

经济回暖？言之过早

——解读几个有争议的指标

宏观深度

◆目前有观点认为制造业将反弹，带动整个经济回暖。主要逻辑包括中长期贷款亮眼、社融超预期、补库存在望、减税降费刺激投资、全球库存共振等。那么，如何解读这些数据？实际制造业情况到底如何？

◆勿高估制造业融资，因为新增贷款和社融可能受债务处置的影响。8月份以来中长期贷款持续改善，以服务业改善居多，尤其以环保公共设施管理等基建类行业为主，工业贷款反弹有限。8月份地方政府隐性债务置换开启，置换贷款不影响新增信贷和社融，但通过贷款置换城投债和非标等隐性债务影响新增贷款，置换非标中的融资租赁、基金子公司专户、券商资管计划等隐性债务影响社融。在一个假设的情景中，初步估算表明2019年3季度新增贷款中可能有7%左右用于债务置换，推高信贷增速0.2个百分点左右，社融增速可能被相应推高0.1个百分点，这个现象未来一段时间可能继续存在。

◆目前我国80%的行业还在去库存，支撑库存的需求也不强，库存周期何时开启、力度多大还有待观察。我国过去20年经历了6轮库存周期，其中前5轮补库存基本都由房地产、基建和外需等需求主导，需求驱动的补库力度强，时间长。2016年开启的库存周期是供给侧驱动，补库高度不高、时间较短、上中下游分化大。与2016年启动的库存周期相比，当前供给端的约束减弱，而受全球经济疲软与中美贸易摩擦、地产调控难松、基建回暖力度难强等因素影响，需求端动力不那么强，目前原材料、资本品、消费品、公用事业四大类行业均处于“坏”的主动去库阶段，31个工业行业中仅有6个处于“好”的补库/去库状态，新一轮补库谨慎乐观。

◆制造业增值税原实际负担可能低于名义值，所以调低增值税率对企业利润和投资的影响不宜高估。出口商品原本就免征增值税、小规模纳税人采用征收率、增值税税收优惠等因素导致了并不是所有商品都适用从16%到13%的增值税税率下调。上市公司数据显示有色金属、商贸零售、国防军工、石油石化、食品饮料等上游行业受益于增值税减税。减税降费对大公司投资可能有促进作用，但对小公司投资影响不明显，对投资的总体影响有限。热卷钢与螺纹钢价差处于相对低位也表明制造业可能仍较弱。

◆海外补库共振迹象不明。数据显示目前美国制造业需求仍处在探底阶段，批发商、零售商的销售也未见大幅好转，企业去库压力仍在。近期贸易摩擦缓和对我销售利润率边际上影响最大的行业是电子及通信设备制造业、家具制造业、文教体育用品制造业，后续要关注关税豁免带来的影响。总体而言，制造业反弹带动经济回暖言之过早，短期确定性比较强的还是基建发力，经济增速更关注“质”。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebsecn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513039
huangwenjing@ebsecn.com

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)
010-56513153
guoyb@ebsecn.com

周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)
021-52523803
zhouzipeng@ebsecn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)
021-52523805
dengqiaofeng@ebsecn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebsecn.com

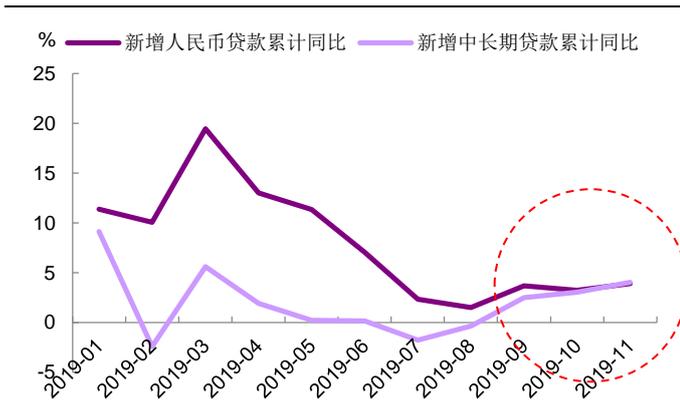
联系人

郑宇驰
021-52523807
zhengyc@ebsecn.com

制造业回暖?

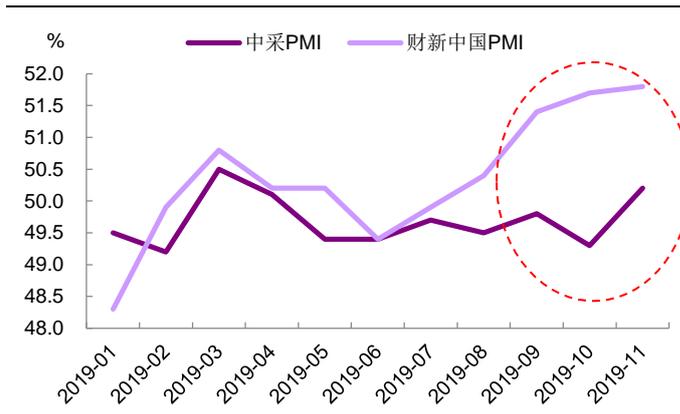
近期有观点认为制造业要回暖，主要逻辑是信贷、发电量、财新 PMI 等部分经济指标好转，而库存处于低位。比如，9 月份以来信贷增速反弹，其中中长期贷款强于短期贷款（图 1）；发电量同比增速在经过 7、8 月份的低迷后，9 月份以来开始企稳反弹；10 月份以来财新 PMI 反弹，11 月份中采 PMI 也好转（图 2）。到底如何解读这些数据呢？制造业是不是出现好转了呢？

图 1：中长期贷款增速企稳



资料来源：Wind

图 2：近期 PMI 走势

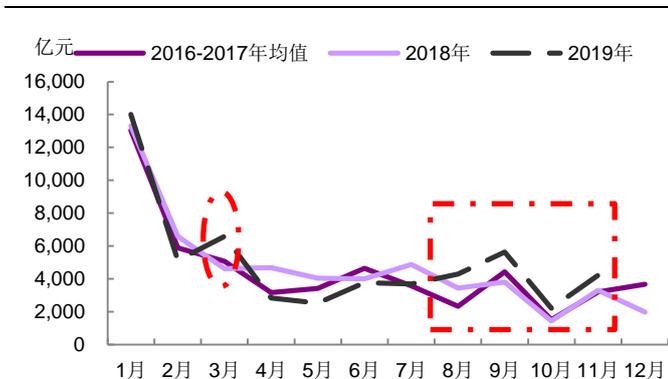


资料来源：Wind

勿高估制造业融资

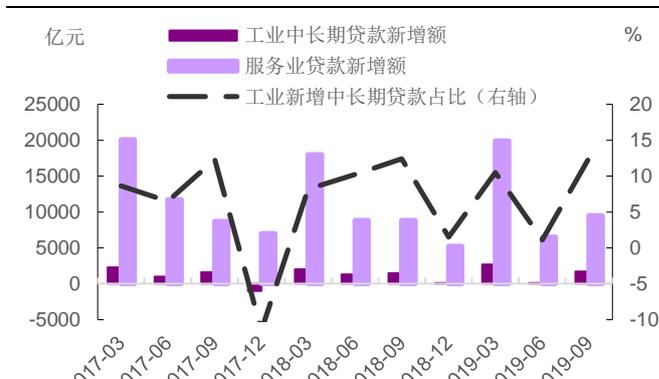
中长期贷款数据显示，今年 8 月份以来企业新增中长期贷款持续高于去年同期（图 3），但并不一定意味着制造业融资改善。从新增中长期贷款的行业分布看，服务业贷款改善更多，尤其是水利环保公共设施管理等基建类行业。而制造业在工业贷款存量中的占比仅有近 50%，占比相当的还有电力、燃气和水的生产和供应业（属于广义基建范畴），工业贷款并没出现显著的反弹（图 4）。

图 3：企业中长期贷款连续 4 月高于去年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：服务业贷款改善更多



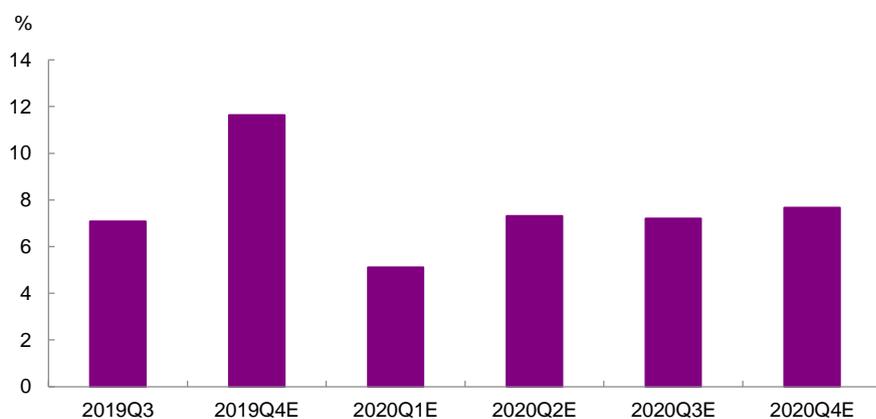
资料来源：Wind

近期地方政府隐性债务处置可能导致新增贷款和社融被高估。从 8 月份开始，部分商业银行可能开始通过发放中长期贷款的方式置换地方政府隐性

债务。地方政府隐性债务包括贷款、城投债、非标（信托贷款、委托贷款、融资租赁、基金子公司专户、券商定向资管计划等），置换贷款不影响新增信贷，如果债券被置换为贷款，那么贷款会上升，但不影响社融。但置换非标中的融资租赁、基金子公司专户、券商资管计划等隐性债务会影响社融，因为这些融资方式不在社融统计口径中。

我们不妨做如下假设：城投债到期的 20%、信托贷款投入基建部分到期的 50%、委托贷款投入基建部分到期的 50%、融资租赁投入基建部分到期的 50%、基金子公司专户投入基建部分到期的 50%，券商资管计划投入基建部分到期的 50% 为被银行贷款置换的隐性债务。在这些假设的基础上，再结合我们的预测，2019 年 3 季度新增贷款中置换债的规模约为 2800 亿左右，占新增贷款的 7.1%，未来几个季度新增置换贷款占总新增贷款的比重在 5%-12% 之间（图 5）。

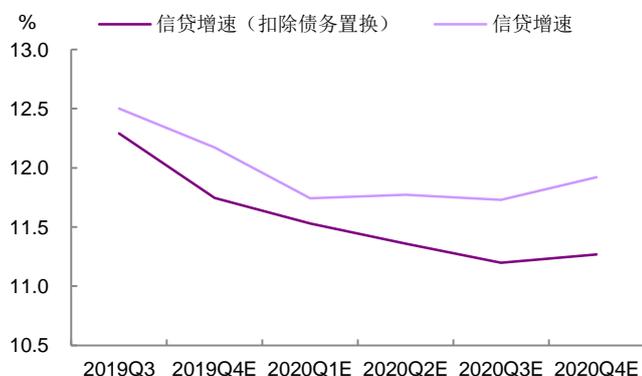
图 5：假设情景下，新增置换贷款占总新增贷款比重



资料来源：Wind，光大证券研究所估算

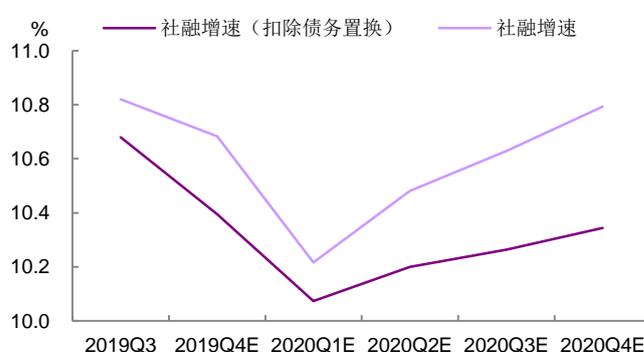
相应地，我们的初步估算表明，扣除债务置换后，三季度信贷增速比调整前可能低 0.2 个百分点（图 6），社融增速也可能比调整前低 0.1 个百分点（图 7），未来几个季度可能也存在这种情况。

图 6：扣除债务置换前后的信贷增速



资料来源：Wind，光大证券研究所估算

图 7：扣除债务置换前后的社融增速



资料来源：Wind，光大证券研究所估算

补库存存在望？

制造业是不是要开始补库存呢？不妨从库存周期的过程看看。库存周期一般会有四个阶段，但由于需求的强弱，补库存和去库存又分为被动和主动两种（如表1所示）。

表1：库存周期的四个阶段（由销售-库存的领先滞后关系划分）

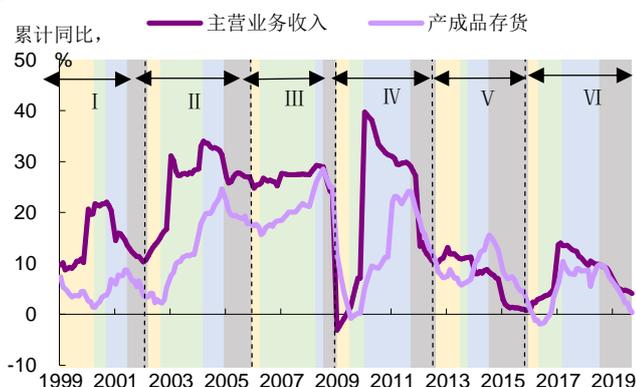
“好”的去库存 (被动去库存)	需求渐起，企业仍谨慎，库存去化，伴随价格上涨。销售上行，库存下行。
“好”的补库存 (主动补库存)	需求改善，企业渐乐观，库存回补，伴随价格上涨。销售上行，库存上行。
“坏”的补库存 (被动补库存)	需求下滑，企业仍乐观，库存积压，价格下跌。销售下行，库存上行。
“坏”的去库存 (主动去库存)	需求不好，企业较悲观，主动降价去库存。销售下行，库存下行。

资料来源：光大证券研究所整理

我国过去20年经历了6轮库存周期，其中前5轮补库存基本都由需求主导，需求端的三个驱动因素是房地产、基建和外需，比如，2002-2006年、2006-2009年（由外需WTO红利驱动）、2009-2013年（得益于地产和基建“四万亿”刺激），需求端驱动的补库，力度强，时间长（图8）。

而2016年开启的库存周期主要是供给端主导，即环保督查加去产能，导致供给出清，库存回补。需求端虽然有2009年后的第三轮需求刺激（地产放松、基建回暖、汽车刺激、外需共振），但由于金融周期已处高位，私人部门杠杆高企，金融风险较高，需求端对库存周期的拉动远不如前。本轮补库高度不高、时间较短（补库1年即结束）、上中下游分化大（图9）。

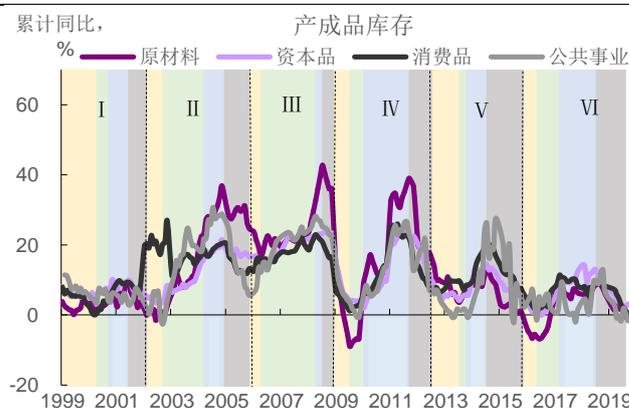
图8：库存周期仍处于主动去库阶段



资料来源：WIND

注：截至到2019年10月底，黄色是被动去库期，绿色是主动补库期，蓝色是被动补库期，灰色是主动去库期，四个阶段由收入和库存的关系划分。

图9：当前四大类行业都在主动去库阶段



资料来源：WIND

注：截至到2019年10月底，黄色是被动去库期，绿色是主动补库期，蓝色是被动补库期，灰色是主动去库期，四个阶段由收入和库存的关系划分。

往前看，我们对新一轮补库周期开启持谨慎乐观的态度。与2016年启动的库存周期相比，供给端的约束减弱，而受全球经济疲软与中美贸易摩擦、地产调控难松、基建回暖力度难强等因素影响，需求端动力不那么强。

实际上，目前原材料、资本品、消费品、公用事业四大类行业均处于“坏”的主动去库阶段，31个工业行业中仅有6个处于“好”的补库/去库状态，有22个处于第四个阶段（“坏”的去库存）（图10-11）。也就是说，多数

行业仍然在第四个阶段，要变成“好”的补库存（第二个阶段），至少还要经历第一个阶段（“好”的去库存），这个过程恐怕还有一段时间。因此，新的库存周期何时开启、补库力度多强还有待观察。

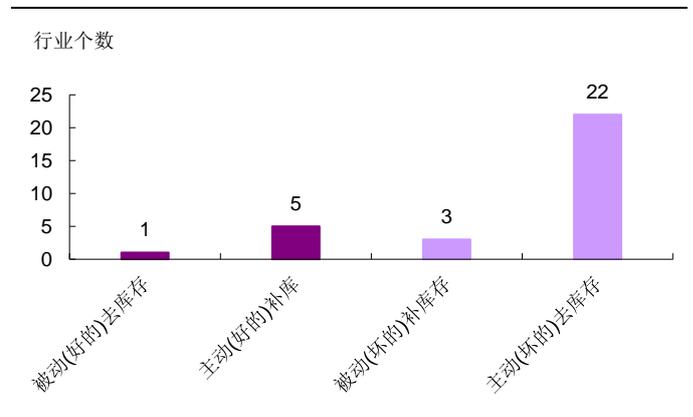
图 10：多数行业仍在“坏”的去库/补库阶段

库存周期阶段	行业	行业数
被动（好的）去库	金属制品及机械设备修理	1
主动（好的）补库	黑色金属采选、有色金属采选、农副食品加工、石油加工、酒饮料茶制造	5
被动（坏的）补库	医药制造、燃气、电力热力	3
主动（坏的）去库	煤炭采选、石油开采、食品制造、烟草制造、纺织、服装、家具、造纸、印刷、文教娱乐用品、化学制品、化纤、黑色金属冶炼、有色金属冶炼、金属制品、通用设备、专用设备、汽车、电气机械、计算机通信电子、仪器仪表、水生产供应	22
		25

资料来源：WIND，光大证券研究所。

注：数据截至 2019 年 10 月

图 11：31 个工业行业中仅有 6 个处于“好”的补库/去库状态



资料来源：WIND，光大证券研究所

注：数据截至 2019 年 10 月

减税降费未带动投资

根据官方预测，2019 年减税降费规模预计将达到 2.3 万亿¹，其中增值税减税规模预计就超过 1 万亿²，前三季度增值税改革新增减税 7035 亿元（其中，去年 5 月 1 日调整增值税税率翘尾减税 1184 亿元，今年深化增值税改革减税 5851 亿元）³。从实际情况来看，**增值税的实际税率可能没有名义税率那么高，也就是说现实中制造业所缴纳的增值税没有名义税率所显示的那么多，所以减税对制造业企业的利润支撑可能没有名义值显示的那么强劲。**

我们在 2019 年 10 月 19 日报告《增值税减税效果如何？》中使用了 PPI 和 PPIRM 之间的差异来衡量增值税减税的实际效果。由于 PPI 不含增值税，而 PPIRM 含增值税，如果简单地假设 PPI 和 PPIRM 代表的是大致相同的一篮子工业品⁴，那么在增值税税率下调之后，两者之间的差异就是增值税税率下调对厂商定价的实际影响。理论上，假设全部商品都适用于 16% 到 13% 的增值税税率下调，2019 年 4 月含税价和不含税价环比之间的差异应该是 2.6 个百分点（表 1）。

¹http://www.cs.com.cn/sylm/jsbd/201911/t20191122_6001561.html。

²<http://www.scio.gov.cn/32344/32345/39620/40124/index.htm#1>。

³http://www.gov.cn/shuju/2019-10/30/content_5446865.htm。

⁴两者的实际组成有所差异：工业生产者出厂价格统计调查 41 个工业行业大类，207 个工业行业中类，666 个工业行业小类的工业产品。根据我国工业企业产品的实际销售情况，从《统计用产品分类目录》中选定了 20000 多种工业产品，并将其划分为 1638 个基本分类。工业生产者购进价格调查项目由上述出厂调查目录的大部分和部分农副产品两部分组成，包括 10000 多种调查产品，确定为 981 个基本分类。

表 2：增值税减税对含税价和不含税价的理论最大影响

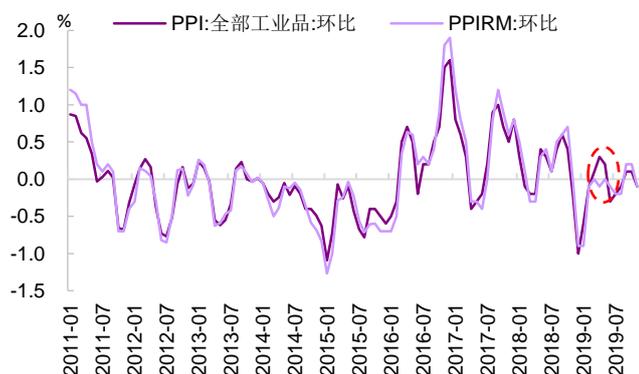
情形一	3月	4月	环比	差异
含税价	116	111.87	-3.6%	2.6个百分点
不含税价	100	99	-1%	
情形二	3月	4月	环比	差异
含税价	116	113	-2.6%	2.6个百分点
不含税价	100	100	0%	
情形三	3月	4月	环比	差异
含税价	116	114.13	-1.6%	2.6个百分点
不含税价	100	101	1%	

注：情形一、二、三分别代表不含税价下降、持平、上升

资料来源：光大证券研究所测算

2019年4月PPI、PPIRM环比分别为0.3%、-0.1%，两者只是相差0.4个百分点（图12），低于理论差异最大值。出口商品原本就免征增值税、小规模纳税人采用征收率、增值税税收优惠等因素可能导致并不是所有商品都适用从16%到13%的增值税税率下调。比如，从制造业的实际增值税负担⁵来看，2016年平均税率仅为8%，低于名义值（17%）（图13）。

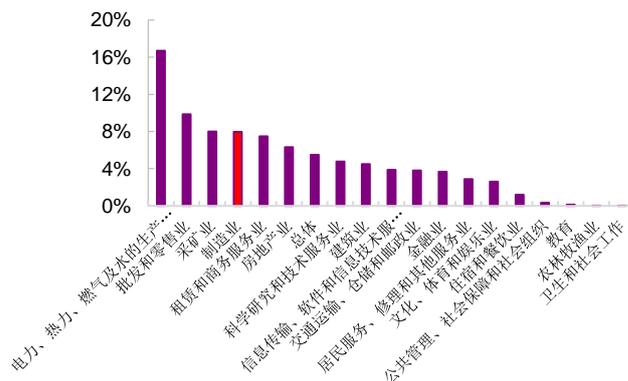
图 12：PPI 与 PPIRM 环比



资料来源：Wind

注：截至到2019年11月

图 13：2016 年各行业实际增值税负担



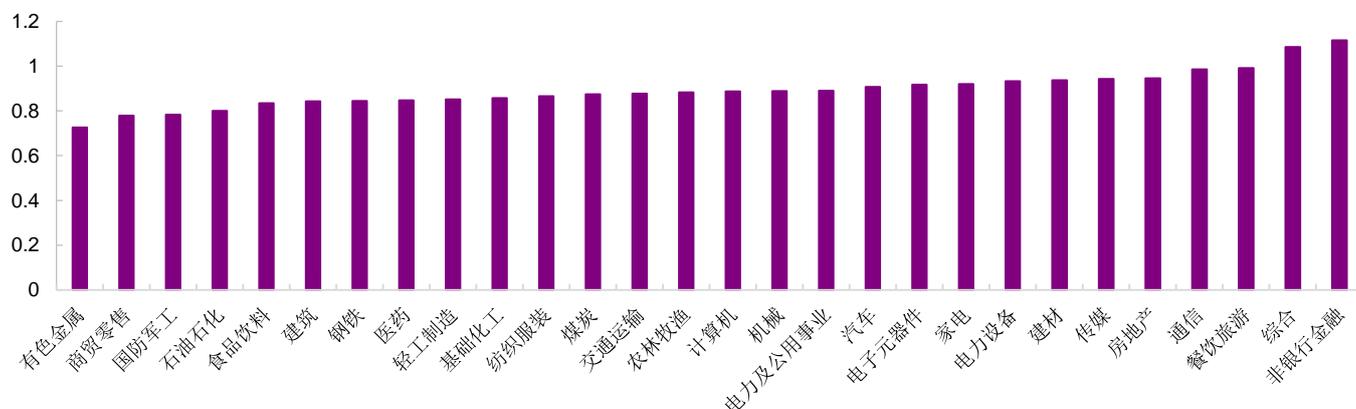
注：实际增值税负担=该行业实际上交增值税/该行业增加值

资料来源：Wind，《中国税务年鉴》，光大证券研究所计算

从行业来看，实际增值税税率下降更多的行业更偏向于上游。我们使用2019年中报和2018年中报实际增值税税率之比中位数⁶来观察增值税税率下调对各行业上市公司的影响。有色金属、商贸零售、国防军工、石油石化、食品饮料2019年中报和2018年中报实际增值税税率之比中位数较低（图14），最受益于增值税减税。这些行业更多偏向于上游，而下游制造业的实际增值税税率下降幅度相对较少，可能是由于下游行业有较多的出口，而出口本身就是免增值税的，因此不受增值税税率下调影响。

⁵详见2019年3月25日报告《减税如何影响物价？》。⁶具体参见2019年5月25日报告《减税降费：企业获得感有多强？——财政系列报告之七》。

图 14：2019 年中报和 2018 年中报实际增值税税率之比中位数

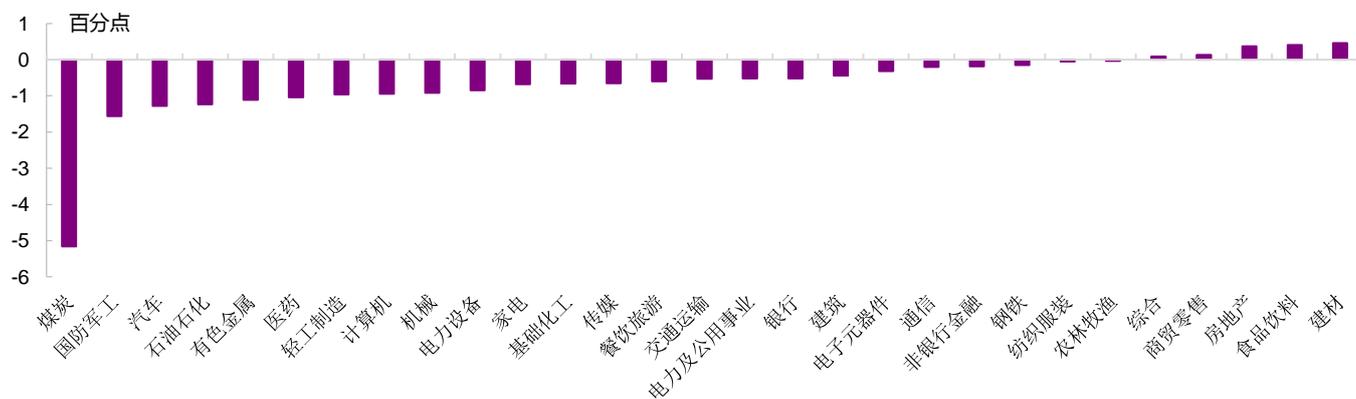


注：中信一级行业分类

资料来源：Wind，光大证券研究所

从 A 股上市公司总体减税降费效果来看，大部分行业的企业税负下降。我们使用 A 股上市公司支付的税费与经营活动现金流出小计之比来代表上市公司总体税费负担，发现 2019 年中报相对于 2018 年中报，29 个中信一级行业中有 24 个税负下降。其中，煤炭、国防军工、汽车支付的税费与经营活动现金流出小计之比中位数下降较多（图 15）。

图 15：A 股上市公司支付的税费与经营活动现金流出小计之比中位数变化（2019 年中报相对于 2018 年中报）

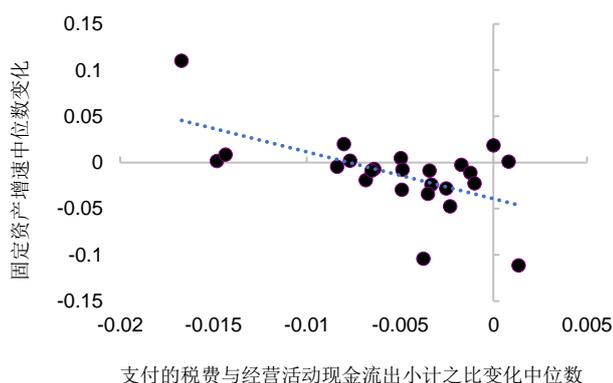


注：中信一级行业分类

资料来源：Wind，光大证券研究所

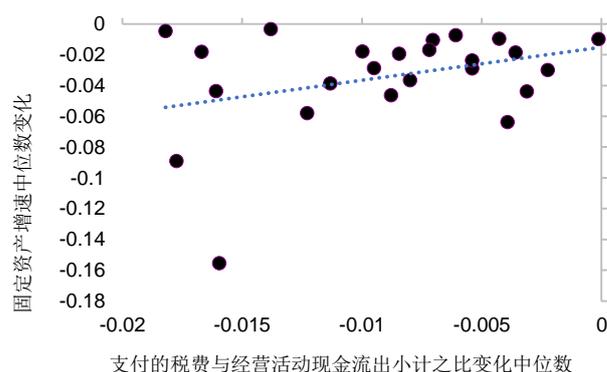
减税是否促进了投资？大公司和 small 公司之间似乎有所差异。我们分别比较了 A 股上市公司和新三板上市公司各行业 2019 年中报相对于 2018 年中报支付的税费与经营活动现金流出小计之比变化中位数与固定资产增速中位数变化，发现税负下降对 A 股上市公司的投资增速似乎有促进作用（图 16），但对于新三板上市公司正面作用则不明显（图 17）。

图 16: 税负与投资 (A 股上市公司)



注: 为 2019 年中报相对于 2018 年中报的差异
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 17: 税负与投资 (新三板上市公司)



注: 为 2019 年中报相对于 2018 年中报的差异
资料来源: Wind, 光大证券研究所

热卷钢与螺纹钢价差相对低位也可能表明制造业仍比较弱。从热轧卷板和螺纹钢之间的价差来看, 虽然近期有所上行, 但相对于历史水平仍然较低 (图 18)。由于螺纹钢主要用于房地产、基建等建筑相关行业, 而热轧卷板主要用于汽车、船舶等制造业, 热卷螺纹价差相对低位表明制造业相对于建筑相关行业仍然较弱。

图 18: 热卷钢螺纹钢价差



注: 数据截至 2019 年 12 月 12 日
资料来源: Wind, 光大证券研究所

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_8261



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>