

旬度经济观察

——2019 年工业增速下行的探讨

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019 年 9 月 20 日

内容提要

7-8 月工业增速出现了明显的下行。出口走弱和企业悲观预期下的去库存可能是重要原因，但供改行业工业增速拐头向下的影响或许更为关键。供改行业增速向非供改行业增速收敛将给未来的工业增速持续带来压力。

9 月初以来全球风险资产的修复主要与中美关系缓和有关，这一修复或将进入尾声。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

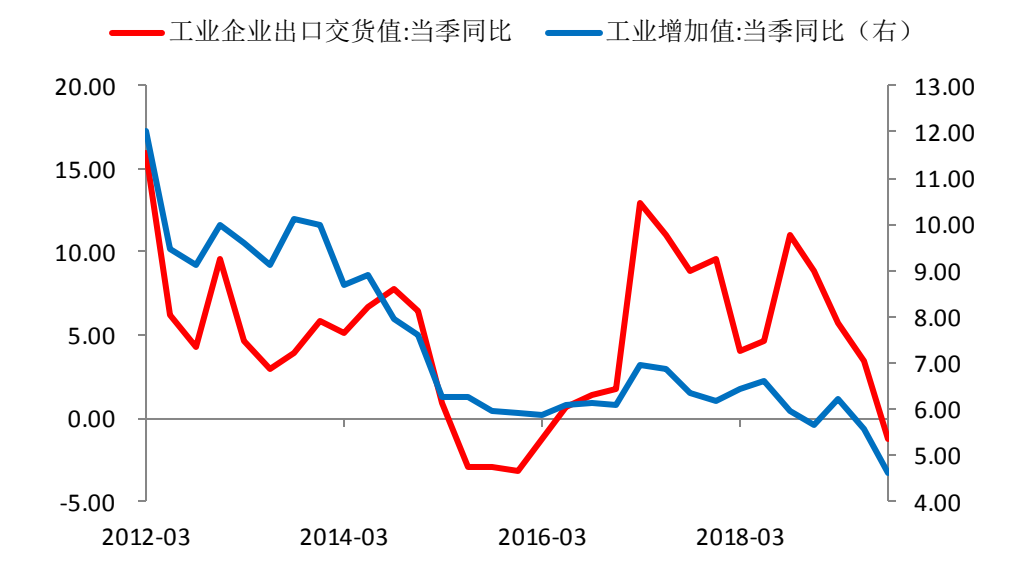
1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、2019 年工业增加值下行的探讨

8 月工业增加值同比增速 4.4%，继 7 月之后，连续两月创下了 2009 年以来工业增速的新低。这大幅低于市场预期的 5.4%，增加了市场对未来经济走势的担忧。我们该如何解释工增在 7-8 月的突然走弱？工增往后的走势又将会如何表现呢？我们尝试做一些探讨。

图 1: %



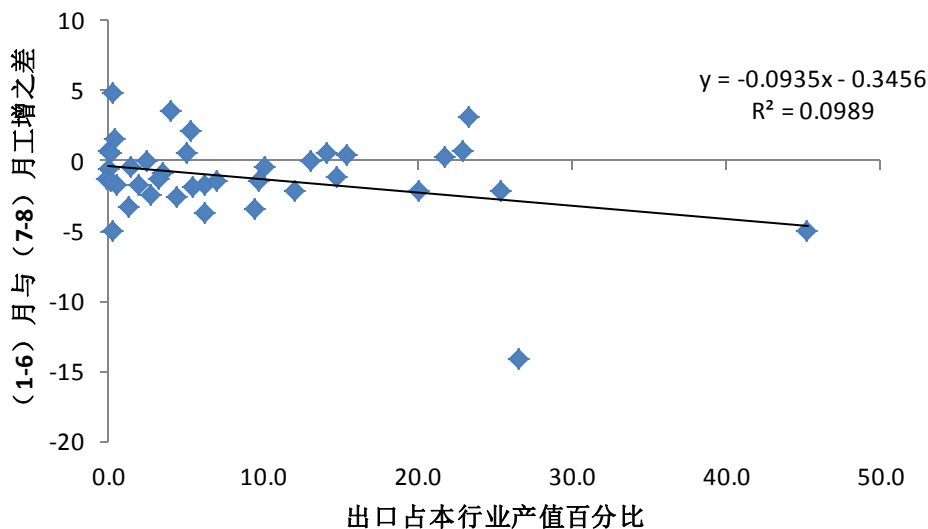
数据来源：Wind，安信证券

由于中美贸易摩擦的缘故，出口走弱被市场广泛认为是导致工业增速下行的主要原因，8 月出口交货值同比的大幅下降是较为明显的证据。

从数据上看，我们不否认出口走弱对工业增速的负面影响，但我们认为另外两个因素或许更为重要，且被市场所忽略，值得重视。这两个因素分别是企业悲观预期下的去库存以及供改行业工业增速可能出现拐点而下行。

从分行业的数据来看，出口占比更高的行业，7-8 月的工业增速确实要比 1-6 月的工业增速更弱，但这主要体现在两个行业：计算机、通信和其他电子设备制造业和金属制品、机械和设备修理业。假如把这两个行业剔除之后，两者的负相关性并不十分明显。

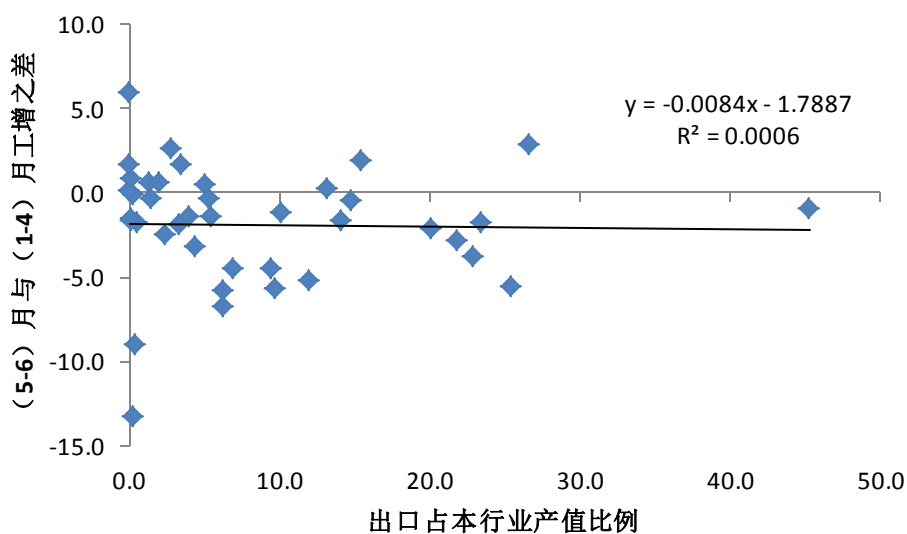
图2: %



数据来源: Wind, 安信证券

另外,从各行业 5-8 月与 1-4 月工业增速之差和出口占比的关系来看,负向相关并不明显。这有两个可能的解释: 1) 出口下行对工增影响不大; 2) 贸易摩擦对出口占比高和出口占比低的行业的影响可能差不多。

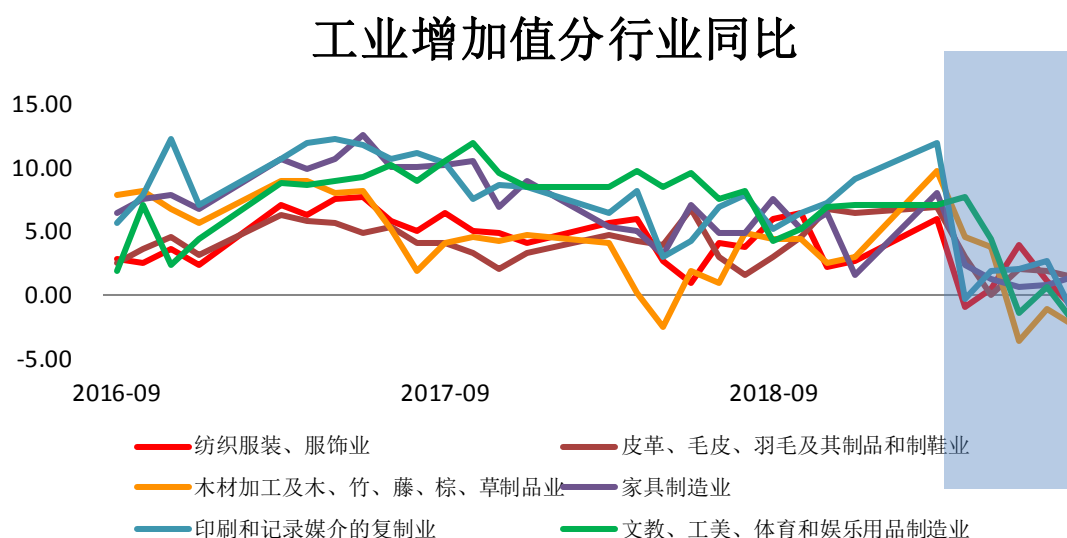
图3: %



数据来源: Wind, 安信证券

2019 年 5 月，贸易摩擦突然升级。许多行业的工业增速从 5 月开始出现了明显的下行。这说明第一种解释可能是乏力的。

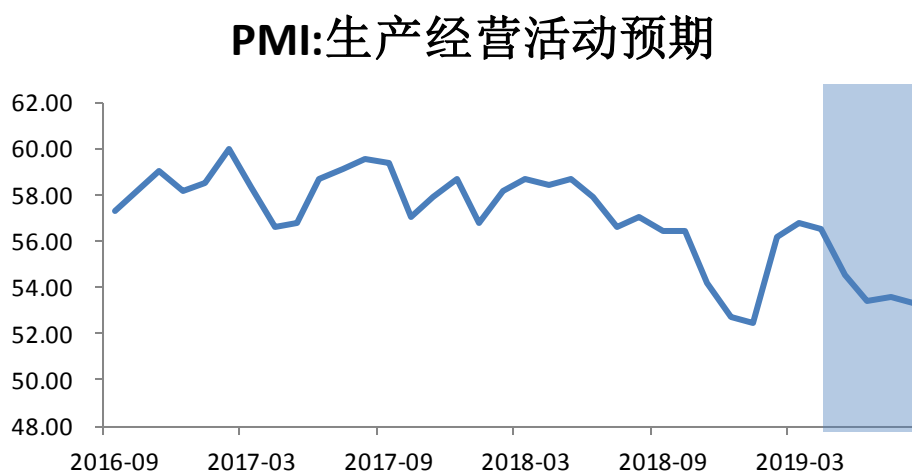
图 4: %



数据来源: Wind, 安信证券

PMI 的经营活动预期分项反映了企业对未来企业经营的预判，这个指标在 2019 年 5 月后出现了较为明显和迅速的下行。这可能说明，贸易摩擦在 5 月的升级在一定程度上影响了企业对未来经济活动的预期，从而影响了企业的生产行为。

图 5: %

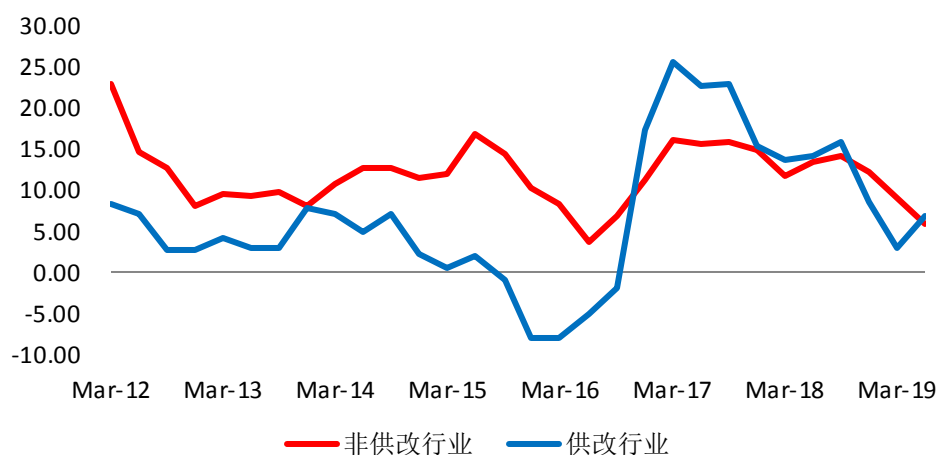


数据来源: Wind, 安信证券

在这种情况下，企业的应对措施之一是去存货。我们发现，非供改行业上市公司的存货增速自 2018 年四季度以来一直在下行。即使 2019 年一季度经济出现了小幅反弹，存货增速也还在下行，并且略有加速。我们猜测，这可能和贸易摩擦导致的企业悲观预期有关。在这种悲观预期下，企业普遍下调了自己的存货水平，无论是出口占比高还是出口占比低的行业。我们并没有观察到出口占比高的行业有明显的超跌，这可能是因为市场相信贸易摩擦升级将对经济产生广泛的影响，而不仅限于出口行业。

图6: %

上市公司存货同比



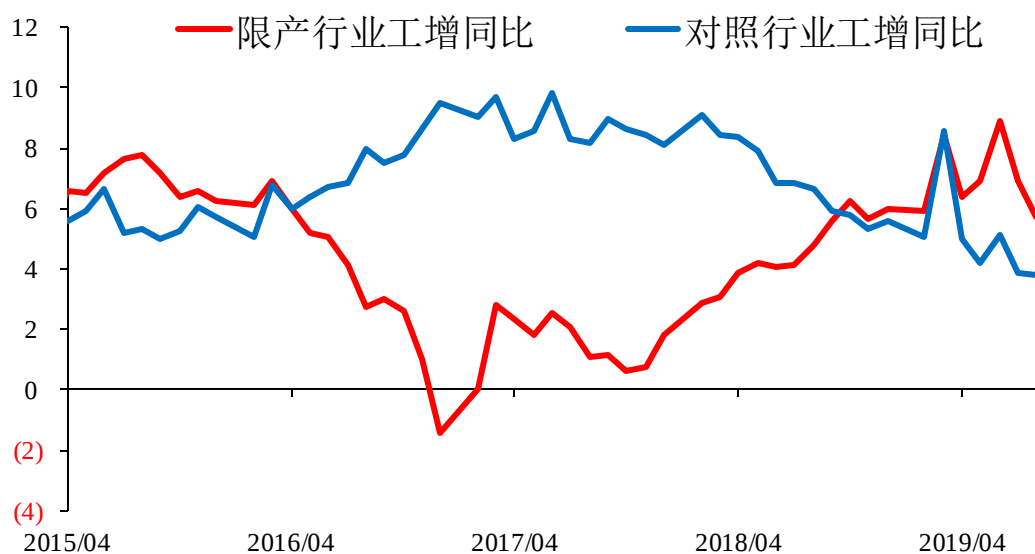
数据来源: Wind, 安信证券

另外一个更加重要的因素是供改行业的工业增速可能出现大的拐点，供给侧改革对供改行业生产的扭曲可能暂告一段落。2017 年 9 月，我们在《被掩盖的增长》这篇报告里提出，供给侧改革使得供改行业的生产受到抑制，掩盖了经济的实际增长。在 2016 年之前，供改行业和非供改行业的工业增速基本是一致的，但

在供给侧改革之后，两者出现了明显的背离。2016年初至2017年三季度期间，非供改行业工增一路走高，而供改行业工增一路走低；2017年三季度至2019年二季度期间，非供改行业工增一路走低，而供改行业工增一路走高。从时间跨度上来看，供改行业的生产修复可能将暂告一段落；7-8月供改行业工业增速明显下行，与非供改行业出现了同向变化，可能是一个确认的信号。这将对整体工业增速产生显著的影响。

2018年一季度以来，尽管非供改行业在一路上行，但因为供改行业在一路上行，在很大程度上对冲了非供改行业的下行，因此整体工业增速并没有明显的下降。但假如供改行业的修复完成而出现拐点的话，那么供改行业和非供改行业将同步下行，这将导致工业增速明显下行。我们猜测，这可能是导致7-8月工业增速出现明显下降的最为主要的原因。

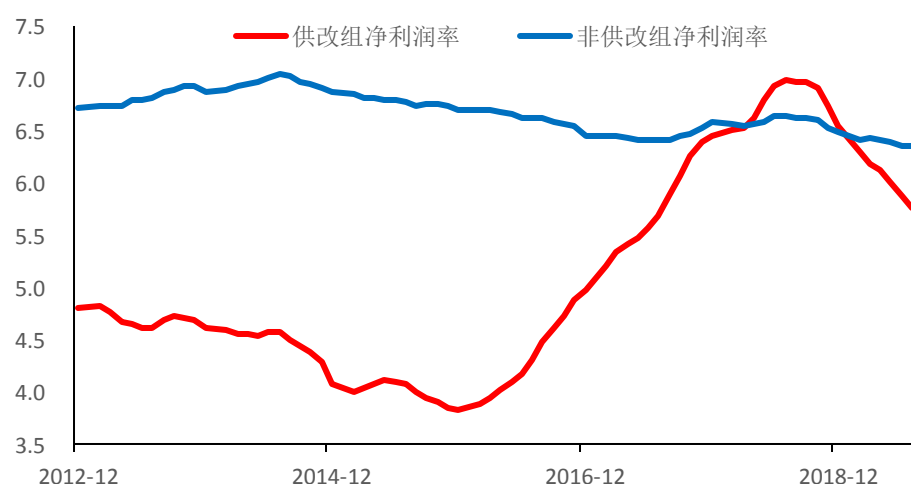
图7： %



数据来源：Wind，安信证券

这一转变的背后，是供改组净利润率的变化。供给侧改革期间，供改行业的供给明显减少，明显的提升了供改行业的净利润率，刺激了供改行业在供给侧改革结束后的投资和生产。然而，供改行业的净利润率在 2018 年三季度达到高点后开始明显的快速下行，而且将持续一段时间。结合以上的分析，我们判断，供改行业和非供改行业的方向背离可能已经结束，未来将逐步收敛。因此，供改行业的工业增速可能将持续下行，这将给整体的工业增加值增速带来压力。

图8: %

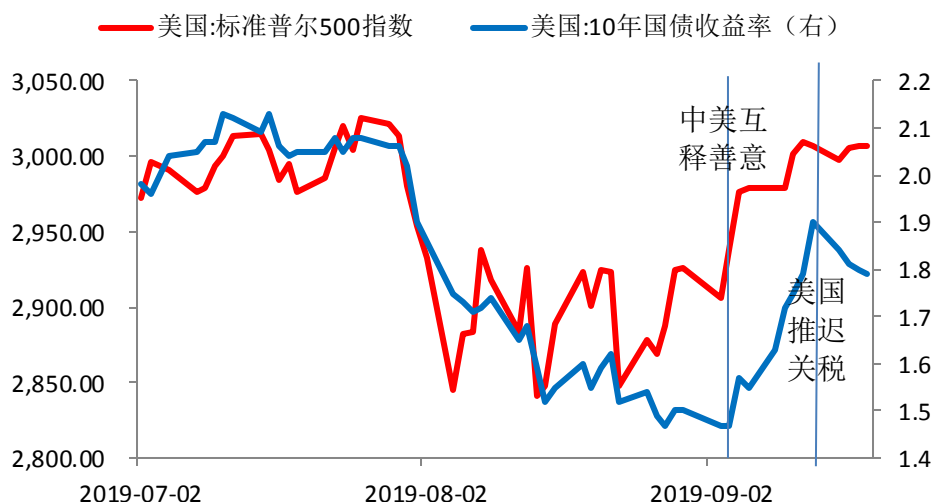


数据来源：Wind，安信证券

二、贸易摩擦暂缓，风险资产修复

9 月初以来，全球大类资产出现了明显的“Risk On”模式，标普 500 指数基本修复至 8 月初的水平，美国十年期国债收益率从 1.5% 快速反弹至 1.9%，大部分商品期货明显上涨，黄金价格大跌。美联储的降息概率也有显著的下降。

图9: %



数据来源: Wind, 安信证券

我们认为,这可能是中美关系缓和触发的超跌反弹,可能将进入尾声。整个资本市场是从9月3-4日发生明显变化的,当天中美两国在僵持一段时间后公开互释善意。另外,从8月开始至今,美国10年期国债收益率和人民币汇率高度相关,这可能说明这段时间内,美国资本市场的变化和美國国内因素关系不大。中美关系的缓和很可能是主导因素。9月12日,特朗普宣布推迟加征关税,意味着市场对中美关系缓和的确认。自此之后,资本市场表现温和,可能意味着这一轮超跌反弹将进入尾声。

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_9995

