



2023年5月16日

本轮被动去库：用时间换空间

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736 Wangxiao019787@gtjas.com

唐立（联系人） 期货从业资格号：F03100274 Tangli026575@gtjas.com

报告导读：

■ 摘要：

本轮复苏之路并未一蹴而就，而是一波三折，带有典型的疫后复苏特点。从整体上看，服务业与制造业的复苏不对称性较强，服务行业的持续景气和制造业信心的不足形成了鲜明对比，4月份PPI环比重回负值。地产销售数据与居民端中长期贷款需求双双回落。工业企业营收增速边际转向但利润情况较差，市场看不到持续的环比修复，风险偏好偏低。

历史不会简单重复，但周期不会消亡。当前我们处于被动去库T+2个月的复苏早期。受去年年末预期提前兑现、海外风险事件扰动与最近的存款回流理财市场，各大类资产在被动去库微观时间轴上的表现与历史基准出现了一定偏差。我们认为，在大方向往上的前提下，本轮被动去库受前期产业修复信心不足影响可能会持续时间较长，呈现用时间换空间的格局，资产价格走势向历史基期表现均值回归的概率较大。另外，周期定位视角下美国从下半年开始或将步入需求企稳反弹的阶段，中美需求共振和再通胀交易也是我们往后需要关注的主题。

■ 风险提示：

地缘政治态势升级、海外系统性金融风险

感谢实习生王颖对本报告的贡献

目录

- 1. 一波三折的疫后复苏 3
- 2. 被动去库周期下的资产表现节奏 4
- 3. 用时间换空间 9

(正文)

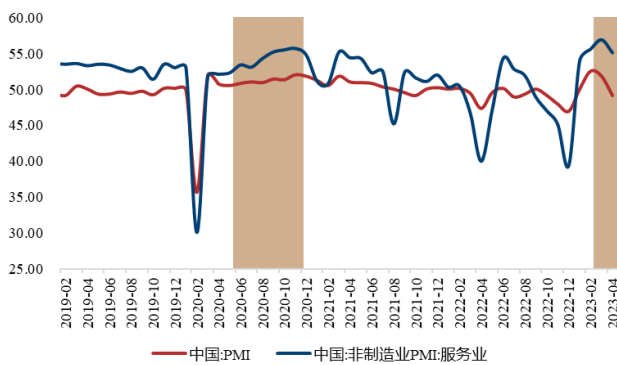
1. 一波三折的疫后复苏

从PMI的角度来看，服务业与制造业冰火两重天。但这符合上一轮被动去库早期（2020年4月开启被动去库）的疫后复苏特征。在V型反弹后，服务业往往能持续景气，但制造业的修复需要更长的时间。

通胀层面上，PPI环比重回负值，叠加去年俄乌冲突发酵导致的高基数，同比读数较弱，但市场并非处于通缩逻辑中。2季度低基数下，工业企业营收增速料将回正，但利润情况当前仍然较差。

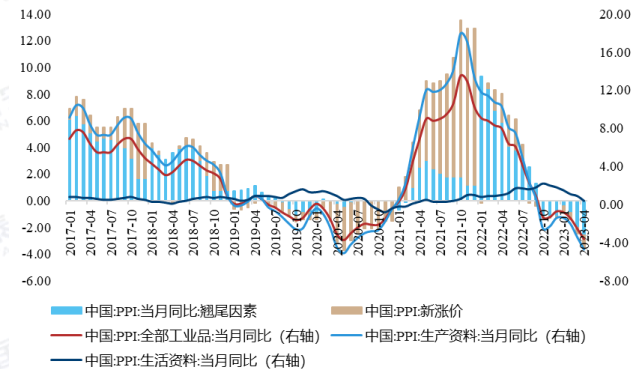
信贷层面上，继3月居民中长期贷款自2022年1月以来首次突破6000亿，4月仅录得-1156亿，为历史最低，体现了地产修复信心不足。居民存款减少12000亿的同时，理财规模止跌上涨破万亿，主要来源于现金管理类产品与固收类产品的规模增长贡献，存款搬家理财市场带有明显的低风险偏好特征。当前债市情绪高亢，国债期货基差转负，10年期国债收益率存在一定的上行风险。

图 1：V 型反弹后，服务业与制造业 PMI 分化



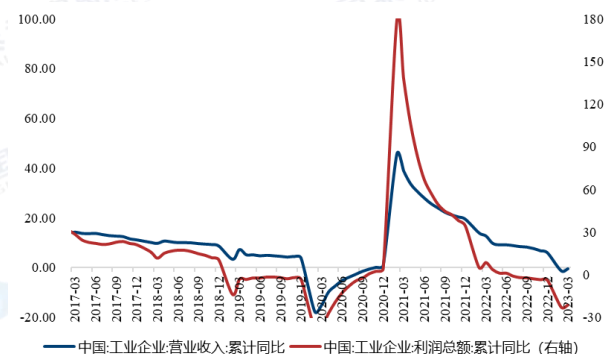
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 2：PPI 环比转负，但并非处于通缩趋势



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 3：工业企业营收、利润增速边际修复较慢



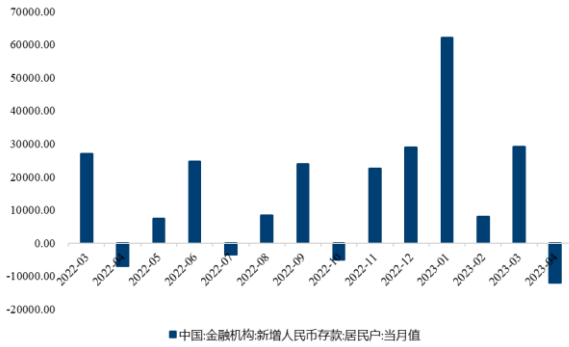
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 4：PPI 与工业企业利润相关性较高



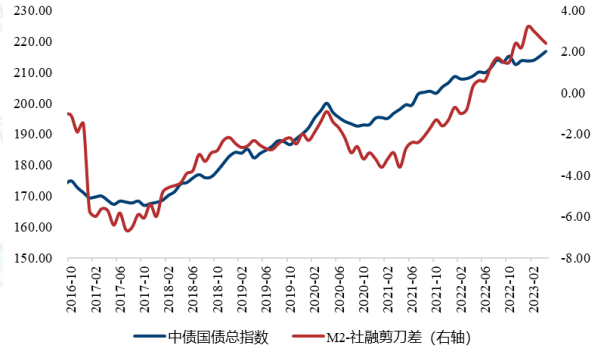
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 5：居民新增存款转负，或流入理财固收类产品



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 6：国债指数与社融剪刀差短期背离



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2. 被动去库周期下的资产表现节奏

我们以被动去库开始月为基期 T，分别计算了我国本轮被动去库下各类资产与历次被动去库平均走势以及上轮疫后被动去库（2020 年 4 月起）走势的比较。

权益方面，历史被动去库下宽基指数从 T0 开始便有持续向上的运行趋势，本轮宽基指数整体表现均弱于历史均值。“中特估”加持下的上证 50 偏强，中证 1000 偏弱，仍体现的是资产荒下寻找低估值、高股息的“固收类”打法。与上轮疫后被动去库相比，上证 50 收益至今基本相似，其余宽基指数呈现越是小票越弱的格局。

商品方面，历史被动去库下南华商品综合指数向上运行至 T+4，而后有所回吐。除农产品板块基本复刻被动去库历史走势外，其余板块基期表现均大幅弱于历史均值。而该结论同样适用于和上轮疫后被动去库的商品走势比较。复苏信心不足与海外需求的结构性下降是产业当前整体偏低库存下仍然偏谨慎的原因。

固收方面，历史被动去库初期 10 年期国债收益率运行偏稳甚至会微幅下行，但行至中后期会出现上行风险，信用利差则倾向于持续收敛。与上轮疫后复苏被动去库相比，信用利差市场趋势类似，但 10 年期国债收益率走势背离。当前现券收益率在 2.70% 附近，国债期货 T 合约基差为负，债市隐含的悲观情绪超预期，但与资金面的存款搬家理财相印证。往后看，10 年期国债收益率上行的风险较大。

图 7：本轮我国被动去库开启于 3 月

库存周期	时间	被动去库 (月)	主动补库 (月)	被动补库 (月)	主动去库 (月)	总时长 (月)
1	1998/9-2002/1	21	5	8	7	41
2	2002/2-2006/1	9	18	9	13	49
3	2006/3-2009/7	3	24	5	9	41
4	2009/8-2012/9	3	6	18	11	38
5	2012/10-2016/1	11	5	7	17	40
6	2016/2-2020/3	5	9	17	19	50
7	2020/4-2023/2	7	6	11	12	36
8	2023/3- 当前					
平均时长 (月)		8	10	11	13	42

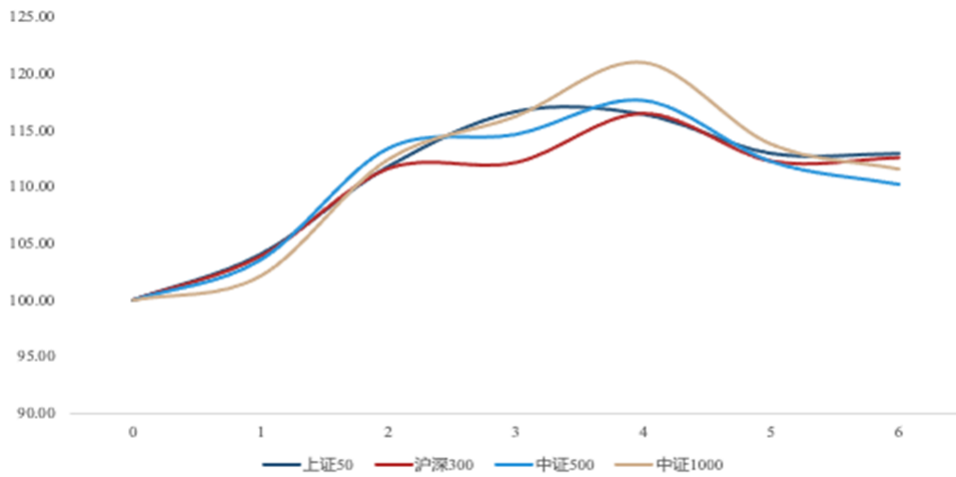
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 8：美国大约在下半年进入需求回升阶段

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9	?
平均时长 (月)		7	11	7	9	34

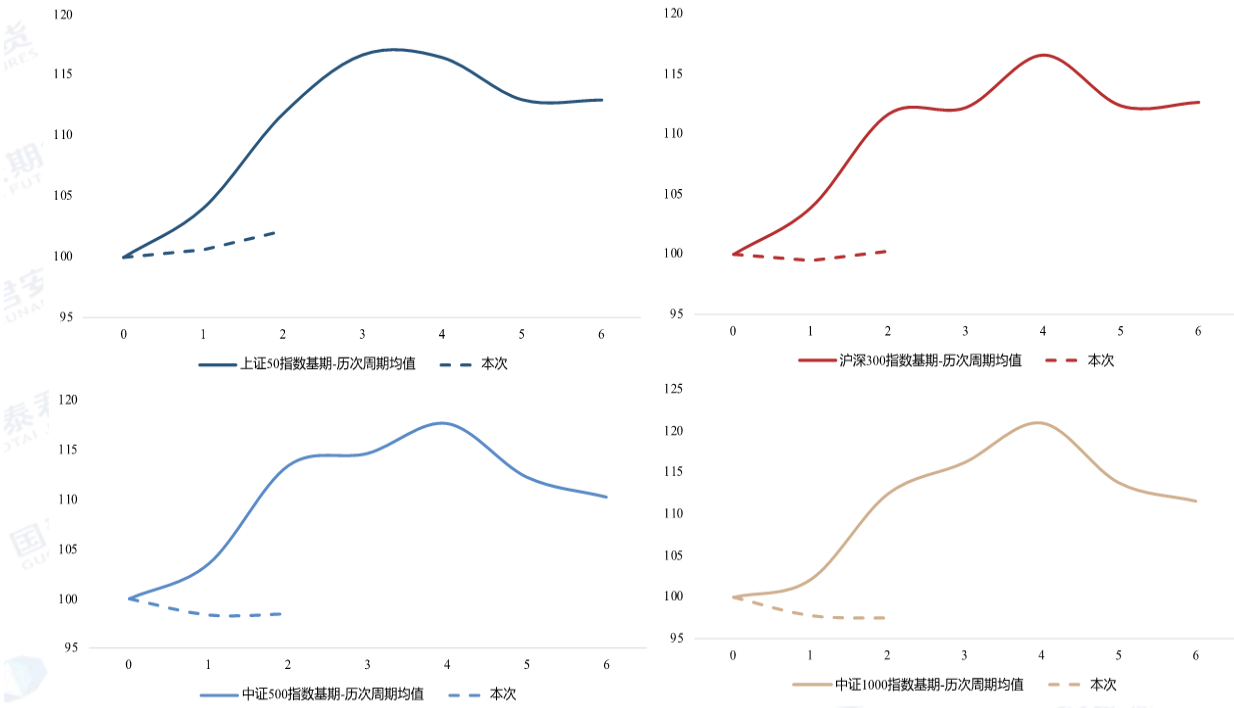
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 9：被动去库下的宽基指数基准表现



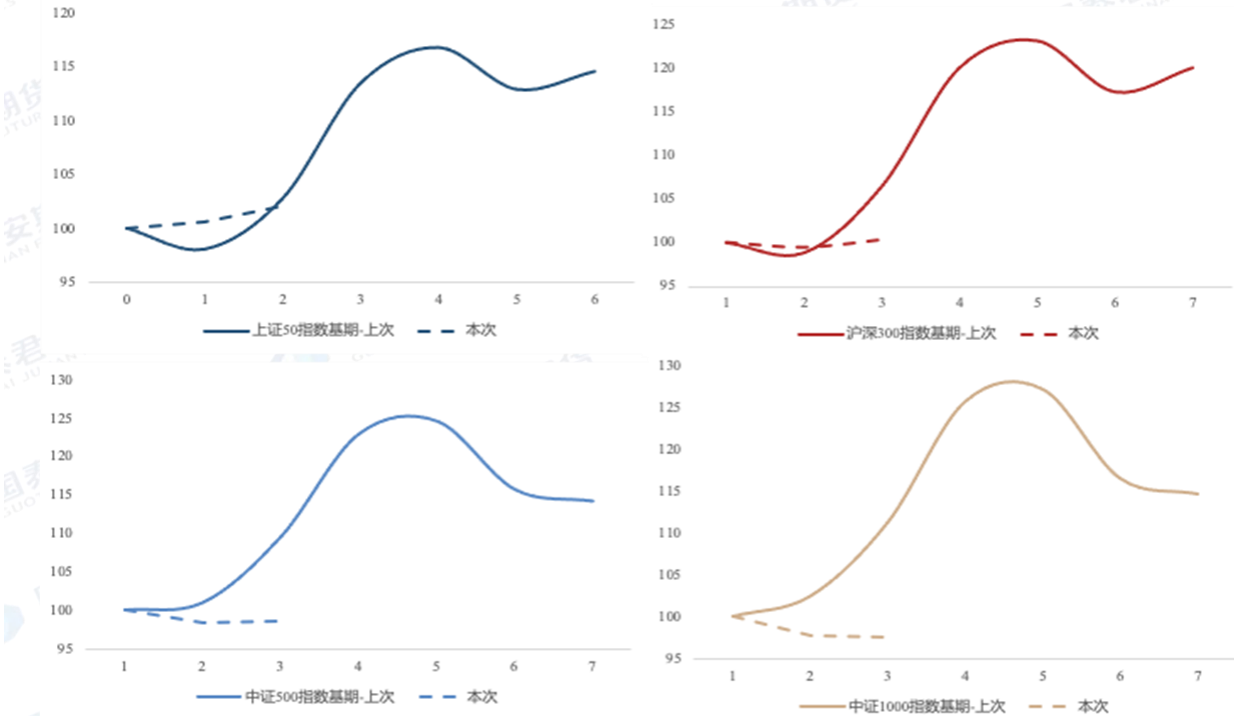
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 10：本轮宽基指数走势全面弱于平均基准



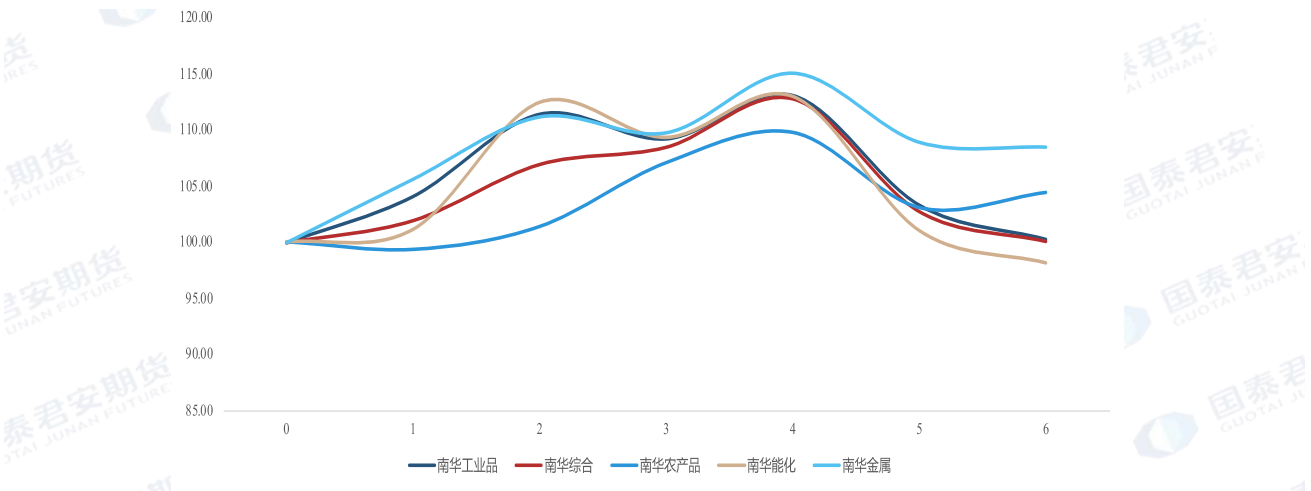
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 11：与上一轮被动去库相比，仅上证 50 表现相似



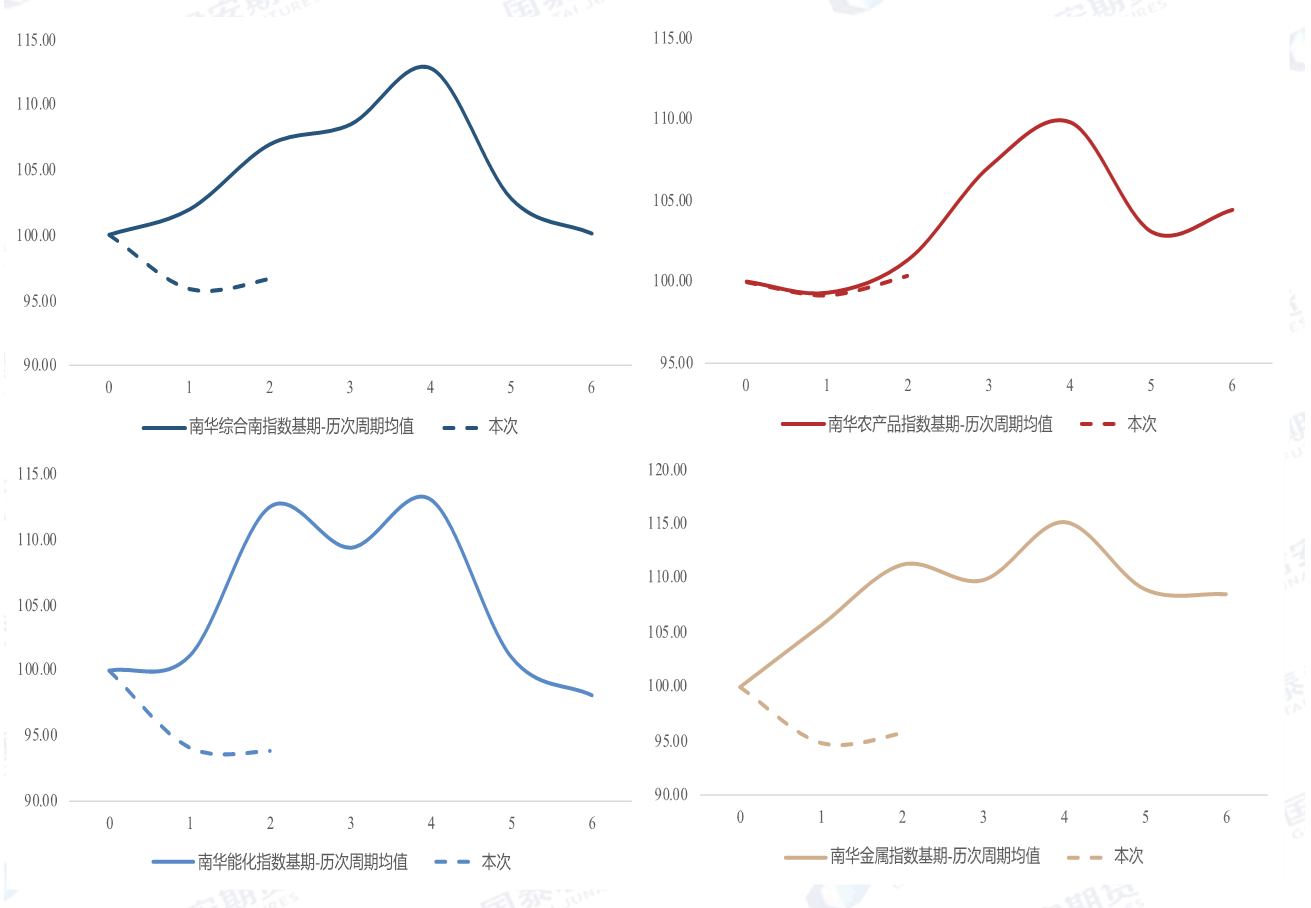
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 12：商品历史基期下强势至 T+4 后有所回落



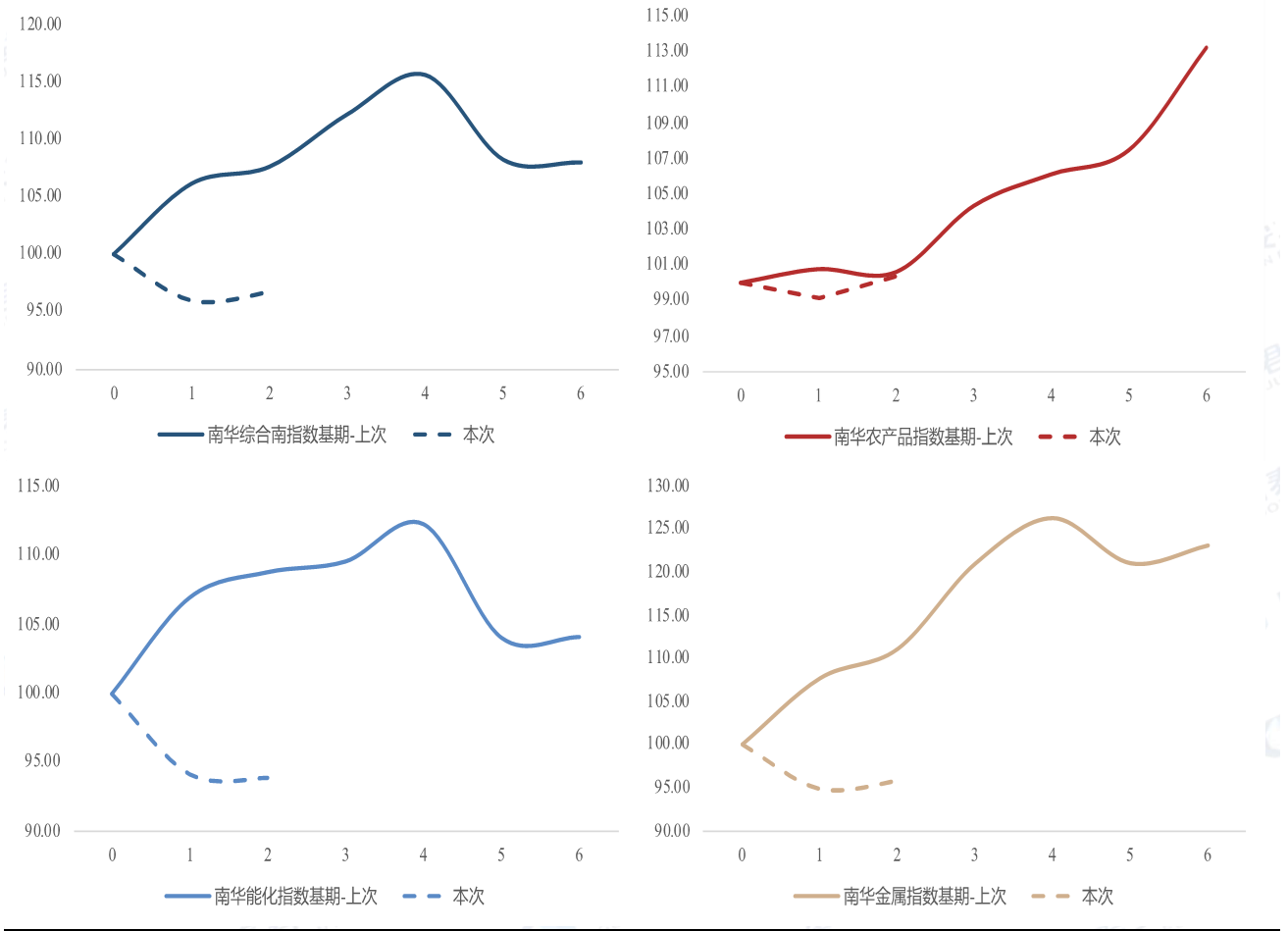
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 13：本轮商品表现全面弱于基期表现，仅农产品板块跟随



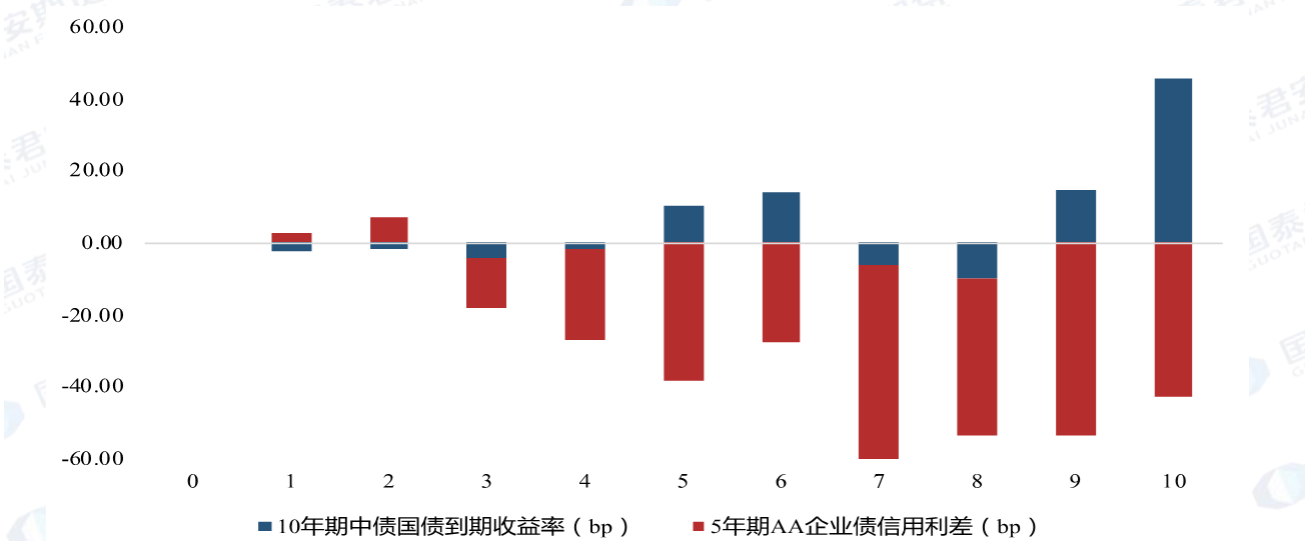
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 14：本轮商品表现全面弱于上轮表现，同样仅有农产品板块跟随



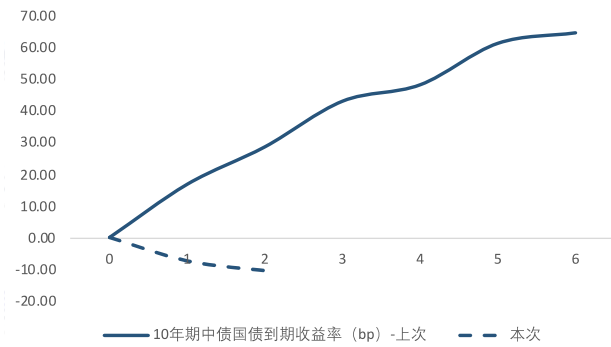
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 15：10 年期国债收益率往后存上行风险，信用利差持续收敛概率较大



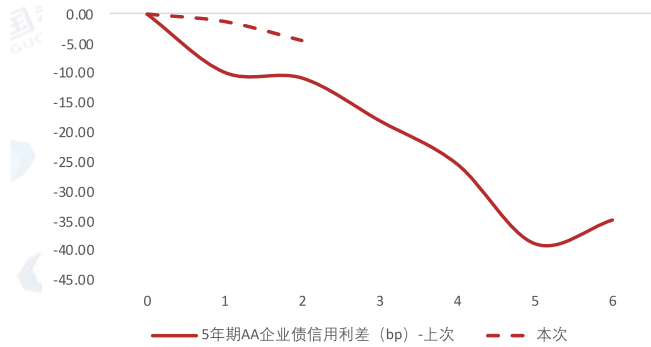
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 16: 10 年期国债收益率表现与上一轮劈叉



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 17: 信用利差持续收敛, 与上一轮表现相似



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

3. 用时间换空间

上轮被动去库周期中美需求同时上行, 但本轮复苏周期下中美错位, 需求上行共振存在时滞, 共振时间点可能出现在下半年。

另外, 尽管我国产业结构正处在换挡期, 但短期内地产行业仍是周期之王, 因此地产的修复路径将影响本轮被动去库的时间长度。我国平均被动去库历时 8 个月, 本轮被动去库时间或偏长。被动去库视角下, 资产价格走势向历史基期表现均值回归的概率较大, 即用时间换空间。

假设美国需求在下半年出现了触底回暖, 那再通胀交易与降息预期的时间改变也将成为我们的关注主线。

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