

旬度经济观察

——经济下行或将持续压制企业盈利

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019年9月28日

内容提要

受经济基本面走弱与工业品价格持续通缩的影响，8月工业企业利润表现低迷。考虑到中美贸易摩擦的发酵、我国经济发展模式的新旧转换，经济可能在今明两年面临回落的压力，这或许会对企业盈利形成持续压制。

近期猪价加速上涨使得CPI短期破“3”的可能性增加，但整个经济的需求端仍然偏弱，核心CPI和PPI趋势回落，当前的物价水平很难对货币政策的宽松形成实质制约。

9月欧元区制造业PMI加速回落、日本PMI表现低迷，全球经济的减速仍在途中，而贸易摩擦的加剧更为全球经济复苏形成压制。在此背景下，全球资本市场又重新回到“risk off”模式。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

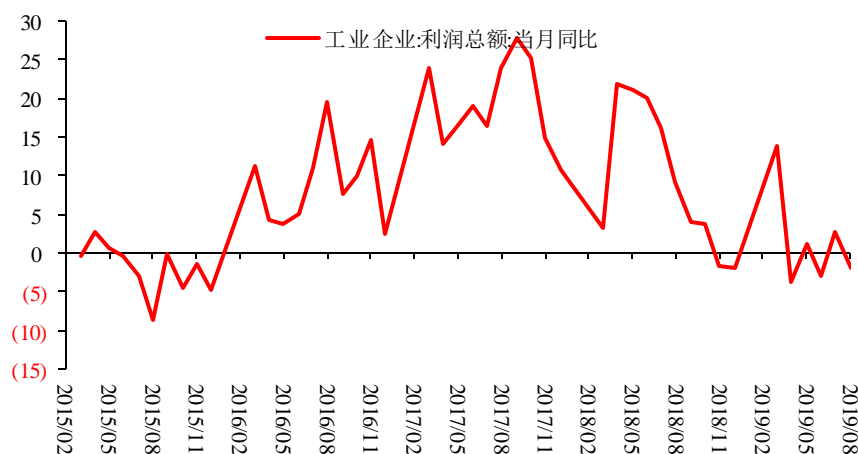
2 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、经济下行持续压制企业盈利

8月规模以上工业企业利润当月同比-2%，较7月大幅回落4.6个百分点；营业收入累计同比4.7%，较上月回落0.2个百分点。

经济基本面的持续走弱对企业的营收产生持续压制，同时工业品价格的长期通缩对企业的利润率形成冲击，看起来这一过程尚未出现企稳的迹象，而且随着供改组生产开始走弱，经济下行的压力趋增，企业盈利的情况可能会持续恶化。

图1：工业企业利润当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

8月份工业增加值大幅回落，而发电量、粗钢、有色、汽车、发电耗煤量均出现不同程度的回升，生产数据和高频物量数据的背离或许反映了小企业普遍停产带来的影响。

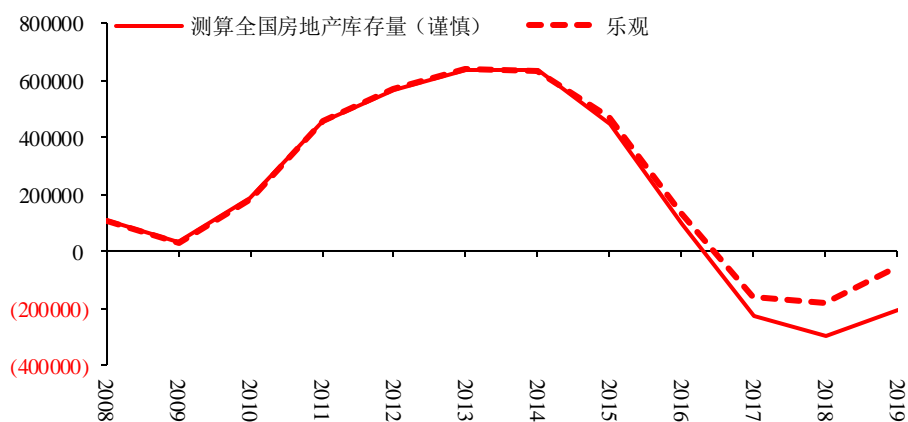
在经济下行压力趋增的背景下，近期MLF维持前值，LPR小幅下调，央行行长明确表态坚决不搞大水漫灌，或许表明决策层希望告别过去靠地产、基建托底经济的模式，与此同时改革也在金融、地产、外商投资等各个领域进行，决策层对经济下行的容忍度逐步提升。

回头来看去年以来的宏观经济政策，无论是以资管新规为手段的对影子银行体系的清理，还是以地方政府债务终身追责为抓手的对地方政府债务的整顿，以及今年来的对中小银行的出清，背后都反映了政府希望告别靠债务驱动经济的模式的决心。在这一模式转变的过程中，中国经济又遇到中美在各个领域的对抗以及全球化的倒退，这使得国内经济增长面临前所未有的挑战，经济的回落可能会在较长时间延续。

从需求端来看，过去两年制造业投资和房地产投资对经济增长形成重要支撑，而随着企业利润水平的普遍回落以及贸易战引发的悲观预期的持续发酵，今年制造业投资增速已经出现大幅回落，这些负面因素对制造业投资的抑制未来或许仍将延续。存货重建支撑了最近两年的地产投资，伴随明年补存货过程的结束，地产投资回落的压力可能趋增。

合并来看，在全球经济减速、中美贸易摩擦持续、国内经济发展模式新旧转换的过程中，国内经济可能在今明两年面临回落的压力，这或许会对企业盈利形成持续压制。

图2：房地产非合意库存，千平方米



数据来源：Wind，安信证券

2015年之前可售系数为0.84；2016-2017乐观、谨慎情况下可售系数分别为0.9、0.88；

2018年至今乐观、谨慎情况下可售系数为0.95、0.92。

2019年数据截至2019年8月

二、猪价上涨或导致CPI短期破“3”

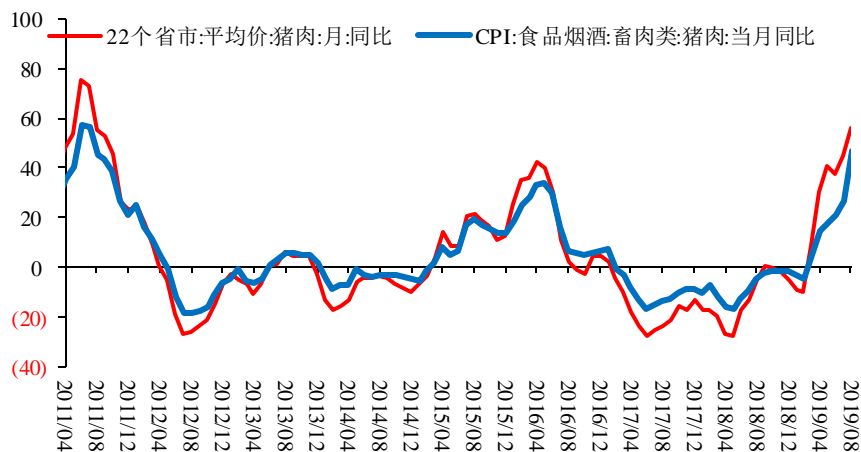
受非洲猪瘟的持续影响，猪肉价格近期加速上涨，CPI居高不下，而且高频的猪价数据显示9月CPI破“3”的可能性增加。

这一轮猪价上涨的幅度远超市场预期，从能繁母猪存栏情况来看，未来猪价仍有较大上涨空间，这将极大推升今年年底以及明年一季度CPI数据，CPI甚至有单月破“4”的可能。

CPI的大幅抬升导致市场对通胀的担忧升温，进而引发对货币政策取向的讨论。从历史经验来看，当经济增速上行时，猪价的上行往往会带动其他价格跟随回暖，进而推升整体CPI水平、导致货币政策同步出现调整；而当经济增速回落时，猪价的上涨对整个CPI的推升幅度相对有限，对货币政策的影响偏弱。

本轮猪价的上涨更多源于供应端的紧缺，而整个经济的需求端仍然偏弱，核心 CPI 持续走低，PPI 面临长期通缩的压力，当前的物价情况很难对货币政策的宽松形成实质制约。

图3: CPI 猪价和 22 省猪价同比, %

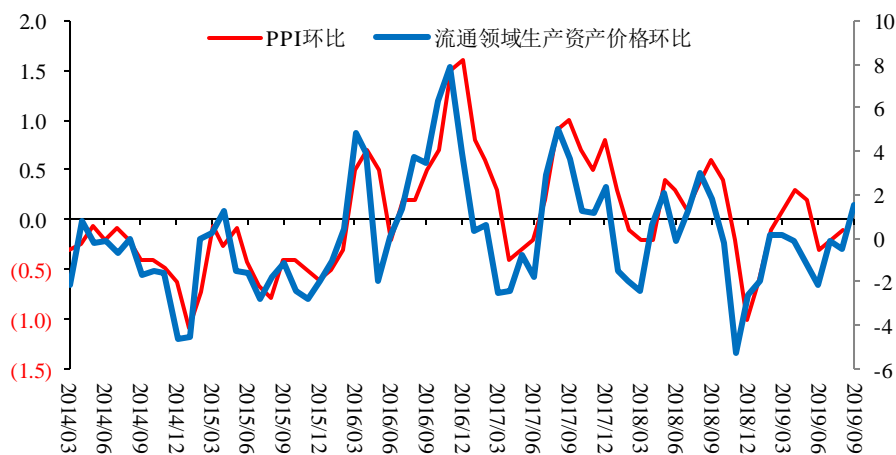


数据来源: Wind, 安信证券

9 月中上旬, 受贸易摩擦边际缓和与沙特原油基地遇袭的影响, 原油以及其他大宗商品价格出现普遍的回暖, 部分商品价格回升至 7 月份的高点, 此后全球“risk on”模式消退, 工业品价格趋于回落。

从月度数据层面来看, 9 月工业品价格较 8 月份有较大幅度的抬升, 这也将使得 PPI 环比持续回升, 但本轮工业品价格的回升可能更多是趋势下行中的反弹。往后看, 全球经济的下行看起来仍将延续, 中国的基建和地产未来或许难有明显起色, 需求端的疲弱将对工业品价格形成长期压制。

图4: PPI 环比和流通领域生产资料价格环比, %



数据来源: Wind, 安信证券

三、宽松预期落空，权益市场短期调整

8月初,受贸易战边际恶化以及人民币汇率破“7”的影响,权益市场恐慌情绪发酵,指数出现快速调整。随后人民币汇率企稳,LPR 机制改革使得市场开始对货币政策宽松的预期升温。在此背景下,权益市场开启了新一轮的回暖,这轮回暖一直持续到九月中旬。

而9月17日央行宣布维持MLF利率不变,20日LPR下调5bp,近期央行行长明确表态坚决不搞大水漫灌,市场的宽松预期因此也开始调整,权益市场同期出现持续下跌。

事实上年初以来股市各板块的变化在宏观层面可以得到较好印证,经济基本面持续恶化使得与宏观联系紧密的周期和金融板块表现相对平淡,而周期性较弱的消费和成长板块整体表现不俗,当然这也与消费的业绩、成长股的热点题材有关。

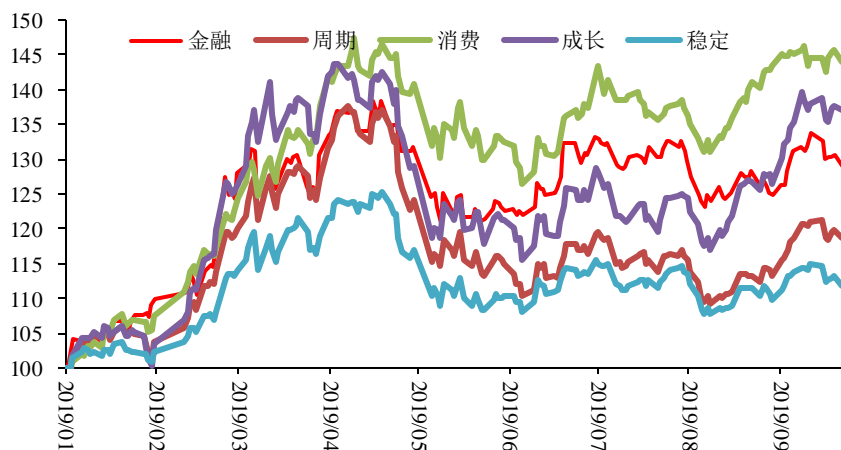
往后看,货币政策的边际宽松将带来指数估值水平的抬升,改革在各个领域的推进也对市场信心的提振有积极影响,当然考虑到基本面的持续走弱以及货币

政策宽松的谨慎，指数层面尚未看到大级别的上涨空间。

另一方面，近期指数开始持续回调，市场担心指数是否会回到去年的低点。回头来看，去年权益市场的下跌主要受到三方面因素的共同作用：以资管新规为手段的去杠杆政策、中美贸易摩擦的持续恶化以及美联储加息节奏超市场预期。站在当下，去杠杆政策年初以来正逐步纠偏，中美贸易摩擦对国内权益市场的影响已经被大部分吸收，而美联储货币政策也在全面转向鸽派，从这个角度来看权益市场未来的回调幅度可能比较有限。

在板块层面，经济基本面尚未出现企稳的迹象，这或许意味着与基本面联系紧密的周期和金融板块短期难有较大逆转，而消费和成长之间的切换或许还需观察下一步的业绩情况。

图5：各板块指数变化



数据来源：Wind，安信证券

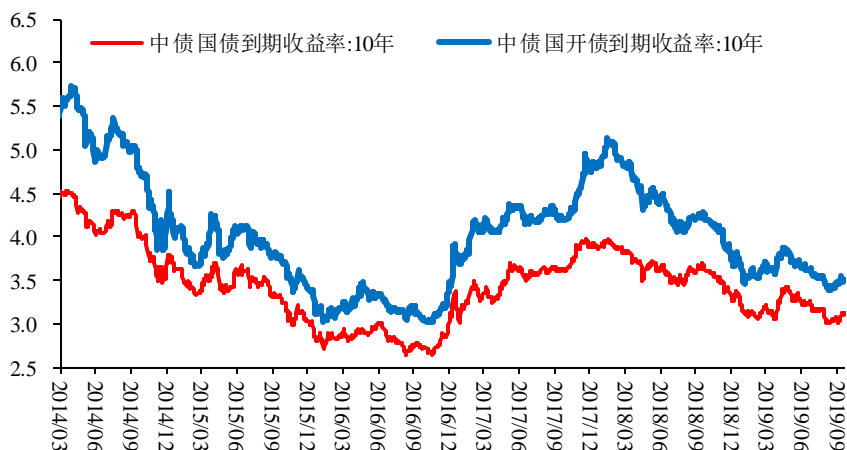
2019年1月为100

债券市场方面，9月中旬以来，受央行宽松政策不及预期，猪价上涨引发通胀担忧升温的影响，10年国债收益率持续上行。往后看，CPI的短期上行、专项债的提前发行以及中小银行资产负债表的清理短期可能仍会对债券市场形成扰动。

但经济基本面的持续走弱以及央行货币政策的边际宽松将在较长时间内收益率形成支撑。

如果站在 3-5 年的时间维度来看，随着劳动力供应的趋势收紧、资本存量增速的长期回落以及技术进步的边际放缓，中国潜在经济增速可能将持续下台阶。经济增速的趋势放缓或许会压制劳动力工资的表现，这将会对中长期通胀中枢形成拖累。而经济增速和通胀中枢的回落可能共同压低长期利率债的收益率。

图6：10年国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

四、全球“risk on”模式退潮

9月中上旬，受贸易摩擦边际缓和的影响，全球开启新一轮“risk on”模式，权

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9882



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn