

过去 3 个月，哪些行业景气度正在上升？

证券研究报告
2020 年 01 月 10 日

作者

库存周期是基本面的右侧指标，它滞后于价格也滞后于利润，它的价值不在于预测基本面的左侧拐点，而是确认拐点基本面右侧趋势的可持续性。所以更重要的是下沉到中观行业，观测每一个周期性行业的具体情况。

我们设计了一套基于库存和价格周期的打分体系来观测行业景气度，这种观测的意义在于，相当一部分工业行业的板块超额收益率与景气度指标有相关性，且在宏观拐点临近时，已有部分行业陆续出现拐点。

截至 11 月底：

景气度正在上升的行业：农产品加工，食品，仪器仪表，汽车，有色金属，造纸，包装印刷；

景气度底部震荡可能回升的行业：电力设备及新能源，家电；

景气度回落但可能接近底部的行业：化学纤维，纺织服装，塑料/橡胶及制品，基础化工；

景气度可能继续回落的行业：铁矿，专用机械，家居，通用机械，金属制品。

风险提示：库存周期对部分行业景气度的刻画不准确；数据更新滞后

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



最近关于库存周期的讨论相当热烈。回看过往，每一次针对周期的“论战”都适逢周期拐点，拐点临近往往伴随分歧加剧，杂糅了市场对均值回归的信仰和经济转型的执念。就当前而言，不论秉承何种观点，可能都要承认“潜在拐点”的临近：工业库存已经去至历史底部水平，且这一水平越低，相同级别的需求侧冲击引发价格上涨的概率越大，进而进一步大幅去库的概率越低、补库的概率越高。因此，不论周期最终是否重启、如何重启，站在当下都应该给予相比于过去两年更多的关注。

与此同时，也要意识到最近一轮周期（2016.6 至今）以来发生的诸多重要变化：一是强力的供给侧去产能，使得部分行业大幅涨价后进入了漫长的景气度回落期，供给侧和非供给侧行业的节奏出现了一定错位；二是大开大合的逆周期政策一去不返，众多行业同频共振、共荣共损的局面有所变化；三是高技术制造业的产业趋势愈发明确，与传统制造业的低迷形成鲜明对比；四是随着行业竞争格局的巩固，部分行业的周期性存在明显弱化的趋势，有少量行业正在逐渐失去周期性。

更重要的是，库存周期对投资有什么意义？第一，库存周期是基本面的右侧指标，它滞后于价格也滞后于利润，它的价值不在于预测基本面的左侧拐点，而是确认拐点基本面右侧趋势的可持续性。第二，库存周期是行业景气度在时间轴上的数量维度表象，补库存一定会有行业现象，这是企稳的信号和过程。所以更重要的是下沉到中观行业，观测每一个周期性行业的具体情况。

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，对行业景气度进行高频跟踪：哪些行业景气度正在上升、哪些景气度正在回落、哪些景气度已经落至底部区间且后续有望迎来改善。这种观测的意义在于，相当一部分工业行业的板块超额收益率与景气度指标有相关性，且在宏观拐点临近时，已有部分行业陆续出现拐点。

表 1：行业景气度趋势和库存周期象限（更新至 11 月底）

统计局行业分类	中信一/二级行业分类	6 月	8 月	9 月	10 月	11 月	景气度趋势	周期象限
农副食品加工业	农产品加工、食品	0.59	0.69	0.77	0.84	0.99	接近顶部	主动补库
仪器仪表制造业	仪器仪表	0.24	0.68	0.75	0.76	0.80	上升	主动补库
汽车制造业	汽车	-0.97	-1.01	-1.05	-1.04	0.19	触底回升	主动补库
黑色金属矿采选业	其他钢铁	0.77	0.90	-0.17	-0.24	-0.32	见顶回落	主动去库
有色金属冶炼及压延加工业	有色金属	-0.95	-0.38	-0.38	-0.40	-0.42	震荡回升	被动去库
专用设备制造业	专用机械、医疗器械	-0.37	-0.45	-0.49	-0.54	-0.60	回落	主动去库
造纸及制品业	造纸、包装印刷	-0.52	-0.62	-0.72	-0.78	-0.60	触底回升	被动去库
家具制造业	家居	-0.30	-0.51	-0.62	-0.63	-0.66	回落	主动去库
通用设备制造业	通用机械	-0.52	-0.62	-0.65	-0.68	-0.73	回落	主动去库
金属制品业	金属制品、建材	0.04	-0.58	-0.73	-0.72	-0.79	回落	主动去库
非金属矿物制品业	建材	-0.57	-0.65	-0.69	-0.74	-0.79	回落	主动去库
化学纤维制造业	化学纤维	-0.75	-0.68	-0.86	-0.93	-0.95	回落	主动去库
印刷业和记录媒介的复制	包装印刷	-0.77	-0.82	-0.82	-0.94	-0.98	回落	主动去库
纺织业	纺织服装	-0.45	-0.77	-0.89	-1.01	-1.09	回落	主动去库
橡胶和塑料制品业	塑料/橡胶及制品	-0.90	-1.01	-1.04	-1.10	-1.11	回落	主动去库
电气机械及器材制造业	电力设备及新能源、家电	-1.08	-1.14	-1.14	-1.11	-1.13	底部震荡	主动去库
化学原料及化学制品制造业	基础化工	-0.87	-0.99	-1.07	-1.12	-1.15	回落	主动去库
黑色金属冶炼及压延加工业	钢铁	-1.11	-1.17	-1.24	-1.29	-1.30	回落	主动去库

资料来源：WIND，天风证券研究所

1. 景气度正在上升的行业：农产品加工，食品，仪器仪表，汽车，有色金属，造纸，包装印刷

农副食品加工业（0.99，接近顶部）：

以猪价为代表的食品涨价使行业景气度持续上行，11月景气度分数已接近理论上限（1.00），由于本轮猪价已经创历史新高，行业景气度可能突破理论上限。随食品CPI见顶在即，农副食品加工业的行业景气度可能已经向上接近顶部，2季度末以后随食品CPI回落。

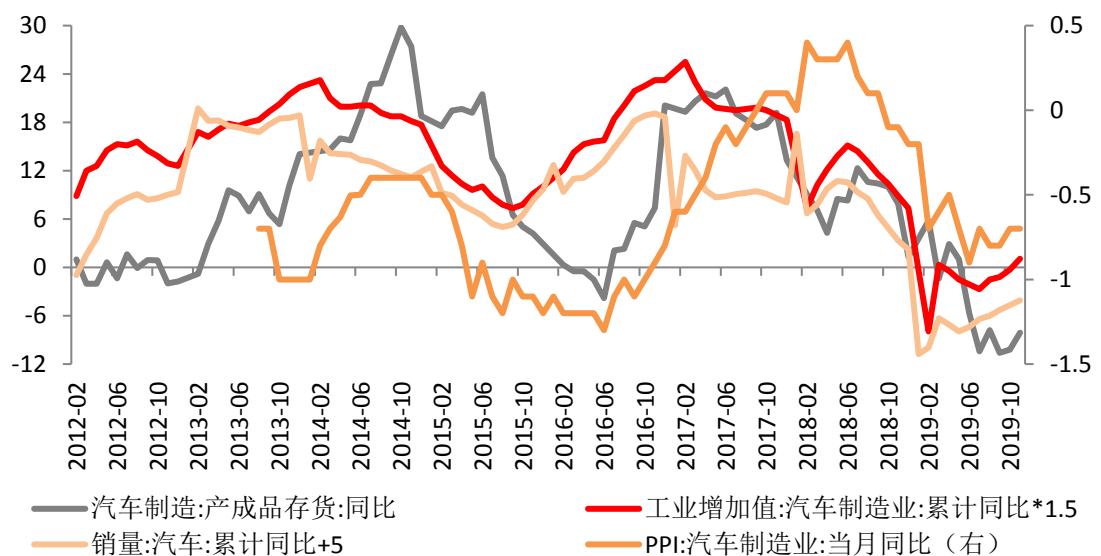
仪器仪表制造业（0.80，上升）：

主要涉及工业自动控制系统装置制造、电工仪器仪表制造、光学仪器制造等，受益于高技术产业资本开支的高速扩张，行业景气度持续上升至高位。今年半导体、电子元件、消费电子、通信设备等细分行业将出现需求周期回归带来的订单上升和产能不足后的提价，仪器仪表制造的行业景气度还将继续向上。

汽车制造业（0.19，触底回升）：

乘用车销量同比增速自2019年年初触底后开始持续缓慢回升，2020年这一过程有望延续。8月-10月，汽车制造业景气度已降至历史最低位（低于-1.00），随着2016-17年的棚改货币化和购置税下调造成的2018-19年汽车需求透支效应逐渐淡化，汽车销量从底部缓慢回升（中汽协汽车销量累计同比，5月-13%→11月-9.1%），价格开始企稳（汽车制造业PPI当月同比，6月-0.9%→11月-0.7%）、生产出现修复（汽车制造业工业增加值累计同比，7月-0.8%→11月1.7%）、库存回补（汽车制造业产成品库存累计同比，9月-10.6%→11月-8.1%），近期脱离了近两年的主动去库。随着汽车制造业的景气度开始底部回升，行业有望出现弱复苏。

图1：汽车制造业景气度底部回升



资料来源：WIND，天风证券研究所

从各线城市的购车人群来看，乘用车行业可能已经进入存量市场，不能简单用中国的人均汽车保有量横向对比美国日本，如果纵向看日本汽车消费史，中国今天可能也进入了汽车消费的瓶颈期。参考发达经济体，存量市场的汽车销量同比增速长期在0上下波动，因此当前国内汽车销量同比仍然处在从较低的负增长水平逐渐回归的过程中，但环比明显改善的空间不大。参考吉利汽车的销售目标，2019年为136万辆（实际销售136.15万辆），2020年微升4%至141万辆。

有色金属冶炼及压延加工业（-0.42，震荡回升）：

景气度在2019年6月见底后震荡回升，整体上行业产成品价格已经开始震荡上行，但库存仍在去化。铜铝在需求端受益于基建投资修复、房地产竣工加速和制造业补库（下游

主要需求占比：铜：电力 46%，家电 15%，交运 11%，建筑 9%，电子 9%；锌：建筑 55%，汽车 21%，家电 13%；铝：建筑 33%，汽车 12%，通信 12%，包装 10%），铜铝在供给端有减产空间；钴锂等受益于新能源汽车景气度上行。

造纸及制品业（-0.60，触底回升）：

造纸业景气度刚刚出现触底回升的迹象，虽然库存尚在去化，但价格已经开始上涨，供给端与外废零进口要求下废纸进口量骤减推升原材料价格有关，需求端与经济企稳（3 季度租赁和商务服务业名义 GDP 增速回升 1.4%）和包装纸进入需求旺季（十一长假、电商购物节、元旦春节等）有关。由于造纸行业在 2016-18 年加大了污废治理的供给侧改革，且和快递包装相关的消费需求长期趋势向上，行业供求趋于紧平衡，这一轮行业景气度底部（-0.78）高于历史经验值的理论下限。

2. 景气度底部震荡可能回升的行业：电力设备及新能源，家电

电气机械及器材制造业（-1.13）：涵盖的子行业范围较广，主要包括电机、输配电及控制设备、电线电缆光缆、电池、家电等。目前来看景气度有改善潜力的主要是：受益于电力相关基建投资回升的输配电设备和电线电缆，受益于房地产竣工加速的家电，受益于新能源汽车和终端通信设备制造景气度回升的部分电池，受益于平价上网渐进需求释放的光伏设备和相关元器件制造，受益于补贴取消前抢装需求启动的风电设备。

3. 景气度回落但可能接近底部的行业：化学纤维，纺织服装，塑料/橡胶及制品，基础化工

尽管下列行业景气度分数接近或已经突破理论下限，但当前行业面临一些潜在的利好因素，可以尝试自下而上验证行业的拐点。

化纤制造业（-0.95）、纺织业（-1.09）：

纺织服装业受国内经济下行影响，需求在 2019 年大幅回落，服装鞋帽针纺织品类限额以上零售消费增速从 2018 年的 8.0%回落至 2019 年 1-11 月的 3%；外需方面则受到全球经济回落和关税升级的冲击。作为纺织业的上游行业，化纤制造业受到下游需求减弱和新增产能释放的双重影响，2018 年下半年以来处于量价齐跌的状态。目前来看，国内经济阶段性企稳，关税问题暂时缓和，全球贸易环境有望改善，内外部需求侧的积极变化对于纺织服装业和化纤制造业是利好因素；另一方面，部分化纤品种的产能投放可能在 2020 年趋缓，供求关系有望改善。

橡胶和塑料制品业（-1.11）：

橡胶制品的下游需求多数与车辆（乘用车、客车、货车的轮胎等）和制鞋有关，因此过去两年汽车消费和纺织鞋帽消费的大幅回落对需求形成明显拖累。往后看，汽车行业景气度逐渐改善、经济基本面企稳、环保要求以及外贸环境改善提供了有利因素。另一方面，天然橡胶的产量预计仍在近年高位，原材料价格上涨空间不大。

化学原料及化学制品制造业（-1.15）：

化工行业涉及的下游需求非常广泛，因此行业景气度的持续回落与下游制造业需求整体趋弱、关税冲击、全球经济回落都有关系，另外炼化产能过剩也在供给端构成压力。从分位数的角度来看，化工行业景气度正处于历史的底部区间，但行业景气度的整体回升要以经济基本面的广泛复苏为前提，目前来看有一定难度。因此，沿着行业供需格局改善、集中度提升的方向寻找线索可能是更好的选择。

黑色金属冶炼及延压加工业（-1.30）：

行业 2016-17 年经历供给侧去产能叠加经济复苏，价格涨幅较大。2018-19 年，供给端产能重新扩张；需求端下游制造业需求整体趋弱，板材类价格趋于回落，长材受益于建筑业施工强度回升，表现稍好于板材，但整体上景气度都在持续回落。叠加铁矿石价格大幅上涨，2019 年 1-11 月，黑色工业利润增速仅-42.3%，远低于 2018 年的 37.8%和 2017 年的

177.8%。

未来 2 个季度，房地产施工仍能保持韧性，叠加基建投资增速修复，建筑业施工强度有望继续保持高位；经济阶段性企稳，部分中下游制造业（汽车、家电、部分机械设备等）需求可能边际改善。总的来看，从价格和利润的同比角度来看，未来一段时间黑色工业可能有边际改善。

4. 景气度可能继续回落的行业：铁矿，专用机械，家居，通用机械，金属制品

黑色金属矿采选业（-0.32）、专用设备制造业（-0.60）、家具制造业（-0.66）、通用设备制造业（-0.73）、金属制品业（-0.79）等行业，从库存周期象限和景气度分位数的角度来看，仍处于回落的通道里，这与过去一段时间国内制造业整体景气度下行、贸易摩擦和全球经济走弱以及行业自身的一些问题有关系，我们将持续跟踪这部分行业景气度的边际变化。

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_7832

