

总量研究

从宏观政策到行业景气度：稳增长视角

——《光大投资时钟》第一篇

要点

核心观点：

行业景气度研究是中观环境分析的重要抓手，它向上连接宏观环境，向下连接上市公司微观环境，是宏观研究落地市场的重要一环。本文从供需格局、盈利格局以及库存周期等三个角度出发，构建了描述行业景气度的三因素模型，借此来观测 2022 年中观行业的景气变化方向。

2022 年，三重压力之下，各行业景气复苏面临多重挑战。4 月政治局会议政策全面转暖，强化市场对未来基建、地产板块的预期；外需放缓下装备制造业景气回落，但高技术制造仍有韧性，将持续支撑景气复苏；消费板块景气逐步回升，短期虽然受到疫情扰动，但并不改变长期复苏趋势，未来政策发力可期。

供需格局：使用“工业增加值 X 工业品价格”构建行业供需景气投资时钟

行业的景气度发生变化往往始于供需格局的变化。一般来讲，如果需求大于供给，表明存在供需缺口，会引起价格上升、企业利润增长，从而行业景气度上升。因而供需格局是行业景气分析的重要维度。我们分别采用各行业工业增加值增速与各行业工业品价格增速作为量价的衡量，由此构造行业供需景气度。

回顾 2021 年，原材料加工业景气程度由“量价齐升”向“量跌价升”切换，景气程度回落；装备制造业景气度则由“量升价跌”转向“量跌价升”区间，景气程度回升；消费制造业景气度由“量价齐跌”的低景气区间向“量跌价升”转换。

盈利格局：使用“营收增速与利润率变化”构建行业盈利景气投资时钟

营收与利润率是盈利分析的两维框架。营收增速反映盈利规模的变化，利润率反映盈利能力的变化，营收增速与利润率的结合能更好观测企业盈利格局变化。

回顾 2021 年，在营收增速层面，2021 年原材料加工与装备制造均位于较高景气区间，而消费品制造业则处于较低景气区间；在营业利润率层面，原材料制造继续高景气，装备制造与消费制造则由于上游涨价影响，利润率景气度有所下行。

库存格局：通过“识别行业所处的库存周期阶段”构建库存景气投资时钟

库存周期切换是捕捉行业景气度的重要抓手。从整体行业库存变化的节奏来看，2021 年初，我国供应链不断修复，在全球经济复苏大背景下，中国产能供应全球，开始出现主动补库存的情况，这一趋势一直延续到 2021 年三季度；进入 2021 年四季度，需求有所收缩，企业开始相继进入被动补库存阶段。

回顾 2021 年，补库行业的结构变化与全球复苏的节奏相关，疫情后修复较早的下游消费制造业率先补库，其次，受益于海外供需缺口，装备制造业补库接力；最后，在大宗商品涨价带动下，上游原材料加工业加速扩张。

2022 年行业景气如何演绎：政策全面转暖，稳增长持续发力

稳增长是 2022 年经济复苏主线，4 月政治局会议政策全面转暖，强化市场对未来基建、地产板块的预期，装备制造景气逐步放缓，但消费板块未来发力可期。

上游原材料：景气放缓，但在稳增长推动下，供需收缩缓解，供需保持紧平衡；中游装备制造：外需放缓下景气回落，但高技术制造仍有韧性，支撑景气复苏；下游消费业：景气处于回升区间，短期受疫情扰动，但不改长期复苏趋势。

风险提示：政策落地不及预期，疫情反复情况超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513066

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：杨康

021-52523870

yangkang6@ebsecn.com

相关研报

坚定 5.5%目标，政策全面转暖——政治局会议精神学习（2022-04-29）

从海外视角，看国内消费修复的路径和高度——《见微知著》第六篇（2022-04-25）

美联储与财政部，如何配合穿越危机——美联储观察系列八兼光大宏观周报（2022-04-23）

如果开放国门：新增测算和经济影响——《全球疫情及疫苗跟踪系列》第九篇（2022-03-29）

盈利增速延续回落，结构分化亟待缓解——2022 年 1-2 月企业盈利数据点评兼光大宏观周报（2022-03-27）

新一轮猪周期的起点何时出现？——《见微知著》第五篇（2022-03-24）

中美四次交锋：中方呼吁和平，美国关心利益——《大国博弈》系列第十八篇（2022-03-22）

开年财政：基建升温、土地降温——光大宏观周报（2022-03-20）

经济数据大超预期，成色几何？——2022 年 1-2 月经济数据点评（2022-03-15）

专项债发行持续提速，基建发力逐步显现——光大宏观周报（2022-02-27）

奥密克戎明显收敛，海外开放重启在即——《全球疫情疫苗跟踪系列》第八篇（2022-02-14）

从重大项目看地方稳增长的力度和方向——《见微知著》第四篇（2022-02-10）

生产法视角，如何看待 2022 年经济走势？——《制造业深度洞察系列》第二篇（2022-01-30）

目 录

1、行业景气研究是宏观落地微观的重要一环	4
2、行业景气因子之一：供需格局.....	5
2.1、“工业增价值 X 工业品价格”投资时钟	6
2.2、回顾 2021 年，各行业供需格局表现如何？	8
3、行业景气因子之二：盈利格局.....	10
3.1、营收与利润率是盈利分析的两维框架.....	10
3.2、回顾 2021 年，各行业盈利格局表现如何？	14
4、行业景气因子之三：库存格局.....	15
4.1、库存周期切换是捕捉行业景气度的重要抓手.....	15
4.2、回顾 2021 年，各行业库存格局表现几何？	17
5、2022 年，行业景气度如何演绎？	18
5.1、整体来看，政策全面转暖，稳增长持续发力.....	18
5.2、原材料制造业：稳增长主线拉动，供给收缩缓解	20
5.3、装备制造业：外需放缓，高技术链条仍有韧性	21
5.4、消费品制造业：短期受疫情扰动，但不改复苏趋势.....	22
6、风险提示	23

图目录

图 1: 经典的宏观-资产配置框架: 美林投资时钟.....	4
图 2: 自上而下的行业景气度构建框架.....	5
图 3: 经济周期波动中的供需格局变化.....	6
图 4: 2021 年, 从行业供需景气度看, 需求景气扩散主导行业景气复苏, 上游明显好于下游.....	7
图 5: 2021 年 28 个大类行业供需景气度分布.....	8
图 6: 2021 年 28 个大类行业供需景气度动态变化 (从上半年到下半年)	8
图 7: 供给端, 能耗双控影响下, 高耗能产业生产受到影响.....	9
图 8: 需求端, 全球复苏推动需求高涨, 原材料价格维持高位.....	9
图 9: 出口依赖型细分行业以机械电子通信和轻工制造等为主.....	9
图 10: 装备制造业营收增速走势与出口走势基本一致.....	9
图 11: 消费品行业营收增速与终端消费需求走势基本一致.....	10
图 12: 2021 年下半年, 消费品价格修复下, 消费景气提升.....	10
图 13: 工业企业的利润可拆分为工业增加值、价格、利润率三因素驱动.....	11
图 14: 2021 年, 从行业盈利景气度看, 上游原材料加工明显好于下游消费品.....	12
图 15: 2021 年行业盈利景气度分布情况.....	13
图 16: 2021 年行业盈利景气度动态变化.....	13
图 17: 上中下游大类行业营业收入走势.....	14
图 18: 2021 年下半年, 上游营收占比降低, 中下游占比上升.....	14
图 19: 2021 年下半年, 上游利润占比降低, 中下游占比上升.....	15
图 20: 不同大类行业利润率情况.....	15
图 21: 库存周期的四个阶段划分.....	16
图 22: 制造业分行业补库存变化.....	16
图 23: 2021 年, 整体工业企业基本处于补库周期.....	17
图 24: 下游消费品补库开启较早, 自 2020 年 10 月开启补库.....	17
图 25: 受益于海外需求复苏, 中游装备补库接力.....	18
图 26: 大宗商品涨价带动下, 上游原材料加工业加速扩张.....	18
图 27: 2022 年一季度, 各行业供需景气度动态变化情况.....	19
图 28: 2022 年一季度, 各行业供需景气分布情况.....	19
图 29: 2022 年一季度, 各行业盈利景气度动态变化情况.....	19
图 30: 2022 年一季度, 各行业盈利格局景气分布情况.....	19
图 31: 2022 年一季度, 上游与中游盈利景气均有所回落, 下游消费盈利景气有所回升.....	20
图 32: 2022 年一季度, 上游原材料盈利增速快速下滑.....	21
图 33: 上游原材料已步入主动去库周期.....	21
图 34: 2022 年, 海外供应链修复下, 出口将逐步放缓.....	22
图 35: 2022 年一季度, 中游装备制造业盈利增速快速下滑.....	22
图 36: 2022 年一季度, 下游消费盈利增速逐步回升.....	23
图 37: 一季度, 除必选消费, 其他消费品增速均出现回落.....	23

表目录

表 1: 本世纪以来我国经历六轮库存周期, 每轮平均时长 41 个月.....	15
---	----

1、行业景气研究是宏观落地微观的重要一环

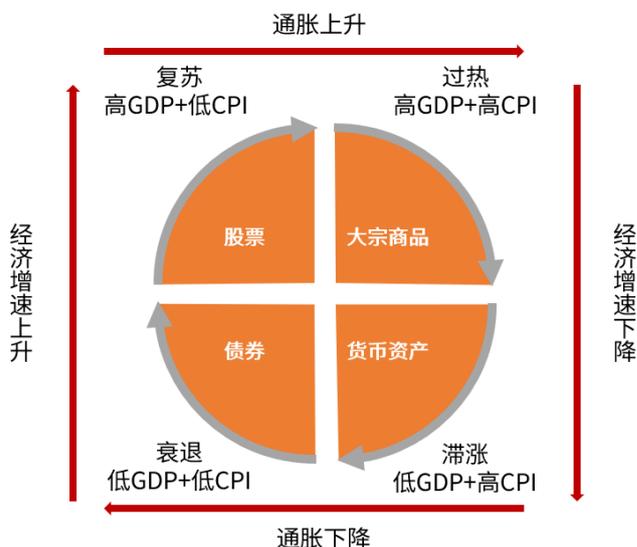
景气分析最早起源于宏观经济分析，通过对宏观经济景气指数的观测，可以让我们领先认识到宏观经济的变化。1920年，哈佛商学院就开发出哈佛景气指数，用以预测经济运行的趋势。1950年，美国国民经济研究局（NBER）开发出由先行指标、同步指标和滞后指标组成的景气监测体系。1961年起，宏观经济景气监测从民间研究走向官方应用阶段，影响力也不断扩大。

宏观景气分析也是认识经济周期波动的有效工具。经济的周期波动是通过一系列经济变量的活动来传递和扩散的，要反映宏观经济整体波动过程须综合考虑各个变量的波动，景气指数的编制为解决这个问题提供了一个有效的工具。一方面，它能如实刻画现实经济波动的轨迹，反映当前宏观经济波动所处的位置；另一方面，它能够把经济波动与资产轮动联系起来，从而让宏观研究落地到资产配置。

美林投资时钟便是一种经典的宏观-资产配置框架。2004年，美林证券基于对美国1973年到2004年的30年历史数据的研究，将经济周期与资产轮动联系起来，提出“美林投资时钟”。

美林投资时钟根据经济增长和通胀变化两个指标，把经济分成四个象限，每一个象限对应一种经济和通胀表现的周期组合，分别为衰退、复苏、过热和滞胀四个阶段。在每一种组合里都有表现最好的资产，对应的资产类别分别划分为债券、股票、大宗商品和现金四类。“美林投资时钟”的分析框架可以帮助投资者识别经济周期的重要拐点，通过转换资产以实现投资获利。

图 1：经典的宏观-资产配置框架：美林投资时钟



资料来源：光大证券研究所整理

在上图中，经济周期与资产价格的波动关系如下：

(1) “经济上行，通胀下行”构成复苏阶段，此阶段由于股票对经济的弹性更大，其相对债券和现金具备明显超额收益；

(2) “经济上行，通胀上行”构成过热阶段，在此阶段，通胀上升增加了持有现金的机会成本，可能出台的加息政策降低了债券的吸引力，商品则明显走牛；

(3) “经济下行，通胀上行”构成滞胀阶段，现金收益率提高，持有现金最明智，经济下行对企业造成盈利冲击，债券相对股票的收益率提高；

(4) “经济下行，通胀下行”构成衰退阶段，此阶段通胀压力下降，货币政策趋松，债券表现最突出，随着经济即将见底预期形成，股票的吸引力逐步增强。

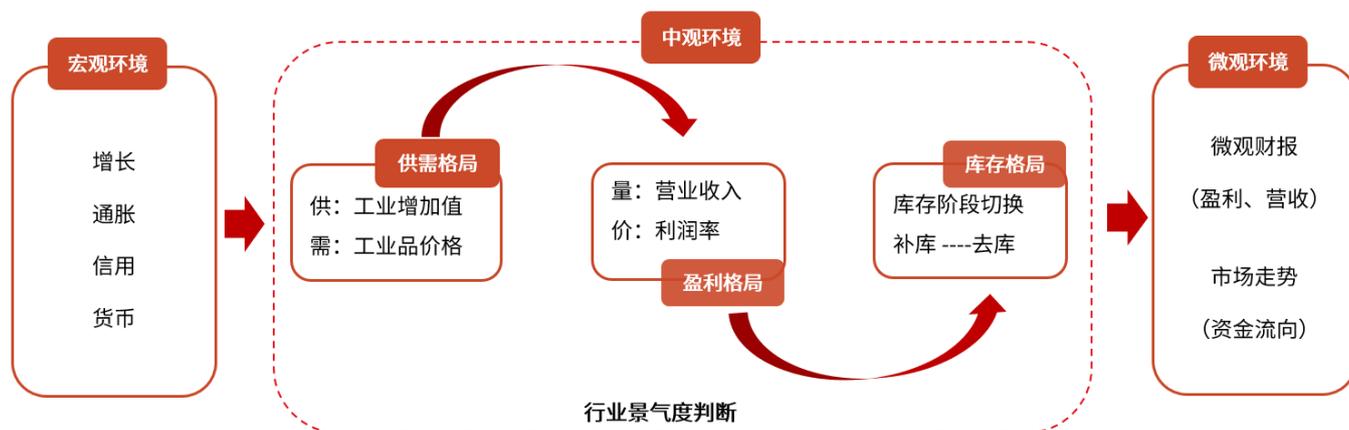
上述宏观经济景气的分析是我们了解宏观到大类资产的重要途径，但是倘若要进一步，将宏观环境分析引申到微观实体，也就是说观测宏观经济变化怎样影响到微观实体，则难以处理。此时我们需要借助中观行业的分析作为桥梁，通过搭建中观行业的分析框架，来研究宏观环境变化如何落地到微观市场中。通过行业景气度的分析，我们就可以构建出基于行业景气的投资时钟。

那么宏观环境的变化是如何传导到微观实体？我们以经济周期的复苏阶段为起点，来分析宏观经济复苏到微观实体的传导过程。当宏观经济复苏时，主要先行指标（经济景气度等）会有所反应，市场需求率先回暖，此时供给还未完全恢复，因而价格反弹；价格反弹带来盈利修复，企业可以充分利用现有产能补充库存，从而影响行业的景气度，最终反应到微观企业的财报和二级市场股价走势上去。

因此，行业景气度的研究在宏观研究中占据举足轻重的地位。行业景气是中观环境分析的重要抓手，它向上连接宏观环境，向下连接上市公司微观环境，是宏观研究落地市场的重要一环。

为了对中观环境的变化进行量化分析，在自上而下的框架指引下，本文综合生产、价格、库存、盈利等数据，从供需格局、盈利状况以及库存状况等三个角度，对制造业门类下 31 个大类行业的景气度进行了量化描述，并以此搭建了刻画行业景气度的三因子模型，下文我们将会对此展开具体的介绍。

图 2：自上而下的行业景气度构建框架



资料来源：光大证券研究所整理

2、行业景气因子之一：供需格局

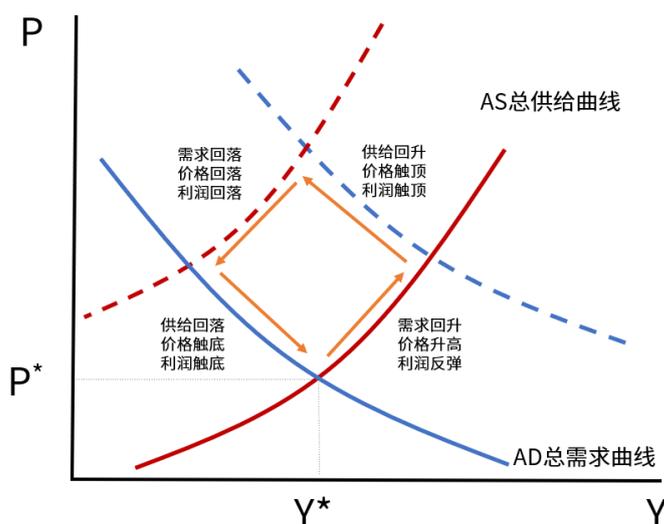
在上文“自上而下的行业景气度框架中”，我们介绍了刻画中观环境变化的三个重要因素：供需格局、盈利格局与库存格局。这三个因素互项作用，层层递进，共同形成中观行业景气度的判断标准。这三个因素中，供需格局是开始，库存格

局是结束，通过把中观层面的观测指标在这三个层次上进行分类，我们可以搭建出一个完整描述中观行业景气的三因子模型。

2.1、“工业增价值 X 工业品价格”投资时钟

行业的景气度发生变化往往始于供需格局的变化。一般来讲，如果需求大于供给，表明存在供需缺口，会引起价格上升、企业利润增长、景气度上升；如果需求小于供给，表明存在过剩产能，会导致价格下降、企业利润下降、景气度回落。因而捕捉行业景气度的变化，行业供需格局是重要维度。

图 3：经济周期波动中的供需格局变化



资料来源：光大证券研究所整理

在宏观层面，量（GDP 增速）与价（CPI 同比增速）变动的结合形成了美林时钟的变化；在中观层面，我们可以分别采用量（各行业工业增加值增速）与价格（各行业工业品价格增速）分别作为供需的衡量指标，以此可以构造行业的供需景气度。

根据各行业工业增加值与工业品价格增速变化，供需景气度可以分为四种情况，并且景气程度依次递减。由于需求变化（即价格变化）在行业景气度的衡量占据更加重要的地位，因而我们赋予价格变化更大的权重。

为此，我们运用赋值法衡量行业供需景气度，如果价（PPI 同比增速分位数）处于高景气区间（同比增速分位数大于 66.7%），则行业供需景气度“+2”，如果量（工业增加值同比增速分位数）处于高景气区间（同比增速分位数大于 66.7%），则行业供需景气度为“+1”；如果行业处于中景气区间（同比增速分位数位于[33.3%, 66.7%]），则价、量指标分别被赋值为“+0”、“+0”；如果行业处于低景气区间（同比增速分位数小于 33.3%），用价、量指标衡量的行业景气度则分别赋值“-2”，“-1”。通过此种方法，我们就得到了四种行业供需景气度模式。

第一种，行业景气度赋值“+3”、“+2”，“量价齐升”或“价升量平”，此时行业处于供需两旺的格局，对应经济周期的“繁荣”阶段；

第二种，行业景气度赋值“+1”、“0”，“量跌价升”或“量价齐平”，此时行业存在较大供需缺口，景气程度也较好，对应经济周期的“复苏阶段”；

第三种，行业景气度赋值“-1”，“量升价跌”，此时行业产能存在过剩，景气程度有所回落，对应经济周期的“萧条”阶段；

第四种，行业景气度赋值“-3”、“-2”，“量价齐跌”或“价跌量平”，此时行业处于经济周期的“衰退阶段”，行业景气度最低。

经过计算，我们得到 28 个大类行业，2021 年以来的行业的供需景气度分布情况。为了进一步分析，我们将行业按上中下游进行了划分，上游对应原材料加工、中间品加工行业，中游对应装备制造业，下游则主要对应消费品制造业。整体来看，2021 年，经济复苏在纵深推进，但是行业分化情况也愈发凸显。

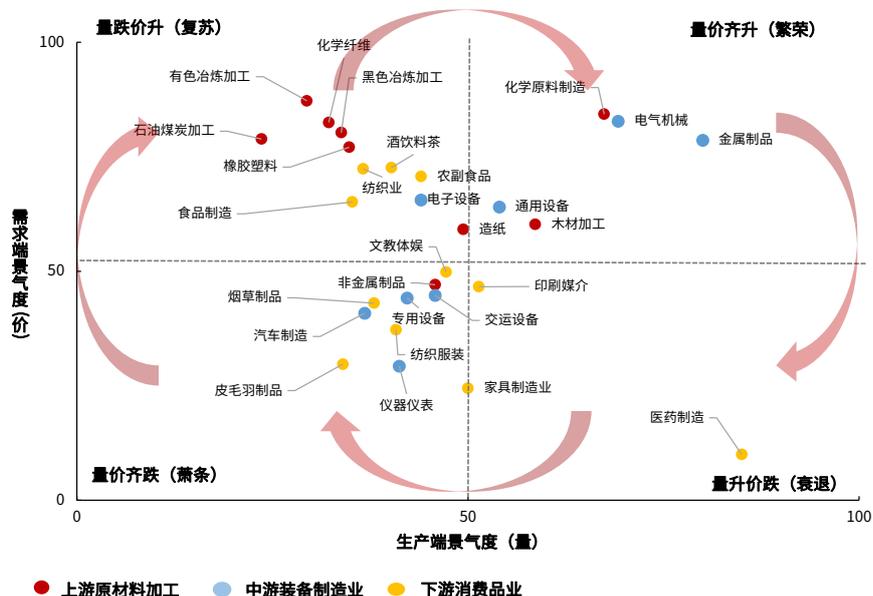
图 4：2021 年，从行业供需景气度看，需求景气扩散主导行业景气复苏，上游明显好于下游

产业链条	行业分类	供给景气度 (量)				需求景气度 (价)				景气值	景气度
		2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03		
原材料加工、中间品加工	黑色冶炼加工	17	24	51	64	83	89	89	60	2	高
	有色冶炼加工	15	29	37	54	91	90	97	71	2	高
	石油煤炭加工	10	22	41	18	98	93	86	39	1	高
	化学纤维	20	37	39	34	96	95	88	51	1	高
	造纸	45	30	72	52	64	58	68	47	0	中
	化学原料加工	55	63	81	78	97	94	88	57	3	高
	木材加工	65	35	66	90	98	76	46	22	0	中
	非金属制品	18	38	67	90	93	47	37	11	0	中
	橡胶、塑料	28	15	57	48	98	93	81	36	2	高
装备制造业	电子设备	38	38	58	38	98	91	49	24	0	中
	通用设备	32	57	79	34	98	90	52	16	0	中
	专用设备	28	37	68	24	87	60	26	4	0	中
	金属制品	71	80	91	76	98	93	82	41	3	高
	运输设备	41	37	55	60	96	48	17	18	0	中
	仪器仪表	35	37	64	6	46	34	14	23	-2	低
	电气机械	63	73	77	54	98	93	87	53	3	高
	汽车	35	31	44	38	83	49	21	11	0	中
下游消费品业	农副产品	58	32	48	26	61	64	79	79	2	高
	食品	53	19	25	60	98	86	62	14	0	中
	酒饮料茶	57	25	28	74	40	69	96	86	2	高
	烟草	24	71	25	18	51	45	40	36	0	中
	医药	77	93	87	78	15	5	5	16	-1	低
	纺织	51	15	44	36	98	93	67	31	2	高
	纺织服装	50	32	39	46	66	37	31	16	0	中
	印刷	48	46	65	38	68	58	43	17	0	中
	文娱	50	41	55	36	44	33	64	59	0	中
	皮毛羽制品	39	28	29	50	63	29	18	9	-2	低
	家具	39	38	66	70	54	23	12	8	-2	低

资料来源：Wind，光大证券研究所（各季度数据为 2017 年以来所处的历史分位数平均值，单位：%），表中景气值的计算根据 2021 年平均分位数进行计算，计算方式同上文所述，我们根据景气值分别赋予了“高 (3, 2, 1)”、“中 (0)”、“低 (-1, -2, -3)”三种景气度，图中色块表示从蓝到红，景气度依次提升。

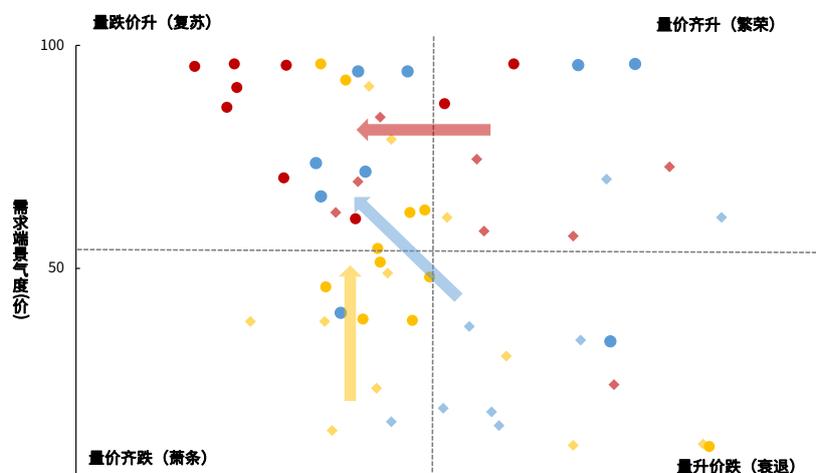
进一步，我们列举了 2021 年 28 个大类行业供需景气度的区间分布，以更直观展现 2021 年全体制造业细分行业的景气分布情况。同时为了展现出不同行业的景气动态变化，我们展示了，从 2021 年上半年到 2021 年下半年的行业供需景气变化情况。在此基础上，我们可以直观了解各行业目前所处的景气区间以及景气的动态变化，以帮助判断未来景气扩散的方向。

图 5：2021 年 28 个大类行业供需景气度分布



资料来源：Wind，光大证券研究所（景气度为 2021 年各月份的平均分位数分布，单位：%）

图 6：2021 年 28 个大类行业供需景气度动态变化（从上半年到下半年）



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_41304



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn