



证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

旧周期与新起点

——库存周期的框架、定位与展望

投资要点

- **库存周期强弱有别**：按照补库阶段的持续时长、企业营收的变动幅度来划分强弱，2000年以来我国完整经历的6轮库存周期中，第2、3、4轮偏强，第1、5、6轮偏弱，第7轮截至目前有前强后弱的趋势。在终端需求主导、投资助推的综合作用下可孕育出较强的库存周期。
- **目前我国处于主动去库转向被动去库的拐点，下一轮库存周期可能在2023年底到2024年一季度之间开启**。2022年4月以来，工业产成品库存增速转向下行，开启了漫长的历时11个月的主动去库周期。2023年5月，企业营收的拐点隐现，我国库存周期似有转向被动去库的迹象，但仍需未来几个月数据的进一步验证。从历史规律来看，我国库存周期中，被动去库阶段的中位数时长为5个月，最长时间为11个月，库存的拐点较为可能出现在2023年10月至2024年4月之间。
- **本轮库存周期的特征**：一是量价趋势分离，导致实际库存与名义库存大幅错位。PPI领先于实际库存整整一年开始下滑，已降至2016年以来的低位，目前已有初步的反弹趋势。从价格信号来看，库存周期已有反转趋势，但从实际库存代表的数量来看，企业去库尚不充分。二是上中下游的去库都较为乏力，这意味着我国本轮去库的时长可能高于历史均值。
- **原料降价充分、资金价格仍高**。企业开启补库与较低的原材料成本和资金成本有一定关系。目前，原材料成本已较前期大幅回落，下游企业的利润底隐现。然而，资金成本仅仅略低于历史均值，企业投资不活跃，资金成本仍有一定约束。
- **内需仍受地产拖累**。服务消费和新能源汽车行业是我国经济当前的两大结构性亮点，但地产不仅影响经济总量，对金属和非金属原材料、化工产品、批发零售、综合技术服务、金融等行业的影响也很大，结构性亮点难以抵消地产相关产业链的影响，库存周期有变长迹象。美国可能会在2024年一季度开启新一轮补库周期，有可能会与我国库存周期形成一定共振。
- **库存周期触底前后可能也会出现股市和债市的短周期底部**。库存周期和我国资产价格的走势具有一定关联性，库存周期的见底前后可能也会出现股市和债市的短周期底部。
- **下一轮库存周期可能较弱**。我国房地产行业正在进入新的发展阶段，未来的地产周期可能会弱于以往，上行期的力度可能会有限。地产上下游产业链调整结束之后，我国经济可能会迎来新的均衡点，其他产业可能会取代地产成为新的增长驱动因素，不过目前新的增长因素还不是特别大。受此影响，新一轮库存周期可能会偏弱，补库阶段的持续时间可能较短，企业营收回补的幅度可能也不会很强。
- **风险提示**：地缘政治风险；海外金融事件风险；政策落地效果不及预期风险。

正文目录

1. 库存是简单易用的短周期锚点	4
1.1. 库存是简单易用的短周期锚点	4
1.1.1. 库存周期略滞后于价格周期	4
1.1.2. 库存周期的局限性	6
1.1.3. 库存周期分析的适用范围	8
1.2. 如何衡量库存周期?	9
1.3. 我国历史库存周期的驱动逻辑复盘	11
2. 库存周期现状	13
2.1. 库存周期的时间定位	13
2.2. 本轮周期的特点之一：量价背离幅度加剧	13
2.3. 本轮周期的特点之二：去库乏力	14
3. 寻找周期反转动力	16
3.1. 原料降价充分、资金价格仍偏高	16
3.1.1. 原材料成本回落	16
3.1.2. 资金成本仍高	18
3.2. 内需仍受地产拖累	19
3.2.1. 内需：有结构性亮点，但地产拖累较大	19
3.2.2. 外需：美国补库有望形成共振	22
4. 结论：走向新均衡	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1 美国的产出缺口和库存走势，%	4
图 2 库存周期与工业品价格周期比较贴近，%	5
图 3 库存周期拐点落后于 A 股大盘短周期拐点，点，%	5
图 4 经通胀调整后的权益价格周期与库存周期，点，%	5
图 5 债市周期与库存周期相关，%	6
图 6 工业企业库存拐点滞后于利润拐点，%	6
图 7 PMI 库存与工业企业库存，%	6
图 8 库存变动与美国实际 GDP 走势基本一致，%	7
图 9 库存变动与中国实际 GDP 走势基本不相关，%	7
图 10 库存对 GDP 的拉动，%	8
图 11 库存投资对 GDP 环比增速的贡献率，%	8
图 12 第二产业在 GDP 中的占比，%	8
图 13 工业企业数据与全口径库存变动的趋势基本一致，%	9
图 14 名义库存的变动规律介于 PPI 和实际库存之间，%	10
图 15 我国工业企业的平均存货周转天数，天	10
图 16 工业企业营业收入、PPI 增速都可以较好地度量需求，%	11
图 17 利用工业企业营业收入划分的我国库存周期，%	11
图 18 近期名义与实际库存分歧较大，%	14
图 19 PPI 与实际库存增速，%	14
图 20 我国产业链上下游的库存周期定位	16
图 21 CRB 工业原料价格指数	17
图 22 国际主要大宗商品价格，美元/吨，美元/桶	17
图 23 PMI 原材料库存，%	17
图 24 分行业 PPI 环比增速，%	18
图 25 资金成本略低于历史均值，%	18
图 26 企业融资行为不活跃，%	18
图 27 政策利率仍有下降空间，%	19
图 28 各行业影响力系数（根据 2020 年投入产出表计算）	20
图 29 建筑（建安工程）对其他行业完全消耗系数	20
图 30 地产（除建安工程外）对其他行业完全消耗系数	20
图 31 地产销售领先于投资，%	21
图 32 工业产能利用率与地产投资走势一致，%	21
图 33 服务消费是居民消费的亮点，%	21
图 34 居民收入增速仍未回到疫情之前，%	21
图 35 我国新能源汽车产销双旺，辆，万辆	22
图 36 汽车制造业投资成为结构性亮点，%	22
图 37 美国库存周期，%	22
图 38 中美库存周期关系，%	23
表 1 库存投资与支出法 GDP 及其分项的 Spearman 相关系数矩阵	7
表 2 我国库存周期的时间规律，月	13
表 3 分行业库存周期位置	15

1. 库存是简单易用的短周期锚点

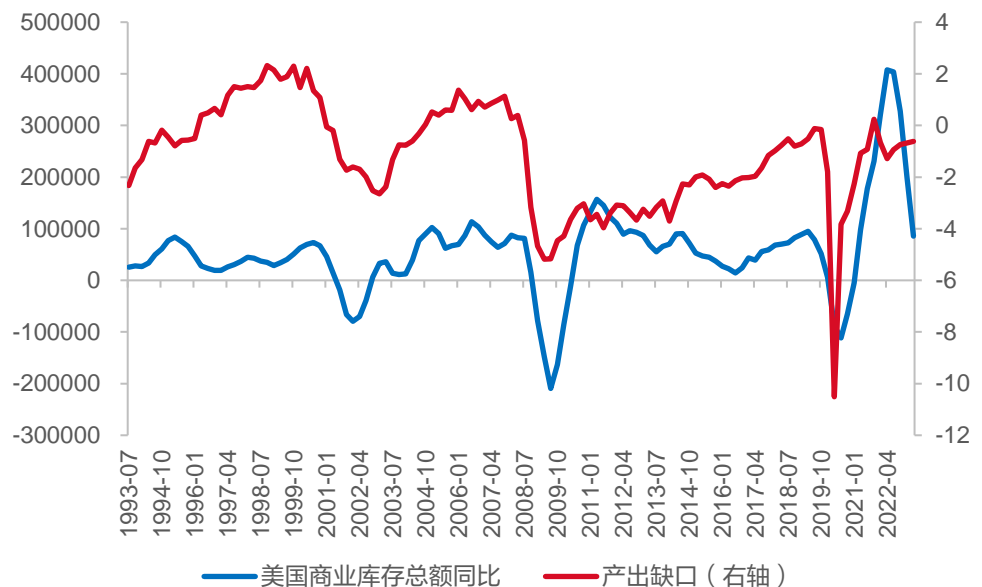
1.1. 库存是简单易用的短周期锚点

库存是简单易用的短周期锚点。1923年，英国经济学家基钦提出了经济在2-4年的短周期波动规律。原始版本的基钦周期不包含库存指标，只包括银行结算、大宗商品价格、利率三个指标。但在现代应用中，基钦周期通常被理解为库存周期。库存与企业的生产行为密切相关，由于库存周期相对滞后，受短期政策的影响相对较小、受确定性趋势的影响可能更大，数据比较平滑，是一个可以用来定位短周期的较为简单易用的指标。但也正因为库存仅仅反映实体经济中的供需关系，库存周期的应用也有许多局限性。

1.1.1. 库存周期略滞后于价格周期

库存反映供需关系。尽管在过去的工业化进程中，我国经济主要受益于固定资产投资，库存投资与经济周期的趋势不同，但在逻辑关系上，库存是对于实体经济中供需关系的直接反应。从美国的数据来看，产出缺口走势和库存周期基本一致。

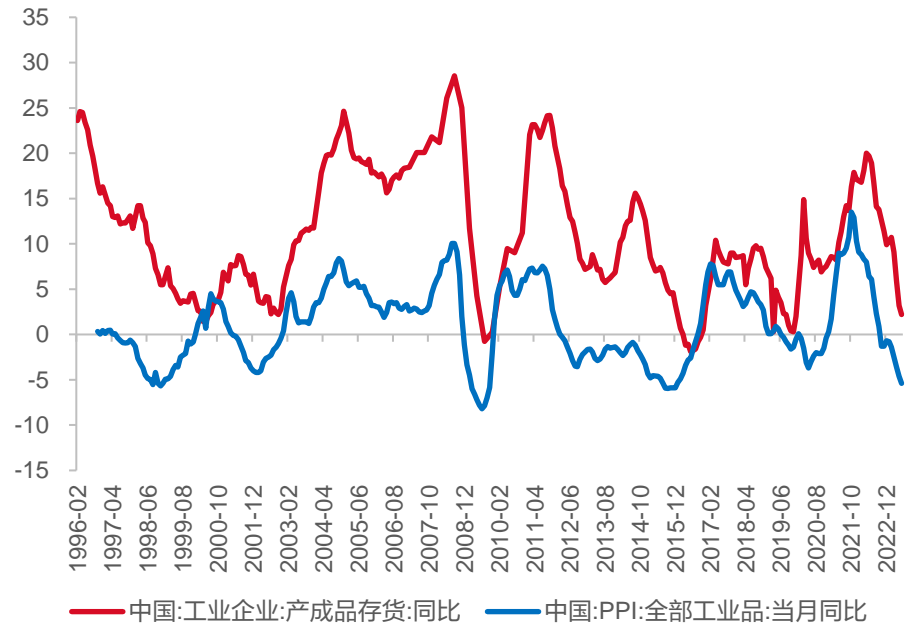
图1 美国的产出缺口和库存走势，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

库存周期略滞后于工业品价格周期。价格是供需关系的另一种表达形式，我国的PPI走势通常略微领先于工业企业的产成品库存变动。这是由于企业的经营决策往往滞后于价格拐点，往往要价格上升或下降一段时间后，企业才会调整生产和库存策略。

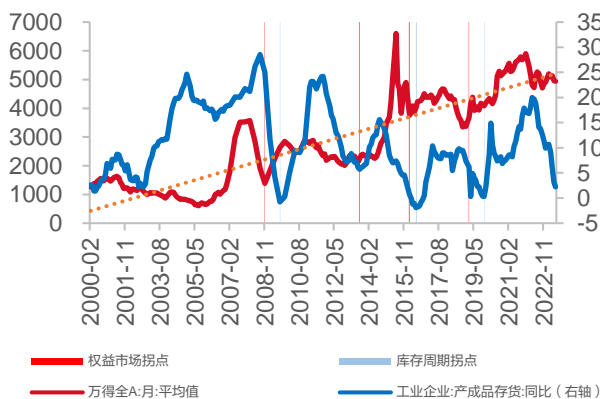
图2 库存周期与工业品价格周期比较贴近，%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

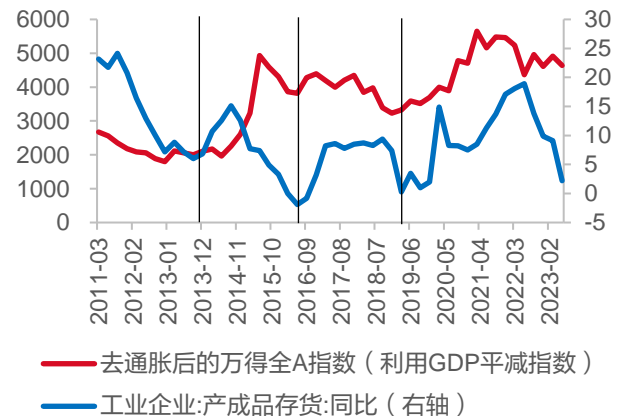
权益资产价格领先库存周期。2000年来,万得全A指数的中枢在不断抬升,但短周期拐点领先于库存周期。使用GDP平减指数去除通胀影响后的万得全A指数价格略领先于名义库存。尤其是近10年来,库存周期的拐点对A股的短周期拐点有较好验证作用。

图3 库存周期拐点落后于A股大盘短周期拐点,点, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

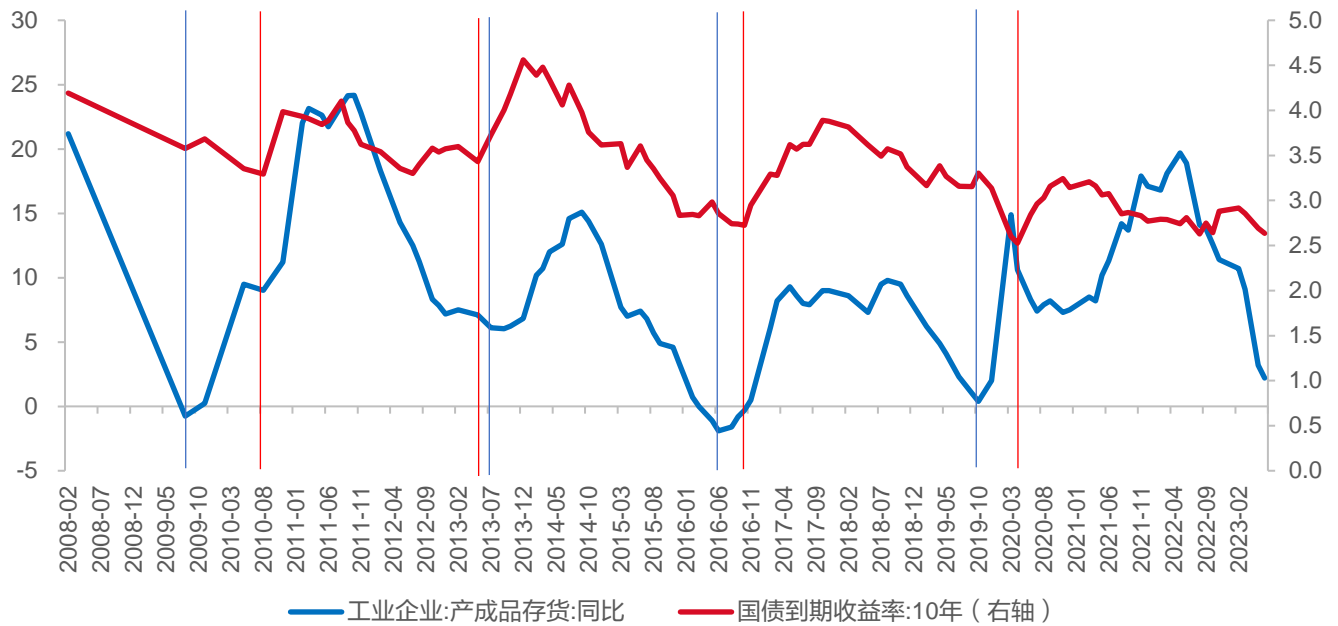
图4 经通胀调整后的权益价格周期与库存周期,点, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

债市周期与库存周期具有一定相关性。我国的长短端国债利率走势与制造业库存都有一定关联性。在拐点处,库存走势略领先于收益率走势。2020年-2022年,受到全球供应链问题影响,库存周期与利率出现了暂时性的偏离。2023年后,债市周期与库存周期仍可能会回归正相关。

图5 债市周期与库存周期相关, %

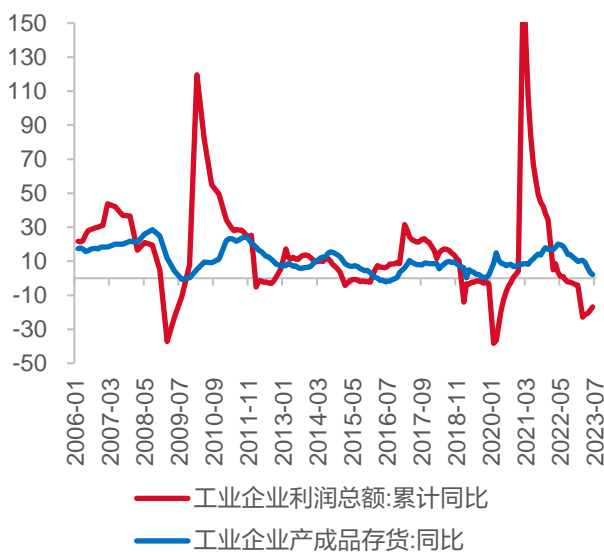


资料来源: Wind, 东海证券研究所

1.1.2. 库存周期的局限性

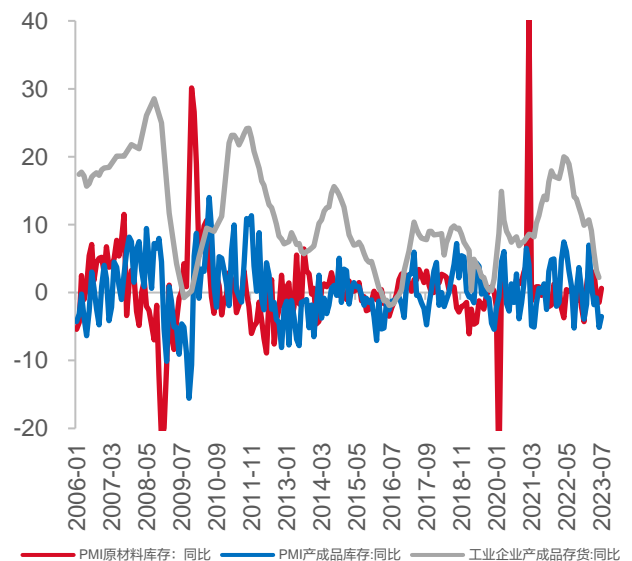
库存周期滞后于真实经济周期。真实意义上的经济短周期,以经济扩张时期为例,应该包括从就业增加、收入上升、消费回暖、信贷增长、企业增加生产等一系列微观经济活动。当制造商的库存开始增加时,需求和生产往往已经回升了一段时间,并且生产的增速开始超过需求。从以往周期的规律来看,经济指标变动的顺序由先到后分别是 PMI 原材料库存、工业企业利润、PPI、PMI 产成品库存、工业企业产成品库存。

图6 工业企业库存拐点滞后于利润拐点, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

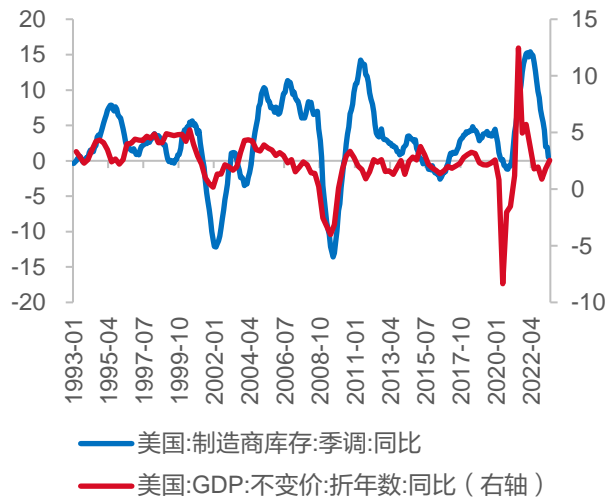
图7 PMI 库存与工业企业库存, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

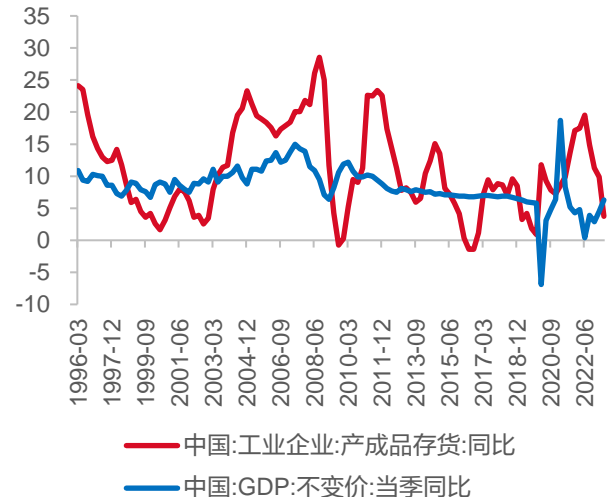
2009 年之后的 10 年，库存变动与我国实际 GDP 增速的相关性不高。美国的实际 GDP 与库存投资有较强相关性，库存投资的拐点略滞后于 GDP 拐点一到两个季度，但趋势基本一致。中国的实际 GDP 与库存投资则没有这样的关系，尤其是 2009 年到 2019 年间，中国的 GDP 增速非常平稳，而库存依然保持周期性波动。我们计算了库存与 GDP 总量，以及与支出法中其他构成部分的斯皮尔曼相关系数，发现我国库存与 GDP 单调正相关，但相关系数仅有 0.4，库存与支出法 GDP 中的其他分项的相关程度也不高，与我国 GDP 相关程度最高的是固定资产投资。

图8 库存变动与美国实际 GDP 走势基本一致，%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图9 库存变动与中国实际 GDP 走势基本不相关，%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

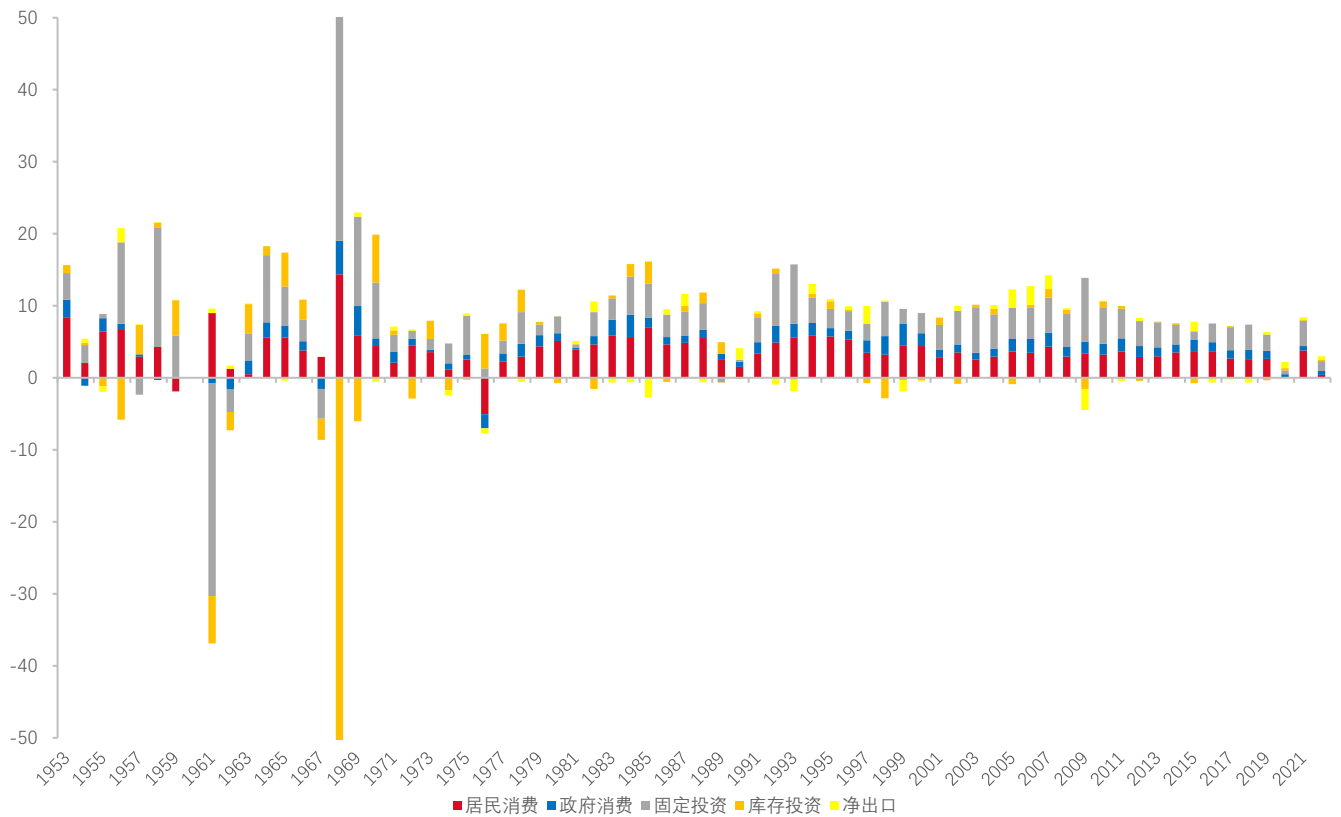
表1 库存投资与支出法 GDP 及其分项的 Spearman 相关系数矩阵

	居民消费	政府消费	固定资产投资	库存投资	净出口
GDP	0.5	0.5	0.8	0.4	0.0
库存投资	-0.1	0.0	0.2	1.0	-0.2

资料来源: Wind, 东海证券研究所

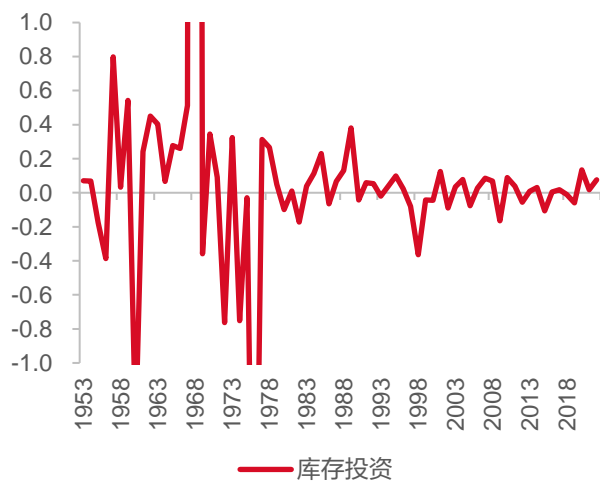
随着我国工业产业发展进入平稳期，未来库存和 GDP 的相关性可能提高。制造业是囤积库存较多的企业主体，我国过去几十年的工业化进程中，制造业在经济总量中的占比经历了一段高速增长的时期，导致库存变动在 GDP 中的占比也在不断变化，与经济总量的相关性不稳定。上世纪 80 年代之前，工业在我国经济中的占比高速提升，库存对 GDP 的贡献率波动极大；上世纪 80 年代到本世纪初期，尽管我国依然处于快速工业化的阶段，但 GDP 也出现了高速增长，工业在经济总量中的占比趋于稳定，库存贡献率的波动有所缩小；2011 年起，我国逐步进入新型工业化阶段，伴随着第三产业的兴起，工业在经济总量中的占比下行，库存贡献率的波动较前一个时期再度减小。目前我国已经进入工业化后期后半阶段，工业发展的速度将进一步趋于稳定，对应的制造业库存对 GDP 的贡献率也将趋稳，因此未来库存与 GDP 的相关性可能会上升，库存周期的分析意义在增加。

图10 库存对 GDP 的拉动, %



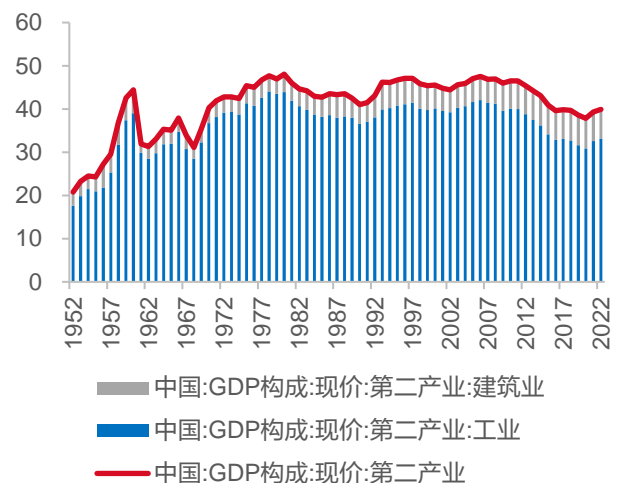
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图11 库存投资对 GDP 环比增速的贡献率, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图12 第二产业在 GDP 中的占比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

1.1.3. 库存周期分析的适用范围

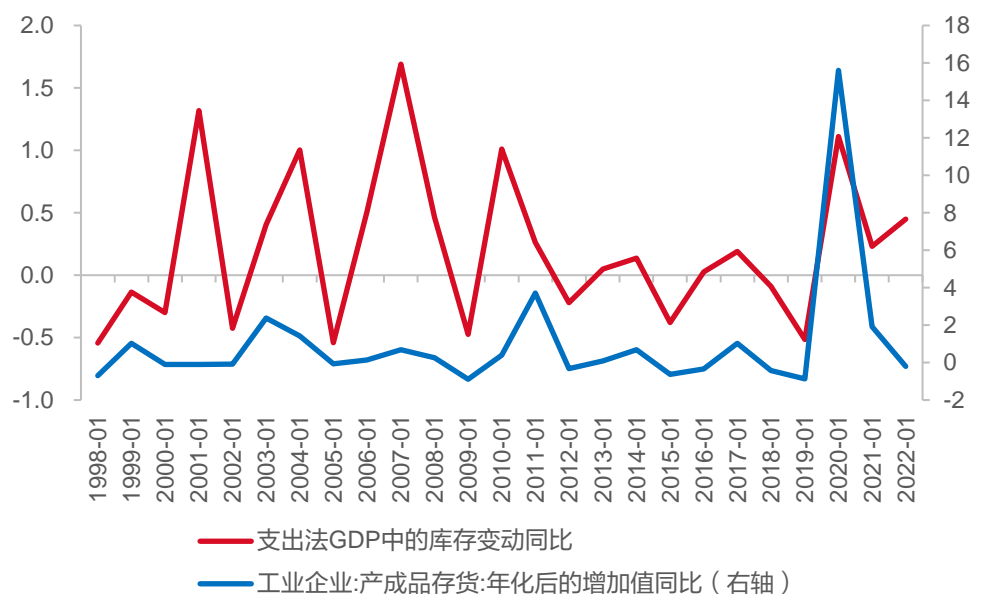
库存周期可以作为资产配置的参考性指标和后验性坐标,也可以辅助企业决策。库存周期反映供需关系,与价格比较贴近,和股债周期有一定关联,因此可以与其他类型的指标结合,作为大类资产配置的参考性指标和后验性坐标轴。尽管库存周期的滞后性在一定程度上限制了其应用范围,但我们可以利用一些辅助指标对库存走势进行前瞻性的判断。库存周期可以用来观测产业链上下游的成本和利润关系,对于实体企业的经营决策可以起到辅助作用。

1.2.如何衡量库存周期？

对于库存周期的衡量方式，可以使用名义库存或实际库存、使用全口径库存或工业企业库存。

口径的选择：统计局每月公布的规模以上工业企业数据，与支出法 GDP 中的全口径库存变动的相比，趋势基本一致。数值上的差别一方面源于行业范围不同，GDP 统计全行业库存，工业企业主要包含上游原材料供应商及制造商，不包括批发商和零售商；另一方面是由于规模以上工业企业统计仅包括年主营业务收入在 2000 万元及以上的工业企业。

图13 工业企业数据与全口径库存变动的趋势基本一致，%

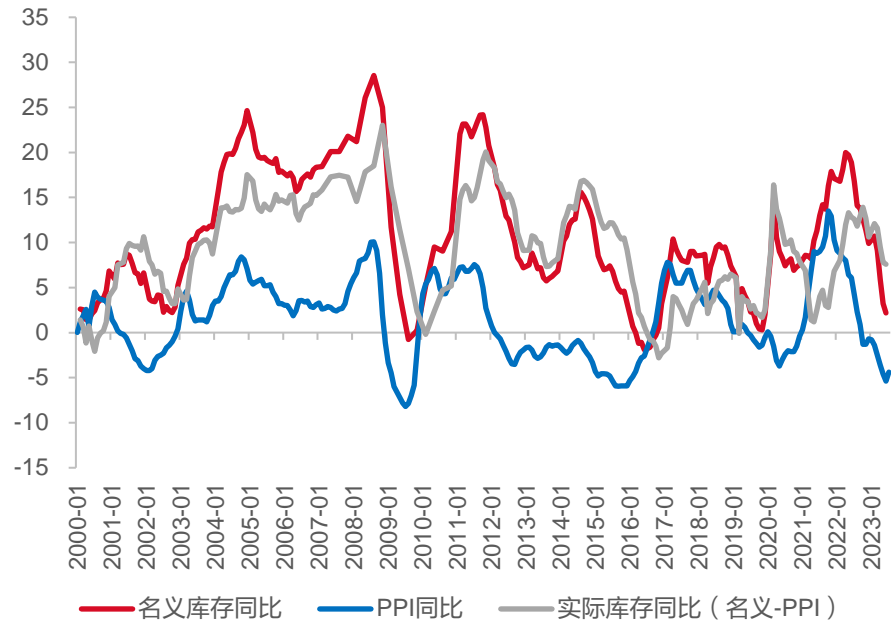


资料来源：Wind，东海证券研究所

作为经常项下长期保持大幅顺差的国家，相比批发和零售商库存，我国的制造商库存能反映内外部的综合需求和供给之间的相对关系，而美国更加依赖进口，因此分析的焦点应当更集中于零售商库存。考虑到工业企业库存数据的频率更高，我们选用工业企业库存作为分析重点。

名义库存 VS 实际库存：名义库存是量、价变动的综合结果，实际库存只反映量的变化。名义库存的金额变动是量价变化的综合结果，从名义库存的同比增速减去 PPI 同比，得到实际库存。价格变动直接反映市场供需关系，往往领先于企业经营决策，因此名义库存也领先于实际库存，但落后于 PPI 变化。在进行研究时，我们既分析量的变化、也分析价的变化，PPI 和实际库存都要考虑。在划分库存周期时，可以将反映量价综合趋势的名义库存作为主要指标，将量价体系作为辅助观察指标。在价格波动剧烈的情况下，更要关注实际库存。

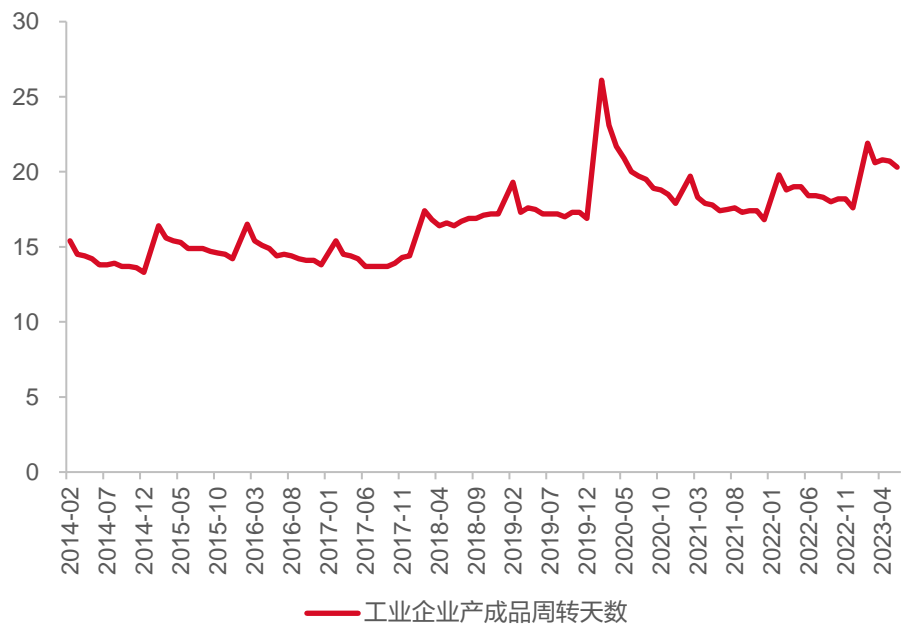
图14 名义库存的变动规律介于 PPI 和实际库存之间，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

会计计价对实际库存的影响。在会计实践中，我国很大部份的制造业企业采用了“先进先出”（FIFO）的存货计价方法，因此用名义库存减去 PPI 计算出来的实际库存，与真实的库存数量变动会有差异。我国工业企业的平均存货周转天数为 20 天左右，因此实际的存货价格变动应更接近于上个月的 PPI 增速，在 PPI 正增长时，计算得出的实际库存水平会低于真实的库存数量。

图15 我国工业企业的平均存货周转天数，天

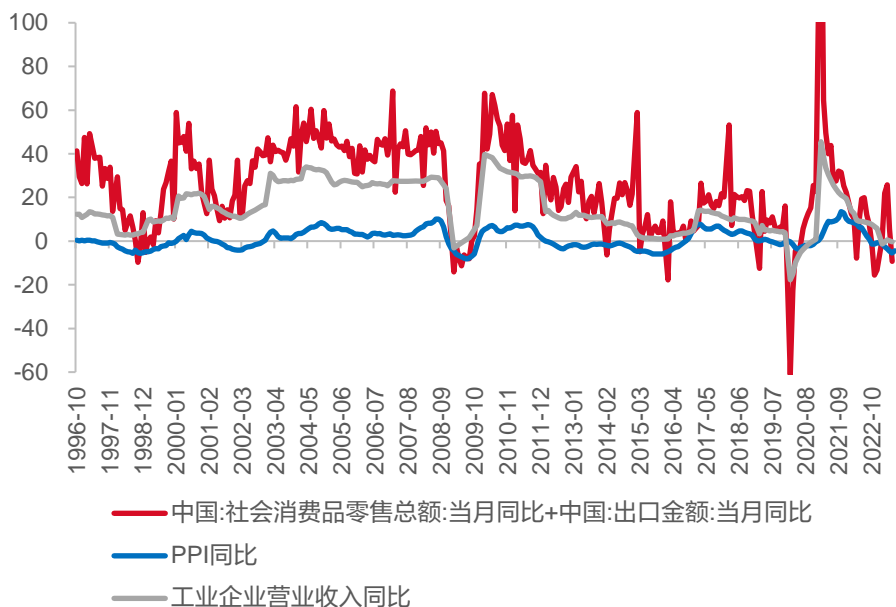


资料来源：Wind，东海证券研究所

对需求的衡量：除了库存以外，划分库存周期的另一坐标轴是对需求的度量。工业企业营业收入、PPI 增速都可以较好地度量需求，都可以用来划分库存周期：利用工业企业营收

划分库存周期是目前市场较为通用的方法，也可以根据 PPI 与实际库存的量价关系来划分库存周期。由于 PPI 和工业企业营收的走势相近，两种方法的结果并没有太大区别。实际经济运行中，量价经常同时变动，第二种方法划分的库存周期往往难以清晰区别出 4 个阶段，因此我们根据第一种方法划分库存周期，将量价关系作为辅助性的分析手段。

图16 工业企业营业收入、PPI 增速都可以较好地度量需求，%

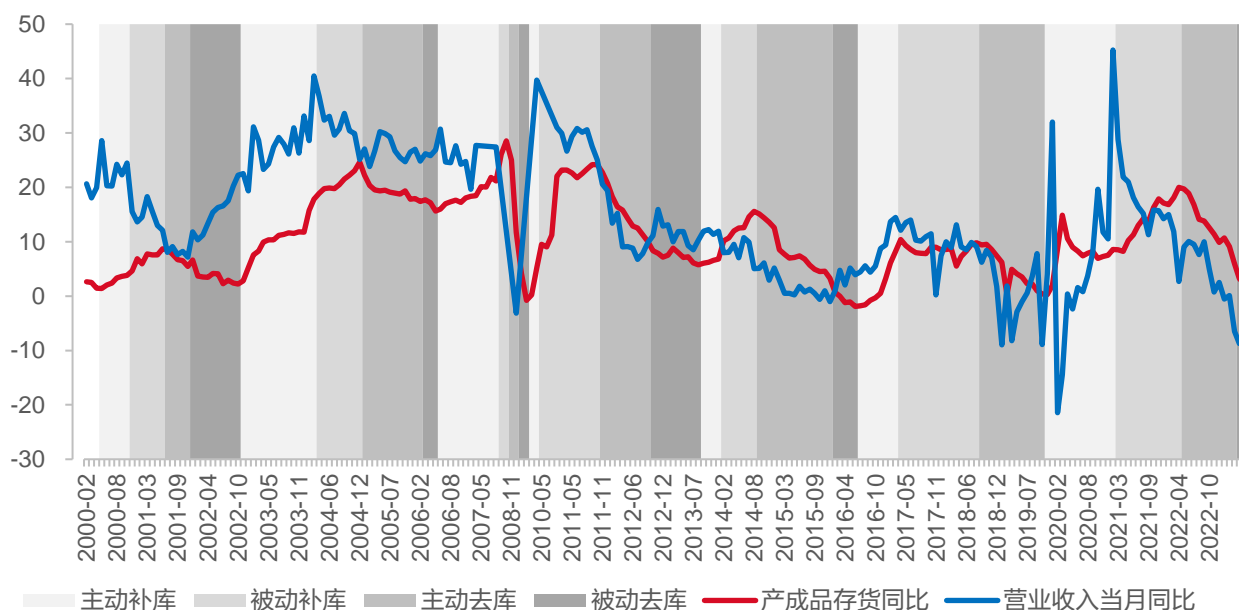


资料来源：Wind，东海证券研究所

1.3.我国历史库存周期的驱动逻辑复盘

自 2000 年以来，我国已经走完了 6 轮库存周期，目前正处在第 7 轮库存周期之中。周期驱动逻辑的不同，以及与中周期（朱格拉周期）的相对位置，决定了周期强度的不同。

图17 利用工业企业营业收入划分的我国库存周期，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

2000 年以来我国库存周期：

第一轮（2000 年 5 月-2002 年 9 月）：投资主导、出口驱动的偏弱周期。2000 年 5 月开始的库存周期正处于中国国有企业改革、产能出清后百废待兴的时间点，我国朱格拉周期正处于上行阶段初期，企业投资繁荣。2001 年中国加入 WTO 后，对外贸易的扩张也驱动了企业补库。第一轮库存周期中，补库阶段的时长中等，主动去库阶段的持续时间较短，周期尾声企业营收的修复较为顺利。

第二轮（2002 年 10 月-2006 年 4 月）：地产驱动、出口助推的强周期。2002 年，外贸出口继续扩张的同时，房地产行业在市场化改革完成后迎来了一波发展高峰期，中上游原材料行业积极补库。2003 年、2004 年的几轮地产调控过后，企业转而去库。第二轮周期的特征是主动补库阶段的持续时间长，期间企业营收的上升幅度也较大。

第三轮（2006 年 5 月-2009 年 8 月）：地产繁荣、需求旺盛的强周期。第三轮库存周期的起点正处于地产周期的繁荣阶段，由于美国也正式开始补库，出口贸易也正处于扩张期，电商平台的快速发展推动了内需繁荣。第三轮库存周期是我国历史库存周期中主动补库阶段占比最大的周期，长达 21 个月。2008 年全球金融危机的爆发标志了这一轮库存周期的拐点。

第四轮（2009 年 8 月-2013 年 7 月）：中周期起点，货币宽松、财政大刺激等政策驱动的较强周期。为应对 2008 年全球金融危机对国内经济带来的冲击，我国出台了“四万亿”和一系列刺激家电和汽车消费的政策，消费回暖，地产和基建复苏。第四轮库存周期的起点恰逢我国新一轮朱格拉周期起点，主动补库阶段时间很短但企业营收上升幅度极大，被动补库持续了较长时间。

第五轮（2013 年 8 月-2016 年 5 月）：地产与基建推动的偏弱周期。2010 年-2013 年的多轮地产调控过后，我国房地产库存有所累积。2014 年我国经济稳增长诉求凸显，2015 年底中央经济工作会议强调“化解房地产库存”，我国采取了“棚改货币化”、“去库存”等政策刺激地产，同时基建投资进一步上行，地产和基建共同推动了新一轮库存周期的启动。然而，房地产的旺盛也在一定程度上挤出了居民消费和私营部门投资，较弱的需求之下，第五轮库存周期的去库阶段比补库阶段整整长了 10 个月，企业营收较弱。

第六轮（2016 年 6 月-2019 年 10 月）：供给侧改革之下上游价格抢跑的偏弱周期。2016 年-2017 年，我国开启供给侧结构性改革，上游和中游原材料价格快速上涨，由于终端需求偏弱，下游企业的成本无法转嫁，利润受到挤压。第六轮库存周期整体偏弱，在 2019 年末被新冠疫情打断。

第七轮（2020 年 7 月至今）：出口和价格驱动的周期。在经历了新冠疫情的扰动之后，我国企业的库存节奏于 2020 年下半年逐步回归正常。海外国家的财政货币刺激提振了外需，我国提早复工复产，出口强劲。全球大宗商品由于供应链受阻价格飙升，也大幅推动了名义库存的上行。2021 年底，我国出台了“三道红线”地产调控政策和一系列产业监管政策，地产相关产业链开始去库。第七轮库存周期前强后弱，主动补库阶段企业收入有较大抬升，但去库阶段受地产拖累较为乏力。

综合来看，从 2000 年以来我国完整经历的 6 轮库存周期中，第 2、3、4 轮偏强，第 1、5、6 轮偏弱，第 7 轮截至目前有前强后弱的趋势。地产及基建投资是我国过往多个周期的主要驱动因素，但仅仅依靠货币宽松拉动的地产和基建投资，无法持续为企业提供主动补库的动力。随着投资的边际效益逐步下行，只有在内外需主导、投资助推的综合作用下才能孕育出较强的库存周期。

2. 库存周期现状

2.1. 库存周期的时间定位

库存周期重回正轨。2019 年底，受新冠疫情影响，我国库存周期的节奏被打乱。2020 年 10 月，随着我国生产与外贸逐步恢复，企业重新开始补库，库存周期的节奏重新正常化。2022 年 4 月以来，工业产成品库存增速转向下行，开启了漫长的历时 11 个月的主动去库周期。2023 年 5 月，企业营收的拐点隐现，我国库存周期似有转向被动去库的迹象，但仍需未来几个月数据的进一步验证。

从历史规律来看，我国库存周期中，被动去库阶段的中位数时长为 5 个月，最长时间为 11 个月。因此，库存的拐点较为可能出现在 2023 年 10 月至 2024 年 4 月之间。

表2 我国库存周期的时间规律，月

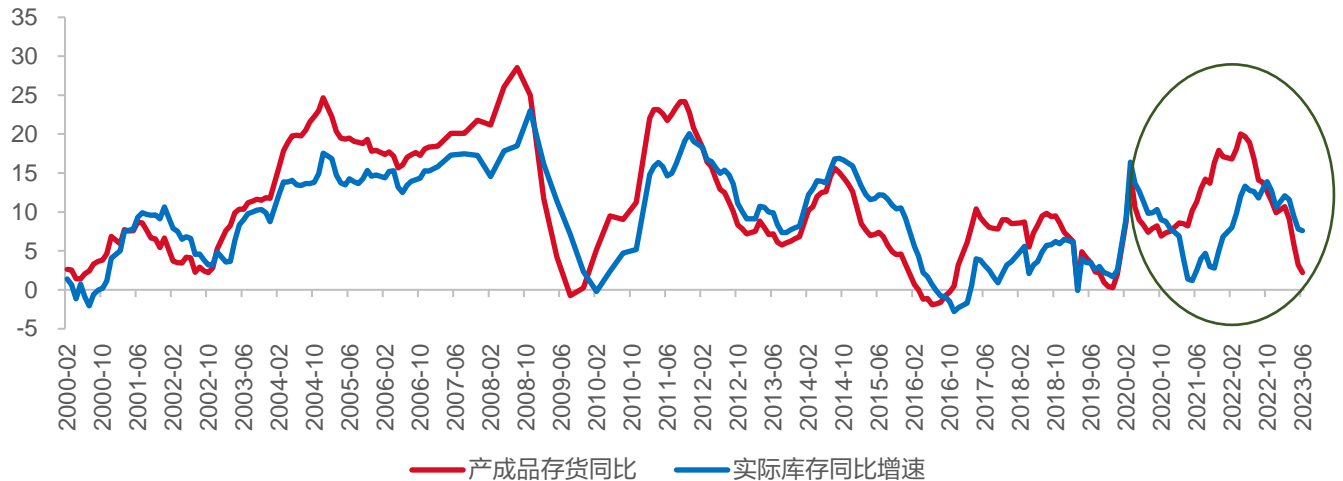
序号	库存周期起点	主动补库（月）	被动补库（月）	主动去库（月）	被动去库（月）	总时长（月）
1	2000 年 5 月	6	8	5	11	30
2	2002 年 10 月	17	9	13	3	42
3	2006 年 5 月	21	4	4	4	33
4	2009 年 8 月	4	18	11	11	44
5	2013 年 8 月	4	7	16	5	32
6	2016 年 6 月	9	17	11	3	40
7	2020 年 7 月	5	14	12	-	-
	时长中位数（月）	6	9	11	5	36.5

资料来源：Wind，东海证券研究所

2.2. 本轮周期的特点之一：量价背离幅度加剧

本轮库存周期中，名义库存与实际库存出现了较大分歧。名义库存增速在 2022 年 4 月见顶，目前已连续下行了 14 个月，至历史低点附近；实际库存在 2022 年 10 月才见顶，目前连续下行了 8 个月，仍位于历史平均水平附近。

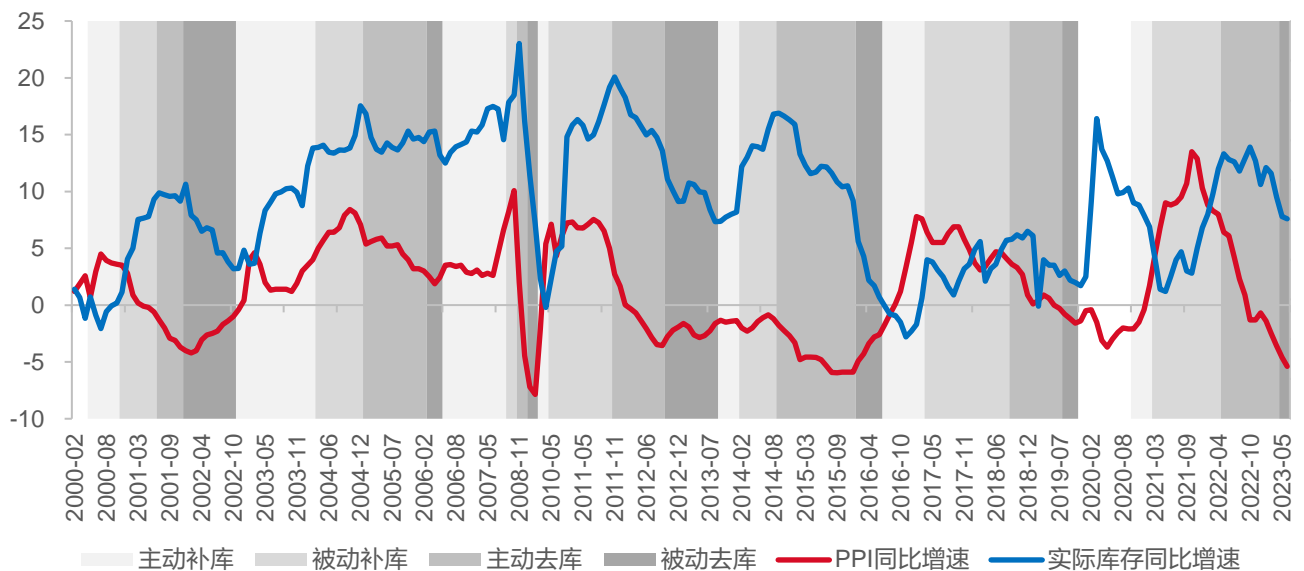
图18 近期名义与实际库存分歧较大，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

价格触底，但实际库存去化仍在中途，下一轮库存周期很可能是价格驱动。价格抢跑是本轮周期的特征之一，名义与实际库存之间的差异来源于量价之间的背离。1997-1999年的亚洲金融危机、2001-2002年的科网泡沫破裂、2008年全球金融危机时期，都出现过这种量价大幅背离的走势。2021年10月，PPI领先于实际库存整整一年开始下滑，已降至2016年以来的低位，目前已有见底可能。从价格信号来看，库存周期已有反转可能，但从实际库存代表的数量来看，企业去库尚不充分。未来几个月，库存周期的表现形式可能是价升量跌下的名义库存触底反弹，实际库存何时触底取决于需求与企业信心的恢复速度。

图19 PPI与实际库存增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.3.本轮周期的特点之二：去库乏力

上中下游去库都较为乏力。从产业链位置看，目前我国上游行业尚处于去库初期，除黑色金属矿采选行业营收好转、可能开启被动去库外，其他矿产资源行业仍在主动去库。中游原材料和机械设备行业正从主动去库转向被动去库。下游不同行业的偏差较大。食品制造和加工行业都处于主动去库阶段；服装鞋帽、文体娱乐用品等非耐用消费品营收增速好转，已开始被动去库；汽车制造业由于高基数影响仍在主动去库。

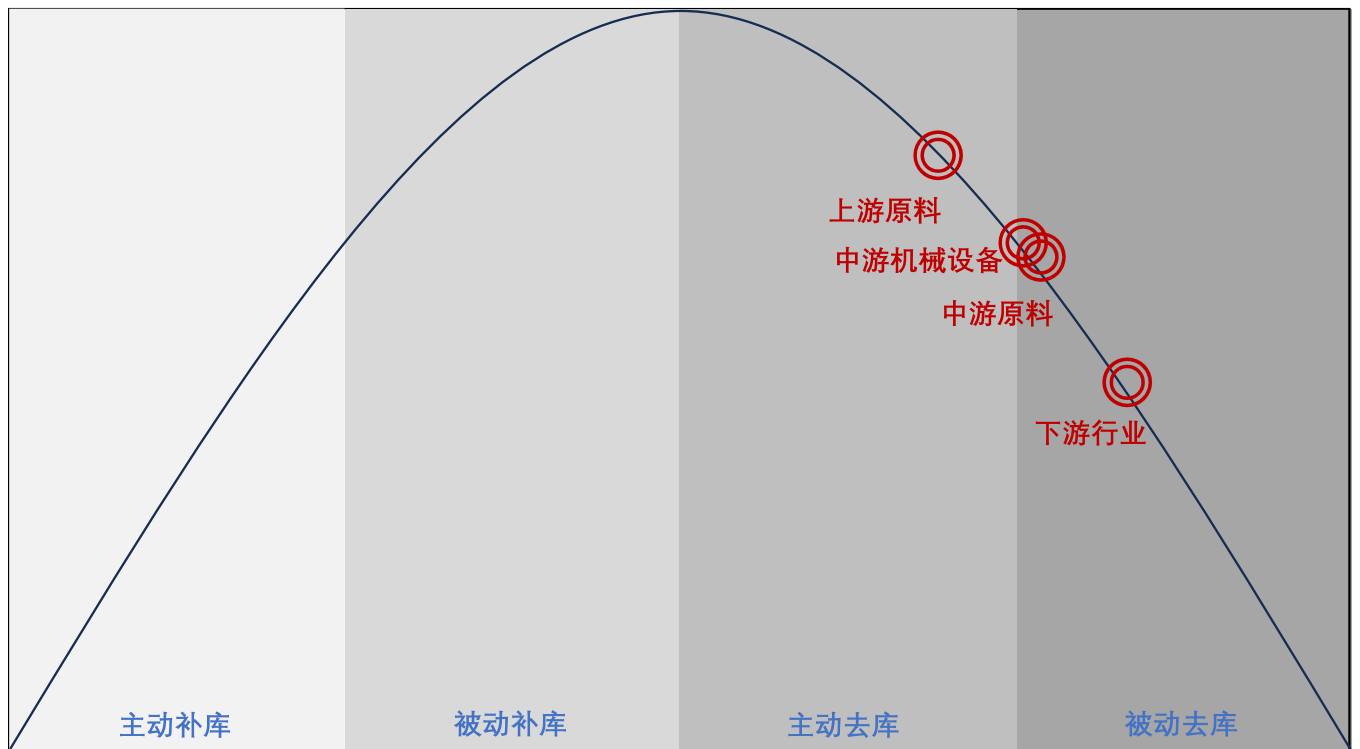
整体来看，终端需求仍较为疲弱，产业链上游行业去库明显乏力。黑色金属采掘和冶炼产业链在本轮库存周期中的位置较为靠前，家具制造行业近期库存和营收也有初步好转趋势，可能反映了宏观政策密集出台后，企业对基本面的预期有所回暖。

表3 分行业库存周期位置

	行业	库存周期位置	总体
上游	煤炭开采和洗选业	主动去库存	主动去库
	石油和天然气开采	主动去库存	
	黑色金属矿采选	被动去库存	
	有色金属矿采选	主动去库存	
	非金属矿采选	主动去库存	
中游原材料	非金属矿物制品	主动去库存	被动去库
	黑色金属冶炼加工	主动补库存	
	有色金属冶炼加工	被动去库存	
	金属制品	被动去库存	
	石油煤炭及其他燃料加工	被动去库存	
	化学原料及制品加工	主动去库存	
	化学纤维制造	被动去库存	
	橡胶和塑料制品	被动去库存	
中游机械设备	通用设备制造	被动补库存	主动去库转向被动去库
	专用设备制造	主动去库存	
	运输设备制造	主动去库存	
	电气机械和器材制造	主动去库存	
	计算机、通信和其他电子设备制造	被动去库存	
	仪器仪表制造	主动去库存	
	造纸及纸制品业	被动去库存	
下游	农副食品加工	主动去库存	主动去库转向被动去库
	食品制造	主动去库存	
	烟草制品	被动补库存	
	纺织和服装	被动去库存	
	皮革、毛皮、羽毛制品和制鞋业	被动去库存	
	木材加工和木竹藤棕草制品业	被动去库存	
	家具制造	主动补库存	
	印刷业和记录媒体的复制	被动补库存	
	文教、美工、体育和娱乐用品制造	被动补库存	
	医药制造	被动去库存	
	汽车制造	主动去库存	

资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 我国产业链上下游的库存周期定位



资料来源：东海证券研究所整理

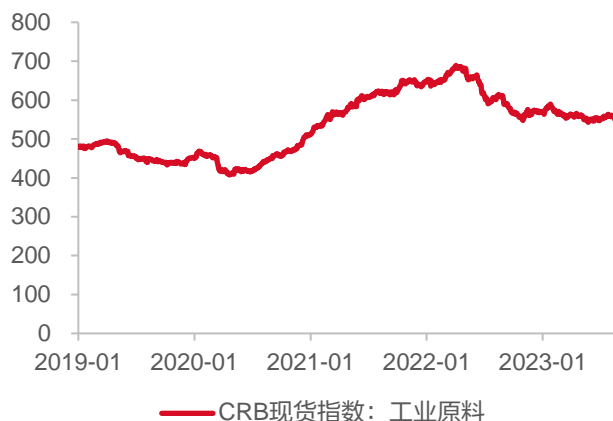
3.寻找周期反转动力

3.1.原料降价充分、资金价格仍偏高

3.1.1.原材料成本回落

原材料成本回落，补库初见端倪。今年以来，由于需求的周期性下滑，国际铜价和原油价格较 2022 年的都有较大幅度的回调，但仍未回到疫情前的水平，与 CRB 工业原料综合价格指数的走势相同。其中，铜价主要受到新能源行业的需求提振，油价则得益于发达国家经济韧性及供给因素影响。PMI 数据显示，原材料库存近几个月有小幅度的超季节性上升，部分投机商和生产商开始购入原材料，说明 PPI 拐点和库存周期反转的成本条件正在逐渐形成。

图21 CRB 工业原料价格指数



资料来源：Wind，东海证券研究所

图22 国际主要大宗商品价格，美元/吨，美元/桶



资料来源：Wind，东海证券研究所

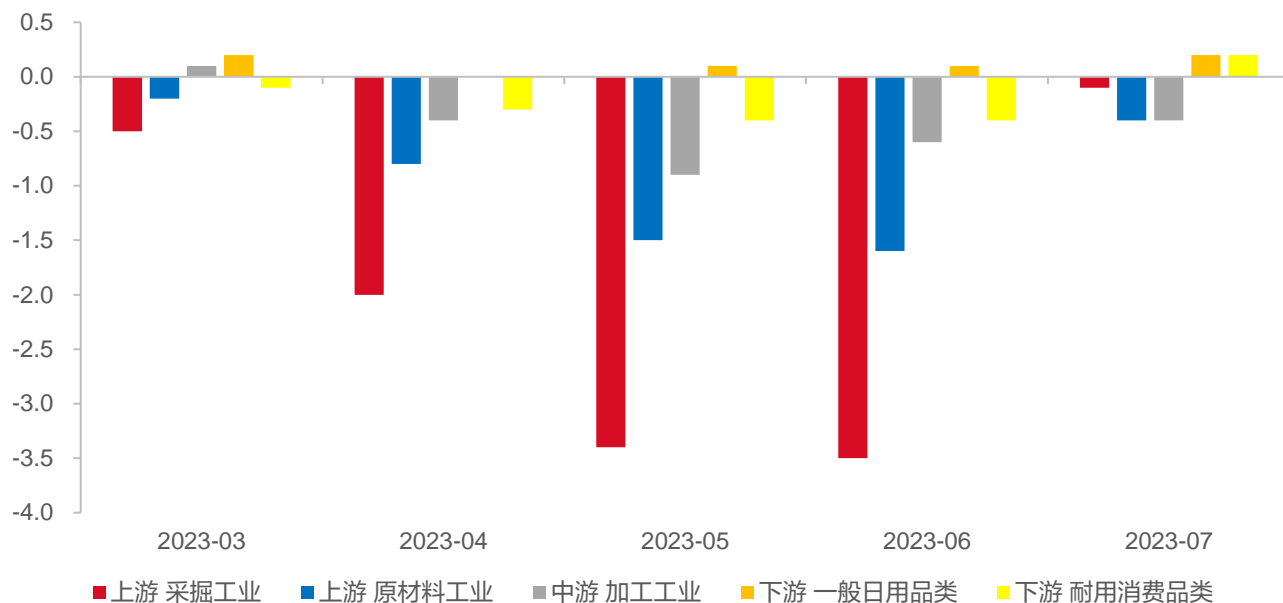
图23 PMI 原材料库存，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

下游行业“利润底”隐现。大宗商品价格的回落推动下，采掘业、原材料工业的PPI价格指数环比连续多月下跌，跌幅超过中游加工业，而下游消费品加工仍有微涨。这意味着成本的下跌正在改善下游行业的利润空间，下游行业利润拐点可能即将到来，为库存周期拐点打下基础。

图24 分行业 PPI 环比增速, %

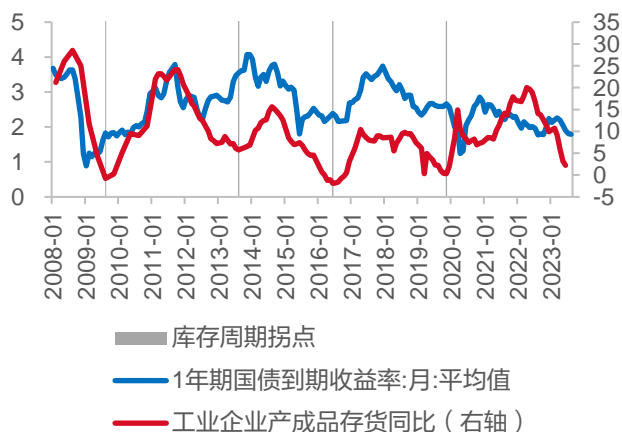


资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.1.2. 资金成本仍高

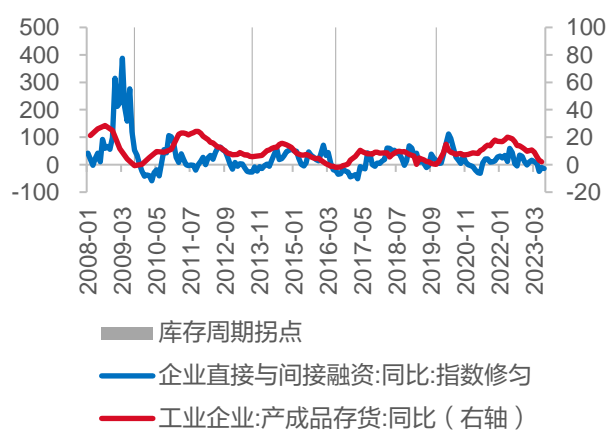
资金成本仍有下降空间。资金成本下降之后, 企业盈利空间增加, 才有足够的动力去进行再融资和补库。从历史规律来看, 短端利率领先于库存拐点, 企业融资行为同步或略落后于库存拐点。目前的一年期国债水平降至 1.8%附近, 虽然较去年高点明显回落, 但仅略低于历史均值, 尚不满足库存周期拐点的条件。企业各融资渠道的加总融资量仍在回落, 库存周期反转可能需要等待资金成本进一步下调。

图25 资金成本略低于历史均值, %



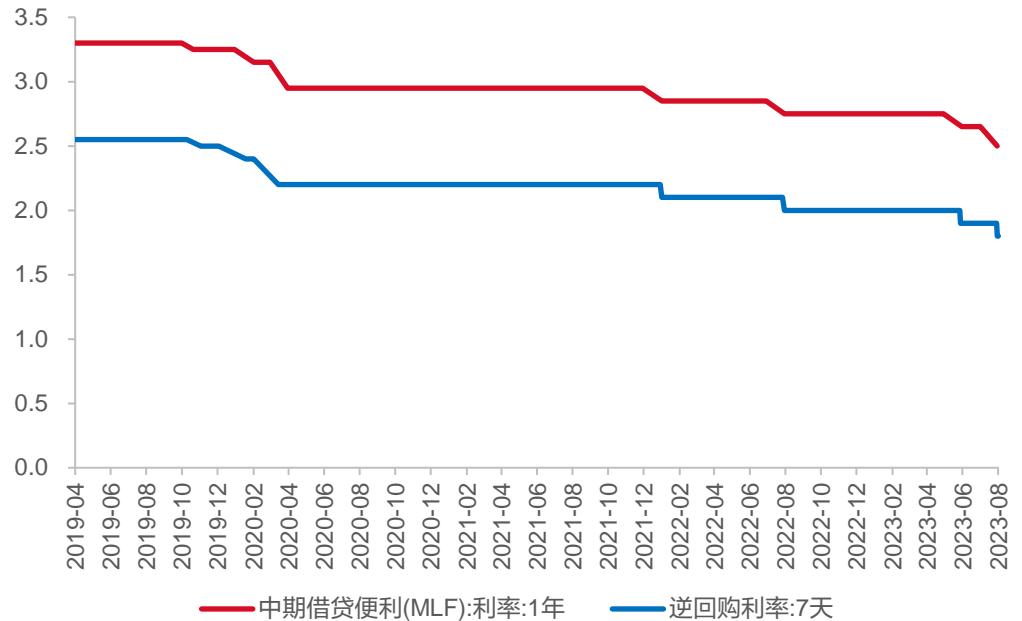
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图26 企业融资行为不活跃, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图27 政策利率仍有下降空间，%



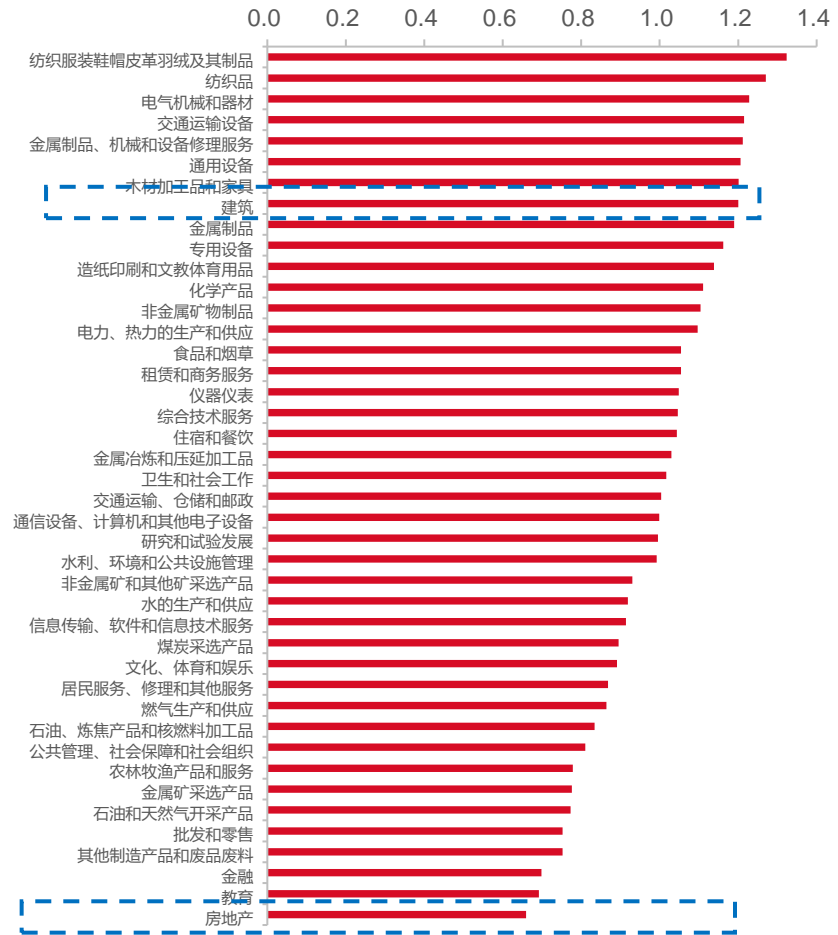
资料来源：Wind，东海证券研究所

3.2. 内需仍受地产拖累

3.2.1. 内需：有结构性亮点，但地产拖累较大

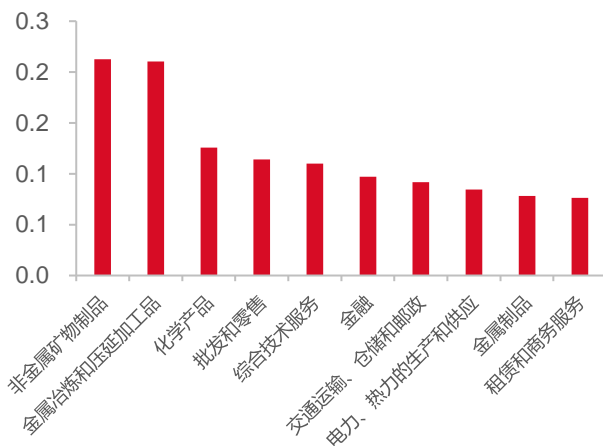
地产投资及相关产业修复可能晚于地产销售，可能拖累库存周期反弹时间。2021年“三道红线”出台之前，地产在我国经济中的地位相当重大，根据2020年投入产出表计算，地产投资中的建安工程对于我国经济总量的影响力系数在42个行业中排名第8。地产行业对于其他行业的影响也很大。按2020年的数据计算，建安工程对于金属和非金属原材料、化学产品、批发零售、综合技术服务、金融等行业的完全消耗系数较高，都达到0.1以上。也就是说，建安工程每1亿元的产值，会通过直接和间接渠道消耗这些行业价值0.1亿元以上的产品和服务。从历史数据看，地产投资增速与我国工业企业的整体产能利用率走势较为一致。近期政策刺激下地产销售可能即将见底，但地产投资可能仍将继续下行，到反转时的力度可能也不会太大，并影响相关行业反转时间和力度。考虑到地产相关产业链在经济中影响仍然较大，这也意味着新一轮补库的力度可能不会很强。

图28 各行业影响力系数（根据2020年投入产出表计算）



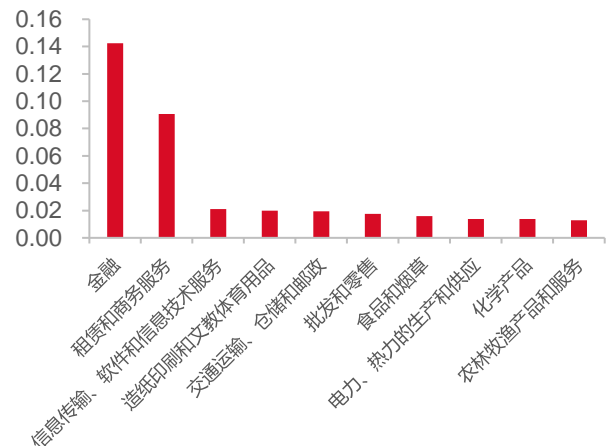
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图29 建筑（建安工程）对其他行业完全消耗系数



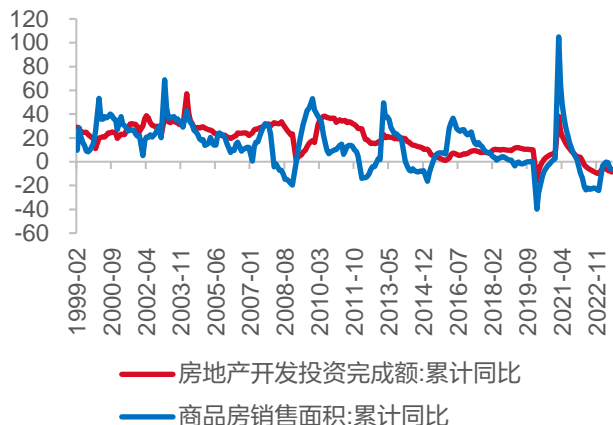
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图30 地产（除建安工程外）对其他行业完全消耗系数



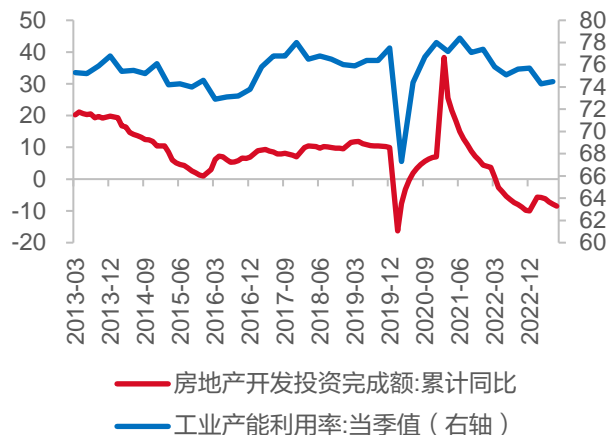
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图31 地产销售领先于投资, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

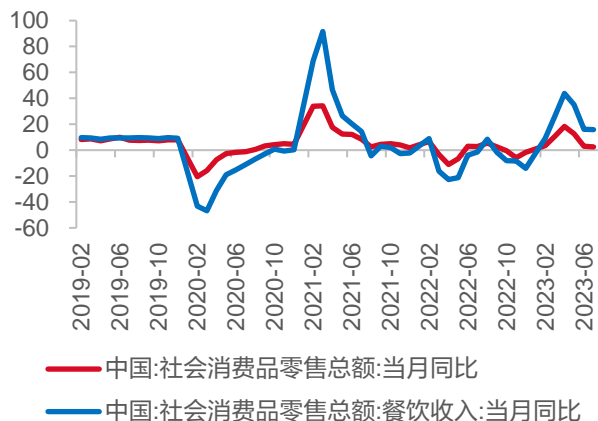
图32 工业产能利用率与地产投资走势一致, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

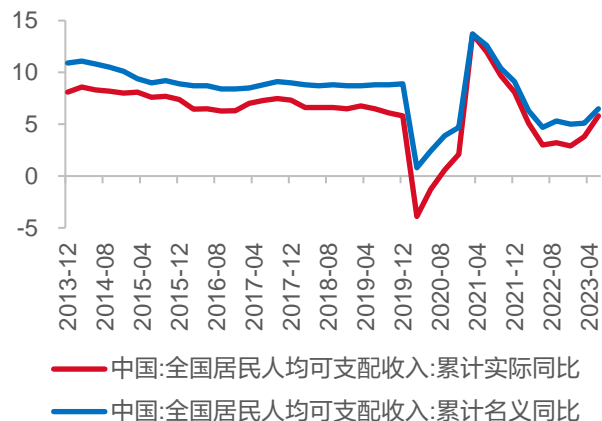
服务消费、新能源汽车等是当前中国经济的结构性亮点。随着疫情管控放开后旅游和娱乐行业的复苏,以餐饮收入为代表的服务消费增速较高,但由于基本服务业的收入水平偏低,对整体居民收入的提振效果可能有限。2023 年二季度,全国人均可支配收入的实际和名义同比增速分别为 5.8%和 6.5%,而 2013 到 2019 年的均值分别为 7.2%和 9.2%。如果居民收入不能及时修复,疫情后的报复性消费很难成为推动经济增长的持续动力。新能源汽车及其上游产业链是中国经济的另一亮点,但从过去几个月的数据来看,受地产投资下行等影响,相关产业投资的上行并未能挽回整体投资的颓势。随着经济结构的转型,我国经济将去往新的均衡状态,以新能源汽车及其上游行业所代表的高端制造业有可能成为中国经济新的增长动力源。

图33 服务消费是居民消费的亮点, %



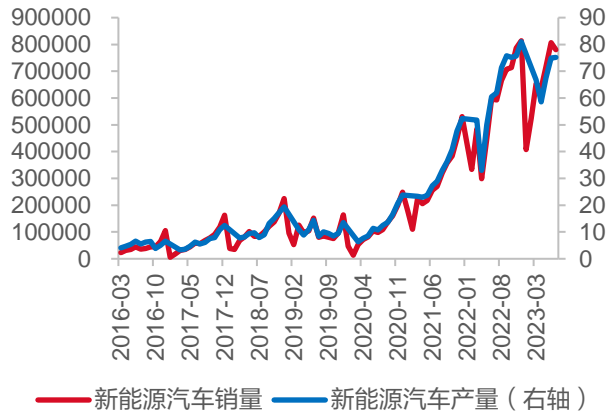
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图34 居民收入增速仍未回到疫情之前, %



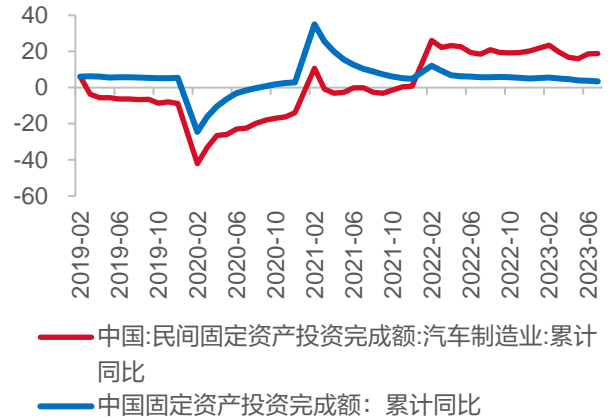
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图35 我国新能源汽车产销双旺，辆，万辆



资料来源：Wind，东海证券研究所

图36 汽车制造业投资成为结构性亮点，%

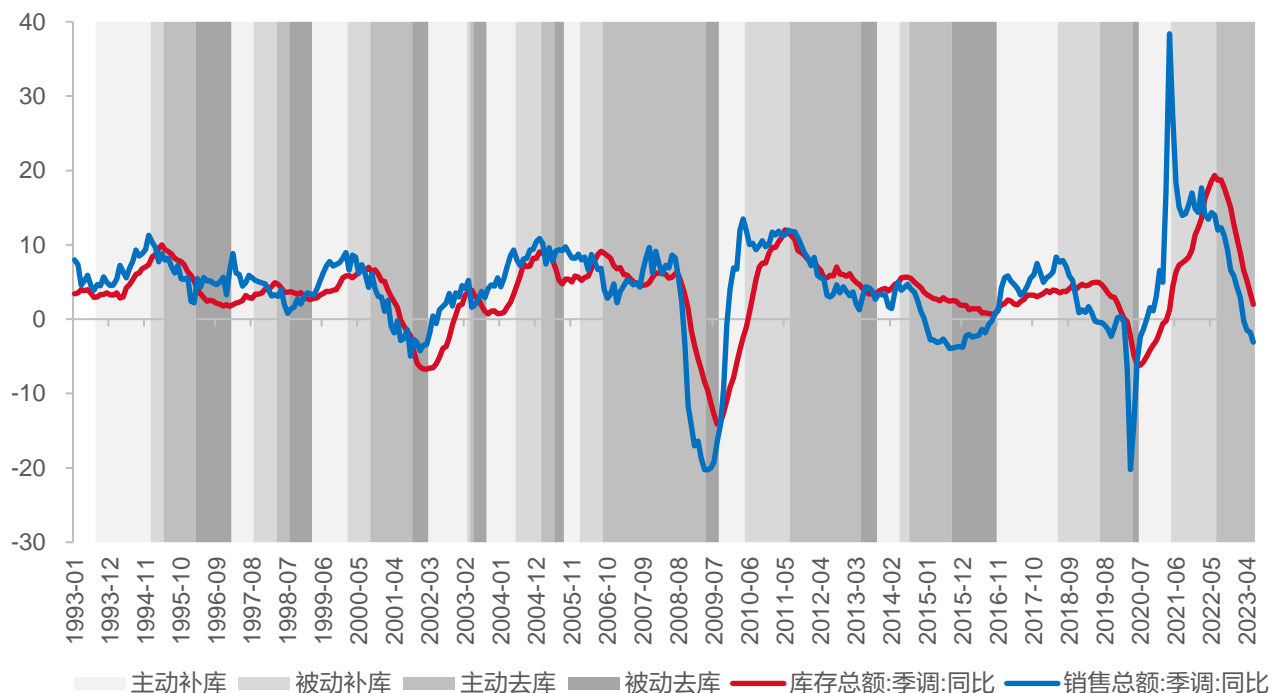


资料来源：Wind，东海证券研究所

3.2.2.外需：美国补库有望形成共振

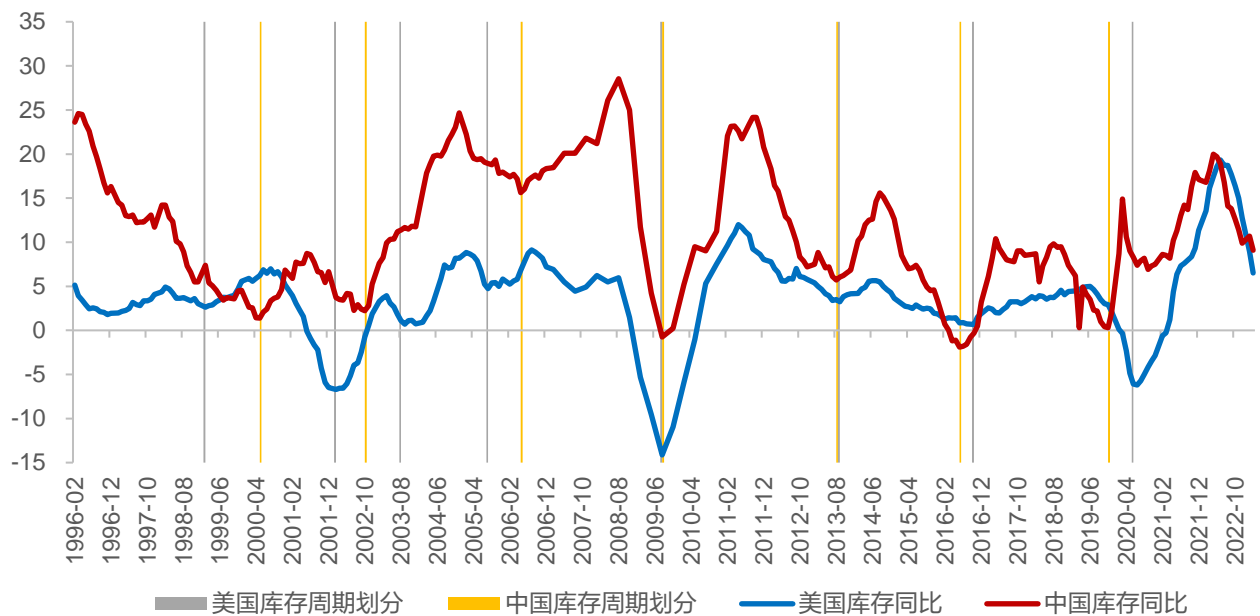
本世纪初，随着中国对外贸易的发展，中国与美国的库存周期走向同步。2006年-2016年之间的3轮库存周期之中，中美的库存走势几乎重合。2016年之后的两轮库存周期中，即使受到贸易脱钩和新冠疫情的影响，中美之间的库存周期依然有高度相关性，但时间上的距离有所拉大，中国领先于美国一个季度左右。2022年7月以来，美国同样经历了漫长的主动去库周期，参考历史上美国的主动去库、被动去库阶段的平均时长分别为12个月和6个月，美国库存的拐点大概率在2024年Q1。未来几个月，若美国新一轮补库周期的开启，有希望通过直接或转口贸易提振我国中下游出口行业，或将形成库存周期共振。

图37 美国库存周期，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图38 中美库存周期关系，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

4.结论：走向新均衡

目前我国正处于被动去库初期。本轮库存周期中，工业品价格和实际库存数量出现了较大背离，原因是上游原材料价格提前下跌。PPI可能已经触底，但实际库存数量显示，除机械设备以外的行业去库较为乏力，去库进程可能尚在中途。本轮库存周期的尾部可能将是一段价升量跌之下，名义库存由跌转涨的过程。

下一轮库存周期可能在2023年底到2024年一季度之间开启。目前，原材料成本已经较低，资金成本还不够低，企业投资意愿较弱，因此库存周期开启的时间点可能会处于上述区间内偏后的位置。最坏情境之下，人民币弱势环境下，美国或于明年一季度开启的补库周期，可能会与我国库存周期形成一定共振。

库存周期的触底可能意味着我国股市和债券收益率的短周期底部。从历史规律来看，库存周期不仅贴近工业品价格周期，也和我国资产价格的走势具有一定关联性，库存周期的见底说明我国债券收益率也有可能在今年年底到明年初迎来一波短周期底部，而股市底部可能会领先库存周期底部。

地产可能会反转但力度估计不会太强，意味着下一轮库存周期可能较弱，补库阶段的持续时间可能较短，企业营收回补的幅度可能也不会很强。

地产上下游产业链调整结束之后，我国经济可能将迎来新的均衡点，汽车、新能源、电子等科技型、创新型产业或将成为新的增长驱动因素。

5.风险提示

- 1) 地缘政治风险，俄乌冲突存在不确定性，可能出现超预期扰动风险，或对地缘政治形势产生影响；
- 2) 海外金融事件风险，导致全球出现系统性金融危机；
- 3) 居民和企业信心可能不及预期，宏观政策落地效果可能不及预期。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089