财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

修复动能进一步增强，利润累计增速首次转正

——2020 年 1-10 月工业企业利润数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 2020 年 1-10 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 0.7%，累计增速年内首次由负转正，较 1-9 月大幅提高 3.1 个百分点。10 月当月，规上工业企业利润增长 28.2%，增速比 9 月份加快 18.1 个百分点，连续五个月双位数增长。
- **低基数效应、投资收益高增和需求改善，共致利润增速大幅跳升。**10 月工业利润超预期跳升，原因主要有三：一是去年同期基数较低，有利于今年同比增速的提高。二是工业企业投资收益增加较多对利润的拉动作用突出，预计本月投资收益增速仍在 20%以上。三是从“量、价、成本”三因素框架看，受益国内经济继续复苏、供需互动性加强，工业产品量、价、成本均继续改善也对利润高增形成有力支撑。如10月份生产资料PPI降幅较上月继续收窄，工业增加值和营收增速也均维持高位，同时企业成本费用压力持续缓解，工业企业营收与营业成本增速差已连续六个月回升。值得注意的是，剔除基数和投资收益等短期非经营性影响因素后，10 月份利润增速与上月（10.1%）大体相当，表明企业利润修复仅为稳健，并未出现过热。
- **分行业看，下游需求改善带动上游利润加速修复，新旧动能转换继续加快。**一是受益于国内外需求回暖和大宗商品价格回升，10 月上游采矿业利润降幅较上月大幅收窄 20 个百分点以上。二是下游需求改善对上游利润的带动作用继续增强，1-10 月份上游原材料制造业利润同比下降 6.0%，降幅比 1-9 月份大幅收窄 9.1 个百分点，边际改善力度最为明显，同期中游和下游利润也继续修复，中游装备制造业仍是全年工业利润增长最大贡献板块。三是疫后国内经济结构调整持续加快，1-10 月份高技术制造业累计利润增速为 10.7%，高于同期整体工业 10 个百分点。
- **宽货币放缓叠加资产增速回升，共致企业杠杆率继续回落。**10 月末，工业企业资产负债率为 56.6%，较上月降低 0.1 个百分点，企业加杠杆步伐继续放缓。其中，受益企业生产经营改善，工业企业资产增速连续 7 个月回升，是杠杆率放缓的重要原因；同时国内宽货币放缓，企业负债提升速度减慢，工业负债增速连续 5 个月低于资产增速，也有利于杠杆率趋稳。分企业类型看，国企、私企、外企加杠杆步伐均有所放缓，其中，前两者资产与负债增速均双双回落，表明宽货币放缓是其减少资本开支的主因；外企受益人民币资产回升和扶持政策显效，资产和负债增速延续抬升趋势，本月杠杆率虽环比回落，但较去年同期仍提高 0.5 个百分点。
- **需求超预期改善是库存增速转降主因。**10 月工业企业产成品存货累计同比增长 6.9%，较 9 月回落 1.3 个百分点。工业库存增速由升转降，或主因需求回暖下产品加快消耗，企业补库速度偏慢，如 10 月份 PMI 产成品库存和原材料库存指数，分别较上月回落 3.5 和回落 0.5 个百分点，前者回落幅度明显更多，反映出产成品库存下降速度要快于上游补库速度；同时分上中下游看，下游消费制造业库存增速下降更多，也显示需求改善带动企业库存进一步去化。预计随着需求持续改善，未来企业库存增速有望重回升势。

财信研究院
宏观团队

胡文艳
宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwenyan21@126.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、低基数效应、投资收益高增和需求改善，共致利润增速大幅跳升 3
（一）受益国内外需求继续渐进修复，工业品价格降幅继续收窄 3
（二）国内三大需求指标均明显改善，带动工业产销维持高位 3
（三）受益惠企政策显效和产销加快，企业成本费用压力持续缓解 4
（四）企业投资收益持续高增对利润修复的助推作用明显 4
二、下游需求改善带动上游利润加速修复，新旧动能转换继续加快 4
三、宽货币放缓叠加资产增速回升，共致企业杠杆率继续回落 6
四、需求超预期改善是库存增速转降主因 7

正文：

一、低基数效应、投资收益高增和需求改善，共致利润增速大幅跳升

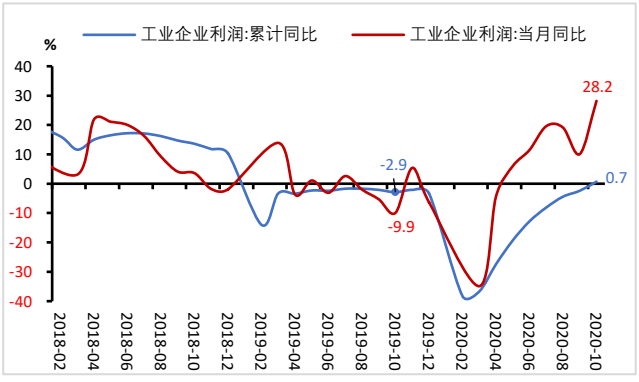
1-10 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 50124.2 亿元，同比增长 0.7%，累计增速年内首次由负转正，较 1-9 月大幅提高 3.1 个百分点。其中，10 月当月规上工业企业利润增长 28.2%，增速比 9 月份加快 18.1 个百分点，连续五个月保持双位数增长（见图 1），恢复持续超出市场预期。

10 月工业利润超预期跳升，原因主要有三：一是去年同期基数较低，如去年 10 月规上企业利润增速为-9.9%，为去年最低值，有利于今年同比增速的提高；二是工业企业投资收益增加较多对利润的拉动作用突出；三是从“量、价、成本”三因素框架看，受益国内经济继续复苏、供需互动性加强，工业产品价格稳中略升、产销维持高位、企业成本改善，均继续对工业利润高增形成支撑。值得注意的是，前两者均为短期非经营性影响因素，若剔除其影响后，10 月份利润增速与上月（10.1%）大体相当，表明企业利润修复仅为稳健，暂时无法判定经济已明显过热。具体来看：

（一）受益国内外需求继续渐进修复，工业品价格降幅继续收窄

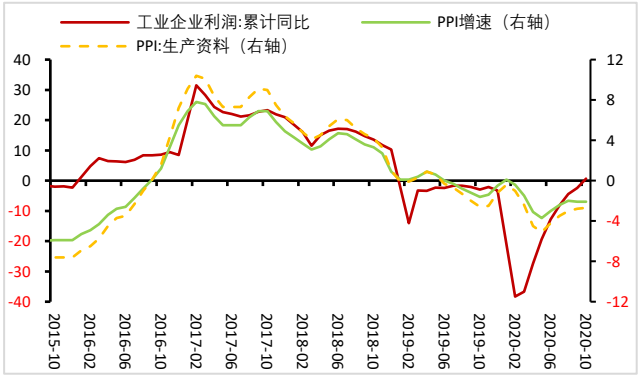
10 月份，国内工业生产者出厂价格指数（PPI）和生产资料价格指数分别下降 2.1%和 2.7%（见图 2），降幅较 9 月分别持平和收窄 0.1 个百分点。从历史经验看，PPI 尤其是生产资料 PPI 与工业企业利润增速具有很强的同步性，其降幅收窄，对利润改善形成一定支撑。近期美欧疫情虽再度加重，但得益于抗疫经验的积累，疫情封锁主要对各国服务业形成一定冲击，制造业受到的影响较小，仍在继续稳定修复，如 10 月份美、欧制造业 PMI 分别为 59.3 和 54.8，均处于荣枯线上方，较上月分别大幅提高 3.9 和 1.1 个百分点。因此，预计随着国内外投资、消费需求继续修复，全球定价的工业品价格有望持续回暖，对企业利润回升提供支撑。

图 1：10 月工业企业利润增速大幅跳升



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：工业企业利润增速与 PPI 增影响较大



资料来源：WIND，财信研究院

（二）国内三大需求指标均明显改善，带动工业产销维持高位

10 月份，国内出口、消费、投资三大需求指标均明显改善，带动工业产销继续维持

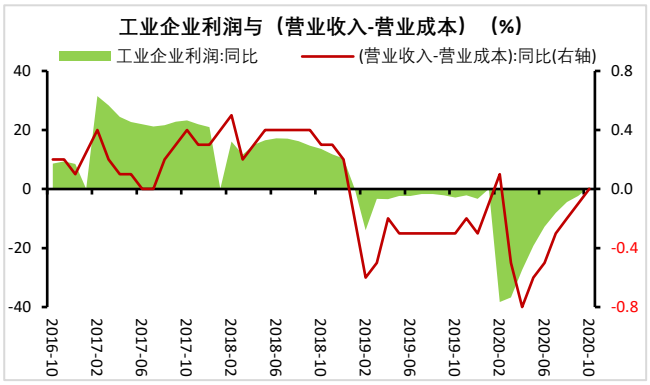
高位，扩大了企业盈利空间，对利润增长形成支撑。如生产端，10 月份规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速与 9 月份持平，已连续三个月高于去年同期值；销售端，工业企业营业收入同比增长 7%，增速较 9 月份继续加快 0.5 个百分点，刷新年内新高。

（三）受益惠企政策显效和产销加快，企业成本费用压力持续缓解

从百元营收成本看，减税降费、金融让利等惠企政策成效显现，叠加产品销售加快有利于摊薄单位产品成本，工业企业成本与费用均持续下降。如 1-10 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.18 元，已低于去年同期值 0.1 元，连续 6 个月环比下降；每百元营业收入中的费用为 8.93 元，较上月也降低 0.01 元。

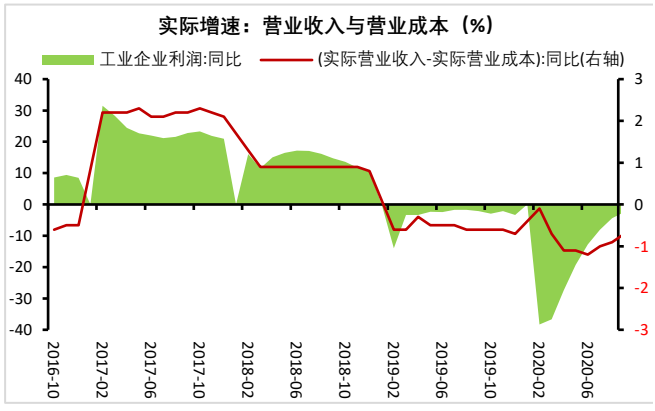
从营收与营业成本增速差看，1-10 月份工业企业名义营收与营业成本增速差为 0.0%，为年内首次转正，较 1-9 月提高 0.1 个百分点，连续 6 个月改善，表明企业成本端压力明显缓解（见图 3），企业盈利状况持续好转。进一步剔除价格因素，观察工业企业实际营收与营业成本增速差，发现 1-10 月份该差额为-0.6%，较 1-9 月也提高了 0.1 个百分点，连续 4 个月回升（见图 4）。

图 3：企业利润增速与（营业务收入-成本）增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：企业利润增速与实际（营业务收入-成本）增速



资料来源：WIND，财信研究院

（四）企业投资收益持续高增对利润修复的助推作用明显

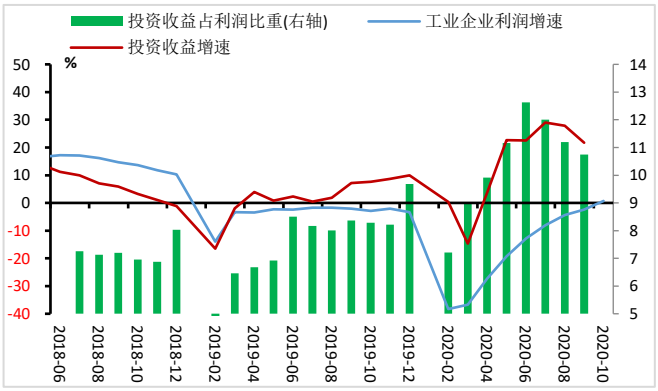
受益全球流动性宽松，企业融资便利性大幅提升，叠加年内资本市场行情向好，企业投资收益大幅增加，也对利润修复起到了较强的助推作用。如 2020 年 1-9 月份规模以上工业企业投资收益增速为 21.7%，高出同期工业企业利润增速 20 个百分点以上，占工业利润的比重较去年同期提高约 2.4 个百分点（见图 5）。10 月份投资收益数据暂未公布，但根据统计局表态，预计对工业企业利润的支撑力度不减，增速大概率仍保持在 20 以上高位。

二、下游需求改善带动上游利润加速修复，新旧动能转换继续加快

分三大门类看，上游采矿业利润边际明显修复，制造业和电力热力燃气及水的生产供应业延续回升态势。如受益于国内外需求回暖和大宗商品价格回升，10 月当月采矿业利润同比下降 7.9%，降幅较 9 月份大幅收窄 20 个百分点以上；同时制造业和电力热

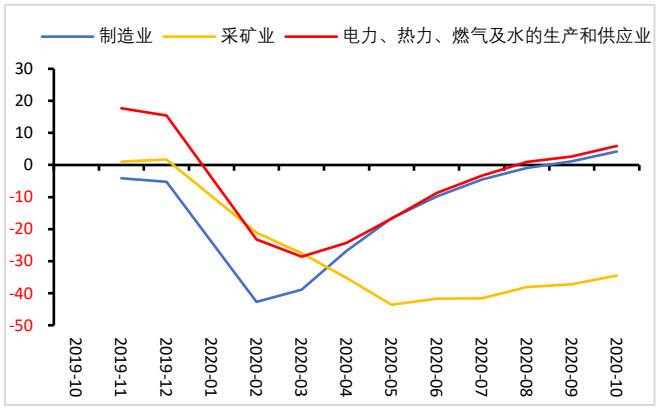
力燃气及水的生产供应业利润也继续回升，1-10 月份两者利润增速分别为 4.2%和 5.9%，较 1-9 月份分别提高 3.1 和 3.3 个百分点（见图 6）。

图 5：工业企业投资收益持续保持高增



资料来源：WIND，财信研究院

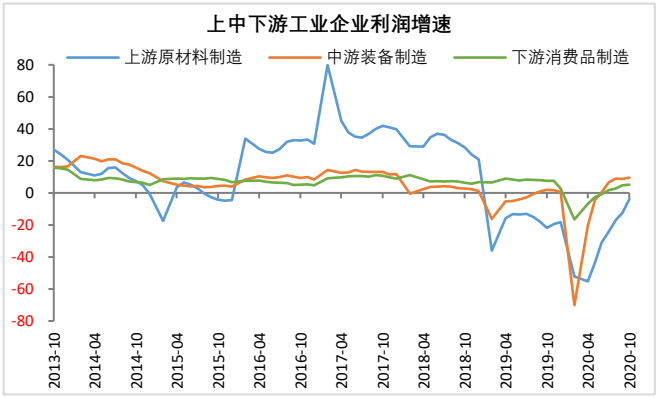
图 6：采矿业、制造业和电力行业利润均改善



资料来源：WIND，财信研究院

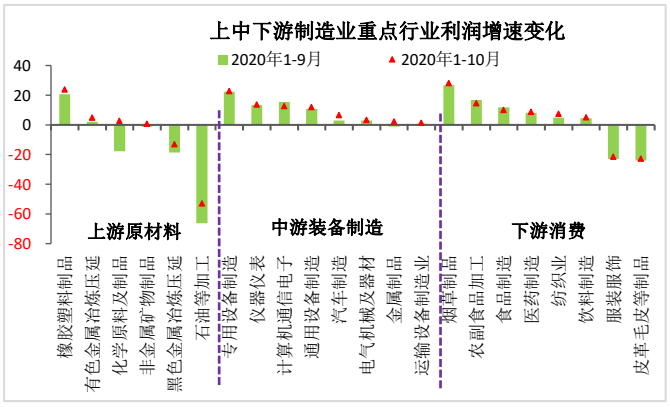
分制造业上中下游行业看，上游利润边际改善最为明显，中游利润贡献最大，下游利润持续修复。如受益于下游需求改善和大宗商品价格回升，1-10 月份上游原材料制造业利润同比下降 6.0%，降幅比 1-9 月份大幅收窄 9.1 个百分点；同期，在政策扶持显效、出口需求向好和国内消费升级需求改善支撑下，中游装备制造业同比增长 9.6%，增速比 1-9 月份加快 0.8 个百分点，累计拉动规模以上工业利润同比增长 3.2 个百分点，是对工业利润增长贡献最大的板块；此外，受益需求改善，消费品制造业利润同比增长 4.8%，增速比 1-9 月份也加快 0.4 个百分点（见图 7）。具体分行业看，上游所有主要行业利润均明显改善，其中化工、石油行业改善幅度相对更大，累计增速较上月均提高 10 个百分点以上；中游通用、专用设备和计算机电子制造业延续双位数增长，汽车制造业利润也继续加快；下游饮料、纺织、医药等行业利润均较上月有所加快（见图 8）。

图 7：制造业上中下游利润增速变化



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：制造业上中下游重点行业利润增速变化

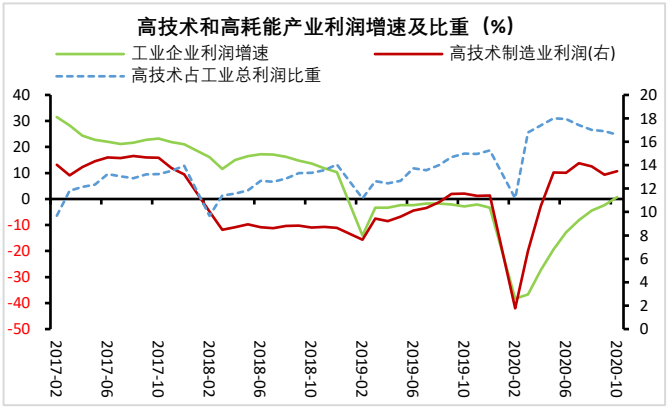


资料来源：WIND，财信研究院

高技术制造业利润持续高增长，新旧动能转换加快。根据我们的统计数据，1-10 月份高技术制造业累计利润增速为 10.7%，较 1-9 月提高 1.4 个百分点，高于同期全部工业 10 个百分点，表明疫后我国经济结构调整明显加快（见图 9）。此外，从利润占比看，1-10 月份高技术制造业利润在工业利润的比重为 16.6%，较去年同期提高 1.6 个百

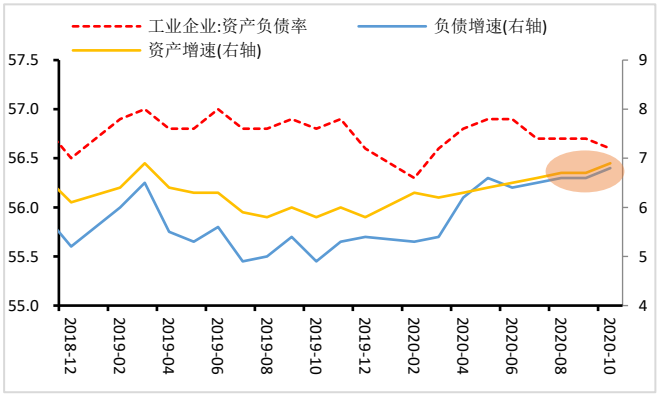
分点，也反映出国内新动能的力量不断增强。预计在政策大力支持和国内供给侧改革、消费升级大趋势下，经济结构转型升级已步入加速期。

图 9：高技术制造业利润增速仍大幅高于工业



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：企业加杠杆步伐趋缓



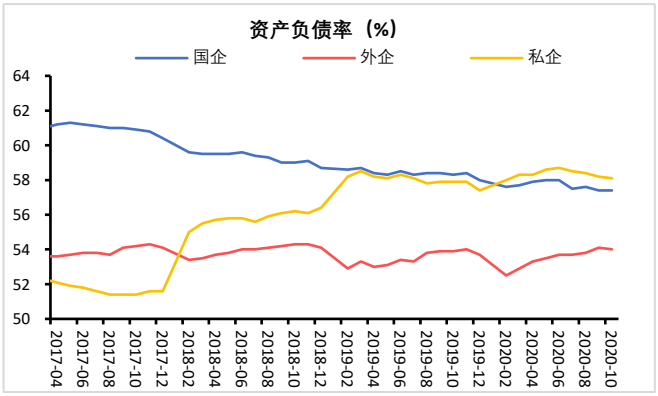
资料来源：WIND，财信研究院

注：其中高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致

三、宽货币放缓叠加资产增速回升，共致企业杠杆率继续回落

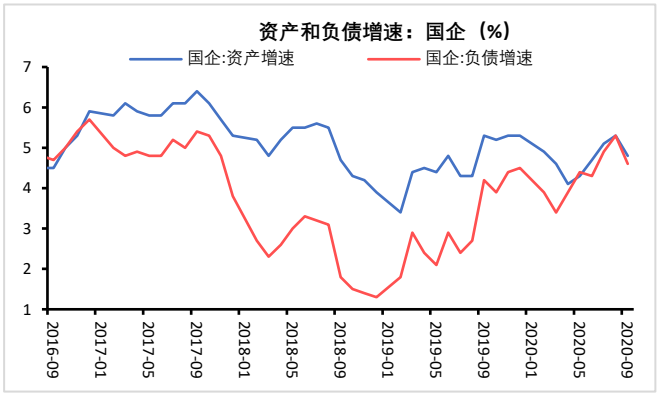
10 月末，工业企业资产负债率为 56.6%，较上月降低 0.1 个百分点，企业加杠杆步伐继续放缓。一方面，经济持续向好，企业生产经营改善，带动资产增速回升，是杠杆率放缓的重要原因，如截止 10 月末，工业企业资产增速已连续 7 个月回升，且工业资产增速已连续 5 个月高于负债增速（见图 10）。另一方面，受国内宽货币节奏放缓影响，企业负债增速提高速度减慢，整体也有利于杠杆率趋稳。

图 11：三部门杠杆率均缓慢回落



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：国企资产负债增速均回落

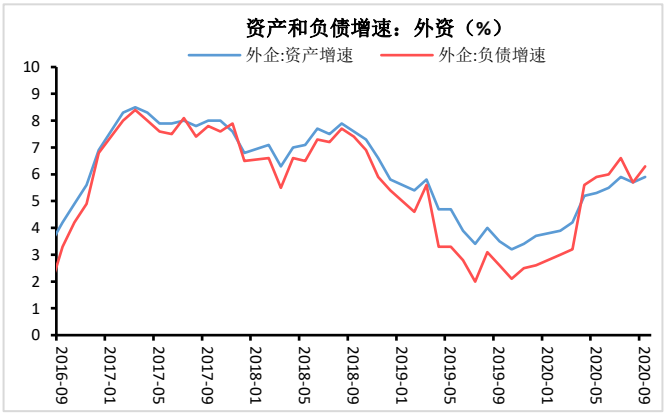


资料来源：WIND，财信研究院

分企业类型看，10 月末国企、私企和外企资产负债率分别为 57.4%、58.1%和 54.0%，较 9 月末分别持平、降低 0.1 和降低 0.1 个百分点，三大部门加杠杆步伐均趋于放缓（见图 11）。具体从各部门资产负债增速看，国企、私企加杠杆步伐放缓都有宽货币力度减弱的影子，因为在两者利润持续回升的背景下，其资产和负债增速均明显回落（见图 12 和图 14），表明外部融资因素或是企业减少资本开支的主因；同期，受益人民币资产和国内市场吸引力提升，叠加稳外资稳外贸政策继续发挥积极效用，外企资产和负债增速

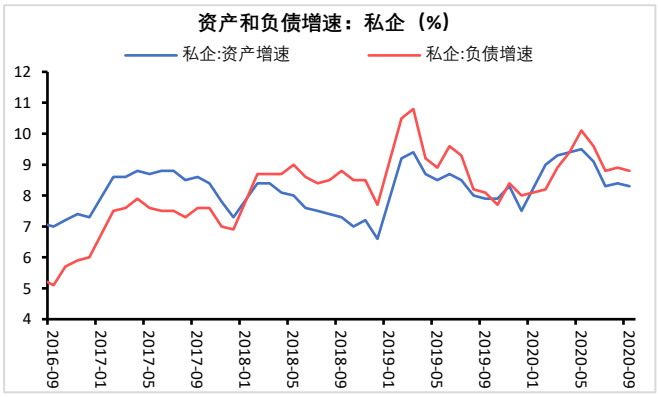
延续抬升趋势（见图 13），其杠杆率环比虽有所回落，但较去年同期仍提高 0.5 个百分点。

图 13：外企资产负债增速均延续回升态势



资料来源：WIND，财信研究院

图 14：私企资产与负债增速均明显回落



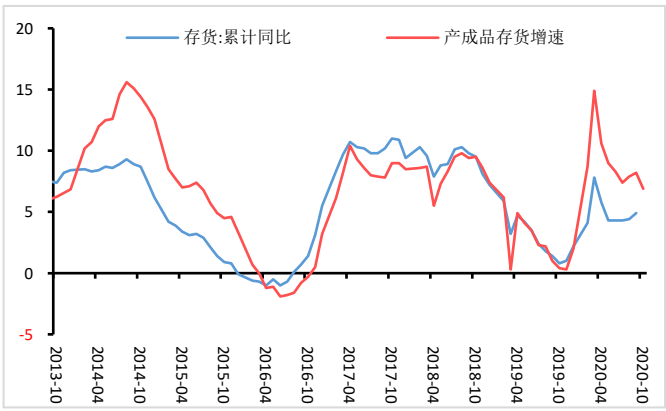
资料来源：WIND，财信研究院

四、需求超预期改善是库存增速转降主因

10 月份，工业企业产成品存货累计同比增长 6.9%，较 9 月份回落 1.3 个百分点（见图 15），累计库存增速由升转降，创下年内新低。库存回落或主因需求回暖下产品加快消耗，企业补库速度偏慢。如 10 月份 PMI 产成品库存和原材料库存指数，分别较上月回落 3.5 和回落 0.5 个百分点，前者回落幅度明显更多，反映出产成品库存下降速度要快于上游补库速度；此外，分制造业上中下游库存数据看，下游消费制造业库存增速下降更多，也表明补库速度赶不上需求回升力度是库存下降主因（见图 16）。

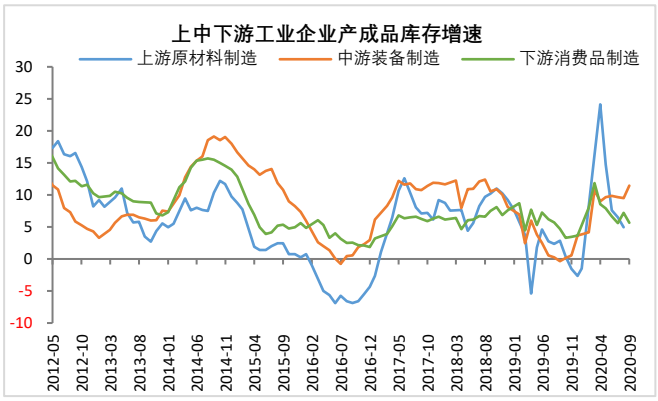
展望未来，预计企业补库速度将有所加快，库存增速有望重回升势。**一是**中游装备制造业库存维持高位，仍是支撑库存回升的主要贡献力量，如截止 9 月末，中游装备制造业产成品增速为 11.4%，较上月提高 1.9 个百分点（见图 16），高于全部工业 4.5 个百分点。**二是**中游企业补库会带动上游库存去化，叠加大宗商品价格回升，上游利润持续好转，上游企业补库意愿有望明显回升；**三是**下游消费需求继续边际改善和前期库存消耗，也会推动下游企业加入补库行业。

图 15：工业库存由升转降



资料来源：WIND，财信研究院

图 16：上中下游工业企业产成品库存增速



资料来源：WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。