

当前景气能持续吗？

——宏观周观点

研究结论

- 9月份工业企业利润增速同比增长10.1%，增速比8月份回落9.0个百分点，叠加库存增长较快、监管层频频释放货币政策边际收紧信号、海外疫情难以缓解等因素，四季度经济是否还能延续强劲复苏成为市场关心的话题。**我们认为，利润率的持续改善、PPI年末的稳定、应急政策退出但不改稳增长基调、制造业进入主动补库阶段等因素有望成为经济复苏的持续支撑。**
- **盈利能力改善还在进行中。**工业企业利润率在今年2月达到低谷3.84%，其中利润的萎缩影响较营收的变化更大，如果考察利润率较前一年同期的变化，则最低点为今年3月，7、8月达到高点，最新的9月数据较8月下滑但幅度不大。分行业看，当前大多数行业不仅利润率较前一年同期改善，龙头优势也较前一年更强。由于市场普遍关注的是利润的可比增速，因此这将成为工业企业利润的一个稳定器。
- **年末PPI保持稳定。**9月份工业增加值同比6.9%，较8月份加快1.3个百分点，因此9月工业企业利润下行的一个重要原因是工业品价格的走低（PPI同比-2.1%，弱于前值-2%，环比0.1%，上月0.3%）。展望之后的价格，10月至今中国大宗商品价格指数环比-0.14%，9月份-1.98%。我们假设10月PPI环比涨幅维持不变，则同比将与上月持平。继续假设环比增速不变，则之后的年末PPI稳中有升，有望稳定工业企业利润增速。
- **应急政策退出不改稳增长基调。**近期监管层频频释放与货币政策相关的信号，包括重提“把好货币供应总闸门”、“货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”、“在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率有所上升，明年GDP增速回升后，宏观杠杆率将会更稳一些”等。我们认为，货币和财政政策回归常态化势在必行，但无需过度担忧货币收紧：**（1）货币供应量增速所匹配的指标从名义GDP增速转向反映潜在产出的名义GDP增速首先是为了适应今年的情况：**疫情导致今年名义增速大幅降低，与货币供应增速相去甚远，原政策目标已不现实，但疫情并不会对潜在增速造成影响。此外，2019Q1货币政策执行报告曾认为“当前经济实际增速与潜在增速相近”，2020Q3曾预测“下半年经济有望回到潜在增速水平”，可见央行认为5-6%的增速与潜在增速相差不大；**（2）“更稳一些”不代表去杠杆。**在债务/GDP的计算方法下，不能忽视一季度GDP负增对今年宏观杠杆率的拖累。2020Q1，由于GDP的大幅下挫，宏观杠杆率达到近年高点，但随着经济逐步修复，目前社融存量/GDP已经回到2019Q1水平。因此，2021年在经济平稳的情况下，“更稳一些”或将更多通过分母来实现，不意味着要实行去杠杆政策；**（3）即使当前经济增速已较疫情期间有明显改善，对制造业、中小企业的贷款倾斜仍在加强。**10月29日发改委发布《近期扩内需促消费的工作方案》，明确指出要“鼓励增加制造业中长期贷款和信用贷款，加大对民营企业、小微企业和外资企业的支持力度”。
- **构建指标考察每一个行业在库存周期中所处的状态，当前部分行业已经迈入景气区间。**从最新数据来看，整体制造业，以及通用设备、专用设备、汽车制造、交运设备、电气机械、计算机通信电子等行业都已进入主动补库的阶段。以往情况显示，库存周期进入相对景气的阶段之后都具有一定持续性。
- 风险提示：（1）中美在贸易、金融、科技领域的不断博弈影响国内政策的出台和落实节奏；（2）海外疫情持续发酵，对国际循环构成不利因素。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2020年11月01日

证券分析师 陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

联系人 陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

十九届五中全会公报有哪些关键点？	2020-10-30
主动补库初见端倪	2020-10-28
如何理解“货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”？	2020-10-25
进出口数据表现亮眼	2020-10-13

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

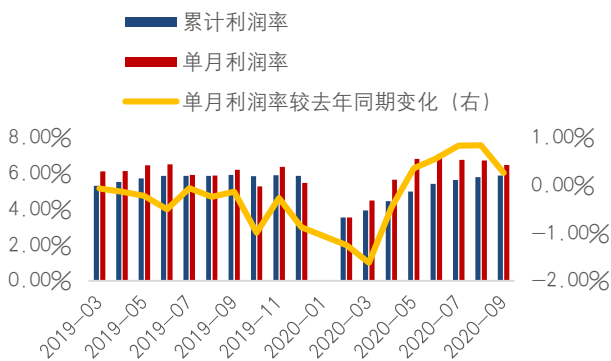
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

9 月份工业企业利润增速同比增长 10.1%，增速比 8 月份回落 9.0 个百分点，叠加库存增长较快、监管层频频释放货币政策边际收紧信号、海外疫情迟迟难以缓解等因素，四季度经济是否还能延续强劲复苏成为市场关心的话题。我们认为，利润率的持续改善、PPI 年末的稳定、应急政策退出但不改稳增长基调、制造业进入主动补库阶段等因素有望成为经济复苏的持续支撑。

工业企业利润率持续改善

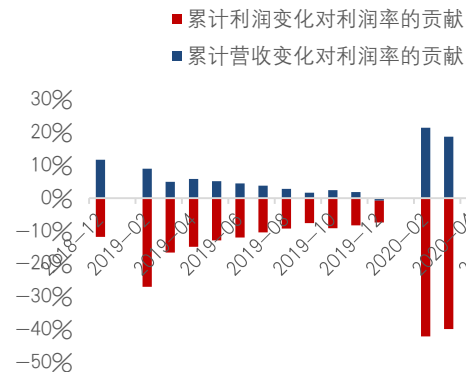
疫情之后，工业企业利润率在今年 2 月达到低谷 3.84%，其中利润的萎缩影响较营收的变化更大，之后这一指标持续修复。如果考察利润率较前一年同期的变化，则最低点为今年 3 月，7、8 月达到高点，最新的 9 月数据较 8 月下滑但仍高于疫情前，预计年末还将有一定下滑但幅度不大。

图 1：工业企业利润率及其较前一年同期变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：利润与营收对利润率的贡献拆分



数据来源：Wind，东方证券研究所

我们在前期报告《宏观视角下的行业比较系列报告之一：盈利、杠杆与库存的三维度指标》中曾构建行业层面上的盈利能力指标，即利用统计口径的差异考察龙头与整体分别有多少改善，指标包括：

- 整体行业盈利能力：工业企业利润率反映的是整体规模以上工业企业的利润与营收之比，不会剔除新进入样本的企业，可用于考察行业内大企业盈利能力有何变化；

$$\text{所有企业的利润率改善幅度} = \frac{\text{今年所有企业利润总额} / \text{今年所有企业营业收入}}{\text{去年同期所有企业利润} / \text{去年同期所有企业营业收入}}$$

- 龙头盈利能力：统计局官方公布的营收与利润增速系可比口径，样本包括新进入企业（统计过程中收集了去年同期数据）以及连续两年停留在样本中的企业，不妨称之为“龙头企业”；

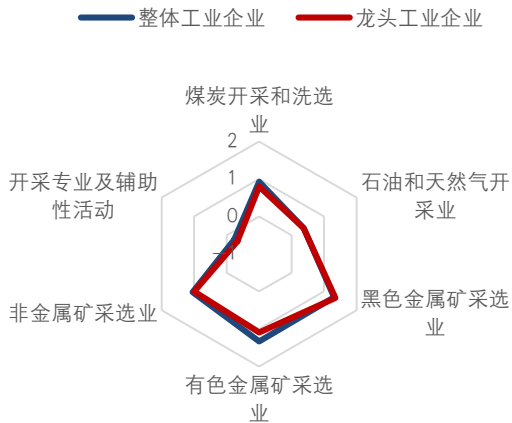
$$\begin{aligned} \text{可比企业的利润率改善幅度} &= \frac{\text{今年可比企业利润总额} / \text{今年可比企业营业收入}}{\text{去年可比龙头企业利润} / \text{去年同期可比企业营业收入}} \\ &= \frac{\text{可比口径下的利润增速}}{\text{可比口径下的营收增速}} \end{aligned}$$

- 龙头优势：以上两种盈利变化的比值；

$$\text{龙头优势} = \frac{\text{可比企业的利润率改善幅度}}{\text{所有企业的利润率改善幅度}}$$

疫情后的数据显示，大多数行业不仅利润率较前一年同期改善，龙头优势也较前一年更强。由于市场普遍关注的是利润的可比增速，因此这将成为工业企业利润的一个稳定器。

图 3：工业利润率较去年同期变化 1（当前最新月份）



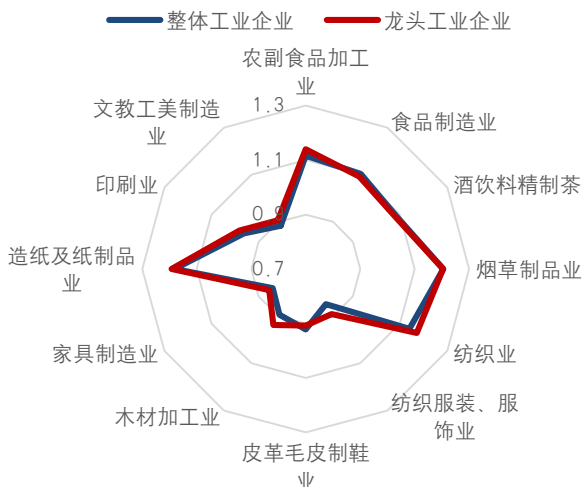
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：工业利润率较去年同期变化 2（当前最新月份）



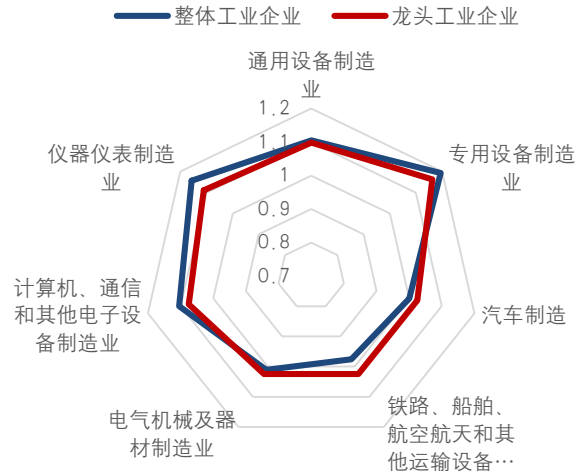
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：工业利润率较去年同期变化 3（当前最新月份）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：工业利润率较去年同期变化 4（当前最新月份）



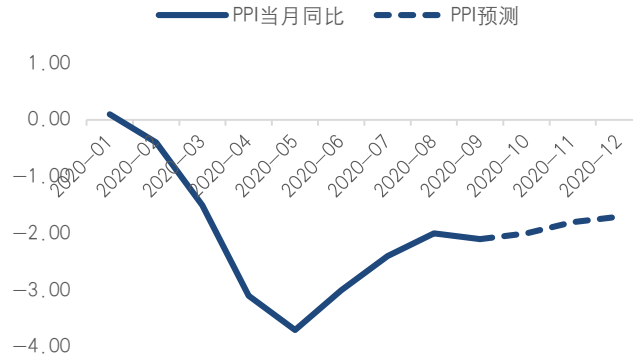
数据来源：Wind，东方证券研究所

PPI 年末仍有支撑

9 月份工业增加值同比 6.9%，较 8 月份加快 1.3 个百分点，因此 9 月工业企业利润下行的一个重要原因是工业品价格的走低（PPI 同比-2.1%，弱于前值-2%，环比 0.1%，上月 0.3%）。

展望之后的价格，10 月至今中国大宗商品价格指数环比-0.14%，9 月份-1.98%。我们假设 10 月 PPI 环比涨幅维持不变，则同比将与上月持平；继续假设环比增速不变，则年末 PPI 稳中有升，有望稳定工业企业利润增速。

图 7: PPI 预测 (环比增速不变, %)



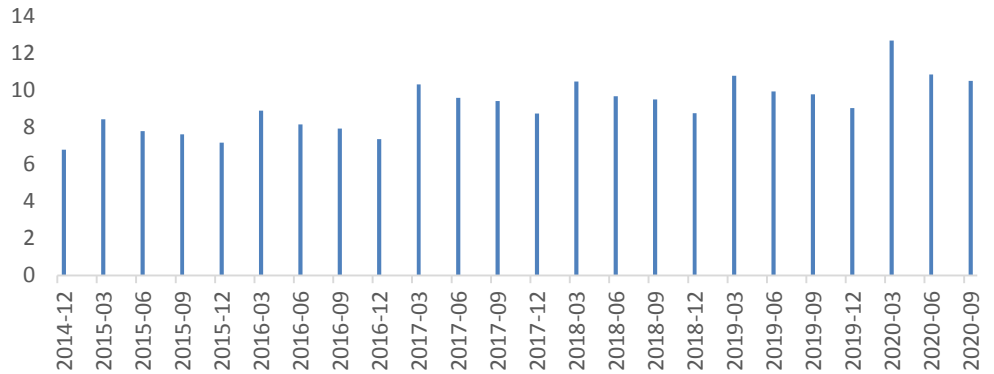
数据来源: Wind, 东方证券研究所

应急政策退出不改稳增长基调

随着经济增速的逐渐修复,近期监管层频频释放与货币政策政策相关的信号,包括重提“把好货币供应总闸门”、“货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”、“在今年抗疫的特殊时期,宏观杠杆率有所上升,明年 GDP 增速回升后,宏观杠杆率将会更稳一些”。我们认为,货币和财政政策回归常态化势在必行,但无需过度担忧货币收紧:

- (1) **货币增速匹配目标的转变并不会带来明显变化。**货币供应量增速所匹配的指标从名义 GDP 增速转向反映潜在产出的名义 GDP 增速首先是为了适应今年的情况:疫情导致今年名义增速大幅降低,与货币供应增速相去甚远,原政策目标已不现实(但疫情并不会对潜在增速造成影响)。此外,2019Q1 货币政策执行报告曾认为“当前经济实际增速与潜在增速相近”,2020Q3 曾预测“下半年经济有望回到潜在增速水平”,可见央行认为 5-6% 的增速与实际增长相差不大,因此匹配目标的转变对政策操作不会有太多影响;
- (2) **“更稳一些”不代表去杠杆。**在债务/GDP 的计算方法下,不能忽视 GDP 下行对宏观杠杆率的拖累。今年一季度,由于 GDP 的大幅下挫,宏观杠杆率达到近年高点,但随着经济逐步修复,目前社融存量/GDP 已经回到 2019Q1 水平。因此,2021 年在经济平稳的情况下,“更稳一些”或将更多通过分母来实现,不意味着要实行去杠杆政策;
- (3) **信贷仍将以稳为主。**即使当前经济增速已较疫情期间有明显改善,对制造业、中小企业的贷款倾斜仍在加强。10 月 29 日,国家发改委对外发布《近期扩内需促消费的工作方案》,明确指出要更好运用内外要素和资源,加大对制造业企业支持力度,具体包括“加大对制造业企业金融支持力度,鼓励增加制造业中长期贷款和信用贷款,加大对民营企业、小微企业和外资企业的支持力度”。

图 8：社融存量/季度 GDP（倍）



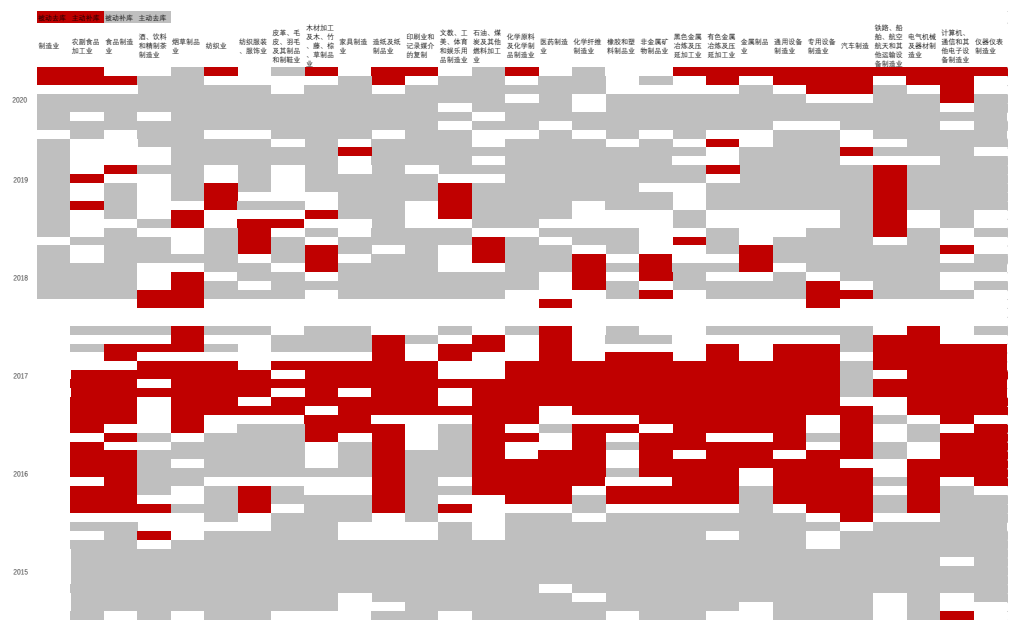
数据来源：Wind，东方证券研究所

库存周期开启

对于每一个行业，我们定义产成品库存增速低于过去 12 个月中枢为去库存，反之为补库，将主营业务收入增速（2018 年之前，之后由于数据不再披露，改用营业收入增速）低于过去 12 个月增长中枢视为需求下行，反之为上行。综合库存与需求情况，我们将连续两个月库存去化、需求上行的情形定义为被动去库，其他情形类推（这也将使得部分行业在部分时间点处于无法判定的状态）。这一构建有一个假设在于行业库存与营收数据中蕴含的价格信息变动方向基本一致。

从最新数据来看，整体制造业，以及通用设备、专用设备、汽车制造、交运设备、电气机械、计算机通信电子等行业都已经进入了主动补库的阶段。以往情况显示，库存周期进入相对景气的阶段之后都具有一定持续性。

图 9：制造业各个行业库存周期变化



数据来源：Wind，东方证券研究所（白色为不能确定或数据缺失/口径变化）

风险提示

- 中美在贸易、金融、科技领域的不断博弈影响国内政策的出台和落实节奏；
- 海外疫情持续发酵，对国际循环构成不利因素。

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_1702

