



Committed to Improving  
Economic Policy.

## Research Note

2021.6.18(Y-Research RN069)

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

[www.cbnri.com](http://www.cbnri.com)

研究简报

中国观察

# 中国惊人的工业复苏

## 摘要

2019年12月至2020年2月，中国实际工业增加值下降了24%。随后，它的复苏是引人注目的。随着产量的飙升和价格的上涨，今年工业企业的收入大幅上升。令人惊讶的是，中国的工业企业能够控制成本的增加，并实际提高盈利能力。今年以来，工业企业杠杆率低于大流行前的水平，也许是因为它们认为美好的时光不会持续太久。也许，金融政策再次强调去杠杆正在对企业的借贷能力产生影响。展望今年剩余时间，不太可能出现进一步高于趋势水平的增长。企业将继续探索提升效率以提高盈利能力。此外，随着金融政策继续收紧，它们将寻找机会降低杠杆率。

## 正文

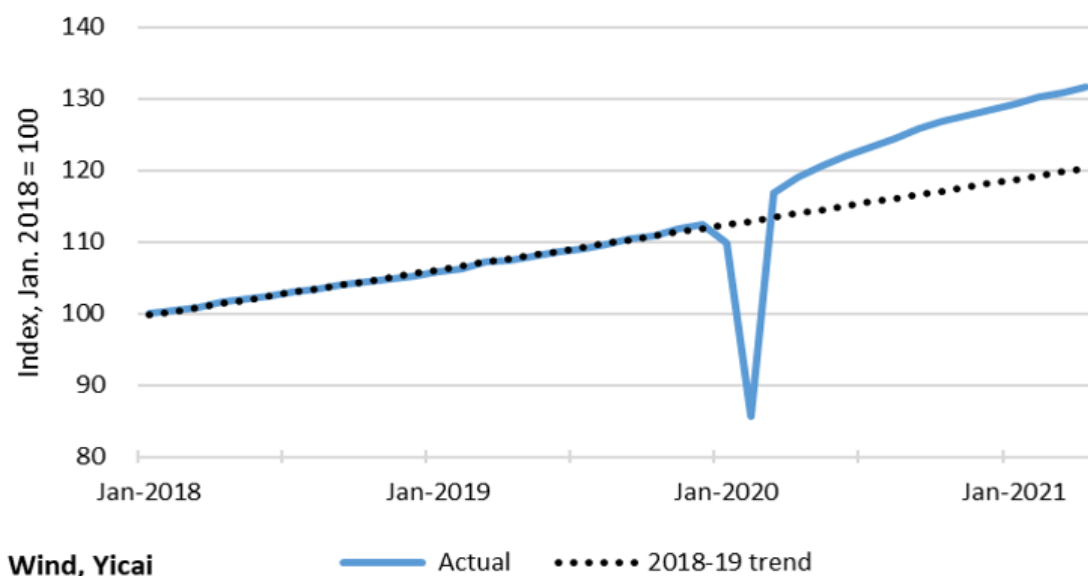
作者：柯马克（Mark Kruger）/第一财经研究院高级学术顾问

弗里德里希·尼采（Friedrich Nietzsche）曾说：凡是没能杀死他的东西都会使他更为强大。这位德国哲学家的格言可以非常恰当地用来描述中国的工业领域，该领域的中国企业已逐渐摆脱新冠肺炎疫情的影响，规模更大，利润更高，杠杆更低。

数据的大幅波动和价格的大幅变化使得今年中国工厂产量的增长难以评估。幸运的是，国家统计局提供了工业增加值的月度增长百分比，所以我们可以构建一个指数。

我们设定该指数在 2018 年 1 月为 100，一直统计到今年的 4 月。我们还计算了该指数在 2018 至 2019 年间，即新冠肺炎疫情开始前阶段的趋势值，并对其进行了扩展。图 1 显示，2019 年 12 月至 2020 年 2 月，实际工业增加值下降了 24%。随后，它的复苏是引人注目的。到今年 4 月，工业增加值比疫情前的趋势高出 9%。由于趋势增长率为 6.4%，这意味着，实际工业增加值比疫情前我们可以预测的水平领先了 17 个月左右。

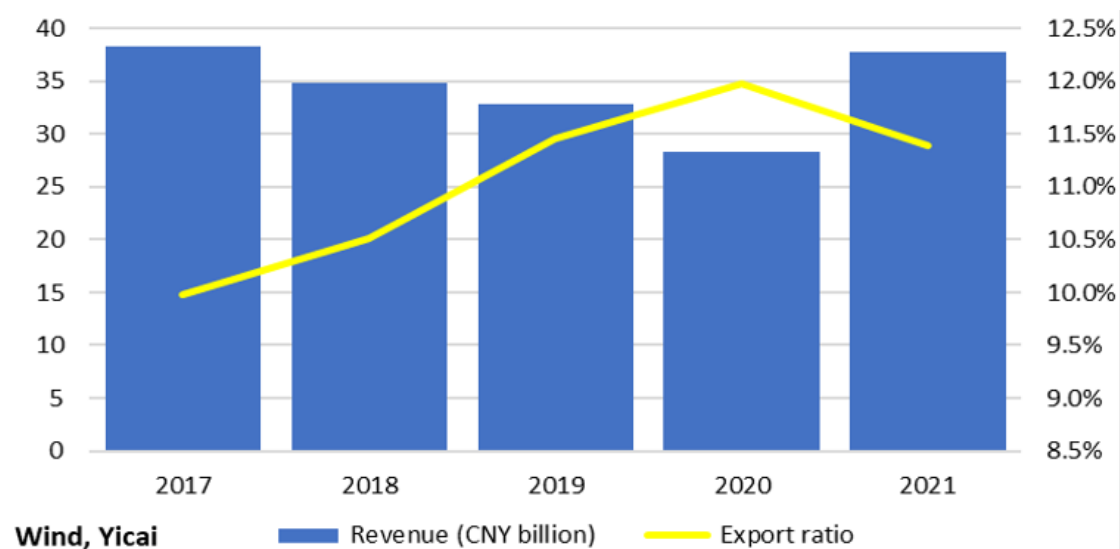
图 1 工业增加值



正如你所料想的一样，随着产量的飙升和价格的上涨，今年工业企业的收入大幅上升。你可能没有意识到，今年的增长打破了疫情暴发前收入下降的趋势。

图 2 显示了近年 1-4 月工业企业的收入情况。今年的收入比去年增长了 33%，比 2019 年高出 15%。图 2 还显示，强劲的内需是今年收入增长的主要驱动力。从去年开始，出口销售的比例有所下降。今年这个比例是 11.4%，也略低于 2019 年的出口比例。

图 2 1-4 月工业企业收入（2017-2021 年）



中国是原油、铁矿石和铜等工业投入品的主要消费国。由于全球需求的反弹和供应的持续限制，今年这些投入品的价格大幅上涨。令人惊讶的是，中国的工业企业能够控制成本的增加，并实际提高盈利能力。

图 3 显示，今年前四个月，工业企业利润率（利润除以收入）较近年同期大幅上升。今年至今，利润率接近 7%，高于疫情前的 5.5% 至 6%。

图 3 1-4 月工业企业利润率（2017-2021 年）

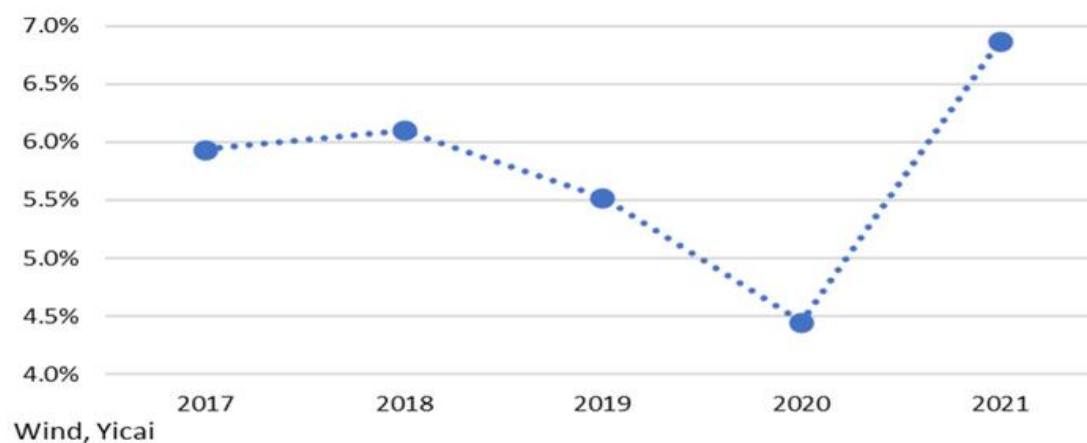


表 1 展示了 2019 年至 2021 年三大工业部门的利润率变化。随着全球大宗商品价格的上涨，采矿业（包括原油和天然气开采）的利润率增幅最大也就不足为奇了。也许更令人惊讶的是，使用这些高价大宗商品作为投入的制造业也能够大幅提高利润率。

价格上涨似乎随着它们在产业链中的移动而消散，只有有限的数量会传递给最终消费者。5 月，中国生产者价格指数同比上涨 9%，这是近 13 年来的最快增速。然而，消费品价格上升幅度相比之下要小得多。令人惊讶的是，制造业可以吸收成本增加，提高盈利能力。

表 1 行业利润率

↵	2021 年 1-4 月↵	2019 年 1-4 月↵	变动百分比↵
采矿业↵	15.0%↵	12.4%↵	2.6%↵
制造业↵	6.6%↵	5.1%↵	1.4%↵
公用事业↵	6.3%↵	6.3%↵	0.0%↵
<b>总计↵</b>	<b>6.9%↵</b>	<b>5.5%↵</b>	<b>1.3%↵</b>

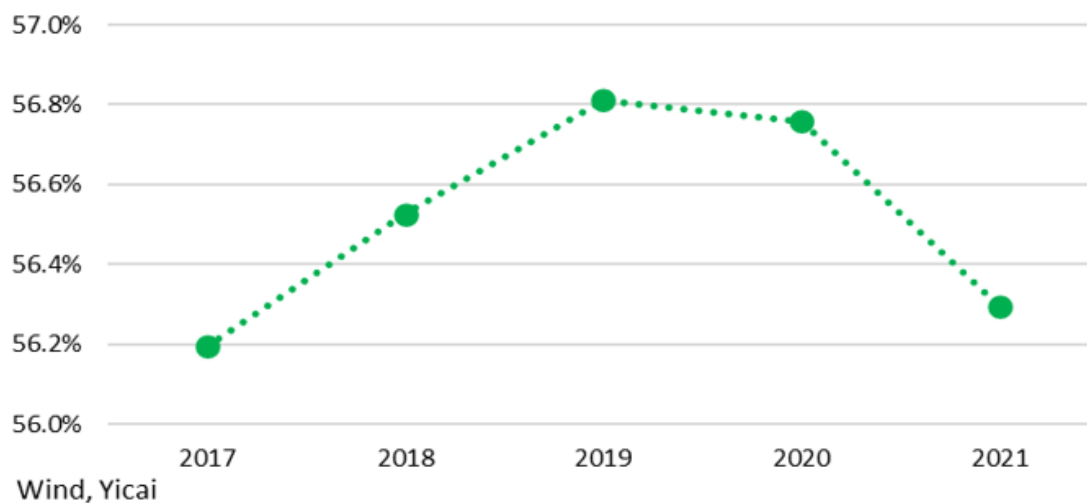
表 2 更详细地分析了一些关键制造业分部门的盈利能力。在药品价格稳定的情况下，制药子行业的盈利能力却出现了跃升。相比之下，汽油零售价的上涨可能会提高燃料加工行业（炼油）的盈利能力。表 2 中最后三个分部门是经济中最重要的部门之一。它们都是使用高价工业材料的下游产业。除了黑色金属，其它似乎不会转嫁成本。

表 2 制造业分行业划分的利润率

↵	2021年1-4月↵	2019年1-4月↵	变化↵
医药↵	18.4%↵	12.5%↵	5.9%↵
燃料加工↵	7.2%↵	2.7%↵	4.5%↵
计算机和电信↵	4.8%↵	2.9%↵	1.8%↵
黑色金属↵	5.2%↵	3.5%↵	1.7%↵
其他机械↵	6.6%↵	5.5%↵	1.1%↵

今年以来，杠杆率低于大流行前的水平。图 4 显示了以债务-资产比衡量的总杠杆率的趋势。中国工业企业正在降低杠杆率，也许是因为它们认为美好的时光不会持续太久。也许，金融政策再次强调去杠杆正在对企业的借贷能力产生影响。

图 4 1-4 月工业企业负债-资产比（2017-2021 年）



从细分行业的角度来看，采矿业的杠杆率有所上升（表 3）。可能是这些企业认为全球供应短缺会持续一段时间，增加杠杆会获得回报。但在制造业和公用事业领域，企业似乎愿意加强财务实力。

表 3 各工业部门的负债-资产比率

↵	2021 年 1-4 月 ↵	2019 年 1-4 月 ↵	变化 ↵
采矿业↵	60.3%↵	59.9%↵	0.4%↵
制造业↵	55.3%↵	55.8%↵	-0.6%↵
公用事业↵	59.0%↵	59.7%↵	-0.7%↵
<b>所有类型工业企业↵</b>	<b>56.3%↵</b>	<b>56.8%↵</b>	<b>-0.5%↵</b>

展望今年剩余时间，我认为不太可能出现进一步高于趋势水平的增长。未来工业增加值环比增幅可能远低于 2018-19 年的趋势(0.5%)。企业将继续探索提升效率以提高盈利能力。此外，随着金融政策继续收紧，它们将寻找机会降低杠杆率。