



证券研究报告·宏观研究报告

2019年7月29日

首创宏观“茶”： 三季度工业企业利润总额累计同比大概率维持个 位数负增长

——6月工业企业利润数据点评

主要观点：

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

- 6月工业企业利润总额当月同比-3.10%，前值1.10%；6月工业企业利润总额累计同比-2.40%，前值-2.30%。对此，我们点评如下：
- 一、“价跌”与基数效应拖累工业企业利润总额累计同比小幅下行；
- 二、结构性去杠杆主基调大概率保持不变；
- 三、工业企业处于主动去库存阶段的判断得到证实；
- 四、工业企业利润总额累计同比继续维持个位数负增长。

目录

一、“价跌”与基数效应拖累工业企业利润总额累计同比小幅下行.....4

二、结构性去杠杆主基调大概率保持不变.....5

三、工业企业处于主动去库存阶段的判断得到证实.....7

四、工业企业利润总额累计同比继续维持个位数负增长.....8

图表目录

图 1：工业企业利润总额当月同比再次“转负”，累计同比保持个位数负增长（%）...4

图 2：制造业资产负债率上行是工业企业资产负债率上行的主因（%）5

图 3：推动资产负债率上行的是私营企业资产负债率（%）6

图 4：工业企业处于主动去库存阶段（%）7

图 5：全球主要经济体的制造业 PMI 具有较强的正相关性（%）8

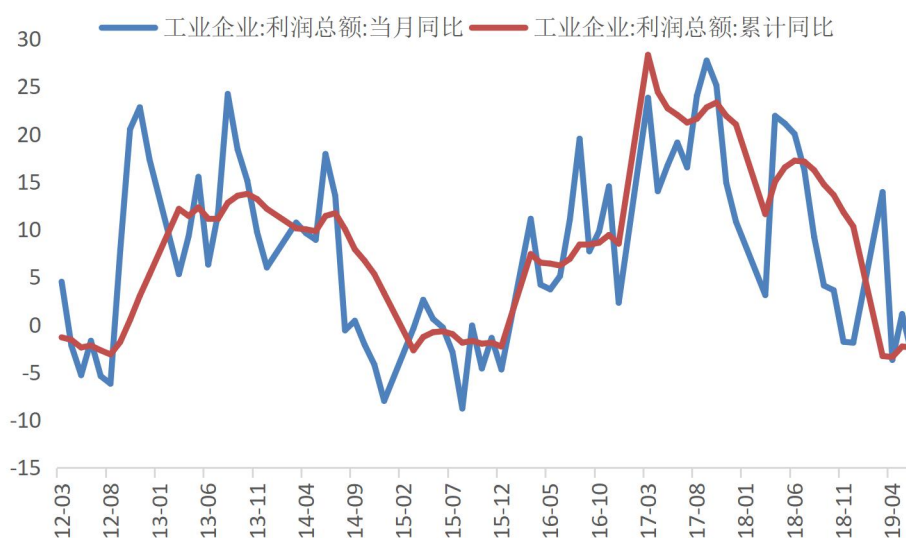
事件：6月工业企业利润总额当月同比-3.10%，前值1.10%；6月工业企业利润总额累计同比-2.40%，前值-2.30%。

点评：

一、“价跌”与基数效应拖累工业企业利润总额累计同比小幅下行

6月工业企业利润总额当月同比较前值下行4.0个百分点，年内第二次“转负”，而累积同比则较前值小幅下行0.1个百分点，继续保持个位数负增长，符合我们一直以来的预期。具体看：在量的方面，虽然6月工业增加值当月同比超预期录得6.3%，但是累计同比仅为6.0%，持平于前值；在价的方面，6月PPI当月同比超预期下行至0%，带动6月PPI累计同比较前值小幅下行0.1个百分点至0.3%；在利润率方面，6月工业企业营业收入利润率为5.86%，较前值上行0.14个百分点，为2019年2-6月最高值；在基数效应方面，2018年5月、6月工业企业利润总额累计同比分别为16.5%、17.20%。总体而言，“价跌”与基数效应利空工业企业利润增速，而形成支撑的则是自2月低点不断攀升的营业收入利润率。在减税降费不断推进的背景下，后期营业收入利润率有望继续向均值修复。

图 1：6月工业企业利润总额当月同比再次“转负”，而累计同比保持个位数负增长（%）



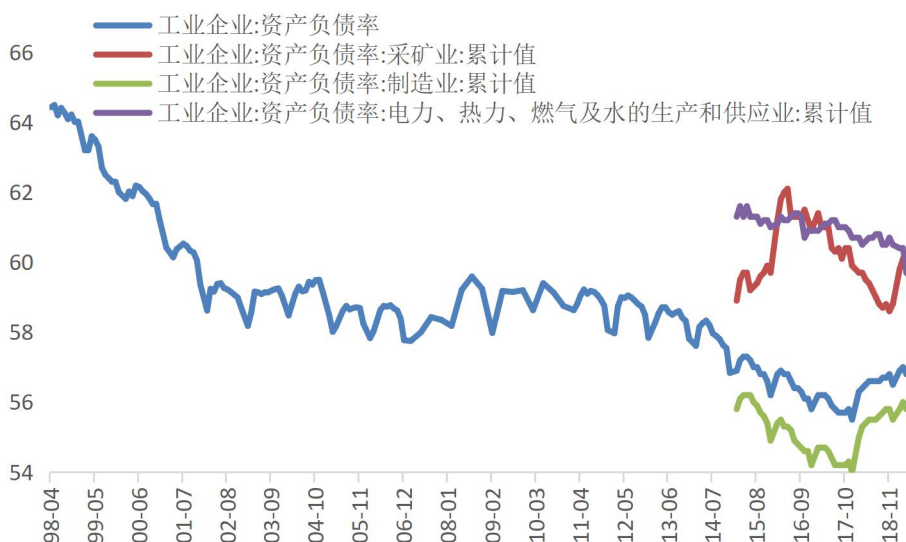
资料来源：wind，首创证券研究发展部

二、结构性去杠杆主基调大概率保持不变

6月工业企业资产负债率为57.0%，较前值上行0.2个百分点，持平于2019年3月，重返2015年7月、8月时的水平。从走势上看，工业企业资产负债率在2017年12月触底，目前已累计上行1.5个百分点。57.0%是一个“关键”数值，因为3月工业企业资产负债率录得57.0%，而4月19日政治局会议重提“结构性去杠杆”。6月工业企业资产负债率再次录得57.0%，恰逢即将召开年中政治局会议。下半年工业企业资产负债率怎么走，政治局会议对结构性去杠杆的态度如何，对2019年下半年经济走势将产生较大影响。

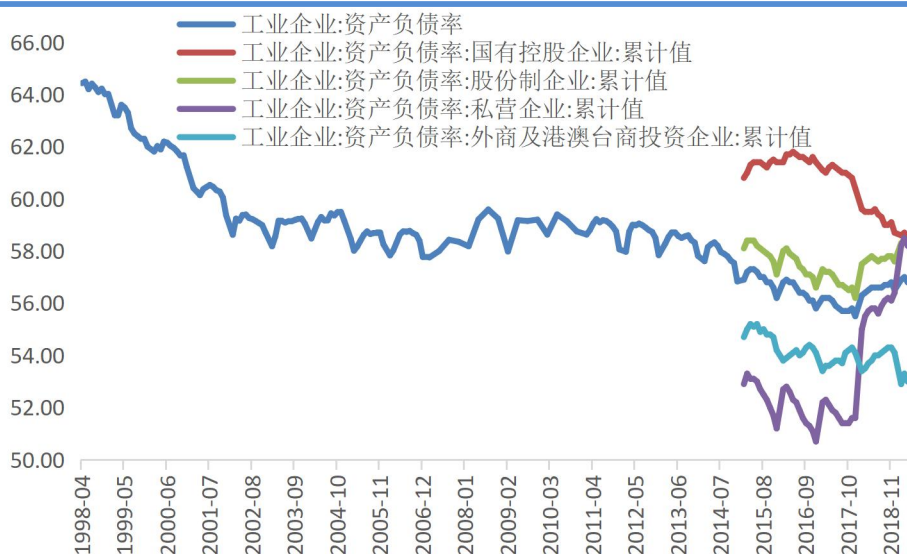
首先，我们从结构上分析本轮工业企业资产负债率上行的主因，以及该主因下半年能否持续存在。从三大产业部类看，制造业资产负债率上行是工业企业资产负债率上行的主因；从企业类型看，推动资产负债率上行的是私营企业资产负债率。二者的交叉点是制造业民营小微企业。目前该类型企业是政策支持的重点对象，中央多次对制造业民营小微企业加大信贷投放力度：3月5日《政府工作报告》明确指出，“鼓励增加制造业中长期贷款和信用贷款，今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长30%以上”，而5月17日的1季度央行货币政策执行报告则提出，“基于市场化原则提高对民营企业、小微企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持”。因此，在政策的大力支持与引导下，预计制造业与私营企业的资产负债率还将继续上升，工业企业资产负债率突破57.0%是大概率事件。

图 2：制造业资产负债率上行是工业企业资产负债率上行的主因（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

图 3：推动资产负债率上行的是私营企业资产负债率（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

其次，从中央对“结构性去杠杆”的态度看，4月19日政治局会议重提“结构性去杠杆”；5月17日1季度货币政策执行报告多次强调“结构性去杆杠”；6月27日央行货币政策委员会2季度例会指出，“宏观杠杆率高速增长势头得到初步遏制”，意思就是还将继续稳定宏观杠杆率；7月19日国务院金融稳定发展委员会第六次会议则对前期的工作进行肯定，认为“做了大量富有成效的工作”。在公共政策具有前瞻性、稳定性与连续性的背景下，短期内结构性去杠杆大幅转向的概率很低，在制造业与私营企业加杠杆的同时，大概率通过地方政府和企业特别是国有企业降杠杆，来实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11150

