

中国经济周期评估

中国经济周期确定下行

本报告仅适用于专业投资者*。如您继续阅读，则表示您理解、认可并同意被视为专业投资者。如对本报告的任何内容有任何疑问，请咨询您的专业顾问。

关键发现

经济周期领先指数初值从 12 月份的 0.35 下降到 0.26

经济活动正常，就业稳定

金融条件开始出现较大幅度下行

制造业订单和外需订单稳定

公司利润预期继续下行

中国经济周期先行指数从上月终值的0.35小幅回落至本月初值0.26。考虑到我们的数据在月内还有几次更新，最终数值可能继续下行。这是中国经济周期连续第二个月下行。相比上个月，我们有更大把握经济周期已经开始拐头，这是我们区别于市场共识的地方。中国是全球主要经济体中第一个从沉重打击中复苏，具有非常重要的全球宏观含义。考虑到中国是全球最重要的产业链分工枢纽，我们接下来需要密切观察中国经济先行指标的微妙变化是否传递到全球需求和经济复苏。中国经济同时也是大宗商品定价的最关键宏观因子之一，所以对大宗商品市场的预判也非常关键。

这里有一个重要概念，即经济活动水平和增量水平。一般的经济分析都聚焦在经济数据的同比增速，而疫情的发生让同比增速变得没有意义。所以，这个时候考察经济活动的总体水平就变得非常关键。我们考察了几个经济活动水平的总量指标，结论是中国经济已经完全恢复到正常的总体水平，这个结论意味着我们对于资本市场对经济数据的反应要相当小心，因为资本市场已经充分意识到同比数据的扭曲特征。

下面是对中国经济各方面的全面评估，数据全部是截止到当前的最新数据。根据实证研究结果，我们的先行指数领先GDP三到六个月。

中国金融先行指数参差不齐。金融市场是反应投资者未来预期最及时和准确的预测指标。尤其是在类似疫情冲击，经济很大程度上由预期决定的时候。12月份中国股票和商品价格指数表现继续支持复苏。12月社会信用条件大幅下行，局部价格和数量条件有转坏的迹象，中小企业的融资环境连续第二个月走坏。目前要关注中国金融条件未来的后续变化。我们意识到，金融市场的反应有时候容易被情绪干扰，尤其是全球出现情绪共振的时候，而信用和货币指标的变化，则更加具有指导意义，本月社融指标已经低于历史均值，这是一个非常明显的收紧信号。

中国就业先行指标稳定。考虑季节性后就业状况的变化大幅高于历史平均水平，与上月相比保持稳定。这意味着中国各行业的复工进度在12月已经达到相当程度。考虑到疫情冲击影响最大的是就业和消费，这个指标的好转，很可能是服务行业就业继续改善的结果，也是中国经济下一步复苏的坚实保障。从我们监控的高频城市交通流量数据看，中国大城市交通流量已经回到疫情前的同月水平。就业的改善，也给我们一个启发：其他国家一旦经济重启以后，就业数据同样会有非常快速的改善。从德国等国的情况看，各国对疫情控制已经有相当经验，失业率一降再降。

房地产先行指标持平。房地产行业是受疫情冲击最大的行业之一。随着11月份地产销售数据的出炉，该先行指标稳定在上月水平附近。房地产行业是金融周期的重要组成部分，也是金融条件作用于实体经济的最重要传导通道之一。目前需要观察监管层对于地产企业融资条件限制如何落地的问题，这可能是决定未来一段时间地产行业复苏的关键变量之一。但是从中国过去的经验看，限制杠杆和融资条件，并不能有效阻止地产企业加杠杆的行为。目前业内讨论较多的对房企直接的股权投资也在缓解其资金压力。另外，人民币最近的大幅升值，也降低了地产公司的美元债务压力。但是社融指标快速走低，可能对地产行业带来压力。

制造业库存继续改善。12月份中国制造业库存继续下降。订单数据总体改善，但外贸订单小幅下降，需要密切关注外需的变化。企业库存降低，是激发企业扩大生产、招聘和投资的最重要先行指标之一。供应商配送指标同样改善。

制造业总体新订单继续改善。出口订单略有回落，而国内订单继续提升。这表明了中国经济内在的韧性。随着欧洲和美国疫情有加剧迹象，我们需要进一步观察出口订单数据是否会有进一步下行。订单作为生产和投资的先行指标，是目前最重要的观察对象。关于紧张的中美关系，我们从过去两年的外贸订单数据看，实际上的影响远远小于大众的一般感知，这说明，真正产业转移是一个长期过程，中国固有的产业链优势使得生产移出中国的速度很慢。而疫情实际上还强化了中国在全球价值链中的地位。

半导体先行指标大幅改善。半导体先行指标大幅改善。半导体已经是继房地产、能源化工和汽车行业之后，另外一个可以影响一国甚至全球经济周期表现的关键行业。我们注意到，2019年以来全球经济的普遍复苏是伴随着半导体行业的复苏，甚至可以说是半导体行业带领了全球经济好转。

公司利润预期下滑。我们用两个不同但相关的指标来监测中国公司利润的变化，第一是出厂价格相对购进价格的变化，第二是订单相对产成品库存的变化。最新的数据显示两个指标都出现了下行，这是拖累本月数据下滑的主要力量。从疫情冲击的角度看，公司预期变坏是自然反应。在全球主要经济体中，中国制造业公司利润预期恶化幅度不大，这主要是因为收入和成本同时出现下降，并且二者下降幅度比较接近导致的。政府的救助政策也在一定程度上缓解了公司利润下行预期。随着全球经济重启，订单改善可以预见，但同时成本端也面临上升压力。公司利润本质上是收入和成本的动态变化，如果政府在降低企业成本方面有更多实际性动作，那么，企业利润预期有可能在未来进一步改善，从而带动就业和投资。



获取更多信息，请联系我们 官网：<http://www.macroxp.com/>

邮箱：business@macroxp.com

电话：010-67087891

温馨提示：本报告是月度跟踪报告，通常只在数据出现变化，或者分析框架出现结构性调整的时候，才会对报告内容进行较大幅度修改，敬请知悉。

免责声明：本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。不同时期，本公司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。本报告只提供给客户做参考之用，不构成任何投资的操作交易，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。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。

本报告版权归“北京色诺芬信息服务有限公司”所有，本公司对本报告保留一切权利，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或者引用本报告的任何部分。
