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

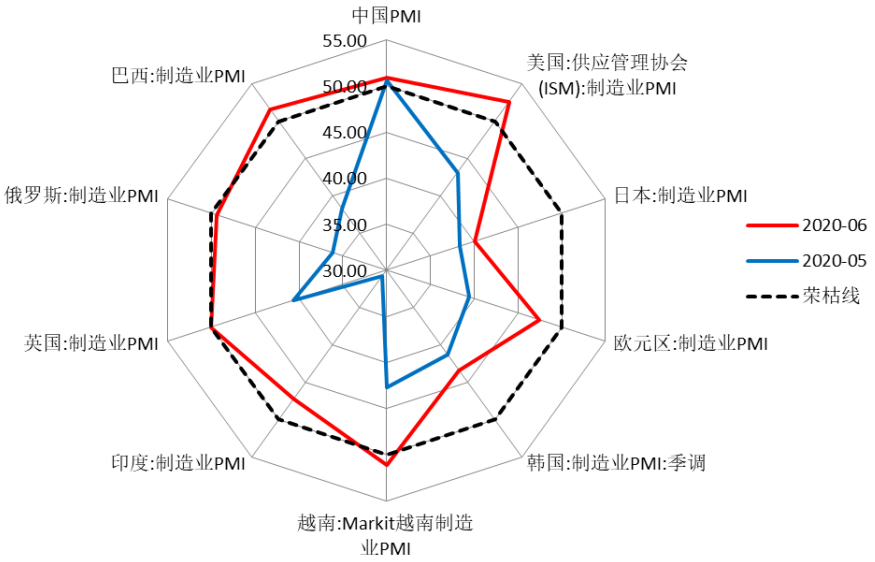
全球经济的情况变化可以从 PMI 的表格变迁也更清晰，从雷达图在于荣枯线以下逐渐向着荣枯线复苏。其中中国、美国、越南、英国、巴西位于荣枯线以上，经历疫情后的扩张，越南、英国为首个月。日本、欧元区、韩国、印度、俄罗斯制造业复工状态要差一些。中国疫情后 PMI 高开后维持 3 个月（3、4、5），6 月份再次提升受益于海外经济复苏和中国复苏的进一步深化。这些是当前我们面临的全球经济背景，总需求的萎缩是必然要面对的问题，而不是或然问题，甚至国家之间以邻为壑的政策可能还会有更多，这些风险需要我们谨慎对待。

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：

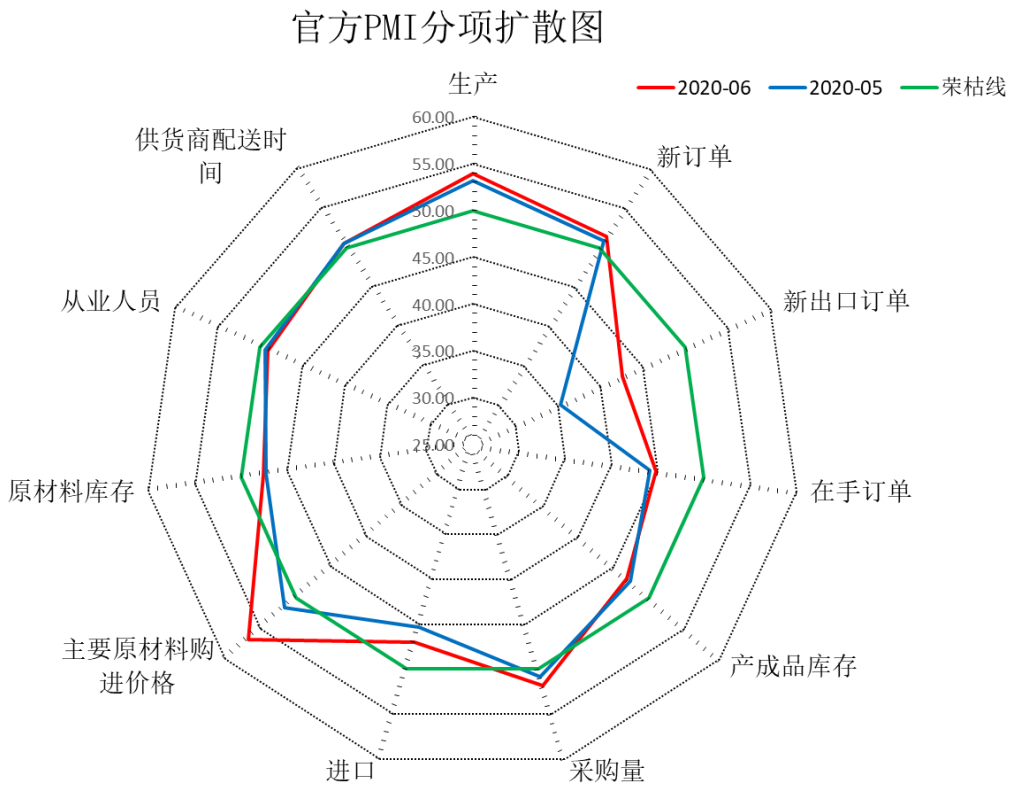
情景 1：预计中国 6 月份 PMI 进一步上升，但留给 3 季度的上升空间已经很小，经济的压力将在未来逐渐显现，当前的预期改善的经济氛围将逐渐被替代。

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

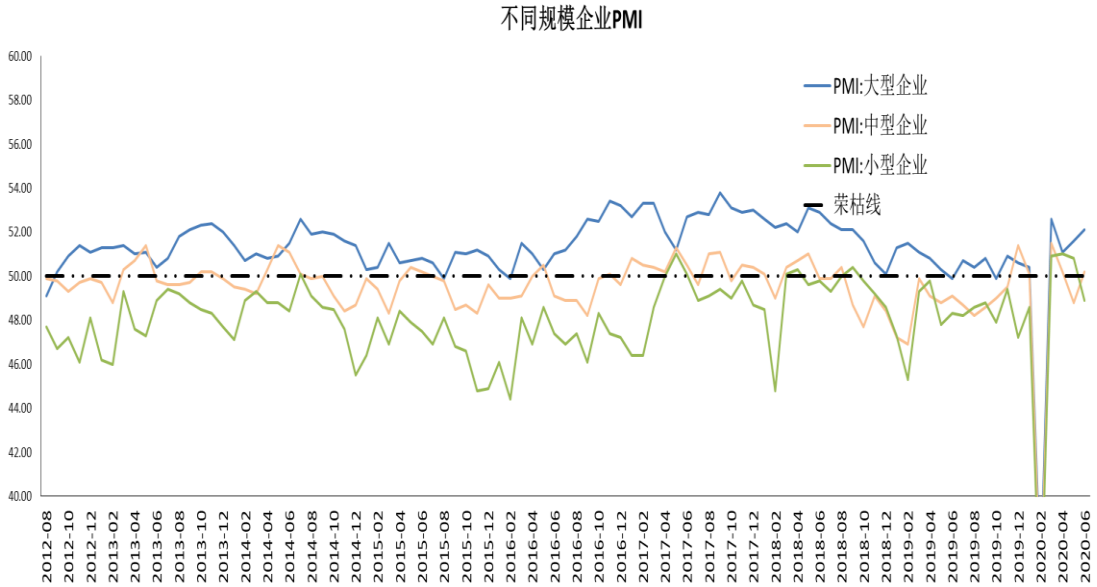
订单指数为 51.4%，高于上月 0.5 个百分点，连续两个月回升，表明制造业市场需求继续恢复。原材料库存指数为 47.6%，比上月回升 0.3 个百分点，表明制造业主要原材料库存量降幅收窄。从业人员指数为 49.1%，低于上月 0.3 个百分点，表明制造业企业用工景气度略有回落。供应商配送时间指数为 50.5%，虽与上月持平，但高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间有所加快。

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



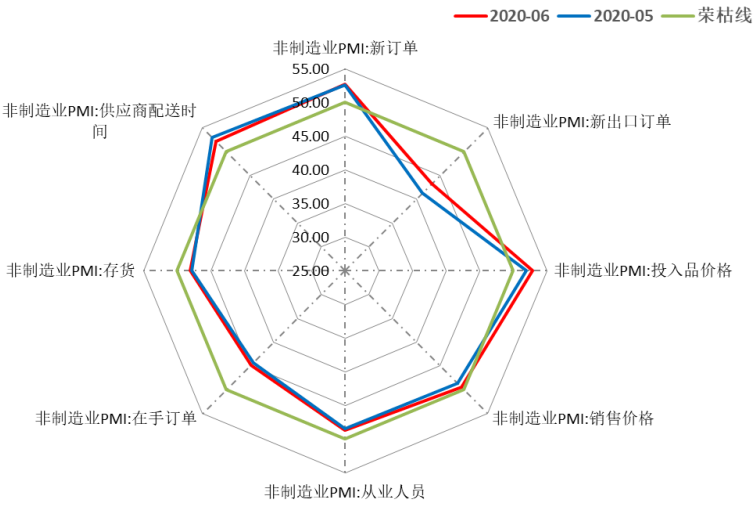
数据来源：英大证券研究所整理，WIND

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。

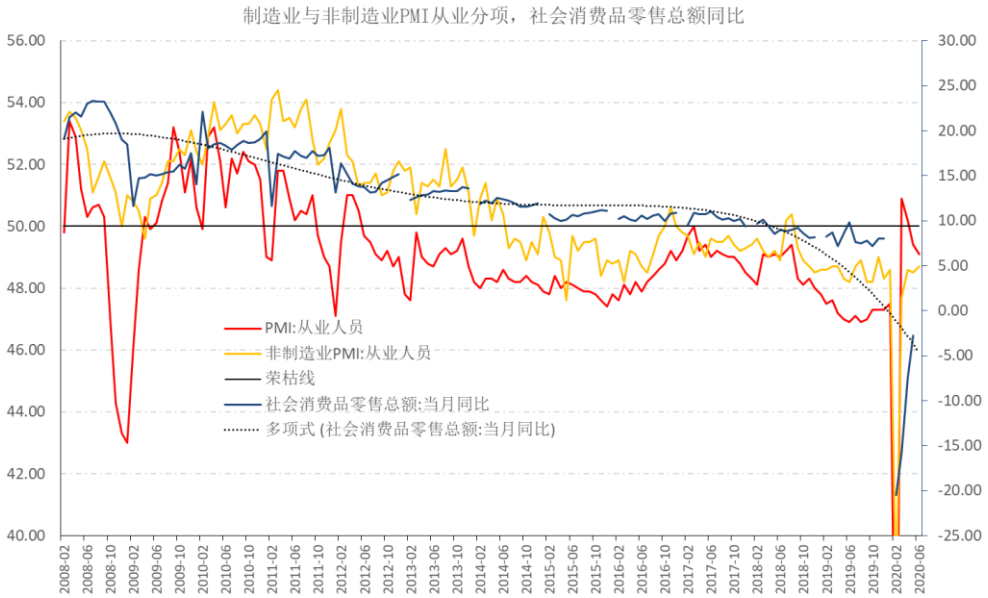
（4）从业人员指数为 48.7%，高于上月 0.2 个百分点，表明非制造业用工景气小幅回升。分行业看，建筑业从业人员指数为 57.4%，比上月回落 1.4 个百分点；服务业从业人员指数为 47.1%，比上月回升 0.4 个百分点。

（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，表明制造业企业用工景气度略有回落。非制造从业人员指数为 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。**就业下滑不利于消费扩张。爆发疫情对收入冲击上的累积效应已经达到 5 个月，接近半年的收入受到影响。这必然会导致消费数据相对难看。**疫情以来商品的绝对价格并未显著下降。保持继续上升没有改变。消费在数量层面受到疫情冲击有所下降，但消费总金额角度的下滑程度受到物价上涨对冲。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

六、警惕美联储货币政策政策指引

如何看待：*美联储主席鲍威尔指出，美联储有责任继续就美联储的核心价值观保持有力且明确的沟通。*

答：美联储的核心价值观是什么？

A.通胀和就业稳定。

① 美国的通胀水平暂时很低。

② 就业数据好于预期，但是仍然相对低迷。

B.独立性与数据属性。

③ 当经济在潜在状态的时候，货币政策将脱离继续支撑的导向。当然尽管已经释放大量流动性，市场仍然不满足。我们看到的是股票的热火朝天，但实体经济的恢复无法忽视几乎失控的疫情。

“上千封信件要求美联储扩大主街贷款计划规模，更有企业提出：美联储不如直接汇款吧”。

④ 在当前的情景中，按照美联储的过往处理经验，可能会再次开辟一个观察窗口期，也就是不再继续推进政策，而是等待市场的自然修复。**没有更多的数据支撑，那么货币政策不会有更多的加码**。当前的经济情况可以说是复工后的正常状态，需要时间来演化，如果继续增加流动性，犹如手推绳索，无处着力。

⑤ 尽管特朗普表示满意，但这并不会改变美联储对于货币政策的审慎原则。如果大家不够清晰的理解，那么请多关注 FOMC 纪要中这些话：

“许多与会者”指出，只要美联储的前瞻性指引“依然可信”，则不明确是否需要收益率曲线目标来加强政策。部分与会者指出，目前的低利率可能会限制市场功能所需之外的进一步资产购买的效果，部分人担心这会影响金融稳定。

七、未来状态与投资建议

在投资品种上，继续推荐关注农产品肉类和饲料（猪肉、鸡肉股、饲料股、农产品期货）的确定性机会。黄金 ETF，黄金股的机会。

相关报告

《20200522-留得青山，赢得未来——物价展望下行》
《20200508-肉食品通胀要持续多久？》
《20200422-经济生产稳中向好，食品消费确定性强——原油负价格及展望》
《20200404-央行给不了企业订单，复苏需要信心和耐心》
《20200322-经济生产、商品价格评估、市场异常点评及机会展望》
《20200308-近期宏观经济评估及展望》
《20200221-全球制造业分析暨 COVID-19 疫情影响评估》
《2020 年经济试探着陆，风险仍大》
《20191212-猪肉价格仍将高位运行，难言见顶》
《20191202- PMI 季节反弹，经济未来仍谨慎》
《20191111-滞胀扩散，不见终点？》
《20191102- 全球制造业状态严峻，防范意外冲击》
《20191019-猪肉贵，其他农产品会涨么？》

《20191005- 宏观经济预计仍将萎缩》
《20190915-食品通胀叠加全球制造业收缩，系统风险大》
《20190902- 宏观经济可能会进一步萎缩》
《20190810-食品通胀、工业品通缩，引致系统风险增大》
《20190803- 价格扩张不是经济扩张，风险持续积聚》
《20190708-非农就业亮眼，不改美国经济放缓趋势》
《20190701- 关注大型企业经营状况，提高风险意识》
《20190520- 宏观经济评估与股票市场展望》
《2019 年宏观经济迷雾航行，逐鹿低波动》
《20181209-工业通缩预期增强、经济还将下行》
《为什么中国暂时没有发生危机？》
《中国的经济脆弱性在增大》
《经济演化下一阶段的特征分析》

风险提示：

（1）本文仅供参考，风险自担！

（2）文中的推演，将在未来用数据来跟踪，逻辑框架只是观察宏观经济的一个维度，如果被市场重点关注则对资产定价产生重要影响。

（3）笔者的分析逻辑存在不严密风险，后续经济运行需要持续跟进经济的最新变化。

小贴士：

背景资料:

PMI 调查，涉及《国民经济行业分类》（GB/T4754-2011）中制造业的 31 个行业大类，3000 家调查样本。制造业采购经理调查问卷涉及生产量、新订单、出口订货、现有订货、产成品库存、采购量、进口、购进价格、出厂价格、原材料库存、从业人员、供应商配送时间、生产经营活动预期等 13 个问题。对每个问题分别计算扩散指数，即正向回答的企业个数百分比加上回答不变的百分比的一半。其中出厂价格指数于 2017 年 1 月起发布。PMI 是一个综合指数，由 5 个扩散指数（分类指数）加权计算而成。5 个分类指数及其权数是依据其对经济的先行影响程度确定的。具体包括：新订单指数，权数为 30%；生产指数，权数为 25%；从业人员指数，权数为 20%；供应商配送时间指数，权数为 15%；原材料库存指数，权数为 10%。其中，供应商配送时间指数为逆指数，在合成 PMI 综合指数时进行反向运算。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立

作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189 号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢沪深 300 指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随沪深 300 指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输沪深 300 指数

公司评级

买　　入	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 15%以上
增　　持	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 5-15%之间
中　　性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回　　避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 5%以上