

## 监测月报

2017年11月1日  
(2017年第3期)

## 国企负债增长加快，债务规模刚性压力仍存

——9月非金融企业杠杆率监测

联络人

作者

研究院 首席经济学家办公室

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

刘赫(实习)

相关报告:

工业企业利润增长加快，国企杠杆率反弹——8月非金融企业杠杆率监测

他山之石：化解和防范地方政府债务风险的  
国际经验及启示——地方政府债务风险研究之二，2017年8月10日；

债务总体可控，结构性和区域性风险突出——地方政府债务风险研究之一，2017年8月10日；

资金面回暖利率出现下行，期现倒挂有所修复——6月利率债运行分析，2017年7月7日；

短期资金面改善，局部利率倒挂，6月债市面临多重考验——5月利率债运行分析，2017年6月6日；

监管趋严冲击债市利率上行，后续或仍将维持高位——4月利率债运行分析，2017年5月9日；

季末资金偏紧利率总体上行，短期内仍将维持相对高位——3月利率债运行分析，2017年4月12日；

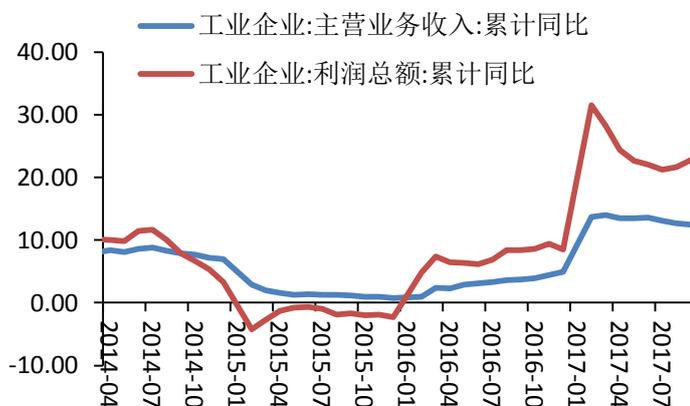
地方政府债开闸，利率短期难下债市仍将持续调整——2月利率债运行分析，2017年3月7日。

## 概述

- ◇ 去产能和环保趋严带动工业企业利润增长加快，营收利润继续分化。1—9月，工业企业主营业务收入同比增长12.5%，比1—8月回落0.2个百分点；工业企业利润同比增长22.8%，比1—8月加快1.2个百分点。未来工业企业利润增速或将高位放缓，中下游行业利润向上游转移态势仍有加剧可能。一方面，PPI与PPIRM剪刀差处于高位，将对企业利润改善形成制约。另一方面，考虑到工业企业主营业务收入走势对企业利润走势具有一定先导性，主营业务收入持续放缓背景下，工业企业利润增速或仍面临回落压力。不过，随着采暖季来临环保限产压力加大，煤炭、钢铁、石油和有色金属等主要原材料价格仍有一定支撑，或将对上游行业利润改善形成利好，但这也将会加剧对中小游行业利润空间的挤压，中下游行业利润向上游转移态势有可能加剧。
- ◇ 工业企业杠杆稳中有降，但债务规模刚性压力仍然存在。9月，规模以上工业企业资产负债率为55.72%，虽然较8月份微幅上升0.01个百分点，但较去年同期下滑0.53个百分点。但是，债务规模刚性压力持续存在。分行业看，上游工业企业资产负债率回落，中下游工业杠杆率均小幅回升。综合来看，去年下半年以来，由于上游企业利润改善更为明显，上游企业资产负债率总体回落幅度要大于中下游行业。
- ◇ 国企负债增长加快，杠杆率持续反弹。1—9月国有非金融企业利润同比增长24.9%，在连续三个月下降后首次反弹，较1—8月份上升3.2个百分点，增速加快。还本付息和借新还旧压力下，国有企业负债增速由降转升。1—9月，全国国有企业负债合计984,272.00亿元，同比增长12.00%，比1—8月份加快1个百分点，比去年同期上升2.3个百分点，这是国有企业负债增速在连续两个月下降后再次回升。其中中央企业负债合计507,967.80亿元，地方国企合计476,304.20亿元。从资产负债率来看，截至9月份全国国有企业资产负债率为66.12%，比1—8月份小幅上升0.17个百分点，国有企业杠杆水平有所反弹，但仍低于去年同期0.16个百分点。

## 一、去产能和环保趋严带动工业企业利润增长加快

图 1：工业企业主营业务收入、利润走势分化



数据来源：中诚信国际整理

工业企业主营业务收入增速连续三个月回落。1—9月，工业企业主营业务收入同比增长12.5%，比1—8月回落0.2个百分点。根据中诚信国际的分类标准进行测算的上、中、下游行业工业企业主营业务收入均不同程度回落。其中，上、中、下游行业主营业务收入分别同比增长17.16%、11.73%、7.9%，较1—8月回落1.87、1.57、1.22个百分点。

去产能和环保政策趋严背景下工业产品价格回升带动工业企业利润改善。1—9月，工业企业利润同比增长22.8%，比1—8月加快1.2个百分点。分上、中、下游来看，上游利润同比增长384.96%，较上月回落了122.63%；中游行业利润增速略有放缓，同比增长23.55%，较1—8月降低0.66个百分点；下游行业利润增速小幅下降，同比增长4.30%，比上月降低0.33个百分点。虽然9月份工业生产出现反弹，成本继续降低对企业利润的改善形成了一定作用，但带动工业利润改善的主要动力依旧来自于产能去化和环保政策趋严背景下，主要工业产品价格回升的影响。从具体行业来看，与石油、钢铁、化工原料等主要工业品相关的行业利润均改善较为明显，石油、炼焦和核燃料加工业，化学原料及化学制品制造业，黑色金属冶炼及压延加工业利润分别累计同比增长38.40%、37.90%、118.50%，分别较上月加快5.50、1.80、11.60个百分点。

图 2：上中下游行业企业主营业务收入均放缓

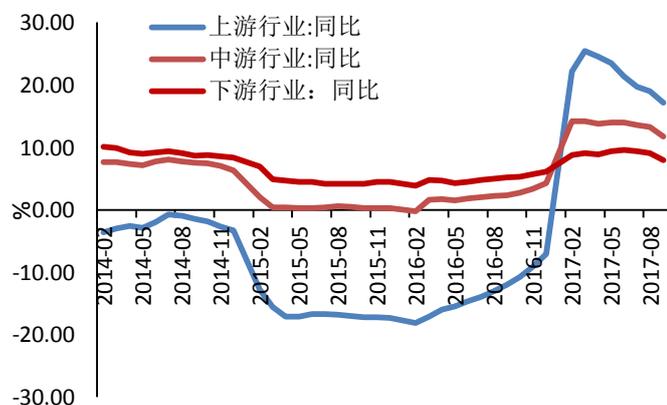
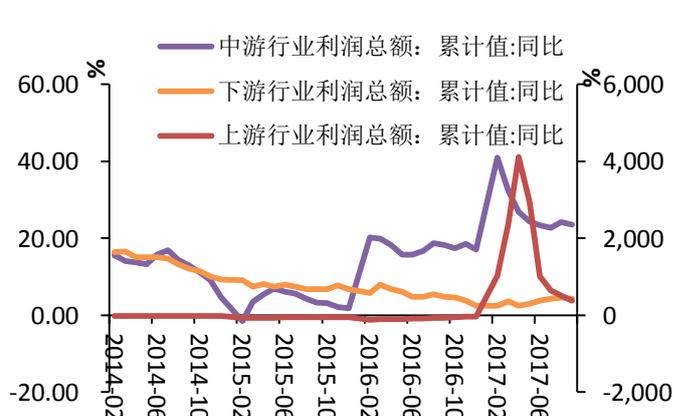


图 3：上中下游行业企业利润走势



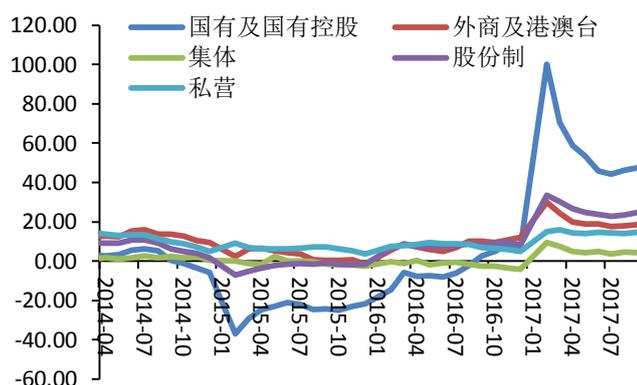
1 参见附表《中诚信国际关于工业产业上、中、下游的划分》。

数据来源：中诚信国际整理

数据来源：中诚信国际整理

分所有制看，不同所有制类型利润增速分化，集体工业企业利润增速回落。1—9月份，不同所有制工业企业利润增速呈现分化态势，国有工业利润增长加快，同比增长47.6%，比1—8月份加快1.3个百分点；此外，外商及港澳台工业企业、私营工业企业、股份制工业企业利润增速均出现不同程度回升。但是，集体工业企业利润增速较上月回落0.3个百分点至4.3%。

图4：不同所有制工业企业利润走势分化



数据来源：中诚信国际整理

未来工业企业利润增速或将高位放缓，中下游行业利润向上游转移态势仍有加剧可能。一方面，PPI与PPIRM剪刀差仍处于高位，将对企业利润改善形成制约。产能去化和环保趋严带动煤炭、钢铁、石油和有色金属等主要原材料价格上涨加快，大宗商品价格上涨支撑PPI持续回升。9月，PPI同比上涨6.9%，涨幅比上月增加0.6个百分点，PPIRM同比上涨8.5%，较上月上升0.8个百分点，PPI同比增幅低于PPIRM同比增幅，PPI与PPIRM剪刀差仍处于高位，对企业利润尤其是中下游企业利润改善形成制约。另一方面，考虑到工业企业主营业务收入走势对企业利润走势具有一定先导性，主营业务收入持续放缓背景下，工业企业利润增速或仍面临回落压力。不过，随着采暖季来临环保限产压力加大，煤炭、钢铁、石油和有色金属等主要原材料价格仍有一定支撑，或将对上游行业利润改善形成利好，但这也加剧对中小游行业利润空间的挤压，中下游行业利润向上游转移态势有可能加剧。

## 二、工业企业杠杆稳中有降，但债务规模刚性压力仍然存在

受去杠杆和企业利润增长加快影响，今年以来工业企业部门杠杆缓步去化，总体呈现出稳中有降的特点。9月，规模以上工业企业资产负债率为55.72%，虽然较8月份微幅上升0.01个百分点，但较去年同期下滑0.53个百分点。但是，债务规模刚性压力持续存在，今年以来市场利率水平的上升进一步加大了企业还本付息和借新还旧的压力，总体债务水平持续攀升，9月份规模以上工业企业负债总额继续增加，较上月增加7,489.30亿元达到616,000.00亿元，同比增长6.7%，较1—8月份加快0.3个百分点，较去年同期上升2个百分点。在债务增长持续加快的背景下，工业企业总资产同比

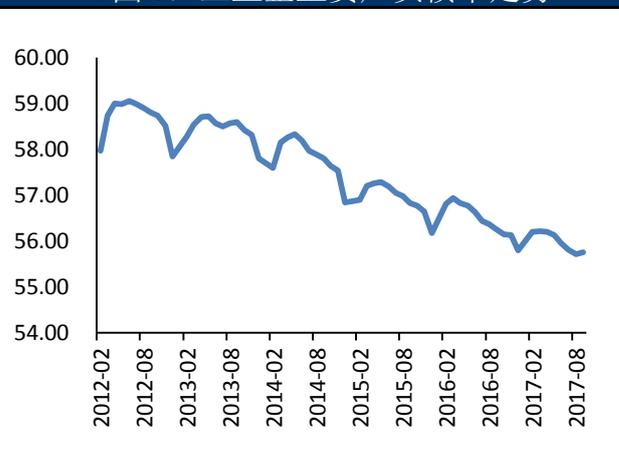
增速始终高于负债增速，从而带动了资产负债率的回落。总资产的增加或主要与今年以来工业企业利润持续改善有关，但同样需要考虑资产价格上涨所带来的影响。

图 5：工业企业负债及其同比增长率



数据来源：中诚信国际整理

图 6：工业企业资产负债率走势



数据来源：中诚信国际整理

分行业看，上游工业企业资产负债率回落，中下游工业杠杆率均小幅回升。9 月份，规模以上工业企业中，上游行业企业资产负债率为 60.11%，较上月降低 0.27 个百分点；中游行业资产负债率为 56.63%，较上月回升 0.05 个百分点；下游行业资产负债率为 53.51%，较上月回升 0.06 个百分点。综合来看，去年下半年以来，由于上游企业利润改善更为明显，上游企业资产负债率总体回落幅度要大于中下游行业。

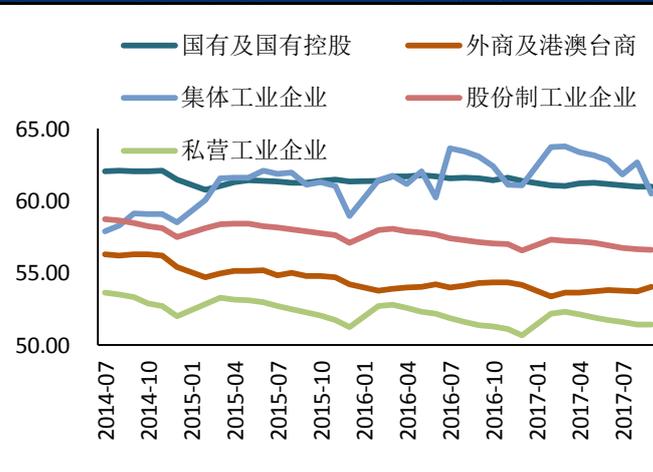
分所有制看，集体企业资产负债率明显下降，外商及港澳台商投资企业资产负债率小幅回升。9 月份，规模以上工业企业中，国有控股工业企业杠杆率 60.97%，与上月持平，外商及港澳台商投资企业及私营工业企业杠杆率在持续下降后出现回升，分别上升 0.32、0.02 个百分点至 54.05%、51.43%。相比之下，集体工业企业资产负债率明显下降，下降 2.14 个百分点至 60.51%；股份制工业企业资产负债率小幅下降 0.05 个百分点至 56.61%。

图 7：中下游工业企业资产负债率小幅回升



数据来源：中诚信国际整理

图 8：不同所有制工业企业资产负债率情况

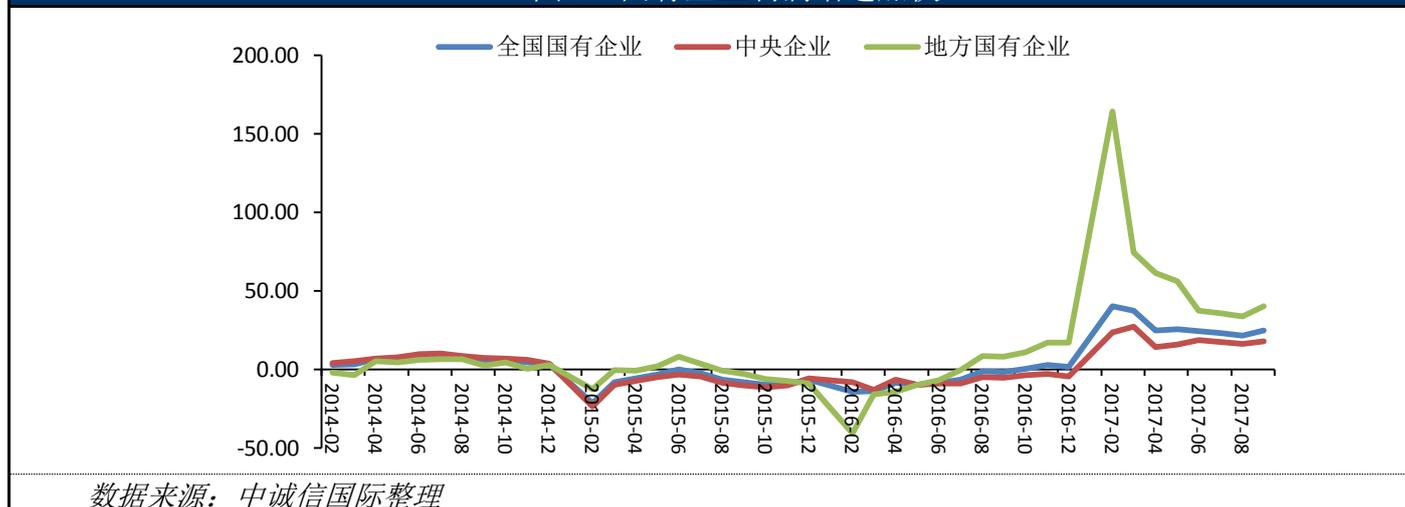


数据来源：中诚信国际整理

### 三、国有企业利润增速加快，杠杆水平有所反弹

国有企业<sup>2</sup>利润增速加快。1-9月国有非金融企业利润同比增长24.9%，在连续三个月下降后首次反弹，较1-8月份上升3.2个百分点，增速加快。其中中央企业利润同比增长17.8%，较8月回升1.7个百分点；地方国有企业同比增长40.3%，较上月回升6.5个百分点。

图9：国有企业利润增速加快

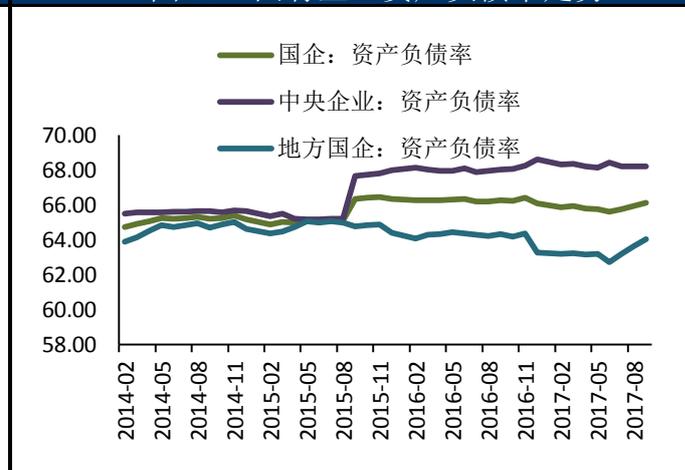


国有企业负债增速由降转升，杠杆水平反弹。在利率高位运行背景下，国有企业同样面临较大的还本付息和借新还旧压力，负债增长加快。1-9月，全国国有企业负债合计984,272.00亿元，同比增长12.00%，比1-8月份加快1个百分点，比去年同期上升2.3个百分点，这是国有企业负债增速在连续两个月下降后再次回升。其中中央企业负债合计507,967.80亿元，地方国企合计476,304.20亿元。从资产负债率来看，截至9月份全国国有企业资产负债率为66.12%，比1-8月份小幅上升0.17个百分点，国有企业杠杆水平有所反弹，但仍低于去年同期0.16个百分点。其中，央企资产负债率为68.20%，较1-8月份小幅下降0.01个百分点，比去年同期上升0.19个百分点，绝对水平维持高位；地方国企资产负债率为64.03%，比1-8月回升0.40个百分点，连续三个月保持上升态势，但仍然低于去年同期0.32个百分点。

图10：国有企业负债增速由降转升



图11：国有企业资产负债率走势



<sup>2</sup> 此处统计口径为国资委监管的企业，包括中央企业和地方国企。

数据来源：中诚信国际整理

数据来源：中诚信国际整理

附表：中诚信国际关于工业产业上、中、下游的划分

上游	中游	下游
煤炭开采和洗选业； 石油和天然气开采业； 黑色金属矿采选业； 有色金属矿采选业； 非金属矿采选业； 开采辅助活动； 其他采矿业	石油加工炼焦及核燃料加工业； 黑色金属冶炼及压延加工业； 有色金属冶炼及压延加工业； 化学原料及化学制品制造业； 化学纤维制造业； 非金属矿物制品业； 金属制品业； 通用设备制造业； 专用设备制造业； 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业； 仪器仪表制造业； 金属制品、机械和设备修理业 电气机械及器材制造业； 橡胶和塑料制品业； 废弃资源综合利用业； 计算机、通信和其他电子设备制造业	农副产品加工业； 食品制造业； 酒、饮料和精制茶制造业； 烟草制品业； 纺织服装、服饰业； 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业； 纺织业； 家具制造业； 印刷和记录媒介的复制业； 文教、工美、体育和娱乐用品制造业； 医药制造业； 汽车制造业； 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品； 造纸及纸制品业； 燃气生产和供应业； 水的生产和供应业； 电力、热力的生产和供应业