

宏观周报

利润增速延续低位徘徊，库存周期接近底部区间——1-9 月份工业企业利润数据点评

■ 核心观点

第一，9 月单月的利润增速为-5.3%，较上月下降 3.3 个百分点，这主要受工业品出厂价格降幅扩大、销售增长放缓等因素影响。今年以来工业企业利润累计增速持续为负，主要受工业增加值和 PPI 同比增速下行的拖累，利润率的改善起到一定程度的对冲。但目前来看，利润率改善的幅度震荡收窄，这意味着增值税改革带来的利润支撑可能在逐渐减弱。

第二，从不同类型企业的视角来看，9 月工业企业利润累计增速整体出现不同程度的恶化，只有外资企业出现边际改善。

第三，展望未来：随着减税降费政策的落实落细以及货币政策通过 LPR 报价改革来降低实体经济融资成本，工业企业的利润率有望持续改善。但受制于总需求萎靡，工业增加值和 PPI 增速大概率保持弱势，工业企业利润增速大概率保持低位震荡。

第四，本轮企业去库存已经持续 12 个月，从历史时间长度、企业利润增速变化以及库存周期底部特征来看，企业去库存可能正逐渐接近底部。不过与其它库存周期不同的是，本轮库存周期的底部可能将持续相对较长时间。

本周市场重点

10 月 27 日，国家统计局公布了 1-9 月工业企业利润数据：1-9 月份规上工业企业利润总额累计同比增速-2.1%（前值-1.7%）。

■ 增值税改革带来的利润支撑可能在逐渐减弱。

9 月单月的利润增速为-5.3%，较上月下降 3.3 个百分点，降幅比 8 月份有所扩大，是今年 3 月份以来单月利润增速最低值。根据国家统计局发言，这主要受工业品出厂价格降幅扩大、销售增长放缓等因素影响。1-9 月累计利润增速-2.1%，低于 1-8 月 0.4 个百分点。将利润拆分来看：数量方面，与 1-8 月相比，1-9 月工业增加值累计同比增速与上月持平；价格方面，1-9 月 PPI 累计同比增速较上月下滑 0.1 个百分点；利润率方面，1-9 月利润率同比增速较上月小幅回升 0.04 个百分点。从季度来看，全国规模以上工业企业利润总额同比一季度下降 3.3%，二季度下降 1.9%，三季度下降 1.8%，降幅呈逐季收窄态势。但就三季度而言，单月持续恶化。今年以来工业企业利润累计增速持续为负，主要受工业增加值和 PPI 同比增速下行的拖累，利润率的改善起到一定程度的对冲。但目前来看，利润率改善的幅度震荡收窄，这意味着增值税改革带来的利润支撑可能在逐渐减弱。

■ 企业库存增速继续放缓，回款压力小幅增加

9月企业库存增速继续放缓，企业主动去库存；回款压力小幅增加。1-9月产成品存货增速较1-8月下滑1.2个百分点，降至1.0%，连续五个月处于下行态势。1-9月产成品周转天数较上月小幅放缓0.2天至17天，与过去三年的平均水平相比，17.0天的水平仍然处于高位。9月企业回款情况小幅放缓，1-9月企业应收账款平均回收期较1-8月小幅延长0.1天至54.6天。总体上今年工业企业一直处于主动去库存阶段，产成品周转放缓，企业回款周期延长，整体经营压力较大。

值得一提的是，本轮工业企业主动去库存可能也逐渐开始筑底，未来大概率将在周期底部保持相对较长时间的震荡。这主要是由于：其一，从时间长度来看，本轮去库存开始于2018年8月，目前已经超过12个月，接近历史上最弱的库存周期；其二，从底部水平来看，当前工业企业产成品存货累计同比增速降至1%，处于历史较低区间，与过去第三轮周期底部的-0.76%和第五轮底部的-1.9%相比，继续大幅下行的空间较为有限；其三，从利润增速来看，工业企业利润增速对库存周期有一定的领先，当前工业企业利润增速低位震荡，企业主动去库存也在逐渐接近尾声；其四，与其它几轮库存周期不同的是，本轮库存周期的底部可能将持续相对较长时间。这主要是由于当前全球经济仍在下行、中美贸易摩擦虽有缓和但长期化的趋势仍在以及中国总需求也存在回落压力，企业主动补库存的动力不足。

■ 不同类型企业利润累计增速整体有所恶化，只有外资企业边际改善

从不同类型企业的视角来看，9月工业企业利润累计增速整体出现不同程度的恶化，只有外资企业出现边际改善。具体来看，外企的利润增速上升1.6个百分点至-4.2%，连续两个月回升；私营企业的利润增速下降1.1个百分点至5.4%，国企利润增速下降1个百分点至-9.6%，股份制企业利润增速下降1.2个百分点至-1.2%。从增速水平上看，国企的利润情况相对更弱，而私营企业的利润增速水平相对更高。从利润率来看，国有企业的利润率持续高于私营企业，这可能主要是不同类型性质企业的行业分布差异影响所致，但私营企业的利润率受国家一系列对民营企业政策的呵护今年整体呈改善态势。此外，从资产负债率来看，除民营企业杠杆率小幅上升0.1个百分点，其它不同类型企业的杠杆率都基本持平。

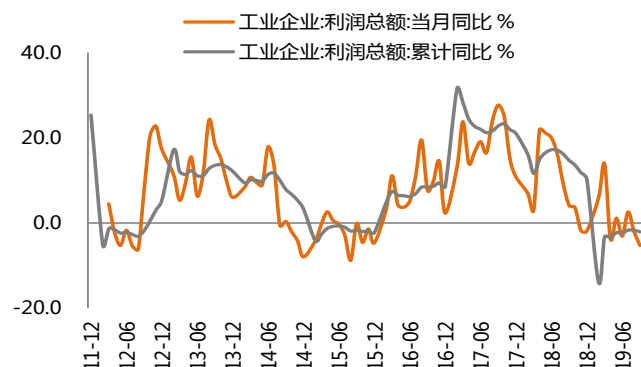
■ 不同行业企业利润增速出现一定程度分化

从三大行业视角来看，9月采矿业和电热力燃气水的生产供应业累计的利润增速分别提升1个百分点和1.3个百分点，制造业累计利润增速较上月下降0.7个百分点。从绝对水平来看，制造业的利润增速也低于另外两个行业，更大幅低于2018年全年8.7%。权重细分行业方面，从绝对增速水平横向比较来看，利润增速水平较为突出的行业是黑色金属矿采选（178.0%）、开采业（129.0%）、其他采矿业（75.0%）、铁路等非汽车交运设备制造业（22.7%）、烟草制品业（21.5%）、家具制造业（18.9%）、非金属矿采选业（18.5%）、酒饮料（17.2%）、水生产和供应（17.1%）和电力热供应（13.7%）；利润增速水平明显较差的行业是石油煤炭加工（-53.5%）、黑色金属冶炼（-41.8%）、化学纤维（-29.1%）、有色金属矿采选（-23.6%）、造纸业（-20.2%）、汽车制造（-16.6%）。边际变化上，黑色金属开采（铁矿石）利润增速虽然出现回落，但依然位于高位；装备制造业、高技术制造业、战略性新兴产业利润增长不同程度回暖，汽车、电子、有色等主要行业利润增长有所改善；食品制造业、纺织业、黑色金属冶炼与压延加工利润增速出现持续的下降。

■ 利润增速料将低位徘徊，企业去库存逐渐接近底部

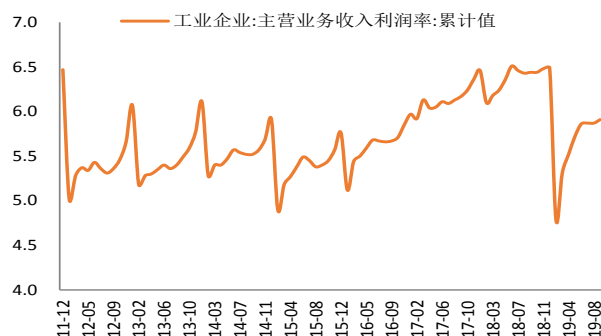
今年以来工业企业利润累计增速持续为负，主要受工业增加值和PPI同比增速下行的拖累，利润率的改善起到一定程度的对冲。但目前来看，利润率改善的幅度震荡收窄，这意味着增值税改革带来的利润支撑可能在逐渐减弱。今年前三季度企业利润增速降幅呈逐季收窄态势，不过就三季度而言，单月持续恶化。展望未来，随着减税降费政策的落实落细以及货币政策通过LPR报价改革来降低实体经济融资成本，工业企业的利润率有望持续改善。但受制于总需求萎靡，工业增加值和PPI增速大概率保持弱势，工业企业利润增速大概率保持低位震荡。此外，本轮企业去库存已经持续12个月，从历史时间长度、企业利润增速变化以及库存周期底部特征来看，企业去库存可能正逐渐接近底部。不过与其它库存周期不同的是，本轮库存周期的底部可能将持续相对较长时间。短期预测方面，预计1-10月工业企业利润增速略下滑至-2.3%。

图表1 工业企业利润增速走势



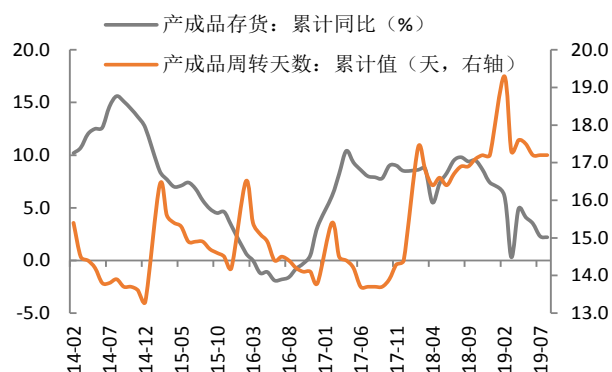
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 企业利润率整体持续改善 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 库存增速与产成品周转天数



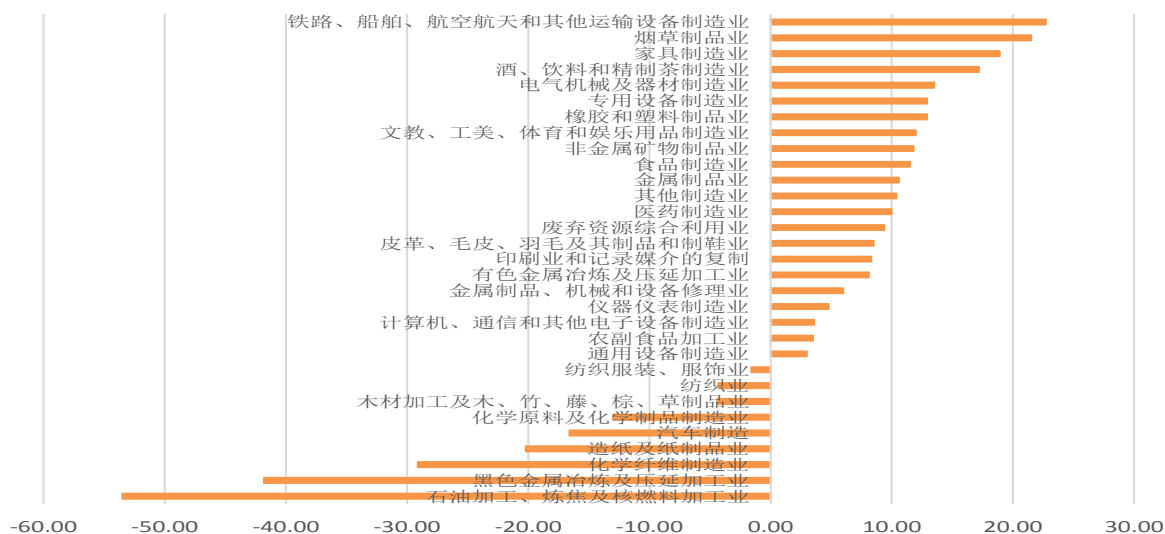
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 应收账款回收期走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 制造业利润增速分布



资料来源: WIND、平安证券研究所

上周市场动态

■ 证监会鼓励机构投资 A 股

事件：10 月 21 日，证监会主席易会满主持召开社保基金和部分保险机构负责人座谈会。下一步，证监会将深入贯彻党中央、国务院决策部署，从转化存量、引入增量、优化环境入手，逐步推动提升中长期资金入市比例。会议强调，社保基金和保险机构作为资本市场重要的专业机构投资者力量，在优化投资者结构、维护市场稳定发展、提升市场运行效率等方面发挥着重要作用，下一步拓展市场参与深度潜力巨大。

■ 李克强签署国务院令，公布《优化营商环境条例》

事件：10 月 22 日国务院总理李克强签署国务院令，公布《优化营商环境条例》（以下简称《条例》），自 2020 年 1 月 1 日起施行。

点评：近年来，我国以深化“放管服”为主要抓手改善我国的营商环境，但仅有相关政策而没有相关法规。《条例》出台后，一来将过去我国通过政策等形式积累的经验转变为制度规范，二来提振市场预期，向内外资各界传达政策的持续性，从而保障就业及增长的稳定。具体来看，通过进一步放宽市场准入，保障“非禁即入”落实从而提振内外资主体的积极性；通过进一步推进公正监管，尤其是对新兴产业实施包容审慎监管保障新型产业的发展；通过进一步简政便民，提高企业经营效率。我国在今年世银发布的营商便利度排名中排名第三十一位，并连续两年排名营商环境改善最大的经济体中的前十。《条例》的落实令我国营商环境的便利性有望进一步改进，也为我国扩大对外开放的政策提供了保障。

■ 区块链升至战略高度，核心技术自主创新

事件：10 月 25 日，新华社发布《加快推动区块链技术和产业创新发展》报道，中共中央政治局 10 月 24 日下午就区块链技术发展现状和趋势进行第十八次集体学习。会议提出，要把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口，明确主攻方向，加大投入力度，着力攻克一批关键核心技术，加快推动区块链技术和产业创新发展。区块链技术应用已延伸到数字金融、物联网、智能制造、供应链管理、数字资产交易等多个领域。目前，全球主要国家都在加快布局区块链技术发展，我国在区块链领域拥有良好基础。

点评：本次中共中央政治局对区块链的集体学习及表态表明了对区块链技术的重视，并将区块链技术正式纳入科技兴国的重要组成部分中。未来，在供应链金融、医疗信息化、教育资源共享等产业变革中，区块链技术均有发挥作用的潜力。但在数字经济不断发展的同时，也需警惕新技术的安全漏洞，加强对新技术的引导和规范。另外，中央定调的方向是：区块链的发展方向是脱虚向实、赋能实体、改善民生以及取得产业优势。因此，未来可能会看到区块链和人工智能、大数据、物联网等前沿信息技术的深度融合。

■ 美对华 3000 亿清单商品启动关税排除程序，中美部分文本技术性磋商基本完成

事件：美商务部 10 月 21 日发布公告，称将自 10 月 31 日起对中国 3000 亿美元加征关税清单产品启动排除程序。自 2019 年 10 月 31 日至 2020 年 1 月 31 日，美国利害关系方可向美国贸易代表办公室（USTR）提出排除申请，需要提供的信息包括有关产品的可替代性、是否被征收过反倾销反补贴税、是否具有重要战略意义或与中国制造 2025 等产业政策相关等。如果排除申请得到批准，自 2019 年 9 月 1 日起已经加征的关税可以追溯返还。

10 月 25 日晚，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意妥善解决各自核心关切，确认部分文本的技术性磋商基本完成。双方确认就美方进口中国自产熟制禽肉、鲑鱼产品监管体系等效以及中方解除美国禽肉对华出口禁令、应用肉类产品公共卫生信息系统等达成共识。双方牵头人将于近期再次通话，在此期间工作层将持续抓紧磋商。

重要数据跟踪

图表6 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.10.27)	最新值分位	本周均值 (2019.10.21-10.27)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	2.49	64.3%	2.67	74.1%	-0.85	11.20
R007	2.77	62.6%	2.92	65.6%	11.23	6.27
SHIBOR:3M	2.82	24.3%	2.80	20.7%	7.04	3.85
1 年期国债收益率	2.64	51.4%	2.61	49.6%	5.85	-1.30
10 年期国债收益率	3.22	29.2%	3.22	29.4%	5.28	8.62
1 年期国开债收益率	2.75	41.1%	2.75	40.6%	3.45	-1.68
10 年期国开债收益率	3.61	30.9%	3.62	31.5%	4.73	7.54
美元兑人民币:中间价	7.07	45.2%	7.07	45.4%	-0.40%	-0.70%
美元指数	97.67	61.7%	97.57	59.9%	-1.10%	-0.70%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_9408

