徐奇渊：从库存周期来观察中国经济

文/意见领袖专栏作家 徐奇渊

当前，观察单个指标似乎难以确认中国经济所处的周期性位置。因此笔者尝试从制造业的库存周期来进行分析。具体地，可以使用制造业 PMI 的产成品库存、原材料库存两个指标来进行观察。

分析结果显示：当前中国经济正处于被动补库存阶段，即产成品面临积压上升，同时原材料库存呈现下降。按照库存周期的短期视角来看，中国经济未来可能面临进入主动去库存的压力，即在原材料库存维持下降的同时，积压的产成品库存也可能通过延缓生产、消化库存方式呈现下降。

因此，宏观调控政策效果会受到库存调整的部分影响，经济复苏势头也会有所放缓。在此背景下，相关政策对企业预期的影响至关重要，合适的政策将可能使得企业行为直接跳过主动去库存阶段，快速跨向被动去库存，从而消除经济复苏面临的掣肘。

https://www.yunbaogao.cn

中国经济状态

观察主要经济指标，似乎难以对当前经济形势做出明确的判断。从GDP（国内生产总值）增速来看，在国内外各种因素的超预期挑战下，今年增速或将不及市场的年初预期。但是从物价水平来看，截至 2022 年 8 月 CPI(居民消费价格指数)和 PPI(生产价格指数)同比增速分别为 2.5%、2.3%，仍然处于温和区间，产出缺口似乎还比较合意。不过也要注意到，通胀之所以呈现温和，其背后也可能是比较明显的负向供给冲击，在此背景下，总需求乏力的程度有可能并不像通胀所揭示的如此温和。

又但是，劳动力市场好像并没有体现出显著的负向供给冲击。如果观察失业率指标，当前劳动力市场似乎逐渐在回归常态。城镇调查失业率显

示，4 月失业率经历了年内最高点（6.1%），而 8 月已经回落到了 5.3%。虽然 16 岁-24 岁青年失业率处于历史高位，但总体就业状况似乎仍然处于正常区间，5.3%的失业率本身是 2020 年以来的较低水平，甚至与 2019 年的 2 月、7 月的失业率相同。

这么看供给面（至少在劳动力市场来看）似乎并没有遭到严重冲击，大宗商品价格在经历大幅上涨之后也开始趋于平稳。在此条件下似乎应该得出结论，中国当前的产出缺口处于合意区间。不过这一结论显然难以成立，比如城镇调查失业率覆盖的调查范围可能还有待扩大。总之，我们还需要更多的观察角度，从而更加准确地反映当前经济状况。

通过制造业的库存周期观察经济周期

正如经济周期被划分为复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段一样，我们也可以对库存周期进行划分。根据制造业的原材料库存、产成品库存变化方向的 4 种组合，我们可以把当前库存周期划分为被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存这四个阶段：

第一阶段，被动去库存，即需求开始好转，生产逐渐恢复，但由于需求的增加大于生产的恢复，从而导致当期需求大于当期生产，因此产成品库存继续下降，但原材料库存已经开始增加。

第二阶段，主动补库存，即需求旺盛、预期开始乐观、生产加速扩张，以至于当期生产大于当期需求，因此产成品库存上升。同时为满足生产，

原材料库存也在增加。

第三阶段，被动补库存，即需求开始放缓、生产也开始放缓，但当期生产还是大于当期需求，导致产成品库存上升。同时，原材料库存开始下降。

第四阶段，主动去库存，即需求继续下滑、预期开始悲观、生产开始收缩，产成品库存下降。原材料库存也进一步下降。

用 PMI 的库存指标来观察经济周期的要点

首先，为什么不选择工业产成品库存来进行观察？因为（1）工业产成品库存的口径是金额，对应名义值，而 PMI 虽然是主观调查，但 PMI 库存指标直接对应物量指标、是实际值的口径，不用做物价的平减，可以减少这方面的误差。（2）工业产成品库存的数据存在缺失、数据口径变化，以及发布滞后的问题。（3）工业产成品库存没有区分原材料、产成品，而制造业 PMI 指数直接区分了原材料库存、产成品库存。（4）制造业库存占到工业产成品库存的绝大部分（2015 年为 95%），所以代表性足够。（5）制造业 PMI 指数从环比处理成同比并不困难，而且效果较好。

其次，使用 PMI 进行观察时要注意到，荣枯线 50 可能需要根据实际情况进行调整。尤其是很多国家的 PMI 库存指标大都一直低于 50。这实际上并不是经济周期意义上的去库存行为，而是主要反映了库存环节的趋势性技术进步，例如供应链管理水平的提升、物流产业和交通基础设施的

https://www.yunbaogao.cn

发展等等。为了描述库存管理的技术进步类型，我们有以下 4 种假设。

（1）库存技术进步为 0。这时候 PMI 库存指数的临界值就是 50 这个水平，这时候被访问企业反馈库存增加、减少就直接对应于补库存、去库存。

（2）库存技术进步为常数速度。这时候 PMI 库存指数的临界值会表现为一个低于 50 的常数。这时候受访企业反馈的库存增加、减少要与这个低于 50 的常数相比，我们才能判断是否出现了补库存、去库存。在这种情况下，我们使用历史数据的平均值作为临界值，偏离值作为波动成分。

（3）库存的技术进步速度变化存在稳定趋势。这时候 PMI 库存指数的临界值会表现为一条斜率为正、或为负的直线。其中斜率为正表明库存的技术进步逐渐放慢、甚至出现倒退（但现实中一般不会存在后一种情况），斜率为负表明库存的技术进步逐渐加快，这时候库存技术进步是加速度发生的。在这种情况下，我们使用全部历史数据对时间趋势进行线性回归，将回归得到各个时间点的拟合值作为趋势值，偏离值作为波动成分。

（4）库存的技术进步速度本身不是常数、二阶导也不是常数。这时候 PMI 库存指数的临界值本身就处于不断波动当中，其变化也没有稳定的规律可循。我们只是从事后的角度去观察其变化趋势，根据它的趋势线来确定各个时间点对应的临界值。在这种情况下，我们使用 HP 滤波得到的趋势值作为荣枯线，偏离值作为波动成分。

再次，在使用 PMI 库存指标来观察经济周期时，要将 PMI 指标调节成同比口径。因为 PMI 本身是一种景气调查，受访企业将本月与上月的情况进行比较，因此是环比变化视角。但是环比变化比较剧烈，这种剧烈变化有时候是因为季节性原因，可以通过季节性调整进行剔除，有时候则是非季节性原因，比如 2020 年初的疫情暴发，再如 2022 年二季度疫情再次在长三角、珠三角、东北等地反弹。后面这些非季节性因素无法通过季节调整剔除，而且会进一步扰乱经济波动。例如 2020 年 3 月的 PMI 产成品库存、原材料库存都出现大幅的环比上升，但这只是疫情后的正常修复，我们并不能判断说 2020 年 3 月进入到了主动补库存阶段、从而中国经济进入到了繁荣周期。因此，这里我们将对 PMI 库存指标调整为同比口径之后，再对库存周期进行观察。

当前经济正处于被动补库存阶段

首先可以看到，2005 年 1 月有数据以来，PMI 产成品库存、原材料库存的原始数据波动较大，而且长期低于 50 的荣枯线。直接观察很难对库存周期有一个清晰的判断。

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_47763