

## 经济未企稳，继续关注企业盈利放缓带来的影响

—— 2019年1-2月工业企业利润点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

### 相关报告

宏观报告：上游行业进入通缩——2019年1月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018年通胀数据点评

2019-1-10

### ● 量、价、利润率增速同步下行，企业利润同比降幅显著扩大

2019年1-2月工业企业利润同比降幅明显扩大，主要由于量、价、利润率增速同步下行。2019年1-2月工业企业产成品存货同比增长6.2%，增速不及2018年1-12月（7.4%），不含价格的PMI产成品库存指数从2018年12月的48.2%回落至2019年1-2月的46.4%，同时，1-2月经济数据指向供需两弱，企业继续主动去库存。与此同时，央行2019年一季度调查问卷显示企业贷款需求指数同比减少0.5个百分点，并且结构分化，宽信用带来小型企业贷款需求同比多增，而大型、中型企业贷款需求同比均同比多减，整体来看，企业主动收缩融资需求，并且这一趋势可能会延续一段时间。

### ● 国企利润增速下滑幅度远高于民营企业

从结构上看，2019年1-2月国有及国有控股企业利润增速从12.6%降至-24.2%，民营企业利润增速从11.9%降至5.8%。国企利润增速下滑幅度远高于民营企业的原因在于：其一，PPI增速已经连续3个月低于CPI增速，上游行业对下游行业的利润挤压程度减弱，而国企以上游行业居多，2012年之后，CPI增速波动率远低于PPI增速波动率，导致国企利润增速波动大于民营企业，最近2年1-2月国企利润增速均发生大幅跳水，民营企业以下游行业居多，利润增速则相对稳定；另一方面，这一轮宽信用的主体是民营企业，民营企业信用环境得到一定程度改善，此前信用收缩与上游原材料涨价导致民营企业经营成本上升的情况有所缓解。

随着供给侧改革做减法最剧烈的阶段过去以及高基数影响，2019年PPI增速可能长期在CPI增速下方运行，同时，民营企业受益于宽信用，其融资情况可能继续改善，因此，2019年国企利润增速大概率低于民营企业。

### ● 经济未企稳，继续关注企业盈利放缓带来的影响

企业利润增速是名义GDP增速的影子变量，1-2月利润增速显著放缓，3月大概率回升，不过从高频数据来看，内需仍然不强，一季度利润增速或继续放缓，经济尚未企稳。2019年可能继续面临量价齐跌的局面，且PPI增速可能长期处于CPI增速下方，上游行业对下游行业利润空间的压制会进一步缓解，但工业品价格通缩压力下，整个工业企业利润都在压缩，我们需要关注盈利放缓带来的影响：其一，“债务-通缩”循环；其二，压制制造业投资增速；其三，就业压力。除了增值税改革以外，为了应对通缩风险下企业盈利放缓的影响，我们认为需要从供需两端入手：一是逆周期政策，二是坚持以供给侧结构性改革为主线，依靠供给管理来实现经济增长。

### ● 风险提示：政策落实不及预期；经济超预期下行

## 目 录

1、 量、价、利润率增速同步下行，企业利润同比降幅显著扩大.....	3
2、 国企利润增速下滑幅度远高于民营企业.....	5
3、 经济未企稳，继续关注企业盈利放缓带来的影响.....	6

## 图表目录

图 1: 1-2 月企业利润增速显著放缓 (%) .....	3
图 2: 上游行业进入通缩 (%) .....	4
图 3: 企业主动去库存 (%) .....	4
图 4: 企业融资需求分化 (%) .....	4
图 5: 国企利润增速下滑幅度远高于民营企业 (%) .....	5
图 6: 2012 年以后，CPI 增速波动率远低于 PPI (%) .....	5

**事件：**

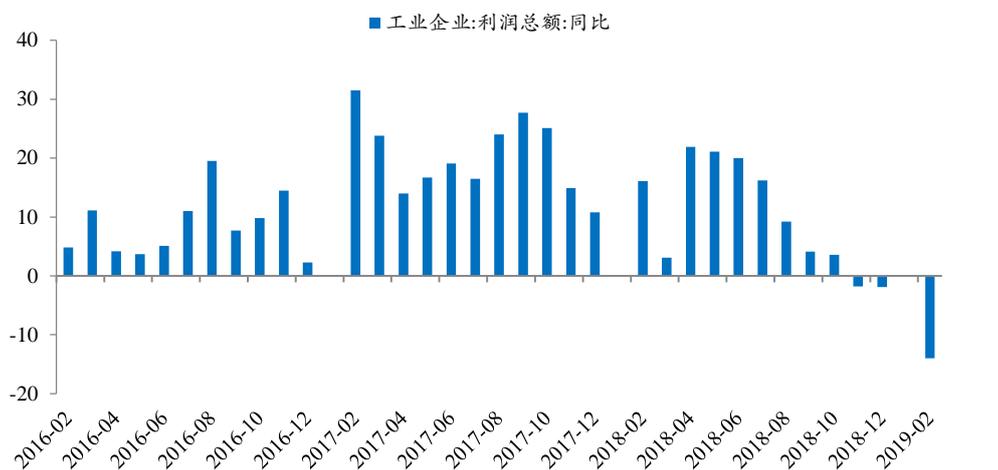
2019年3月27日国家统计局发布数据，2019年1-2月全国规模以上工业企业利润总额同比下降14%，前值-1.9%。

## 1、量、价、利润率增速同步下行，企业利润同比降幅显著扩大

2019年1-2月工业企业利润同比降幅明显扩大，工业企业利润可以大致从量、价和主营业务利润率增速三方面解释，**从量上来看**，2018年受特殊因素影响（用电需求高和煤炭供应不足，重点企业在春节前和春节期间不停产），2018年1-2月工业增加值同比增速高达7.2%，而2019年不存在这样的情况，且开工强度比较一般，从而导致1-2月工业增加值增速较2018年12月回落0.4个百分点。**从价上来看**，2019年1-2月PPI累计同比增长0.1%，增速较2018年12月下降0.8个百分点，1-2月上游行业进入通缩，导致石油加工、钢铁、化工等上游行业利润增速下降明显。**从利润率增速来看**，2019年1-2月主营业务利润率同比减少16.7%，降幅较2018年12月（-6.4%）显著扩大，主要原因是去产能、环保限产力度减弱，加上需求整体疲弱，上游行业利润率增速收缩。

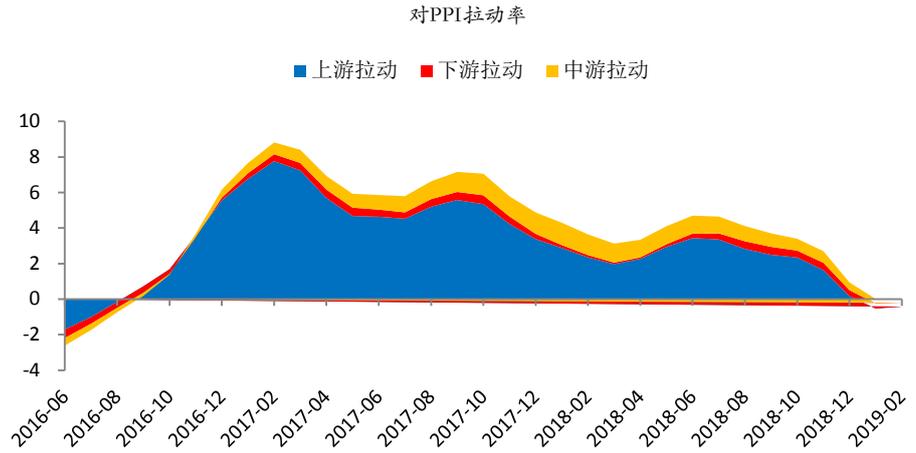
**需求疲弱，企业主动去库存。**2019年1-2月工业企业产成品存货同比增长6.2%，增速不及2018年1-12月（7.4%），不含价格的PMI产成品库存指数从2018年12月的48.2%回落至2019年1-2月的46.4%，同时，1-2月经济数据指向供需两弱，企业继续主动去库存。与此同时，央行2019年一季度调查问卷显示企业贷款需求指数同比减少0.5个百分点，并且结构分化，宽信用带来小型企业贷款需求同比多增，而大型、中型企业贷款需求同比均同比多减，整体来看，企业主动收缩融资需求，并且这一趋势可能会延续一段时间，经济尚未企稳。

**图1：1-2月企业利润增速显著放缓（%）**



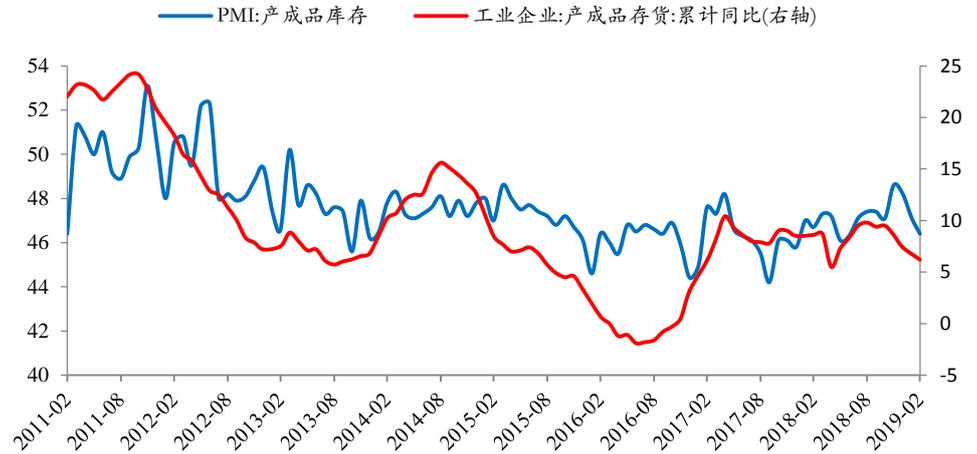
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 上游行业进入通缩 (%)



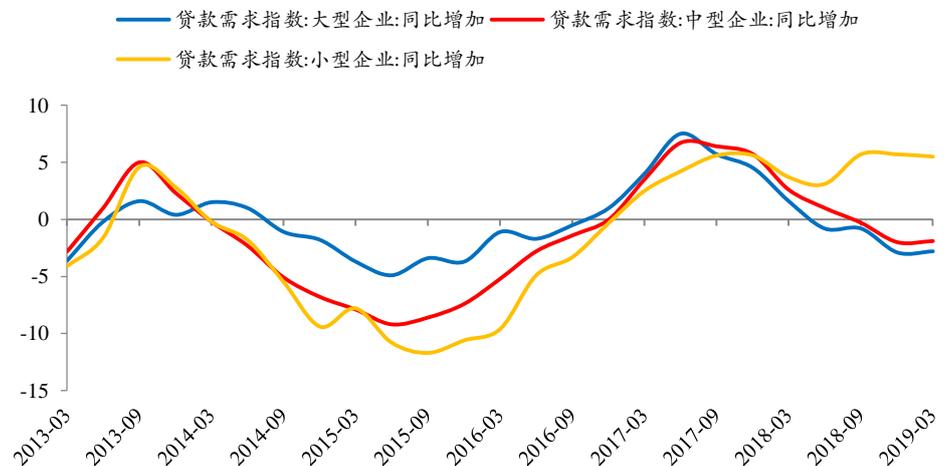
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 企业主动去库存 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 企业融资需求分化 (%)



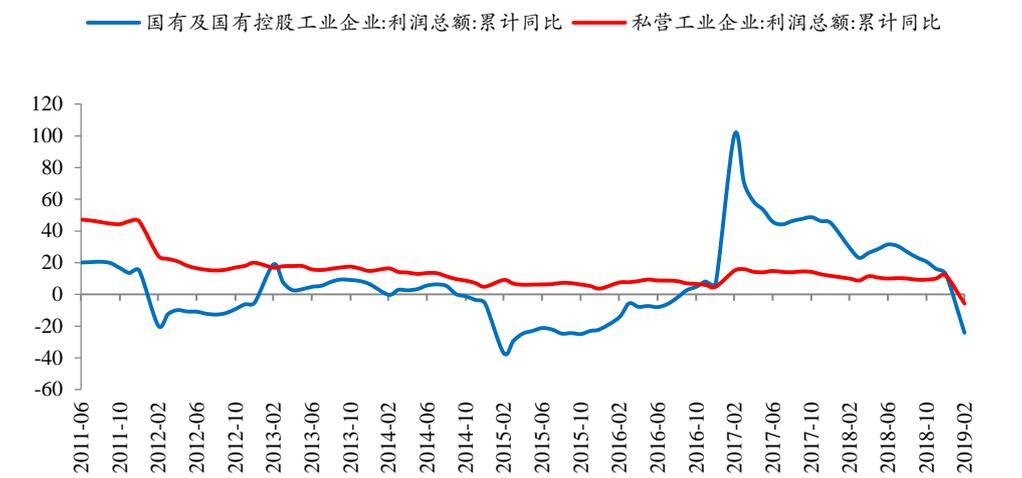
资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、 国企利润增速下滑幅度远高于民营企业

从结构上看,2019年1-2月国有及国有控股企业利润增速从12.6%降至-24.2%,民营企业利润增速从11.9%降至5.8%。国企利润增速下滑幅度远高于民营企业的原因在于:其一,PPI增速已经连续3个月低于CPI增速,上游行业对下游行业的利润挤压程度减弱,而国企以上游行业居多,2012年之后,CPI增速波动率远低于PPI增速波动率,导致国企利润增速波动大于民营企业,最近2年1-2月国企利润增速均发生大幅跳水,民营企业以下游行业居多,利润增速则相对稳定;另一方面,这一轮宽信用的主体是民营企业,民营企业信用环境得到一定程度改善,此前信用收缩与上游原材料涨价导致民营企业经营成本上升的情况有所缓解。

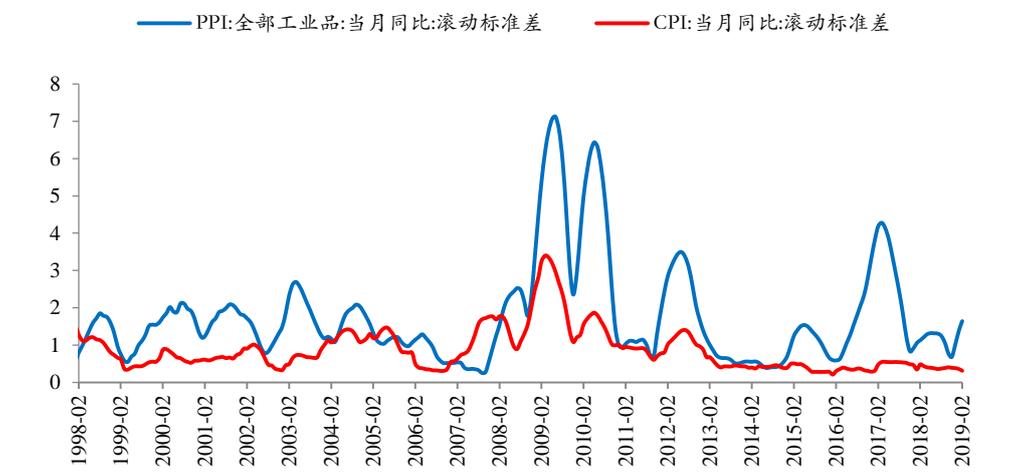
随着供给侧改革做减法最剧烈的阶段过去以及高基数影响,2019年PPI增速可能长期在CPI增速下方运行,同时,民营企业受益于宽信用,其融资情况可能继续改善,因此,2019年国企利润增速大概率低于民营企业。

**图5: 国企利润增速下滑幅度远高于民营企业 (%)**



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图6: 2012年以后, CPI 增速波动率远低于PPI (%)**



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 3、经济未企稳，继续关注企业盈利放缓带来的影响

企业利润增速是名义 GDP 增速的影子变量，1-2 月利润增速显著放缓，3 月大概率回升，不过从高频数据来看，内需仍然不强，一季度整体利润增速或继续放缓，经济尚未企稳。2019 年可能继续面临量价齐跌的局面，且 PPI 增速可能长期处于 CPI 增速下方，上游行业对下游行业利润空间的压制会进一步缓解，但工业品价格通缩压力下，整个工业企业利润都在压缩，我们需要关注盈利放缓带来的影响：

其一，“债务-通缩”循环。通缩将导致实际利率抬升与企业盈利下滑，不利于企业处置债务，增加信用风险，并且容易导致通缩的自我实现。

其二，压制制造业投资增速。企业盈利改善传导至制造业投资需要 1 年左右，工业企业利润增速从 2015 年的 -2.3% 上升至 2016 年的 8.5%，再上升至 2017 年的 21%，从而推动制造业投资增速自 2017 年以来反弹。而 2018 年工业企业利润增速从 21% 降至 10.3%，或将拉低制造业投资增速。

其三，就业压力。企业部门的压力会逐渐传导至居民部门，表现为就业需求减少，企业裁员降薪。两个行业可能首当其冲，一是此前受益于供给侧改革与油价上涨的上游原材料行业，二是与贸易相关的行业，例如电气机械及器材制造业、计算机及通信电子设备制造业，外需放缓对相关行业的就业产生冲击。

我们预计 2019 年增值税改革减税规模达到 7000-8000 亿元，这会一定程度上支撑企业利润。除此以外，为了应对通缩风险下企业盈利放缓的影响，我们认为需要从供需两端入手：

需求管理可以迅速稳定经济，保障就业和社会稳定，从而为供给侧改革提供良好的宏观经济环境。出口、房地产投资、制造业投资、消费增速均有下行压力，基建投资是托底经济的关键点之一。

同时，坚持以供给侧结构性改革为主线，依靠供给管理来实现经济增长。

第一，需求管理只能熨平经济波动，不可能使经济增速偏离经济增长路径（潜在经济增速）太多，而经济增长的源泉则来自技术进步、资本积累和劳动力等，对于转型国家，制度改革也很重要。发达国家的制度比较成熟，对外开放水平较高，当经济周期处于衰退阶段，更偏重利用需求管理政策，熨平经济波动。

第二，随着我国科学技术逐渐接近发达国家，“后发优势”减弱，同时，资源方面的约束也越来越强，加大对外开放，不仅有利于扩大外需，实现需求扩张，还

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\\_13493](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13493)

