

## 宏观点评

### 从 PPI 上行可能性看库存周期演化路径——兼评 Q1 工业企业利润

**事件：**1-3 月全国规模以上工业企业利润总额同比下降 3.3%；国企同比下降 13.4%，民企增长 7.0%；1-3 月营业收入利润率为 5.31%，同比降低 0.58 个百分点；1-3 月产成品存货同比增长 0.3%，比 1-2 月降低 5.9 个百分点。

值得注意的是，自 2017 年 6 月开始，本轮去库时长已达 21 个月，超过以往去库平均时长，那么后续库存周期会如何演化，企业大概率将于何时补库？我们尝试从库存周期的运行逻辑、先验指标给出判断。

#### 核心观点：

1. 一季度企业利润回升，**应为年初地产投资保持高位、春节错月、增值税税率下调导致的“抢生产”效应、去年同期低基数、价格回升以及投资收益增加等因素所致**。值得注意的是，一季度私营企业反超国企利润增速，为近三年来的首次反超，表明去年下半年以来盘活民企的一系列举措逐渐“发威”。

2. 从 1996 年开始，我国共经历了 6 轮完整的库存周期，平均每轮周期的持续时长约为 38 个月（主动去库存 11 个月、被动去库存 8 个月、主动补库存 11 个月、被动补库存 8 个月）。2017 年 6 月以来进入第 7 轮库存周期，2018 年 11 月开始，库存下行速度快于销售增速，指向企业开始进入被动去库存阶段。

3. 在新一轮企业累库周期开启前，在宏观层面上应依次观察到产出缺口、商品价格、企业库存见底。**历史来看，PPI 同比走势与产成品存货走势基本一致，且前者领先后者约 4-6 个月左右。**

4. 随着一季度中美经济数据均超市场预期，加之油价短期走高，市场开始考量 PPI 上行风险。**站在当前时点，PPI 的上行风险点主要有三：一是国内地产施工进度；二是地缘政治风险对油价的扰动；三是国内环保督察、安全检查力度。**

- **地产施工：**在建面积增速的走高支撑施工增速，但“房住不炒”总基调制约地产施工增速上行斜率。
- **油价：**短期地缘政治风险可能推高油价，但下半年美国输油能力的提升将提高原油供给量，油价上行“破 80”难。
- **国内供给端扰动：**有可能掀起新一轮安全生产检查。化工、煤炭行业供给可能受到较大影响，从而对 PPI 形成向上拉动作用。

5. 综合看，今年 PPI 中枢水平可能高于年初预期，但难以出现快速上涨。后续需密切跟踪国内安全检查、环保督察的力度；若供给端的行政约束加码，PPI 的弹性会有所提升。库存周期运行方面，考虑到三季度末 PPI 同比增速可能达到年内低点，企业最早可能在四季度进入主动补库阶段。

**风险提示：**地产投资上行超预期；油价大幅上涨；国内安检力度超预期。

#### 作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 王梅邨

邮箱：wangmeili@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《美国一季度 GDP 超预期的表与里》2019-04-27
- 2、《政策思路的变与不变——逐句解读 4.19 政治局会议》2019-04-20
- 3、《一季度经济喜大于忧，是时候上修了么？》2019-04-17
- 4、《社融大超预期，经济和政策的节奏将怎么走？》2019-04-14
- 5、《通胀如期反弹，全年有惊无险——兼看减税是否拉低通胀？》2019-04-11



## 内容目录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 量价齐升带动企业利润回升，民营企业利润改善明显.....    | 3 |
| 企业转入被动去库阶段，最早可能于 4 季度开始补库 ..... | 4 |
| 如何理解库存周期.....                   | 4 |
| 当前库存周期所处阶段：被动去库存 .....          | 4 |
| 未来库存周期判断：关键在于 PPI 走势 .....      | 5 |
| 风险提示 .....                      | 8 |

## 图表目录

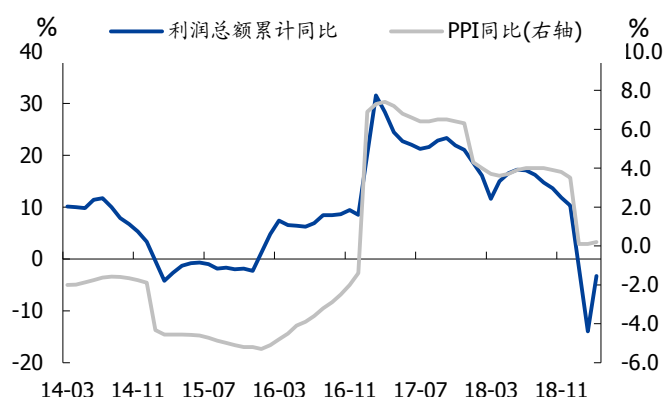
|                                                             |   |
|-------------------------------------------------------------|---|
| 图表 1: 3 月价格因素对利润增长的拉动比 1-2 月多 4.5 个百分点 .....                | 3 |
| 图表 2: 原材料工业生产增速大幅高于制成品 .....                                | 3 |
| 图表 3: 一季度末民营企业利润增速转正，时隔近 3 年首次反超国企利润增速 .....                | 3 |
| 图表 4: 工业企业产成品存货增速与 GDP 存货增速走势趋同 .....                       | 4 |
| 图表 5: 产成品存货累计增速和销售收入是判断库存周期所处状态的关键指标.....                   | 5 |
| 图表 6: 1996 年以来，我国共经历 6 轮完整的库存周期，当前正处于第 7 轮库存周期被动去库存阶段 ..... | 5 |
| 图表 7: 工业企业库存走势与 PPI 一致，且滞后于 PPI 的变化 .....                   | 6 |
| 图表 8: CRB 工业原料指数同比严格领先 PPI 同比 1-3 个月 .....                  | 6 |
| 图表 9: 在建面积增速的走高推升了地产施工增速.....                               | 7 |
| 图表 10: 美国三大核心页岩油生产区持续放量 .....                               | 7 |
| 图表 11: 3 月下旬以来 PTA 开工率有所回落.....                             | 8 |

## 量价齐升带动企业利润回升，民营企业利润改善明显

1-3 月份，全国规上工业企业利润总额同比下降 3.3%，降幅比 1-2 月份收窄 10.7 个百分点。3 月当月利润总额同比增长 13.9%，相较于 1-2 月 -14.0% 的增速明显回升，应为年初地产投资保持高位、春节错月、增值税税率下调导致的“抢生产”效应、去年同期低基数、价格回升以及投资收益增加等多种因素所致。

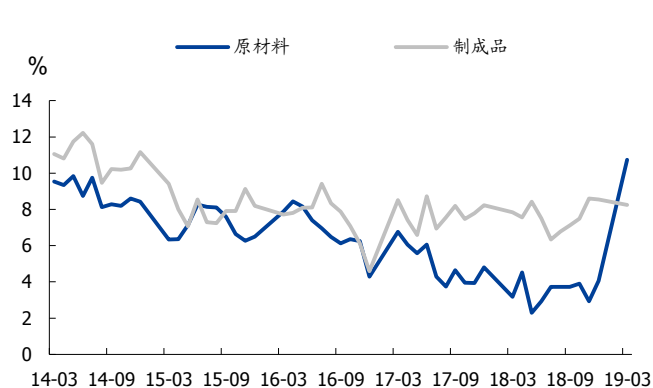
在前期报告《一季度经济喜大于忧，是时候上修了么？——兼评 1 季度经济数据 20190417》中，我们提示到 3 月份乃至整个一季度工业生产的超预期，一个重要的诱因可能在于减税的影响，企业在 3 月进行了“抢购原材料”，引发了上游原材料企业的“抢生产”。倾向于认为，随着减税措施落地，4 月份工业生产对企业营收的拉动作用会边际减弱，价格对利润的影响将更为显著。

图表 1: 3 月价格因素对利润增长的拉动比 1-2 月多 4.5 个百分点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

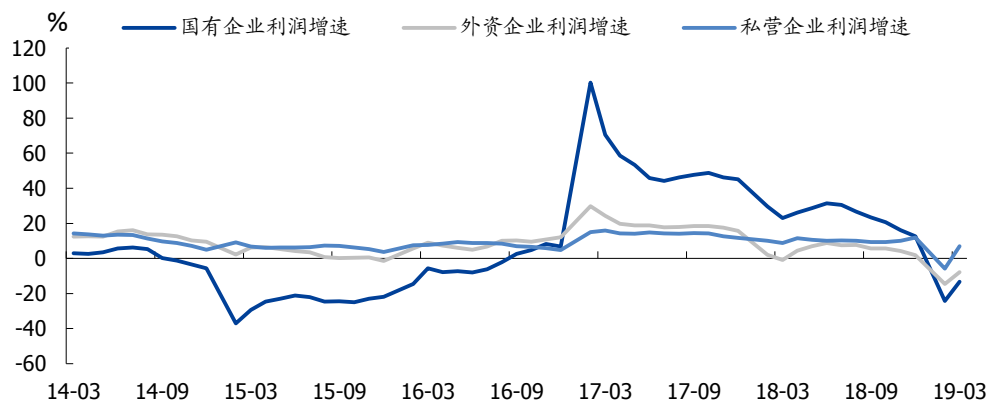
图表 2: 原材料工业生产增速大幅高于制成品



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从行业结构上来看，3 月汽车、石油加工、钢铁、化工等行业利润明显回暖，合计影响全部规模以上工业企业利润增速比 1-2 月份回升 12.8 个百分点。从不同企业类型来看，1-3 月国企利润同比下滑 -13.4%，外资企业同比下滑 -7.9%，而受益于减税降费、定向信贷支持等利好政策的影响，1-2 月民营企业利润增速为 -5.8%，跌幅低于国企利润增速（1-2 月国企利润增速为 -24.2%），为 2016 年 11 月以来首次超过国企利润增速。1-3 月民营企业利润增速回升至 7.0%，进一步拉大了与国企利润增速的差距。

图表 3: 一季度末民营企业利润增速转正，时隔近 3 年首次反超国企利润增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 企业转入被动去库阶段，最早可能于 4 季度开始补库

1-3 月工业企业产成品库存累计同比增长 0.3%，较 1-2 月份下滑 5.9 个百分点，创下 2016 年 11 月以来的新低，去库速度与 2016 年同期相近。自 2017 年 6 月开始，本轮去库时长已达 21 个月，超过以往去库平均时长，那么后续库存周期会如何演化，企业大概率将于何时补库？我们尝试从库存周期的运行逻辑、先验指标给出判断。

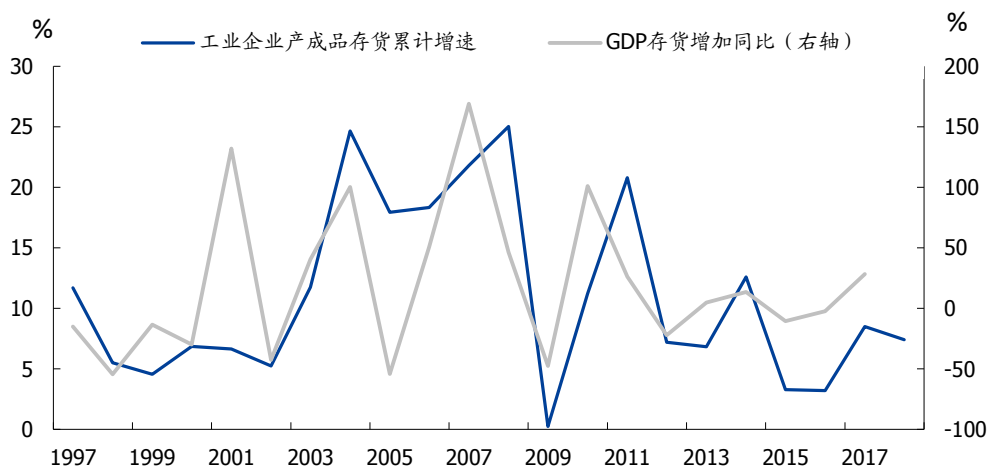
库存周期，又称为基钦周期，由美国经济学家约瑟夫·基钦于 1923 年提出，用于刻画厂商周期性调整库存的行为。根据企业营收增速和库存增速的状态，库存周期通常被划分为四个阶段：主动去库存、被动去库存、主动补库存、被动补库存。其背后的机理在于，当商品的当期供给-需求缺口扩大时，将最先消耗企业库存，并推动商品价格上行，企业从而加大生产力度进行补库，对应着库存周期“被动去库存”和“主动补库存”阶段；反之，当需求走弱时，当期供给逐步过剩，企业将减少生产量以削减库存，对应着库存周期“被动补库存”和“主动去库存”阶段。

### 如何理解库存周期

工业企业的库存状态是企业盈利预期与商品供需状态的集中反映，对于判断整体宏观经济状态有较为重要的参考价值。当企业进入被动去库存阶段时，可认为经济处于复苏状态；当企业开始主动补库时，则意味着经济可能即将步入过热状态；当企业被动补库存时，宏观经济通常已进入衰退初期；当企业主动去库存时，则往往预示着经济处于衰退后期。因此，可通过观察相对更为高频的库存指标判断经济走势。

国内一般用工业企业产成品存货同比增速这一指标来刻画企业库存变动情况，其对 GDP 资本形成总额中的存货增加项有较好的代表性。

图表 4：工业企业产成品存货增速与 GDP 存货增速走势趋同



资料来源：Wind，国盛证券研究所

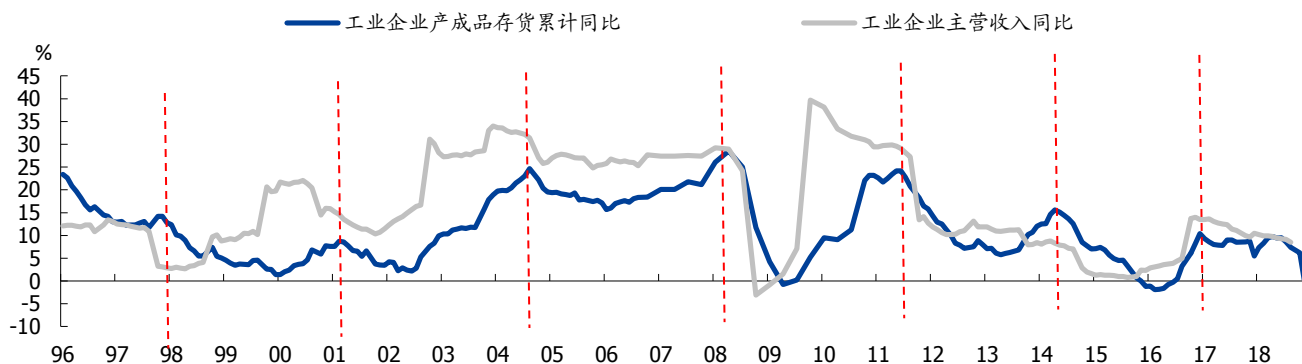
### 当前库存周期所处阶段：被动去库存

从 1996 年开始，我国共经历了 6 轮完整的库存周期，平均每轮周期的持续时长约为 38 个月（主动去库存 11 个月、被动去库存 8 个月、主动补库存 11 个月、被动补库存 8 个月）。从过往 6 轮国内库存周期来看，每一阶段的持续时长并无明显规律，主动去库存最

短仅有 5 个月，最长可达 17 个月；若以 2017 年 6 月作为新一轮去库存的起点，截止 2018 年 11 月，企业去库存时长已达 17 个月。

2017 年 5 月，第 6 轮库存周期补库存阶段结束，根据过往经验，随着企业营收增速的放缓，企业将进入主动去库存阶段。2017 年 6 月以来，工业产成品库存同比增速开始窄幅震荡。值得注意的是，此轮库存下行期，企业库存并未体现出趋势性的下行。这可能与供给侧改革期间，企业补库力度不及以往有关。2018 年 11 月开始，库存增速和销售收入增速之差再度缩小，主要原因是库存下行速度快于销售增速，指向企业开始进入被动去库存阶段。

图表 5：产成品存货累计增速和销售收入是判断库存周期所处状态的关键指标



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 6：1996 年以来，我国共经历 6 轮完整的库存周期，当前正处于第 7 轮库存周期被动去库存阶段

| 库存周期                  | 总时长 | 主动去库存   |         |      | 被动去库存   |         |      | 主动补库存   |         |      | 被动补库存   |         |      |
|-----------------------|-----|---------|---------|------|---------|---------|------|---------|---------|------|---------|---------|------|
|                       |     | 开始时间    | 截止时间    | 持续月数 | 开始时间    | 截止时间    | 持续月数 | 开始时间    | 截止时间    | 持续月数 | 开始时间    | 截止时间    | 持续月数 |
| 第1轮 (1998.02-2001.06) | 40  | 1998-02 | 1998-12 | 10   | 1999-01 | 2000-04 | 15   | 2000-05 | 2000-11 | 6    | 2000-12 | 2001-06 | 6    |
| 第2轮 (2001.07-2004.12) | 41  | 2001-07 | 2002-02 | 7    | 2002-03 | 2002-10 | 7    | 2002-11 | 2004-05 | 18   | 2004-06 | 2004-12 | 6    |
| 第3轮 (2005.01-2008.08) | 43  | 2005-01 | 2006-03 | 14   | 2006-04 | 2006-05 | 1    | 2006-06 | 2008-05 | 23   | 2008-06 | 2008-08 | 2    |
| 第4轮 (2008.09-2011.10) | 37  | 2008-09 | 2009-02 | 5    | 2009-03 | 2009-08 | 5    | 2009-09 | 2010-02 | 5    | 2010-03 | 2011-10 | 19   |
| 第5轮 (2011.11-2014.08) | 33  | 2011-11 | 2012-08 | 9    | 2012-09 | 2013-07 | 10   | 2013-08 | 2013-12 | 4    | 2014-01 | 2014-08 | 7    |
| 第6轮 (2014.09-2017.05) | 32  | 2014-09 | 2016-02 | 17   | 2016-03 | 2016-08 | 5    | 2016-09 | 2017-02 | 5    | 2017-03 | 2017-05 | 2    |
| 第7轮 (2017.06-?)       |     | 2017-06 | 2018-10 | 16   | 2018-11 |         |      |         |         |      |         |         |      |

来源：Wind，国盛证券研究所

## 未来库存周期判断：关键在于 PPI 走势

库存周期的经济学原理在于产出缺口作用于商品价格，从而影响厂商的库存投资决策。因此，一般而言，在新一轮企业累库周期开启前，在宏观层面上应依次观察到产出缺口、商品价格、企业库存见底。产出缺口无法直接观测到，且其测算结果又非常依赖于测算方法的选取；相反，商品价格由交易产生，是供需的集中反映，由于其具备透明性、及时性，能对库存周期的前瞻判断提供一定的参考价值。

PPI 统计了工业生产环节产品价格情况，其所代表品的行业销售额超过当年全国工业品销售总额的 70%，对整体工业品价格具有较高代表性，可作为预判库存周期走势的价格指标。历史来看，PPI 同比走势与产成品存货走势基本一致，且前者领先后者约 4-6 个月左右。因此，预判库存周期的关键在于对 PPI 的判断。



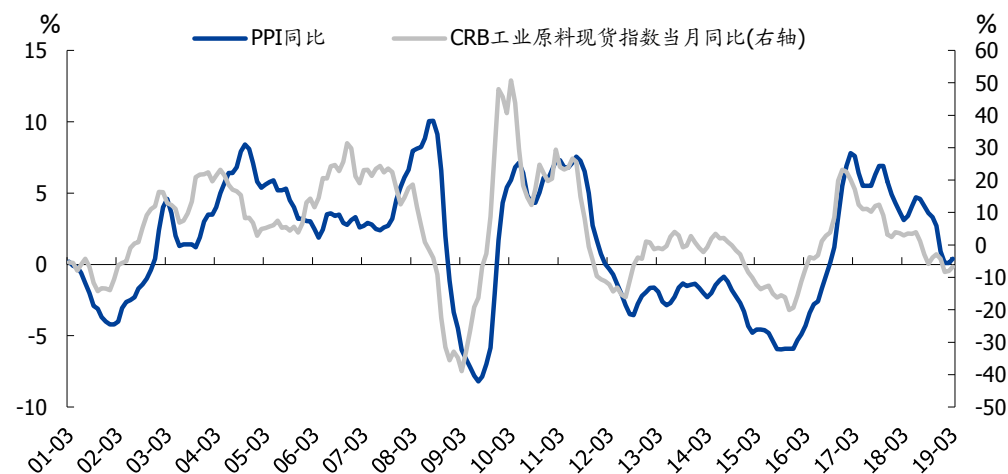
图表 7: 工业企业库存走势与 PPI 一致, 且滞后于 PPI 的变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

往后看, 随着一季度中美经济数据均超市场预期, 加之油价短期走高, 市场开始考量 PPI 上行风险。在前期通胀系列点评报告中, 我们提示到跟踪国内 PPI 走势的四个维度: 内外需变动情况、PPI 领先指标 (尤其是 CRB 工业原材料价格)、油价走势及国内环保限产力度。在此框架下, 我们判断, 在国内原材料价格走低、去年 PPI 高基数效应下, 年内 PPI 同比大概率转负; 但考虑到全球经济难以发生危机式衰退、国内逆周期对冲政策效应显现以及供给侧结构性改革使得工业企业成本端具有刚性, 今年大概率不会出现严重的工业通缩。

图表 8: CRB 工业原料指数同比严格领先 PPI 同比 1-3 个月



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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\\_12894](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12894)

