

## 中国宏观策略研究

### “弱复苏（的）盈利”难以持续

2017年3月28日

- 昨天统计局公布的 1-2 月份工业利润同比增速出现大幅跳升，同比增长 31.5%。拉动企业利润增长的动力主要还是上游基础原材料行业，包括煤炭、化工、钢铁、有色等。考虑到去年以来截至今年 2 月份 P P I 大幅反弹，市场对此并不感到意外。目前市场关心的焦点是企业盈利复苏是否可持续，目前集中在上游行业的盈利改善能否向中下游行业延伸。
- 我们以前讨论过“弱盈利（的）复苏”：在实体经济复苏的初始阶段，一方面需求上行的动能较弱导致需求价格弹性较大，另一方面由于存在大量过剩产能导致供给价格弹性也很大，因此在这个阶段厂商的提价能力不高。这在供给需求曲线图中可以表示为：供给曲线接近于平行于横轴，导致任何需求的变动都直接转化为产量的变动，但价格变动不明显。这个阶段呈现出的特征是：工业生产缓慢复苏，但企业盈利不会出现明显改善。只有伴随着需求继续走强，产能利用率不断提高之后导致需求和供给端的弹性开始下降的时候，工业品的价格才会逐步提高。
- 目前实体经济从去年年底开始的确有温和复苏的趋势，但大幅反弹的 P P I 和工业企业利润增速似乎直接跳过了“弱盈利复苏”阶段，从而让市场从担心通缩和经济硬着陆直接切换至担心通胀和经济过热问题的模式化。如果我们稍加分析的话，就会发现本轮企业盈利改善似乎跟实体经济复苏关系不大，P P I 从去年年初开始触底反弹一路上行，并带动工业企业盈利出现大幅改善，但同期工业增加值同比增速似乎依然不温不火维持在 6% 左右徘徊，这种“弱复苏（的）盈利”现象在过去在历史上很少见到的（图 1）。从具体例子来看，钢铁价格指数从 16 年年初触底反弹之后几乎翻了一倍，但同期粗钢日均产量并没发生明显变化，特别是作为去产能重点的非重点钢企表现的尤为明显（图 2）。

章俊

首席经济学家

联系方式：

电话：(021) 20336292

E-mail: [steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com](mailto:steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com)

图表 1：P P I 和工业生产不同步



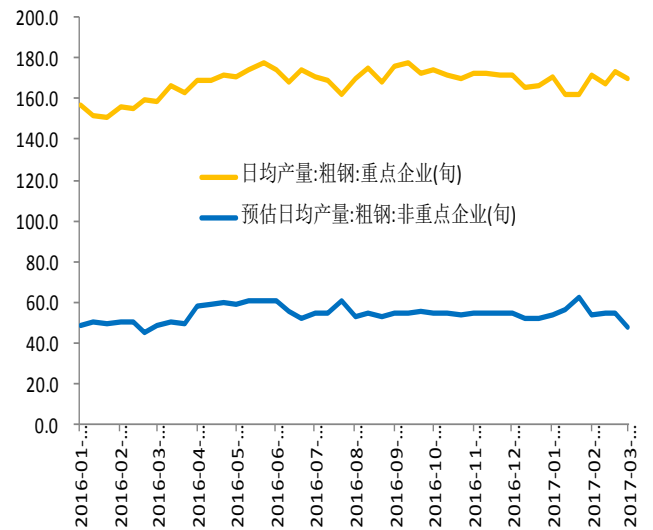
资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫证券

- 我们认为供给侧改革的去产能以及环保趋严导致上游相关行业的供给端失去弹性，因此在需求出现小幅改善的时候就会导致价格出现大幅飙升。这在供给需求曲线图中可以表示为：供给曲线接近于垂直于横轴导致任何需求的变动都直接转化为价格的变动。而并非由于需求端改善的幅度超过供给端的复苏导致的价格上涨和利润改善。我们认为目前市场对今年的固定资产投资可能存在过度乐观的情绪：认为基建投资会重新提速，并且房地产投资增速回落幅度温和可控。一个很明显的例子就是：相对于粗钢产量没有明显反弹的情况下，但港口铁矿石库存却创历史新高（图 3）。

- 鉴于目前全国范围内房地产调控升级，不但限购的范围从一线城市向热点的二三线城市扩大，而且限购的门槛不断抬高（相关政策不仅投资投机性需求受到严格控制，连改善性需求也受到拖累），再加上银行房贷政策收紧。虽然从长期来看，调控政策升级有助于抑制房地产价格泡沫以及防范系统性金融风险，但短期内急刹车可能会引致年内存在政策超调的风险，从而有可能导致房地产投资失速。同时，我们对基建投资增速能保持 15% 以上的增速表示怀疑：一方面是基建投资本身基数过大，15% 以上的高速增长难以为继；另一方面基建的融资问题是今年基建是否能再次扮演“单骑救主”角色的关键。我们认为今年货币政策趋向中性，债市去杠杆以及 PPP 落地不及预期都会导致基建投资出现在项目规划立项阶段“雷声大”但到了落实推进阶段“雨点小”的概率较大。

- 我们认为未来伴随着固定资产投资的乐观情绪可能会在 2 季度被逐步证伪，加上补库存需求接近尾声，上游行业主导的 PPI 和工业企业利润反弹趋势将被逆转，因此“弱复苏（的）盈利”现象也会将难以继续维系。

图表 2：粗钢生产平稳



图表 3：港口铁矿石库存创新高



资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫证券

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

## 免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。