

## 从 4Q 上市工业企业业绩或超预期到新周期的正循环

### ——中国经济如何走向复苏（六）

#### 作者

分析师：樊磊  
 执业证书编号：S0590521120002  
 邮箱：fanl@glsc.com.cn  
 分析师：方诗超  
 执业证书编号：S0590523030001  
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

#### 专题内容摘要

##### 核心观点：

2023 年 4 季度规上工业企业盈利的明显回升尚未引起资本市场的充分重视。我们发现规上工业企业利润波动与上市公司利润波动高度趋同。4 季度规上工业企业利润的回升可能意味着正在公布的工业类上市公司年报有超预期的可能，包括中下游制造业上市公司。此外，企业利润的改善与资本支出持续走强，叠加消费有改善的迹象，可能意味着以资本支出为主导的正循环已经可以对冲地产的下行，并推动中国经济逐步迎来新周期的复苏。

#### ➤ 规上工业企业利润与上市工业公司利润有较高相关性

规上工业企业增加值占中国全部工业增加值的 95% 以上。但是，受到统计口径调整，基数效应扭曲等多方面因素的影响，投资者对规上工业企业利润是否能够代表上市公司利润存在疑虑。我们发现，经过季调以后的规上工业企业利润和 ROA 与工业类上市公司的利润和 ROA 高度趋同，两者 ROA 的拟合优度高达 0.78。这种较高的相关性也同样适用于中下游制造业以及剔除烟草等国有特许经营部门之后的中下游制造业（ROA 拟合优度约为 0.7）。

#### ➤ 2023 年 4 季度工业上市公司利润或超预期

由于季调后规上工业企业利润自去年 8 月以来大幅回升（12 月较 7 月共回升 27.4%），我们预计正在公布的上市工业企业年报整体或超预期。其中，中下游行业可能也有一定改善——但是受到相关行业周期性较弱的影响，其改善比较温和。从行业上看，除了偏上游的钢铁、有色等行业外，机械设备维修、化学纤维制造、木材制品、纺织业、造纸与印刷、金属制品以及酒饮行业 ROA 的回升幅度好于制造业 ROA 回升的平均水平。

#### ➤ 新周期的正循环或正在启动

工业利润改善、企业资本支出走强，以及春节期间消费数据超预期的回升，可能意味着资本支出推动产出增加和真实收入改善，收入改善进一步带动投资和消费等终端需求回升的正循环已经逐步成型。从 1 月社融超预期和 1-2 月 PMI 超季节性（好于季节规律 0.4、0.3pct）来看，以资本支出为核心的正循环可能已经可以对冲地产的下行，并推动中国经济逐步进入新的复苏周期。回顾历史，2003 年的中国经济过热就主要受制造业投资驱动。

#### ➤ 海外经验：地产危机后新周期一旦启动，资本市场常迎来长期牛市

从美国、瑞典、韩国等国家走出地产长周期拐点之后的衰退，走向经济复苏的经验来看，股票市场常常出现长期牛市。我们认为这一现象可能与新经济周期主要受到资本支出驱动，周期的长度偏长有关。

**风险提示：**经济二次探底时间长于预期，政策意外收紧，外需和地缘政治发生不利变化，地产出现系统性风险

#### 相关报告

- 1、《“转杠杆”背景下 2024 年基建投资增速几何？——宏观深度研究》2024.02.04
- 2、《外需、通缩和产能过剩风险无需担忧！——中国经济如何走向复苏（五）》2024.01.20

## 正文目录

<b>1. 规上工业企业利润具有较好指示性</b> .....	<b>5</b>
1.1 规上企业贡献超九成工业增加值 .....	5
1.2 上市公司对规上企业利润贡献超四成 .....	6
1.3 规上工业企业与上市工业企业 ROA 走势趋同.....	6
1.4 规上中下游制造业与上市公司 ROA 走势趋同.....	9
<b>2. 4 季度工业类上市公司利润可能超预期</b> .....	<b>13</b>
2.1 规上工业企业盈利自 8 月总体回升 .....	13
2.2 规上中下游制造业利润也有所改善 .....	14
<b>3. 哪些制造业行业利润在明显改善?</b> .....	<b>17</b>
3.1 Q4 多数行业利润水平有所回升.....	17
3.2 12 月更多行业利润水平改善.....	18
<b>4. 新周期复苏的正循环或正在出现</b> .....	<b>20</b>
4.1 经济复苏的“绿芽”或已经出现 .....	20
4.2 宏观经济的正循环或正在启动 .....	20
4.3 海外经验：经济复苏拐点也常是牛市起点.....	24
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

<b>图表 1: 规上工业增加值与全部工业增加值</b> .....	<b>5</b>
<b>图表 2: 规上企业数量的占比</b> .....	<b>5</b>
<b>图表 3: 上市公司在规上企业中的利润占比</b> .....	<b>6</b>
<b>图表 4: 工业上市公司与规上工业企业的 ROA 走势</b> .....	<b>7</b>
<b>图表 5: 工业上市公司 vs 规上企业的 ROA (ttm) (单位: %)</b> .....	<b>7</b>
<b>图表 6: 工业上市公司 vs 规上企业的利润规模</b> .....	<b>8</b>
<b>图表 7: 制造业上市公司与规上企业的 ROA 走势</b> .....	<b>8</b>
<b>图表 8: 制造业上市公司 vs 规上企业的 ROA (ttm) (单位: %)</b> .....	<b>9</b>
<b>图表 9: 制造业上市公司 vs 规上企业的利润规模</b> .....	<b>9</b>
<b>图表 10: 中下游制造业上市公司与规上企业的 ROA 走势</b> .....	<b>10</b>
<b>图表 11: 中下游制造业上市公司 vs 规上企业的 ROA (ttm) (单位: %)</b> .....	<b>10</b>
<b>图表 12: 中下游制造业上市公司 vs 规上企业的利润规模</b> .....	<b>11</b>
<b>图表 13: 中下游制造业上市公司与规上企业的 ROA 走势</b> .....	<b>11</b>
<b>图表 14: 中下游制造业上市公司 vs 规上企业的 ROA (ttm) (单位: %)</b> .....	<b>12</b>
<b>图表 15: 工业行业 ROA (ttm)</b> .....	<b>13</b>
<b>图表 16: 制造业行业 ROA (ttm)</b> .....	<b>13</b>
<b>图表 17: 工业与制造业规上企业利润规模 (季调)</b> .....	<b>14</b>
<b>图表 18: 中下游制造业行业 ROA (ttm)</b> .....	<b>14</b>
<b>图表 19: 中下游制造业行业 ROA (ttm) (剔除特殊行业)</b> .....	<b>15</b>
<b>图表 20: 中下游制造业规上企业利润规模 (季调)</b> .....	<b>15</b>
<b>图表 21: 工业、制造业 vs 中下游制造业的规上企业利润规模 (季调)</b> .....	<b>16</b>
<b>图表 22: 2023Q4 哪些行业利润水平在明显改善? (ROA, ttm)</b> .....	<b>18</b>
<b>图表 23: 2023 年 12 月哪些行业利润水平在明显改善? (ROA, ttm)</b> .....	<b>19</b>
<b>图表 24: 存量社融环比和同比</b> .....	<b>20</b>
<b>图表 25: 中国制造业和服务业资本支出</b> .....	<b>21</b>
<b>图表 26: ROA 是影响企业资本支出最重要的因素</b> .....	<b>22</b>
<b>图表 27: 春节假期国内出游情况 (较 2019 年同期增长)</b> .....	<b>22</b>
<b>图表 28: 春节假期全国日均旅客发送量 (营业性客运)</b> .....	<b>22</b>

图表 29: 中国的 GDP、工业增加值和 CPI 同比增长 (%)，1997-2005) .....	23
图表 30: 最终消费与资本形成同比 (%)，1997-2005) .....	23
图表 31: 贸易盈余占 GDP 比重 (1997-2005) .....	23
图表 32: 中国制造业、地产和基建固定资产投资名义同比增长 (1997-2005) .	24
图表 33: 美国、韩国、瑞典在经济复苏后的股指表现 .....	24

## 引言

近期，工业企业利润明显回升且超预期，但是资本市场对此似乎关注不够：

一方面，近些年规模以上工业企业的数据不断由于挤水分等因素进行口径调整<sup>1</sup>，有观点因此认为规上工业企业利润的指标可能不具有很强的代表性，并且对这一指标是否能代表相关行业上市公司利润的有疑虑。

另一方面，有市场观点认为，工业企业利润的好转可能主要集中在国企和上游行业，市场普遍关注的中下游行业可能反而利润受到挤压。

此外，由于疫情造成的基数效应也导致同比数据存在扭曲，即使 4 季度工业企业利润同比回升，也完全可能是因为去年同期疫情导致的基数偏低，并不代表企业利润的真实回升。

然而，我们发现规上工业企业利润&ROA 的波动与上市公司工业企业利润&ROA 的波动一直有较高的相关性。而不受基数效应影响的季调以后的规上工业企业利润和 ROA 数据都表明自 2023 年 3 季度晚期以来，企业利润明显回升，包括中下游制造业企业。这意味着，正在公布的 2023 年 4 季度上市工业和制造业企业的利润可能也有望改善。考虑到市场对 4 季度企业利润整体比较悲观，我们认为工业制造业企业的年报数据或超预期。

而企业利润的改善，资本支出的走强，和春节期间旅游等一些数据所代表的消费回暖及 1-2 月制造业 PMI 超季节性的回升，可能意味着一个以企业资本支出为主导的正循环不但已经形成，而且可能已经可以对冲地产的下行（《中国经济的新周期和新特征——中国经济如何走向复苏（四）》）并推动中国经济逐步复苏。我们继续维持中国经济有望在 1 季度或 2 季度回到复苏<sup>2</sup>轨道的判断。

<sup>1</sup> 《中国统计年鉴 2022》中有所说明：“2017 年以来全国规模以上工业企业主要经济指标数据与上年数据之间存在不可比因素，其主要原因是：……（二）加强统计执法，对统计执法检查中发现的不符合规模以上工业统计要求的企业进行了清理，对相关基数依规进行了修正。（三）加强数据质量管理，剔除跨地区、跨行业重复统计数据。”

<sup>2</sup> GDP 环比增速超过 1.1-1.2%的水平，推动负产出缺口收敛和价格水平回升。

## 1. 规上工业企业利润具有较好指示性

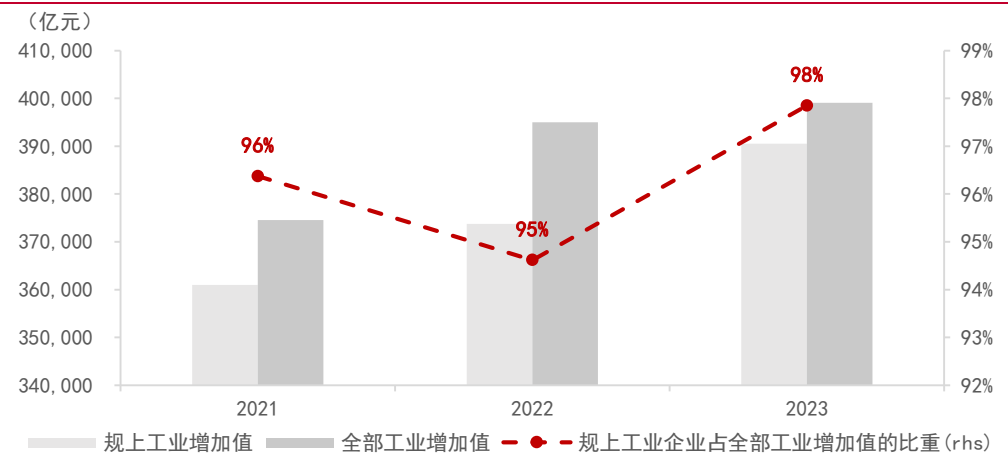
每月公布的工业企业利润或许是一个观察上市公司最新盈利情况的较好的窗口。在对比工业统计的企业利润与相关行业的上市公司利润后，我们发现，从总的工业行业，到制造业行业，再到中下游制造业、剔除了国企主导行业的中下游制造业，工业统计的企业利润情况与相关行业上市公司的盈利表现高度趋同。

### 1.1 规上企业贡献超九成工业增加值

规上工业企业在工业生产中占据主导地位。

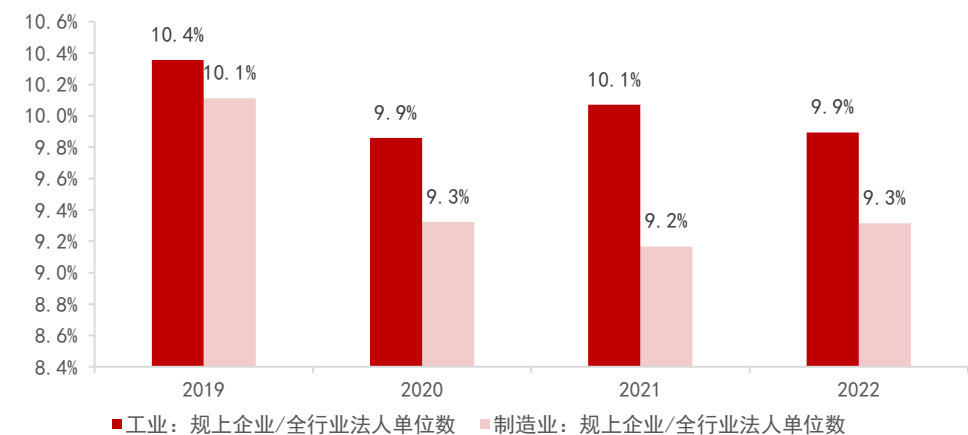
从 2011 年开始，规模以上工业企业的统计范围为年主营业务收入 2000 万元及以上的工业法人单位。尽管这一批企业的数量仅占工业行业法人单位的 10% 左右，但从增加值的角度来看，规上工业企业创造的工业增加值在全国工业增加值中的占比超过 95%。

图表1：规上工业增加值与全部工业增加值



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：规上企业数量的占比



资料来源：IifinD，国联证券研究所

## 1.2 上市公司对规上企业利润贡献超四成

考虑到规上企业在工业行业中占据主导地位，是工业增加值的主要贡献来源。那么，我们是否可以通过规上工业企业观察 A 股上市工业的最新盈利情况呢？

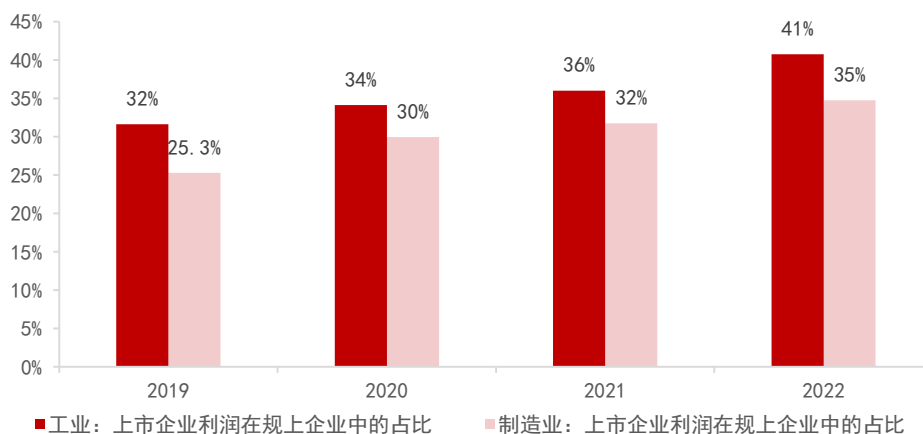
我们先比较了工业和制造业行业中，A 股上市企业与规上企业的数量与利润规模。我们发现，上市公司利润是规上企业利润的重要组成部分，占比超过四成。

从企业数量来看，工业类的 A 股上市公司基本都属于规上工业企业，但企业数量占比较小。根据证监会行业分类，截至 2 月 28 日，A 股上市的工业企业共有 3816 家，其中只有 4 家公司在 2022 年的主营业务收入小于 2000 万元。所以 A 股上市的工业企业基本属于规上工业企业，占规上工业企业数量的 0.8%。

其中，A 股上市的制造业企业共有 3602 家，其中 3598 家属于规上企业，占规上制造业企业数量的 0.9%。

但是，从利润规模上来看，上市公司的利润总额在规上企业中占比超四成。根据板块数据，2022 年上市的工业企业利润占规上工业企业利润的 40.8%。其中，上市制造业企业利润总额占规上制造业利润的 34.8%<sup>3</sup>。

图表3：上市公司在规上企业中的利润占比



资料来源：Wind，国联证券研究所

## 1.3 规上工业企业与上市工业企业 ROA 走势趋同

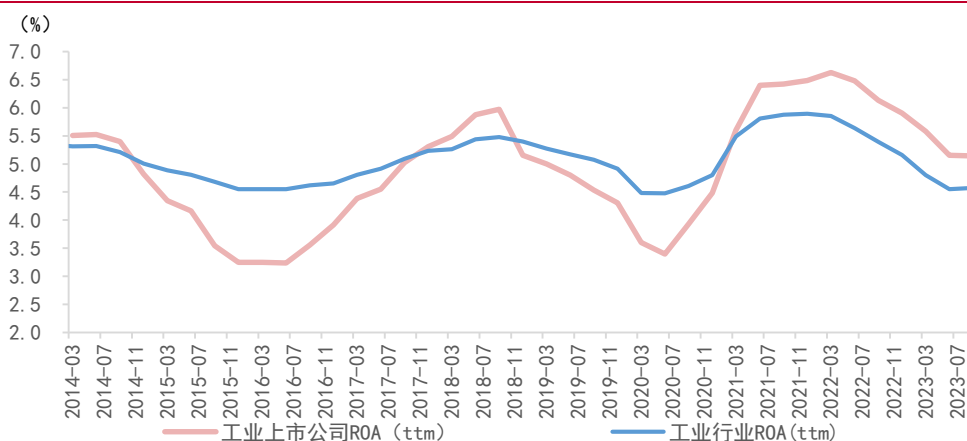
既然上市公司基本都属于规上企业，且其利润规模在规上企业中的占比已经超过 40%，那么两者利润水平的走势是否也趋同呢？

<sup>3</sup> 规上工业企业利润使用最新的口径调整历史数据，上市公司利润也根据最新的板块成分股数据计算。

在对比过程中，我们使用了 ROA (ttm) 与季节性调整后的利润数据，以避免基数扰动同比数据的问题。同时，为使历史数据的口径保持一致，我们筛选了在 2013 年前 A 股上市且仍存续的 1442 家公司作为上市公司的样本。

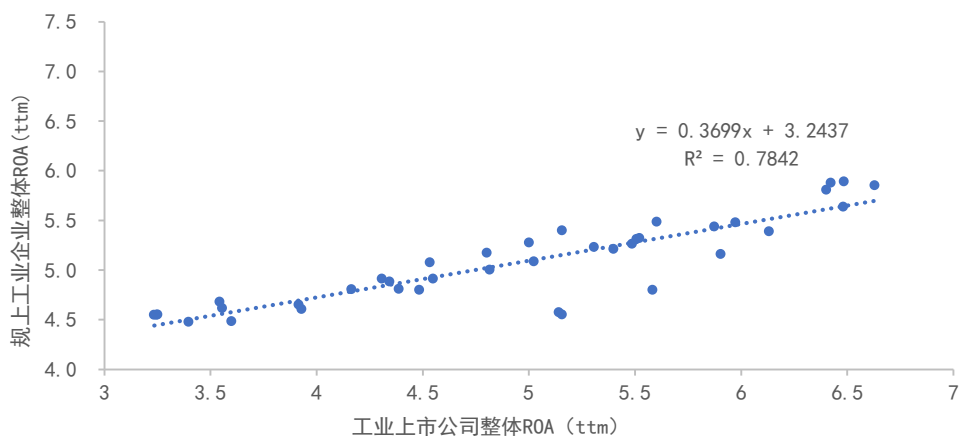
首先，观察总体工业行业，我们发现上市公司与规上企业的 ROA 表现高度趋同，两者的拟合优度也高达近 8 成。

图表4：工业上市公司与规上工业企业的 ROA 走势



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：工业上市公司 vs 规上企业的 ROA (ttm) (单位：%)

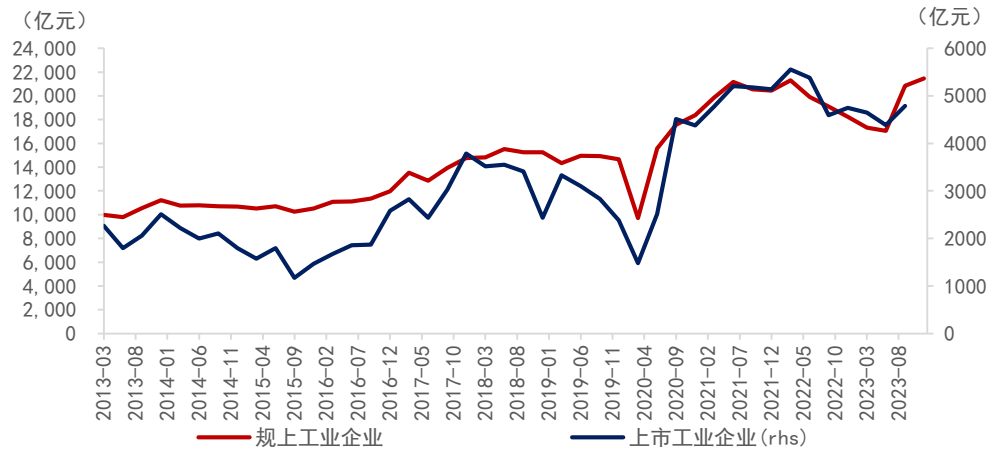


资料来源：Wind，国联证券研究所

从季节性调整后的利润规模也显示，工业上市公司与规上工业企业的利润走势高度相关。



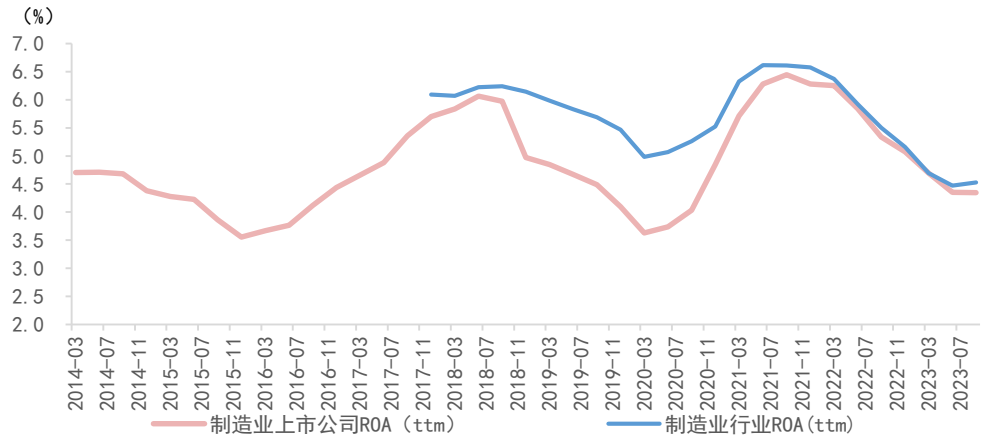
图表6: 工业上市公司 vs 规上企业的利润规模



资料来源: Wind, 国联证券研究所

其次, 制造业中, 上市公司与规上企业的 ROA (ttm) 走势也高度趋同, 两者的拟合优度也有约 0.7。

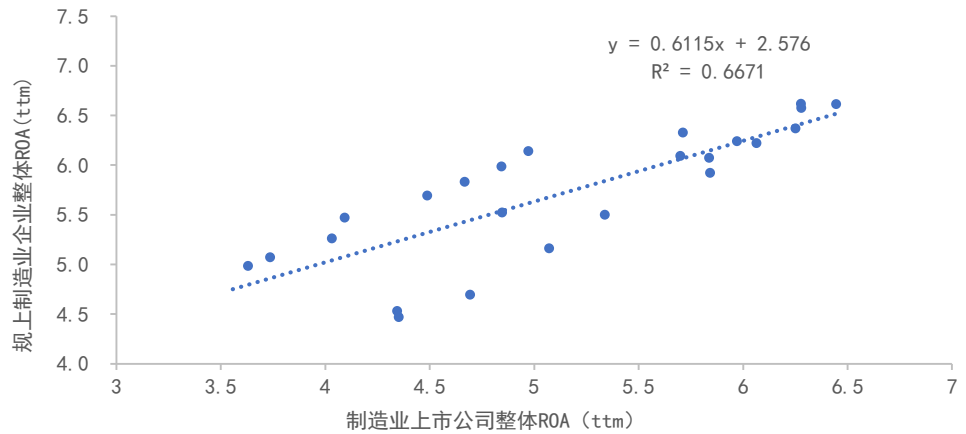
图表7: 制造业上市公司与规上企业的 ROA 走势



资料来源: Wind, 国联证券研究所



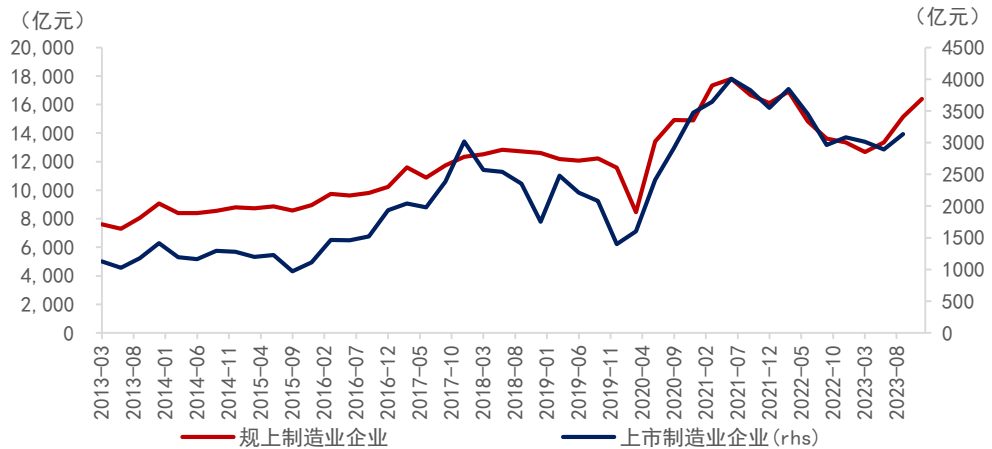
图表8: 制造业上市公司 vs 规上企业的 ROA(ttm) (单位: %)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

从季节性调整后的利润规模也显示, 制造业上市公司与规上企业的利润走势高度趋同。

图表9: 制造业上市公司 vs 规上企业的利润规模



资料来源: Wind, 国联证券研究所

综合来看, 我们认为, 工业与制造业行业中, 上市公司与规上企业的盈利水平都有较高的相关性。

#### 1.4 规上中下游制造业与上市公司 ROA 走势趋同

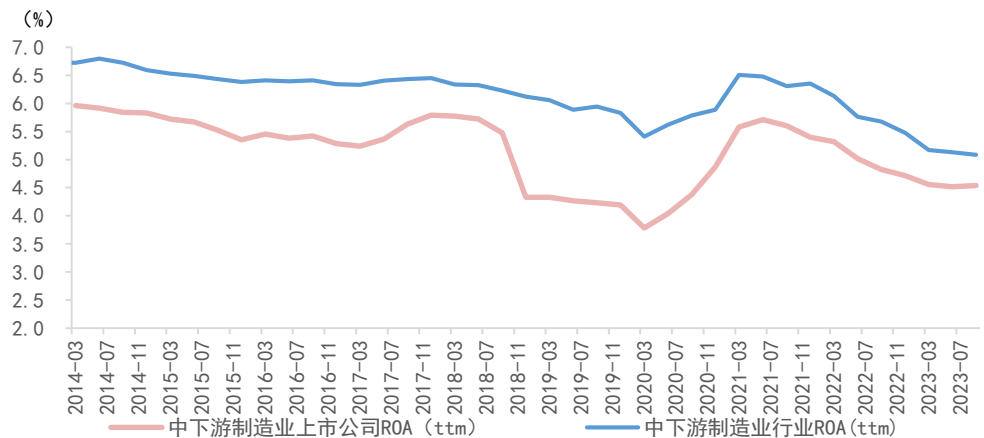
除了规上工业企业利润指标的代表性以外, 市场对于上市公司盈利的另一担忧在于, 工业行业盈利表现较好, 是否是一些中上游行业 (采掘和原材料加工工业),

以及国企在发挥主要作用，中下游的利润水平其实与总的趋势存在背离。

为了回答这一问题，我们需要验证，中下游制造业中，是否也可以用相关规上企业的利润指标观察上市公司盈利水平。

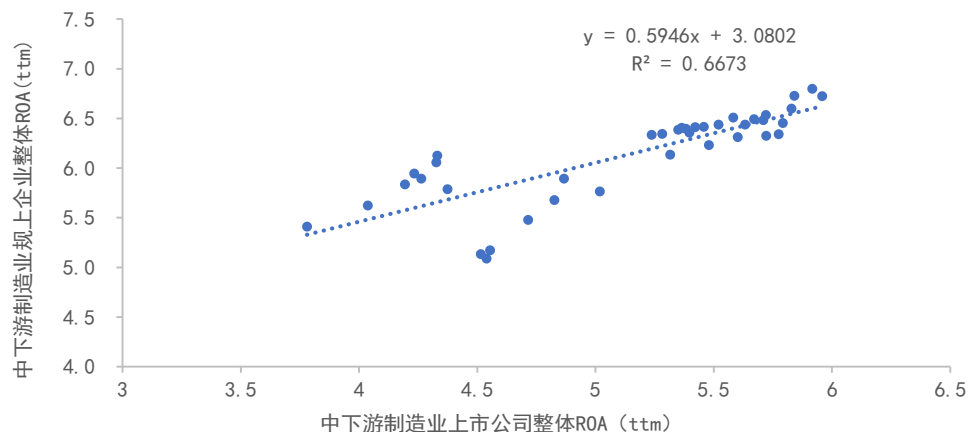
首先，在中下游制造业行业中，我们发现上市公司与规上企业的 ROA 表现也高度趋同，两者的拟合优度高达近 7 成。

图表10：中下游制造业上市公司与规上企业的 ROA 走势



资料来源：Wind，国联证券研究所

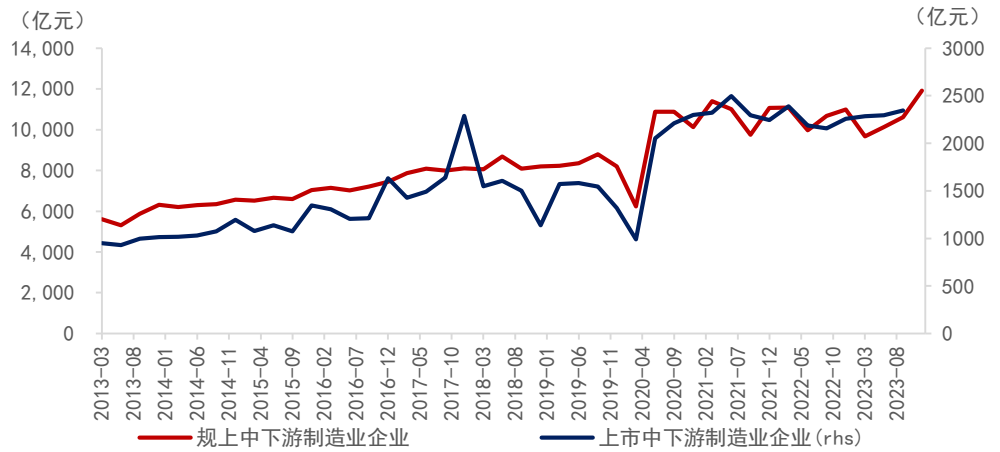
图表11：中下游制造业上市公司 vs 规上企业的 ROA(ttm) (单位：%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

从季节性调整后的数据来看，中下游制造业上市公司与规上企业的利润规模走势也有较高的相关性。

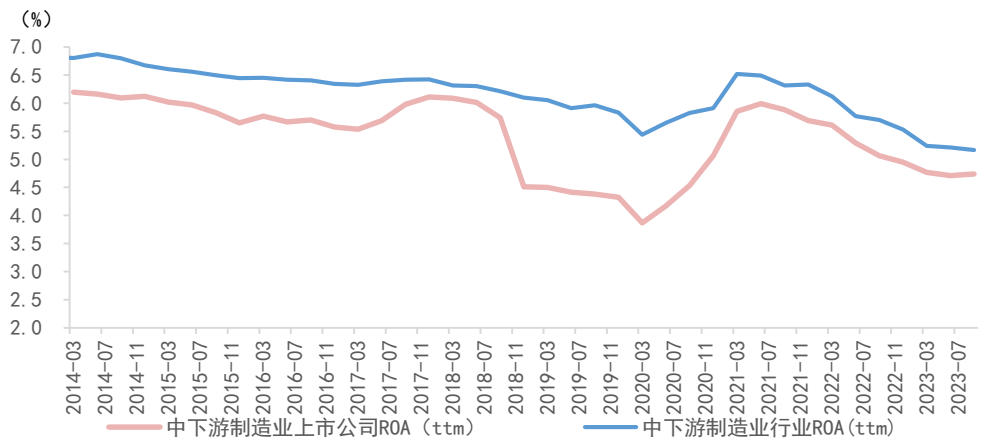
图表12: 中下游制造业上市公司 vs 规上企业的利润规模



资料来源: Wind, 国联证券研究所

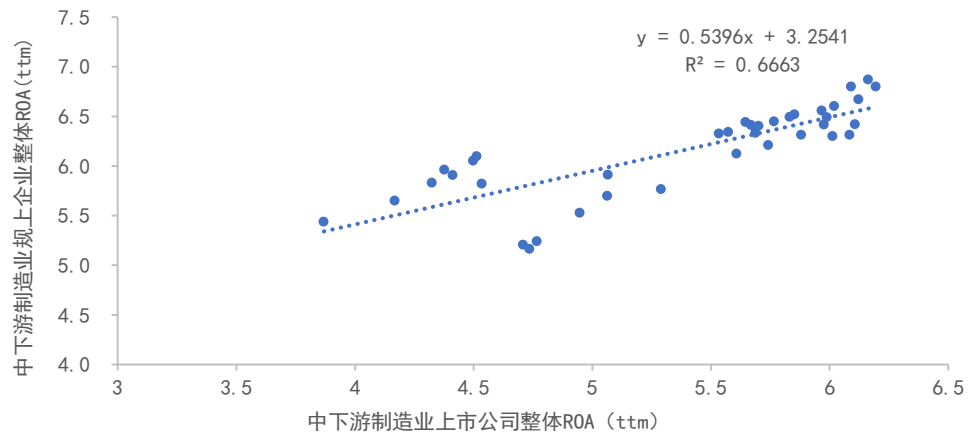
其次，我们在中下游制造业中剔除以国企为主的烟草、铁路、航空、船舶行业，我们发现，上市公司与规上企业的 ROA (ttm) 走势依然高度趋同，两者的拟合优度也有约 0.7。

图表13: 中下游制造业上市公司与规上企业的 ROA 走势



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 剔除烟草、铁路、航空、船舶行业

图表14：中下游制造业上市公司 vs 规上企业的 ROA(ttm) (单位：%)



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：剔除烟草、铁路、航空、船舶行业

总结而言，无论是总的工业行业，还是制造业行业，甚至是中下游制造业、剔除了国企主导行业的中下游制造业，规上企业的利润情况都与相关行业上市公司的盈利表现高度趋同。我们可以用更高频、领先的规上工业企业数据观察近期上市公司的盈利情况。

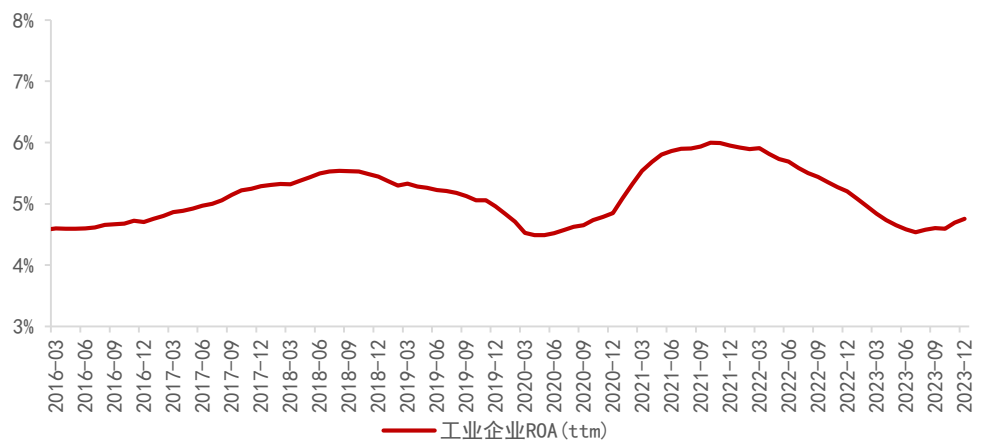
## 2. 4 季度工业类上市公司利润可能超预期

从规上企业的表现观察，我们发现，工业与制造业企业的利润自 8 月便出现回升的趋势，这可能也意味着，工业和制造业上市公司的利润或正在走过拐点。考虑到市场对企业利润普遍偏悲观，我们认为正在发布的 2023 年 4 季度工业企业利润可能超预期，包括中下游上市公司。当然，后者的利润改善相对更加温和。

### 2.1 规上工业企业盈利自 8 月总体回升

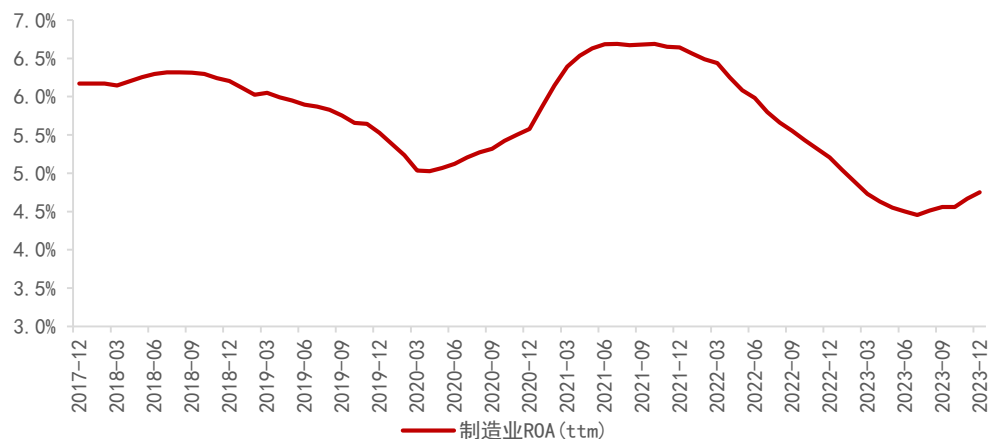
从规模以上的企业的 ROA (ttm) 来看，工业行业与制造业行业的盈利水平自 8 月便出现了回升。这可能也意味着，相关上市公司的盈利能力也有望出现改善。

图表15：工业行业 ROA (ttm)



资料来源：Wind，国联证券研究所

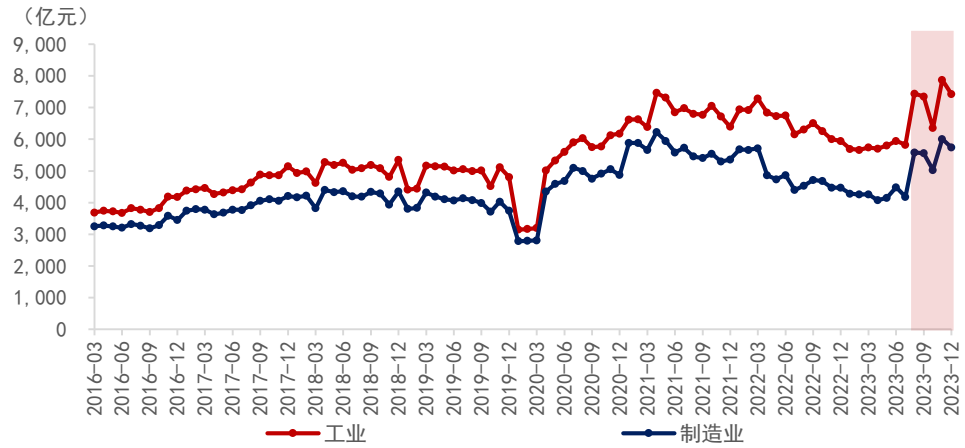
图表16：制造业行业 ROA (ttm)



资料来源：Wind，国联证券研究所

从季节性调整后的利润规模来看，规上企业的总利润在 8 月也出现了明显的反弹。

图表17：工业与制造业规上企业利润规模（季调）



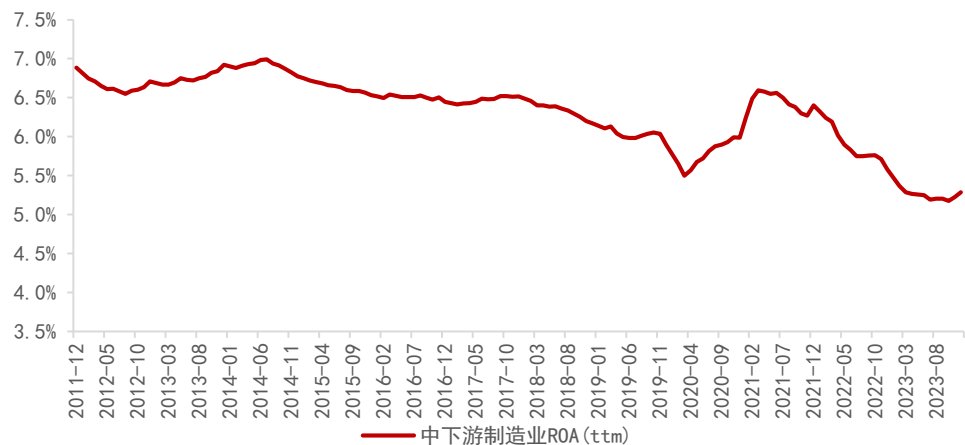
资料来源：Wind，国联证券研究所

## 2.2 规上中下游制造业利润也有所改善

针对一些投资者对中下游、民营制造业盈利的担忧，我们在 1.4 中已经验证了，无论是中下游制造业，还是剔除了国企主导行业后的中下游制造业，规上企业的利润情况都与相关行业上市公司的盈利表现高度趋同。

在此基础上，我们观察规上的中下游制造业企业，我们发现，中下游制造业企业的 ROA (ttm) 在 8 月也出现了明显反弹，并且在 11、12 月持续回升。

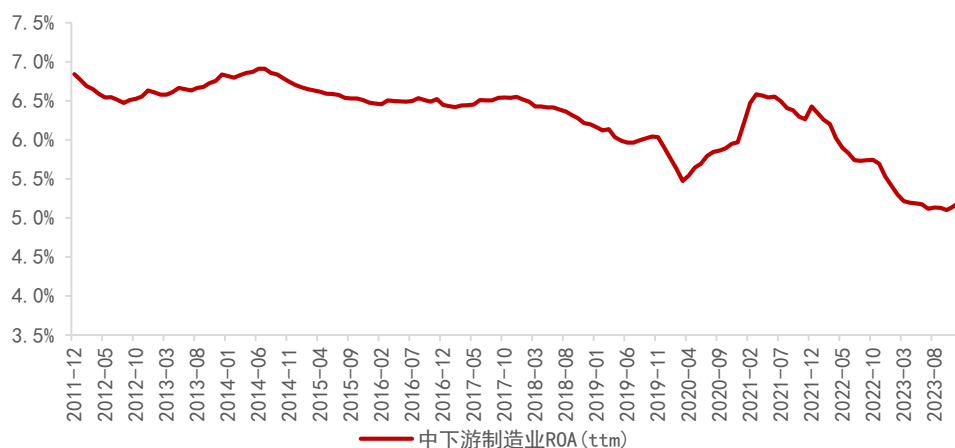
图表18：中下游制造业行业 ROA (ttm)



资料来源：Wind，国联证券研究所

其中，剔除国企主导行业（烟草、铁路、航空、船舶）后的中下游制造业，其 ROA (ttm) 的走势和总体的中下游制造业保持一致，先在 8 月也大幅反弹，随后在 11、12 月持续回升。

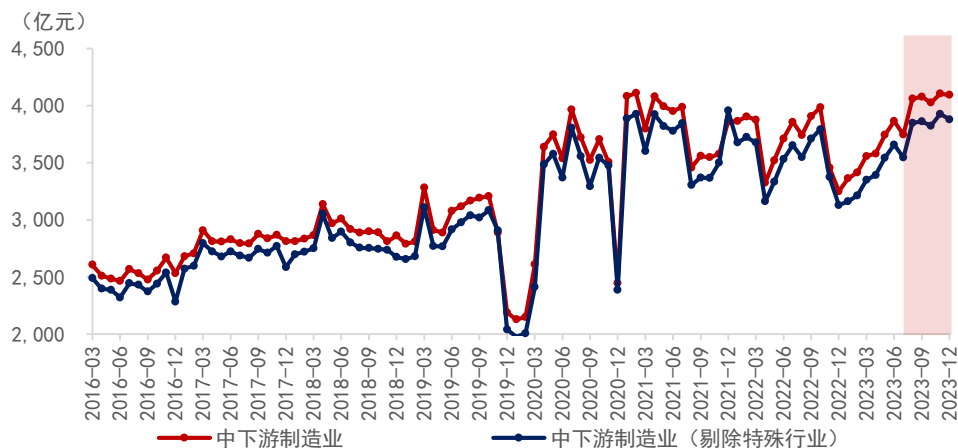
图表19：中下游制造业行业 ROA (ttm) (剔除特殊行业)



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：剔除可能受大型国企主导的行业：烟草、铁路、航空、船舶

从季节性调整后的利润规模来看，中下游制造业中，规上企业的总利润在 8 月也出现了明显的反弹，并在 11 月进一步回升。

图表20：中下游制造业规上企业利润规模（季调）



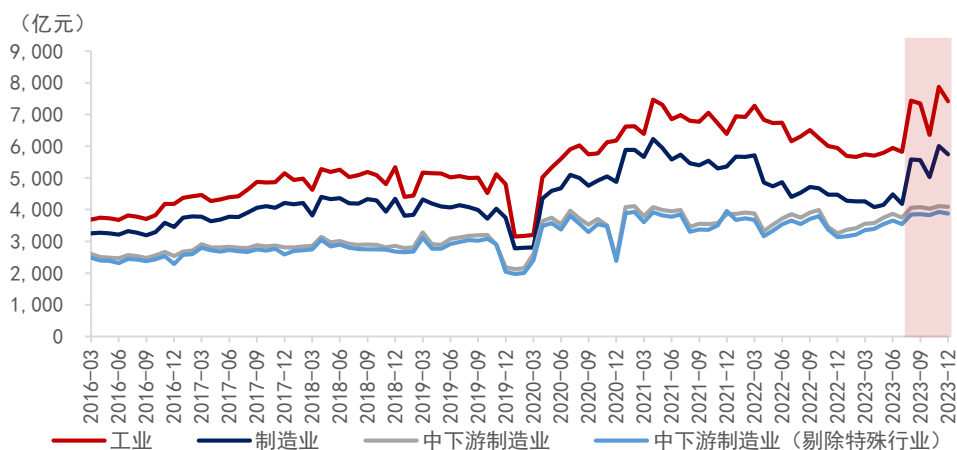
资料来源：Wind，国联证券研究所；注：剔除的特殊行业指可能受大型国企主导的：烟草、铁路、航空、船舶

当然，对比中上游行业，中下游制造业的回升更为温和。但从历史数据来看，中



下游制造业在过去的波动也更为和缓，可能与中下游制造业中周期性行业较少，受周期波动的影响更小有关。

图表21：工业、制造业 vs 中下游制造业的规上企业利润规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：剔除的特殊行业指可能受大型国企主导的：烟草、铁路、航空、船舶

### 3. 哪些制造业行业利润在明显改善？

考虑到上市公司表现与规上工业企业利润走势高度趋同，近期规上工业企业以及各类制造业企业盈利水平与利润规模的回升，可能也意味着上市公司业绩或有望出现改善。

那么具体哪些制造业行业的利润改善的幅度更大呢，我们对其 ROA 水平的改善幅度进行了对比。

#### 3.1 Q4 多数行业利润水平有所回升

从四季度的数据来看，多数制造业行业的利润水平有所回升。

除了部分中上游行业如有色金属冶炼、石油煤炭加工与国企主导的烟草、铁路、船舶、航空等行业外，中下游制造业也有一定程度的改善。尽管中下游制造业回升的程度更为温和，但由于其在历史上波动幅度就相对较小，因此这一部分改善的影响也不容忽视，这可能意味着相关上市公司的业绩有望好转。

其中，机械设备维修、化学纤维制造、木材制品、纺织业、造纸与印刷、金属制品以及酒饮行业利润水平回升幅度都好于制造业回升的平均水平。

**图表22：2023Q4 哪些行业利润水平在明显改善？（ROA，ttm）**

行业大类	制造业行业	Q4回升幅度 (pct)
中上游	有色金属冶炼和压延加工业	1.8
中下游	金属制品、机械和设备修理业	1.4
国企主导	烟草制品业	0.9
中上游	石油、煤炭及其他燃料加工业	0.8
	化学纤维制造业	0.8
中下游	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	0.6
	造纸和纸制品业	0.6
中上游	黑色金属冶炼和压延加工业	0.5
中下游	纺织业	0.4
	印刷业和记录媒介的复制	0.3
中上游	化学原料和化学制品制造业	0.2
	金属制品业	0.2
	酒、饮料和精制茶制造业	0.2
中下游	<b>制造业</b>	0.2
	废弃资源综合利用业	0.2
	橡胶和塑料制品业	0.2
	汽车制造	0.2
国企主导	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.2
	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.1
	食品制造业	0.1
	家具制造业	0.1
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.1
	纺织服装、服饰业	0.1
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.1
中下游	通用设备制造业	0.0
	其他制造业	-0.1
	农副食品加工业	-0.1
	专用设备制造业	-0.2
	电气机械和器材制造业	-0.2
	医药制造业	-0.2
	仪器仪表制造业	-0.2
中上游	非金属矿物制品业	-0.3

资料来源：Wind，国联证券研究所

### 3.2 12月更多行业利润水平改善

12月各制造业行业的利润水平变动与Q4基本一致。除了半数中上游行业与国企主导的烟草与铁路、船舶、航空外，多数的中下游制造业利润都有进一步回升。

其中，机械设备维修、化学纤维制造、酒饮、纺织业、木材制品行业的利润水平回升幅度都好于制造业回升的平均水平，与其在Q4的回升保持一致。另外，12月中，皮毛加工与制鞋、食品制造、文化娱乐用品制造以及汽车制造业的利润水平也出现了超平均的改善。

**图表23：2023年12月哪些行业利润水平在明显改善？（ROA，ttm）**

行业大类	制造业行业	12月回升幅度 (pct)
中下游	金属制品、机械和设备修理业	0.6
国企主导	烟草制品业	0.5
中下游	化学纤维制造业	0.4
中上游	石油、煤炭及其他燃料加工业	0.4
	有色金属冶炼和压延加工业	0.3
中下游	酒、饮料和精制茶制造业	0.3
	纺织业	0.3
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.2
中上游	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	0.2
	化学原料和化学制品制造业	0.2
中下游	食品制造业	0.1
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.1
国企主导	汽车制造	0.1
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.1
	<b>制造业</b>	0.1
中下游	印刷业和记录媒介的复制	0.1
	造纸和纸制品业	0.1
	金属制品业	0.1
	通用设备制造业	0.1
中上游	黑色金属冶炼和压延加工业	0.1
中下游	纺织服装、服饰业	0.0
	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.0
	其他制造业	0.0
	橡胶和塑料制品业	0.0
	专用设备制造业	0.0
	仪器仪表制造业	0.0
	电气机械和器材制造业	0.0
中上游	非金属矿物制品业	0.0
中下游	农副食品加工业	-0.1
	医药制造业	-0.1
	家具制造业	-0.1
	废弃资源综合利用业	-0.1

资料来源：Wind，国联证券研究所

## 4. 新周期复苏的正循环或正在出现

我们认为，规上工业与制造业企业利润的改善不仅仅意味着工业上市公司利润可能超预期反弹，而且可能与企业资本支出的持续走强、春节期间旅游等消费数据的改善一起，意味着经济正循环的启动——地产以外领域扩大再生产的循环已经可以对冲地产领域的下行压力（《中国经济的新周期与新特征》）。

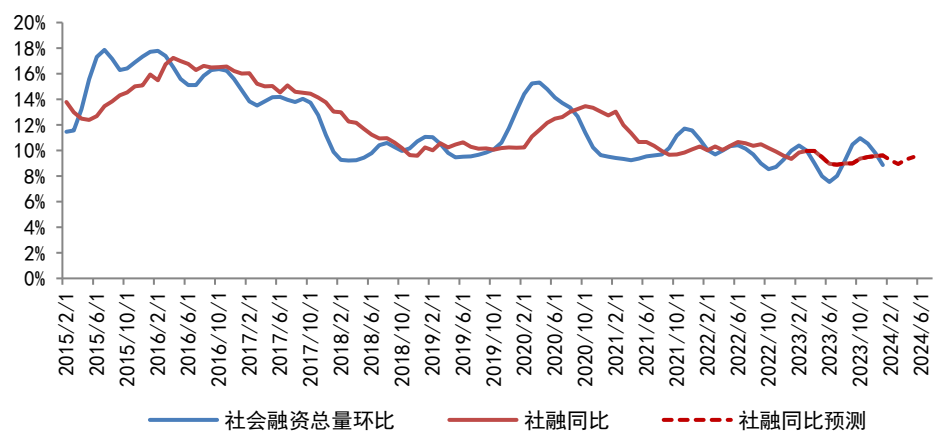
从海外经验来看，地产危机后，经济复苏的拐点也常常是长期牛市的起点。我们认为一个可能的原因是新周期可能是资本支出主导的，经济从复苏到过热和衰退的时间更长一些。实际上，2003年中国经济的过热很大程度上是资本支出主导的。

### 4.1 经济复苏的“绿芽”或已经出现

存量社融是最重要的领先指标，社融的超预期增长常常是经济回升最早的信号。在《行动的勇气》中，伯南克也指出，2009年美国经济复苏最早的信号是“信贷的绿芽”。

今年1月，我国社融存量增加6.5万亿元，明显好于市场一致预期（5.8万亿元）。同时，伴随着未来信贷供给的改善和政府债券发行追赶进度，我们预计后续社融环比增长也能有所企稳，有望进一步支持经济的环比增速回升。

图表24：存量社融环比和同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

### 4.2 宏观经济的正循环或正在启动

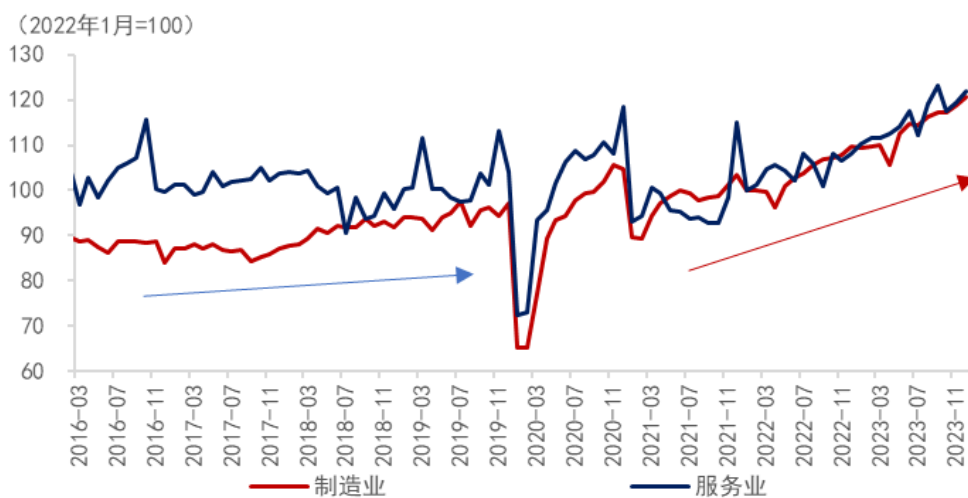
此外，工业企业利润的回升，资本支出持续走强、春节期间出现了一些消费回升

的迹象，1-2月PMI也超季节性反弹，我们认为，这可能意味着一个以资本支出为主的正循环已经可以对冲地产主导循环的下行，并推动经济逐步开始复苏。企业资本支出持续走强也符合国际上走出地产长周期拐点后的经济衰退的一般经验（《是时候强烈看多中国经济了》，2023年10月27日）。

实际上，近期以来，在企业资本支出持续走强的同时，也有消费回升的迹象。我们认为持续走强的资本支出提升了总产出，并推动收入改善，并最终向消费需求传导（即使受到房价下跌之后修复居民资产负债表的压制）。虽然短期价格水平仍然偏弱，但是只要实体经济没有出现明显的存货堆积，经济的循环就是通畅的，产出上升就是可持续的，整体经济的真实收入就会上升。而真实收入的上升最终会向包括消费和资本支出在内的终端需求传导。

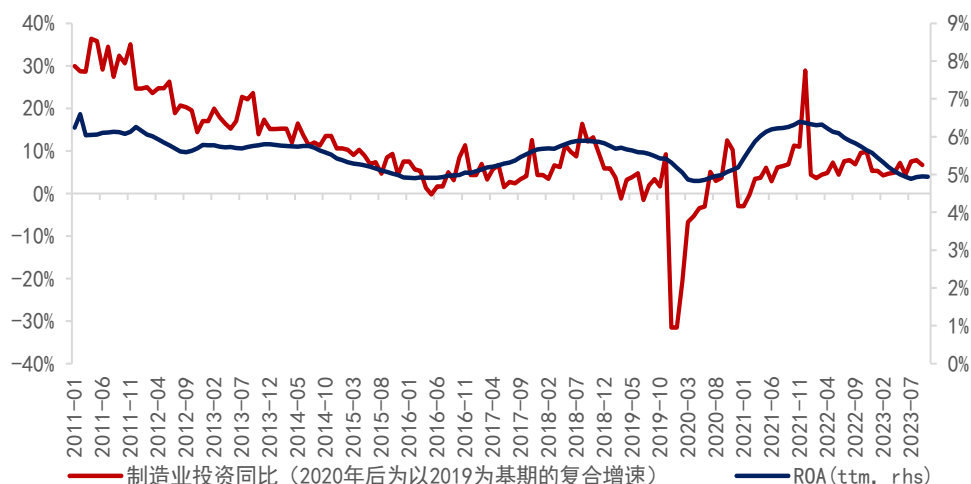
一方面，我们注意到中国企业资本支出已然走强。而历史数据表明，工业部门ROA是影响企业部门资本支出最重要的因素之一。工业与制造业部门ROA的回升可能对资本支出的走强构成了支撑。

图表25：中国制造业和服务业资本支出



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：资本开支数据经PPI做不变价调整。

图表26: ROA 是影响企业资本支出最重要的因素



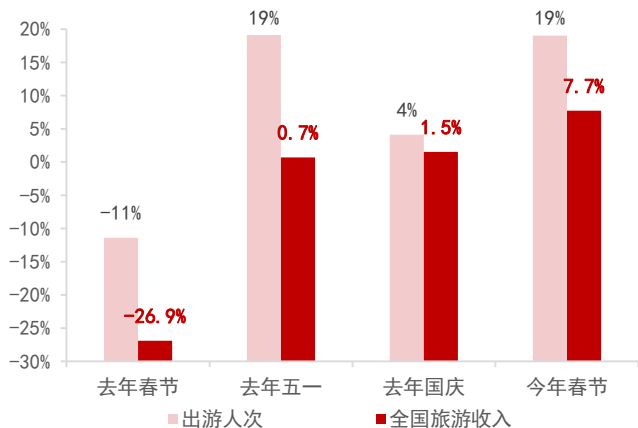
资料来源: Wind, 国联证券研究所

另一方面, 春节假期的部分数据也印证消费或正在持续回升。

今年春节假期国内出游人次较 2019 年同期增长 19% (去年五一、国庆: 19.1%、4.1%); 国内旅游收入较 2019 年同比增长 7.7% (去年五一、国庆: 0.7%、1.5%), 消费需求有所修复。

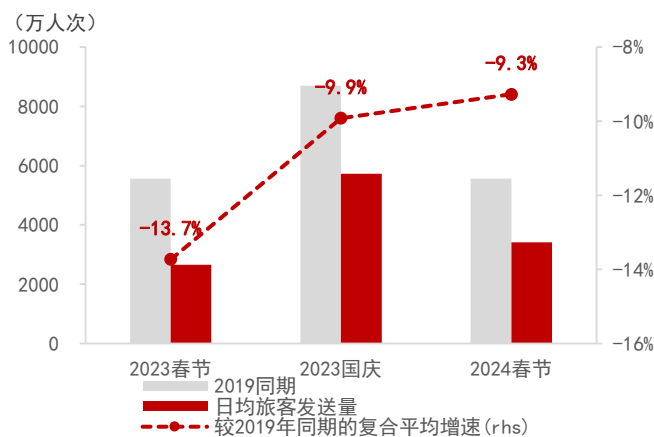
其中, 营业性旅客运输方面, 春节期间全国日均旅客发送量较 2019 年同期的复合平均增速为-9.3%, 也较去年春节、国庆假期 (-13.7%、-9.9%) 有所改善。

图表27: 春节假期国内出游情况(较 2019 年同期增长)



资料来源: 中国政府网, 国联证券研究所

图表28: 春节假期全国日均旅客发送量 (营业性客运)



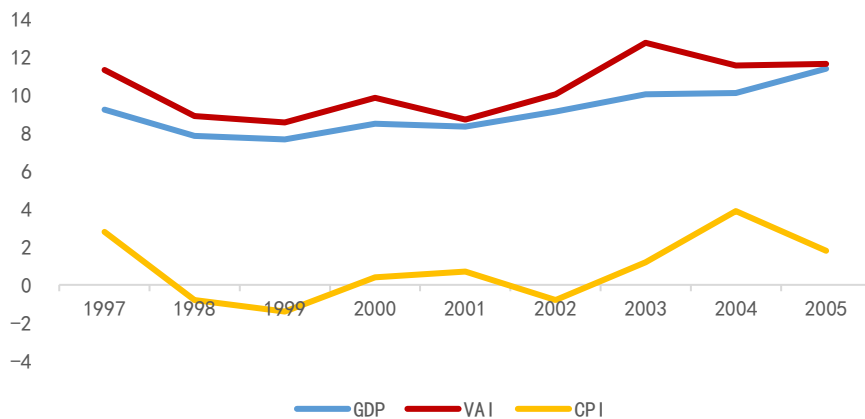
资料来源: 交通运输部, 国联证券研究所; 注: 统计范围为除夕至初六。

我们或将走出以房地产为主导的周期, 迎来一个以资本支出为中心的新的经济周期——2003 年就曾出现过以资本支出为中心的经济周期。



2003 年到 2004 年之间，中国经济一度过热，不仅仅经济增长明显回升，而且也一度出现了 CPI 突破 3% 的现象。

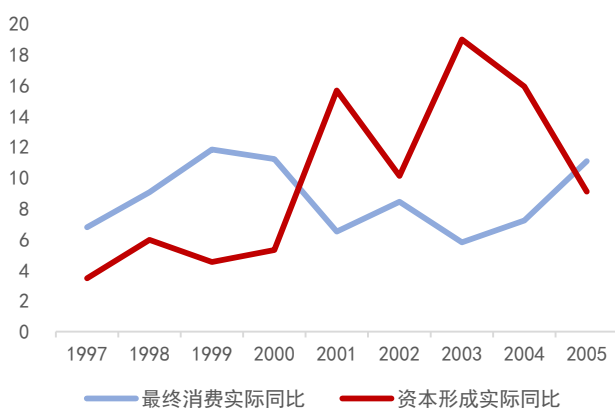
图表29：中国的 GDP、工业增加值和 CPI 同比增长（%，1997-2005）



资料来源：Wind，国联证券研究所

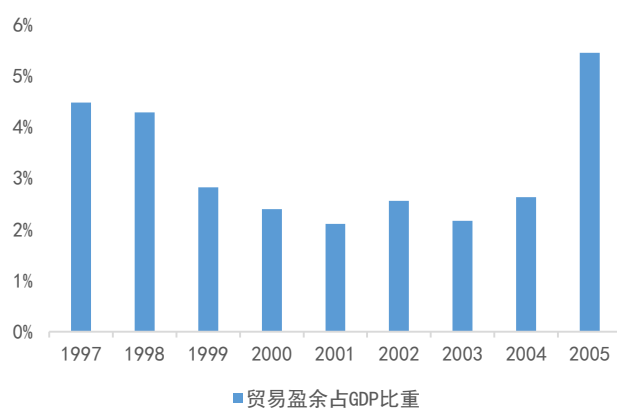
具体而言，固定资本形成的猛烈增长是 2003-2004 年经济一度过热的主要原因。最终消费支出与贸易盈余占 GDP 的比重相对比较平稳。

图表30：最终消费与资本形成同比（%，1997-2005）



资料来源：Wind，国联证券研究所

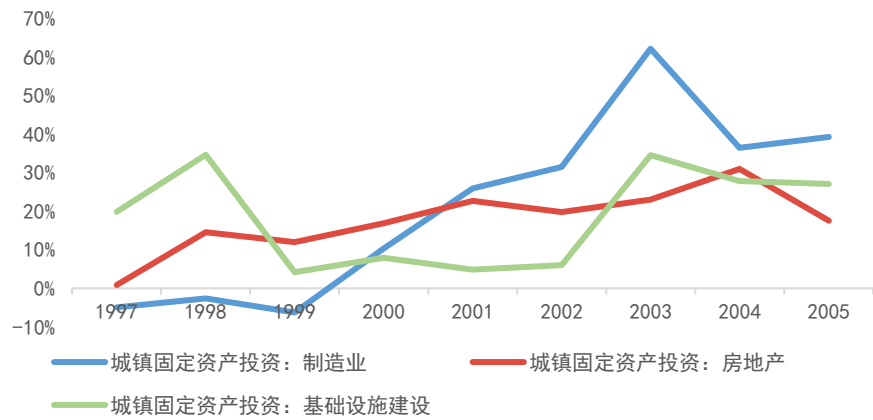
图表31：贸易盈余占 GDP 比重（1997-2005）



资料来源：Wind，国联证券研究所

在固定资产投资中，制造业投资和基建投资都明显回升，其中资本支出的代表——制造业投资的增长尤其引人注目。因此，这一轮的经济繁荣乃至过热很大程度上是企业资本支出主导的。

图表32：中国制造业、地产和基建固定资产投资名义同比增长（1997-2005）



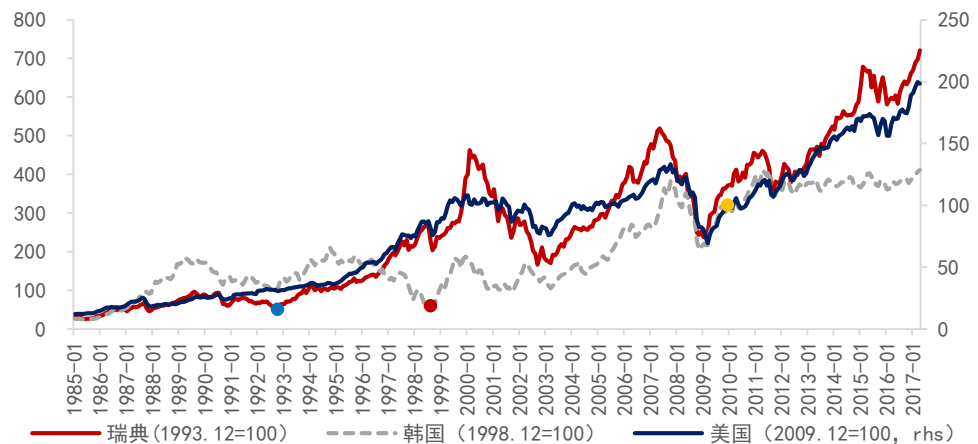
资料来源：Wind，国联证券研究所

### 4.3 海外经验：经济复苏拐点也常是牛市起点

从海外的经验来看，在地产危机后，美国、韩国、瑞典最终都实现了经济的复苏。

而在其经济走过复苏的拐点之后，美国、韩国、瑞典的股票市场也都迎来了中等级别的牛市，股票指数均出现了一年以上的持续回升。实际上，瑞典、美国的股市涨了接近 10 年甚至超过 10 年。

图表33：美国、韩国、瑞典在经济复苏后的股指表现



资料来源：Wind，国联证券研究所

我们认为，股票市场的长期牛市可能与资本周期主导的经济周期持续的时间比

较长有关——比如说通常会长于中国 2009 年以后三年左右为一轮的房地产<sup>4</sup>周期。

## 5. 风险提示

- 1) 经济二次探底时间长于预期：如果经济二次探底时间长于预期，经济复苏的时间可能晚于我们的预期；
- 2) 政策意外收缩：如果稳增长政策的力度不及预期，经济修复速度可能慢于我们的估计；
- 3) 外需和地缘政治发生不利变化：如果外需或地缘政治发生不利变化，出口可能低于我们的预期，导致经济复苏弱于预期；
- 4) 地产出现系统性风险：如果地产出现风险事件，经济复苏可能弱于我们预期。

---

<sup>4</sup> 一定程度上，房子也可以理解成一种可以生产居住服务/租金的机器，地产投资也是宏观中扩大再生产的一种投资。地产投资可以主导经济周期，那么正常的机器投资（资本开支）自然也可以主导经济周期。

## 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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼