



2022年10月14日

美国库存周期与大类资产配置启示

✍ 王笑

投资咨询从业资格号: Z0013736

✉ Wangxiao019787@gtjas.com

✍ 唐立(联系人)

期货从业资格编号:F03100274

✉ Tangli026575@gtjas.com

【报告导读】

美国库存周期相较于我国存在切换更快的特点。三季度美国进入主动去库存周期,和中国一样,进入到需求降、库存降的经济环境中。我们选取了权益类(美股)、外汇固收类(美元指数、美债收益率、高收益债利差)、大宗商品类(油、铜、金)资产去观察美国库存周期与大类资产配置的规律。以过往平均的主动去库存时长来看,中美有望在一季度末同时步入被动去库存周期。彼时权益类、商品类资产胜率于收益率将显著提升。在此之前,美国通胀与加息的演绎路径仍是悬而未决的主要矛盾,但近来市场似乎出现脱敏的前兆。

【正文】

1. 美国库存周期

在过去的报告中（详情请见专题报告《库存周期与大类资产配置》），我们讨论了我国库存周期的变化对大类资产配置的启示。

我们以销售与库存指标去刻画美国的库存周期。三季度最显著的变化是，美国由被动补库存进入到了主动去库存。

美国的库存周期整体切换速度更快，时长更短。对比中国3年半的一轮库存周期时长，美国一轮库存周期在过去的26年内平均市场仅为3年。本轮库存周期中，中国在二季度率先进入主动去库周期，原本领先美国一个小阶段。三季度美国进入主动去库后，中美同时处于主动去库小周期，重回同一起跑线。

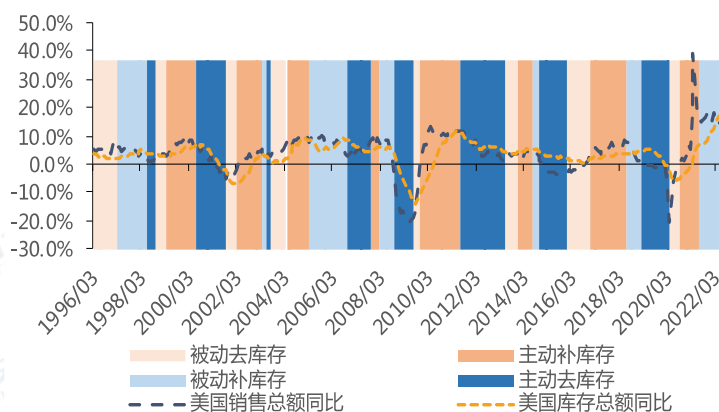
我们选取了权益类（美股）、外汇固收类（美元指数、美债收益率、高收益债利差）、大宗商品类（油、铜、金）资产去观察美国库存周期与大类资产配置的走势。

图1:美国过去26年库存周期一览，单轮平均时长约3年

库存周期	时间	被动去库存(月)	主动补库存(月)	被动补库存(月)	主动去库存(月)	总时长(月)
1	1996/3-1998/9	12	7	8	4	31
2	1998/10-2002/2	6	14	6	3	29
3	2002/3-2003/6	3	10	2	2	17
4	2003/7-2007/3	9	11	18	6	44
5	2007/4-2009/6	6	4	8	9	27
6	2009/7-2013/4	4	20	0	20	44
7	2013/5-2015/11	7	7	3	14	31
8	2015/12-2020/3	12	18	8	14	52
9	2020/4-至今	5	10	12	至今4	?
	平均时长(月)	7	11	7	9	34

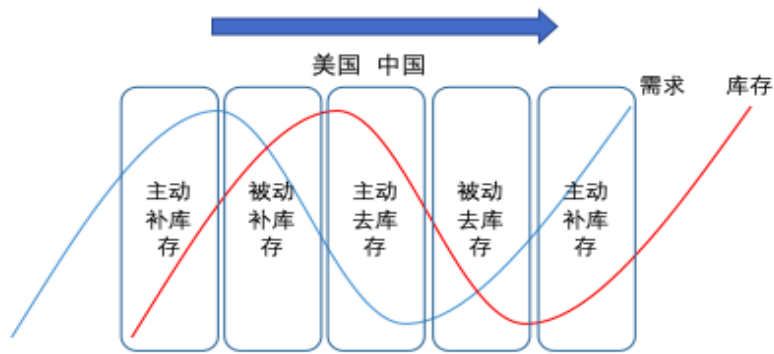
资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图2:美国3季度由被动补库跨入主动去库



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 3:中美重回同一库存周期



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

2. 美国库存周期与大类资产配置

2.1 权益类

在当前的主动去库周期中,历史数据显示美股指数处在胜率、区间收益率双低的阶段,美股三大指数区间收益率均为负。待需求好转切换进入被动去库后,美股三大指数将进入胜率、区间收益率双高的阶段。这一点与我国库存周期隐含的权益资产指引亦相似。

美股三大指数整体的胜率与收益率由高到低排序分别为:被动去库、主动补库、被动补库、主动去库。除主动去库阶段外,道琼斯、标普区间收益均为正,而纳斯达克在对应滞涨期的被动补库区间收益就开始转负。

历史上美国主动去库平均时长为 9 个月,朴素地线性外推下美国将在明年二季度进入被动去库阶段,届时权益资产的顺周期将开启(在不发生系统性风险的前提下)。

9 月超预期的 CPI 数据公布后,2 年期美债上冲 4.53%,创新高后小幅下行,美元指数走势趋同且未破前高,美股三大指数均深度下探后反弹翻红。道琼斯工业指数上涨 2.8%,创下 2020 年 11 月 9 日以来最大单日涨幅,这也是有记录以来道指首次在同一交易日跌超 500 点后上涨至少 800 点。在美联储的连续 75bp 激进加息进入到后半程的情况下,权益市场基于通胀-加息链条的悲观前置交易可能将告一段落。

图 4: 美股当前处在胜率与区间收益率均较差的主动去库阶段

主动去库存 (月)		道琼斯	标普500	纳斯达克
1998/6-1998/9	4	-12.39%	-10.30%	-10.60%
2000/12-2002/2	3	-6.31%	-16.17%	-29.91%
2003/5-2003/6	2	1.53%	1.13%	1.68%
2006/10-2007/3	6	2.26%	3.11%	2.32%
2008/10-2009/6	9	-9.42%	-5.10%	6.63%
2011/7-2013/4	22	22.21%	23.62%	20.77%
2014/10-2015/11	14	1.89%	3.09%	10.32%
2019/2-2020/3	14	-15.43%	-7.18%	2.22%
2022/7至今	4	-12.54%	-13.19%	-14.65%
被动去库存 (月)		道琼斯	标普500	纳斯达克
1996/3-1997/2	12	23.10%	22.51%	18.85%
1998/10-1999/3	6	13.90%	17.08%	38.95%
2001/9-2002/2	6	14.23%	6.32%	15.53%
2003/7-2004/3	9	12.17%	13.72%	14.94%
2007/4-2007/9	6	6.37%	2.99%	6.99%
2009/7-2009/10	4	5.90%	4.93%	3.37%
2013/5-2013/11	7	6.42%	10.74%	17.48%
2015/12-2016/11	12	9.75%	7.58%	6.32%
2020/4-2020/8	5	16.78%	20.19%	32.46%
主动补库存 (月)		道琼斯	标普500	纳斯达克
1997/3-1997/9	7	20.68%	25.12%	37.98%
1999/4-2000/5	14	-2.47%	6.40%	33.74%
2002/3-2003/3	13	-23.18%	-26.08%	-27.32%
2004/4-2005/2	11	5.29%	8.70%	6.85%
2007/10-2008/1	4	-9.19%	-11.03%	-16.41%
2009/11-2011/6	20	20.01%	20.54%	29.33%
2013/12-2014/6	7	1.51%	6.05%	5.54%
2016/12-2018/5	18	23.55%	20.83%	38.25%
2020/9-2021/6	10	24.19%	27.79%	29.88%
被动补库存 (月)		道琼斯	标普500	纳斯达克
1997/10-1998/5	8	19.59%	19.26%	11.63%
2000/6-2000/11	6	-0.32%	-9.60%	-34.50%
2003/4-2003/5	2	4.37%	5.09%	8.99%
2005/3-2006/9	19	11.19%	13.15%	12.96%
2008/2-2008/9	8	-11.54%	-12.35%	-7.91%
2014/7-2014/9	3	2.90%	2.16%	2.83%
2021/7/1-2022/6	12	-11.91%	-13.88%	-24.83%

资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 5: 统计显示, 在进入被动去库后, 胜率与收益率将显著抬升

库存周期	道琼斯		标普500		纳斯达克	
	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现
主动去库存	44%	-3.13%	44%	-2.33%	67%	-1.25%
被动去库存	100%	12.07%	100%	11.78%	100%	17.21%
主动补库存	67%	6.71%	78%	8.70%	78%	15.32%
被动补库存	57%	2.04%	57%	0.55%	57%	-4.40%

资料来源: Wind、国泰君安期货研究

2.2 外汇固收类

在以往的主动去库周期下，美元指数上涨概率较高伴随着10年期美债收益率下行概率较高。其背后隐含的逻辑在于，在对应的衰退经济周期中，美国经济较其余国家更有韧性，同时美联储又倾向于使用较为宽松的货币政策托底经济。

本轮主动去库周期下，美联储以控通胀为目的的加息周期仍在继续，并带动了全球其它经济体央行的加息跟随，同时全球需求较弱，欧洲深陷能源危机。这一情形造成了美元指数与10年期美债收益率当前均强势上行的态势，这也是权益类资产面临的流动性与估值压力。

按统计数据来看，美元指数通常于主动去库周期下见顶，但本轮见顶的时间仍需观察美国通胀的回落、欧洲能源危机的演变等一系列宏观事件的演绎方向。

高收益企业债信用利差往往在经济滞涨期对应的被动补库阶段大幅走阔，在复苏期的被动去库阶段收敛。

图6:本次主动去库周期中，美元指数与10年期美债收益率同时上涨

库存周期 主动去库存	时长 (月)	区间收益率		bp变动
		美元指数	10年期美债收益率	高收益企业债利差
1998/6-1998/9	4	-4.91%	-100	258
2000/12-2002/2	3	9.00%	-24	-97
2003/5-2003/6	2	1.57%	17	-66
2006/10-2007/3	6	-2.80%	4	-44
2008/10-2009/6	9	-6.34%	-48	-562
2011/7-2013/4	22	10.64%	-112	-103
2014/10-2015/11	14	15.32%	-14	210
2019/2-2020/3	14	2.85%	-203	485
2022/7至今	4	5.97%	116	60
被动去库存	(月)			
1996/3-1997/2	12	9.74%	22	273
1998/10-1999/3	6	6.76%	61	-133
2001/9-2002/2	6	5.01%	28	-199
2003/7-2004/3	9	-9.58%	-63	-126
2007/4-2007/9	6	-4.62%	-4	146
2009/7-2009/10	4	-2.50%	-11	-162
2013/5-2013/11	7	-3.18%	59	-35
2015/12-2016/11	12	2.91%	10	-228
2020/4-2020/8	5	-6.91%	8	-261
主动补库存	(月)			
1997/3-1997/9	7	2.45%	-80	-25
1999/4-2000/5	14	7.45%	93	140
2002/3-2003/3	13	-16.49%	-159	64
2004/4-2005/2	11	-8.87%	-17	-108
2007/10-2008/1	4	-1.71%	-81	259
2009/11-2011/6	20	-0.52%	-3	-223
2013/12-2014/6	7	-0.51%	-51	-47
2016/12-2018/5	18	-8.20%	38	-59
2020/9-2021/6	10	-1.58%	76	-237
被动补库存	(月)			
1997/10-1998/5	8	5.06%	-28	19
2000/6-2000/11	6	7.68%	-55	289
2003/4-2003/5	2	-4.03%	-52	35
2005/3-2006/9	19	2.33%	14	-8
2008/2-2008/9	8	7.44%	32	329
2014/7-2014/9	3	5.46%	-6	36
2021/7/1-2022/6	12	13.68%	174	255

资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 7: 美元指数在主动去库阶段见顶概率较大

库存周期	美元指数		10年美债收益率		高收益企业债利差	
	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现
主动去库存	67%	3.48%	33%	-40	44%	16
被动去库存	44%	-0.26%	67%	12	22%	-81
主动补库存	22%	-3.11%	33%	-20	33%	-26
被动补库存	86%	5.38%	43%	11	86%	136

资料来源: Wind、国泰君安期货研究

2.3 商品类

从商品的角度看, 过去 26 年黄金长钱受益于美国 TIPS 收益率中枢的持续降低与近年来多个经济体的负利率潮, 因此统计数据中的区间收益率均为正。今年以来, 黄金并未表现出 70 年代大滞涨时期的强势, 其根本原因可能在于黄金配置的驱动力由抗通胀转为了抗通缩。并且在 70 年代, 布雷顿森林体系刚刚宣告结束时, 人们对黄金作为价值符号的认可度仍然较高。当下全球面临着货币经济学理论的重塑, 黄金在中长期的驱动力仍需发掘。

原油与铜均在类衰退的主动去库存时期迎来胜率、区间收益率双低的格局。切换至被动去库周期后, 表现均显著提升。这点与权益类资产反弹逻辑相似, 但又似乎存在着矛盾。倘若需求转好, 商品价格反弹, 叠加需求侧的价格粘性 (尤其是工资、房租等) 时滞, 势必将造成 CPI 的回落至美联储目标区间的速度放慢。这条传导路径是否会引发美联储超调目标利率引发需求崩溃, 从而产生系统性风险, 进一步打击商品与权益资产的表现 (硬着陆衰退链条)。亦或是通胀数据平稳回落, 市场逐渐脱敏, 加息下半场确立, 整体需求逐渐触底回升 (软着陆链条)。这些中远期的潜在情景均被放大至当前的市场交易中, 在美国经济数据公布日增加了市场的波动。

除此之外, 原油的供给侧具有明显的博弈情形, 在当今全球格局重塑的背景下, 充满了不确定性。对于美国而言, 外生性的供给冲击似乎已不足为患。但对欧洲而言, 不确定性仍然存在。

图 8:主动去库中油与铜的区间表现均较弱

库存周期	时长 (月)	区间收益率		
		黄金	原油	LME铜
主动去库存				
1998/6-1998/9	4	0.30%	13.82%	-0.61%
2000/12-2002/2	3	9.23%	-18.88%	-14.18%
2003/5-2003/6	2	-5.28%	2.13%	-3.33%
2006/10-2007/3	6	10.25%	12.16%	-6.73%
2008/10-2009/6	9	29.13%	3.07%	19.62%
2011/7-2013/4	22	-9.75%	-2.34%	-28.49%
2014/10-2015/11	14	-9.07%	-48.29%	-31.87%
2019/2-2020/3	14	21.31%	-64.21%	-23.93%
2022/7至今	4	-6.16%	-19.40%	-5.49%
被动去库存				
1996/3-1997/2	12	-8.36%	-5.45%	-6.16%
1998/10-1999/3	6	-4.02%	16.23%	-13.62%
2001/9-2002/2	6	1.05%	-7.21%	9.34%
2003/7-2004/3	9	20.38%	17.09%	66.85%
2007/4-2007/9	6	9.73%	24.27%	3.01%
2009/7-2009/10	4	9.42%	10.87%	12.91%
2013/5-2013/11	7	-10.24%	0.82%	-3.38%
2015/12-2016/11	12	10.72%	33.48%	23.59%
2020/4-2020/8	5	16.79%	126.17%	28.77%
主动补库存				
1997/3-1997/9	7	-4.83%	3.77%	-10.08%
1999/4-2000/5	14	-4.52%	55.47%	11.39%
2002/3-2003/3	13	10.93%	17.98%	-3.72%
2004/4-2005/2	11	12.93%	38.44%	22.13%
2007/10-2008/1	4	16.69%	-2.94%	-5.48%
2009/11-2011/6	20	26.85%	23.47%	34.87%
2013/12-2014/6	7	9.96%	7.06%	-4.89%
2016/12-2018/5	18	13.28%	24.80%	23.79%
2020/9-2021/6	10	-6.54%	82.67%	40.29%
被动补库存				
1997/10-1998/5	8	-5.45%	-27.89%	-15.28%
2000/6-2000/11	6	-6.24%	4.06%	2.91%
2003/4-2003/5	2	7.72%	14.57%	6.60%
2005/3-2006/9	19	40.15%	13.56%	130.84%
2008/2-2008/9	8	-9.66%	-1.18%	-24.14%
2014/7-2014/9	3	-5.55%	-7.14%	-6.31%
2021/7/1-2022/6	12	-0.54%	43.02%	-15.20%

资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 9:黄金过去 26 年受益于全球长期的利率下行 (甚至负利率)

库存周期	黄金		原油		铜	
	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现
主动去库存	56%	4.44%	44%	-14%	11%	-11%
被动去库存	67%	5.05%	78%	24%	67%	13%
主动补库存	67%	8.31%	89%	28%	56%	12%
被动补库存	29%	2.92%	57%	6%	43%	11%

资料来源: Wind、国泰君安期货研究

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521