

宏观深度报告 20230730

一文读懂工业企业去库周期

2023年07月30日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《6月工业企业利润：谁家欢喜谁家愁？》

2023-07-28

《又加息了！重启还是收尾？》

2023-07-26

- 积极的信号似乎在不断出现：7月政治局会议的论调无疑是积极的，政策对于稳增长的诉求在上升，除此之外6月PPI可能阶段性见底、工业企业利润的同比跌幅明显收窄，**我们可能正在接近困扰今年经济的主动去库存的尾声**，那么经济和市场会如何向下一阶段切换呢？
- 本文梳理了2000年以来历次库存周期中主动去库向被动去库转变过程的经济背景，作为本轮库存周期的借鉴。我们发现在多轮周期中，需求端或供给端刺激政策的推出可促进主动去库向被动去库的过渡。历史上主动去库周期平均维持时间约为11个月，而现在所处的主动去库已长达13个月，内外需偏弱的情况下或许总量政策的适量、适时推出才能加快此轮库存周期中向被动去库的过渡。
- 去库周期的转化与多项经济指标息息相关。在几轮库存周期中，金融危机时期和疫情时期推出的总量政策体量较大，这也使这两轮周期不仅工业企业利润增速的回升幅度大、去库速度较快、PPI步入企稳回升通道以及新增人民币贷款规模扩大，而且宏观经济景气、消费者和企业信心的恢复更加“强势”。总体而言，**宏观经济景气指数随库存周期转变较为明显，由主动去库向被动去库转变时，宏观经济景气指数通常呈上升趋势**。同时PPI同比步入筑底阶段，而消费者信心与企业景气指数的反弹往往略滞后于库存周期切换的时点。为了助力制造业更好地渡过主动去库周期，信贷投放力度在主动去库时期也会更强。出口金额的上升也有利于库存周期逆转，但出口的企稳略显“波折”。
- 库存周期在一定程度上代表了经济景气度，也与资产价格的走势息息相关。通过对历史的复盘，我们发现当库存周期从主动去库过渡到被动去库后，**股市涨势会更加显著、10年期国债收益率逐渐步入企稳、商品价格上行趋势显现**。此外，结合历史平均趋势来看，**股市、债市、大宗商品市场拐点出现的先后顺序为：股票>大宗>债券**。不过大类资产的走势并不仅仅和库存周期相关，还受长周期、政策、极端情况下的市场情绪波动等因素影响，所以在部分去库周期阶段资产价格变化与此趋势存在背离。
- 纵观历次去库周期，上游原料加工以及中游装备制造业往往引领着工业盈利的复苏。通过复盘2000年以来历史上的六轮库存周期，我们发现上游的非金属矿物制品，中游的通用设备制造业、专用设备制造业、电子制造业、水生产，下游的汽车制造业、造纸业**营收增速率先触底反弹的可能性更高**。不过工业企业利润结构走向更多由政策驱动，比如2016年的供给侧结构性改革使煤炭、黑色金属等上游行业的营收跌幅明显收窄。
- 这一轮有何不同？今年以来工业企业利润复苏情况为“中游>下游>上游”，这样的复苏格局带动中游利润占比的不断攀升。受房地产低迷以及商品价格下跌的影响，上游是本轮工业利润缩水的主要领域。相比之下，中游行业的表现更加“亮眼”：其中中游装备制造业的复苏与国家**对科技创新领域的支持息息相关**；公用事业板块（尤其是电热生产）的复苏主要得益于重新开放后工业的复工复产带动能源需求的提升，同时还和煤价下跌、气温上升相关。
- **风险提示**：政策推进不及预期，工业企业复苏不及预期，疫情二次冲击风险对出口造成拖累。

内容目录

1. 历次主动去库如何“换档”?	4
1.1. 加入 WTO 及市场化改革的推动 (2001.8-2002.10)	6
1.2. 享受开放的“双顺差”红利 (2004.12-2006.5)	6
1.3. 金融危机下的“火力全开” (2008.8-2009.8)	7
1.4. 欧债危机下的适度刺激 (2011.8-2013.8)	8
1.5. 供给侧结构性改革加快出清 (2014.10-2016.7)	9
1.6. 疫情冲击下的“重生” (2018.11-2021.2)	10
2. 去库周期切换下的经济景气度表现	10
3. 去库周期切换下资产表现如何?	13
3.1. 股市: 迎来拐点?	14
3.2. 债市: 转向可能没那么快	15
3.3. 大宗商品: 上涨是大概率事件	16
4. “春江水暖鸭先知”: 什么行业会率先启动复苏?	16
5. 风险提示	19

图表目录

图 1:	2000 年以来历次主动去库过渡到被动去库时的经济背景.....	4
图 2:	2000 年以来历次去库周期转变的时间梳理.....	5
图 3:	2000 年以来历次去库阶段总量政策梳理.....	5
图 4:	2005 至 2006 年期间的“双顺差”格局.....	7
图 5:	外需走强带动外汇占款规模上升、流动性走强.....	7
图 6:	“四万亿”投资的重点投向及资金测算.....	7
图 7:	2008 年金融危机时期推出的刺激政策稳定了制造业投资.....	8
图 8:	供给侧结构性改革时间线梳理.....	9
图 9:	2000 年以来历次去库阶段各经济指标涨跌幅.....	11
图 10:	2000 年以来历次主动和被动去库周期时大类资产涨跌幅.....	13
图 11:	2000 年以来历次去库周期中大类资产走势拐点时间.....	13
图 12:	2000 年以来历次去库阶段万得全 A 走势图.....	14
图 13:	2016 年人民币处于持续贬值阶段.....	15
图 14:	2016 年资本外流明显.....	15
图 15:	2000 年以来历次去库阶段 10 年期国债收益率走势图.....	15
图 16:	2000 年以来历次去库阶段 CRB 现货指数走势图.....	16
图 17:	从主动去库到被动去库时期, 营收表现为“U”型.....	17
图 18:	2000 年以来从主动去库到被动去库阶段, 各工业细分行业营收累计同比走势图.....	18
图 19:	中游行业利润增速处于上行通道.....	19
图 20:	同时中游(含公用事业)利润占比不断上升.....	19

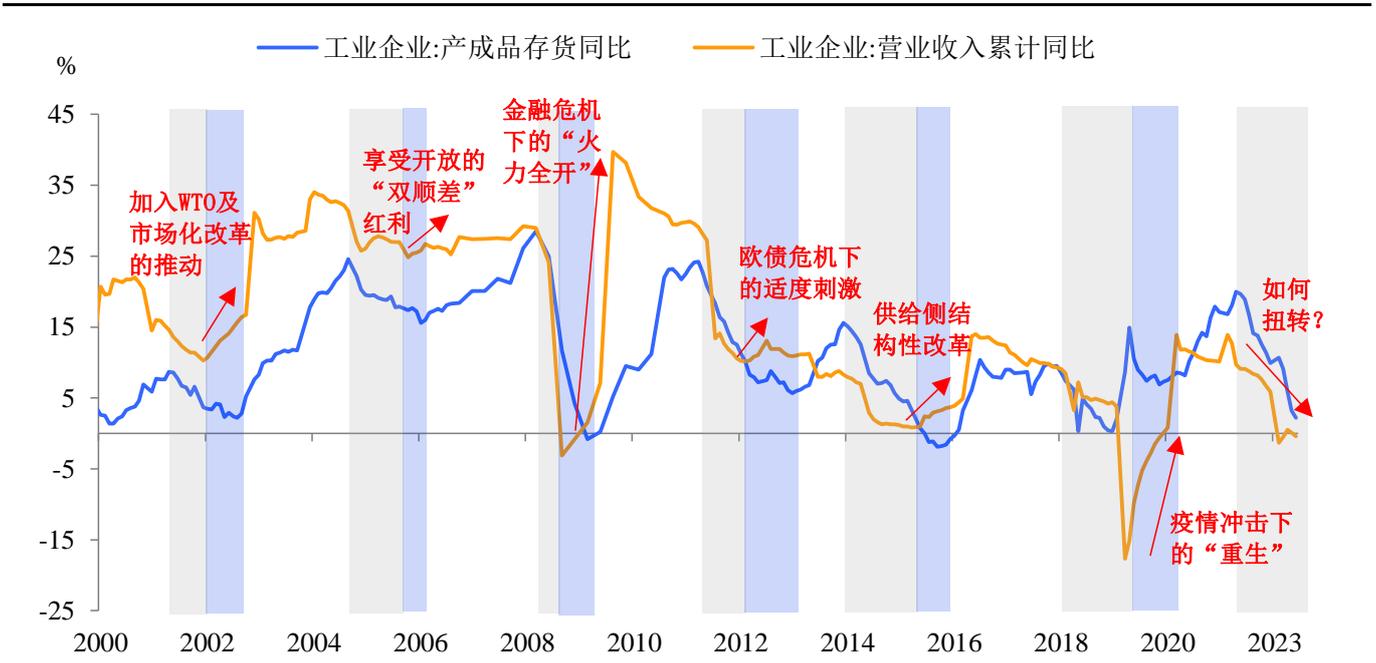
积极的信号似乎在不断出现：7月政治局会议的论调无疑是积极的，政策对于稳增长诉求在上升，除此之外6月PPI可能阶段性见底、工业企业利润的同比跌幅明显收窄，我们可能正在接近困扰今年经济的主动去库存的尾声，那么经济和市场会如何向下一阶段切换呢？

1. 历次主动去库如何“换档”？

随着6月PPI阶段性见底，市场对于库存周期切换的关注和期待开始升温，那么经济和市场会如何从当前的主动去库向下一阶段切换呢？

本文梳理了2000年以来历次库存周期中主动去库向被动去库转变过程的经济背景，作为本轮库存周期的借鉴。我们发现在多轮周期中，需求端或供给端刺激政策的推出可促进主动去库向被动去库的过渡。历史上主动去库周期平均维持时间约为11个月，而现在所处的主动去库已长达13个月，内外需偏弱的环境下或许总量政策的适量、适时推出才能加快此轮库存周期中向被动去库的过渡。

图1：2000年以来历次主动去库过渡到被动去库时的经济背景



注：灰色阴影表示“主动去库存”，蓝色阴影表“被动去库存”。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2000年以来历次去库周期转变的时间梳理

背景	库存周期	时间段	持续时间
加入WTO及市场化改革的推动	主动去库	2001年8月-2002年2月	6个月
	被动去库	2002年3月-2002年10月	7个月
享受开放的“双顺差”红利	主动去库	2004年12月-2006年2月	14个月
	被动去库	2006年3月-2006年5月	2个月
金融危机下的“火力全开”	主动去库	2008年8月-2009年2月	6个月
	被动去库	2009年3月-2009年8月	5个月
欧债危机下的适度刺激	主动去库	2011年8月-2012年8月	12个月
	被动去库	2012年9月-2013年8月	11个月
供给侧结构性改革加快出清	主动去库	2014年10月-2015年11月	13个月
	被动去库	2015年12月-2016年7月	7个月
疫情冲击下的“重生”	主动去库	2018年11月-2020年2月	15个月
	被动去库	2020年3月-2021年2月	11个月
后疫情时代的开启	主动去库	2022年6月-?	已持续13个月
	被动去库	?	?

数据来源：Wind，中国政府网，新华社，东吴证券研究所

图3：2000年以来历次去库阶段总量政策梳理

轮次	背景	需求端政策					供给端政策
		货币	财政	出口	地产	消费	
第一轮	加入WTO及市场化改革	调整利率、再贴现率和公开市场操作等工具	推动长期建设国债的发行	降低了332种商品的进口税率，积极落实出口退税政策	对住房消费采取扶持政策、实行消化积压商品房政策		放松管制，扩大私有部门准入等改革
第二轮	享受开放的“双顺差”红利	提高利率、适当控制银根、实行有管理的浮动汇率制度	稳健的财政政策登场	各地出口退税超基数部分中央、地方负担比例由75:25改为92.5:7.5	取消房贷优惠利率、“国八条”、“新国八条”等措施	分批降低1100种药品价格、提高个人收入调节税起征点	
第三轮	金融危机下的“火力全开”	多次下调存款准备金率和利率并降低再贴现率	“四万亿”拉动内需计划、降低证券交易税、取消利息税	连续多次提高部分商品出口退税率、进一步加大对出口信用保险业务发展的扶持力度等	首套房房贷利率七折、支持房地产开发企业的融资需求、下调最低首付比例等	全国推广家电下乡、汽车摩托车下乡、汽车“以旧换新”政策	
第四轮	欧债危机下的适度刺激	连续下调两次存款准备金率后，又在不足一个月的时间内两度降息	启动“营改增”试点工作，出台中小企业政府采购、节能环保产品消费扶持和流通产业改革等政策	加快出口退税进度、扩大融资规模、加快转变外贸发展方式等	以巩固房地产调控成果为基调，持续加强各项调控措施	调整和优化消费环节税收结构，推出一系列涉及新能源汽车、节能家电的消费刺激政策	出台政策推动产业结构调整 and 转型升级，淘汰落后产能；鼓励战略性新兴产业的发展
第五轮	供给侧结构性改革加快出清	高频次使用降准降息调控工具	赤字规模、政府负债规模均有所扩大	规范进出口环节收费、优化进口关税结构、优化出口退税率结构等	下调首套房首付比、调整房地产交易环节契税、棚改货币化的启动等	鼓励符合条件的民间资本、国内外银行业机构和互联网企业发起设立消费金融公司	供给侧结构性改革的号角被吹响
第六轮	疫情冲击下的“重生”	下调存款准备金率、对中小银行定向降准、下调再贷款和再贴现等	抗疫特别国债、减税降费、提高地方专项债发行规模等	提高超千项产品出口退税率，引导金融机构增加外贸信贷投放	在土地出让及房地产交易环节推出政策	推进文旅休闲消费提质升级、着力建设城乡融合消费网络、强化市场秩序监管等	鼓励“互联网+”发展、协调解决企业遇到的实际问题、抓好重点地区重点行业复工复产等措施强化产业链供应链韧性

数据来源：中国政府网，新华社，东吴证券研究所

1.1. 加入 WTO 及市场化改革的推动（2001.8-2002.10）

加入 WTO 后的不确定性催生政策出台。2001 年 12 月，中国正式加入世界贸易组织（WTO），这也意味着经济全球化对我国的影响更加强烈。面对不确定的大环境，**财政政策和货币政策协同发力**：财政上继续推动长期建设国债的发行；货币上通过调整利率、再贴现率和公开市场操作等工具来刺激经济增长，在 2002 年 2 月央行实施了 1996 年以来的第八次降息。此外，为了履行加入 WTO 的承诺，**国家降低了 5332 种商品的进口税率，关税总水平由 15.3% 降至 12%**。政府还积极落实出口退税政策，促进民营企业出口快速增长。**房地产方面，政府对住房消费采取扶持政策、实行消化积压商品房政策**，以促进房地产业的积极发展。

在供给端，政府实行了**放松管制、扩大私有部门准入等改革**，在国有和私营企业之间引入更多竞争，极大地提高了企业部门的效率，有效淘汰了制造业的过时和过剩产能。在一系列政策的共同作用下，本轮库存周期成功从主动去库向被动去库转变。

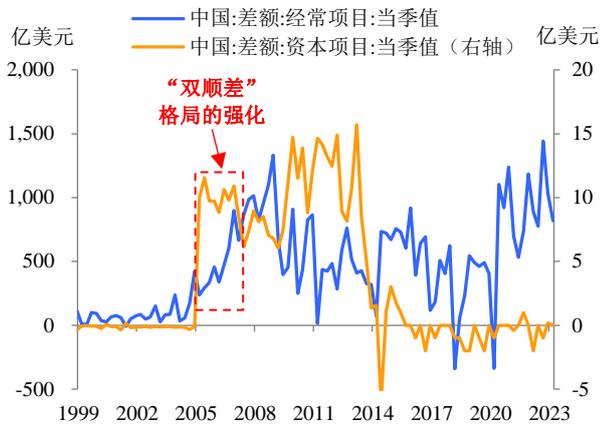
1.2. 享受开放的“双顺差”红利（2004.12-2006.5）

对外开放的结构性改革下宏观政策反而是趋紧的。本轮库存周期的特殊之处在于，**总量政策更多扮演的是配角的地位**。2005 年政府决定实施“双稳健”政策，这也意味着实施 7 年的积极财政政策正式退场，取而代之的是稳健的财政政策。在这种情况下，货币政策在宏观调控中扮演着重要的作用：从提高利率、到适当控制银根、再到实行有管理的浮动汇率制度，可见货币政策在这段周期的活跃。

房地产方面，面对房价的不断上涨，政府陆续出台了取消房贷优惠利率、“国八条”、“新国八条”等措施，以稳定房价、规范房地产市场发展。**外贸方面**，各地出口退税超基数部分中央、地方负担比例由 75：25 改为 92.5：7.5，这极大地减轻了地方负担、也促进了外贸发展。**消费方面**，出台 3 项配套措施实施药品降价，个人收入调节税起征点也由 800 元提高至 1600 元。**总体来看，此轮周期中宏观政策的刺激性并不强。**

向被动去库的转变更靠“双顺差”的加持。在“双顺差”的背景之下，外需走强使央行外汇占款规模扩张速度加快，从而拉高 M2 供给水平。市场流动性的上升带动居民消费和投资意愿的重新提振，使工业企业产能过剩的现象有所好转，这也带动了企业盈利能力的提高，刺激了企业加大投资和扩大生产的意愿，从而使库存周期成功从主动去库转变为被动去库。

图4：2005至2006年期间的“双顺差”格局



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：外需走强带动外汇占款规模上升、流动性走强



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 金融危机下的“火力全开”（2008.8-2009.8）

全球压力测试，需求政策“火力全开”。在2008年全球金融危机爆发时期，国家推出了大批刺激政策以促进经济的恢复和稳定运行。**财政政策方面，政府实施了“四万亿”的拉动内需计划**，以提高居民投资和消费支出、带动经济增长。这四万亿元的资金主要投向基础设施、新兴战略产业、房地产等领域，也很大程度上提振了我国的制造业投资增速，尤其是钢铁及有色等上游行业产能复苏显著。同时，政府还降低证券交易税、取消利息税，大力减轻企业和个人的负担。**货币政策方面，为维护流动性稳定，央行多次下调存款准备金率和利率并降低再贴现率。**

图6：“四万亿”投资的重点投向及资金测算

“四万亿”刺激政策	
重点投向	资金测算
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	约4,000亿元
农村水电路气房等民生工程和基础设施	约3,700亿元
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	约15,000亿元
医疗卫生、教育、文化等社会事业发展	约1,500亿元
节能减排和生态工程	约2,100亿元
自主创新和结构调整	约3,700亿元
灾后恢复重建	约10,000亿元
合计	40,000亿元

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图7：2008年金融危机时期推出的刺激政策稳定了制造业投资



数据来源：Wind，东吴证券研究所

此外，政府在房地产方面也实行了宽松的调控政策，如首套房房贷利率七折、支持房地产开发企业的融资需求、下调最低首付比例等。出口方面同样实行了鼓励政策，包括连续多次提高部分商品出口退税率、调整加工贸易限制类和禁止类目录、进一步加大对外出口信用保险业务发展的扶持力度等。在外需走弱的情况下，国家进一步增加财政补助规模来稳住内需，消费方面相继实施了家电下乡、汽车摩托车下乡、家电以旧换新、汽车“以旧换新”等政策。

受强刺激政策的影响，本轮主动去库也是历次库存周期中持续时间最短、对需求的拉升最为明显的。

1.4. 欧债危机下的适度刺激（2011.8-2013.8）

欧债危机、出口降温下迎来新一轮刺激政策。从2012年开始，我国经济增长步入“新常态”阶段，与之相伴的是GDP增速的放缓。同时在欧债危机、世界经济增速减慢的背景之下，作为“三驾马车”之一的出口增速回落明显，我国经济再增阻力。

鉴于此，2012年央行在2月24日、5月18日连续下调两次存款准备金率，又在不足一个月的时间内两度降息，这种降息频率在历史上并不多见，并且此次还启动了非对称降息，这足以体现政府“稳增长”的意图。政府还实行了积极的财政政策和结构性减税政策，在2012年启动“营改增”试点工作为小微企业减负，同时加快出台中小企业政府采购、节能环保产品消费扶持和流通产业改革等政策，对提振市场信心起到了重要

作用。

房地产方面，为了遏制房价过快上涨，政策上继续以巩固房地产调控成果为基调，持续加强各项调控措施。**外贸方面**，为支持对外贸易的发展，我国确定了加快出口退税进度、扩大融资规模、加快转变外贸发展方式等政策措施。**消费方面**，政府调整和优化消费环节税收结构以拉动消费需求，同时推出一系列涉及新能源汽车、节能家电的消费刺激政策。

国家也同步推出了供给端相关政策：出台政策推动产业结构调整和转型升级，淘汰落后产能；出台《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，鼓励战略性新兴产业的发展。在需求端和供给端措施的协同发力下，向被动去库周期过渡的步伐加快。

1.5. 供给侧结构性改革加快出清（2014.10-2016.7）

供给侧结构性改革促使过剩行业加快出清。2015年11月，供给侧结构性改革被首次提出，以扩大有效供给、提高全要素生产率。在2016年3月的全国两会上，供给侧改革的号角被全面吹响。在供给侧结构性改革的五大任务中，“去产能”和“去库存”两大主线位居前列。在供给侧改革的倡导下，相关行业利润上行通道被打开，尤其是煤炭、黑色金属等行业的利润涨幅十分显著。这也为工业企业从主动去库向被动去库的过渡按下“加速键”。

图8：供给侧结构性改革时间线梳理



数据来源：Wind，东吴证券研究所

但是值得注意的是除供给端政策之外，需求端政策也在发力。货币政策在整体依旧稳健的情况下保持灵活适度，为稳增长和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。2015年全年，央行共有7次挥起了降准降息的调控工具，其中两次降准、两次降息、三次“双降”。如果再算上2014年底的两次降准，央行在不足一年时间内释放流动性的频

次达到了9次之多。财政政策上赤字规模、政府负债规模均有所扩大；同时，还加速推进PPP项目，并建立专项建设基金。

房地产方面又迎来新一轮的调控政策，包括但不限于下调首套房首付比、调整房地产交易环节契税等举措，同时棚改货币化的启动对楼市进行刺激。针对进出口的不利形势，中国政府出台了多项外贸稳增长调结构政策，在规范进出口环节收费、优化进口关税结构、优化出口退税率结构等方面作出努力。除此之外还推出了一系列促消费稳增长政策，包括鼓励符合条件的民间资本、国内外银行业机构和互联网企业发起设立消费金融公司，以便向消费者提供无抵押、无担保小额信贷，更好发挥消费对经济增长的拉动作用。

1.6. 疫情冲击下的“重生”（2018.11-2021.2）

疫情背景下的复苏之路。在疫情期间，库存经历了被动积压的过程，工业去库压力较大。为稳定经济，财政政策方面，政府启动了抗疫特别国债、减税降费、提高地方专项债发行规模等措施；货币政策方面，央行实施了下调存款准备金率、对中小银行定向降准、下调再贷款和再贴现等措施，同时央行还将“支持实体经济”作为三大确定性方向之一。

房地产方面，地方在土地出让及房地产交易环节为市场、企业减压：土地出让政策包括取消限制性规定、增加优质土地供应、延期或分期缴纳土地款、延长竣工期限；房地产交易政策包括放松预售、放松限价、人才新政变相松绑限购、购房补贴、公积金政策调整。外贸方面，中国提高超千项产品出口退税率，引导金融机构增加外贸信贷投放，落实好贷款延期还本付息等政策。

在疫情冲击下，供给侧面临产业链供应链存在堵点卡点的问题，政府通过鼓励“互联网+”发展、协调解决企业遇到的实际问题、抓好重点地区重点行业复工复产等举措，强化产业链供应链韧性，助力工业经济稳定发展。在一系列强刺激政策的作用下，经济和制造业企业迅速走出了疫情的“淤泥”，也顺利完成了向被动去库周期的过渡。

2. 去库周期切换下的经济景气度表现

在几轮库存周期中，金融危机时期和疫情时期推出的总量政策体量较大，这也使这两轮周期不仅工业企业利润增速的回升幅度大、去库速度较快、PPI步入企稳回升通道以及新增人民币贷款规模扩大，而且宏观经济景气、消费者和企业信心的恢复更加“强势”。

总体而言，宏观经济景气指数随库存周期转变较为明显，由主动去库向被动去库转变时，宏观经济景气指数通常呈上升趋势。同时PPI同比步入筑底阶段，而消费者信心

与企业景气指数的反弹往往略滞后于库存周期切换的时点。为了助力制造业更好地渡过主动去库周期，信贷投放力度在主动去库时期也会更强。出口金额的上升也有利于库存周期逆转，但出口的企稳略显“波折”。

图9：2000年以来历次去库阶段各经济指标涨跌幅

主动去库到被动去库：各经济指标涨跌幅（单位：%）								
加入WTO及市场化改革的推动（第一轮）					享受开放的“双顺差”红利（第二轮）			
时间	2001.8-2002.2 (主动去库)	2002.3-2002.10 (被动去库)	涨跌幅 变化	趋势图	2004.12-2006.2 (主动去库)	2006.3-2006.5 (被动去库)	涨跌幅 变化	趋势图
宏观经济景气指数	-0.04	3.57	3.61		0.21	0.60	0.40	
消费者指数	-0.41	0.21	0.62		0.43	-0.42	-0.85	
企业家信心指数	-3.61	2.58	6.19		-4.14	-0.30	3.84	
企业景气指数	-1.85	7.63	9.48		-2.25	2.23	4.48	
出口金额	-18.69	25.73	44.42		-15.17	-6.32	8.85	
PPI同比	-2.20	3.20	5.40		-4.09	-0.58	3.51	
信贷同比	/	120.10	/		-64.11	44.48	108.59	
金融危机下的“火力全开”（第三轮）					欧债危机下的适度刺激（第四轮）			
时间	2008.8-2009.2 (主动去库)	2009.3-2009.8 (被动去库)	涨跌幅 变化	趋势图	2011.8-2012.8 (主动去库)	2012.9-2013.8 (被动去库)	涨跌幅 变化	趋势图
宏观经济景气指数	-7.86	3.04	10.90		-5.74	1.13	6.88	
消费者指数	-7.62	2.37	9.99		-5.33	-2.98	2.36	
企业家信心指数	0.76	9.00	8.24		-6.34	0.43	6.77	
企业景气指数	-26.05	9.75	35.81		-4.87	-1.79	3.08	
出口金额	-52.09	14.90	66.99		2.67	2.35	-0.32	
PPI同比	-14.53	-3.39	11.14		-10.73	1.86	12.59	
信贷同比	349.97	-515.74	-865.71		27.73	-31.20	-58.93	
供给侧结构性改革加快出清（第五轮）					疫情冲击下的“重生”（第六轮）			
时间	2014.10-2015.11 (主动去库)	2015.12-2016.7 (被动去库)	涨跌幅 变化	趋势图	2018.11-2020.2 (主动去库)	2020.3-2021.2 (被动去库)	涨跌幅 变化	趋势图
宏观经济景气指数	-3.22	6.41	9.64		-13.66	34.19	47.86	
消费者指数	0.68	2.99	2.31		-3.27	1.44	4.71	
企业家信心指数	-2.61	-0.83	1.78		1.90	35.86	33.97	
企业景气指数	/	-3.92	/	/	2.16	38.19	36.03	
出口金额	-4.92	-19.04	-14.11		-64.16	10.73	74.90	
PPI同比	-3.66	4.20	7.86		-3.10	2.10	5.20	
信贷同比	-25.22	-54.41	-29.18		-9.36	-18.48	-9.12	

注：1、出口金额使用的是美元计价口径；2、由于数据可得性问题，部分时间数据不完整；3、宏观经济景气指数、消费者指数、企业家信心指数、企业景气指数、出口金额涨跌幅计算方式为： $(\text{周期结束时数值}-\text{周期开始时数值})/\text{周期开始时数值} \times 100\%$ ；PPI同比、信贷同比涨跌幅计算方式为： $\text{周期结束时数值}-\text{周期开始时数值}$ 。

数据来源：Wind，iFind，东吴证券研究所

加入 WTO 及市场化改革的推动：内外需的“双轮驱动”。2001 年加入 WTO 以后，中国的经济运行状况、消费者信心、企业景气程度以及出口金额都呈现出不同程度的增长趋势，带动新增人民币贷款增长。宏观经济景气指数在去库后半阶段呈现出更明显的增长趋势。消费者信心指数逐步进入企稳通道，企业信心以及出口金额在主动去库阶段结束后触底反弹，且升幅显著。外需与内需的“双轮驱动”促进了主动去库向被动去库的转变，同时也带动了 PPI 的触底回升。

“双顺差”格局的强化：企业信心起、消费信心落。在“双顺差”强化的背景之下，国际收支顺差使中国积累了大量的外汇储备，显著提高了中国抵抗国际市场风险的能力，宏观经济景气和企业信心呈上升趋势。但持续的双顺差也带来经济的失衡：大量的人民币结汇增加了国内市场货币投放量的同时也带来了通胀压力，致使消费者信心在波动中下降。不过受益于库存周期的转变，PPI 降幅有所收窄。

金融危机时期的刺激方案：逆境中的反弹。2008 年金融危机严重阻碍了全球经济的发展，在此情形下，中国采取了大批刺激政策以提振内需、弥补外需的不足。2009 年宏观经济景气指数的下滑态势得到有效遏止，并在全球率先实现经济形势的整体回升。消费者和企业信心也在强刺激下步入上升通道。但主动去库到被动去库的切换点上离信心的完全恢复还有一定距离。

欧债危机下的经济刺激：“弱刺激”下的弱复苏。2011 年 GDP 增速逐季回落，中国经济增长步入相对“疲软期”，宏观景气指数的下滑趋势还将延续。在国内外宏观经济复苏放缓的作用下，企业信心和对外出口增速也同步回落。本轮库存周期逆转的动力来源于消费和基础建设投资。消费刺激政策的重新布局使消费信心在波动中略有上升，助力主动去库向被动去库的转变、以及 PPI 的企稳回升。

供给侧结构性改革加快出清：“波折”中的前行。此轮周期中，在出口下滑和投资增速持续回落的作用下，中国经济增长出现超预期下滑。生产价格水平的持续回落和高涨的债务也让企业经营面临下行的压力，企业景气指数和企业信心指数不断走低。而随着供给侧改革的实施，宏观经济景气指数在 2015 年末跌入低谷后迅速反弹，并保持在稳定水平。政府投资也较大程度上弥补了消费者信心企稳的不确定和民间投资的下滑，实现了库存周期的逆转，也带动了 PPI 的反弹。

疫情冲击下的“重生”：触底后又迎反弹。2020 年爆发的新冠疫情给各项经济指标带来较大冲击，宏观经济景气指数一度跌入“过冷”区间，居民消费也受到了一定的限制，这也间接导致了企业信心与企业景气程度迅速降低。而随着国内疫情得到有效控制，再加上一系列刺激政策的落地，国民经济开始稳定恢复，同时供需两端同步回暖，对居民和企业贷款需求起到了提振作用。同样，出口金额也在本次逆境中短暂回落后迅速反弹，同样属于本次的库存周期逆转的主要因素之一。

3. 去库周期切换下资产表现如何？

库存周期在一定程度上代表了经济景气度，也与资产价格的走势息息相关。通过对历史的复盘，我们发现当库存周期从主动去库过渡到被动去库后，股市涨势会更加显著，10年期国债收益率逐渐步入企稳、商品价格上涨趋势显现。此外，结合历史平均趋势来看，股市、债市、大宗商品市场拐点出现的先后顺序为：股票>大宗>债券。

不过大类资产的走势并不仅仅和库存周期相关，还受长周期、政策、极端情况下的市场情绪波动等因素影响，所以在部分去库周期阶段资产价格变化与此趋势存在背离。

图10：2000年以来历次主动和被动去库周期时大类资产涨跌幅

轮次	库存周期	起始时间	终止时间	万得全A 涨跌幅 (%)	10年期国债收益率 涨跌幅 (%)	CRB现货指数 涨跌幅 (%)
第一轮	主动去库	2001.8	2002.2	-27.57	/	-10.14
	被动去库	2002.3	2002.10	2.90	/	10.95
第二轮	主动去库	2004.12	2006.2	-10.33	-2.28	2.40
	被动去库	2006.3	2006.5	36.33	0.04	6.75
第三轮	主动去库	2008.8	2009.2	-26.68	-1.42	-29.83
	被动去库	2009.3	2009.8	38.96	0.43	19.44
第四轮	主动去库	2011.8	2012.8	-22.07	-0.76	-13.59
	被动去库	2012.9	2013.8	7.85	0.74	-1.16
第五轮	主动去库	2014.10	2015.11	51.16	-0.93	-16.58
	被动去库	2015.12	2016.7	-4.65	-0.28	3.71
第六轮	主动去库	2018.11	2020.2	28.17	-0.50	-3.25
	被动去库	2020.3	2021.2	36.97	0.46	20.53

数据来源：Wind, iFind, 东吴证券研究所

图11：2000年以来历次去库周期中大类资产走势拐点时间

轮次	主动去库转为 被动去库时间	万得全A 拐点	10年期国债 收益率拐点	CRB现货 指数拐点
第一轮	2002.2	2002.2 (同时)	/	2002.5 (滞后3个月)
第二轮	2006.2	2005.7 (领先7个月)	2005.11 (领先3个月)	2005.8 (领先6个月)
第三轮	2009.2	2008.11 (领先3个月)	2009.1 (领先1个月)	2008.12 (领先2个月)
第四轮	2012.8	2012.12 (滞后4个月)	2012.8 (同时)	2012.6 (领先2个月)
第五轮	2015.11	/	2016.1 (滞后2个月)	2016.1 (滞后2个月)
第六轮	2020.2	2020.4 (滞后2个月)	2020.4 (滞后2个月)	2020.5 (滞后3个月)
平均		领先4个月	同时	领先2个月

数据来源：Wind, iFind, 东吴证券研究所

3.1. 股市：迎来拐点？

被动去库阶段迎来股市涨幅。主动去库对应着经济的下行压力较大（政策效力不足或者尚未完全体现），股市表现比较消极。而当库存周期步入被动去库阶段之后，宏观经济景气度的上行也为股市的企稳反弹提供了经济和心理的基础。结合图 12 来看，在大多数库存周期中，被动去库的到来与万得全 A 的上涨几乎“如影随形”。

图12：2000 年以来历次去库阶段万得全 A 走势图



注：T 表示主动去库切换为被动去库的时间点，T 时刻标准化为 100；T 后面的数字表示月份；灰色阴影部分表示主动去库阶段，蓝色阴影部分表示被动去库阶段。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

不过在第五轮周期（即“供给侧结构性改革加快出清”）中，被动去库阶段股市表现比主动去库阶段更加逊色，我们分析可能原因在于 2016 年初股市受到来自于人民币快速贬值和资本外流加速的较大压力。

图13: 2016年人民币处于持续贬值阶段



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2016年资本外流明显

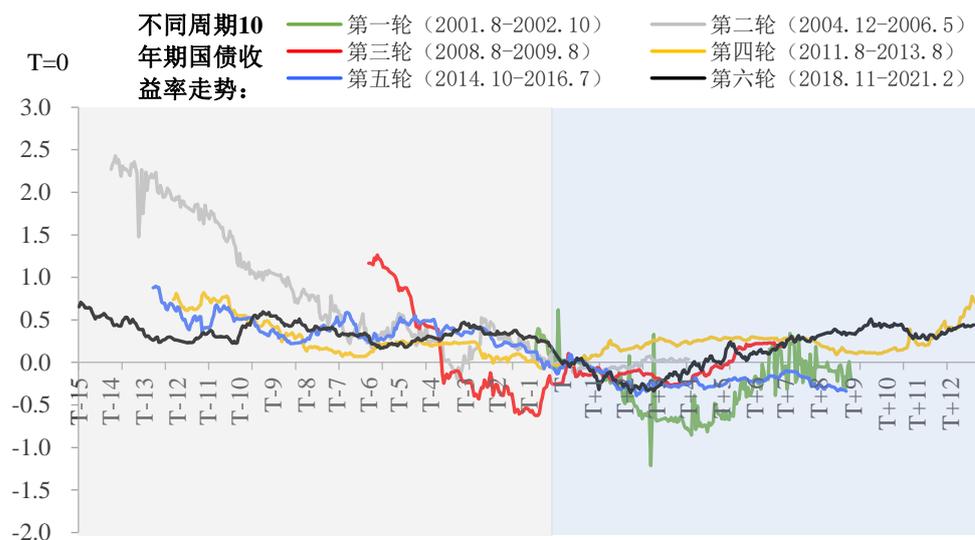


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 债市: 转向可能没那么快

除股市以外, 被动去库往往也会导致国债收益率的走强。当库存周期处于主动去库阶段时, 债券收益率下跌的态势较为明显。当库存周期完成从主动去库到被动去库的切换后, 国债收益率将企稳寻底, 但是能否会转而上升——时点和幅度都与彼时的经济、政策环境有关。

图15: 2000年以来历次去库阶段10年期国债收益率走势图



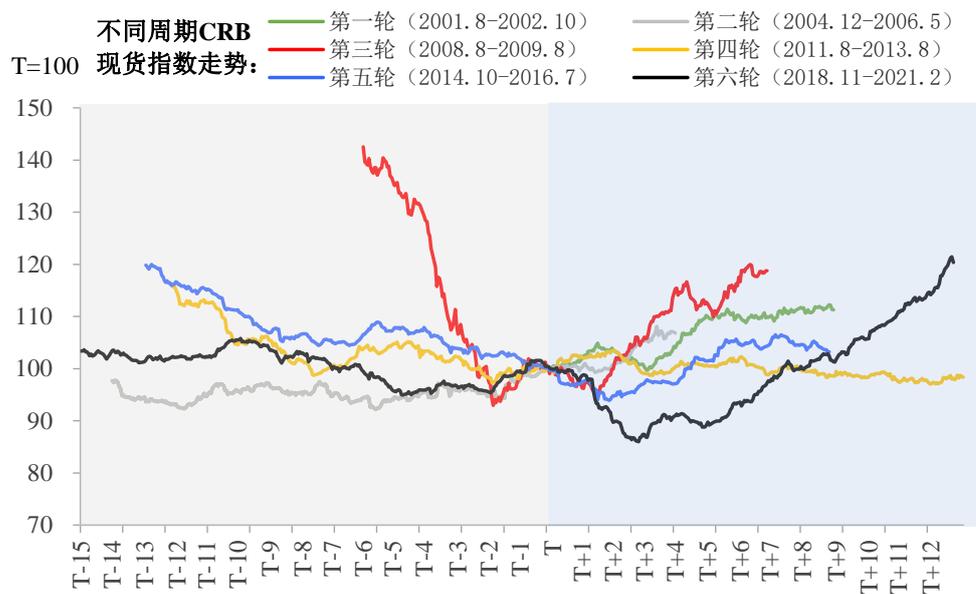
注: T表示主动去库切换为被动去库的时间点, T时刻标准化为0; T后面的数字表示月份; 灰色阴影部分表示主动去库阶段, 蓝色阴影部分表示被动去库阶段。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 大宗商品：上涨是大概率事件

主动到被动去库的过渡也意味着大宗商品价格拐点的到来。在大多主动去库阶段，大宗商品价格均以不同程度呈现出下滑趋势。而随着主动去库阶段的结束，被动去库阶段需求和情绪的回暖，有助于大宗商品价格的企稳回升。不过通常大宗商品价格的拐点会略微滞后于主动去库转为被动去库的切换点。

图16：2000年以来历次去库阶段 CRB 现货指数走势图



注：T表示主动去库切换为被动去库的时间点，T时刻标准化为100；T后面的数字表示月份；灰色阴影部分表示主动去库阶段，蓝色阴影部分表示被动去库阶段。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. “春江水暖鸭先知”：什么行业会率先启动复苏？

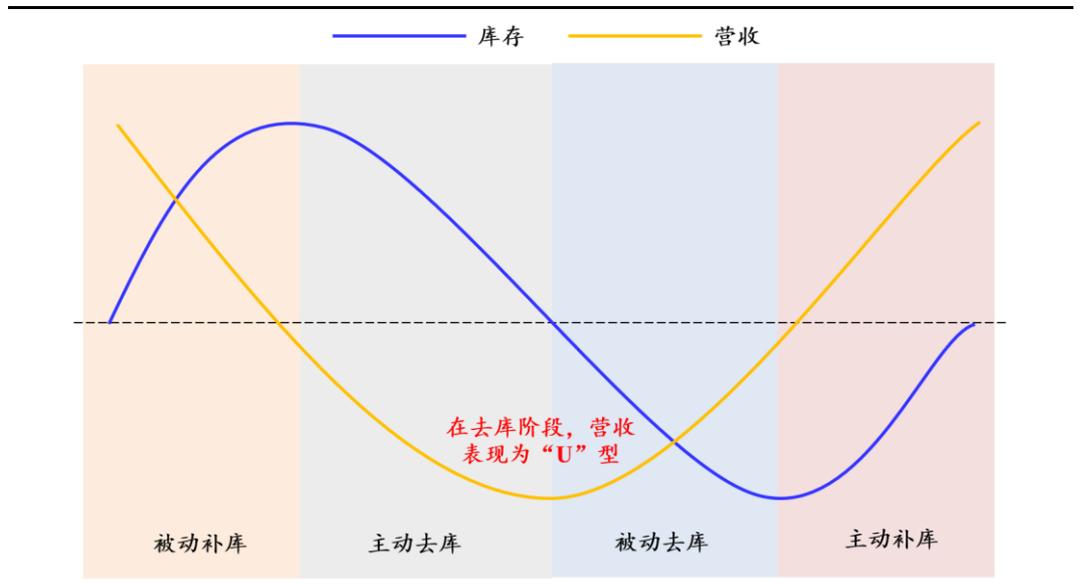
纵观历次去库周期，上游原料加工以及中游装备制造业往往引领着“主动”向“被动”的切换。不过工业企业利润结构走向更多由政策驱动，比如2016年的供给侧结构性改革（对应本文中的第五轮周期）使煤炭、黑色金属等上游行业的营收跌幅明显收窄。

根据工业生产库存周期，从主动去库到被动去库时期，库存持续下行，而营收表现为“U”型（如图17所示）。因此，在分析不同行业的去库情况时，我们可以把问题简化为观察哪个行业的营收会率先迎来“U”型拐点：

- 营收同比增速出现“U”型拐点

- 细分行业营收同比拐点领先于工业整体营收同比拐点（图 18 中标记为红色阴影）
- 细分行业营收同比拐点同步于工业整体营收同比拐点（图 18 中标记为橙色阴影）
- 细分行业营收同比拐点滞后于工业整体营收同比拐点（图 18 中标记为灰色阴影）
- 营收同比增速未出现明显的拐点（图 18 中无标记）。

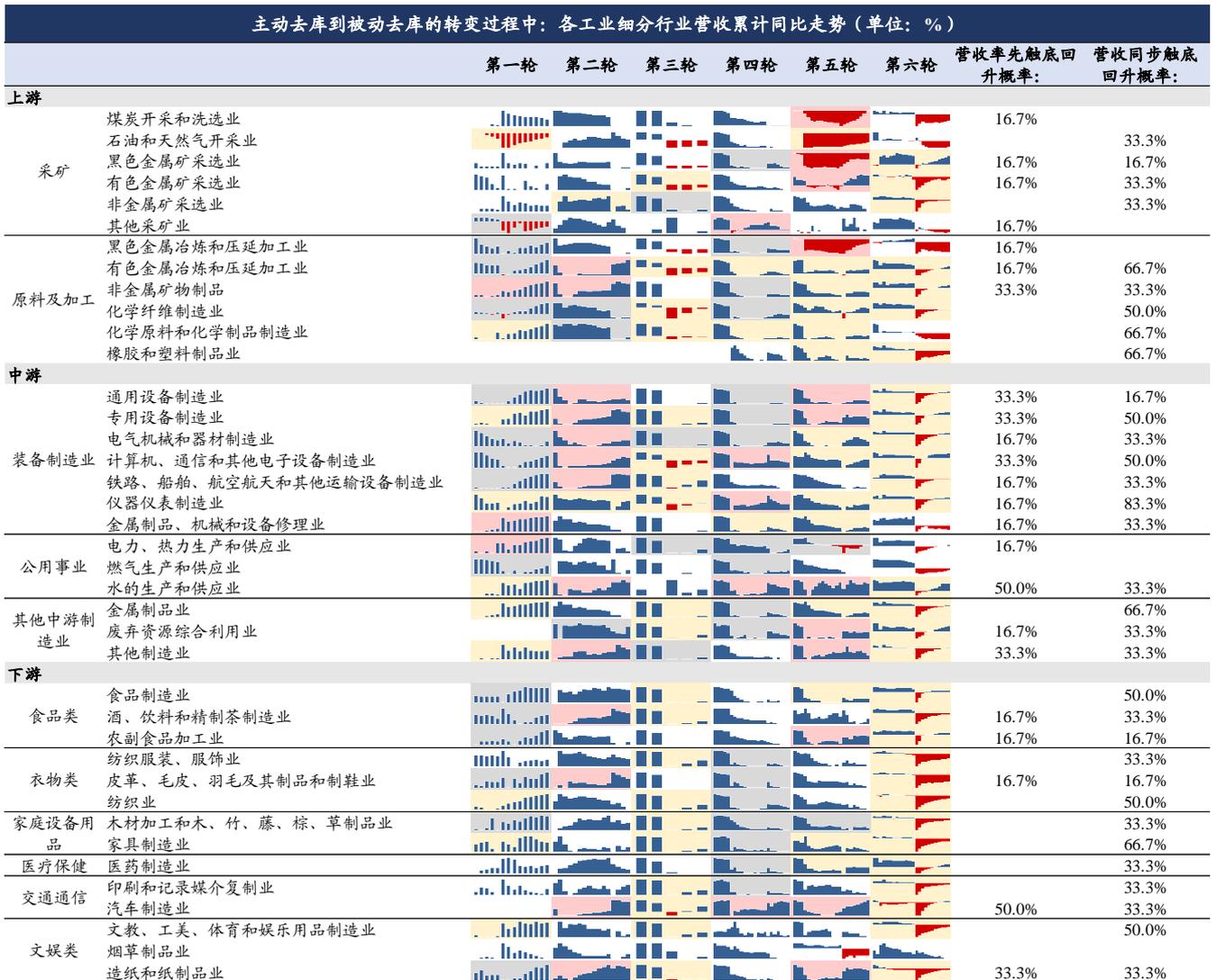
图17：从主动去库到被动去库时期，营收表现为“U”型



数据来源：东吴证券研究所绘制

整体来看，上游原料加工以及中游装备制造业引领着工业营收的复苏。通过复盘2000年以来历史上的六轮库存周期，我们发现上游的非金属矿物制品，中游的通用设备制造业、专用设备制造业、电子制造业、水生产，下游的汽车制造业、造纸业营收增速率先触底反弹的可能性更高。而上游的有色金属冶炼、化学原料制造业、橡胶制品业，中游的仪表仪器制造业、金属制品业，下游的家具制造业营收增速拐点往往与工业整体进入被动去库的时点相对应。

图18: 2000年以来从主动去库到被动去库阶段, 各工业细分行业营收累计同比走势图



注: 1、由于数据可得性问题, 前五轮周期使用的数据是主营业务收入累计同比, 而第六轮周期使用的数据是营业收入累计同比; 2、部分行业在部分时间段内无数据; 3、红色阴影表示细分行业营收同比拐点领先于工业整体营收同比拐点; 橙色阴影表示细分行业营收同比拐点同步于工业整体营收同比拐点; 灰色阴影表示细分行业营收同比拐点滞后于工业整体营收同比拐点。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

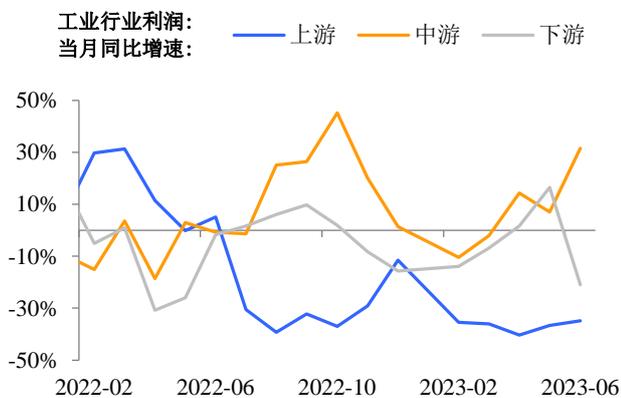
不过工业企业利润结构走向也会由政策驱动。比如在 2012 年“鼓励战略性新兴产业发展”(对应本文中的第四轮周期)的倡导下, 中游装备制造业营收回升明显。2016 年的供给侧结构性改革(对应本文中的第五轮周期)又使上游行业的利润上行通道率先被打开, 尤其是煤炭、黑色金属等行业的营收跌幅明显收窄。

这一轮有何不同? 今年以来工业企业利润复苏情况为“中游>下游>上游”, 这样的复苏格局带动中游利润占比的不断攀升。受房地产低迷以及商品价格下跌的影响, 上游

是本轮工业利润缩水的主要领域，尤其是煤炭开采、石油和天然气开采、黑色金属矿采选业等领域盈利情况“原地踏步”甚至发生倒退。相比之下，中游行业的表现更加“亮眼”：

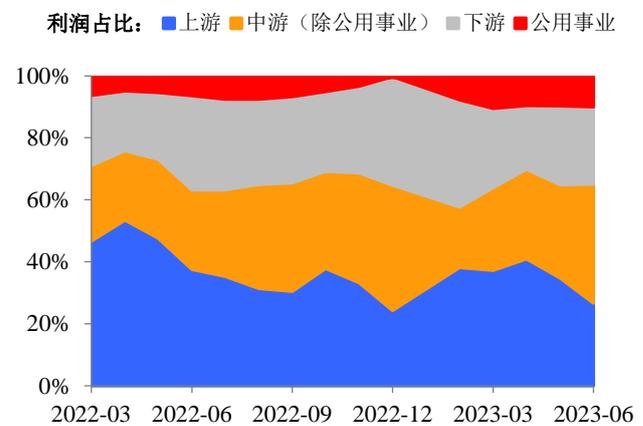
从公用事业板块来看，疫后工业的复工复产带动能源需求的提升。同时公用事业板块的利润通常由煤炭（投入）和电力（产出）的相对价格决定：基于现在煤价下跌、电价上涨的情形，公用事业行业盈利从中受益。从中游装备制造业来看，得益于国家对高科技制造业和新能源行业的政策支持，目前中游装备制造业（尤其是通用设备、专用设备、电气机械、运输设备等领域）利润增速表现亮眼，剔除公用事业后的中游利润占比同样处在上行通道。

图19：中游行业利润增速处于上行通道



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：同时中游（含公用事业）利润占比不断上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

政策推进不及预期。历史并不能代表现在，总量政策的落地仍存在不确定性。

工业企业复苏不及预期。距离内需提振或还有距离，工业企业去库长路漫漫，导致企业利润复苏进度放缓。

疫情二次冲击风险对出口造成拖累。新冠疫情二次冲击风险尚未完全排除，对全球贸易影响仍具不确定性。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>