

# 中美库存周期出现了较大分化

## ——1-9月工业企业利润点评

宏观数据点评

2020年10月28日

### 报告摘要：

#### ● 工业企业利润累计增速继续回升

1—9月份，全国规模以上工业企业实现利润总额43665.0亿元，同比下降2.4%，降幅比1—8月份收窄2.0个百分点。9月份，规模以上工业企业实现利润总额6464.3亿元，同比增长10.1%，增速比8月份回落9.0个百分点。9月工业利润单月增速略有回落主要是工业品价格变动引起的，9月PPI跌幅扩大，油价下跌对工业品价格有一定冲击，导致部分工业品价格下降挤压了盈利空间。

#### ● 需求回升带动库存回补

9月末，规模以上工业企业应收账款16.24万亿元，同比增长14.3%；产成品存货4.53万亿元，增长8.2%。从产成品存货来看，9月产成品存货相较8月有所上行，由于需求端开始发力，库存有所回补。如果之后需求继续保持修复的趋势，预计补库存进程仍将继续。

#### ● 中美库存周期出现了罕见的大分化

由于全球化导致各国生产趋同，过去二十年中美无论是工业品价格还是库存周期很多时候走势较为接近，但今年疫情以来，中美库存周期走势明显分化。2-3月份，由于疫情导致的经济封锁，中国先是进入被动补库存阶段，库存明显积压；4-8月份，随着复工复产推进又进入去库存阶段；9月份以来随着需求端发力，开启了主动补库存的进程。相比之下，美国则处于去库存周期，库存明显下降。为什么会这样呢？主要是中美纾困政策差异导致的，中国更注重优先复工复产，以此来保障经济平稳运行，而美国更注重财政救济，以此来维持消费。由于中国生产恢复快于消费恢复，美国消费恢复快于生产恢复，因此中国库存先升后降，而美国则持续处于去库存阶段。

#### ● 风险提示

海外疫情二次爆发，中美关系恶化，房地产政策收紧等。

### 民生证券研究院

#### 分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

#### 研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

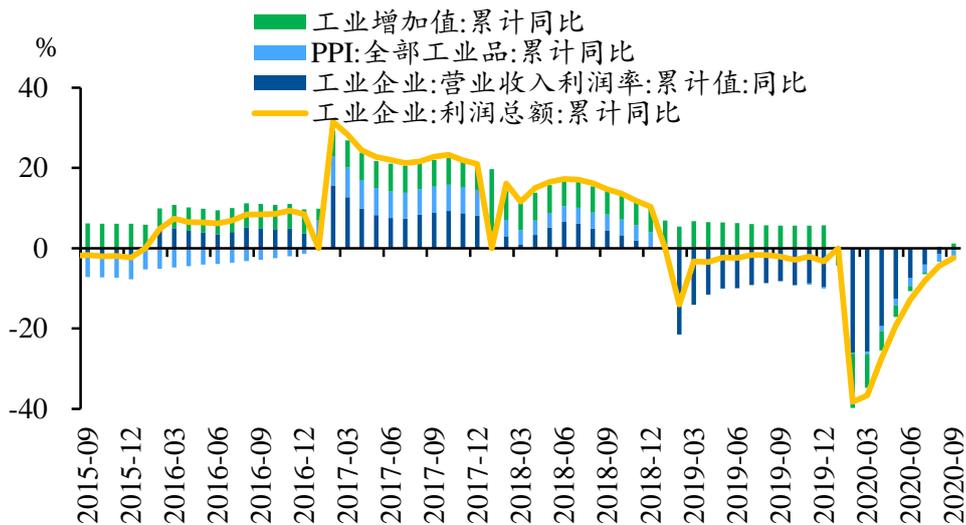
## 目录

一、工业企业利润累计增速继续回升.....	3
二、中美库存周期出现了罕见的大分化.....	6
三、中国经济有望一枝独秀 .....	8
四、风险提示 .....	8
插图目录 .....	9

## 一、工业企业利润累计增速继续回升

1-9月工业企业利润增速继续回升。1—9月份，全国规模以上工业企业实现利润总额43665.0亿元，同比下降2.4%，降幅比1—8月份收窄2.0个百分点。9月份，规模以上工业企业实现利润总额6464.3亿元，同比增长10.1%，增速比8月份回落9.0个百分点。9月工业利润单月增速略有回落主要是工业品价格变动引起的，9月PPI跌幅扩大，油价下跌对工业品价格有一定冲击，导致部分工业品价格下降挤压了盈利空间。

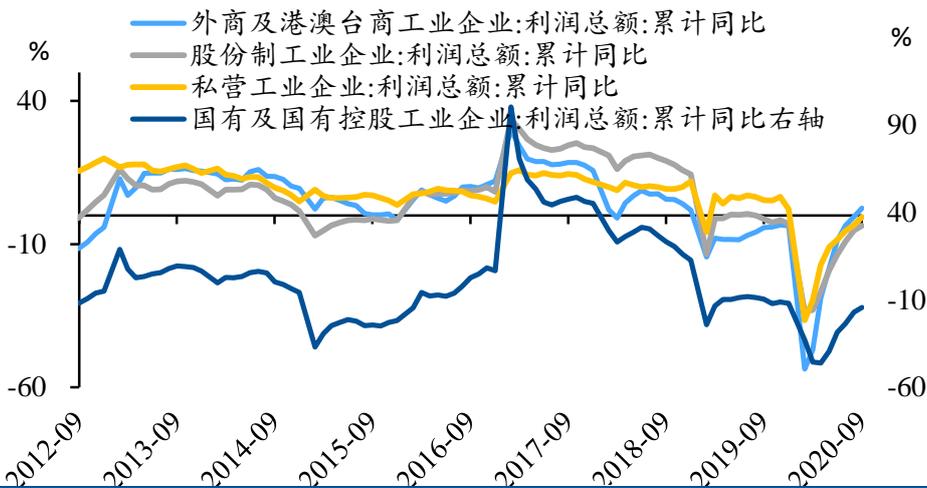
图1:工业生产经营继续回暖



资料来源: Wind, 民生证券研究院

**民企工业利润修复较快。**1—9月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额11303.1亿元，同比下降14.3%；股份制企业实现利润总额30681.1亿元，下降3.6%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额12443.0亿元，增长2.6%；私营企业实现利润总额12748.3亿元，下降0.5%。民企工业利润修复快于国企主要有两方面原因，一方面在于今年疫情以来货币政策对民企支持力度更高，充分降低了民企成本，而部分国企则要承担托底经济和让利的任务。另一方面原因在于国企主要分布在工业产业链中上游，海外经济衰退对资源品价格有很大冲击，而这影响到国企的利润。国企和民企利润修复的差距一定程度上反映了海外经济和中国经济修复的差异。

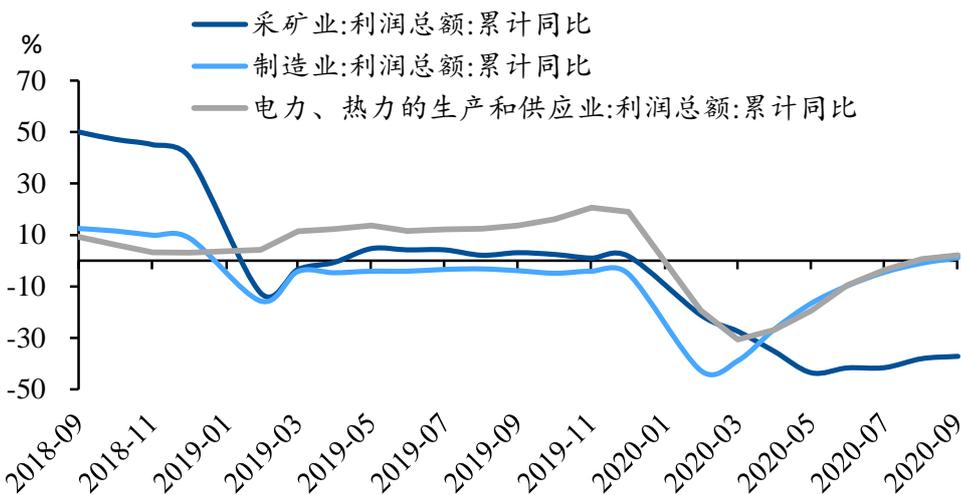
图 2: 民企工业利润修复较快



资料来源: Wind, 民生证券研究院

**采矿业继续拖累工业利润修复。**1—9 月份, 在 41 个工业大类行业中, 21 个行业利润总额同比增加, 20 个行业减少。主要行业利润情况如下: 专用设备制造业增长 22.3%, 农副食品加工业增长 16.7%, 计算机、通信和其他电子设备制造业增长 15.5%, 通用设备制造业增长 10.7%, 纺织业增长 4.8%, 汽车制造业增长 3.0%, 电气机械和器材制造业增长 2.9%, 有色金属冶炼和压延加工业增长 2.1%, 电力、热力生产和供应业增长 2.1%; 石油和天然气开采业下降 70.2%, 石油、煤炭及其他燃料加工业下降 66.2%, 煤炭开采和洗选业下降 30.1%, 黑色金属冶炼和压延加工业下降 18.7%, 化学原料和化学制品制造业下降 17.7%, 非金属矿物制品业下降 1.3%。

图 3: 采矿业工业企业利润修复较慢

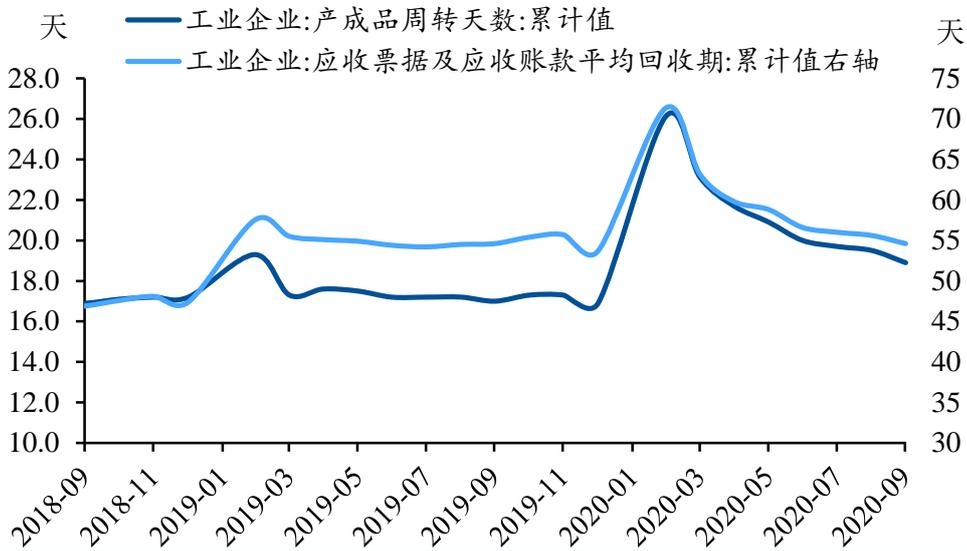


资料来源: Wind, 民生证券研究院

**需求回升带动库存回补。**9 月末, 规模以上工业企业应收账款 16.24 万亿元, 同比增长 14.3%; 产成品存货 4.53 万亿元, 增长 8.2%。从产成品存货来看, 9 月产成品存货相较 8 月有所上行, 由于需求端开始发力, 库存有所回补。如果之后需求继续保持修复的趋

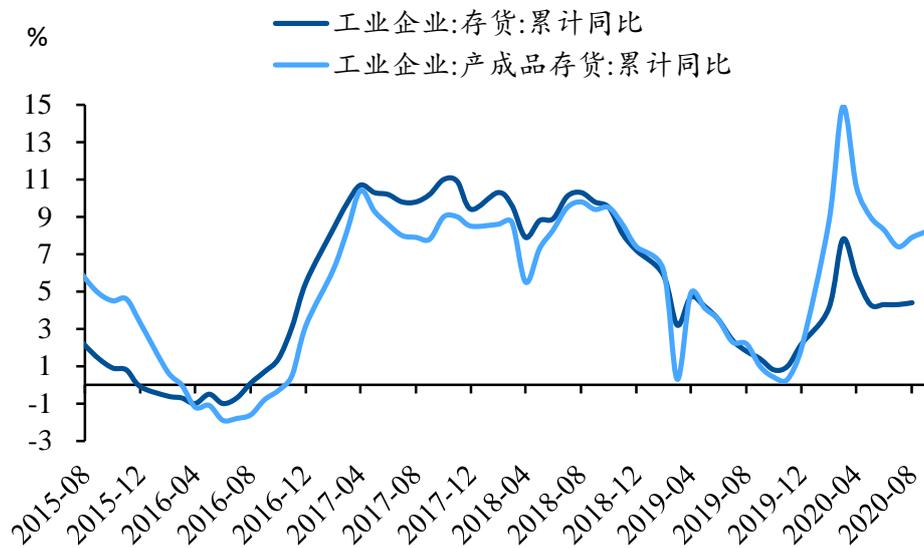
势，预计补库存进程仍将继续。

图 4: 产成品周转天数下降速度放缓



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 5: 需求回升带动主动补库存

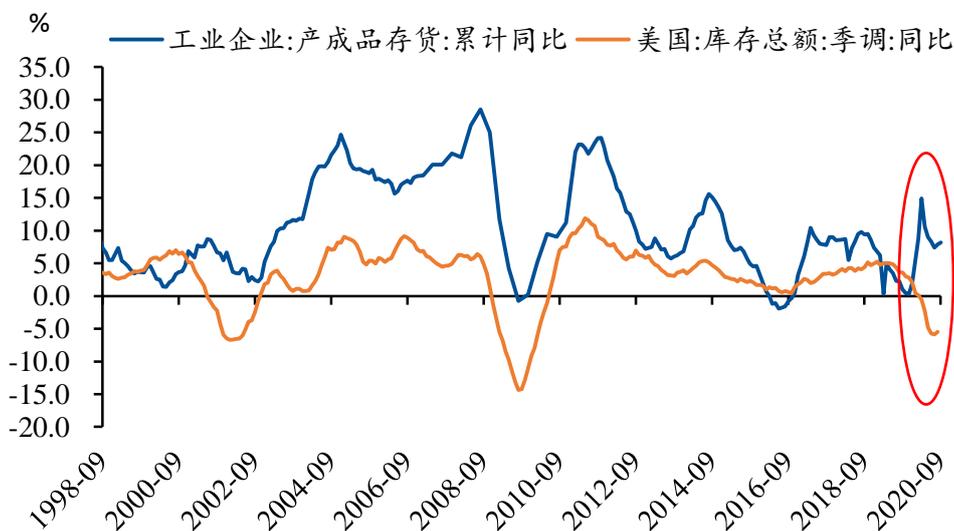


资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 二、中美库存周期出现了罕见的大分化

疫情以来中美库存周期走势分化。由于全球化导致各国生产趋同，过去二十年中美无论是工业品价格还是库存周期很多时候走势较为接近，但今年疫情以来，中美库存周期走势明显分化。2-3月份，由于疫情导致的经济封锁，中国先是进入被动补库存阶段，库存明显积压；4-8月份，随着复工复产推进又进入去库存阶段；9月份以来随着需求端发力，开启了主动补库存的进程。相比之下，美国则处于去库存周期，库存明显下降。为什么会这样呢？主要是中美纾困政策差异导致的，中国更注重优先复工复产，以此来保障经济平稳运行，而美国更注重财政救济，以此来维持消费。由于中国生产恢复快于消费恢复，美国消费恢复快于生产恢复，因此中国库存先升后降，而美国则持续处于去库存阶段。

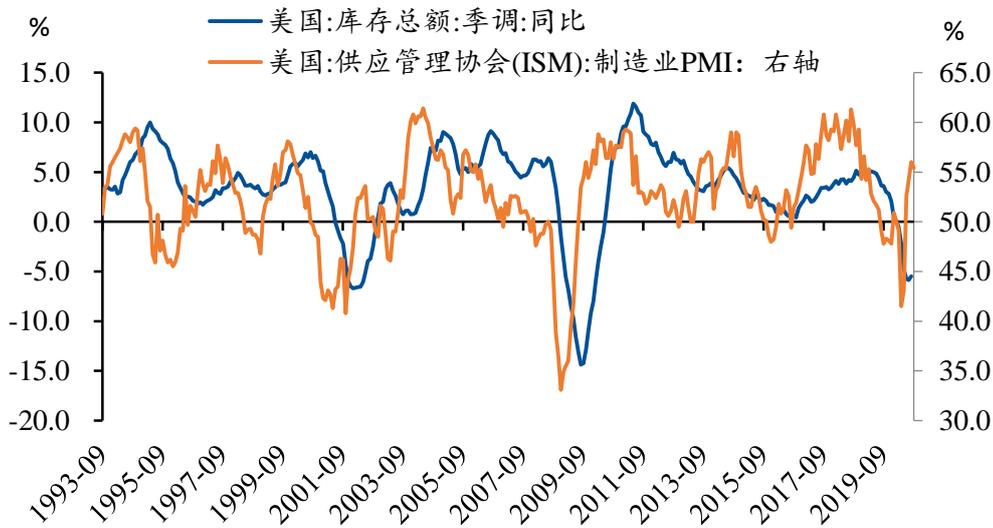
图 6: 当前中美处于不同的库存周期阶段



资料来源: Wind, 民生证券研究院

**美国有望进入补库存阶段。**通常而言，美国制造业 PMI 是库存同比增速领先指标，当前来看美国 PMI 已经回到荣枯水平上方，经济进入修复阶段，企业信心有所恢复，预计美国将进入补库存阶段，带动经济扩张。

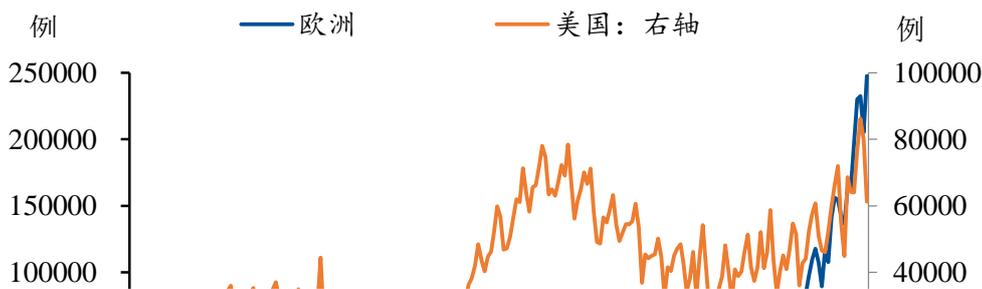
图 7: 美国有望进入补库存阶段



资料来源: Wind, 民生证券研究院

**疫情反弹或降低美国经济修复斜率。**由于冬季来临, 新冠病毒传播效率提升, 欧美疫情再度反弹, 多个城市再次出台封锁政策。美国多个州住院人数有所上升, 这可能会降低其经济修复斜率。当前美国大选临近, 由于参议院优先商议布雷特法官任命的议题, 新一轮财政纾困政策的投票被延后, 因此预计在美国大选前财政议案很难有较大进展, 这也会制约美国经济修复进度。

图 8: 欧美疫情反弹 (每日新增确诊病例)



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\\_1833](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1833)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>