

库存周期与大类资产走势的经验规律

——宏观经济周度观察第 92 期

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

刘娟秀 (分析师)

陈韵阳 (联系人)

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号: S0280118040020

● 库存周期与大类资产走势的经验规律

根据库存和需求的变化,传统的库存周期可划分为被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存,不同阶段资产价格表现不同。我们使用工业企业产成品存货同比增速作为库存代理指标,使用工业企业利润同比增速作为企业需求的代理指标,测算 2000 年以来上证、十年期国债收益率、RJ/CRB 商品价格指数、国房景气指数和 70 城房价在库存周期不同阶段的表现。测算表明:

上证在被动去库存和主动补库存阶段表现相对较好。上证在被动去库存和主动补库存阶段取得正收益的胜率分别为 60%、67.5%,收益率均值分别为 2%、1.5%,收益率中位数分别为 0.7%、1.9%。库存对股市的影响在于,库存是经济运行的结果,上市公司盈利往往先于库存增速触底。当前产成品库存增速处于 9.5%分位数水平(注:1996 年以来的样本数据;2019 年 3-4 月库存受到增值税减税影响,使用算术平均处理),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。

利率债在主动去库存阶段表现明显好于其他时期。在主动去库存阶段,十年期国债收益率下行的概率高达 70.7%,平均下行幅度为 8.4BP,下行幅度的中位数为 6.6BP。而在主动补库存和被动补库存阶段,利率债表现相对较差。

商品在被动去库存和主动补库存阶段表现相对较好。在被动去库存和主动补库存阶段,RJ/CRB 商品价格指数取得正收益的胜率分别为 51.4%、55%,收益率均值分别为 1%、0.2%,收益率中位数分别为 0.1%、0.6%。其逻辑和股票类似,商品价格增速先于库存增速触底。

国房景气指数与 70 城房价在被动去库存阶段表现最好。在被动去库存阶段,国房景气指数上升幅度均值为 0.3%;70 城房价环比增速上升的概率为 59.3%,上升幅度均值和中位数均为 10%。中国经济周期可以理解为房地产周期,房价与商品房销售增速均领先于库存增速。

● 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、 库存周期与大类资产走势的经验规律.....	3
2、 一周高频数据观察.....	6
2.1、 生产指标放缓.....	6
2.2、 原油价格下跌.....	7
2.3、 水果、猪肉价格上涨，蔬菜价格下跌.....	8
2.4、 房地产销售面积增速回落.....	9
2.5、 超额续作 MLF，货币市场利率下降.....	9
2.6、 美元指数下跌，人民币贬值.....	10
3、 本周主要关注点（2019.6.10-2019.6.16）.....	11

图表目录

图 1: 上证在被动去库存和主动补库存阶段表现相对较好.....	3
图 2: A 股盈利先于库存增速触底（%）.....	3
图 3: 利率债在主动去库存阶段表现明显好于其他时期.....	4
图 4: 商品在被动去库存和主动补库存阶段表现相对较好.....	4
图 5: 商品价格增速先于库存增速触底（%）.....	5
图 6: 国房景气指数在被动去库存阶段表现最好.....	5
图 7: 70 城房价在被动去库存阶段表现最好.....	5
图 8: 房价增速领先库存增速（%）.....	6
图 9: 商品房销售增速领先库存增速（%）.....	6
图 10: 高炉开工率下降（%）.....	7
图 11: 发电耗煤量环比增速下降（%）.....	7
图 12: 油价下跌（美元/桶）.....	8
图 13: 猪肉价格小幅上涨.....	8
图 14: 水果价格上涨.....	9
图 15: 房地产销售面积增速回落（%）.....	9
图 16: 货币市场利率下降（%）.....	10
图 17: 美元指数上涨.....	10
图 18: 人民币贬值.....	11
表 1: 央行公开市场操作（2019.6.3-6.6）.....	10

1、库存周期与大类资产走势的经验规律

根据库存和需求的变化，传统的库存周期可划分为被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存，不同阶段资产价格表现不同。我们使用工业企业产成品存货同比增速作为库存代理指标，使用工业企业利润同比增速作为企业需求的代理指标，测算2000年以来上证、十年期国债收益率、RJ/CRB商品价格指数、国房景气指数和70城房价在库存周期不同阶段的表现。测算表明：

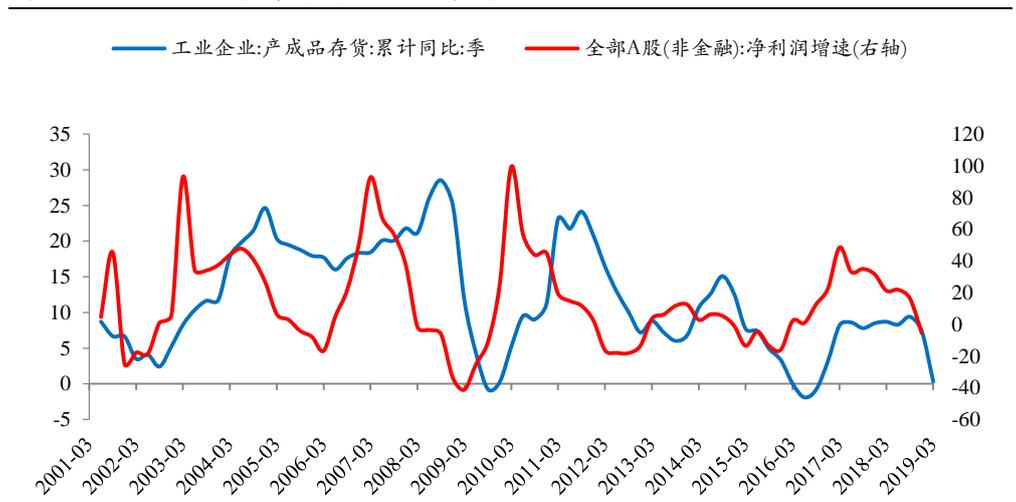
上证在被动去库存和主动补库存阶段表现相对较好。上证在被动去库存和主动补库存阶段取得正收益的胜率分别为60%、67.5%，收益率均值分别为2%、1.5%，收益率中位数分别为0.7%、1.9%。库存对股市的影响在于，库存是经济运行的结果，上市公司盈利往往先于库存增速触底。当前产成品库存增速处于9.5%分位数水平（注：1996年以来的样本数据；2019年3-4月库存受到增值税减税影响，使用算术平均处理），距离2009年和2016年的底部已经不远。尽管各种领先指标均显示去库存可能还会继续，但处于历史低位的库存水平意味着若需求出现边际改善，企业有较大动机补库存。

图1： 上证在被动去库存和主动补库存阶段表现相对较好

	上证收益率为正的概率	上证收益率均值	上证收益率中位数
被动去库存	60.0%	2.0%	0.7%
主动补库存	67.5%	1.5%	1.9%
被动补库存	37.5%	-2.0%	-0.6%
主动去库存	51.9%	1.0%	0.2%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： A股盈利先于库存增速触底（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

利率债在主动去库存阶段表现明显好于其他时期。在主动去库存阶段，十年期国债收益率下行的概率高达 70.7%，平均下行幅度为 8.4BP，下行幅度的中位数为 6.6BP。而在主动补库存和被动补库存阶段，利率债表现相对较差。

图3：利率债在主动去库存阶段表现明显好于其他时期

	十年期国债收益率下行的概率	十年期国债收益率变化均值	十年期国债收益率变化中位数
被动去库存	51.4%	-0.3	-0.8
主动补库存	50.0%	2.7	-0.3
被动补库存	53.2%	2.6	-1.9
主动去库存	70.7%	-8.4	-6.6

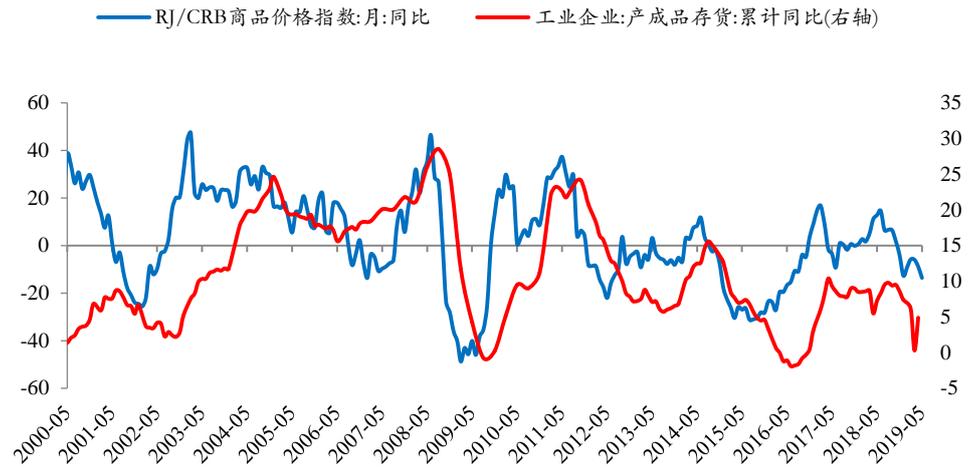
资料来源：Wind，新时代证券研究所

商品在被动去库存和主动补库存阶段表现相对较好。在被动去库存和主动补库存阶段，RJ/CRB 商品价格指数取得正收益的胜率分别为 51.4%、55%，收益率均值分别为 1%、0.2%，收益率中位数分别为 0.1%、0.6%。其逻辑和股票类似，商品价格增速先于库存增速触底。

图4：商品在被动去库存和主动补库存阶段表现相对较好

	RJ/CRB 商品价格指数收益率为正的概率	RJ/CRB 商品价格指数收益率均值	RJ/CRB 商品价格指数收益率中位数
被动去库存	51.4%	1.0%	0.1%
主动补库存	55.0%	0.2%	0.6%
被动补库存	50.0%	-0.3%	-0.1%
主动去库存	46.2%	-0.7%	-0.6%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：商品价格增速先于库存增速触底（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

国房景气指数与70城房价在被动去库存阶段表现最好。在被动去库存阶段，国房景气指数上升幅度均值为0.3%；70城房价环比增速上升的概率为59.3%，上升幅度均值和中位数均为10.0%。中国经济周期可以理解为房地产周期，房价与商品房销售增速均领先于库存增速。

图6：国房景气指数在被动去库存阶段表现最好

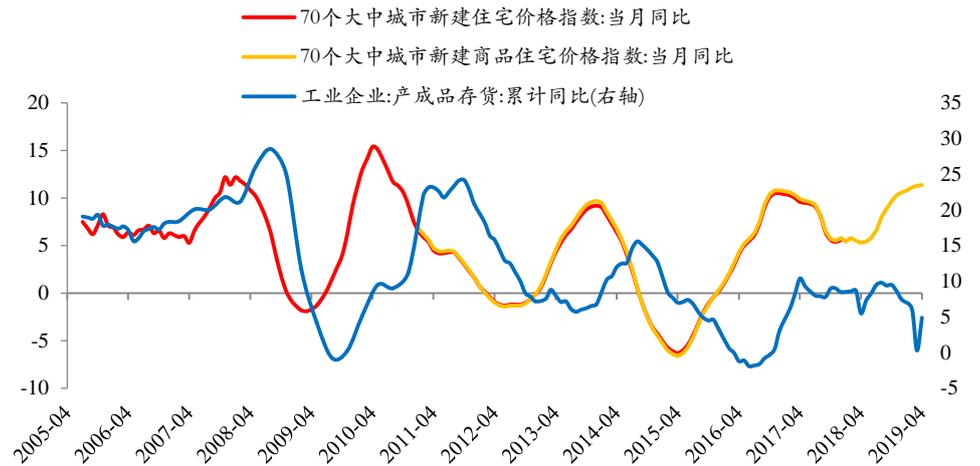
	国房景气指数上升的概率	国房景气指数上升幅度均值	国房景气指数上升幅度中位数
被动去库存	51.4%	0.3%	0.0%
主动补库存	52.5%	0.2%	0.0%
被动补库存	41.1%	-0.1%	-0.1%
主动去库存	38.5%	-0.3%	-0.1%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

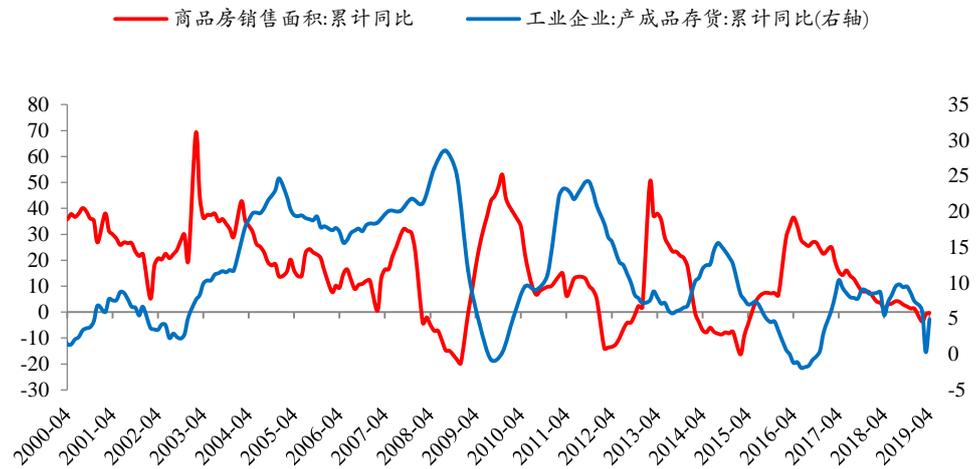
图7：70城房价在被动去库存阶段表现最好

	70城房价环比增速上升的概率	70城房价环比增速上升幅度均值	70城房价环比增速上升幅度中位数
被动去库存	59.3%	10.0%	10.0%
主动补库存	48.3%	2.4%	0.0%
被动补库存	21.9%	-7.2%	-10.0%
主动去库存	37.1%	-3.1%	0.0%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 房价增速领先库存增速 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

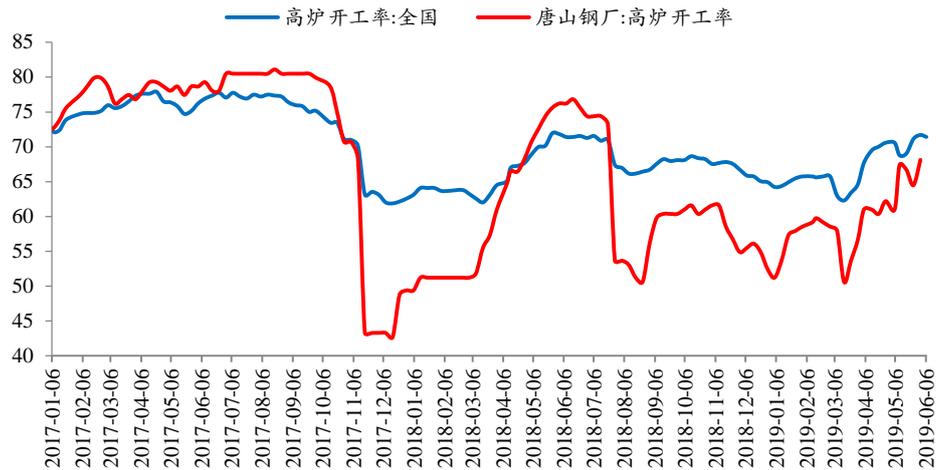
图9： 商品房销售增速领先库存增速 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、一周高频数据观察

2.1、生产指标放缓

上周(2019年6月1日-2019年6月7日,下同),高炉开工率下降0.4%至71.4%;6大发电集团日均耗煤量环比减少1.9%至57.3万吨,从历史数据看,6月水电旺季往往带动发电耗煤量上升,随着夏季居民用电需求增加,预计后续发电耗煤量回升。

图10：高炉开工率下降（%）

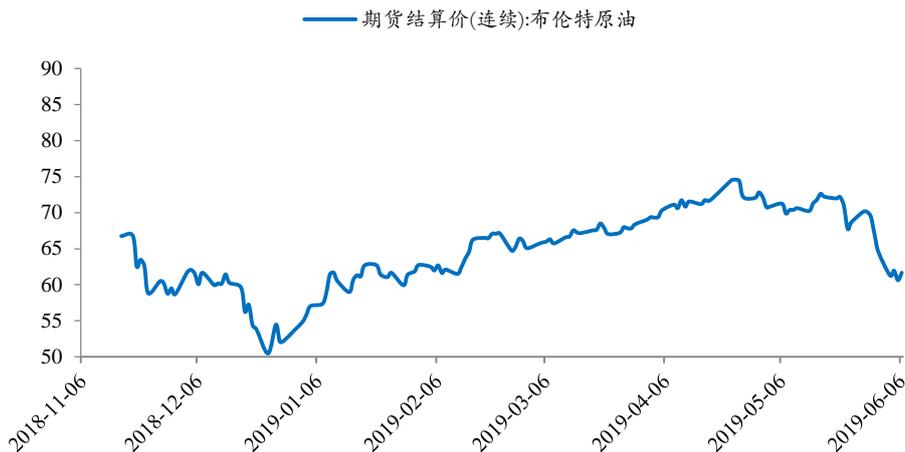
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11：发电耗煤量环比增速下降（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、原油价格下跌

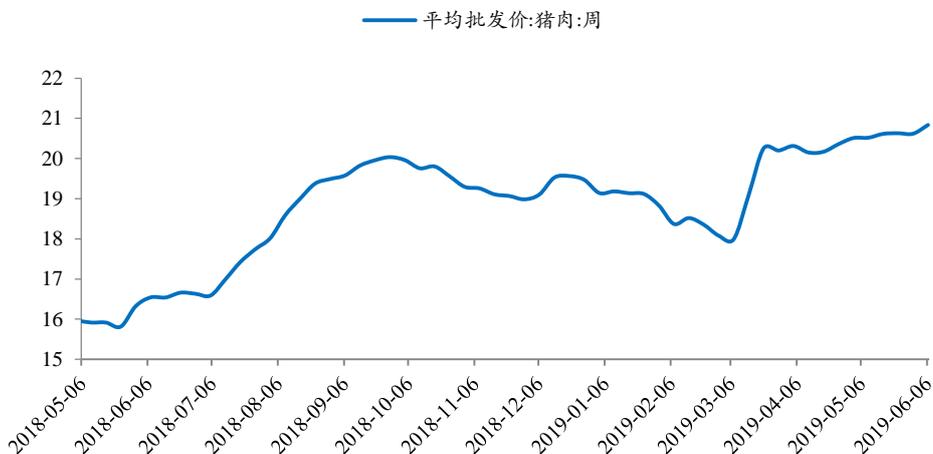
上周，需求释放速度放缓，加上生产速度提升，钢材社会库存环比降幅从1.7%收窄至1.2%，螺纹钢期货价收跌1.5%。中美贸易摩擦升级加剧市场对全球经济增长的担忧，同时，EIA公布的数据显示，5月31日当周，原油库存升至2017年7月以来新高，其中库欣原油库存升至2017年12月份以来新高，美国原油产品增至1240万桶/日，创历史新高。油价继续下跌，布油价格一周收跌4.4%，WTI原油价格收跌1.7%。

图12: 油价下跌 (美元/桶)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.3、水果、猪肉价格上涨, 蔬菜价格下跌

上周, 28种重点监测蔬菜价格一周下跌1.3%, 跌幅较前值(-2.7%)收窄。端午节短期提振猪肉消费需求, 全国猪肉平均批发价猪肉价格小幅上涨1.1%。受供给不足影响, 7种重点监测水果价格上涨3.2%, 涨幅较前值(1.7%)回升。

图13: 猪肉价格小幅上涨

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_12154

