



德邦证券  
Topsperity Securities

证券研究报告 | 宏观专题

2023 年 2 月 23 日

## 宏观专题

# 判断行业轮动方向，参考什么指标？ ——行业投资框架系列之一

## 证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号：S0120521080004

邮箱：panjing@tebon.com.cn

## 研究助理

李昌萌

资格编号：S0120122070034

邮箱：licm@tebon.com.cn

## 相关研究

## 投资要点：

- **如何衡量中观行业景气度：**通常来讲衡量行业景气度最简单的指标为行业利润增速，当行业景气度回升时，意味着行业基本面向好，表现为企业经营改善，行业利润增速提升；除观测企业盈利水平变动以外，判断企业库存周期所处位置也是衡量行业景气度变动的重要依据。根据库存周期的划分，行业景气度提升对应着被动去库存和主动补库存两个阶段，而被动补库存和主动去库存阶段则对应着行业景气度下行的阶段。
- **策略视角衡量行业景气：**2016 年之前，对于行业的景气观察主要基于从上游的库存、价格和中游产量、价格、库存以及下游需求方面形成驱动因素和验证信号形成完整的盈利周期，上、中、下游的各环节可以通过行业高频数据进行跟踪，也可以在自下而上的分析中通过行业内各公司的数据汇合进行修正。但在近年来，“景气投资”成为了市场自下而上寻找投资机会的主流方式，对于盈利高增长性的追逐和估值的匹配度是“景气投资”的核心逻辑。
- **二级市场行业轮动与宏观景气变化的背离：**在第二部分中我们介绍过策略视角的“景气投资”，更多是观察盈利的增长率与估值的匹配度，与宏观行业景气中衡量当期利润增速的视角存在时间维度的差异，因此，在考虑策略视角的行业选择时，宏观利润指标的指引效果往往存在一定的滞后性，会出现行业景气度变化与股票市场行业轮动之间的背离，而如果用库存周期的变化来判断行业景气度的变化，我们发现周期性行业和大消费相关行业的库存变动对于判断股票市场的行业轮动具有一定的预判作用。
- **如何判断行业轮动的方向：**基于“景气投资”对于估值和盈利增长的匹配程度有一定的考量，“高景气+高估值”的组合会在“性价比”临近较低的时刻面临泡沫破裂的风险。在 2021 年 Q1 和 2022 年 Q3，市场都经历了行业景气相对仍然处于高位但板块出现大幅下行轮动的状态，无论从库存周期角度还是盈利增长角度，这样的轮动都无法单纯用宏观指标去预测，需要结合微观指标，从估值变化、资金流动等角度去观察行业可能轮动的方向。
- **风险提示：**疫情形势仍具有不确定性；企业去库存节奏超预期；宏观政策收紧超预期。

## 内容目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. 如何衡量中观行业景气度？ .....           | 4  |
| 1.1. 企业利润是观测行业景气度的主要指标 .....    | 4  |
| 1.2. 从行业库存周期看景气度变动具有一定前瞻性 ..... | 5  |
| 2. 策略视角衡量行业景气 .....             | 8  |
| 2.1. 行业比较方式下对行业景气的衡量 .....      | 8  |
| 2.2. “景气投资”的观测指标 .....          | 8  |
| 2.3. “景气投资”的瓶颈 .....            | 8  |
| 2.3.1. 宏观波动加剧 .....             | 9  |
| 2.3.2. 资金高度集中 .....             | 10 |
| 2.3.3. 盈利成长的预期验证 .....          | 10 |
| 3. 行业景气度与板块走势背离 .....           | 11 |
| 3.1. 宏观视角以利润增速衡量行业景气度 .....     | 11 |
| 3.2. 二级市场行业轮动与宏观景气变化的背离 .....   | 12 |
| 4. 风险提示 .....                   | 14 |

## 图表目录

|                                                                                                  |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 图 1：工业企业利润中枢持续下行（%） .....                                                                        | 4  |
| 图 2：企业利润周期约为 3~4 年（%） .....                                                                      | 4  |
| 图 3：疫情以来上游景气度高于中下游行业（%） .....                                                                    | 5  |
| 图 4：库存周期的四个阶段 .....                                                                              | 6  |
| 图 5：在当前时点各二级行业的 PEG-盈利预期匹配度（2022 年 2 月 23 日） .....                                               | 8  |
| 图 6：2021 年末看 2022 年各二级行业的 PEG-盈利预期匹配度 .....                                                      | 9  |
| 图 6：2016 年至今风格轮动（黄色为大消费包含医药汽车，红色为 TMT，粉色为金融地<br>产，褐色为大制造，橙色为新能源，按行业季度涨跌幅排序，截至 2023 年 2 月 2 日） .. | 13 |
| 图 1：工业企业利润中枢持续下行（%） .....                                                                        | 13 |
| 图 2：企业利润周期约为 3~4 年（%） .....                                                                      | 13 |
| 图 1：工业企业利润中枢持续下行（%） .....                                                                        | 13 |
| 图 2：企业利润周期约为 3~4 年（%） .....                                                                      | 13 |
| 表 1：多个行业目前即将被动去库存的阶段（%） .....                                                                    | 7  |
| 表 2：各行业 2015 年以来景气度变化 .....                                                                      | 11 |
| 表 3：剔除采矿业和公用事业后各行业景气度变化 .....                                                                    | 12 |

除了对宏观整体形势进行分析，对于中观层面行业研究也是指导投资的重要组成部分。尤其是对于行业景气度的研究，一方面可以帮助我们在构建投资策略时更好地进行行业配置，另一方面也可以结合宏观经济整体形势来观测经济结构当下的特征和亮点。因此，本文将首先对行业景气度的测度方式进行介绍，并解释说明行业景气度分析与投资策略是否完全相匹配。

## 1. 如何衡量中观行业景气度？

### 1.1. 企业利润是观测行业景气度的主要指标

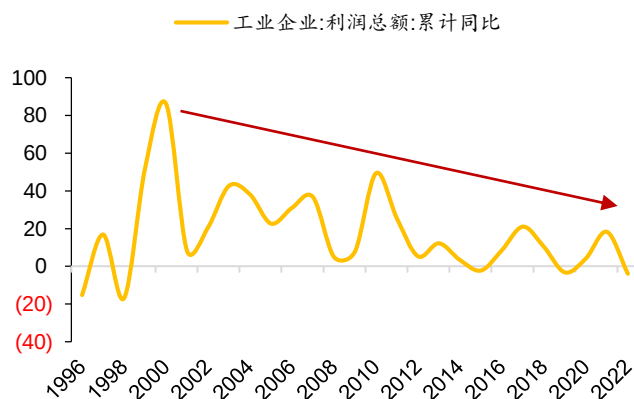
通常来讲衡量行业景气度最简单的指标为行业利润增速，当行业景气度回升时，意味着行业基本面向好，表现为企业经营改善，行业利润增速提升；而当景气度回落时，意味着行业基本面有所恶化，企业经营压力加大，行业利润增速回落。

统计局通常会在每个月 27 日公布此前一个月份工业企业的相关经营数据，但需要注意的是，由于分行业工业企业利润数据公布的为累计值，且每年统计的工业企业样本会有所变动，因此在计算分行业利润增速时，需要通过发布的累计值和累计同比数据进行倒推，得到历年可比的累计值后进一步计算可比的当月值，从而得到分行业工业企业的利润增速数据，以衡量各行业的景气度变化情况。

从工业企业利润总额的整体增速来看，我国工业企业利润增速存在 3~4 年的周期性变动，自 1996 年有统计数据以来，我国共经历了接近 7 轮完整的利润周期。而从趋势变化来看，无论是从周期高点来看还是周期低点来看，我国工业企业的利润增速中枢都趋于下行，特别是 2012 年以来的三个工业企业利润周期，利润周期低点处都录得了负增长，且呈现加速下行的趋势，也从侧面反映出我国工业企业长期盈利能力遇到一定瓶颈。

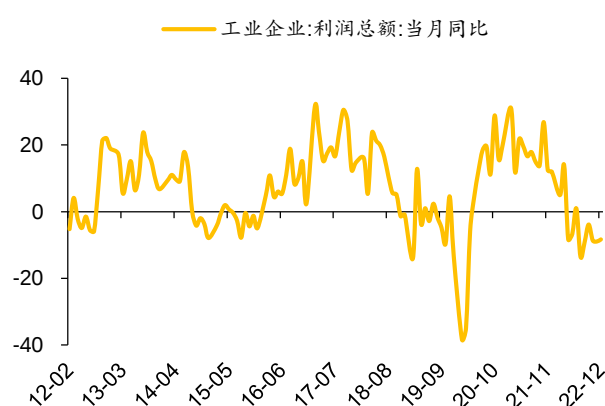
从 2012 年以来的三轮利润周期来看，三轮利润周期的时长分别为 37 个月、42 个月和 41 个月，其中每轮利润周期中景气上行的阶段分别为 13 个月、18 个月和 20 个月，景气上行周期占整个周期的比重均低于 50%，如果剔除疫情的影响这一比重可能会更低，这意味着整体来看工业企业更多的处于景气下行阶段，利润增长的可持续性有所减弱。

图 1：工业企业利润中枢持续下行（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

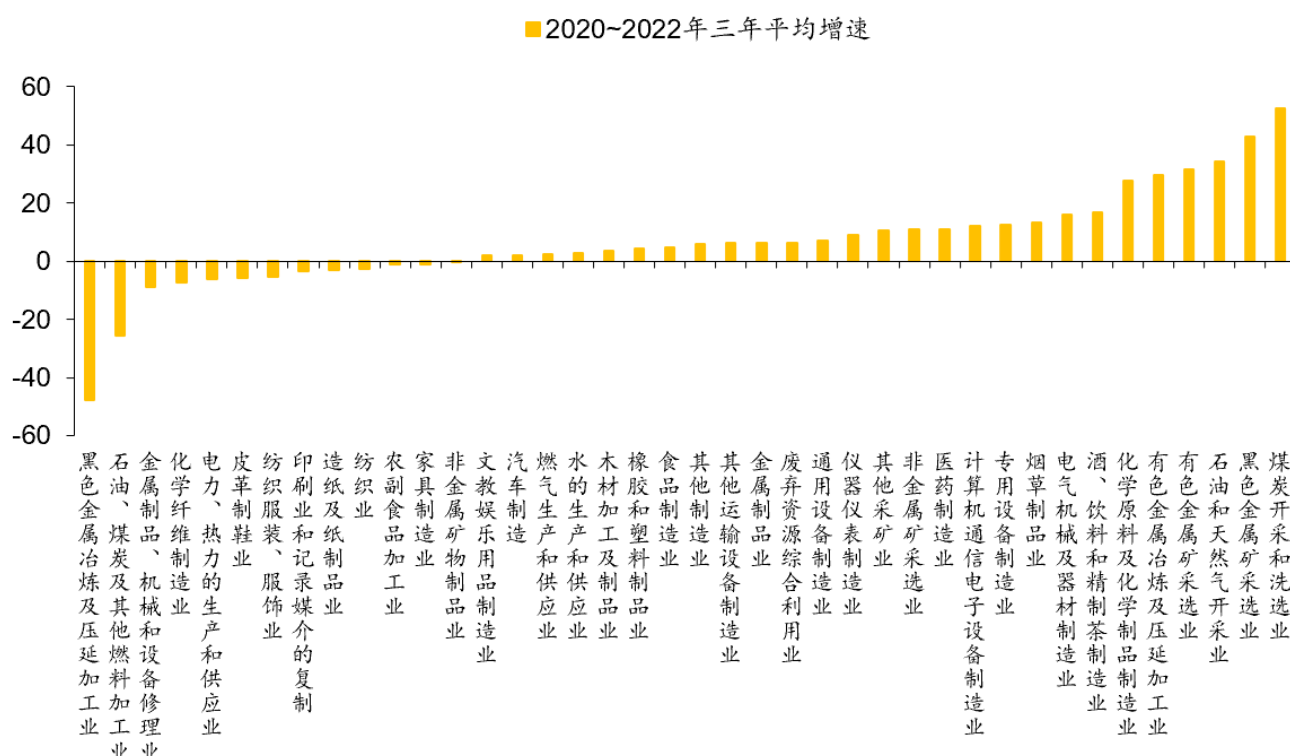
图 2：企业利润周期约为 3~4 年（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

而如果我们以 2020 年~2022 年工业企业利润的三年平均增速来衡量各行业疫情期间的景气程度，可以看出疫情以来上游采矿业的景气程度处于绝对高位，均高于工业企业总体利润的三年平均增速 10.3%；而上游原材料行业则出现了明显分化，其中有色冶炼加工业和化学原料及其制品业录得了较高景气度，而黑色冶炼加工业和石油煤炭加工业景气程度相对较低；中游制造业景气度也整体处于较低水平，仅有电气机械制造业、计算机通信电子设备制造业以及专用设备制造业三个行业三年平均利润增速超过 10%；下游消费品制造业受疫情影响最为明显，细分行业景气度均处于较低水平，包括家具制造业、纺织服装业以及皮革制鞋业在内的多个行业录得了利润增速的负增长。

图 3：疫情以来上游景气度高于中下游行业（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

## 1.2. 从行业库存周期看景气度变动具有一定前瞻性

除观测企业盈利水平变动以外，判断企业库存周期所处位置也是衡量行业景气度变动的重要依据。在我们此前的报告《慢速库存去化或拖累经济至明年 Q1》中我们曾提及，库存周期通常可以分为四个阶段：

第一个阶段是主动补库存阶段，在这个阶段内企业需求端旺盛，较好的预期使得企业开始扩大生产，主动补充库存，产成品库存和原材料库存都处于上升趋势，主动补库存阶段对应着经济周期内的繁荣阶段；

第二个阶段是被动补库存阶段，在这个阶段内需求端已经开始出现回落的迹象，而由于企业生产对于需求的变动有一定滞后性，导致产成品库存被动上升，

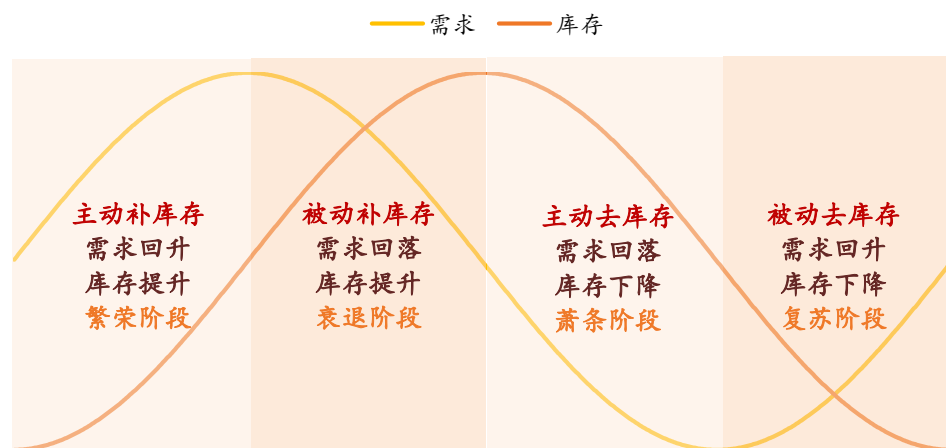
但原材料库存已经开始下降，被动补库存阶段对应着经济周期内的衰退阶段；

第三个阶段是主动去库存阶段，在这个阶段内需求端进一步回落，悲观的预期使得企业开始收缩生产，主动地清理库存，产成品库存和原材料库存同时下降，主动去库存阶段对应着经济周期内的萧条阶段；

第四个阶段是被动去库存阶段，在这个阶段内需求端开始回升，企业开始恢复生产，而由于生产的滞后性使得产成品库存继续回落，但原材料库存已经开始回升，被动去库存阶段对应着经济周期内的复苏阶段。

根据库存周期的划分，行业景气度提升对应着被动去库存和主动补库存两个阶段，而被动补库存和主动去库存阶段则对应着行业景气度下行的阶段，而需求的回升是行业景气度回升的重要表现。库存周期的判断则是基于工业企业营收增速和产成品存货两个指标的变化，其中前者用以衡量需求端的变动情况，而产成品存货的变动则是衡量企业库存变动的方向。如果要更为精确的刻画行业需求端的变动，则需要从企业营收增速中进一步剔除价格因素的影响，即以各行业营收增速去除 PPI 增速，得到各行业需求端的边际变化，进而结合行业库存变动对行业库存周期的变动进行判断，用以预判未来行业景气度的变动。

图 4：库存周期的四个阶段



资料来源：德邦研究所绘制

而基于此种衡量方式，我们在此前的报告《库存周期切换下哪些行业有望迎来景气提升》中得出，短期内医药制造业、电气机械制造业、通用/专用设备制造业、食品/饮料制造业以及铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业将录得高景气度，而家具制造业和非金属矿物制造业景气度的提升则仍需等待地产链的修复。此外，出口链相关的计算机通信电子设备制造业和文教娱乐用品制造业需求仍处于边际回落态势，汽车制造业相关需求也随着补贴政策的退坡逐步回落，预计行业景气度将趋于下行。

表 1：多个行业目前即将被动去库存的阶段（%）

| 行业           | 22-12  | 22-11  | 22-10  | 22-09 | 22-08  | 22-07  | 所处库存阶段 |
|--------------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 煤炭开采和洗选业     | 1.56   | -10.79 | -3.67  | 2.24  | -1.76  | 6.42   | 主动补库存  |
| 石油和天然气开采业    | 3.74   | 4.07   | 3.13   | 0.33  | 0.51   | -1.67  | 被动补库存  |
| 黑色金属矿采选业     | 27.71  | -10.76 | 1.02   | 5.72  | -6.26  | -13.17 | 主动去库存  |
| 有色金属矿采选业     | 13.46  | 2.34   | 7.31   | 5.55  | 1.82   | -3.42  | 主动补库存  |
| 非金属矿采选业      | -7.73  | -6.01  | -2.26  | -4.24 | -5.81  | -2.38  | 主动去库存  |
| 农副食品加工业      | 0.39   | -1.39  | -0.66  | 7.12  | 0.43   | 2.62   | 被动去库存  |
| 食品制造业        | -0.81  | -3.86  | -6.05  | 1.45  | 1.87   | 2.11   | 被动去库存  |
| 酒、饮料和精制茶制造业  | 1.86   | -9.33  | -4.91  | 4.72  | 9.94   | 4.56   | 主动补库存  |
| 烟草制品业        | -9.63  | -2.88  | 3.69   | 3.84  | 5.08   | 6.87   | 主动去库存  |
| 纺织业          | -7.03  | -5.77  | -9.25  | -2.90 | -4.98  | -7.75  | 主动去库存  |
| 纺织服装、服饰业     | -16.10 | -27.05 | -21.17 | -9.14 | 0.59   | -0.91  | 被动去库存  |
| 皮革制鞋业        | -14.07 | -10.45 | -11.49 | -7.24 | 0.06   | -4.97  | 主动去库存  |
| 木材加工及制品业     | -0.66  | -1.30  | -5.61  | -1.70 | -7.05  | -5.52  | 主动补库存  |
| 家具制造业        | -15.29 | -17.00 | -13.18 | -8.98 | -10.11 | -10.56 | 主动去库存  |
| 造纸及纸制品业      | -4.64  | 3.88   | -4.70  | 2.64  | -2.85  | 0.95   | 主动去库存  |
| 印刷业          | -10.67 | -6.87  | -2.69  | -3.43 | -0.15  | 2.16   | 主动去库存  |
| 文教和娱乐用品制造业   | -21.65 | -12.06 | -13.75 | -7.54 | -5.03  | 4.87   | 被动补库存  |
| 石油煤炭及其他燃料加工业 | -2.16  | -0.69  | -4.67  | 0.31  | -4.05  | -5.44  | 主动去库存  |
| 化学原料及化学制品制造业 | 1.77   | 3.69   | 6.24   | 6.32  | -0.59  | -2.12  | 主动去库存  |
| 医药制造业        | -0.59  | 2.25   | -1.27  | -0.48 | -7.64  | -9.81  | 被动去库存  |
| 化学纤维制造业      | -3.08  | 6.66   | 0.64   | 3.03  | -2.48  | -3.76  | 主动去库存  |
| 橡胶和塑料制品业     | -8.14  | -4.67  | -2.83  | -1.79 | -1.70  | -2.13  | 主动去库存  |
| 非金属矿物制品业     | -4.30  | 0.92   | 2.50   | -1.47 | -4.35  | -5.08  | 主动去库存  |
| 黑色金属冶炼及压延加工业 | 5.74   | 9.64   | 7.60   | 1.51  | -7.84  | -11.21 | 主动补库存  |
| 有色金属冶炼及压延加工业 | 6.90   | 13.60  | 11.16  | 6.30  | 5.17   | -0.01  | 主动补库存  |
| 金属制品业        | -6.68  | -4.77  | -5.15  | -2.52 | -4.87  | -5.19  | 主动去库存  |
| 通用设备制造业      | -4.64  | -2.87  | -0.12  | 1.93  | -0.46  | 0.37   | 主动去库存  |
| 专用设备制造业      | -1.81  | 4.54   | 4.52   | 4.11  | 0.42   | 3.85   | 主动去库存  |
| 汽车制造业        | -3.38  | 9.50   | 19.27  | 34.67 | 31.58  | 25.96  | 主动去库存  |
| 其他运输设备制造业    | 6.75   | -3.54  | 1.78   | 7.48  | 1.36   | 8.84   | 主动去库存  |
| 电气机械及器材制造业   | 12.62  | 13.97  | 17.45  | 21.15 | 20.11  | 18.85  | 主动去库存  |
| 计算机通信电子设备制造业 | -7.15  | -5.15  | 10.96  | 10.81 | 6.05   | 9.02   | 被动补库存  |
| 仪器仪表制造业      | 1.21   | -5.11  | 6.03   | 9.05  | 4.97   | 1.16   | 主动去库存  |
| 电力、热力的生产和供应业 | 14.50  | -2.25  | 5.62   | 1.20  | 15.35  | 14.18  | 主动去库存  |
| 燃气生产和供应业     | 2.70   | -10.61 | 0.92   | 5.13  | 6.96   | 2.34   | 被动去库存  |
| 水的生产和供应业     | 0.77   | -1.23  | 2.82   | 5.34  | 2.83   | -1.76  | 被动补库存  |

资料来源：Wind，德邦研究所

## 2. 策略视角衡量行业景气

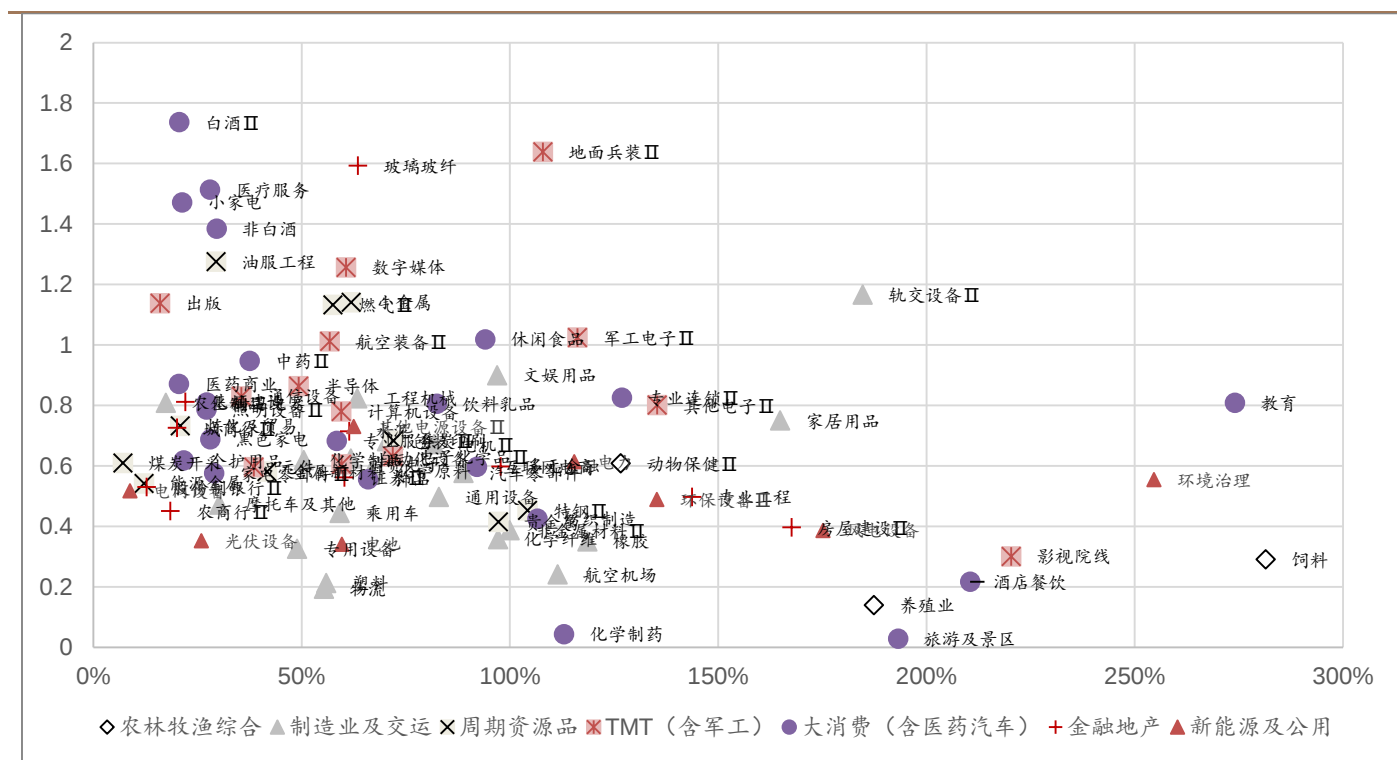
### 2.1. 行业比较方式下对行业景气的衡量

传统的策略投资框架中，行业比较是将不同行业的性价比进行统一标准化的评判体系，基于行业的盈利与估值两个基本指标选择未来有可能出现超额收益的行业。对行业盈利的变化与估值的偏离程度的衡量指标拆分是行业比较中较为重要的一部分，在过去的投资实践中也不断衍生出了各种类型的衡量盈利变化与估值偏离的方法。行业景气度观察即是通过观察影响行业盈利变化的各因素拆分来试图预判盈利变化的主要手段。2016 年之前，对于行业的景气观察主要基于从上游的库存、价格和中游产量、价格、库存以及下游需求方面形成驱动因素和验证信号形成完整的盈利周期，上、中、下游的各环节可以通过行业高频数据进行跟踪，也可以在自下而上的分析中通过行业内各公司的数据汇合进行修正。但是在经济增速逐渐被熨平的过程中，自上而下跟随经济周期波动带来的盈利增长行业的逐渐减少，对于超额收益的追求驱使市场并不满足于对于盈利增长的稳定周期的预期，而寄希望于对于经济增速降低下未来仍有成长空间的行业，因此，在近年来，“景气投资”成为了市场自下而上寻找投资机会的主流方式，对于盈利高增长性的追逐和估值的匹配度是“景气投资”的核心逻辑。

### 2.2. “景气投资”的观测指标

在当前的“景气投资”框架当中，我们选择用更贴近“性价比”的指标进行观测，即选取预测 PEG 和盈利预测 g 构成景气投资的衡量指标。我们将所有二级行业的指标归类，可以发现大部分大消费的二级行业的性价比相对较弱，银行业、农林牧渔、TMT、制造业和交运的部分二级行业盈利增速和估值性价比比较好。

图 5：在当前时点各二级行业的 PEG-盈利预期匹配度（2023 年 2 月 23 日）

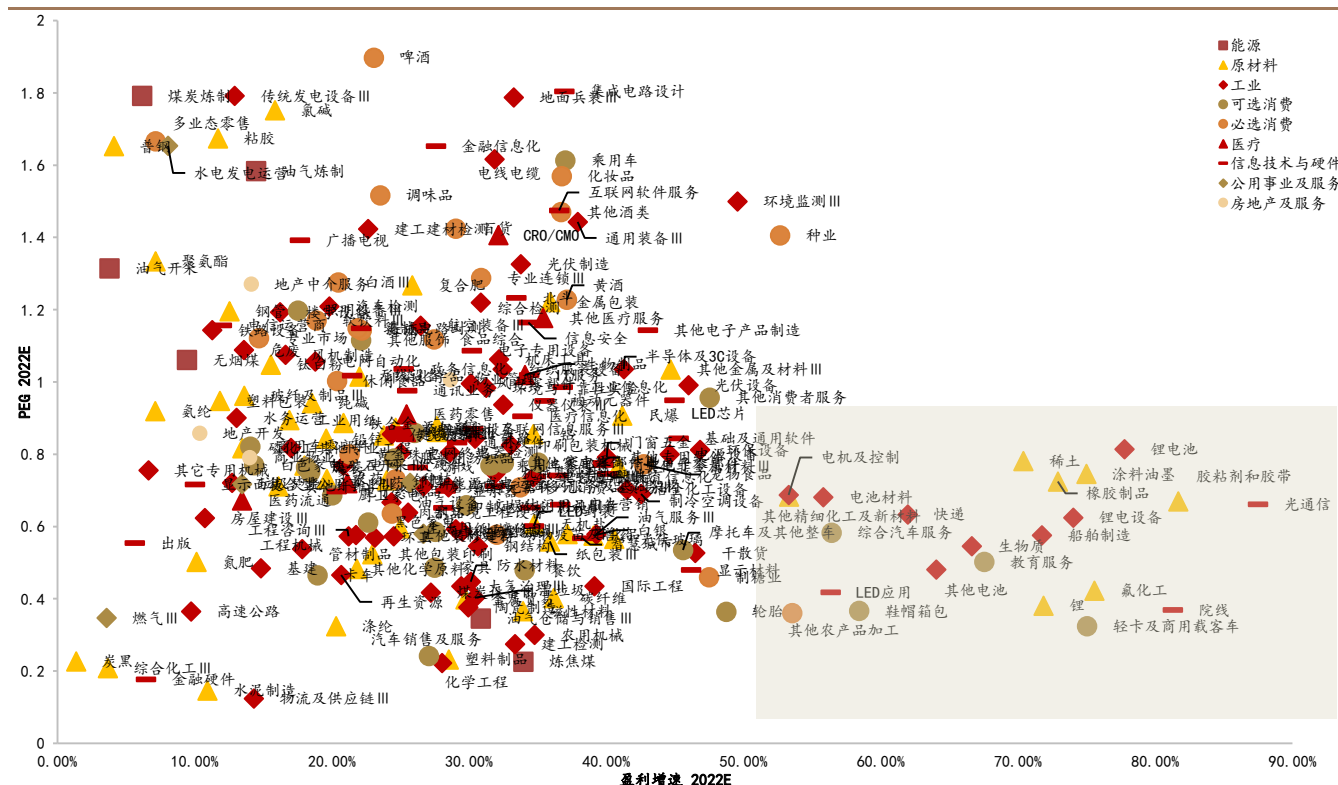


资料来源：wind，德邦研究所

### 2.3. “景气投资”的瓶颈

我们可以用往年的“景气投资”模型和行业涨跌幅验证景气投资的有效性。2021年末，我们也曾经使用过PEG-G策略的景气投资模型模拟2022年的行业盈利估值匹配程度，当时行业景气分布来看，锂电池、锂电设备、电池设备等盈利增速预估仍处于高位，且PEG均处于较低位置，原材料中锂、稀土和部分中间材料相对维持高区间。但结合2022年行业表现来看，涨幅居前的行业（软件服务、餐饮、油运、其他非金属、期货等）与2021年末所观察的估值-盈利匹配较好的行业分布存在较大差别，即便以一月份（节水、百货、机场、湿垃圾、纯碱等）和一季度（房屋建设、房地产金融、炼焦煤、动力煤、医药流通等）涨幅来衡量，也都与景气框架选择行业存在较大差别。由此可见，“景气投资”框架的预测性仍然存在一定的偏差。

图6：2021年末看2022年各二级行业的PEG-盈利预期匹配度



资料来源：wind，德邦研究所

### 2.3.1. 宏观波动加剧

2021年末对2022年的景气预测无法估量2022年一系列的宏观黑天鹅事件，如俄乌冲突爆发、美国超预期加息等，作为以自下而上视角独立于经济周期的投资策略，当宏观波动加剧时，行业独立的景气度会让位于宏观波动率，一方面，高行业景气可能会受到宏观黑天鹅的干扰，如2018年中美贸易摩擦期间，宏观因素对科技产业链的限制会直接遏制产业链的发展周期，导致产业景气度发生方向性的转变；另一方面，宏观变化带来的周期性行业盈利弹性可能会更强，从另一个视角来说，宏观波动因素可能正面影响了行业的景气度，如疫情扰动全球的产业链导致供应链瓶颈，导致航运景气度快速上升，俄乌冲突爆发后，全球能源出现供应急剧短缺，资源品的景气周期出现逆转。从长期的角度看，在当前全球政治、经济格局已经逐步进入“非传统周期”，各国的宏观波动率均在上升的情况下，景气投资寻找单一自下而上角度的不被干扰的盈利行业的框架可能需要进行调整，

宏观因子驱动的自上而下的选择框架可能再度回归。

### 2.3.2. 资金高度集中

在宏观环境偏弱的周期中，独立于宏观环境形成的高景气行业的稀缺性会引发市场资金的一致追逐，市场共识过高导致资金押注于同一个景气方向必定会导致成交的集中度偏高，市场风格过于单一会引发估值泡沫的抬升。我们在资金观察的系列报告中用到的估值扩散程度和交易集中度的指标均显示，在 2018 年以来的市场行情中，行业估值的离散程度不断扩大，在 2021 年 2 月、2021 年 12 月和 2022 年 8 月均触及过离散程度的高点，也对应着“核心资产”的泡沫破裂和新能源行情的大幅调整带来的市场大幅波动。行业风格极化导致市场未能形成整体良性上涨的氛围，引发赚钱效应的行业过于集中，增量资金进场引导资产向权益市场配置的节奏较缓，市场波动率却在不断放大。

### 2.3.3. 盈利成长的预期验证

在对于未来盈利增长性的追求面临盈利实际公布的考验时，盈利和估值的预期一旦存在偏差，一致预期的高性价比行业可能面临“戴维斯双杀”。尽管“景气投资”的框架选择的初衷是估值与盈利预期的匹配或低估向均值回归带来的超额收益，但在资金高度集中的情况下，盈利预期的高估也会同时推高估值，越接近盈利验证时期，盈利不及预期所带来的后果会比单一的经济周期和产业周期下行杀盈利或者流动性环境杀估值带来后果更严重，市场波动也随之加剧。

### 3. 行业景气度与板块走势背离

### 3.1. 宏观视角以利润增速衡量行业景气度

我们整理了 2015 年以来各行业企业利润的季度增速以衡量该行业在不同时段中的景气程度。整体来看，在 2015 年供给侧结构性改革以来，上游周期资源品明显受益，利润增速一直保持在较高水平，但随着供给侧改革的逐步深入，上游周期资源品的利润空间有所收窄，利润增速有所放缓。而 2016 年以来，受汽车制造业和医药制造业的带动，大消费相关行业的景气度也整体保持在较高水平，从利润增速来看疫情对于大消费相关行业的压制也并不显著。制造业在疫情期间保持了较高的景气度，主要得益于疫情期间制造业投资是经济增长重要的稳定器，且从历史数据来看，制造业相关行业的景气度存在明显的周期性特征，也就是我们前文提到的利润周期。此外，受地产拖累地产产业链相关的家具制造业和非金属矿物制品业在疫情以来景气度下行明显，利润增速较往年出现明显下滑。

表 2：各行业 2015 年以来景气度变化

(黄色为大消费包含医药汽车, 红色为 TMT, 粉色为地产相关, 褐色为上游行业, 橙色为中游制造业, 按行业季度利润增速排序)

[illegible]

资料来源：Wind，德邦研究所

而如果剔除掉上游采矿业和公用事业后，可以看出上游原材料相关行业的景气度在 19 年以来整体呈现下行趋势，其中有色、煤炭和石油利润增速保持相对稳定，而黑色利润增速则明显放缓。大消费方面，长期来看医药制造业和汽车制造业保持着较为稳定的利润增长，整体一直处于较高的景气水平，而食品饮料和纺织服装等行业在疫情前企业利润处于较快的增长区间，而疫情爆发以来利润增速显著放缓，行业景气度显著下行，仅在 22 年二三季度表现出一一定的弱修复态势。地产链相关的家具制造业和非金属制品业在疫情以来尽管景气度显著下行，但在所有行业中仍处于中上游水平，预计随着后续地产政策的推出景气度有望回到疫情前的水平。此外，计算机通信和其他电子设备制造业的景气度水平则基本与我国出口变动相一致，受海外需求影响明显，在目前海外需求持续下滑的大背景下，计算机通信和其他电子设备制造业的景气度短期内或将保持低位。

资料来源：Wind，德邦研究所

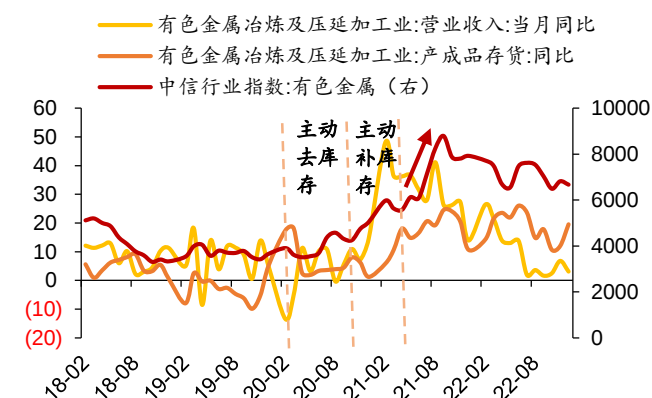
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

图 7：2016 年至今风格轮动（黄色为大消费包含医药汽车，红色为 TMT，粉色为金融地产，褐色为大制造，橙色为新能源，按行业季度涨跌幅排序，截至 2023 年 2 月 2 日）

| 2016Q1 | 2016Q2   | 2016Q3  | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2  | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4   | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3   | 2019Q4 | 2020Q1   | 2020Q2   | 2020Q3   | 2020Q4   | 2021Q1    | 2021Q2   | 2021Q3   | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2   | 2022Q3  | 2022Q4 | 2023<br>年初至今 |
|--------|----------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|--------|--------|----------|---------|--------|--------------|
| 银行     | 食品饮料     | 房地产     | 建筑     | 家电     | 家电      | 有色金属   | 食品饮料   | 计算机    | 食品饮料   | 银行     | 综合金融     | 农林牧渔   | 食品饮料   | 电子       | 建材     | 农林牧渔     | 消费者服务    | 医药       | 有色金属     | 钢铁        | 电力设备及新能源 | 煤炭       | 医药     | 煤炭     | 消费者服务    | 煤炭      | 医药     | 有色金属         |
| 食品饮料   | 电子       | 煤炭      | 石油石化   | 食品饮料   | 食品饮料    | 钢铁     | 家电     | 消费者服务  | 消费者服务  | 石油石化   | 农林牧渔     | 计算机    | 家电     | 医药       | 家电     | 医药       | 医药       | 消费者服务    | 电力设备及新能源 | 电力设备及公用事业 | 电子       | 有色金属     | 国防军工   | 房地产    | 汽车       | 电力及公用事业 | 消费者服务  | 计算机          |
| 煤炭     | 家电       | 家电      | 钢铁     | 煤炭     | 非银行金融   | 煤炭     | 综合金融   | 医药     | 石油石化   | 非银行金融  | 电力设备及新能源 | 非银行金融  | 银行     | 计算机      | 电子     | 计算机      | 食品饮料     | 电力设备及新能源 | 食品饮料     | 银行        | 综合       | 钢铁       | 通信     | 银行     | 食品饮料     | 石油石化    | 医药     | 汽车           |
| 有色金属   | 有色金属     | 建筑      | 纺织服装   | 电子     | 银行      | 食品饮料   | 医药     | 国防军工   | 医药     | 钢铁     | 房地产      | 食品饮料   | 消费者服务  | 食品饮料     | 通信     | 通信       | 电子       | 汽车       | 汽车       | 建筑        | 汽车       | 电力及公用事业  | 综合金融   | 农林牧渔   | 电力设备及新能源 | 房地产     | 计算机    | 电子           |
| 石油石化   | 通信       | 建材      | 商贸零售   | 建筑     | 电子      | 通信     | 石油石化   | 综合金融   | 家电     | 国防军工   | 通信       | 电子     | 非银行金融  | 消费者服务    | 汽车     | 建材       | 通信       | 食品饮料     | 家电       | 建材        | 基础化工     | 基础化工     | 轻工制造   | 建筑     | 家电       | 交通运输    | 医药     | 机械           |
| 非银行金融  | 基础化工     | 商贸零售    | 食品饮料   | 交通运输   | 房地产     | 电子     | 银行     | 房地产    | 煤炭     | 建筑     | 综合       | 轻工制造   | 煤炭     | 国防军工     | 轻工制造   | 国防军工     | 电力设备及新能源 | 建材       | 国防军工     | 石油石化      | 医药       | 石油石化     | 汽车     | 综合     | 煤炭       | 农林牧渔    | 综合金融   | 通信           |
| 家电     | 汽车       | 钢铁      | 机械     | 建材     | 煤炭      | 建材     | 非银行金融  | 建材     | 纺织服装   | 煤炭     | 电力及公用事业  | 家电     | 有色金属   | 电力设备及新能源 | 房地产    | 电力设备及新能源 | 计算机      | 非银行金融    | 石油石化     | 轻工制造      | 有色金属     | 电力设备及新能源 | 电子     | 交通运输   | 交通运输     | 国防军工    | 非银行金融  | 基础化工         |
| 汽车     | 机械       | 轻工制造    | 农林牧渔   | 国防军工   | 医药      | 非银行金融  | 农林牧渔   | 纺织服装   | 钢铁     | 建材     | 建筑       | 建材     | 建材     | 通信       | 有色金属   | 商贸零售     | 家电       | 机械       | 煤炭       | 煤炭        | 计算机      | 建筑       | 农林牧渔   | 商贸零售   | 基础化工     | 纺织服装    | 轻工制造   | 电力设备及新能源     |
| 建材     | 医药       | 电力及公用事业 | 基础化工   | 钢铁     | 电力及公用事业 | 基础化工   | 房地产    | 银行     | 交通运输   | 通信     | 银行       | 国防军工   | 交通运输   | 通信       | 综合金融   | 食品饮料     | 商贸零售     | 基础化工     | 钢铁       | 消费者服务     | 煤炭       | 国防军工     | 食品饮料   | 综合金融   | 机械       | 银行      | 纺织服装   | 建材           |
| 纺织服装   | 电力设备及新能源 | 银行      | 有色金属   | 有色金属   | 汽车      | 综合     | 交通运输   | 家电     | 汽车     | 农林牧渔   | 轻工制造     | 综合     | 农林牧渔   | 家电       | 基础化工   | 纺织服装     | 基础化工     | 轻工制造     | 消费者服务    | 基础化工      | 国防军工     | 机械       | 建材     | 有色金属   | 建材       | 机械      | 综合     | 非银行金融        |

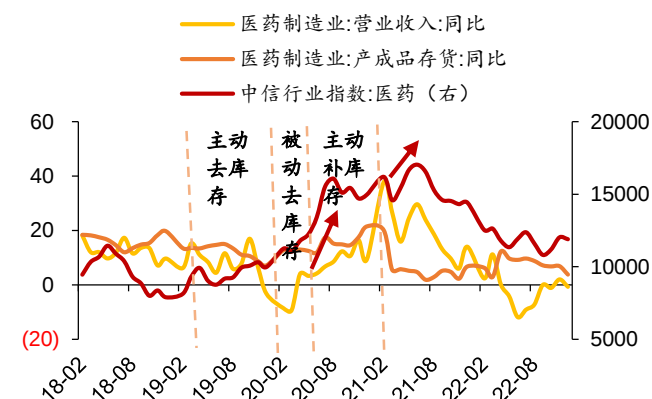
资料来源：wind，德邦研究所

图 8：有色库存周期变动与市场表现较为一致（%）



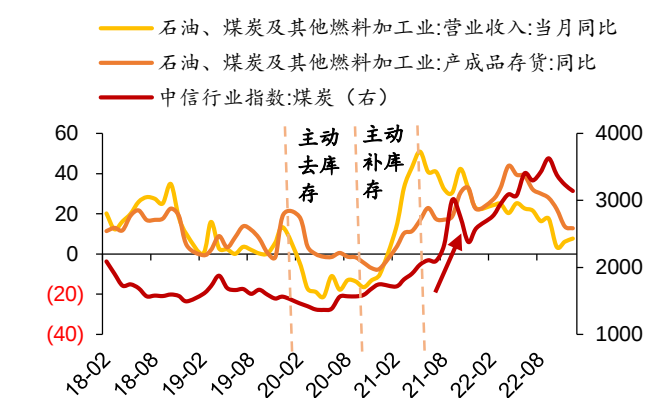
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：医药制造业在库存切换时表现明显转好（%）



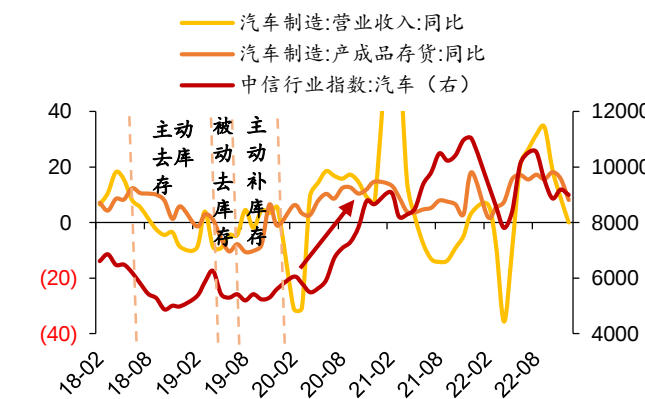
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：石油煤炭 20 年 3 季度完成库存周期切换后迎来上涨（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：汽车制造业库存周期变动对行业轮动有领先性（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

## 4. 风险提示

- (1) 疫情形势仍具有不确定性；
- (2) 企业去库存节奏超预期；
- (3) 宏观政策收紧超预期。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名，ISI Emerging Markets Group 2021 杰出成就分析师。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| <b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；<br><br><b>2. 市场基准指数的比较标准：</b><br>A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 类 别    | 评 级  | 说 明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------|--------------------------------|
|                                                                                                                                                                                          | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|                                                                                                                                                                                          |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|                                                                                                                                                                                          |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|                                                                                                                                                                                          |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
|                                                                                                                                                                                          | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|                                                                                                                                                                                          |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|                                                                                                                                                                                          |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。