

朱洵 SAC No. S0570517080002
研究员 SFC No. BQK711
021-28972070

zhuxun@htsc.com

易峘 SAC No. S0570520100005
研究员 SFC No. AMH263
evayi@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：人民币升值周期背后的效率逻辑》
2020.11
- 2 《宏观：展望十四五：政策紧扣“双循环”战略的本质》2020.10
- 3 《宏观：美国大选结果“排列组合”之影响》
2020.10

全球制造业是否仅仅是补库周期？

去年四季度，我们观察到全球制造业的需求先行-同步指标呈现积极的边际变化。这些变化让我们开始思考——本轮全球制造业回升还能持续多久、是否仅是一轮补库周期？2020年10-12月，多类工业大宗商品上涨，与实体需求关联较紧密的原油、铜、铁矿石等领涨；以美国为代表的发达国家总库存从2020上半年的被动去化、逐渐转入主动补库存；二次疫情对经济的扰动明显低于2020年上半年的一次疫情。

我们认为，本轮全球工业生产、制造业资本支出及贸易周期的回升可能不仅是一轮“后疫情”时代的脉冲式反弹、也不只是一轮补库存周期，而可能更具持续性。2017年以来全球贸易、工业和制造业投资周期已经四年下行，不仅是疫情短期冲击、更不仅仅是“去库存”带来的需求下行。所以，不能排除这一轮制造业回升周期比单纯的疫后补库周期更强劲、持久。我们预计2021年全球首先将迎来补库周期，而后伴随温和的资本支出上行周期。预计制造业占比较高以及外向型的经济体更加受益——比如受疫情影响较小的中国与其他亚洲制造业国家。

各国的疫情救助政策仍难言迅速退出，流动性仍将维持宽松基调；短期内需求回升将快于政策退出、刺激效应还在体现，这可能是对总需求改善“最友好”的环境。2020下半年，美国居民储蓄率虽然回落，但11月值仍高于疫情前水平；参考2020年二三季度，在新一轮财政转移支付支撑下，2021上半年，美国居民收入增速有望回升。这些利好因素有望支撑消费需求，继而带动贸易、补库存、设备投资需求进一步释放。

在经历了长达4年的持续低迷之后，全球工业和贸易周期从2020下半年以来持续回暖。通过对长周期的分析，我们初步的结论是目前的宏观环境可能支持一个更长的工业回升周期，而制造业产能利用率回升，可能进一步带来产能“供不应求”的局面，本轮制造业周期回升将是库存+设备周期的叠加。2020年初的一次疫情加剧了2017-2020年间全球制造业和贸易周期的下行趋势，但某种意义上反而加速了产能和库存周期的“出清”。

如果周期回升的持续性超出各国政府的预期，结果可能是：即使政策缓慢退出宽松，市场和实体经济的真实利率短期仍可能下行，从而推升企业现金流增速（盈利改善）和货币流通速度。我们认为美债名义收益率的阶段性上行终会到来，但长期看，美国长端无风险利率很难稳定在高于核心通胀的水平。

如果如我们所期，全球制造业周期反转上行是一轮较可持续的周期，我们认为将最利好制造业占比较高及受全球贸易周期影响更大的国家和地区。美国经济的相对表现可能不会再像之前几年这么亮眼，而全球贸易增速与制造业资本支出的潜在回升有望提振中国制造业的盈利和投资需求；中国核心资产将更受全球配置的青睐，引导更多资金投向优质、有稀缺性的人民币股权和债券资产。

风险提示：疫苗产能供给不及预期、欧美国家经济重启慢于预期，制造业周期回升弱于预期；美国新任总统及参议院多数席位归属，带来政策制定、大国关系等方面的不确定性。

正文目录

价格和库存变动显示制造业需求回升，是否只是短暂补库周期？	3
本轮制造业周期回升可能比短暂的库存周期更有持续性	4
短期内，总需求回升快于政策退出	4
全球制造业和贸易周期高度正相关	6
本轮制造业周期回升将是库存+设备周期的叠加，更具持续性	7
若全球贸易和制造业周期有一个较持续的回升周期、有何影响？	10
PPI 回升超预期、制造业盈利改善，真实利率短期进一步下行	10
制造业占比较高以及外向型经济体的相对增长和资产价格表现有望受益	11
风险提示	12

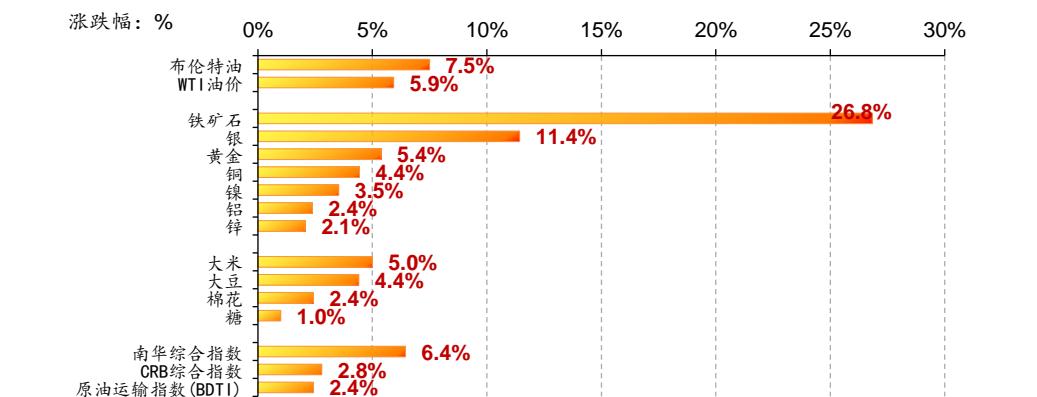
价格和库存变动显示制造业需求回升，是否只是短暂补库周期？

2020 年四季度，我们观察到全球制造业需求呈现积极的边际变化，而政策环境维持友好：多类工业大宗商品上涨，与实体需求关联较紧密的原油、铜、铁矿石等领涨；以美国为代表的发达国家总库存从 2020 上半年的被动去化、逐渐转入主动补库存。尽管欧美国家秋冬再度爆发二次疫情，日新增病例大幅超过 2020 上半年高点，但二次疫情对经济的扰动明显低于 2020 年上半年的一次疫情，无论是居民消费还是外贸均仍处于复苏轨道中；各国制造业 PMI 均处于扩张区间、景气高位，新冠疫苗开始量产接种，有望进一步加快海外经济重启、进一步提振总需求；同时，海外主要经济体的财政/货币政策基调均较为友好。

往前看，这轮制造业周期回升还能持续多久呢？我们认为，目前市场的主流预期仍是一轮“较为短暂”的补库周期，但事实可能并非如此。我们的初步结论是，当前的周期上行和 PPI 再通胀可能比简单的补库周期更有持续性。越过“疫情”及“后疫情时代”的简单标签，拉长时间轴看，2017 年以来全球贸易、工业和制造业投资周期已经四年下行，不仅仅是疫情的短期冲击、更不仅仅是“去库存”带来的需求下行。所以，不能排除这一轮制造业回升周期比单纯的疫后补库周期更强劲、持久。我们或将不仅仅看到一轮“后疫情”时代的脉冲式反弹，更可能经历自 2017 年见顶下行以来的一轮全球工业生产、制造业资本支出及贸易周期的反转。

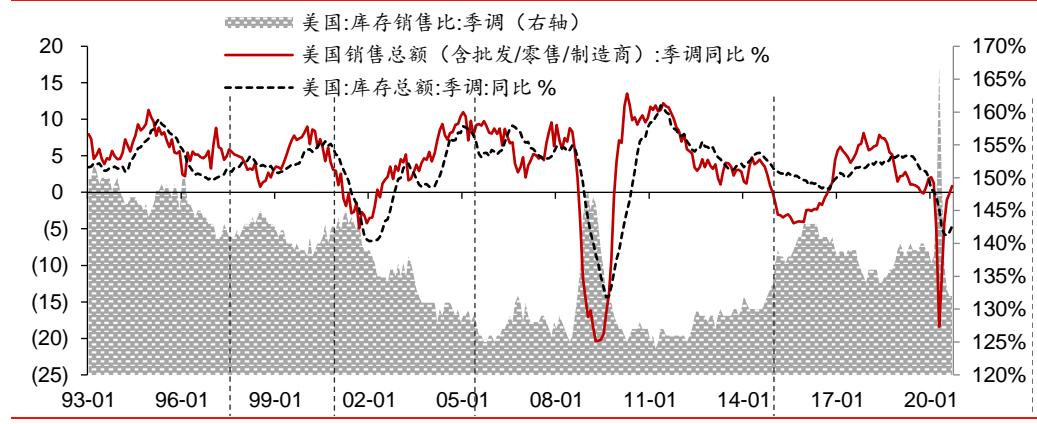
我们预计 2021 年全球首先将迎来补库周期，而后伴随温和的资本支出上行周期。疫情加速了生产生活模式变革，本轮制造业设备投资或以自动化为典型特征。产成品价格 (PPI) 回升、企业盈利改善在先，短期内，名义利率有望回升、但制造业真实利率将回落。制造业占比较高以及外向型的经济体——比如受疫情影响较小的中国与其他亚洲制造业国家可能更加受益。

图表1：各类大宗商品 2020 年 12 月份表现回顾



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：美国整体库存/销售比继续下行，拉动主动补库存；这一点已被市场较充分认知



资料来源：Wind，华泰证券研究所

本轮制造业周期回升可能比短暂的库存周期更有持续性 短期内，总需求回升快于政策退出

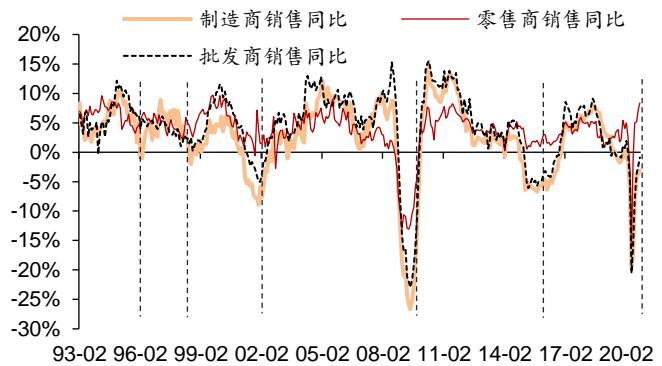
欧美各国从 2020 年 12 月中下旬开始陆续启动疫苗量产接种，全球经济有望加速重启；受二次疫情压制的社会活动、可选消费等需求有望进一步释放。考虑到高频的餐饮、航空、出行等指标同比跌幅仍然较大，若服务业有序重启，消费环比有望维持正增长、同比上行空间更大。我们在《补贴退潮下美国零售超预期的启示》(2020/10/16) 中阐述，2020 年三季度，可选消费的环比修复幅度更大，美国地产相关消费（家具+电子家用电器+建材）和机动车销售大幅回升，主要受益于风险偏好修复、股市财富效应、实际利率处于低位等因素。这些支撑消费的逻辑在 2021 上半年仍具有一定持续性。

考虑应对疫情带来的不确定性，主要海外经济体将继续实施宽松的货币及财政政策、支持经济重启，流动性仍将维持宽松基调；短期内需求回升将快于政策退出，这是对总需求改善“最友好”的环境。美国 2020 年 12 月最新一轮财政刺激已获得特朗普签署、将于 2021 年一季度正式实施，款项仍大多用于对居民收入的转移支付与抗疫纾困。2021 财年，现金派发、税务减免非常规性支出仍是美国财政赤字主要推手，美国财政赤字额和赤字率降到疫情前水平仍需时日。货币政策层面，以美联储为代表的海外主要央行，均表示 QE/QQE 短期不会退出。虽然内需增长已然不弱，但美联储仍然保持鸽派立场，承诺长期维持超低利率并延长资产购买计划。最新一次议息会议，美联储将“未来几个月至少按当前速度购债”的表述，代之以“维持购债直到充分就业和价格稳定目标取得实质性进展为止”，不对“退出 QE”设定明确时间表，为未来的政策操作预留了更大空间。

2020 下半年，美国居民储蓄率虽然回落，但 11 月值仍高于疫情前水平；参考 2020 年二三季度，在新一轮财政转移支付支撑下，2021 上半年，美国居民收入增速有望回升。尽管美国新一轮财政援助力度较 2020 年 4 月的 CARES 计划有所减弱，但参考 2020 年二三季度，财政转移支付仍将支撑最近一个季度有所回落的美国居民收入增速、拉动近期较弱的必选消费。2020 上半年一次疫情影响下，海外居民储蓄倾向增强，2020 上半年美国居民储蓄率创下历史新高（2020 年 4 月高点达到 33.6%，2019 全年均值为 7.5%），2020 年 11 月份最新值仍有 12.9%。随着纾困方案落地及经济重启预期升温，居民风险偏好和消费信心有望进一步改善、储蓄率回落并转化为消费动能，市场价格预期/企业现金流和盈利预期有望受到提振。

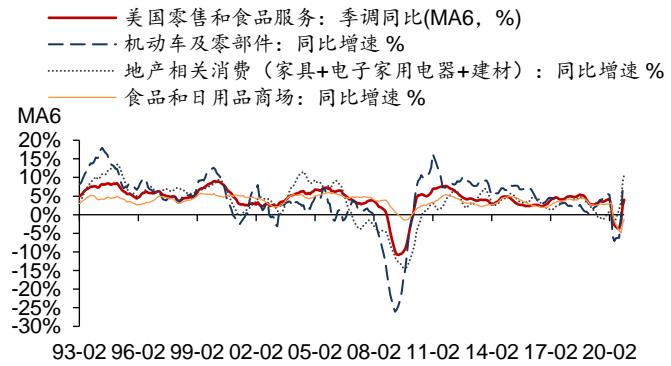
消费改善的传导遵循一定的层次性。零售消费改善有望通过库存（去化），继续带动批发端和制造端回暖。进一步的，消费需求改善将带动贸易、补库存、和设备投资需求。截至 2020 年 10 月数据，美国零售商销售同比已经转正，但制造商和批发商销售同比仍负增长（降幅收窄）。我们预计 2021 年美国零售消费增速高点在 +33% 左右，2021 年 3-5 月美国零售消费同比增速或明显走高。预计 2021Q2 美国 GDP-个人消费不变价增速有望达到 +10%~+15% 区间，为年内高点；有望拉动美国当季整体 GDP 同比增速 9~10 个百分点。

图表3：制造商和批发商销售同比仍负增长，零售商销售同比已经转正



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表4：可选消费的环比修复幅度更大



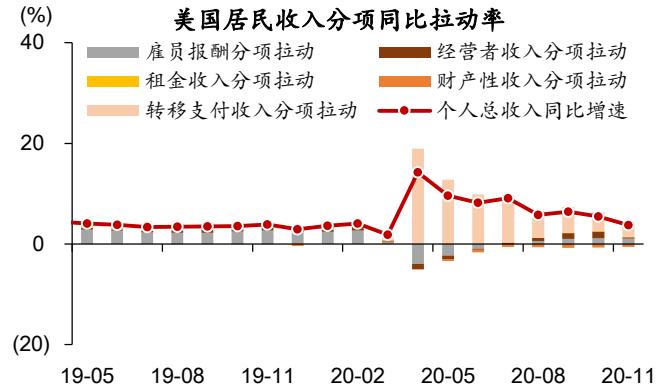
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表5：美国居民储蓄率虽然回落，但仍高于往同期



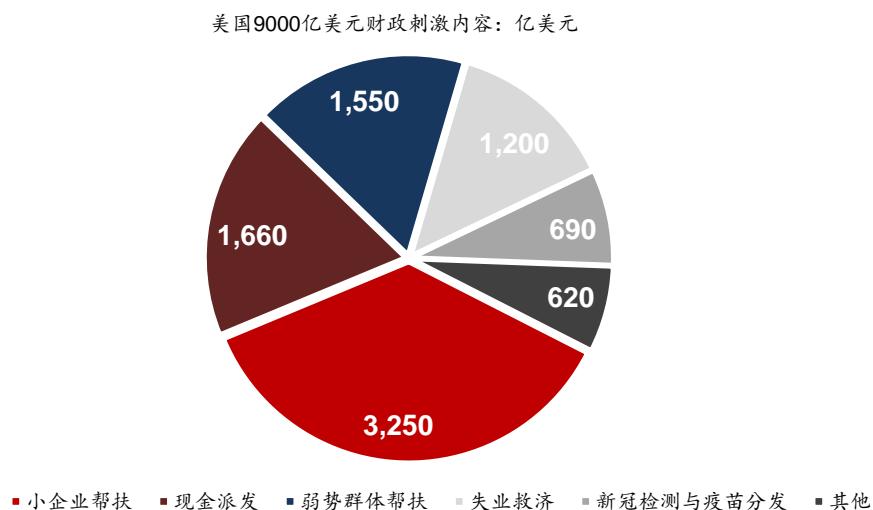
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表6：财政补贴对美国居民收入拉动效应仍在



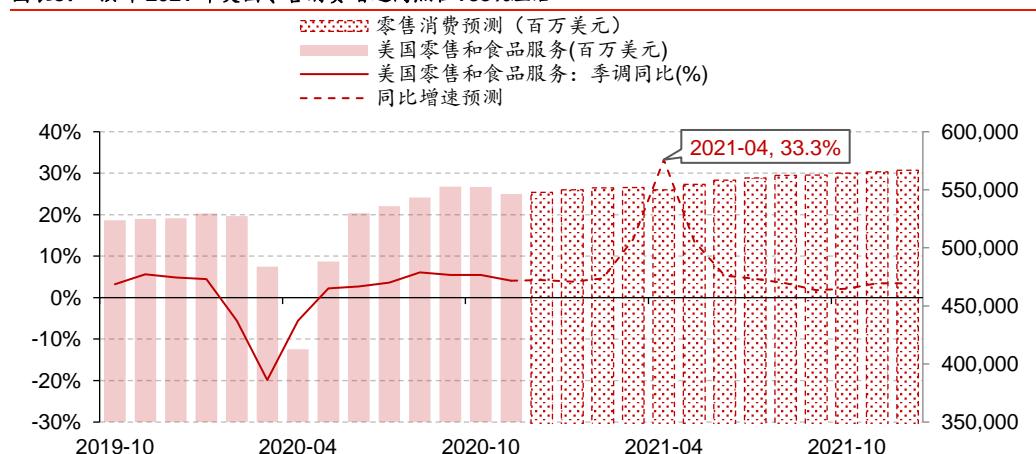
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表7：2020/12/22 美国 9000 亿美元财政刺激：现金派发、失业救济占比仍较大



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表8：预计 2021 年美国零售消费增速高点在+33%左右



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

全球制造业和贸易周期高度正相关

全球制造业和贸易周期具有高度的正相关性。如图表 10 显示，全球贸易和工业生产增速相关度较高，2017 年年中以来，全球贸易量增速持续放缓，而工业生产增速大约在同一时间见顶。疫情前全球工业生产和全球贸易量已经多个季度持续萎缩——2018 年 4 季度全球贸易量增速转负，2019 年同比下跌 5.5%，而自 2019 年年中起全球工业生产量也开始下滑。鉴于全球贸易量占全球 GDP 的 17%、占全球第二产业的 63%（图表 11），工业周期（即可贸易商品的周期）和贸易周期自然会同步变动。

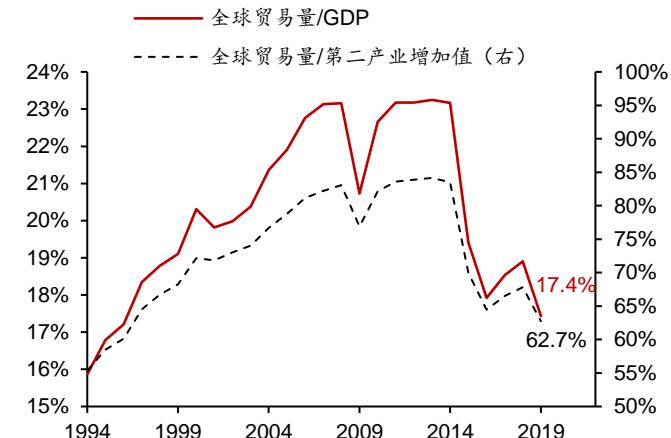
2020 年初的一次疫情加剧了 **2017-2020** 年间全球制造业和贸易周期的下行趋势，但某种意义上反而加速了产能和库存周期的“出清”。随着制造业升级的力度减弱，以及我国国内货币政策加速退出宽松，上一轮工业上升周期在 2017 年上半年见顶。同时，2018 年以来，美国与其主要贸易伙伴（尤其是中国）之间的贸易摩擦升级导致全球制造业效率损失和风险溢价攀升。在此宏观环境下，制造业资本开支自然更为谨慎。因此，净资产收益率下降和不确定性上升开始进一步抑制全球制造业资本支出和价格，全球制造业和贸易周期进入多年的“负反馈”模式。

如我们在《哪些“惯性”在 **2021** 可能被打破？》（2021/01/06）中所述，在经历了长达 4 年的持续低迷之后，全球工业和贸易周期从 **2020** 下半年以来持续回暖，并不仅是由于“后疫情”驱动的一轮脉冲式短周期；通过对长周期的分析，我们初步的结论是目前的宏观环境可能可以支持一个更长的工业回升周期。如我们上文所述，欧美居民消费的支撑逻辑在“经济加快重启、需求先行回升、政策暂不退出”的背景下继续成立，短期可能继续利好部分生产重启较好国家（中日韩等）的出口，贸易摩擦对全球供应链效率、预期和投资回报率的边际影响已然大幅减弱、甚或消除；制造业盈利预期边际好转，各类产成品存在较为明确的补库需求；考虑到制造业产能周期已多年缺席，我们认为新一轮技术驱动的制造业置换/升级周期可能也已启动，尤其在以中国为代表的受疫情影响较小的亚洲国家。全球工业生产、价格、贸易、产能周期均可能呈现反转。

图表9：工业周期和贸易周期高度正相关



图表10：2019年全球贸易量占全球GDP的17%、占第二产业的63%



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

本轮制造业周期回升将是库存+设备周期的叠加，更具持续性

如果全球贸易和工业周期逆转 4 年下行的趋势，那么全球和中国的制造业盈利和投资周期均可能启动新一轮的扩张。在 2020 年四季度，我们已经看到全球制造业周期初现较为明显的回升迹象：工业生产同比跌幅收窄，库存低位回补，新订单维持高位，设备周期正在酝酿。虽然总需求在补库存期间可能回升更快，当补库存逐渐完成之后，需求回升的环比“斜率”可能放缓，但总体看，本轮全球制造业周期回升可能更有持续性。

美国社会库存总量在 2019 年 9 月~2020 年 6 月期间回落，从 2020 年三季度开始回补。在疫苗量产的拉动下，本轮库存的回补速率可能比之前两轮更快。1993~2020 年间，美国总库存（制造商+批发商+零售商）出现过三轮最典型的“去库存-补库存”周期切换——其余时段，库存同比增速也曾呈现过周期性上下波动，但库存总量仍整体上行，只有在这三轮（包括本轮在内）期间出现过库存总量明显去化的情况。在前两轮库存周期中，从库存同比增速见底、到同比转正，都经历了 10 个月左右；从库存总量见底开始回补、到回升至库存开始去化前的水平，都经历了两年左右时间。

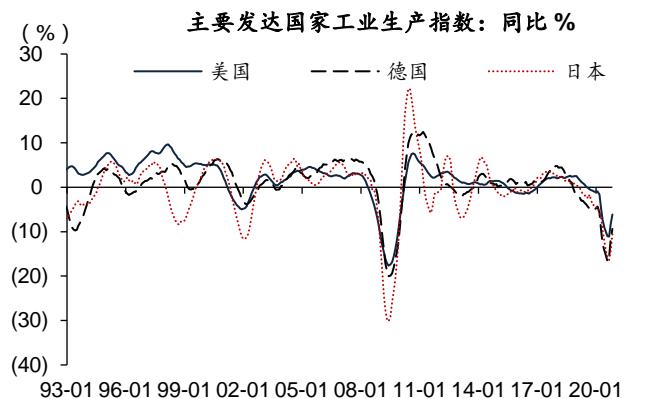
库存变动存在类似消费（销售）数据的传导层次，目前美国零售和批发商库存已出现回补、同比降幅触底收窄，而制造商可能随即转入补库阶段。美国的汽车和待售住房库存总量仍处于近 10 年来的绝对低位，药品库存同比更早些时候已经启动回升，如疫苗开始大规模量产，医药行业相关库存回升幅度可能更大。

总需求加速回升、库存快速回补，制造业产能利用率回升，可能进一步带来产能“供不应求”的局面。考虑过去数年间制造业产能周期的“缺席”，以及疫情对社会生产生活模式带来的冲击，一轮以自动化设备投资为代表的设备周期有望逐渐明晰。美国制造业产能利用率和制造业资本开支（预期）正逐步修复，企业现金流和盈利增长预期可能进一步改善。新冠疫情可能带来社会生产生活模式的永久性变革（减少面对面接触、推广自动化生产设备、自助购物机器等），我们认为制造业生产-供应链的自动化升级特征有望凸显。2020 年三季度，美国信息设备投资增速比工业、运输等其他类别更快回升。

预计 2021 年美国库存总额环比和同比两维度均维持上行态势，补库存+设备投资有望拉动 2021Q2 美国 GDP 不变价同比增速 3~4 个百分点，为年内高点。参考 2003-05 年、2010-11 年，在一轮典型库存&设备周期的上行过程中，库存变化和设备投资对 GDP 增长的拉动效应将较其他时间段体现的更为明显。

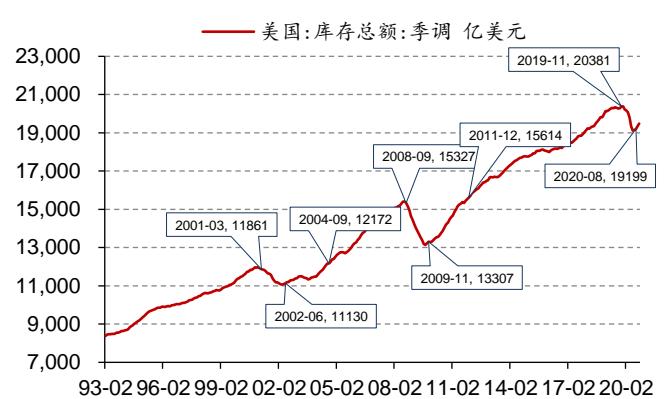
制造业盈利和投资周期的扩张趋势可能在中国更为明显。如我们在《哪些“惯性”在 2021 可能被打破？》(2021/01/06) 中所述，随着全球 PPI 上行，传统原材料行业盈利有望走强，减少这些行业对工业企业整体产能扩张的“拖累”；我国出口持续强势，有望扭转前几年的萎靡趋势、提振出口行业的资本开支；2020 下半年开始启动的工业升级/自动化周期将继续加速，推升对机械设备等产品的需求；结构性成长行业及“十四五”战略新兴产业等领域的投资有望保持高增长、甚至加速，对总体制造业投资带来提振作用。

图表11：主要发达国家工业生产从 2018 下半年开始趋于回落（同比）



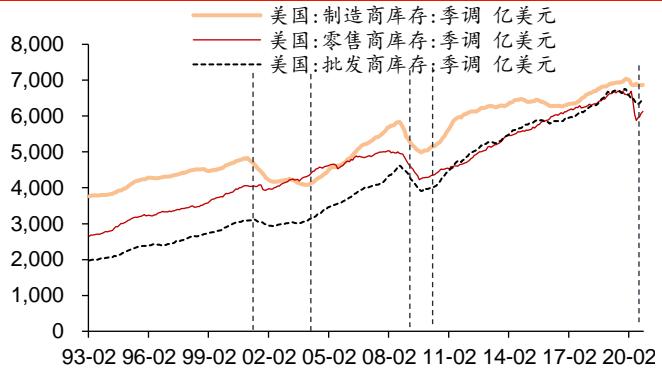
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表12：美国三轮典型的“去库存-补库存”周期



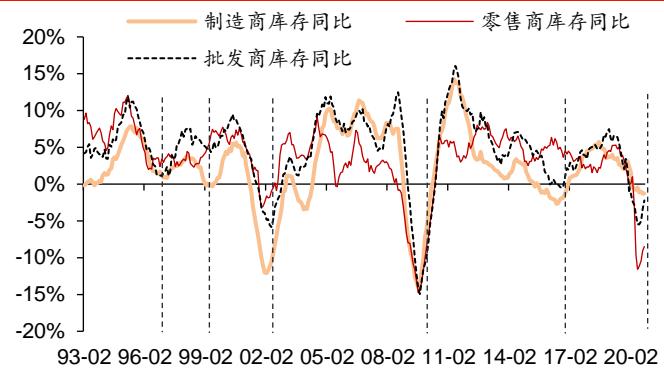
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表13：零售和批发商库存已出现回升



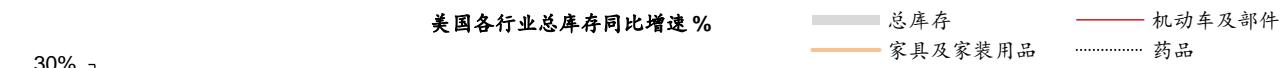
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表14：制造商暂未明确切换到补库阶段



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表15：汽车和房地产相关库存（家具家装）仍处于近 10 年的绝对低位；药品库存同比已启动回升



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_391

