宏观研究

复苏还能持续多久

2020 年 06 月 30 日

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

投资要点

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。

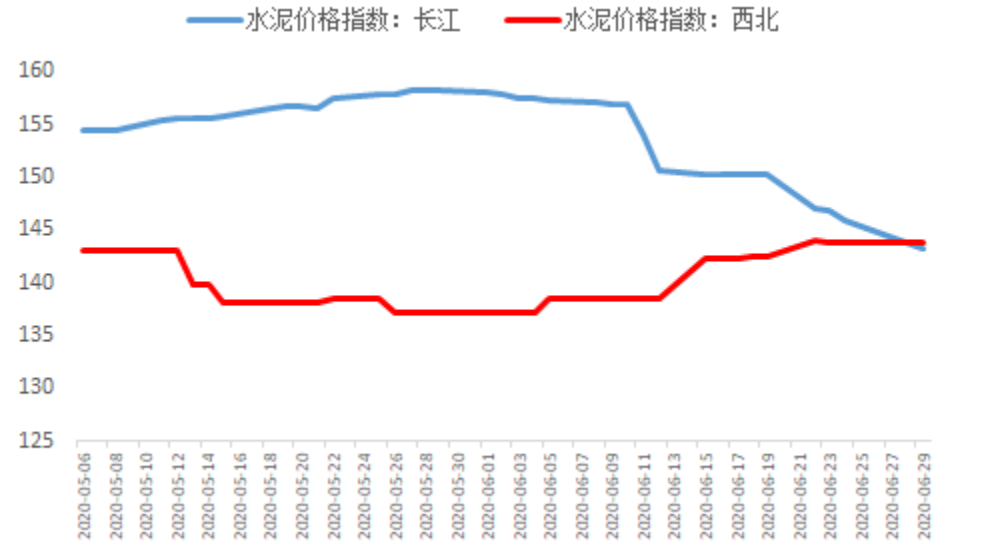
综合来看，经济复苏的核心动力，来自于以下几个方面：

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。

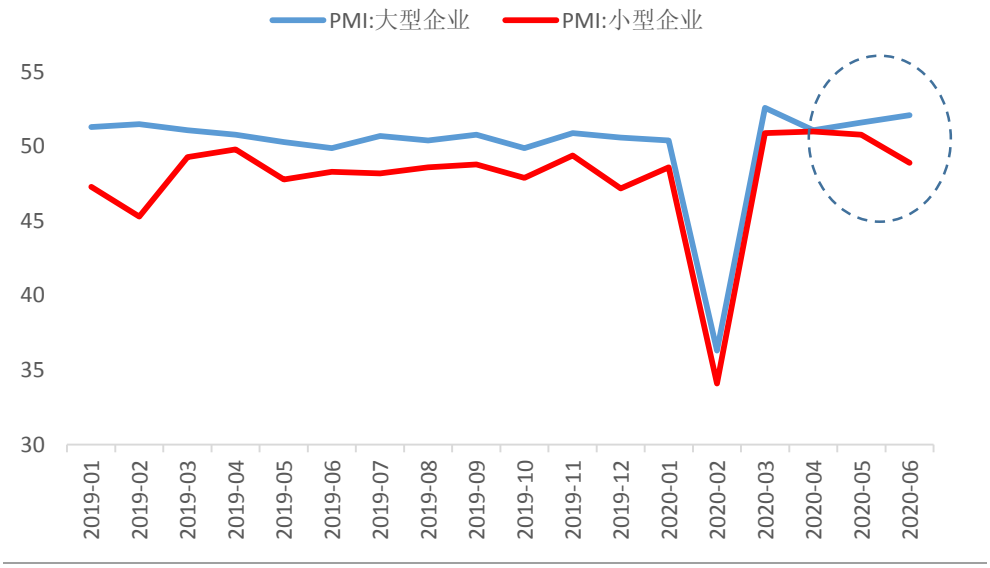
另一方面，部分劳动密集型外需受到冲击后，沿海城市对劳动力的需求将明显下行，这将滞后影响到三四线外出务工人员的收入，进而削弱了消费和购房的能力。

再次，消费反弹的动力也不足。除了高杠杆挤出居民消费外，疫情对不同行业和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。

分析师简介

李奇霖，粤开证券首席经济学家、研究院院长，董事总经理，证书编号：S0300517030002。
张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017 年 3 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com