

化蝶

——结构主义的演绎（二）：突破库存周期

摘要

春天来临之际，蝴蝶幼虫义无反顾地生发，历经四种完全的变态，只为了实现最终的蝶变，翩跹在烂漫的春天里……

而周期律动至今，经济从被动型的库存减少向主动型的库存增加过渡，只为了突破库存周期，走向中周期里的繁荣。不过库存周期的突破，需历经特征各异、主要矛盾不同的三个阶段：

- **被动型的库存减少阶段：**这是一个供不应求的阶段，价格在回升，企业的盈利能力在恢复，因此企业存在着强烈的产量扩张冲动；但是在宏观上，通胀的压力却在显著地上升。因此其基本特征是：企业好，但宏观不好。
- **被动转向主动的过渡期：**从被动型的库存减少，向主动型的库存增加的过渡，是一个短暂的均衡时期。此时，增长本不是问题，通胀变得不再是问题，企业利润最大化的实现也有了现实的基础。因此其基本特征是：企业好，宏观也好。
- **主动型的库存增加阶段：**这是一个产量不断扩大，并超越均衡需求的阶段，因此寻找相匹配的新需求就成为主要矛盾。如新需求强劲，则产量将继续扩大，可能会突破库存周期的产能约束，进入中周期繁荣加速期。但是一般来说，新需求具有极大的不可测性，注定了这个阶段是艰难而又漫长的。

基于三阶段逻辑，对于中国库存周期的演进，我们的判断是：

- **从宏观的时间跨度来看：**历经三阶段的时间分别是 2010 年 10 月-2011 年 2 月、2011 年 3 月-2011 年 5 月、2011 年 6 月及以后。这意味着当前中国正在走向企业好（盈利最大化）、宏观也好（增长无碍、通胀无忧）的过渡期。至于中周期的复苏加速，目前的基础并不足具，被延迟至 2012 年之后。
- **从企业的盈利增长来看：**在这三个阶段之中，企业的盈利也经历了“恢复期—最大化时期—突破均衡需求、进而突破产能约束的超预期时期”。在这个过程中，观测企业利润的先行指标，将分别是“产量—业绩弹性—新需求（新故事）”——这在策略上意味着三梯次行情的相继展开。

一言以蔽之，本文讲述：三阶段突破，三梯次行情。

详参正文。

宏观经济

魏凤春

weifengchun@csc.com.cn

010-85130308

执业证书编号：S0640207100074

刘之意

liuzhiyi@csc.com.cn

010-85130273

执业证书编号：S1440110040077

发布日期：2011 年 3 月 1 日

《推背图》：突破库存周期的三阶段



相关研究报告

- 11.01.14 《泛海观澜之一：两仪与四象》
- 11.01.30 《泛海观澜之二：雪还没有下》
- 11.02.17 《泛海观澜之三：西流东渐》
- 11.02.28 《嬗变有道，梦想成真：从小周天到大周天》
- 10.12.10 《繁荣の野望：从库存周期到中周期》

目录

引言：翩跹在烂漫的春天里	1
一、孕育：纠结和走向中周期的路径	2
1.1 缘起：新起点后的纠结期	2
1.2 嬗变：双周期的微观推行	3
1.3 路径：穿越纠结的三阶段	4
二、舒展：盈利的恢复和利润的确认	5
2.1 循环：库存周期和利润核心	5
2.2 利润：恢复时期的投资逻辑	6
2.3 产量：一个利润确认的过程	7
2.4 通胀：补库存的不良副产品	8
三、筑茧：最优的达成与维系的可能	9
3.1 增长：本来就不是个问题	9
3.2 通胀：变得不再是大问题	9
3.3 利润：最大化目标的实现	13
3.4 均衡：存在于一个时间窗	16
四、蝶变：向上突破的艰难与复杂性	17
4.1 前景：主动补库的前路坎坷	17
4.2 机制：中周期里的需求牵引	17
4.3 再现：旧需求的维系及增长	18
4.4 扩展：新需求的寻找和线索	19
4.5 变迁：产业易经洗髓的潜能	21
4.6 尝试：突向中周期的不可得	22
五、伤逝：春天里的舞会及其散场	23
5.1 顺序：周期复辟的梯次	23
5.2 空间：从利润走向估值	23
5.3 惜别：仅仅是一场复辟	24



图表目录

图 1: 进入新起点之后的纠结期	2
图 2: 突向中周期的微观推衍	3
图 3: 穿越纠结的三个阶段	4
图 4: 小周期的循环: 太极生两仪	5
图 5: 中国制造业的毛利率-A (%)	6
图 6: 中国制造业的毛利率-B (%)	6
图 7: 中国工业行业的毛利率反弹幅度(%)	6
图 8: 中国工业生产的产出缺口 (%)	7
图 9: 中国工业产成品库存的波动 (%)	8
图 10: 中国物价水平的波动 (%)	8
图 11: 中国的物价增速 (%)	8
图 12: 中国的货币供给量增速 (%)	8
图 13: 中国工业增加值的增速 (%)	9
图 14: 中国 GDP 的同比和环比增速 (%)	9
图 15: “先管制, 再改革” 成为必然	10
图 16: 美国 CPI 和进口价格指数 (%)	11
图 17: CRB 综合价格指数 (%)	11
图 18: 库存周期中的价格和库存曲线	12
图 19: 工业的产量缺口和价格增幅 (%)	12
图 20: 季度 CPI 的增速 (%)	13
图 21: SHIBOR 和票据直贴利率 (%)	14
图 22: 走向主动时的库销比及其变化	16
图 23: 美国制造业和耐用品的库存同比增长 (%)	17
图 24: 美国 M1 和准货币的增速 (%)	17
图 25: 既济与未济: 中周期里的需求牵引机制	18
图 26: “三驾马车” 同比增速 (%)	19
图 27: PMI 里的订单指数 (%)	19
图 28: 美国 GDP 增速 (%)	19
图 29: 美国的失业率 (%)	19
图 30: 马斯洛需求层次模型	20
图 31: 基于“需求上溯”思路下的先导行业排行榜	21
图 32: 基于“技术漫化”思路下的先导行业排行榜: 日本经验 (1971-1985)	21
图 33: 中国中周期启动的三要素	22
图 34: 股市驱动力由 EPS 转向 PE	24



引言：翩跹在烂漫的春天里

春回大地，花开次第。

新起点之后，中国经济处于被动型的库存减少的尾声，并将逐步向主动型的库存增加过渡。然而走向主动的过程，注定是一个坎坷的过程。正如我们一再强调的，“凡是主动的，注定都是艰难的。经济如是，股市如是，个人也如是……”

但是这个阶段是如此之重要。因为走向主动的过程，是产能不断扩大、产能利用率不断提升的过程，也是突破产能瓶颈、进而走向中周期加速阶段的必由之路。从这个角度上讲，正是库存周期孕育了中周期。因此库存周期的突破问题，就成为周期嬗变的关键。

那么，该如何突破库存周期，并分享走向中周期的快乐？在回答这个问题之前，我们先来读一个小故事：

经济小故事之《经济的江湖·化蝶》

有人的地方，便有江湖。

春暖花开之际，当年聚啸山林、雄霸天下的地产和银行，正遭逢官府和武林的联合威逼，目前已遍体鳞伤，作奄奄一息状。与此同时，曾经受命下山、力挽狂澜的七大战略性新兴产业，在初涉江湖崭露头角之后，目前正被诸多的实务所羁绊——或是剑法不精，要继续浣花洗剑；或是内力不纯，要继续炼嫁衣神功；或是制霸的蓝图不清，目前仍游魂于天涯明月、烟雨江南；凡此种种，一言以蔽之，“不靠谱”！

是以当下的江湖，斗争在僵持，暗流在潜动，一切都在不言中。然江湖之外，似乎依旧风平浪静。春草滋长于河堤，新叶萌发于枝桠，而蝴蝶和其他小昆虫们，正在悄然的孵化。

原来，有江湖的地方，就有蝴蝶……但蝴蝶的一生，却是坎坷的。从肉眼不可见的受精卵，到惹人眼球的翩翩美姿仪，蝴蝶的发育要经历四个完全的变态：受精卵、幼虫、蛹、成虫，且在其生命中的每个阶段，随时都可能遭遇种种不测——如雨水不足，如阳光过度，如天敌过多，等等。但是每当春天来临之时，它都会积极的孵化、主动地生发、义无反顾地蝶化，只因为眷恋花儿的芬芳，只为了翩跹在烂漫的春天里……

而敏锐观察到这一切的江湖百晓生，由衷地感叹：一刀一剑一江湖，一花一蝶一菩提。

很显然，这是一个横穿了经济界、武侠界和虫兽界的故事。在重重的对比中，我们似乎可以咂摸出一丝周期律动、万象更新的禅的味道。实际上在我们的理论框架下，从库存周期到中周期的突破，被我们称为周期律动的禅；这一点，倒是有些类似于 DCF 估值中的 g 、WACC 和 ROIC 了——这些增长和回报率指标，曾被财务专家们称为公司金融的禅。

只是在中国现时的环境下，在走向主动的过程中，周期律动的禅，又该如何演绎，又将如何引导我们投资的展开呢？且听我们详细道来。

一、孕育：纠结和走向中周期的路径

1.1 缘起：新起点后的纠结期

世间有为法，如梦幻泡影。

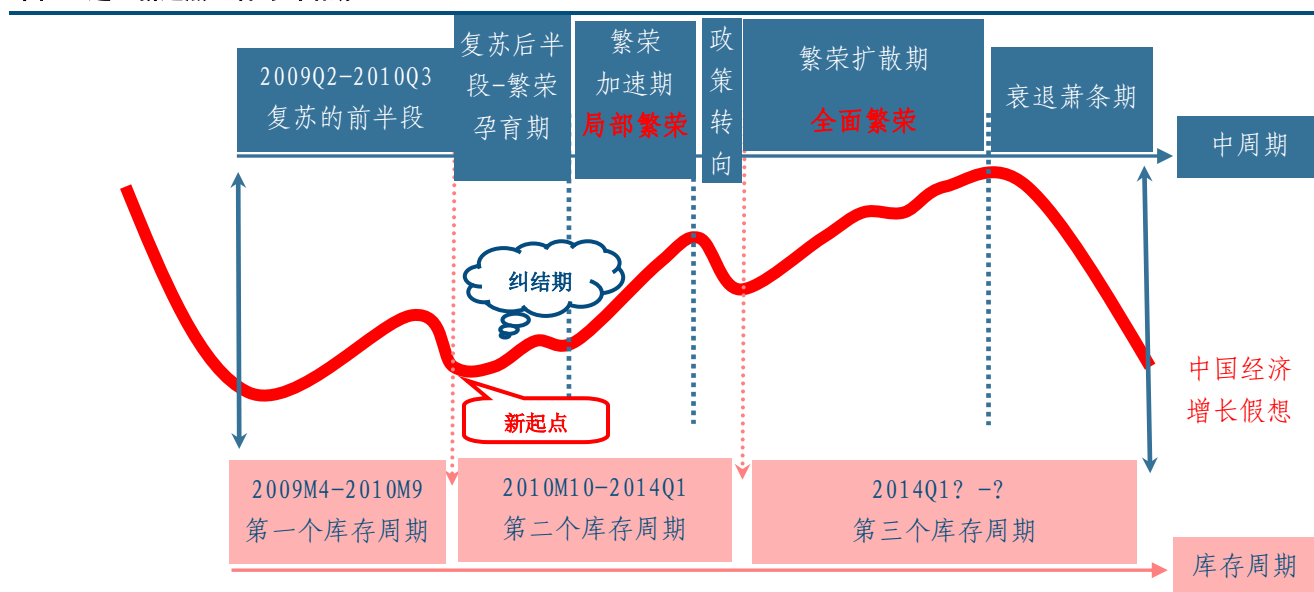
在《结构主义的演绎》的首篇报告中，我们鲜明地指出：中国从 2010 年四季度开始，站在了新起点上。此后，无论是自然律层面的库存周期、中周期的展开，还是道德律层面的政治周期、紧缩周期和制度变革周期的启动，几乎是循着我们的“导演”在演绎——显然，再也没有比预言的逐一兑现，更加令人欢欣鼓舞的了。

只是时移世易，时事变矣。

根据我们一贯的研究，目前的中国经济正处于被动型的库存减少的尾声，并将逐步向主动型的库存增加过渡。需要指出的是，恰恰是这个过渡，孕育着中国中周期复苏的加速。因此，若能突破库存周期，并铺排出中周期的恢弘画卷，我们能够品味到的，不仅仅是周期演进的禅，更将享用到一场周期复辟的盛宴。

预期是如此的美好，但走向主动的过程，注定是一个艰难的过程。从微观面讲，当前企业的扩张有三个问题必须回答：（1）资金从何而来？（2）高企的要素成本如何化解？（3）和新产量配比的新需求又在何方？

图 1：进入新起点之后的纠结期



资料来源：中信建投研发部

这三个微观层面的问题，在宏观面实际上对应着一个纠结：（1）过紧的货币政策可能形成累加效应，加剧了“滞”的风险；（2）为稳增长，相对宽松的货币政策可能会怂恿企业的库存重建，从而加重周期性通胀的负担，又带来了“胀”的风险；（3）海外风云的变幻，推高了原材料的价格，带来了成本推起的“滞胀”的风险。

显然这个纠结，其实就是增长和通胀之间的非此即彼（抑或是都更差），体现的是欲望与约束之间的博弈与再平衡。因此从本质上讲，和周期理论的考虑是等同的。不过需要指出的是，周期理论并不是简单的二进制。实际上，在结构主义者的视角里，周期的形态是多元并存的，是动态演化的，是不会如此纠结的……

1.2 嬗变：双周期的微观推衍

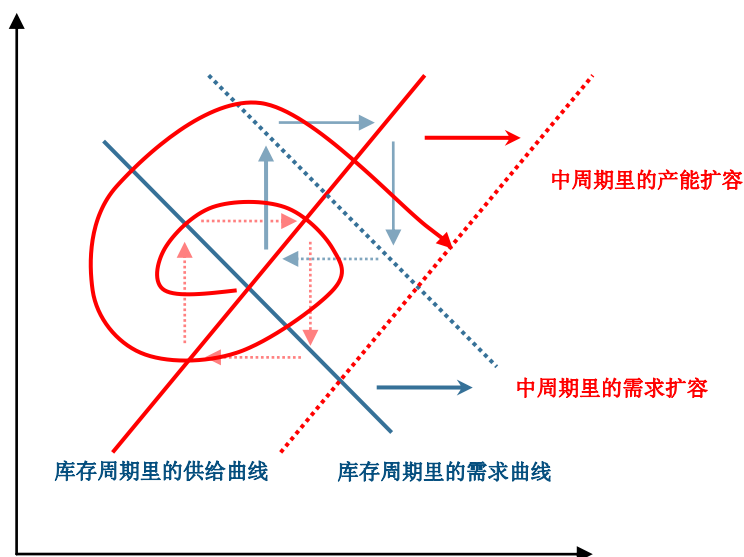
如何穿越纠结？

在穿越之前，我们需要来理解周期嬗变的基本思想。实际上，从库存周期到中周期的动态演化，是一个过程。我们通过一个简单的模型，来说明从库存周期到中周期衍变的关键性要素和节点。

微观生宏观。在我们看来，所有的经济现象，都是从生产和物价开始的，所以我们从微观经济学最基本的供求曲线开始，探讨从库存周期到中周期推衍的微观机理。

- (1) 在我们看来，库存周期很像一个蛛网模型。在这个蛛网模型里，供给曲线和需求曲线的位置是相对确定的。此时，价格的波动，导致了供给和需求的被动性反应。在这个供需围绕价格不断调试的过程中，就出现了生产量和需求量的随着时间而进行的有规律的波动。由于其中企业的库存是调剂供需缺口的重要因素，也是这一个周期波动最为直观的变量，因此名之“库存周期”。
- (2) 如果考虑到随着时间的继续，结构性需求蠢蠢欲动，则终究会造成需求曲线的向右移动。由此，在供给暂时刚性的局面下，我们将看到一个产量中枢更高、价格中枢更高的库存周期循环。
- (3) 不过随着时间的进一步的继续，由于结构性的新需求表现强劲，价格持续高企，新兴产业的产能也将面临着大规模的扩张的需要，由此带来的则是供给曲线的向右移动。这个产能的扩张，会对设备构成直接的需求，由此我们将从宏观上看到一个表征为设备投资的周期，是为“中周期”。

图 2：突向中周期的微观推衍



数据来源：中信建投研发部

很明显，库存周期中的核心要素，是价格，是价格上升带来了库存的增加。而中周期里的核心要素，是需求，是新需求引致了为扩大产能而进行的投资。更进一步，需要特别指出的是，从库存重建到走向中周期复苏加速的过程中，唯一的、连续的、不断增加的变量，是企业的产量。

1.3 路径：穿越纠结的三阶段

从库存周期走向中周期中三个核心要素的依次更迭，决定了在这场穿越中，需要历经三个特征迥异的阶段：

- (1) **被动型的库存减少阶段。**在这个阶段里，供不应求成为常态，因此价格迅速上升，而企业的积压库存则被消耗。在这样的背景下，企业的盈利能力大幅度恢复，因此存在着强烈的产量扩大的需要；但是这个时候，从宏观面上看，由于价格的迅速上升而带来的通胀问题成为经济生活的主要矛盾。
- (2) **过渡期。**随着产量的持续扩大，也随着价格持续上升而对需求构成的抑制，此时的供求逐渐趋于平衡。在这样的背景下，企业的盈利能力的继续上升受到抑制，但企业盈利数量却是最大化，因此仍有扩张的冲动。表现在这个阶段宏观面上，增长不低，通胀不高，一切都在正常轨道中运行。
- (3) **主动型的库存增加阶段。**随着企业继续扩大产量乃至建设新的产能，此时就必须寻找能够与之匹配的新需求。在这个阶段，新需求的不可测性，决定了无论是 GDP 增长、还是企业 EPS 增长，都存在着向上、或者是向下的超预期之可能。在这个阶段里，库存加速器的威力凸显。

图 3：穿越纠结的三个阶段



资料来源：中信建投研发部

以上，我们分析了纠结的原因，以及穿越纠结所必须经历的三个阶段。很显然，库存周期才是一切的渊藪；而一切的分析，都要从“库存是如何重建的”来开始。

二、舒展：盈利的恢复和利润的确认

“被动型的库存减少阶段，企业盈利在恢复，但是通胀压力却在显著上升。因此，企业好，但宏观不好。”

2.1 循环：库存周期和利润核心

库存周期之中最关键的变量是价格，在《繁荣の野望》我们中已经指出：

“在库存周期里，起着主导作用的，是价格——所有的生产和消费行为，都是围绕着价格这根指挥棒而展开的，库存只不过是借用了一下名字而已——这就仿佛，发烧不过是一种身体的表征，其内在的机理却是人体内部虚实与外界寒热交换的结果。”

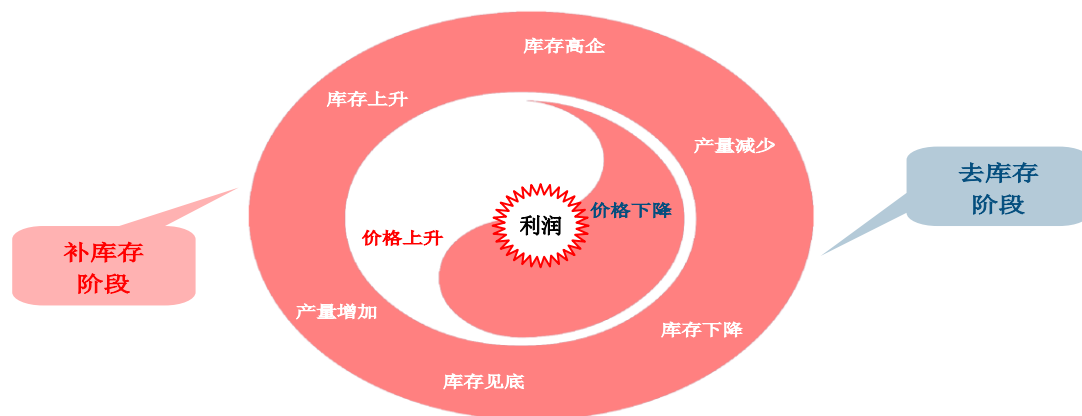
实际上，库存是企业产量和销量的差额，即有下列恒等式成立：

$$\text{库存} = \text{产量（供给）} - \text{销量（需求）}$$

不过对于微观企业而言，销量（需求量）是其无法控制的，其可以掌控的是产量政策。因此，所谓的“补库存”、“去库存”，指的是其产量行为，库存显然只是结果，企业的产量策略才是第一因。不过，若要追究企业的产量策略，似乎又主要由产品价格的涨跌来决定。

我们借用太极两仪相生图，示意价格、产量和库存之间的关系。

图 4：小周期的循环：太极生两仪



资料来源：中信建投研发部

当然应该注意到，在价格的背后，还存在一个更本源、更核心的问题，即企业的利润问题，在推动着库存这个小周期的循环。实际上，一如“太极生两仪，又生化万物”，企业的利润最大化问题，是宏观经济学最微观、最核心的问题，也是一切周期运转的终极问题。

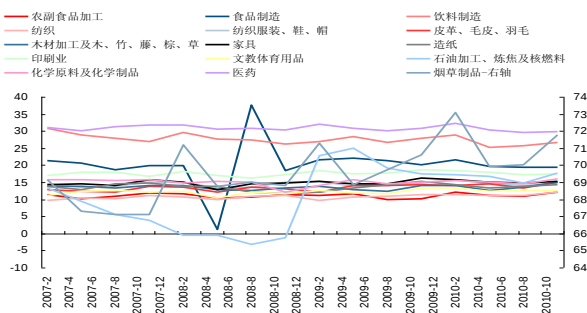
因此，在库存重建中，一条比较明晰的逻辑线索是：产品价格上升——企业盈利能力回升——扩张冲动增强——企业的产量增长——企业的库存增长——企业的盈利数量最大化。反之亦然。



2.2 利润：恢复时期的投资逻辑

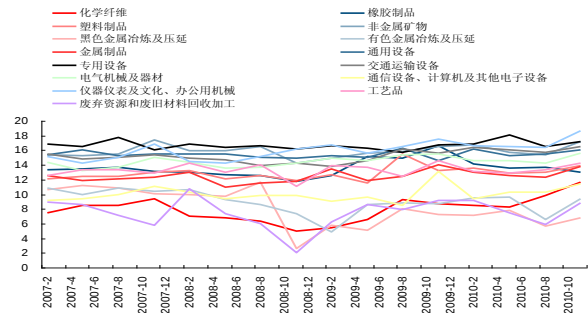
在小周期以利润最大化为内核而循环的逻辑下，我们事后观察到：在 2010 年四季度之后，绝大部分制造业企业的毛利率，都呈现出了趋于回升的状态。这显然为库存重建的展开，提供了最直接、最强劲的动力。

图 5：中国制造业的毛利率-A（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 6：中国制造业的毛利率-B（%）

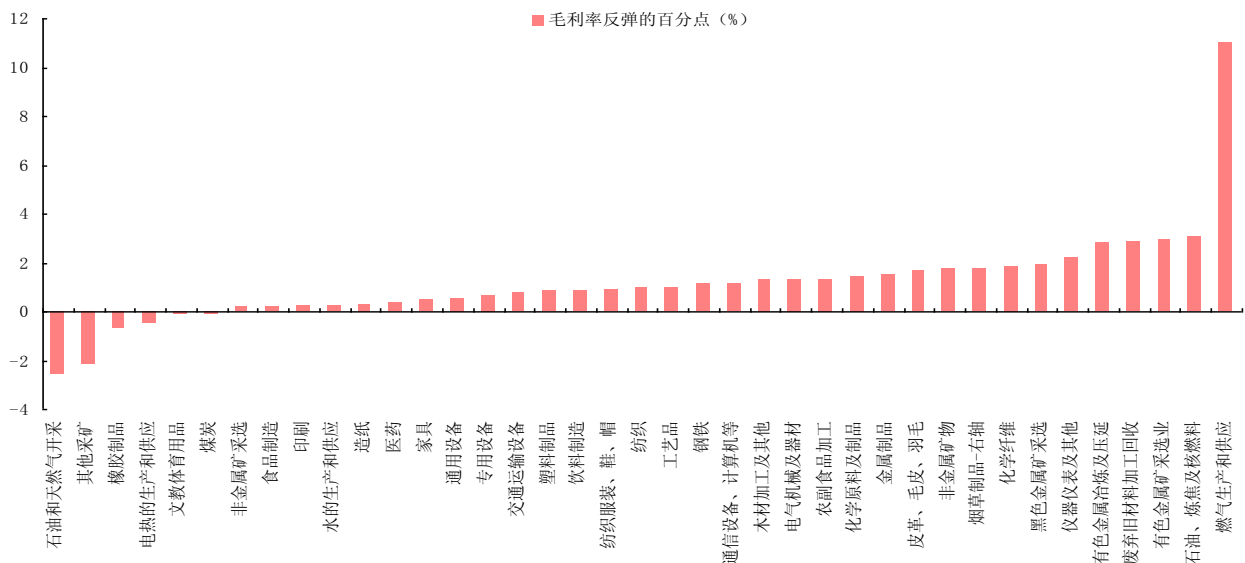


数据来源：Wind，中信建投研发部

而从行业比较的角度来看，在库存重建的过程中，基于盈利的恢复，有两种逻辑上的投资思路可供选择：

- **思路之一：中游以稳定制胜。**在库存周期的产业表现中，我们曾经总结过一句经典的话，“企业库存行为的波动，发轫于下游的消费品，昭然于中游的投资品，而上游的资源品则由于具有一定的金融属性，因此存在着更大的波动性和不确定性。因此，中游行业往往是库存周期中表现最为抢眼的部门。”
- **思路之二：上游以弹性制胜。**价格持续上升的背景下，上游资源品行业的毛利率反弹幅度明显要大于下游的消费品的反弹幅度（当然，中游的投资品的表现相对稳定）。如果再考虑到政府对于下游消费品价格的管制行为，那么就会出现一个可供套利的投资组合：做多上游 + 做空下游。

图 7：中国工业行业的毛利率反弹幅度(%)



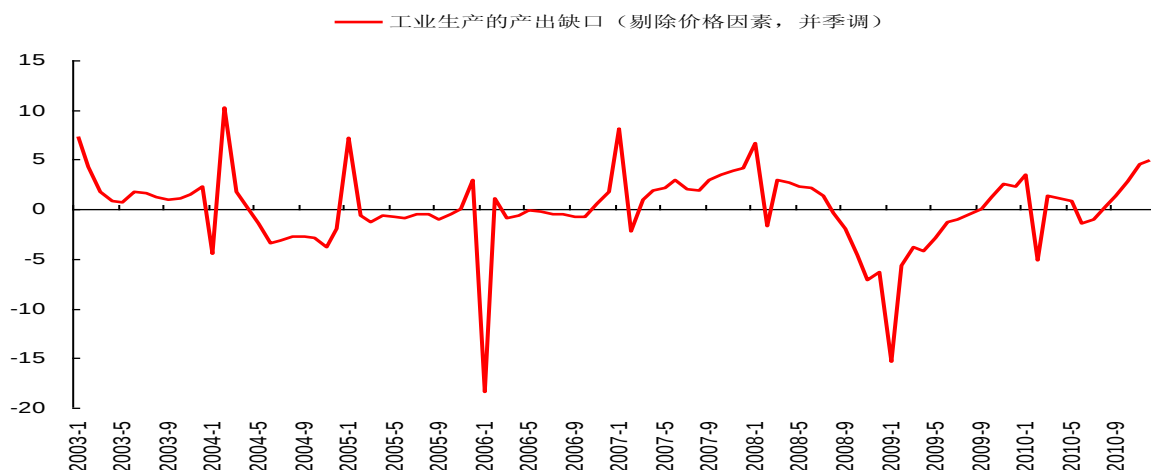
资料来源：Wind，中信建投研发部

2.3 产量：一个利润确认的过程

在被动型的库存减少阶段，由于供不应求局面的存在，因此企业的毛利率不断恢复。因此，以利润最大化的目标的企业无疑会增加产量，以实现“价格”和“数量”的对“利润”的双轮驱动。从这个角度上讲，企业扩大产量的过程，就是一个“抢占”利润的过程，当然也可以算作是一个确认利润的过程。在这里，在库存被动型减少的阶段中，产量充当了利润的先行指标。

为了寻找中国工业生产的总产量指标，我们使用工业增加值数据，在剔除价格因素之后进行季调，最后使用 H-P 滤波法估算出了中国工业生产的产出缺口。数据显示，在 2010 年的 10 月份之后，工业生产的产出缺口为正且持续扩大，并在 12 月份达到 4.99% 的水平上。这一方面证实了我们此前所做的“GDP 在四季度之后环比回升”的判断，同时也意味着在四季度之后企业的利润也进入到了“量价齐驱”的模式中，回升的态势明显。

图 8：中国工业生产的产出缺口（%）



数据来源：CEIC，中信建投研发部

而从行业比较的角度来看，我们观察到：交运设备、机械设备、煤炭、电子通讯设备的产出缺口为正且较高；钢铁、建筑建材、家电、化工的产出缺口次之，且有正有负，参差不齐；落在最后面的则是有色行业，其产出缺口明显为负。（请参考《周期复辟的线索（一）：产出缺口下的库存重建》，吴启权，2 月 1 日。）

这意味着，在“抢占利润”的行动中，居于领先地位的是中游的设备类投资品，而带有资源品属性的偏上游行业其产量扩张的规模有限，所以不是特别的显著。这样的背景下，我们的策略分析师给出了“汽车→机械→煤炭→钢铁→建材→家电→化工”这样的产业轮动策略。事后证明，行情也完全是按照这样的顺序而展开的。

应该意识到，这样的一种策略的实现，恰恰是我们上一部分所讲的“思路之一：中游以稳定制胜”的投资逻辑被市场的认可。我们可以看到，中游的投资品以其相对稳定的毛利率和相对稳定的产量，确认了丰厚的利润，因此在库存重建的过程中，率先获得了投资者的认可。

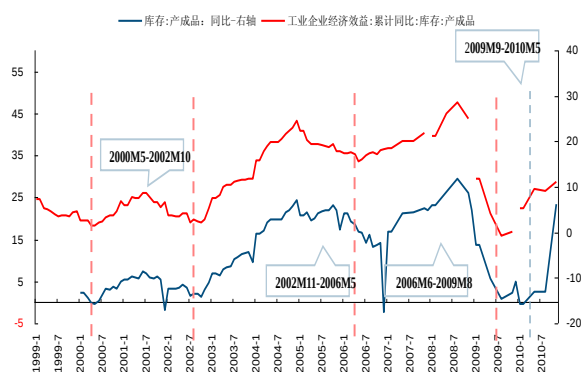
那么我们所讲的“思路之二：上游以弹性制胜”的这种投资逻辑，为什么目前没有得到实现？这是因为，库存的重建是有副作用的，它会带来宏观上通胀压力和紧缩的压力，导致了人们对库存重建的进程产生怀疑，并进一步怀疑上游产量扩大的可持续性和利润的最终确认。

2.4 通胀：补库存的不良副产品

在企业扩大产量、回补库存的过程中，企业的利润持续增长，因此在宏观面上，增长不再是问题，但是通胀却成为问题。原因很简单，我们在此之前已有交代：库存周期的核心问题是价格，库存重建因价格的上升而开始，也将会推动价格的持续上升，从而形成一个正反馈循环。

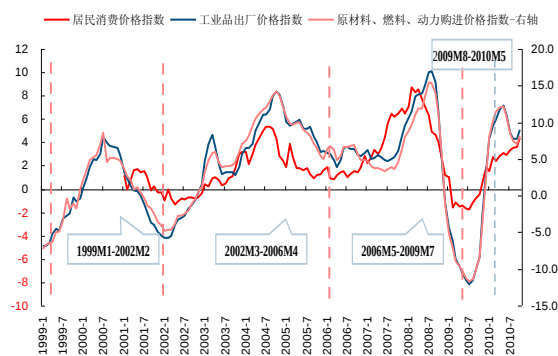
因此，库存重建将带来周期性的通胀因素，从而增强了通胀的压力。事实上我们可以发现，对于中国而言，库存重建和价格上涨之间，存在着显著的共时性。这一点从过去的库存波动和物价水平波动的对比中，可以窥见一斑。

图 9：中国工业产成品库存的波动（%）



数据来源：CEIC，中信建投研发部

图 10：中国物价水平的波动（%）

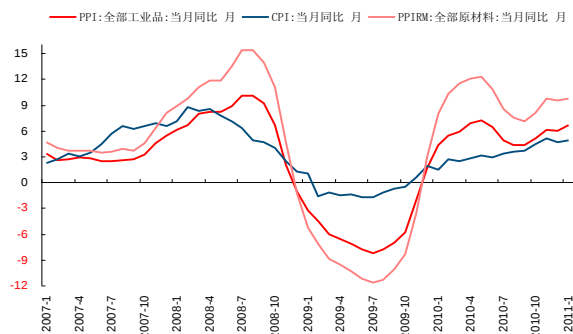


数据来源：CEIC，中信建投研发部

在通胀上涨并成为经济生活主要矛盾的宏观背景下，政策的紧缩似乎就难以避免了。我们应该还记得，2010年年初也是中国经济的库存重建时期，因为带来了通胀上行的压力和“经济过热”的担心，所以引发了后来的一轮严厉紧缩。

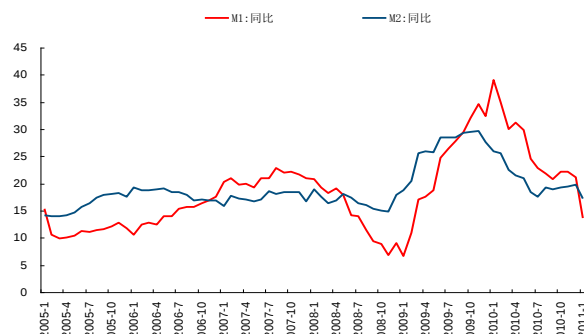
正因为如此，目前的中国进入到了加息通道之中，紧缩周期再度开启。我们也看到，在严厉的货币紧缩措施下，货币供应量大幅度下挫。而这显然对微观企业的库存重建过程构成约束，并令投资者对库存重建的持续性产生了严重质疑。其结局就是，通胀压力不减，则基于库存重建带来的周期复辟的行情，就难以深化。

图 11：中国的物价增速（%）



数据来源：CEIC，中信建投研发部

图 12：中国的货币供给量增速（%）



数据来源：CEIC，中信建投研发部

三、筑茧：最优的达成与维系的可能

“从被动型的库存减少，向主动型的库存增加的过渡时期，无论是微观还是宏观，都将进入到一个短暂的均衡状态，此时，企业好，宏观也好，是为最优状态。”

3.1 增长：本来就不是个问题

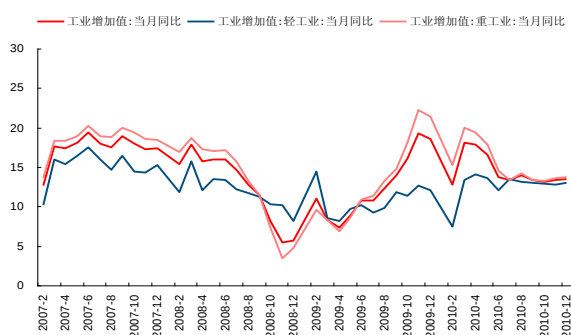
应该还记得我们前面说过的，在从库存重建到走向中周期复苏加速的整个过程中，企业能够做的唯一的事情，是不断的增加自己的产量（乃至突破产能极限，并最终兴建新产能）。因此，在整个库存重建的过程中，企业的产量将是一个不断向上的连续统。

正是在这样的周期律动的基础上，我们看到了此前工业增加值数据的屡次超预期。事实上，在过去的一个季度里，库存重建的动力超越了节能减排的扰动，成为中周期走向复苏后半阶段的“马前卒”。而关于增长预期问题，我们认为，在库存周期打底的基础上，在政治上的“黄金十年梦”的感召下，未来数个季度的增长不会有问题，我们预计在3季度之前，无论是同比还是环比，GDP的增长都将保持上行的态势。

2月21召开的中共中央政治局会议提出的“防止经济出现大的波动”，在我们的理解中，这个提法是为了“防落”，背后的隐喻是：调控政策已经相当的严厉了，需要观察其后继效果，防止经济再度陷入“一抓就死”的恶性循环之中。这意味着，短期内的增长依然不会有太大的问题。

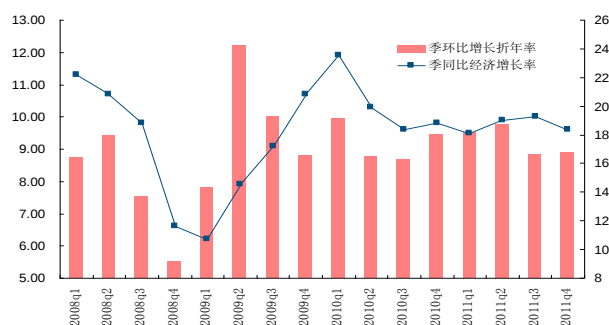
至于很多人理解成“防起”，当然也就意味着增长本身就不是一个问题；至于高增长可能引发高通胀，从而影响中期的增长问题，我们的回答是釜底抽薪的——通胀正在变得不是大问题。

图 13：中国工业增加值的增速（%）



数据来源：统计局，中信建投研发部

图 14：中国 GDP 的同比和环比增速（%）



数据来源：统计局，中信建投研发部

3.2 通胀：变得不再是大问题

在我们的框架内，中国的通胀压力来自于三个方面：（1）制度性的涨价因素，如资源税改革、最低工资标准提升、市场化改革中的价格放松、以及粮食最低收购价格的提高等；（2）输入型的通胀因素，如因全球流动性泛滥、国际局势紧张导致的大宗商品价格的上涨等；（3）来自需求面的周期性的通胀因素。

在流动性的助推行下，这三者的综合作用，决定了通胀中枢的上移成为必然，也决定了政府在治理通胀的过程中，会采取的“弹钢琴”的手法——即在某个时期，集中力量解决主要矛盾。

3.2.1 从国内政治的角度去理解制度性通胀

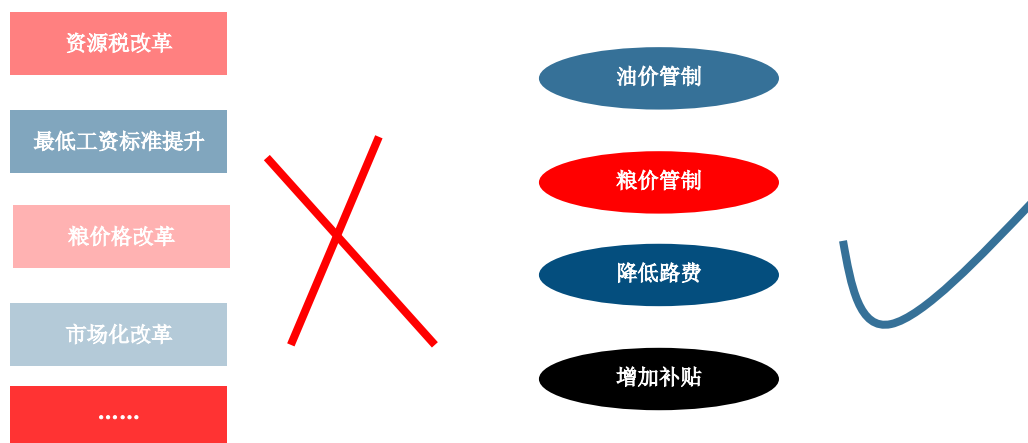
以史为鉴，可以知兴替；以邻为鉴，可以省不足。

中国上个世纪八十年代末的政治、经济、社会的动荡对中国人民尊严的冲击，相信曾经切身感受的领导者们不会忘却，更不会忘却该事件是肇源于“价格闯关”造成的通胀预期的失控。而当下由突尼斯的‘茉莉花’革命引发的北非与西亚局势的动荡，同样也触动了政治家们的敏感神经，当然也不难得知这种星火燎原的动荡是肇源于长期的失业问题和通胀局势的失控。

在这样的历史经验和现实教训下，“稳定压倒一切”。虽然基于民生的变革要加快，但保护民生的第一要务却是严遏通胀。因此，为了社会的稳定，为了低通胀、高增长的“黄金十年梦”的实现，加强社会管理已经势在必行。我们认为，第一时间将冲击的负面影响消除在萌芽之中，将是英明的决策。

基于上述的判断，我们认为社会管理的强化已经改变了通胀的特征：通胀造成的不确定性已经转变为通胀的风险。而风险是有边界的，这表明通胀的负面冲击效应已经不可能更差了；而先管制、后改革的妙处，在于暂时堵住了制度性通胀加压的可能。

图 15：“先管制，再改革”成为必然



数据来源：中信建投研发部

3.2.2 从国际政治的角度去理解输入型通胀

由于全球流动性的泛滥，以及国际局势紧张导致的大宗商品价格的上涨，使得目前我们正在遭遇越来越严重的输入型的通胀压力。虽然人民币升值能够部分地纾解这种输入型的通胀，但是中国渐进式变革的政治思维，使得期待人民币短期内的大幅度升值只能是一种幻想。

实际上，毋论人民币大幅度升值是否能够对冲输入型的通胀，我们首先还应该考虑人民币大幅度升值的风险——即中国经济能否承受人民币大幅升值的负面影响，如热钱涌入，或是出口的大幅衰退、出口型中小企业的崩溃，等等。很显然，在“先为不可胜”的战略思维下，没有一位政治家敢于一意孤行而不留后手。

因此，解铃还须系铃人，输入型通胀的问题，仍需从国际经济和政治的角度去理解。

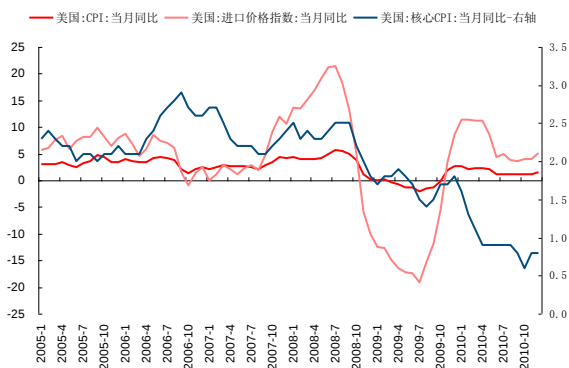


根据我们在全球库存双周报第3期《西流东渐》中的观察，当前的美国经济也处于主动型库存重建的阶段，这仍属于一个复苏的阶段，但是是一个艰难的、漫长的阶段。即便是在这样的背景下，我们也看到了美国CPI和核心CPI的持续上升，这意味着通胀压力的增强将加重美国经济复苏的艰难性。因此，我们不难料想到：

- (1) 美国希望动荡能够尽早解决。面对阿拉伯世界的动荡局势，作为世界霸主的美国虽然会乘火打劫，但是为了自身经济的顺利复苏，美国和西方社会都希望这些问题能够速战速决地被解决，而不至于导致类似于“第二次石油危机”式的全球性大灾难。
- (2) 美元主动升值来抑制高油价。美国经济已经步入了主动型的库存重建阶段，这意味着美国经济走向中周期的可能性在加大。在这样的背景下，美国或许会主动升值，以恢复其正常的融资渠道，促进实体经济进入新的周期阶段。显然，美元指数的反弹，将对大宗商品价格构成直接的抑制。

实际上我们已经看到，CRB期货价格指数虽然在前期创下了近年来的新高，但是目前已经出现了拐头向下的趋势。这意味着投资者对全球大宗商品价格持续上涨的预期，远非“隔河看柳、草木皆兵”的我们想象的那般强劲。

图 16：美国 CPI 和进口价格指数（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 17：CRB 综合价格指数（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

3.2.3 从周期演进的角度去理解周期性的通胀

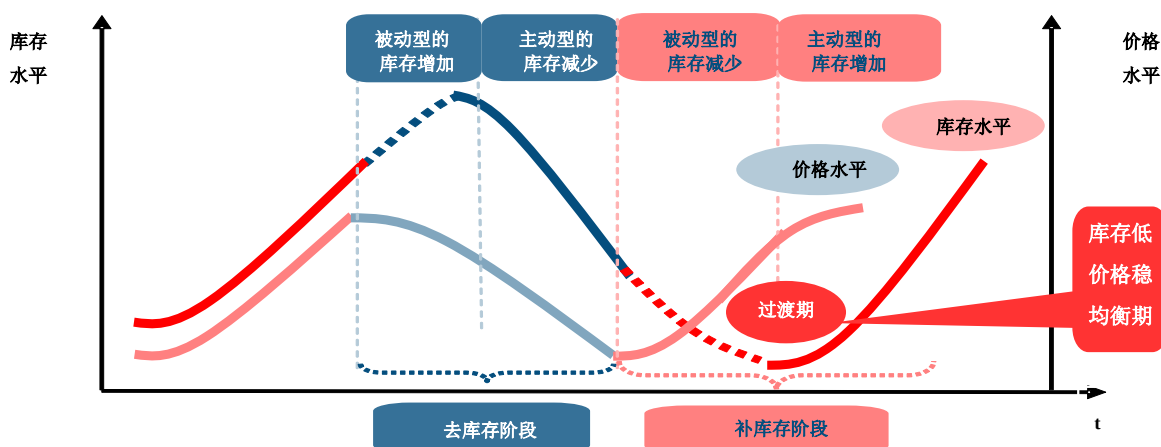
对于周期性的通胀因素，我们需要从周期演进的角度去研究。

根据周期理论，从被动型的库存减少阶段，向主动型的库存增加阶段过渡的过程，是一个产量逐渐追赶、并超越均衡需求量的过程，因此也是一个新增库存从负数变成0、并再从0变成正数的过程。我们知道，当新增库存逐渐变成0的时候，实际上是达到了微观经济学上的“市场出清”状态，即所谓的均衡状态。

经济学的均衡理论告诉我们，在均衡的状态下，由于此前产量的持续提升，因此当前的价格会明显受到产量的抑制，较之此前出现下降的趋势——即供给增多，导致价格下降。因此从逻辑上讲，当产量持续上升的时候，应该是价格趋于下降的过程。

当然了，这种完全静态的模型推导，只存在于理论逻辑之中。

图 18：库存周期中的价格和库存曲线



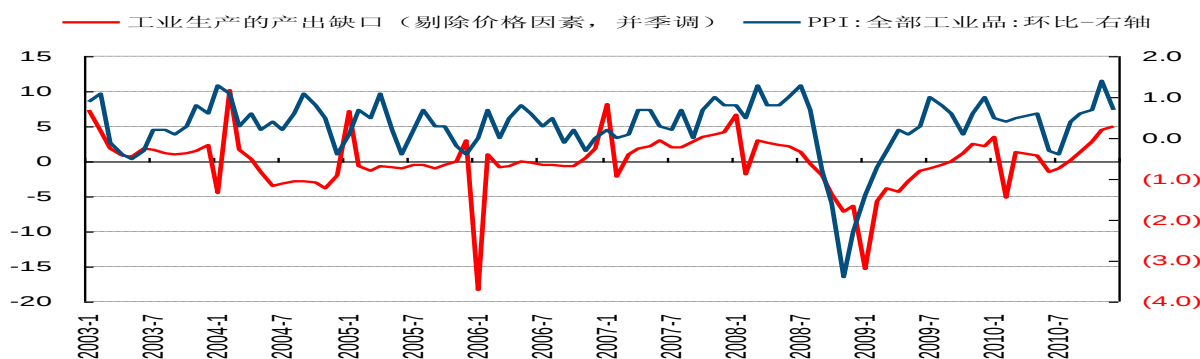
资料来源：中信建投研发部

在现实中，我们看到的却是更为复杂的逻辑。在前文中对于利润最大化问题的探讨中我们已经指出，在库存周期之中，产量和价格之间是正相关的关系：价格上涨，则企业会随后扩大产量；价格下跌，则企业会在随后收缩产量——只不过，扩大的或者是收缩的产量，并不会马上引起价格的负向波动。奥地利学派对此的解释是，这因为迂回生产的延长效应，即：本行业的产量变动，会引起产业链上的其他产业的产量或大或小的变动，又进而通过其他种种产业对本行业构成新的需求，使得本行业在这个产量的波动中，价格得以暂时的维持，直到产量越来越大，库存越积越多，最终带来价格的下滑。

其实从中国工业生产的产量和价格的波动中，我们可以发现这两个逻辑都得到了验证：（1）当价格环比到达高点的时候，产量在扩大；当价格环比达到低点的时候，产量在收缩——这证实了价格相对于产量领先并正相关的判断，是为奥地利学派的逻辑；（2）当产量最高的时候，价格的增幅却是略有下降的；当产量最低的时候，价格的增幅却是略有回升的——这证实了产量对价格的负相关性，是为均衡理论的逻辑。

综合两种逻辑及其被验证的事实，我们认为，在走向库存底部的过程，虽然产量在不断扩大，但并不能够期待周期性的通胀因素马上走低，但是我们却能够期待：周期性的涨价因素在淡化，周期性的通胀预期被稳住。

图 19：工业的产量缺口和价格增幅（%）



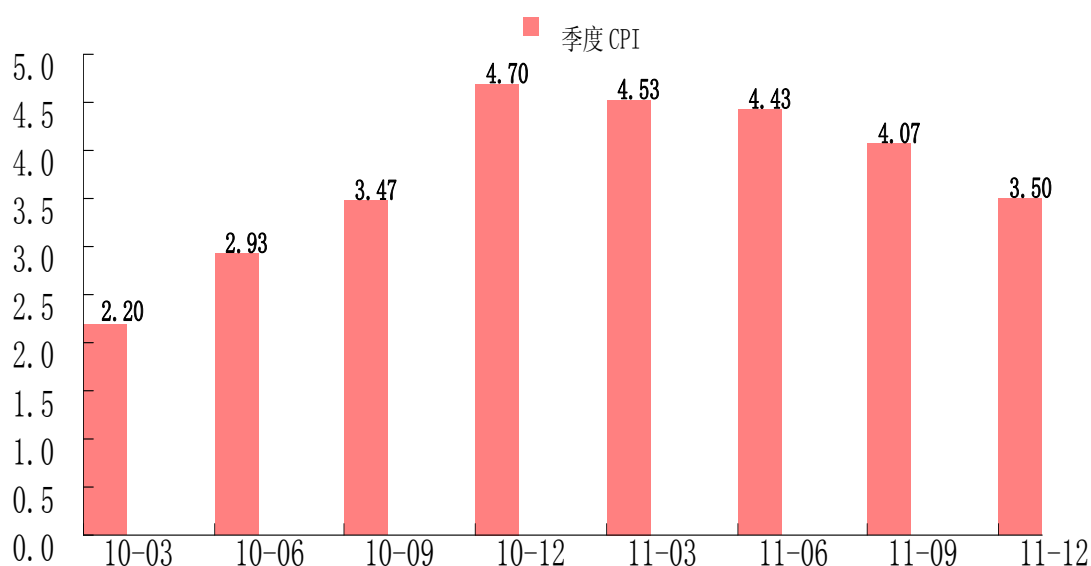
数据来源：CEIC，中信建投研发部

3.2.4 通胀总体可控，月度 CPI 高点或已过去

通过对以上这三种因素，以及翘尾因素、极端天气冲击、季节性因素、货币政策的滞后效应等影响因素的综合考虑，我们认为我们在去年的年度策略报告《2011：通胀冲击》中所做的判断依然是准确且有效的：

- 通胀中枢将提高，短期有波动，但总体可控。
- 一季度是今年通胀压力最大的时间段，此后 CPI 逐季降低；
- 从目前的信息来判断，全年 CPI 将在 4.1%左右，月度 CPI 高点或已过去。

图 20：季度 CPI 的增速（%）



资料来源：中信建投研发部

3.3 利润：最大化目标的实现

在被动去库存到主动补库存的过渡期，我们已知增长和通胀都不会有问题，但是企业的利润情况会如何演变？我们将在“量价本利”的框架内，探讨过渡期利润最大化目标的实现问题。

事实上我们已充分论证了，库存重建的过程，是价格上涨的过程，因此价格不再是问题。问题存在于：

- (1) 资金的约束：被动型的库存减少过程中，通胀大幅回升，因此带来了严厉紧缩的货币政策，货币资金的缺乏问题对库存重建的量级构成制约；
- (2) 成本的化解：在劳动力、大宗商品等要素成本上涨的大背景下，企业的成本趋于上升，将压缩毛利率空间。

这也是文章第一部分提出的、令当下的微观企业纠结的两个问题。然行文至此，我们认为两个问题都已经不足为虑了。

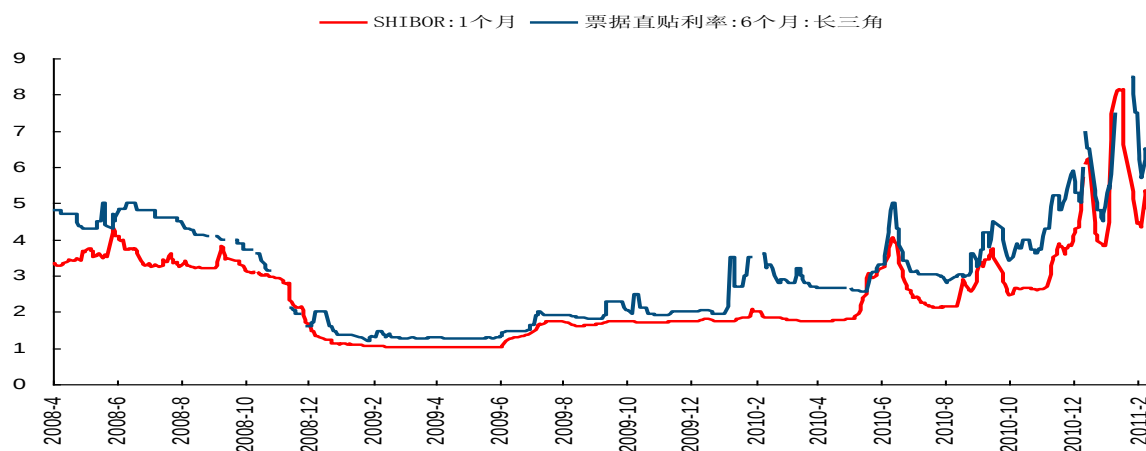
3.3.1 紧缩触底，库存重建重新获得资金支持

根据我们宏观报告《嬗变有道，梦想成真》的论证，目前的紧缩政策已经触底了，主要原因在于：

- 通胀压力被纾缓：对三类通胀因素的分析表明，目前通胀压力正在纾缓，预期被稳定；
- 担忧紧缩的过度：加息之后，利率普遍上浮，对民营经济构成打压，引发政府担忧；
- “黄金十年梦”：梦想感召下，最高层做出“防止经济出现大的波动”的判断；
- 紧缩趋向于稳定：央行牵头编制和实施社会融资总量的计划将在两会后展开；
- 松绑进程会提前：一季度信贷控制不会松懈，但两会前或已是最紧的时期；放松还难以判断，但相信最晚 2 季度后应能看到，并且有可能提前。

实际上，紧缩触底的判断，目前已经获得了部分数据的证实。目前来看，SHIBOR 和票据直贴利率目前都从此前急剧飙升的情况下出现了下滑，这意味着无论是银行间市场，还是民间金融市场，目前的货币资金紧张程度已经得到了部分的缓解——这可能有季节性因素的影响，同时也表明企业的库存重建重获资金的支持，从而如鱼得水。

图 21：SHIBOR 和票据直贴利率（%）



资料来源：Wind 中信建投研发部

3.3.2 嬗变有序，成本的问题演化成中期问题

(1) 劳动力成本的化解

在我们看来，劳动力成本的上升是刘易斯拐点到来之后的必然现象，意味着劳动力从无限供给转向了有限剩余。在这样的背景下，企业必须提高工人的工资水平，才能够招徕工人，这当然也意味着企业盈利能力的削弱。

劳动力高企的成本如何化解？其实在此前的报告中，我们已经鲜明地指出：

“面对劳方对薪酬、工作环境的不断要求，资方的对策不外乎：其一，对自身所在的“分利集团”进行调整——因为正如奥尔森所言，既有的分利集团的膨胀，抑制了创新；其二，进一步改进技术、工艺、管理，利用机器代理人工人，实现产业优化升级，以期提高效率，提高资本的边际报酬。无论是主动让利，还是进行产业升级，资方的主要兴趣还是放在做大蛋糕上边，以期挖掘此前相对较低的效率。”

——2010年7月15日《浮世绘卷，生死劫局：刘易斯拐点之后的布局式投资》

具体而言，对于企业来说，要冲劳动力成本的上升对毛利率的侵蚀，方法无外乎：

- 让利促进创新：以实现技术、制度、商业模式的突破；
- 机器代替人工：提高资本有机构成，提高劳动生产率；
- 主动产业升级：向价值链的两端漫溯，提高产出效率。

很显然，这些都是需要在中长期逐渐实现的问题。但是在短期内，部分企业可能会承受部分劳动力成本上升的压力，同时也会通过涨价转嫁部分成本。不过正如我们此前分析的，在管制全面增强的背景下，当下的劳动力成本问题就被推迟到中期，短期对利润的负面影响不会太明显。

（2）大宗原材料成本的化解

对于原材料成本的不断回升，在短期内，应对的手段可能包括：（1）人民币升值，以降低进口的成本；（2）美元的升值，以抑制原材料的价格。

在中期内，则是中国的经济转型和产业升级的问题，是一个从过度地依赖出口、过度地依赖“两高一资”的粗放式增长向集约式增长转型的过程，而这个过程也将是需要放在中期范围内来实现的。

（3）先管制，后改革，有步骤地“价格闯关”

其实早在去年的中央经济工作会议中，政府就明确提出，2011年最核心的工作任务是遏制通胀，表示“要坚持‘立足当前、着眼长远，综合施策、重点治理，保障民生、稳定预期’的原则，以经济和法律手段为主，辅之以必要的行政手段，全面加强价格调控监管工作，保持物价总水平基本稳定。”且此后对于通胀的控制，也一直采取严防死守的态度。

所以我们认为，通胀压力增强、而政治周期到来的时间点上，一切都在为“稳定”让路。由此我们的结论是明显的：价格管制将持续存在，并将把问题拉长至中期，通过时间来化解，以促进渐进式“价格闯关”的成功。

3.3.3 以量补价，企业的盈利终将趋于最大化

从以上的分析中我们不难看出，对于走向过渡期的企业而言，虽然在成本的冲击下毛利率将略微地被侵蚀，但是在通胀压力减轻的背景下，企业的产量却将得到了有效的扩张。

因此这样的一种格局，是“以量补价”的模式，这意味着在这个短暂的过渡期，企业完全具备盈利趋于最大化的条件。

3.4 均衡：存在于一个时间窗

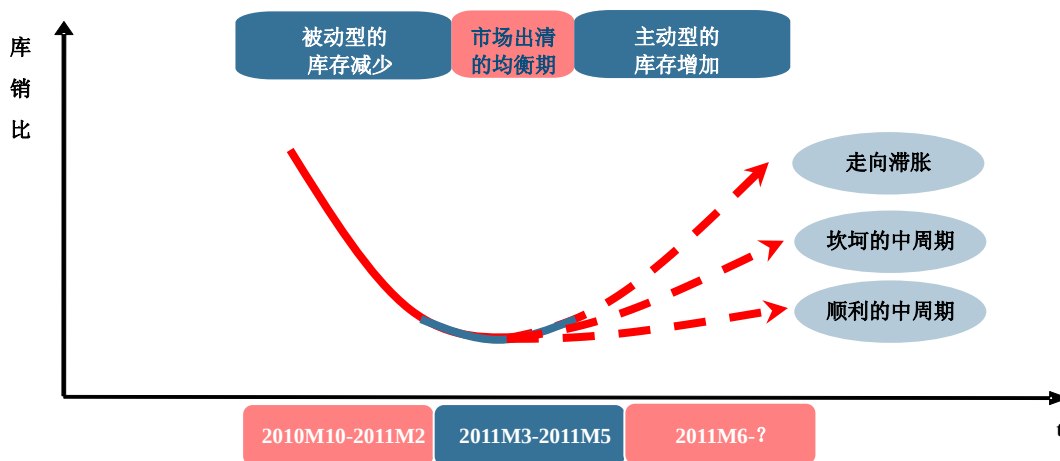
在过渡期，增长不是问题；而通胀问题，则因牺牲了企业的部分价格而得到了比较有效的控制；对于企业而言，则是被迫放弃了“量价齐驱”的模式，通过“以量补价”的模式，走向了利润的最大化。因此在这阶段，宏观很好，企业也很好，这是一个完美的均衡时期。但是完美的，注定是短暂的。

原因在于，市场出清、实现均衡的过程，终将被扩张的冲动所撕裂。因为在利润的刺激下，企业将继续扩大产量——然而超越了均衡点，就意味着供大于求的局面在形成，因此可能会导致库存的积累和增多，从而导致库销比上升——这是一个主动型的库存积累的过程，为了和需求形成合理的配比，企业在有意识地累积库存。

这意味着，企业的库存水平很快就会走向上升——这是由企业的盈利本能决定的，因为此时较高的价格、丰厚的利润，使得企业的经营偏向于乐观。这种乐观在未来，可能遭逢三种不同的结果：

- 新需求强劲，因此库存上升的速度并不快，这意味着走向中周期之路将较为平坦；
- 新需求乏力，因此企业的库存开始被动型的、但是缓慢地积累，走向中周期的路途坎坷；
- 新需求渺无踪迹，而固有的需求也在衰退，因此企业的库存开始大幅度积累，并走向滞胀之路，进一步则是转向令人触目惊心的二次去库存阶段。

图 22：走向主动时的库销比及其变化



资料来源：中信建投研发部

无论如何，各个行业和宏观经济都将在这些路径中“三选一”。观察其选择结果的指标有两个：（1）库存的增速；（2）库销比。

根据我们对库存周期的一贯研究，我们判断：（1）从 2010 年 10 月到 2011 年 2 月份，是中国经济的被动型库存减少阶段；（2）从 2011 年 3 月到 2011 年 5 月份，是中国经济的市场出清阶段，即均衡阶段，而均衡只会维持 2-3 个月的时间；（3）此后从 6 月份开始，将进入主动型的库存增加阶段——在这个阶段里，观察其最终是走向滞胀的毁灭之路，还是顺利步入中周期加速的坦途，最核心的指标，将是新需求。

四、蝶变：向上突破的艰难与复杂性

“主动型的库存重建时期，是一个艰难而漫长的时期，也是孕育着中周期启动加速的时期。该阶段的核心问题，是找到与产量扩大相匹配的新需求。由于需求的不可测，因而注定了这是一个复杂的过程。在库存加速器的作用下，企业的盈利存在着向上或向下的超预期之可能。”

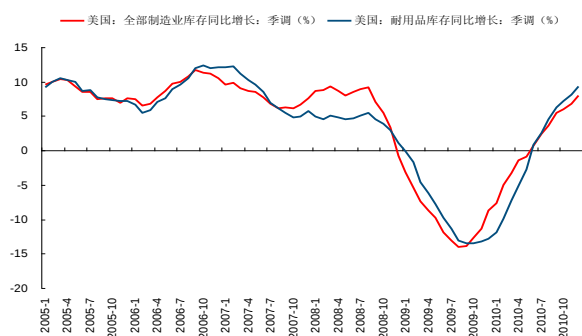
4.1 前景：主动补库的前路坎坷

在主动型的库存增加阶段，由于对潜在的新需求心存迷茫，由于对可能遭遇的滞胀天花板心怀忐忑，由于很难分清楚库存的增加是合意的还是非合意的，所以注定了主动型的补库存过程，是一个坎坷的过程。

观察美国经济的周期阶段，我们可以验证这一结论。数据显示，目前美国经济仍处于主动型库存重建阶段，但是进展艰难，过程纠结。这主要表现在：

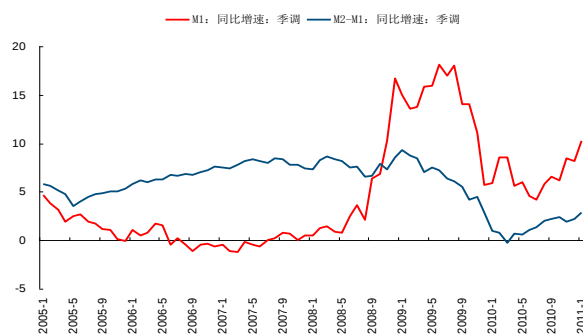
- 实体经济领域：价格略微持平，采购、生产量仍在恢复，库存水平继续增加，但库销比却在下降。
- 虚拟经济领域：货币资金增速继续回升，利率保持不变，显示资金供给的宽裕和补库行动的乏力。

图 23：美国制造业和耐用品的库存同比增长（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 24：美国 M1 和准货币的增速（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

4.2 机制：中周期里的需求牵引

在整个库存重建的过程中，企业的产量都是一个不断向上的连续统。这意味着，随着产量的继续扩大，企业终将突破库存周期中的产能的约束，进而出现扩张产能的行为，即构成设备投资的需要。

当然了，并不是每个产业都存在着扩张产能、进而进行设备投资的需要。我们曾指出，中周期产生的根源在于：不断升级着的需求和产能建设相对滞后的供给之间存在着结构性的矛盾及其解决。

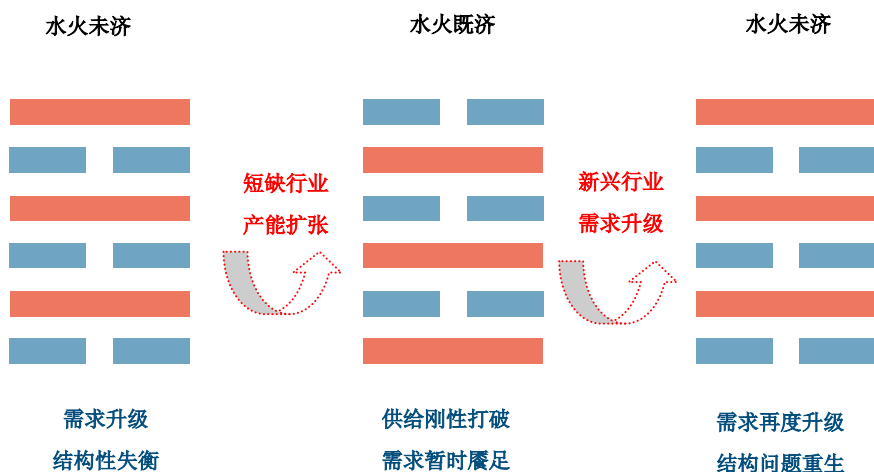
我们使用《周易》之中的“水火未济”、“水火既济”两个卦象，来展现中周期里新兴行业需求升级和短缺行业产能扩张这两者之间的演进和对中周期的推动：

- 在我们看来，人类的需求是永无餍足的，当一种需求被满足后，总会有新的一种需求应运而生；然而供给是由产能决定的，产能建设存在着一定的刚性（滞后性），这就出现了结构性的供需失衡——也就

是，需求没有升级的行业，其供给是充裕甚至是过剩的；而需求已然升级的行业，其供给却是短缺的，是为“未济”之象。

- 上述的这种结构性的错配，会随着投资的变化而出现改观。在结构性失衡背景下，短缺行业的产能将得到迅速的扩张；而相对过剩行业，其产能的扩张会受到极大的抑制。由此，我们将看到随着时间的推移，供给的刚性会被打破，而需求能够得到暂时性的满足，是为“既济”之象。
- 然而满足是暂时的。当新的需求逐渐再度出现时，旧有的产能结构已然无法令其满足。于是，结构性失衡的问题再度凸显，重返“未济”之象。

图 25：既济与未济：中周期里的需求牵引机制



资料来源：中信建投研发部

可以看到，中周期演进的逻辑和库存周期是略有不同的。库存周期是基于市场力量的一种简单再平衡，在这个再平衡里，需求曲线的位置并未发生太大的偏移；然而在中周期的概念里，并不存在一个典型的、固定的总量型需求曲线，其中各个行业的需求曲线的位置是在发生迁移的，这对各个行业的供给能力提出了不同的要求，由此就引发了不同行业的繁荣与衰落——因此，对于中周期，是非得用结构主义的视角去考察而不可的。

很显然，从“未济”走向“既济”的过程，是一个需求升级的过程，也是一个主导产业不断成长壮大的过程。这个过程得以进行的关键，在于新需求的不断给予的强力支持。

4.3 再现：旧需求的维系及增长

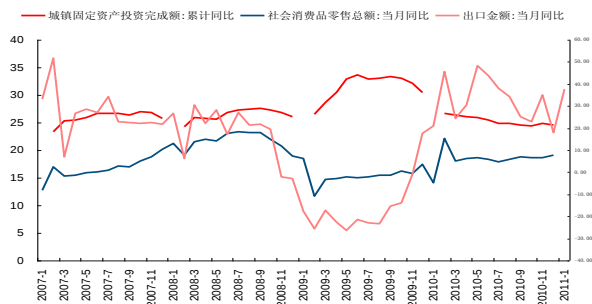
在探讨新需求问题之前，我们首先要探讨固有需求的增长态势是否能够维系，其增长的态势是否会延续。

4.3.1 旺盛的国内需求将得到维持

我们已经看到，2010 年的中国经济实现良好的增长势头，三驾马车齐头并进，全年增长达 10.3%。其中，固定资产投资在房地产投资快速上升的拉动下实现 24.5% 的平稳增速，而消费作为经济增长的稳定器也保持了 18.4% 的高增速。

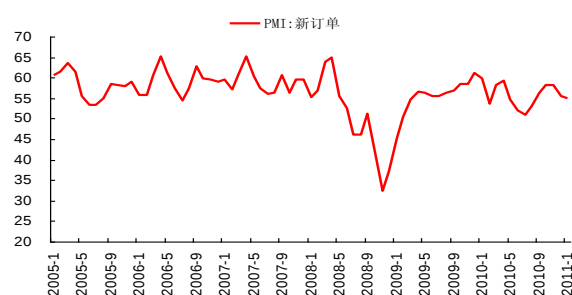
展望对于 2011 年，我们认为，在“十二五规划”启动的元年，投资有理由保持较高的增速；而在“从增长走向分配”的大背景下，消费的持续性将依然值得期待。

图 26：“三驾马车”同比增速（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 27：PMI 里的订单指数（%）

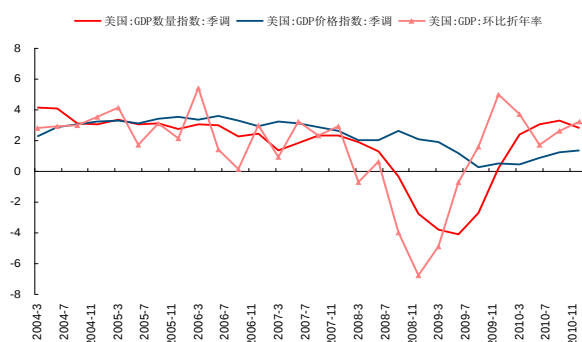


数据来源：Wind，中信建投研发部

4.3.2 海外经济的持续回暖值得期待

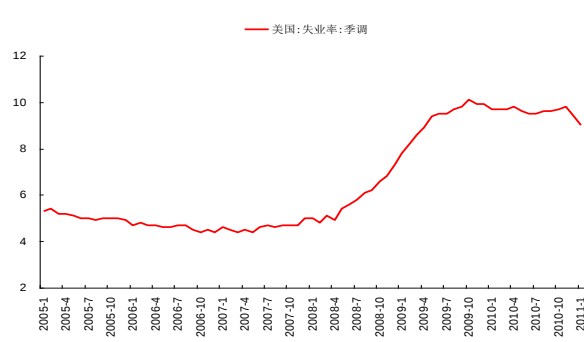
目前来看，美国经济处于持续复苏的通道之中。从 GDP 环比折年率的步步高升，到消费领域的持续增长，美国经济表现了足够的韧性——虽然并未能大幅度增长以期超越市场乐观预期，但也表现出了稳扎稳打的态势。

图 28：美国 GDP 增速（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 29：美国的失业率（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

数据显示，美国季调后的 1 月份的失业率再度降低至 9.0%，而初次申请失业救济的人数也下降至 38.3 万人。承前启后的失业数据的好转，意味着美国所谓“无就业复苏”的顽疾正在被治愈。鉴于就业数据的在美国宏观经济运行中的核心地位，似乎有理由对美国经济的未来持乐观态度。

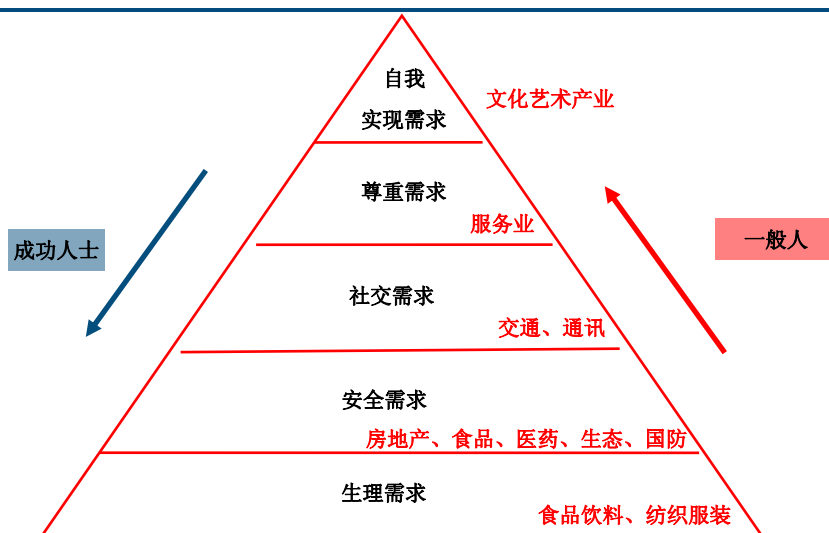
4.4 扩展：新需求的寻找和线索

4.4.1 需求的升级：吃-穿-用-住-行

沿着马斯洛的需求层次模型，我们不难发现，对于中国的普罗大众而言，已先后经历了从生理需求、向安全需求攀升的阶段。在过去三十年的中周期里，食品饮料业和纺织服装业的繁荣，分别体现了对“吃”，“穿”的要求，这是一种基本的生理需求；而房地产行业的兴起，体现了对“住”的要求，这表现为一种对个人安全的追求。

从这个角度讲，中国未来 10 年的主流需求，也许应该应在安全需求和社交需求上边了。所谓的安全需求，除了个人安全需求在未来仍将延续之外，可能还有公众的安全需求，如对于生态环境的要求，对于食品安全的要求，对于国防安全的要求；而对于社交的需求，未来可望更上一层楼，这种需求带来的将是交通、通讯以及相关服务业的发展机会。

图 30：马斯洛需求层次模型



资料来源：中信建投研发部

4.4.2 私人需求：个性化需求的增多，消费的普及在加快

根据我们在《繁荣の野望》中的梳理，私人需求主要体现在：

- 消费需求的多样化将带来产业结构内生的变化；
- 服务业催生重大的中间需求与最终需求；
- 城市化推进使消费普及与消费升级并存。

4.4.3 公共需求：公共品供给依然不足，缺口巨大

根据我们在《繁荣の野望》中的梳理，公共需求主要体现在：

- “民生主义”盛行的背景下，增加科教文卫的支出，近消费远投资，促进社会稳定地、有秩序地转型；
- “民族主义”重塑的背景下，增强军事和文化的支出，重塑本民族的文化主体意识，重铸本国家的战略防御力量，力图在国际化博弈加剧的大环境中保持主动；
- 需要特别指出的是，“住房难”带来了保障性住房建设的热议，并且在政治博弈加剧，“投名状变军令状”的背景下，保障性住房的建设规模、速度，都将远超市场的预期。

4.5 变迁：产业易经洗髓的潜能

在这个产业易经洗髓的过程中，我们用两种思路来寻找未来的主导产业：

- “需求上溯”的思路：我们认为最具潜力的行业是：生物医药、电信业和装备制造业；

图 31：基于“需求上溯”思路下的先导行业排行榜

生物医药（生物、中药、化学药）	★	★	★	★★★★
电信业（新一代信息技术）	★	★	★	★★★★
专用仪器仪表制造（高端装备制造、机械装备）	★	★	★	★★★★
房地产（保障性住房）		★	★	★★
交通		★	★	★★
水利		★	★	★★
军工		★	★	★★
新材料		★	★	★★
节能环保		★	★	★★
科教文卫		★	★	★★
煤炭工业	★			★
采盐业	★			★
房地产（商品房）		★		★
绿色食品		★		★
大消费、服务业		★		★
比较优势制造业		★		★
新能源			★	★
新能源汽车			★	★

资料来源：中信建投研发部

- “技术漫化”的思路：我们认为最具潜力的行业是：电气设备、精密机械制造业。

图 32：基于“技术漫化”思路下的先导行业排行榜：日本经验（1971-1985）

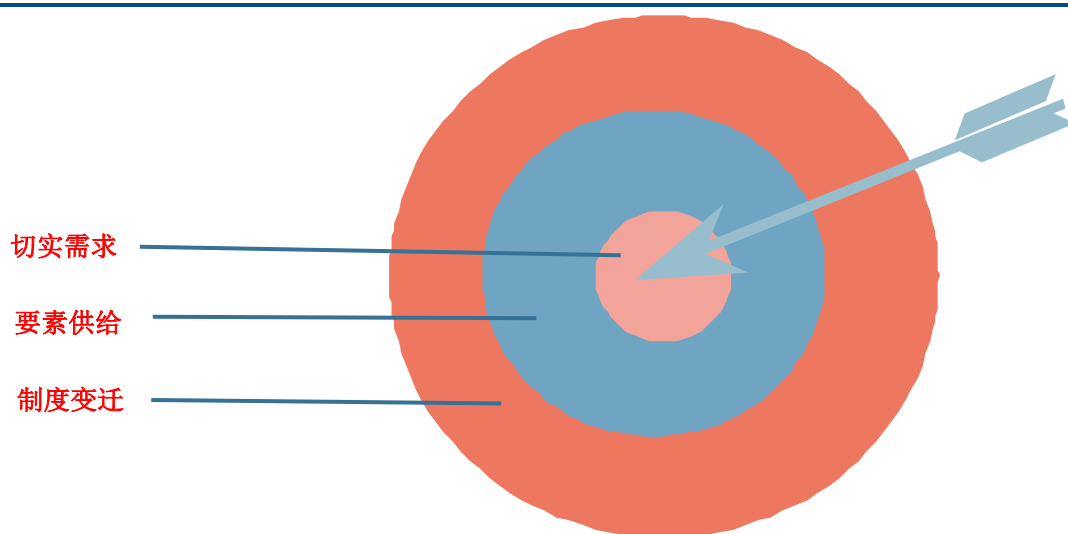
1971-1975		1976-1980		1981-1985	
	平均增长率(%)		平均增长率		平均增长率
电气设备	177.0	电气设备	30.91	电气设备	6.2
精密机械	18.9	化工	26.81	精密机械	5.4
社区和社会服务	10.8	橡胶	21.44	化工	4.3
通信	9.7	精密机械	19.57	橡胶	3.9
供水供气	9.5	通用机械	12.77	批发	2.6
批发	9.1	批发	11.54	社区和社会服务	2.3
零售	7.5	非铁金属	11.22	供水供气	2.2
房屋租赁	7.4	商业服务	10.54	商业服务	2.1
其它不动产	6.3	钢铁	10.01	非铁金属	2.0
运输机械	6.3	运输机械	9.30	运输机械	1.9
食品	6.1	供水供气	7.96	零售	1.6
商业服务	6.1	电力	7.34	其它不动产	1.5
化工	6.1	其它不动产	7.34	通用机械	1.5
造纸	5.6	零售	7.28	钢铁	1.5
家具	5.5	社区和社会服务	6.82	房屋租赁	1.4

资料来源：中信建投研发部

4.6 尝试：突向中周期的不可得

在我们看来，一个新的中周期的完美启动，离不开三个至关重要的环节：切实的需求、要素的配合、以及制度的变迁。其中，需求是处于核心位置，是一种结构性的新需求；要素则是处于次一级位置的，这种要素供给包括了资本、劳动力、矿产资源、基础设施以及技术、知识等等；处于第三个层次的是制度变迁，表现为市场化、国际化、以及公平公正的宪法秩序。

图 33：中国中周期启动的三要素



资料来源：中信建投研发部

对中国进入新一轮的中周期繁荣的所需的条件再度进行梳理，在目前的条件下，我们的结论依然是明确的：

- (1) 目前，主动型的库存重建仍将在低水平上进行，可能存在部分行业开始扩大产能之可能，但并未能有效地掀起第一波繁荣。这是因为，在先管制后变革的背景下，中周期突破的“要素成本问题”被搁置，“制度变革”问题也再度被延迟，而“创新”在目前则依然不太明朗。
- (2) 我们认为，在 6 月份之后展开的主动型库存增加的过程中，可能会出现设备投资的显著增加，但是并未能证实中国经济能够借势进入中周期加速阶段。不过在这样的背景下，资本市场可能会出现基于“假突破”而进行布局式投资之可能——实质上，这是主动型库存增加向中周期突破中的一次“试验”，或曰“试错”。
- (3) 预计在 2012 之后，中国的经济会重返产能大规模扩张的轨道之中。在经历了过渡、变革和创新之后，中国经济才能够迎来公司的繁荣、行业的繁荣和和经济的繁荣，才能够在花开花谢、云卷云舒之后，最终突破库存周期。



五、伤逝：春天里的舞会及其散场

“当突破遭遇失败，只能够徘徊在艰难而漫长的主动型库存重建阶段之时，一切重归于波澜不惊。但是对于市场来说，轰轰烈烈的周期复辟行情可能已经在上演着，并一波三折，精彩纷呈。”

5.1 顺序：周期复辟的梯次

在周期复辟的三个阶段里，根据我们的演绎，围绕着企业的利润最大化问题，会先后出现三种投资思路：

- 思路之一：中游以稳定制胜；
- 思路之二：上游以弹性制胜；
- 思路之三：中周期的假突破。

这三种思路的第次更迭，意味着在周期复辟行情的不同阶段，将会出现不同行业的轮动机会。当然了，在复辟必然走向失败的背景下，也会出现第四种投资思路：

- 思路之四：撤退与战略防御。

5.2 空间：从利润走向估值

在周期复辟行情的不同阶段，主力行业各不相同，筛选主力行业的指标也大有差别：

- 周期复辟的第一阶段：中游以稳定的收益获得了特别关注，判别中游能够胜出的关键变量是产出缺口；
- 周期复辟的第二阶段：由于通胀担忧得到有效纾缓，因此企业库存重建的行为得到了货币资金的支持而如鱼得水，上游行业将会迸发出更大的业绩弹性，是以判别出上游能够胜出的关键变量是业绩弹性；
- 周期复辟的第三阶段：由于主动型库存重建逐渐向中周期蔓延，因此先导产业们将会获得越来越多的关注，而判别哪些先导行业能够胜出的关键性变量是新订单、新需求（新故事）。

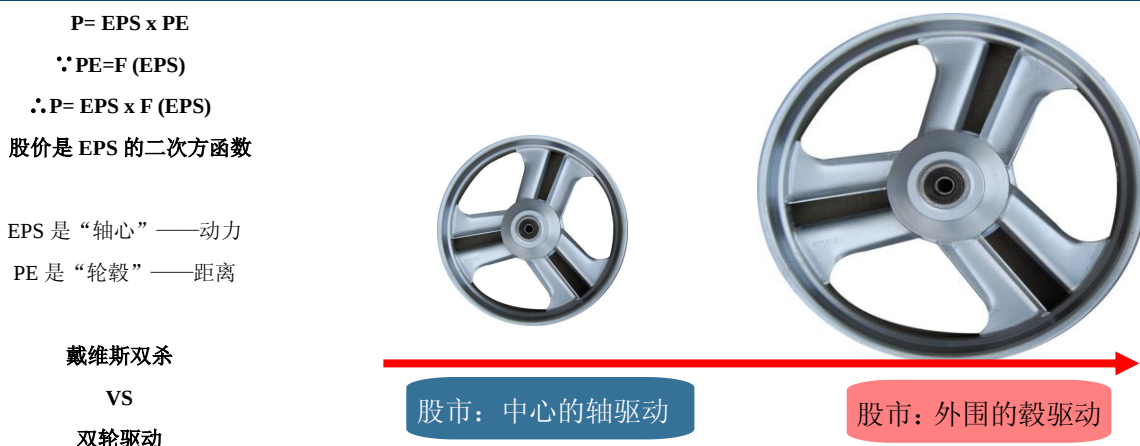
在周期复辟的三个阶段里，我们不难发现，股市关注的重心在不断变化，从确定性的 EPS 到业绩增长的弹性，再到富于想象空间的先导或者主导产业，反映了股市驱动力从 EPS 到 PE 驱动的逐步变化。

事实上，在我们宏观的视野里，从 EPS 到 PE 之间存在一个映射。对于这个映射的理解，可以类比为从车轴到车轂的辐射——其中，车轴是动力源、是根本的，但是车轂的周长却是最大的、对于长途跋涉却是最为给力的——因此相应而言，PE 驱动带来的增长幅度是较大的。

这就意味着，随着周期复辟行情的深入，将是一个市场的能量逐渐放大的过程，也是一个估值中枢被不断抬高的过程，正所谓：

“一上一上又一上，一上上到高山。举头红日白云低，四海五湖皆一望。”

图 34：股市驱动力由 EPS 转向 PE



资料来源：中信建投研发部

5.3 惜别：仅仅是一场复辟

凡是复辟，都是逆流而动的，因此注定了不可持续。

所以随着库存周期的演进，周期复辟会一波三折随风而上，但是应该明了到这样的一种复辟，是一种在流动性泛滥之后的高通胀、紧货币的宏观背景下的一种夹缝中的行情，是一场有条件的复辟。

这就意味着，周期复辟的行情存在着极大的不确定性。虽然在结构主义者的视角里，一切都是如此的清澈，不再纠结；但是美丽的灵芝，总是长在悬崖峭壁之巅、恶虎巨蟒之畔，因此要去采摘总是要冒些风险的——当然了，美丽只属于最勇敢的人。

因此我们还是要提示风险。在我们宏观的视角下，周期复辟的行情被中断，可能的触发点（或者说周期复辟的行情能够持续，被消除的风险点）可能是：

- (1) 通胀的走势失去控制；
- (2) 紧缩政策持续超预期；
- (3) 海外的动荡迁延不绝；
- (4) 国内的政治开始混乱。

分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。2009“远见杯”宏观预测第二名，2010年《新财富》宏观组最佳分析师第六名。

刘之意：南开大学经济学硕士，宏观经济分析师。从事证券行业宏观分析3年，以结构主义为纲领，立足于产业演进、库存变动等中微观观察，为宏观判断提供来自实体经济的支持。2010年《新财富》宏观组最佳分析师第六名。

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

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

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

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时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任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。