



中国经济周期评估

中国经济周期保持稳定，但重新下行压力加大

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6月份的0.21小幅回升到0.24

就业略有下降，经济总体活动正常

金融条件表现不一，融资重新收紧

制造业订单和出口订单下滑，库存有所累积

公司利润预期继续变坏

中国中国经济周期先行指数从上月终值的0.21小幅上升到本月初值0.24。考虑到我们的数据在月内还有几次更新，最终数值下降的可能性超过8成。这是中国经济一个非常重要的信号，意味着4、5月份以来的小幅企稳反弹并不构成上行趋势。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，各类金融资产接下来如何对中国经济周期进行反应？

这里有一个重要的概念，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。从二月开始，经济同比数据开始影响数据表现，所以我们需要剔除掉基数引发的扭曲效应。为此我们修改了模型，等到经济同比数据扭曲效应消失后我们再回到原有模型。

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。

中国金融先行指数大幅改善。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。五月份中国股票价格指数总体上扬，商品价格指数虽然大幅波动，但是继续保持高位。2021年6月社会信用继续弱化，但中小企业的融资环境在改善后重新下行。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，最新的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。我们猜测六月份的融资数据继续下行，这会抵消周期先行指数初值的上升。

中国就业先行指标稳定。考虑季节性后就业状况的变化与上月相比出现小幅回落，这意味着中国各行业的复工进度已经恢复到完全正常水平，就业先行指标的下滑应该是经济的自发表现。这个指标现在虽然还不用担心对经济的冲击，但是边缘上的变化意味着未来的就业市场并不乐观，如果叠加其他经济部分下行压力，有可能会加重经济下行负担。

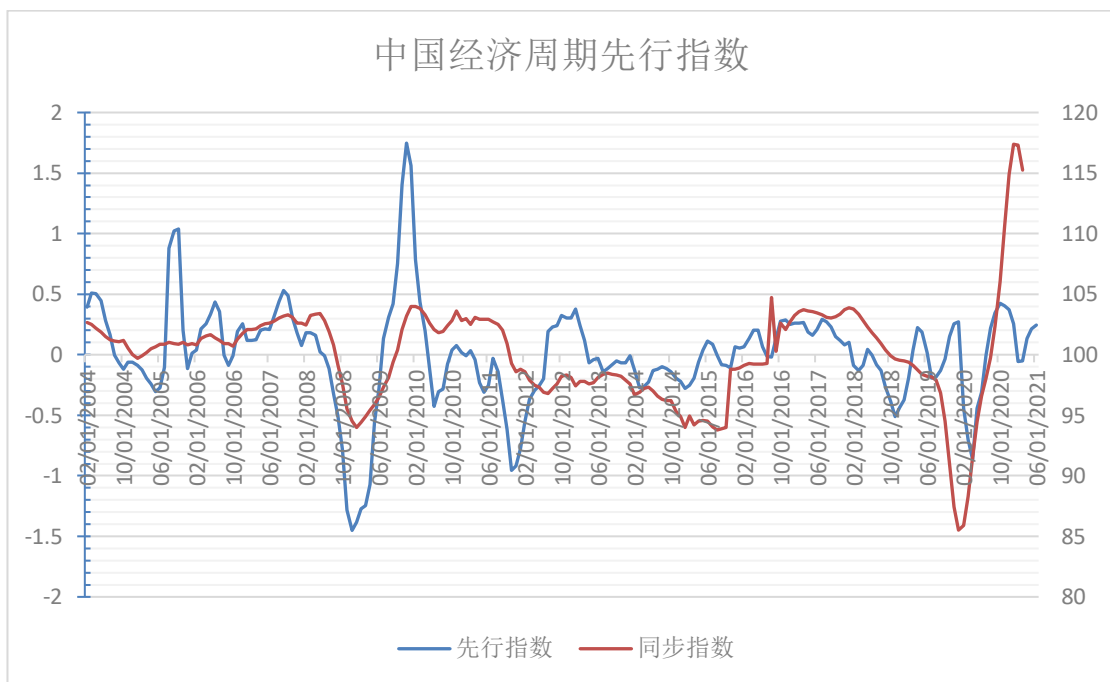
房地产先行指标继续回落。房地产行业是受疫情冲击最大的行业之一，但同时也是恢复最快对经济贡献最为显著的行业之一。随着5月份地产销售数据的出炉，该先行指数出现小幅回升态势。房地产行业是金融周期的重要组成部分，也是金融条件作用于实体经济的最重要传导通道之一。不过与房地产密切相关的建筑开工先行指标表现稳定，还有部分上升。这意味着房地产的回落是有序的。目前需要观察监管层对于地产企业融资条件限制如何落地的问题，这可能是决定未来一段时间地产行业复苏的关键变量之一。我们需要密切关注接下来地产先行指标的变化方向。

制造业库存变差。6月份中国制造业库存变差。库存有比较明显的持续走坏现象，我哦们需要认真观察下一步该数据的变动方向。从库存数据的历史变化规律看，通常稳定性较好，即一旦开始累积库存，那么会持续一段时间，反之亦然。这是一个非常重要的关键指标，因为企业库存增加，是促使企业降低生产、招聘和投资的最重要先行指标之一。这个月供应商配送指标在改善，意味着供应商的出库压力在加大，交货速度有所减慢。

制造业总体新订单开始回落。出口订单快速回落，而国内订单继续回落。这同样是一个糟糕的信号。随着欧洲和美国疫情开始得到系统性控制，我们需要进一步观察出口订单数据是否会有进一步下行，因为之前生产转移的订单开始回流他国。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，真正产业链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在全球价值链中的地位。但是后疫情时代，拜登时代，欧美等国家全力以赴接种疫苗，复工速度加快，全球化分工链条会不会重新开始移出中国？

半导体先行指标再创历史新高。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总体表现的关键行业。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动了全球经济好转。本月行业先行指数达到历史高点，这是不多的经济亮点之一。

公司利润预期快速下降。我们用三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，第三是民营企业的调查数据。最新的数据显示，第一个指标快速下行，凸现了上游商品价格上涨对下游的持续影响。第二个指标相对稳定，主要是库存下降导致，第三个指标也出现了快速回落。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。但成本端的快速上涨导致公司利润预期变差。公司利润本质上是收入和成本的动态变化。现在需要密切关注商品价格上涨对企业利润的伤害。



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。