

宏观

证券研究报告

2023年08月03日

经济出现向上拐点的几个证据

回顾6、7月，大宗商品价格反弹、PPI大概率见底回升、PMI连续两个月上行、工业生产修复等均表明当下经济或已经进入了复苏的第三阶段，即N形复苏的第三步。

在地产长期供求关系发生变化、经济转型动能转换、潜在增速中枢下移的过程中，中国经济中的诸多结构性问题仍将长期存在，比如青年就业、生育率、老龄化、房地产、城镇化、政府债、中小银行风险等等，但长期问题只能在改革和发展的过程中逐渐消化解决，很难用短期政策一次性有效解决长期问题，因此在长期问题之外，我们也应该客观看待短期的经济变化，经济不是二次探底，N形复苏仍在继续，这也是下半年复苏交易再度回归的理由之一。

风险提示：政策力度低于预期，国内基本面复苏不及预期，地产对经济的拖累超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年7月第5周》
2023-07-31
- 《宏观报告：美国制造业回流在加速-近期美国制造业建筑投资开支增长解析》
2023-07-30
- 《宏观报告：宏观-第三季度的交易逻辑》
2023-07-29

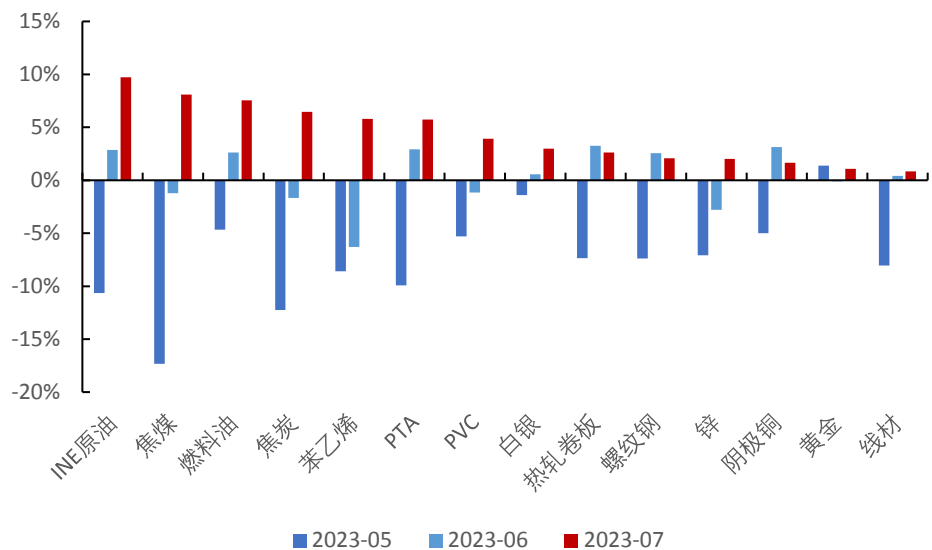
7月大宗商品价格回升、PMI连续两个月上行、企业去库放缓等现实均验证了我们对“经济不是二次探底”（详见《中国经济不是二次探底》，2023.6.22）和“复苏进入第三阶段”的判断（详见《疫后复苏进入第三阶段？》，2023.7.3）。即使没有逆周期政策托底，下半年经济大概率也会边际改善，市场对于基本面定价可以更有信心一些。

第一，部分大宗商品价格连续两个月环比增长。

大宗商品价格是反映需求边际变化较敏锐的信号。5月下旬开始，PTA价格率先回升，7月价格进一步上涨，焦煤焦炭、化工、黑色金属、有色金属等主要大宗商品价格环比均转正。

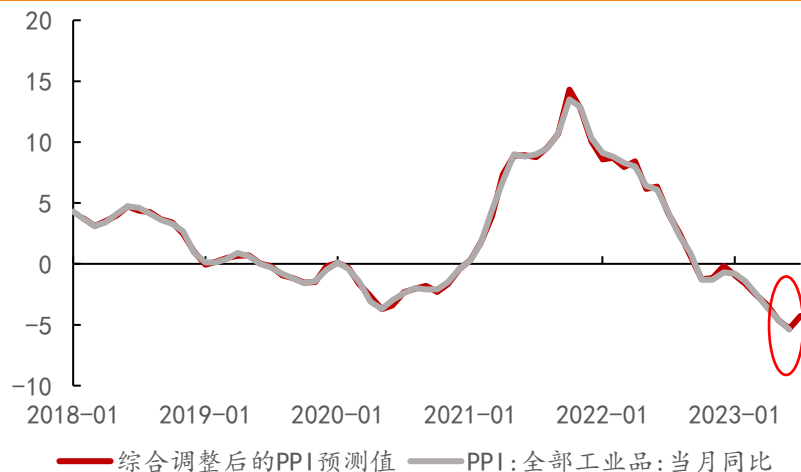
截止7月末，相比于4月以来的低点，焦煤、PTA、螺纹钢、阴极铜涨幅分别达到19.8%、16.4%、11.9%、9.8%。我们预计7月PPI同比增速有望从6月-5.4%回升至-4.3%左右。

图1：7月主要大宗商品价格环比转正（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图2：7月PPI同比增速大概率回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

第二，工业生产继续修复，下游表现强于上游。

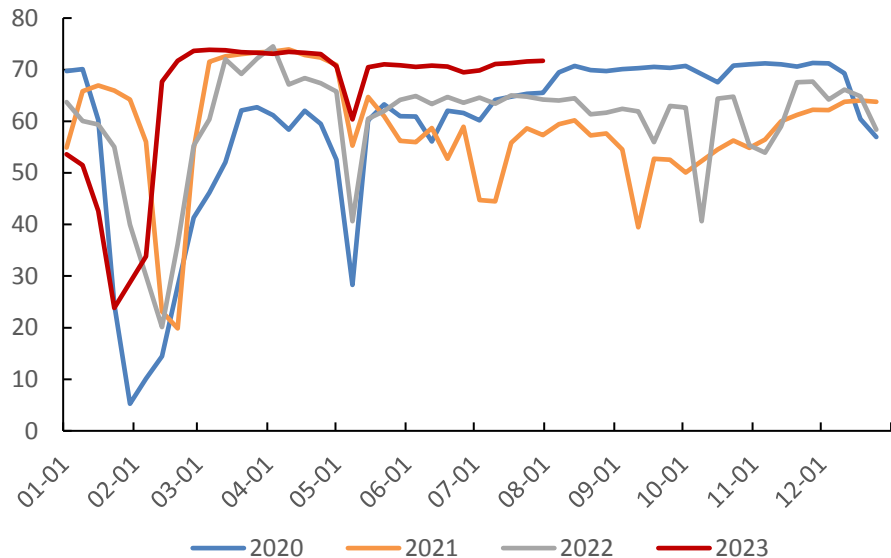
从中下游到上游，工业开工率环比回升。

中下游工业生产对需求变化的反映更加敏锐。7月中下游工业生产开工率数据继续改善，

半钢胎开工率从 6 月末的 69.5% 上行至 7 月末的 71.7%，对应乘联会口径下 7 月 1 日-23 日乘用车日均零售同比增长 2%¹；江浙地区涤纶长丝开工率和涤纶短纤开工率相比于 6 月末分别提高 0.6 和 1.1 个百分点，对应于在中国轻纺城成交量 7 月企稳回升。

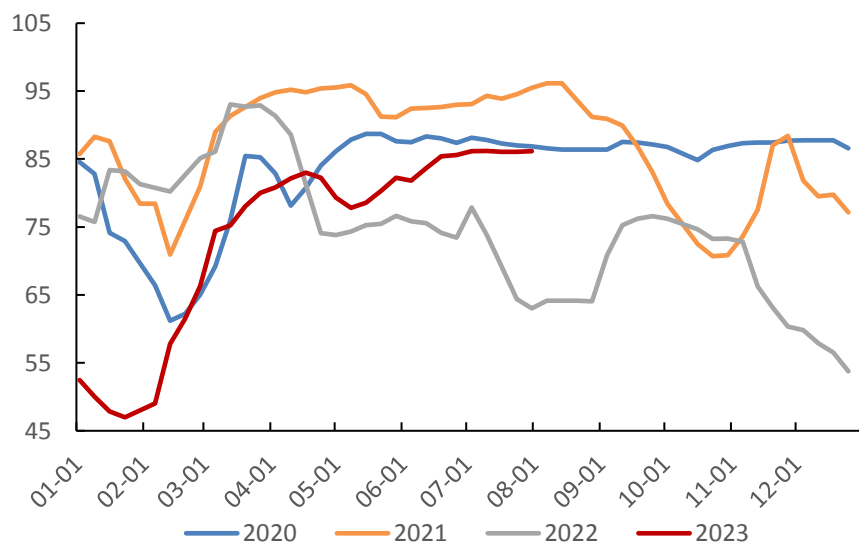
上游工业生产受高温、台风等天气影响，建筑业施工进度有所放缓，建筑业商务活动指数下滑 4.5 个百分点至 51.2%，水泥熟料产能利用率、水泥发运率、高炉开工率等指标在 7 月有所回落。

图 3：半钢胎开工率维持高位（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

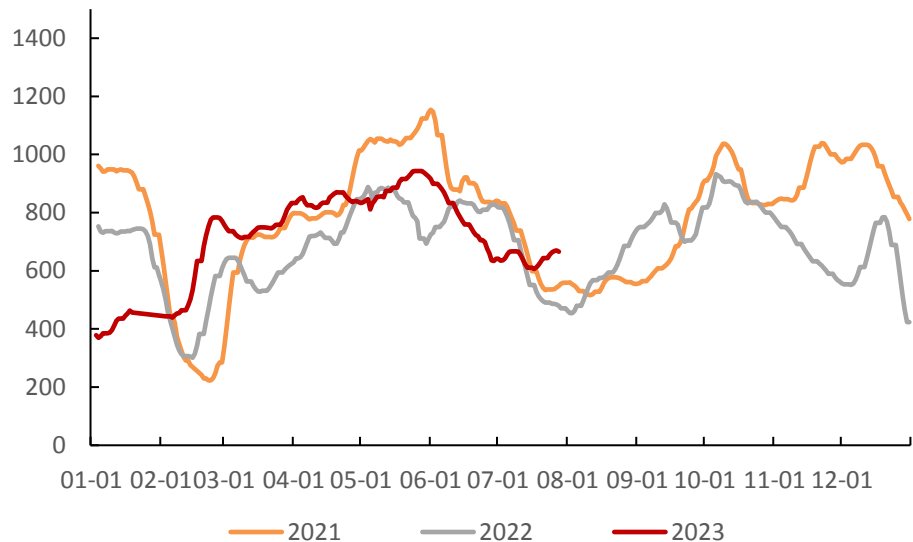
图 4：涤纶长丝开工率继续回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：轻纺城成交量企稳回升（单位：万平米）

¹ 乘用车市场信息联席会 (cpcauto.com)



资料来源：wind，天风证券研究所

第三，库存去化速度开始放缓。

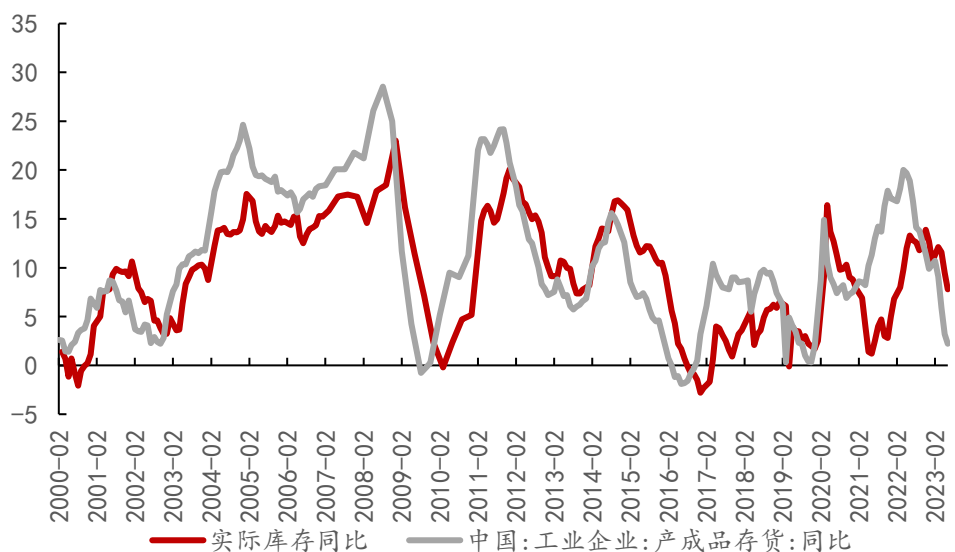
在经过 4、5 月的快速去库后，6 月名义库存已经回落 9% 的历史分位数水平，6 月库存去化速度开始放缓，工业产成品存货同比增速相比于 5 月仅下滑 1 个百分点，降幅明显低于 4、5 月的 3.2 个百分点和 2.7 个百分点。

7 月 PMI 产成品库存指数和原材料库存指数分别回升 0.2 个和 0.8 个百分点也表明 7 月企业库存去化速度或进一步放缓。

不同行业库存去化程度不同，部分行业库存已经接近相对底部，从库存分位数上看，纺织服装服饰业、印刷业、家具制造业、黑色金属冶炼及压延加工业等行业的库存水平已经处于 5% 以下的历史分位数水平。对应 7 月主要钢材库存、样本钢厂炼焦煤库存、涤纶短纤库存等高频数据指标开始企稳。

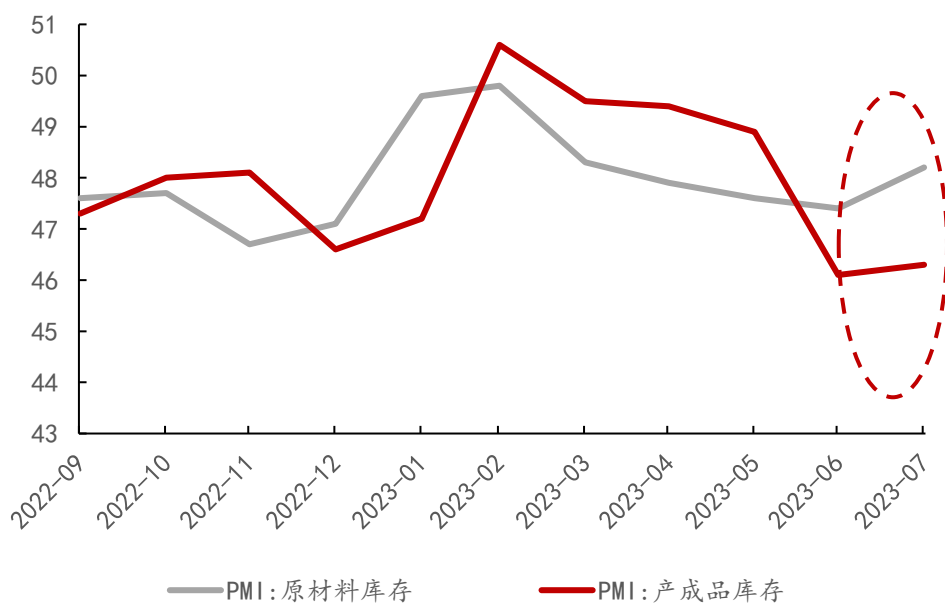
不过，库存周期的本质是需求周期，只有需求确定好转，库存才能进入被动去库或主动补库阶段，因此无论是内需修复还是外需拉动，需求是本质问题。

图 6：名义库存下滑速度快于实际库存（单位：%）



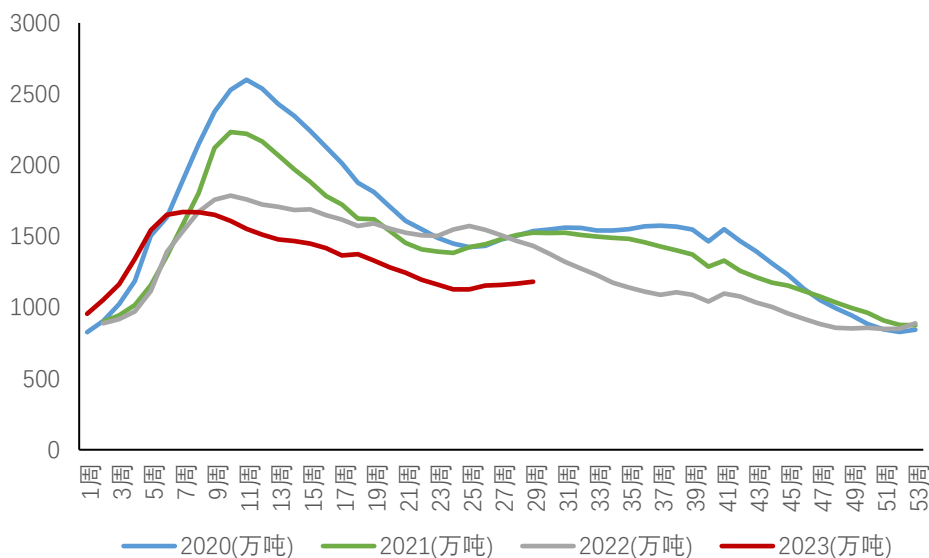
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：7 月 PMI 库存指数回升（单位：%）



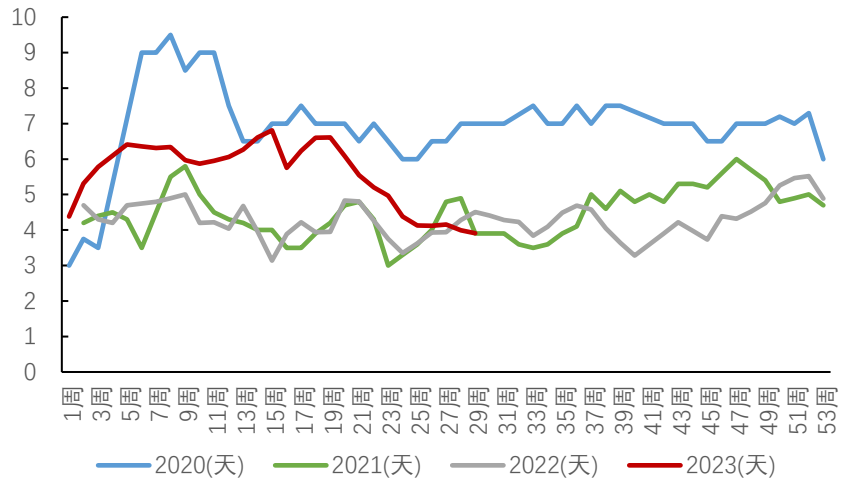
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：主要钢材库存企稳（单位：万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：PTA 库存天数降幅趋缓（单位：天）



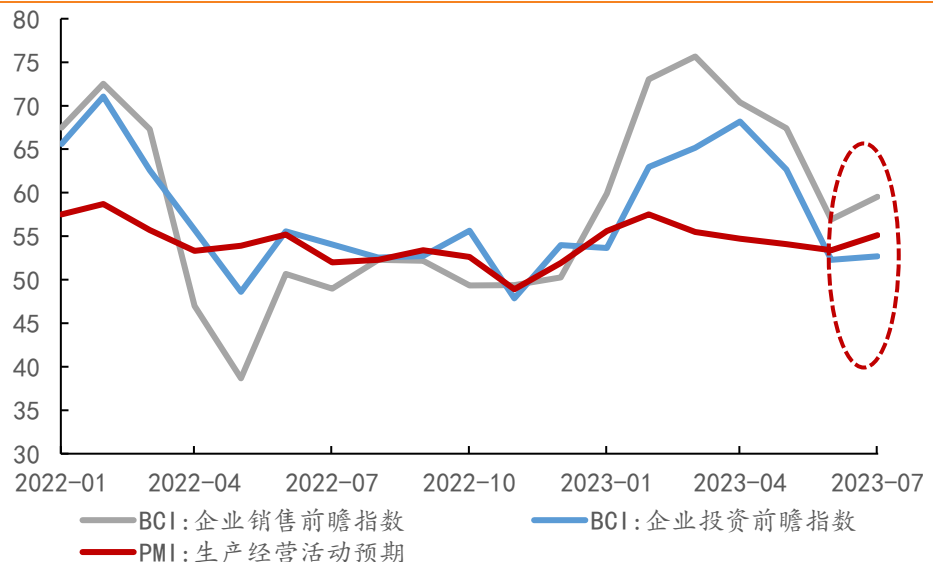
资料来源: wind, 天风证券研究所

第四，企业预期开始改善。

7月政治局会议后,《关于促进民营经济发展壮大的意见》²、《关于恢复和扩大消费的措施》³等政策措施陆续出台,政策对经济的支持力度不断加强。

政策发力叠加基本面边际改善,7月企业部门预期开始改善,其中小型企业和民营企业(长江商学院BCI调查集中于民营企业⁴)的改善更为明显。7月PMI企业生产活动预期上行1.7个百分点,止住了连续数月的下行趋势,其中PMI小型企业生产经营活动指数上行2.9个百分点,高于中、大型企业1.3个百分点的涨幅。7月BCI销售前瞻指数、利润前瞻指数和投资前瞻指数分别上行2.6、1.3和0.4个百分点,依旧位于较高水平。

图 10: BCI 和 PMI 数据显示企业预期有所好转 (单位: 万吨)



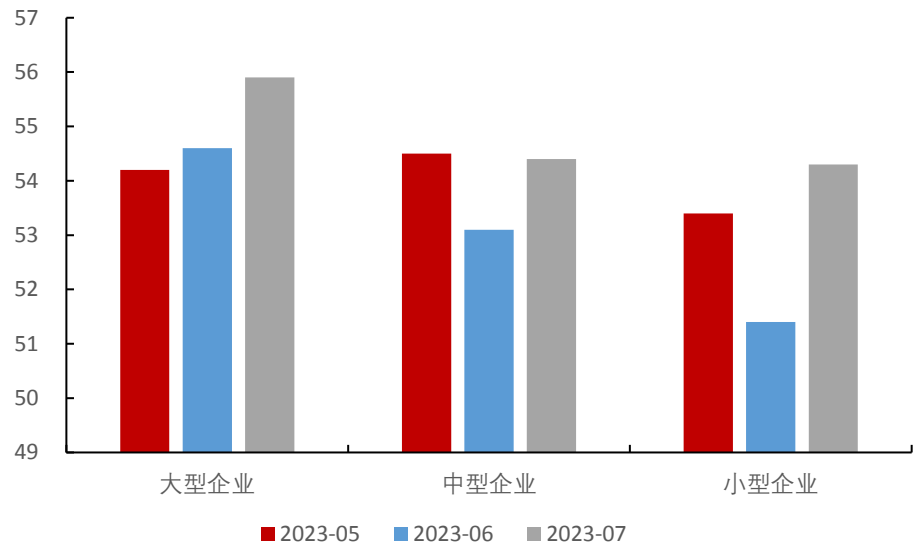
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 小企业意愿改善更为明显 (单位: 万吨)

² 中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见_中央有关文件_中国政府网 (www.gov.cn)

³ 国务院办公厅转发国家发展改革委关于恢复和扩大消费措施的通知_其他_中国政府网 (www.gov.cn)

⁴ 教授/研究-长江商学院 (ckgsb.edu.cn)



资料来源: wind, 天风证券研究所

回顾 6、7 月，大宗商品价格反弹、PPI 大概率见底回升、PMI 连续两个月上行、工业生产修复等均表明当下经济或已经进入了复苏的第三阶段，即 N 形复苏的第三步。

在地产长期供求关系发生变化、经济转型动能转换、潜在增速中枢下移的过程中，中国经济中的诸多结构性问题仍将长期存在，比如青年就业、生育率、老龄化、房地产、城镇化、政府债、中小银行风险等等，但长期问题只能在改革和发展的过程中逐渐消化解决，很难用短期政策一次性有效解决长期问题，因此在长期问题之外，我们也应该客观看待短期的经济变化，经济不是二次探底，N 形复苏仍在继续，这也是下半年复苏交易再度回归的理由之一。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com