

靠降税稳预期存在压力

——12月工业企业利润数据隐藏的企业预期与政策含义

分析师：唐军

执业证书编号：S0740517030003

电话：021-20315127

Email: tangjun@r.qlzq.com.cn

研究助理：杨畅

电话：021-20315708

Email: yangchang@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 相关报告一

2 相关报告二

3 相关报告二

投资要点

■ 主要观点：

- 1、如果默认工业企业利润全年累计数是准确的话，当月值由企业预估填报。那么，将当月值逐月累加后与该月累计值之间的差值，就在一定程度上反映了规模以上工业企业报送数据时的情绪偏差。2018年前9个月，呈现倒“U”型走势，乐观情绪的高点体现在5月，这或与5月1日起，制造业增值税税率下调一个百分点密切相关，但在5月高点过后，企业的乐观情绪逐步消退。企业对于利润的预期，并未被降税激发出来。
- 2、每当经济不景气时，往往会有两派的观点，其中宏观派强调通过输血的方式，例如通过扩张的财政政策和宽松的货币政策来解决问题；而微观派则强调以动手术的方式，诸如产权改革、企业制度创新、放松管制、促进竞争等来解决问题。“正如动手术时需要输血一样，二者结合起来才能治病救人”。动手术治病是目的，输血是手段，是必要的，目的是保障手术的安全及成功。但“输血”的同时，需要“手术”跟上，过量“输血”作用不大。尤其体现在减税上，若局限在单向减税上，很可能导致“减税多而增税少”的结果，最终出现财政赤字居高不下、财政政策被动扩张的尴尬局面。
- 3、既然降税只应视作是“输血”，那么什么是“动手术”？还是要靠改革。十八届三中全会上公布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，实质上已经是未来政策措施的总纲。如果把视角单纯聚焦在减税上，或许只能把握未来政策的一个方面。
- 风险提示事件：政策变动风险，外部环境波动风险，经济超预期下行风险

内容目录

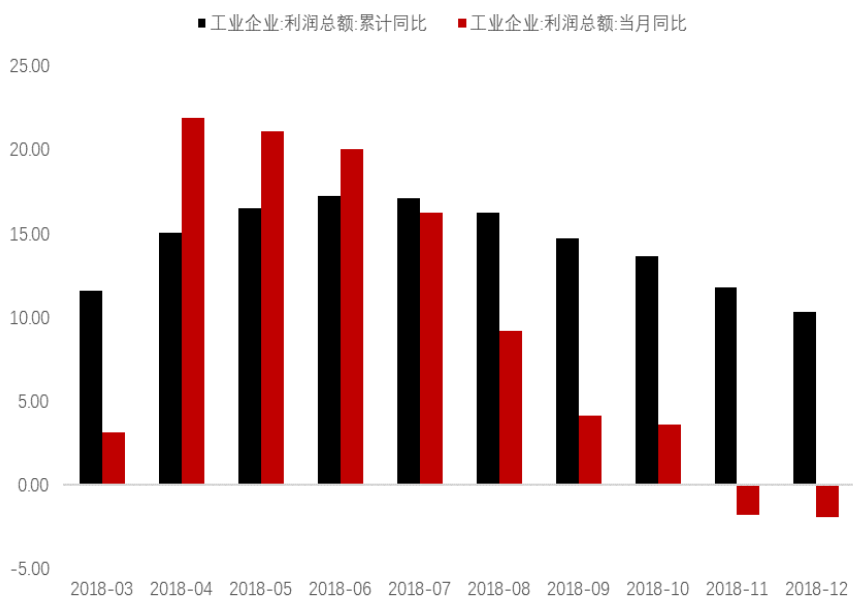
1 工业企业利润数据隐藏的“企业预期”变化.....	3 -
2 把握政策未来走向不仅看总量，还要看结构	5 -
风险提示事件：政策变动风险，外部环境波动风险，经济超预期下行风险 -	6 -
投资评级说明：	7 -

1 工业企业利润数据隐藏的“企业预期”变化

-
- 28 日，国家统计局公布了 2018 年 1-12 月全国规模以上工业企业利润数据，规上企业共实现利润总额 66351.4 亿元，累计同比增长 10.3%，较上月回落 1.5 个百分点。同时，国家统计局也公布了当月数据，规上工业企业当月利润总额为 6808.3 亿元，同比下降 1.9%，较上月扩大 0.1 个百分点。

■

■ 图表 1 工业企业利润累计同比及当月同比增速



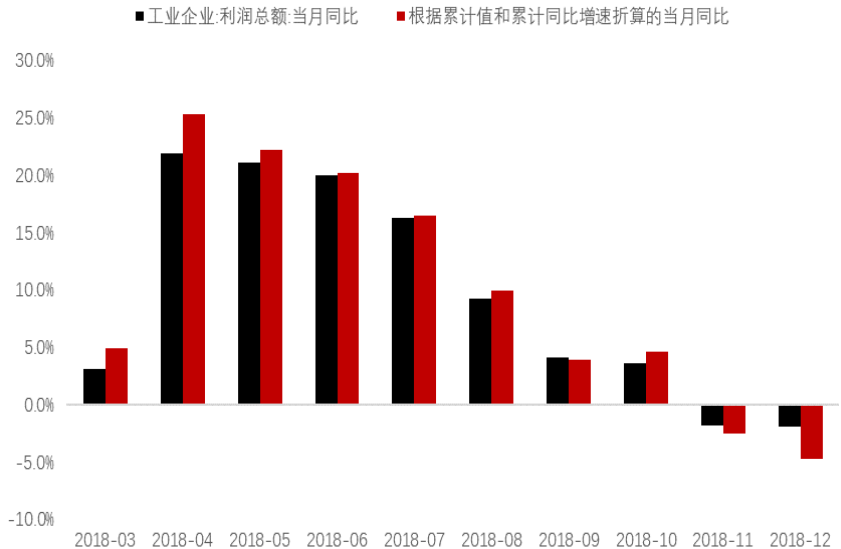
- 资料来源：WIND，中泰证券研究所

■

- 根据国家统计局工业企业利润数据表附注二的表示，“二、规模以上工业企业利润总额、主营业务收入等指标的增速均按可比口径计算。报告期数据与上年所公布的同指标数据之间有不可比因素，不能直接相比计算增速。”那么，尝试通过公布的累计值和累计同比增速，来折算上年基数，进而计算出当月值和当月同比增速，可以近似看作与国家统计局公布当月同比增速同口径。根据累计值和累计同比增速折算后，得到当月同比增速为下降 4.8%，较国家统计局公布的数据扩大了 2.7 个百分点。

■

- 图表 2 工业企业利润当月同比增速（国家统计局公布数据和折算数据）



■ 资料来源：WIND，中泰证券研究所

■

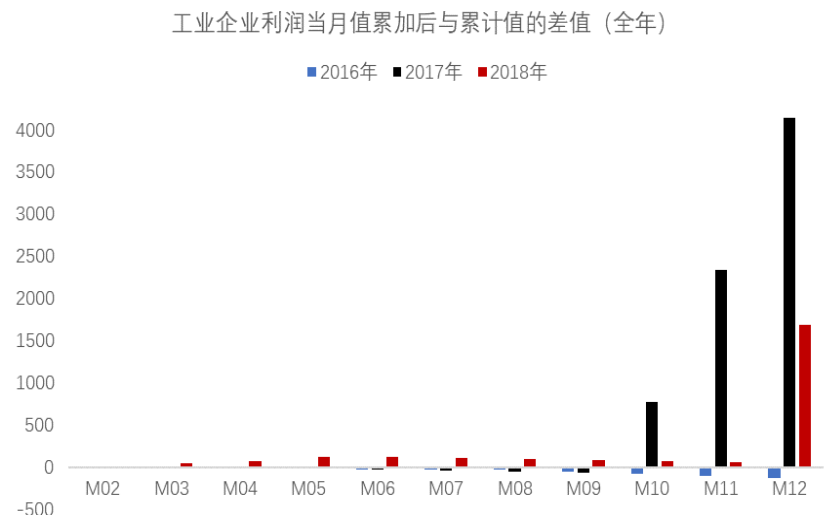
■ 通过查阅国家统计局的相关解释：“统计局在要求企业当月上报数据时，需要同时报本期预估数和上月实际数，如果说本期上报的上月的实际值与当时上报的预估值有差异，那就会把这部分差异修改到累计值中去，这是为了保证全年累计数据的准确性，所以计算出来的值会和公布的值有差异。”

■ 在这种解释下，如果默认工业企业利润全年累计数是准确的话，将当月值逐月累加后与该月累计值之间的差值，就在一定程度上反映了规上工业企业报送数据时的情绪偏差。

■ 通过梳理近三年的数据可以发现，在年末月份，企业报送当月预估值往往存在“冲量”的迹象，该月公布的工业企业利润当月值与通过该月累计值减去上月累计值计算出来的月度值，往往存在大幅度的高估，可能的解释是，为了保证全年累计值数据的准确性，在将当月利润纳入全年累计值的过程中，对当月预估值进行了“压减”。

■

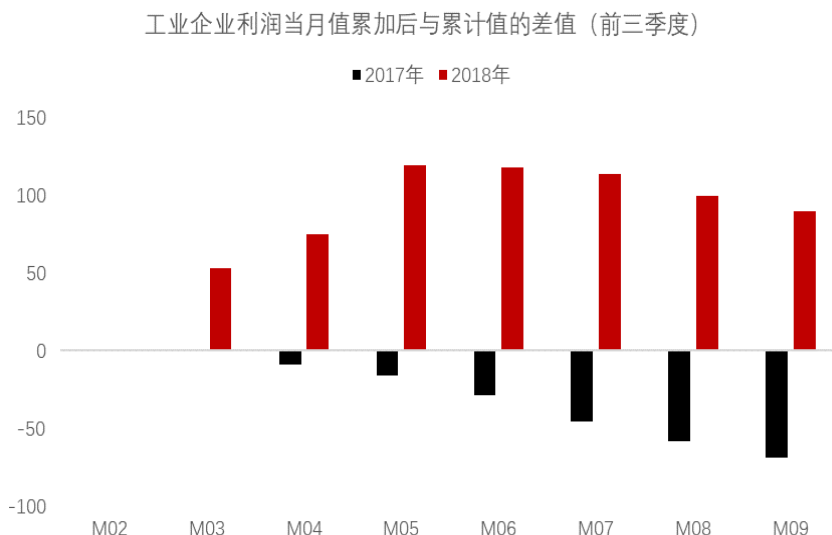
■ 图表 3 2016-2018 年工业企业当月值累加后与累计值的差值



■ 资料来源：WIND，中泰证券研究所

■ 如果我们把 2017 年和 2018 年两年 2-9 月份数据单独“剥离”出来，进行比较，则会发现工业企业“情绪”变化的迹象。在 2017 年前 9 个月，工业企业对当月预估值的报送呈现出了悲观情绪，且悲观情绪呈现逐月单边放大的迹象。直到 4 季度工业企业开工的淡季，对于利润的预期才呈现出转向乐观的迹象。而在 2018，则体现出明显的倒“U”型态势。从 3 月份开始，企业对利润的增长，都存在过于乐观的迹象。但乐观情绪的高点体现在 5 月份，这或与 5 月 1 日起，制造业增值税税率下调一个百分点密切相关，但在 5 月高点过后，企业的乐观情绪逐步消退。工业企业对于未来利润的预期，并没有被增值税税率下降激发出来。从这个角度上讲，工业企业利润当月同比增速存在高估的可能性，根据累计值与累计同比增速折算出的数据，或许才更能反映实际情况。

■ 图表 4 2017 年与 2018 年 2-9 月工业企业利润当月值累加与累计值的差值分布



■ 资料来源：WIND，中泰证券研究所

2 把握政策未来走向不仅看总量，还要看结构

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_14418

