

11月份宏观月报

透视本轮库存周期

■ 核心观点

第一，本轮库存周期具有上行幅度属于弱周期、持续时间属于强周期以及在顶部长期震荡徘徊的特点。

第二，当企业的补库存是由于总需求的改善引致时，通常库存周期的时间长度和变化幅度都相对较高；当企业的补库存是由于价格变化引致，没有总需求改善的支撑时，库存周期的时间长度和变化幅度都相对较弱。

第三，本轮库存周期的触发因素主要来自价格因素，即 PPI 增速的大幅改善。但本轮库存周期时间跨度较长，并在顶部长期震荡徘徊，主要原因在于：其一，出口相关链条的改善对后期的补库存形成了较强支撑；其二，PPI 同比增速在 2017 年 4 月达到高点之后，其下行的幅度和节奏都慢于前几轮库存周期，直到 2018 年四季度才开始大幅放缓，这也对本轮库存周期的长度形成支撑。

第四，从出口和房地产投资来看，当前我国总需求还具有下行压力，可能难以支撑企业补库存；从价格因素来看，企业未来是否会补库存可能很大程度上取决于 PPI 当前的下行趋势能否趋稳，这与 2013 年企业补库存的环境较为相似。

第五，不管企业是否会补库存，这都不应该成为判断短期经济是否企稳的依据。因为无论从经济学理论还是中国经济的运行实践，库存周期通常滞后于经济周期的变动，中国的库存变化滞后名义 GDP 增速 2-3 个季度，库存本身的变动并不足以引起经济周期的改变，其仅仅是加剧了经济周期的波动程度。

本月市场重点

■ 透视本轮库存周期

自 2000 年以来，我国经济已经经历 5 轮完整的库存周期。其中，始于 2003、2006 和 2009 年的 3 轮库存周期属于强周期，时间跨度均超过 40 个月，上行幅度较高；始于 2000 年和 2013 年的库存周期属于弱周期，时间跨度均不足 30 个月，上行幅度也较低。本轮库存周期（也即第六轮库存周期）开始于 2016 年 6 月，已经持续 40 个月，其中上行期（补库存）持续 27 个月，下行期（去库存）持续 13 个月，目前还处在下行期。与前几轮相比，**本轮库存周期具有上行幅度属于弱周期、持续时间属于强周期以及在顶部长期震荡徘徊的特点。**那么导致本轮库存周期形态显著不同于前几轮的原因为何？从库存周期的历史经验来看，无论是库存周期的持续长度、库存周期的底部水平还是工业企业的利润表现，本轮库存周期的去库存可能正在逐渐接近尾声。那么库存周期短期有望重启向上并带动经济企稳吗？本报告旨在探讨这些问题。

回顾过去五轮库存周期可以发现，三轮强周期的企业补库存行为主要由于出口和房地产投资增速大幅增加导致，同时伴随着工业品价格的上涨；始于 2013 年弱周期的企业补库存行为主要由于 PPI 同比增速由前期的持续下行转为企稳，也即主要由于价格变化引致，而总需求处于下行压力。

这也就意味着当企业的补库存是由于总需求的改善引致时，通常库存周期的时间长度和变化幅度都相对较高；当企业的补库存是由于价格变化引致，没有总需求改善的支撑时，库存周期的时间长度和变化幅度都相对较弱。

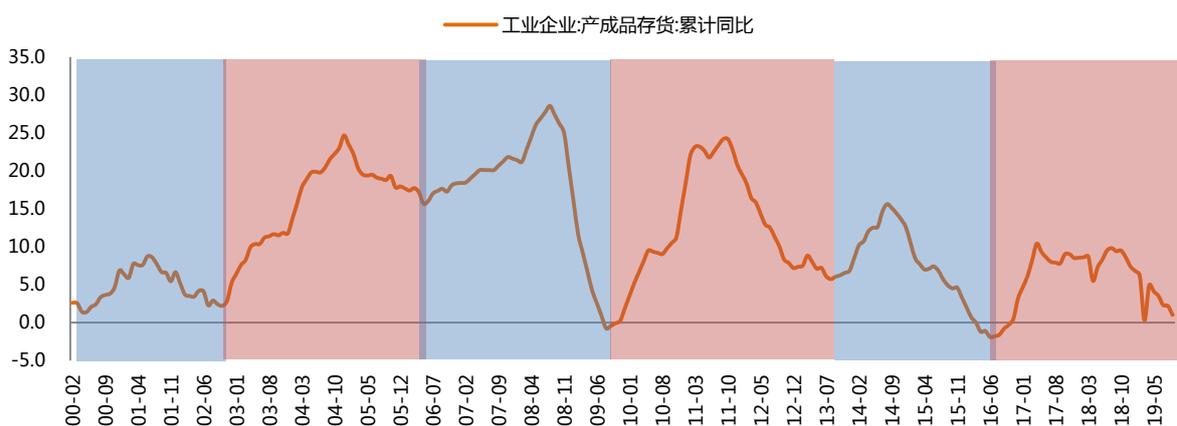
始于 2016 年 6 月的第六轮库存周期的触发因素主要来自价格因素，即 PPI 增速的大幅改善。2015 年底我国开始推行供给侧改革，工业品价格大幅上涨，PPI 累计同比增速由 2016 年初的-5.3%持续攀升至 2017 年 3 月的 7.4%。在价格因素的推动下，我国工业企业在 2016 年 6 月开始本轮的补库存，工业企业产成品存货累计同比在 2017 年 4 月达到最高为 10.4%，补库存持续 10 个月，与前两轮弱周期大致相当。但本轮工业企业补库存达到高点之后并未像前几轮库存周期一样开始显著回落，而是在顶部震荡徘徊到 2018 年 10 月，大大拉长了本轮补库存的时间长度。主要原因可能在于：其一，我国的出口增速自 2017 年 3 月开始大幅改善，一直持续到 2018 年 10 月，这与本轮库存周期高位震荡的时间大致一致。也即是说，出口相关链条的改善对后期的补库存形成了较强支撑；其二，PPI 同比增速在 2017 年 4 月达到高点之后，其下行的幅度和节奏都慢于前几轮库存周期，直到 2018 年四季度才开始大幅放缓，这也对本轮库存周期的长度形成支撑。

那么在本轮去库存逐渐接近尾声，企业是否有动力开启新一轮补库存呢？我们从总需求和价格因素两个角度来讨论。从总需求来看，当前我国总需求还具有下行压力，可能难以支撑企业补库存。具体来看，我国的出口增速仍面临着全球经济下行压力加大、多轮关税负面影响逐渐体现以及“抢出口”支撑效性减退等多重不利因素的叠加，未来难以显著反弹；在房地产调控长期趋严的环境下，房地产的下行周期基本确认，虽然房地产投资韧性较强，但仍处于下行趋势，这也难以支撑企业补库存。从价格因素来看，我国 PPI 同比增速自 2019 年 4 月以来一直在持续下行，下行幅度不断扩大。企业是否会补库存可能很大程度上取决于 PPI 当前的下行趋势能否趋稳，这与 2013 年企业补库存的环境较为相似。

进一步细化始于 2013 年 9 月的库存周期。自 2012 年以来，我国经济下行压力增加，实际 GDP 同比增速震荡下行，房地产投资和基建投资虽然处在高位，但处于下行趋势。当时的总需求并不支撑企业补库存，因此企业库存周期的重启更多的来自价格因素，也即 PPI 由之前的持续下行转为趋稳。由于缺乏总需求改善的支撑，本轮补库存只持续了 12 个月，在企业补库存期间，经济并未出现短暂的企稳，实际 GDP 同比增速由 2013 年的 7.9%震荡下行到 2014 年 9 月的 7.1%。

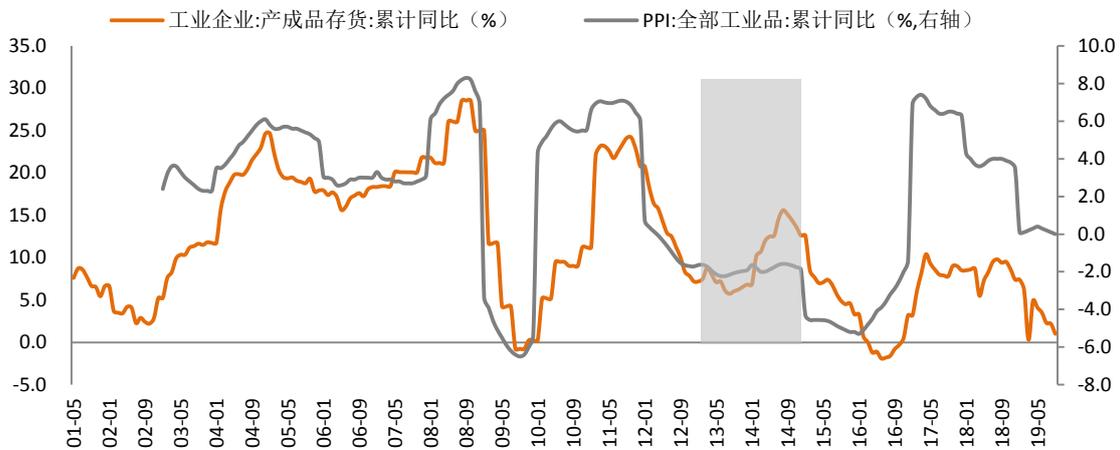
因此，不管企业是否会补库存，这都不应该成为判断短期经济是否企稳的依据。因为无论从经济学理论还是中国经济的运行实践，库存周期通常滞后于经济周期的变动，中国的库存变化滞后名义 GDP 增速 2-3 个季度，库存本身的变动并不足以引起经济周期的改变，其仅仅是加剧了经济周期的波动程度。

图表1 中国的库存周期（%）



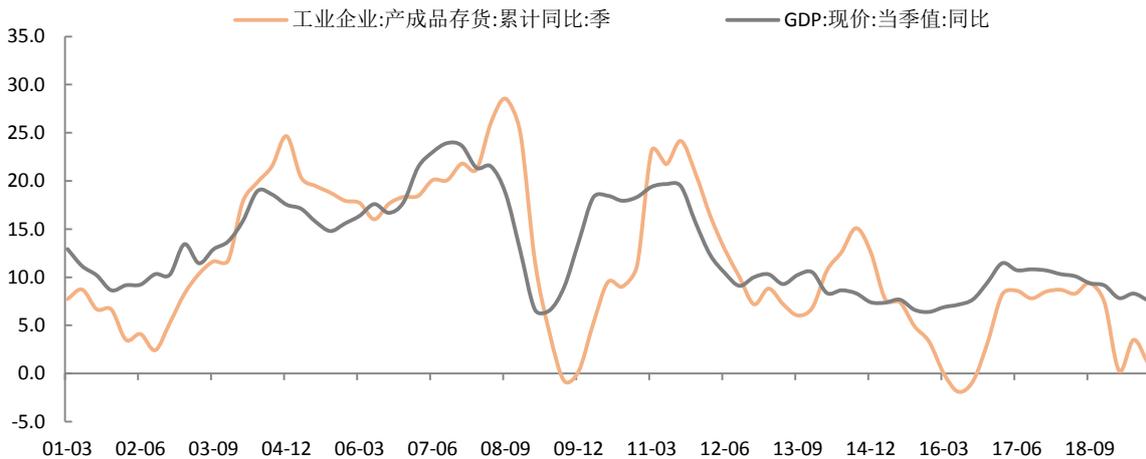
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 始于2013年9月的库存周期主要源于PPI增速由持续的下行转为企稳



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 库存周期滞后名义GDP同比增速2-3个季度(%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2018	2019Q3	2019-09	2019-10	2019Q4	2019E
经济增长						
GDP同比(%)	6.6	6.2	-	-	5.9	6.2
工业增加值同比(%)	6.2	5.6	5.8	5.4	4.7	5.3
固定资产投资累计同比(%)	5.9	5.4	5.4	5.3	5.5	5.5
名义消费同比(%)	9.0	8.2	7.8	7.7	7.9	8.2
出口同比(%)	9.9	-0.4	-3.2	-3.5	-7.8	-2.0

进口同比 (%)	15.8	-6.5	-8.5	-6.5	-6.0	-5.2
贸易盈余 (亿美元)	3518	1189	397	436	906	3890
通货膨胀						
CPI 同比 (%)	2.1	2.9	3.0	3.2	3.5	2.7
PPI 同比 (%)	3.5	-0.8	-1.2	-1.8	-1.6	-0.5
货币信贷						
M2 同比 (%)	8.1	8.5	8.4	8.2	7.9	8.0
1 年期存款利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
存款准备金率-大型机构 (%)	14.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0
人民币兑美元汇率中间价	6.86	7.01	7.07	7.05	7.20	7.20

资料来源: WIND, 平安证券研究所

上月重点宏观动态

■ 美对华 3000 亿清单商品启动关税排除程序，中美部分文本技术性磋商基本完成

事件描述: 美商务部 10 月 21 日发布公告, 称将自 10 月 31 日起对中国 3000 亿美元加征关税清单产品启动排除程序。自 2019 年 10 月 31 日至 2020 年 1 月 31 日, 美国利害关系方可向美国贸易代表办公室 (USTR) 提出排除申请, 需要提供的信息包括有关产品的可替代性、是否被征收过反倾销反补贴税、是否具有重要战略意义或与中国制造 2025 等产业政策相关等。如果排除申请得到批准, 自 2019 年 9 月 1 日起已经加征的关税可以追溯返还。

10 月 25 日晚, 中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意妥善解决各自核心关切, 确认部分文本的技术性磋商基本完成。双方确认就美方进口中国自产熟制禽肉、鲑鱼产品监管体系等效以及中方解除美国禽肉对华出口禁令、应用肉类产品公共卫生信息系统等达成共识。双方牵头人将于近期再次通话, 在此期间工作层将持续抓紧磋商。

■ 区块链技术上升至战略高度

事件描述: 10 月 24 日, 中共中央政治局就区块链技术发展现状和趋势进行第十八次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调, 区块链技术的集成应用在新的技术革新和产业变革中起着重要作用。我们要把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口, 着力攻克一批关键核心技术, 加快推动区块链技术和产业创新发展。

点评: 本次中共中央政治局对区块链的集体学习及表态表明了对区块链技术的重视, 并将区块链技术正式纳入科技兴国的重要组成部分中。未来, 在供应链金融、医疗信息化、教育资源共享等产业变革中, 区块链技术均有发挥作用的潜力。但在数字经济不断发展的同时, 也需警惕新技术的安全漏洞, 加强对新技术的引导和规范。另外, 中央定调的方向是: 区块链的发展方向是脱虚向实、赋能实体、改善民生以及取得产业优势。因此, 未来可能会看到区块链和人工智能、大数据、物联网等前沿信息技术的深度融合。

■ 国务院出台调整中央与地方收入划分改革方案

事件描述: 10 月 9 日, 新华社报道, 日前国务院印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》。《方案》提出三个方面的政策措施: 保持增值税“五五分享”比例稳定、调整完善增值税留抵退税分担机制、后移消费税征收环节并稳步下划地方。

点评: 第一, 该方案旨在保持中央和地方现有财力格局相对稳定的前提下, 调节不同地区财政收支更加均衡, 缓解部

分地区在落实减税降费政策后所面临的财政运行困难，从而确保减税降费政策能够进一步落实落细。这也就意味着当前中央并未将财权大力分配给地方，中央政府与地方政府的财权与事权不匹配短期依然会继续存在。

第二，保持增值税“五五分享”比例稳定。94年分税制改革后，中央和地方对于我国最大的税种增值税的分享比例并未发生调整。《方案》再次提及只是确定营改增2—3年过渡期到期后，继续保持增值税收入划分“五五分享”比例不变，有助于稳定地方政府的预期。

第三，调整完善增值税留抵退税分担机制。整体来看，中央和地方各自分担的增值税留抵退税总比例未发生变化，但不同地区的分担比例有所变化。对于增值税分享额较高的地区通常经济发展态势较好，将会额外承担部分其它地区的退税负担。这样有助于降低经济发展较为落后地区的留抵退税支出压力，从而使得全国不同地区的财政收支变得相对更加均衡。

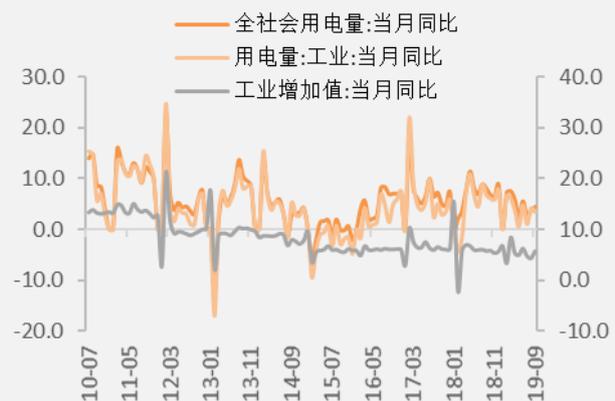
第四，后移消费税征收环节并稳步下划地方。消费税征收由中央向地方转移是一个渐进的过程，短期内不会导致地方政府的财政收入大幅增加。消费税征收方式由生产环节转向销售环节有助于平滑消费税的区域不平衡。消费税基由出厂价转为零售价，在不改变税率的前提下，会导致消费税税收额度有一定的提升。但由于目前并未公布具体的税率细节，对行业的具体影响还无法估量。

月度经济数据预测

■ 工业：预计10月工业增加值增速5.4%

2019年10月份制造业PMI为49.3%，需求分项指标处于年内低位；生产指标仍在扩张区间；进口、出口分项指标有所回落；从业人员分项指标小幅回升。三季度制造业景气度小幅回落，制造业内部结构继续优化。

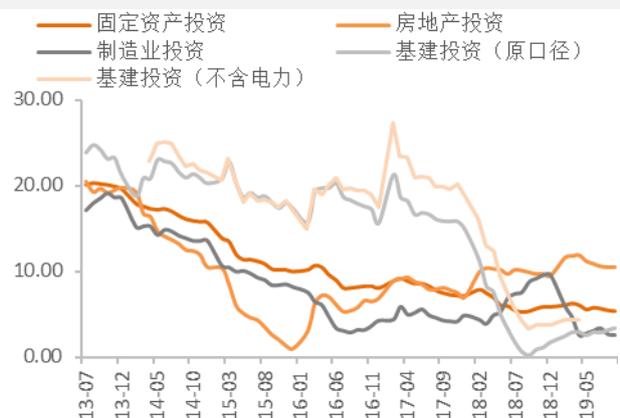
10月高频数据：6大集团发电耗煤增速大幅上升14个百分点至19.28%；汽车销量持续下行；钢材累库有所缓解；水泥价格同比上涨。总体而言，预计10月工业增加值5.4%。



■ 投资：预计10月固定资产投资增速5.3%

制造业投资小幅下滑，是固定资产投资增速下行的主要拖累，尽管减税降费以及增加对制造业行业中长期贷款有助于缓解制造业的经营压力，但在总需求回落背景下，制造业投资将保持低位徘徊。

房地产投资增速与上月持平，进入下行周期成为市场共识，不过房地产投资将具有一定的韧性，短期断崖式下跌的概率较低。预计10月投资增速小幅降至5.3%。



■ 消费：预计 10 月社零消费增速 7.7%

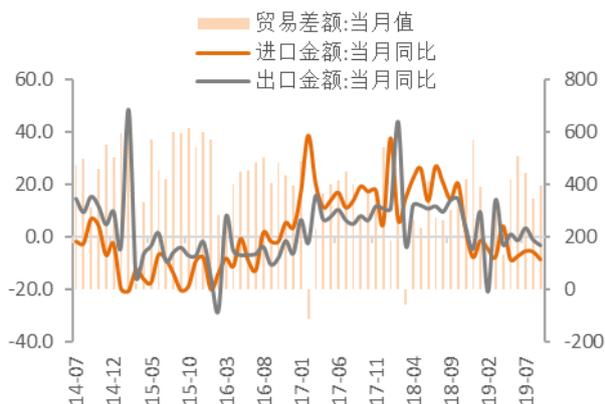
受去年低基数效应影响汽车消费降幅比 8 月份大幅收窄 5.9 个百分点至 -2.2%，房地产相关消费（家具、家电、建材）增速整体呈现一定幅度的改善。

汽车消费依然是拖累我国消费增速的主要因素，短期来看放松汽车限购、加快二手车市场流转以及去年的低基数效应会对汽车消费产生一定支撑。短期消费增速仍难大幅反弹，预计 10 月份消费增速小幅回落至 7.7%。



■ 外贸：预计 10 月出口增速 -3.5%，进口增速 -6.5%

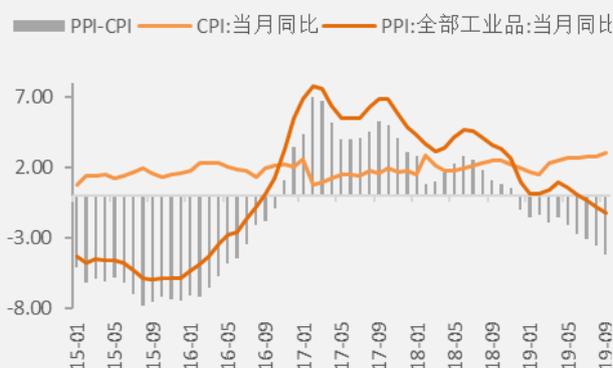
全球经济下行压力加大、关税负面影响逐渐体现以及“抢出口”支撑的减弱，出口增速仍有下行压力。进口方面，原油价格基数走低，石油相关产品进口有望企稳，这会对进口形成一定支撑，但受国内总需求回落压力，进口增速料将保持低位震荡。短期预计 10 月出口增速 -3.5%、进口增速 -6.5%，贸易差额 436 亿。



■ 通胀：预计 10 月 CPI 同比 3.2%，PPI 同比 -1.8%

近两周以来，22 省市平均猪价环比从 9.8% 上涨至 41.4%，同比从 89.5% 上涨至 165.6%。布伦特油价同比降至 -25.7%，对冲部分猪价涨幅。最终预计 10 月 CPI 同比小幅升至 3.2%。

PMI 已连续 5 个月处于荣枯线下，工业企业利润增速仍为负增长，工业景气度总体低迷的状况决定 PPI 难有强劲表现。预计 10 月 PPI 同比增速降至 -1.8%。



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_9259



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>