

新周期的量与价

——2024 年下半年宏观经济展望

内容摘要

去年四季度以来，我们在一系列报告中提出中国经济正在以企业资本开支取代地产投资作为经济增长的新引擎，逐步进入新的复苏周期。综合上市企业数据、工业增加值数据，我们验证企业资本开支确在近两年明显走强。除社零外，消费相关行业的工业增加值、假期旅游等数据也表明，居民消费正在逐步修复。此外，拆解 CPI 走势的驱动因素，我们发现供给的扩张或是本轮复苏中价格回升偏慢的原因，CPI 偏低可能只是一个阶段性现象。

核心观点：

➤ 多维数据印证企业资本开支走强

从需求端来看，制造业企业固定资产投资近两年显著走强（4 月累计同比：9.7%）。有市场观点认为这与微观体感存在差异，我们用 1541 家 2016 年前上市的制造业企业的数据和统计局的固定资产投资数据进行了交叉验证。结果显示，统计局公布的固定资产投资数据具有较好的代表性（拟合优度 0.88），企业资本开支的确在近两年明显走强。从供给端来看，与企业资本开支最为相关的装备制造业的工业增加值也表现强劲（2023 年同比 6.8%）。

➤ 多指标表明居民收入与消费已逐步恢复

新周期启动的另一个重要依据是大规模的资本支出会推动产出和收入的上升，并推动消费在一次性“消费降级”之后逐步修复。这也是中国和 90 年代日本的重大区别。除了统计局居民消费支出和社零数据自 2023 年下半年持续改善之外，我们发现消费相关行业的工业增加值持续回升（2024 年 Q1 环比 1.6%，前值 1.6%），并在今年初达到历史新高。春节、清明、五一的全国旅游支出也在持续回升（较 2019 年同期复合增长 7.7%、12.7%、13.5%）。

➤ 新周期的新结构

随着地产相关的需求出现回落，其对 GDP 的贡献也有明显下滑，中国经济的结构也在发生明显变化。从需求结构看，主要是制造业投资的上行（+4.8pct）弥补了地产投资占比的下滑（-5.3pct）。从产出结构看，包括信息软件（+0.9pct）等新兴服务业、制造业的增加值占比上升，对冲了地产、建筑业增加值占比的下降。与地产投资相比，企业资本开支中含有更多的对信息软件、设备机械的需求，我们认为产出结构的变化也合情合理。

➤ 新周期的量与价：CPI 偏弱或只是阶段性现象

为何物价水平仍表现偏弱？参考旧金山联储的方法，我们发现 2023 年 Q2 以来，供给的扩张可能抑制了 CPI 的回升：对 4 个季度 CPI 的 8 个主要分项的分析显示，价格低于趋势水平的情况略超出一半（18/32），同时，大部分情况下，消费量都高于趋势水平（26/32）。供给的扩张意味着潜在经济增速和自然利率的回升，价格低迷或只是阶段性现象。展望未来，我们预计伴随着经济的温和复苏，物价水平或也将有所回升。

风险提示：经济与政策与预期不一致，地缘政治恶化，外需明显恶化，地产出现系统性风险。

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

1、《近期黄金上涨之“谜”：——宏观深度报告》
2024.04.26

2、《美国小银行的大风险：——美联储的缩表和潜在风险》2024.04.22

正文目录

1. 新周期的新证据	4
1.1 资本开支走强的新证据	4
1.2 消费复苏的新证据	12
2. 新周期的新结构	17
2.1 总需求的结构变化	17
2.2 增加值的结构变化	19
3. 新周期的新质疑：如何看待当下宏观层面的量价关系？	22
3.1 拆解 CPI 中的供需驱动因素	23
3.2 CPI 偏弱或是阶段性现象	25
4. 2024 年主要宏观经济指标预测	27
5. 风险提示	27

图表目录

图表 1: 制造业和服务业资本支出（季调）	5
图表 2: 固定资产投资规模与上市公司资本开支规模（定基指数）	6
图表 3: 制造业固定资产投资与制造业上市公司资本开支的相关性分析	6
图表 4: 固定资产投资增速与上市公司资本开支环比（季调）	7
图表 5: 通用、专业装备制造业增加值（季调）	8
图表 6: 通用、专用设备制造业的细分行业	8
图表 7: 房地产开发投资（季调）	9
图表 8: 新房销售面积（季调）	9
图表 9: 地产相关行业增加值（季调）	9
图表 10: 装备制造业增加值（季调）	10
图表 11: 装备制造业增加值与总工业增加值（季调，定基指数）	11
图表 12: 地产相关行业增加值与总工业增加值（季调，定基指数）	11
图表 13: 机电产品出口金额（季调）	11
图表 14: 装备制造业增加值（季调）	11
图表 15: 城镇居民人均可支配收入增速	12
图表 16: 城镇居民人均消费支出增速	12
图表 17: 社会消费品零售规模（季调）	13
图表 18: 消费相关行业的工业增加值 vs 社零（季调）	13
图表 19: 消费相关行业的工业增加值同比 vs 社零同比	14
图表 20: 国内消费税累计同比	14
图表 21: 不被征收消费税的社零部分（季调）	15
图表 22: 国内旅游收入与出游人次较 2019 年增速	16
图表 23: GDP 中消费、投资与净出口的占比走势	17
图表 24: 2020 与 2023 年三大需求占 GDP 比重的对比	17
图表 25: 三大需求的绝对规模	18
图表 26: 固投中制造业、基建与地产的占比走势	18
图表 27: 2020 与 2023 年三大投资占固投比重的对比	18
图表 28: 固定资产投资规模（季调）	19
图表 29: 第一、二、三产业增加值占比	20
图表 30: 三大产业增加值的绝对规模	20
图表 31: 第一、二产业增加值占比	20
图表 32: 第三产业增加值占比	20
图表 33: 各行业增加值占 GDP 比重的变动：2023vs2020	21

图表 34:	各行业增加值的绝对规模: 2023vs2020	21
图表 35:	近期 CPI 同比增速仍然偏低	22
图表 36:	量价相较于趋势水平的表现 (2019vs2023Q2-2024Q1)	24
图表 37:	食品烟酒的量价及其趋势	24
图表 38:	衣着的量价及其趋势	24
图表 39:	生活用品服务的量价及其趋势	24
图表 40:	医疗的量价及其趋势	24
图表 41:	交通通讯的量价及其趋势	25
图表 42:	文化娱乐的量价及其趋势	25
图表 43:	居住的量价及其趋势	25
图表 44:	其他用品及服务的量价及其趋势	25
图表 45:	2002 年工业增加值回升, CPI 仍处于负增长区间	26
图表 46:	主要宏观经济指标及预测	27

1. 新周期的新证据

去年四季度以来，我们在一系列深度报告中提出中国经济正在以企业资本支出取代地产投资作为经济增长的新引擎，逐步进入新周期。

从投资储蓄均衡的角度来看，由于收入分配仍待完善¹，且居民储蓄率仍然偏高，投资仍然是中国经济的重要引擎。从经济增长本质上依靠扩大再生产的角度来看，所有的投资都是为扩大再生产而进行的安排，都是瞄准未来需求而进行的投入，地产投资和产能投资的决策本质上是类似的²，可以互相替代。从消费需求的角度来看，社会消费需求主要受到居民可支配收入的约束；而宏观上 GDP 的生产法和收入法的核算结果应该一致，收入就是产出，收入的约束本质上是生产的约束；只要让市场配置资源围绕着人真正的需求生产，生产增长就会带来收入的上升，并带来需求的回升，这是一个供给创造需求或者供给激发需求的过程³。

我们注意到，多方面的数据证明中国企业资本支出持续走强，而且供给扩张、收入修复也带动了消费的逐步恢复。

1.1 资本开支走强的新证据

从扩大再生产推动经济增长的角度考虑，地产投资下行之后，企业资本支出对地产投资形成替代，我们应该可以观察到企业资本支出的明显走强——这是新周期存在的核心证据。

从需求端来看，无论是官方制造业和服务业投资数据还是上市公司资本支出数据都支持这个看法。从供给端来看，与企业资本支出最相关的装备制造业工业增加值也表现强劲。我们认为最近两三年以来企业资本支出明显走强毋庸置疑。

1.1.1 上市公司数据的证据

近两年以来，统计局公布的中国制造业固定资产投资走强的数据已经引发了比较广泛的关注。实际上，不只是制造业，服务业固定资产投资在剔除季节性因素后也

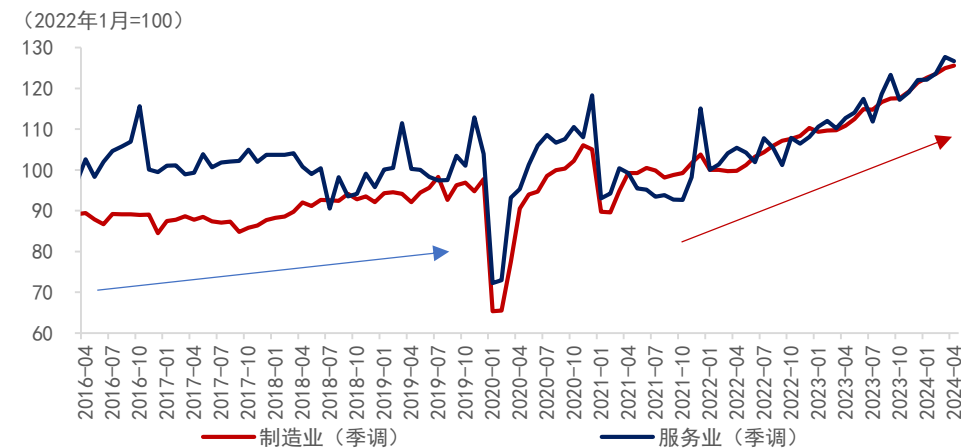
¹ 2024.2 国家信息中心《共同富裕目标下我国收入分配改革的进展、困难及推进策略研究》
http://www.sic.gov.cn/sic/81/455/0229/20240229084458357509982_pc.html

² 例如投资房地产是因为投资人预期消费者未来会有对居住服务的需求；投资新能源汽车的工厂是因为投资人预期消费者未来会有开新能源汽车的需求。房子本质上可以看作是一种工厂，生产居住服务或住房租金。

³ 萨伊定理成立即是如此。当然，该定理成立需要的是生产市场愿意接受的东西；现实中常常会有产能过剩，萨伊定理就不成立。这是因为投资不是瞄准了未来的没有被满足的需求，而是低水平重复建设。因此，需要市场机制发挥作用，市场出清会淘汰低水平重复建设，让资源最终配置到有需求的领域，推动需求和供给同步扩张。

出现了明显的回升。

图表1：制造业和服务业资本支出（季调）



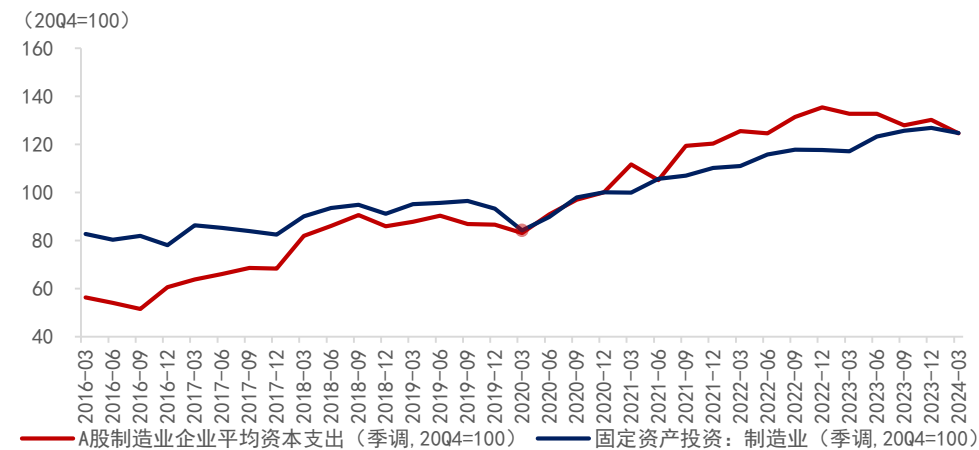
资料来源：Wind，国联证券研究所；资本开支数据经 PPI 做不变价调整。

有一些观点质疑，企业资本支出走强的真实性，认为与微观体感不符。针对这一疑虑，我们用上市制造业企业的数据和统计局的固定资产投资数据进行了交叉验证。结果显示，制造业上市公司的资本开支和固定资产投资统计的制造业投资数据高度相关。这意味着固定资产投资统计的数据整体是比较可靠的。

具体而言，我们用 1541 家制造业上市公司的资本开支数据进行了对比验证。为了数据的可比性，我们选取了所有在 2016 年前上市的 A 股制造业企业，并剔除了其中数据不全的企业，得到了 1541 家企业的样本。

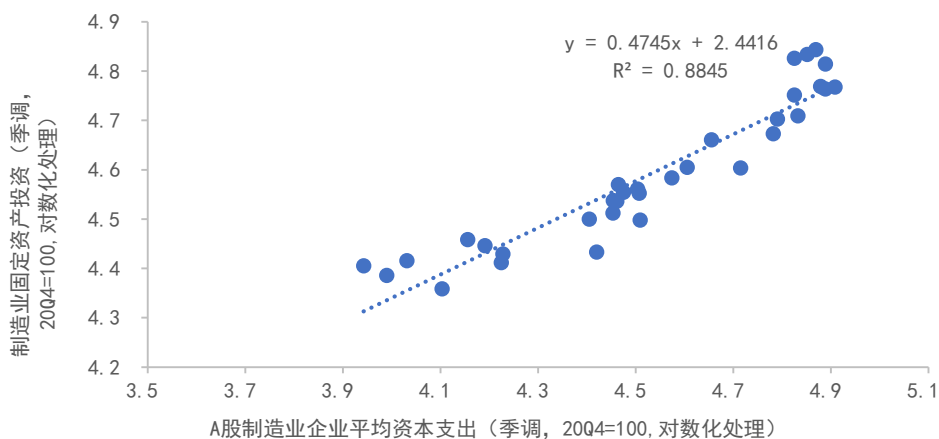
从经过季节性调整后和定基化处理的数据来看，A 股制造业上市公司的资产开支与统计局的制造业固定资产投资规模的变动在方向上高度趋同。

图表2：固定资产投资规模与上市公司资本开支规模（定基指数）



资料来源：Wind，国联证券研究所

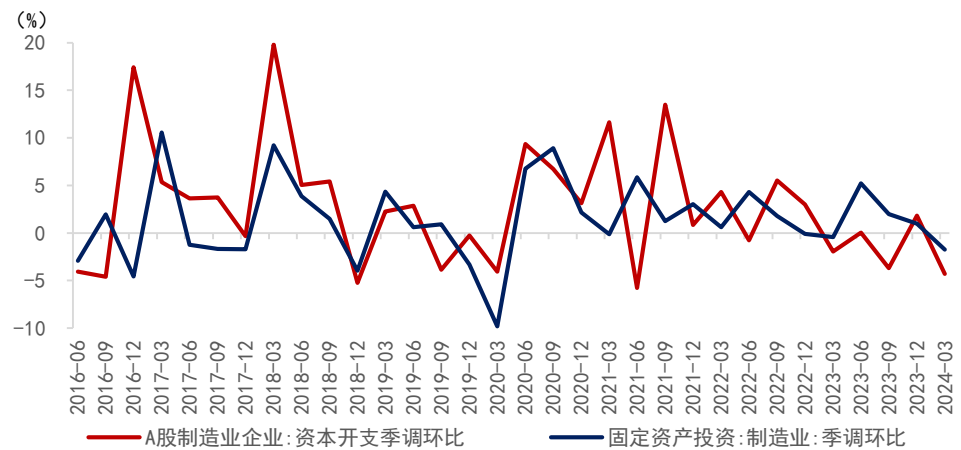
图表3：制造业固定资产投资与制造业上市企业资本开支的相关性分析



资料来源：Wind，国联证券研究所

进一步做环比增速的比较，我们发现 A 股制造业上市企业的资本支出增速与统计局的制造业固定资产投资的增速相关性也较高。

图表4：固定资产投资增速与上市公司资本开支环比（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

这意味着，制造业固定资产投资口径的数据应该还是比较可靠的，可以代表中国制造业部门资本支出的状况。中国的企业资本开支近两三年以来确实出现了明显的走强。

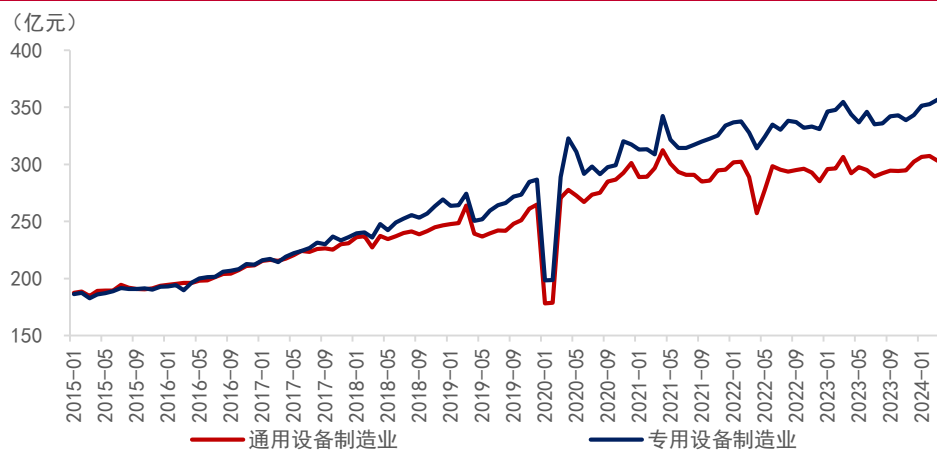
当然，一季度出现的企业资本支出的下滑主要是受到1-2月份数据的影响，从3月以来，季调以后的制造业资本开支持续创出新高（图表1）。

1.1.2 工业增加值的证据

供给端工业增加值的有关证据也可以证明企业资本支出可能确实在最近一两年走强。

那么，在企业资本开支表现强劲的情况下，为何通用设备和专用设备制造业的工业增加值没有出现明显的加速上行？

图表5：通用、专业装备制造业增加值（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

我们认为，这可能主要与通用设备制造业、专用设备制造业中都包含了一些与地产相关的行业有关。比如，通用设备制造业下包含了起重设备制造业、专用设备制造业下有建筑材料生产专用机械制造业等。

地产投资需求的低迷可能因此拖累了设备制造业的工业增加值增速。

图表6：通用、专用设备制造业的细分行业

通用设备制造	专用设备制造
锅炉及辅助设备制造	矿山机械制造
内燃机及配件制造	建筑材料生产专用机械制造
其他原动设备制造	冶金专用设备制造
金属切削机床制造	炼油、化工生产专用设备制造
金属成形机床制造	塑料加工专用设备制造
铸造机械制造	其他非金属加工专用设备制造
金属切割及焊接设备制造	食品、酒、饮料及茶生产专用设备制造
机床功能部件及附件制造	农副食品加工专用设备制造
其他金属加工机械制造	印刷专用设备制造
轻小型起重设备制造	制药专用设备制造
生产专用起重机制造	纺织专用设备制造
连续搬运设备制造	机械化农业及园艺机具制造
泵及真空设备制造	交通安全、管制及类似专用设备制造
气体压缩机械制造	水资源专用机械制造
阀门和旋塞制造	其他专用设备制造
液压动力机械及元件制造	喷枪及类似器具制造
液力动力机械及元件制造	包装专用设备制造
气压动力机械及元件制造	复印和胶印设备制造
其他传动部件制造	工业机器人制造
烘炉、熔炉及电炉制造	特殊作业机器人制造
气体、液体分离及纯净设备制造	增材制造装备制造
制冷、空调设备制造	其他未列明通用设备制造业

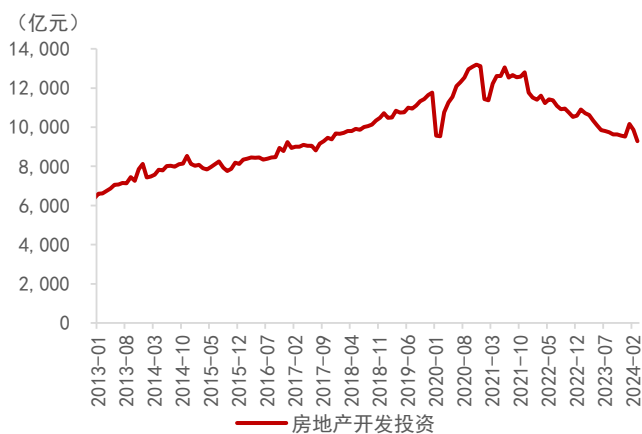
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

另一方面，我们也发现，那些被认为由地产主导⁴的行业的工业增加值，虽然过去几年几乎没有增长，但是也没有像地产投资和新房销售那样持续下行。这可能是由于，一些地产以外的需求增长，维持了这些行业工业增加值的韧性。

以上的现象都提示我们，由于统计口径、行业分类等方面的差异，固定资产投资的数据与相关行业的工业增加值或并不一一对应。

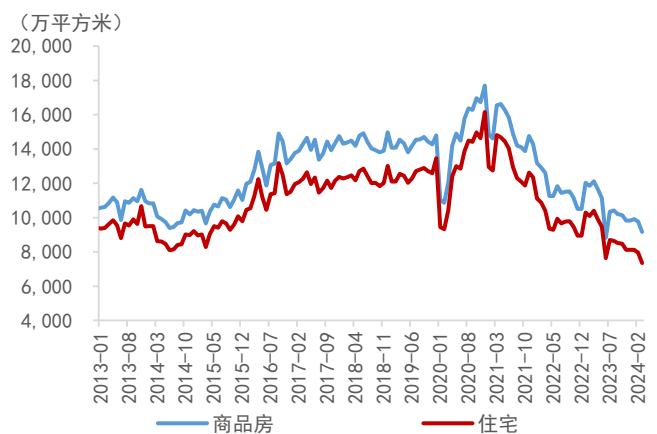
所以，尽管地产投资与销售走弱，但由于地产主导的工业行业还服务于其他行业，比如基建也需要水泥与钢铁，于是这些行业的工业增加值表现出了更强的韧性。同时，通用和专用设备制造业的工业增加值也不像制造业投资那么强劲。

图表7：房地产开发投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：新房销售面积（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：地产相关行业增加值（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

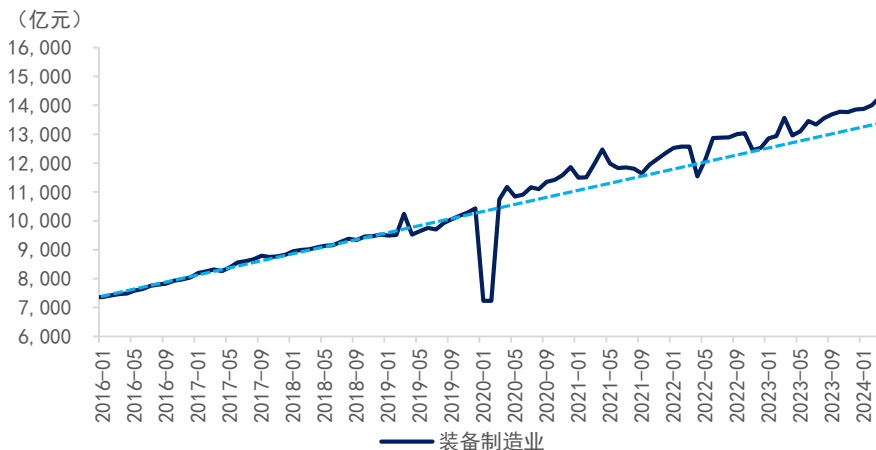
⁴ 与地产投资较为相关的主要有5个行业，包括家具制造业、非金属矿采选业、非金属矿物制品业、黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延工业。

实际上，如果我們去看整体的装备制造业，其增加值的走势似乎仍可以说明近两年企业资本支出确实走强。

顾名思义，与企业资本开支最为相关的应该是装备制造业。装备制造业包括了金属制品业，通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业。和通用与专用设备制造相比，装备制造业中其他的行业可能受到地产需求影响更小一些。

我们发现，在房地产走过长周期拐点之后，装备制造业的工业增加值与历史趋势大体相当，甚至略有走强。

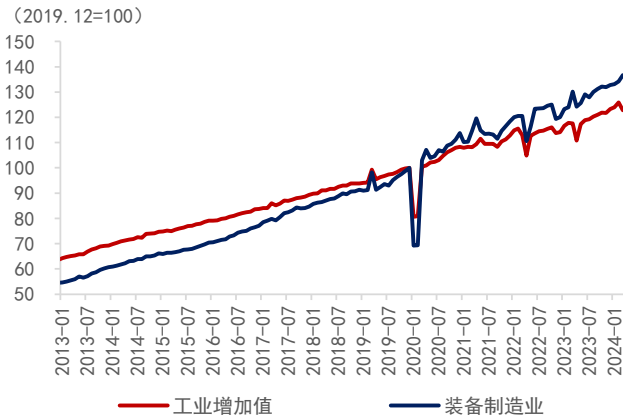
图表10：装备制造业增加值（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

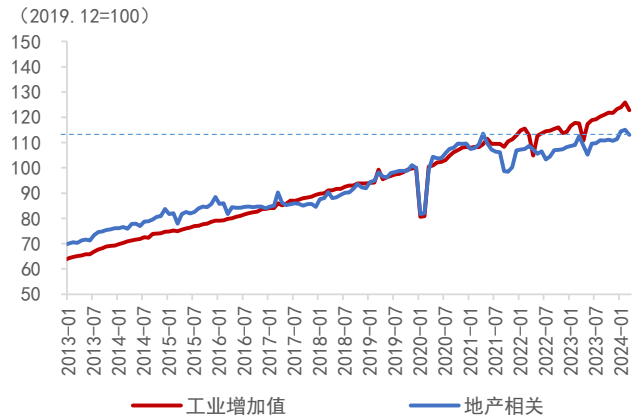
考虑到装备制造业中的下游需求中，地产明显走弱，但整体的装备制造业增加值增长仍较疫情前有所加速，或者至少大体相当，我们倾向于认为，是对装备制造业产出的其他需求——主要是资本开支，对装备制造业增加值的增长构成了有力支撑。

图表11：装备制造业增加值与总工业增加值（季调，定基指数）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：地产相关行业增加值与总工业增加值（季调，定基指数）

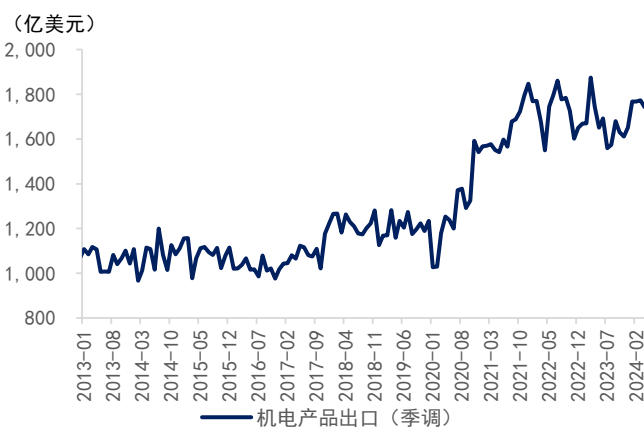


资料来源：Wind，国联证券研究所

那么，装备制造业增加值的上行是否主要由出口拉动？

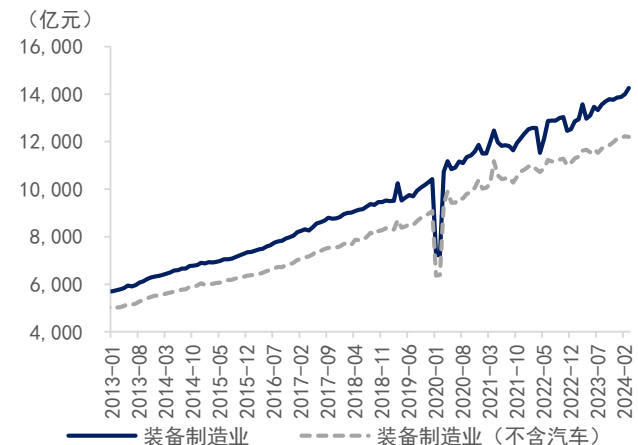
从与装备制造业较为对应的机电产品出口来看，机电产品的出口在2020年-2021年大幅上行后，此后基本保持在同一个中枢水平附近上下波动。这意味着，2021年以后，机电出口对装备制造业增加值的拉动可能比较有限。

图表13：机电产品出口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表14：装备制造业增加值（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

综合来看，在出口拉动有限、地产构成拖累的情况下，装备制造业增加值保持增长甚至增速稍有加快，可能间接地说明了制造业与服务业投资（也就是企业的资本开支）拉动了装备制造业增加值的增长。

如果在装备制造业中剔除掉消费者主导的汽车，这一结论也没有改变。

1.2 消费复苏的新证据

新周期启动的另一个重要依据是大规模的资本支出会推动产出和收入的上升，并推动中国居民的消费逐步修复。多维度的数据也能证明这一点。

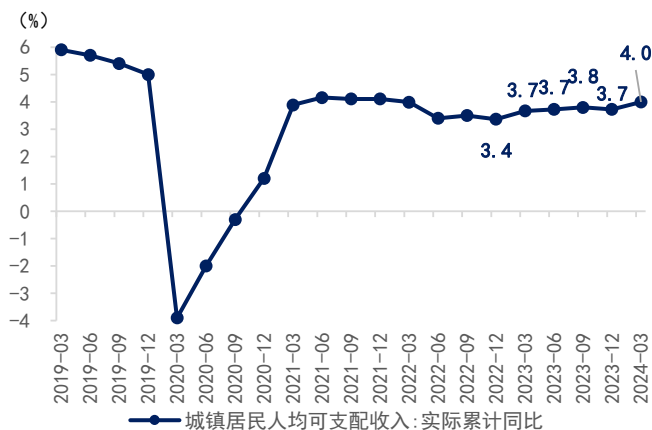
这也是中国和 90 年代日本非常大的区别。尽管伴随着房价下跌，居民资产负债表受损，中日消费都曾受到一定冲击。但是在资本开支的推动下，中国的产出和收入能够回升，并带动消费的增长。然而，日本因为大范围“僵尸企业”的存在，实体经济的回报大幅下行。在日本国内投资没有回报的情况下，日本企业选择出海投资，日本国内资本支出低迷。由于没有扩大再生产的过程，日本居民收入自然也不会出现增长，居民消费自然也就长期低迷。

1.2.1 人均可支配收入与社零改善

从统计局数据观察，一季度我国城镇居民人均可支配收入有所回升。从以 2019 年为基期的复合增速来看，一季度城镇居民的人均可支配收入同比增长 4.0%，较此前水平有明显回升。这意味着，剔除价格因素的影响后，居民收入可能已经有所改善。

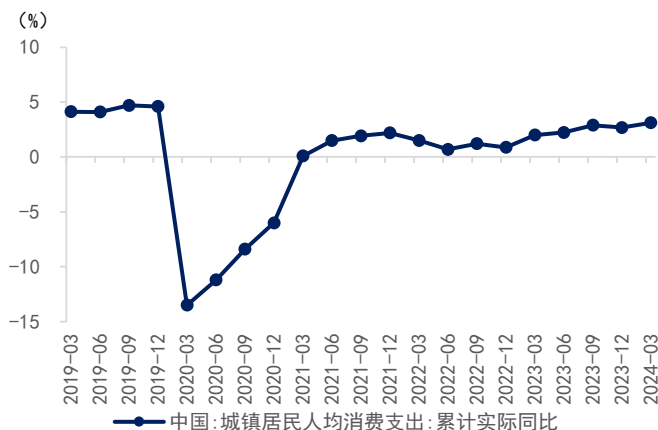
城镇居民的人均消费支出的增速也出现持续的回升。从以 2019 年为基期的复合增速来看，居民消费支出自 2023 年以来持续回升，并在今年一季度达到了 2020 年以来的新高。

图表15：城镇居民人均可支配收入增速



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：2021 年以后的增速均为以 2019 年为基期的复合同比增速。

图表16：城镇居民人均消费支出增速



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：2021 年以后的增速均为以 2019 年为基期的复合同比增速。

与此同时，社会消费品零售的数据也显示，居民消费从 2023 年下半年以后呈现

持续修复的走势。

图表17：社会消费品零售规模（季调）



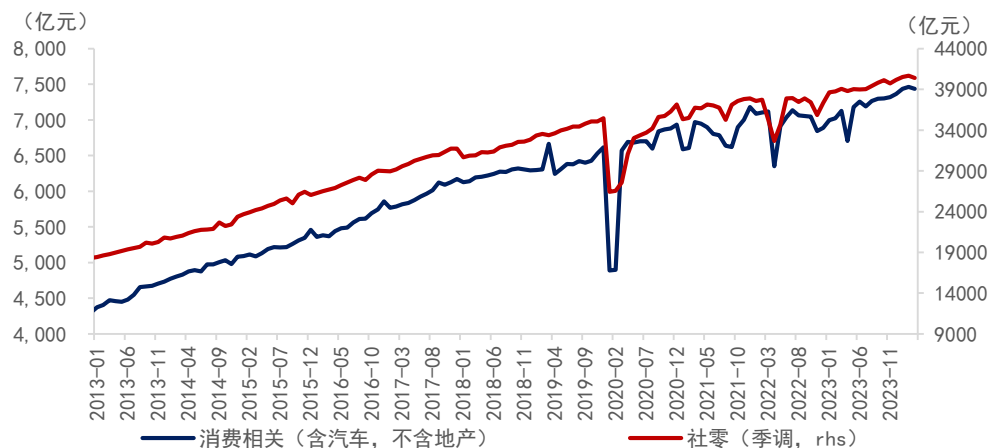
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2.2 消费相关行业的工业增加值达历史新高

如果说单纯宏观的指标还不足够令人信服，那么分行业的工业增加值从供给端也可以在一定程度证明消费仍然在持续增长。

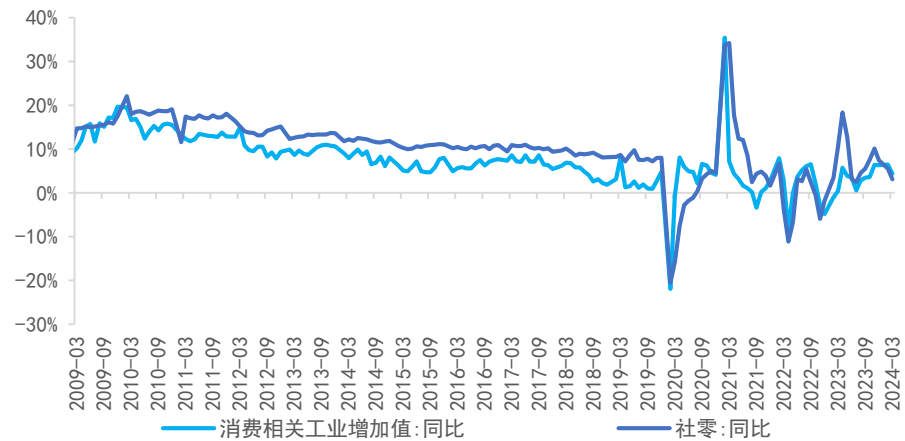
我们把和消费相关的工业行业（包括食品制造业、酒饮制造业等在内的 11 个行业）合并在一起计算其工业增加值。我们发现其增长和社零的趋势类似。而且，2023 年下半年以来，消费相关的工业增加持续回升，并在今年初达到历史新高。

图表18：消费相关行业的工业增加值 vs 社零（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表19：消费相关行业的工业增加值同比 vs 社零同比

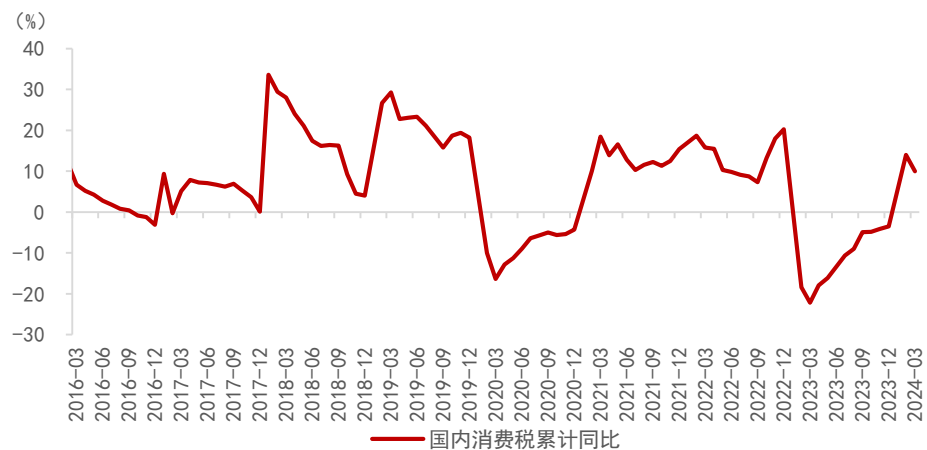


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2.3 消费税负增不代表消费走弱

为何 2023 年居民消费保持同比负增长（-3.5%），与社零、人均消费支出表现背离？

图表20：国内消费税累计同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

实际上，这主要是因为我国消费税征收的商品非常有限。我国的消费税⁵主要对三类特殊的商品进行征收：

- 过度消耗资源和危害生态环境的商品，比如鞭炮焰火、成品油、摩托车、小

5

https://www.mof.gov.cn/zhuantihuigu/zhongguocaizhengjibenqingkuang/gerensuodeshui/200908/t20090825_198372.htm

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/338133125057006106>