



Research and
Development Center

库存周期的再探讨

2023年6月20日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
邮箱：xiyunliang@cindasc.com肖张羽 宏观分析师
执业编号：S1500523030001
邮箱：xiaozhangyu@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

库存周期的再探讨

2023年6月20日

今年以来工业复苏偏弱，市场表现不佳的核心原因之一是工业企业处于“去库存”阶段。那么新一轮库存周期将在何时开启对于未来市场的走向有着较强的指示意义。我们认为该时间点将发生在三季度末。

- **工业部门实质上处于“衰退”象限，企业加速去库存。**对于今年的经济基本面，市场普遍以服务业“强复苏”，工业“弱复苏”予以形容。然而，4、5月制造业PMI连续回落且处于荣枯线之下，同时企业盈利预期不断降低，均指向工业部门当下实质上处于“衰退”象限。在需求偏弱的大环境下，企业选择更大幅度地减少生产，降低库存予以应对。观察大类行业库存的位置，中游原材料加工业、下游消费品库存增速处于较低位置，上游采掘业、下游制造业库存去化较为缓慢。进一步观察细分行业的库存水平，在33个行业中，当前大部分行业的库存已处于偏低位置，我们认为这意味着库存周期整体已经展现出筑底迹象，新一轮库存周期渐行渐近。
- **新一轮库存周期最早三季度末启动。**第一，经验上我国库存周期的底部在产成品存货同比0%左右，如果保持当前速率去库，库存同比将在三季度末触及0%。第二，价格信号对于库存周期有较强的指示意义，我们认为PPI同比有望在7月出现较为明显的上行。另外，结合高频数据我们判断，在企业持续的减产去库中，工业企业的供需平衡已经达到了一个“临界点”。在这样的底部，如果短期需求能够出现一定程度的回暖，价格存在较大的弹性，有利于刺激企业由去库转向补库。最晚则需要等到明年一季度。历史上，中美库存周期具有高度同步性。根据美国的库销比，我们预计美国制造业将于2024年一季度结束去库。如果美国能够开始补库存，将为我国带来确定性较强的增量需求，彼时我国工业也有望迸发出较强的补库动力。
- **当前股市已接近底部，下半年具备一定的修复空间。**3月以来A股指数出现明显回调，我们认为当前股市已接近底部。（1）指数当前已计入较多的悲观预期，使用沪深300计算的股债性价比已经达到了近5年以来的较高分位。一般而言，市场底要早于经济底。回顾历史，每一轮库存周期的底部均早于股市的底部。三季度末我国有望开启新一轮库存周期，我们预计股市在6月份有望基本企稳。（2）6月13日央行超预期下调OMO利率，有助于提振市场信心，后续一系列政策组合拳或可以期待。关注两条投资主线，一是库存处于低位，且受益于内需修复弹性较大的消费板块；二是半导体+AI。对于债市而言，本次央行降息并非意味着利好出尽。短期内，“弱复苏+货币宽松”逻辑仍在。我们认为未来一年内或仍有1-2次降息，利率中枢有望持续下行。
- **风险因素：**政策超预期收紧；历史数据及规律不能代表未来。

目 录

一、工业部门实质上处于“衰退”象限	4
1.1 去年下半年以来企业利润持续承压	4
1.2 利润增速预计将再次探底	5
二、企业加速去库存	8
三、新一轮库存周期最早三季度末启动	11
3.1 新一轮库存周期最早三季度末启动	11
3.2 最晚需要等到明年一季度	14
四、后续的三个重要关注点	15
五、看好人民币资产的表现	19
风险因素	22

表 目 录

表 1: 5 月生产指标走弱	10
表 2: 2012 年至今各行业库存分位数	11
表 3: 大宗商品库存数据	17

图 目 录

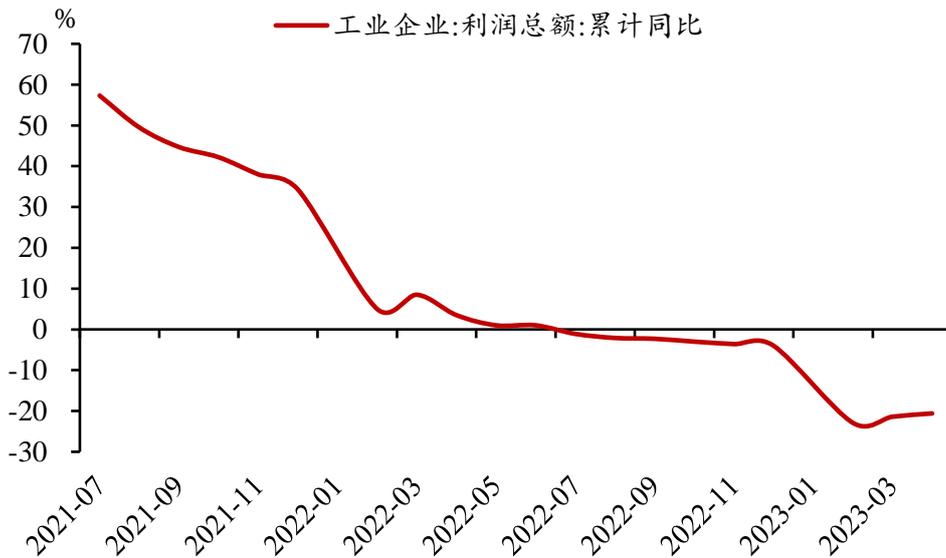
图 1: 企业利润持续承压	4
图 2: 工业部门处于“衰退”象限	5
图 3: 利润率处于较低水平	6
图 4: 大类行业利润占比	6
图 5: 4 月汽车、电气机械、通用设备的出口交货值增速	7
图 6: 下游制造业利润率下滑	7
图 7: 利润增速可能会二次探底	8
图 8: 企业加速去库存	9
图 9: 4 月产销率大幅上行	9
图 10: 大类行业产成品库存同比	10
图 11: 库存去化的速度	12
图 12: 7-8 月 PPI 环比较低	12
图 13: PPI 同比的拐点领先库存同比	13
图 14: 亏损企业占比处于历史高位	13
图 15: 中美库存周期	14
图 16: 库销比领先库存周期拐点	15
图 17: 2023 年一季度美国库销比磨顶	15
图 18: M1 增速领先于 PPI 同比 9 个月左右	16
图 19: (PMI 新订单-PMI 产成品存货) 的拐点早于 PPI 增速	16
图 20: 钢材库存同比与工业产成品库存同比的走势有较强的一致性	17
图 21: 对比 GDP 和 GDI, GDI 的波动幅度更大且更加领先	18
图 22: 美国信用扩张速度放缓	18
图 23: 股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位	19
图 24: 每一轮库存周期的底部均早于股市的底部	19
图 25: 半导体周期或已经进入周期的尾部	20
图 26: 债市有望持续走牛	21
图 27: 美联储政策路径预期	21

一、工业部门实质上处于“衰退”象限

1.1 去年下半年以来企业利润持续承压

2022年7月份以来工业企业利润同比进入负增长，表现持续偏弱。受到地产进入下行周期，出口动能放缓等因素的影响，2022年7月规模以上工业企业利润累计同比转负，随后降幅逐步扩大。2023年一季度，利润降幅已扩大至20%左右，显示出企业运营承压。

图 1：企业利润持续承压



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

4月工业企业利润同比降幅小幅收窄，主因去年同期基数较低。单月来看，4月份，规模以上工业企业利润同比下降18.2%，降幅较3月份收窄1.0个百分点，连续两个月收窄。然而，利润增速降幅收窄主要来源于基数效应，去年4月工业企业利润当月同比增速为-8.6%，3月为增长12.2%。使用利润的当月环比增速观察可以剔除基数的影响。2023年4月利润环比-18.1%，为近十年以来同期环比的最低值，2012-2022年4月环比均值为-4.0%。

实质上，当下工业部门处于“衰退”象限。对于今年的经济基本面，市场普遍以服务业“强复苏”，工业“弱复苏”予以形容。然而，4、5月制造业PMI连续回落且处于荣枯线之下，同时企业盈利预期不断降低，均指向工业部门当下实质上处于“衰退”象限。

图 2：工业部门处于“衰退”象限


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

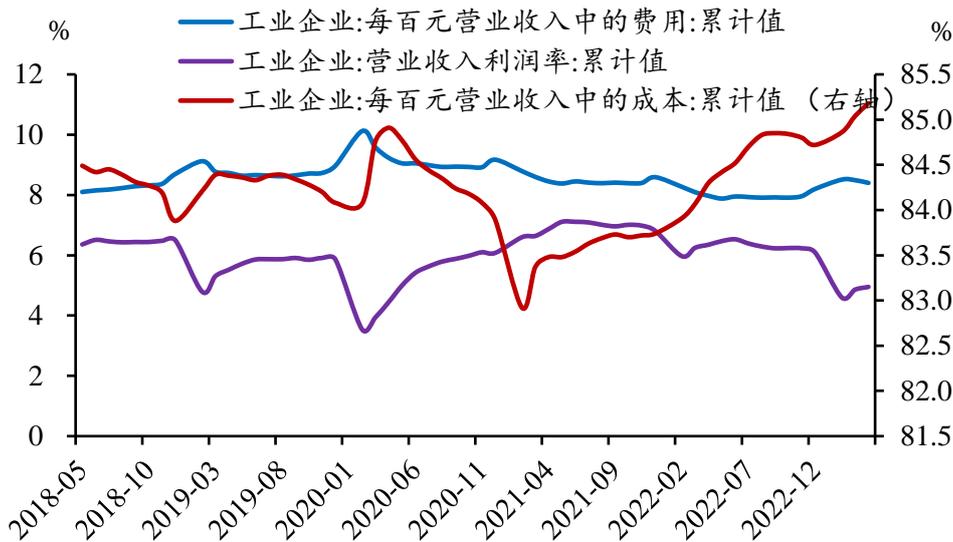
1.2 利润增速预计将再次探底

根据三因素框架拆解 4 月工业企业利润，“价”的跌幅不断加深是利润的主要掣肘。

“量”方面，4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，增速比 3 月份加快 1.7 个百分点。4 月份，规模以上工业企业营业收入同比增长 3.7%，增速较 3 月份加快 3.1 个百分点，主要来源于“量”的贡献。

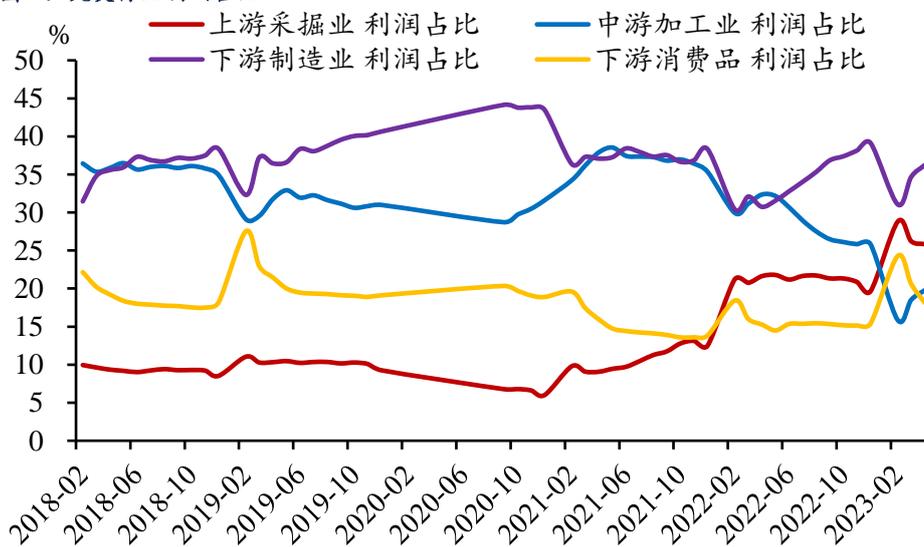
“价”方面，4 月 PPI 下降 3.6%，降幅比上月扩大 1.1 个百分点。PPI 回落的压力主要集中在上游，一是去年煤、油等上游价格冲高带来的高基数，二是 4 月国际油价的波动导致上游相关行业 PPI 的边际下行，相关链条行业价格明显回落。

利润率方面，1-4 月利润率为 4.95%，同比下降 1.4 个百分点，降幅与上期相同。4.95%的利润率虽较上期小幅上升，但仍然处于历史较低水平。我们可以通过进一步观察成本率和费用率的变化来解析利润率下降的原因。理论上，上游价格下降一方面会导致上游产成品价格下降，另一方面会降低中下游的成本。4 月成本率连续三期上升，显示前者的负向作用要明显大于后者的正向作用，也就是说，产业链中上游价格下降，使得价格中成本的占比更高，对利润形成侵蚀。再看费用率，今年年初以来费用率整体高于去年，我们认为其原因在于去年的大规模减税降费政策逐步退出，而 2023 年政策支持力度大幅减弱。根据税务部门的数据，2022 年全年减税降费金额超 4 万亿，2023 年 1-4 月金额为 4689 亿元。

图 3：利润率处于较低水平


资料来源：万得，信达证券研发中心

结构上，大宗商品价格下跌，导致上游利润占比下滑。受产品价格降幅较大等因素影响，今年年初以来上游采掘业利润占比持续下滑。4 月份，化工、煤炭采选行业利润同比分别下降 63.1%、35.7%，合计下拉规模以上工业利润增速 14.3 个百分点。需要注意的是，虽然边际上上游行业利润占比有所下降，但拉长时间线观察，该值仍远高于疫情前水平。与 2019 年 4 月相比，上游中的煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业利润分别增长 2.6 倍、1.6 倍。相反地，中游原材料加工业的利润占比大幅萎缩，燃料加工业、黑色金属冶炼等行业利润受到挤压。

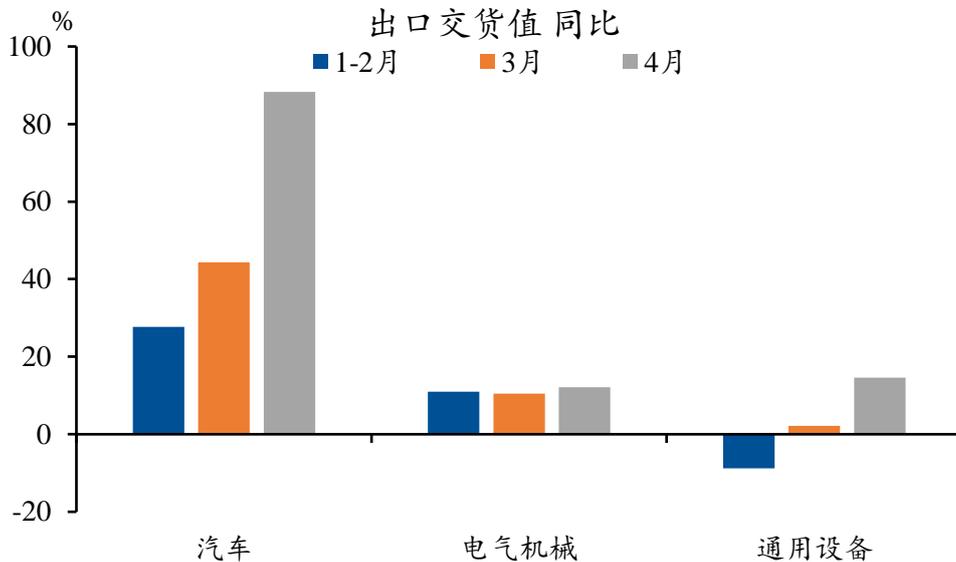
图 4：大类行业利润占比


资料来源：万得，信达证券研发中心

出口对于下游制造业利润起到了关键的支撑作用。下游制造业利润占比 3 月以来连续两个月上行。根据统计局数据，4 月份，受新动能产业发展较好、同期基数较低等因素作用，装备制造业利润同比大幅增长 29.8%，实现由降转增，拉动规模以上工业利润增长 6.4 个百分点，是拉动作用最大的行业板块。其中汽车行业、电气机械行业、通用设备行业利润增速明显加快。一般而言，装备制造业的利润与出口的表现有较强的正相关。数据显

示，4月汽车、电气机械、通用设备的出口交货值增速均较上月明显提升，也佐证了4月出口对于下游制造业利润起到了关键的支撑作用。

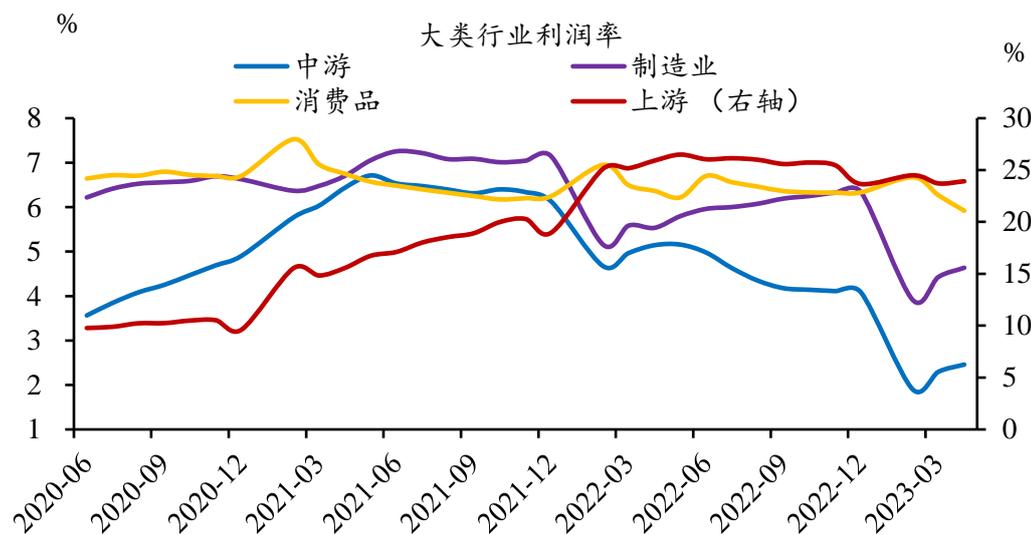
图 5：4月汽车、电气机械、通用设备的出口交货值增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

春节后，下游消费品利润占比与利润率均走弱，居民商品消费低迷。年初以来居民服务消费持续偏强，但商品消费修复较为缓慢，下游消费品行业的工业企业主要生产商品，春节后其景气度有所下行。细分行业上，1-4月农副食品加工业、纺织业利润同比降幅较大，分别下降 36.3%，30.2%。酒饮料精制茶制造业利润增速较快，1-4月同比增长 11.6%。

图 6：下游制造业利润率下滑

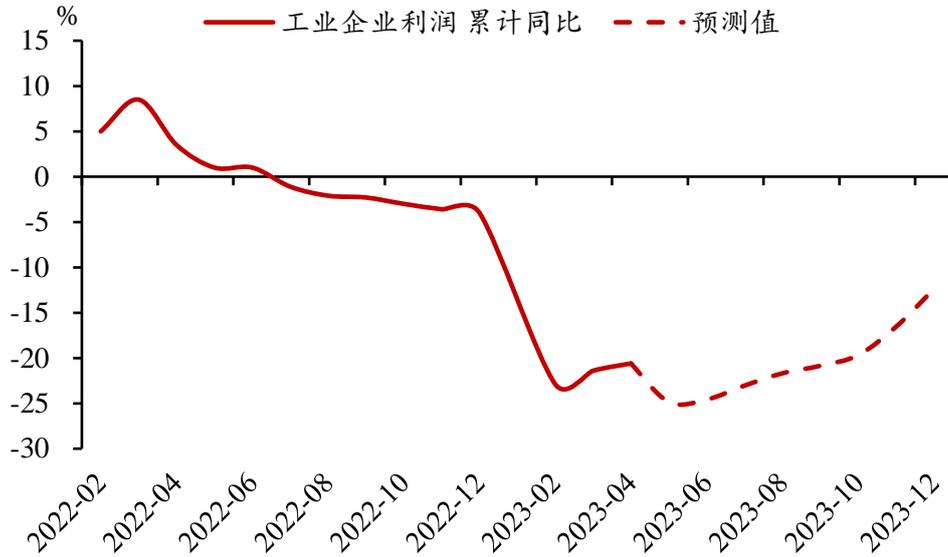


资料来源：万得，信达证券研发中心

往后看，利润增速预计将二次探底。(1) 4月后低基数对于利润增速的支撑能力将逐步降低。(2) 我们认为，目前利润恢复的最大阻力在于 PPI。在内生需求不足，叠加输入性通缩的影响下，PPI 5月同比-4.6%，降幅比 4

月扩大 1.0 个百分点，继续处于下降通道。“价”进一步下降对企业利润形成压制。(3) 前文论述了出口对与 4 月利润起到关键的支撑作用，然而 5 月出口增速由正转负，机电产品出口同比-2.1%，较上月的 10.4% 大幅回落，加之出口新订单 PMI5 月下降 0.4，显示出外需放缓趋势延续，未来出口仍有一定的下行压力。我们预计出口增速下移将对下游制造业利润表现构成拖累。综合以上三点，我们判断，4 月后工业企业利润增速可能会二次探底，全年来看，利润增速回正的难度较大。

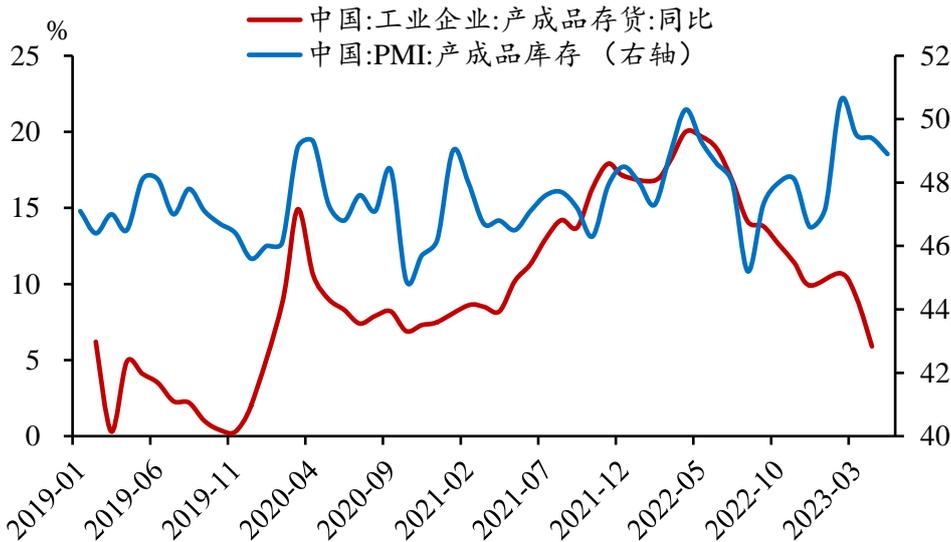
图 7：工业企业利润增速可能会二次探底



资料来源：万得，信达证券研发中心

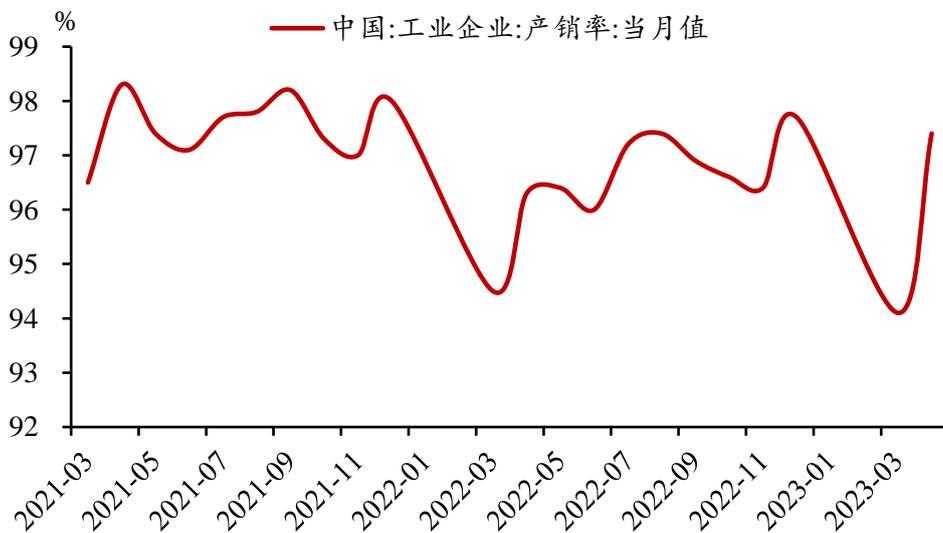
二、企业加速去库存

4 月企业加速了去库的速度。4 月末，产成品存货 6.13 万亿元，增长 5.9%，增速较 3 月末下降 3.2 个百分点，降幅较上期有所扩大（3 月降幅为 1.6 个百分点），显示出企业加速去库存。另外，PMI 库存相关的指标印证了企业去库的行为，PMI 制造业原材料库存指数和产成品库存指数分别为 47.6% 和 48.9%，环比下降 0.3 和 0.5 个百分点。

图 8：企业加速去库存


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

产销率显著上行, 说明企业去库或将持续。根据统计局的释义, 产品销售率是指报告期产品销售量与产品生产量的比率, 反映报告期工业企业产品产销衔接情况。4月工业企业产销率 97.4%, 较 3月大幅回升 3.3 个百分点, 指向在需求偏弱的大环境下, 企业选择更大幅度地减少生产予以应对。

图 9：4 月产销率大幅上行


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

企业持续去库的行为会导致工业生产承压。本轮复苏中工业生产持续偏弱一个重要原因就在于企业处于去库周期。接下来数月企业继续去库也意味着工业生产将承压。利用高频数据观察, 5月生产相关的高频指标, 包括粗钢产量、涤纶长丝开工率、半钢胎开工率等, 均较 4月出现了不同程度的下降。

表 1: 5月生产指标走弱

类别	高频指标	2023年		
		5月	4月	3月
生产	产量: 粗钢: 重点企业 (万吨/天)	219.72	227.28	222.18
	螺纹钢: 主要钢厂开工率 (%)	46.07	49.43	47.15
	开工率: 涤纶长丝: 江浙地区 (%)	79.73	81.67	77.70
	开工率: 汽车轮胎: 半钢胎 (%)	68.19	72.60	73.47
	开工率: 石油沥青装置 (%)	32.62	37.08	33.44
	整车货运流量指数	92.49	95.51	100.87

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

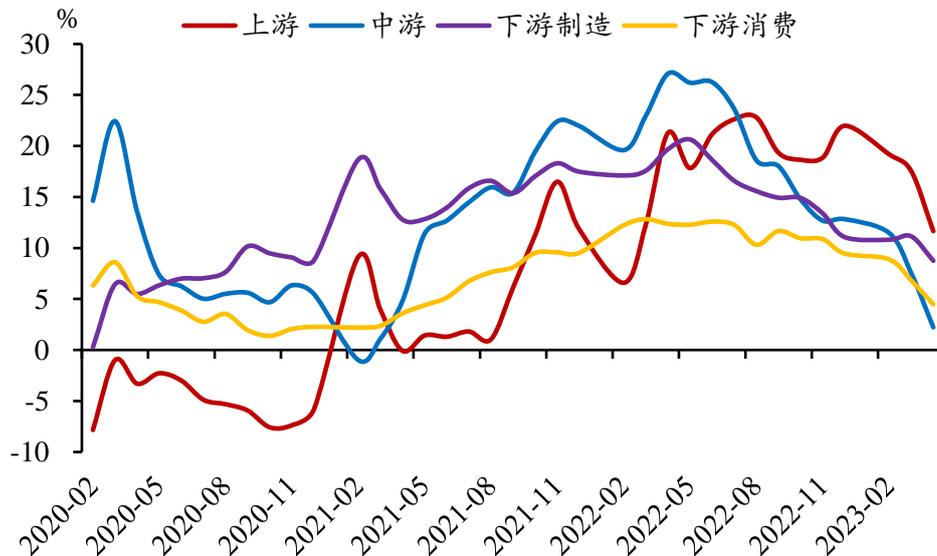
大类行业库存的位置存在明显的差异, 中游原材料加工业、下游消费品库存增速处于较低位置, 上游采掘业、下游制造业库存去化较为缓慢。

上游采掘业库存水平较高, 主因产业链下游需求低迷, 导致上游产品向下游转移不畅, 库存去化节奏较慢。

中游原材料加工业 2022 年 Q1 起受到地产链条的压制, 较早开始去库存。

下游制造业大多数属于先进制造业, 且与出口强相关, 存在产能过剩的问题。

下游消费品行业疫情政策调整后最先感受到经济恢复, 库存去化较为顺利。

图 10: 大类行业产成品库存同比


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

进一步观察细分行业的库存水平, 在 33 个工业行业中, 当前有 17 个行业库存增速处于 2012 年以来的 30%分位以下。我们整理了 2012 年以来 33 个重要工业行业的库存增速, 并计算了每个行业库存增速的分位数。结果显示, 2023 年 4 月有 17 个行业处于 2012 年以来的 30%分位以下, 另有 6 个行业位于 30%-50%分位之间。其中中游

原材料中的化学纤维、金属制品，下游消费品中的酒饮料精制茶、纺织服装、家具制造等行业库存增速已降至0%分位附近。库存分位数偏低行业的景气度有望较快迎来反转。

我们认为，大部分行业的库存位置偏低意味着库存周期整体已经展现出筑底迹象，新一轮库存周期渐行渐近。

表 2：2023 年各行业库存分位数（2012 年 2 月-2023 年 4 月）

行业	2月库存分位数 (%)	3月库存分位数 (%)	4月库存分位数 (%)
煤炭开采和洗选业	0.88	0.86	0.76
石油和天然气开采业	0.43	0.46	0.15
黑色金属矿采选业	0.61	0.52	0.43
有色金属矿采选	0.82	0.60	0.33
非金属矿采选业	0.24	0.28	0.19
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.41	0.28	0.17
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.89	0.95	0.44
造纸及纸制品业	0.72	0.68	0.34
化学原料及化学制品制造业	0.74	0.62	0.47
化学纤维制造业	0.40	0.16	0.06
橡胶和塑料制品业	0.26	0.16	0.13
非金属矿物制品业	0.89	0.75	0.59
黑色金属冶炼及压延加工业	0.72	0.36	0.11
有色金属冶炼及压延加工业	0.86	0.78	0.65
金属制品业	0.12	0.03	0.00
医药制造业	0.09	0.18	0.15
通用设备制造业	0.33	0.28	0.14
专用设备制造业	0.44	0.60	0.68
汽车制造	0.62	0.68	0.64
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.38	0.45	0.26
电气机械及器材制造业	0.60	0.67	0.54
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.56	0.39	0.24
仪器仪表制造业	0.81	0.81	0.66
农副食品加工业	0.82	0.65	0.57
食品制造业	0.95	0.88	0.84
酒、饮料和精制茶制造业	0.25	0.26	0.09
烟草制品业	0.48	0.53	0.75
纺织业	0.50	0.39	0.12
纺织服装、服饰业	0.13	0.03	0.00
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.19	0.13	0.19
家具制造业	0.17	0.03	0.00
印刷业和记录媒介的复制	0.17	0.03	0.00
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.48	0.58	0.41

资料来源：万得，信达证券研发中心

三、新一轮库存周期最早三季度末启动

本轮库存周期自 2019 年 12 月开启，至 2023 年 4 月已有 41 个月。考虑到我国库存周期的平均时长在 39 个月左右，市场对于新一轮库存周期的启动时间有较高的关注度。本章尝试解答这一问题。

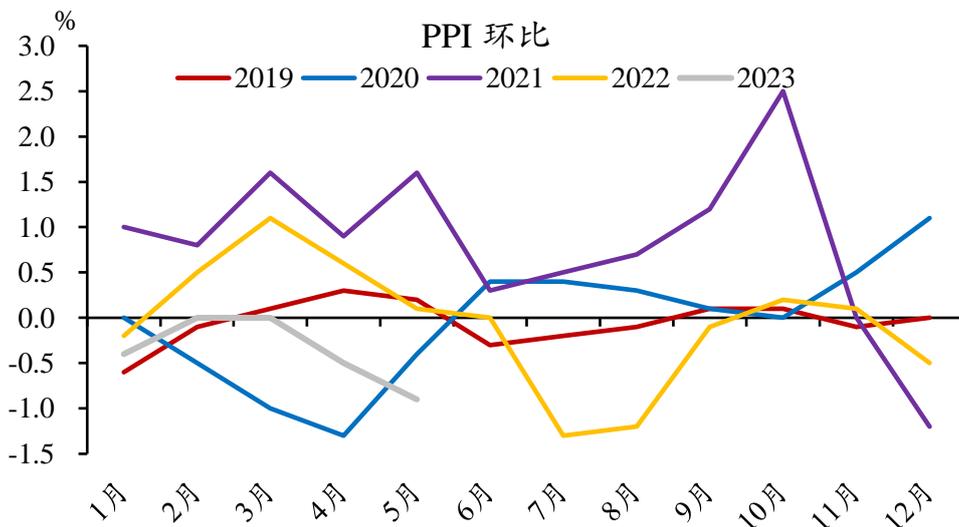
3.1 新一轮库存周期最早三季度末启动

第一，经验上我国库存周期的底部在产成品存货同比 0%左右，如果保持当前速率去库，库存同比将在三季度末触及 0%。回顾我国 2000 年以来的库存周期，库存同比在触及 0%左右后会开启新一轮上行周期，比如 2002 年 10 月、2009 年 8 月、2016 年 6 月、2019 年 11 月均是如此。本轮去库开始于 2022 年 5 月，去库的平均速率为每个月 1.3%。如果企业保持此速度去库，库存同比将在 5 个月后触及至 0%，随后在三季度末开始补库存。

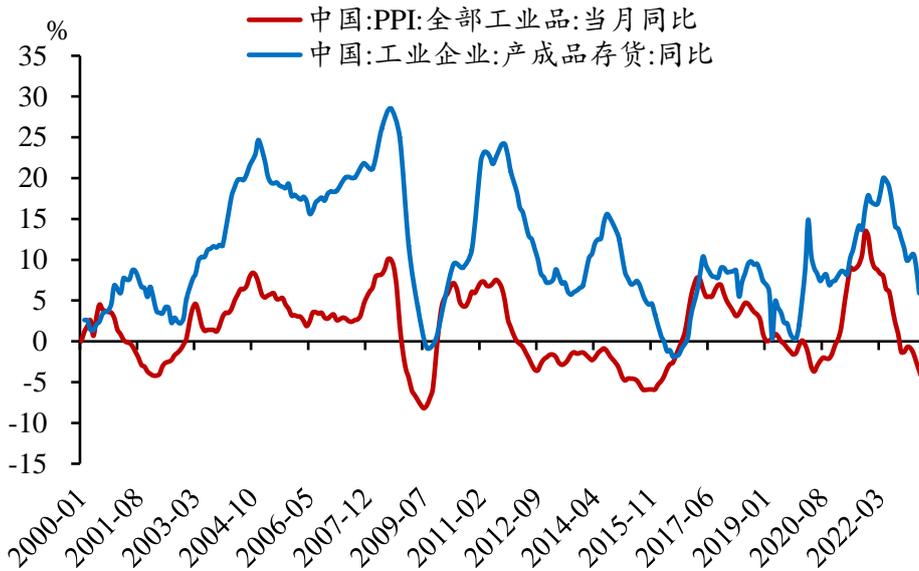
图 11: 库存去化的速度


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

第二, 价格信号对于库存周期有较强的指示意义, 我们认为 PPI 同比有望在 7 月出现较为明显的上行。PPI 同比为过去十二个月环比之和, 去年 7 月环比为-1.3%, 下降幅度较大。这意味着今年 7 月 PPI 同比可能出现较为明显的上行。在没有供给冲击干扰的情况下, 价格信号对于库存周期有较强的指示意义。根据历史数据, PPI 同比与库存同比的走势相近, 且 PPI 同比的拐点领先库存一个季度左右。

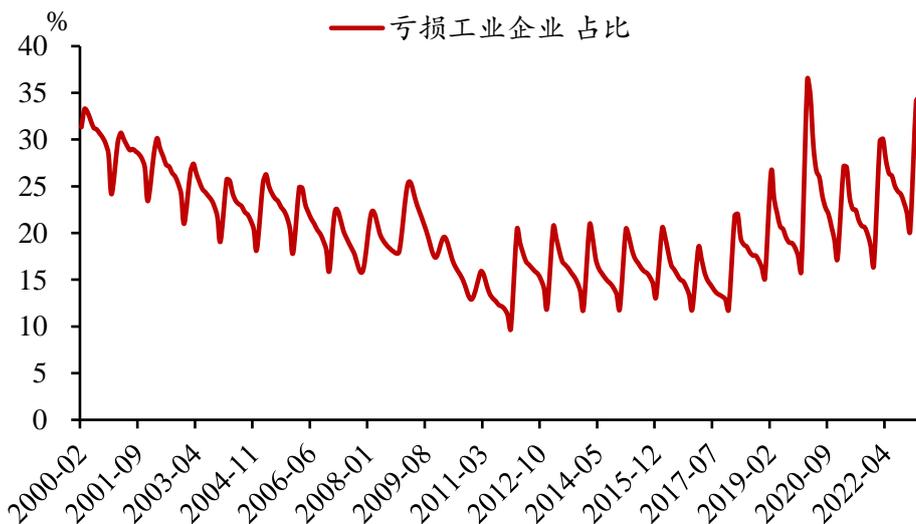
图 12: 7-8 月 PPI 环比较低


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: PPI 同比的拐点领先库存同比


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

另外, 我们判断, 在企业持续的减产去库中, 工业企业的供需平衡已经达到了一个“临界点”。4 月以来, “通缩”成为市场上的热词。体现在高频数据上, 螺纹钢、煤价、南华工业品指数等生产领域价格指数不断下降。而六月初至今, 价格方面的高频指数出现了企稳的迹象。6 月铁矿石、螺纹钢价格、南华工业品指数均企稳回升。我们认为, 当下价格企稳, 并非来源于需求回暖, 而是企业在利润持续收缩下已经“降无可降”。4 月以来, 企业将“减产”(去库存)与“降价”同步进行, 而到了 6 月, 企业在利润收缩的压力下, 可能已经无法承受进一步降价带来的损失。最新的工业利润数据显示, 规上工业企业亏损企业的占比已经达到 2000 年以来的高位(2020 年疫情时期除外)。我们推断, 在企业持续的减产去库中, 工业企业的供需平衡已经达到了一个“临界点”, 在这样的底部, 如果短期需求能够出现一定程度的回暖, 价格存在较大的弹性, 有利于刺激企业由去库转向补库。

图 14: 亏损企业占比处于历史高位


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

3.2 最晚需要等到明年一季度

历史上，中美库存周期具有高度同步性。2020-2021 年疫情后的一段时间，两国周期错位主因两国纾困政策不同。中国在疫情后更注重优先复工复产，以此来保障经济平稳运行，因此中国生产恢复快于消费恢复；美国通过财政刺激修复需求端，使得消费恢复快于生产。

图 15：中美库存周期



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

美国制造业正处于“主动去库存”阶段。美国制造商库存同比增速在 2022 年 5 月触顶后持续下滑，截至 2023 年 3 月库存同比为 2.3%。其销售额增速目前也处于下行通道，反映出美国制造业“主动去库存”。

根据美国的库销比，我们预计美国制造业将于 2024 年一季度结束去库。库销比为当期库存与销量的比值，反映了库存和销售的相对力量变化。在一轮完整的库存周期中，库销比也会经历一个轮回，库销比的走势方向与库存增速相反，且库销比触顶（触底）要早于库存增速触底（触顶）。历史经验表明，美国库销比的拐点领先库存同比拐点大约 12 个月。2023 年一季度美国库销比展现出磨顶的迹象，由此推断 2024 年一季度美国有望结束去库。同时，该时间节点也与市场普遍预期美联储在 2024 年初降息的时间节点相契合。如果美国能够开始补库存，将为我国带来确定性较强的增量需求。彼时我国工业也有望迸发出较强的补库动力。

图 16：库销比领先库存周期拐点


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 17：2023 年一季度美国库销比磨顶

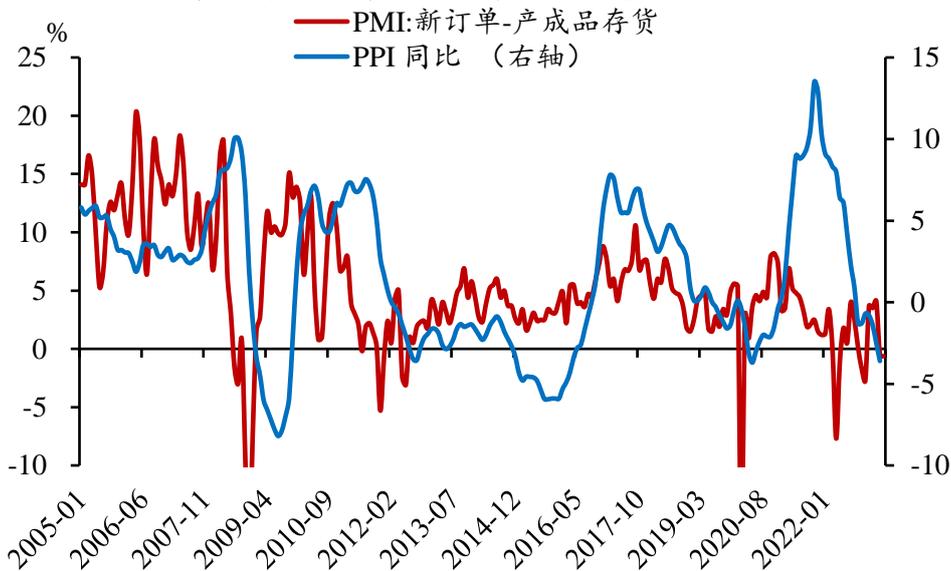

资料来源：万得，信达证券研发中心

四、后续的三个重要关注点

一是关注需求端的边际变化。金融数据通常是经济数据的领先指标。M1 表征资金的活化程度，能够一定程度反映微观预期，是经济基本面的温度计。历史数据显示，M1 增速领先于 PPI 同比 9 个月左右。然而本轮由于居民、企业信心偏弱，M1 同比尚未出现趋势性上行，因此我们难以根据金融指标领先判断需求的变化。（PMI 新订单-PMI 产成品存货）被称为经济动能指标，该剪刀差上升代表着企业现有的产成品库存不足以满足订单，故企业会选择购买原材料，加大生产规模。可以看到（PMI 新订单-PMI 产成品存货）的拐点早于 PPI 增速。4 月（PMI 新订单-PMI 产成品存货）从 3 月的 4.1 降至 -0.6，5 月与 4 月持平，显示企业的生产动能偏弱。后续应关注剪刀差的变化。

图 18: M1 增速领先于 PPI 同比 9 个月左右

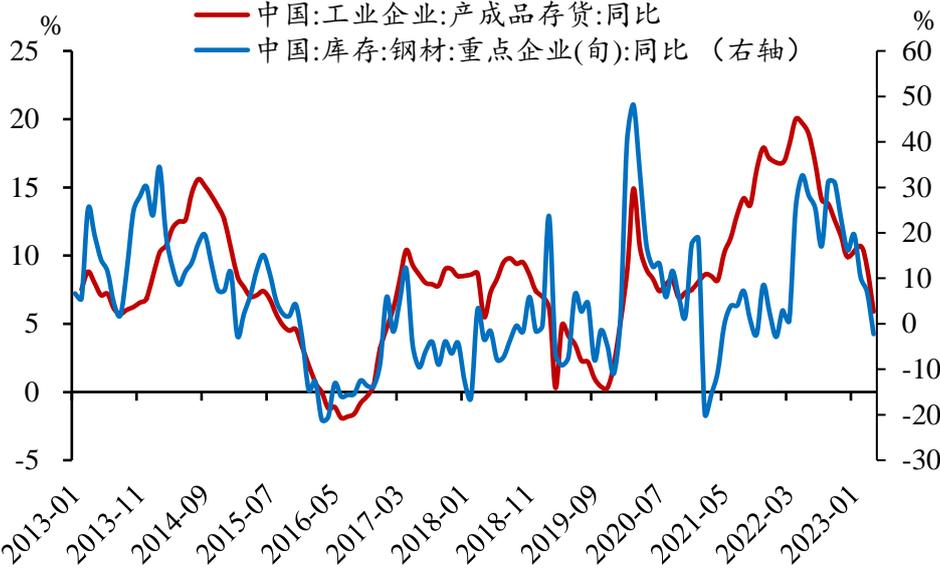

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: (PMI 新订单-PMI 产成品存货) 的拐点早于 PPI 增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二是关注大宗商品的库存水平。工业企业财务数据每个月 27 日公布上一个月的数据，及时性不足。部分大宗商品公布日度或是周度的库存数据，而且中上游行业库存在所有工业企业库存中的占比达到了 40% 左右，因此跟踪大宗商品的高频库存数据能够一定程度上帮助我们及时掌握工业库存的动向。2013 年以来，钢材、电解铝、纯碱等大宗商品的库存同比与工业产成品库存同比的走势有较强的一致性。

截至 6 月 11 日，煤炭库存处于历史高位且库存仍在累积。螺纹钢、电解铝、纯碱等大宗商品库存持续下降，库存水平已处于历史偏低位置。结合最近的开工数据来看，工业品整体还处于“主动去库存”阶段。

图 20: 钢材库存同比与工业产成品库存同比的走势有较强的一致性


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

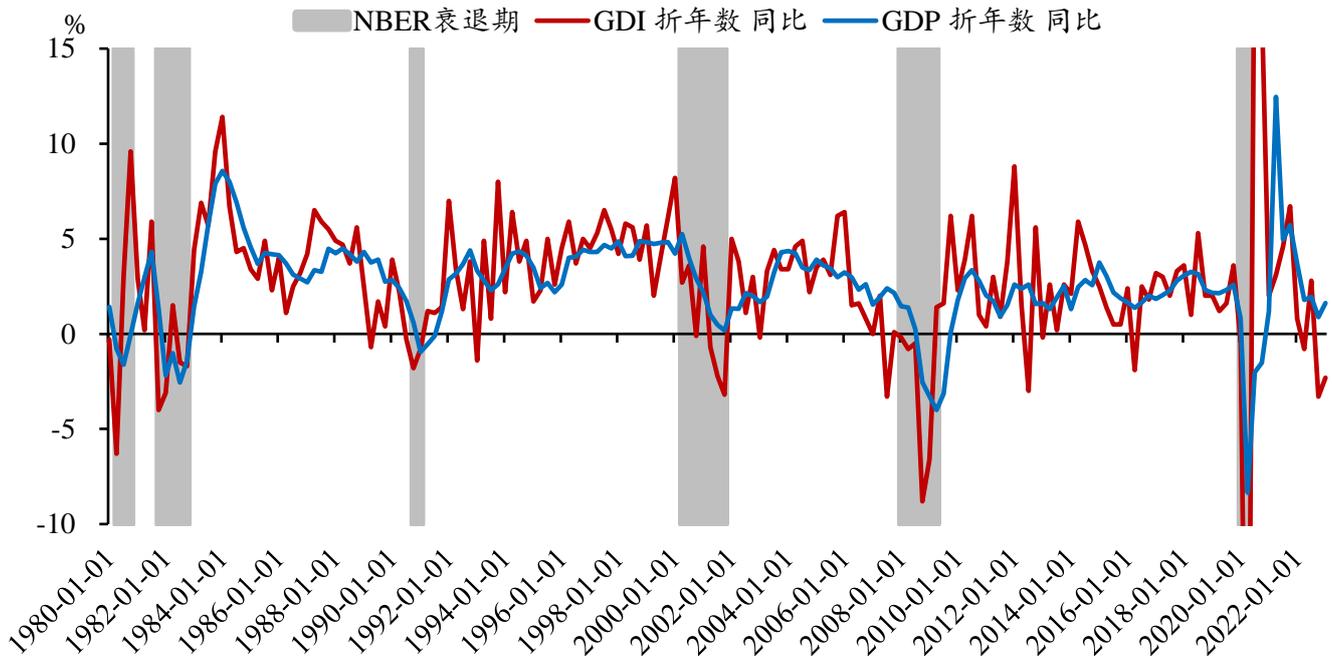
表 3: 大宗商品库存数据

库存指标	图表	库存指标	图表
煤炭库存: 秦皇岛港		库存: 钢材: 重点企业	
主要建筑钢材生产企业库存: 螺纹钢		库存: 热卷(板)	
库存: 电解铝		库存: 铜: 上海保税区	
库存: 纯碱		库存天数: 涤纶长丝 POY: 江浙织机	

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

第三关注美国经济基本面变化对我国的外溢效应。从近期的非农就业、失业率等数据观察，美国经济仍然维持韧性。但我们认为，美国经济已经出现降温的迹象，且下半年面临一定的下行压力。(1) 美国 GDI 环比折年率 2022 年四季度以来连续两个季度为负。GDI 即国内总收入，是从收入法衡量经济状态的指标。理论上，GDI 和 GDP 是相等的，但由于“统计误差”等因素，两者在历史上时常出现背离。GDI 主要反映劳动者报酬和企业经营盈余的变化，对比 GDP 和 GDI，GDI 的波动幅度更大且更加领先。1980 年至 2022 年，GDI 口径出现过 6 次技术性衰退（连续两个月负增长），全部与 NBER 定义的美国经济衰退期重合。GDI 环比折年率在 2022 年 Q4、2023 年 Q1 分别为-3.3%、-2.3%，连续两个季度负增长，可见 GDI 已经释放出经济下行的信号。(2) 美国或将进入信用收缩区间。3 月美国银行业风险事件的影响下，银行新增贷款出现明显下行，随后在 4 月企稳。而 5 月新增贷款再次拐头向下进入负区间，指向美国信用扩张速度放缓，下半年美国信用周期或进入收缩区间。

图 21：对比 GDP 和 GDI，GDI 的波动幅度更大且更加领先



资料来源：FRED，信达证券研发中心

图 22：美国信用扩张速度放缓

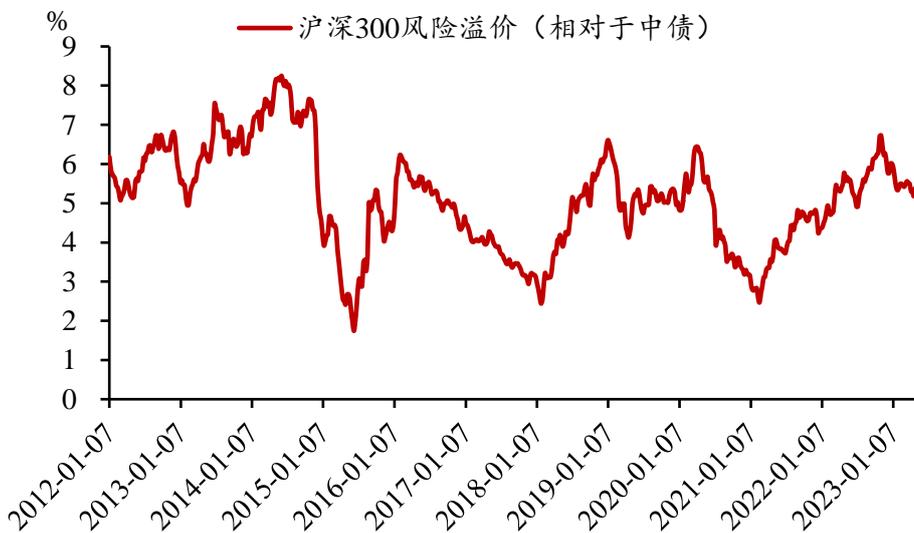


资料来源：万得，信达证券研发中心

五、看好人民币资产的表现

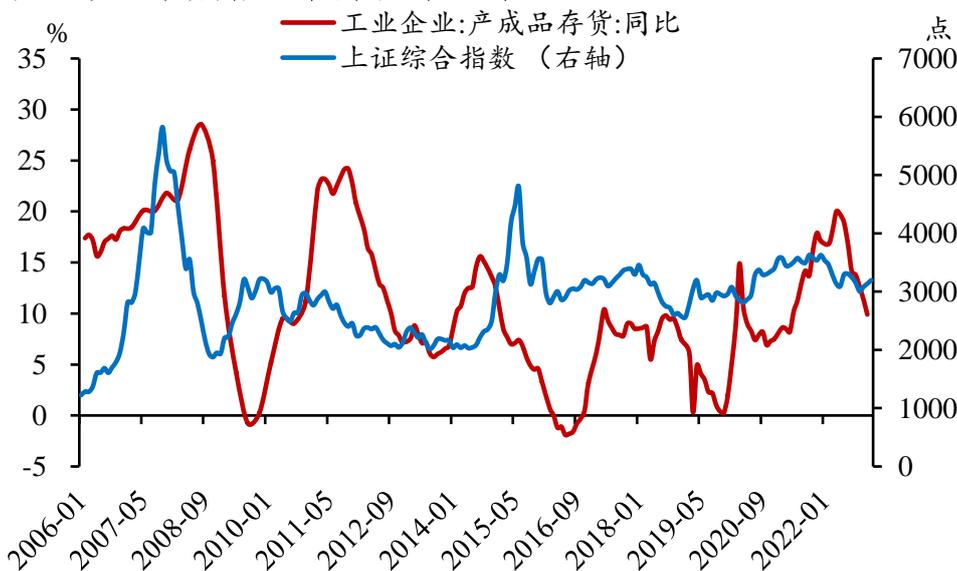
我们认为，当前股市已接近底部，下半年具备一定的修复空间。3月以来A股指数出现明显回调，我们认为当前股市已接近底部。(1) 指数当前已计入较多的悲观预期，使用沪深300计算的股债性价比已经达到了近5年以来的较高分位。一般而言，市场底要早于经济底。回顾历史，每一轮库存周期的底部均早于股市的底部。三季度末我国有望开启新一轮库存周期，我们预计股市有望在6月份基本企稳。(2) 6月13日央行超预期下调OMO利率，有助于提振市场信心，后续一系列政策组合拳或可以期待。我们认为，降息可能是政策发力的“前哨”，在经济内生动能偏弱的环境下，7月“稳增长”进入重要窗口期，放松地产需求的相关政策、促消费政策、财政政策有望相继出台。(3) 美国国务卿安东尼·布林肯确认将于6月18日至19日访华，或成为中美关系缓和的窗口，市场风险偏好有望得到提升。

图 23：股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位



资料来源：万得，信达证券研发中心

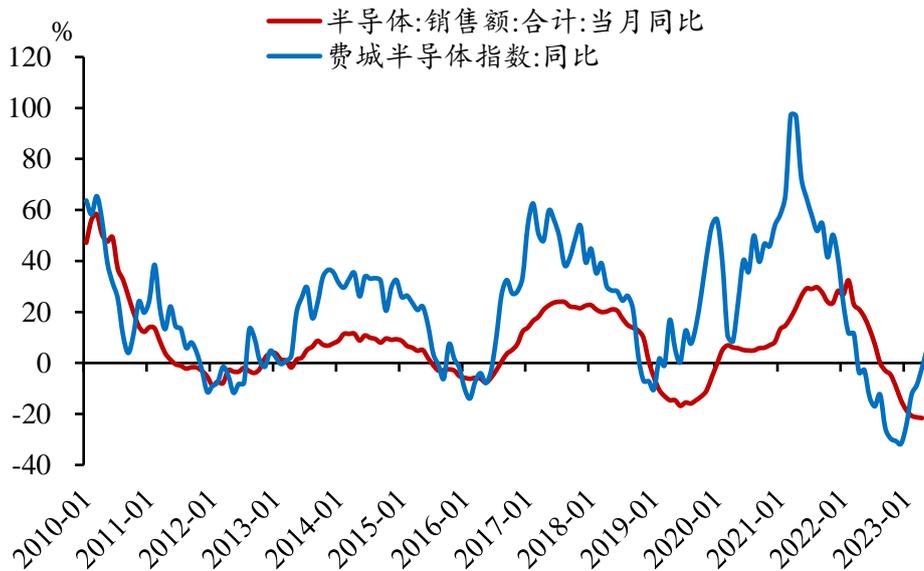
图 24：每一轮库存周期的底部均早于股市的底部



资料来源：万得，信达证券研发中心

关注两条投资主线，一是库存处于低位，且受益于内需修复弹性较大的消费板块，包含食品、酒饮料、家电等；回顾我国 2006 年以来的主动补库存阶段，消费板块的表现最为亮眼。二是半导体+AI，使用半导体销售额同比划分的全球半导体周期或已经进入周期的尾部，费城半导体指数年初以来已上涨近 50%，均标志着行业景气度有望迎来上行阶段。伴随以 ChatGPT 为代表的人工智能产业链高速发展，AI 上游的硬件端（算力、存储等），中游的大模型，以及下游的应用端均有望迎来需求的持续增长。

图 25：半导体周期或已经进入周期的尾部



资料来源：万得，信达证券研发中心

债市有望持续走牛。我们认为，对于债市而言，6 月 13 日的央行降息并非意味着利好出尽。5 月通胀数据延续高位逐步回落态势，美国 CPI 同比降至 4.0%。参考 CME FedWatch 对于美联储政策路径的预期，美联储有望在即将到来的 6 月议息会议首次暂停加息，7 月会议可能最后再加息一次，随后于明年年初开启降息。在美联储货币政策即将转向的窗口期内，中国央行降息所引发的资产价格波动、资本流出压力或相对减轻，这意味着国内货币宽松窗口或将进一步打开，我们认为国内未来一年内或仍有 1-2 次降息。短期内，“弱复苏+货币宽松”逻辑仍在，利率中枢有望继续下行。

图 26: 债市有望持续走牛


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 美联储政策路径预期 (截至 6 月 15 日)

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.6%	74.4%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%	65.6%	13.4%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	22.1%	64.3%	13.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.3%	31.4%	53.0%	10.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.4%	16.9%	41.0%	34.0%	5.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	11.4%	31.9%	36.6%	16.4%	2.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	11.1%	31.2%	36.5%	17.1%	2.6%	0.1%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.3%	23.2%	34.4%	24.8%	8.3%	1.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.4%	21.0%	32.8%	26.1%	10.7%	2.1%	0.2%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.6%	5.3%	18.2%	30.6%	27.4%	13.6%	3.7%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.6%	4.9%	17.0%	29.4%	27.7%	14.9%	4.7%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	3.0%	11.7%	24.0%	28.4%	20.5%	9.1%	2.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME FedWatch, 信达证券研发中心

风险因素

政策超预期收紧；历史数据及规律不能代表未来。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com

华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

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。