



徐奇渊

xuqiy@163.com

## 工业企业利润：关注增速稳定背后的结构分化<sup>1</sup>

2018年1至5月，规模以上工业企业利润累计同比增速为16.5%。这一速度较上年同期的22.7%有所下降，但是也是2012年以来的次高水平，可以说是在高位稳定，这一点值得肯定<sup>2</sup>。但是在此背后，我们也应该关注到严重的分化。

**其一，2018年初以来，10个行业面临利润同比下降。**

在工业企业利润累计同比增速保持高位稳定的同时，细分行业的利润出现明显的分化势头。2018年前5个月，在全部39个工业细分行业当中，利润累计同比增速为负的行业有10个<sup>3</sup>，已经和2015年同期相当。在2015至2017年的同一时期，相应的数量分别为10个、6个、3个。而在2015年上半年，当时经济正处于去产能之前的较困难阶段。

<sup>1</sup> 原文已经刊发发表于《华尔街见闻》。

<sup>2</sup> 具体参见另一篇文章《如何理解规模以上工业企业利润变化？》（IWEP MACRO 世经政所宏观研究，Policy Brief No. 2018.04，2018年7月10日）。

<sup>3</sup> 本文数据均来自WIND数据库，所有的同比增速均为可比口径。

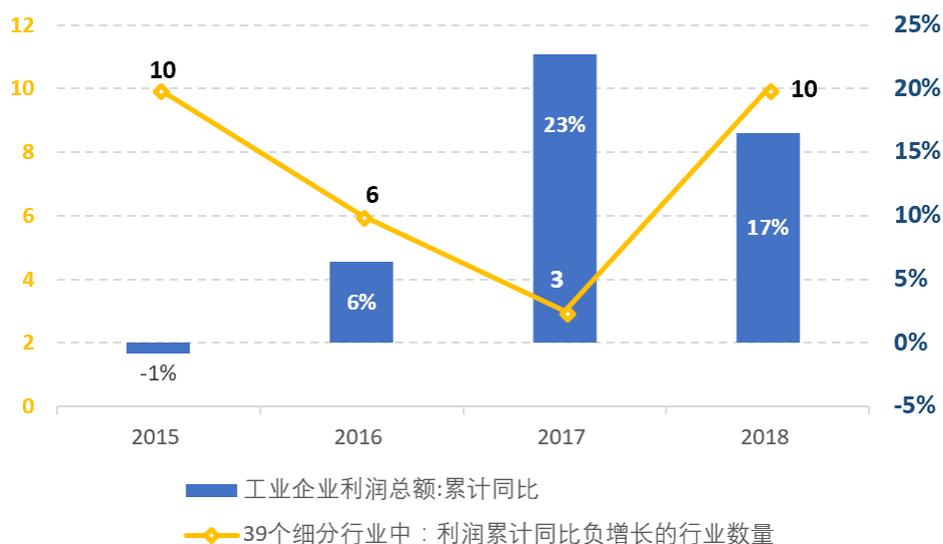


图 1 工业企业利润增速稳定，但利润下降的行业数量攀升（各年度 1 至 5 月）

其二，规模以上工业企业的亏损数量明显增加。

2018 年前 5 个月，在规模以上工业企业数量明显减少的情况下（或者说已经剔除退规企业数量的情况下），规上亏损的企业数量仍然增至 6.99 万家，这也是 2011 年以来的最高值。2018 年前 5 个月的数量，较 2017 年同期的 5.67 万家增加了 1.32 万家。这也是近 3 年来首次出现亏损企业数量同比增加。

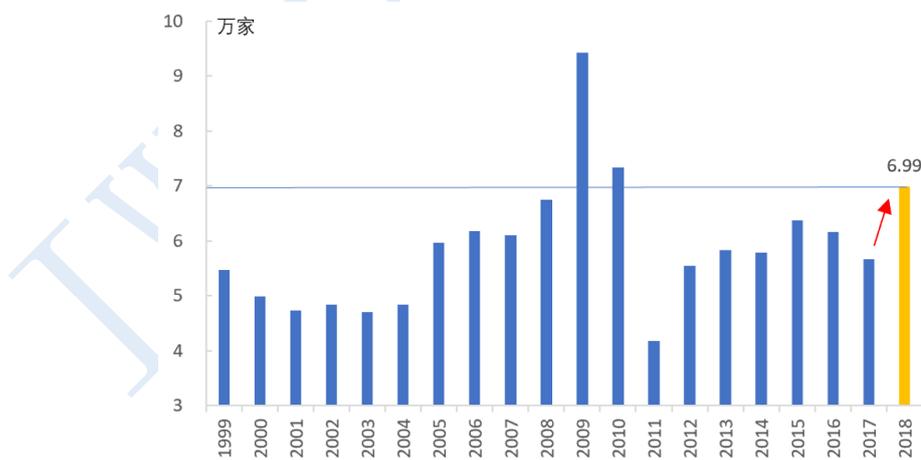


图 2 工业企业亏损数量在 2018 年明显上升：各年 1 至 5 月份累计

因此我们需要思考这样一个问题：在规上工业企业利润增速处于高位稳定的情况下，为什么出现了如前所述的严重行业分化？或者说——39 个细分行业中，利润同比负增长的行业由去年的 3 个，上升到了 10 个。30 多万家规上企业中，

亏损企业的数量，由 2017 年的 5.67 万家，上升到了 2018 年的 6.99 万家。为什么会出现这种现象？

### 解释一：工业品出厂价格指数（PPI）看不出明显的分化和恶化

2018 年 1 至 5 月，PPI 同比增速为负的行业数量仅为 6 个，虽然比 2017 年同期的 3 个多了一倍。但是，PPI 同比增速为负的行业数量，也明显少于 2018 年同期利润同比增速为负的行业数量（10 个）。再者，2018 年 1 至 5 月 PPI 增速为负只有 6 个行业，这个数量也明显小于 2015 年和 2016 年同期，但是为什么最后仍然看到了行业层面、企业层面的较大分化？

可以说，PPI 增速的回落，能够对行业间、企业间的分化给出部分解释，但这种解释肯定是不完整的。

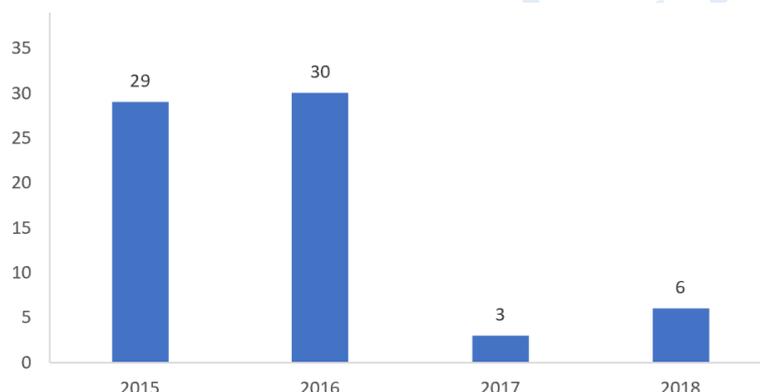


图 3 39 个行业中 PPI 同比增速为负的行业数量：各年 1 至 5 月

### 解释二：工业企业财务成本有显著上升

使用规上工业企业数据库，我们看到四类成本的变化：2017 年初以来，工业企业的成本上升，主要体现为主营业务成本加速上升、财务费用成本加速上升。另外两个成本，管理费用、销售费用，增速都相对较为稳定。如果观察 2018 年初以来，则主营业务成本的增速也开始放缓，只有财务费用的成本表现为进一步加速（最近才有所回落）。

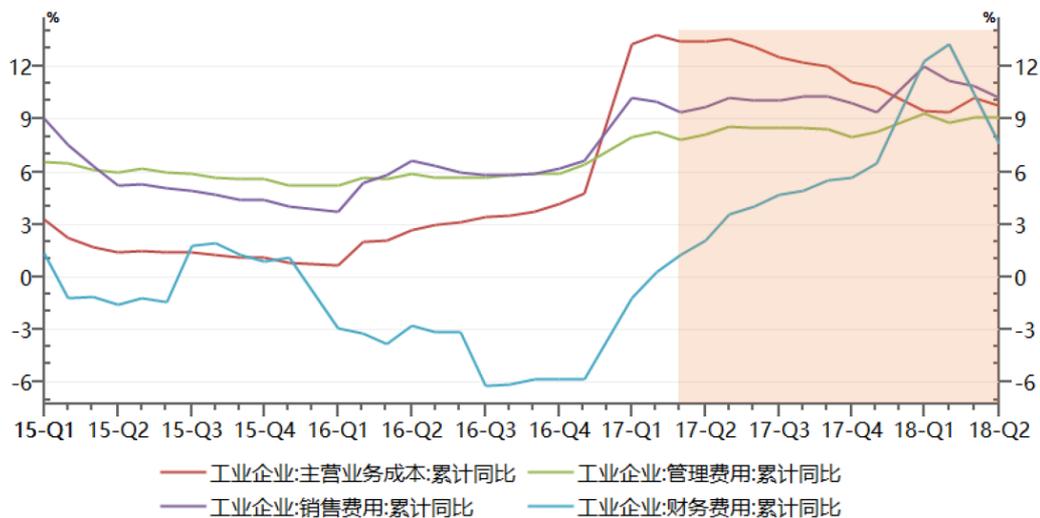


图 4 在工业企业的所有成本中：财务费用上升最快

### 财务成本上升的标志：利息支出上升、回款周期拉长

同样使用规上企业数据可以发现，财务费用上升势头之快，基本与利息支出增速同步。2018 年前 5 个月，利息支出的累计同比增速为 9.5%。相较于 2016 年同期（-7.5%）和 2017 年同期（3%），这一增速上升非常显著。



图 5 工业企业的财务费用增速上升，基本与利息支出增速同比

就在利息支出加速上升的同时，工业企业面临的应收账款回收期明显拉长。2018 年 5 月，平均回收期为 45.5 天，而在 2017 年同期则为 38 天，应收账款回收期推迟了一周以上。



图6 工业企业应收账款：平均回收期明显拉长

**继续解释：财务成本快速上升的同时，也出现了明显分化**

观察民营企业产业债和央企产业债之间的利差，可以看到：在过去的一年多时间，这个利差快速上行，目前已经达到到多年来的峰值。2018年5月末这一利差为207个基点，而到了2018年7月5日，该利差又进一步扩大到了240个基点。这一水平已经超过上一次峰值，即2016年中的225个基点。民企和央企之间的利差大幅扩张，实际上也体现在不同行业债券之间的利差，以及不同信用评级之间债券的信用利差。

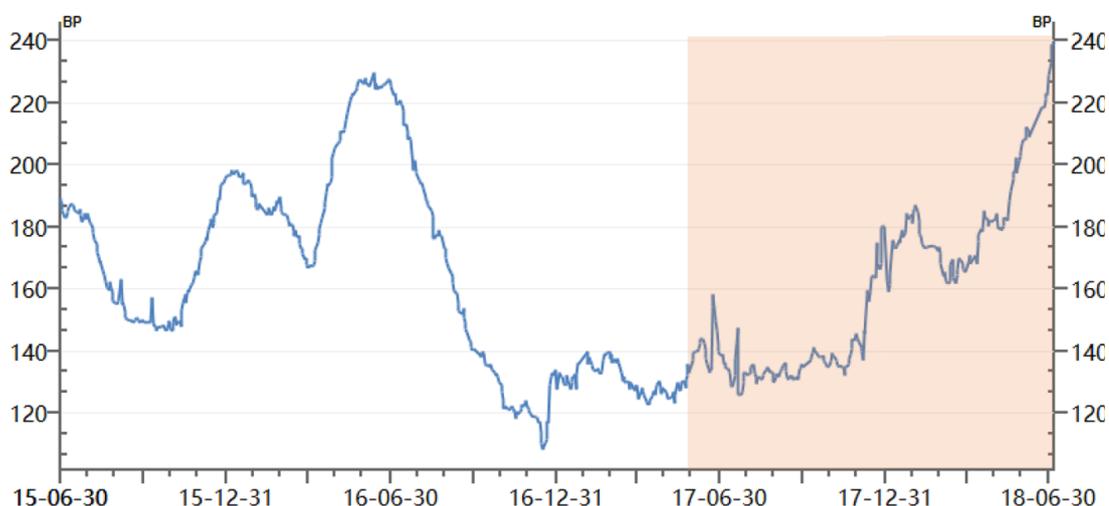


图7 产业债利差（余额加权）：民营企业 VS 央企

**总结：行业分化是结构现象，需要以结构性政策应对之。**

目前工业企业总体利润增速稳定，但是要重视结构分化问题。目前，利润

负增长的行业、亏损企业数量均有显著增加，行业之间和企业间分化加大。

对于这种行业结构分化，PPI 的温和分化不具有完全的解释力。实际上我们看到，**财务成本的上升是目前工业企业利润大幅分化的重要原因**。具体地，财务成本大幅上升体现为，利息支出加速上升、应收账款周期的明显拉长。而且，财务成本的上升也表现出显著的分化特征，**民营企业和央企的产业债利差显示了这种分化**。

在去杠杆的过程当中，**如果流动性呈现出趋紧，则民营企业、中小企业的融资成本将首当其冲的面临上行压力**。此外，很多民营企业、中小企业的现金流，通过供应链或金融关联而依附于地方城投公司、地方国有企业。因此，地方政府的融资条件收紧，也会间接而恶化民营企业、中小企业的融资状况。

去杠杆是一定要坚持、是肯定要去的。但是从目前尴尬的结构分化来看，融资成本方面遭受最大冲击的是民营企业、其次是地方国有企业，而央企或大型国有企业几乎没有受到融资成本上升的冲击。**这种行业间分化、企业间分化的蔓延，值得警惕**。这一问题的加剧，可能会拖累、甚至改变现有的增长势头。

在去杠杆的背景下，如何解决目前的结构分化问题？一个对应的政策组合是**“稳货币+结构性宽松的财政”**组合。一方面，需要稳住货币政策，或者根据市场情况使其向宽松的方向微调。另一方面，则需要财政政策真正发挥作用，以应对目前的结构分化问题。实际上，央行已经在 6 月 24 日宣布定向降准。这一政策能否在短期内缓解结构分化问题，还有待观察。但是，作为总量上的宏观调控政策，货币政策难以承担过多的责任去解决结构性问题。从中期来看，迫切需要财政政策加大减税降费的力度，尤其是针对民营企业、中小企业的措施。

（作者单位：中国社会科学院世界经济与政治研究所）

**IWEP MACRO 简介：**“世经政所宏观研究”是中国社会科学院世界经济与政治研究所的宏观研究小组的研究成果，主要关注的研究领域为中国宏观经济和国际宏观经济。成员包括姚枝仲、张斌、张明、东艳、徐奇渊、肖立晟、郑联盛、苏庆义、杨盼盼、王碧珺、贾中正、常殊昱、张弛、崔晓敏、崔秀梅。主要的研究产品分为财经评论和工作论文。

---

**声明：**本报告仅供内部讨论，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。报告内容仅代表作者个人学术观点。