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

政策显效与投资收益大增共致利润高增

——2020 年 1-7 月工业企业利润数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 2020 年 1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 31022.9 亿元，降幅较 1-6 月收窄 4.7 个百分点。其中，7 月当月规上工业企业利润大幅增长 19.6%，增速较 6 月份加快 8.1 个百分点，连续两个月保持 10%以上的增长。
- **需求改善、政策扶持显效和投资收益大增，共同助力工业利润超预期大增。**从“量、价、成本”三因素框架看，7 月份工业产品价格回升、销售加快、企业成本改善，均继续支撑工业利润改善；此外，企业投资收益大幅增加也是利润增速加快的重要原因。具体看：**一是**受益大宗商品价格回升和国内建材产品价格上涨影响，工业生产者出厂价格指数 PPI 降幅较上月继续收窄 0.6 个百分点；**二是**国内基建、房地产投资回升，带动企业销售持续改善，如 7 月工业企业产品销售率达到 98.4%，较上月提高 0.6 个百分点；**三是**受益降成本惠企政策效果显现，企业成本压力继续缓解，如 7 月份工业企业营收与营业成本增速差继续回升，每百元营业收入中的成本连续两个月同比下降。**四是**企业投资收益大增对利润修复的助推作用明显，预计 7 月份工业企业投资收益增速维持在 20%左右。
- **分行业看，中游装备制造业是利润回升主推力，结构上新旧动能转换继续加快。**在环保标准切换、基建地产投资拉动等多因素作用下，7 月份中游装备制造业利润同比增长 44.3%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 13.8 个百分点，贡献率高达 70%以上，是工业利润回升主推力；同时受益政策扶持显效、需求恢复、价格回升，部分上游原材料制造业和下游消费品制造业利润也在持续改善。从利润增长结构看，1-7 月份高技术制造业累计利润增速为 13.8%，高于同期整体工业 21.9 个百分点，我国经济结构调整持续加快。
- **企业经营好转叠加宽货币放缓，企业加杠杆步伐放慢。**7 月末，工业企业资产负债率为 56.7%，较上月回落 0.2 个百分点。其中，受益企业生产经营改善，工业企业资产增速已连续 4 个月回升，是杠杆率下降主因；同时受国内宽货币节奏放缓影响，企业负债增速抬升有所乏力，7 月工业企业负债增速低于前期高点，且连续两个月低于资产增速，也是杠杆率回落的原因。分企业类型看，国企和私企杠杆率均明显下降，其中国企杠杆率下降，主要源于上游企业利润改善较多，国企资产增速持续回升，国企负债增速则已有回落迹象；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。
- **工业企业库存继续下降。**1-7 月份，工业企业产成品存货累计同比增长 7.4%，较 1-6 月降低 0.9 个百分点，连续四个月从高位回落。工业库存继续环比下降：一是国内外需求回暖，企业销售状况好转，导致企业库存下降；二是当前库存水平仍在高位，叠加国内外环境依旧严峻复杂，国内外需求回升力度和持续性均存在较大不确定性，企业主动补库存意愿并不十分强烈；三是受南方汛情影响，基建类工业生产有所放缓。

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、需求改善、政策扶持显效和投资收益大增，共致工业利润大增 3
（一）受益国内外需求回升，工业品价格降幅继续收窄 3
（二）基建地产投资持续回升，带动工业销售持续改善 3
（三）受益降成本惠企政策效果显现，工业企业成本压力继续缓解 4
（四）企业投资收益大增对利润修复的助推作用明显 4
二、中游装备制造是利润回升主推力，新旧动能转换继续加快 4
三、企业经营好转叠加宽货币放缓，企业加杠杆步伐放慢 5
四、工业企业库存继续下降 6

正文：

一、需求改善、政策扶持显效和投资收益大增，共致工业利润大增

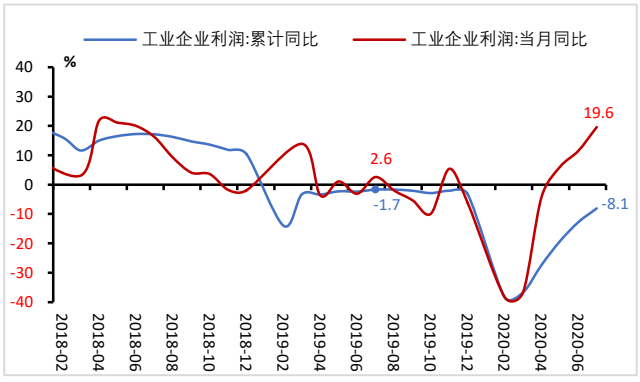
1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 31022.9 亿元，同比下降 8.1%，降幅较 1-6 月收窄 4.7 个百分点。其中，7 月当月规上工业企业利润大幅增长 19.6%，增速较 6 月份加快 8.1 个百分点，连续两个月保持 10%以上的增长（见图 1），表现远超市场预期。

从“量、价、成本”三因素框架看，7 月份工业产品价格回升、销售加快、企业成本改善，均继续支撑工业利润改善；此外，企业投资收益大幅增加也是利润增速加快的重要原因。具体来看：

（一）受益国内外需求回升，工业品价格降幅继续收窄

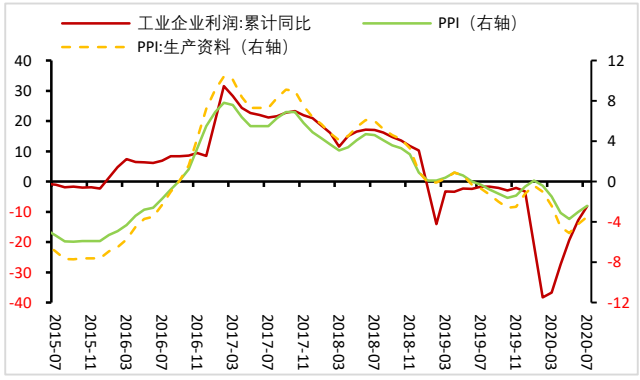
受全球经济陆续重启下大宗商品价格回升，国内房地产、基建投资加快带动建材类产品价格上涨影响，7 月国内工业生产者出厂价格指数（PPI）和生产资料价格指数分别下降 2.4%、3.5%（见图 2），降幅较 6 月分别大幅收窄 0.6 和 0.7 个百分点。从历史经验看，PPI 尤其是生产资料 PPI 与工业企业利润增速具有很强的同步性，两者降幅继续大幅收窄，对利润改善形成支撑。4 月份以来全球主要大宗商品价格先后持续反弹，截止目前铜、锌等商品价格均已收复年内跌幅转涨，考虑到国际大宗商品价格波动对国内 PPI 的传导通常存在 1-2 个月的时滞，预计未来数月 PPI 降幅收窄仍有支撑，有利于工业利润保持增长。

图 1：7 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）基建地产投资持续回升，带动工业销售持续改善

受益积极的财政货币政策措施加快落实落地，国内基建、地产投资需求持续回升，工业企业销售持续改善，对利润修复形成支撑。如根据统计局数据，1-7 月份工业企业营业收入降幅较 1-6 月继续收窄 1.3 个百分点，7 月当月工业企业产品销售率达到 98.4%，较上月提高 0.6 个百分点。此外，7 月工业需求端修复情况要好于生产端，也有利于加快增厚企业利润，如 7 月分别代表供给和需求的制造业 PMI 生产指数、新订单指数分

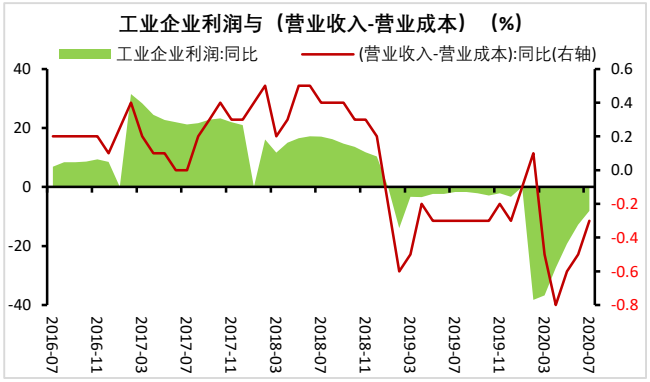
别较上月提高 0.1 和 0.3 个百分点，后者增幅高于前者 0.2 个百分点。

（三）受益降成本惠企政策效果显现，工业企业成本压力继续缓解

从营收与营业成本增速差看，1-7 月份工业企业名义营收与营业成本增速差为-0.3%，虽仍为负值但较 1-6 月提高 0.2 个百分点，表明企业成本端大幅上升压力得到缓解（见图 3）。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 1-7 月份该差额为-1.0%，较 1-6 月也提高了 0.2 个百分点，扭转了前期持续回落疲态（见图 4）。

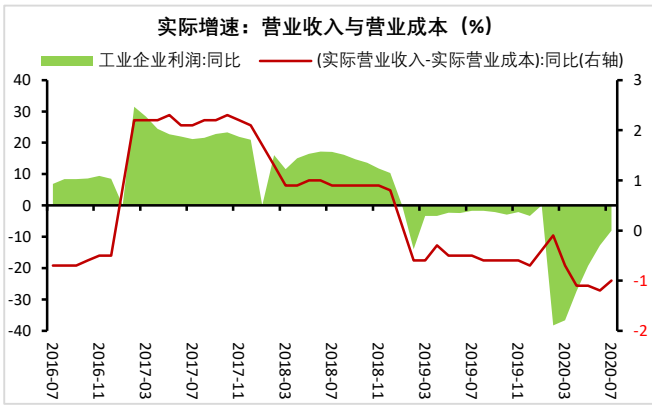
从百元营收成本看，受益减税降费等惠企政策效果显现、产品销售加快，制造业企业生产成本与费用均有所下降。如 7 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本同比减少 0.67 元，已连续 2 个月同比下降，降幅进一步加大；每百元营业收入中的费用同比下降 0.02 元，企业经营压力得到明显缓解。此外，受益石油等原材料价格整体仍低于去年同期，石油加工行业每百元营业收入中的成本同比大幅减少 5.17 元。

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）企业投资收益大增对利润修复的助推作用明显

受益年内股市、期货市场行情向好，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 1-6 月份规模以上工业企业投资收益增速高达 22.5%，高出同期工业企业利润增速 35 个百分点以上，占工业利润的比重较去年同期提高 4 个百分点以上（见图 5）。根据统计局表态，7 月份投资收益对工业企业利润的支撑力度依旧不减。

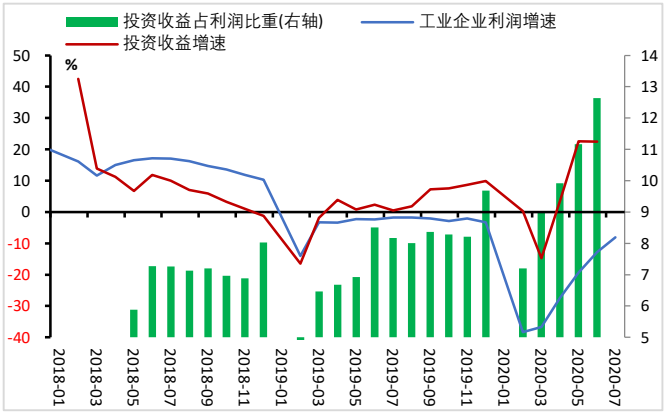
二、中游装备制造是利润回升主推力，新旧动能转换继续加快

从三大门类看，制造业和电力热力燃气及水的生产供应业利润改善均较多。如 1-7 月份，制造业以及电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润分别同比下降 4.5%和 3.3%，降幅较 1-6 月份分别大幅收窄 5.3 和 5.4 个百分点；同期，受原油价格同比降幅仍近三成拖累，采矿业利润降幅仍高达 41.6%，较 1-6 月仅小幅收窄 0.1 个百分点（见图 6）。

从具体制造业行业看，中游装备制造业是 7 月工业利润改善的主推力（见图 7）。在环保标准切换、基建地产投资拉动、家电出口增加、企业投资收益大增等多因素作用

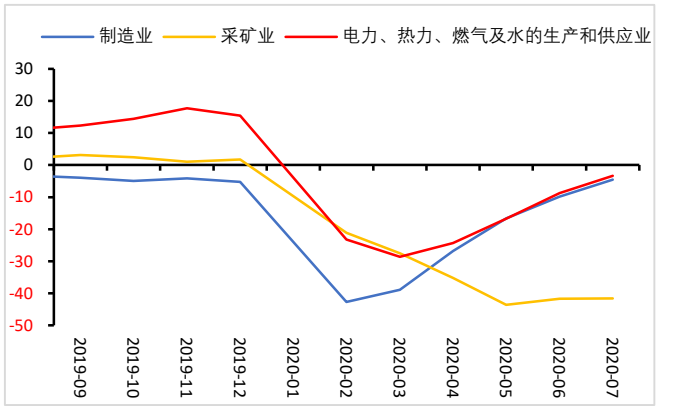
下，7 月份中游装备制造业利润同比增长 44.3%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 13.8 个百分点，贡献率高达 70%以上。其中，汽车、计算机通信电子设备等重点装备制造业利润增速均为高位继续回升，拉动作用尤为突出，在 6 月份均维持 2 位数增长的基础上，7 月份继续环比分别提高 108.6、27.6 个百分点。同期，受益国内外需求回升，大宗商品价格持续反弹，有色和黑色金属冶炼、石油加工以及化工等上游原材料制造业利润降幅亦继续收窄；受益复工复产持续推进、防疫物资出口保持韧性，下游食品加工和制造、医药制造业利润均环比有所改善（见图 7）。

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

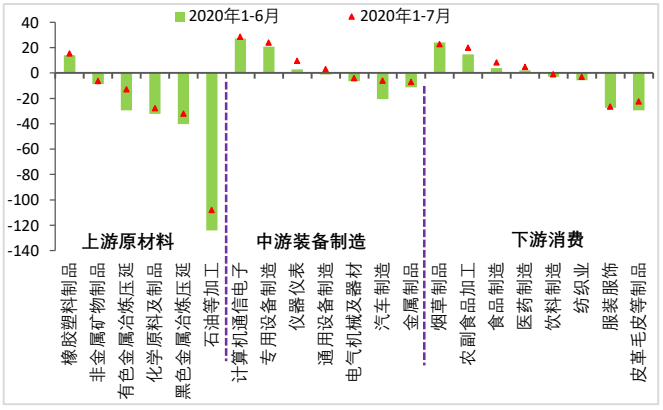
图 6：制造和电力行业利润改善较多



资料来源：WIND，财信研究院

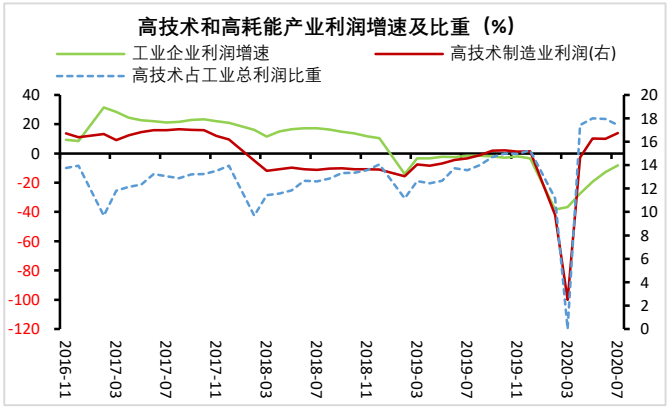
从利润增长结构看，高技术制造业利润维持强势增长，新旧动能转换加快。如根据我们的统计数据，1-7 月份高技术制造业累计利润增速为 13.8%，较 1-6 月提高 3.8 个百分点，高于同期整体工业 21.9 个百分点，表明疫后我国经济结构调整持续加快（见图 8）。此外，从利润占比看，1-7 月份高技术制造业利润在工业利润的比重为 17.4%，较去年同期提高 3.8 个百分点，也反映出国内新动能的力量正不断增强。预计在政策大力支持和国内供给侧改革、消费升级大趋势下，经济结构转型升级已步入加速期。

图 7：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

图 8：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

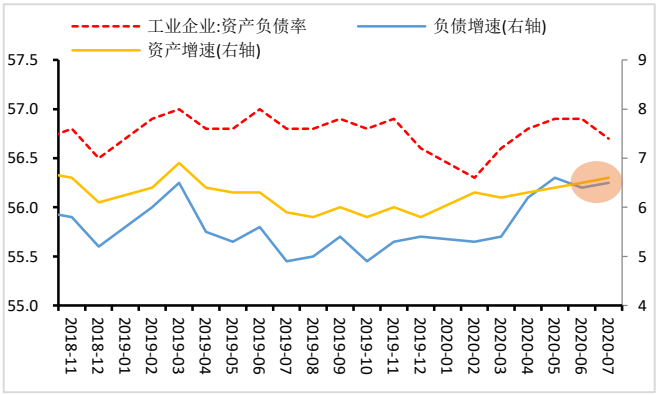
三、企业经营好转叠加宽货币放缓，企业加杠杆步伐放慢

7 月末，工业企业资产负债率为 56.7%，较上月回落 0.2 个百分点。工业企业杠杆

率下降，主要源于经济持续向好，企业生产经营改善，资产增速持续回升，如截止 7 月末，工业企业资产增速已连续 4 个月回升，且资产增速已连续两个月高于负债增速；此外，受国内宽货币节奏放缓影响，企业负债增速抬升乏力也是杠杆率回落的原因，如 7 月工业企业负债增速虽较上月小幅提高 0.1 个百分点，但仍低于 5 月的高点（见图 9）。

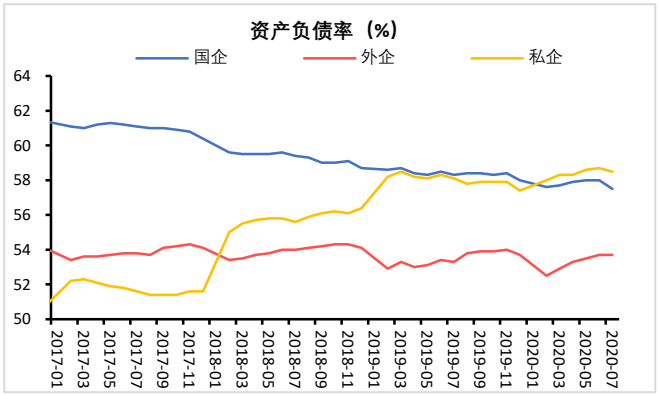
分企业类型看，7 月末国企、私企和外企资产负债率分别为 57.5%、58.5%和 53.7%，较 6 月末分别降低 0.5、降低 0.2 个百分点和持平，国企和私企杠杆率均明显下降（见图 10）。但具体从资产和负债的增速变化看，预计国企和私企杠杆率下降的原因略有区别。**国企杠杆率下降，主要源于上游企业利润改善较多，国企资产增速持续回升**，如 6 月末国企资产增速较上月提高 0.4 个百分点，已连续两个月回升（见图 11），考虑到 7 月份上游利润仍在改善，预计国企资产增速大概率继续回升；此外，6 月末国企负债增速已有回落现象，也有利于其杠杆率下降。**私企杠杆率下降，则更多源于宽货币力度放缓，负债和资产增速同步回落**，如 6 月末私企资产和负债增速已分别较上月下降 0.4 和 0.5 个百分点（见图 12）。

图 9：资产增速快于负债增速导致杠杆率下降



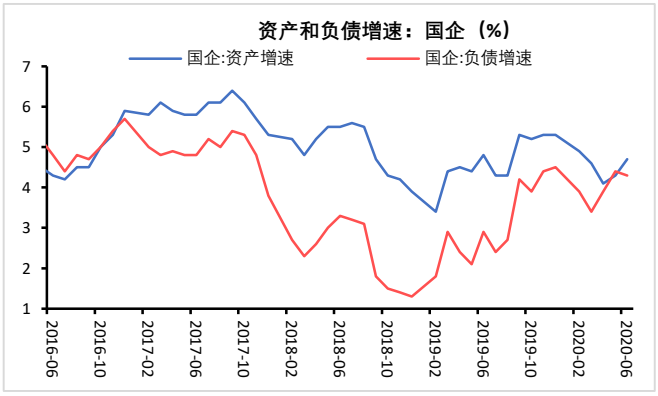
资料来源：WIND，财信研究院

图 10：国企和私企杠杆率均有所下降



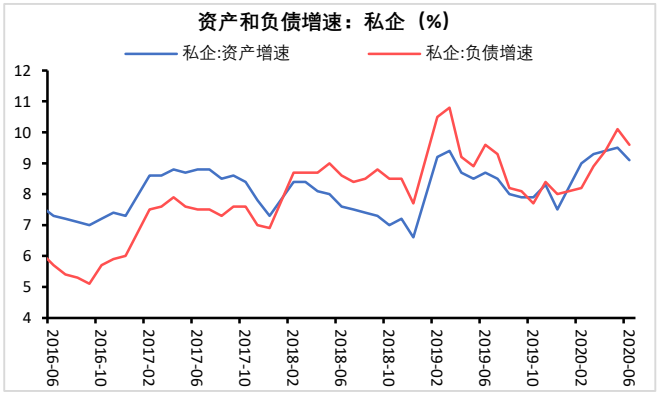
资料来源：WIND，财信研究院

图 11：国企资产增速回升负债增速下降



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：私企资产与负债增速均高位小幅回落



资料来源：WIND，财信研究院

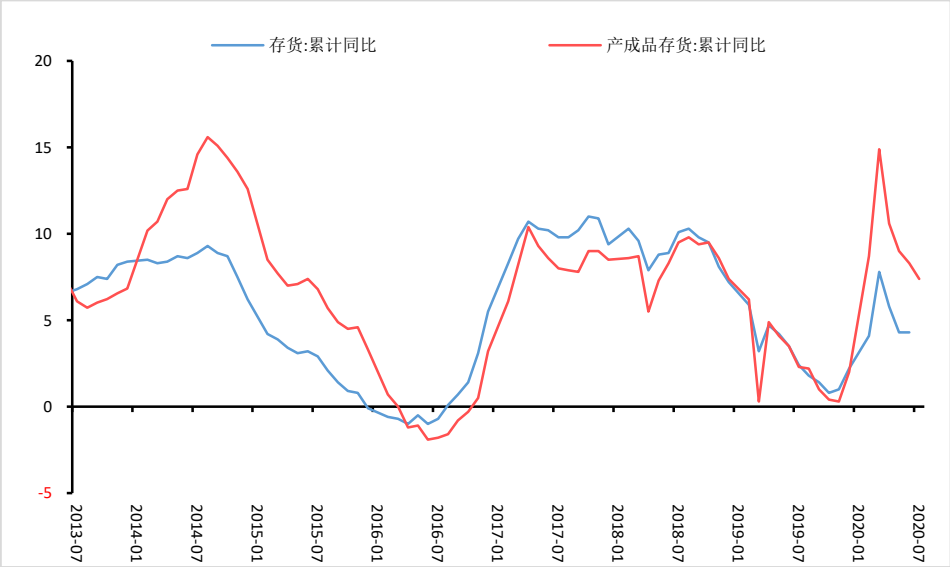
四、工业企业库存继续下降

1-7 月份，工业企业产成品存货累计同比增长 7.4%，较 1-6 月降低 0.9 个百分点，

连续四个月从高位回落（见图 13）。工业库存继续环比下降：一是国内外需求回暖，企业销售状况好转，导致企业库存下降，如受国内基建地产投资回升和国外经济重启影响，7 月份国内 PMI 新订单指数、PMI 新出口订单指数分别比上月提高 0.3 和 5.8 个百分点；二是当前库存水平仍在高位，叠加国内外环境依旧严峻复杂，国内外需求回升力度和持续性均存在较大不确定性，企业主动补库存意愿并不十分强烈；三是受南方汛情影响，工业生产修复放缓，如 7 月份工业增加值增速仅持平上月。

往后看，预计前期政策扶持效果将加速显现，且从 7 月 30 日政治局会议对下半年政策的定调看，国内政策支持力度不减，政策发力方向有望向需求端倾斜，预计下半年国内需求侧的修复斜率将加快，但全球疫情和经济不确定性增加，将对制造业形成拖累，企业消化库存仍需要一定时间，去库存周期或偏长。

图 13：工业企业库存继续下降



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。