示数值越小

4月工业企业利润如何解读？——需求回升，如期修复

1-4月工业企业利润同比增速-27.4%，前值-36.7%，去年同期-3.4%。其中，4月工业企业利润同比增速为-4.3%，前值-34.9%，去年同期-3.7%。1-4月，工业企业实现营业收入同比-9.9%，前值-15.1%；营收利润率为4.45%，前值3.94%，同比降低1.07个百分点。

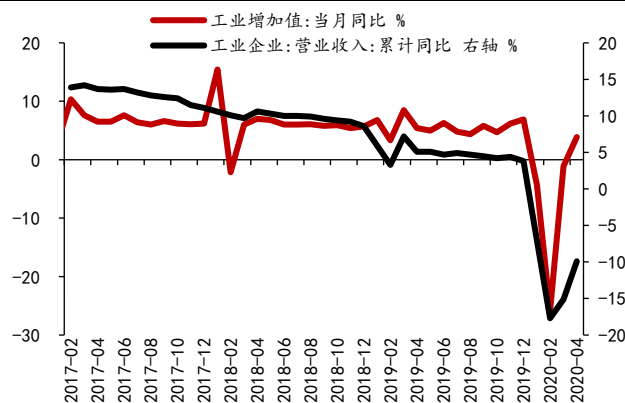
需求回升带动企业盈利继续修复。4月工业企业盈利继续修复，环比回升9.3个百分点，我们认为，企业盈利修复的主因是经济动能修复、复工复产有序推进带来的内需回升所致。4月消费、投资、进出口等宏观经济数据均不同程度回升，拿地、地产销售、挖掘机销量、汽车销量等高频数据已经逐步接近或者超过疫情前水平，此外制造业PMI及新订单指数3、4月连续位于扩张区间也有印证。分结构来看，4月，PPI环比下行继续处于负增区间，内需修复但低油价仍是拖累因素；复工复产有序推进有助于工业生产修复，工业增加值当月同比转正；4月工业企业营收利润率环比回升0.51个百分点，同比负向拖累降低，一方面企业经营状况恢复，营收环比修复提升利润空间，4月工业企业营业收入当月同比增长5.1%，3月份为-11.1%；另一方面在六稳和六保目标下，减税降费、定向再贷款、财政贴息等改善利润率的政策效果逐步显现。综合来看，内需回升的利好带动盈利修复，符合我们前期预判。

图 2：工业企业盈利累计同比继续回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：4月工业增加值转正，1-4月营业收入累计同比回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

工业企业利润是否会更差？何时转正？——Q2 修复概率高，转正最早四季度

从物量、价格和利润率三大视角来看，我们认为，二季度工业企业盈利大概率震荡修复，最早四季度转正，进一步恶化的两大因素可能来自疫情和外需。

疫情对我国经济负面影响逐步降低，复工复产和经济活动有序恢复，5月已经逐步达到疫情前水平，预计实际GDP增速可能在三季度回升至疫情前水平。物量方面，4月工业增加值转正，后续内需修复仍将带动工业生产逐步回升；价格方面，PPI短期内仍为负增，但环比低点已经逐步显现，预计PPI同比将在二季度后环比开始回升；利润率方面，两会进一步加大减税降费力度有利于修复企业利润空间，需求回升也有助于带动营收增速进而提振营收利润率，预计营收利润率有望在年底逐步回升至疫情前水平。我们认为，在风险因素未扰动、重要前提逐步满足的情况下，工业企业盈利大概率在Q2震荡修复，最早在Q4转正。

风险视角来看，导致工业企业盈利进一步恶化的诱因可能来自于两个方面，其一，海外疫情仍具有较大不确定性，在疫情并未消除时主流经济体开始推进复工复产，若疫情二次爆发可能对全球经济、全球供应链、全球贸易产生二次冲击。其二，海外主流经济体的经济走势仍面临较大挑战，一系列对冲政策可能无法有效带动经济实现快速反弹，全球经济持续低迷导致我国外需下滑，可能对企业盈利产生冲击。

此外，我们在4月外发的《库存上行为哪般》的报告中提出，4季度企业盈利转正概率大，但需要重要前提达成，我们维持这一判断，我们认为在企业盈利转正之前，以下三点是重要前提：其一，内需恢复至疫情前状态，复工复产达标助力工业生产全面恢复；其二，逆周期政策效果逐步兑现；其三，全球疫情拐点出现，新增确诊人数不断下降，全球范围内各国经济有序复苏。

综合来看，我们认为工业企业盈利Q2继续震荡修复，转正最早可能发生在四季度，相比关心企业盈利转正的时间点，内需回升、政策效果和海外疫情走势可能是更重要的前提，若前提顺利达成，则企业盈利转正可期。

4月行业利润结构如何？——八成行业利润改善，半数以上实现增长。

4月份，41个工业大类行业中，33个行业利润增速比3月份加快或降幅收窄。

其一，23个行业利润实现增长，比3月份增加15个。如仪器仪表、通用设备、食品制造、金属制品行业，4月份利润分别增长60.4%、39.4%、30.6%和17.8%，3月份利润则分别下降15.1%、22.1%、16.4%和25.1%。

其二，汽车、专用设备、电气机械、电子等重点行业改善明显。4月份，复工复产持续推进、相关扶持政策效果持续显现，汽车、专用设备、电气机械、电子等行业市场需求明显好转，订单量逐步增加，利润明显回暖。4月份，汽车行业利润同比增长29.5%，3月份为下降80.4%；专用设备行业利润增长87.5%，3月份为下降20.5%；电气机械行业利润增长33.9%，3月份为下降28.6%；电子行业利润增长85.1%，增速比3月份加快65.6个百分点。上述4个行业合计影响全部规模以上工业企业利润增速比3月份回升19.7个百分点。

其三，部分能源及有色金属类行业利润进一步下滑。由于疫情导致全球经济下行，大宗商品的需求和价格都出现下降，拖累企业利润，同时低油价环境导致部分能源类行业的经营受到挑战。1-4月石油和天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工、有色金属冶炼等行业利润继续下滑。

其四，高技术制造业和工业战新兴产业利润大幅回升。4月份，高技术制造业利润同比增长55.7%，增速比3月份大幅加快55.2个百分点；工业战略性新兴产业利润由3月份下降9.1%转为4月份增长38.8%。

图4：各行业利润热力图：4月，八成行业利润改善，半数以上实现增长，带动多个行业的企业利润累计同比修复

利润总额（累计同比）	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05	2019-04
煤炭开采和洗选业	-27.0	-29.9	-45.6	-2.4	-1.7	-2.1	-3.2	-4.3	-3.8	-7.1	-9.4	-16.5
石油和天然气开采业	-56.4	-20.1	23.7	1.8	-0.4	3.4	7.9	7.3	12.9	17.8	24.0	19.7
黑色金属矿采选业	40.3	-47.8	-86.2	396.5	170.7	189.5	178.0	180.8	232.1	327.3	229.0	185.2
有色金属矿采选业	-31.8	-33.9	-33.4	-28.8	-23.0	-23.0	-23.6	-23.7	-25.3	-24.5	-26.3	-19.5
非金属矿采选业	-2.9	-17.2	-31.3	6.1	14.0	19.8	18.5	16.4	20.7	25.6	16.0	15.9
开采专业及辅助性活动	-	-	-	-	80.4	154.9	129.5	69.0	27.8	73.8	221.1	476.2
其他采矿业	-50.0	-	-	-	80.4	154.9	129.5	69.0	27.8	73.8	221.1	476.2
农副食品加工业	20.0	-100.0	-100.0	60.0	75.0	75.0	75.0	50.0	16.7	-28.6	-33.3	-20.0
食品制造业	-13.0	11.2	2.2	3.9	8.3	5.1	3.5	2.5	0.9	-2.0	-3.7	-4.9
酒、饮料和精制茶制造业	-8.9	-27.4	-33.5	9.1	11.1	8.7	11.5	12.5	14.6	13.5	17.3	17.7
烟草制品业	22.6	-11.2	-21.9	10.2	17.4	17.6	17.2	17.6	17.5	16.9	17.9	18.1
纺织业	-19.8	28.5	31.5	1.3	12.1	19.3	21.5	23.6	29.2	28.7	23.9	29.4
纺织服装、服饰业	-34.8	-38.8	-59.3	-10.9	-7.0	-6.4	-4.3	-3.4	0.1	-0.1	3.2	3.7
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-32.2	-34.8	-36.1	-1.9	5.7	6.1	8.5	11.8	5.1	2.3	7.0	7.5
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-17.1	-43.5	-42.1	-9.8	-4.9	-3.4	-1.6	-1.1	-3.5	-0.8	-1.3	1.2
家具制造业	-37.2	-34.8	-36.1	-1.9	5.7	6.1	8.5	11.8	5.1	2.3	7.0	7.5
造纸和纸制品业	5.5	-26.4	-41.2	-6.2	-0.4	-1.1	-4.4	-4.0	-3.5	-7.5	-1.5	0.7
印刷和记录媒介复制业	-21.2	-47.8	-67.5	10.8	18.2	17.8	18.9	14.7	13.4	13.5	13.5	15.8
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-31.8	-5.5	-22.5	-9.1	-10.7	-17.0	-20.2	-21.9	-23.7	-25.4	-30.3	-31.0
石油、煤炭及其他燃料加工业	-213.3	-38.7	-60.2	4.1	7.8	10.2	8.3	9.9	8.3	6.6	5.7	2.6
化学原料和化学制品制造业	-48.0	-37.1	-42.3	9.9	13.8	10.8	12.0	17.4	17.3	21.7	28.3	29.4
医药制造业	-7.4	-187.9	-116.7	-42.5	-47.2	-51.2	-53.5	-53.1	-50.6	-53.6	-51.3	-50.2
化学纤维制造业	-60.4	-62.2	-74.5	-19.8	-22.8	-26.3	-29.1	-30.1	-25.8	-23.1	-16.6	-8.7
橡胶和塑料制品业	-11.9	-56.5	-66.4	-25.6	-23.3	-25.3	-13.0	-13.1	-11.6	-13.8	-13.6	-16.0
非金属矿物制品业	-19.7	-15.7	-10.9	5.9	10.0	10.6	10.0	9.5	9.3	9.4	10.9	9.7
黑色金属冶炼和压延加工业	-60.4	-62.2	-74.5	-19.8	-22.8	-26.3	-29.1	-30.1	-25.8	-23.1	-16.6	-8.7
有色金属冶炼和压延加工业	-40.3	-30.9	-52.9	12.0	13.7	13.9	12.9	11.7	10.4	9.8	11.5	8.0
金属制品业	-22.3	-34.0	-37.0	7.5	10.7	10.9	11.8	11.1	10.8	11.9	12.9	12.6
通用设备制造业	-17.6	-55.7	-34.4	-37.6	-42.3	-44.2	-41.8	-31.3	-25.1	-21.8	-22.4	-28.1
专用设备制造业	-3.1	-30.2	28.3	1.2	8.7	5.4	8.1	9.7	6.0	3.1	2.6	-6.6
汽车制造业	-52.1	-80.2	-79.6	-15.9	-13.9	-14.7	-16.6	-19.0	-23.2	-24.9	-27.2	-25.9
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-11.7	-39.1	-49.0	5.9	8.4	10.9	10.6	12.0	15.8	14.8	18.6	15.4
电气机械和器材制造业	-22.9	-39.9	-62.3	3.7	4.4	2.8	3.0	4.3	5.1	5.5	7.4	7.3
计算机、通信和其他电子设备制造业	15.0	-34.7	-55.1	12.9	13.6	12.0	12.9	13.3	14.3	16.6	17.7	17.9
仪器仪表制造业	-2.0	-80.2	-79.6	-15.9	-13.9	-14.7	-16.6	-19.0	-23.2	-24.9	-27.2	-25.9
其他制造业	-16.6	-33.2	-75.3	11.9	8.7	13.1	22.7	27.6	26.5	33.2	42.9	67.6
废弃资源综合利用业	-25.1	-47.0	-68.2	10.8	13.3	15.0	13.5	15.8	15.6	13.0	15.9	14.5
金属制品、机械和设备修理业	-66.7	-12.0	-87.0	3.1	4.1	6.0	3.6	-2.7	-6.3	-7.9	-13.0	-15.3
电力、热力生产和供应业	-27.0	-33.2	-71.7	5.9	6.3	5.4	4.8	2.2	3.0	4.7	0.0	-2.3
燃气生产和供应业	-1.7	-35.5	-47.6	2.9	4.9	6.4	10.4	7.1	5.6	7.5	8.7	11.1
水的生产和供应业	-31.9	-34.1	-34.6	5.1	4.2	5.5	9.4	7.1	5.6	8.8	8.8	12.1

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：绿色越深表示数值越大，红色越深表示数值越小

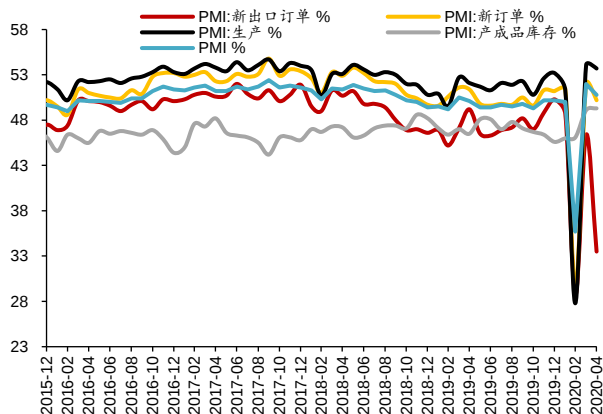
2. 库存如期下行，未来聚焦需求

4月库存数据如何解读？——需求回升，库存降低

2020年4月末规模以上企业产成品存货增速10.6%，前值14.9%，去年同期4.9%。4月PMI产成品库存49.3，前值49.1。

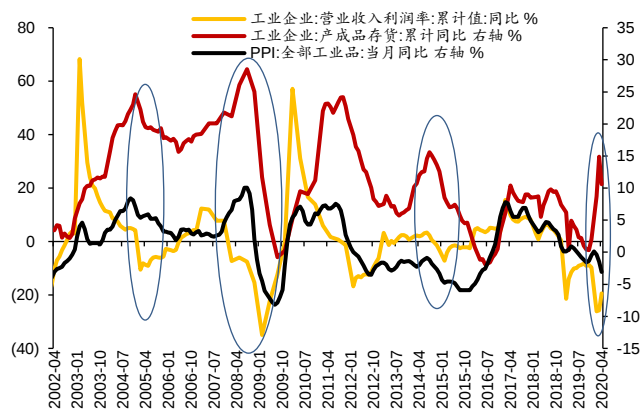
内需回升带动积压库存去化。我们始终提示，库存是供需作用的综合结果，是其他经济数据的重要验证。随着复产复工的有序推进，国内供给体系快速修复，供给约束作用缓释，需求变化成为决定库存变化的关键。4月库存下降主因便是需求回升所致。此前我们提示，一季度需求大幅收缩导致库存被动积压，4月疫情渐弱、经济修复带动内需回升，主要经济数据已有印证，工业增加值转正，消费、基建、地产、制造业投资等数据均不同程度回升，出口超预期回升等等。

图 5：PMI 生产、需求及产成品库存变动



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：4月需求回升，库存见顶下行，利润率见底回升

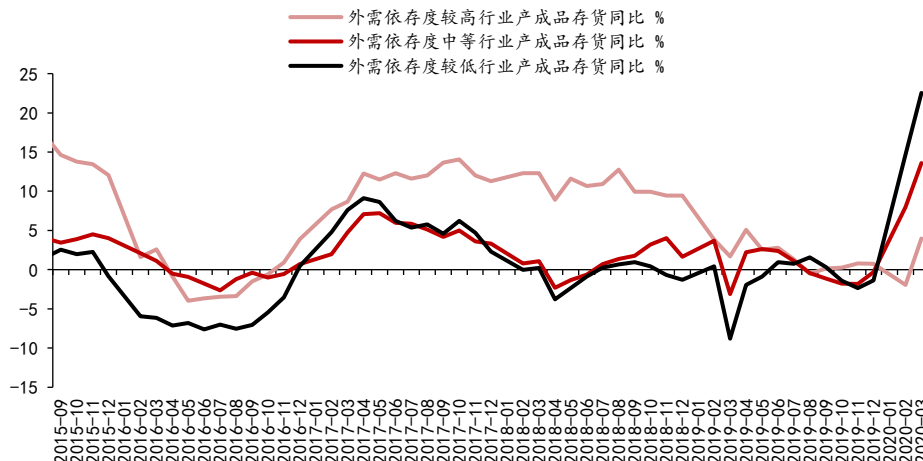


资料来源：Wind，浙商证券研究所

各行业库存未来走势如何？——关注未来外需冲击对部分行业库存的扰动。

由于疫情对我国内需、外需的影响不同，催生了结构性冲击，进而导致行业库存也出现结构性变化。我们根据2017年各行业的出口交货值和行业增加值计算得到外需依存度，我国外需依存度较高的行业有文教体育用品、计算机通信、纺织服装、家具等等。

图 7：各行业外需依存度（4月分行业库存数据尚未公布）



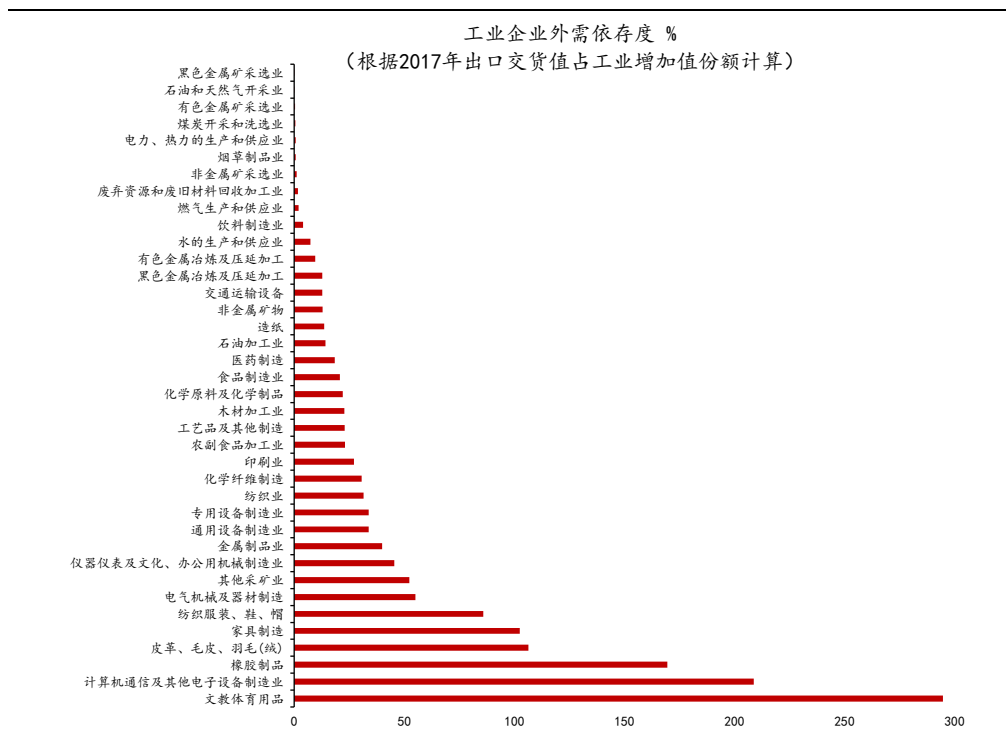
资料来源：Wind，浙商证券研究所

可以看到，一季度，我国疫情的严重程度较海外经济体更深，内需受挫程度大于外需；因此，内需依存度高的（外需依存度低则内需依存度高）行业需求大幅收缩导致行业库存被动积压，外需依存度较高的行业库存积压较少。

二季度起，海外疫情加速发酵，我国进入疫情后期，内需逐步修复，海外经济下行产生外需冲击也逐步兑现，预计将对外需依存度较高的行业产生一定冲击，或导致此类行业库存被动积压。同时，外需依存度较低的中上游行业，前期积压库存将逐步下降，特别是受益于补偿性需求、政策刺激需求的基建、汽车领域，库存去化速度可能加快。

综合来看，我们认为，内外需走势的分化将对各行业库存产生不同影响，外需依存度较高的行业库存可能出现被动积压，受益于内需回升的行业库存将逐步去化，特别是基建、汽车等补偿性需求、政策刺激性需求发力的行业，库存去化可能加快。

图 8：各行业外需依存度（根据 2017 年工业增加值和出口交货值计算）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

未来库存走势怎么看？——Q2 库存继续去化，主动补库最早 Q4

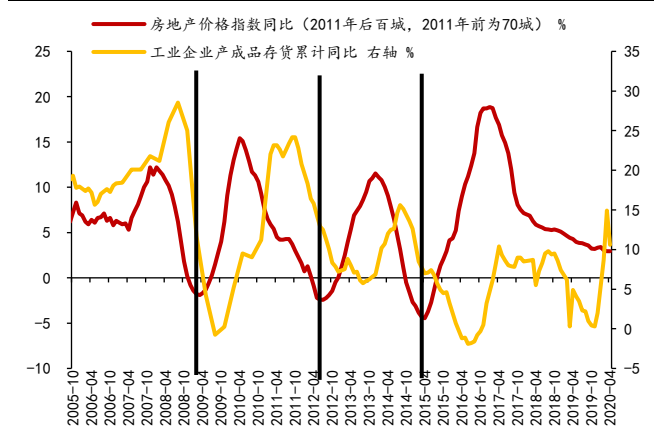
2020 年库存周期可能呈现出没有“周期”的震荡特征，我们提示后续库存变化核心关注需求，内需整体关注地产政策周期，结构性关注基建、汽车等相关行业，外需关注海外经济体的复苏共振。我们在 4 月底外发的《库存上行为哪般？》报告中对地产政策周期和海外供需如何影响库存周期的机制进行了介绍。综合来看，我们预计，Q2 库存震荡去化，主动补库最早在 Q4。

内需方面，地产关注老旧小区改造和棚改余量，基建和汽车带动结构性改善。政府工作报告强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策促进房地产市场平稳健康发展”，即使在当前经济面临较大下行压力的情况下，仍坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，体现出本轮地产调控的政策定力。由此我们预计，地产政策大规模放开的概率不大，在因城施策的背景下，房地产市场或许仅能看到个别城市的边际政策调整，同时我们提示，老旧小区改造和前期棚改余量将一定程度上带动地产需求改善。此外，内需方面我们提示关注基建和汽车的结构性能需求改善，在逆周期发力政策基调清晰、专项债扩围

提额和重大项目引领等逻辑支撑下，基建投资的回升确定性较强，且全年增速有望达到较高水平；同时 4 月底汽车消费逐步恢复疫情前水平，后续补偿性需求和政策刺激需求有望带动汽车销量保持高位。我们提示关注基建和汽车需求回升带来的结构性利好，相关的建材、钢铁、工程机械、汽车等领域可能会相对受益。综合来看，短期基建和汽车相关需求回升，地产政策周期难有大幅放松意味着提振作用有限，二季度内需维持震荡修复，经济增长可能从三季度起回升至疫情前水平。

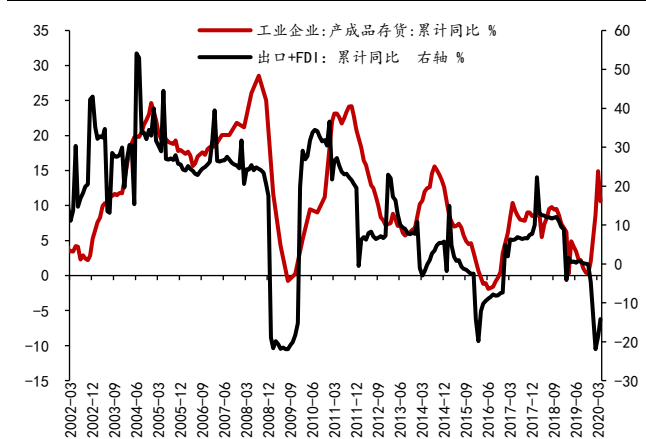
外需冲击不会缺席，但冲击效果可能有限。受疫情冲击，二季度可能是全球经济最低点，美欧日等主流经济体在疫情冲击、隔离政策等因素影响下经济阶段性停滞，海外经济下行导致外需回落，可能导致我国出口面临潜在冲击。4 月出口超预期上行是阶段性表现，还未体现外需冲击的效果，但海外经济下行导致的外需冲击不会缺席，预计 5 月就将有所表现，外需依存度较高的行业，其需求可能面临适当冲击。但是，我们认为外需冲击可能有限，我们提示两条逻辑可能阶段性支撑我国出口，对冲外需冲击，其一是防疫物资出口，自 3 月起我国口罩、呼吸机等防疫物资出口的日均出口额不断提升，有助于提振整体出口；其二，海外经济体经济停滞，供给较需求下滑更快产生供需缺口，我国疫情基本消退，中国产品填补全球供需缺口也将适当提振我国出口。

图 9：地产政策周期与库存周期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：外需与库存周期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

补库最早在 Q4。我们认为，内需与外需整体向上产生共振时，可能提升企业积极性，带动主动补库的发生，我们在 4 月 28 日外发《库存上行为哪般》报告中对主流经济体的经济走势进行预判，我们预计，Q4 我国经济增长有望达到疫情前水平之上，叠加海外经济体的复苏共振，有望带来较强需求提振效果，或助力整体工业库存进入主动补库阶段。

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_4899

