



Research and  
Development Center

# 大宗强势的逻辑： 原材料补库周期和产能周期的共振

2023年9月20日

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

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

## 大宗强势的逻辑：

## 原材料补库周期和产能周期的共振

2023年9月20日

- **近期大宗商品价格明显走强。**今年二季度开始，南华工业品指数震荡下跌，在4月18日至5月25日下跌幅度为11.8%。随后大宗商品价格出现了两轮强势的反弹，第一轮是5月26日-7月31日，回升幅度为13.1%；第二轮是8月8日以来，截至9月15日反弹幅度为10.0%。值得注意的是，在8月以来的第二轮反弹中，股市表现与商品出现了明显的分化，股市整体呈现走弱的态势。考虑到PMI中的价格指数出现了拐点性变化，我们认为本轮大宗上涨具有一定的持续性。
- **逻辑一：原材料补库周期可能已经开启。**市场一般用产成品存货同比来判断库存周期，因此对产成品库存关注程度较高，事实上原材料库存周期也有较强的参考意义。我们认为，7月企业或已开始补原材料库存。第一，原材料库存已处于历史低位，企业存在补库动力。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%，而7月增速拐头向上，小幅回升至-0.35%，显示出企业或已开始补原材料库存。第二，生产相关的高频指标走强，指向经济内生动能有所修复。8月中旬以来钢铁、化工产业链数据，如粗钢产量、PTA开工率表现均处于历史同期较高水平。
- **逻辑二：中上游行业产能周期触底回升。**今年上半年，工业产能利用率已降至历史低位，工业部门存在产能过剩的问题。需要注意的是，本轮产能过剩具有较为明显的结构性特征，主要集中在中高端制造业。而中上游行业产能利用率较高，这与2016年供给侧改革以来传统行业产能扩充力度相对克制有关。2021年以来中上游行业盈利能力快速提升，而负债率偏低，具有扩大资本开支的动力。我们判断，中上游行业产能周期有望触底回升。
- **关注顺周期的投资机会。**从大类行业利润分配的角度，企业补库原材料阶段，利润向中游原材料加工业倾斜。此外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。我们认为，伴随政策发力，可以对A股的走势更加乐观一些。（1）7月24日政治局会议政策之后“政策底”进一步确认，一是支持民营经济发展壮大的举措不断出台；二是房地产政策不断调整优化。（2）基本上，经济数据触底回升的迹象已经显现，后续持续回暖可期。（3）使用沪深300计算的股债性价比已经达到了近5年以来的较高分位，权益市场的机会或大于风险。建议关注顺周期的投资机会，包括煤炭、油气油服、钢铁等中上游行业，以及消费板块，包括白酒、食品、家电等。
- **风险因素：**政策超预期收紧；历史数据及规律不能代表未来。

## 目 录

一、近期大宗商品价格明显走强.....	4
二、逻辑一：原材料补库周期可能已经开启.....	6
2.1 库存周期持续去化.....	6
2.2 原材料库存周期的定义与结构.....	7
2.3 企业或已开始补原材料库存.....	10
三、逻辑二：中上游行业产能周期触底回升.....	13
3.1 我国工业产能周期抵达底部区间.....	13
3.2 中上游行业产能利用率较高，产能周期有望触底回升.....	15
四、关注顺周期的投资机会.....	17
风险因素.....	24

## 表 目 录

表 1：各行业原材料库存占比.....	9
表 2：各行业产能利用率.....	16
表 3：各行业库存增速分位（2012 年至今）.....	19
表 4：库存周期四个阶段下大类资产表现.....	21
表 5：库存周期四个阶段下股市行业风格表现.....	22

## 图 目 录

图 1：8 月中旬以来南华工业品指数出现了一轮强势的反弹.....	4
图 2：8 月以来股市商品走势分化.....	4
图 3：8 月以来股市商品走势分化.....	5
图 4：工业品价格出现拐点性变化.....	5
图 5：历史上的库存周期.....	6
图 6：7 月产销率超季节性上行.....	7
图 7：原材料库存和产成品库存共同构成企业库存.....	8
图 8：原材料库存与产成品库存的比值与企业库销呈现反向变动的关系.....	8
图 9：原材料库存同比有较强的周期性.....	10
图 10：原材料已到了该补库的时候.....	11
图 11：产成品补库周期渐行渐近.....	11
图 12：企业采购、新订单均回升.....	12
图 13：8 月粗钢产量处于今年较高水平.....	12
图 14：8 月 PX 开工率处于今年较高水平.....	13
图 15：历史上的产能周期.....	14
图 16：工业产能利用率已降至历史低位水平.....	14
图 17：2021 年以来，高技术制造业投资水平持续偏高.....	15
图 18：煤炭开采和洗选业资产负债率、利润率.....	17
图 19：石油和天然气开采业资产负债率、利润率.....	17
图 20：原材料库存同比与中游原材料加工业利润占比有较强的一致性.....	18
图 21：大类行业利润占比.....	18
图 22：2023 年四季度（产成品）库存周期可能进入上升期.....	19
图 23：利润增速降幅持续收窄.....	20
图 24：股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位.....	21
图 25：8 月社零增速回升.....	23

## 一、近期大宗商品价格明显走强

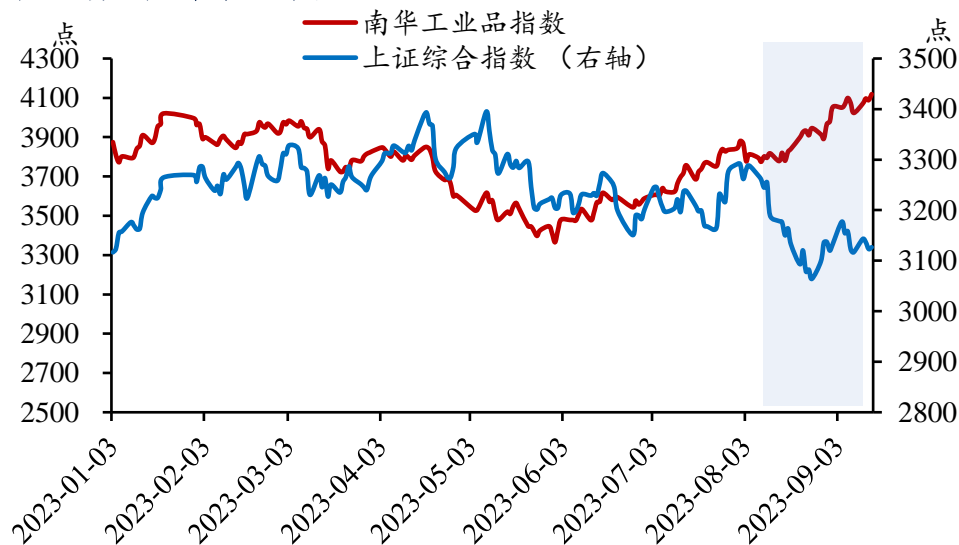
8月中旬以来大宗商品价格明显走强。今年二季度开始，南华工业品指数震荡下跌，在4月18日至5月25日下跌幅度为11.8%。随后大宗商品价格出现了两轮强势的反弹，第一轮是5月26日-7月31日，回升幅度为13.1%；第二轮是8月8日以来，截至9月15日反弹幅度为10.0%。值得注意的是，在8月以来的第二轮反弹中，股市表现与商品出现了明显的分化，股市整体呈现走弱的态势。

图1：8月中旬以来南华工业品指数出现了一轮强势的反弹



资料来源：万得，信达证券研发中心

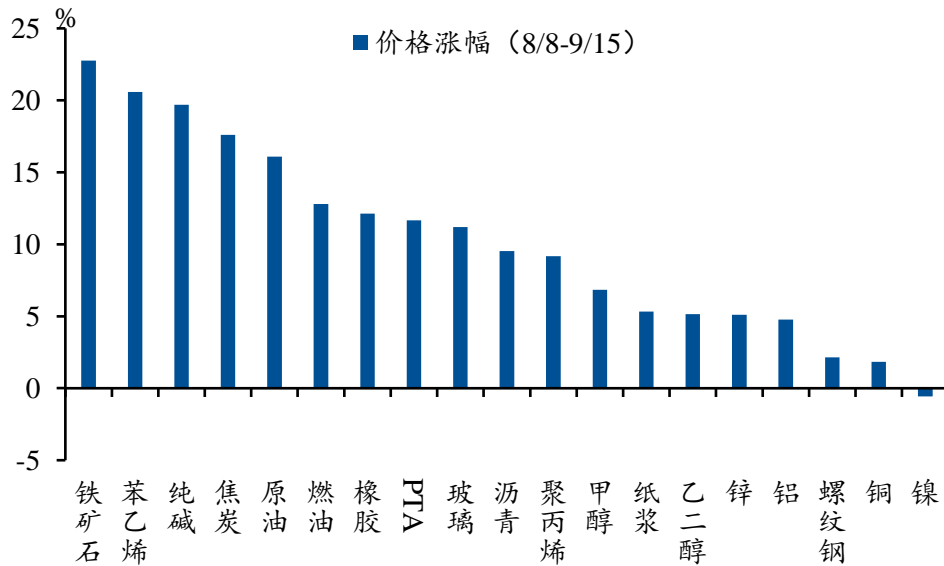
图2：8月以来股市商品走势分化



资料来源：万得，信达证券研发中心

本轮大宗商品上涨主要由能化品、黑色系驱动。对8/8-9/15之间各类商品的涨幅进行排序，涨幅排名靠前的是铁矿石（22.8%）、苯乙烯（20.6%），涨幅均超过了20%；其次是纯碱、焦炭、原油，涨幅在15-20%之间。

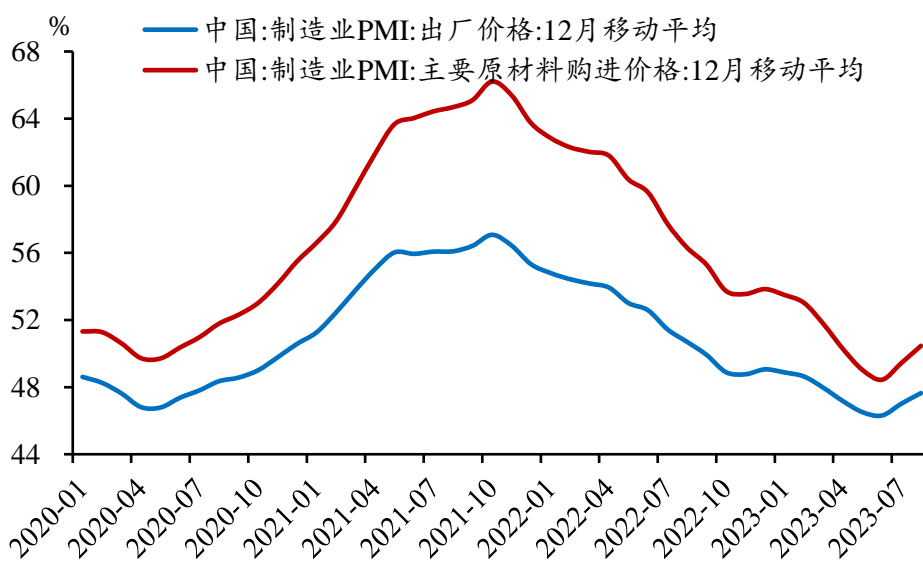
图3：8月以来股市商品走势分化



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

考虑到 PMI 中的价格指数出现了拐点性变化，我们认为本轮大宗上涨具有一定的持续性。对主要原材料价格和出厂价格进行 12 个月平均处理，两者均在 7 月出现了拐点性变化。7 月，购进价格 MA12 录得 49.4%，较上月回升 1.0 个百分点；出厂价格 MA12 录得 47.0%，较上月回升 0.7 个百分点。8 月两项指标进一步回升，幅度分别为 1.0、0.6 个百分点，原材料购进价格比出厂价格回升更加明显。

图4：工业品价格出现拐点性变化



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

那么近期大宗商品价格大幅上涨的原因是什么？我们判断，一是原材料补库周期已经开启，二是中上游行业产能周期触底回升。

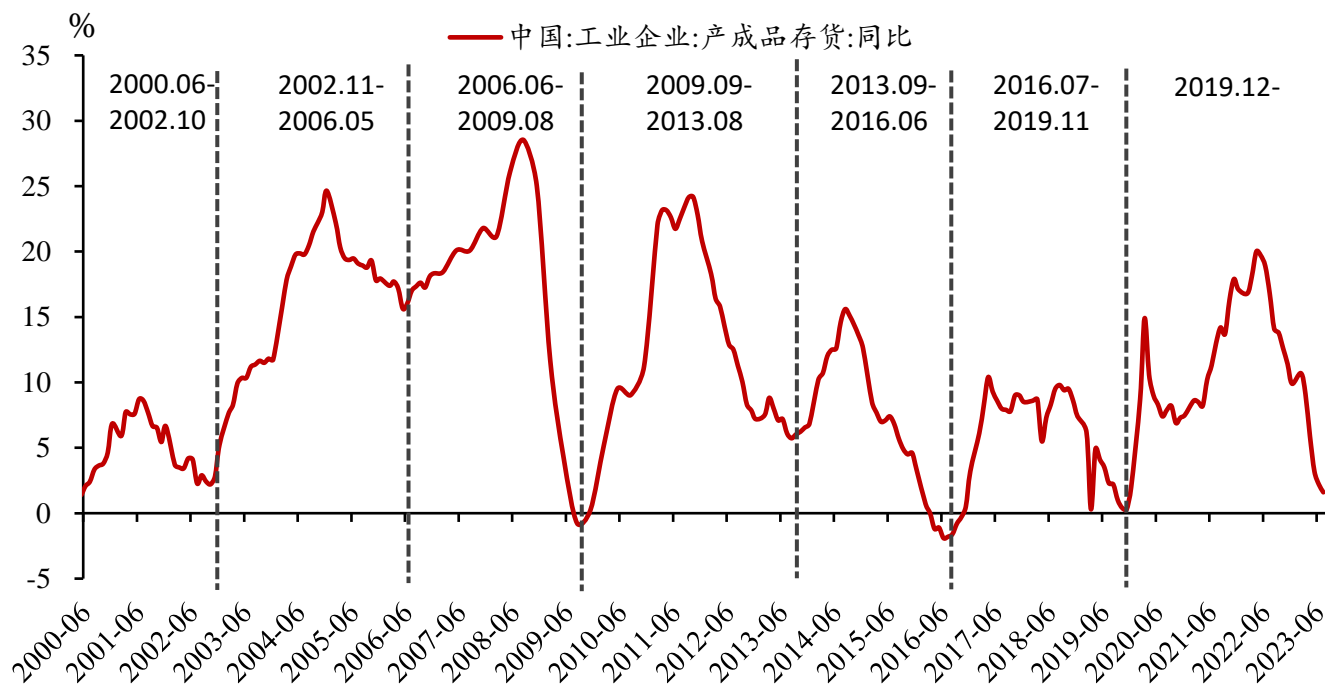
## 二、逻辑一：原材料补库周期可能已经开启

### 2.1 库存周期持续去化

使用产成品存货同比划分库存周期，我国当前处于 2000 年以来的第七轮库存周期。2000 年以来，中国已经历了完整的 6 轮库存周期，分别为：2000-2002、2002-2006、2006-2009、2009-2013、2013-2016、2016-2019，一轮库存周期平均持续 39 个月。

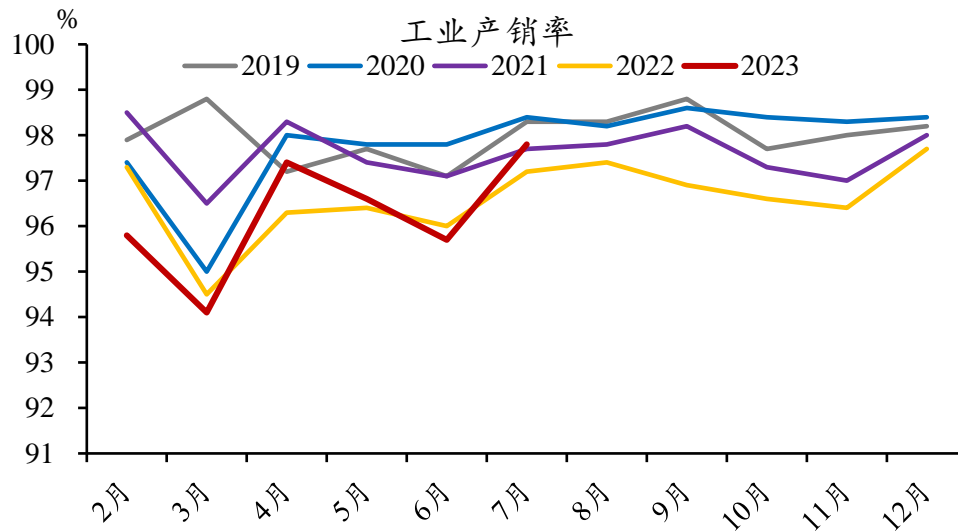
7 月工业企业产成品库存仍处于下降阶段。7 月末，产成品存货增长 1.6%，增速较 6 月末下降 0.6 个百分点，显示出企业延续去库存。本轮去库存始于 2022 年 5 月，截至 2023 年 7 月，已连续 15 个月去库存。

图 5：历史上的库存周期



资料来源：万得，信达证券研发中心

企业持续去库的行为导致工业生产承压。在地产、出口等工业生产链条较长的产业需求持续承压的背景下，微观主体信心不振，选择减少生产以达到去库存的目的。7 月工业产销率录得 97.8%，较 6 月上升 2.1 个百分点，2011-2019 年 7 月产销率平均上升 0.65 个百分点，说明今年 7 月产销率的上行是远超季节性的。根据统计局的定义，产销率是销售与生产的比值，7 月产销率上升反映企业在销售不振的情况下，更大幅度地减少了生产。分行业看，电子、建材、化工等行业产销率分别为 98.3%、97.3%、97.0%，比上月提高 4.1、2.8、1.9 个百分点，正好对应了需求偏弱的出口与地产。产成品去库存导致工业生产动能偏弱，7 月工业增加值环比增速为 0.01%，创下 2011 年有数据以来的同期最低值。

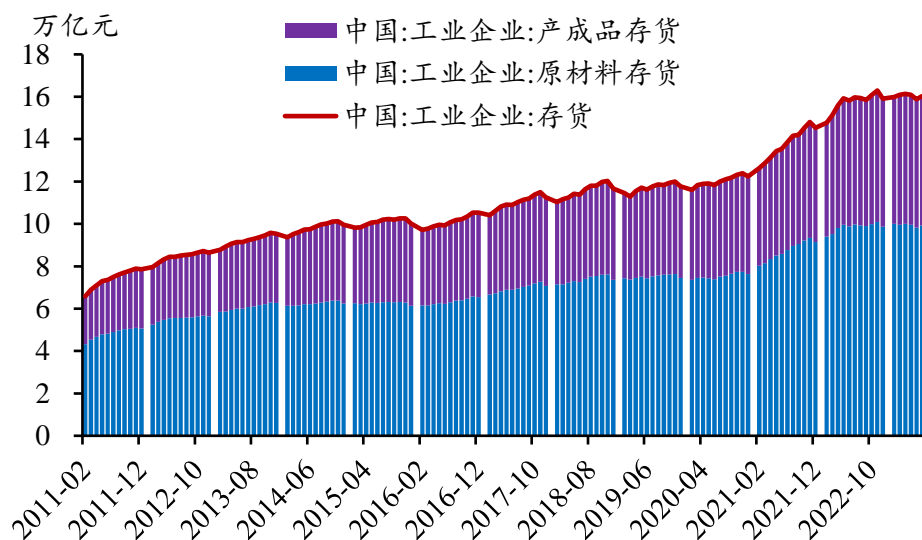
**图 6：7 月产销率超季节性上行**


资料来源：万得，信达证券研发中心

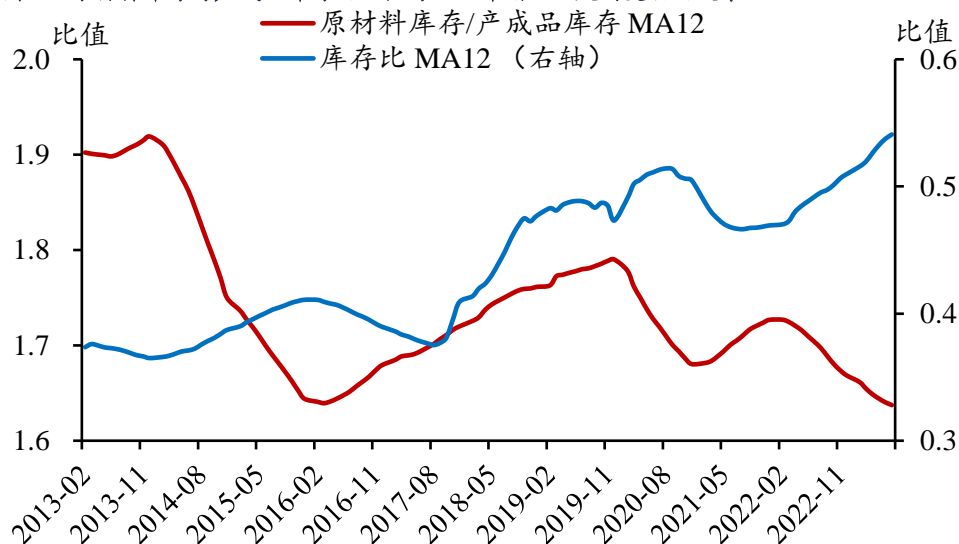
## 2.2 原材料库存周期的定义与结构

**原材料库存和产成品库存共同构成企业库存。**月度的工业企业财务数据公布企业的存货数据和产成品存货数据工业企业财务。根据《工业统计报表制度》，存货指企业在日常活动中持有以备出售的产成品或商品、处在生产过程中的在产品、在生产过程或提供劳务过程中耗用的材料或物料等，通常包括原材料、在产品、半成品、产成品、商品以及周转材料等。产成品是指企业已经完成全部生产过程并验收入库，可以按照合同规定的条件送交订货单位，或者可以作为商品对外销售的产品。我们将产成品库存之外的存货统称为“原材料库存”。

**在工业企业存货中，原材料库存占到 6 成，产成品库存占到 4 成。**截至 2023 年 7 月，工业企业全部库存为 16.0 万亿元，其中原材料库存为 9.9 万亿元，占比约为六成；产成品库存为 6.1 万亿元，占比近四成。短期而言，原材料库存与产成品库存的比值与企业库销比(产成品库存/当月营收)呈现反向变动的关系。我们认为其背后的逻辑在于当库销处于较高水平时，企业的产成品库存压力加大，故选择降低原材料采购并放缓生产节奏，导致原材料库存相对于产成品库存减少；而当库销比偏低时，企业会积极购进原材料。

**图 7：原材料库存和产成品库存共同构成企业库存**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 8：原材料库存与产成品库存的比值与企业库销呈现反向变动的关系**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

按照大类行业划分，工业企业的原材料库存主要集中在下游制造业、中游原材料加工业。截至 2023 年 7 月，下游制造业在所有工业企业库存中占比达到了 46.9%，其中计算机通信、电气机械、通用设备、专用设备、汽车制造的占比均超过了 5%。其次是中游原材料加工行业，占比为 31.3%，有色金属冶炼、化学原料的库存占比超过了 5%。上游采矿业、下游消费品、以及公用事业的库存占比偏低。

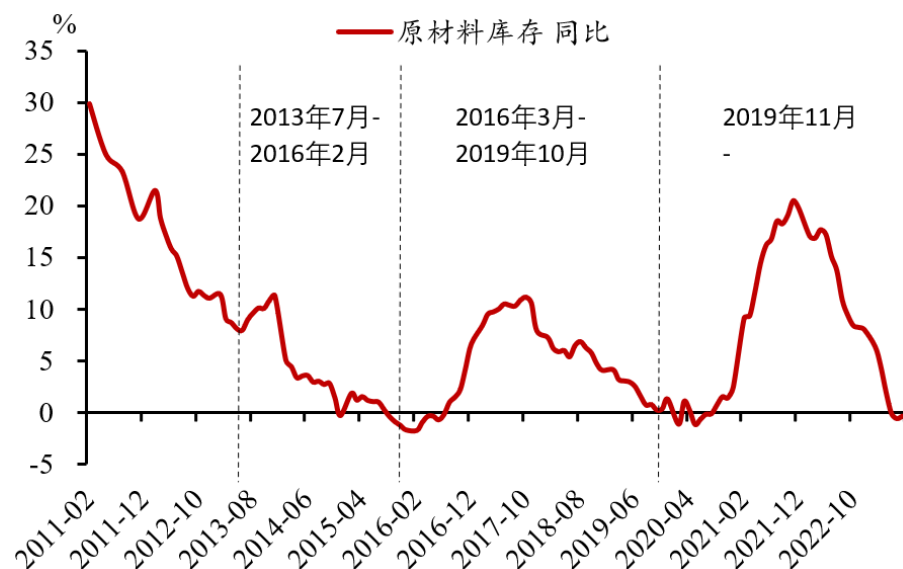


**表 1: 各行业原材料库存占比(2023 年 7 月)**

行业	原材料库存占比 (%)	原材料库存占比 (%)
煤炭开采和洗选业	0.71	1.46
石油和天然气开采业	0.11	
黑色金属矿采选业	0.15	
有色金属矿采选	0.23	
非金属矿采选业	0.27	
石油、煤炭及其他燃料加工业	4.16	31.25
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.49	
造纸及纸制品业	1.03	
化学原料及化学制品制造业	5.14	
化学纤维制造业	0.52	
橡胶和塑料制品业	1.96	
非金属矿物制品业	4.04	
黑色金属冶炼及压延加工业	4.67	
有色金属冶炼及压延加工业	5.73	
金属制品业	3.52	
医药制造业	2.94	46.90
通用设备制造业	6.51	
专用设备制造业	6.72	
汽车制造	5.09	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.50	
电气机械及器材制造业	7.51	
计算机、通信和其他电子设备制造业	13.99	
仪器仪表制造业	1.65	
农副食品加工业	3.74	17.50
食品制造业	1.42	
酒、饮料和精制茶制造业	3.16	
烟草制品业	3.88	
纺织业	1.76	
纺织服装、服饰业	0.90	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.59	
家具制造业	0.52	
印刷业和记录媒介的复制	0.49	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	1.05	
电力、热力的生产和供应业	2.30	2.89
燃气生产和供应业	0.34	
水的生产和供应业	0.25	

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

市场一般用产成品存货同比来判断库存周期, 因此对产成品库存关注程度较高, 事实上原材料库存周期也有较强的参考意义。类似于产成品库存, 原材料库存也具有较强烈的周期性特征。使用原材料库存同比增速划分, 2013 年以来, 我国经历了两轮完整的原材料库存周期, 2013 年 7 月-2016 年 2 月、2016 年 3 月-2019 年 6 月, 目前处于第三轮的末端。前两轮时长分别为 31 个月, 39 个月, 截至 2023 年 7 月, 本轮原材料库存周期已经历 36 个月。

**图 9：原材料库存同比有较强的周期性**


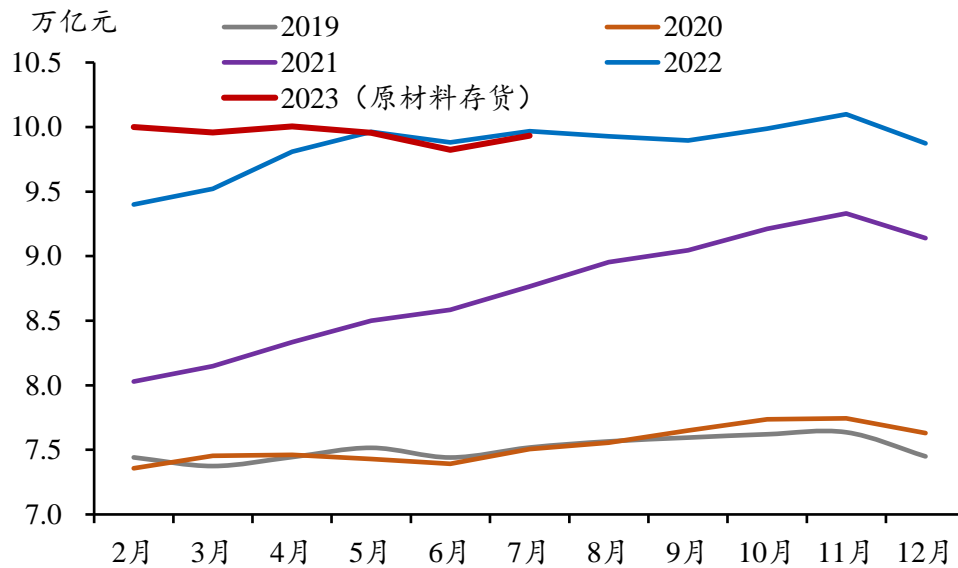
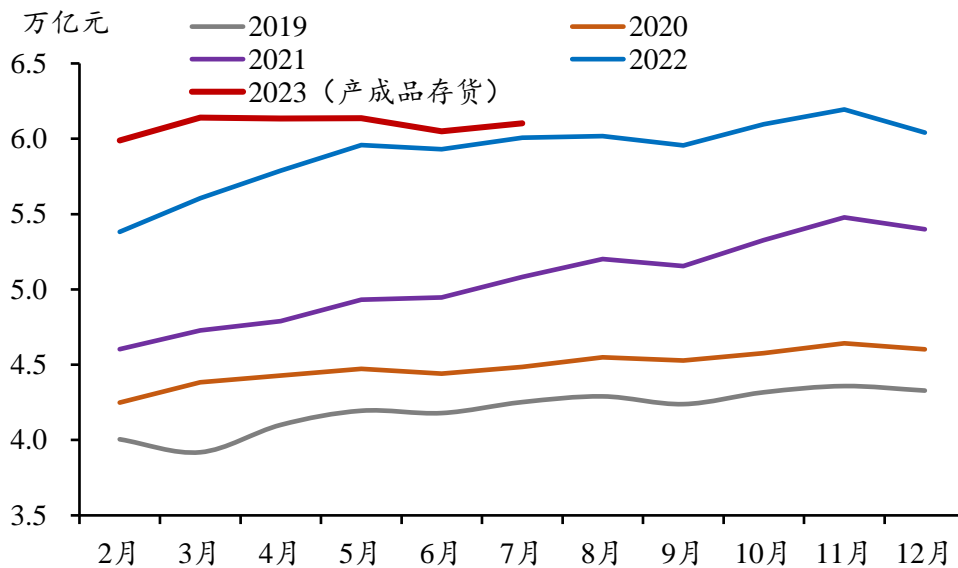
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

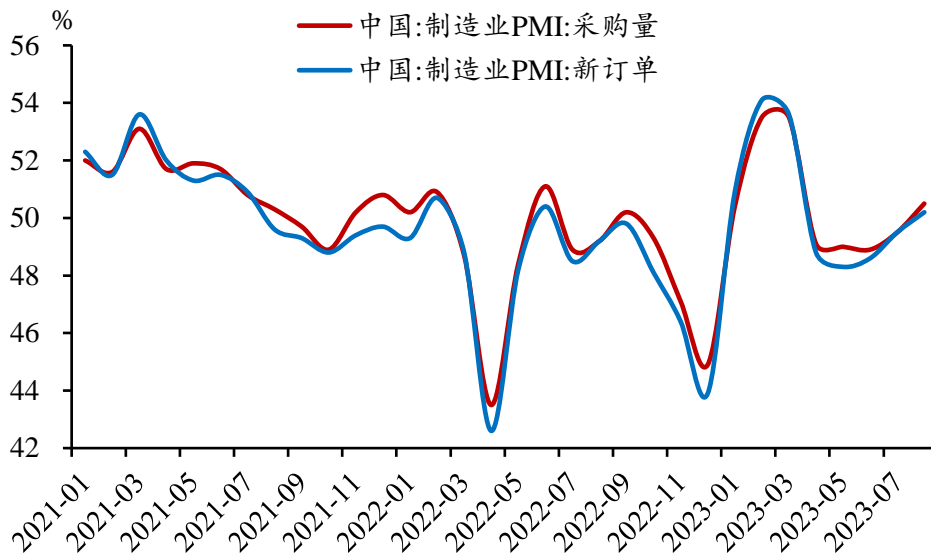
### 2.3 企业或已开始补原材料库存

我们认为，7月企业或已开始补原材料库存。

**第一，原材料库存已处于历史低位，企业存在补库动力。**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。另外，从绝对水平来看，库存具有长期上升趋势，年末库存水平较年初往往增加。2020-2022 年，原材料库存年末水平较年初分别增加 3.7%、13.8%、5%；产成品库存分别增加 8.3%、17.3%、12.2%。截至今年 6 月，原材料库存水平较年初不增反减，减少 1.8%，且已低于去年同期，说明原材料已到了该补库的时候。我们判断，产成品补库周期也渐行渐近，截至今年 6 月，产成品库存水平较年初仅小幅增加 1.0%。

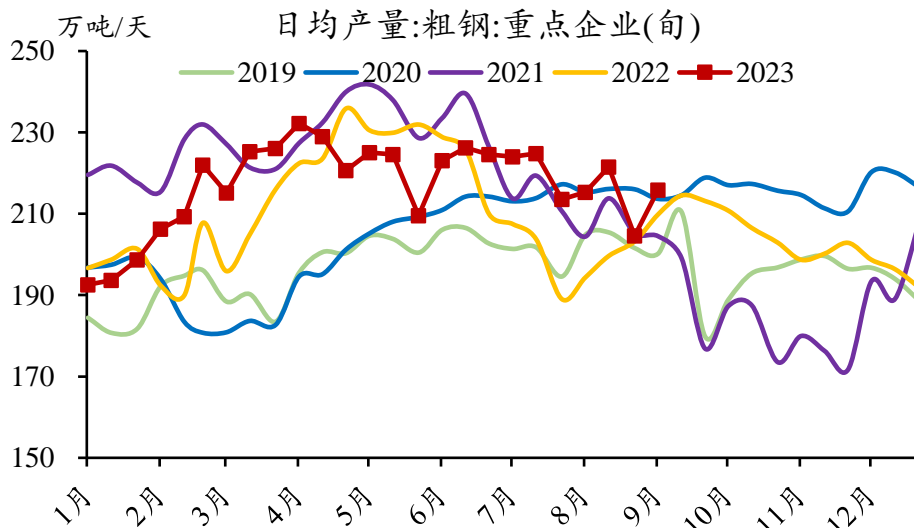
7 月原材料库存相关数据出现拐点性变化，企业补原材料库存的迹象开始显现。一是 7 月原材料库存同比增速拐头向上，小幅回升至 -0.35%。二是企业采购回升，8 月制造业 PMI 采购量指数回升至荣枯线之上，录得 50.5，连续两个月上升，显示企业采购需求增多；新订单 8 月新订单指数较上月上升 0.7 个百分点至 50.2。

**图 10: 原材料已到了该补库的时候**

**图 11: 产成品补库周期渐行渐近**


**图 12: 企业采购、新订单均回升**


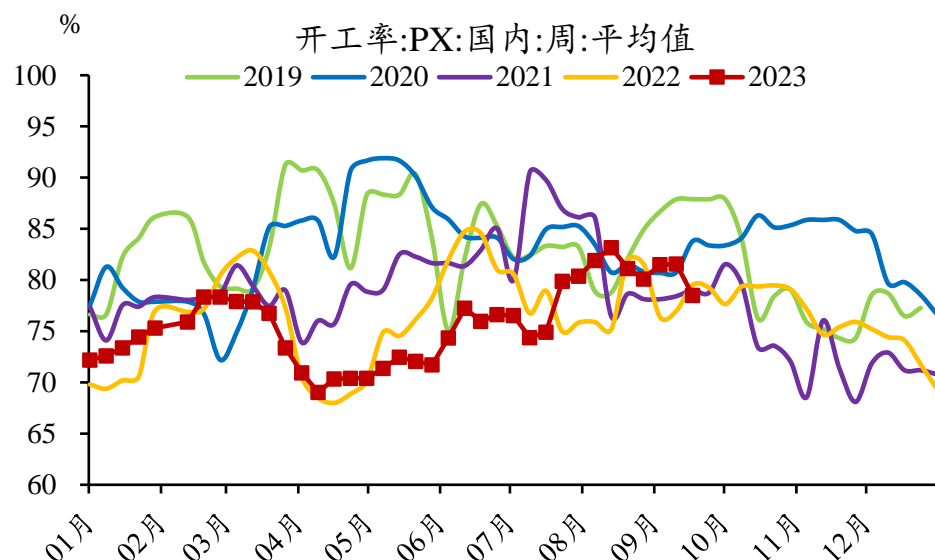
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**第二, 生产相关的高频指标走强, 指向经济内生动能有所修复。**8月中旬以来钢铁、化工产业链数据, 如粗钢产量、PTA 开工率表现均处于历史同期较高水平。8月重点企业粗钢产量均值为 213.8 万吨/天, 为近 5 年 (2019 年以来) 的次高水平; PX 开工率均值为 81.6%, 为近五年的最高值。工业品高频数据表现稳中偏强, 指向经济内生动能有所修复。

**图 13: 8月粗钢产量处于今年较高水平**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 8 月 PX 开工率处于今年较高水平



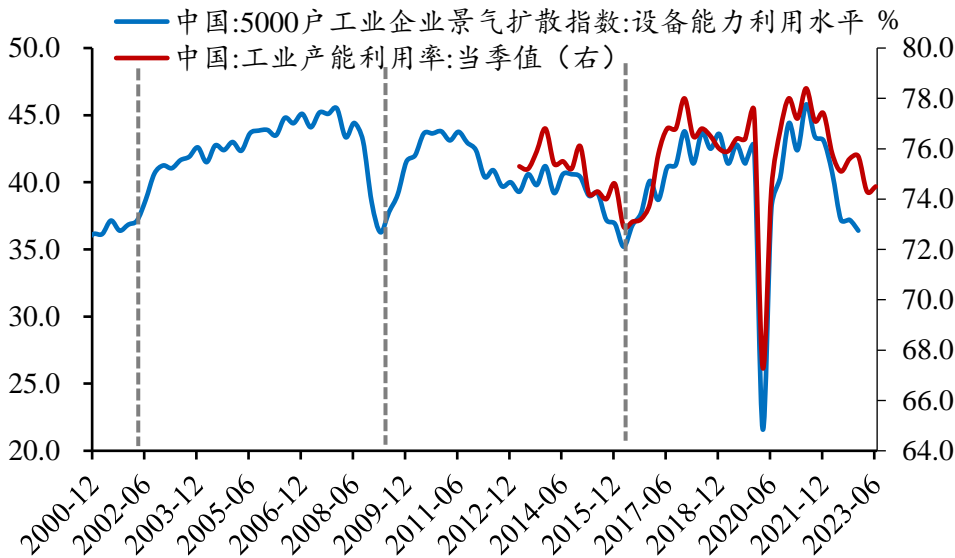
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

结合以上两条线索, 我们认为, 原材料补库周期可能已经开启, 且部分资产已在定价该逻辑。

## 三、逻辑二：中上游行业产能周期触底回升

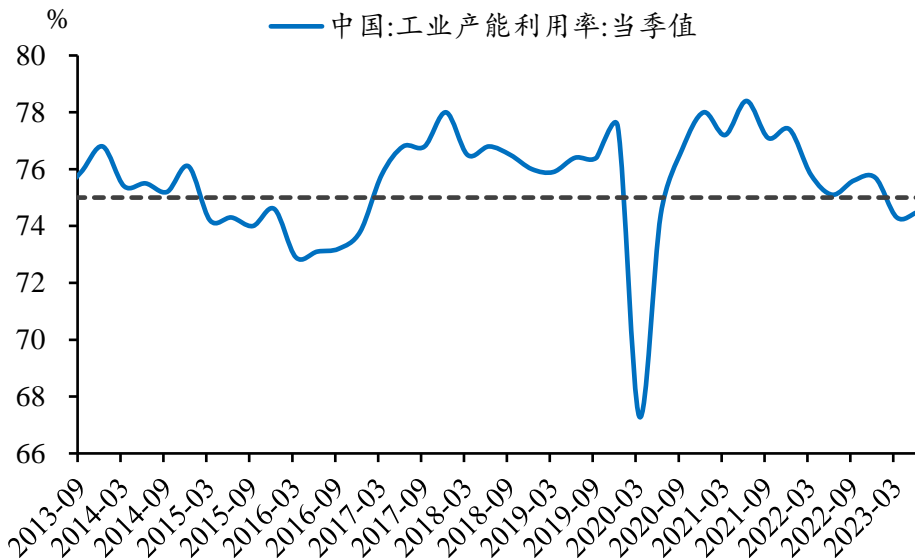
### 3.1 我国工业产能周期抵达底部区间

我们一般通过产能利用率观察产能周期。产能利用率是指实际产出与生产能力的比值。其中, 分子端的实际产出是指报告期内生产的产品产量或产值; 分母端的生产能力是指在劳动力、原材料、燃料、运输等保证供给的情况下, 生产设备(机械)保持正常运行, 企业可能实现的、并能长期维持的产品产出。产能利用率的分子主要受到需求的影响, 相对而言是快变量; 分母则是中长期的供给能力, 为慢变量。历史数据显示, 5000 户工业企业设备能力利用水平、固定资产投资情况均与产能利用率均有着较强的联动关系。

**图 15: 历史上的产能周期**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

今年上半年, 工业产能利用率已降至历史低位。今年一季度, 工业产能利用率降至 2017 年以来 (除 2020 年一季度外) 最低位, 录得 74.3%, 二季度工业产能利用率为 74.5%, 继续处于历史的较低水平。拉长时间线来看, 今年上半年产能利用率已经降至 2015-2016 年的水平, 即供给侧改革取得成效前的水平。经验上, 当产能利用率低于 75% 时, 国内产能过剩的问题较为突出。

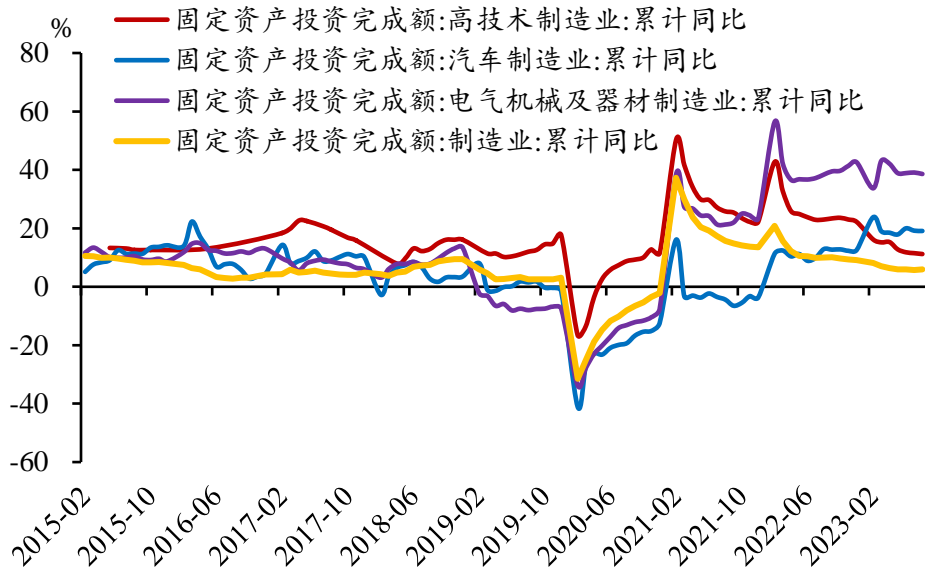
**图 16: 工业产能利用率已降至历史低位水平**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 3.2 中上游行业产能利用率较高，产能周期有望触底回升

需要注意的是，本轮产能过剩具有较为明显的结构性特征，主要集中在中高端制造业。2015-2016 年产能过剩的主要原因在于 08 年金融危机后四万亿刺激引发的过度投资，叠加房地产行业阶段性下行，产能过剩主要发生在中上游行业，如钢铁、水泥、电解铝、焦炭等传统行业。本轮产能过剩的行业集中在中高端制造业。2021 年以来，高技术制造业，包含电气机械、汽车制造、计算机通信等行业投资水平持续偏高，产能扩张速度较快，致使 2023 年上半年整体经济动能偏弱的情况下，部分行业产能利用率降低。

图 17：2021 年以来，高技术制造业投资水平持续偏高



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**表 2：各行业产能利用率**

产能利用率 (%)	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	分位数
煤炭开采和洗选	72.5	73.1	74.2	76.4	74.9	74.3	75.0	75.4	73.8	74.5	85%
石油和天然气开采	90.0	90.3	90.0	89.0	92.4	92.3	91.8	91.3	91.2	90.9	67%
化学纤维	87.1	85.3	83.5	82.5	84.2	83.8	82.0	79.2	82.1	84.1	79%
化学原料	76.9	80.0	77.8	77.6	77.9	77.7	75.3	76.0	75.5	74.3	25%
有色金属	80.3	81.6	79.6	76.9	79.0	79.0	79.6	79.4	77.8	80.3	79%
非金属矿物	66.5	72.6	70.0	70.1	65.8	66.7	68.2	67.2	63.9	65.1	8%
黑色金属冶炼	81.7	84.1	77.0	74.6	77.0	79.2	74.9	73.5	78.1	79.0	67%
通用设备	80.0	81.6	80.9	81.1	79.2	78.5	79.7	79.3	79.1	79.7	73%
汽车制造	78.5	74.2	70.5	75.5	72.1	69.1	75.7	73.2	72.0	73.3	25%
医药制造业	76.9	78.5	76.6	77.4	74.6	75.1	74.8	77.6	75.2	76.2	38%
计算机通信	79.3	79.1	80.8	81.6	77.0	77.5	78.1	78.5	73.7	74.6	8%
专用设备	82.5	80.4	78.9	78.6	77.8	77.5	77.6	77.5	77.0	78.1	50%
电气机械	81.1	81.7	81.0	80.5	77.3	76.0	76.7	79.0	75.8	77.1	17%
纺织业	78.3	80.9	79.5	79.2	78.2	77.8	76.7	76.2	75.5	76.9	29%
食品制造业	74.2	72.8	74.2	74.5	71.6	71.3	72.0	71.9	70.7	68.1	4%

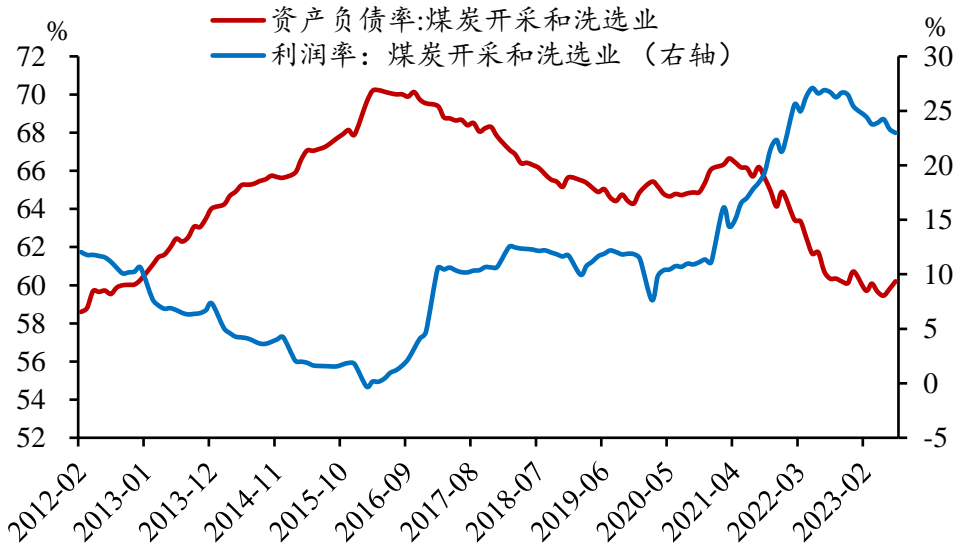
资料来源：万得，信达证券研发中心

注释：分位数为 2016 年以来。

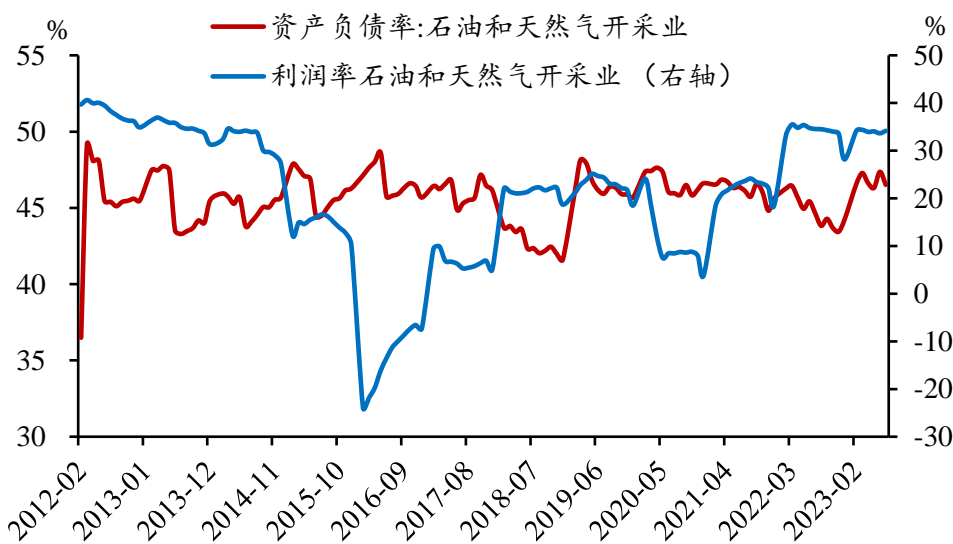
中上游行业产能利用率较高，产能周期有望触底回升。2022 年以来上游采掘业、中游原材料加工业的产能利用率维持在较高水平，这与 2016 年供给侧改革以来传统行业产能扩充力度相对克制有关。今年二季度，煤炭开采、石油和天然气开采、化学纤维、有色金属、黑色金属的产能利用率分位数均处于 2016 年以来的 60% 以上。

中上游行业盈利能力快速提升，而负债率偏低，具有扩大资本开支的动力。以煤炭开采和洗选、石油和天然气开采业两个行业为例。2016 年开始煤炭开采和采选业的资产负债率持续下降，2016 年行业资产负债率在 70% 左右，2023 年上半年已经降至 60% 的水平。2020 年煤炭开采和采选业行业利润率快速修复，2020 年 4 月-2023 年 7 月上升幅度达到了 12.6 个百分点。石油和天然气开采业资产负债率水平在 2016 年以来基本保持不变，但利润率自 2021 年初开始开启上行。伴随中上游行业的盈利能力修复和负债率的下降，我们认为部分行业有能力进行增建扩产。



**图 18：煤炭开采和洗选业资产负债率、利润率**


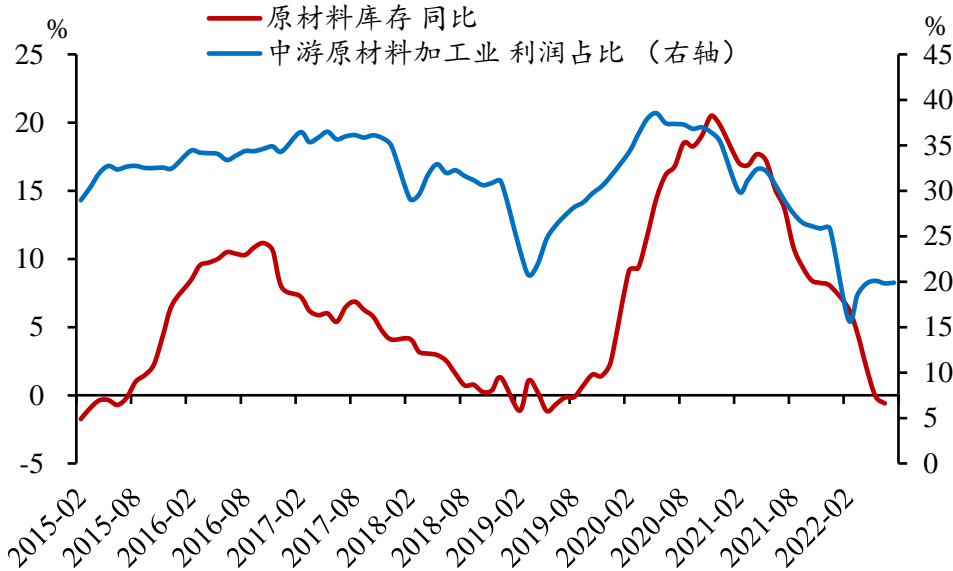
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 19：石油和天然气开采业资产负债率、利润率**


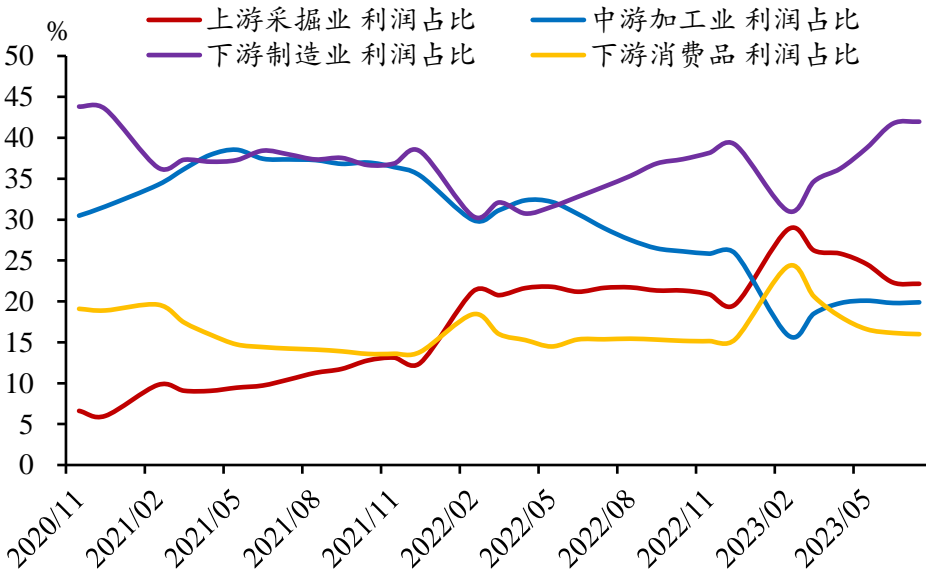
资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 四、关注顺周期的投资机会

从大类行业利润分配的角度，企业补库原材料阶段，利润向中游原材料加工业倾斜。历史数据显示，原材料库存同比与中游原材料加工业利润占比有较强的一致性。7 月份，原材料制造业利润同比下降 7.7%，降幅较 6 月份收窄 29.6 个百分点，是工业企业利润的拉动项。其中，钢铁、石油加工行业均由上年同期全行业净亏损转为盈利，利润同比增加 288.0 亿元、177.5 亿元；有色冶炼行业利润增长 1.17 倍，增速明显加快。我们计算的中游原材料加工业利润占比在 7 月为 19.9%，较 6 月上升 0.1 个百分点。

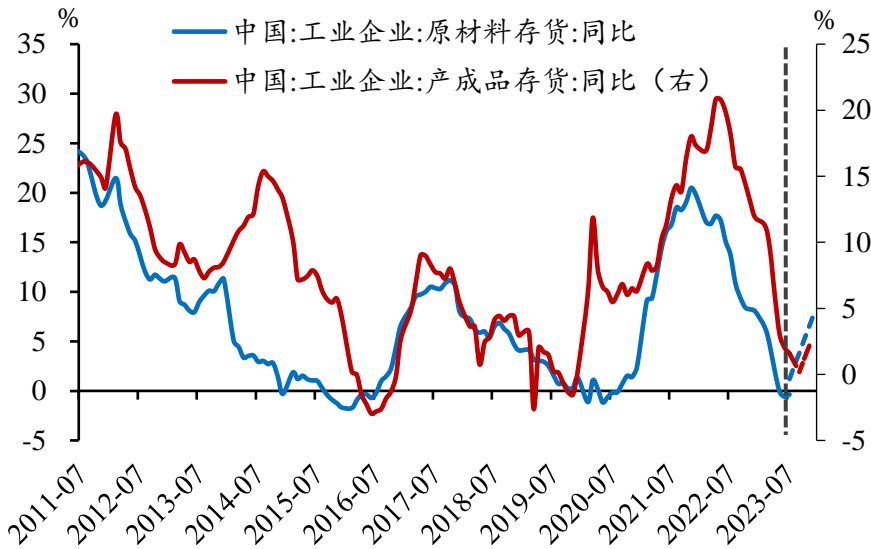
**图 20: 原材料库存同比与中游原材料加工业利润占比有较强的一致性**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 21: 大类行业利润占比**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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。但需要注意的是，本轮库存周期的补库强度与时长取决于出口和地产的恢复情况。

**图 22：2023 年四季度（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

**表 3：各行业库存增速分位（2012 年至今）**

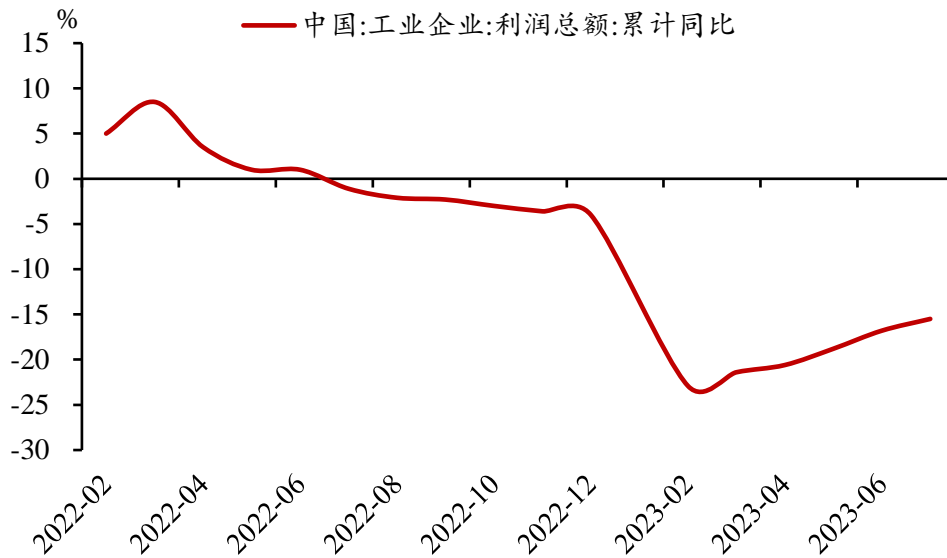
行业	4月库存分位数 (%)	5月库存分位数 (%)	6月库存分位数 (%)	7月库存分位数 (%)
煤炭开采和洗选业	76	79	72	63
石油和天然气开采业	15	13	7	9
黑色金属矿采选业	43	41	12	7
有色金属矿采选业	33	28	30	21
非金属矿采选业	19	20	22	29
石油、煤炭及其他燃料加工业	17	14	4	0
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	44	37	34	27
造纸及纸制品业	34	19	13	6
化学原料及化学制品制造业	47	33	12	0
化学纤维制造业	6	4	0	2
橡胶和塑料制品业	13	11	10	9
非金属矿物制品业	59	49	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

**PPI 触底回升，工业利润同比降幅有望继续收窄。**1-7 月工业企业利润同比-15.5%，降幅自 2023 年 2 月以来连续 5 个月收窄。根据工业企业利润的三因素分析模型，工业企业利润同比=工业增加值同比+PPI 同比+利润率同

比。PPI 除了能够直接影响利润增速之外，PPI 的变化还能通过利润率间接影响利润。PPI 在 7 月后触底回升，未来工业利润同比降幅有望继续收窄。

图 23：利润增速降幅持续收窄



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

我们认为，伴随政策发力，可以对 A 股的走势更加乐观一些。(1) 7 月 24 日政治局会议政策之后“政策底”进一步确认，一是支持民营经济发展壮大的举措不断出台，有利于改善民营企业经营环境，提振企业信心；二是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，城中村改造也有望为房地产市场需求带来增量资金。(2) 基本上，7 月原材料补库周期可能已经开启，我们预计四季度新一轮产成品库存周期也有望接踵而至。(3) 指数当前已计入较多的悲观预期，使用沪深 300 计算的股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位，权益市场的机会或大于风险。

**图 24：股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位**


资料来源：万得，信达证券研发中心

板块上，我们用类似美林时钟的方式，观测大类资产在库存周期各个阶段的表现。时间段上我们选择 2006 至 2019 年间完整的四轮库存周期，共 16 个阶段，大类资产采用股票、债券、商品与现金。在此之上，我们进一步将股票细分成金融、周期、消费、成长、稳定五大风格，以探索板块间轮动规律。

**表 4：库存周期四个阶段下大类资产表现**

各阶段资产表现 (%)		万得全A	中证国债指数	南华工业品指数	货币基金	对比
2006.06-2009.08						
主动补库	2006.06-2008.05	161.6	2.7	-7.2	5.8	股票>现金>债券>商品
被动补库	2008.06-2008.08	-33.7	-1.0	-2.5	0.8	现金>债券>商品>股票
主动去库	2008.09-2009.02	-5.2	11.0	-37.0	1.8	债券>现金>股票>商品
被动去库	2009.03-2009.08	33.8	-0.1	46.3	0.7	商品>股票>现金>债券
2009.09-2013.08						
主动补库	2009.09-2010.02	21.0	1.6	10.2	0.7	股票>商品>债券>现金
被动补库	2010.03-2011.10	-13.0	4.2	-10.5	4.4	现金>债券>商品>股票
主动去库	2011.11-2012.09	-14.0	5.5	-1.9	3.8	债券>现金>商品>股票
被动去库	2012.10-2013.08	9.1	0.6	-6.2	3.3	股票>现金>债券>商品
2013.09-2016.06						
主动补库	2013.09-2013.12	3.6	-2.9	-2.2	1.4	股票>现金>商品>债券
被动补库	2014.01-2014.08	12.3	5.2	-16.1	3.2	股票>债券>现金>商品
主动去库	2014.09-2015.12	88.0	13.1	-27.9	5.1	股票>债券>现金>商品
被动去库	2016.01-2016.06	-17.0	2.4	19.3	1.4	商品>债券>现金>股票
2016.07-2019.11						
主动补库	2016.07-2017.03	7.4	0.1	48.7	2.1	商品>股票>现金>债券
被动补库	2017.04-2018.08	-17.8	3.9	10.2	5.8	商品>现金>债券>股票
主动去库	2018.09-2019.02	8.3	4.5	0.6	1.6	股票>债券>现金>商品
被动去库	2019.03-2019.11	2.2	1.9	1.3	1.9	股票>债券>现金>商品

资料来源：万得，信达证券研发中心

**表 5：库存周期四个阶段下股市行业风格表现**

各阶段股票风格表现 (%)		金融	周期	消费	成长	稳定	对比
2006.06-2009.08							
主动补库	2006.06-2008.05	209.3	178.5	150.8	108.9	121.1	金融>周期>消费>稳定>成长
被动补库	2008.06-2008.08	-26.8	-39.8	-32.1	-37.6	-31.4	金融>稳定>消费>成长>周期
主动去库	2008.09-2009.02	-14.4	-5.6	-1.0	6.7	1.9	成长>稳定>消费>周期>金融
被动去库	2009.03-2009.08	35.0	42.2	33.5	36.9	16.5	周期>成长>金融>消费>稳定
2009.09-2013.08							
主动补库	2009.09-2010.02	14.9	23.2	40.5	35.8	16.1	消费>成长>周期>稳定>金融
被动补库	2010.03-2011.10	-23.0	-10.0	-1.9	-5.9	-23.5	消费>成长>周期>金融>稳定
主动去库	2011.11-2012.09	-5.7	-24.4	-11.8	-17.9	-14.1	金融>消费>稳定>成长>周期
被动去库	2012.10-2013.08	12.4	-1.0	8.8	34.4	8.1	成长>金融>消费>稳定>周期
2013.09-2016.06							
主动补库	2013.09-2013.12	-0.1	2.6	7.7	5.9	0.2	消费>成长>周期>稳定>金融
被动补库	2014.01-2014.08	6.7	15.2	8.7	17.4	10.8	成长>周期>稳定>消费>金融
主动去库	2014.09-2015.12	87.0	79.9	78.1	99.7	94.4	成长>稳定>金融>周期>消费
被动去库	2016.01-2016.06	-13.8	-16.3	-15.9	-19.2	-24.1	金融>消费>周期>成长>稳定
2016.07-2019.11							
主动补库	2016.07-2017.03	7.0	8.1	11.1	-5.3	23.7	稳定>消费>周期>金融>成长
被动补库	2017.04-2018.08	-3.9	-26.2	-9.3	-27.8	-22.1	金融>消费>稳定>周期>成长
主动去库	2018.09-2019.02	16.7	3.3	6.7	7.0	6.4	金融>成长>消费>稳定>周期
被动去库	2019.03-2019.11	2.0	-4.8	15.3	1.6	-6.4	消费>金融>成长>周期>稳定

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

经由剖析库存周期中不同阶段大类资产以及行业板块的涨跌, 可以发现库存周期的变化对资产价格以及板块的轮动有着显著的影响。

▶主动补库存: 股票>商品>现金>债券; 消费、周期板块领先

大类资产: 股票>商品>现金>债券。伴随需求持续好转, 企业盈利能力较强, 刺激企业快速扩产, 股票表现强势, 原油、工业金属等对经济景气度弹性较高的商品走牛; 同时, 货币政策收紧预期升温, 债券吸引力下降。

行业风格: 消费>周期>稳定>成长>金融。

▶被动补库存: 现金>债券>商品>股票; 消费、金融相对抗跌

大类资产: 现金>债券>商品>股票。需求的强劲势头逐渐退坡, 企业被动补库存。此阶段一般货币政策偏紧, 且需求下降对企业盈利形成拖累, 股票表现不佳, 债券的配置价值边际上升; 持有现金是最优的选择。

行业风格: 消费>金融>成长>稳定>周期。

▶主动去库存: 债券>股票>现金>商品; 利率敏感型的成长、金融受益

大类资产: 债券>股票>现金>商品。需求持续走弱, 此阶段货币政策趋松, 而实体经济融资需求较弱, 债券的配置价值凸显; 由于企业主动减产以达到去库存的目的, 商品成为表现最差的资产。

行业风格: 成长>金融>稳定>消费>周期。

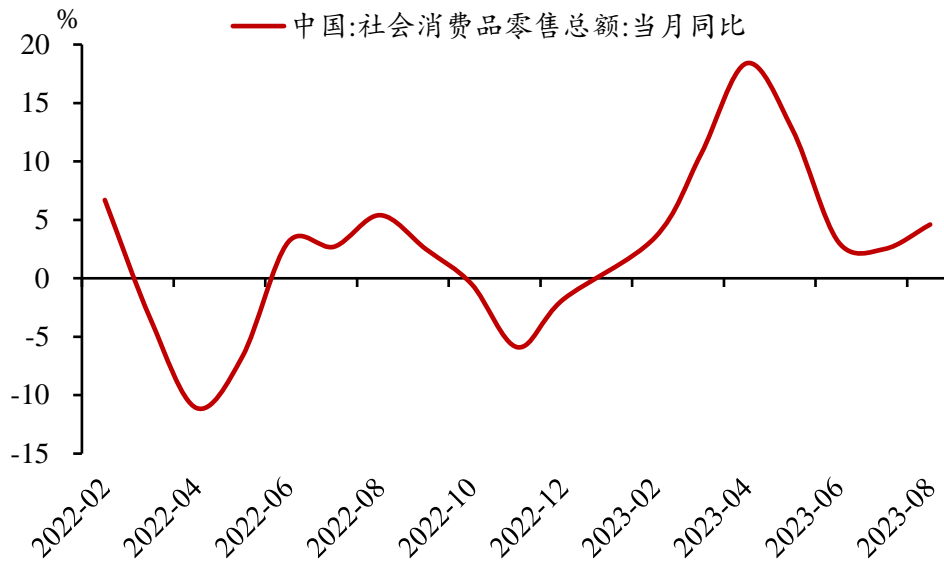
▶被动去库存: 股票>债券=商品>现金; 对景气度上行弹性较大的金融、消费领跑

大类资产: 股票>债券=商品>现金。需求边际上好转, 企业被动去库存, 受益于企业盈利预期改善与风险偏好提升, 股票成为此阶段表现最好的资产; 流动性宽松, 但融资需求回暖, 债券从牛市转为震荡; 现金吸引力较低。

行业风格: 金融>消费=成长>周期>稳定。

**关注顺周期的投资主线。**一是原材料库存周期有望开启，并推动中上游行业供需格局持续改善，受益的行业包含煤炭、油气油服、钢铁。二是库存水平偏低，景气度改善斜率可能较大的消费板块，包含食品、酒饮料、家电等。8月社零同比增速超预期，显示“就业-收入-消费”循环进一步被打通，居民消费或延续修复。另外，历次补库存阶段消费板块表现均较为亮眼。

图 25：8月社零增速回升



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 风险因素

---

政策超预期收紧；历史数据及规律不能代表未来。



## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。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，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。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。