

如何看待四季度库存周期机会

事件:

8月份PPI同比增速连续两个月回升,引发市场对后续库存周期变化的热议,本文就相关问题进行讨论。

投资要点:

库存周期是经济周期的一种,描述的是不同经济环境下企业生产活动的周期性变化,常用的观测指标是工业企业的产成品存货同比。

当前工业企业产成品库存同比增速已经接近历史底部位置。7月份规模以上工业企业产成品存货同比增速为1.6%。拉长时间来看,当前位置已经十分接近2002年、2009年、2016年以及2020年新一轮补库周期的起点,或者说2006年、2013年以及2016年这几轮库存周期去库的终点。

产成品库存是名义值,虽然降至当前底部位置部分原因来自于价格的持续下降,但一方面,企业营收、利润等变量同样也是名义值,企业库存计划的调整本身便要参考这些名义变量,抛开价格变化谈库存周期偏离了企业行为初衷;另一方面,即使是剔除价格因素,当前实际库存同比增速较此前高点也有较大幅度的下降。

企业感知市场需求变化的两个最直接来源是价格和收入,理论上价格和收入变化要领先于企业存货的变化。从历史数据来看,我国库存周期的确存在这种规律。经验显示,营收增速的向上拐点要领先于库存增速的向上拐点平均6到7个月,PPI的向上拐点领先库存周期平均5个月左右。

当前库存周期的领先指标已经出现了向上拐点。8月份,我国PPI当月同比增速为-3%,较7月份回升了1.4个百分点,已经连续两个月同比回升,向上拐点出现在6月份。从营收增速的情况来看,虽然近几个月营收增速有所反复,但目前为止营收增速的低点出现在年初2月份,同比下降1.3%。

综上所述,我们认为**四季度库存周期有望迎来向上拐点。一是不论是从时间还是空间上看,当前库存周期已经接近尾声。**我国过去6轮库存周期平均长度为39.3个月,本轮库存周期至今已经持续了44个月。**二是从领先指标来看,当前库存周期的领先指标已经出现了向上拐点。**按照历史规律,四季度库存周期也有望迎来向上拐点。**若四季度库存周期进入新一轮补库阶段,叠加近期国内政策还在持续发力提振需求,将支撑后续商品价格进一步上涨。**

风险提示:一是地缘政治风险超预期;二是宏观经济不及预期;三是海外市场大幅波动等。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号: S0210523050003
邮箱: yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号: S0210523060005
邮箱: xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号: S0210523060003
邮箱: zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗
执业证书编号: S0210523060002
邮箱: jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号: S0210523060006
邮箱: szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《新兴产业投资稳步增长,制造业支持政策有望加码》—2023.06.29
- 2、《2023年1至5月投资数据评述》—2023.06.22
- 3、《通胀不及预期,但加息只是暂停:美国5月通胀及6月议息会议点评》—2023.6.15

正文目录

1	当前库存增速接近历史底部位置.....	1
2	库存周期领先指标拐点已现.....	1
3	四季度库存周期有望迎来向上拐点.....	3
4	风险提示	3

图表目录

图表 1: 2000 年以来工业企业产成品库存同比增速变化情况	1
图表 2: 营收增速以及 PPI 同比增速拐点基本领先于库存变化拐点	2
图表 3: 2000 年以来六轮库存周期的阶段划分	3

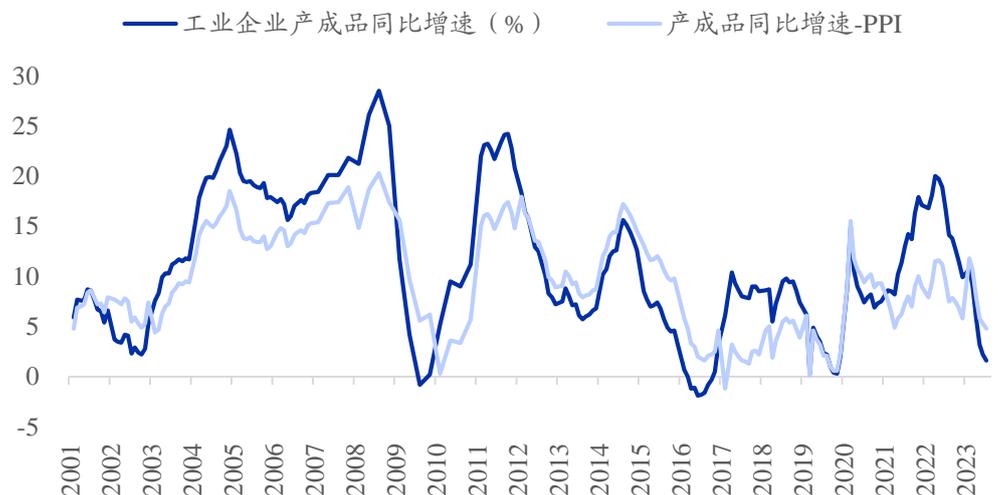
1 当前库存增速接近历史底部位置

库存周期是经济周期的一种，描述经济的短期波动现象。英国经济学家瑟夫·基钦在 1923 年发表的《经济因素中的周期与趋势》论文中提出了经济波动中的这种短周期，因此库存周期通常又被称为基钦周期。库存周期描述的是不同经济环境下企业生产活动的周期性变化，常用的观测指标是统计局每月公布的工业企业的产成品存货同比。

当前工业企业产成品库存同比增速已经接近历史底部位置。根据统计局公布的最新数据，2023 年 7 月，规模以上工业企业产成品存货同比增速为 1.6%，距离 2022 年的高点下降了 18.4 个百分点。拉长时间来看，当前位置已经十分接近 2002 年、2009 年、2016 年以及 2020 年新一轮补库周期的起点，或者说 2006 年、2013 年以及 2016 年这几轮库存周期去库的终点。

产成品库存是名义值，虽然降至当前底部位置部分原因来自于价格的持续下降，但一方面，企业营收、利润等变量同样也是名义值，企业库存计划的调整本身便要参考这些名义变量，抛开价格变化谈库存周期偏离了企业行为初衷；另一方面，即使是剔除价格因素，当前实际库存同比增速较此前高点也有较大幅度的下降。截至 2023 年 7 月，剔除 PPI 下降影响的实际库存同比增速为 4.8%，较年初 12% 左右的水平显著下降。拉长区间看，除去 2016 年因为供给侧改革价格大幅回升带动的补库存周期外，当前位置也接近历次去库周期的终点。

图表 1：2000 年以来工业企业产成品库存同比增速变化情况



来源：iFind、华福证券研究所

2 库存周期领先指标拐点已现

企业感知市场需求变化的两个最直接来源是价格和收入，因此理论上来说，价格和收入变化要领先于企业存货的变化。理论上来说，当企业感知到产品价格出现上涨或者营业收入明显上升后，企业预期向好，产品生产加快、增加库存以应对未来的需求，反之当价格下降或收入下滑后，企业预期走弱，生产活动放缓库存下降，因此，价格与收入指标会领先于企业库存的变化。

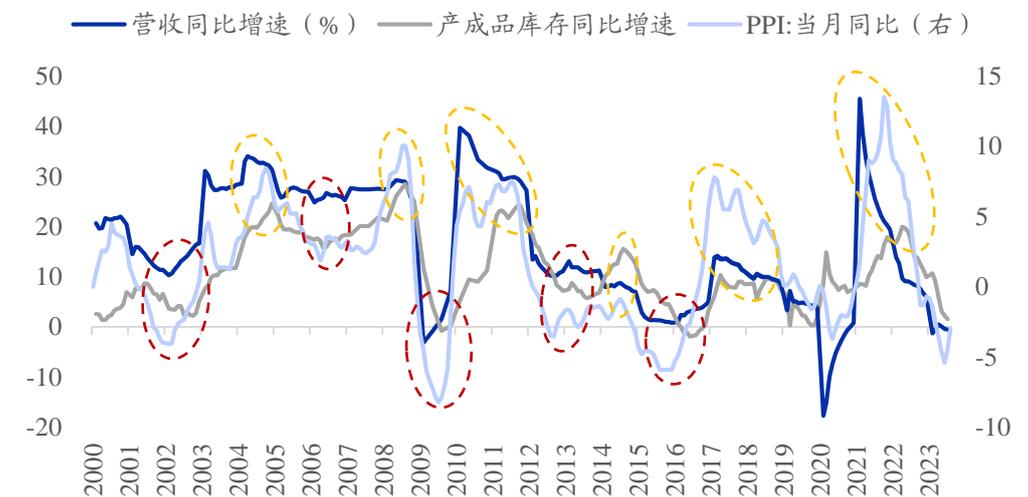
2000年以来，我国大致经历了6轮完整的库存周期，以营收增速作为需求观测指标、产成品库存同比增速作为库存观测指标可以将库存周期划分为主动补库存、被动补库存、主动去库存以及被动去库存阶段，当营收增速向下拐点领先于库存增速向下拐点时企业进入被动补库存，当营收增速向上拐点领先库存向上拐点时，企业进入被动去库存阶段。

从历史数据来看，我国库存周期的确存在这种规律，工业企业营业收入增速与PPI价格指数的变化拐点要略领先于工业企业产成品存货同比增速的拐点。过去6轮库存经验显示，营收增速的顶点平均领先于库存增速顶点10.7个月左右，除去2020年新冠疫情的意外冲击导致企业直接进入新一轮补库周期外，营收增速的向上拐点也都要领先于库存增速的向上拐点，平均领先时长为6到7个月。

PPI的拐点同样要领先于库存周期的拐点。2000年以来，PPI同比增速的低点分别出现在2002年2月、2006年4月、2009年7月、2012年9月、2015年12月，分别领先去库周期终点8个月、1个月、1个月、11个月和6个月，平均领先时长为5个月左右。

当前库存周期的领先指标已经出现了向上拐点。统计局最新公布的数据显示，8月份，我国PPI当月同比增速为-3%，较7月份回升了1.4个百分点，已经连续两个月出现了同比回升，向上拐点出现在6月份。从营收增速的情况来看，虽然近几个月营收增速有所反复，但目前为止营收增速的低点出现在年初2月份，同比下降1.3%。

图表 2：营收增速以及 PPI 同比增速拐点基本领先于库存变化拐点



来源：iFind、华福证券研究所

图表 3：2000 年以来六轮库存周期的阶段划分

库存周期	主动补库存	被动补库存	主动去库存	被动去库存
第一轮	2000.05-2000.10 (6 个月)	2000.11-2001.06 (8 个月)	2001.07-2002.02 (8 个月)	2002.03-2002.10 (8 个月)
第二轮	2002.11-2004.04 (18 个月)	2004.05-2004.12 (8 个月)	2005.01-2006.02 (14 个月)	2006.03-2006.05 (3 个月)
第三轮	2006.06-2008.05 (24 个月)	2008.06-2008.08 (3 个月)	2008.09-2009.02 (6 个月)	2009.03-2009.08 (6 个月)
第四轮	2009.09-2010.02 (6 个月)	2010.03-2011.10 (20 个月)	2011.11-2012.09 (11 个月)	2012.10-2013.08 (11 个月)
第五轮	2013.09-2013.12 (4 个月)	2014.01-2014.08 (8 个月)	2014.09-2015.12 (16 个月)	2016.01-2016.06 (6 个月)
第六轮	2016.07-2017.03 (9 个月)	2017.04-2018.08 (17 个月)	2018.09-2019.12 (16 个月)	-
平均时长	11.2	10.7	11.8	6.8

来源：iFind、华福证券研究所

3 四季度库存周期有望迎来向上拐点

综上所述，我们认为四季度库存周期有望迎来向上拐点。

一是不论是从时间还是空间上看，当前库存周期已经接近尾声。从时间上来看，我国过去 6 轮库存周期，每轮周期的持续时长最短 30 个月，最长 48 个月，平均长度为 39.3 个月。本轮库存周期从 2020 年年初开始，至今已经持续了 44 个月。从空间上来看，当前工业企业产成品库存同比增速已经接近历史底部位置。

二是从领先指标来看，当前库存周期的领先指标已经出现了向上拐点。按照历史规律，营收增速的向上拐点平均领先于库存周期拐点 6 到 7 个月，PPI 的上行拐点平均领先 5 个月左右，营收增速的低点出现在今年年初 2 月份，PPI 在 6 月触底后连续两个月回升，四季度库存周期也有望迎来向上拐点。

若四季度库存周期进入新一轮补库阶段，叠加近期国内政策还在持续发力提振需求，将支撑后续商品价格进一步上涨。

4 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn