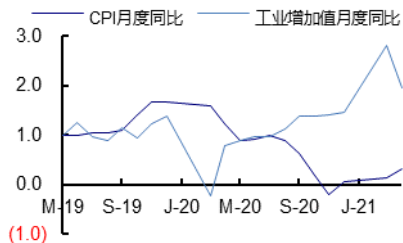


CPI与工业增加值月度同比增速

宏观数据

固定资产投资累计同比	15.40
社零总额当月同比	12.40
出口当月同比	27.90
M2	8.30

相关研究报告：

《国信证券-宏观固收：历史同期分位数法研判金融数据》——2021-05-14
 《宏观专题报告：油铜“轮盘”》——2021-03-29
 《信用周期：从“二分法”到“三段论”》——2021-04-08
 《当金融数据遇到基期效应：三点化解思路》——2021-04-26
 《宏观专题报告：理论探讨系列——为什么经济增速与利率会同向运行？》——2021-04-08

证券分析师：王开

电话：021-60933132
 E-MAIL：wangkai8@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521030001

证券分析师：董德志

电话：021-60933158
 E-MAIL：dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

中观视角看信贷韧性

● 金融数据与实体数据密不可分，需求端的判断必不可少

融资活动的产生是金融机构的供给和实体部门需求共同推进的，单线观测货币供给不仅一手信息较少，也容易忽视实体部门在信贷派生中的作用。相对货币供给，货币的需求更容易从产业部门进行数据跟踪和调研。

● 采用分位数法观测金融数据比两年平均增速法更合适

金融数据基数效应相对较小，2019年初的“天量”融资导致其并非“正常”意义的年份。以分位数法来观测各行业新增中长期贷款，今年一季度服务业信贷扩张相对于工业更明显。考虑到服务业的供给和需求都不算好，服务业信贷的走强可以解释为国外疫情四起和国内部分地区小范围反复下的预防性借款。

● 下游产业较中上游各项指标均不算好

下游的盈利（利润率、利润增速）、需求（营业收入增速）、供给（工业增加值增速）和上游、中游相比都不算好，以现金资产偿付负债倍数衡量的偿债能力也不如上游企业。

● PPI 越过高点后，下游产业成本冲击短期可能并不会弱化

如果从库存角度来观测，工业产成品库存周期居高不下最受益于中游产业，上半年中间加工环节 PPI 也有陡峭化上行，这都会转嫁为下游成本。复盘历次 PPI 触顶前后各产业链的利润走势，PPI 同比走高对下游企业利润确实构成压制，但越过高点后对下游利润未必是利好。大多数经验是下游产业并未脱离成本抬升的压力，只不过是产业分层状态下利润遭受冲击较小的一环。

● 结构难题的缓解有利于信贷供给的扩充，依然看好三季度信贷

“六稳”、“六保”较为关注的小微企业贷款，从去年的“供给足、需求弱”转变为“供给稳、需求强”。房地产贷款调控、小微企业输血的结构问题得到缓解后，在制造业贷款强有力的需求下，我们认为三季度信贷仍有韧性。

内容目录

服务业信贷扩张=预防性贷款	4
上、中、下游看工业企业利润分层	5
下游景气度偏弱，新兴产业支撑宏观经济景气.....	6
预计整信贷在三季度仍有支撑	9
国信证券投资评级	11
分析师承诺	11
风险提示	11
证券投资咨询业务的说明	11

图表目录

图 1：分位点法：Q1 服务业信贷扩张明显超过工业	4
图 2：两年复合增速口径：Q1 信贷靠服务业和房贷支撑	4
图 3：餐饮消费恢复程度并不如商品类消费	5
图 4：上半年服务业景气度表现不佳	5
图 5：工业企业库存周期和中游共振效果更强	6
图 6：上游和中游利润同比增速已经转正	6
图 7：PPI 见顶前后上、中、下游企业利润（1999-2010）	6
图 8：PPI 见顶前后上、中、下游企业利润（2011-2021）	6
图 9：上、中、下游产业营业收入增速对比	7
图 10：下游工业增加值增速较上、中游仍有不小的差距	7
图 11：各新兴产业景气度均位于荣枯线以上	8
图 12：高新技术产业工业景气度仍向好	8
图 13：各工业行业费用与收入之比	9
图 14：各工业行业偿债能力概览	9
图 15：2021 年初小微企业新增融资大幅走高	9
图 16：非金融上市公司利润增长前景预期乐观	9
图 17：BCI 企业融资环境指向实体贷款仍有支点	10
图 18：贷款需求指数一季度攀升	10

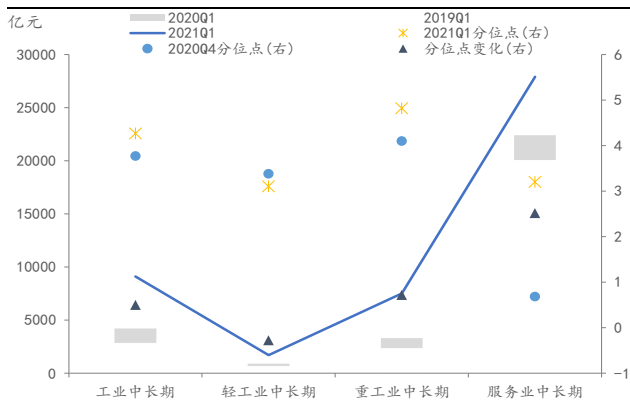
服务业信贷扩张=预防性贷款

关于金融数据的两点认识：（1）金融和实体密不可分，在研究金融周期、金融数据时离不开对实体经济的跟踪与判断。（2）过度依赖对货币供给的猜测，而忽视实体的真实需求，对分析货币与信用并无益处。本篇文章中，笔者通过对上、中、下游产业链的拆分，分析各板块的利润、偿债能力等，结合多元政策约束下小微企业信贷等结构问题来推导未来融资环境。受益于高新技术产业发展和上、中游企业盈利改善、小微企业信贷需求扩张等，三季度信贷仍有韧性。

通过观测部分行业一季度的信贷情况，可以发现服务业比工业信贷改善更强。

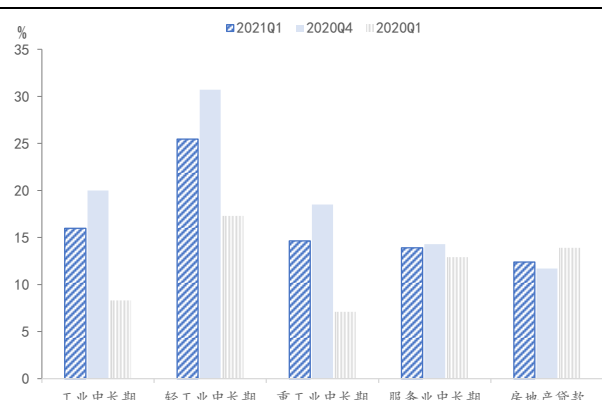
（1）用分位点法来观测工业和服务业中长期贷款处在 2019~2020 年同期的位置，可发现 2021 年一季度分位点较 2020 年四季度相比，服务业的扩张程度明显好于工业，工业贷款略有走强主要是受到重工业向好的影响，轻工业的中长期贷款是拖累项。（2）若采取两年复合增速来看存量同比，今年一季度工业企业贷款增速虽较去年同期有大幅改善，但较 2020 年四季度仍有不小的差距。相比之下，服务业中长期贷款增速基本与去年底持平，超出去年同期水平。由于金融数据基数效应比实体数据要小，且 2019 年一季度的“天量融资”也决定了以其为基期并非是一个正常的年份。因此两类方法我们优先推荐分位数法，这样看服务业信贷在一季度有了明显改善。

图 1：分位点法：Q1 服务业信贷扩张明显超过工业



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：数据口径为新增中长期贷款。

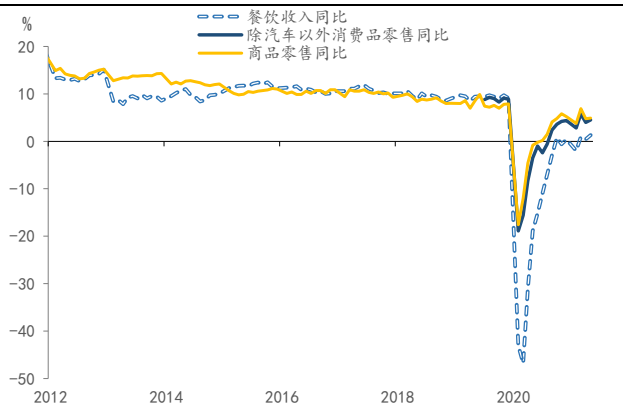
图 2：两年复合增速口径：Q1 信贷靠服务业和房贷支撑



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：数据各类贷款的存量同比，2021 年为两年复合增速。

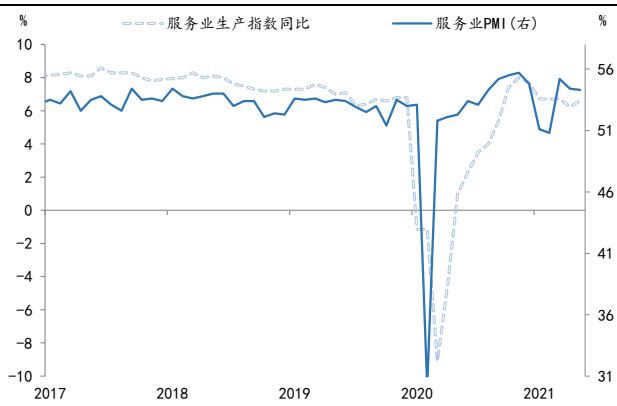
然而，服务业融资提升并不是需求扩张带动的，服务业企业预防性贷款的理由更充分些。首先，商品零售角度，汽车销量虽不佳但商品消费整体还是有改善的，与之对应的是我们并未看到服务业消费有同等程度的恢复，两年复合口径餐饮业消费增速基本还在零值附近，与疫情前相去甚远。其次，上半年服务业 PMI 和生产指数的走势也反映出服务业景气并不好。海外疫情仍在扩张，年初北方四省、年中广东地区疫情有反复，餐饮、酒店等服务业复苏预期尚不明朗，具有预防性借款来缓解现金流压力的诉求。

图 3：餐饮消费恢复程度并不如商品类消费



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：数据口径为新增中长期贷款。

图 4：上半年服务业景气度表现不佳



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：服务业产出 2021 年为两年复合增速。

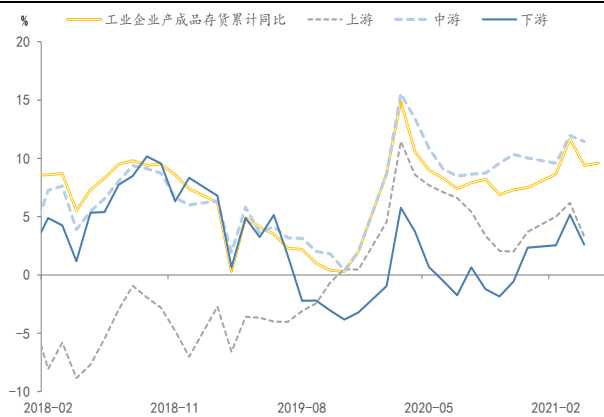
上、中、下游看工业企业利润分层

首先我们需要对产业链的上、中、下游做出划分。产业链上游企业包括石油和天然气开采业、开采专业及辅助性活动、其他采矿业、煤炭开采和洗选业、废弃资源综合利用业、黑色金属矿采选业、非金属矿采选业、有色金属矿采选业；中游企业包括电气机械及器材制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、金属制品、机械和设备修理业、金属制品业、通用设备制造业、专用设备制造业、仪器仪表制造业、造纸及纸制品业；下游企业包括纺织业、纺服业、服饰业、皮毛羽毛及其制品和制鞋业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、木材加工及木竹藤棕草制品业、家具制造业、农副食品加工业等。

如果从库存角度来观测，工业产成品库存的增速与中游产业最为接近。在前一轮库存周期见顶前和新一轮周期启动后，下游产业的库存增速就一致低于中上游；而 2020 年疫情对库存周期按下“暂停键”后，上游的库存开始逐步回落到平均水平之下，这一状况延续到新一轮库存周期重启后。因此，库存周期高企，中游库存的堆积是更为重要的原因。预计 6 月 PPI 越过 5 月 9% 的高点后，库存周期从主动补库存进入被动补库存阶段，但 PPI 的回落速度可能是相当缓慢的，即库存周期边际放缓的速度也是趋缓的。中游库存的堆积对中间生产环节的价格有抬升压力，我们看到生产资料加工行业 PPI 在上半年也有陡峭化上行，这将转化为下游的成本压力，从中游库存来看这一压力短期内也难以得到缓解。

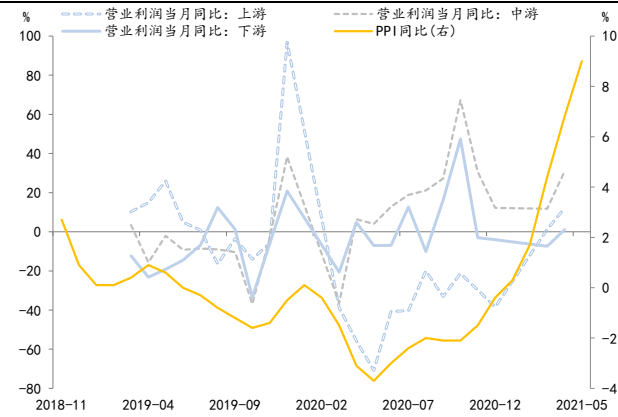
单就工业企业而言，PPI 高企对下游产业利润的拖累效果 5 月出现了减弱，但下游产业的利润增速、利润率较上游、中游产业还有较大差距。(1) 笔者计算上中下游营业利润同比，可以发现这轮 PPI 的抬升对上游的盈利有明显的改善，对下游的利润形成压制。目前中游和下游的利润增速也出现了反弹，但下游的两年复合利润增速还处在零值附近。(2) 如果用经营利润/营业收入来表示利润率，则上游和中游营业利润率在缩窄，但下游营业利润率还保持在较低位置。

图 5：工业企业库存周期和中游共振效果更强



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：2021 年为两年复合增速。

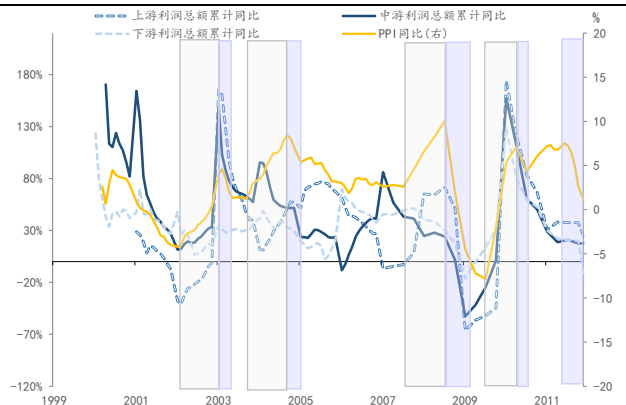
图 6：上游和中游利润同比增速已经转正



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：2021 年为两年复合增速。

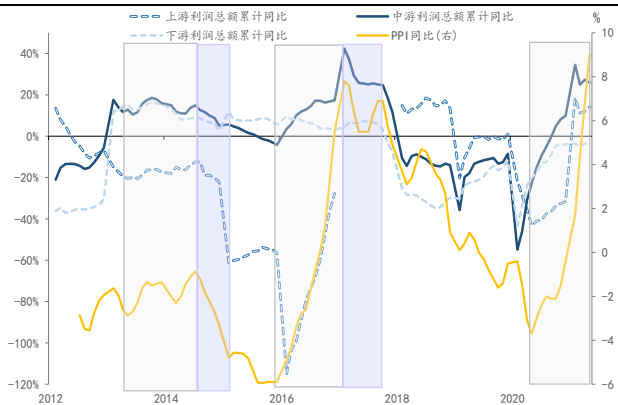
PPI 同比走高对下游企业利润确实构成压制，但越过高点后对下游利润未必是利好。在历次 PPI 同比上升并见顶之前，上游产业利润大多情况也会有同步的走高，下游产业利润往往走低；在 PPI 同步越过高点后，上、中、下游产业的利润增速都会面临拖累，但下游收到的拖累往往是最小的。如 PPI 同比高点出现双顶，则第一次见顶的时期对利润分层而言更重要。PPI 同比高点也会受到基数效应的扰动，大宗商品中多门类是以海外定价的，在 PPI 同比见顶后输入型工业品通胀可能还会持续一段时间，历史上 PPI 同比见顶后商品价格也出现过二次冲高，此时下游产业并未脱离成本抬升的压力，只不过是产业分层状态下遭受利润冲击较小的一环。

图 7：PPI 见顶前后上、中、下游企业利润 (1999-2010)



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图 8：PPI 见顶前后上、中、下游企业利润 (2011-2021)



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：2021 年为两年复合增速。

下游景气度偏弱，新兴产业支撑宏观经济景气

无论是从需求还是供给看，下游产业较上游和中游都体现出弱势。以营业收入来衡量产业链各环节的需求，虽然纵向上看 3~5 月大多数行业的需求较去年底均有一定改善，但横向来看中游企业的需求明显好过下游企业。供给端观测工

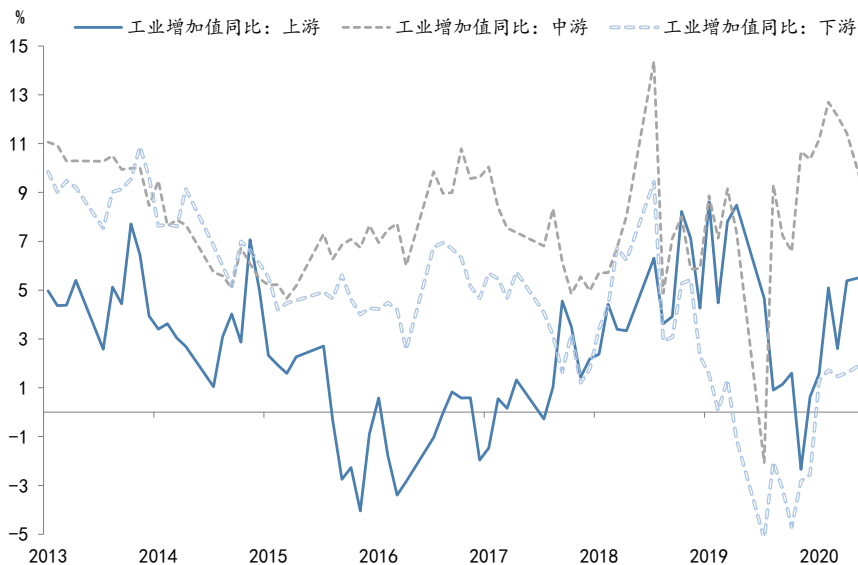
业增加值的增速，也可以发现下游的产出水平较上游和中游仍有不小的差距。

图9：上、中、下游产业营业收入增速对比

上游	当月同比	累计同比	中游	当月同比	累计同比	下游	当月同比	累计同比
石油和天然气开采业	5月	1.97	电气机械及器材制造业	5月	7.46	纺织业	5月	0.09
	4月	1.06		4月	4.80		4月	3.77
	3月	-1.51		3月	0.97		3月	-2.88
	12月	-4.50		12月	13.41		12月	-2.77
	11月	-13.17		11月	16.62		11月	-7.17
开采专业及辅助性活动	5月	6.83	黑色金属冶炼及压延加工业	5月	9.64	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	5月	-2.54
	4月	11.29		4月	11.39		4月	-4.52
	3月	7.93		3月	6.69		3月	-8.57
	12月	14.93		12月	7.70		12月	0.13
	11月	5.62		11月	16.14		11月	1.43
其他采矿业	5月	-23.19	金属制品、机械和设备修理业	5月	42.85	纺织服装、服饰业	5月	0.74
	4月	-20.52		4月	46.57		4月	11.77
	3月	-18.85		3月	34.50		3月	-8.99
	12月	-1.10		12月	34.24		12月	4.76
	11月	-40.41		11月	18.38		11月	10.85
煤炭开采和洗选业	5月	2.45	金属制品业	5月	11.58	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	5月	5.29
	4月	2.09		4月	9.78		4月	8.25
	3月	0.41		3月	6.52		3月	2.74
	12月	-2.47		12月	22.70		12月	6.43
	11月	-11.85		11月	1.56		11月	10.91
废弃资源综合利用业	5月	10.76	通用设备制造业	5月	14.59	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	5月	-7.10
	4月	12.65		4月	18.04		4月	-2.95
	3月	3.96		3月	6.02		3月	-5.04
	12月	-7.49		12月	20.97		12月	-2.03
	11月	33.76		11月	28.47		11月	-2.26
黑色金属矿采选业	5月	0.14	专用设备制造业	5月	9.58	家具制造业	5月	-3.19
	4月	-0.46		4月	13.31		4月	3.03
	3月	2.69		3月	1.68		3月	1.46
	12月	-17.57		12月	10.18		12月	0.91
	11月	-23.24		11月	11.55		11月	12.89
非金属矿采选业	5月	-4.32	仪器仪表制造业	5月	9.15	农副食品加工业	5月	8.96
	4月	-4.35		4月	13.20		4月	11.33
	3月	-10.53		3月	10.26		3月	4.78
	12月	-7.04		12月	13.81		12月	11.16
	11月	-14.55		11月	12.25		11月	13.29

资料来源:万得,国信证券经济研究所整理。注:2021年数据为两年复合增速。

图10：下游工业增加值增速较上、中游仍有不小的差距



资料来源:万得, 国信证券经济研究所整理。注:以主营业务收入为行业权重, 2021年数据为两年复合增速。

宏观经济增长的支点在于高新技术产业上涨的动能。工业增加值的增速方面, 虽然上中下游都越过了疫情期间的阴霾, 但下游的增速显著不及上游和中游。从近3个月各行业景气度入手, 新能源、信息技术、节能环保、高端装备和生物等代表性的新兴产业, 行业景气度连续两个月出现改善, 其他行业也都位于荣枯线以上。而高新技术产业的工业增加值同比。

图 11: 各新兴产业景气度均位于荣枯线以上

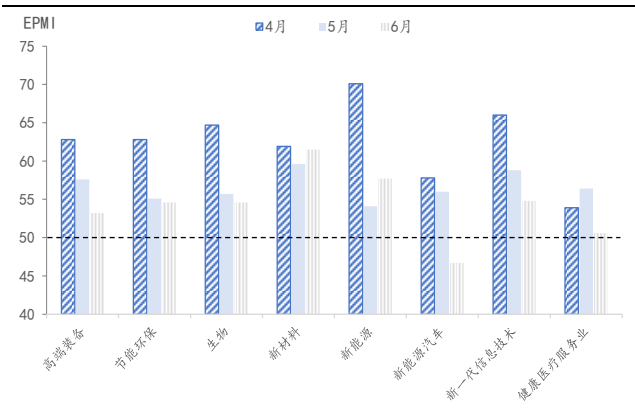
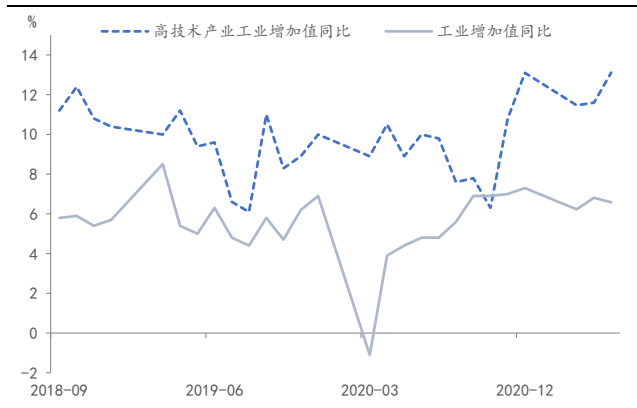


图 12: 高新技术产业工业景气度仍向好



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_20460

