

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

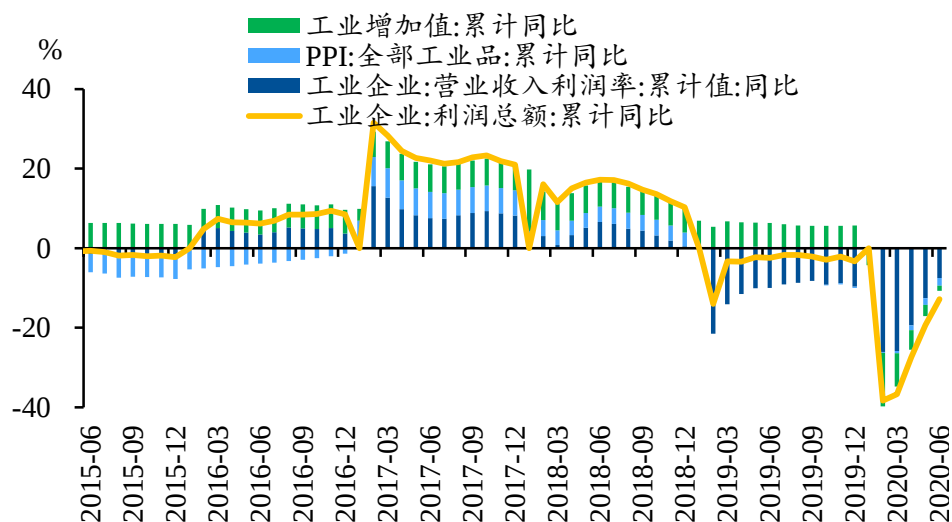
目录

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。

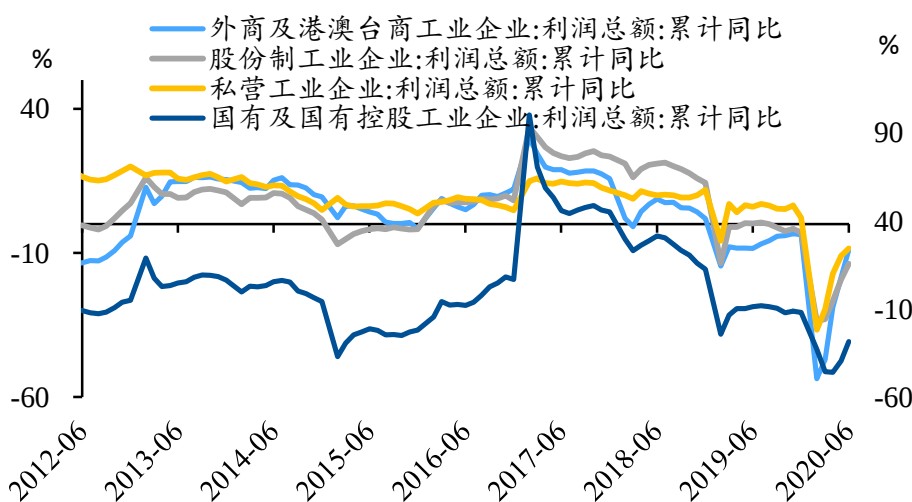
图1：工业企业营业收入利润率改善带动工业企业利润增速回暖



资料来源：Wind，民生证券研究院

非国企业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。

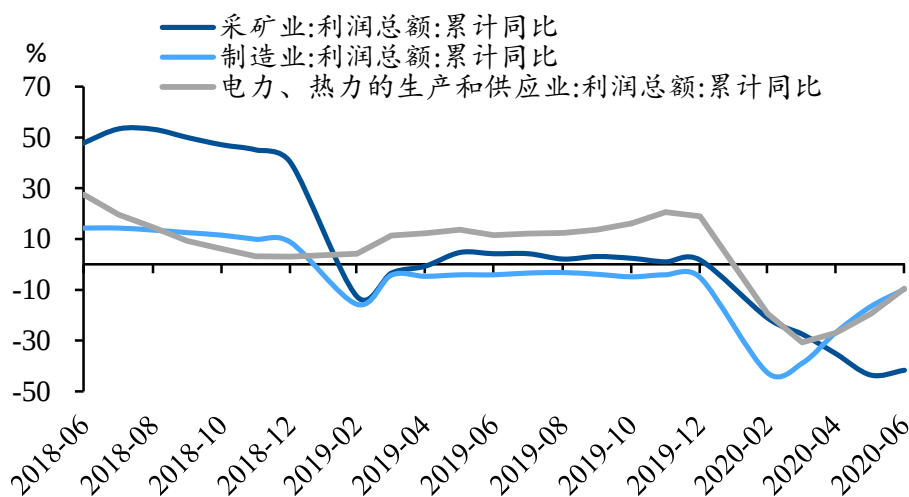
图2：非国企业类工业企业利润修复较快



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。

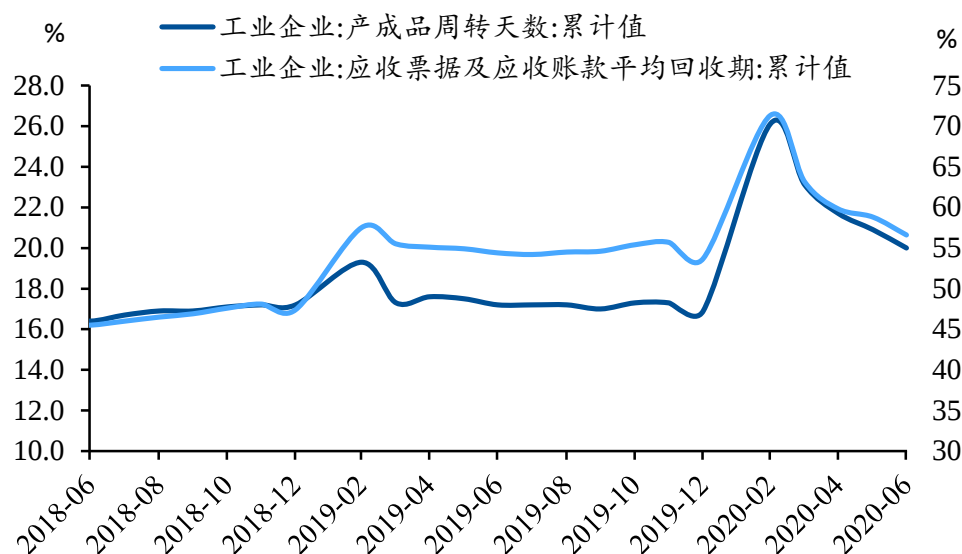
图 3: 采矿业工业企业利润修复较慢



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。

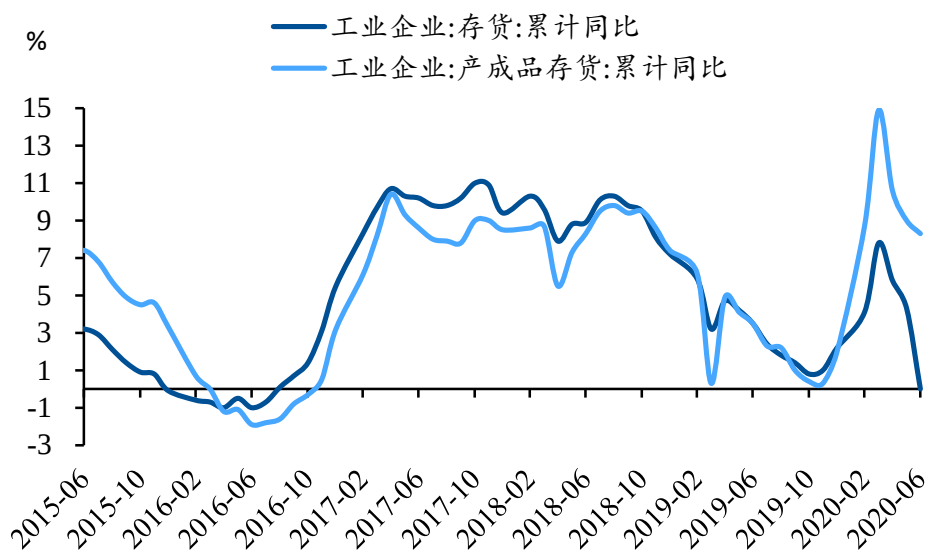
图 4: 去库存速度有所减缓



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

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_3663

