



中国经济周期评估

中国经济周期下行压力加大

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9月份的0.22小幅回升到0.14

就业略有下降，制造业总体下行明显

金融条件表现不一，融资环境依然偏紧

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

中国经济周期先行指数从上月终值的0.22下降本月初值0.14。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很大。但是中国经济周期指数初值依然在零以上，这显示了经济本身的韧性。另外非常值得关注的是半导体先行指数有初步见顶信号。商品价格的上涨也支持了经济的某些部分。中国经济政策的调整是接下来市场关注的重心。以供给侧改革为发端，引发的部分商品价格大涨，已经成为全球关注的重要内容，核心是对通胀的担忧。但是我们认为，通胀在当下依然是一个冲击性的短期事件。

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。

中国金融先行指数表现不一。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。金融先行指标总体分成几类，分别是基于市场预期的，以及基于实际融资活动的。九月份中国股票价格指数表现分化，商品价格指数大幅上涨。2021年8月社会总体信用有所企稳，信用债指数持续上升，但中小企业融资环境大幅下行。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，最新的社会总体融资指标虽然企稳，但是依然低于历史均值。非常值得关注9月份的社会融资数据。

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。从最新的高频旅游数据看，消费对就业提供的支撑依然只是正常水平，我们需要观察目前广泛的限电政策以及出口订单的持续走弱是否会冲击就业市场。

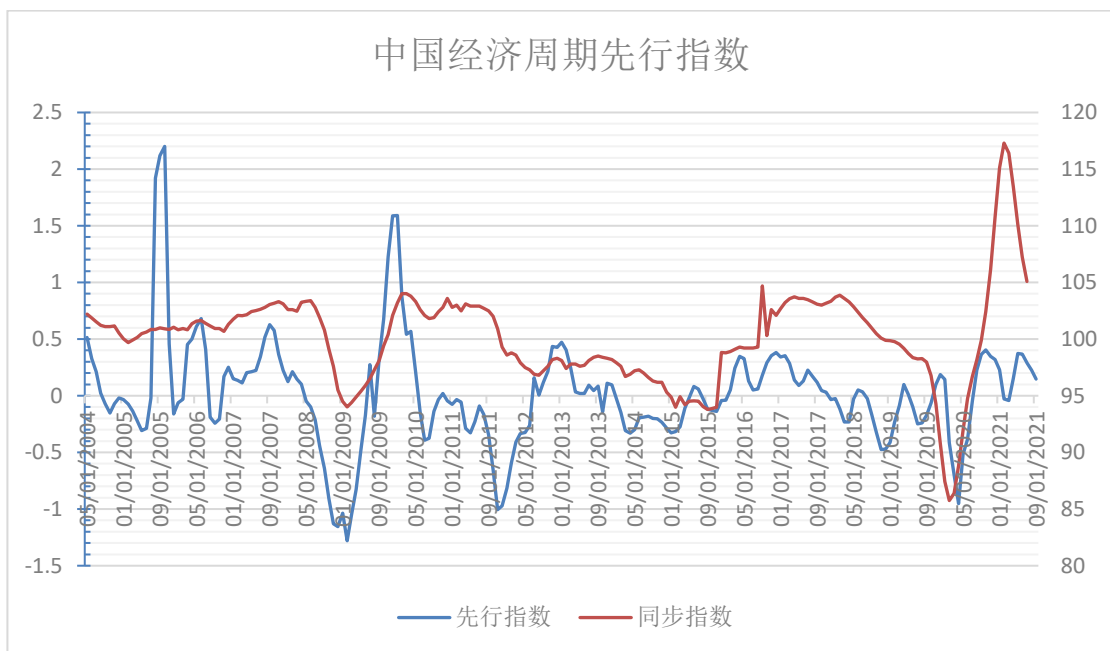
房地产先行指标继续回落。房地产行业是受疫情冲击最大的行业之一，但同时也是恢复最快对经济贡献最为显著的行业之一。随着8月份地产销售数据的出炉，该先行指数继续快速回落，房地产信用受限是地产先行指标快速回落的主要原因。房地产行业是金融周期的重要组成部分，也是金融条件作用于实体经济的最重要传导通道之一。

制造业库存变差。9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也在变差，意味着供应商的出库压力在变小，交货速度有所增加。

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。至于限电对订单的影响则非常难以评估。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中国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？

半导体先行指标出现见顶迹象。半导体先行指标第一次出现头部迹象。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领了全球经济好转。本月行业先行指数开始出现回落，这是最重要的需要密切观察的现象。

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，第一个指标略有改善，但是依然大幅低于历史均值。第二个指标快速下降。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。