

# 旬度经济观察

## ——库存增加驱动 1 季度经济企稳

韦志超<sup>1</sup> 袁方(联系人)<sup>2</sup>

2019 年 4 月 21 日

### 内容提要

1 季度经济企稳、工业增加值大幅反弹，而投资和出口双双回落、消费轻微回升，我们倾向于认为增值税率调整导致的补库存是推升工业增加值和 GDP 的主要力量。

根据我们的测算，存货增加对 1 季度 GDP 和工业增加值的贡献分别约为 0.2 个百分点、0.6 个百分点，考虑到存货摆动难以持续，2 季度国内经济仍有回落压力。

2017 年年末以来全球经济景气度的下行主要集中在制造业和贸易相关的领域，中美贸易摩擦、国内去杠杆的持续发力或许是造成全球经济活动减速的重要原因。

目前中美达成一致协议的诉求逐步增强，国内去杠杆的纠偏在进一步深入，叠加大规模减税降费的落地，中国经济下半年有望企稳，届时全球经济的回落可能将进入尾声。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

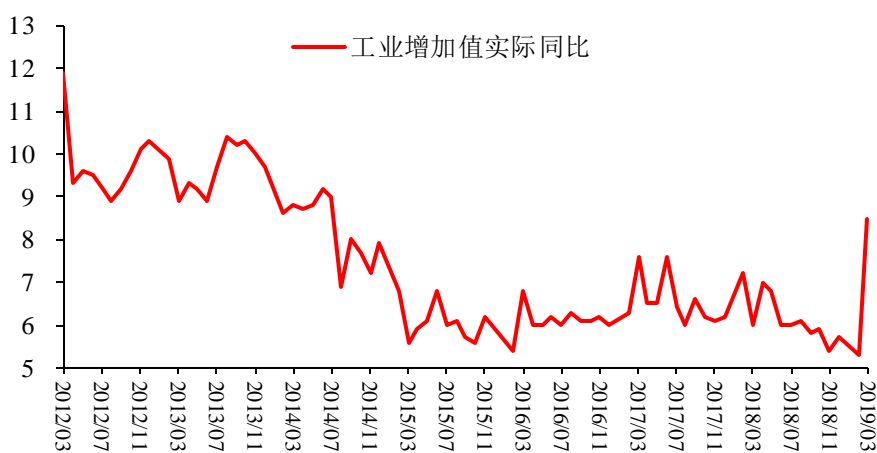
2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

## 一、补库存或是 1 季度经济企稳的主要力量

1 季度经济企稳，工业增加值大幅反弹，而从支出端分项来看，投资和出口双双回落，消费轻微回升，看起来支出端的数据难以完全解释经济的企稳以及工业增加值的反弹。

1 季度工业增加值的反弹主要贡献来自 3 月，3 月工业增加值增速相较 2 月回升 3.2 个百分点，这一幅度历史罕见。考虑到支出端的回暖温和，我们倾向于认为增值税率调整导致的补库存行为是推升 3 季度工业增加值的主因，也是驱动一季度经济企稳的主要力量。

图 1: 工业增加值同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

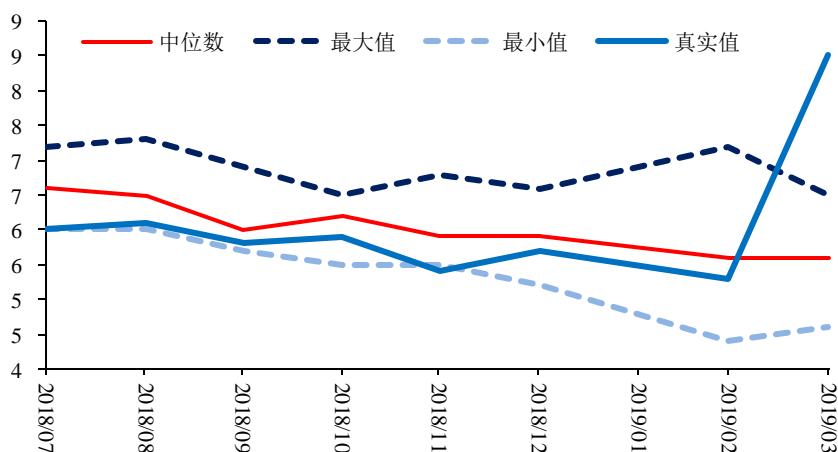
由于增值税率调整导致的库存摆动在下一季度会消退，进而会带来 GDP 和工业生产数据的回落，因此我们有必要大概匡算其对一季度工业生产和 GDP 的影响。

一个较为直接的办法是使用市场对工业增加值的预测作为基准，用 3 月真实值偏离预测区间的幅度来代表库存调整的影响。

我们假定市场机构在进行工业增加值预测时充分考虑了经济运行情况的变动、季节因素的扰动等诸多情况。事实上，以去年下半年至今年 2 月的情况来看，市场机构对工业增加值的预测整体偏差不大，真实值基本处于预测的最大值和最小值之间，预测的中位数与真实值的最大偏离为 0.6 个百分点，当然也可以发现预测值中位数相对真实值整体偏高，体现市场对经济的预期略微乐观。

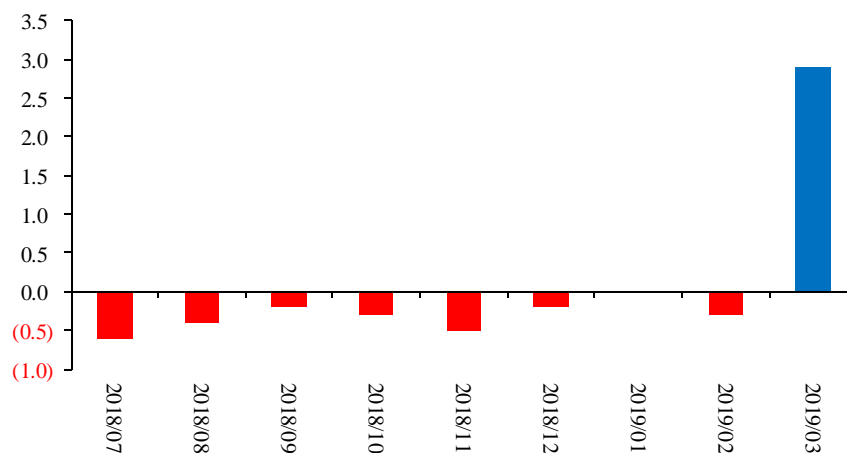
但今年 3 月份的工业增加值真实值远远超出预测值的上限，也远高于预测的中位数，这种罕见的偏离可能主要源于增值税率调整下补库存导致的生产反弹。我们用工业增加值的真实值超出最大预测值的部分，作为库存影响的估计，即 2 个百分点（如果用真实值对预测值中位数的超额偏离来测算，这一影响为 2.3 个百分点），也就是说 3 月 8.5% 的工业增加值增速中，剔除库存因素的增加值同比为 6.5%。

图2：工业增加值：预测值的中位数、最小值、最大值和真实值，%



数据来源：Wind，安信证券

图3: 工业增加值同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

另外一种测算库存影响的办法是研究 18 年增值税率变化带来库存调整的情况, 进而对 19 年的影响进行相应的推断。

今年 3 月两会公布从 4 月 1 日开始下调增值税率, 采掘、制造业等增值税率从 16% 下调至 13%, 交通运输、公用事业等增值税率从 10% 下调至 9%。而增税率的下调在去年也发生过, 不过幅度小于今年。2018 年 3 月 28 日国常会公布从当年 5 月 1 日起下调增值税率, 采掘、制造业等增值税率从 16% 下调至 13%, 交通运输、公用事业等增值税率从 11% 下调至 10%。

2018 年 4 月工业增加值为 7%, 较 3 月大幅回升 1 个百分点, 观察同期支出端的数据, 投资、消费、出口均在回落, 生产大幅走强而需求在回落, 这背后体现了补库存的影响, 当时除了有增值税率影响库存行为外, 可能还有 3 月两会时间较以往更长、4 月集中复工的影响。而观察 2010 年以来 4 月相对 3 月工业增加值的变化, 其均值水平为 -0.7 个百分点, 最大值为 0.4 个百分点, 如果我们认为去年两会对生产的影响与历史相比, 没有出现重大趋势变化的话, 那么 2018 年 4 月

工业增加值比 3 月多增加的 1 个百分点中，可能有 0.6 个百分点来自于库存的影响。

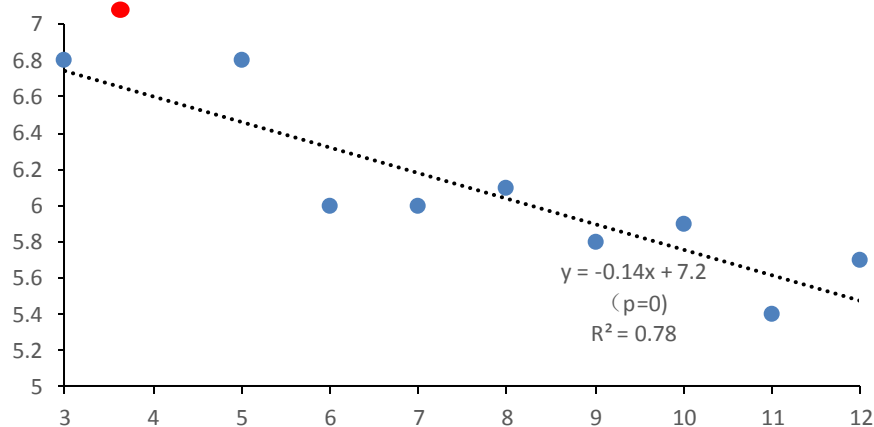
图4：历年 4 月相对 3 月工业增加值同比变化以及两会时间， %

	工业增加值4月-3月 (%)	两会开始	两会结束时间
2010	-0.3	3月3日	3月14日
2011	-1.4	3月3日	3月14日
2012	-2.6	3月3日	3月14日
2013	0.4	3月3日	3月17日
2014	-0.1	3月3日	3月13日
2015	0.3	3月3日	3月15日
2016	-0.8	3月3日	3月16日
2017	-1.1	3月3日	3月15日
平均	-0.7		
2018	1	3月3日	3月20日

数据来源：Wind，安信证券

此外还可以通过 2018 年全年的工业增加值进行拟合，通过拟合值和真实值的差来衡量库存调整的影响。不难发现，如果按照去年正常的趋势，4 月份的工业增加值为 6.6%，而其实际值为 7%，可以大概推断其中有 0.4 个百分点来自于库存的影响，这与之前的估计结果差别不大。

图5：2018 年每月工业增加值同比， %



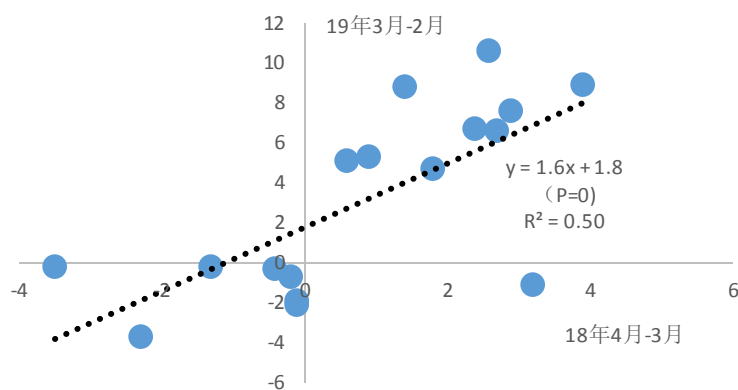
数据来源：Wind，安信证券

3月使用 1-3 月累计同比

如果我们保守估计 2018 年 4 月相对 3 月的增加值中有 0.4 个百分点来自增值税率调整导致补库存的影响, 那么由于今年增值税率的下调幅度是去年的 3 倍 (16% 的这一档覆盖的行业最多), 理应今年工业增加值的变动幅度更大。

这在行业层面也有明确的体现, 由于今年 3 月行业层面工业增加值数据尚未全面公布, 我们用行业层面已有的 3 月-2 月的数据和去年行业层面 4 月-3 月的工业增加值数据做散点图 (见图 6), 发现两者相关性较强。

图6: 工业增加值 19年3月-2月 V.S. 18年4月-3月, %



数据来源: Wind, 安信证券

回归所得的方程式也有贴合现实的经济意义, 去年由于增值税调整多生产 1 个百分点, 对应今年会多生产 3.4 个百分点, 这一幅度略微超过了增值税下降的幅度 (增值税率由下降 1 个百分点变成下降 3 个百分点)。这或许表明, 在增值税率降幅较小时, 厂商调整存货的意愿可能偏低, 而随着增值税率降幅的增加, 厂商调整存货的意愿快速上升。

我们假定 2018 年 4 月相较 3 月工业增加值的上升中存货的影响为 0.4 个百分点, 那么代入到回归方程式中, 2019 年 3 月工业增加值中存货影响为 2.4 百分点。这和方法 1 中估计的 2 个百分点水平接近。

合并考虑两种方法的估计结果，增值税率调整带来的补存货行为对今年 3 月工业增加值的影响为 2 个百分点左右，对整个 1 季度工业增加值的影响为 0.6 个百分点，因此剔除存货影响的 1 季度工业增加值为 5.9%；对应的存货增加对 1 季度 GDP 的贡献为 0.2 个百分点，如果不考虑存货变动对经济的影响，1 季度实际 GDP 为 6.2%，较去年 4 季度回落 0.2 个百分点。

由于 4 月 1 日增值税率正式施行后，提前补存货的行为将趋于消失，假定 2 季度经济的整体情况与 1 季度持平，那么由于存货影响的消失，会使 2 季度的 GDP 大约轻微下滑 0.2 个百分点，这种可能性是不低的。

年初以来，随着社融增速的企稳回升以及大规模减税降费政策的落地，市场对经济的预期逐步乐观，从 1 季度的数据来看，经济需求端有改善的迹象但尚不明显，需求端的企稳可能仍需等待，或许这一情形在下半年会出现。

## 二、全球经济的回落或许在进入尾声

2017 年年末以来全球经济景气度持续下行，而观察其中的分项，全球服务业维持高位，经济的下行主要集中在制造业和贸易相关的领域，中美贸易摩擦、国内去杠杆的持续发力或许是造成全球经济活动减速的重要原因。

**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\\_12982](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12982)

