

我们经历过的利润周期

—— 工业利润研究系列报告之一

宏观深度

◆从1998年开始我们共经历了六轮利润周期，但四年一轮的工业利润周期并没有在2019年如期到来。与前四轮利润周期高点相比，最近两轮利润周期高点都较低。**历史上这6轮利润周期是如何演变的？每次驱动因素是什么？对未来有何借鉴意义？**

◆**第一轮利润周期以投资和消费驱动为主，周期行业主导利润周期。**97年亚洲金融危机后中国政府采取了一系列的刺激政策，主要是通过基建投资和地产投资带动上下游行业发展，其中主要是周期类行业拉动为主，2000年全国工业利润同比增速86.2%，其中石油天然气开采拉动工业利润的增长了34.28%，全体周期类行业拉动了52.7%，贡献率达到61.1%。

◆**“非典”疫情扰动了第二轮利润周期，但其长期影响小，没有改变利润增长的趋势。**2003年工业利润的增速从4月的75.8%下降到6月的56.7%，这与2002年同期的高基数和“非典”疫情影响有关。农副食品加工、酒饮料茶制品、纺织服装、皮革毛皮及制鞋业、木材加工、家具制造、非金属矿物、电气机械、计算机通信制造业等9个终端消费品行业在2003年4-6月份有较为明显的利润下滑，之后利润增长有明显的抬升，全年来看影响不大。医药行业利润增速在“非典”期间明显上升。

◆**第三轮利润周期驱动力以出口为主。**主要原因在于中国2001年底加入WTO之后，面对广阔的国际市场产生的巨大外需，工业利润全面上升，包括机械设备制造、纺织服装、家电制造、计算机制造等行业的利润对整体工业利润的贡献持续稳定。

◆**第四轮-五轮利润周期是政策刺激的结果，主要受益的是与投资相关的周期品行业。**“次贷危机”后中国“四万亿”投资带动了基建和地产投资，导致其上下游行业受益较大，交通运输设备、煤炭开采、石油开采、化学制品是主要的受益行业。第五轮利润周期主要是地产政策驱动，受益行业仍是周期行业，同时随着“次贷危机”的影响减弱，出口反弹，纺织、纺织服装、计算机通信制造等出口行业的贡献也上升。

◆**第六轮利润周期受益于供给侧改革，受益行业是周期类行业。**“四万亿”刺激后，周期类行业产能过剩，2015年开启供给侧结构性改革，叠加2015年的地产“去库存”政策，煤炭、钢铁等周期品价格上升。2019年全年工业利润增速同比下降3.3%，主要拖累行业是煤炭、钢铁、化工等周期类行业，需求端投资下滑和中美贸易摩擦都拖累利润增速。在供给侧改革趋于稳定情况下，周期品价格亦趋于稳定，导致总体工业利润下滑。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

zhangwenlang@ebcn.com

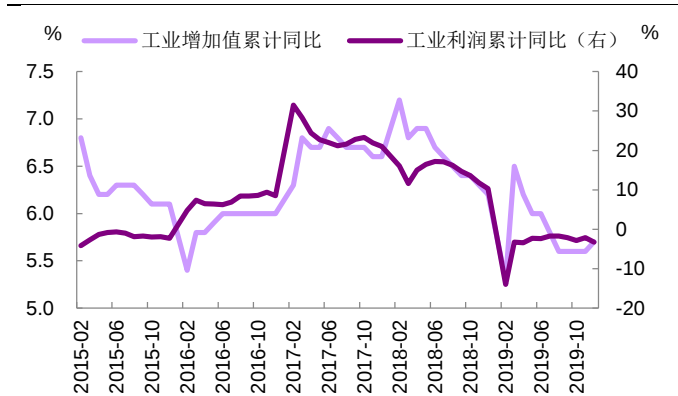
郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)

010-56513153

guoyb@ebcn.com

四年一轮的工业利润周期并没有在 2019 年到来。从量上来看，受中美贸易摩擦和内需（投资、消费）弱化影响，工业生产在 2019 年继续放缓，对工业利润形成拖累（图 1）。从价上来看，2019 年 PPI 继续回落，接近年底受基数和终端需求略有改善影响，PPI 降幅收窄（图 2）。

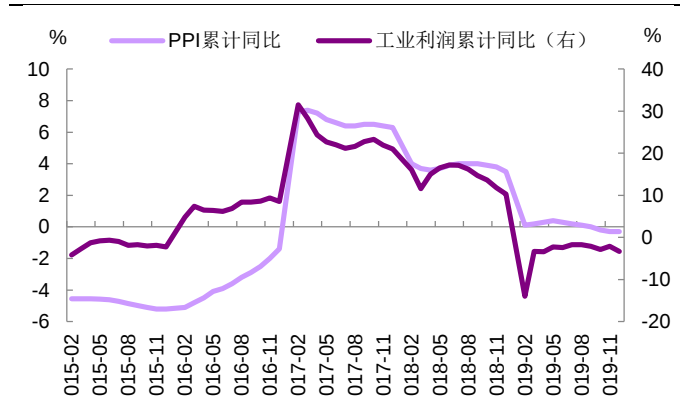
图 1：工业利润与工业增加值



资料来源：Wind

数据截至 2019 年 12 月

图 2：工业利润与 PPI

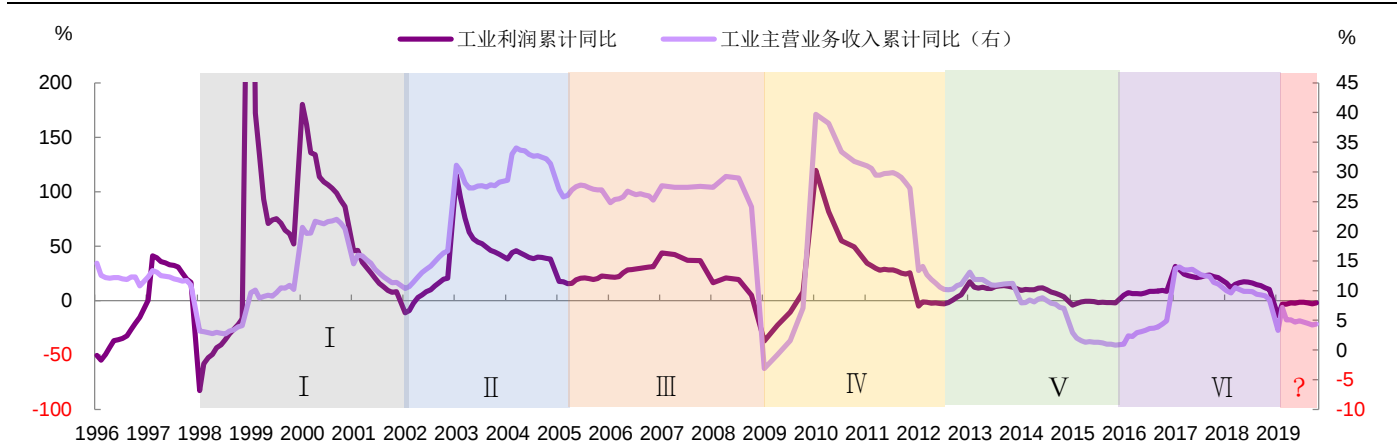


资料来源：Wind

数据截至 2019 年 12 月

从 1998 年开始，按照从工业利润增长从波谷-波峰-波谷计算，我国一共经历了六轮利润周期，与前四轮利润周期的高点相比，最近两轮利润周期高点都较低（图 3，表 1）。那么，历史上这 6 轮利润周期是如何演变的？每次驱动因素是什么？对未来有何借鉴意义？

图 3：工业利润增长的六轮周期



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 1：工业利润增长的 6 轮周期

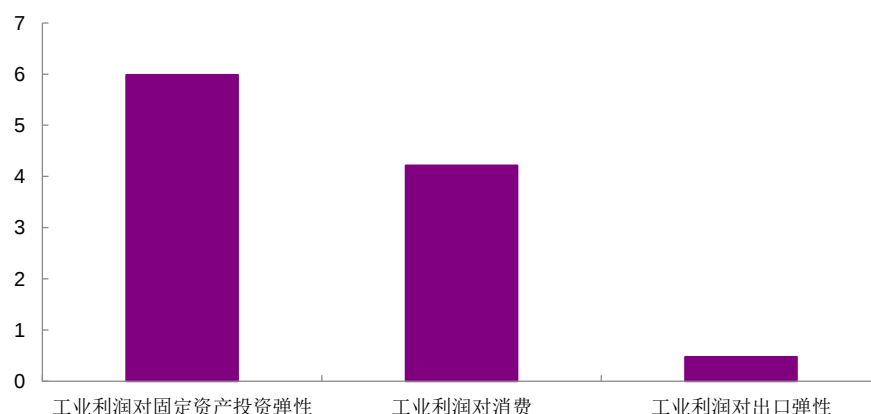
利润周期	时间	周期长度	上升长度	下降长度
第一轮	199802-200202	49 个月	24 个月 (前 12 个月为负增长)	25 个月 (最后 2 个月负增长)
第二轮	200203-200504	38 个月	12 个月 (前 2 个月负增长)	26 个月 (无负增长月份)
第三轮	200505-200902	46 个月	24 个月 (无负增长月份)	22 个月 (最后 2 个月负增长)
第四轮	200903-201202	36 个月	12 个月 (前 6 个月为负增长)	24 个月 (后 2 个月为负增长)
第五轮	201203-201502	36 个月	12 个月 (前 7 个月为负增长)	24 个月 (后两个月为负增长)
第六轮	201503-201902	48 个月	24 个月 (前 12 个月为负增长)	24 个月 (后 2 个月为负增长)
第七轮	是否开启不确定	——	——	——

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

第一轮利润周期：周期行业主导

在第一轮工业利润周期中，消费对于工业利润的刺激作用比较明显，其次是投资，最后是出口行业。原因可能在于中国当时还未加入 WTO，出口作用还未显现（图 4）。

图 4：第一轮周期中利润对消费、投资、出口的弹性



资料来源：Wind，光大证券研究所计算

第一轮利润周期是 1998 年 2 月至 2002 年 2 月，其上升时间是 24 个月，持续的增长阶段有 36 个月。从行业来看，周期类行业是拉动利润增长的主要行业，2000 年全国工业利润同比增速 86.2%，其中石油天然气开采拉动工业利润的增长了 34.28%，全体周期类行业拉动了 52.7%，贡献率达到 61.1%，主要包括石油开采、黑色冶炼、化学原料加工等；直接消费类行业拉动了 8.5%，出口较多的行业拉动了 12.7%。直接消费类行业中贡献利润较多的行业包括农副食品加工、电器制造、汽车制造和医药制造，而出口相关行业贡献利润较多的包括计算机软件制造、纺织业和纺织服装业，当然出口和消费行业很难严格区分，生产的部分产品出口，部分用于消费。

表 2：第一轮利润周期主要拉动行业

行业名称		1998	1999	2000	2001
总体工业利润增速		-17.0%	52.0%	86.2%	8.1%
消费行业	农副食品加工	——	——	2.4%	0.4%
	电器机械及器材制造	——	——	2.3%	0.9%
	汽车制造	——	——	2.2%	1.5%
	医药制造	——	——	1.6%	0.5%
周期行业	石油天然气开采	——	——	34.3%	-2.3%
	黑色冶炼及压延加工	——	——	4.7%	0.8%
	化学原料及化学制品制造	——	——	3.0%	0.2%
	铁路船舶航空航天和其他运输设备制造	——	——	2.7%	1.7%
	非金属矿物加工	——	——	2.6%	0.5%
	有色金属冶炼和压延	——	——	1.6%	0.2%
	通用设备制造	——	——	1.5%	0.4%
	石油、煤炭及其他燃料加工	——	——	1.2%	-1.2%
	化学纤维制造	——	——	1.1%	-0.7%
出口行业	计算机、通信和其他电子设备制造	——	——	7.5%	0.1%
	纺织业	——	——	4.1%	-0.1%
	纺织服装、服饰行业	——	——	1.1%	0.3%
公用事业	电力、热力的生产和供应业	——	——	4.6%	1.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所计算

注：第一行为总体工业利润增速，后面消费行业、周期行业、出口行业是对总体利润增速的拉动

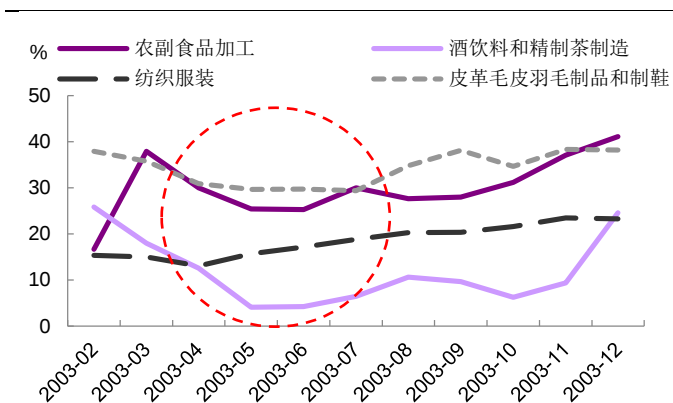
注：表中 2000 年利润拉动进行排序，表中只列出了对总体工业利润拉动较大的行业。

1997 年亚洲金融危机后，中国政府采取了一系列的刺激政策，主要是增发长期建设国债，支持重大基础设施建设，对稳定经济发挥了重要作用。在刺激政策下，基建投资、地产投资均保持快速增长，对周期类行业形成拉动，采掘业、中游石油炼焦、化学纤维制造、化学原料制品、非金属矿物制造、黑色和有色冶炼压延、通用设备制造业、专用设备制造等行业利润快速增长，成为驱动本轮利润周期的主要动力。2001 年，国内外需求下降，石油天然气开采行业利润大幅下降就体现和内需的下降，但消费类需求相对稳定。

第二轮利润周期：“非典”扰动

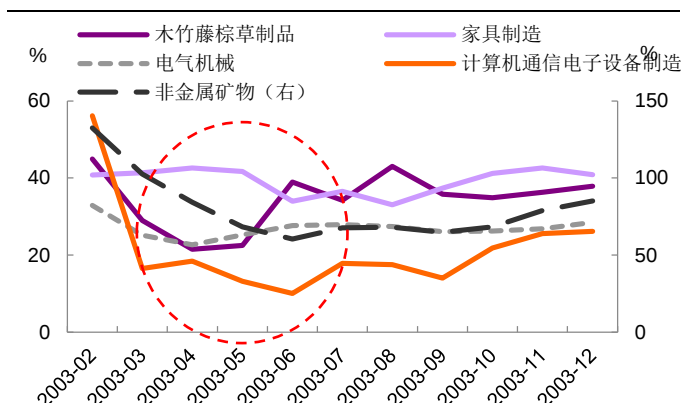
第二轮的利润周期是 2002 年的 3 月至 2005 年的 4 月，在此期间 2003 年 4-6 月工业利润经历了“非典”疫情，但“非典”疫情对工业利润的影响有限。2003 年工业利润的增速尽管从 4 月的 75.8% 下降到 6 月的 56.7%，但与 2002 年同期的基数有较大的关系。从行业来看，农副食品加工、酒饮料和茶制品、纺织服装、皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋业、木材加工及木竹藤棕草制品业、家具制造、非金属矿物、电气机械及器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业等 9 个终端消费品行业在 2003 年 4-6 月份有较为明显的利润下滑，但之后月份利润增长有明显的抬升，表明上述行业受到了“非典”疫情的影响，但全年来看影响不大。

图 5：受“非典”疫情冲击的行业（1）



资料来源：Wind，光大证券研究所

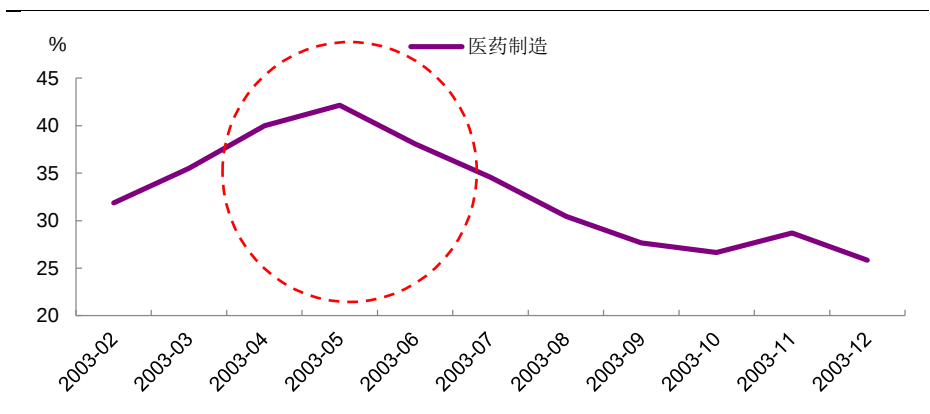
图 6：受“非典”疫情冲击的行业（2）



资料来源：Wind，光大证券研究所

2003 年“非典”疫情期间工业利润增长有明显反弹的行业是医药制造。

图 7：“非典”疫情期间医药制造利润增长反弹



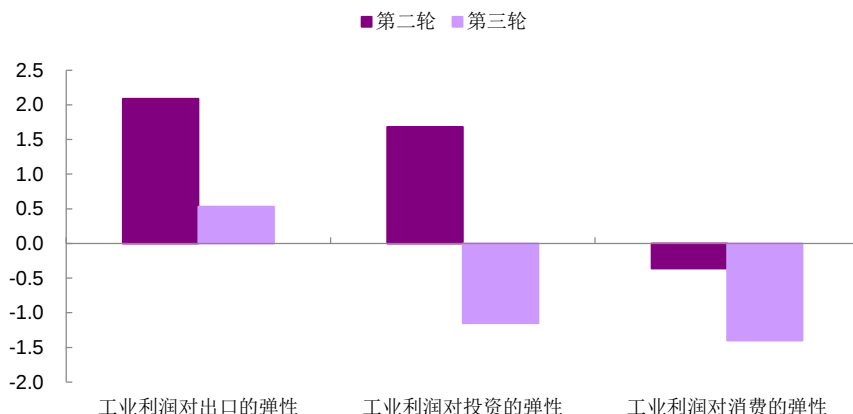
资料来源：Wind，光大证券研究所

第三轮利润周期：出口主导

第三轮利润周期是从 2005 年 5 月到 2009 年的 2 月，持续了 46 个月。实际上，从利润增长的角度来看，第二轮和第三轮利润周期，没有明显的波谷界限，因此可以将第二轮和第三轮放在一起进行分析。

从第二、三轮利润周期中利润增长对投资、消费、出口增长的弹性来看，利润对出口的增长弹性为正，说明出口对利润增长有明显的贡献，但第二轮利润对出口的弹性明显大于第三轮，说明出口对利润增长的贡献在减弱；从利润对投资的弹性来看，第二轮为正，第三轮为负，表明投资对利润贡献也在减弱；从利润对消费的弹性来看，第二轮和第三轮的贡献均为负，表明消费对利润的贡献并不明显（图 5）。

图 8：第二、三轮利润周期中工业利润对消费、投资、出口的弹性



资料来源：Wind，光大证券研究所计算

从 2002 年到 2007 年,工业利润的同比增速一直处在很高的增长水平,这六年时间,平均增速高达 32%。从行业来看,拉动利润增长的主要行业分布比较均匀,消费行业主要以汽车制造业为主,2002 年和 2003 年分别提供了 3.5%和 4.1%的增速,这主要是由于内需的增长所致。周期性行业内,石油开采、煤炭开采、黑色、化学制品等周期类行业受政策影响呈现周期变化。而主要的出口行业在此阶段对利润的贡献呈现相对平稳的态势(表 3)。2008 年受美国金融危机的影响,外需和内需双重减弱,导致整个工业利润库快速下降,从周期性行业的利润增速全面减弱就可以看出这一点。

自从中国 2001 年底加入 WTO 之后,面对广阔的国际市场产生的巨大外需,整个行业的工业利润全面上升,包括机械设备制造、纺织服装、家电制造、计算机制造等行业的利润对整体工业利润的贡献持续稳定。

2002 年我国继续实施了以增发国债、扩大公共投资为主的扩张型财政政策,促进了基础设施项目和基本建设投资的快速增长,进而拉动相关产业的迅速增长。本轮增长的主要行业还是上中游行业,煤炭采选业,造纸及纸制品业,化学原料及化学制品制造业,化学纤维制造业,橡胶制品业,塑料制品业,非金属矿物制造业,黑色金属冶炼及压延加工业,金属制品业,普通机械制造业,专用设备制造业,交通运输设备制造业等。同时在 2003 年后我国加快了商品房改革,促进了房地产市场的发展,也促进了家具制造、木材加工等行业利润的增长。

2004 年-2005 年,由于经济过热,中央由积极的财政政策转为稳健的财政政策,货币政策也偏向紧缩,抑制了部分中上游行业的利润增长。但外需的快速增长,继续接力盈利周期。

表 3：第二、三轮利润周期主要拉动行业

行业名称		第二轮			第三轮			
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
总体工业利润增速		20.6%	42.7%	38.1%	22.6%	31.0%	36.7%	4.9%
主要消费行业	农副食品加工业	0.5%	0.7%	0.8%	1.2%	1.0%	1.3%	0.5%
	食品制造业	0.2%	0.5%	0.3%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
	医药制造业	0.7%	0.9%	0.3%	0.5%	0.2%	0.9%	0.6%
	造纸及纸制品业	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.2%
	酒、饮料和精制茶制造业	0.2%	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.3%
	烟草制品业	0.7%	0.9%	1.2%	0.4%	0.3%	0.9%	0.4%
	家具制造业	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
	汽车制造	3.5%	4.1%	-0.4%	-1.4%	1.6%	2.4%	0.5%
周期行业	石油和天然气开采业	-1.1%	5.0%	6.6%	9.5%	4.8%	-0.9%	4.8%
	煤炭开采和洗选业	0.8%	0.8%	2.1%	2.0%	0.8%	1.5%	4.5%
	有色金属冶炼及压延加工	0.1%	1.1%	1.6%	1.2%	2.9%	1.1%	-1.2%
	化学原料及化学制品制造	1.8%	2.9%	4.8%	1.1%	0.9%	2.8%	0.0%
	有色金属矿采选业	0.0%	0.3%	0.7%	0.7%	1.1%	0.6%	-0.3%
	金属制品业	0.6%	0.5%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
	黑色金属矿采选业	0.1%	0.2%	0.8%	0.4%	0.2%	0.7%	1.1%
	非金属矿采选业	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%
	黑色金属冶炼及压延加工业	1.6%	4.7%	5.4%	0.0%	2.1%	3.1%	-1.0%
	化学纤维制造业	0.1%	0.4%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.4%	-0.4%
	铁路船舶航空航天和其他运输设备制造	4.5%	0.0%	-0.9%	2.2%	3.3%	1.1%	3.7%
	石油、煤炭及其他燃料加工业	1.4%	1.1%	1.8%	-3.4%	-1.2%	3.6%	-5.9%
主要出口行业	通用设备制造业	1.2%	1.6%	1.6%	1.4%	1.5%	1.5%	0.8%
	纺织业	1.0%	0.9%	0.4%	1.2%	0.8%	0.8%	0.2%
	电气机械及器材制造业	0.7%	1.6%	1.4%	1.1%	1.3%	1.7%	1.0%
	专用设备制造业	0.7%	0.7%	0.6%	0.8%	1.0%	1.4%	0.3%
	仪器仪表制造业	0.2%	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%
	计算机、通信和其他电子设备制造	-0.2%	2.1%	2.8%	0.4%	1.4%	1.1%	0.3%
	纺织服装、服饰业	0.1%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.3%	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%
公用事业	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	0.3%	2.4%	0.6%	2.7%	3.0%	2.8%	-5.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所计算

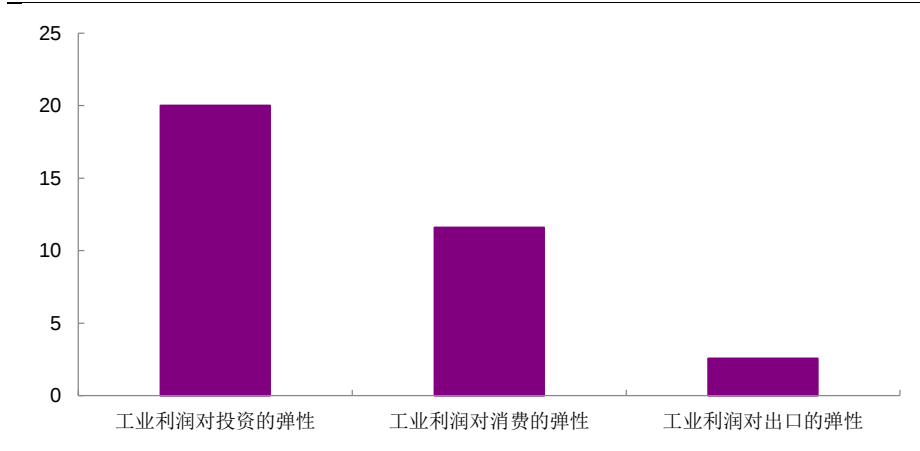
注：第一行为总体工业利润增速，后面消费行业、周期行业、出口行业是对总体利润增速的拉动。

注：表中 2005 年利润拉动进行排序，表中只列出了对总体工业利润拉动较大的行业。

第四轮利润周期：“四万亿”刺激的结果

第四轮工业利润周期从 2009 年的 3 月到 2012 年的 2 月，从本轮利润周期来看，投资对工业利润的贡献最大，其次是消费，最后是出口。

图 9：第四轮利润周期工业利润对消费、投资、出口的弹性



资料来源：Wind，光大证券研究所计算

从行业来看，周期类行业是第四轮利润周期的主要驱动因素，其中交通运输设备、煤炭开采、石油开采、化学制品是主要的驱动力量；消费行业中主要是汽车行业驱动；出口行业贡献有限。2008 年国际金融危机后，出口行业受到重创，同时由于出口下滑导致国内投资需求不足，导致周期行业和出口行业在 2009 年工业利润快速下滑。因此，我国采取了“积极的财政政策”和“宽松的货币政策”，开启了“四万亿”投资，促进了基建投资和房地产市场的发展。导致上游采掘业、黑色和有色冶炼、非金属矿物、专用设备、通用设备等行业利润快速增长，同时家具制造、木材加工等行业的利润也呈现快速增长。汽车制造业也随收入增长和地产行业发展利润快速增长。

表 4：第四轮利润周期主要拉动行业

行业名称		2009	2010	2011
总体工业利润增速		7.8%	49.4%	24.4%
消费行业	汽车制造	2.2%	4.6%	1.1%
	农副食品加工业	0.7%	1.6%	1.5%
	医药制造业	0.6%	0.9%	0.7%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业		2.5%	5.2%	1.5%
煤炭开采和洗选业		-0.6%	3.9%	2.9%

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7465

