

宏观经济专题研究

产业链价格变动逻辑下的库存周期分析框架

核心观点

价格是库存周期的核心变量。（1）库存周期得以长期存在的根本原因在于供需之间的时滞和企业家的“动物精神”。基于供求之间的时滞，库存周期的摆动表现为宏观经济景气的轮动。（2）价格既是一轮库存周期拐点的先兆，也是库存起伏波动的最终归宿，是库存周期的核心和关键。价格几乎是供需关系的最直接体现，从微观上来看，企业部门的行为取决于价格变量；从宏观来看，库存周期也是价格的滞后变量。

在对于库存周期方向和力度的判断上，通常思路是从需求端着手。（1）库存周期中，我国价格波动“内看地产，外看出口”。在短期内分析当中，我们通常从需求端入手，采用最为朴素的需求分解的办法来尝试把握价格变动。从历史上看，我国此前几轮库存周期和涨价过程当中占据主导地位的是地产和出口，二者分别作为内需和外需的关键变量，影响了库存周期的方向、力度和结构；（2）地产需求对非金属矿物制品、黑色金属冶炼延压、化学原料及化学制品制造等产业拉动效果最为明显，对出口更为敏感的产业则包括文教体育用品、计算机通信和其他电子设备制造业、家具制造业、纺织服装等。

供给端因素影响库存周期下价格的弹性。（1）从周期嵌套视角来看，产能周期往往影响了供给端企业的生产决策和价格传导。从逻辑上看，处于产能利用率下降阶段或者说朱格拉周期后半段时，库存周期对价格的带动作用可能会受到削弱；（2）从历史经验来看，我们总结了1998年至今三轮产能周期和6次补库存及涨价过程。结果显示，当产能利用率已经开始下落，补库存对价格的带动作用则相应减弱。

成本传导能力指数显示，计算机通信和其他电子设备制造业、电气设备制造业、家具制造业、通用设备制造业、专用设备制造业等偏中下游制造业所处成传导能力相对较强，或将出现毛利率改善。我们构建了修正后的成本能力传导指数，并计算了39个行业部门1997年至今月度成本传导能力指数，结果显示：（1）与总量数据的对比来看，下游产业成本传导能力领先于PPI，二者表现为良好领先滞后关系；（2）从成本传导的产业间轮动来看，成本传导能力呈现上中下游轮动效果；（3）从成本传导与利润的关系来看，成本传导能力对利润具有良好的解释力和比较稳定的领先性；（4）使用成本传导能力指数当前值相对于过去5年所处分位数水平和当前值相对6个月前变动方向，我们可以大致判断不同产业目前所处位置。站在当前看，计算机通信和其他电子设备制造业、电气设备制造业、家具制造业、通用设备制造业、专用设备制造业等偏中下游制造业所处成传导能力相对较强，意味着在短期视角下，上述产业出现毛利率改善的概率相对较大。

风险提示：政策调整滞后，经济增速下滑。

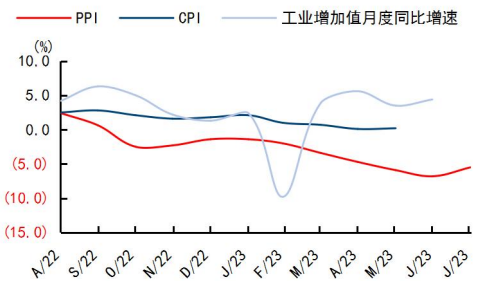
经济研究·宏观专题

证券分析师：邵兴宇 **证券分析师：董德志**
 010-88005483 021-60933158
 shaoxingyu@guosen.com.cn ddongdz@guosen.com.cn
 S0980523070001 S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	3.80
社零总额当月同比	3.10
出口当月同比	-14.50
M2	10.70

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《国内经济短期降速或源于分配机制改革而非资产负债表衰退》——2023-08-11
- 《宏观经济专题研究-“国信周频高技术制造业扩散指数”介绍》——2023-07-25
- 《激发民间投资，驱动内生复苏—2023年中期宏观经济与资本市场展望》——2023-07-19
- 《宏观经济专题研究-如何测算中国月度GDP同比?》——2023-06-23
- 《宏观经济专题：2023年中国出口有望延续正增长》——2023-05-23

内容目录

价格是库存周期的核心变量	4
地产和出口决定了库存周期的需求端	5
产能周期视野下的库存变动	8
风险提示	15

图表目录

图 1: 美国 PPI 变动稳定领先库存周期	4
图 2: 中国 PPI 价格指数稳定领先于库存周期	4
图 3: 上游价格波动幅度远远大于中下游	5
图 4: 营业收入拐点往往早于 PPI	5
图 5: 对美国库销比指标非常有效	6
图 6: 中国库销比缺乏波动性	6
图 7: 即使放大波动性仍然缺乏与库存周期的关系	6
图 8: 使用 PMI 新订单与库存的差额重新构建库销比指标	6
图 9: 中国房地产投资领先 PPI 大约 2-8 个月	7
图 10: 美国 PMI 领先中国 PPI 大约 3-8 个月	7
图 11: 房地产需求和出口需求对不同产业的拉动弹性	8
图 12: 产能周期下行阶段补库存所带来的价格上涨幅度往往较低	9
图 13: 对于中国制造业投资表现为利润的滞后反映	9
图 14: 对于美国私人资本投资也晚于企业利润变化	9
图 15: 日本 90 年代后库存周期并未消失	10
图 16: 日本库存周期对价格的作用有所削弱	10
图 17: 下游价格传导能力领先于整体 PPI 变动	11
图 18: 不同产业成本传导能力呈现明显轮动规律	12
图 19: 通用设备成本传导能力与毛利率	12
图 20: 电气设备成本传导能力与毛利率	12
图 21: 计算机成本传导能力与毛利率	13
图 22: 食品制造业成本传导能力与毛利率	13
图 23: 成本传导能力变动对利润增速差具有良好解释力	13
图 24: 产能周期下行阶段补库存所带来的价格上涨幅度往往较低	14
表 1: 此前 7 轮补库存周期当中不同产业贡献度	7

价格是库存周期的核心变量

库存周期得以长期存在的根本原因在于供需之间的时滞和企业家生产的“动物精神”。基于供求之间的时滞，库存周期的摆动表现为宏观经济景气的轮动。通常情况下，库存周期被划分为如下四个简单过程：

被动去库存：需求增加，但供给尚未显著上升，库存下降；

主动补库存：需求增加，供给大幅上升，库存增加；

被动补库存：需求下降，供给继续上升，库存增加；

主动去库存：需求下降，供给收缩幅度大于需求，库存下降；

库存周期在上述四个过程间依次交替，并不断带动宏观景气度出现动态摇摆，形成短期经济周期波动。

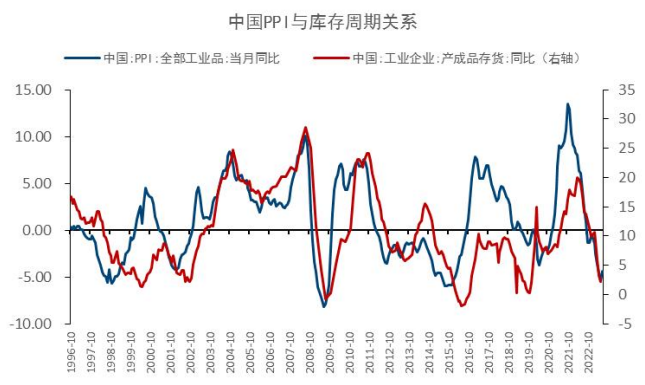
价格既是一轮库存周期拐点的先兆，也是库存起伏波动的最终归宿，是库存周期的核心和关键。（1）在上述过程当中，供给和需求之间的错位构成了库存周期摆动的全部内容，库存周期的动态运动过程实际上是供给和需求之间相对强弱的对比关系所决定的。而我们知道，最基本的经济学原理告诉我们，供需决定价格，价格几乎是供需关系的最直接体现。而从理论上来说，价格是连接供给端变化和 demand 端变化的桥梁，直接衡量了需求和供给变动的相对强弱，实际上，基钦最早《经济因素中的周期与倾向》提出基钦周期的概念，很大程度上也是来自于对物价（实物价格）和利率（资本价格）的观察；（2）从微观上来看，企业部门的行为取决于价格变量。企业基于未来需求对自身生产计划进行调整，而对于分散在市场中的单个生产者而言，能够观察到的最为可靠的需求指标就是价格；（3）从宏观来看，库存周期也是价格的滞后变量。从国内外库存周期运行的经验来看，营业收入往往小幅领先与价格数据，而库存周期则普遍表现为对于价格的滞后反映。这其中的逻辑在于，需求总是先于价格启动，随后遭遇供给刚性后表现出价格上升，只有当价格上升后，企业才能普遍开启补库存过程。也就是说，从数据和逻辑两个层面看，现实生产遵循需求——营收——价格——库存的传导逻辑。

图1：美国 PPI 变动稳定领先库存周期



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中国 PPI 价格指数稳定领先于库存周期

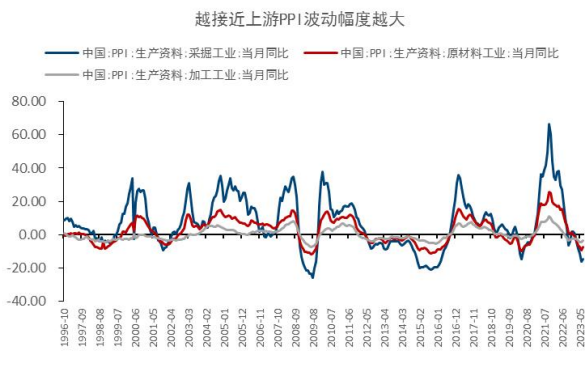


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

库存本身并不是先行指标，研究意义在于宏观趋势确认和价格长鞭效应。从上述分析和数据证据来看，库存周期似乎是一项滞后指标，但研究库存周期仍然具有重要意义，其意义在于，（1）从历史经验来看，库存周期一旦开启短时间内就不会结束，这也就为判断宏观景气周期提供了一个决定性的证据。（2）在产业链层

面来看，当终端需求发生变化，价格开始随之调整，这种调整迅速沿着整个产业链传导。而在这个过程中，由于供给弹性不同和产业竞争的存在，需求被层层放大，从而带来更大幅度的涨价和生产活动，因此，在长鞭效应的刺激下，需求的小幅波动可以带来整个宏观经济体景气程度的冷暖变动。

图3: 上游价格波动幅度远远大于中下游



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 营业收入拐点往往早于PPI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

地产和出口决定了库存周期的需求端

在对于库存周期方向和力度的判断上，通常思路是从需求端着手。这一思路形成的内在逻辑在于，无论理论还是现实生活，生产能力短时间内往往不会发生太大变化，那么库存周期作为一种短周期分析思路，优先侧重于从总需求出发进行分析。

从需求出发分析库存走势和力度的代表性指标是库销比。库销比直接刻画了库存与需求的关系。实际上，围绕从需求端判断库存周期一个非常常用的指标是库销比，其定义是库存总额与当期销售额的比值。从定义上来看，如果我们把销售额简单认为是需求的直接表征，那么库销比实际上就代表了库存水平与需求之间的关系。当库销比上升，表明企业库存相对需求过剩，自然产生去库存的需求，反之亦然。从美国的经验数据来看，库销比也保持了与库存周期之间良好的领先关系。

对于中国而言，库销比可能不是一个判断库存周期性状良好的指标。(1) 其中原因在于，中国缺乏直接销售数据，在分析当中往往以 12 个月滚动营业收入作为替代，但规模以上工业企业营业收入统计数据质量有限，导致目前能看到的中国库销比数据与库存之间对比效果并不好，基于此做出的判断也就意义有限了。(2) 鉴于上述情况，我们参考库销比的构造思路，使用 PMI 库存分项减去 PMI 新订单分项，这里，新订单相对于当下可以锁定的未来销量，这样，新构造的基于 PMI 的库销比指标确实展示出对库存周期的领先性。

图5: 对美国库销比指标非常有效



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 中国库销比缺乏波动性



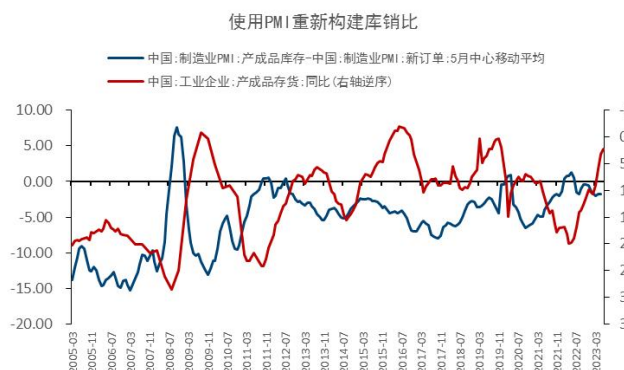
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 即使放大波动性仍然缺乏与库存周期的关系



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 使用 PMI 新订单与库存的差额重新构建库销比指标



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

另一种更为朴素的思路则是直接分析需求的构成和拉动作用。前文我们已经指出，价格是库存的枢纽变量。既然价格是库存周期起伏波动的总枢纽，把握了价格的走势也就在很大程度上确定了库存周期的方向和强度。

库存周期中，我国价格波动“内看地产，外看出口”。我们知道，价格取决于供给和需求两方面的弹性对比。一般情况下，在短期内分析当中，我们通常从需求端入手，采用最为朴素的需求分解的办法来尝试把握价格变动。从历史上看，我国此前几轮库存周期和涨价过程当中占据主导地位的是地产和出口，二者分别作为内需和外需的关键变量，影响了库存周期的方向、力度和结构。

图9：中国房地产投资领先 PPI 大约 2-8 个月



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：美国 PMI 领先中国 PPI 大约 3-8 个月



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

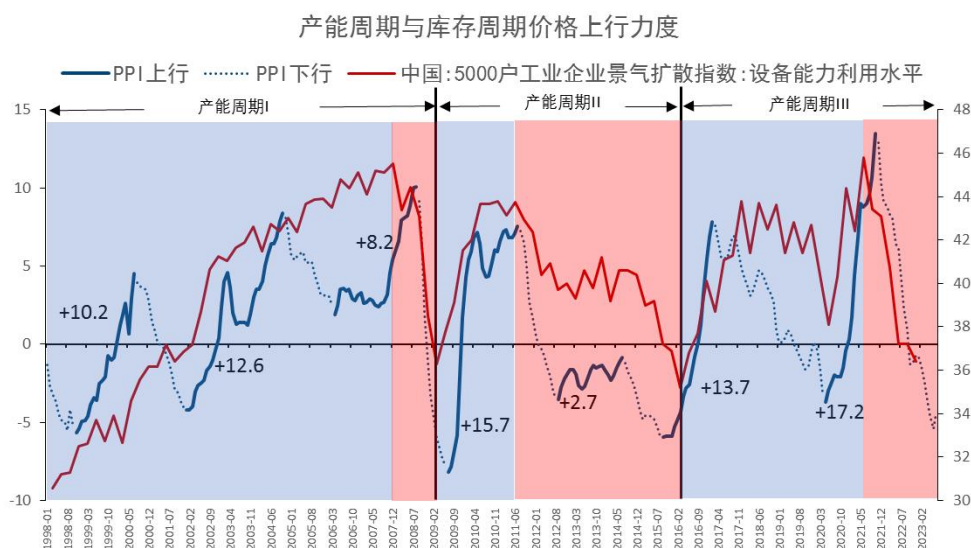
从产业链的视角看，我们可以将每一轮补库存过程分解为这两大需求的拉动结果。从历史经验来看，过去 7 轮补库存周期均由地产和出口相关产业所主导。我们使用各个不同行业在产成品存货当中占比水平和分行业产成品存货同比，可以将每一轮库存周期的波动分解为不同产业的贡献程度。从分解情况来看，过去 7 轮补库存周期当中，黑色金属冶炼延压业均贡献度较大，反映地产相关需求在过去 7 轮补库存周期当中均有贡献。同时出口敏感的计算机通信和其他电子设备制造业、电气设备、纺织业等在不同阶段也受益于出口需求而对补库存周期有较大贡献。对于未来补库存周期阶段的结构因素，我们可以结合不同产业对地产、出口需求的弹性及对这两大需求的判断来予以明确。对于地产需求的拉动，我们以 2020 年 153 部门非竞争投入产出表为依据，将住宅建筑、体育场馆和其他房屋建筑、铁路道路隧道和桥梁工程建筑、建筑安装、建筑装饰装修和其他建筑服务、房地产定义为地产相关需求，计算各产业完全消耗系数，得到地产需求对各产业的拉动效果。对于出口，我们也以 2020 年投入产出表为基准，计算各产业出口占总产出的比重，作为出口需求对产业的拉动效果。从计算结果看，地产需求对非金属矿物制品、黑色金属冶炼延压、化学原料及化学制品制造等产业拉动效果最为明显，完全消耗系数分别达到 15.9%、11.8%和 8.7%，即地产需求每上升 100 个单位，上述三个产业的需求分别增加 15.9/11.8 和 8.7 个单位。同样的，对出口更为敏感的行业则包括文教体育用品、计算机通信和其他电子设备制造业、家具制造业、纺织服装等。

表1：此前 7 轮补库存周期当中不同产业贡献度

	起点	2000-05	2002-10	2006-05	2009-08	2013-08	2016-07	2019-11
	终点	2001-07	2004-12	2008-08	2011-10	2014-08	2017-04	2022-04
1	纺织业 (30.4)	黑色金属冶炼 (15.9)	黑色金属冶炼 (53.8)	黑色金属冶炼 (15.1)	计算机通信电子 (12.0)	黑色金属冶炼 (17.8)	计算机通信电子 (14.9)	
2	农副食品 (13.8)	石油煤炭加工 (9.8)	石油煤炭加工 (14.9)	化学原料 (11.9)	黑色金属冶炼 (11.0)	汽车制造 (12.5)	化学原料 (12.0)	
3	黑色金属冶炼 (11.0)	铁路船舶 (8.6)	化学原料 (13.4)	汽车制造 (8.3)	汽车制造 (8.8)	计算机通信电子 (11.4)	电气设备 (11.8)	
4	石油煤炭加工 (7.7)	汽车制造 (8.5)	农副食品 (7.4)	铁路船舶 (7.8)	电气设备 (7.9)	化学原料 (10.1)	黑色金属冶炼 (8.3)	
5	化学纤维 (7.6)	电气设备 (7.8)	铁路船舶 (5.6)	石油煤炭加工 (7.5)	专用设备 (6.7)	电气设备 (8.3)	石油煤炭加工 (8.0)	
6	电气设备 (5.7)	化学原料 (7.7)	金属制品 (5.3)	电气设备 (6.0)	农副食品 (6.0)	石油煤炭加工 (7.1)	有色金属冶炼 (6.2)	
7	有色金属冶炼 (4.8)	纺织业 (7.7)	汽车制造 (4.5)	纺织业 (5.3)	石油煤炭加工 (5.7)	有色金属冶炼 (6.3)	汽车制造 (5.5)	
8	铁路船舶 (4.3)	农副食品 (3.9)	通用设备 (4.4)	有色金属冶炼 (4.9)	通用设备 (5.2)	农副食品 (4.7)	非金属矿物 (4.4)	
9	造纸 (3.5)	通用设备 (3.9)	专用设备 (3.5)	专用设备 (4.7)	化学原料 (4.9)	通用设备 (3.3)	通用设备 (3.7)	
10	金属制品 (2.9)	金属制品 (3.8)	非金属矿物 (3.4)	农副食品 (4.3)	非金属矿物 (4.6)	专用设备 (2.4)	金属制品 (3.6)	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 产能周期下行阶段补库存所带来的价格上涨幅度往往较低

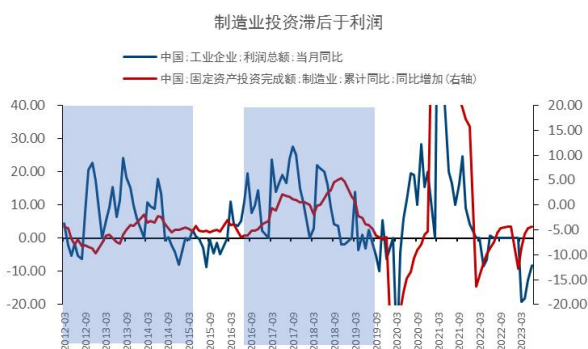


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

这里, 关于产能周期和库存周期, 我们认为还需要对几种常见的错误观点做一些澄清。一种观点认为制造业投资上行就是产能周期开启, 并认为考虑到2022年我国制造业投资相对高增的情况, 认为我们可能已经处于新一轮产能周期的起点。

(1) 从产能周期的界定来看, 制造业投资抬高反而可能压低产能利用率。如果我们将产能周期界定为产能利用率起伏涨落的周期性变化, 那么按照产能利用率的计算方式, 产能利用率等于实际产出与设备投资设计产出之间的比值, 从指标上来看, 制造业投资的上升, 并不意味着产能利用率的见底回升, 反而将进一步加大分母端, 从而使得产能利用率进一步下行。(2) 从历史经验来看, 制造业投资大多数时候表现为对利润的滞后确认。此前2013年和2018年两轮制造业投资增速中枢上移, 均对应了此前一年利润增速相对高增。从这一经验来看, 制造业投资更接近于对前期利润的最终确认而非新一轮利润的开启。实际上, 这一经验对海外国家依然成立, 从数据上来看, 美国私人投资同比增速也同样表现出对企业利润增速的滞后性。

图13: 对于中国制造业投资表现为利润的滞后反映



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 对于美国私人资本投资也晚于企业利润变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

另一种与之相反的观点则认为，如果产能利用率长期处于较低水平，可能导致企业信心严重不足，并最终使得库存周期无法开启，也就是所谓的“周期消失”了。但我们认为，这种观点也有失偏颇。从现有经验来看，中长期经济周期下行当然会影响短周期的开启，但远不足以彻底抹平周期波动，更多是力度和结构的变化问题。仅以日本为例，即使在90年代初日本经济泡沫破灭期间，日本库存周期仍然具有周期性起伏的规律。从某种意义上讲，库存周期一直存在，只是由于供给端去产能和需求端较弱，库存对价格的传导作用受到了极大削弱。

图15: 日本90年代后库存周期并未消失



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 日本库存周期对价格的作用有所削弱



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

总结来看，在一轮产能周期末端，一方面，由于价格传导不畅，需求相对不足，在总量层面看无法形成价格的系统性抬升，另一方面，库存周期始终存在，表明不同产业之间起伏涨落的周期摆动并未停止，只是这种起伏涨落和边际调整以一种力度相对偏弱的方式展开。那么，在一轮产业周期的末端开启的补库存过程，由于增量层面传导不畅，存量层面产业间的竞争格局和利润的重新分配过程就主导了补库存的结构和结局。

我们构建了修正后的成本能力传导指数，以刻画在不同产业间价格传导和竞争的情况。沿着上述思路，一个顺理成章的推论是，当某个产业在补库存过程当中表现出更强的议价能力时，就可以在一个存量博弈的市场格局下占据更为有利的位置。为了刻画这种议价能力的变动，我们借鉴了相关研究¹构建的成本传导能力指数。这一指数基于不同产业中间品投入比例，与分行业 PPI 加权形成一个产业物耗成本涨幅，理想情况下，如果价格传导过程是在不同产业间完全均匀的，那么物耗成本涨幅应该与产成品价格涨幅保持一致，这样用产成品价格涨幅比物耗成本涨幅就可以在一定程度上刻画某一个特定产业的成本传导能力，即成本传导能力指数=产成品价格涨幅/物耗成本涨幅。但经过思考和计算，我们发现原构建方法存在一些问题，主要表现在两个方面：（1）当物耗成本变动极小时，分子数极小，成本传导能力指数被极度放大，波动异常不便于比较；（2）当物耗成本变动方向和产成品价格变动方向不一致时，原定义指数意义模糊。举例来说，如果一个产业物耗成本下降，但产成品价格上涨，这种情况显然该产业议价能力上升，但此时成本传导能力为负数。为了修正以上两个问题，我们提出修正的成本传导能力指数，对分子分母都加 100，即成本传导能力指数=(产成品价格涨幅+100)/(物耗成本涨幅+100)。依据这一方法，我们整理了 2002/2007/2012/2018/2020

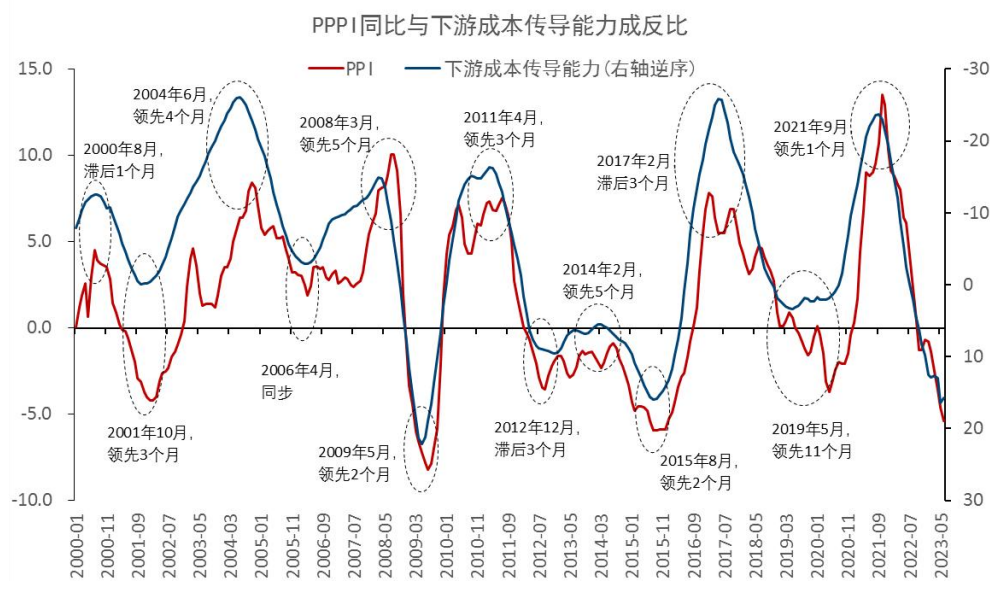
¹ 任泽平, 杨建龙, 武康平. 基于成本传导能力模型的实证研究[J]. 统计研究, 2008, 25(010):46-53.

年投入产出表，并结合分行业 PPI 数据，计算得到了 39 个行业部门 1997 年至今月度成本传导能力指数。

分析上述指数，我们发现：

一是与总量数据的对比来看，下游产业成本传导能力领先于 PPI，二者表现为良好领先滞后关系。在前文当中，我们已经论述，价格变化往往略微滞后于需求端变化，这主要来自于劳动力、折旧等成本导致价格本身存在一定粘性，价格调整存在时滞。而在这种判断下，一种推论是越贴近于下游需求，则对于终端需求的调整则应当相对更快一些，也就是说，下游成本传导能力的调整要小幅领先于整体价格变动。举例来说，下游议价能力见底可能是价格见顶的信号，逻辑在于，当价格上涨出现动能不足时候，偏向终端企业开始重新夺回定价权，这时候应该看到下游成本能力出现上升，随后整体价格转入下降。基于上述逻辑判断，我们将通用设备制造业、专用设备制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、汽车制造业、电气设备制造业、医药制造业、仪器仪表制造业定义为下游产业。从数据对比看，下游产业成本传导能力与 PPI 呈现负相关关系，且在拐点附近平均领先 PPI 12 个月左右。上述数据关系检验了成本传导能力数据计算结果，同时也证明了产业间成本传导影响价格的逻辑推断大致正确。

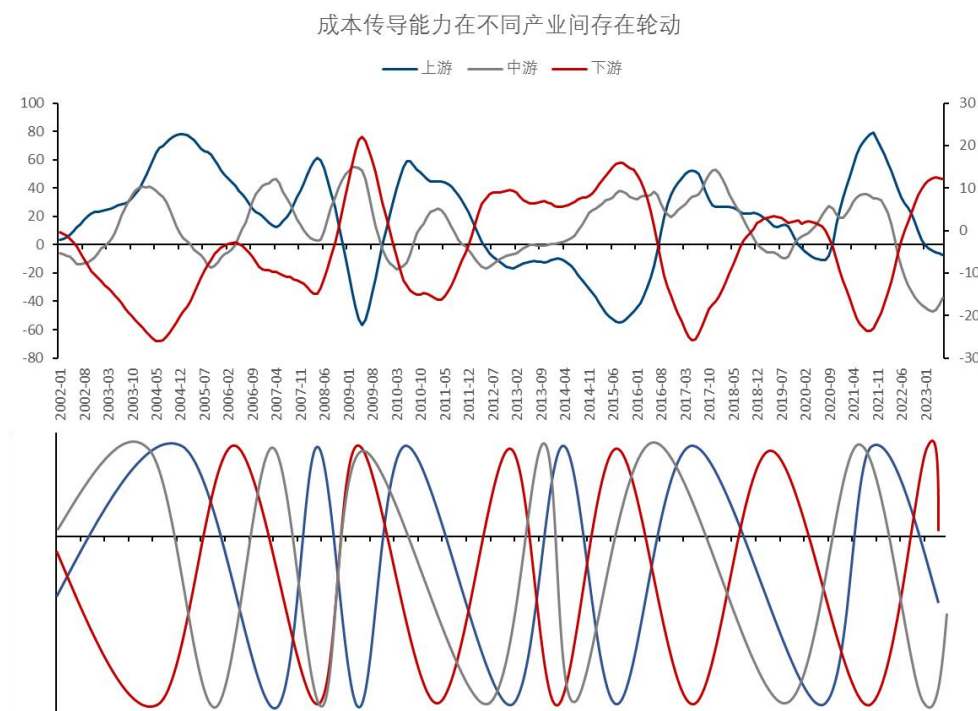
图17: 下游价格传导能力领先于整体 PPI 变动



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理测算

二是从成本传导的产业间轮动来看，成本传导能力呈现一定轮动效果。在定义下游产业的基础上，我们进一步将煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、非金属矿采选业等五个产业定义为上游，石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业等定义为中游产业，则不同产业间成本传导能力呈现明显轮动规律。从某种意义上讲，这种不同产业间的轮动规律并不依赖于新增需求的拉动，而更多表现为产业之间不断竞争所形成的动态平衡的格局，是供给端博弈所带来的结果。

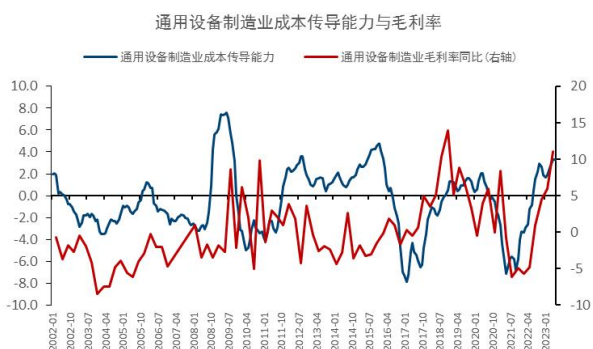
图18: 不同产业成本传导能力呈现明显轮动规律



资料来源: 国家统计局, Wind, 国信证券经济研究所整理测算

三是从成本传导与利润的关系来看, 成本传导能力对利润具有良好的解释力和比较稳定的领先性。从静态对比的视角来说, 毛利率的界定表明这一指标应与成本传导能力存在较大正相关关系。同时, 考虑到营业成本当中还包括劳动力成本和资产折旧摊销成本等, 其调整往往更慢, 那么成本传导能力指数应当领先于毛利率变动。我们对比了成本传导能力与一些代表性产业毛利率水平的关系, 结果表明成本传导能力对通用设备制造业、电气设备制造业、计算机通信和其他电子设备制造业乃至食品制造业等大部分产业毛利率水平均表现出一定领先性。从动态比较的视角来看, 我们对比了最近2年时间成本传导能力变动与利润增速变动之间关系, 结果显示, 成本传导能力变动与利润增速变动之间存在显著正相关关系, 二者相关系数在2021年-2022年、2020年-2021年分别达到41.4%和64.8%。

图19: 通用设备成本传导能力与毛利率



资料来源: 国家统计局, Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 电气设备成本传导能力与毛利率



资料来源: 国家统计局, Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 计算机成本传导能力与毛利率



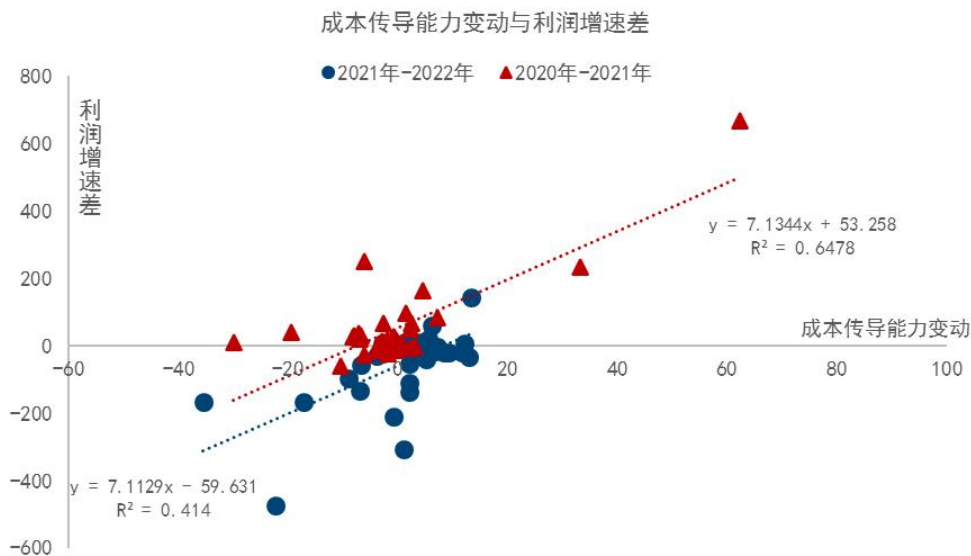
资料来源: 国家统计局, Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 食品制造业成本传导能力与毛利率



资料来源: 国家统计局, Wind, 国信证券经济研究所整理

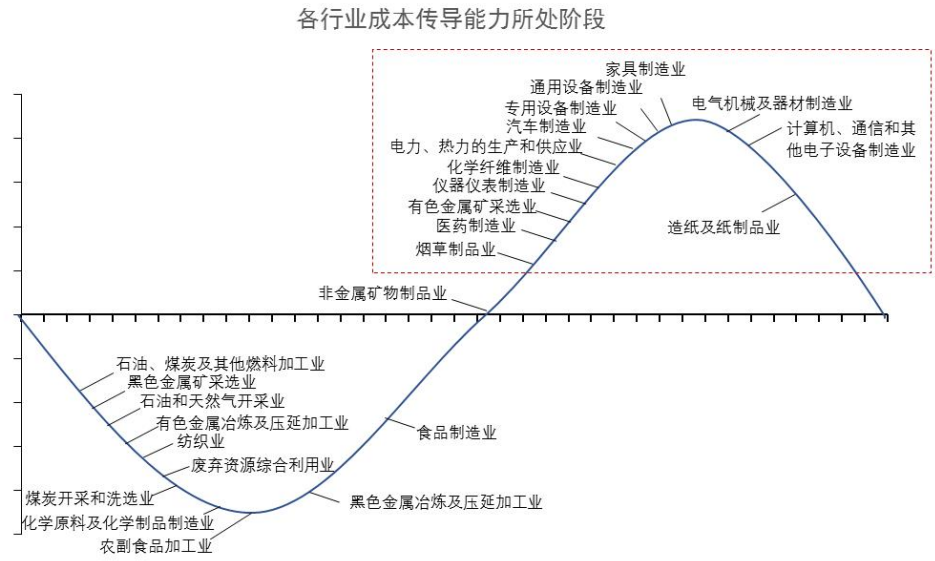
图23: 成本传导能力变动对利润增速差具有良好解释力



资料来源: 国家统计局, Wind, 国信证券经济研究所整理测算

最后, 我们也总结了目前主要行业成本传导能力所处的位置。使用成本传导能力指数当前值相对于过去5年所处分位数水平和当前值相对6个月前变动方向, 我们可以大致判断不同产业目前所处位置。站在当前看, 计算机通信和其他电子设备制造业、电气设备制造业、家具制造业、通用设备制造业、专用设备制造业等偏中下游制造业所处成传导能力相对较强, 意味着在短期视角下, 上述产业出现毛利率改善的概率相对较大。

图24：产能周期下行阶段补库存所带来的价格上涨幅度往往较低



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理测算

风险提示

政策调整滞后，经济增速下滑。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032