

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

三问本轮库存周期

2023年10月28日

摘要:

本文从三个问题出发,详细解析近期库存周期的变化。(1)新一轮库存周期开始了吗?(2)哪些行业已经开启补库存?(3)如何看待本轮补库存的持续性?

- **第一问,新一轮库存周期开始了吗?**使用产成品存货同比划分库存周期,上一轮去库存始于2022年5月,截至2023年7月,工业企业连续15个月去库存,产成品存货增速降至1.6%。2023年8月,产成品存货增速触底回升至2.4%,9月继续上升至3.1%,说明新一轮库存周期已经开启。另外,表征需求变化的工业企业营收8月在连续三个月下降后首次实现增长,由7月份同比下降1.4%转为增长0.8%,9月增速提高至1.2%,我们由此判断,目前工业企业处于“主动补库存”阶段。
- **第二问,哪些行业已经开启补库存?**从大类行业来看,8月原材料加工、下游制造业、下游消费品均展现出补库的迹象。8月上游采掘业库存同比仍在下滑的过程当中,我们认为原因可能在于其库存水平仍然偏高,去化还未结束。我们判断,三季度以来原材料加工业与下游消费品利润持续改善,一定程度上推动了企业补库存。另外,国内新动能不断发展壮大,下游制造业今年以来保持着较高的景气度,叠加近期出口有所好转,下游制造业库存增速也出现上升,与9月制造业投资走强形成呼应。
- **第三问,如何看待本轮补库存的持续性?**整体来看,国内需求仍然没有摆脱偏弱的困境,这可能会制约库存周期的高度。但我们研究发现,一些积极的因素正在累积,或能对企业补库动能起到增进作用。(1)全球制造业近期展现出边际回暖的迹象,出口改善有望延续。使用PMI观察世界经济体的景气度变化,最近几个月,全球制造业PMI共振回升。综合考虑外需的积极变化与四季度偏低的基数,我们判断后续出口同比增速或将进一步回升,年内出口增速有望转正。(2)10月24日全国人大常委会批准国务院增发国债1万亿元,稳增长再加力。用途上,增发的国债主要用于灾后恢复重建、水利工程等,意味着增发国债主要通过基建投资发挥作用。根据我们的测算,增发1万亿国债预计拉动明年基建投资4-5个百分点,拉动GDP 0.7-0.8个百分点左右。除了对经济的直接拉动,我们认为,本次超出市场预期的增发国债表明了政府稳定经济增长的态度,有利于提振微观主体的信心与预期。除了上述两点之外,从周期嵌套的角度来看,2023年上半年库存周期和产能周期都在探底阶段,2023Q3二者都出现了触底回升的迹象。我们认为,后续伴随政策发力与微观主体的信心修复,需求端或将进一步改善,库存周期与产能周期的共振向上值得期待。
- **风险因素:**信贷政策收紧;海外衰退幅度超预期。

目录

一、三问本轮库存周期.....	3
二、工业企业利润维持两位数增长.....	8
三、中游原材料加工业、下游消费品表现亮眼.....	9
风险因素.....	10

图目录

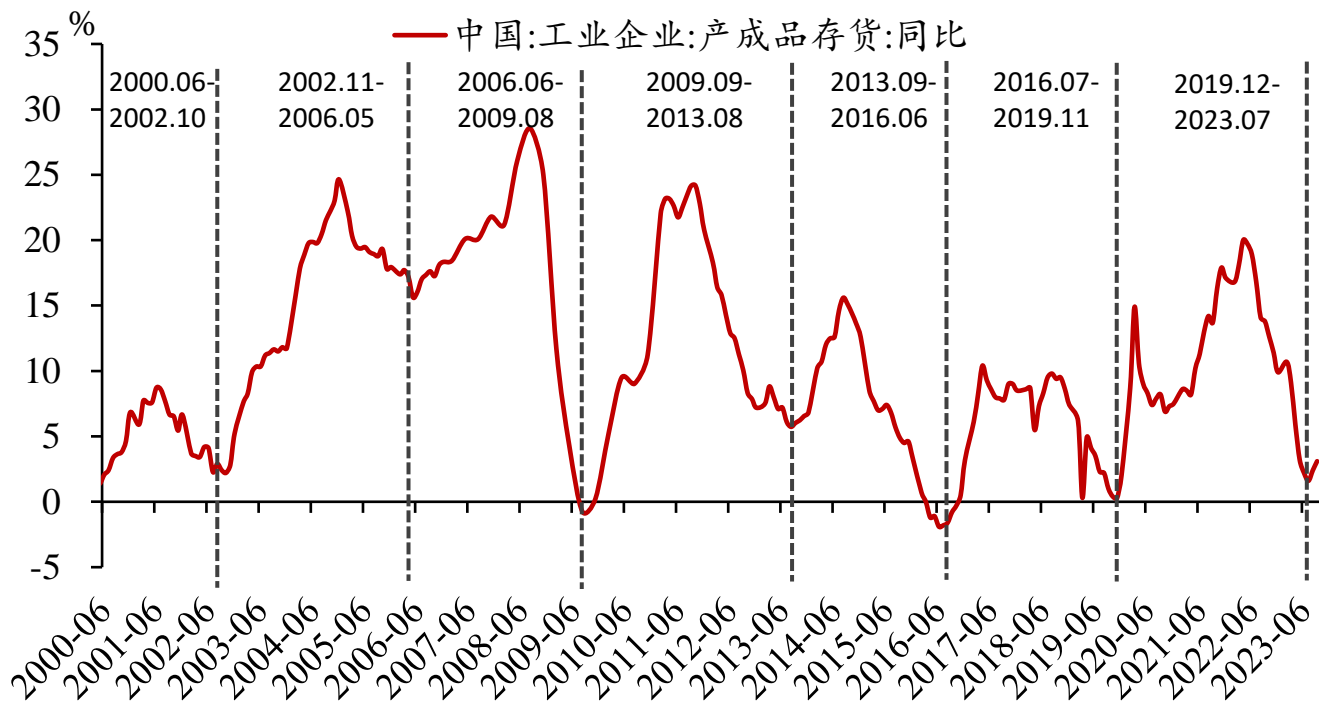
图 1: 原材料库存同比在 7 月触底回升.....	3
图 2: 产成品库存绝对水平.....	4
图 3: 大类行业产成品库存同比.....	4
图 4: 各行业制造业投资.....	5
图 5: 各行业库存增速分位 (2012 年至今).....	6
图 6: 全球制造业 PMI 共振触底回升.....	7
图 7: 对各国出口的同比增速.....	7
图 8: 2023Q3 库存周期和产能周期都出现了触底回升的迹象.....	8
图 9: 9 月工业企业利润累计同比降幅收窄.....	8
图 10: 工业企业利润率、成本率、费用率.....	9
图 11: 大类行业利润占比.....	10

一、三问本轮库存周期

第一问，新一轮库存周期开始了吗？

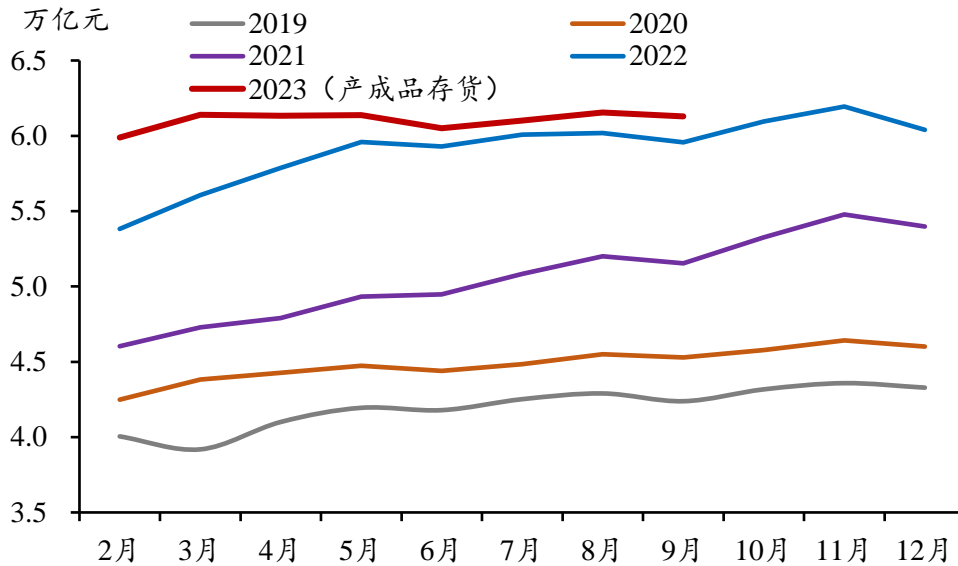
本轮库存周期于2023年8月开启，目前处于“主动补库存”阶段。使用产成品存货同比划分库存周期，上一轮去库存始于2022年5月，截至2023年7月，工业企业连续15个月去库存，产成品存货增速降至1.6%。2023年8月，产成品存货增速触底回升至2.4%，9月继续上升至3.1%，说明新一轮库存周期已经开启。另外，表征需求变化的工业企业营收8月在连续三个月下降后首次实现增长，由7月份同比下降1.4%转为增长0.8%，9月增速提高至1.2%，我们由此判断，目前工业企业处于“主动补库存”阶段。

图 1：原材料库存同比在 7 月触底回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

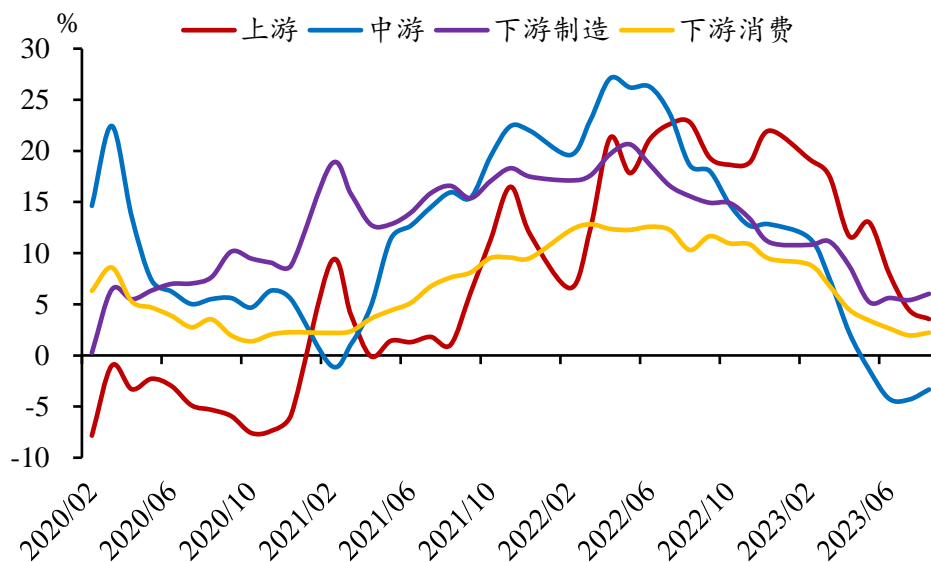
从库存绝对水平的视角来看，二季度末库存绝对值较低，企业存在回补库存的动力。从绝对水平来看，库存具有长期上升趋势，年末库存水平较年初往往增加。2020-2022年，产成品库存年末水平较年初分别增加8.3%、17.3%、12.2%。截至今年6月产成品库存水平较年初仅小幅增加1.0%，反映企业库存水平已经不高，企业或存在回补库存的动力。9月，产成品库存水平环比-0.41%，高于2019年-2022年库存的季节性变化。

图 2：产成品库存绝对水平


资料来源：万得，信达证券研发中心

第二问，哪些行业已经开启补库存？

从大类行业来看，中游原材料加工业、下游制造业、下游消费品均出现补库存的迹象。由于行业的生产、需求的节奏存在区别，每个行业所处的阶段也有所不同。从大类行业来看，8月原材料加工业库存同比从-4.3%回升至-3.3%，下游制造业从5.4%上升至6.0%，下游消费品从2.0%上升至2.2%，均展现出补库的迹象。8月上游采掘业库存同比仍在下滑的过程当中，我们认为原因可能在于其库存水平仍然偏高，去化还未结束。

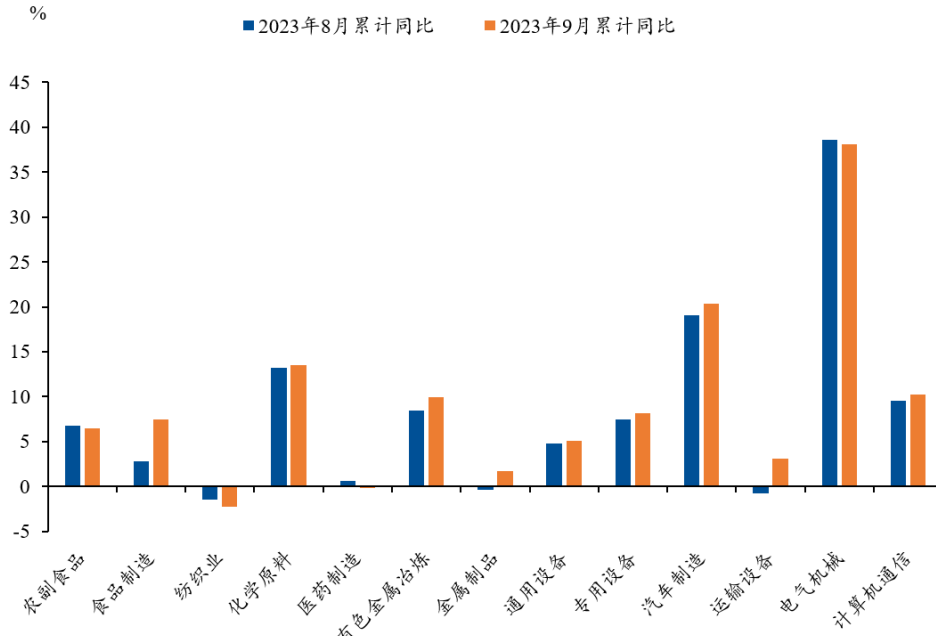
图 3：大类行业产成品库存同比


资料来源：万得，信达证券研发中心

我们判断，三季度以来原材料加工业与下游消费品行业利润持续改善，一定程度上推动了企业补库存。前三季度，原材料制造业利润降幅较上半年收窄 18.8 个百分点，拉动规上工业利润降幅较上半年收窄 6.0 个百分点，

是贡献最大的行业板块；前三季度，消费品制造业利润降幅较上半年收窄 7.9 个百分点。另外，国内新动能不断发展壮大，下游制造业今年以来一直保持着较高的景气度，叠加近期出口有所好转，下游制造业库存增速也出现上升，与 9 月制造业投资走强形成呼应。

图 4：各行业制造业投资



资料来源：万得，信达证券研发中心

从细分行业维度，8 月大部分行业的库存增速出现了上升。在 33 个工业行业中，7 月有 26 个行业产成品库存增速处于 2012 年以来的 30%分位以下，显示这些行业的库存水平已经偏低，存在补库产成品的动能。8 月有 20 个行业库存增速的分位数上升，具体而言，中游原材料加工业中的黑色金属冶炼、下游制造业中的仪器仪表、以及下游纺织业的库存分位数上升较为明显，补库力度相对较大。

图 5：各行业库存增速分位（2012 年至今）

行业	5月库存分位数 (%)	6月库存分位数 (%)	7月库存分位数 (%)	8月库存分位数 (%)
煤炭开采和洗选业	0.79	0.72	0.63	0.56
石油和天然气开采业	0.13	0.07	0.09	0.15
黑色金属矿采选业	0.41	0.12	0.07	0.06
有色金属矿采选业	0.28	0.30	0.21	0.10
非金属矿采选业	0.20	0.22	0.29	0.20
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.14	0.04	0.00	0.04
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.37	0.34	0.27	0.29
造纸及纸制品业	0.19	0.13	0.06	0.06
化学原料及化学制品制造业	0.33	0.12	0.00	0.02
化学纤维制造业	0.04	0.00	0.02	0.07
橡胶和塑料制品业	0.11	0.10	0.09	0.14
非金属矿物制品业	0.49	0.16	0.08	0.07
黑色金属冶炼及压延加工业	0.06	0.06	0.11	0.25
有色金属冶炼及压延加工业	0.31	0.29	0.35	0.37
金属制品业	0.00	0.00	0.00	0.00
医药制造业	0.24	0.36	0.20	0.29
通用设备制造业	0.06	0.07	0.13	0.18
专用设备制造业	0.71	0.60	0.64	0.69
汽车制造	0.53	0.37	0.30	0.32
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.36	0.65	0.65	0.77
电气机械及器材制造业	0.23	0.32	0.47	0.55
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.08	0.12	0.07	0.10
仪器仪表制造业	0.58	0.55	0.27	0.52
农副食品加工业	0.49	0.48	0.26	0.25
食品制造业	0.79	0.53	0.19	0.18
酒、饮料和精制茶制造业	0.39	0.36	0.17	0.25
烟草制品业	0.69	0.71	0.70	0.70
纺织业	0.09	0.19	0.07	0.29
纺织服装、服饰业	0.00	0.00	0.01	0.03
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.24	0.16	0.10	0.07
家具制造业	0.02	0.01	0.04	0.00
印刷业和记录媒介的复制	0.01	0.02	0.04	0.05
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.15	0.28	0.57	0.43

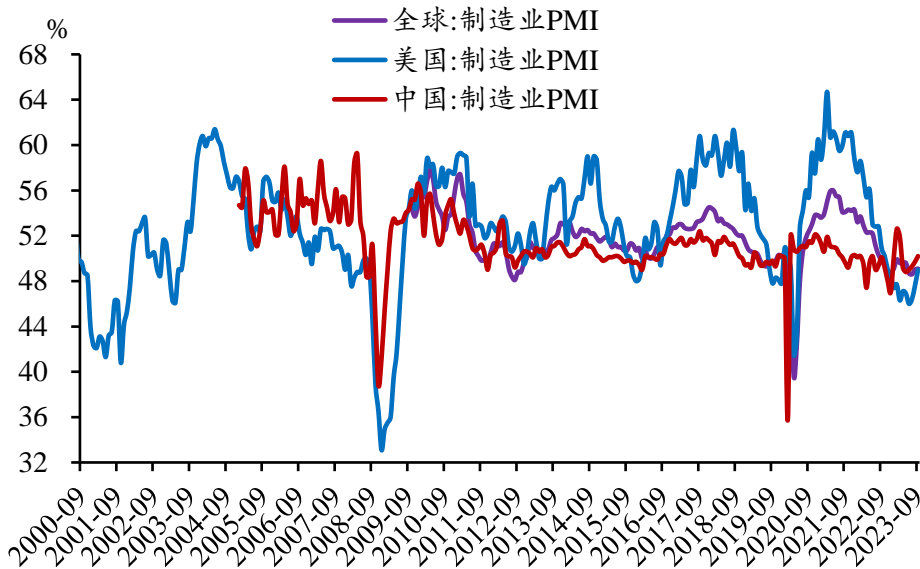
资料来源：万得，信达证券研发中心

注释：标黄代表该行业库存分位数在 8 月上升

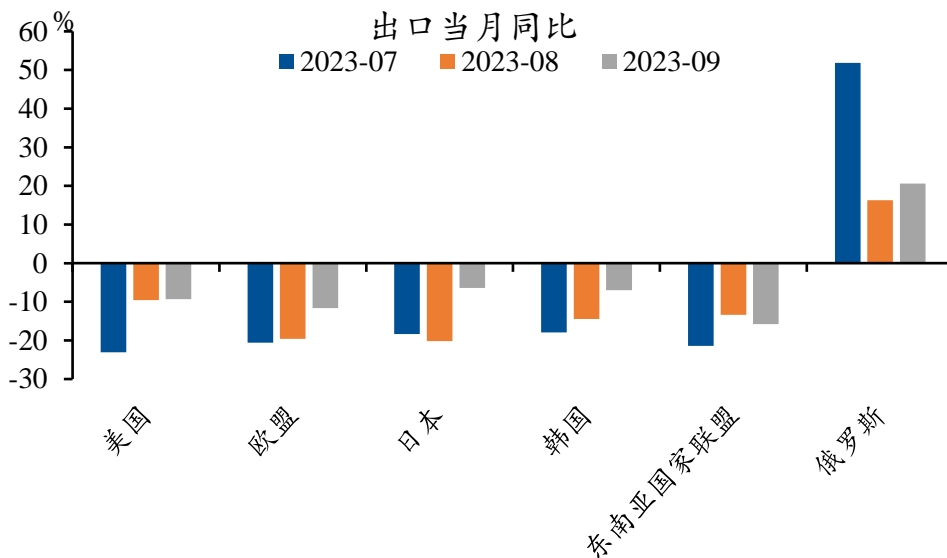
第三问，如何看待本轮补库存的持续性？

整体来看，国内需求仍然没有摆脱偏弱的困境，这可能会制约库存周期的高度。但我们研究发现，一些积极的因素正在累计，或能对企业补库动能起到增进作用。

一是全球制造业近期展现出边际回暖的迹象，出口改善有望延续。使用 PMI 观察世界经济体的景气度变化，最近几个月，全球制造业 PMI 共振回升。2023 年 7-9 月，全球制造业 PMI 从 48.6% 升至 49.1%，美国制造业 PMI 从 46.4% 升至 49%，中国制造业 PMI 从 49.3% 升至 50.2%。2023 年 7 月，中国商品出口增速录得低点-14.3%，8-9 月连续两个月降幅收窄至-6.2%。分国别来看，7-9 月我国对美国、欧盟、日本、韩国的出口同比降幅展现出连续收窄的态势，指向世界主要经济体的需求正在回暖。另外，10 月前 10 日韩国出口同比回升至-1.7%（前值为-7.8%）。综合考虑外需的积极变化与四季度偏低的基数，我们判断后续出口同比增速或将进一步回升，年内出口增速有望转正。

图 6：全球制造业 PMI 共振触底回升


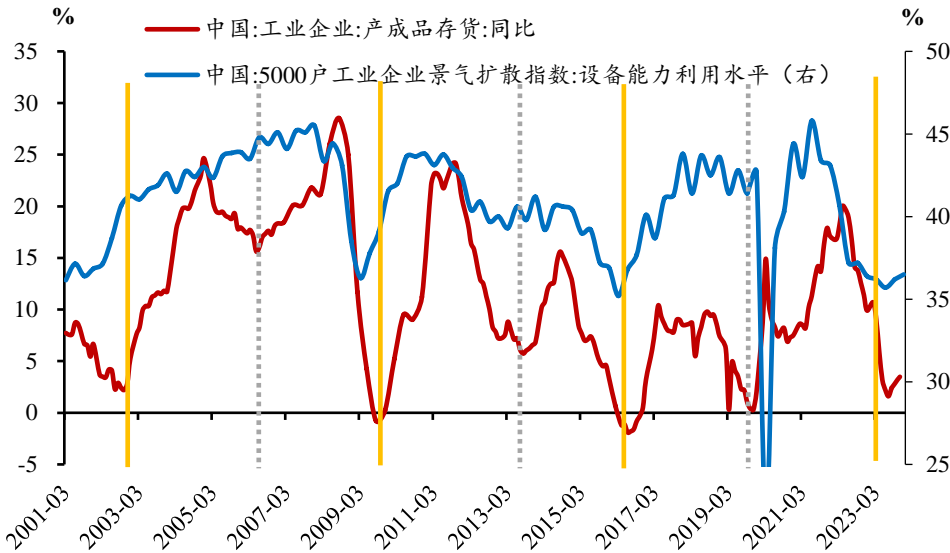
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：对各国出口的同比增速


资料来源：万得，信达证券研发中心

二是 10 月 24 日全国人大常委会批准国务院增发国债 1 万亿元，稳增长再加力。中央财政将增发 2023 年国债 1 万亿元，财政赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。用途上，增发的国债主要用于灾后恢复重建、水利工程等，意味着增发国债主要通过基建投资发挥作用。根据我们的测算，增发 1 万亿国债预计拉动明年基建投资 4-5 个百分点，拉动 GDP 0.7-0.8 个百分点左右。除了对经济的直接拉动，我们认为，本次超出市场预期的增发国债表明了政府稳定经济增长的态度，有利于提振微观主体的信心与预期。

除了上述两点之外，从周期嵌套的角度来看，2023 年上半年库存周期和产能周期都在探底阶段，2023Q3 二者都出现了触底回升的迹象。根据熊彼特的经济周期理论，不同周期之间存在嵌套关系。我国历史经验显示，一轮产能周期包含两轮库存周期，第一轮库存周期开启时产能利用水平企稳回升，第二轮库存周期开始时产能利用水平往往处于高位。2023Q3 产能利用率回升至 75% 上方 (75.6%)，表明我国阶段性产能过剩的问题有所缓解。我们认为，后续伴随政策发力与微观主体的信心修复，需求端或将进一步改善，库存周期与产能周期的共振向上值得期待。

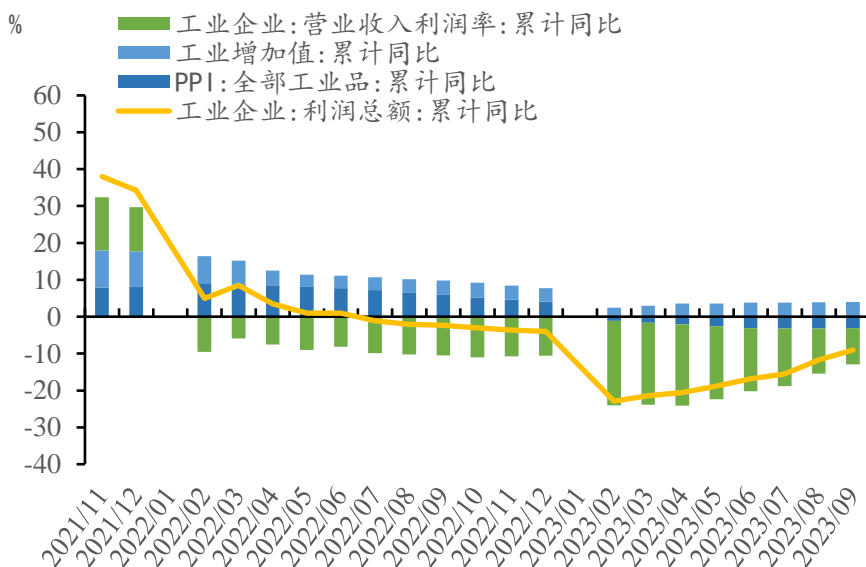
图 8：2023Q3 库存周期和产能周期都出现了触底回升的迹象


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、工业企业利润维持两位数增长

工业企业利润维持两位数增长，但增速放缓。1—9 月份，工业企业利润同比下降 9.0%，降幅较 1—8 月份收窄 2.7 个百分点。单月看，9 月份规模以上工业企业利润同比增长 11.9%，连续两个月实现两位数增长，上月增速为 17.2%。

根据三因素框架拆解本期工业企业利润，企业利润率改善对企业利润形成较强支撑。

图 9：9 月工业企业利润累计同比降幅收窄


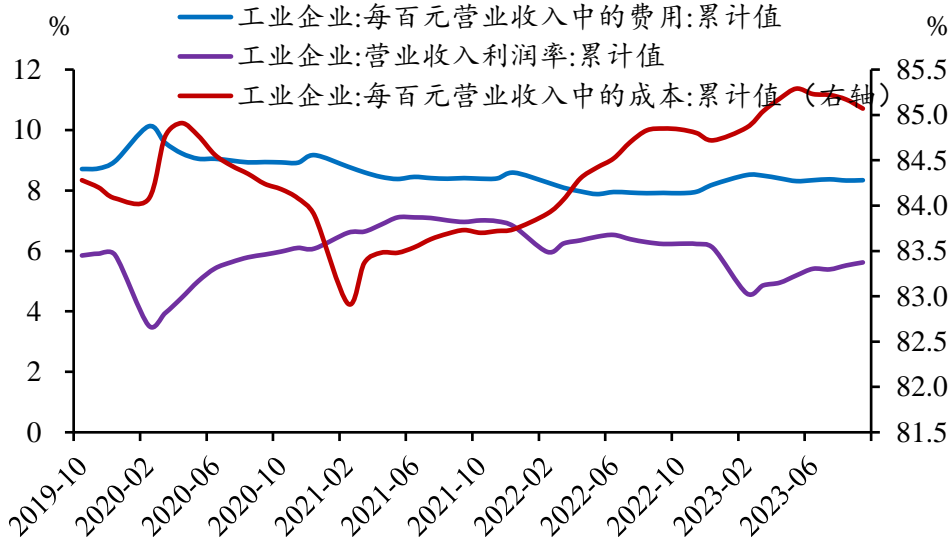
资料来源：万得，信达证券研发中心

工业增加值方面，9 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.5%，与 8 月增速相同。

PPI 方面，9 月 PPI 同比增速为-2.5%，8 月同比为-3.0%，PPI 同比在 6 月触底后连续三个月回升。

利润率方面，1-9 月利润率为 5.62%，同比下降 0.61 个百分点，1-8 月为下降 0.77 个百分点，显示利润率对企业利润改善形成贡献。利润率=出厂价格-成本-费用，一方面，价格上升，使得商品的出厂价格提升；另一方面，原材料为前期购入，价格相对较低，促进企业单位成本下降。两个因素共同推动企业盈利空间扩大。1-9 月工业企业每百元营业收入中的成本为 85.07 元，环比减少 0.1 元。1-9 月费用率与上一期基本相同。

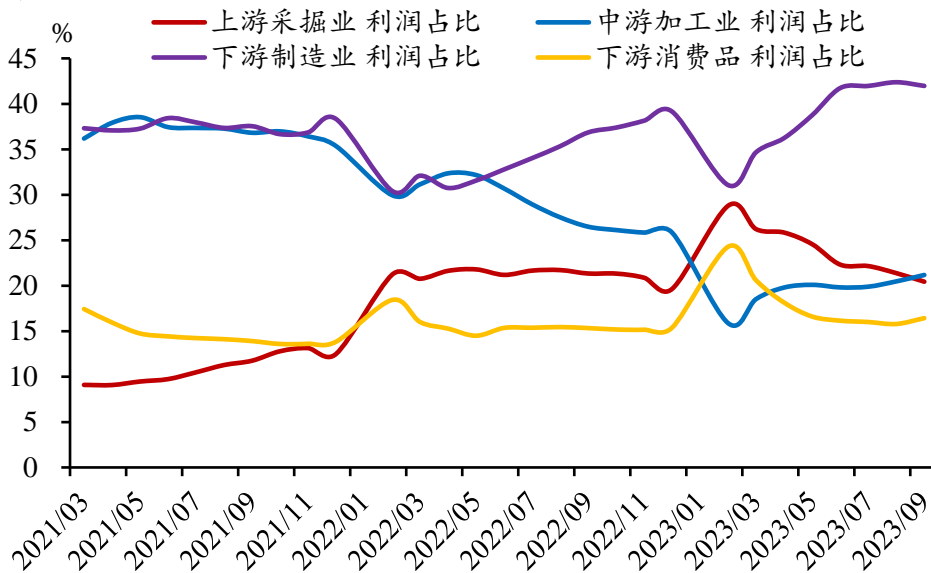
图 10：工业企业利润率、成本率、费用率



资料来源：万得，信达证券研发中心

三、中游原材料加工业、下游消费品表现亮眼

大宗商品价格上行，推动中游原材料加工业利润回暖。中游原材料加工业的利润占比 6 月下降至 19.8%，随后伴随大宗商品价格的上涨连续三个月上升，9 月占比上行至 21.2%。分行业看，前三季度钢铁、石油加工、有色冶炼行业利润降幅较上半年分别收窄 95.8、51.9 和 28.9 个百分点。

图 11：大类行业利润占比


资料来源:万得, 信达证券研发中心

另外, 受益于终端需求的提振, 下游消费品利润占比年内首次回升。今年年初由于春节效应与疫情政策的变化, 1-2 月下游消费品的利润占比一度达到了 24.3%。之后下游消费品的利润占比不断下滑, 8 月降低至 15.8%。9 月受益于居民消费释放, 占比回升至 16.4%。分行业看, 前三季度酒饮料茶行业利润由上半年同比下降转为增长 5.6%; 农副食品加工、纺织行业利润降幅分别收窄 18.1、13.6 个百分点。

9 月下游制造业利润表现偏弱。本月下游制造业的 8 个行业中有 6 个行业利润累计同比增速放缓, 仅有医药制造业、计算机通信同比要好于上一个月, 我们认为这与去年同期基数抬升有关。后续需要继续跟踪。

风险因素

信贷政策收紧; 海外衰退幅度超预期。

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。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，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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。