



## 全球库存双周报《泛海观澜》第十四期

# 蓝海宏图

发布日期：2011 年 10 月 28 日 分析师：刘之意 电话：010-85130273 执业证书编号：S1440510120046

### 内容提要

- **涛声变奏，蓝海宏图。**在上一期的双周报《泛海观澜之十三：涛声变奏》中，我们讨论了海外冲击给中国库存周期演进所带来的威胁，以及为化解威胁政府可能采取的对策。目前来看，正如我们所预期的，海外的威胁正在弱化，而结构型松绑的政策正在强化。至此，一个漂亮的华尔兹回旋之后，呈现在我们面前的，是《泛海观澜之十四：蓝海宏图》。
- **海外趋稳，冲击减弱。**海外对我国库存周期构成直接冲击的渠道是大宗商品价格和外贸这两个方面。目前，随着欧洲债务危机深入核心而得到了解决，欧元区有望强化先行指标反弹的趋势；而美国的去库存在历经数月后，目前处于已然企稳的底部区域。从这个角度来讲，海外冲击正逐步减弱，大宗商品价格和出口订单的回升，预示着海外需求企稳，这将对中国的库存周期起到拨乱反正的作用。
- **成本下降，利于穿越。**短期内，数据显示国内的库存仍在累积，尤其是耐用消费品销售不旺；工业企业应收账款提升，企业盈利能力继续下降，然而部分行业的主营业务成本下降打开了毛利率空间。进一步，这种销售不旺的局面，压低了生活资料的价格，为 CPI 的持续降低提供了契机，从而赢得了政策微调的空间；与此同时企业盈利能力的普遍下降，也将倒逼制度变革，制度刚性将被逐步打破。因此从中长期来看，中国的库存周期正在向稳态回归，并面临着成本下行的良好契机，利于穿越刚性。
- **微调维稳，变革启程。**从库存周期的视角来看，我们看到了货币政策的持续微调，有力地纾解了实体经济领域的流动性紧张局面；从中周期的视角来看，我们看到了体制变革的启程，无论是地方债发行试点，还是营业税转增值税的试点，都有从中期进宏观经济“供应方管理”的味道。因此总体来看，短期内的政策存在着序贯性的微调，在中长期也将通过持续的体制变革释放制度红利。
- **周期向上，行业分化。**综上，我们从三个方面展示了中国短周期运行至目前阶段所积累的局部优势：（1）外需稳定，订单不至失速下滑；（2）成本下降，穿过刚性具备了客观前提；（3）政策嬗变，短周期和中周期之间形成有效桥接。这三个因素的交相辉映，无疑会稳定曾经遭遇剧烈冲击的库存周期，并确保其在四季度恢复弹性，从而推动行业景气度的提升。只是行业仍将分化，鉴于房地产行业的库存压力较大，我们将推出《泛海观澜之十五：掘地三尺》，还请多加关注。



## 目 录

|                         |   |
|-------------------------|---|
| 一、海外冲击削弱：飓风已过，唯余涟漪..... | 3 |
| 二、周期回归稳态：祸福相倚，成本降低..... | 5 |
| 三、政策左右其手：前拖后拽，力促穿越..... | 7 |

## 图 表

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图 1: NYMEX 轻质原油（元/桶） .....                     | 3  |
| 图 2: 汇丰 PMI 订单指数和中采 PMI 出口订单指数.....            | 3  |
| 图 3: 德国的 PMI 指数 .....                          | 4  |
| 图 4: 德国的信心指数 .....                             | 4  |
| 图 5: 美国的季度 GDP 增速和价格增速（%） .....                | 4  |
| 图 6: 美国初次领取失业救济的 .....                         | 4  |
| 图 7: 中国商务部库存指数 .....                           | 5  |
| 图 8: 中国工业产成品累积同比和应收账款同比（%） .....               | 5  |
| 图 7: 工业企业利润累积增速（%） .....                       | 5  |
| 图 8: 主营业务成本和主营业务利润率（%） .....                   | 5  |
| 图 9: 工业企业利润累积增速（%） .....                       | 6  |
| 图 10: 净利润增速的变化幅度（%） .....                      | 6  |
| 图 11: SHIBOR 和票据直贴利率（%） .....                  | 7  |
| 图 12: 三主体循环让利示意图 .....                         | 8  |
| 图 13: 鼎卦，革故鼎新，迎来新的希望.....                      | 10 |
| 表 1：营业税转增值税主要受益行业的潜力排序（以 2010 年上市公司年报为据） ..... | 9  |

“在海边，最令人神往的，并不是夕阳下波光粼粼的海洋，而是天边儿的云……”

——资料来源：《安德鲁日记·鼓浪听涛》

## 一、海外冲击削弱：飓风已过，唯余涟漪

在中周期的框架下，我们亦步亦趋，不断地追踪着关于实体经济的种种数据，试图探寻短周期的涨落起伏，并评估每一次可能的冲击会造成的影响。我们发现，虽然长期趋势是周期内生给定的，但短期的波动在所难免，因为库存周期会明显受到种种外部因素的干预，如海外冲击，如政府政策。

在前一期的双周报《泛海观澜之十三：涛声变奏》中，我们讨论了海外冲击给中国库存周期所带来的威胁，以及为化解威胁政府可能采取的对策。目前来看，正如我们所预期的，海外的威胁正在弱化，而结构型松绑的政策正在强化。至此，一个漂亮的华尔兹回旋之后，呈现在我们面前的，是《泛海观澜之十四：蓝海宏图》。

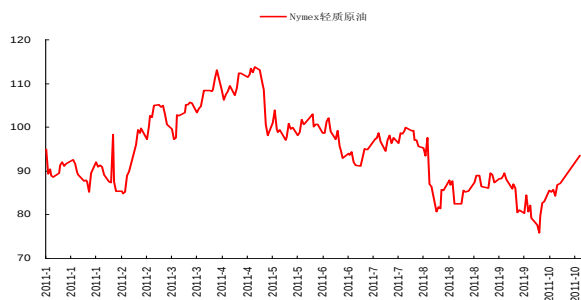
需要特别声明的是，从《涛声变奏》到《蓝海宏图》，中国库存周期运行的本质并没有变，变化的是库存周期行进的节奏。那么，且看这节奏会如何转变。

### 1.1 外部：海外冲击逐渐息止

在我们看来，海外冲击对我国实体经济的影响，主要有三个途径：（1）通过大宗商品的比价效应；（2）通过经常项目产生贸易上的往来；（3）通过资金流动如 FDI、外汇占款等的形式，对产业和流动性构成影响。

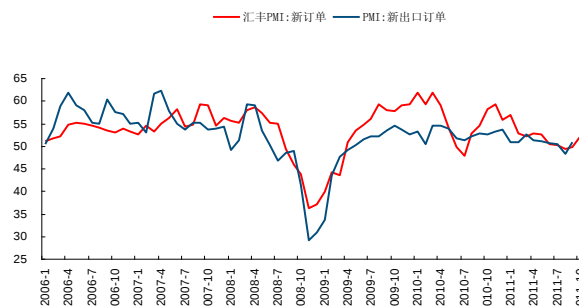
其中，对我国库存周期构成直接冲击的是大宗商品和外贸这两个方面。目前来看，以原油为代表的大宗商品价格止跌反弹，如 NYMEX 轻质原油较低点反弹已逾 18%；另一方，9 月份 PMI 出口订单指数大幅反弹 2.6 个百分点，而 10 月份的汇丰 PMI 指数亦反弹 2.3 个百分点。

图 1：NYMEX 轻质原油（元/桶）



数据来源：Wind，中信建投证券研发部

图 2：汇丰 PMI 订单指数和中采 PMI 出口订单指数



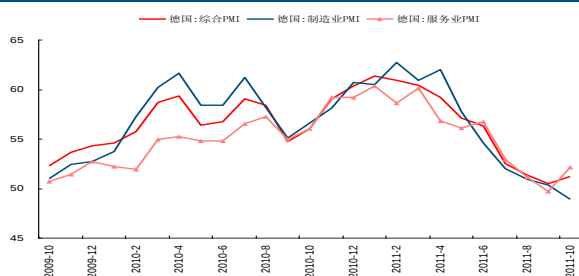
数据来源：Wind，中信建投证券研发部

回升的价格和订单，预示着海外需求已走向企稳，将对中国的库存周期起到拨乱反正的作用。之所以会出现这样的结果，是因为欧洲的债务危机深入核心而得到了解决；而美国的去库存历经数月，目前则处于明显的底部区域。

## 1.2 欧洲：斗鸡博弈有均衡

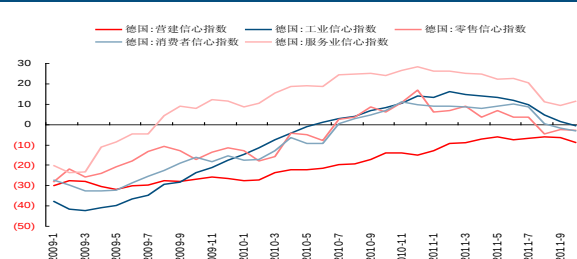
在我们看来，欧元区的债务问题，属于明显的“斗鸡博弈”。这种博弈的均衡在于，必定有一方选择退让。27日，欧元区就解决债务危机达成协议达成了相对完备的协议。很明显的是，协议的达成对南欧诸国构成利好，并将直接刺激欧盟主导国经济指标的反弹。而我们不难注意到，随着欧债危机逐步走向深入，部分先导指标其实已经出现了企稳反弹的迹象。

图 3：德国的 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投证券研发部

图 4：德国的信心指数

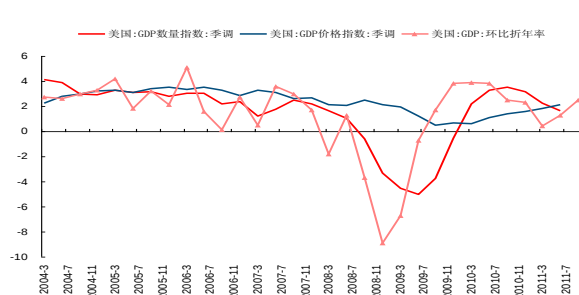


数据来源：Wind，中信建投证券研发部

## 1.3 美国：阻尼振荡自稳定

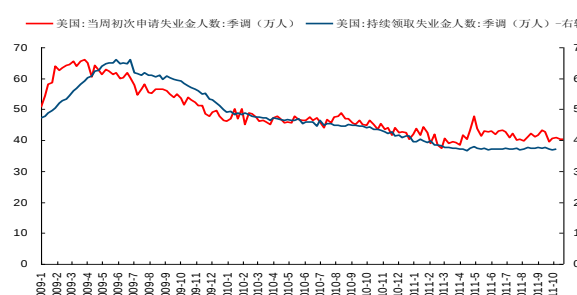
数据显示，二季度美国的商业库存拉高 GDP 约 0.18 个百分点，但 3 季度则拉低了 GDP 约 1.08 个百分点。这意味着对于美国而言，去库存的趋势得到了证实。但是更明显的是美国在刺激政策退出之后流露出的强劲增长。3 季度，美国 GDP 初值年化增长 2.5%；与此同时，最新的初次申请和持续申请失业救济的人数均在下降。这些数据表明，美国经济同样自具动力，在阻尼振荡中将逐渐趋于稳定。

图 5：美国的季度 GDP 增速和价格增速（%）



数据来源：Wind，中信建投证券研发部

图 6：美国初次领取失业救济的



数据来源：Wind，中信建投证券研发部

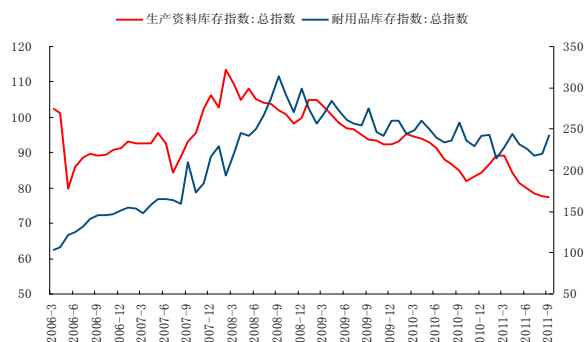
## 二、周期回归稳态：祸福相倚，成本降低

### 2.1 库存仍在累积，将抑制价格

海外经济出现企稳反弹迹象之时，数据表面中国经济仍处于库存周期演进的关键时期。

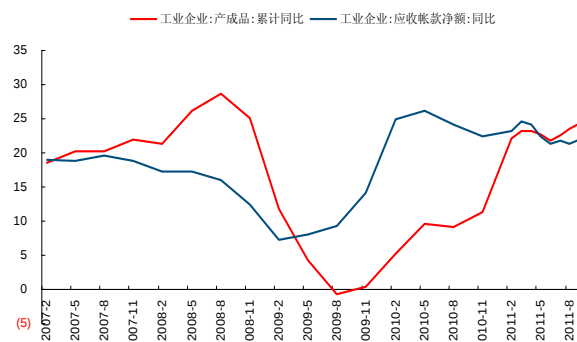
数据显示，9 月份商务部生产资料库存指数继续下滑，而耐用消费品库存指数则出现了明显的反弹。与此同时，27 日公布的工业企业绩效数据亦显示，目前工业企业的产成品库存和应收账款略微反弹的倾向。可以确定的是，生产资料的去库存会反反复复，多次轮回；而生活资料库存的累积，则可能压制 CPI 的价格，从而为政策的转折创造契机。

图 7：中国商务部库存指数



数据来源：Wind，中信建投证券研发部

图 8：中国工业产成品累积同比和应收账款同比（%）



数据来源：Wind，中信建投证券研发部

### 2.2 工业企业利润受到成本影响

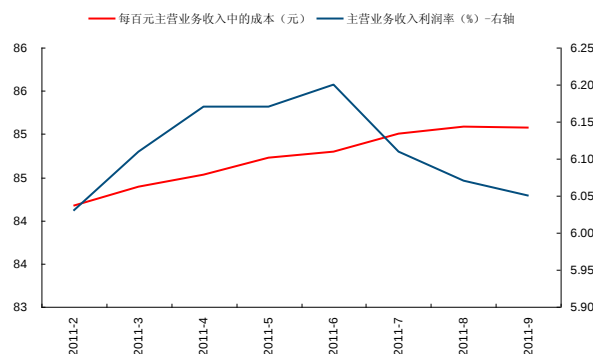
我们同时注意到，9 月份规模以上工业企业的累积利润同比增速略下滑 1.23 个百分点至 27%，主营业务成本降 0.01 个百分点至 85.07%，主营业务利润率继降 0.02 个百分点至 6.05%。很显然，工业企业的盈利能力受到了除了主营业务成本之外的成本的削弱，这一点从主要行业的利润趋势中更容易观察到。

图 7：工业企业利润累积增速（%）



数据来源：Wind，中信建投证券研发部

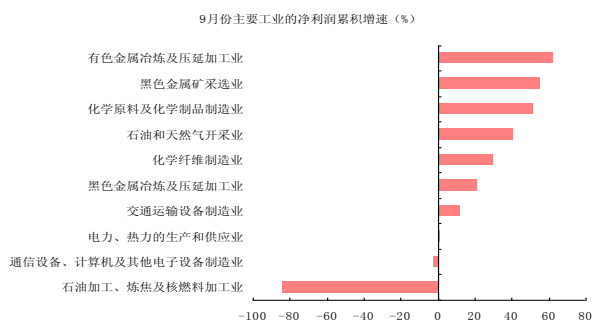
图 8：主营业务成本和主营业务利润率（%）



数据来源：Wind，中信建投证券研发部

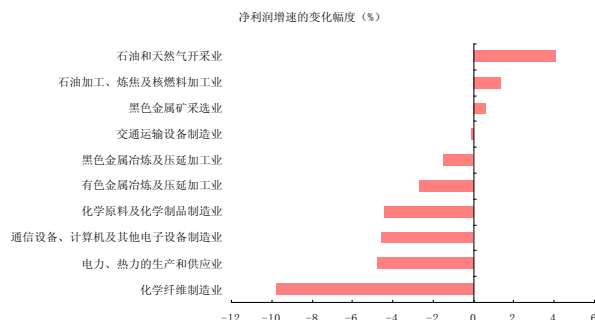
在 9 月份的主要的工业企业中，石油加工、炼焦及核燃料加工业和通信设备、计算机及其他电子设备制造业的净利润表现为负增长，大部分行业低于平均水平，只有有色、采矿和化工的净利润的增速显著较高。但是从变化趋势来看，黑色金属矿采选业、石油加工、炼焦及核燃料加工业、石油和天然气开采业这三个行业的净利润增速表现出了加速或者是反弹的态势，究其原因，则主要是原材料成本降低带来毛利率空间进一步扩大所致。

图 9：工业企业利润累积增速（%）



数据来源：Wind，中信建投证券研发部

图 10：净利润增速的变化幅度（%）



数据来源：Wind，中信建投证券研发部

## 2.3 成本的降低有利于穿越刚性

成本问题，是阻碍中国经济从库存周期向中周期过渡的核心问题。在《化蝶：突破库存周期》一文中，我们已指出，现实阻碍穿越的成本主要包括三个方面：

- 劳动力成本：随着“刘易斯拐点”的到来，劳动力成本成为劳动密集型产业的重要新增成本因素；
- 原材料成本：随着此前以大宗商品为代表的原材料价格迅速下降，中期之内，加工制造业企业享有一个较廉价的原材料成本环境；
- 财务成本：从库周期的视角来看，利息和债务资金成本的上升，使得库存投资的能力受到了极大削弱。不过，随着以 CPI 为代表的通胀的回落，我们预计货币政策的局部型松绑迎来了时间窗口。

总体来看，短期内的成本环境已经发生了若干变化。而从中长期来看，制约周期演进的制度刚性，也在新老交替、内外交攻之下，迎来了逐步变革的机会：

- 制度刚性：在中周期的框架下，中国经济面临着转型的必然要求，因此打破制度刚性是题中之义。

所以我们倾向于认为，中国的库存周期正在向着稳态回归，并面临着成本下行的良好契机，如何化风险为收益，考验着宏观调控当局的智慧。

## 三、政策左右其手：前拖后拽，力促穿越

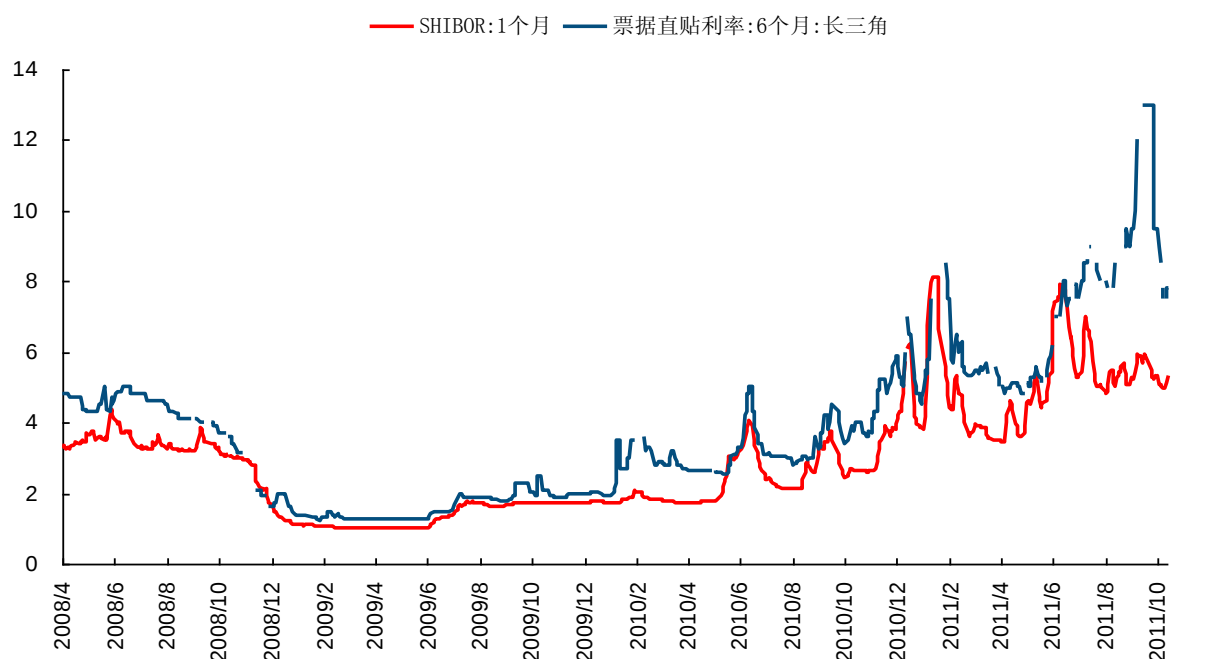
### 3.1 库存周期视角下的政策微调

在上一期的双周报《涛声变奏》中，我们描摹了外部冲击、内部紧缩背景下的中国库存周期所面临的窘境。很显然，这种窘境已经促使调控当局正在调整思路。在“增长有底、通胀有底”这一政策目标下，我们已经看到了政策微调的持续实践，在此不再添加。

这种微调的实践，直接体现在货币资金利率上。我们观察到，近半个月，6个月的票据直贴利率迅速回落将近折半，反映出实体经济流动性得到了较强力度的纾缓。无疑义的是，这对于库存周期的健康演进，提供了有力的支撑。

当然了，在我们看来，为促进库存周期而进行的微调，可划入“稳增长”的范畴之列。

图 11: SHIBOR 和票据直贴利率 (%)



资料来源: Wind, 中信建投研发部

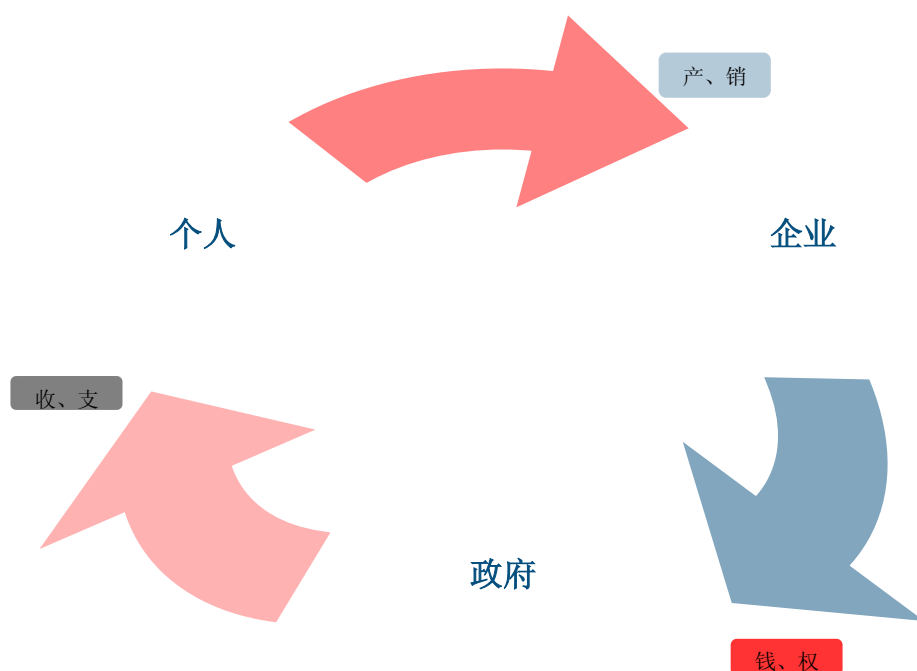
### 3.2 中周期视角下的制度红利

不过，在更早一期的双周报《有风来仪》中，我们已经指出在目前的背景下，隐含着一个更深层次的制度变革的重要性。因为目前调控当局的政策目标，是确保中国经济走在正确的路上，因此“前拖后拽”就是最佳的施政纲领。

实际上，目前的中国面临着结构转型的挑战，而被寄予希望的中枢下移后的繁荣，也需要体制的变革来鸣锣开道。只是必须明了，在转型的路上，我们无法单纯依靠技术的提升来维系增长。因为显而易见的是，在中国，“不要迷恋技术，技术只是个传说；”在中国，“制度重于技术。”中国过去三十年的繁荣，是从打破分利集团开始的——因此新的中周期繁荣的起点，应该、而且也只能是制度变迁。基于此，我们可以布局制度红利。

然制度红利从何而来？从让利而来。我们构建了“三主体循环让利示意图”。因为只有让渡出来的利益能够收回，让利的行动才能得以顺利推动。这在经济学上也意味着从令小部分难受的“卡尔多改进”再度回到皆大欢喜的“帕累托最优”，唯如此，制度红利所隐喻的改良主义才能够是理性的、并能够得以实施。据此框架，我们可以深入分析当局逐步践行的让利行为和体制变化。

图 12：三主体循环让利示意图



资料来源：中信建投研发部

当然，制度变革存在着时间的不确定和效果无法准确把握的问题。对此我们的思考是，基于政策博弈：虽然在“稳增长”这个目标上抵牾，但在“促转型”这个话题上，调控当局的利益是完全一致的。因此，我们预计将会有更多的有利于中长期发展的产业政策利好被释放出来。

我们欣喜地看到，近期中央推出了营业税转增值税的试点方案。通过梳理我们不难发现，这项减税措施反映了调控当局着眼于更长时期的“供给管理”的倾向。这样的减税方案，本质上是对税收的一个调节，同时也是政府对企业的让利。调节反映在，销售利润率低的行业，将受益该方案更多，如建筑、商

贸等行业；让利则直接反映在，营业税相对于利润额较大的行业，将在这场税制改革中享有更大的弹性，如石化、建筑、通信运营和、运输物流等其他服务业。

我们预计，政府试图通过在长期的、持续的让利和调节，促成结构调整，并进而打破制度刚性。

**表 1：营业税转增值税主要受益行业的潜力排序（以 2010 年上市公司年报为据）**

| 主要受益行业（标准 1） | 营业利润/营业总收入（%） | 主要受益行业（标准 2） | 主营业务税金及附加/净利润 |
|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 轻工制造         | 7.04          | 银行           | 15.0%         |
| 国防军工         | 5.53          | 交通运输         | 15.1%         |
| 有色金属         | 5.52          | 传媒           | 21.2%         |
| 基础化工         | 5.43          | 综合           | 27.7%         |
| 计算机          | 5.38          | 汽车           | 30.6%         |
| 电子元器件        | 5.32          | 商贸零售         | 30.7%         |
| 农林牧渔         | 4.29          | 食品饮料         | 38.3%         |
| 通信           | 3.72          | 餐饮旅游         | 50.9%         |
| 商贸零售         | 3.53          | 通信           | 66.1%         |
| 家电           | 3.33          | 房地产          | 69.2%         |
| 建筑           | 3.04          | 建筑           | 153.1%        |
| 钢铁           | 2.96          | 石油石化         | 153.8%        |

资料来源：Wind, 中信建投研发部

### 3.3 内、外辉映，周期恢复弹性

至此，在前文的分析中，我们分三个部分展示了中国短周期运行至目前阶段所积累的局部优势：

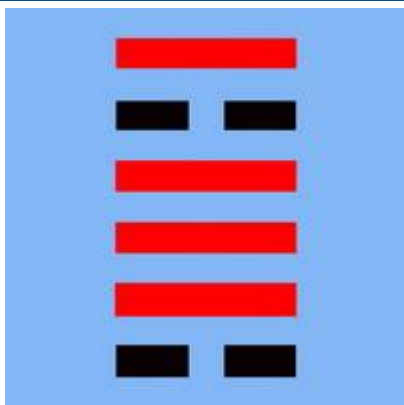
- （1）外需稳定，订单不至失速下滑；
- （2）成本下降，穿过刚性具备了客观前提；
- （3）政策嬗变，短周期和中周期之间形成有效桥接。

这三个因素的交相辉映，无疑会稳定曾经遭受到冲击的库存周期，并确保其在四季度恢复弹性，从而推动行业景气度的提升。

只是我们需要注意的是，并不是所有的行业都将在四季度面临着景气度的回升。在库存周期向中周期转化的过渡期，行业的分化在所难免，因为我们将进一步深化对中观行业的库存周期运行探讨。

鉴于房地产行业目前的库存压力较大、在四季度可能面临着复杂的变局、并对宏观经济构成潜在威胁，我们将推出《泛海观澜之十五：掘地三尺》，敬请关注。

图 13：鼎卦，革故鼎新，迎来新的希望



鼎卦，下巽上离，燃木煮食，有化生为熟，除旧布新的意思。鼎为重宝大器，三足稳重之象。煮食，喻食物充足，不再有困难和困扰。

——《图解周易》

资料来源：中信建投研发部



## 分析师介绍

**刘之意：**南开大学经济学硕士，宏观经济分析师，结构主义的践行者。从事新能源行业分析 1 年，宏观分析 3 年，从决定资产价值最本质的实体经济入手，专注于库存变动和产业演进，为宏观判断和策略配置提供中观基础。2010 年《新财富》宏观组最佳分析师第六名。

## 研究服务

### 董事总经理 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

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@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

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@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

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

### 保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

### 私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

## 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/或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。