

2023年07月31日

库存周期熨平与否的探讨与投资思路

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

陈策（联系人）

hening@kysec.cn

chence@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122120002

● 库存周期熨平的线索与因果

2023年1-6月工业企业营收转负、库存下滑，仍符合主动去库的特征。在库存同比接近历史底部之际，市场的疑虑在于本轮库存周期是否熨平，补库弹性如何？

(1) 库存周期熨平的2条线索。一则是实际库存衡量的企业去库仅行至半程。历史上的去库阶段主要由“量”主导而非“价”，而本轮去库则相反，或指向实际去库力度不足。二则是库销比持续上行，表明当前内需不足为较大掣肘，从去库到补库的切换时点可能延后，且库存反弹力度或不及历史均值。

(2) 本质或在于地产失位。房地产投资领先库存周期约6个月，几乎每一轮库存周期反转均包含地产要素，如1998年商品房改革、2008年四万亿基建+地产放松、2012年地产放松、2015年棚改货币化+供给侧改革、2020-2021上半年流动性宽松楼市火热。此外，相关性矩阵给出了进一步证明，工业企业的总量库存与地产链、化工链相关性最高。推论得到，地产周期弱→工业周期弱→库存周期弱。

相关研究报告

《投资转暖助推美国经济再超预期——美国二季度GDP数据点评—宏观经济点评》-2023.7.29

《美联储的决策周期在拉长——7月FOMC会议点评—宏观经济点评》-2023.7.27

《迎接战略反攻——7月政治局会议点评—宏观经济点评》-2023.7.25

● 若库存周期仍延续熨平，关注结构机会和中美共振补库

在探讨本轮库存周期走向之前，需厘清库存周期与股债的映射关系。债市映射库存周期，权益对库存周期存在一定的“抢跑”，被动去库表现最好，消费、周期领涨。若内需不足现状仍延续，则历史复盘结论或在一定程度失效，我们建议关注2条结构性主线：国内先行被动去库行业、向中美共振补库要动能。

(1) 国内先行进入被动去库：汽车、电气机械、交运设备。我们分别计算了41个工业行业营收和产成品存货的历史分位数，并以此刻画了行业层面的库存周期二维图。与2023年5月相比，6月工业行业更多积聚于第三象限，其中汽车、电气机械、交运设备先于进入被动去库，计算机、纺服、五金、通用设备处于“困境反转”阶段。

(2) 向中美共振补库要动能：家具、造纸、消费电子、半导体。综合对华进口依赖度和中美库存分位数，家具、造纸、消费电子有望于2023年下半年实现共振补库。家具受益于美国房地产周期，消费电子半导体则受益于创新周期。

● 本轮库存周期的推演和投资机会

对库存周期的判断取决于地产周期的反弹强度。7月24日政治局会议未提“房住不炒”，叠加超大特大城市推进城中村改造，地产有望企稳，但长期仍需回归人口基本面。我们对库存周期给出了不同情形的推演。

(1) 乐观情形：2023Q3被动去库，2023Q4主动补库，存货增速反弹至15%，历史复盘来看利好权益，消费最为受益，此外周期也有望受益，配置汽车、非银金融、食品饮料、医药生物、电力设备、机械设备等。

(2) 中性情形（大概率）：2023Q3被动去库，2024Q1主动补库，存货增速反弹至10%，权益关注结构性机会，即率先进入被动去库的汽车、电气机械、交运设备，以及有望受益于中美共振补库的家具、造纸、消费电子、半导体。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

目 录

1、 库存周期熨平的线索与因果	3
2、 债市映射库存周期，权益存在抢跑	5
3、 库存周期熨平，关注结构和中美共振补库	6
4、 库存周期的后续推演和投资机会	8
5、 风险提示	9

图表目录

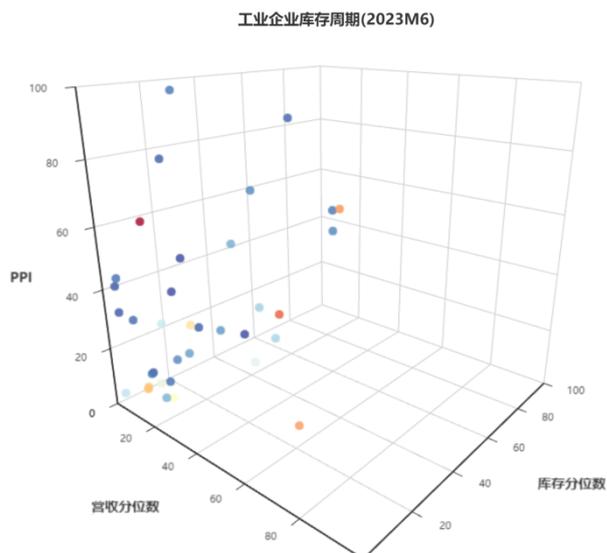
图 1： 2023 年 6 月工业企业仍主动去库	3
图 2： 实际库存仅行至半程	4
图 3： 库销比仍趋上行	4
图 4： 地产周期领先库存周期	4
图 5： 工业企业库存与地产链、化工链高度相关	5
图 6： 10 年国债利率与库存周期正相关	6
图 7： 债市映射库存周期	6
图 8： 被动去库消费、周期表现较好	6
图 9： 被动去库阶段权益表现最好	6
图 10： 6 月工业行业更多积聚于第三象限	7
图 11： 家具、造纸、消费电子或将共振补库	8
图 12： 乐观、中性、悲观，对应名义库存增速反弹至 15%、10%、5%	8

2023 年 1-6 月全国规模以上工业企业利润累计同比-16.8%，前值-18.8%；营业收入累计同比增长-0.4%，前值 0.1%。

1、库存周期熨平的线索与因果

2023 年 1-6 月工业企业营收转负、库存下滑，仍符合主动去库的特征。在库存同比接近历史底部之际，市场的疑虑在于本轮库存周期是否被熨平，补库弹性如何？具体来看：

图1：2023 年 6 月工业企业仍主动去库



资料来源：Wind、开源证券研究所

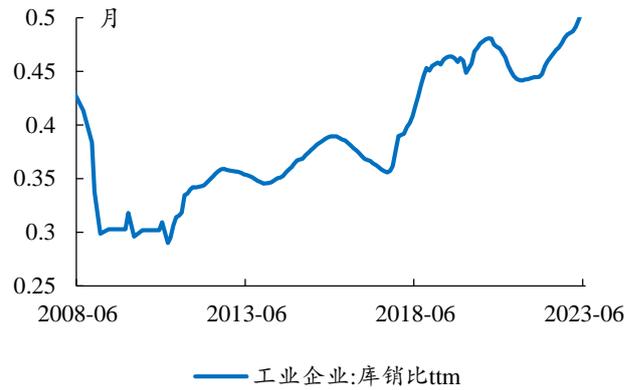
(1)实际库存的去库仅行至半程。 存货是过去一段时间成本价格的集合，企业去库行为可以拆解为量和价的下行，实际库存（名义库存平减 PPI 同比）代表量，PPI 同比代表价。与名义库存相比，实际库存的每一轮波峰、波谷更加平稳，有利于对库存周期进行定位以及预判与下一阶段的距离。 复盘历史上的去库阶段，名义库存和实际库存的分化并不明显，换句话说去库主要由量主导而非价格，而 2022 年 6 月以来两者偏离较大，名义库存接近历史底部但实际库存仅行至半程，即本轮去库主要由价格贡献而非量，或表明库存去化仍不彻底，在路径上可能与 2018 年较为相似。

图2：实际库存仅行至半程



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：库销比仍趋上行

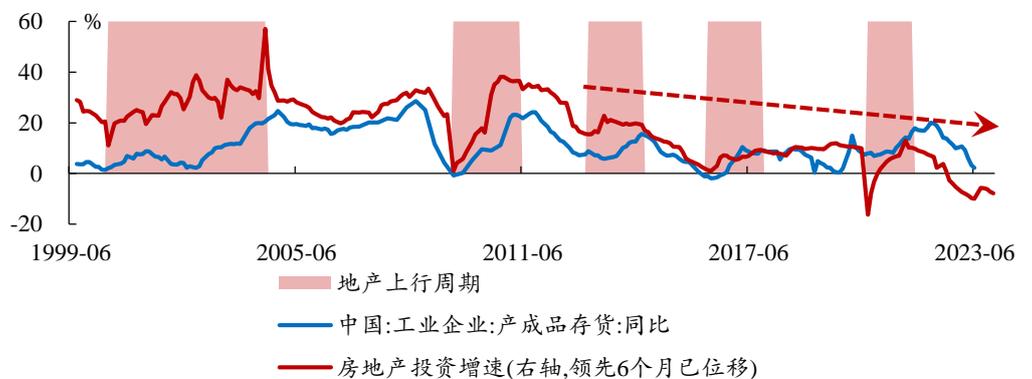


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)库销比持续上行或指向去库力度不足。库销比指标衡量了单位销售规模对应的库存水平，2008、2012、2015、2020年地产政策宽松后工业企业库销比出现了不同幅度的下行，但2022年6月以来工业企业持续主动去库但库销比 ttm 仍趋上行，2023年6月库销比 ttm 达到 0.51，表明当前内需不足为较大掣肘，从去库到补库的切换时点可能延后，且库存反弹力度或不及历史均值。

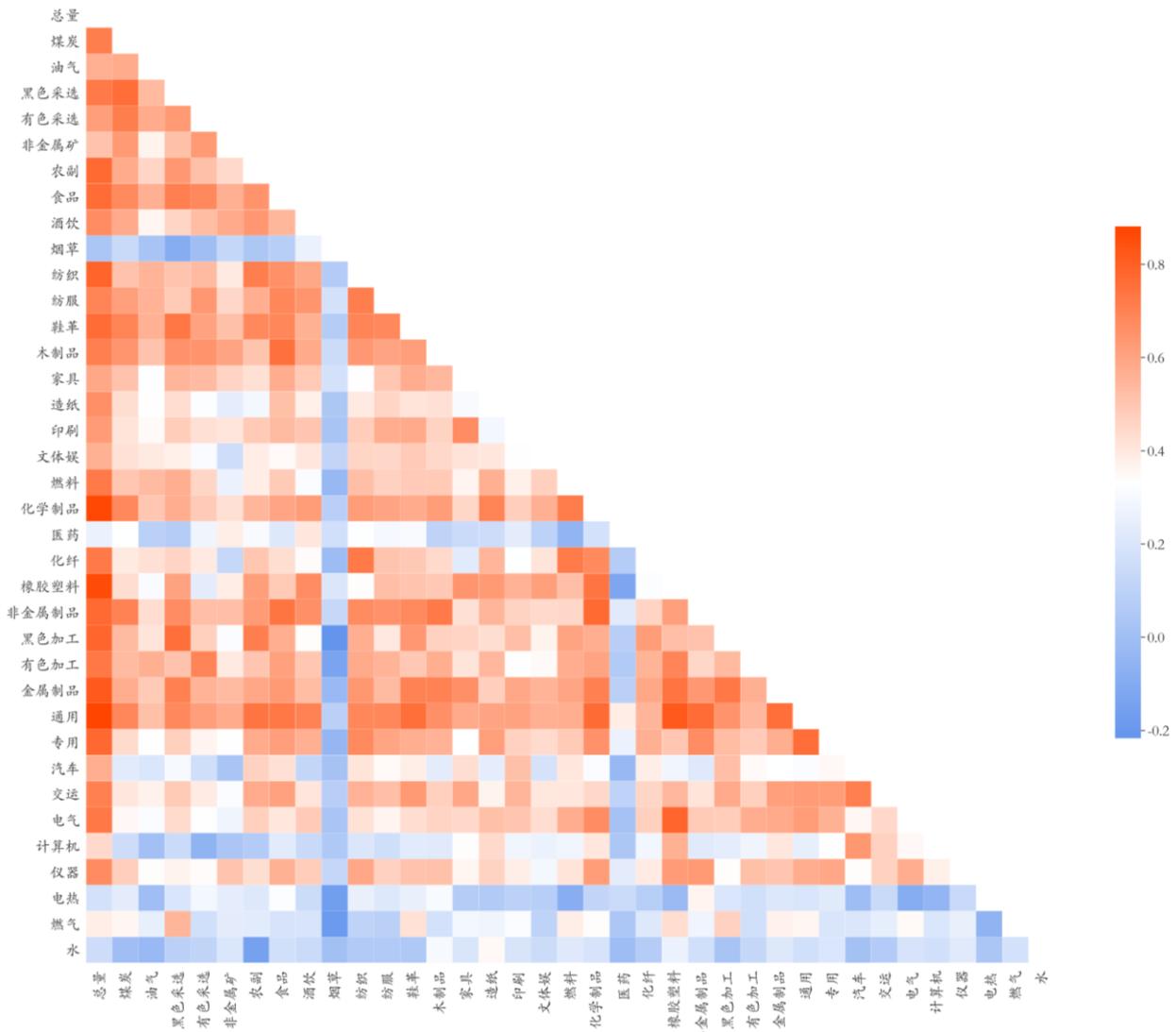
(3)本质或在于地产失位。地产链是最长、最广的经济链条，向上游拉动房屋建筑和相关的焦煤、钢铁、水泥、玻璃制造等，向下游辐射汽车、家电、家具、建筑建材。历史复盘来看，房地产投资领先库存周期约 6 个月，几乎每一轮库存周期反转均包含了地产要素，1998 年商品房改革、2008 年四万亿基建+地产放松、2012 年地产放松、2015 年棚改货币化+供给侧改革、2020-2021 上半年流动性宽松+贷款资金违规流入地产。工业企业总量库存和行业库存的相关性矩阵给出了进一步的证明，地产链（黑色金属采选、黑色金属加工、非金属制品、金属制品）、化工链（化学制品、化纤、橡胶塑料）相关性最高。由此，我们得到了一条可能的路径：地产周期弱→工业周期弱→库存周期弱。

图4：地产周期领先库存周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：工业企业库存与地产链、化工链高度相关



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：该图为工业企业（总量）和各行业产成品存货同比的相关性矩阵，颜色从蓝到红表示相关性从小到大，考虑到对角列固定为1此处予以删除。具体而言，第一列第二行表示总量和煤炭的产成品存货同比的相关性。

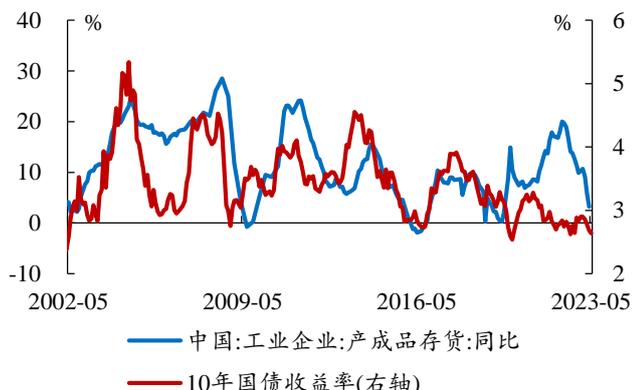
2、债市映射库存周期，权益存在抢跑

在探讨本轮库存周期走向之前，需厘清库存周期与股债的映射关系。

(1)债市：映射库存周期，且波动幅度同样匹配。产成品存货和10年期国债利率高度共振，仅2020Q1-2022Q2出现背离，系大宗商品牛市带动上游工业产成品补库。被动去库、主动补库（经济上行阶段）对应债熊，10年期国债利率平均上行25、40个BP，10年期国债利率平均上行28、42个BP；被动补库、主动去库（经济下行阶段）对应债牛，10年期国债利率平均下行18、35个BP，10年期国债利率平均下行17、33个BP。

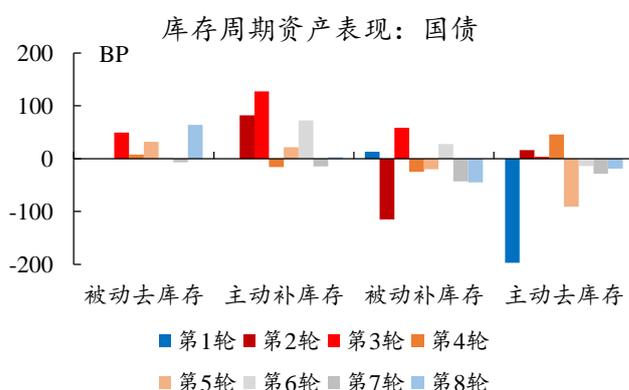
主动补库（经济繁荣）利率上行幅度大于被动去库（经济复苏），主动去库（经济衰退）利率下行幅度大于被动补库（经济萧条）。

图6：10年国债利率与库存周期正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：债市映射库存周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)权益：与库存周期相关性弱于债市。被动去库表现为普涨、平均涨幅最高(9.2%)，主动补库、主动去库涨跌互现(0.3%、0.5%)，被动补库负收益(-1.7%)。不同于债市反映基本面，权益市场对库存周期存在一定的“抢跑”行为，表现为主动去库（经济衰退）或受益于政策刺激和流动性宽松，先于基本面筑底回升；被动去库（经济复苏）普涨，提前交易下一阶段的主动补库（经济繁荣）。

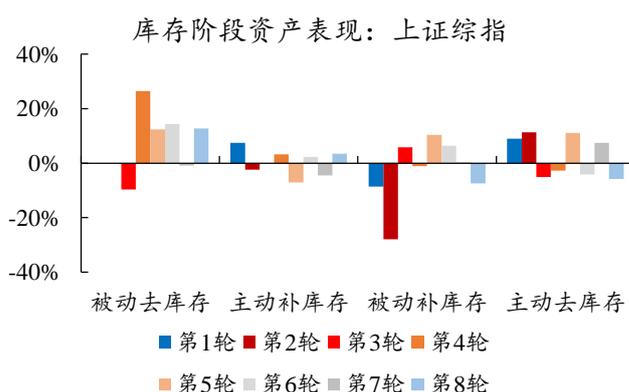
经济上行则消费、周期风格表现较好。被动去库阶段，军工、汽车、非银金融、食品饮料、社服、电力设备、医药生物、有色金属等板块涨幅居前，分别为29.7%、22.1%、21.1%、19.5%、16.6%、15.9%、15.6%、15.1%。

图8：被动去库消费、周期表现较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：被动去库阶段权益表现最好



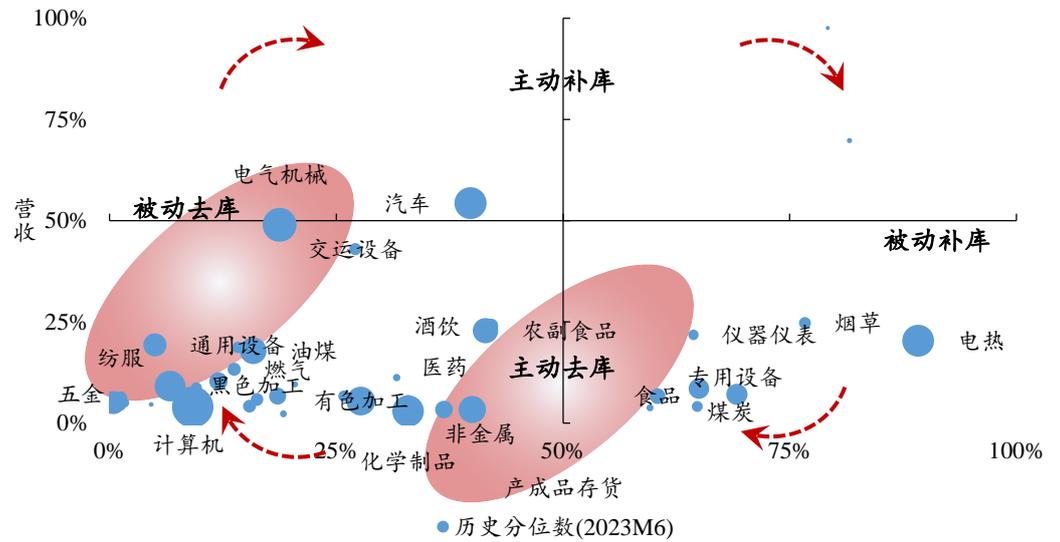
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、库存周期熨平，关注结构和中美共振补库

若内需不足现状仍延续，则历史复盘的结论或在一定程度失效，此种宏观情形我们建议关注两条结构性主线：国内先行被动去库行业、向中美共振补库要动能。

(1)国内先行被动去库：汽车、电气机械、交运设备。我们分别计算了41个工业行业营收和产成品存货的历史分位数，并以此刻画了行业层面的库存周期二维图，第三象限对应该行业的存货分位数收窄、营收分位数向上突破。与2023年5月相比，6月工业行业更多积聚于第三象限，其中汽车、电气机械、交运设备先于进入被动去库，计算机、纺服、五金、通用设备处于“困境反转”阶段，营收和存货均为历史低位。

图10：6月工业行业更多积聚于第三象限



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)向中美共振补库要动能：家具、造纸、消费电子、半导体。2022年美国进口（转换为美国零售商库存行业）较依赖中国的有电脑、电气机械、家居家装、五金、服装服饰、木材木制品、机械设备、化学制品、纸制品、专业商用设备，分别占比35.2%、31.3%、28.8%、28.4%、23.3%、17.2%、16.2%、15.6%、13.5%、10.9%。

我们进一步将中国工业行业与美国批发商行业进行匹配，综合对华进口依赖度和中美库存分位数，家具、造纸、消费电子有望于2023下半年实现共振补库。其中，家具受益于美国房地产周期，消费电子、半导体则受益于人工智能的创新周期。

图11：家具、造纸、消费电子或将共振补库

库存同比增速				中国工业行业	中国出口依赖度	美国对华进口依赖度	美国批发商行业	库存同比增速			
最新值	较前值	分位数	历史趋势	2023-06			2023-05	最新值	较前值	分位数	历史趋势
-0.40	-6.50	9%		计算机通信电子设备制造业	43.2%	35.2%	电脑及电脑外围设备和软件	0.10	-0.01	78%	
4.90	-5.00	18%		电气机械及器材制造业	16.1%	31.3%	电气和电子产品	0.11	-0.03	74%	
-1.70	0.70	1%		家具制造业	20.8%	28.8%	家具及家居摆设	-0.05	-0.04	10%	
-4.00	-1.70	0%		金属制品业	9.8%	28.4%	五金、水暖及加热设备和用品	0.05	-0.03	46%	
7.80	-1.70	33%		木材加工制品业	5.1%	17.2%	木材及其他建材	-0.09	-0.01	5%	
2.10	-1.40	5%		通用设备制造业	14.3%	16.2%	机械设备和用品	0.26	-0.01	98%	
13.20	0.40	65%		专用设备制造业	13.8%	10.9%	专业及商业设备和用品	-0.02	-0.01	15%	
3.30	-7.20	27%		有色金属冶炼及压延加工业	2.6%	7.0%	金属及矿产, 石油除外	0.01	-0.01	35%	
8.70	-3.20	39%		汽车制造	6.9%	5.1%	汽车及汽车零件和用品	0.21	-0.02	97%	
							杂项	-0.02	0.00	16%	
							杂项	-0.05	-0.04	2%	
-3.60	-1.30	1%		纺织服装、服饰业	22.2%	23.3%	服装及服装面料	0.03	-0.05	42%	
6.10	-2.10	32%		化学原料及化学制品制造业	6.3%	15.6%	化学品及有关产品	-0.01	0.01	14%	
0.20	-3.20	15%		造纸及纸制品业	4.6%	13.5%	纸及纸制品	-0.09	-0.04	5%	
11.20	-2.30	60%		食品制造业	6.5%	8.8%	食品及相关产品	-0.02	-0.04	13%	
6.20	-1.60	41%		农副食品加工业	4.2%	3.6%	农产品原材料	-0.39	-0.04	0%	
9.70	1.70	36%		医药制造业	8.9%	2.7%	药品及杂品	0.08	0.00	54%	
-9.30	-3.70	15%		石油、煤炭燃料加工业	3.6%	0.3%	石油及石油产品	-0.15	-0.10	5%	
7.40	4.10	42%		酒、饮料和精制茶制造业	1.4%	0.2%	啤酒、葡萄酒及蒸馏酒	0.16	-0.02	93%	
							杂项	-0.02	0.00	16%	
							除制造商分支销售总额	0.04	-0.02	32%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、库存周期的后续推演和投资机会

对库存周期的判断取决于本轮地产周期的强度。7月24日政治局会议未提“房住不炒”、指出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，叠加超大特大城市城中村改造带动相关投资需求，地产周期有望底部企稳，但长期来看房地产投资和销售增速的中枢需回归人口基本面。我们给出了乐观、中性、悲观的推演结果，其中中性情形的概率稍大。

图12：乐观、中性、悲观，对应名义库存增速反弹至15%、10%、5%


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

乐观情形：2023Q3 被动去库，2023Q4 主动补库，存货增速反弹至15%。权益市场按历史复盘规律，消费最为受益，此外周期也有望受益，配置汽车、非银金融、食品饮料、医药生物、电力设备、机械设备等。

中性情形（概率较大）：2023Q3 被动去库，2024Q1 主动补库，存货增速反弹至10%，复盘规律可能失效，我们提示关注2条结构性机会，即已经进入被动去库的汽车、电气机械、交运设备，以及中美可能共振补库的家具、造纸、消费电子、半导体。

悲观情形（概率较小）：2023Q3 被动去库，2024H1 主动补库，存货增速反弹至 5%。

5、风险提示

政策变化超预期；疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn