

库存何时可迎春回？

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

报告摘要

如何理解库存周期？库存周期，即基钦周期，反映的是生产者存货的规律性变动，一轮波动持续时长通常为 3-4 年，被动去库存、主动补库存、被动补库存及主动去库存四个阶段周而复始形成闭环。库存周期的本质是供给与需求之间存在周期性的错配，因此讨论库存周期不能唯需求而论。即使不存在政策或外需等外生变量的强力拉动，经济本身也存在底部，供给的波动同样是周期产生的重要原因。

当前正处于主动去库存向被动去库存过渡的阶段。第一，制造业库存持续去化，需求已经接近底部。库存端，规模以上工业企业产成品存货同比处于下行通道；需求端，企业营收还在趋势性回落但已降至历史低位，名义产出也已开始触底反弹。整体制造业产业链或处于主动去库存的末段。**整体库存呈现出量价齐跌的特点。**库存是数量与价格的综合体现，两者目前均处于回落状态，相比而言，表征数量的实际存货回落开启较晚且速度相对缓慢。**实际去库相对慢，会不会阻碍库存周期的方向或节奏？**我们认为不必过于担心。参照历史经验，实际库存底部通常滞后于名义库存底部。在名义库存增速见底回升时，实际库存增速仍相对较高的历史案例其实较多，但这并未干扰库存周期的正常规律。主因在于价格因素本来就是库存周期的重要组成部分，生产商在考量合意库存水平时也会综合考虑价格因素，相对于实际库存而言，名义库存指标既全面、又领先，更能够反映库存周期的规律。

第二，上中下游普遍去库存，部分行业已现补库存。大类行业角度，自 2022 年年初以来，上中下游陆续开启去库进程，目前中下游已经率先完成至被动去库存的过渡。对于上中下游行业去库存节奏的不同，我们两点理解：一则，中国库存周期中，中游行业通常率先开启去库存。一方面，中游设备制造业对应了较多与投资相关的需求。过去很多年来，中国经济主要是由投资驱动的，故而投资是库存调整的关键动力，这表现为中游库存调整的领先性。与之类似，美国经济由消费驱动，下游消费品行业的周期则更为领先。另一方面，由于信息差的存在，中游的生产会放大下游需求的变动，调整力度相对较大，这有可能加速中游相关行业生产缩量至库存下降的传导。此外由于设备制造业下的多数二级行业出口交货占比较高，本轮周期中游设备制造业率先去库还受到外需走弱的影响。二则，本轮周期中，上游行业去库存的时点较正常规律更为滞后，这受到“保供稳价”的政策影响。预计政策的扰动逐步淡化之后，上游的库存也将回归至正常的周期规律。**细分行业角度**，多数行业库存处于偏低水平，部分中下游细分行业已经开始

补库。上游行业库存的下降受到价格的明显影响，下游消费品制造业去库则主要受益于数量的消耗。

年底有望开启新一轮补库。历轮周期平均去库时长为 20 个月，并且从库存周期特征、经济背景与政策环境来看，本轮与 2009 年开启的库存周期较为类似，参照历史经验规律，本轮去库存可能与今年年底或明年年初结束。进一步引入前瞻性指标以作指引，今年年底有望开启新一轮补库。一方面，7 月 PPI 已见底，考虑到 PPI 领先于库存变动 2 个季度左右，本轮去库可能于年底结束。另一方面，目前利润处于触底后的回升阶段，后续价格上行将增厚利润，企业盈利将延续修复态势，年底有望启动主动补库存。

外生的需求拉动不是库存周期的必要条件。不过对于中国而言，外生的需求对于库存周期的强弱仍然存在很大的影响。历轮周期经验显示，库存波动强弱有所区别，也分别对应着不同的回升弹性。强库存周期中都有比较明显的政策对投资端的刺激或者外需的拉动，从结构来看，投资及出口相关行业对周期补库力度的贡献也更为明显。目前国内房地产行业仍处于衰退趋势之中，同时在全球加息周期的影响下，外需收缩也较快。**未来补库存开始的初期，其力度可能也会偏弱。但明年随着经济环境的逐渐变化，补库强度有望逐步加强。**首先房地产方面，对库存周期的拖累将减小，甚至可能转为正贡献。周期性、结构性以及趋势性因素影响下，房地产行业已经经历了深度去产能，降幅和速度远远超过了经济规律，其中必然有政策强力干预的影响。目前房地产政策负面冲击在逐渐消退，甚至正在逐步转向正面，明年继续下探的空间很有限。其次外需层面，明年稍晚时候可能会迎来全球共振补库。中美库存周期联动性较高，美国目前处于主动去库存阶段，乐观情况下明年上半年开启补库，这将增强库存回升动力。

如果美国去库持续时间较长，国内补库是否会因此暂缓开启？补库幅度是否会因此受限？第一补库时点方面，美国持续去库并不必然对应国内补库的滞后性，2000 年以来国内多轮周期中均出现过中国补库但美国去库的时期，基于目前中美库存相关前瞻指标的差异，预计下一轮周期中，两者初期的走势同样会有所背离。第二补库力度方面，若中美补库错位，外需对国内库存回补提供的全面性动能可能较弱，但结构性支撑依旧存在，具体表现为部分行业去库压力较小、需求已现回升迹象，并且对中国进口依赖度不低，这些行业仍有可能对我国出口形成积极拉动继而加强国内厂商的补库动力。

我们认为库存低位行业可能景气度先行。综合名义库存、实际库存的历史分位水平而言，纺织服装、印刷、家具制造、通用设备、金属制品、化学纤维及计算机通信和其他电子设备制造业库存偏低位，或预示上

述行业去库空间有限且回升弹性较大。进一步引入营业收入和产能利用率，随补库周期的开始，低库存、低营收或低实际产出的行业可能更具优势。

风险提示：1. 国内稳增长政策不及预期。2. 海外地缘政治冲突。

目录

1. 如何理解库存周期	6
2. 当前正处于主动去库存向被动去库存过渡的阶段	7
2.1. 库存持续去化，需求接近底部.....	7
2.2. 上中下游普遍去库存，部分行业已现补库存.....	10
3. 年底有望开启新一轮补库	15
3.1. 领先性指标预示库存于年末见底.....	16
3.2. 从弱补库到全球共振补库周期.....	17

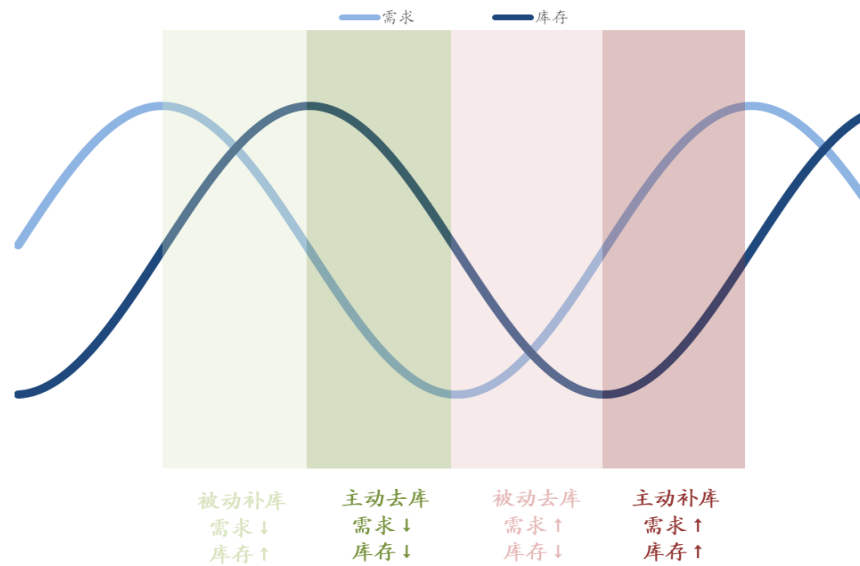
图表目录

图表 1: 库存周期的四个阶段.....	6
图表 2: 国内工业仍处主动去库阶段.....	8
图表 3: 工业增加值与 PPI 增速之和开始触底反弹.....	8
图表 4: 目前名义库存的下滑由价格主导.....	9
图表 5: 补库的启动不完全依赖数量实现.....	10
图表 6: 上中下游普遍去库.....	11
图表 7: 上游营收仍在下探.....	11
图表 8: 中下游营收有所反弹.....	11
图表 9: 中游设备制造业率先去库.....	12
图表 10: 美国多由消费品开启库存调整.....	13
图表 11: 中游设备制造业出口交货占比较高.....	13
图表 12: 部分中游设备制造业产成品库存同比.....	14
图表 13: 部分下游消费品制造业产成品库存同比.....	14
图表 14: 不同行业库存及营收历史分位水平.....	15
图表 15: 历轮周期去库时长及幅度.....	16
图表 16: PPI 对库存存在平均 2 个季度的领先性.....	16
图表 17: 企业盈利领先库存平均 3 个季度左右.....	17
图表 18: 历轮周期补库时长及幅度.....	18
图表 19: 投资及出口相关行业补库贡献靠前.....	18
图表 20: 中国房地产行业去产能程度已经超过日本泡沫破裂.....	19
图表 21: 中美共振补库时期.....	19
图表 22: 中美共振补库阶段美国自华进口走强.....	19
图表 23: 美国库存周期的前瞻性指标拐点未现.....	20
图表 24: 部分耐用品新订单回暖.....	21
图表 25: 家具及相关产品去库压力较小.....	21

1. 如何理解库存周期

库存周期，即基钦周期，一轮波动持续时长通常为 3-4 年，反映的是生产者存货的规律性变动，本质在于供给端因市场信息不对称及自身惯性产生了相对合意库存的过度调整。具体而言，需求与供给之间的信息流动存在滞后性，厂商察觉并确认需求端的变动需要时间，且生产具有惯性，难以实现瞬时变化，因此需求与库存的调整往往错位。若以库存及需求作为划分标准，库存的周期性波动可相应分为四个阶段，形成闭环，周而复始。

图表 1：库存周期的四个阶段



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

被动去库存阶段，对应需求上升，库存下降。当市场需求逐步止跌回升，而厂商认识到上述变动并做出扩产的响应通常存在滞后性。因此这一阶段中库存被动消耗，价格信号开始上行。

主动补库存阶段，对应需求上升，库存上升。随着生产者逐渐观察到了市场当中“供不应求”的信息，并在盈利预期的改善下调整生产行为，产出的增加随后会在库存中体现，库存开始回补，价格继续上行。

被动补库存阶段，对应需求下降，库存上升。当需求增长停滞转而回落之时，生产者调整行为为同样具有滞后性，这时库存开始被动累积，价格信号则开始走弱。

主动去库存阶段，对应需求下降，库存下降。随市场持续收缩，厂商确认“供大于求”的信息并主动减产，库存回落，价格继续下行。

可以看出，库存周期的本质是供给与需求之间存在周期性的错配，二者同等重要，不可偏废。有较多观点认为，库存周期只是由需求驱动的，把库存周期与“需求周期”或“政策周期”简单划上等号，我们认为这样的理解有失偏颇。如果库存周期完全由外生需求决定，则研究库存周期毫无意义，不如直接分析房地产政策或者出口等直接拉动需求的变量。但是我们观察各国的经验可以看出，即使在政策对经济干预较少的国家，或者出口依赖度较低的国家，库存周期也是普遍存在的。也就是说，库存周期反映出的是内生的经济规律，政策或者外需

等外生变量虽然对库存周期有较大影响，但并不是必要条件。研究库存周期的意义就在于整体经济中有相当多的需求波动并不能简单地用“三驾马车”的框架去捕捉，但却具有很强的周期性的规律，而这一规律对经济的拐点判断非常重要。

所以我们认为，即使没有政策的强力刺激、外需的强力拉动，经济本身也是有底的。在经济下行期的后半段中，生产商在悲观预期的影响下往往会过度减少存货，而库存水平不可能无限降低，低到一定程度时就会导致供需关系发生相对变化，从而价格上涨、企业盈利改善，促使库存回补。在制造业产业链中，供给（补库）本身就能带来巨大的需求，一个行业的供给即为另一个行业的需求，所以，补库存周期的上行期具有内生的循环动力，同时各行业景气度的提升也会改善居民收入、促进终端需求，直到库存过度累积为止。从这个意义上看，我们可以用多数人更为熟悉的“猪周期”做一个类比，在“猪周期”中，需求基本是稳定的，但是供给的滞后性也会导致猪价和生猪库存出现周期性的巨大波动。虽然制造业的库存周期要比猪周期复杂得多，但其本质是有相似性的，即供给的波动也是周期产生的重要原因，不能唯需求而论。

2. 当前正处于主动去库存向被动去库存过渡的阶段

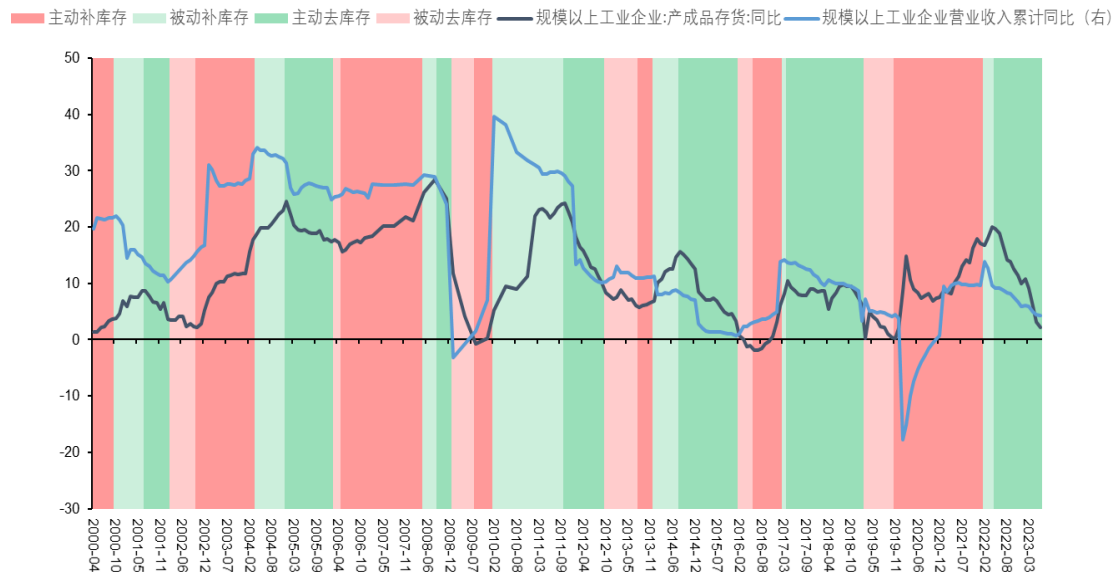
2.1. 库存持续去化，需求接近底部

从库存变化情况来看，制造业目前处于去库存阶段。以规模以上工业企业产成品存货同比作为库存的衡量指标，国内最新一轮库存周期于2019年11月开启，2022年4月达到峰值，期间因2020年3月的疫情扰动，出现短暂的被动性去库，后于2020年10月重启补库，目前则处于去库进程之中。

进一步引入需求因素，整体制造业产业链或处于主动去库存的末段。从需求角度有不同的衡量标准，我们从两方面分析：

第一，规模以上工业企业营业收入数据显示当前需求尚未见底，但可能临近底部。企业营收的两年复合同比还在趋势性回落，指向目前仍处于主动去库存阶段，这也可在部分依旧偏弱运行的经济数据中得到佐证。从持续时间来看，本轮主动去库时长偏长，至2023年7月底已持续15个月，高于历史均值水平。同时，企业营收同比已降至历史偏低位，随着PPI开始企稳回升，企业名义营收未来有望反转，及库存的主动去化或已近末段，主动去库正逐渐向被动去库过渡。

图表 2：国内工业仍处主动去库阶段



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

注：2016 年及以前为主营业务收入口径，2021 年及 2023 年收入数据为两年复合累计同比

第二，用工业增加值与 PPI 增速之和来衡量，当前制造业需求端已经开始触底反弹。工业增加值数据是更全面的实际工业产出，我们将之与 PPI 作和来表征名义产出，去掉疫情带来的基数效应后，该数据在 6 月已经出现反弹。即使在数据大幅不及预期的 7 月，这一数值也是在继续向上反弹的。而且从绝对位置来看，这一指标已经下跌至除了 2020 年 2 月疫情冲击最严重的月份之外的最低点，是经验上的底部。

图表 3：工业增加值与 PPI 增速之和开始触底反弹



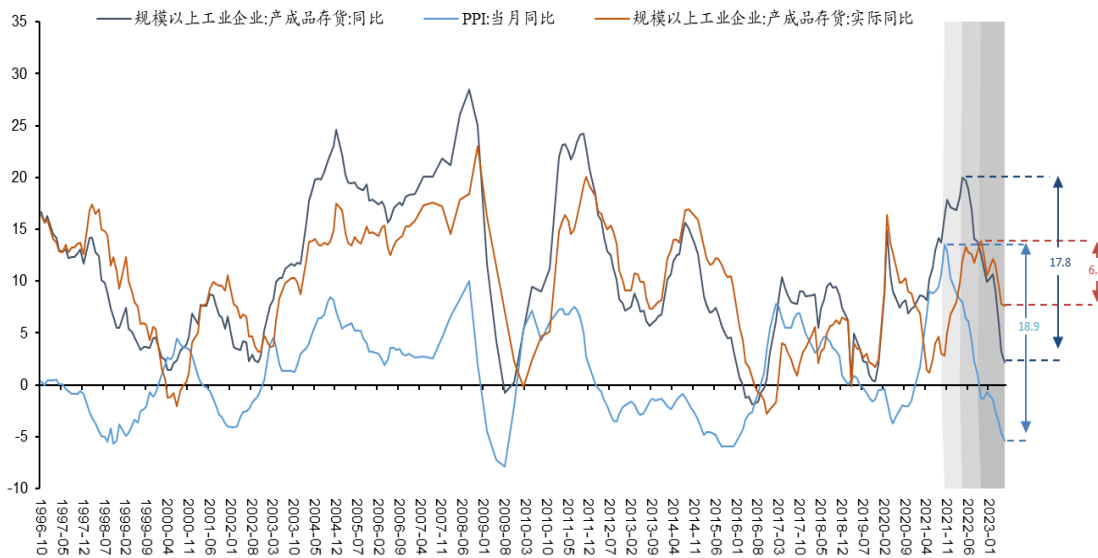
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

所以我们认为，当前正处于库存持续去化，而需求接近底部的阶段，即库存周期正在从主动

去库存向被动去库存过渡。

整体库存呈现出量价齐跌的特点。库存是数量与价格的综合体现，基于“量”与“价”两个角度进行拆分，两者目前均处于回落状态，而价格下滑尤甚。PPI当月同比于2021年10月触顶，而后步入下行，截至2023年6月底已持续回落20个月；数量方面，剔除价格影响后的产成品实际存货也在去化进程中，但回落开启时间较晚，下降速度也相对缓慢，自2022年10月达到峰值之后，实际库存于2023年2月有所反弹，3月起同比增速连续回落，其达峰时间点落后于PPI及名义库存。

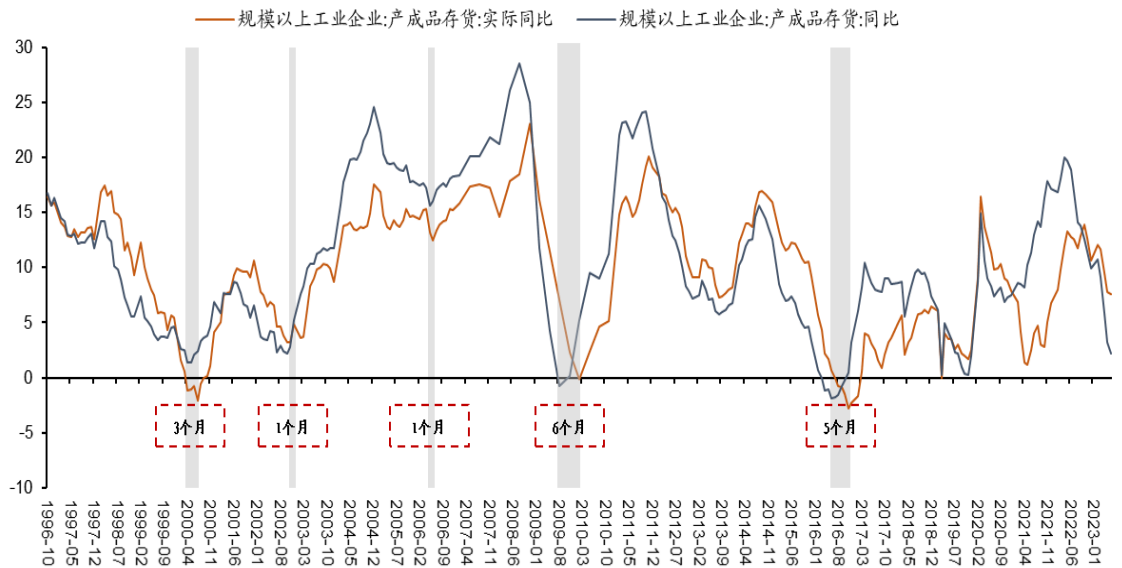
图表4：目前名义库存的下滑由价格主导



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

实际库存去化相对慢，会不会阻碍库存周期的方向或节奏？我们认为不必过于担心。参照历轮库存周期的经验，实际库存底部通常滞后于名义库存底部。在名义库存增速见底回升时，实际库存增速仍相对较高的历史案例其实较多，但这并未干扰库存周期的正常规律。比如在2009年和2016年的强库存周期中，PPI都曾出现过大幅波动，从而导致名义库存和实际库存之间出现了较大的差值，但这并不影响库存周期的节奏。主要原因在于价格因素本来就是库存周期的重要组成部分，生产商在考量合意库存水平时也会综合考虑价格因素。所以，相对于实际库存而言，名义库存指标既全面、又领先，更能够反映库存周期的规律。不必过于纠结于“实际库存”的问题。

图表 5: 补库的启动不完全依赖数量实现



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

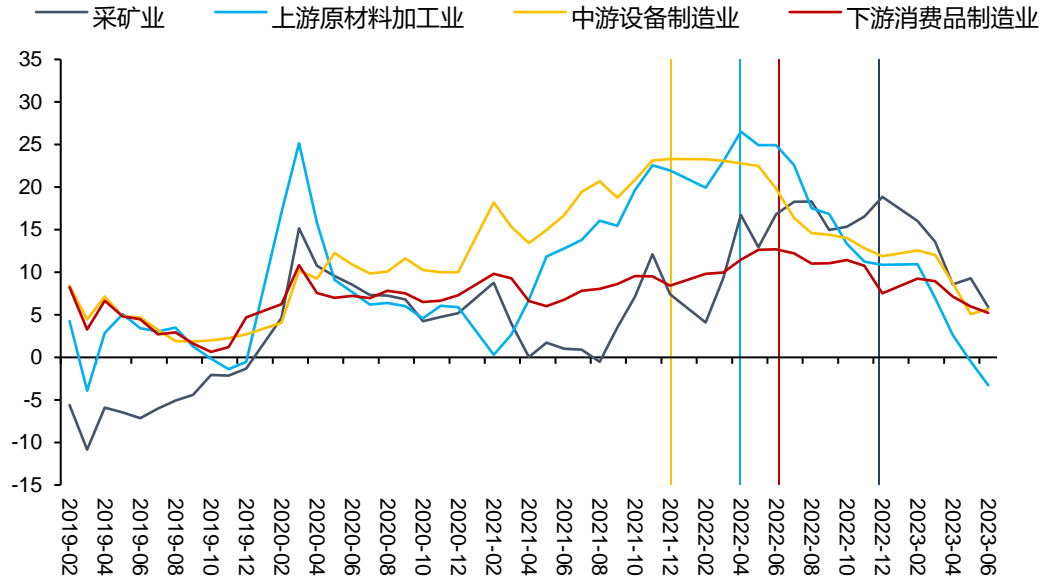
2.2. 上中下游普遍去库存，部分行业已现补库存

进一步延伸至中观层面，上中下游均处于去库存阶段。采矿业和上游原材料加工业营收还在回落，中游设备制造以及下游消费品制造业营收则初现回升迹象，已过渡至被动去库存模式，其中部分细分行业库存已经有所回补。结合中下游库存调整的领先性来看，整体工业也有望在一段时间内开启补库进程。

2.2.1. 中下游行业已进入被动去库存阶段

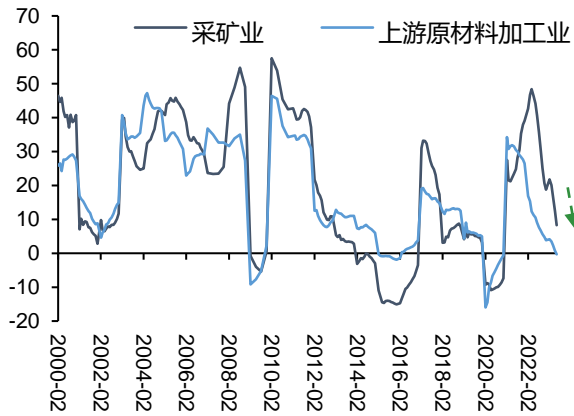
目前上中下游普遍去库，中下游已经率先完成至被动去库存的过渡。一级大类行业数据汇总结果表明，自 2022 年年初以来，上中下游陆续开启去库进程，中游设备制造业去库时点领先，采矿业居后。2023 年 6 月上游原材料加工业、中游设备制造业及下游消费品业产成品库存同比均处于 2013 年 2 月以来 25% 以下的历史分位水平。而采矿业去库较晚，库存水平仍高，历史分位数超过 50%。营业收入角度，上游行业营收还未见起色，采矿业营收增速下探尤为明显，持续主动去库存，但中游设备制造业及下游消费品制造业已经切换至被动去库存的状态，营收两年平均累计增速均有所反弹。

图表 6: 上中下游普遍去库



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 7: 上游营收仍在下探



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

注: 大类行业营收同比为其所含细分行业营收累计同比的加权平均值, 权重为细分行业当期期末营业收入规模占比; 2016年及以前为主营业务收入口径, 2021年及2023年为两年复合累计同比

图表 8: 中下游营收有所反弹



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 9：中游设备制造业率先去库

	整体工业	采矿业	上游原材料加工业	中游设备制造业	下游消费品制造业
周期一	2001/6	2002/3	2001/6	2000/12	2001/9
周期二	2004/12	2005/2	2004/12	2004/11	2004/12
周期三	2008/8	2008/11	2008/8	2008/5	2008/5
去库时点 周期四	2011/10	2012/2	2011/10	2011/2	2011/4
周期五	2014/8	2014/8	2014/8	2014/8	2014/10
周期六	2017/4	2017/4	2017/4	2018/3	2017/4
周期七	2022/4	2022/12	2022/4	2021/12	2022/6

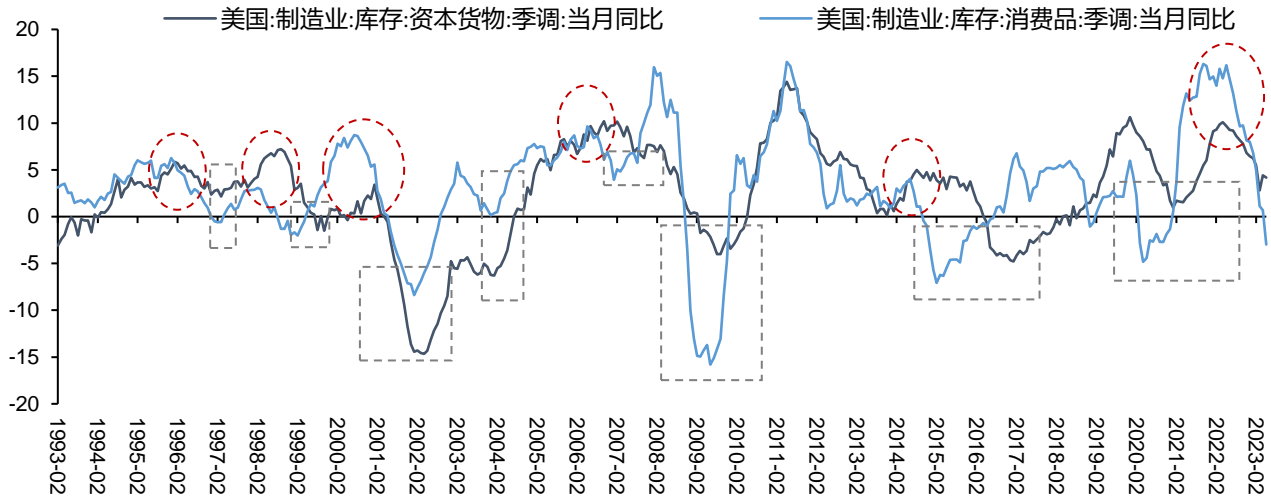
资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

对于上中下游行业去库存节奏的不同，我们有两点理解：

第一，中国库存周期中，中游行业通常率先开启去库存。一方面，中游设备制造业对应了较多与投资相关的需求。过去很多年来，中国经济主要是由投资驱动的，故而投资是库存调整的关键动力，这表现为中游库存调整的领先性。类似的，在经济主要由消费驱动的经济体中，比如美国，其库存周期就是由消费驱动的，表现为下游消费品行业的周期更为领先。另一方面，由于信息差的存在，中游的生产会放大下游需求的变动，调整力度相对较大，这有可能加速中游相关行业生产缩量至库存下降的传导。此外本轮周期中游设备制造业率先去库还受到外需走弱的影响，设备制造业下的多数二级行业出口交货占比较高，而这轮周期中随着疫后海外供应链修复，国内生产的替代性优势有所走弱，对应相关行业外需下行并进一步引发库存调整。结合中游库存变动的领先规律和中下游已处于被动去库阶段的现实来看，预计整体工业库存的去化也将过渡为被动模式。

第二，本轮周期中，上游行业去库存的时点较正常规律更为滞后，这是政策的扰动导致的。2021年下半年由于“能耗双控”政策，上游能源库存迅速下降，而后在“保供稳价”的政策推动下，又出现了持续的补库存，导致原本的库存周期规律大幅后移。但我们认为在政策的扰动逐步淡化之后，上游的库存也将回归至正常的周期规律。

图表 10: 美国多由消费品开启库存调整



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 11: 中游设备制造业出口交货占比较高

一级行业	二级行业	出口交货占比	一级行业	二级行业	出口交货占比
采矿业	非金属矿采选业	0.7%	中游设备制造业	通用设备制造业	14.3%
采矿业	石油和天然气开采业	0.4%	中游设备制造业	专用设备制造业	13.8%
采矿业	开采辅助活动	0.3%	中游设备制造业	仪器仪表制造业	13.8%
采矿业	有色金属矿采选业	0.2%	中游设备制造业	废弃资源综合利用业	0.5%
采矿业	煤炭开采和洗选业	0.0%	下游消费品制造业	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	26.6%
采矿业	黑色金属矿采选业	0.0%	下游消费品制造业	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	23.5%
采矿业	其他采矿业	0.0%	下游消费品制造业	纺织服装、服饰业	22.2%
上游原材料加工业	橡胶和塑料制品业	14.6%	下游消费品制造业	家具制造业	20.8%
上游原材料加工业	金属制品业	9.8%	下游消费品制造业	纺织业	10.6%
上游原材料加工业	化学原料及化学制品制造业	6.3%	下游消费品制造业	医药制造业	8.9%
上游原材料加工业	化学纤维制造业	6.1%	下游消费品制造业	印刷和记录媒介复制业	7.7%
上游原材料加工业	石油加工、炼焦及核燃料加工业	3.6%	下游消费品制造业	汽车制造业	6.9%
上游原材料加工业	非金属矿物制品业	2.8%	下游消费品制造业	食品制造业	6.5%
上游原材料加工业	有色金属冶炼及压延加工业	2.6%	下游消费品制造业	农副食品加工业	4.2%
上游原材料加工业	黑色金属冶炼及压延加工业	2.3%	下游消费品制造业	酒、饮料和精制茶制造业	1.4%
中游设备制造业	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	43.2%	下游消费品制造业	烟草制品业	0.3%
中游设备制造业	其他制造业	30.1%	公用事业	水的生产和供应业	1.0%
中游设备制造业	金属制品、机械和设备修理业	21.7%	公用事业	电力、热力的生产和供应业	0.1%
中游设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	18.6%	公用事业	燃气生产和供应业	0.1%
中游设备制造业	电气机械及器材制造业	16.1%			

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

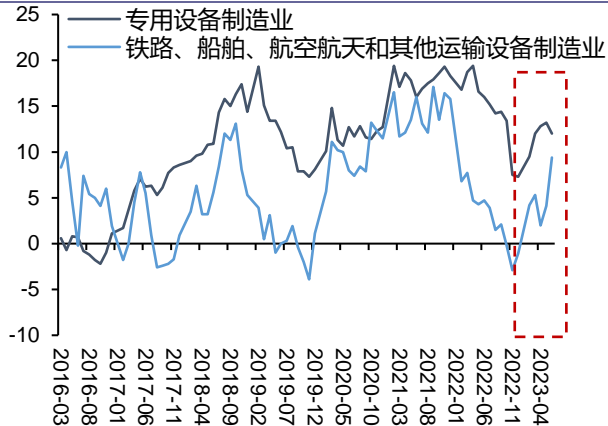
注: 出口交货占比为 2022 年 12 月各行业出口交货累计值/规模以上工业企业营业收入累计值

2.2.2. 已有细分行业开始补库

细分二级行业数据亦对上述结构性差异有所反映。经历了不同时段的去化，目前多数行业库存处于偏低水平。计算 40 个工业行业产成品库存同比的历史分位数（2013 年 2 月至 2023 年 6 月期间），共有 28 个行业历史分位水平低于 50%，占比 70%。其中上游采矿业中库存占比靠前的煤炭开采洗选业库存同比仍处于偏高水平，而下游消费品制造业中的纺织服装服饰业、印刷业、家具制造业及上游原材料业中化学纤维制造业、金属制品业库存的历史分位水平平均

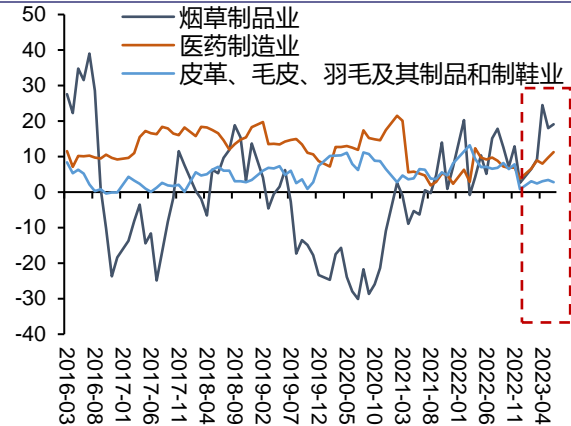
在5%以下。部分中下游细分行业已开始补库。中游设备制造业的专用设备制造、运输设备制造以及下游消费品制造业的烟草制品、医药制造、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋的库存今年以来呈回补态势。营收方面，多数上游二级行业营收同比仍在趋势性回落，但不少中下游二级行业营业收入同比已步入回升通道。

图表 12：部分中游设备制造业产成品库存同比



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 13：部分下游消费品制造业产成品库存同比



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

“量”与“价”同为去库的驱动因素。结合细分行业各自实际库存情况来看，部分上游行业库存的下降受到价格的明显影响，下游消费品制造业去库则主要受益于数量的消耗。比较名义库存及实际库存的历史分位值，如果剔除价格影响，归属采矿业和上游原材料业的14个二级行业中仅有5个库存同比历史分位小于50%，而考虑价格因素后，满足上述条件的行业扩大为12个。价格下行对上游行业去库影响显著。而下游消费品制造业中，名义及实际库存同比分位数位于50%以下的二级行业所占比例均在70%以上，反映出数量因素是目前下游消费品制造业库存去化的主要推动，背后的逻辑在于一方面此轮周期下游消费品价格本身走势波动较小，相比上游工业品更具刚性，较难对整体库存形成明显影响。另一方面，下游消费品对于终端需求的变动较为敏感，可相对及时地根据市场需求调整供给数量继而向合意库存回归，当需求呈弱势运行，下游厂商更易据此缩减产量消耗库存。

图表 14：不同行业库存及营收历史分位水平

一级行业	二级行业	名义库存	营业收入	实际库存
采矿业	石油和天然气开采业	8.6%	27.5%	63.7%
采矿业	黑色金属矿采选业	13.7%	20.6%	51.7%
采矿业	非金属矿采选业	25.0%	4.3%	34.4%
采矿业	有色金属矿采选业	33.6%	17.2%	41.3%
采矿业	开采专业及辅助性活动	71.5%	75.8%	57.3%
采矿业	煤炭开采和洗选业	79.3%	14.6%	99.1%
上游原材料加工业	金属制品业	0.8%	10.3%	10.3%
上游原材料加工业	化学纤维制造业	1.7%	14.6%	14.6%
上游原材料加工业	石油、煤炭及其他燃料加工业	5.1%	27.5%	50.8%
上游原材料加工业	黑色金属冶炼及压延加工业	7.7%	16.3%	50.8%
上游原材料加工业	橡胶和塑料制品业	12.0%	11.2%	26.3%
上游原材料加工业	化学原料及化学制品制造业	14.6%	6.0%	78.4%
上游原材料加工业	非金属矿物制品业	18.9%	6.8%	69.8%
上游原材料加工业	有色金属冶炼及压延加工业	32.7%	6.0%	68.9%
中游设备制造业	其他制造业	7.7%	8.6%	14.2%
中游设备制造业	通用设备制造业	8.6%	39.6%	11.2%
中游设备制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	12.9%	5.1%	12.9%
中游设备制造业	电气机械及器材制造业	31.8%	77.5%	34.4%
中游设备制造业	仪器仪表制造业	53.4%	30.1%	38.0%
中游设备制造业	专用设备制造业	60.3%	17.2%	62.9%
中游设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	66.3%	72.4%	66.3%
中游设备制造业	废弃资源综合利用业	76.7%	6.0%	86.6%
中游设备制造业	金属制品、机械和设备修理业	87.0%	96.5%	85.7%
下游消费品制造业	纺织服装、服饰业	0.8%	12.9%	1.7%
下游消费品制造业	家具制造业	2.5%	10.3%	3.4%
下游消费品制造业	印刷业和记录媒介的复制	3.4%	8.6%	3.40%
下游消费品制造业	造纸及纸制品业	15.5%	8.6%	46.5%
下游消费品制造业	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	18.1%	13.7%	13.7%
下游消费品制造业	纺织业	21.5%	13.7%	60.3%
下游消费品制造业	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	31.0%	12.0%	16.1%
下游消费品制造业	汽车制造业	31.8%	70.6%	36.3%
下游消费品制造业	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	37.9%	11.2%	46.5%
下游消费品制造业	医药制造业	39.6%	6.8%	43.1%
下游消费品制造业	酒、饮料和精制茶制造业	40.5%	38.7%	33.6%
下游消费品制造业	农副食品加工业	52.5%	37.9%	72.4%
下游消费品制造业	食品制造业	55.1%	13.7%	71.5%
下游消费品制造业	烟草制品业	68.9%	37.9%	68.9%
公用事业	燃气生产和供应业	9.4%	19.8%	20.6%
公用事业	水的生产和供应业	50.0%	7.7%	52.5%
公用事业	电力、热力的生产和供应业	89.6%	41.3%	87.9%

资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

3. 年底有望开启新一轮补库

我们认为，结合历史经验规律和前瞻性指标来看，本轮库存周期有望于年底进入补库存周期。

从历史经验规律来看，本轮去库存可能与今年年底或明年年初结束。从历次周期的去库存持续时间来看，至 2023 年 7 月底本轮库存周期已持续去库 15 个月，而 2000 年以来的 6 轮历史周期平均去库时长约为 20 个月，单纯以此为参照，本次库存同比将于今年 12 月见底。另一方面，我们认为本轮库存周期与 2000 年以来的第四轮周期（2009/8 至 2013/8）较为类似。一，两者同属于较长的周期，且补库持续时间及库存峰值水平平均比较接近，目前本轮去库持续时长及去库幅度也与 2009 年开启的库存周期相像；二，当前经济特征与政策环境也与第四轮去库阶段有相似之处，同处于全球经济减速、外需支撑减弱的时期，国内房地产偏弱运行，基建则维持高位，PPI 下行较快，消费成为拉动周期向上的重要力量。政策方面的定调也

均为“积极”财政政策和“稳健”货币政策。由此以第四轮库存周期（2009至2013）22个月的去库时长为参考，本轮去库还将持续7个月左右，对应明年年初库存见底。

图表 15：历轮周期去库时长及幅度

	周期一 2000/4-2002/10	周期二 2002/10-2006/5	周期三 2006/5-2009/8	周期四 2009/8-2013/8	周期五 2013/8-2016/6	周期六 2016/6-2019/11	周期七 2019/11 至今
去库持续时长（月）	16	17	12	22	22	31	-
去库幅度（%）	6.5	9	29.3	18.5	17.5	10.1	-

资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

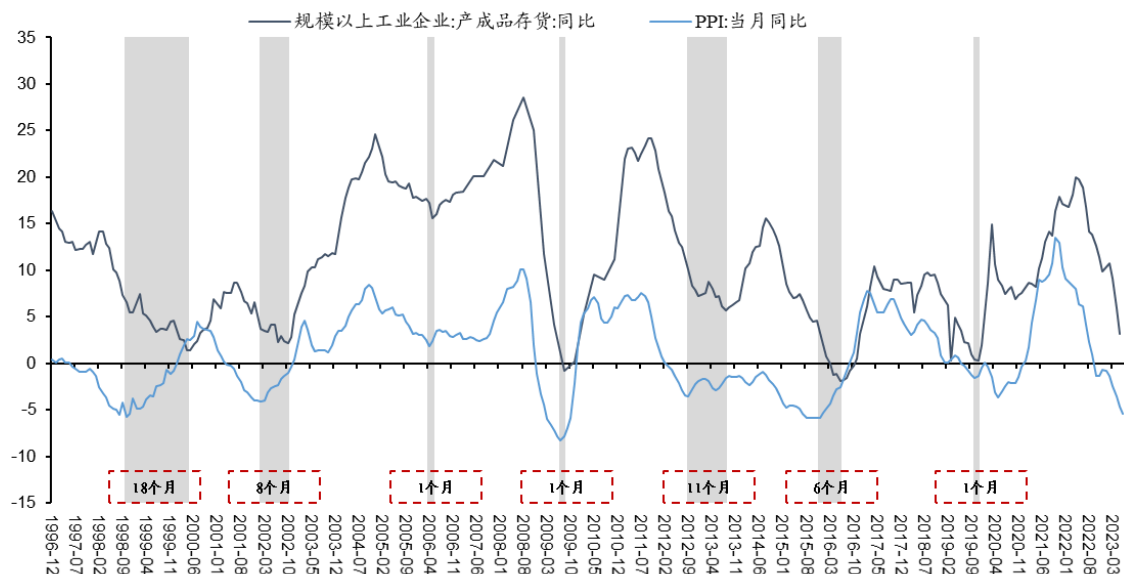
当然，国内库存周期历史数据波动较大，且不同周期所处现实环境也并不一致，单纯以经验推演得出的判断或仅能作为简单参考，对于补库时点还需综合其他方式作出判断，进一步引入前瞻性指标以作指引，我们认为今年年底有望开启新一轮补库。

3.1. 领先性指标预示库存于年末见底

从领先指标来看，PPI 二季度末见底，企业盈利触底后持续回升，对应补库可能在年底开启。

第一，PPI 已见底，对应本轮去库可能于年底结束。6月以来，工业品价格开始出现大幅反弹，7月PPI 同比止跌回升。中国大宗商品库存指数已处于20%以下的历史分位值，水平偏低，低库存紧供给将对价格形成一定支撑，叠加下半年PPI 基数走低，预计目前已是PPI 同比底部。考虑到PPI 领先于库存变动，本轮去库可能于年底结束。从PPI 当月同比及规模以上工业企业产成品库存同比这两项数据来看，PPI 对于库存变动具有一定指示意义，前者底部领先时间在1-11个月不等（2000年以来的库存周期），平均领先2个季度左右，以此作为库存的滞后时长，年底或进入补库阶段。

图表 16：PPI 对库存存在平均 2 个季度的领先性

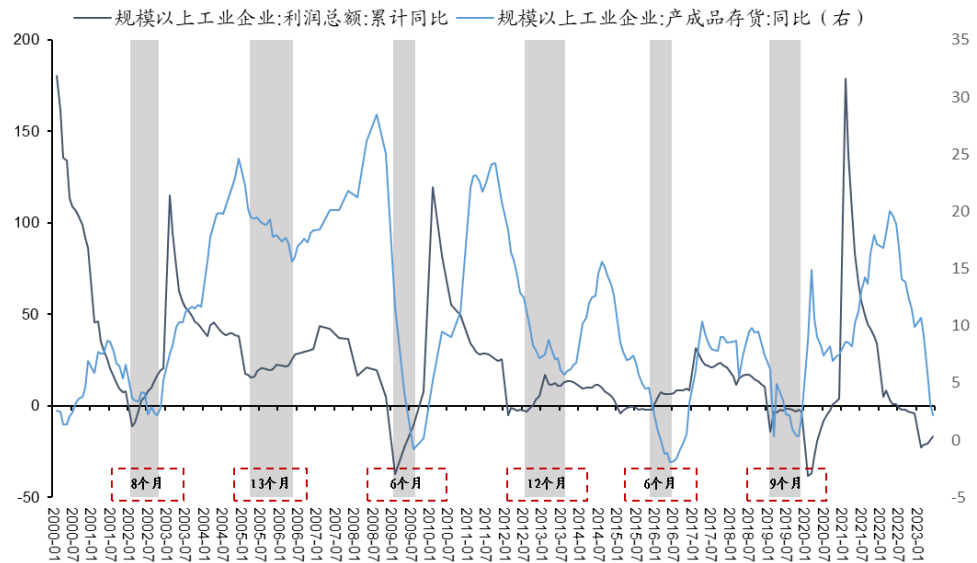


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第二，企业盈利延续修复态势，年底有望启动主动补库存。厂商增产补库，一是其看有无补

库能力，二是看是否具备补库意愿，两者均与企业盈利密切挂钩，当盈利上行，企业增加资本开支的意愿也会随之增强，数据上来看规模以上工业企业利润总额累计同比对库存也存在一定领先性，目前利润处于触底后的回升阶段，降幅连续收窄，考虑到 PPI 目前已经触底，后续价格上行将增厚利润，并且去年下半年利润基数走低，预计企业盈利将延续累计同比改善的趋势，这将增强企业预期和补库能力进而带动库存回补。若以今年 2 月作为利润累计同比的底部，按照三个季度的平均领先时间，去库将于今年年底结束。

图表 17：企业盈利领先库存平均 3 个季度左右



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3.2. 从弱补库到全球共振补库周期

上文中我们阐述了，外生的需求（政策刺激、外需等）拉动不是库存周期的必要条件。不过对于中国这样非常依赖于政策刺激和外需的经济体而言，外生的需求对于库存周期的强弱仍然存在很大的影响。参考国内 2000 年以来的几轮库存周期的经验，库存波动强弱有所区别，也分别对应着不同的回升弹性。在第二轮（2002/10-2006/5）、第三轮（2006/5-2009/8）、第四轮（2009/8-2013/8）这样的强库存周期中，补库持续时间及上升幅度均处于偏高水平，并且在较大力度的补库驱动下，强周期前一轮库存周期的去库时长也相对较短。**这几轮强库存周期中都有比较明显的政策对投资端的刺激，或者外需的拉动。**一方面，上述几轮强库存周期基本都对应着投资或出口的高景气，尤其是基建、地产投资相关。2002 年和 2006 年开启的周期中，中国加入 WTO 出口形成强劲拉动，国内地产开启扩张，2009 年至 2013 年宽松的财政和货币政策带动基建和地产活跃度的上升。另一方面，结构上投资及出口相关行业对周期补库力度的贡献也更为明显。选取历史周期底部至峰值的时间段作为统计区间，以行业在峰值时点的存货规模占比乘以各自产成品存货同比在统计区间内的变动来衡量贡献率，结果表明对补库贡献最大的主要为石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业等与地产、基建关联性较强的原材料行业，此外汽车制造、电气机械、电子设备制造、纺织等出口属性偏强的行业对于补库拉动同样靠前。

而在房地产投资与出口均较弱的库存周期中，补库的幅度和持续时间就相对较弱，比如 2013 年开始的补库存周期就是弱周期。

图表 18: 历轮周期补库时长及幅度

	周期一 2000/4-2002/10	周期二 2002/10-2006/5	周期三 2006/5-2009/8	周期四 2009/8-2013/8	周期五 2013/8-2016/6	周期六 2016/6-2019/11	周期七 2019/11 至今
补库持续时长 (月)	14	26	27	26	12	10	29
补库幅度 (%)	7.3	22.4	12.9	25.0	9.9	12.3	19.7

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

图表 19: 投资及出口相关行业补库贡献靠前

补库贡献率 (%)	周期一	周期二	周期三	周期四	周期五	周期六	周期七
黑色金属冶炼及压延加工业	0.5	3.6	6.9	4.0	1.1	2.3	1.7
化学原料及化学制品制造业	0.2	1.7	1.6	3.0	0.5	1.1	2.4
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.5	2.3	1.8	2.0	0.6	1.0	1.6
汽车制造业	0.0	1.9	0.6	2.2	0.8	2.0	1.0
电气机械及器材制造业	0.4	1.8	0.2	1.5	0.8	1.1	2.3
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.1	0.6	0.3	1.0	1.1	1.4	2.9
纺织业	2.3	1.7	-0.2	1.3	0.2	0.1	0.4
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.3	1.9	0.7	2.0	0.4	0.1	0.1
农副食品加工业	0.7	0.8	0.9	1.1	0.6	0.5	0.1
通用设备制造业	0.1	0.9	0.6	1.0	0.5	0.4	0.7
专用设备制造业	0.1	0.5	0.4	1.1	0.7	0.2	0.7
有色金属冶炼及压延加工业	0.4	0.7	-0.9	1.3	0.3	0.7	1.2
非金属矿物制品业	0.1	0.7	0.5	0.6	0.5	0.3	0.9
金属制品业	0.3	0.9	0.6	0.3	0.3	0.2	0.7
化学纤维制造业	0.4	0.8	0.1	0.9	-0.1	0.2	0.5
造纸及纸制品业	-0.1	0.3	0.2	0.4	0.1	0.0	0.4
橡胶和塑料制品业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2	0.6
纺织服装、服饰业	0.1	0.3	-0.2	0.4	0.2	0.1	0.2
食品制造业	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.1	0.1
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.0	0.6	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
医药制造业	0.2	0.1	0.0	0.4	0.0	0.2	0.1
煤炭开采和洗选业	-0.1	0.6	-0.4	0.1	0.2	0.1	0.3
酒、饮料和精制茶制造业	0.0	0.1	0.3	0.4	-0.1	0.0	0.1
黑色金属矿采选业	0.0	0.3	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

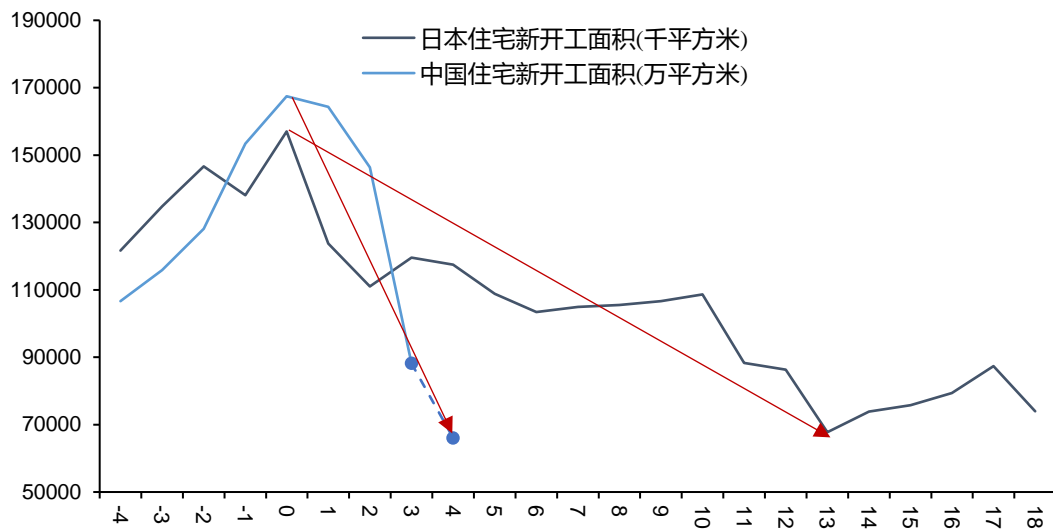
注: 仅选取平均贡献排名前 25 的行业

目前国内房地产行业仍处于衰退趋势之中, 同时在全球加息周期的影响下, 外需收缩也较快。所以外生需求对制造业产业链的拉动较弱, 这一点与 2013 年补库存周期开始时相似。所以我们认为未来补库存开始的初期, 其力度可能也会偏弱。但我们认为明年随着经济环境的逐渐变化, 补库强度有望逐步加强。

首先, 房地产行业已经经历了深度去产能, 明年继续下探的空间很有限, 对库存周期的拖累将减小, 甚至可能转为正贡献。当前中国房地产行业衰退程度之深是前所未有的, 其中既有整体经济下行、影响居民购房能力的周期性因素, 也有此前政策强力压制、促使经济转型的结构性因素, 还有人口结构变化等趋势性因素。但是我们认为, 目前房地产行业的调整可能已经比较充分。从新开工的住宅面积来看, 2019 年是中国的历史高点, 而今年全年即使乐观的估计下, 较 2019 年下降的幅度也将达到 60% 左右。相比之下, 日本 90 年代房地产泡沫破裂之后, 从 1996 年高点到 2009 年的低点, 也不过下降了 57%。2019 年中国老龄化程度不及日本 1996 年的水平, 房地产泡沫化程度更是不及日本 90 年代的水平, 也未经历像日本那样严重的资产负债表大衰退, 但是中国房地产衰退之深, 用 4 年时间就走完了日本 13 年的路。

我们认为这样的降幅和速度已经远远超过了经济规律，不能简简单单归结为“供需变化”，其中必然有政策强力干预的影响。目前房地产政策已经出现大幅转向，政策的负面冲击在逐渐消退，甚至正在逐步转向正面。我们认为明年房地产对经济的拖累将大大减小。

图表 20：中国房地产行业去产能程度已经超过日本泡沫破裂

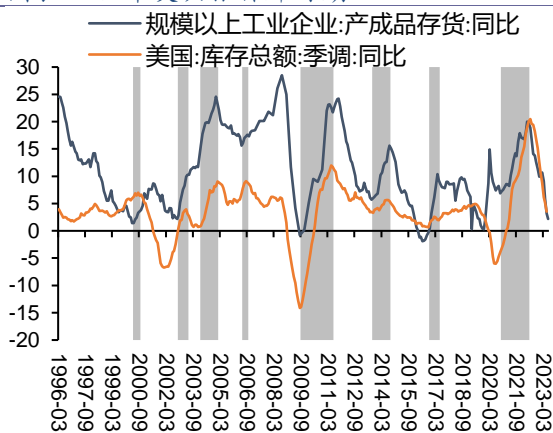


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

注：横轴零点为中日房地产新开工的最高年份，中国为 2019 年，日本为 1996 年。

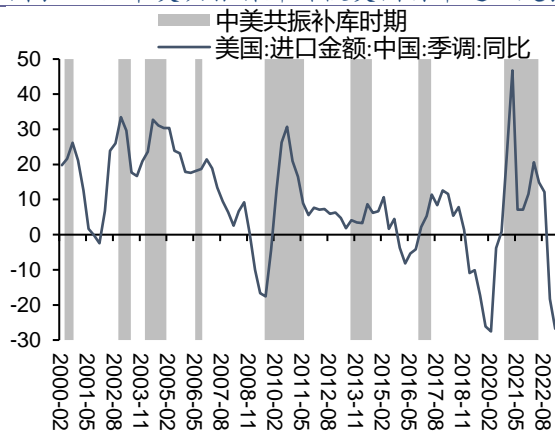
其次，明年稍晚时候可能会迎来全球共振补库。从数据上看，中美库存周期联动性较高，共振补库时期，美国自中国进口也往往走强。关键在于后续海外库存的趋势如何，这关系到内外需求对国内补库是共振加强还是背离削弱。美国目前处于主动去库存阶段，去库已持续超过一年时间，历史去库时长 5 到 35 个月不等，平均在 18 个月左右，同时制造业 PMI 新订单、自有库存指数及销售额、PPI 等前瞻性指标普遍呈下行态势，此前周期中上述指标领先美国库存 2-3 个季度左右，由此推测美国年内开启补库的可能性不大。去库结束时间或晚于明年一季度。乐观情况下于明年上半年开启补库，这将与国内库存周期形成共振，增强库存回升动力。

图表 21：中美共振补库时期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

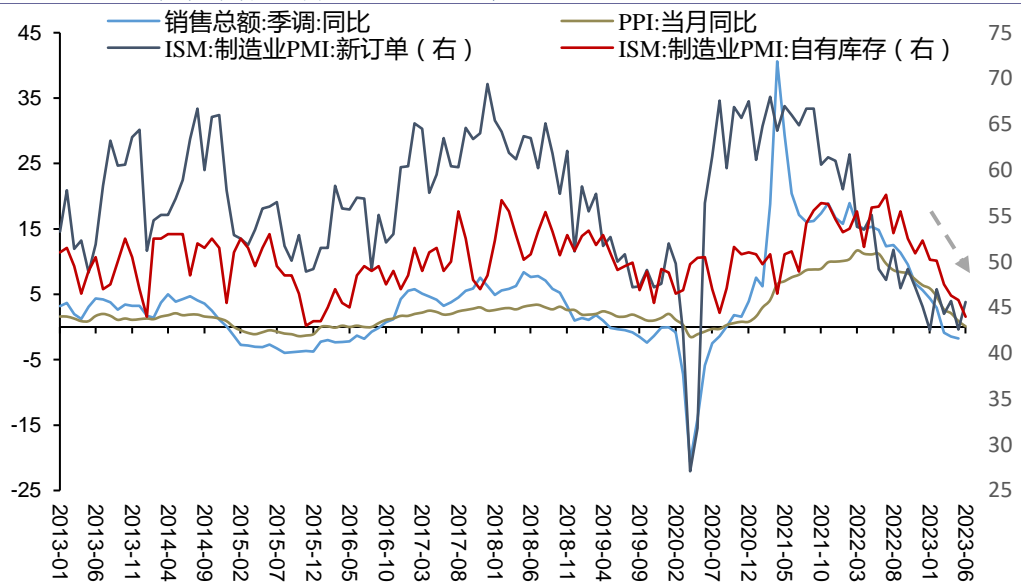
图表 22：中美共振补库阶段美国自华进口走强



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

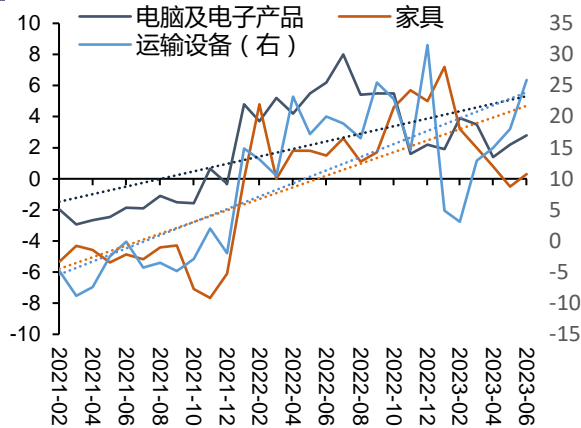
如果美国去库持续时间较长，国内补库是否会因此暂缓开启？补库幅度是否会因此受限？首先补库时点方面，由于不同经济体供需及政策等方面存在差别，彼此库存周期相背离的情况客观存在，美国持续去库并不必然对应国内补库的滞后性。从历史数据看，两国库存周期多数时候呈现出共振特征，不过库存错位也有发生，2000年以来国内多轮周期中均出现过中国补库但美国去库的时期，基于目前中美库存相关前瞻指标的差异，预计下一轮周期中，两者初期的走势同样会有所背离。其次在补库力度方面，若国内已开启补库但美国尚处于去库进程中，外需对国内库存回补的支持可能更多来自部分特定行业。比较美国去库和补库时期国内补库力度的差异，两者背离时，国内补库幅度普遍不及共振补库期间，背后是外需拉动力量的强弱不同，因此如果中美下一轮补库发生错位，国内库存同比可能也较难出现明显上涨。全面性动能较弱，但结构性支撑依旧存在，具体表现为部分行业去库压力较小且需求已现回升迹象，这些行业仍有可能对我国出口形成积极拉动继而加强国内厂商的补库动力。数据来看，运输设备、电脑及电子产品、家具相关产品需求有回暖迹象，新订单两年复合同比有所回升，出货量同比亦出现上行。其中家具及相关产品的去库压力相对较小，库存销售比呈下行态势，成品库存更是处于历史低位。新订单增速有所反弹但库存位于偏低水平代表者更强的补库需求，并且美国家具、电脑及电子产品对中国的进口依赖度不低，因此上述行业库存回补的需求有望通过进出口传导至国内，形成结构性的拉动。

图表 23：美国库存周期的前瞻性指标拐点未现



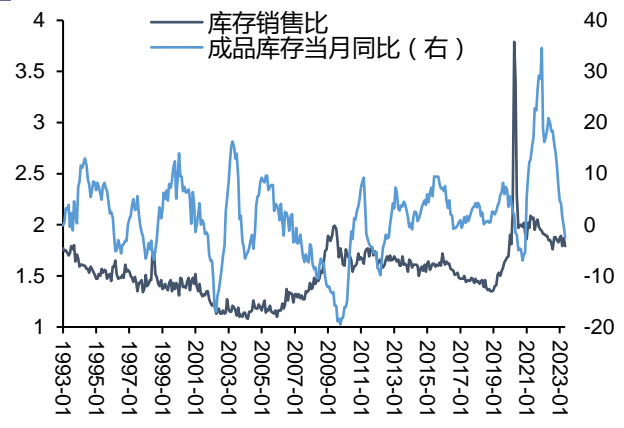
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 24: 部分耐用品新订单回暖



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院
注: 2021 年数据为两年复合同比增速

图表 25: 家具及相关产品去库压力较小



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

我们认为**库存低位行业可能景气度先行**。综合名义库存、实际库存的历史分位水平而言，纺织服装、印刷、家具制造、通用设备、金属制品、化学纤维及计算机通信和其他电子设备制造业均处于 2013 年以来 15% 以下的历史分位水平，库存偏低位或预示上述行业去库空间有限且回升弹性较大。进一步引入营业收入指标，上述行业中印刷、家具制造、金属制品及计算机通信和其他电子设备制造业的营收均处历史偏低位，其中计算机通信和其他电子设备制造业的产能利用率也处于较低水平。随补库周期的开始，上述低库存、低营收或低实际产出的行业可能更具优势。

风险提示: 1. 国内稳增长政策不及预期。2. 海外地缘政治冲突。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。