



疫情致利润创最长负增长记录，政策对冲黄金窗口期就在当下

——2020年1-2月工业企业利润数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 2020年1-2月份，规模以上工业企业实现利润总额4107.0亿元，同比下降38.3%，自2019年以来已累计14个月维持负增长（累计值），创1996年以来的最长负增长记录，超过2008年金融危机时期水平。
- 疫情冲击下工业销售降、价格落、成本增，共同导致利润创历史最长负增长记录。具体来看：
 - 一是生产资料工业品价格连续9个月负增长对利润拖累明显。受疫情冲击影响，国内工业品需求大幅下降和国际大宗商品市场价格剧烈调整，1-2月份国内生产资料PPI同比下降0.7%，已连续9个月持续负增长。
 - 二是疫情期间销售降、成本刚性，工业利润空间持续受挤压。如1-2月份，规模以上工业企业营业收入同比下降17.7%，较2019年末大幅降低21.5个百分点；同期规模以上工业企业每百元营业收入中的成本费用为94.19元，同比反而增加0.85元。这导致1-2月份工业企业实际营业收入和实际营业成本增速之差为-0.1%，连续14个月为负。
 - 三是制造业利润下降逾四成，逆周期调控板块也难以发挥对冲效用。如1-2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-42.7%、-23.2%、-21.1%，纷纷大幅下降。具体分行业看，利润占比约三成的电子、汽车、电气机械、化工等重点行业，1-2月份利润降幅超65%。
- 高技术制造业利润增速与占比均下降较多，新旧动能转换节奏被疫情暂时打断，但不改中长期向好趋势。如1-2月份，我们统计的高技术制造业利润增速为-42.0%，较2019年末降低43.4个百分点；同期高技术制造业利润在工业中的比重为11.2%，较2019年末降低4.1个百分点。
- 受益逆周期调控加码，国企资本开支将会持续增加，私企、外资投资收缩也亟待政策对冲。1-2月份，国企、私企和外企资产负债率分别较2019年末降低0.4、提高0.6和降低1.2个百分点，表面反映国企和外企降杠杆，私企逆势加杠杆，但事实并非如此。2019年以来国企资产和负债增速持续提高，资本开支增加，但仅因其资产增速高于负债增速，导致资产负债率降低；相比之下，同期私企和外资的资产和债务增速均处于下降状态，而这与两者盈利下降较多密切相关，如1-2月份两者利润分别大幅下降36.6%和53.6%。
- 受疫情期间需求大幅下降影响，工业企业出现被动补库存，但明显不具有持续性。一是房地产市场“量价齐降”，投资增速也下降较多，导致工业库存被动增加；二是海外疫情蔓延、扩大，二三季度全球经济陷入衰退或难以避免，全球需求短期均难以改善。后疫情时期企业将进入主动去库存阶段。
- 预计货币宽松黄金窗口期就在当下，降准、降息扩需求、稳增长均值得期待。

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、疫情导致工业销售降、价格落、成本增，利润创历史最长负增长记录	3
（一）生产资料工业品价格连续 9 个月负增长对利润拖累明显	3
（二）疫情期间销售降、成本刚性，工业利润空间持续受挤压	3
（三）制造业利润下降逾四成，逆周期调控板块也难以发挥对冲效用	4
二、高技术制造业利润增速与占比均下降较多，新旧动能转换节奏被打断	5
三、国企资本开支将持续增加，私企、外资投资收缩亟待政策对冲	5
四、受疫情影响工业企业库存被动大增，明显不具有持续性	6

正文:

一、疫情导致工业销售降、价格落、成本增，利润创历史最长负增长记录

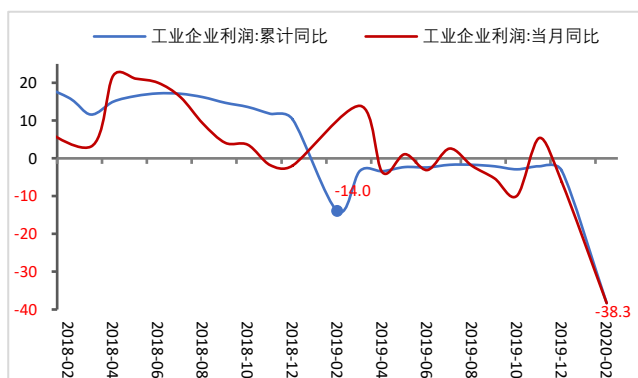
2020年1-2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额4107.0亿元，同比下降38.3%（见图1），自2019年以来已累计14个月维持负增长（累计值），创1996年以来最长负增长记录。工业利润增速大幅下降，受新冠肺炎疫情导致经济短期“停摆”影响明显，具体来看，原因主要有以下三点：

（一）生产资料工业品价格连续9个月负增长对利润拖累明显

1-2月份，国内PPI和生产资料PPI分别同比增长-0.2%和-0.7%（见图2），其中后者已连续9个月负增长（当月同比），是拖累工业利润下降的重要原因之一。工业品价格下降，一方面源于疫情影响下，企业复工复产推迟、居民耐用品消费下降，导致工业品需求大幅下降；另一方面受国际大宗商品市场价格剧烈调整影响较大，如截止2020年3月26日，年内原油价格跌幅超5成，铜、锌、铝等金属价格跌近20%，相关工业品价格难以避免会出现调整。

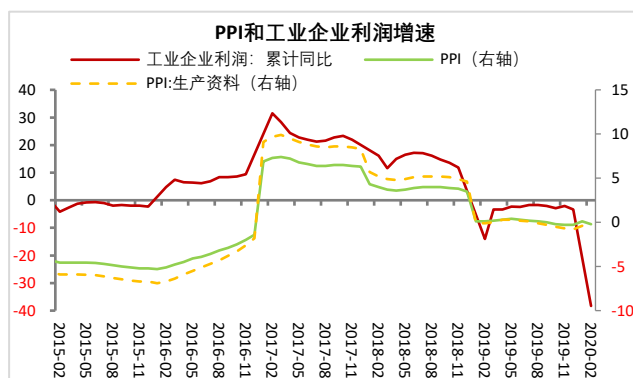
考虑到海外疫情持续蔓延、扩散拖累全球需求，俄罗斯与欧佩克石油“价格战”短期难消，或导致原油价格维持低位，预计未来数月PPI仍有较大下行压力，也意味着短期工业企业利润负增长态势或依旧难以改变。

图1：工业企业利润增速降幅扩大



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

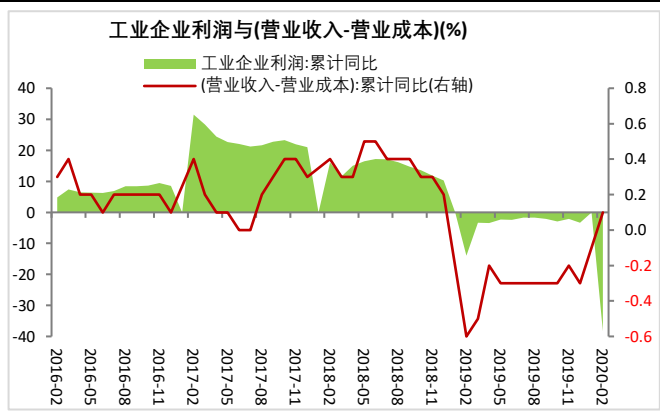
（二）疫情期间销售降、成本刚性，工业利润空间持续受挤压

受疫情防控下工作日减少影响，国内工业生产销售均大幅下降。为有效防控疫情蔓延，今年全国春节假期延长3天，近30省市延长复工时间约10天，且因人流、物流、资金流结构性受阻，企业复工未达产现象屡见不鲜，导致工业生产销售均明显下降。如1-2月份，规模以上工业增加值和工业企业营收分别同比下降13.5%、17.7%，较2019年末大幅降低29.2和21.5个百分点。

但企业成本相对刚性，实际营业收入与营业成本增速差仍为负，挤压了利润空间。疫情期间企业复工复产未恢复正常，但用工、折旧、利息等成本及各项费用刚性支出不

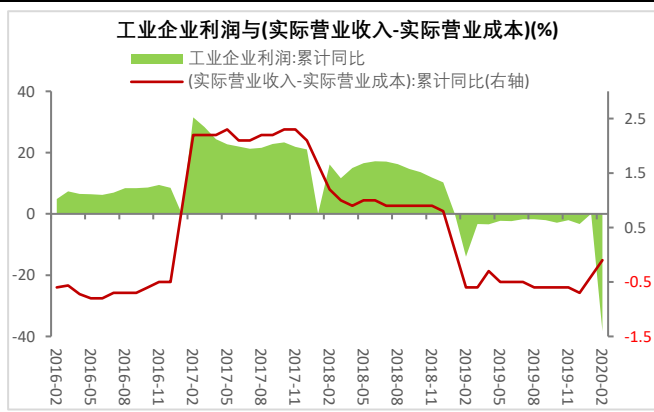
减，且还需新增防疫成本，导致利润空间明显被压缩。如 1-2 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本费用为 94.19 元，同比增加 0.85 元。另外，1-2 月份，名义工业企业营收与营业成本增速差由负转正为 0.1%，但工业企业实际营业收入和实际营业成本增速之差为-0.1%，已连续 14 个月为负。这表明，国内 2019 年以来的减税降费降低企业成本举措效果，基本被需求低迷、用工成本上升等所抵消，伴随工业生产销售明显放缓，企业成本负担依旧在增加。

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

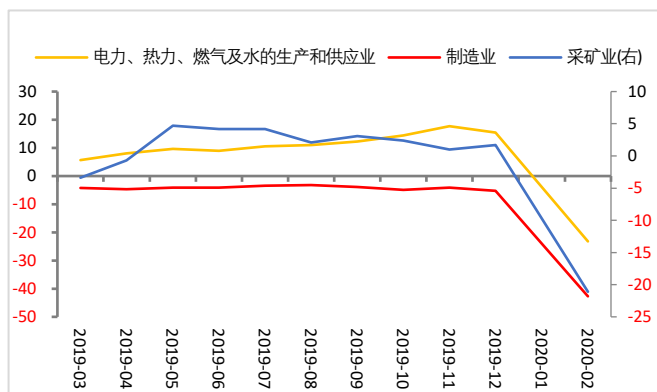
（三）制造业利润下降逾四成，逆周期调控板块也难以发挥对冲效用

分三大门类看，制造业利润降逾四成是拖累工业利润的主因，短期逆周期调控板块也难以发挥对冲效用。如 1-2 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-42.7%、-23.2%、-21.1%，分别较 2019 年末降低 37.5、38.6 和 22.8 个百分点（见图 5）。不难发现，疫情冲击下，经济短期几乎全面“休克”，尽管国内逆周期调控持续加码，如 1-2 月份货币、财政刺激增加，但对恢复疫时的实体经济增长基本无效。这也意味着随着国内疫情接近尾声，接下来或大概率将迎来逆周期加码的黄金窗口期。

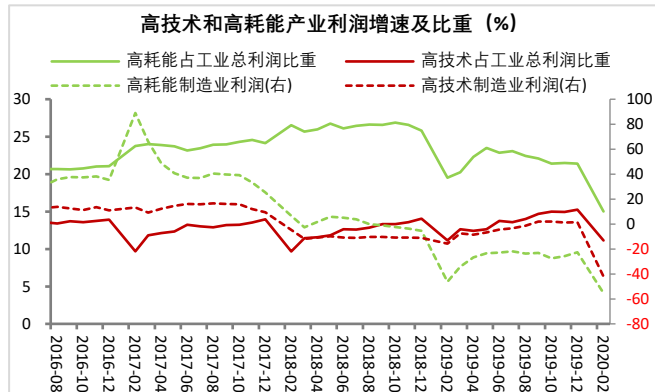
具体分行业看，电子、汽车、电气机械、化工等重点行业利润下拉作用明显。如 1-2 月份，计算机通信和其他电子设备制造业、汽车制造业、电气机械、化学原料及化学制品制造业利润增速分别下降 87.0%、79.6%、68.2%和 66.4%，均低于工业利润整体增速逾 25 个百分点，而上述四行业 2019 年合计利润占规模以上工业利润比重约三成，对工业利润的下拉作用明显。其中，汽车、化工属于传统制造业，疫情影响叠加趋势收缩是利润下降的主因；电子、电气机械则主要受国内消费低迷和海外需求放缓的影响。

图 5：制造业利润降幅扩大仍是主要拖累项

图 6：高技术和高耗能制造业利润增速与占比均下降



资料来源：WIND，财信国际经济研究院



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

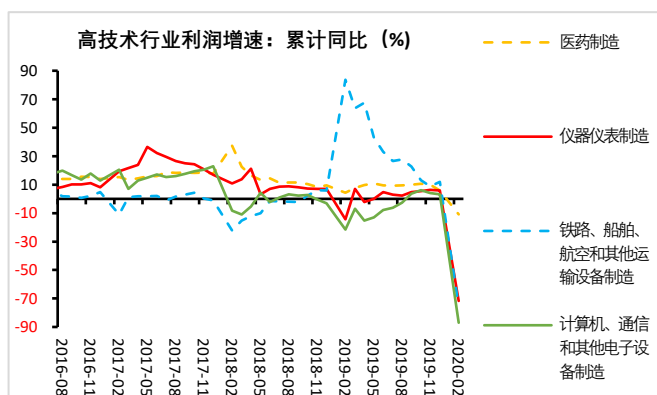
二、高技术制造业利润增速与占比均下降较多，新旧动能转换节奏被打断

从利润增速来看，1-2 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-42.0%、-55.4%，较 2019 年末分别降低 43.4 和 32.8 个百分点（见图 6）。其中，高技术制造业利润大幅下降，主要源于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和仪器仪表制造业利润降幅均超 70%（见图 7）；高耗能制造业利润降幅扩大，与石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业利润降幅超 65%密切相关（见图 8）。

从利润占比来看，1-2 月份，国内高技术制造业利润在工业中的比重为 11.2%，较 2019 年末降低 4.1 个百分点，与去年同期持平；同期高耗能利润占比也有所下降至 15.0%，较 2019 年末降低 6.4 个百分点（见图 6）。

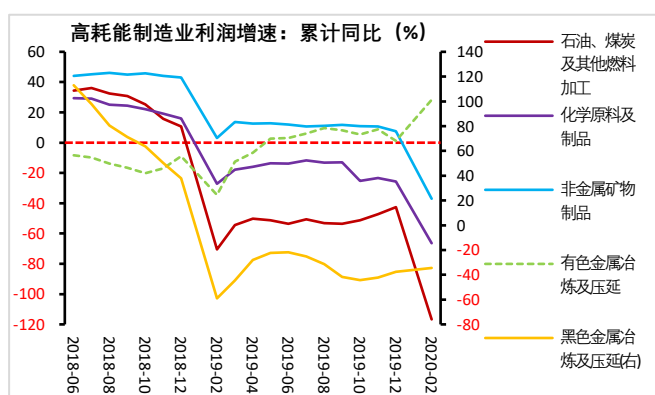
这意味着，疫情冲击下，国内新旧动能转换节奏也有所放缓。目前，国内传统产业仍居绝对主导地位，占比超过八成，高技术产业利润不足两成，表明我国结构转型、新旧动能转换仍任重道远。疫情冲击下，国内新旧动能转换节奏暂时被打断，但中长期经济结构优化趋势并未发生改变，未来更大力度的结构性支持政策出台也值得期待。

图 7：铁路、航空等运输设备制造业利润回升较多



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：高耗能制造业利润多数维持负增长



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

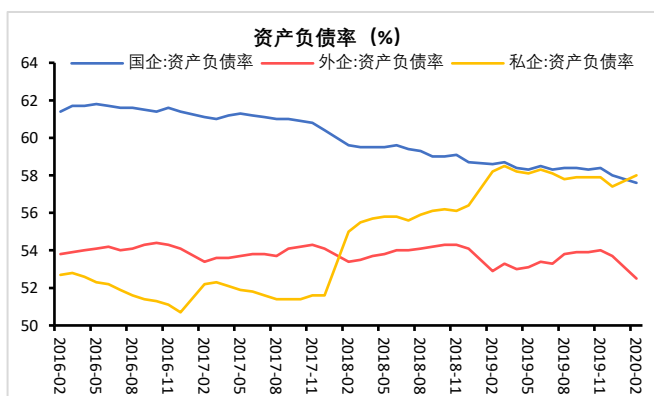
三、国企资本开支将持续增加，私企、外资投资收缩亟待政策对冲

1-2 月份, 国企、私企和外企资产负债率分别为 57.6%、58.0% 和 52.5%, 分别较 2019 年末降低 0.4、提高 0.6 和降低 1.2 个百分点 (见图 9)。

从表面数据来看, 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, 发现事情并不完全如此。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 年末的 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。相比之下, 私企和外企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, 导致其资产负债率反而被动提高 (见图 11); 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 2019 年 12 月的 3.7%、2.6% (见图 12)。

上述情况表明, 伴随经济下行压力加大, 私企和外企盈利困难, 投资收缩较多。如 1-2 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 36.6% 和 53.6%, 后者降幅高出工业整体利润降幅 15.3 个百分点, 这也是前期国常会罕见专题部署稳外资稳外贸的主要原因。与此同时, 国内逆周期调控明显加码, 国企资本开支增加较多, 为对冲全球经济衰退风险, 预计未来数月这一趋势或将进一步得到强化。

图 9: 国企、私企、外企资产负债率齐回落

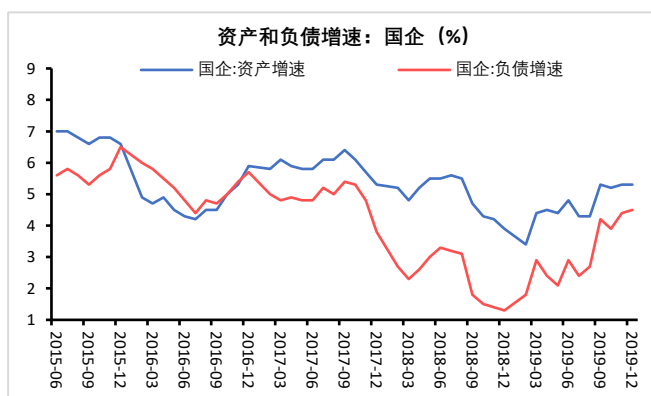


资料来源: WIND, 财信国际经济研究院

图 11: 私企资产增速与负债增速暂时止跌

资产和负债增速: 私企 (%)

图 10: 国有企业资产增速与负债增速继续回升



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

资产和负债增速: 外资 (%)

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_6233

