

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

并非“主动补库存”

2024年6月27日

摘要：

- 年初以来，工业企业产成品存货同比增速持续回升，市场有观点认为企业处于“主动补库存”阶段。我们通过需求、行业、产能三个视角进行分析，判断当前并非“主动补库存”。
- 先看需求，当下国内经济整体偏弱，库存增加的实质是生产好于需求。从制造业 PMI 分项指数看，生产强、需求弱表现在生产指数强于新订单指数。2024 年前 5 个月中，有 4 个月生产指数都高于新订单指数。边际变化上，新订单指数连续两个月下滑，且 5 月下行至荣枯线之下，可见二季度以来需求疲弱的现象仍在持续。此外，价格是供需关系的体现，2024 年以来 PPI 环比持续为负。历史数据显示，PPI 的变化对库存变化存在一定的领先性，今年以来价格端的积极信号尚不明显。
- 其次，补库存的行业主要集中在出口链，不具有普遍性。我们结合各行业的营收变化与库存变化，定位该细分行业的库存周期阶段。可以看到，处于第一象限的行业（营收上升，库存上升）主要集中在出口链，包括计算机通信、汽车制造、电气机械、仪器仪表等，显示出口向好对工业部门的带动力量较强。大多数行业处于第一象限以外的其他象限，不符合“主动补库存”的特征。值得注意的是，下游消费品行业多数处于第三、第四象限，营收边际下滑，再次印证了终端需求偏弱的情况。
- 第三，补库存受到过剩产能的压制。从微观来看，“需求回暖-企业补库意愿提升-产能扩张”是企业扩张产能的逻辑链条。但本轮产能扩张有明显不同。2023 年下半年起，产能增速触底回升，产能开始扩张，“产能扩张+需求不足”的组合开始出现，并在 2024 年得到延续。虽然初看起来似乎反直觉，但其背后的逻辑并不复杂。为对冲房地产产业链持续走弱带来的下行压力，在一系列政策措施支持下，2022 年以来制造业投资保持较快增长，承担起了稳增长的重要使命。也就是说，本轮产能扩张早已启动，当下的库存走高一定程度上来源于扩张至过剩的产能，而产能也会反过来影响库存的正常出清，也会限制补库的高度。
- 从投资的角度，理解当下库存周期的位置是有意义的。前期报告《库存周期是把握今年行情的胜负手》中，我们剖析了库存周期的变化对资产价格以及板块的轮动的影响。在主动补库存阶段，股票>商品>现金>债券；在被动补库存阶段，现金>债券>商品>股票。近期权益表现欠佳，与历史上主动补库存阶段的资产表现不相符，反而与被动补库存更加契合。正如前文中我们论述的，当前经济并非处于“主动补库存”阶段，未来库存上行可能存在反复，我们认为应该更加关注结构性机会，包括出口链、必选消费、以及红利资产等。
- 风险因素：信贷政策收紧；海外制造业复苏不及预期。

目录

一、并非“主动补库存”	3
二、工业企业利润增速回落	8
风险因素	9

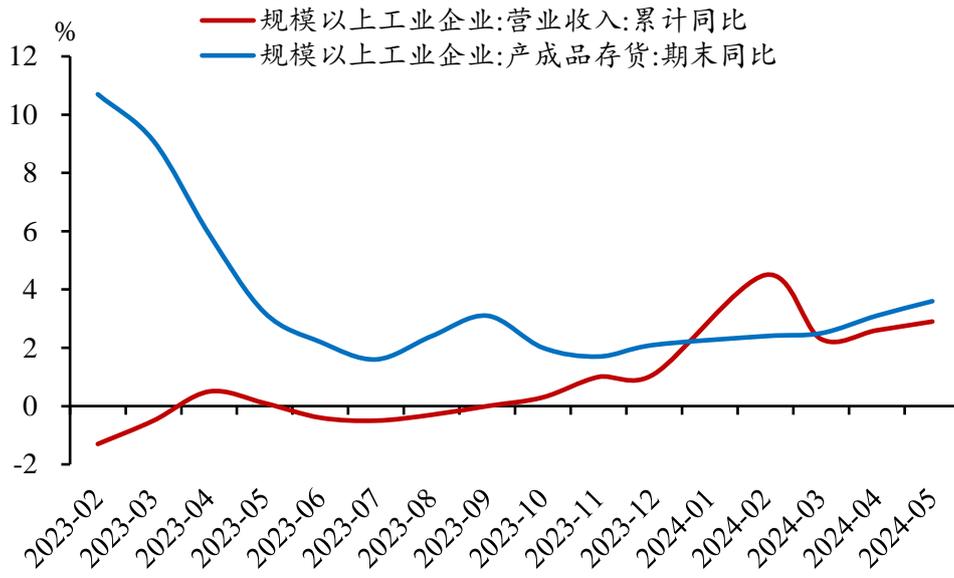
图目录

图 1: 库存同比增速上升, 营收增速上升	3
图 2: 生产好于需求	4
图 3: PPI 变化领先于库存变化	4
图 4: PMI 产成品库存和采购量下滑	5
图 5: 各行业库存和营收	6
图 6: 工业总产能增速	7
图 7: 库存周期四个阶段下大类资产表现	8
图 8: 投资收益增速	9
图 9: 大类行业利润占比	9

一、并非“主动补库存”

年初以来，工业企业产成品存货同比增速持续回升，市场有观点认为企业处于“主动补库存”阶段。2024年2月，工业企业产成品存货同比增速为2.4%，随后该增速连续3个月上行，截至5月已上升至3.6%，显示企业库存累计。另一方面，根据统计局的数据，5月份工业企业营业收入同比增长3.8%，在4月份由降转增的基础上，增速进一步加快0.5个百分点。在“库存上升，营收回暖”的组合下，市场上有观点认为企业处于“主动补库存”阶段，且该阶段有望持续。

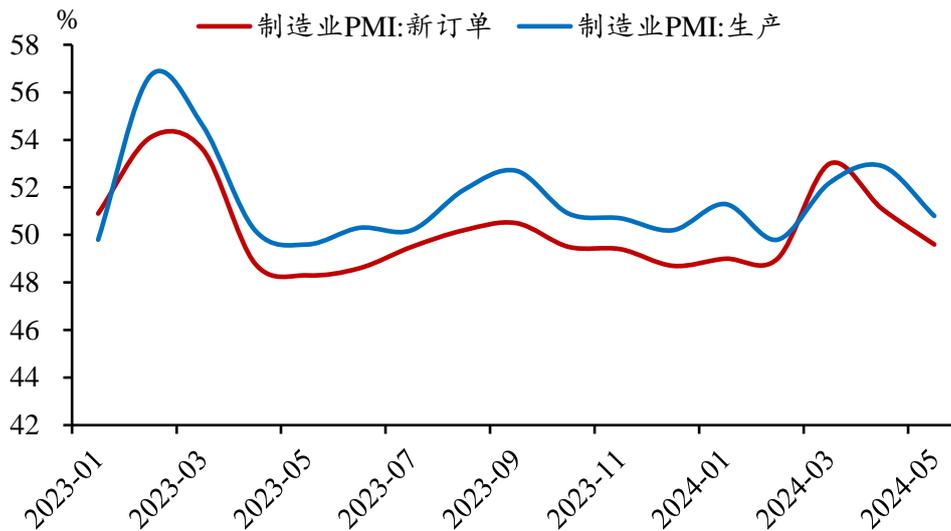
图 1：库存同比增速上升，营收增速上升



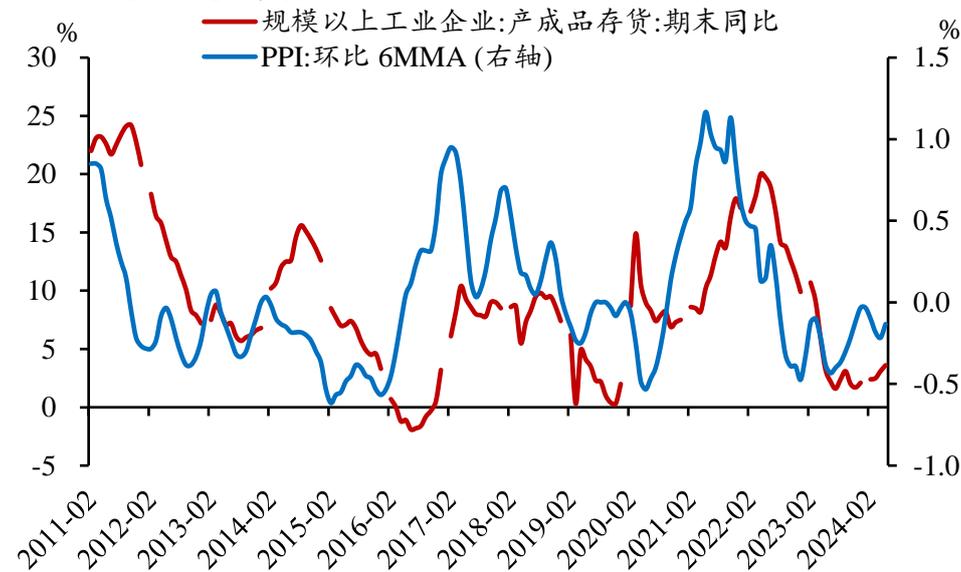
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

我们通过需求、行业、产能三个视角进行分析，判断当前并非“主动补库存”。

先看需求，当下国内经济整体偏弱，库存增加的实质是生产好于需求。从制造业 PMI 分项指数看，生产强、需求弱表现在生产指数强于新订单指数。2024年前5个月中，有4个月生产指数都高于新订单指数。2024年5月，制造业 PMI 生产指数录得 50.8%，新订单指数录得 49.6%。边际变化上，新订单指数连续两个月下滑，且5月下行至荣枯线之下，可见二季度以来需求疲弱的现象仍在持续。此外，价格是供需关系的体现，2024年以来 PPI 环比持续为负。历史数据显示，PPI 的变化对库存变化存在一定的领先性，今年以来价格端的积极信号尚不明显。

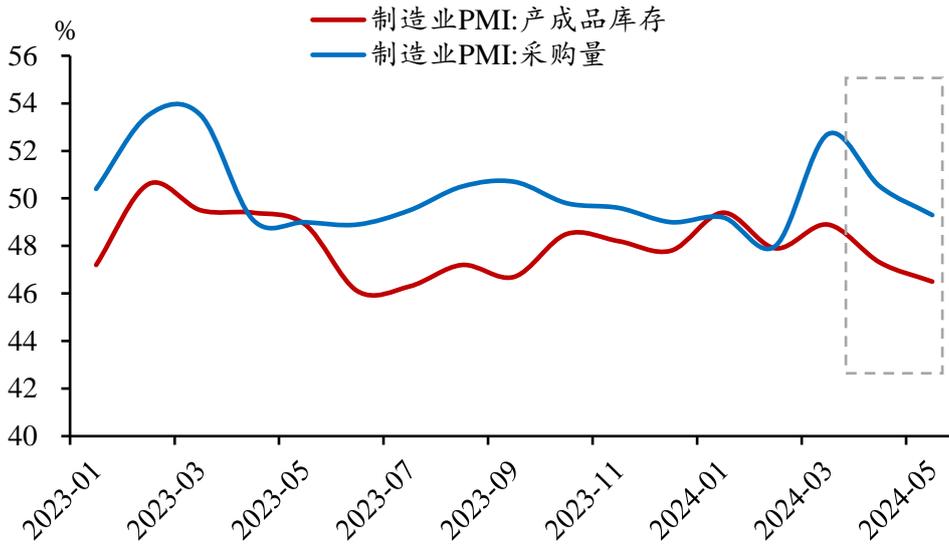
图 2：生产好于需求


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 3：PPI 变化领先于库存变化


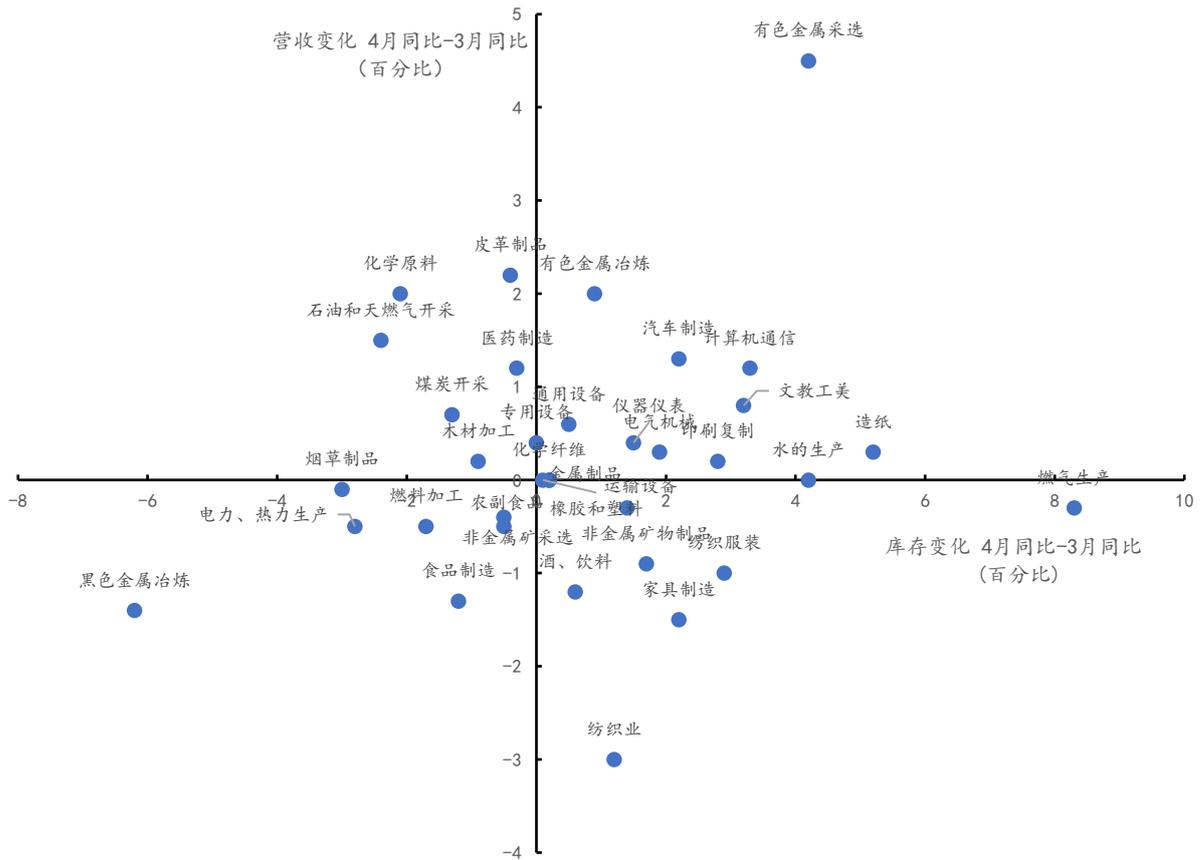
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

往后看，库存的上行可能存在反复。PMI 中与库存相关的分项有产成品库存和采购量。2024 年 3 月-5 月，PMI 产成品库存连续两个月下降，与工业企业财务数据中的产成品存货出现背离。加之 PMI 采购量下降，逻辑上，企业需要增加采购以扩大生产，但采购量指标也处于下降态势，反映企业补库的基础并不牢固，我们认为，后续库存上行可能出现反复。

图 4：PMI 产成品库存和采购量下滑


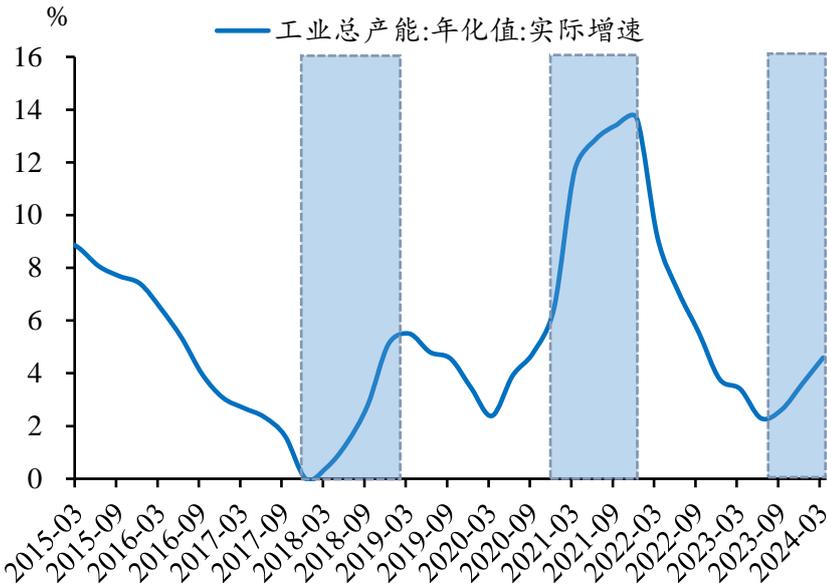
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

其次，补库存的行业主要集在出口链，不具有普遍性。我们结合各行业的营收变化与库存变化，定位该细分行业的库存周期阶段。可以看到，处于第一象限的行业（营收上升，库存上升）主要集中在出口链，包括计算机通信、汽车制造、电气机械、仪器仪表等，显示出口向好对工业部门的带动力量较强。另外还有有色产业受到 4、5 月份有色金属价格上涨的影响，景气度改善。大多数行业处于第一象限以外的其他象限，不符合“主动补库存”的特征。值得注意的是，下游消费品行业多数处于第三、第四象限，营收边际下滑，再次印证了终端需求偏弱的情况。

图 5：各行业库存和营收


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

第三，补库存受到过剩产能的压制。从微观来看，“需求回暖-企业补库意愿提升-产能扩张”是企业扩张产能的逻辑链条。但本轮产能扩张有明显不同。2021年下半年起，彼时房地产产业链下滑，中国经济下行压力加大，2022年至2023年上半年，产能增速不断放缓，但2023年下半年起，产能增速触底回升，产能扩张再次出现，“产能扩张+需求不足”的组合开始出现，并在2024年得到延续。虽然初看起来似乎反直觉，但其背后的逻辑并不复杂。为对冲房地产产业链持续走弱带来的下行压力，在一系列政策措施支持下，2022年以来制造业投资保持较快增长，承担起了稳增长的重要使命。详细分析可见前期报告《产能扩张遇上需求不足——2024年中期宏观展望》。也就是说，本轮产能扩张早已启动，当下的库存走高一定程度上来源于扩张至过剩的产能，而产能会反过来影响库存的正常出清，也会限制补库的高度。

图 6：工业总产能增速


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

从投资的角度，理解当下库存周期的位置是有意义的。在前期报告《库存周期是把握今年行情的胜负手》中，我们剖析了库存周期的变化对资产价格以及板块的轮动的影响。在主动补库存阶段，股票>商品>现金>债券；在被动补库存阶段，现金>债券>商品>股票。近期权益表现欠佳，与历史上主动补库存阶段的资产表现不相符，反而与被动补库存更加契合。正如前文中我们论述的，当前经济并非处于“主动补库存”阶段，未来库存上行可能存在反复，我们认为应该更加关注结构性机会，包括出口链、必选消费、以及红利资产等。

图 7：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

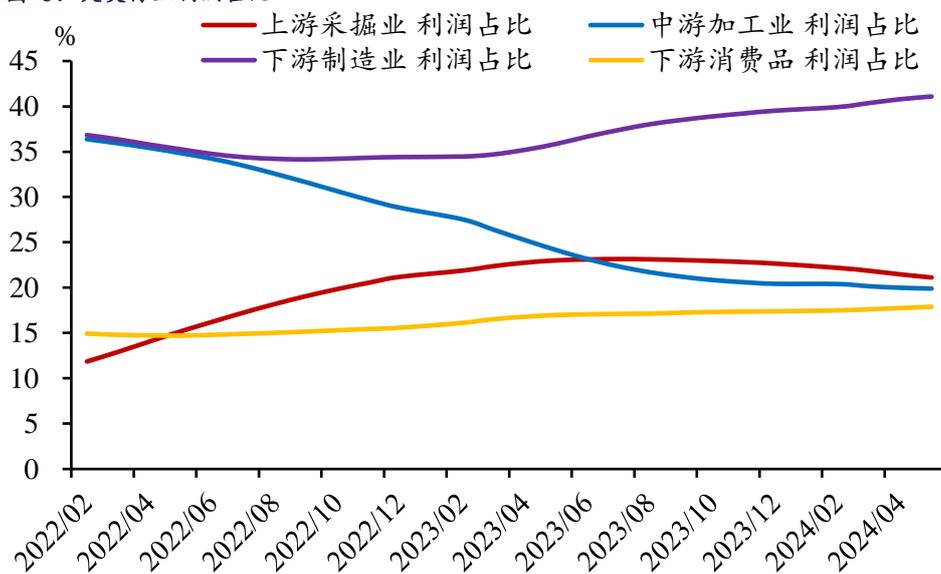
二、工业企业利润增速回落

工业企业利润增速回落。1—5 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 3.4%。根据统计局的解释，受投资收益增速回落等短期因素影响，工业企业利润增速比 1—4 月份回落 0.9 个百分点。去年 1-5 月投资收益同比增速为 10.9%，较 1-4 月的-12.9%大幅回升。

图 8：投资收益增速


资料来源：万得，信达证券研发中心

利润进一步向下游制造业集中。1-5 月中上游利润占比下降，下游制造业、下游消费品利润占比上升。下游制造业利润占比持续上行，一是受益于出口回暖，二是大规模设备更新等政策措施落地显效。下游消费品中，文教工美、纺织、印刷、家具、农副食品、食品制造行业利润增长 12.4%—31.8%。

图 9：大类行业利润占比


资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

信贷政策收紧；海外制造业复苏不及预期。

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15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	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。