



# 经济复苏边际空间——国内下降，国外犹存

报告日期：2020年06月04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：[huyan hongydsc@foxmail.com](mailto:huyan hongydsc@foxmail.com)

《金缕衣》〈杜秋娘〉：“花开堪折直须折，莫待无花空折枝。”

## 报告观点：

1. 复工稳步提高，但潜在空间很小。（1）原油价格和化工品价格持续上涨；黑色系工业品新高。（2）猪肉价格回落后反弹，猪肉供需缺口支撑价格。大豆进口持续增长，贸易协议稳定执行。
2. 货币政策上，流动性平滑为主，而非扩张。原料企业积极复产，中下游企业扩张略微困难，成本高企。居民的再次加杠杆行为应当保持克制。
3. 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未变

全球经济的情况变化可以从 PMI 的表格变迁也更清晰，从大面积的扩张转化为大面积的收缩，其中日本、欧元区、美国的制造业萎缩的更加严重。这就是当前，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。

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
2020-05	50.60	43.10	38.40	39.40	41.30	42.70	30.80	40.70	36.20	38.30
2020-04	50.80	41.50	41.90	33.40	41.60	32.70	27.40	32.60	31.30	36.00
2020-03	52.00	49.10	44.80	44.50	44.20	41.90	51.80	47.80	47.50	48.40
2020-02	35.70	50.10	47.80	49.20	48.70	49.00	54.50	51.70	48.20	52.30
2020-01	50.00	50.90	48.80	47.90	49.80	50.60	55.30	50.00	47.90	51.00
2019-12	50.20	47.80	48.40	46.30	50.10	50.80	52.70	47.50	47.50	50.20
2019-11	50.20	48.10	48.90	46.90	49.40	51.00	51.20	48.90	45.60	52.90
2019-10	49.30	48.30	48.40	45.90	48.40	50.00	50.60	49.60	47.20	52.20
2019-09	49.80	47.80	48.90	45.70	48.00	50.50	51.40	48.30	46.30	53.40
2019-08	49.50	49.10	49.30	47.00	49.00	51.40	51.40	47.40	49.10	52.50
2019-07	49.70	51.20	49.40	46.50	47.30	52.60	52.50	48.00	49.30	49.90
2019-06	49.40	51.70	49.30	47.60	47.50	52.50	52.10	48.00	48.60	51.00
2019-05	49.40	52.10	49.80	47.70	48.40	52.00	52.70	49.40	49.80	50.20
2019-04	50.10	52.80	50.20	47.90	50.20	52.50	51.80	53.10	51.80	51.50
2019-03	50.50	55.30	49.20	47.50	48.80	51.90	52.60	55.10	52.80	52.80
2019-02	49.20	54.20	48.90	49.30	47.20	51.20	54.30	52.10	50.10	53.40
2019-01	49.50	56.60	50.30	50.50	48.30	51.90	53.90	52.60	50.90	52.70
2018-12	49.40	54.30	52.60	51.40	49.80	53.80	53.20	54.20	51.70	52.60
2018-11	50.00	59.30	52.20	51.80	48.60	56.50	54.00	53.60	52.60	52.70
2018-10	50.20	57.70	52.90	52.00	51.00	53.90	53.10	51.10	51.30	51.10
2018-09	50.80	59.80	52.50	53.20	51.30	51.50	52.20	53.60	50.00	50.90
2018-08	51.30	61.30	52.50	54.60	49.90	53.70	51.70	52.80	48.90	51.10
2018-07	51.20	58.10	52.30	55.10	48.30	54.90	52.30	53.80	48.10	50.50
2018-06	51.50	60.20	53.00	54.90	49.80	55.70	53.10	54.40	49.50	49.80

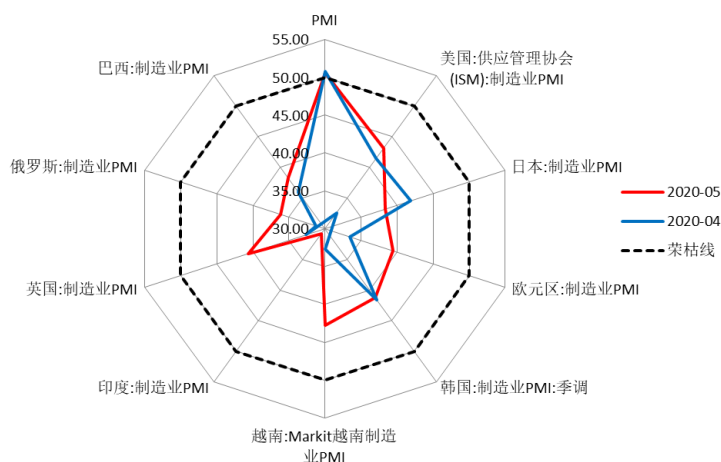
2018-05	51.90	58.70	52.80	55.50	48.90	53.90	51.20	54.30	49.80	50.70
2018-04	51.40	57.30	53.80	56.20	48.40	52.70	51.60	53.90	51.30	52.30
2018-03	51.50	59.30	53.10	56.60	49.10	51.60	51.00	54.90	50.60	53.40
2018-02	50.30	60.80	54.10	58.60	50.30	53.50	52.10	55.20	50.20	53.20
2018-01	51.30	59.10	54.80	59.60	50.70	53.40	52.40	55.30	52.10	51.20
2017-12	51.60	59.30	54.00	60.60	49.90	52.50	54.70	56.20	52.00	52.40

数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

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，预计反弹持续到年底。未来全球经济进一步上行，还是短暂见顶，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。**中国在未来的经济复苏过程中，一方面面临启动国内消费的困难（房贷支出刚性和收入低增长基本面的约束），另一方面是国际贸易在本轮 COVID-19 冲击下短期恢复历史水平太难所导致的出口永久性下滑的风险。**这些意味着经济的复苏上有天花板，下则是中国经济增长的刚性需求支撑。2020 年 5 月份全球 PMI 雷达图收缩，中国在扩张区间，其他国家处于萎缩区间，保持衰退特征。部分国家持续遭受 COVID-19 疫情及国内骚乱双重影响，预计恢复进一步推迟。

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 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
2020-05	50.60	43.10	38.40	39.40	41.30	42.70	30.80	40.70	36.20	38.30
2020-04	50.80	41.50	41.90	33.40	41.60	32.70	27.40	32.60	31.30	36.00

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

我们对经济有两个情景展望, 这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。

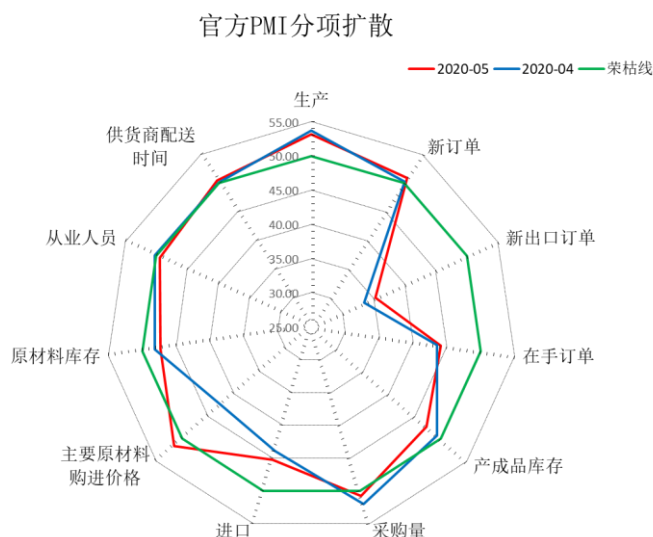
综合来看, 中国的经济恢复性扩张仍然有 3 个月左右的空间, 最晚预计在四季度扩张结束 (10 月前后)。如果是相对消极的情景发生, 那么继续扩张可能还剩 1 个月 (在 6 月或者 7 月 PMI 短暂见顶)。基于一个疲软的全球经济环境, 我们提醒投资者关注全球总需求萎缩永久性特点, 供应很快会超过需求的复苏, 部分资产价格再次下跌可能很快就会到来。

## 二、中国 PMI 雷达图扩张放缓

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。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。我们需要考量无 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。2021 年的经济数据的同比是失去考察意义的（2020 年基数低），投资者应当更加注重环比数据变动对投资的指导意义。**

2020 年 5 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，其中制造业采购经理指数为 50.6%，比上月小幅回落 0.2 个百分点；非制造业商务活动指数为 53.6%，比上月上升 0.4 个百分点。综合 PMI 产出指数为 53.4%，与上月持平。



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。新出口订单恢复缓慢，总体仍然下滑，但下滑放缓。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 53.2%，虽比上月回落 0.5 个百分点，但高于临界点，表明制造业生产继续改善。新订单指数为 50.9%，比上月上升 0.7 个百分点，表明制造业市场需求有所

增加。原材料库存指数为 47.3%，比上月下降 0.9 个百分点，表明制造业主要原材料库存量减少。从业人员指数为 49.4%，比上月回落 0.8 个百分点，表明制造业企业用工景气度低于上月。供应商配送时间指数为 50.5%，比上月上升 0.4 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间有所加快。

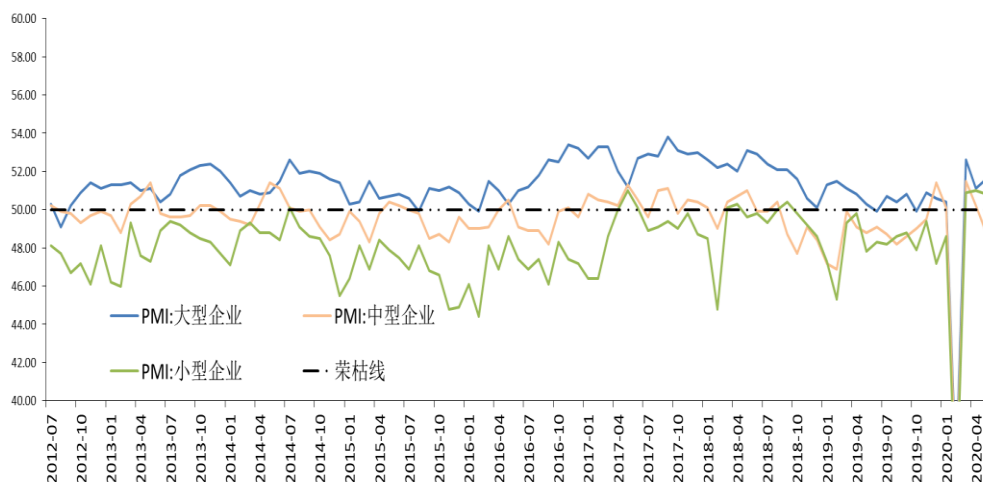
### 综合预判：

**预计 6 月 PMI 维持扩张，但不乐观。**5 月 PMI 扩张部分主要是原料价格上涨，但出口订单仍然萎缩。伴随全球复工推进，预计出口订单在 6/7 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 6 月进一步上升。

## 三、大型企业扩张，中型企业萎缩，小型企业扩张

在刺激经济过程中，通常大型企业率先启动，随后中小型企业开始跟进。但目前来看，大型企业继续扩张而中型企业进入萎缩，小型企业扩张放缓。

我们认为中小型企业对于原料价格可能较为敏感，而大型企业一方面占据上游原料链条，另一方面资源整合能力强对抗成本能力也强，因而影响较小。如果原料价格继续上升，预计中型企业将持续收缩，小型企业也会跌破荣枯线。中小企业的萎缩会直接对经济产生冲击。



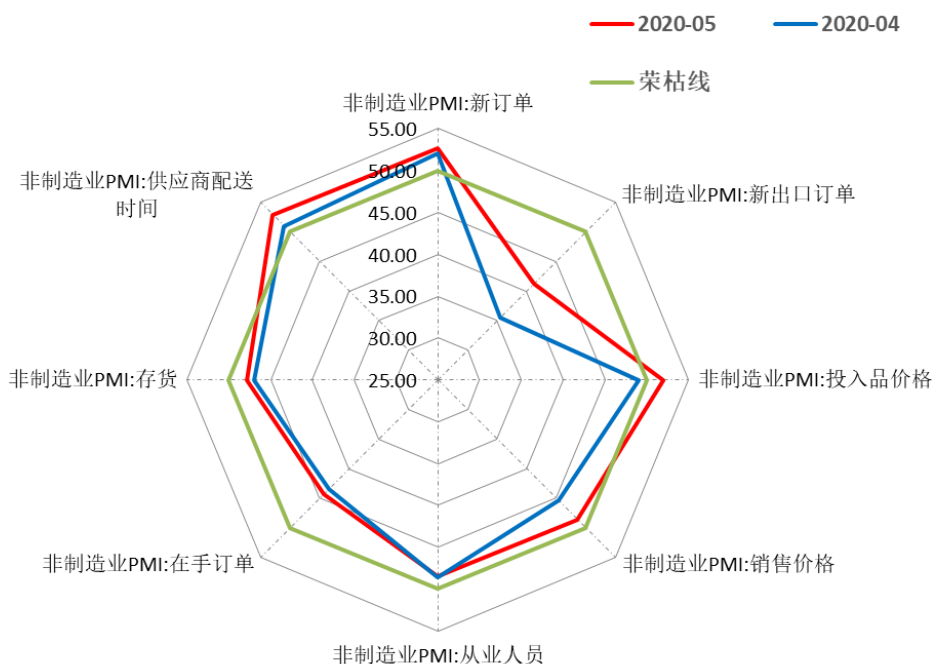
数据来源：英大证券研究所整理，WIND

从企业规模看，大型企业 PMI 为 51.6%，比上月上升 0.5 个百分点，维持扩张；中、小型企业 PMI 分别为 48.8% 和 50.8%，比上月回落 1.4 和 0.2 个百分点。中型企业开始收缩，小型企业保持扩张。

我们维持之前报告撰写的看法：从系统风险的重要性角度看，经济的风险因子主要集中在大型企业上，大型企业在产业链所处上游以及规模定价权上具备一定的垄断能量。客观的社会需求萎缩首先导致中下游竞争程度较高的企业，被动向上游和大型企业让利，自身承受需求萎缩的代价。在中小企业长期的萎缩下滑后，整个微观生态的企业让利空间已经很小，导致中小型企业数量和产量下降，而大型企业无法从中小企业身上挤轧更多的利润出来。当前，大型企业逆周期提价能力已经大大削弱。考虑本次疫情和复工情况，我们认为 5 月份的 PMI 数据中，疫情对生产的影响已经变小，而经济自然基本面的影响开始逐渐上升。经济数据的好坏不能继续归咎于疫情，而要认清经济的基本面事实。当然这并非容易的事情。小企业的成本控制能力相对较弱，未来可能也会快速转差。当前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，可能导致经济系统脆弱性加剧，在未来一段时间压力很大。

#### 四、非制造业 PMI 扩张

5 月份，非制造业商务活动指数为 53.6%，比上月上升 0.4 个百分点。



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。在手订单和存货水平较低。销售价格疲软意味着消费不够旺盛。

(1) 新订单指数为 52.6%，比上月上升 0.5 个百分点，表明非制造业市场需求继续回暖。分行业看，建筑业新订单指数为 58.0%，高于上月 4.8 个百分点；服务业新订单指数为 51.7%，略低于上月 0.2 个百分点。

(2) 投入品价格指数为 52.0%，比上月上升 3.0 个百分点，位于临界点之

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\\_4589](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4589)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn