



2022 年 10 月 14 日

美国库存周期与大类资产配置启示

✍ 王笑

✍ 唐立(联系人)

投资咨询从业资格号: Z0013736

期货从业资格编号: F03100274

✉ Wangxiao019787@gtjas.com

✉ Tangli026575@gtjas.com

【报告导读】

美国库存周期相较于我国存在切换更快的特点。三季度美国进入主动去库存周期, 和中国一样, 进入到需求降、库存降的经济环境中。我们选取了权益类(美股)、外汇固收类(美元指数、美债收益率、高收益债利差)、大宗商品类(油、铜、金)资产去观察美国库存周期与大类资产配置的规律。以过往平均的主动去库存时长来看, 中美有望在一季度末同时步入被动去库存周期。彼时权益类、商品类资产胜率于收益率将显著提升。在此之前, 美国通胀与加息的演绎路径仍是悬而未决的主要矛盾, 但近来市场似乎出现脱敏的前兆。

【正文】

1. 美国库存周期

在过去的报告中（详情请见专题报告《库存周期与大类资产配置》），我们讨论了我国库存周期的变化对大类资产配置的启示。

我们以销售与库存指标去刻画美国的库存周期。三季度最显著的变化是，美国由被动补库存进入到了主动去库存。

美国的库存周期整体切换速度更快，时长更短。对比中国3年半的一轮库存周期时长，美国一轮库存周期在过去的26年内平均市场仅为3年。本轮库存周期中，中国在二季度率先进入主动去库周期，原本领先美国一个小阶段。三季度美国进入主动去库后，中美同时处于主动去库小周期，重回同一起跑线。

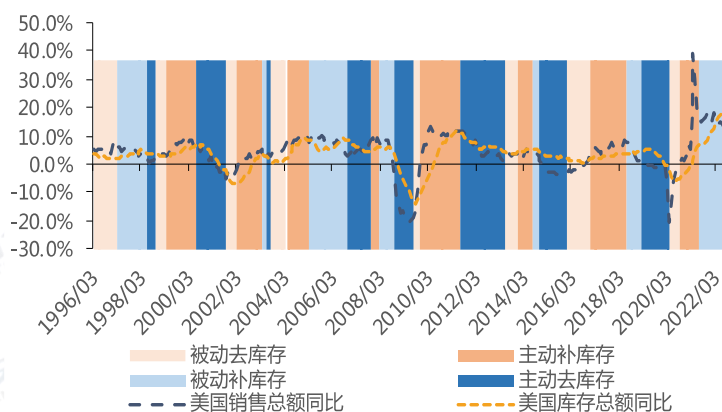
我们选取了权益类（美股）、外汇固收类（美元指数、美债收益率、高收益债利差）、大宗商品类（油、铜、金）资产去观察美国库存周期与大类资产配置的趋势。

图1:美国过去26年库存周期一览，单轮平均时长约3年

库存周期	时间	被动去库存(月)	主动补库存(月)	被动补库存(月)	主动去库存(月)	总时长(月)
1	1996/3-1998/9	12	7	8	4	31
2	1998/10-2002/2	6	14	6	3	29
3	2002/3-2003/6	3	10	2	2	17
4	2003/7-2007/3	9	11	18	6	44
5	2007/4-2009/6	6	4	8	9	27
6	2009/7-2013/4	4	20	0	20	44
7	2013/5-2015/11	7	7	3	14	31
8	2015/12-2020/3	12	18	8	14	52
9	2020/4-至今	5	10	12	至今4	?
平均时长(月)		7	11	7	9	34

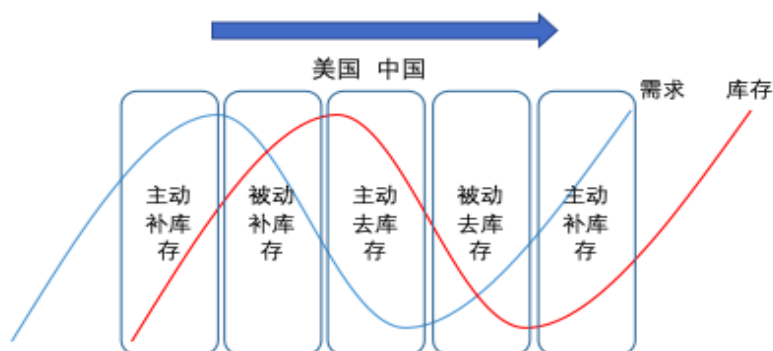
资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图2:美国3季度由被动补库跨入主动去库



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 3: 中美重回同一库存周期



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

2. 美国库存周期与大类资产配置

2.1 权益类

在当前的主动去库周期中,历史数据显示美股指数处在胜率、区间收益率双低的阶段,美股三大指数区间收益率均为负。待需求好转切换进入被动去库后,美股三大指数将进入胜率、区间收益率双高的阶段。这一点与我国库存周期隐含的权益资产指引亦相似。

美股三大指数整体的胜率与收益率由高到低排序分别为:被动去库、主动补库、被动补库、主动去库。除主动去库阶段外,道琼斯、标普区间收益均为正,而纳斯达克在对应滞涨期的被动补库区间收益就开始转负。

历史上美国主动去库平均时长为 9 个月,朴素地线性外推下美国将在明年二季度进入被动去库阶段,届时权益资产的顺周期将开启(在不发生系统性风险的前提下)。

9 月超预期的 CPI 数据公布后,2 年期美债上冲 4.53%,创新高后小幅下行,美元指数走势趋同且未破前高,美股三大指数均深度下探后反弹翻红。道琼斯工业指数上涨 2.8%,创下 2020 年 11 月 9 日以来最大单日涨幅,这也是有记录以来道指首次在同一交易日跌超 500 点后上涨至少 800 点。在美联储的连续 75bp 激进加息进入到后半程的情况下,权益市场基于通胀-加息链条的悲观前置交易可能将告一段落。

图 4: 美股当前处在胜率与区间收益率均较差的主动去库阶段

主动去库存 (月)		道琼斯	标普500	纳斯达克
1998/6-1998/9	4	-12.39%	-10.30%	-10.60%
2000/12-2002/2	3	-6.31%	-16.17%	-29.91%
2003/5-2003/6	2	1.53%	1.13%	1.68%
2006/10-2007/3	6	2.26%	3.11%	2.32%
2008/10-2009/6	9	-9.42%	-5.10%	6.63%
2011/7-2013/4	22	22.21%	23.62%	20.77%
2014/10-2015/11	14	1.89%	3.09%	10.32%
2019/2-2020/3	14	-15.43%	-7.18%	2.22%
2022/7至今	4	-12.54%	-13.19%	-14.65%
被动去库存 (月)		道琼斯	标普500	纳斯达克
1996/3-1997/2	12	23.10%	22.51%	18.85%
1998/10-1999/3	6	13.90%	17.08%	38.95%
2001/9-2002/2	6	14.23%	6.32%	15.53%
2003/7-2004/3	9	12.17%	13.72%	14.94%
2007/4-2007/9	6	6.37%	2.99%	6.99%
2009/7-2009/10	4	5.90%	4.93%	3.37%
2013/5-2013/11	7	6.42%	10.74%	17.48%
2015/12-2016/11	12	9.75%	7.58%	6.32%
2020/4-2020/8	5	16.78%	20.19%	32.46%
主动补库存 (月)		道琼斯	标普500	纳斯达克
1997/3-1997/9	7	20.68%	25.12%	37.98%
1999/4-2000/5	14	-2.47%	6.40%	33.74%
2002/3-2003/3	13	-23.18%	-26.08%	-27.32%
2004/4-2005/2	11	5.29%	8.70%	6.85%
2007/10-2008/1	4	-9.19%	-11.03%	-16.41%
2009/11-2011/6	20	20.01%	20.54%	29.33%
2013/12-2014/6	7	1.51%	6.05%	5.54%
2016/12-2018/5	18	23.55%	20.83%	38.25%
2020/9-2021/6	10	24.19%	27.79%	29.88%
被动补库存 (月)		道琼斯	标普500	纳斯达克
1997/10-1998/5	8	19.59%	19.26%	11.63%
2000/6-2000/11	6	-0.32%	-9.60%	-34.50%
2003/4-2003/5	2	4.37%	5.09%	8.99%
2005/3-2006/9	19	11.19%	13.15%	12.96%
2008/2-2008/9	8	-11.54%	-12.35%	-7.91%
2014/7-2014/9	3	2.90%	2.16%	2.83%
2021/7/1-2022/6	12	-11.91%	-13.88%	-24.83%

资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 5: 统计显示, 在进入被动去库后, 胜率与收益率将显著抬升

库存周期	道琼斯		标普500		纳斯达克	
	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现
主动去库存	44%	-3.13%	44%	-2.33%	67%	-1.25%
被动去库存	100%	12.07%	100%	11.78%	100%	17.21%
主动补库存	67%	6.71%	78%	8.70%	78%	15.32%
被动补库存	57%	2.04%	57%	0.55%	57%	-4.40%

资料来源: Wind、国泰君安期货研究

2.2 外汇固收类

在以往的主动去库周期下，美元指数上涨概率较高伴随着 10 年期美债收益率下行概率较高。其背后隐含的逻辑在于，在对应的衰退经济周期中，美国经济较其余国家更有韧性，同时美联储又倾向于使用较为宽松的货币政策托底经济。

本轮主动去库周期下，美联储以控通胀为目的的加息周期仍在继续，并带动了全球其它经济体央行的加息跟随，同时全球需求较弱，欧洲深陷能源危机。这一情形造成了美元指数与 10 年期美债收益率当前均强势上行的态势，这也是权益类资产面临的流动性与估值压力。

按统计数据来看，美元指数通常于主动去库周期下见顶，但本轮见顶的时间仍需观察美国通胀的回落、欧洲能源危机的演变等一系列宏观事件的演绎方向。

高收益企业债信用利差往往在经济滞涨期对应的被动补库阶段大幅走阔，在复苏期的被动去库阶段收敛。

图 6: 本次主动去库周期中，美元指数与 10 年期美债收益率同时上涨

库存周期 主动去库存	时长 (月)	bp变动		
		美元指数	10年期美债收益率	高收益企业债利差
1998/6-1998/9	4	-4.91%	-100	258
2000/12-2002/2	3	9.00%	-24	-97
2003/5-2003/6	2	1.57%	17	-66
2006/10-2007/3	6	-2.80%	4	-44
2008/10-2009/6	9	-6.34%	-48	-562
2011/7-2013/4	22	10.64%	-112	-103
2014/10-2015/11	14	15.32%	-14	210
2019/2-2020/3	14	2.85%	-203	485
2022/7至今	4	5.97%	116	60
被动去库存	(月)	bp变动		
		美元指数	10年期美债收益率	高收益企业债利差
1996/3-1997/2	12	9.74%	22	273
1998/10-1999/3	6	6.76%	61	-133
2001/9-2002/2	6	5.01%	28	-199
2003/7-2004/3	9	-9.58%	-63	-126
2007/4-2007/9	6	-4.62%	-4	146
2009/7-2009/10	4	-2.50%	-11	-162
2013/5-2013/11	7	-3.18%	59	-35
2015/12-2016/11	12	2.91%	10	-228
2020/4-2020/8	5	-6.91%	8	-261
主动补库存	(月)	bp变动		
		美元指数	10年期美债收益率	高收益企业债利差
1997/3-1997/9	7	2.45%	-80	-25
1999/4-2000/5	14	7.45%	93	140
2000/3-2000/12	10	16.40%	150	64

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_47261

