

中国宏观策略研究

中国宏观策略研究：去库存压力将导致“无盈利复苏”

2015 年 11 月 27 日

- 国家统计局 11 月 27 日发布的工业企业财务数据显示，1-10 月份，规模以上工业企业利润总额同比下降 2%，降幅比 1-9 月份扩大 0.3 个百分点。其中，10 月份利润下降 4.6%，降幅比 9 月份扩大 4.5 个百分点。
- **销售低迷和成本居高不下依然是工业企业利率下降的主要原因：**需求端低迷依然没有明显改观，规模以上工业企业主营业务收入同比下降 1.4%，降幅比 9 月份扩大 0.9 个百分点，已连续两个月呈现负增长。而销售疲软导致企业定价能力不断下降，工业品出厂价格 PPI 连续 40 多个月负增长。因此工业企业利润在经济下行周期中，在量和价两方面受到双重挤压。此外根据统计局数据，工业企业单位成本持续上升。我们认为受益于全球大宗商品价格下跌，企业原材料成本应该会明显下降，但财务成本和劳动力成本可能依然居高不下。成为收入下降过程中进一步蚕食企业利润的重要因素。鉴于中国面临人口红利拐点，未来劳动力供给格局将长期呈现偏紧的局面，因此劳动力价格很难下降；针对企业财务成本，因为低通胀抬高了实际利率，因此未来央行依然有降息的必要来有效降低企业的融资成本和债务负担。
- **未来将进入“无盈利复苏”阶段：**在政府“货币和财政双宽”的稳增长政策的推动下，中国经济在 4 季度开始有企稳的迹象。虽然经济已经没有失速或者“硬着陆”的风险，但我们预计到明年年中之前，中国经济都将维持在“L 型”底部筑底。在经历了 40 多个月的持续负增长，PPI 虽然 10 月份已经停止下滑，并在未来有改善的趋势，但在未来相当长一段时间内还很难摆脱同比负增长的泥潭。这样所导致的结果就是，工业品绝对价格已经处在相对低位而企业库存则处在高位，企业未来去库存之路漫漫。虽然我们认为未来国内经济在前期“稳增长”政策效应逐步显现之后将呈现出一种弱复苏的态势，但我们认为需

章俊

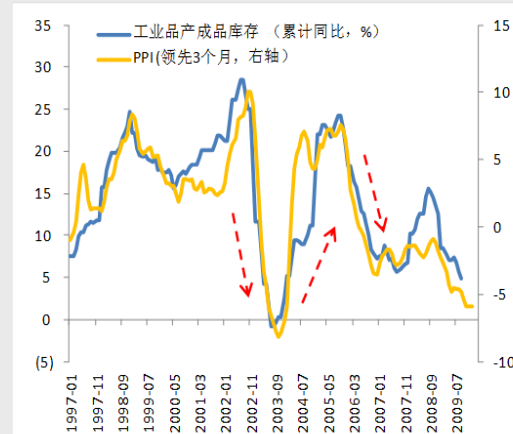
首席经济学家

联系方式：

电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1：去库存进行时



资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫证券

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

求端改善在相当长一段时间内只能在一定程度上帮助企业去库存，而无法助推企业盈利的改善。因为弱复苏的态势将极大的制约了企业提价的能力，再加上劳动力成本和其他投入品价格居高不下，因此企业盈利很难有实质性的改善。由此，未来中国经济可能就是处在“无盈利复苏”的区间内。

- 目前中国经济数据的下滑原因可以部分由周期性衰退解释，但我们认为更多是中国人口红利衰竭导致的中国潜在产出水平的下降所体现的结构性衰退。在此背景下，政府宏观调控的思维要从之前的刺激总需求的凯恩斯主义转向“供给侧改革”。否则在总供给能力下降的背景下，盲目刺激需求，最后只能造成物价和资产价格的上涨。因此要提高和维持中国经济增速不仅要关注需求更需要提供经济体的供给能力，这需要政府进行更多的改革，释放“改革红利”，比如以“混合所有制”为代表的向民营资本开放垄断行业，监管部门简政放权，推进财税改革以降低实体经济税负，淘汰落后产能推进产业升级等等。

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。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与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。

© 2014 摩根士丹利华鑫证券有限责任公司