

## 总量研究

## 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

## 要点

## 事件

2022年11月27日，国家统计局公布2022年1-10月全国规模以上工业企业利润数据。2022年1-10月，全国规模以上工业企业实现利润总额6.98万亿元，同比下降3.0%（前值为下降2.3%）。

## 点评

**10月工业企业当月利润降幅扩大，结构整体在改善，但后续演变基础已经改变。**

10月当月全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降10.8%（前值为下降2.7%），增速连续4个月为负，且降幅创下年内新高。10月受疫情多地散发、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，因此降幅出现扩大。展望后续，随着优化疫情防控政策20条以及相关政策的逐步推进，后续工业企业经营的基础改变，四季度11、12月工业企业经营情况有望回升至9月水平甚至以上。

**库存增速持续下降，后续对库存周期的演变需要更长时间进行判断。**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。但后续工业企业经营的基础发生了改变，因此对于库存周期的演变需要结合更长时间进行判断。

**10月工业企业负债率变化不大，但仍可能处在加杠杆通道中。**截至2022年10月末，规模以上工业企业资产负债率为56.8%，和7-9月持平；与2021年末相比，则上升0.7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

尽管近期债券收益率波动较大，但从全年来看，大体在一个区间波动，10Y国债收益率波动区间大致在2.6%-2.9%。展望年末和来年，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，今年年末和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

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  
010-56513035  
zhang\_xu@ebscn.com

**分析师：危玮肖**

执业证书编号：S0930519070001  
010-56513081  
weiwx@ebscn.com

**分析师：李枢川**

执业证书编号：S0930521040004  
010-56513038  
lishuchuan@ebscn.com

**联系人：方钰涵**

010-56513071  
fangyuhuan@ebscn.com

**联系人：毛振强**

010-56513030  
maozhenqiang@ebscn.com

**联系人：董乃睿**

010-56513032  
dongnr@ebscn.com

**联系人：秦方好**

010-56513054  
qinfanghao@ebscn.com

## 相关研报

当月降幅继续收窄，结构亦在改善——2022年9月工业企业利润数据点评兼债市观点  
(2022-10-27)

## 1、事件

2022年11月27日，国家统计局公布2022年1-10月全国规模以上工业企业利润数据。2022年1-10月，全国规模以上工业企业实现利润总额6.98万亿元，同比下降3.0%（前值为下降2.3%）。

## 2、点评

### 2.1、10月工业企业当月利润降幅扩大，结构整体在改善，但后续演变基础已经改变

2022年1-10月全国规模以上工业企业实现利润总额6.98万亿元，同比下降3%（前值为下降2.3%）。测算下来，10月当月全国规模以上工业企业实现利润总额0.73万亿元，同比下降10.8%（前值为下降2.7%），增速连续4个月为负，且降幅创下年内新高。

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月，受疫情多地散发、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，因此降幅出现扩大。

**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，**10月规模以上工业增加值同比增速虽较9月有所下降，但高于7、8月水平。从环比数据来看，10月份规模以上工业增加值环比增速为0.33%（前值为0.84%），同样有所下降。

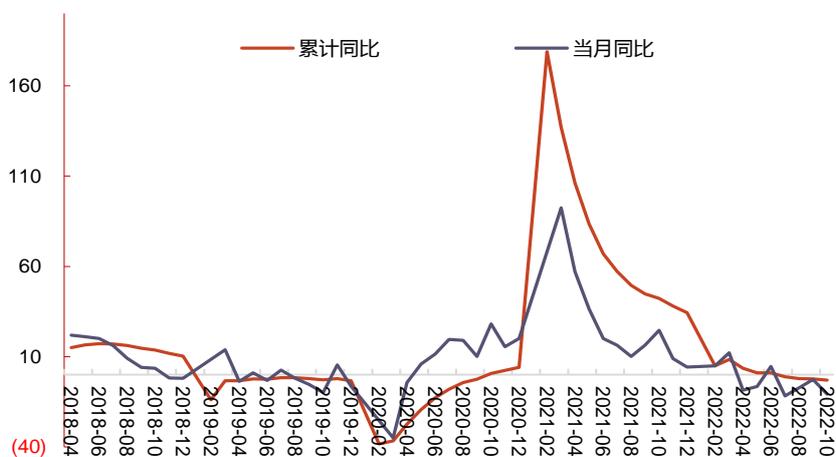
**第二，从营收角度来看，**1-10月份，全国规模以上工业企业营业收入同比增长7.6%，10月当月同比增速为5%，增速虽有所放缓，但仍保持较快增长。

**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，整体呈现结构改善态势。**在三大行业类别中，1-10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60.4%、-13.4%、15.5%（前值分别为76%、-13.2%、4.9%），行业分化情况仍得到延续，但采矿业增速在放缓，制造业降幅仍然较大，而电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增速逆势而上。整体来看，工业企业利润的行业结构继续呈改善态势。

**第四，也要注意，10月PPI同比转负也将制约后续工业企业利润修复的速度。**10月PPI同比下降1.3%，年内首次转负，工业品出厂价格走弱影响工业企业利润修复的速度。

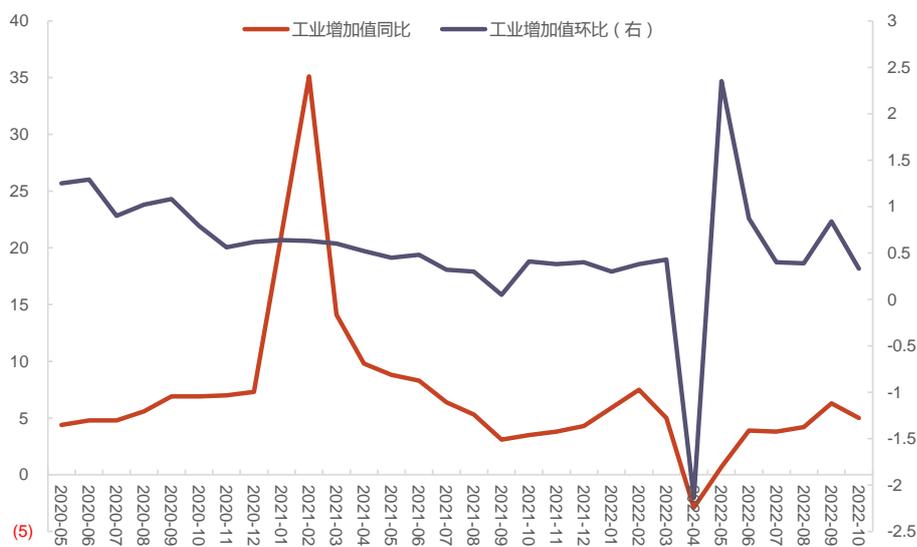
综合来看，10月受疫情多地散发影响，工业生产者出厂价格同比由涨转降等影响，工业企业恢复不畅。**展望后续，随着优化疫情防控政策20条以及相关政策的逐步推进，后续工业企业经营的基础改变，四季度11、12月工业企业经营情况有望回升至9月水平甚至以上。**

图表 1: 10月工业企业利润当月增速降幅扩大



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图表 2: 10月规模以上工业生产同比和环比增速均有所下降



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图表 3：10月当月工业企业营收同比增速有所下降

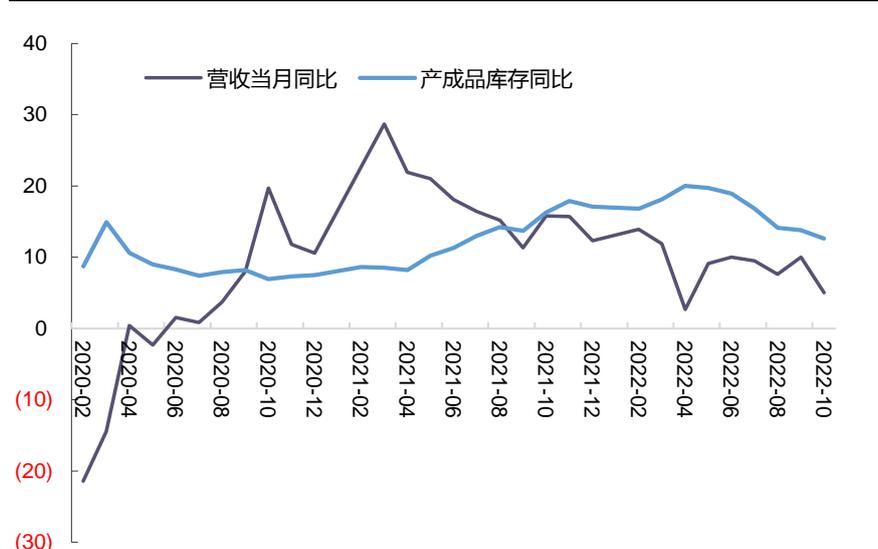


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

## 2.2、 库存增速持续下降，后续对库存周期的演变需要更长时间进行判断

10月工业企业营收同比增速为5%（9月为增长10%）。截至10月末，产成品库存同比增长12.6%（9月为13.8%），产成品库存增速连续6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，随着优化疫情防控政策20条以及相关政策的逐步推进，后续工业企业经营的基础发生了改变，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 4：10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：%

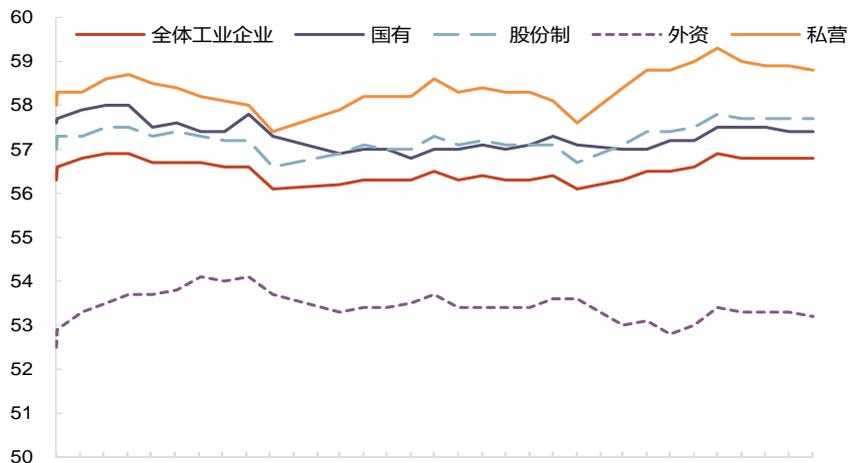
## 2.3、10月工业企业负债率变化不大，但仍可能处在加杠杆通道中

截至2022年10月末，规模以上工业企业资产负债率为56.8%，和7-9月持平；与2021年末相比，则上升0.7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9月末相比，除外资和私营企业负债率下降0.1个百分点外，其他所有制企业负债率没有变化。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、1.2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5：10月工业企业负债率水平整体持平于9月



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\\_49367](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49367)

