

分析师： 陈伟
执业证书编号： S00502090100
Tel: 59355914
Email: chenwei@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

相关研究

《宏观周报：今年库存调整周期较长》
2011-06-27
《宏观周报：希腊不会违约 欧债危机远未
结束》 2011-06-20
《宏观周报：资产价格与美国经济增长互为
因果》 2011-06-13

下半年企业利润增长不必悲观

投资要点

- 7月企业利润同比增长26%，比6月利润同比下降6个百分点，为今年以来利润同比增长的最大降幅，这主要归因于7月以来经济明显下滑带来的主营业务收入增长放缓和原材料成本居高不下带来的企业毛利率下滑。
- 今年底企业利润将基本见底，原因在于：四季度经济下滑趋势有望止住，企业主营业务收入也将企稳；今年底，企业也将基本消化完前期高价的原材料，原材料成本对于企业利润的压力也将明显减轻。
- 考虑到当前企业盈利状况远好于上轮周期，企业抵御经济冲击的能力也将较强，此轮企业利润下滑幅度也会比较小，四季度企业利润仍有望在20%左右。
- 并非美联储不准备推出QE3，而是时机未到，我们认为只有当通胀压力显著弱化、美元指数至少站上80一线，才具备把QE3推到前台的条件。

正文目录

一、财经要点	3
1、保证金存款将纳入缴存范围	3
二、本周视点	3
1、下半年企业利润增长不必悲观	3
企业利润平稳下滑	3
企业利润增长形势不必悲观	4
2、伯南克讲话中规中矩 未提及 QE3 只因时机未到	5

图表目录

图 1：企业成本压力上升	3
图 2：诸多产业销售利润率较高	4

一、财经要点

1、保证金存款将纳入缴存范围

以往的保证金存款并不计入缴存范围，这就导致银行有通过多种方式放大保证金存款而增加信贷的冲动，如截至 2011 年 7 月末，金融机构的人民币单位项目下保证金存款余额为 44415.16 亿元，考虑到它们不需要上缴存款准备金，它们将可以增加银行新增信贷 7125 亿元，这将不利于今年央行的信贷控制，因此央行有必要为此将它纳入缴存范围，以约束银行的信贷冲动，当然考虑到这次累计需上缴的存款准备金在 9500 亿元左右，相当于 3 次上调存款准备金，会对当前市场的资金面形成较大冲击，因此央行还为银行设定了一定的“过渡期”，譬如对大银行来说，9 月 5 日至 10 月 4 日，只需要将保证金的 20% 按比例补交存准，然后 10 月 5 日至 11 月 4 日按 60% 的基数补交，11 月 5 日以后才按 100% 的比例全部计收准备金。对小银行来说，宽限期则长达 6 个月，这意味着每月通过该方式收紧约 1500 亿元资金，对市场的冲击明显减少。

二、本周视点

1、下半年企业利润增长不必悲观

1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润 28004 亿元，同比增长 28.3%，比上半年回落 0.35 个百分点，这表明 6 月的利润反弹只是暂时现象，当前企业利润仍处在下行通道中，但考虑到当前企业盈利状况较好，企业抵御外界冲击的能力较强，此轮利润下滑幅度将会十分有限，下半年利润仍有望保持在 20% 以上的增速。

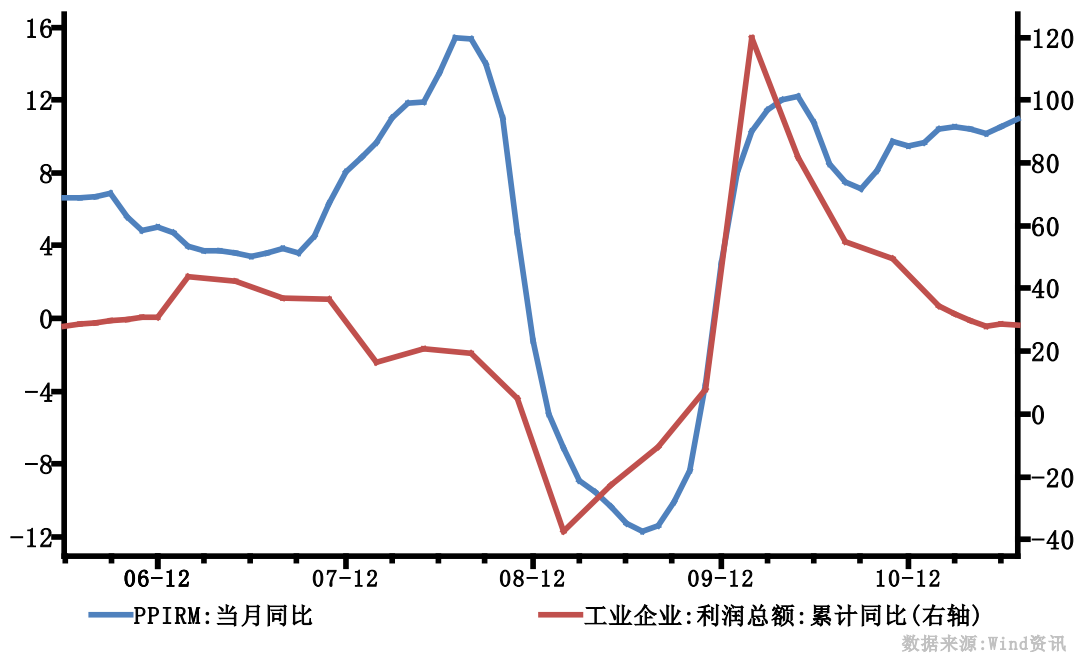
企业利润平稳下滑

以 7 月单月来看，企业利润同比增长 26%，比 6 月利润同比下降 6 个百分点，为今年以来利润同比增长的最大降幅。

企业利润下滑的首要原因是主营业务收入的下滑，如 7 月规模以上工业企业实现主营业务收入同比增长 30%，比上月回落 1 个百分点，而主营收入的下降与 7 月以来经济需求的减弱有紧密连续，如 7 月固定资产投资增速为 24.5%，比 6 月回落 0.5 个百分点，7 月份，社会消费品零售总额同比增长 17.2%，比 6 月减缓 0.5 个百分点。

其次，企业利润的下滑也与高居不下的原材料成本有关，如 7 月 PPRIM 同比上涨 10.98%，比上月提高 0.43 个百分点，创出本轮经济复苏以来的新高，这虽然使得上游企业受益，但也较大程度上吞噬了占企业利润大部分的制造业利润，如 1-7 月企业毛利率为 0.15，比上月回落了 0.2%，而其中一些成本端压力较大，而自身难以传导成本压力的行业表现的比较突出，如 1-7 月石油加工、炼焦及核燃料加工业下降 77.4%，比 1-6 月回落了 11.5 个百分点，1-7 月化学纤维制造业增长 41.1%，比 1-6 月回落 8.67 个百分点。

图 1：企业成本压力上升



此外，企业费用的增长也拖累了企业增速，由此使得1-6月企业成本费用率达到6.79%，创出08年以来的新高，而其中，受央行紧缩货币政策影响，企业财务费用增长较快，1-6月企业利息支出同比增长32.03%，比上月累计增加1.74个百分点。

而这些因素的激增也都使得7月企业主营业务收入利润率继续下降，本月为6.11%，比上月回落0.01%。

展望三季度，企业利润仍有继续下滑空间，这一方面是因为三季度仍处于经济下滑的较快时期，另一方面虽然未来几个月原材料价格会有所回落，但由于企业仍处在去库存过程中，如7月产成品资金25868亿元，同比增长22.5%，仍处于较高水平，因此也难以扩大采购较为低价的原材料以减轻成本压力。

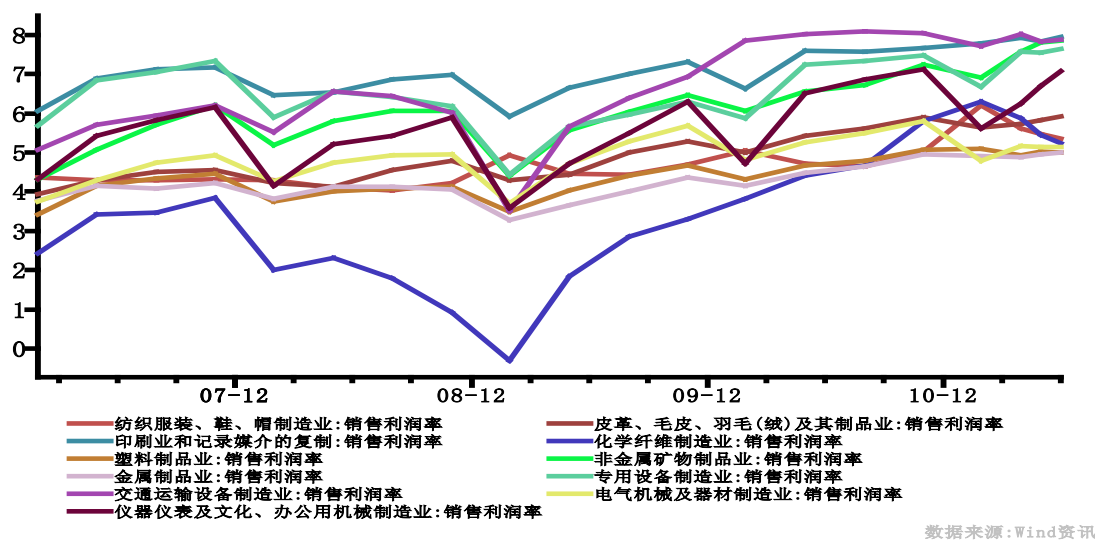
企业利润增长形势不必悲观

尽管企业利润三季度下滑还将持续一段时间，但我们认为，企业利润下滑的空间和时间都会十分有限。

首先，今年底通胀及政策调控压力都将减轻，这意味着前期受通胀压制和政策抑制的经济内生增长力量都会有所增强，从而有利于止住经济下滑趋势，企业主营业务收入也将有望企稳。其次，考虑到企业的流动资产周转次数为2.73，这表明经历大约4-5月后，也就是今年底，企业也将基本消化完前期高价的原材料，届时，原材料成本对于企业利润的压力也将明显减轻。

当然，更重要的是，我们认为支持企业利润不会下滑的最重要原因是此轮利润下滑周期中，企业的盈利能力仍保持较强水平，如30个中下游制造业中，22个行业销售利润率状况超过上一轮经济周期高点，这意味着即使遇到较为恶劣的经济状况，此轮企业利润下滑幅度也会小于上一轮经济周期，而这很大程度上可归因于近年来诸多产业经历的产业重组以及产能供给的受限提高了诸多产业的产品定价权，如在此轮利润下滑中，传统的产能过剩行业：黑色金属冶炼与有色金属冶炼今年以来利润反而呈现持续上升态势，1-7月利润同比增长分别为56%和17.1%，比上月累计提高8和10.23个百分点，而这在以往的利润下滑周期中是难见的，这表明两行业的产能供给状况明显好于上一轮经济周期，由此也明显改善它们的盈利状况。

图2：诸多产业销售利润率较高



而这正是我们不担心下半年企业利润增长不会出现快速下滑的重要信心来源。(分析师 陈伟)

2、伯南克讲话中规中矩 未提及 QE3 只因时机未到

备受瞩目的全球央行大会已经落幕，美联储主席伯南克发表了《美国经济近期和长期前景》的讲话，并未提及 QE3 这一市场人士最为关注的话题。伯南克讲话的主要内容是讨论美国经济的短期和长期前景，观点较为客观、中立，对货币政策的讨论涉及较少。简而言之，伯南克认为美国经济短期仍然面临诸多挑战，由于日本地震、油价大幅上涨等短期因素的消除，下半年经济增长将会快于上半年；长期增长潜力所受冲击有限，如果经济决策者应对得当，美国经济将会发挥出全部潜力。关于货币政策，伯南克并未给予更多提示，短期而言，伯南克只提到“美联储拥有一系列工具，可用于提供进一步的货币政策刺激”，“美联储决定将 9 月份会议的议程由原定的一天延长至两天，以对赞成和反对进一步宽松政策的两方面意见进行充分评估”。

我们认为并非美联储不准备推出 QE3，而是时机未到。近期我们多次提到，由于经济增长疲软，就业市场停滞不前，为了防止不利局面影响明年的竞选连任，奥巴马政府必然会采取措施刺激经济，由于财政政策捉襟见肘，货币政策将成为主要选项。但以利率调整为代表的价格型手段已无空间，这意味着只能采用量化宽松为代表的数量型手段。所以，尽管推出 QE3 存在引发全球高通胀的风险，但其推出仍然是超大概率事件。不过，由于条件尚不完全具备，向市场表达推出 QE3 的时机未到。7 月份美国 CPI 同比增长 3.6%，与 5、6 月份持平；7 月份核心 CPI 同比增长 1.8%，延续了近期的增长势头。这表明 5 月初以来原油价格下降的效应并未有效扩散。如果此时向市场明确表达推出 QE3 的意愿，那么原油的金融属性将会再次发挥，短期通胀形势将会恶化。此外，近期美元指数一直围绕 74 的低位运行，推出 QE3 意味着美元指数将会跌破 71.14 的历史低位，全球投资者将会大量抛售美元资产。

短期而言，推出 QE3 意愿明确前，金融市场将继续疲软。鉴于以上分析，我们认为只有当通胀压力显著弱化、美元指数至少站上 80 一线，才具备把 QE3 推到前台的条件。2010 年 6 月至 11 月，美国 CPI 同比增幅相对较低，在 1.1%，1.2% 左右，由于基数较低，今年相应月份的通胀数据就显得相对较高。CPI 构成中，能源与食品价格，尤其是前者波动较大，扣除这两项的核心 CPI 波动较小，所以短期内通胀水平快速下滑的希望在于能源与食品价格快速、大幅下跌。即使能源与食品价格出现我们预期中的下滑，它们对核心消费领域的传导也需要时间，我们认为推出 QE3 所需的“通胀条件”可能需要两个月或两个月以上的时间。另一方面，“美元指数条件”的具备不仅需要时间，也需要外部条件的配合。美元指数距离推出 QE3 的最低目标位尚有 8% 的空间，即使出现预期中的欧债危机进一步深化，这一条件具备可能也需要两个月左右的时间。总体而言，我们认为美联储向市场表达推出 QE3 的意愿至少需要

2 个月的时间，在此期间，全球金融市场的风险将显著多于机会，欧美股市、欧元以及高息货币、原油等资产的价格趋于下行，而美元、日元、瑞郎等避险货币趋于上行。

推出 QE3 意愿明确后，金融市场存在脉冲性机会。一旦 QE3 推出意愿明确，金融市场将会立即做出反应，价格低廉且充裕的全球资金将主要涌向能够抵御通胀的大宗商品市场、经济增长仍然强劲的部分新兴经济体，欧美股市同样会受到提振，但总体而言，这些风险资产价格的涨幅将会相对有限。QE1 成功帮助美国经济摆脱严重衰退、使就业市场复苏、摆脱通缩，美国股市上涨约 100%，原油上涨约 150%；QE2 成功避免美国陷入通缩，但对经济增长帮助有限，美国股市仅上涨 30%，原油涨幅约 50%，QE2 对经济与金融市场的效用显著降低。QE2 的经验证明，量化宽松对美国经济增长与就业市场作用有限，QE3 将进一步证明这一点。因而，可以预期，QE3 对金融市场的提振将会显著低于前两次，且时间会进一步缩短，或许在美联储宣布正式实施 QE3 之前，金融市场就会再度疲软。

从更长期来看，美国潜在增速可能显著下滑，量化宽松可能是常态，全球经济、金融环境恶化。美国经济分析署（BEA）2008 年的研究显示，二战后美国中期潜在经济增长中枢不断下移。1950-1973 年，1974-1981 年，1982-1990 年，1991-2001 年，2002-2007 年，2008-2013 年，2013-2018 年的潜在平均增长分别为 3.9%、3.2%、3.1%、3.0%、2.8%、2.7%、2.5%。这几个区间（截止 2010 年，2008-2013 年这一区间暂用 2008-2010 年代替）内的实际增速为 4.2%、2.5%、3.4%、3.2%、2.6%、-0.3%。除 1973-1981 年的滞涨期外，美国 GDP 实际增速也逐渐下移，与潜在增速的趋势一致。金融危机发生后，美国金融系统损伤严重，住宅市场调整迟迟不能结束，消费者持续去杠杆，2013 年后美国公共部门也将步入去杠杆化的阶段，这些因素可能已经使得 2008-2013 年的潜在增速显著低于 2008 年 BEA 预计的水平。如果企业不能通过技术创新寻找新一轮经济增长的动力，2013-2018 年美国潜在增速可能会继续下移，这意味着经济增长和就业市场会常常陷入困境，量化宽松可能是常态。（分析师 王小军）

分析师简介

陈伟，2002年毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，6年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

王小军：天津大学数量经济学专业，硕士学历，具有3年证券业从业经历。2009年1月加入民族证券研究发展中心，负责宏观策略研究。对全球尤其是美国经济和股市有较深的理解和认识，国际宏观经济、金融市场跟踪密切，对全球股市的估值有深入研究。2009年和2010年对世界经济、全球金融市场形势把握准确。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn

赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn