



宏观经济深度研究报告

库存加速再思量

美国库存周期的系统性意义

在第一季度向第二季度演进的时间序列中，国内步入二次去库存的下行期时，国内企业景气周期的辨识坐标里，外部需求演化的时间定位与强度结构作为基本的方向指南，美国经济作为最大的净需求市场，系统性意义显著放大。

我们身处周期何处？

我们判断美国经济在第一季度向第二季度演进的时间窗口上，处于从库存重建加速至库存第二峰的启动期（关于美国库存重建的研究可见我们 2010 年 1 月 10 日《布局美国库存重建，期待出口超预期》）。随着终端需求的恢复逐渐由居民部门的消费向企业部门的投资扩散，库存重建在此时间刻度逐渐由消费品驱动发展至资本品主导；就其重建空间而言，资本品以耐用品为主的构成结构与高贝塔特性，决定了它相对消费品的加速特征，也决定了美国库存第二峰的必然性。在资本品主导的库存加速期的判断中，我们隐含了企业补库存进入阶段性尾声的预判与担忧。

在美国制造业中兴的起点

在库存加速期，美国制造业的周期性复苏与成长性中兴态势表现显著。美国的制造业在库存加速期出现显著的量价齐升，其定价能力更是表现超越了下游商业渠道。我们认为这可能是美国经济支柱产业从金融服务业向制造业转型的趋势起点。美国的电脑和电子产品制造、专业化和商业设备批发、木材和其他建筑材料、纺织制造、印刷、金属预制件、造纸、和机械设备仪表等资本品行业的量价恢复弹性较高。

出口超预期：从总量意义转向结构意义—收获中游

在我们的分析框架下，美国的库存加速驱动中国的出口超预期，将成为上半年最为确定的企业业绩增长点。基于外需产业链，以及企业盈余对于总体出口与行业出口的敏感程度，外需恢复下潜在受益较大的行业包括：通信设备、计算机及其他电子设备制造业；纺织业；化学工业；仪器仪表及文化办公用机械制造业；金属制品业；电气机械及器材制造业；木材加工及家具制造业以及通用、专用设备制造业。

反思出口的超预期，其后跟随的人民币升值与信贷紧缩风险，都将带来资本成本抬升的确定性风险，这将要求投资优选时点与标的。在调控路径与真实需求的博弈之间，出口的超预期增长，并不必然成为企业业绩与投资的确定性主题与线索；资本成本抬升的政策风险，将淘汰落后产能，成就优质出口企业的“自然进化”。

真实需求加速：中游偏上行业的价格修复

在库存加速期，随着美联储退出路径的明朗，我们认为真实需求的因素将主导资源品价格的变化。在真实需求扩大与美元转向弱勢的线索中，进入复苏中期的部分中上游行业（典型的如化工行业）价格将会得到修复，这将形成这些行业的 A 股收获良机。

宏观经济

吴旻

wumin@csc.com.cn

010-85130538

执业证书编号：S1440209080389

发布日期：2010 年 03 月 26 日

相关研究报告

- | | |
|------------|------------------|
| 2010.03.10 | 收获美国库存加速 |
| 2010.02.22 | 美联储调整贴现率系列评论 |
| 2010.02.08 | 主权债务危机：或可燎原，却无近忧 |
| 2010.02.01 | 增速高点已过 |
| 2010.01.27 | 退出成行 |
| 2010.01.15 | 通胀与估值的实证关系 |
| 2010.01.10 | 布局库存重建，期待出口超预期 |

美国库存系列研究报告

- | | |
|------------|--------------------|
| 2010.03.10 | 之二：收获美国库存加速（ppt 版） |
| 2010.01.10 | 之一：布局库存重建，期待出口超预期 |



目录

0 引言	1
0.1 我们身处周期何处？	1
美国库存周期的系统性意义	1
一季度末步入库存第二峰	1
加速期后将临二次去库存	1
0.2 我们在什么趋势的起点？	1
美国制造业中兴	1
出口从总量意义转向结构意义	1
1 库存加速的时间定位	2
1.1 时间定位的实证经验	2
1.1.1 周期的实证经验	2
1.1.2 后衰退时期的实证经验与时间校准	3
1.2 时间定位的逻辑构建	5
1.2.1 逻辑构建	5
1.2.2 库存重建以及加速的领先指标观察	6
1.3 库存加速的时间定位以及加速的可能性讨论	7
1.3.1 库存加速的时间定位	7
1.3.2 加速的可能性讨论：终端销售的平稳	8
2 库存加速的强度分解	10
2.1 总体库存的强度分解	10
2.1.1 库存加速器下的强度分解	10
2.1.2 库存加速推动出口超预期	10
2.2 库存强度的结构分解—制造业中兴	12
2.2.1 制造业的周期性复苏	12
2.2.2 制造业的成长性中兴	12
3 收获美国库存加速：行业—中游偏上，时间—二季度初	15
3.1 线索之一— 收获出口超预期，确定增长下的迷思与反思	15
3.1.1 收获库存加速期，甄别价格弹性与数量弹性	15
3.1.2 出口产业链下的行业选择	21
3.1.3 出口超预期的迷思与反思	22
3.2 线索之二— 美元有序贬值预期	23



图表目录

表 1: 美国 20 世纪 60 年代以来的衰退周期结束后 1 年内的库存、销售以及库销比的变化.....	4
表 2: 美国大萧条时期, 真实利率改变私人行为选择的效果 (样本区间: 1934 年-1942 年)	9
表 3: 总出口与行业出口的企业盈余弹性系数	21
图 1: 美国私人部门的消费、投资、销售与库存之间的领先与滞后关系.....	2
图 2: 库存变化与私人消费支出的变化	3
图 3: 库存变化与私人固定资产投资的变化	3
图 4: 历次衰退结束后 1 年的时间里真实库存的变化	4
图 5: 历次衰退结束后 1 年的时间里制造业和商业销售价格的变化.....	5
图 6: 库存时间定位的逻辑构建	5
图 7: 库存变化与库存建设资本的边际成本 (最优贷款利率-库存销售价格指数) 变化.....	6
图 8: 库存变化与库存建设资本的边际成本 (最优贷款利率-PPI) 变化.....	6
图 9: 资本边际成本 (最优贷款利率-CPI) 变化.....	7
图 10: 库存加速的时间定位	7
图 11: 美国终端销售额名义值、制造业与贸易行业名义销售额.....	8
图 12: 美国终端销售额的真实值与名义值	9
图 13: 真实利率的改变与私人消费支出 (耐用商品; 取对数) 的改变.....	9
图 14: 库存加速的强度分解	10
图 15: 居民部门的消费与企业部门的各项投资对于美国 GDP 增长的贡献.....	11
图 16: 美国库存加速推动中国出口超预期	11
图 17: 制造业、批发业与零售业的销售价格指数变化对比 (以 09 年 10 月为基期)	12
图 18: 制造业和贸易行业真实销售额在第一峰与第二峰的数量弹性对比 (环比增速对比)	13
图 19: 制造业与贸易整体销售额与制造业销售额	13
图 20: 制造业 PMI 与新订单指数在调整后再创新高	14
图 21: 制造业价格指数出现了较高的复苏弹性	14
图 22: 制造业销售第一峰与第二峰的价格弹性对比	16
图 23: 批发业销售第一峰与第二峰的价格弹性对比	17
图 24: 零售业销售第一峰与第二峰的价格弹性对比	18
图 25: 制造业销售第一峰与第二峰的数量弹性对比	19
图 26: 批发业销售第一峰与第二峰的数量弹性对比	20
图 27: 零售业销售第一峰与第二峰的数量弹性对比	21
图 28: 基于投入产出表的外需产业链	21



0 引言

0.1 我们身处周期何处？

美国库存周期的系统性意义

美国经济作为最大的净需求市场，通过全球垂直分工的产业体系牵引经济周期的波动，在与国内周期的共振与反振中，以美元对产出的度量衡和定价权，改变企业的产能规模与产品结构。在第一季度向第二季度演进的时间序列中，国内步入二次去库存的下行期时，国内企业景气周期的辨识坐标里，外部需求演化的时间定位与强度结构作为基本的方向指南，系统性意义显著放大。

一季度末步入库存第二峰

我们判断美国经济在第一季度向第二季度演进的时间窗口上，处于从库存重建加速至库存第二峰的启动期（关于美国库存重建的研究可见我们 2010 年 1 月 10 日《布局美国库存重建，期待出口超预期》）。随着终端需求的恢复逐渐由居民部门的消费向企业部门的投资扩散，库存重建在此时间刻度逐渐由消费品驱动发展至资本品主导；就其重建空间而言，资本品以耐用品为主的构成结构与高贝塔特性，决定了它相对消费品的加速特征，也决定了美国库存第二峰的必然性。

加速期后将临二次去库存

在资本品主导的库存加速期的判断中，我们隐含了企业补库存进入阶段性尾声的预判与担忧。以周期冲击的角度而言，从被动的基钦周期转向主动性的朱格拉周期尚需要两年左右的时间，同时库兹涅茨周期的下行压力会在未来五年左右的时间持续存在，在库存加速期后至少其自然回落会成为大概率事件。以产业结构的角度而言，从次贷危机前的均衡状态出发，随着消费者自愿储蓄的增加，消费品的供给与需求占比长期将趋于减少，其增长边际倾向于下降；资本品供给与需求的扩大边际受制于自愿储蓄增加的稳定性，增长边际也难以持续扩大，因此库存投资在完成资本品的重建后有削减的自然要求。

0.2 我们在什么趋势的起点？

美国制造业中兴

在库存加速期，美国制造业的周期性复苏与成长性中兴态势表现显著。美国的制造业在库存加速期出现显著的量价齐升，其定价能力更是表现超越了下商业渠道。这与我们对于美国后危机时期产业结构转型的设想与判断基本一致，我们认为这可能是美国经济支柱产业从金融服务业向制造业转型的趋势起点。

出口从总量意义转向结构意义

在调控路径与真实需求的博弈之间，出口的超预期增长，并不必然成为企业业绩与投资的确定性主题与线索；资本成本抬升的政策风险，将淘汰落后产能，成就优质出口企业的“自然进化”。在我们的分析框架下，美国的库存加速驱动中国的出口超预期，将成为上半年最为确定的企业业绩增长点。反思出口的超预期，其后跟随的人民币升值与信贷紧缩风险，都将带来资本成本抬升的确定性风险，这将要求投资优选时点与标的。



1 库存加速的时间定位

1.1 时间定位的实证经验

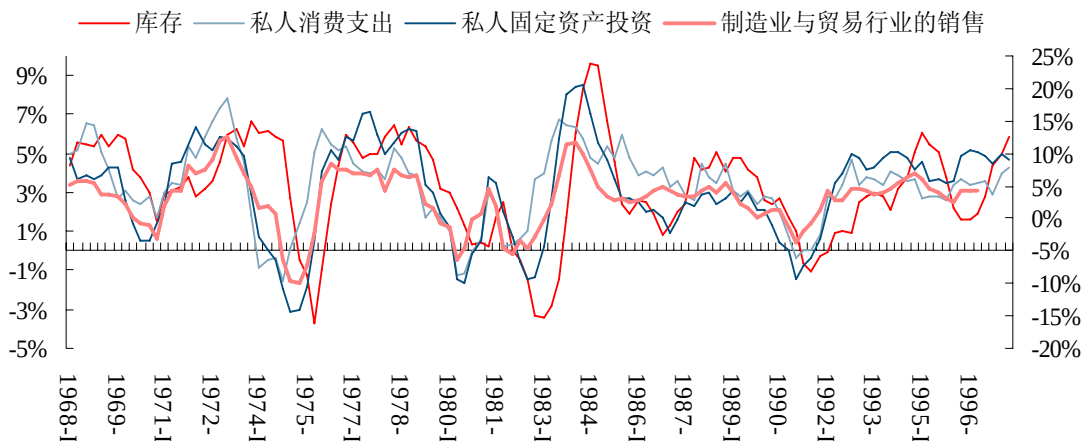
1.1.1 周期的实证经验

美国历史上库存周期的实证经验（截取 40 年样本期）表明，私人消费支出领先于库存变化约 3-12 个月，同时私人固定资产投资领先于库存变化约 3-6 个月。同时，私人消费支出变化领先于制造业与商业销售额变化约 3-6 个月，私人固定资产投资的变化与制造业与商业销售额的变化基本保持同步。

实证经验的逻辑基础在于，企业库存建设的边际收益，取决于企业对于下游需求的量价判断。如果企业预期产品的销量与价格将会逐渐提高，那么企业的库存与产能也将逐渐恢复与扩大建设。产品的销量与价格，取决于终端需求的变化；对于美国，终端需求即是其国内消费与投资。终端需求的传导顺序依次为私人消费支出--私人投资--制造业与商业库存的销售，继而传导至企业的库存，形成上述链条时滞的实证结论。

因此，终端需求的变化可以视为企业库存变化的领先指标，据以判断企业库存变化的时间定位坐标。

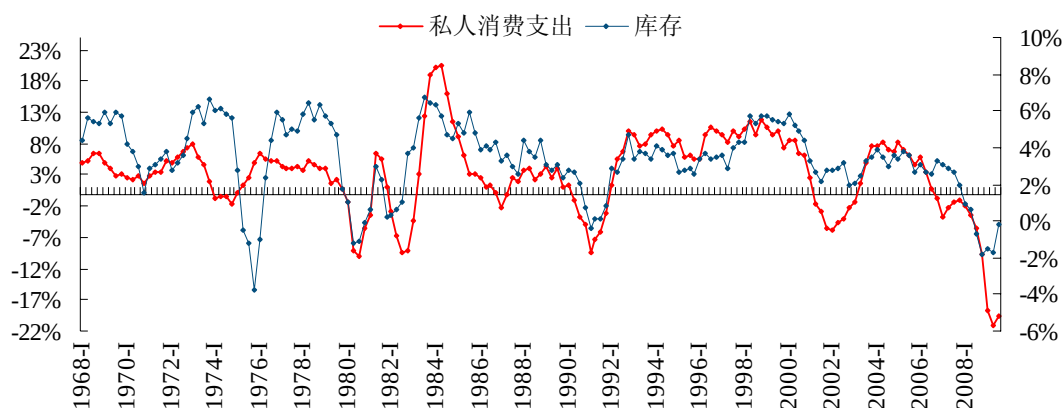
图 1：美国私人部门的消费、投资、销售与库存之间的领先与滞后关系



资料来源：中信建投证券研究发展部

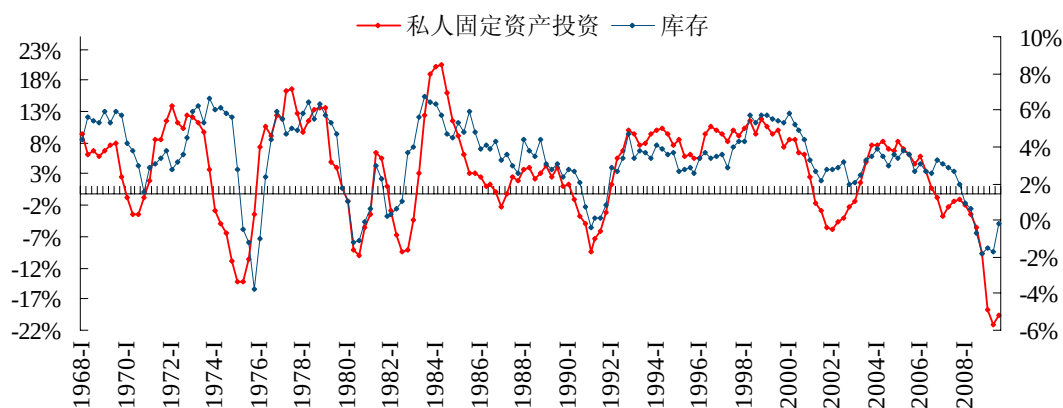


图 2：库存变化与私人消费支出的变化



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 3：库存变化与私人固定资产投资的变化



资料来源：中信建投证券研究发展部

1.1.2 后衰退时期的实证经验与时间校准

回顾 1968 年以来美国历次经济衰退后 1 年中制造业和商业的库存、销售以及库销比变化，制造业与商业总体的真实销售额基本于衰退结束期探底，带动库存销售比在此时见于顶部，此后 6 个月左右真实库存开始探底反弹。

后衰退时期传导链条时滞的经验与周期历史的经验相互验证，基本校准了我们判断企业库存变化的时间定位坐标。



表 1：美国 20 世纪 60 年代以来的衰退周期结束后 1 年内的库存、销售以及库销比的变化

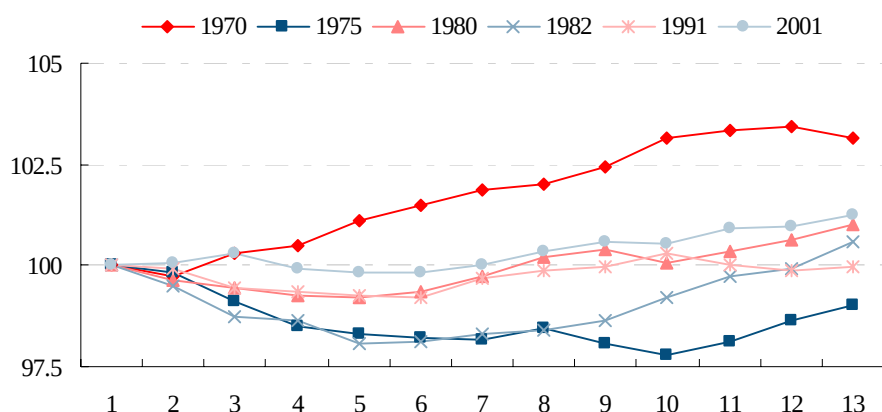
衰退周期	衰退结束后1年	制造业和商业		
		库销比探顶	真实销售探底	真实库存探底
1969/12-1970/11	1970/11-1971/11	1970年11月	1970年11月	1970年12月
1973/11-1975/03	1975/03-1976/03	1975年3月	1975年3月	1975年12月
1980/01-1980/07	1980/07-1981/07	1980年6月	1980年7月	1980年11月
1981/07-1982/11	1982/11-1983/11	1982年10月	1982年12月	1983年3月
1990/07-1991/03	1991/03-1992/03	1991年1月	1991年3月	1991年8月
2001/03-2001/11	2001/11-2002/11	2001年9月	2001年9月	2002年4月
2007/12-?	?-?	2009年1月	2009年6月	2009年第四季度末/2010年第一季度

制造业				
衰退周期	衰退结束后1年	库销比探顶	真实销售探底	真实库存探底
		库销比探顶	真实销售探底	真实库存探底
1969/12-1970/11	1970/11-1971/11	1970年11月	1970年11月	1972年6月
1973/11-1975/03	1975/03-1976/03	1975年3月	1975年5月	1976年2月
1980/01-1980/07	1980/07-1981/07	1980年6月	1980年6月	1980年11月
1981/07-1982/11	1982/11-1983/11	1982年10月	1982年12月	1983年3月
1990/07-1991/03	1991/03-1992/03	1991年3月	1991年3月	1992年2月
2001/03-2001/11	2001/11-2002/11	2001年9月	2001年9月	2002年5月
2007/12-?	?-?	2009年5月	2009年8月	2009年第四季度末/2010年第一季度

商业				
衰退周期	衰退结束后1年	库销比探顶	真实销售探底	真实库存探底
		库销比探顶	真实销售探底	真实库存探底
1969/12-1970/11	1970/11-1971/11	1971年8月	1970年11月	1970年11月
1973/11-1975/03	1975/03-1976/03	1975年4月	1975年4月	1975年12月
1980/01-1980/07	1980/07-1981/07	1980年5月	1980年5月	1980年12月
1981/07-1982/11	1982/11-1983/11	1982年8月	1982年8月	1983年1月
1990/07-1991/03	1991/03-1992/03	1991年1月	1991年1月	1991年6月
2001/03-2001/11	2001/11-2002/11	2001年9月	2001年9月	2001年11月
2007/12-?	?-?	2009年1月	2009年6月	2009年第四季度末/2010年第一季度

资料来源：NBER 中信建投证券研究发展部

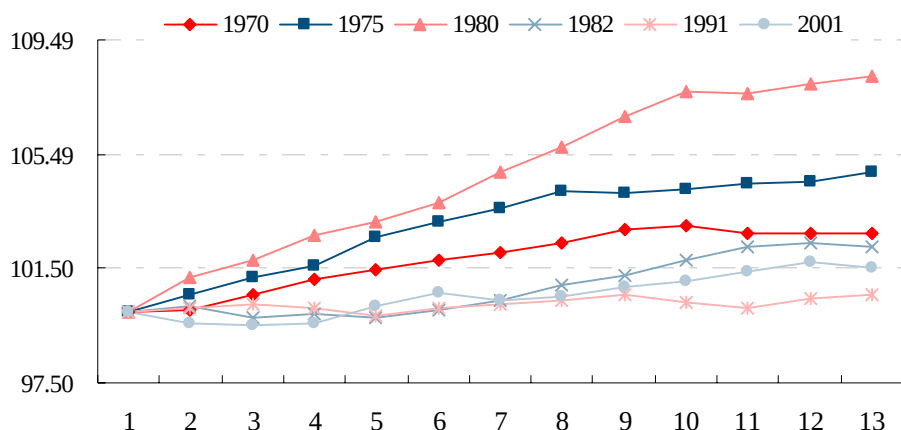
图 4：历次衰退结束后 1 年的时间里真实库存的变化



资料来源：BEA 中信建投证券研究发展部



图 5：历次衰退结束后 1 年的时间里制造业和商业销售价格的变化



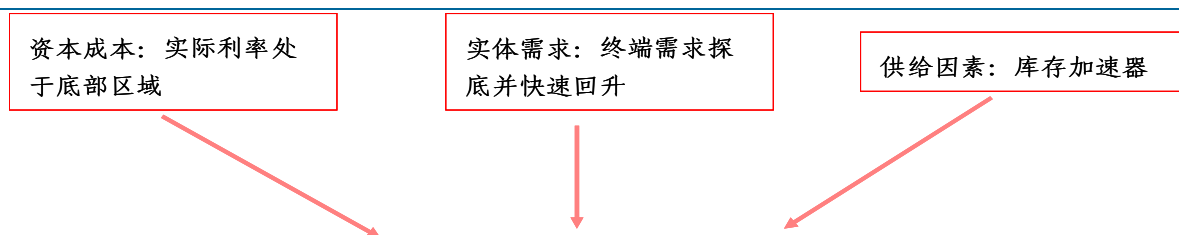
资料来源：BEA 中信建投证券研究发展部

1.2 时间定位的逻辑构建

1.2.1 逻辑构建

企业改变库存投资的决策依据主要是资本的边际成本、库存建设的边际收益及其预期。资本的边际成本反映为宏观变量中的实际利率，库存建设的边际收益可以通过下游需求的观察予以预判，企业对于库存建设的边际收益预期及其投资倾向则可以通过托宾 q 的考察来实现。再者，企业库存相对销售具有加速特点，以库存真实销售额代表库存产出与销售，领先库存 3-6 个月；且销售出现 1 单位变化，库存即会出现[1.25: 1.55]单位变化，其加速特征将会推动库存出现明显放大。（详尽论述请见《布局库存重建，期待出口超预期》，2010 年 1 月 10 日发布）

图 6：库存时间定位的逻辑构建



表：库存变化的驱动因素构建与领先指标观察

逻辑	领先变量	观察指标	领先时间	趋势变化
1		最优贷款利率-库存销售价格指数	0-3个月	下降
2 资本边际成本	实际利率	最优贷款利率-PPI	0-3个月	下降
3		最优贷款利率-CPI	0-3个月	下降
4 终端需求与销售	消费	私人消费支出	3-12个月	增速回升
5	投资	私人固定资产投资	3-6个月	增速回升
6 资本边际收益及其预期	托宾q	美股市净率	6-12个月	上升
7 库存加速器	库存销售	库存销售额	3-6个月	回升

资料来源：中信建投证券研究发展部



1.2.2 库存重建以及加速的领先指标观察

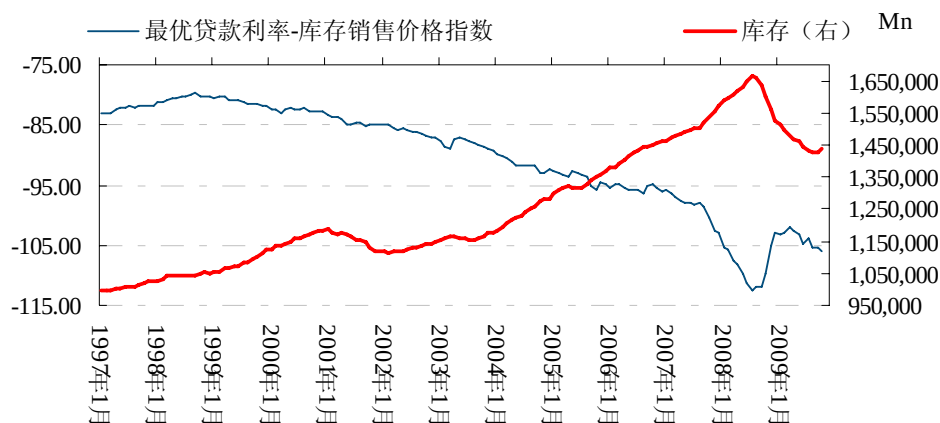
根据以上逻辑构建，我们可以具体落实为领先指标的观察，据以进行时间定位。

首先，从资本边际成本的维度出发，我们可以通过考察实际利率的变化来判断企业的库存变化。更具体地，我们可以通过（美国 25 家银行最优贷款利率-销售价格指数）这一库存的实际利率据以预判，或者可以通过更加领先的（美国 25 家银行最优贷款利率-ppi）和（美国 25 家银行最优贷款利率-cpi）加以判断。

其次，从下游需求的维度考虑，我们可以通过考察消费与投资的需求来判断企业的库存变化。我们已知，私人消费支出与投资支出的变化作为终端需求，将改变企业的库存行为；同时，根据历史经验，私人消费支出约领先企业的库存变化约 3-12 个月，私人固定资产投资约领先企业的库存变化约 3-6 个月。此外，美股的市净率作为托宾 q 值的代表，也可以纳入我们观察的范围，据以判断企业的投资倾向变化。

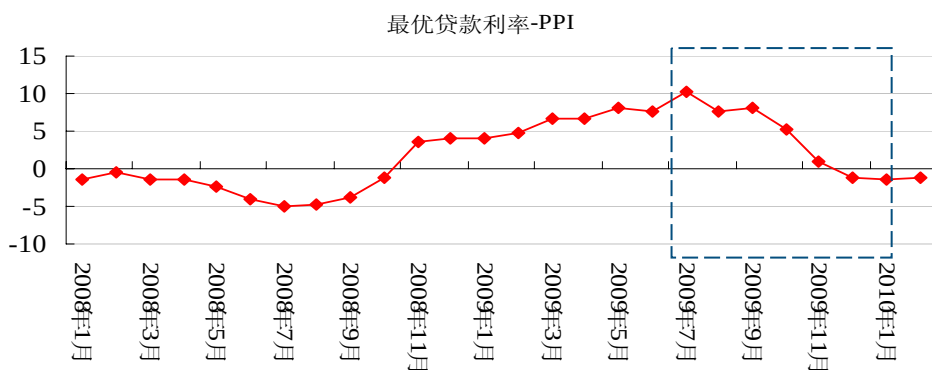
再次，从库存加速器这一库存建设的特征来看，我们可以看通过考察制造业和商业对应的销售来判断企业的库存变化。

图 7：库存变化与库存建设资本的边际成本（最优贷款利率-库存销售价格指数）变化



资料来源：中信建投证券研究发展部

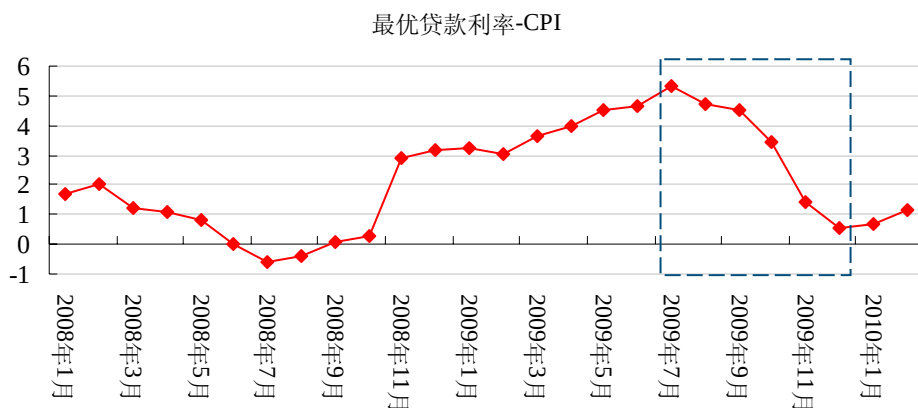
图 8：库存变化与库存建设资本的边际成本（最优贷款利率-PPI）变化



资料来源：中信建投证券研究发展部



图 9：资本边际成本（最优贷款利率-CPI）变化



资料来源：中信建投证券研究发展部

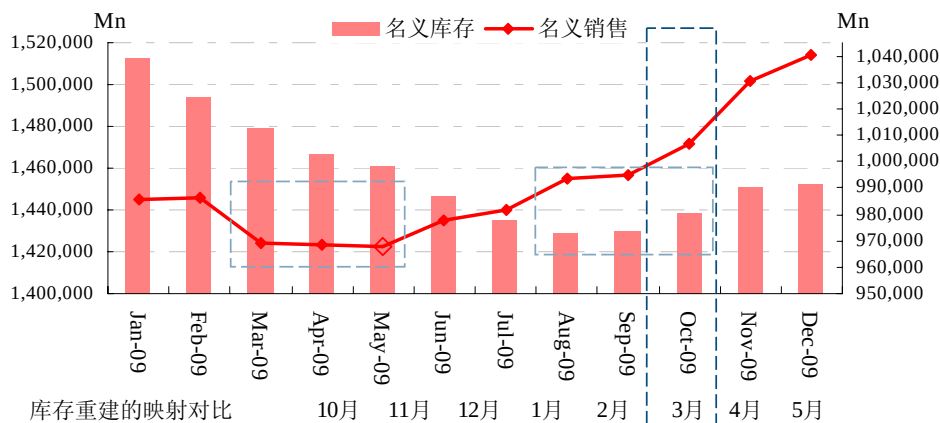
1.3 库存加速的时间定位以及加速的可能性讨论

1.3.1 库存加速的时间定位

基于库存变化稳定的滞后与加速特征，我们可以通过观察销售额的变化来定位库存周期的演进变化。

在本次周期中，名义销售额在 2009 年 3 月到 5 月期间筑成底部，随后在 2009 年 6 月到 9 月期间缓慢回升，并于此后在第 4 季度形成加速。以这个领先指标定位与推测库存周期的演进变化，名义库存值重建与加速的映射期将表现为：在 2009 年 8 月-10 月筑成底部，随后预计将在 2009 年 11 月到 2010 年第 1 季度这一期间缓慢回升，并于此后在 3 月份前后形成加速。

图 10：库存加速的时间定位



资料来源：BEA 中信建投证券研究发展部



1.3.2 加速的可能性讨论：终端销售的平稳

根据我们定位的领先指标观察，库存加速期的形成应该是大概率事件。但是这种加速局面的出现，同时需要的条件还包含，终端销售的保持平稳。如果终端销售出现剧烈地下滑，那么即使前期下游需求情况良好，库存的回补可能也只是保持在稳定的状态，而非出现所谓加速期。

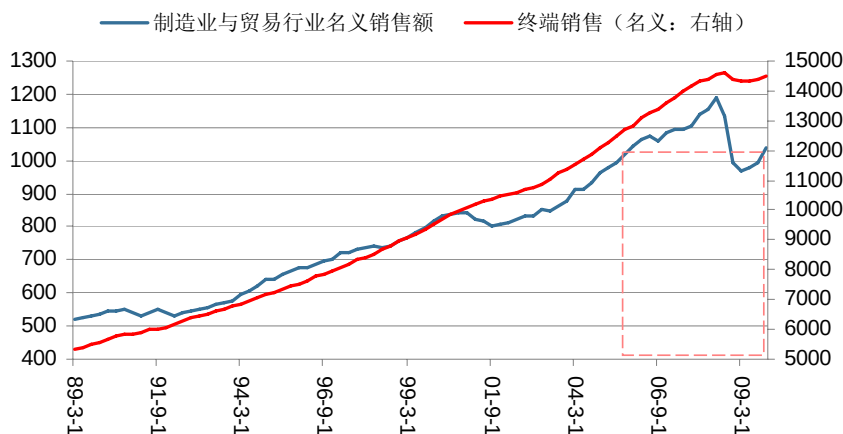
对于终端销售的变化，参考其绝对规模与判断坐标，我们认为不需要太担心剧烈下滑局面的出现。

首先，就其绝对规模水平而言，无论是名义规模还是真实规模，目前并没有恢复至危机前的水平。制造业和商业行业的名义销售额目前仅能达到 2005 年 11 月到 12 月之间的水平，对美国国内的最终销售名义额目前与 2008 年第 1 季度相当，而真实额仅与 2007 年第 2 季度相当。

其次，终端销售保持平稳的可持续性与否，根据资本成本这一判断坐标，我们认为剧烈下滑将是小概率事件。反周期的货币政策，可以通过改变名义利率与通胀预期来改变资本的实际成本，这一传导渠道在资产负债表衰退时期同样有效。奥巴马总统经济顾问委员会主席 Christina Romer 对于美国大萧条终结原因的研究表明：真实利率的改变，对于改变私人部门行为的效用显著；在 1934 年到 1942 年间，对于耐用品的私人消费支出与真实利率的相关系数达到-0.75，私人固定资产投资与真实利率的相关系数达到-0.69。与本次次贷危机以及后危机时期相似的是，大萧条时期的美国同样面临债台高筑所致的资产负债表衰退问题，以及后危机时期的去杠杆化问题。

目前美联储的退出策略基本明朗，虽然紧急流动性和信贷机制以及对于长期证券的购买项目将如期结束，但是短期利率将长期基本保持极低水平。美联储融通性的宽松货币政策，将保持短期利率的低企与通缩预期的稳定，从而保持资本成本与终端销售的稳定。据此，我们认为终端销售保持平稳将是大概率事件，同时库存加速期于 3 月前后出现也将是大概率事件。

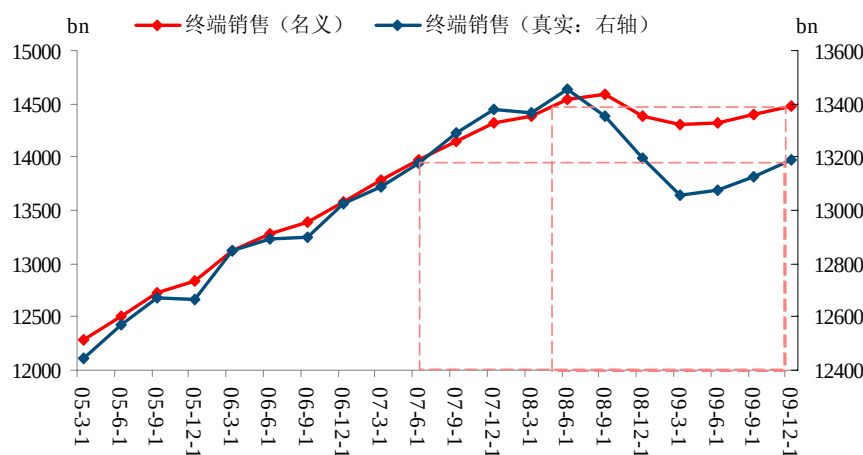
图 11：美国终端销售额名义值、制造业与贸易行业名义销售额



资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部



图 12：美国终端销售额的真实值与名义值



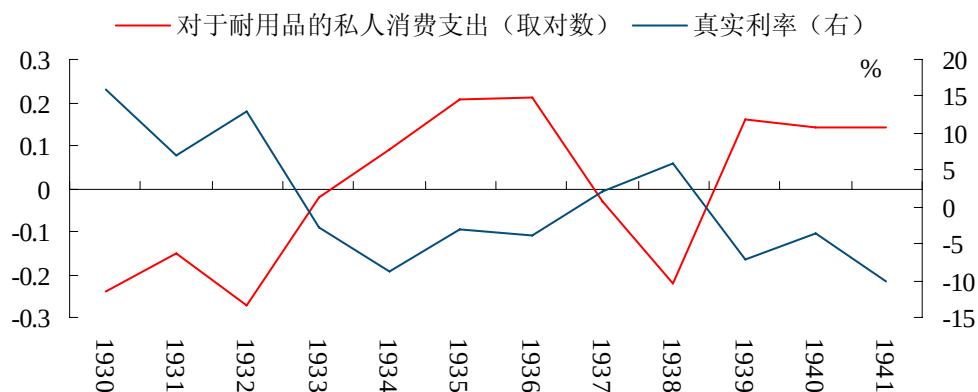
资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

表 2：美国大萧条时期，真实利率改变私人行为选择的效果（样本区间：1934 年-1942 年）

私人消费支出(对于耐用品)	
真实利率	
无滞后	-0.746
滞后1年	-0.238
滞后2年	-0.03

资料来源：Christina D. Romer. "What ended the Great Depression?" National Bureau Of Economic Research, 1991

图 13：真实利率的改变与私人消费支出（耐用商品；取对数）的改变



资料来源：Christina D. Romer. "What ended the Great Depression?"



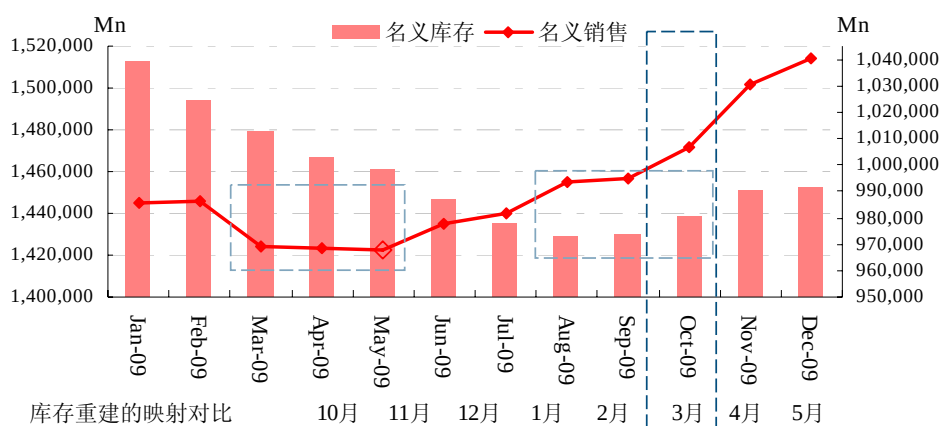
2 库存加速的强度分解

2.1 总体库存的强度分解

2.1.1 库存加速器下的强度分解

基于库存变化稳定的滞后与加速特征，我们可以通过观察销售额的变化来预判库存周期的重建强度与定位库存周期的演进变化。制造业与贸易的名义销售额从 2009 年 5 月触底回升后，在 2009 年 10 月出现显著加速。根据名义销售额的变化与稳定的先后、振幅对比值，我们预计在截至 2010 年 5 月以前的库存回补强度大致将表现为：从最低时期 1.43 万亿美元的名义库存水平，将会形成大约 7%-8%左右的回升幅度，预计将回升至 1.55 万亿美元的规模水平，形成 1200 亿美元左右的重建规模。在 2009 年 12 月到 2010 年 2 月这一期间，对应的库存增加幅度大约为 200-250 亿美元左右；在 2010 年 3 月伊始的第 2 季度，对应的库存增加幅度大约为 550-600 亿美元左右。总体而言，根据目前已知的制造业与贸易名义销售额变化与库存周期演进的时间定位，我们判断在 2010 年第 1 季度末将是库存重建从缓速回补步入温和加速的时期，同时预计在此加速时点前后，库存重建的强度规模前后基本相当。

图 14：库存加速的强度分解



资料来源：BEA 中信建投证券研究发展部

2.1.2 库存加速推动出口超预期

我们认为，库存加速出现的必然性，是由于私人消费支出的回升必然推动企业资本支出的扩张。从库存重建到库存加速，是基于下游私人消费支出扩张向中游企业资本支出的传导。这在产业链上表现为下游消费品向中游资本品的传导，这在美国历史上的周期中表现为“私人消费支出--私人固定资产投资—企业库存投资”的稳定相关时滞。

因此，在美国经济的本轮复苏周期中，剔除库存变动与净出口的因素，在 2009 年第 3 季度私人消费支出成为环比增长的主要引擎，在 2009 年第 4 季度企业设备投资成为增长的主要动因。从需求而观企业库存投资，库存从 2009 年年底的重建，将从 2010 年 3 月前后进入加速期，这将推动中国的出口在 2 月前后进入加速期。



美国的净需求拉动其它地区的净出口，因此中国的出口滞后美国制造业和商业销售 2-5 个月左右，出口领先于美国的库存约 1 个月左右。中国在 2 月份的出口超预期增长，同时也验证了我们对于美国库存加速期的判断。再者，根据美国制造业和商业销售这一领先指标的加速，我们拟合出来的结果是中国出口在今年 2 月到 6 月前后总体将达到 30%以上的高速增长。

图 15：居民部门的消费与企业部门的各项投资对于美国 GDP 增长的贡献

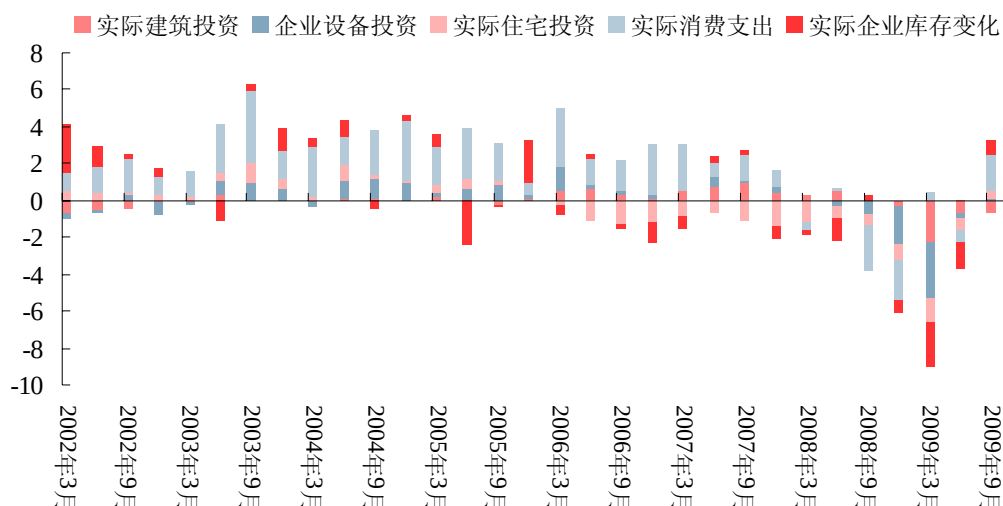
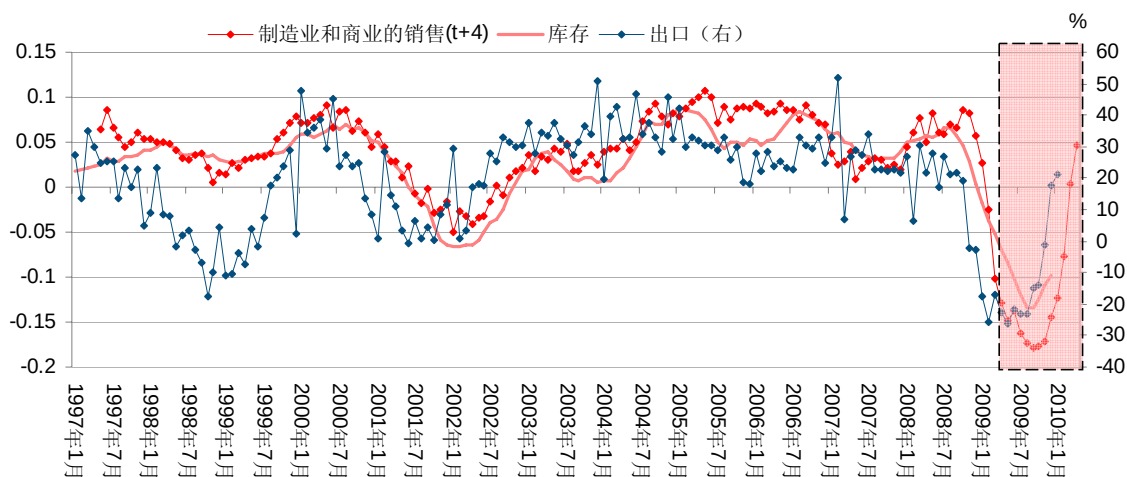


图 16：美国库存加速推动中国出口超预期



资料来源：中信建投证券研究发展部



2.2 库存强度的结构分解——制造业中兴

在库存加速期，随着产业链上从下游消费品向中游资本品传导，制造业的周期性复苏与成长性中兴态势表现尤为显著。

2.2.1 制造业的周期性复苏

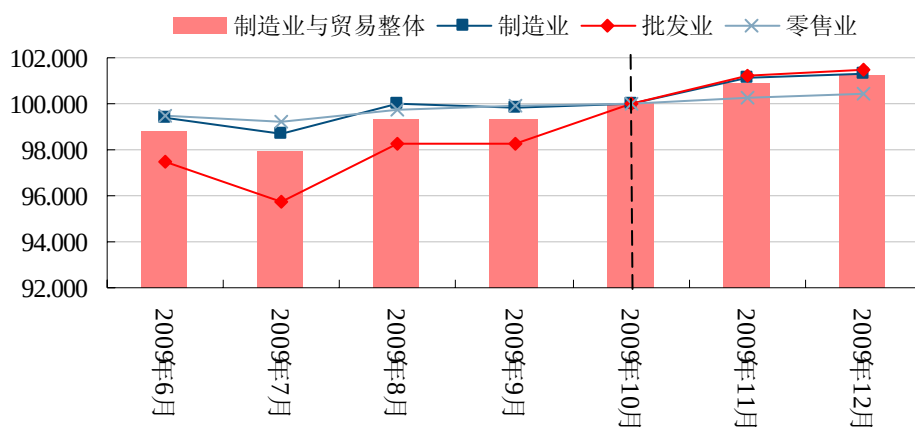
我们分解了制造业和商业库存在第一阶段重建期与第二阶段加速期的数量弹性与价格弹性，制造业库存重建期即表现出了复苏趋势，在库存加速期表现出了显著的复苏加速。对比 2009 年 10 月-12 月期间（库存第二峰的领先时期）与 2009 年 7 月-10 月期间（库存第一峰的领先时期）各行业的价格弹性变化：其中制造业的价格上涨速度有进一步加速倾向，批发业和零售业的价格上涨速度略有减弱；制造业的价格上涨幅度从弱于商业贸易行业，逐渐转变到了强于商业贸易行业。制造业价格的较快恢复，说明制造业拥有了对于商业渠道的定价权。

对比 2009 年 10 月-12 月期间（库存第二峰的价格恢复领先时期）与 2009 年 8 月-10 月期间（库存第一峰的价格恢复领先时期）各行业的销售数量弹性变化：制造业的销售数量增长速度在第二阶段仍然保持稳定，增长速度基本与上一阶段大致相当；商业贸易的销售数量在第二阶段增速显著提高，但制造业真实销售额的增长速度仍然高于商业贸易真实销售额的增长速度。

2.2.2 制造业的成长性中兴

制造业的这种发展态势除了表现出复苏的周期性因素外，还呈现出了显著的成长性中兴态势。根据美国 PMI 指数以及分项指数来看结构与数量，制造业 PMI 指数与新订单指数在调整后已创新高，均已超越了 2007 年时期的水平。就制造业的价格而言，虽然还没有达到危机前的高度，制造业价格指数也表现出了较高的复苏弹性。制造业的量价齐升，表现出了显著的成长性中兴态势。

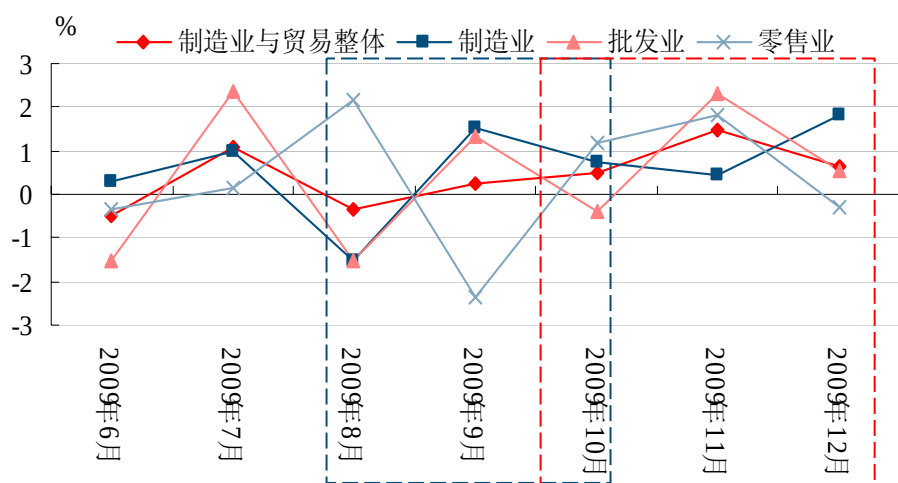
图 17：制造业、批发业与零售业的销售价格指数变化对比（以 09 年 10 月为基期）



资料来源：BEA 中信建投证券研究发展部

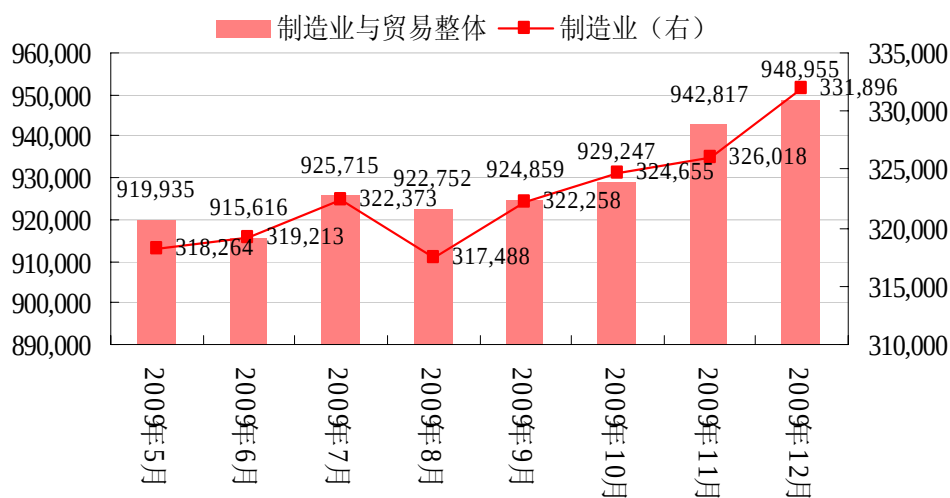


图 18: 制造业和贸易行业真实销售额在第一峰与第二峰的数量弹性对比（环比增速对比）



资料来源: BEA 中信建投证券研究发展部

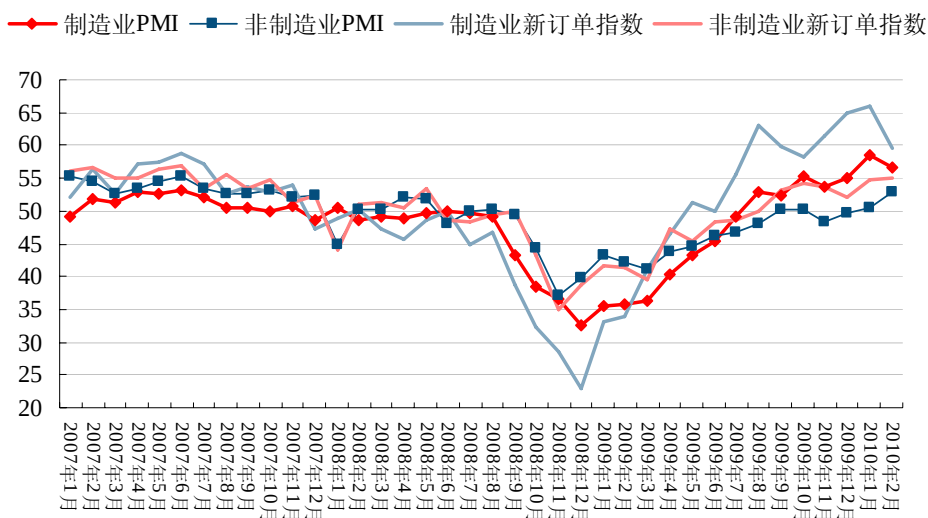
图 19: 制造业与贸易整体销售额与制造业销售额



资料来源: BEA 中信建投证券研究发展部

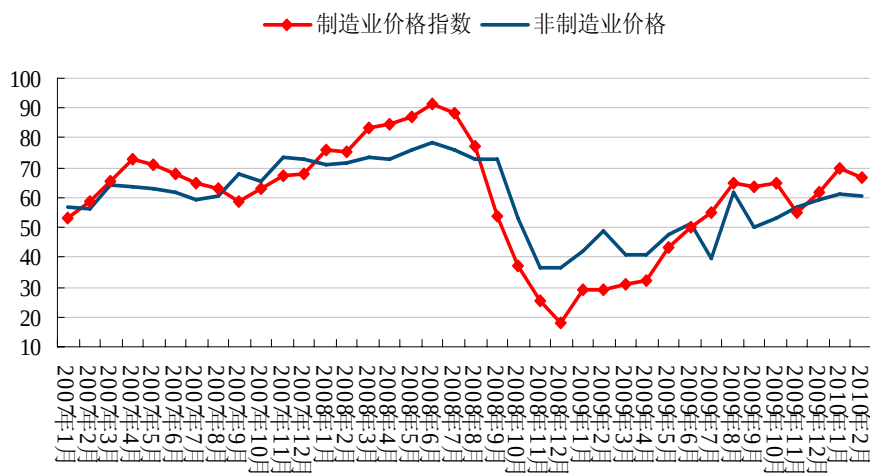


图 20：制造业 PMI 与新订单指数在调整后再创新高



资料来源：BEA 中信建投证券研究发展部

图 21：制造业价格指数出现了较高的复苏弹性



资料来源：BEA 中信建投证券研究发展部



3 收获美国库存加速：行业——中游偏上，时间——二季度初

3.1 线索之一——收获出口超预期，确定增长下的迷思与反思

3.1.1 收获库存加速期，甄别价格弹性与数量弹性

首先，我们对于各个子行业的销售价格弹性予以甄别。电脑和电子产品制造、纺织制造、印刷、金属预制件、造纸、非金属矿产品制造、木材和其他建筑材料、汽车及其配件、和机械设备仪表的价格弹性表现较好，而且在库存加速期出现了加速。这些行业主要集中于资本品领域，是库存从重建期的耐用品向加速期的主要传导领域。

在 2009 年 10 月-12 月期间，制造业各子行业的价格上涨幅度依次为：石油制品、食品制造、非耐用品制造、初级金属制造、化学制品、家电及其配件制造、电脑和电子产品制、饮料烟草、耐用品制造、纺织、印刷、机械设备仪表、橡胶塑料、金属预制件、造纸和非金属矿产品制造。批发业各子行业的价格上涨幅度依次为：石油制品、化学制品、食杂品、金属矿产、木材和其他建筑材料、非耐用品、药品药剂、五金水暖器材、耐用品、汽车及其配件、机械设备仪表、电子产品、家具及家装设备。零售业各子行业的价格上涨幅度依次为：机动车及其配件、零售业、建筑材料、食品饮料、和服装成衣。

对比 2009 年 7 月-10 月期间，价格上涨速度更快的制造业子行业分别为：食品制造、电脑和电子产品制造、纺织制造、印刷、金属预制件、造纸、非金属矿产品制造。价格上涨速度更快的批发业子行业分别为：木材和其他建筑材料批发、药品药剂批发、五金水暖器材批发、汽车及其配件批发、和机械设备仪表批发。价格上涨速度更快的零售业子行业分别为：建筑材料零售、食品饮料零售、服装成衣零售。

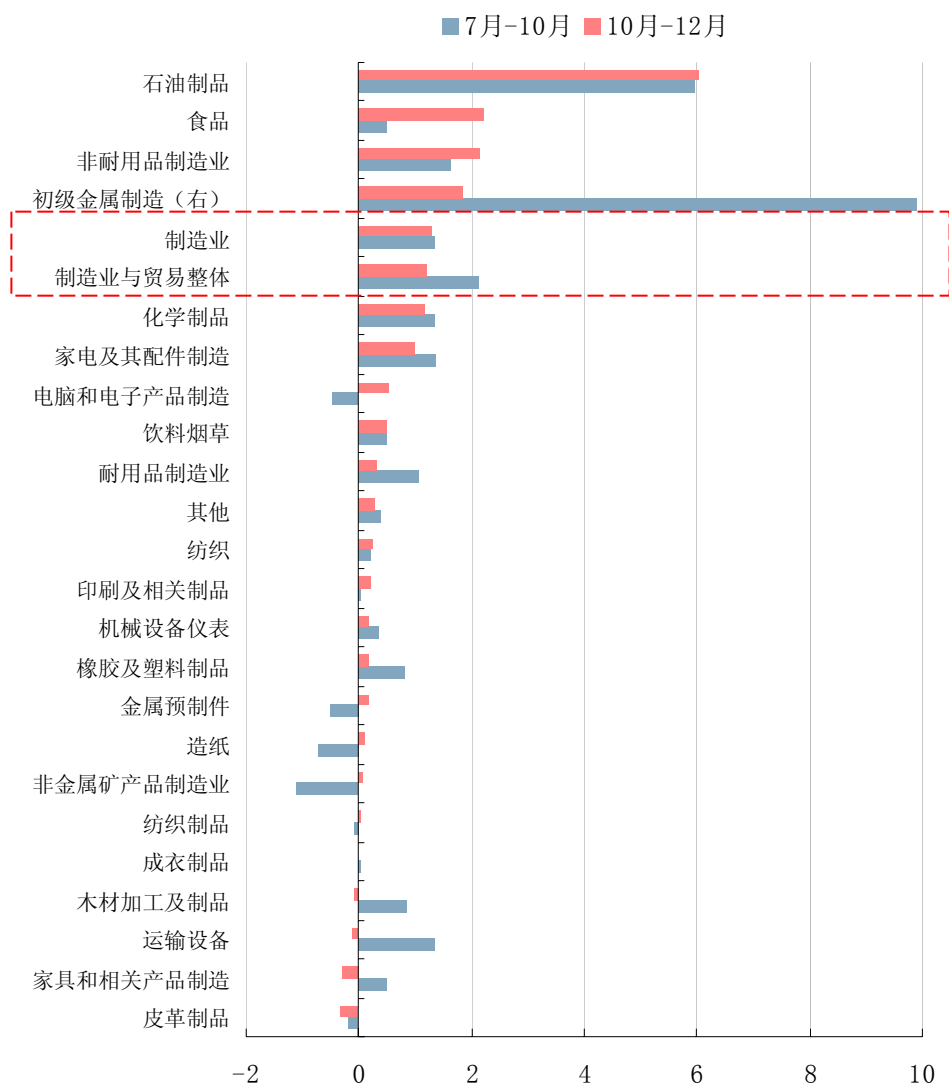
其次，我们对于各个子行业的销售数量弹性予以甄别。初级金属制造、电脑和电子产品制造、家电及其配件、纺织、橡胶及塑料、纺织制品、造纸、化学制品、家具和装置设备、机械设备仪表、专业化和商业设备批发、机动车及其配件、以及建筑材料等行业的销售数量弹性恢复较快。

在 2009 年 10 月-12 月期间，制造业各子行业的销售数量上升幅度依次为：初级金属制造、石油制品、电脑和电子产品制造、成衣、家电及其配件、纺织、橡胶及塑料、非耐用品、金属预制件、食品、纺织制品、造纸、耐用品、化学制品、家具和装置设备、机械设备仪表。批发业各子行业的数量上涨幅度依次为：农产品原材料批发、电子产品批发、汽车及其配件批发、专业化和商业设备批发、成衣布匹及针线批发、耐用品、金属矿产、非耐用品、造纸及相关制品、五金水暖器材。零售业各子行业的数量上涨幅度依次为：机动车及其配件、其他零售店、家具家饰及电子设备、日杂百货、建筑材料、食品饮料。

对比 2009 年 8 月-10 月期间，制造业各子行业的销售数量上升速度加快的分别是：初级金属制造、电脑和电子产品制造、家电及其配件、纺织、橡胶及塑料、纺织制品、造纸、化学制品、家具和装置设备、机械设备仪表。批发业各子行业的销售数量上升速度加快的分别是：产品原材料批发、电子产品批发、汽车及其配件批发、专业化和商业设备批发、耐用品、金属矿产、非耐用品。零售业各子行业的销售数量上升速度加快的分别是：机动车及其配件、其他零售店、家具家饰及电子设备、日杂百货、建筑材料、食品饮料。



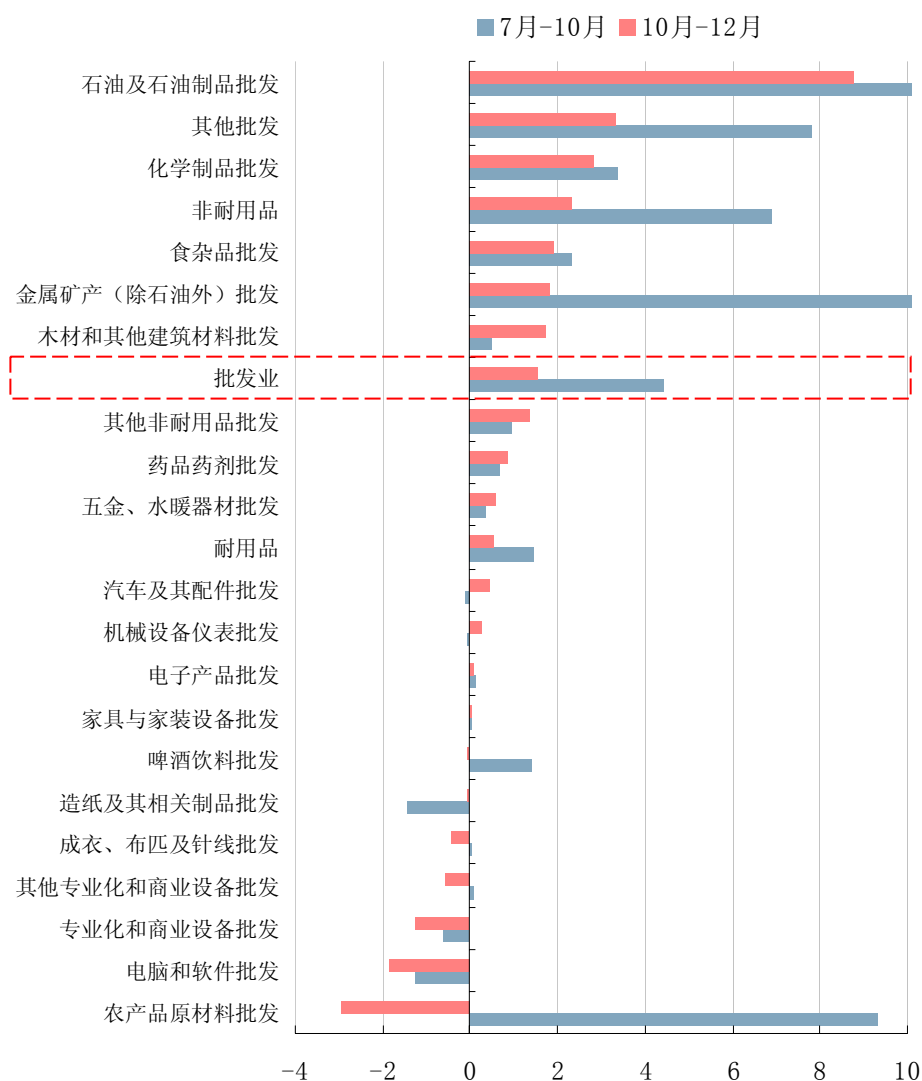
图 22：制造业销售第一峰与第二峰的价格弹性对比



资料来源：BEA 中信建投证券研究发展部



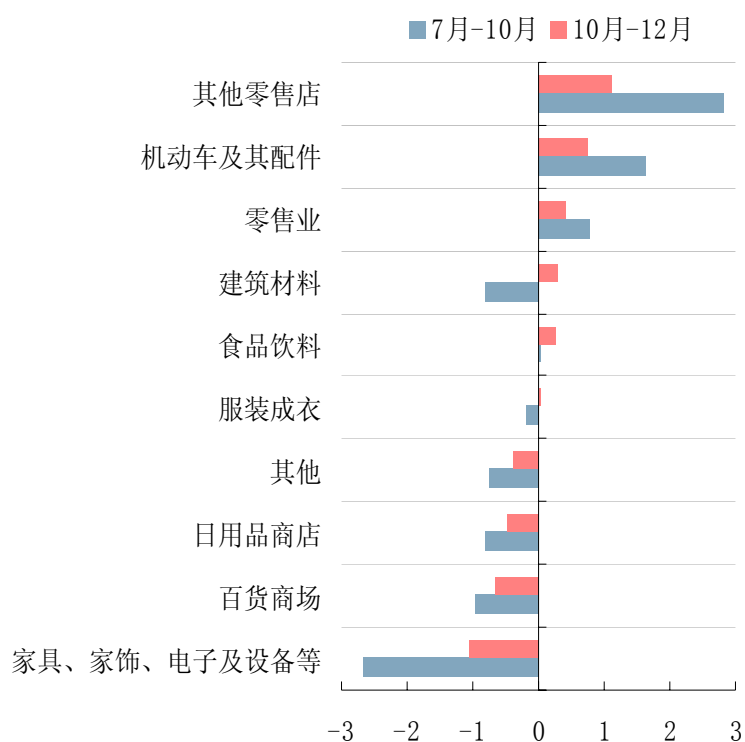
图 23：批发业销售第一峰与第二峰的价格弹性对比



资料来源：BEA 中信建投证券研究发展部



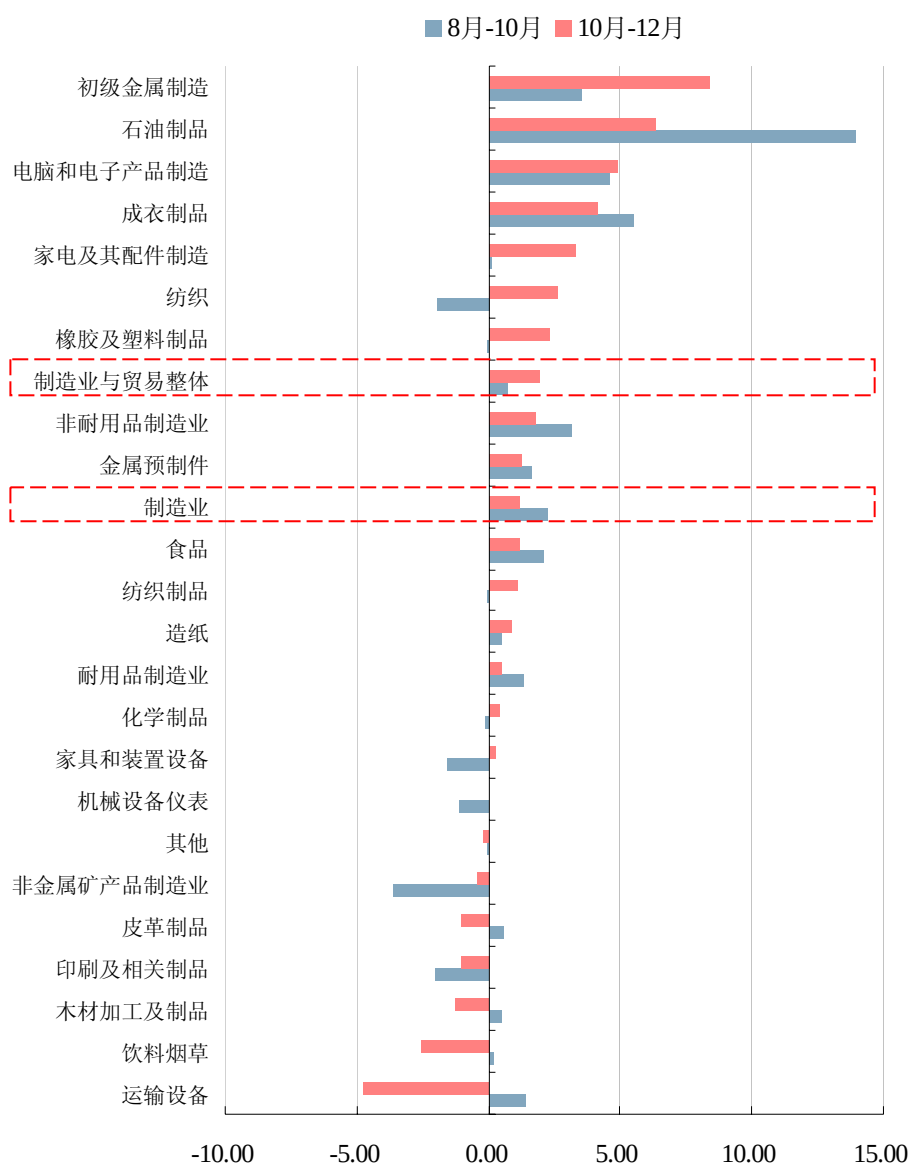
图 24：零售业销售第一峰与第二峰的价格弹性对比



资料来源：BEA 中信建投证券研究发展部



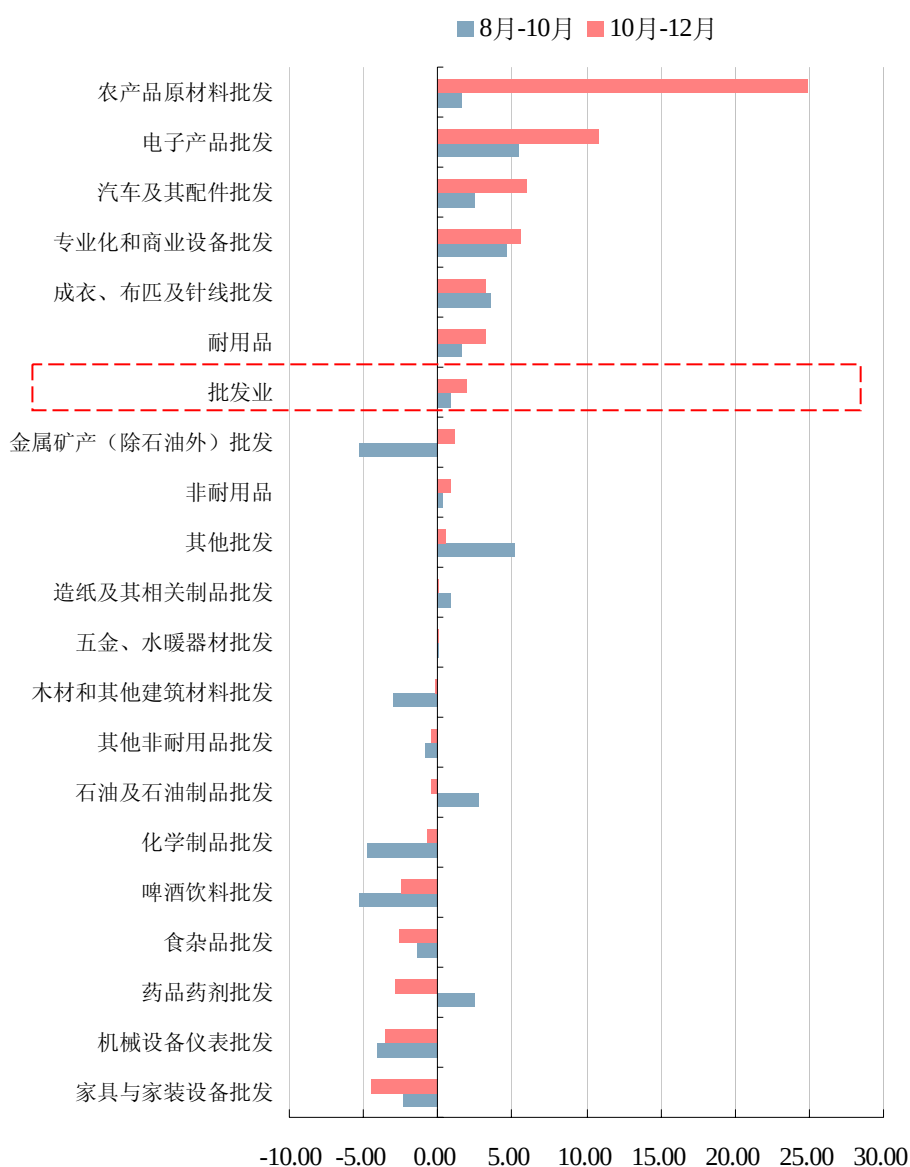
图 25：制造业销售第一峰与第二峰的数量弹性对比



资料来源：BEA 中信建投证券研究发展部



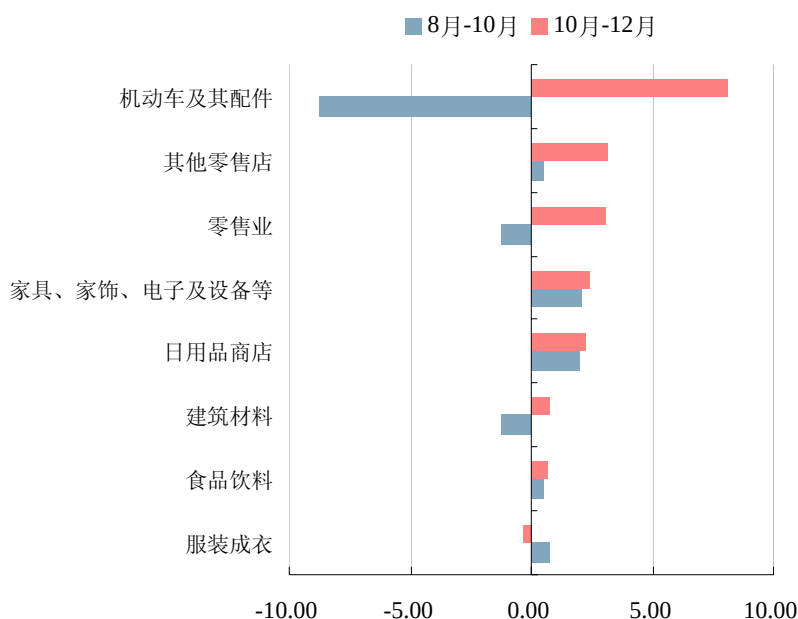
图 26：批发业销售第一峰与第二峰的数量弹性对比



资料来源：BEA 中信建投证券研究发展部



图 27：零售业销售第一峰与第二峰的数量弹性对比



资料来源：BEA 中信建投证券研究发展部

3.1.2 出口产业链下的行业选择

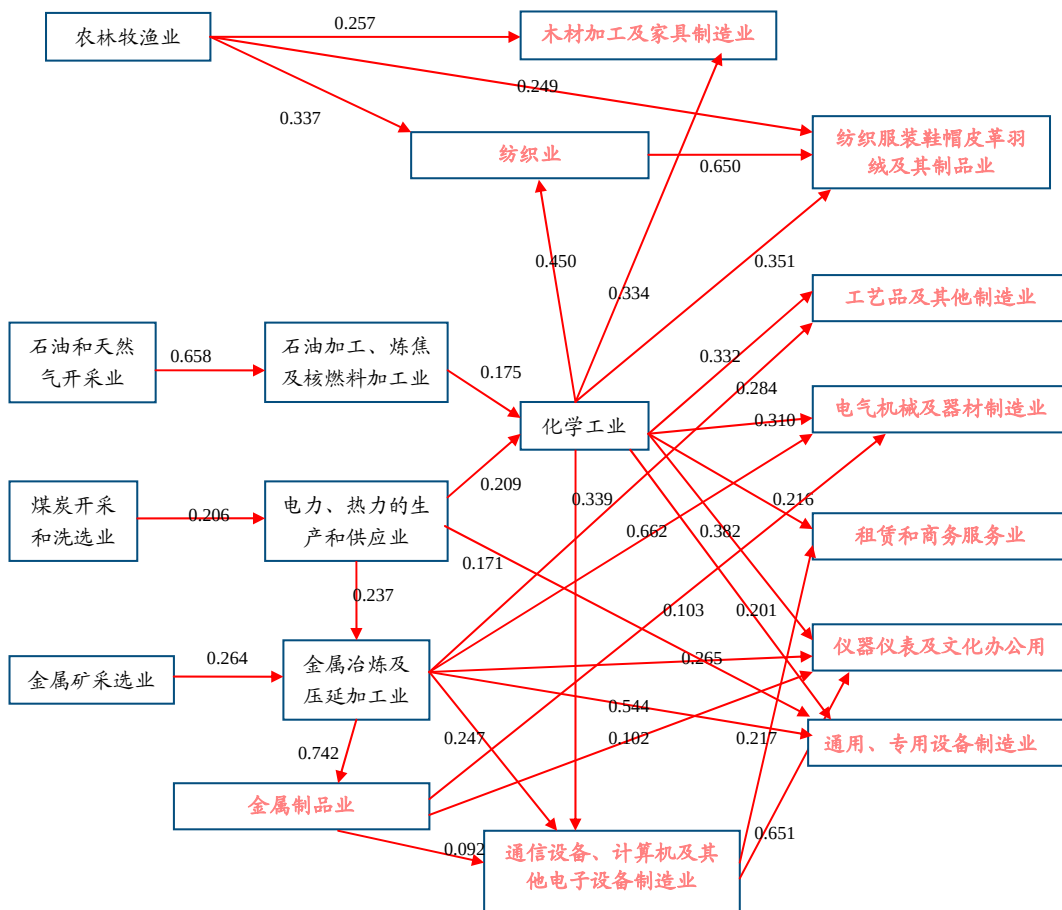
基于中国投入产出表所构建的外需产业链，以及企业盈余对于总体出口与行业出口的敏感程度，外需恢复下潜在受益较大的行业包括：（1）通信设备、计算机及其他电子设备制造业；（2）纺织业；（3）化学工业；（4）仪器仪表及文化办公用机械制造业；（5）金属制品业；（6）电气机械及器材制造业；（7）木材加工及家具制造业以及通用、专用设备制造业。

表 3：总出口与行业出口的企业盈余弹性系数

部门	弹性系数	排名	部门	弹性系数	排名
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	0.7831	1	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	0.757	1
仪器仪表及文化办公用机械制造业	0.7506	2	仪器仪表及文化办公用机械制造业	0.7423	2
纺织业	0.7164	3	纺织业	0.523	3
金属制品业	0.4537	4	租赁和商务服务业	0.4475	4
租赁和商务服务业	0.4492	5	纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业	0.3903	5
纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业	0.4414	6	电气机械及器材制造业	0.3533	6
化学工业	0.4299	7	废品废料	0.3521	7
电气机械及器材制造业	0.4283	8	工艺品及其他制造业	0.332	8
造纸印刷及文教体育用品制造业	0.4264	9	木材加工及家具制造业	0.3197	9
木材加工及家具制造业	0.4066	10	交通运输及仓储业	0.2952	10
金属矿采选业	0.3894	11	批发和零售业	0.2902	11
金属冶炼及压延加工业	0.3876	12	金属制品业	0.2893	12
废品废料	0.3715	13	电力、热力的生产和供应	0.2879	13
石油和天然气开采业	0.3598	14	化学工业	0.2816	14

资料来源：吴启权《外需恢复视角下的行业选择——基于投入产出表的研究（一）》，中信建投证券研究发展部

图 28：基于投入产出表的外需产业链



资料来源：吴启权《外需恢复视角下的行业选择——基于投入产出表的研究（一）》，中信建投证券研究发展部

3.1.3 出口超预期的迷思与反思

出口增长的确定性与收获增长的不确定性。在我们的分析框架下，美国的库存加速驱动中国的出口超预期，将成为上半年最为确定的企业业绩增长引擎。但是，辩证地反思出口的超预期增长，其后隐含的风险预期同时包括，人民币升值的政策预期，或者控制信贷紧缩流动性的政策预期。无论是人民币升值对于出口增长和整体市场带来的风险，还是信贷紧缩政策对于投资增长和整体市场带来的风险，都可能消弭出口增长带来的乐观预期。因此，在政策风险与增长确定性的博弈之间，在调控路径与真实需求的权衡之中，出口的超预期增长，并不必然成为投资的确定性主题与线索。

收获出口超预期的时间选择？我们认为，出口的超预期增长从业绩表现成上涨，需要等待政策预期的基本明朗，这一时间窗口可能在于第二季度初。除非政府调控过紧（基本上是小概率事件），否则这种海外库存周期带来的出口增长，并不会以政策的调控而终结。因此，调控路径的基本明朗，将成为收获出口超预期增长的布局时间，我们相信这一时间将会出现于第二季度之初。

收获出口超预期的标的选择？无论出现人民币升值还是紧缩调控，出口拉动型企业面临的风险都将是资本成本的上升。同时，随着中国经济发展到了刘易斯拐点期，出口拉动型企业同时需要面对劳动力成本的上升。



出口型企业在超预期增长的同时，需要应对的风险主要是资本和劳动力这两种要素的上行压力，那么标的选择无疑应该集中于生产高附加值、高技术壁垒与高毛利率产品结构的企业，而应该规避单纯的劳动密集型与资本密集型企业。风险所至，同时也是机会所临，抬高的资本成本与劳动力成本将有助于淘汰落后产能，这对于生产高附加值、高技术壁垒与高毛利率产品结构的企业而言，将成为跑马圈地的良机。因此，出口的整体性超预期增长，可能将结构性地集中表现于高附加值、高技术壁垒与高毛利率产品结构的企业标的。

3.2 线索之二——美元有序贬值预期

在库存加速期，随着美联储退出路径的明朗，我们认为真实需求的因素将主导商品市场的变化，流动性因素的影响将得以淡化。随着库存加速，真实需求的扩大将推动上游周期品价格的修复。此外，美国经济的环比增速在 2009 年第 4 季度达到高点后将逐季回落，同时欧元区基于政治一体化的诉求而暂时包揽解决了主权债务问题、危机形态得以缓和，增速也将随着欧元转弱而提高，欧美之间的经济增长落差逐渐收敛，美元走势逐渐弱化。在真实需求扩大与美元转向弱势的线索中，进入复苏中期的部分中上游行业（典型的如化工行业）价格将会得到修复，这将形成这些行业的 A 股收获良机。



分析师介绍

吴旻，宏观经济分析师，研究领域为世界经济。专注于在基本的分析框架中融入区域比较与历史比较的实证研究路径，从中归纳规律与思辨发展，据以预判宏观经济的发展与资本市场的变化。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。