宏观研究

中美库存周期出现了较大分化

——1-9 月工业企业利润点评

宏观数据点评 2020 年 10 月 28 日

报告摘要：

- **工业企业利润累计增速继续回升**

1—9 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 43665.0 亿元，同比下降 2.4%，降幅比 1—8 月份收窄 2.0 个百分点。9 月份，规模以上工业企业实现利润总额 6464.3 亿元，同比增长 10.1%，增速比 8 月份回落 9.0 个百分点。9 月工业利润单月增速略有回落主要是工业品价格变动引起的，9 月 PPI 跌幅扩大，油价下跌对工业品价格有一定冲击，导致部分工业品价格下降挤压了盈利空间。

- **需求回升带动库存回补**

9 月末，规模以上工业企业应收账款 16.24 万亿元，同比增长 14.3%；产成品存货 4.53 万亿元，增长 8.2%。从产成品存货来看，9 月产成品存货相较 8 月有所上行，由于需求端开始发力，库存有所回补。如果之后需求继续保持修复的趋势，预计补库存进程仍将继续。

- **中美库存周期出现了罕见的大分化**

由于全球化导致各国生产趋同，过去二十年中美无论是工业品价格还是库存周期很多时候走势较为接近，但今年疫情以来，中美库存周期走势明显分化。2-3 月份，由于疫情导致的经济封锁，中国先是进入被动补库存阶段，库存明显积压；4-8 月份，随着复工复产推进又进入去库存阶段；9 月份以来随着需求端发力，开启了主动补库存的进程。相比之下，美国则处于去库存周期，库存明显下降。为什么会这样呢？主要是中美纾困政策差异导致的，中国更注重优先复工复产，以此来保障经济平稳运行，而美国更注重财政救济，以此来维持消费。由于中国生产恢复快于消费恢复，美国消费恢复快于生产恢复，因此中国库存先升后降，而美国则持续处于去库存阶段。

- **风险提示**

海外疫情二次爆发，中美关系恶化，房地产政策收紧等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号： S0100119110016

电话： 010-85127665

邮箱： guyangkai@mszq.com

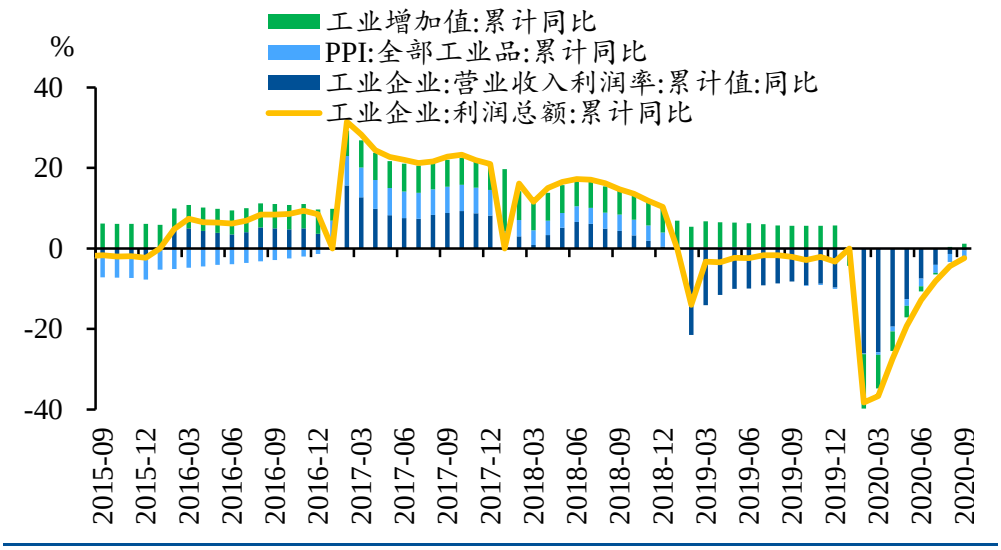
目录

一、工业企业利润累计增速继续回升.....3
二、中美库存周期出现了罕见的大分化.....6
三、中国经济有望一枝独秀.....8
四、风险提示.....8
插图目录.....9

一、工业企业利润累计增速继续回升

1-9 月工业企业利润增速继续回升。1—9 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 43665.0 亿元，同比下降 2.4%，降幅比 1—8 月份收窄 2.0 个百分点。9 月份，规模以上工业企业实现利润总额 6464.3 亿元，同比增长 10.1%，增速比 8 月份回落 9.0 个百分点。9 月工业利润单月增速略有回落主要是工业品价格变动引起的，9 月 PPI 跌幅扩大，油价下跌对工业品价格有一定冲击，导致部分工业品价格下降挤压了盈利空间。

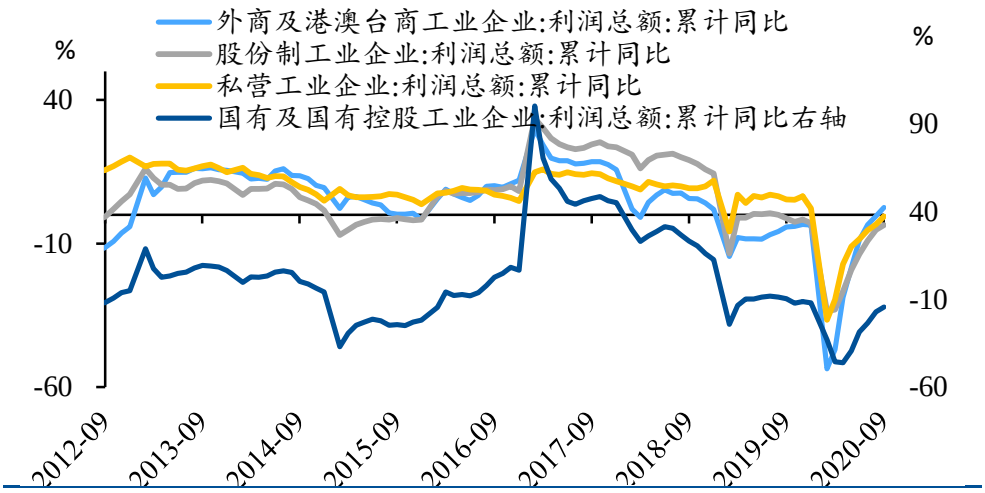
图 1:工业生产经营继续回暖



资料来源：Wind，民生证券研究院

民企工业利润修复较快。1—9 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 11303.1 亿元，同比下降 14.3%；股份制企业实现利润总额 30681.1 亿元，下降 3.6%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 12443.0 亿元，增长 2.6%；私营企业实现利润总额 12748.3 亿元，下降 0.5%。民企工业利润修复快于国企主要有两方面原因，一方面在于今年疫情以来货币政策对民企支持力度更高，充分降低了民企成本，而部分国企则要承担托底经济和让利的任务。另一方面原因在于国企主要分布在工业产业链中上游，海外经济衰退对资源品价格有很大冲击，而这影响到国企的利润。国企和民企利润修复的差距一定程度上反映了海外经济和中国经济修复的差异。

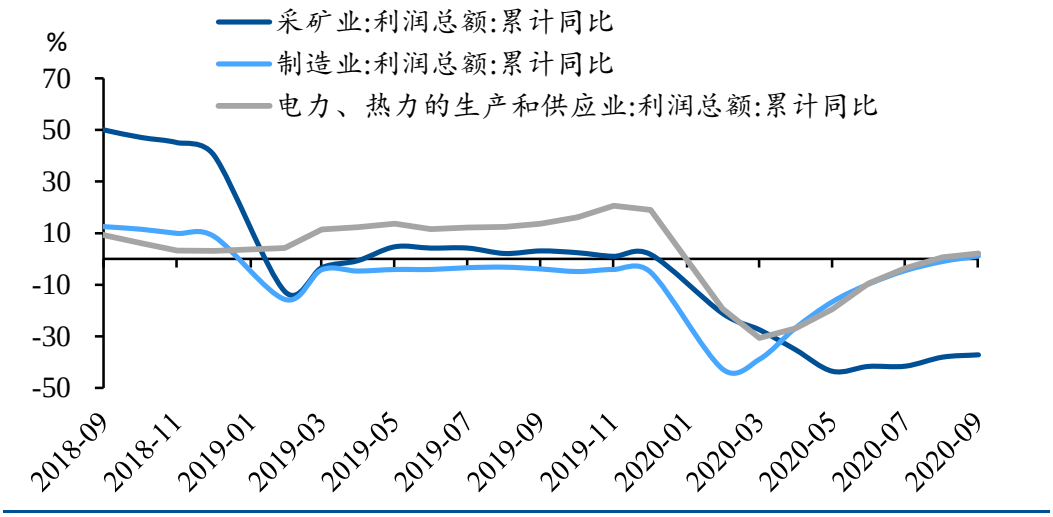
图 2:民企工业利润修复较快



资料来源：Wind，民生证券研究院

采矿业继续拖累工业利润修复。1—9 月份，在 41 个工业大类行业中，21 个行业利润总额同比增加，20 个行业减少。主要行业利润情况如下：专用设备制造业增长 22.3%，农副食品加工业增长 16.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 15.5%，通用设备制造业增长 10.7%，纺织业增长 4.8%，汽车制造业增长 3.0%，电气机械和器材制造业增长 2.9%，有色金属冶炼和压延加工业增长 2.1%，电力、热力生产和供应业增长 2.1%；石油和天然气开采业下降 70.2%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降 66.2%，煤炭开采和洗选业下降 30.1%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 18.7%，化学原料和化学制品制造业下降 17.7%，非金属矿物制品业下降 1.3%。

图 3:采矿业工业企业利润修复较慢

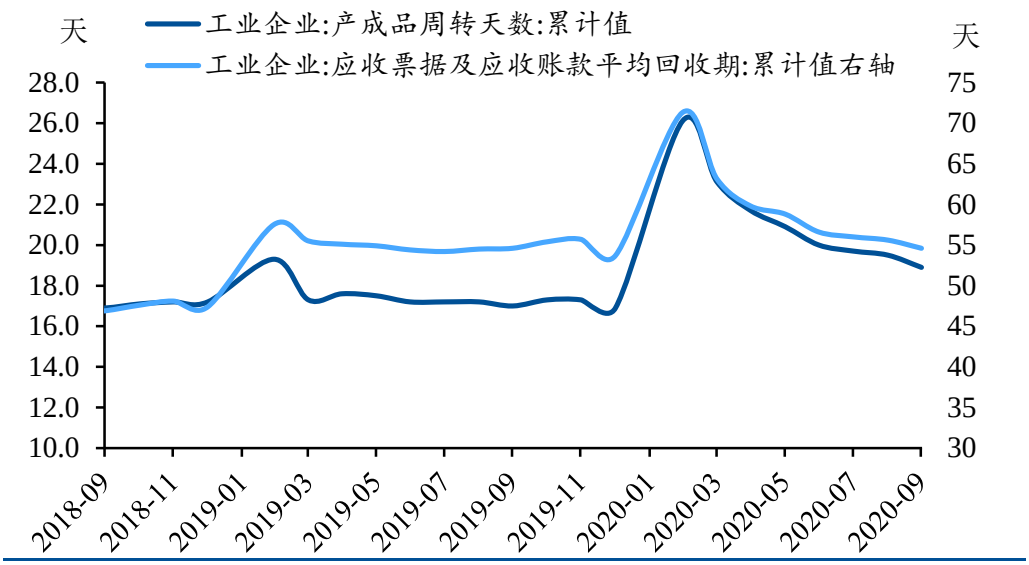


资料来源：Wind，民生证券研究院

需求回升带动库存回补。9 月末，规模以上工业企业应收账款 16.24 万亿元，同比增长 14.3%；产成品存货 4.53 万亿元，增长 8.2%。从产成品存货来看，9 月产成品存货相较 8 月有所上行，由于需求端开始发力，库存有所回补。如果之后需求继续保持修复的趋

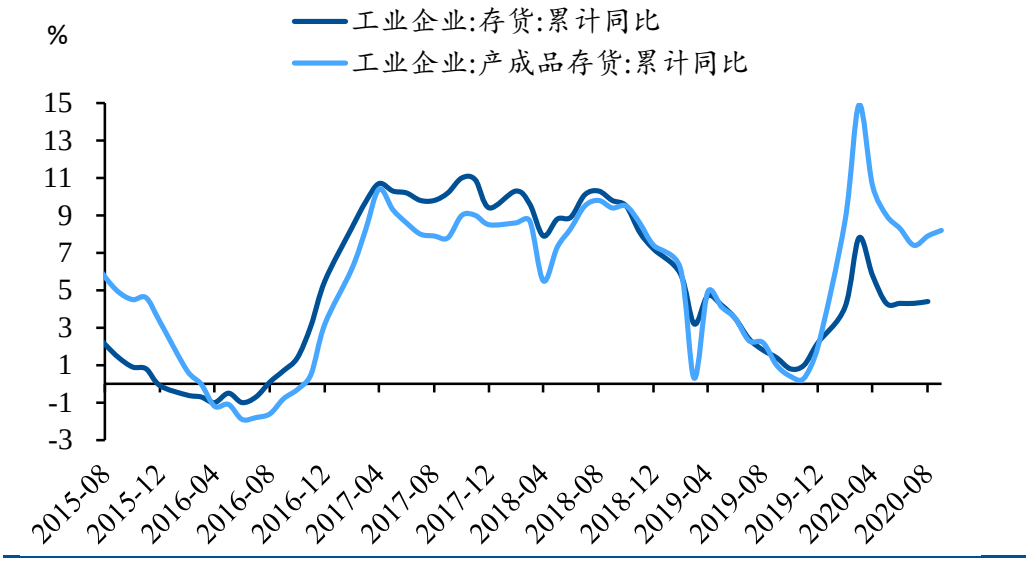
势，预计补库存进程仍将继续。

图 4:产成品周转天数下降速度放缓



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5:需求回升带动主动补库存

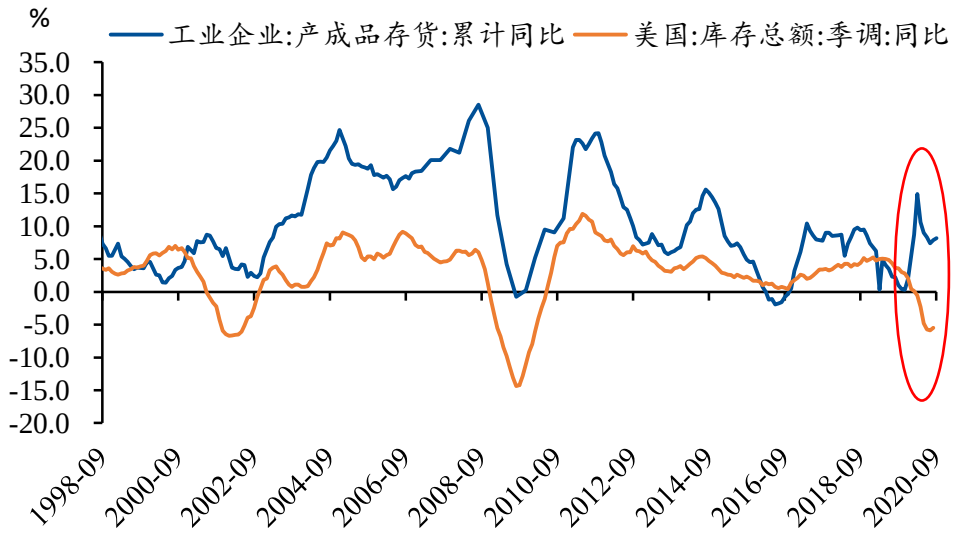


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、中美库存周期出现了罕见的大分化

疫情以来中美库存周期走势分化。由于全球化导致各国生产趋同，过去二十年中美无论是工业品价格还是库存周期很多时候走势较为接近，但今年疫情以来，中美库存周期走势明显分化。2-3 月份，由于疫情导致的经济封锁，中国先是进入被动补库存阶段，库存明显积压；4-8 月份，随着复工复产推进又进入去库存阶段；9 月份以来随着需求端发力，开启了主动补库存的进程。相比之下，美国则处于去库存周期，库存明显下降。为什么会这样呢？主要是中美纾困政策差异导致的，中国更注重优先复工复产，以此来保障经济平稳运行，而美国更注重财政救济，以此来维持消费。由于中国生产恢复快于消费恢复，美国消费恢复快于生产恢复，因此中国库存先升后降，而美国则持续处于去库存阶段。

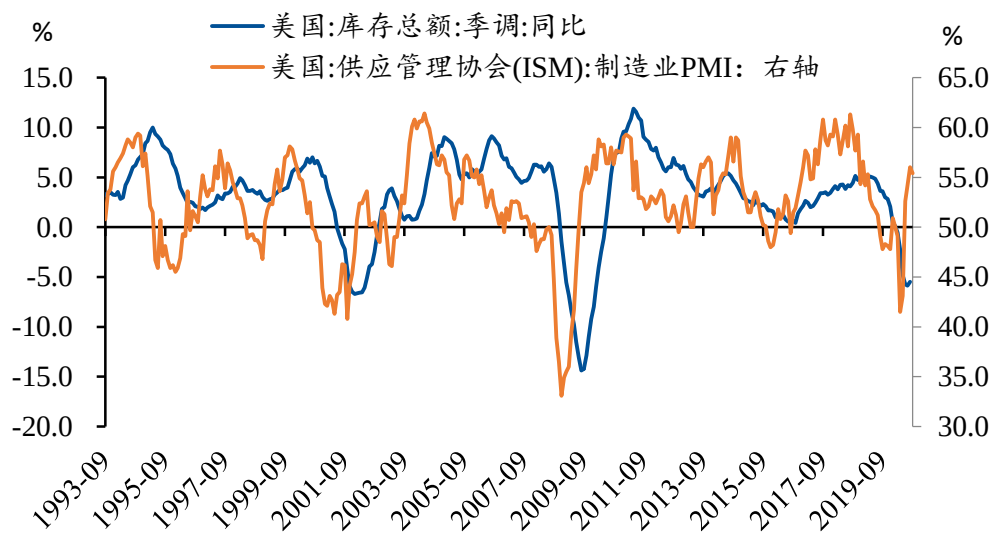
图 6:当前中美处于不同的库存周期阶段



资料来源：Wind，民生证券研究院

美国有望进入补库存阶段。通常而言，美国制造业 PMI 是库存同比增速领先指标，当前来看美国 PMI 已经回到荣枯水平上方，经济进入修复阶段，企业信心有所恢复，预计美国将进入补库存阶段，带动经济扩张。

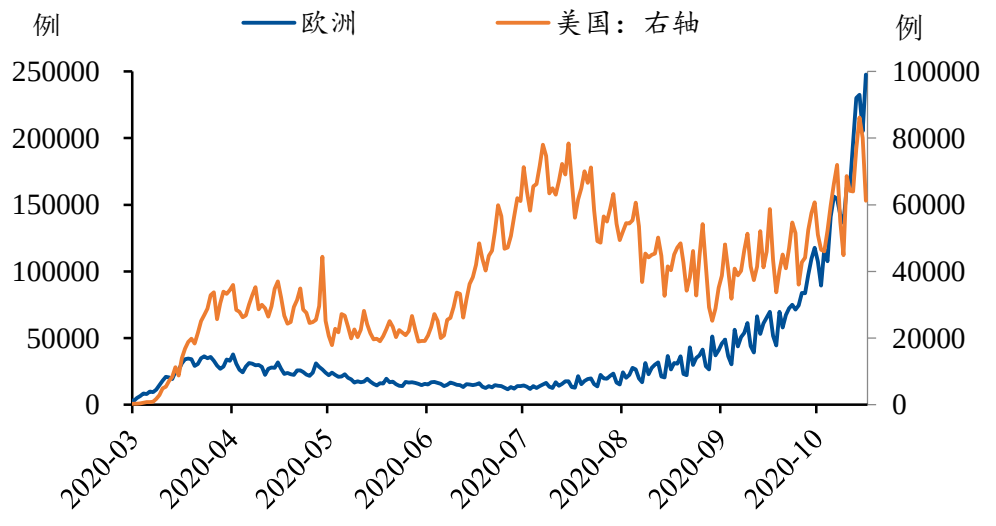
图 7:美国有望进入补库存阶段



资料来源：Wind，民生证券研究院

疫情反弹或降低美国经济修复斜率。由于冬季来临，新冠病毒传播效率提升，欧美疫情再度反弹，多个城市再次出台封锁政策。美国多个州住院人数有所上升，这可能会降低其经济修复斜率。当前美国大选临近，由于参议院优先商议巴雷特大法官任命的议题，新一轮财政纾困政策的投票被延后，因此预计在美国大选前财政议案很难有较大进展，这也会制约美国经济修复进度。

图 8:欧美疫情反弹（每日新增确诊病例）



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、中国经济有望一枝独秀

今年中国制造业份额占全球比重有望提升。由于中国是全球防疫最成功的主要经济体，复产复工取得很大成功。IMF 预测中国今年有望成为全球唯一实现 GDP 正增长的主要经济体。今年来看，由于出色的防疫表现，中国出口和制造业占全球比重的份额有望提高。冬季到来后，尽管欧美疫情再度反弹，但中国境内疫情却能控制，生产和消费持续修复，消费端与生产端的缺口也逐渐收敛。预计未来几个月工业有望继续走强。

图 9：IMF 关于各国经济增速最新展望

（实际GDP，年百分比变化）	2019	2020	2021
世界产出	2.8	-4.4	5.2
发达经济体	1.7	-5.8	3.9
美国	2.2	-4.3	3.1
欧元区	1.3	-8.3	5.2
德国	0.6	-6.0	4.2
法国	1.5	-9.8	6.0
意大利	0.3	-10.6	5.2
西班牙	2.0	-12.8	7.2
日本	0.7	-5.3	2.3
英国	1.5	-9.8	5.9
加拿大	1.7	-7.1	5.2
其他发达经济体	1.7	-3.8	3.6
新兴市场和发展中经济体	3.7	-3.3	6.0
亚洲新兴市场和发展中经济体	5.5	-1.7	8.0
中国	6.1	1.9	8.2
印度	4.2	-10.3	8.8
东盟五国	4.9	-3.4	6.2
欧洲新兴市场和发展中经济体	2.1	-4.6	3.9
俄罗斯	1.3	-4.1	2.8
拉丁美洲和加勒比	0.0	-8.1	3.6
巴西	1.1	-5.8	2.8
墨西哥	-0.3	-9.0	3.5
中东和中亚	1.4	-4.1	3.0
沙特阿拉伯	0.3	-5.4	3.1
撒哈拉以南非洲	3.2	-3.0	3.1
尼日利亚	2.2	-4.3	1.7
南非	0.2	-8.0	3.0
低收入发展中国家	5.3	-1.2	4.9

来源：国际货币基金组织《世界经济展望》，2020年10月。

资料来源：IMF，民生证券研究院

四、风险提示

海外疫情二次爆发，中美关系恶化，房地产政策收紧等。

插图目录

图 1:工业生产经营继续回暖.....3
图 2:民企工业利润修复较快.....4
图 3:采矿业工业企业利润修复较慢.....4
图 4:产成品周转天数下降速度放缓.....5
图 5:需求回升带动主动补库存.....5
图 6:当前中美处于不同的库存周期阶段.....6
图 7:美国有望进入补库存阶段.....7
图 8:欧美疫情反弹（每日新增确诊病例）.....7
图 9:IMF 关于各国经济增速最新展望.....8

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。