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

政策扶持效果显现，成本改善是利润回升主因

——2020 年 1-5 月工业企业利润数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 2020 年 1-5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 18434.9 亿元，同比下降 19.3%，降幅较 1-4 月收窄 8.1 个百分点。其中，5 月当月规上工业企业利润增速由负转正，由 4 月份同比下降 4.3%转为增长 6.0%。
- **受益政策扶持和需求边际好转，企业成本压力缓解是本月利润转正的主因。**在“量、价、成本” 三个影响利润的主要因素中，本月仅有“成本”出现较大改善，毫无疑问是最大贡献力量。具体看：**一是受益前期减税降费和金融扶持政策效果显现，叠加需求好转带动生产经营效率改善，企业成本端压力明显得到缓解**，如 1-5 月份，工业企业名义营收与营业成本增速差较 1-4 月提高 0.2 个百分点，同期每百元营收中成本与费用亦明显减少；**二是疫情冲击下总需求偏弱，工业产销恢复速度有所放缓**，如 5 月份工业企业营业收入增速较 4 月份还回落 3.7 个百分点；**三是大宗商品价格低迷影响仍在，工业品价格降幅继续扩大**，如 1-5 月国内 PPI 和生产资料 PPI 降幅，分别较 1-4 月扩大 0.5 和 0.6 个百分点。
- **分行业看，高技术行业是利润回升的主推力，高耗能行业也起到助推作用，国内新旧动能转换呈加速状态。**如 1-5 月份，国内高技术与高耗能行业利润增速均继续提升，且两者在工业企业利润中的比重分别较 1-4 月提高 0.6 和 2.7 个百分点，表明两者的贡献要明显高于其他行业，是推动工业利润回升的主因。同时，1-5 月高技术制造业增速达到 10.2%，大幅高于同期整体工业企业利润增速，表明疫后新动能恢复更快格局未变，稳增长不改调结构大势。
- **政策扶持效果显现，私企外企资本开支明显回升，但大宗商品价格低迷，拖累国企投资意愿仍偏弱。**如受益于国家加大稳企业稳就业金融扶持力度和多措并举稳外资稳外贸措施，年内私企与外企的资产和负债增速均明显提升，5 月末两者资产负债率继续较上月分别提高 0.3 和 0.2 个百分点。相比之下，受国际大宗商品价格低迷拖累，国企投资意愿偏弱，年内国企资产增速持续下降，由 2019 年末的 5.3%降至 2020 年 4 月的 4.1%。
- **企业由“被动补库存”转向“主动去库存”。**1-5 月份，工业企业产成品存货累计同比增长 9.0%，较 1-4 月降低 1.6 个百分点。工业库存继续环比下降：一是前期库存被动大幅增加后，企业去库存意愿强烈，通过逐渐放缓生产节奏、减少原材料购买，降低了库存积压；二是前期的消费刺激政策效果显现，叠加企业打折促销力度加大，5 月国内需求出现较大改善，推动企业销售状况好转，产成品库存下降。受需求低迷影响，工业企业或已开启新一轮被拉长的主动去库存周期。

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、企业成本压力缓解是本月工业利润转正的主因 3
（一）政策扶持叠加需求边际好转，企业成本压力明显缓解 3
（二）疫情冲击下总需求偏弱，工业产销恢复速度有所放缓 3
（三）大宗商品价格低迷影响仍在，工业品价格降幅继续扩大 4
二、高技术行业成利润回升主推力，新旧动能转换加速 4
三、政策扶持效果显现，私企外企资本开支明显回升 6
四、企业由“被动补库存”转向“主动去库存” 7

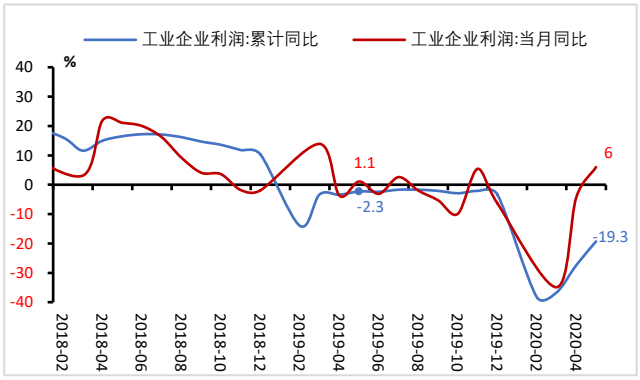
正文：

一、企业成本压力缓解是本月工业利润转正的主因

1-5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 18434.9 亿元，同比下降 19.3%，降幅较 1-4 月收窄 8.1 个百分点。其中，5 月当月规上工业企业利润增速由负转正，由 4 月份同比下降 4.3%转为增长 6.0%（见图 1）。

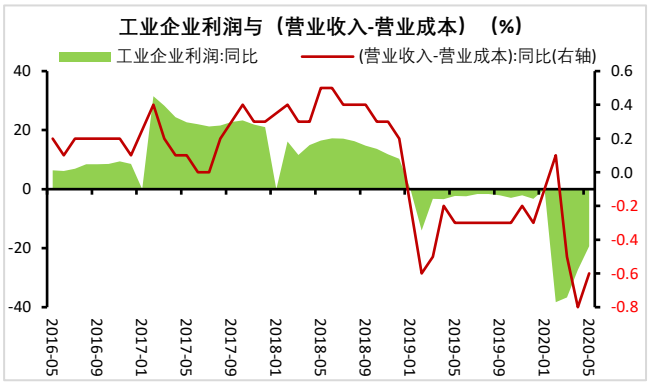
从“量、价、成本”三因素框架看利润变化，成本改善是本月工业利润大幅好转的主因，但同期“量、价”两因素还在走弱，表明企业盈利仍面临较多困难，未来持续改善具有较大不确定性。具体来看：

图 1：5 月工业企业利润已由负转正



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：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

（一）政策扶持叠加需求边际好转，企业成本压力明显缓解

从营收与营业成本增速差看，1-5 月份，工业企业名义营收与营业成本增速差为-0.6%，虽仍为负值但较 1-4 月提高了 0.2 个百分点，表明 5 月份企业成本端的压力明显缓解，没有继续大幅上升（见图 2）。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 1-5 月份该差额为-1.1%，与 1-4 月持平，反映出企业实际的盈利压力犹存（见图 3）。

从百元营收成本看，每百元营收中成本和费用亦均明显下降。如 1-5 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.77 元，较 1-4 月减少 0.14 元，同比增幅也由上期的 0.53 元降至 0.41 元;每百元营业收入中的费用为 9.05 元,较 1-4 月减少 0.18 元，同比增幅由上期的 0.5 元降至 0.41 元。

企业成本压力缓解是多方面力量共同作用的结果：一是前期减税降费、加大金融扶持政策效果显现，企业融资成本与各项费用均大幅减少，导致成本端的压力得到有效缓解；二是 5 月份国内需求出现明显好转，带动企业销售加快，生产经营效率改善，企业单位成本出现下降;三是企业自身调整经营战略,压降非必要支出,控费能力有所提升。

（二）疫情冲击下总需求偏弱，工业产销恢复速度有所放缓

疫后复工复产深入推进，但居民收入下降、企业新订单不足，工业企业销售增速已有所放缓，如 5 月份，工业企业营业收入增速较 4 月份还回落了 3.7 个百分点。此外，

工业生产改善也有所乏力，如5月份工业增加值为4.4%，环比仅小幅提高0.5个百分点，与4月环比提高5个百分点相比，改善幅度已大幅减弱，

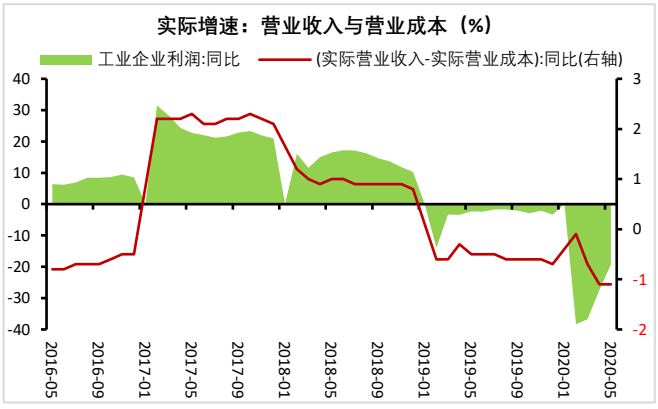
我们认为，工业产销恢复均迎来瓶颈期，背后最主要的原因是总需求不足，政府工作报告明确了今年财政刺激规模高达8.51万亿元，未来受益财政加快发力，国内基建等投资需求有望明显改善，但海外疫情形势不容乐观，外需依旧堪忧，叠加国内消费和制造业投资恢复偏慢，需求偏弱对企业利润的拖累或持续存在。

（三）大宗商品价格低迷影响仍在，工业品价格降幅继续扩大

1-5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同比下降1.7%、2.7%（见图4），降幅较1-4月分别扩大0.5、0.6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，因此价格降幅扩大对利润的拖累仍不容忽视。

工业品价格下降反映出国内需求依旧疲弱，恢复力度仍弱于生产，此外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，5月份国际大宗商品价格的回升也尚未完全反映在PPI上。与产销的情况一致，随着国内财政刺激加快发力，未来数月PPI降幅有望逐步收窄，但全球疫情大流行下，国内外总需求萎缩难以避免，国际原油和大宗商品价格或继续低位震荡，将持续对PPI价格形成制约。

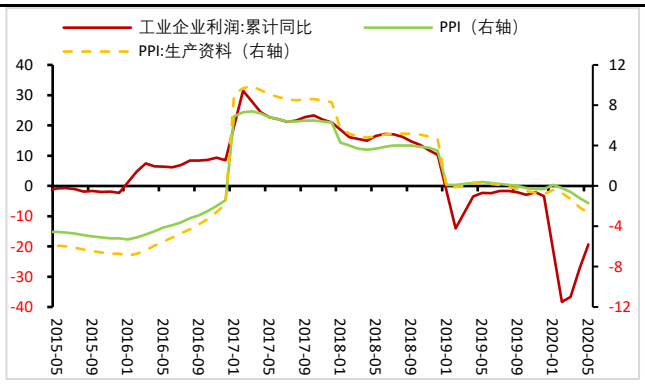
图3：企业利润增速与实际（营业务收入-成本）增速



资料来源：WIND，财信研究院

注：实际营业收入增速用营业收入增速减去PPI衡量，实际营业成本增速用营业成本增速减去PPIRM衡量

图4：工业企业利润增速受PPI影响较大

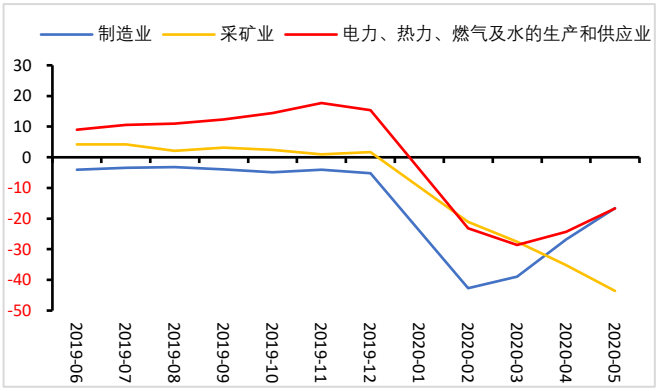


资料来源：WIND，财信研究院

二、高技术行业成利润回升主推力，新旧动能转换加速

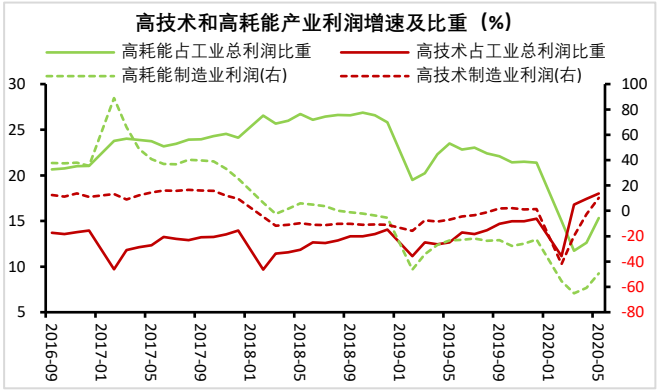
从三大门类看，制造业利润改善依旧是最大贡献因素。如1-5月份，制造业利润同比下降16.6%，降幅比1-4月收窄10.2个百分点，收窄幅度高于全部规上工业企业2.1个百分点；此外电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润继续修复，降幅较1-4月收窄7.6个百分点；但受大宗商品价格低迷拖累，矿业利润同比下降43.6%，降幅较1-4月扩大8.4个百分点（见图5）；

图 5：制造利润加快修复是工业利润改善主因



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：高技术制造业利润增速与占比均改善



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

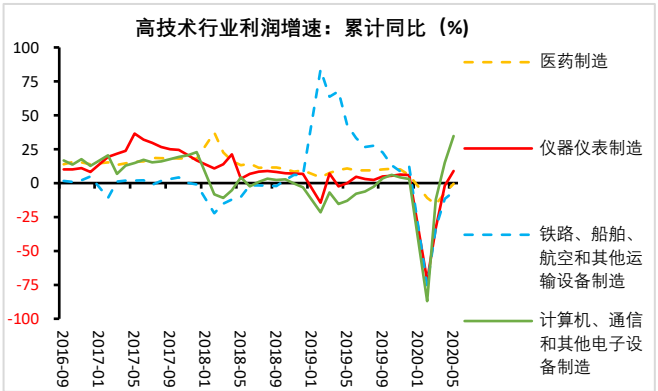
从制造业内部结构看，高技术和高耗能行业成为推动利润回升的两大主力，但高技术利润修复更快，稳增长不改调结构大趋势。

如利润增速上，我们统计的高技术制造业与高耗能制造业均有所提高，1-5 月份两者增速分别为 10.2%、-49.5%，较 1-4 月分别提高 12.9 和 2.7 个百分点（见图 6），但前者增速要大幅高于后者，疫后国内新动能恢复更快格局未变。具体看，高技术制造业利润恢复更快，主要源于计算机通信和其他电子设备制造业利润大幅增长，如其 1-5 月份增速已高达 34.7%，较 1-4 月提升近 20 个百分点（见图 7）；高耗能制造业利润降幅收窄，则主要源于石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品和非金属矿物制品业利润修复的推动（见图 8）。

如利润占比上，高技术制造业与高耗能制造业利润在工业中的比重同步提高，1-5 月两者占比分别为 18.0%和 15.3%，较 1-4 月分别提高 0.6 和 2.7 个百分点（见图 6），表明两者的贡献要明显高于其他行业，成为推动工业利润回升的主力。同时，高技术制造业占比已连续三个月高于高耗能制造业，表明国内新动能的力量不断增强。

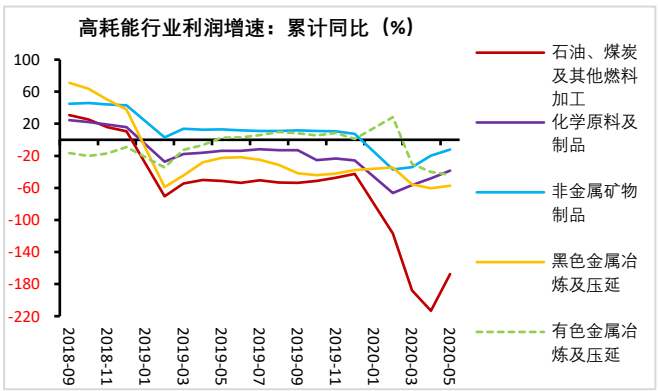
上述数据表明，在应对疫情冲击的逆周期调节过程中，政策兼顾了短期稳增长和中长期调结构问题，国内结构升级的大趋势未变。正如 2020 年政府工作报告提到，困难挑战越大，越要深化改革，激发内生发展动力，推动制造业升级和新兴产业发展，预计疫后国内经济结构转型升级大概率步入加速期，但为对冲疫情影响，短期高耗能行业利润占比回升亦难以避免。

图 7：高技术制造业利润多数明显改善



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：高耗能制造业利润降幅亦多数收窄



资料来源：WIND，财信研究院

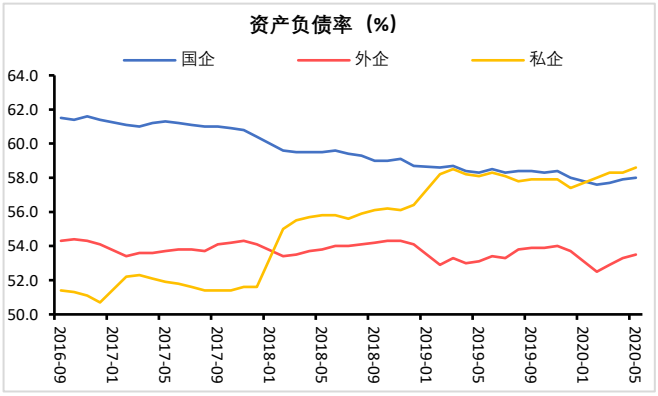
三、政策扶持效果显现，私企外企资本开支明显回升

5 月末，受益逆周期政策力度加大，企业信贷扩张提速，工业企业资产负债率由上月的 56.8%提高至 56.9%。其中，国企、私企和外企资产负债率分别为 58.0%、58.6%和 53.5%，较 4 月末分别提高 0.1、0.3 和 0.2 个百分点，加杠杆速度均有所加快（见图 9）。

但具体从资产和负债的增速变化看，私企和外企属于主动加杠杆，且步伐明显加快，国企则属于被动加杠杆，资本开支仍在放缓。如受益于国家加大稳企业稳就业的金融扶持力度，强调货币政策直达实体经济并向中小微企业倾斜，4 月末私企资产与负债增速均已升至 9%以上，且分别较上月还提高 0.1 和 0.5 个百分点（见图 10）；同时国家多措并举、扩大开放稳外资稳外贸，4 月末外企资产与负债增速均大幅提高，分别较上月增加 1.0 和 2.4 个百分点（见图 11）。相比之下，受国际大宗商品价格低迷拖累，国企投资意愿依旧偏弱，4 月国企资产增速仍在下降，但同样受逆周期政策力度加大影响，其负债增速有所提高，导致资产负债率反而上升较多（见图 12）。

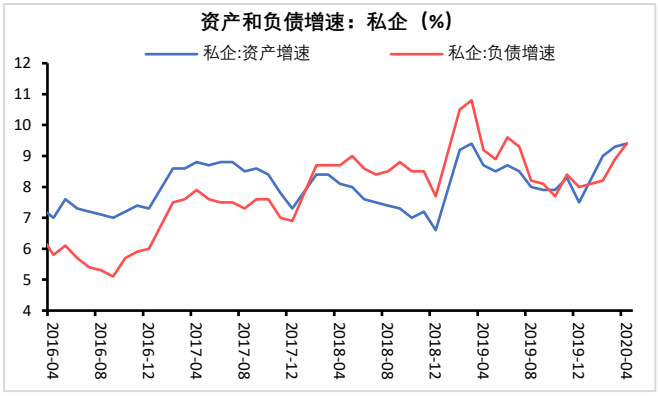
往后看，全球总需求偏弱、海外不确定不稳定因素增多，私企和外资扩投资意愿有待观察，且国内宽货币边际放缓，或导致两者加杠杆速度大概率减慢；但随着一系列重大工程项目加快推进，基建投资加快回升，预计国企资本开支将趋于改善。

图 9：国企、私企、外企资产负债率均有所回升



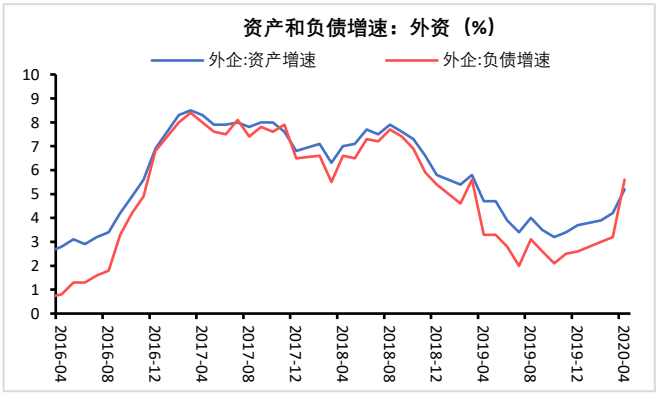
资料来源：WIND，财信研究院

图 10：私企资产与负债增速均加快回升



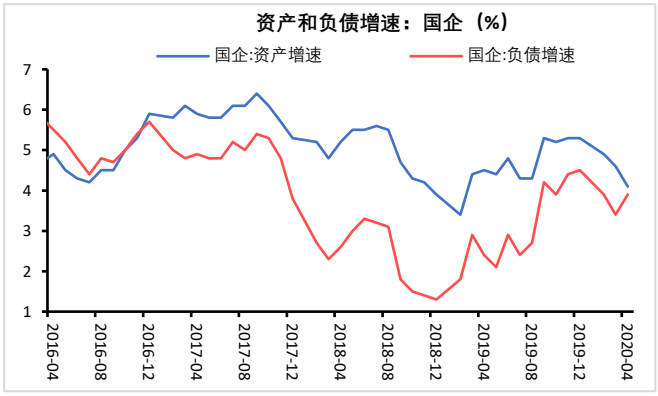
资料来源：WIND，财信研究院

图 11：外企资产与负债增速均明显回升



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：国企资产增速持续回落



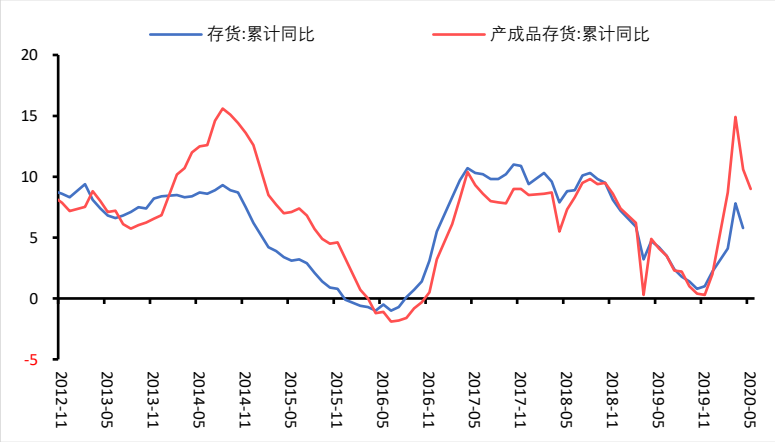
资料来源：WIND，财信研究院

四、企业由“被动补库存”转向“主动去库存”

1-5 月份，工业企业产成品存货累计同比增长 9.0%，较 1-4 月降低 1.6 个百分点，较去年同期提高 6.5 个百分点（见图 13）。工业库存继续环比下降：一是前期库存被动大幅增加后，企业去库存意愿强烈，通过逐渐放缓生产节奏、减少原材料购买，降低了库存积压，如 5 月份制造业 PMI 生产指数和采购量指数，分别较上月下降 0.5 和 1.2 个百分点。二是前期的消费刺激政策效果显现，叠加企业打折促销力度加大，5 月国内需求出现较大改善，推动企业销售状况好转，产成品库存下降。

往后看，在政府工作报告明确了全年“六保”目标和财政刺激礼包后，预计未来国内扩内需政策效果将加速显效，但全球疫情和经济不确定性加剧，将对制造业形成明显拖累，企业消化库存仍需要一定时间，去库存周期或偏长。

图 13：工业企业开始主动去库存



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。