

专题报告

库存周期如何演绎？

2020年9月9日

宏观专题报告

□ 专题摘要:

本专题将围绕库存周期进行探讨，重点分析周期分类、国内库存周期的历史情况、各库存阶段资产价格表现、库存周期相关因素及目前所处的阶段等。

赵嘉瑜

86-755-82548083

zhaojiayu@cmschina.com.cn

F3065666

刘光智

86-755-23946534

liuguangzhi@cmschina.com.cn

Z0014969

微信公众号：招商期货研究所



## 一、周期的划分

首先希望分享一下在美国读研究生期间教授给我们讲的一句话：“**社会/人文科学的研究最终是回到下定义**”。“下定义”是概念产生的根本（无论概念的产生来源于主观意识或是客观物质，前者是与自然科学最大的区别），贯穿于社会科学的研究，是“分类”以及“对比”的基础。经济学与人文科学的差别在于其物质性更强，很多概念如经济总量、物价等是客观存在的，需要通过 GDP、CPI 等各种测量手段去拟合。

周期通常有以下分类：

1) **康德拉季耶夫周期**：大约 60 年为一轮，由技术创新等引起。类似于教科书上的工业革命，之前已经经历了纺织/蒸汽、钢铁/铁路、电气/重化工、汽车/计算机这四轮，从上世纪 90 年代初开启了第五轮，即信息技术的长周期。而康波又可以划分为繁荣期、衰退期、萧条期、回升期，从回升期后期一直到下一轮的衰退期前期都是相对繁荣的阶段。本轮长波的繁荣期为 1991-2004 年，衰退期为 2004 年-2019 年左右，而目前开启了本轮的萧条期。中国高速发展开始于繁荣期，而日本开始于回升期后期。

2) **库兹涅茨周期**：大约 20 年为一轮，主要是指房地产/建筑周期，本质上是与人口的波动和产业的转移有关。库兹涅茨在 1930 年提出 15-25 年，平均 20 年的周期。为何是 20 年？从个人的购房需求的角度来看，人一生一般会有两次购房需求，一次是 20-30 岁时结婚时购置，第二次是 40-50 岁间的改善性住房需求，相差大约 20 年；此外，代际差距基本上是 20 年左右。而产业转移往往伴随建筑行业的兴衰，需要分为国内层面和国际层面。库兹涅茨主要基于国内层面的观察。而国际层面，在二战后也存在 20 年左右的产业转移周期，其中 20 世纪 50 年代起德、日承接美国产业，20 世纪 70 年代左右向亚洲四小龙以及拉美转移，而 20 世纪 90 年代中国开始承接世界产业，到了 21 世纪 00 年代后期开始由中国转到东南亚等国。

3) **朱格拉周期**：大约 10 年为一轮，是指企业设备投资的情况，参照固定资产折旧时间。朱格拉周期在欧美这样的成熟市场与市场经济体制下比较明显；但在中国受到金融环境和政策背景的影响，这一周期的适用性相对较弱。此外，由于与 10 年一轮的经济周期存在时间上的高度重叠，因此对于朱格拉周期的讨论通常会回到经济周期之下，这也是与美林时钟结合得最好的周期。

4) **基钦周期**：大致是 3 年为一轮，反映工业企业短期行为的变化，事实上与库存周期有一定差别。基钦周期以工业增加值和 PPI 作为主副指标来进行四阶段划分，而库存周期通常以工业产成品库存和利润值作为主副指标。但是基钦周期与库存周期关联度较高：一方面，工业增加值指标通常与库存指标挂钩，在于需求端相对供给端（后者有产能利用的波动）更为刚性；另一方面，PPI（注意该指标是出厂价格而非原料价格）与利润挂钩，产成品价格上升往往带来利润转好。中国的库存周期平均时长为 38.9 个月。

本文探讨的主题是库存周期，这是四周期中最小的一环。

## 二、库存周期

### (一) 库存周期的划分

图1：工业产成品存货与工业企业利润同比（单位：%）



资料来源：WIND，招商期货研究所

国家统计局从1996年开始公布工业产成品存货指标，该指标是指企业报告期末已经加工生产并完成全部生产过程，可以对外销售的制成产品，相比主观预期的PMI产成品库存指标更能客观反映实际情况。目前在每月27号公布上月数据。

从1997年以来我国已经历7个完整的“补库——去库”的库存周期。

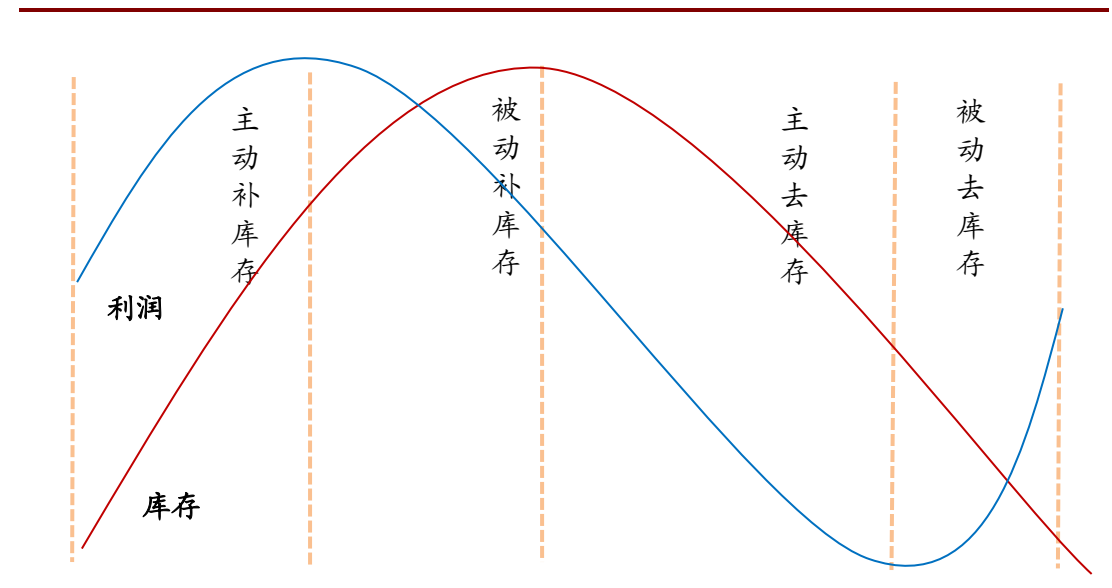
表1：库存周期情况

库存周期			补库存			去库存		
时间	时长（月）	周期强弱	时间	时长（月）	占比	时间	时长（月）	占比
1997/7-2000/1	35	强	1997/8-1998/3	9	26%	1998/4-2000/2	26	74%
2000/3-2002/2	32	弱	2000/3-2001/6	16	50%	2001/7-2002/10	16	50%
2002/3-2006/5	43	强	2002/11-2004/12	26	60%	2005/1-2006/5	17	40%
2006/6-2009/8	39	强	2006/6-2008/8	27	69%	2008/9-2009/8	12	31%
2009/9-2013/8	48	强	2009/9-2011/10	26	54%	2011/11-2013/8	22	46%
2013/9-2016/6	34	弱	2013/9-2014/8	12	35%	2014/9-2016/6	22	65%
2016/7-2019/11	41	弱	2016/7-2018/8	12	29%	2018/9-2020/3	29	71%

资料来源：WIND，招商期货研究所

如果引入“工业企业：利润总额（累计同比）”（2000年前工业企业利润总额值变动太大，采用主营业务收入作为辅助指标）这一个变量则可以进一步将一个库存周期分为主动补库、被动补库、主动去库、被动去库四个阶段。

图2：库存周期各阶段划分



资料来源：WIND，招商期货研究所

- 1) 主动补库：利润和产成品库存同时上升，对应繁荣期；
- 2) 被动补库：利润下降，产成品库存上升，对应滞涨期；
- 3) 主动去库：利润下降，产成品库存下降，对应衰退期；
- 4) 被动去库：利润上升，产成品库存上升，对应复苏期。

表 2：库存周期的四阶段

主动补库存			被动补库存		主动去库存		被动去库存	
轮次	时间	时长（月）	时间	时长（月）	时间	时长（月）	时间	时长（月）
第一轮	1997/7	1	1997/8-1998/3	8	1998/4-1998/8	5	1998/9-2000/5	21
第二轮	2000/3-2000/10	8	2000/11-2001/6	8	2001/7-2002/2	8	2002/3-2002/10	8
第三轮	2002/11-2003/2	4	2003/3-2004/12	22	2005/1-2005/4	4	2005/5-2006/5	13
第四轮	2006/6-2007/2	9	2007/3-2008/8	18	2008/9-2009/3	7	2009/4-2009/8	5
第五轮	2009/9-2010/2	6	2010/3-2011/10	20	2011/11-2012/2	4	2012/3-2013/8	18
第六轮	2013/9-2013/10	2	2013/11-2014/8	10	2014/9-2015/2	6	2015/3-2016/6	16
第七轮	2016/7-2017/2	8	2017/3-2017/6	4	2017/7-2019/2	20	2019/3-2019/11	9
平均		5.4		12.9		7.7		12.9

资料来源：WIND，招商期货研究所

库存周期时长平均 38.9 个月，其中补库存时长平均为 18.3 个月，占比 47.1%，补库和去库时间基本相同，但是不同的轮次表现出来的差异较大。库存周期各阶段的平均时间并不是用来精确预测周期中各节点的工具。政策（含逆周期政策）、全球经济情况、疫情等会导致周期的变形。

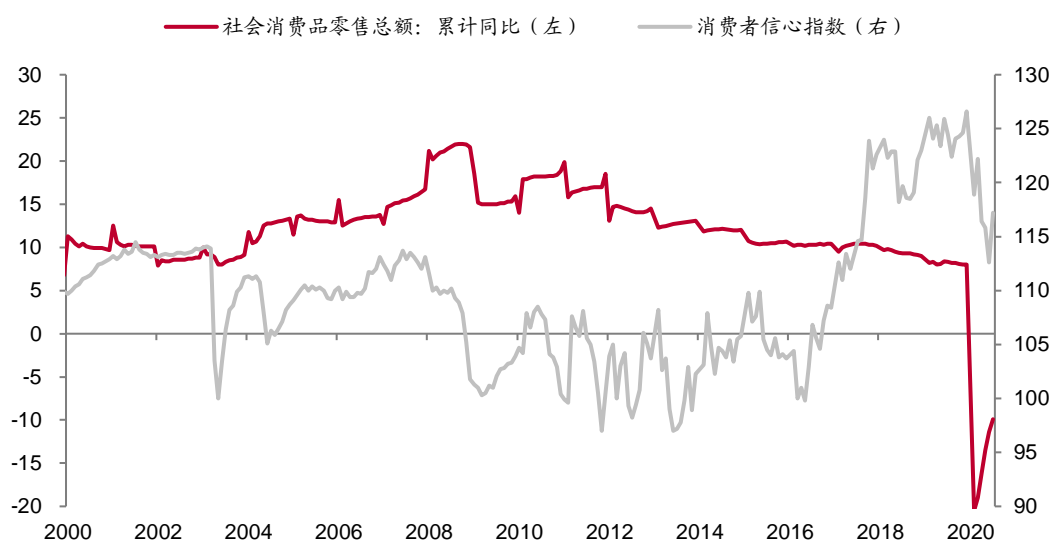
主动期时长少于被动期，企业受到利润上升/下降的趋势做出补/去库存的行为比较主动，而被动行为通常是需求端传导过来。其中，第七轮的去库存是由于有中央政策层面的力推，才延长了整体的主动去库时间，如果不考虑第七轮的特殊情况，主动去库的平均时长也只有 5.7 个月。根据我们的调研，工业企业补库/去库速度一般会加速，补库阶段出现原料哄抢、积极囤货等待高价沽出等行为，而在去库阶段通常会出现竞相降价止损的行为。而被动补/去库时间偏长则有两方面的原因：一是企业往往根据下游需求端的信号来进行库

存调整,但是这一传导的时间往往较长,二是企业面对需求下降的信号往往会拿不准,因此在补库/去库上会存在迟疑。

## (二) 库存周期的强弱特征

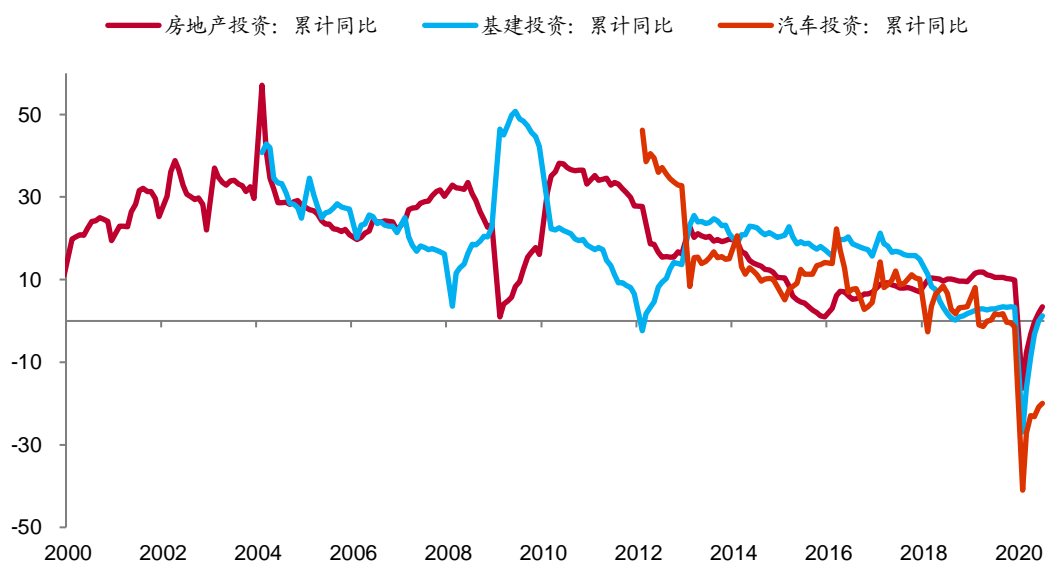
库存周期的强弱取决于实际需求与价格等因素。而需求来源于三驾马车(投资、消费、进出口)的强度,价格因素主要是指工业品原料的价格。由前者触发的周期往往较强,在于需求对时间的弹性较小;后者触发的周期往往较弱,在于价格对时间的弹性较大。

图3: 消费情况(单位: %, 无)



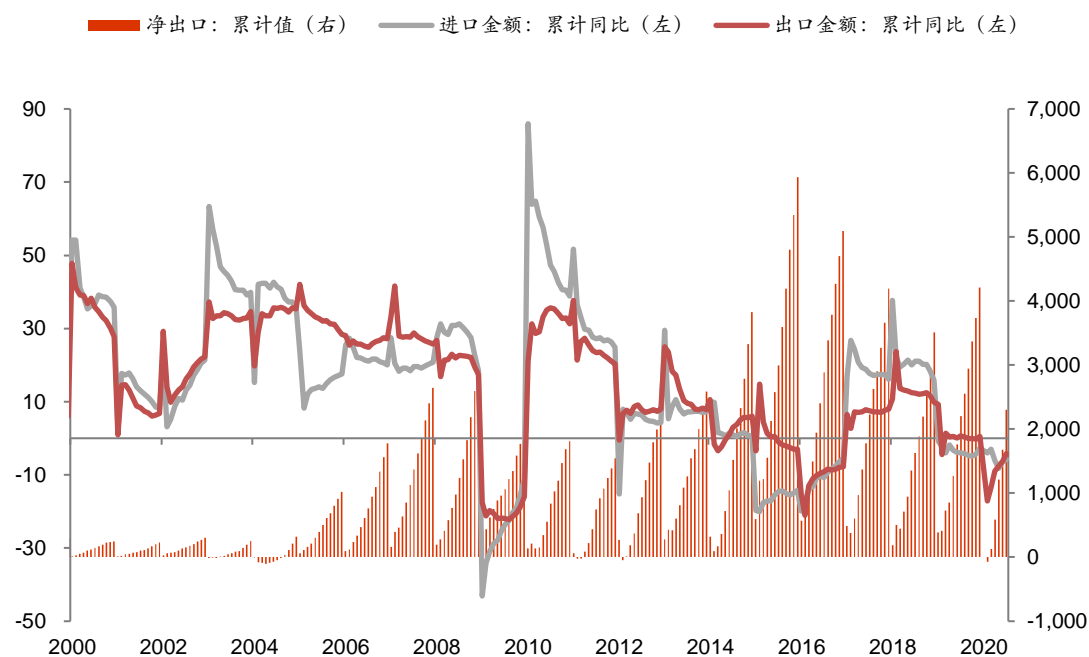
资料来源: WIND, 招商期货研究所

图4: 投资情况(单位: %)



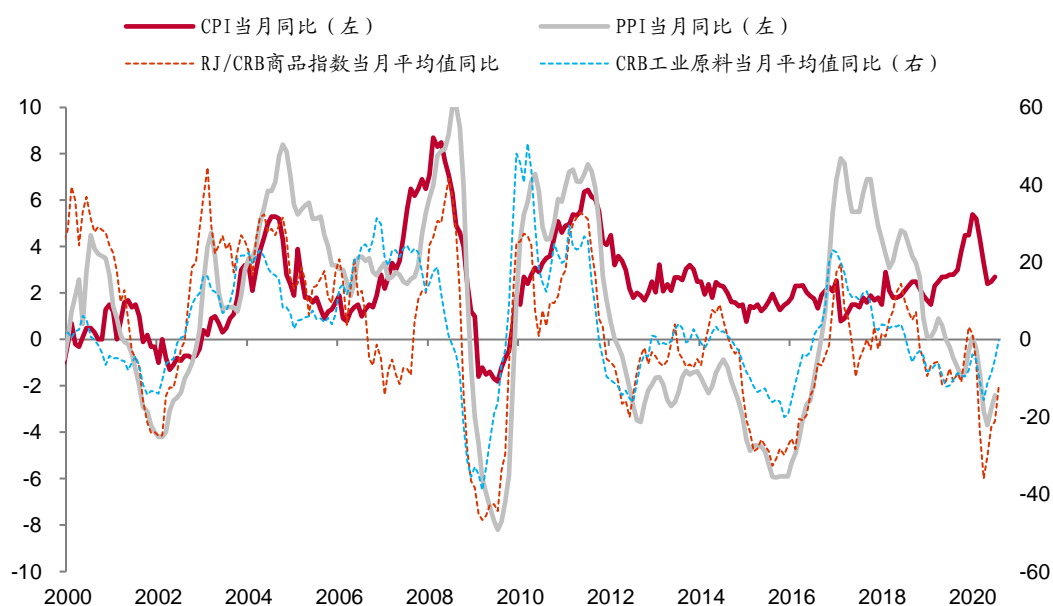
资料来源: WIND, 招商期货研究所

图5: 进出口情况 (单位: %, 亿美元)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

图6: 价格指数 (单位: %, %)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

下面分析从2000年以来的各个周期情况:

- 1) 2000/3-2002/02 周期的启动只有较为温和的房地产投资（基建数据缺乏）拉动，进出口负向拉动，价格同比也在相对高位，因此启动的是弱周期;
- 2) 2002/3-2006/5 周期的开启是进出口快速推升（加入WTO）所带动，同时房地产、基建投资走高，另外各价格指数处于低位，因此开启了强周期;

3) 2006/6-2009/8 周期主要受到进出口的拉动,同时房地产投资继续走高,因此开启了强周期;

4) 2009/9-2013/8 周期则主要是受到 4 万亿投资的拉动以及全球经济恢复带来进出口的恢复,同时价格也处于低位,因此开启了强周期;

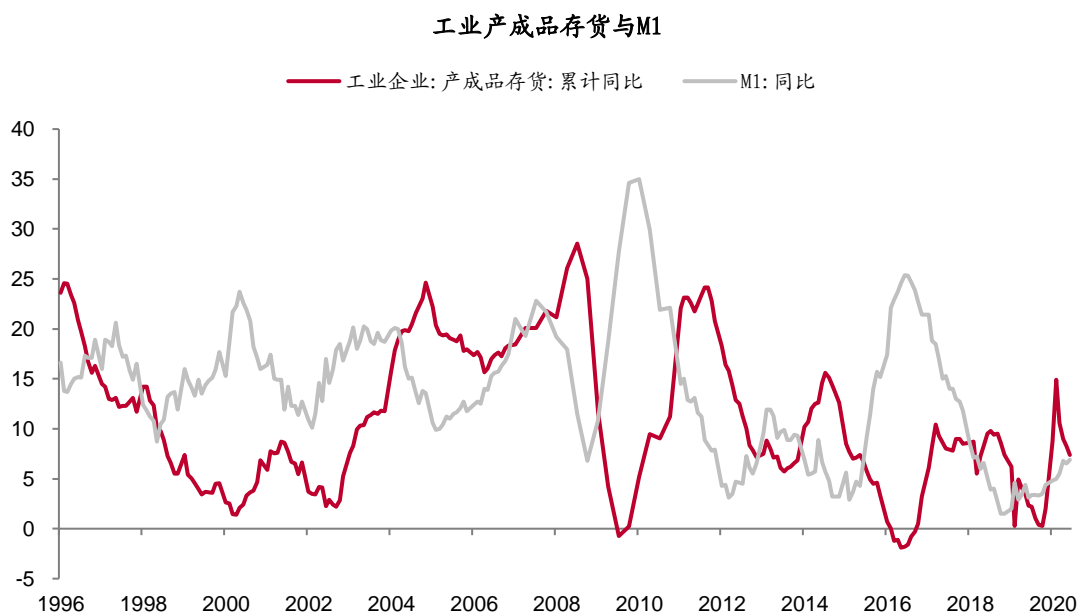
5) 2013/9-2016/6 周期三驾马车减速,仅基建触底反弹,价格因素引起的周期变动影响增大,因此周期较弱;

6) 2016/7-2019/11 的弱周期则主要是受到价格因素主导,此时三驾马车全面减速。

影响库存周期强弱的其它因素: 1) 工业增加值占比下降,服务业上升,导致以工业品为核心的库存周期被削弱; 2) 物联网,大数据等精细化管理模式,企业更好地管理供需,不需要准备大规模库存。

### (三) 库存周期的相关因素

图7: 工业产成品存货与M1



资料来源: WIND, 招商期货研究所

M1 一般是指 M0 (流通中现金) + 企事业单位活期存款, 而 M2 指 M1 + 企事业单位定期存款 + 居民储蓄存款, M1 是比 M2 更能体现企业流动资金的指标。如图所示, 工业产成品库存与 M1 的增速显示较强的反向关系, 可以理解为企业提升库存会占用现金。而事实上, M1 可以看做产成品库存的先行指标, 在于企业在提高产能利用率扩大生产时无论是提高设备还是购买原料都需要手握现金, 因此 M1 触底反弹往往暗示库存拐点即将出现。



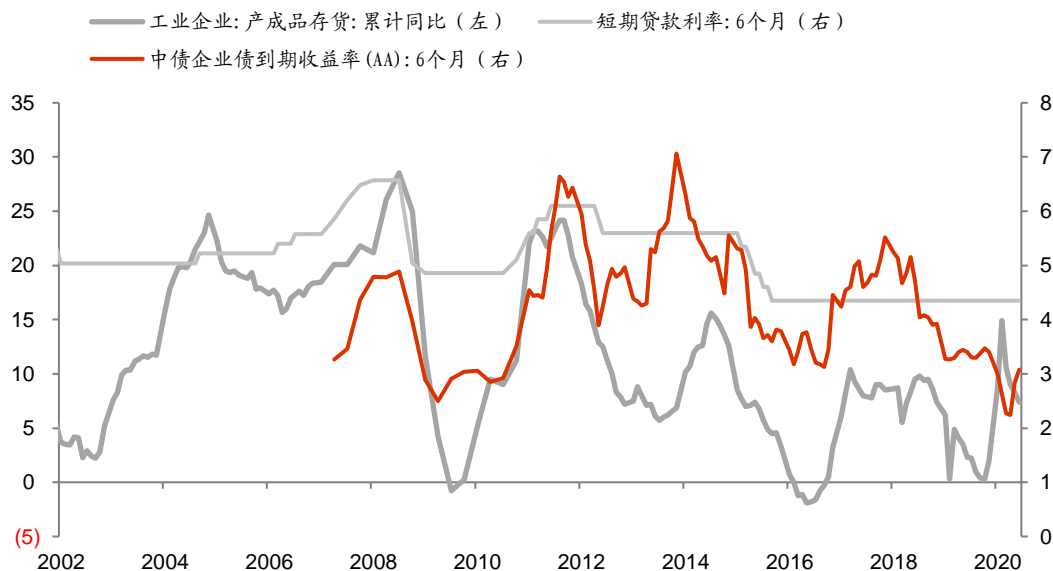
图8：产成品库存与PPI（单位：%、%）



资料来源：WIND，招商期货研究所

**PPI 是比较好的领先指标，平均领先库存周期 5 个月。**PPI 与库存的关系是经济学最基础的价格/数量曲线，其中 PPI 是价格，而库存是供给减需求。工业生产者出厂价格（PPI）提升，企业有更强的意愿囤货与扩大生产。

图9：产成品库存与利率（单位：%、%）



资料来源：WIND，招商期货研究所

与 M1 正好相反，产成品库存与利率水平显示出高度同向相关，而事实上利率周期领先于库存周期。后者通过了格兰杰检验，经济学意义在于利率走高，企业融资成本升高，导致企业生产所需资金成本升高，此外囤货的成本也升高，企业为了融资，会销售存货，因此库存水平下降，反之亦然。而如果不考虑时间序列的问题，那么产成品库存与利率的正相关原因在于二者同时受到物价水平的影响，产成品与物价反向，而利率水平为涵盖了物价的名义利率。



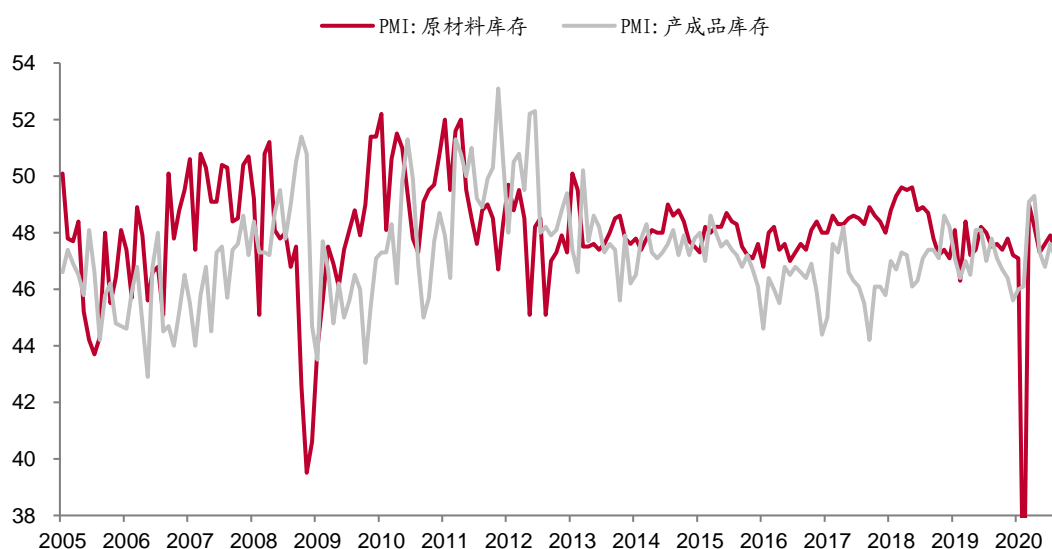
图10: 产成品库存与GDP (单位: %)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

在工业占比不断下滑的后工业化背景下, 由于库存大部分在工业领域, 工业 GDP 值是比全行业 GDP 更能反映工业企业产成品库存的领先指标, 通常领先半年到一年。由此可以发现从新一轮库存周期的启动去解释经济转好是行不通的, 不过用利润触底反弹点(也就是主动去库存向被动去库存转化的点)去揭示经济即将出现复苏是行得通的。但由于被动去库存的时间可长可短, 因此单单从库存周期去判断经济反弹的具体时间几无可能。

图11: 产成品库存与原材料库存情况



资料来源: WIND, 招商期货研究所

PMI 为环比指数, 如 PMI 原材料库存指数大于 50 则说明该月原材料环比上月增加。据观察, 原材料库存领先产成品库存周期大约半年左右。

#### (四) 库存周期各阶段资产表现

库存周期的四阶段也可分为复苏、过热、滞胀和衰退，是否可以和被奉为主桌的美林时钟对应？

图12：美林投资时钟

##### 美林投资时钟

- ◆ 美林投资时钟是建立在经济周期划分基础上的大类资产配置工具；
- ◆ 经济周期划分主要参照经济增长和通货膨胀指标，分为复苏、过热、滞胀、衰退四个阶段；
- ◆ 不同经济周期资产配置重点不同



- I 衰退：债券>现金>股票>大宗商品  
 II 复苏：股票>债券>现金>大宗商品  
 III 过热：大宗商品>股票>现金/债券  
 IV 滞胀：现金>债券>大宗商品/股票

美林投资时钟已被西方上百年的证券市场史证明是资产大类配置的有效工具！

资料来源：网络图片，招商期货研究所

我们可以依照美林时钟的方式，观察库存周期的资产价格变动。

表 3：库存周期各资产表现热力图

库存周期视角下大类资产价格波动情况						
阶段	资产类别	2002/11-2006/5	2006/6-2009/8	2009/9-2013/8	2013/9-2016/6	2016/7-2019/11
主动补库存	南华商品		-9.27%	11.17%	-1.13%	29.42%
	金属		-11.88%	14.52%	-1.34%	46.83%
	工业品		-18.68%	15.35%	-2.26%	41.16%
	农产品		-1.81%	6.08%	1.30%	1.54%
	能化		-29.24%	11.37%	-2.22%	44.10%
	贵金属				-5.84%	1.36%
	中信：综合		86.32%	18.33%	6.77%	9.65%
	有色金属		67.06%	9.54%	-6.89%	3.93%
	建筑		64.27%	9.63%	-1.01%	30.52%
	医药		65.99%	43.02%	0.46%	4.16%
	非银行金融		125.57%	13.58%	1.24%	5.73%
	食品饮料		74.81%	36.04%	-2.18%	10.32%
	农林牧渔		74.09%	38.89%	12.85%	5.83%
	钢铁		109.93%	9.54%	-0.64%	28.53%
	上证	0.08%	75.54%	14.40%	2.06%	10.65%
	沪深 300	-1.14%	86.35%	15.95%	2.58%	9.48%
	深证	-2.06%	76.69%	29.58%	2.44%	1.37%

	中债	1.68%	1.84%	1.69%	-0.58%	-0.08%
	房地产		5.64%	8.37%	1.30%	6.46%
被动补库存	南华商品		5.52%	-1.95%	-13.96%	-6.93%
	金属		-3.62%	-13.32%	-6.91%	-6.09%
	工业品		12.16%	-12.04%	-17.81%	-7.05%
	农产品		-0.30%	10.16%	-8.38%	-6.82%
	能化		32.13%	-15.36%	-22.35%	-8.77%
	贵金属				-6.23%	-6.81%
	中信：综合		-18.13%	-11.58%	14.00%	-7.53%
	有色金属		-18.12%	2.57%	16.83%	-7.86%
	建筑		8.17%	-16.07%	4.88%	-2.96%
	医药		7.91%	-1.40%	13.76%	0.66%
	非银行金融		-3.71%	-28.33%	9.14%	5.90%
	食品饮料		13.03%	25.20%	6.65%	13.40%
	农林牧渔		-3.94%	-9.84%	15.05%	-14.74%
	钢铁		-15.29%	-24.70%	16.30%	-6.83%
	上证	-16.23%	-16.79%	-19.13%	3.53%	-1.52%
	沪深 300	-17.62%	-6.01%	-17.87%	-1.49%	6.20%
	深证	-26.78%	-10.54%	-11.21%	18.73%	-5.18%
	中债	0.97%	2.31%	3.81%	5.11%	0.23%
	房地产		12.78%	6.80%	-0.81%	2.93%
主动去库存	南华商品	8.36%	-21.07%	5.28%	-5.56%	11.05%
	金属	15.96%	-29.87%	3.82%	-11.43%	25.24%
	工业品	9.56%	-28.86%	7.04%	-7.60%	18.49%
	农产品	8.35%	-11.67%	2.75%	-1.31%	-8.37%
	能化	-1.05%	-29.62%	9.85%	-5.64%	8.49%
	贵金属				-8.88%	-6.90%
	中信：综合	-23.47%	41.35%	-11.22%	60.89%	-36.33%
	有色金属	-8.44%	39.95%	-1.92%	26.68%	-20.12%
	建筑	-17.15%	24.66%	-7.94%	95.59%	-24.62%
	医药	-7.30%	30.52%	-9.85%	25.09%	-10.76%
	非银行金融	-17.10%	11.98%	-1.97%	116.64%	11.30%
	食品饮料	5.11%	-6.97%	-4.26%	16.48%	27.09%
	农林牧渔	-15.80%	14.31%	-8.30%	33.74%	1.98%
	钢铁	-14.23%	4.12%	-7.61%	54.35%	-3.26%
	上证	-8.48%	-1.01%	-1.61%	49.30%	-7.88%
	沪深 300	-6.76%	4.86%	-2.27%	52.80%	0.07%
	深证	-10.21%	18.95%	-8.06%	34.46%	-18.51%
	中债	4.42%	7.40%	2.85%	5.78%	9.56%
	房地产		-2.28%	-0.60%	-3.74%	13.93%
被动去库存	南华商品	31.93%	17.79%	-12.00%	6.84%	2.52%
	金属	112.77%	36.29%	-14.10%	1.74%	10.36%
	工业品	109.54%	27.30%	-14.59%	0.95%	1.44%
	农产品	-10.93%	7.25%	-8.74%	10.89%	0.33%
	能化	100.89%	19.00%	-10.57%	4.05%	-6.63%
	贵金属				6.96%	12.35%
	中信：综合	22.38%	12.72%	18.43%	17.44%	-11.38%

有色金属	117.27%	18.37%	-29.59%	3.78%	-9.79%
建筑	26.61%	6.01%	0.04%	-12.53%	-15.87%
医药	23.89%	17.00%	37.98%	18.95%	12.72%
非银行金融	156.87%	5.02%	-2.59%	-27.87%	0.87%
食品饮料	65.99%	27.14%	-15.57%	25.79%	34.27%
农林牧渔	45.84%	10.19%	-13.11%	26.36%	15.25%
钢铁	6.67%	15.99%	-29.32%	-29.83%	-18.39%
上证	41.60%	12.41%	-13.59%	-11.50%	-2.35%
沪深 300	46.45%	12.86%	-12.16%	-11.73%	4.34%
深证	47.06%	15.38%	4.15%	21.12%	3.02%
中债	6.50%	-0.09%	4.43%	7.75%	3.00%
房地产	7.65%	4.06%	7.43%	5.95%	5.22%

资料来源：WIND，招商期货研究所

很多投资者渴望将美林周期用于短期，也希望从库存周期中探寻到蛛丝马迹来配合美林时钟的使用。

### 1.受到更大周期的影响，仅观察某一库存周期并不能判断具体阶段各资产表现的强弱。

首先需要明确美林时钟主要是针对更长的经济周期，不同于库存周期的产成品库存和工业利润两个划分指标，美林时钟四阶段划分依据的是经济周期（GDP）和通胀水平（CPI，也可以观察利率），两者有着本质的差别。美林时钟有效果的原因在于？一方面，很多经济指标都与 GDP 和 CPI 相关，因此即使有其它经济指标会影响这个时钟但未被纳入考量，也不会降低解释度；另一方面，从目标函数（股票、债券、商品等资产价格）角度来看，股票、商品显然与 GDP 关系很强，而债券价格与利率负相关。而库存周期并不具备以上两方面的特点。

受到更大周期因子的影响，库存阶段的四阶段与大类资产的价格波动没有必然的因果关系。

### 2.但是平均来看，在被动去库存中债券表现一般最好，在主动补库存中股票和商品表现不错。

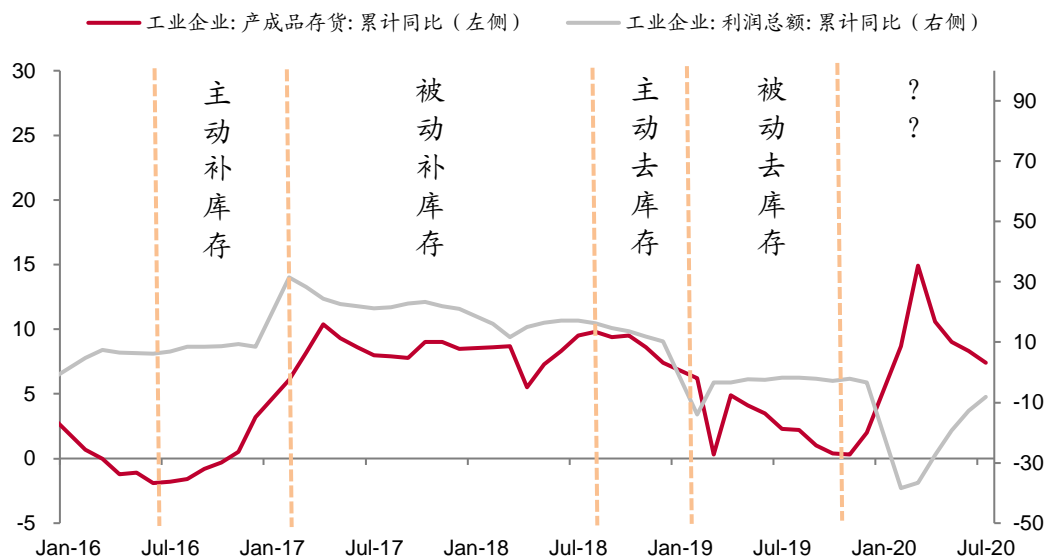
从统计学的角度出发，在同一周期内，即较短时间进行对比时，长周期因子发生变化的概率较小，可以在变量控制下观察各阶段情况；另外将几轮周期对应的同一阶段的资产价格平均下来看，也可以一定程度上消除波动的长周期因子的影响。可以发现主动补库和被动去库阶段股票和商品表现强于债券。主动去库存阶段往往大宗商品和股票表现最差，而债券的优势体现。

### 三、目前处于什么阶段

#### (一) 概述

最近一轮的库存周期存在紊乱与界限不清晰，主要原因在于这轮库存周期出现了两个高点，而在库存末期嵌套了一个疫情，使得库存周期变得紊乱。

图13：工业产成品存货与工业企业利润同比（单位：%）



资料来源：WIND，招商期货研究所

一方面，去库存的开始节点不确定，原因在于库存双顶。本轮主动补库存和被动补库存的起点没有争议，而按照严格的定义来看，2017年4月的库存累计同比为10.4%，高于2018年8月的9.8%，因此应该确定为主动去库存的起点。但是鉴于2017年4月库存冲高后没有流畅地下跌，我们将补库存的末端定为2018年8月。

另一方面，新周期开始的时间不确定。一种观点认为现在刚刚开始要启动主动补库存周期，而3月被动达到库存高点后慢慢去库对应了主动去库和被动去库两个过程，因此仍旧归在上一轮的末端。我们倾向于按照严格定义认为上一轮库存周期在去年年底结束，事实上，根据我们对于工业企业的调研，在去年年末海外订单同比增长比较迅速，企业积极备货，已经出现了被动去库向新一轮主动补库迁移的迹象。疫情造成了两方面的影响，一是在海外需求未受损的情况下（疫情晚于国内），国内的交通运输和港口作业受到抑制，供货不畅；而后海外需求抑制使得除医疗卫生相关产业之外的其它产业受损严重。

但以上两种观点事实上是统一的，均承认疫情嵌套进了被动补库、主动去库、被动去库三个阶段，而部分行业已经出现主动补库。

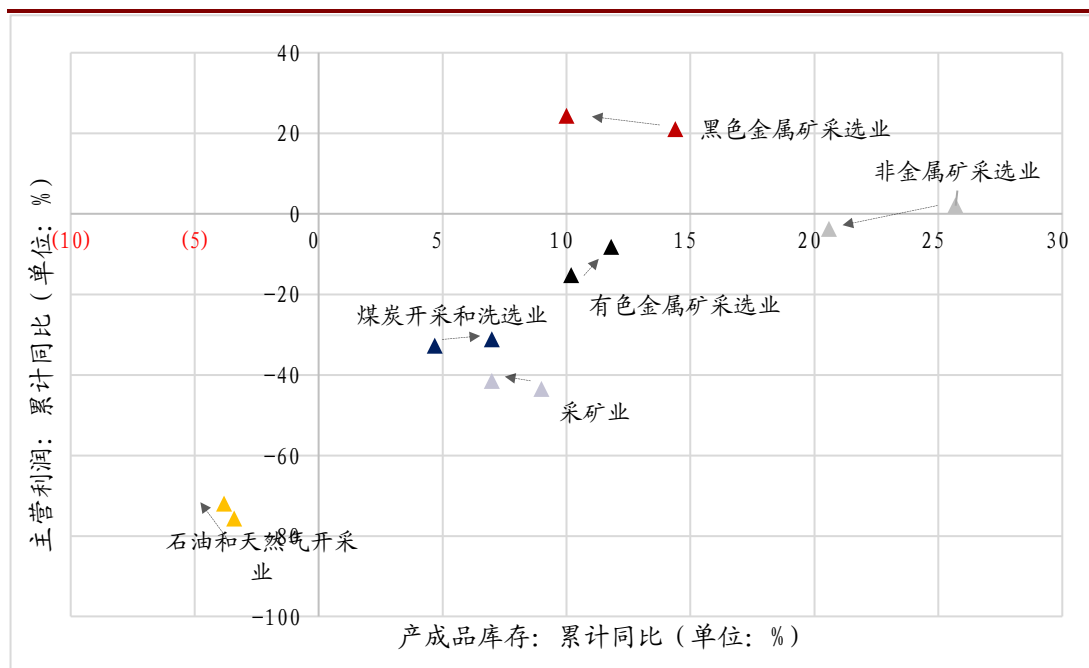
根据库存周期理论，只要不出现二次疫情爆发，开启主动补库是必然，但是主动补库存面临的问题在于是由三驾马车拉动还是通过价格。目前来看，投资方面有新基建，但前期力

度有限，目前了解到三季度各地的基础设施等建设会加速上马，另外对企业的宽信用会持续；消费方面，国家推出一系列刺激消费的措施有望引导消费数据上行，但是这部分是长久之计而非短期之功；进出口方面，在海外需求渐渐恢复的背景下，进出口贸易逐渐恢复，有一定拉动作用；而价格因素仍旧是启动推动新一轮周期的关键。

站在目前节点来看，本轮继续弱周期的概率较大，一方面是价格因素仍旧占主导，疫情后商品价格崩塌配合巨额流动性使得企业库存成本下降，囤货意愿提升；而能够触发强周期的三驾马车中，实际只有新基建这一个因素可能起作用，但是目前来看并没有像预期一样发力，不过也不排除项目加速落地的可能性。而从消费来看，二季度全国居民人均累计可支配收入仍旧是同比下降 1.3%，尽管有国家层面和地方政府的消费支持，但是实际效果目前观察比较有限。而进出口方面，除医疗行业外，其它商品或多或少经过了需求暴跌到恢复的过程，但是值得注意的是，疫情只是将原本平稳的运行状态弯出一个下陷的角，但是需要额外的需求增量才能触发强周期。但是目前观察来看，疫情仍旧在压制需求，出现超预期需求反弹的可能性很低。而目前在美国总统大选下中美关系对峙情绪升高，“民主联盟”针对中国的贸易保护主义继续升温。唯一可以观察的点在于如果拜登当选，关税全部豁免的可能性增大，进出口贸易转好可能带来。

## （二） 目前阶段上中下游的库存周期状况

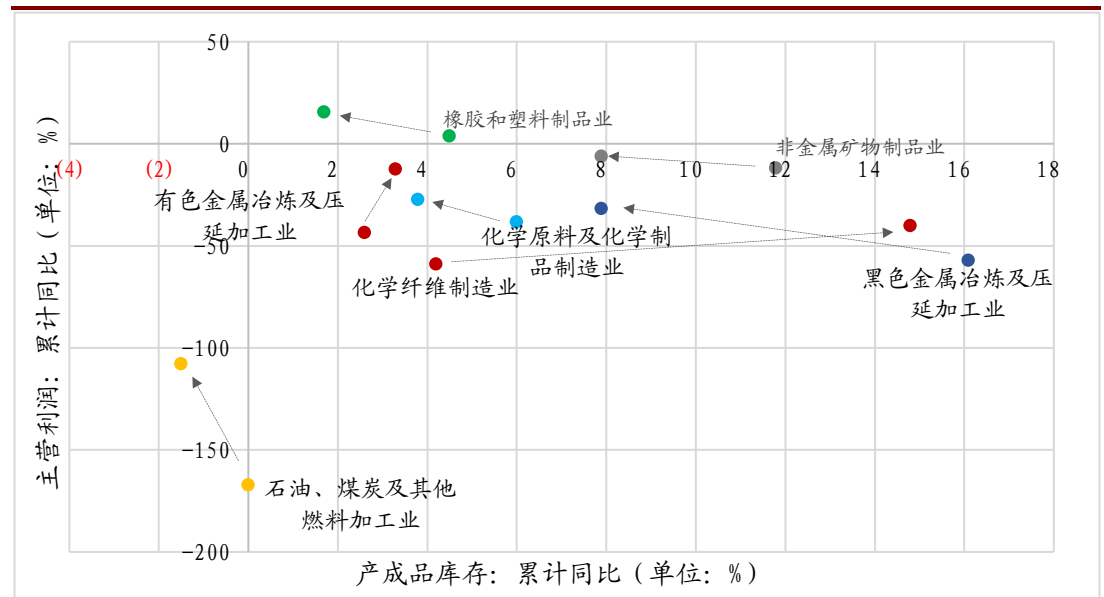
图14：5月-7月上游行业库存与利润变动情况



资料来源：WIND，招商期货研究所

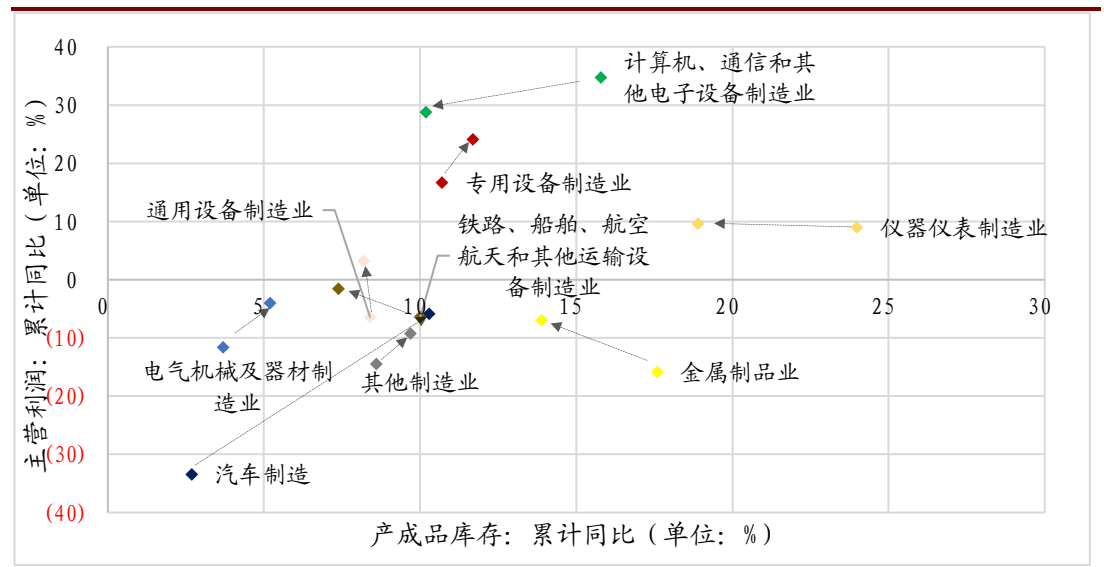


图15：5月-7月中游行业库存与利润变动情况



资料来源：WIND，招商期货研究所

图16：5月-7月下游工业品行业库存与利润变动情况



资料来源：WIND，招商期货研究所

图中箭头方向显示的是5月到7月的变化情况。由于下游消费品的库存和主营利润每三个月公布一次，上两次公布的时间为5月和2月，因此本文不做探讨。从产业链上、中、下游来看，上游产业大部分仍处于被动去库阶段，中游除了化学纤维制造业和有色金属冶炼及压延加工业在主动补库存之外，大部分仍被动去库状态，前两个行业事实上在5-6月份完成了主动补库存，而在6-7月几乎没有库存上的变动，有色压延的利润继续增加，但是化学纤维制造业的利润率走平（表格）。而下游汽车制造、专用设备、电气机械及器材制造业及其他制造业出现了明显的主动补库存，但是综合5月、6月及7月三个月数据来看，仅有汽车制造业是真正在进行主动补库，而其它三个行业7月库存累计同比下滑，金属制品、通用设备、交通设备等为仍在进行明显的被动去库存，且库存去化速度有所放缓，利润增速持续，有转向主动补库的趋势。



表 4: 库存周期情况

上、中、下游工业情况						
类别 月份	产成品库存			主营利润		
	5月	6月	7月	5月	6月	7月
上游行业						
采矿业	9.0	8.0	7.0	-43.6	-41.7	-41.6
煤炭开采和洗选业	7.0	5.3	4.7	-31.2	-31.2	-32.8
石油和天然气开采业	-3.4	-6.5	-3.8	-75.8	-72.6	-72.1
黑色金属矿采选业	14.4	13.5	10.0	20.9	24.2	24.3
有色金属矿采选业	10.2	11.8	11.8	-15.3	-13.5	-8.2
非金属矿采选业	25.7	24.3	20.6	2.0	-5.6	-3.8
中游行业						
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.0	-1.5	-1.5	-167.4	-124.1	-107.9
化学原料及化学制品制造业	6.0	3.8	3.8	-38.6	-32.2	-27.6
化学纤维制造业	4.2	14.8	14.8	-59.1	-41.9	-40.4
橡胶和塑料制品业	4.5	1.7	1.7	3.6	14.0	15.4
非金属矿物制品业	11.8	7.9	7.9	-12.0	-8.7	-6.2
黑色金属冶炼及压延加工业	16.1	7.9	7.9	-57.2	-40.3	-32.0
有色金属冶炼及压延加工业	2.6	3.3	3.3	-43.7	-29.4	-12.7
下游行业						
金属制品业	17.6	14.3	13.9	-15.9	-11.2	-7.0
通用设备制造业	8.4	8.0	8.2	-6.5	-1.1	3.2
专用设备制造业	10.7	12.7	11.7	16.6	20.7	24.1
汽车制造	2.7	7.8	10.3	-33.5	-20.7	-5.9
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	10.0	8.0	7.4	-6.5	-4.8	-1.6
电气机械及器材制造业	3.7	5.6	5.2	-11.6	-6.4	-4.0
计算机、通信和其他电子设备制造业	15.8	12.0	10.2	34.7	27.2	28.7
仪器仪表制造业	24.0	18.5	18.9	8.9	2.8	9.6
其他制造业	8.6	10.8	9.7	-14.5	-13.1	-9.3

资料来源: WIND, 招商期货研究所

### 研究员简介

**赵嘉瑜：**招商期货研究所有色金属研究员，具有期货从业资格（证书编号：F3065666），纽约大学国际政治与国际经济硕士，上海交大经济学与法语双学士。熟悉宏观政治经济环境，善于数据分析。

**刘光智：**有色研究主管，拥有投资咨询资格（证书编号：Z0014969）。三年间曾驱车10多万公里走访有色金属产业链企业，对有色产业链较为熟悉。

### 重要声明

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。