



2021.06.16

## 向死而生，四季度盈利负增长压力有多大

## 本报告导读：

基于宏观、行业与财务三重视角，参考五轮历史经验，2021Q4 确实面临较大的负增长压力。但盈利负增长则祸兮福所倚，宽松的预期难以证伪，不必悲观。

## 摘要：

- **四季度盈利为负？值得引起重视。**根据最新实际盈利数据与宏观预测数据，我们的盈利预测结果显示 2021 四季度面临负增长的压力。四季度盈利可能的零增长意味着什么？从过去五轮盈利由正转负拐点来看，一方面拐点后可能是持续二至六个季度的盈利压力期；另一方面，在盈利由正转负的前一季，大盘亦开始逐步承压。由此看来四季度的盈利方向确实值得我们进一步探讨。我们从宏观、行业与财务三重视角对五次负增长进行总结，并结合当下进行研判。
- **宏观视角：先行指标指引四季度盈利拐点，2021 三季度 PPI 高位回落预期下，盈利压力信号已现。**从过去五轮盈利负增长周期下的宏观环境来看，虽然各阶段经济下行主要矛盾均有差异，但通胀与货币政策共迎拐点是共性，其中 PPI 的下行拐点与 M2 的温和触底对于盈利由正转负的拐点具有较好的前瞻性。2021 年三季度 PPI 面临高位下行拐点，M2 面临阶段触底拐点，将共致 2021 四季度盈利负增长压力。
- **行业视角：负增长行业盈利规模占比高。**1) **金融：**2021 年银行随净息差与资产质量改善盈利增速将显著回暖，但金融板块各季净利润占比具有显著季节规律，随着 2021 年金融盈利节奏恢复正常形态，全年高增下四季度仍面临高基数下的负增长压力。2) **非金融：**总量上，非金融 Q2-Q4 归母净利润合计值同比预测增速在两方法下分别-2.5%与-3.9%，考虑全年增速逐季下降形态，四季度负增长压力明显。结构上，即使乐观情景下，四季度负增长压力较大行业和小幅下降行业盈利规模占比高达 30.4%和 27.2%，而盈利高增行业规模占比仅为 17.2%。若综合历史经验与盈利预测数据，在上述负增长行业中选择过去五轮负增长逻辑清晰具备共性的行业，仅考虑周期中采掘、化工、公用和机械，及可选中汽车，则此五行业盈利权重占比也已超过 30%。
- **财务视角：盈余管理与减值压力给利润增速带来向下压力。**部分科目可能出现的大幅波动，亦是 A 股四季度盈利的一大风险点。除正常的年末计提影响外，A 股盈利增速在历年四季度出现较大波动的一重要原因源自盈余管理。根据历史经验推演，2021 四季度上市公司可能存在利用管理费用和营业外收支科目进行平滑利润的动机，同时商誉减值的结构性压力仍大，均给利润增速带来向下压力。
- **盈利负增，祸兮福兮？**历史上的负增长时期，市场行情表现并不乐观。但当前市场风险评价下行，在这最大边际差异下历史行情不会上演。福兮！在历史负增长拐点时期，流动性呈现易松难紧的特征。我们认为流动性大概率依然保持稳定，来配合信贷收缩和信用风险的化解。“紧信用，稳货币”的格局延续，且越向后越是易松难紧的状态。

## 报告作者



陈显顺(分析师)



021-38032683



chenxianshun@gtjas.com

证书

S0880519080006



方奕(分析师)



021-38031658



fangyi020833@gtjas.com

证书编号

S0880520120005

## 相关报告

厝火积薪，成长扩散

2021.06.14

悄然变化的结构：中盘蓝筹领跑

2021.06.11

37 年回瞰：美股历史上的风险评价下行（下篇）

2021.06.09

37 年回瞰：美股历史上的风险评价下行（上篇）

2021.06.07

碳中和下的融资、生产、生活方式变革

2021.06.04

## 目录

1. 2021Q4 盈利零增长是否值得我们担忧？ .....	3
2. 三重视角看四季度盈利压力 .....	6
2.1. 宏观视角：先行指标指引 Q4 盈利拐点 .....	6
2.1.1. 五轮复盘：化繁为简，PPI 下行拐点与 M2 温和触底是明确信号 .....	6
2.1.2. 2021Q3 PPI 高位回落，盈利压力信号已现 .....	10
2.2. 行业视角：拐点来临，哪些行业的负贡献较大？ .....	13
2.2.1. 金融复盘与展望：伴随盈利节奏恢复正常形态，Q4 面临高基数下的负增长 .....	13
2.2.2. 非金融复盘：周期承压是确定性，消费次之 .....	15
2.2.3. 非金融展望：2021Q4 哪些行业可能出现负增长？ .....	21
2.3. 财务视角：盈余管理加剧 Q4 业绩波动 .....	26
3. 盈利负增，祸兮福所倚 .....	31
3.1. 祸兮？当前风险评价下行，历史行情并不会上演 .....	31
3.2. 福兮！负增长时期，流动性易松难紧 .....	33
3.3. 风险评价下行，寻找边际改善最大之处 .....	34

## 1. 2021Q4 盈利零增长是否值得我们担忧？

我们在报告《犹疑估值，不如决胜盈利——2021 盈利增速及 ROE 展望 20210408》中，对全 A 和全 A 非金融板块 2021 年全 A 和各季度盈利增速和 ROE 进行了测算。在我们的预测结果中，全 A/全 A 非金融归母净利润在 2021 年四季度将面临零增长的考验。

我们根据最新的 Q1 实际盈利数据与宏观数据，以及 2021Q2-Q4 最新的宏观预测，更新了对未来三个季度的盈利预测结果。从结果来看，2021Q4 的预测结果与先前保持一致，仍面临负增长的局面：

1) 净利润增速节奏：Q1-Q2 维持高增长，Q3-Q4 回落明显。2021 年 Q2-Q4 各季度全 A 板块/全 A 非金融板块净利润增速分别为 44.1%/-6.7%/-5.0%、45.8%/-12.1%/-5.1%，全年分别为 19.9%和 29.3%。

2) 盈利能力节奏：单季 ROE 高点在 Q2。2021 年 Q2-Q4 各季度全 A/全 A 非金融板块 ROE 分别为 3.0%/2.4%/1.6%、3.1%/2.3%/1.3%，全年分别为 9.6%和 9.1%。

图 1：2021 年 Q3-Q4 净利润增速回落明显

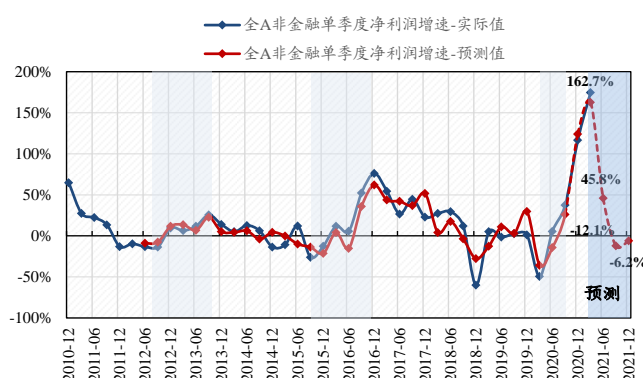
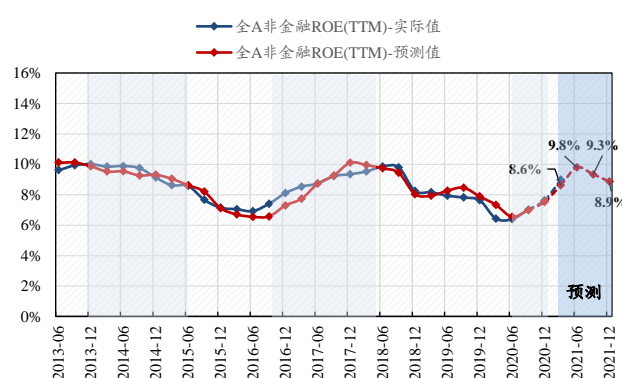


图 2：2021 年盈利能力 Q2 现高点



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：盈利预测计算方法参考报告《犹疑估值，不如决胜盈利——2021 盈利增速及 ROE 展望 20210408》。

表 1：全 A/全 A 非金融净利润增速及 ROE 预测

指标	板块	自上而下						自下而上	
		2020A	2021Q1A	2020Q2E	2021Q3E	2021Q4E	2021E	2020A	2021E
盈利增速	全 A	9.1	55.3	44.1	-6.7	-5.0	19.9	9.1	11.9
	全 A 非金融	10.8	161.0	45.8	-12.1	-5.1	29.3	10.8	20.0
ROE	全 A	8.9	2.7	3.0	2.4	1.6	9.6	8.9	9.7
	全 A 非金融	7.6	2.4	3.2	2.3	1.3	9.1	7.6	10.3

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

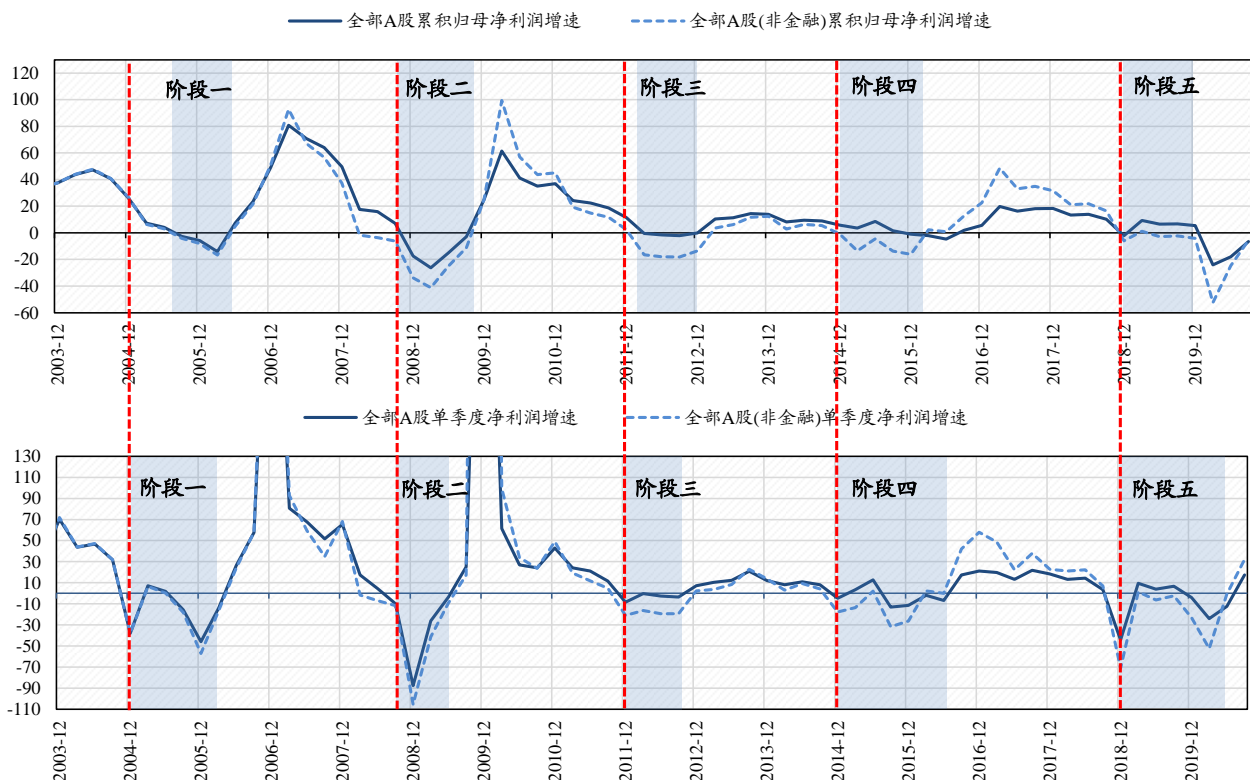
#### 四季度盈利可能的零增长意味着什么？

1) 零增长后可能是二至六个季度的盈利压力期（表 2 与表 3）。2003 年以来，A 股历史上共有五轮明显的盈利下行周期（图 3）。有意思的是，这五轮下行周期中盈利增速由正转负的拐点有四轮发生在四季度，且基本符合全年单季盈利增速逐季下滑、至四季度首次出现负增长，但全年仍保持正增长的态势，与 2021 年目前的盈利预期相似。每轮盈利由正转负后，均会出现持续二至六个季度的盈利压力期。

2) 在盈利由正转负的前一季度，市场行情就将开始逐步承压（图 4）。从各阶段盈利由正转负的前一季度为起点，可以观察除 2014Q4 阶段大盘上行外，其余各阶段市场行情表现低迷，在拐点前一季行情表现已承压，在盈利由正转负的当季市场行情更是加速下探。

由此看来 2021Q4 盈利增速可能出现的由正转负拐点，确实值得我们进一步探讨。本文基于历史上五轮负增长拐点的经验，立足当下，重点讨论 2021Q4 负增长的可能性，以及应对措施。

图 3：2003 年以来共有五轮明显的盈利负增长周期，五次由正转负的拐点有四次是在四季度



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 2：全 A 归母净利润增速：负增长后是持续二至六个季度的盈利压力期

阶段		全 A 单季归母净利润增速 (%)										
		当年 Q1	当年 Q2	当年 Q3	当年 Q4	全年	+1Q	+2Q	+3Q	+4Q	+5Q	+6Q
阶段一	2004Q4	43.8	46.7	31.8	-37.9	26.1	7.2	1.7	-15.7	-46.0	-14.0	26.4
阶段二	2008Q3	17.5	4.4	-9.9	-87.6	-17.4	-26.2	-3.5	25.2	559.8	61.4	26.8
阶段三	2011Q4	24.2	21.0	11.5	-8.5	11.6	-0.4	-2.6	-3.6	7.2	10.4	12.3
阶段四	2014Q4	8.1	10.8	8.2	-4.8	5.8	3.5	12.8	-13.0	-11.4	-2.0	-6.9
阶段五	2018Q4	13.3	14.4	3.4	-44.4	-2.1	9.4	3.9	6.7	-3.9	-24.1	-12.5

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

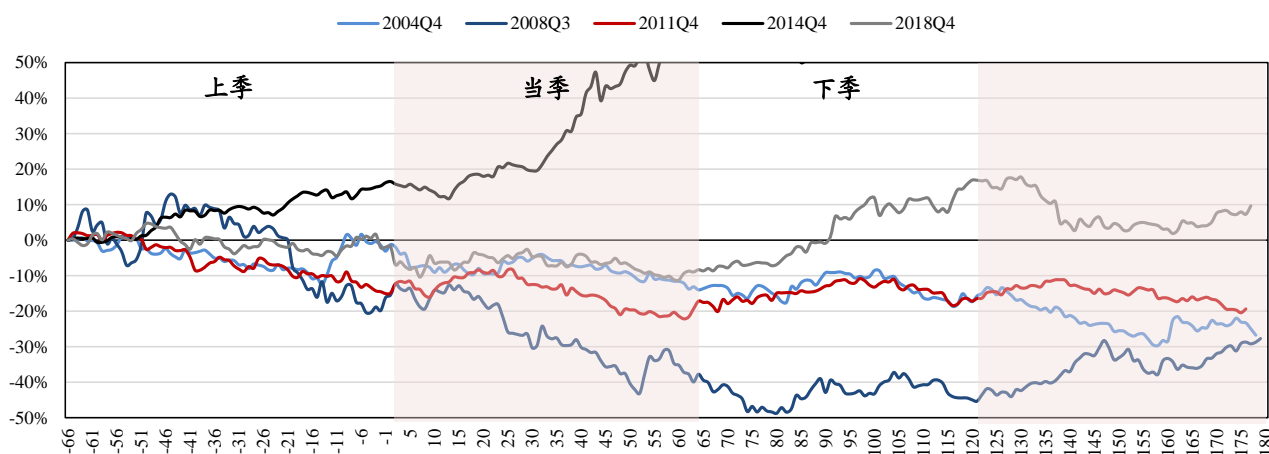
注：底色标红数据为负增长，下同。

表 3：全 A（非金融）归母净利润视角亦是如此

		全 A（非金融）单季归母净利润增速（%）										
		当年 Q1	当年 Q2	当年 Q3	当年 Q4	全年	+1Q	+2Q	+3Q	+4Q	+5Q	+6Q
阶段一	2004Q4	43.9	47.3	31.8	-38.2	26.6	6.3	0.3	-18.2	-57.0	-16.7	24.2
阶段二	2008Q3	-1.8	-7.2	-11.7	-105.4	-33.8	-41.2	-9.2	17.5	1604.3	99.4	33.9
阶段三	2011Q4	19.3	11.8	4.7	-21.0	2.4	-16.4	-19.3	-19.4	2.4	3.6	8.4
阶段四	2014Q4	2.9	9.3	4.2	-17.7	-0.8	-13.6	2.0	-31.6	-26.3	2.3	-0.1
阶段五	2018Q4	21.2	22.3	7.0	-71.2	-5.9	1.3	-6.3	-2.4	-23.1	-52.5	-0.9

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 4：从上证指数来看，盈利由正转负的前一季度，市场行情已有所承压



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：以盈利由正转负的前一季度的第一个交易日为基期。



## 2. 三重视角看四季度盈利压力

四季度盈利压力来自何处？负增长的可能性有多大？我们自上而下，从宏观环境、行业盈利结构与微观财务特征对五次负增长进行总结，并结合当下进行研判。宏观环境方面，宏观环境下 PPI 的下行拐点与 M2 的触底拐点对于盈利由正转负的拐点具有较好的前瞻性，2021 年 Q3 面临 PPI 下行拐点与 M2 触底拐点将给 2021Q4 盈利带来较大压力；行业盈利结构方面，金融在高基数影响下面临较大负增长压力，非金融中采掘、化工、公用事业、机械和汽车等行业 2021Q4 负增长压力较大，负增长行业盈利规模权重高；财务视角方面，根据历史经验推演，2021Q4 上市公司可能存在利用管理费用和营业外收支科目进行平滑利润的动机，给利润带来向下压力，同时商誉减值的结构性压力仍大。综合来看，2021Q4 盈利确实面临较大负增长压力。

### 2.1. 宏观视角：先行指标指引 Q4 盈利拐点

#### 2.1.1. 五轮复盘：化繁为简，PPI 下行拐点与 M2 温和触底是明确信号

盈利负增拐点往往对应了宏观环境的阶段性修复高点，故主要宏观指标的绝对值水平并不低，但趋势已变。五阶段下经济均于当年下半年开始逐渐出现拐点，导致经济增速出现下行拐点的主要矛盾有所区别：

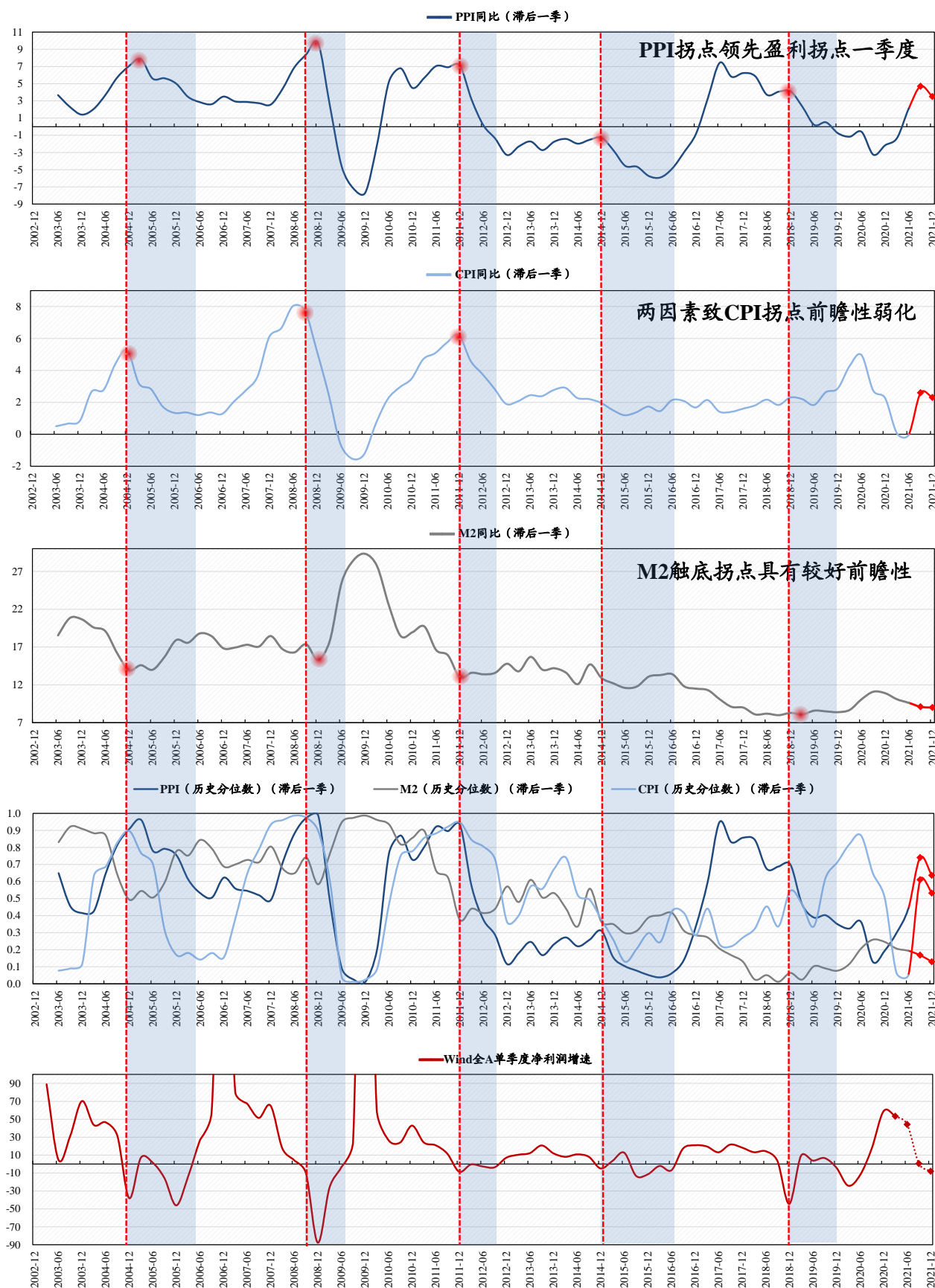
- 阶段一（2004Q4）来源于房地产、周期行业投资过热下政策收紧；
- 阶段二（2008Q3）来源于 2008 年次贷危机下外需大幅下行；
- 阶段三（2011Q4）来源于房地产过热下严厉收紧及欧债危机导致的出口疲软；
- 阶段四（2014Q4）来源于房地产、制造业供需矛盾恶化；
- 阶段五（2018Q4）来源于政策退潮下基建、房地产投资不足及外部环境不确定性。

虽然各阶段经济下行的主要矛盾各有差异，但通胀与货币政策迎拐点是共性，对盈利负增长具有较好的前瞻性。通胀指标中 PPI 的拐点对于盈利负增长具有较好的前瞻性，CPI 前瞻性较弱。尤其是阶段四与阶段五中通胀诱因源于政策端，并非源于经济自身过热、下游需求旺盛带来的生活资料价格上涨。且近 10 年货币流入实体经济比例少，宽松政策带来的增量资金对 CPI 传导钝化，二者共致阶段四和阶段五 CPI 低位小幅波动，对盈利下行的前瞻作用几乎失灵。化繁为简，我们选取衡量货币政策拐点的 M2 及衡量通货膨胀拐点的 PPI 作为盈利负增长的前瞻指标。在五个阶段中，PPI 下行拐点与 M2 触底拐点提前盈利由正转负拐点 0-1 个季度左右。

各阶段拐点为：

- 阶段一（2004Q4）：PPI 为 2004Q3，M2 为 2004Q3；
- 阶段二（2008Q3）：PPI 为 2008Q3，M2 为 2004Q3；
- 阶段三（2011Q4）：PPI 为 2011Q3，M2 为 2011Q3；
- 阶段四（2014Q4）：PPI 为 2014Q3，M2 无明显拐点；
- 阶段五（2018Q4）：PPI 为 2018Q3，M2 为 2018Q2。

图 5：2003 年以来，历次 PPI 和 M2 是盈利拐点的前瞻指标



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

● 阶段一（2004Q4）：投资过热后政策紧缩

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**宏观调控加强致投资放缓是 2004 年 Q3-Q4 经济回落的主要原因。**为抵御亚洲金融危机冲击及弱化经济周期低迷阶段压力，1998 年至 2004 年财政政策偏向“积极扩张”，由此带来投资总量过大等问题。2004 年初房地产投资持续过热，同时钢铁、水泥、电解铝等周期行业投资增长亦过快。但周期行业高投资下产率却未达预期，为防止低水平投资过度集中对宏观经济造成潜在风险，国务院有关清理整治固定资产投资项目政策频出，投资体制改革使得投资增速年内逐季快速回落。

**通胀压力凸显，央行加息致 M2 增速 10 月触底。**2001 年末中国加入 WTO 后，出口额增长致外汇占款增加，同时实体经济强劲下企业盈利扩大致存款增加，二者共推 M2 至高位。货币供应增长偏快带来的通胀压力加大等问题逐步凸显，2004 年随着政策边际收紧，M2 同比增速在 2 月达 19.40% 后持续下行，10 月 29 日央行加息后，M2 下行至 13.45% 触底。

**投资回落叠加油价下行，PPI、CPI 高点回落。**2002 年后，加入 WTO 后，PPI、CPI 开始同步上涨。2003 年初开始，全球经济复苏，强劲外需进一步推升 PPI、CPI 上行。同时，国内经济强劲，煤电油运原材料紧缺，进一步为 PPI 上行助力。受益于消费需求旺盛，PPI 向 CPI 传导，为 CPI 持续上涨提供支撑。四季度，伴随投资回落至低位及美国原油供给超预期增加下国际油价高点回落，工业品出厂价格增幅放缓，PPI、CPI 迎下行拐点。

## ● 阶段二（2008Q3）：内部高通胀外部低需求

**内忧外患导致中国经济矛盾由“高通胀”转向“经济增长”。**1) 外部环境恶化，海外需求大幅回落。2) 出口恶化进一步影响企业开工率，同时原材料上行叠加国内住宅需求萎缩，工业增加值同比从 3 月 17.8% 大幅回落至 11 月 5.4%。3) 消费增长对经济的拉动作用 2008 年 Q3 之后逐渐疲弱。年中国内经济结构调整力度加大，次贷危机影响未见底，就业出现波动。叠加企业开工不足，居民实际可支配收入呈下行趋势。同时，物价上行，进一步影响消费。社零增速由 7 月 23.30% 回落至 12 月 19.0%。

**CPI、PPI：内生性与输入性共存的高通胀。**从 2007 年下半年开始，下游需求旺盛，社零同比于 2007 年 3 月 15.3% 上行至 2008 年 7 月 23.3%，带动消费品价格上涨，CPI 上行明显，由 2007 年 4 月 3.0% 升至 2008 年 2 月 8.7%。需求的旺盛形成卖方市场，拉动生活资料一般日用品上涨，进而带动消费品上游涨价。同时，次贷危机影响下国际大宗商品、原油价格亦上行。二者共同推升 PPI 由年初 6.1% 大涨至 8 月 10.1%。2008 年四季度，国内经济趋冷下，消费需求由升转降，而供给相对过剩，致 CPI、PPI 于高位骤降，至 12 月 PPI、CPI 仅为 -1.1%，1.2%。

**防通胀下货币政策转向叠加外汇压力骤减，致三季度 M2 大幅下滑触底。**2008 年 3 月总理政府工作报告中指出，把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务。在“双防”经济目标下，政策导向偏向从紧的货币政策和稳健的财政政策。同时 7 月外汇占款压力骤减，基础货币的被动大规模投放放缓，



传导至 M2 表现为其大幅回落至底。但随着经济下行压力加剧，7 月 25 日，中央政治局召开经济工组会议明确提出，把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务。宏观经济目标由“双防”改为“一保一控”，央行 7 月 27 日亦指出，要保持货币政策的连续性和稳定性。此后至年末，央行多次降准降息，货币政策边际宽松。M2 同比增速由 11 月的 14.80% 低位快速上行至 12 月 17.82%。

### ● 阶段三（2011Q4）：房地产投资紧缩叠加海外需求低迷

房地产过热下的严厉收紧是核心矛盾，同时伴随欧债危机导致的海外需求疲软，中国经济开始进入“减速换挡”阶段。1) 房地产在政策趋严下迎来“拐点”。2010 年开始，房屋新开工面积显著超越商品房销售面积，房产库存积累。2011 年 1 月 26 日，国务院推出“新国八条”房地产调控措施，二套房贷首付提至 60%，同时多市按户限购。三季度起至年末在政策高压及房地产库存高企下，房地产开发投资完成额、全国商品房销售额、销售面积增速分别下行 15.36%、48.30%、32.05%。2) 欧债危机等负面事件致外需持续疲软，OECD 综合领先指标于年初 100.80 下行至 12 月 99.64，全年出口增速逐季滑落。三季度开始高盛全球领先指数 GLI 和官方 PMI 新出口订单指数亦开始下行。

货币紧缩效果彰显与油价回落致 PPI 迎下行拐点。2011 年下半年起，在“四万亿”财政扩张计划作用去化下，中国经济由“高增长”逐步回归“稳增长”。GDP 同比由年初增速 10.2% 下降至年末 7.7%。但同时随着增量资金流入实体经济，叠加上半年高增长共同引起消费通胀，PPI、CPI 同步上行。下半年随着货币政策转向适度偏紧，微调的效果开始显现。同时市场预期利比亚原油生产恢复，国际原油价格高位回调、大宗商品价格回落，PPI 同比由 7 月 7.54% 下行，至 12 月达 1.69%。CPI 同比受食品价格下降及年底翘尾因素加速退出等影响，同比增速由 7 月 6.45% 下行至 12 月的 4.07%。

2011 年底货币政策边际宽松，M2 触底回升。2010 年下半年开始至 2011 年中，央行多次加准加息。同时 2011 整年，社会需求不高，社零同比逐季下降，企业贷款意愿低落叠加外汇占比持续滑落，M2 持续下行，于 11 月达 12.70% 触底。12 月货币政策边际宽松。国家推出了多项救助小微企业的政策措施，信贷持续紧缩的局面得到缓解。同时，12 月 5 日央行下调存款准备金率，12 月 M2 小幅回升至 13.60%。

### ● 阶段四（2014Q4）：房地产、制造业供需矛盾恶化

制造业低迷、房地产迎长周期“拐点”是 2014 年后半年经济增长下行压力大的主要致因。1) 下半年股市“吸虹效应”致流入房地产资金不足。四季度房地产投资完成额同比从 11.82% 降至 -1.94%。同时，房地产过去超量供应严重，但 2014 年起房地产景气度下行，加大去库存压力，供需矛盾进一步恶化致房地产出现拐点性变化。2) 内需疲软、外需偏弱、产能过剩致制造业疲弱。工业增加值同比从 6 月 9.20% 下行至 11 月 7.20%，12 月汇丰 PMI 指数降至 49.5%，跌破枯荣线。

存款投放减少、外汇占款和表外理财减缓三者共致 M2 年末下行触底。虽然三季度后货币政策密度加大，如：央行在 SLF、PSL 基础上于 9 月新创流动工具 MLF；11 月 22 日下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，但是资金积压银行体系，向实体经济传导不畅，并未实质改善流动性。在此基础上，财政存款投放减少、外汇占款下行和表外理财减缓致 M2 自 6 月高点大幅回落，并于年末触底。

油价下跌的外部环境及内需疲软的内部环境受向下拉动 PPI、CPI。国际油价下跌影响，国际大宗商品价格下跌压力不减。同时，虽然 2014 年 1 月国家能源局发布《关于印发 2014 年能源工作指导意见的通知》，强调化解煤炭过剩产能。但钢铁、有色产能过剩依然严重，叠加内需不振，三大类生产资料类产品价格跌幅全部扩大。PPI 同比跌幅于 7 月 0.87% 扩大至 12 月 3.32%。本轮 CPI 的回落主要是由于 PPI 的向下拉动，同时亦有食品价格下行的原因所在。

#### ● 阶段五（2018Q4）：中美关系恶化、政策红利去化

2018 年，外部环境不确定性激增叠加国内前期政策退潮共致经济下行压力大。外部环境不确定性加剧：1）9 月欧元区制造业 PMI、摩根大通全球制造业 PMI 双双达到全年最低点，10 月 IMF 下调世界经济增速预期均显示全球经济复苏动力衰减。2）中美贸易战加剧，虽然“抢出口”短暂提升出口增速，出口金额同比从 8 月 9.55% 上行至 10 月 14.29%。但 11、12 月伴随人民币贬值幅度缩小及“抢出口”效应减弱，出口增速迅速下行至 3.92%、-4.61%。内部环境方面：1）投资：棚改货币化安置和 PPP 项目政策刺激效果过后，基建投资增速大幅下降，房地产投资后续动能不足。2）消费：汽车行业产销两端继续明显下行，拖累工业增加值和社会消费品零售。3）金融条件：去杠杆的大背景下，金融条件快速收紧，企业现金流恶化及融资困难，短期加剧经济下行压力。

油价下行引致 PPI 同比迅速下落。宏观因素在本轮并未传导至 CPI，其于低位稳定，PPI。2015 年 9 月之后，受国内供给侧结构性改革的推进、产业结构调整优化及全球经济回暖、大宗产品价格回升多方面影响，PPI 持续上行。但从 2017 年初开始，受下游需求疲软影响，PPI 震荡下行，但仍保持在高位。四季度随着原油价格大幅下挫，下游周期行业价格受压，油价进一步传导至公用水电燃气，引致 PPI 迅速迎来下行拐点。

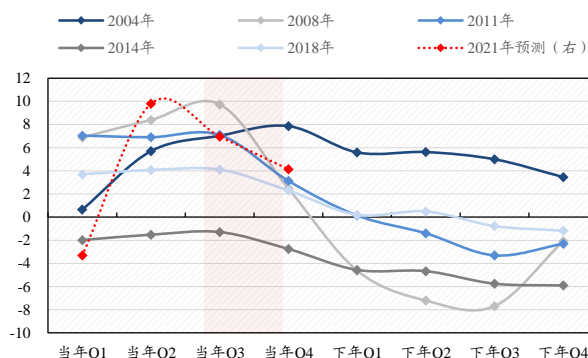
需求疲软及货币政策传导不畅致 M2 同比全年维持低位。2018 年初开始，由于房地产景气回落及实体经济需求低迷，企业活期存款增速大幅下降，拖累 M2 增速下行至低位。再加上前期宽松货币政策并未有效传导至实体经济，实体融资仍偏紧。同时，外汇储备自 8 月以来逐月减少，亦拉低 M2 同比。7 月 M2 同比短暂由 8.0% 回升至 8.5%，但随后又于 10 月重新回落至 8.0%。

#### 2.1.2. 2021Q3 PPI 高位回落，盈利压力信号已现

2021Q3 PPI 高点回落，M2 触底，2021Q4 盈利压力信号已现。从经济基本面来看，投资、消费与出口风险均存。根据国泰君安宏观团队预测，

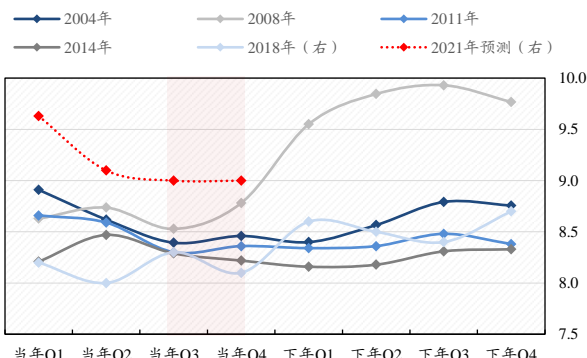
2021Q2-Q4PPI 分别为 6.3%、5.4%和 4.5%，M2 分别为 9.1%、9.0%和 9.0%。2021Q3PPI 高位回落，M2 触底，2021Q4 盈利压力信号已经显现。从经济基本面来看，投资、消费与出口风险均存。投资端中地产投资当前量价齐增，但房企仍面临去杠杆压力、限制总量扩张，基建投资则受制于专项债规模收缩、隐性债务管控难上行；消费方面，当前消费恢复速度仍较慢，预计三季度或将回归正常水平；出口方面，当前受益于产能替代与库存周期出口强劲，但全球疫情修复不利于中期出口。

图 6: 2021Q3 PPI 高位下行拐点



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7: 2021Q3 M2 触底



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 4: 2021Q3 的 PPI 与 M2 拐点是 2021Q4 盈利拐点的主要信号

PPI									
		当年Q1	当年Q2	当年Q3	当年Q4	下年Q1	下年Q2	下年Q3	下年Q4
阶段一	2004Q4	0.65	5.70	7.03	<u>7.87</u>	5.59	5.63	5.00	3.47
阶段二	2008Q3	6.89	8.39	<u>9.74</u>	2.48	-4.61	-7.20	-7.68	-2.08
阶段三	2011Q4	7.05	6.91	<u>7.10</u>	3.14	0.15	-1.39	-3.30	-2.30
阶段四	2014Q4	-1.98	-1.52	<u>-1.29</u>	-2.75	-4.56	-4.66	-5.75	-5.90
阶段五	2018Q4	3.70	4.07	<u>4.10</u>	2.30	0.20	0.50	-0.77	-1.17
2021年预测		2.13	<u>6.30</u>	5.40	4.50				
CPI									
		当年Q1	当年Q2	当年Q3	当年Q4	下年Q1	下年Q2	下年Q3	下年Q4
阶段一	2004Q4	2.77	4.40	<u>5.27</u>	3.17	2.83	1.73	1.33	1.37
阶段二	2008Q3	<u>8.03</u>	7.77	5.27	2.53	-0.60	-1.53	-1.27	0.67
阶段三	2011Q4	5.08	5.74	<u>6.22</u>	4.60	3.77	2.87	1.90	2.07
阶段四	2014Q4	-1.98	-1.52	<u>-1.29</u>	-2.75	1.19	1.38	<u>1.73</u>	1.45
阶段五	2018Q4	2.17	1.83	<u>2.30</u>	2.20	1.83	2.63	2.87	<u>4.27</u>
2021年预测		-0.03	<u>1.30</u>	1.30	2.10				
M2									
		当年Q1	当年Q2	当年Q3	当年Q4	下年Q1	下年Q2	下年Q3	下年Q4
阶段一	2004Q4	19.10	16.20	<u>13.94</u>	14.60	14.00	15.67	17.92	17.57
阶段二	2008Q3	16.29	17.37	<u>15.29</u>	17.82	25.51	28.46	29.31	27.68
阶段三	2011Q4	16.60	15.90	<u>13.00</u>	13.60	13.40	13.60	14.80	13.80
阶段四	2014Q4	12.10	14.70	12.90	12.20	<u>11.60</u>	11.80	13.10	13.30
阶段五	2018Q4	8.20	<u>8.00</u>	8.30	<u>8.10</u>	8.60	8.50	8.40	8.70
2021年预测		9.63	9.10	<u>9.00</u>	9.00				

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 5: 从经济基本面来看，投资、消费与出口风险均存

请务必阅读正文之后的免责条款部分

维度			阶段一 2004Q4	阶段二 2008Q3	阶段三 2011Q4	阶段四 2014Q4	阶段五 2018Q4	展望2021Q4
主要矛盾			经济过热，政策收紧	次贷危机，外需下行	房地产严厉收紧、欧债危机	房地产、制造业供需矛盾恶化	利好投资政策去化	经济回落 滞胀格局
国内经济	投资	制造业	投资体制改革，清理整治钢铁、电解铝、水泥投资项目	开工率不足+内需不足，下半年持续萎缩	制造业投资高位震荡，但需求偏弱，难以拉动整体疲弱投资	内需疲软、外需偏弱、产能过剩	终端需求回落，但产能缺口，制造业投资扩张	全球朱格拉周期共振，内外需求共同驱动制造业投资
		房地产	土地市场治理整顿+房地产开发投资项目重点清理	内需不振+外部环境冲击，景气度下行	房地产过热下严厉收紧	供给过剩、景气度下行	棚改货币化安置和PPP政策退潮，房地产投资动能不足	房地产量价齐增，投资现处高位 <b>房企面临去杠杆压力，限制总量扩张</b>
		基建			信贷松动偏晚，基建投资未稳企	基建发力，但难抵房地产下行	政策红利消散，基建投资增速下降	财政投放偏缓，基建投资增速低于预期 <b>专项债规模收缩，隐性债务管控，基建难上行</b>
	消费		增速高位平稳	就业波动+企业开工不足+高物价共致消费下行	需求增长走弱，社零延续弱势增长	边际变化弱	汽车景气度差，拖累工业增加值和社零	<b>2021Q4社零恢复常态</b>
海外经济	出口		全球经济增速年中回落，出口增速由扩大转向小幅下行	次贷危机，外需下行，进出口骤降	欧债危机致出口疲软	美欧经济复苏对中国出口拉动偏弱+人民币升值压力，出口难以进一步改善	中美关系恶化，全球经济复苏动力不足	产能替代+库存周期，出口强劲 <b>全球疫情修复不利于中期出口</b>
通胀	PPI		(PPI↑) 强劲外需+煤电油运原材料紧缺	(PPI↑) CPI拉动+大宗商品、原油价格上行	(PPI↑) “四万亿”下增量资金流入实体+经济高速增长抬升通胀	(PPI↑) 出口拉动需求+两次定向降准刺激	(PPI↑) 供需错配格局显著改善+原油价格上涨	(PPI↑) 输入型通胀，大宗商品涨价
			(PPI↓) 投资回落+国际油价回落	(PPI↓) 国内经济趋冷	(PPI↓) 货币适度偏紧微调效果彰显+油价回落，大宗商品降价	(PPI↓) 钢铁、有色产能过剩+内需不振+油价下跌	(PPI↓) 下游需求疲软+油价大幅下挫	(PPI↓) 大宗商品供需两端并没有出现整体性、趋势性变化，价格不具备长期上涨的基础
	CPI		(CPI↑) 消费需求旺盛，PPI向CPI传导	(CPI↑) 下游需求旺盛，消费品涨价	(CPI↑) M2推升下，CPI与PPI同步上行	(CPI↑) 镜像效应+食品价格涨价	(CPI↑) PPI向CPI传导效果弱。主要受寿光洪水提升菜价+非洲猪瘟供给受影响	(CPI↑) 下游消费需求温和复苏，猪肉供给收缩提振猪价
			(CPI↓) 工业品出厂价格增幅放缓	(CPI↓) 消费需求由升转降	(CPI↓) 食品价格下降+翘尾因素加速退出	(CPI↓) PPI拉动+食品价格下行	(CPI↓) 资金脱实入虚，货币端对CPI传导钝化，CPI低位稳定	
货币	M2		(M2↓) 通胀压力凸显，政策边际收紧，央行加息	(M2↓) 防通胀货币政策转向+外汇压力骤减	(M2↓) 加准加息+需求疲弱+外汇占比滑落	(M2↓) 宽松政策向实体经济传导不畅+财政存款减少+外汇占款下行+表外理财减缓	(M2↓) 需求疲软+货币政策传导不畅+外汇储备减少	(M2↓) 疫后经济修复，货币政策逐步退出
			(M2↑) 外汇占款逐步走高，造成基础货币投放过多	(M2↑) 降准降息，货币政策边际宽松	(M2↑) 货币政策宽松+央行降准	(M2↑) 银行季末加大贷款投放惯性因素+央行降准	(M2↑) 信贷增速逐渐上行、外汇占款小幅下降、财政支出增速反弹	(M2趋稳) 加息可能性不大，稳经济与防风险两手抓的基调下，货币政策不急转弯

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：最右列黑色字体为现状，红色字体为未来展望。



## 2.2. 行业视角：拐点来临，哪些行业的负贡献较大？

我们对五轮 A 股盈利由正转负拐点的行业结构进行复盘，总结具有较大负贡献的行业规律，同时进一步结合盈利预测数据，分析各行业四季度负增长压力。

我们将全 A 盈利情况二分为金融与全 A 非金融：

- 金融方面（近十年占全 A 盈利规模 56.2%）：2021 年银行随着净息差与资产质量的改善盈利增速将显著回暖，但金融板块各季净利润占比具有明显的季节规律，随着 2021 年金融板块盈利节奏恢复正常形态，全年高增下四季度仍面临高基数下的负增长压力。
- 非金融方面（近十年占全 A 盈利规模 43.8%）：总量上来看，非金融 Q2-Q4 归母净利润合计值同比预测增速在两方法下分别-2.5%与-3.9%，考虑全年增速逐季下降形态，全 A 非金融四季度负增长压力明显。结构上来看，历史经验上，上游周期、中游周期和可选消费具有较为明显的负贡献，历轮负贡献逻辑具有共性。从盈利预测数据来看，四季度负增长压力较大的行业（增速<-10%）和小幅下降的行业（-10%<增速<0%）盈利规模占比分别为 30.4%和 27.2%，占比较高，而盈利高增的行业规模占比仅为 17.2%。若综合历史规律与盈利预测数据，在上述负增长行业中选择过去五轮负增长逻辑清晰具备共性的行业，最终仅考虑周期行业中的采掘、化工、公用事业和机械，以及可选中的汽车行业，则此五行业的盈利权重占比也已超过 30%。

综合考虑金融与非金融盈利规模占比结构，行业视角下全 A 四季度负增长压力已在眼前。

### 2.2.1. 金融复盘与展望：伴随盈利节奏恢复正常形态，Q4 面临高基数下的负增长

从全 A 非金融与金融二分来看，阶段一与阶段五两阶段以全 A 非金融板块负贡献为主。阶段二、阶段三和阶段四金融板块尤其是银行则具有明显的负贡献，其易受净息差与资产质量影响：

- **2008Q3**：价方面，2008 年下半年国内政策逐步转向，9 月央行下调一年期贷款基准利率 27bp，银行息差收窄；同时量仍不足，7 月中共中央政治局会议中宏观调控的首要任务调整仍为“保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨”，贷款增速直至 11 月才开始回升。
- **2011Q4**：价方面，货币政策紧缩后期生息资产增速减慢导致业绩增速边际下滑；同时由于 2011 年下半年宏观经济下行压力加大以及局部风险上升，银行潜在不良率承压，拨备覆盖率延续上升趋势。
- **2014Q4**：价方面，2014 年净息差逐季走阔，但随着货币政策转向宽松，息差下行拐点来临；量方面，2014 年前期货币政策仍以稳健



中性为主，银行信贷增速至年底才逐步放松。同时同业业务和影子银行业务向表外理财转移，银行总资产增速持续下滑。宏观经济持续下行之下，不良率与不良贷款余额亦双升，信用成本的恶化进一步对银行盈利能力产生负面影响。

表 6: 阶段二至阶段四中，金融尤其是银行对全 A 的负贡献较为明显

	2004/12/31	2008/9/30	2011-12-31	2014-12-31	2018-12-31
银行	1.7%	-57.4%	-52.8%	-68.1%	-5.6%
非银金融	2.3%	-13.7%	-8.7%	9.2%	-8.4%
全 A 非金融	-104.0%	-28.9%	-38.5%	-41.2%	-86.1%
上游周期	7.6%	1.0%	-18.2%	-37.0%	-5.6%
中游周期	-4.6%	-15.5%	-12.3%	-11.7%	-20.9%
下游周期	-46.4%	-10.7%	-7.5%	3.5%	-5.0%
可选消费	-39.9%	-1.7%	0.4%	0.9%	-13.4%
必选消费	-3.0%	-0.8%	-0.1%	0.2%	-7.5%
成长	-18.1%	-1.1%	-0.7%	2.8%	-34.1%
金融	4.0%	-71.1%	-61.5%	-58.8%	-13.9%
全 A	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%

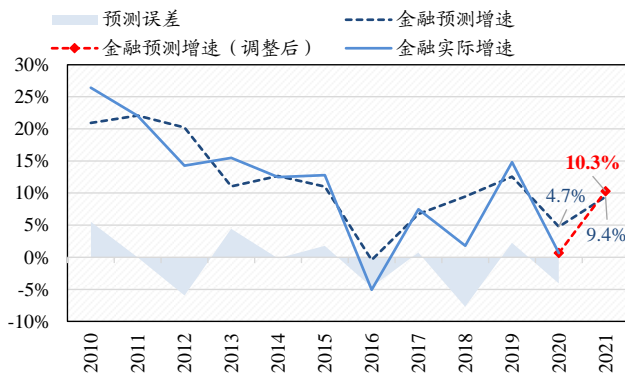
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：此处“全 A 非金融”为全部 A 股剔除申万行业分类下的银行行业与非银金融行业，与 Wind “全部 A 股（非金融）”板块口径有细微差异。负贡献率的计算方法为该行业或板块某季度归母净利润与上一年同季度归母净利润之差除全 A 当季归母净利润与上年同季度归母净利润之差。

2021 年银行随着净息差与资产质量的改善盈利增速将显著回暖，中间业务收入与贷款结构亦将有明显改善，带动金融板块增速显著回升。一方面，2021 年贷款利率趋势性回升下银行净息差改善，同时经济复苏下工业企业景气度稳步回升，银行资产质量改善；另一方面，经济修复下消费恢复，使得消费信贷等高收益贷款占比提升提高资产端收益率，以及带动银行卡业务收入回暖。根据调整后的 Wind 一致预期增速，金融板块 2021 年全年归母净利润增速为 10.3%，较 2020 年显著提升。

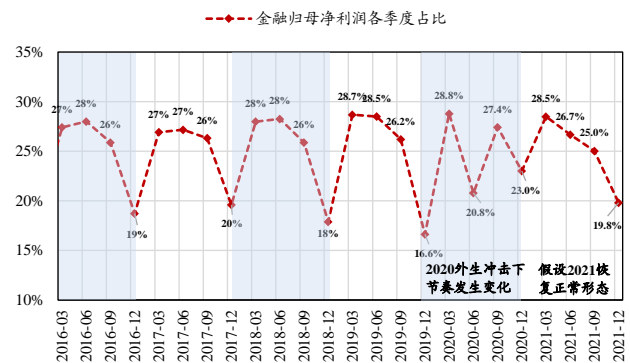
但金融板块各季净利润占比具有明显的季节规律，随着 2021 年金融板块全年盈利节奏恢复正常形态，全年高增下四季度仍将面临较大的负增长压力。金融行业各季净利润全年占比具有明显的季节规律，从 2016-2019 年未受新冠疫情的正常年份来看，可以观察到四个季度的净利润占比在各年见均保持高度一致。我们通过参考 2016-2019 年金融各季度归母净利润占全年归母净利润占比的平均值，得到 2021 年 Q2-Q4 金融各季度归母净利润绝对值的预测值，并进一步得到各季度增速分别为 41.5%、0.68% 和 -5.01%。Q2-Q4 金融板块增速的波动来源于 2020 年其盈利节奏的异化，2020 年金融板块在外生冲击下，Q2 与 Q4 归母净利润占全年之比分别为 20.8% 与 23.0%，Q2 大幅低于正常年份占比，而 Q4 则大幅高于正常年份占比。受 2020Q4 高基数的影响，金融板块盈利节奏在回归正常形态的情况下，即使全年高增但四季度仍将面临较大的负增长压力。

图 8：2021 年金融盈利增速较 2020 年大幅修复



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 9：金融板块盈利具有明显的季节规律



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：Wind 一致预测增速以及调整后增速的计算方法参考报告《犹疑估值，不如决胜盈利——2021 盈利增速及 ROE 展望》。

### 2.2.2. 非金融复盘：周期承压是确定性，消费次之

从全 A 非金融五个阶段的盈利表现来看，负贡献率较大的行业主要集中在周期行业，消费次之：

- 1) **上游周期**：采掘和有色金属均对盈利有较明显的负贡献，分别有 2 次和 4 次负贡献率排名在 10 名以内。其中采掘行业主要在阶段三与阶段四负贡献率较大，有色金属行业在阶段二、阶段四与阶段五的负贡献率均较大。
- 2) **中游周期**：历次负贡献行业集中的重灾区。化工、公用事业和机械设备均对盈利有较明显的负贡献，均有 4 次负贡献率排名在 10 名以内，钢铁亦有 3 次负贡献率排名在 10 名以内。
- 3) **下游周期**：建筑装饰和交通运输均对盈利有较明显的负贡献，均有 3 次负贡献率排名在 10 名以内。
- 4) **可选消费**：主要集中在家用电器和汽车等消费需求易受宏观经济波动影响的行业，分别有 2 次和 3 次负贡献率排名在 10 名以内。
- 5) **必选消费**：各行业均未见持续的负贡献。
- 6) **成长**：成长行业主要集中与电子、通信和传媒，且主要集中于阶段一与阶段五。阶段五科技行业业绩负贡献主要源于合并潮后的商誉减值。

表 7：分行业来看，周期的负贡献率较大

大类	行业	各行业对全A非金融的负贡献率					负贡献率排名					平均排名		
		2004/12/31	2008/9/30	2011-12-31	2014-12-31	2018-12-31	一	二	三	四	五	平均	5内	10内
上游周期	采掘	6.2	16.8	-44.6	-63.3	1.9	25	26	1	1	26	16	2	2
	有色金属	1.1	-13.3	-2.6	-26.7	-8.4	22	4	10	3	2	8	3	4
中游周期	钢铁	-11.1	-0.8	-8.0	2.2	-2.6	5	9	4	20	14	10	1	3
	建筑材料	-2.7	0.5	-1.8	-5.3	0.8	15	22	12	5	24	16	1	1
	化工	39.1	-24.2	-12.2	-31.6	-5.5	26	3	3	2	9	9	3	4
	公用事业	-25.4	-29.1	-3.7	-5.0	-1.8	2	2	6	6	16	6	2	4
	机械设备	-3.7	-1.2	-2.8	-4.9	-7.9	13	8	9	7	3	8	1	4
	电气设备	-0.8	1.4	-3.5	16.3	-7.1	16	25	7	26	6	16		2
下游周期	交通运输	-19.8	-36.6	-15.9	12.7	-2.9	3	1	2	25	13	9	2	3
	房地产	-18.4	-0.6	3.0	4.3	0.0	4	11	24	24	21	17	1	1
	建筑装饰	-6.4	0.2	-6.6	-8.4	-2.9	6	21	5	4	12	10	2	3
可选消费	休闲服务	-4.3	-0.7	-0.2	-1.0	-0.4	12	10	18	9	19	14		2
	家用电器	-28.8	0.8	0.4	2.0	-4.8	1	24	20	19	10	15	1	2
	轻工制造	0.5	-0.4	-0.9	0.9	-3.0	19	13	15	16	11	15		
	汽车	-5.8	-5.7	1.7	0.4	-7.4	8	5	23	15	4	11	1	3
必选消费	纺织服装	-3.0	-0.4	-0.8	1.1	-2.5	14	14	17	17	15	15		
	商业贸易	1.3	0.0	-0.8	-0.6	0.1	23	20	16	10	22	18		1
	医药生物	3.1	-1.8	-2.5	2.6	-6.7	24	7	11	21	7	14		2
	食品饮料	1.0	-0.2	3.3	-2.9	1.6	20	18	25	8	25	19		1
	农林牧渔	-5.3	-0.3	0.5	0.3	-1.2	11	16	21	14	17	16		
成长	电子	-6.2	-3.6	3.8	-0.5	-6.1	7	6	26	11	8	12		3
	计算机	-5.8	-0.3	0.5	2.9	-7.3	10	15	22	22	5	15	1	2
	国防军工	1.1	0.5	-1.2	1.3	-0.3	21	23	14	18	20	19		
	通信	-0.7	-0.3	-3.4	2.9	-1.2	17	17	8	23	18	17	2	1
	传媒	-5.8	-0.2	-1.5	0.3	-24.7	9	19	13	13	1	11	1	2
大类	上游周期	7.3	3.5	-47.2	-90.0	-6.5	6	6	1	1	5	3.8	2	2
	中游周期	-4.5	-53.5	-32.0	-28.3	-24.3	4	1	2	2	2	2.2	4	4
	下游周期	-44.6	-37.0	-19.5	8.6	-5.8	1	2	3	6	6	3.6	2	3
	可选消费	-38.4	-6.0	1.0	2.3	-15.6	2	3	6	4	3	3.6	1	3
	必选消费	-2.9	-2.6	-0.3	0.5	-8.8	5	5	5	3	4	4.4	0	1
	成长	-17.4	-3.9	-1.9	6.8	-39.7	3	4	4	5	1	3.4	1	2





















数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：“5内”是指在五个阶段中某行业的负贡献率排名在5名及以内的次数，“10内”是指在五个阶段中某行业的负贡献率排名在10名及以内的次数，其中大类行业部分，分别为前2名与前3名内的次数。红色框线内为负贡献率低于-5%的行业值。

我们对各阶段负增长贡献率较大的行业进行负增长逻辑梳理：

**阶段一：** 2004 年房地产政策延续上一年紧缩基调，2004 年后房地产开发投资增速开始低于固定资产投资增速，这是 2000 年房地产复苏后的首次。同时国家出台政策严控过度投资，受此影响房地产、钢铁、建筑装饰等行业需求低迷，业绩承压。这一时期原油价格上行较快，化工、交运等行业成本端受压。





















表 8：阶段一负贡献率前 10 行业

大类	行业	负贡献率变化					单季度净利润同比增速变化				
		2004Q1	2004Q2	2004Q3	2004Q4	趋势图	2004Q1	2004Q2	2004Q3	2004Q4	趋势图
可选消费	家用电器	0.4	1.3	1.1	-28.8		7.0	17.9	5.1	-33769.8	
中游周期	公用事业	-15.8	-20.5	-135.0	-25.4		-26.8	-34.2	-47.2	-157.8	
下游周期	交通运输	8.2	31.5	-66.7	-19.8		23.2	543.8	-32.3	-89.7	
下游周期	房地产	4.5	-1.3	-18.5	-18.4		31.2	-5.4	-25.8	-197.6	
中游周期	钢铁	-0.1	-22.2	-77.2	-11.1		-0.1	-27.9	-23.9	-24.9	
下游周期	建筑装饰	1.4	0.5	7.3	-6.4		135.7	10.3	105.8	-716.6	
成长	电子	12.5	5.0	6.6	-6.2		188.3	46.9	19.5	-240.2	
可选消费	汽车	6.7	-1.0	-42.0	-5.8		22.0	-2.7	-31.6	-90.7	
成长	传媒	-0.1	1.3	-23.2	-5.8		-2.8	41.6	-79.6	-16146.0	
成长	计算机	-0.9	-3.0	12.9	-5.8		-28.0	-52.4	83.3	-299.4	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

**阶段二：**金融危机后，随着经济放缓和财富效应削弱，房地产、汽车等行业因需求低迷业绩承压，房地产、汽车行业的底景气进一步传导至上游化工、有色、机械等行业。此外有色、钢铁、化工等行业还受到大宗商品金融市场价格暴跌的影响，行业盈利承受较大冲击。钢铁、有色、化工这些行业做为用电大户，景气度下行后对能源需求下降，采掘、公用事业亦受到影响。

表 9：阶段二负贡献率前 10 行业

大类	行业	负贡献率变化					单季度净利润同比增速变化				
		2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	趋势图	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	趋势图
上游周期	采掘	33.7	79.3	16.8	-23.1		47.7	101.9	144.8	-99.6	
下游周期	交通运输	-3.9	-68.6	-36.6	-22.9		-2.0	-30.4	-82.0	-151.1	
中游周期	钢铁	22.9	118.6	-0.8	-20.0		8.3	39.8	-2.8	-346.5	
上游周期	有色金属	23.8	-2.7	-13.3	-9.3		27.8	-2.4	-58.4	-238.5	
中游周期	公用事业	-130.0	-175.7	-29.1	-6.5		-83.7	-98.0	-114.9	-152.6	
中游周期	化工	-313.1	-260.7	-24.2	-5.9		-53.9	-59.3	-45.1	-83.4	
可选消费	汽车	37.5	-9.1	-5.7	-3.8		49.7	-8.7	-52.5	-155.4	
中游周期	机械设备	4.3	-2.0	-1.2	-2.5		6.4	-2.2	-10.9	-106.4	
必选消费	商业贸易	27.1	25.5	0.0	-2.2		72.6	66.7	0.9	-123.4	
下游周期	房地产	40.9	72.5	-0.6	-2.0		55.8	76.6	-6.7	-28.1	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

**阶段三：**海外欧债危机爆发，全球需求下行，出口相关行业受损。欧债危机持续冲击之下，国际需求下降出口不振，化工、交运、机械等出口链相关行业业绩承压，同时出口行业的低迷进一步向上传导至上游钢铁、有色金属等行业。**国内经济增速放缓**，一方面固定资产投资尤其是房地产投资收到政策收紧，钢铁、化工、机械设备、建筑装饰等相关行业盈利下滑较快。另一方面随着经济的放缓，能源需求下行，采掘、公用事业、电气设备等行业随着用电量的下行承压。

表 10: 阶段三负贡献率前 10 行业

大类	行业	负贡献率变化					单季度净利润同比增速变化				
		2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	趋势图	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	趋势图
上游周期	采掘	-136.7	-145.2	-85.7	-44.6		-77.2	-77.1	-80.7	-66.4	
下游周期	交通运输	-10.3	-20.8	-18.2	-15.9		-20.6	-31.0	-34.9	-80.2	
中游周期	化工	24.1	15.2	5.0	-12.2		34.9	18.3	11.5	-44.0	
中游周期	钢铁	-5.1	-9.5	1.5	-8.0		-18.7	-29.4	23.4	-179.9	
下游周期	建筑装饰	-11.2	-12.4	-0.5	-6.6		-47.3	-34.1	-4.7	-45.5	
中游周期	公用事业	-8.4	-8.0	-14.2	-3.7		-56.5	-33.3	-68.3	-36.6	
中游周期	电气设备	-3.3	-3.2	-3.2	-3.5		-29.8	-19.2	-33.8	-61.0	
成长	通信	-1.4	-0.9	-0.3	-3.4		-38.1	-12.7	-9.6	-90.4	
中游周期	机械设备	15.8	8.3	-4.0	-2.8		84.5	24.3	-23.8	-26.3	
上游周期	有色金属	-1.5	15.5	3.0	-2.6		-7.7	84.9	29.6	-36.2	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

**阶段四: 经济结构转型过程中, 对资源品消耗下降, 负贡献率的行业主要集中于周期, 尤其是上游周期与中游周期。国内经济持续下行, 采掘、公用事业等能源需求大幅下行, 同时国内固定资产尤其是房地产投资疲弱, 化工、建材、建筑和机械设备等相关行业需求亦低迷。此外, 强美元以及油价低迷的环境中, 有色金属、化工等行业业绩因价格下行而承压。这一阶段消费行业表现亦不佳, 受 CPI 持续低位、三公消费限制等影响, 食品饮料、休闲服务和商业贸易等行业业绩表现亦不佳。**

表 11: 阶段四负贡献率前 10 行业





















大类	行业	负贡献率变化					单季度净利润同比增速变化				
		2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	趋势图	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	趋势图
上游周期	采掘	-94.6	-103.7	-78.3	-63.3		-75.1	-74.6	-79.6	-88.3	
中游周期	化工	-4.8	15.7	-2.5	-31.6		-10.0	25.5	-4.2	-102.0	
上游周期	有色金属	-8.7	-5.1	0.1	-26.7		-111.2	-54.5	1.4	-184.1	
下游周期	建筑装饰	-3.2	-2.3	-2.4	-8.4		-10.6	-3.7	-6.0	-23.9	
中游周期	建筑材料	4.8	1.3	-0.4	-5.3		303.3	6.6	-2.9	-43.1	
中游周期	公用事业	-1.1	-8.9	-14.7	-5.0		-3.9	-15.4	-26.7	-27.6	
中游周期	机械设备	-4.3	-10.7	-5.3	-4.9		-27.0	-34.6	-32.9	-46.8	
必选消费	食品饮料	-4.3	0.1	-2.1	-2.9		-11.7	0.4	-8.4	-21.6	
可选消费	休闲服务	-1.0	-0.2	-0.7	-1.0		-63.6	-10.2	-24.9	-167.1	
必选消费	商业贸易	-0.7	-6.2	-0.7	-0.6		-5.7	-39.8	-10.6	-12.2	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

**阶段五: 一方面, 2018 年四季度去产能、去杠杆余威仍在, 有色和化工等行业仍受到惯性影响。同时受中美贸易战影响, 科技成长类行业亦受到影响。此外, 2018 年四季度和前四阶段还有一明显差异, 即在并购潮后, 医药、电子和传媒等行业商誉集中暴雷。**



表 12: 阶段五负贡献率前 10 行业

大类	行业	负贡献率变化					单季度净利润同比增速变化				
		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	趋势图	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	趋势图
成长	传媒	2.1	0.9	-1.2	-24.7		10.3	5.6	-2.8	-654.4	
上游周期	有色金属	5.6	1.7	-10.8	-8.4		42.2	15.8	-23.0	-229.1	
中游周期	机械设备	4.1	0.0	8.7	-7.9		32.9	-0.3	19.4	-153.5	
可选消费	汽车	0.8	2.0	-14.0	-7.4		1.7	6.9	-15.1	-75.4	
成长	计算机	2.0	1.8	0.6	-7.3		49.2	25.3	2.3	-121.1	
中游周期	电气设备	-1.3	-1.7	-13.6	-7.1		-12.9	-10.4	-28.5	-207.3	
必选消费	医药生物	9.6	5.4	-14.0	-6.7		27.5	18.8	-12.8	-83.0	
成长	电子	1.5	1.8	10.8	-6.1		7.2	9.5	14.9	-122.5	
中游周期	化工	16.3	25.7	44.9	-5.5		26.3	71.9	35.6	-68.8	
可选消费	家用电器	4.4	3.9	7.2	-4.8		20.9	20.1	13.5	-81.6	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

行业逻辑总结: 周期的承压是确定性, 主要集中于上游周期与中游周期, 可选消费次之, 负增长贡献较为频繁的行业历轮负增长逻辑具有共性。必选消费与科技成长较少有负增长贡献。

- 1) 上游周期: 采掘在经济下行期与转型期面临下游电力、钢铁等行业需求显著减少, 有色金属面临下游房地产、汽车等行业需求低迷, 行业供需结构出现明显恶化。此外有色金属还易受到金属价格大幅波动的负面影响。
- 2) 中游周期: 钢铁、化工、公用事业和机械设备均显著承压。钢铁和机械设备均易受经济下行期房地产、制造业投资下滑影响, 化工面临下游房地产、汽车和纺服等行业的需求下行, 此外化工还面临原油价格剧烈波动风险。经济下行中用电量萎缩, 公用事业亦受到明显影响。
- 3) 下游周期: 房地产表现较为稳定, 但产业链中建筑装饰行业受固定资产投资影响业绩易受影响。
- 4) 可选消费: 汽车行业承压最为明显, 经济下行中消费意愿下行, 汽车需求显著下降。
- 5) 必选消费整体稳定, 商贸相对易受影响。科技成长行业表现稳定, 除阶段五受中美贸易战和商誉减值影响盈利承压, 其余阶段均未有明显影响。

表 13: 五轮总结：周期确定性承压，主要集中于上游与中游周期，可选次之，必选与科技成长少有负贡献

行业	2004 Q4	2008 Q3	2011 Q4	2014 Q4	2018 Q4	总结
上游周期	采掘	<p>*价格：限价政策下，供需反转，煤炭自8月开始出现大范围回调</p> <p>*需求：8月后主要耗煤行业电力、钢铁、建材、化工产量增速下降，需求急剧</p> <p>*出口：国家限制煤炭的出口，进一步增强了国内的煤炭供应量</p>	<p>*需求：经济放缓使下游需求不足，11月火电增速从14.55%下滑至8.95%</p> <p>*库存：12月广州港煤炭库存量为307.5万吨，达到历史最高库存量，港口库存状态明显。</p>	<p>*需求：“两大转型”效应，经济结构变化影响煤炭需求；同时水电增长较快，对火电挤出明显，使得电厂负荷普遍不高，采购积极性不足</p> <p>*供给：供给收缩政策推进，但新增产能仍大</p>		周期承压是确定性，集中于上游与中游
	有色金属	<p>*价格：投资者回避高杠杆商品市场，叠加美元快速升值，主要金属价格在上半年创新高后随后暴跌</p> <p>*需求：下游房地产、汽车和家电等行业增速放缓</p>	<p>*需求：欧债危机持续冲击，出口锐减，固定资产投资减少；工程机械、汽车、建筑材料等需求下降</p> <p>*价格：美元保持坚挺，金属价格承压</p>	<p>*价格：美国退出量化宽松政策，强美元压制金属价格</p> <p>*需求：全球经济复苏放缓，国内宏观经济下行压力大，有色金属需求低迷</p>	<p>*价格：中美贸易战爆发、美联储加息带来的人民币贬值对国内大宗商品造成利空影响，多数有色金属价格整体呈现下滑</p> <p>*政策：国内供给侧产能持续进行</p>	
中游周期	钢铁	<p>*需求：严控过度投资，需求下滑</p>	<p>*需求：全球经济下滑导致投资和加工工业的萎缩，钢铁出口大幅下滑，同时内需亦大幅下滑</p> <p>*政策：为保障奥运期间空气质量，北京周围钢铁停产数月</p> <p>*价格：钢价暴跌，但原材料由于价格锁定，进一步加剧亏损</p>	<p>*需求：欧债危机持续冲击，国际需求下降导致出口不振，国内固定资产投资放缓，国内外需求减弱</p> <p>*供给：整体产能过剩</p>		
	化工	<p>*价格：国际原油价格不断高涨，化工产品成本上升，但石化产品的下游产业链条的终端消费并不具备提价的能力</p>	<p>*价格：在油、煤等原材料价格下跌的带动下，化工品价格大幅下行</p> <p>*需求：房地产、汽车等下游需求疲弱，同时纺织出口下降亦影响化工需求</p> <p>*供给：前期盲目扩产下，产能严重过剩</p>	<p>*需求：外债危机导致欧洲经济下行风险增加，以出口为主的纺织及纱线企业开工率出现下滑，对于化纤行业的需求衰退；同时国内纺织、汽车和地产等需求亦低迷；</p>	<p>*需求：宏观经济下行压力大，下游地产等需求持续疲软</p> <p>*供给：受前期投资过快影响，供给过剩</p> <p>*价格：化工产品价格伴随油价下行</p>	
	公用事业	<p>*价格：煤价大幅上行，火电成本上升</p>	<p>*政策：奥运期间执行严格环保措施，电力需求下降</p> <p>*需求：三季度国内发电量下滑明显，钢铁、有色、化工等用电大户开工率下滑</p> <p>*价格：成本端受前期煤价高企承压，但电价滞后上涨</p>	<p>*价格：火电盈利受煤炭价格上涨影响；</p>	<p>*需求：国内经济转型，火电发电量下滑。</p>	
	机械设备	<p>*需求：制造业、房地产和出口需求均下滑</p>		<p>*需求：面临信贷收紧及基建、房地产投资放缓以及出口放缓的压力</p>	<p>*需求：在房地产、制造业投资持续放缓，需求低迷</p>	
	电气设备		<p>*需求：电力项目建设进度放缓，固定资产投资下滑，设备采购时间后移，电力设备需求下滑</p> <p>*政策：国家能源局加强风电管理，风电项目审批放缓；欧洲光伏补贴削减，美国“双反”调查</p>			
	建筑材料			<p>*需求：房地产投资持续下降，水泥行业需求低迷</p>		
下游周期	房地产	<p>*供给：政府出台政策抑制房地产，利用土地控制政策和资金紧缩政策抑制房地产投资</p> <p>*政策：国家实行加息，抑制房地产行业供给和需求，房价下降预期增加</p>	<p>*需求：受经济增速放缓，股市财富效应削弱影响</p>			下游建筑
	建筑装饰	<p>*需求：房地产行业不景气，固定资产投资需求下降</p>		<p>*需求：受交通基建尤其是铁路投资与房地产投资回落，需求不足</p>	<p>*需求：宏观经济下行压力大，购房能力和预期的下降导致购房需求下降，固定资产投资行业不景气</p>	
	交通运输	<p>*价格：国际原油价格不断高涨，交通运输行业成本上升</p>	<p>*价格：原油价格高企带来成本压力</p> <p>*需求：自然灾害频发，奥运会期间压缩商务和旅游需求，航空市场需求疲弱；航运业受下游钢铁需求亦低迷</p>	<p>*价格：欧债危机持续冲击，全球经济放缓加剧，中东北非局势动荡，地缘政治拉升油价上涨，导致交通运输成本上涨</p>		
可选消费	家用电器	<p>*需求：房地产行业景气下行，家用电器投资需求下降</p> <p>*价格：钢铁、化工产品及能源价格攀升，家用电器成本上涨</p>				可选汽车
	汽车	<p>*价格：国际原油价格不断高涨，带动塑料、橡胶价格上涨，汽车生产成本增高</p> <p>*供给：企业乐观预期下，排产显著扩张</p> <p>*需求：汽车信贷收紧与宏观调控，汽车需求下降</p>	<p>*需求：消费者对经济走势的不确定因素持悲观态度，汽车作为不必要消费开支，需求低迷</p> <p>*价格：原材料价格普遍上涨，汽车制造业生产成本增加</p>		<p>*需求：经济不景气，股市低迷，居民大额消费支出意愿降低</p> <p>*需求：购置税政策提前透支较多市场需求</p> <p>*政策：治超政策红利消退，环保严查，“公转铁”致重卡销量下滑</p>	
	食品饮料 休闲服务			<p>*价格：CPI下行压制终端消费品价格</p> <p>*需求：居民收入下行，消费需求低迷</p> <p>*需求：酒店受三公消费限制影响需求</p>		
必选消费	商业贸易	<p>*需求：金融危机引起全球经济衰退和外部需求下降，外贸进出口受创；居民可支配收入下滑影响消费需求</p>		<p>*需求：消费者信心低位，同时受三公消费限制影响需求</p> <p>*供给：电商持续冲击传统零售。</p>		必选与成长鲜有负贡献
	医药生物				<p>*价格：带量集中采购方案出炉，招采合一，带量采购，以价换量，通过一致性评价的仿制药面临降价的压力</p> <p>*商誉减值：并购项目与金额增多，推高上市医药企业的商誉，但也带来业绩承诺不及预期、商誉减值的风险。</p>	
成长	电子	<p>*价格：原材料和能源价格上涨，电子专用设备企业的生产和经营成本增加；液晶面板价格下行；人民币升值带来负面影响</p> <p>*需求：手机、PC产业进入调整期</p> <p>*库存：上半年过度生产，三季度库存积压严重</p>			<p>*商誉减值：并购大潮盛行，市场监管放松，很多公司无法完成无法完成对赌业绩而产生商誉减值</p> <p>*政策：中美贸易摩擦升级，科技与网络的安全供应链末端的由中国代工和生产的一切电子元件审查趋严</p>	
	计算机				<p>*政策：中美贸易摩擦，美国限制新技术出口</p>	
	传媒				<p>*商誉集中暴雷：大并购浪潮下，传媒行业高资产规模最高暗藏“雷区”，商誉减值风险集中爆发</p>	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 2.2.3. 非金融展望：2021Q4 哪些行业可能出现负增长？

非金融中部分行业将受到 2020 年 Q4 高基数和 2021 年 Q1 透支利润双重影响，给 2021Q4 增速带来压力。回顾过去五阶段中，从全 A 两非口径来看，Q4 的负增长拐点确实有一定的高基数影响。除 2014Q4 第四阶段外，其余各阶段的上一年 Q4 增速均较高，增速历史分位数均在 60% 以上。同时部分阶段当年的 Q1 盈利增速亦较快，还具有透支利润的影响。从 2021 年 Q4 来看，一方面部分行业 2021 年 Q4 增速会受到 2020Q4 高增长下的基数压力。计算 2020Q4 各行业单季度归母净利润同比增速的历史分位数，可以观察到较多行业的利润增速的分位数在 80% 以上，主要为采掘、化工、公用事业、机械设备、电气设备、家电、轻工、纺织、医药、计算机、军工和通信等行业。另一方面，在给定全年盈利增速下，2021Q1 的高增长也会透支接下来几个季度的利润。计算 2021Q1 各行业单季度归母净利润同比增速的历史分位数，可以观察到更多的行业利润增速历史分位数在 80% 以上，仅建材、房地产、食品饮料、农林牧渔、国防军工以及金融行业在 80% 以下。

表 14：过去五阶段中，Q4 的负增长拐点确实有一定的高基数影响（全 A 两非口径）

阶段		高基数影响			透支利润影响		
		上年同季度	归母净利润增速	历史分位	当年一季度	归母净利润增速	历史分位
阶段一	2004Q4	2003Q4	175.1	97%	2004Q1	47.7	82%
阶段二	2008Q3	2007Q3	41.0	78%	2008Q1	29.4	71%
阶段三	2011Q4	2010Q4	46.6	81%	2011Q1	19.9	57%
阶段四	2014Q4	2013Q4	17.3	51%	2014Q1	6.2	42%
阶段五	2018Q4	2017Q4	26.0	65%	2018Q1	20.6	58%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：增速百分位时间区间为 2003Q1-2021Q1。

表 15：部分行业将受到 2020 年 Q4 高基数和 2021 年 Q1 透支利润双重影响

行业	2020Q4 高基数视角			2021Q1 透支全年利润视角		
	2020Q4 增速	2020Q4 增速百分位	高基数特征	2021Q1	2021Q1 增速百分位	透支利润特征
上游周期	采掘	4.9%	54.5%	1080.9%	100.0%	*
	有色金属	205.8%	86.3%	361.1%	93.1%	*
中游周期	钢铁	61.8%	65.9%	244.5%	84.0%	*
	建筑材料	30.0%	56.8%	89.8%	79.5%	
	化工	280.2%	95.4%	1809.2%	97.7%	*
	公用事业	267.5%	100.0%	50.6%	88.6%	*
	机械设备	606.2%	100.0%	197.8%	95.4%	*
	电气设备	272.6%	97.7%	150.7%	95.4%	*
下游周期	交通运输	-271.0%	0.0%	371.1%	97.7%	*
	房地产	-13.5%	6.8%	-14.9%	2.2%	
	建筑装饰	14.8%	56.8%	75.8%	97.7%	*
可选消费	休闲服务	-128.2%	6.8%	212.9%	97.7%	*
	家用电器	290.3%	100.0%	104.9%	97.7%	*
	轻工制造	288.1%	97.7%	167.6%	90.9%	*
	汽车	20.7%	65.9%	525.7%	100.0%	*
必选消费	纺织服装	50.7%	90.9%	420.5%	100.0%	*
	商业贸易	-190.0%	0.0%	192.2%	97.7%	*
	医药生物	64.6%	97.7%	68.8%	100.0%	*

	食品饮料	31.9%	72.7%		26.4%	63.6%	
	农林牧渔	-62.9%	4.5%		2.2%	52.2%	
成长	电子	37.0%	59.0%		164.8%	86.3%	*
	计算机	223.8%	97.7%	*	357.1%	100.0%	*
	国防军工	125.3%	90.9%	*	-24.7%	45.4%	
	通信	61.8%	84.0%	*	112.0%	90.9%	*
	传媒	31.0%	72.7%		89.8%	93.1%	*
	银行	42.0%	100.0%	*	4.6%	34.0%	
金融	非银金融	47.5%	75.0%		22.0%	61.3%	
	综合	-250.2%	0.0%		-6.5%	50.0%	
大类行业	上游周期	400.0%	95.0%	*	712.4%	100.0%	*
	中游周期	2392.2%	100.0%	*	313.9%	95.0%	*
	下游周期	-18.1%	7.5%		122.6%	100.0%	*
	可选消费	289.6%	95.0%	*	312.2%	97.5%	*
	必选消费	-12.4%	2.5%		56.6%	100.0%	*
	成长	96.5%	92.5%	*	136.4%	100.0%	*
整体	金融	43.7%	100.0%	*	8.8%	40.0%	
	全 A	77.7%	100.0%	*	56.7%	97.5%	*
	全 A 非金融	166.8%	97.5%	*	180.5%	100.0%	*

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：增速百分位时间区间为 2010Q1-2021Q1。

但基数效应只是表象，过去的高增长不意味着增长的不可持续。我们利用调整后的 Wind 盈利预测数据，对各行业 2021Q2-Q4 的净利润合计值同比增速进行计算。考虑到 2021 年盈利增速逐季下降的特征，若行业 2021Q2-Q4 归母净利润合计值的负增长压力已显现，那么我们假设 2021Q4 负增长压力将更为明显。

我们利用考虑预测误差后的 2021 年全年的 Wind 盈利增速 (k, 表 16 中相应指标字母代码, 下同) 和已出的 2021Q1 实际数据 (g), 计算 2021Q2-Q4 各行业的盈利增速 (m)。结合实际情况, 我们做了两点额外调整:

1) 考虑到部分行业 2021 年处于盈利高景气年份, 完全利用过往 Wind 一致预期的平均预测误差 (a) 来调整 2021 年的 Wind 原始预测增速 (d) 多有不妥之处。对于部分高景气行业, 我们在利用过往平均预测误差 (a) 进行调整 2021 年原始预测增速 (d) 时, 进行了乐观处理。结合行业的景气程度, 我们设置误差调整系数 (b) 对过往平均预测误差 (a) 进行了调整, 得到了调整后预测误差 (c)。最终利用调整后预测误差 (c) 来调整 2021 年的 Wind 原始预测增速 (d)。一方面使得部分高景气行业的最终盈利预测增速更贴近实际情况, 另一方面将全年的盈利预测结果调整的更为乐观后, 也使得 Q2-Q4 出现负增长要求更为严苛, 进一步提高了结果的可靠性。

2) 考虑到对于盈利绝对规模较小的行业而言, Wind 盈利增速即使调整后仍会有误差。我们计算了近 5 年 (去除最大最小值) 的各行业全年盈利规模平均值 (h), 发现交通运输、休闲服务和传媒三个行业, 即使 2021 年全年 Wind 盈利增速均超 100%, 但在 2020 年低基数的影响下, 2021 年的预测值仍会与正常年份出现量级差异, 我们根据往年情况进行了调整。



最终我们将 2021Q2-Q4 盈利增速分为 10%以上、0%-10%、-10%-0% 和 -10%以下四类：

- 高增行业：交运、休闲服务、有色、建材、商贸、钢铁、电气设备。
- 小幅增长行业：传媒、房地产、食品饮料、国防军工。
- 小幅下降行业：综合、建筑、家电、计算机、化工、公用事业。
- 负增长压力较大行业：采掘、机械、轻工、汽车、纺服、医药、农林牧渔、电子、通信。

进一步采用两类方法得到全 A 非金融 Q2-Q4 盈利增速，分别为-2.5%和-3.9%，全 A 非金融负增长压力已在眼前。

表 16：即使仅看后三季度，已有较多行业进入负增长

行业	预测误差乐观化调整			2021全年预测增速		归母净利润实际值			2021归母净利润预测值		2021Q2-Q4		增速分类			
	历史预测误差	误差调整	调整后预测误差	2021E (原始)	2021E (调整)	2020 全年	2020 Q2-Q4	2021 Q1	5年平均 (去最大最小值)	2021 全年	归母净利润预测	同比增速	>10%	0%-10%	-10%-0%	<-10%
	a	b	c=a+b	d	k=d+c	e	f	g	h	i=(1+k)*e	j=i-g	m=(j-f)/ABS(f)				
上游周期	采掘	-46.7%	20%	-9.3%	33.9%	24.5%	1173.0	1108.7	644.2	1207.7	1460.6	816.4	-26.4%			*
	有色金属	-63.7%	20%	-12.7%	108.3%	95.6%	428.8	389.5	197.2	272.2	838.6	641.4	64.7%	*		
	钢铁	-31.4%	0%	0.0%	73.9%	73.9%	586.5	510.8	265.4	632.6	1019.9	754.5	47.7%	*		
	建筑材料	9.0%	100%	9.0%	21.3%	30.3%	787.7	720.3	130.4	534.6	1026.3	895.8	24.4%	*		
中游周期	化工	-75.0%	20%	-15.0%	70.8%	55.8%	1500.9	1533.9	805.7	1374.6	2338.7	1533.0	-0.1%		*	
	公用事业	-18.8%	40%	-7.5%	16.4%	8.9%	1336.1	1123.0	358.2	937.8	1455.1	1096.9	-2.3%		*	
	机械设备	-53.1%	80%	-42.5%	38.8%	-3.6%	936.4	837.0	301.3	487.7	902.2	600.9	-28.2%			*
	电气设备	-61.4%	20%	-12.3%	47.7%	35.5%	726.0	640.4	242.9	403.2	983.4	740.6	15.6%	*		
下游周期	交通运输	-29.3%	60%	-17.6%	188.0%	170.4%	91.0	181.3	226.0	979.4	245.9	19.9	-89.0%	*		
	房地产	-19.0%	100%	-19.0%	22.5%	3.6%	2030.7	1791.6	204.4	1949.2	2103.2	1898.8	6.0%		*	
	建筑装饰	-10.5%	100%	-10.5%	18.3%	7.8%	1663.3	1436.0	406.7	1492.5	1792.6	1385.9	-3.5%		*	
	休闲服务	-28.3%	100%	-28.3%	856.1%	827.8%	-3.7	13.5	18.9	80.9	27.1	8.2	-39.3%	*		
可选消费	家用电器	-6.0%	100%	-6.0%	18.2%	12.3%	744.6	659.3	178.0	677.3	836.0	658.0	-0.2%		*	
	轻工制造	-39.3%	100%	-39.3%	57.0%	17.7%	311.8	273.1	127.4	252.0	367.1	239.6	-12.3%			*
	汽车	-28.2%	100%	-28.2%	51.3%	23.1%	688.9	642.9	305.0	892.9	848.2	543.2	-15.5%			*
	纺织服装	-37.8%	100%	-37.8%	44.3%	6.4%	68.2	57.4	50.3	143.7	72.6	22.3	-61.1%			*
必选消费	商业贸易	-27.3%	100%	-27.3%	149.1%	121.9%	118.4	87.0	87.4	331.7	262.6	175.2	101.5%	*		
	医药生物	-27.5%	100%	-27.5%	40.0%	12.5%	1273.3	979.3	554.8	973.3	1432.0	877.2	-10.4%			*
	食品饮料	-11.2%	100%	-11.2%	21.3%	10.1%	1370.5	979.6	501.5	980.7	1509.4	1007.9	2.9%		*	
	农林牧渔	-69.9%	80%	-55.9%	38.9%	-17.0%	684.5	545.4	162.1	328.9	568.0	405.9	-25.6%			*
成长	电子	-58.3%	100%	-58.3%	71.2%	12.8%	1148.2	995.1	402.3	696.6	1295.5	893.2	-10.2%			*
	计算机	-51.0%	100%	-51.0%	66.1%	15.2%	260.6	274.7	34.3	244.1	300.1	265.8	-3.3%		*	
	国防军工	-68.5%	20%	-13.7%	11.9%	-1.8%	187.3	136.8	46.9	89.2	184.0	137.1	0.2%		*	
	通信	-93.7%	80%	-75.0%	49.9%	-25.0%	126.8	99.9	63.6	94.5	95.0	31.5	-68.5%			*
综合	传媒	-40.6%	100%	-40.6%	154.4%	113.8%	10.2	-51.3	109.5	134.8	21.9	-87.6	-70.8%	*		
	综合	-62.7%	100%	-62.7%	47.5%	-15.2%	-10.6	-18.7	7.0	51.4	-12.3	-19.3	-2.8%		*	
全A非金融		-25.8%	100%	-25.8%	45.0%	19.2%	18239.2	15946.6	6431.3	16243.3	21750.0	15318.6	-3.9%			*

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：Wind 一致预测数据计算方法参考报告《犹疑估值，不如决胜盈利——2021 盈利增速及 ROE 展望 20210408》。在对预测误差进行调整时，我们结合历史预测误差特征和当前行业景气度将调整系数 b 分为 0%、20%、40%、60%、80%和 100%六档。

表 17：采用两类方法得到全 A 非金融 Q2-Q4 盈利增速，分为-2.5%和-3.9%

维度	计算方式	2021Q2-Q4		增速分类			
		归母净利润预测	同比增速	>10%	0%-10%	-10%-0%	<-10%
全A非金融	法一：先调整行业，再汇总行业得到全A非金融	15542.4	-2.5%			1	
	法二：先汇总行业原始值，后调整全A非金融增速	15318.6	-3.9%			1	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

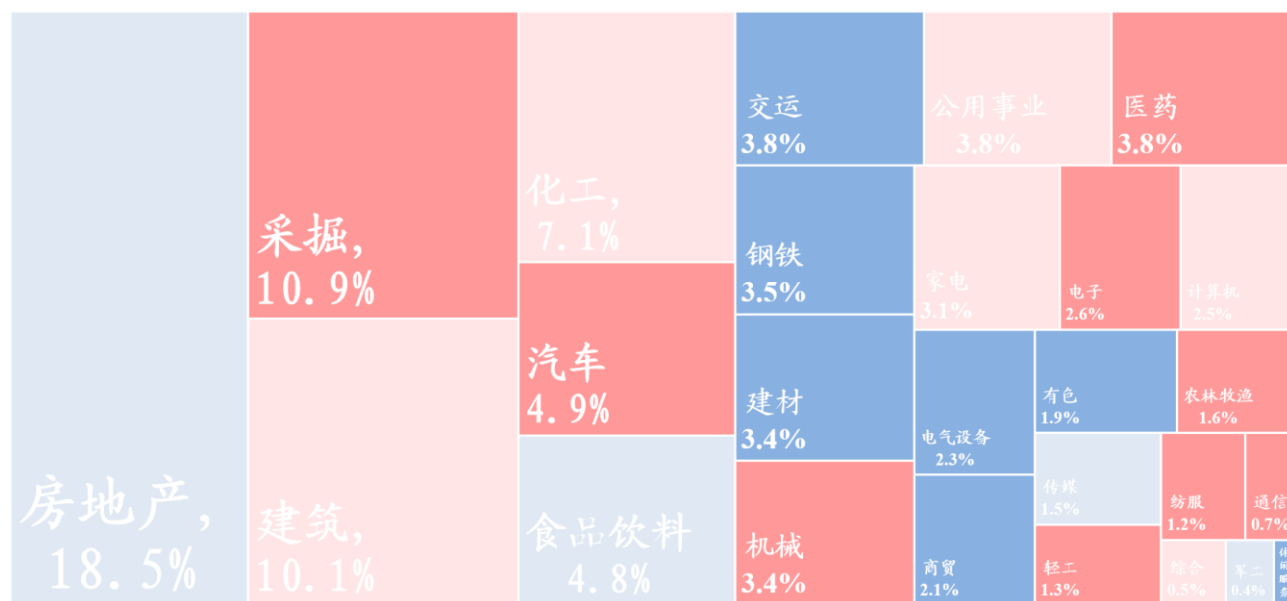
注：法一：利用经预测误差 (c) 调整后得到的各行业增速 (k)，计算得到 Q2-Q4 各行业归母净利润预测值 (j)，最终汇总得到全 A 非金融归母净利润预测值，并计算 Q2-Q4 同比增速。法二：利用未经预测误差 (c) 调整的行业原始增速 (d)，计算得到 Q2-Q4 各行业归母净利润原始预测值，进一步汇总得到全 A 非金融归母净利润原始预测增速 (d)。再利用全 A 非金融自身的预测误差 (c) 调整原始预测增速 (d) 得到调整后 2021 年全年预测增速，并进一步得到 Q2-Q4 同比增速。

从行业结构来看：2021Q2-Q4 负增长行业压力较大的行业 (增速<-10%)



的盈利规模占比为 30.4%，小幅下降的行业（-10%<增速<0%）规模占比为 27.2%，合计占比达 57.6%，全 A 非金融视角下负增长行业权重不低。我们对四类增速的行业计算盈利规模权重，各行业盈利权重计算区间为 2010-2020 年四季度归母净利润平均值（剔除最小的三个值）占全 A 两非平均值之比。从全 A 非金融视角来看，盈利占比较高的采掘、汽车、机械等行业 2021Q2-Q4 负增长压力已显现。进一步将四类增速中各行业盈利权重汇总计算，可以观察到负增长行业的盈利权重高达 30.4%，而高增仅有 17.2%，小幅增长和小幅下降各为 25.2%和 27.2%。

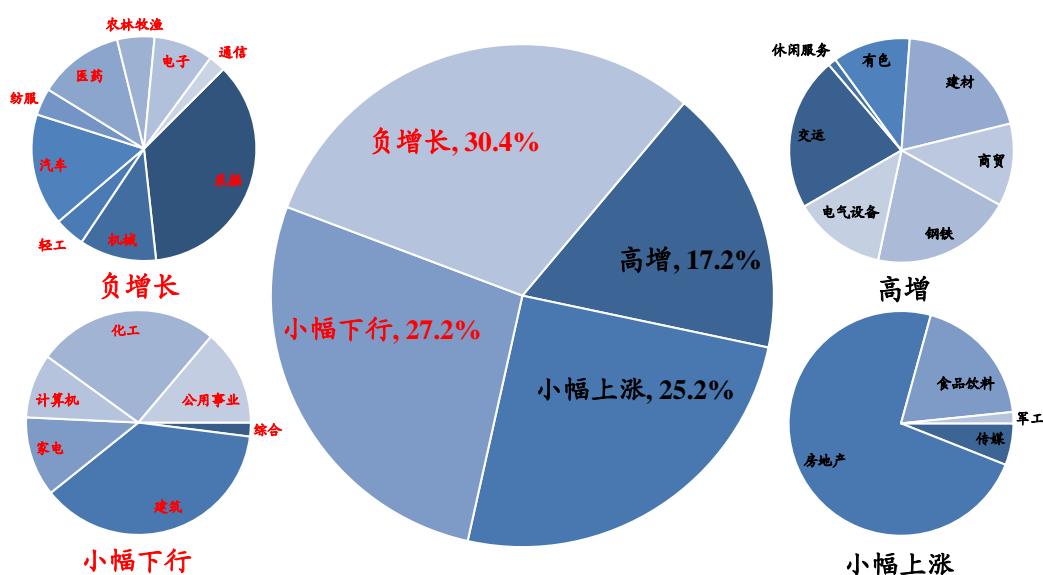
图 10：盈利占比较高的采掘、汽车、机械等行业 2021Q2-Q4 负增长压力已显现



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：红色为负增长行业，淡红色为小幅下跌行业，蓝色为高增行业，淡蓝色为小幅增长行业。盈利占比计算区间为 2010-2020 年各行业四季度归母净利润平均值（剔除最小的三个值）占全 A 两非平均值之比。

图 11：2021Q2-Q4 盈利增速负增长较大以及小幅负增长的行业盈利规模占比分别为 30.4%和 27.2%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

从负增长压力较大行业以及小幅负增长的行业分布来看，与历史经验保持较高一致性。1) 负增长行业中上游周期与中游周期较多，其中采掘、化工、公用事业和机械行业与历次负增长行业结构特征一致。此外下游周期中建筑装饰亦出现了负增长。2) 消费中，可选中的汽车、家电行业与历史特征一致。此外，可选消费中的轻工，必选中的纺服、医药和农林牧渔亦有负增长压力。3) 科技成长方面，电子和通信有一定的增长压力。整体来看，2021 年 Q4 具有负增长压力的行业结构与历史特征保持较高一致性，尤其是采掘、化工、公用事业、机械、建筑装饰和汽车等行业历次盈利承压均显著。其余医药、电子和通信等行业在过去五阶段中虽出现的频率未像上述行业频繁，但仍有数次出现在负贡献较高的行业名单中。

假若我们严格参考过去负增长的行业经验，以更为严格的要求筛选负增长行业：在上述负增长行业中选择过去五轮负增长逻辑清晰具备共性的行业，仅考虑周期行业中的采掘、化工、公用事业和机械，以及可选中的汽车行业，则此五行业的盈利权重占比也已超过 30%。

表 18: 四季度核心负增长行业（采掘、化工、公用事业、机械和汽车）还受其他负面因素影响

行业		历史经验	需求	供给	2021Q4可能受到的其他负面影响	政策
上游周期	采掘	采掘在经济下行期与转型期面临下游电力、钢铁等行业需求显著减少	新能源发电可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求面临下滑风险	供给面趋向宽松。1)2021年产量同比增速或回归2019年水平。2)随着全球疫情好转，中国与主要煤炭出口国之间贸易关系正常化，进口端调控力度将弱化	受2021年下半年置换产能陆续投产出焦，焦炭供给缺口填补，焦价或有所回落	“碳中和”对开矿预期具有一定的负面影响
	有色金属	有色金属面临下游房地产、汽车等行业需求低迷，行业供需结构出现明显恶化。此外有色金属还易受到金属价格大幅波动的负面影响	随着非持续性疫情消费、以及国内经济的率先降温，需求存在边际走弱的可能	国内氧化铝供应或将持续过剩，价格中枢将维持低位	若全球紧缩、流动性不足，整体基本金属价格均受到压制	碳排放逐渐对铝供应构成实质影响
中游周期	钢铁	钢铁易受经济下行期房地产、制造业投资下滑影响	1) 财政约束导致基建回升力度有限 2) 地产投资面临失速下行的风险 3) 下游制造业上行惯性持续性存疑，压力可能在 2021 年下半年显现	2021年铁矿石供应增量略多于需求增长，均价预计略有下移。		需求侧改革，从长期来看对钢铁需求总量不利。
	化工	化工面临下游房地产、汽车和纺服等行业的需求下行，此外化工还面临原油价格剧烈波动风险	整体消费继续上行空间受限，对化工品边际拉动有限		化工景气与原油价格高度相关。2021年原油价格将随OPEC+内部博弈、美油产量、伊核协议进展以及疫苗接种情况震荡变化	碳排放成本将使部分化工产品成本曲线陡增
	公用事业	经济下行中用电量萎缩，公用事业亦受到明显影响	2021年下半年经济社会发展对电力的消费需求已恢复常态。预计今年用电量增速在6%左右，但节奏上前高后低		“碳达峰”“十四五”下风电及光伏新增装机激增，或将导致竞争加剧，致电价下降	受可再生能源基金收缴结算过程周期较长影响，国家财政部发放可再生能源补贴有所拖欠，产生不利影响
	机械设备	同钢铁类似，易受经济下行期房地产、制造业投资下滑影响	1) 逆周期调节下行，同时信用收紧下不利于制造业企业融资，设备需求下降 2) 工程机械更新需求在2019年达峰后逐步下行		传统机械受原材料涨价影响较大，毛利率环比下降	
可选消费	汽车	可选消费中汽车行业承压最为明显，经济下行中消费意愿下行，汽车需求显著下降	1) 乘用车：地方政策刺激弱化 2) 重卡：2020年因国三重卡提前淘汰，以及地产和基建增长拉动重卡需求增长，已部分透支2021年的置换需求 3) 客车：新能源公交车市场透支严重且补贴逐步退坡，销量下滑趋势仍将延续		上游原材料涨价压力不减，汽车零部件盈利承压	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：除采掘、化工、公用事业、机械以及汽车行业外，我们亦梳理暂无负增长压力但过去负增长频率较高的有色与钢铁行业。

行业视角汇总：在金融与非金融近 10 年 56.2%：43.8% 的盈利规模占比结构基础上，一方面金融四季度高基数下面临-5.01% 的负增长。另一方

面，非金融 Q2-Q4 归母净利润合计同比预测增速在两方法下分别-2.5%与-3.9%，考虑全年增速逐季下降形态，全 A 非金融四季度负增长压力明显。同时全 A 非金融结构上来看，四季度负增长压力较大的行业（增速<-10%）和小幅下降的行业（-10%<增速<0%）盈利规模占比分别为 30.4%和 27.2%，占比较高。进一步结合历史经验，在上述负增长行业中选择过去五轮负增长逻辑清晰具备共性的行业，仅考虑周期行业中的采掘、化工、公用事业和机械，以及可选中的汽车行业，仅此五行业的盈利权重占比也已超过 30%。综合来看，行业视角下全 A 四季度负增长压力已在显现。

### 2.3. 财务视角：盈余管理加剧 Q4 业绩波动

A 股盈利增速在四季度出现较大波动的另一重要原因源自盈余管理。四季度部分科目可能出现的大幅波动，亦是 A 股盈利的一大风险点。

上市公司通常会在四季度进行盈余管理，主要有洗大澡、扭亏动机和平滑利润这三个动机。对于前三季度亏损较大的公司，为了避免出现年度的连续亏损，通常会在四季度运用营业外收支损益进行“洗大澡”，使亏损进一步增加来为下一年的盈利打好基础。对于前三季度亏损较小的公司，往往会在四季度通过正的营业外收支损益使全年扭亏为盈。对于前三季度盈利较大的公司，往往会在四季度通过负的营业外收支损益隐藏利润，以实现利润平滑目的。

现有实证研究将盈余管理的手段分为三大类：第一类是利用会计方法变更；第二类是通过应计利润管理；第三类是真实活动的操控。无论采用哪类手段管理盈余，其最终的结果都要在利润表中反应出来。究竟利润表中的哪些项目更容易受到操控？对于盈余管理的手段，魏涛、陆正飞、单宏伟（2007）<sup>1</sup>发现无论是亏损公司还是盈利公司，都较为普遍地操纵了非经常性损益交易的时点和力度进行盈余管理，而营业外收支是其采取的主要手段之一。在利润表的众多项目中，主营业务收入、管理费用、非经营性收益在相邻两个季度之间出现了显著的变化，更容易受到上市公司的人为操控。

表 19：盈余管理主要涉及的会计科目

项目	利润表计算过程	盈余管理可能性
营业收入（成本）	营业收入（成本）=主营业务收入（成本）+其他业务收入（成本）	1）主营业务收入操控需有外部客户或经销商的配合，需要有外部订货单等外部凭证的支持，且收入的增加同时需要应收账款或银行存款相配合，难度较大； 2）主营业务成本的确认、计量主要在企业内部由财务人员进行，管理人员可以通过增加产量来降低单位产品分摊的固定成本，也可以减少结转已销售产品的成本；
营业利润	营业利润=营业收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用-资产减值损失-信用减值损失+其他收益+投资收益（损失）±净敞口套期收益（损失）±公允价值变动收益（损失）±资产处置收益（损失）	1）与销售费用和财务费用相比，企业对于期间费用中的管理费用有较大的操控空间； 2）企业对应收账款的坏账准备与存货的跌值准备也有一定的调控能力； 3）税法规定，税金没有太大的操控空间；

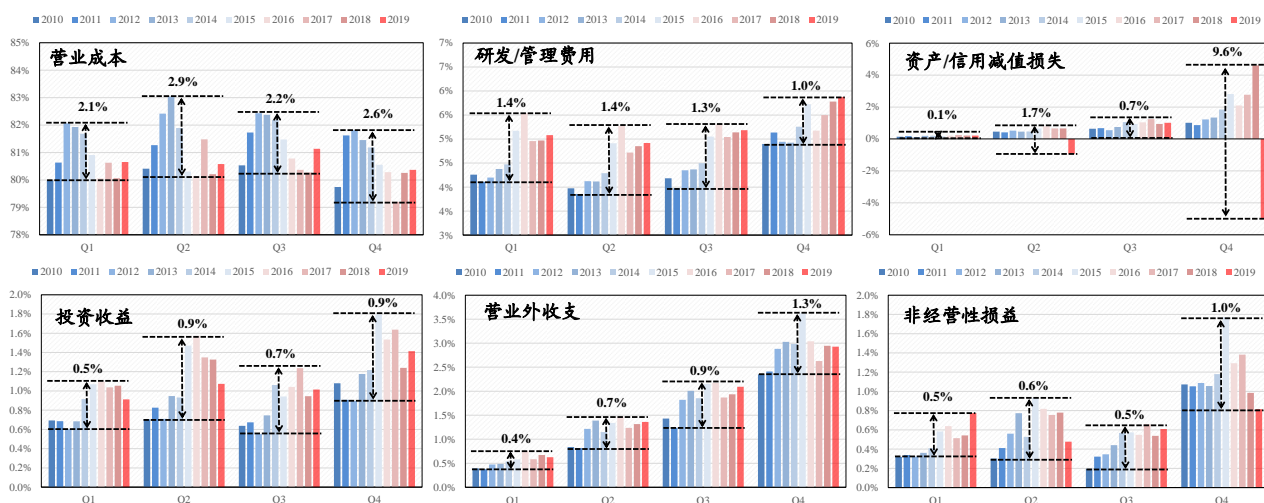
<sup>1</sup> 魏涛,陆正飞,单宏伟.非经常性损益盈余管理的动机、手段和作用研究——来自中国上市公司的经验证据[J].管理世界,2007(01):113-121+172.

利润总额	利润总额=营业利润+营业外收入-营业外支出	1) 营业外收支净额等科目在内的非经营性收益是受到管理人员人为操控最为严重的项目；
净利润	净利润=利润总额-所得税费用	1) 所得税费用在税收筹划下亦有一定的操作空间；
其他综合收益的税后净额	反映企业根据企业会计准则规定未在损益中确认的各项利得和损失扣除所得税影响后的净额	1) 其他综合收益作为会计盈余的增量信息在利润表中单独披露可以抑制企业的盈余管理；
综合收益总额	反映企业净利润与其他综合收益的税后净额的合计金额	-

数据来源：国泰君安证券研究

从各指标历年表现来看，受年末财务计提的影响，四季度各指标普遍呈现整体上移/下移以及波动放大的特征。各科目四季度与前三季度的偏离度中，包含了正常的年末计提影响与上市公司盈余管理空间，考虑年末计提影响的稳定性，则偏离度的波动较好的体现了上市公司的盈余管理空间。

图 12：受年末财务计提影响，四季度各指标普遍呈现整体上移/下移以及波动放大的特征



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：考虑到指标间的可比性以及营业收入的相对可靠性，我们将各科目单季发生额除以当季营业收入进行比较。营业外收支还包括资产处置损益与其他收益。

通过分析各科目在何种盈利增速环境中，更易受何种动机而进行调整，有助于我们判断 2021 年盈余管理的方向问题。

考虑到经济增长动能的差异性，我们分 2003 年以来以及 2010 年以来两个区间，针对全 A 非金融板块的上市公司计算可能存在盈余管理现象的科目与盈利增速的相关性。对每一科目计算各季度发生额占当季营业收入比值后，再计算该比值每年四季度与前三季度均值之差，得到每一科目四季度发生额的偏离值。考虑到盈余管理的不同动机，我们分别对不同科目每年四季度的偏离值与前三季度累积净利润增速、当年归母净利润增速、上一年归母净利润增速以及下一年归母净利润增速计算相关系数。

$$\text{偏离值}_{\text{科目}N, T\text{年}} = \frac{Q4 \text{ 科目}N \text{ 发生额}}{Q4 \text{ 营业收入}} - \frac{1}{3} \sum_{Q1-Q3} \frac{Q1-Q3 \text{ 各季科目}N \text{ 发生额}}{Q1-Q3 \text{ 各季营业收入}}$$



**表 20：2003 年至今区间：营业成本、管理/研发费用、投资收益以及营业外损益等科目存疑**

相关系数	前三季度累积净利润增速	上一年四季度净利润增速	当年增速	上年增速	下年增速
营业成本	<b>-0.53**</b>	<b>-0.25**</b>	<b>-0.43**</b>	-0.18	<b>0.55*</b>
管理/研发费用	0.24	-0.02	-0.04	<b>0.62**</b>	0.03
资产/信用减值损失	0.05	-0.01	-0.13	0.24	-0.01
投资收益	-0.22	0.07	0.07	<b>-0.52*</b>	-0.02
营业外净损益	<b>-0.42*</b>	-0.03	<b>-0.59*</b>	0.01	-0.07
非经营性收益	0.17	0.22	0.28	-0.08	-0.26
所得税费用	0.41	0.18	0.58	-0.14	-0.34

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：管理/研发费用=管理费用+研发费用，资产/信用减值损失=资产减值损失+信用减值损失，营业外/资产处置损益=营业外收入-营业外支出+资产处置损益+其他收益。加粗的数据为 Pearson、Spearman、Kendall 相关系数中至少有一类相关系数双尾检验显著，表内所展示为 Pearson 相关系数，下同。

**表 21：2010 年至今区间：存疑科目数下降明显，主要集中在管理/研发费用与营业外损益等科目**

相关系数	前三季度累积净利润增速	上一年四季度净利润增速	当年增速	上年增速	下年增速
营业成本	-0.28	-0.07	-0.38	0.24	0.17
管理/研发费用	-0.07	0.10	-0.32	<b>0.65*</b>	<b>-0.73**</b>
资产/信用减值损失	0.21	0.00	0.05	0.30	-0.08
投资收益	-0.12	0.12	0.07	-0.45	0.47
营业外净损益	<b>-0.69**</b>	-0.32	<b>-0.68**</b>	-0.30	0.29
非经营性收益	0.00	0.26	0.11	0.11	0.17
所得税费用	-0.03	0.14	0.31	-0.45	0.39

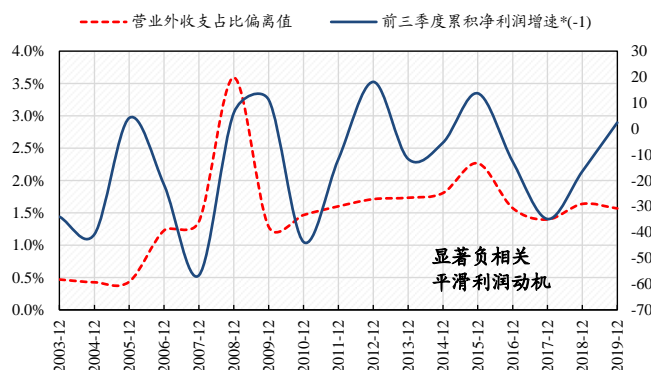
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

**2010 年后存疑科目数下降明显，当前主要集中在管理/研发费用与营业外收支等科目。**从前后两个区间的结果比较来看，2003 年至今区间内，相关系数显著的科目数较多，营业成本、管理费用/研发费用、投资收益以及营业外收入/支出等多个科目存疑。但是从更近的 2010 年至今的区间来看，相关系数显著的科目数明显下降，主要集中在管理/研发费用与营业外损益等科目。

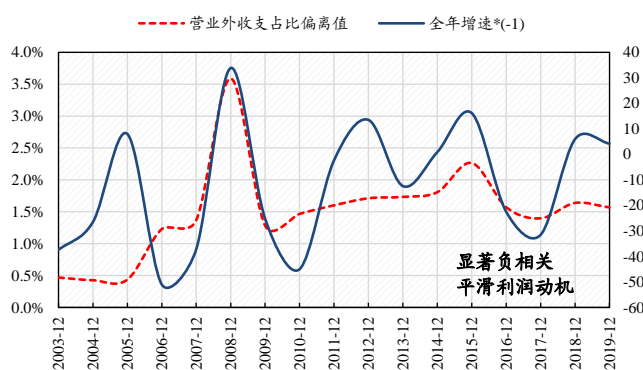
**1) 营业外收支：**从两个区间来看，营业外净损益（包括其他收益与资产处置损益，下同）与前三季度累积净利润增速和全年净利润增速均显著负相关。这意味着若前三季度或当年盈利较好，则上市公司有动机在第四季度降低营业外收支，进行利润平滑。考虑到 2021 年前三季度整体盈利动能的强劲，上市公司具备在四季度利用营业外收支科目进行利润平滑的动机。



图 13: 营业外净损益与前三季度利润增速显著负相关 图 14: 营业外净损益与全年利润增速显著负相关



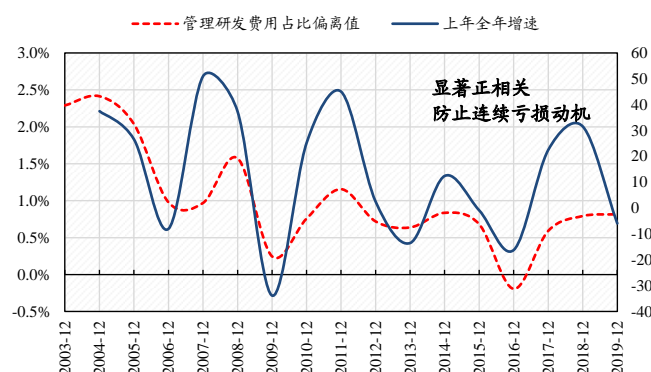
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

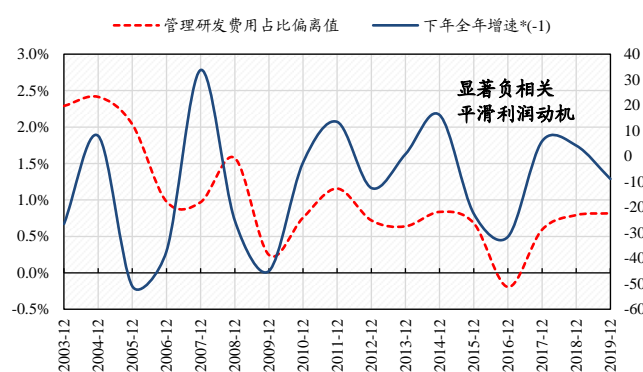
2) 管理/研发费用: 从两个区间来看, 管理/研发费用与上一年净利润增速均显著正相关, 但不同于第一个区间, 2010 年至今区间里管理/研发费用还呈现与下一年净利润显著负相关的关系。这意味着一方面, 当上一年盈利增速较低时, 则为防止连续亏损, 上市公司有动机在四季度下调管理研发费用。另一方面, 当上市公司预期到下一年盈利可能面临低增速时, 有动机在四季度上调研发管理费用, 进行利润平滑。考虑 2021 年实际情况, 2020 年下半年由于盈利增速动能强劲, 2020 年全年全 A 非金融保持正增长, 故 2021 年防止连续亏损动机并不强。但考虑到 2021 年三季度 PPI 的下行拐点与信用紧缩的开始, 2022 年盈利增长压力逐渐显现, 上市公司有动机在 2021 年四季度利用管理/研发费用进行利润平滑。

图 15: 管理研发费用与上年利润增速显著正相关



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 16: 管理研发费用与下年利润增速显著负相关



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3) 投资收益与营业成本: 投资收益仅在 2003 年至今区间内与上年增速显著负相关, 在 2010 年至今区间内未见显著相关性。营业成本与投资收益相似, 在 2003 年至今区间内与前三季度增速以及当年全年增速显著负相关, 但在 2010 年至今区间内未见显著相关性, 对投资收益与营业成本不做过多探讨。

4) 资产/信用减值损失: 从两个区间来看, 资产/信用减值损失在两个区

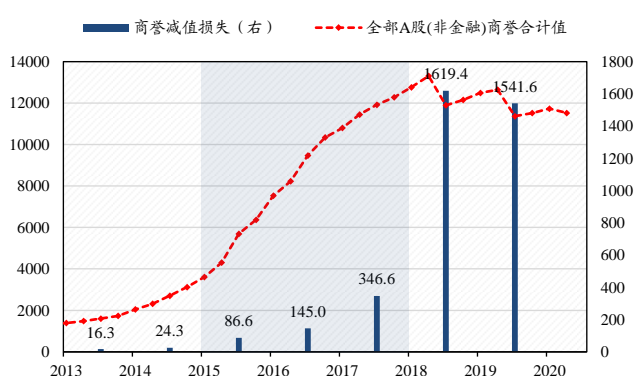
间内均未见显著相关性，这主要由于资产/信用减值损失全年的计提主要发生在四季度，季节间的差异意义较低，故更应该关注四季度资产减值的绝对额。

此外资产减值损失中，商誉减值损失成为近年来 A 股盈利表现的一大风险点。虽然《会计监管风险提示第 8 号—商誉减值》明确合并形成商誉每年必须进行减值测试，不得以并购方业绩承诺期间为由，不进行测试。同时证监会指出应在年度报告、半年度报告、季度报告等财务报告中披露与商誉减值相关的所有重要、关键信息，但由于通常上市公司均在年底进行商誉减值测试，故商誉减值风险主要集中于四季度爆发。

当前商誉总量已见顶回落，但在 2021 年业绩承诺的结构性压力与经济下行压力下，商誉减值风险仍存。全 A 非金融商誉总值在 2018 年见顶后缓慢回落，当前商誉总值仍在 1.1 万亿以上，2018 年至 2019 年连续两年商誉减值损失在 1500 亿元以上。2021 年商誉减值同时受业绩承诺的结构性问题与经济下行双重压力。业绩承诺方面，当业绩承诺剩余年限较多时，企业可以采用盈余管理的方式达到业绩标准，但随着业绩承诺的逐渐到期业绩达标率会逐渐下降，由此造成企业商誉减值压力较大。2021 年从总量来看，业绩承诺存量个数仍在下降中，但是业绩承诺当年到期占比正在逐步上行，这将导致业绩承诺达标率压力较大，加剧商誉减值损失的风险。同时在经济压力较大时，企业业绩承诺完成率亦承受压力，更亦出现商誉减值压力。

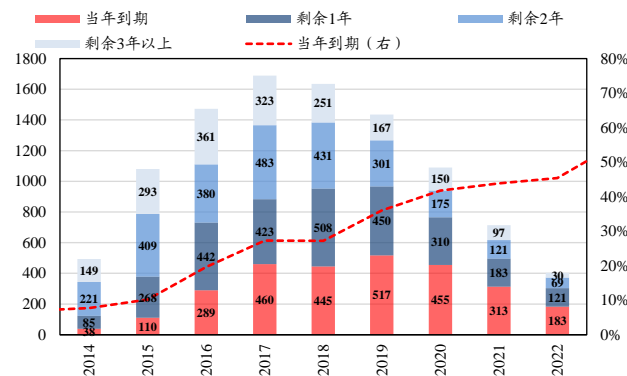
财务视角总结：根据历史经验推演，2021Q4 上市公司可能存在利用管理费用和营业外收支科目进行平滑利润的动机，给利润带来向下压力，同时商誉减值的结构性压力仍大。

图 17：商誉总值自 2018 年以来逐步下行（亿）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 18：2021 年业绩承诺仍有结构性压力（个数）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 22: 财务视角总结

科目	相关性	相关性解释	2021 年影响	Q4 盈利方向影响
管理费用	与上一年净利润增速均显著正相关	当上一年盈利增速较低时，则为了防止连续亏损，上市公司有动机在四季度下调管理研发费用	2020 年下半年由于盈利增速动能强劲，2020 年全年全 A 非金融保持正增长，故 2021 年防止连续亏损动机并不强。	-
	与下一年净利润显著负相关	当上市公司年底预期到下一年盈利可能面临低增速时，有动机在四季度上调研发管理费用，进行利润平滑	随着下半年 PPI 拐点与信用紧缩开始，2022 年盈利增长压力逐渐显现，上市公司有动机在 2021 年四季度利用管理/研发费用提前进行利润平滑。	↓
营业外收支	与前三季度累积净利润增速和全年净利润增速均显著负相关	若前三季度或当年盈利较好，则上市公司有动机在第四季度降低营业外收支，进行利润平滑	考虑到 2021 年前三季度整体盈利动能仍强劲，上市公司具备在四季度利用营业外收支科目进行利润平滑的动机。	↓
资产减值损失	无显著相关性	由于资产减值损失主要集中于年末计提，故季节效应不明显。但仍需警惕四季度的减值计提。	随着业绩承诺的逐渐到期业绩达标率会逐渐下降，由此造成企业商誉减值压力较大。2021 年商誉减值同时受业绩承诺的结构性问题与经济下行双重压力。	↓

数据来源：国泰君安证券研究

### 3. 盈利负增，祸兮福所倚

#### 3.1. 祸兮？当前风险评价下行，历史行情并不会上演

历史上的负增长时期，市场行情表现并不乐观。在过去五次盈利增速由正转负的拐点时期，拐点当季上证指数表现整体并不乐观。从盈利由正转负的前一季度来看，可以观察到市场行情表现低迷，除 2014Q4 阶段大盘上行，其余各阶段在拐点前一季行情表现已承压。

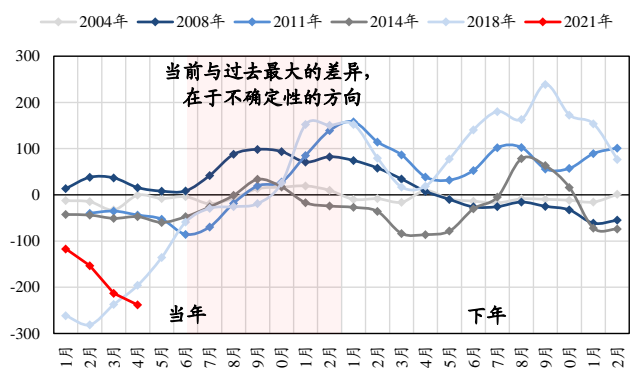
图 19: 盈利由正转负的前一季度，市场行情已有承压



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：以盈利由正转负的前一季度的第一个交易日为基期，上证指数的累计涨跌幅。

图 20: 风险评价下行是当前与过去负增长最大不同



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：图中为各阶段中国经济政策不确定性指数（周期项，3M 移动平均）。

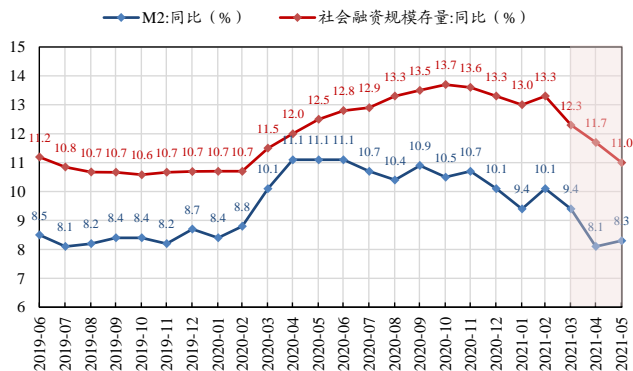
但当前市场风险评价下行，在这最大边际差异下历史行情不会上演。当前我们正处于宏观经济、政策、通胀、盈利、流动性等不确定转向确定的过程。风险评价由外向内传导，从经济形势变得确定→流动性收紧变得确定→通胀预期变得确定→政策变得确定→最终全球经济格局变得

确定，由此整个外部环境越来越走向确定，市场风险评价随之下降。从中国经济政策不确定性指数来看，2021 年以来不确定性显著下行。但是历史上负增长时期，经济政策不确定性指数均大幅上行，不确定性大幅上行。故在这一最大边际差异驱动下，过去负增长时期的历史行情不会上演。

- **经济增长预期不确定性下行：下半年经济进入下行趋势，但下行斜率相对缓和，不会出现阶段性快速下行的风险。**在国内信贷脉冲结束的判断下，经济动能向下确实是市场的一致预期。但往后看下半年经济下行的斜率相对缓和，不会出现失速风险。一方面制造业投资仍将是经济动能的核心支撑点，同时地产投资和出口回落亦相对缓和；另一方面，前期复苏滞后的基建和消费将分别随着财政发力以及服务业持续修复带动中低收入群体收入出现边际改善，仍将处弱修复通道。
- **流动性预期不确定性下行：5 月份社融已是边际下滑最大的时点，在信用持续收缩的环境下，流动性大概率依然保持稳定。**2021 年 10 月以来社融增速进入下行通道，尽管 2021 年 2 月社融短暂上行至 13.3%略超预期，但随后 3 月与 4 月增速重新回落至 12.3%与 11.7%。5 月社融增速较 4 月回落 0.7 个点，最快的下行阶段基本结束，年底有望反弹至 11%附近。在信用持续收缩的环境下，流动性大概率依然保持稳定，来配合信贷收缩和信用风险的化解。二三季度有望延续“紧信用，稳货币”的格局，越向后看越是易松难紧的状态。
- **通胀预期不确定性下行：高点已现，年内 PPI 高点难以超过 5 月份，其环比上行最快的时候过去。**国内 5 月 PPI 在低基数影响下同比高增 9.0%如期见顶，四季度可能出现的次高点难超 5 月，年内高点已现。从政策锚定的 CPI 来看，5 月同比上涨 1.3%并未及预期，央行对 CPI 全年 2%以下的判断亦显示通胀无忧。美国方面，5 月 CPI 同比增长 5%如期冲高，年内高点将于 6 月来临。随着中美通胀高点的先后出现，通胀预期曲线正脱虚向实，走向确定。
- **政策预期不确定性下行：“不急转弯”等政策的认识从分歧走向共识。**4 月政治局会议强调，要精准实施宏观政策，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。往后看，“不急转弯”下未来到底还会不会转弯，或者说当前是不是已经完成了转弯？考虑到尽管信用收缩还会持续，但信用收缩最快的阶段已经过去，同时流动性环境会在很长一段时间保持稳定，“紧信用，稳货币”的政策环境有望延续较长时间。未来经济修复过程中，不会出现政策断崖式的退出，政策韧性会愈加凸显，政策预期不确定性下行。

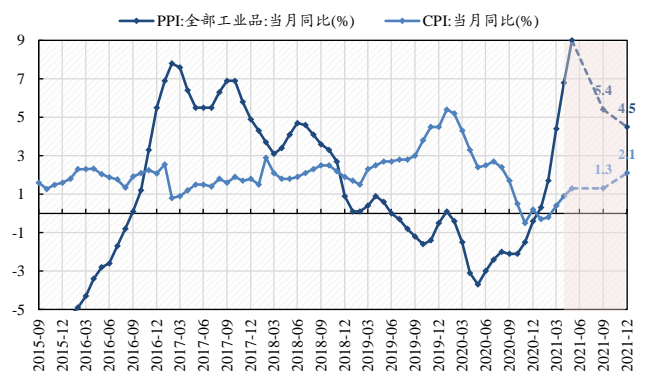


图 21: 2021M5 社融已是边际下滑最大的时点



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 22: 通胀高点将现, 其环比上行最快的时候将过去



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

### 3.2. 福兮! 负增长时期, 流动性易松难紧

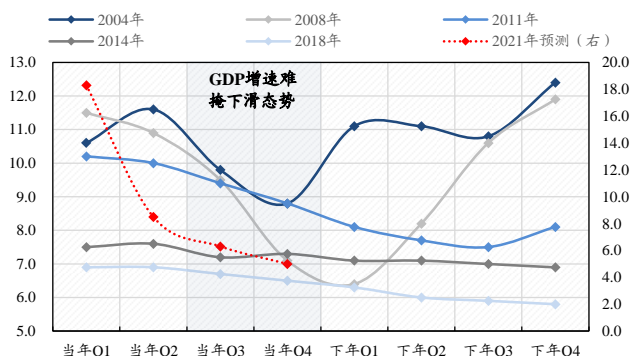
我们认为, 2021 年在信用持续收缩的环境下, 流动性大概率依然保持稳定, 来配合信贷收缩和信用风险的化解。二三季度有望延续“紧信用, 稳货币”的格局, 越向后看越是易松难紧的状态。事实上在历史负增长拐点时期, 流动性亦呈现易松难紧的特征。

盈利出现负增长拐点时, 同期经济增长压力亦较大。我们观察到历次盈利负增长拐点出现时, 实际 GDP 同比增速在当季与前一季均呈明显下滑态势, 经济增长压力较大。但压力之下, 流动性越是易松难紧。

1) 量方面: 在负增长拐点的前一季度, M2 同比增速已基本温和触底, 往后看均处于温和上行的过程中。此外在过去负增长时期, 存款准备金率与存款基准利率均易降难升。

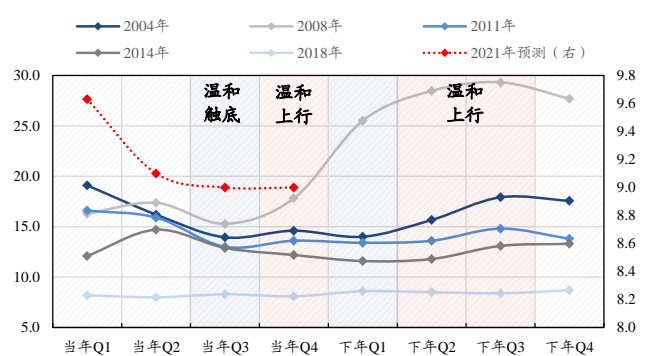
2) 价方面: 从 10 年期国债利率来看, 负增长时期边际下行幅度较大, 从银行间市场利率来看, 负增长拐点前后易处于下行趋势中。

图 23: 实际 GDP 同比增速难掩下滑态势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

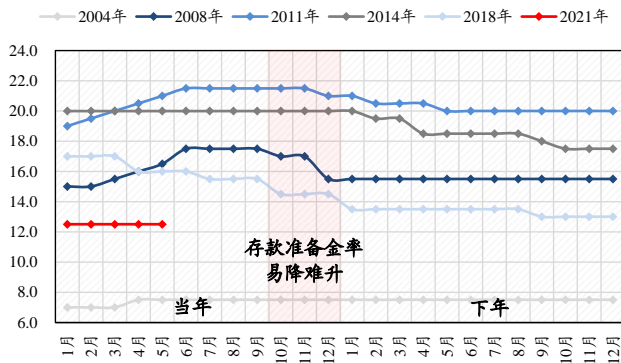
图 24: 量: M2 同比增速触底后温和回升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



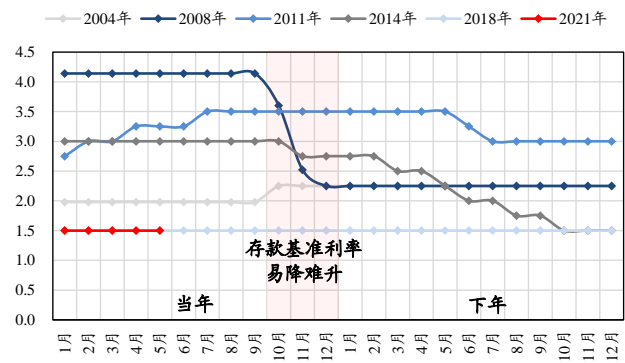
图 25: 负增长时期, 存款准备金易降难升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 图中为各阶段人民币存款准备金率:大型存款类金融机构。

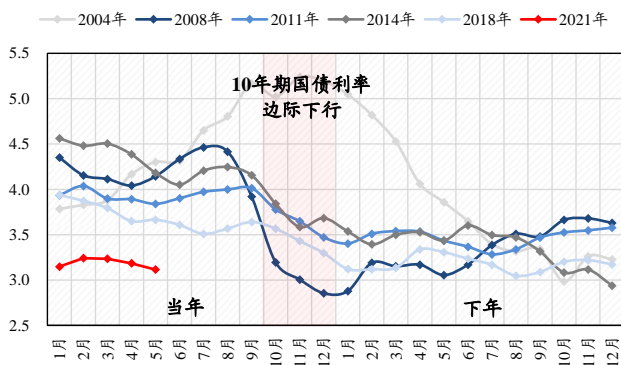
图 26: 1 年期存款基准利率亦易降难升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 图中为各阶段定期存款利率:1 年 (整存整取)。

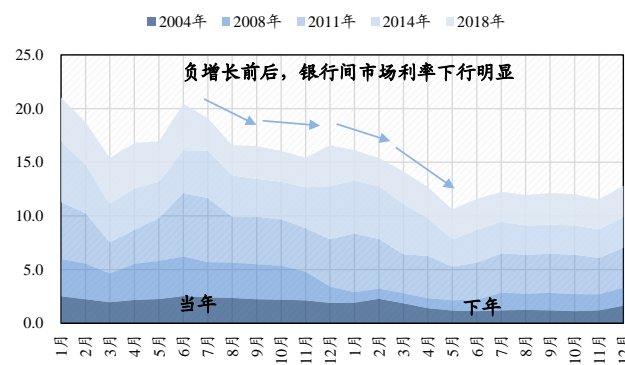
图 27: 价: 10 年期国债利率边际下行



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 图中为各阶段 10 年期国债利率。

图 28: 价: 银行间市场利率下行明显



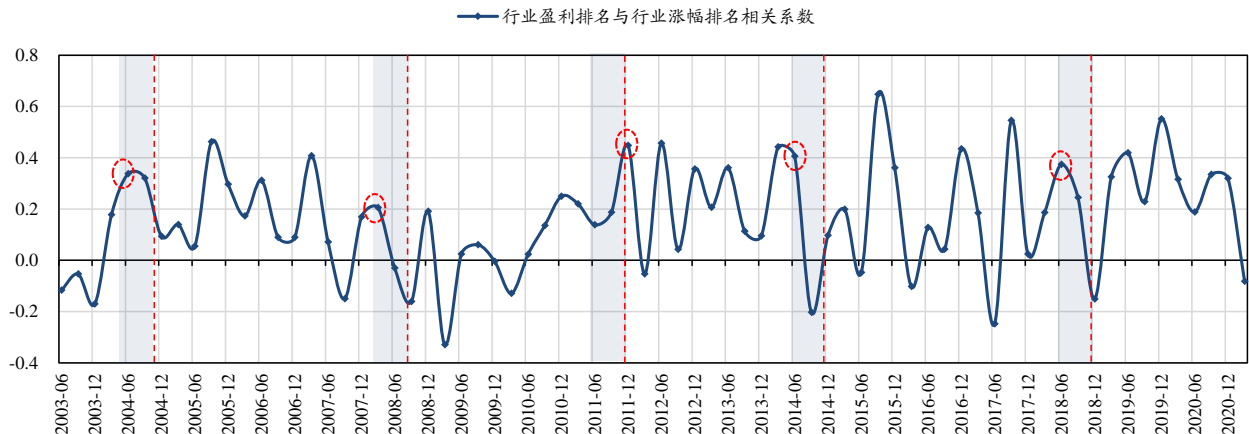
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 图中为各阶段银行间质押式回购加权利率 (14 天)。

### 3.3. 风险评价下行, 寻找边际改善最大之处

从历史各时期来看, 行业股价表现与盈利表现相关性高点, 在由正转负的前两季度。映射当下, 在风险评价下行时期, 正是把握行业短期盈利弹性优势之时。我们计算行业盈利排名与行业涨幅排名相关系数, 从 2003 年以来各季度表现来看, 仅有 16 个季度相关系数为负, 剩余 56 个季度相关系数均为正, 这意味着在大部分的时刻行业的盈利情况可以较好的反映在股价中。进一步可以观察到, 在盈利由正转负的当季, 除了 2011Q4 阶段其余各阶段的相关系数并未较高。这意味着在盈利由正转负的当季, 行业股价表现与行业盈利表现的相关性并不是特别高。但我们观察到, 在盈利由正转负的前两季度, 除了 2011Q4 其余各阶段的相关系数均达到了阶段高点。映射当下, 当前二季度正是把握行业短期盈利弹性优势的重要窗口。

图 29：重结构：行业股价表现与盈利表现相关性高点，在由正转负的两季度前



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：行业盈利排名与行业涨幅排名相关系数的计算方法为：分布计算申万一级行业单季归母净利润同比增速的各行业排名，以及申万一级行业当季涨跌幅的各行业排名，最终计算两项排名的相关系数。

**叠加当前风险评价下行特征，当下选股思路便在于寻找不确定到确定边际改善最大的股票类别。**按照风险评价对于行业配置的受益先后程度，重点推荐：1）风险评价下行，首推券商、银行；2）科技成长起点：新能源车、电子、计算机、军工、医药；3）后疫情时代复苏加速：国货消费、新兴消费、高端消费；4）碳中和下周期新机遇：建材、钢铁、建筑工程；5）成本受制预期边际缓和下中游制造超跌反攻：家电、机械。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 免责声明

_____	_____
_____	_____
	_____
	_____
	_____
	_____
	_____
	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____