



# 中国经济周期评估

## 中国经济周期回暖信号得到更多确认

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-0.2上升到-0.12

就业略有改善，制造业总体有企稳迹象

金融条件表现不一，融资环境略有改善

制造业订单和出口订单企稳，库存有所累积

公司利润预期企稳

中国经济周期先行指数从上月终值的-0.2上升本月初值-0.12。考虑到我们的数据在月内还有几次更新，最终数值企稳的可能性很大。这是一个重大的信号，自从上个月经济周期先行指数出现企稳信号后，这个月的数据会变得非常关键。那么是什么变量促使了经济周期发生好转呢？我们看到，房地产、金融都开始出现了一些积极变化，而这个月制造业也开始出现一些积极变化。

疫情对经济数据的扭曲，目前看已经基本消失。经济同比数据重新开始成为一个可靠的分析基准。

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。

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。就中国目前的情况看，经济同比数据基本已经可用。

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。

**中国金融先行指数企稳回升。**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。12月中国股票价格指数表现继续分化，中证500与沪深300的背离在短暂缩小后再次放大。商品价格指数在大跌后企稳反弹。2021年11月社会总体信用迅速回升，信用债指数持续上升，中小企业融资条件开始企稳。目前看中国经济周期企稳的主要贡献来源之一就是金融条件。目前的状态是市场并未对货币信用政策调整给予太大的信心，我们相对乐观一些，认为在指令经济总体背景下，中国的金融条件会有一个比较大的宽松空间。

**中国就业先行指标企稳。**考虑季节性后就业状况的变化已经连续数月出现小幅回落，最新的数据显示就业出现边际改善。因为数据的质量，我们很难对中国经济中的真实就业情况进行准确评估，只有制造业部门的就业情况可以得到较好监控。导致就业偏差的原因除了不断的疫情扰动以外，我们认为更多是中国经济内生的原因造成。包括一些监管政策影响到行业可能会更多影响就业市场前景。在就业数据持续走软的背景下，消费数据依然会承受较大压力。考虑到北京冬奥会以及即将到来的节日人口流动，我们需要密切观察这些事件对消费的持续影响。

**房地产先行指标开始回升。**房地产行业是本轮经济周期主要的下行力量之一，但是其主要推动是来自于针对地产的监管政策和融资收缩。随着11月份地产销售数据的出炉，该先行指数出现轻微的回升。房地产行业是金融体系的重要组成部分，也是金融条件作用于实体经济的最重要传导通道。当下关于房地产政策的预期是非常关键的，最新的情况显示房地产融资已经在逐步放开中。剩下的问题是：地产融资到底要放到什么程度才足以支撑经济的全局？在当前房地产政策总体不发生变化的前提下，边际放松的地产融资政策值得关注。

**制造业库存变差。**12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。

**制造业订单比较稳定。**出口订单有一些回升，而国内订单保持稳定。影响订单的因素很多，出口订单的变化是否与新的病毒变异相关？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。而国内总体订单的影响与房地产的关系也是模糊不清的。我们从过去两年的外贸订单数据看，产业链转移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，欧美等国家病毒病死率大幅下降，复工速度加快，全球化分工链条会不会重新开始移出中国？

**半导体先行指标持续高位。**半导体先行指标持续高位，但是边际减弱。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。半导体指数某种意义上已经超过了原油价格指数，成为全球经济最重要的驱动力。半导体先行指数逐步走弱，对经济的总体影响应该非常有限。

**公司利润预期企稳。**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，随着商品价格的快速下行，一定程度上缓解了企业的利润下行预期。但是企业的利润预期依然处于高度不稳定状态，因为订单需求的逐步回落会抵消成本下降的优势。而影响企业利润另外一个关键指标是企业对于监管政策的判断，因为当下的监管政策变动已经相当程度上影响了企业的利润预期。



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

邮箱：[business@macropx.com](mailto:business@macropx.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。