

总量研究

大宗商品价格的双刃剑效应显现

——2021年5月工业企业利润数据点评兼债市观点

要点

事件

2021年1-5月，全国规模以上工业企业实现利润总额3.42万亿元，同比增长83.4%，比2019年1-5月份增长48%，两年平均增长21.7%。

点评

剔除基数，5月工业企业盈利表现较好但也难言太好，需结合6月数据进行评判；大宗商品价格带来上游和原材料端企业利润进一步提升，但对市场需求的压制开始呈现。5月工业企业利润环比增速为8%，比2018年高而比2019年低，又稍低于今年4月的8.1%。以2018年5月工业企业当月利润为基期，则连续3年平均增速大致在11.3%（4月为10.2%），这一增速高于2016年工业企业利润全年增速（8.5%），低于2017年全年增速（21%），稍高于2018年全年增速（10.3%）。

营收和库存呈现出“一降一升”组合，验证企业主动补库存进入到下半阶段甚至可能进入被动补库存阶段。5月工业企业营收、产成品存货同比增速分别为21%、10.2%（4月分别为21.9%、8.2%），而5月产成品存货环比增速为2.9%，4月末为1.3%。

工业企业降杠杆可能减速，但国有企业降杠杆有所加快。4月、5月工业企业负债率与3月末一致，我们认为后续工业企业可能仍将以去杠杆为主，但降杠杆的速度可能有所下降。不同所有制企业中，5月国有企业资产负债率下降明显，环比4月下降了0.2个百分点。

后续工业企业利润变化同时受到来自需求和物价的双重影响，此前，价格上升同时带来需求的改善和利润的提升，而目前上游大宗商品价格的过快上升已经对需求有所制约，而境外供给的恢复，也使得出口增速逐步回落。我们认为，工业企业的利润改善大致已经度过最好阶段，后续企业的利润可能走出单边上行阶段，也将影响制造业投资的后续演变。

债市观点

继续维持未来一段时间10Y国债收益率将运行于[3.0%,3.3%]之间的判断，大幅向上和向下突破的难度均较大。

风险提示

近期疫情有所反复，全球经济复苏的不确定因素仍存，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
010-58452066

zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-58452070

weiwu@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-58452065

lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-58452047

fangyuhan@ebsecn.com

相关研报

数据不错但难言太好——2021年4月工业企业利润数据点评兼债市观点（2021-05-27）

去杠杆速度减缓，主动补库存可能进入下半阶段——2021年3月工业企业利润点评兼债市观点（2021-04-27）

企业去杠杆速度可能已在减缓——2021年1-2月工业企业利润点评兼债市观点（2021-03-27）

去杠杆加速——2020年12月工业企业利润点评兼债市观点（2021-01-27）

1、事件

2021年6月27日，国家统计局公布2021年1-5月全国规模以上工业企业利润数据。2021年1-5月，全国规模以上工业企业实现利润总额3.42万亿元，同比增长83.4%，比2019年1-5月份增长48%，两年平均增长21.7%。

2、点评

2.1、剔除基数，5月工业企业盈利表现较好但也难言太好，需结合6月数据进行评判；大宗商品价格带来上游和原材料端企业利润进一步提升，但对市场需求的压制开始呈现

1-5月全国规模以上工业企业实现利润总额3.42万亿元，同比增长83.4%（1-4月同比增长为1.06倍），比2019年1-5月份增长48%（前值为49.6%），两年平均增长21.7%（1-4月为22.3%，下降0.6个百分点）。

5月规模以上工业企业实现利润8299.2亿元，同比增长36.4%（较4月份回落20.6个百分点），与2019年同期相比，利润增长46.7%，两年平均增长21.1%，比4月加快4.6个百分点（2021年4月工业企业利润两年同比为16.5%）。

剔除连续两年低基数因素，5月工业企业利润表现较好但也难言太好。

2019年全年规模以上工业企业利润同比下降3.3%，2020年全年增速为4.1%，其中2020年5月当月同比为6%，尚处于从底部恢复过程中，因此综合来看，2019、2020年同期基数均偏低，需要适当剔除基础因素。

一方面，可以用环比增速来剔除基数效应。前文提到，2020年5月工业利润是从底部恢复，因此这一时期的环比数据并不具可比性（2020年5月环比为22%，远超以往年份同期水平）。我们可以拿2018、2019年5月环比增速进行比较。这两年5月工业企业利润环比增速分别为5%、9.8%，呈现较高水平。而从往年数据表现来看，5、6月工业企业的营收和利润均明显高于相邻月份。对于这个问题，我们认为，主要是由于每年5月31日是企业所得税清算汇缴的最后时点，而企业为了最大化资金使用效益，因此会将企业所得税缴纳的时间集中在5月，这也就相应带来的这一时期与利润相关指标的季节性表现。今年5月工业企业利润环比增速为8%，表现不错，比2018年高而比2019年低，又稍低于今年4月的8.1%。

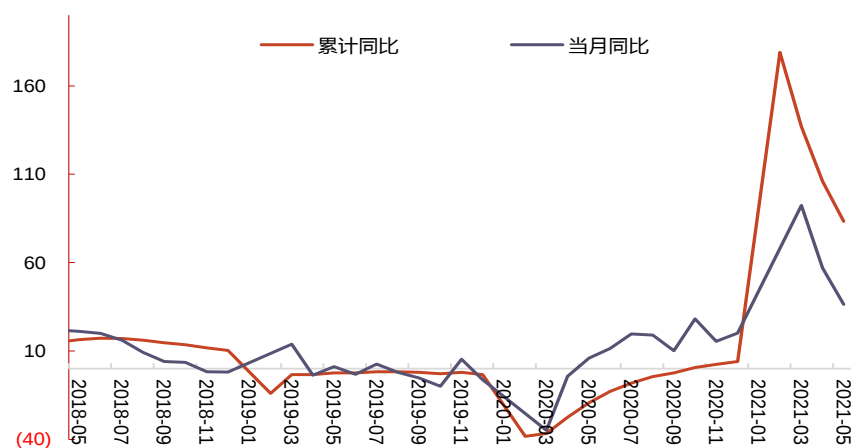
另一方面，可以3年平均增速来剔除基数效应。以2018年5月工业企业当月利润为基期，则连续3年平均增速大致在11.3%（4月为10.2%），这一增速高于2016年工业企业利润全年增速（8.5%），低于2017年全年增速（21%），稍高于2018年全年增速（10.3%）。

综合上述两个剔除基数的方式，今年5月当月工业企业利润增速较好但似也难言太好。考虑到前文提到的5、6月的季节性特点，结合6月数据进行评判可能更为合理。

大宗商品价格带来上游和原材料端企业利润进一步提升，但对市场需求的压制开始呈现。5月PPI同比上升9%，环比上升1.6个百分点；其中生产资料价格同比上涨12%（环比增速达到了2.1%），同期生活资料价格只同比上涨0.5%。从结构来看，目前价格上涨主要集中在上游和原材料端，也相应带来工业企业新增利润主要集中于上游采矿和原材料制造行业。如1-5月份，采矿业利润同比增

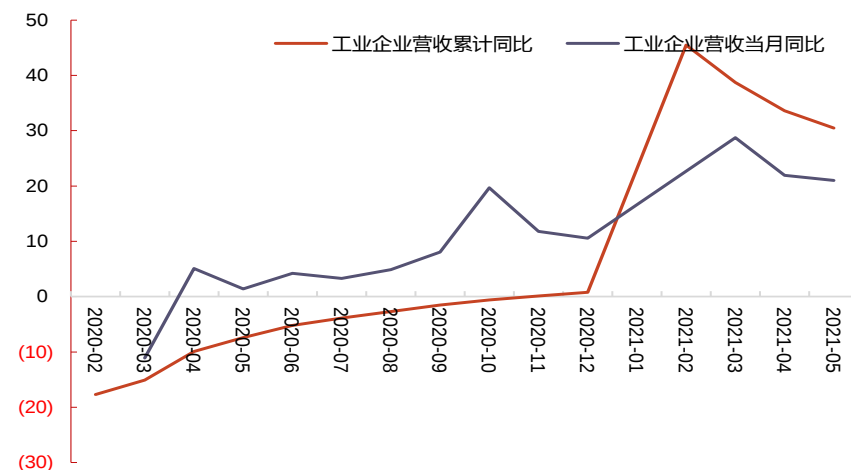
长 135.5%，比 1-4 月加快 30 个百分点，且呈持续加快态势；一些特定行业的行业利润改善情况更为可观，如 1-5 月有色金属冶炼和压延加工业利润总额同比增长 3.87 倍，黑色金属冶炼和压延加工业增长 3.77 倍，石油和天然气开采业增长 2.73 倍，化学原料和化学制品制造业增长 2.11 倍，煤炭开采和洗选业增长 1.09 倍。5 月开始，上游和原材料端价格的上升对市场需求的抑制作用开始呈现。今年 4 月，规模以上工业企业营业收入当月同比增长 21.9%，两年平均增速为 10.6%（比 3 月上升 5.7 个百分点），显示市场需求整体不错。而 5 月，规模以上工业企业营业收入当月同比增长 21%（比 4 月下降 0.9 个百分点），两年平均增速为 8.7%（比 4 月降 1.9 个百分点），显示市场需求已经受到抑制。

图表 1：尽管增速持续下降，但工业企业利润同比增速仍维持在高水平



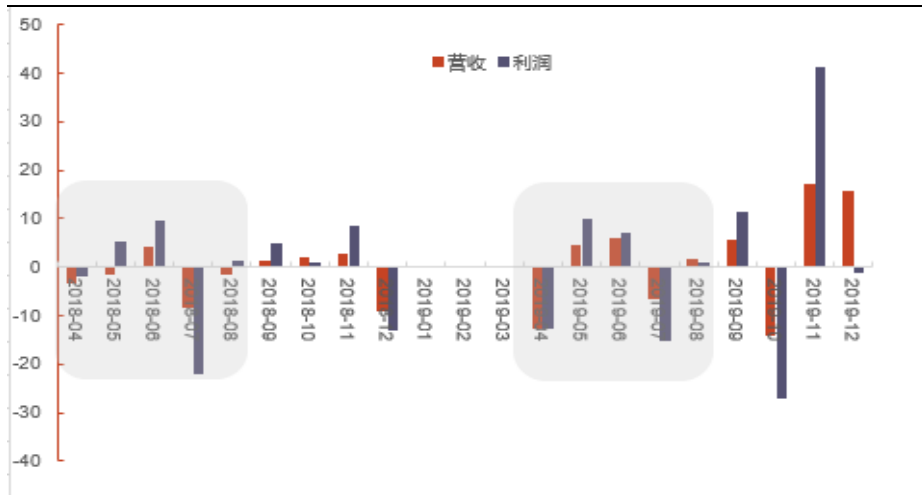
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：营收虽维持在较高增速，但也开始受到大宗商品价格过快上升带来的抑制



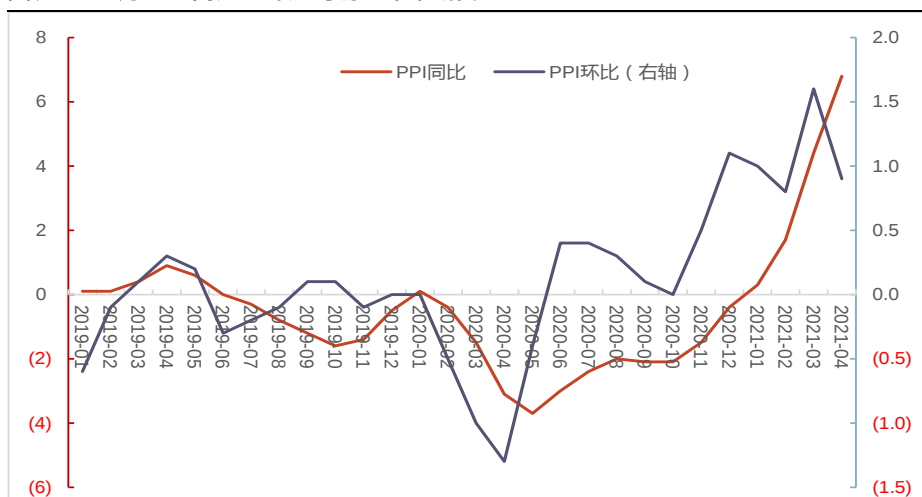
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 3：2018、2019 年 5、6 月工业企业营收、利润环比增速均明显高于相邻月份



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 4：5 月 PPI 同比、环比均创近年来新高

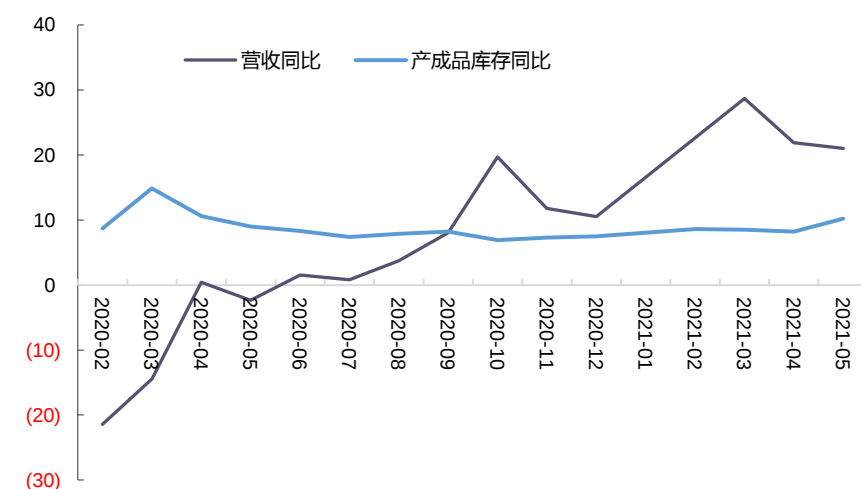


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.2、 营收和库存呈现出“一降一升”组合，验证企业主动补库存进入到下半阶段甚至可能进入被动补库存阶段

在前期报告中，我们曾指出，大致从 2020 年 7 月份至 2021 年 3 月，工业企业进入到主动补库存阶段（表现为营收和库存增速均出现提升），尽管 2020 年 10 月末库存增速出现回落，但这主要是由于营收增速超高，消耗较多库存导致。而 2021 年 3 月数据呈现出库存和营收增速均下降的组合，预示企业主动补库存可能已经进入下半阶段，4 月则出现了营收增速和产成品存货增速双双回落的组合，使得对企业库存周期的判断模糊。5 月工业企业营收、产成品存货同比增速分别为 21%、10.2%（4 月分别为 21.9%、8.2%），而 5 月产成品存货环比增速为 2.9%，4 月末为 1.3%。工业企业营收和库存呈现出“一降一升”的组合，验证企业主动补库存进入到下半阶段甚至可能进入被动补库存阶段，但后续需要其他数据进行验证。

图表 5：5 月营收和产成品库存增速呈“一降一升”组合



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

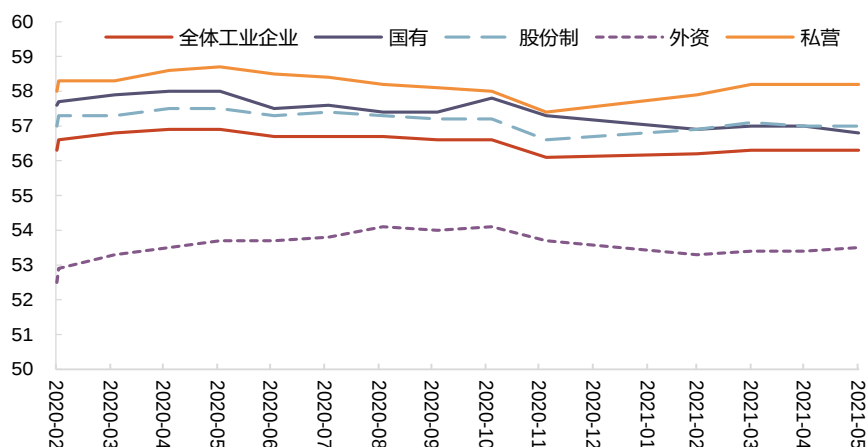
2.3、工业企业降杠杆可能减速，但国有企业降杠杆有所加快

5月末，规模以上工业企业资产负债率为56.3%，与3月、4月均持平。我们梳理了疫情以来的相关数据，以便对后续企业杠杆率走势进行大致研判：

- 1) 2020年3-5月，工业企业资产负债率持续向上，带来非金融企业2020年一、二季度宏观杠杆率快速攀升（2019年四季度、2020年一、二季度非金融企业杠杆率分别为151.9%、161.8%、165.2%）；
- 2) 2020年6月规模以上工业企业资产负债率结束持续向上态势，该指标在7月下降，8、9月则与7月持平，三季度非金融企业宏观杠杆率（164.6%）环比小幅下降，预示企业已经启动去杠杆进程；
- 3) 2020年10月工业企业资产负债率为56.6%，继续小幅下降，而11月则与10月持平，维持在56.6%，12月企业资产负债率出现快速下降（比11月末下降0.5个百分点），四季度非金融企业宏观杠杆率为162.3%，环比下降了2.3个百分点，下降幅度为2008年以来最高值，非金融企业四季度去杠杆有所加快。
- 4) 2021年2月、3月，规模以上工业企业资产负债率持续提升，3月末工业企业资产负债率比2020年12月末提升了0.2个百分点。我们此前在2020年8月发布的报告《从经济周期、结构与政策看宏观杠杆率——宏观经济与债务研究系列之一》中指出，非金融企业部门的宏观杠杆率与企业资产负债率成正比，与企业的资产收益率成反比。从环比来看，3月末工业企业总资产、总负债分别比2月末增长了1.42%、1.68%，企业负债环比增速继续快于资产（连续2个统计时点均出现这一情况）。从2、3月资产负债率以及两者的增速来看，大致可以判断非工业企业降杠杆的速度已经减缓。而从社科院公布的宏观杠杆率数据来看，2021Q1非金融企业杠杆率环比下降了0.9个百分点，而2020Q4则环比下降了2.3个百分点，印证了我们的判断。
- 5) 4月、5月工业企业负债率与3月末一致，我们认为后续工业企业可能仍将以去杠杆为主，但降杠杆的速度可能有所下降。

从结构来看，不同所有制企业中，5月国有企业资产负债率下降明显，环比4月下降了0.2个百分点，外资企业资产负债率稍有上升（上升0.1个百分点）。

图表 6：5月国有企业资产负债率下降明显，外资企业稍有上升



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

此前我们多次强调，在本次疫情防控过程中，工业企业的生产是最先最快恢复的，至少从2020年年7月以来，工业企业的营收也进入到持续回暖通道，这与出口强劲复苏以及企业主动补库存的时点大致相同，以此来看，工业企业的营收强劲大致已经持续了3个季度。目前经济整体还处在修复阶段，但供给与需求、内需与外需以及内需的结构均呈现一定的分化。后续工业企业利润变化同时受到来自需求和物价的双重影响，此前，价格上升同时带来需求的改善和利润的提升，而目前上游大宗商品价格的过快上升已经对需求有所制约，而境外供给的恢复，也使得出口增速逐步回落。我们认为，工业企业的利润改善大致已经度过最好阶段，后续企业的利润可能走出单边上行阶段，也将影响制造业投资的后续演变。

3、债市观点

继续维持未来一段时间10Y国债收益率将运行于[3.0%,3.3%]之间的判断，大幅向上和向下突破的难度均较大。

图表 7：2021 年 5 月以来长端国债收益率下降明显



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_20373

