

## 寻找最优解

## 2022年中观产业链中期展望

证券研究报告

2022年04月30日

## ● 核心结论

本轮疫情之前主要产业链的景气周期位置：

1) 基建链处于景气上行周期，新老基建库存周期分化。2) 地产链景气全面回落。3) 制造业总体处于被动补库阶段。4) 消费链弱复苏，但疫情掣肘下稳定性不足。5) 出口动能转弱，拉动因素进一步由“增量”转向“涨价”。

疫情对各产业链运行逻辑有何影响？

1) 基建链：疫情或加快传统基建链景气上行趋势，对新基建影响相对有限。2) 地产链：加速景气下行趋势，但政策放松有望对冲部分影响。3) 制造业：中游装备制造业或迎景气回升。4) 消费链：景气趋势转弱，结构上必选和可选消费表现分化。5) 出口链：疫情加速出口景气下行趋势。

对下半年主要产业链景气变化趋势和投资机会进行排序如下：

主线一：原本处于景气回升趋势，疫情未改变产业运行逻辑，但是疫情之后产业链景气回升速度会加快。主要包括传统基建产业链、生猪产业链等。

主线二：原本处于景气回落趋势，疫情改变了产业运行的短期逻辑，疫情之后可能出现景气的阶段性回升，主要是地产链、装备制造产业链、可选消费品中的地产后周期家电家具等。

主线三：原本处于景气回升趋势，疫情既未改变产业运行逻辑，也没有影响产业链景气变化节奏，主要包括新基建产业链等。

主线四：原本处于景气回升趋势，疫情未改变产业运行的基本逻辑，但可能导致产业景气回升趋势放缓。主要是可选消费品中的汽车产业链等。

风险提示：国内疫情形势超预期；国际局势变化超预期；稳增长政策力度及效果不及预期

## 分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn



宋进朝 S0800521090001



15701005636



songjinchao@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

## 每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

**扫一扫二维码**

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



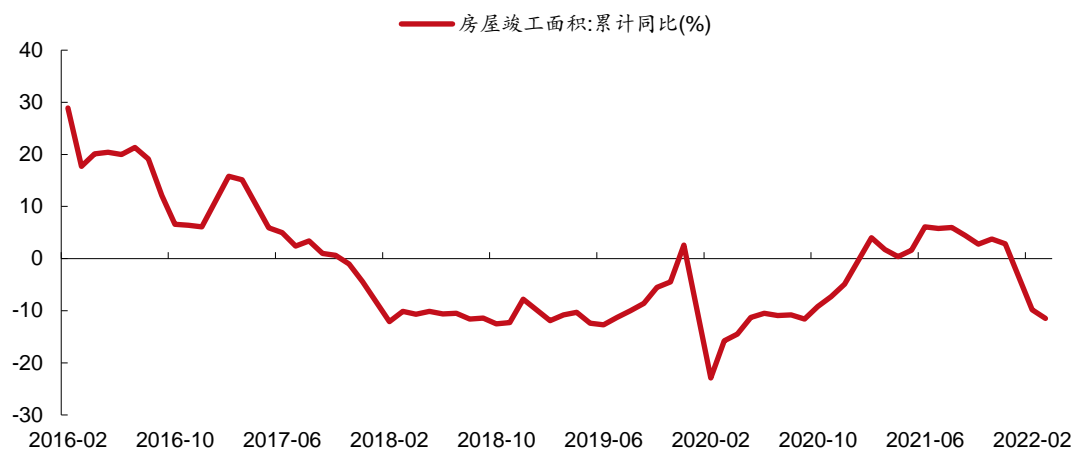
## 内容目录

一、本轮疫情之前主要产业链的景气周期位置 .....	4
(一) 基建链处于景气上行周期，疫情扰动库存周期 .....	4
(二) 地产链景气全面回落 .....	5
(三) 制造业总体处于被动补库阶段 .....	8
(四) 消费链弱复苏，但疫情掣肘下稳定性不足 .....	9
(五) 出口动能转弱，拉动因素进一步由“增量”转向“涨价” .....	9
二、疫情对各产业链运行逻辑有何影响？ .....	10
(一) 基建链：疫情或加快传统基建链景气上行趋势，对新基建影响相对有限 .....	10
(二) 地产链：加速景气下行趋势，但政策放松有望对冲部分影响 .....	12
(三) 制造业：中游装备制造业或迎景气回升 .....	14
(四) 消费链：总量景气趋势转弱，结构上必选和可选消费表现分化 .....	14
(五) 出口链：疫情加速出口景气下行趋势 .....	17
三、中观产业链景气展望 .....	18
四、风险提示 .....	19

## 图表目录

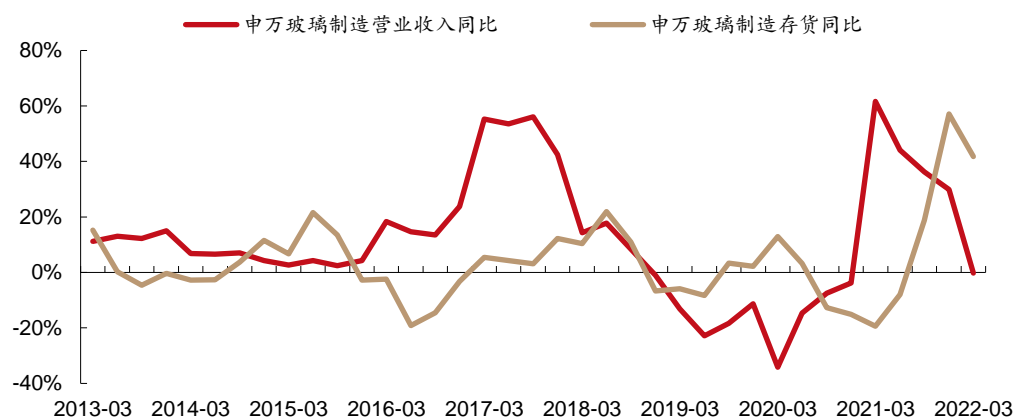
图 1：年初以来基建投资同比增速开始回升 .....	4
图 2：老基建处于被动补库向主动去库过渡阶段 .....	5
图 3：半导体产业链处于主动补库阶段 .....	5
图 4：我国商品房销售面积及同比增速 .....	5
图 5：商品房销售面积累计同比增速 .....	5
图 6：房屋施工面积累计同比增速 .....	6
图 7：建材库存周期 .....	6
图 8：竣工面积同比增速 .....	7
图 9：玻璃行业处于主动去库阶段 .....	7
图 10：白色家电处于主动去库阶段 .....	7
图 11：家用轻工处于主动去库阶段 .....	7
图 12：制造业处于被动补库阶段 .....	8
图 13：上中下游累计利润格局变化趋势 .....	8
图 14：社会消费品零售总额当月同比 .....	9
图 15：出口量价拉动作用拆分 .....	10
图 16：大型建筑类央企新签合同同比增速（%） .....	11
图 17：全国公路整车货运流量指数及同比变化 .....	11

图 8: 竣工面积同比增速



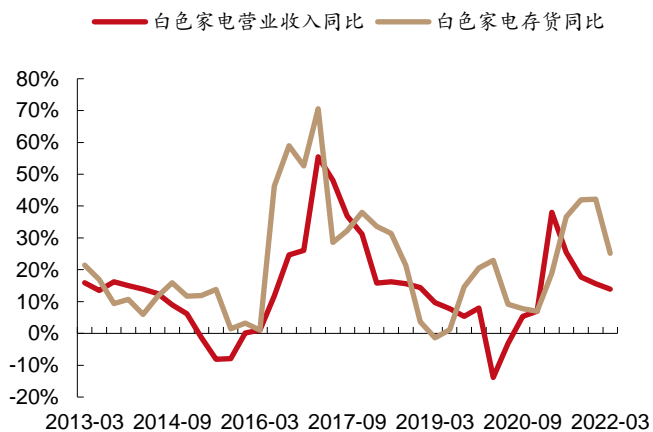
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 9: 玻璃行业处于主动去库阶段



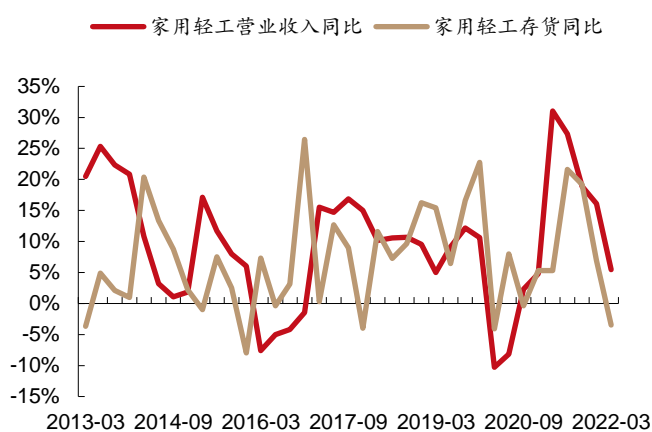
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 10: 白色家电处于主动去库阶段



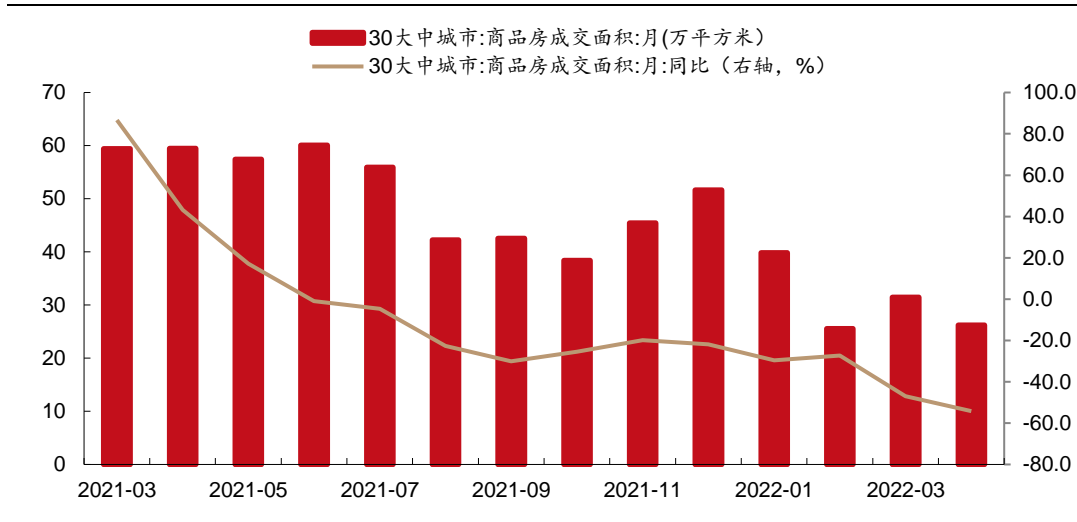
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 11: 家用轻工处于主动去库阶段



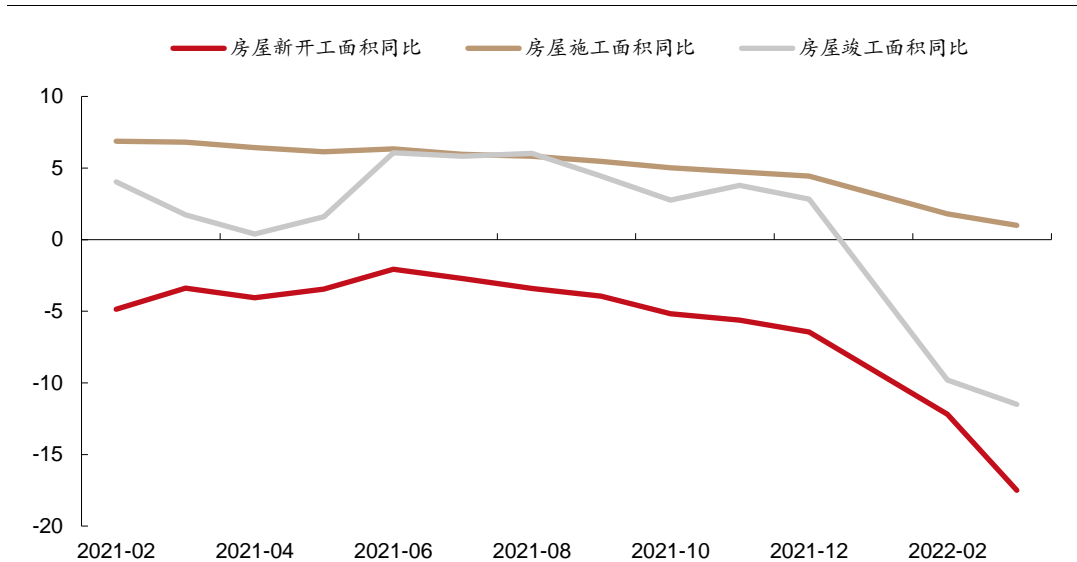
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 18：30 大中城市商品房成交面积及同比增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 19：房屋新开工、施工、竣工面积同比（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

从需求端来看，居民收入的变化属于慢变量，疫情主要影响的是居民对未来收入和就业的预期，进而降低居民的购房意愿。央行调查问卷显示，在 2020 年疫情暴发后的两年内，预计未来 3 个月增加购房支出占比的居民比例下降了 2.8 个百分点。其中，仅在疫情影响最为严重的 2020 年 Q1，该指标就环比下降 1.5 个百分点，单季降幅创 2010 年 Q2 以来新高。从供给端来看，一方面，持续的封控措施导致人员、物资流动受阻，地产施工进度放缓，进而也会影响到竣工链条；另一方面，人员隔离情况下，房屋交易周期也会拉长，最终反映在地产销售层面表现不佳。

从另一个角度来看，疫情的暴发也会改变地产政策宽松的力度和节奏。据不完全统计，今年初以来，全国共有 91 座城市出台了地产放松政策。在 3 月上海疫情暴发后，地产政策放松的力度有所加大，节奏也有加快迹象。例如，放松或者取消限购限售政策的城市明显增加，出台放松政策的城市数量和范围也持续扩大。央行在今年一季度金融统计数据新闻发布会上指出，3 月份以来，由于市场需求减弱，全国已经有一百多个城市的银行根据市

场变化和自身经营情况，自主下调了房贷利率，平均幅度在 20 个到 60 个基点不等<sup>1</sup>。政策放松固然可以对冲部分疫情的负面影响，但在人口、土地等长期变量的影响下，无法改变地产景气下行周期。

表 2：年初以来地产政策放松类型及城市数量统计

放松政策类型	城市数量	城市名称
降低房贷利率	52	上海、广州、杭州、武汉、郑州、大同、晋中、朔州、吕梁、阳泉、娄底、益阳、衡阳、郴州、邵阳、清远、韶关、河源、梅州、云浮、长沙、南京、日照、聊城、潍坊、济宁、威海、德州、咸宁、荆门、黄石、宜昌、淮溪、淮北、六安、黄山、杭州、合肥、绍兴、苏州、十堰、襄阳、无锡等
降低首付比例	15	银川、龙岩、南平、荆州、资阳、兰州、昆明、德州、南通、南宁、重庆、赣州、菏泽、北海、唐山
公积金贷款利率优惠	14	扬州、淮安、芜湖、天津、兰州、绵阳、盐城、天津、台州、上海、绵阳、彬州、六安、宣城
放松限购限售	14	南京、无锡、长沙、南京、苏州、东莞、秦皇岛、衢州、福州、北京、哈尔滨、青岛、宁波、自贡
购房补贴	6	南通、长沙、常德、淮北、南宁、惠州
提高房贷额度	4	苏州、九江、唐山、南宁

资料来源：Wind，西部证券研发中心

### （三）制造业：中游装备制造业或迎景气回升

3 月以来，国内疫情散点暴发导致经济增长出现新的不确定性变量，对制造业供需两端均产生一定冲击：

1) 需求方面，上游原材料和中游装备制造业与地产基建施工密切相关，而下游食品烟草、纺织、家具等消费品制造业则受终端需求影响较大，疫情导致的工地停工以及消费需求萎缩均会影响制造业投资，3 月制造业 PMI 新订单指数较前值下降 1.9 个百分点，已跌入临界点以下。2) 供给方面，本轮疫情引发的供应链危机导致部分制造业企业停工停产，严重影响产品生产和交货。例如近期市场高度关注的供应链紧张导致的车企生产困难问题，已引起有关部门的高度重视。

3 月制造业 PMI 供货商配送时间指数下降 1.7 个百分点至 46.5%，为 2020 年 2 月疫情暴发以来新低。我们认为，在后续基建投资持续发力的带动下，中游装备制造业或迎来景气回升。

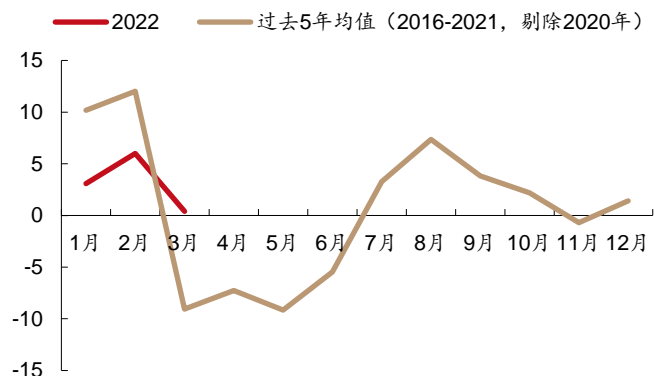
### （四）消费链：总量景气趋势转弱，结构上必选和可选消费表现分化

从过往经验看，疫情对消费总量层面的冲击较大，在新增本土确诊病例及无症状感染者人数突增的月份，社会消费品零售总额同比增速通常会出现比较明显的回落。今年 3 月全国新增确诊+无症状感染者人数达到 10.6 万例，远超 2 月 1855 例的水平。社消零售总额同比增速由 1-2 月的 6.7%下降至 3 月的-3.5%。4 月新增感染者人数继续大幅上行，预计社零增速有可能会进一步下滑。

疫情扭转了消费链当前的弱复苏趋势，导致消费趋势转向景气下行。从需求端来看，疫情会造成居民消费意愿和消费能力的下滑，尤其是批发零售、住宿餐饮、社会服务等接触式

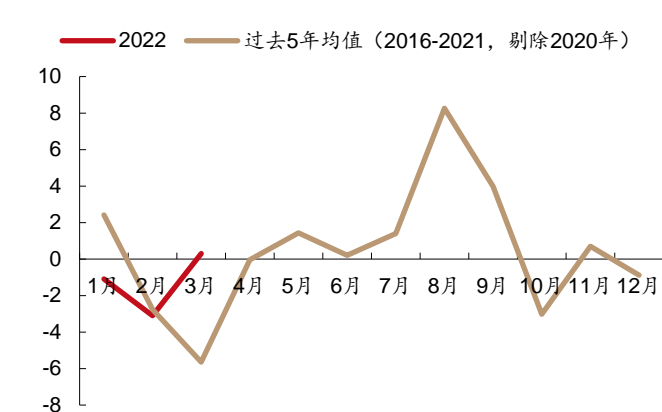
<sup>1</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4530986/index.html>

图 22：3 月鲜菜价格环比涨幅大幅领先季节性（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

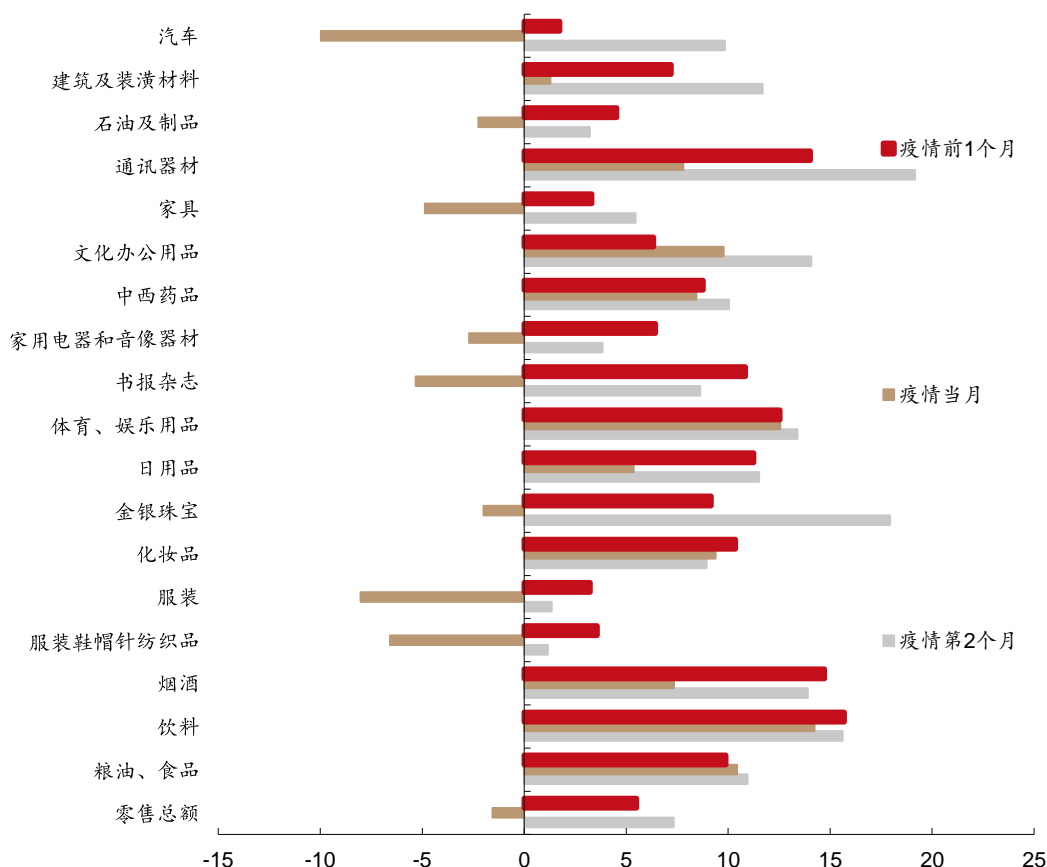
图 23：3 月蛋类价格环比涨幅大幅领先季节性（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

我们统计了 2020 年 2 月以来 6 轮代表性疫情影响下，不同消费板块的表现。在疫情爆发首月，汽车、家电、家具、服装等可选消费品社零增速出现显著下滑，粮油食品、饮料、中西药品等必选消费品增速却基本未受疫情影响，甚至出现回升，可能与居民囤货需求上升有关。值得注意的是，文化办公用品、体育娱乐用品增速较疫情之前也出现了回升，或反映居家办公情况下，对办公用品以及休闲娱乐活动的需求有所增加。在疫情冲击后的第二个月，必选消费品增速基本维持高位，可选消费品零售额也迎来修复。

图 24：疫情对不同消费品零售额增速的冲击



资料来源：Wind，西部证券研发中心



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告