

宏观研究/专题研究

2020年06月03日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 可选明显改善, 必选维持景气》
2020.05
- 2 《宏观: 窄区间的新试探》 2020.05
- 3 《宏观: 各国重启经济准备好了吗?》
2020.05

疫情下的库存:从被动积压去往何方?

价格和需求信号喜忧参半, 行业结构可能分化

核心观点

受疫情因素扰动, 今年一季度库存被动积压情况较为严重。4-5 月份, 部分行业已重新开始去库存, 我们判断未来内需复苏速度可能进一步超过生产, 但外需扰动下, 库存周期当前的位置仍不能明确定论, 可能短期会维持震荡。我们中性预计, 今年二到三季度, 多数工业行业将陆续重新转入去库存, 食品加工、通用设备、专用设备(医疗设备)、电气机械设备等行业, 有望领先进入主动补库存。但对于整体工业企业, 受外需不确定性扰动, 且本轮地产数据周期性不明显, 预计主动补库存的诉求不会太强。我们判断至少到今年四季度, 整体工业企业才有望出现较为明显的补库过程。

工业价格和需求信号有喜有忧

5月官方制造业 PMI 50.6%, 回落 0.2 个百分点, 第 3 个月处在荣枯线之上。PMI 指数维持扩张态势, 但修复力度逐月递减, 经济仍在渐进修复。在生产逐步恢复正常后, 目前工业企业盈利改善的最大隐忧, 是企业在手和新签订单可能面临下行压力, 尤其是外需。未来一到二个季度, PPI 环比的积极因素主要取决于内需的恢复速度, 预计 5 月 PPI 环比强于 4 月, 考虑上中游原材料生产和加工业价格向下游传导存在一定的时滞, PPI 同比增速可能在未来 1-2 个月内触底、随后降幅可能收窄。但受油价同比降幅仍较大的因素制约, 全年 PPI 中枢仍可能在负增长区间。

需求侧的不确定性仍是盈利修复的隐忧

4 月工业企业利润增速当月同比跌幅大幅收窄到 -4.3%, 盈利修复之所以弹性较大, 主要是供需两端同时回暖, 生产端基本恢复正常水平, 而可选消费等需求较前值回升幅度较大。展望未来一至两个季度, 当企业产能利用率基本恢复到往年同期水平后, 是否进一步提高产量, 将取决于有无足够的需求侧积极信号。我们预计随着企业开工生产基本恢复正常, 工业企业盈利数据有望继续修复, 但需求侧的不确定性仍是隐忧。在工业企业利润当月同比转正之前, 我们认为难以看到明确、持续的主动补库存行为。

本轮地产周期不明显, 可能间接影响工业企业库存的周期特性

历史数据显示, 地产的周期性特征对工业企业的生产经营决策可能有较大的综合影响, 与工业企业产成品库存的波动也有一定的正相关性。受“因城施策”政策导向影响, 本轮房地产投资、销售等数据波动相对平缓, 周期性特征并不明显, 短期内, 地产投资、销售等数据也不大可能出现明显的超预期上行。受其间接影响, 本轮工业企业的主动补库过程, 可能也会相对温和, 波动性较低。

部分行业或领先进行补库存, 整体工业库存短期仍将震荡

当前国内疫情防控形势持续好转, 内需逐步恢复, 但海外疫情仍存波折和反复, 新签出口订单降幅较大, 内需、外需恢复的差异性, 导致了各行业产成品库存的结构性分化。我们判断, 未来内需复苏速度可能进一步超过生产, 但外需扰动下, 库存周期当前的位置仍不能明确定论, 可能短期会维持震荡。考虑到库存周期略滞后于企业盈利的变动, 结合行业产成品库存现况综合判断, 我们认为, 食品加工、通用设备、专用设备(医疗设备)、电气机械设备等行业, 有望领先进入主动补库存。

风险提示: 海外疫情持续时间超预期, 对全球经济、外需构成更大负面冲击; 制造业投资、消费增速超预期下行, 经济下行速度超预期; 逆周期政策力度不及预期。

正文目录

库存周期短期或维持震荡，行业结构可能分化	3
工业价格和需求信号有喜有忧.....	5
先行指标看，需求端压力主要体现在新签订单量的下滑	5
工业生产价格或现环比反弹，但全年中枢大概率仍为负增长	6
需求侧的不确定性仍是盈利修复的隐忧	8
本轮地产周期不明显，可能间接影响工业企业库存的周期特性	10
部分行业或领先进行补库存，整体工业库存短期仍将震荡	12
风险提示	13

图表目录

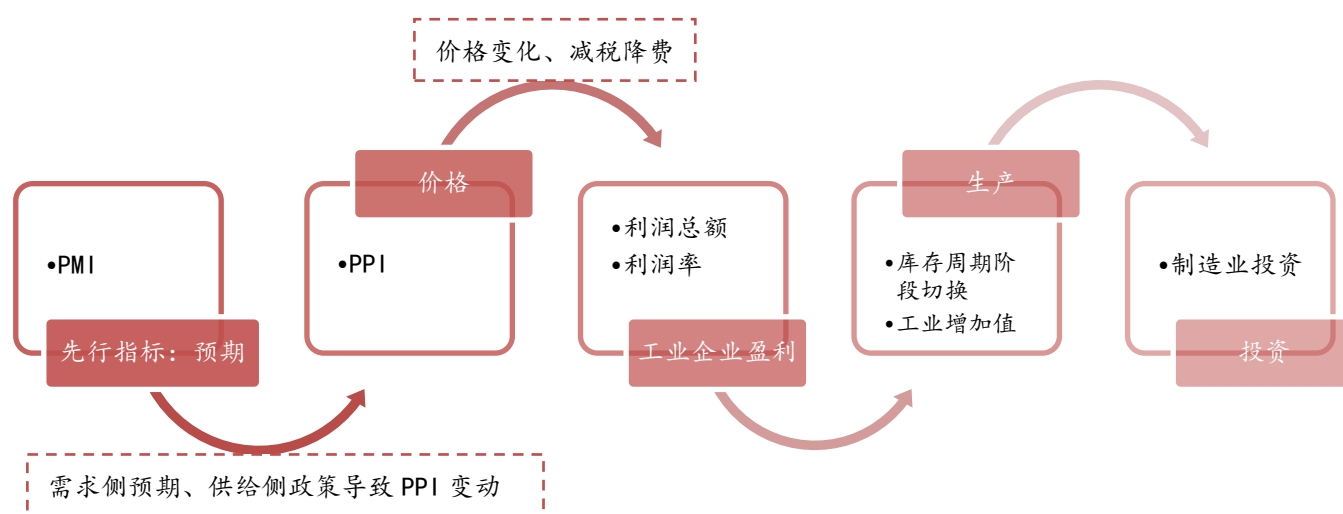
图表 1： 工业生产链条上的各项数据存在从前端到后端的传导与关联	3
图表 2： 4月工业企业盈利数据的积极信号：营收和利润改善，库存出现去化迹象	4
图表 3： PMI 环比变动概览	5
图表 4： 需求端，在手和新签订单的下滑可能是未来工业生产链条的最大隐忧.....	6
图表 5： PPI 同比短期可能继续下行，但我们预计接近触底	7
图表 6： 环比来看，多数上中游工业原材料，在 5 月份价格出现上涨	7
图表 7： 今年一季度，PPI 出现较大幅度下行，工业生产数据也波动较大	8
图表 8： 目前盈利修复主线集中在科技、基建等行业	9
图表 9： 工业企业产成品库存的五轮完整周期	10
图表 10： 2006 年至今地产政策/重大事件影响下的库存变化情况	11
图表 11： 历史数据显示库存周期和房地产周期表现出一定的相关性	11
图表 12： 部分上中游行业，产成品库存累计同比表现分行业概览	12
图表 13： 部分中下游行业，产成品库存累计同比表现分行业概览	12
图表 14： 2020 年 4 月末，工业企业产成品库存金额的占比结构	13

库存周期短期或维持震荡，行业结构可能分化

本轮库存周期从2016年7月份开启主动补库存，从2017年二季度开始进入去库存；原本在2019年末，企业盈利同比触底迹象初步显现，我们预计企业可能在2020上半年进行主动补库存；但受疫情因素扰动，今年一季度库存被动积压较为严重。4-5月份，部分行业已重新开始去库存，我们判断，未来内需复苏速度可能进一步超过生产，但外需扰动下，库存周期当前的位置仍不能明确定论，可能短期会维持震荡。

我们中性预计，今年二到三季度，多数工业行业将陆续重新转入去库存，部分行业有望领先实现盈利当月同比转正、进行主动补库存。考虑到库存周期略滞后于企业盈利的变动，结合行业产成品库存现况综合判断，我们认为，食品加工、通用设备、专用设备（医疗设备）、电气机械设备等行业，有望领先进入主动补库存。但对于整体工业企业，受外需不确定性扰动，且本轮地产数据周期性不明显，预计主动补库存的诉求不会太强。我们判断至少到今年四季度，整体工业企业才有望出现较为明显的补库过程。

图表1：工业生产链条上的各项数据存在从前端到后端的传导与关联



资料来源：华泰证券研究所

我们认为，PMI、PPI、工业企业盈利、工业企业库存、制造业投资等经济数据，存在一定的传导和关联联系。逻辑上较为通畅的传导链条可能是：需求复苏，反映为先行预期指标 PMI 走强；随后产成品价格 PPI 上涨（但近年来供给侧政策也是影响 PPI 的重要因素之一，即使没有需求侧复苏预期，也可能带动 PPI 上行）；PPI 与工业企业盈利有较强的正相关性，产成品价格上涨，无论是需求侧逻辑（量价齐升）还是供给侧逻辑（可能是量缩价涨，但价格弹性大于产量），都可能带动企业盈利修复；工业企业盈利修复一方面对 PMI 产生正向反馈，一方面拉动相关生产和主动补库存的过程。当生产端供不应求、且企业盈利状况继续改善时，企业可能主动加大资本开支，反映为制造业投资增速上行。

从实际数据表现来看，企业库存周期的变化略滞后于价格（PPI）和盈利，从价格和盈利的变化、传导到企业的生产端调整，存在一定的时滞。当企业由被动去库存切换到主动补库存时，产成品存货累计同比增速上升；而反之，当 PPI 下行、工业企业盈利能力趋弱时，企业由被动补库存（需求下行，存货积压）向主动去库存转变，反映为产成品存货累计同比增速下行。

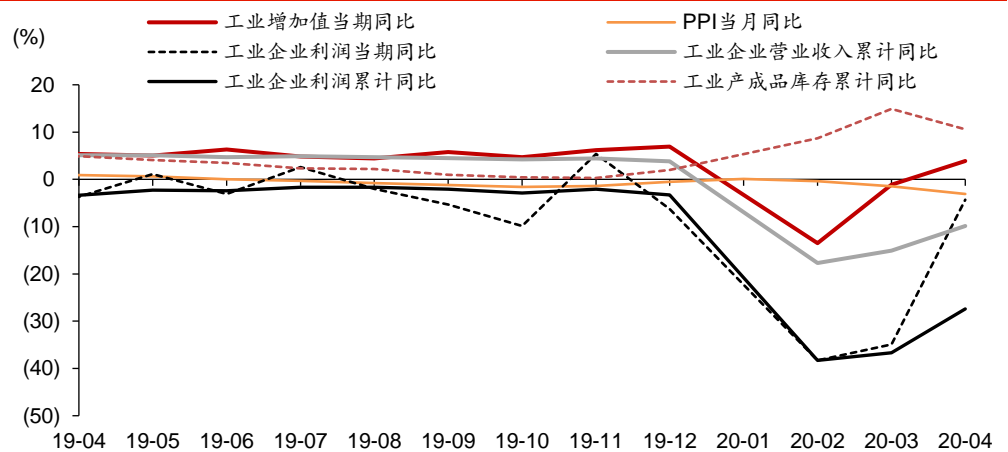
上轮 PPI 中枢的显著上行，主要逻辑是 2016 年三季度开始的供给侧改革去产能推动工业领域“量缩价涨”。与 PPI 上行同步，工业企业利润同比增速也呈现显著修复；从 2016 年三季度开始，工业企业开启一轮主动补库，产成品增速上行。但随着去产能逐步完成既定任务、不再设置量化指标，2017、2018 年，PPI 中枢逐年回落、工业企业盈利增速下行，库存周期开始转入去库存。

2019下半年，市场的主流预期是，从2019年末至2020年初，PPI有望在翘尾因素以及一定的逆周期对冲政策影响下触底回升；企业盈利有望与PPI基本同步，在2020年一季度修复、有望同比转正；2020年上半年，库存周期有望转入补库阶段。结合盈利修复预期、高端制造业支撑等因素，2020年制造业投资增速有望略高于2019年。

但今年一季度的新冠疫情“黑天鹅”，对实体经济活动、以及企业的生产/资本开支意愿，产生了较大负面冲击。国家统计局数据显示，2020年1-2月、3月份的工业企业产成品存货同比分别为+8.7%、+14.9%，数据连续较前值（2019年12月）上行；我们认为主要原因是疫情严重影响需求，对产成品销售端的冲击比对生产端更大（对设备制造、汽车尤其如此），造成存货被动积压。统计局在解读1-2月经济数据时指出：“这次疫情冲击了我国产业链，影响了经济循环畅通，部分产业或企业库存积压，如钢铁、汽车等。也有些行业因疫情防控或复工复产需要而加快了去库存步伐，如医药、防疫消毒用品以及部分纺织、化工原材料等。随着企业加快复工复产，一些行业将加快去库存，另一些行业会加快补库存，进而推动企业生产反弹。”

我们认为，新冠疫情扰动库存周期、造成产品短期被动积压只是暂时状态，当需求回升速度逐渐超过生产后，库存周期未来将重新回到被动去库存。4月末，产成品库存同比+10.6%，较3月值（+14.9%）回落，反映社零消费、基建等方面的需求开始恢复。下半年，机械设备、专用设备、医疗设备等行业有望领先进入主动补库存。但整体工业企业进入主动补库存，可能至少要到今年四季度。

图表2：4月工业企业盈利数据的积极信号：营收和利润改善，库存出现去化迹象



资料来源：Wind，华泰证券研究所

工业价格和需求信号有喜有忧

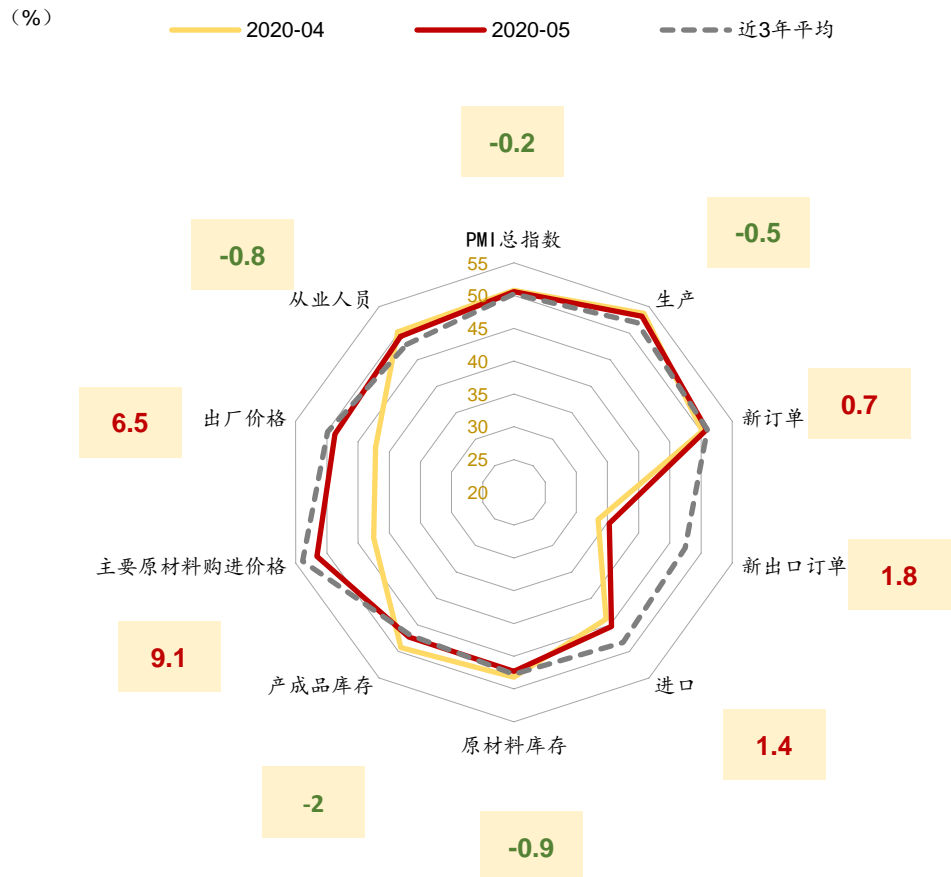
先行指标看，需求端压力主要体现在新签订单量的下滑

5月官方制造业PMI 50.6%，回落0.2个百分点，但第3个月处在荣枯线之上。PMI指数维持扩张态势，但修复力度逐月递减，经济仍在渐进修复。分项看，需求边际改善（内需强于外需）但企业生产备货意愿趋弱，由“订单-生产指数”刻画的产出缺口出现好转，工业品价格反弹。而行业分化依然显著，制造业与服务业压力突出、建筑业持续走旺。在生产逐步恢复正常后，目前工业企业盈利改善的最大隐忧，是企业在手和新签订单可能面临下行压力，尤其是外需；因而对PMI的关注重点应是新订单、生产、库存等方面；行业角度，需关注纺织、出口导向的原材料、电子加工贸易等行业。

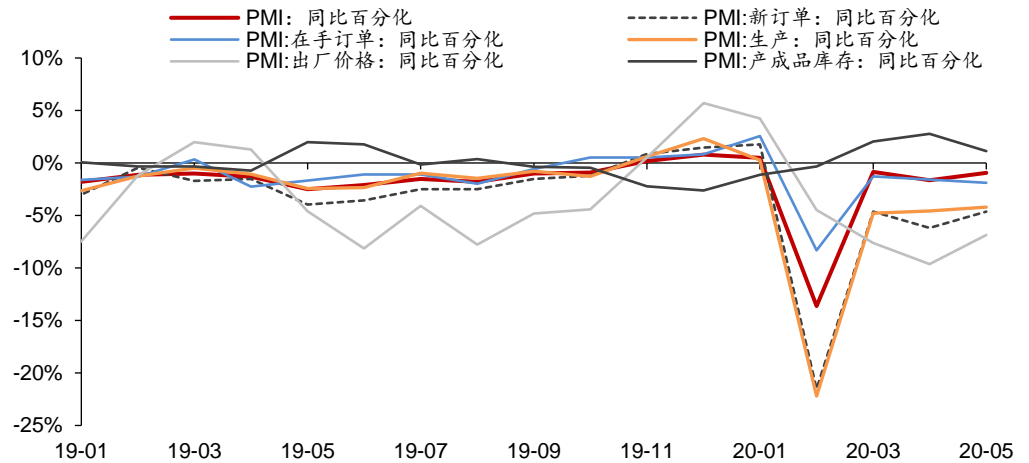
国家统计局数据显示，5月PMI新出口订单指数35.3%，低位回升1.8个百分点；国内新出口订单仍承压维持低位，我们预计出口压力在近一个季度难以有显著改观，新出口订单滞后反应将带动出口下行风险，可能反过来引发工业库存攀升、生产放缓、失业率走高。欧美经济重启伴随疫情反复，短期还难以看到出口实质改善，由此衍生的库存、生产、就业等压力值得警惕。

国家统计局数据显示，库存方面，5月PMI原材料库存指数47.3%，回落0.9个百分点；产成品库存指数47.3%，回落2个百分点。原材料库存走弱，显示企业正处于走出库存被动积压阶段的过程中，但备货意愿不强，尚未切换到主动补库存阶段。

图表3：PMI环比变动概览



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：需求端，在手和新签订单的下滑可能是未来工业生产链条的最大隐忧


资料来源：Wind，华泰证券研究所

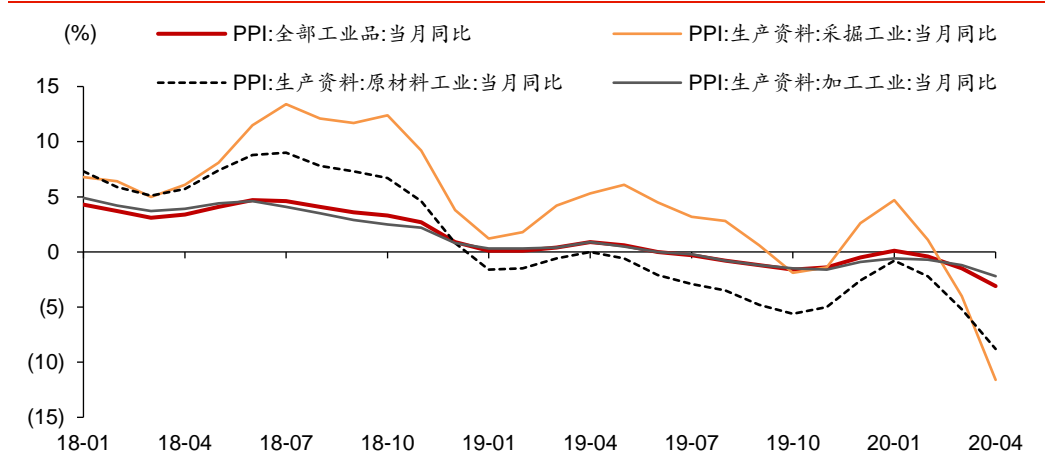
工业生产价格或现环比反弹，但全年中枢大概率仍为负增长

对于工业生产的价格因素，2019 四季度 PPI 出现了昙花一现的连续两个月环比转正，我们认为，主要反映的是当时的市场一致预期：2020 年是全面建成小康社会决胜之年，政策刺激可能在年初就集中投放。部分工业品在去年四季度提前出现了涨价。但今年一季度的新冠疫情黑天鹅，显著冲击了经济活动和工业品价格，螺纹钢、水泥等工业产品库存在今年 1-2 月一度居高不下；叠加国际油价超预期大幅下行的影响，今年 2-4 月，PPI 环比连续三个月为负。

今年 3-4 月，受市场担忧疫情冲击全球经济增长预期、沙特与俄罗斯/OPEC 就原油产量未能达成一致等因素作用，国际油价大跌，布伦特油价一度跌至 20 美元左右。历史经验看，油价与 PPI 有较强关联性。我们认为，受疫情在全球范围内扩散的影响，今年油价中枢大概率持续明显低于去年同期；这对全年 PPI 中枢或形成较明显的负面影响。

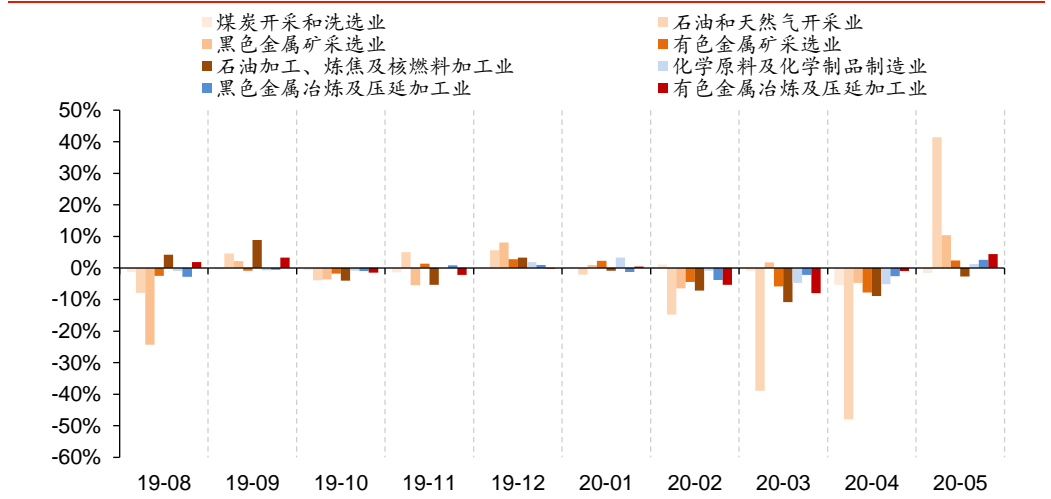
未来一到二个季度，PPI 环比的积极因素主要取决于内需的恢复速度，尤其是基建、地产的施工强度。以重大项目为抓手、受预算内和专项债资金支持，基建投资基本确认快速修复反弹态势。4-5 月份，生产和价格端的积极因素开始逐渐体现，5 月份铁矿石/钢材、有色金属、原油均价较 4 月环比上涨。我们预计 5 月 PPI 环比强于 4 月，考虑上中游原材料生产和加工业价格向下游传导存在一定的时滞，PPI 同比增速可能在未来 1-2 个月内触底、随后降幅可能收窄。但受油价同比降幅仍较大的因素制约，全年 PPI 中枢仍可能在负增长区间。

图表5: PPI 同比短期可能继续下行, 但我们预计接近触底



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 环比来看, 多数上中游工业原材料, 在5月份价格出现上涨



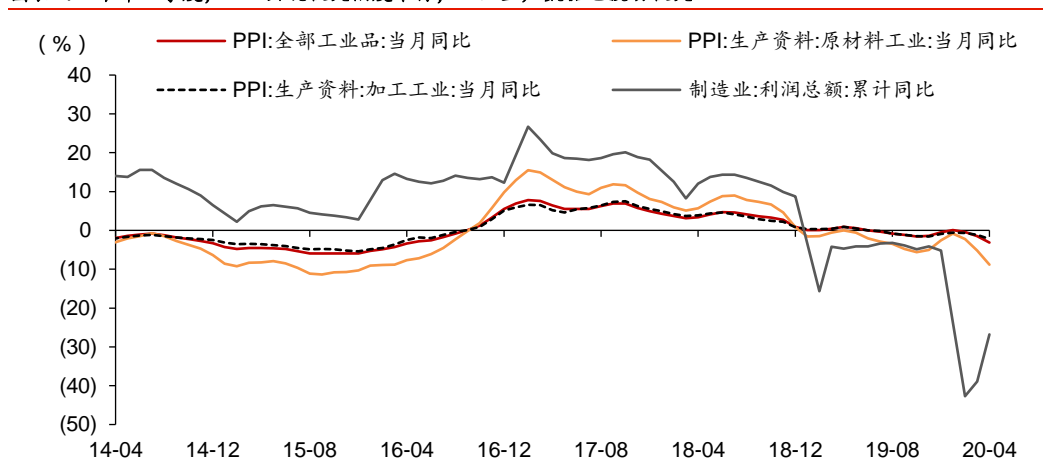
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

需求侧的不确定性仍是盈利修复的隐忧

工业企业营业收入的影响因素包含“量”和“价”两方面：“量”取决于生产和需求的动态平衡；“价”主要由PPI的结构数据反映。我们在上文指出，历史上，PPI和工业企业盈利之间存在较强正相关性；PPI原材料/加工工业大类，与工业企业利润分项中的制造业利润增速作比，其在趋势上较为统一。这主要是因为，一般而言工业生产的季度波动不会太大，而PPI的弹性相对更强。但今年的情况相对特殊，在内外部因素综合影响下，不仅PPI出现了较大幅度下行，今年1-2月、和4-5月的工业生产数据，也出现了很大的相对波动。

我们预计随着企业开工生产基本恢复正常，工业企业盈利数据有望继续修复，但需求侧的不确定性仍是隐忧。在工业企业利润当月同比转正之前，我们认为难以看到明确、持续的主动补库存行为。

图表7：今年一季度，PPI出现较大幅度下行，工业生产数据也波动较大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

今年4月工业企业利润行业数据显示，目前盈利改善的行业主线一是科技附加值较高的行业，受益于政策扶持和行业蓝海；二是基建相关行业，反映内需确定性复苏的方向；三是可选消费行业（汽车），反映社会线下零售消费向正常方向恢复。今年3月份，企业陆续复工复产，生产端复苏快于需求；4-5月份，消费、基建等方面需求逐渐回暖，内需的恢复速度逐渐赶上生产。

政府工作报告未设定全年经济增长数字目标，但全面建成小康社会、完成脱贫攻坚和稳就业等目标，仍需一定的经济增长“基本盘”。全国两会的胜利召开、北京疫情响应机制下调，全年经济工作定调，5月份有望成为工业生产和社会消费进一步恢复正常的重要时间

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_4751

