



目前处于库存周期的什么位置

当前库存周期分析

我们结合库存、金融及产能数据分析当前库存周期的阶段，分析库存周期向上能否推动资本扩张。

- 目前处于 2000 年以来的第 6 个库存周期。现阶段从工业增加值增速和库存增速来看，目前库存周期处于由被动去库存向主动补库存阶段过渡。除了工业增加值和库存增速外，我们还增加了 3 个指标，从收入、生产以及产能三个角度，来辅助判断企业的库存周期位置。从历史数据看，收入-产成品库存增速能更好的验证库存周期。
- 金融指标印证库存周期由被动去库存向主动补库存阶段过渡。M1 增速领先工业产成品库存增速约 12-18 个月。2019 年 M1 增速出现触底回升的趋势，叠加宽信贷的政策，从资金方面为企业过渡到主动补库存阶段提供支持。
- 虽然我们认为企业库存将从被动去库存转向主动补库存，但补库存周期未必带来显著的资本扩张。第一，多层周期嵌套，下行周期中国内外需求温和，库存周期向上空间有限。第二，目前我国多数行业仍存在过剩产能，从产能角度看，即使库存周期向上，短期也很难带动资产扩张。第三，库存管理水平提高。
- 虽然，库存周期对整体经济的贡献在下降，但库存周期与经济短期波动的相互影响仍在。从产成品库存和价格指数的变化可以看出，库存增速与大宗商品价格波动的趋势基本同步。从近 10 年数据看，上游材料库存略领先于商品价格波动，中下游材料价格略领先于库存波动。因此，分析库存对理解经济的短期波动仍有意义。
- 考虑到疫情影响，各行业生产将受到限制，预计 2 月及后续一段时间工业增加值下行，库存高企，呈现被动补库存的状况，库存周期向后延迟一个季度。疫情过后，库存周期由被动去库存到主动补库存的趋势仍在。
- 我们分析制造业 28 个行业的库存状况。综合行业生产、库存、收入、产能等多方面因素，我们认为煤炭行业处于被动去库存晚期；设备行业计算机、通讯和其他电子设备制造业、仪器仪表制造业、专用设备制造业、通用设备制造业同时有益于产业升级和外需改善，处于被动去库存阶段。汽车行业需求相对疲软，但刺激消费政策频繁出台。而电气机械及器材制造业、化学原料及化学制品制造业由于子行业众多，行业周期分析的难度较大。目前疫情对生产的外生冲击较大，现阶段，除与防疫相关的行业处于生产向上，库存向下的被动去库存外，其他行业目前多处于生产向下，库存高企的被动补库存行业。疫情过后，库存周期由被动去库存到主动补库存的趋势仍在。
- 风险提示：全球疫情扩散超预期，外需大幅回落。

相关研究报告

《部分制造业去产能梳理》20180510

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

*王大为为本报告重要贡献者



目录

如何定义库存周期	6
库存指标的选取	6
库存周期由被动去库存向主动补库存过渡	7
金融指标印证库存周期即将开始	11
本轮库存周期是否会导致资本扩张	12
疫情冲击，补库存周期延迟	17
主要行业库存位置	20
被动去库存晚期的行业	21
被动去库存行业	25
结论及投资建议	29



图表目录

图表 1. 支出法 GDP 存货增加.....	6
图表 2. 产成品存货同比与存货同比趋势一致.....	6
图表 3. PMI 库存指标多数时间位于 50 以下.....	7
图表 4. 库存周期的四个阶段.....	8
图表 5. 2000 年以来的 6 个库存周期.....	8
图表 6. 或迎来被动去库存到主动补库存的拐点.....	9
图表 7. 辅助指标在各个库存周期的变化.....	9
图表 8. 库存周期经历了 3 轮上升周期, 3 轮下降周期.....	10
图表 9. 收入-产成品库存增速最好印证库存周期变化.....	10
图表 10. M1 增速领先库存增速 12-18 个月.....	11
图表 11. 库存波动降低.....	12
图表 12. 存货投资占 GDP 比重下降.....	12
图表 13. 多周期叠加, 库存波动渐小.....	13
图表 14. 三大需求增速下行.....	13
图表 15. 工业产业能利用率低于 80%.....	14
图表 16. 采矿业产能利用率低于制造业.....	14
图表 17. 多数行业产能利用率低于 80%.....	14
图表 18. 工业生产信息化.....	15
图表 19. 2010-2013 物流管理平台收入翻倍增长.....	15
图表 20. 物流景气指数处于高景气区间.....	15
图表 21. 库存周转量较快.....	15
图表 22. 供货商配送时间呈下降趋势.....	15
图表 23. 黑色金属冶炼及压延加工业的库存与 PPI.....	16
图表 24. 化工行业库存与 PPI.....	16
图表 25. 2020 年春节后 6 大发电集团日均耗煤量显著降低.....	17
图表 26. 2020 年北上广深东莞迁徙规模指数显著下降.....	17
图表 27. 广东主要城市拥堵延时指数.....	17
图表 28. 豆粕库存成下降趋势.....	17
图表 29. 发电集团煤炭库存可用天数上升.....	18
图表 30. PTA 和涤纶库存天数上升.....	18
图表 31. 钢坯库存创短期新高.....	18
图表 32. 春节后唐山钢坯环比显著上升.....	18



图表 33. 2003 年库存周期向后推迟 3-6 个月	19
图表 34. 浮法玻璃春节后开工率仍在低位	19
图表 35. 煤炭等行业工业增加值增速回升	20
图表 36. 煤炭等行业库存增速上行	20
图表 37. 6 个被动去库存行业工业增加值回升	21
图表 38. 6 个被动去库存行业库存仍在下行区间	21
图表 39. 主要行业库存周期的辅助指标	21
图表 40. 煤炭行业固定资产投资显著回升	22
图表 41. 供给侧改革以来煤炭行业销售利润率显著提高	22
图表 42. 煤炭产出缺口由负转正，需求向好	22
图表 43. 煤炭行业产能利用回升	22
图表 44. 发电企业煤库存和发电量增速回升	23
图表 45. 近期煤炭价格回升	23
图表 46. 电气行业短期生产向上长期产能向下	23
图表 47. 电气行业利润增速回升	23
图表 48. 2018 年电气行业出口交货值受到冲击	24
图表 49. 2018 年下半年电气行业出口价格回暖	24
图表 50. 汽车行业生产仍在低位徘徊	24
图表 51. 汽车行业利润增速降幅收窄	24
图表 52. 消费有下行趋势	25
图表 53. 汽车行业订单指数改善	25
图表 54. 鼓励汽车消费政策	25
图表 55. 燃料加工业短期生产及产能改善	25
图表 56. 燃料加工业利润增速仍在低位	25
图表 57. 化工行业生产及产能改善	26
图表 58. 化学行业利润增速仍在低位	26
图表 59. 不同化工产品产能利用率不同 (1)	26
图表 60. 不同化工产品产能利用率不同 (2)	26
图表 61. 不同化工产品产能利用率不同 (3)	27
图表 62. 三行业收入增速与产成品库存增速一致	27
图表 63. 仪器仪表行业固定资产投资迅速上升	27
图表 64. 设备制造业业利润增速高于工业企业利润增速整体水平	28
图表 65. 计算机、通讯和其他电子设备制造业产能扩张	28
图表 66. 2019 年通讯基站建设推进速度较快	28
图表 67. 不同库存阶段资产表现	29



由于产成品库存增速连续回落 15 个月到达底部位置，近期对库存周期的讨论较多。部分观点认为即将开启补库存周期，库存向上势必带来强劲的需求。另一部分观点认为，根本不存在所谓的库存周期。本文认为库存周期波动仍是经济中的一种规律，补库存不是推动需求向上的主要原因，而是需求改善的反映。

我们认为随着库存在经济中的重要性下降，补库存不会带来显著的资本开支，但研究库存周期仍具有重要意义。它可以帮助我们了解目前经济运行的状态并做出投资决策。本文前两部分分析目前我国库存周期由被动去库存向主动补库存阶段过渡，以及各行业所处的周期阶段；第三部分重点分析为什么库存周期的重要性下降，对资本开支的拉动减弱；第四部分简述目前疫情冲击对库存周期的影响；最后，我们根据当前的库存周期所处的位置推荐股票及大宗商品类资产。

如何定义库存周期

库存是企业为应对生产需求变化而储备的原材料及产成品，我们可以理解库存是生产和需求之差，而库存周期则主要是市场供给需求变化的结果。分析库存周期，是为了了解经济所处的位置，根据经济状况来做出投资决策。

库存指标的选取

宏观数据中关于库存的指标有支出法 GDP 中的资本形成总额-库存增加、工业企业-库存、工业企业-产成品库存以及 PMI 原材料库存与产成品库存。

(1) 支出法 GDP-资本形成总额-存货增加。“存货投资”，实际上指的是支出法 GDP 中的“资本形成总额：存货增加”。该指标是年度公布的数据，由于支出法 GDP 公布滞后，多用于验证而难以用于实际预测。

(2) 工业企业-存货。该数据自 2010 年起发布，为月度数据。由于时间序列较短，且 2010 年以来经济基本处于长期下行周期，亦难以判断经济周期。

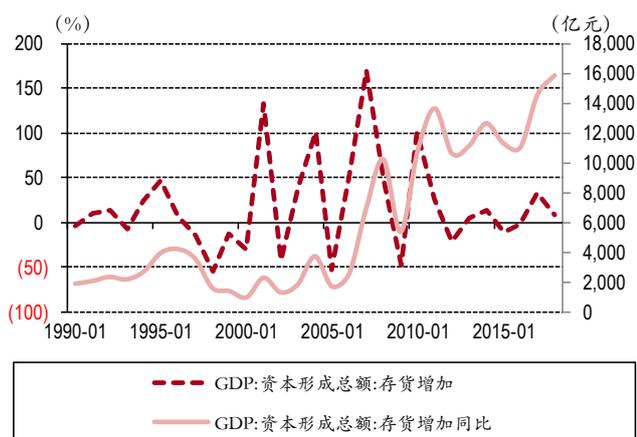
(3) 工业企业-产成品存货。该数据亦为月度数据，自 1996 年发布，其中 2007—2009 年为季度数据。

需要说明的是，上述三个指标的数值并不一致；工业企业-存货变动>支出法 GDP-存货变动>工业企业产成品存货变动。

(4) PMI 原材料库存与产成品库存。这两个指标反映愿意增加库存的企业占比，在 50 以上显示愿意增加库存的企业多于愿意减少库存的企业，属于环比指标。从数据趋势看，PMI 的两个库存指标长期处于 50 下方，一定程度上反映了企业库存管理技术的进步。但从其环比性质看，不适合作为库存周期的分析指标。

综合数据可得性、频率等要素，我们选取工业企业-产成品存货同比增速来判断库存周期的指标。而从趋势看，产成品存货与存货投资走势也大体一致。

图表 1. 支出法 GDP 存货增加



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 产成品存货同比与存货同比趋势一致



资料来源：万得，中银证券



图表 3. PMI 库存指标多数时间位于 50 以下



资料来源：万得，中银证券

分析库存位置，除了工业增加值和库存增速外，我们还增加了 3 个指标，从收入、生产以及产能三个角度，来辅助判断企业的库存周期位置。

从收入角度看，我们用收入增速-产成品库存增速来判断企业的库存增速是否与收入增长相一致，如果收入增速大于库存，则企业有补库存的空间；反之表明企业销售及库存压力。我们使用库存-产成品库存增速来判断企业短期的生产情况。企业库存包括原材料库存、中间品库存和产成品库存。我们认为库存增速-产成品库存增速为正，则表示企业用于生产的库存增速高于产成品增速，企业生产在扩张；反之则企业生产在收缩。从产能角度看，我们使用固定资产投资增速指标来代表企业未来几年的产能情况。

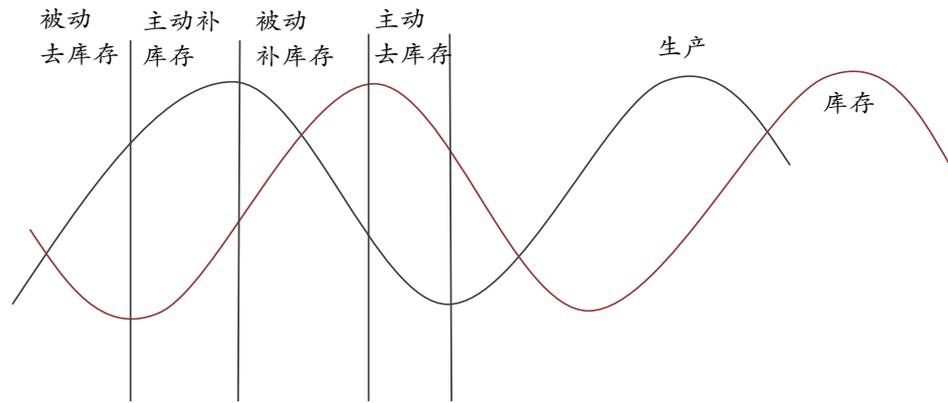
库存周期由被动去库存向主动补库存过渡

库存周期尽管表现为产成品库存的变化，但其背后的本质是市场供求变化。因此，脱离了市场供求而谈库存周期并不合理。从市场供求的角度，我们可以通过工业增加值和产成品库存增速的对比来对库存周期的不同阶段进行划分，将库存周期分为被动去库存、主动补库存、被动补库存和主动去库存四个阶段。

我们认为，生产增速上升、库存增速下降表示需求向好、企业加速生产扩张而导致库存被动减少，为被动去库存；生产增速上升、库存增速上升表明需求继续向好、企业为配合生产加速扩张而主动增加库存，为主动补库存；生产增速下降、库存增速上升表明需求开始回落、企业产销不旺导致库存累积，为被动补库存；生产增速下降、库存增速下降表明需求进一步下降、企业因产销形势不好而主动削减库存，为主动去库存。

被动补库存和主动去库存两个阶段显示经济短期企稳向好，而被动补库存和主动去库存显示经济短期见顶回落，需求不振。

图表 4. 库存周期的四个阶段



资料来源：万得，中银证券

依据上述阶段划分，我们观察到，2000 年至今共有 6 轮库存周期，最短经历了 29 个月，最长经历了 46 个月，平均 40 个月。目前处于 2000 年以来的第 6 个库存周期。现阶段工业增加值增速企稳，开始回升；库存增速不断下降；从工业增加值增速和库存增速来看，目前处于第六个库存的被动去库存阶段。当前库存周期历时 42 个月，属于第六个周期的尾部，但是需求尚未出现强劲反弹，整体工业企业处于由被动去库存向主动补库存过渡阶段；但不同行业出现结构性补库存迹象。

图表 5. 2000 年以来的 6 个库存周期



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6595



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn