

## 中美库存共振能否再现？

——【中国银河总量之声】系列之二

### 核心要点：

今年以来，中美在经济周期和政策周期层面存在明显的错位。当美联储本轮激进的加息周期逐步进入尾声之际，投资者预期中美在经济和政策层面可能会回归同步。特别是中美库存周期都已接近底部，投资者对未来中美进入补库存以及再现库存周期共振存在较高期待。基于对当前中美两国经济基本面和政策面的综合分析，我们认为未来3-6个月中美各自进入主动补库存的判断可能偏乐观，而且考虑到地缘政治和美国经济复苏动能转向投资，中美库存周期共振会明显减弱。

- **美国经济复苏韧性有待观察，库存周期面临三大不确定性：**（1）当前美国经济韧性和偏紧的劳动力市场导致核心通胀居高不下，美联储政策紧缩周期可能比预期的更长。（2）美联储激进加息的滞后效应有待评估，而政府债务问题也可能导致美国经济未来存在失速的可能。（3）美国经济复苏动能有望从消费向以半导体为代表的高科技制造业投资切换，但未来需求前景的不确定性可能导致投资的可持续性存疑。
- **政策重心转向防风险，国内主动补库存周期节点延后：**基于PPI领先工业品库存一个季度的历史相关性，中国经济有望在年底进入主动补库存阶段。但当下中国库存周期运行的大背景与以往历次存在巨大不同。从7月份政治局会议以及之后出台的一系列政策来看，当下在房地产和地方政府债务两大领域内存在较大的下行风险。考虑到房地产产业链在经济中的占比以及地方政府在基建中扮演中重要角色，本轮库存周期的拐点会被延后。
- **中美经济周期共振的背后驱动因素发生变化：**从历史上来看，中美库存周期存在较高的同步性，这背后主要是通过美联储货币政策的外溢效应以及由此引致的美国国内需求变化对中美贸易的影响。鉴于美国国内通胀的粘性，美联储在结束本轮加息之后会在较长的时间内把利率维持在较高的水平。此外，传统上美国经济复苏都是消费驱动，但近期复苏动能向投资切换的趋势意味着复苏的外溢效应可能会有所降低，加上出于地缘政治考量而导致的在岸近岸产能增加，因此美国主导的中美库存共振现象可能会明显减弱。

**跳出“周期”，看“周期”：**在一个长周期（地产、人口、债务）内，大部分时间是短周期（库存、设备更新）主导经济和市场的波动。但当长周期进入尾声时，作为灰犀牛存在的长周期因素会逐步占据主导地位，并导致短周期的规律性会变得极其不稳定。当下全球和中国很多短期问题的根源更多是来自中长期因素力量的增强，从而导致关注中短周期的宏观研究框架出现失灵。投资者应该跳出短周期分析框架，更多从中长期视角来分析新问题、探索新出路。

### 分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

宏观分析师：高明

☎：（8610）8092 7606

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

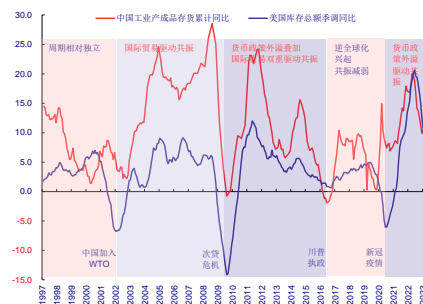
策略分析师：杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

图：中美库存周期共振的五个阶段



### 风险提示：

1. 国内经济复苏不及预期风险
2. 国内政策落实不及预期风险
3. 海外加息及经济衰退的风险

**大类资产配置建议：**回溯自1990年起受中美双重库存周期影响下的大类资产表现，及当前宏观经济环境及政策因素，可得出中美双重周期视角下的资产配置建议：

- **汇率市场。**当前美国通胀具有粘性，美联储货币政策存在外溢效应，库存周期还未开启反弹。待美联储结束本轮加息，美元指数有望步入下行通道。随着压制人民币升值的外部因素有所降低，及国内经济基本面不断修复，人民币汇率亦或震荡回升。
- **债券市场。**（1）关于中国债券市场。库存周期虽已触底，考虑到房地产泡沫和地方债务的“灰犀牛”风险，去库存压力犹存，本轮库存周期反弹亦或延迟，加之，目前国内逆周期调节政策在不断加强，给国内利率债市场提供支撑，因此，预判国内利率债收益率存底部徘徊震荡的可能。（2）关于美国债券市场。美国国债到期收益率与库存周期有着较高的相关性，但本轮美国库存周期反弹仍然面临诸多不确定性，美债收益率仍存高位震荡的可能。
- **大宗商品。**大宗商品价格走势与中美库存周期在大趋势上基本趋同，随着美联储本轮加息进入尾声，库存周期开始筑底，能源品在需求刺激之下，价格将有上行动能，工业原材料作为经济修复进程中的主要需求品，价格亦有上行的趋势。
- **全球权益市场。**影响权益市场的因素更为复杂，在短周期受中长周期下行趋势的压制下，中美库存周期对于权益市场的影响稍弱于其他大类资产，尤其是对于美股市场。

**A股行业配置建议：**当前，中国的库存周期在主动去库存向被动去库存转化的过程中，去库存的压力仍在。回溯库存周期各阶段的行业表现分析，又基于地方债务风险及房地产周期对于库存周期进程的影响，分阶段研判A股行业配置建议：

- **近期主动去库存阶段。**家用电器、医药生物、社会服务等消费品行业在经济衰退期业绩表现相对较好的细分领域或标的；受技术变革影响、对经济衰退敏感性较低的跨周期行业，如计算机。
- **未来被动去库存阶段。**国防军工、非银金融、美容护理、社会服务、食品饮料、汽车等顺周期行业。被动去库相较主动去库阶段，行业存明显轮转。须注意大消费细分领域中，在内需明显不足背景下，应多关注业绩绩优的板块或标的。

## 目 录

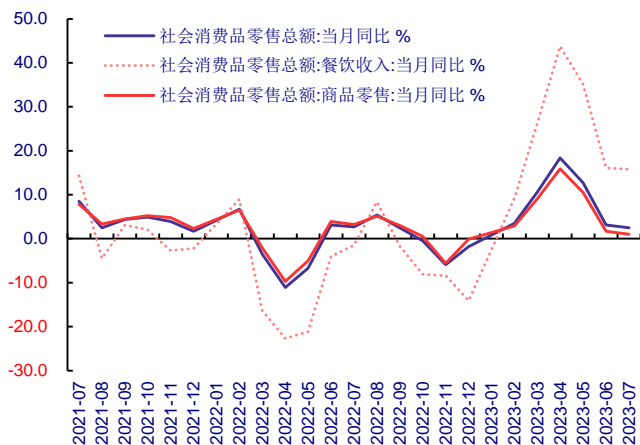
|                                 |           |
|---------------------------------|-----------|
| <b>一、中美库存周期所处阶段与共振条件</b> .....  | <b>4</b>  |
| (一) 目前为何要关注中美库存周期的共振 .....      | 4         |
| (二) 中美库存周期共振或错位的历史回顾与背后逻辑 ..... | 5         |
| (三) 当前中美库存周期所处阶段 .....          | 7         |
| (四) 2024 年中美周期共振的可能性与不确定性 ..... | 11        |
| <b>二、库存周期不同阶段的大类资产表现</b> .....  | <b>13</b> |
| (一) 被动去库：需求上升、库存下降 .....        | 13        |
| (二) 主动补库：需求上升、库存上升 .....        | 14        |
| (三) 被动补库：需求下降、库存上升 .....        | 15        |
| (四) 主动去库：需求下降、库存下降 .....        | 15        |
| <b>三、库存周期各阶段的行业表现</b> .....     | <b>17</b> |
| (一) 被动去库：需求上升、库存下降 .....        | 18        |
| (二) 主动补库：需求上升、库存上升 .....        | 19        |
| (三) 被动补库：需求下降、库存上升 .....        | 21        |
| (四) 主动去库：需求下降、库存下降 .....        | 23        |
| <b>四、当前库存周期阶段的投资建议</b> .....    | <b>26</b> |
| (一) 大类资产配置建议 .....              | 26        |
| (二) A 股行业配置建议 .....             | 29        |
| 图表目录 .....                      | 30        |
| 表格目录 .....                      | 30        |

## 一、中美库存周期所处阶段与共振条件

### (一) 目前为何要关注中美库存周期的共振

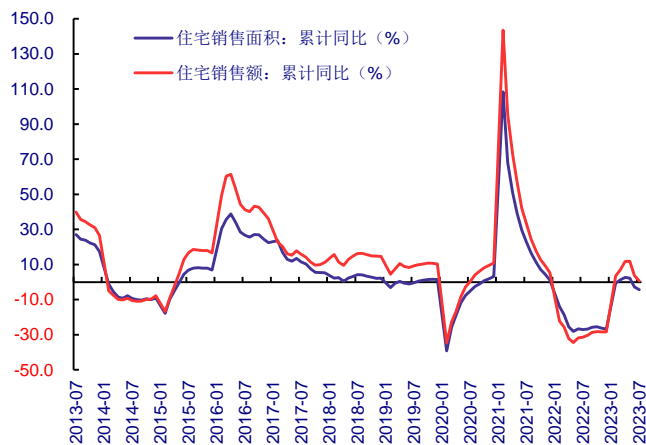
7月24日的中央政治局会议指出：“当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻”。这一判断指出当前我国“三驾马车”同时需要发力，主要表现为五方面：一是居民就业压力增加，收入预期下降，消费和购房意愿都受到影响（图1、图2）。二是房地产销售持续低迷（图2），产业链上下游相关需求明显趋弱。三是随着房地产销售与投资的下行，土地出让收入收缩也加重了地方政府收入压力，加剧地方政府债务问题，限制政府投资能力，基建投资增速也出现边际回落（图3）。四是由于2022年美联储与欧央行加息的收缩效应，以及逆全球化趋势的冲击，2022Q3以来中国出口持续下行（图4）。五是由于内需不足、外需下行，以及逆全球化趋势强化，民营企业 and 外资企业的投资意愿受到影响，制造业投资增速持续下行（图3）。

图 1. 2023Q2 以来社会消费品零售额增速开始下行



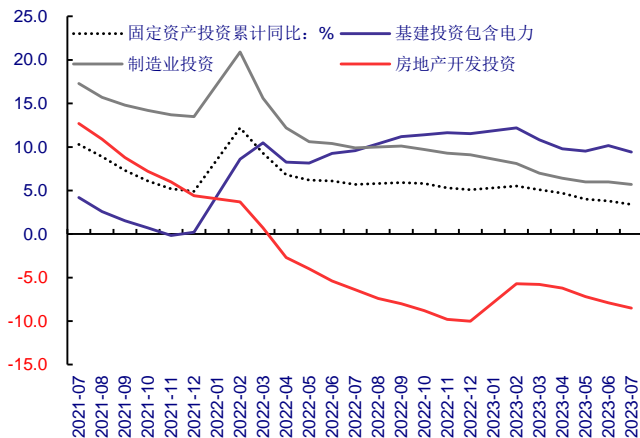
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2. 2023Q2 住宅销售面积增速再次回落至负值 (%)



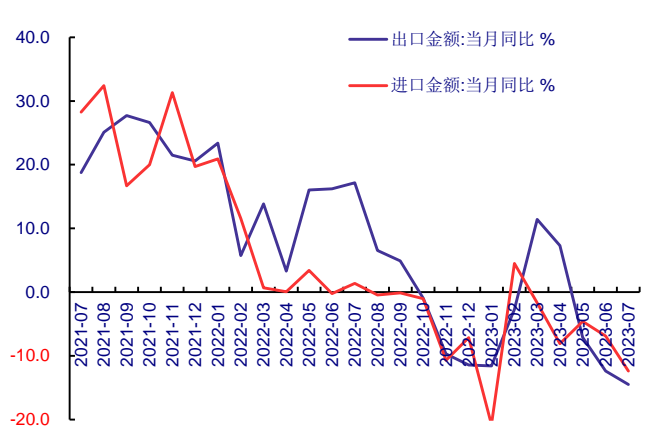
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3. 2023Q2 固定资产投资及主要分项增速都出现了下行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

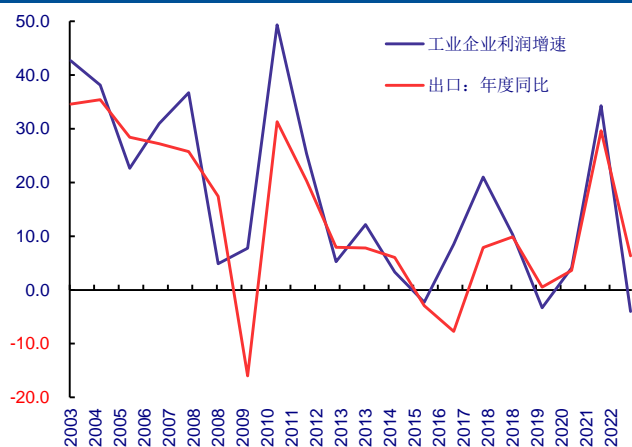
图 4. 2022 年以来进口持续低迷，2022Q3 出口开始降速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

站在这样的时刻展望 2024 年，无论是中国经济、政策方向还是资本市场投资，库存周期能否实现底部回升，回升斜率有多大，都是至关重要的问题。目前中国库存周期确实已经接近底部时刻，但细看“三驾马车”，短期上行力量可能主要来自于国内逆周期政策的力度与效果；以及美国库存周期见底（图 6）之后对中国出口的带动作用。由于出口对工业企业的利润更具决定性作用（图 5），因此分析美国库存周期的走势与中美库存周期共振的可能，就极为重要。

图 5. 中国工业企业利润增速与出口增速明显正相关（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6. 美国销售增速与库存增速显示库存周期接近底部（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （二）中美库存周期共振或错位的历史回顾与背后逻辑

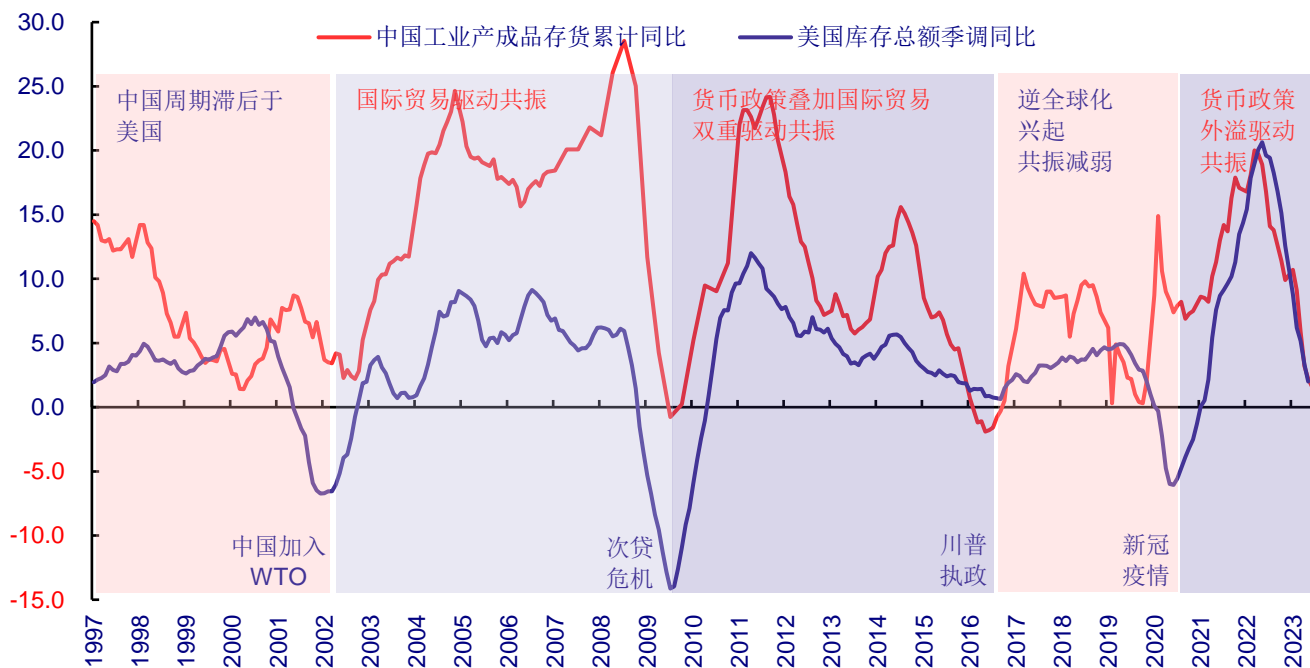
复盘 1998 年以来的历史，中美库存周期共同经历的拐点包括四个：中国加入 WTO、全球次贷危机、川普当选并推动逆全球化、新冠疫情爆发，这 4 个拐点性事件把中美库存周期划分成了五个时期（图 7），每个时期都有不同力量驱动中美周期的共振（或错位）。

**1997 年至 2001 年：中国周期滞后于美国。**在 2001 年中国加入 WTO 之前，中国贸易部门规模相对有限，因此没有受到美国 1990s 年代经济景气的直接带动，因此工业品库存周期相对滞后于美国。2001 年美国遭遇互联网泡沫破裂，新经济结束，房地产经济开启，库存周期于 2002Q2 启动上行。中国则于 2001 年 12 月正式加入 WTO，受到美国与全球市场的直接带动，2022Q4 中国库存周期启动上行。即便经历 2003 年非典型肺炎冲击，但仍保持上行趋势。

**2002 年至 2009 年：中美贸易关系强化，国际贸易驱动库存周期共振。**中国加入 WTO 引发中美库存周期共振，特别是 2004 年至 2005 年几乎完全同步。2006 年 6 月至 2008 年 5 月中美库存周期出现了一定错位：期间中国经济进入高速增长期，特别是加入 WTO 后外需持续拉动，国内工业化与城镇化快速推进，驱动库存周期持续上行，周期高度呈现出“空中接力”的形态，峰值增速达到了接近 30% 的历史高位。而美国只经历了相对常规的库存周期。可以说这一次中美周期错位的原因主要是中国经济短期、中期、长期驱动力量叠加作用，显著超越了常规周期水平的结果，可能也是难以复制的。2008 年全球次贷危机爆发，中美库存周期随后都在 2009 年陷入谷底。



图 7：中美库存周期共振所经历的 4 个拐点与 5 个阶段



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**2010 年至 2016 年：贸易因素仍在起作用，但超常规货币政策主导。**中国在 2010 至 2011 年实施大规模刺激；2012 年政策开始快速退出（固定资产投资增速从 2012 年之前平均 25% 的超高速状态快速下降至 2015 年的 10%）；2016 至 2017 年实施供给侧结构性改革与棚改货币化，驱动大宗商品价格与房地产周期上行；期间共形成两次库存周期，呈现出周期峰值趋于下行但周期波动相对剧烈的特征。而美国则实施了三轮 QE，其中 QE1 是在 2008 年 12 月至 2010 年 5 月，QE2 是在 2010 年 11 月至 2011 年 6 月，QE3 是在 2012 年 10 月至 2014 年 11 月，政策退出更晚也更渐进（2014 年 6 月结束 QE；随后持续引导加息预期，并于 2015 年 12 月首次加息），因此库存周期下行趋势也更为缓和。这一时期中美库存周期峰值基本一致，但周期形态差异较大，而形态差异主要是刺激政策的力度与退出进度差异所导致的。

**2017 年至 2019 年：逆全球化强化，中美库存周期的相关性再次降低。**2016 年特朗普当选美国总统之后开始推进逆全球化，至新冠疫情爆发美国先后经历主动补库和被动补库阶段，尽管周期高度下降但仍为完整库存周期。而中国在 2018 年中美经贸关系显著变化之后，工业企业预期受到冲击，开始进入持续去库存阶段，直至新冠疫情爆发。这一时期中美库存周期相关性明显下降，无论是货币政策外溢还是国际贸易都没有引发中美的库存周期共振。

**2020 年至 2023 年：疫情初期中美库存周期分化，但后期超常规货币政策主导了中美库存周期共振。**2020 年由于中美两国疫情防控措施的差异，美国库存快速下降，而中国工业品存货大量积压。但到了 2020 年 5 月，全球再次进入超常规货币政策的时代，中美库存周期同时进入上行期；又同时在 2022 年 3 月因为美联储开始加息而同时进入下行期。美联储及其引发的全球性超常规货币政策主导了这一轮中美库存周期的共振。

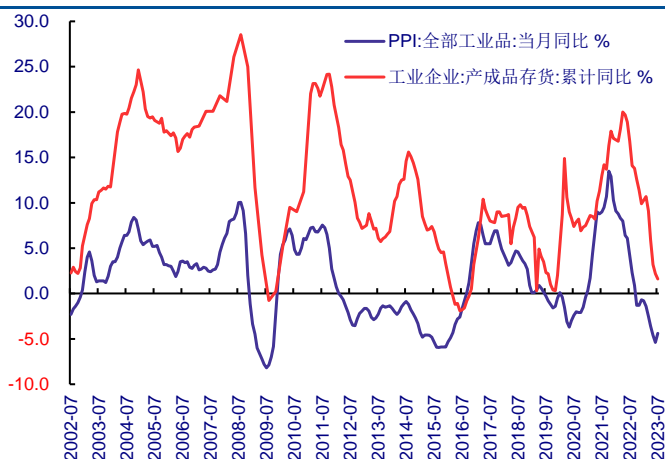
回顾历史可以发展，中美库存周期共振上行的驱动因素主要有两类。一是货币政策的外溢，主要包括次贷危机之后时期、新冠疫情之后时期两次。二是贸易因素，但其实只有2004年中国加入WTO并度过非典型肺炎冲击之后这一段相对显著；从2016年逆全球化兴起以来国际贸易因素的影响明显弱化。综合判断，当前中美库存周期的同步下行主要是受美联储政策外溢的影响，因此2024年出现共振上行首先要取决于美联储的决定。

### （三）当前中美库存周期所处阶段

#### 1. 中国库存周期接近见底，但上行斜率还要看国内逆周期力度与出口恢复情况

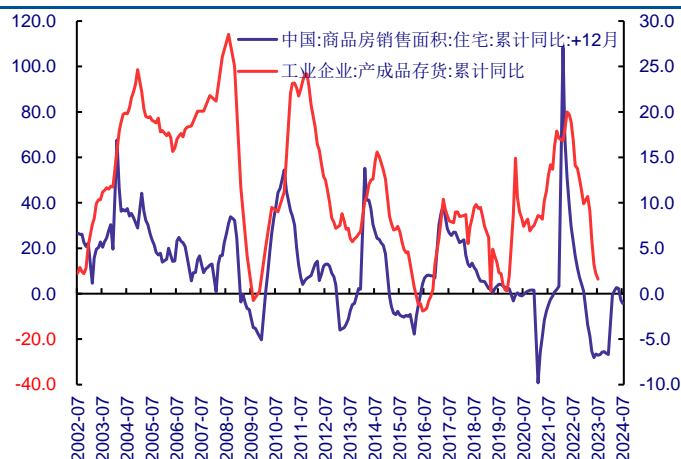
在中国，波长3至4年的库存周期一般有两个有效的领先指标。一是PPI，大约领先一个季度左右（图8）。二是住宅销售面积增速，大约领先一年左右（图9）。目前这两个指标都指向中国库存周期已经见底。但是，由于三驾马车目前全部缺乏上行动力，经济发展预期显著变化，特别是房地产产业链出现了趋势性下行，中国库存周期见底但不回升的预期（类似于2012至2015年）成为市场担忧之一。

图 8. PPI 增速领先库存周期 3 个月左右 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9. 住宅销售面积增速大约领先库存周期 12 个月 (%)



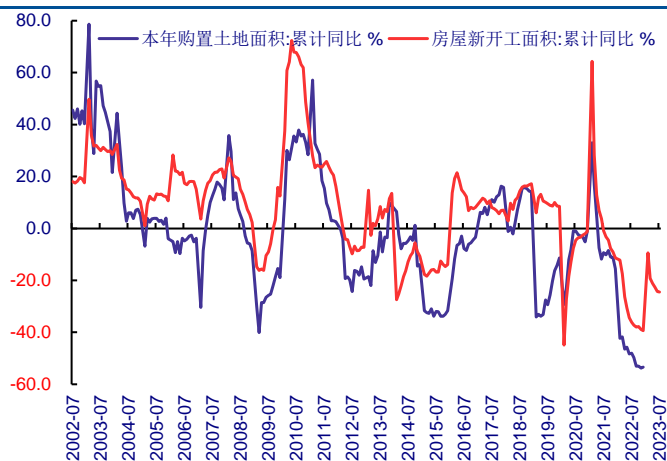
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从 PPI 来看，工业企业根据产成品价格走势进而盈利预期调整存货，因此库存变动一般会同步或略滞后于（约 1 个季度）价格与盈利预期变化。由此判断，上一轮库存周期开始于 2020 年 5 月 PPI 的见底回升之后，2022Q4 在 PPI 到达峰值之后开始回落，2023 年 6 月在 PPI 再次见底之后结束。2023 年 7 月 PPI 同比开始收窄降幅，预示新一轮库存周期即将开始。但市场担忧的是，当前国内需求相对低迷，特别是民间投资增速下降（2023 年 1-7 月同比-0.5%），房地产开发投资跌幅持续加深（2023 年 1-7 月同比-8.5%），同时出口增速持续下降（2023 年 1-7 月美元值同比-5.0%）。国内需求不足叠加出口下行，可能导致 PPI 在负值状态持续运行，工业企业盈利预期持续低迷，库存周期虽然见底但却缺乏上行力量。

房地产市场的变化及其对库存周期的影响需要特别关注。房地产链条是中国工业最重要的需求来源之一，而且在信贷的助推之下会产生显著波动，因此也是库存周期的主要驱动力。图 9 显示，房地产销售面积增速领先于库存周期约 12 个月。2021Q1 住宅销售面积到达峰值，指向 2022Q2 库存周期见顶回落；2022Q2 住宅销售面积见底，指向 2023Q2 之后库存周期逐步

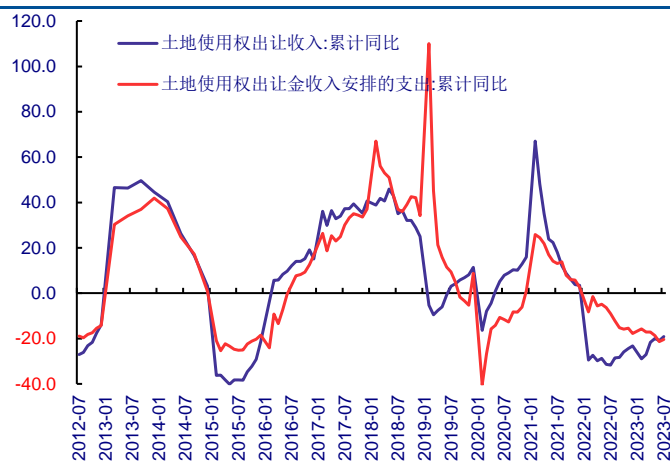
见底。但即便不考虑基数问题，从房地产开发投资的领先指标来看（图 10），当前新开工面积跌幅极深（2022 年同比-39.4%、2023 年 1-7 月累计同比-24.5%），这预示着未来 2 年左右的房地产开发投资可能持续下行；同时由于土地购置面积增速下降，土地出让收入增速连续两年下降（如图 11，2022 年同比-23.3%、2023 年 1-7 月累计同比-19.1%），这又会对地方政府的收入进而财政政策效果形成制约。

图 10. 土地购置面积增速与房屋新开工面积增速（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11. 土地出让收入在 2022 年至 2023 年都出现大幅下降（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

针对国内需求不足的局面，7 月 24 日中央政治局会议进行了相应部署。要求下半年经济工作“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解”。国内需求方面，强调要通过增加居民收入扩大消费、加快地方政府专项债券的发行和使用、制定出台促进民间投资的政策措施、稳住外贸外资基本盘，还特别强调要“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。”

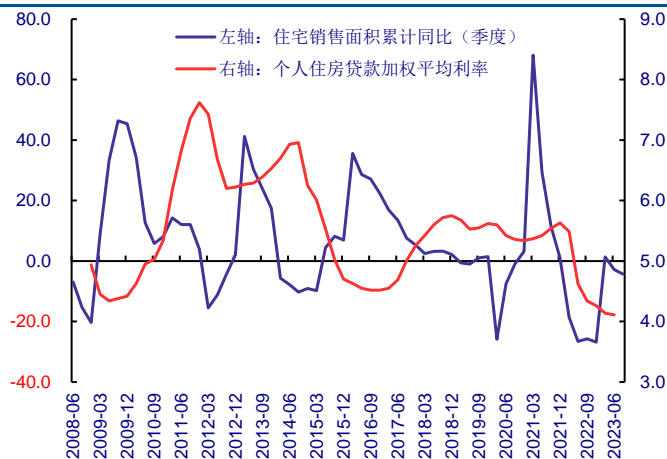
货币政策与房地产调控已经开始行动，财政政策仍在蓄力。2023 年 6 月、8 月再次调降 MLF 收益率与 LPR，个人住房贷款加权平均利率再次降至历史低位，根据经验这有助于稳定住房销售（图 12）。同时各地也因城施策优化房地产政策，特别是 8 月 31 日明确了存量房贷利率调降，以及“认房不认贷”措施。但由于目前通胀率为负，实际利率被动升高，货币政策驱动信用扩张的效果受到限制，因此企业投资意愿、居民购房与消费意愿的低迷状态尚未改变，社会融资增速还处于下行趋势之中。而上半年财政政策有所蓄力，前 7 个月一般公共预算支出累计同比增长 3.3%，政府性基金预算支出同比下降 23.3%；3.8 万亿专项债发行进度也慢于 2022 年；综合表现为广义赤字率（公共财政账户赤字与政府性基金账户资金缺口之和占名义 GDP 比重）相比 2022 年有明显下降（图 13）。

目前来看，驱动中国经济周期上行需要国内需求和出口的全面向好。扩大国内需求首先是由财政政策和房地产等行业政策驱动，以通胀率回归正常（PPI 转正、CPI 趋向 2.0%），进而实际利率下降为标志，货币政策的实际效果将逐渐回升，最终全面带动企业投资、居民消费和购房，这也有助于恢复财政收入，提升财政政策空间，最终形成上行循环。而出口方面，除了要多措并举稳住外贸外资基本盘外，更重要的还是美联储与欧央行等货币当局确定停止加息



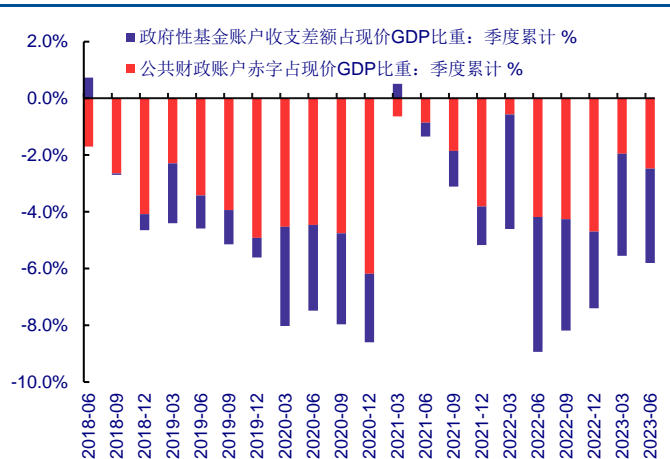
之后，全球经济周期开始见底回升，并与中国库存周期形成共振。接下来我们将重点分析美国库存周期的趋势、形态与驱动力。

图 12. 房贷利率已降至历史地位，有助于刺激住房销售 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13. 2022Q2 以来广义赤字率反映财政扩张力度放缓 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 2. 美国库存周期的趋势、形态与驱动力

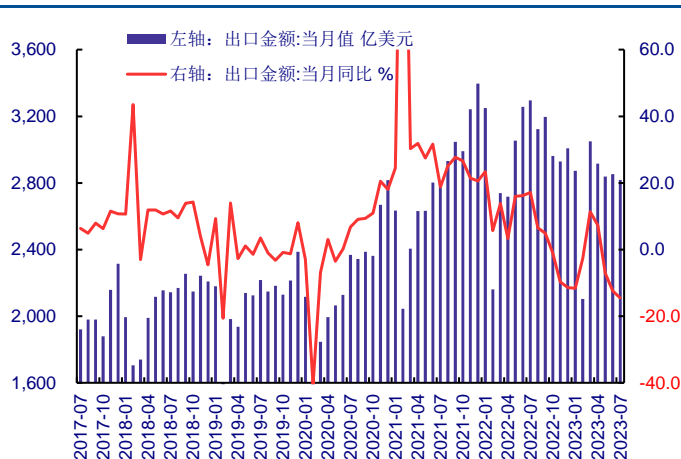
从趋势来看，本轮美国库存周期的下行时点始于 2022Q3，滞后美联储 2022 年 3 月加息之后一个季度左右，与美国制造业 PMI、中国出口的下行时点基本一致，目前仍未结束下行。2020 年新冠疫情爆发，之后超常规货币政策与财政救助计划出台，美国需求逐步恢复，库存周期启动上行。但需求恢复叠加供给冲击，导致美国通胀快速上升，美联储 2022 年 3 月启动加息应对，随后美国的销售增速开始回落；之后库存增速也在 2022Q3 跟随回落（图 14）。这既与美国制造业 PMI 快速回落的时点一致，又与中国出口回落的时点一致（图 15）。

图 14. 2022 年 3 月美国实际利率开始上行，销售增速下行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15. 2022Q3 也是中国出口金额与增速开始下行的时点 (%)

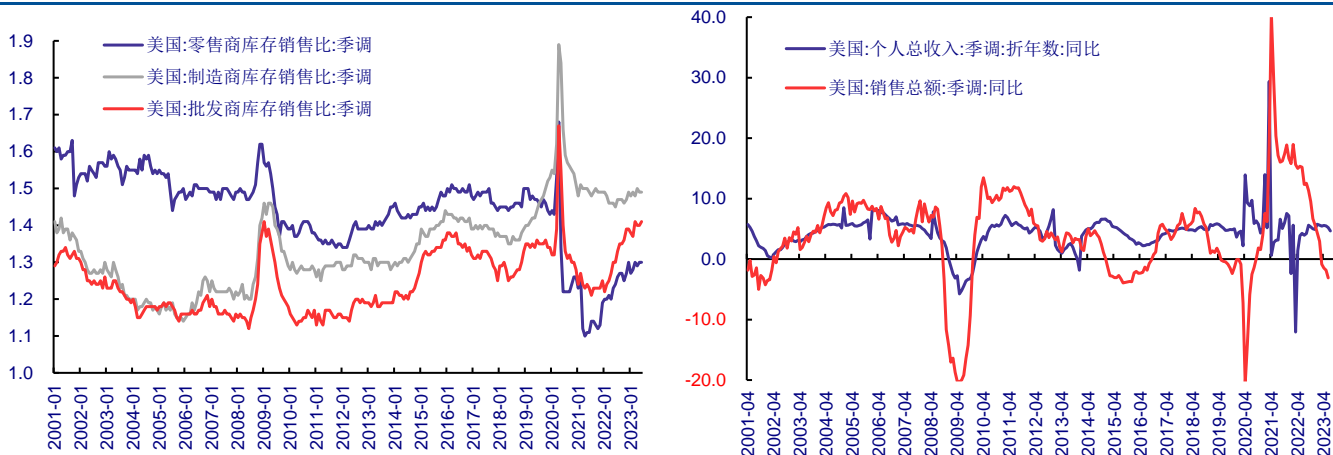


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从形态来看，美国本轮库存名义增速的高度远超以往。原因主要是超常规宽松政策、疫情阻滞供应链，以及俄乌冲突等导致美国通胀率大幅度上行的影响。但从库存销售比（图 16）这个没有价格扰动的指标（与销售总额同比是同步负相关）来看，也是从美联储加息之后开始

明显上升，反映销售下行速度相对库存更快。由此推断，高通胀只是推高美国库存周期的名义高度，但并不改变拐点由美联储政策主导的事实。

图 16. 2022 年 3 月美联储加息后库存销售比出现加速回升 (%) 图 17. 美国库存周期的终端驱动力是个人收入增长 (%)

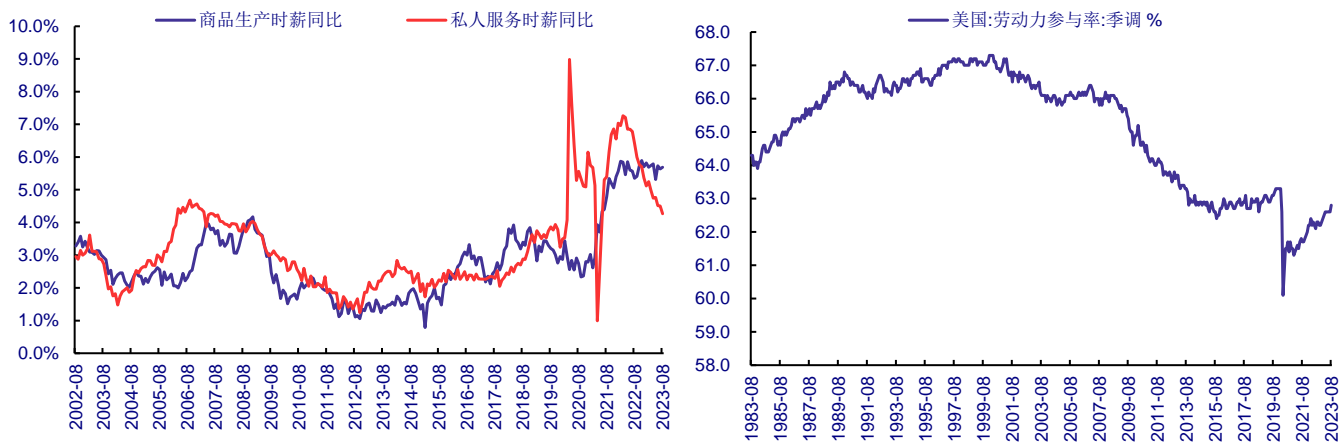


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从动力来看，美国库存周期的驱动力主要是个人收入增长进而销售总额的增长，但目前收入增速已经局部回落。个人总收入增速是美国库存周期的领先指标，具体实现机制是个人总收入上升——销售改善——加速去库存、主动加库存。目前美国个人总收入增速仍然相对稳定，7月同比增长4.65%（图17），也高于CPI增速。目前美国劳动需求依然高于供给，因此工资增速仍有韧性。数据显示美国8月失业率3.8%（前值3.5%），劳动参与率上升至62.8，距离疫情前的63.3%还有0.5个百分点（图19）。在劳动力市场仍然偏紧的情况下，美国的个人收入增速预计仍将保持相对较高增速。但分别看商品生产时薪和私人服务时薪，自美联储加息以来临时就业岗位较多的私人服务时薪已经出现减速趋势（图18），这可能会一定程度影响库存去化进度。

图 18. 美国私人服务时薪增速从 2022 年下半年开始下降 (%) 图 19. 美国劳动力参与率距离疫情前仍有 0.5 百分点 (%)

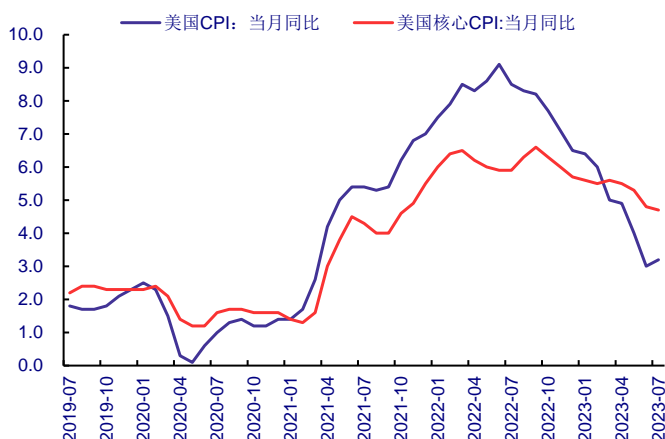


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

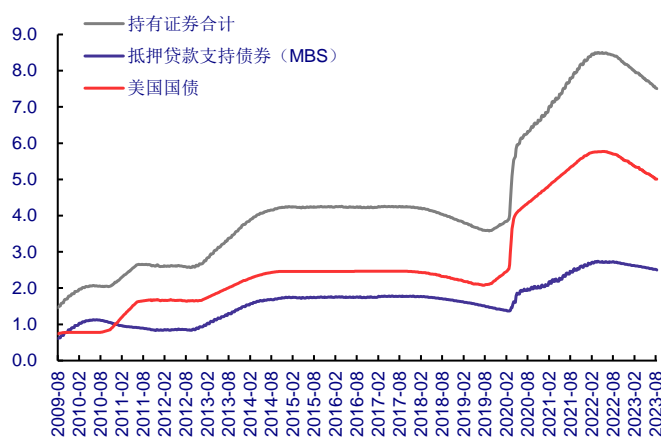
美国的总需求最终取决于美联储的政策方向。7月26日联邦基金目标利率升至5.25%至5.50%。但美联储主席鲍威尔表示9月20日会议或更晚仍有加息的可能，目前不能确认7月为最后一次加息。二季度美国GDP环比折年率（初值）为2.4%（前值2.0%），好于市场预期。同时美国通胀率也在7月出现反弹（图22），下半年可能进入3.0%以上的粘性区间。经济韧性、通胀粘性，导致三季度美联储何时确定结束加息进程仍有不确定性。同时美联储也在按计划推进缩表（图23），这也会对总需求形成收缩效应。

图 20. 美国通胀率将在 2023 年下半年进入粘性区间（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21. 美联储的缩表进程已经在按计划推进（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

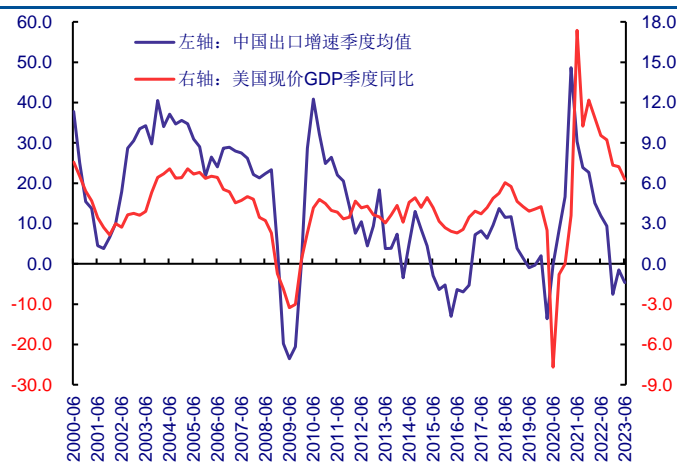
#### （四）2024 年中美周期共振的可能性与不确定性

综上所述，当前中美库存周期都已接近底部时刻，但库存周期上行的关键是总需求回升，而未来 3 至 4 个季度中美两国都处于总需求底部运行的状态，不会出现大斜率的上行。即便是一定的底部回暖，但考虑到美国经济增长驱动力正在从消费切换至高科技投资等领域，以及逆全球化趋势的持续强化，中美库存周期在未来 1 年之内也几乎不会出现共振上行。

1.从历史经验来看，国际贸易引发中美库存周期共振的力量从 2016 年逆全球化趋势强化以来就持续降低。虽然美国与欧元区仍是中国主要出口目的地（2023 年上半年以人民币计价，占比仍有 14.4%、15.5%），同时中国对其他国家的出口也有很大部分是美欧的“引致需求”，数据也显示美国现价 GDP 增速与中国出口增速显著正相关（图 22），但这可能还是美国需求通过全球市场实现的间接效应。图 7 和前述分析已经证明，逆全球化时代，中美之间直接实现库存周期共振的力量已经弱化，目前看这一趋势还远未到达拐点。

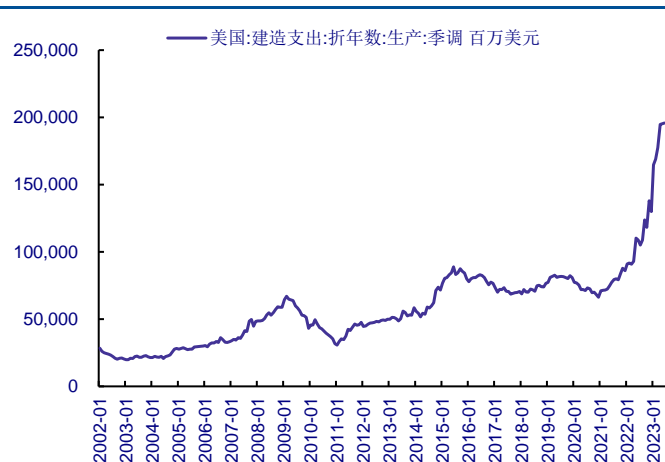
2.美联储的转向也有较大不确定性。新冠疫情以来的中美库存周期共振完全是美联储政策主导的。2020 年 5 月全球再次进入超常规货币政策时代，中美库存周期同时进入上行期；又同时在 2022 年 3 月因美联储开始加息而进入下行期。但当前，美国经济存在韧性、通胀存在粘性，因此美联储转向时点已经延后至 2024Q2。同时，美联储也在按计划推进缩表，这也会形成需求收缩效应。

图 22. 美国名义 GDP 增速与中国出口增速正相关 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 23. 美国制造业建造开支自 2022 年以来加速上升 (亿美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**3.美国库存周期的直接驱动力是个人收入增长进而销售总额增长,但个人收入增长持续性也正经历考验。**尽管当前美国“劳动需求依然高于供给”,因此个人收入增速仍保持相对较高增速。但分就业岗位来看,从美联储加息以来,临时就业岗位较多、就业弹性更大的私人服务时薪已经出现降速趋势,可能会局部性影响美国个人收入与销售增速的持续性,而这又是美国库存周期的领先指标与当前美国经济韧性的决定因素。

**4.美国经济对中国出口的带动作用可能会有所下降。**尽管劳动力市场韧性、金融市场上行的财富效应能够支撑美国经济的韧性,但美国经济的持续增长仍然存在不确定性。如我们前期的报告《“拜登经济学”可以让美国避免衰退?》所提出的,高利率的滞后影响、财政和政府债务的问题、美国制造业竞争力等问题目前也都尚未有效解决。同时“拜登经济学”驱动美国制造业回流,以计算机、电子元件和电气等制造业为主的制造业实际建造支出出现显著增长(图 23)。在岸与近岸产能的形成也会进一步降低美国经济对中国出口的带动作用。

总之,当前美国库存周期去化过程仍未完成,底部的出现主要取决于美联储的决定,转变时刻可能在 2024Q2 之后。对于中国而言,无论是美联储转向时点的延后,美国经济增长方式的转变,以及逆全球化的影响,都意味着中国经济复苏要更多依靠国内需求。



## 二、库存周期不同阶段的大类资产表现

美国经济政策会对全球金融市场产生重要影响。各国大类资产表现除受本国自身经济发展、通货膨胀和利率水平影响外，还极大地受美国经济周期的影响。

通过研究，发现中美库存周期间存在一定的时滞。由此，从整体视角划分中国的库存周期，再将美国的库存周期细分，测算不同大类资产的表现。通过总结自 1990 年起，受中美双重库存周期影响下的大类资产表现，提供自双周期视角下的资产配置建议。由于对库存周期的研究时间始于 1990 年，而离岸人民币市场于 2006 年开始发展，因此，表格内有关美元兑离岸人民币部分为空值。

### （一）被动去库：需求上升、库存下降

被动去库阶段主要表现为需求上升、库存下降，通常出现在经济处于复苏阶段，由于市场需求逐步转好，需求量提升，而生产企业由于天然的滞后性，普遍未提升产能，导致需求大于供给，企业库存下降。

表 1：被动去库阶段的大类资产月均涨跌幅（%）

| 被动去库（中国）        | 库存周期（美国） | 持续时长（月） | 上证指数  | 标普 500 | 美元兑离岸人民币 | 美元指数  | NYMEX WTI 原油 | COMEX 黄金 |
|-----------------|----------|---------|-------|--------|----------|-------|--------------|----------|
| 1998/09-1999/02 | 被动去库     | 6       | -0.89 | 4.38   |          | -0.26 | -1.38        | 0.55     |
| 2009/06-2009/08 |          | 3       | 0.44  | 3.55   |          | -0.45 | 4.05         | -0.79    |
| 2013/05-2013/08 |          | 4       | -0.93 | 0.55   | -0.19    | 0.10  | 3.62         | -1.32    |
| 2016/01-2016/06 |          | 6       | -3.10 | 0.44   | 0.25     | -0.47 | 4.56         | 3.78     |
| 2020/05-2020/07 |          | 3       | 4.99  | 3.95   | -0.43    | -1.90 | 22.77        | 5.58     |
| 1999/03-2000/03 | 主动补库     | 13      | 3.93  | 1.48   |          | 0.52  | 6.22         | -0.19    |
| 2002/03-2002/10 |          | 8       | -0.14 | -2.75  |          | -1.39 | 2.85         | 0.87     |
| 2020/08-2021/02 |          | 7       | 0.84  | 2.21   | -1.07    | -0.39 | 6.28         | -1.93    |
| 2000/04-2000/05 | 被动补库     | 2       | 2.59  | -2.64  |          | 1.47  | 3.85         | -1.18    |
| 2006/03-2006/05 |          | 3       | 8.11  | -0.28  |          | -2.04 | 5.10         | 4.45     |
| 2009/03-2009/05 | 主动去库     | 3       | 8.13  | 7.73   |          | -3.49 | 14.00        | 1.32     |
| 2012/10-2013/04 |          | 7       | 0.62  | 1.49   | -0.33    | 0.33  | 0.15         | -2.66    |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

当中国处于被动去库周期时，美国有 5 个处于被动去库、3 个主动补库、2 个被动补库及 2 个主动去库区间的样本。通过测算样本区间内不同大类资产的涨跌幅表现，并平均至月度得出最终的月均涨跌幅数据，如表 1 所示。

当经济位于中国被动去库、美国被动去库的共振区间时，WTI 原油 4 次领涨市场，标普 500 出现 1 次；当经济位于中国被动去库、美国主动补库的错位区间时，WTI 原油领涨市场；当经济位于中国被动去库、美国被动补库的错位区间时，WTI 原油与上证指数分别领涨市场一次；当经济位于被动去库、美国主动去库的错位区间时，WTI 原油与标普 500 分别领涨市场一次。总体而言，当中国处于被动去库区间时，WTI 原油收益表现最好的情

况出现 9 次，标普 500 出现 3 次，上证指数出现 1 次，COMEX 黄金与美元兑离岸人民币未出现领涨市场的情况。

## (二) 主动补库：需求上升、库存上升

主动补库存阶段主要表现为需求上升、库存上升。需求继续攀升、营业收入继续好转，企业积极应对、甚至追加投入扩大产能，产量大幅增长、超过同时的需求，从而使库存开始增加。

表 2：主动补库阶段的大类资产月均涨跌幅（%）

| 主动补库（中国）        | 库存周期（美国） | 持续时长（月） | 上证指数  | 标普 500 | 美元兑离岸人民币 | 美元指数  | NYMEX WTI 原油 | COMEX 黄金 |
|-----------------|----------|---------|-------|--------|----------|-------|--------------|----------|
| 2003/05-2003/12 | 被动去库     | 8       | -0.20 | 2.44   |          | -1.39 | 2.94         | 2.58     |
| 2007/02-2007/08 |          | 7       | 9.38  | 0.35   |          | -0.65 | 3.51         | 0.64     |
| 2013/09-2013/09 |          | 1       | 3.64  | 2.97   | 0.01     | -2.21 | -4.98        | -5.02    |
| 2016/07-2016/10 |          | 4       | 1.43  | 0.32   | 0.40     | 0.62  | -0.82        | -0.82    |
| 2002/11-2003/03 | 主动补库     | 5       | 0.04  | -0.86  |          | -1.44 | 2.66         | 1.14     |
| 2004/01-2004/05 |          | 5       | 0.77  | 0.16   |          | 0.46  | 4.16         | -1.09    |
| 2007/09-2007/11 |          | 3       | -2.27 | 0.16   |          | -1.96 | 6.21         | 4.99     |
| 2009/09-2010/02 |          | 6       | 2.27  | 1.32   |          | 0.46  | 1.64         | 2.65     |
| 2013/10-2013/12 |          | 3       | -0.91 | 3.20   | -0.33    | -0.01 | -1.20        | -3.06    |
| 2016/11-2017/03 |          | 5       | 0.78  | 2.13   | 0.28     | 0.44  | 1.65         | -0.34    |
| 2000/06-2000/08 | 被动补库     | 3       | 2.18  | 2.23   |          | 1.22  | 4.52         | 0.88     |
| 2003/04-2003/04 |          | 1       | 0.72  | 8.10   |          | -1.89 | -16.88       | 0.74     |
| 2006/06-2006/08 |          | 3       | 0.35  | 0.88   |          | 0.14  | -0.48        | -0.43    |
| 2007/12-2008/02 |          | 3       | -3.72 | -3.51  |          | -1.06 | 4.71         | 7.31     |
| 2000/09-2000/10 | 主动去库     | 2       | -1.49 | -2.95  |          | 1.78  | -0.64        | -2.82    |
| 2006/09-2007/01 |          | 5       | 10.93 | 1.98   |          | -0.12 | -3.72        | 0.56     |
| 2008/03-2008/05 |          | 3       | -7.57 | 1.72   |          | -0.40 | 7.74         | -2.94    |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

当中国处于主动补库周期时，美国有 4 个处于被动去库、6 个主动补库、4 个被动补库及 3 个主动去库区间的样本。计算所得的月均涨跌幅数据如表 2 所示。

当经济位于中国主动补库、美国被动去库的错位区间时，上证指数 3 次领涨市场，WTI 原油 1 次；当经济位于中国主动补库、美国主动补库的共振区间时，3 次是 WTI 原油领涨市场、2 次是标普 500，1 次是 COMEX 黄金；当经济位于中国主动补库、美国被动补库的错位区间时，2 次是标普 500，COMEX 黄金和 WTI 原油各 1 次；当经济位于中国主动补库、美国主动去库的错位区间时，美元指数、上证指数、WTI 原油轮番成为收益最高的标的。总体而言，当中国处于主动补库区间时，WTI 原油收益表现最好的情况出现 6 次，标普 500 和上证指数各出现 4 次，COMEX 黄金出现 2 次，美元指数出现 1 次，美元兑离岸人民币未出现领涨市场的情况。

### (三) 被动补库：需求下降、库存上升

被动补库存阶段主要表现为需求下降、库存上升。需求开始下降、营收边际变差，企业还来不及收缩生产，销售下滑导致库存被动增加。

表 3：被动补库阶段的大类资产月均涨跌幅（%）

| 被动补库（中国）        | 库存周期（美国） | 持续时长（月） | 上证指数   | 标普 500 | 美元兑离岸人民币 | 美元指数  | NYMEX WTI 原油 | COMEX 黄金 |
|-----------------|----------|---------|--------|--------|----------|-------|--------------|----------|
| 2004/08-2004/12 | 主动补库     | 5       | -1.79  | 1.92   |          | -2.11 | -0.16        | 2.17     |
| 2010/03-2010/04 |          | 2       | -3.02  | 3.65   |          | 0.97  | 5.65         | 2.67     |
| 2014/01-2014/04 |          | 4       | -1.08  | 0.48   | 0.80     | -0.21 | 0.32         | 1.80     |
| 2017/04-2017/04 |          | 1       | -2.11  | 0.91   | 0.38     | -1.50 | -2.79        | 1.46     |
| 2021/03-2021/04 |          | 2       | -0.89  | 4.74   | -0.05    | 0.20  | 1.61         | 1.15     |
| 2004/06-2004/07 | 被动补库     | 2       | -5.61  | -0.85  |          | 0.57  | 4.80         | -0.04    |
| 2010/05-2011/05 |          | 13      | -0.35  | 0.97   |          | -0.71 | 0.86         | 2.02     |
| 2014/05-2014/07 |          | 3       | 2.80   | 0.82   | -0.38    | 0.80  | -0.53        | -0.33    |
| 2021/05-2022/04 |          | 12      | -1.02  | -0.10  | 0.21     | 1.03  | 4.20         | 0.59     |
| 2000/11-2001/06 | 主动去库     | 8       | 1.55   | -1.92  |          | 0.30  | -2.71        | 0.23     |
| 2008/06-2008/08 |          | 3       | -11.28 | -2.88  |          | 2.00  | -3.21        | -2.15    |
| 2011/06-2011/10 |          | 5       | -2.09  | -1.41  |          | 0.49  | -1.92        | 2.34     |
| 2014/08-2014/09 |          | 2       | 3.62   | 1.07   | -0.01    | 2.70  | -3.72        | -2.91    |
| 2019/12-2019/12 |          | 1       | 6.20   | 2.86   | -1.01    | -1.86 | 10.95        | 3.21     |
| 2020/01-2020/04 |          | 4       | -1.60  | -2.56  | 0.43     | 0.66  | -22.52       | 2.68     |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

当中国处于被动补库周期时，美国有 5 个处于主动补库、4 个被动补库及 6 个主动去库区间的样本，无美国处于被动去库的样本。计算所得的月均涨跌幅数据如表 3 所示。当经济位于中国被动补库、美国主动补库的错位区间时，COMEX 黄金 3 次领涨市场，WTI 原油和标普 500 分别 1 次；当经济位于中国被动补库、美国被动补库的共振区间时，2 次是 WTI 原油领涨市场、1 次是 COMEX 黄金、1 次是上证指数；当经济位于中国被动补库、美国主动去库的错位区间时，COMEX 黄金和上证指数各 2 次领涨市场，美元指数和 WTI 原油各 1 次。总体而言，当中国处于被动补库区间时，COMEX 黄金收益表现最好的情况出现 6 次，上证指数与 WTI 原油收益表现最好的情况分别出现 3 次，标普 500 和美元指数各出现 1 次，美元兑离岸人民币未出现领涨市场的情况。

### (四) 主动去库：需求下降、库存下降

主动去库存阶段主要表现为需求下降、库存下降，一般出现在经济萧条时期，由于需求疲弱及市场预期变差，企业在被动补库存阶段产生的较大规模存货严重影响正常经营，倾向于主动减产或折价去库存。

表 4: 主动去库阶段的大类资产月均涨跌幅 (%)

| 主动去库 (中国)       | 库存周期 (美国) | 持续时长 (月) | 上证指数   | 标普 500 | 美元兑离岸人民币 | 美元指数  | NYMEX WTI 原油 | COMEX 黄金 |
|-----------------|-----------|----------|--------|--------|----------|-------|--------------|----------|
| 1996/03-1997/01 | 被动去库      | 11       | 5.19   | 1.88   |          | 0.69  | 1.94         | -1.34    |
| 1998/08-1998/08 |           | 1        | -12.66 | -14.58 |          | -0.93 | -6.12        | -3.99    |
| 2001/10-2002/01 |           | 4        | -4.12  | 2.08   |          | 1.46  | -4.51        | -0.96    |
| 2015/09-2015/12 |           | 4        | 2.50   | 0.90   | 0.49     | 0.70  | -6.83        | -1.63    |
| 1997/02-1997/02 | 主动补库      | 1        | 7.83   | 0.59   |          | 2.05  | -15.94       | 5.52     |
| 2002/02-2002/02 |           | 1        | 2.21   | -2.08  |          | -0.90 | 11.60        | 5.02     |
| 2005/01-2005/01 |           | 1        | -5.90  | -2.53  |          | 3.38  | 10.93        | -3.26    |
| 2017/05-2018/05 |           | 13       | -0.15  | 0.98   | -0.56    | -0.40 | 2.39         | 0.21     |
| 1997/03-1998/03 | 被动补库      | 13       | 1.38   | 2.58   |          | 0.51  | -2.00        | -1.42    |
| 2005/09-2006/02 |           | 6        | 1.86   | 0.81   |          | 0.49  | -1.91        | 4.30     |
| 2018/06-2019/05 |           | 12       | -0.55  | 0.14   | 0.66     | 0.33  | -1.88        | 0.04     |
| 2022/05-2022/06 |           | 2        | 5.61   | -4.29  | 0.39     | 0.72  | 0.63         | -2.75    |
| 1998/04-1998/07 | 主动去库      | 4        | 1.45   | 0.43   |          | -0.08 | -2.32        | -1.07    |
| 2001/07-2001/09 |           | 3        | -7.34  | -5.27  |          | -1.70 | -3.72        | 2.71     |
| 2005/02-2005/08 |           | 7        | -0.35  | 0.47   |          | 0.66  | 5.25         | 0.47     |
| 2008/09-2009/02 |           | 6        | -2.32  | -8.86  |          | 2.21  | -14.61       | 2.03     |
| 2011/11-2012/09 |           | 11       | -1.52  | 1.27   | 0.01     | 0.40  | -0.10        | 0.25     |
| 2014/09-2015/08 |           | 12       | 3.12   | -0.13  | 0.39     | 1.25  | -5.58        | -1.05    |
| 2019/06-2019/11 |           | 6        | -0.15  | 2.23   | 0.23     | 0.09  | 0.59         | 1.93     |
| 2022/07-2023/07 |           | 13       | -0.25  | 1.49   | 0.50     | -0.21 | -1.96        | 0.80     |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

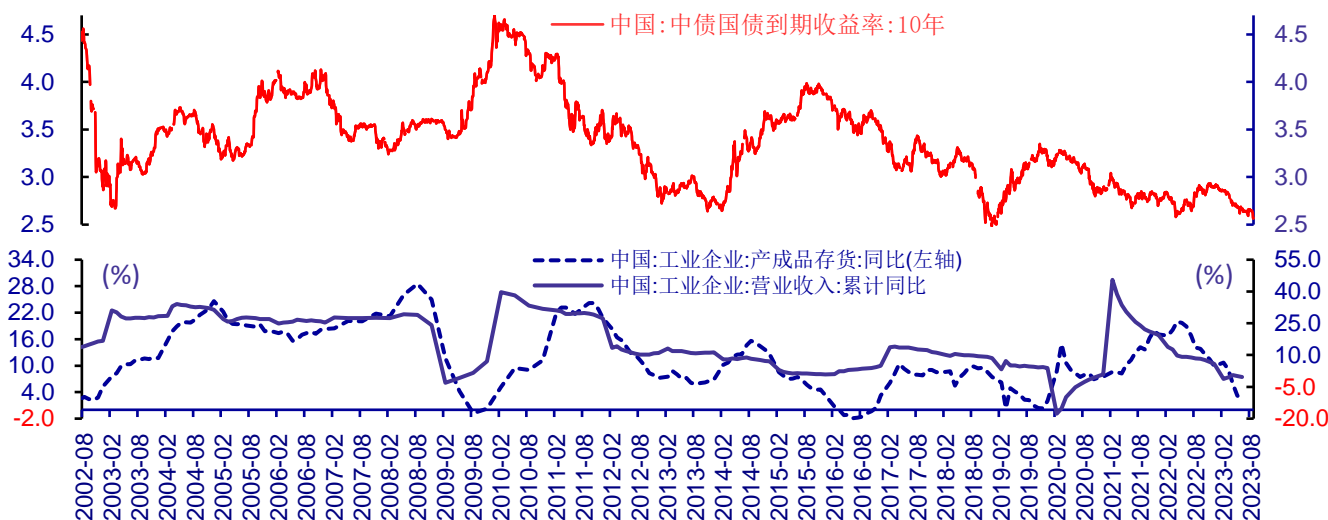
当中国处于主动去库周期时, 美国各有 4 个处于被动去库、主动补库与被动补库的样本, 还有 8 个主动去库的样本。计算所得的月均涨跌幅数据如表 4 所示。

当经济位于中国主动去库、美国被动去库的错位区间时, 上证指数 2 次领涨市场, 标普 500 和美元指数各出现 1 次; 当经济位于中国主动去库、美国主动补库的错位区间时, WTI 原油 3 次领涨市场, 上证指数 1 次; 当经济位于中国主动去库、美国被动补库的错位区间时, 标普 500、COMEX 黄金、美元兑离岸人民币与上证指数各领涨市场 1 次; 当经济位于中国主动去库、美国主动去库的共振区间时, COMEX 黄金和上证指数各 2 次领涨市场, 美元指数和 WTI 原油各 1 次。总体而言, 当中国处于主动去库区间时, 上证指数收益表现最好的情况出现 6 次, 标普 500 出现 5 次, WTI 原油出现 4 次, 美元指数与 COMEX 黄金各出现 2 次, 美元兑离岸人民币出现 1 次。



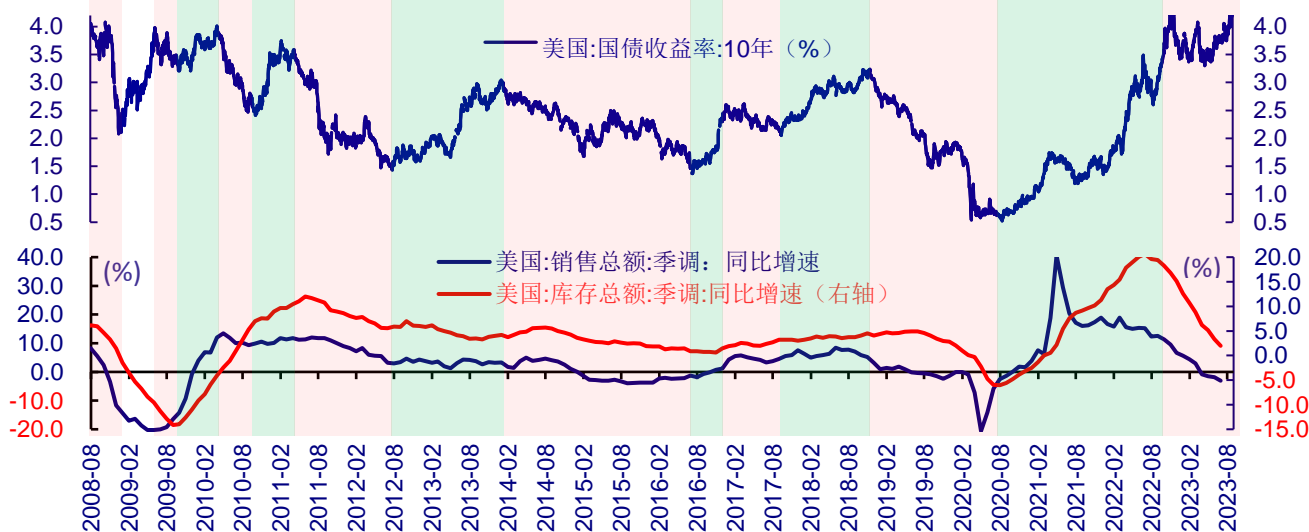
作为大类资产重要品种，债券收益率被称为票面利率或固定利率，其投资的主要目的是获取固定的利息收入，不能简单地将债券和其他大类资产的收益率进行比较。可以发现，我国十年期国债到期收益率与工业企业营业收入累计同比密切相关，同样，美国十年期国债到期收益率与库存总额同比增速相关性较大。中美对比分析，发现，美国国债到期收益率的走势与美国的库存周期相关性显著高于中国。如图 24、25 所示。

图 24：中国库存周期与中国国债到期收益率走势（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 25：美国库存周期与美国债券市场具有较高相关性



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 三、库存周期各阶段的行业表现

根据中国的库存周期，看各阶段行业表现。首先计算每次被动补库区间的月均涨跌幅，便于同一行业不同区间进行比较；对于各行业，再分别计算其月均涨跌幅的平均值，比较行业差异。

## (一) 被动去库：需求上升、库存下降

表 5: 被动去库阶段的行业区间月均涨跌幅 (%)

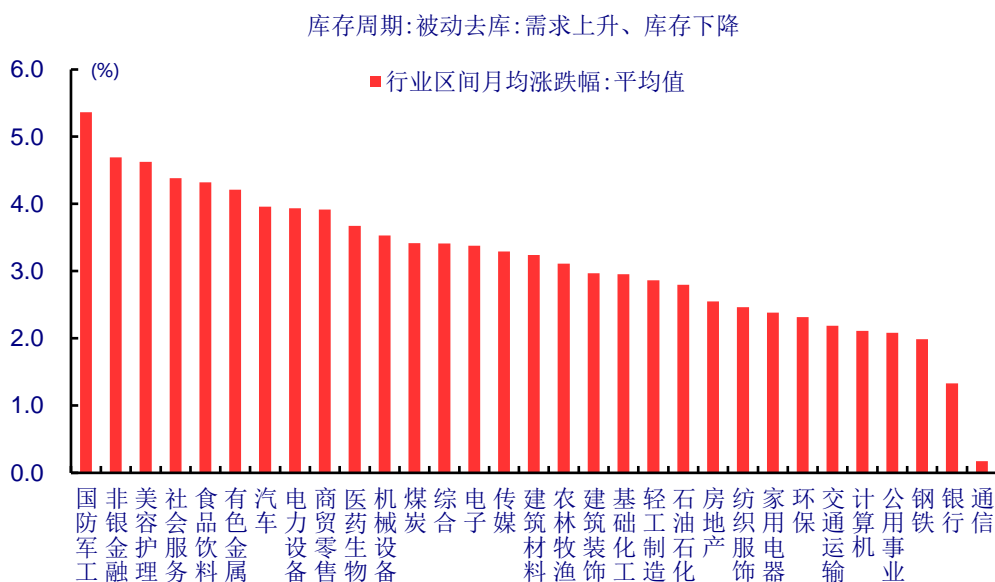
| 被动去库    | 2000/01-<br>2000/05 | 2002/03-<br>2002/10 | 2006/03-<br>2006/05 | 2009/03-<br>2009/08 | 2012/10-<br>2013/08 | 2016/01-<br>2016/06 | 2020/03-<br>2020/10 | 行业区间月均<br>涨跌幅:平均值 |
|---------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| 持续时长(月) | 5                   | 8                   | 3                   | 6                   | 11                  | 6                   | 8                   |                   |
| 国防军工    | 2.06                | 1.36                | 25.27               | 7.79                | 1.60                | -3.53               | 3.00                | 5.36              |
| 非银金融    | 4.59                | 2.23                | 24.43               | 4.17                | -0.50               | -3.03               | 0.95                | 4.69              |
| 美容护理    | 3.45                | 0.17                | 16.30               | 6.39                | 3.96                | -3.00               | 5.09                | 4.62              |
| 社会服务    | 8.62                | 0.35                | 10.40               | 7.15                | 0.97                | -4.27               | 7.44                | 4.38              |
| 食品饮料    | 5.10                | -0.45               | 14.46               | 5.89                | -1.46               | 0.12                | 6.61                | 4.32              |
| 有色金属    | 5.93                | -0.51               | 18.43               | 7.67                | -2.24               | -0.88               | 1.08                | 4.21              |
| 汽车      | 5.53                | 0.35                | 10.30               | 8.13                | 2.09                | -2.09               | 3.40                | 3.96              |
| 电力设备    | 4.94                | 0.18                | 14.30               | 4.20                | 1.66                | -2.88               | 5.13                | 3.93              |
| 商贸零售    | 7.86                | 0.36                | 16.06               | 5.09                | 0.39                | -4.37               | 2.03                | 3.92              |
| 医药生物    | 7.57                | 0.22                | 9.69                | 4.82                | 2.40                | -3.07               | 4.10                | 3.68              |
| 机械设备    | 6.98                | 0.54                | 13.73               | 4.27                | 0.33                | -3.51               | 2.40                | 3.53              |
| 煤炭      | 9.52                | -0.59               | 9.04                | 10.93               | -3.48               | -1.98               | 0.49                | 3.42              |
| 综合      | 7.38                | 0.00                | 12.58               | 5.64                | 1.48                | -3.98               | 0.79                | 3.41              |
| 电子      | 7.18                | -0.44               | 9.28                | 5.46                | 2.69                | -1.52               | 1.00                | 3.38              |
| 传媒      | 9.87                | -1.00               | 8.44                | 3.13                | 6.08                | -4.77               | 1.32                | 3.29              |
| 建筑材料    | 9.80                | 0.04                | 10.12               | 3.80                | -0.13               | -3.19               | 2.23                | 3.24              |
| 农林牧渔    | 9.45                | -0.39               | 11.08               | 2.93                | 0.08                | -2.40               | 1.02                | 3.11              |
| 建筑装饰    | 8.10                | -0.57               | 14.15               | 2.30                | 0.29                | -3.71               | 0.24                | 2.97              |
| 基础化工    | 5.79                | 0.12                | 8.91                | 5.34                | 0.68                | -2.72               | 2.58                | 2.96              |
| 轻工制造    | 6.46                | 0.03                | 7.68                | 5.41                | 1.74                | -3.40               | 2.13                | 2.87              |
| 石油石化    | 7.98                | 0.60                | 9.19                | 4.28                | 0.18                | -2.90               | 0.25                | 2.80              |
| 房地产     | 7.09                | 0.31                | 6.61                | 6.43                | 1.42                | -3.87               | -0.16               | 2.55              |
| 纺织服饰    | 7.29                | -0.15               | 9.11                | 4.79                | -0.10               | -3.39               | -0.29               | 2.46              |
| 家用电器    | 3.42                | -0.85               | 5.86                | 5.50                | 2.06                | -1.88               | 2.57                | 2.39              |
| 环保      | 6.40                | -0.46               | 6.50                | 3.68                | 3.70                | -4.03               | 0.43                | 2.31              |
| 交通运输    | 7.09                | 0.05                | 6.63                | 3.98                | 1.26                | -4.64               | 0.93                | 2.19              |
| 计算机     | 6.16                | -1.06               | 6.10                | 4.20                | 3.76                | -3.87               | -0.53               | 2.11              |
| 公用事业    | 7.85                | -0.42               | 6.93                | 2.55                | 1.30                | -4.25               | 0.63                | 2.08              |
| 钢铁      | 7.33                | -0.21               | 6.73                | 4.54                | -1.16               | -4.06               | 0.75                | 1.99              |
| 银行      | -0.78               | 1.91                | 2.79                | 5.16                | 1.50                | -1.48               | 0.20                | 1.33              |
| 通信      | 3.31                | -3.05               | 0.05                | 4.43                | 1.92                | -3.46               | -1.99               | 0.17              |
| 平均值     | 6.43                | -0.04               | 10.68               | 5.16                | 1.11                | -3.10               | 1.80                | 3.15              |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

市场需求上升初期，企业尚不确定经济是否开启上升行情，仍持观望态度，不主动增加库存供给，从而库存周期处于被动去库阶段。而市场提前定价未来经济增速上升，从而股指纷纷上涨。自 2000 年至 2023 年 7 月（至今），共经历了 7 个被动去库阶段，持续时长从 3 个月到 11 个月不等。从一级行业的表现来看，2000 年 1-5 月、2006 年 3-5 月、2009 年 3-8 月均为普涨行情；2002 年 3-10 月、2012 年 10 月至 2013 年 8 月、2020 年 3-10 月区间行业有涨有跌，但涨跌区间较窄；2016 年 1-6 月为普跌行情，多数行业跌超 3%，主要为延续 2015 年股灾后的悲观行情。如表 5 所示。

通过再计算各个区间月均涨跌幅的平均值发现，被动去库阶段所有行业均实现上涨，涨幅区间为 0.17%-5.36%，总体行情表现较好。其中，国防军工、非银金融、美容护理、社会服务、食品饮料、有色金属、汽车等行业涨幅居前，主要为顺周期行业，且消费行业居多；而通信、银行、钢铁、公用事业、计算机、交通运输等行业涨幅居后，主要原因是这些行业在普涨行情中涨幅相对较小，而在涨跌互现行情中跌幅相对较大。如图 26 所示。

图 26: 被动去库阶段的行业区间月均涨跌幅平均值比较 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 主动补库: 需求上升、库存上升

随着市场需求持续上升，企业确认经济增速向上并及时增加库存，库存周期进入主动补库阶段。商品供需增速同时上升，经济繁荣且逐渐趋向过热。这一阶段，市场普涨行情更加明显。

自 2000 年至今，中国共经历了 7 个主动补库阶段，持续时长从 4 个月到 24 个月不等。其中，2006 年 6 月至 2008 年 5 月共 24 个月，所有行业均实现上涨，区间内月均涨跌幅为 2.11%-5.44%，为长牛行情；2009 年 9 月至 2010 年 2 月，也为行业普涨行情，但此次持续时间仅 6 个月，为短期牛市行情；2000 年 6-10 月、2013 年 9-12 月、2016 年 7 月至 2017 年 3 月、2020 年 11 月至 2021 年 2 月，一级行业有涨有跌，但多数行业实现上

涨，总体表现仍然较好；2002年11月至2004年4月，长达18个月，期间多数行业小幅下跌。总体来看，主动补库区间内，各行业胜率均较高。如表6所示。

表6：主动补库阶段的行业区间月均涨跌幅（%）

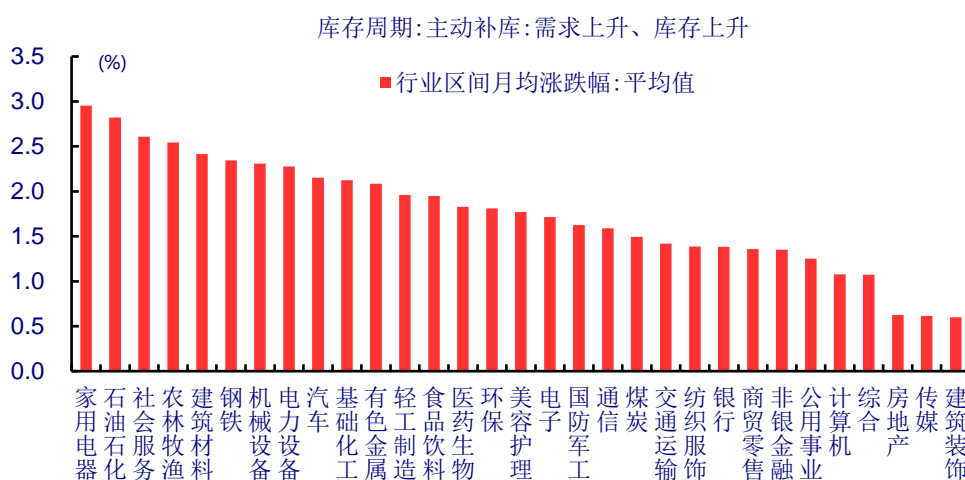
| 主动补库       | 2000/06-<br>2000/10 | 2002/11-<br>2004/04 | 2006/06-<br>2008/05 | 2009/09-<br>2010/02 | 2013/09-<br>2013/12 | 2016/07-<br>2017/03 | 2020/11-<br>2021/02 | 行业区间月均涨<br>跌幅:平均值 |
|------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| 持续时长(月)    | 5                   | 18                  | 24                  | 6                   | 4                   | 9                   | 4                   |                   |
| 家用电器       | -0.43               | -0.70               | 4.45                | 7.28                | 5.56                | 2.52                | 2.00                | 2.95              |
| 石油石化       | 3.41                | 0.93                | 3.21                | 0.76                | 1.91                | 1.34                | 8.19                | 2.82              |
| 社会服务       | 0.91                | -1.44               | 3.02                | 5.93                | 0.91                | 0.68                | 8.24                | 2.61              |
| 农林牧渔       | 1.45                | -1.71               | 4.95                | 5.32                | 4.28                | 0.17                | 3.35                | 2.54              |
| 建筑材料       | 2.55                | -0.59               | 4.64                | 4.76                | 0.80                | 2.83                | 1.92                | 2.42              |
| 钢铁         | 1.33                | 0.96                | 4.65                | 2.06                | 0.35                | 2.50                | 4.57                | 2.35              |
| 机械设备       | 2.79                | -1.07               | 4.24                | 4.14                | 2.65                | 0.64                | 2.78                | 2.31              |
| 电力设备       | 0.01                | 0.39                | 4.36                | 3.83                | 2.51                | -0.07               | 4.89                | 2.28              |
| 汽车         | 1.03                | 0.67                | 3.76                | 6.11                | 1.57                | 0.78                | 1.13                | 2.15              |
| 基础化工       | 1.74                | -0.09               | 4.30                | 2.22                | 0.35                | 1.08                | 5.28                | 2.12              |
| 有色金属       | 2.81                | 0.01                | 3.65                | 1.58                | -2.96               | 0.40                | 9.12                | 2.09              |
| 轻工制造       | 1.69                | -1.29               | 4.00                | 5.55                | 1.81                | 0.79                | 1.16                | 1.96              |
| 食品饮料       | 0.96                | -0.76               | 3.69                | 4.37                | -0.22               | 1.74                | 3.84                | 1.95              |
| 医药生物       | 1.45                | -1.20               | 4.20                | 6.27                | 1.23                | 0.55                | 0.29                | 1.83              |
| 环保         | 0.07                | -0.54               | 3.45                | 6.72                | 3.02                | 1.54                | -1.59               | 1.81              |
| 美容护理       | 4.61                | -1.68               | 3.98                | 5.74                | -4.41               | 1.59                | 2.55                | 1.77              |
| 电子         | 1.18                | 0.12                | 2.11                | 6.67                | 1.17                | 0.06                | 0.70                | 1.71              |
| 国防军工       | 1.24                | -1.38               | 3.15                | 1.97                | 4.02                | 0.91                | 1.45                | 1.62              |
| 通信         | 3.02                | 0.76                | 4.95                | 4.15                | 0.59                | 0.34                | -2.68               | 1.59              |
| 煤炭         | 0.82                | 0.23                | 5.44                | 2.17                | -3.26               | 2.00                | 3.06                | 1.49              |
| 交通运输       | -0.43               | 0.47                | 3.51                | 3.64                | 0.15                | 0.93                | 1.66                | 1.42              |
| 纺织服饰       | 0.78                | -1.21               | 3.82                | 5.91                | 2.50                | 0.25                | -2.36               | 1.39              |
| 银行         | -0.91               | -0.25               | 4.52                | 2.31                | -0.53               | 0.84                | 3.71                | 1.38              |
| 商贸零售       | 1.20                | -1.16               | 4.60                | 5.79                | 1.63                | 1.01                | -3.56               | 1.36              |
| 非银金融       | 1.46                | -1.60               | 4.75                | 2.39                | 2.17                | 0.19                | 0.11                | 1.35              |
| 公用事业       | 0.15                | 0.75                | 3.59                | 2.36                | 1.06                | 1.04                | -0.20               | 1.25              |
| 计算机        | -1.55               | 0.17                | 3.60                | 7.45                | 2.12                | -1.62               | -2.63               | 1.08              |
| 综合         | -0.44               | -1.38               | 3.68                | 5.78                | -0.19               | 0.80                | -0.74               | 1.07              |
| 房地产        | 0.60                | -1.32               | 4.77                | 1.60                | -2.00               | 0.39                | 0.32                | 0.62              |
| 传媒         | -2.36               | 0.73                | 2.17                | 6.85                | 1.38                | -1.68               | -2.79               | 0.62              |
| 建筑装饰       | -1.36               | -1.56               | 4.03                | 1.40                | -0.52               | 3.23                | -1.02               | 0.60              |
| <b>平均值</b> | <b>0.96</b>         | <b>-0.48</b>        | <b>3.98</b>         | <b>4.29</b>         | <b>0.96</b>         | <b>0.90</b>         | <b>1.70</b>         | <b>1.76</b>       |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院



主动补库阶段所有行业的月均涨跌幅平均值均为正值，涨幅区间为 0.60%-2.95%，总体行情表现较好，但较被动去库阶段的平均值有所下降，主要因为市场表现领先于经济表现，经济表现领先于库存变化，从而市场表现明显领先于库存周期。其中，行业区间月均涨跌幅平均值较高的行业有家用电器、石油石化、社会服务、农林牧渔、建筑材料、钢铁、机械设备等行业，主要为上游资源材料类行业，这与我国过去市场经济高度依赖房地产市场发展有关；而涨幅较低的行业主要有建筑装饰、传媒、房地产、计算机、公用事业、非银金融等行业，主要为金融地产、TMT 行业。如图 27 所示。

图 27：主动补库阶段的行业区间月均涨跌幅平均值比较（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### （三）被动补库：需求下降、库存上升

市场需求增速冲高后开始回落，而由于信息不对称等原因，企业尚未完全意识到经济情况的变化，生产计划尚未更改，需求下降导致库存被动上升，库存周期进入被动补库阶段，而经济逐渐步入衰退阶段。

自 2000 年以来，我国共经历了 8 个被动补库阶段，持续时长从 1 个月至 20 个月不等，期间股指多数下跌，步入熊市行情。从一级行业表现来看，2000 年 11 月至 2001 年 6 月、2014 年 1-8 月、2019 年 12 月至 2020 年 2 月，均有超 20 个行业月均涨跌幅为正，表现相对较好，但所有行业平均涨跌幅较低；2010 年 3 月至 2011 年 10 月，2017 年 4 月、2021 年 3 月至 2022 年 4 月，均有超 20 个行业区间月均涨跌幅为负；2004 年 5-12 月、2008 年 6-8 月，则为行业普跌行情，所有行业均下跌。如表 7 所示。

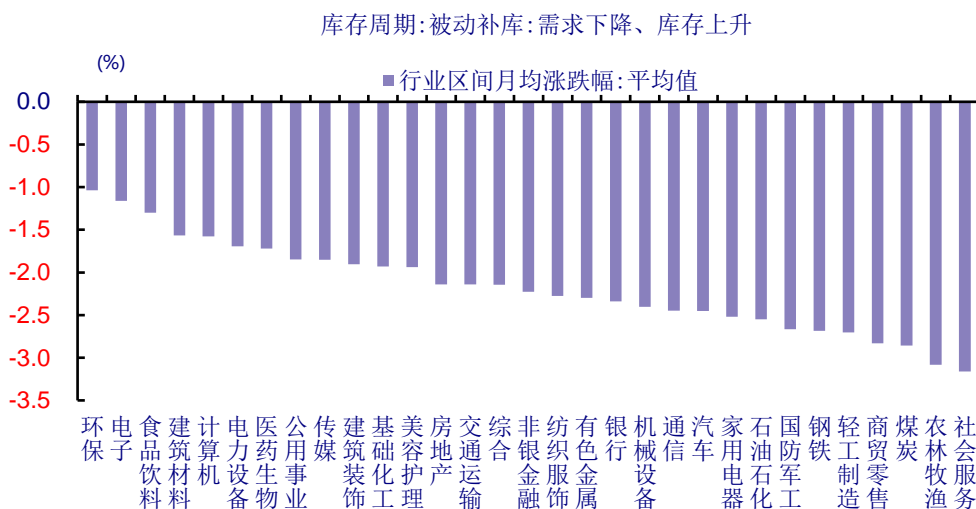
被动补库阶段，所有行业月均涨跌幅的平均值为负，区间为-1.04%至-3.16%。其中，跌幅相对较小的行业主要有环保、电子、食品饮料、建筑材料、计算机、电力设备、医药生物、公用事业等，主要为周期性较弱、稳定性较强的行业，抗跌能力较强；跌幅相对较大的行业有社会服务、农林牧渔、煤炭、商贸零售、轻工制造、钢铁、国防军工、石油石化、家用电器等，主要为被动去库、主动补库阶段涨幅较高的行业，多数为周期性较强的行业，经济步入衰退阶段，市场恐慌情绪达到高潮，行情表现较差。如图 28 所示。

表 7: 被动补库阶段的行业区间月均涨跌幅 (%)

| 被动补库       | 2000/11-<br>2001/06 | 2004/05-<br>2004/12 | 2008/06-<br>2008/08 | 2010/03-<br>2011/10 | 2014/01-<br>2014/08 | 2017/04-<br>2017/04 | 2019/12-<br>2020/02 | 2021/03-<br>2022/04 | 行业区间月均<br>涨跌幅:平均值 |
|------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| 持续时长(月)    | 8                   | 8                   | 3                   | 20                  | 8                   | 1                   | 3                   | 14                  |                   |
| 环保         | 2.27                | -4.87               | -14.46              | -0.68               | 0.21                | 8.31                | 1.76                | -0.84               | -1.04             |
| 电子         | -0.18               | -3.23               | -13.93              | -0.17               | 2.59                | -2.22               | 9.78                | -1.94               | -1.16             |
| 食品饮料       | 2.11                | -2.14               | -8.32               | 1.15                | 0.30                | -0.69               | -1.32               | -1.49               | -1.30             |
| 建筑材料       | 2.63                | -4.61               | -16.71              | 0.16                | 1.17                | 1.36                | 4.87                | -1.42               | -1.57             |
| 计算机        | -0.86               | -3.04               | -13.34              | -0.68               | 2.60                | -3.89               | 8.67                | -2.07               | -1.58             |
| 电力设备       | 0.94                | -2.77               | -12.98              | -0.89               | 2.23                | -5.30               | 4.98                | 0.23                | -1.69             |
| 医药生物       | 1.35                | -3.26               | -12.00              | -0.17               | 0.91                | -2.08               | 3.68                | -2.21               | -1.72             |
| 公用事业       | 0.33                | -3.48               | -12.75              | -1.29               | 0.95                | 2.10                | -1.24               | 0.60                | -1.85             |
| 传媒         | 0.27                | -0.51               | -11.87              | -1.27               | 1.17                | -5.61               | 5.29                | -2.27               | -1.85             |
| 建筑装饰       | 0.26                | -3.22               | -11.64              | -0.51               | 0.13                | -1.16               | 0.22                | 0.69                | -1.90             |
| 基础化工       | 2.16                | -2.90               | -12.68              | -1.31               | 1.34                | -4.99               | 3.17                | -0.24               | -1.93             |
| 美容护理       | 1.21                | -4.62               | -11.67              | 0.38                | -0.67               | -1.45               | 3.02                | -1.70               | -1.94             |
| 房地产        | 1.48                | -3.44               | -14.06              | -1.48               | 1.55                | -0.33               | 0.39                | -1.22               | -2.14             |
| 交通运输       | 1.28                | -0.83               | -12.19              | -1.86               | 0.69                | -1.38               | -2.30               | -0.54               | -2.14             |
| 综合         | 1.34                | -4.11               | -16.18              | -0.15               | 2.97                | -6.55               | 5.05                | 0.47                | -2.15             |
| 非银金融       | 0.31                | -3.02               | -10.69              | -1.77               | 0.11                | -0.38               | 0.25                | -2.61               | -2.23             |
| 纺织服装       | 1.97                | -3.74               | -13.46              | -0.26               | 1.56                | -6.34               | 3.06                | -0.99               | -2.27             |
| 有色金属       | 1.35                | -3.18               | -18.07              | 0.23                | 2.30                | -4.85               | 3.69                | 0.16                | -2.30             |
| 银行         | -0.02               | -3.28               | -7.45               | -0.82               | 0.05                | -3.86               | -2.23               | -1.10               | -2.34             |
| 机械设备       | 1.37                | -4.00               | -13.97              | 0.27                | 1.41                | -5.37               | 2.86                | -1.79               | -2.40             |
| 通信         | -1.07               | -1.80               | -18.04              | -1.56               | 2.36                | -5.22               | 6.85                | -1.11               | -2.45             |
| 汽车         | 2.45                | -6.56               | -16.14              | -1.43               | 2.66                | -3.47               | 3.96                | -1.07               | -2.45             |
| 家用电器       | -0.48               | -4.13               | -13.83              | -0.46               | 0.08                | 0.08                | 1.46                | -2.87               | -2.52             |
| 石油石化       | 1.08                | -2.52               | -11.59              | -1.74               | 1.18                | -4.33               | -1.54               | -0.92               | -2.55             |
| 国防军工       | 1.41                | -4.36               | -16.53              | -0.18               | 2.08                | -5.68               | 3.21                | -1.28               | -2.67             |
| 钢铁         | 1.30                | -0.70               | -18.44              | -1.64               | 1.26                | -1.38               | -2.01               | 0.14                | -2.68             |
| 轻工制造       | 1.19                | -3.06               | -14.58              | -0.72               | 2.11                | -6.63               | 1.82                | -1.76               | -2.70             |
| 商贸零售       | 1.31                | -2.93               | -12.63              | -0.84               | 0.41                | -6.01               | -0.79               | -1.17               | -2.83             |
| 煤炭         | -0.08               | -0.55               | -18.01              | -0.22               | -0.56               | -5.32               | -1.91               | 3.79                | -2.86             |
| 农林牧渔       | 0.18                | -4.29               | -14.84              | -0.28               | 0.39                | -5.69               | 1.85                | -1.98               | -3.08             |
| 社会服务       | 1.45                | -2.58               | -14.49              | -0.81               | 2.68                | -7.37               | -1.44               | -2.73               | -3.16             |
| <b>平均值</b> | <b>0.98</b>         | <b>-3.15</b>        | <b>-13.79</b>       | <b>-0.68</b>        | <b>1.23</b>         | <b>-3.09</b>        | <b>2.10</b>         | <b>-1.01</b>        | <b>-2.18</b>      |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 28: 被动补库阶段的行业区间月均涨跌幅平均值比较 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### (四) 主动去库: 需求下降、库存下降

随着市场需求下降趋势越来越明显, 企业确认经济下行趋势并主动降低库存, 库存周期进入主动去库阶段。商品供需同时收缩, 经济步入萧条阶段。

自 2000 年以来, 我国库存周期共经历了 7 个主动去库阶段, 持续时长从 6 个月到 31 个月不等, 持续时间较其他阶段更长。主动去库阶段, 投资者内部分歧扩大, 多数投资者参与股市时更加谨慎, 而部分投资者在别人谨慎时更加大胆, 选择则低位布局, 等待经济复苏以博取高收益, 从而市场行情居中, 多数区间内一级行业有涨有跌。其中, 2014 年 9 月至 2015 年 12 月, 所有行业区间月均涨跌幅均为正值, 持续时长达 16 个月, 为长牛行情; 2008 年 9 月至 2009 年 2 月, 半数以上行业上涨; 2022 年 5 月至 2023 年 7 月期间, 有 10 个行业下跌; 2005 年 1 月至 2006 年 2 月有 20 个行业下跌; 而 2011 年 11 月至 2012 年 9 月、2001 年 7 月至 2002 年 2 月, 均为普跌行情, 所有行业表现均较差。如表 8 所示。

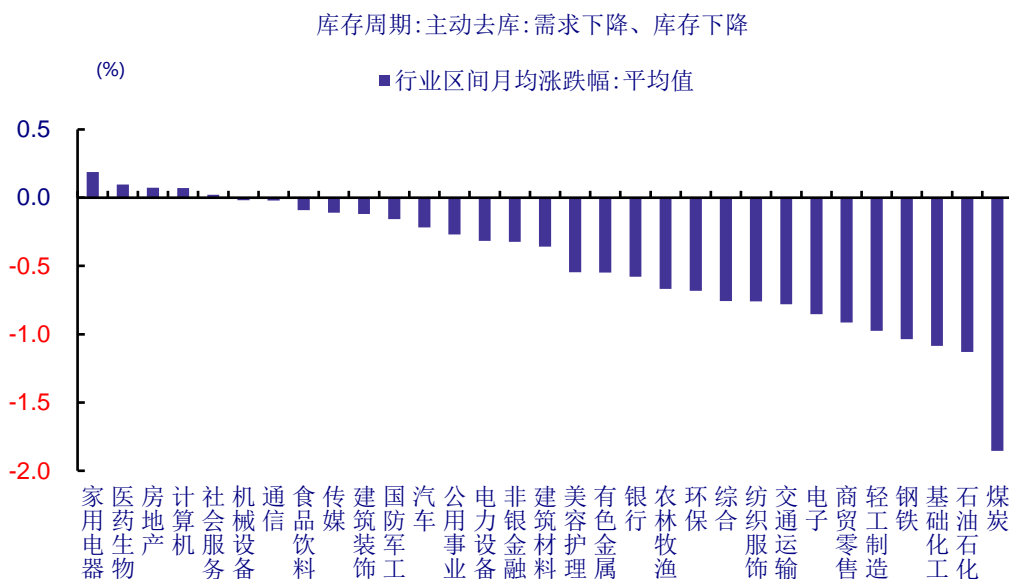
从主动去库阶段内的行业月均涨跌幅的平均值来看, 行情有涨有跌, 但多数下跌, 5 个行业上涨, 26 个行业下跌, 涨跌区间为-1.85%至 0.19%, 表现明显好于上一阶段(被动补库), 同样因为市场行情领先于库存周期变化。其中, 实现上涨的行业有家用电器、医药生物、房地产、计算机、社会服务等 5 个行业, 上涨行业涉及多个板块, 多数为消费行业与跨周期行业。消费行业, 尤其是必需消费行业, 在经济衰退期业绩表现也相对较好, 抗跌能力较强, 而跨周期行业主要受技术变革影响, 对经济衰退敏感性较低, 从而可能获得较好表现。跌幅较大的行业有煤炭、石油石化、基础化工、钢铁、轻工制造、商贸零售、电子等行业, 主要为上游能源行业与中游制造行业, 这些行业受需求下降影响较大。如图 29 所示。

表 8: 主动去库阶段的行业区间月均涨跌幅 (%)

| 主动去库       | 2001/07-<br>2002/02 | 2005/01-<br>2006/02 | 2008/09-<br>2009/02 | 2011/11-<br>2012/09 | 2014/09-<br>2015/12 | 2017/05-<br>2019/11 | 2022/05-<br>2023/07 | 行业区间月均<br>涨跌幅:平均值 |
|------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| 持续时长(月)    | 8                   | 14                  | 6                   | 11                  | 16                  | 31                  | 15                  |                   |
| 家用电器       | -4.35               | -0.01               | 1.90                | -1.21               | 3.45                | 0.65                | 0.90                | 0.19              |
| 医药生物       | -4.43               | -0.45               | 2.95                | -0.54               | 3.34                | 0.00                | -0.19               | 0.10              |
| 房地产        | -4.38               | 0.89                | 1.34                | -0.63               | 4.80                | -0.69               | -0.82               | 0.07              |
| 计算机        | -5.21               | -0.47               | 0.51                | -1.46               | 5.31                | -0.07               | 1.88                | 0.07              |
| 社会服务       | -5.09               | 1.08                | -0.71               | -0.50               | 4.37                | 0.17                | 0.85                | 0.02              |
| 机械设备       | -3.95               | 0.02                | 2.38                | -2.92               | 3.96                | -1.23               | 1.61                | -0.02             |
| 通信         | -4.14               | -0.60               | 1.03                | -2.90               | 4.49                | -0.78               | 2.76                | -0.02             |
| 食品饮料       | -3.74               | 1.78                | -2.68               | -0.33               | 2.28                | 1.96                | 0.10                | -0.09             |
| 传媒         | -4.70               | -0.51               | 1.66                | -1.70               | 4.07                | -1.83               | 2.24                | -0.11             |
| 建筑装饰       | -4.71               | -0.10               | 2.04                | -1.50               | 4.65                | -1.71               | 0.50                | -0.12             |
| 国防军工       | -4.99               | 1.26                | 2.49                | -2.86               | 3.29                | -1.22               | 0.93                | -0.16             |
| 汽车         | -4.39               | -0.08               | 2.01                | -2.55               | 3.17                | -1.21               | 1.51                | -0.22             |
| 公用事业       | -3.92               | -0.88               | 1.44                | -1.32               | 3.65                | -1.44               | 0.58                | -0.27             |
| 电力设备       | -6.26               | 0.70                | 4.32                | -3.62               | 3.63                | -1.06               | 0.07                | -0.32             |
| 非银金融       | -4.78               | -0.04               | -2.59               | -0.15               | 3.82                | 0.52                | 0.96                | -0.32             |
| 建筑材料       | -4.74               | -0.62               | 3.75                | -2.98               | 3.19                | -0.30               | -0.81               | -0.36             |
| 美容护理       | -5.40               | -0.09               | -0.18               | 0.18                | 2.31                | -0.59               | -0.06               | -0.55             |
| 有色金属       | -5.66               | 1.13                | 0.92                | -1.08               | 1.80                | -0.99               | 0.04                | -0.55             |
| 银行         | -4.24               | 2.67                | -4.16               | -1.34               | 3.00                | 0.44                | -0.43               | -0.58             |
| 农林牧渔       | -7.04               | -0.41               | 0.82                | -2.14               | 4.02                | 0.22                | -0.14               | -0.67             |
| 环保         | -4.96               | -0.76               | 1.16                | -1.95               | 3.69                | -2.51               | 0.54                | -0.68             |
| 综合         | -5.66               | -0.93               | 0.38                | -2.74               | 4.34                | -1.61               | 0.93                | -0.76             |
| 纺织服饰       | -4.25               | -1.48               | -0.67               | -2.96               | 5.13                | -1.94               | 0.84                | -0.76             |
| 交通运输       | -3.61               | -0.51               | -2.61               | -2.82               | 4.64                | -0.76               | 0.21                | -0.78             |
| 电子         | -5.67               | -1.74               | -0.63               | -1.73               | 3.22                | 0.00                | 0.57                | -0.85             |
| 商贸零售       | -5.19               | 0.51                | -1.10               | -2.82               | 3.99                | -1.31               | -0.48               | -0.91             |
| 轻工制造       | -5.03               | -1.02               | -1.97               | -2.90               | 4.65                | -1.42               | 0.86                | -0.97             |
| 钢铁         | -3.76               | -0.51               | -2.04               | -2.91               | 3.15                | -0.92               | -0.27               | -1.04             |
| 基础化工       | -5.52               | 0.12                | -2.62               | -2.35               | 3.65                | -0.82               | -0.09               | -1.09             |
| 石油石化       | -5.11               | 0.31                | -2.43               | -1.65               | 0.99                | -0.71               | 0.68                | -1.13             |
| 煤炭         | -5.33               | -0.84               | -3.80               | -2.47               | 1.09                | -0.74               | -0.87               | -1.85             |
| <b>平均值</b> | <b>-4.84</b>        | <b>-0.05</b>        | <b>0.09</b>         | <b>-1.90</b>        | <b>3.59</b>         | <b>-0.71</b>        | <b>0.50</b>         | <b>-0.47</b>      |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

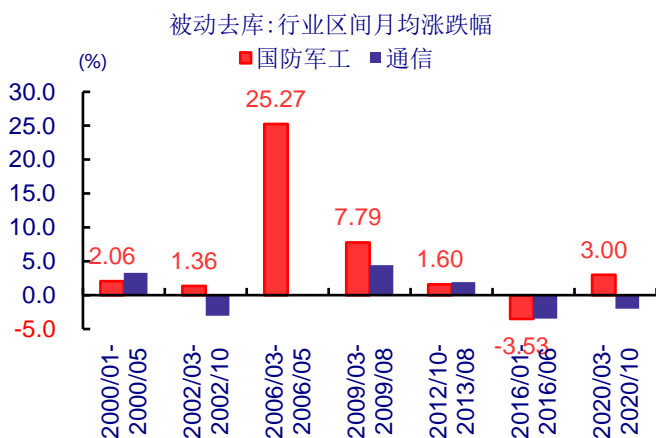
图 29: 主动去库阶段的行业区间月均涨跌幅平均值比较 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

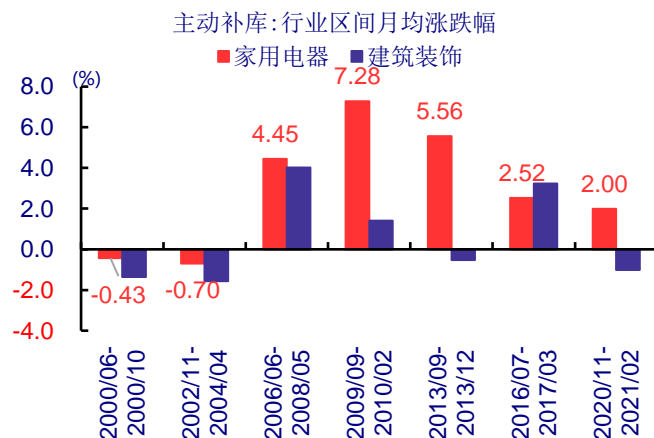
选取库存周期四个阶段涨幅最高、最低的行业,按时间顺序排列,计算行业上涨次数占对应阶段次数的比例作为胜率,观测各阶段的区别。其中,被动去库阶段,月均涨跌幅平均值最高、最低的行业分别是国防军工、通信,两个行业胜率分别为 85.71%、57.14%,表明这一阶段各行业上涨可能性分布较为均匀且总体较高;主动补库阶段,月均涨跌幅平均值最高、最低的行业分别是家用电器、建筑装饰,两个行业胜率分别为 71.4%、42.9%,胜率总体较前一阶段下降,且行业分化加剧;被动补库阶段,月均涨跌幅平均值最高、最低的行业分别是环保、社会服务,两个行业胜率分别为 50%、25%,行业上涨可能性明显下降;主动去库阶段,月均涨跌幅平均值最高、最低的行业分别是家用电器、煤炭,两个行业胜率分别为 57.1%、14.3%,行业胜率分化程度加剧。如图 30-33 所示。

图 30: 被动去库阶段平均涨幅最高、最低的行业



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

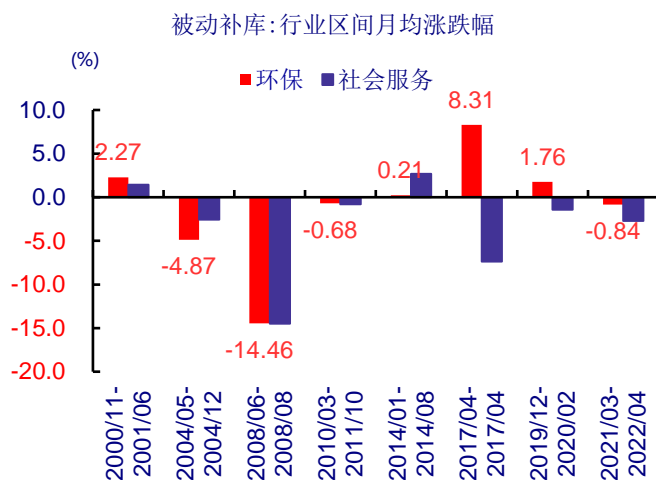
图 31: 主动补库阶段平均涨幅最高、最低的行业



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

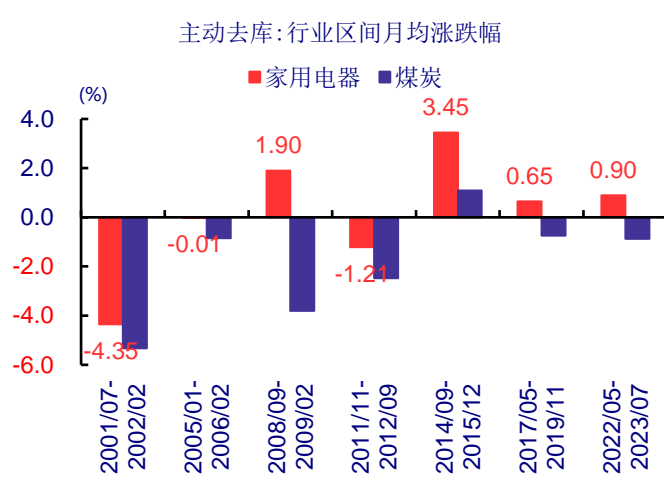


图 32: 被动补库阶段平均涨幅最高、最低的行业



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 33: 主动去库阶段平均涨幅最高、最低的行业



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、当前库存周期阶段的投资建议

**再次强调**, 目前, 中美库存周期都已接近底部时刻, 但驱动因素却明显不同。中国库存周期受制于房地产趋势下行, 能否回升取决于国内逆周期政策的力度与中美周期共振之后的出口回升。而美国库存周期目前去化过程仍未完成。从驱动因素推断, 美国库存周期下行与美联储加息以及美国一味奉行的单边贸易(阻滞了全球贸易的顺畅流通)息息相关, 因此, 见底回升也将取决于美联储的降息以及全球贸易活动顺畅, 但就美联储这一时点分析, 或将在 2024Q2 左右见底回升。但在结构层面, 劳动力市场的偏紧与局部收入的韧性, 将支撑美国库存周期的底部位置, 由此判断, 美国经济衰退的空间与中国出口增速的下行空间也相对可控。

基于此, 本报告结合当前宏观经济数据以及彼此政策调节, 研判各大类资产配置及国内行业选择建议。

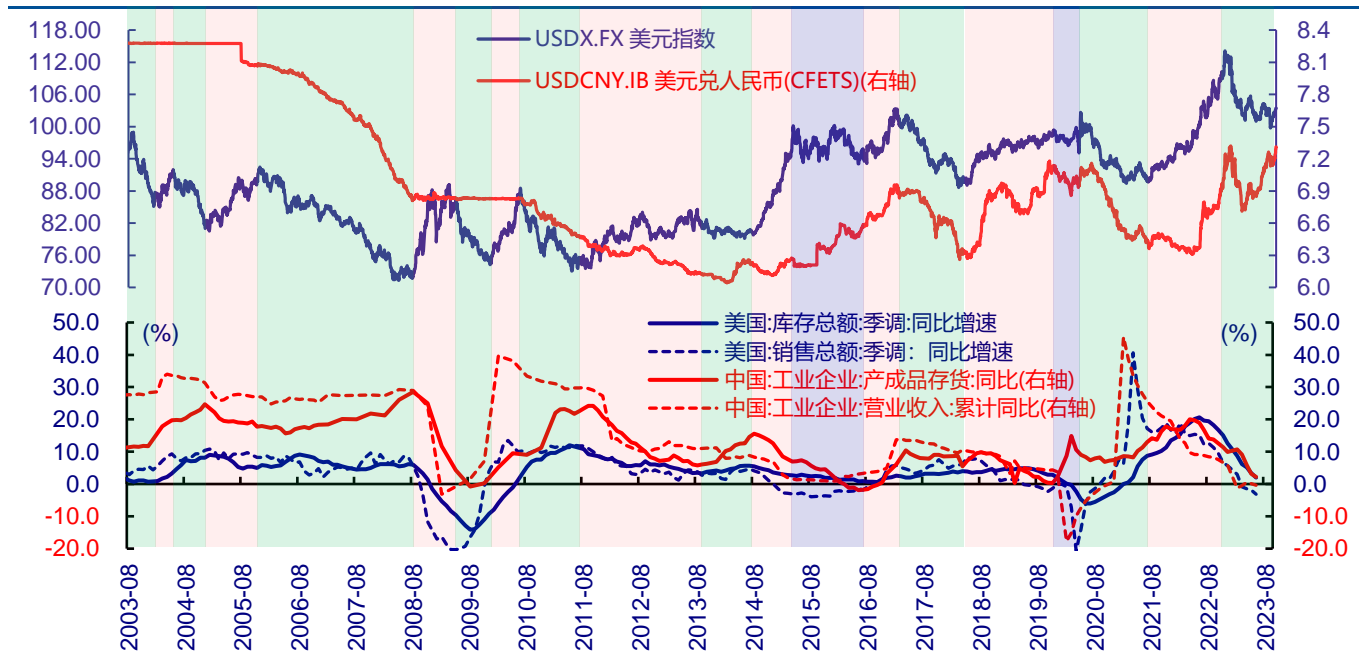
### (一) 大类资产配置建议

#### 1. 汇率市场

这里的讨论仅限于美元指数及人民币兑美元的汇率。当前汇率市场的判断因素基于两点: 一是货币政策, 尤其是美联储加息幅度与时长将对美元指数产生非常直接的影响; 二是两国货币政策背后的宏观经济数据走势。具体而言, 美国国内经济仍有下行风险, 美联储大概率在今年四季度停止加息, 美元指数震荡下行将成为趋势, 这一点也利好全球权益市场, 尤其是具有流动性优势的港股市场。从图 34 可以看出, 美国库存周期还没有开启反弹, 这或许在等待美联储“鹰派”的弱势, 而从工业企业营业收入分析, 中国当前的库存周期已有主动去库向被动去库震荡之势, 但仍需观察房地产周期对库存周期的影响程度。

因此，根据库存周期与大类资产的历史回溯及美联储货币政策的判断，预判美元指数在今年四季度开始步入震荡下行通道。进而，压制人民币升值的外部因素将有所降低，随着国内经济的不断复苏，人民币汇率亦或企稳回升。如图 34 所示。

图 34：中美库存周期与汇率市场具有较高相关性



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 2. 债券市场

对于中美债券市场（这里仅考察利率债），根据图 24、25，作出如下研判。

首先，关于中国债券市场，库存周期对利率债具有一定的前瞻性，随着国内经济不断修复，库存周期触底反弹，国债到期收益率将有震荡上行趋势，但目前国内逆周期调节政策在不断加强，尤其是货币政策加码，市场流动性较为宽松，给国内利率债市场提供支撑。由此，国内利率债收益率有底部徘徊震荡的可能。

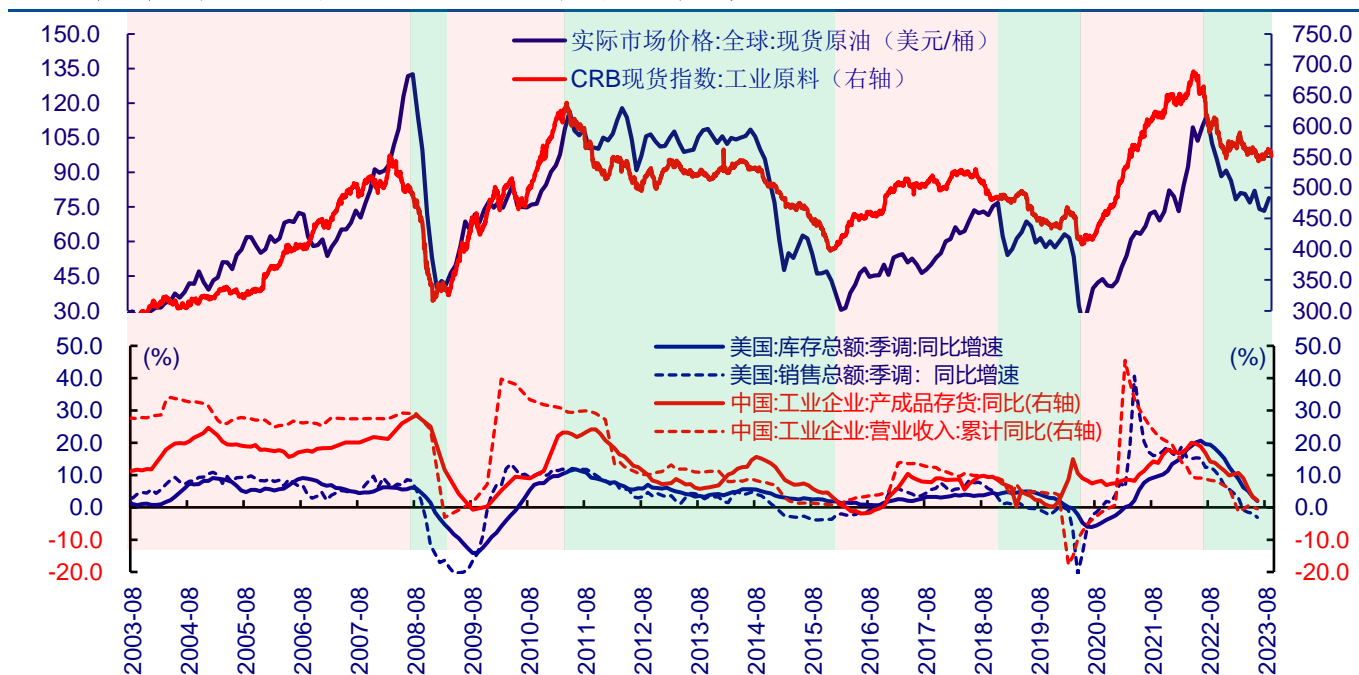
再者，关于美国债券市场，美国国债到期收益率与库存周期有着较高的相关性，但本轮美国去库存过程中，美债收益率仍然处于高位震荡态势，主要受制于美联储“鹰派”的货币政策。随着美联储加息进入尾声，甚至随着美国经济的衰退风险，美联储亦有可能降息，因此，研判美国国债收益率将高位回落，在美债不出现兑付压力背景下，美债收益率将迎来新一轮的下行通道。

## 3. 大宗商品

这里仅对上游能源品和工业原料做讨论，如图 35 所示。

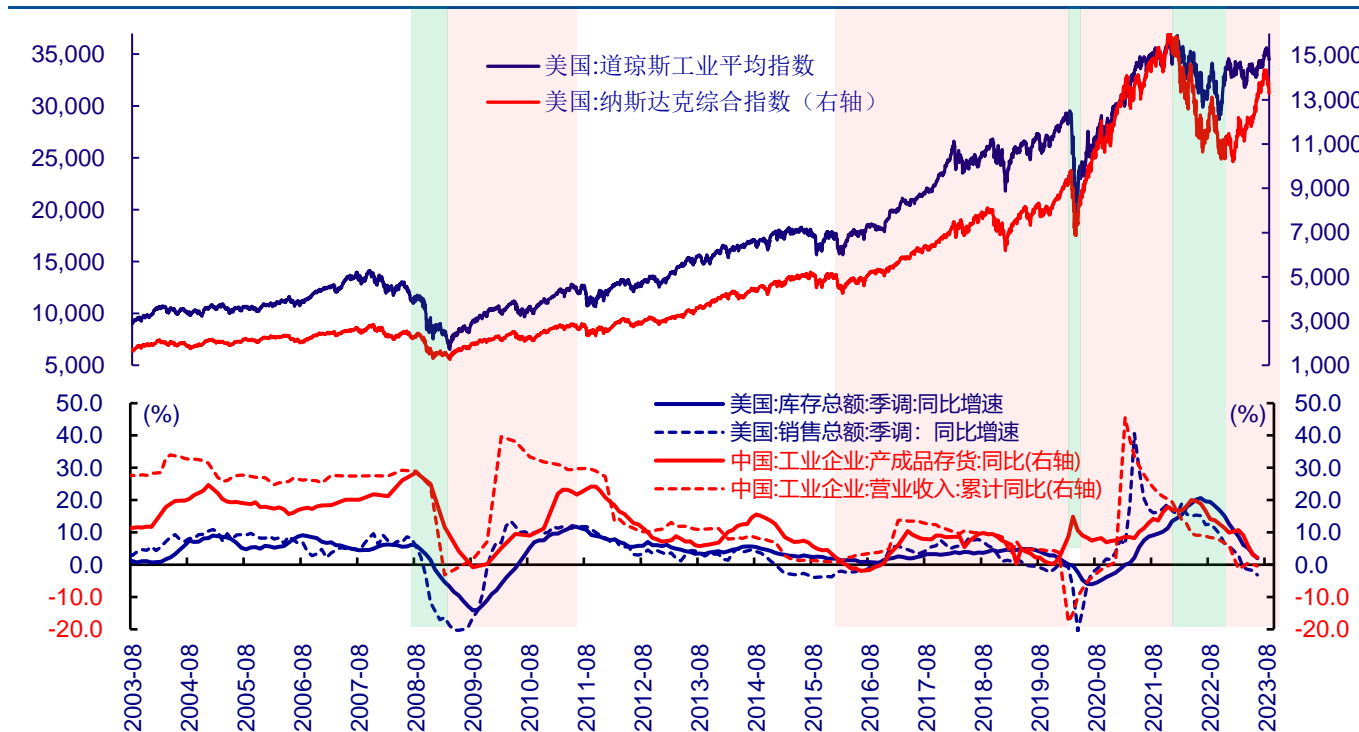
大宗商品价格走势与中美库存周期在大趋势上基本趋同，随着美联储本轮加息进入尾声，库存周期开始筑底，伴随中美经济进程，作出如下研判：能源品在需求的刺激之下，价格将有上行的趋势，工业原材料作为经济修复进程中的主要需求品，价格亦有上行趋势。

图 35: 中美库存周期与大宗商品（能源品及工业原料）市场具有较高的相关性



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 36: 中美库存周期与美国股票市场相关性较弱



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 4. 权益市场

中美库存周期对于权益市场的影响稍弱于其他大类资产，如图 36 所示。以美国股市为例，在库存周期周而复始的进程中，美国股市大多数时间均在上行。因为权益市场的因素更为复杂。

### (二) A 股行业配置建议

当前，中国的库存周期在主动去库存向被动去库存转化的过程中，结合**库存周期各阶段的行业表现**部分的阐述分析，又基于房地产周期对于库存周期进程的影响，分为两个阶段考虑。

**一是近期主动去库存阶段。**从主动去库阶段内的行业月均涨跌幅的平均值来看，行情有涨有跌，但多数下跌，这也符合当前 A 股市场行情表现，其中，5 个行业上涨，26 个行业下跌，涨跌区间为-1.85%至 0.19%，表现明显好于上一阶段（被动补库），因为市场行情领先于库存周期变化。其中，实现上涨的行业有家用电器、医药生物、房地产、计算机、社会服务等 5 个行业，上涨行业涉及多个板块，多数为消费行业与跨周期行业。消费行业，尤其是**必需消费行业，在经济衰退期业绩表现也相对较好，抗跌能力较强，而跨周期行业主要受技术变革影响，对经济衰退敏感性较低，从而可能获得较好表现。**如图 29 所示。

**二是被动去库存阶段。**通过计算历史上被动去库存阶段的月均涨跌幅的平均值发现，被动去库阶段所有行业均实现上涨，涨幅区间为 0.17%-5.36%，总体行情表现较好。其中，国防军工、非银金融、美容护理、社会服务、食品饮料、有色金属、汽车等行业涨幅居前，主要为顺周期行业，且消费行业居多。而通信、银行、钢铁、公用事业、计算机、交通运输等行业涨幅居后，主要原因是这些行业在普涨行情中涨幅相对较小，而在涨跌互现行情中跌幅相对较大。如图 26 所示。

通过分析库存周期的每个阶段的行业收益情况，当前库存周期背景下，加之近期政策催化。

短期分析，8 月又是 A 股上市公司中报密集披露季，建议密切关注业绩增长良好的行业或具体标的。

长期分析，从库存周期视角看，围绕“2+1”主线展开。（1）国产科技替代创新：电子（半导体、消费电子）、通信（光芯片、运营商转型数字经济）、计算机（AI 算力、数据要素、信创）以及传媒（游戏、广告、平台经济）等；（2）业绩绩优、政策加持的大消费细分领域：医药生物、新能源消费、食品饮料、酒店、旅游、交运等；（3）中国特色估值重塑主题：能源、电力、基建、房地产产业链等。



## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1. 2023Q2 以来社会消费品零售额增速开始下行.....             | 4  |
| 图 2. 2023Q2 住宅销售面积增速再次回落至负值 (%) .....         | 4  |
| 图 3. 2023Q2 固定资产投资及主要分项增速都出现了下行 (%) .....     | 4  |
| 图 4. 2022 年以来进口持续低迷, 2022Q3 出口开始降速 (%) .....  | 4  |
| 图 5. 中国工业企业利润增速与出口增速明显正相关 (%) .....           | 5  |
| 图 6. 美国销售增速与库存增速显示库存周期接近底部 (%) .....          | 5  |
| 图 7: 中美库存周期共振所经历的 4 个拐点与 5 个阶段.....           | 6  |
| 图 8. PPI 增速领先库存周期 3 个月左右 (%) .....            | 7  |
| 图 9. 住宅销售面积增速大约领先库存周期 12 个月 (%) .....         | 7  |
| 图 10. 土地购置面积增速与房屋新开工面积增速 (%) .....            | 8  |
| 图 11. 土地出让收入在 2022 年至 2023 年都出现大幅下降 (%) ..... | 8  |
| 图 12. 房贷利率已降至历史地位, 有助于刺激住房销售 (%) .....        | 9  |
| 图 13. 2022Q2 以来广义赤字率反映财政扩张力度放缓 (%) .....      | 9  |
| 图 14. 2022 年 3 月美国实际利率开始上行, 销售增速下行 (%) .....  | 9  |
| 图 15. 2022Q3 也是中国出口金额与增速开始下行的时点 (%) .....     | 9  |
| 图 16. 2022 年 3 月美联储加息后库存销售比出现加速回升 (%) .....   | 10 |
| 图 17. 美国库存周期的终端驱动力是个人收入增长 (%) .....           | 10 |
| 图 18. 美国私人服务时薪增速从 2022 年下半年开始下降 (%) .....     | 10 |
| 图 19. 美国劳动力参与率距离疫情前仍有 0.5 个百分点 (%) .....      | 10 |
| 图 20. 美国通胀率将在 2023 年下半年进入粘性区间 (%) .....       | 11 |
| 图 21. 美联储的缩表进程已经在按计划推进 (%) .....              | 11 |
| 图 22. 美国名义 GDP 增速与中国出口增速正相关 (%) .....         | 12 |
| 图 23. 美国制造业建造开支自 2022 年以来加速上升 (亿美元) .....     | 12 |
| 图 24: 中国库存周期与中国国债到期收益率走势 (%) .....            | 17 |
| 图 25: 美国库存周期与美国债券市场具有较高的相关性.....              | 17 |
| 图 26: 被动去库阶段的行业区间月均涨跌幅平均值比较 (%) .....         | 19 |
| 图 27: 主动补库阶段的行业区间月均涨跌幅平均值比较 (%) .....         | 21 |
| 图 28: 被动补库阶段的行业区间月均涨跌幅平均值比较 (%) .....         | 23 |
| 图 29: 主动去库阶段的行业区间月均涨跌幅平均值比较 (%) .....         | 25 |
| 图 30: 被动去库阶段平均涨幅最高、最低的行业.....                 | 25 |
| 图 31: 主动补库阶段平均涨幅最高、最低的行业.....                 | 25 |
| 图 32: 被动补库阶段平均涨幅最高、最低的行业.....                 | 26 |
| 图 33: 主动去库阶段平均涨幅最高、最低的行业.....                 | 26 |
| 图 34: 中美库存周期与汇率市场具有较高的相关性.....                | 27 |
| 图 35: 中美库存周期与大宗商品 (能源品及工业原料) 市场具有较高的相关性.....  | 28 |
| 图 36: 中美库存周期与美国股票市场相关性较弱.....                 | 28 |

## 表格目录



|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 表 1: 被动去库阶段的大类资产月均涨跌幅 (%) ..... | 13 |
| 表 2: 主动补库阶段的大类资产月均涨跌幅 (%) ..... | 14 |
| 表 3: 被动补库阶段的大类资产月均涨跌幅 (%) ..... | 15 |
| 表 4: 主动去库阶段的大类资产月均涨跌幅 (%) ..... | 16 |
| 表 5: 被动去库阶段的行业区间月均涨跌幅 (%) ..... | 18 |
| 表 6: 主动补库阶段的行业区间月均涨跌幅 (%) ..... | 20 |
| 表 7: 被动补库阶段的行业区间月均涨跌幅 (%) ..... | 22 |
| 表 8: 主动去库阶段的行业区间月均涨跌幅 (%) ..... | 24 |

### 分析师简介及承诺

分析师：**章俊**，中国银河证券首席经济学家。

分析师：**高明**，宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”联动分析。

分析师：**杨超**，清华大学经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyongyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)