

到底是库存决定需求，还是需求决定库存？

摘要

对库存走势的谈论成为近期宏观关注重点之一，部分观点认为未来将开启的补库存进程将成为经济企稳回升的主要动力之一。但这个逻辑程序，需要厘清几个问题。首先，当前库存是否处于低位；其次，库存低位就一定会补库存吗；再次，是库存决定了需求变化呢，还是需求决定了库存走势？

从当前工业品库存绝对水平来看，库存处于较低水平，而库存周转天数虽然处于高位，但考虑数据口径调整之后，15年以来持续下降，目前也处于较低水平。因此，当前库存处于较低水平。但低库存并不意味着库存一定会回补，从历史经验来看，库存并无明确的固定周期，库存低位也不一定会立即回补。而库存回补需要终端需求企稳。用工业品价格计算的实际利率是库存较好的领先指标，在名义利率变化幅度有限的情况下，实际利率更多反映工业品价格变化，因而更多反映基建、制造业投资和出口反映的终端需求变化。因此是需求决定库存，而非库存决定需求。我们认为，随着外需企稳，基建小幅回升，房地产继续强韧，终端需求企稳回升将驱动工业品价格回升，带动企业库存逐步回补。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 房地产韧性仍在，关注需求增长动力的切换 (2019-12-16)
2. 经济企稳外部风险下降，市场风险情绪将提升 (2019-12-15)
3. 如何看待中美达成第一阶段协议及其影响 (2019-12-15)
4. 以小康目标为底线，政策或逐步向积极转变——中央经济工作会议解读 (2019-12-13)
5. 价宽暂缓而量宽持续，全球流动性仍将保持宽松 (2019-12-13)
6. 实体融资总量结构都有改善，债务置换并非其原因 (2019-12-11)
7. 无需过度担忧通胀，应关注工业品价格回升 (2019-12-10)
8. 如何正确看待并预测 CPI 中猪肉权重 (2019-12-09)
9. 出口保持平稳，外需依然在企稳回升过程中 (2019-12-08)
10. 央行呵护流动性，经济将逐步企稳 (2019-12-08)

1 目前库存是否处于较低水平？

对库存走势的谈论成为近期宏观关注重点之一，部分观点认为未来将开启的补库存进程将成为经济企稳回升的主要动力之一。但这个逻辑程序，需要厘清几个问题。首先，当前库存是否处于低位；其次，库存低位就一定会补库存吗；再次，是库存决定了需求变化呢，还是需求决定了库存走势？

去年末以来，企业库存持续下降。从工业品产成品库存来看，产成品库存同比增速从 18 年下半年以来持续下滑，同比增速从之前的近 10% 持续回落至目前近零增长水平。同时，部分工业品，如钢铁等，从高频数据来看，库存也与历史上相比处于较低水平。因此，从这些指标来看目前库存处于较低水平。这也成为企业可能开启新的库存周期的主要证据之一。

然而企业库存是否较高，不仅需要观察绝对水平，还需要观察相对水平。因为企业持有库存的目的是为了满足生产经营需要，因而在生产经营比较旺盛时期，往往库存绝对水平较高，而生产经营比较疲弱时期，库存水平则较低。这意味着库存需要和生产经营状况结合起来看，库存与生产经营成本相比得到的指标库存周转天数，则是更具参考性的库存度量指标。统计局直接公布的库存周转天数则从 17 年末 14 天左右的水平提升至目前 17 天左右，那么从这个指标看，好似得出和生产经营状况比，当前库存并不低的结论。

图 1：工业品产成品存货增速近期持续下降



数据来源：Wind, CEIC, 西南证券整理

图 2：但统计局公布产成品周转天数却处于较高水平



数据来源：Wind, CEIC, 西南证券整理

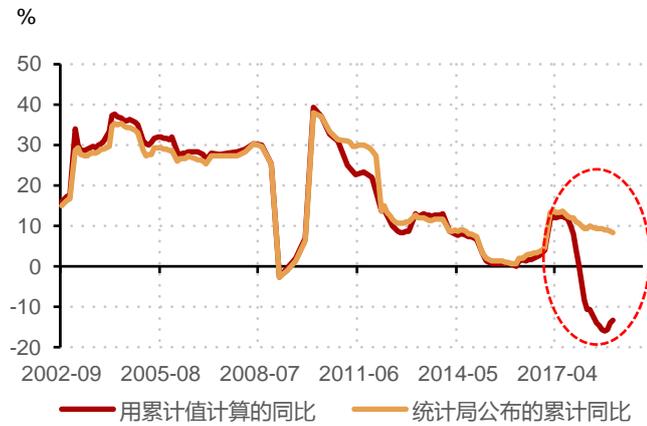
产成品存货和存货周转天数对库存水平给出不同的判断，要判断哪个指标反映的更为贴近实际，需要从近年统计指标变化去寻找解释。存货周转天数是根据产成品存货和主营业务收入相比得到的¹，但如果两个指标口径变化不一致，那么这种口径变化就可能影响存货周转天数这个指标。

事实上，2017 年工业经济效益指标口径有明显调整，这个对存货周转天数这个指标产生较大影响。从统计局公布的库存周转天数来看，其在 2014 至 2017 年总体保持平稳，中枢为 14.5 天。而 2018 年周转天数出现了明显的回升，2018 年至 2019 年 10 月的周转天数中枢为 17.2 天。数据口径调整导致存货周转天数出现突变。统计局公布的存货周转天数是根据库存名义值和主营业务成本名义值计算的。而 2017 年由于很多企业落到规模以下以及部分原工业企业业务被划至服务业，所以主营业务收入名义值出现了较大幅度的收缩。而相

¹ 计算公式为： $360 \times \text{平均产成品存货} \div \text{主营业务成本} \times \text{累计月数} \div 12$

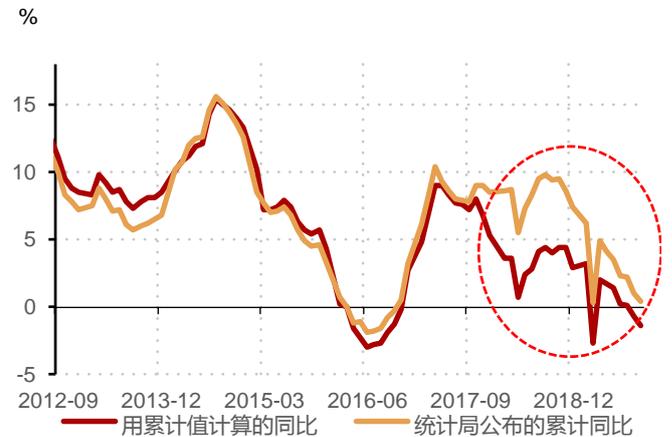
对来说，库存名义值的收缩低于主营业务收入的收缩幅度，这导致库存周转天数出现明显提升。

图 3：主营业务成本累计同比与用累计值计算的同比存在差异



数据来源：Wind, CEIC, 西南证券整理

图 4：存货累计同比与存货累计值计算的同比也存在差异

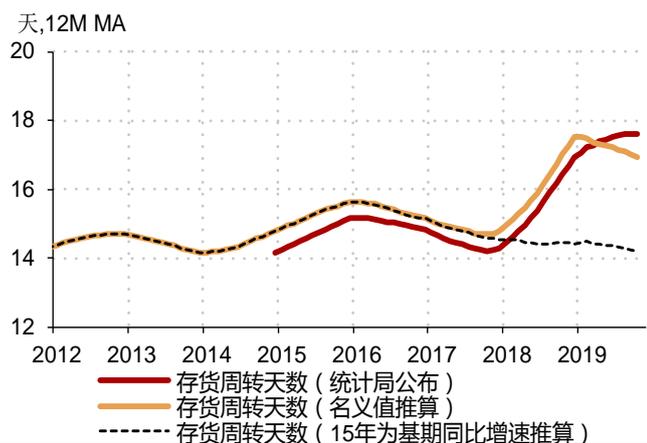


数据来源：Wind, CEIC, 西南证券整理

为得到可比口径的存货周转天数数据，我们调过 2017 年之后的数据口径调整时期，以 2015 年为基础时期，结合 2015 年主营业务收入和产成品存货名义值和后续年份同比增速，推算后续年份主营业务收入和存货名义值，然后推算调整后的存货周转天数。同时，为了消除季节性波动，我们采用 12 月移动平均数据。

从结果来看，调整后的 12 月移动平均存货周转天数从 2015 年末以来持续下降，从当时 15.6 天左右水平持续下降至当前 14.2 天左右水平，当月的目前也在 14 天左右。另外，从趋势来看，存货周转天数从 1998 年以来持续下降，背后是技术进步等因素导致企业库存效率的提升，因而这个指标存在较大趋势性，这个指标的下降也不能较为充足的反映库存水平的下降。

图 5：调整前与调整后存货周转天数



数据来源：Wind, CEIC, 西南证券整理

图 6：98 年以来存货周转天数基本上趋势性下降



数据来源：Wind, CEIC, 西南证券整理

图 8：实际利率与企业存货增速负相关并领先于企业存货投资



数据来源: Wind, 西南证券整理

而在名义利率变化幅度有限情况下，实际利率与库存增速的负相关关系，本质上反应的是总需求对库存的影响。工业部门作为中间行业，终端需求主要由基建投资、地产投资和出口来决定。经验数据上可以看到，基建投资、地产投资和出口走势决定了工业品价格走势，进而决定了实际利率变化方向，决定了库存走势。因而是需求决定了库存，而非库存决定了需求。

我们判断未来 1-2 个季度的实体经济需求在逐步企稳的过程中，再叠加库存处于低位，工业品价格也将逐步走出通缩回到正增长区间，价格回升带来实际利率回落并推动企业补库存。

图 9：需求决定工业品价格，进而决定库存走势

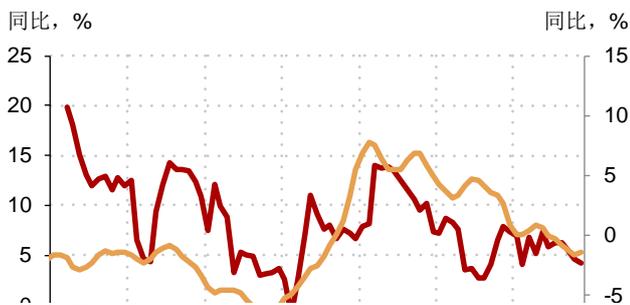
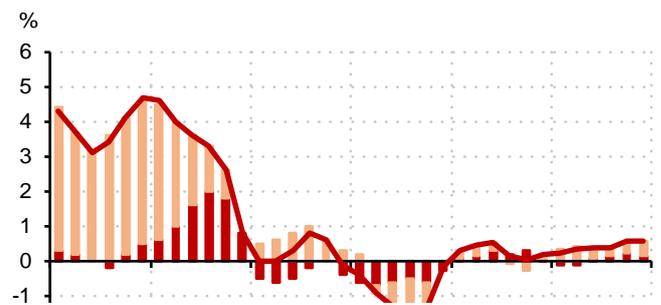


图 10：PPI 将逐步走出通缩区间



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_8219

