

## 证券研究报告

### 宏观研究

### 专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师  
执业编号: S1500523030001  
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 库存周期见底能否代表经济见底？

2023年9月16日

#### 摘要:

- **企业补库推动工业增加值增速超预期回升。**8月工业增加值同比增长4.5%，高于万得一致预期的4.2%。我们认为，工业增加值超预期回升的核心原因在于企业补库原材料。历史上，原材料库存同比的底部在0%左右，6月我们计算的原材料库存同比降至-0.59%，显示原材料库存已处于历史低位。而7月原材料库存相关数据出现拐点性变化，企业补原材料库存的迹象开始显现。一是7月原材料库存同比增速拐点向上，二是企业采购回升。此外，8月原材料制造业增长加快，并对工业增加值整体形成拉动，印证原材料库存周期已经开启。
- **制造业投资小幅回升，地产数据仍然低迷。**1-8月，制造业投资同比增长5.9%，较上月提高0.2个百分点。政策积极推动制造业转型升级，制造业投资维持韧性。此外，伴随工业企业利润降幅不断收窄，民营企业信心可能有所回暖。1-8月份商品房销售面积同比下降7.1%，累计增速连续四个月下滑。在房价下跌的环境下，购房者观望情绪浓厚。1-8月份，全国房地产开发投资同比下降8.8%，降幅较1-7月扩大0.3个百分点。房企面临资金压力、债务压力，导致企业开工意愿不振。同时，商品房销售疲软，企业资金来源受限，开工较为谨慎。
- **出行消费表现亮眼，社零增速上升。**在暑期旅游出行需求增加的带动下，出行消费表现亮眼。8月化妆品类、金银珠宝类、石油及制品类等与出行相关的消费增速由负转正。另外，通讯器材、汽车等耐用品消费也有较为明显的改善。
- **库存周期见底能否代表经济见底？**前文我们提到原材料补库周期已经开始，考虑到原材料库存周期对产成品库存周期存在领先性，预计四季度（产成品）库存周期有望触底回升。那么库存周期见底能否代表经济见底？我们认为，经济动能能否持续改善决定于地产和出口这两大链条的表现。（1）先看地产。8月中旬以来房地产政策不断调整优化，但是从9月以来的高频数据来看，30城商品房成交面积尚未出现明显的回升，100大中城市成交土地占地面积仍然低迷。后续要继续观察“金九银十”地产销售的情况以及政策的动向。（2）根据对美国库存周期进行推演，我们判断，出口的趋势性好转或发生在明年一季度，年内出口的改善幅度暂不可高估。

**风险因素：**政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

目录

一、企业补库推动工业增加值增速超预期回升 .....	3
二、制造业投资小幅回升，地产数据仍然低迷 .....	5
三、出行消费表现亮眼，社零增速上升 .....	7
四、库存周期见底能否代表经济见底？ .....	8
风险因素 .....	11

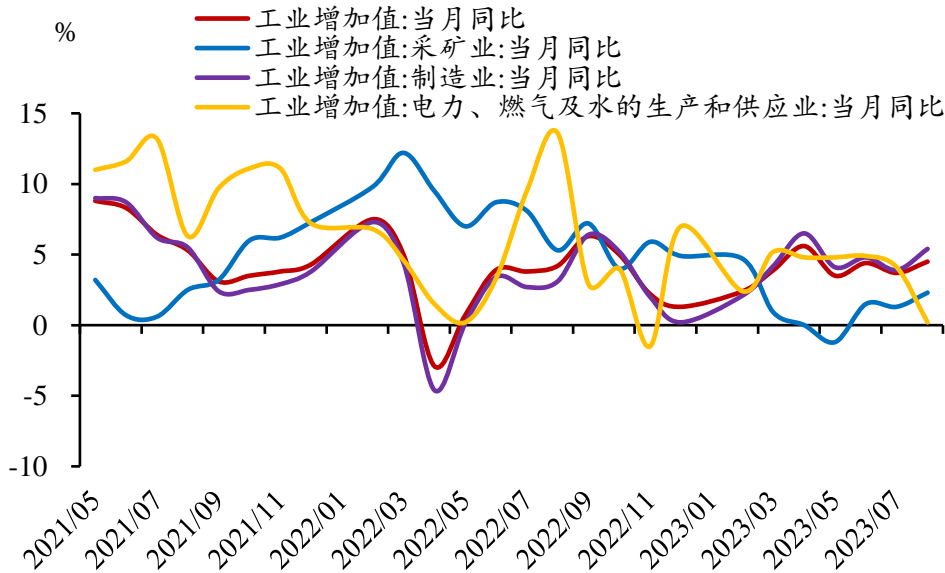
图目录

图 1：工业增加值同比增速 .....	3
图 2：分行业工业增加值同比增速 .....	4
图 3：8 月集成电路、自动数据处理设备出口同比回升 .....	4
图 4：半导体周期 .....	5
图 5：专项债放行进度 .....	5
图 6：9 月石油沥青装置开工率处于历史高位 .....	6
图 7：各行业投资增速 .....	6
图 8：8 月 BCI 企业投资前瞻指数回升 .....	7
图 9：地产投资资金来源 .....	7
图 10：各类消费增速 .....	8
图 11：四季度（产成品）库存周期可能进入上升期 .....	9
图 12：各行业库存增速分位（2012 年至今） .....	9
图 13：9 月房地产销售低迷 .....	10
图 14：成交土地占地面积处于历史低位 .....	10
图 15：美国耐用品与非耐用品库存分化 .....	11

## 一、企业补库推动工业增加值增速超预期回升

**工业增加值同比增速超预期回升。**8月工业增加值同比增长4.5%，高于万得一致预期的4.2%，增速较上月加快0.8个百分点。从环比来看，8月工业增加值环比0.5%，较7月接近0%的增速明显加快。采矿业与制造业增加值增速均较7月改善，采矿业增加值同比2.3%，较上期加快1.0个百分点；制造业增加值同比上升5.4%，较上期加快1.5个百分点。电力、热力、燃气及水生产和供应业增长0.2%，增速较上期回落3.9个百分点。

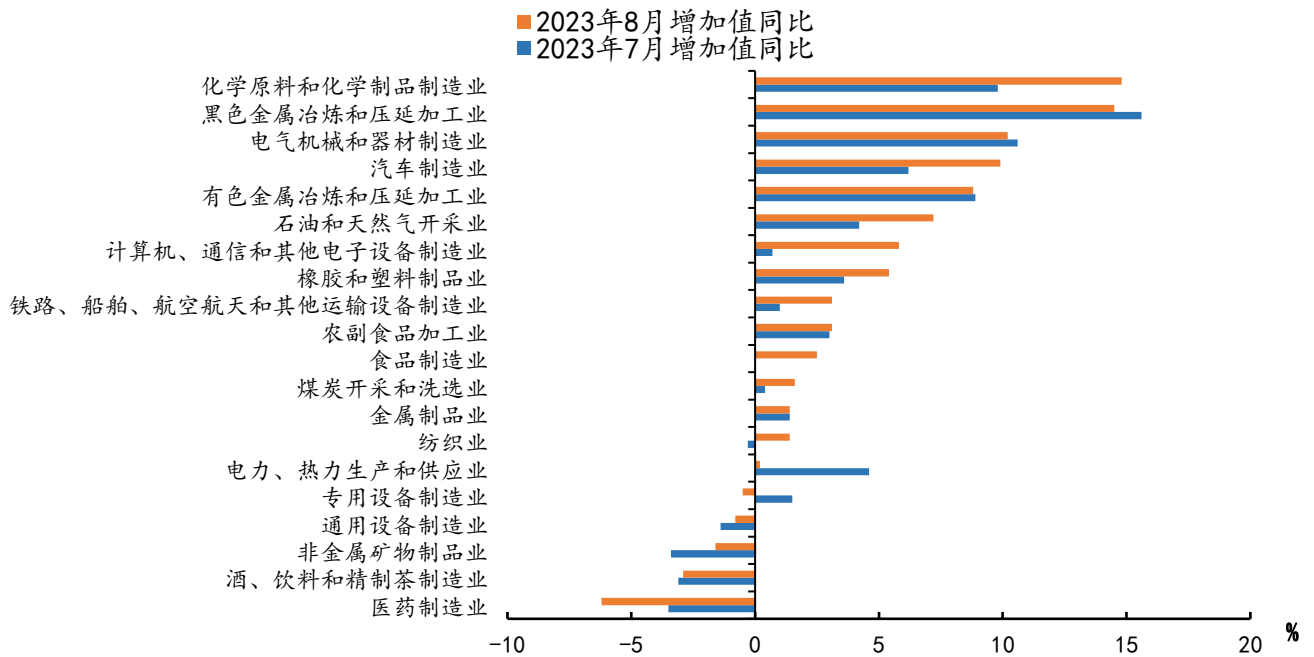
图 1：工业增加值同比增速



资料来源:万得, 信达证券研发中心

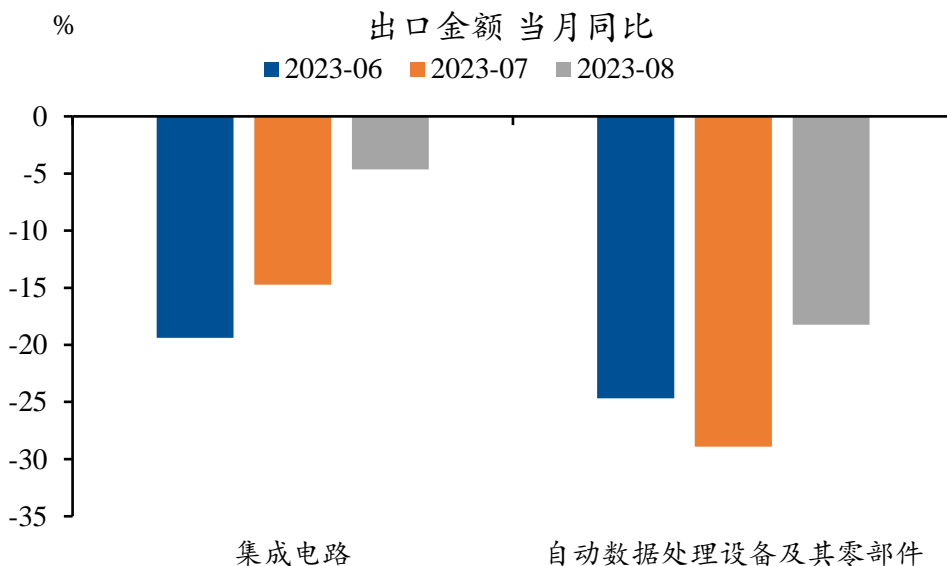
**我们认为，工业增加值超预期回升的核心原因在于企业补库原材料。**历史上，原材料库存同比的底部在0%左右，6月我们计算的原材料库存同比降至-0.59%，显示原材料库存已处于历史低位。而7月原材料库存相关数据出现拐点性变化，企业补原材料库存的迹象开始显现。一是7月原材料库存同比增速拐头向上，小幅回升至-0.35%。二是企业采购回升，8月制造业PMI采购量指数回升至荣枯线之上，录得50.5，连续两个月上升，显示企业采购需求增多；新订单8月新订单指数较上月上升0.7个百分点至50.2。

**8月原材料制造业增长加快，印证原材料库存周期已经开启。**根据统计局的数据，8月份，原材料制造业增加值增长10.4%，比上月加快1.6个百分点。从分行业来看，8月中上游的化学原料、黑色金属冶炼增加值增速分别为14.8%、14.5%，增速在所有工业行业中排名靠前；石油和天然气开采业、煤炭开采的增加值增速均较7月明显上升，幅度分别为3.0、1.7个百分点。8月原材料制造业增长加快，并对工业增加值整体形成拉动，印证原材料库存周期已经开启。

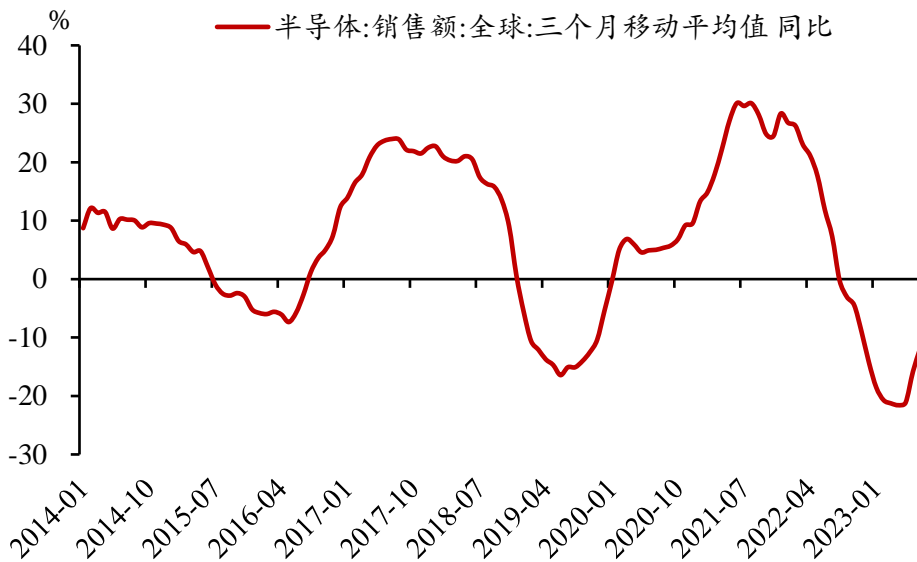
**图 2：分行业工业增加值同比增速**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

**计算机通信增加值大幅反弹，可能与企业加强备货有关。**使用全球半导体销售额同比衡量的半导体周期在今年完成触底，随后进入上升通道。可以看到 8 月我国集成电路、自动数据处理设备等相关商品的出口金额已经有所回升。这意味着如果全球半导体需求改善，国内相关行业的景气度有望受到拉动。8 月计算机通信行业增加值同比从 0.7% 上升至 5.8%，我们认为其背后与国内企业加强备货有关。

**图 3：8 月集成电路、自动数据处理设备出口同比回升**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

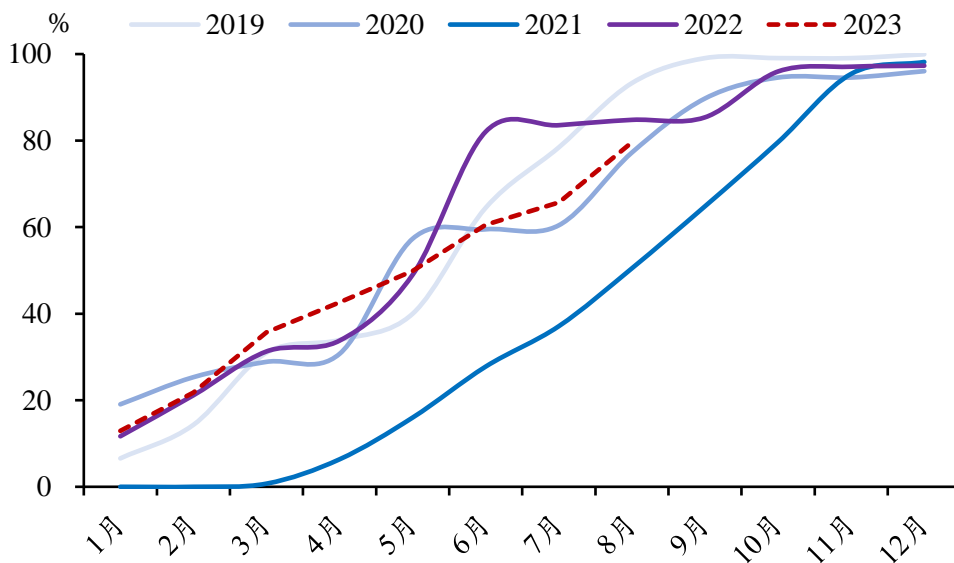
**图 4：半导体周期**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

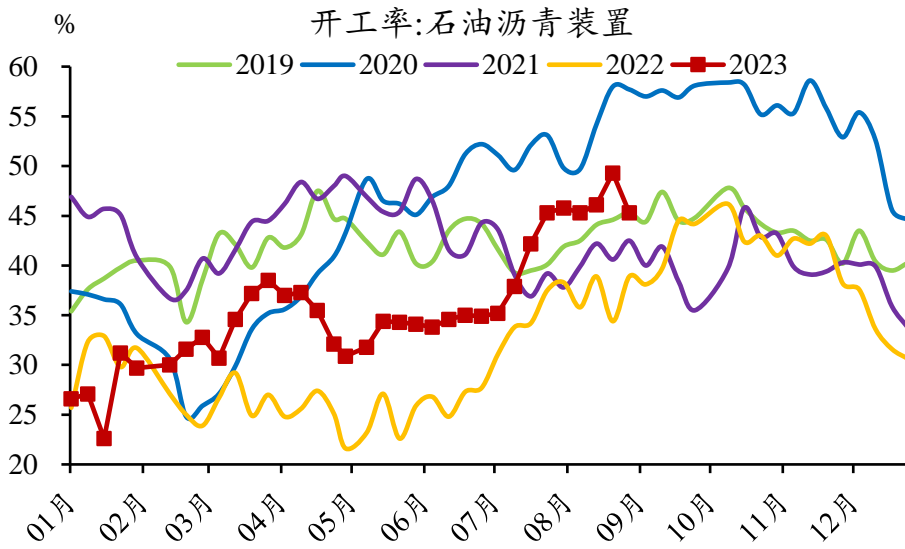
## 二、制造业投资小幅回升，地产数据仍然低迷

1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）327042 亿元，同比增长 3.2%，比 1-7 月份回落 0.2 个百分点。

**8 月专项债发行提速，基建投资维持韧性。**1-8 月广义基建投资增长 9.0%，1-7 月为 9.4%。其中，铁路运输业投资增长 23.4%，水利管理业投资增长 4.8%，道路运输业投资增长 1.9%，公共设施管理业投资下降 0.6%。8 月以来专项债发行进度明显加快，8 月单月发行 5281.8 亿元，1-8 月占全年预算安排新增专项债限额的 79.6%。根据 21 世纪经济报道的消息，监管部门通知地方，要求 2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕，原则上在 10 月底前使用完毕，基建投资增速有望保持在较高增速。从高频数据来看，截至 9 月中旬，石油沥青装置开工率位于历史高位，说明 9 月基建实物工作量持续加速落地。

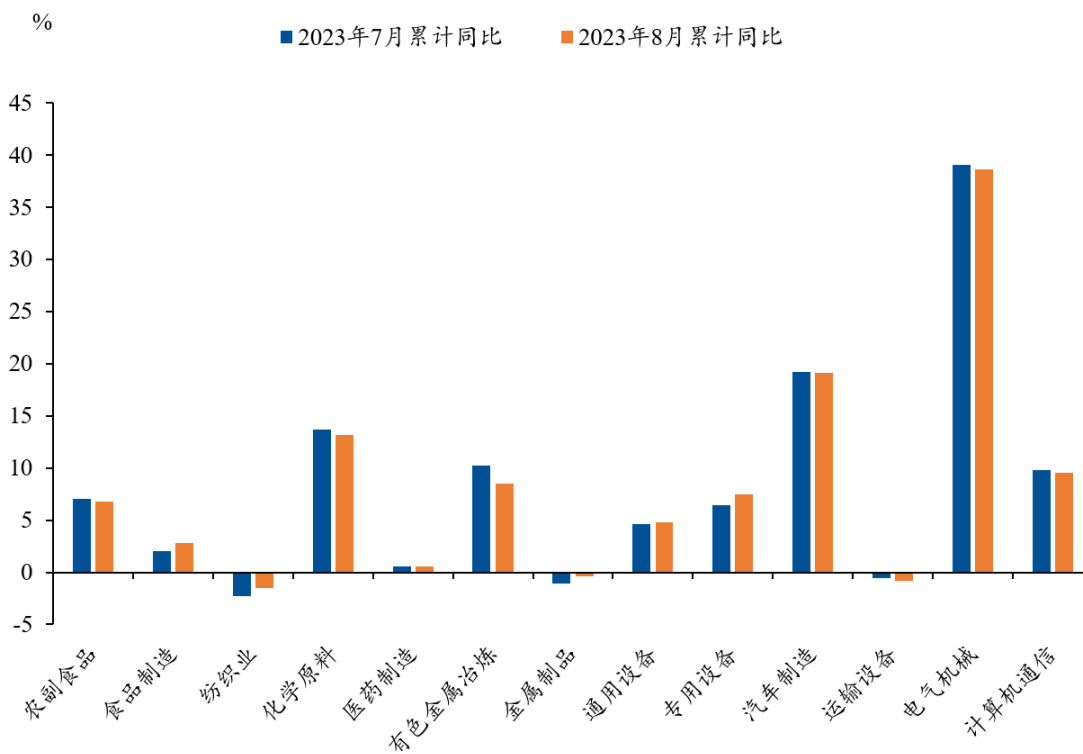
**图 5：专项债放行进度**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

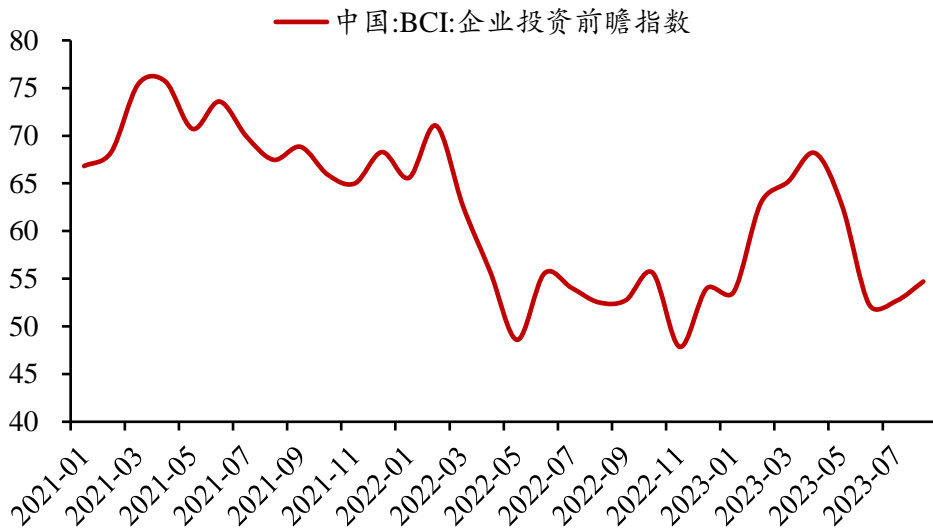
**图 6: 9 月石油沥青装置开工率处于历史高位**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**制造业投资小幅回升。**1-8 月, 制造业投资同比增长 5.9%, 较上月提高 0.2 个百分点。政策积极推动制造业转型升级, 制造业投资维持韧性。1-8 月高技术制造业投资增长 11.2%。其中, 医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 17.5%、12.8%。此外, 伴随工业企业利润降幅不断收窄, 私营企业信心可能有所回暖, 8 月企业 BCI 企业投资前瞻指数上升至 54.7, 上月为 52.7。

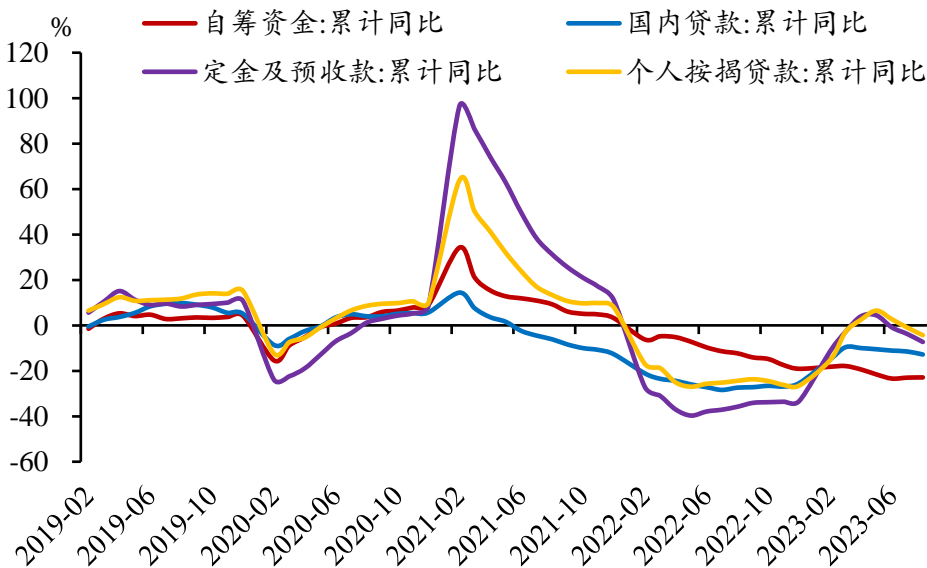
**图 7: 各行业投资增速**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 8：8 月 BCI 企业投资前瞻指数回升**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

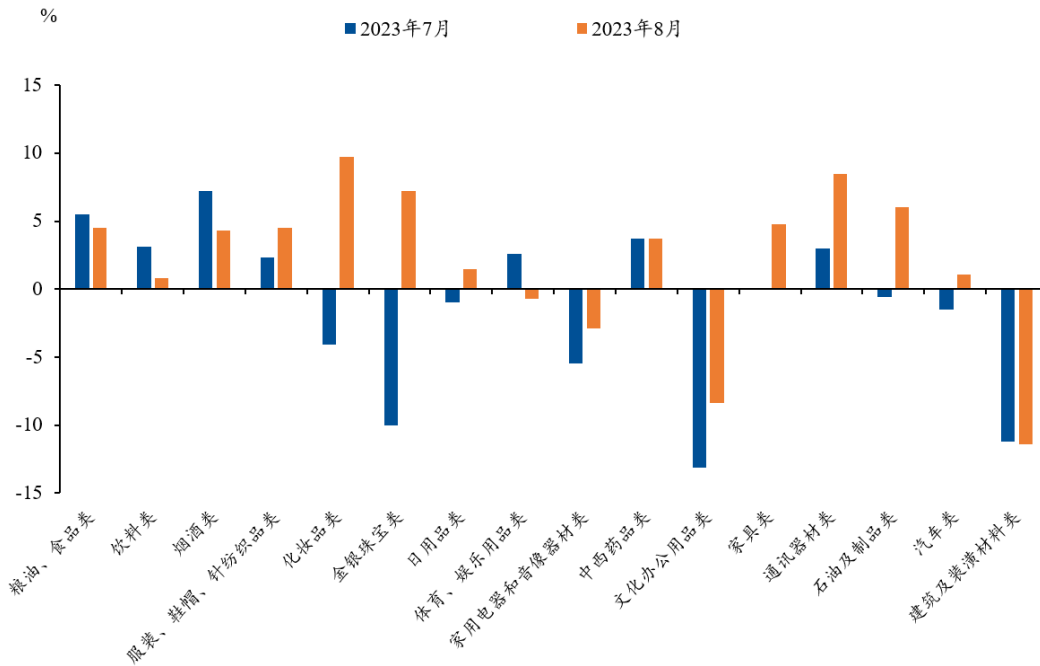
**房地产数据仍然低迷。**1-8 月份商品房销售面积同比下降 7.1%，降幅较 1-7 月扩大 0.6 个百分点，累计增速连续四个月下滑。地产销售保持低位与房价下跌有关，8 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比下跌 0.3%，连续三个月下跌且跌幅不断扩大。在房价下跌的环境下，购房者观望情绪浓厚。1-8 月份，全国房地产开发投资同比下降 8.8%，降幅较 1-7 月扩大 0.3 个百分点。房企面临资金压力、债务压力，导致企业开工意愿不振。同时，商品房销售疲软，企业资金来源受限，开工较为谨慎，1-8 月房企到位资金同比下降 12.9%，降幅较 1-7 月扩大 1.7 个百分点。

**图 9：地产投资资金来源**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 三、出行消费表现亮眼，社零增速上升

**8 月社零增速上行。**8 月份，社会消费品零售总额同比增长 4.6%，增速较上月加快 2.1 个百分点。8 月社零环比上升 0.31%，7 月为下降 0.02%。

**图 10：各类消费增速**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

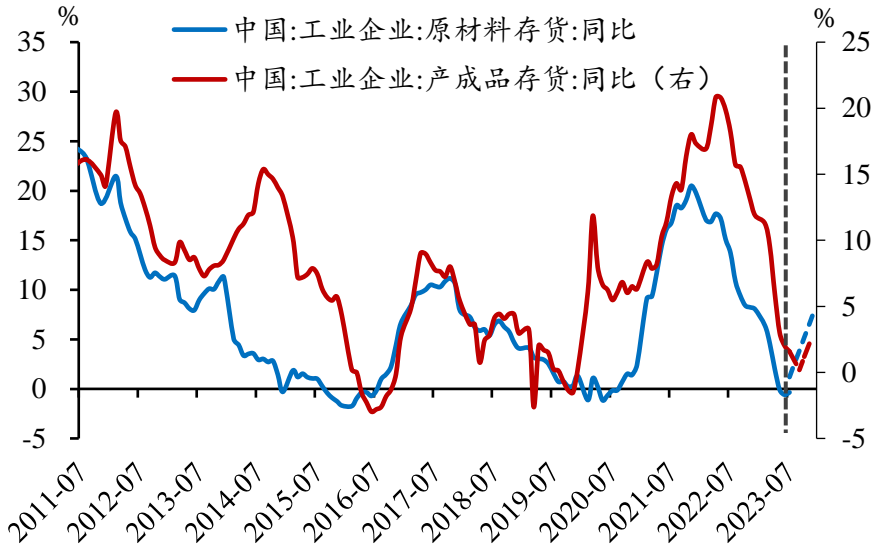
在暑期旅游出行需求增加的带动下，出行消费表现亮眼。8月化妆品类、金银珠宝类、石油及制品类等与出行相关的消费增速由负转正。另外，通讯器材、汽车等耐用品消费也有较为明显的改善。

往后看，我们认为消费有望保持稳中向好。8月失业率下降0.1个百分点至5.2%，“就业-收入-消费”链条有望进一步畅通，叠加存量房贷下调，刺激汽车消费等政策出台，后续消费或保持稳中向好的趋势。

#### 四、库存周期见底能否代表经济见底？

原材料库存周期对产成品库存周期存在领先性，预计四季度（产成品）库存周期有望触底回升。理论上，企业补库原材料的最终目的是为了生产产成品。历史经验也显示，原材料库存周期常领先于产成品库存周期。例如，2016年2月原材料库存周期触底，4个月后产成品周期触底；又如，2021年11月原材料库存周期触顶，5个月后产成品库存周期触顶。另外，在33个工业行业中，7月有25个行业产成品库存增速处于2012年以来的30%分位以下。这些库存分位数偏低行业存在补库产成品的动能。由此我们推断四季度（产成品）库存周期有望触底回升。



**图 11：四季度（产成品）库存周期可能进入上升期**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 12：各行业库存增速分位（2012 年至今）**

行业	4月库存分位数 (%)	5月库存分位数 (%)	6月库存分位数 (%)	7月库存分位数 (%)
煤炭开采和洗选业	76	79	72	63
石油和天然气开采业	15	13	7	9
黑色金属矿采选业	43	41	12	7
有色金属矿采选业	33	28	30	21
非金属矿采选业	19	20	22	29
石油、煤炭及其他燃料加工业	17	14	4	0
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	44	37	34	27
造纸及纸制品业	34	19	13	6
化学原料及化学制品制造业	47	33	12	0
化学纤维制造业	6	4	0	2
橡胶和塑料制品业	13	11	10	9
非金属矿物制品业	59	49	16	8
黑色金属冶炼及压延加工业	11	6	6	11
有色金属冶炼及压延加工业	65	31	29	35
金属制品业	0	0	0	0
医药制造业	15	24	36	20
通用设备制造业	14	6	7	13
专用设备制造业	68	71	60	64
汽车制造	64	53	37	30
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	26	36	65	65
电气机械及器材制造业	54	23	32	47
计算机、通信和其他电子设备制造业	24	8	12	7
仪器仪表制造业	66	58	55	27
农副食品加工业	57	49	48	26
食品制造业	84	79	53	19
酒、饮料和精制茶制造业	9	39	36	17
烟草制品业	75	69	71	70
纺织业	12	9	19	7
纺织服装、服饰业	0	0	0	1
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	19	24	16	10
家具制造业	0	2	1	4
印刷业和记录媒介的复制	0	1	2	4
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	41	15	28	57

资料来源：万得，信达证券研发中心

那么库存周期见底能否代表经济见底？我们认为，经济动能能否持续改善决定于地产和出口这两大产业链的表现。

先看地产。8月中旬以来房地产政策不断调整优化，包括“认房不认贷”、降低首付比、降低贷款利率等楼市组

合拳在一线城市陆续落地。但是从9月以来的高频数据来看，30城商品房成交面积尚未出现明显的回升，一线城市成交在政策发布后有一波集中释放，随后再次转弱。投资端，100大中城市成交土地占地面积仍然低迷，可见开发商投资信心欠缺。后续要继续观察“金九银十”地产销售的情况以及政策的动向。

图 13: 9月房地产销售低迷

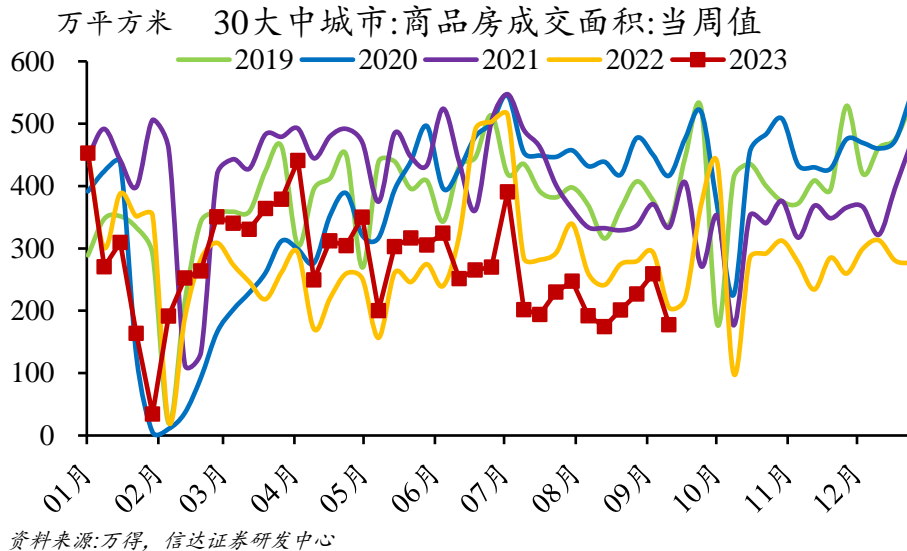
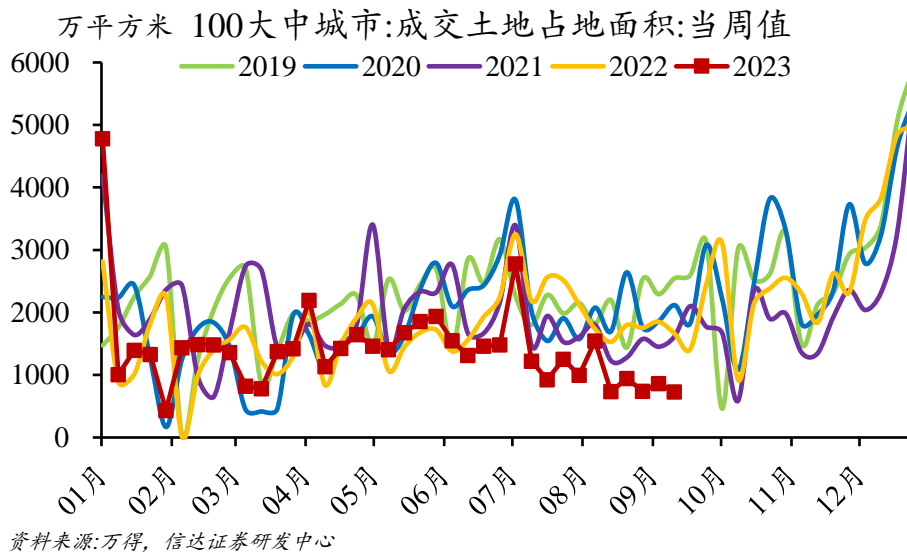


图 14: 成交土地占地面积处于历史低位



再看出口。在前期报告《出口的短期机会与长期挑战》中，我们详细的推演了美国本轮库存周期对中国出口的影响。由于美国2022年以来的“史诗级”加息，本轮美国库存周期具有很强的结构性特征。美国服装及服装面料、纸制品、化学品等非耐用品，以及耐用品中的电脑及电脑外围设备和软件有望在下半年开始补库，并对我国出口形成结构性支撑。但美国机械设备和用品、电气和电子产品等耐用品库存仍处于较高水平，这些商品的补库可能需要等到明年二季度。考虑到这些耐用品与中国出口的关联性更强，我国出口的趋势性好转或发生在明年一季度（提前一个季度）。因此，我们判断年内出口的改善幅度暂不可高估。

图 15: 美国耐用品与非耐用品库存分化



资料来源:万得, 信达证券研发中心

## 风险因素

政策明显收紧; 海外经济下行对出口影响超预期。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。