

## 总量研究

## 4 季度工业企业利润恢复可能都将受到制约

## ——2022 年 11 月工业企业利润数据点评兼债市观点

## 要点

## 事件

2022 年 12 月 27 日，国家统计局公布 2022 年 1-11 月全国规模以上工业企业利润数据。2022 年 1-11 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 7.72 万亿元，同比下降 3.6%（前值为下降 3.0%）。

## 点评

**11 月工业企业当月利润降幅仍然较大，4 季度工业企业利润恢复情况可能都将受到制约。**11 月当月全国规模以上工业企业实现利润总额 0.74 万亿元，同比下降 8.5%（前值为下降 10.8%），增速连续 5 个月为负，但降幅较 10 月有所收窄。10、11 月，受疫情、工业生产者出厂价格同比由涨转降等影响，各主要经济指标均有一定程度的走弱，作为滞后指标的工业利润同样表现如此，因此降幅明显。这一状况可能贯穿整个 4 季度。

**库存增速持续下降，库存周期的演变需更长时间进行判断。**11 月工业企业营收同比增速为 0.7%（9 月、10 月增速分别 10%、5%）。截至 11 月末，产成品库存同比增长 11.4%（9 月、10 月分别为 13.8%、12.6%），产成品库存增速连续 7 个月下降。10、11 月两月企业营收和库存增速双双下降，“被动去库存”特点不再清晰。受疫情、PPI 同比为负等因素影响，整个 4 季度工业企业利润恢复可能都将受到制约，因此对于库存周期的演变需要结合更长时间进行判断。

**11 月工业企业负债率环比稍有上升，继续处在加杠杆通道中。**截至 2022 年 11 月末，规模以上工业企业资产负债率为 56.9%，比 10 月高出 0.1 个百分点；与 2021 年末相比，则上升 0.8 个百分点，2022 年以来工业企业负债率整体处在上升态势。今年前三个季度，非金融企业宏观杠杆率单季度分别提升 4.1、2.4、0.5 个百分点。当前企业盈利正处在恢复过程中（预计 4 季度恢复较慢）但负债率整体处于上升通道，仍可以认为工业企业处在加杠杆通道中，后续工业企业的资产负债率仍可能继续上升。

## 债市观点

从全年来看，大体在一个区间波动，10Y 国债收益率波动区间大致在 2.6%-2.95%。展望 2023 年，我们认为，债市的主要驱动因素仍是国内经济的需求端，2023 年需求端的演变大致延续 2022 年 5 月以来的特征，驱动利率向上和向下的因素同时存在。而 2023 年宏观政策整体预计都将以“稳增长”为导向，延续相对宽松的基调。我们认为 2023 年，10 年期国债收益率将整体维持区间震荡，震荡中枢在 2.75%左右，全年利率债难以形成趋势性机会，投资者可以逢高配置。

## 风险提示

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

联系人：董乃睿

010-56513032  
dongnr@ebsecn.com

联系人：秦方好

010-56513054  
qinfanghao@ebsecn.com

## 相关研报

10 月当月同比降幅扩大，但后续演变基础改变——2022 年 10 月工业企业利润数据点评兼债市观点（2022-11-27）

## 1、事件

2022年12月27日，国家统计局公布2022年1-11月全国规模以上工业企业利润数据。2022年1-11月，全国规模以上工业企业实现利润总额7.72万亿元，同比下降3.6%（前值为下降3.0%）。

## 2、点评

### 2.1、11月工业企业当月利润降幅仍然较大，4季度工业企业工业利润恢复情况可能都将受到制约

2022年1-11月全国规模以上工业企业实现利润总额7.72万亿元，同比下降3.6%（前值为下降3%）。测算下来，11月当月全国规模以上工业企业实现利润总额0.74万亿元，同比下降8.5%（前值为下降10.8%），增速连续5个月为负，但降幅较10月当月有所收窄。

回溯来看，2021年四季度和2022年一季度全国规模以上工业企业利润分别同比增长12.3%和8.5%，维持同比改善态势。但今年4-5月工业企业经营情况受到疫情明显冲击，4、5月工业企业利润当月同比分别为-8.5%和-6.5%。6月疫情缓解，经济基本面也从底部回升。7-9月以来工业企业产销两端均处在恢复过程中，推动工业企业利润修复，且呈结构改善态势。但10、11月，受疫情、工业生产者出厂价格同比由涨转降等影响，各主要经济指标均有一定程度的走弱，作为滞后指标的工业利润同样表现如此，因此降幅明显。

**进一步结合企业生产、营收和行业结构情况分析：**

**第一，从规模以上工业企业生产来看，**11月规模以上工业增加值同比增速为2.2%，10月以来呈持续下降态势，且已经低于3季度水平。从环比数据来看，11月份规模以上工业增加值环比增速为-0.31%（前值为0.19%），5月以来再次降至负值。

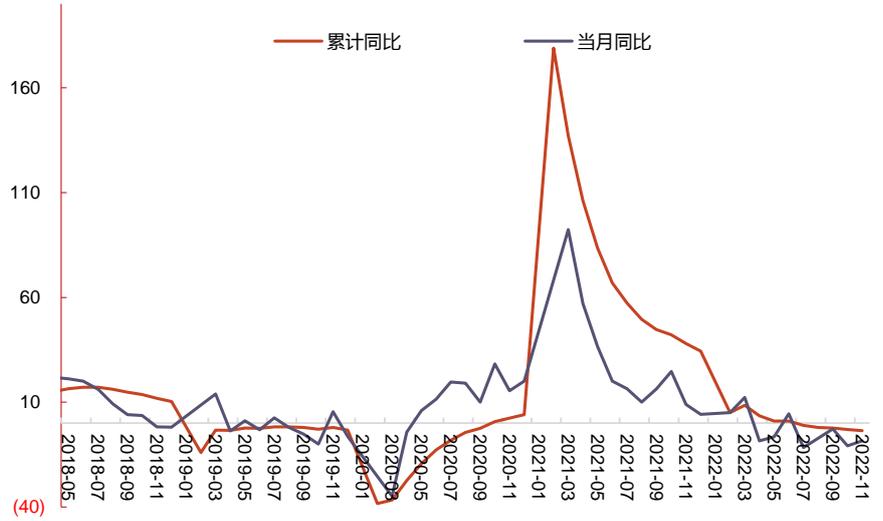
**第二，从营收角度来看，**1-11月份，全国规模以上工业企业营业收入同比增长6.7%（前值为7.6%），11月当月同比增速为0.7%（前值为5%），增速继续放缓。

**第三，从行业表现来看，上游仍是贡献工业企业利润的重点领域，但增速已经在下降，制造业企业盈利降幅仍较高。**1-11月采矿业，制造业，电力、热力、燃气及水生产和供应业利润同比增速分别为51.4%、-13.4%、26.1%（前值分别为60.4%、-13.4%、15.5%），行业分化情况仍得到延续，但采矿业利润增速在放缓，制造业利润降幅仍然较大，而电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增速逆势而上。

**第四，也要注意，11月PPI同比转负也将制约后续工业企业利润修复的速度。**11月PPI同比下降1.3%（前值为-1.3%），同比增速仍然为负，但环比增速趋稳（11月PPI环比增速为0.1%），工业品出厂价格后续可能趋稳。

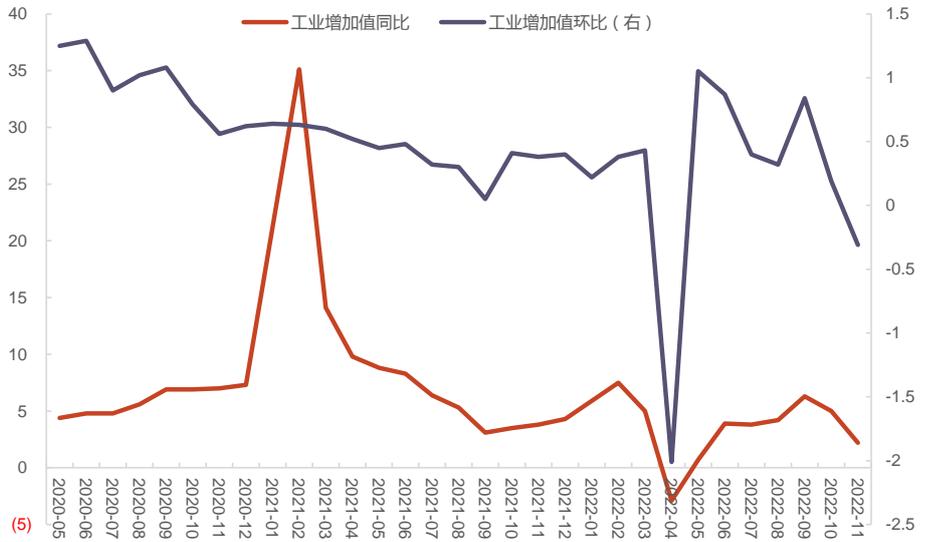
综合来看，11月受疫情、PPI同比为负等因素影响，工业企业利润恢复受到制约，“三重压力”对工业企业经营影响仍然较大，这一状况可能贯穿整个4季度。

图表 1：11 月工业企业利润当月增速降幅有所收窄但仍然较大



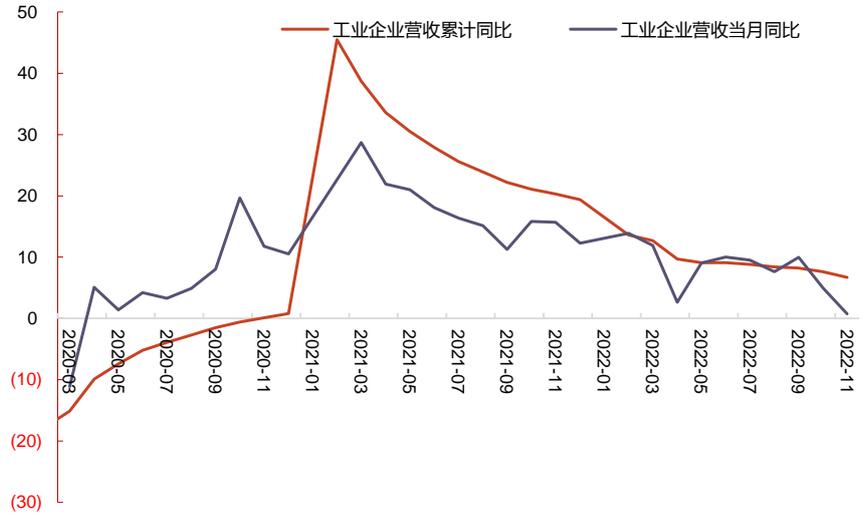
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：11 月规模以上工业生产同比和环比增速均继续下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 3：11 月当月工业企业营收同比增速继续下降

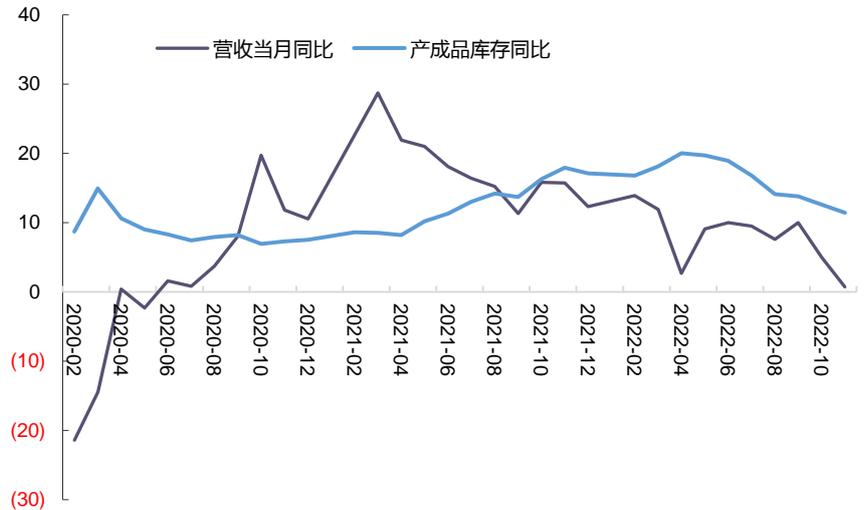


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

## 2.2、 库存增速持续下降，库存周期的演变需更长时间进行判断

11 月工业企业营收同比增速为 0.7%（9 月、10 月增速分别 10%、5%）。截至 11 月末，产成品库存同比增长 11.4%（9 月、10 月分别为 13.8%、12.6%），产成品库存增速连续 7 个月下降。今年 5 月份以来，库存增速持续下降，同期企业营收则保持在较高增速，工业企业似进入到“被动去库存”阶段，但 10、11 月两月企业营收和库存增速双双下降，“被动去库存”特点不再清晰。但正如前文提到，受疫情、PPI 同比为负等因素影响，整个 4 季度工业企业利润恢复可能都将受到制约，因此对于库存周期的演变需要结合更长时间进行判断。

图表 4：11 月工业企业产成品库存同比增速和营收增速均有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

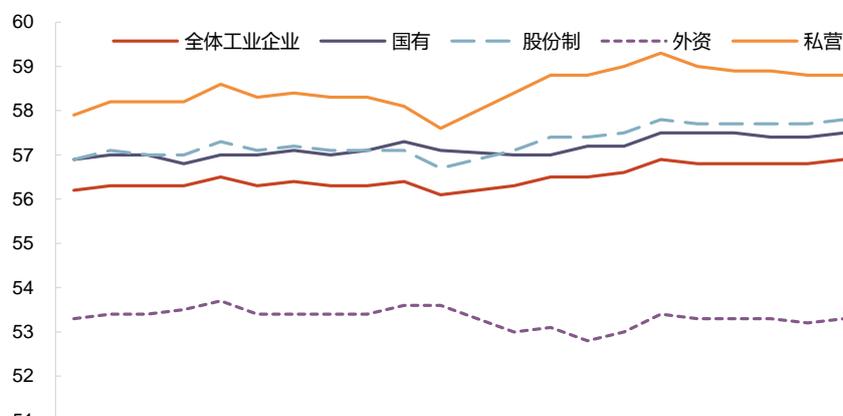
## 2.3、 11月工业企业负债率环比稍有上升，继续处在加杠杆通道中

截至2022年11月末，规模以上工业企业资产负债率为56.9%，比10月高出0.1个百分点；与2021年末相比，则上升0.8个百分点，2022年以来工业企业负债率整体处在上升态势。从结构来看，和10月末相比，除私营企业负债率持平外，其他所有制企业负债率均上升0.1个百分点。需要注意的是，2022年以来，股份制、私营企业资产负债率整体处在上升态势，累计上升幅度分别为1.1、1.2个百分点，上升明显。

**梳理疫情以来的相关数据，工业企业负债率走势可以分成以下阶段：**1) 2020年3-5月，工业企业资产负债率持续向上；2) 2020年6月至2021年1月工业企业负债率下降；3) 2021年2-6月工业企业资产负债率再次上升；4) 2021年7月至当年年底工业企业负债率整体变动不大，在56.3%左右波动。

今年以来，规模以上工业企业资产负债率上升后在三季度维持平稳，其中股份制、私营企业资产负债率上升明显。结合非金融企业宏观杠杆率的演变情况来看，从2020年三季度开始，非金融企业杠杆率持续下降，至2021年12月非金融企业杠杆率连续6个季度下降。而今年前三个季度，非金融企业宏观杠杆率单季度分别提升4.1、2.4、0.5个百分点。当前企业盈利正处在恢复过程中（预计4季度恢复较慢）但负债率整体处于上升通道，仍可以认为工业企业处在加杠杆通道中，后续工业企业的资产负债率仍可能继续上升。

图表5：11月工业企业负债率环比10月稍有上升



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\\_50611](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50611)

