

从来就没有库存周期！

分析师 梁中华

执业证书编号: S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

研究助理 张陈

电话

邮箱 zhangchen@r.qlzq.com.cn

研究助理 李俊

电话

邮箱 lijun@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 央行们相继开闸，放水能力谁更强？

2 保利地产 2019 年半年报预报点评

3 【晨会聚焦】0719

投资要点

- 近期关于库存周期的讨论非常多，甚至有观点将库存周期当成一条主线来研究宏观经济。通过系统研究，我们认为，这个世界上从来就没有库存周期，甚至地产周期、经济周期这些词汇都是值得怀疑的。
- **1、库存没有周期！**大家之所以研究周期，是为了总结历史规律来更好的预测未来。各经济体历史上的库存周期都不规律，根本无法判断每一轮周期有多长，补库存、去库存什么时候会发生。所以，库存周期、经济周期、房地产周期都是对“周期”的误用，对预测帮助都不大。
- **2、我国库存真的低吗？**随着信息技术、经营管理效率的提高，合意的库存水平本身就是下降的。另一方面，库存的高低，不是看当前的需求状况，而是看对于未来需求的预期。所以库存水平高低是个模棱两可的事情，基于库存的部分指标低就判断要补库存，是更不靠谱的事情。
- **3、库存是“果”不是“因”！**库存是由需求驱动的，所以几乎所有经济体的库存都是顺周期的。我国很多需求指标，比如地产、PPI、新订单、美国非耐用品库存等都是领先于库存指标的。所以库存不会因为自身的高低，就启动补库存、去库存周期，而是根据需求的变动。
- **4、补库存动力不足。**如果未来一定有所谓的补库存周期，那也是需求带动起来的。但我们认为我国需求端依然偏弱，尤其面临房地产均值回归的巨大压力，持续补库存的动力并不足。
- **总结来说，当前库存未必就低；而且即使库存低，未必就要补库存；也不是因为去库存的时间足够长，就要补库存。这个世界上本来就没有库存周期，只有需求周期，而再往深了说，也没有严格意义的需求周期，只有长期的人口周期和短期的政策周期，因为这些才是主导需求的关键变量。**
- 风险提示：贸易问题、政策变动、经济下行。

内容目录

1、库存没有周期!	- 3 -
2、我国库存真的低吗?	- 4 -
3、库存是“果”不是“因”!	- 6 -
4、补库存动力不足。	- 8 -

图表目录

图表 1: 美国库存与经济增速走势 (%)	- 3 -
图表 2: 日本库存与经济增速走势 (%)	- 4 -
图表 3: 韩国库存与经济增速走势 (%)	- 4 -
图表 4: 我国库存与经济增速走势 (%)	- 4 -
图表 5: 工业企业库存增速 (%)	- 5 -
图表 6: 工业企业库存绝对水平 (万亿)	- 5 -
图表 7: 工业企业产成品库存周转天数 (天)	- 5 -
图表 8: 工业企业产成品存货周转天数同比 (%)	- 5 -
图表 9: 汽车与工业企业产成品存货周转天数 (天)	- 6 -
图表 10: 分行业产成品存货周转天数 (天)	- 6 -
图表 11: 商品房销售领先库存走势 1 年 (%)	- 7 -
图表 12: 房地产开发领先库存走势 6 个月 (%)	- 7 -
图表 13: PPI 领先库存走势 3 个月 (%)	- 7 -
图表 14: PMI 新订单领先库存走势 3 个月 (%)	- 7 -
图表 15: 美国非耐用品库存领先 3 个月 (%)	- 8 -
图表 16: 美国从中国进口消费品的分布 (%)	- 8 -
图表 17: 英美前 10% 的人的财富占比 (%)	- 8 -
图表 18: 住宅广义库存先降后升 (亿平米)	- 9 -
图表 19: 各线城市房价同比 (%)	- 9 -

近期关于库存周期的讨论非常多，甚至有观点将库存周期当成一条主线来研究宏观经济。通过系统研究，我们认为，这个世界上从来就没有库存周期，甚至地产周期、经济周期这些词汇都是值得怀疑的。

1、库存没有周期!

我们早已习惯了使用“周期”这个词，比如库存周期、房地产周期、经济周期等等，但其实很多指标是没有“周期”的。

在讨论周期之前，我们要明白什么叫“周期”。简单的理解，周期是总结历史上的变动规律，用于预测未来的走势。比如每天有 24 小时，每年有 365 天，这些叫做周期。再比如每个月固定日期开始生理期，可以帮助我们预测下个月同样日期也开始生理期，这才叫周期。所以周期不是从波峰到波峰、从波谷到波谷的简单统计，而重点在于能否通过总结历史数据得出一定的规律，来帮助我们预测未来。（我们后续文中说的库存周期，是大家讨论的从波峰到波峰，从波谷到波谷的周期，就是大家普遍说的库存周期。）

如果从这个意义上来讲，库存是没有任何“周期”属性可言的。比如从 1993 年以来，美国经济经历了 8 轮所谓的“库存周期”，每一轮持续时间的长短是非常不规律的，最短的只有 22 个月，最长达到 68 个月，平均为 40 个月。如果星期一过完了，你可以知道星期二要开始了。但如果现在库存周期已经过了 30 个月，你知道下一个月库存会怎么走吗？能知道这一轮库存周期是否要结束了吗？完全无从知道。因为历史上的库存周期长度太不规律，你根本不知道这一轮周期会有多长。即便可以根据历史数据得出一个平均周期长度，但你能够总结的历史数据总是非常有限的，在大数定律面前显得完全无说服力。

图表 1: 美国库存与经济增速走势 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

我们看其它经济体的情况，例如日本和韩国，也很类似。日本从 94 年

至今也经历了 8 轮库存周期，最短 24 个月，最长则达到 57 个月，平均持续时间为 38 个月，持续时间的波动也比较大。

图表 2: 日本库存与经济增速走势 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 韩国库存与经济增速走势 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

再来看看中国的情况，2000 年以来我国经历了 6 轮库存周期 (00-02、02-06、06-09、09-13、13-16、16 至今)，每一轮持续时间从 29 个月到 48 个月不等，平均持续时间 39 个月。

我国本轮库存周期从上升到下降，已经持续了 42 个月，看似与最长的 48 个月已经很接近，但谁也无法确定库存周期的长度能否突破之前的高点，因为毕竟我们能够总结的库存周期只有 6 轮，每一轮长度都不一样，历史永远不会简单重复。

从这个意义上来说，我们对于经济周期和对于房地产周期的判断，其实都是对“周期”这个词的误用。每一轮经济周期、房地产周期什么时候开始、什么时候结束，都是无法预测的。我们自认为总结的历史规律和经验，其实也没有什么规律，而且在大数定律面前也毫无说服力。

图表 4: 我国库存与经济增速走势 (%)

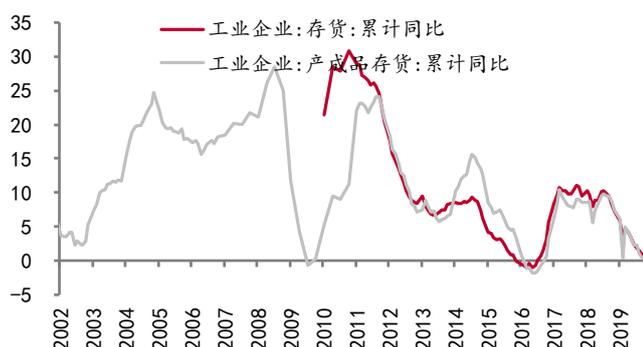


来源: WIND, 中泰证券研究所

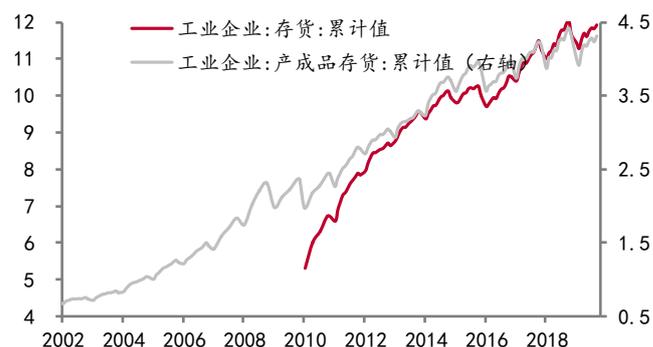
2、我国库存真的低吗？

当然也有观点不是根据库存周期的长度来预测未来走势，而是库存水平的高低来做预测，认为库存低了就要补库存，库存过高了就要去库存。但其实单纯库存究竟是高是低都是很难预测的。

首先，我们认为看库存水平高低，绝对不是简单看库存的增速，因为增速只能说明变化趋势，并不能说明库存水平的绝对高低。就好像一个商家可以在前几天大量进货，突然有一天停止进货了，你能说它库存水平低吗？当前我国库存增速虽然处在低位，但我们不能据此判断库存水平就很低。

图表 5: 工业企业库存增速 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 工业企业库存绝对水平 (万亿)


来源: WIND, 中泰证券研究所

库存的高低还是应该和销售端去对应，因为同样的库存水平，在销售好的时候可能显得低，而在销售不好的时候又会显得太高。我国工业企业产成品存货周转天数从 2016 年开始就持续走低，16-18 年平均水平为 14 天，目前大约为 13 天，相对水平确实低于往年。

图表 7: 工业企业产成品库存周转天数 (天)

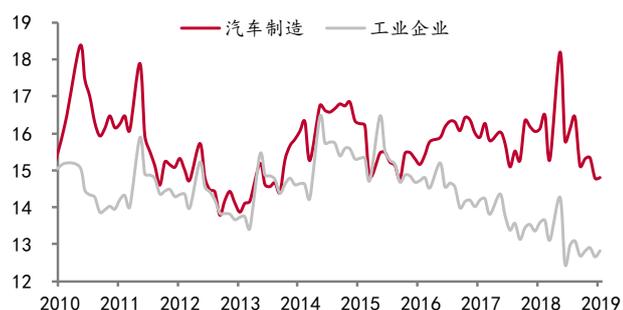

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8: 工业企业产成品存货周转天数同比 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

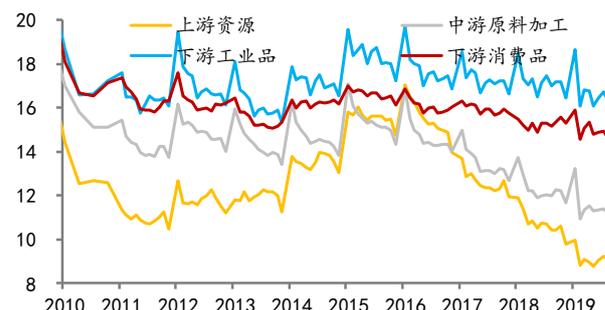
主要行业的库存周转天数也都处于相对低位。2016 年以来，库存周转天数下降最明显的是上游资源品行业（比如煤炭、石油、黑色、有色等），还有中游原材料加工行业（比如化工、黑色冶炼、有色冶炼等）。相比较而言，下游工业品和消费品的库存周转天数虽然也有下降，但幅度上要小很多。

图表 9: 汽车与工业企业产成品存货周转天数(天)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 10: 分行业产成品存货周转天数(天)



来源: WIND, 中泰证券研究所

但即便如此, 我们也不能因此判定我国的库存水平就很低。一方面, 随着信息技术、经营管理效率的提高, 合意的库存水平本身就是下降的。要保证同样的销售量, 过去可能需要备很多存货, 但现在物流快了, 管理效率也提高了, 可能就不需要备那么多的存货了。所以我们发现每一轮库存的高点都是逐渐下降的。

另一方面, 更准确的说看库存水平的高低, 不是看当前的需求状况, 而是看大家对于未来需求的预期。从当前的需求状况判断, 库存水平哪怕低一些, 但如果未来需求会更差呢? 所以库存水平是高还是低, 往往也是个模棱两可的事情, 基于库存的部分指标低就判断要补库存, 是更不靠谱的事情。

3、库存是“果”不是“因”!

一年 365 天的周期来自地球公转, 一天 24 小时的周期来自地球自转, 哪怕是最有规律的“周期”性的波动, 我们也要仔细考察导致这种波动背后的因素是什么, 更何况那些规律性、周期性没有那么明显的库存的波动呢? 因为只有理解了背后的核心驱动因素, 才能做更准确的预测。比如, 如果哪天我们发现地球公转变快了, 可能一年就不再是 365 天的周期了; 如果地球自转变快了, 一天也就不再是 24 小时了。

库存的变动并不是由自身因素决定的, 也就是说库存不会因为自身高低就自发减少或者增加, 库存是由需求驱动的。企业在生产的过程中, 会根据当前的需求状况, 来判断未来的情况, 形成适应性预期。当企业预判需求好的时候, 就会增加生产来满足未来的需求, 形成库存; 当企业判断需求差的时候, 就会减少生产导致库存下降。此外, 需求和库存也会形成共振, 即需求好会刺激库存积累, 库存积累又会推升需求。所以几乎所有经济体的库存都是顺周期的。

我国很多需求指标都是领先于库存指标的。例如, 我国房地产周期领先库存变动 6-12 个月。我国的房地产销售增速领先库存增速大概 1 年左右, 同时房地产投资增速领先库存增速 6 个月左右。这也很好理解, 当

房地产周期走高的时候，房地产销售和投资会陆续回升，需求回暖带动了库存增加。房地产周期对库存周期的领先性，其实反映了需求对库存的主导作用。

图表 11: 商品房销售领先库存走势 1 年 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

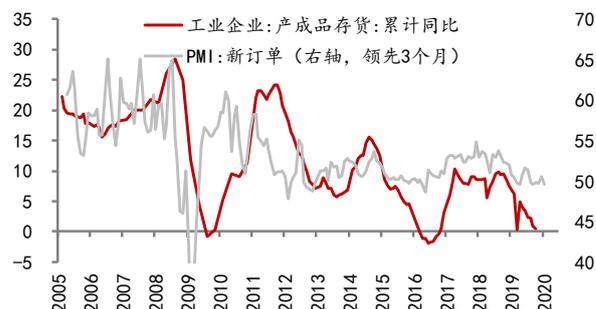
图表 12: 房地产开发领先库存走势 6 个月 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

从其它指标来看，我国 PPI 和新订单指数领先库存 3 个月。当价格走高或者新订单增加的时候，企业对未来需求的预期也会改善，进而带来库存的增加。

图表 13: PPI 领先库存走势 3 个月 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 14: PMI 新订单领先库存走势 3 个月 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

此外，我们还发现，美国的非耐用品库存领先我国库存 3 个月左右。由于美国从中国进口的消费品主要是非耐用品，所以美国更像是我国制造业的下游，或者说是中国制造业的终端需求。当美国需求回暖的时候，

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_8058

