

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

**朱洵** 执业证书编号：S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：负利率对资产价格的影响》2019.09
- 2《宏观：负利率政策是如何从央行开始传导的》2019.09
- 3《宏观：长期负利率源自生产要素困局》2019.09

## 需求仍在筑底，等待企业盈利改善逻辑

### 工业生产和投资端的积极因素何时体现？

#### 需求仍在筑底，等待企业盈利改善逻辑

我们认为目前 PMI 显示盈利预期有一定的改善，但需求侧仍在筑底阶段；PPI 有望在今年四季度见底，明年中枢有望较今年上行；财政减税降费有望改善工业企业利润率，结合 PPI 上涨的因素，工业企业利润累计同比增速有望在今年末至明年初转正；库存周期目前仍被动去库存阶段，随着盈利修复改善，最早有望在明年上半年切换到补库存。2020 年制造业投资中枢有望高于今年，但反弹幅度可能有限。我们认为这些工业生产和投资角度的积极因素，可能在明年上半年拉动经济增速出现 1-2 个季度的小幅反弹，但难以拉动经济增长中枢出现持续反转。

#### PMI 环比下行压力有限，但小企业经营预期改善仍需时间

目前中采总体 PMI 连续数月在 49.5 附近、低于荣枯线，但反映利润趋势的新订单 PMI-购进价格 PMI 延续修复，今年 6 月和 8 月回升到荣枯线上方。不过分企业规模来看，无论是总体 PMI 还是利润趋势，都是大型企业表现更强，小企业则明显低于荣枯线。我们认为整体 PMI 环比继续下行压力有限、盈利预期可能继续呈现修复趋势，但小微企业预期改善仍需时间。

#### PPI 今年 Q4 可能见底，预计明年中枢上行有利于盈利修复

我们认为经济本身仍具有一定的韧性，政策目前注重“六稳”，这是 PPI 环比反弹的前提条件。今年基建增速不及预期，明年在低基数以及专项债落实到有效投资的作用下，可能相对表现较强，在需求侧对 PPI 有一定正向作用。建立在我们预计油价从现在到明年年底有一定上涨趋势的基础上，明年大部分月份油价同比预将呈现正增长。结合以上判断，今年四季度可能是 PPI 的阶段性低点，明年 PPI 中枢可能由负转正、是翘尾和新涨价因素均上行的共同作用，这有望对工业企业盈利修复起到正面表征意义。

#### 工业企业盈利同比有望在年末至明年初转正，最早明年上半年转为主动补库

工业利润累计同比在今年 2 月见到阶段性低点，目前仍处于盈利修复过程中，负增长幅度收窄。我们认为未来利润累计同比增速的利好因素主要来自量价修复，即 PPI 上行、且需求侧有一定的逆周期对冲；而利润率的改善，我们认为需要期待财政减税降费正面效应的体现。工业企业利润累计同比增速有望在今年末至明年初转正。本轮库存周期从 2016 年 7 月份开启补库存，目前仍处于被动去库存阶段。考虑到库存周期略滞后于 PPI 和企业盈利变动，我们认为最早可能在明年上半年转入新一轮的补库阶段。

#### 明年制造业投资增速有望高于今年，但整体回升幅度或有限

考虑到去年 9-12 月基数较高对今年数据产生的压力，同时小微企业融资难融资贵问题仍未充分解决、价格-盈利链条还没到确认触底回升的节点，这些因素可能继续对年内制造业投资产生压制。传统制造业投资出现显著周期性复苏的可能性不大（从过去十五年来看，没有看到出现明显的设备更新周期，制造业投资增速中枢整体呈下行态势），但未来国家可能持续在高技术制造业领域给出更积极的政策支持，制造业的行业成分结构切换可能是中长期趋势。同时明年是全面建成小康社会决胜之年，适当的逆周期对冲、带动经济企稳，对传统制造业也形成一定利好。

风险提示：进出口产业链下行压力加大，影响相关产业生产和投资预期；减税降费政策对企业刺激效应不及预期；逆周期政策力度不及预期，产成品价格上行和盈利层面修复的表现不及预期。

## 正文目录

PMI、PPI、企业盈利、库存周期和制造业投资的逻辑关系 .....	3
PMI 环比下行压力有限，但小企业预期改善仍需时间 .....	5
PPI 今年 Q4 可能见底，预计明年中枢上行有利于盈利修复 .....	6
企业盈利延续修复，今年末至明年初累计同比可能转正 .....	9
财政减税降费，历史上对行业盈利能力的影响 .....	11
减税降费政策持续细化落地 .....	11
今年减税降费规模较大 .....	12
历次减税降费对企业盈利的影响 .....	13
企业仍在被动去库存，明年上半年有望逐渐转入主动补库 .....	15
明年制造业投资增速有望高于今年，但回升幅度或有限 .....	16
风险提示 .....	17

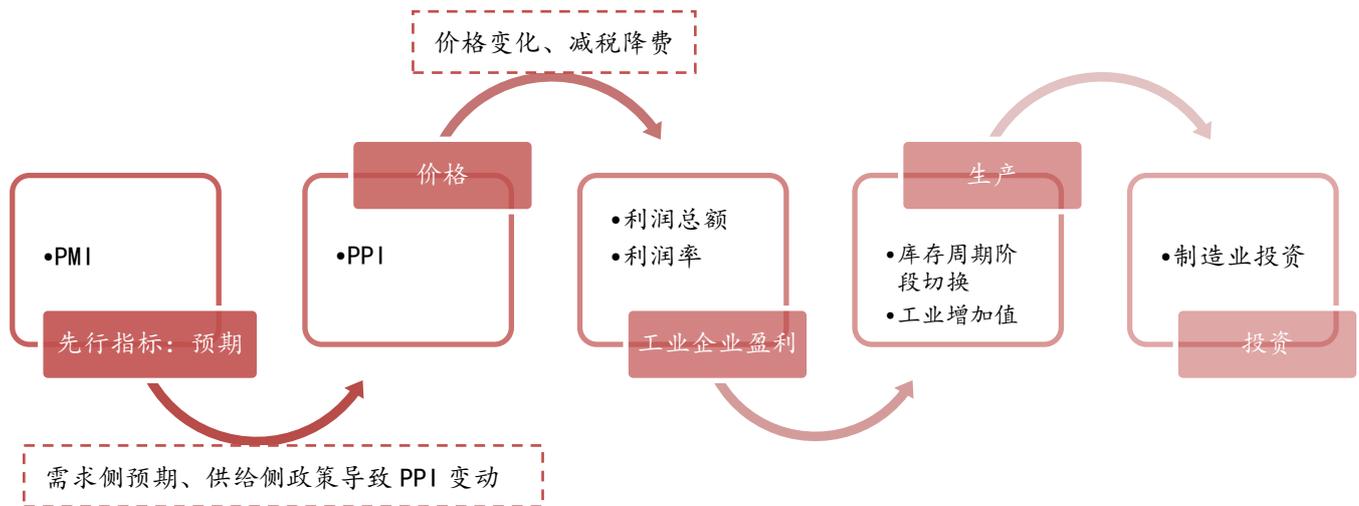
## 图表目录

图表 1：传导机制 .....	3
图表 2：PPI、工业企业盈利、工业企业库存、制造业投资存在一定的传导和关联关系 .....	4
图表 3：反映利润趋势的新订单 PMI-购进价格 PMI 延续修复趋势 .....	5
图表 4：先行指标表现大企业强于小企业 .....	5
图表 5：2019 年 PPI 中枢下行，环比表现弱势 .....	6
图表 6：今年油价中枢整体下行，预计未来油价仍有上行动能 .....	7
图表 7：油价与 PPI 存在较强的正相关性 .....	7
图表 8：今年四季度可能是 PPI 的阶段性低点，预计明年 PPI 中枢由负转正 .....	8
图表 9：原材料和加工工业 PPI 与制造业利润总额同比在趋势上较为统一 .....	9
图表 10：食品烟酒类、计算机通信电子设备类制造业盈利修复趋势更为明显 .....	10
图表 11：年初以来制造业利润率延续修复 .....	10
图表 12：除食品烟酒制造业外，其余行业利润率累计值均低于去年同期 .....	10
图表 13：增值税改革：转型、营改增与进一步深化改革 .....	11
图表 14：根据财政部表述，2019 全年减税降费规模预将明显高于 2015~2018 年间各年，力度较大 .....	12
图表 15：历次减税降费与工业企业盈利变化 .....	13
图表 16：管理费用与企业盈利呈现相反走势，今年以来管理费用持续下降，企业盈利修复 .....	14
图表 17：从库存周期角度，目前工业企业仍处于被动去库存阶段 .....	15
图表 18：计算机电子设备类、石油化工制品类投资增速呈现上行态势 .....	16
图表 19：高技术制造业和传统制造业投资增速持续呈现较为显著的分化 .....	17

## PMI、PPI、企业盈利、库存周期和制造业投资的逻辑关系

我们认为，PMI、PPI、工业企业盈利、工业企业库存、制造业投资等经济数据，存在一定的传导和关联联系。逻辑上较为通畅的传导链条可能是：需求复苏，反映为先行预期指标 PMI 走强；随后产成品价格 PPI 上涨（但近年来供给侧政策也是影响 PPI 的重要因素之一，即使没有需求侧复苏预期，也可能带动 PPI 上行）；PPI 与工业企业盈利有较强的正相关性，产成品价格上涨，无论是需求侧逻辑（量价齐升）还是供给侧逻辑（可能是量缩价涨，但价格弹性大于产量），都可能带动企业盈利修复；工业企业盈利修复一方面对 PMI 产生正向反馈，一方面拉动相关生产和主动补库存的过程。当生产端供不应求、且企业盈利状况继续改善时，企业可能主动加大资本开支，反映为制造业投资增速上行。

图表1：传导机制



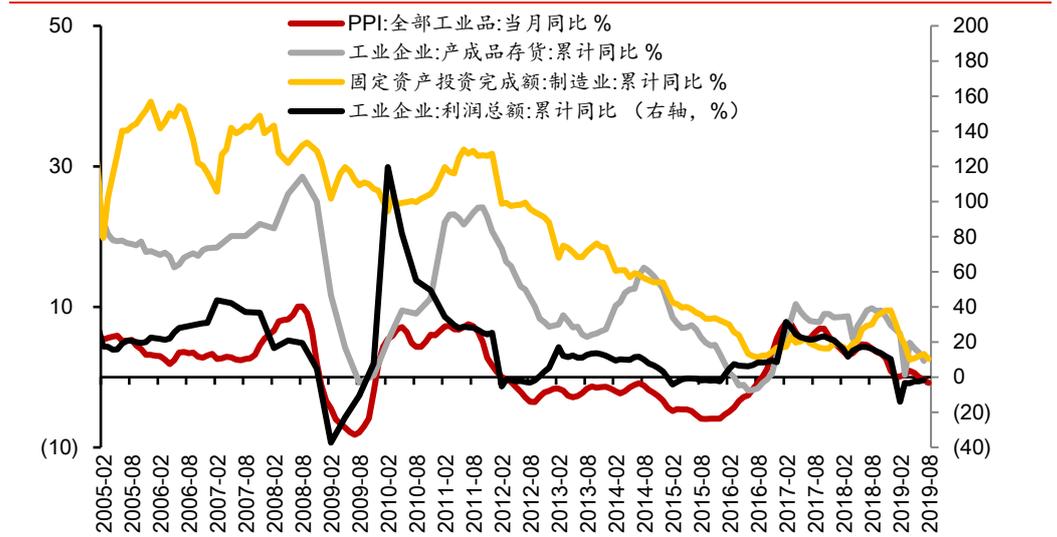
资料来源：华泰证券研究所

从实际数据表现来看，企业库存周期的变化略滞后于价格（PPI）和盈利，从价格和盈利的变化、传导到企业的生产策略调整，需要一定的时滞。当企业由被动去库存转变为主动补库存时，产成品存货累计同比增速上升；而反之，当 PPI 下行、工业企业盈利能力趋弱时，企业由被动补库存（需求下行，存货积压）向主动去库存转变，反映为产成品存货累计同比增速下行。

上轮 PPI 中枢的显著上行，是 2016 年三季度开始的供给侧改革去产能推动工业领域“量缩价涨”。与 PPI 上行同步，工业企业利润同比增速也呈现显著修复；从 2016 年三季度开始，工业企业开启一轮主动补库，产成品增速上行。但这一轮 PPI 的上行缺乏明显的需求侧逻辑配合，随着去产能逐步完成既定任务、不再设置量化指标，2017、2018 年，PPI 中枢逐年回落、工业企业盈利增速下行，库存周期转入去库存。

今年年初以来，PPI 在基数效应的影响、以及需求侧缺乏正向逻辑的综合作用下，其中枢较 2018 年明显下移。工业企业利润累计同比增速也持续处于负增长区间。不过展望今年末至 2020 年初，PPI 有望在翘尾因素以及一定的逆周期对冲政策影响下触底回升；盈利数据结构中，大部分行业的利润负增长已在收窄，考虑 PPI 触底、以及财政减税降费的影响，企业盈利有望进一步修复；制造业投资今年四季度仍面临高基数的压力，但明年基数压力将减轻，结合盈利修复预期、金融供给侧改革支持实体经济等因素，明年制造业投资增速有望高于今年。综合以上分析，今年四季度可能是这一轮库存周期的低点。这些生产和投资端的积极因素是否能如期兑现？主要影响因素有哪些？我们将在本文重点讨论。

图表2：PPI、工业企业盈利、工业企业库存、制造业投资存在一定的传导和关联关系



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## PMI 环比下行压力有限，但小企业预期改善仍需时间

观察我们分析工业生产-投资行为链条的第一环——先行指标 PMI 的表现，从去年四季度开始，多个月份 PMI 跌破荣枯线。主要原因是内外需不确定性加大，进出口产业链需求受贸易摩擦升级预期扰动，全球发达经济体增长动能见顶趋弱；国内基建投资和制造业投资今年表现均低于去年底的预期。今年初以来，仅有 3 月和 4 月份，受春节后开工情况好于预期，以及 4 月初下调增值税率的影响，PMI 高于荣枯线。

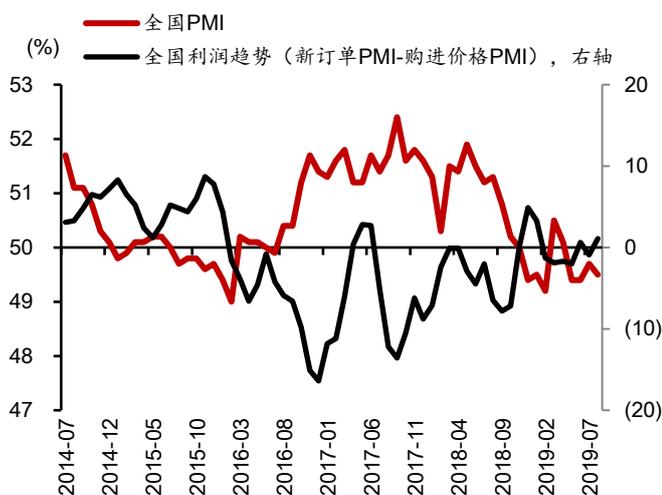
PMI 细项数据是否反映出一些积极因素？目前中采总体 PMI 仍在 49.5 附近、低于荣枯线，但反映利润趋势的新订单 PMI-购进价格 PMI，延续了修复趋势，今年 6 月和 8 月回升到荣枯线上方，与工业企业盈利数据的修复趋势一致。不过，分企业规模来看，无论是总体 PMI 还是利润趋势，都是大型企业表现更强，小企业则明显低于荣枯线。供给侧改革带来的盈利改善和行业集中度提升更利好大型国企，而在经济顺周期下行阶段，小企业营商环境受冲击更明显。从去年下半年开始，中小企业融资难融资贵问题逐渐凸显，国家先后多次降准、并窗口指导信贷投放加大对小企业支持力度，但问题未有根本性好转。

我们认为目前银行间流动性整体较为宽裕，但流动性和信用呈现分层，小微企业融资难融资贵仍未有效解决。今年 6 月的包商银行事件，冲击了中低评级信用债二级市场流动性，中低评级信用利差走阔，并对债券一级市场的发行形成负面影响，一定程度上加剧了小微企业融资问题。

9 月 4 日国常会强调坚持实施稳健货币政策，并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。我们认为，当前货币政策从稳健灵活适度向稳健略宽松过渡，9 月 6 日再度全面降准及定向降准的流动性可提供合理充裕的资金支持，未来央行可能多措并举对冲小微企业融资问题，如继续加大力度支持中小银行发行同业存单、TMLF 扩围扩量及其他类似工具。财政减税降费对企业营商环境的改善也是重要积极因素。

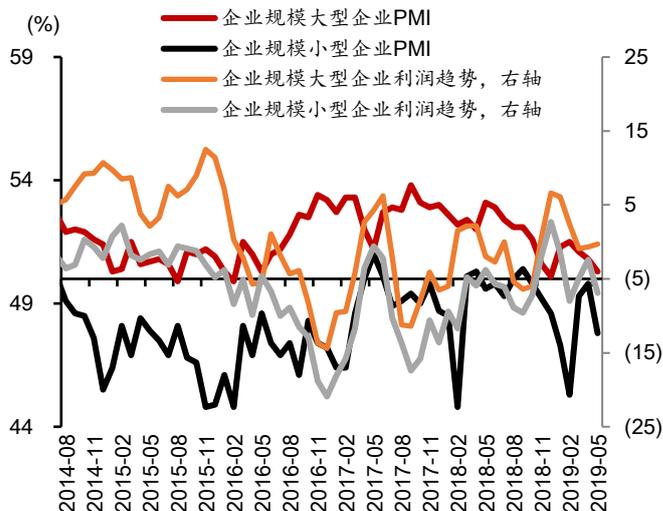
总结起来，从先行指标来看，PMI 环比继续下行压力有限、盈利预期呈现修复趋势，但小微企业的预期改善仍需时间，今年下半年 PMI 持续回升到 50 以上的难度也较大。

图表3：反映利润趋势的新订单 PMI-购进价格 PMI 延续修复趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：先行指标表现大企业强于小企业



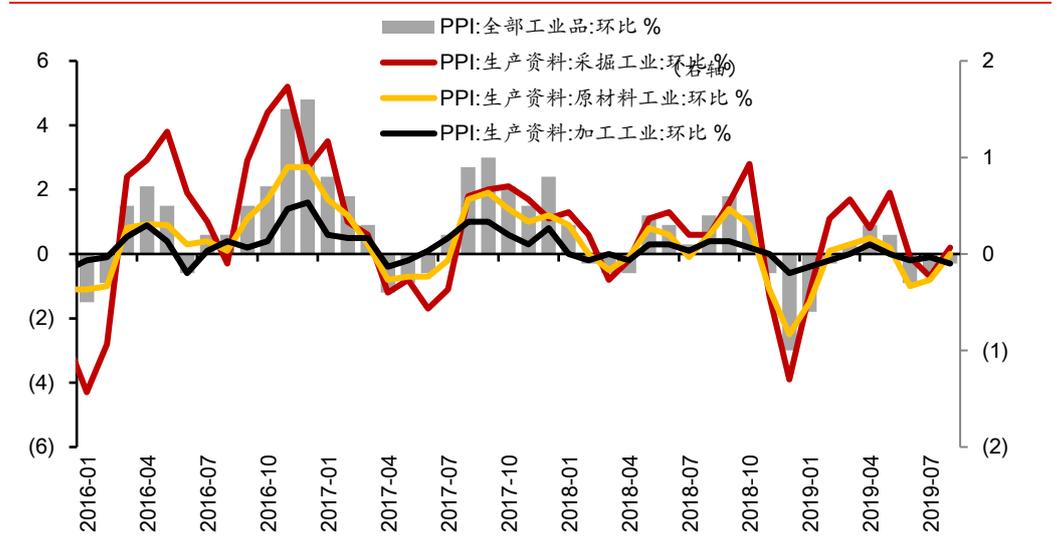
资料来源：Wind，华泰证券研究所

## PPI 今年 Q4 可能见底，预计明年中枢上行有利于盈利修复

2019年PPI翘尾因素（上年环比遗留）仅有0.1%，较2018年的2.8%有明显回落，在今年年初，我们就判断2019年PPI中枢的下行趋势较为确定。今年1-8月，各月份PPI环比均值为-0.1%，环保和去产能“回头看”督查尽管也在部分月份中体现出一定正向影响，但总体来看，经济增长顺周期下行，需求侧缺乏正面逻辑、PMI多个月份低于荣枯线等表征经济景气度的指标处于弱势区间，仍与PPI环比弱势表现能够相互印证。

未来PPI环比有无需求侧的积极因素？9月4日国常会部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，特别部署用好专项债，形成有效投资，落实到交通、能源、生态、民生等领域。目前经济增长仍面临内外部一些不确定性，7/8月工业增加值当月同比连续低于+5%，工业生产仍比较低迷。近期重要会议频繁释放“六稳”发力的信号，我们认为积极财政政策和转向稳健略宽松的货币政策有望延缓经济下行速率，但主要专注于调结构、稳就业；今年基建投资持续低于预期，明年基数压力不大，基建增速有望较今年走高；但国家短期出台放松地产调控等幅度更大的逆周期对冲政策可能性较低，当前我国仍处于新常态，不能对逆周期政策过度依赖。

图表5：2019年PPI中枢下行，环比表现弱势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

中东地缘冲突存在升级风险，油价上行对PPI是正向影响因素。9月14日，沙特国家石油公司（阿美石油公司）的两处设施遭无人机袭击。无人机袭击导致阿美石油公司的布盖格工厂以及胡赖斯油田的石油生产暂时中断。沙特阿拉伯能源大臣阿卜杜勒-阿齐兹·本·萨勒曼表示本次事件或将导致沙特原油供应每日减少570万桶，约占沙特石油产量的50%。也门胡塞武装部队发言人叶海亚·萨里阿9月14日表示，胡塞武装当日出动10架无人机对阿美石油公司在布盖格和胡赖斯的设施发动袭击，并称此次袭击是针对沙特“对也门的侵略和经济封锁”所实施的报复，将来还会继续扩大对沙特的袭击范围。尽管沙特仍有修复产能、各国也可能动用原油储备保障供给，平抑油价短期快速上涨，但地缘政治、局部冲突的不确定性可能带来油价上涨风险，是不争的事实。

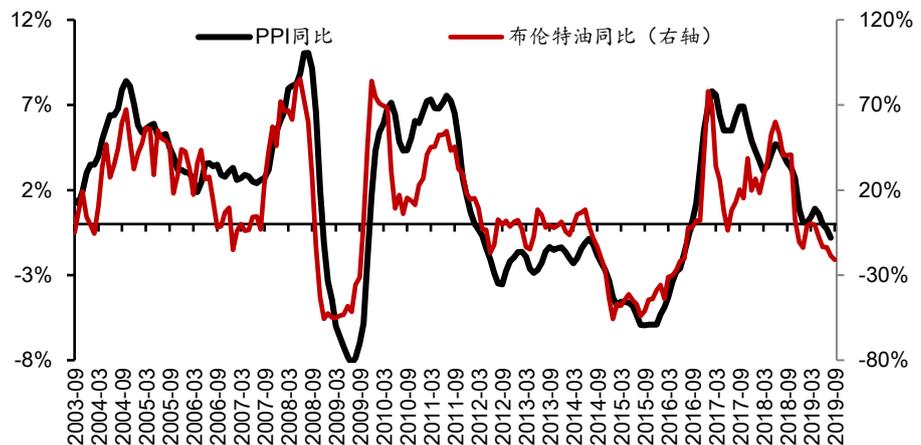
今年油价中枢整体下行，主要逻辑是发达经济体普遍表现出经济见顶特征，需求较弱。年初以来，布油现价中枢为 64.5 美元（截至 9 月 17 日），而去年 1-9 月中枢为 72.2 美元。但如果中东地区爆发对原油供给面产生明显冲击的风险事件，油价仍存在较快上行的风险。9 月 14 日针对沙特阿美的袭击事件发生后，16 日布油价格在日内一度站上 70 美元、17 日小幅回落到 67 美元。我们预计随着美国原油输送管道逐渐建设完善、原油出口能力加强，美国存在抬升油价的动机；结合中东地区地缘政治风险因素，未来油价仍有上行动能。建立在油价从 2019 年 10 月-12 月维持 65 美元/桶，2020 年 1 月-12 月维持 70 美元/桶的预测基础上，明年布油价格中枢同比涨幅将由负转正，考虑 PPI 和油价同比存在较强的正相关性，明年 PPI 中枢也预计较今年上行。

图表6：今年油价中枢整体下行，预计未来油价仍有上行动能



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：油价与 PPI 存在较强的正相关性



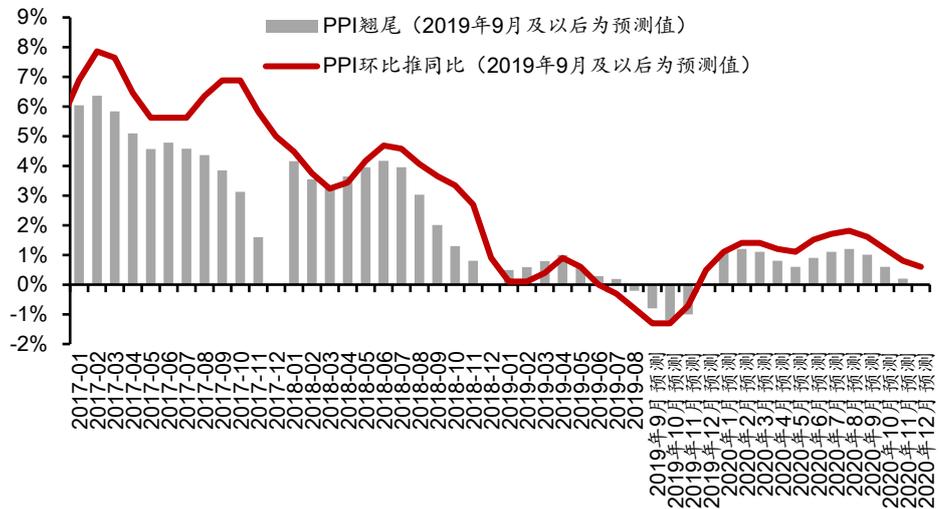
资料来源：Wind，华泰证券研究所

今年 9-10 月为迎接国庆、11-12 月进入取暖季，环保工作可能正向影响 PPI，使得 PPI 环比表现强于 6-8 月。我们中性预计今年 PPI 中枢在-0.2%~0 之间。

对明年 PPI 的展望，一是我们认为经济本身仍具有一定的韧性，政策目前看来注重“六稳”，经济增速不大可能出现断崖式下行，这是 PPI 环比反弹的前提条件。二是今年基建增速不及预期，明年在低基数以及专项债落实到有效投资的作用下，可能相对表现较强。三是去年国际油价基数高，因而今年大部分月份的油价同比均为负增长。建立在我们预计油价从现在到明年年底有上涨趋势的基础上，明年大部分月份油价同比将呈现正增长。

2018 年 1 月-2019 年 8 月 PPI 环比均值在 0 左右，我们认为明年各月份 PPI 环比均值有望略高于 0，实现正增长；中性预测明年 PPI 同比中枢在+1.3%左右，其中翘尾因素为+0.8%左右。形态上预计明年 8 月是年内 PPI 高点。今年四季度可能是 PPI 的阶段性低点，明年 PPI 中枢的由负转正是翘尾因素和新涨价因素均上行的共同作用，这有望对工业企业盈利修复起到正面表征意义。

**图表8：今年四季度可能是 PPI 的阶段性低点，预计明年 PPI 中枢由负转正**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**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\\_9998](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9998)

