



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

研究助理

李昌萌

资格编号: S0120122070034

邮箱: licm@tebon.com.cn

相关研究

判断行业轮动方向，参考什么指标？ ——行业投资框架系列之一

投资要点：

- **如何衡量中观行业景气度：**通常来讲衡量行业景气度最简单的指标为行业利润增速，当行业景气度回升时，意味着行业基本面向好，表现为企业经营改善，行业利润增速提升；除观测企业盈利水平变动以外，判断企业库存周期所处位置也是衡量行业景气度变动的重要依据。根据库存周期的划分，行业景气度提升对应着被动去库存和主动补库存两个阶段，而被动补库存和主动去库存阶段则对应着行业景气度下行的阶段。
- **策略视角衡量行业景气：**2016 年之前，对于行业的景气观察主要基于从上游的库存、价格和中游产量、价格、库存以及下游需求方面形成驱动因素和验证信号形成完整的盈利周期，上、中、下游的各环节可以通过行业高频数据进行跟踪，也可以在自下而上的分析中通过行业内各公司的数据汇合进行修正。但在近年来，“景气投资”成为了市场自下而上寻找投资机会的主流方式，对于盈利高增长性的追逐和估值的匹配度是“景气投资”的核心逻辑。
- **二级市场行业轮动与宏观景气变化的背离：**在第二部分中我们介绍过策略视角的“景气投资”，更多是观察盈利的增长率与估值的匹配度，与宏观行业景气中衡量当期利润增速的视角存在时间维度的差异，因此，在考虑策略视角的行业选择时，宏观利润指标的指引效果往往存在一定的滞后性，会出现行业景气度变化与股票市场行业轮动之间的背离，而如果用库存周期的变化来判断行业景气度的变化，我们发现周期性行业和大消费相关行业的库存变动对于判断股票市场的行业轮动具有一定的预判作用。
- **如何判断行业轮动的方向：**基于“景气投资”对于估值和盈利增长的匹配程度有一定的考量，“高景气+高估值”的组合会在“性价比”临近较低的时刻面临泡沫破裂的风险。在 2021 年 Q1 和 2022 年 Q3，市场都经历了行业景气相对仍然处于高位但板块出现大幅下行轮动的状态，无论从库存周期角度还是盈利增长角度，这样的轮动都无法单纯用宏观指标去预测，需要结合微观指标，从估值变化、资金流动等角度去观察行业可能轮动的方向。
- **风险提示：**疫情形势仍具有不确定性；企业去库存节奏超预期；宏观政策收紧超预期。

内容目录

1. 如何衡量中观行业景气度？	4
1.1. 企业利润是观测行业景气度的主要指标	4
1.2. 从行业库存周期看景气度变动具有一定前瞻性	5
2. 策略视角衡量行业景气	8
2.1. 行业比较方式下对行业景气的衡量	8
2.2. “景气投资”的观测指标	8
2.3. “景气投资”的瓶颈	8
2.3.1. 宏观波动加剧	9
2.3.2. 资金高度集中	10
2.3.3. 盈利成长的预期验证	10
3. 行业景气度与板块走势背离	11
3.1. 宏观视角以利润增速衡量行业景气度	11
3.2. 二级市场行业轮动与宏观景气变化的背离	12
4. 风险提示	14

图表目录

图 1: 工业企业利润中枢持续下行 (%)	4
图 2: 企业利润周期约为 3~4 年 (%)	4
图 3: 疫情以来上游景气度高于中下游行业 (%)	5
图 4: 库存周期的四个阶段	6
图 5: 在当前时点各二级行业的 PEG-盈利预期匹配度 (2022 年 2 月 23 日)	8
图 6: 2021 年末看 2022 年各二级行业的 PEG-盈利预期匹配度	9
图 6: 2016 年至今风格轮动 (黄色为大消费包含医药汽车, 红色为 TMT, 粉色为金融地产, 褐色为大制造, 橙色为新能源, 按行业季度涨跌幅排序, 截至 2023 年 2 月 2 日) ..	13
图 1: 工业企业利润中枢持续下行 (%)	13
图 2: 企业利润周期约为 3~4 年 (%)	13
图 1: 工业企业利润中枢持续下行 (%)	13
图 2: 企业利润周期约为 3~4 年 (%)	13
表 1: 多个行业目前即将被动去库存的阶段 (%)	7
表 2: 各行业 2015 年以来景气度变化	11
表 3: 剔除采矿业和公用事业后各行业景气度变化	12

除了对宏观整体形势进行分析，对于中观层面行业研究也是指导投资的重要组成部分。尤其是对于行业景气度的研究，一方面可以帮助我们在构建投资策略时的更好地行业配置，另一方面也可以结合宏观经济整体形势来观测经济结构当下的特征和亮点。因此，本文将首先对行业景气度的测度方式进行介绍，并解释说明行业景气度分析与投资策略是否完全相匹配。

1. 如何衡量中观行业景气度？

1.1. 企业利润是观测行业景气度的主要指标

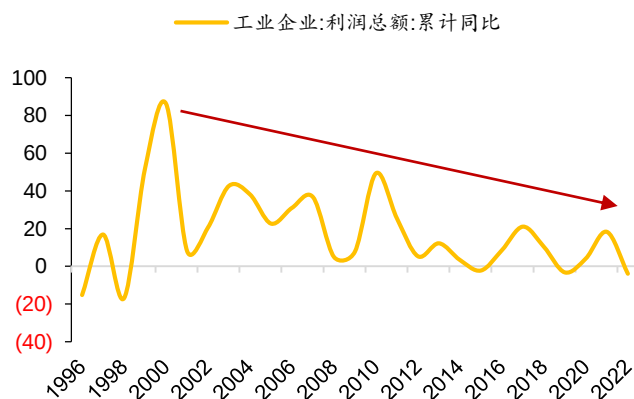
通常来讲衡量行业景气度最简单的指标为行业利润增速，当行业景气度回升时，意味着行业基本面向好，表现为企业经营改善，行业利润增速提升；而当景气度回落时，意味着行业基本面有所恶化，企业经营压力加大，行业利润增速回落。

统计局通常会在每个月 27 日公布此前一个月份工业企业的相关经营数据，但需要注意的是，由于分行业工业企业利润数据公布的为累计值，且每年统计的工业企业样本会有所变动，因此在计算分行业利润增速时，需要通过发布的累计值和累计同比数据进行倒推，得到历年可比的累计值后进一步计算可比的当月值，从而得到分行业工业企业的利润增速数据，以衡量各行业的景气度变化情况。

从工业企业利润总额的整体增速来看，我国工业企业利润增速存在 3~4 年的周期性变动，自 1996 年有统计数据以来，我国共经历了接近 7 轮完整的利润周期。而从趋势变化来看，无论是从周期高点来看还是周期低点来看，我国工业企业的利润增速中枢都趋于下行，特别是 2012 年以来的三个工业企业利润周期，利润周期低点处都录得了负增长，且呈现加速下行的趋势，也从侧面反映出我国工业企业长期盈利能力遇到一定瓶颈。

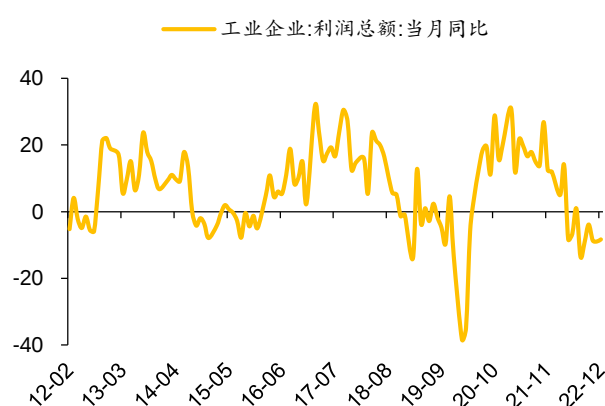
从 2012 年以来的三轮利润周期来看，三轮利润周期的时长分别为 37 个月、42 个月和 41 个月，其中每轮利润周期中景气上行的阶段分别为 13 个月、18 个月和 20 个月，景气上行周期占整个周期的比重均低于 50%，如果剔除疫情的影响这一比重可能会更低，这意味着整体来看工业企业更多的处于景气下行阶段，利润增长的可持续性有所减弱。

图 1：工业企业利润中枢持续下行（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

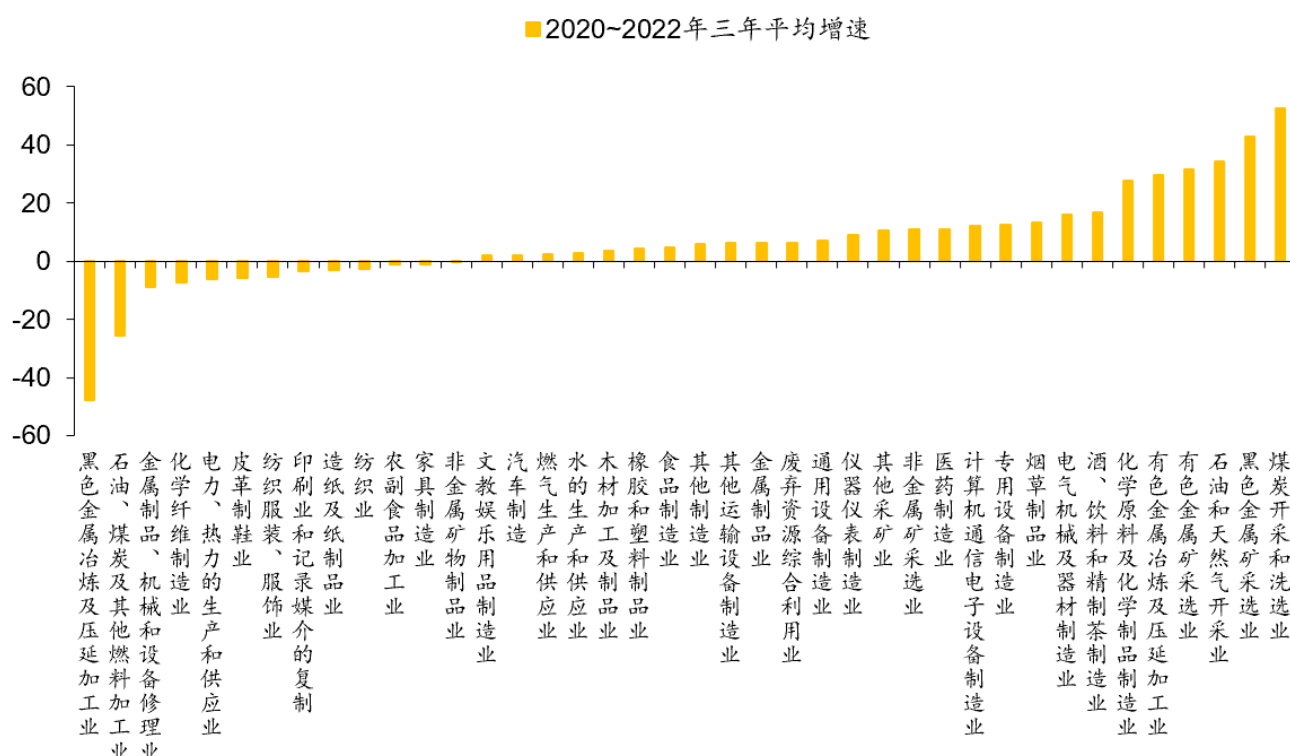
图 2：企业利润周期约为 3~4 年（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

而如果我们以 2020 年~2022 年工业企业利润的三年平均增速来衡量各行业疫情期间的景气程度，可以看出疫情以来上游采矿业的景气程度处于绝对高位，均高于工业企业总体利润的三年平均增速 10.3%；而上游原材料行业则出现了明显分化，其中有色冶炼加工业和化学原料及其制品业录得了较高景气度，而黑色冶炼加工业和石油煤炭加工业景气程度相对较低；中游制造业景气度也整体处于较低水平，仅有电气机械制造业、计算机通信电子设备制造业以及专用设备制造业三个行业三年平均利润增速超过 10%；下游消费品制造业受疫情影响最为明显，细分行业景气度均处于较低水平，包括家具制造业、纺织服装业以及皮革制鞋业在内的多个行业录得了利润增速的负增长。

图 3：疫情以来上游景气度高于中下游行业（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

1.2. 从行业库存周期看景气度变动具有一定前瞻性

除观测企业盈利水平变动以外，判断企业库存周期所处位置也是衡量行业景气度变动的重要依据。在我们此前的报告《慢速库存去化或拖累经济至明年 Q1》中我们曾提及，库存周期通常可以分为四个阶段：

第一个阶段是主动补库存阶段，在这个阶段内企业需求端旺盛，较好的预期使得企业开始扩大生产，主动补充库存，产成品库存和原材料库存都处于上升趋势，主动补库存阶段对应着经济周期内的繁荣阶段；

第二个阶段是被动补库存阶段，在这个阶段内需求端已经开始出现回落的迹象，而由于企业生产对于需求的变动有一定滞后性，导致产成品库存被动上升，

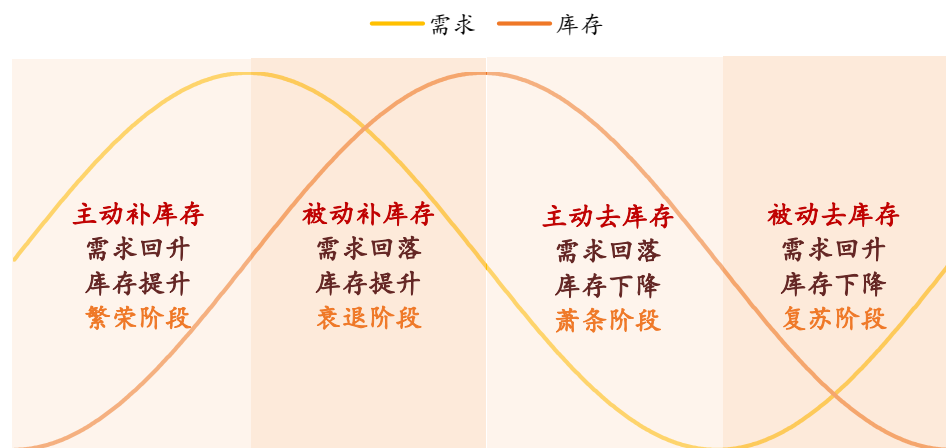
但原材料库存已经开始下降，被动补库存阶段对应着经济周期内的衰退阶段；

第三个阶段是主动去库存阶段，在这个阶段内需求端进一步回落，悲观的预期使得企业开始收缩生产，主动地清理库存，产成品库存和原材料库存同时下降，主动去库存阶段对应着经济周期内的萧条阶段；

第四个阶段是被动去库存阶段，在这个阶段内需求端开始回升，企业开始恢复生产，而由于生产的滞后性使得产成品库存继续回落，但原材料库存已经开始回升，被动去库存阶段对应着经济周期内的复苏阶段。

根据库存周期的划分，行业景气度提升对应着被动去库存和主动补库存两个阶段，而被动补库存和主动去库存阶段则对应着行业景气度下行的阶段，而需求的回升是行业景气度回升的重要表现。库存周期的判断则是基于工业企业营收增速和产成品存货两个指标的变化，其中前者用以衡量需求端的变动情况，而产成品存货的变动则是衡量企业库存变动的方向。如果要更为精确的刻画行业需求端的变动，则需要从企业营收增速中进一步剔除价格因素的影响，即以各行业营收增速去除 PPI 增速，得到各行业需求端的边际变化，进而结合行业库存变动对行业库存周期的变动进行判断，用以预判未来行业景气度的变动。

图 4：库存周期的四个阶段



资料来源：德邦研究所绘制

而基于此种衡量方式，我们在此前的报告《库存周期切换下哪些行业有望迎来景气提升》中得出，短期内医药制造业、电气机械制造业、通用/专用设备制造业、食品/饮料制造业以及铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业将录得高景气度，而家具制造业和非金属矿物制造业景气度的提升则仍需等待地产链的修复。此外，出口链相关的计算机通信电子设备制造业和文教娱乐用品制造业需求仍处于边际回落态势，汽车制造业相关需求也随着补贴政策的退坡逐步回落，预计行业景气度将趋于下行。

表 1：多个行业目前即将被动去库存的阶段（%）

行业	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	所处库存阶段
煤炭开采和洗选业	1.56	-10.79	-3.67	2.24	-1.76	6.42	主动补库存
石油和天然气开采业	3.74	4.07	3.13	0.33	0.51	-1.67	被动补库存
黑色金属矿采选业	27.71	-10.76	1.02	5.72	-6.26	-13.17	主动去库存
有色金属矿采选业	13.46	2.34	7.31	5.55	1.82	-3.42	主动补库存
非金属矿采选业	-7.73	-6.01	-2.26	-4.24	-5.81	-2.38	主动去库存
农副食品加工业	0.39	-1.39	-0.66	7.12	0.43	2.62	被动去库存
食品制造业	-0.81	-3.86	-6.05	1.45	1.87	2.11	被动去库存
酒、饮料和精制茶制造业	1.86	-9.33	-4.91	4.72	9.94	4.56	主动补库存
烟草制品业	-9.63	-2.88	3.69	3.84	5.08	6.87	主动去库存
纺织业	-7.03	-5.77	-9.25	-2.90	-4.98	-7.75	主动去库存
纺织服装、服饰业	-16.10	-27.05	-21.17	-9.14	0.59	-0.91	被动去库存
皮革制鞋业	-14.07	-10.45	-11.49	-7.24	0.06	-4.97	主动去库存
木材加工及制品业	-0.66	-1.30	-5.61	-1.70	-7.05	-5.52	主动补库存
家具制造业	-15.29	-17.00	-13.18	-8.98	-10.11	-10.56	主动去库存
造纸及纸制品业	-4.64	3.88	-4.70	2.64	-2.85	0.95	主动去库存
印刷业	-10.67	-6.87	-2.69	-3.43	-0.15	2.16	主动去库存
文教和娱乐用品制造业	-21.65	-12.06	-13.75	-7.54	-5.03	4.87	被动补库存
石油煤炭及其他燃料加工业	-2.16	-0.69	-4.67	0.31	-4.05	-5.44	主动去库存
化学原料及化学制品制造业	1.77	3.69	6.24	6.32	-0.59	-2.12	主动去库存
医药制造业	-0.59	2.25	-1.27	-0.48	-7.64	-9.81	被动去库存
化学纤维制造业	-3.08	6.66	0.64	3.03	-2.48	-3.76	主动去库存
橡胶和塑料制品业	-8.14	-4.67	-2.83	-1.79	-1.70	-2.13	主动去库存
非金属矿物制品业	-4.30	0.92	2.50	-1.47	-4.35	-5.08	主动去库存
黑色金属冶炼及压延加工业	5.74	9.64	7.60	1.51	-7.84	-11.21	主动补库存
有色金属冶炼及压延加工业	6.90	13.60	11.16	6.30	5.17	-0.01	主动补库存
金属制品业	-6.68	-4.77	-5.15	-2.52	-4.87	-5.19	主动去库存
通用设备制造业	-4.64	-2.87	-0.12	1.93	-0.46	0.37	主动去库存
专用设备制造业	-1.81	4.54	4.52	4.11	0.42	3.85	主动去库存
汽车制造业	-3.38	9.50	19.27	34.67	31.58	25.96	主动去库存
其他运输设备制造业	6.75	-3.54	1.78	7.48	1.36	8.84	主动去库存
电气机械及器材制造业	12.62	13.97	17.45	21.15	20.11	18.85	主动去库存
计算机通信电子设备制造业	-7.15	-5.15	10.96	10.81	6.05	9.02	被动补库存
仪器仪表制造业	1.21	-5.11	6.03	9.05	4.97	1.16	主动去库存
电力、热力的生产和供应业	14.50	-2.25	5.62	1.20	15.35	14.18	主动去库存
燃气生产和供应业	2.70	-10.61	0.92	5.13	6.96	2.34	被动去库存
水的生产和供应业	0.77	-1.23	2.82	5.34	2.83	-1.76	被动补库存

资料来源：Wind，德邦研究所

2. 策略视角衡量行业景气

2.1. 行业比较方式下对行业景气的衡量

传统的策略投资框架中，行业比较是将不同行业的性价比进行统一标准化的评判体系，基于行业的盈利与估值两个基本指标选择未来有可能出现超额收益的行业。对行业盈利的变化与估值的偏离程度的衡量指标拆分是行业比较中较为重要的一部分，在过去的投资实践中也不断衍生出了各种类型的衡量盈利变化与估值偏离的方法。行业景气度观察即是通过观察影响行业盈利变化的各因素拆分来试图预判盈利变化的主要手段。2016 年之前，对于行业的景气观察主要基于从上游的库存、价格和中游产量、价格、库存以及下游需求方面形成驱动因素和验证信号形成完整的盈利周期，上、中、下游的各环节可以通过行业高频数据进行跟踪，也可以在自下而上的分析中通过行业内各公司的数据汇合进行修正。但是在经济增速逐渐被熨平的过程中，自上而下跟随经济周期波动带来的盈利增长行业的逐渐减少，对于超额收益的追求驱使市场并不满足于对于盈利增长的稳定周期的预期，而寄希望于对于经济增速降低下未来仍有成长空间的行业，因此，在近年来，“景气投资”成为了市场自下而上寻找投资机会的主流方式，对于盈利高增长性的追逐和估值的匹配度是“景气投资”的核心逻辑。

2.2. “景气投资”的观测指标

在当前的“景气投资”框架当中，我们选择用更贴近“性价比”的指标进行观测，即选取预测 PEG 和盈利预测 g 构成景气投资的衡量指标。我们将所有二级行业的指标归类，可以发现大部分大消费的二级行业的性价比相对较弱，银行业、农林牧渔、TMT、制造业和交运的部分二级行业盈利增速和估值性价比较好。

图 5：在当前时点各二级行业的 PEG-盈利预期匹配度（2023 年 2 月 23 日）



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_52370

