

信义山证汇通天下

证券研究报告

宏观利率

专题研究

相似库存周期对当前债市的启示

2022 年 12 月 16 日

宏观利率/专题报告

分析师:

姓名: 郭瑞

执业登记编码: S0760514050002

邮箱: guorui@sxzq.com

核心观点:

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

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

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

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

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

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

➤ 风险提示:疫情形势变化;人民币贬值压力加大;居民信心超预期变化。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



目录

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

图表目录

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

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

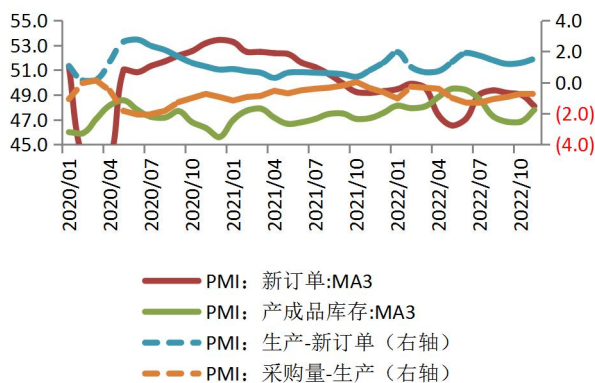
11月10日以来，随着国内防疫政策优化和地产政策调整，债市宏观顺风环境动摇，随后理财、基金赎回反馈进一步放大波动。从稳增长目标下经济中长期可能的改善看，收益率向上的方向是确定的。从疫情面临的感染高峰、短期经济表现、微观主体信心看，收益率没有快速上行的基础。本文通过考察2005年以来相同库存周期下收益率波动特征，结合目前疫情政策、经济基本面、稳增长增量政策、货币政策等因素，讨论收益率未来的可能走势。

1. 中期经济“正常化”难以证伪，短期主动去库存

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

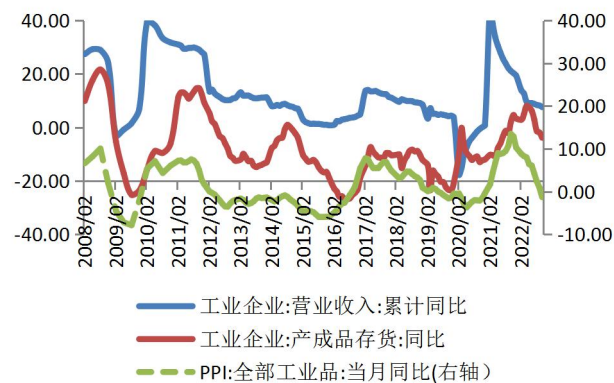
在需求短期并非强复苏的假设下，从工业企业库存周期运行看，当前主动去库存可能还要经历一段时间。2021年下半年至2022年上半年，受疫情反复扰动，库存周期始终处于被动补和主动去相互交织的状态，其中以被动补库存为主要脉络。2022年下半年以来，随着上一轮疫后修复，经济进入主动去库存，但随着疫情多发散发再度引发需求回落，未来经济复苏可能一波三折。

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



资料来源：wind，山西证券研究所

图2：2022年5月以来工业企业库存增速开始回落（%）

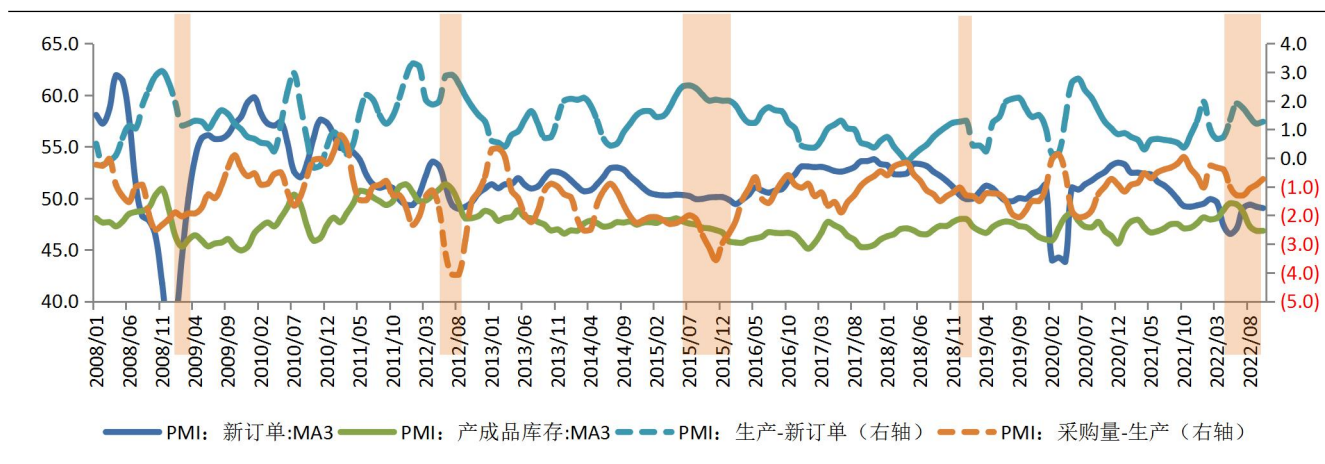


资料来源：wind，山西证券研究所

2. 相似库存周期阶段债券收益率表现如何？

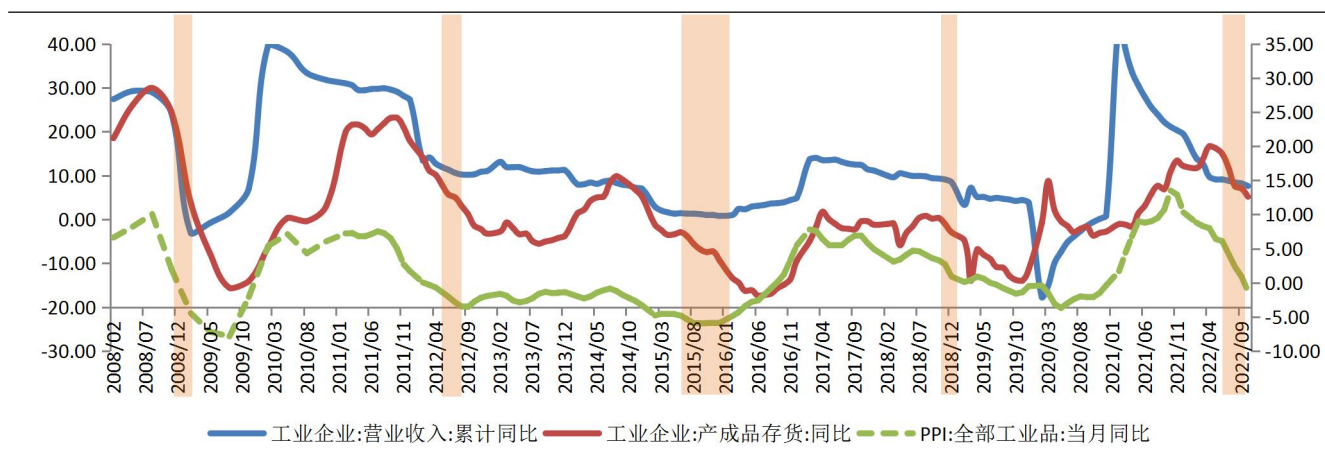
当前库存周期处于主动去库存阶段，那么历史上相似库存周期中收益率表现如何？如果用 PMI（3 个月移动平均）来观察库存周期。2008 年至 2019 年，明显的主动去库存阶段主要发生于四个时期，分别是 2008 年 12 月至 2009 年 2 月、2012 年 5 月至 2012 年 8 月、2015 年 6 月至 2016 年 2 月、2018 年 12 月至 2019 年 2 月。

图 3：PMI 显示的 2008 年以来的四轮主动去库存（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：工业企业经营数据显示的 2008 年以来的四轮主动去库存（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

2.1 第一轮：2008 年 12 月至 2009 年 2 月

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

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

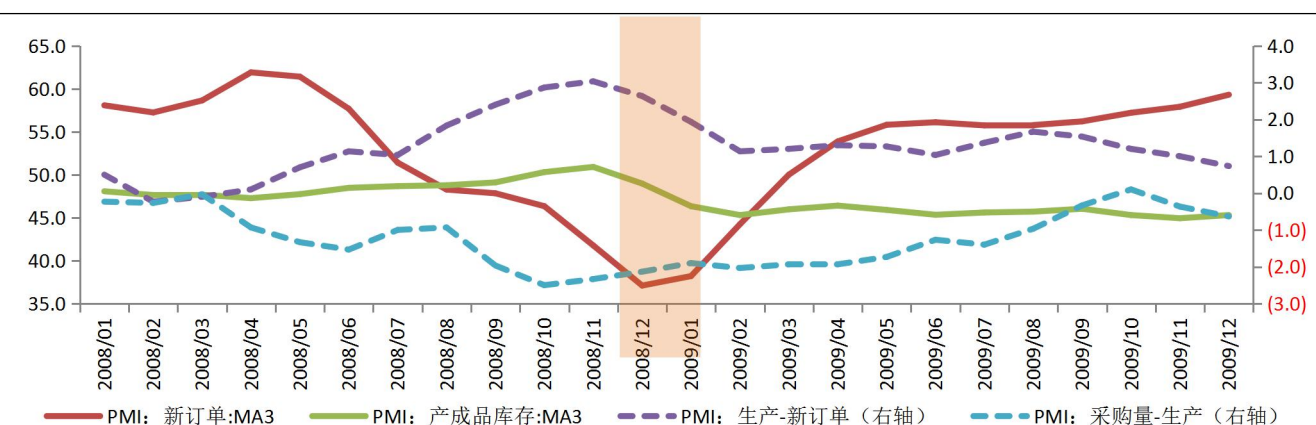
2009 年 1 月下旬，债市行情开始反转，1 月下旬至 2 月 15 日收益率回升 53bp。12 月社融和 PMI 企稳回升引发债市担忧。

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

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

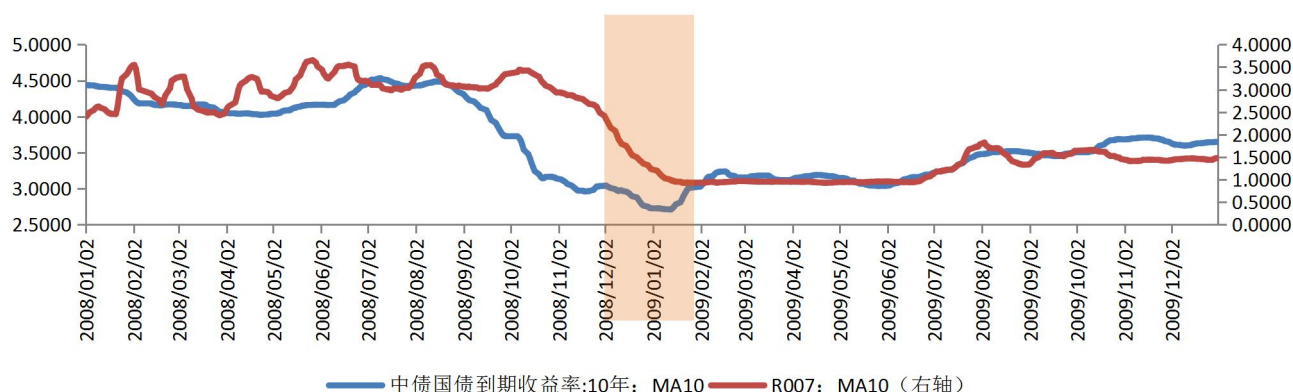
整体来看，2009 年，在国内经济内生动力尚未完全复苏的情况下，货币政策“相机抉择”是 2 月下旬至 5 月资金利率维持低位和债券收益率震荡的主要原因。由于应对危机的经济刺激力度之大，6 月顺周期项复苏后，经济持续向上，鲜有反复，收益率的快速回升是经济基本面和货币政策转向共同推动的结果。但 2009 年过度宽松的流动性也催生了产能过剩、房地产泡沫和债务膨胀，为 2015 年供给侧改革埋下伏笔。

图 5：2008 年至 2009 年的 PMI 数据指示的库存周期（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

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



资料来源：wind，山西证券研究所

表 1：2008 年至 2009 年主要经济指标运行情况（%）

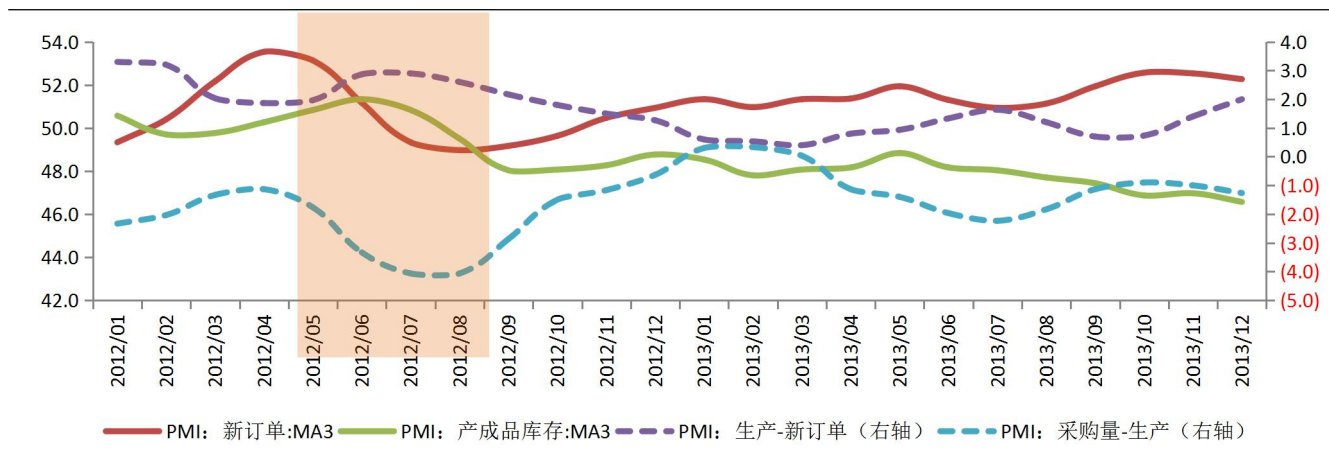
指标名称	工业增加值: 当月同比	固定资产投资: 累计同比	制造业投资: 累计同比	基建投资: 累计同比	房地产开发投资: 累计同比	商品房销售面积: 累计同比	社零: 当月同比	汽车销售: 当月同比	出口: 当月同比	新增社融: 3 个月累计同比	M2: 同比	人民币贷款存量: 同比	工业企业: 利润总额: 累计同比	PPI: 当月同比	CPI: 当月同比
2008-01	15.4	--	--	--	--	--	21.2	19.8	26.8	34.6	18.9	--	--	6.1	7.1
2008-02	15.4	24.3	35.8	3.6	32.9	-4.2	19.1	19.9	6.3	43.7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

资料来源：wind，山西证券研究所

2.2 第二轮：2012 年 5 月至 2012 年 8 月

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

图 7：2012 年至 2013 年 PMI 数据指示的库存周期(%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：2012 年至 2013 年 10 年国债收益率和 R007 走势(%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50302

