



宏观研究

需求不足是经济问题的核心

2020年04月30日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@y kzq.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@y kzq.com

近期报告

《全年经济数据的“单针底”》2020-03-16

《粤港澳大湾区何以成为中国经济的增长极——粤港澳大湾区研究系列之 12》

2020-03-18

《江浙地区的小微金融给我们什么启示》

2020-03-20

《粤港澳大湾区制造业如何转型升级——粤港澳大湾区研究系列之 13》

2020-03-25

《赤字、特别国债与消费驱动》

2020-03-27

需求不足是经济问题的核心

4月官方PMI走势出现分化，制造业PMI从52.0下滑至50.8，非制造业PMI从52.3上升至53.2，综合PMI从53.0上升至53.4。国内疫情得到控制后，经济持续修复。

从分项指数看，生产继续好转。制造业PMI生产指数虽从54.1回落到53.7，但仍高于荣枯线之上，而且在制造业PMI 13个分项指数中仅低于生产经营活动预期指数。非制造业PMI商务活动指数也从52.3上升到53.2。

反观需求指标，表现要羸弱一些。制造业PMI新订单指数52.0回落到50.2，制造业PMI新出口订单指数从46.4大幅下滑到33.5；非制造业PMI新订单指数从49.2回升到52.1，非制造业PMI新出口订单指数从38.6下滑至35.5。仅非制造业PMI新订单指数回升，和积压的餐饮、服务等消费需求短期集中释放有关，总需求并不强劲。

对国内经济而言，疫情海外扩散更多是外生变量，需求不足是当前经济困境中，有可能解决的核心问题。如果总需求不能恢复，3月和4月复工复产所生产的产品，将面临去库存压力，生产也很可能再度收缩。

因此，提振总需求是当前的关键。近日出现了很多积极信号，比如两会召开时间确定、北京降低防疫等级、政治局常委会研究确定支持湖北省经济社会发展一揽子政策等，稳经济尤其是稳内需将成为下一阶段的工作重点。

企业和家庭部门在资产负债表恶化、对未来预期不乐观的情况下，很难主动大规模投资和消费。唯有政府加杠杆，才能走出当前困境。5月将集中发行专项债，两会确定财政赤字率和特别国债规模后，也需加快国债和特别国债的发行。

风险提示

政策力度不及预期



图表目录

图表 1：2020 年一季度，央行企业家问卷调查原材料购进价格和产成品销售价格两个感受指数，出现有统计以来的最大分化.....	4
---	---



4月官方PMI走势出现分化,制造业PMI从52.0下滑至50.8,非制造业PMI从52.3上升至53.2,综合PMI从53.0上升至53.4。国内疫情得到控制后,经济持续修复。

从分项指数看,生产继续好转。制造业PMI生产指数虽从54.1回落到53.7,但仍在荣枯线之上,而且在制造业PMI 13个分项指数中仅低于生产经营活动预期指数。非制造业PMI商务活动指数也从52.3上升到53.2。

根据国家统计局数据,4月复工率和复产率都在提高。截至4月25日全国采购经理调查企业中,大中型企业复工率为98.5%,较3月调查结果上升1.9个百分点;已复工企业中,77.3%的企业复产率达到正常水平的八成以上,高于上月9.4个百分点。

这也和高频数据一致,5大发电集团日均耗煤(常用的6大发电集团日均耗煤,今年3月28日国电集团停止报数后,统计样本将国电替换为华电。为保证数据的连续性,仅加总浙电、上电、粤电、大唐和华能这5大发电集团数据),从3月的40.96万吨提高到46.36万吨,同比从-24.1%收窄至-10.9%。

4月生产加快的原因,一是疫情好转后,人员和物资流通的梗阻打通,为复工、复产尤其是复产奠定基础;二是前期积压的订单,在4月继续生产;三是内需出现结构性的修复,比如建筑业PMI商务活动指数从55.1上升到59.7、餐饮消费活动重启后4月餐饮业商务活动指数升至60以上,带动了相关行业的生产。

反观需求指标,表现要羸弱一些。制造业PMI新订单指数从52.0回落到50.2,制造业PMI新出口订单指数从46.4大幅下滑到33.5;非制造业PMI新订单指数从49.2回升到52.1,非制造业PMI新出口订单指数从38.6下滑至35.5。仅非制造业PMI新订单指数回升,和积压的餐饮、服务等消费需求短期集中释放有关,总需求并不强劲。

生产好于需求,导致库存上升、价格下降。制造业PMI产成品库存指数从49.1回升到49.3,主要原材料购进价格指数从45.5下滑到42.5,出厂价格指数从43.8下滑到42.2。非制造业PMI存货指数从46.1上升到47.0,投入品价格指数从49.4下滑到49.0,销售价格指数从46.1下滑到45.4。

我们认为,目前国内复工已基本完成,后续复产情况取决于需求恢复程度和海外疫情扩散对产业链供应的影响这两个因素。如果这两个因素未能解决,国内生产很可能再度收缩。

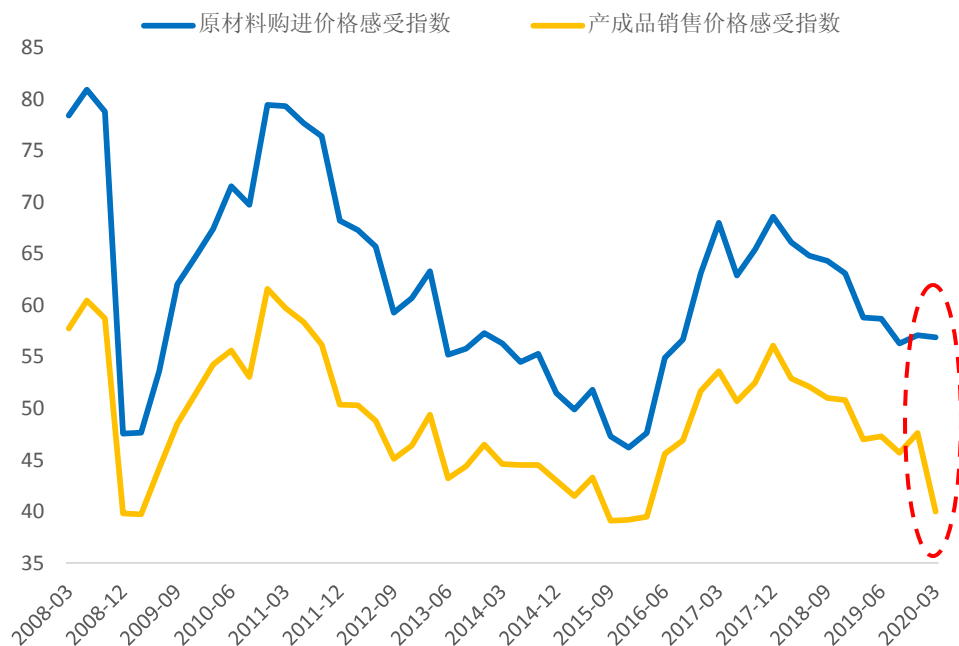
订单不足,是目前企业生产面临的首要问题。根据国家统计局有关领导的介绍,4月PMI调查中,高达57.7%的企业反映订单不足,部分企业反映市场需求疲软,产品销售面临困难,订单回补尚需时日。而国外疫情扩散又加剧了订单不足的压力,调查显示部分制造业企业新签订出口订单锐减,甚至已开工生产的订单被取消。

需求不足是当前经济的核心问题,需警惕需求不足带来的通缩风险和信用风险。3月物价数据显示,通缩风险抬头。而央行近期公布的2020年一季度企业家问卷调查报告显示,原材料购进价格感受指数和产成品销售价格感受指数,出现了2008年有统计以来的最大一次分化。原材料购进价格感受指数,也是企业家问卷调查公布的九个指数中,唯一一个在荣枯线之上的。

原材料价格高居不下,但终端需求低迷,企业惨淡经营。如果需求不能恢复,通缩和债务风险将进一步加剧。



图表1：2020年一季度，央行企业家问卷调查原材料购进价格和产成品销售价格两个感受指数，出现有统计以来的最大分化



资料来源：中国人民银行，粤开证券研究院

海外疫情扩散对国内生产的影响，也在4月PMI中得到体现。4月制造业PMI进口指数从48.4下滑到43.9，显示国内制造业企业的进口需求进一步放缓。国内制造业企业的进口需求，受它们的生产影响，而4月国内制造业生产是继续恢复的。PMI采购量指数虽从52.7下滑至52.0，但仍在荣枯线之上，也意味着制造业企业的采购加快。生产和采购加快但进口减少，可能和疫情海外扩散后，海外停工、停产与运输停摆，国内企业被动减少进口有关。

美国、意大利等已出台了复工计划，但鉴于这些国家目前的疫情发展情况，复工是避免经济崩溃的无奈抉择。在防疫和复工中平衡，相关国家的实际复产将是很缓慢的过程，需要警惕通过供应链渠道，对上游进口依赖度较高的行业和企业生产构成约束。

对国内经济而言，疫情海外扩散更多是外生变量，需求不足是当前经济困境中，有可能解决的核心问题。如果总需求不能恢复，3月和4月复工复产所生产的产品，将面临去库存压力，生产也很可能再度收缩。

因此，提振总需求是当前的关键。近日出现了很多积极信号，比如两会召开时间确定、北京降低防疫等级、政治局常委会研究确定支持湖北省经济社会发展一揽子政策等，稳经济尤其是稳内需将成为下一阶段的工作重点。

企业和家庭部门在资产负债表恶化、对未来预期不乐观的情况下，很难主动大规模投资和消费。唯有政府加杠杆，才能走出当前困境。5月将集中发行专项债，两会确定财政赤字率和特别国债规模后，需加快国债和特别国债的发行。



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
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@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；

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_5513

