

经济阶段性企稳的基础、前提、信号和顺序

证券研究报告
2019年10月17日

作者

过去一年，我们在很多报告中反复提及一个结论——“经济在三季度中后期出现阶段性企稳”。目前判断进入验证期，我们从内外两个角度进一步确认判断成立的可能性，梳理了“经济阶段性企稳”这一结论成立的基础、前提、信号和顺序。

我们认为，以逆周期政策力度再加码为（外生性）前提，在工业库存周期触底修复、房地产施工韧性和竣工启动、制造业投资增速进入底部区间、关税升级的短期冲击边际趋弱、低基数等（内生性）因素的基础上，经济基本面在未来2-3个季度阶段性企稳的概率正在加大。

从行业的企稳顺序来看，下游行业受益于库存低位、消费需求改善，可能率先企稳；中上游行业整体库存尚在去化中途，且受制于房地产上游原材料需求接近高位、基建修复启动稍晚，预计企稳时间滞后于下游。

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

风险提示：逆周期政策力度/效果不及预期；全球经济基本面快速走弱



过去一年，我们在很多报告中反复提及一个结论——“经济在三季度中后期出现阶段性企稳”：

最早在 2018 年 6 月《枕戈待旦：2018H2 中国宏观展望》中，我们提出：“2019 年年中，中国经济的商业周期将进入衰退期的末尾”，当时的依据是“以名义 GDP 衡量的商业周期跨度 3-3.5 年”。

在 2018 年 12 月《胜而后战：2019 年中国宏观和投资展望》中，我们确认了这一判断：“信用派生的内生性收缩和外生性扩张有望在 2 季度之后达到平衡，预计社融增速将在 2 季度企稳，经济增速在 3 季度之后阶段性企稳，企业盈利增速在 4 季度触底反弹”。

即便在今年年初政策宽松、1 季度经济金融数据超预期的时期，我们仍然在市场一片“企稳”声中保持了客观冷静：“预计 3 月经济数据普遍大幅好于 2 月，4 月中上旬是风险资产的宏观蜜月期，但 5 月可能面临基本面预期的二次修正”（4 月 7 日《3 月数据的“超强春节效应”和 4 月市场的“半杯水思维”》）；“近期市场对基本面的反应可能过于乐观了，4 月部分经济数据可能小幅回落，基本面预期有二次修正的可能”（5 月 5 日《5 月的核心是基本面和政策的预期修正》）。

以 5 月中旬银保监会 23 号文“回头看”为转折，房企融资政策在经历了年初的放松后再次收紧，地产周期是商业周期的重要一环。在 7 月 17 日《从 6 月数据看下半年经济走势》中，我们对“阶段性企稳”添加了具体时间和空间的判断：（1）时间：阶段性企稳的时间为三季度中后期（即 8-9 月）；（2）空间：阶段性企稳不是反转，而是走平或下行放缓，中长期下行的趋势不变。

与此同时，我们判断“在稳增长、稳就业的权衡下，预计 3 季度逆周期政策将重新加码，但力度弱于 1 季度”，这既是对政策的预判，也是阶段性企稳的前提。7 月 27 日的《秋收冬藏：下半年宏观和投资展望》中，我们再次确认：“在逆周期政策的适度对冲下，经济有望在 3 季度中后期阶段性企稳，但不会出现 V 型反转”。

.....

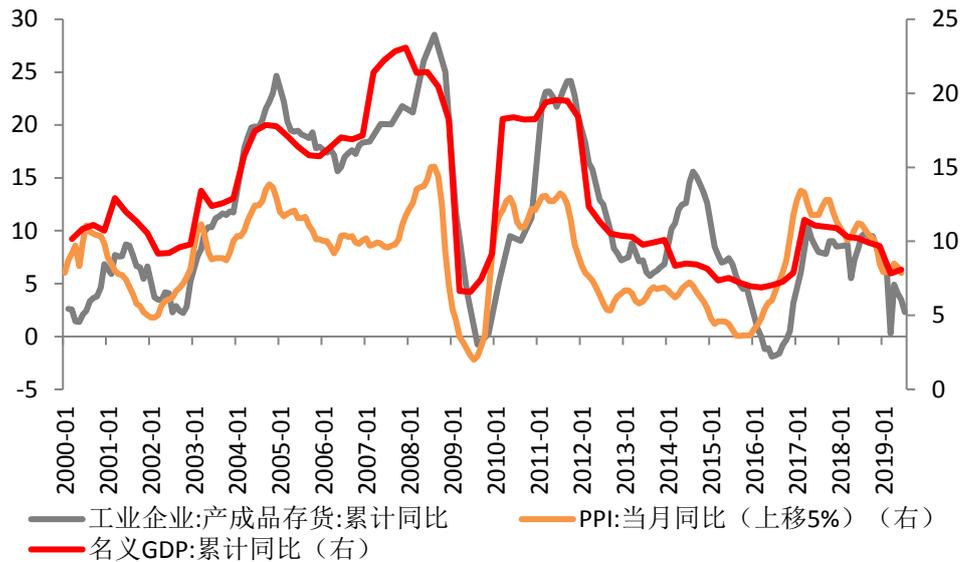
目前已进入判断验证期，我们从“经济阶段性企稳”的“内生性基础、外生性前提、观察信号和发生顺序”这四个角度，来确认经济基本面在未来 2 个季度出现阶段性企稳的概率正在加大。

一、阶段性企稳的内生性基础

（1）库存周期已至底部区间

第一，从价的维度，按照“价格—利润/增长—库存”的轮动顺序，库存周期中的价格 PPI 为领先指标。结合低基数、房地产建安投资韧性、基建需求回升等因素，预计 PPI 的阶段性底部在 10 月，11 月-20H1 中枢回升，库存增速大致在 19Q4-20H1 触底回升，企业利润和名义 GDP 增速的底部介于 PPI 和库存之间，修复时间大致在 19Q4-20Q1。

图 1：名义 GDP 的轮动顺序介于价格和库存之间



资料来源：WIND，天风证券研究所

第二，从量的维度，工业产成品库存增速整体已去化至历史底部区间。具体参考各行业产值占比，目前约有 37% 的行业处于“主动补库/被动去库/主动去库后期”，包括农副食品加工、国防军工、汽车、仪器仪表、电气机械及器材、部分有色金属、橡胶等；约 39% 的行业处于“主动去库前中期/被动补库”，另有约 24% 的行业属于“库存周期性不明显/难以判断”。因此，在有周期属性的工业行业中，未来 1-2 个季度可能处于补库阶段的行业占比大约一半，这一结构分布与库存周期即将触底的判断相契合。

表 1：各工业行业库存周期和景气度方向梳理

统计局行业分类	景气度方向	周期位置
黑色金属矿采选业	向上接近顶部	主动补库
农副食品加工业	向上	
仪器仪表制造业	见底回升	被动去库
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	见底回升	
橡胶和塑料制品业	向下接近底部	
有色金属冶炼及压延加工业	向下接近底部	主动去库后期
汽车制造业	向下接近底部	
电气机械及器材制造业	向下接近底部	
黑色金属冶炼及压延加工业	向下接近底部	
金属制品业	回落	被动补库
家具制造业	向下	主动去库前中期
专用设备制造业	向下	
纺织业	向下	
通用设备制造业	向下	
造纸及制品业	向下	
非金属矿物制品业	向下	
化学纤维制造业	向下	
印刷业和记录媒介的复制	向下	
化学原料及化学制品制造业	向下	
食品制造业		

木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	难以判断
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	
医药制造业	
计算机、通信和其他电子设备制造业	周期性不明显
煤炭开采和洗选业	
石油和天然气开采业	
有色金属矿采选业	
非金属矿采选业	
酒、饮料和精制茶制造业	
烟草制品业	
纺织服装、服饰业	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	
石油加工、炼焦及核燃料加工业	
电力、热力、燃气、水的生产和供应业	

资料来源：WIND，天风证券研究所

质疑库存周期触底的论点主要将房地产认定为周期的源头，认为在抑制性政策下周期无法启动。需要承认库存周期面临弱化和异化，但尚不到否认其存在的时候。第一，驱动上述37%行业景气度改善的逻辑以行业自身因素或地产后周期为主，受地产政策取向的影响暂时不大；受影响较大的行业如非金属矿物/金属制品等景气度确实还在下行，但预计需求侧的回落暂时不会太快（详见下文）；第二，库存周期的内在逻辑是竞争性行业的商品价格和供求关系，“价格-需求-产能/库存-供给-价格”的轮回消长是外在表现，房地产和货币政策之于库存周期是放大器 and 加速器，并非驱动源头。

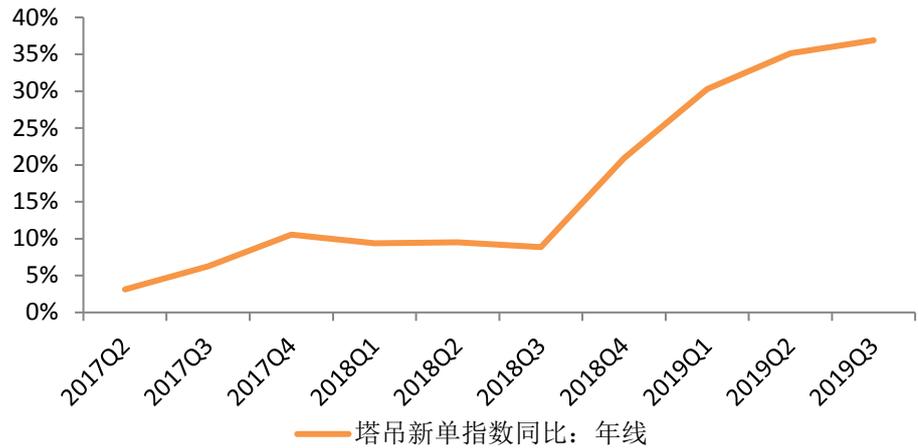
（2）房地产施工的韧性和竣工的启动

房地产产业链是我国实体经济第一大产业链，对上中下游工业品需求、价格、地方政府收入、信用派生及至经济增长都有重要影响。但正因其涉及产业链链条长、范围广，对房地产的分析既要有基本面的统一认识，又要在前中后端有一定区分。

我们在今年6月17日的报告《后续房地产投资增速怎么看？》中判断：“商品房销售面积同比增速上半年保持小幅负增长，最早在今年下半年触底；新开工面积增速2季度见顶、下半年回落，全年增速5%-7%；施工强度较去年显著回升，全年保持在较高水平，建安投资全年增速4.7%-5.7%”。目前来看，这些判断都在被逐渐验证。再次重申，近房地产政策收紧的影响暂时主要体现在前中端（拿地、开工、销售），但中后端（施工、竣工）的韧性仍在。

施工方面，房地产施工工期一般为1年，目前塔吊新单指数年线仍然处于上升趋势，预计年底见顶但明年年初仍处于高位，因此虽然房地产建筑工程投资增速已经接近高点，但预计较高增速持续至2020Q1，对中上游原材料的需求也会有韧性。

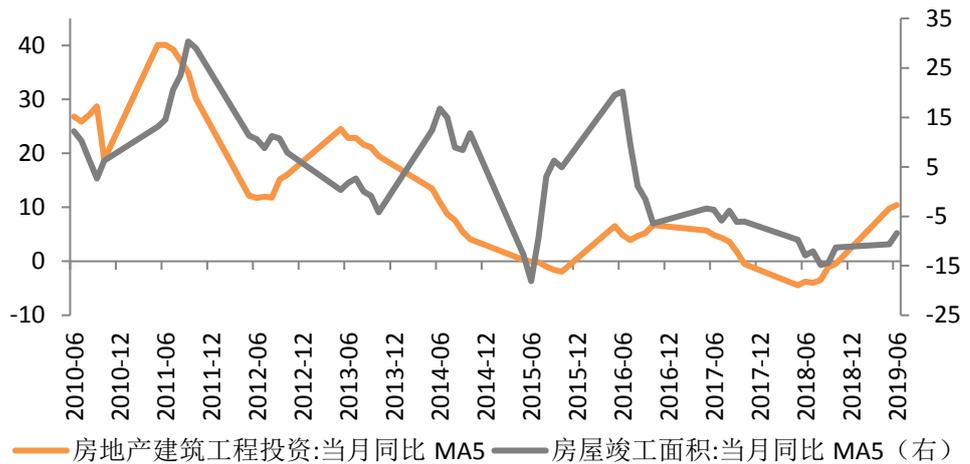
图 2：塔吊新单指数年线仍在上升



资料来源：庞源租赁，天风证券研究所

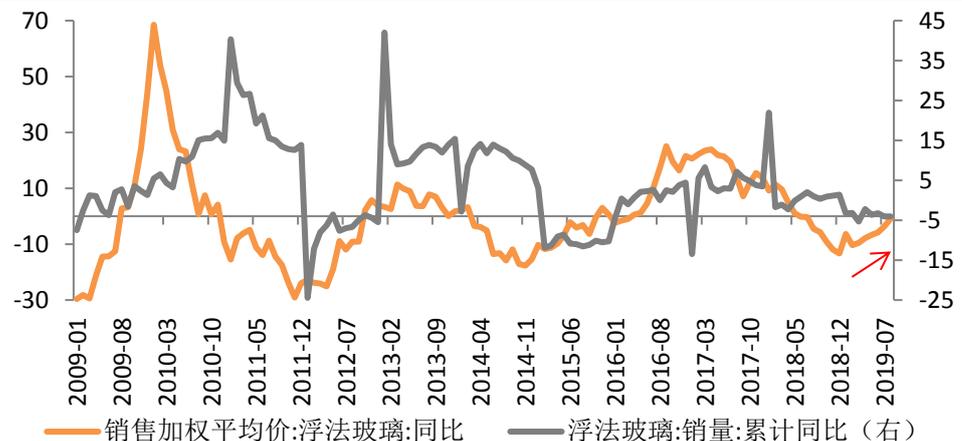
竣工方面，本轮房地产建筑工程投资增速的趋势性反弹从 2018 年年中开始，参考 1 年左右的施工周期和历史规律，竣工增速的反弹起点可能也在近期出现（统计局单月竣工面积同比增速已经连续反弹 3 个月，浮法玻璃销售加权平均价同比近半年也开始趋势性回升，预计销量后续改善），将拉动部分有色金属及相关建材、家电家居等消费和下游制造业需求，持续低迷的安装工程投资增速也有望反弹。

图 3：建筑工程投资增速整体领先于竣工 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：浮法玻璃价格同比趋势性回升 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

房地产投资的实质性压力可能出现在 20Q2 后。虽然我们预计土地购置费增速即将加速下滑（1-8 月 21.9%，19 年 15%，20Q1 约 3%），并明显拖累房地产投资（1-8 月 10.5%，19 年 8%，20Q1 约 4%）和固定资产投资增速，但由于土地购置费不属于资本形成，在房地产投资中占比超过 6 成、真正直接产生资本形成的建安投资保持韧性，暂不会直接拖累 GDP。

（3）制造业投资增速已至阶段性底部区间

传统制造业固定资产投资中的 7 成左右属于“新建”和“扩建”，带有产能扩张属性，因此利润增速和产能利用率在趋势上领先固定资产投资增速。考虑到 2017 年底以来二者都是震荡回落趋势，制造业投资增速暂没有显著改善的基础。但最近 1-2 季度制造业利润增速企稳、产能利用率小幅回升，预计后续投资增速持续下滑至负增长的概率也不大。

另一方面，高技术制造业的投资增长极具韧性。高技术制造业代表了中周期层面的新兴产业趋势，在成长初期需要以大量资本开支为基础，对利润的敏感性相对较低，叠加政策支持，故而投资增速在一定程度上免疫经济短周期波动的影响。2017 年以来，高技术制造业年均复合投资增速达到 15.3%，2019 年 1-8 月增速仍有 12%，远高于整体的 2.7%，占比达到 15.9%。

假设未来 1 年高技术制造业投资增速保持在 10%，则至少贡献增速 1.6%。只要传统制造业投资保持微幅正增长，整体增速可保持在 2% 以上。对于当前 2.7% 的增速而言，进一步下滑的空间很小。

表 2：高技术制造业持续高增长

年份	高技术制造业投资占比	高技术制造业投资增速	全部制造业投资增速
2013	10.6%		
2014	10.6%		
2015	11.1%		
2016	12.3%		
2017	13.8%	17%	4.1%
2018	14.6%	15.8%	9.5%
2019.1-8	15.9%	12%	2.7%

资料来源：WIND，天风证券研究所

（4）关税冲击延续但边际影响趋弱

今年 1-9 月出口累计同比增长 -0.1%，较去年同期增速下滑 12.3%，其中对美出口增速下滑 23.7%，下滑幅度明显高于其他国家/地区，反映了关税升级出口的明显冲击。9 月 1 日，1120 亿美元出口品开征 15% 关税；10 月，中美第十三轮贸易谈判取得阶段性成果，原定 10 月 15 日 2500 亿美元出口品关税税率升级暂停，但 12 月 15 日对 1600 亿美元出口品开征 15% 关税的计划并未取消，后续出口增速有继续下行的风险。

表 3：中国对各国家/地区出口增速（美元计价）

	美国	中国香港	欧盟	日本	东南亚国家联盟	韩国	其他	总计
2018-09	13.00	13.50	11.60	8.50	17.30	6.30	11.7	12.2
2019-09	-10.70	-8.20	5.10	-1.50	9.50	2.40	2.8	-0.1
增速下滑	23.70	21.70	6.50	10.00	7.80	3.90	8.9	12.3

资料来源：WIND，天风证券研究所

但客观来说，9-12 月这一轮关税升级对出口的短期影响可能小于过去几轮。从静态关税额（出口品金额*关税税率变化）来看，后面几轮略低于过去几轮；从出口可替代性来看，新征关税的 2720 亿美元出口品，美国对中国的进口依赖度整体在 80% 左右，可替代性低于最先开征的 2500 亿。

另外，8月之后人民币兑美元汇率“破7”，关税再升级大概率对应汇率再走贬，与“保7”时期不同，汇率对出口的缓冲器效果得以显现。因此，虽然关税升级将使出口增速继续面临下行压力，但冲击程度短期内较此前几轮关税边际趋弱。

表 4：中国对美出口关税升级明细

落地时间	商品金额（亿美元）	税率	静态关税（亿美元）	对中国进口依赖度
2018.7-8	500	25%	125	低于 60%
2018.10	2000	10%	200	低于 60%
2019.5	2000	10%→25%	300	低于 60%
2019.9	1120	15%	168	80%
2019.10 (暂停)	2500	25%→30%	125	低于 60%
2019.12	1600	15%	240	80%

资料来源：WIND，天风证券研究所

(5) 低基数下可选消费有望改善

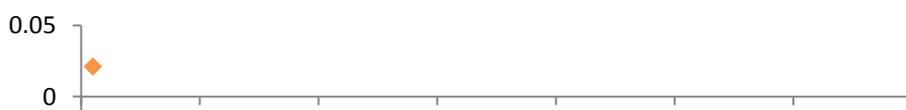
食品和衣着类等必需消费的增速滞后于居民人均可支配收入增速 1-2 个季度。受益于居民减税和通胀阶段性上升等原因，居民人均可支配收入增速从 2018 年下半年的 7.8% 小幅反弹至 2019 年上半年的 8%，预计下半年必需消费增速企稳。

对于可选消费，汽车类消费占比相对较高，受低基数影响增速可能有所修复。目前汽车制造业产成品库存同比已经降至历史最低水平，如果汽车消费出现改善，则行业有望进入补库阶段。汽车产业链作为仅次于房地产和基建的第三大产业链，其同比改善对原材料、相关机械设备等行业的需求亦将有正面带动。

棚改货币化安置力度在 2017 年达到高峰，2018 年下半年以后迅速收紧。将各省棚改依赖度（横轴）和 2018 年各省乘用车销量增速（纵轴，参考交强险数据）做散点图，可见二者存在明显的负相关性，即棚改依赖度越高的省份，乘用车销量下滑越明显，表明去年下半年开始的汽车销量增速快速下滑一定程度上受到棚改退火的影响。今年乘用车销量与棚改依赖度的负相关性逐渐降低，因此在 2019Q3 末-2020Q2 初的低基数环境下，汽车消费的同比增速有望改善。

此外，如果房地产竣工端启动，将有利于家电家居等地产后周期消费。

图 5：2018 年各省份乘用车销量增速与棚改依赖度存在相关性



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_9575

