

2020 年 12 月 01 日

后疫情时期，走出“独立逻辑”的行业

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）

zhangrongrong@kysec.cn

证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）

duanyuzhu@kysec.cn

证书编号：S0790120070013

● **电子、医药、部分机械设备等制造业或已走出“独立逻辑”、维持较高景气**
近几个月，制造业投资总体改善、分化明显；部分行业表现亮眼，或主要受到稳增长政策、外需提振、产业逻辑等多因素的共同支撑。年初以来，制造业投资从深度下滑中逐步修复，单月增速已恢复正增长。各行业投资表现分化明显，其中，医药、黑色、造纸、农副食品等制造业，单月投资增速已高于 2019 年底。归纳来看，这些行业主要受到稳增长政策、外需提振、产业逻辑等多因素的共同支撑。受“稳增长”及其外溢效应拉动，**基建、房地产、汽车等链条景气回升；全球主要经济体供需“错位”，部分消费品制造业受外需拉动明显。**黑色金属等原材料行业，需求受基建和房地产投资提振；汽车、橡胶和塑料制品等汽车链行业，景气也受到稳增长政策外溢效应的拉动。疫情影响下，中国产能的“替代效应”，对出口占比较高的消费品制造业拉动显著，如纺织、家具、文娱用品等行业。

部分行业受自身逻辑催化，需求改善背景下行业景气提振明显；**电子、通信等行业，与结构转型契合，近年来持续保持较高增速。**化工、造纸等行业，在环保政策和技术升级等推动下，中小企业、落后产能加速淘汰，龙头企业积极扩产，带动投资回暖。“工业 4.0”浪潮下，我国计算机、通信、电子设备等制造业，投资持续保持 10%以上的高增速。此外，医药等行业还受消费升级等长期逻辑支撑。在政策退潮、“替代效应”减弱背景下，**部分行业景气或受影响；而有些行业可能已经走出“独立逻辑”，未来景气延续性值得关注。**对比各行业的生产、盈利、筹资、投资等数据表现，部分行业或已走出“独立逻辑”。其中，有转型逻辑的行业，如先进制造、新一代信息技术等，在政策退潮过程中，受到影响较小；部分外需依赖度较高的制造业，如电气、机械等工业品，或阶段性受益于外需改善。

● **高频数据：蔬菜上涨、猪价回落，人民币对美元贬值，商品价格多数上涨**

【通胀观察】蔬菜价格上涨、猪肉价格回落。农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价上涨 1.6%、至 4.49 元/公斤；猪肉平均批发价下跌 0.7%、至 39.10 元/公斤。

【汇率表现】美元指数上涨，人民币对美元贬值。上周美元指数上涨 0.52%，周五收于 91.78 点。美元兑人民币汇率收于 6.58，当周人民币对美元贬值 0.17%。

【大宗商品】商品价格多数上涨，能化指数领涨。上周南华商品综合指数上涨 2.5%，沥青指数领涨、周环比涨幅 9.0%，白银指数跌幅较大，周环比下跌 3.4%。

● **中观行业：商品房成交面积持平，水泥、玻璃价格上涨，国际原油结算价走高**

【下游】商品房成交面积持平，土地市场量涨价跌。30 城商品房成交面积与前周持平，一、三线回落，二线城市上升；土地成交溢价率下降 11.19 个百分点。

【中游】钢铁价格下跌，水泥、玻璃价格上涨。Myspic 综合钢价指数周环比下跌 0.4%，水泥价格上涨 0.1%、玻璃价格上涨 0.87%；橡胶价格较前周上涨 1.8%。

【上游】原油期货结算价格走高，有色金属价格多数上涨。布伦特和 WTI 原油期货结算价格分别上涨 7.2%、7.3%，LME 铜、铝、铅、锌 3 个月期货价上涨。

● **风险提示：**宏观经济或政策出现大幅调整；疫情形势出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-上游原料制造盈利大幅改善》-2020.11.27

《宏观经济点评-政策回归常态的再确认》-2020.11.26

《宏观深度报告-“转债策论”系列之十：

产业链视角，看造纸包装转债》-2020.11.25

目 录

1、 后疫情时期，走出“独立逻辑”的行业.....	4
2、 高频数据跟踪.....	11
2.1、 通胀观察：蔬菜价格上涨、猪肉价格小幅回落.....	11
2.2、 汇率表现：美元指数上涨，人民币对美元贬值.....	11
2.3、 大宗商品：商品价格多数上涨，能化指数领涨.....	12
3、 中观行业跟踪.....	13
3.1、 下游：商品房成交持平，土地市场量涨价跌.....	13
3.2、 中游：钢铁价格下跌，水泥、玻璃价格上涨.....	15
3.3、 上游：国际原油价格上涨，动力煤价格上行.....	17
4、 风险提示.....	18

图表目录

图 1： 近几个月，制造业投资总体改善、分化明显.....	4
图 2： 受益于稳增长发力，钢铁行业生产持续修复.....	5
图 3： 汽车产业链受稳增长政策外溢效应的提振.....	5
图 4： 口罩、防护服等防疫物资拉动纺织业出口.....	5
图 5： 2 季度以来，“替代效应”对相关行业形成拉动.....	5
图 6： 化工、造纸、食品等行业投资增速高于 2019 年底.....	6
图 7： 纸制品价格上涨、造纸业利润改善.....	6
图 8： 供给侧改革以来，化工行业格局持续优化.....	6
图 9： 农副制品行业扩大投资，或与生猪养殖修复有关.....	6
图 10： 信息技术服务业投资增速较高.....	7
图 11： 信息技术相关制造业，投资占比持续抬升.....	7
图 12： 医药行业的需求持续保持高位.....	7
图 13： 居民医疗保健支出占消费支出的比重持续抬升.....	7
图 14： 部分行业或已走出“独立逻辑”.....	8
图 15： 近几年，高技术制造业投资表现持续好于总体.....	9
图 16： 高技术制造业投资占制造业比重已超过 20%.....	9
图 17： 美国库存领先指标，制造业新订单增速止跌反弹.....	10
图 18： 美国有望在 2021 年 Q1 前后完成高危人群的接种.....	10
图 19： 美国化工、基本金属、机械及电气设备等行业库存，均处历史极低水平.....	10
图 20： 农业部 28 种重点监测蔬菜价格上涨.....	11
图 21： 农业部猪肉平均批发价下跌.....	11
图 22： 人民币对美元贬值，美元指数上涨.....	12
图 23： 人民币对欧元贬值、对日元升值.....	12
图 24： 美元兑人民币即期-中间日均价差为-2 基点.....	12
图 25： 离岸、在岸人民币日均价差-81 基点.....	12
图 26： 30 大中城商品房成交面积持平.....	13
图 27： 30 大中城商品房一线城市成交面积减少.....	13
图 28： 30 大中城商品房二线城市成交面积增加.....	14
图 29： 30 大中城商品房三线城市成交面积减少.....	14

图 30:	100 城供应土地占地面积增加	14
图 31:	100 城供应土地挂牌均价下跌	14
图 32:	100 城住宅类用地成交土地溢价率下降	15
图 33:	三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降	15
图 34:	线材、长材价格指数均下降	15
图 35:	前周全国高炉开工率保持不变	15
图 36:	水泥价格指数上涨	16
图 37:	玻璃价格指数上涨	16
图 38:	长江有色市场铜、铝价格上涨	16
图 39:	长江有色市场锌价格下跌，铅价格上涨	16
图 40:	上期所铜、铝库存均减少	17
图 41:	上期所铅库存均增加，锌库存减少	17
图 42:	焦煤价格持平前周、动力煤价格上升	17
图 43:	国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率上升	17
图 44:	国际原油期货结算价格上涨	18
图 45:	LME3 个月铜、铝价格均上涨	18
表 1:	政策引导下，新一代信息技术相关的先进制造业或受到支撑	8
表 2:	商品期货市场核心品种普遍上涨	12
表 3:	商品期货市场细分品种中，沥青指数领涨	13

1、后疫情时期，走出“独立逻辑”的行业

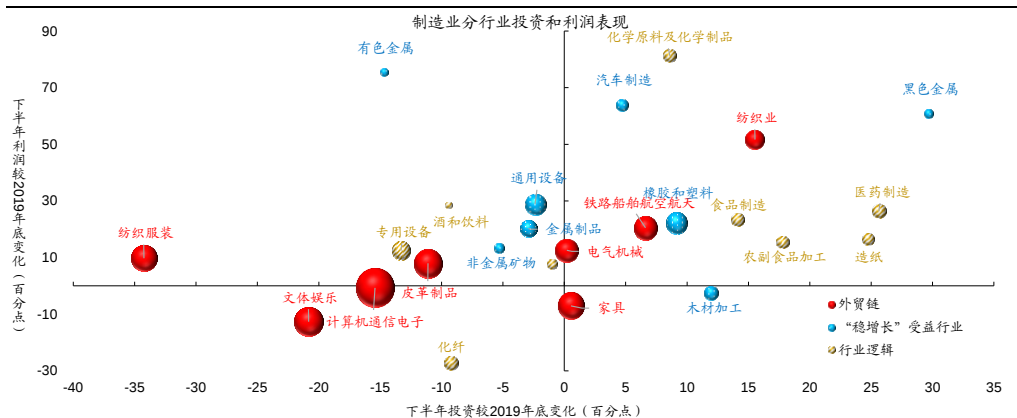
事件：

1—10 月份，制造业投资同比下降 5.3%，降幅比 1—9 月份收窄 1.2 个百分点。
(数据来源：Wind)

点评：

近几个月，制造业投资总体改善、分化明显；部分行业表现亮眼，或主要受到稳增长政策、外需提振、产业逻辑等多因素的共同支撑。年初以来，固定资产投资从深度下滑中逐步修复，制造业投资单月增速已恢复正增长。各行业投资表现分化明显，其中医药、黑色、造纸、农副食品等部分制造业，近几个月的投资增速已高于 2019 年底，呈现较高景气。归纳来看，主要受到稳增长政策、外需提振、产业逻辑等多因素的共同支撑。

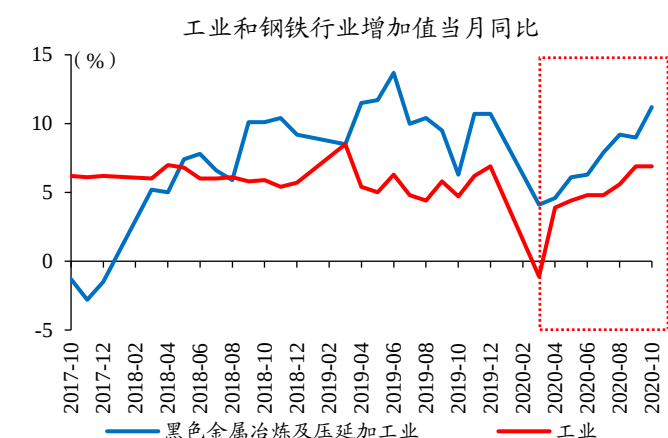
图1：近几个月，制造业投资总体改善、分化明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

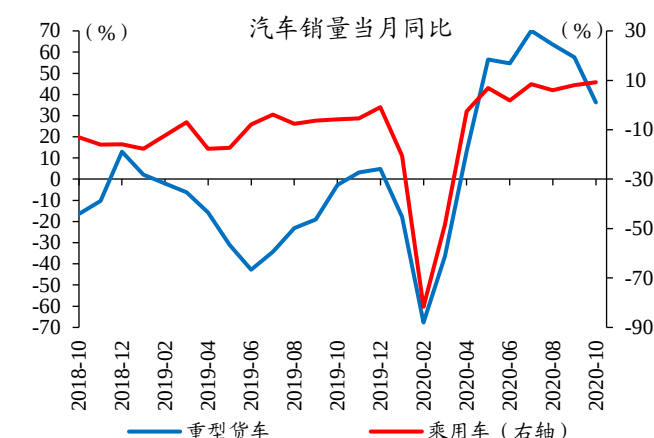
受“稳增长”及其外溢效应拉动，基建、房地产、汽车等链条景气回升。年初以来大规模的财政扩张和货币宽松，以及政策的外溢效应，对基建、房地产投资提振明显，后地产、汽车等链条也受到拉动。比如 8-10 月，黑色金属制造业投资同比增长 48.0%，较 2019 年 4 季度提高 29.7 个百分点；橡胶和塑料制品业、汽车制造业，投资分别提高了 9.1 和 4.7 个百分点。此外，工程机械设备、金属制品、非金属矿物制品等制造业，景气均出现回升。

图2: 受益于稳增长发力, 钢铁行业生产持续修复



数据来源: Wind、开源证券研究所

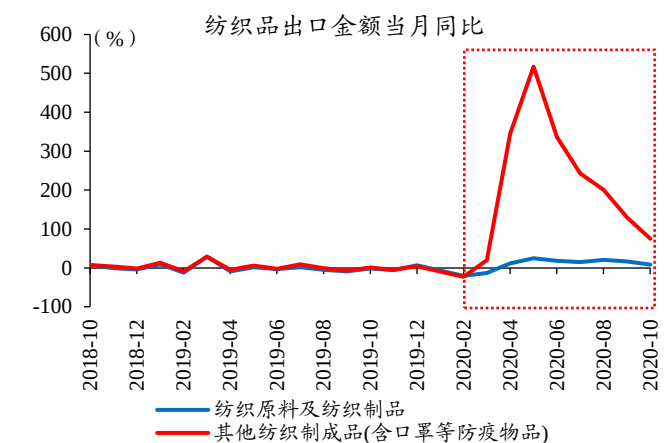
图3: 汽车产业链受稳增长政策外溢效应的提振



数据来源: Wind、开源证券研究所

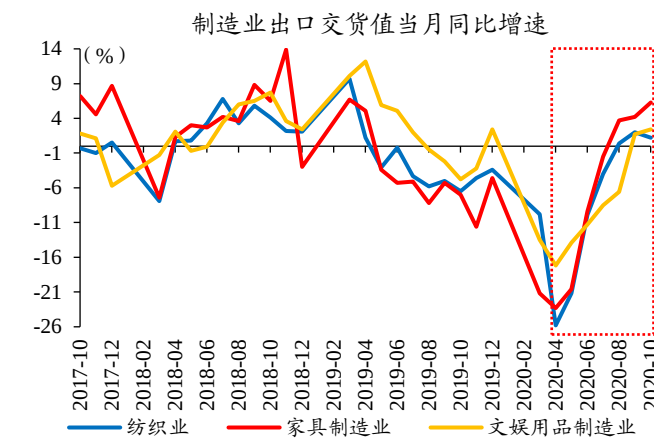
2 季度以来, 全球主要经济体供需“错位”, 外需对纺织、家具、文娱用品等部分消费品制造业拉动明显。疫情影响下, 2 季度以来国内生产率先修复、海外生产受疫情持续压制; 中国产能的“替代效应”, 对出口占比较高的消费品制造业拉动显著。比如包含防疫物资的“其他纺织制成品”出口金额一度同比增长 500%以上、医药制造业 2 季度出口交货值同比增长超过 50%。纺织、家具、文娱用品等出口交货值增速, 均已高于 2019 年下半年。

图4: 口罩、防护服等防疫物资拉动纺织业出口



数据来源: Wind、开源证券研究所

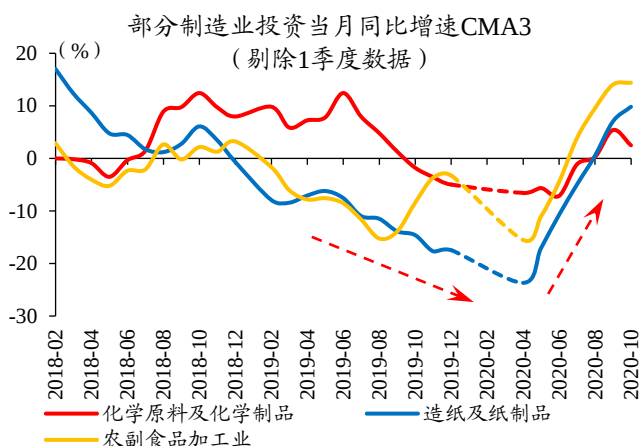
图5: 2 季度以来, “替代效应”对相关行业形成拉动



数据来源: Wind、开源证券研究所

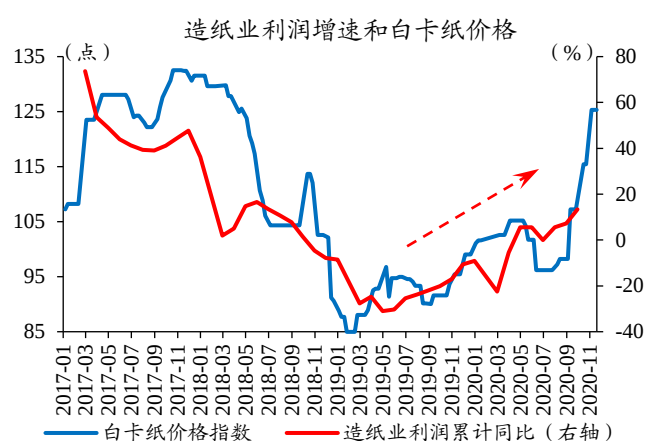
部分行业受自身逻辑催化, 需求改善背景下行业景气提振明显, 如化工、造纸、农副食品等制造业。供给侧改革以来, 化工、造纸等行业产能扩张受到环保政策严格约束, 中小企业、落后产能加速淘汰; 2019 年造纸行业的固定资产投资降幅超过 10%, 化工行业投资增速在 2019 年下半年也持续回落、降为负增。同时, 龙头企业凭借资金和技术优势, 积极扩产和整合。尤其在后疫情时期, 行业格局进一步优化, 产品价格上涨、利润改善, 带动投资回暖。非洲猪瘟等影响下, 农副食品行业也产生了类似的格局变化。

图6：化工、造纸、食品等行业投资增速高于2019年底



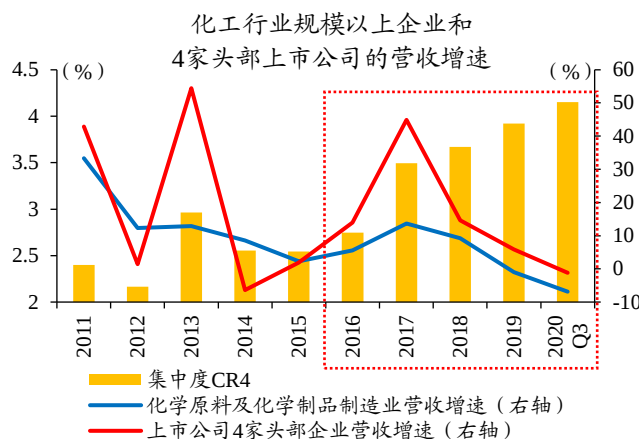
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：纸制品价格上涨、造纸业利润改善



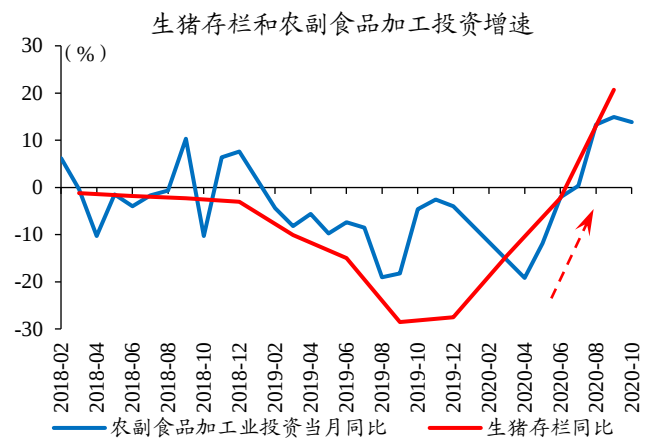
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：供给侧改革以来，化工行业格局持续优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

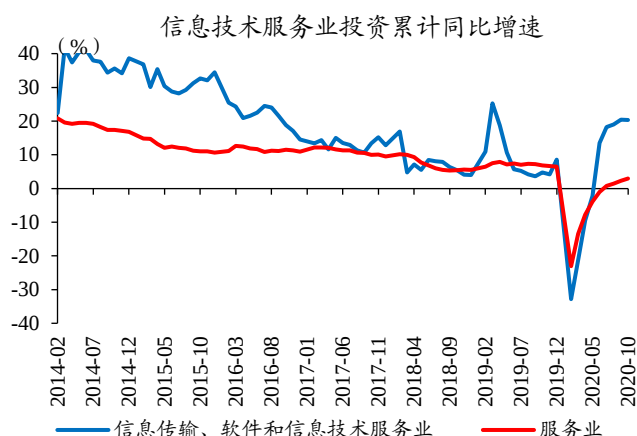
图9：农副制品行业扩大投资，或与生猪养殖修复有关



数据来源：Wind、开源证券研究所

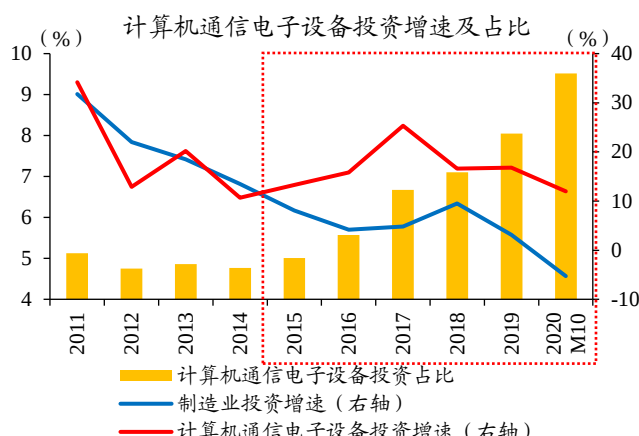
与此同时，部分行业和产业结构转型的长期发展方向相契合，近年来保持较高增速，如电子、医药等。“工业4.0”浪潮下，新一代信息技术高速发展，相关服务如5G通信等投资增长迅猛，带动硬件设施制造业的投资扩张。近年来，计算机通信电子设备制造业投资增速，始终保持10%以上的高位；2020年前10个月，投资占制造业总投资比重达9.5%，较2015年提高4.5个百分点。消费升级和老龄化趋势下，医疗保健等相关消费需求持续扩张，对医药行业形成持续的支撑。此外，部分高端化工品、装备制造等，在产业转型持续推动下，近年来也保持较高景气。

图10: 信息技术服务业投资增速较高



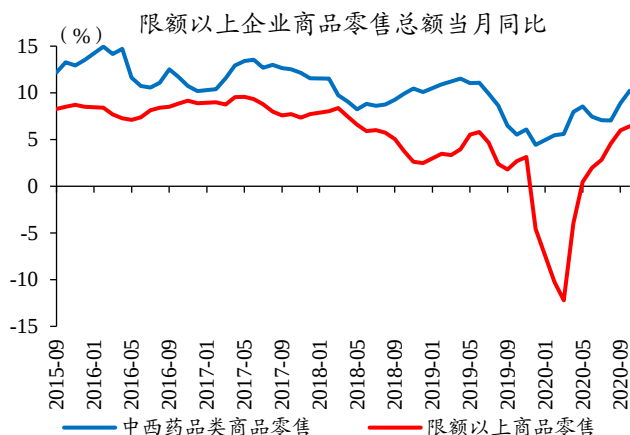
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 信息技术相关制造业, 投资占比持续抬升



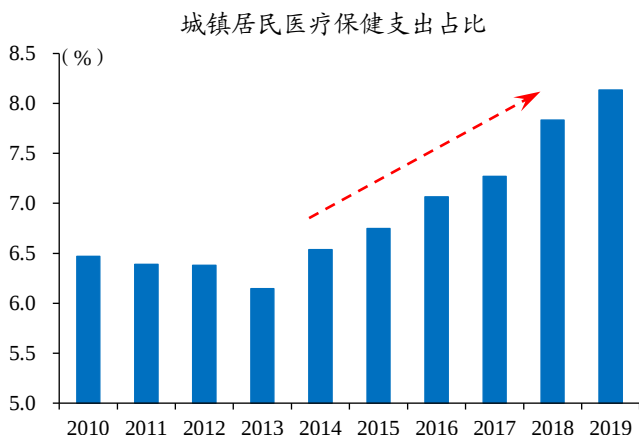
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 医药行业的需求持续保持高位



数据来源: Wind、开源证券研究所

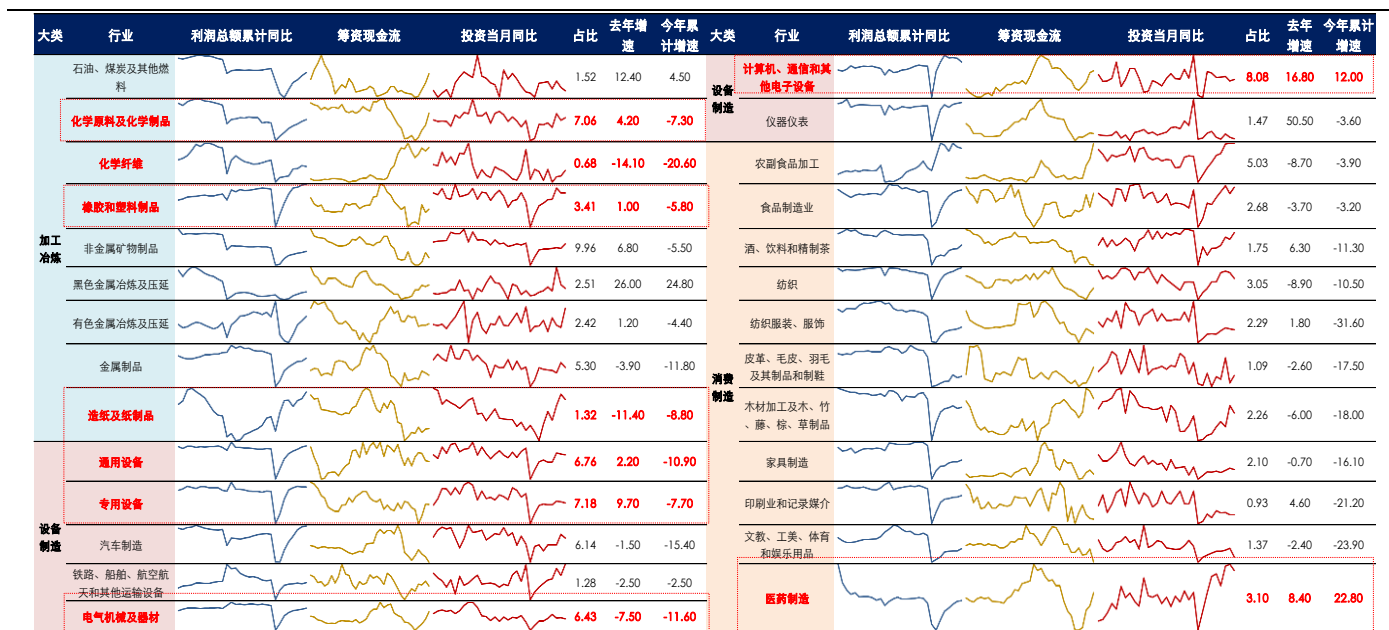
图13: 居民医疗保健支出占消费支出的比重持续抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

在政策退潮、“替代效应”减弱背景下，部分行业景气或受影响；而有些行业可能已经走出“独立逻辑”，未来景气延续性值得关注。对比梳理各行业的生产、盈利、筹资、投资等数据表现，部分行业或已走出“独立逻辑”。比如上游原材料制造业中的化工、造纸等，中游设备制造业中的电气机械、计算机通信电子等，下游居民消费品制造业中的医药等。这些行业在后疫情时期，利润显著改善，投融资行为也均有回暖迹象，行业景气的抬升势头或将延续。

图14：部分行业或已走出“独立逻辑”



数据来源：Wind、开源证券研究所

这其中，有转型逻辑的行业，如先进制造业、新一代信息技术等，在政策退潮过程中，受到的影响较小。2010年，国务院将高端装备制造、新一代信息技术等7个产业列为战略性新兴产业，作为重点培育发展的领域；2015年《中国制造2025》，明确我国先进制造业发展的顶层设计。2016年以来，我国着力促进信息化、数字化产业发展；2018年中美贸易摩擦加剧、2020年疫情爆发，进一步推动政策加大对电子、通信等相关制造业的支持力度。在经济转型突围过程中，这些契合转型发展方向的行业，或将具有持续的发展动能，在政策退潮过程中，受到的影响也相对较小。

表1：政策引导下，新一代信息技术相关的先进制造业或受到支撑

时间	文件/会议	内容
2010年10月	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业。到2020年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到15%左右。
2011年12月	《工业转型升级规划（2011—2015年）》	发展先进装备制造业，积极培育发展智能制造、新能源汽车、海洋工程装备等高端装备制造业，提升自主创新能力，推动制造业转型升级。

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_1127

