

各行业库存周期的位置

——宏观经济周度观察第94期

宏观定期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyongyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

● 各行业库存周期的位置

当前处于主动去库存尾期，未来一段时间库存可能处于筑底阶段。产出缺口与 PMI 原材料库存季调趋势项相对于其他指标能够相对更早观察到库存的变化，这两个指标均显示当前还处于去库存阶段。当前产成品库存增速处于 9.5%分位数水平，距离 2009 年和 2016 年的底部已经不远，尽管各种领先指标均显示去库存可能还会继续，但处于历史低位的库存水平意味着若需求出现边际改善，企业有较大动机补库存。

各行业库存周期的位置：第一，当前大多数行业库存增速在历史上所处分位数不高。第二，大部分行业还处于主动去库存阶段，少数行业处于被动去库存甚至主动补库存阶段。第三，2010 年以来，黑色金属冶炼及压延加工业产成品库存增速领先工业企业产成品库存增速，考虑到黑色金属冶炼及压延加工业产出缺口转正并向上以及库存水平处于低位，年内该行业可能进入主动补库存阶段，若如此，年底工业企业可能会主动补库存。

● 一周高频数据观察

从高频数据来看，生产方面，发电耗煤量上升，6 月发电耗煤量同比降幅收窄，6 月工业生产应有改善。库存方面，需求释放速度放缓，钢材社会库存环比增加 1.2%。价格方面，欧美央行接连释放宽松信号，全球风险资产受提振，同时，美国和伊朗紧张关系升级，油价显著上涨；水果、猪肉价格上涨，农业部要求屠宰企业在 7 月 1 号之前完成自检，近期猪肉价格已经突破 4-5 月的滞涨局面，离猪肉价格再度大涨可能已经不远。流动性方面，为维护半年末流动性平稳，央行继续加大公开市场操作力度并再度对农村商业银行进行降准，R007 与 DR007 显著下降、利差收窄。6 月 FOMC 会议偏鸽，美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值为 50.10%，创 2009 年 9 月以来新低，美元指数下跌 1.4%，受美元下跌以及中美贸易谈判有望重启的消息提振，人民币兑美元即期汇率升值 0.7%。

● 风险提示：货币政策转向；中美贸易摩擦进一步升级

相关报告

宏观报告：经济复苏预期升温，谨防预期差——宏观经济周度观察第 85 期

2019-4-14

宏观报告：债市大跌，未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第 84 期

2019-4-7

宏观报告：4 月资金面怎么看——宏观经济周度观察第 83 期

2019-3-31

宏观报告：对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第 82 期

2019-3-24

宏观报告：未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第 81 期

2019-3-17

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第 79 期

2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第 78 期

2019-2-24

宏观报告：1 月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第 77 期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第 76 期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第 75 期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第 74 期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第 73 期

2019-1-6

目 录

1、 各行业库存周期的位置.....	3
2、 一周高频数据观察.....	7
2.1、 发电耗煤量同比降幅收窄	7
2.2、 原油价格上涨	8
2.3、 猪肉、水果价格上涨	9
2.4、 房地产销售面积增速回升	10
2.5、 央行维稳半年末流动性，货币市场利率下降.....	10
2.6、 美元指数下跌叠加中美贸易谈判有望重启，人民币升值.....	11
3、 本周主要关注点（2019.6.24-2019.6.30）	12

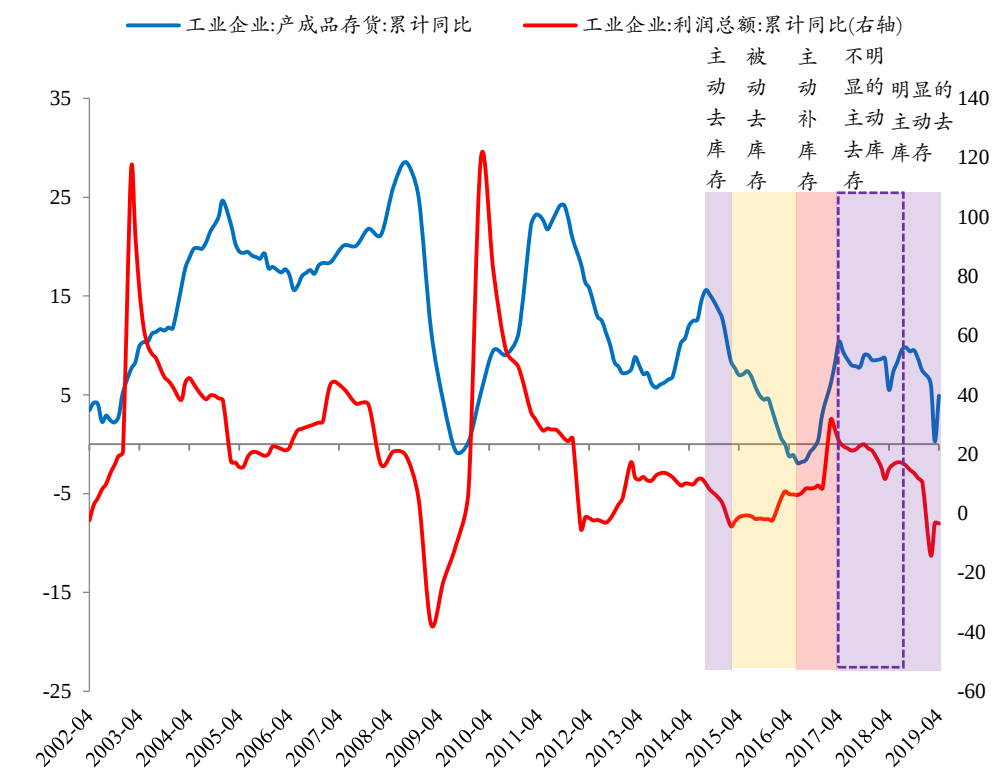
图表目录

图 1: 2018 年 8 月开始，主动去库存特征明显；2019 年 3-4 月库存受到增值税减税影响，若合并起来看，当前仍处于主动去库存阶段.....	3
图 2: 原材料库存指数季调 TC 项领先产成品库存增速（%）	3
图 3: 产出缺口领先库存增速（%）	4
图 4: 建安投资周期项领先库存增速（%）	4
图 5: 当前库存水平处于历史低点	4
图 6: 当前大多数行业库存增速在历史上所处分位数不高	5
图 7: 最近几年，黑色金属冶炼及压延加工业库存增速领先全行业库存增速	7
图 8: 黑色金属冶炼及压延加工业产出缺口转正且向上	7
图 9: 高炉开工率持平于前值（%）	8
图 10: 发电耗煤量回升（%）	8
图 11: 油价上涨（美元/桶）	9
图 12: 猪肉价格上涨（元/公斤）	9
图 13: 水果价格上涨（元/公斤）	10
图 14: 房地产销售面积增速回升（%）	10
图 15: R007 与 DR007 下降，利差收窄（%）	11
图 16: 美元指数下跌.....	12
图 17: 人民币升值.....	12
表 1: 各行业库存周期位置	5
表 2: 央行公开市场操作（2019.6.17-6.21）	11

1、各行业库存周期的位置

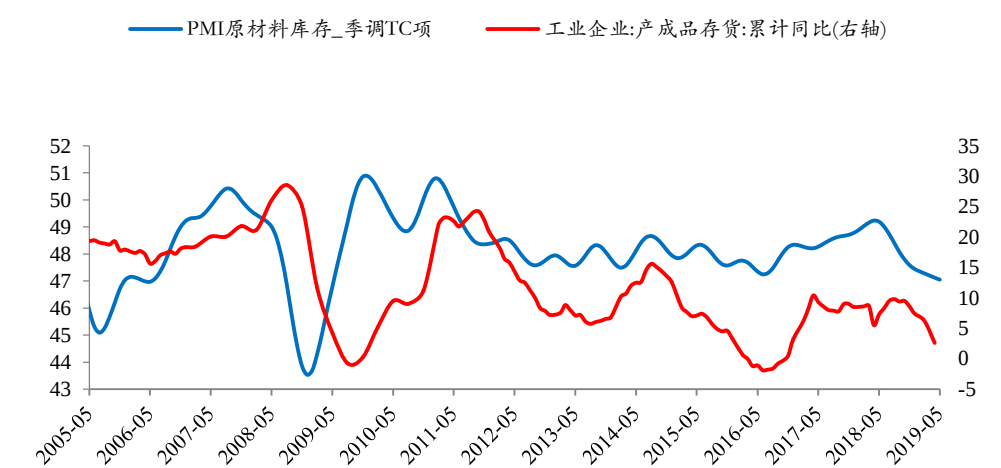
当前处于主动去库存尾期，未来一段时间库存可能处于筑底阶段。产出缺口与PMI原材料库存季调趋势项相对于其他指标能够相对更早观察到库存的变化，这两个指标均显示当前还处于去库存阶段。当前产成品库存增速处于9.5%分位数水平，距离2009年和2016年的底部已经不远，尽管各种领先指标均显示去库存可能还会继续，但处于历史低位的库存水平意味着若需求出现边际改善，企业有较大动机补库存。

图1：2018年8月开始，主动去库存特征明显；2019年3-4月库存受到增值税减税影响，若合并起来看，当前仍处于主动去库存阶段



资料来源：Wind，新时代证券研究所

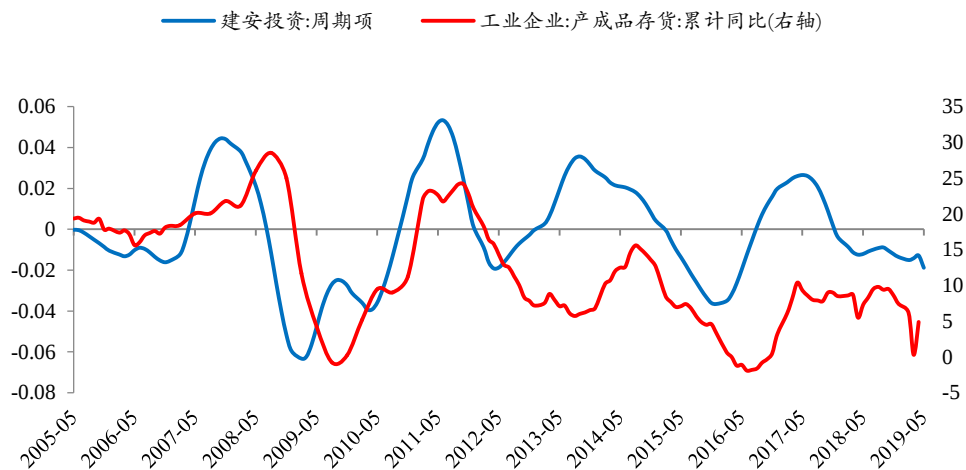
图2：原材料库存指数季调TC项领先产成品库存增速（%）



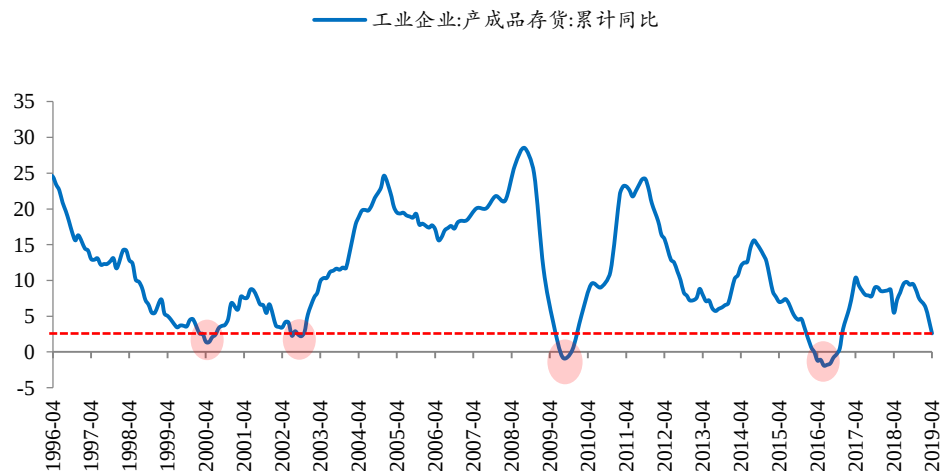
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 产出缺口领先库存增速 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

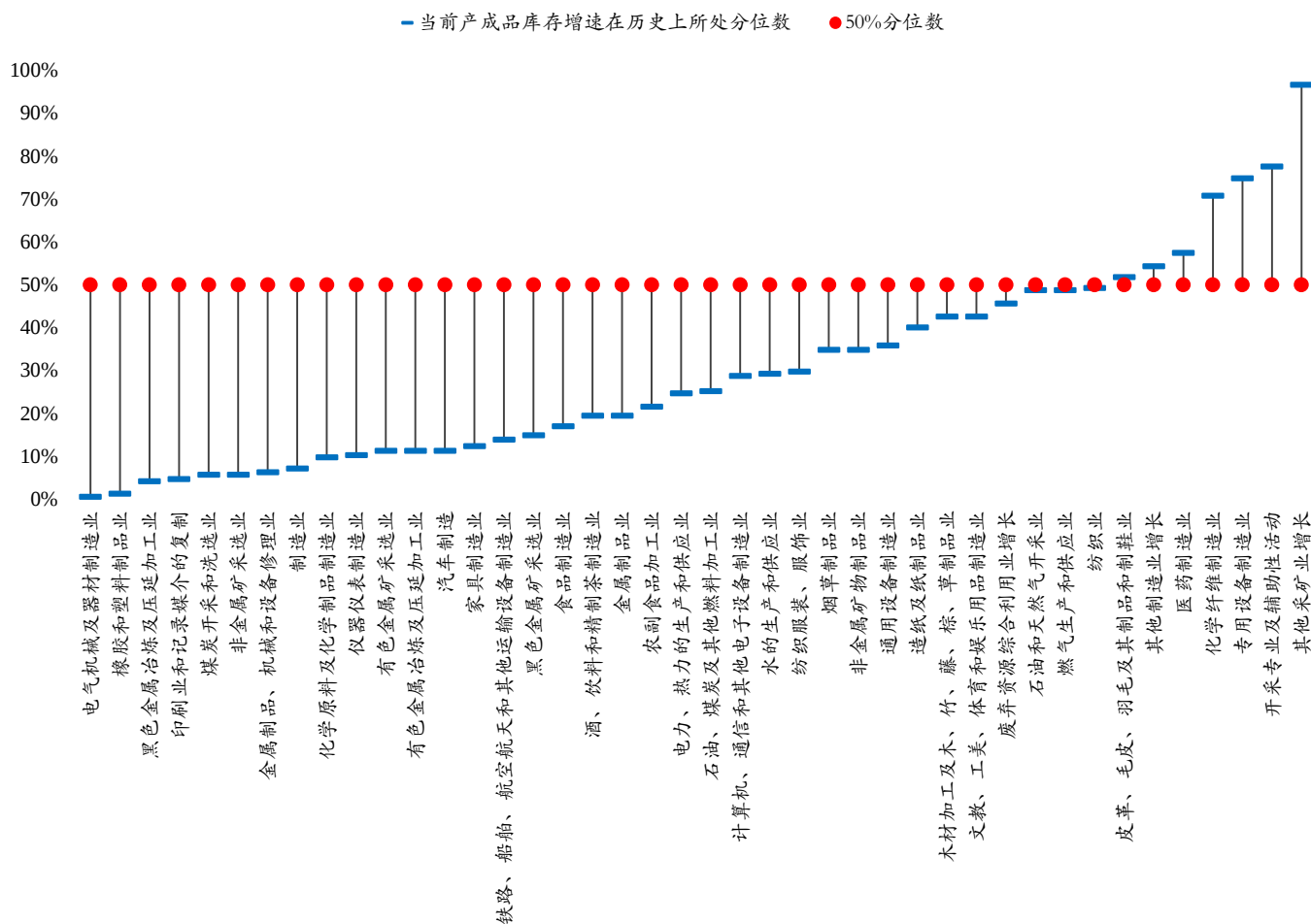
图4： 建安投资周期项领先库存增速 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 当前库存水平处于历史低点

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：2019年3-4月经过合并处理

各行业库存周期的位置：第一，当前大多数行业库存增速在历史上所处分位数不高。第二，大部分行业还处于主动去库存阶段，少数行业处于被动去库存甚至主动补库存阶段。第三，2010年以来，黑色金属冶炼及压延加工业产成品库存增速领先工业企业产成品库存增速，考虑到黑色金属冶炼及压延加工业产出缺口转正并向上以及库存水平处于低位，年内该行业可能进入主动补库存阶段，若如此，年底工业企业可能会主动补库存。

图6：当前大多数行业库存增速在历史上所处分位数不高

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：2019年3-4月经过合并处理

表1：各行业库存周期位置

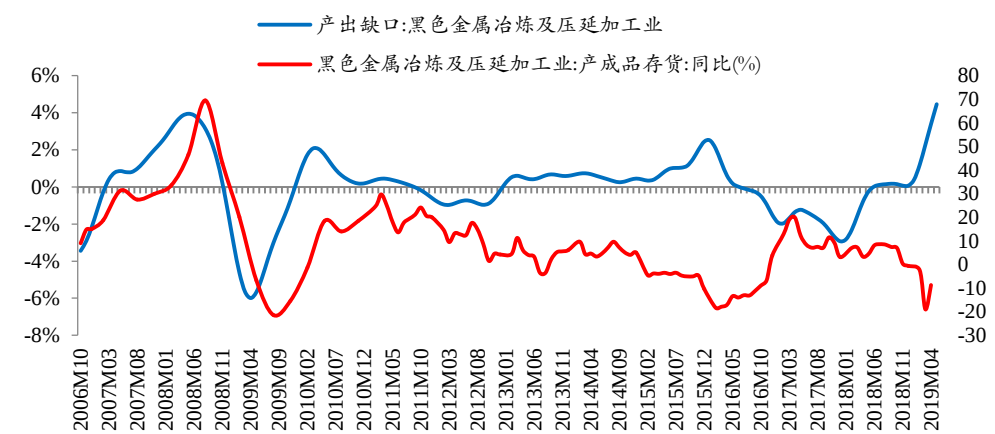
行业	产成品库存增速趋势	PPI 增速趋势	收入增速趋势	收入增速-库存增速	固定资产投资增速趋势	库存周期位置
煤炭开采和洗选业	↓	↑	↓	<0	↑	主动去库存
石油和天然气开采业	↓	↓	↓	>0 (差距小)	↑	被动去库存
黑色金属矿采选业	↑	↑	↑	>0	↑	主动补库存
有色金属矿采选业	↓	↑	↓	>0	↓	主动去库存
非金属矿采选业	↓	↑	↑	>0	↓	被动去库存
石油、煤炭及其他燃料加工	↓	↓	↓	>0 (差距小)	↑	主动去库存

行业	产成品库存增速趋势	PPI 增速趋势	收入增速趋势	收入增速-库存增速	固定资产投资增速趋势	库存周期位置
业						
化学原料及化学制品制造业	↓	↓	↓	<0 (差距小)	↓	主动去库存
化学纤维制造业	↓	↓	↓	<0	↓	主动去库存
黑色金属冶炼及压延加工业	↓	↑	↑	>0	↑	被动去库存
有色金属冶炼及压延加工业	↓	↑	↓	>0	↓	主动去库存
非金属矿物制品业	↑	↓	↓	>0	↓	被动补库存
金属制品业	↓	↓	↓	>0 (差距小)	↓	主动去库存
通用设备制造业	↓	↓	↓	<0	↓	主动去库存
专用设备制造业	↑	↓	↓	>0	↓	被动补库存
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	↓	↓	↑	>0	↓	被动去库存
电气机械及器材制造业	↓	↓	↓	>0	↓	主动去库存
仪器仪表制造业	↓	↑	↓	<0	↑	主动去库存
废弃资源综合利用业	↓	↓	↓	<0	↓	主动去库存
金属制品、机械和设备修理业	↑	↑	↑	>0	N/A	主动补库存
农副食品加工业	↓	↑	↓	>0	↓	主动去库存
食品制造业	↓	↑	↓	>0	↓	主动去库存
酒、饮料和精制茶制造业	↓	↑	↓	<0	↑	主动去库存
烟草制品业	↓	↑	↑	>0	↓	被动去库存
纺织业	↑	↓	↑	<0	↓	被动补库存
纺织服装、服饰业	↑	↓	↑	<0	↓	被动补库存
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	↑	↑	↓	<0	↓	被动补库存
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	↑	↓	↑	<0	↓	被动补库存
家具制造业	↓	↓	↓	>0 (差距小)	↓	主动去库存
造纸及纸制品业	↓	↓	↓	<0	↓	主动去库存
印刷业和记录媒介的复制	↓	↓	↓	>0	↓	主动去库存
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	↓	↑	↓	<0	↓	主动去库存
医药制造业	↓	↓	↓	<0	↑	主动去库存
橡胶和塑料制品业	↓	↓	↓	>0	↓	主动去库存
汽车制造	↓	↓	↓	<0	↓	主动去库存
计算机、通信和其他电子设备制造业	↓	↓	↓	<0	↓	主动去库存
其他制造业	↑	↓	↓	<0	↓	被动补库存
电力、热力的生产和供应业	↓	↑	↓	>0	↑	主动去库存
燃气生产和供应业	↓	↑	↑	>0	↑	被动去库存
水的生产和供应业	↓	↑	↓	>0 (缺口收窄)	↑	主动去库存

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 最近几年，黑色金属冶炼及压延加工业库存增速领先全行业库存增速

资料来源：Wind，新时代证券研究所

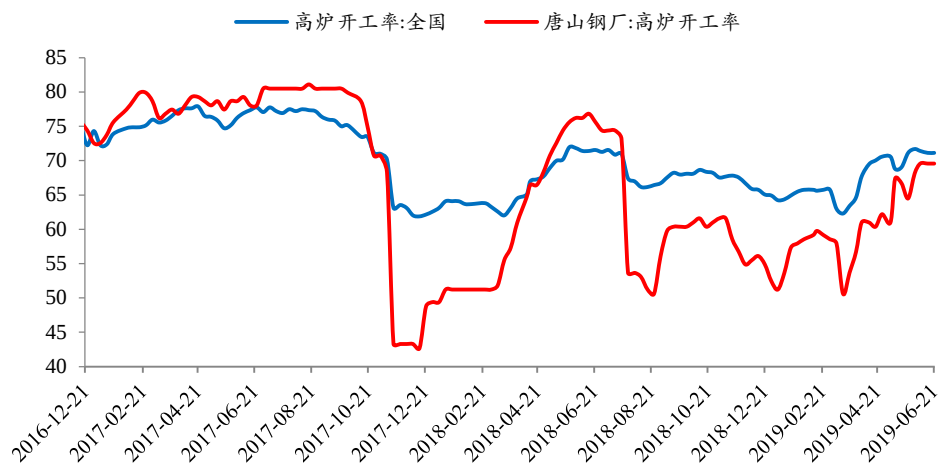
图8： 黑色金属冶炼及压延加工业产出缺口转正且向上

资料来源：Wind，新时代证券研究所

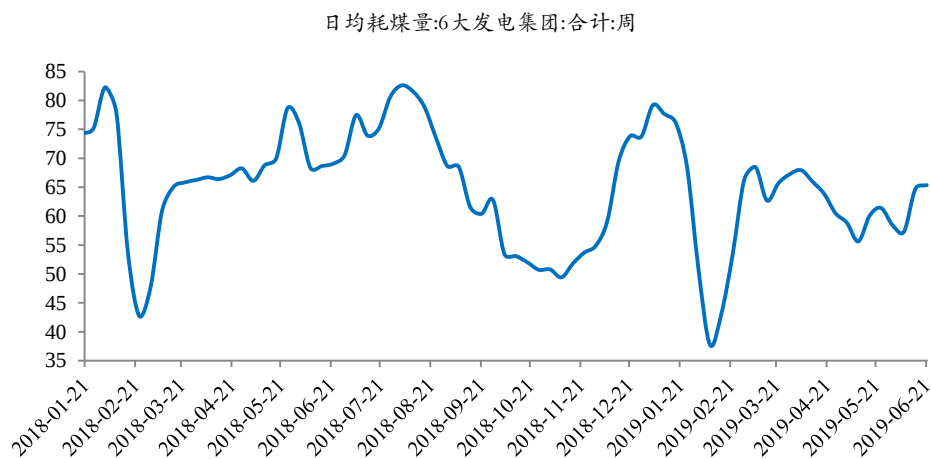
2、一周高频数据观察

2.1、发电耗煤量同比降幅收窄

上周（2019年6月15日-2019年6月21日，下同），高炉开工率为71.1%，和前值持平；6大发电集团日均耗煤量环比增加0.1%至65.4万吨。4月以来，电厂耗煤量增速持续负增长，近期由于夏季到来，居民用电需求提升，6月前三周，发电耗煤量同比降幅从-18.9%收窄至-10.3%，6月工业生产增速应有所改善，但整体仍较弱。

图9： 高炉开工率持平于前值 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 发电耗煤量回升 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、原油价格上涨

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_11844

