



# 朱鹤：工业企业“去库存” 的表象与本质



## 意见领袖 | 中国金融四十人论坛

过去两个季度，工业企业面临的现实库存压力持续增加。其中，资本品部门库存压力要明显大于原材料和中间品部门以及消费品部门。

虽然面临更大的库存压力，资本品部门依然保持着明显更快的固定资产投资增速。在外需景气阶段，持续的产能扩张让中国企业可以更好抢占全球市场份额。但随着外需回落，已有产能需要找到新的需求出口，否则将逐渐积累库存压力。

未来外需持续回落或是大概率事件，如何给资本品部门找到新需求成为新的考验。增加投资需求特别是促进基建投资和房地产投资最为关键，因为这两个行业的投资对其他行业尤其是资本品部门的需求带动要远大于制造业投资。

由此，宏观政策重点依然应该放到“扩大基建投资、稳定房地产投资”两个领域。无论是从短期稳经济还是调结构的角度，现有的宏观政策仍有继续加码的必要性。



企业库存与产品价格、企业利润、生产决策和投资行为密切相关，其重要性不言而喻。在工业部门主导经济波动的情形下，工业企业的库存变化时常成为市场判断经济周期变化的重要信号。

过去一年，虽然中途偶有波折，中国经济一直在顽强复苏。随着海外央行持续加息，外需对中国经济的拉动作用正在减弱，国内需求对经济复苏的意义更加重要。

因此，全面深入考察工业企业部门的库存情况，厘清库存与其他财务指标和企业数据的内生联系，能够帮助我们理解当前工业部门的实际运行状况，把握当前经济所处的周期位置，为接下来更好促进宏观复苏提供有益的政策启示。

### 一、过去两个季度，工业企业面临的现实库存压力持续增加

我国统计局每月底会公布两个与库存有关的指标：库存和产成品库存。

如图 1 所示，2022 年 5 月以来，工业企业的库存和产成品库存同比增速都

在下降，其中库存同比增速自 2021 年 11 月就已经见顶回落。因此，单从这两个指标来看，工业企业确实存在“去库”的现象。但是，库存和产成品库存均为名义值，其变动会受到工业品价格变化的影响，进而可能会对判断企业库存变化的实际情况形成干扰。如图 2 所示，经 PPI 修正后的指标只有幅度变化，趋势没有改变，在过去两个季度同样表现出了去库存的趋势。

图 1 工业企业库存和产成品库存同比增速变化



数据来源: wind, 经作者自行处理

图 2 经 PPI 修正的工业企业库存和产成品库存变化



数据来源：wind，经作者自行处理

但是,上述观察存在三个无法绕开的问题。其一仍是价格扰动的问题,简单用 PPI 做修正无法更好区分部门内部的差异化特征。其二,工业企业指标经常受到样本变化的扰动,导致绝对值计算的同比增速与公布的同比增速存在差异,而两个增速各有意义。其三,也是最关键的一点,库存指标同比增速下降并不等于严格意义上的去库存,即库存本身下降。即使企

业库存本身在下降，也无法说明此时企业的库存压力在下降，而这种现实压力才是驱动企业调整库存的源动力。单纯看库存变化，无法很好识别企业的库存压力，也就没办法判断企业去库的动力是什么，即一般讨论中经常提到的“主动”和“被动”。我们应该避免从单一维度（库存变化本身）去观察工业部门的现状，并据此认定工业企业是否真的在去库存。

真正关键的不是库存增速的变化或库存本身的变化，而是库存与合意库存之间的差距。

从微观主体的决策机制出发，合意库存规模与销售状况密切相关。更高的销售增速就要有更高的库存规模支持，反之亦然。当然，合意库存是一个理念标准，无法直接观测，这与自然失业率和中性利率的概念类似。此处，我们可以借助营业收入来考察企业的实际库存状况，并结合变化趋势来间接判断其与合意库存水平的差距。

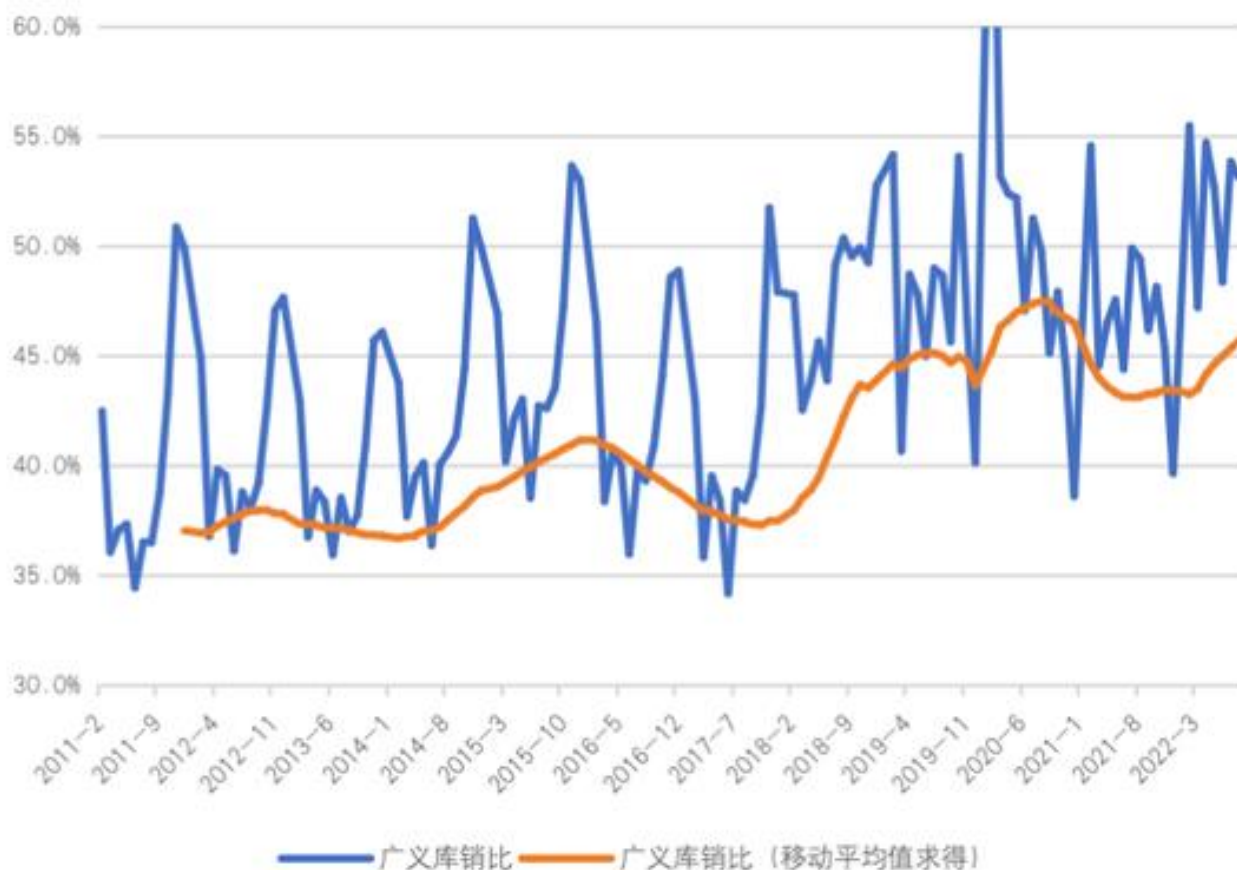
我们构建了“广义库销比”这样一个指标（ $\text{广义库销比} = \text{库存} / \text{当月营业收入}$ ；2017 年之前的营业收入数据用主营业务收入增速倒推得出；1-2 月的累计营业收入要除以 2），试图用它来反映企业的库存状况。

该指标的含义不言自明，且相对于单一维度的库存指标而言，广义库销比至少有两个优势：一是可以更好剔除价格变化对库存水平变化的影响，二是可以避免指标含义受样本调整的影响。同时，经过移动平均处理后的库存和营收数据计算出的广义库销比指标还可以较好避免季节效应的干扰，更容易反映趋势变化。

如 3 图所示，过去十年里，广义库销比反映出的工业企业库存变化，与当时的宏观经济状况均有较好的对应关系。例如，2014 年下半年到 2015 年宏观经济走弱时期，广义库销比也在持续上升。一些市场参与者可能对当时工业企业面临的普遍产能过剩问题和严峻的库存压力记忆犹新。同样，2020 年三季度开始，中国经济开始摆脱疫情初期的冲击并进入持续复苏阶段，广义库销比也在冲高之后快速回落，从趋势来看，一直延续到今年一季度。

今年二季度以来，我国工业企业的广义库销比开始持续上升，表明当前工业企业面临的库存压力是在增加而不是下降。换言之，产成品库存同比增速下降并不能说明工业企业真的在去库存，因为这种形式的库存调整只是同比意义上的回落，并没有缓解企业面临的库存压力。因此，工业企业虽然看起来是“主动”降库存，实际上是在越来越大的库存压力面前被动为之。

图 3 我国工业企业近十年的广义库销比变化



数据来源：wind，经作者自行处理

## 二、当前资本品部门的库存压力明显大于原材料和消费品部门

虽然工业企业部门的库存压力在增加，但这并不意味着所有工业行业的库存压力都在以均等的速度增加。工业部门内部存在着比较明显的结构性

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\\_47190](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47190)

