宏观研究

制约新一轮库存周期开启的三个因素

——1-6 月工业企业利润点评

宏观数据点评 2020 年 7 月 28 日

报告摘要：

1—6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 25114.9 亿元，同比下降 12.8%，降幅比 1—5 月份收窄 6.5 个百分点。

- **海外疫情反弹制约新一轮库存周期开启**

6 月以来，美国疫情出现反弹，进而带动全球疫情出现第二次反弹。对美国来说，最开始疫情主要集中在德州、加州、亚利桑那、佛罗里达，但由于美国防疫不利，疫情已扩散到全美大多数州，包括宾州和纽约州等东北区域也开始出现反弹。对于美国而言，佛罗里达、德克萨斯、亚利桑那和佐治亚等州的存量病例明显增加，医疗床位已极为紧张，不排除这些州采取二次封锁的政策，这会对全球经济复苏造成打击。由于对美出口占我国总出口很大一部分，因此美国需求收缩会可能会对我国工业领域造成冲击，影响去库存速度。

- **中美关系对库存周期有一定影响**

现今离美国大选只剩 3 个月，参考历史，美国大选前现任总统通常会通过对外转嫁矛盾等方式来提高支持率，参考里根二次大选前对日本开展 301 调查，小布什二次选举前对伊斯兰世界发表强硬言论等。因此在 11 月美国大选前特朗普政府势必会疯狂对中国进行挑衅，未来潜在手段包括驱逐中国驻旧金山领事馆、在金融领域对中国发动攻击等。目的在于通过甩锅来凝聚人心。因此，未来中美关系存在变数，这对国内经济造成利空，新一轮库存周期可能有所延后。

- **房地产调控对库存周期也有一定影响**

7 月 24 日，国务院副总理韩正主持召开房地产工作座谈会，总结房地产长效机制试点方案实施情况，分析当前房地产市场形势。韩正指出要继续坚持“房住不炒”政策，时刻绷紧房地产调控这根弦，坚定不移推进落实好长效机制。从基调来看，未来房地产调控政策应该继续保持严格态势。由于房地产行业对工业生产有较大拉动作用，在房地产调控政策趋严的情况下，工业增加值和工业利润修复可能没那么快，新一轮库存周期可能仍需时日。

- **未来展望： 7月下旬的年中政治局会议将决定未来经济基调**

按惯例，7 月底将召开年中政治局会议，主题通常是“分析当前经济形势，部署下半年经济工作”。在当前，中国经济逐渐恢复，但海外形势更加恶化，“内循环”概念被提出更多是为了应对海外经济恶化，在此背景下，下半年货币政策可能不会过度收紧，财政政策也会有继续发力空间。从工业利润的角度来说，下半年工业利润增速有望继续修复。从库存周期的角度，6 月补库存速度较 5 月减慢，在海外经济恶化、中美关系再起风波的背景下，新一轮库存周期仍需时日。工业生产或仍将处于弱修复的进程。

- **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：付万丛

执业证号： S0100119080008
电话： 010-85127665
邮箱： fuwancong@mszq.com

目录

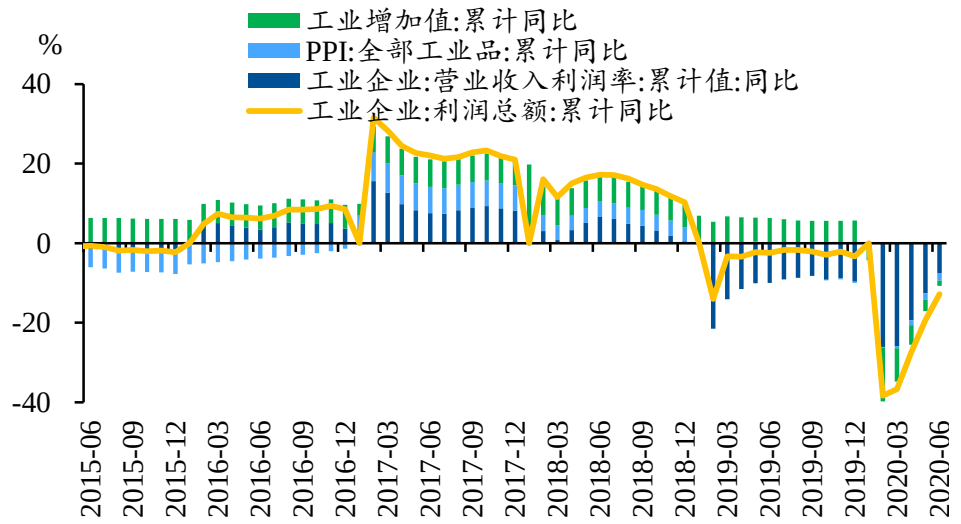
一、工业企业利润增速继续回升 3
二、重要信息：影响未来库存周期的三个主要因素 6
三、未来展望：密切关注年中政治局会议释放的政策信息 6

插图目录 7

一、工业企业利润增速继续回升

6 月工业企业利润增速继续回升。1—6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 25114.9 亿元，同比下降 12.8%，降幅比 1—5 月份收窄 6.5 个百分点。6 月份，规模以上工业企业实现利润总额 6665.5 亿元，同比增长 11.5%，增速比 5 月份加快 5.5 个百分点。6 月工业利润增速改善主要是工业企业营业收入利润率改善带来的，其次是工业增加值累计增速回升的贡献，价格因素对工业企业利润仍有拖累。

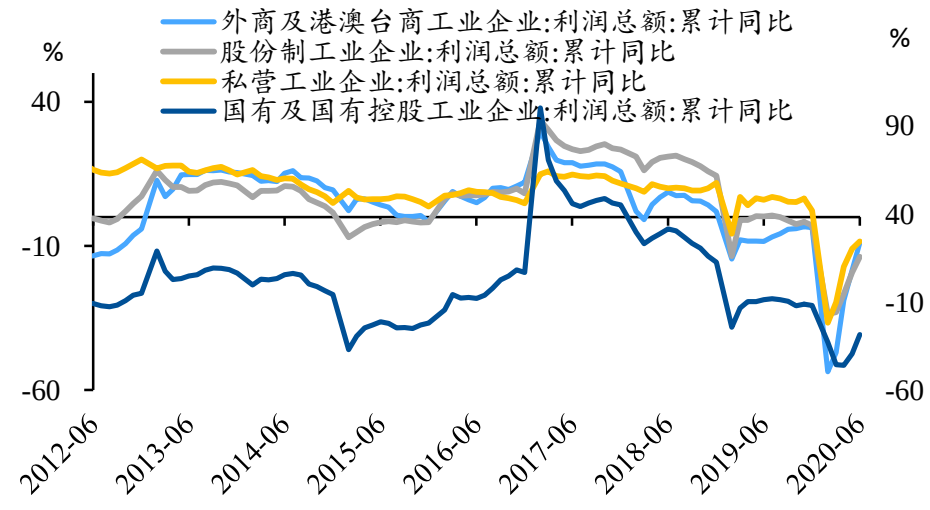
图 1：工业企业营业收入利润率改善带动工业企业利润增速回暖



资料来源：Wind，民生证券研究院

非国企类工业企业利润修复。1—6 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 6614.1 亿元，同比下降 28.5%；股份制企业实现利润总额 18247.1 亿元，下降 13.7%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 6486.4 亿元，下降 8.8%；私营企业实现利润总额 7119.8 亿元，下降 8.4%。国企工业利润累计增速修复较慢，主要是因为国企承担托底经济的重任，对民企进行适度让利。其次有大量国企分布在上游行业，受全球经济低迷影响，大宗商品价格较为低迷，这也拖累了国企利润的修复。

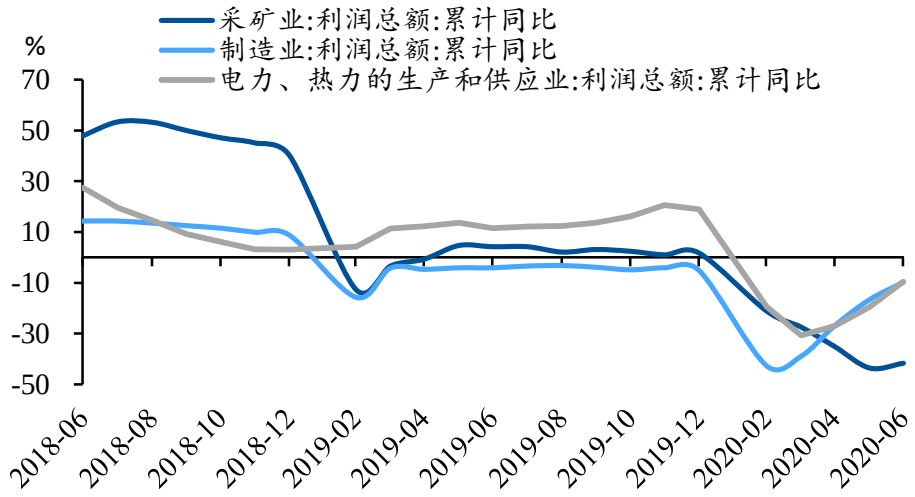
图 2：非国企类工业企业利润修复较快



资料来源：Wind，民生证券研究院

制造业利润环比继续回升。1—6 月份，采矿业实现利润总额 1647.0 亿元，同比下降 41.7%；制造业实现利润总额 21223.0 亿元，下降 9.8%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 2245.0 亿元，下降 8.7%。1—6 月份，在 41 个工业大类行业中，9 个行业利润总额同比增加，1 个行业持平，31 个行业减少。主要行业利润情况如下：计算机、通信和其他电子设备制造业利润总额同比增长 27.2%，专用设备制造业增长 20.7%，农副食品加工业增长 14.8%，石油和天然气开采业下降 72.6%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 40.3%，化学原料和化学制品制造业下降 32.2%，煤炭开采和洗选业下降 31.2%，有色金属冶炼和压延加工业下降 29.4%，汽车制造业下降 20.7%，电力、热力生产和供应业下降 9.5%，非金属矿物制品业下降 8.7%，电气机械和器材制造业下降 6.4%，纺织业下降 5.6%，通用设备制造业下降 1.1%，石油、煤炭及其他燃料加工业由同期盈利转为亏损。

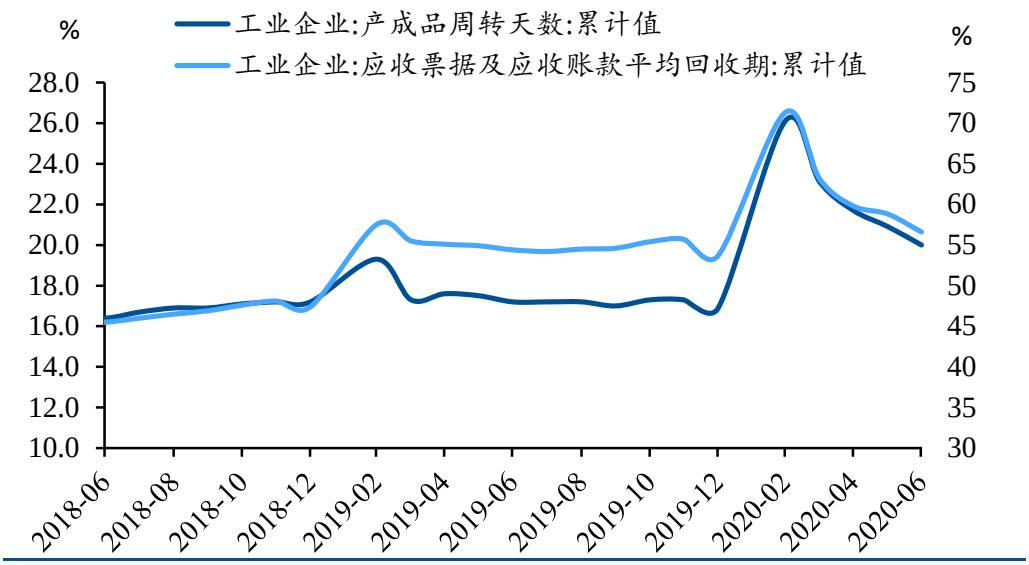
图 3：采矿业工业企业利润修复较慢



资料来源：Wind，民生证券研究院

去库存速度有所减慢。6 月末，规模以上工业企业应收账款 15.34 万亿元，同比增长 12.7%；产成品存货 4.44 万亿元，增长 8.3%。从库存周期的角度来看，去库存取得重要成果，应收票据和应收账款平均回收期已基本恢复至往年平均水平。但产成品周转天数仍明显高于往年平均水平，且 6 月下降速度进一步减缓。

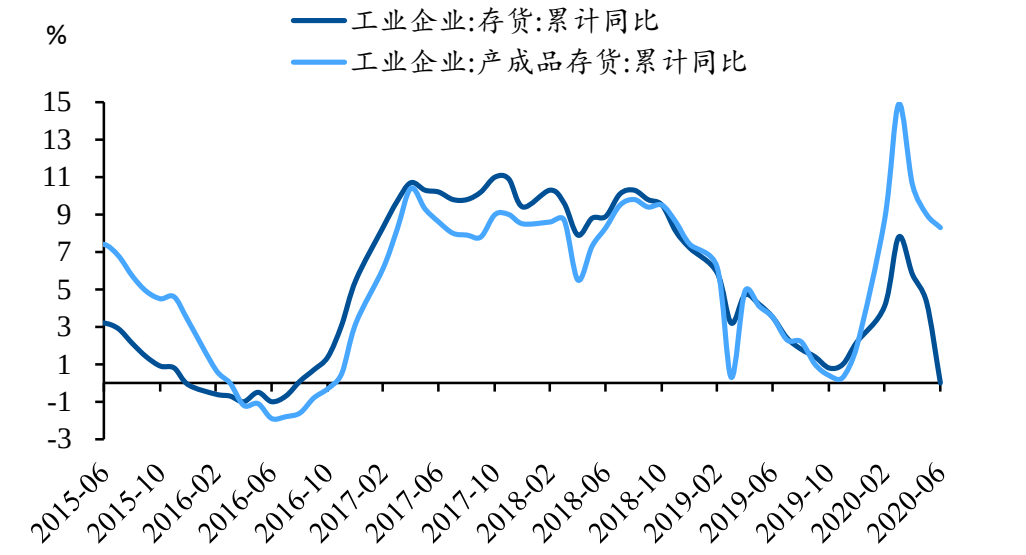
图 4:去库存速度有所减缓



资料来源：Wind，民生证券研究院

新一轮库存周期开启仍需时日。2016 年以来我国一共经历过两轮补库存周期，第一轮是 2017 年上半年，由于 2016 年房地产去库存取得一定成效，且供给侧改革明显推进，2017 年我国快速补库存，带动经济景气。第二轮补库存是今年 2-3 月，与上一轮补库存不同，2017 年上半年我国是主动补库存，是由于供给侧改革推进、房地产提前去库存、全球朱格拉周期等因素导致工业企业利润快速增长，企业选择主动补库存。但今年 2-3 月我国是被动补库存，是因为疫情封锁导致工业生产受到阻碍，企业被动囤货。因此尽管 5 月以来库存明显下降，但受未来全球经济震荡复苏的预期影响，企业不会很快开启新一轮库存周期。

图 5:新一轮库存周期开启仍需时日



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、重要信息：影响未来库存周期的三个主要因素

一、海外疫情反弹对库存周期有重要影响。6 月以来，美国疫情出现反弹，进而带动全球疫情出现第二次反弹。对美国来说，最开始疫情主要集中在德州、加州、亚利桑那、佛罗里达，但由于美国防疫不利，疫情已扩散到全美大多数州，包括宾州和纽约州等东北区域也开始出现反弹。对于美国而言，佛罗里达、德克萨斯、亚利桑那和佐治亚等州的存量病例明显增加，医疗床位已极为紧张，不排除这些州采取二次封锁的政策，这会对全球经济复苏造成打击。由于对美出口占我国总出口很大一部分，因此美国需求收缩会可能会对我国工业领域造成冲击，影响去库存速度。

二、中美关系对库存周期有一定影响。现今离美国大选只剩 3 个月，参考历史，美国大选前现任总统通常会通过对外转嫁矛盾等方式来提高支持率，参考里根二次大选前对日本开展 301 调查，小布什二次选举前对伊斯兰世界发表强硬言论等。因此在 11 月美国大选前特朗普政府势必会疯狂对中国进行挑衅，未来潜在手段包括驱逐中国驻旧金山领事馆、在金融领域对中国发动攻击等。目的在于通过甩锅来凝聚人心。因此，未来中美关系存在变数，这对国内经济造成利空，新一轮库存周期可能有所延后。

三、房地产调控对库存周期也有一定影响。7 月 24 日，国务院副总理韩正主持召开房地产工作座谈会，总结房地产长效机制试点方案实施情况，分析当前房地产市场形势。韩正指出要继续坚持“房住不炒”政策，时刻绷紧房地产调控这根弦，坚定不移推进落实好长效机制。从基调来看，未来房地产调控政策应该继续保持严格态势。由于房地产行业对工业生产有较大拉动作用，在房地产调控政策趋严的情况下，工业增加值和工业利润修复可能没那么快，新一轮库存周期仍需时日。

三、未来展望：密切关注年中政治局会议释放的政策信息

7 月下旬的年中政治局会议将决定未来经济基调。按惯例，7 月底将召开年中政治局会议，主题通常是“分析当前经济形势，部署下半年经济工作”。在当前，中国经济逐渐恢复，但海外形势更加恶化，“内循环”概念被提出更多是为了应对海外经济恶化，在此背景下，下半年货币政策可能不会过度收紧，财政政策也会有继续发力空间。从工业利润的角度来说，下半年工业利润增速有望继续修复。从库存周期的角度，6 月补库存速度较 5 月减慢，在海外经济恶化、中美关系再起风波的背景下，新一轮库存周期仍需时日。工业生产或仍将处于弱修复的进程。

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：工业企业营业收入利润率改善带动工业企业利润增速回暖 3
图 2：非国企类工业企业利润修复较快 3
图 3：采矿业工业企业利润修复较慢 4
图 4:去库存速度有所减缓 5
图 5:新一轮库存周期开启仍需时日 5

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。

付万丛，民生证券研究院宏观固收组研究助理。美国雪城大学经济学博士。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。