

总量研究

工业企业可能正处于从去杠杆向稳杠杆转变过程中

——2021年8月工业企业利润数据点评兼债市观点

要点

事件

2021年1-8月，全国规模以上工业企业实现利润总额5.61万亿元，同比增长49.5%，比2019年1-8月份增长42.9%，两年平均增长19.5%；8月当月规模以上工业企业实现利润总额0.68万亿元，同比增长10.1%，两年平均增长14.6%。

点评

8月工业企业利润表现尚可，上游和原材料端价格的影响有所减弱。用环比增速来剔除基数效应，可以看到8月工业企业利润环比增速低于近3年同期水平，但好于6、7月。用3年平均增速来剔除基数效应，则可以看到8月工业企业利润增速大致属于中间水平，不算高也不算低。8月当月规模以上工业企业营业收入同比增速为15.2%，但两年平均增速为9.3%，比7月提升了1个百分点，需求整体有所改善。

负债增速上升，工业企业负债率稍有上升，工业企业可能正逐步从去杠杆转向稳杠杆。8月工业企业资产负债率比7月上升0.1个百分点，负债增长加快是负债率上升的主要原因。2季度非金融企业杠杆率为158.8%，比1季度低2.6个百分点但非金融企业杠杆率连续4个季度下降，工业企业可能正处于从去杠杆转向稳杠杆过程中。

综合8月工业企业利润数据，可大致得到以下判断：

- 1) 目前工业企业利润受到需求仍然较好与大宗商品价格上涨带来的成本提高两方面因素的影响，后者的影响整体正在减弱；
- 2) 工业企业利润目前仍保持在较高水平，有利于企业进一步修复资产负债表，企业可能正处于从去杠杆向稳杠杆转变；
- 3) 结合1)和2)以及企业目前整体处于被动补库存阶段，制造业投资实质性改善尚有时日。

债市观点

后续影响债市走势的重要因素，基本面方面，7月经济数据整体较弱，但8月经济数据整体并没有进一步滑坡，结合政策端表现，基本面有触底的迹象；宏观政策方面，我们认为，下一阶段货币政策将是稳健的，即MLF利率较难出现变化，DR007利率也仍将继续以7D OMO利率为中枢波动，财政政策对经济的托底作用也将逐渐显现。**对于后续债券投资，建议投资者对基本面和宏观政策保持理性预期，继续保持均值回复的思维，我们认为10Y国债收益率回到3%以上是大概率事件。**

风险提示

近期疫情有所反复，全球经济复苏的不确定因素仍存，国内经济仍处于恢复进程中，后续仍有不少不确定性。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

相关研报

利润增速下降较快，总负债增速上升——2021年6月工业企业利润数据点评兼债市观点 (2021-07-27)

大宗商品价格的双刃剑效应显现——2021年5月工业企业利润数据点评兼债市观点 (2021-06-27)

数据不错但难言太好——2021年4月工业企业利润数据点评兼债市观点 (2021-05-27)

1、事件

2021年9月27日，国家统计局公布2021年1-8月全国规模以上工业企业利润数据。2021年1-8月，全国规模以上工业企业实现利润总额5.61万亿元，同比增长49.5%，比2019年1-8月份增长42.9%，两年平均增长19.5%；8月当月规模以上工业企业实现利润总额0.68万亿元，同比增长10.1%，两年平均增长14.6%。

2、点评

2.1、8月工业企业利润表现尚可，上游和原材料端价格的影响有所减弱

2021年1-8月，全国规模以上工业企业实现利润总额5.61万亿元，同比增长49.5%（1-7月同比增长57.3%），比2019年1-8月份增长42.9%（前值为44.6%），两年平均增长19.5%（1-7月为20.2%，下降0.7个百分点）。

8月当月，规模以上工业企业实现利润总额0.68万亿元（7月为0.70万亿），同比增长10.1%（7月为16.4%，回落6.3个百分点），两年平均增长14.6%（7月为17.2%，下降2.6个百分点）。

此前我们多次指出，2019年全年规模以上工业企业利润同比下降3.3%，2020年则受到疫情影响，因此2019、2020年基数都较低，需要**剔除连续两年低基数因素，才能对8月工业企业利润的表现形成更合理的判断。采取环比增速和3年平均增速的方式剔除基数效应，可以看到：8月工业企业利润增速出现了较快的下降。**

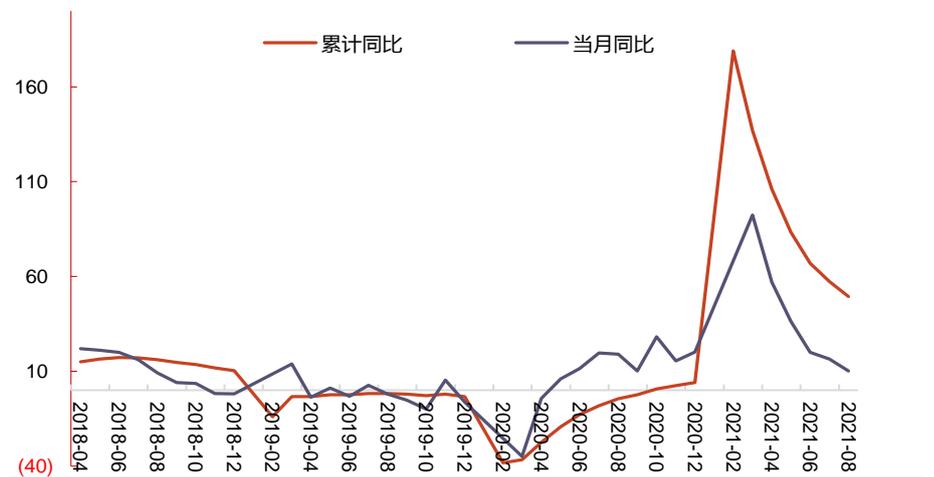
一方面，我们用环比增速来剔除基数效应，可以看到8月工业企业利润环比增速低于近3年同期水平，但好于6、7月。2020年8月工业企业处于从底部向上恢复的中期，因此这一时期的环比数据开始具有一定的可比性（2020年8月环比增速为4%，已经接近往年同期水平；而同年6月环比为14.4%，远超以往年份同期水平）。我们可以使用2018、2019年、2020年三年8月环比增速进行比较。这三年8月工业企业利润环比增速分别为1.1%、0.96%、4%，整体水平一般。而从往年数据表现来看，5、6月工业企业的营收和利润均明显高于相邻月份，7月则明显下降。对于这个问题，我们认为，主要是由于每年5月31日是企业所得税清算汇缴的最后时点，而企业为了最大化资金使用效益，会将企业所得税缴纳的时间集中在5月前后，这也就相应带来的这一时期与利润相关指标的季节性表现。今年8月工业企业利润环比增速为-3.5%，表现明显低于近3年同期水平。而如果考虑到6、7月工业企业利润环比增速分别为-4.4%、-11.1%，8月工业企业利润的表现尚可，环比增速的快速下降，主要是由于4、5月当月企业利润表现亮眼所致。

另一方面，用3年平均增速来剔除基数效应，则可以看到8月工业企业利润增速大致属于中间水平，不算高也不算低。以2018年8月工业企业当月利润为基期，则连续3年平均增速大致在9.4%（5月为11.3%、6月为6.4%、7月为11.0%），这一增速大致在2016-2018年工业企业利润全年增速的中间水平，不算低也不算高（2016-2018年工业企业利润全年增速分别为8.5%、21%和10.3%）。

综合上述两个剔除基数效应的方式，大致可以判断，尽管大宗商品、国际物流、芯片短缺等问题仍在推高企业成本，但整体来看，8月当月工业企业利润表现尚可，企业经营状况有所改善。

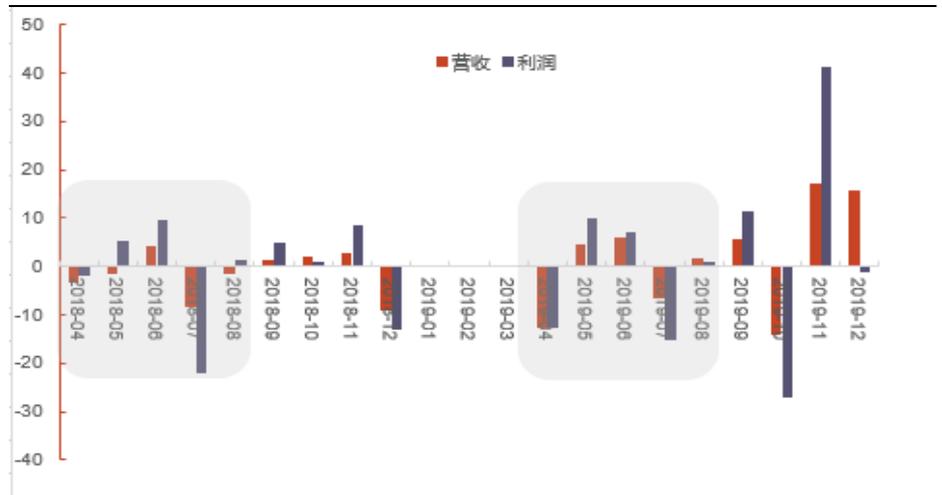
企业营收数据可以进一步验证这一判断。回看过往几个月情况，可以看到，大致从5月开始，上游和原材料端价格的上升对市场需求的抑制作用开始显现，5月规模以上工业企业营业收入当月同比增长21%（比4月下降0.9个百分点），两年平均增速为8.7%（比4月降1.9个百分点），6月当月规模以上工业企业营业收入同比增长18.1%（比5月下降2.9个百分点），两年平均增速为9.5%（比5月上升0.8个百分点），7月当月规模以上工业企业营业收入同比增长16.4%（比6月下降1.7个百分点），两年平均增速为8.3%（比6月下降1.2个百分点），可以看到这几个月企业营收呈持续下降态势。**8月当月规模以上工业企业营业收入同比增速为15.2%（比7月下降1.3个百分点），但两年平均增速为9.3%，比7月提升了1个百分点，需求整体有所改善，上游和原材料端价格的上升对市场需求的抑制有所减弱。**

图表 1：8月工业企业利润数据表现尚可



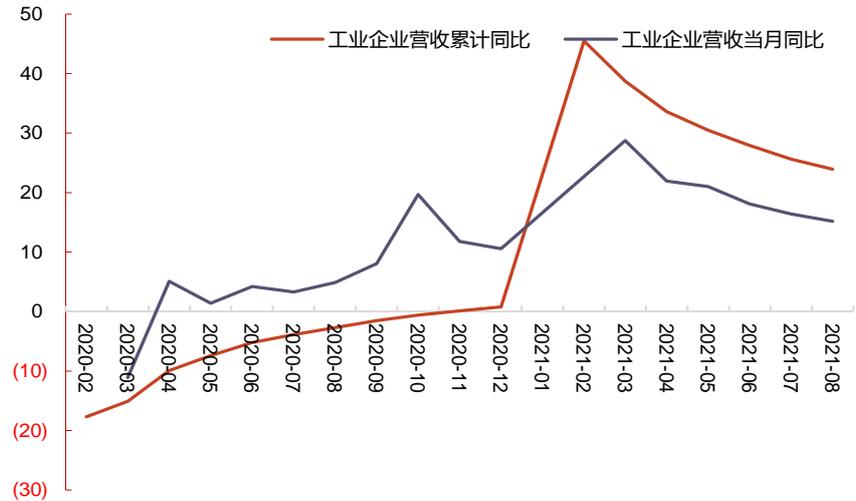
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：2018、2019年5、6月工业企业营收、利润环比增速均明显高于相邻月份，而7月则明显下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 3：工业企业营收 8 月有所改善

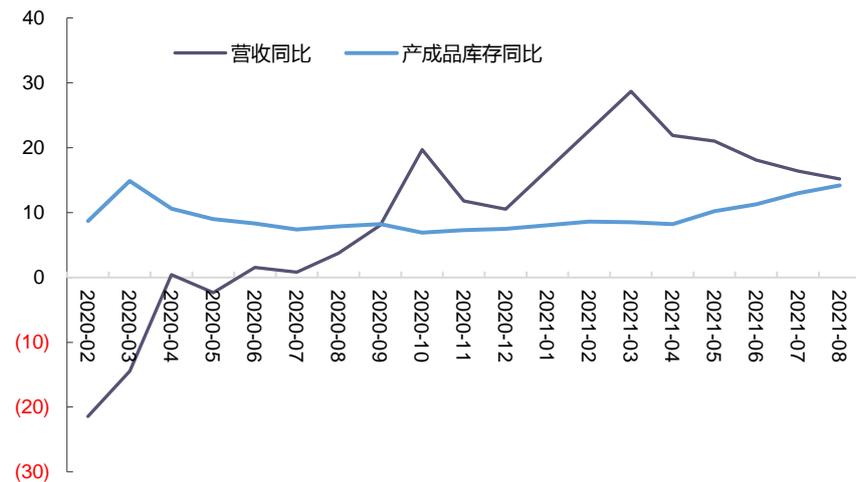


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.2、 营收和库存继续呈现出“一降一升”组合，企业被动补库存的判断继续得到验证

在前期报告中，我们曾指出，企业被动补库存的迹象日益清晰（详见 8 月 31 日报告《价格环境正在改善——2021 年 8 月 PMI 数据点评及债市观点》）。8 月工业企业营收、产成品存货同比增速分别为 15.2%、14.2%（7 月分别为 16.4%、13%），延续了“一降一升”的组合，进一步验证了我们对于企业库存阶段的判断。

图表 4：8 月营收和产成品库存增速继续呈“一降一升”组合



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.3、 负债增速上升，工业企业负债率稍有上升，工业企业可能正逐步从去杠杆转向稳杠杆

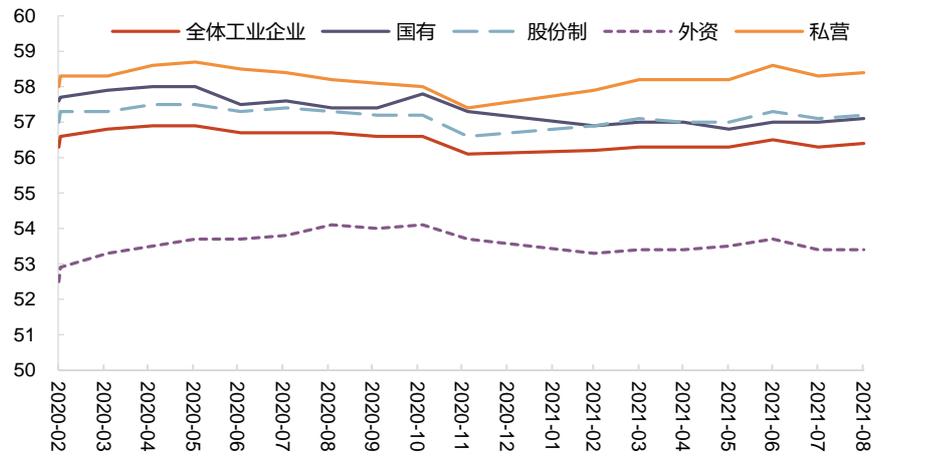
截至 8 月末，规模以上工业企业资产负债率为 56.4%，比 7 月上升 0.1 个百分点（与 2020 年同期相比下降 0.4 个百分点），工业企业负债率再次出现上升。

我们梳理了疫情以来的相关数据，以便对后续非金融企业杠杆率走势进行大致研判：

- 1) 2020 年 3-5 月，工业企业资产负债率持续向上，带来非金融企业 2020 年一、二季度宏观杠杆率快速攀升（2019 年四季度、2020 年一、二季度非金融企业杠杆率分别为 151.9%、161.8%、165.2%）；
- 2) 2020 年 6 月规模以上工业企业资产负债率结束持续向上态势，该指标在 7 月下降，8、9 月则与 7 月持平，三季度非金融企业宏观杠杆率（164.6%）环比小幅下降，预示企业已经启动去杠杆进程；
- 3) 2020 年 10 月工业企业资产负债率为 56.6%，继续小幅下降，而 11 月则与 10 月持平，维持在 56.6%，12 月企业资产负债率出现快速下降（比 11 月末下降 0.5 个百分点），四季度非金融企业宏观杠杆率为 162.3%，环比下降了 2.3 个百分点，下降幅度为 2008 年以来最高值，非金融企业四季度去杠杆有所加快。
- 4) 2021 年 2 月、3 月，规模以上工业企业资产负债率持续提升，3 月末工业企业资产负债率比 2020 年 12 月末提升了 0.2 个百分点。我们此前在 2020 年 8 月发布的报告《从经济周期、结构与政策看宏观杠杆率——宏观经济与债务研究系列之一》中指出，非金融企业部门的宏观杠杆率与企业资产负债率成正比，与企业的资产收益率成反比。从环比来看，3 月末工业企业总资产、总负债分别比 2 月末增长了 1.42%、1.68%，企业负债环比增速继续快于资产（连续 2 个统计时点均出现这一情况）。从 2、3 月资产负债率以及两者的增速来看，大致可以判断非工业企业降杠杆的速度已经减缓。而从社科院公布的宏观杠杆率数据来看，2021Q1 非金融企业杠杆率环比下降了 0.9 个百分点，而 2020Q4 则环比下降了 2.3 个百分点。
- 5) 4 月、5 月工业企业负债率与 3 月末一致，6 月则比 5 月提升了 0.2 个百分点。从资产、负债和所有者权益表现来看，6 月末工业企业资产、负债和所有者权益环比 5 月分别上升 0.93%、1.35%和 0.40%，负债增长加快是负债率上升的主要原因（5 月工业企业负债环比增速为 1.07%）。
- 6) 7 月、6 月则分别下降了 0.2 个百分点，8 月则比 7 月上升了 0.1 个百分点。从资产、负债和所有者权益表现来看，8 月末工业企业资产、负债和所有者权益环比 7 月分别上升 1.49%、1.62%和 1.32%，负债增长加快是负债率上升的主要原因。

综合上述分析，并结合宏观杠杆率情况（2 季度非金融企业杠杆率为 158.8%，比 1 季度低 2.6 个百分点，尽管比 2020 年同期仍高 6.4 个百分点，但非金融企业杠杆率连续 4 个季度下降），工业企业可能正处于从去杠杆转向稳杠杆过程中。

图表 5: 8 月工业企业资产负债率环比 7 月上升 0.1 个百分点, 不同所有制企业负债率以
上升为主



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

目前经济整体还处在修复阶段, 但供给与需求、内需与外需以及内需的结构均呈现一定的分化。

综合上述分析, 可以得到大致判断:

- 1) 目前工业企业利润受到需求仍然较好与大宗商品价格上涨带来的成本提高两方面因素的影响, 后者的影响整体正在减弱;
- 2) 工业企业利润目前仍保持在较高水平, 有利于企业进一步修复资产负债表, 企业可能正处于从去杠杆向稳杠杆转变;
- 3) 结合 1) 和 2) 以及企业目前整体处于被动补库存阶段, 制造业投资实质性改善尚有时日。

3、债市观点

回溯今年三季度以来债券市场的走势, 资金市场方面, 7 月下旬以来 DR001、DR007 整体处于窄幅波动状态, 近期有所攀升, 但持续向上或向上的情况并没有出现; 国债收益率方面, 8 月中旬以来, 短端利率持续向上 (9 月 27 日 1Y 品种到期收益率为 2.40%, 较 8 月初低点 2.13% 上升 27bp), 但长端利率上升有限 (9 月 27 日 10Y 品种到期收益率为 2.88%, 较 8 月初低点 2.80% 上升 8bp), 期限利差持续下降。

后续影响债市走势的重要因素 其大面方面 7 日经济数据整体较弱 但 8 日经

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_27128

