

# 去库存接近尾声，库存周期“反转”一触即发——对本轮库存周期的思考和展望

2019年11月4日

宏观

专题报告

首席宏观分析师

王宇鹏 电话：010-66554151 邮箱：wangyp\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519070003

## 摘要：

库存周期（基钦周期）是描述经济短期波动的一种周期类型。美国经济学家约瑟夫·基钦在1923年基钦针对物价、生产和就业的统计资料的分析，发现影响经济短期波动（约三年）最主要驱动力量为库存投资变化，库存周期对于经济周期存在一定相关关系。在经济周期的不同阶段，企业会根据需求的变化调整库存状况。一个完整的库存周期分为四个阶段：被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存。

当前库存周期处于何种阶段？我们认为工业企业主动去库存逐渐触底，去库存处于尾声。我们认为库存周期很可能在四季度末或明年年初触底。其次，2019年9月工业企业产成品存货增速回落到1%，低于2013年库存周期低点，高于2016年库存周期低点，接近2009、2002、2000年的周期低点，继续大幅下行的空间有限，因而去库存已接近尾声。

此外，我们也用了更多中微观证据来验证观点。我们从产业链的角度来判断库存周期。我们发现，上游开采业较长时间处于行业底部水平，去库存处于尾声。中游钢铁库存回落，黑色金属冶炼及压延加工业（钢铁行业）库存处于筑底阶段；有色金属冶炼及压延加工业涉及产品众多，整体去库存周期接近尾声。下游汽车制造业、化工与电气机械制造业、烟草行业、家具制造业和纺织业、造纸印刷业、运输设备、电气和计算机通信制造业去库存均接近尾声。农副食品加工业和酒、饮料和精制茶制造业处于主动补库阶段。

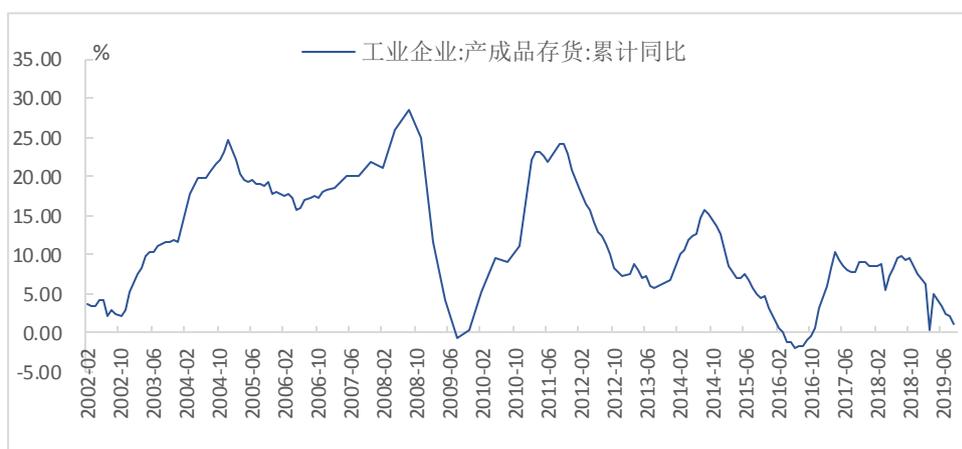
综上，大多数工业企业处于去库存尾声，而在补库存开启之前，会有部分行业率先开始补库。如06年和13年的汽车制造业，09年的电气机械制造业，16年的钢铁行业。在本轮库存周期中，汽车制造业可能率先补库，从库存上来看，去库时间和程度较为充分；从需求上来看，行业需求可能即将回暖。

**风险提示：**宏观政策调整不及预期。

库存周期（基钦周期）是描述经济短期波动的一种周期类型。美国经济学家约瑟夫·基钦在1923年基钦针对物价、生产和就业的统计资料的分析，发现影响经济短期波动（约三年）最主要驱动力量为库存投资变化，库存周期对于经济周期存在一定相关关系。在经济周期的不同阶段，企业会根据需求的变化调整库存状况。一个完整的库存周期分为四个阶段：被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存。在经济上行初期，生产平稳需求回升，企业被动去库存；经济不断上行，出现“量价齐驱”，GDP和工业增加值通常会同步回升，企业主动扩大生产，进入主动补库存阶段；随着经济周期见顶，需求小于供给，企业进入被动补库存阶段；最后，企业主动减产，进入主动去库存阶段。即宏观层面的补库存对应经济回升，去库存对应经济回落。

我们认为工业企业主动去库存逐渐触底，去库存处于尾声。首先，根据历史库存周期的持续时间，或将在四季度末或明年年初开启新周期。历史上已结束的三轮库存周期的长度分别为39个月、48个月和36个月，平均为41个月。本轮自2016年8月至今已过去了38个月，我们认为库存周期很可能在四季度末或明年年初触底。其次，2019年9月工业企业产成品存货增速回落到1%，低于2013年库存周期低点，高于2016年库存周期低点，接近2009、2002、2000年的周期低点，继续大幅下行的空间有限，因而去库存已接近尾声。

图 1：工业企业产成品存货

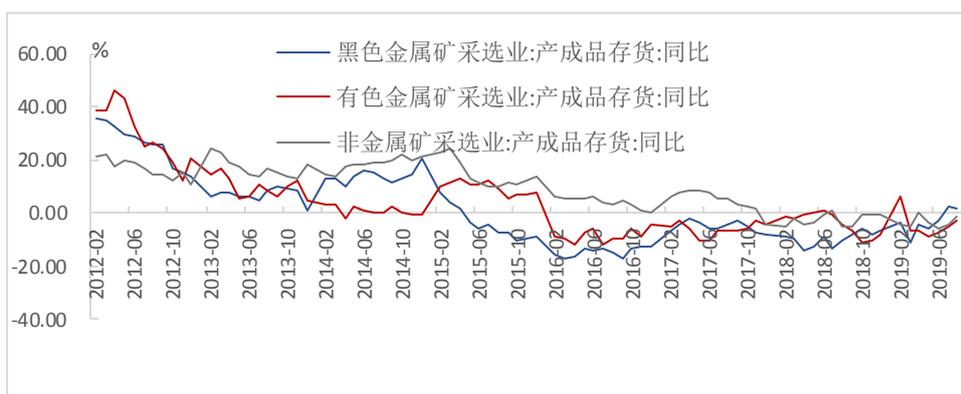


资料来源：Wind，东兴证券研究所

此外，我们也用了更多中微观证据来验证观点。我们从产业链的角度来判断库存周期。

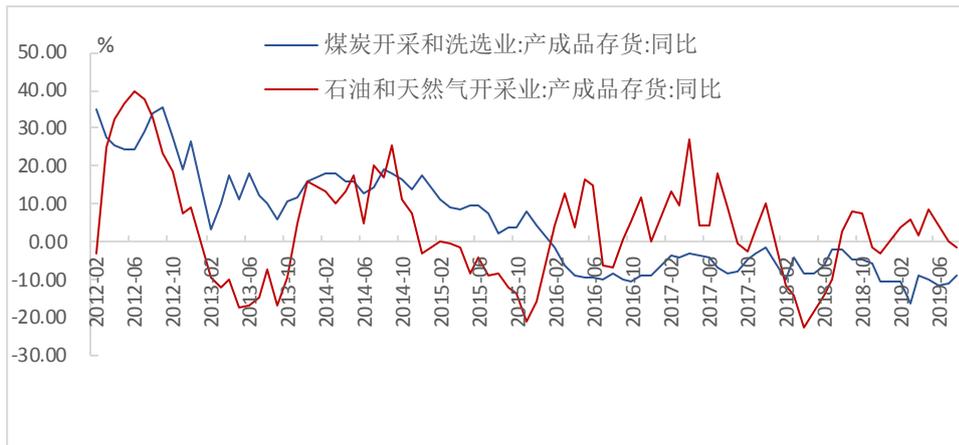
上游：开采业较长时间处于行业底部水平，去库存处于尾声。

图 2：金属类采选业存货



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：开采业、洗选业存货



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

中游: 钢铁库存回落, 黑色金属冶炼及压延加工业 (钢铁行业) 库存处于筑底阶段。

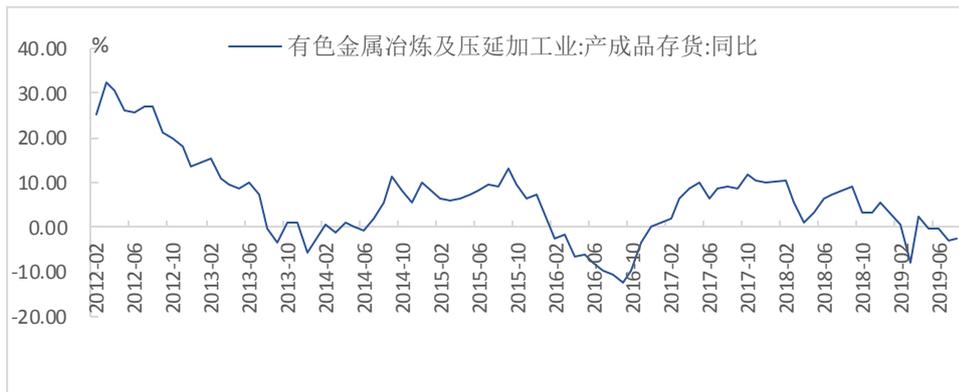
**图 4: 黑色金属冶炼及压延加工业存货**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

有色金属冶炼及压延加工业涉及产品众多, 整体去库存周期接近尾声。尤其是电解铝方面, 受产能管控影响, 产量大幅下降。

**图 5: 有色金属冶炼及压延加工业存货**



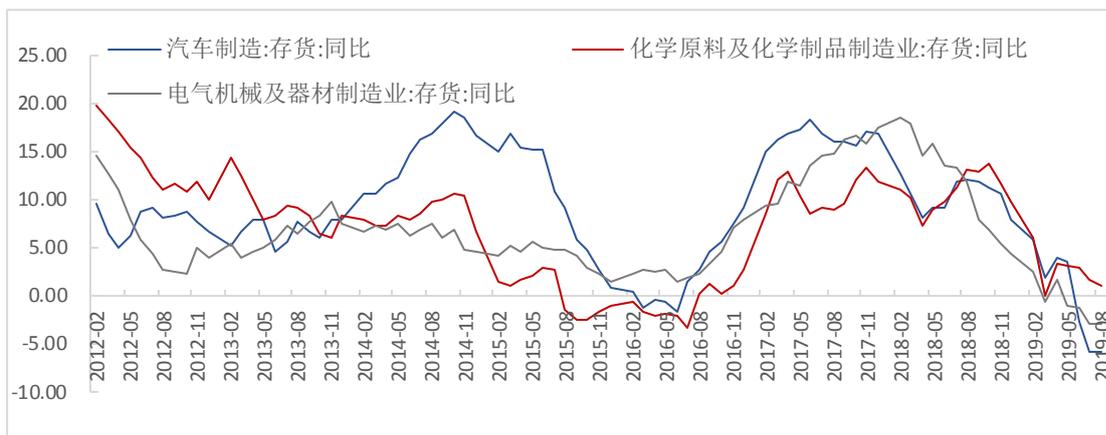
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

下游, 就汽车制造业而言, 量价齐跌处于主动去库存阶段。2018 年小排量汽车购置税优惠政策的取消使

得汽车需求大幅走弱，2018年年中，汽车制造业步入主动去库存阶段。今年以来，受中美贸易战、国五切国六等事件影响，汽车销量大幅下滑，企业加速出库，目前汽车库存仍在下滑，同比增速为历史新低。但随着国五切国六到达尾声，传统旺季到来，消费需求有望回暖，由于当下去库存较为充分，一旦需求增加，企业补库意愿较强，从而有利于推动库存快速反弹，未来或将率先开始补库。

就化工与电气机械制造业而言，电气机械制造业从2018年二季度左右开始去库，至今去库时间较长、程度较为充分，未来或将率先开始补库。

图6：汽车、化工与电气机械制造业存货



资料来源：Wind，东兴证券研究所

就农副食品加工业而言，企业仍处于主动补库存阶段，尚未行至顶点，预计这一趋势仍将维持。

图7：农副食品加工业产成品存货



资料来源：Wind，东兴证券研究所

酒、饮料和精制茶制造业，率先进入主动补库存阶段，预计这一趋势仍将维持。

图8：酒、饮料和精制茶制造业产成品存货



资料来源：Wind，东兴证券研究所

烟草行业库存逐渐触底，去库存周期接近尾声。

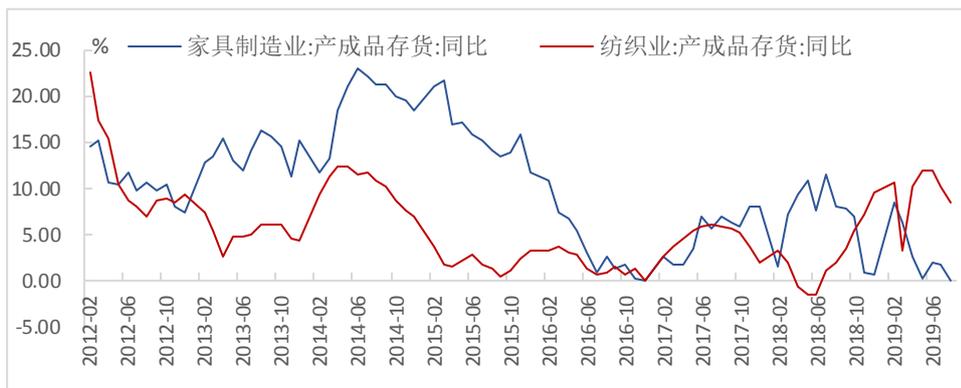
**图 9：烟草制品业产成品存货**



资料来源：Wind，东兴证券研究所

如图 10,11,12，去库存接近尾声的行业还有家具制造业和纺织业、造纸印刷业、运输设备、电气和计算机通信制造业。

**图 10：家具制造业和纺织业的产成品存货**



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 11：造纸印刷业的产成品存货



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12：运输设备、电气、计算机通信制造业的产成品存货



资料来源：Wind，东兴证券研究所

综上，大多数工业企业处于去库存尾声，而在补库存开启之前，会有部分行业率先开始补库。如 06 年

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\\_9239](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9239)

