总量研究中心

国内宏观周报

宏观经济点评

如何看库存周期？

主要结论：

- **供给滞后需求导致库存变化出现周期性。**库存周期是描述经济短期波动的周期，库存高低变化的原因主要是生产端对于需求端的滞后反应。一个库存周期包括四个阶段：被动去库存、主动补库存、被动补库存以及主动去库存。在社会生产过程中，需求旺盛而供给跟随不及时将会出现被动去库存，此时价格上升；随后，厂商对需求开始反应出现主动补库存即供给跟上，价格稳住；第三阶段需求开始回落，但企业难以察觉继续以相同增速扩张，导致被动补库存，价格下降，供过于求；最后需求继续回落，供给收缩更快即主动去库存。根据历史的工业企业产成品数据，我国一个库存周期一般持续 3 年左右，从 2003 年开始，我国一共经历了 5 轮库存周期，分别是 2002.10-2006.5，2006.5-2009.8，2009.8-2013.8，2013.8-2016.7，2016.7-至今。
- **行业库存如何？从产业链角度看，上游行业长期处于库存低位、中游整体仍处于主动去库存阶段、而下游行业库存去化程度最大。**从上游来看，煤炭、黑色、有色采选业等均处于长时间（2016 年开始）库存低位（同比大部分为负值）；中游的整体仍处于去库存阶段，其中黑色冶炼加工业去库较为充分，非金属制品、有色冶炼以及金属制品仍处于主动去库存阶段；而下游则库存去化程最大，电气机械、仪器仪表等库存同比均处于低位，特别是汽车制造业产成品库存同比已由 21.2%（2017.5）高点回落至历史低点-10.2%（2019.10）。未来一旦需求有所好转，库存改善可能优先从汽车开始。
- **不过，未来库存回升的幅度，以及何时能够回升存在较高不确定性。**首先，从总量上看，中国经济的周期性波动减弱，结构变化才是当前中国经济的主要特征，因此，总量上的库存周期特征表现并不显著。其次，从结构上看，不同行业之间的库存周期错位较大，弹性也变得更加不明显。例如，整体房地产行业虽然库存处于相对低位，但由于政策、结构以及环境的变化，从库存入手进行分析的框架可能预测性会偏差；但是，电子、半导体等行业的周期性特征依然较为明显，其库存周期特征的预测性可能仍然偏强。第三，经济结构的巨大变化，导致不同行业的库存弹性变化较大，从而总量的库存弹性减弱。也就是说，未来总量的库存周期进一步回升的可能将下降，回升的幅度也可能会打折扣。

- **中观层面，12 月生产边际改善。**从需求来看，12 月以来 30 大中城市商品房日均销售面积跌幅扩大，土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌。从生产来看，12 月以来六大发电集团日均煤耗同比涨幅回落；全国高炉开工率均值上升。从价格来看，12 月以来煤炭、原油和有色价格均值下降，水泥和钢铁价格均值上涨，预计 12 月 PPI 环比为正，PPI 同比跌幅收窄；12 月以来猪肉价格均值由涨转跌，蔬菜价格涨幅扩大、水果价格均值由跌转涨，预计 CPI 环比上行，CPI 当月同比进一步上升。
- **金融市场方面，资金价格下降，债券收益率上升，人民币兑美元贬值，全球股市分化，工业品价格上涨。**货币市场方面，上周央行净投放资金 1125 亿元，资金价格下降，资金面有所放松。债券市场方面，到期收益率上升，期限利差走扩，信用利差收窄。外汇市场方面，人民币兑美元贬值，美元指数下降，人民币即期交易量上升。股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格下跌，铜、布油价格上涨，国内工业品价格上涨。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、 中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

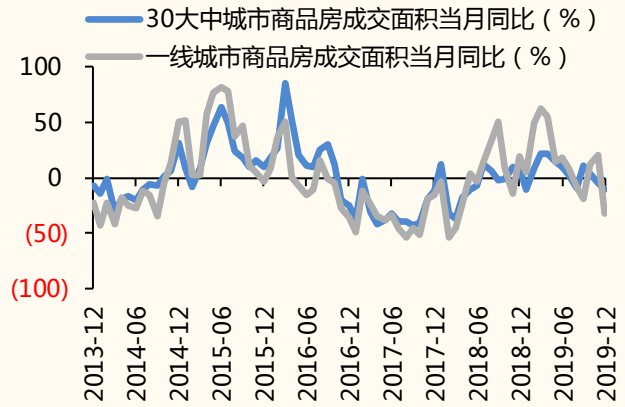
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，12 月生产边际改善

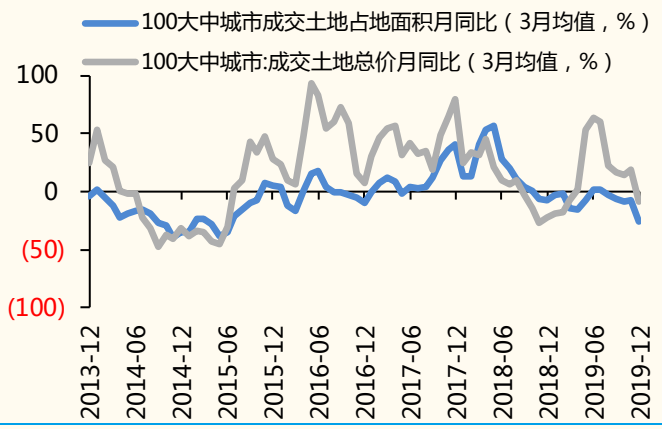
- **12 月以来 30 大中城市商品房日均销售面积跌幅扩大。内部结构上，一线城市同比由涨转跌，二线城市由跌转涨，三线城市跌幅扩大。**具体来看，30 大中城市商品房日均销售面积同比为-10.40%（前值-4.34%）。一线城市同比-32.08%（前值 20.62%）、二线城市同比 0.03%（前值-11.60%），三线城市同比-13.42%（前值-3.22%）。北京、上海商品房销售面积同比跌幅扩大，广州、深圳同比由涨转跌。
- **12 月土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌；商品房用地成交面积同比由涨转跌，工业用地成交面积同比跌幅扩大。**从 100 大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-26.2%（前值-7.8%），土地成交总价同比为-8.8%（前值为 18.8%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-17.7%（前值 0.9%），工业用地成交面积同比为-37.0%（前值为-21.4%）。
- **11 月汽车零售同比跌幅收窄。**具体来看，11 月乘用车市场零售相对平稳。乘联会汽车零售同比为-3.0%（前值-6.0%），乘联会汽车批发同比为-5.0%（前值-7.0%）。

图表 1：12 月以来商品房日均销售面积跌幅扩大



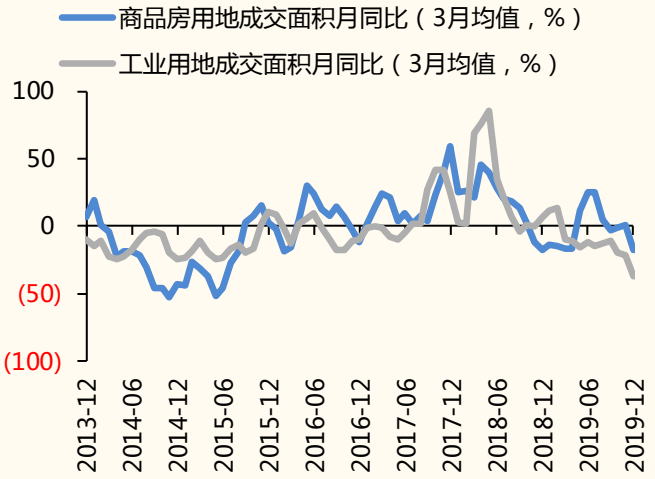
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 2：12 月土地成交面积同比跌幅扩大



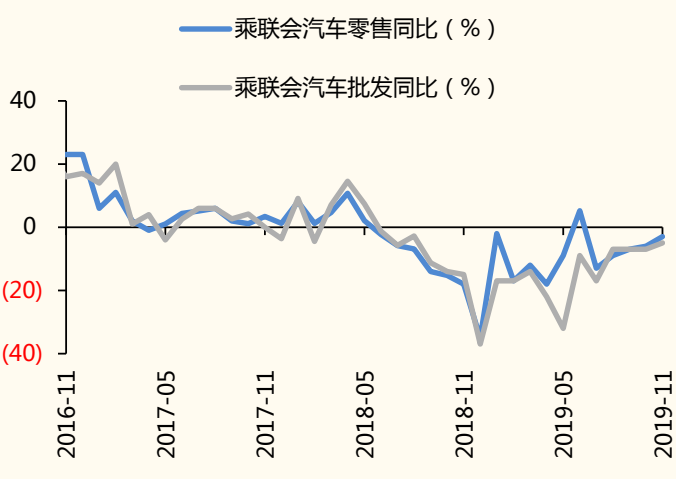
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 3：12 月商品房用地成交面积同比由涨转跌



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

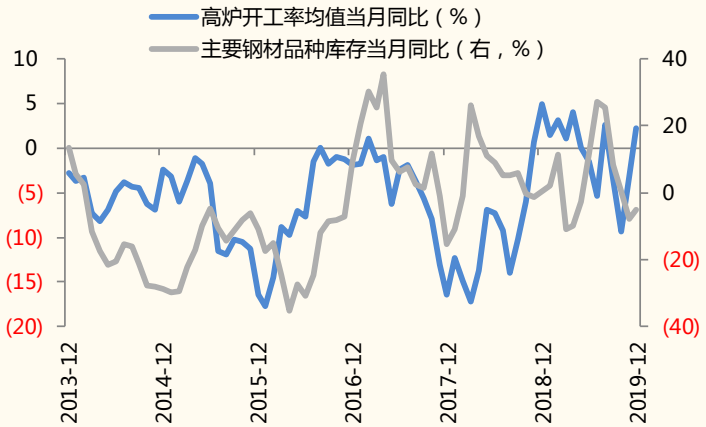
图表 4：11 月汽车零售同比跌幅收窄



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

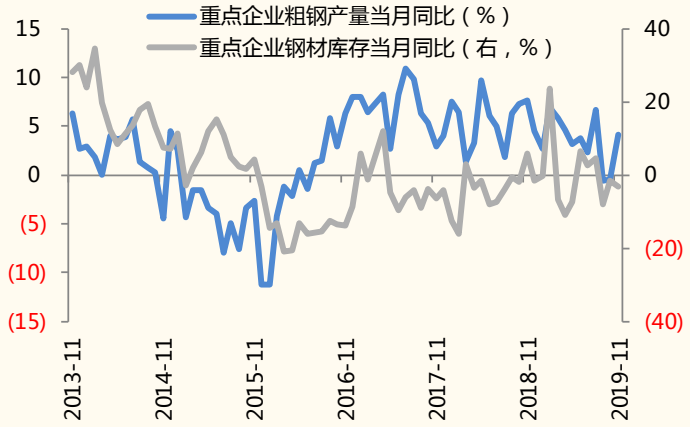
- **12 月以来高炉开工率均值上升，钢铁社会库存跌幅收窄。**具体来看，12 月以来高炉开工率均值为 66.85%（前值 65.28%）。12 月以来钢铁社会库存同比为-5.20%（前值-7.92%）。
- **12 月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比涨幅回落。**具体来看，12 月以来六大发电集团日均煤耗同比为 3.59%（前值 17.01%）。

图表 5：12 月以来高炉开工率同比上升



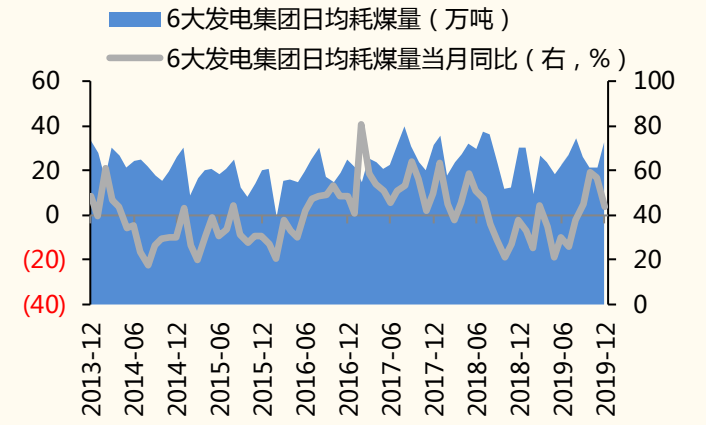
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 6：11 月重点钢铁企业粗钢产量同比上升



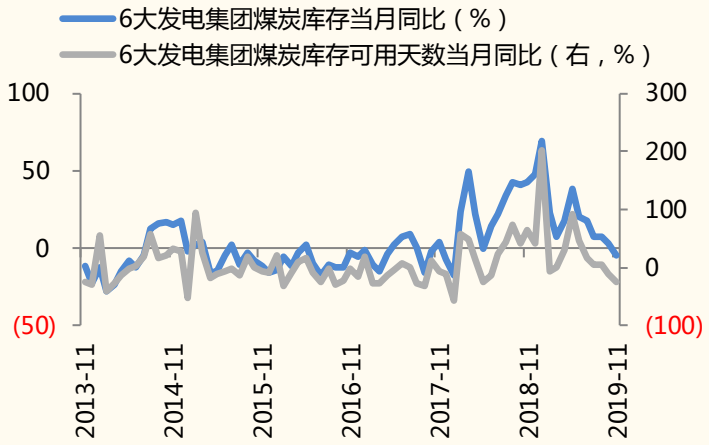
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 7：12 月以来 6 大发电集团日均煤耗同比涨幅回落



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

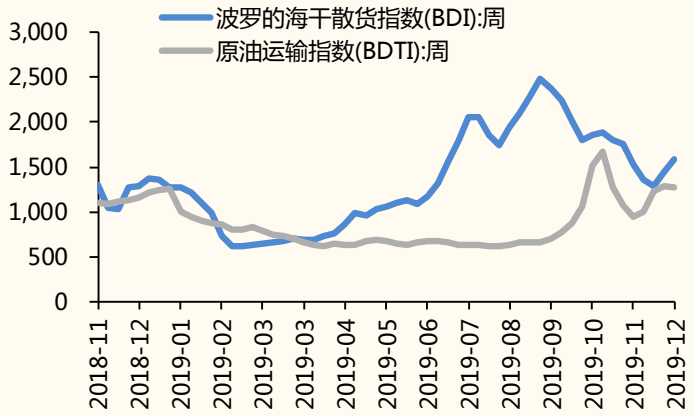
图表 8：11 月 6 大发电集团煤炭库存同比由涨转跌



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

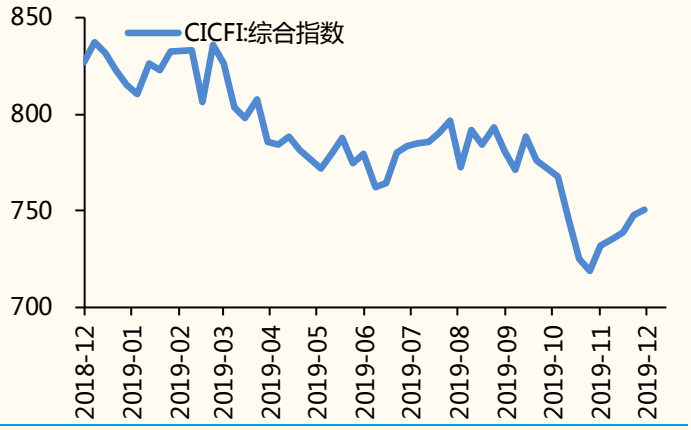
- **上周 BDI 上升、BDTI 下降；CICFI 上升、CCFI 下降。**
- **上周铁矿石日均疏港量上升、港口库存下降。上周焦炭港口库存下降，企业库存下降。**

图表 9：上周 BDI 上升、BDTI 下降



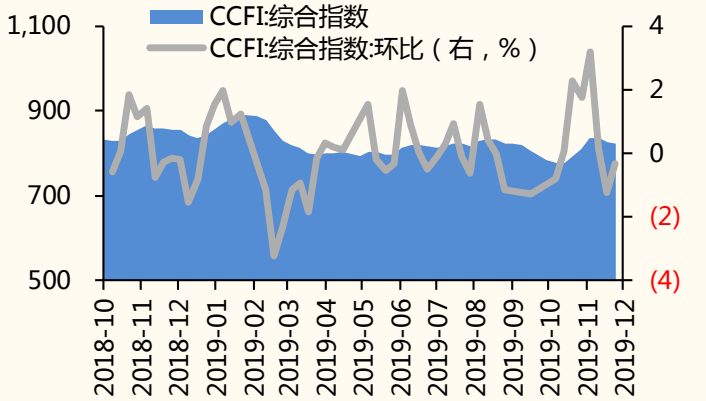
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10：上周 CICFI 上升



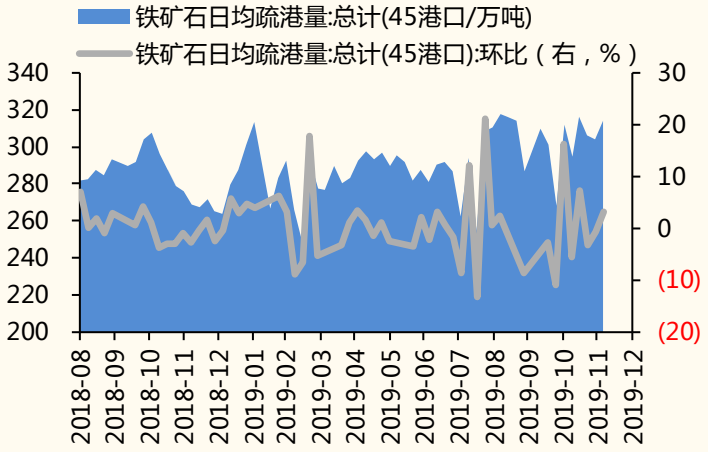
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11：上周 CCFI 下降



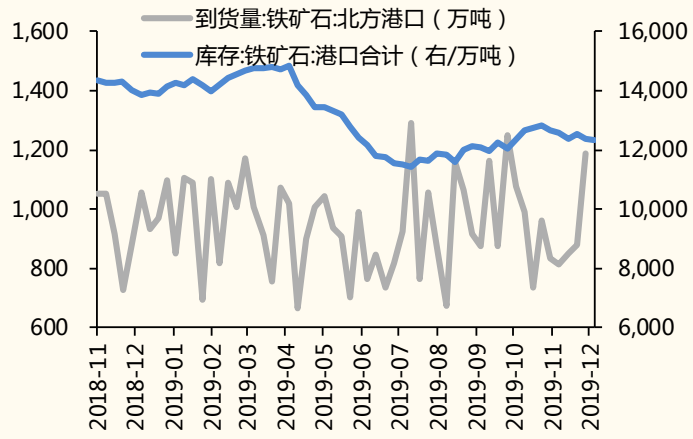
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 12：上周铁矿石日均疏港量上升



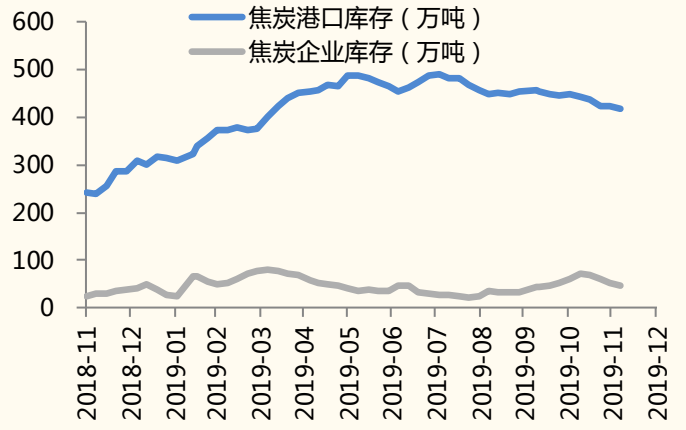
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 13：上周铁矿石港口库存下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 14：上周焦炭企业库存下降，港口库存下降

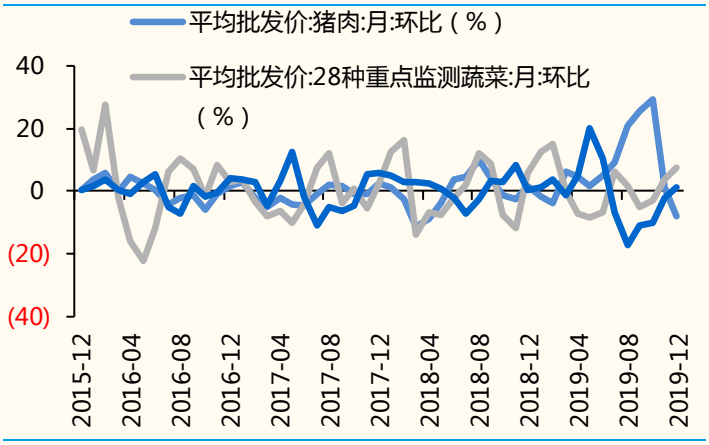


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

- **12 月以来猪肉价格均值由涨转跌，蔬菜价格均值涨幅扩大、水果价格均值由跌转涨，水泥、钢铁价格均值上升，有色、原油和煤炭价格均值下降。**农产品方面，12 月以来猪肉价格均值由涨转跌（-8.15%，前值 1.10%），蔬菜价格

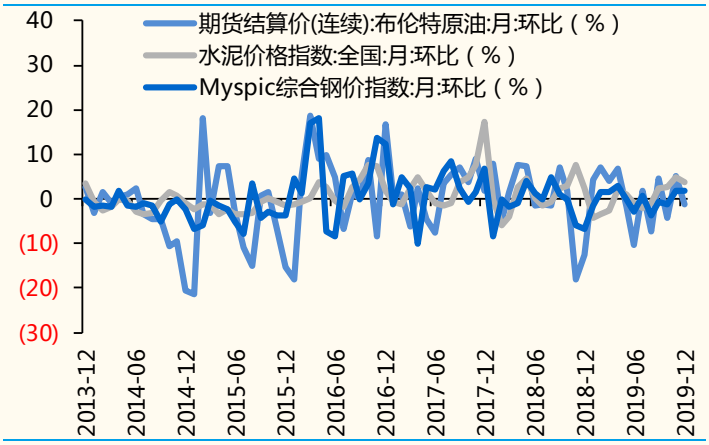
均值涨幅扩大（7.43%，前值 3.57%），水果价格均值由跌转涨（1.41%，前值-2.19%）；工业品方面，煤炭价格均值下降（-0.27%，前值-1.38%），原油价格均值由涨转跌（-1.08%，前值 5.16%），水泥价格均值上涨（3.83%，前值 4.93%），钢铁价格均值上涨（1.84%，前值 1.89%），有色金属价格均值下跌（-2.33%，前值-2.14%）。

图表 15：12 月以来猪肉价格均值由涨转跌，蔬菜价格涨幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：12 月以来水泥、钢铁价格上升，有色、原油、煤炭价格下降

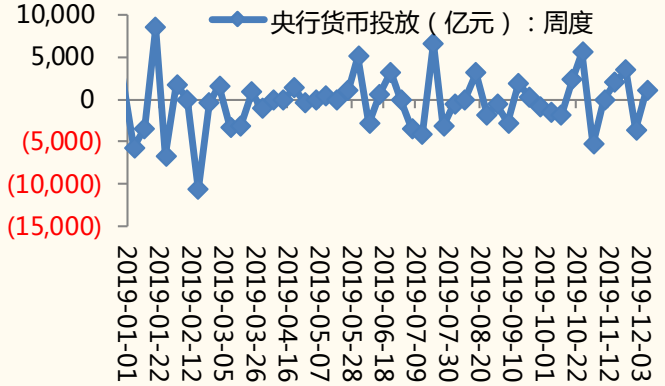


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格下降，债券收益率上升，人民币兑美元贬值，全球股市分化，工业品价格上涨

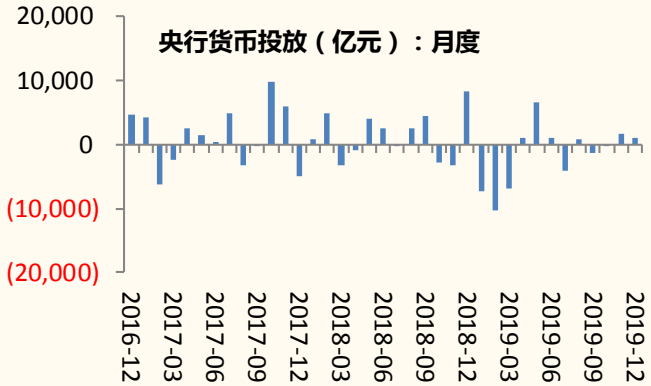
- **货币市场方面，上周央行净投放资金 1125 亿元，资金价格下降，资金面有所放松。**从资金投放量来看，上周央行净投放资金 1125 亿元，其中 MLF（投放）366D 发行 3000 亿元，MLF（投放）365D 到期 1875 亿元。资金价格下降，资金面有所放松。具体来看，上周 R001 下行 32bp，R007 下行 25bp；DR001 下行 29bp，DR007 下行 21bp。R001-DR001 下行 2bp，R007-DR007 下行 4bp，表明银行资金融出意愿上升，非银金融机构融资成本下降。
- **债券市场方面，到期收益率上升，期限利差走扩，信用利差收窄。**具体来看，1Y 国债到期收益率维持前值，1Y 国开债到期收益率上行 1bp；10Y 国债到期收益率上行 1bp，10Y 国开债到期收益率上行 2bp；1YAAA 企业债到期收益率下行 3bp、1YAA 企业债到期收益率上行 3bp、10YAAA 企业债到期收益率下行 1bp、10YAA 到期收益率下行 1bp。
- **外汇市场方面，人民币兑美元贬值，美元指数下跌，人民币即期交易量上升。**上周，在岸人民币兑美元汇率贬值。美元指数下跌，美元兑日元、欧元、英镑均贬值。
- **股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格下跌，铜、布油价格上涨，国内工业品价格上涨。**国内股市方面，上证综指上涨 1.4%；创业板指上涨 3.7%。国外股市方面，道琼斯工业指数下跌 0.1%，纳斯达克指数下跌 0.1%，德国 DAX 下跌 0.5%。国内商品市场方面，螺纹钢价格下跌 0.3%，铁矿石价格上涨 1.1%，焦炭价格上涨 1.3%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格下跌 0.4%；ICE 布油价格上涨 5.8%，LME 铜上涨 2.5%。

图表 17：上周央行净投放资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 18：12 月以来央行净投放资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 19：12/02-12/06 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值（%）	周变动（bp）	月变动（bp）	年变动（bp）
银行间质押式回购加权利率：1天(R001)	2.12	(32)	(32)	(40)
银行间质押式回购加权利率：7天(R007)	2.44	(25)	(25)	(70)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.06	(29)	(29)	(41)
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.37	(21)	(21)	(67)
R001-DR001(bp)	6	(2)	(2)	1
R007-DR007（bp）	7	(4)	(4)	(3)
SHIBOR:隔夜	2.07	(28)	(28)	(48)
SHIBOR:1周	2.48	(13)	(13)	(42)
7日年化收益率:余额宝	2.36	1	1	(26)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.01	6	6	(37)
票据直贴利率:6个月:长三角	2.92	25	25	(80)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.15	57	57	0

来源：中国货币网，全国银行间同业拆借中心，Wind 资讯，天弘基金管理有限公司，温州市金融办，国金证券研究所

图表 20：12/02-12/06 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动（bp）	年变动（bp）
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.65	2.62	2.64	(0)	(0)	4
中债国债到期收益率:10年	3.21	3.17	3.18	1	1	(5)
中债国开债到期收益率:1年	2.73	2.73	2.73	1	1	(2)
中债国开债到期收益率:10年	3.60	3.57	3.59	2	2	(5)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.20	3.19	3.20	(3)	(3)	(39)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.27	4.26	4.26	(1)	(1)	(7)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.47	3.44	3.47	3	3	(66)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.33	5.32	5.32	(1)	(1)	(10)
期限利差(10Y-1Y，bp)						
中债国债期限利差	56	53	53	1	1	(9)
中债国开债期限利差	87	84	86	1	1	(3)
中债企业债期限利差(AAA)	107	106	106	3	3	33
中债企业债期限利差率(AA)	188	185	185	(3)	(3)	57
信用利差(企业债-国债，bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	57	55	56	(3)	(3)	(43)
中债企业债信用利差(AAA):10年	109	106	109	(2)	(2)	(1)
中债企业债信用利差(AA):1年	83	79	83	3	3	(70)
中债企业债信用利差(AA):10年	215	212	215	(2)	(2)	(4)
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	99.68	99.52	99.56	-0.1%	-0.1%	0.2%
CFETS 10年期国债期货	99.52	97.69	97.72	-0.3%	-0.3%	0.0%

来源：中国债券信息网，中国金融期货交易所，国金证券研究所

图表 21：12/02-12/06 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币（CFETS）	7.08	7.03	7.03	0.1%	0.1%	2.4%
美元兑离岸人民币	7.08	7.02	7.02	-0.1%	-0.1%	2.2%
离岸-在岸汇率价差（bp）	209	-175	-100	-163	-163	-144
即期询价成交量：美元兑人民币			327.0	53.0	48.4	47.6
USDCNY: NDF 1年			7.11	0.3%	0.3%	3.1%
CFETS人民币汇率指数			91.84	0.0%	0.0%	-1.5%
巨潮人民币实际有效汇率指数	118.33	117.34	117.75	-0.5%	-0.5%	-0.9%
巨潮人民币名义有效汇率指数	112.69	111.74	112.14	-0.5%	-0.5%	-1.9%
欧元兑人民币（CFETS）	7.84	7.74	7.81	1.0%	1.0%	-0.6%
100日元兑人民币（CFETS）	6.52	6.40	6.47	0.9%	0.9%	4.2%

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_8575