

## 经济周期专题

## 库存周期的历史经验

## 投资要点:

从2000年以来工业企业产成品库存的走势来看，我国大致经历了6轮完整的库存周期。历史经验显示，我国库存周期主要呈现以下规律特征：

- 1) 2000年以来我国库存周期长度平均约为40个月。过去六轮库存周期，持续时长最短30个月，最长48个月，平均长度为39.3个月。
- 2) 库存周期的各个阶段中，被动去库存阶段相对持续时间较短，过去6轮库存周期被动去库阶段平均时长为6.8个月，这意味着营收增速的向上拐点平均领先库存增速拐点半年左右。预期外事件的冲击下，库存周期并不一定会完整的经历所有阶段。
- 3) 相比于说库存周期是带动经济复苏或者导致经济增速下降的直接动因，将库存周期描述为企业对不同经济环境做出的生产意愿以及库存计划的调整更为准确。从2000年以来我国库存周期的变化来看，在每一轮库存周期开始补库存阶段之前，我们都能看到需求端的扩张或者企业利润的改善，即使是在我国经济从高速增长转向中高速增长后的两轮库存周期，2013年新一轮库存周期开启之前有2012年的二次刺激带动短期经济弱复苏以及房地产周期上行，2016年的补库存也是在发生供给侧改革带动工业品价格持续抬升、企业利润改善后。
- 4) 企业的库存调整具有明显的顺周期性，能够对经济波动形成正向反馈，但企业补库的强弱仍然取决于终端需求是否显著扩张。对比过去6轮库存周期补库与去库阶段持续时间，可以发现，第二、三、四轮周期中企业补库势头强劲，对应的是中国经济增长最为强势的阶段。2013年的库存周期由于需求较弱，企业补库仅持续了12个月，远不及去库的22个月。2016年的库存周期虽然从时长来看，企业补库持续了26个月，但从2017年二季度开始，一直到2018年二季度，企业库存增速基本上一直稳定在平台期，并未出现明显的扩张。

往后看，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。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。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

历史经验不代表未来、经济数据不及预期、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、《一周综评与展望：关注海外流动性变化》— 2023.09.24
- 2、《如何看待四季度库存周期机会》— 2023.09.18
- 3、《一周综评与展望：经济数据持续回暖》— 2023.09.16

## 正文目录

1	什么是库存周期.....	1
1.1	库存周期的定义.....	1
1.2	如何观测库存周期.....	2
2	库存周期的历史经验.....	6
3	四季度库存周期有望向上.....	12
4	风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1: 库存周期的不同阶段 .....	1
图表 2: 工业企业产成品库存同比增速走势 .....	2
图表 3: 企业营业收入与产成品库存增速对比.....	3
图表 4: PPI 与企业产成品库存增速对比.....	3
图表 5: PMI 产成品库存指数与工业企业产成品库存增速走势对比.....	4
图表 6: PMI 原材料库存指数与工业企业产成品库存增速走势对比.....	4
图表 7: 2017 年至今工业企业产品销售率变化情况 (%) .....	5
图表 8: 2017 年至今工业企业库存销售比变化情况.....	5
图表 9: 2000 年以来经历了六轮完整的库存周期 .....	7
图表 10: 2000 年以来六轮库存周期的阶段划分 .....	7
图表 11: 2000 年至 2002 年库存周期的阶段划分 .....	8
图表 12: 2002 年至 2006 年库存周期的阶段划分 .....	9
图表 13: 2006 年至 2009 年库存周期的阶段划分 .....	10
图表 14: 2009 年至 2013 年库存周期的阶段划分 .....	11
图表 15: 2013 年至 2016 年库存周期的阶段划分 .....	11
图表 16: 2016 年至 2019 年库存周期的阶段划分 .....	12

## 1 什么是库存周期

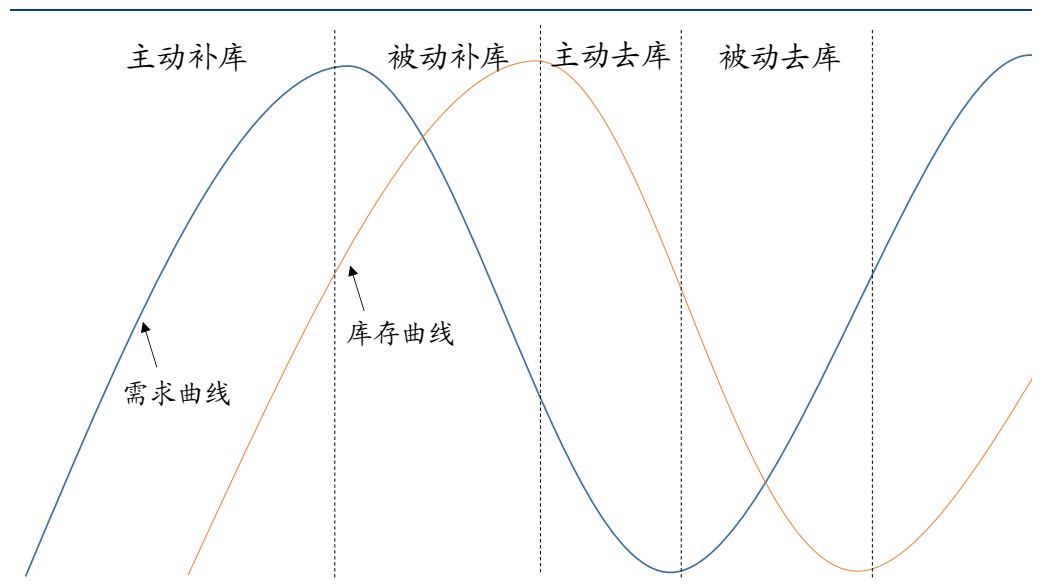
### 1.1 库存周期的定义

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。

在《经济因素中的周期与趋势》中，基钦通过对美国及英国 1890 年到 1922 年期间银行清算、商品价格以及利率变化的研究发现，经济中存在着 1) 两种周期，大周期与小周期，小周期平均长度约为 40 个月，大周期通常由 2 个或 3 个小周期组成，以及 2) 大部分呈直线运动的基本运动趋势。他认为，经济 and 价格周期本质是大众心理的周期性变化，通过资本生产活动做出反应。

企业生产活动对经济环境的不同反应导致了企业库存周期的变化。一般来说，在经济需求走弱初期，企业生产活动尚未调整，由于市场需求的下降，企业库存会被动增加，库存周期进入被动补库存阶段；随着需求的下降，企业生产活动开始放缓，减少产出并主动降低库存，库存周期进入主动去库存阶段；随着经济的好转，需求开始回升，需求上升导致企业库存被动降低，库存周期进入被动去库存阶段；为了满足不断上升的市场需求，企业生产活动开始加快，产出增加并主动提高库存，库存周期进入主动补库存阶段。

图表 1：库存周期的不同阶段

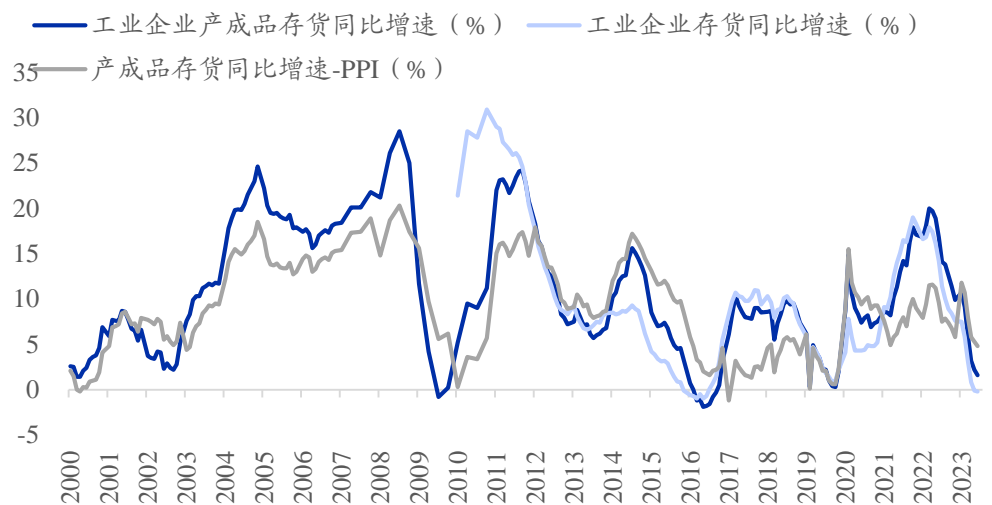


来源：华福证券研究所

## 1.2 如何观测库存周期

工业企业的产成品存货同比增速是常用的观测库存周期的指标。统计局每年会公布 GDP 中因为存货增加导致的资本形成总额，但由于频率较低，市场目前仍然主要参考工业企业产成品库存的数据。统计局每月会公布规模以上工业企业的主要经济效益指标，包括工业企业的存货以及产成品存货数据，其中，企业存货除去产成品外还包括原材料、在产品、半成品以及周转材料等。值得注意的是，与其他经济效益指标相同，存货及产成品存货均为包含价格因素的名义值而不是实际值，在价格波动较大的环境中，工业企业产成品存货同比增速的变化并不一定代表实际库存数量的变化，也可能来自于价格因素的变化。不过从数据来看，多数情况下，剔除价格因素的库存变化与工业企业产成品存货的同比增速基本保持一致。

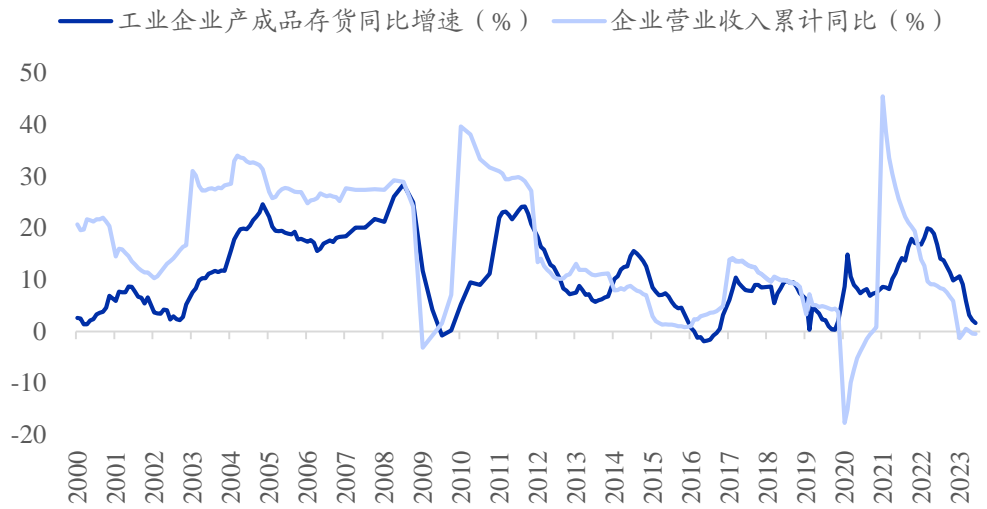
**图表 2：工业企业产成品库存同比增速走势**



来源：iFind、华福证券研究所

企业感知市场需求变化的两个最直接来源是价格和收入，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。从数据上来看，工业企业营业收入增速与 PPI 价格指数的变化拐点的确实要略领先于工业企业产成品存货同比增速的拐点。

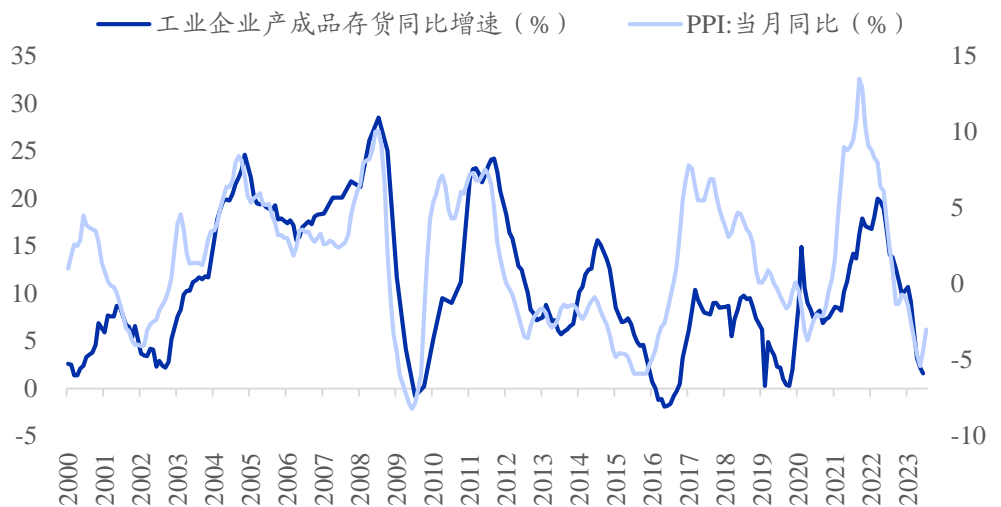
**图表 3：企业营业收入与产成品库存增速对比**



来源：iFind、华福证券研究所

注：2017 年以前的企业营收数据为主营业务收入

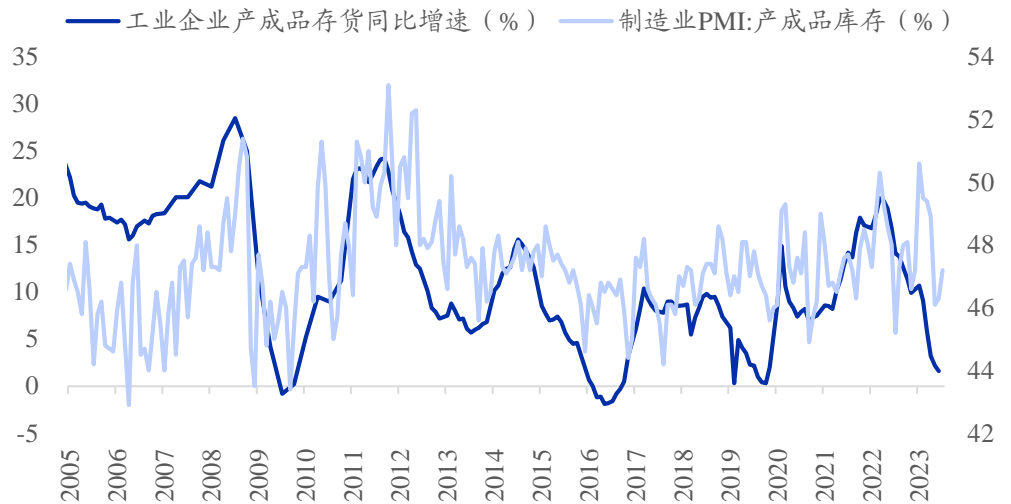
**图表 4：PPI 与企业产成品库存增速对比**



来源：iFind、华福证券研究所

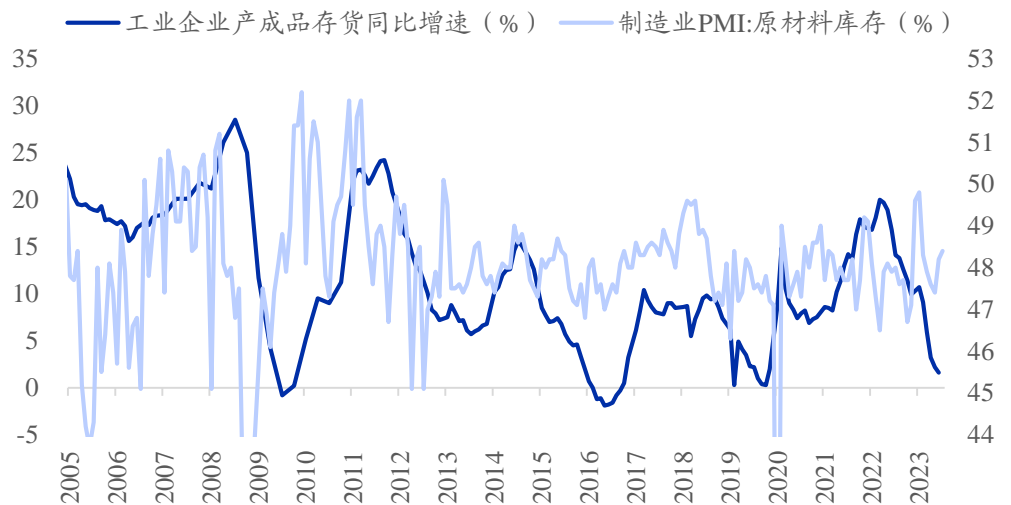
在判断库存周期的过程中，还可以参考 **PMI 库存相关分项指数**。PMI 指数是通过通过对采购经理的月度调查汇总出来的指数，在计算库存相关分项时采用扩散指数法，即正向回答的百分数加上回答不变的百分数的一半。从历史数据来看，制造业 PMI 中的产成品库存以及原材料库存走势大体上与工业企业产成品存货同比增速保持一致。但由于指数波动性较大，迷惑性较强，在判断库存周期所处的位置时，PMI 库存相关指数可以作为参考指标，但很难作为主要的决定性指标。

**图表 5: PMI 产成品库存指数与工业企业产成品库存增速走势对比**



来源: iFind、华福证券研究所

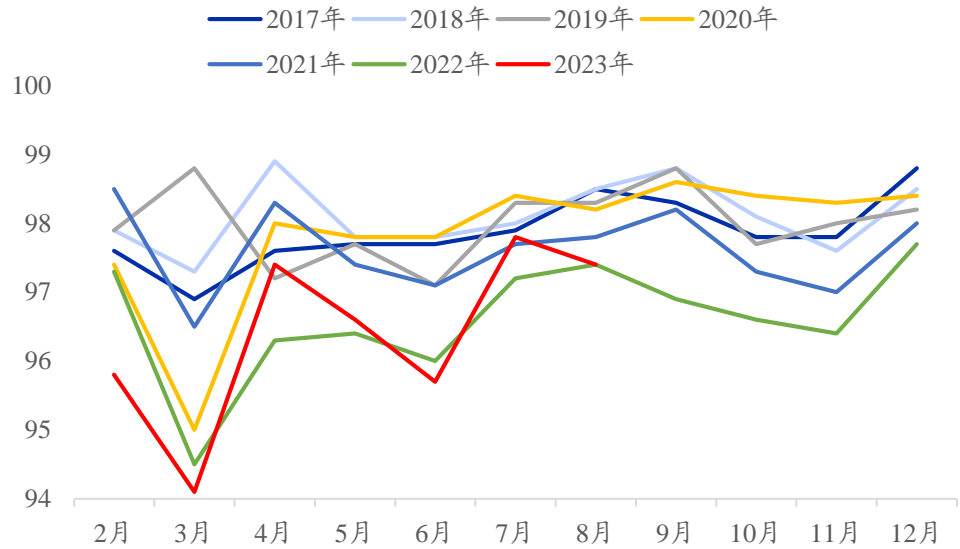
**图表 6: PMI 原材料库存指数与工业企业产成品库存增速走势对比**



来源: iFind、华福证券研究所

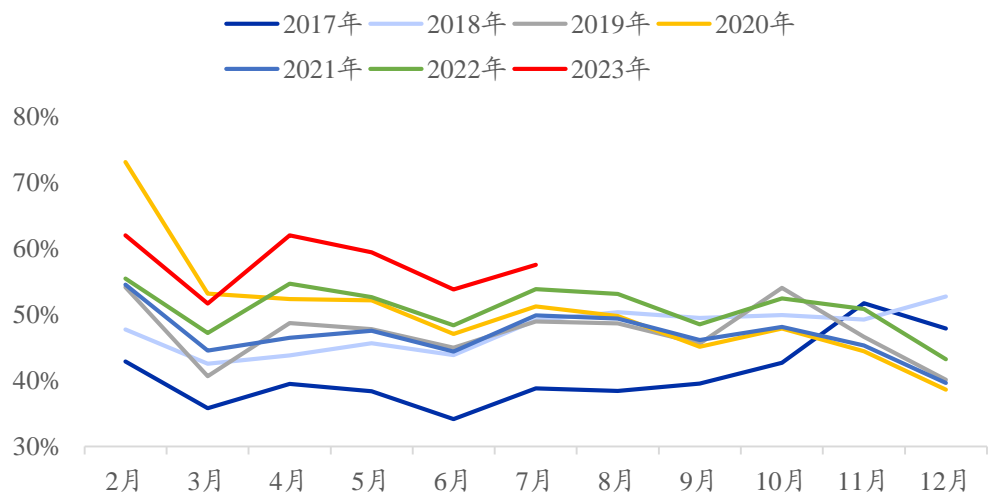
了解企业的生产情况和销售情况也有助于判断库存周期所处位置，主要是产品销售率以及库存销售比指标。产品销售率是销售产值和工业总产值的比率，用来反映工业产品的产销衔接情况，产品销售率越高，代表工业生产转换为销售的速度更快。从历史数据来看具有较为明显的季节性特征，二季度企业产品销售率一般会下降，三季度再次回升，10月11月小幅放缓后，年底再次上升。库存销售比是指库存量与销售额的比率，库销比越低代表商品周转效率越快。

图表 7：2017 年至今工业企业产品销售率变化情况 (%)



来源：iFind、华福证券研究所

图表 8：2017 年至今工业企业库存销售比变化情况



来源：iFind、华福证券研究所

## 2 库存周期的历史经验

从 2000 年以来工业企业产成品库存的走势来看，以波谷-波谷为一个完整的库存周期，我国大致经历了 6 轮完整的库存周期。历史经验显示，我国库存周期主要呈现以下规律特征：

- 1) **2000 年以来我国库存周期长度平均约为 40 个月。**我国六轮库存周期分别发生在 2000 年至 2002 年、2002 年至 2006 年、2006 年至 2009 年、2009 年至 2013 年、2013 年至 2016 年以及 2016 年至 2019 年，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。
- 2) **库存周期的各个阶段中，被动去库存阶段相对持续时间较短，营收增速的向上拐点平均领先库存增速拐点半年左右。**通常来说，每轮库存周期一般会完整包含 4 个阶段，其中，被动去库存阶段持续时间会相对较短，2000 年以来库存周期的被动去库阶段平均时长为 6.8 个月，这意味着营收增速的向上拐点平均领先库存增速拐点半年左右。不过如果存在预期外的事件冲击，库存周期并不一定会完整的经历所有阶段，比如 2020 年新冠疫情的冲击，导致企业跳过被动去库阶段直接进入新一轮补库周期。
- 3) **相比于说库存周期是带动经济复苏或者导致经济增速下降的直接动因，将库存周期描述为企业对不同经济环境做出的生产意愿以及库存计划的调整更为准确。**换句话说，企业在见到需求改善或恶化的信号后调整对未来需求的预期进而调整生产及库存计划，因此形成我们所观测到的库存周期。从 2000 年以来我国库存周期的变化来看，在每一轮库存周期开始补库存阶段之前，我们都能看到需求端的扩张或者企业利润的改善，即使是在我国经济从高速增长转向中高速增长后的两轮库存周期，2013 年新一轮库存周期开启之前有 2012 年的二次刺激带动短期经济弱复苏以及房地产周期上行，2016 年的补库存也是在发生供给侧改革带动工业品价格持续抬升、企业利润改善后。
- 4) **企业的库存调整具有明显的顺周期性，能够对经济波动形成正向反馈，但企业补库的强弱仍然取决于终端需求是否显著扩张。**对比过去 6 轮库存周期补库与去库阶段持续时间，可以发现，第二、三、四轮周期中企业补库势头强劲，对应的是中国经济增长最为强势的阶段。2013 年的库存周期由于需求较弱，企业补库仅持续了 12 个月，远不及去库的 22 个月。2016 年的库存周期虽然从时长来看，企业补库持续了 26 个月，但从 2017 年二季度开始，一



直到 2018 年二季度，企业库存增速基本上一直稳定在平台期，并未出现明显的扩张。

**图表 9：2000 年以来经历了六轮完整的库存周期**

库存周期	时间区间	持续时长	补库存驱动因素	去库存驱动因素
第一轮	2000.05-2002.10	30 个月	去产能+房地产市场化改革	全球经济衰退，经济二次探底
第二轮	2002.11-2006.05	43 个月	加入 WTO，出口快速增长+房地产进入新一轮上行周期	控制过度投资经济过热的宏观调控政策陆续出台
第三轮	2006.06-2009.08	39 个月	内外需同步提升	金融危机冲击
第四轮	2009.09-2013.08	48 个月	“四万亿”等刺激政策	货币政策收紧，经济增速下滑
第五轮	2013.09-2016.06	34 个月	2012 年二次刺激及房地产上行	经济增速下滑
第六轮	2016.07-2019.12	42 个月	供给侧改革带动价格抬升，企业利润改善	中美贸易战，去杠杆导致民企融资难，经济持续下行

来源：iFind、华福证券研究所

**图表 10：2000 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

具体来看：

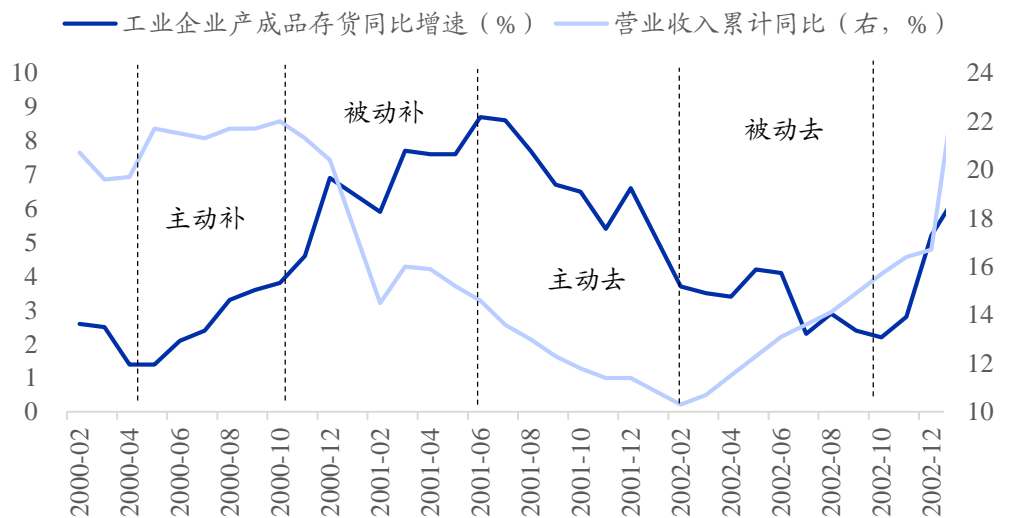
1998 年亚洲金融危机的冲击导致需求承压，供给端过度投资产能过剩的问题显现，同年国企改革开始推进，并提出国有企业“三年脱困”的目标，以纺织行业为首开始了去产能，煤炭、钢铁、有色、建材等行业也逐步推行压产改革。1998 年与国企改革和去产能同步进行的还有对房地产、教育以及医疗等领域的市场化改革，这其中，由于房地产庞大的体量和其上下游巨大的产业链，房地产市场化改革对于宏观经

济增长产生了极其重大的影响。到 2000 年，中国经济的长周期底部开始出现，2000 年 GDP 触底反弹结束了此前七年的连续下行，此前去产能的行业利润也出现了大幅回升，库存周期也开始了新一轮的补库阶段。

2000 年至 2002 年这一轮库存周期从 2000 年 5 月开始，到 2002 年 10 月为止，这轮周期中补库存持续了 14 个月，去库存持续了 16 个月。并且这一轮库存周期经历了完整的 4 个阶段。

从 2000 年 5 月到 2000 年 10 月，库存同比增速与营业收入增速同步上升，企业主动补库存持续了 6 个月。企业在 2000 年 11 月进入了被动补库存阶段，一直到 2001 年 6 月库存增速达到顶点，这一时期持续了 8 个月。随后企业库存开始下降，库存周期进入去库存阶段，直至 2002 年 2 月企业营收增速阶段性触底，持续时长为 8 个月。2002 年 3 月开始，企业营收增速开始回升，一直到 2002 年 10 月企业库存增速触底，企业完成持续 8 个月的被动去库存阶段。

**图表 11：2000 年至 2002 年库存周期的阶段划分**



来源：iFind、华福证券研究所

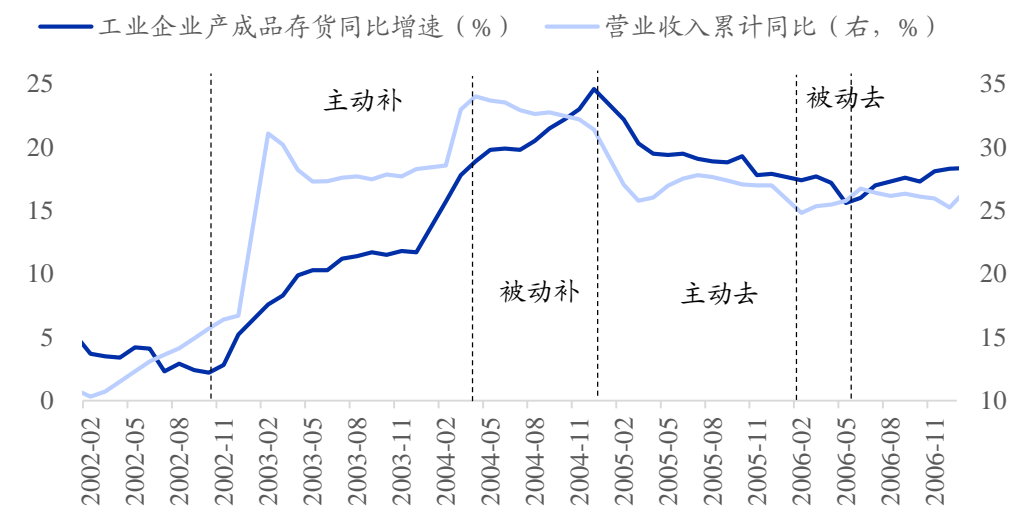
2001 年中国加入 WTO，出口开始快速增长；同时，房地产市场化改革效果持续显现，2002 年中国经济进入新一轮的上行周期，经济增长指标全面回升。旺盛的国内外需求带动企业强烈的补库意愿，企业进入新一轮的库存周期。2003 年，经济出现“过快”增长势头，其中最核心的是固定资产投资增速过快，全年增速达到了 28.4%。投资增长过快导致我国电力、交通运输等出现了短缺，原材料及大宗商品的价格也节节攀升。2004 年，包括使用行政手段抑制部分行业投资项目、提准、加息等在内的各项宏观调控政策陆续出台，到 2005 年，固定资产投资增速开始保持平稳，“经济过

热”问题得到了有效控制，也推动了本轮库存周期进入去库存阶段。值得注意的是，2005 年经济仍然保持着两位数的增长速度，整体需求还是处于高位，所以从绝对水平来看，本轮去库阶段工业企业产成品的库存同比增速绝对水平并不低。

2002 年至 2006 年这一轮库存周期持续时间更长，从 2002 年 11 月开始至 2006 年 5 月持续了 43 个月。其中，补库存周期从 2002 年的 11 月至 2004 年 12 月，去库存周期由 2005 年年初持续至 2006 年 5 月。

此轮库存周期的主动补库存阶段从 2002 年 11 月开始至 2004 年 4 月，持续时长为 18 个月。随着营收增速的阶段性回落，一直到 2004 年底库存增速见顶，被动补库存阶段持续 8 个月。2005 年初，企业进入主动去库存阶段，到 2006 年 2 月，持续时长为 14 个月。2006 年 3 月至 2006 年 5 月，本轮周期中被动去库存阶段仅持续了 3 个月。

**图表 12：2002 年至 2006 年库存周期的阶段划分**



来源：iFind、华福证券研究所

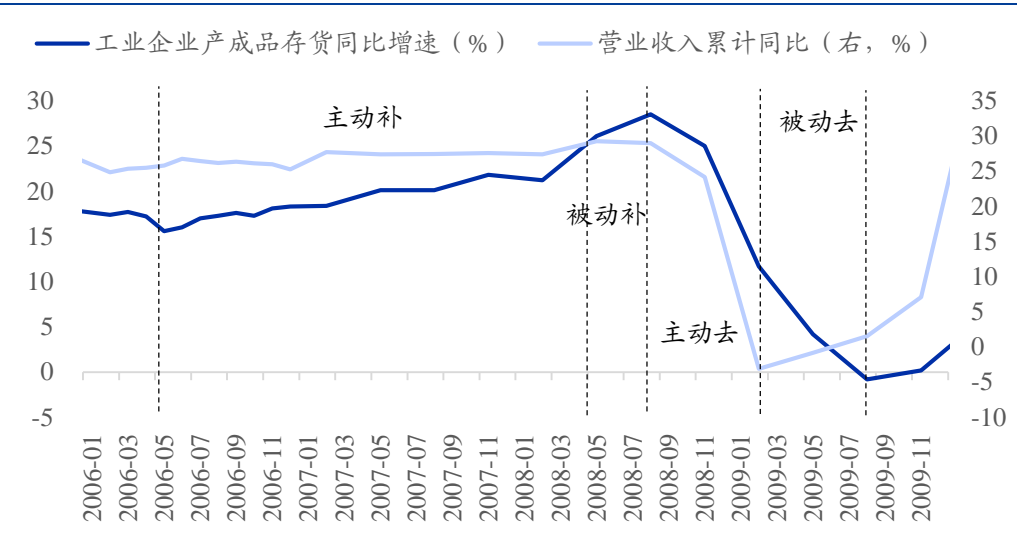
2006 年中国经济维持非常好的运行状态，全年实际 GDP 增速为 12.7%，较上年提高 1.3%；2007 年实际 GDP 增速继续上升至 14.2%，是自 2002 年以来连续第六年加速上行。内外需的同步提升推动企业进入新一轮库存周期，内需方面，房地产投资增长 2006 年开始加速，一直持续到 2008 年 6 月，外需方面，出口增速回升，直到金融危机才出现了断崖式下跌。2008 年 9 月，次贷危机深化为金融危机，四季度美日欧等主要全球经济体均陷入经济衰退，导致我国经济急转直下，企业也进入了本轮库存周期的去库阶段。由于金融危机对我国经济的冲击迅速且严重，本轮去库存的节奏快、幅度深。

2006 年至 2009 年这一轮库存周期开始的时间是 2006 年 6 月，在 2009 年 8 月结束。其中补库存阶段从 2006 年 6 月持续至 2008 年 8 月，2008 年 9 月至 2009 年

8 月进入去库存阶段。

2008 年 5 月之前，企业营收增速平稳上升，企业主动补库存持续了 24 个月。企业在 2008 年 6 月至 2008 年 8 月共计 3 个月短暂的被动补库存后快速进入了主动去库存周期，一直持续到 2009 年 2 月企业营收增速阶段性见底，持续时长为 6 个月。2009 年 3 月至 2009 年 8 月，企业开始了时长 6 个月的被动去库存阶段。

**图表 13：2006 年至 2009 年库存周期的阶段划分**



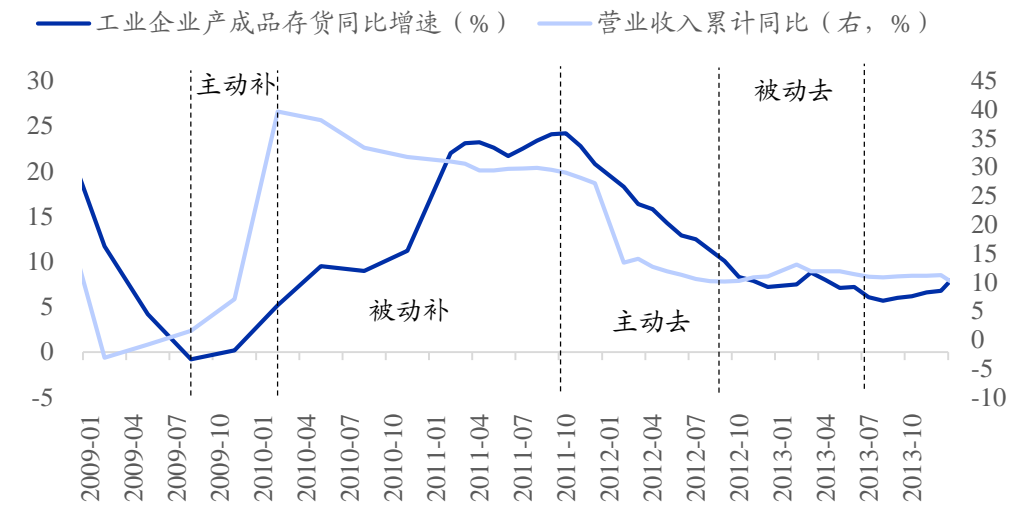
来源：iFind、华福证券研究所

为了抵御金融危机对经济造成的冲击，2008 年下半年我国经济政策出现了全面转向。2008 年下半年，央行四次下调存款准备金率，五次下调存贷款基准利率。2008 年 11 月 9 日，国常会确定了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，11 月 10 日“四万亿”经济刺激计划正式推出，2009 年初十项产业振兴规划相继出台。一系列经济刺激政策及宽松的货币环境下，我国经济在 2009 年出现深 V 型走势，需求的快速反弹推动我国库存周期进入新一轮补库存阶段。2010 年由于通胀随着经济回升也出了明显上升，央行开始加息和提高存款准备金率，货币政策再次收紧，经济增速开始逐季下滑，企业也从补库阶段进入去库阶段。

2009 年至 2013 年库存周期起始时间点为 2009 年 9 月，结束时间点为 2013 年 8 月，持续时间长达 4 年。其中，补库存周期为 2009 年 9 月至 2011 年 10 月，去库存周期为 2011 年 11 月至 2013 年 8 月。

企业营收增速在 2010 年 2 月达到高点，主动补库存阶段仅持续 6 个月。2010 年 3 月起进入被动补库存阶段，一直持续到 2011 年 10 月，持续时间为 20 个月。2011 年 11 月至 2012 年 9 月为主动去库存阶段，持续时长为 11 个月。2012 年 10 月至 2013 年 8 月为被动去库存阶段，持续时长也为 11 个月。

**图表 14：2009 年至 2013 年库存周期的阶段划分**



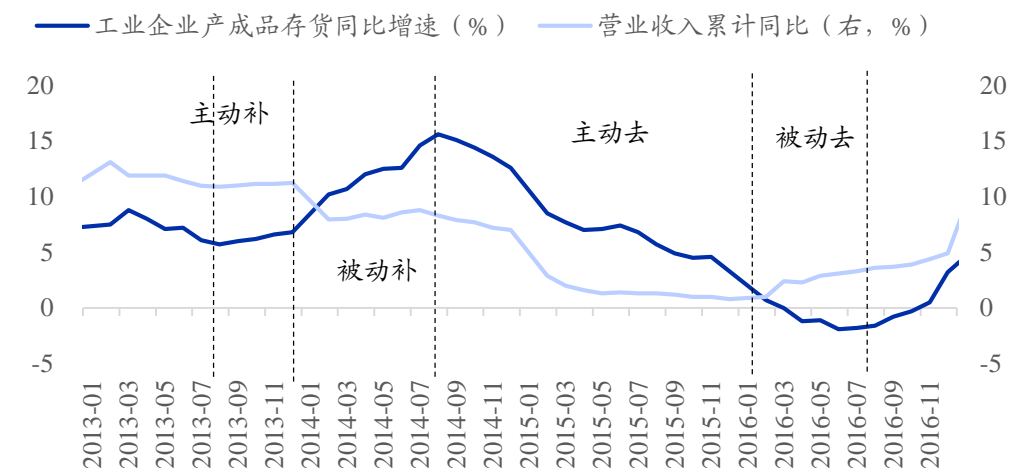
来源：iFind、华福证券研究所

2012 年随着经济增速的快速下行，中国政府采取了“新一轮”的经济刺激政策，包括两次降准、两次降息，批复大量的投资项目。同时，房地产调控政策开始陆续放松，房地产进入新一轮上行周期。2012 年底经济开始弱复苏，在这个背景下，2013 年初，企业库存增速出现了小幅回升，但很快再次下降，一直持续到 2013 年三季度末去库完全结束后才进入新一轮的补库周期。但由于此前经济刺激政策遗留的问题并未完全消化，14、15 年我国经济增速进一步下滑，很快，企业进入了去库存阶段。

2013 年至 2016 年的库存周期从 2013 年 9 月开始至 2016 年 6 月结束，持续时间为 34 个月。其中，补库存周期由 2013 年 9 月到 2014 年 8 月，持续时间为 1 年，去库存周期由 2014 年 9 月至 2016 年 6 月，持续时长为 22 个月。

本轮主动补库存从 2013 年 9 月到 2013 年年底，仅持续 4 个月。2014 年开始，企业进入被动补库存阶段，一直到 2014 年 8 月，持续了 8 个月。2014 年 9 月至 2015 年 12 月是主动去库存阶段，2016 年开始至 2016 年 6 月进入被动去库存。

**图表 15：2013 年至 2016 年库存周期的阶段划分**



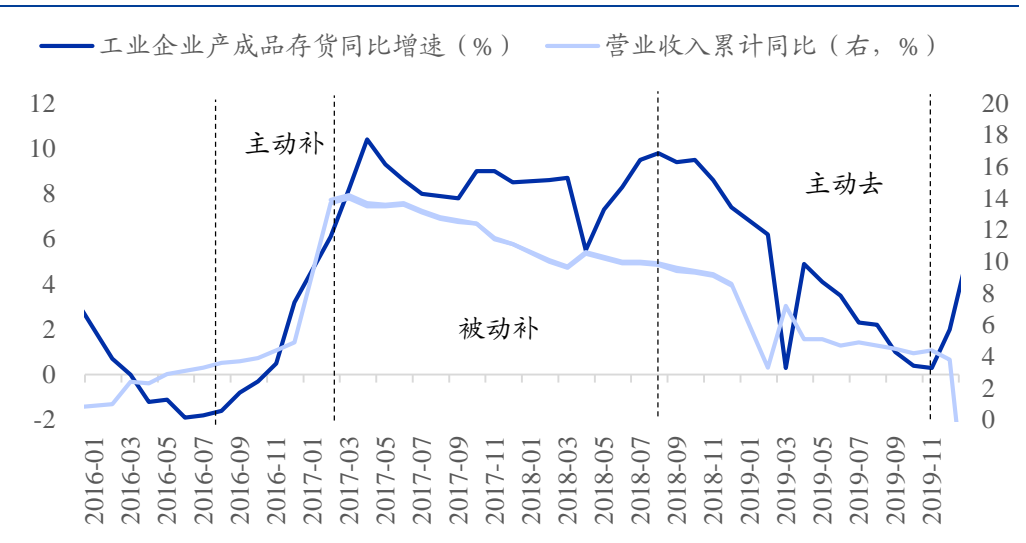
来源：iFind、华福证券研究所

2016 年我国开始供给侧结构性改革，主要涉及产能过剩、楼市库存大、债务高企三个方面，推行“三去一降一补”的政策，即去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。过剩产能的清理带动价格抬升，名义经济增速也开始回升，企业利润改善，2016 年下半年开始企业进入新一轮补库周期。2018 年中美贸易摩擦不断升级给经济带来较大的不确定性，更为重要的是在“去杠杆”导向的宏观经济政策背景下，信用利差快速飙升，民营企业融资难融资贵的问题愈发突出，叠加经济的持续下行，工业企业开始进入漫长的去库存阶段。

2016 年至 2019 年的库存周期从 2016 年 7 月持续至 2019 年 12 月，持续时长为 42 个月。本轮库存周期补库与去库的阶段划分并不明显，因为在经历了一段时间明确的库存增速上升后，从 2017 年二季度开始，一直到 2018 年二季度，企业的库存增速都稳定在 8%-9% 左右的水平，2018 年三季度开始才进入明确的去库阶段。

2016 年 7 月至 2017 年 3 月为主动补库存阶段，持续时长为 9 个月。经历了较长一段时间的平台期后，2018 年 9 月开始进入了主动去库存阶段。由于 2020 年新冠疫情，本轮库存周期并未经历被动去库存阶段，而被动进入了新一轮的补库周期。

**图表 16：2016 年至 2019 年库存周期的阶段划分**



来源：iFind、华福证券研究所

### 3 四季度库存周期有望向上

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。

时间上来看，当前库存周期也已接近尾声。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。

此外，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。过去 6 轮库存周期的经验显示，营收增速的向上拐点平均领先库存增速拐点半年左右。PPI 的拐点同样要领先于库存周期的拐点，平均领先时长为 5 个月左右。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%，领先指标均已出现向上拐点。按照历史规律，四季度库存周期也有望迎来向上拐点。

综上所述，我们认为四季度库存周期有望迎来向上拐点。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

**历史经验不代表未来。**本文研究基于丰富的历史数据，但历史经验规律并不代表未来一定会发生。

**经济数据不及预期。**当期经济仍然存在较多不确定性，复苏基础仍需巩固，外需走弱、民间投资不足、市场需求不足、通胀持续低迷等问题不利于企业效益改善。不过一系列政策措施陆续出台，未来经济恢复情况有待观察。

**海外市场大幅波动等。**美联储最新一次议息会议维持利率不变，但最新公布的点阵图显示，多数美联储官员继续保留年内还会有一次加息的预期；此外，当前海外经济仍存在衰退担忧。

## 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