

跨行业比较之框架篇——

自上而下贯通中观线索，三大视角剖析结构分化

跨行业比较旨在寻找结构性配置机会。自上而下地看，包罗万象的结构性问题无非涉及到空间和时间维度，在空间维度上横向从总需求的构成出发关注经济增长驱动板块间的相对强弱，纵向沿着产业链拆解行业间的价值分配格局；在时间维度上跟踪周期波动规律和各行业在周期上的位置结构。通过梳理上述三个方面，本文尝试搭建出一套中观研究框架。

■ **宏观主线对跨行业比较具备指导性意义。**经济运行阶段是通观全局的背景板，疫后修复是当前全球的宏观经济主题。我们认为，扩大内需和制造强国将成为接下来的政策主基调。

■ **需求构成：三驾马车驱动经济增长的动态平衡。**1) **消费：步入结构性复苏。**商品消费中，吃类、穿类、用类消费将持续分化式复苏。服务消费在经历行业出清之后将显现复苏弹性。不过，疤痕效应致消费修复的内生动能不足，稳收入、稳就业是关键。2) **地产与基建投资：从内在联结出发观测后续趋势。**政策主导地产和基建行业的周期波动，“房住不炒”和地方隐性债务化解是当前二者面临的政策大背景。过去土地财政搭建起了双方的内在桥梁，伴随地产进入存量市场，土地财政或难以为继。另外，地产和基建投资呈现出一定的“跷跷板”效应，预计23年地产有望企稳但动能有限，故基建稳增长的诉求仍在。3) **制造业与出口：内循环的重要性提升。**政策扶持下23年制造业投资将稳健增长，中期维度战略新兴行业的中高景气值得关注。聚焦23年，伴随外需下行，计算机通信设备、电气机械器材、皮革制鞋、橡胶塑料等外需型行业的景气将受到影响，代表国内基建地产的建筑建材仍会提供较强支撑；且随着国内大循环逐步顺畅，酒饮茶、食品等行业的动能将会显著增强。

■ **产业链价值分配：格局有望延续改善。**22年企业盈利增速创新低，今年年内有望触底回升。疫后大宗商品价格普涨致利润分配明显向上游集中，而22年下半年以来伴随大宗价格回落价值分配格局已有所改善，呈现出上游回哺中下游的态势。我们预计23年PPI-CPI剪刀差将延续为负，叠加经济回升带动内需修复，产业链利润将进一步将中下游行业聚集。

■ **库存周期：主动去库尚未完成，结构分化明显。**当前处于主动去库阶段，拐点的出现仍待需求内生动能的更有力支撑。PPI和M1预示23年下半年之后或将逐步开启新一轮库存周期。具体看，不同行业的周期运行位置存在差异，处于主动去库尾声的行业（橡胶塑料、家具、印刷）、已步入被动去库的行业（专用设备、铁路船舶航空航天）存在景气度向上动能。

■ **业务建议和风险提示。**（本部分有删减，招商银行各行部如需报告原文，请参照文末方式联系研究院）

宋小雯

行业研究员

招商银行研究院行业研究所

☎：0755-89272055

✉：songxiaowen1@cmbchina.com

相关研究报告



目录

1. 大势研判，宏观主线具备指导性意义	2
1.1 经济运行阶段是通观全局的背景板	2
1.2 政策催化产业周期轮动方向，重磅会议提供前瞻研判的指南针	4
2. 需求构成：三驾马车驱动经济增长的动态平衡	7
2.1 消费：疫后步入结构性复苏	8
2.1.1 海外经验：消费复苏的结构性、高度与持续性	8
2.1.2 商品消费：吃类、穿类、用类消费持续分化	10
2.1.3 服务消费：疫情加速行业出清，疫后弹性显现	12
2.1.4 疤痕效应非一日之寒，稳预期、稳就业是关键	15
2.2 投资与出口：三大分项及内外双循环	17
2.2.1 地产与基建：经济增长双引擎的内在联结及经验相关性	17
2.2.2 制造业与出口：景气线索交织，链接内外循环	21
3. 产业链价值分配：格局有望进一步改善	26
3.1 2022 年整体盈利创新低，今年年内有望触底回升	26
3.2 价值分配将继续向中下游聚集	27
4. 库存周期：主动去库尚未完成，结构分化明显	31
4.1 当前处于主动去库期，下半年或将逐步触底回升	31
4.2 不同行业的周期运行位置存在差异，蕴含景气分化线索	33
5. 业务建议与风险分析：	37
5.1 业务建议	37
5.2 风险分析	37



图目录

图 1: 本文逻辑示意图, 自上而下出发、从空间维度和时间维度梳理出的中观研究框架.....	1
图 2: 历年宏观主线一览.....	2
图 3: 2012 年后我国由增量经济向存量经济转轨, GDP 降速.....	3
图 4: 海外面临高通胀, 国内通胀温和.....	4
图 5: 产业周期紧跟政策方向.....	5
图 6: 消费、投资、净出口三大需求对 GDP 增长的贡献率 (%).....	7
图 7: 社零增速与确诊人数呈负相关关系.....	8
图 8: 中国疫情达峰时间快于预期.....	8
图 9: 美国居民在商品和服务上的消费支出 (实际值).....	10
图 10: 英国的零售销售指数和服务指数.....	10
图 11: 香港零售销售量指数和餐厅收入物量指数 (实际值).....	10
图 12: 2019 年主要消费品类对限额以上社零增速的贡献 (疫情发生前, %).....	11
图 13: 2021 年主要消费品类对限额以上社零增速的贡献 (疫情防控边际好转, %).....	11
图 14: 2022 年主要消费品类对限额以上社零增速的贡献 (疫情持续扰动, %).....	11
图 15: 2022 年服务消费行业收入恢复至 2019 年的程度.....	13
图 16: 服务消费企业盈利受损严重.....	13
图 17: 民航和铁路客运量恢复至 2019 年同期的程度.....	13
图 18: 国内旅游行业收入及人次.....	13
图 19: 节假日旅游收入及人次恢复至 2019 年同期的程度.....	14
图 20: 中国电影年度票房.....	14
图 21: 2019-2023 年节日档票房.....	14
图 22: 酒店行业 RevPAR 恢复至 2019 年的程度.....	15
图 23: 社零餐饮收入及同比增速.....	15
图 24: 城镇居民人均可支配收入、人均消费性支出和城镇调查失业率.....	16
图 25: 边际消费倾向 (人均消费支出/人均可支配收入, 4QMA).....	16
图 26: 居民储蓄意愿显著增强.....	16
图 27: 消费者信心指数明显下降.....	16
图 28: 地产三年小周期及政策回顾.....	18
图 29: 基建行业政策回顾及投资模式变迁.....	19
图 30: 基建、地产产业链各环节示意图, 地产投资主体缴纳的土地出让金构成基建投资的资金来源.....	20
图 31: 地产和基建存在此消彼长的规律.....	21
图 32: 近两年制造业投资增速中枢上移.....	22
图 33: 疫后制造业 PMI.....	22
图 34: 2022 年上/下半年各行业 PMI 分布图.....	23
图 35: 2022 年上/下半年战略新兴行业 EPMI 分布图.....	23



图 36: 2020-2022 年各行业的出口依赖程度 (出口交货值/工业企业营收)	24
图 37: 替代效应:我国出口份额在疫后先升后降 (%)	25
图 38: 收入效应:疫后海外国家经济景气度先升后降	25
图 39: 2020-2022 年我国出口重点商品出口金额增速 TOP10 (单位: %)	25
图 40: 将工业企业利润增速按照量、价、利润率拆分	26
图 41: 社融领先于盈利周期	27
图 42: CRB 指数与盈利周期走势一致	27
图 43: 2021 年起大宗商品价格进入上行期	28
图 44: 2012-2022 年上、中、下游行业的利润占比	28
图 45: 2021H2 和 2022H2 分行业工业企业利润增速一览	29
图 46: 2000 年以来的五轮剪刀差周期, 每轮周期包含剪刀差“走阔-收敛-走阔”的路径, 对应上中下游利润分配格局的变化	30
图 47: 库存周期示意图	31
图 48: 2000 年以来我国经历了 6 轮完整的库存周期, 当前处于第 7 轮库存周期的主动去库阶段	32
图 49: 历史经验显示, PPI 领先于库存 3-5 个月, M1 领先于库存 12-18 个月	33
图 50: 各行业所处的库存周期位置及库存同比分位数 (截至 2022 年 12 月)	34
图 51: 行业所处的库存周期位置存在分化 (截至 2022 年 12 月)	35

表目录

表 1: 可持续跟踪的重点会议	5
表 2: 根据历史经验, 每一轮库存周期的平均时长为 39 个月, 其中补库存 22 个月, 去库存 17 个月	32

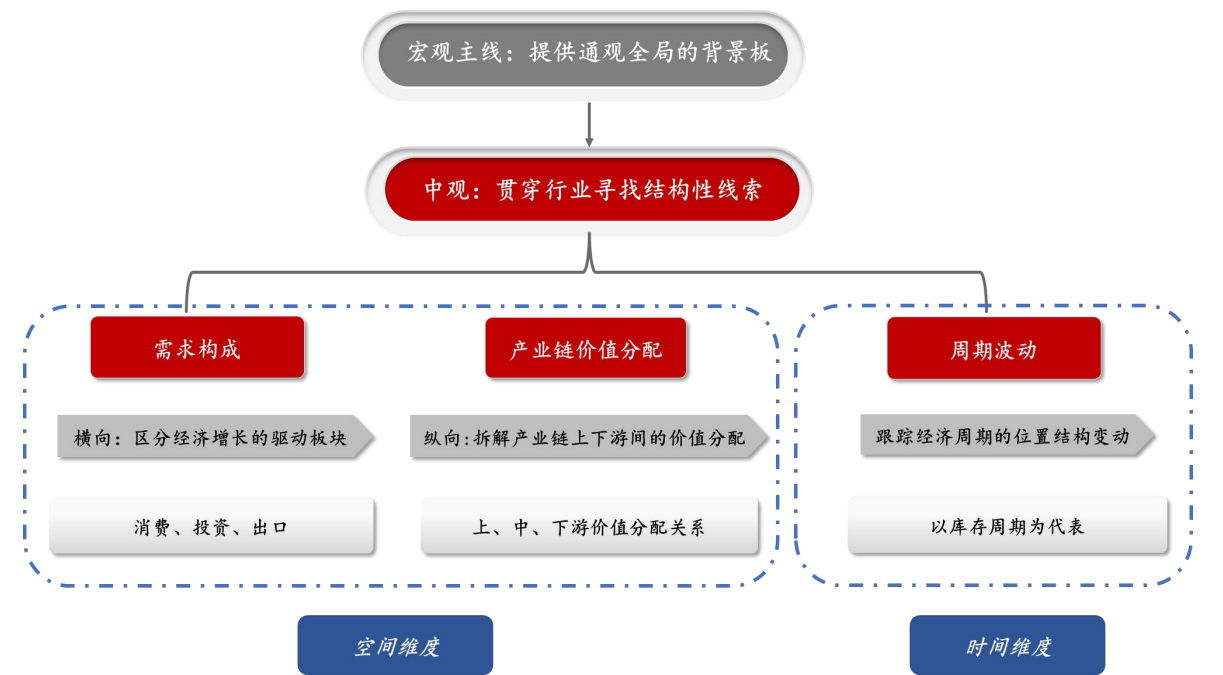


跨行业比较介于宏观与微观之间，旨在借助中观主线将行业贯穿化，寻找结构性配置机会。因此，结构性问题是我们的主要研究对象。

自上而下地看，总量数据之下蕴含着诸多结构性因素，可见中观研究的范围相当广泛。总结下来，包罗万象的结构性线索无非涉及到空间和时间两个维度，既要判断空间维度上不同行业或板块的相对强弱，还要跟踪这种相对关系在时间维度上的持续性和变化节奏。**在空间维度上**，行业比较又包括横向和纵向视角。横向视角从总需求的三驾马车出发观察经济增长驱动板块间的强弱关系和动态平衡，纵向视角沿着产业链拆解上、中、下游行业间的价值分配格局。**在时间维度上**，行业本身的周期波动会导致行业间的相关关系发生变化，需要跟踪周期波动规律和各行业在周期上的位置结构。由于库存周期是最普遍存在的、也是最短的一类经济周期，相比中长周期具有更强的可跟踪性和可预测性，对我们的指导意义更强，因而在本文中主要关注库存周期。

综上，本文从空间和时间维度出发，通过对需求构成、产业链价值分配、周期波动三个方面做系统性梳理，尝试自上而下地搭建出一套较为完整的、可持续跟踪的中观研究框架。

图 1：本文逻辑示意图，自上而下出发、从空间维度和时间维度梳理出的中观研究框架



资料来源：招商银行研究院



1. 大势研判，宏观主线具备指导性意义

从自上而下视角出发，宏观经济大环境具有方向性的指导意义，脱离宏观主线的中观研究将是无的放矢的。因此，我们的框架从宏观主线出发，首先梳理宏观总量基础对跨行业比较的重要影响。

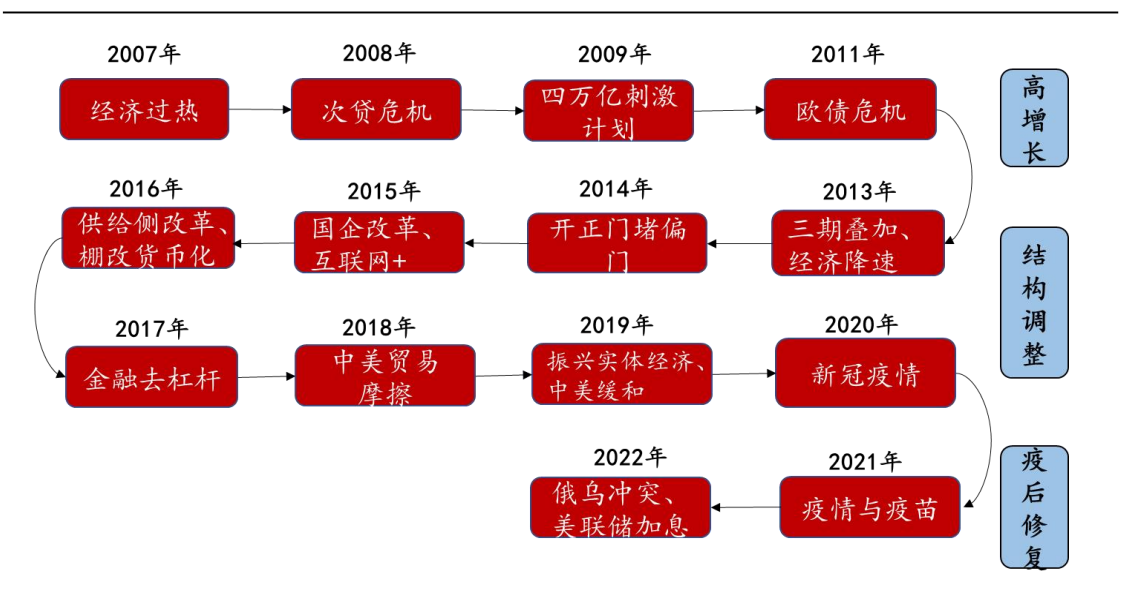
1.1 经济运行阶段是通观全局的背景板

回溯历史，我国经济从高速发展转向结构性调整，再到疫后修复期，不同的经济运行阶段对应的占优行业是存在差异的。

2012年之前，我国处于增量经济时代，需求的驱动力强。得益于房地产市场繁荣和入世后嵌入全球贸易链，经济增长主要依靠投资拉动。在此阶段，经济高速发展，需求潜力巨大。

2012年之后，经济步入三期叠加新常态，政策思路着重解决结构性问题。伴随增量经济向存量经济转轨，投资增速放缓，政府部门、企业部门、金融机构均经历了去杠杆。在政府部门，对地方融资平台“开正门、堵偏门”的监管规范推动了基建投资资金的结构转换。在企业部门，钢铁、煤炭、有色等传统行业产能过剩问题凸显，能耗双控目标下产能增长空间受到限制。在地产领域，三道红线和贷款集中度管理等规定奠定了地产降杠杆调控的基调，地产行业进入下行周期。针对金融机构，影子银行被纳入监管，在融资端推动了金融去杠杆。在此阶段，结构调整是宏观主线，行业景气分化明显。

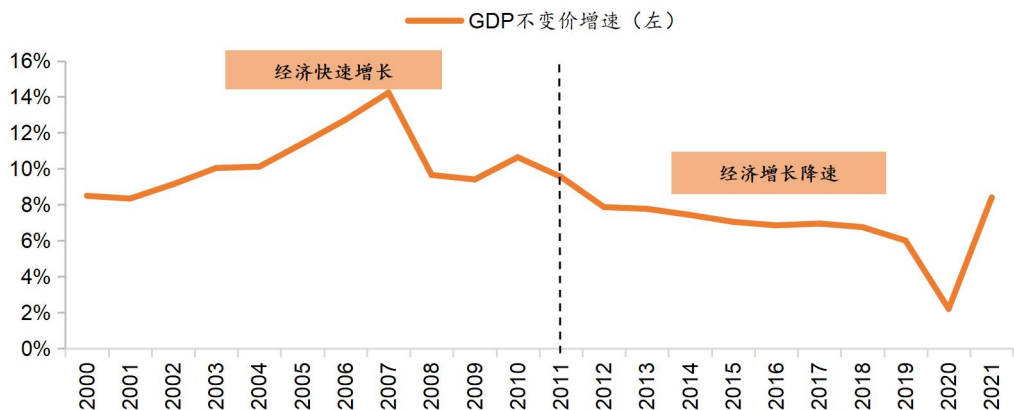
图 2：历年宏观主线一览



资料来源：招商银行研究院



图 3：2012 年后我国由增量经济向存量经济转轨，GDP 降速

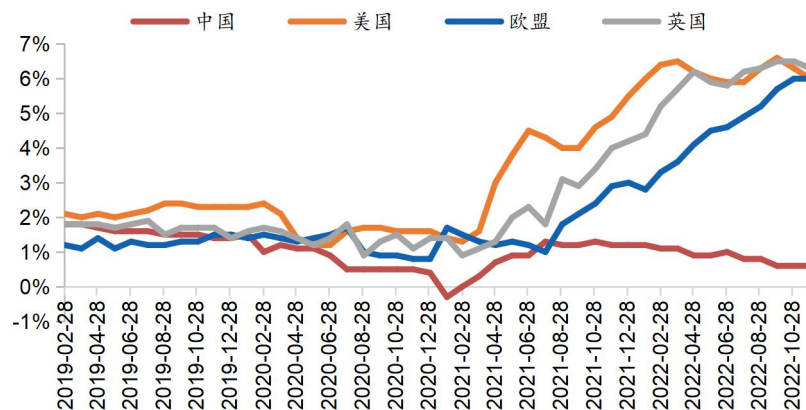


资料来源：wind，招商银行研究院

2020 年后，疫后修复是全球的宏观经济主题，世界经济格局呈现周期错位特征，中国经济迎来复苏。从全球视角看，面对疫情，西方国家采取补贴式救助政策保障民生，而中国坚持不搞“大水漫灌”且以保市场主体为主。针对疫情的政策调控思路差异使得全球经济周期出现明显错位。在大规模刺激政策、供应链受阻推升物流成本、能源危机致大宗商品价格高涨等多重因素影响之下，海外的低通胀时代已成过去时。反观中国，核心 CPI 延续趋势下行，通胀环境温和，面临的压力在于供给冲击、预期下行、需求收缩下的内需疲弱。展望 2023 年，周期错位特征仍将延续，欧美衰退渐行渐近，而中国将在疫情防控模式优化后迎来复苏，中国的经济环境将相对占优，利于国内资产配置。聚焦国内，2022 年内需疲弱致经济下行压力较大，地产和消费的景气持续低迷，政策托举基建和制造业投资实现稳健增长，外需回落后出口增速下台阶的趋势逐渐显现。2022 年底，房地产与防疫政策均出现显著调整，前期对于经济形成压制的因素有望得到缓解，经济结构迎来优化，行业配置的空间也相应打开。



图 4：海外面临高通胀，国内通胀温和



资料来源：wind，招商银行研究院

1.2 政策催化产业周期轮动方向，重磅会议提供前瞻研判的指南针

对于跨行业研究而言，把握产业周期轮动至关重要。通过历史复盘可以发现，产业周期的变迁往往紧跟产业政策方向。

白酒产业周期：2003-2012 年白酒行业经历了量价双升的快速发展期。白酒的社交属性较强，入世后中国经济腾飞、“四万亿”刺激计划带动之下政务消费升温带动白酒景气。而在“八项规定”、限制“三公消费”等政策出台后进入下行阶段，行业产量增速转向下滑。

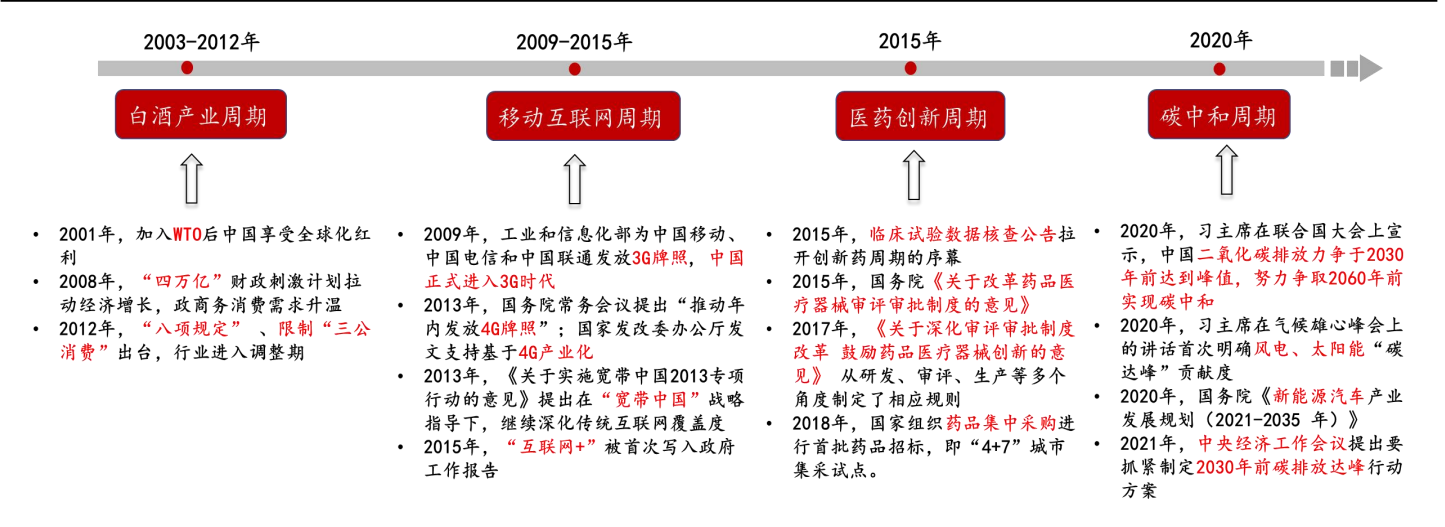
移动互联网周期：2009 年，中国移动、中国电信和中国联通获得 3G 牌照，标志着我国正式进入 3G 时代，掀起了移动互联网周期的序幕。2013 年，4G 牌照发放，传输速度进一步提升。至此，国内迎来 3G 和 4G 的建设高峰。在国家战略层面，“宽带中国”、网络强国等战略加速了移动互联网产业周期的爆发。2015 年“互联网+”被首次写入政府工作报告，互联网行业进一步向多场景多行业渗透。

医药创新周期：作为战略新兴产业之一，创新是生物医药行业永恒的发展主题。2015 年后，国家多部门出台纲领性政策文件，从研发、审评、生产等多个角度制定了相应规则，开启了医药创新的浪潮。2018 年全国药品首轮集采正式竞标，之后集采步入常态化。当前已进入第八批药品集采阶段，持续推动药企创新水平的提升。

碳中和周期：全球进入能源革命大时代后，2020 年碳达峰碳中和“3060”目标的确立拉开了我国碳中和产业周期的序幕，光伏、风电、储能、电动车等全产业链迎来黄金发展期。



图 5：产业周期紧跟政策方向



资料来源：天风证券，招商银行研究院

重点会议提供了关键的研判指南。政策的转向或延续、政策的力度与空间是行业比较的重要抓手，而重磅会议的定调通常会释放后续政策走向的信号。下表列出了可持续跟踪的重点会议信息，密切关注这些会议有助于我们对经济结构调整趋势和产业政策支持方向做出前瞻性判断。

表 1：可持续跟踪的重点会议

时间	重点会议	备注
1月	上一年度国民经济运行情况发布会	
3月上旬	全国两会	
4月底	4月政治局会议	
上半年	全国金融工作会议	五年一次，是金融系统最高规格的会议，对重大金融改革方向和政策定调；2023年将召开第六次全国金融工作会议
7月	上半年国民经济运行情况发布会	
7月底	7月政治局会议	讨论下半年经济形势
10月	三中全会	五年一次，涉及改革、国家政策、大计方针；2023年将召开二十届三中全会
10月中下旬	中共全国代表大会	五年一次；2023年为二十大开局之年
10月底	10月政治局会议	
12月初	年底政治局会议	分析全年经济形势，确立中央经济工作会议的基本框架
12月中旬	中央经济工作会议	每年最高级别的经济工作会议

资料来源：国盛证券，天风证券，招商银行研究院

注：每年十月的政治局会议召开与不固定

2022年下半年以来，二十大、中央经济工作会议、两会顺利召开，我们从这三场重点会议入手捕捉后续的政策信号和方向。

二十大报告指引中国式现代化新征程，新增科教兴国和国家安全篇章。二十大报告对经济中长期发展具有指向性意义。从使命任务看，未来五年是中国



式现代化开局起步的关键时期，中国式现代化将成为新时代我国经济工作紧扣的主题。同时，经济发展的内涵发生深刻变化，高质量发展成为中国式现代化的首要任务，意味着后续政策发力将更加重视“质”的提升。从增量方向看，二十大报告框架中新增科教兴国和国家安全篇章。一方面，大会报告将教育与科技放在一起，提出“科技是第一生产力，创新是第一动力，人才是第一资源”，可见科技人才培养成为中长期发展方向。科技创新体系在新型举国体制中的重要性也得到了强调，未来对科研的支持力度或将明显提升。另一方面，世界进入新的动荡变革期，要统筹发展和安全，国家安全被提到重要位置上。粮食、能源资源、重要产业链供应链三个领域的安全有望获得重视。

2022年底的中央经济工作会议定调“稳中求进”，扩大内需是主线。“稳”在于稳增长的同时要实现高质量发展。当前国内经济恢复的基础尚不牢靠，对稳增长的诉求仍存，2023年稳增长政策预计将继续发力。会议延续了二十大报告对高质量发展的表述，明确下一阶段的稳增长目标是“实现质的有效提升和量的合理增长”。我们认为“质”的落脚点可能在于实施扩大内需战略，以及围绕重点产业链建设现代化产业体系。“进”在于提振信心被摆在了突出位置。面对居民和企业部门资产负债表受损，国家将全力稳信心、稳预期，通过精准施策激发市场主体活力。具体产业政策层面，扩大内需放在第一位，住房改善、新能源汽车、养老服务消费将成为政策重点支持领域。地产领域，“支持住房改善”表述置于扩大内需首位，同时提及“因城施策支持刚性和改善性住房需求”以及“有效防范化解重大经济金融风险”。制造业强调重点产业链上核心技术和零部件薄弱环节攻关，延续安全主线，明确提出鼓励新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算的前沿技术研发。此外，对于前期监管重点关注的平台经济领域，此次会议表态积极，肯定了平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中发挥的作用，后续行业面临的监管压力有望得到缓解。

两会报告传递高质量发展信号，增长目标科学审慎。从增长目标看，两会报告中设定2023年经济增长目标为“5%左右”，在2022年低基数的背景之下略显审慎，指向今年的经济工作或更注重愈合创伤、而非激进发展。从就业目标看，今年城镇新增就业目标1200万人，高于往年水平。就业实际上是制约经济，尤其是消费复苏持续性和高度的重要因素。从产业发展目标看，在扩内需、地产、制造业方面的表述主要思路与二十大报告及中央经济工作会议一脉相承。



2. 需求构成：三驾马车驱动经济增长的动态平衡

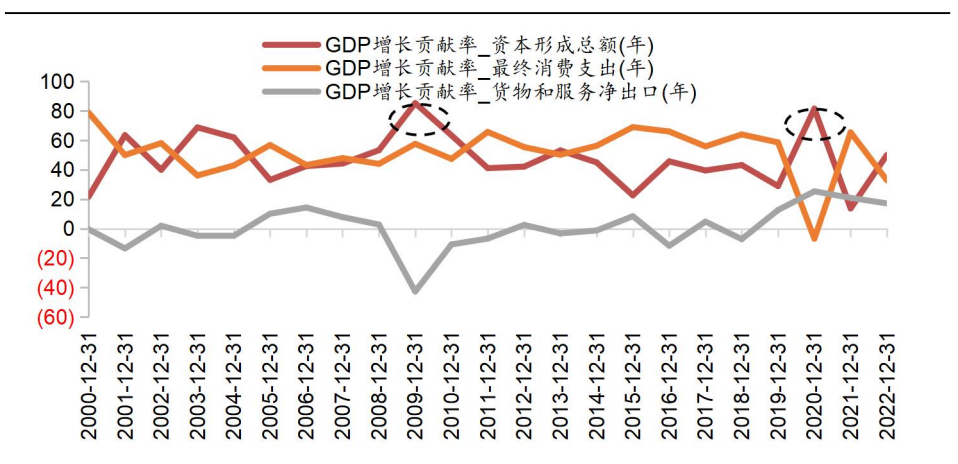
横向看，总需求的构成包括消费、投资、净出口三大板块，各板块对经济增长的驱动力强弱是自上而下能够最直接获得的结构性线索。

投资：通常来说，经济遭遇外生冲击时，投资能够对经济增长形成支撑。2008-2009 年金融危机时期和 2020 年新冠疫情时期，资本形成总额对 GDP 的贡献率都拉升至 80%以上，有效对冲了出口和消费下滑的负面影响。2013 年后，我国 GDP 降速的主要原因就是投资端的弱化。经历过金融危机的大规模刺激后，资本边际产出效率下滑，结构性问题凸显。正如第一章所述，近年来投资内部经历了结构性调整。

净出口：自 2001 年加入 WTO 之后，中国凭借劳动力红利成为世界工厂，出口总额的年均增长率超过 12%。出口创汇形成的资本积累有助于对内投资、发展经济。不过从数据上看，净出口对经济增长的贡献率并不显著，这主要源于我国双向开放的贸易条件之下进口和出口均在快速增长。值得注意的是，疫情以来我国的出口享受了收入效应和替代效应的双重红利，净出口对总需求的贡献率获得明显提升。

消费：长期以来，“出口创汇-对内投资”的双循环模式对经济的拉动起着重要作用。这一局面在 2014 年发生了转变。伴随经济发展进入新常态，扩大内需被放在了重要位置上，消费自 2014 年起连续五年成为国民经济增长的第一驱动力。城镇化水平和居民可支配收入的提升蕴含着较大的内需潜力，带动消费品质升级。疫情导致消费在总量和结构上的优化进程受到干扰，但防疫模式优化后消费的中长期增长潜力仍大。

图 6：消费、投资、净出口三大需求对 GDP 增长的贡献率（%）



资料来源：wind，招商银行研究院

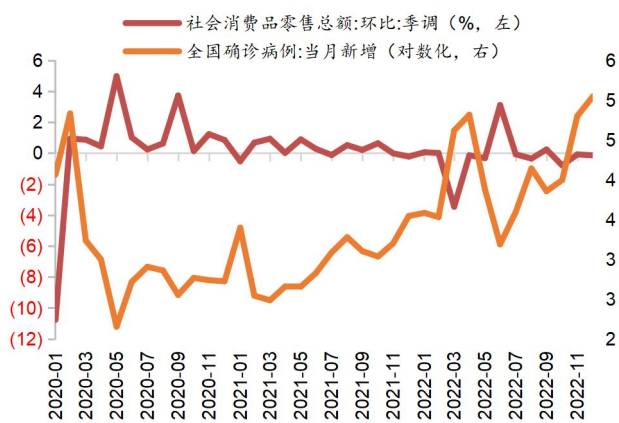


2.1 消费：疫后步入结构性复苏

2020年以来，疫情对消费的掣肘持续存在，社零增速与新冠确诊人数呈现负相关关系。疫情阻碍消费场景，聚集性、接触性服务业直面冲击，多个月份的服务业PMI均处于收缩区间。更深远的影响在于，三年的疫情对经济活动产生持续性扰动，微观主体对收入预期和消费意愿下降，“疤痕效应”的修复将较为缓慢。

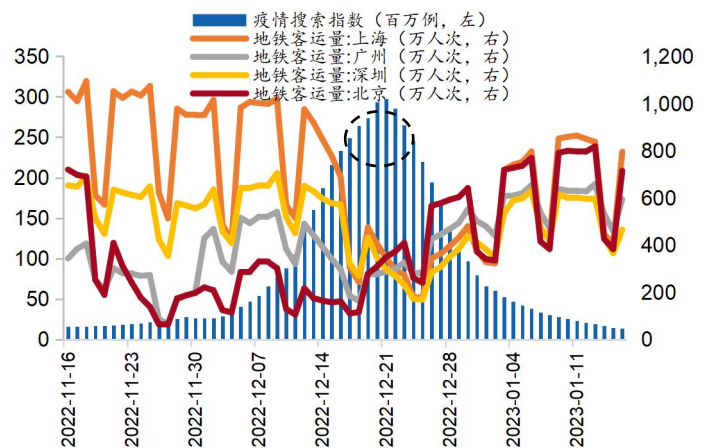
伴随防疫模式迎来优化和调整，疫情快速过峰，消费步入复苏通道。防疫优化二十条和防疫新十条调整了密切接触者、风险区划分、核酸检测、入境人员管控等相关防控措施，推动防疫精准化。《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》明确，自2023年1月8日起对新冠病毒感染管控由“乙类甲管”降级为“乙类乙管”，国内出行限制解除、入境人员免隔离，标志着我国防疫模式正式进入新阶段。国内疫情态势伴随政策优化呈现快速演进态势，过峰时间明显快于预期。据海外经验，疫情感染从快速攀升至回落大致需要3个月的时间。而国内疫情搜索指数于12月21日达峰，2023年1月17日已回落至峰值的4%；同时一线城市的地铁客运量自12月26日后即呈现加速恢复态势。渡过感染高峰后，经济活动逐步将常态化回归，消费亦将步入回暖。展望2023年，消费复苏有望成为经济提速的重要支撑力。

图7：社零增速与确诊人数呈负相关关系



资料来源：wind，招商银行研究院

图8：中国疫情达峰时间快于预期



资料来源：wind，招商银行研究院

2.1.1 海外经验：消费复苏的结构性、高度与持续性

海外主要经济体较早完成了防疫政策的优化调整，进而迎来消费复苏，故海外经验能够为我国的消费修复路径提供一定参考。我们选取美国、英国、中国香港分别作为美、欧、亚国家的观测样本。且考虑到海外通胀水平的差异，

我们主要关注剔除价格因素后的消费数据是否恢复到了疫情前（2019年）水平。

分结构看，海外国家的经验显示，服务消费的反弹确定性强，商品消费的修复力度大。服务消费的修复节奏与防疫政策的调整息息相关，消费场景的限制解除后服务消费的需求得以释放。每次经历防疫措施优化后，样本国家的服务消费都会迎来显著反弹。不过，各国服务消费的修复力度普遍不及商品消费。一方面，商品消费的修复不受到消费场景的限制。另一方面，财政补贴对商品消费支出的刺激效果相对更强。

海外国家消费修复的高度与持续性存在差异，主要由于不同因素对居民收入及收入预期产生了影响。

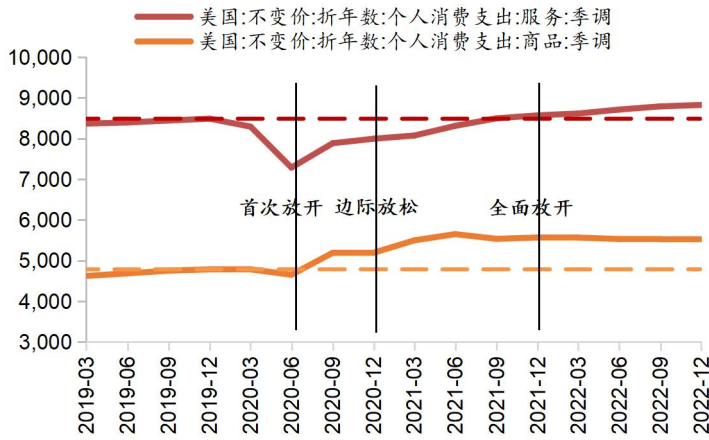
1) 疫后美国居民的消费支出已经超越疫前水平，是消费复苏较为强劲的代表性国家。疫情发生后，美国政府发放了三轮大规模财政补贴，且包含直接面向居民的现金补贴，有效提振了居民收入，带动消费复苏。

2) 英国的疫后消费一度超越疫前水平，但是修复的持续性不足。疫后英国零售销售指数环比提升的趋势未能维持，自2021年4月以来零售销售指数转向环比收缩，2022年末已低于2019年水平。德国、法国等欧洲国家的消费修复同样存在波动。一方面，欧洲针对疫情推出的财政刺激主要针对企业，对居民产生的直接刺激有限。另一方面，2022年以来，欧洲面临能源危机和高通胀的双重压力，经济动能放缓，居民的收入预期不稳定，削弱了消费意愿。

3) 疫后中国香港的消费始终未恢复至疫情前的水平，修复程度偏弱。防疫政策放松后，欧美国家的储蓄率快速回落，而中国香港、日本等亚洲地区的居民储蓄率仍然高于疫前水平，回落较慢。这反映出避险意识较强的亚洲民众在长时间的疫情防控之下降低了风险偏好，指向资产负债表受损、收入信心不足。



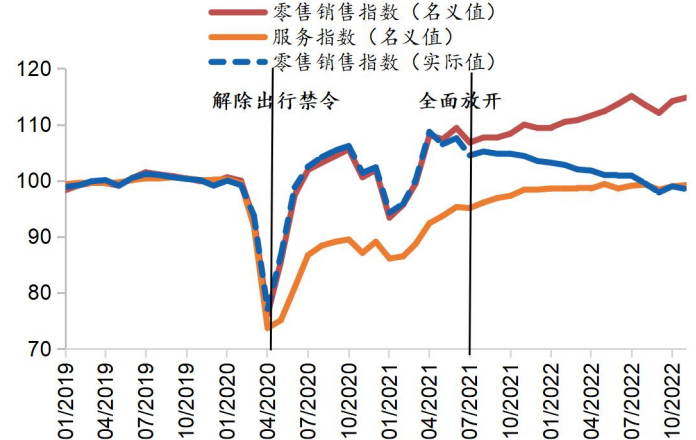
图 9：美国居民在商品和服务上的消费支出（实际值）



资料来源：wind，招商银行研究院

注：虚线对应 2019 年 12 月的商品和服务消费支出水平

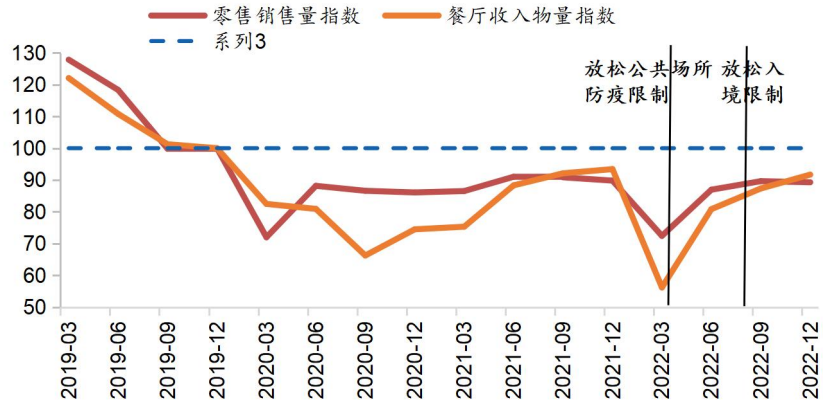
图 10：英国的零售销售指数和服务指数



资料来源：CEIC，招商银行研究院

注：服务消费实际值的走势可参考零售销售指数实际值

图 11：香港零售销售量指数和餐厅收入物量指数（实际值）



资料来源：CEIC，招商银行研究院

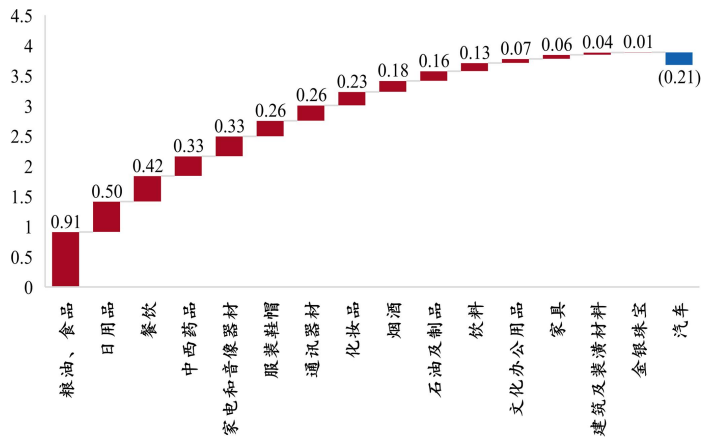
注：2019 年 12 月=100

2.1.2 商品消费：吃类、穿类、用类消费持续分化

在社会消费品零售额的核算中，商品消费为主要构成项，我们通过拆解各品类对社零增速的贡献分析疫情对商品消费结构的影响。此处选取 2019、2021、2022 年三个年份的限额以上社零数据做对比分析，分别代表疫情发生前、疫情防控边际好转、疫情持续扰动的环境。需注意的是，由于不同年份的社零增速差异较大，我们更应关注各品类对社零增速贡献程度的相对位置变化而不是贡献率绝对值。

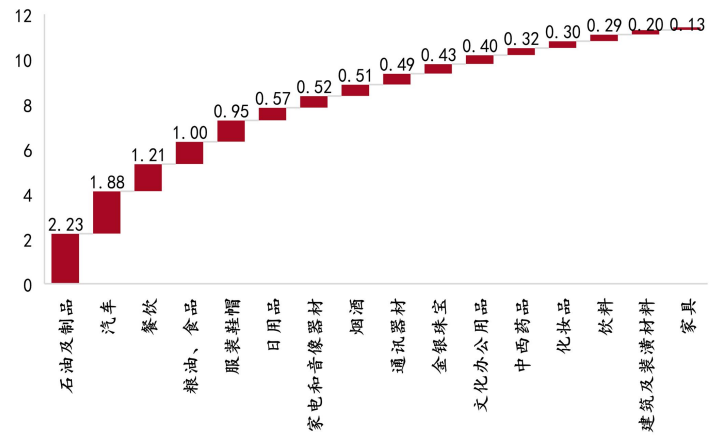


图 12：2019 年主要消费品类对限额以上社零增速的贡献（疫情发生前，%）



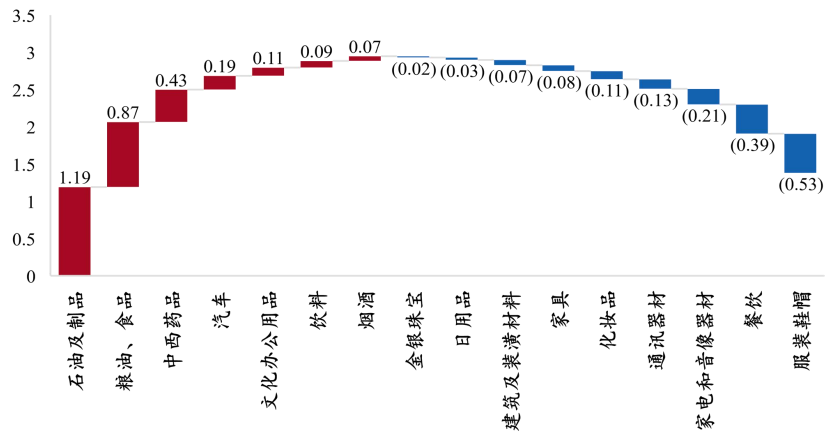
资料来源：国家统计局，招商银行研究院

图 13：2021 年主要消费品类对限额以上社零增速的贡献（疫情防控边际好转，%）



资料来源：国家统计局，招商银行研究院

图 14：2022 年主要消费品类对限额以上社零增速的贡献（疫情持续扰动，%）



资料来源：国家统计局，招商银行研究院

按照消费场景，我们可以将商品消费品类归类为吃类、穿类、用类。不同类别品类疫后表现分化，未来预计呈现结构性复苏态势。

1) 吃类消费中，粮油食品和烟酒对社零增速的贡献较为稳定，且粮油食品的贡献度在所有品类中始终居前，该趋势有望延续。饮料的相对表现在疫情冲击中更优，在疫情态势平稳时靠后。疫情高峰下药品需求加大，2022 年中西药品消费实现双位数增长，为 2018 年来首次，后续二次感染、医院诊疗量恢复将支撑药品类消费增长。



2) **穿类消费中**，疫情期间服装鞋帽与金银珠宝均受到场景限制。2022 年服装鞋帽在主要消费品类中对社零增速形成最大拖累，而在疫情发生之前和疫情态势好转时表现靠前。珠宝首饰产品的线下体验受阻后，2022 年金银珠宝的社零增速为负。但金价对于 2021 年和 2022 年金银珠宝类消费在社零增速的相对贡献度形成支撑。展望 2023 年，出行限制解除后，服装鞋帽需求将获得显著改善，同时积压的婚庆需求将得到释放，珠宝线下门店也将迎来客流恢复。

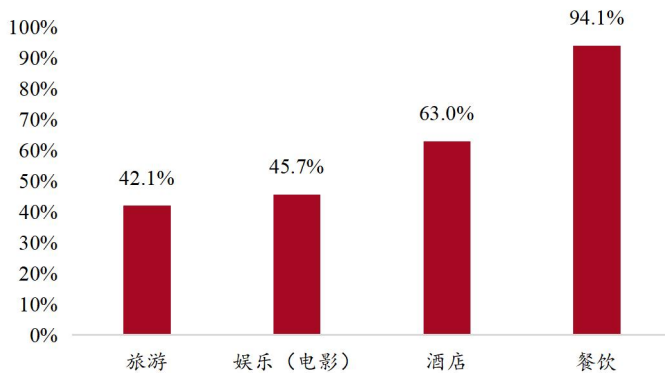
3) **用类消费中**，可进一步区分为耐用品（汽车类、通讯器材、家具类、家电和音像器材、建筑及装潢材料）、非耐用品（化妆品类、日用品、文化办公类、石油制品）。**耐用品中**，汽车类消费对社零增速的相对贡献近两年实现明显提升，主要受益于新能源车政策刺激和优质供给增加。2023 年起新能源车国家补贴政策正式退出，销量增速预计将有明显回落，汽车类消费增长支撑趋弱。家具、家电和音响器材、建筑及装潢材料同属地产链消费，2022 年在地产周期性下行和疫情扰动施工进度双重影响下表现低迷。“保交楼”政策发力将带动 2023 年竣工端改善，进而修复地产后周期。不过考虑到中长期住房需求中枢下滑，地产链消费的增速中枢或也随之下滑。**非耐用品中**，石油及制品的零售额规模显著高于其他品类，其景气度可拆分量价进行分析。2021 年和 2022 年石油及制品对社零增速的贡献度在所有品类中居首位，2021 年主要得益于上年疫情冲击下量价齐跌带来的低基数效应，2022 年疫情反复致终端需求不振，但强势的油价对零售额形成有力支撑。展望 2023 年，消费量将受益于出行恢复产生明显反弹，油价或仍处高位震荡，我们看好石油及制品的价稳量增。

2.1.3 服务消费：疫情加速行业出清，疫后弹性显现

受制于场景约束，服务消费成为疫情冲击的重灾区。2022 年，我国旅游、电影、酒店、餐饮行业收入分别恢复至 2019 年的 42%、46%、63%、94%，相应板块的上市企业盈利受损严重。参考海外经验，出行限制解除后服务消费有望迎来显著反弹。

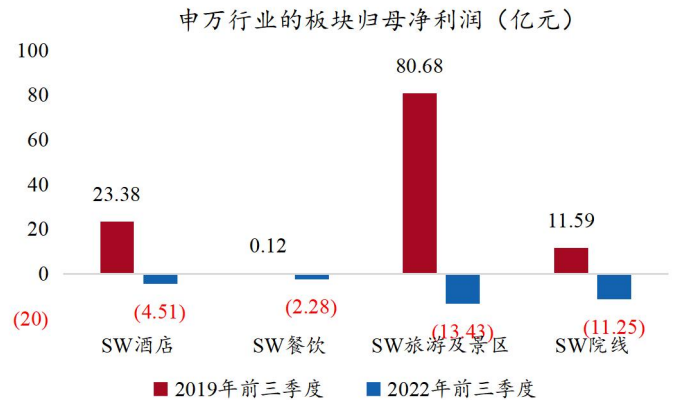


图 15: 2022 年服务消费行业收入恢复至 2019 年的程度



资料来源: 国家统计局, 猫眼专业版, STR, 招商银行研究院

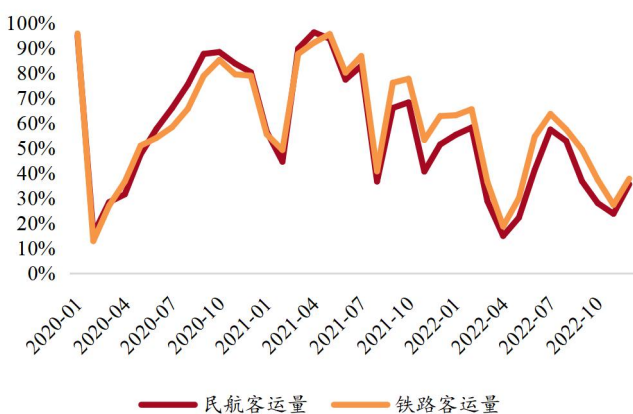
图 16: 服务消费企业盈利受损严重



资料来源: wind, 招商银行研究院

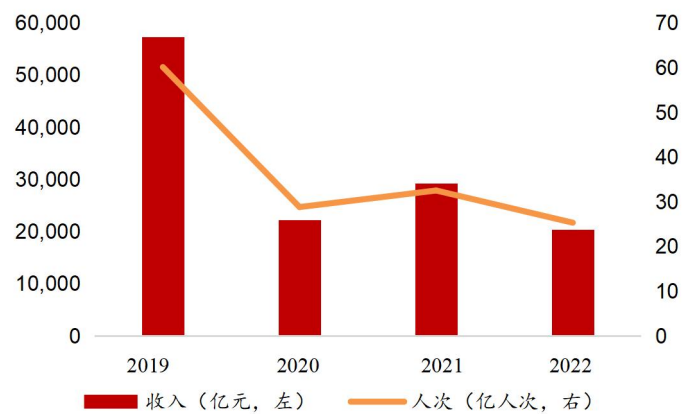
1) 文旅业受损严重, 疫后复苏弹性可期。疫情期间出行旅游相关行业受到较为严格的管制, 航班和铁路客运数据始终未恢复至疫前同期水平。出行限制致旅游收入和旅游人次骤降, 2020-2022 年国内旅游人次均未突破 35 亿, 旅游收入均不足 3 万亿元 (2019 年为 60.1 亿人次和 5.73 万亿元)。从出游方式上看, 疫情反复之下长途文旅需求遇冷, 短途游、周边游持续主导文旅市场。进入 2023 年, 伴随疫情快速过峰, 五一假期的文旅业已经交出了疫后节假日的最好答卷, 旅游出行人次和收入双双超越 2019 年同期水平。同时游客的出行半径明显增加, 长线出行需求逐步释放, 展现出疫后复苏的弹性。

图 17: 民航和铁路客运量恢复至 2019 年同期的程度



资料来源: wind, 招商银行研究院

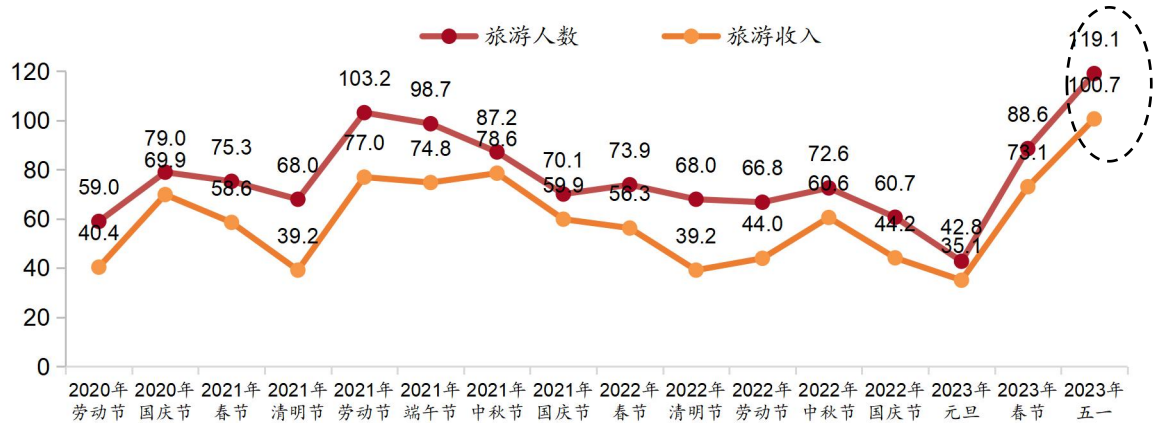
图 18: 国内旅游行业收入及人次



资料来源: 国家统计局, 招商银行研究院



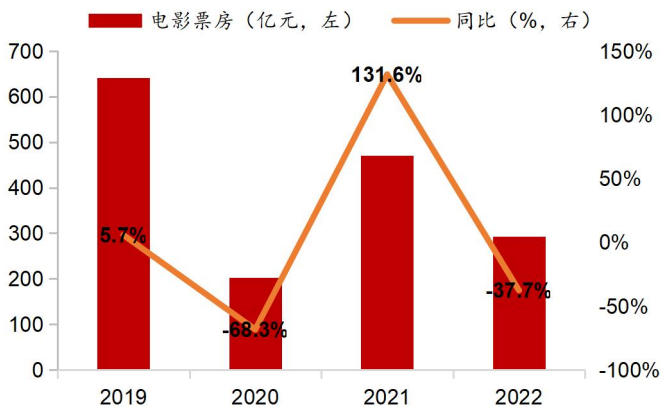
图 19：节假日旅游收入及人次恢复至 2019 年同期的程度



资料来源：文旅部，招商银行研究院

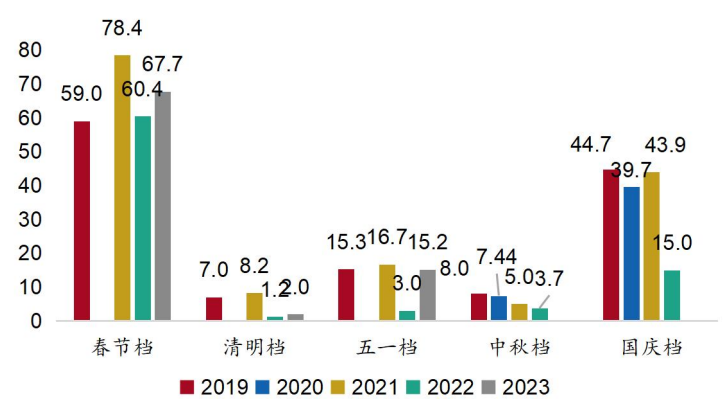
2) 电影院线头部效应加强，疫情管控放开和优质内容供给拉动复苏。疫情反复扰动，观影需求受挫，2020-2022 年国内电影票房未超越疫前水平。据猫眼专业版数据，2022 年电影院有 46 天营业率不足 50%；据广发证券估算，前 11 个月关停影院数量超过 1649 家，供给端经历出清，行业头部效应凸显。展望地看，在需求端线下娱乐活动将有明显恢复，在供给端海内外优质内容储备充足，将有效带动电影市场复苏。

图 20：中国电影年度票房



资料来源：国家统计局，招商银行研究院

图 21：2019-2023 年节日档票房



资料来源：猫眼专业版，招商银行研究院

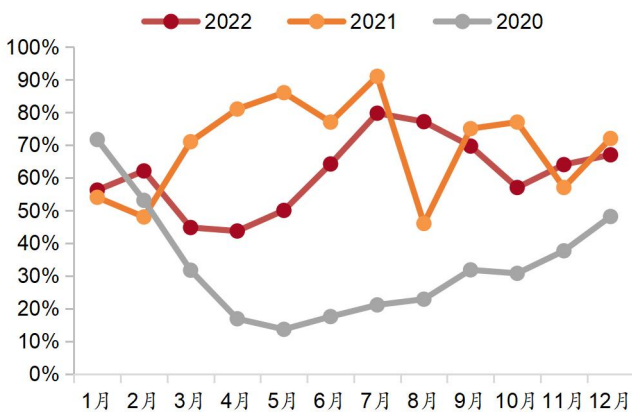
3) 酒店行业供给有效出清，需求显现弹性。2020-2022 年，酒店行业供给累计下降约 26%，大量单体低端酒店退出市场，连锁化酒店加速扩张步伐。2021 年我国酒店行业的 CR3 为 48%（2019 年为 41%），集中度提升。从需求端看，行业复苏节奏受到疫情的持续扰动，2022 年行业 RevPAR 相较于 2019 年的恢复程度不足八成。2023 年至今，需求复苏迹象显现，春节期间龙头酒



店实现量价齐升，RevPAR 恢复至 2019 年的 90%左右。春节过后商务出行需求接替出游需求，RevPAR 超越 2019 年同期水平。考虑到酒店行业具有较强的顺周期属性，且经营杠杆高，经济复苏将支撑酒店业景气度回升，并带来可观的利润弹性。

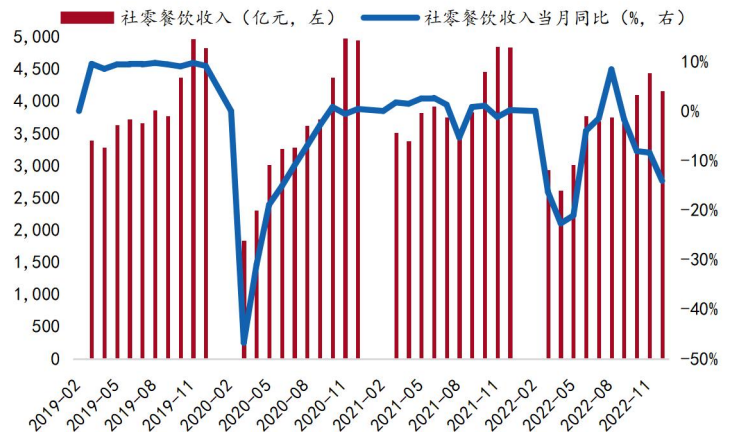
4) 餐饮行业具备韧性，龙头逆势拓店，疫后将迎回暖。餐饮行业的景气同样与疫情高度相关，餐饮企业的消费场景以堂食为主，疫情冲击下诸多门店经历了临时性闭店。2022 年社零餐饮单月收入中，仅有 8 月实现了同比正增长。但相比其他服务消费品类，餐饮消费较疫前的恢复程度已然较高，2022 年全年社零餐饮收入恢复至 2019 年的 94%，展现出经营韧性。我们认为这主要与餐饮需求具备刚性、企业加大外卖和预制菜的布局力度缓解疫情冲击相关。行业格局方面，严峻的外部冲击加速了行业出清，龙头彰显出强大的品牌力和抗风险能力。2020-2022 年，瑞幸/星巴克/奈雪的茶/海底捞/太二的门店数分别净增 3707/1967/717/532/326 家，逆势拓店提升市占率。不过，持续反复的疫情促使餐饮品牌的拓店策略越发趋于谨慎，并着力于降本增效提升盈利能力。疫后线下就餐场景复苏将带动餐饮行业回暖。

图 22：酒店行业 RevPAR 恢复至 2019 年的程度



资料来源：STR，财通证券，招商银行研究院

图 23：社零餐饮收入及同比增速



资料来源：wind，招商银行研究院

注：2021 年增速为两年平均增速

2.1.4 疤痕效应非一日之寒，稳预期、稳就业是关键

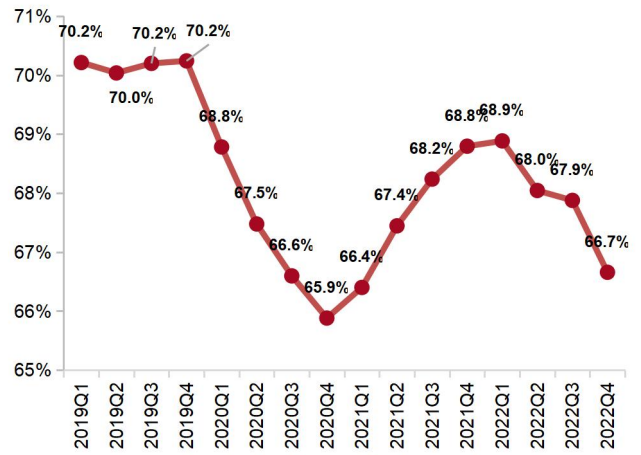
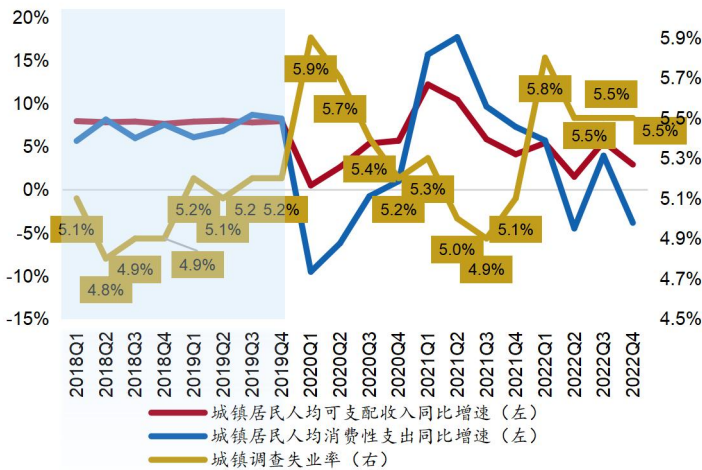
居民的收入和就业受损，疫后“疤痕效应”致消费修复的中长期内生动能不足。拉长时间维度看，前期压制的消费需求得到释放后，消费持续改善的根源在于居民收入预期的提升。参照海外经济体的经验，居民收入及收入预期越强，消费恢复的高度和持续性越好。经历三年疫情后，我国居民的人均可支配收入降速，城镇调查失业率处于 5.5%左右的较高水平，居民的收入预期不稳，疤痕效应仍存。截至 2022Q4，居民的储蓄意愿已提升至 61.8%，2023Q1 小幅



回落至 58%，但仍处于较高水平（金融危机时期为 47%）。消费者信心指数已降至历史低位，故边际消费倾向也随之下滑。因此，提振信心、稳定预期成为当前经济的关键词。

图 24：城镇居民人均可支配收入、人均消费性支出和城镇调查失业率

图 25：边际消费倾向（人均消费支出/人均可支配收入，4QMA）

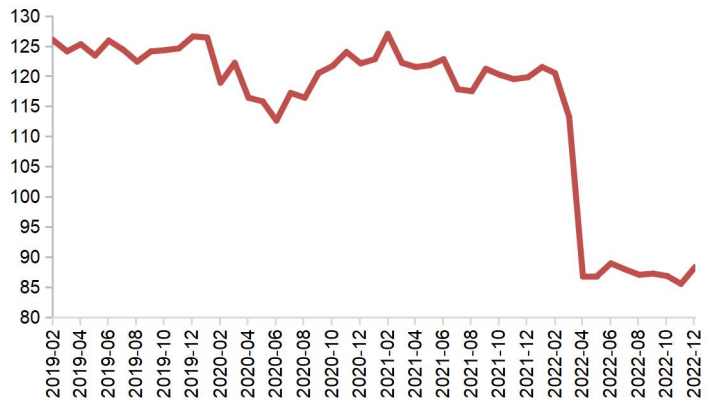
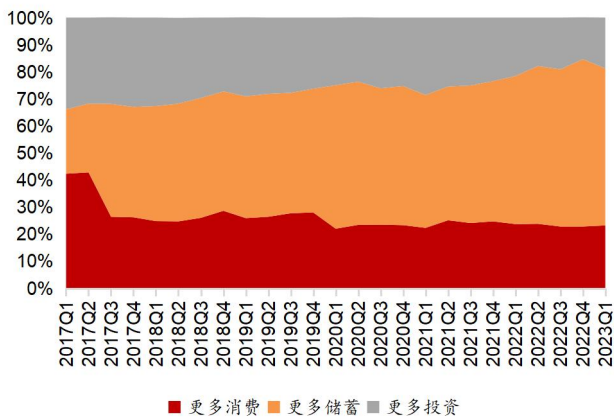


资料来源：wind，招商银行研究院

资料来源：wind，招商银行研究院

图 26：居民储蓄意愿显著增强

图 27：消费者信心指数明显下降



资料来源：中国人民银行，招商银行研究院

资料来源：wind，招商银行研究院



2.2 投资与出口：三大分项及内外双循环

投资包含三个重要分项：地产、基建和制造业。这三大项占到固定资产总投资额的比重约为 75%，其中地产投资约占 20%，基建投资约占 25%，制造业投资约占 30%。地产和基建是政府调控的重要抓手，且产业链上游较为类似，因此在下文中做合并分析。再考虑到制造业投资与出口交织在一起，链接内外循环，我们将制造业和出口也做合并分析。

2.2.1 地产与基建：经济增长双引擎的内在联结及经验相关性

作为我国经济增长的双引擎，基建与地产投资存在关联和类似性，我们以此作为切入点二者展开阐述。

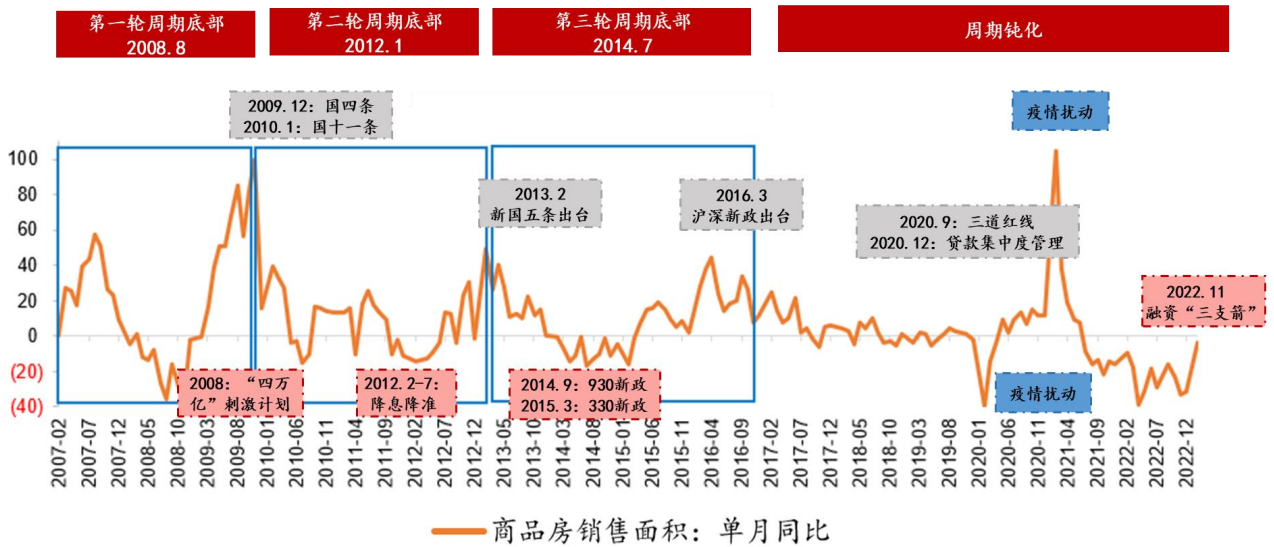
第一，政策调控对于地产和基建的行业发展构成重要影响。

地产周期是政策与基本面相互博弈的结果。政策在地产行业的供需两端均有发力空间，在需求端能够限制购房门槛（限购、限贷、落户政策等）、调节购房成本（贷款利率、公积金政策等）；在供给端能够限制土地供给、融资渠道、房源供给，政策尺度不断细化。一般来说，政策对需求端的影响见效较快，而供给端的调整存在刚性，供需错配引发周期波动。以销售面积衡量，2008 年以来我国共经历过 3 轮房地产小周期，每轮周期持续时长 3 年左右。三轮小周期的底部位置分别位于 2008 年、2012 年和 2014 年，顶部位置位于 2009 年、2013 年和 2016 年，周期底部与顶部均伴随着政策转向。

本轮地产周期与以往有所不同。一方面，在“因城施策”的政策方向之下，调控常态化致使地产周期逐渐钝化，不再呈现三年一轮的规律。另一方面，本轮周期底部（2021-2022 年）的形成主要源于三道红线主体管控、贷款集中度管理等房地产金融去杠杆政策，再叠加疫情扰动，情况较此前更为复杂。因此，本轮下行周期呈现出持续时间长、跌幅深的特征。至 2022 年底，单月销售面积同比负增长已持续 18 个月，跌幅最深达到 39%。积极的变化是，信贷、债权、股权“三支箭”齐发标志着政策转向实质性宽松，房企供给出清基本完成，可以期待 2023 年基本面企稳。



图 28：地产三年小周期及政策回顾

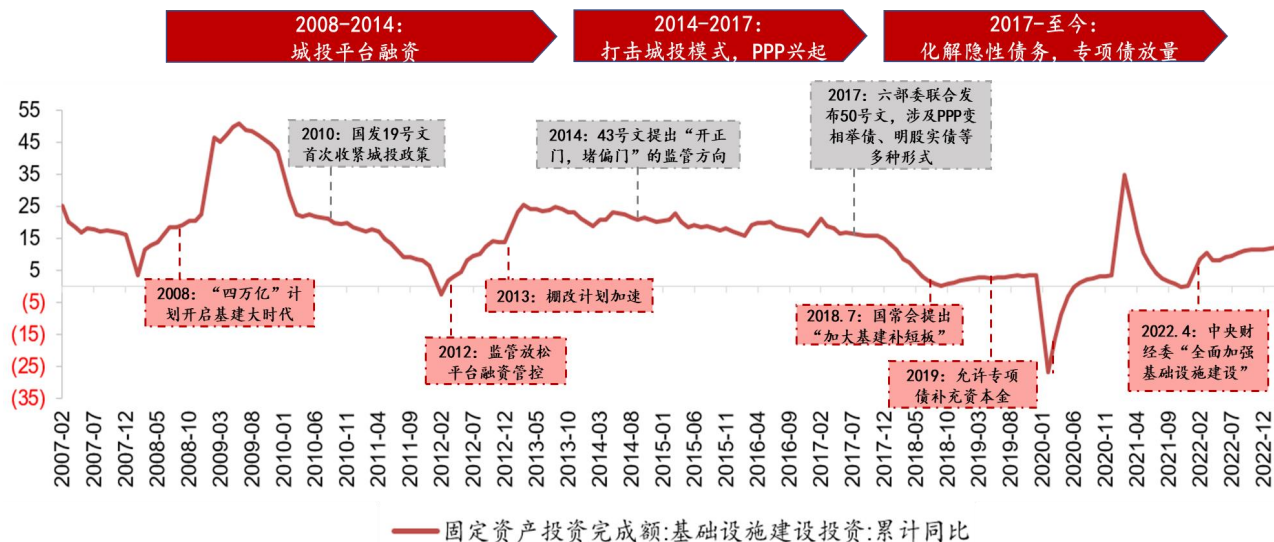


资料来源：广发证券，申万宏源证券，招商银行研究院

政策基调主导了基建行业的周期波动。基建投资主要依靠政府机构主导实施，也就意味着政府意愿对基建投资具有决定性作用。从投资资金结构看，投资模式的变迁从城投平台融资、到 PPP 模式兴起、再到专项债放量，均源于监管政策的变化。从投资增速看，金融危机后“四万亿”刺激计划出台，支持基础设施建设，城投平台迎来快速发展，基建投资增速一度超过 40%。2010 年，国发 19 号文首次收紧了地方融资平台的政策，控制平台数量和债务规模，基建投资增速回落。但是 2011 年后经济增速下台阶的压力显现，国务院加速推进棚改计划，监管层面对于融资平台的管控也有所放松，城投平台参与棚户区改造项目获得支持。基建投资增速从 2011 年的 6.5% 上行至 2013 年的 21%。2014 年 43 号文发布后，城投平台的政府融资职能被剥离，“开正门、堵偏门”的监管方向确立，自此基建投资增速呈现稳中趋降的态势。2018 年基建投资增速完成下台阶，2018-2021 年均增速仅有 2.2%。



图 29：基建行业政策回顾及投资模式变迁



资料来源：申万宏源证券，招商银行研究院

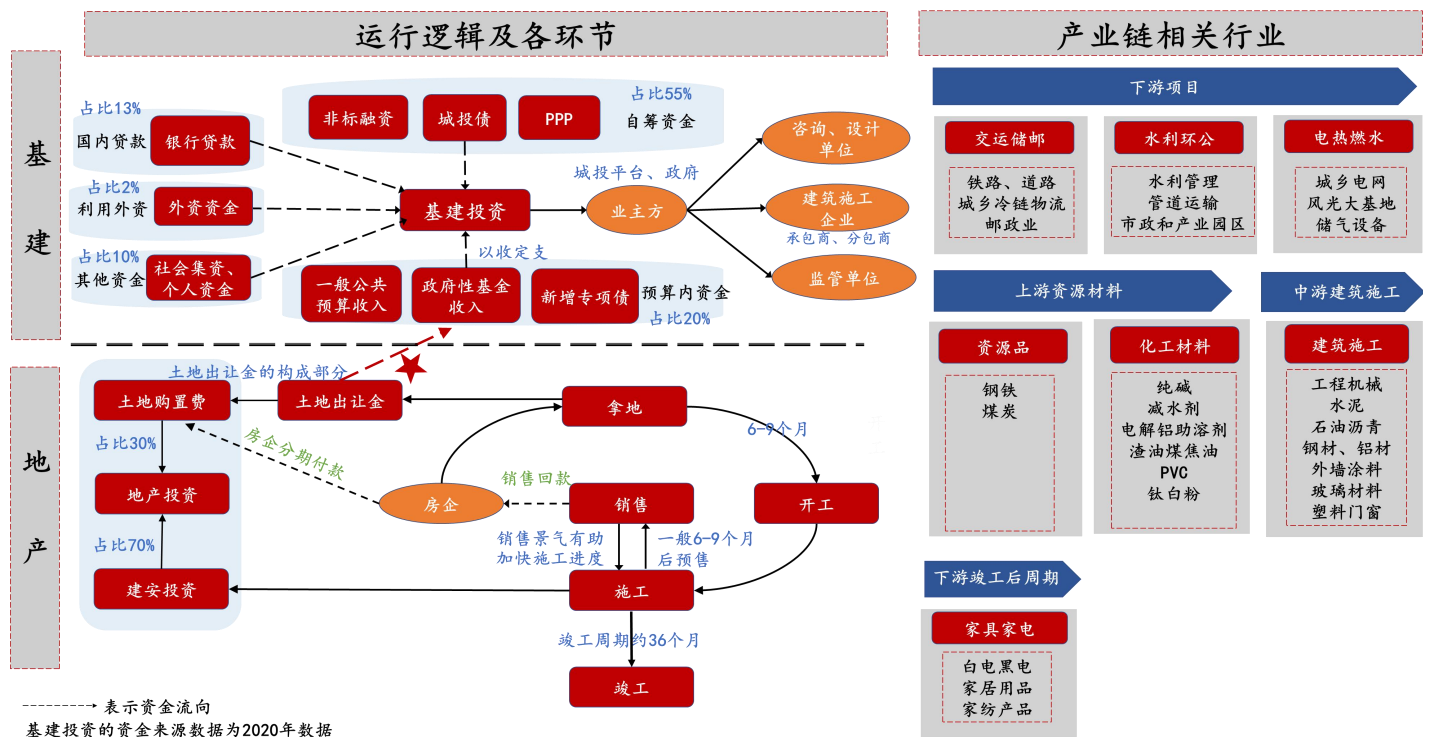
第二，土地财政搭建起了地产和基建的内在桥梁。地产投资主体应当在土地成交后 1 个月至 1 年内缴齐土地出让金。土地出让收入是政府性基金预算的主要收入构成，占比达到 8-9 成。根据政府性基金以收定支的原则，土地使用权出让收入基本上决定了政府性基金对于基建投资的支持力度。且近年来，城投融资、非标融资监管力度较大，包括政府性基金收入在内的预算内资金成为基建投资的重要资金来源。简单来说，在房企拿地的过程中，房企的资金向政府部门转移，政府用这些资金扩大基建投资。基建投资与城市化浪潮交相辉映，又进一步助推房价上涨。

然而，伴随房地产进入存量市场，土地财政难以为继。中长期看，我国适龄置业人口趋势性减少，城镇化进程放缓，地产需求中枢下移的趋势较为明确。而历史经验显示，土地出让收入与上一年的商品房销售额比例相对稳定。地产进入缓慢的下行周期意味着地方政府过度依赖的土地财政模式将难以延续，需要新的来源弥补地方财政的缺口。2022 年，全国国有土地使用权出让收入同比减少了约 2 万亿元，降幅达 23%，已经是连续第二年下滑。未来或会催生新的方式和渠道联结起地产和基建。

第三，地产和基建产业链的中上游类似。地产和基建构成了建筑行业的主要需求，故地产链和基建链的上游和中游环节非常相似，包括资源品（钢铁、煤炭等）、化学材料（纯碱、减水剂、PVC 等）、建筑材料（水泥、沥青、玻璃、管材等）以及工程机械（挖掘机、起重机等）。地产投资和基建投资可以作为跟踪建筑业景气度的重要参照。相应地，反映建筑建材实物工作量的高频指标也有助于跟踪基建和地产施工端的情况。水泥、混凝土、钢材往往应用于项目建设前期，水泥磨机开工率、混凝土搅拌站运转率、钢材成交量能够体现

基建和房建的实时开工情况。进一步地，螺纹钢、挖掘机、沥青、玻璃相关的指标能够对基建和房建的景气度做出区分。基建项目的建筑物规模明显大于房建项目，大螺纹主要用于基建、小螺纹用于房建；中型挖掘机主要用于基建、小型挖掘机用于房建。而沥青是道路基建的主要材料，沥青开工率是基建投资的前瞻指标。玻璃主要用于房屋建设后期，玻璃库存、产能利用率可验证房建的竣工强度。

图 30：基建、地产产业链各环节示意图，地产投资主体缴纳的土地出让金构成基建投资的资金来源



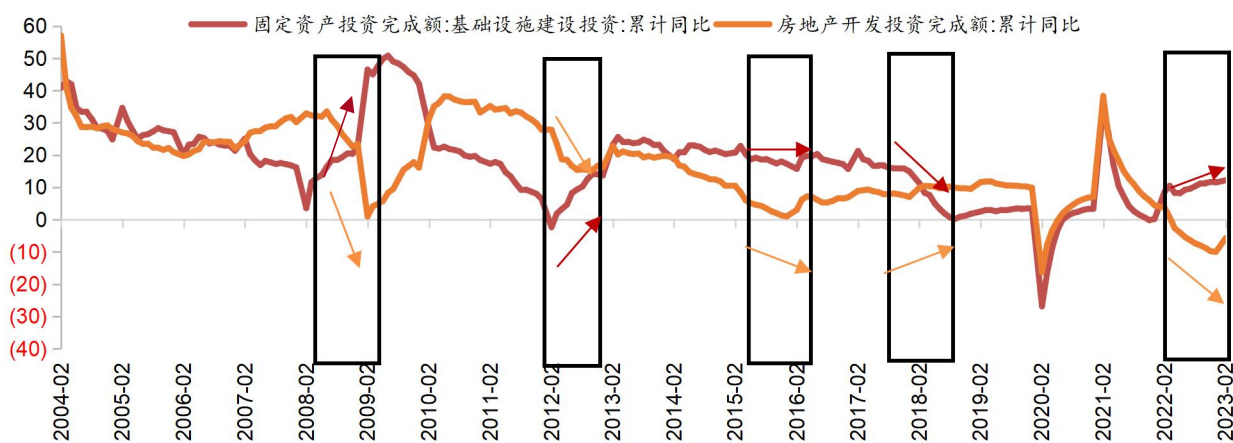
资料来源：招商银行研究院

第四，基建不可避免地受到地产的牵引，并且二者呈现一定的“跷跷板”效应。房地产是串联经济民生的支柱型行业，能够贡献约 20%的 GDP，地产周期与经济周期基本同步。而基建是政府托底经济的手段之一，具有逆周期调节作用。因此地产与基建呈现出一定的负相关关系。以历史上几轮地产下行期作为观测窗口，2008、2012、2015、2022 年地产投资增速明显回落，彼时也属于经济低迷期。基建在这四段期间内均扮演了逆周期调节器的角色，2008、2012、2022 年基建投资增速快速上行，2015 年基建维持韧性。过去同样存在地产上行、基建下行的情形，例如 2018 年。当地产投资表现尚可时，政府发力基建的意愿较弱。

回顾 2022 年，为应对地产下行、内需不足、出口回落的压力，我国开启了一轮“适度超前”的基建投资，全年基建投资增速达到 11.5%，创五年来新高。

展望 2023 年，经济修复的基础尚不牢靠，基建稳增长的诉求仍在，且项目落地将不再受到疫情压制，有助于加速形成实物工作量，预计投资增速能够维持韧性。不过，中长期地产对经济的拉动力将逐步减弱，基建与之此消彼长的负相关性可能也随之减弱。

图 31：地产和基建存在此消彼长的规律



资料来源：wind，招商银行研究院

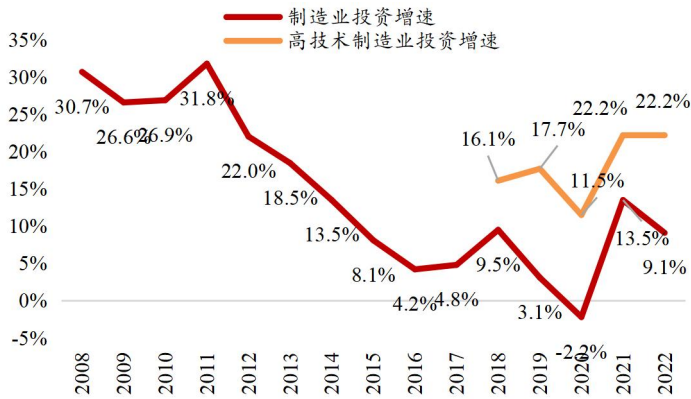
2.2.2 制造业与出口：景气线索交织，链接内外循环

政策扶持带动制造业投资增速中枢上行。2011-2019 年，制造业投资增速持续下台阶（除了 2018 年在高技术制造业的带动之下实现修复）；而在疫后展现出了较强的韧性，2021 和 2022 年分别实现 13.5%和 9.1%。近两年制造业投资的高景气与政策支持息息相关。2020 年十四五规划提出要深入实施制造强国战略，并明确了八大制造业核心竞争力提升领域。二十大报告再次确立了制造强国的主线，并强调国家安全和自主可控。预计 2023 年制造业投资仍将稳健增长。

制造业 PMI 为我们提供了高频且前瞻的景气度线索。作为环比指标和扩散指数，PMI 衡量的是复苏的趋势和广度。疫情发生后，制造业生产指数和新订单指数均受到冲击，指向产需双弱，PMI 多次处于收缩区间。今年以来，疫情压制解除，制造业 PMI 重回扩张区间，景气度向上。不过 3 月的 PMI 读数较 2 月有所回落，反映出经济修复的斜率在积压的订单释放后有所放缓。

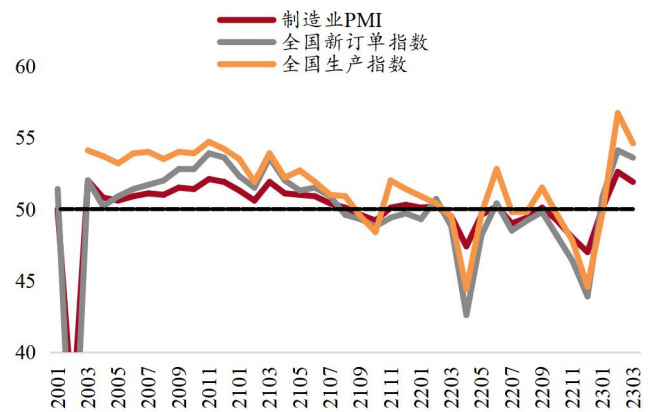


图 32：近两年制造业投资增速中枢上移



资料来源：wind，招商银行研究院

图 33：疫后制造业 PMI



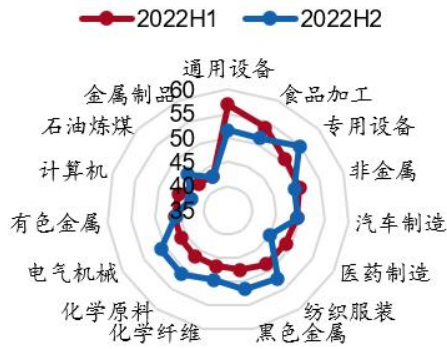
资料来源：中采，招商银行研究院

制造业细分行业景气分化。2022 年上半年，制造业 PMI 景气度呈现出中游设备制造>下游消费品制造>上游原材料和采矿业的特征，设备制造中通用设备、专用设备的景气度领先，消费中必选消费的景气度优于可选。至下半年，格局上仍呈现景气分化特征，但内部结构有所变化。设备制造中，专用设备、电气机械的 PMI 表现突出，通用设备景气有所下行；消费品制造中，纺织服装 PMI 提升明显、医药制造景气回落；上游原料和采矿业中，化学原料、化学纤维制造、黑色金属冶炼景气度改善。

战略新兴行业崛起。在我国产业结构变迁的过程中，战略新兴产业增加值在 GDP 中所占的比重已从 2010 年的 3%左右提升至 13%以上，十四五规划提出了 17%以上的增长目标，新能源汽车、新材料、高端装备、新一代信息技术等高技术制造业将在中期维度继续保持中高景气度，并有望成为夯实产业链现代化的关键支撑点，提升我国在全球制造业中的竞争地位。短期维度，我们通常跟踪 EPMI 掌握战略新兴行业的景气变化。回溯 2022 年，新能源车在全年展现出高景气度，节能环保产业在下半年景气度明显提升，而新一代信息技术、新能源、新材料产业的景气度则在下半年回落较多。



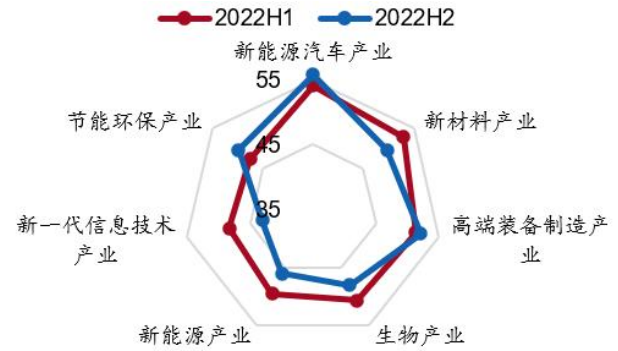
图 34：2022 年上/下半年各行业 PMI 分布图



资料来源：中采，招商银行研究院

注：上/下半年 PMI 为均值数据

图 35：2022 年上/下半年战略新兴行业 EPMI 分布图



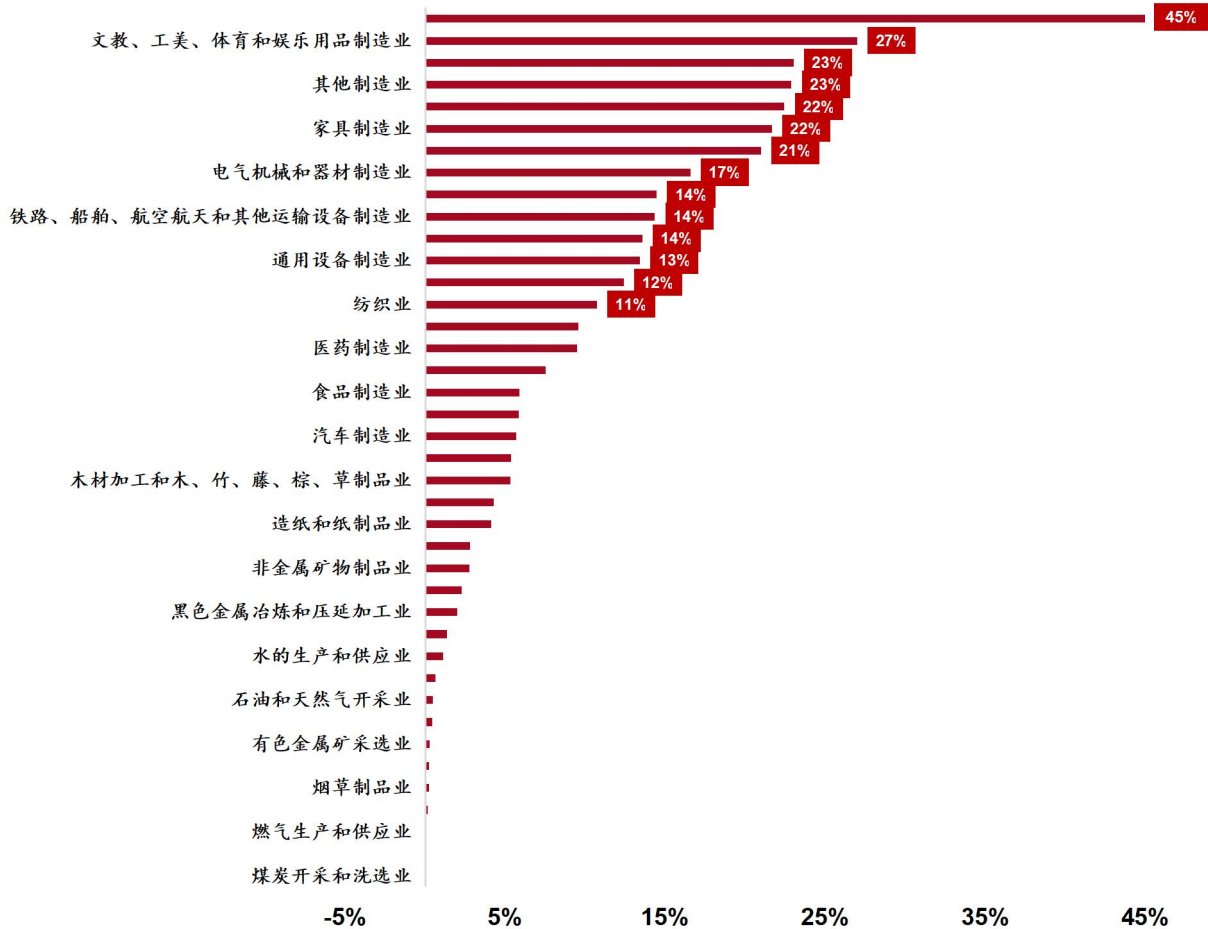
资料来源：中采，招商银行研究院

注：上/下半年 EPMI 为均值数据

需求端强弱是影响制造业企业投资意愿的重要因素。按照需求主要依靠出口还是依靠国内销售，我们将制造业行业区分为外需型和内需型。以出口交货值/工业企业营收作为衡量各行业出口依赖程度的标准，出口依赖程度较高的行业集中于两条主线，一是中游装备制造业（包括计算机通信设备、金属制品和设备修理、电气机械和器材、铁路船舶航空航天等运输设备、仪表仪器、通用设备、专用设备），二是偏下游的劳动密集型消费品制造业（包括文娱用品、皮革制鞋、家具、橡胶和塑料、纺织服饰等）。而典型的内需型行业包括食品饮料类制造业（酒饮精制茶、农副食品加工、食品制造等）、基建相关的建筑建材、化工制造业（化学纤维、化学原料和制品）。



图 36：2020-2022 年各行业的出口依赖程度（出口交货值/工业企业营收）

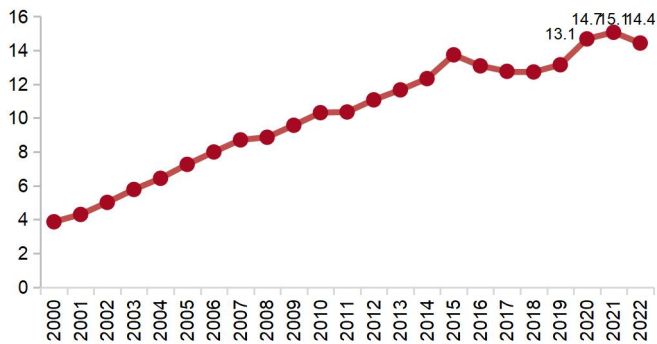


资料来源：wind，招商银行研究院

疫后外需对制造业景气度形成支撑，但 2023 年外需趋于下行，内需政策发力。2020 年下半年 /2021 年 /2022 年上半年出口增速分别实现 12.6%/29.6%/13.9%。出口高景气的核心因素主要有两点：一是替代效应，疫后全球供应链紊乱，我国有效地弥补了供给不足，代替了其他经济体的出口份额。二是收入效应，海外经济体的需求受财政补贴的刺激快速反弹，对出口形成拉动。但是 2022 年下半年以来，出口的“双重红利”有所收敛。海外国家陆续解封后中国的出口份额逐渐回落，且欧美经济在激进加息、能源危机的背景下走向衰退，外需走弱。展望 2023 年，出口增速预计将呈现波动下行态势，外需型行业整体的景气度将有所回落。历史上看，在外需走弱阶段，国内刺激政策会从内需端发力。2022 年底，《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》已经形成对扩内需政策的顶层设计。防疫进入新模式后，国内大循环将更加顺畅，内需型制造业行业的内生动能也将显著增强。

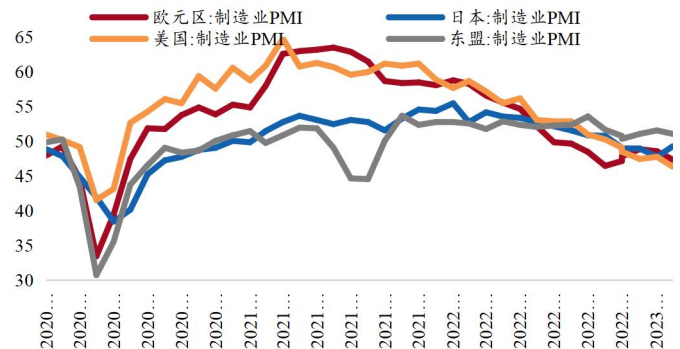


图 37：替代效应：我国出口份额在疫后先升后降（%）



资料来源：WTO，招商银行研究院

图 38：收入效应：疫后海外国家经济景气度先升后降



资料来源：中采，招商银行研究院

外需回落，但出口结构性亮点有望持续。前文中我们依据出口占比计算各行业的出口依赖程度，事实上出口增速同样值得关注。从出口增速视角出发，疫后我国出口的高景气中隐含着三条结构性亮点。**第一，医药行业出口攀升。**受海外防疫物资需求大增拉动，2020年医疗仪器及器械，纺织纱线、织物及其制品的出口增速在重点出口商品中 fastest。2022年中药材及中式成药的出口增速较为亮眼。**第二，汽车链出口表现突出。**2021-2022年汽车出口延续高增长态势，其中新能源车占比持续提升。另外，得益于完备的产业链，我国在光伏、锂电等新能源行业也抓住了“弯道超车”的机遇，具备全球竞争优势。电动车、锂电池、太阳能电池“新三样”产品出口增速快，正在成为我国出口新的增长引擎。**第三，能源危机和通胀高企的背景之下，我国原材料类产品的成本优势得以显现，**支撑钢材、成品油等行业的出口增长。我们认为2023年出口增速下行大背景之下，上述结构性亮点仍有望凸显。我国出口结构逐步向资本密集型和技术密集型产品转移是大势所趋，医药、新能源行业的全球化出海将加速。同时，我国供应链的稳定性优势将有助于原材料类产品的出口维持韧性。

图 39：2020-2022 年我国出口重点商品出口金额增速 TOP10（单位：%）

2020年		2021年		2022年	
医疗仪器及器械	40.5	汽车（包括底盘）	119.2	汽车（包括底盘）	74.7
纺织纱线、织物及其制品	29.2	稀土	90	稀土	62.8
家用电器	23.5	钢材	80.2	成品油	48.7
塑料制品	19.6	肥料	73.2	未锻轧铝及铝材	33.7
集成电路	14.8	未锻轧铝及铝材	48.7	箱包及类似容器	28.2
灯具、照明装置及其零件	14.3	玩具	37.7	鞋靴	20.4
家具及其零件	11.8	鞋靴	35.3	钢材	18.7
自动数据处理设备及其零部件	11.6	箱包及类似容器	35.1	农产品	16.5
玩具	7.5	汽车零配件	33.7	塑料制品	9.3
通用机械设备	7.5	集成电路	32	中药材及中式成药	7.9

资料来源：海关总署，招商银行研究院



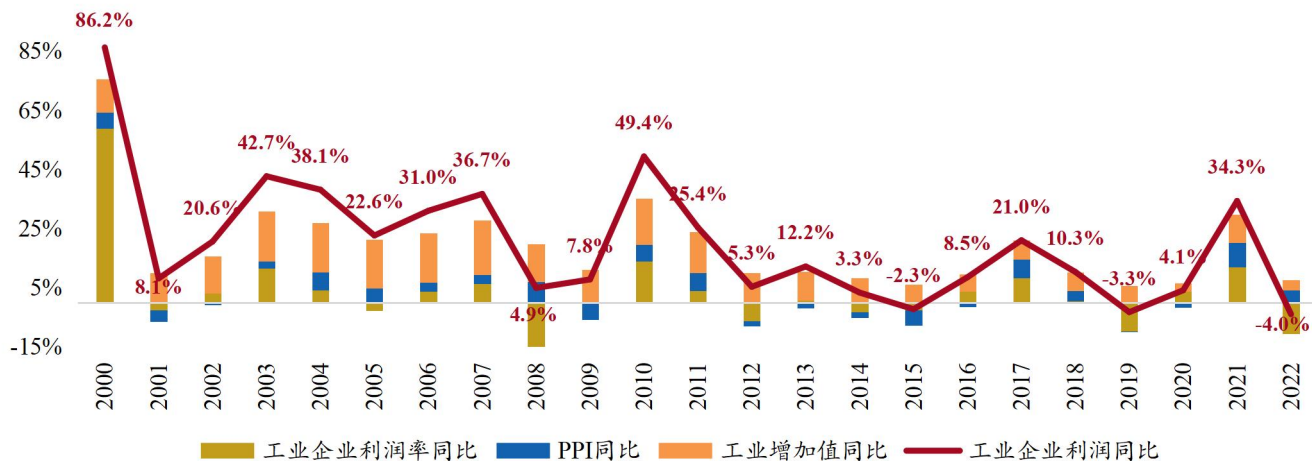
3. 产业链价值分配：格局有望进一步改善

纵向看，产业链上各环节相互依存，却又相互博弈。产业链的价值分配可以用利润占比来直观衡量，上中下游环节之间的利润占比历来呈现出此消彼长的态势，厘清利润分配格局有助于我们在产业链链条上进行资产配置的结构优化。

3.1 2022 年整体盈利创新低，今年年内有望触底回升

在拆解利润分配格局之前，我们需要先对整体的企业盈利情况有所认知。以年度视角做历史复盘，工业企业利润增速于 2000 年、2003 年、2007 年、2010 年、2013 年、2017 年、2021 年触顶；于 2001 年、2005 年、2008 年、2012 年、2015 年、2019 年见底，呈现出 3-4 年经历一轮周期的规律。**2022 年，工业企业利润同比下滑 4%，创下近二十年来的新低。**按照量、价、利润率三因素拆解，历史上的盈利底部普遍会呈现出工业增加值、PPI、营收利润率的增速同步下滑的现象，反映出需求不足、价格回落、盈利能力下行。2022 年也不例外，且利润率回落造成主要拖累。

图 40：将工业企业利润增速按照量、价、利润率拆分



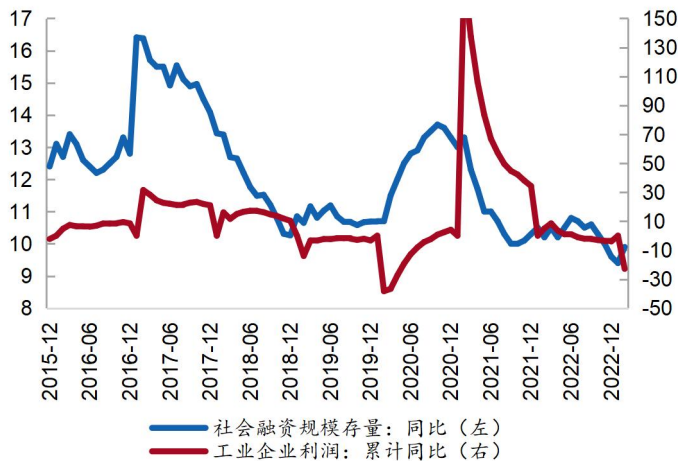
资料来源：wind，招商银行研究院

前瞻地看，我们关注以下两个指标推演企业利润增速的走势。1) 社融：社融代表的信用周期与企业信贷扩张意愿相关，领先于经济周期，进而领先于盈利周期。从历史经验看，信用周期领先于盈利大致 6-8 个月。2022 年下半年至 2023 年上半年的信用周期对应了 2023 年全年的盈利周期走势。2022 年下半年社融增速趋于下行，2023 年上半年在信贷需求回暖、财政前置发力的推动下有所回升。2) CRB 指数：历史数据显示，CRB 工业原料指数与工业企业盈



利高度相关。背后反映的是生产者价格水平在产业链中传导，并能够对企业利润增速形成重要影响。参考 PPI 的走势，2023 年 CRB 指数或也将呈现出前低后高的态势。综合上述两个指标，节奏上企业盈利增速有望于年内迎来触底回升，下半年可能会好于上半年。不过，年内 PPI 仍将处于较低水平，对企业盈利增长空间形成的制约不容忽视。

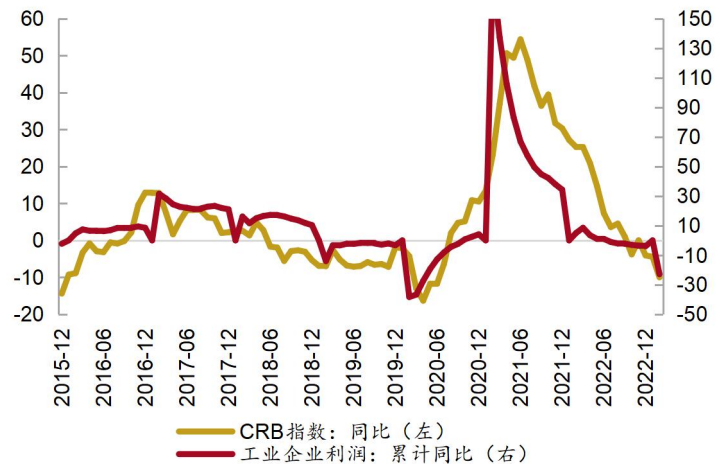
图 41：社融领先于盈利周期



资料来源：wind，招商银行研究院

注：考虑到社融口径经历过变化，数据从 2015 年底开始

图 42：CRB 指数与盈利周期走势一致



资料来源：wind，招商银行研究院

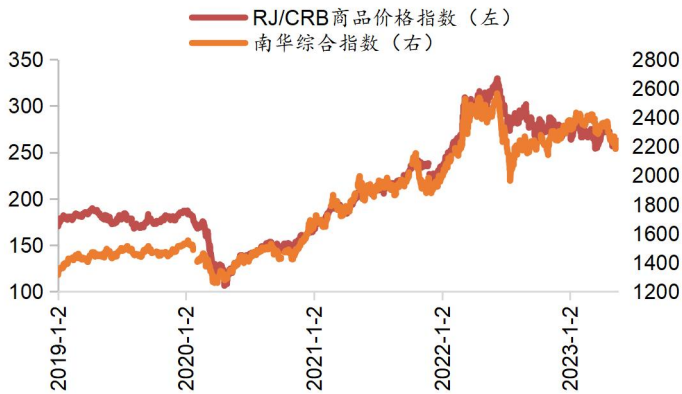
3.2 价值分配将继续向中下游聚集

疫后大宗商品价格普涨，利润分配明显向上游集中。疫后主要发达国家实施了量化宽松政策，叠加疫情反复对供给端造成扰动致供不应求，共同推动大宗商品价格进入集中上行期。成本压力沿着产业链链条向下传导的过程中，利润集中于上游行业。2021 年采矿业和上游原材料业的利润占比达到 44.4% 的历史新高水平，2022 年为 41.6%。中下游的利润被压缩，中游设备制造业的利润占比于 2021 年回落至低位，下游消费品行业在成本上涨和疫情致终端需求不振的两头积压之下盈利空间收窄，利润占比下滑至 2012 年以来的新低水平。

2022 年下半年大宗商品价格回落，价值分配格局有所改善。2022 年 6 月以来，全球需求走弱且供给恢复，大宗商品价格逐步回落。相应地，产业链上的盈利分配格局也逐步呈现出上游回哺中下游的态势，上游行业利润占比快速回落、中游有所提升、下游修复相对较慢。

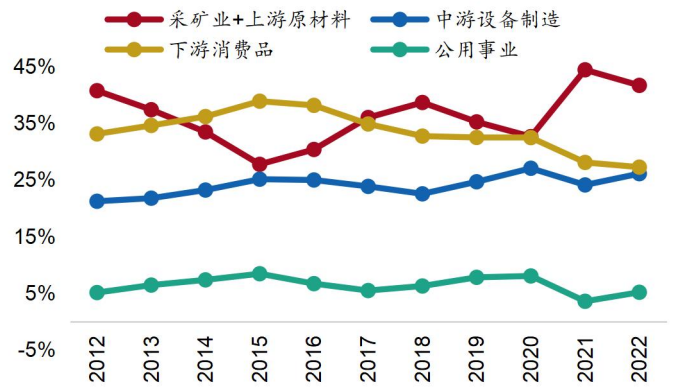


图 43：2021 年起大宗商品价格进入上行期



资料来源：wind，招商银行研究院

图 44：2012-2022 年上、中、下游行业的利润占比

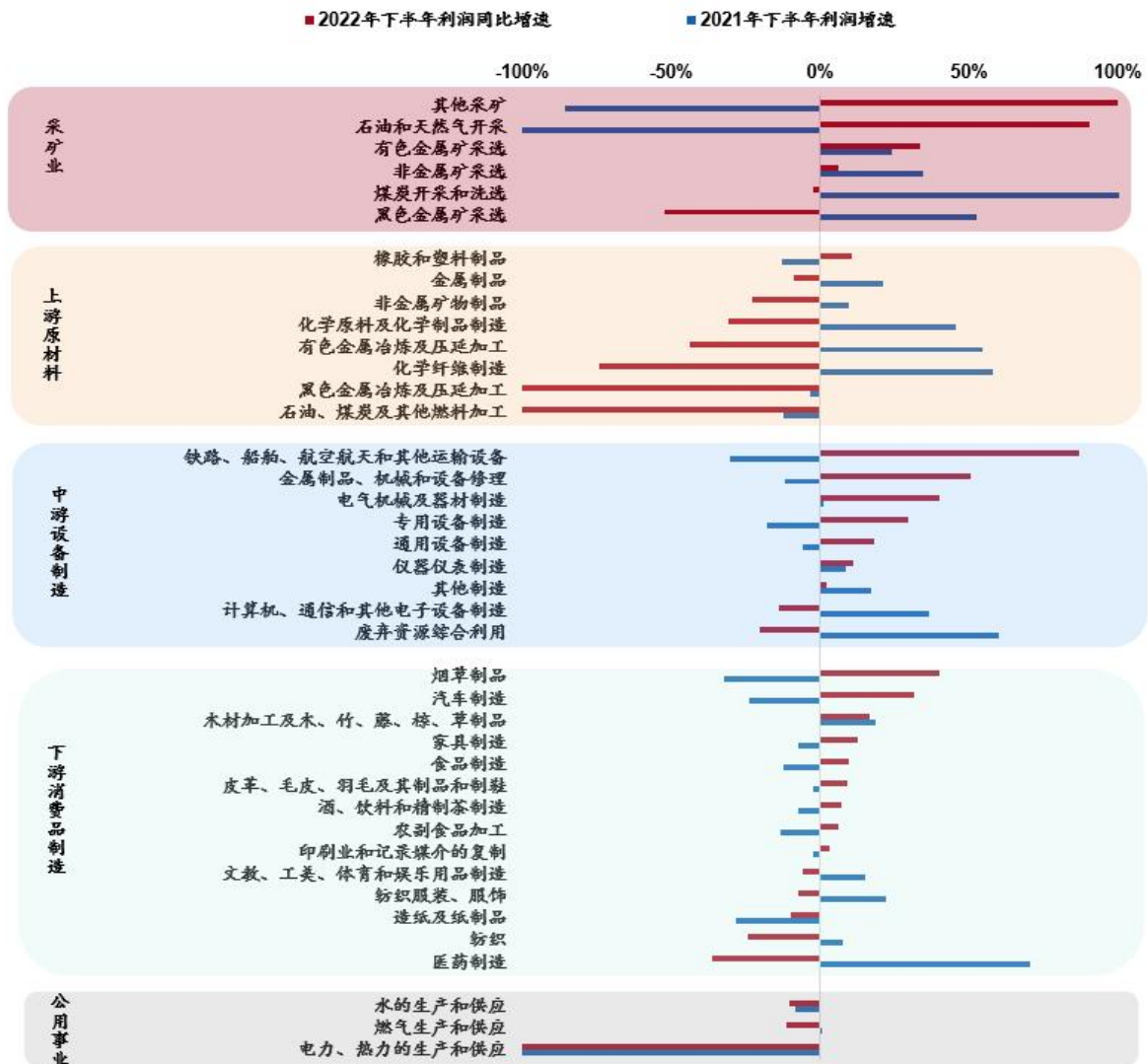


资料来源：wind，招商银行研究院

从具体行业看，2021 年下半年，采矿业、上游原材料业、中游设备制造业、下游消费品制造业分别实现 244.7%、18.9%、8.8%、1.4% 的利润增速，而至 2022 年下半年对应行业的利润增速为 7.2%、-47.2%、11.4%、-2.5%，上游行业利润增速明显放缓。2022 年下半年，利润增速显著下滑的行业主要有石油煤炭及其他燃料加工（-182.7%）、黑色金属冶炼及压延加工（-129.3%）、化学纤维制造（-74.4%）、黑色金属矿采选（-52.2%）。而利润增速明显提升的行业主要有其他采矿业（100%）、石油和天然气开采（90.2%）、铁路船舶航空航天等运输设备（87.1%）、金属制品及机械和设备修理（50.5%）。



图 45：2021H2 和 2022H2 分行业工业企业利润增速一览



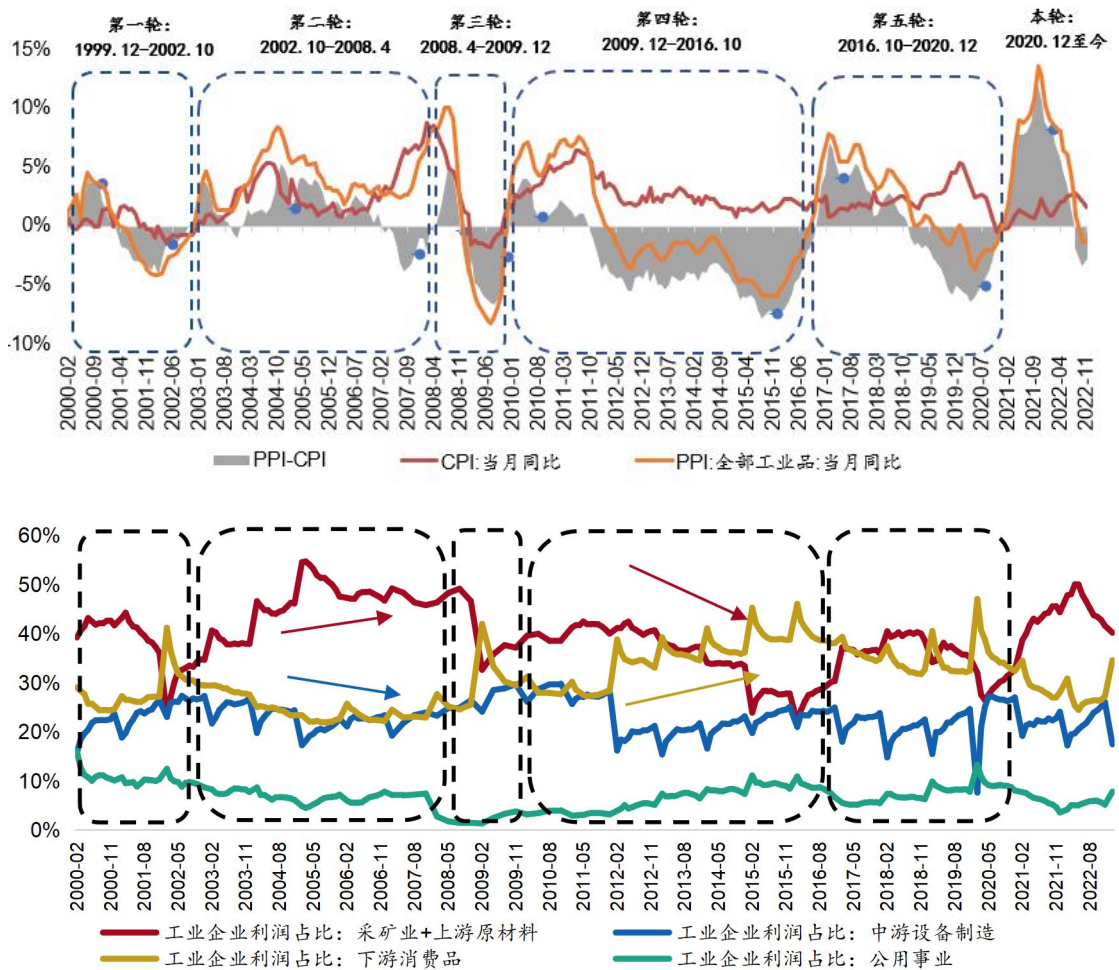
资料来源：国家统计局，招商银行研究院

从前瞻视角出发，我们通常借助 PPI-CPI 剪刀差对利润分配格局做出判断。PPI-CPI 剪刀差体现了价格在上中下游行业之间的传导，剪刀差走阔意味着上下游供需缺口扩大、利润向上游集中；收敛意味着供需耦合、价格向下传导较为顺畅。我们复盘了 2000 年以来的五轮剪刀差周期，每轮周期都包含着剪刀差从走阔到收敛再到走阔的路径，对应利润从上游向中下游切换、再聚集于上游的格局变化。

聚焦于本轮剪刀差周期，2023 年产业链利润将进一步将中下游聚集。自 2022 年 8 月起，PPI-CPI 已落入负区间，我们预计 2023 年剪刀差将延续为负，叠加经济回升带动内需修复，利润将有望继续向中下游行业集中。不过值得注意的是，外需走弱会对出口依赖度高的行业带来盈利不确定性。



图 46: 2000 年以来的五轮剪刀差周期, 每轮周期包含剪刀差“走阔-收敛-走阔”的路径, 对应上中下游利润分配格局的变化



资料来源: wind, 招商银行研究院

4. 库存周期：主动去库尚未完成，结构分化明显

作为最普遍存在的一类经济周期，库存周期有助于我们从总量视角判断经济所处的位置，并从结构视角识别当前各行业所处的复苏阶段及未来走势，从而掌握行业之间相对强弱的变化节奏。

4.1 当前处于主动去库期，下半年或将逐步触底回升

相对于市场需求而言，企业的生产经营行为往往存在时滞，从而导致库存水平出现周期性波动。生产强于需求时，库存会累积；生产弱于需求时，库存会去化。综合库存与需求的变动方向，库存周期可划分为四个阶段，反映了供需双方力量抗衡的结果。

主动补库存：库存与需求均向上。市场需求旺盛，企业预期较好故而主动扩大生产、提前备好库存，对应美林时钟的繁荣阶段。

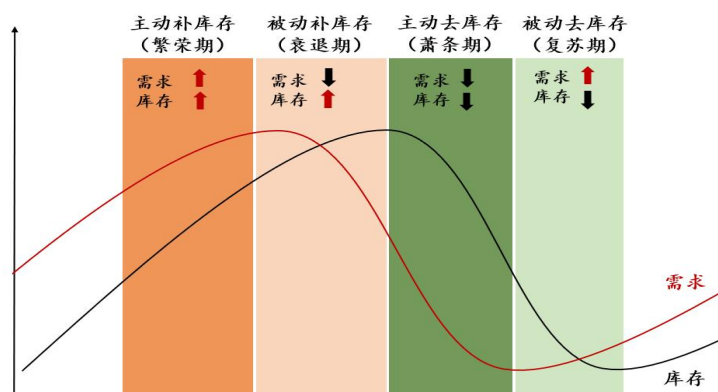
被动补库存：库存向上、需求向下。需求出现回落，而企业的生产经营活动因具有粘性未能及时做出调整，库存仍在被动增加，对应美林时钟的衰退阶段。

主动去库存：库存与需求均向下。市场需求下行一段时间后，企业开始主动收缩生产、降低库存，对应美林时钟的萧条期。

被动去库存：库存向下，需求向上。需求转头向上，企业尚未调整生产活动，导致库存被动减少，对应美林时钟的复苏期。

值得注意的是，库存曲线的反应滞后于需求曲线，因此库存周期实质上是一个滞后性指标。但是通过对经济周期形成交叉验证，库存周期也能反映出当下时点经济的包袱有多重或动能有多足，为后续的市场预期提供线索。

图 47：库存周期示意图



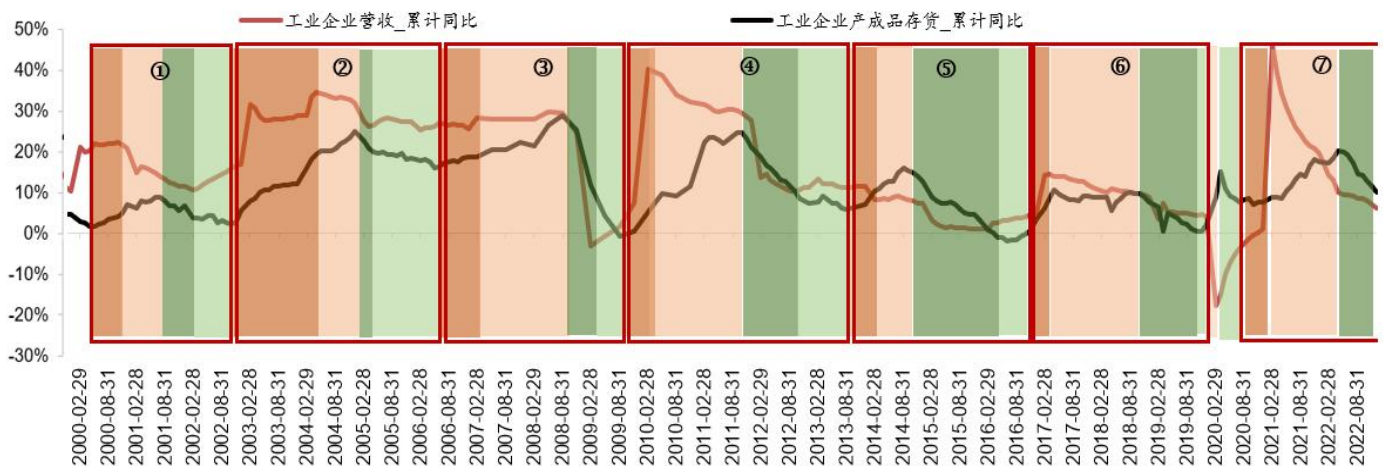
资料来源：招商银行研究院



2000 年以来，我国共经历了 6 轮完整的库存周期。根据历史经验，每轮库存周期的平均时长为 39 个月，包括 22 个月的补库存和 17 个月的去库存。一般来说，补库过程在一轮库存周期内占据更长时间，则反映需求更强。2006-2009 年（第三轮库存周期）经历的补库时长占当轮库存周期总时长的比重最高，2013-2016 年（第五轮库存周期）经历的补库时长占比最低。

当前处于第 7 轮库存周期的主动去库阶段。第 6 轮库存周期于 2019 年 11 月结束。疫情扰乱了原本的库存节奏，2019 年 12 月至 2020 年 2 月在物流中断、需求不振的冲击下库存周期直接切换至被动补库阶段，2020 年 3 月至 10 月转向销售复苏、被动去库。剔除疫情影响，2020 年 10 月起正式进入第 7 轮库存周期，并经历了为期 18 个月的补库期，自 2022 年 5 月至今尚处于主动去库阶段，说明经济较为疲弱。截至 2022 年 12 月，工业企业的产成品库存同比增速为 9.9%，处于 2000 年以来的 54%分位、近十年以来的 71%分位，库存水平相对较高。考虑到当前经济修复的基础尚不牢靠，库存拐点的出现仍待需求内生动能的更有力支撑。

图 48：2000 年以来我国经历了 6 轮完整的库存周期，当前处于第 7 轮库存周期的主动去库阶段



资料来源：wind，招商银行研究院

注：橙色对应补库存，绿色对应去库存，颜色深浅代表主动和被动，与图 28 所示一致

数据更新至 2022 年 12 月

表 2：根据历史经验，每一轮库存周期的平均时长为 39 个月，其中补库存 22 个月，去库存 17 个月

序号	库存周期	时长 (月)	补库存	时长 (月)	去库存	时长 (月)
1	2000. 5-2002. 10	30	2000. 5-2001. 8	16	2001. 9-2002. 10	14
2	2002. 11-2006. 5	43	2002. 11-2004. 12	26	2005. 1-2006. 5	17
3	2006. 6-2009. 8	39	2006. 6-2008. 8	27	2008. 9-2009. 8	12



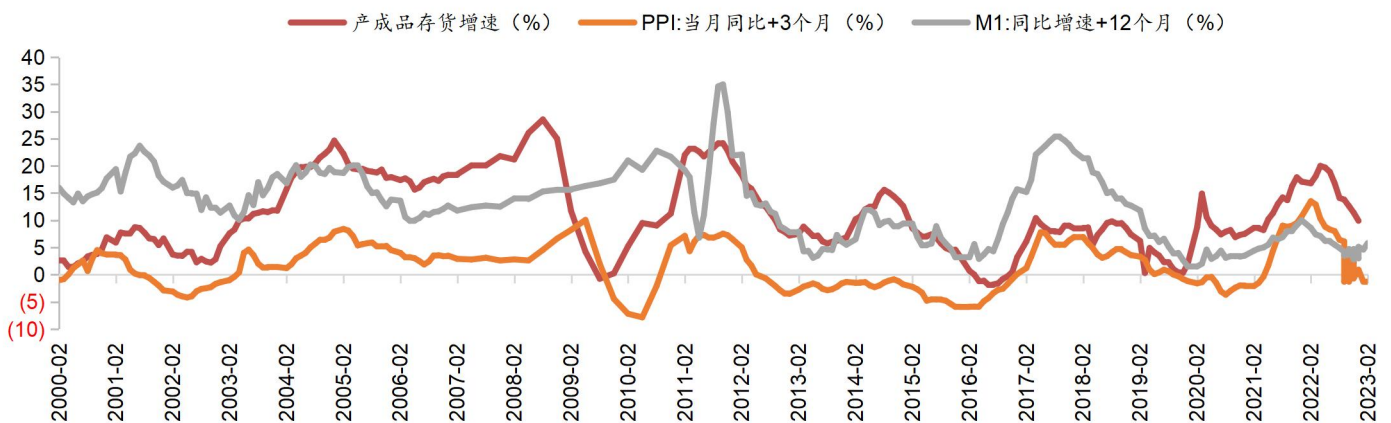
4	2009. 9-2013. 8	48	2009. 9-2011. 11	27	2011. 12-2013. 8	21
5	2013. 9-2016. 7	35	2013. 9-2014. 8	12	2014. 9-2016. 7	23
6	2016. 8-2019. 11	41	2016. 8-2018. 8	25	2018. 9-2019. 11	15
疫情扰动	2019. 12-2020. 10	11	2019. 12-2020. 2	3	2020. 3-2020. 10	8
7	2020. 11-至今		2020. 11-2022. 4	18	2022. 5-至今	
	平均时长	39	平均时长	22	平均时长	17

资料来源：wind，招商银行研究院

注：数据更新至 2022 年 12 月

前瞻地看，PPI 和 M1 预示 2023 年下半年后库存或将逐步触底回升。库存周期的拐点意味着需求复苏、经济环境迎来回暖，故而对库存做出的前瞻性判断具备重要的信号意义。一方面，PPI 是影响企业库存行为的重要因素。企业倾向于在 PPI 走高时扩大生产，在 PPI 下行时清理库存。历史经验显示，PPI 增速一般领先于企业产成品库存增速 3-5 个月。PPI 自 2021 年 10 月以来一路下行，预计下行态势将持续至 2023 年年中，下半年或有小幅回升，指向下半年库存周期也有望切换至补库。另一方面，M1 表征的活跃资金是经济冷暖的体温计，反映经济周期变化，也构成了库存的前瞻指标。一般来说，M1 增速领先于产成品库存 12-18 个月。本轮 M1 增速在 2021 年底触底，同样指向产成品库存有望于 2023 年年中之后拐头向上。

图 49：历史经验显示，PPI 领先于库存 3-5 个月，M1 领先于库存 12-18 个月



资料来源：wind，招商银行研究院

4.2 不同行业的周期运行位置存在差异，蕴含景气分化线索

统计局将工业企业划分为采矿业、制造业和电热燃水（即公用事业）三大类，我们进一步按照产业链所处的位置将制造业划为上游原材料业、中游设备制造业及下游消费品制造业。从库存数据的构成上看，上游原材料业和中游设



备制造业的企业库存占到了整体工业企业库存的近八成，而上游采矿业、下游消费品制造业和公用事业行业的库存占比偏低。故而，仅仅根据整体产成品库存刻画出的总量库存周期容易忽视采矿业、消费品制造业和公用事业的库存特点，同时难以关注到行业之间的库存位置分化。接下来我们关注各行业库存周期的具体运行情况。

图 50：各行业所处的库存周期位置及库存同比分位数（截至 2022 年 12 月）

工业行业	库存周期位置	库存增速所处分位数 (近十年以来)
采矿业	煤炭开采和洗选业	被动补库 97.3%
	石油和天然气开采业	主动去库 66.9%
	黑色金属矿采选业	被动补库 97.3%
	有色金属矿采选业	被动补库 61.6%
	非金属矿采选业	主动去库 36.6%
	开采专业及辅助性活动	主动补库 89.2%
上游原材料业	石油、煤炭及其他燃料加工业	主动去库 63.3%
	化学原料及化学制品制造业	主动去库 75.8%
	化学纤维制造业	主动去库 72.3%
	黑色金属冶炼及压延加工业	主动去库 55.3%
	有色金属冶炼及压延加工业	被动补库 91.0%
	橡胶和塑料制品业	主动去库 25.8%
	非金属矿物制品业	主动去库 84.8%
	金属制品业	主动去库 9.8%
	中游设备制造业	通用设备制造业
专用设备制造业		被动去库 37.5%
电气机械及器材制造业		主动去库 59.8%
仪器仪表制造业		主动去库 61.6%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业		被动去库 13.3%
计算机、通信和其他电子设备制造业		被动补库 72.3%
其他制造业		主动去库 25.8%
废弃资源		被动补库 98.2%
金属制品、机械修理		主动去库 83.9%
下游消费品制造业		农副食品加工业
	食品制造业	主动去库 84.8%
	酒、饮料和精制茶制造业	主动去库 66.0%
	烟草制品业	主动去库 40.1%
	医药制造业	主动去库 4.4%
	汽车制造业	被动去库 47.3%
	纺织业	主动去库 63.3%
	纺织服装、服饰业	主动去库 9.8%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	主动去库 6.2%
	家具制造业	主动去库 0.8%
	造纸及纸制品业	主动去库 70.5%
	印刷业和记录媒介的复制	主动去库 1.7%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	主动去库 75.8%
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	被动补库 93.7%
公用事业	水的生产和供应业	被动补库 54.4%
	燃气生产和供应业	被动补库 19.6%
	电力、热力的生产和供应业	主动去库 38.3%

资料来源：wind，招商银行研究院

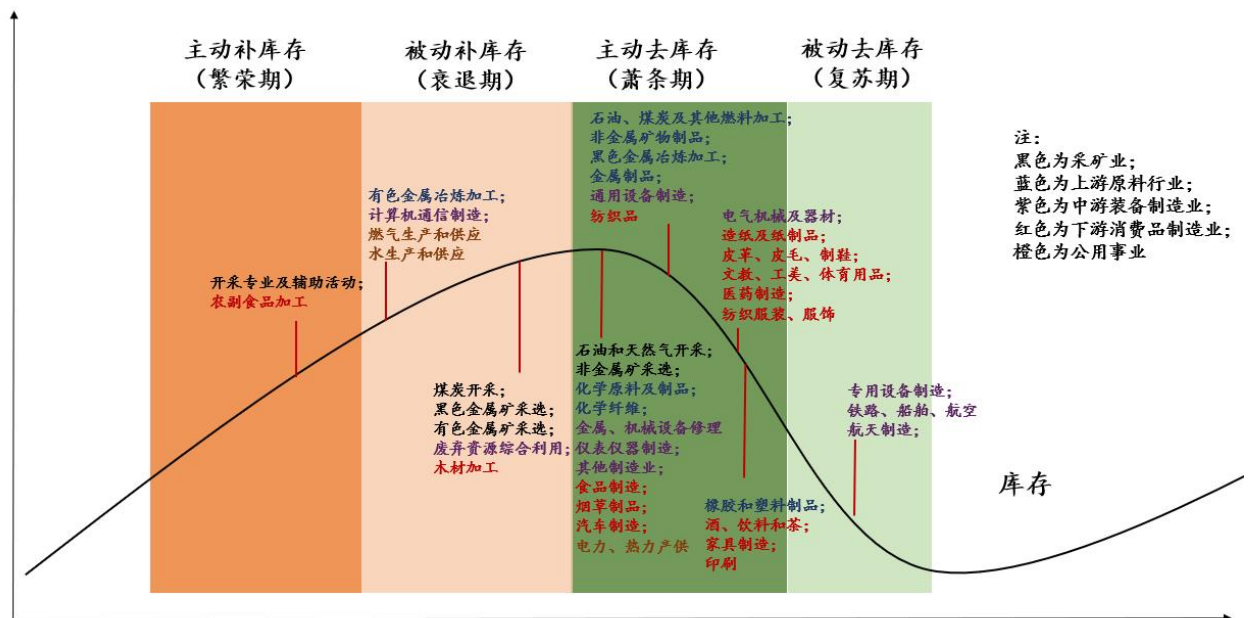
上游行业库存水位偏高，下游行业整体库存略低。截至 2022 年 12 月，上游采矿业中，煤炭开采和洗选、黑色金属矿采选业的库存同比分位数（近十年以来，下同）已超过 97%，石油和天然气开采、有色金属矿采选业的库存同比分位数超过 60%。上游原材料行业中，有色金属冶炼加工、非金属矿物制品、



化学原料及化学制品、化学纤维制造、石油煤炭及其他燃料加工业的库存处于历史 60%分位数以上。中游设备制造行业中，库存水平较高的为废弃资源以及金属制品、机械设备修理业；较低的有通用设备制造以及铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业。下游消费品制造业中，食品制造和木材加工业的库存水位超过了 80%，而家具制造、印刷业、医药制造、皮革制品和制鞋业、纺织服装业的库存水位不足 10%。公用事业行业中，水的生产和供应业库存处于历史 50%分位数以上，燃气生产和供应业库存同比分位不足 20%。库存增速处于较高水平，显示后续去库存的空间和压力仍存；库存增速所处的历史分位数较低，则为补库提供了良好的条件，关键因素在于需求的变化。

我们对各个工业企业行业所处的库存周期位置做了一一定位。与总量结果相匹配，多数行业当前处于主动去库存阶段，但不同行业之间存在着明显差异。

图 51：行业所处的库存周期位置存在分化（截至 2022 年 12 月）



资料来源：wind，招商银行研究院

上游采矿业主要处于被动补库和主动去库阶段。2021 年起，大宗商品价格进入集中上涨期，或使得部分资源品行业库存周期位置的运行速度较其他行业更慢。煤炭开采和洗选、黑色金属矿采选、有色金属矿采选处于被动补库阶段。石油和天然气开采、非金属矿采选业处于主动去库阶段。

上游原材料行业基本处于主动去库阶段。除了有色金属冶炼加工业之外，其余上游原料行业均处于主动去库存期。橡胶与塑料制品业已经经历了接近 1 年的主动去库，库存水位在历史水平的 26%，从趋势上推测步入了主动去库的末期。化学原料及制品、化学纤维制造业经历了近半年的主动去库，库存水平尚高，推测主动去库仍将延续。



中游设备制造业呈现分化。计算机通信制造和废弃资源综合利用行业尚处于被动补库阶段，其中废弃资源综合利用或已进入补库尾端。金属制品和机械设备修理、仪表仪器制造、通用设备制造、电气机械及器材制造业处于主动去库期。专用设备制造、以及铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业在2022年5月就已经步入了被动去库期，且铁路、船舶、航空航天和其他运输设备的库存水位只有13.3%，呈现出景气度向上的趋势。

下游消费品制造业多处于主动去库阶段。农副食品加工处于主动补库阶段，木材加工处于被动补库阶段，其余消费品制造业均处于主动去库期，主因疫情扰动之下终端需求恢复较慢。不过，家具制造、印刷业已经步入了主动去库末期，有望向被动去库切换。汽车制造业自2022年5月起呈现主动补库存的态势，但11-12月产成品库存逐步下降，切换至去库状态，可能与次年新能源车国补退坡有关。

公用事业行业处于主动去库和被动补库阶段。在公用事业行业中，水的生产和供应业、燃气生产和供应业处于被动补库期；电力热力的生产和供应业切换至主动去库期。

综上，当前处于主动去库阶段尾声的行业（橡胶和塑料制品、家具制造、印刷业等）、已步入被动去库阶段的行业（专用设备制造、以及铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业等）存在景气度向上动能，有望率先迎来库存周期拐点，转入需求向上的经济环境中。



5. 业务建议与风险分析：

5.1 业务建议

（本部分有删减，招商银行各行部如需报告原文，请参照文末方式联系研究院）

5.2 风险分析

（本部分有删减，招商银行各行部如需报告原文，请参照文末方式联系研究院）

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇