

总量研究

9月行业景气度有何边际变化？

——光大宏观周报（2022-10-30）

要点

本周聚焦：

宏观面数据是中观行业景气变化的前瞻指引，从9月宏观面数据表现来看，供给好于需求，内需好于外需。映射到行业景气度上，9月大部分行业景气度均有所改善，中游景气普遍好于上游和下游，制造业好于服务业。9月景气表现较好的行业集中在：石油石化、电力设备、机械设备、国防军工和公用事业。

对于上游原材料行业，其景气度变化与PPI同比变化更为相关，6月以来，PPI同比已在加速回落，导致上游行业的利润空间被压缩，进而景气度明显下滑。

对于中游装备制造行业，其景气度变化与供需两端变化相关性均较强。供给端，9月工业生产稳步修复；需求端，9月基建投资、制造业投资持续高增，出口虽有所放缓但仍在韧性区间，进而带动中游行业景气度持续改善。

对于下游消费行业，整体景气仍偏弱，海外需求回落拖累纺织服装等低技术链条，内需恢复疲弱影响食品饮料等行业修复，疫情扰动消费服务业复苏。

映射到资产配置上，我们建议从数据视角和预期视角把握配置主线。数据视角，建议关注“高景气”与“低估值”组合，主要包括：电力设备、国防军工、交通运输、石油石化行业；预期视角，建议关注“安全发展”与“设备更新改造”主线，主要包括高精端设备制造、半导体产业链、信创、高端医疗制造自主可控，以及受益于设备更新改造的机械设备链条。

海外观察：美国10年期国债收益率和通胀预期均下行，英国、法国、德国10年期国债收益率下行，日本10年期国债收益率上行；美国10年期和2年期国债利率期限利差下行。

海外政策：欧盟达成协议，将从2035年起禁止生产燃油车；俄军举行战略威慑力量训练，普京总统指挥并观摩训练；苏纳克当选英国保守党党首，将出任英国新任首相；沙特拨款27亿美元启动全球供应链计划，旨在加强沙特供应链枢纽地位；日本公布经济刺激一揽子计划，投入总规模达到4900亿美元。

全球资产：全球股市多数上涨，大宗商品价格走势分化。纳斯达克指数上涨2.24%，标普500上涨3.95%。欧洲股市普遍普涨，亚洲股市涨跌分化。大宗商品价格方面，工业品价格多数下跌。DCE焦煤、DCE铁矿石跌幅较大，分别下跌5.17%、7.69%。农产品涨跌分化，贵金属收跌。

央行观察：欧洲央行再次大幅加息75个基点，日本央行维持宽松政策。

国内观察：10月以来，**上游：**原油价格、铝价环比上涨，动力煤、焦煤期货结算价、铜价环比下跌。**中游：**钢坯库存同比下降，水泥价格指数环比上涨，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降。**下游：**商品房成交面积同比跌幅扩大，土地供应面积同比上行，猪价环比上涨，菜价、水果价格环比下跌。**流动性：**十年期国债收益率下行。

国内政策：国常会落实三大举措，助力四季度经济复苏韧性；国务院颁布《促进个体工商户发展条例》，进一步降低制度性成本；六部门印发《关于以制造业为重点促进外资扩增量稳存量提质量的若干政策措施》；人民银行、外汇局上调跨境融资宏观审慎调节参数；电子烟消费税政策落地。

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@ebsecn.com

联系人：杨康

021-52523870

yangkang6@ebsecn.com

相关研报

盈利延续弱复苏，稳国内需是关键——2022年9月工业企业盈利数据点评（2022-10-27）

狭义财政对基建支撑退坡，广义财政接力——2022年9月财政数据点评（2022-10-25）

外需回落、内需接手，经济推进V型复苏——2022年9月经济数据点评（2022-10-24）

极端天气如何搅动全球能源与粮食危机？——《安全发展》系列第一篇（2022-10-20）

高质量发展是中国式现代化的首要任务——《二十大报告》精神学习第二篇（2022-10-16）

十二行业集体学习二十大报告之安全发展思想——《二十大报告》精神学习第一篇（2022-10-16）

国内通胀无虞，关注核心通缩风险——2022年9月价格数据点评兼光大宏观周报（2022-10-15）

政策加码稳信用，实体需求渐回暖——2022年9月金融数据点评（2022-10-12）

美方加速打出“芯片牌”：内容、目的、影响——《大国博弈》系列第三十五篇（2022-10-09）

就业供需依旧紧张，美联储难“转向”——2022年9月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-10-08）

生产修复，需求仍弱，政策仍需发力——2022年9月PMI点评（2022-09-30）

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（2022-09-20）

目 录

一、9月行业景气度有何边际变化？	4
1.1 9月各行业景气度有何边际变化？	5
1.2 市场如何交易不同行业的景气度？	9
1.3 未来行业景气度演变的方向？	10
二、海外观察	11
2.1 金融与流动性数据：各国国债收益率同步下行	11
2.2 全球市场：全球股市普遍上涨，大宗商品多数下跌	12
2.3 央行观察：欧洲央行再次大幅加息 75 个基点	12
2.4 海外政策：欧盟将从 2035 年起禁止生产燃油车	13
三、国内观察	14
3.1 上游：原油价格、铝价环比上涨，动力煤、焦煤期货结算价、铜价环比下跌	14
3.2 中游：螺纹钢价格环比下跌，水泥价格环比上升	15
3.3 下游：商品房成交面积同比跌幅扩大，猪价、菜价水果价格趋势分化	15
3.4 流动性：货币市场利率下行	16
3.5 国内政策：国常会落实三大举措，助力经济复苏	17
四、下周财经日历	17
五、风险提示	17

图目录

图 1：从 9 月经济表现来看，基建、制造业投资持续高增	5
图 2：供需来看，供给端表现好于需求端	5
图 3：2022 年 9 月各行业景气值变化情况（中上游）	6
图 4：2022 年 9 月各行业景气值变化情况（下游消费与服务）	6
图 5：2022 年 9 月行业供需景气度变化	7
图 6：9 月份，各行业供需格局分布情况	7
图 7：2022 年 9 月各行业盈利景气度变化	7
图 8：9 月份，各行业盈利格局分布情况	7
图 9：9 月，工业企业延续主动去库存	8
图 10：上中下游库存累计同比增速变化	8
图 11：制造业分行业补库存变化	8
图 12：9 月行业月度收益与估值分位数分布	9
图 13：2022.9.28-10.27 期间行业景气与估值分布	9
图 14：9 月行业景气与收益分布	9
图 15：9 月行业景气与估值分布	9
图 16：9 月行业景气与 9.28-10.27 期间收益分布	10
图 17：9 月行业景气与截至 10 月 27 日估值分位数分布	10
图 18：美国 10 年期国债收益率下行	11

图 19: 各国国债收益率同步下行	11
图 20: 美国 10y-2y 国债收益率利差下行	11
图 21: 美国投资级企业债利差下行	11
图 22: 全球股市普遍上涨	12
图 23: 大宗商品价格涨跌分化	12
图 24: 原油价格环比上涨	14
图 25: 动力煤、焦煤期货结算价均环比下跌	14
图 26: 铜价环比下跌, 库存同比下降	14
图 27: 铝价环比上涨, 库存同比下降	14
图 28: 螺纹钢价格环比下跌	15
图 29: 水泥价格指数环比上升	15
图 30: 商品房成交面积同比跌幅扩大	15
图 31: 土地供应面积同比增速上行	15
图 32: 猪价、菜价、水果价格趋势分化	16
图 33: 乘用车日均零售销量同比由正转负	16
图 34: 货币市场利率下行	16
图 35: 十年期国债收益率下行	16

表目录

表 1: 美欧日央行官员表态	13
表 2: 下周全球经济数据热点	17

一、9月行业景气度有何边际变化？

在《光大投资时钟：从行业景气到市场配置——<光大投资时钟>第二篇》中，我们构建了“自上而下的行业景气度框架”，并且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，共同形成中观行业景气度的判断标准。借助我们所构造的中观行业景气度，我们可以在月度视角观测不同行业的景气度变化。（详见2022年6月21日外发的报告《光大投资时钟：从行业景气到市场配置——<光大投资时钟>第二篇》）。

宏观面数据是中观行业景气变化的前瞻指引，从9月宏观面数据表现来看，供给好于需求，内需好于外需。具体来看，供给端，9月工业生产加快改善；需求端，9月需求端有所改善，但恢复仍显不足。基建、制造业投资需求是主要拉动力量，消费、出口、地产投资仍在持续承压，对经济修复形成一定拖累。

映射到行业景气度上，9月各行业景气度整体上边际改善，中游行业景气表现普遍好于上游和下游，制造业好于服务业。9月景气度相对较好的行业集中在：石油石化、电力设备、机械设备、国防军工和公用事业。

对于上游原材料行业，其景气度变化与PPI同比变化更为相关，6月以来，PPI同比已在加速回落，导致上游行业的利润空间被压缩，进而迫使景气度明显下滑。

对于中游装备制造行业，其景气度变化与供需两端变化相关性均较强。供给端，9月工业生产稳步修复；需求端，9月基建投资、制造业投资持续高增，出口虽有所放缓但仍在韧性区间，进而带动中游行业景气复苏整体改善。

对于下游消费行业，我们区分为消费服务与消费制造，海外需求加速回落，纺织服装等低技术行业景气持续处于低位，食品饮料等消费制造业景气度则受到内需恢复偏弱的影响。此外，疫情扰动下，消费服务业景气改善也较为有限。

映射到资产配置上，我们建议从数据视角和预期视角把握配置主线。

数据视角，建议关注“高景气”与“低估值”组合，通过分析9月各行业的景气与估值收益表现，可以帮助我们寻找到未被市场充分交易的高景气行业方向，即“高景气、低估值”策略组合，在此指引下，我们建议关注四条行业配置主线：电力设备、国防军工、交通运输、石油石化行业。

预期视角，建议关注“安全发展”与“设备更新改造”主线。

方向一：“安全发展”主线。二十大报告指出，“以新安全格局保障新发展格局”，安全在发展中的作用愈发重要。在此背景下，从能源安全到粮食安全，再到产业链安全，将成为我国长期安全发展的主线，建议关注高精端设备制造、半导体产业链、计算机信创、高端医疗制造自主可控。

方向二：设备更新改造主线。10月26日国常会指出，加快设备更新改造贷款投放，同等支持采购国内外设备，扩大制造业需求并引导预期。这将有利于提振制造业设备投资需求，机械设备链条将持续受益。

1.1 9月各行业景气度有何边际变化?

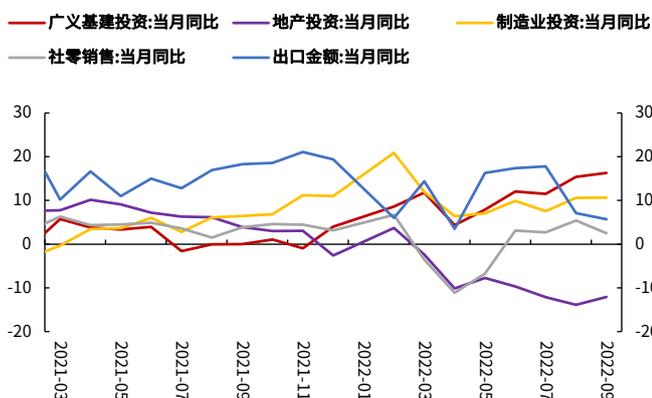
首先，9月的宏观面经济呈现出什么变化?

从9月宏观面数据表现来看，供给好于需求，内需好于外需。具体来看：

供给端，9月工业生产加快改善，规模以上工业增加值同比增长6.3%，较上月加快2.1个百分点；制造业PMI来看，9月生产PMI升至51.5%，高于上月1.7个百分点。

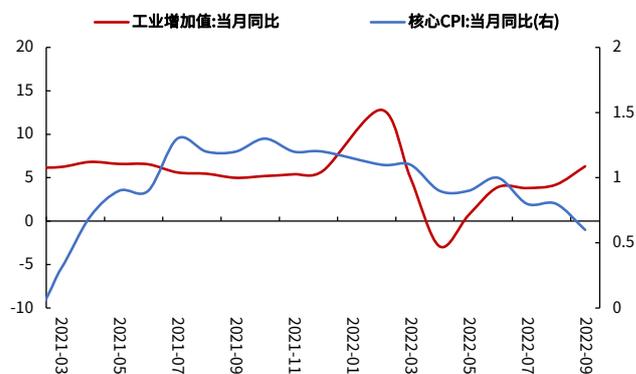
需求端，9月需求端有所改善，但恢复仍显不足。基建、制造业投资需求是主要拉动，消费、出口、地产投资仍在持续承压，对经济修复形成一定拖累。价格端来看，9月CPI同比增速2.8%，低于市场预期，核心CPI同比下探至0.6%的低位，指向内需恢复仍显不足。

图1：从9月经济表现来看，基建、制造业投资持续高增



资料来源：wind，光大证券研究所（单位：%）

图2：供需来看，供给端表现好于需求端



资料来源：wind，光大证券研究所（单位：%）

其次，宏观面数据之下，各行业景气度如何变化?

宏观面数据是中观行业景气变化的前瞻指引，在自上而下传导之下，各行业景气度会呈现出不一样的变化。根据我们所构造的中观行业景气度框架，我们发现，9月份，各行业景气度整体上是边际改善的，中游好于上游和下游，制造业好于服务业。9月景气度相对较好的行业集中在：石油石化、电力设备、机械设备、国防军工和公用事业。

对于上游原材料加工行业，其景气度变化与PPI同比变化更为相关，6月以来，PPI同比已在加速回落，导致上游行业的利润空间被压缩，进而景气度出现明显下滑。具体而言，9月煤炭、基础化工、建筑材料等行业的景气度均出现明显下行，行业景气度指数相比8月分别下滑了17、14、6个百分点，其背后对应的是，煤炭采选PPI指数当月同比为-2.7%，非金属制品PPI指数当月同比为-1.8%，化学原料加工PPI指数当月同比为1%，相比上月均显著下滑。石油石化、有色金属行业价格指数下滑相对较慢，9月景气度有所抬升。

对于中游装备制造行业，其景气度变化与供需两端变化相关性均较强。供给端，9月工业生产稳步修复；需求端，9月基建投资、制造业投资持续高增，出口虽有所放缓但仍在韧性区间，进而带动中游行业景气复苏整体略有改善。具体来看，9月钢铁、电力设备、机械设备、国防军工行业景气度均有所回升，一方面，产业链供应链逐步畅通，装备制造业供给恢复较快；另一方面，上游价格加速回落，中游装备制造业的成本压力持续缓解。

对于下游消费行业，我们区分为消费服务与消费制造，纺织服装等低技术行业景气度变化与外需变化相关性较强，而食品饮料等消费制造业景气度变化与内需变化相关性较强，消费服务业则受到疫情散发的影响较大。

具体来看，外需方面，9月低技术链条的出口景气延续疲弱，纺织出口、轻工制造行业景气度处于50%以下；内需方面，9月核心CPI同比下探至0.6%，与内需相关较强的行业景气度均显著下行；消费服务方面，受疫情影响，9月服务业PMI降至48.9%，服务业恢复仍弱，消费服务业景气度仍处低位震荡。

从消费行业景气表现来看，9月医药生物、纺织服饰景气度略有改善，其他行业景气值均有所下滑。向前看，消费行业景气复苏的关键在于内需的修复。

图3：2022年9月各行业景气值变化情况（中上游）

申万行业	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	景气变化
农林牧渔	43	67	54	67	61	43	53	● 9
煤炭	94	87	89	77	81	62	45	● -17
石油石化	71	66	70	62	70	57	61	● 4
有色金属	75	48	42	41	40	21	47	● 26
基础化工	41	38	42	54	53	32	17	● -14
建筑材料	55	24	24	19	41	24	18	● -6
钢铁	28	12	17	14	12	6	14	● 8
电力设备	71	54	77	80	81	83	89	● 7
机械设备	44	32	35	56	56	54	57	● 4
国防军工	62	55	64	62	84	71	76	● 5
电子通信	70	37	50	44	57	55	46	● -9

资料来源：wind，光大证券研究所（单位：%），景气值为各月关键指标分位数分布，具体计算方式详见6月21日外发的报告《光大投资时钟：从行业景气到市场配置——<光大投资时钟>第二篇》，下同，最后一列表示2022年9月较8月的景气值变化，红色代表景气值上升10以上，黄色代表景气值上升10以内，绿色代表景气值下降。）

图4：2022年9月各行业景气值变化情况（下游消费与服务）

申万行业	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	景气变化
汽车	56	34	37	90	94	83	74	● -9
食品饮料	54	47	53	57	54	65	49	● -17
纺织服饰	70	50	44	58	51	36	45	● 10
轻工制造	55	39	42	57	49	48	46	● -2
医药生物	43	11	15	14	29	10	13	● 3
公用事业	63	59	65	70	94	96	82	● -14
商贸零售	20	13	14	24	18	25	17	● -8
房地产	4	3	4	30	15	18	21	● 3
交通运输	40	50	51	72	61	55	55	● 0
传媒互联网	4	26	9	2	11	11	12	● 1

资料来源：wind，光大证券研究所（单位：%），最后一列表示2022年9月较8月的景气值变化，红色代表景气值上升10以上，黄色代表景气值上升10以内，绿色代表景气值下降。）

最后，拆分景气度三因子，各行业供需、盈利与库存如何变化？

供需格局：我们分别采用量（各行业工业增加值增速）与价格（各行业工业品价格增速）作为供需的衡量指标，以此可以构造行业的供需景气度。

从9月各行业供需表现来看，供给端修复明显好于需求端。供给端方面，9月中上游行业供给均显著修复，供给景气值较8月均有所抬升，消费制造业供给恢复仍然偏弱。在保供稳价下，钢铁、基础化工、有色、石油石化、煤炭行业供给景气值较8月分别抬升69、34、20、16、6个百分点；需求端方面，9月上游原材料价格加速回落，中下游需求基本保持稳定，因而中下游需求端恢复好于上游。

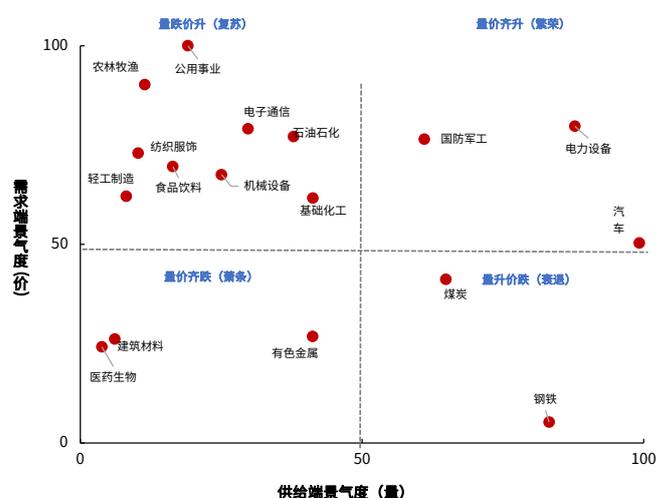
从供需格局分布情况来看，相比于其他行业，9月电力设备、国防军工、汽车处于量价齐升区间，行业景气度表现较好。

图 5：2022 年 9 月行业供需景气度变化

申万行业	供给端景气值			需求端景气值			供需景气值
	2022-07	2022-08	2022-09	2022-07	2022-08	2022-09	2022-09
农林牧渔	5	4	11	88	86	90	64
煤炭	77	58	65	83	66	41	49
石油石化	33	22	38	88	80	77	64
基础化工	10	8	41	74	64	62	55
钢铁	2	14	83	17	9	5	31
有色金属	10	21	41	54	43	27	32
建筑材料	3	2	6	60	56	26	19
电力设备	71	83	88	86	82	80	82
机械设备	14	15	25	77	68	68	53
国防军工	61	52	61	95	86	76	71
电子通信	4	3	30	83	78	79	63
汽车	98	100	99	92	57	50	67
食品饮料	38	25	16	62	72	70	52
纺织服饰	11	11	10	71	74	73	52
轻工制造	7	4	8	71	68	62	44
医药生物	2	1	4	43	24	24	17
公用事业	88	100	19	97	98	100	73

资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%）

图 6：9 月份，各行业供需格局分布情况



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%）

盈利格局：我们分别采用量（各行业营业收入增速）与价格（各行业营业利润率增量）作为供需的衡量指标，以此可以构造行业的盈利景气度。

从 9 月各行业盈利表现来看，结构分化持续改善，中游行业表现突出。营业收入端方面，9 月中游行业营收景气回升明显，电力设备营收景气维持高位，机械设备、国防军工、电子通信行业营收景气值较 8 月分别抬升 14、37、37 个百分点，上游行业营收修复受到价格回落影响，下游则受到需求恢复偏弱影响；利润率端方面，9 月上游原材料价格加速回落，上游行业利润率景气值持续回落，中游装备制造略有改善，下游消费持续偏弱。

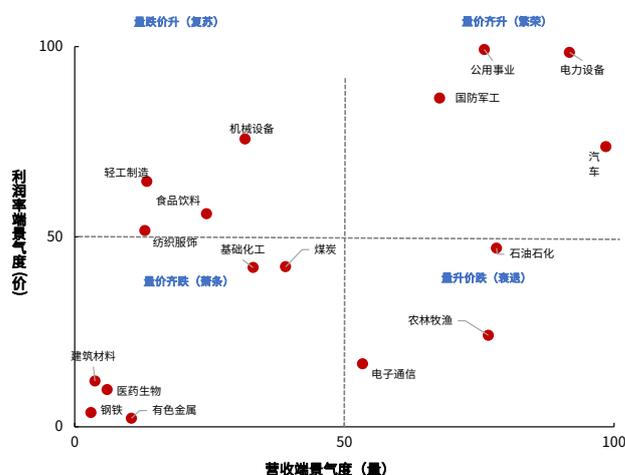
从盈利格局分布情况来看，相比于其他行业，9 月电力设备、国防军工、公用事业、汽车处于量价齐升区间，行业景气度表现较好。

图 7：2022 年 9 月各行业盈利景气度变化

申万行业	营收端景气值			利润率端景气值			盈利景气值
	2022-07	2022-08	2022-09	2022-07	2022-08	2022-09	2022-09
农林牧渔	62	49	77	13	17	24	42
煤炭	80	55	39	88	63	42	41
石油石化	85	79	78	42	41	47	57
基础化工	27	17	33	6	19	42	39
钢铁	1	1	3	2	2	4	4
有色金属	11	18	11	2	2	2	5
建筑材料	5	4	4	8	13	12	9
电力设备	90	92	92	54	78	98	96
机械设备	17	18	32	40	76	76	61
国防军工	76	30	68	79	85	86	80
电子通信	45	16	53	3	76	17	29
汽车	97	98	98	96	93	74	82
食品饮料	29	45	24	67	89	56	45
纺织服饰	17	24	13	40	16	52	39
轻工制造	22	11	13	38	67	65	47
医药生物	2	4	6	2	4	10	9
公用事业	99	99	76	63	91	99	91

资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%）

图 8：9 月份，各行业盈利格局分布情况

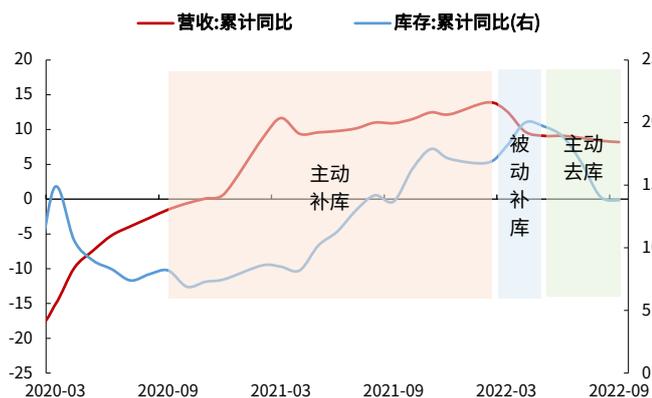


资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%）

库存格局：一个完整的库存周期也包括四个阶段：被动去库存（复苏）——主动补库存（繁荣）——被动补库存（衰退）——主动去库存（萧条），这四个阶段分别对应不同景气周期，结合行业营收增速与产成品库存增速，我们可以对库存周期的四个阶段进行划分，以识别不同行业所处的库存景气度。

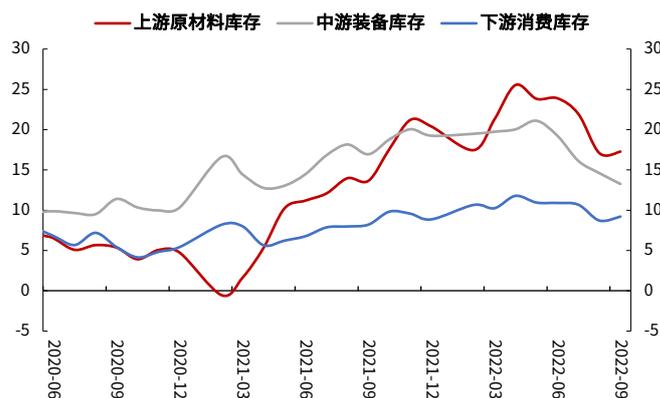
整体来看，9月工业企业主动去库存进一步得到验证。但是从不同行业表现来看，分化较为显著。上游原材料部分行业9月库存略微回补，难改去库存态势；中游装备制造中，电子设备、专用设备库存仍处高位，其他行业去库存存在持续推进；下游消费制造中，除食品、烟草外，多数也处于去库存状态。

图 9：9月，工业企业延续主动去库存



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%；数据截至2022年9月）

图 10：上中下游库存累计同比增速变化



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%；截至2022年9月）

图 11：制造业分行业补库存变化

产业链条	行业分类	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	库存状态
上游 原材料加工	黑色冶炼加工	43	31	67	88	93	95	67	25	补库
	有色冶炼加工	81	76	95	100	95	97	96	82	补库
	石油煤炭加工	87	89	92	97	98	100	98	96	去库
	化学纤维	73	79	92	100	88	91	93	98	去库
	造纸加工	52	58	74	72	85	86	89	98	去库
	化学原料加工	84	87	100	98	95	98	98	96	去库
	木材加工	100	94	98	97	98	100	98	100	补库
	非金属制品	94	90	92	97	100	100	100	98	补库
橡胶、塑料	63	40	64	78	83	86	95	91	补库	
中游 装备制造	电子设备	81	84	89	93	100	100	100	100	去库
	通用设备	22	31	72	85	85	100	93	95	去库
	专用设备	60	58	67	70	75	98	95	79	补库
	金属制品	43	68	75	85	90	93	95	98	去库
	运输设备	30	27	36	42	39	41	54	52	补库
	仪器仪表	90	82	90	93	90	88	84	91	补库
	电气机械	51	55	67	77	83	83	86	95	去库

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_47941

