新时代证券 New Times Securities

企业盈利扩散

——宏观经济周度观察

投资周报

7 月多因素导致工业企业利润增速上升。2020 年 1-7 月，工业企业利润累计同比下降 8.1%，降幅比 1-6 月进一步收窄 4.7 个百分点。单 7 月工业企业利润同比增长 19.6%，涨幅比 6 月上升 8.1 个百分点。主要原因是产品价格降幅收窄、成本率下降、投资收益较高。虽然 7 月工业增加值同比增速为 4.8%，与 6 月持平，但是 PPI 同比降幅较 6 月收窄 0.6 个百分点。同时，大规模减税降费、降低企业用电、用地及租金成本等惠企政策陆续落地，有效降低了企业成本费用，7 月累计营业利润率上升 0.2 个百分点，累计营业利润率同比增速上升 3.4 个百分点，对企业利润增速回升贡献较大。另外，资本市场比较活跃，7 月企业累计投资收益同比增速大幅上升 6.5 个百分点，也拉升了利润增速。

盈利改善逐渐从私营企业向国有企业扩散。虽然国有及国有控股工业企业利润累计增速仍低于私营企业，但单 7 月国有及国有控股工业企业利润同比增长23%,增速较6月上升约12个百分点,而私营企业利润同比增长9.7%,增速较 6 月上升约 7 个百分点。一方面，下游私营企业生产生活资料，受疫情的影响相对较弱。国有企业多处于中上游且承担较多民生责任，受疫情冲击较大。另一方面，中上游产品需求波动较大，加上容易受海外大宗商品价格的影响，中上游产品价格波动较大。疫情初期对中上游国有企业的负面冲击大于下游私营企业，此后随着复工复产、基建投资、房地产投资的推进，中上游产品需求增加，产品价格增速快速上升，中上游企业的盈利增速高于下游企业，中上游企业累计盈利增速逐渐追赶下游企业。

从统计局调查的 41 个工业行业大类看，7 月有 24 个行业利润增速较前月上升，比上个月增加了 9 个，显示出更多行业的利润增长在加速。汽车制造、计算机通信与电子设备制造、专用和通用设备制造是工业利润增长的主要贡献来源。此外，金属制品、机械和设备修理行业利润增速大幅上升，也对工业利润增长有所贡献。这些也和 7 月各行业的工业增加值增速相一致，很大一部分是汽车消费和出口拉动的结果。虽然整体中上游企业利润增速在上升，不过降雨等因素影响了基建投资、火电发电以及采矿作业，7 月采矿业生产同比增速下降 4.3 个百分点，这也导致 7 月采矿业工业利润同比下降 40.1%，降幅较前值 33.6%进一步扩大。

企业仍处于被动去库存状态，7 月底产成品存货同比增长 7.4%，增速较前值 8.3%下降了 0.9 个百分点，同时 7 月工业企业产销率回升至近年同期偏高水平。降雨对基建投资干扰逐渐结束，加上地方专项债继续发行，以及政府部署灾后重建，基建投资增速或将再次上升。与此同时，美国疫情对经济的影响减弱，8 月 Markit 制造业 PMI 初值达到 53.6%，创 2019 年 2 月以来最高值,海外经济环境整体好转,7 月摩根大通全球制造业 PMI 已上升至 50%以上。全球经济协同修复，8 月 CRB 同比降幅继续收窄，企业盈利改善也将继续从下游向中上游扩散。

- **风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化**

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：股票市场如何影响贫富差距
2020-8-23

投资周报：经济或将加快修复
2020-8-16

投资周报：出口增速超预期，经济修复再添新动力
2020-8-9

投资周报：经济修复动力依然充足
2020-8-2

投资周报：存在股债“跷跷板效应”吗
2020-7-26

投资周报：中国季度 GDP 超过美国了吗
2020-7-19

投资周报：经济修复再添扰动项
2020-7-12

投资周报：6 月经济数据预测：雨季难改经济修复
2020-7-5

目 录

1、 企业盈利扩散.....3
2、 海外经济与市场流动性观察.....6
3、 国内高频数据观察.....8
3.1、 生产指标修复缓慢.....8
3.2、 商品房销量连续分化.....8
3.3、 猪肉价格微升.....9
3.4、 货币市场利率下降.....10
3.5、 人民币兑美元升值.....11

图表目录

图 1: 工业企业利润同比增速大幅上升.....4
图 2: 产成品存货增速继续回落.....4
图 3: 7 月工业企业产销率处于近年同期偏高水平.....5
图 4: 盈利改善向国有企业扩散.....5
图 5: 行业盈利分化明显.....6
图 6: 美国 ECRI 领先指标增长年率继续修复.....7
图 7: 纽约联储每周经济指数继续回升.....7
图 8: TED 利差下降.....7
图 9: VIX 上升.....7
图 10: 铜金比回升.....8
图 11: 美国高收益债利差微升.....8
图 12: 高炉开工率略降.....8
图 13: 二线城市商品房销量上升.....9
图 14: 猪肉价格微升.....10
图 15: WTI 原油期货价上涨.....10
图 16: 货币市场利率下降.....11
图 17: 美元指数微涨.....12
图 18: 人民币汇率升值.....12

表 1: 央行公开市场操作（2020.8.24-2020.8.28）.....11

1、 企业盈利扩散

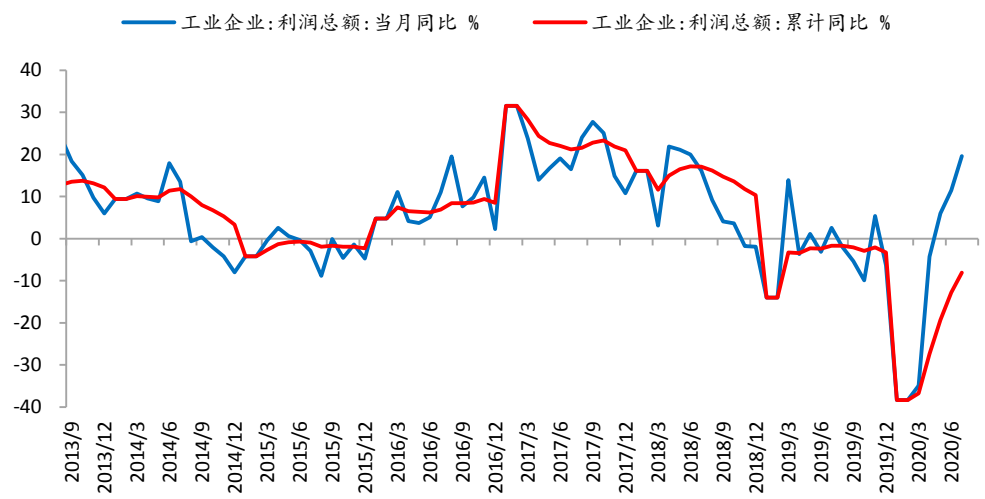
多因素导致工业企业利润增速上升。2020 年 1-7 月，工业企业利润累计同比下降 8.1%，降幅比 1-6 月进一步收窄 4.7 个百分点。单 7 月工业企业利润同比增长 19.6%，涨幅比 6 月上升 8.1 个百分点。主要原因是产品价格降幅收窄、成本率下降、投资收益较高。虽然 7 月工业增加值同比增速为 4.8%，与 6 月持平，但是 PPI 同比降幅较 6 月收窄 0.6 个百分点。同时，大规模减税降费、降低企业用电、用地及租金成本等惠企政策陆续落地，有效降低了企业成本费用，7 月累计营业利润率上升 0.2 个百分点，累计营业利润率同比增速上升 3.4 个百分点，对企业利润增速回升贡献较大。另外，资本市场比较活跃，7 月企业累计投资收益同比增速大幅上升 6.5 个百分点，也拉升了利润增速。

盈利改善逐渐从私营企业向国有企业扩散。虽然国有及国有控股工业企业利润累计增速仍低于私营企业，但单 7 月国有及国有控股工业企业利润同比增长 23%，增速较 6 月上升约 12 个百分点，而私营企业利润同比增长 9.7%，增速较 6 月上升约 7 个百分点。一方面，下游私营企业生产生活资料，受疫情的影响相对较弱。国有企业多处于中上游且承担较多民生责任，受疫情冲击较大。另一方面，中上游产品需求波动较大，加上容易受海外大宗商品价格的影响，中上游产品价格波动较大。疫情初期对中上游国有企业的负面冲击大于下游私营企业，此后随着复工复产、基建投资、房地产投资的推进，中上游产品需求增加，产品价格增速快速上升，中上游企业的盈利增速高于下游企业，中上游企业累计盈利增速逐渐追赶下游企业。

从统计局调查的 41 个工业行业大类看，7 月有 24 个行业利润增速较前月上升，比上个月增加了 9 个，显示出**更多行业的利润增长在加速。**汽车制造、计算机通信与电子设备制造、专用和通用设备制造是工业利润增长的主要贡献来源。此外，金属制品、机械和设备修理行业利润增速大幅上升，也对工业利润增长有所贡献。这些也和 7 月各行业的工业增加值增速相一致，很大一部分是汽车消费和出口拉动的结果。下游消费品制造业利润增速存在分化，不及上游产业表现亮眼。其中农副食品加工和医药制造利润同比增速大幅上升，背后有农产品价格的支撑作用以及抗疫环境下医药制造业生产和需求坚挺的因素。虽然整体中上游企业利润增速在上升，不过降雨等因素影响了基建投资、火电发电以及采矿作业，7 月采矿业生产同比增速下降 4.3 个百分点，这也导致 7 月采矿业工业利润同比下降 40.1%，降幅较前值 33.6%进一步扩大。

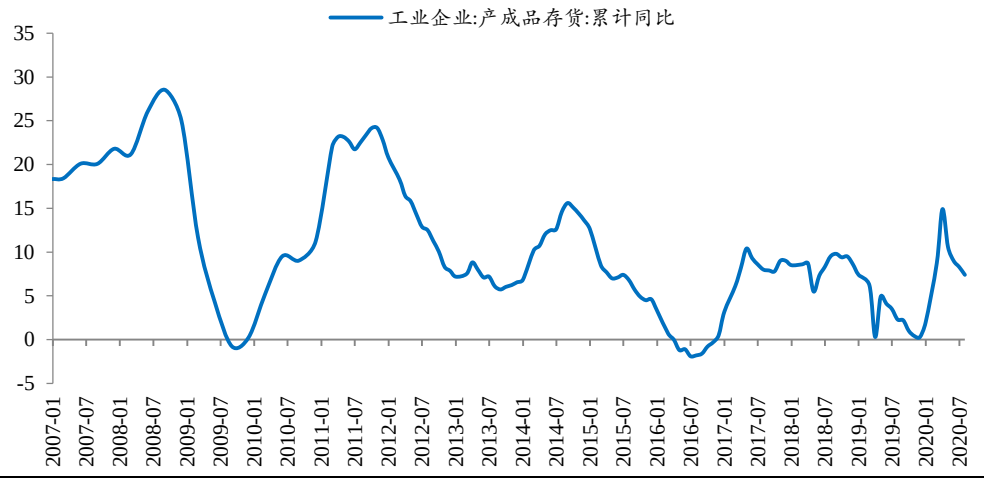
企业仍处于被动去库存状态，7 月底产成品存货同比增长 7.4%，增速较前值 8.3%下降了 0.9 个百分点，同时 7 月工业企业产销率回升至近年同期偏高水平。降雨对基建投资干扰逐渐结束，加上地方专项债继续发行，以及政府部署灾后重建，基建投资增速或将再次上升。与此同时，美国疫情对经济的影响减弱，8 月 Markit 制造业 PMI 初值达到 53.6%，创 2019 年 2 月以来最高值，海外经济环境整体好转，7 月摩根大通全球制造业 PMI 已上升至 50%以上。**全球经济协同修复，8 月 CRB 同比降幅继续收窄，企业盈利改善也将继续从下游向中上游扩散。**

图1： 工业企业利润同比增速大幅上升



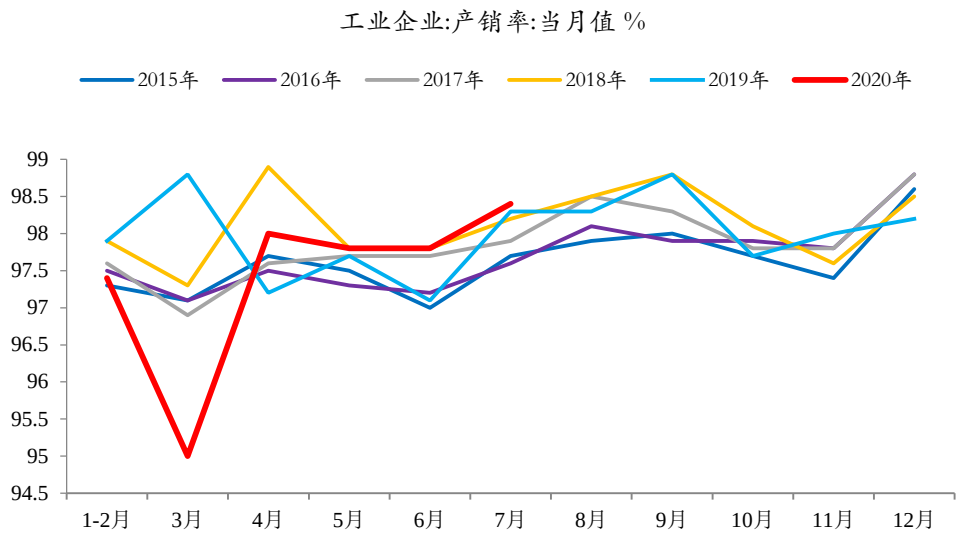
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 产成品存货增速继续回落



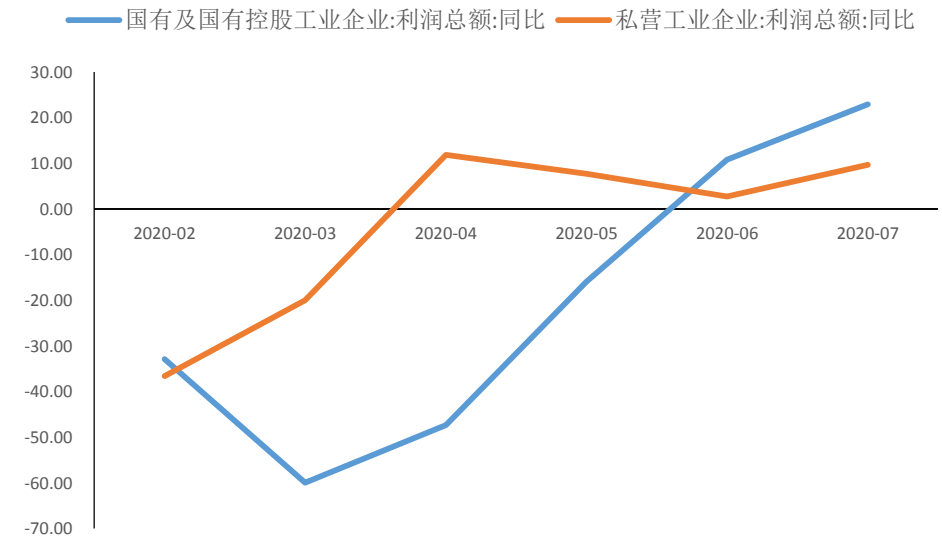
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 7 月工业企业产销率处于近年同期偏高水平



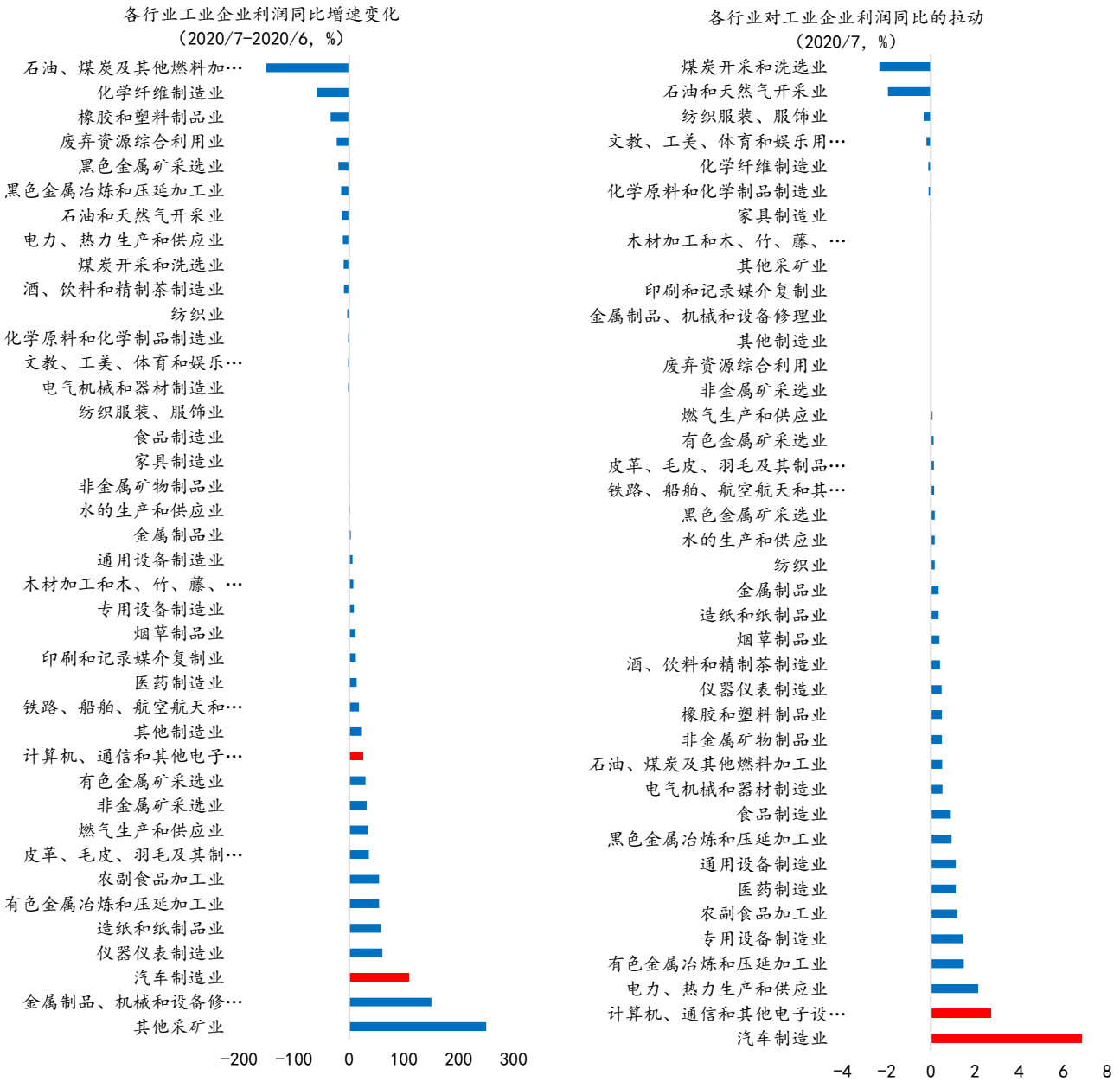
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 盈利改善向国有企业扩散



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 行业盈利分化明显



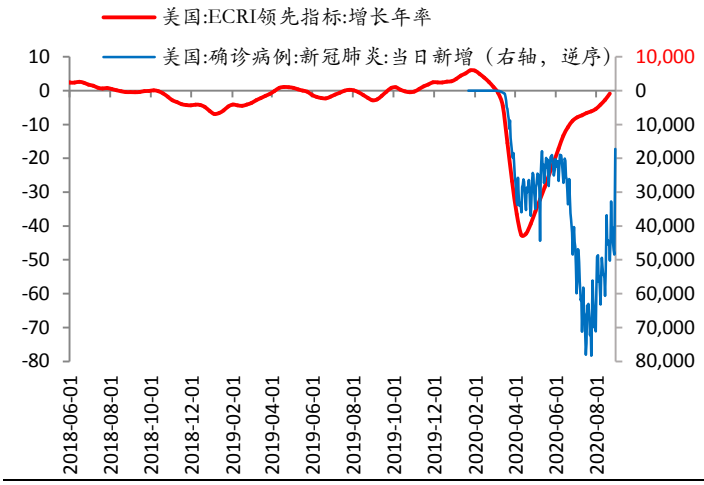
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 海外经济与市场流动性观察

美国经济继续改善。8 月 21 日当周，美国 ECRI 领先指标增长年率为-0.8%，较前值（-2.7%）继续收窄；纽约联储每周经济指数（WEI）为-4.9%，前值由-5.7%下修至-6.2%。美国 8 月 22 日当周初次申请失业金人数为 100.6 万人，低于前值 110.4 万人。

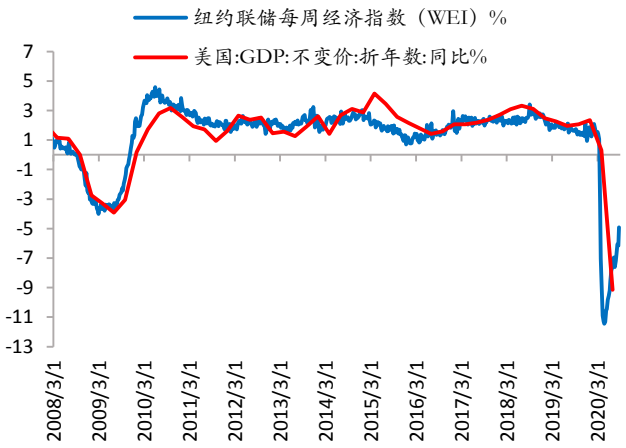
上周美国金融市场恐慌情绪加剧，VIX 上升至 22.96。流动性压力有所缓解，Ted 利差下降 0.01 个百分点。美国信用风险下降，高收益企业债利差从 5.25%降至 4.98%。

图6： 美国 ECRI 领先指标增长年率继续修复



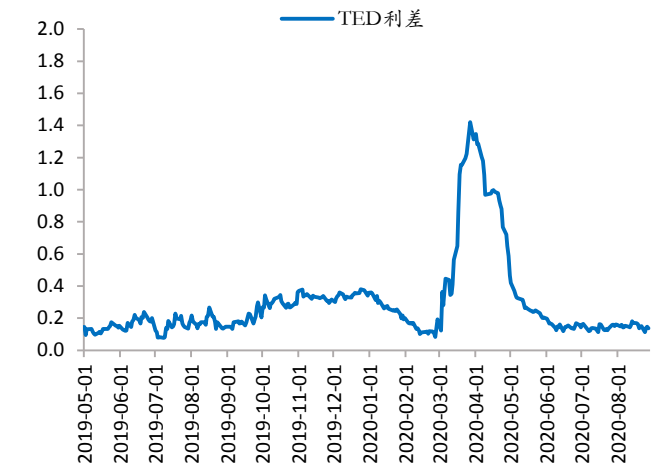
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 纽约联储每周经济指数继续回升



资料来源：Wind，纽约联储，新时代证券研究所

图8： TED 利差下降



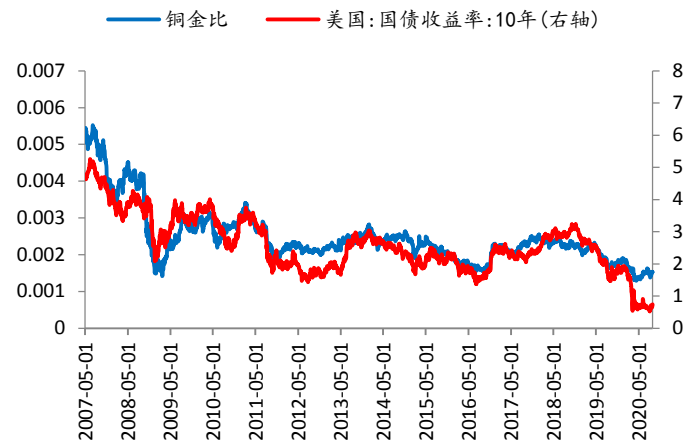
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： VIX 上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 铜金比回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 美国高收益债利差微升



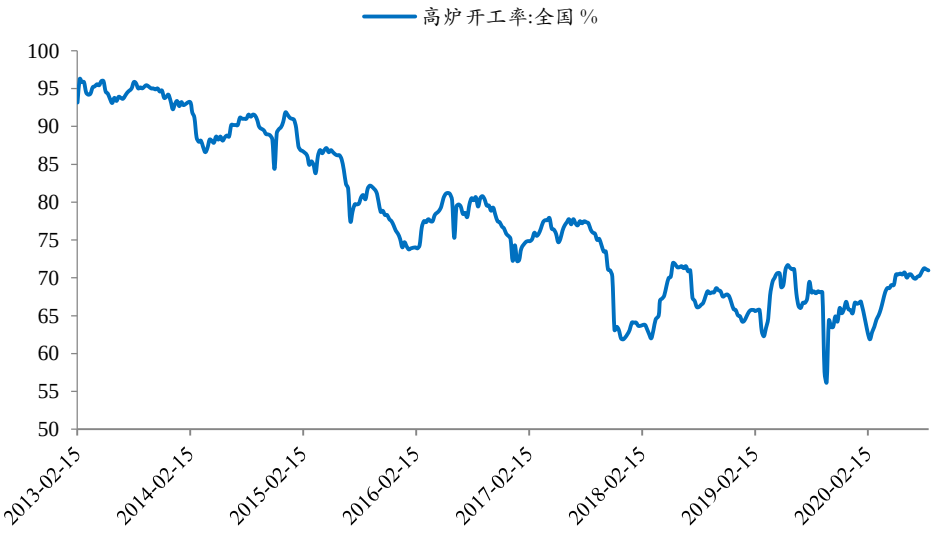
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 国内高频数据观察

3.1、 生产指标缓慢修复

上周，生产指标有所分化，但基本与前周持平，整体缓慢修复。高炉开工率下降 0.14 个百分点至 70.99%，100 家焦化企业开工率为 74.85%，与上周基本持平。汽车全钢胎开工率微涨 0.17 个百分点，半钢胎开工率微降 0.2 个百分点。

图12： 高炉开工率略降



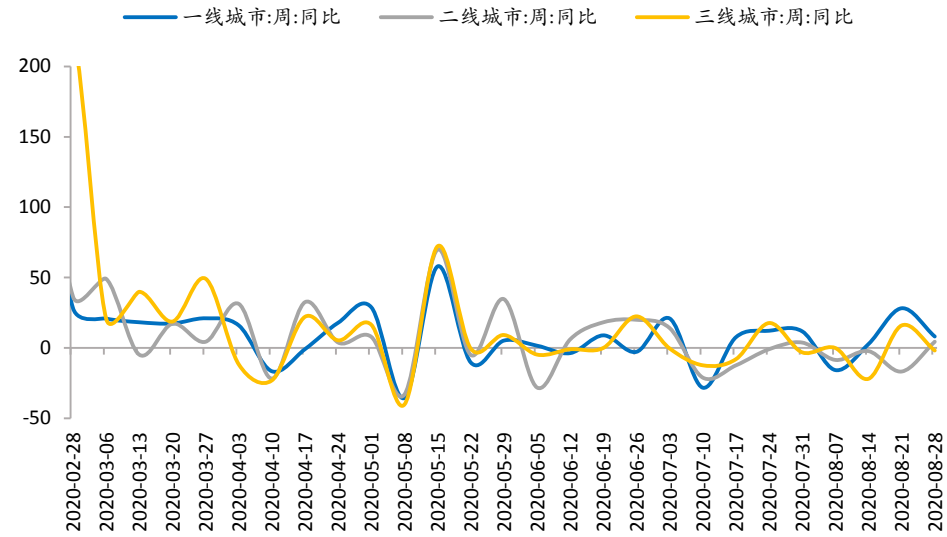
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、 商品房销量连续分化

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 54.6 万平方米（前一周六至周五为

计算周期），较前一周 52.87 万平方米回升。30 大中城市商品房成交面积周同比增速从 2.73%上升至 3.26%，其中，一、三线城市商品房销售面积同比增速回落至 8.2%和-1.8%，二线城市同比增速大幅回升至 4.5%。

图13： 二线城市商品房销量上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

3.3、 猪肉价格微升

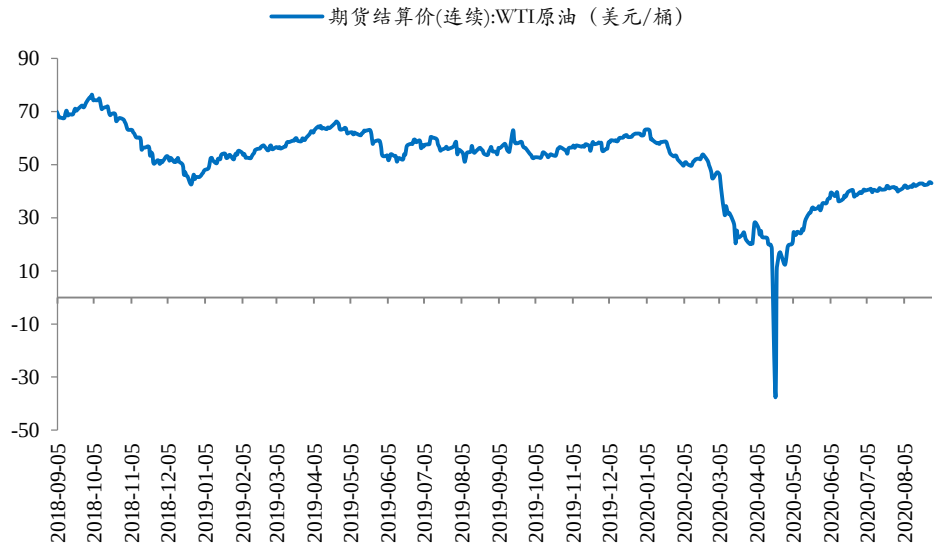
上周，物价继续分化，28 种重点监测蔬菜价格环比上涨 5.1 %，增速由前值(4.4%)上升。7 种重点监测水果价格环比-0.5%，价格连续六周下降。猪肉批发价环比微升 0.1%，前值-0.7%。原油价格上涨，其中，WTI 原油价格环比上涨了 0.5%，布油价格环比下降了 0.4%，增速前值分别为 0.8%、-1.0%。钢材库存上升，钢价微降，螺纹钢期货价格下降 1.7%。

图14： 猪肉价格微升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： WTI 原油期货价上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.4、 货币市场利率下降

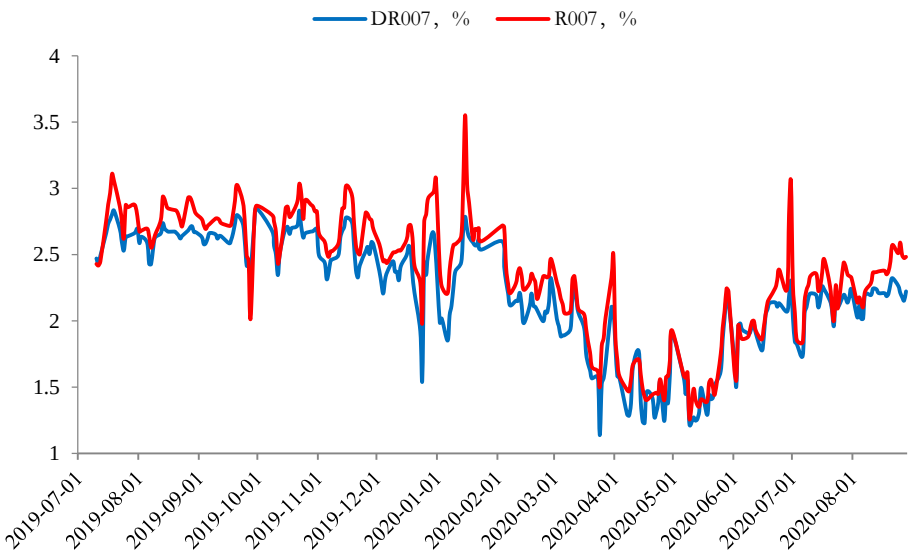
上周，央行进行了总计 8100 亿元逆回购操作，带动货币市场利率整体下降，DR007 一周下降 10BP，R007 一周下降 8BP。

表1： 央行公开市场操作（2020.8.24-2020.8.28）

日期	央行公告
2020 年 8 月 24 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 8 月 24 日人民银行以利率招标方式开展了 1600 亿元逆回购操作。
2020 年 8 月 25 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 8 月 25 日人民银行以利率招标方式开展了 3000 亿元逆回购操作。
2020 年 8 月 26 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 8 月 26 日人民银行以利率招标方式开展了 2000 亿元逆回购操作。
2020 年 8 月 27 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 8 月 27 日人民银行以利率招标方式开展了 1000 亿元逆回购操作。
2020 年 8 月 28 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 8 月 28 日人民银行以利率招标方式开展了 500 亿元逆回购操作。

资料来源：中国人民银行，新时代证券研究所

图16： 货币市场利率下降

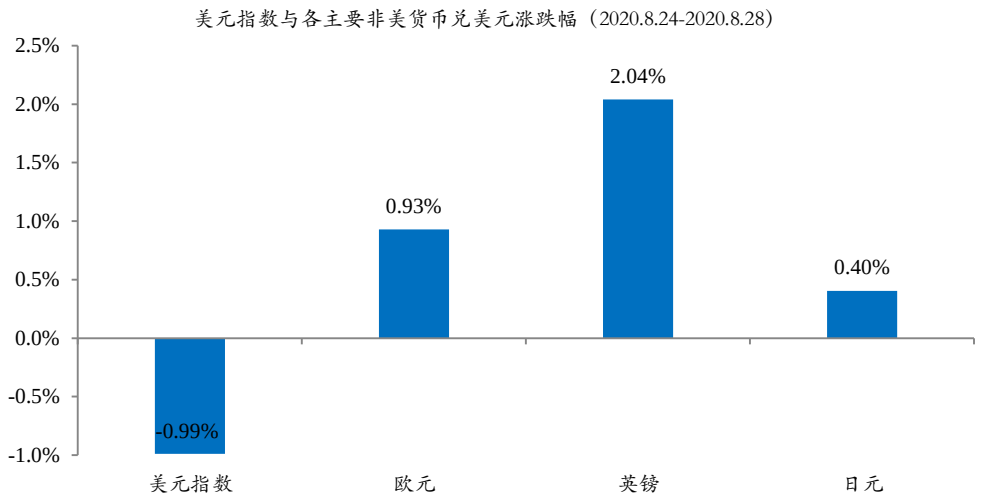


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.5、 人民币兑美元升值

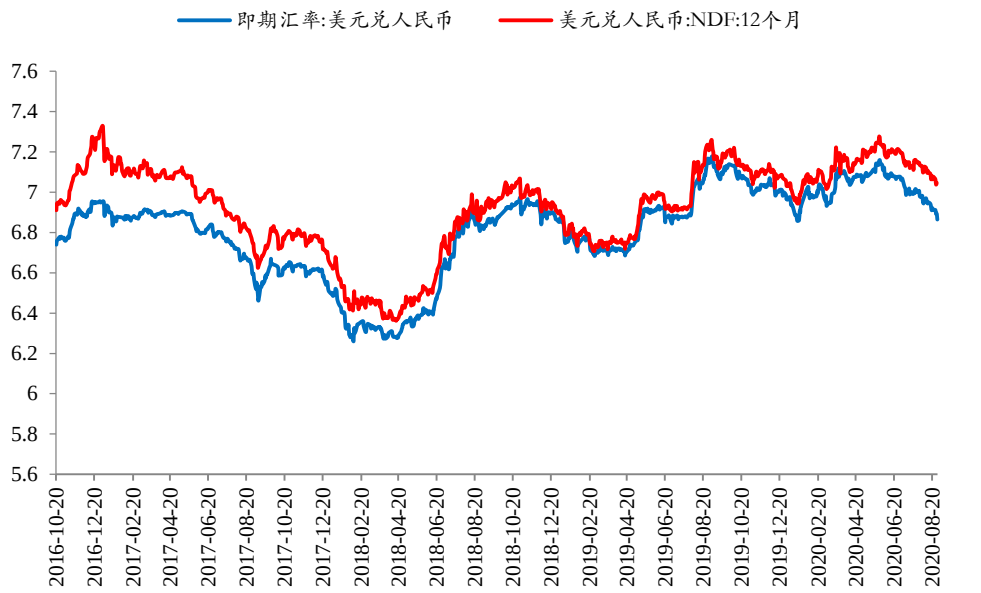
上周，美元走弱，指数下降 1.0%至 93.28。非美货币方面，欧元、英镑和日元兑美元分别升值 0.9%、2.0%、0.4%。人民币兑美元汇率一周升值 0.71%。

图17： 美元指数微涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 人民币汇率升值



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/