

库存周期传递出什么信号？

光大期货研究所

撰写人：于洁

期货从业：F03088671

投资咨询：Z0016642

撰写日期：2022/9/28

● 主要观点

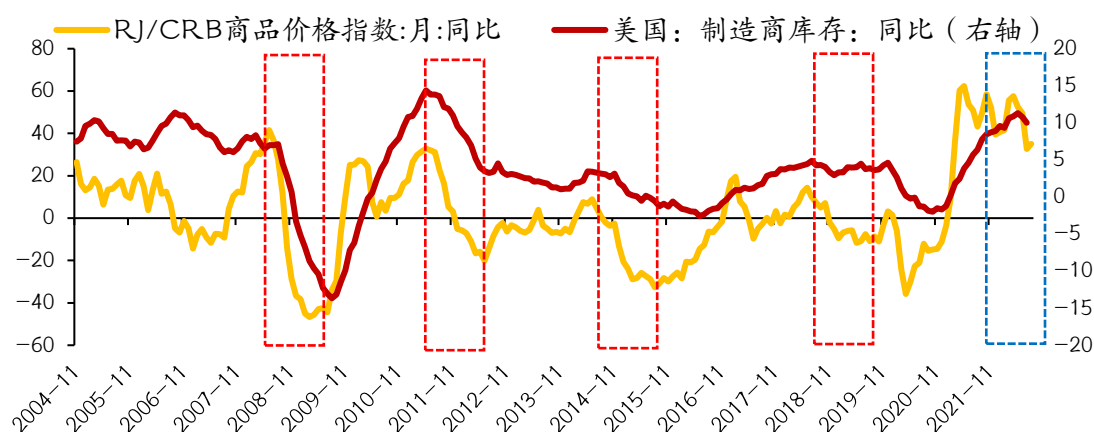
- 库存是供需的结果，当库存进入过高和过低的区间就会放大供需矛盾，对价格产生较大的影响。截至 2022 年 8 月，工业企业产成品库存同比已经连续三个月下降，库存增速高点已现，当前处于去库存阶段。本轮周期企业盈利和收入的拐点分别领先库存拐点 14 个月和 2 个月，当前处于需求和库存同时向下的主动去库阶段。
- 2022 年经济三驾马车的主要特征是强基建和弱地产、出口寻底以及消费爬坡。宏观经济结构反映在中观行业景气度中，库存周期作为结果呈现。从行业来看，基建相关行业不仅具有强现实和强预期，而且去库时间早、库存水平低，可能会早于其他行业开启补库，对需求进一步形成拉动。从基建需求更微观的商品库存来看，沥青从 7 月初开始库存加速去化，但是库存水平处于历史偏高位置，且开工率处于历史偏低水平，仍有大幅增加的空间。螺纹钢今年上半年去库比往年缓慢，库存水平处于历史偏低位置。
- 地产相关行业特别是地产后周期行业，进入去库阶段时间晚，库存水平较高，对后续的需求拉动有一定的压力。新开工的领先指标土地成交已经大幅改善，但是传导到新开工可能要在四季度，对今年的需求提振相对有限。
- 出口高增速难以为继，但是相关行业已经进入去库阶段，去库速度较快，库存水平不高。出口依赖度高的行业，金属制造业、文教体育娱乐用品业、皮革制品和制鞋业已经于 2022 年 2 月进入去库阶段，并且去库的幅度较大，库存水平处于中等位置。计算机通信设备于 2022 年 5 月进入去库阶段，去库速度较快但是水平处于中高位置。
- 今年商品消费的结构特征是必选消费坚挺、可选消费低迷、汽车消费亮眼。从库存来看，必选消费如茶酒饮料业、造纸及纸制品业去库时间早、库存水平中等结合需求偏刚性，后续去库对需求的压力不大，或能较早开启补库周期。可选消费如纺织服装业去库幅度较小，库存水平偏高，需求表现较差，难以较早开启补库周期。
- 汽车消费是社零里较为亮眼的行业，汽车制造业虽然去库开启时间较晚，但是水平处于以往周期的较低水平、行业景气度高，去库阶段对需求的压力相对有限。

库存周期传递出什么信号？

一、当下为什么要谈论库存周期

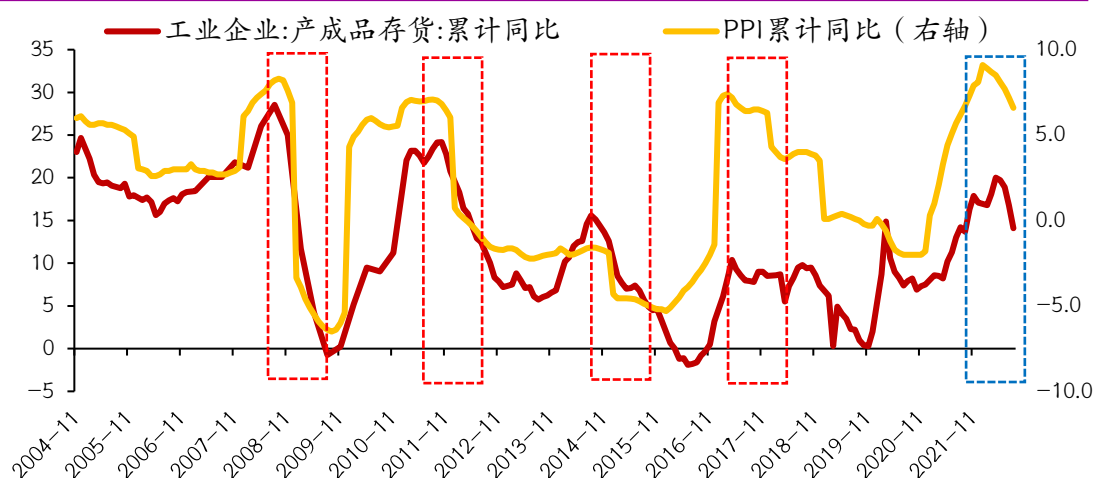
大宗商品价格受到多方面的影响，其中供需决定大宗商品价格走势，库存是供需的结果，当库存进入过高和过低的区间就会放大供需矛盾，对价格产生较大的影响。从库存周期来看，以往四次大宗商品价格转势都伴随着中美库存周期的回落，大宗商品价格指数略微领先库存周期。

图表 1：CRB 商品价格指数同比和美国制造商库存同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 2：中国 PPI 同比和工业企业库存同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

今年四月以来，在稳增长政策的持续发力之下，经济整体呈现疫后“V型”恢复的路径。但是进入到7月份，在疫情、高温、地产等短期因素的扰动之下，经济恢复基础不牢固，政策重心依旧是稳增长。稳增长的主要抓手是扩基建和稳地产，一方面未来两个月可能会迎来基建资金和项目都偏强的阶段，基建投资力度或将进一步走强。但是地产方面，新开工的领先指标土地成交已经大幅改善，但是传导到新开工可能要在四季度，对今年的需求提振相对有限（详见[光期研究：地产下行周期，基建如何破局？](#)）。在当前的政策框架里面，需求复苏的斜率可能会比较缓和。

供给的扰动逐渐减弱，高温缓解、有序供电也已经恢复正常，全国疫情也得到了有效控制。在供给没有太大的扰动，且需求偏弱的背景下，库存周期如果处于进入主动去库阶段，价格可能会进一步走弱；同理，进入补库阶段增加对大宗商品的需求，对价格形成支撑。因此本文旨在通过定位当前库存周期所处位置和主要行业的库存情况，为宏观经济分析和大宗商品价格研判提供参考。

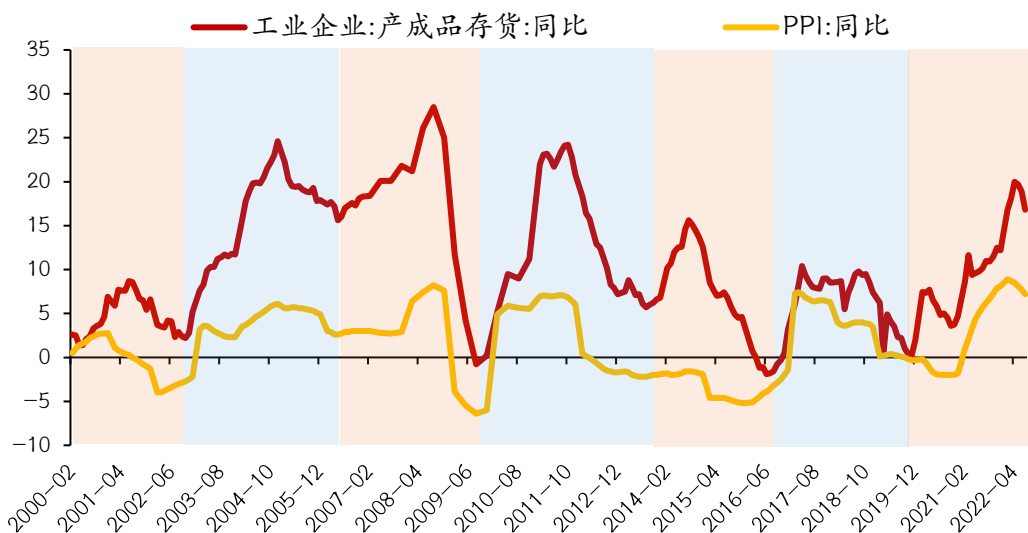
二、当前库存周期处于哪个阶段

中国从2000年至今经历过六轮完整的库存周期，每次持续时间在40个月左右。最近一次库存周期从2020年年初开启。由于疫情原因，企业经历先累库后去库的过程，随后经济进入复苏阶段并且受到价格因素走高的影响，产成品存货同比持续走高。

截至2022年8月，工业企业产成品库存同比已经连续三个月下降，库存增速高点已现，当前处于去库存阶段。库存周期是经济周期的滞后反映，因为利润指导企业的生产行为，但是需求和利润的变动传导到企业生产与库存调整往往具有滞后性，也正是由于需求和库存的错位形成了库存周期以及周期的不同阶段。当需求起来企业增产导致库存增加的时候，是主动补库阶段；需求回落而生产未及时减产导致库存增加的时候，是被动补库阶段；需求回落随后企业减

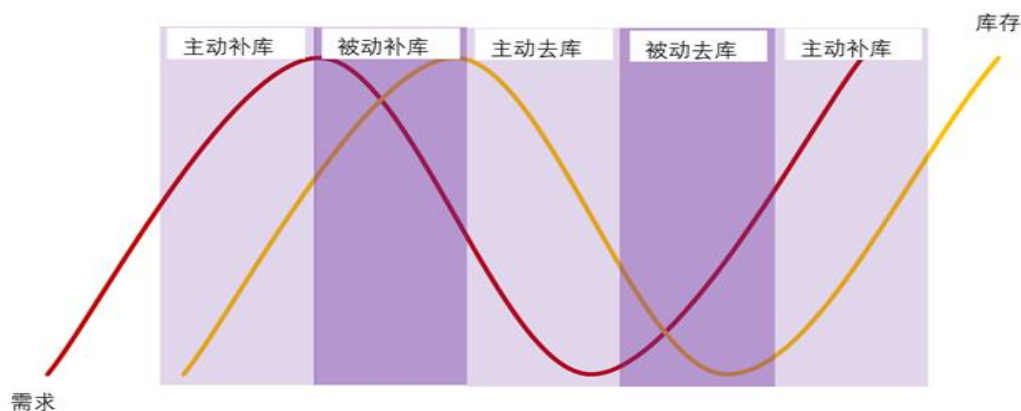
产导致需求库存同步回落的时候，是主动去库阶段；需求回升随后企业增产导致库存增加的时候，是主动补库阶段。

图表 3：工业企业库存同比和 PPI 同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

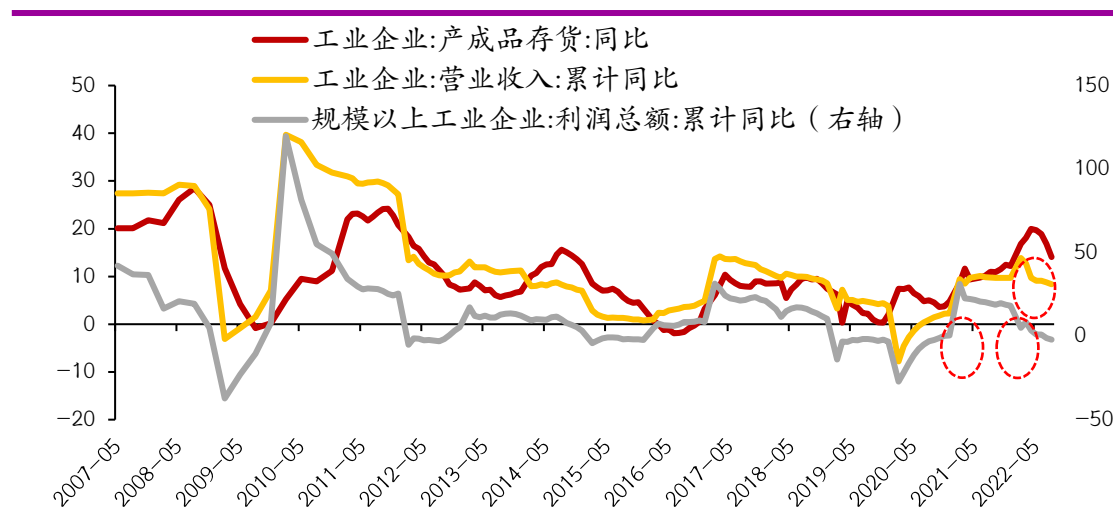
图表 4：库存周期阶段示意图



资料来源：wind，光大期货研究所

本轮周期企业盈利和收入的拐点分别在 2021 年 2 月和 2022 年 2 月出现，分别领先库存拐点 14 个月和 2 个月。当前处于需求和库存同时向下的主动去库阶段。

图表 5：工业企业产成品库存、营业收入、利润同比（单位：%）

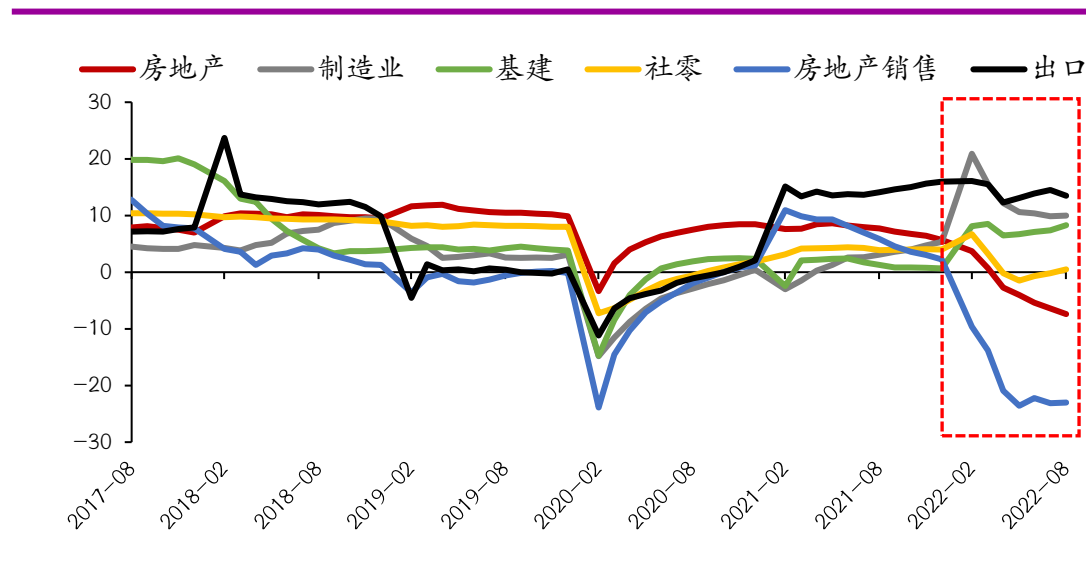


资料来源：wind，光大期货研究所

三、库存周期传递出什么信号？

2022 年经济三驾马车的主要特征是强基建和弱地产、出口寻底以及消费爬坡。宏观经济结构反映在中观行业景气度中，库存周期作为结果呈现。

图表 6：经济主要分项累计同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

1. 基建相关行业。基建是今年稳增长的重要抓手，8月基建投资当月同比达到了14%以上，并且未来两个月基建可能继续发力。基建对资金的依赖较大，从资金来源看，6月30日国常会下

达的 3000 亿政策性金融工具针对基建投资的资金已经投放完毕，3000 亿政策性金融工具为基建项目提供资本金，也进一步拉动银行配套贷款跟进。8 月社融非标口径的信托+委托+未贴现银行汇票同比多增 5826 亿元，体现基建配套资金的支持。

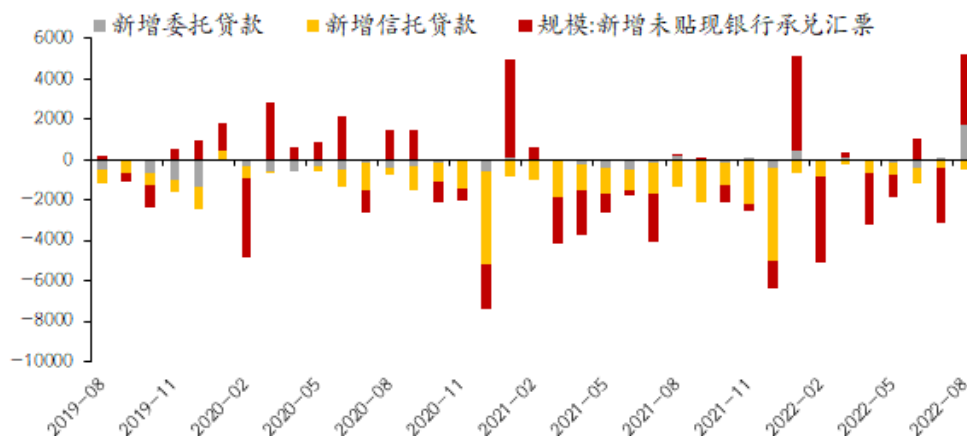
未来两个月可能会迎来基建资金和项目都偏强的阶段，一是 8 月 24 日国常会追加了 3000 亿元的政策性金融工具和 5000 亿的专项债结存限额，二是核准开工一批条件成熟的基建项目，上半年基建资金等项目的现象预计会缓解。

图表 7：基建投资当月同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 8：社融非标融资（单位：亿元）



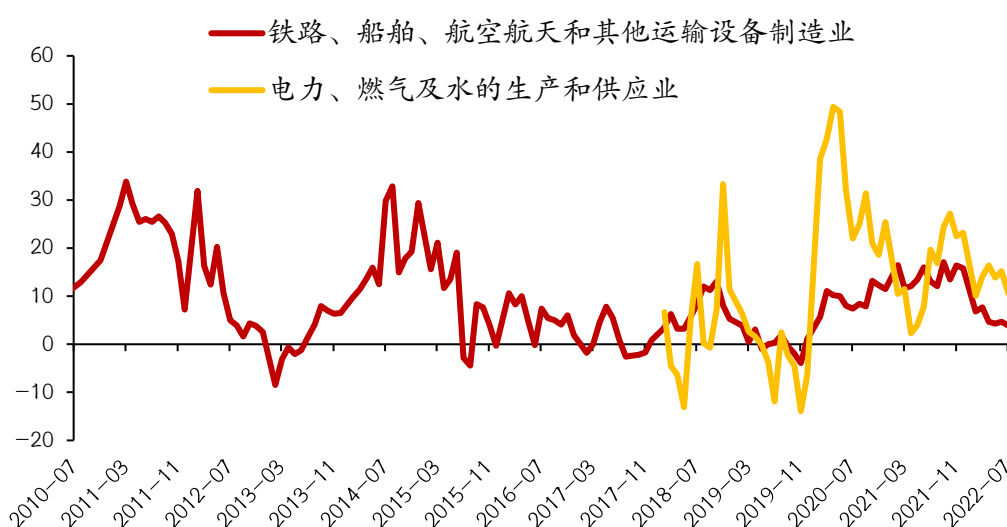
资料来源：wind，光大期货研究所

基建相关行业于 2021 年 9 月进入去库阶段，交运设备行业库存处于以往几轮周期的较低水平，电力热力行业库存处于上一轮周期的中等水平。基建相关行业不仅具有强现实和强预期，而且去库时间早、库存水平低，可能会早于其他行业开启补库，对需求进一步形成拉动。

从更微观的商品库存来看，下游需求主要是基建的沥青从 7 月初至今库存加速去化，但是去化的速度并未超过 2018、2019 年，库存水平处于历史偏高位置。并且沥青的开工率虽然从 6 月底持续爬升，但是开工率处于历史偏低水平，仍有大幅增加的空间。

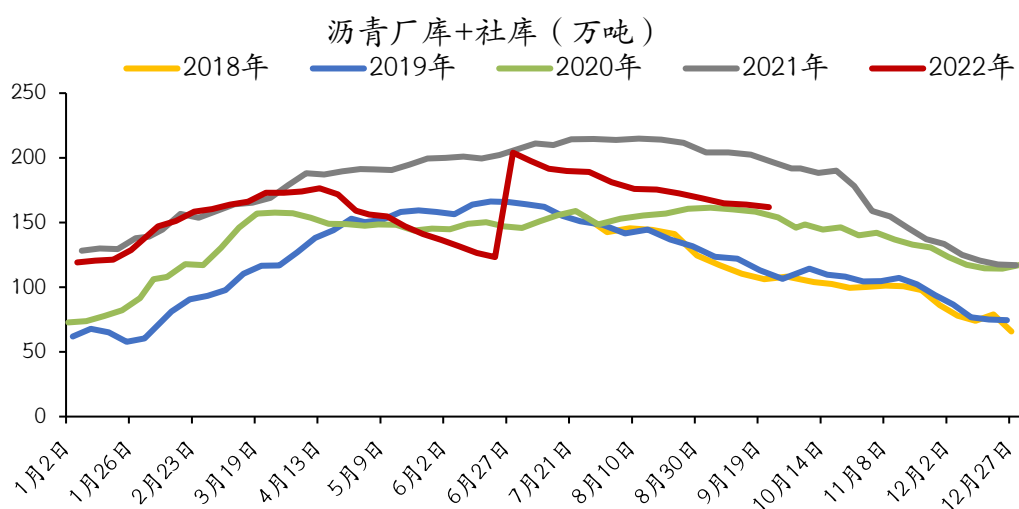
受到基建和地产共同需求影响的螺纹，今年上半年去库比往年缓慢，6 月中旬至 8 月中旬加速去库，8 月中旬至今库存变化不大。螺纹库存水平处于历史偏低位置。

图表 9：基建相关行业库存同比（单位：%）



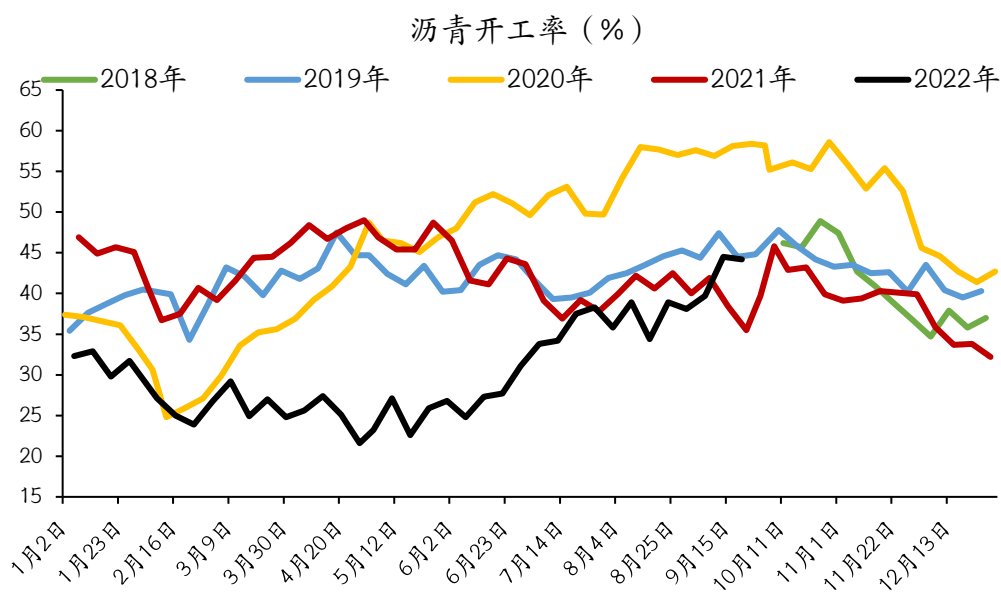
资料来源：wind，光大期货研究所

图表 10：沥青厂库+社库（单位：万吨）



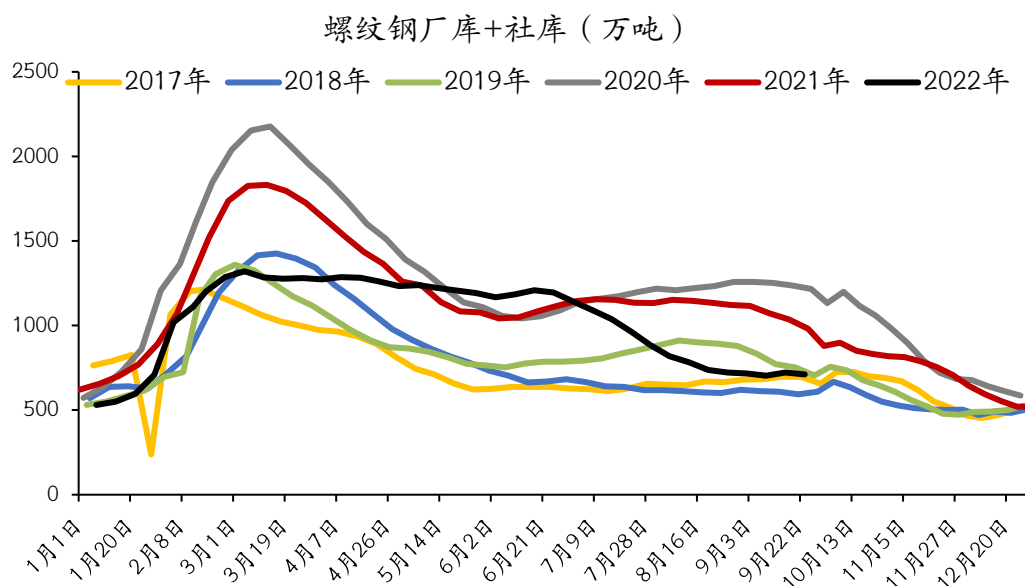
资料来源：wind，光大期货研究所

图表 11：沥青开工率（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

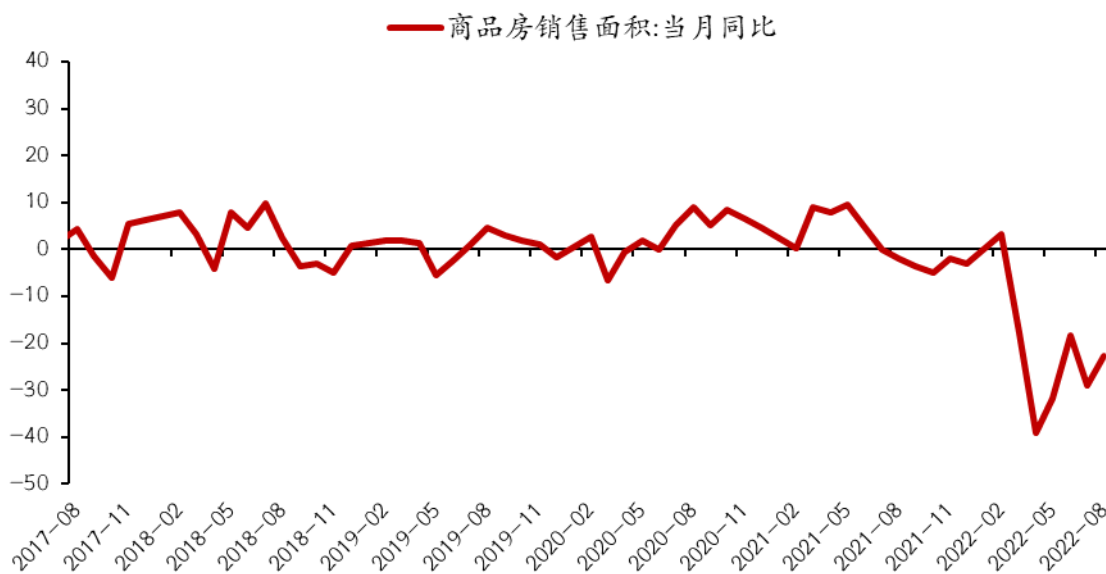
图表 12：螺纹钢厂库+社库（单位：万吨）



资料来源：wind，光大期货研究所

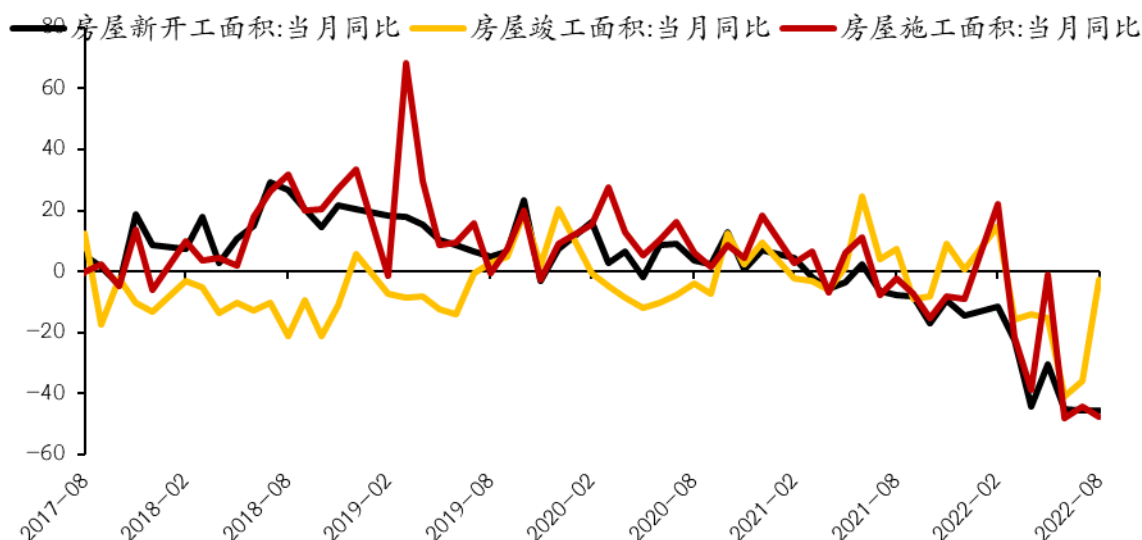
2. 地产相关行业。今年稳地产政策主要集中在降低房贷利率和保交楼保竣工政策上，从效果来看房地产销售降幅收窄，竣工降幅接近转正，领先指标土地成交也明显改善。

图表 13：商品房销售面积当月同比（单位：%）



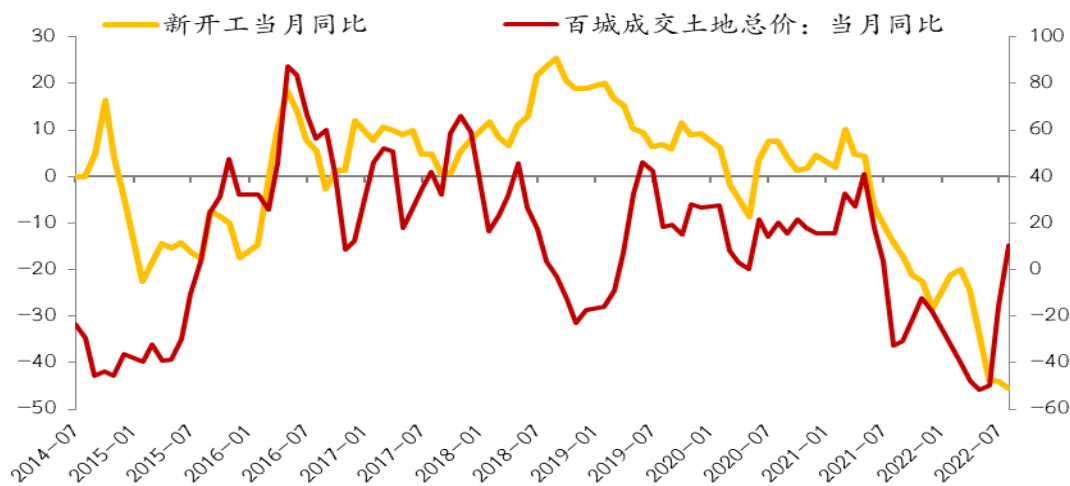
资料来源：wind，光大期货研究所

图表 14：房地产投资分项当月同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

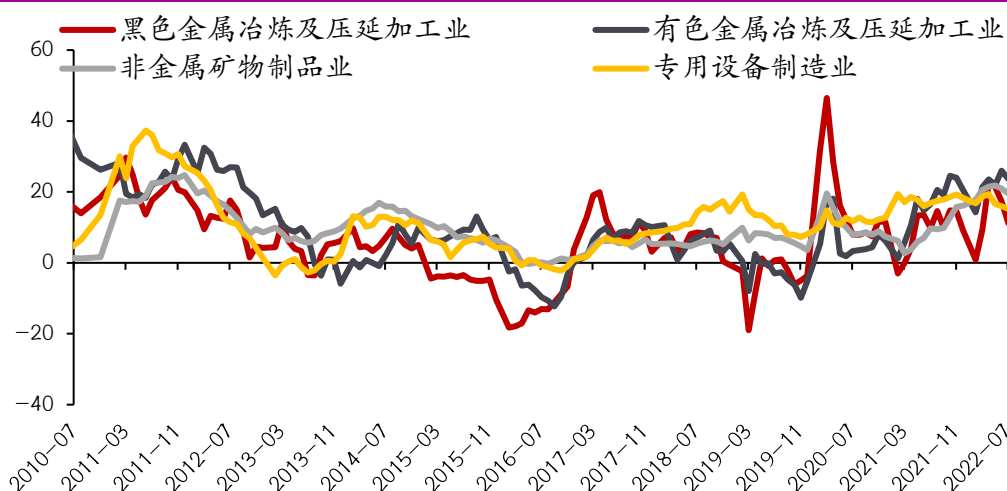
图表 15：新开工面积和百城土地成交总价当月同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

地产相关行业去库开启时间较晚，黑色冶炼加工业、有色冶炼加工业、非金属矿物制品业和专用设备制造业主要从 2022 年 5 月开始进入去库阶段，去库幅度不大，并且库存水平处于以往几轮周期较高位置。

图表 16：地产相关行业库存同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

地产后周期商品去库也是刚刚开始，结合地产保竣工保交房政策的推进，可能是需求好转带动的被动去库。玻璃从8月初库存开始下降，去库幅度较小，绝对库存水平处于近三年较高位置。PVC 同样是8月初进入去库阶段，绝对库存仍在增加，库存水平处于近三年较高水平。

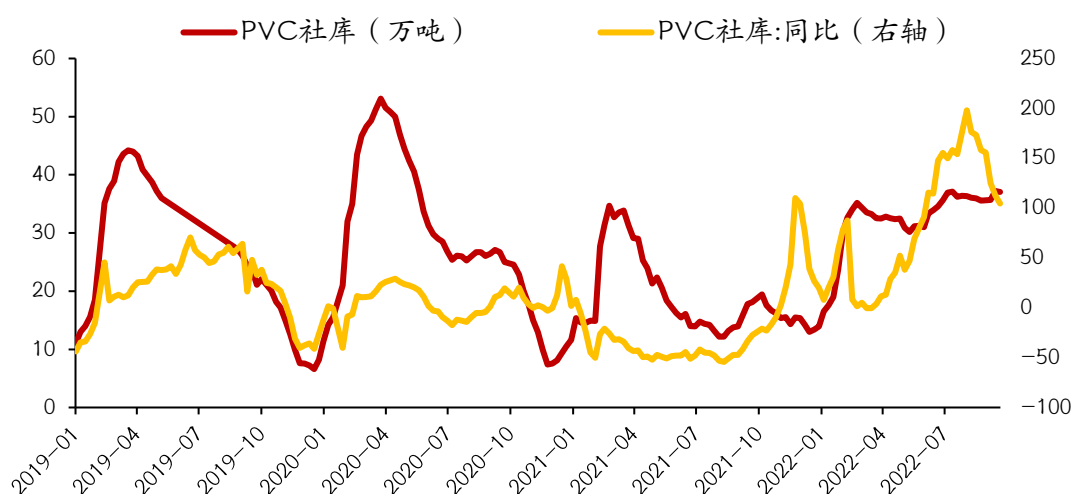
整体来看，地产相关行业特别是地产后周期行业，进入去库阶段时间晚，库存水平较高，对后续的需求拉动有一定的压力。此外新开工的领先指标土地成交已经大幅改善，但是传导到新开工可能要在四季度，对今年的需求提振相对有限。

图表 17：浮法玻璃企业库存（单位：万重箱）



资料来源：wind，光大期货研究所

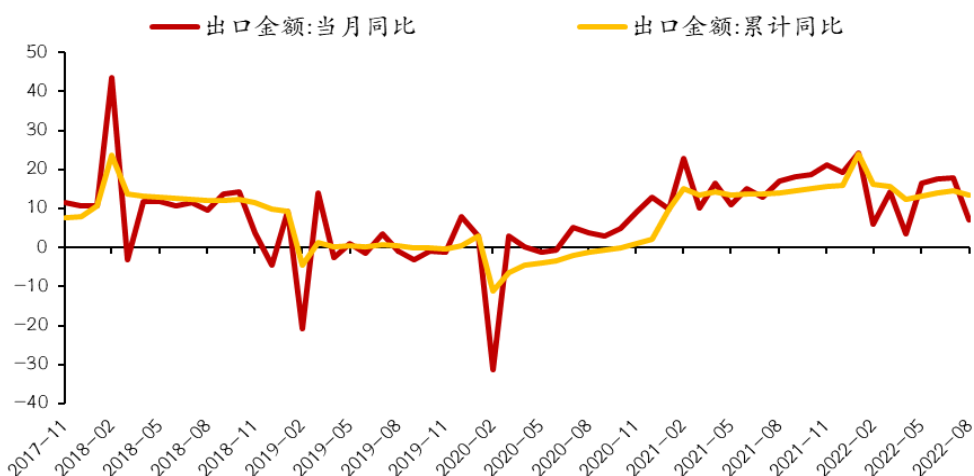
图表 18: PVC 社库和同比 (单位: 万吨, %)



资料来源: wind, 光大期货研究所

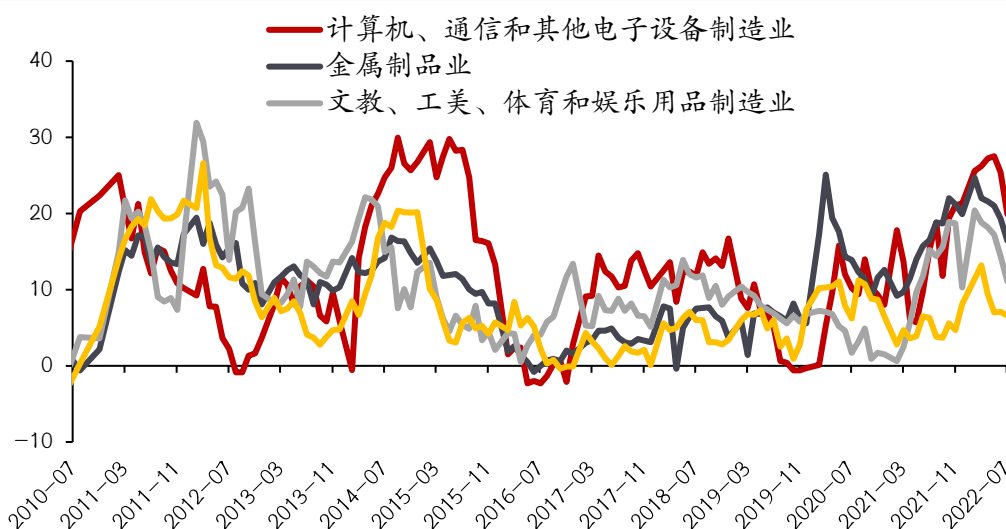
3. 出口相关行业。美联储收紧货币政策, 不仅美国衰退预期升温, 非美国国家受到的冲击更大, 利空外需, 出口高增速难以为继。8 月出口同比增长 7.1%, 增速明显回落, 出口企业赶订单的影响因素有所消退。出口依赖度高的行业, 金属制造业、文教体育娱乐用品业、皮革制品和制鞋业已经于 2022 年 2 月进入去库阶段, 并且去库的幅度较大, 库存水平处于中等位置。计算机通信设备于 2022 年 5 月进入去库阶段, 去库速度较快但是水平处于中高位置。整体来看, 虽然出口高增速难以为继, 但是相关行业已经进入去库阶段, 去库速度较快, 库存水平不高。

图表 19: 出口金额同比 (单位: %)



资料来源: wind, 光大期货研究所

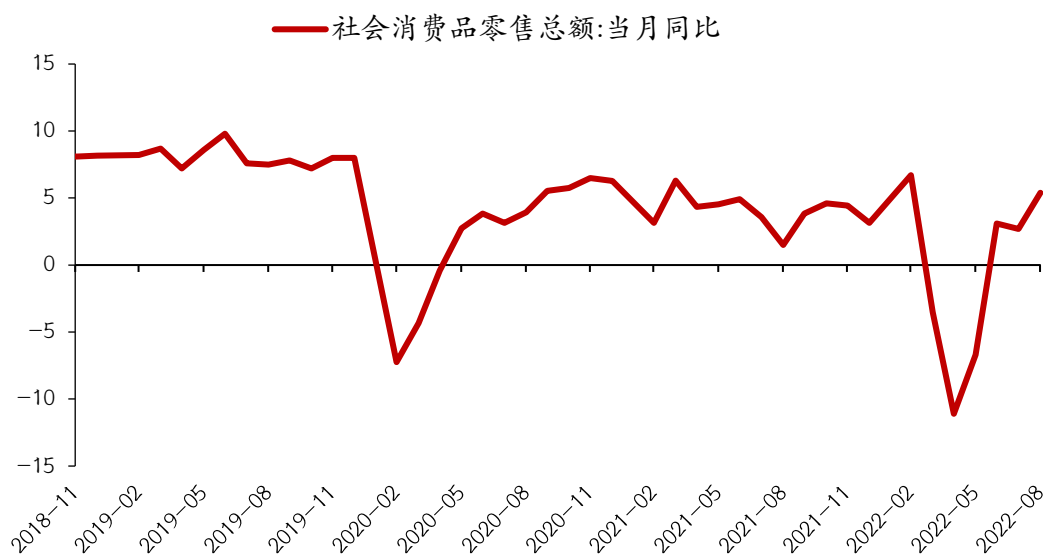
图表 20：出口相关行业库存同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

4. 消费相关行业。今年消费处于疫后爬坡阶段，恢复的程度面临天花板效应。从社会消费品零售额分项同比来看，今年商品消费的结构特征是必选消费坚挺、可选消费低迷、汽车消费亮眼。

图表 21：社零当月同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 22：社零分项同比增速（单位：%）

	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08
粮油、食品类	8.30	6.20	9.00	12.30	10.00	12.50	7.90	11.30	14.80	9.90	9.20	9.50
饮料类	5.80	3.00	1.90	7.70	6.00	12.60	11.40	12.60	15.50	8.80	10.10	11.80
烟酒类	8.00	7.70	5.10	3.80	-7.00	7.20	13.60	7.00	13.30	14.30	16.00	14.40
服装鞋帽针纺织品类	5.10	0.80	1.20	-16.20	-22.80	-12.70	4.80	-2.30	-0.50	-3.30	-4.80	-6.00
化妆品类	-6.40	0.70	8.10	-11.00	-22.30	-6.30	7.00	2.50	8.20	7.20	3.90	0.00
金银珠宝类	7.20	22.10	8.10	-15.50	-26.70	-17.90	19.50	-0.20	5.70	12.60	20.10	7.40
日用品类	3.60	0.70	4.30	-6.70	-10.20	-0.80	10.70	18.80	8.60	3.50	0.50	-0.20
家用电器和音像器材类	3.40	7.10	3.20	-10.60	-8.10	-4.30	12.70	-6.00	6.60	9.50	6.60	-5.00
中西药品类	9.10	7.80	11.90	10.80	7.90	11.90	7.50	9.40	9.30	5.60	8.60	10.20
文化办公用品类	6.20	11.50	8.90	-3.30	-4.80	9.78	11.10	7.40	18.10	11.50	22.60	20.40
家具类	-8.10	-6.30	-6.60	-12.20	-14.00	-8.80	-6.00	-3.10	6.10	2.40	3.40	6.70
通讯器材类	-4.60	4.90	6.60	-7.70	-21.80	3.10	4.80	0.30	0.30	34.80	22.80	-14.90
石油及制品类	17.10	14.20	14.70	8.30	4.70	10.50	25.60	16.60	25.90	29.30	17.30	13.10
建筑及装潢材料类	-9.10	-7.80	-4.90	-7.80	-11.70	0.40	6.20	7.50	14.10	12.00	13.30	13.50
汽车类	15.90	9.70	13.90	-16.00	-31.60	-7.50	3.90	-7.40	-9.00	-11.50	-11.80	-7.40

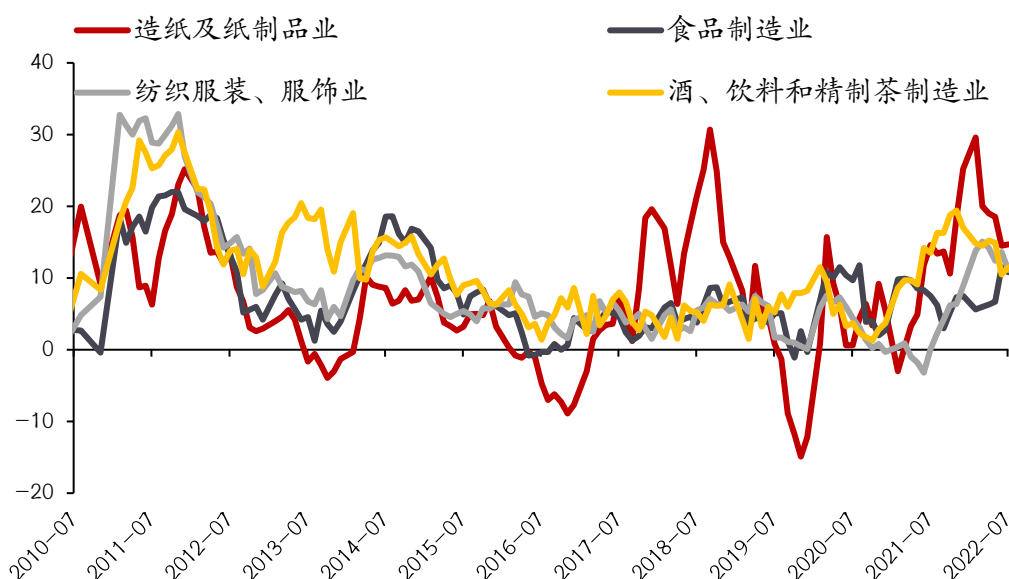
资料来源：Wind、光大期货研究所

消费相关行业，茶酒饮料业、造纸及纸制品业已经于 2021 年年底和 2022 年初进入去库阶段，库存水平处于中等位置。去库时间早、库存水平中等结合需求偏刚性，后续去库对需求的压力不大，或能较早开启补库周期。

食品制造业库存增速于 2022 年 7 月刚开始回落，原因可能是需求好导致的主动补库。结合社零分项里粮油食品类的持续高增速，特别是疫情期间囤货行为以及消费者行为改变导致的隐性库存增加，都是食品制造业需求较好的体现。食品制造业库存水平处于中高位置，后续去库阶段对需求的压制相对有限。

纺织服装业于 2022 年 3 月进入去库阶段，去库幅度较小，库存水平位于以往几轮周期偏高水平。纺织服装业是社零分项里表现较差的行业之一，疫情居家影响社交消费，但是解封以后也并没有出现明显的反弹。企业即使通过打折促销进入主动去库阶段，需要没有明显改善的话后续也难以较早开启补库周期。

图表 23：消费相关行业库存同比（单位：%）

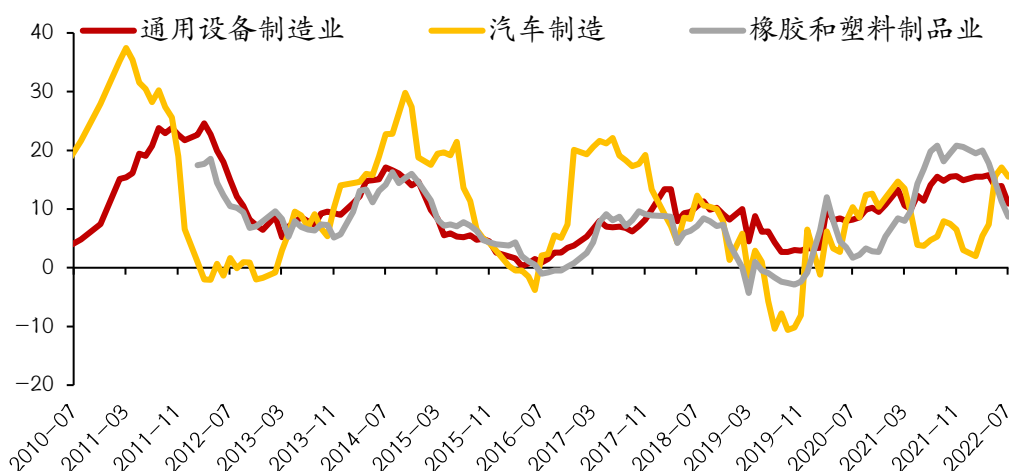


资料来源：wind，光大期货研究所

汽车消费是社零里较为亮眼的行业，且汽车消费在社零里占比超过两成，对消费的拉动也较为明显。橡胶塑料制品业已于 2021 年 12 月进入去库阶段，虽然乘用车产销增速均大幅增长，但是橡胶塑料制品的需求里重卡的占比较大，而重卡使用的全钢胎轮胎开工率今年一直较为低迷，所以橡胶塑料制品业是需求不佳导致的主动去库。橡胶塑料制品业去库幅度较大，库存水平处于中低水平，库存消化压力相对有限。

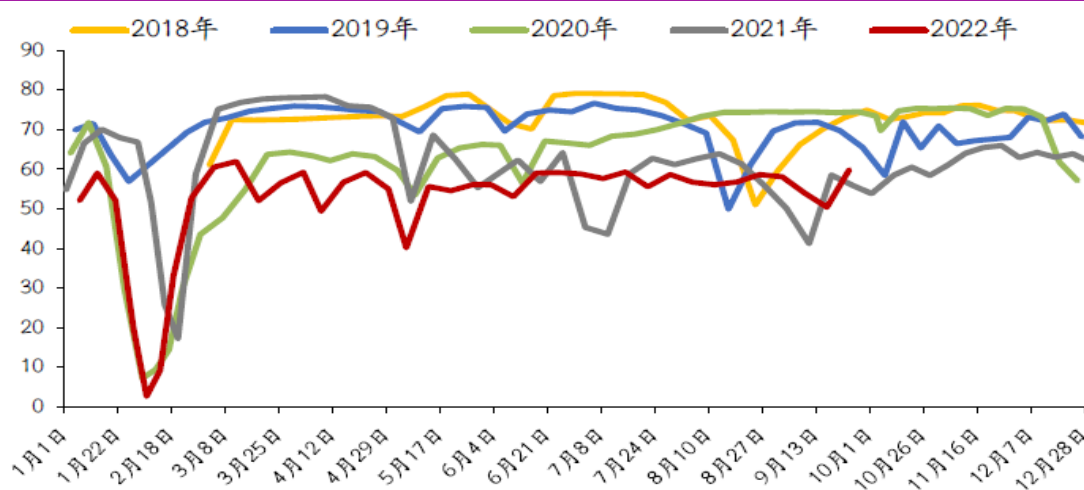
通用设备制造业于 2022 年 4 月进入去库阶段，去库幅度较大，库存水平处于中等水平。汽车制造业于 2022 年 6 月刚刚进入去库阶段，之前由于需求较好处处于主动补库阶段，处于以往几库存周期进入去库阶段的库存水平的较低位置。汽车行业景气度高，汽车制造业虽然去库开启时间较晚，但是水平处于以往周期的较低水平，去库阶段对需求的压力相对有限。

图表 24：汽车相关行业库存同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 25：全钢胎开工率（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

综上，从行业来看，基建相关行业不仅具有强现实和强预期，而且去库时间早、库存水平低，可能会早于其他行业开启补库，对需求进一步形成拉动。从基建需求更微观的商品库存来看，沥青从7月初开始库存加速去化，但是库存水平处于历史偏高位置，且开工率处于历史偏低水平，仍有大幅增加的空间。螺纹今年上半年去库比往年缓慢，库存水平处于历史偏低位置。

地产相关行业特别是地产后周期行业，进入去库时间晚，库存水平较高，对后续的需求拉

动有一定的压力。此外新开工的领先指标土地成交已经大幅改善，但是传导到新开工可能要在四季度，对今年的需求提振相对有限。

出口高增速难以为继，但是相关行业已经进入去库阶段，去库速度较快，库存水平不高。出口依赖度高的行业，金属制造业、文教体育娱乐用品业、皮革制品和制鞋业已经于 2022 年 2 月进入去库阶段，并且去库的幅度较大，库存水平处于中等位置。计算机通信设备于 2022 年 5 月进入去库阶段，去库速度较快但是水平处于中高位置。

今年商品消费的结构特征是必选消费坚挺、可选消费低迷、汽车消费亮眼。从库存来看，必选消费如茶酒饮料业、造纸及纸制品业去库时间早、库存水平中等结合需求偏刚性，后续去库对需求的压力不大，或能较早开启补库周期。可选消费如纺织服装业去库幅度较小，库存水平偏高，需求表现较差，难以较早开启补库周期。

汽车消费是社零里较为亮眼的行业，汽车制造业虽然去库开启时间较晚，但是水平处于以往周期的较低水平、行业景气度高，去库阶段对需求的压力相对有限。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。