



Research and
Development Center

库存周期可缓和长期风险

——策略周观点

2023年8月13日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
联系电话: +86 18817552575
邮箱: lichang@cindasc.com

张颖锐 联系人
邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

库存周期可缓和长期风险

2023年8月13日

核心结论: 我们认为宏观层面当下最大的分歧是, 长期房地产等问题依然压制经济, 但库存周期已经接近底部, 政策也已经出现了方向的变化。房地产等问题影响偏长期, 库存和政策影响 1-2 年的经济周期, 两者一正一反如何度量其影响力度? 我们参考美国次贷危机和日本 1990s 房地产市场见顶的案例, 能够发现: (1) 2007 年危机刚出现时, 美国经济的库存周期处在下降末期到回升初期, 上一轮库存周期下降的风险已经兑现充分, 而 2008 年雷曼破产时, 库存周期处在下降初期, 库存周期下降的风险、房地产风险和金融流动性风险形成了共振, 所以对经济和股市的冲击更大。(2) 日本 1990 年房地产见顶后, 长期面临资产负债表衰退等风险, 导致日经指数 1990-2009 年不断创新低。而如果对比库存周期和日经 225 指数, 能够发现, 1990-2009 年, 股市大部分下跌波段均出现在产成品库存见顶到回落中期, 产成品库存下降末期到回升初期, 股市大多能出现不错的反弹。鉴于国内库存周期下行进入尾声, 信用风险演变成雷曼时刻的概率正在下降。即使长期问题依然存在, 一旦出现库存周期企稳回升, 股市大概率也会出现不错的上涨, 所以对年内 A 股的判断依然是乐观的。

- (1) 库存周期与美国次贷危机的节奏。2007 年危机刚出现时, 美国经济的库存周期处在下降末期到回升初期, 上一轮库存周期下降的风险已经兑现充分, 而 2008 年雷曼破产时, 库存周期处在下降初期, 库存周期下降的风险、房地产风险和金融流动性风险形成了共振, 所以对经济和股市的冲击更大。
- (2) 日本失去 30 年期间库存周期对股市的影响节奏。日本 1990 年房地产见顶后, 长期面临资产负债表衰退等风险, 导致日经指数 1990-2009 年不断创新低。而如果对比库存周期和日经 225 指数, 能够发现, 1990-2009 年, 日本的产成品库存依然是周期性波动的, 而且对股市影响很大。股市大部分下跌波段均出现在产成品库存见顶到回落中期, 产成品库存下降末期到回升初期, 股市大多能出现不错的反弹。
- (3) 最近几年信用风险事件对股市的影响幅度大多比较短暂。近期碧桂园信用风险事件再次升温, 但由于国内库存周期的下降风险大部分已经释放, 按照日本和美国的经验, 近期信用事件演变成类似雷曼时刻的概率很低。2014 年以来, 每一次经济下行期, 均会出现信用风险事件, 对股市后续的涨跌并没有明确的指示意义, 只是经济偏弱的同步表征。而且以信用利差来看, 近期的波动并不大, 说明这一次信用风险可能只是局部的。
- 风险因素: 房地产市场超预期下行, 美股剧烈波动。

目录

一、策略观点：库存周期可缓和长期风险	4
二、上周市场变化	8
风险因素	11

表目录

表 1：配置建议表	7
-----------------	---

图目录

图 1：次贷危机初段和中后段的区别（单位：点数）	4
图 2：次贷危机初段股市还在创新高（单位：点数）	4
图 3：2008 年雷曼时刻恰好是库存周期高位回落初期（单位：%）	5
图 4：日经 1990-2009 年的下跌多出现在库存周期顶部回落期（单位：点数，%）	5
图 5：风险事件冲击幅度要考虑库存周期的位置（单位：点数，%）	6
图 6：从利差来看，信用风险并不大（单位：%）	6
图 7：从城投和企业债利差来看，风险并不大（单位：%）	6
图 8：大势研判（单位：点数）	7
图 9：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 10：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	8
图 11：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	8
图 12：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 13：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 14：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 15：2023 年全球大类资产收益率（单位：%）	9
图 16：沪股通累计净买入（单位：亿元）	9
图 17：融资余额（单位：亿元）	9
图 18：新发行基金份额（单位：亿份）	10
图 19：基金仓位估算（单位：%）	10
图 20：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	10
图 21：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	10
图 22：长期国债利率走势（单位：%）	10
图 23：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	10

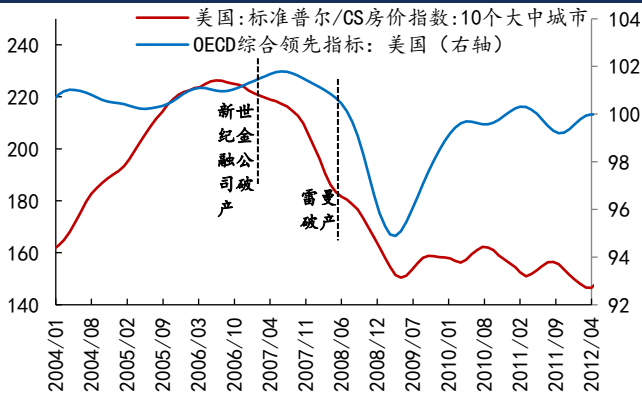
一、策略观点：库存周期可缓和长期风险

我们认为宏观层面当下最大的分歧是，长期房地产等问题依然压制经济，但库存周期已经接近底部，政策也已经出现了方向的变化。房地产等问题影响偏长期，库存和政策影响1-2年的经济周期，两者一正一反如何度量其影响力度？我们参考美国次贷危机和日本1990s房地产市场见顶的案例，能够发现：（1）2007年危机刚出现时，美国经济的库存周期处在下降末期到回升初期，上一轮库存周期下降的风险已经兑现充分，而2008年雷曼破产时，库存周期处在下降初期，库存周期下降的风险、房地产风险和金融流动性风险形成了共振，所以对经济和股市的冲击更大。（2）日本1990年房地产见顶后，长期面临资产负债表衰退等风险，导致日经指数1990-2009年不断创新低。而如果对比库存周期和日经225指数，能够发现，1990-2009年，股市大部分下跌波段均出现在产成品库存见顶到回落中期，产成品库存下降末期到回升初期，股市大多能出现不错的反弹。鉴于国内库存周期下行进入尾声，信用风险演变成雷曼时刻的概率正在下降。即使长期问题依然存在，一旦出现库存周期企稳回升，股市大概率也会出现不错的上涨，所以我们对年内A股的判断依然是乐观的。

（1）库存周期与美国次贷危机的节奏。近期碧桂园信用风险事件再次升温，背后本质是国内房地产市场面临长期问题的持续发酵。但由于房地产问题是很长期的，从投资的角度，重要的是如何把握房地产风险的影响节奏，什么情况会问题会不断恶化，什么情况下问题能够阶段性（1-2年）缓和。我们认为可以适当学习借鉴美国2008年次贷危机和日本1990s房地产见顶的案例。

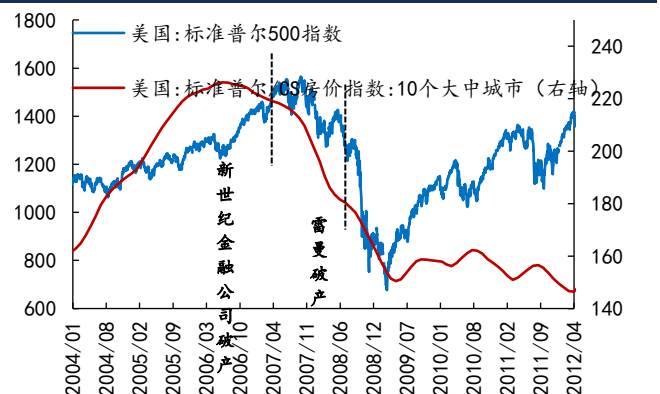
美国2008年的次贷危机大概可以分成两个阶段。第一阶段：危机出现阶段。2007年2月，汇丰银行宣布北美住房贷款按揭业务遭受巨额损失，次贷危机由此拉开序幕。2007年4月，美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融公司因无力偿还债务而申请破产保护。随后30余家美国次级抵押贷款公司陆续停业。此时美国房价已经开始下降，但从OECD经济领先指标来看，美国经济依然在继续上行，特别是很多上游商品的价格依然在继续上行，标普指数又继续涨了半年。**第二阶段：全面扩散阶段。**2008年3月中旬，贝尔斯登因流动性不足和资产损失被摩根大通收购，次贷危机愈演愈烈，华尔街整体陷入流动性危机。2008年7月中旬，美国房地产抵押贷款巨头“两房”遭受700亿美元巨额亏损，最终被美国政府接管。作为美国最大的汽车厂商，通用公司的股价跌至50余年来的最低水平，破产危机隐现。2008年9月中旬，美国第四大投资银行雷曼兄弟陷入严重财务危机并申请破产保护。美林证券被美国银行收购。华尔街的五大投行倒闭了3家。雷曼兄弟的破产（雷曼时刻），彻底击垮了全球投资者的信心，包括中国在内的全球股市持续下跌。

图1：次贷危机初段和中后段的区别（单位：点数）



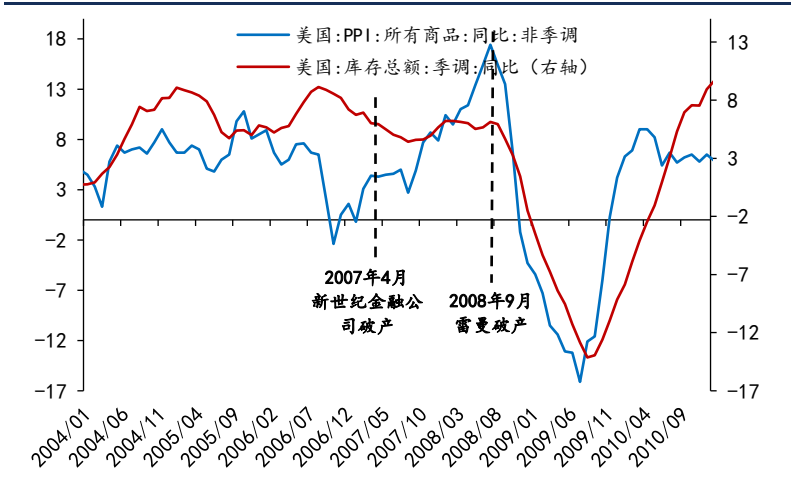
资料来源：万得，信达证券研发中心

图2：次贷危机初段股市还在创新高（单位：点数）



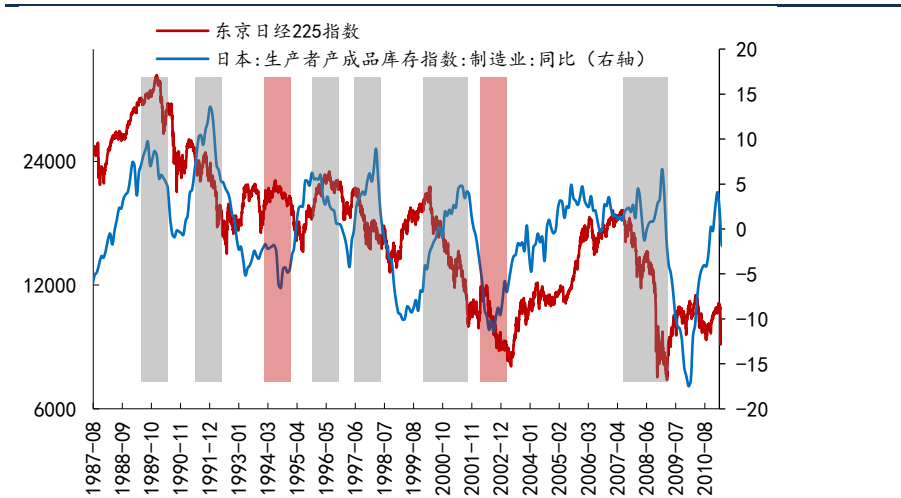
资料来源：万得，信达证券研发中心

对比这两个阶段库存周期所处的位置，2007年危机刚出现时，美国经济的库存周期处在下降末期到回升初期，上一轮库存周期下降的风险已经兑现充分，而2008年雷曼破产时，库存周期处在下降初期，库存周期下降的风险、房地产风险和金融流动性风险形成了共振，所以对经济和股市的冲击更大。

图 3：2008 年雷曼时刻恰好是库存周期高位回落初期（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

（2）日本失去 30 年期间库存周期对股市的影响节奏。日本 1990 年房地产见顶后，长期面临资产负债表衰退等风险，导致日经指数 1990-2009 年不断创新低。而如果对比库存周期和日经 225 指数，能够发现，1990-2009 年，日本的产成品库存依然是周期性波动的，而且对股市影响很大。股市大部分下跌波段均出现在产成品库存见顶到回落中期，产成品库存下降末期到回升初期，股市大多能出现不错的反弹。

图 4：日经 1990-2009 年的下跌多出现在库存周期顶部回落期（单位：点数，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

（3）最近几年信用风险事件对股市的影响幅度大多比较短暂。近期碧桂园信用风险事件再次升温，但由于国内库存周期的下降风险大部分已经释放，按照日本和美国的经验，近期信用事件演变成类似雷曼时刻的概率很低。2014 年以来，每一次经济下行期，均会出现信用风险事件，对股市后续的涨跌并没有明确的指示意义，只是经济偏弱的同步表征。

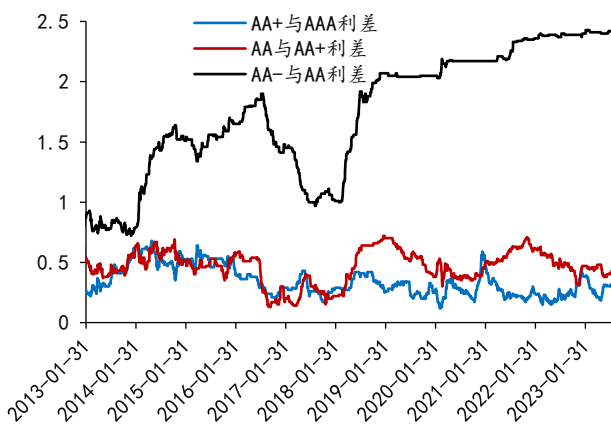
图 5：风险事件冲击幅度要考虑库存周期的位置（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

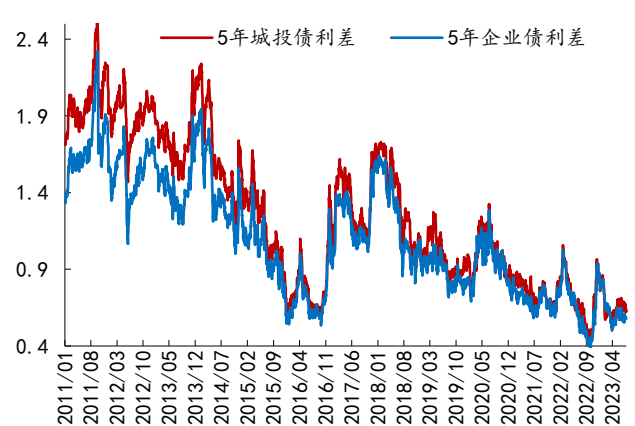
而且以信用利差来看，近期的波动并不大，说明这一次信用风险可能只是局部的。

图 6：从利差来看，信用风险并不大（单位：%）



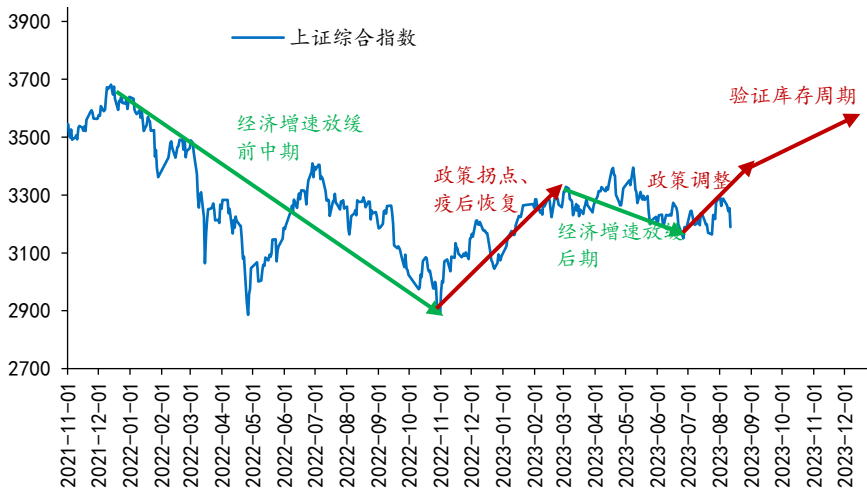
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：从城投和企业债利差来看，风险并不大（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(4) 策略观点：底部可能已经基本形成，1-2 个季度内指数有望持续回升。 Q2 经济增速放缓、2-6 月汇率贬值、3-5 月商品调整、4 月一季报和 7-8 月中报、房地产再次走弱，这些利空虽然并没有完全扭转，但从调整时间、幅度和市场情绪来看，我们认为，调整大概率已经充分。未来 1-2 个季度，很难再出现投资者超预期的利空了，股市大概率已经进入新的上涨趋势，这一次上涨速度不会很快，但时间可能不短。从长期的角度，上涨的最大动力是估值，第二大动力是 30 多个一级行业盈利下降的时间大多已经进入尾声，从周期的角度来看，下半年大概率会陆续有很多行业进入景气度上行周期。从短期来看，上涨也有两个驱动因素：(1) 始于 5 月底的政策变化，正在变得越来越强，特别是 7 月底以来，政策密度和力度均有所加强。(2) Q2 经济快速走弱后，Q3 随着商品价格反弹、去库存压力缓和，经济走弱速度大概率放慢，甚至有一定的可能出现季节性回升。

图 8：大势研判（单位：点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

行业配置建议：配置风格或可偏向进攻，短期内先布局超跌地产链、消费链，中特估主题内部下半年超配金融类（证券银行），Q3 后期可能会进一步提高上游周期的配置重要性。（1）消费链、地产链：虽然今年的经济恢复波折很多，但我们认为无需过度悲观，后续可能会出现政策微调，大概率存在超跌后预期修复的上涨。

（2）中特估&TMT：这些板块前期的调整主要是交易拥挤后的调整，从战略上，由于经济尚未恢复，大部分板块盈利验证一般，所以有长期逻辑的中特估和 TMT 依然会有机会，不过由于中报临近，或不宜追涨，相对低位的中特估可以持续关注。如果经济持续弱，中特估中建筑公用事业可能会偏强，而如果经济预期逐渐企稳，中特估中金融和周期可能会更强。（3）Q3 建议关注周期：周期股当下受到全球库存周期下行的影响，整体偏弱，但随着库存周期下降进入尾声，2023 年 Q4-2024 年，宏观需求存在回升的可能。我们认为，考虑到长期产能建设不足，需求、供给和估值可能会共振。

表 1：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	绝对收益	高仓位
	相对收益	证券、房地产、家电、有色金属
行业配置观点	周期	2022 年的周期股分化很大，上游资源煤炭、石油石化涨幅较大，但和国内房地产链相关的周期跌幅较大。从当下展望 2023 年全年，国内经济的逻辑正在变得比海外经济的逻辑更强，受全球经济影响的大宗商品价格半年内可能还会下降。Q1 周期股在演绎中特估、黄金、美国降息预期等偏主题的机会。这一过程 Q2 告一段落并有所调整，Q3 后期，随着库存周期下降进入尾声，周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑。
	消费	消费板块大概率会有超额收益，因为：（1）经过 1 年半的估值消化后，整体估值较为合理；（2）疫情和稳增长政策大概率继续往好的方向发展，有利于年度盈利预期的修复。虽然今年的经济恢复波折很多，但我们认为无需过度悲观，后续可能会出现政策微调，大概率存在超跌后预期修复的上涨。
	成长	新能源车、光伏、半导体等行业，长期需求逻辑较好，但由于供需错配相比 2021 年有所减少，所以 2022 年以来的波动明显加大。2023 年是牛市的第一年，大概率会有新的产业方向逐渐成长为新赛道，建议重点挖掘新赛道，关注计算机、传媒互联网、机械设备等。8 月季报附近，成长大概率会开始有分化。下一次机会估计要等三季报。
	金融地产	银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益。近期由于政策调整速度较快，金融地产再次走强，证券可能是季度级别较大的机会，建议重点关注。

资料来源：信达证券研发中心

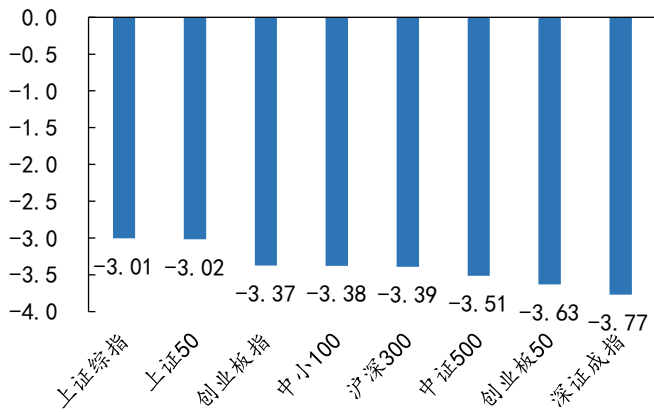
二、上周市场变化

上周 A 股主要指数均下跌，深证成指（-3.77%）跌幅最大，上证综指（-3.01%）跌幅最小，申万一级行业本周均下跌，其中通信（-6.26%）、建筑材料（-4.87%）、家用电器（-4.79%）领跌。概念股中，卫星概念（10.01%）、远程办公（2.29%）、芬太尼（1.92%）领涨，激光雷达（-15.96%）领跌。

上周全球股市重要指数多数下跌，其中日经 225（0.87%）、法国 CAC40（0.34%）上涨，上证综指（-3.01%）、恒生指数（-2.38%）领跌。上周商品市场涨跌不一，其中，LME 锌（3.08%）、PTA（1.48%）领涨，玻璃（-4.44%）领跌。另外在 2023 年全球大类资产年收益率指标中，日经 225（24.45%）、富时发达市场指数（14.03%）、富时环球（12.90%）排名较高，而南华工业品指数（-1.89%）、美元指数（-0.59%）、布伦特原油（0.95%）排名靠后。

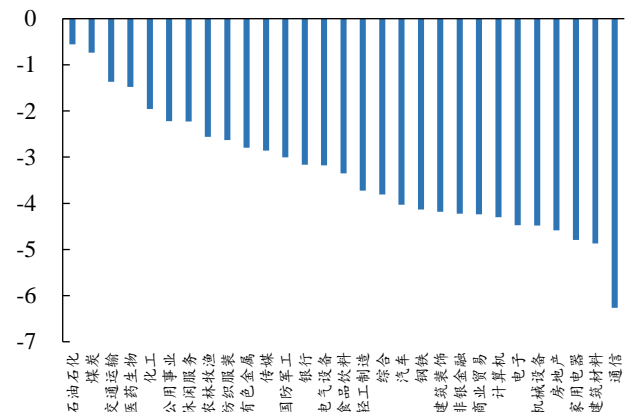
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出（陆股通）共计 255.80 亿元（前值净流入 124.67 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购投放 180 亿元，累计净回笼 350 亿元。截至 2023 年 8 月 11 日，银行间拆借利率上周均值相比前期有所下降，十年期国债收益率上周均值相比前期有所下降。从公募机构股票持仓来看，普通股票型基金上周仓位均值相比前期有所上升，偏股混合型基金上周仓位均值相比前期有所上升。

图 9：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）



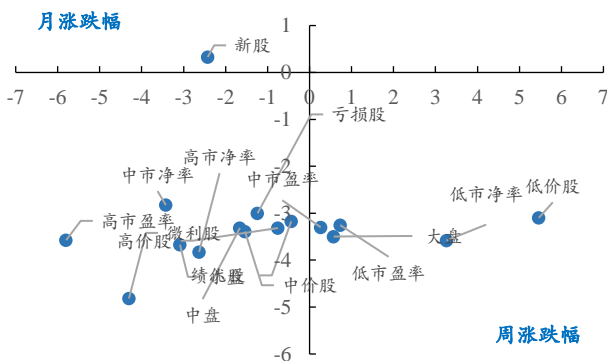
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 10：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



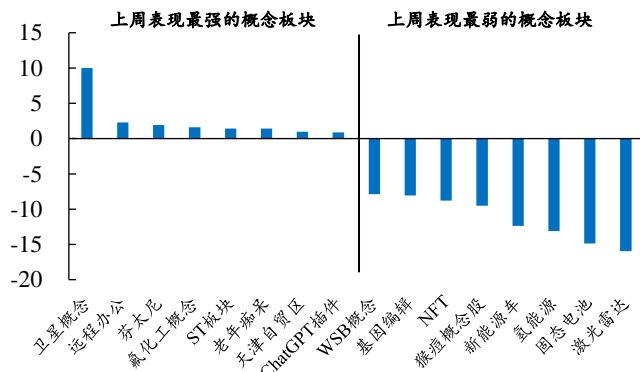
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 11：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）

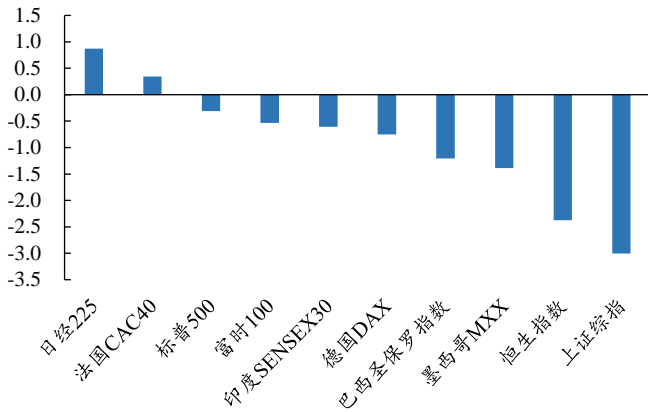


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

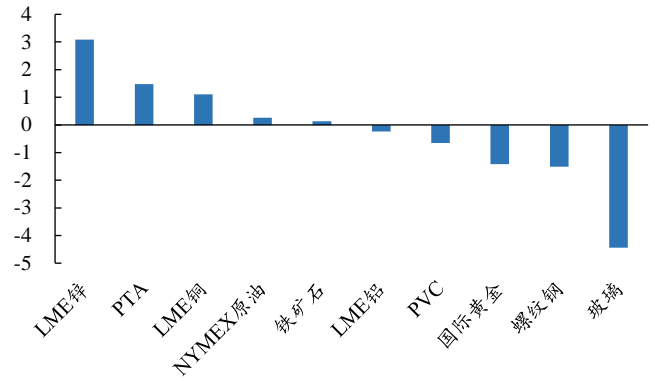
图 12：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



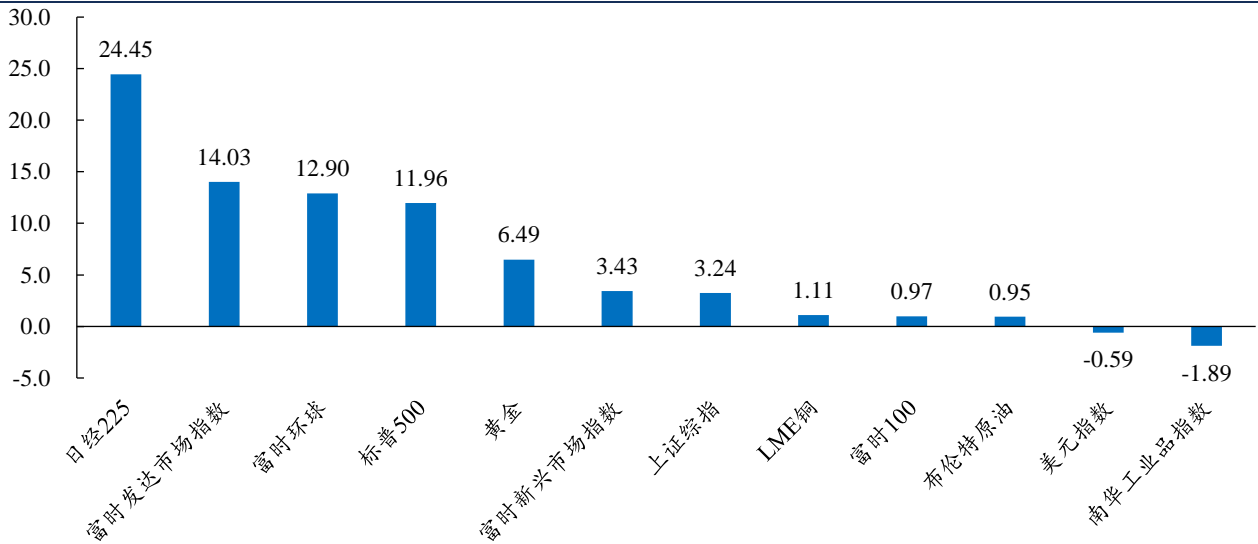
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 13: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

图 14: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 15: 2023 年全球大类资产收益率 (单位: %)


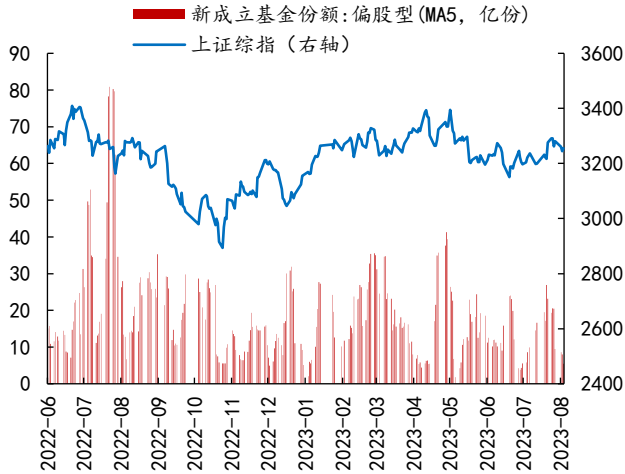
资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 沪股通累计净买入 (单位: 亿元)

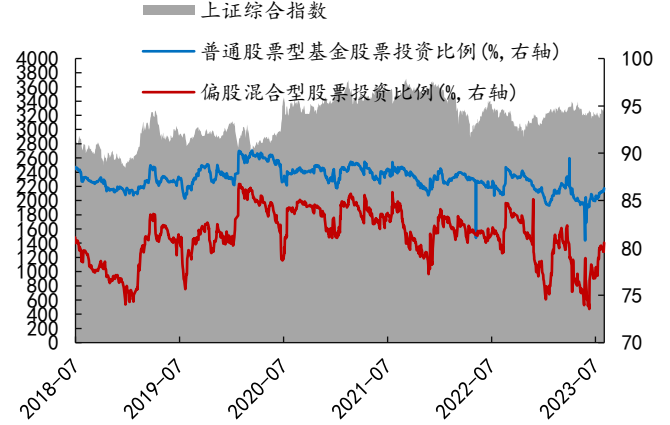

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 融资余额 (单位: 亿元)

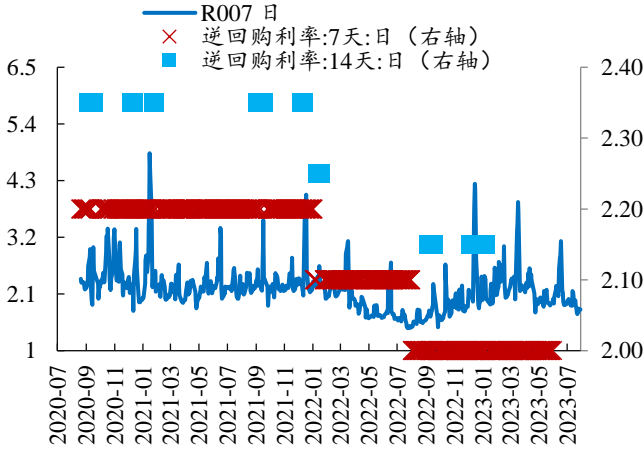

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 新发行基金份额 (单位: 亿份)


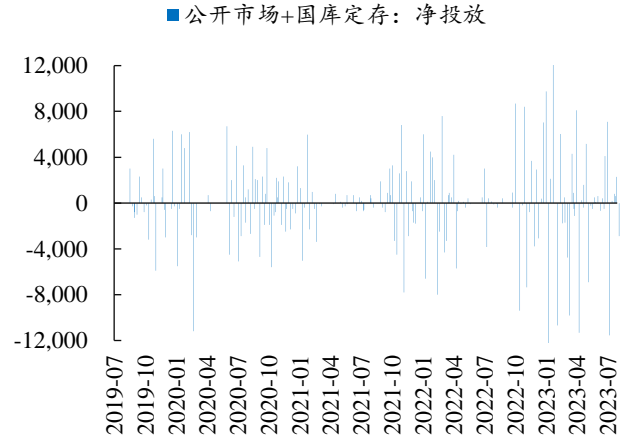
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 基金仓位估算 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)


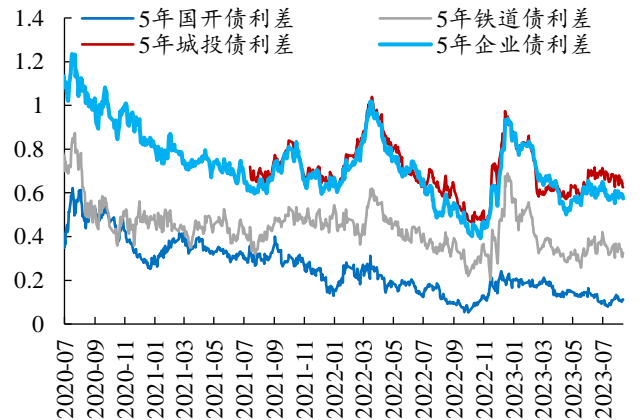
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 21: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 22: 长期国债利率走势 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 23: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准 20%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。