

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 14日中美经贸谈判重启, 海外风险事件频发》2019.02
- 2 《宏观: 美国贸易“三巨头”的貌合神离》2019.01
- 3 《宏观: 联储预计按兵不动, 中美谈判认知或仍存差距》2019.01

增值税率下调对 PPI 影响几何?

核心观点:

增值税率下调后, 企业是否降价将影响 PPI, 而这取决于其对下游的议价能力。我们依据应收账款周转率和行业集中度判断行业议价能力, 若企业议价能力较强, 极端情况下企业不降价, 若议价能力较弱, 极端情况下, 适用 16% 税率的行业完全降价时, 降价幅度为 2.59%。我们依据议价能力对各行业设定相应的降价假设, 经测算, 增值税率降低对 PPI 同比增速全年中枢的负向影响约 0.6-0.9 个百分点。但考虑到环保因素对 PPI 扰动更大, 1% 以内的 PPI 测算结果暂不影响对全年 PPI 的判断。

增值税率降低后企业不含税价的调整影响盈利, 含税价的调整影响 PPI

一般情况下, 当增值税税率变化时, 企业可以将增值税税负进行转嫁, 如果税率降低, 含税价格不变的情况下, 其盈利会有所增长。然而, 并非所有企业都能保持含税价格不变进而企业自身完全享受减税带来的效益, 企业是否降价主要取决于其对下游的议价能力。总体看, 由于增值税金额不计入企业营业成本、收入, 增值税率降低后, 企业盈利主要受其不含税价调整的影响, 而 PPI 主要受含税价调整的影响。

增值税率降低后, 若不含税卖价不变, 含税卖价将相应下降

增值税率下调后, 若企业对其下游的议价能力强, 极端情况下, 企业可以不降低含税价 A, 则计入企业收入的不含税价会随着增值税率的下调而增加, 进而增加企业利润。若企业对其下游议价能力弱, 企业会随着增值税率的调整同步下调含税价, 则不含税价增幅相比强议价能力的情形将有所降低, 极端情况下, 如果企业未保留任何增值税率下调带来的盈利, 全部通过降价让利给下游, 对于适用 16% 税率的行业, 不含税价 $A/1.16$ 保持不变, 含税价格则降低为 $(A/1.16) \times 1.13$, 降幅为 2.59%; 对于适用 10% 税率的行业, 价格的降幅为 0.91%。

行业议价能力的判定: 主要依据应收账款周转率作为判断标准

研究增值税率调整对 PPI 的影响, 仅需区分不同行业对其下游的议价能力, 价格主要关注含税卖价。我们使用应收账款周转率指标做判定, 并辅助使用行业集中度指标 (上市公司营收 CR4) 及行业经营特征对相关行业做调整。应收账款周转率越低, 说明行业内企业的应收账款周转天数越多, 周转压力越大, 则企业对其下游的议价能力越弱。因此我们主要依据应收账款周转率衡量行业的议价能力, 但也依据行业集中度及经营特征对部分行业作出调整, 比如, 公共事业设定为不调价, 汽车制造业设定为完全降价。

增值税率下调对 PPI 环比增速影响测算

我们将工业的 41 个子行业按照应收账款周转率数据的 20% 分位数分为 5 组, 假设处于最高分位数区间的行业完全不降价, 处于第二个 20% 分位数区间的行业降低含税卖价, 降幅为 $2.59\% \times 20\%$, 依次, 处于最低 20% 分位数的行业降价幅度为 $2.59\% \times 80\%$, 部分特殊行业做单独处理。对各行业价格调整幅度加权平均得到全行业 PPI 的变动幅度为 -1.19%, 我们提示本数据为一个时点的降价行为带来的价格环比变动, 需通过环比推同比的方法得到 PPI 同比的变动幅度。

增值税率下调对今年 PPI 全年中枢的负面影响约为 0.6-0.9 个百分点

假设 4 月 1 日增值税率调整后, 各行业用 1、3、6 个月的时间完成全部价格下调, 则 -1.19% 的 PPI 环比降幅将分别体现在 4 月、4-6 月和 4-9 月的 PPI 环比预测值中。我们依次在原 PPI 各月环比增速预测值的基础上进行调整, 计算得到 PPI 同比增速, 我们的测算结果显示, 三种情形下, 增值税率调整对 PPI 中枢的影响分别为 -0.89、-0.79 和 -0.64 个百分点, 考虑到假设的极端性和误差, 我们认为, 增值税率调整对 2019 年 PPI 中枢的负向影响幅度约在 0.6-0.9 个百分点之间。但考虑到环保因素对 PPI 扰动更大, 1% 以内的 PPI 测算结果暂不影响对全年 PPI 的判断。

风险提示: 需求侧因素超预期上行, 或环保限产趋严使得 PPI 环比改善幅度较大, 增值税率下调对 PPI 的影响被弱化。

增值税率降低后企业含税价的调整将影响 PPI

2019年国务院政府工作报告提出将制造业等现行16%的增值税税率降至13%，将建筑业等行业现行10%的税率降至9%，保持6%一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增。

当前我国积极的财政政策更加强调“质”，即通过减税降费激发企业活力，因此，我们认为国家降低企业增值税率的主要目的在于增加企业利润，提高利润率，促发经济内生性增长动力。我们在政府工作报告点评《企业民生为本，人民币资产重估》中作了近似估计，预计全年减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿元，其中最大的两项措施一是降低增值税率，我们预计减税规模在5000-6000亿左右；二是下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，预计降费规模可能在4000-7000亿左右。

增值税率下调后，企业在降价与盈利留存中权衡，核心取决于其议价能力

增值税是以商品（含应税劳务）在流转过程中产生的增值额作为计税依据而征收的一种流转税。增值税属于间接税，理论上，当增值税抵扣链条完整时，企业所缴纳的增值税款会直接由下游客户承担，最终消费者为税负的实际承担者。这意味着，当增值税税率变化时，企业可以将增值税税负进行转嫁，如果税率降低，含税价格不变的情况下，其盈利会有所增长。然而，并非所有企业都能保持含税价格不变进而行业自身完全享受减税带来的效益，这取决于行业的议价能力，或者说产品的需求价格弹性。随着增值税税率的下降，高需求价格弹性的企业往往更倾向于降价以争取更多的市场份额。因此，我们要研究的是增值税率下调后，企业在调降价格让利下游、不调价格以使自身留存收益之间的权衡。由于增值税金额并不计入企业营业成本、收入，因此增值税率降低后企业盈利主要受企业不含税价调整的影响，而PPI主要受含税价调整的影响。比如，如果一个行业的企业与下游所签订的销售合同是以固定的不含税价为基础的，那么若税率降低后，企业下调含税价格，由1.16倍的不含税价相应降为1.13倍的不含税价，产成品价格出现了降低。

我们以一个案例来解释增值税率下调对企业产品价格及盈利影响的不同情况。如果企业采购原材料一批，收到的增值税专用发票上注明的货款为100万元，增值税为16万元，即是只是100万元记到企业的原材料中，原材料在期末会转入营业成本。会计处理如下：

借：原材料 100万元
 应交税费——应交增值税（进项税额） 16万元
 贷：银行存款 116万元

同理，企业出售一批商品，价格是200万元，按照16%的税率，需要缴纳32万元增值税，但是这里面只是200万元计入到企业的营业收入中，增值税在应交增值税项下核算。会计处理如下：

借：银行存款 232万
 贷：营业收入 200万
 应交税费——应交增值税（销项税额） 32万

增值税是价外税，客户在购买商品时，一些采购部门往往由于“价内税错觉”仍然关注总价，而不是把价款和增值税分开来比较性价比，因此增值税研究中需区分含税价和不含税价，计入企业报表的是不含税价，PPI为含税价的概念。在上述例子中，232万的产品是含税价，如果增值税率调整，在232万基础上，是否调整价格，会对企业收益和PPI带来不同的影响。

假设增值税率下调后，产品的含税卖价不变的情况下，则企业的

$$\text{营业收入} = \frac{\text{商品营业额}}{1 + \text{增值税率}}$$

如果增值税率从16%改为13%，营业收入的变化如下

$$\text{营业收入增加值} = \frac{\text{商品营业额}}{1 + 13\%} - \frac{\text{商品营业额}}{1 + 16\%}$$

$$= \text{原营业收入} \times \left(\frac{1+16\%}{1+13\%} - 1 \right)$$

对于营业成本，采取类似的方法：

$$\text{营业成本} = \frac{\text{原材料采购额}}{1+\text{增值税率}}$$

如果增值税率从 16% 改为 13%，营业成本的变化如下

$$\begin{aligned} \text{营业成本增加值} &= \frac{\text{原材料采购额}}{1+13\%} - \frac{\text{原材料采购额}}{1+16\%} \\ &= \text{原营业成本} \times \left(\frac{1+16\%}{1+13\%} - 1 \right) \end{aligned}$$

即，利润总额增加值 = 营业收入增加值 - 营业成本增加值

但上述计算也存在一定误差，营业成本中有部分不能被进项抵扣，所以真实的营业成本增加值需要上述的计算结果乘一个小于 1 的比例，我们上述的计算会在一定程度上高估营业成本，进而低估了利润的增加值。

由此，如果 16% 税率降低至 13%，（1）如果不降价，那么营业收入的计入金额就变成了 $(232/(1+13\%)) = 205.3$ 万元，营业收入相比此前的 200 万元增长了 2.65%，（2）假如企业降价 1 万元，营业收入变成了 231 万，那么营业收入计入金额是 $(231/(1+13\%)) = 204.42$ 万元，相比 200 万元增长 2.21%。降价使得企业盈利的增幅降低。

由此可见，短期内（长期降价可能带来更高需求，带动销量、收入、利润的增长，弥补短期让利），如果增值税率降低，企业不降价，可享受更高的利润涨幅 2.65%，如果企业降价，会使得利润涨幅有所降低，即增值税率降低带来的总盈利被企业在自身和下游企业盈利之间进行了分配，在这个过程中，降价的过程就是 PPI 变化的过程，因此降价的幅度是我们关心的。

增值税率降低后，若不含税卖价不变，含税卖价将相应下降

PPI 是工业品出厂价格指数，因此我们的研究针对工业行业及其产成品价格。工业行业中，仅燃气、水行业采用的是 10% 增值税率，本次调降为 9%，采矿业、制造业、电力热力行业均适用的是 16% 税率降至 13%，因此我们将两类行业分别处理。

首先，对于采矿、制造业、电力热力行业，假设在降低增值税率前，企业的含税价是 A，则其不含税价为 $A/(1+16\%)$ 。极端情况下，如果行业对下游的议价能力特别强，那么增值税率下调后，企业可以不降低含税价 A，那么计入企业收入的不含税价会随着增值税率的下调而增加，进而增加企业利润。若企业对下游的议价能力弱，那么企业会随着增值税率的调整同步下调含税价，使得不含税价增幅减小，同样考虑极端情况，如果企业未保留任何增值税率下调带来的盈利，全部通过降价让利给下游，那么不含税价 $A/(1+16\%)$ 是保持不变的，含税价格则降低为 $(A/(1+16\%)) \times (1+13\%)$ ，相比税率下调前的 A，降幅为 $1 - (1+13\%)/(1+16\%) = 2.59\%$ 。

同理，对于燃气、水行业，议价能力弱、降价的极端情况下，价格的降幅为 $1 - (1+9\%)/(1+10\%) = 0.91\%$ 。

行业议价能力的判定：主要依据应收账款周转率作为判断标准

实际上，企业依据其对上、下游的议价能力强弱可分为四种情形：情形 1、对上游议价能力强、对下游议价能力强；情形 2、对上游议价能力强、对下游议价能力弱；情形 3、对上游议价能力弱、对下游议价能力强；情形 4、对上游议价能力弱、对下游议价能力弱。

如果我们研究议价能力对企业盈利的影响，需综合判断成本端和收入端的影响，价格主要关注不含税的买价和卖价。若行业相对其上游议价能力较强，其不含税买价可保持不变；若行业相对其上游议价能力较弱，其不含税买价往往面临提高。举例说明，若税率降低之前，不含税买价为 X，此时含税买价为 1.16X，如果行业议价能力较强，其上游行业将给予让利，税率降低后，将含税买价相应调整为 1.13X，即保证不含税买价不变；但若行业相比其上游行业议价能力较弱，则上游行业往往保持 1.16X 的含税买价不变，此时不含税买价变为 $1.16X/1.13=1.027X$ ，即行业成本提高。同理，若行业对其下游行业议价能力较强，则不含税卖价可升高，若议价能力较弱，则不含税卖价不变。据此，我们将成本、收入受到的影响汇总，得到了四种情形下的企业盈利变化（见下表）。

如果我们研究增值税率调整对 PPI 的影响，仅需区分不同行业对其下游的议价能力，价格主要关注含税卖价。假设税率降低之前，企业的不含税卖价为 Y，含税卖价为 1.16Y，税率降低后，若行业对其下游议价能力较强，其含税卖价可维持不变，无需随税率降低而下调价格；但若议价能力较弱，行业内企业往往会下调含税卖价，最高可能调降为 1.13Y，即将税率降低的收益全部让利下游。

图表1：企业议价能力分类

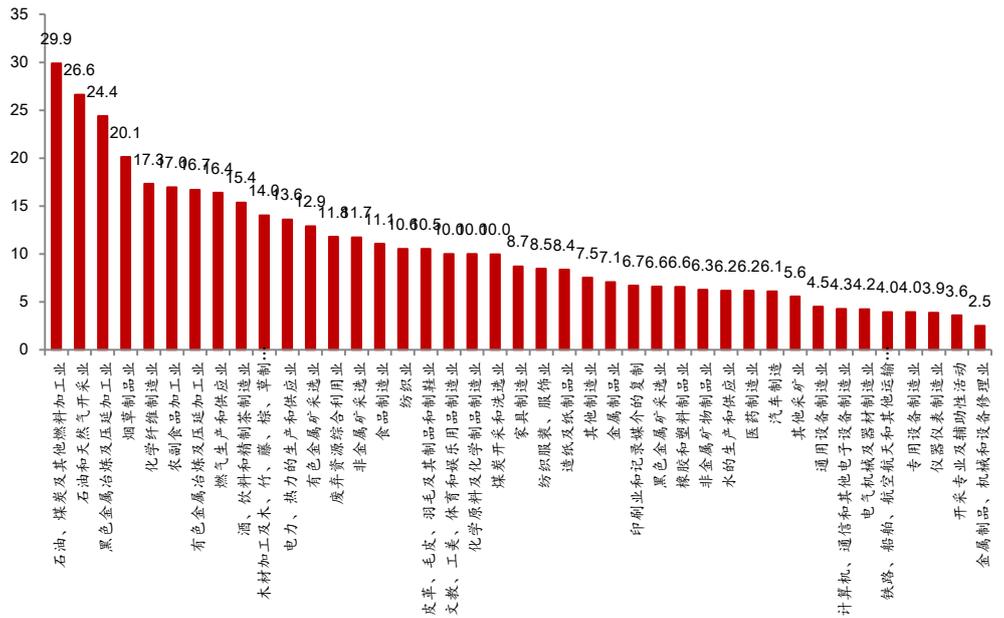
	对企业盈利的影响					对 PPI 的影响		典型行业
	对上游议价能力	对下游议价能力	不含税买价	不含税卖价	企业盈利	含税买价	含税卖价	
情形 1	强	强	不变	升	升，幅度较强	降	不变	采矿 水泥 食品饮料制造
情形 2	强	弱	不变	不变	不变	降	降	
情形 3	弱	强	升	升	升，但幅度稍弱	不变	不变	家具制造 造纸
情形 4	弱	弱	升	不变	降	不变	降	钢铁 汽车

资料来源：Wind，华泰证券研究所

如何衡量行业的议价能力？我们主要使用应收账款周转率指标做判定，并辅助使用行业集中度指标（行业内上市公司营收 CR4）及行业经营特征对相关行业做调整。

应收账款周转率越低，说明行业内企业的应收账款周转天数越多，周转压力越大，则企业对其下游行业的议价能力越弱。统计局国民经济行业分类中，工业下分 41 个大类子行业（采矿业 7 个，制造业 31 个，电力热力燃气水的生产供应业 3 个），由于应收账款周转率数据缺失，我们使用公式： $2018 \text{ 年营业收入} / ((2017 \text{ 年应收账款} + 2018 \text{ 年应收账款}) / 2)$ 做近似计算，并得到行业排序初步结果，代表行业对下游的议价能力由强到弱。

图表2：工业41个大类子行业应收账款周转率排序（2018年）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们计算各行业上市公司营收集中度 CR4，并结合行业特征作为辅助验证，对部分行业的议价能力判断作出调整。比如，黑色金属冶炼及压延加工业 CR4 约为 41%（2018 年三季度），行业集中度较低，我们认为其实际议价能力较弱；采矿业作为上游行业，议价能力普遍较强，我们将黑色金属矿采选业和其他采矿业均设定为不调价；非金属矿物制品业（水泥）区域集中度较高，且考虑到区域内企业协同，其对下游经销商或工程企业议价能力较强，调整为不调价；公共事业行业一般是行政定价，我们也均设定为不调价；有色金属冶炼及压延加工业设定为不调价，原因在于有色品种主要是全球定价，国内政策影响较小，增值税率的调整对主流的金属品种扣税后价格不会产生显著影响；食品制造业和食品加工业的客户为终端消费者，个人消费者与生产企业相比处于相对弱势的地位，整体而言企业议价能力较强，设定为不调价；最后，汽车制造业的情形较为特殊，汽车行业是竞争性行业，整车厂往往选择按照国家降税的幅度直接下调指导价（建议零售价），由出厂价*1.16 调整为出厂价*1.13。据中国税务报 3 月 26 日报道，部分品牌汽车已经通过下调零售价格，率先对此次减税作出反应，3 月 15 日晚，北京梅赛德斯-奔驰销售服务有限公司即通过官方微博宣布，提前下调梅赛德斯-奔驰及 smart 在中国大陆全部在售车型的厂商建议零售价。宝马（中国）汽车贸易有限公司和华晨宝马汽车有限公司也紧接着于 3 月 16 日宣布下调在中国销售的汽车产品厂家建议零售价。同日，捷豹、路虎、沃尔沃和林肯等品牌也宣布下调在华销售汽车价格。

图表3：行业应收账款周转率排序及其集中度

序号	行业	应收账款周转率	行业集中度	序号	行业	应收账款周转率	行业集中度
1	石油、煤炭及其他燃料加工业	29.89	76.98	22	纺织服装、服饰业	8.46	53.48
2	石油和天然气开采业	26.63	99.96	23	造纸及纸制品业	8.35	
3	黑色金属冶炼及压延加工业	24.39	41.55	24	其他制造业	7.53	57.20
4	烟草制品业	20.11		25	金属制品业	7.06	
5	化学纤维制造业	17.32	70.10	26	印刷业和记录媒介的复制	6.71	94.90
6	农副食品加工业	16.98	49.06	27	黑色金属矿采选业	6.59	29.22
7	有色金属冶炼及压延加工业	16.70	48.51	28	橡胶和塑料制品业	6.58	45.31
8	燃气生产和供应业	16.38	55.42	29	非金属矿物制品业	6.27	60.12
9	酒、饮料和精制茶制造业	15.36	57.36	30	水的生产和供应业	6.18	17.17
10	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	14.03	72.80	31	医药制造业	6.18	59.82
11	电力、热力的生产和供应业	13.61	42.60	32	汽车制造	6.12	
12	有色金属矿采选业	12.91	62.11	33	其他采矿业	5.57	40.13
13	废弃资源综合利用业	11.80		34	通用设备制造业	4.50	31.17
14	非金属矿采选业	11.75		35	计算机、通信和其他电子设备制造业	4.26	45.25
15	食品制造业	11.07	60.44	36	电气机械及器材制造业	4.25	62.29
16	纺织业	10.55	31.83	37	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	3.96	26.54
17	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	10.53	57.48	38	专用设备制造业	3.95	37.65
18	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	10.00	77.62	39	仪器仪表制造业	3.89	
19	化学原料及化学制品制造业	9.99	20.99	40	开采专业及辅助性活动	3.59	
20	煤炭开采和洗选业	9.96	42.55	41	金属制品、机械和设备修理业	2.52	
21	家具制造业	8.70	45.20				

资料来源：Wind，华泰证券研究所 注：集中度数据为2018年三季度数据

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_13463

