

隆重推出“库存时钟” ——如何看待回暖动力之三

宏观简报

要点：

根据销售和库存的增速，我们构建了库存时钟，其四个象限分别是被动去库存、主动去库存、被动补库存、主动补库存。当前 20% 的行业处于主动补库存阶段，剩下还处于被动补库存或主动去库存阶段。如果要多数行业进入主动补库存，中间还要经历被动去库存的阶段。根据过去 20 年来 6 轮库存周期的历史经验，被动去库最短要 3 个月，平均为 8 个月，最长 13 个月。这意味着，按照历史经验，多数行业补库存最早要 2020 年 2 季度，如果按照历史平均时间算，可能要晚于 2 季度。历史上补库存的驱动因素主要有房地产、基建和外需，或实体供给侧改革，这意味着下一次补库存的力度还有待观察。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808

zhangwenlang@ebcn.com

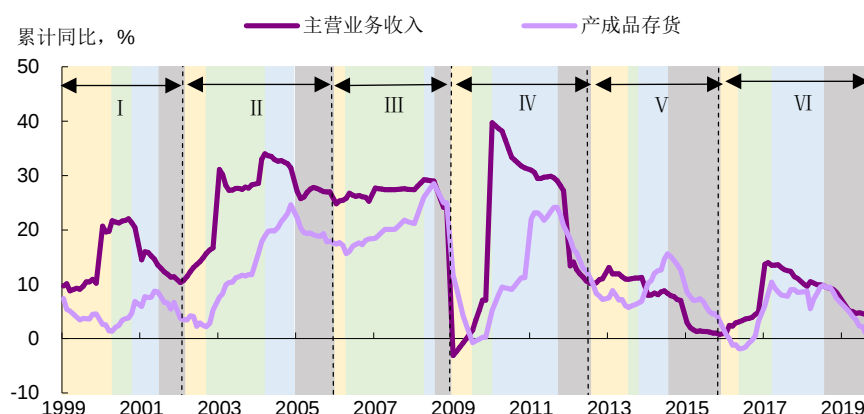
黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513039

huangwenjing@ebcn.com

1、构建库存时钟

近期市场对库存周期讨论比较多，因为根据历史规律，新的库存周期似乎要开启了（图 1）。过去 20 年来，中国经历了 6 轮库存周期，那么，新的库存周期何时开启、力度会有多大呢？

图 1：20 年来有 6 轮库存周期



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：截至到 2019 年 10 月底，黄色是被动去库期，绿色是主动补库期，蓝色是被动补库期，灰色是主动去库期，四个阶段由收入和库存的关系划分。

根据销售（主营业务收入）和产成品库存的增速可以把库存周期分为四个阶段：被动去库存（销售上行、库存下行）、主动去库存（销售上行、库存上行）、被动补库存（销售下行、库存上行）、主动去库存（销售下行、库存下行），具体见图 2。

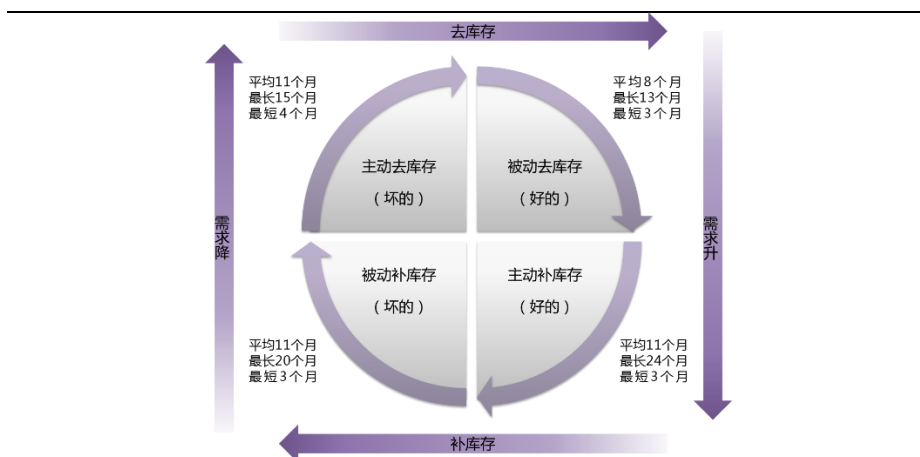
图 2：库存周期的四个阶段

“好”的去库存 (被动去库存)	需求渐起，企业仍谨慎，库存去化，伴随价格上涨。销售上行，库存下行。
“好”的补库存 (主动补库存)	需求改善，企业渐乐观，库存回补，伴随价格上涨。销售上行，库存上行。
“坏”的补库存 (被动补库存)	需求下滑，企业仍乐观，库存积压，价格下跌。销售下行，库存上行。
“坏”的去库存 (主动去库存)	需求不好，企业较悲观，主动降价去库存。销售下行，库存下行。

资料来源：光大证券研究所

在此基础上，我们构建了库存时钟（图 3）。库存时钟分为四个象限，对应到库存的四个阶段。结合 1999-2019 年 6 轮库存周期的经验，我们还计算了库存周期每个阶段经历的最短时间、最长时间与平均时间。比如，主动去库存历史上最短时间 4 个月，最长时间 15 个月，平均时间 11 个月。基于这个库存时钟，我们可以结合历史经验，判断未来库存周期合适开启。

图 3：库存时钟



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、库存周期何时开启？

那么，当前我们处于库存时钟的哪个阶段呢？对比销售与产成品库存增长,31 个行业中,有 1 个行业处在库存时钟的右上角象限(被动去库存阶段),5 个行业处在库存时钟右下角(主动补库存阶段),3 个行业在库存时钟左下角(被动补库存阶段),22 个行业处在库存时钟左上角(主动去库存阶段),具体见图 4。那 6 个处于库存时钟右边的行业中有 4 个与房地产投资合基建关系比较密切(金属制品与机械设备修理、黑色金属采选、有色金属采选、石油加工),另外两个(农副食品加工和酒饮料茶制造)是轻工业。

图 4：多数行业在主动去库存阶段

库存周期阶段	行业	行业数
被动（好的）去库	金属制品及机械设备修理	1
主动（好的）补库	黑色金属采选、有色金属采选、农副食品加工、石油加工、酒饮料茶制造	5
被动（坏的）补库	医药制造、燃气、电力热力	3
主动（坏的）去库	煤炭采选、石油开采、食品制造、烟草制造、纺织、服装、家具、造纸、印刷、文教娱乐用品、化学制品、化纤、黑色金属冶炼、有色金属冶炼、金属制品、通用设备、专用设备、汽车、电气机械、计算机通信电子、仪器仪表、水生产供应	22
		6
		25

资料来源：光大证券研究所

这个 6 个行业占总体库存的比重大约 10% 左右,如果要多数行业要进入主动补库存阶段(比如那 22 个主动去库存阶段的行业)进入主动补库存,就是从库存时钟的左上角进入右下角阶段,中间还要经历被动去库存的阶段(库存时钟的右上角)。根据历史经验,这最短要 3 个月,平均为 8 个月(最短时间为 2006-2008 那个库存周期,即全球金融危机之前那次全球经济过热时期)。这 22 个行业处于主动去库存的时间已经接近历史上最长时期的 15 个月,如果历史经验可以参考的话,假设这些行业比较快的结束当前阶段,进入主动补库存最早也要到 2020 年 2 季度,如果按照历史平均时间的 8 个月算,那可能要晚于 2 季度。

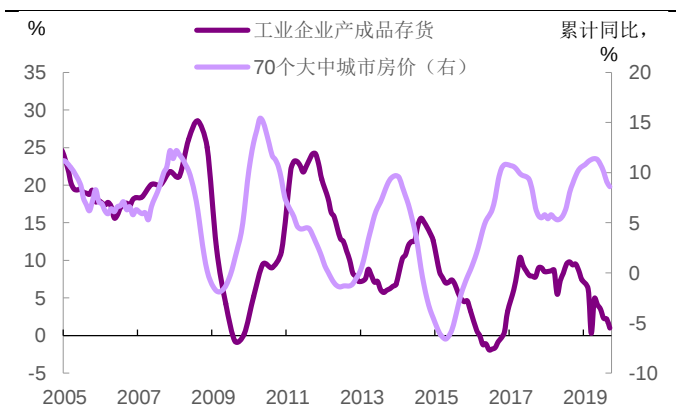
3、补库力度多大？

纵观 20 年来的六轮库存周期，需求端的驱动力大概有三类：房地产、基建和外需。

驱动一：房地产

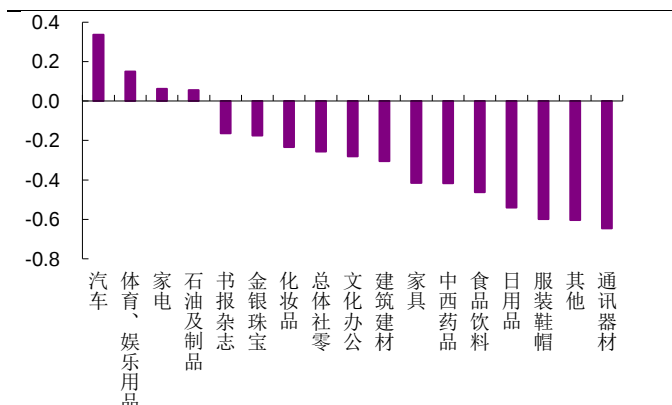
房地产投资先带动上游原材料补库，随后带动中下游产成品补库，同时推动制造业投资。但从 2009 年后的三轮房价周期来看，房价的上涨对房地产投资、库存周期、制造业投资的拉动逐轮趋弱（图 5）。这与金融周期高企（信贷错配错用、私人杠杆高）有关，部分也反映一手房价的重要性下降，二手房价上升并不会带来多少建材需求。2012 年以前，各品类消费金额与房价均为正相关，家电、娱乐、汽车排名最靠前。12 年后，各品类消费与房价相关性大幅减弱甚至转负¹（图 6）。

图 5：房价与库存周期



资料来源：Wind。数据截止 2019 年 9 月。

图 6：2012-2019 年各类消费与房价的相关性



资料来源：Wind。数据为 2012 年 1 季度至 2019 年 3 季度的相关系数。

驱动力二：基建

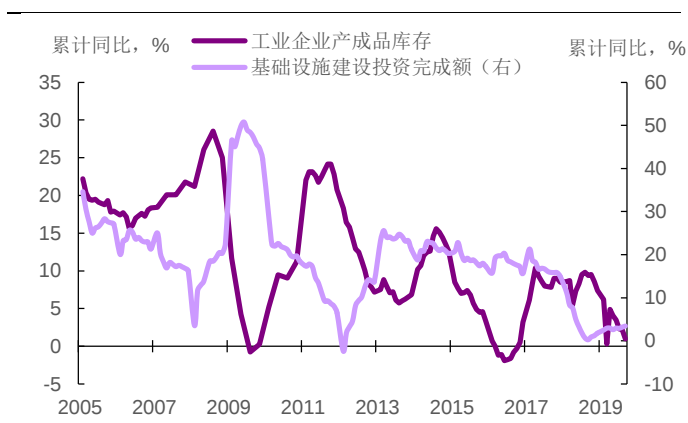
基建作为逆周期调节的重要方式，往往在经济和库存周期的低谷时先行启动，并首先拉动原材料的价格，进而带动原材料补库，而后经济企稳后，其他制造业的产成品库存以及固定资产投资才会被带动起来。由于受化解隐性债务的“紧箍咒”影响，基建投资也难以回到 09 年“四万亿”及之后几轮的“大干快上”状态，对库存的提振不如之前那么强。（图 7）

驱动力三：外部需求

外需包括商品和服务的出口以及外商来华直接投资需求。当全球经济回暖，两类外需增加，带动制造业投资，推升库存周期。而外汇占款增加也会推动货币和信贷扩张，助推库存周期。（图 8）

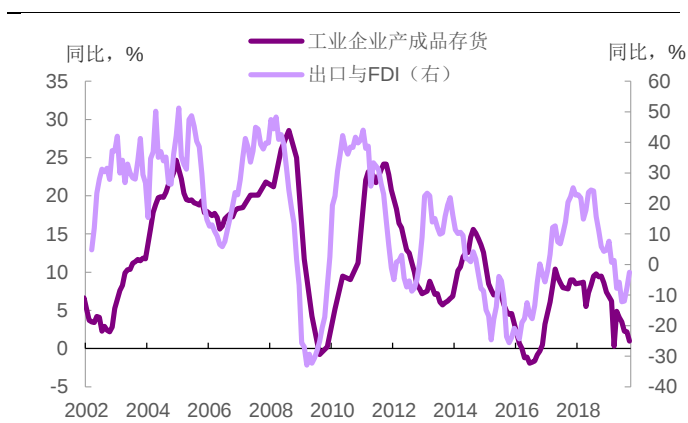
¹《“半暖”时光——2019 年下半年宏观经济展望》，2019 年 6 月 12 日，张文朗，黄文静，郭永斌，刘政宁，周子彭，邓巧锋，郑宇驰

图 7：基建投资领先于库存周期



资料来源：Wind。数据截止 2019 年 9 月。

图 8：库存与外部需求



资料来源：Wind。数据截止 2019 年 9 月。

一般而言，补库存以需求驱动为主，下游先感受到需求改善，先行补库，而后传导至中游和上游。如果需求十分强劲，甚至会上、中、下游同时补库存。历史上，2002-2006 年、2006-2009 年（由外需 WTO 红利驱动）、2009-13 年（得益于地产和基建“四万亿”刺激）三轮补库存的共同特点是需求端驱动，对应产能扩张，补库力度强，持续时间长（补库基本在 2 年以上，甚至回落不明显），上中下游行业全面补库。

2016 年开启的第六轮补库存则主要是供给主导（环保督查加去产能，导致供给较快出清），需求端虽然有 09 年后的第三轮需求刺激（地产放松、基建回暖、汽车刺激、外需共振），但由于金融周期已处高位，私人部门杠杆高企，金融风险较高，需求端对库存周期的拉动远不如前。而且上中下游分化明显，上游供给短缺而先补库，而中下游资本品和消费品行业补库分化。跟需求驱动的补库存相比，本轮供应端驱动的补库存高度不高，补库时长最短（不到 1 年），而后经历了一年的滞涨期，随着 2018 年中美贸易摩擦的演进，以及地产收紧、基建低迷，开始步入主动去库。

基于上述分析，过去第 2-5 轮库存的力度可能对下一次补库存的参考意义不大，其力度有待观察。

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_8211

