



中美库存共振：可能性、时点与影响

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

宏观分析师：丁俊菘
邮箱：dingjs@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523070003
联系电话：021-50380388

投资要点：

► 中美库存周期的特点与差异

1) 2000年以来我国共经历了六轮较为完整的库存周期，平均每轮库存周期持续时间约40个月左右。从驱动因素来看，我国补库周期的主要驱动力逐步从原材料加工业转向了中游制造业。

2) 2000年以来美国同样大致经历了六轮库存周期，不过与中国每轮库存周期都会经过被动去库、主动补库、被动补库、主动去库四个阶段不同，美国的库存周期存在跳跃现象，并且主要驱动因素为下游消费。

► 中美库存共振的可能性与时间点

1) 中美库存周期同步性有所提升。2008年之后，中美库存周期同步性明显提升。从时间占比来看，中美库存共振时期占比约69%，共振时间相对较长，中美库存同步性提高主要与两国之间经贸关联度不断提升有关。

2) 明年Q1有望迎来中美补库共振周期。结合两国库存情况以及PPI、库销比等领先指标我们判断今年Q4可能处于中国补库、美国去库阶段，而明年Q1则将进入中美共同补库阶段。

► 中美库存周期共振如何影响市场？

1) 我国库存周期四个阶段期间大类资产表现情况：主动补库阶段A股收益率更高，被动补库阶段商品表现更佳，主动去库阶段债券牛市趋势明显，被动去库阶段商品和权益表现相对均衡。

2) 中美库存周期共振阶段大类资产表现情况：整体来看商品、债券市场对于中美库存共振更为敏感，共同补库期间商品往往涨幅较大，国债到期收益率也会明显抬升，共同去库则表现相反，商品下跌，国债到期收益率下行。不过权益市场对于库存共振反应并不一致，涨跌不一。

3) 结合中美各行业库存情况，我们认为黑色金属冶炼及加工业、计算机、通信和其他电子设备制造业、家用电器、汽车制造等行业较快开启共同补库的可能性较大。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

正文目录

1. 中美库存周期的特点与差异	3
1.1. 中国：2000 年来共有六轮，中游制造业为主要驱动	3
1.2. 美国：2000 年来同样有六轮，下游消费为主要驱动	6
2. 中美库存共振的可能性与时间点	8
2.1. 中美库存周期同步性有所提升	8
2.2. 明年 Q1 有望迎来中美补库共振周期	9
3. 中美库存周期共振如何影响市场？	11
3.1. 商品、债券对于中美库存共振更为敏感	11
3.2. 重点关注库存分位较低且处于被动去库的行业	14
4. 风险提示	16

图表目录

图 1 库存周期的四个阶段	3
图 2 2000 年以来中国库存周期划分	4
图 3 我国库存周期与房地产开发投资、制造业投资的关系	6
图 4 2000 年以来美国库存变动情况	6
图 5 中国库存占比中原材料加工、中游制造是主力	7
图 6 美国库存占比中消费品、资本品是主力	7
图 7 消费品周期要领先于其他行业周期	8
图 8 中美库存周期同步性整体提升 (%)	9
图 9 PPI 同比领先于产成品库存同比 1-2 个季度	10
图 10 美国库销比领先库存同比 8 个月左右	10
表 1 2000 年以来中国库存周期具体时间段划分	4
表 2 七轮补库期间对总库存拉动比率前五的行业	5
表 3 中美库存共振与错位阶段划分	9
表 4 中国被动去库存阶段大类资产表现	11
表 5 中国主动补库存阶段大类资产表现	12
表 6 中国被动补库存阶段大类资产表现	12
表 7 中国主动去库存阶段大类资产表现	12
表 8 中美共振补库存大类资产表现	13
表 9 中美共振去库存大类资产表现	13
表 10 中补库美去库大类资产表现	14
表 11 中去库美补库大类资产表现	14
表 12 中国不同行业所处库存周期阶段	15
表 13 美国不同行业所处库存周期阶段	16

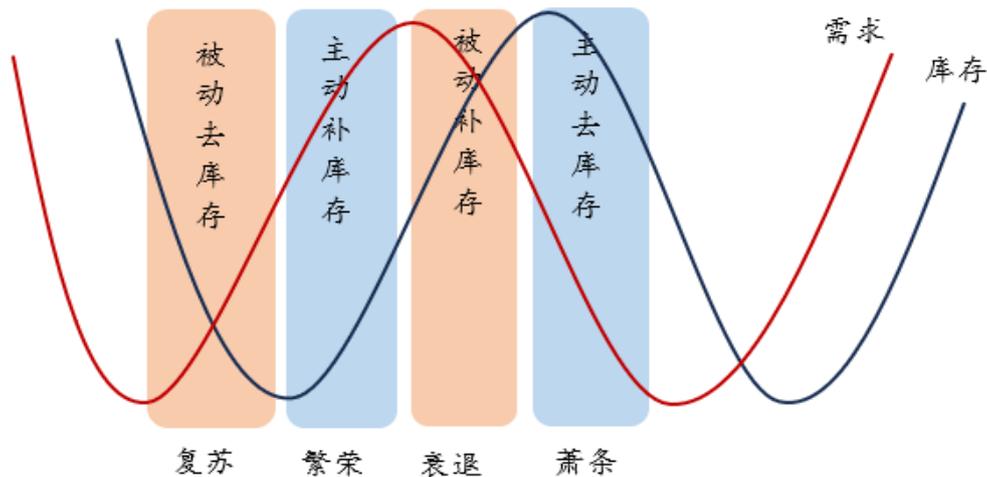
近期市场对于库存周期的关注度较高，并且对于可能发生的中美库存共振有所期待。针对这一话题，我们详细梳理了中美库存周期特点与差异，并对中美库存周期共振可能与时点、对于市场有何影响等关键问题进行了分析，以期帮助市场准确把握本轮库存周期。

1. 中美库存周期的特点与差异

库存周期又被称为基钦周期，持续时间一般在 3-4 年左右，属于经济周期中的短周期，是观察短期经济供需变动的重要指标。库存周期的本质是需求与生产之间的错位与时滞，根据需求与生产的变化可以将库存周期划分为四个阶段，分别是被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存，分别对应经济周期中的复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段。具体来看：

- 1) **被动去库**：需求出现边际回升，但是由于生产计划调整存在一定滞后性，所以库存继续下降，对应经济周期中的复苏阶段。
- 2) **主动补库**：随着需求的持续向好，企业营收也相应改善，企业开始扩大生产规模，库存开始逐渐增多，对应经济周期中的繁荣阶段。
- 3) **被动补库**：需求开始见顶回落，但是由于生产计划调整时滞，企业库存仍在增加，对应经济周期中的衰退阶段。
- 4) **主动去库**：随着需求的进一步弱化，企业开始收缩产线，库存开始逐步回落，对应经济周期中的萧条阶段。

图 1 库存周期的四个阶段



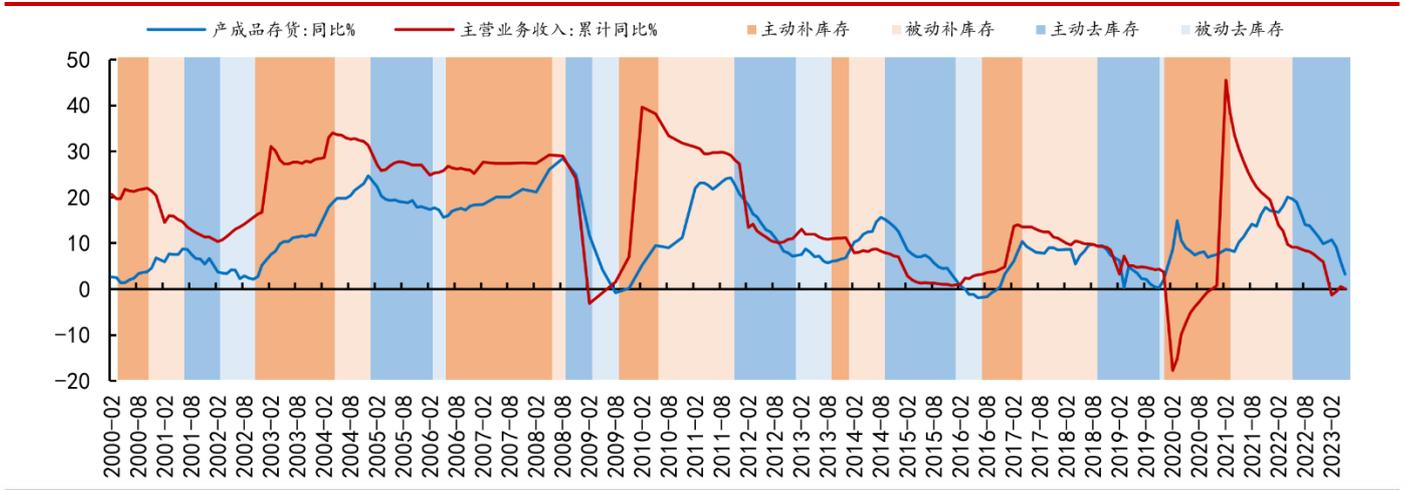
资料来源：华西证券研究所

1.1. 中国：2000 年来共有六轮，中游制造业为主要驱动

2000 年以来我国共经历了六轮较为完整的库存周期。我们采用目前较为常用的工业企业产成品存货同比与主营业务收入累计同比来刻画库存周期。具体划分的原则为：营收上升、库存下降为被动去库存；营收、库存同时上升为主动补库存；营收下降、库存

上升为被动补库存；营收、库存同时下降为主动去库存。按照这种划分方法，2000年以来，我国共经历了六轮较为完整的库存周期。

图 2 2000 年以来中国库存周期划分



资料来源：Wind，华西证券研究所

我国一轮库存周期平均持续时间为 40 个月左右。从库存周期的持续时间来看，我国库存周期时长范围为 31-48 个月，平均周期时长为 40 个月左右。其中主动补库、主动去库平均持续时间较长，分别为 12.3 和 11.5 个月，被动补库平均持续时间也有 10.7 个月，被动去库平均持续时间相对较短，仅为 5.8 个月。

表 1 2000 年以来中国库存周期具体时间段划分

轮次	主动补库存		被动补库存		主动去库存		被动去库存	
	时期	持续月数	时期	持续月数	时期	持续月数	时期	持续月数
第一轮	2000. 4-2000. 10	7	2000. 11-2001. 6	8	2001. 7-2002. 2	8	2002. 3-2002. 10	8
第二轮	2002. 11-2004. 4	18	2004. 5-2004. 12	8	2005. 1-2006. 2	14	2006. 3-2006. 5	3
第三轮	2006. 6-2008. 5	24	2008. 6-2008. 8	3	2008. 9-2009. 2	6	2009. 3-2009. 8	6
第四轮	2009. 9-2010. 5	9	2010. 6-2011. 10	17	2011. 11-2012. 9	11	2012. 10-2013. 8	11
第五轮	2013. 9-2013. 12	4	2014. 1-2014. 8	8	2014. 9-2015. 12	16	2016. 1-2016. 6	6
第六轮	2016. 7-2017. 3	9	2017. 4-2018. 8	17	2018. 9-2019. 10	14	2019. 11	1
第七轮	2019. 12-2021. 2	15	2021. 3-2022. 4	14	2022. 5-			
	平均持续月数	12.3	平均持续月数	10.7	平均持续月数	11.5	平均持续月数	5.8

资料来源：Wind，华西证券研究所

我国补库周期的主要驱动力逐步从原材料加工业转向了中游制造业。由于我国不同行业库存占比差异较大，要想细致拆解库存周期还需要深入行业。我们采用补库期间各行业库存增速与其占总库存比重乘积的方式度量不同行业对于补库的贡献率，以达到考察行业变化的目的。

通过选取过去七轮补库期间对于总库存拉动比率前五的行业，我们发现我国补库周期的驱动行业有两大规律：

一是：原材料加工业和中游制造业是我国的补库主力，例如黑色金属冶炼及压延加工业、计算机、通信和其他电子设备制造业，而消费品制造业对于库存的拉动则相对较小。

二是：2013 年以来，我国补库主力逐步从原材料加工业转向了中游制造业，其中计算机、通信和其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业等是主要构成行业。

表 2 七轮补库期间对总库存拉动比率前五的行业

第一轮补库 2000.5-2001.6	第二轮补库 2002.11-2004.12	第三轮补库 2006.6-2008.8	第四轮补库 2009.9-2011.10	第五轮补库 2013.9-2014.8	第六轮补库 2016.7-2018.8	第七轮补库 2019.12-2022.4
石油、煤炭及其他燃料加工业 (2.71)	黑色金属冶炼及压延加工业 (13.1)	黑色金属冶炼及压延加工业 (17.29)	黑色金属冶炼及压延加工业 (5.64)	计算机、通信和其他电子设备制造业 (2.95)	计算机、通信和其他电子设备制造业 (6.11)	电气机械及器材制造业 (6.13)
计算机、通信和其他电子设备制造业 (2.01)	汽车制造 (7.19)	化学原料及化学制品制造业 (6.9)	汽车制造 (5.24)	烟草制品业 (2.61)	电气机械及器材制造业 (4.81)	计算机、通信和其他电子设备制造业 (5.53)
电气机械及器材制造业 (1.97)	计算机、通信和其他电子设备制造业 (6.37)	电气机械及器材制造业 (4.34)	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 (3.41)	汽车制造 (2.06)	汽车制造 (4.56)	黑色金属冶炼及压延加工业 (4.72)
纺织业 (1.75)	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 (5.20)	石油、煤炭及其他燃料加工业 (4.23)	有色金属冶炼及压延加工业 (3.31)	农副食品加工业 (1.29)	医药制造业 (2.07)	化学原料及化学制品制造业 (3.96)
金属制品业 (0.81)	石油、煤炭及其他燃料加工业 (3.84)	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 (4.20)	石油、煤炭及其他燃料加工业 (3.09)	通用设备制造业 (1.17)	专用设备制造业 (1.45)	石油、煤炭及其他燃料加工业 (3.51)

资料来源：Wind，华西证券研究所

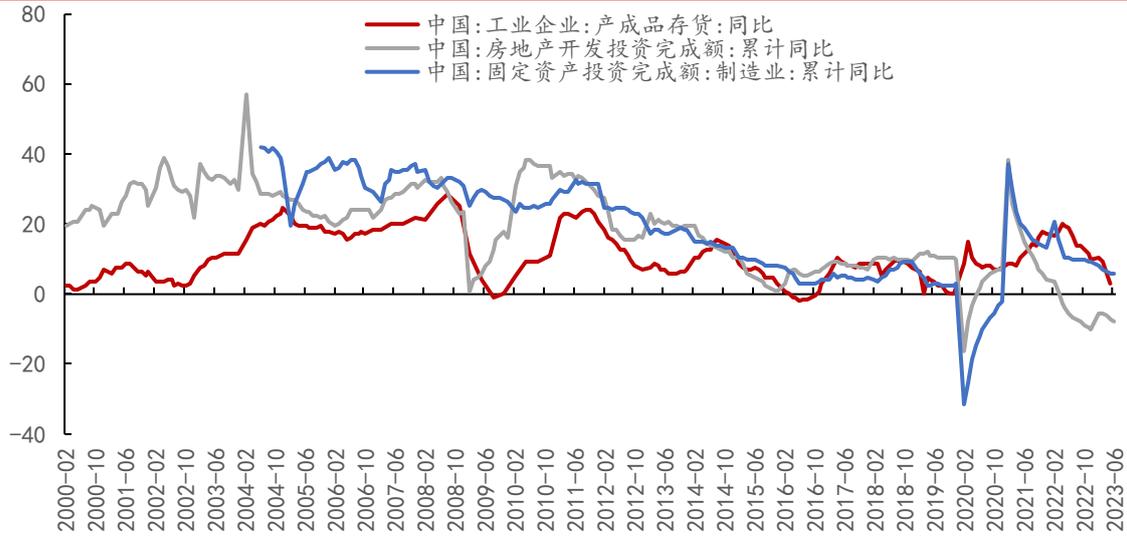
注：括号内为该行业在补库期间对总库存的拉动比例 (%)

造成这一变化的原因可能有两个：一是我国对于落后产能的淘汰力度不断加大。2010 年国务院发布《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》¹，对于钢铁、煤炭、化工等九大行业设定具体落后产能淘汰目标、2016 年供给侧结构性改革提到的“三去一降一补”其中“一去”就是去钢铁、水泥、电解铝等行业的过剩产能。

二是对于中高端制造业的鼓励扶持力度不断加大。无论是中国制造 2025 提出还是建设制造强国目标的设立，都推动了我国中高端制造业的快速发展。在政策引导下，中高端制造逐渐成为引导我国库存周期的主要力量。例如，计算机、通信和其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业对于库存周期的拉动明显增强。

1 《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》 <https://www.cnmn.com.cn/ShowNews1.aspx?id=171075&page=2>

图 3 我国库存周期与房地产开发投资、制造业投资的关系

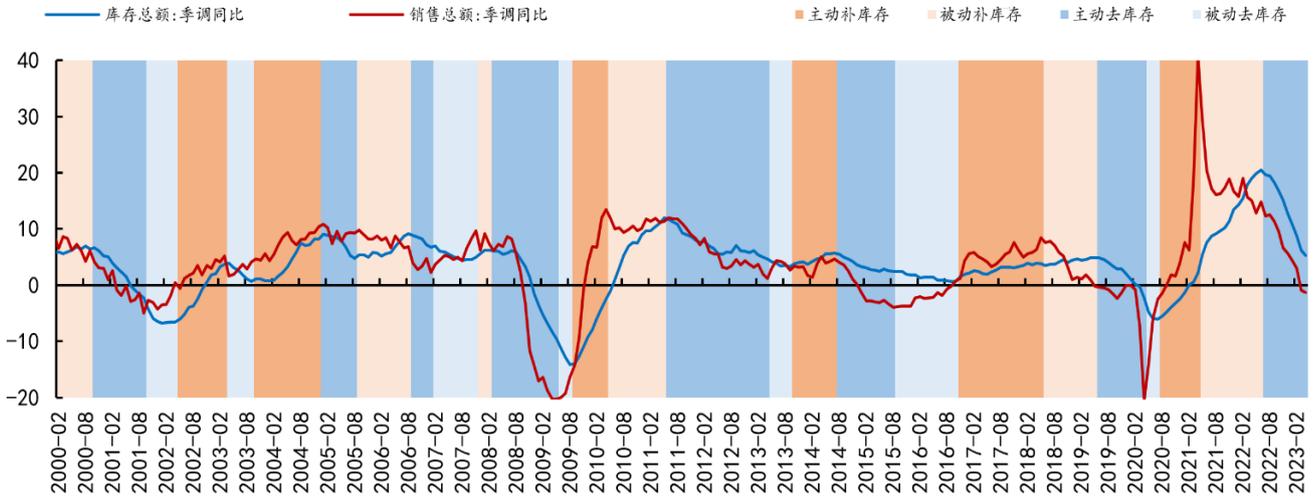


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2. 美国：2000 年来同样有六轮，下游消费为主要驱动

2000 年以来美国同样经历了六轮库存周期。我们采用目前较为常用的美国库存总额同比与销售总额同比来刻画美国库存周期。具体划分的原则为：销售上升、库存下降为被动去库存；销售、库存同时上升为主动补库存；销售下降、库存上升为被动补库存；销售、库存同时下降为主动去库存。2000 年以来，美国同样大致经历了 6 轮库存周期。

图 4 2000 年以来美国库存变动情况 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

不过与中国每轮库存周期都会经过被动去库、主动补库、被动补库、主动去库四个阶段不同，美国的库存周期可能存在跳跃现象。

例如在 2002.5-2003.3，美国经历了主动补库阶段后，并没有进入被动补库、主动去库阶段，而是直接进入被动去库阶段，随后由开启了新一轮的主动补库。不过 2009 年之

后，美国库存周期的规律逐渐清晰，每一次库存周期基本上都经历完整的四个阶段，这也为分析中美库存周期共振提供了基础。

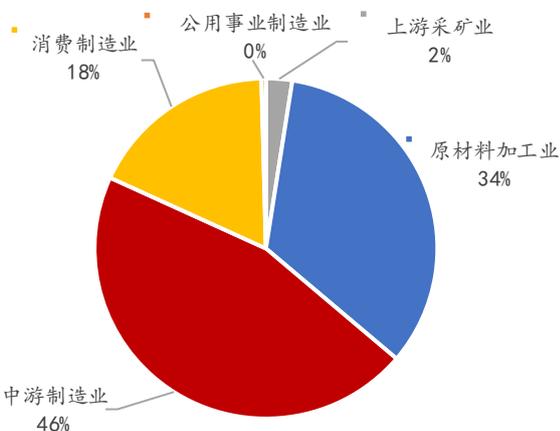
表 2 美国库存周期具体时间段

主动补库存		被动补库存		主动去库存		被动去库存	
时期	持续月数	时期	持续月数	时期	持续月数	时期	持续月数
2002. 5-2003. 3	9	2000. 1-2000. 9	9	2000. 10-2001. 9	12	2001. 10-2002. 4	7
2003. 10-2004. 12	15	2005. 9-2006. 8	12	2005. 1-2005. 8	9	2003. 4-2003. 9	6
2009. 9-2010. 4	8	2007. 12-2008. 2	3	2006. 9-2007. 1	5	2007. 2-2007. 11	10
2013. 10-2014. 7	10	2010. 5-2011. 5	13	2008. 3-2009. 5	15	2009. 6-2009. 8	3
2016. 11-2018. 5	19	2018. 6-2019. 5	12	2011. 6-2013. 4	23	2013. 5-2013. 9	5
2020. 8-2021. 4	9	2021. 5-2022. 6	14	2014. 8-2015. 8	13	2015. 9-2016. 10	14
				2019. 6-2020. 4	11	2020. 5-2020. 7	3
				2022. 7-			
平均持续月数	11. 6	平均持续月数	10. 5	平均持续月数	12. 5	平均持续月数	6. 8

资料来源：Wind，华西证券研究所

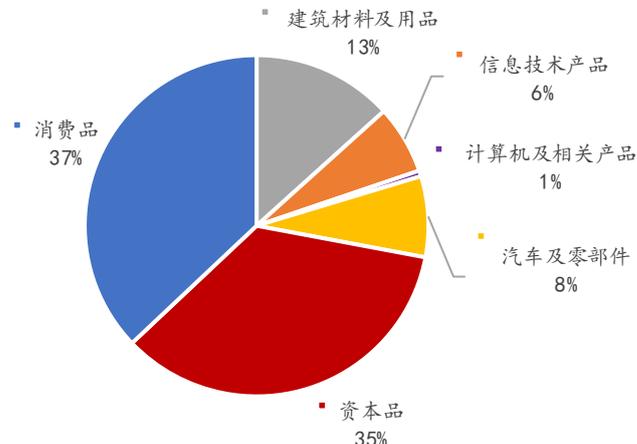
从行业来看，美国消费品是库存的主要驱动因素。与中国原材料加工业、中游制造业占库存比重较高不同，美国库存中消费品和资本品占比较高，二者合计占比超过 70%。而且从实际库存运行周期来看，消费品要领先于资本品、建筑材料等行业，也就意味着美国库存周期更多的是消费驱动，而不是类似于我国的投资驱动。

图 5 中国库存占比中原材料加工、中游制造是主力



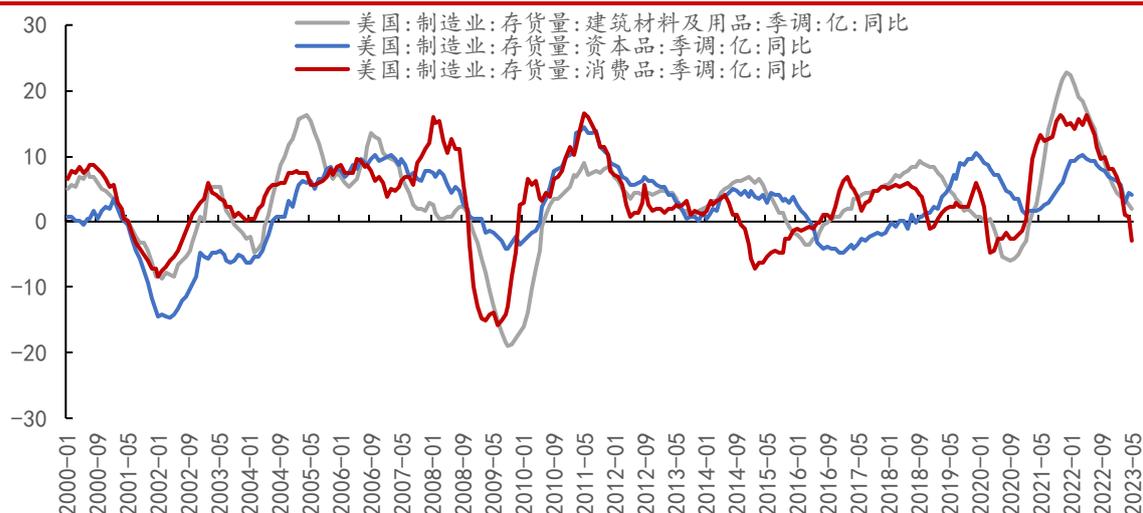
资料来源：WIND，华西证券研究所
注：图中数据为 2022 年各行业占比

图 6 美国库存占比中消费品、资本品是主力



资料来源：WIND，华西证券研究所
注：图中数据为 2022 年各行业占比

图7 消费品周期要领先于其他行业周期 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 中美库存共振的可能性与时间点

2.1. 中美库存周期同步性有所提升

根据中美库存周期变动趋势可以将其分成两个阶段。

第一个阶段是2008年9月之前，美国库存周期领先中国2-3个季度左右。例如2002年3月，美国库存周期见底，而中国库存见底则是在2002年9月，二者相差2个季度。

第二个阶段是2008年9月之后，中美库存周期同步性明显提升。例如，2009年9月，中美两国库存同步见底，并开启新一轮补库周期。中美库存同步性提高主要与两国之间经贸关联度不断提升有关。

不过也有部分时间段二者存在库存周期错位情况。

2017.4 -2018.4 中国去库、美国补库。中美库存的此次错位主要与两国国内的政策操作有关。2016年中央财经领导小组第十二次会议²拉开了我国供给侧改革的序幕，“三去一降一补”其中的“两去”是去落后产能、去房地产库存，均与库存有关。在政策的引导下，我国第六轮补库周期明显缩短，去库周期提前开启。而美国则在特朗普《减税与就业法案》³的加持下，企业补库意愿得到强化，补库周期有所拉长。

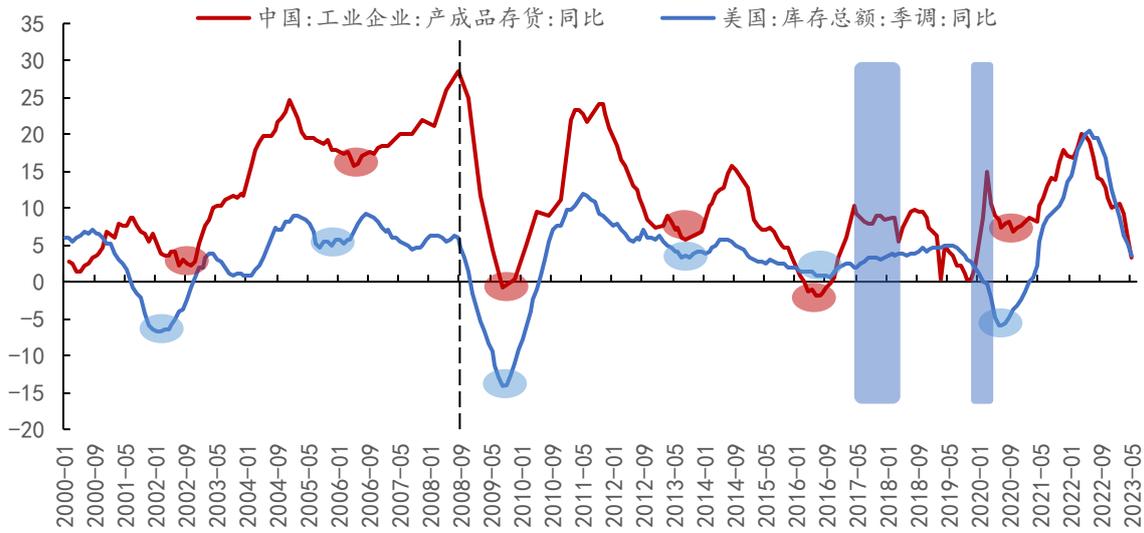
2020.2-2020.5 中国补库、美国去库。这一阶段中美库存错位主要与两国疫情管控节奏错位有关。疫情爆发初期，我国率先采取了管控措施，导致库存同比增速短期快速反弹，但随着疫情形势的好转又逐步进入去库周期。而美国则在需求修复快供给的情况下，开启去库周期。

从持续时间来看，中美库存共振时期占比约69%，错位占比约31%，共振明显更为普遍。

2 供给侧改革方案明确五大方向 https://www.gov.cn/zhengce/2016-01/26/content_5036436.htm

3 《减税与就业法案》 <http://www.chinatax.gov.cn/chinatax/n810219/n810780/c3033157/content.html>

图 8 中美库存周期同步性整体提升 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 3 中美库存共振与错位阶段划分

中美补库存		中美去库存		中补库美去库		中去库美补库	
时期	持续月数	时期	持续月数	时期	持续月数	时期	持续月数
2000. 4-2000. 9	6	2001. 7-2002. 4	10	2000. 10-2001. 6	9	2002. 5-2002. 10	6
2002. 11-2003. 3	5	2005. 1-2005. 8	8	2003. 4-2003. 9	6	2005. 9-2006. 5	9
2003. 10-2004. 12	15	2008. 9-2009. 8	11	2006. 9-2007. 11	15	2018. 9-2019. 5	9
2006. 6-2006. 8	3	2011. 11-2013. 8	22	2008. 3-2008. 8	6	2022. 5-2022. 6	2
2007. 12-2008. 2	3	2014. 8-2016. 6	23	2011. 6-2011. 10	5		
2009. 9-2011. 5	9	2019. 6-2019. 11	6	2016. 7-2016. 10	4		
2013. 9-2014. 7	11	2022. 7-		2019. 12-2020. 7	8		
2016. 11-2018. 8	22						
2020. 8-2022. 4	23						
月数总计	97	月数总计	80	月数总计	53	月数总计	26
平均月数	10. 7	平均月数	13. 3	平均月数	7. 5	平均月数	6. 5

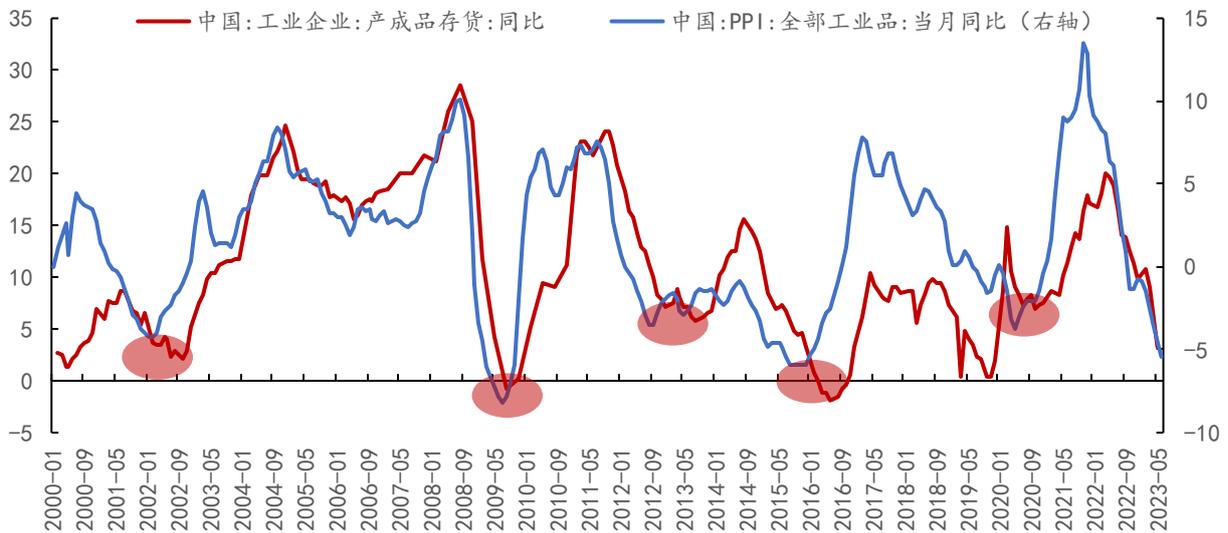
资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.2. 明年 Q1 有望迎来中美补库共振周期

中国 Q3 处于被动去库阶段，Q4 或将开启补库周期。首先从库存持续时间来看，我国本轮库存周期开始于 2019 年 12 月，至今已经持续 43 个月，主动去库也已持续近 14 个月，均已超过平均 40 个月的库存周期、12 个月的主动去库周期时长。参照历史数据，当前已经处于库存周期的尾声阶段。

其次 PPI 与产成品库存同比存在着相对稳定的领先关系。一般而言，PPI 同比增速领先产成品库存 1-2 个季度左右，6 月 PPI 同比为 -5.4%，大概率处于底部区域，并且二者增速目前都处于较低的位置，参照历史走势推断 Q4 或将迎来我国库存周期的底部，即开启补库周期，而在此之前则是从主动去库转为被动去库。

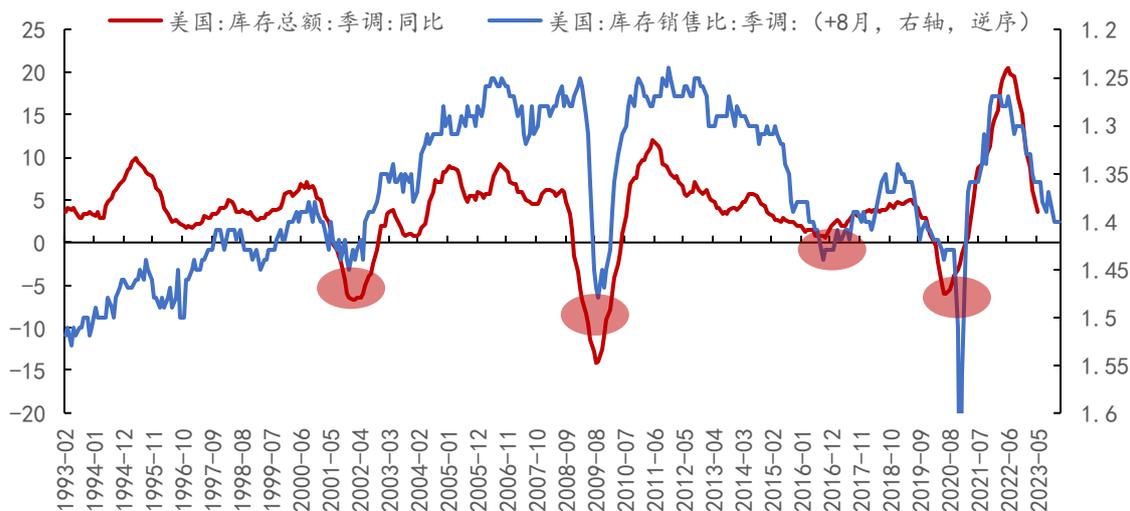
图 9 PPI 同比领先于产成品库存同比 1-2 个季度 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

美国 Q4 处于被动去库阶段，明年 Q1 或将开启主动补库。判断美国库存拐点有一个较为稳定的领先指标：库销比。所谓的库销比是指库存与销量的比值，这一指标综合反映了库存与销量的相对变化，由于销量领先于库存，二者的比值是库存的领先镜像。从历史数据来看，美国库销比领先库存 8 个月左右，5 月美国库销比为 1.4，为 2021 年 4 月以来新高，按照领先关系推断明年 Q1，美国将迎来库存拐点，开启补库周期。

图 10 美国库销比领先库存同比 8 个月左右 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

综合来看，我们认为今年 Q4 可能处于中国补库、美国去库阶段，而明年 Q1 则将进入中美共同补库阶段。

3. 中美库存周期共振如何影响市场？

3.1. 商品、债券对于中美库存共振更为敏感

首先来看我国库存周期四个阶段期间大类资产表现情况：主动补库阶段 A 股收益率更高，被动补库阶段商品表现更佳，主动去库阶段债券牛市趋势明显，被动去库阶段商品和权益表现相对均衡。

被动去库存阶段：商品和权益均不错收益，南华商品指数、南华工业品指数平均收益率为 12.4%、20.3%，而权益产品中小盘的弹性会更大，创业板指数平均收益为 17.8%，强于其他权益表现。

主动补库存阶段：我国上证指数、沪深 300 指数、创业板指数、恒生指数平均收益率超过 15%，沪深 300 指数收益率均值达到 35.55%，表现出高收益特点。同时期 10Y 国债到期收益率平均升幅为 49.6bp。

在被动补库存阶段：权益产品走弱，表现出较高的负收益。商品价格处于上升阶段，表现强于债券和权益产品。该阶段南华商品指数平均收益率为 4.8%。

在主动去库存阶段：债券进入熊牛转折点，平均下行幅度为 105.8bp。商品中黄金价值凸显，平均收益率为 10.29%，强于其他商品。

表 4 中国被动去库存阶段大类资产表现

被动去库存								
资产类别	开始日期	2002/3/1	2006/3/1	2009/3/1	2012/10/1	2016/1/1	2019/11/1	均值
	结束日期	2002/10/31	2006/5/31	2009/8/31	2013/8/31	2016/6/30	2019/11/30	
股票 (%)	上证	-1.13	26.35	28.08	0.59	-17.22	-1.95	5.79
	沪深 300	-1.55	29.67	32.23	0.91	-15.47	-1.49	7.38
	创业板				71.85	-17.92	-0.38	17.85
	恒生	-9.93	-0.38	53.96	4.28	-5.11	-2.08	6.79
商品 (%)	南华商品指数		15.51	28.57	-7.38	24.63	0.71	12.41
	南华农产品指数		-3.38	11.48	-3.97	19.40	-0.79	4.55
	南华工业品指数		40.86	44.53	-8.52	23.31	1.11	20.26
	CMEX 黄金	7.17	13.94	1.56	-21.31	24.95	-2.93	3.90
	布伦特原油	20.58	14.01	56.94	2.57	32.04	1.86	21.33
债券 (bp)	10Y 国债收益率	-11.77	12	32.23	55.4	-2.99	-11.07	12.30

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 5 中国主动补库存阶段大类资产表现

主动补库存									
资产类别	开始日期	2000/4/1	2002/11/1	2006/6/1	2009/9/1	2013/9/1	2016/7/1	2019/12/1	均值
	结束日期	2000/10/31	2004/4/30	2008/5/31	2010/5/31	2013/12/31	2017/3/31	2021/2/28	
股票 (%)	上证	8.95	5.84	109.19	-2.83	0.84	10.00	22.18	22.02
	沪深 300		1.17	164.48	-2.01	0.70	9.58	39.39	35.55
	创业板					10.07	-14.38	75.03	23.57
	恒生	-14.43	26.50	54.71	0.21	7.25	15.95	10.00	14.31
商品 (%)	南华商品指数			0.06	4.23	-3.46	24.03	24.15	9.80
	南华农产品指数			4.55	1.81	-0.39	-3.50	17.75	4.04
	南华工业品指数			-6.19	4.18	-4.71	36.51	29.48	11.85
	CMEX 黄金	-5.33	21.70	38.75	27.04	-13.40	-5.22	17.68	11.60
	布伦特原油	24.18	34.06	81.48	2.01	-2.73	7.87	6.84	21.96
债券 (bp)	10Y 国债收益率		101.66	112.89	-23.8	51.62	47.9	7.36	49.61

资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 6 中国被动补库存阶段大类资产表现

被动补库存									
资产类别	开始日期	2000/11/1	2004/5/1	2008/6/1	2010/6/1	2014/1/1	2017/4/1	2021/3/1	均值
	结束日期	2001/6/30	2004/12/31	2008/8/31	2011/10/31	2014/8/31	2018/8/31	2022/4/30	
股票 (%)	上证	13.09	-20.63	-30.17	-4.78	4.78	-15.43	-13.17	-9.47
	沪深 300		-19.34	-33.77	-2.81	0.35	-3.52	-24.74	-13.97
	创业板				-14.72	9.20	-24.75	-20.42	-12.67
	恒生	-12.44	19.15	-13.33	0.50	6.16	15.66	-27.23	-1.65
商品 (%)	南华商品指数		-2.60	-4.32	4.57	-11.88	7.02	36.01	4.80
	南华农产品指数		-11.27	-6.37	14.79	-6.82	-3.58	37.82	4.10
	南华工业品指数		8.31	-2.77	-2.60	-15.70	12.11	36.84	6.03
	CMEX 黄金	1.84	13.14	-6.32	41.88	7.13	-3.54	9.72	9.12
	布伦特原油	-15.21	17.34	-10.75	47.16	-7.00	45.17	64.67	20.20
债券 (bp)	10Y 国债收益率		44.91	6.08	48.81	-36.57	30.21	-40.89	8.76

资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 7 中国主动去库存阶段大类资产表现

主动去库存								
资产类别	开始日期	2001/7/1	2005/1/1	2008/9/1	2011/11/1	2014/9/1	2018/9/1	均值
	结束日期	2002/2/28	2006/2/28	2009/2/28	2012/9/30	2015/12/31	2019/10/31	
股票 (%)	上证	-31.26	2.57	-13.12	-15.48	59.62	7.48	1.64
	沪深 300	-5.46	5.30	-10.50	-14.92	59.56	16.56	8.42
	创业板				-19.13	90.53	16.45	29.28
	恒生	-19.63	11.86	-39.74	4.91	-11.43	-3.52	-9.59
商品 (%)	南华商品指数		23.76	-27.68	0.02	-19.04	2.58	-4.07
	南华农产品指数		-0.11	-15.02	-2.36	-8.35	-5.78	-6.32
	南华工业品指数		62.98	-37.34	-0.07	-24.36	1.92	0.63
	CMEX 黄金	9.51	28.63	12.85	2.82	-17.62	25.58	10.29
	布伦特原油	-18.21	52.64	-59.36	1.78	-63.18	-23.36	-18.28
债券 (bp)	10Y 国债收益率		-229.55	-98.55	-28.21	-141.93	-30.71	-105.79

资料来源: Wind, 华西证券研究所

进一步考察中美库存周期共振对大类资产的影响：整体来看商品、债券市场对于中美库存共振更为敏感，共同补库期间商品往往涨幅较大，国债到期收益率也会明显抬升，共同去库则表现相反，商品下跌，国债到期收益率下行。不过权益市场对于库存共振反应并不一致，涨跌不一。

表 8 中美共振补库存大类资产表现

中美共振补库											
资产类别	开始日期	2000/4/1	2002/11/1	2003/10/1	2006/6/1	2007/12/1	2009/9/1	2013/9/1	2016/11/1	2020/8/1	均值
	结束日期	2000/9/30	2003/3/31	2004/12/31	2006/8/31	2008/2/29	2011/5/31	2014/7/31	2018/8/31	2022/4/30	
股票 (%)	纳斯达克	-19.68	0.86	21.74	0.22	-14.64	41.13	21.73	56.28	14.79	13.60
	上证	6.11	0.20	-7.36	1.06	-10.74	2.84	4.92	-12.10	-7.94	-2.56
	沪深 300		-0.83	-11.28	-1.96	-1.33	6.05	1.57	-0.05	-14.46	-2.79
	创业板						-15.37	13.45	-33.55	-17.04	-13.13
	恒生	-10.10	-8.55	26.72	9.68	-15.05	20.08	13.92	21.60	-14.25	4.89
商品 (%)	南华商品指数			-2.60	-11.75	12.46	23.08	-12.55	17.46	68.26	13.48
	南华农产品指数			-11.27	-9.15	13.14	28.16	-4.60	-5.94	61.55	10.27
	南华工业品指数			8.31	-16.52	9.60	17.61	-17.26	30.14	77.27	15.59
	CMEX 黄金	-1.60	5.81	13.55	-1.29	23.56	60.01	-8.09	-5.20	-4.48	9.14
	布伦特原油	21.11	3.27	48.48	-0.23	13.41	60.41	-7.45	59.86	143.75	38.07
债券 (bp)	10Y 国债收益率		-34.47	153.08	20.8	-38.02	35.01	22.99	83.76	-10.8	29.04
	10Y 美债收益率	-20	-18	28	-37	-36	-33	-28	103	233	21.33

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 9 中美共振去库存大类资产表现

中美共振去库存								
资产类别	开始日期	2001/7/1	2005/1/1	2008/9/1	2011/11/1	2014/8/1	2019/6/1	均值
	结束日期	2002/4/30	2005/8/31	2009/8/31	2013/8/31	2016/6/30	2019/11/30	
股票 (%)	纳斯达克	-21.89	-1.07	-15.14	33.73	10.82	16.27	3.79
	上证	-24.81	-8.19	11.28	-14.99	33.07	-0.92	-0.76
	沪深 300	2.82	-7.21	18.34	-14.15	34.20	5.48	6.58
	创业板				38.97	65.69	12.22	38.96
	恒生	-11.85	4.73	-7.23	9.40	-16.01	-2.06	-3.84
商品 (%)	南华商品指数		12.30	-7.02	-7.36	-1.84	1.31	-0.52
	南华农产品指数		2.65	-5.26	-6.23	6.47	-0.94	-0.66
	南华工业品指数		27.73	-9.44	-8.58	-9.44	-0.52	-0.05
	CMEX 黄金	13.97	-0.07	14.61	-19.09	3.27	12.15	4.14
	布伦特原油	1.50	65.65	-36.22	4.46	-53.08	-2.03	-3.29
债券 (bp)	10Y 国债收益率		-166.13	-65.58	29.59	-141.58	-7.51	-70.24
	10Y 美债收益率	-26	-21	-34	77	-103	-29	-22.67

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 10 中补库美去库大类资产表现

中补库美去库									
资产类别	开始日期	2000/10/1	2003/4/1	2006/9/1	2008/3/1	2011/6/1	2016/7/1	2019/12/1	均值
	结束日期	2001/6/30	2003/9/30	2007/11/30	2008/8/31	2011/10/31	2016/10/31	2020/7/31	
股票 (%)	纳斯达克	-41.16	33.24	21.85	4.23	-5.32	7.15	24.00	3.33
	上证	16.12	-9.49	193.72	-44.87	-10.03	5.83	15.25	25.21
	沪深 300		-7.24	253.88	-48.84	-10.20	5.78	22.63	38.68
	创业板					0.77	-3.05	67.90	-1.14
	恒生	-16.66	30.06	64.69	-12.62	-16.13	10.29	-6.65	9.94
商品 (%)	南华商品指数			8.31	-10.93	-11.44	13.00	0.36	-0.26
	南华农产品指数			14.66	-16.94	-8.82	-1.08	0.45	-3.04
	南华工业品指数			0.79	-1.10	-13.72	17.59	-0.06	0.89
	CMEX 黄金	-2.02	14.60	24.42	-14.34	12.26	-3.24	35.40	5.28
	布伦特原油	-13.07	2.60	25.64	13.94	-6.46	-2.41	-27.74	3.37
债券 (bp)	10Y 国债收益率		35.31	127.86	9.49	-7.04	-6.13	-23.98	31.90
	10Y 美债收益率	-41	12	-76	29	-79	38	-128	-19.50

资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 11 中去库美补库大类资产表现

中去库美补库						
资产类别	开始日期	2002/5/1	2005/9/1	2018/9/1	2022/5/1	均值
	结束日期	2002/10/31	2006/5/31	2019/5/31	2022/6/30	
股票 (%)	纳斯达克	-21.23	1.24	-8.09	-10.59	-9.67
	上证	-9.61	41.15	6.36	11.54	12.36
	沪深 300	-9.48	47.15	8.86	11.67	14.55
	创业板			3.38	21.19	12.28
	恒生	-17.88	6.40	-3.54	3.65	-2.84
商品 (%)	南华商品指数		27.30	1.98	-7.36	7.31
	南华农产品指数		-5.98	-5.64	-7.43	-6.35
	南华工业品指数		79.74	3.59	-6.44	25.63
	CMEX 黄金	2.98	46.66	8.58	-5.42	13.20
	布伦特原油	-2.83	5.06	-20.45	1.92	-4.08
债券 (bp)	10Y 国债收益率	46.15	-49.1	-32	-0.77	-8.93
	10Y 美债收益率	-115	110	-76	-1	-20.50

资料来源: Wind, 华西证券研究所

3.2. 重点关注库存分位较低且处于被动去库的行业

整体来看中游制造业、原材料加工业去库进程快于上游采矿业。虽然目前我国库存周期整体处于主动去库向被动去库的过渡阶段，但是由于不同行业受自身产业周期影响，库存周期所处位置也不尽相同。我们将制造业划分为上游采矿业、原材料加工业、中游制造业、消费品制造业、公用事业制造业等五大类，分别考察各行业库存同比分位以及库存周期情况。

具体看，以下行业库存分位较低且处于被动去库阶段，后续补库动能或较强：

原材料加工业中的化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、金属制品业；

中游制造业中的通用设备制造业、专用设备、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业等；

消费品制造业中的纺织业、纺织服装、服饰业、家具制造业等行业库存同比分位较低并且处于被动去库阶段，后续补库动能相对较强。

表 12 中国不同行业所处库存周期阶段

	单位%	库存周期判断	同比分位	绝对库存占比	库存同比	营收累计同比
上游采矿业	煤炭开采和洗选业	主动去库	67.90	1.29		
	石油和天然气开采业	主动去库	10.90	0.14		
	黑色金属矿采选业	主动去库	32.00	0.40		
	有色金属矿采选业	主动去库	19.70	0.23		
	非金属矿采选业	被动去库	15.70	0.35		
原材料加工业	石油、煤炭及其他燃料加工业	主动去库	13.10	3.10		
	化学原料及化学制品制造业	主动去库	32.00	7.11		
	化学纤维制造业	被动去库	7.40	1.09		
	橡胶和塑料制品业	被动去库	11.20	2.85		
	非金属矿物制品业	主动去库	41.20	5.38		
	黑色金属冶炼及压延加工业	主动去库	6.50	5.22		
	有色金属冶炼及压延加工业	主动去库	23.60	3.65		
	金属制品业	被动去库	0.00	4.07		
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	主动去库	31.10	0.82		
	造纸及纸制品业	主动去库	15.70	1.22		
中游制造业	通用设备制造业	被动去库	4.80	5.66		
	专用设备制造业	主动补库	63.10	6.08		
	汽车制造	被动去库	39.40	6.78		
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	主动补库	26.70	1.17		
	电气机械及器材制造业	主动去库	19.20	9.53		
	计算机、通信和其他电子设备制造业	被动去库	9.20	10.65		
	仪器仪表制造业	被动去库	62.20	1.31		
	医药制造业	主动补库	35.90	4.09		
	消费品制造业	农副食品加工业	主动去库	38.10	4.40	
食品制造业		被动去库	58.30	1.50		
酒、饮料和精制茶制造业		主动补库	41.60	1.81		
烟草制品业		主动去库	75.40	0.35		
纺织业		主动去库	14.40	3.06		
纺织服装、服饰业		被动去库	0.00	1.52		
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业		主动补库	25.00	0.72		
家具制造业		主动补库	1.30	0.60		
印刷业和记录媒介的复制		主动去库	0.80	0.47		
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	被动去库	15.70	1.95			
公用事业制造业	电力、热力的生产和供应业	被动去库	89.00	0.10		
	燃气生产和供应业	主动去库	14.00	0.23		
	水的生产和供应业	主动补库	58.70	0.07		

资料来源：Wind，华西证券研究所

我们采用同样的方法考察了美国耐用品行业库存情况，与中国相比，美国各行业库存分位数仍有进一步下行的空间。目前来看，钢铁、铝和有色金属、农业机械、计算机、电子元件、轻型卡车、汽车零部件、家用电器、家具等行业库存分位数相对较低。

表 13 美国不同行业所处库存周期阶段

		同比分位	绝对库存占比	库存同比
木制品	木制品	17.80	3.46	
非金属矿物制品	非金属矿物制品	79.20	3.66	
初级金属	钢铁	31.70	5.86	
	铝和有色金属	32.10	3.48	
	金属铸造件	63.20	0.67	
加工金属	加工金属	30.00	13.83	
机械制品	农业机械	19.20	1.21	
	建筑机械	69.20	2.01	
	矿山、石油及天然气机械	77.10	1.25	
	工业机械	81.00	2.41	
	照相设备	71.00	0.32	
	通风、采暖、空调和制冷设备	93.90	2.04	
	金属加工机械	66.00	1.58	
	涡轮机、发电机和其他电力传输设备	68.90	2.53	
	装卸转运设备	90.30	1.75	
计算机及电子产品	计算机	28.50	0.42	
	计算机存储设备	35.70	0.13	
	其他外围设备	85.30	0.22	
	非国防通讯设备	65.30	0.94	
	国防通讯设备	53.50	0.13	
	声像设备	47.50	0.18	
	电子元件	21.40	2.28	
	非国防搜索和导航设备	72.80	0.89	
	国防搜索和导航设备	45.70	0.71	
电气设备、电器和组件	电子照明设备	36.40	0.54	
	家用电器	24.60	0.77	
	电气设备	83.90	2.06	
	电池	43.90	0.40	
运输设备	汽车	42.80	1.26	
	轻型卡车和多功能车	18.20	2.06	
	重型载货车	49.20	0.62	
	汽车车身、零部件及拖车	33.20	7.51	
	非国防飞机及零部件	38.20	16.57	
	国防飞机及零部件	53.90	3.03	
家具及相关产品 杂项产品	家具及相关产品	36.40	2.23	
	杂项产品	51.40	5.93	

资料来源: Wind, 华西证券研究所

结合中美库存情况, 我们认为黑色金属冶炼及加工业、计算机、通信和其他电子设备制造业、家用电器、汽车制造等行业较快开启共同补库的可能性较大。

4. 风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文数篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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