

宏观利率

专题研究

相似库存周期对当前债市的启示

2022年12月16日

宏观利率/专题报告

分析师:

姓名: 郭瑞

执业登记编码: S0760514050002

邮箱: guorui@sxzq.com

核心观点:

➤ 11月10日以来,随着国内防疫政策优化和地产政策调整,债市宏观顺风环境动摇,随后理财、基金赎回负反馈进一步放大波动。从稳增长目标下经济中长期可能的改善看,收益率向上的方向是确定的。从疫情面临的感染高峰、短期经济表现、微观主体信心看,收益率没有快速上行的基础。本文通过考察2005年以来相同库存周期下收益率波动特征,结合目前疫情政策、经济基本面、稳增长增量政策、货币政策等因素,讨论收益率未来的可能走势。

➤ 当前库存周期处于主动去库存阶段,那么历史上相似库存周期收益率表现如何?如果用PMI(3个月移动平均)来观察库存周期。2005年至今,明显的主动去库存阶段主要发生于四个时期。分别是2008年12月至2009年2月、2012年5月至2012年8月、2015年6月至2016年2月、2018年12月至2019年2月。上述四轮主动去库存及后续的经济恢复下,债券走势表现出以下特征:

➤ 第一,主动去库存阶段均对应债券市场“牛尾”行情。进一步地,经济逆周期项如基建的恢复对应收益率的底部震荡,顺周期项恢复后,“熊市”才正式开启。

➤ 第二,在主动去库存后的震荡市中,收益率大概率会阶段性回调,但程度有所不同。其中2009年二季度、2013年二季度未回调至前低,2016年三季度、2019年三季度再次创阶段性低点。但整体来说,收益率回调的低点均未大幅偏离前低。如10年国债收益率2016年三季度、2019年三季度低点分别低于前低10bp、6bp。背后的原因我们认为一是宽货币后政策往往聚焦如何引导流动性进入实体经济,政策合力加大,同时,基本面确实有所修复;二是此时收益率一般偏低,市场有所担忧。

➤ 第三,上述前三轮周期中,收益率正式向上拐点的确立均伴随货币政策及资金面实质性收紧。

➤ 市场启示:主动去库存目前尚未完成,“债熊”还未到来,收益率调整后仍有阶段性机会。当前,疫情防控优化的二十条措施以及房地产增量政策均指向需求端重建,同时,宽信用发力、稳增长政策可能“再送一程”,经济“正常化”趋势难以证伪。但也要看到经济回升趋势或难一蹴而就,居民加杠杆动力不足,收入、就业预期好转一方面可以通过疫情精准化防控后的经济社会正常化循环来实现,另一方面中短期内需要进一步加大稳增长政策力度,融资利率客观上需要进一步下行。预计明年一季度货币仍然宽松。短期资金面平稳运行和宽货币预期共振下,债券收益率阶段性触顶后或迎来回调机会。

➤ 风险提示:疫情形势变化;人民币贬值压力加大;居民信心超预期变化。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



目录

1. 中期经济“正常化”难以证伪，短期主动去库存.....	4
2. 相似库存周期阶段债券收益率表现如何？	5
2.1 第一轮：2008年12月至2009年2月.....	5
2.2 第二轮：2012年5月至2012年8月.....	8
2.3 第三轮：2015年6月至2016年2月.....	9
2.4 第四轮：2018年12月至2019年2月.....	12
2.5 四轮相同周期阶段债市走势对当前的启示.....	14
3. 宽货币仍是融资利率下行的前置动作.....	15
4. 市场启示：收益率将迎来回调.....	16
5. 风险提示.....	16

图表目录

图 1： 制造业 PMI（3 个月移动平均）显示 2022 年 7 月以来企业进入主动去库存（%）	4
图 2： 2022 年 5 月以来工业企业库存增速开始回落（%）	4
图 3： PMI 显示的 2008 年以来的四轮主动去库存（%）	5
图 4： 工业企业经营数据显示的 2008 年以来的四轮主动去库存（%）	5
图 5： 2008 年至 2009 年的 PMI 数据指示的库存周期（%）	6
图 6： 2008 年至 2009 年 10 年国债收益率和 R007 走势（%）	7
图 7： 2012 年至 2013 年 PMI 数据指示的库存周期(%).....	8
图 8： 2012 年至 2013 年 10 年国债收益率和 R007 走势(%).....	8
图 9： 2015 年至 2016 年 PMI 数据指示的库存周期(%).....	10
图 10： 2015 年至 2016 年 10 年国债收益率和 R007 走势（%）	10

图 11: 2018 年至 2019 年 PMI 数据指示的库存周期(%).....	12
图 12: 2018 年至 2019 年 10 年国债收益率和 R007 走势(%).....	13
图 13: 主动去库存及之后一段时期 10 年国债收益率表现 (%)	14
图 14: 四轮周期中 10 年国债收益率低位震荡期对应着基建投资增速上行 (%)	14
图 15: 货币市场利率走势与货币政策工具 (%)	15
图 16: DR007 走势 (%)	16
图 17: 2022 年 7 月以来公开市场净投放量 (亿元)	16
表 1: 2008 年至 2009 年主要经济指标运行情况 (%)	7
表 2: 2012 年至 2013 年主要经济指标运行情况 (%)	9
表 3: 2015 年至 2016 年主要经济指标运行情况 (%)	11
表 4: 2018 年至 2019 年主要经济指标运行情况 (%)	13

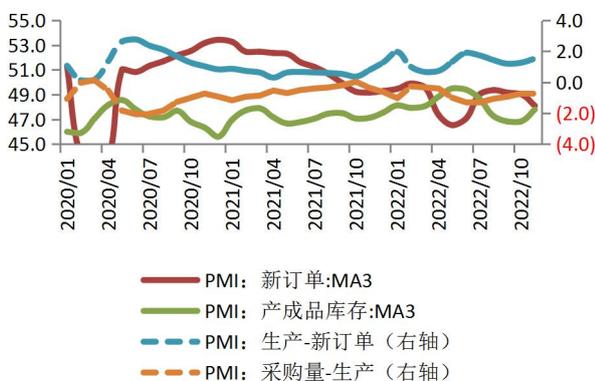
11月10日以来，随着国内防疫政策优化和地产政策调整，债市宏观顺风环境动摇，随后理财、基金赎回负反馈进一步放大波动。从稳增长目标下经济中长期可能的改善看，收益率向上的方向是确定的。从疫情面临的感染高峰、短期经济表现、微观主体信心看，收益率没有快速上行的基础。本文通过考察2005年以来相同库存周期下收益率波动特征，结合目前疫情政策、经济基本面、稳增长增量政策、货币政策等因素，讨论收益率未来的可能走势。

1. 中期经济“正常化”难以证伪，短期主动去库存

疫情防控优化的二十条措施以及房地产增量政策均指向需求端重建，经济“正常化”趋势难以证伪，但短期继续回落。大疫三年，需求端无法正常化始终是经济循环的痛点。党的二十大强调发展仍是第一要务，针对短期需求端和地方财力不足的局面，政策也需要向更多方向突破。此次疫情防控优化的二十条措施以及房地产增量政策均指向经济社会正常化循环后需求环境可能的改善。但也要看到上述两个政策对经济的效果并非一蹴而就。地产投资修复大概率还是要等到销售端稳定、地产供给端去化和销售相匹配带来地产信用端的自发企稳，这还需要一个过程。疫情防控优化后也会面临短期内感染人数大幅攀升导致的供需双弱。

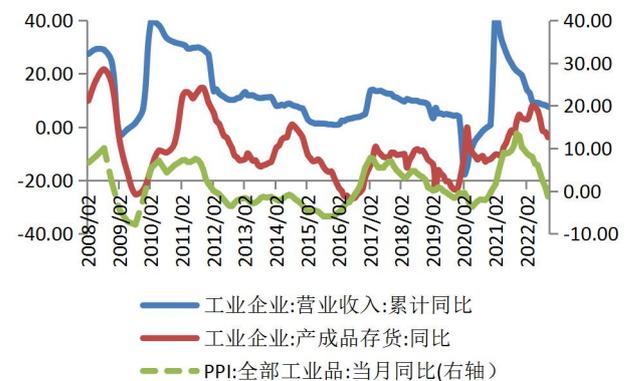
在需求短期并非强复苏的假设下，从工业企业库存周期运行看，当前主动去库存可能还要经历一段时间。2021年下半年至2022年上半年，受疫情反复扰动，库存周期始终处于被动补和主动去相互交织的状态，其中以被动补库存为主要脉络。2022年下半年以来，随着上一轮疫后修复，经济进入主动去库存，但随着疫情多发散发再度引发需求回落，未来经济复苏可能一波三折。

图1：制造业 PMI（3 个月移动平均）显示 2022 年 7 月以来企业进入主动去库存（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图2：2022 年 5 月以来工业企业库存增速开始回落（%）

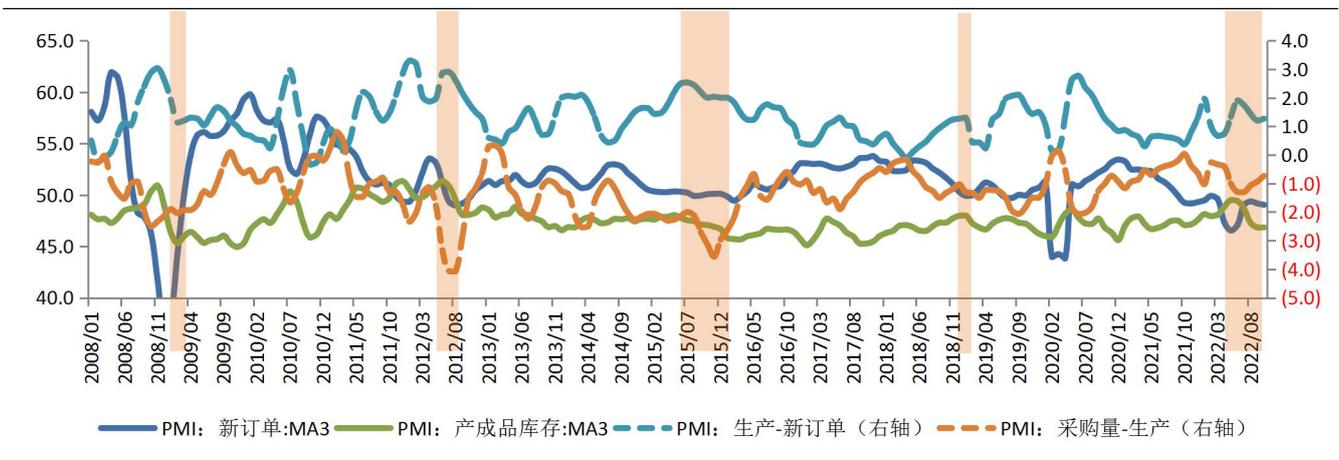


资料来源：wind，山西证券研究所

2. 相似库存周期阶段债券收益率表现如何？

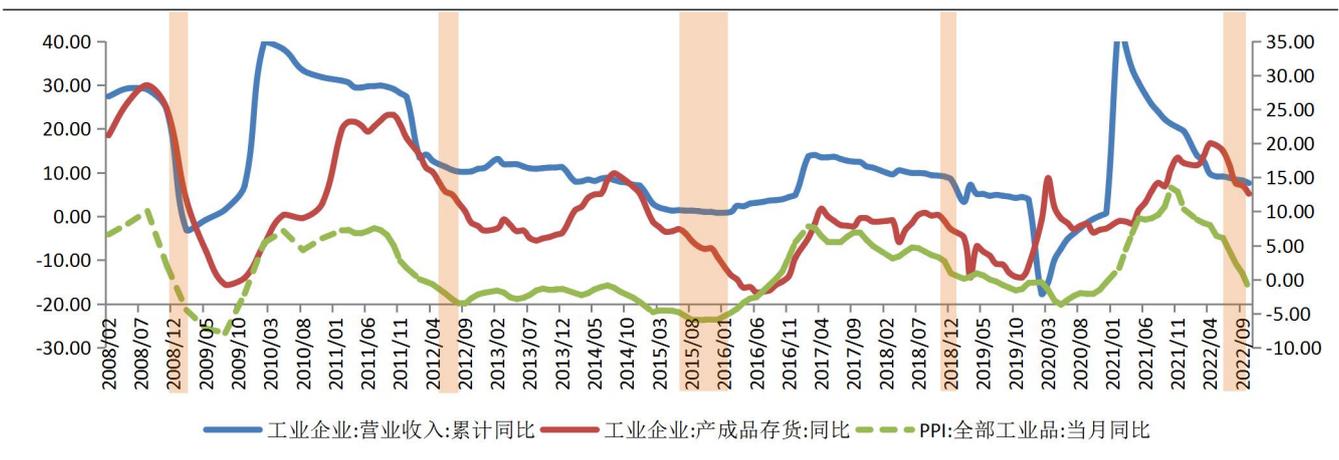
当前库存周期处于主动去库存阶段，那么历史上相似库存周期中收益率表现如何？如果用 PMI（3 个月移动平均）来观察库存周期。2008 年至 2019 年，明显的主动去库存阶段主要发生于四个时期，分别是 2008 年 12 月至 2009 年 2 月、2012 年 5 月至 2012 年 8 月、2015 年 6 月至 2016 年 2 月、2018 年 12 月至 2019 年 2 月。

图 3：PMI 显示的 2008 年以来的四轮主动去库存（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：工业企业经营数据显示的 2008 年以来的四轮主动去库存（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

2.1 第一轮：2008 年 12 月至 2009 年 2 月

2008 年 12 月至 2009 年 2 月，PMI 产成品库存指数从 11 月的 50.9% 回落至 45.3%，生产回落快于需

求，企业采购谨慎，PPI 快速回落并转负，库存周期由 2008 年 4 月以来的被动补转为主动去。债市处于“牛尾”阶段，12 月至 1 月中旬 10 年国债收益率回落 32bp。背景是受美国次贷危机向全球传导，国内宏观经济加速下滑，“四万亿”投资计划推出，同时，通胀上行预期降低，货币政策全面转向宽松以应对恶化的经济形势。2008 年四季度降准 4 次，降低存款利率 4 次，贷款基准利率 5 次。宽信用方面，明确取消对金融机构信贷规划的硬约束，积极配合国家扩大内需等一系列刺激经济的政策措施。同时，实施了积极的财政政策和扩大内需十项措施。在 2008 年 12 月降准降息后，货币市场利率继续回落。

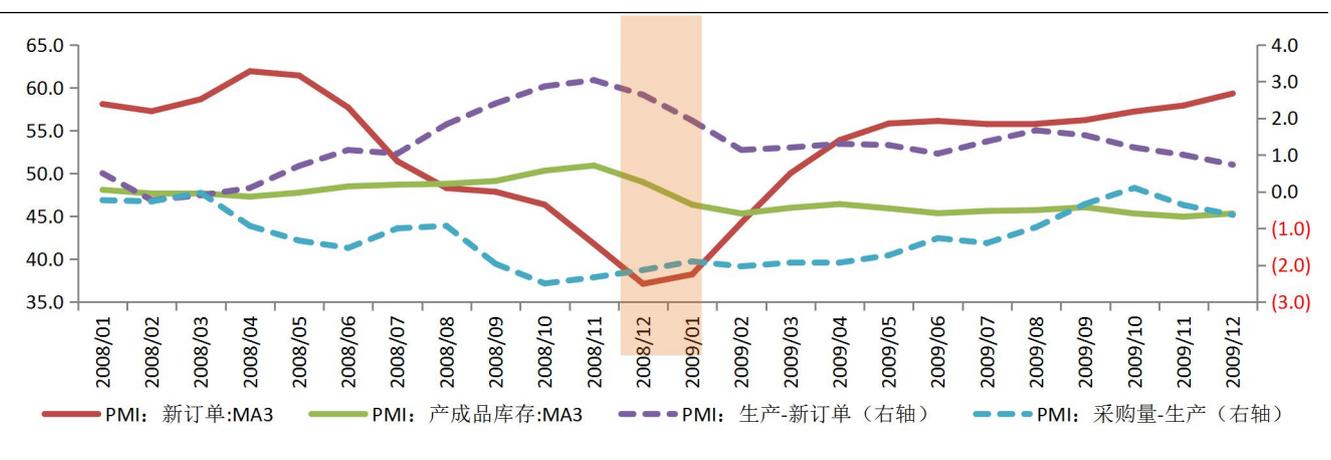
2009 年 1 月下旬，债市行情开始反转，1 月下旬至 2 月 15 日收益率回升 53bp。12 月社融和 PMI 企稳回升引发债市担忧。

2 月下旬至 5 月是震荡市。在全球经济陷入衰退，国外需求萎缩，国内经济内生增长动力和政府拉动投资表现分化的情况下，2 月至 5 月经济喜忧参半。同时，货币政策基调由宽松进入“相机抉择”，但 R007 大部分时间在 0.93%-0.95% 运行。

6 月至年末收益率一路上升。2009 年 6 月后，房地产投资、消费等内生性需求和出口有效承接了政府投资，工业增加值增速重新站上 10%，经济增速重回平衡。同时，金融危机影响接近尾声，“加强和完善宏观审慎监管，防范和化解系统性金融风险”成为下一步的重要课题，央行开始抓紧研究建立和完善宏观审慎监管框架。货币政策正式转向“适度”。

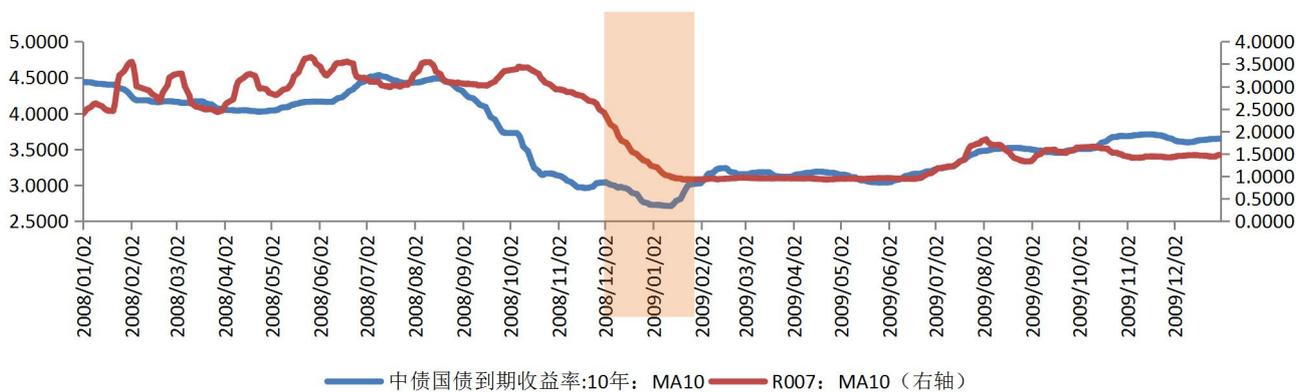
整体来看，2009 年，在国内经济内生动力尚未完全复苏的情况下，货币政策“相机抉择”是 2 月下旬至 5 月资金利率维持低位和债券收益率震荡的主要原因。由于应对危机的经济刺激力度之大，6 月顺周期项复苏后，经济持续向上，鲜有反复，收益率的快速回升是经济基本面和货币政策转向共同推动的结果。但 2009 年过度宽松的流动性也催生了产能过剩、房地产泡沫和债务膨胀，为 2015 年供给侧改革埋下伏笔。

图 5：2008 年至 2009 年的 PMI 数据指示的库存周期（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：2008 年至 2009 年 10 年国债收益率和 R007 走势（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 1：2008 年至 2009 年主要经济指标运行情况（%）

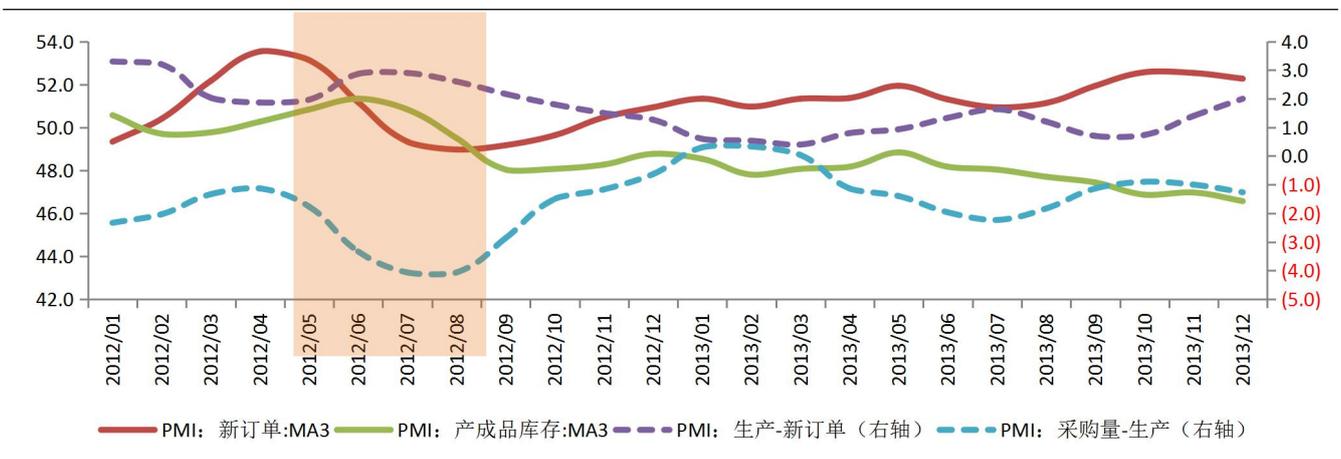
指标名称	工业增加值: 当月同比	固定资产投资: 累计同比	制造业投资: 累计同比	基建投资: 累计同比	房地产开发投资: 累计同比	商品房销售面积: 累计同比	社零: 当月同比	汽车销售: 当月同比	出口: 当月同比	新增社融: 3 个月累计同比	M2: 同比	人民币贷款存量: 同比	工业企业: 利润总额: 累计同比	PPI: 当月同比	CPI: 当月同比
2008-01	15.4	--	--	--	--	--	21.2	19.8	26.8	34.6	18.9	--	--	6.1	7.1
2008-02	15.4	24.3	35.8	3.6	32.9	-4.2	19.1	19.9	6.3	43.7	17.5	--	16.5	6.6	8.7
2008-03	17.8	25.9	31.9	11.6	32.3	-2.0	21.5	24.7	30.4	34.8	16.3	--	--	8.0	8.3
2008-04	15.7	25.7	31.2	12.9	32.1	-4.9	22.0	14.1	22.1	17.4	16.9	--	--	8.1	8.5
2008-05	16.0	25.6	30.5	13.8	31.9	-7.2	21.6	17.1	28.3	17.9	18.1	--	20.9	8.2	7.7
2008-06	16.0	26.8	31.4	16.3	33.5	-7.2	23.0	15.1	17.3	10.4	17.4	--	--	8.8	7.1
2008-07	14.7	27.3	32.2	18.5	30.9	-10.8	23.3	3.9	26.9	18.5	16.4	--	--	10.0	6.3
2008-08	12.8	27.4	33.0	18.5	29.1	-14.7	23.2	-6.4	21.5	-9.7	16.0	--	19.4	10.1	4.9
2008-09	11.4	27.6	33.4	19.3	26.5	-14.9	23.2	-2.8	21.7	-1.5	15.3	--	--	9.1	4.6
2008-10	8.2	27.2	32.8	20.5	24.6	-16.5	22.0	3.4	19.3	-27.7	15.0	--	--	6.6	4.0
2008-11	5.4	26.8	32.2	20.4	22.7	-18.3	20.8	-14.5	-2.2	-4.9	14.8	--	4.9	2.0	2.4
2008-12	5.7	26.6	30.7	22.7	23.4	-19.7	19.0	-11.6	-2.9	26.5	17.8	18.7	--	-1.1	1.2
2009-01	-2.9	--	--	--	--	--	18.5	-14.4	-17.6	46.4	18.8	--	--	-3.4	1.0
2009-02	11.0	26.5	25.4	46.5	1.0	-0.3	11.6	24.7	-25.8	67.5	20.5	--	-37.3	-4.5	-1.6
2009-03	8.3	28.6	27.3	45.0	4.1	8.2	14.7	5.0	-17.2	114.4	25.5	--	--	-6.0	-1.2
2009-04	7.3	30.5	29.0	47.5	4.9	17.5	14.8	25.0	-22.8	112.1	25.9	--	--	-6.6	-1.5
2009-05	8.9	32.9	29.9	49.9	5.8	25.5	15.2	34.0	-26.5	121.6	25.7	--	-22.9	-7.2	-1.4
2009-06	10.7	33.6	29.3	50.8	8.3	31.7	15.0	36.5	-21.3	121.5	28.5	--	--	-7.8	-1.7
2009-07	10.8	32.9	28.1	49.0	9.5	37.1	15.2	63.0	-23.0	162.4	28.4	--	--	-8.2	-1.8
2009-08	12.3	33.0	27.3	48.4	12.5	42.9	15.4	81.0	-23.4	133.8	28.5	--	-10.6	-7.9	-1.2
2009-09	13.9	33.3	27.7	47.3	15.4	44.8	15.5	77.2	-15.3	77.9	29.3	--	--	-7.0	-0.8
2009-10	16.1	33.1	27.5	45.7	16.6	48.4	16.2	71.4	-13.9	121.4	29.4	--	--	-5.9	-0.5
2009-11	19.2	32.1	26.8	44.7	17.8	53.0	15.8	95.2	-1.2	138.6	29.7	--	7.8	-2.1	0.6
2009-12	18.5	30.4	26.6	42.2	16.1	43.6	17.5	90.6	17.7	68.9	27.7	31.3	--	1.7	1.9

资料来源：wind，山西证券研究所

2.2 第二轮：2012年5月至2012年8月

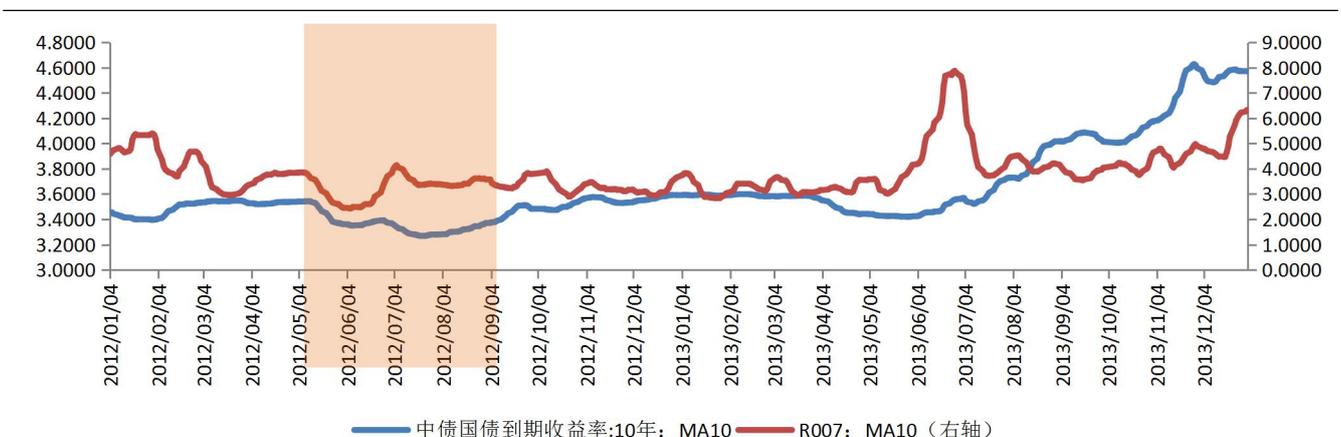
2012年5月至2012年8月，PMI产成品库存指数从50.8%下降至49.5%，企业大幅降低采购，PPI同比增速负向扩大。“牛尾”行情中10年国债收益率回落约27bp。背景是全球经济增速显著放缓，国内出口增速再下台阶，2011年楼市“限购令”开启地产调控。从经济数据看，2011年8月商品房销售触顶回落，2012年上半年销售下滑10%，地产投资、制造业投资回落，工业企业利润负增，与之相反的是基建投资在逆周期政策下触底回升。此后至年末随着需求修复，企业生产弱于需求，但加速采购，库存持续去化，由主动去库存进入被动去库存阶段，债券进入“弱熊市”。促进经济修复的因素主要包括房地产局部区域政策的微调、基建较快增长、消费恢复等。

图7：2012年至2013年PMI数据指示的库存周期(%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图8：2012年至2013年10年国债收益率和R007走势(%)



资料来源：wind，山西证券研究所

2012年，货币政策整体宽松，资金面平稳运行，经济基本面是债市的主导。但房地产调控和逆周期调节下，经济整体比较平稳，因此收益率向上调整的空间也不是很大。

表 2：2012 年至 2013 年主要经济指标运行情况（%）

指标名称	工业增加值:当月同比	固定资产投资:累计同比	制造业投资:累计同比	基建投资:累计同比	房地产开发投资:累计同比	商品房销售面积:累计同比	社零:当月同比	汽车销售:当月同比	出口:当月同比	新增社融:3个月累计同比	M2:同比	人民币贷款存量:同比	工业企业:利润总额:累计同比	PPI:当月同比	CPI:当月同比	核心CPI:当月同比
2012-01	2.8	--	--	--	--	--	13.1	-26.6	-0.6	-17.5	12.4	--	--	0.7	4.5	--
2012-02	21.3	21.5	24.7	-2.4	27.8	-14.0	16.4	23.7	18.3	-5.4	13.0	--	-5.2	0.0	3.2	--
2012-03	11.9	20.9	24.8	1.8	23.5	-13.6	15.2	0.6	8.8	-7.9	13.4	--	-1.3	-0.3	3.6	--
2012-04	9.3	20.2	24.4	3.3	18.7	-13.4	14.1	4.7	4.8	1.1	12.8	--	-1.6	-0.7	3.4	--
2012-05	9.6	20.1	24.5	4.6	18.5	-12.4	13.8	16.2	15.3	-6.9	13.2	--	-2.4	-1.4	3.0	--
2012-06	9.5	20.4	24.5	8.3	16.6	-10.0	13.7	9.9	11.1	9.8	13.6	--	-2.2	-2.1	2.2	--
2012-07	9.2	20.4	24.9	9.4	15.4	-6.6	13.1	8.2	1.0	46.6	13.9	--	-2.7	-2.9	1.8	--
2012-08	8.9	20.2	23.9	10.2	15.6	-4.1	13.2	8.3	2.7	51.1	13.5	--	-3.1	-3.5	2.0	--
2012-09	9.2	20.5	23.5	12.6	15.4	-4.0	14.2	-1.8	9.8	93.3	14.8	--	-1.8	-3.6	1.9	--
2012-10	9.6	20.7	23.1	14.1	15.4	-1.1	14.5	5.3	11.5	82.5	14.1	--	0.5	-2.8	1.7	--
2012-11	10.1	20.7	22.8	14.0	16.7	2.4	14.9	8.2	2.8	86.5	13.9	--	3.0	-2.2	2.0	--
2012-12	10.3	20.6	22.0	13.7	16.2	1.8	15.2	7.1	14.0	33.7	13.8	15.0	5.3	-1.9	2.5	--
2013-01	17.7	--	--	--	--	--	--	46.4	25.0	65.1	15.9	--	--	-1.6	2.0	1.5
2013-02	2.2	21.2	17.0	23.2	22.8	49.5	12.3	-13.6	21.8	59.2	15.2	--	17.2	-1.6	3.2	1.8
2013-03	8.9	20.9	18.7	25.6	20.2	37.1	12.6	10.7	10.0	58.5	15.7	--	12.1	-1.9	2.1	1.9
2013-04	9.3	20.6	18.4	24.0	21.1	38.0	12.8	13.4	14.6	38.9	16.1	--	11.4	-2.6	2.4	1.8
2013-05	9.2	20.4	17.8	24.1	20.6	35.6	12.9	9.8	0.9	38.3	15.8	--	12.3	-2.9	2.1	1.8
2013-06	8.9	20.1	17.1	23.7	20.3	28.7	13.3	11.2	-3.1	2.6	14.0	--	11.1	-2.7	2.7	1.7
2013-07	9.7	20.1	17.1	23.9	20.5	25.8	13.2	9.9	5.1	-23.4	14.5	--	11.1	-2.3	2.7	1.6
2013-08	10.4	20.3	17.9	24.7	19.3	23.4	13.4	10.3	7.1	-15.7	14.7	--	12.8	-1.6	2.6	1.6
2013-09	10.2	20.2	18.5	24.2	19.7	23.3	13.3	19.7	-0.4	-3.3	14.2	--	13.5	-1.3	3.1	1.7
2013-10	10.3	20.1	19.1	23.1	19.2	21.8	13.3	20.3	5.6	-7.7	14.3	--	13.7	-1.5	3.2	1.8
2013-11	10.0	19.9	18.6	23.2	19.5	20.8	13.7	14.1	12.7	-13.6	14.2	--	13.2	-1.4	3.0	1.8
2013-12	9.7	19.6	18.5	21.2	19.8	17.3	13.6	17.9	4.2	-17.1	13.6	14.2	12.2	-1.4	2.5	1.8

资料来源：wind，山西证券研究所

2.3 第三轮：2015年6月至2016年2月

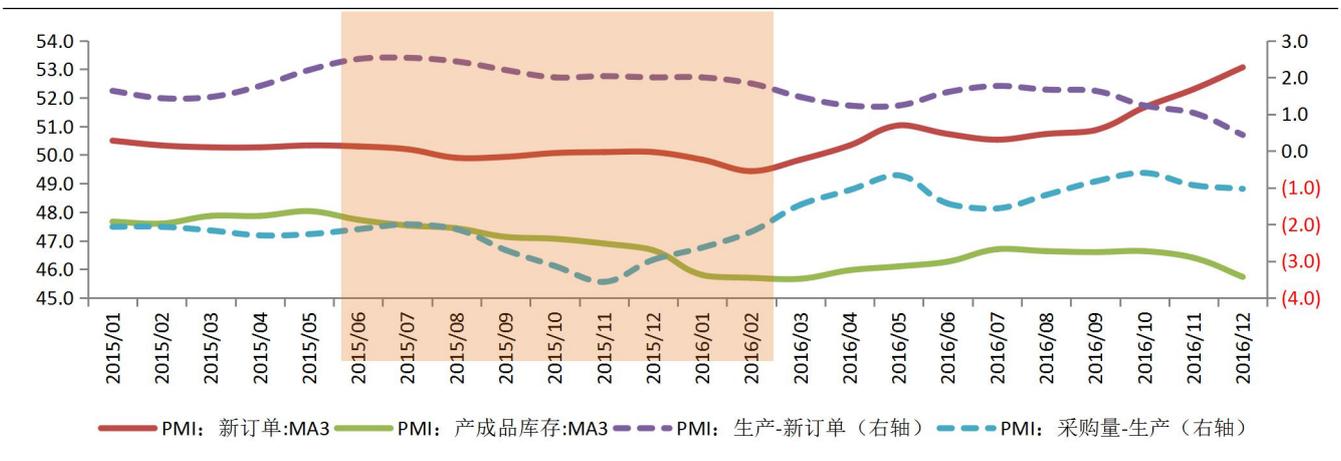
2015年6月至2016年2月，PMI产成品库存指数从47.7%回落至45.7%，生产-新订单、PPI快速回落，同时企业减少采购，工业企业主动去库存。该阶段10年国债收益率从2015年5月的3.60%高点大幅回落83bp至2016年1月的2.78%。背景是外需疲弱、产能过剩和去杠杆，国内经济进入“新常态”。截止2016年2月，PPI连续48个月负增长，企业经营信心不足。除消费和基建外，制造业和房地产投资增长放缓明显。为应对经济收缩压力，2005年上半年央行进行两次普降和一次定向降准，3次存款利率下调；下半年至2016年2月，进行3次降准并改革存款准备金考核制度，并两次下调存款利率。在一系列宽松政策

下，代表货币市场利率水平的 R007 由 4.8%左右下降并稳定在 2.5%左右。

2016 年 3 月至 2016 年 9 月，10 年国债收益率又经历了微幅的回升和回落。

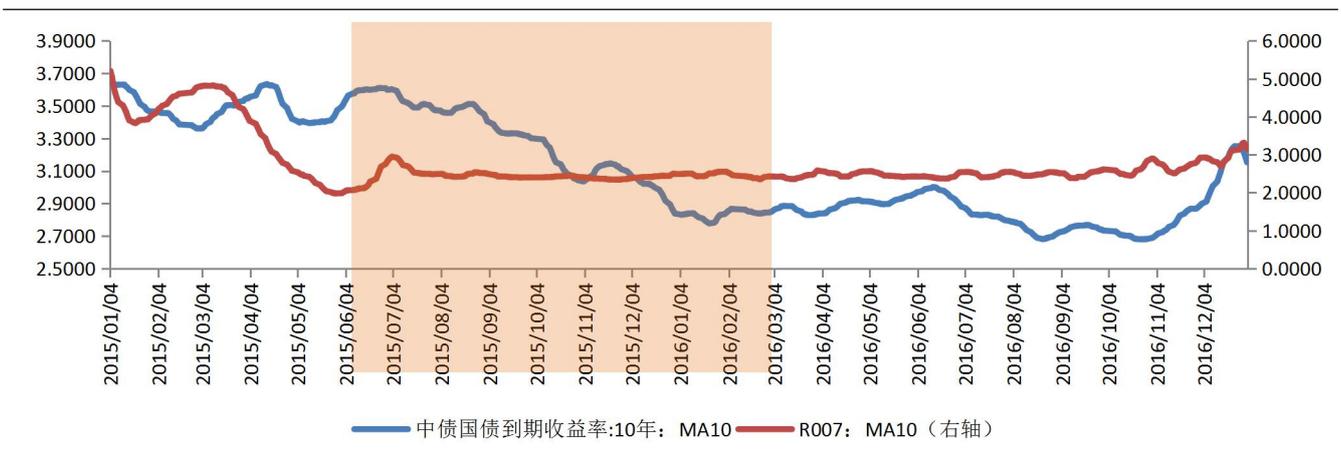
回升主要发生在 3-6 月。在一系列财政基建调节和稳地产政策下，地产和基建投资增速企稳但并非强势回暖，同时制造业投资增速回落。企业生产回升幅度小于需求，但采购量却快于生产，库存边际微幅回补，PPI 低位回升，整体上是一个微幅的主动补库存。货币政策该阶段偏松基调有所微调，开始关注宏观杠杆水平、汇率贬值压力、通胀等。该阶段资金面并未出现大幅紧张局面，R007 仅上行约 6bp 至 2.56%，10 年国债收益率微幅约回升 20bp 至 3.0%。

图 9：2015 年至 2016 年 PMI 数据指示的库存周期(%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：2015 年至 2016 年 10 年国债收益率和 R007 走势 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

表 3：2015 年至 2016 年主要经济指标运行情况（%）

指标名称	工业增加值:当月同比	固定资产投资:累计同比	制造业投资:累计同比	基建投资:累计同比	房地产开发投资:累计同比	商品房销售面积:累计同比	社零:当月同比	汽车销量:当月同比	出口:当月同比	新增社融:3个月累计同比	M2:同比	人民币贷款存量:同比	工业企业:利润总额:累计同比	PPI:当月同比	CPI:当月同比	核心CPI:当月同比
2015-01	9.6	--	--	--	--	--	--	7.6	-3.5	-3.8	10.8	--	--	-4.3	0.8	1.2
2015-02	3.6	13.9	10.6	20.8	10.4	-16.3	10.7	-0.2	48.1	6.6	12.5	--	-4.2	-4.8	1.4	1.6
2015-03	5.6	13.5	10.4	22.8	8.5	-9.2	10.2	3.3	-15.2	-17.3	11.6	14.0	-2.7	-4.6	1.4	1.5
2015-04	5.9	12.0	9.9	20.3	6.0	-4.8	10.0	-0.5	-6.7	-19.6	10.1	--	-1.3	-4.6	1.5	1.5
2015-05	6.1	11.4	10.0	18.7	5.1	-0.2	10.1	-0.4	-3.5	-29.5	10.8	--	-0.8	-4.6	1.2	1.6
2015-06	6.8	11.4	9.7	19.2	4.6	3.9	10.6	-2.3	1.5	-15.5	11.8	13.8	-0.7	-4.8	1.4	1.7
2015-07	6.0	11.2	9.2	18.6	4.3	6.1	10.5	-7.1	-9.2	5.1	13.3	--	-1.0	-5.4	1.6	1.7
2015-08	6.1	10.9	8.9	18.8	3.5	7.2	10.8	-3.0	-5.8	15.7	13.3	--	-1.9	-5.9	2.0	1.7
2015-09	5.7	10.3	8.3	18.1	2.6	7.5	10.9	2.1	-4.1	36.0	13.1	14.0	-1.7	-5.9	1.6	1.6
2015-10	5.6	10.2	8.3	17.4	2.0	7.2	11.0	11.8	-7.1	9.1	13.5	--	-2.0	-5.9	1.3	1.5
2015-11	6.2	10.2	8.4	18.0	1.3	7.4	11.2	20.0	-7.1	-0.7	13.7	--	-1.9	-5.9	1.5	1.5
2015-12	5.9	10.0	8.1	17.3	1.0	6.5	11.1	15.4	-1.9	-3.6	13.3	13.9	-2.3	-5.9	1.6	1.5
2016-01	5.9	--	--	--	--	--	--	7.7	-15.3	29.0	14.0	14.9	--	-5.3	1.8	1.5
2016-02	4.9	10.2	7.5	15.7	3.0	28.2	10.2	-0.9	-28.0	19.8	13.3	14.3	4.8	-4.9	2.3	1.3
2016-03	6.8	10.7	6.4	19.2	6.2	33.1	10.5	8.8	7.5	43.9	13.4	14.5	7.4	-4.3	2.3	1.5
2016-04	6.0	10.5	6.0	19.7	7.2	36.5	10.1	6.3	-5.2	9.4	12.8	14.1	6.5	-3.4	2.3	1.5
2016-05	6.0	9.6	4.6	19.8	7.0	33.2	10.0	9.8	-6.9	8.8	11.8	14.0	6.4	-2.8	2.0	1.6
2016-06	6.2	9.0	3.3	20.3	6.1	27.9	10.6	14.6	-6.8	-24.9	11.8	13.8	6.2	-2.6	1.9	1.6
2016-07	6.0	8.1	3.0	18.7	5.3	26.4	10.2	23.0	-6.5	-26.8	10.2	13.6	6.9	-1.7	1.8	1.8
2016-08	6.3	8.1	2.8	18.3	5.4	25.5	10.6	24.2	-3.7	-3.0	11.4	13.5	8.4	-0.8	1.3	1.6
2016-09	6.1	8.2	3.1	17.9	5.8	26.9	10.7	26.1	-10.5	13.5	11.5	13.6	8.4	0.1	1.9	1.7
2016-10	6.1	8.3	3.1	17.6	6.6	26.8	10.0	18.7	-8.0	34.1	11.6	13.5	8.6	1.2	2.1	1.8
2016-11	6.2	8.3	3.6	17.2	6.5	24.3	10.8	16.6	-1.5	50.6	11.4	13.4	9.4	3.3	2.3	1.9
2016-12	6.0	8.1	4.2	15.7	6.9	22.5	10.9	9.5	-6.3	28.0	11.3	13.4	8.5	5.5	2.1	1.9

资料来源：wind，山西证券研究所

进入 3 季度，投资和社融数据低于预期，经济预期悲观，债市配置力量强，收益率呈回落态势。但整个下半年央行并没有降准降息，仅用公开市场“缩短放长”操作提供流动性，一方面保持资金面合理充裕，一方面注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险。事后看，货币政策基调的改变已经提示了债市转熊的风险，不过彼时“资产荒”驱动下市场情绪高涨，在三季度货币政策执行报告提示关注资产泡沫和金融风险、特朗普当选、四季度经济社融回暖迹象等利空下，市场发生踩踏，11 月收益率进入快速上行。

整体来看，2016 年供给侧结构性改革基调确定后，货币政策在目标多元化情况下并未进一步放松，同时经济也并未在主动去库存后强势回升。但改革为未来经济回升提供了有利因素，成为年末收益率回升的重要推手。债市全年走势基本反映了经济基本面趋势，在货币政策谨慎的情况下，“资产荒”和“赎回潮”主导了 3 月之后的债券走势。

2.4 第四轮：2018年12月至2019年2月

2018年12月至2019年2月，经济延续2018年下半年以来的下行趋势，PMI产成品库存指数从48.2%回落至46.4%，生产-新订单呈回落态势，企业减少采购，产成品价格位于荣枯线之下运行，工业企业处于主动去库存阶段。从收益率表现看，10年国债收益率回落至低点震荡。

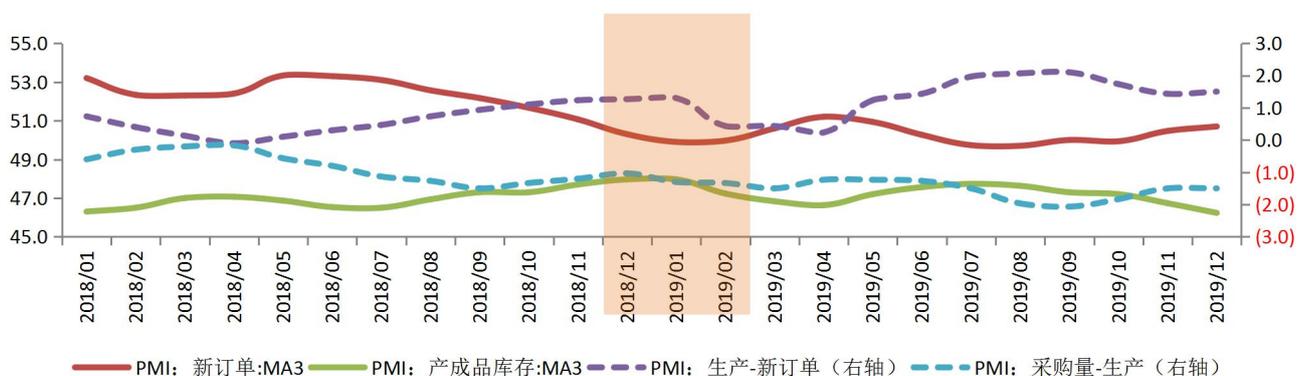
此后，经济经历了2个月的恢复期，并在5-8月再度回落。

2019年3-4月，收益率有一波30bp的回升，10年国债收益率由低点3.10%回升至4月高点3.40%。回溯来看，2019年前三季度经济恢复的时段就在3-4月，消费、投资边际回暖，社融快速增长、减税降费、地方专项债一季度提前发行等共同助推了3-4月经济的回暖，但生产端并未大幅跟进，企业被动去库存。

2019年5-8月，10年国债收益率再度回落37bp至3.0%附近。这一阶段，基于一季度较好的经济恢复势头，政策上开始有所调整，如4月19日中央政治局会议再度提出“宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升”。政策的转向表现在经济数据上为社融增速和基建增速回落，同时，贸易冲突加剧出口冲击。库存周期上看，5-8月整体是被动补，PMI产成品库存指数整体高于1-4月，但新订单指数偏低。

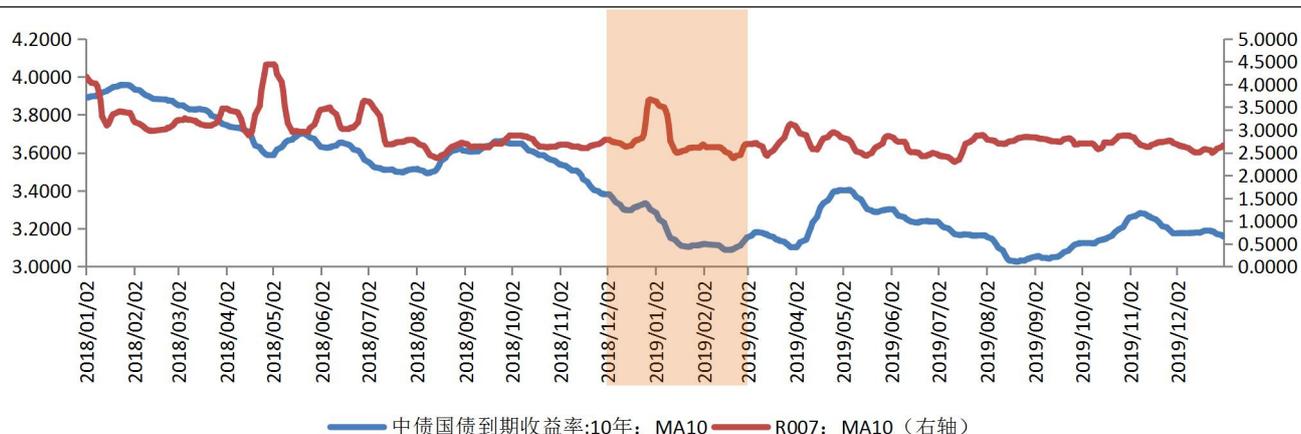
货币政策边际变化和经济周期调整较为同步。一季度经济复苏后，货币政策基调开始有所改变并引导资金面收紧。首先是2月发布的《2018年第四季度货币政策执行报告》提出“下一阶段稳健的货币政策要松紧适度，既要防止货币条件过紧引发风险，也要防止大水漫灌加剧扭曲和继续累积风险，其核心是服务好实体经济。”同日，媒体报道银行主动下调内部贷款FTP引导贷款发放。4月17日国务院常务会以再次指出货币政策坚持不搞“大水漫灌”。3-4月货币市场资金利率整体上行。5月，随着包商银行事件的发生，资金波动加大，随后央行通过货币政策工具银行体系流动性合理充裕，货币市场资金利率在6月持续下行。

图 11：2018 年至 2019 年 PMI 数据指示的库存周期(%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：2018 年至 2019 年 10 年国债收益率和 R007 走势(%)



资料来源：wind，山西证券研究所

表 4：2018 年至 2019 年主要经济指标运行情况 (%)

指标名称	工业增加值: 当月同比	固定资产投资: 累计同比	制造业投资: 累计同比	基建投资: 累计同比	房地产开发投资: 累计同比	商品房销售面积: 累计同比	社零: 当月同比	除汽车以外的社零: 当月同比	汽车销售量: 当月同比	出口: 当月同比	新增社融: 3 个月累计同比	M2: 同比	人民币贷款存量: 同比	工业企业: 利润总额: 累计同比	城镇调查失业率	31 个大城市城镇调查失业率	PPI: 当月同比	CPI: 当月同比	核心 CPI: 当月同比
2018-01	15.4	--	--	--	--	--	--	--	11.6	10.7	0.2	8.6	13.2	--	5.0	4.9	4.3	1.5	1.9
2018-02	-2.1	7.9	4.3	11.3	9.9	4.1	9.7	--	-11.1	43.5	-5.3	8.8	13.1	16.1	5.0	4.8	3.7	2.9	2.5
2018-03	6.0	7.5	3.8	8.3	10.4	3.6	10.1	--	4.7	-3.0	-18.4	8.2	12.9	11.6	5.1	4.9	3.1	2.1	2.0
2018-04	7.0	7.0	4.8	7.6	10.3	1.3	9.4	--	11.5	11.9	-8.4	8.3	12.8	15.0	4.9	4.7	3.4	1.8	2.0
2018-05	6.8	6.1	5.2	5.0	10.2	2.9	8.5	--	9.6	11.9	-19.5	8.3	12.6	16.5	4.8	4.7	4.1	1.8	1.9
2018-06	6.0	6.0	6.8	3.3	9.7	3.3	9.0	--	4.8	10.7	-14.9	8.0	12.7	17.2	4.8	4.7	4.7	1.9	1.9
2018-07	6.0	5.5	7.3	1.8	10.2	4.2	8.8	--	-4.0	11.6	-23.0	8.5	12.9	17.1	5.1	5.0	4.6	2.1	1.9
2018-08	6.1	5.3	7.5	0.7	10.1	4.0	9.0	--	-3.8	9.6	-7.0	8.2	12.9	16.2	5.0	4.9	4.1	2.3	2.0
2018-09	5.8	5.4	8.7	0.3	9.9	2.9	9.2	--	-11.6	13.9	-2.4	8.3	13.0	14.7	4.9	4.7	3.6	2.5	1.7
2018-10	5.9	5.7	9.1	0.9	9.7	2.2	8.6	--	-11.7	14.3	-8.3	8.0	13.0	13.6	4.9	4.7	3.3	2.5	1.8
2018-11	5.4	5.9	9.5	1.2	9.7	1.4	8.1	--	-13.9	3.9	-24.2	8.0	12.9	11.8	4.8	4.7	2.7	2.2	1.8
2018-12	5.7	5.9	9.5	1.8	9.5	1.3	8.2	--	-13.0	-4.6	-21.0	8.1	13.2	10.3	4.9	4.7	0.9	1.9	1.8
2019-01	6.8	--	--	--	--	--	--	--	-15.8	9.3	13.5	8.4	13.6	--	5.1	4.8	0.1	1.7	1.9
2019-02	3.4	6.1	5.9	2.5	11.6	-3.6	8.2	--	-13.8	-20.7	23.0	8.0	13.3	-14.0	5.3	5.0	0.1	1.5	1.8
2019-03	8.5	6.3	4.6	3.0	11.8	-0.9	8.7	--	-5.2	14.0	42.1	8.6	13.8	-3.3	5.2	5.1	0.4	2.3	1.8
2019-04	5.4	6.1	2.5	3.0	11.9	-0.3	7.2	--	-14.6	-2.7	8.9	8.5	13.5	-3.4	5.0	5.0	0.9	2.5	1.7
2019-05	5.0	5.6	2.7	2.6	11.2	-1.6	8.6	--	-16.4	1.1	25.5	8.5	13.4	-2.3	5.0	5.0	0.6	2.7	1.6
2019-06	6.3	5.8	3.0	3.0	10.9	-1.8	9.8	--	-9.6	-1.5	11.6	8.5	13.2	-2.4	5.1	5.0	0.0	2.7	1.6
2019-07	4.8	5.7	3.3	2.9	10.6	-1.3	7.6	8.8	-4.3	3.4	12.5	8.1	12.7	-1.7	5.3	5.2	-0.3	2.8	1.6
2019-08	4.4	5.5	2.6	3.2	10.5	-0.6	7.5	9.3	-6.9	-1.0	-2.8	8.2	12.6	-1.7	5.2	5.2	-0.8	2.8	1.5
2019-09	5.8	5.4	2.5	3.4	10.5	-0.1	7.8	9.0	-5.2	-3.2	-8.5	8.4	12.7	-2.1	5.2	5.2	-1.2	3.0	1.5
2019-10	4.7	5.2	2.6	3.3	10.3	0.1	7.2	8.3	-4.0	-0.8	-1.6	8.4	12.5	-2.9	5.1	5.1	-1.6	3.8	1.5
2019-11	6.2	5.2	2.5	3.5	10.2	0.2	8.0	9.1	-3.6	-1.3	10.3	8.2	12.5	-2.1	5.1	5.1	-1.4	4.5	1.4

2019-12	6.9	5.4	3.1	3.3	9.9	-0.1	8.0	8.9	-0.1	8.1	12.6	8.7	12.5	-3.3	5.2	5.2	-0.5	4.5	1.4
---------	-----	-----	-----	-----	-----	------	-----	-----	------	-----	------	-----	------	------	-----	-----	------	-----	-----

资料来源：wind，山西证券研究所

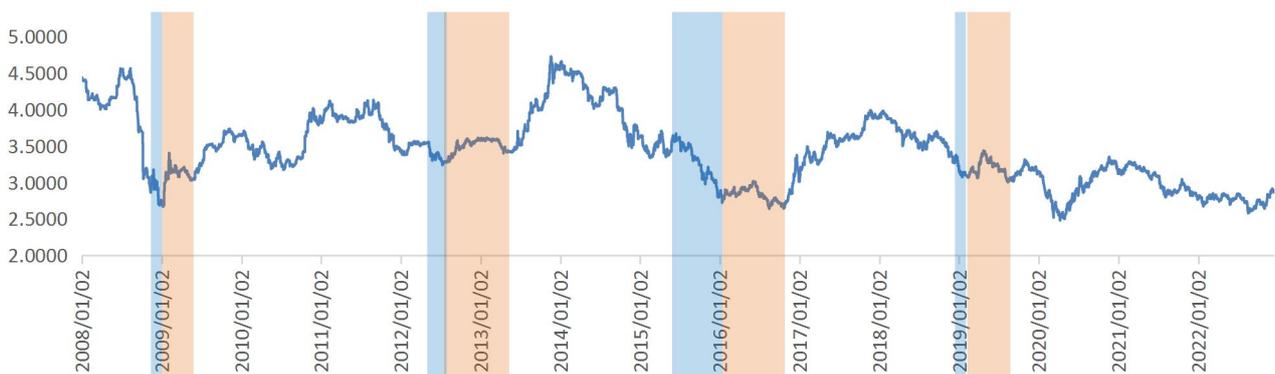
整体来看，2019年前三季度宏观图景整体复杂多变，库存周期经历了主动去——被动去——被动补，二季度货币政策根据经济基本面的调整较2016年更为及时，资金面波动也较大。但5月包商银行事件引发央行出手干预中小银行流动性收紧局面，和经济基本面回落共同助推收益率再度回落。

2.5 四轮相同周期阶段债市走势对当前的启示

总结来看，前述四轮主动去库存及后续的经济恢复下，债券走势表现出以下特征：

第一，主动去库存阶段均对应债券市场“牛尾”行情。进一步地，经济逆周期项如基建的恢复对收益率的底部震荡，顺周期项恢复后，“熊市”才正式开启。

图 13：主动去库存及之后一段时期 10 年国债收益率表现（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：四轮周期中 10 年国债收益率低位震荡期对应着基建投资增速上行（%）

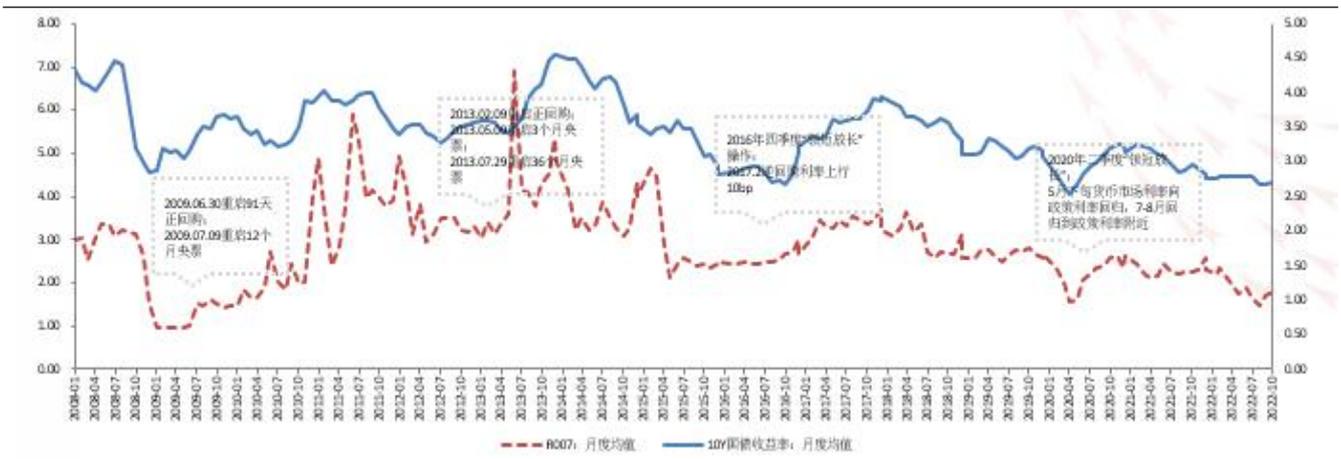


资料来源：wind，山西证券研究所

第二，在主动去库存完成后的震荡市中，收益率大概率会阶段性回调，但程度有所不同。其中 2009 年二季度、2013 年二季度未回调至前低，2016 年三季度、2019 年三季度再次创阶段性低点。但整体来说，收益率回调的低点均未大幅偏离前低。如 10 年国债收益率 2016 年三季度、2019 年三季度低点分别低于前低 10bp、6bp。背后的原因我们认为主要有两点，一是宽货币后，政策往往聚焦如何引导流动性进入实体经济，政策合力加大，同时，基本面确实有所修复；二是此时收益率一般偏低，市场有所担忧。

第三，上述前三轮周期中，收益率正式向上拐点的确立均伴随货币政策及资金面实质性收紧。

图 15：货币市场利率走势与货币政策工具（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

当前，基本面具有边际下行压力，疫情反复导致未来恢复路径可能并不顺畅。由于经济分项短期可能震荡分化，微观主体信心恢复尚需时日，宽信用、经济中长期改善预期可能和短期的“弱现实”进行再平衡。顺周期项趋势性恢复之前，收益率可能不会大幅向上。

3. 宽货币仍是融资利率下行的前置动作

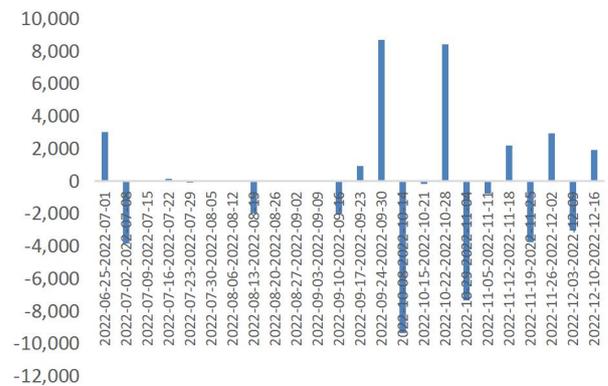
一般情况下，资金利率走势主要由货币政策决定。2022 年 8 月政策利率跟随市场利率调降后，货币政策对市场利率的调控能力增强。随着央行上缴利润和留抵退税基本完成、政策利率向市场利率靠拢，货币政策重新主导资金面。回顾 10 月以来资金面的收敛，一方面有财政资金被动投放减少的原因，另一方面和央行的货币政策操作也有关系。2022 年 10 月及 11 月 1 日至 26 日，央行公开市场操作分别净回笼资金 580 亿元、1.04 万亿元。11 月 16 日，理财、基金“赎回潮”引发债市波动，央行加大公开市场资金投放平抑资金面波动。11 月 25 日，央行宣布降准，进一步引导流动性合理充裕，支持实体经济。

图 16: DR007 走势 (%)



资料来源: wind, 山西证券研究所

图 17: 2022 年 7 月以来公开市场净投放量 (亿元)



资料来源: wind, 山西证券研究所

当前经济恢复基础仍不牢固，货币政策有望继续保持宽松，但未来将更聚焦在宽信用端。2022 年 11 月，易纲在署名文章《建设现代中央银行制度》中提示“中央银行要管好货币总闸门 我国有条件尽量长时间保持正常的货币政策。”央行三季度货币政策执行报告提出重视通胀，引发债市担忧。我们认为，由于稳健货币政策含义非常丰富，未来宏观图景仍然纷繁复杂，货币政策措施的微调只是根据防疫政策、地产政策优化等作出相应调整，并不能绝对代表中期内货币政策走势。当前居民加杠杆动力不足，边际上看，9-11 月社融同比大幅下滑 9.54%，为 2021 年 11 月以来下滑力度最大的时段，住户在降低贷款需求的同时加快存款定期化。这一现象并不能寄希望于经济循环好转后居民预期的自发好转，中短期内仍有必要通过宽货币进一步推动融资利率下行激发市场信心。

4. 市场启示：收益率将迎来回调

主动去库存目前尚未完成，“债熊”还未到来，收益率调整后仍有阶段性机会。当前，疫情防控优化的二十条措施以及房地产增量政策均指向需求端重建，同时，宽信用发力、稳增长政策可能“再送一程”，经济“正常化”趋势难以证伪。但也要看到经济回升趋势或难一蹴而就，居民加杠杆动力不足，收入、就业预期好转一方面可以通过疫情精准化调控后的经济社会正常化循环来实现，另一方面中短期内需要进一步加大稳增长政策力度，融资利率客观上需要进一步下行。预计明年一季度货币仍然宽松。短期资金面平稳运行和宽货币预期共振下，债券收益率阶段性触顶后或迎来回调机会。

5. 风险提示

疫情形势变化；人民币贬值压力加大；居民信心超预期变化；稳增长政策超预期。

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:



上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

电话: 010-83496336