

# 三季度企业盈利空间收窄 去库存过程将持续

## ——从PPI透视投资、库存及行业盈利能力变化

□民生证券 滕泰 张磊

PPI与CPI走势组合反映宏观经济周期不同发展阶段。PPI上行/CPI上行、PPI上行/CPI下行、PPI下行/CPI上行、PPI下行/CPI下行四种组合,分别对应经济复苏—经济过热、企业盈利能力提升、滞涨以及经济增速减缓—衰退经济周期四个阶段。

PPI是衡量投资的温度计。投资需求旺盛推高购进价格指数PPIRM及出厂价格指数PPI,投资需求回落及企业过度竞争抑制PPIRM及PPI上涨。

PPI变化可以透视出投资驱动下的行业获利能力。从工业产业链角度看,上游行业产出构成下游行业生产要素投入。在上游行业产出或供给能力保持稳定的情况下,下游行业投资增速加快必然导致上游行业出厂产品价格提高。在PPI上升的初期和中期阶段,企业销售收入及利润特别是上游资源类企业行业增长显著。PPI传导系数可发现不同行业盈利能力变化。

投资驱动与库存调整决定PPI走势。货币政策连续紧缩的滞后效应持续,企业面临的资金压力增大,再次去库存过程必然导致PPI回落,有助于进一步削弱PPI对CPI的传导推涨。

以PPI/CPI组合判断当前经济发展态势,三季度投资增速减缓,产业链下游企业产品出厂价格回落,对上游行业PPI消化能力减弱,导致企业盈利能力下滑。

## 工业投资增速与PPI走势具有较强一致性

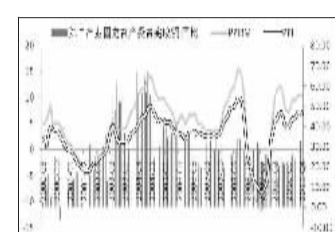
长期以来,我国经济存在投资率过高、消费率偏低、储蓄率偏高的结构性失衡,在经济发展模式上长期重生产而轻消费。改革开放以后,与消费率持续下降相对应的是投资率持续上升,由1978年31.9%提高至2009年47.7%。

投资率与经济过热具有显著的正相关关系,例如1993年、2004年投资过快增长导致1994年及2004年的过热型通胀。

工业化和城市化推进过程中,包括货币资金及在内存的生产要素价格过低及在生产要素投资的过度依赖导致企业投资饥渴症长期存在。投资的资本收益率远超过资金成本是导致投资率过高的根本原因。尽管改革开放以来资本收益率逐步回落,但与目前仍高达20%左右的资本收益率相比,剔除通胀之后的存、贷款利率远低于资本收益率水平。低廉

的生产要素价格是推动投资长期保持持续快速增长根本动力。反映工业品出厂价格的PPI在走势上与中国工业投资增速波动保持较强的一致性。2005年以来,我国工业投资增速保持较快发展,平均增速达到28.75%。2002—2005年间,我国工业固定资产投资平均增速达到40.6%,同期PPIRM由2002年2月的-4.7—

路升至2004年9月的13.67,PPI由2002年2月的-4升至2004年10月的8.4。



资料来源:Wind,民生证券研究所

## PPI/CPI走势反映宏观经济周期发展阶段

### (一) PPI与CPI: 投资VS消费

PPI反映生产领域价格, CPI反映消费领域价格

PPI,即生产者价格指数,是时期货物和服务的价格水平变动的一种物价指数,反映生产环节商品价格水平。与反映与居民生活有关的产品及劳务价格变动的指标CPI一样,PPI是国民经济核算和制定宏观经济政策的重要依据。

从生产—流通—消费的价值链逻辑看,PPI居于上游,PI的涨跌会对CPI形成正向传导,即PPI领先CPI,表现为生产资料等要素价格上涨和企业生产成本上升,生产者通过成本转嫁带动消费者价格指数上升。

处在消费上游的生产环节所产出的产品价格进入最终消费,会对消费物价带来直接影响,如原材料、能源及动力价格的上涨有可能在需求旺盛的情况下,将上游生产成本的上升直接通过消费驱动传递给最终消费者,造成CPI的上涨。

另一方面,部分工业品尤其是生活资料的生产需要以农副产品为原料。农副产品原本是构成CPI统计对象,因此食品、蔬菜、粮食等食品价格上涨引起的CPI上涨会直接构成PPI生活资料生产成本的上涨。

PPI与CPI长期内波动一致,短期内易背离

通过对经济增长和通胀数据观察,可以发现由于价格的“黏性”和“惯性”,通胀周期一般滞后于增长周期。通胀周期与增长周期具有明显的先后波动次序。

长期看PPI、CPI与宏观经济在走势上具有趋同特征。中短期内,PPI与CPI并不存在一致的领先、滞后或同步关系。

为弱化经济周期波动对物价的推波助澜,我们以一谷一谷法观察通胀周期。自1990—1999年长通胀周期以来,以CPI衡量的物价波动周期经历了1999—2002年周期、2002—2006年周期、2006—2009年周期,目前仍处于自2009年以来的新一轮波动周期中。

## PPI是衡量投资的温度计

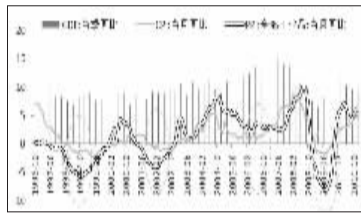
### (一) 投资需求旺盛推高购进价格指数PPIRM及出厂价格指数PPI

按照生产要素流向划分,工业生产者价格指数可以分为生产者购进价格指数PPIRM和出厂价格指数PPI。目前我国工业生产者价格指数调查产品包括39个工业大类5万多家企业4000多种工业产品,包括各种生产资料和生活资料。

任何价格指数都是反映特定时期市场供求关系的价格变量。PPI主要衡量各种商品包括生产资料和生活资料在原材料、中间品及最终产品阶段的出厂价格变化情况。除用于居民最终消费产品外,企业出厂产品价格由生产市场的供求状况决定,在供给水平保持稳定的情况下,对原材料、中间产品的投资(库存)需求的上升将推高PPI。

投资驱动型经济具有推动生产者购入价格PPIRM持续上升的动能。工业生产企业生产中所需要的动力、能源及矿产资源均构成生产的投入。中国工业化推进过程中,重工

PPI周期滞后于GDP周期



资料来源:Wind,民生证券研究所

由生产市场供求关系决定的PPI与消费市场供求关系决定的CPI并不存在一致的领先或滞后。在1999—2002年通胀周期中,PPI波动领先CPI约5个月;2002—2006年通胀周期中,PPI仅领先CPI2个月;2006—2009年周期中,PPI波动约滞后CPI2个月。目前处于自2009年下半年以来的新一轮物价波动周期中。2009年下半年以来的物价企稳回升过程中,CPI与PPI表现出持续同步上行特征。CPI由2009年7月的-1.8%持续上涨至3月份的5.4%,PPI由2009年7月-8.2%涨至3月份的7.31%。

### (二) PPI与CPI走势组合反映宏观经济周期不同阶段

PPI与CPI组合反映宏观经济周期四阶段

PPI反映了投资的景气状况,而CPI更多反映了消费的景气状况。PPI与CPI走势可以构成PPI上行/CPI上行、PPI上行/CPI下行、PPI下行/CPI上行、PPI下行/CPI下行四种组合,分别对应经济复苏—经济过热、企业盈利能力提升、滞涨、经济增速减缓—经济衰退宏观经济周期四个阶段。

PPI与CPI共同上涨反映经济从复苏到过热

PPI反映的投资环节看,PPI上涨表明下游行业投资扩张拉动上游行业PPI上行,全部工业企业PPI上行,则表明投资处于上升态势,工业行业投资旺盛。

生活资料出厂价格可以直接传导至CPI。在供给保持稳定的情况下,消费需求变化会影响消费品供求情况。在消费增速提升的情况下,生产者的产出有更好的销路,也易于生产者将生产成本的上涨向消费者转移。因此,消费需求的增长具有推动PPI生活资料上行的动力。

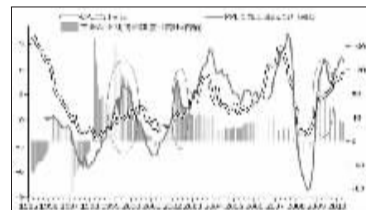
1994年、2004年、2008年国内经济呈现投资消费齐旺盛的格局,投资过热导致产能过剩及产品积压。为应对经济过热而采取的紧缩措施使随后的经济增速减缓,工业品出厂价格及消费物价回落。

投资过热导致产能过剩及产品积压。为应对经济过热而采取的紧缩措施使随后的经济增速减缓,工业品出厂价格及消费物价回落。

PPI上行,CPI下行,企业盈利能力增强

PPI上行意味着企业产品出厂价格上涨,销售单位商品带来的企业盈利将增加。经验表明,PPI上行与CPI下行组合出现的概率较小,长期看,PPI与CPI同涨同跌。但只要PPI上涨速度快于CPI上涨,处于消费上游的企业就有能力以较高的销售价格出售企业产成品。从而带来企业利润的提升。

PPI快速快于CPI时企业盈利能力增强



资料来源:Wind,民生证券研究所

1999年12月—2000年8月、2002年11月—2003年3月及2009年11月—2010年5月,PPI快速上升超过CPI涨幅时,工业企业利润涨幅显著加快。考虑到投资驱动的PPI上行过快导致的经济过热及产能过剩,PPI持续超过CPI难以持续,综合历史经验判断,这一过程约持续5—8个月。

PPI上行,CPI下行,经济增速减缓陷入滞涨

经济过热导致产能过剩,企业面临去库存过程。由于剔除服务项目后的CPI非食品项目与70%PPI生产资料相关,PPI下行与CPI上行组合出现时,往往表明CPI食品项目上涨与工业企业去库存状况同时并存。

物价上涨抑制消费和投资,企业去库存过程导致投资增速减缓,宏观经济增长趋缓。若PPI持续上行,则表明经济陷入滞涨。

PPI下行,CPI下行,经济增速减弱走向衰退

PPI与CPI上下行的状况出现时,表明宏观经济中的消费及投资均呈现低迷态势,拉动经济增长的三驾马车动力不足,经济增速逐步减弱,宏观走向衰退。

保持不变的情况下推升上游行业产品出厂价格水平。

但PPI及PPIRM不会一味上升。在下游行业PPI传导过程中,受投资导致的产能过剩及最终需求减弱影响导致的投资减缓同样反作用于上游工业产成品的销售,导致上游企业库存增加。当企业面临流动性困境,去库存去库存便成为企业的无奈选择,与去库存对应的便是PPI回落。另外,当产业链某一层面竞争过度激烈,同样会通过压缩企业利润方式降低产品出厂价格。

从1996年10月以来的PPI分项指数看,生产资料PPI波动幅度显著大于生活资料PPI。生产资料中,越是处于产业链上游的行业,对应的PPI波动性越强。采掘行业PPI在全部工业品PPI中波动幅度最大,同比波动最低点出现在2009年8月份,而在6个月之后即出现了统计数据以来的同比最高点。原料工业PPI波动幅度介于上游的采掘工业和下游的加工业之间。

### (一) 投资驱动下的行业PPI产业链传导

从工业产业链角度看,上游行业产出构成下游行业生产要素投入。在上游行业产出或供给能力保持稳定的情况下,下游行业投资增速加快必然导致上游行业出厂产品价格提高。

以石化产业链为例。2007年初至2008年7月,国际原油价格波动显著加剧。2007年初至2008年7月,NYMEX轻质原油价格上涨幅度达到192.9%。处于石化行业最上游的石油和天然气开采业固定资产投资月平均增速为16.25%,而处于下游的石油加工、炼焦及核燃料加工业月平均增速达44.62%。下游投资的旺盛显著拉升上游行业PPI,石油和天然气开采业PPI由2007年3月的-9.24%持续快速攀升至2008年7月的40.25%。2010年5月以来,国际原油价格再次出现快速上涨,对应的石化行业末端的化学纤维制造业固定资产投资增速由前期低点迅速拉高至2011年2月份的134.2%,同样拉动上游行业PPI持续上行。

(二) PPI传导系数表征行业获利能力

PPI的走势在某种程度上表明了整个经济运行的健康程度,并可由此预判未来的宏观经济走势。如果预期GDP增速反映的是速度指标,那么PPI可以被视为表征经济运行稳定程度的核心指标。PPI的过度波动反映的是众多企业承受过大的市场压力。

由于PPI代表了工业品出厂价格,因此PPI上升意味着工业企业销售价格价格上涨,并带来收入的增加。经验数据表明,在PPI上升的初期和中

PPI的走勢在某种程度上表明了整个经济运行的健康程度,并可由此预判未来的宏观经济走势。

如果预期GDP增速反映的是速度指标,那么PPI可以被视为表征经济运行稳定程度的核心指标。PPI的过度波动反映的是众多企业承受过大的市场压力。

由于PPI代表了工业品出厂价格,因此PPI上升意味着工业企业销售价格价格上涨,并带来收入的增加。经验数据表明,在PPI上升的初期和中

## 投资驱动与库存调整决定未来PPI走势

上游即生产环节产品价格上涨后,上游成本推动价格上涨能否顺利向下游生产及消费环节传导,取决于下游产品市场的供求关系。

在卖方市场条件下,成本上涨引起的工业品价格(如电力、水、煤炭等能源、原材料价格)上涨最终会顺利传导到消费品价格上。在经济增长相对偏快的2004年和随后有所回落的2005年,原材料、燃料、动力购进价格分别上涨11.4%和18.3%,而工业品出厂价格分别比上年上涨3.9%和1.8%。

在短缺经济条件下,成本上升直接导致商品涨价,这已为我国八十年代和九十年代高通胀时期的历史所证实。当消费市场转变为买方市场,企业竞争激烈。

为了保住市场份额,企业只有采取压缩利润空间的办法。因此,从上游产品到中间产品、再到终端产品的价格传导时滞越来越长,传导效应也不明显。

上世纪90年代初的通胀主要是中国总需求过快增长,经济过热、货币增发过大等原因造成,石油、能源和粮食价格上涨带来的全球性的成本推动型通胀向国内传导,必然基于国内总需求的持续高涨。

## 三季度PPI回落:投资增速减缓,企业去库存,下游行业盈利收窄

5月PMI库存指数已由3月51.3连续回落至50荣亏点上,PPI由3月7.3%下滑至5月6.79%。6月PPI回升对应了工业固定资产投资增速由5月26.3%升至27.1%。年内第三次加息后,尽管货币政策进一步收紧的空间越来越窄,但在三至四季度物价

## 从PPI变化透视投资驱动下的行业获利能力

期阶段,企业特别是上游资源类企业销售收入及利润增长显著。

总体上看,各行业PPI在经济不同阶段表现出的波动走势具有较为明显的一致性,即各行业PPI具有显著的同涨同跌特征。但各行业的产品出厂价格存在显著差异,表现为各行业PPI波动幅度并不一致。

企业产品出厂价格高低直接影响企业各环节盈利水平。因而产业链各环节不同行业PPI的差异反映了利润在产业链上各环节的分布状况。如果下游行业能够吸收上游行业PPI的上涨,并通过提高自身产品出厂价格进一步向下游行业传导上游成本上涨压力,则行业盈利能力和盈利水平将得到提升。

PPI传导系数的变化反映了各行业消化上游原材料成本并向下游转移成本并获利的能力。除生产最终产品行业外,PPI传导系数与下游行业投资增速显著正相关。

从2009年9月以来的PPI传导系数可以发现,处于产业链上游的石油、天然气开采行业PPI传导系数上升迅速,反映了下游各行业投资扩张过程中对能源需求的快速上升。国际原油价格的上涨过程中,石化行业投资扩张进一步推高了石油天然气开采业PPI上涨速度。

PPI传导系数高于100的行业,煤炭开采选业、食品制造业、焦炭行业自2011年11月以来持续改善;纺织业、化工原料、化纤制造、有色金属冶炼等行业盈利保持相对平稳;而造纸印刷、石油加工、炼焦及核燃料等行业由于无法吸收上游投入产品成本上涨,盈利空间面临逐步收窄。

PPI传导系数低于100的行业中,非金属矿采选业、交通运输业、仪器仪表行业及电

力热力生产行业由于无法吸收上游成本上涨导致盈利状况趋弱。其中仪器仪表行业转嫁成本获利能力持续下降。

非金属材料、石油加工、通用设备制造、交通运输设备制造、燃气生产供应及电力热力生产行业PPI涨幅,涨幅幅度弱于上游行业PPI涨幅,反映行业缺乏盈利能力。但通用设备制造业及非金属矿采选业盈利前景面临改观。

(三) 投资驱动下的去库存抑制PPI上涨

需求回落导致去库存压低PPI

在投资驱动型经济中,重生产而轻消费,必然使包括资金在内的更多资源向生产领域倾斜,推动燃料、动力等价格上涨,继而加大生产环节成本上涨压力,有推动PPI上行的可能。投资过快增长导致部分行业产能过剩,投资与消费背离的经济一旦面临外部需求变化,必然冲击国内经济的平衡和稳定。因此,企业在经济周期波动中必然面临由于需求变化而导致的产成品库存调整。

同时,企业经营过程中面临的流动性压力也会迫使企业加速去库存。当企业产成品库存快速增加而企业应收账款同步上升时,表明企业流动性压力持续增大。为缓解流动性压力,企业会通过降价方式加速去库存,通过变现库存商品,减少资金占用,缓解流动资金紧张压力。

生产过剩导致去库存过程必然伴随产品出厂价格向下调整。4月份,PMI产成品库存指数由3月份的51.3回落至50.58,5月份进一步回落至49.5。对应的PPI则相应由3月的7.31%回落至6月的50.9%。

投资过热导致的产能过剩压低PPI

在纠正经济内外失衡过

## 从PPI变化透视投资驱动下的行业获利能力

力热力生产行业由于无法吸收上游成本上涨导致盈利状况趋弱。其中仪器仪表行业转嫁成本获利能力持续下降。

非金属材料、石油加工、通用设备制造、交通运输设备制造、燃气生产供应及电力热力生产行业PPI涨幅,涨幅幅度弱于上游行业PPI涨幅,反映行业缺乏盈利能力。但通用设备制造业及非金属矿采选业盈利前景面临改观。

(三) 投资驱动下的去库存抑制PPI上涨

需求回落导致去库存压低PPI

在投资驱动型经济中,重生产而轻消费,必然使包括资金在内的更多资源向生产领域倾斜,推动燃料、动力等价格上涨,继而加大生产环节成本上涨压力,有推动PPI上行的可能。投资过快增长导致部分行业产能过剩,投资与消费背离的经济一旦面临外部需求变化,必然冲击国内经济的平衡和稳定。因此,企业在经济周期波动中必然面临由于需求变化而导致的产成品库存调整。

同时,企业经营过程中面临的流动性压力也会迫使企业加速去库存。当企业产成品库存快速增加而企业应收账款同步上升时,表明企业流动性压力持续增大。为缓解流动性压力,企业会通过降价方式加速去库存,通过变现库存商品,减少资金占用,缓解流动资金紧张压力。

生产过剩导致去库存过程必然伴随产品出厂价格向下调整。4月份,PMI产成品库存指数由3月份的51.3回落至50.58,5月份进一步回落至49.5。对应的PPI则相应由3月的7.31%回落至6月的50.9%。

投资过热导致的产能过剩压低PPI

在纠正经济内外失衡过

度弹性伴随全球经济复苏过程中对资源消费的持续增长,将导致国际原油价格维持在相对较高的位置震荡。处于产业链最上游的能源价格上涨是推动PPI长期向上攀升的根源所在。

经过自2010年10月以来的五次加息,配合准备金政策,货币政策加速回归常态。政策导向在抑制国内需求的同时也成为抑制国际大宗商品价格快速上行的重要措施,有利于缓解进口原料价格上行对国内物价的影响和冲击。货币政策连续紧缩的滞后效应持续,企业面临的资金压力增大,再次去库存过程必然导致PPI回落,有助于进一步削弱PPI对CPI的传导推涨。

但PPI回落,对上游行业PPI消化能力减弱,导致企业盈利能力下滑。

作者简介:滕泰,民生证券

副总裁,首席经济学家。曾在美国沃顿商学院做访问学者,中国证券业协会分析师委员会副主任委员,中国人民大学、中央财经大学兼职教授。代表著作有《财富的觉醒》、《新财富论》等。

张磊,民生证券宏观分析师。

张磊,民生证券宏观分析师。

张磊,民生证券宏观分析师。

张磊,民生证券宏观分析师。

张磊,民生证券宏观分析师。

张磊,民生证券宏观分析师。