

## 总量研究

## 三大周期视角看 2022 年中报里的宏观线索

## ——《见微知著》系列第九篇

## 要点

## 核心观点：

宏观经济的强弱直接影响企业的经营成果，反过来，企业的经营成果也可以佐证宏观经济的走势。上市公司的财报数据细致详实，是我们观察微观结构的较佳窗口。本文借助 A 股上市公司的中报数据，从三大周期视角出发，分析了中报里蕴含的宏观线索。产能周期视角，我们建议关注传统能源更新改造和新能源产业扩张；库存周期视角，建议关注处于主动补库的电力设备、通信、石油石化行业；信用周期视角，建议关注持续加杠杆与杠杆去化到底的行业。

## 经济结构：下半年，上游与中游营收承压，消费制造或是关键

上市公司营收与盈利表现可以帮助我们判断经济增长的结构变化。具体来看，上半年，上游资源品相关行业营收增速仍处高位，行业景气度持续；中游制造来看，除电力设备外，机械、电子、汽车、钢铁等行业营收增速均出现下滑。下游消费来看，受本土疫情影响，消费制造与消费服务行业的营收均出现明显下滑。

向前看，A 股上市公司下半年营收面临一定挑战。一方面，上游价格回落背景下，上游相关行业营收增速将有所下滑；另一方面，海外高通胀冲击消费需求，与出口相关度较高的中游装备制造营收将继续承压。消费制造或是下半年营收增长的关键。

## 产能周期：基建产业链与新能源产业链是本轮资本开支扩张的主力

2022 年以来，国内企业产能扩张步伐放缓。2022Q1，产能扩张的领先指标净利润增速和资本开支增速均有所下滑；2022Q2，稳增长持续发力下，资本开支增速再次上行。分行业来看，基建与新能源产业链是本轮资本开支扩张的主力。

今年以来，基建增速保持相对高位，基建产业链资本开支意愿较强；新基建与制造业贷款支持新能源建设指引下，也推动新能源板块资本开支持续扩张。向前看，虽然整体性的产能周期可能有所减弱，但以传统能源更新改造和新能源产业加速扩张为主的结构性能周期的开启将是未来制造业投资的重要支撑。

## 库存周期：整体去库趋势已现，但行业分化明显，建议关注主动补库行业

从 A 股上市公司存货同比增速与营收同比增速来看，2022Q2，实体经济已步入“主动去库存”阶段，但行业分化明显。此轮去库存较为明显的行业主要分布在房地产、商贸零售、社会服务等行业；煤炭、基础化工等行业虽然持续去库，但营收增速持续回升，处于“被动去库存”状态；电力设备、通信、石油石化行业扩张动能依然强劲，仍处于“主动补库存”阶段，对应景气周期“繁荣”阶段。建议进行资产配置时重点考虑主动补库的行业。

## 信用周期：宽货币向宽信用逐步切换，关注持续加杠杆与杠杆去化到底的行业

当前我们处于宽货币向宽信用传导的阶段。从最新的社融数据来看，宽信用的开启有待验证，实体信用扩张速度低于货币扩张速度。借助 A 股上市公司的投资回报率指标，可以帮助我们观测不同企业的信贷扩张意愿。

我们发现，上游的煤炭、有色、石油化工、基础化工行业、以及中游的电力设备、国防军工行业投资回报率处于较高区间，信贷扩张意愿较强，加杠杆仍有空间；食品饮料、家用电器行业投资回报率回暖、杠杆率回升，信贷扩张意愿开始修复；处于下游的房地产、社会服务行业投资回报率下滑至历史低位，杠杆出清见底。建议关注持续加杠杆与杠杆去化到底的行业。

## 风险提示：疫情形势变化超预期，政策落地不及预期。

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebscn.com

## 联系人：杨康

021-52523870

yangkang6@ebscn.com

## 相关研报

收入改善，支出放缓，收支矛盾仍未缓解——2022 年 8 月财政数据点评兼光大宏观周报（2022-09-16）

消费暖、基建强，经济超预期修复——8 月经济数据点评（2022-09-16）

广义财政再度发力，四季度基建仍有韧性——8 月 24 日国常会点评（2022-08-25）

降本减负稳预期，LPR 仍有下行空间——2022 年 8 月 LPR 报价利率下行点评（2022-08-22）

此轮最强区域性高温对经济影响有多大？——光大宏观周报（2022-08-20）

财政收支压力仍大，积极财政如何持续发力？——7 月财政数据点评（2022-08-17）

黄油与大炮：美国如何构造军事霸权？——《大国博弈》系列第三十篇（2022-08-16）

7 月经济复苏疲弱，仍需政策呵护——2022 年 7 月经济数据点评（2022-08-15）

海外供应链受阻，中国优势再次凸显——2022 年 7 月进出口数据点评（2022-08-07）

统筹防疫与经济，力争最好结果——2022 年 7 月政治局会议精神学习（2022-07-29）

## 目 录

1、三大周期视角看中报里的宏观线索.....	4
2、经济结构：经济增长的承压点在哪？ .....	5
3、产能周期：基建与新能源助力资本开支扩张.....	7
4、库存周期：补库见顶，去库初现端倪 .....	9
5、信用周期：关注持续加杠杆与杠杆去化到底的行业.....	12
6、风险提示.....	14

## 图目录

图 1：全 A 非金融石化营收增速与 GDP 现价增速拟合度较高 .....	5
图 2：全 A 非金融石化盈利增速与 GDP 现价增速走势趋同 .....	5
图 3：上游行业营收变化与 PPI 变化高度相关 .....	6
图 4：中游行业营收变化与出口走势一致 .....	6
图 5：下游消费营收变化与 CPI-PPI 剪刀差变化相关 .....	6
图 6：下半年，PPI 将加速下行，CPI-PPI 剪刀差维持高位 .....	6
图 7：全 A 非金融石化的净利润增速领先于资本开支增速 .....	7
图 8：全 A 非金融石化的资本开支增速领先于制造业投资增速 .....	7
图 9：全 A 非金融石化的资本开支增速领先于在建工程增速 .....	8
图 10：全 A 非金融石化的资本开支增速领先于固定资产增速 .....	8
图 11：基建和新能源产业链的资本开支增速处于高位 .....	8
图 12：地产产业链和商贸零售相关产业资本开支增速处于低位 .....	8
图 13：稳增长加码发力下，下半年基建投资韧性十足 .....	9
图 14：近年来，我国新能源装机容量增长较快 .....	9
图 15：库存周期的四个阶段划分 .....	9
图 16：工业企业库存周期已切换至“主动去库存”阶段 .....	10
图 17：PMI 库存景气度也显示出库存周期的切换 .....	10
图 18：上市公司微观数据也指向实体经济步入去库存阶段 .....	11
图 19：主动补库存阶段一般对应存货周转率的快速上升 .....	11
图 20：地产销售低迷下，处于持续主动去库存阶段 .....	11
图 21：疫情持续扰动下，商贸零售处于主动去库存 .....	11
图 22：电力设备持续处于主动补库存 .....	12
图 23：石油石化处于主动补库存 .....	12
图 24：煤炭供需紧平衡，处于被动去库存阶段 .....	12
图 25：基础化工行业也处于被动去库存阶段 .....	12
图 26：实体部门投资回报率走势与 M2 走势呈现负相关 .....	13
图 27：2020 年以来，LPR 多次下调 .....	13
图 28：8 月，M2-社融同比增速差进一步走阔至 1.7 个百分点 .....	14
图 29：企业信贷扩张意愿不足，加杠杆较为谨慎 .....	14
图 30：上游与中游行业的投资回报率与杠杆率情况 .....	14
图 31：下游行业的投资回报率与杠杆率情况 .....	14

## 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 .....	10
--	----

## 1、三大周期视角看中报里的宏观线索

宏观经济的强弱直接反映到企业的经营成果上，反过来，企业的经营成果也可以佐证宏观经济的走势。上市公司的财报数据细致详实，是我们观察微观结构的较佳窗口。本文借助 A 股上市公司的中报数据，从三大周期视角出发，分析了中报里蕴含的宏观线索。产能周期视角，我们建议关注传统能源更新改造和新能源产业扩张；库存周期视角，建议关注处于主动补库的电力设备、通信、石油石化行业；信用视角，建议关注持续加杠杆与杠杆去化到底的行业。

A 股上市公司营收与盈利表现可以帮助我们判断经济增长的结构变化。从历史数据来看，上市公司的营收增速与名义经济增速走势大体趋同。具体来看，上半年上游资源品相关行业营收增速仍处高位，行业景气度持续；中游制造来看，除电力设备外，机械、电子、汽车、钢铁等行业营收增速均出现下滑。下游消费来看，内部有所分化，受疫情影响，消费服务受到的冲击更大，消费制造仍缓慢修复。

向前看，A 股上市公司下半年营收面临一定挑战。一方面，上游价格回落背景下，上游相关行业营收增速将有所下滑；另一方面，海外高通胀冲击消费需求，与出口相关度较高的中游装备制造营收将继续承压。消费制造或是下半年营收增长的关键。

产能周期是观测制造业产能扩张的重要维度，也是衡量经济景气度的重要视角。从产能周期来看，基建产业链与新能源产业链是本轮资本开支扩张的主力。

2022 年以来，经济面临三重压力之下，国内企业产能扩张步伐放缓，2022Q1，产能扩张的领先指标净利润增速和资本开支增速均有所下滑；2022Q2，稳增长持续发力下，受基建产业链与新能源产业链扩张的带动，资本开支增速再次上行。

分行业来看，基建产业链与新能源产业链是本轮资本开支扩张的主要驱动力。今年以来，基建增速保持相对高位，基建产业链资本开支意愿较强；新基建与制造业贷款支持新能源建设指引下，也推动新能源板块资本开支持续扩张。向前看，虽然整体性的产能周期可能有所减弱，但以传统能源更新改造和新能源产业加速扩张为主的结构性能周期的开启将是未来制造业投资的重要支撑。

库存周期主要用于捕捉经济周期变化中市场供给需求变化。从库存周期来看，整体去库趋势已现，但行业分化明显，建议关注持续处于主动补库的行业。

从 A 股上市公司存货同比增速与营收同比增速来看，2022Q2，实体经济已步入“主动去库存”阶段，但行业分化明显。此轮去库存较为明显的行业主要分布在房地产、商贸零售、社会服务等行业；煤炭、基础化工等行业虽然持续去库，但营收增速持续回升，处于“被动去库存”状态；电力设备、通信、石油石化行业扩张动能依然强劲，仍处于“主动补库存”阶段，对应景气周期“繁荣”阶段。建议进行资产配置时重点考虑主动补库的行业。

信用周期是观测企业信贷扩张意愿的重要维度，从信用周期来看，宽货币向宽信用逐步切换，关注持续加杠杆与杠杆去化到底的行业。

从最新的社融数据来看，宽信用的开启有待验证，实体信用扩张速度低于货币扩张速度。借助 A 股上市公司的投资回报率指标，可以帮助我们观测不同企业的信贷扩张意愿。我们发现，上游的煤炭、有色、石油化工、基础化工行业、以及中游的电力设备、国防军工行业投资回报率处于较高区间，信贷扩张意愿较强，加杠杆仍有空间；食品饮料、家用电器行业投资回报率回暖、杠杆率回升，信贷扩张意愿开始修复；处于下游的房地产、社会服务行业投资回报率下滑至历史低位，杠杆出清见底。建议关注持续加杠杆与杠杆去化到底的行业。

## 2、经济结构：经济增长的承压点在哪？

在宏观层面观测经济，更多是从支出法出发，通过观测三驾马车（消费、投资、出口）的表现来研判经济基本面。而上市公司详实的微观财务数据为我们提供了观测经济的收入法和生产法视角，以帮助我们审视经济增长的结构驱动力。

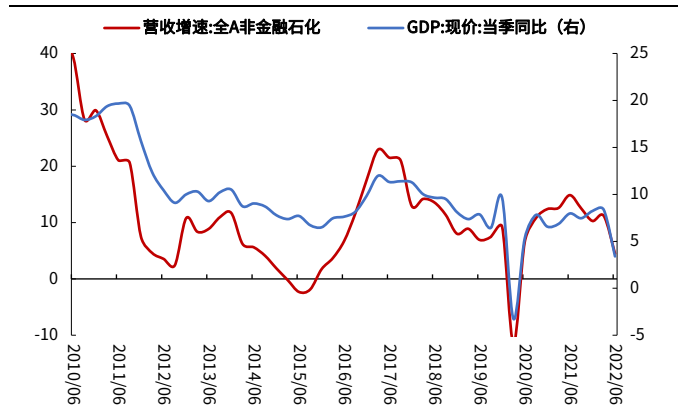
宏观面，二季度经济增速大幅下滑，超出市场预期。从上半年经济表现来看，一季度 GDP 增速 4.8%，二季度在疫情冲击下，GDP 单季度增速回落至 0.4%，达到 2020 年二季度以来的低位。名义增速来看，二季度名义 GDP 增速为 3.4%，相比一季度的 8.4% 下滑 5.0 个百分点。

**上市公司营收与盈利数据表现与名义经济表现基本一致。**从历史数据来看，上市公司的营收增速、净利润增速与名义经济增速走势大体趋同，营收增速与名义经济增速的拟合度更高。

营收表现来看，2022Q2wind 全 A 营收同比增速为 5.91%，相比 2022Q1 下滑 5.05 个百分点；相比于 GDP 构成，上市公司中金融石化行业市值占比较高，剔除金融石化来看，2022Q2wind 全 A 非金融石化营收同比增速为 4.47%，相比 2022Q1 下滑 6.73 个百分点，与二季度名义经济表现更为匹配。

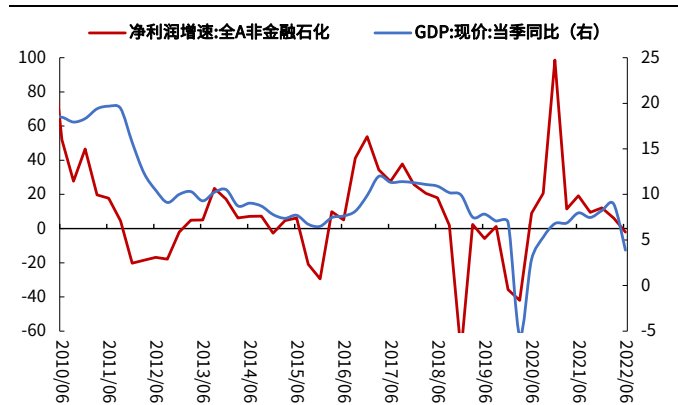
净利润表现来看，2022Q2wind 全 A 归母净利润同比增速为 1.85%，相比 2022Q1 下滑 1.67 个百分点；相比于 GDP 构成，上市公司中金融石化行业市值占比较高，剔除金融石化来看，2022Q2wind 全 A 非金融石化归母净利润同比增速为 -2.08%，相比 2022Q1 下滑 8.18 个百分点，与二季度名义经济表现趋势一致。

图 1：全 A 非金融石化营收增速与 GDP 现价增速拟合度较高



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年数据为两年复合平均，单位：%）

图 2：全 A 非金融石化盈利增速与 GDP 现价增速走势趋同



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年数据为两年复合平均，单位：%）

从上市公司微观视角出发，我们可以更为细致地观测经济增长的结构驱动力或承压点。从上半年 A 股市场营收与盈利来看，结构分化仍是主要特点。

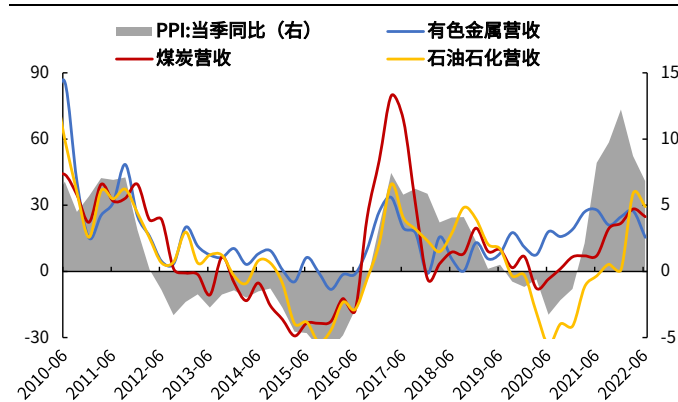
具体来看，上半年上游资源品相关行业营收增速仍处高位，行业景气度持续。上游行业营收变动与价格指数变化高度相关，上半年原材料价格持续高位震荡，驱动上游行业营收高增。2022Q2，在 A 股整体营收下滑背景下，基础化工、石油石化、煤炭等行业的营收增速仍保持在 20% 以上的高增速区间；



中游制造来看，上半年除电力设备行业外，机械、电子、汽车、钢铁等行业营收增速均出现了不同程度的下滑。中游装备制造营收变动与出口相关性较高，上半年，虽然出口增速仍处高位，但在海外需求回落背景下已出现明显回落态势，中游制造行业营收也出现了趋势性下滑。2022Q2，钢铁、汽车、电子、机械设备等行业的营收增速均跌落到负增速区间，且大多已连续三个季度回落；

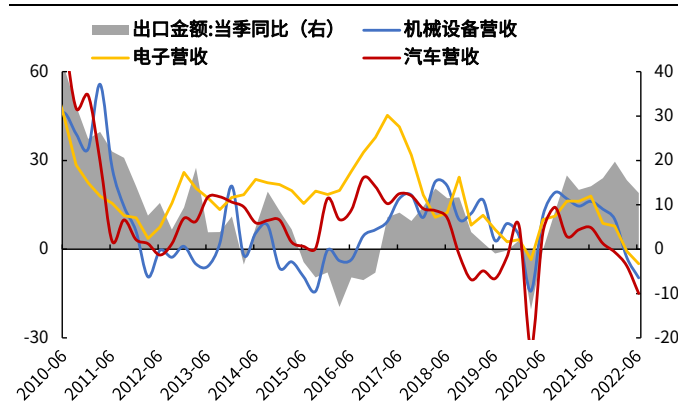
下游消费来看，消费制造业与消费服务业营收表现有所分化，受本土疫情散发影响，消费服务业受到的冲击更大。消费制造业营收变化与 CPI-PPI 剪刀差变化密切相关，通常 CPI-PPI 剪刀差上行期，消费制造业营收表现较好。事实上，2021 年四季度以来，CPI-PPI 就有所上行，我们也看到 2021Q4 与 2022Q1 消费制造行业的营收增速恢复较快，但这一趋势在 2022Q2 有所打断，疫情影响下，消费制造业营收均出现大幅下滑。2022Q2，家用电器、纺织服饰、轻工制造行业的营收增速均有所下滑。

图 3：上游行业营收变化与 PPI 变化高度相关



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年营收数据为两年复合平均，单位：%）

图 4：中游行业营收变化与出口走势一致

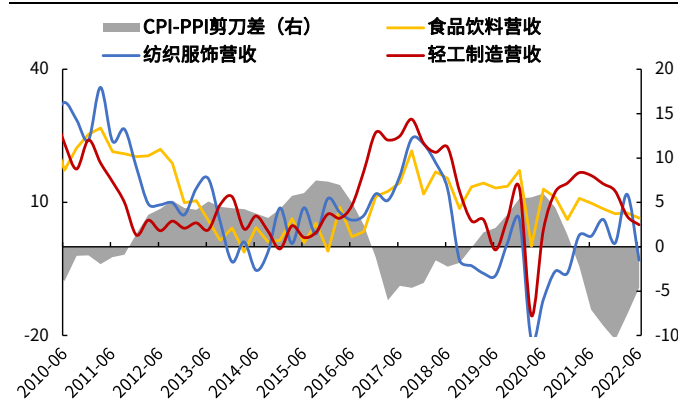


资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年营收数据为两年复合平均，单位：%）

展望下半年，A 股市场营收仍面临一定挑战。一方面，上游价格回落背景下，上游相关行业营收增速将有所下滑；另一方面，海外高通胀冲击消费需求，外需加速回落将带动出口增速持续走低，中游装备制造营收难有改善。

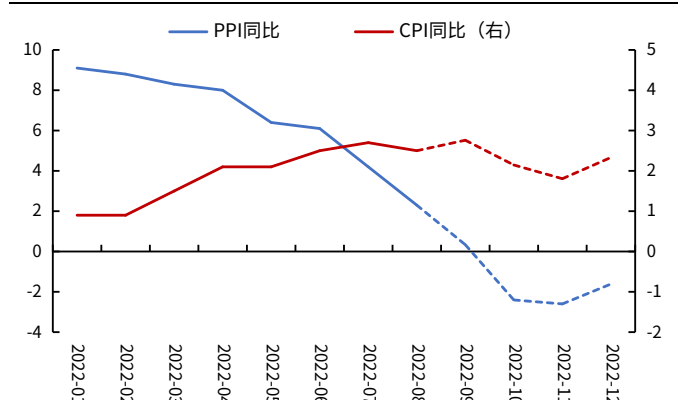
消费制造或是下半年 A 股市场营收的关键。下半年上游价格回落带动 PPI 加速下行，驱动 CPI-PPI 剪刀差维持高位，进而带动消费制造业持续修复。

图 5：下游消费营收变化与 CPI-PPI 剪刀差变化相关



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年营收数据为两年复合平均，单位：%）

图 6：下半年，PPI 将加速下行，CPI-PPI 剪刀差维持高位

资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%）；  
注：2022 年 9-12 月数据为光大证券研究所预测

### 3、产能周期：基建与新能源助力资本开支扩张

产能周期是观测制造业产能扩张的重要维度，也是衡量经济景气度的重要视角。在宏观视角下，产能周期的观测主要依赖统计局月度公布的制造业固定资产投资完成额指标。在观测产能周期时，制造业投资指标的指向相对滞后，且其只能在产能投资已实质完成时才可以观测到。

而借助上市公司的微观数据，我们可以更为细致把握产能周期的变化，从投产能力到投产行动，最后到投产迹象，通过不同指标的变化，细致准确地把握产能周期变化。自微观视角来看，企业产能投资决策实施遵循以下路径：企业盈利改善→资本支出增加→在建工程投产→固定资产增加，对应到财务数据上：ROE 改善→购建资产支出增速上升→在建工程增速上升→固定资产增速上升。

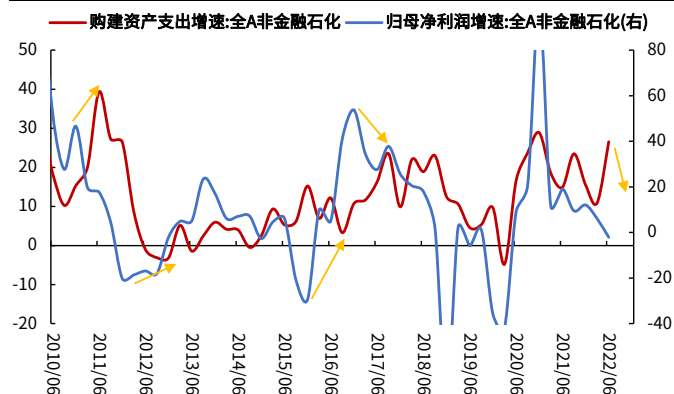
2021 年一季度以来，我国实体经济实际上经历了一轮较为短暂的产能周期开启，借助上市公司的财务数据，我们可以观测出企业的行为变化。

首先，从投产能力来看，企业利润快速修复，ROE 显著改善。2021Q1wind 全 A 股剔除金融石化后的归母净利润同比增长 114.3%，相比 2019 年同期增长 24.4%，ROE 也触底回升，盈利能力快速改善，为企业落实资本开支奠定基础；

其次，从投产行动来看，购建资产现金流增速连续四个季度回升。2021Q1，A 股剔除金融石化后的购建资产现金流同比增速为 47.6%，相对于 2019 年同期增长 40.5%，企业资本开支意愿强烈；

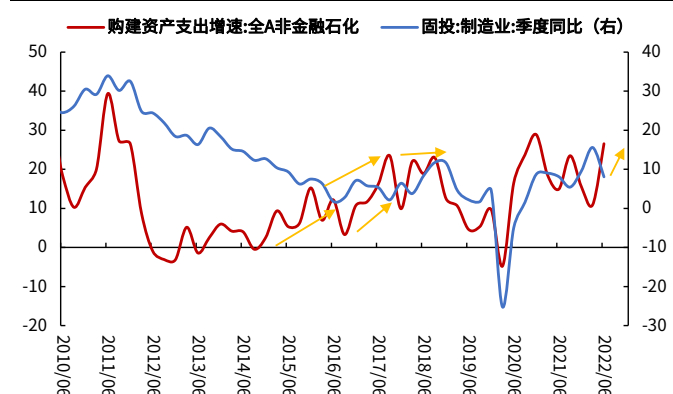
最后，从投产迹象来看，企业产能周期，最终在企业的资产负债表上表现为固定资产的增加，因而通过在建工程与固定资产的变化可以追踪企业的投产迹象。2021Q1，wind 全 A 非金融石化在建工程同比增速回升至 21.6%，wind 全 A 非金融石化固定资产同比增速也回升至 31.2%，企业投产迹象开始显现。

图 7：全 A 非金融石化的净利润增速领先于资本开支增速



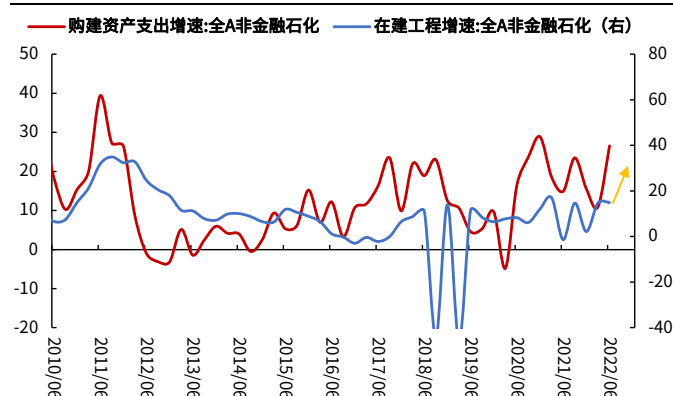
资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年数据为两年复合平均，单位：%）

图 8：全 A 非金融石化的资本开支增速领先于制造业投资增速



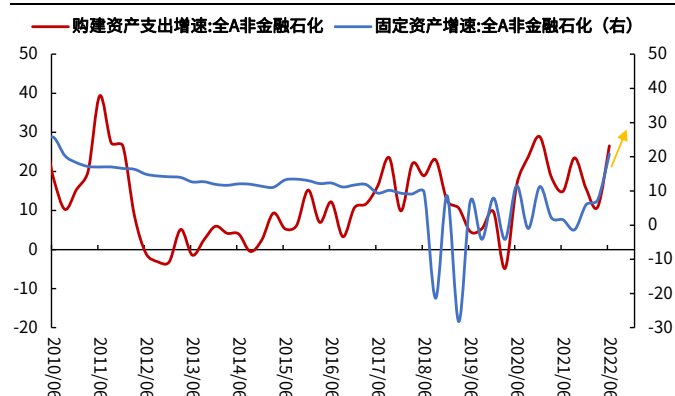
资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年数据为两年复合平均，单位：%）

图 9：全 A 非金融石化的资本开支增速领先于在建工程增速



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年数据为两年复合平均，单位：%）

图 10：全 A 非金融石化的资本开支增速领先于固定资产增速



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年数据为两年复合平均，单位：%）

但在疫情影响下，这一轮产能扩张时间并不长。2021 年四季度以来，我国经济面临三重压力，海外供应链也在逐步修复，经济增速下行之下，企业的产能扩张有所放缓。2022 年以来，企业产能扩张逐步收缩，无论是净利润增速、资本开支增速，还是在建工程与固定资产增速，均能观察到这一现象。

2022Q1，wind 全 A 股非金融石化的归母净利润同比增长 6.1%，相比 2021Q4 的两年复合增速 12.1% 下滑 6.0 个百分点，盈利收缩压制了企业的资本开支意愿；2022Q1，wind 全 A 股非金融石化的购建资产支出增速为 10.9%，相比 2021Q4 的两年复合增速 15.6% 下滑 4.6 个百分点；由于存在投产时滞，在建工程增速仍在回升，但已处于产能周期的后期阶段，后续持续扩张动力有限。

2022Q2，受疫情散发影响，国内经济明显承压，但稳增长持续发力下，受基建产业链与新能源产业链扩张的带动，资本开支增速再次上行。2022Q2，wind 全 A 股非金融石化的购建资产支出增速为 26.6%，相比 2022Q1 回升 15.6 个百分点；同时，固定资产增速继续回升，2022Q2 wind 全 A 股非金融石化的固定资产增速较 2022Q1 回升 13.4 个百分点。

分行业来看，基建产业链与新能源产业链是本轮资本开支扩张的主要驱动力，主要受益于稳增长的持续发力与制造业中长期贷款的结构引导。今年以来，稳增长持续推进下，基建增速保持相对高位，基建产业链资本开支意愿较强；此外，新基建与制造业贷款支持低碳改造的政策指引下，也推动新能源板块资本开支持续扩张。2022 年上半年，风电装机实现较快增长，新能源汽车销量屡超市场预期。

图 11：基建和新能源产业链的资本开支增速处于高位

图 12：地产产业链和商贸零售相关产业资本开支增速处于低位

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\\_46339](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46339)

