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

需求拉动作用增强致利润连续高增长

——2020 年 1-8 月工业企业利润数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 2020 年 1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 37166.5 亿元，同比下降 4.4%，降幅较 1-7 月收窄 3.7 个百分点。其中，8 月当月规上工业企业利润大幅增长 19.1%，连续三个月保持 10%以上的增长。
- **需求拉动叠加政策显效，共致工业利润连续三个月双位数增长。**从“量、价、成本”三因素框架看，8 月份工业量增、价升、成本降，均对利润高增长形成有力支撑，反映出工业供需循环逐步畅通，需求改善对利润的拉动作用明显。具体看：一是受益国内外需求持续修复，大宗商品价格维持高位，带动工业生产者出厂价格指数 PPI 降幅较上月继续收窄 0.4 个百分点；二是国内投资和消费需求环比回升较多，工业产销明显加快，8 月工业增加值和营收增速分别较上月加快 0.8 和 1.6 个百分点；三是惠企政策成效日益显现，企业成本费用压力持续缓解，如工业企业每百元营业收入中的成本连续三个月下降，营收与营业成本增速差连续四个月回升。
- **分行业看，下游需求改善带动上游利润明显修复，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，8 月上游采矿业利润降幅较上月大幅收窄 28.7 个百分点；二是下游需求改善对中上游利润的带动作用增强，8 月上游原材料制造业和中游装备制造业利润分别增长 32.5%和 23.1%，分别拉动全部工业利润增长 6.7 和 8.1 个百分点。三是疫后国内经济结构调整持续加快，1-8 月份高技术制造业累计利润增速为 12.8%，高于同期整体工业 17 个百分点。在下游消费持续修复叠加政策扶持下，预计未来中游维持高位增长并带动上游利润改善的趋势有望延续。
- **上游利润改善推动国企资本开支增加，工业整体加杠杆步伐趋缓。**7 月末，工业企业资产负债率为 56.7%，与上月持平。其中，受益企业生产经营改善，工业企业资产增速连续 5 个月回升，是杠杆率趋稳的主因；同时受国内宽货币节奏放缓影响，企业负债增速提高速度明显减慢，工业负债增速连续三个月低于资产增速，也有利于杠杆率趋稳。分企业类型看，国企利润明显改善推动资本开支增加，杠杆率较上月小幅回升 0.1 个百分点；外企受益外需回暖和国内稳外资稳外贸政策显效叠加共振，杠杆率也继续回升；私企受宽货币力度放缓影响，负债和资产增速自 5 月以来持续回落，杠杆率继续下降。
- **中游装备制造业或为工业库存止跌回升主因。**1-8 月份，工业企业产成品存货累计同比增长 7.9%，较 1-7 月提高 0.5 个百分点。工业库存回升：一是中游装备制造业或为主要贡献力量，如受益于下游需求持续向好，中游利润保持高增，中游装备制造业产成品存货增速自 5 月份以来便已止跌回升，且明显高于上游和下游水平；二是受益复工复产复商复市持续推进，下游需求和利润环比改善，有利于企业提高补库意愿，同时上游利润降幅收窄，企业加快生产动力回升，上游去库存速度也有望放缓。

伍超明
财信国际经济研究院 副院长

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、需求拉动叠加政策显效，工业利润连续三月双位数增长 3
（一）受益国内外需求持续修复，工业品价格降幅继续收窄 3
（二）投资和消费需求回升，带动工业产销明显加快 3
（三）惠企政策成效日益显现，企业成本费用压力持续缓解 3
（四）投资收益也对利润修复起到一定助推作用 4
二、下游需求改善带动上游利润明显修复，新旧动能转换继续加快 5
三、上游利润改善推动国企资本开支增加，工业整体加杠杆步伐趋缓 6
四、中游装备制造业或是工业库存止跌回升主因 7

正文：

一、需求拉动叠加政策显效，工业利润连续三月双位数增长

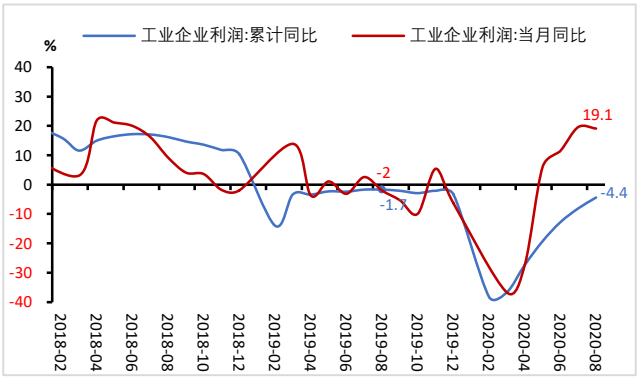
1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 37166.5 亿元，同比下降 4.4%，降幅较 1-7 月收窄 3.7 个百分点。其中，8 月当月规上工业企业利润大幅增长 19.1%，增速较 7 月小幅回落 0.5 个百分点，但连续三个月保持 10%以上的增长（见图 1），恢复持续超出市场预期。

从“量、价、成本”三因素框架看，8 月份工业产品价格回升、产销加快、企业成本改善，均对工业利润高增形成有力支撑，反映出工业供需循环逐步畅通，需求回升带动量增、价升、成本降，对利润的拉动作用突出。具体来看：

（一）受益国内外需求持续修复，工业品价格降幅继续收窄

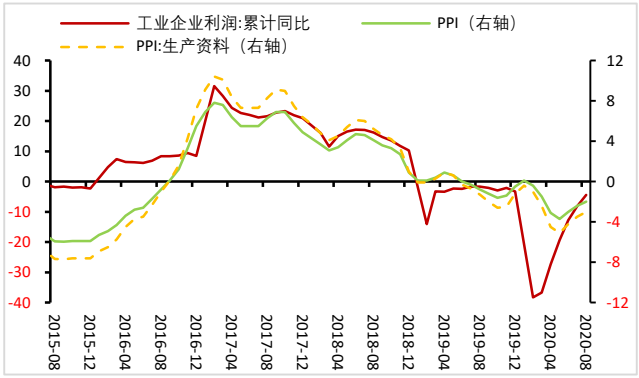
8 月份，国内工业生产者出厂价格指数（PPI）和生产资料价格指数分别下降 2.0%、3.0%（见图 2），降幅较 7 月分别收窄 0.4 和 0.5 个百分点。从历史经验看，PPI 尤其是生产资料 PPI 与工业企业利润增速具有很强的同步性，两者降幅继续大幅收窄，对利润改善形成较强支撑。海外疫情二次爆发下，全球经济复苏步伐有所放缓，但 9 月份美欧等发达经济体制造业 PMI 继续回升，连续三个月处于扩张区间，显示需求仍在缓慢修复，大宗商品价格维持高位将带动工业品价格持续回暖；此外，下半年国内投资、消费稳步回升，也有利于 PPI 降幅收窄，对企业利润增长持续提供支撑。

图 1：8 月工业企业利润延续快速恢复性增长态势



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：工业企业利润增速受 PPI 影响较大



资料来源：WIND，财信研究院

（二）投资和消费需求回升，带动工业产销明显加快

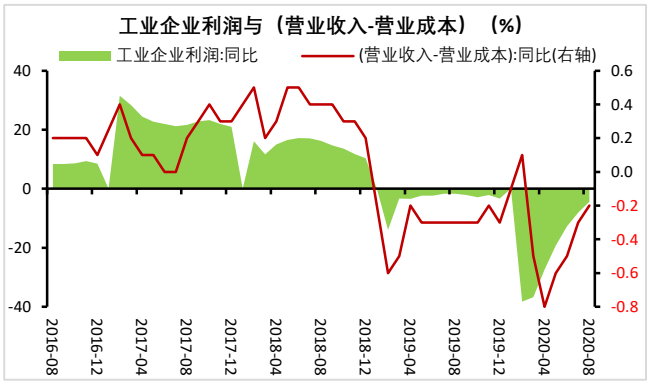
随着国内服务业限制放宽，叠加政策更加注重精准导向和向需求端倾斜，8 月份国内消费和投资需求均边际改善较多，推动工业企业产销明显加快。如生产端，8 月份规模以上工业增加值同比增长 5.6%，增速比 7 月份加快 0.8 个百分点，已超过去年同期水平；销售端，工业企业营业收入同比增长 4.9%，比 7 月份加快 1.6 个百分点。企业产销规模扩张，扩大了企业盈利空间，对利润稳定增长形成有力支撑。

（三）惠企政策成效日益显现，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 8 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本同比减少 0.47 元，已连续 3 个月同比下降；每百元营业收入中的费用同比减少 0.02 元，连续 2 个月改善。

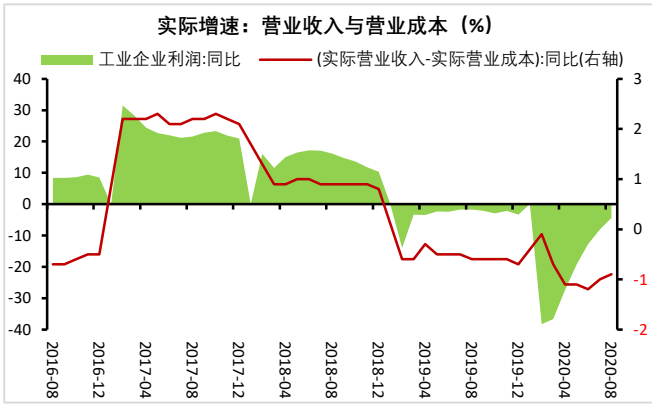
从营收与营业成本增速差看，1-8 月份工业企业名义营收与营业成本增速差为-0.2%，虽仍为负值但较 1-7 月提高 0.1 个百分点，连续四个月改善，表明企业成本端上升压力得到明显缓解（见图 3），企业盈利状况持续好转。进一步剔除价格因素，观察工业企业实际营收与营业成本增速差，发现 1-8 月份该差额为-0.9%，较 1-7 月也提高了 0.1 个百分点，连续两个月回升（见图 4）。

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

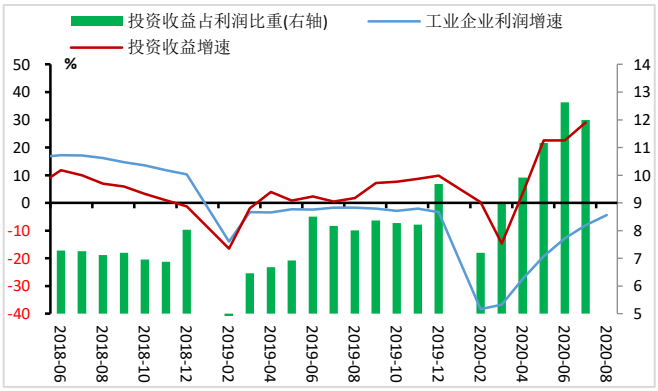


资料来源：WIND，财信研究院

（四）投资收益也对利润修复起到一定助推作用

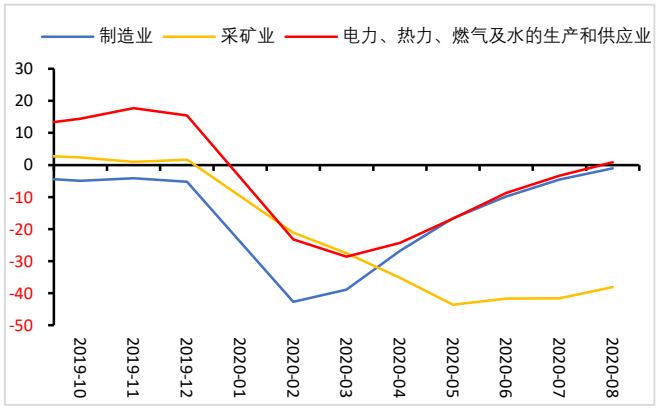
受益全球流动性宽松，企业融资便利性大幅提升，叠加年内资本市场行情向好，企业投资收益大幅增加，也对利润修复起到了一定助推作用。如 2020 年 1-7 月份规模以上工业企业投资收益增速高达 29%，高出同期工业企业利润增速 30 个百分点以上，占工业利润的比重较去年同期提高约 4 个百分点(见图 5)。8 月份投资收益数据暂未公布，预计在监管层严控资金套利和资本市场结束单边上行趋势的共同影响下，持续大幅提升的概率偏低，但总体上或继续维持同比较快增长，对利润改善的支撑仍不容忽视。

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



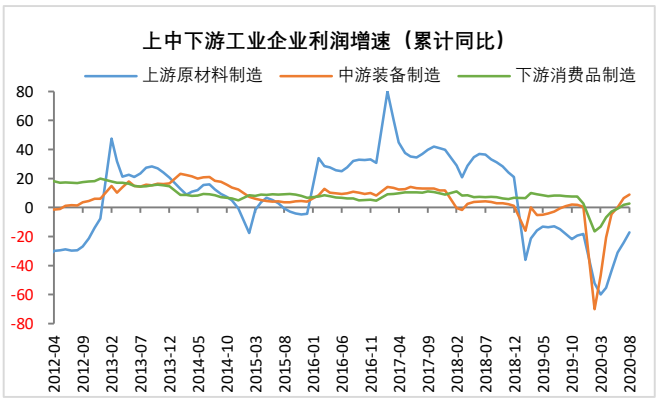
资料来源：WIND，财信研究院

二、下游需求改善带动上游利润明显修复，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。受益于国内外需求回暖和大宗商品价格回升，8 月当月采矿业利润同比下降 11.9%，降幅较 7 月份大幅收窄 28.7 个百分点，一改前期持续疲弱态势。同期，制造业和电力热力燃气及水的生产供应业也继续回升，1-8 月份两者利润增速分别为-1.0%和 0.9%，较 1-7 月份分别提高 3.5 和 4.2 个百分点（见图 6）。

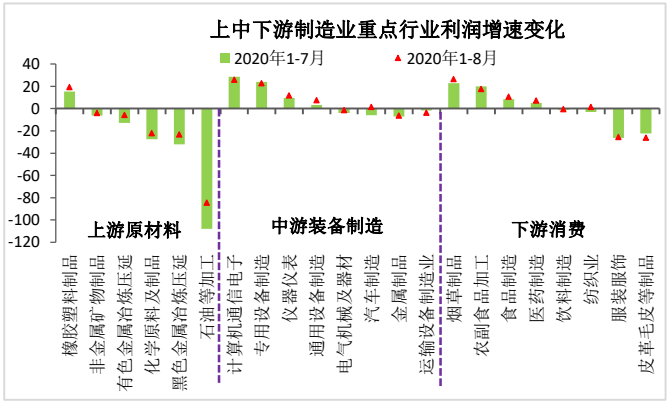
分制造业上中下游行业看，受益于下游需求改善的带动，中上游利润贡献突出。如受益于中下游需求改善和大宗商品价格回升，8 月份上游原材料制造业利润增长 32.5%，增速较 7 月份加快 17.8 个百分点，拉动全部规模以上工业利润增长 6.7 个百分点，贡献率达到 35%；同期，政策扶持叠加消费升级需求改善，装备制造业利润增长 23.1%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 8.1 个百分点，贡献率达到 42%。根据我们的测算，今年以来，在政策扶持、消费升级需求改善和成本下降等多因素共同支撑下，中游装备制造业利润修复持续领跑，是工业利润改善的最大推动力和拉动因素（见图 7）。预计随着下游消费持续修复，中游维持高位增长并带动上游利润改善的趋势有望延续。如 1-8 月份，受益复工复产复商复市继续加快、防疫物资出口保持韧性，下游食品加工和制造、医药制造业、纺织服装等行业利润均环比继续改善；中游电子、专用设备、仪器仪表等行业利润则延续两位数增长；上游所有主要行业利润均明显改善（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

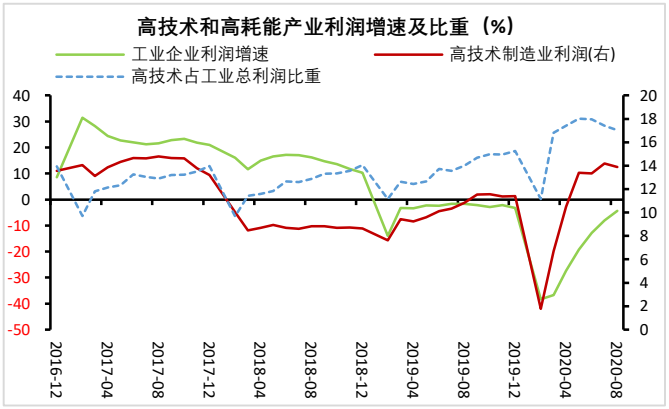
图 8：制造业上中下游重点行业利润增速变化



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，1-8 月份高技术制造业累计利润增速为 12.8%，较 1-7 月小幅回落 1.3 个百分点，但连续四个月双位数增长，高于同期全部工业 17 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，1-8 月份高技术制造业利润在工业利润的比重为 17%，较去年同期提高 3.0 个百分点，也反映出国内新动能的力量明显增强。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。

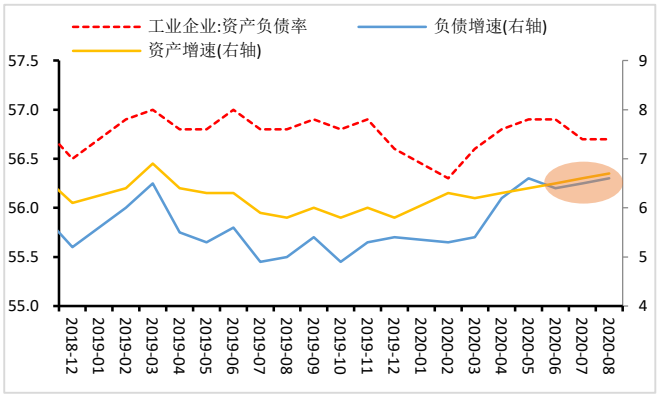
图 9：高技术制造业利润增速仍大幅高于工业



资料来源：WIND，财信研究院

注：其中高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致

图 10：企业加杠杆步伐趋缓

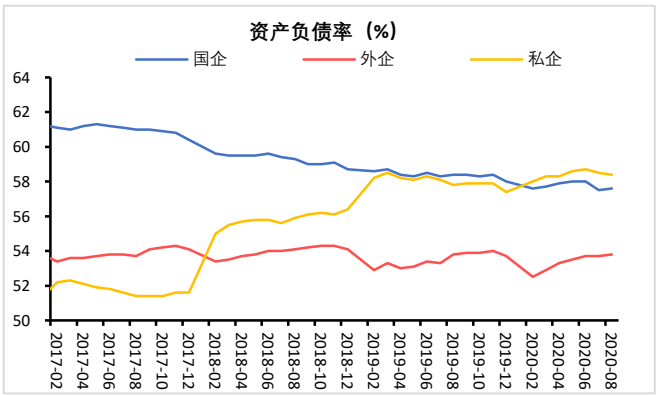


资料来源：WIND，财信研究院

三、上游利润改善推动国企资本开支增加，工业整体加杠杆步伐趋缓

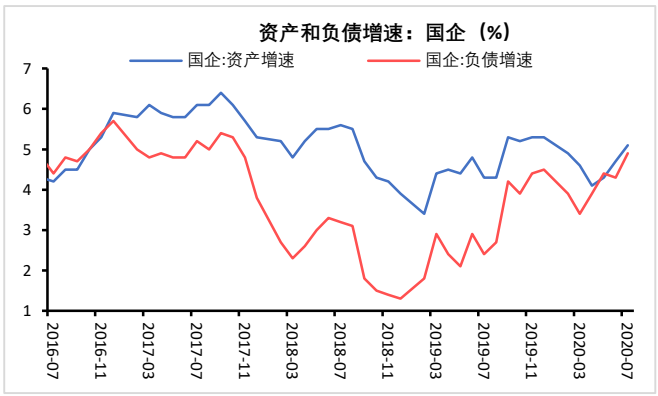
8 月末，工业企业资产负债率为 56.7%，与上月持平，企业加杠杆步伐趋缓。一方面，经济持续向好，企业生产经营改善，带动资产增速回升，是杠杆率趋稳的主因，如截止 8 月末，工业企业资产增速已连续 5 个月回升，且资产增速连续三个月高于负债增速。另一方面，受国内宽货币节奏放缓影响，企业负债增速提高速度明显减慢，也有利于杠杆率趋稳，如 8 月工业企业负债增速较上月小幅提高 0.1 个百分点，提升幅度明显弱于 5 月前水平（见图 10）。

图 11：国企外企杠杆率小幅回升，私企为降杠杆主力



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：国企资产负债增速同步回升

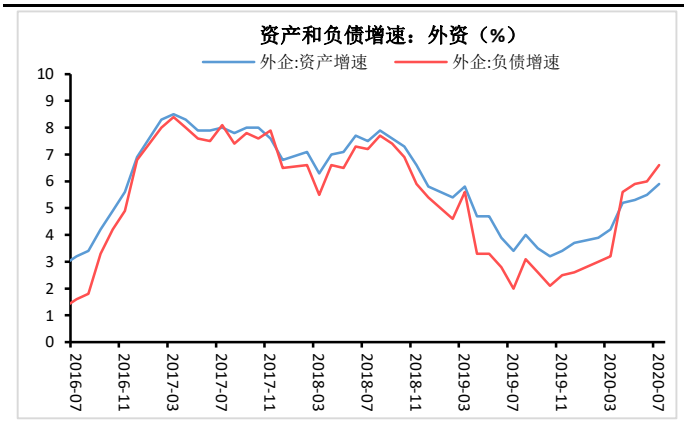


资料来源：WIND，财信研究院

分企业类型看，8 月末国企、私企和外企资产负债率分别为 57.6%、58.4%和 53.8%，较 7 月末分别提高 0.1、降低 0.1 和提高 0.1 个百分点，国企和外企杠杆率小幅提升，私企杠杆率回落（见图 11）。**国企杠杆率提升，主要源于大宗商品价格回升下，国企利润明显改善推动资本开支增加。**如 7 月末国企资产增速已升至 5.1%，较 4 月低点大幅提升 1 个百分点，连续四个月大幅提高；同期国企负债增速也明显回升，7 月末值已高于去年底的水平（见图 12）。**外企杠杆率回升，与外需回暖和国内稳外资稳外贸政策显效叠加共振密切相关。**自 4 月份以来，外企资产和负债增速变持续回升，7 月末值均已创

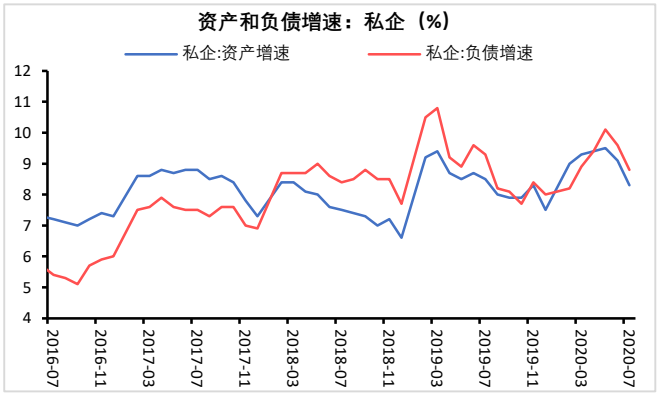
下近 1 年半新高（见图 13）。**私企杠杆率下降，则更多源于宽货币力度放缓，负债和资产增速同步回落。**如 7 月末私企资产和负债增速分别由 5 月的高点，分别回落 1.2 和 1.3 个百分点（见图 14），这与国内货币边际收紧的时间点基本一致。

图 13：外企资产负债增速均创一年半新高



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、中游装备制造业或是工业库存止跌回升主因

1-8 月份，工业企业产成品存货累计同比增长 7.9%，较 1-7 月提高 0.5 个百分点（见图 15），结束四个月持续回落态势。

工业库存回升，中游装备制造业或为主要贡献力量。自 5 月份以来，国内中游装备制造业产成品存货增速便已止跌回升，且明显高于上游原材料制造和下游消费品制造业，如截止 7 月末，中游装备制造业产成品增速为 9.7%，较 4 月提高 0.7 个百分点，分别高于同期上游和下游 4.7 和 4.1 个百分点（见图 16）。8 月份数据虽暂未公布，但受益于下游需求持续向好，中游利润继续保持高增，预计中游企业补库意愿仍强，中游装备制造业产成品库存增速或仍在高位。

此外，受益复工复产复商复市持续推进，下游需求和利润环比改善，有利于提高企业补库意愿；上游利润降幅收窄，企业加快生产动力回升，上游去库存速度也有望放缓。但全球疫情反复下，海外经济重启进程放缓，国内需求尤其是消费和制造业恢复偏慢，工业企业持续补库仍有待观察。

图 15：工业库存止跌回升

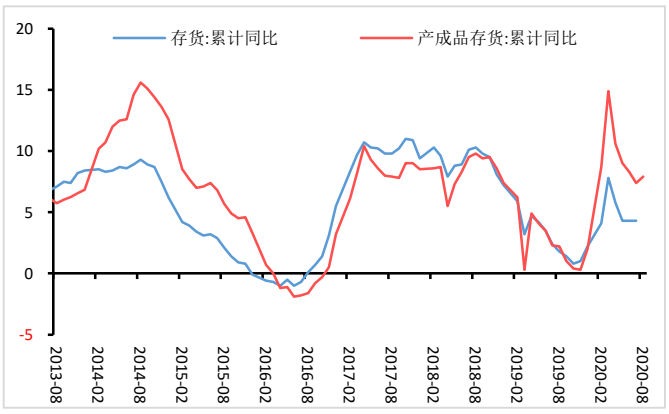
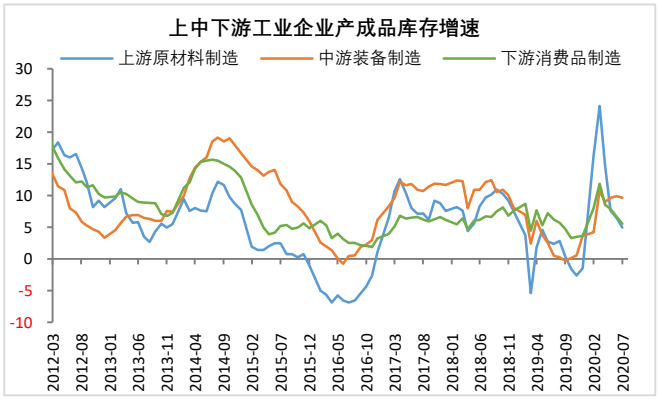


图 16：私企资产与负债增速均明显回落



资料来源：WIND，财信研究院

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。