

中断的景气度回升何时重启?

证券研究报告
2020年05月26日

作者

库存滞后于价格和利润，是基本面的右侧指标，虽然观测库存周期无法对基本面进行左侧择时，但可以确认基本面右侧趋势的可持续性。我们设计了一套基于库存和价格周期的行业景气度打分体系，从总量和中观行业层面对这一过程进行了持续跟踪。

2019年年底，受益于逆周期政策力度加码、房地产施工竣工加速、乘用车需求转暖等因素，工业部门景气度上行拐点初显。新冠疫情将景气度回升的进程完全打乱，经济活动阶段性停摆，各行业供需两端都遭受了严重冲击。

截至3月底，我们跟踪的18个行业中有13个行业景气度回落，重工业库存回补幅度较大，1季度景气度出现大幅回落；轻工业库存回补的幅度相对较低，景气度回落但幅度较小；少数行业景气度回升，主要包括汽车制造业、造纸及制品业、印刷业、专用设备制造业。

工业部门尤其是传统制造业的景气度回升周期能否重启，很大程度上取决于需求侧的恢复情况，价格回升是景气度改善的重要标志。新一轮信用扩张周期在2019年年初开启，在当前较宽松的货币环境下得以延续，后续需求侧将大概率重新改善并带动PPI触底回升。

风险提示：国内经济恢复速度不及预期；海外疫情反复导致经济二次触底

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告



库存滞后于价格和利润，是基本面的右侧指标，虽然观测库存周期无法对基本面进行左侧择时，但可以确认基本面右侧趋势的可持续性。我们设计了一套基于库存和价格周期的行业景气度打分体系，通过“量/价”两个维度和“时/空”两个标准，从总量和中观行业层面面对这一过程进行了持续跟踪。

一、疫情前的各行业景气度变化情况

2019年年底，受益于逆周期政策力度加码、房地产施工竣工加速、乘用车需求转暖等因素，整个工业部门景气度上行拐点初显，11月进入景气度触底的被动去库存阶段，12月初步进入景气度回升的主动补库存阶段。其中，汽车制造业、黑色/有色金属冶炼及延压加工业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业、化学原料及化学制品制造业、造纸及制品业等工业行业的景气度陆续出现改善，纺织业和电气机械及器材制造业的景气度接近底部。相应的，工业增加值、制造业PMI、BCI指数等指标也在2019年底出现改善。

相当一部分周期行业的板块超额收益率与景气度指标有显著正相关性，景气度投资应当关注产业周期没有较大瑕疵的前提下，景气度开始回升、底部震荡或接近见底的行业。2019年12月，上述景气度回升和底部改善的行业，除钢铁外均较上证综指跑出了超额收益（上证综指+6.2%，钢铁+5.0%，工业金属+11.3%，汽车+8.3%，造纸+7.7%，纺织服装+9.0%，家电+10.8%，化学原料+10.8%，化学制品+12.1%，化学纤维+8.4%，橡胶+8.2%）。

表 1：2019 年 6-12 月各行业景气度变化情况

统计局行业分类	6月	8月	9月	10月	11月	12月	景气度趋势	库存周期象限
农副食品加工业	0.59	0.69	0.77	0.84	0.99	1.04	向上	主动补库
汽车制造业	-0.97	-1.01	-1.05	-1.04	0.19	0.35	向上	主动补库
仪器仪表制造业	0.24	0.68	0.75	0.76	0.80	0.17	向下	被动补库
黑色金属冶炼及压延加工业	-1.11	-1.17	-1.24	-1.29	-1.30	0.14	向上	主动补库
化学纤维制造业	-0.75	-0.68	-0.86	-0.93	-0.95	0.13	向上	主动补库
橡胶和塑料制品业	-0.90	-1.01	-1.04	-1.10	-1.11	0.11	向上	主动补库
化学原料及化学制品制造业	-0.87	-0.99	-1.07	-1.12	-1.15	0.07	向上	主动补库
黑色金属矿采选业	0.77	0.90	-0.17	-0.24	-0.32	-0.35	向下	主动去库
有色金属冶炼及压延加工业	-0.95	-0.38	-0.38	-0.40	-0.42	-0.37	向上	被动去库
造纸及制品业	-0.52	-0.62	-0.72	-0.78	-0.60	-0.56	向上	被动去库
专用设备制造业	-0.37	-0.45	-0.49	-0.54	-0.60	-0.59	向下	主动去库
家具制造业	-0.30	-0.51	-0.62	-0.63	-0.66	-0.73	向下	主动去库
通用设备制造业	-0.52	-0.62	-0.65	-0.68	-0.73	-0.75	向下	主动去库
金属制品业	0.04	-0.58	-0.73	-0.72	-0.79	-0.82	向下	主动去库
非金属矿物制品业	-0.57	-0.65	-0.69	-0.74	-0.79	-0.84	向下	主动去库
印刷业和记录媒介的复制	-0.77	-0.82	-0.82	-0.94	-0.98	-0.94	向下接近底部	主动去库
纺织业	-0.45	-0.77	-0.89	-1.01	-1.09	-1.15	向下接近底部	主动去库
电气机械及器材制造业	-1.08	-1.14	-1.14	-1.11	-1.13	-1.16	向下接近底部	主动去库
整个工业部门	主动去库	主动去库	主动去库	主动去库	被动去库	主动补库		

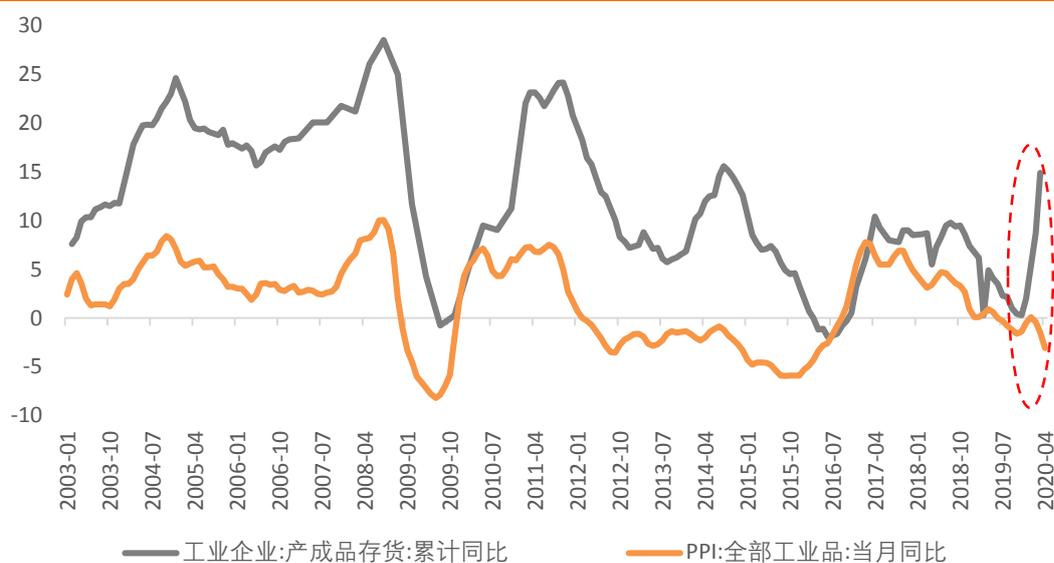
资料来源：WIND，天风证券研究所

二、19Q4 vs 20Q1，工业部门景气度发生了哪些变化

年初突发的新冠疫情将景气度回升的进程完全打乱，经济活动阶段性停摆，各行业供需两端都遭受了严重冲击。2月中下旬，国内开始逐步推动复工复产，但建筑业施工、居民和企业实物消费等需求侧的恢复进度明显滞后于工业生产，导致工业部门短期供给过剩，结果是原材料和产成品价格下跌、库存被动回补，即进入被动补库存阶段。从数据上看，3

月工业产成品库存同比飙升至 14.9%，接近 2014 年一轮周期的顶点；4 月 PPI 同比下滑至 -3.1%，为近 4 年以来的最低值。

图 1：疫情导致工业部门库存大幅回补、产品价格下跌（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

从行业来看，截至 3 月底，我们跟踪的 18 个行业中有 13 个行业景气度出现回落。

图 2：2019 年 12 和 2020 年 3 月行业景气度对比图



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：根据打分规则的设定，当行业周期象限切换时景气度分数可能产生跳跃式变化，为使雷达图能更直观的展示行业景气度的变化幅度和方向，我们对 2020 年 3 月的行业景气度分数进行了“标准化处理”。

表 2：2020 年 3 月各行业景气度情况

统计局行业分类	中信行业分类	库存周期象限	景气度分数	景气度方向
汽车制造业	汽车	主动补库	0.52	向上
造纸及制品业	轻工	主动补库	0.46	向上
印刷业和记录媒介的复制	轻工	主动补库	0.42	向上
专用设备制造业	机械	主动补库	0.33	向上
农副食品加工业	农林牧渔、食品饮料	主动去库	-0.09	向下
有色金属冶炼及压延加工业	有色	被动补库	-0.54	向下
通用设备制造业	机械	被动补库	-0.59	向下
黑色金属矿采选业	采掘	被动补库	-0.67	向下
仪器仪表制造业	机械	被动补库	-0.83	向下
家具制造业	轻工	被动补库	-0.90	向下
化学纤维制造业	化工	被动补库	-0.91	向下
电气机械及器材制造业	电气设备、家电	被动补库	-1.05	向下
非金属矿物制品业	建材	被动补库	-1.10	向下
橡胶和塑料制品业	化工	被动补库	-1.14	向下
化学原料及化学制品制造业	化工	被动补库	-1.29	向下
金属制品业	机械、建材、轻工	被动补库	-1.35	向下
黑色金属冶炼及压延加工业	钢铁	被动补库	-1.41	向下
纺织业	纺织服装	被动补库	-1.41	向下

资料来源：WIND，天风证券研究所

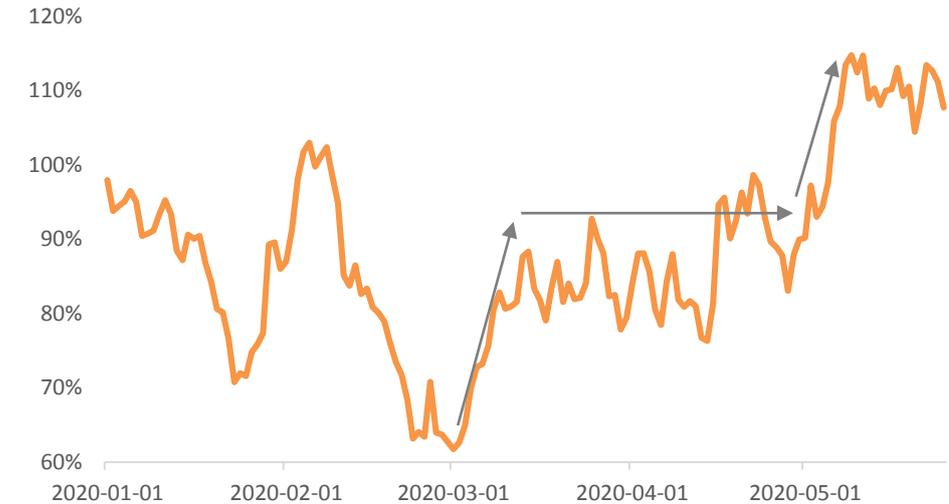
重工业（如黑色/有色金属、化学纤维、化学原料及化学制品、金属制品等、非金属矿物制品等）由于供给恢复较快但需求恢复较慢，导致库存回补幅度普遍较大，去年 4 季度开始的景气度回升被中断，1 季度景气度出现大幅回落。轻工业（如家具、家电、纺织业等）由于行业复工复产和内外需求均恢复较慢，库存回补的幅度相对较低，景气度继续回落但幅度较小。

尽管多数行业景气度出现回落，仍有少部分行业逆势而上，景气度较 1 个季度之前有所回升，主要包括汽车制造业、造纸及制品业、印刷业、专用设备制造业。这些行业所对应的申万行业指数也在 1 季度相对上证综指跑出了超额收益（上证综指-10.2%，汽车整车-2.2%，汽车零部件-9.1%，造纸-2.9%，包装印刷-9.3%，专用设备-5.9%）。汽车制造和造纸业去年 4 季度景气度见底回升，今年 1 季度仍然延续景气度回升趋势。印刷业和专用设备制造去年 4 季度景气度仍在回落，但今年 1 季度景气度出现反转。农副食品加工业过去 1 年景气度持续上升，近期开始景气度随主要食品价格高位回落，进入主动去库存的初期。

三、工业部门景气度回升能否重启？

疫情对工业部门的冲击主要在两个维度，一是供需两端都出现大幅回落，导致企业营收和利润大幅下滑；二是需求端的回落幅度大于供给端、恢复速度滞后于供给端，导致复工复产的初期出现供需失衡、库存高企的局面，引起工业品价格进一步下跌，企业盈利进一步受损。库存高企和价格下跌反过来又会抑制供给侧，因此我们看到 3 月初复工后发电耗煤同比快速从 60%恢复到 80%附近，但随后一直保持震荡，直到 4 月下旬至 5 月初才进一步回升至 90%以上。4 月下旬以来工业生产强度明显回升的主要原因是以基建地产投资为代表的下游建筑业需求逐渐恢复至较高水平，制造业需求也在逐渐改善，供需状态相对平衡后库存重新去化、企业生产强度回升。

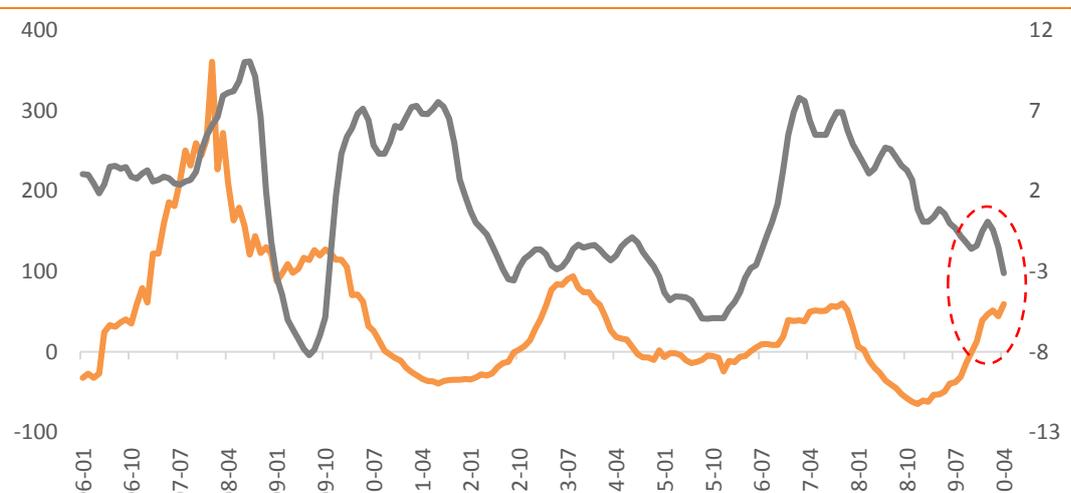
图 3：今年以来发电耗煤同比走势



资料来源：WIND，天风证券研究所

因此，工业部门尤其是传统制造业的景气度回升周期能否重启，很大程度上将取决于后续需求侧的恢复情况。价格回升是工业景气度改善的重要标志，但不同行业的改善程度和顺序也将有所差异。从领先指标来看，新一轮信用扩张周期已经在 2019 年年初开启，对应 2019 年 3 季度末出现需求改善带来的 PPI 同比触底回升。虽然这一进程被疫情中断，但信用扩张在当前较为宽松的货币环境下得以延续，因此后续需求侧将大概率重新改善并带动 PPI 再次触底回升。

图 4：信用扩张周期开启后 PPI 有望触底回升 (%)



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_4934

