



弱需求低利润，强刺激在路上

——2020年1-3月工业企业利润数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 2020年1-3月份，规模以上工业企业实现利润总额7814.5亿元，同比下降36.7%，降幅较上月收窄1.6个百分点，较去年同期下降33.4个百分点。
- **疫后工业需求恢复偏慢、产品价格下降、成本增加，共致利润降幅逾三成。**
 - 一是工业品价格降幅扩大持续拖累利润。疫后国内需求恢复速度慢于生产，叠加全球疫情大流行下全球需求回落、国际大宗商品价格下降较多，1-3月份国内PPI和生产资料PPI分别同比下降0.6%和1.3%，降幅较1-2月分别扩大0.4和0.6个百分点，拖累企业产品价格。
 - 二是企业销售恢复偏慢但成本刚性，进一步压缩利润空间。如从增速看，1-3月份名义和实际工业企业营收与营业成本增速之差，分别为-0.5%和-0.7%，较1-2月均扩大0.6个百分点；从百元营收成本费用看，受企业复工复产未完全恢复正常，营业收入减少，但各项费用等成本刚性支出影响，1-3月份规模以上工业企业每百元营业收入成本和费用分别同比增加0.49和0.68元。
- 分行业看，传统制造业利润下降明显，高技术制造业利润恢复相对更快。如1-3月份汽车、化工等传统制造业利润降幅仍超五成，拖累制造业利润下降38.9%，且同期电力热力燃气及水的生产和供应业、采矿业利润降幅还在扩大，共同导致工业利润下降较多。相比之下，1-3月份我们统计的高技术制造业利润增速与占比均明显改善，分别较1-2月提高22.1和5.7个百分点，表明疫后国内新动能恢复明显更快。
- 受益于逆周期政策力度加大，企业债务资金增加，但没有有效地转化成资产，导致资产负债率提高。如3月份工业企业资产负债率从上月的56.3%提高到56.6%，原因在于负债增速提高，但资产增速下降。由于逆周期政策力度加大，企业信贷债务增速提高，如3月份企业中长期贷款和定期存款增加较多，但活期存款增加较少，表明企业从金融机构借贷的资金仍然趴在账上，没有转化成投资，表明企业经营活动欠佳。
- 疫后需求恢复慢于生产，导致工业企业库存继续被动大增，预计未来去库存仍将继续。一是疫后企业生产加快，但需求恢复缓慢，导致产成品库存大增；二是海外疫情还在蔓延，二三季度全球经济陷入衰退难以避免，全球需求短期将大幅下降；三是疫情冲击下一季度房地产市场延续“量价齐降”趋势，销售面积增速急速下降，工业库存被动增加较多，但房地产销售将逐步回暖，有利于未来库存的消化，预计后疫情时期企业将进入主动去库存阶段。
- 预计货币、财政政策将继续加大力度，并形成有效合力。财政政策进一步加大对中小微企业和困难群体的帮扶力度，货币政策配合财政政策提供流动性支持和降低融资成本，更多结构性政策值得期待。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwy21@126.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、需求弱、价格降、成本增，企业利润降幅仍逾 3 成	3
(一) 工业品价格降幅扩大持续拖累利润	3
(二) 企业销售恢复偏慢但成本刚性，进一步压缩利润空间	3
二、传统制造业利润增速下降明显，高技术制造业利润恢复相对较快	4
三、受益于逆周期政策力度加大，企业债务资金增加，但没有有效地转化成资产，导致资产负债率提高	5
四、需求恢复慢于生产，导致工业企业库存继续被动大增	7

正文：

一、需求弱、价格降、成本增，企业利润降幅仍逾3成

1-3 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 7814.5 亿元，同比下降 36.7%（见图 1），降幅较上月收窄 1.6 个百分点，较去年同期下降 33.4 个百分点。

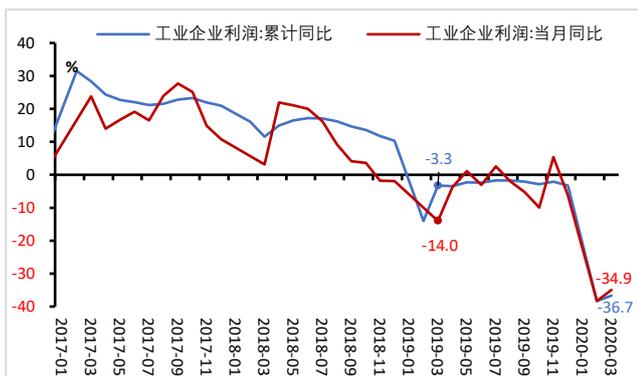
国内疫情持续好转后，企业复工复产加快，工业产品销售逐渐回暖，工业企业利润降幅边际有所收窄，但累计和单月降幅仍在 30% 以上，表明企业盈利形势仍不容乐观。全球疫情大流行下，世界陷入“大封锁”状态，国内外市场需求下降、工业品价格持续回落、企业产品库存上升较多和成本压力较大，均是利润恢复偏慢的重要原因。具体来看：

（一）工业品价格降幅扩大持续拖累利润

1-3 月份，国内 PPI 和生产资料 PPI 分别同比下降 0.6% 和 1.3%（见图 2），降幅较 1-2 月分别扩大 0.4 和 0.6 个百分点，是拖累工业利润大幅下降的重要原因之一。工业品价格下降，一方面源于疫后国内需求恢复速度慢于生产，如 3 月国内工业产出规模基本已接近去年同期水平，但固定资产投资和社零消费的降幅均在 10% 以下，同期 PMI 生产指数也高出新订单指数 2.1 个百分点；另一方面受全球疫情大流行影响，需求回落、国际大宗商品价格下降较多，如截止 4 月 24 日，年内布伦特原油期货价格跌幅约 7 成，伦敦铜、锌、铝等金属期货价格跌幅也均在 10% 以上。

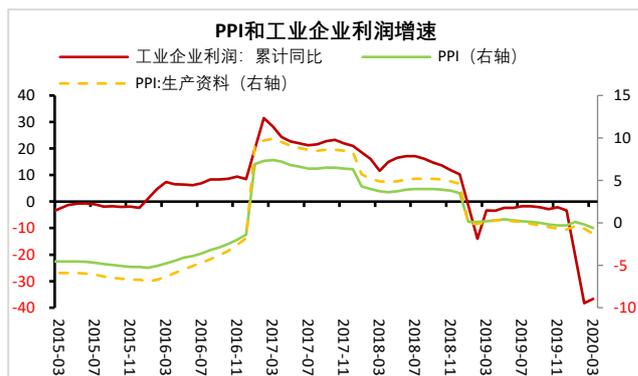
考虑到海外疫情仍在发酵，将继续拖累全球需求，叠加俄罗斯与欧佩克石油“价格战”短期难消，原油价格大概率会维持低位。预计未来数月 PPI 仍有较大下行压力，也意味着短期工业企业利润负增长态势仍难以改变。

图 1：工业企业利润降幅小幅收窄



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 2：工业企业利润增速受 PPI 影响较大



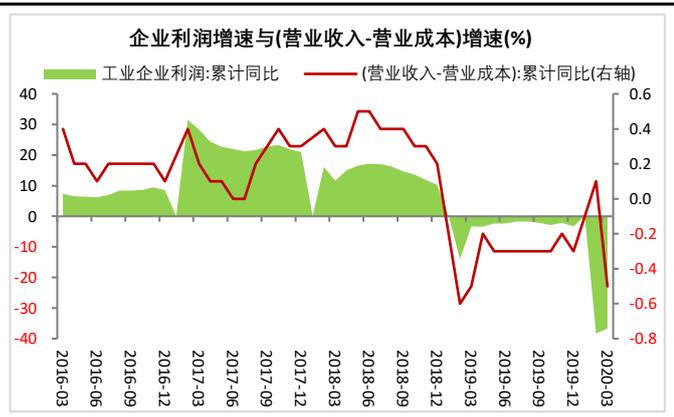
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（二）企业销售恢复偏慢但成本刚性，进一步压缩利润空间

从增速看，1-3 月份，规模以上工业企业营收和营业成本降幅均有所收窄，但营业收入与营业成本增速差仍为负，且差额有所扩大，进一步压缩了企业利润空间。如 1-3 月份，名义和实际工业企业营收与营业成本增速差分别为-0.5%和-0.7%，差额较 1-2 月均扩大 0.6 个百分点（见图 3 和图 4）。

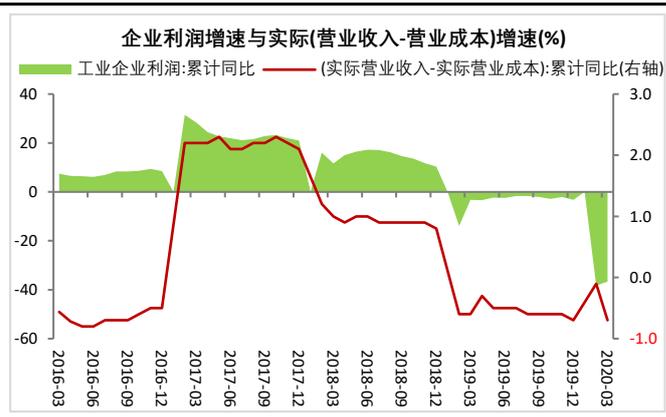
从百元营收成本看，每百元营收中成本和费用均增加较多也是利润下降的重要原因。如1-3月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为84.76元，同比增加0.49元；每百元营业收入中的费用为9.58元，同比增加0.68元。每百元营收中成本和费用增加，原因在于两方面：一方面是疫情期间企业复工复产未完全恢复正常，营业收入减少；另一方面是企业的各项费用、用工和折旧等成本需刚性支出，同时疫情防控支出却在增加。在两方面力量作用下，百元营业收入中的成本和费用增加。

图3：企业利润增速与（营业收入-成本）增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图4：企业利润增速与实际（营业收入-成本）增速



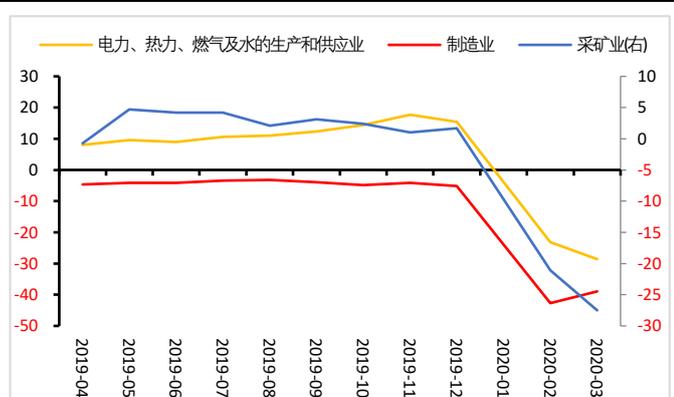
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

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

二、传统制造业利润增速下降明显，高技术制造业利润恢复相对较快

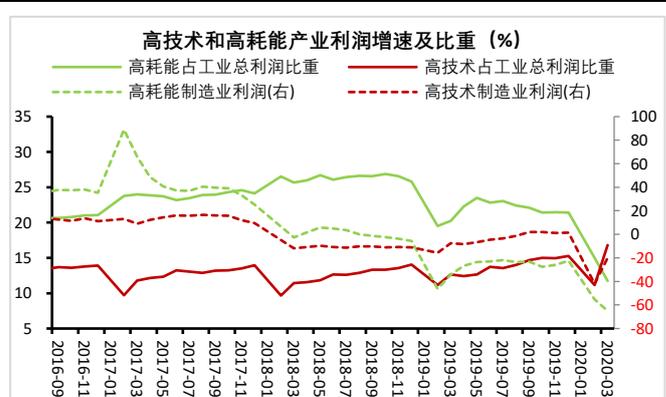
分三大门类看，制造业利润改善有限，叠加逆周期调节板块利润降幅扩大，共同拖累工业利润。如1-3月份，制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业、采矿业利润增速分别为-38.9%、-28.6%、-27.5%，增速较1-2月份分别提高3.8、降低5.4、降低6.4个百分点（见图5）。其中，汽车、化工等传统制造业利润降幅超五成，叠加全球疫情大流行下外需回落，是制造业利润恢复偏慢的重要原因；全球大宗商品价格回落较多和国内阶段性降低企业用电价格，则是电力热力燃气及水的生产和供应业、采矿业等逆周期调节相关板块利润降幅扩大的主因。

图5：三大门类利润降幅均较大



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图6：高技术制造业利润增速与占比均改善



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

注：其中高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致

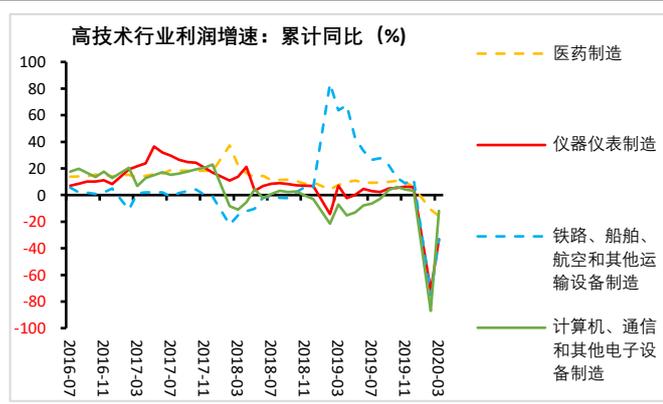
从产业利润结构看，高技术制造业利润增速与占比均明显改善，国内新旧动能转换加快恢复。

从利润增速来看，1-3 月份，我们统计的高技术制造业和高耗能制造业利润增速分别为-19.9%、-65.1%，较 1-2 月分别提高 22.1 和降低 9.7 个百分点（见图 6）。其中，高技术制造业利润改善，主要源于同期计算机通信和其他电子设备制造业、铁路船舶航空和其他运输设备制造业、仪器仪表制造业利润降幅，较 1-2 月均收窄 38.5 个百分点以上（见图 7）；高耗能制造业利润降幅扩大，与同期石油煤炭及其他燃料加工业、有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属冶炼及压延加工业利润降幅，较 1-2 月均扩大 20 个百分点以上密切相关（见图 8）。

从利润占比看，1-3 月国内高技术制造业利润在工业中的比重为 16.8%，较 1-2 月提高 5.7 个百分点；同期高耗能利润占比为 11.7%，较 1-2 月降低 3.3 个百分点（见图 6）。

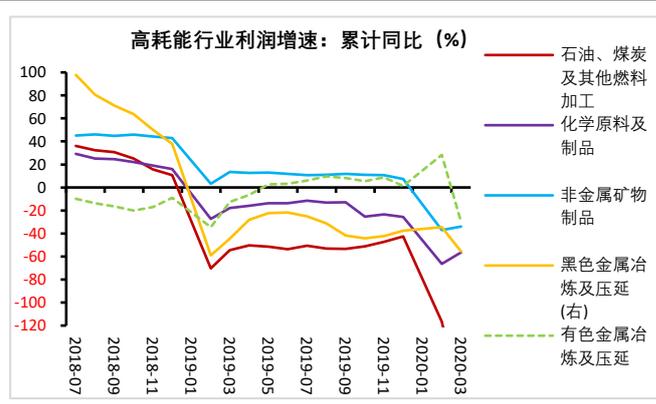
这反映出，在应对疫情冲击的逆周期调节过程中，政策兼顾了短期稳增长和中长期调结构问题，疫后国内新动能恢复明显更快。但是，目前国内传统产业仍居绝对主导地位，占比超过八成，高技术产业利润不足两成，表明我国结构转型、新旧动能转换仍任重道远。

图 7：高技术制造业利润多数明显改善



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：高耗能制造业利润降幅多数进一步扩大



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

三、受益于逆周期政策力度加大，企业债务资金增加，但没有有效地转化成资产，导致资产负债率提高

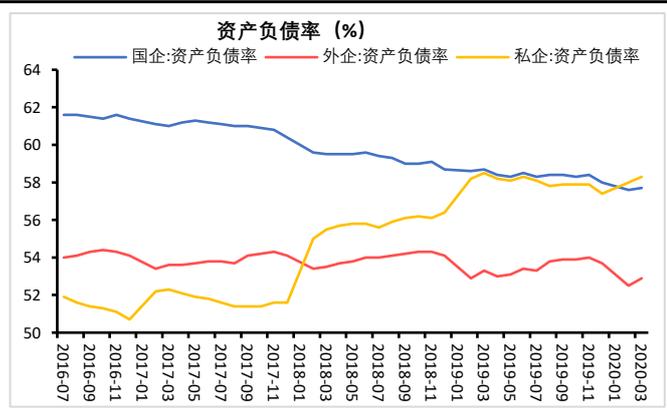
1-3 月份，国企、私企和外企资产负债率分别为 57.7%、58.3%和 52.9%，较 1-2 月分别提高 0.1、0.3 和 0.4 个百分点，较 2019 年末分别降低 0.3、提高 0.9 和降低 0.8 个百分点（见图 9）。3 月份工业企业资产负债率从上月的 56.3%提高到 56.6%，其中主要是负债增速提高，从 5.3%提高到 5.4%，而资产增速下降 0.1 个百分点至 6.2%。其中原因与逆周期政策力度加大，企业信贷债务增速提高有关。如 3 月份社融数据显示，企业中长期贷款增加较多，企业定期存款也大幅增加，但活期存款增加较少，表明企业从金融机构借贷的资金仍然趴在账上，没有转化成投资。这与企业资产增速下降，但负债增速提高是完全匹配的，都表明企业经营活动欠佳。

如果看更长时间的数据，发现在内外冲击下，要加大对企业尤其是私营和外企的帮

扶力度。因为从资产负债率的表面数据看，国企和外资企业在降杠杆，私营企业在逆势加杠杆，但从三者各自的资产和负债增速变化，发现事情并非完全如此。2019 年以来国企资产和负债增速都在提高，由 2018 年的 3.9% 和 1.3%，回升至 2019 年的 5.3% 和 4.5%（见图 10），表明其资本开支有所扩张，但其资产增速高于负债增速，导致其资产负债率降低，是一种良性增长状态；短期受疫情冲击影响，2020 年 1-2 月国企资产负债增速环比有所下降。相比之下，私企和外资的资产和债务增速均处于下降状态，如私企资产和负债增速于 2019 年一季度快速回升后持续回落，但因其资产增速低于负债增速，导致资产负债率反而被动提高（见图 11）；同样，外企资产和负债增速自 2018 年三季度以来回落较多，由 2018 年 8 月的 7.9%、7.7% 降至 2020 年 1-2 月的 3.9%、3.0%（见图 12）。

上述情况表明，伴随经济下行压力加大，私企和外资盈利困难，投资收缩较多。如 1-3 月份私营工业企业、外商及港澳台商工业企业利润分别下降 29.5% 和 46.9%，后者降幅高出工业整体利润降幅 10.2 个百分点，表明海外疫情蔓延经济需求下降明显，拖累国内外向型企业的利润增长，这也是国内加大中小微企业金融扶持力度，坚定扩内需战略的主要原因。与此同时，年内受 PPI 下降较多影响，国企利润降幅也有所扩大，如 1-3 月份国企工业企业利润同比下降 45.5%，降幅较 1-2 月还扩大 12.6 个百分点，但为对冲疫情冲击，预计国内逆周期调节大概率继续加码，国企资本开支和利润有望加快恢复。

图 9：国企、私企、外企资产负债率均有所回升

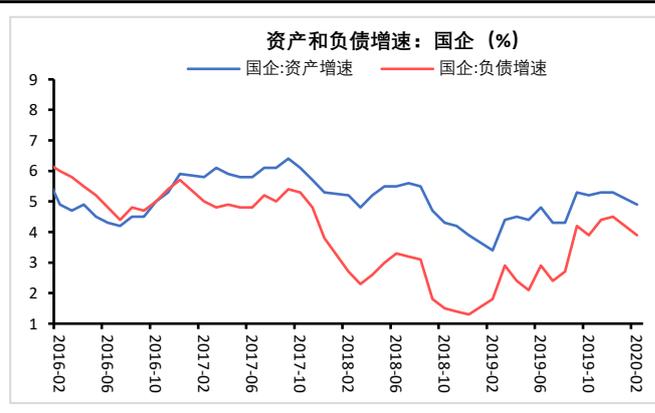


资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 11：私企资产增速与负债增速暂时止跌

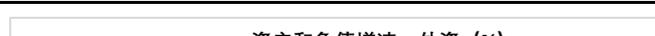


图 10：国有企业资产增速与负债增速有所下降



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 12：外企资产增速与负债增速低位暂时企稳



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_5566



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn