

期待政策后效

——1-2月工业企业利润分析

核心要点：

3月27日国家统计局发布：2024年1-2月工业企业利润同比+10.2%，但相比2022年同期两年复合增速为-7.8%；营业收入累计同比+4.5%，两年复合增速为+1.56%。

1. **工业实物量持续正增长但价格持续负增长。**工业企业利润在2023年8月至12月连续保持正增长，同期工业增加值增速也从2023年7月的3.7%持续提升至12月的6.8%，2024年1-2月同比增长7.0%，但PPI却连续17个月运行在负值区间。实物量持续增长但价格负增长，可能加剧“有效需求不足，部分行业产能过剩”的问题。对应到微观层面，1-2月汽车、手机与家电销量增速都表现不错，但问题是价格尚未明显回升，PPI分项中的计算机通讯与电子设备制造、电气机械与器材制造、汽车制造的价格指数都为负。

2. **PPI持续负值的问题尚未解决。**2024年2月PPI降至-2.7%（前值-2.5%）。基于CRB指数的前瞻性预测，预计3月PPI会回升至-2.0%左右。展望未来，尽管出口回升（1-2月同比增长7.1%），基建投资与制造业投资保持高速（1-2月同比增速分别为9.0%、9.4%），但房地产政策尚未明显见效——目前住房销售仍相对低迷、房价下行预期尚未反转，且房地产开发投资的“保交楼”效应消退，1-2月房地产开发投资同比下降9.0%。上行力量尚不足以对冲下行力量，PPI负值区间可能延续7个季度，到下半年才会转正。

3. **库存周期仍在筑底，工业企业资产负债表仍在收缩。**由于PPI仍运行在负值区间，工业企业利润改善斜率有限，因此工业品库存周期也仍在筑底。工业企业资产负债表也还没有开始扩张。

4. **从政策最新变化来看，宏观调控正在以稳定资产价格、提升终端需求作为突破口。**1月22日国务院常务会议部署一揽子政策，提前降准、定向降息、推动央企市值管理、优化经营性物业贷款政策、房地产政策的地方自主性提升等措施陆续出台，A股开始反弹；2月5年期LPR调降25BP，A股进一步上行；3月因美元指数反弹形成汇率压力等原因没有降息，一季度政府债发行进度受化债影响也慢于近年同期，资本市场反弹停滞。但3月22日国务院常务会议又部署了一揽子政策稳定房地产市场，可期待后效。

总之，当前PPI仍处于负值区间，“有效需求不足、部分行业产能过剩”的问题仍未解除，工业修复的驱动力仅集中在出口回升、局部库存回补、设备更新等主线上，修复范围相对局限，斜率相对有限。对于政策而言，在PPI转正之前，还需要货币政策、财政政策，以及稳定资产价格的措施继续加力。对于资产配置而言，PPI负值的逻辑还将继续，进入“复苏”的逻辑还需要等待更多信号。

分析师

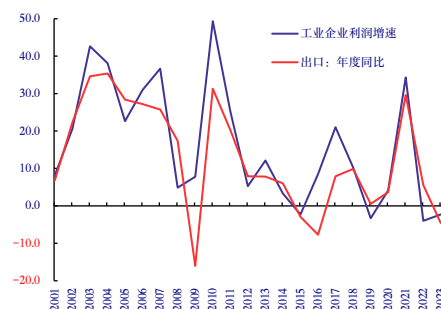
高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

图：出口是工业企业利润的决定性因素（%）

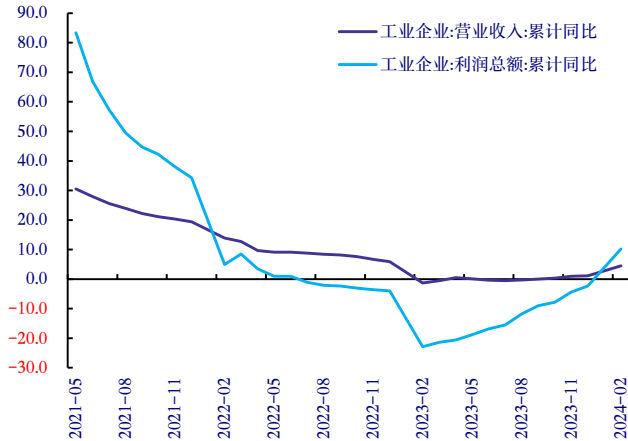


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

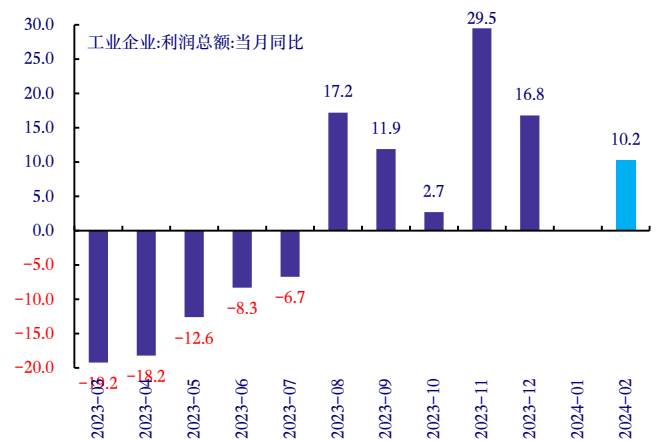
风险提示：

1. 国内政策时滞的风险
2. 海外经济衰退的风险

工业企业利润自 2023 年 8 月以来持续正增长，但 2024 年 1-2 月存在基数的作用。如图 1 与图 2 所示，2024 年 1-2 月规模以上工业企业营业收入累计同比 +4.5%（2023 年为 1.1%），两年复合增速 1.56%（2023 年为 3.5%）；1-2 月利润累计同比 +10.2%（2023 年为 -2.3%），两年复合增速为 -7.8%（2023 年为 -3.15%）。

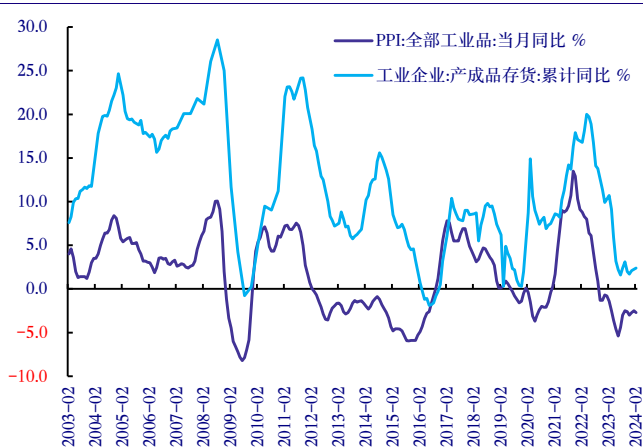
图 1. 规模以上工业企业营收和利润累计同比（%）


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

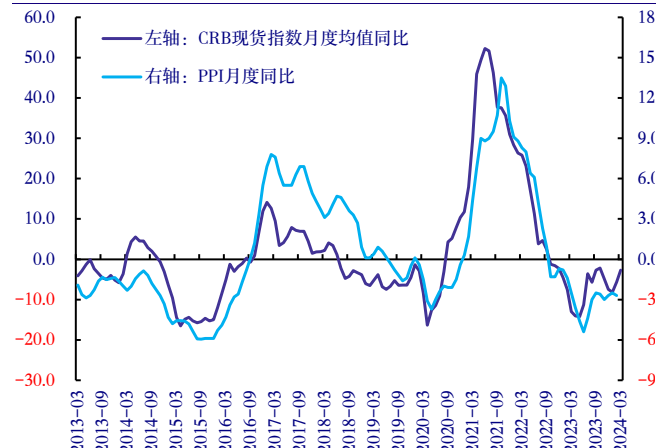
图 2. 规模以上工业企业利润当月同比（%）


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

产量在增长但价格在下降是急需解决的问题。如图 3 与 4 所示，1-2 月工业增加值同比 +7.0%（2023 年增长 4.6%），但 2024 年 2 月 PPI 回落至 -2.7%（1 月为 -2.5%）。基于 CRB 指数的前瞻性预测，预计 3 月 PPI 会回升至 -2.0% 左右。

图 3. 工业产成品存增速与 PPI 都还在筑底阶段


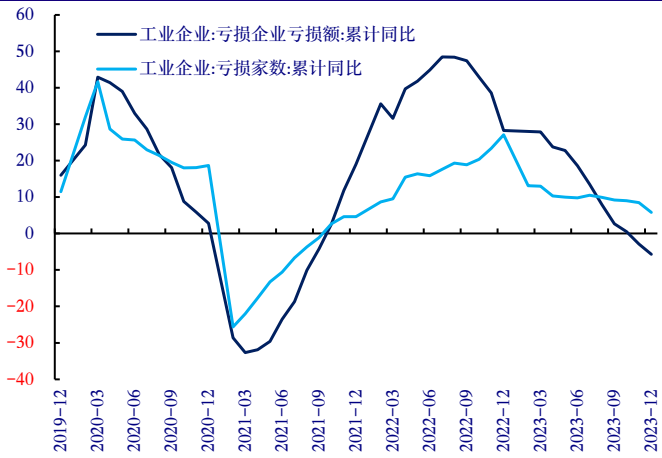
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4. 根据 CRB 指数走势预测 PPI 将继续在负值区间（%）


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

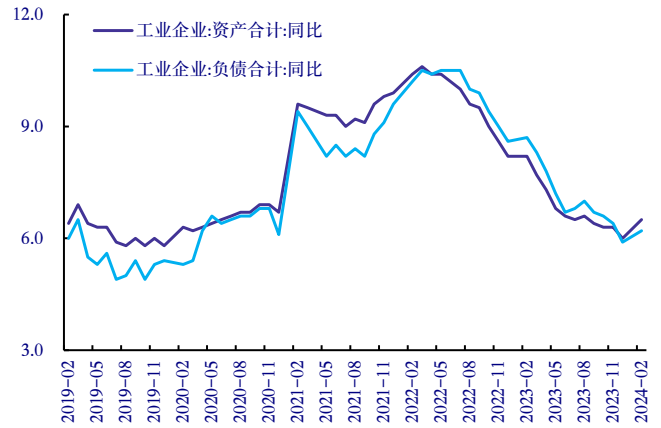
由于 PPI 仍处于负值，工业企业利润改善斜率有限，因此工业品库存周期也仍在筑底。工业企业资产负债表也还没有开始扩张。1-2 月工业产成品存货累计同比 +2.4%（前值 +2.1%），仍在底部运行（图 5）；1-2 月工业企业负债同比 +6.2%（前值 +6.0%），资产同比 +6.5%（前值 +5.9%），在利润改善斜率有限的情况下，企业对资产负债表的扩张继续维持观望（图 5 与图 6）。

图 5. 工业企业亏损情况趋于改善, 但程度仍然有限 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

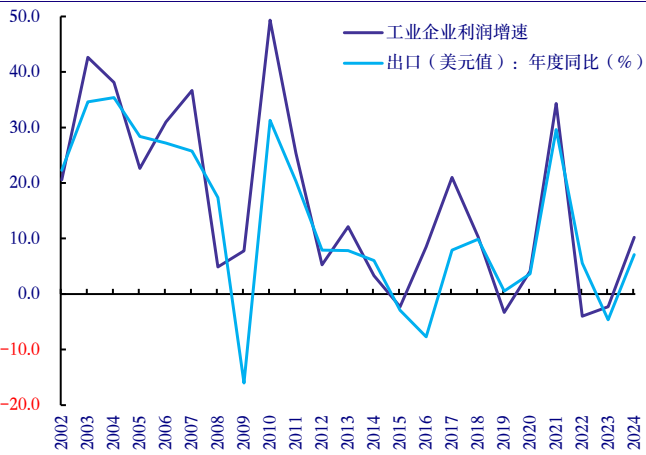
图 6. 工业企业资产与负债增速有反弹但仍处于底部 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

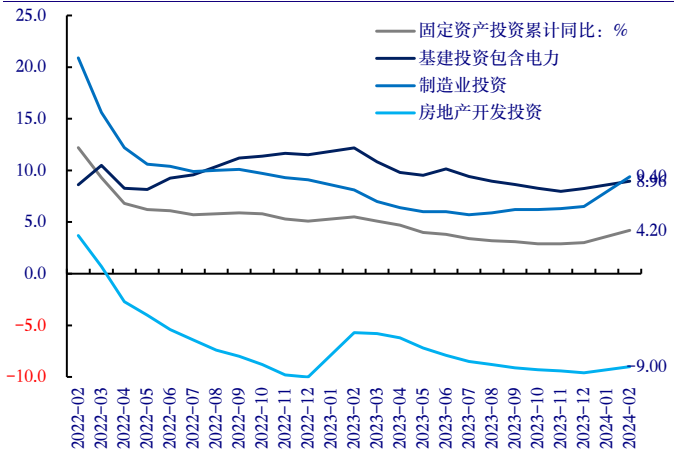
展望未来, 出口与设备更新是主要支撑力量, 但还尚不足以对冲房地产开发投资下行的影响。尽管出口增速已经转正 (1-2 月同比增长 7.1%), 基建投资与制造业投资保持高速增长 (1-2 月同比增速分别为 9.0%、9.4%), 但房地产政策尚未明显见效, 住房销售仍然低迷、房价下行预期尚未缓解, 房地产开发投资的“保交楼”效应消退, 1-2 月房地产开发投资同比-9.0%。如果上行的力量还不足以对冲下行力量, PPI 可能到下半年才会转正。

图 7. 出口增速回升可能是 2024 年工业企业利润增速回升的主线之一



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 基建投资与制造业投资保持高速增长, 但房地产投资增速持续负值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

总之, 房地产行业仍未止住下行循环, 其他修复力量尚不足以对冲。对对应到投资层面, 资本市场自从 2022 年 10 月 PPI 转入负值以来总体表现为债券上涨、股票下行。在 PPI 转正之前, 惯性力量还将会存在, 这要求货币政策、财政政策, 以及稳定资产价格的政策还要继续加力。从政策最新变化来看, 3 月没有降息, 可能与汇率压力与银行净息差等有关; 政府债发行也相对滞后, 可能与化债方案实施有关; 短期政策重心侧重于稳定资产价格: 可以看到, 1 月 22 日国务院常务会议之后一揽子政策稳定资本市场, A 股出现反弹; 3 月 22 日国务院常务会议则部署一揽子政策稳定房地产市场, 可以期待后效。

图表目录

图 1. 规模以上工业企业营收和利润累计同比 (%)	2
图 2. 规模以上工业企业利润当月同比 (%)	2
图 3. 工业产成品存增速与 PPI 都还在筑底阶段.....	2
图 4. 根据 CRB 指数走势预测 PPI 将继续在负值区间 (%)	2
图 5. 工业企业亏损情况趋于改善, 但程度仍然有限 (%)	3
图 6. 工业企业资产与负债增速有反弹但仍处于底部 (%)	3
图 7. 出口增速回升可能是 2024 年工业企业利润增速回升的主线之一	3
图 8. 基建投资与制造业投资保持高速增长, 但房地产投资增速持续负值	3

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，宏观组组长，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn