

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号: S1500523030001
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

产能周期的底部可能已经出现

2023年7月18日

摘要:

我们认为,产能周期的底部可能已经出现,下半年产能利用率存在边际向上的力量。(1)我国新动能不断壮大,引领作用持续增强。(2)居民收入增速加快,消费信心有望回暖。(3)美国部分行业或将开启补库。

- **二季度产能利用率夯实底部。**今年一季度,工业产能利用率降至2017年以来(除2020年一季度外)最低位,录得74.3%。二季度工业产能利用率为74.5%,继续处于历史的较低水平。我们认为,往后看,产能周期的底部可能已经出现,下半年产能利用率存在边际向上的动力。
- **第一,我国新动能不断壮大,引领作用持续增强。**6月工业增加值同比增长4.4%,明显高于万得一致预期的2.5%。去年6月疫情防控对工业生产的影响减弱,工业增加值的基数大幅回升,因此今年6月工业增加值实现了高基数下的高增长。新动能行业对工业生产形成了强有力的支撑。5月工业企业财务数据显示,装备制造业利润保持较快增长,其中新动能行业表现较为突出,可以推断这些行业生产积极性较为旺盛。我们认为,未来新动能行业有望继续发展向好,引领作用进一步显现。
- **第二,居民收入增速加快,消费信心有望回暖。**二季度全国居民人均可支配收入同比增长8.4%,比一季度增速加快3.4个百分点。从收入分配的角度,一季度名义GDP的增速要高于居民收入增速,而二季度居民收入的增速超越了名义GDP增速,反映居民部门收入占GDP的比重在二季度上升。另外,6月全国城镇调查失业率为5.2%,维持在全年目标之下。我们认为“就业-收入-消费”链条处于修复的路径中,居民消费能力的回稳有望重铸消费信心,下半年居民消费潜力有望逐步释放。
- **第三,美国部分行业或将开启补库。**根据美国制造商的库销比,我们判断美国新一轮库存周期的拐点将出现在明年二季度。但需要注意的是,本轮美国库存周期具有很强的结构性特征。5月美国耐用品库存同比增速为9.7%,处于历史较高水平,而非耐用品库存的同比已降至-4.7%。这意味着美国非耐用品或将在下半年开始补库。美国非耐用品中与中国出口相关的主要是服装及服装面料、纸制品、化学品等,我们判断,国内相关行业的出口订单可能会在三季度有所好转。
- **综上所述,我们认为下半年产能利用率存在向上的力量,并有望带动中国经济环比向上。**二季度GDP同比增长6.3%,低于万得一致预期的6.8%,其主要拖累在于地产行业。我们认为下半年产能利用率有望企稳回升,并带动中国经济环比向上。

风险因素:政策明显收紧;海外经济下行对出口影响超预期。

目录

一、产能周期的底部可能已经出现.....	3
二、工业增加值同比增速上升.....	7
三、基建、制造业投资保持韧性，地产继续探底.....	8
四、基数影响下社零增速下滑.....	10
风险因素.....	11

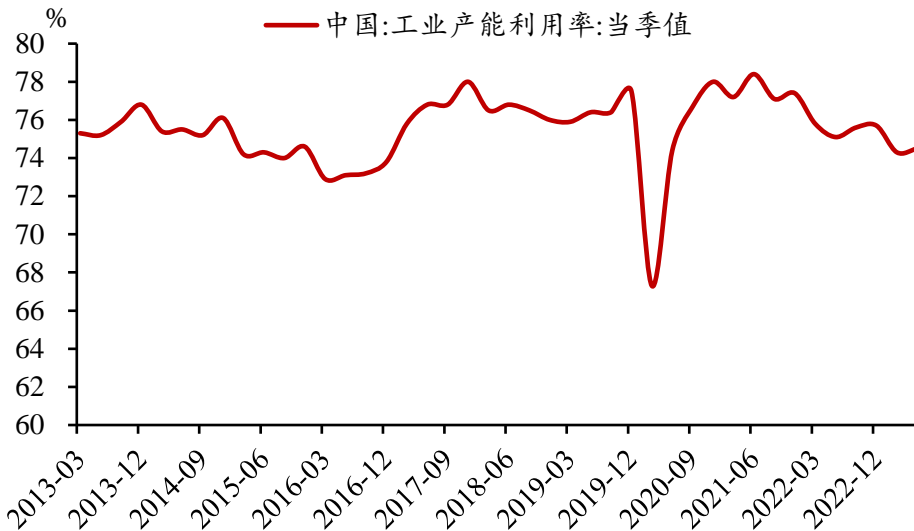
图目录

图 1：二季度产能利用率探底回升.....	3
图 2：各行业产能利用率.....	3
图 3：重点产品产量两年平均增速.....	4
图 4：名义 GDP 与居民收入增速.....	5
图 5：5 月美国耐用品库存同比增处于历史较高水平，而非耐用品库存的同比已较低.....	5
图 6：美国批发商库存分类.....	6
图 7：库存周期嵌套.....	6
图 8：工业增加值同比增速.....	7
图 9：工业增加值同比增速.....	8
图 10：各行业投资增速.....	9
图 11：房价出现了不同程度的下跌.....	9
图 12：房企资金来源增速.....	10
图 13：各类消费增速.....	11

一、产能周期的底部可能已经出现

二季度产能利用率夯实底部。一般我们使用工业部门的产能利用率来衡量产能周期的变化。今年一季度，工业产能利用率降至 2017 年以来（除 2020 年一季度外）最低位，录得 74.3%。二季度工业产能利用率为 74.5%，继续处于历史的较低水平。

图 1：二季度产能利用率夯实底部



资料来源:万得, 信达证券研发中心

我们整理了统计局公布的 13 个细分行业的产能利用率。结构上，中游原材料加工业中的化学纤维、有色金属，下游制造业中的汽车制造、专用设备、电气机械，以及下游消费品中的纺织业产能利用率改善幅度较为明显。

图 2：各行业产能利用率

产能利用率 (%)	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06
化学纤维	84.2	83.8	82.0	79.2	82.1	84.1
化学原料	77.9	77.7	75.3	76.0	75.5	74.3
有色金属	79.0	79.0	79.6	79.4	77.8	80.3
非金属矿物	65.8	66.7	68.2	67.2	63.9	65.1
黑色金属冶炼	77.0	79.2	74.9	73.5	78.1	79.0
通用设备	79.2	78.5	79.7	79.3	79.1	79.7
汽车制造	72.1	69.1	75.7	73.2	72.0	73.3
医药制造业	74.6	75.1	74.8	77.6	75.2	76.2
计算机通信	77.0	77.5	78.1	78.5	73.7	74.6
专用设备	77.8	77.5	77.6	77.5	77.0	78.1
电气机械	77.3	76.0	76.7	79.0	75.8	77.1
纺织业	78.2	77.8	76.7	76.2	75.5	76.9
食品制造业	71.6	71.3	72.0	71.9	70.7	68.1

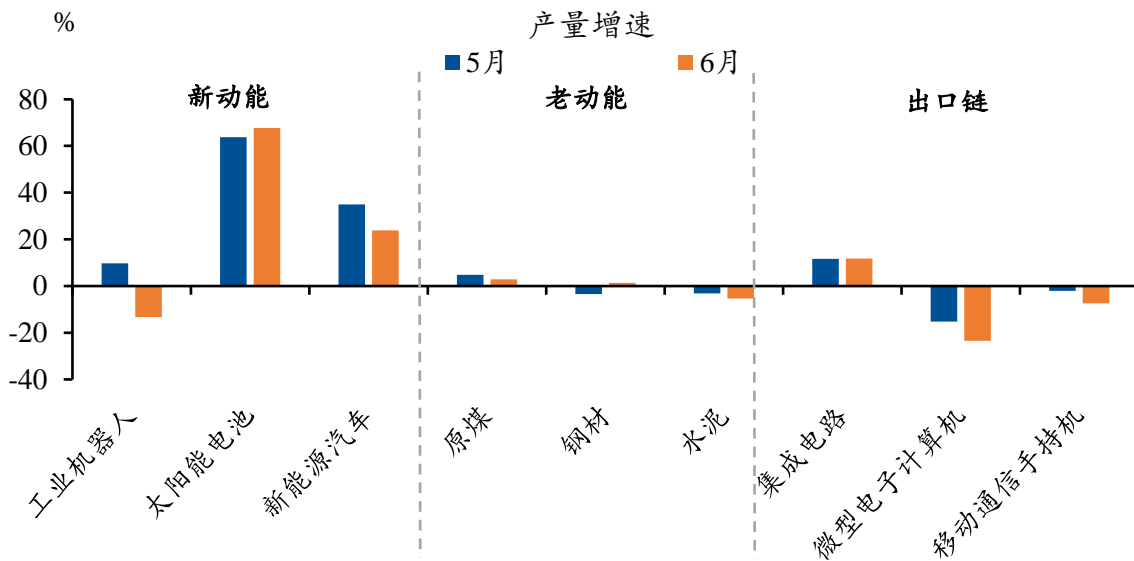
资料来源:万得, 信达证券研发中心

往后看，我们认为，产能周期的底部可能已经出现，下半年产能利用率存在边际向上的力量。

第一，我国新动能不断壮大，引领作用持续增强。6月工业增加值同比增长4.4%，明显高于万得一致预期的2.5%。去年6月疫情防控对工业生产的影响减弱，工业增加值的基数大幅回升，因此今年6月工业增加值实现了高基数下的高增长。其中，新动能行业对工业生产形成了强有力的支撑。分产品来看，6月太阳能电池、新能源汽车、工业控制计算机及系统产量分别增长54.5%、35.0%、34.1%。

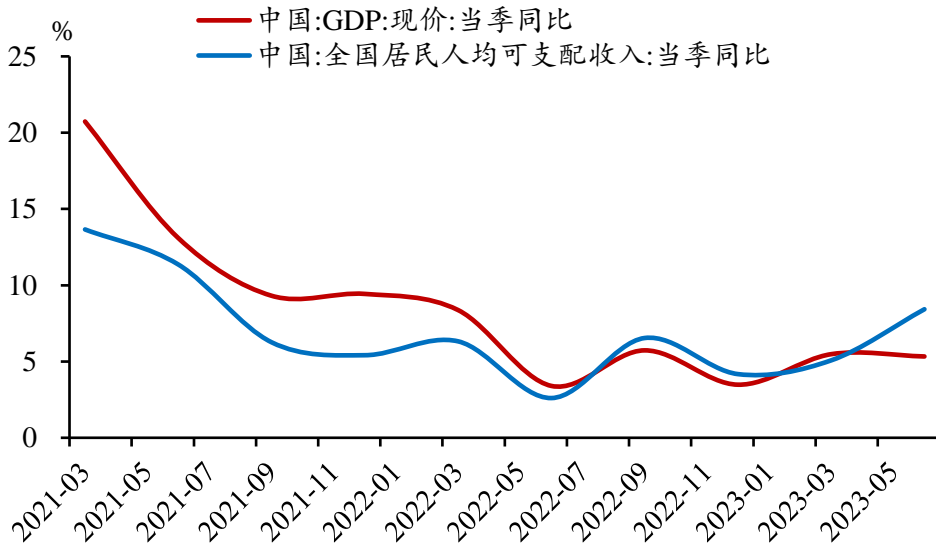
经验上，装备制造业的利润表现与出口具有较强的一致性。但在5月出口表现较差的情况下，装备制造业利润保持较快增长，其中新动能行业表现尤为突出，由此可以推断新动能行业在国内有着旺盛的需求。这也是为什么这些行业在6月继续保持着较高的生产积极性。近年来我国深入实施创新驱动发展战略，强化战略科技力量，创新成果不断涌现。我们认为，未来新动能行业有望继续发展向好，引领作用进一步显现。

图3：重点产品产量两年平均增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

第二，居民收入增速加快，消费信心有望回暖。二季度全国居民人均可支配收入同比增长8.4%，比一季度增速加快3.4个百分点。从收入分配的角度，一季度名义GDP的增速要高于居民收入增速，而二季度居民收入的增速超越了名义GDP增速（5.3%），反映居民部门收入占GDP的比重在二季度出现了上升。另外，6月全国城镇调查失业率为5.2%，维持在全年目标之下。我们判断，“就业-收入-消费”链条处于修复的路径中，居民消费能力的回稳有望重铸消费信心，下半年居民消费潜力有望逐步释放。

图 4：名义 GDP 与居民收入增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

第三，美国部分行业或将开启补库。根据美国制造商的库销比，我们判断美国新一轮库存周期的拐点将出现在明年二季度。但需要注意的是，本轮美国库存周期具有很强的结构性特征。5月美国耐用品库存同比增速为9.7%，处于历史较高水平，而非耐用品库存的同比已降至-4.7%。回顾历史数据可以发现美国耐用品和非耐用品库存的增速存在较强的同步性，那么为什么本轮会出现如此大的差别？我们认为其核心原因在于美国2022年以来的“史诗级”加息。由于耐用品消费与利率相关性较强，美国本轮快速且大幅度的加息抑制了美国居民耐用品的消费，致使耐用品去库不畅；而非耐用品受到的影响较小，目前库存已降至较低水平。这意味着美国非耐用品或将在下半年开始补库。美国非耐用品中与中国出口相关的主要是服装及服装面料、纸制品、化学品等，我们认为，国内相关行业的出口订单可能会在三季度有所好转。

图 5：5月美国耐用品库存同比增处于历史较高水平，而非耐用品库存的同比已较低


资料来源:万得, 信达证券研发中心

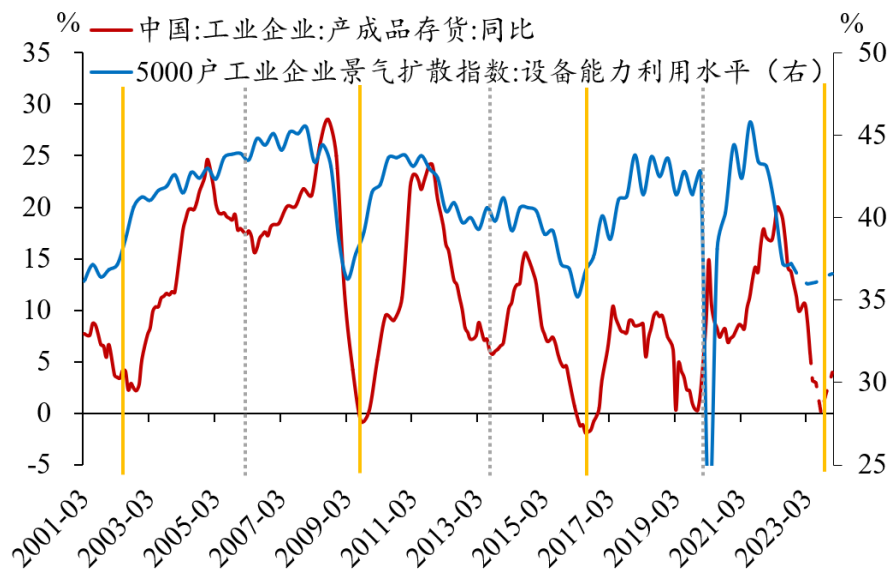
图 6：美国批发商库存分类

非耐用品	纸及纸制品
	药品及杂品
	服装及服装面料
	食品及相关产品
	农产品原材料
	化学品及有关产品
	石油及石油产品
	啤酒、葡萄酒及蒸馏酒
	杂项
	耐用品
家具及家居摆设	
木材及其他建材	
专业及商业设备和用品	
电脑及电脑外围设备和软件	
金属及矿产, 石油除外	
电气和电子产品	
五金、水暖及加热设备和用品	
机械设备和用品	
杂项	

资料来源:万得, 信达证券研发中心

综上所述, 我们认为下半年产能利用率存在向上的力量, 并有望带动中国经济环比向上。二季度 GDP 同比增长 6.3%, 低于万得一致预期的 6.8%, 从两年同比来看, 二季度 GDP 两年同比在 3.3% 左右, 低于年度目标的两年平均 4.0%, 其主要拖累在于地产行业。虽然下半年地产仍存在一定的下行压力, 但积极因素正在累积, 我们认为下半年产能利用率有望企稳回升, 并带动中国经济环比向上。

从周期嵌套的角度, 一轮产能周期包含着两轮库存周期, 产能利用率企稳回升对判断库存周期有参考意义。可以看到, 历史上每一轮产能周期包含着两轮库存周期, 第一轮库存周期开启时产能利用水平企稳回升, 第二轮库存周期开始时产能利用水平往往处于高位。我们认为, 下半年产能利用率有望出现积极的变化, 并且新一轮库存周期有望在三季度末开启。关于库存周期的逻辑可以参考我们的前期报告《库存周期的再探讨》。

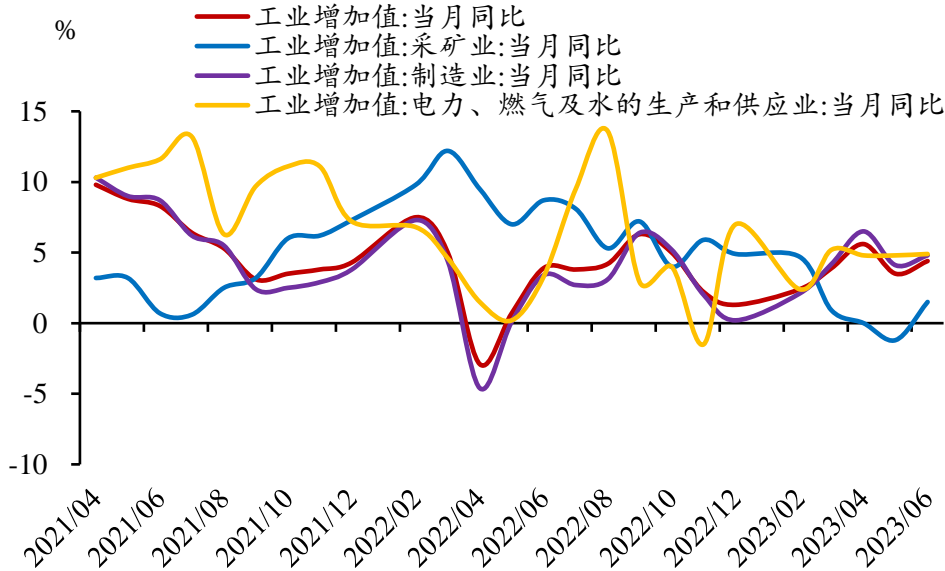
图 7：库存周期嵌套


资料来源:万得, 信达证券研发中心

二、工业增加值同比增速上升

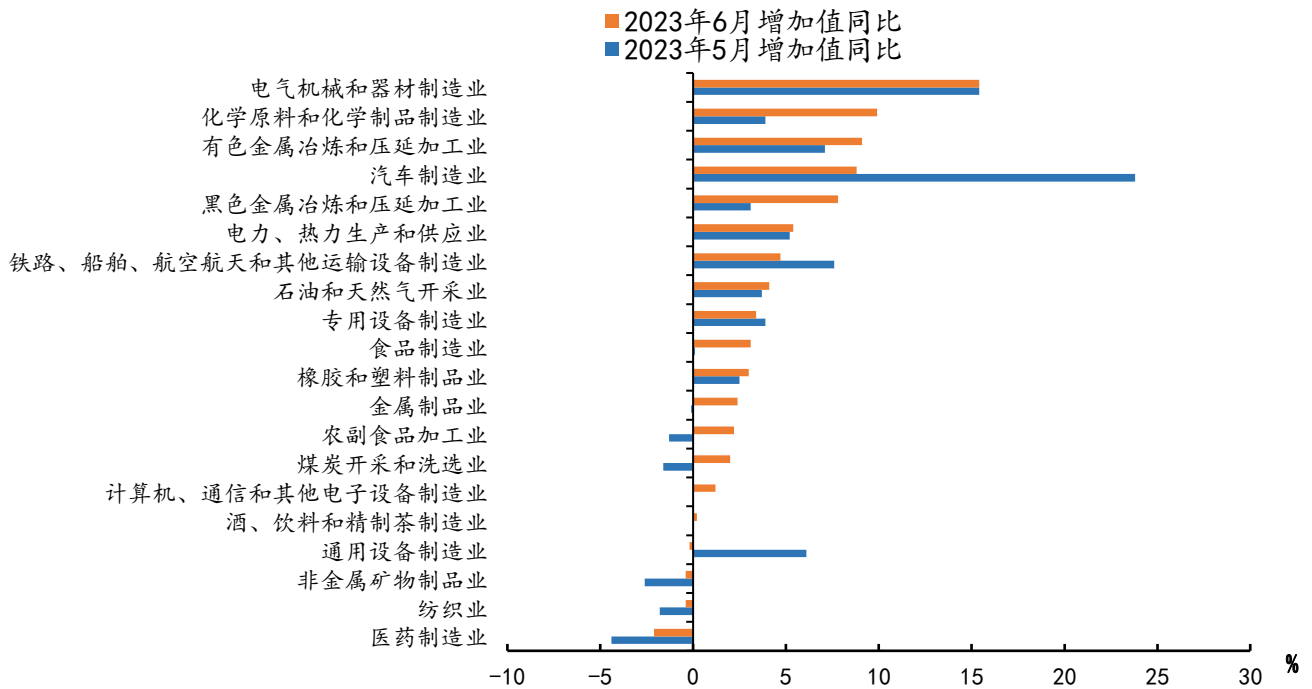
工业增加值同比增速上升。6月份，规模以上工业增加值同比增长4.4%，增速比5月份扩大0.9个百分点。采矿业增加值同比1.5%，较上期回升2.7个百分点。制造业增加值同比上升4.8%，较上期回升0.7个百分点。电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.9%，增速较上期加快0.1个百分点。从环比看，5月份规模以上工业增加值环比增长了0.68%，较上月扩大0.05个百分点。

图8：工业增加值同比增速



资料来源:万得, 信达证券研发中心

除了新动能之外，黑色金属冶炼、有色金属冶炼受到基建投资带动增速提升。6月份，黑色金属冶炼、有色金属冶炼增加值同比增长7.8%、9.1%，较上月加快4.7、2.0个百分点，主要受国内基建投资带动。另外，化学原料行业增加值同比增速大幅回升，这可能与前文提到的美国补库非耐用用品的逻辑有关。

图 9：工业增加值同比增速


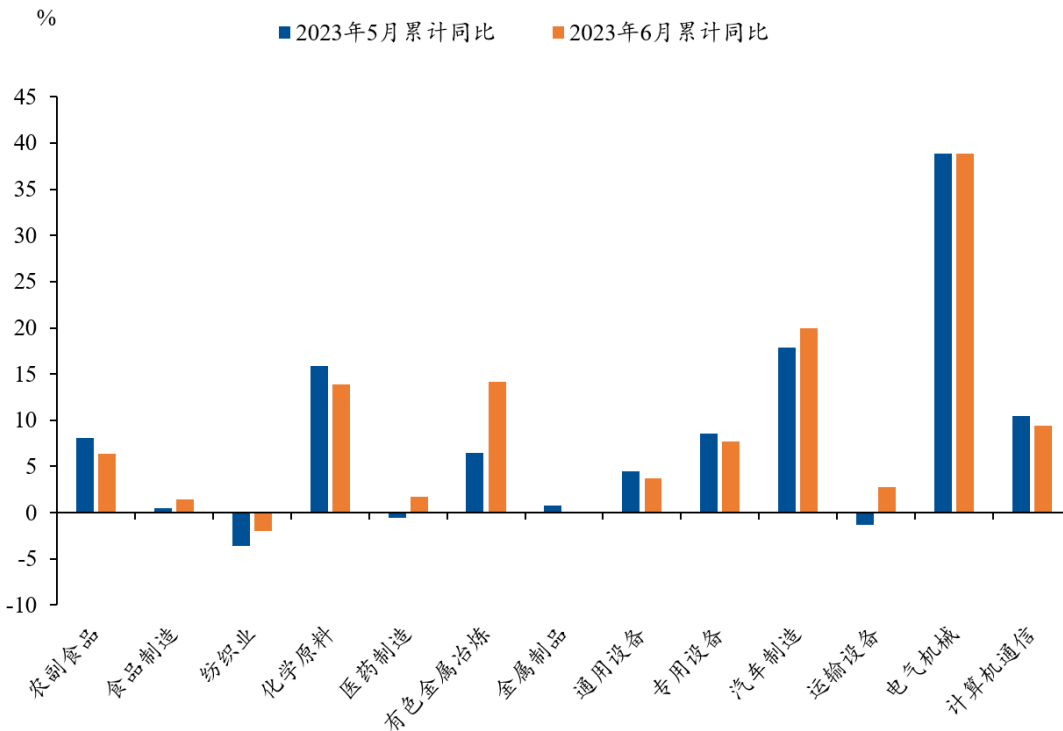
资料来源:万得, 信达证券研发中心

三、基建、制造业投资保持韧性，地产继续探底

1-6 月份，全国固定资产投资（不含农户）243113 亿元，同比增长 3.8%，比 1-5 月份回落 0.2 个百分点。

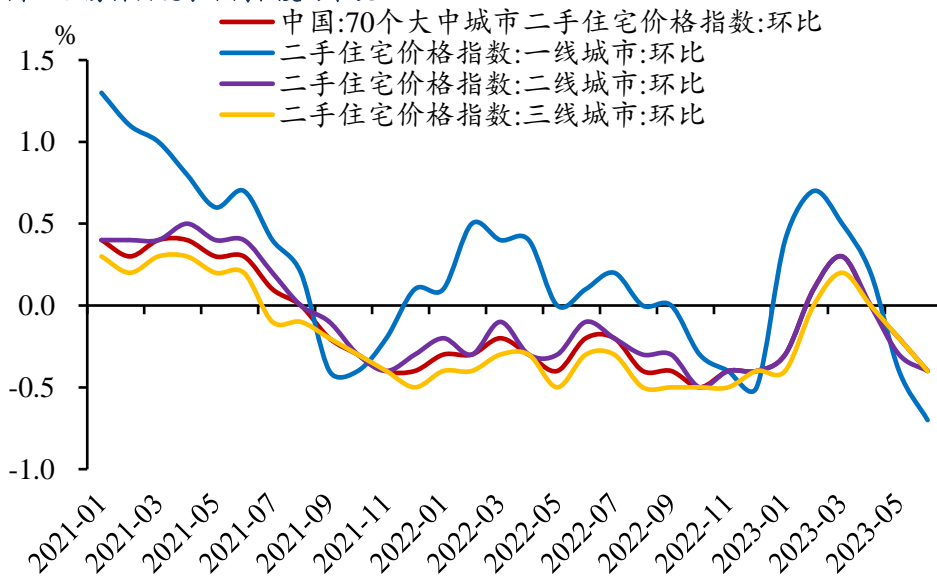
基建投资保持较快增长。1-6 月广义基建投资增长 10.7%，1-5 月为 10.1%。铁路运输业投资增长 20.5%，水利管理业投资增长 9.6%，道路运输业投资增长 3.1%，公共设施管理业投资增长 2.1%。今年以来新增专项债靠前发力，但发行进度不及去年同期。今年 1-6 月专项债发行占全年预算安排新增专项债限额的 59.7%，而上年同期的发行进度为 93.3%。我们认为三季度专项债有望迎来集中发行，基建投资预计将继续发力。

制造业投资增速与前值持平，维持韧性。1-6 月制造业投资增长 6.0%，与 1-5 月持平。一方面，前期企业中长期贷款大幅增加，6 月末，制造业中长期贷款同比增长 40.3%，比上年同期高 10.7 个百分点；另一方面，政策积极推动制造业转型升级，制造业投资维持韧性。1-6 月高技术制造业投资同比增长 11.8%，增速较快。

图 10: 各行业投资增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

地产销售端、投资端仍在寻底。1-6 月份, 全国商品房销售面积同比增速为-5.3%, 相比 1-5 月份下降 4.4 个百分点。在销售低迷的环境下, 房价的增速也出现了不同程度的放缓。6 月新建商品住宅价格指数环比由涨转跌, 环比下降 0.1%; 二手房价格跌幅扩大, 由-0.2%扩大至-0.4%。结构上, 一线城市二手住宅销售价格环比下降 0.7%, 降幅比上月扩大 0.3 个百分点; 二、三线城市二手住宅销售价格环比均下降 0.4%, 降幅比上月分别扩大 0.1 和 0.2 个百分点。一线城市作为全国楼市的“龙头”, 房价已经连续两个月领跌。

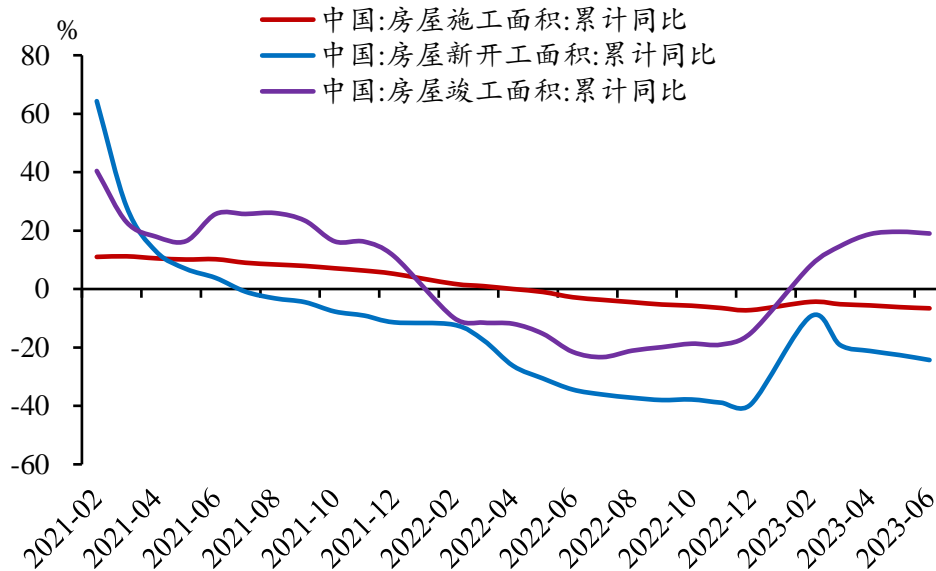
图 11: 房价出现了不同程度的下跌


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1—6 月, 全国房地产开发投资同比下降 7.9%, 降幅较 1-5 月扩大 0.7 个百分点。施工和新开工面积累计增速继

续下滑，同比分别为-6.6%和-24.3%（前值分别为-6.2%和-22.6%）。值得注意的是，竣工面积同比结束了今年以来持续的上升，本期录得 19.0%，较上期回落 0.6 个百分点。“保交楼”是今年的重点任务之一，竣工面积回落可能代表着房企在现金流的压力下，“保交楼”工作遇到了一定的困难。7月10日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，延长支持房企开发贷款、信托贷款等存量融资展期，延长专项借款支持项目相关人员尽职免责期限。我们判断，该政策有望对保交楼的融资需求形成支持。

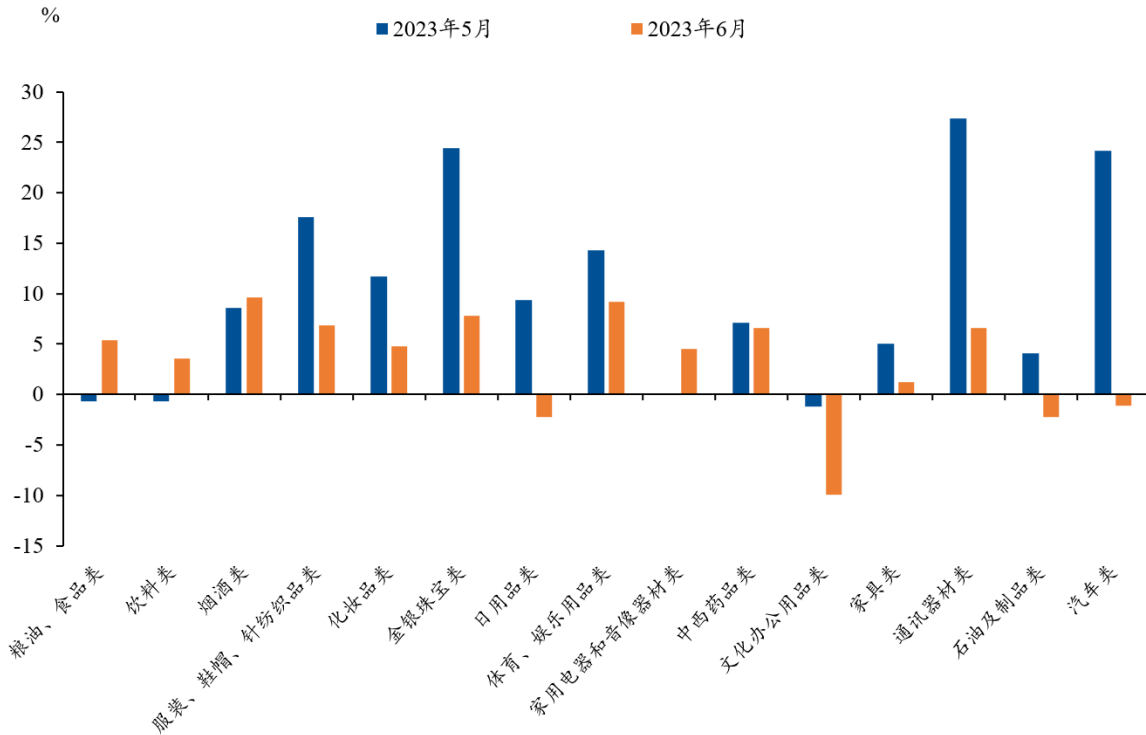
图 12：房企资金来源增速



资料来源:万得, 信达证券研发中心

四、基数影响下社零增速下滑

基数影响下社零增速下滑。6月社零同比增长 3.1%，增速较上月大幅回落 9.6 个百分点，主要源于去年同期基数明显抬升。剔除基数影响，6月社零两年平均增速为 3.1%，较 5 月上升 0.5 个百分点。

图 13: 各类消费增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

“618”购物节拉动相关消费走强。6月化妆品、金银珠宝销售额两年同比增长9.0%（前值为1.8%），金银珠宝销售额两年同比增长5.5%（前值为0.7%）。

高温天气家电消费形成刺激。6月家用电器和音像器材类销售额增速两年同比增速为1.4%，较上期大幅回升8.8个百分点。

风险因素

政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com

华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。