

同创·同享·同成长

“库存周期的参考价值”

报告撰写人：研究中心金融团队

部 门：浙商期货研究中心

日 期：2024年4月23日



打造研究型衍生品综合服务商

报告撰写人：周志超

从业资格号：F03087618

投资咨询号：Z0019474

咨询电话：0571-87215357

□ 基础概念

- 库存周期滞后于货币信用周期及经济周期，符合周期嵌套的底层逻辑。
- 美国对于国内库存周期位置有着重要影响，但两国周期重合共振或分化时，指数表现均无显著相关性，较为随机。

□ 历史回溯

- 主要是源于对经济走向复苏的乐观预期，市场行情往往在被动去库初期启动，当进入到被动去库末期及主动补库阶段时，股指表现更为强势。
 - ✓ 2006年、2009年、2016年、2020年均是如此，2012年、2015年则启动较晚，先经历下跌后再拉涨。
- 顺周期板块往往会在被动去库阶段表现出较强的进攻性，涨幅领先，提前于经济繁荣。除此之外，在顺周期上行后，若政策导向新一轮产业发展，会带动相关行业趋势性上涨，如2012-2013年的TMT行业及2020-2021年的新能源。

□ 当下判断

- 当前距离主动补库仍有一定距离，在被动去库阶段拉锯战概率较高，工业企业产成品库存增速或保持低位震荡。
- 当各行业间库存周期显著分化时，过半数行业库存周期领先时，宏观周期亦会跟随，可进一步挖掘提前进入补库阶段的板块机会。
 - ✓ 当前申万一级行业13个进入主动补库阶段。
 - ✓ 据统计的33个工业行业显示，已有近半数（16个）进入主动补库阶段。上游原材料及中游设备制造已基本进入补库阶段，下游以去库为主。
- 当前出口、投资、消费等多项数据均早已见底，但需求端弱复苏迹象明显，未带动库存明确进入主动补库阶段。

- 一、基础概念
- 三、历史回溯
- 三、当下判断



1

基础概念



关注我们

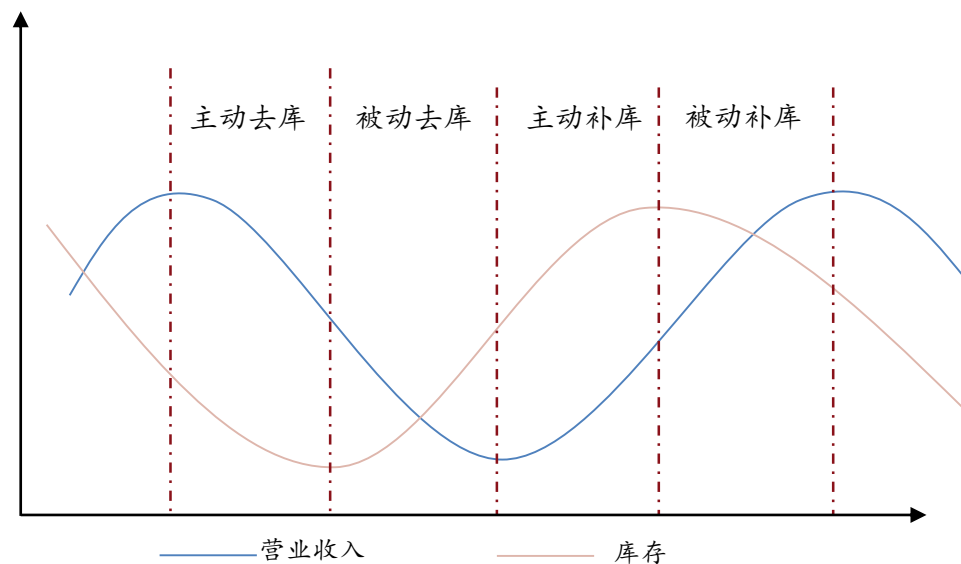


下载APP

客服服务热线: 400-700-5186

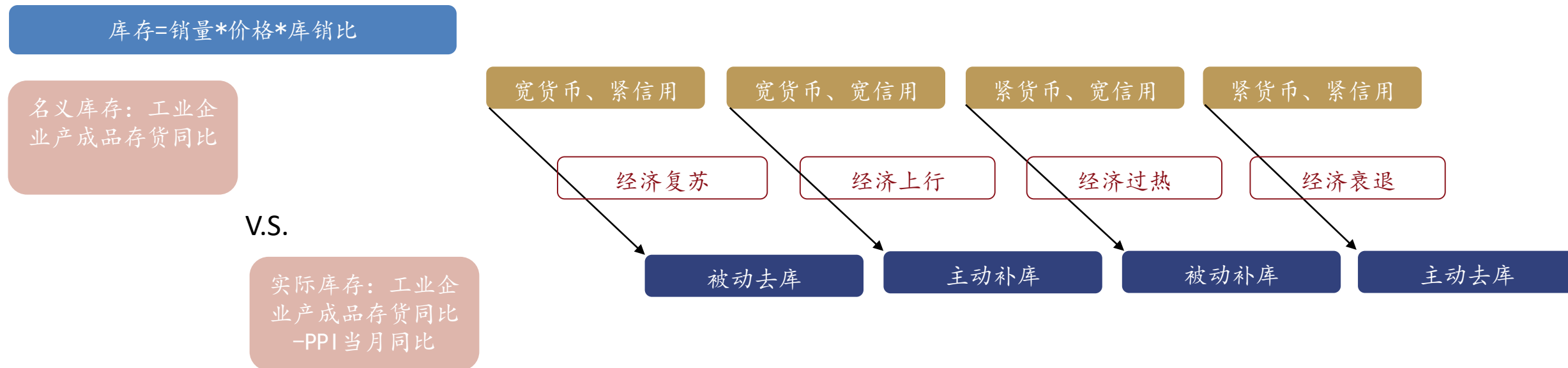
1.1、什么是库存周期？

- 库存周期，又叫“基钦周期”，由英国经济学家约瑟夫·基钦于1923年提出，时间跨度为3-4年，是短周期，一般受企业库存投资驱动，企业预期未来需求增加，则会主动增加投资扩产，推动库存的回升。
- 工业企业会根据商品价格走势及预期来调整生产经营节奏，即调整库存量，因此库存的变动会一般会滞后于需求变化，形成供需错配。一般采用企业盈利增速替代需求，结合库存和需求的情况，将行业发展阶段分为主动去库（营收降、库存降）、被动去库（营收升、库存降）、主动补库（营收升、库存升）及被动补库（营收降、库存升）四个部分。
- 一轮周期一般从被动去库开始，对应是经济复苏伊始。

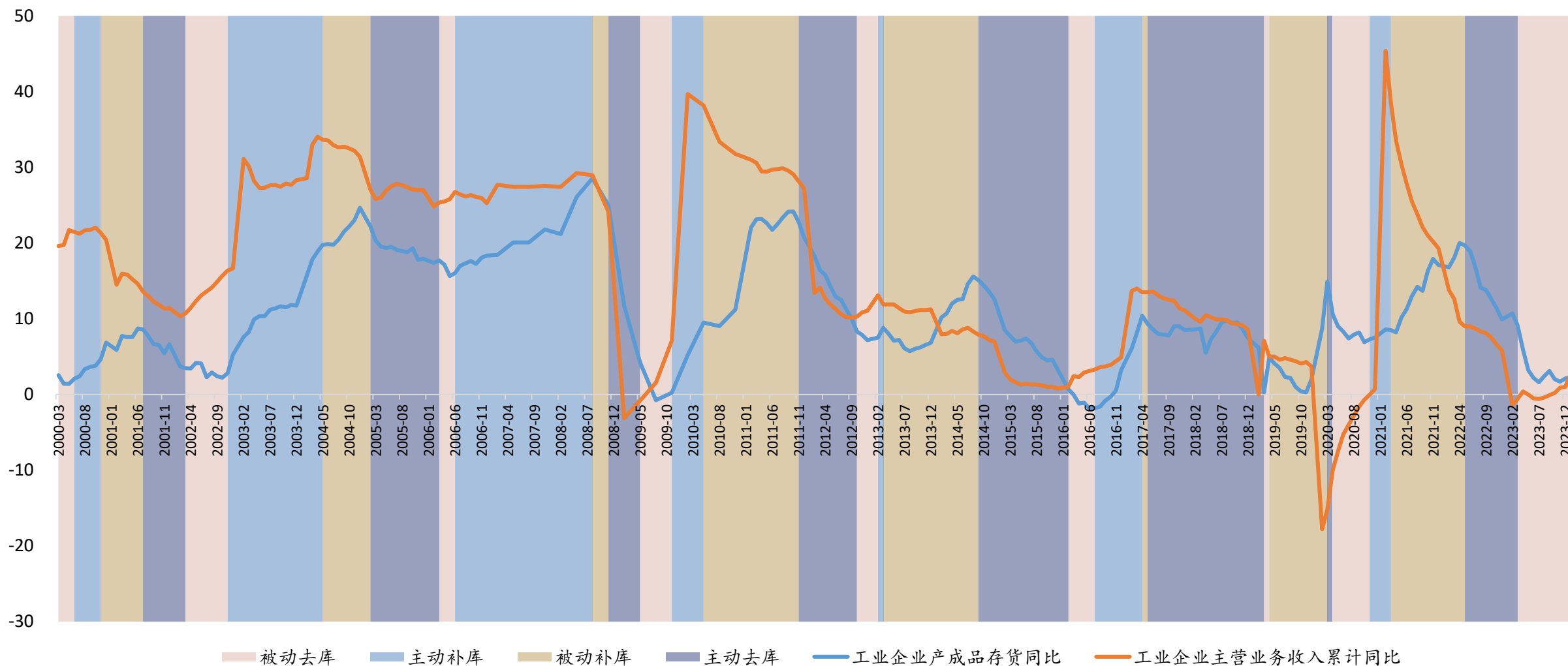


1.2、库存周期的拆解及周期视角解析

- 库存，通过其定量拆分，可分解为销量*价格*库销比，库存变化大致拆分为工业增加值的变化+PPI变化+库销比变化。
- ✓ 企业生产、价格是库存的领先指标，补库可视为企业收入改善的确认。而库销比的波动相对较小，更类似于一个中期变量，因此库存的变化主要来自于生产和价格。
- 判断库存周期可采用名义或实际库存（名义库存减去价格波动）增速，反映的是存量库存动态。历史数据统计分析价格（PPI）拐点领先名义库存约3-6个月，名义库存小幅领先实际库存，多数时期能反应库存周期的走势，故我们采用的是名义库存。
- 库存周期滞后于货币信用周期及经济周期，符合周期嵌套的底层逻辑。



1.3、我国经历的库存周期，2000年以来共八轮



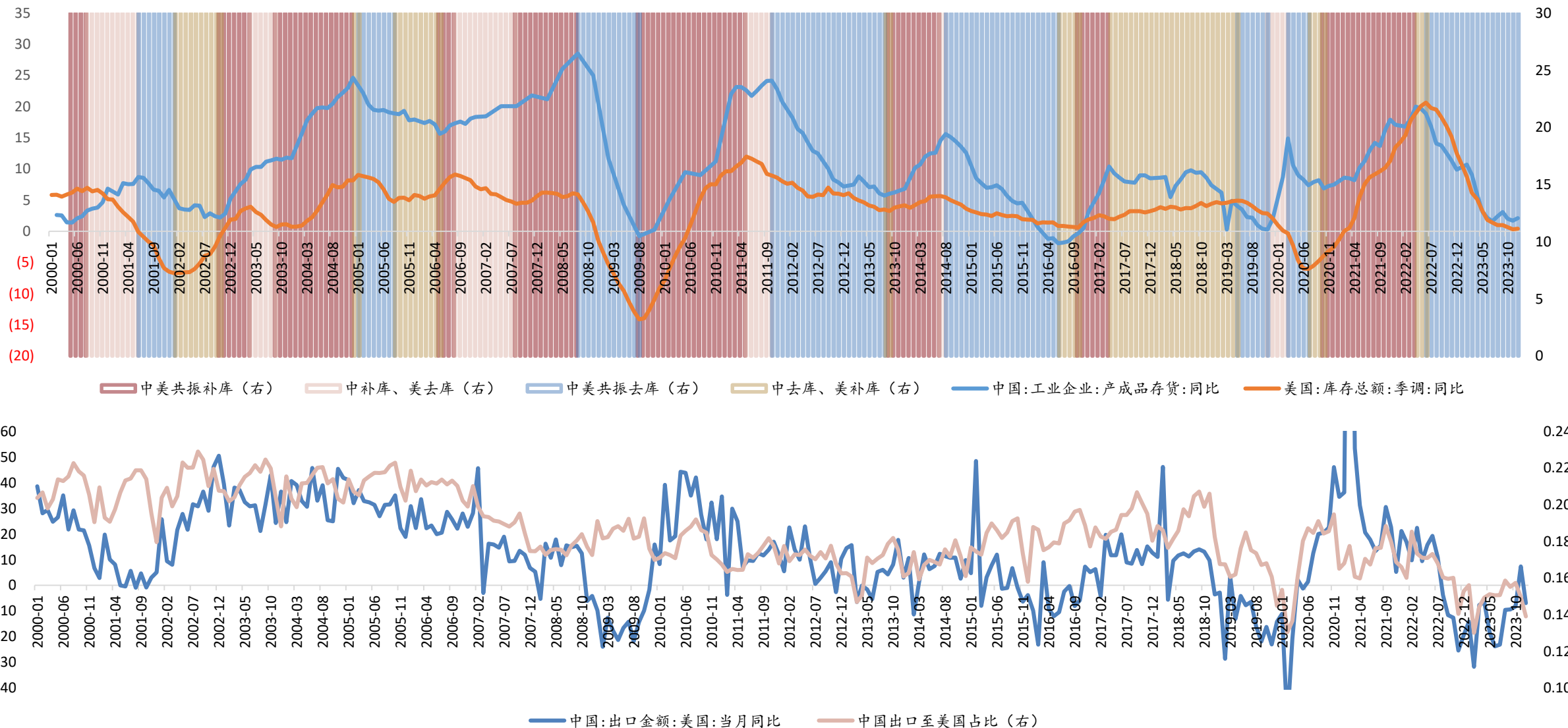
1.4、旧一轮的主动去库还是新一轮的被动去库？

➤ 1998年至今，根据名义库存增速及工业企业营收同比增速，共可划分为8轮库存周期，2019年前的六轮是完整库存周期，持续时间稳定，平均时长约41个月。2019年3月开始的库存周期，未及补库，受2020年疫情影响快速结束进入新周期（疫后生产和出口稳步恢复），至2023年2月底，该轮库存周期大致结束，历时约35个月。我们判断目前正处于新一轮库存周期的被动去库阶段，但此轮背后驱动因素及经济环境与此前存在较大差异，导致的去库力度偏低，被动去库时间跨度较长，至今未明确进入补库周期。

1998年以来我国经历的库存周期

周期	被动去库		主动补库		被动补库		主动去库		持续时间（月）
	开始时间	结束时间	开始时间	结束时间	开始时间	结束时间	开始时间	结束时间	
9	2023-02	暂未结束	-	-	-	-	-	-	-
8	2020-03	2020-10	2020-10	2021-02	2021-02	2022-04	2022-04	2023-02	35
7	2019-02	2019-03	-	-	2019-03	2020-02	2020-02	2020-03	13
6	2015-12	2016-06	2016-06	2017-03	2017-03	2017-04	2017-04	2019-02	39
5	2012-09	2012-12	2012-12	2013-02	2013-02	2014-08	2014-08	2015-12	40
4	2009-02	2009-08	2009-08	2010-02	2010-02	2011-10	2011-10	2012-09	44
3	2006-02	2006-05	2006-05	2008-05	2008-05	2008-08	2008-08	2009-02	37
2	2002-02	2002-10	2002-10	2004-04	2004-04	2004-12	2004-12	2006-02	49
1	1998-07	2000-05	2000-05	2000-10	2000-10	2001-06	2001-06	2002-02	44

1.5、美国对于国内库存周期位置有着重要影响



1.6、中美库存共振时国内指数表现较为随机

周期	中美共振补库			指数表现					
	开始时间	结束时间	持续时间（月）	上证指数	万得全A	上证50	沪深300	中证500	中证1000
9	2020-10	2022-04	18	-5.5%	-8.8%	-14.5%	-14.5%	-7.9%	-11.9%
8	2016-10	2017-04	6	1.7%	-2.3%	4.3%	3.1%	-3.7%	-12.0%
7	2013-09	2014-07	10	1.2%	7.3%	-1.3%	-2.4%	9.9%	14.4%
6	2009-08	2011-05	21	2.8%	14.6%	-1.8%	6.1%	35.6%	47.4%
5	2007-08	2008-08	12	-54.1%	-52.5%	-52.4%	-54.8%	-52.9%	-53.4%
4	2006-05	2006-08	3	1.1%	1.8%	-2.8%	-2.0%	5.5%	9.2%
3	2003-09	2004-12	15	-7.4%	-16.0%		-11.3%		
2	2002-10	2003-04	6	0.9%	-4.8%		1.2%		
1	2000-05	2000-08	3	6.7%	6.4%				

周期	中美共振去库			指数表现					
	开始时间	结束时间	持续时间（月）	上证指数	万得全A	上证50	沪深300	中证500	中证1000
8	2022-06	2023-07	13	-3.2%	-5.0%	-13.2%	-10.5%	-5.7%	-6.9%
7	2020-03	2020-06	3	8.5%	14.7%	9.4%	13.0%	16.3%	16.4%
6	2019-05	2019-11	6	-0.9%	2.6%	6.1%	5.5%	-0.3%	-3.9%
5	2014-08	2016-06	22	32.1%	56.0%	34.2%	34.9%	38.3%	61.2%
4	2011-10	2013-08	22	-15.0%	-6.2%	-11.3%	-14.2%	-8.4%	-3.9%
3	2008-08	2009-08	12	11.3%	26.9%	3.6%	18.3%	42.1%	50.2%
2	2005-01	2005-08	7	-2.4%	-4.7%	0.4%	-2.8%	-8.4%	-7.9%
1	2001-06	2002-01	7	-32.7%	-35.1%				

1.7、中美库存分化时国内股指表现亦无明显趋势特征

周期	中补库、美去库		持续时间（月）	指数表现					
	开始时间	结束时间		上证指数	万得全A	上证50	沪深300	中证500	中证1000
9	2023-07	2023-08	1	-5.2%	-5.6%	-5.4%	-6.2%	-5.7%	-6.3%
8	2019-11	2020-03	4	-4.2%	0.2%	-7.1%	-3.7%	3.0%	5.9%
7	2016-06	2016-10	4	5.8%	6.7%	6.0%	5.8%	5.4%	1.9%
6	2014-07	2014-08	1	0.7%	2.8%	-2.5%	-0.5%	4.0%	6.0%
5	2013-08	2013-09	1	3.6%	5.4%	3.4%	4.1%	5.7%	6.9%
4	2011-05	2011-10	5	-10.0%	-8.1%	-10.9%	-10.2%	-10.0%	-6.7%
3	2006-08	2007-08	12	214.6%	258.8%	295.8%	295.7%	230.9%	237.9%
2	2003-04	2003-09	5	-10.1%	-11.2%		-9.1%		
1	2000-08	2001-06	10	9.7%	7.4%				

周期	中去库、美补库		持续时间（月）	指数表现					
	开始时间	结束时间		上证指数	万得全A	上证50	沪深300	中证500	中证1000
6	2022-04	2022-06	2	11.5%	16.1%	9.0%	11.7%	14.7%	22.0%
5	2020-06	2020-10	4	8.0%	9.5%	11.5%	12.8%	4.2%	3.0%
4	2017-04	2019-05	25	-8.1%	-8.6%	16.3%	5.5%	-20.9%	-32.0%
3	2005-08	2006-05	9	41.2%	51.3%	32.1%	47.2%	65.9%	43.9%
2	2004-12	2005-01	1	-5.9%	-6.6%	-3.4%	-4.5%	-7.7%	-7.6%
1	2002-01	2002-10	9	1.1%	2.6%		0.3%		

2

历史回溯



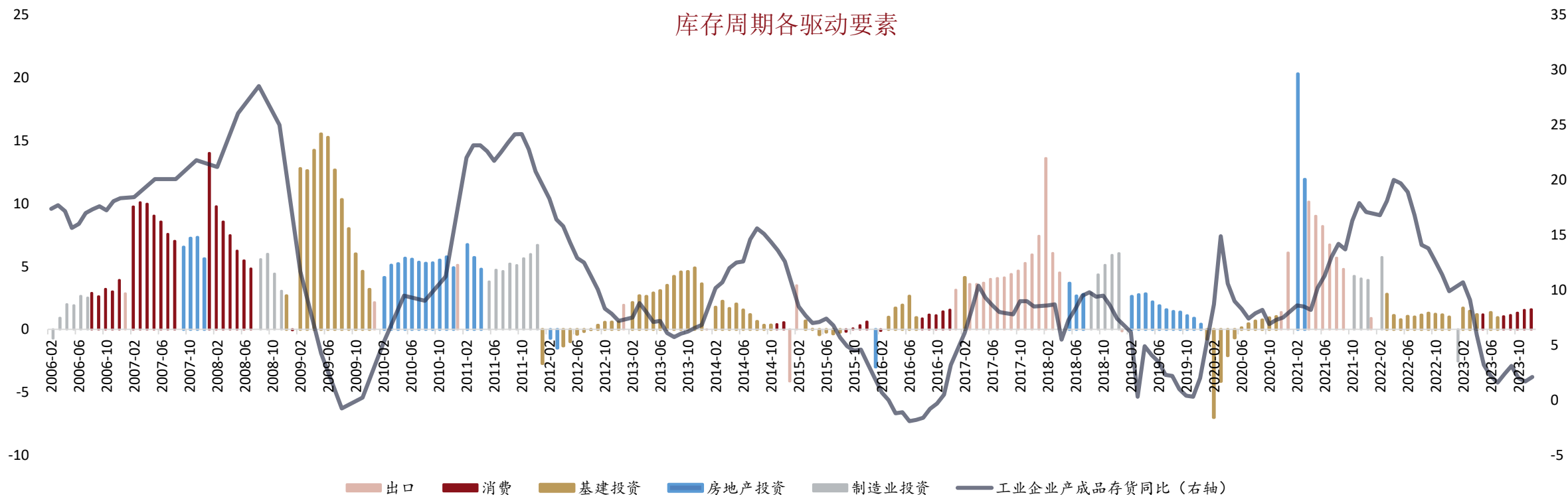
关注我们

下载APP

客服服务热线: 400-700-5186

2.1、库存周期的驱动要素

- 库存周期与经济增长驱动要素投资及出口高度相关。
- 2008年以前，补库由消费驱动，此后几轮库存回升周期，基建及房地产投资的拉动效应显著，而2017及2021年出口的带动效应更为明显，当前，库存的去化依靠着消费，但整体拉升效应偏低，库存同比并无明显扭转趋势。



注：各分项采用的是累计同比2年滚动Z-Score，取同期最大的作为主要驱动力

2.2、被动去库及主动补库阶段的股指表现往往较好

周期	被动去库			指数表现					
	开始时间	结束时间	持续时间（月）	上证指数	万得全A	上证50	沪深300	中证500	中证1000
9	2023-02	2024-04（未结束）	14	-7.2%	-16.4%	-11.4%	-13.2%	-17.1%	-24.6%
8	2020-03	2020-10	7	17.2%	25.7%	22.0%	27.4%	21.2%	20.0%
7	2019-02	2019-03	1	5.1%	8.0%	3.4%	5.5%	10.4%	10.9%
6	2015-12	2016-06	6	-17.2%	-17.0%	-12.3%	-15.5%	-19.6%	-17.6%
5	2012-09	2012-12	3	8.8%	7.2%	15.2%	10.0%	2.4%	1.4%
4	2009-02	2009-08	6	28.1%	33.8%	28.6%	32.2%	35.6%	37.4%
3	2006-02	2006-05	3	26.3%	35.7%	20.8%	29.7%	45.4%	31.7%
2	2002-02	2002-10	8	-1.1%	-0.3%	-	-1.5%	-	-
1	1998-07	2000-05	22	43.9%	47.8%	-	-	-	-

周期	主动补库			指数表现					
	开始时间	结束时间	持续时间（月）	上证指数	万得全A	上证50	沪深300	中证500	中证1000
8	2020-10	2021-02	4	8.8%	7.1%	14.5%	13.7%	4.1%	-2.9%
7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
6	2016-06	2017-03	9	10.0%	7.4%	11.2%	9.6%	4.5%	-4.6%
5	2012-12	2013-02	2	4.3%	6.4%	5.3%	6.0%	10.1%	12.0%
4	2009-08	2010-02	6	14.4%	21.0%	11.1%	15.9%	41.4%	47.1%
3	2006-05	2008-05	24	109.2%	161.6%	159.6%	164.5%	167.8%	186.5%
2	2002-10	2004-04	18	5.8%	-7.9%	-	1.2%	-	-
1	2000-05	2000-10	5	3.5%	4.3%	-	-	-	-

2.2.1、被动补库及主动去库阶段股指基本呈负向表现

周期	被动补库			指数表现					
	开始时间	结束时间	持续时间（月）	上证指数	万得全A	上证50	沪深300	中证500	中证1000
8	2021-02	2022-04	14	-13.2%	-14.9%	-25.3%	-24.7%	-11.6%	-9.3%
7	2019-03	2020-02	11	-6.8%	1.5%	-0.6%	1.7%	-1.7%	-0.7%
6	2017-03	2017-04	1	-2.1%	-2.9%	-0.5%	-0.5%	-3.0%	-6.0%
5	2013-02	2014-08	18	-6.3%	11.2%	-19.2%	-12.5%	22.7%	42.1%
4	2010-02	2011-10	20	-19.1%	-13.0%	-21.2%	-17.9%	-13.7%	-6.5%
3	2008-05	2008-08	3	-30.2%	-33.7%	-29.5%	-33.8%	-38.6%	-39.9%
2	2004-04	2004-12	8	-20.6%	-22.9%	-17.9%	-19.3%	-	-
1	2000-10	2001-06	8	13.1%	9.5%	-	-	-	-

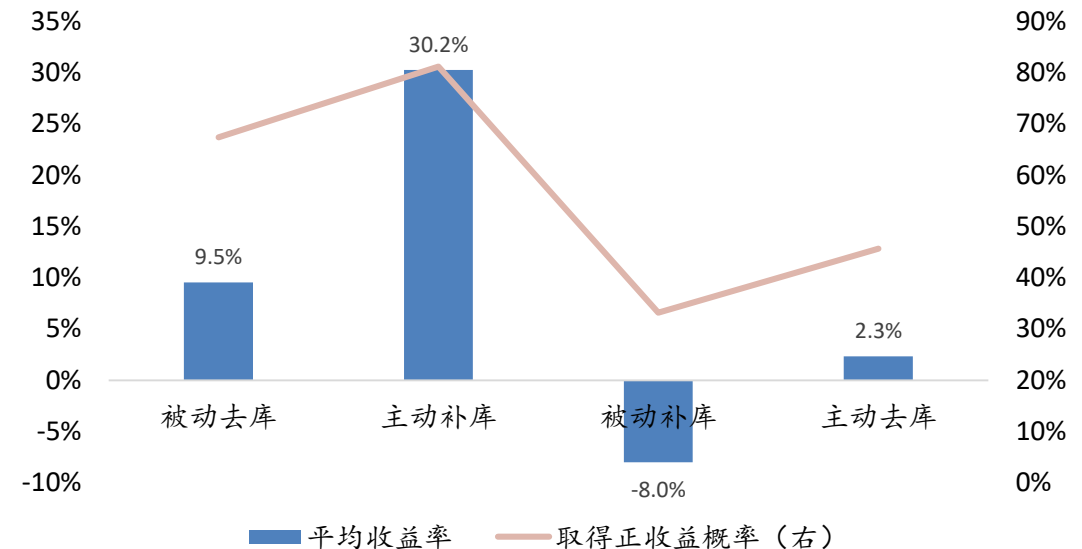
周期	主动去库			指数表现					
	开始时间	结束时间	持续时间（月）	上证指数	万得全A	上证50	沪深300	中证500	中证1000
8	2022-04	2023-02	-	7.6%	12.1%	-2.4%	1.3%	13.0%	21.3%
7	2020-02	2020-03	-	-4.5%	-6.5%	-4.7%	-6.4%	-7.5%	-7.6%
6	2017-04	2019-02	22	-6.8%	-8.2%	16.9%	6.7%	-19.1%	-32.0%
5	2014-08	2015-12	16	59.6%	88.0%	53.1%	59.6%	72.0%	95.8%
4	2011-10	2012-09	11	-15.5%	-14.0%	-10.0%	-14.9%	-20.0%	-22.8%
3	2008-08	2009-02	6	-13.1%	-5.2%	-19.4%	-10.5%	4.8%	9.3%
2	2004-12	2006-02	14	2.6%	-0.7%	6.0%	5.3%	-3.5%	-7.1%
1	2001-06	2002-02	8	-31.3%	-33.2%	-	-	-	-

2.3、申万一级行业在被动去库及主动补库阶段均有较好表现

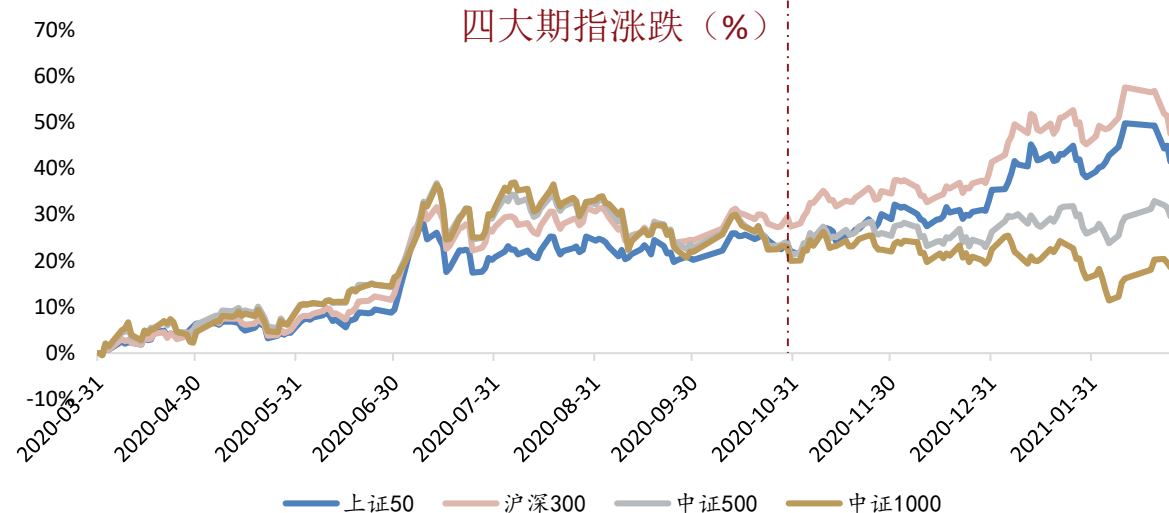
一级行业	各库存周期申万一级行业表现							
	被动去库		主动补库		被动补库		主动去库	
	区间平均收益	正收益概率	区间平均收益	正收益概率	区间平均收益	正收益概率	区间平均收益	正收益概率
国防军工	22.3%	75%	21.0%	86%	-8.1%	29%	3.2%	57%
非银金融	18.6%	75%	30.3%	86%	-15.9%	14%	6.1%	43%
汽车	17.9%	75%	32.1%	100%	-9.7%	29%	1.1%	43%
社会服务	17.4%	63%	25.0%	86%	-8.1%	29%	10.2%	43%
食品饮料	16.7%	63%	27.4%	71%	-1.0%	43%	9.5%	71%
煤炭	16.2%	75%	44.3%	86%	-6.9%	14%	-10.7%	29%
有色金属	14.6%	50%	29.5%	86%	-9.1%	43%	-1.5%	57%
美容护理	14.1%	75%	34.3%	86%	-8.7%	43%	0.5%	57%
家用电器	12.7%	75%	37.9%	71%	-9.1%	43%	5.8%	57%
电力设备	12.2%	75%	34.8%	86%	-2.8%	57%	2.9%	57%
机械设备	11.3%	75%	31.8%	86%	-8.6%	43%	5.1%	57%
银行	11.2%	88%	32.9%	71%	-12.8%	0%	4.8%	43%
电子	10.9%	50%	19.5%	100%	1.7%	29%	-5.4%	29%
医药生物	9.5%	63%	32.2%	86%	-5.1%	43%	5.8%	57%
石油石化	8.8%	88%	30.3%	100%	-12.3%	29%	-6.7%	43%
基础化工	8.4%	75%	34.5%	86%	-8.3%	29%	-0.9%	43%
综合	8.3%	63%	24.6%	57%	-4.7%	43%	0.1%	43%
轻工制造	7.9%	75%	29.0%	86%	-9.0%	29%	0.8%	29%
商贸零售	6.8%	63%	31.7%	71%	-11.1%	29%	1.7%	57%
房地产	6.7%	75%	29.2%	86%	-13.4%	14%	8.5%	43%
建筑材料	6.1%	75%	39.3%	86%	-7.0%	57%	0.4%	43%
传媒	6.0%	63%	16.2%	57%	0.1%	29%	1.4%	43%
建筑装饰	5.7%	63%	23.7%	57%	-10.8%	29%	5.3%	57%
纺织服饰	5.2%	63%	24.2%	71%	-8.3%	29%	2.1%	29%
交通运输	4.5%	75%	25.6%	86%	-10.0%	29%	2.6%	29%
公用事业	4.2%	63%	26.0%	86%	-9.4%	57%	1.2%	43%
农林牧渔	4.0%	50%	37.2%	86%	-11.1%	43%	4.3%	57%
钢铁	3.3%	63%	40.2%	100%	-13.0%	29%	-1.3%	29%
计算机	3.2%	50%	24.4%	57%	-0.3%	29%	10.5%	43%
环保	2.2%	63%	28.4%	71%	-7.0%	43%	-1.9%	43%
通信	-1.1%	50%	39.8%	86%	-7.8%	29%	6.7%	43%

- ▶ 尽管历史上不同阶段库存周期切换的宏观背景不尽相同，但一般市场行情会出现在主动去库末期，申万一级行业取得正收益概率抬升，至主动补库阶段升至最高。
- ▶ 当行业库存周期分化时，过半数行业库存周期领先时，可用作预判指数库存周期。

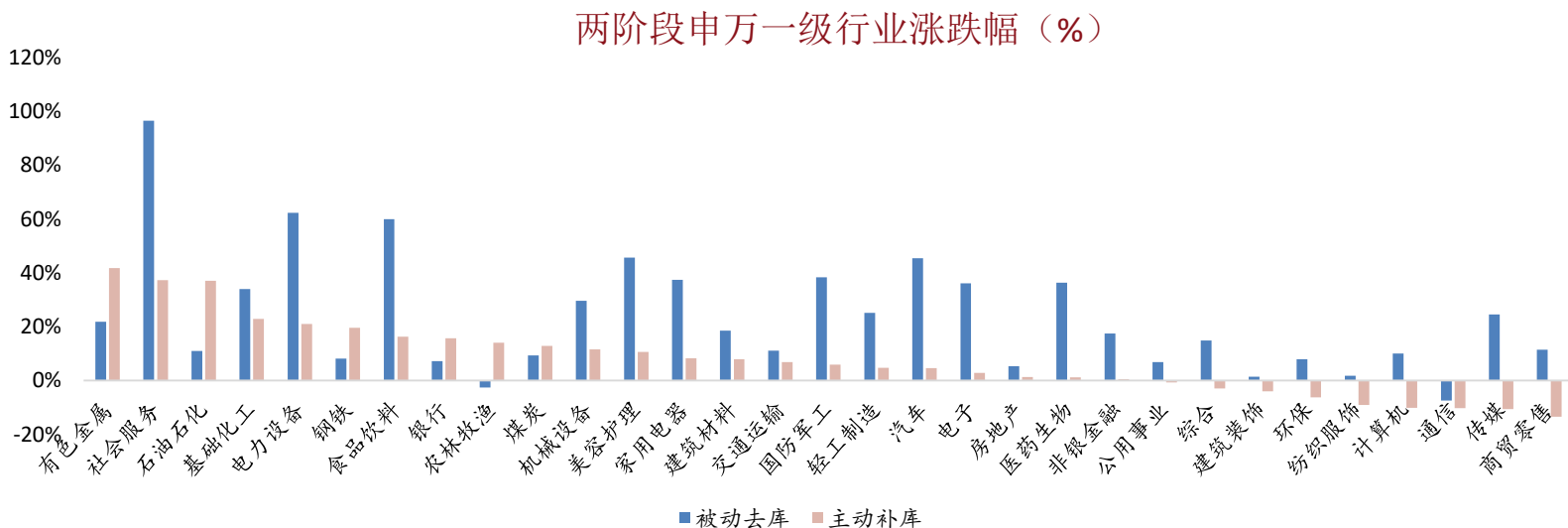
申万一级行业各库存周期平均收益情况



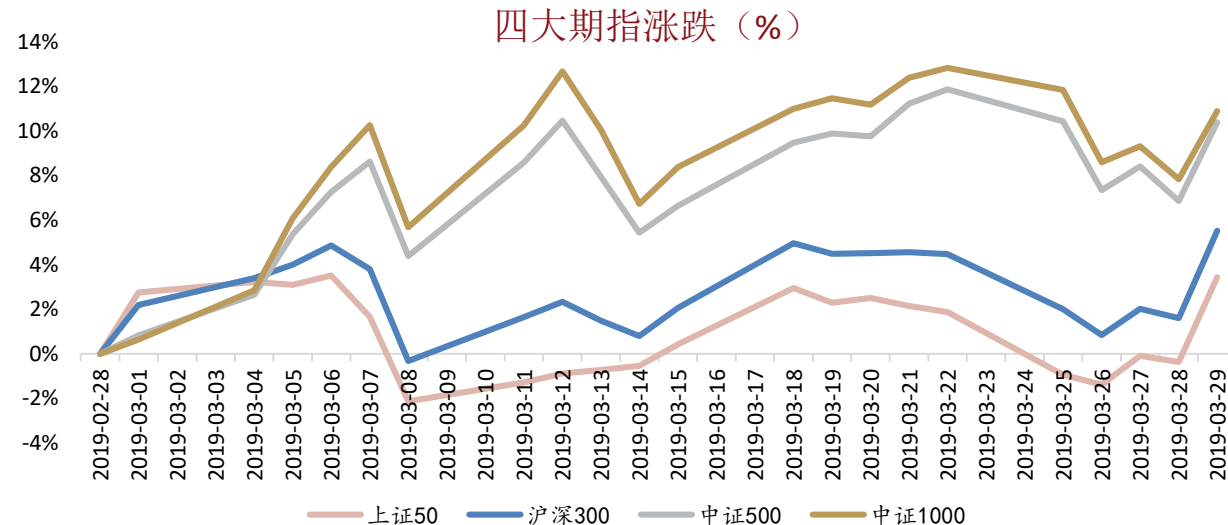
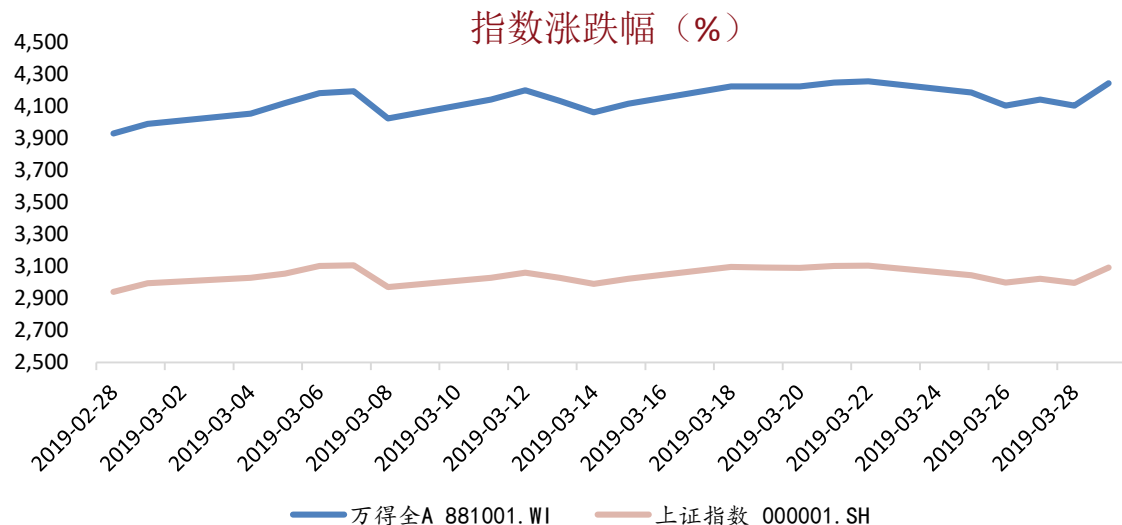
2.4.1、2020.03-2021.02疫情后进入新库存周期，顺周期板块先行



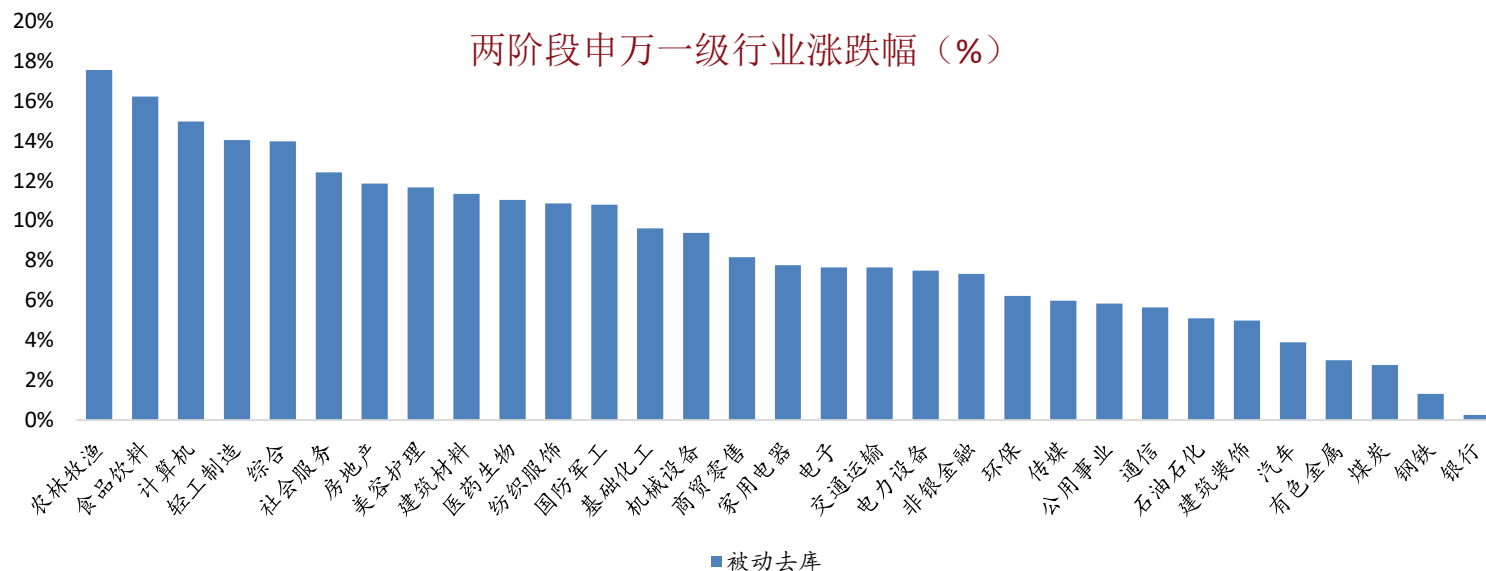
- 2020年3月开启的这轮库存周期，被动去库及主动补库阶段，主要指数均有较好的表现，该两阶段叠加经济复苏，宏观数据持续改善。
- 受疫后大宗商品供需失衡影响，顺周期板块表现亮眼，如有色金属、石油石化、钢铁等。而后政策导向新能源产业发展，电力设备等相关行业板块补涨。
- 该轮期指大盘股表现强于中小盘股。



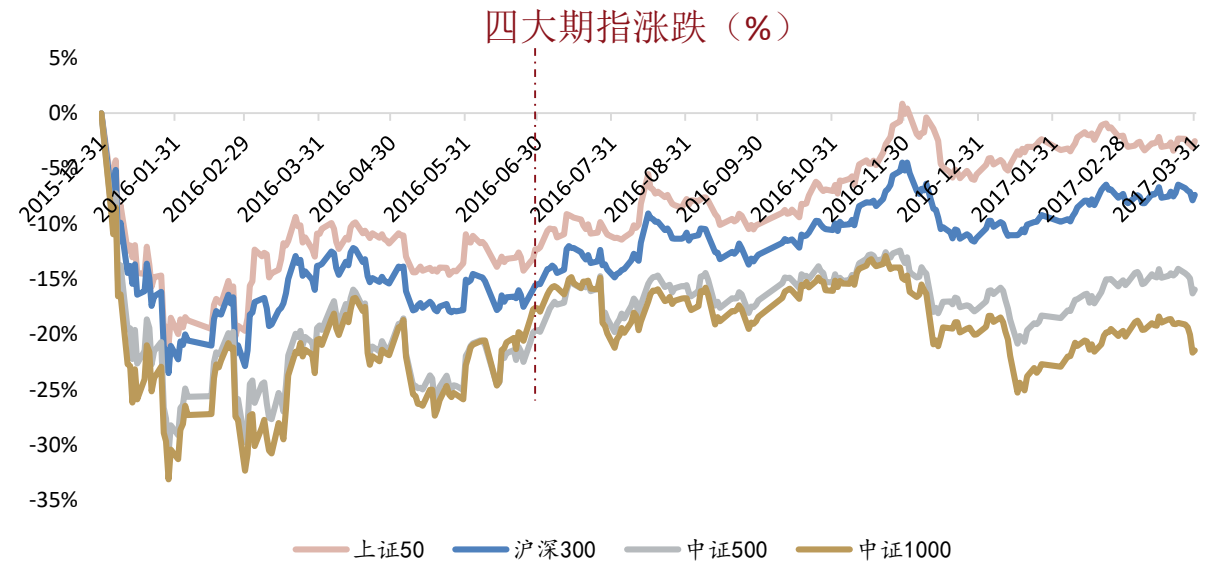
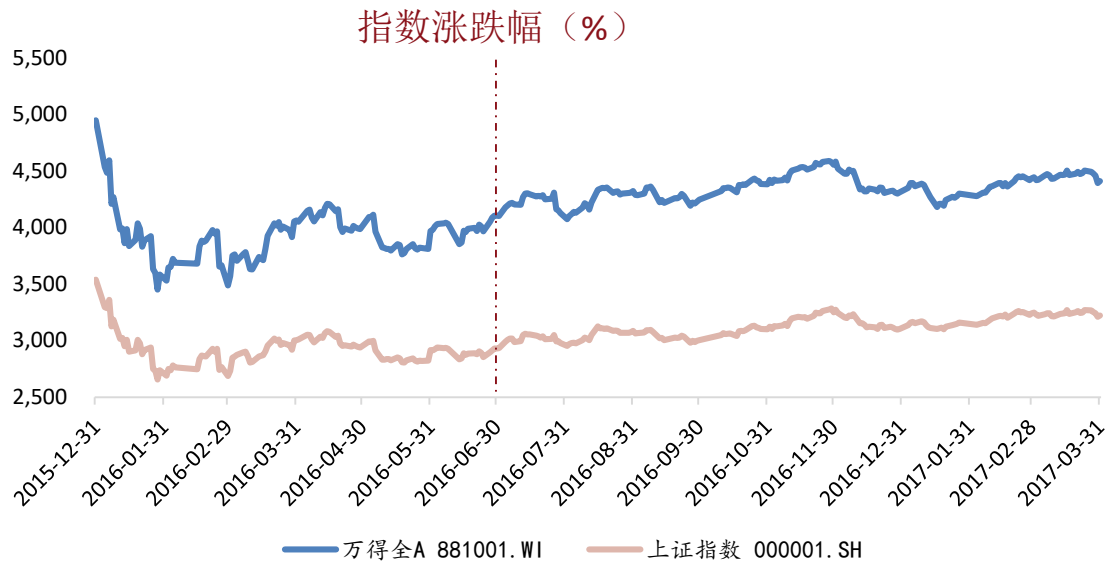
2.4.2、2019.02-03仅一轮被动去库，无主动补库



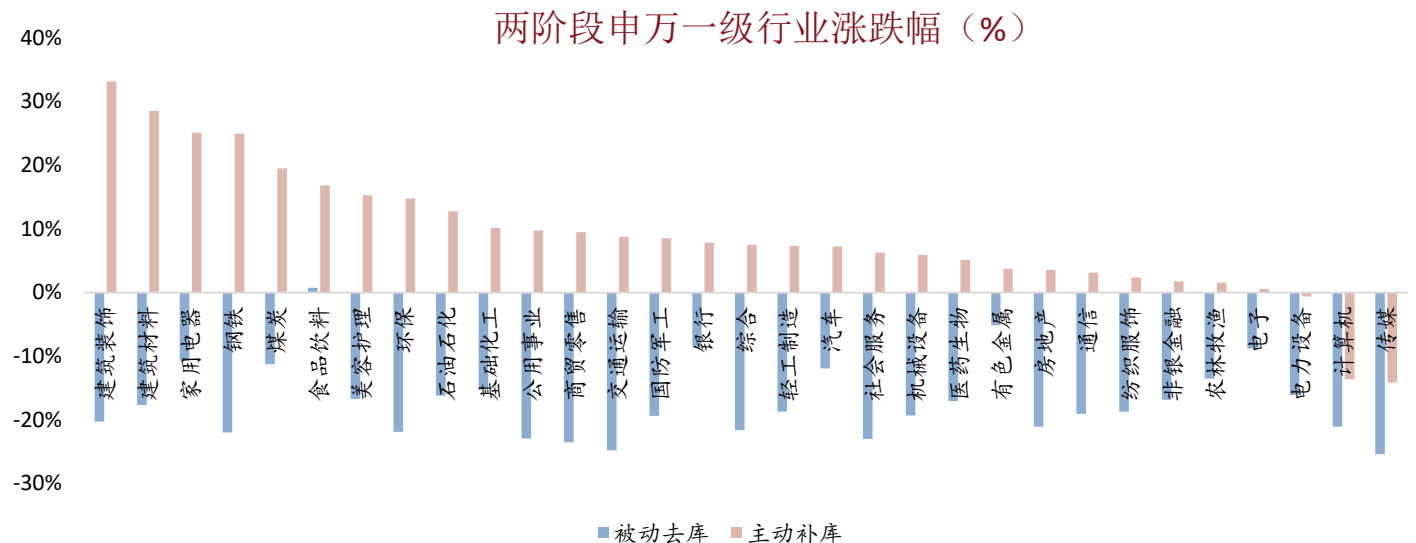
➤ 2019年3月开启的这轮库存周期，未及主动补库，仅被动去库阶段，申万一级31个行业均录得上涨，农林牧渔、食品饮料等复苏主线涨幅领先。



2.4.3、2015.12-2017.03 “供给侧改革”发力下顺周期表现亮眼

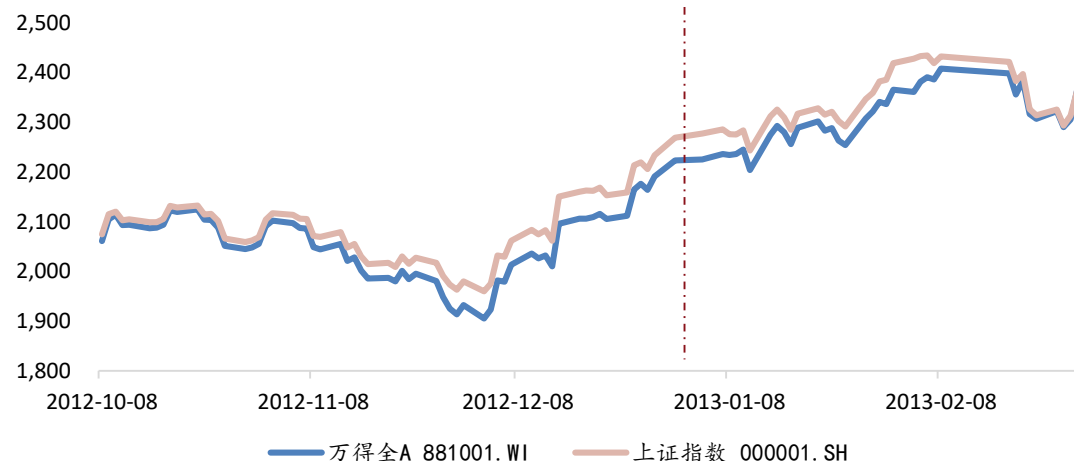


- 2016-2017年的一轮库存周期，被动去库初期（2016年初），因“熔断”等系统性风险影响，指数无差别下跌，但随后立即完成修复行情，指数不断上行。
- 当年“供给侧改革”是政策发力重点，“三去一补一降”背景下，工业品价格先回升，地产价格回升，周期先行见底，故此番周期建筑相关行业表现突出。总体来说，也是顺周期板块表现更优。

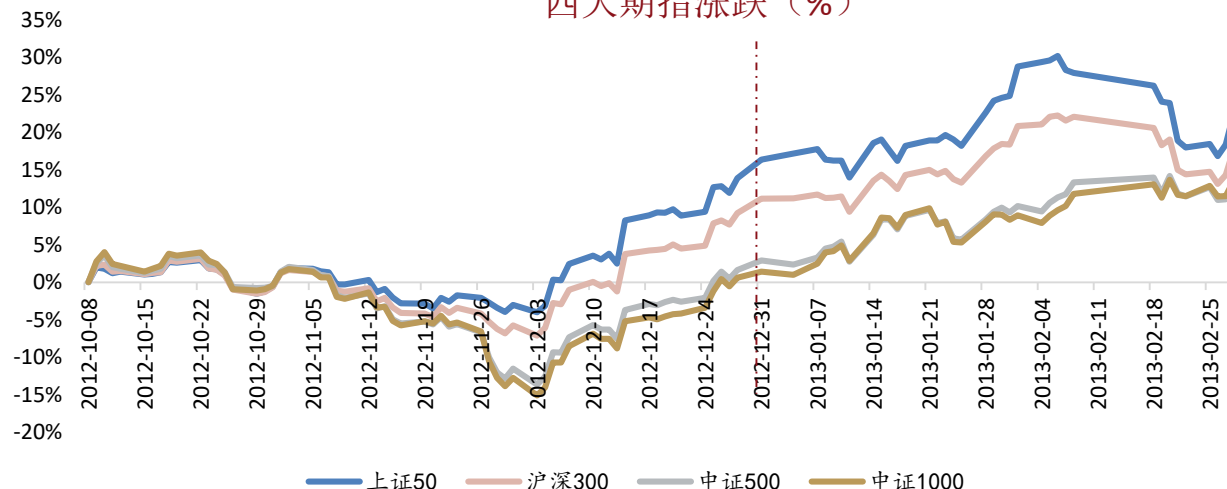


2.4.4、2012.09-2013.02经济弱复苏，股指先跌后涨

指数涨跌幅（%）



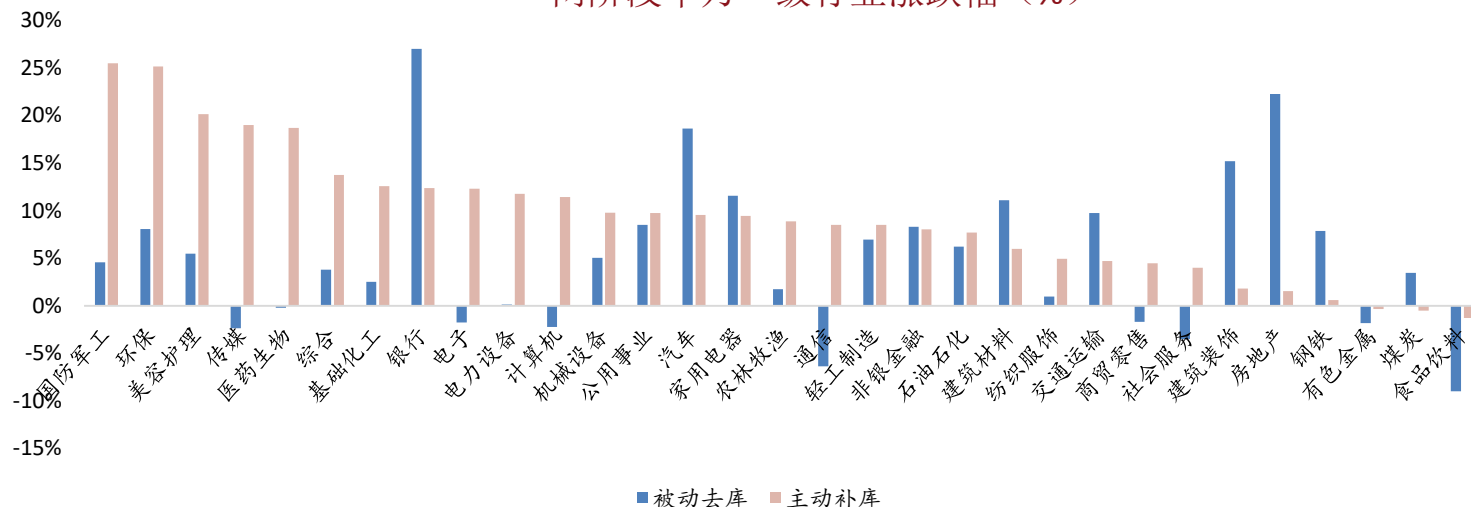
四大期指涨跌（%）



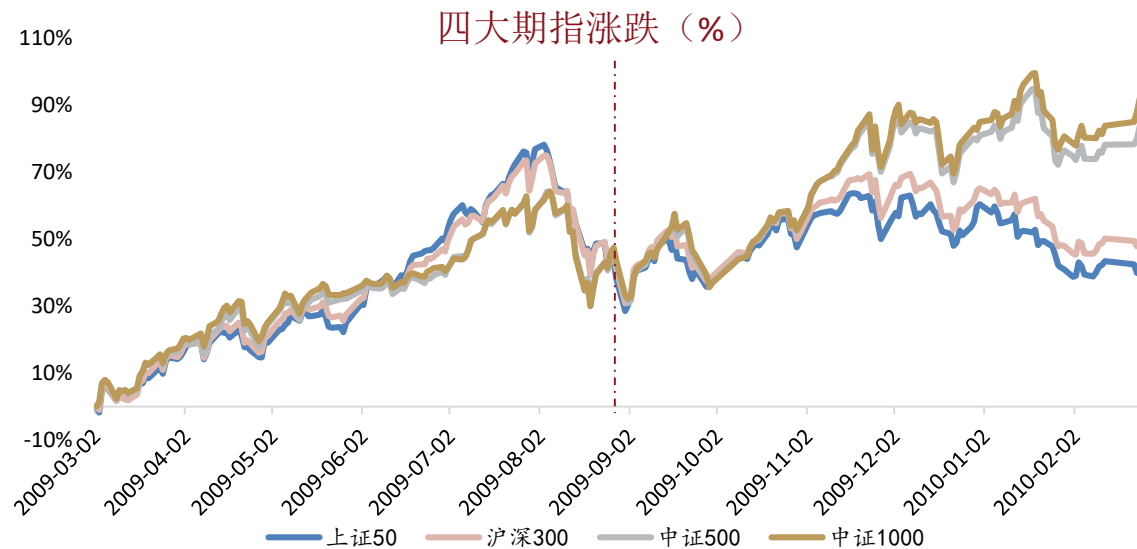
➤ 2012-2013的一轮库存周期，“四万亿”刺激效果减退，欧债危机蔓延，国内政策“稳字当头”，两次降准及降息后，经济弱复苏。股指在被动去库阶段先跌后涨，进入主动补库阶段则延续涨势。

➤ 该两阶段，基建、地产及银行等板块提前切换上行（同为顺周期板块先行），随后国防军工及新兴产业（TMT）接力，这与当时地产政策边际松动和后续的新兴产业扶持政策密切相关。

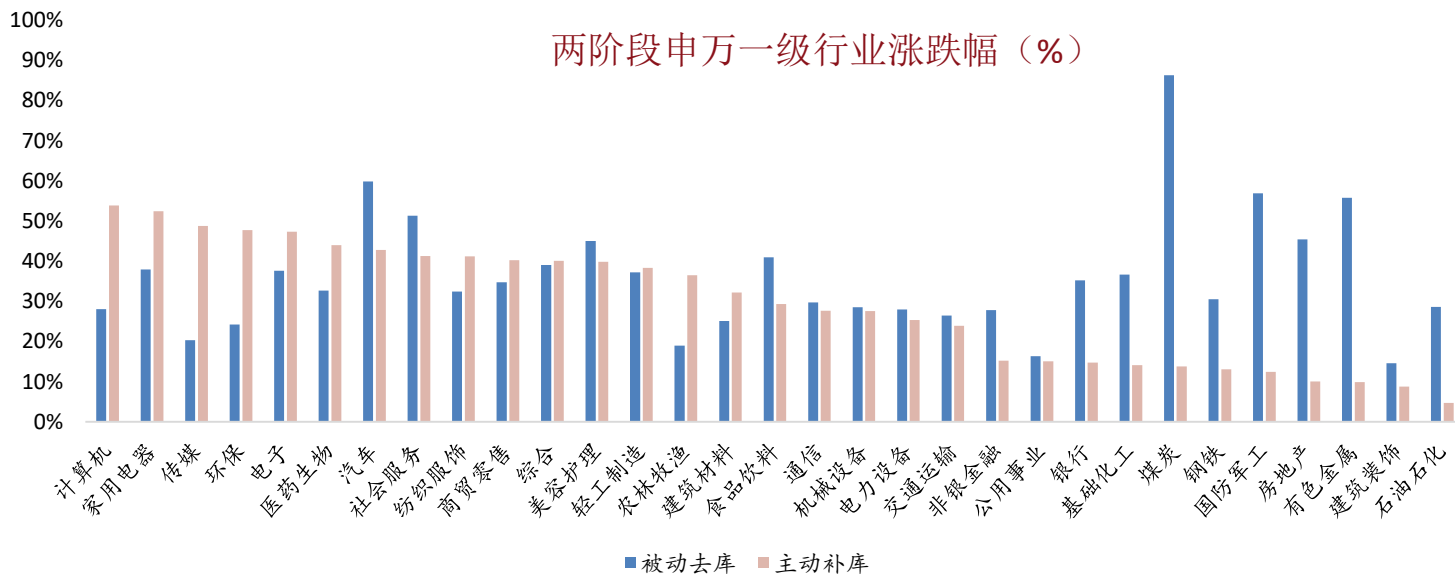
两阶段申万一级行业涨跌幅（%）



2.4.5、2009.02-2010.02宽货币、宽财政下股指强势上涨

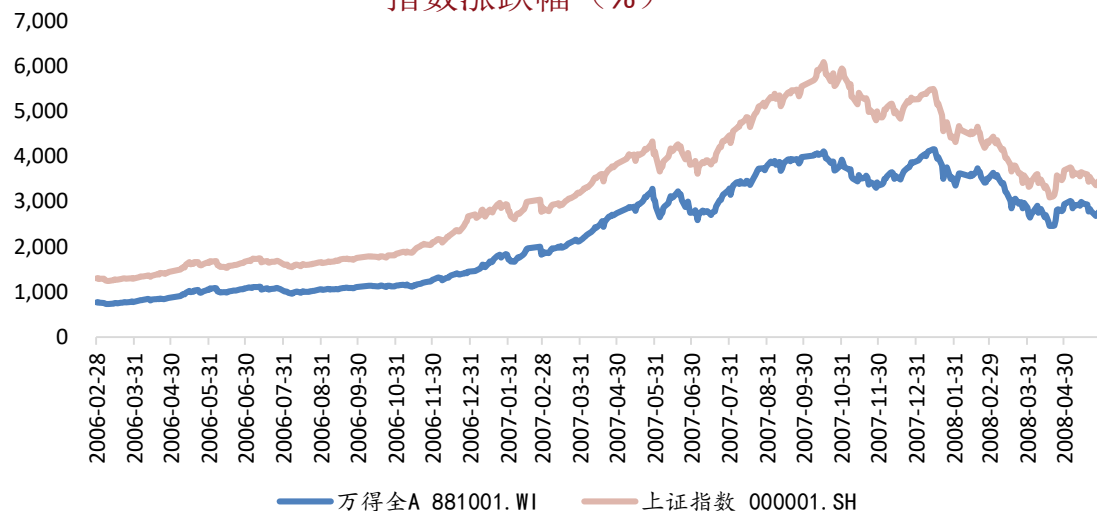


- 2009-2010年的一轮库存周期，是在极度宽松的财政及货币政策刺激下出现的，08年次贷后，企业大幅主动去库，在“四万亿”及多次降准降息后，经济强势复苏，地产、社服数据均实现快速修复。两个阶段指数均大幅上涨。
- 行业表现上，顺周期的有色金属、煤炭、地产链等受益于价格上涨及基本面改善在被动去库阶段大幅上行，而十大产业振兴规划+汽车下乡等政策刺激下，计算机、汽车、电子等行业在两阶段均表现亮眼。

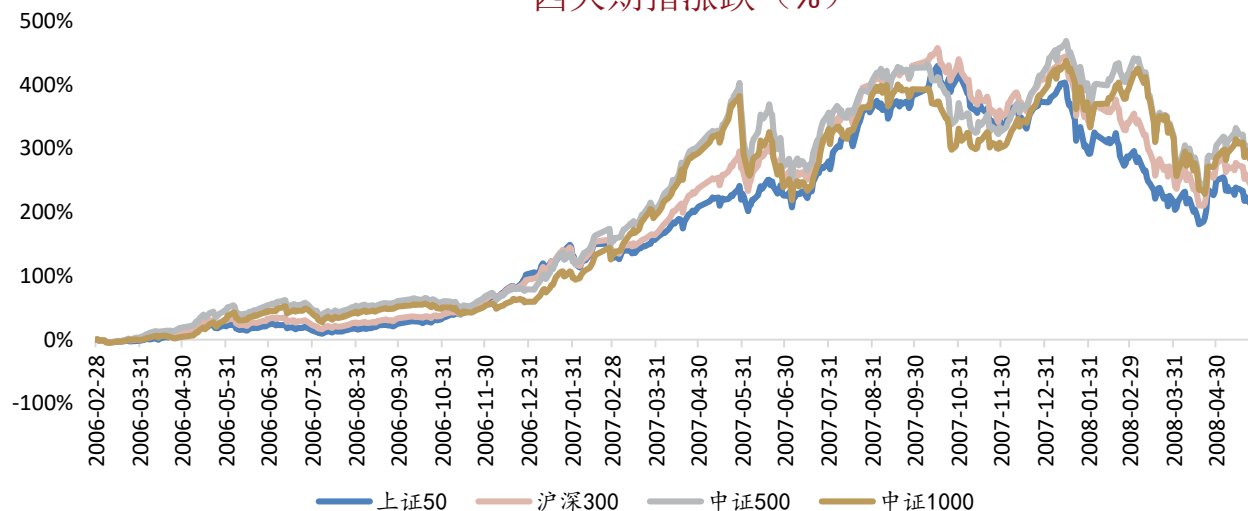


2.4.6、2006.02-2008.05内外需同步推动，股指第一轮大牛市

指数涨跌幅（%）

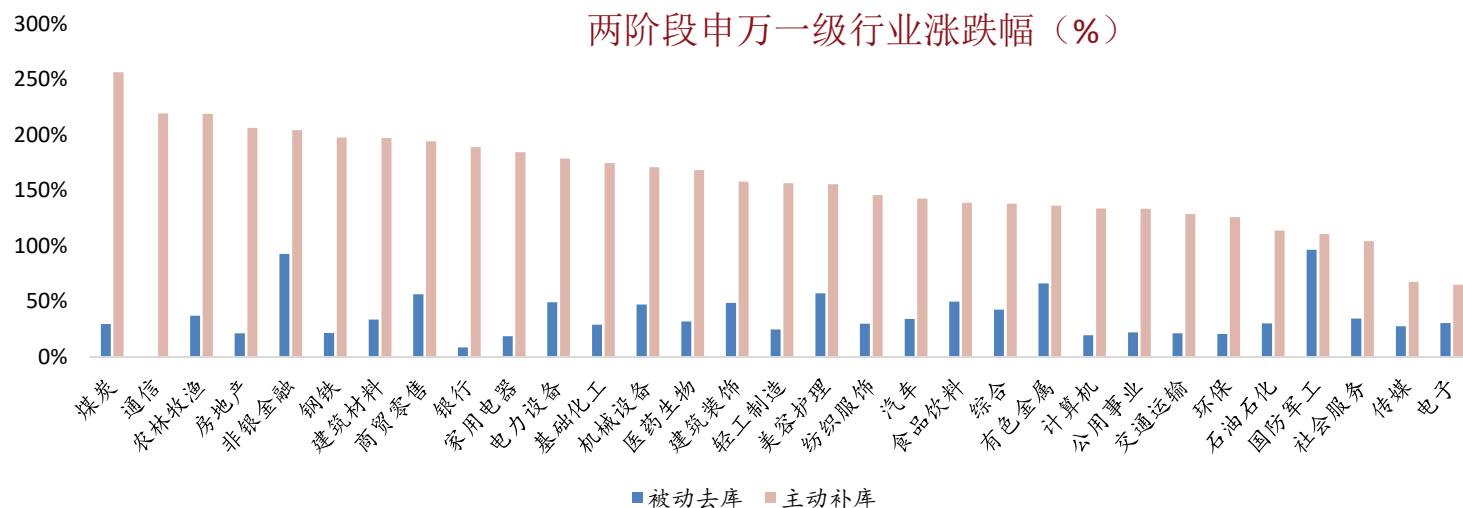


四大期指涨跌（%）



- 2006-2008年的一轮库存周期，是由内外需同步推动的，内需方面，房地产投资增长2006年开始加速，一直持续到2008年6月，外需方面，出口增速回升。
- 该轮周期申万一级31个行业在被动去库及主动补库两个阶段均大幅上涨，且从绝对涨幅角度仍是顺周期的煤炭、钢铁及地产等行业领先。

两阶段申万一级行业涨跌幅（%）





- 主要是源于对经济走向复苏的乐观预期，市场行情往往在被动去库初期启动，当进入到被动去库末期及主动补库阶段时，股指表现更为强势，2006年、2009年、2016年、2020年均是如此，2012年、2015年则启动较晚，先经历下跌后再拉涨；
- 顺周期板块往往会在被动去库阶段表现出较强的进攻性，涨幅领先，提前于经济繁荣。除此之外，在顺周期上行后，若政策导向新一轮产业发展，会带动相关行业趋势性上涨，如2012-2013年的TMT行业及2020-2021年的新能源；
- 当各行业间库存周期显著分化时，过半数行业库存周期领先时，宏观周期亦会跟随，可进一步挖掘提前进入补库阶段的板块机会。

3

当下判断



关注我们

下载APP

客服服务热线: 400-700-5186

3.1、申万一级行业13个进入主动补库阶段，4个被动去库

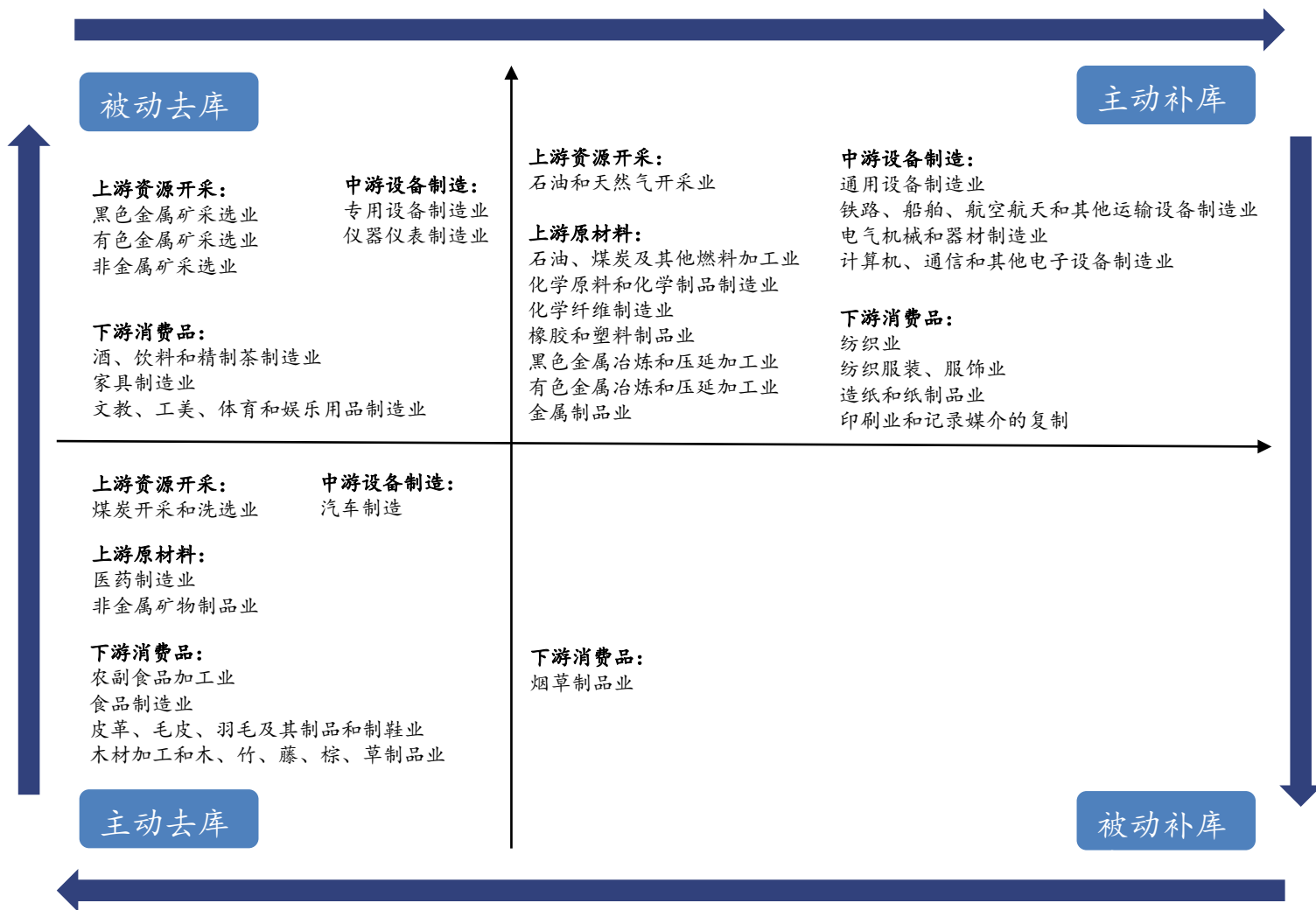
申万一级行业库存周期情况（截至2023年Q3）

大类	申万一级行业	存货同比	存货分位数	营收同比	归母净利润同比	库存周期所处阶段
上游资源及原材料	煤炭	1.1%	8.2%	-8.4%	-25.7%	主动去库
	钢铁	1.0%	24.0%	-6.2%	-34.7%	主动补库
	有色金属	12.1%	23.7%	5.6%	-28.6%	被动去库
	石油石化	-4.1%	16.2%	-1.3%	-4.3%	主动补库
	建筑材料	-7.1%	16.0%	-1.6%	-36.0%	被动去库
	基础化工	-1.4%	46.1%	-4.6%	-45.9%	主动补库
中游制造	电力设备	32.8%	41.4%	44.3%	33.3%	主动补库
	机械设备	19.7%	30.7%	13.9%	19.9%	主动补库
	轻工制造	-7.3%	17.6%	-0.3%	3.2%	主动去库
	国防军工	13.3%	55.6%	17.6%	18.1%	主动补库
必选消费	食品饮料	9.7%	35.2%	10.1%	16.2%	被动去库
	纺织服饰	-5.3%	13.7%	3.0%	19.0%	主动补库
	农林牧渔	8.7%	18.8%	7.5%	-333.9%	被动补库
	医药生物	13.3%	28.3%	7.8%	-8.9%	主动补库
可选消费	汽车	5.1%	12.5%	14.9%	31.4%	主动去库
	家用电器	-4.1%	27.1%	7.0%	13.0%	主动补库
	美容护理	-0.3%	12.8%	15.4%	89.8%	主动补库
	商贸零售	-2.8%	18.5%	10.4%	35.8%	主动去库
公共服务	建筑装饰	4.2%	4.4%	7.4%	3.6%	被动补库
	公用事业	8.3%	21.1%	7.4%	56.5%	主动去库
	环保	5.4%	25.9%	5.9%	4.8%	被动补库
	交通运输	-1.3%	3.9%	1.3%	51.0%	主动补库
科技	通信	-2.3%	0.0%	7.5%	9.0%	被动去库
	传媒	-3.2%	12.0%	0.0%	18.6%	主动去库
	电子	13.9%	28.0%	9.0%	-16.7%	主动补库
	计算机	7.7%	14.3%	8.8%	6.7%	主动补库
地产	房地产	-18.4%	0.0%	-3.1%	56.8%	主动去库

3.2、工业行业中上游已基本进入补库阶段，上证资源开采被动去库，下游以去库为主

		国家统计局工业行业库存周期情况				库存周期所处阶段	库存占比
行业		2月库存同比	12月库存同比	2月收入同比	12月收入同比		
上游资源开采	煤炭开采和洗选业	-2.10	-6.90	-16.90	-13.10	主动去库	0.92%
	石油和天然气开采业	5.70	-3.20	4.60	-5.90	主动补库	0.12%
	黑色金属矿采选业	-16.50	-16.90	21.90	2.80	被动去库	0.22%
	有色金属矿采选业	-4.50	-7.10	5.70	3.10	被动去库	0.24%
	非金属矿采选业	0.80	3.80	0.30	-3.00	被动去库	0.29%
上游原材料	石油、煤炭及其他燃料加工业	1.00	1.70	1.40	-1.00	主动补库	3.68%
	化学原料和化学制品制造业	-0.90	-1.10	2.00	-3.50	主动补库	6.21%
	医药制造业	-2.50	3.30	-4.80	-3.70	主动去库	3.35%
	化学纤维制造业	17.00	11.00	23.90	6.80	主动补库	0.87%
	橡胶和塑料制品业	1.20	-0.60	11.30	0.50	主动补库	2.33%
	非金属矿物制品业	-2.10	-3.20	-4.00	-7.70	主动去库	4.49%
	黑色金属冶炼和压延加工业	1.10	3.00	2.90	-2.20	主动补库	5.29%
	有色金属冶炼和压延加工业	-0.50	0.30	9.60	4.60	主动补库	4.94%
	金属制品业	2.90	2.50	8.40	-0.70	主动补库	3.75%
中游设备制造	通用设备制造业	4.20	2.60	6.30	2.80	主动补库	6.15%
	专用设备制造业	7.50	7.60	2.50	0.70	被动去库	6.60%
	汽车制造	-3.20	-6.20	8.10	11.90	主动去库	5.69%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.70	2.20	15.60	6.70	主动补库	1.89%
	电气机械和器材制造业	-0.80	-0.50	0.10	9.60	主动补库	8.05%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.80	-7.20	8.20	-1.50	主动补库	12.57%
	仪器仪表制造业	2.90	3.80	7.90	4.00	被动去库	1.50%
下游消费品	农副食品加工业	-5.70	-0.70	-3.20	1.10	主动去库	3.79%
	食品制造业	-0.50	-1.60	6.10	2.50	主动去库	1.50%
	酒、饮料和精制茶制造业	12.00	10.80	7.80	7.40	被动去库	2.81%
	烟草制品业	2.50	3.70	2.30	4.10	被动补库	2.56%
	纺织业	8.20	5.90	12.20	-1.60	主动补库	2.35%
	纺织服装、服饰业	1.00	-2.20	7.80	-5.40	主动补库	1.07%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1.00	-0.60	6.80	-5.80	主动去库	0.61%
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	0.60	-0.30	3.90	-2.20	主动去库	0.59%
	家具制造业	1.20	-3.40	14.90	-4.40	被动去库	0.54%
	造纸和纸制品业	-5.50	-3.50	7.50	-2.40	主动补库	1.09%
	印刷业和记录媒介的复制	-0.10	-0.30	9.00	-4.70	主动补库	0.48%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	3.00	-0.90	13.20	-1.50	被动去库	1.39%

3.3、多数行业从去库转向主动补库，行业表现也与库存周期相关



- 据国家统计局数据，工业行业存货主要集中在上游原材料及中游设备制造两个环节，占比超过七成，故中上游行业库存变动对整个工业企业库存周期的影响至关重要。
- 从2024年2月数据看，据统计的33个工业行业显示，已有近半数（16个）进入主动补库阶段。上游资源开采被动去库，上游原材料及中游设备制造已基本进入补库阶段，下游以去库为主。行业所处库存周期阶段对行业涨跌也有着指引作用，一般被动去库至主动补库阶段，行业相对表现较好，但也有例外。

3.4、从需求多个视角来判断，当前尚未进入主动补库阶段

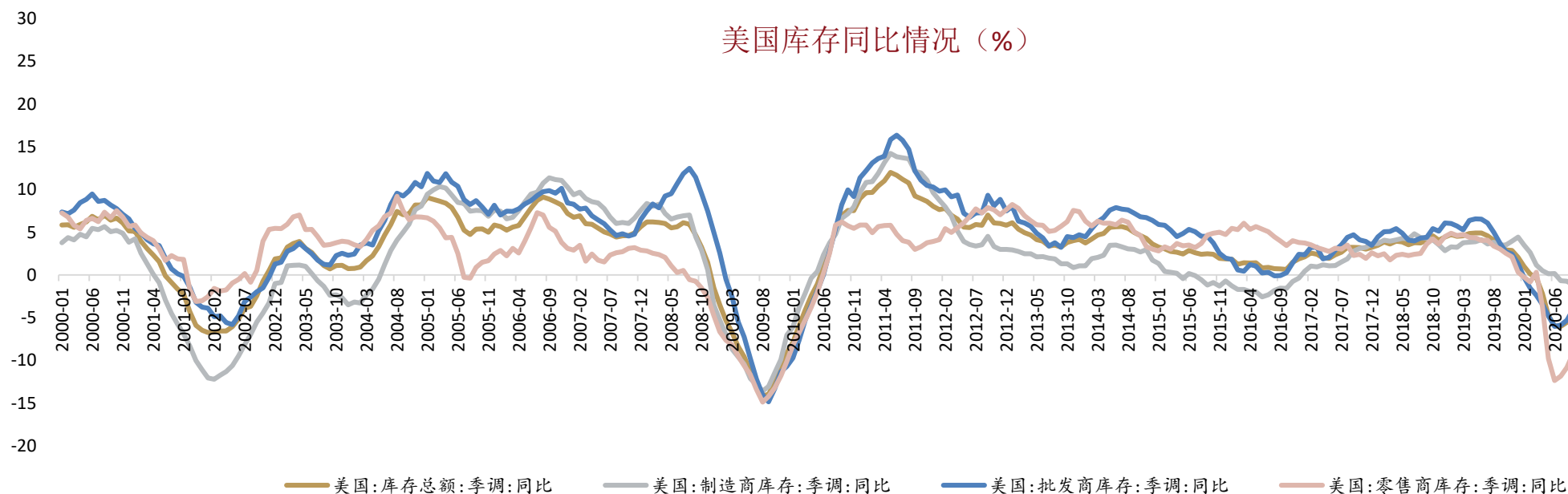
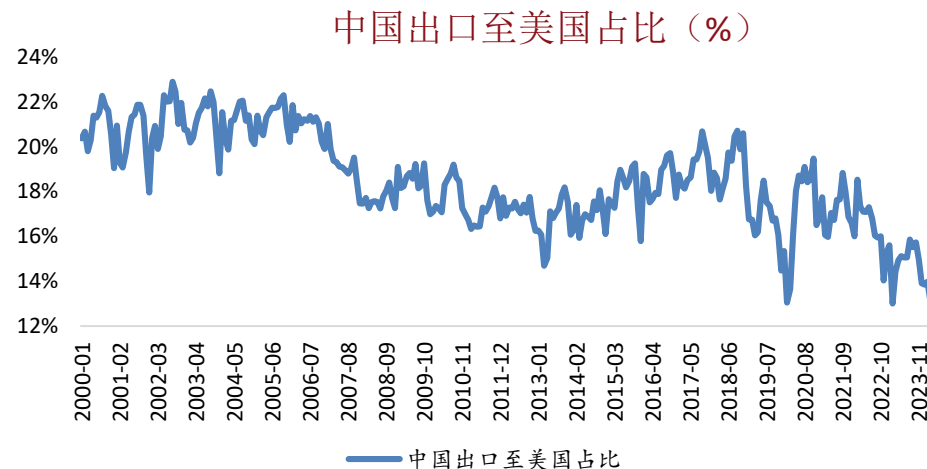
- ❑ 历史经验表明需求指标拐点一般领先于主动补库的拐点，**当前出口、投资、消费等多项数据均早已见底，但需求端弱复苏迹象明显，未带动库存明确进入主动补库阶段。**
- 广义需求PMI新订单6月移动平均当前仍处于荣枯线下方，主动补库阶段PMI新订单6月移动平均往往处于扩张区间。
- 消费端社零在2022年12月见底，历史上消费对于库存周期的影响并不显著，但当前从2年滚动Z-Score来看却成了主要拉动项，在投资端明显走弱情况下，未来或成库存去化主要驱动，前提是居民消费意愿的扭转。
- 出口是过去几轮补库的关键动力，进入补库前，出口增速大多处于回升通道了，当前还不明确出口处于回升通道，但中美当前库存周期重叠，美国去库完毕，补库带动下出口增速回升，也会推动国内进入主动补库。
- 地产是多轮库存周期的又一关键动能，但当前改善掣肘仍较多，难推动库存去化。除此外基建及制造业投资仍具备韧性，基建投资是被动去库存期间的主要动力，起着承托总需求的作用（政府融资），不过辐射范围主要是建筑链，而制造业投资受盈利弱化影响未出现强需求。总体来说，投资端支撑继续被动去库，暂未转向主动补库。

各指标对于主动补库拐点的预判

	指标类型	平均领先月份	近期底部	底部数据	距今x个月	当前数据	注
中国:制造业PMI:新订单（6个月移动平均）	领先	6	2022-12	47.65	15	49.77	
中国:出口金额:累计同比	领先	3	2023-10	-5.86%	5	1.50%	
中国:社会消费品零售总额:累计同比	领先	2	2022-12	-0.20%	15	4.70%	
中国:房地产开发投资完成额:累计同比	领先	8	2022-12	-10%	15	-9.50%	当前可能再度探底
中国:固定资产投资完成额:制造业:累计同比	同步	1	2023-07	5.70%	8	9.90%	
中国:固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比	同步	1	2023-11	7.96%	4	8.75%	

3.5、当前美国仍处于去库阶段

- 当前美国仍处于被动去库阶段。美国全社会库存自2022年9月即转入去库，当前仍在底部徘徊，未进入主动补库阶段。预计本轮美国整体去库周期将延续至今年三季度末。
- 去库进程，批发商>零售商（除汽车）>制造商。制造商的去库周期或延续至今年三季度，而批发商及零售商（除汽车）或已处于库存底部开始反弹。





本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。



关注我们



下载APP

客服服务热线: 400-700-5186