

通胀下行阶段的库存冲击



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2011 年 11 月 11 日 星期五

闫伟

首席经济学家

010-66210681

yanwei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511060001

联系人

周 科

zhouke@orientsec.com.cn

研究结论：

未来通货膨胀进入快速回落阶段，我国实体经济面临比较严重的去库存压力。企业的去库存行为将对规模以上工业增加值增速和工业企业盈利产生严重的冲击，而在去库存过程中货币供应量 M1 增速以及 M1 和 M2 的增速差往往会进入上升通道。

主要逻辑

当前我国工业企业库存增速处于历史高位

我国没有完善的库存指标体系，规模以上工业企业产成品是比较好的度量指标。该指标较好的衡量了工业领域的库存情况，并且从历史情况来看其与 GDP 中的存货增速吻合的很好。

当前规模以上工业企业产成品库存增速处于历史高位，9 月份我国工业企业产成品库存累计增速达到了 24.2%。基本消费品、部分中游原材料以及设备制造类行业的产成品库存增速较高，其中纺织业、服装鞋帽制造业以及专用设备制造业的库存增速创下历史新高。

获取存货的资本增值是企业调整库存的根本驱动力

我国工业企业库存走势大部分时间与经济周期同步，并且库存调整的幅度远远大于经济的波动，这些现象与已有的存货动机理论（平稳生产、避免缺货）不符合，获取存货的资本增值是企业调整库存的根本动力。

物价走势和上涨幅度是企业库存调整行为的直接决定因素，资金情况也对企业调整库存有重要的影响。历史数据显示，通胀是工业企业产成品库存增速非常好的领先指标，两者的走势完全一致，但是资金情况会对库存调整速度产生明显的影响。

通胀下行阶段的去库存行为将对工业生产和企业盈利能力形成严重冲击

当前我国工业企业产成品库存增速处于历史高位，在通胀即将进入快速回落阶段以及实体经济资金面非常紧张的背景下，从工业企业库存调整的驱动因素来看，未来工业企业面临快速去库存的压力。

通胀下行阶段的去库存行为将造成工业企业减少采购量、降低生产，工业增加值增速在库存调整的初期往往会快速回落，企业的利润率也将受到严重创伤。

去库存阶段货币增速 M1 以及 M1 和 M2 的增速差将触底回升

在库存积累过程中，库存会占用企业的营运资金、进而影响企业的资金周转，企业的活期存款增速将受到影响，因此在库存累积过程中 M1 增速往往会趋于回落。相反，在企业去库存过程中，库存的消化带来资金回笼会改善企业的资金面，货币供应 M1 增速往往会出现回升。

货币供应量 M1 和 M2 的增速差也与企业库存情况密切相关，库存累积过程中货币供量增速差趋于缩小，而在库存去化过程中货币供应量的增速差往往会上升。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

一、库存状况之评估	4
1. 规模以上工业企业产成品是衡量库存状况的较好指标	4
2. 当前工业企业库存处于较高的水平	6
3. 行业层面的库存状况	7
二、库存调整之驱动力	9
1. 存货的动机	9
2. 通胀走势是库存调整的先行指标	11
3. 资金面是库存调整的重要影响因素	12
三、通胀下行中的库存冲击	13
1. 当前工业企业库存面临较大的调整压力	13
2. 工业企业经营状况将受到严重冲击	15
3. 企业“去库存”行为与货币供应量增速	16

图表目录

图 1：我国经济统计数据中的库存指标	4
图 2：与 5000 户工业企业库存走势非常一致	5
图 3：与 PMI 产成品库存走势比较吻合	5
图 4：规模以上工业企业库存增速与 GDP 中的库存增加走势非常一致	5
图 5：规模以上工业企业产成品库存增速处于历史高位	6
图 6：我国实体经济的存货管理效率显著提高	7
图 7：今年以来产成品累计增速高于整体工业库存的行业	7
图 8：产成品库存增速处于历史高位的行业	8
图 9：库存周期与经济周期同步	9
图 10：库存波动幅度显著大于经济波动幅度	10
图 11：通胀走势非常好的领先于工业企业产成品库存增速	11
图 12：钢材价格走势领先于钢厂库存增速	12
图 13：2005-2007 年库存调整较慢	13
图 14：同期贸易顺差快速增长、M1 走高	13
图 15：由于去年年底环比增速较高，接下来几个月 CPI 基数效应快速回落	14
图 16：企业资金成本大幅上升	14
图 17：银行间资金成本明显抬升	14
图 18：库存增加的末期规模以上工业增加值增速往往处于回落阶段	15
图 19：工业企业去库存阶段，企业利润率往往会加速下降	16
图 20：库存调整与货币增速	17
图 21：库存调整与货币增速的剪刀差	17

一、库存状况之评估

我国经济统计数据中没有特别完善的库存统计指标，现有的度量库存的指标来源广泛，并且存在较为明显的差异，因此市场上机构投资者和分析师对我国库存状况的评估经常容易出现比较明显的分歧。为了更好的评估当前我国经济库存的状况，本文综合比较现有的库存指标，从中找出这些指标反映出的共性，并根据现有的最佳库存指标来评估当前我国宏观经济的库存状况。

1. 规模以上工业企业产成品是衡量库存状况的较好指标

我国经济统计中的库存度量指标来源广泛。我国宏观经济数据中关于库存的统计指标主要有国民经济核算体系中的存货增加、规模以上工业企业产成品、PMI 产成品库存和原材料库存指标、5000 户工业企业的存货指标、国有及国有控股企业存货、以及流通企业的生产资料库存指数和耐用品库存指数，这些库存的统计数据分别来自国家统计局、人民银行、财政部和商务部。在这些指标中，**库存的最佳衡量指标是 GDP 核算中的存货增加**，但是该指标每年仅仅对外发布一次数据，因此该数据对于跟踪库存动态的效果非常差。规模以上工业企业产成品库存和 5000 户工业企业存货数据都是跟踪工业企业库存绝对规模的指标，但他们的统计口径有所不同，分别来自国家统计局和人民银行。财政部的数据主要是统计国有企业的库存状况，统计数据的历史较短，可参考性不太大。PMI 库存指数是度量制造业库存相对状况的指标，主观性更强。商务部的库存指数主要是反应批发零售贸易企业的商品库存情况，数据质量不太好。

图 1：我国经济统计数据中的库存指标

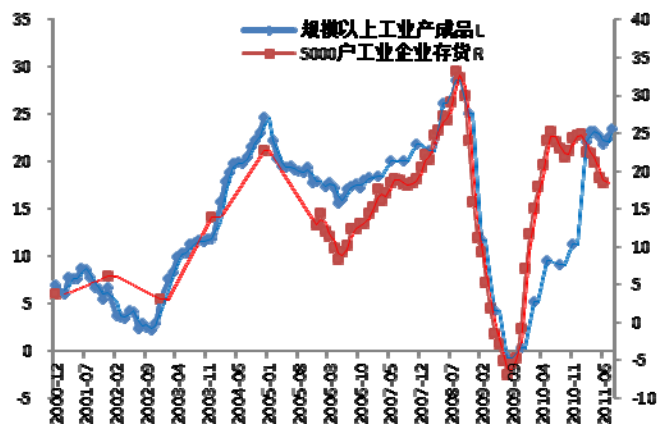
指标名称	频率	起始时间	数据来源
GDP: 存货增加	年	1952-12	国家统计局
规模以上工业企业产成品库存	月	1996-02	国家统计局
PMI 产成品库存 (制造业)	月	2005-01	国家统计局
PMI 原材料库存 (制造业)	月	2005-01	国家统计局
5000 户工业企业存货	月	2000-12	人民银行
5000 户工业企业景气扩散指数：产成品库存水平	季	1992-06	人民银行
国有及国有控股企业：存货	月	2009-02	财政部
流通企业生产资料库存指数	月	2005-11	商务部
流通企业耐用品库存指数	月	2005-11	商务部

资料来源：国家统计局、人民银行、财政部、商务部、WIND、CEIC、东方证券研究所

规模以上工业企业产成品较好的代表了工业企业存货状况。规模以上工业企业是我国整个工业体系的主体，根据第二次全国经济普查数据测算，规模以上工业企业的资产规模占整个工业企业的比重达到了 91%，因此，规模以上工业企业经营情况能较好的代表全部工业企业的状况。此外，规模以上工业企业的产成品增速与人民银行发布的 5000 户工业企业存货走势非常一致，规模以上工业

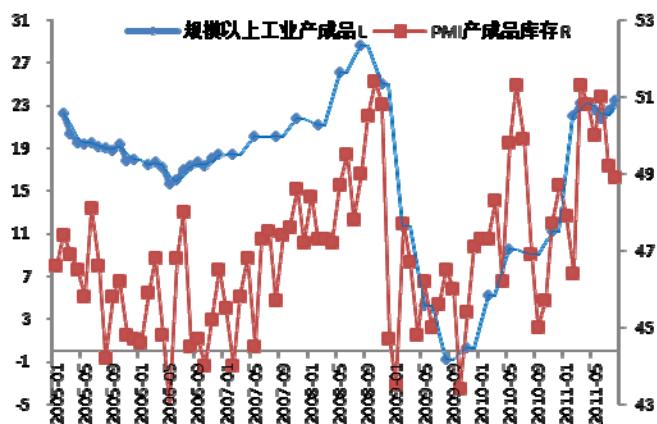
企业产成品增速与 PMI 产成品库存指数吻合的也比较好，规模以上工业企业中的国有及国有控股企业的库存数据与财政部的数据比较一致，这在一定程度上印证了规模以上工业企业产成品增速能较好的代表工业企业的库存状况。

图 2：与 5000 户工业企业库存走势非常一致 单位：%



资料来源：国家统计局、人民银行、WIND、东方证券研究所

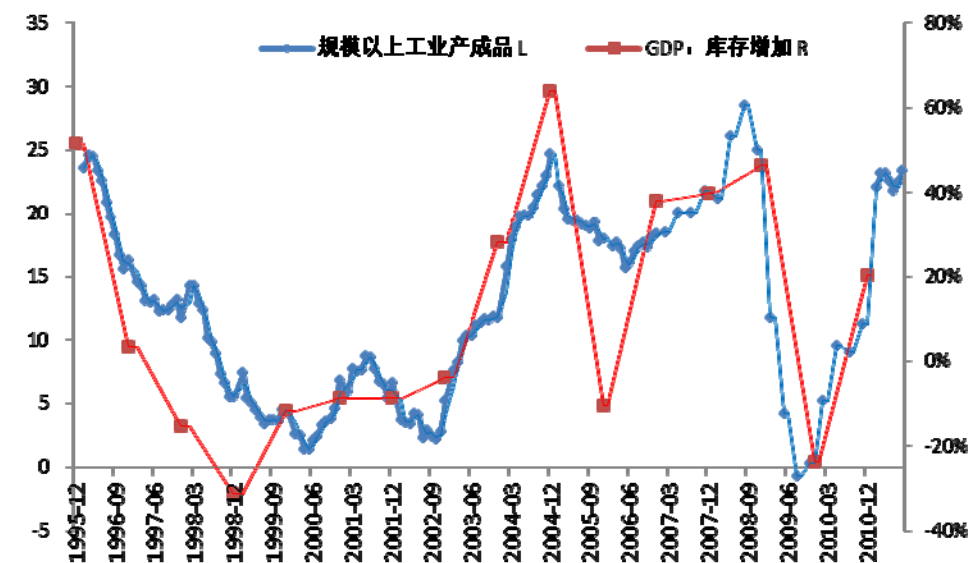
图 3：与 PMI 产成品库存走势比较吻合 单位：%



资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

规模以上工业企业产成品是度量库存状况较好的指标。从 GDP 的构成来看，工业是 GDP 的主要组成部分，工业占 GDP 的比重达到 40%，因此工业企业的库存状况在相当大程度上能代表整体经济的库存状况。从历史数据来看，我国规模以上工业企业产成品库存增速与 GDP 核算中的固定资本形成项下的库存增加走势吻合的非常好。

图 4：规模以上工业企业库存增速与 GDP 中的库存增加走势非常一致 单位：%



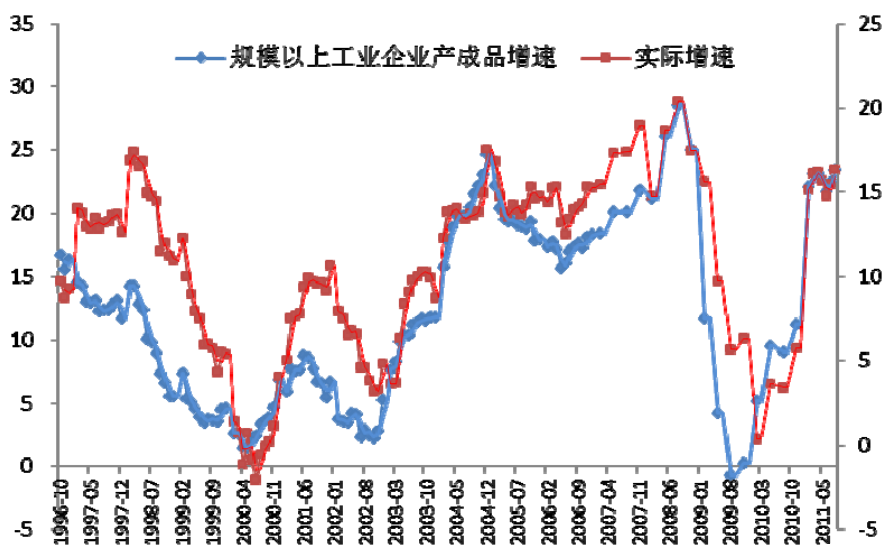
资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

2. 当前工业企业库存处于较高的水平

当前规模以上工业企业产成品库存增速处于历史高位。9 月份我国规模以上工业企业产成品库存累计增长了 24.2%，较上月提高了 0.8 个百分点，产成品库存累计增速再创近年来新高，最近几个月产成品库存的当月增速更是达到异常高的水平。剔除价格因素后，9 月份规模以上工业企业产成品库存累计增速为 17.18%，这在历史上仍然处于非常高的水平。

图 5：规模以上工业企业产成品库存增速处于历史高位

单位：%



资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

从长期来看，我国企业的经营效率出现了显著提高，实体经济中库存占比大幅下降。从长期来看，我国实体经济的库存管理能力显著提高，上个世纪九十年代我国库存增加对 GDP 的占比出现了显著下降，库存占比由九十年代的 10% 下降至本世纪初的 1% 的水平，随后出现略有回升的趋势，但存货占比仍然处于较低的水平。我国规模以上工业企业库存对主营业务收入的占比具有很强的季节性规律，年初往往较高，随后持续回落，今年 8 月份工业企业库存与主营业务收入的占比为 5%。

图 6：我国实体经济的存货管理效率显著提高
单位：%


资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

3. 行业层面的库存状况

基本消费品、部分中游原材料以及设备制造类行业的产成品库存增速较高。今年以来，产成品库存累计增速明显高于工业企业整体水平的行业有煤炭采掘业、农副食品加工业、饮料制造业、纺织业、纺织服装鞋帽制造业、石油加工业、化学原料及制品业、化学纤维制造业、专用设备制造业、交通运输设备制造业、电气机械及器材制造业，以及电力热力生产和供应业。这些库存增速高于整体工业的行业集中在基本消费品、部分中游原材料以及设备制造类。

图 7：今年以来产成品累计增速高于整体工业库存的行业
单位：%

	2011-02	2011-03	2011-04	2011-05	2011-06	2011-07	2011-08
规模以上企业	22.04	23.15	23.16	22.62	21.74	22.51	23.38
煤炭采掘	20.40	27.89	31.95	31.32	31.30	26.93	25.86
农副食品	27.30	29.11	27.44	29.47	26.12	26.94	26.05
饮料制造	17.97	20.65	22.57	29.21	27.48	25.30	25.70
纺织	16.53	21.26	25.82	28.52	29.74	29.66	29.57
服装鞋帽	32.76	31.28	29.97	31.91	32.25	28.86	28.74
石油加工	21.62	26.33	32.27	27.07	24.25	27.71	35.56
化学原料	20.91	21.23	21.15	19.38	21.15	23.31	25.62
化纤制造	30.43	44.87	50.23	36.12	39.86	27.76	25.13
专用设备	30.05	23.93	32.91	35.08	37.29	36.07	31.77
交运设备	28.80	33.85	29.20	25.49	26.04	25.48	26.61
电气机械	21.69	22.84	21.14	21.61	22.45	24.92	23.39
电热生产	-9.28	-3.10	18.94	11.23	17.28	26.07	23.81

资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

纺织业、服装鞋帽制造业以及专用设备制造业的产成品库存增速创下历史新高。从历史情况来看，主要基本消费品行业、部分中游原材料以及机械设备制造类行业的产成品库存增速处于历史高位。基本消费品中纺织业和服装鞋帽制造业的产成品库存增速处于历史最高水平，这可能与过去棉花以及纺织服装价格涨幅较大有关，农副产品加工业、食品制造业、皮革毛皮羽毛制品业和医药制造业的产成品库存增速也处于历史高位。中游原材料中化学原料及制品业、化纤制造业、橡胶制品业、塑料制品业以及非金属矿制品业的库存增速处于历史上非常高的水平。机械设备制造类中专用设备制造业的库存增速创下历史新高，而通用设备制造业、交通运输设备制造业和电气机械及器材制造业的库存增速也处于历史高位。

图 8：产成品库存增速处于历史高位的行业

单位：%

	2011-06	2011-07	2011-08	max	min	mid
纺织业	29.74	29.66	29.57	29.74	-9.80	11.48
纺织服装、鞋、帽制造业	32.25	28.86	28.74	32.76	-11.09	11.14
印刷业和记录媒介的复制	17.83	22.71	21.38	22.71	-1.62	10.14
专用设备制造业	37.29	36.07	31.77	37.29	-5.57	11.93
农副食品加工业	26.12	26.94	26.05	44.69	-20.00	12.92
食品制造业	16.45	19.82	21.37	33.82	-0.60	12.00
饮料制造业	27.48	25.30	25.70	34.34	-3.17	7.61
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	18.44	21.88	20.35	39.96	-5.68	7.71
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	21.95	25.41	21.17	29.74	-5.64	15.48
医药制造业	18.65	18.38	19.36	24.65	-0.03	9.64
化学原料及化学制品制造业	21.15	23.31	25.62	36.03	-8.72	9.57
化学纤维制造业	39.86	27.76	25.13	60.73	-22.76	15.45
橡胶制品业	23.33	22.00	22.04	40.61	-8.75	10.16
塑料制品业	17.68	18.21	17.53	22.72	-2.11	12.05
非金属矿物制品业	18.86	22.45	22.68	25.95	0.07	10.94
通用设备制造业	19.06	20.77	23.82	27.53	1.50	8.04
交通运输设备制造业	26.04	25.48	26.61	33.85	-2.40	10.85
电气机械及器材制造业	22.45	24.92	23.39	26.48	-2.45	11.70
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	24.22	22.27	28.48	28.48	-2.99	9.95

资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

二、库存调整之驱动力

近年来，库存波动对经济增长的影响已经被我国机构投资者和分析师们所认识了，企业的库存状况以及库存周期也成为了市场经常讨论的问题。但是，对于企业库存的动机以及企业库存调整的影响因素，市场关注不多、更是很少讨论。为了更好的理解和预测企业的库存行为，下面结合国外的研究文献以及我国的实情讨论了我国工业企业的库存动机以及库存调整的影响因素。

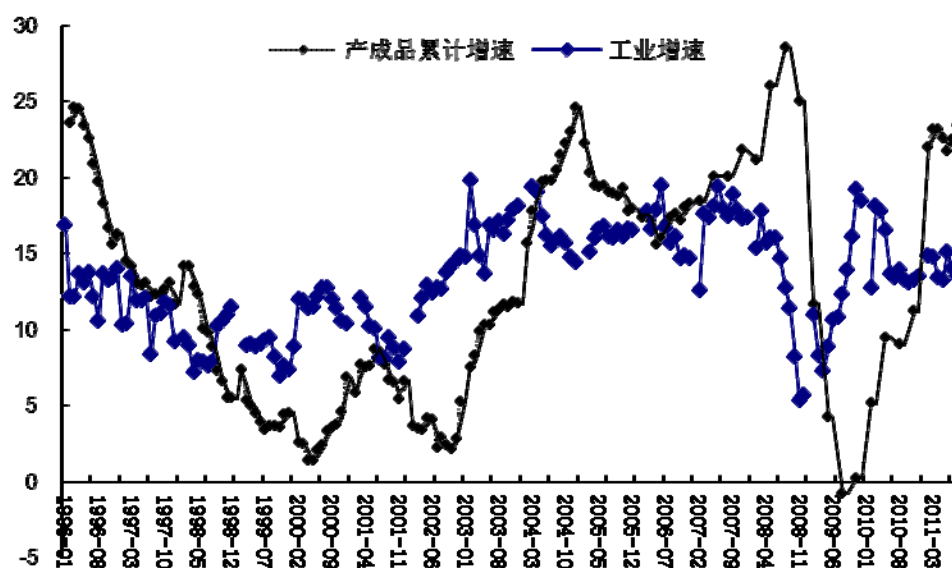
1. 存货的动机

由于存货波动对经济周期有着重要的影响，上个世纪八十年代以来经济学家对企业的存货动机进行了大量的研究。从现有的研究来看，微观企业保持存货的动机主要有两个：保持生产平稳进行和避免缺货。但是，这两种理论对存货的解释与现实中观察到的存货现象存在较大的差异。保持生产平稳的存货动机理论意味着存货的行为应该是逆周期的，但是现实中库存周期与经济周期经常是同步的。避免缺货理论认为企业的库存水平应该在一定范围内（S-s）波动，库存的波动幅度要小于需求的波动，但实际上库存的波动幅度远远超过了经济的波动幅度。在通胀周期非常显著的情况下，获取存货的资本增值可能是企业调整库存行为的更根本动机。

使生产平稳的存货动机理论。该理论认为，不管需求条件如何，企业应该保持比较平稳的生产。这样，在需求较低的时候企业累积库存，需求扩张的时期企业则消减存货。使生产平稳的存货动机理论意味着存货的行为应该是逆周期的，在经济下行阶段需求较弱，库存应该是增加的，经济上行阶段需求旺盛，库存处于消化阶段。但是，现实中库存周期与经济周期经常是同步的，如下图，这与使生产平稳的存货动机理论完全不符合。

图 9：库存周期与经济周期同步

单位：%

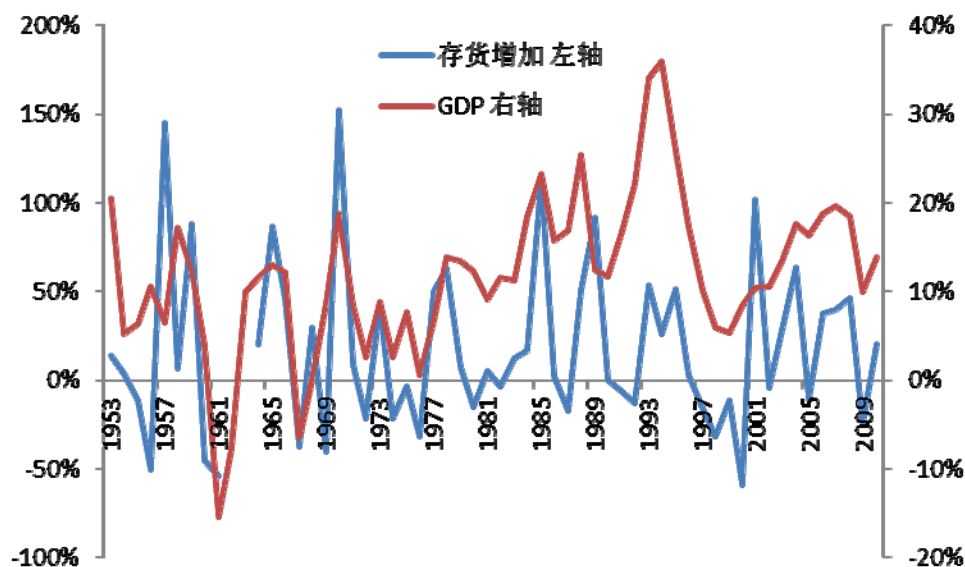


资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

避免缺货的存货动机理论(S-s)。企业必须要在观察到即将面临的需求之前做出投资和生产决策，如果需求超出了当期的产量，企业则利用上期留下来的存货来满足当期需求，如果需求较旺盛或者前期的存货量过小，那么需求得不到满足、企业将面临各种损失。因此，企业会在存货成本和非意愿缺货的损失之间权衡，每个时期都会保持一定的存货数量，当存货低于一定水平 s 时企业会增加库存，而一旦存货超出某一水平 S 时企业会消减库存。避免缺货理论意味着企业的库存水平控制在一定范围内 $(S-s)$ 波动，库存的波动幅度要小于需求的波动，但这与现实明显不符合，如下图。

图 10：库存波动幅度显著大于经济波动幅度

单位：%



资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

在通胀周期非常明显的阶段，**获取存货的资本增值可能是企业调整库存行为的更根本动机**。在物价上升阶段，企业囤积库存获取资本增值；在物价下行阶段，企业减少生产消化库存以降低存货的资本损失。这种存货动机理论意味着通胀周期、库存周期和经济周期是同方向的，这与我国存货的现象完全符合。

以获取资本增值为目的的存货行为由存货的收益和成本来决定，而存货的收益（即资本增值）取决于价格上涨的幅度，存货的成本包括资金成本、仓储成本等等，其中资金成本影响更加重要。因此，物价走势和幅度是企业库存行为的最主要的决定因素，而资金成本对企业存货行为也有重要的影响。

国外很多经济学的研究也发现通货膨胀和资金状况或资金成本对企业的库存行为有着重要的影响。Irvine(1981)通过对美国 1958 到 1974 年零售业的存货数据进行分析，发现零售业的目标存货量显著依赖于资金成本的波动，1972 到 1974 年利率的上涨导致零售业的目标存货量减少了 23 亿美元。Akhtar(1983)通过 1972 到 1981 年美国的季度数据实证研究发现，利息和通货膨胀对于企业的存货决策有着显著的影响，短期利率上升 1% 会减少总存货投资 20 亿美元（1972 年价格），而通货膨胀上升 1% 则会增加将近 10 亿美元的存货投资。Carpenter et (1994) 认为企业内部现金流与企业存货水平的紧密关系。内部现金流是企业进行各种投资活动包括固定资产投资和研发等的主要来源，如果信贷市场不完备，企业外部融资较为困难，内部现金流对企业就尤为重要。内部

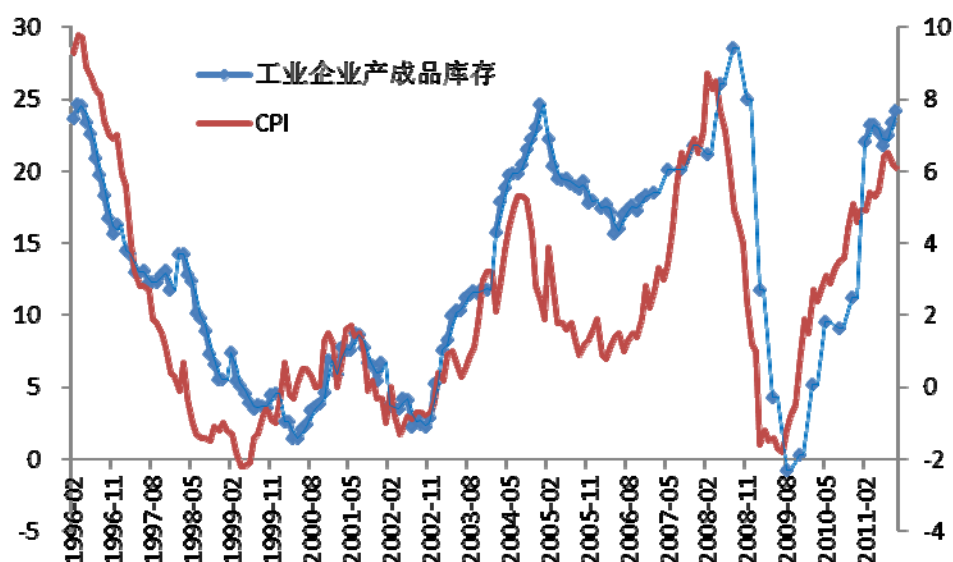
现金流的波动会影响投资的所有组成部分，而由于存货具有变现成本低、难度小的特点，往往容易成为企业收缩投资的最主要手段。

2. 通胀走势是库存调整的先行指标

通胀走势明显领先于工业企业库存增速。根据获取资本增值的存货理论，在物价上升阶段，企业会倾向于增加库存来赚取存货的增值；而物价下降阶段，企业会减少生产消化库存，从而减少存货的跌值；物价上涨幅度越大，企业库存增加的越多。历史数据显示，如下图，在过去几轮通货膨胀周期中，CPI 等物价指标的走势非常好的领先于规模以上工业企业的产成品库存增速，并且通胀越高工业企业的库存增速也越大。

图 11：通胀走势非常好的领先于工业企业产成品库存增速

单位：%

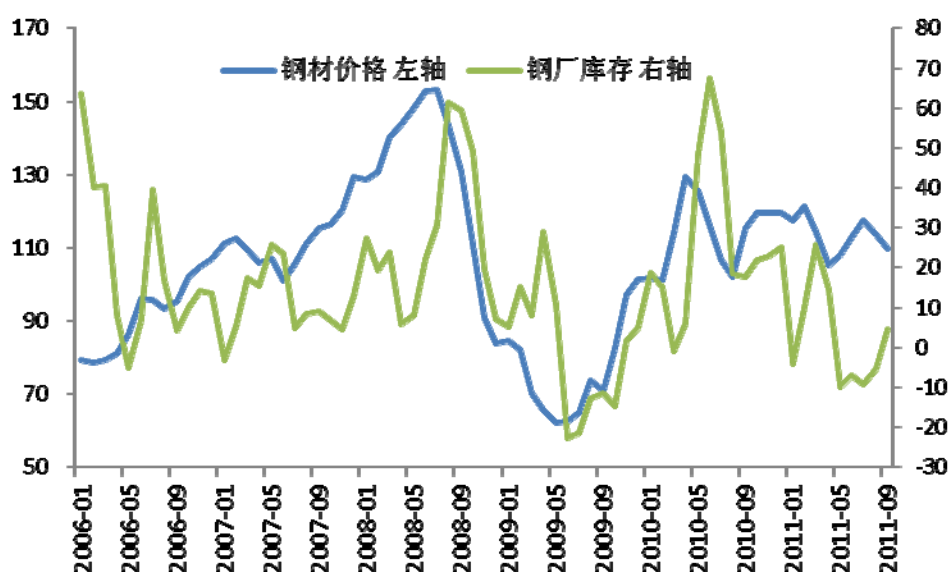


资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

价格走势是钢材库存增速较好的领先指标。从过去几年的历史来看，钢铁企业的钢材库存增速与钢材价格走势密切相关，钢材价格增速较好的领先于钢材企业库存。

图 12：钢材价格走势领先于钢厂库存增速

单位：%



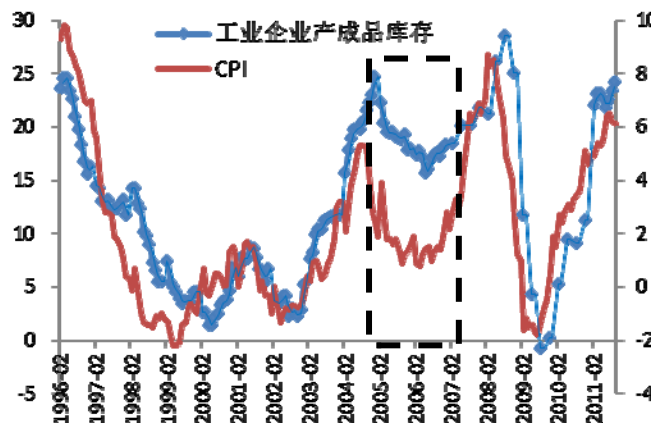
资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

3. 资金面是库存调整的重要影响因素

资金面情况也对企业库存行为有重要的影响。资金紧张会减缓企业增加库存的速度或者加速其去库存的进程，企业资金宽裕则会加速其增加库存的速度或者减缓其去库存的压力。价格上涨带来的资本增值是企业主动累计库存的根本动力，因此通胀走势与工业企业库存密切相关。从历史情况来看，通胀走势与规模以上工业企业库存增速吻合的非常好，但是 2005-2008 年初这段时间工业企业库存走势与通胀出现了一定的偏差，这主要是受到资金面的影响。2004 年 3 季度以来通胀处于回落阶段，但是由于我国对外贸易顺差快速扩大进而带来大量基础货币的投放，实体经济资金面相对比较宽裕，M1 增速开始大幅上涨，工业企业去库存的进程非常缓慢；2006 年通胀触底回升，工业企业库存随之进入了补库存阶段。因此，由于受到对外贸易顺差大幅增长带来的资金面宽裕的影响，2005-2007 年期间工业企业的库存调整与通胀走势出现了一定程度的偏差。

图 13：2005-2007 年库存调整较慢

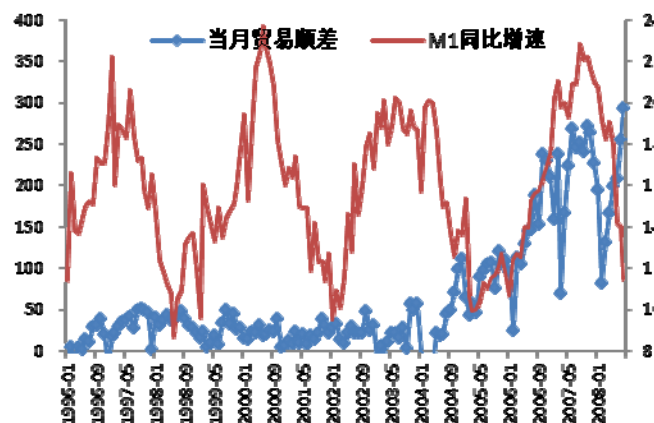
单位：%



资料来源：国家统计局、人民银行、WIND、东方证券研究所

图 14：同期贸易顺差快速增长、M1 走高

单位：亿美元



资料来源：国家统计局、人民银行、WIND、东方证券研究所

三、通胀下行中的库存冲击

从前两部分对我国企业库存状况的评估以及企业库存调整的动机和影响因素来看，未来我国工业企业面临较严重的去库存压力。从历史经验来看，工业企业去库存行为将对我国工业企业的经营情况产生巨大的冲击，工业生产和企业盈利均将受到影响；此外，企业去库存行为会改善工业企业的资金状况，企业的经营现金流会明显增加、资金周转将加速，从而企业去库存行为对我国货币供应产生影响。

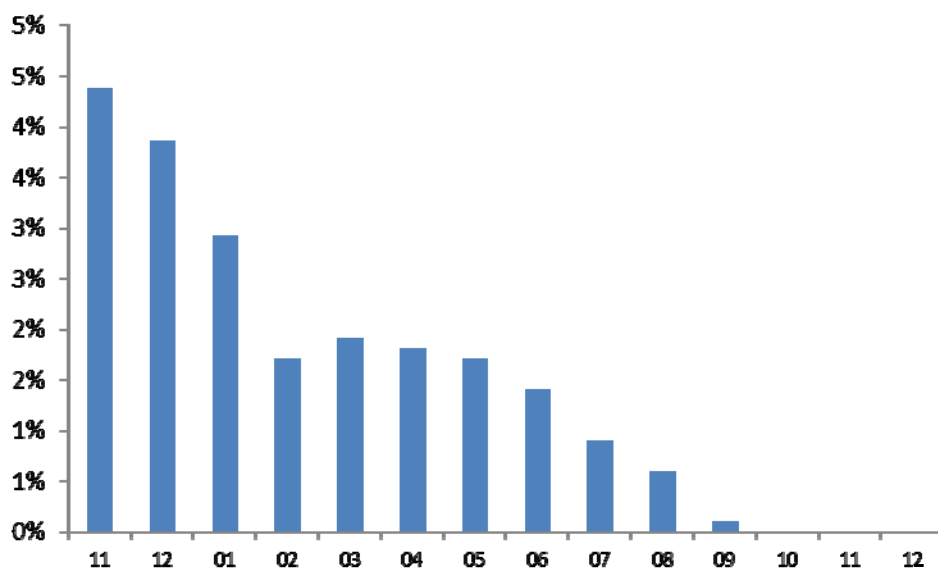
1. 当前工业企业库存面临较大的调整压力

当前我国工业企业产成品库存增速处于历史高位，在通胀即将进入快速回落阶段以及企业资金面非常紧张的背景下，从工业企业库存调整的驱动因素来看，未来工业企业面临快速去库存的压力。

通胀进入快速回落的通道。从经济增长、货币供应、输入性通胀压力以及结构性因素等方面来看，未来一段时间内我国物价上涨的动能已经明显减弱，CPI 的环比增速即将回归至正常或者正常偏低的水平。再考虑到去年 4 季度以来 CPI 环比增速较高，未来几个月内 CPI 同比增速的基数效应将快速回落，因此未来一段时间内 CPI 同比增速将进入持续回落的通道，CPI 同比增速的回落速度可能会比较快。

图 15：由于去年年底环比增速较高，接下来几个月 CPI 基数效应快速回落

单位：%

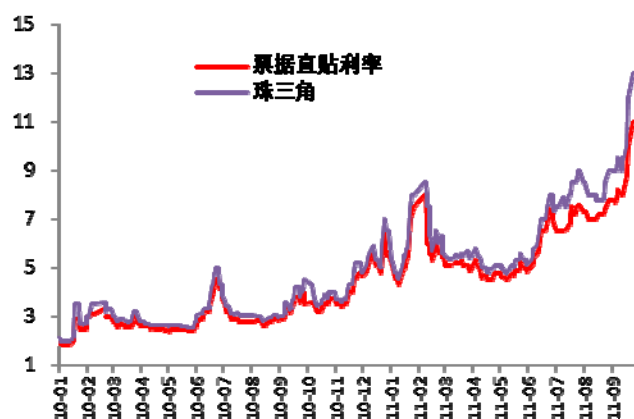


资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

企业和金融机构的资金面非常紧张。2010 年货币政策加速紧缩步伐以后，企业以及金融机构的融资成本显著上升。2009 年初至 2010 年 10 月份以前，6 个月的票据直贴利率处于非常低的水平，但自去年 4 季度以来票据直贴利率持续上升，目前已经达到了 11% 的高位，较 2010 年 9 月初提高了 8 个百分点。银行间市场的融资成本也出现了显著抬升，2010 年 10 月份以来 7 天和 1 个月的质押式回购利率波动平台大幅提升。此外，银行体系的新增贷款结构也显示非金融类企业的资金面非常紧张。

图 16：企业资金成本大幅上升

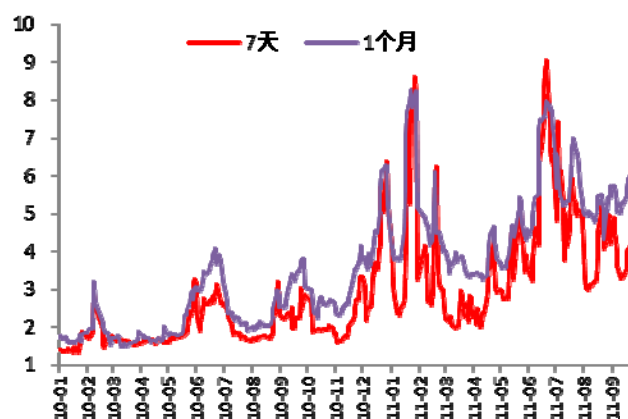
单位：%



资料来源：WIND、东方证券研究所

图 17：银行间资金成本明显抬升

单位：%



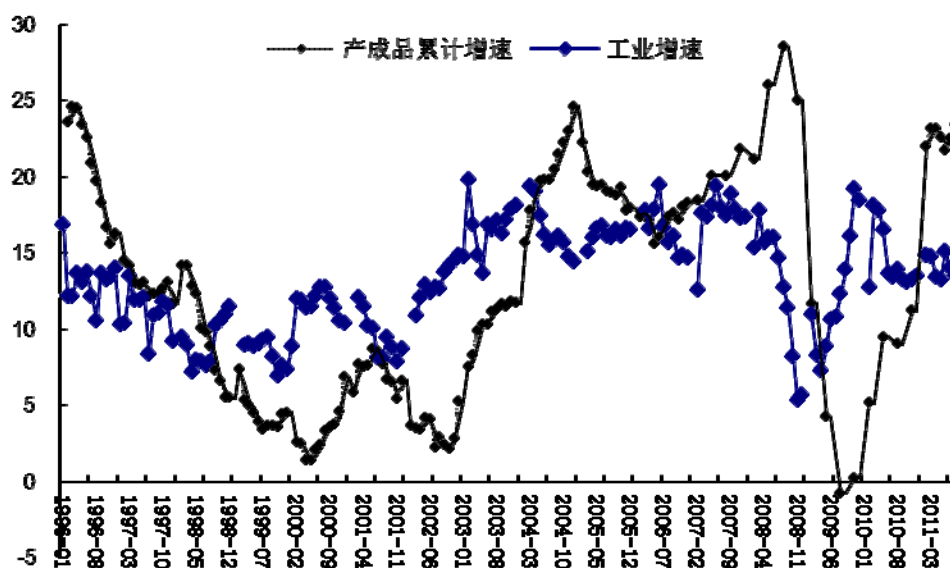
资料来源：WIND、东方证券研究所

2. 工业企业经营状况将受到严重冲击

去库存阶段工业增加值增速往往会出现明显的下滑。在企业库存去化阶段，工业企业往往会减少生产来加速库存的消化以实现资金的回流。在库存累积的过程中，工业企业为了增加存货一般会加快生产节奏。在需求突然恶化时期，企业的库存会快速上升，此时企业会大幅度减少生产规模以实现库存的快速去化。因此，在库存累积的末期及库存去化的初期，工业增加值增速往往会快速下降。

图 18：库存增加的末期规模以上工业增加值增速往往处于回落阶段

单位：%

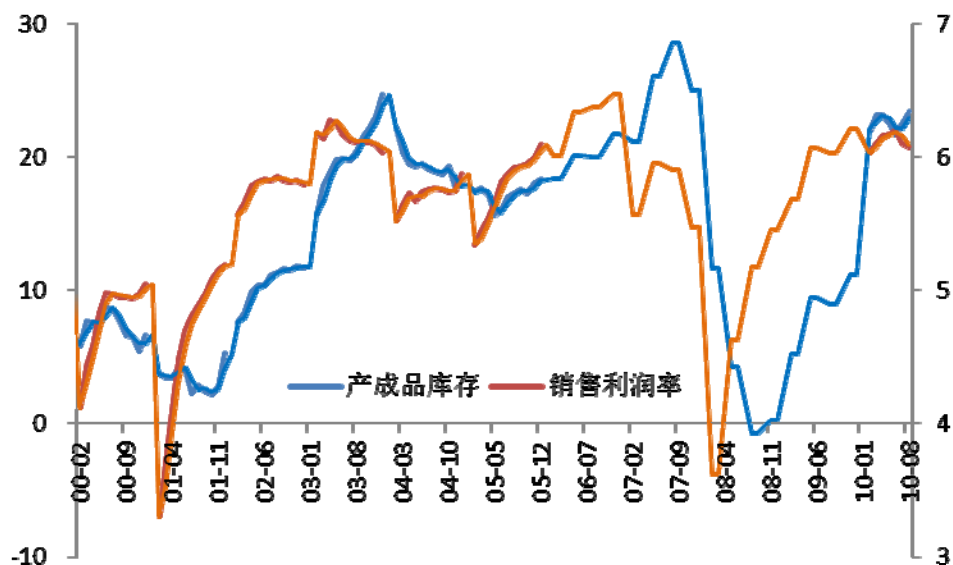


资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

“去库存”行为也将对工业企业盈利能力产生严重冲击。去库存阶段，企业订单会减少，原材料成本较高、而产成品的价格又在下降，因此工业企业的盈利能力将受到严重冲击，这在金融危机期间表现的非常明显。尽管当前的库存水平比 2008 年要低，一旦工业企业进入去库存阶段，工业企业的盈利能力仍将受到严重的冲击。历史数据显示，如下图，在企业库存累积的末端，规模以上工业企业销售利润率开始回落，而在库存去化过程中规模以上工业企业利润率出现加速下滑。

图 19： 工业企业去库存阶段，企业利润率往往会加速下降

单位：%



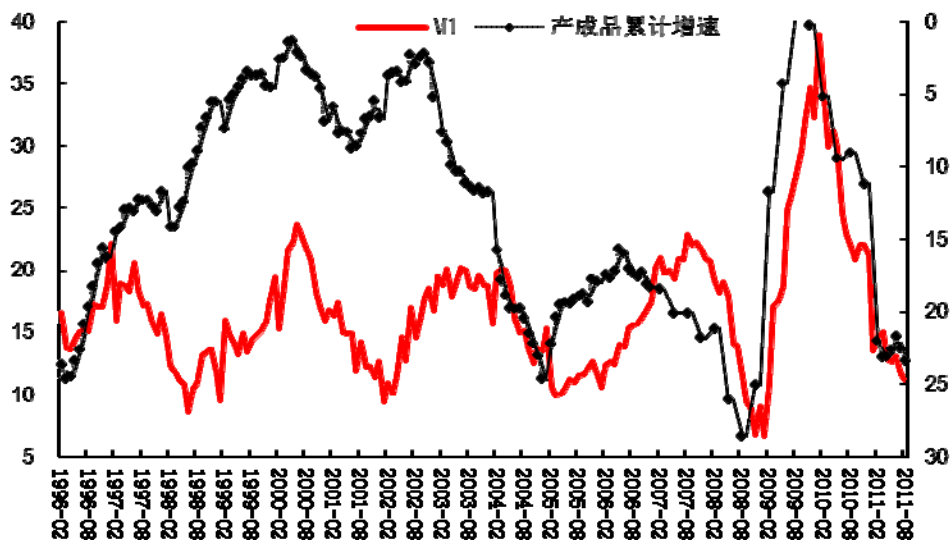
资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

3. 企业“去库存”行为与货币供应量增速

去库存阶段 M1 同比增速往往回升。在库存积累过程中，库存会占用企业的运营资金、进而影响企业的资金周转，企业的活期存款增速会受到影响，因此在库存累计过程中 M1 增速往往会趋于回落。相反，在企业去库存过程中，库存的消化带来资金回落会改善企业的资金面，货币供应 M1 增速往往会出现回升。另外，在库存去化过程中经济增速往往较差，货币政策一般会出现松动，这也是货币供应量增速回升的另一个原因。历史数据显示，规模以上工业企业产成品库存增速上升阶段，M1 增速往往下降，而在库存增速下降时期，M1 增速经常处于上升阶段，并且规模以上产成品库存增速略微领先于 M1 增速。因此，在未来去库存过程中，M1 增速即将触底回升。

图 20：库存调整与货币增速

单位：%

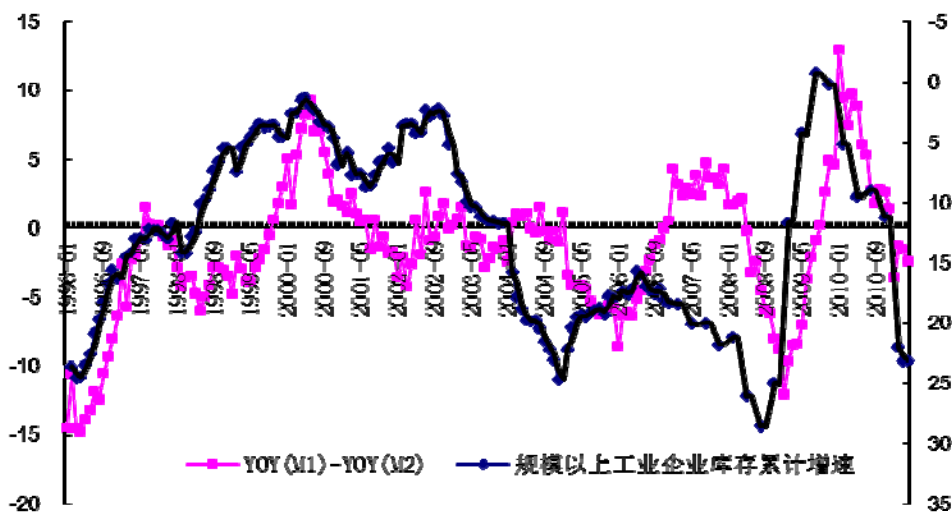


资料来源：国家统计局、人民银行、WIND、东方证券研究所

货币增速的剪刀差即将触底回升。货币供应量 M1 和 M2 的增速差也与企业库存情况密切相关，库存累积过程中货币供应量增速差趋于缩小，而在库存去化过程中货币供应量的增速差往往会上升。M1 与准货币增速的走势基本一致，但是准货币增速的波动幅度明显小于 M1，因此货币供应量增速差的走势取决于 M1 增速的走势，这样在库存去化过程中货币供应量的增速差往往回升。从历史情况来看，M1 与 M2 增速差的走势与规模以上工业企业库存增速非常一致，并且工业企业库存增速略微领先于货币供应增速差。因此，在未来去库存过程中，货币供应的增速差（M1-M2）即将触底回升。

图 21：库存调整与货币增速的剪刀差

单位：%



资料来源：国家统计局、人民银行、WIND、东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn