



鱼龙俱下，唯垄断者存

发布日期：2011 年 12 月 6 日

分析师：刘之意

电话：010—85130273

执业证书编号：S1440510120046

信息或事件：……

- 11 月份 PMI 为 49.0 %，主要分项数据下滑而产成品数据独高，大部分行业的 PMI 数据出现明显下滑。

一、现阶段的主要问题：经济下滑逐渐显性化

花开两朵，各表一枝。在 12 月 2 日的 PMI 简评数据《苍山已远，旧梦重弹》中，我们已经指出，目前经济生活的主要矛盾是有效需求不足，经济存在着下滑隐忧。

从总量数据来看，我们看到 PMI 数据自 09 年 3 月份之后首次录得 50% 以下的数据。从分项数据来看，主要分项数据下滑而产成品库存数据独高飙升。从企业经营环节来看，我们得到的主线是：出口订单下滑——国内订单下滑——积压订单减少——产成品库存的回升——滞销局面产生——生产谨慎维持——采购量、价大跌——原材料库存下降。至此，除了产成品库存上升意味着滞销之外，PMI 体系全军覆没。

诚然，没有比这更坏的暗示了：高库存、低需求，未来的增长存隐忧。

表 1：11 月份 PMI 分环节的增幅—除了产成品库存上升之外，余子皆墨

生产环节	指标分类	本月数据	环比增幅 (%)	上个月环比增幅 (%)
全部	PMI	49.0	(1.4)	(0.8)
采购环节	进口	47.3	0.3	(3.1)
	采购量	49.8	(0.9)	(0.8)
	购进价格	44.4	(1.8)	(10.4)
	原材料库存	46.7	(1.8)	(0.5)
生产环节	生产量	50.9	(1.4)	(0.4)
	从业人员	49.0	(0.7)	(1.3)
营销环节	产成品库存	53.1	2.8	0.4
	供应商配送时间	50.4	(0.3)	1.2
	积压订单	45.2	(0.8)	(2.9)
	新订单	45.6	(2.7)	(0.8)
	出口订单	45.6	(3.0)	(2.3)

数据来源：CFLP，中信建投研发部

二、现象、对策以及逻辑：周期的嬗变与善变

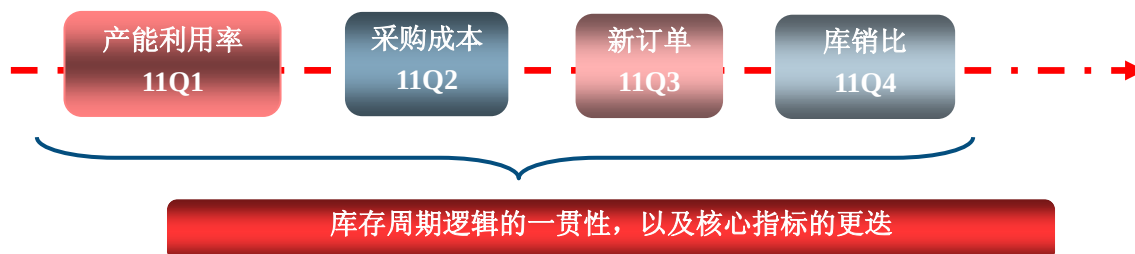
2.1 变的是指标，不变的是周期运行的逻辑

宏观经济的危局，似乎有些超出市场的普遍预期。

其实，在我们的周期运行框架中，这一切都见怪不怪。回顾 2011 年以来的宏观经济走势，可发现其基本逃不离我们 2011 年年度策略报告《新起点：嬗变与冲击》的框架：周期的嬗变是主线，而海外的冲击则改变着周期演进的节奏。按照季度，基本可做如下划分：

- (1) **一季度，周期复辟：**1 季度，在保障房预期、国际地缘政治危机下的放松预期、国际大宗商品价格暴涨的影响下，一季度的企业毛利率空间扩大，产能利用率提升，因为一季度的宏观经济处于“周期复辟”的阶段，产能利用率是观测库存周期演进和产业选择的主要标准。
- (2) **二季度，穿越刚性：**2 季度，周期复辟的恶果显现。持续的景气带来了原材料价格的飙升，对企业的毛利率构成了侵蚀，工业生产的景气度下降；同时，PPI 的上升也在 CPI 中滞后地反映出来，因此招致了更为严厉的货币紧缩措施。至此，穿越包含着原材料成本、融资成本的刚性，成为经济生活的主要问题，采购成本成为观察库存周期演进和产业选择的主要标准。
- (3) **三季度，外围中心论：**随着美国 QE2 的到期和在债务上限问题的纠结，全球都进入到了为挽救上次危机的深化而进行减杠杆的时候了，大规模刺激的不良后果全面展现。在这样的背景下，全球经济的冬天逐渐带来，怀着“冬天来临，胖子抗冻”的想法，我们推出了“外围中心论”，指出中国的经济格局将出现外围收缩、中心走强的趋势，此时，新需求成为产业选择的主要指标。
- (4) **四季度，涛声变奏：**海外持续的冲击，终究改变了周期嬗变的性质，去库存开始成为经济生活的主流。我们发现，大宗商品价格暴跌和国内需求的不足，使得有效需求匮乏，去库存从原材料库存开始并向着产成品库存全面蔓延。至此，我们应该关注的指标是，哪些行业的库销比保持在较低的水平上，因此在未来的经济显性下滑中受伤最浅，并率先走出谷底。

图 2：2011 年库存周期演进中的核心观测指标变化



资料来源：中信建投研发部

我们可以看到，在整个 2011 年，在库存周期的观测中，我们先后使用了：产能利用率—采购成本—新订单和库存比指标。对于库存周期的研究，我们并不是机械地理解其概念和特征，而是结构主义的方法去诠释和演绎。在年中的一封信回复机构投资者的信中，我们如是写到：

很抱歉现在才给您回信，感谢您对我们中信建投库存研究的关注。目前市场上对于库存进行研究的人很多，品物流形，各执一词。而我们对于库存周期的研究，更多的是从“结构主义”的角度去考察的。

结构主义哲学的基本特征，一是强调整体性，二是强调共时性；其非哲学表达就是多元并存、动态演绎的意思。在我们看来，库存其实是工业生产（类同于 GDP 或经济增长）的滞后指标，而且存在两种库存变动的原因（合意库存和非合意库存）。因此从投资实践的角度出发，我们是从一个整体的角度去观察库存周期演进的，而非特专注于库存变动本身。

另外对于库存数据本身，我们并没有做太多的技术性处理；我们执念于“所见即所得”，因为处理过度，反而失却本真。我们曾经尝试过一些复杂的数据处理，但是效果并不理想：调整后的数据具有线性趋势意义，但是对于非线性的经济和市场走势，尤其是对于拐点的判断而言，却是远远不够的。

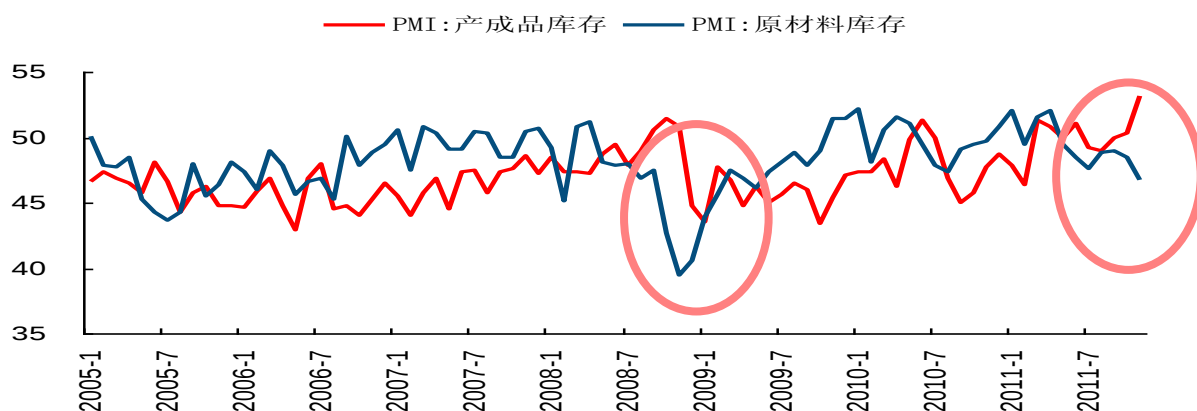
所以，我们更偏重对整体的把握，在实体经济变动的整体中勾嵌逻辑，希望能够收到“牵一发而动全身”的观测效果……】

2.2 现象总是重复，但是只是押韵并不雷同

应该说，对于周期嬗变的研究，是预测经济和市场走势的大利器，过往的投资实践已经给予了充分的证明。然而，如果去深化周期嬗变，却是一个大的课题。周期的本质特征，存在于它的波动性，而波动之力量之源，则是前一个或数个阶段积累的应力在本阶段的体现。在这样的思路下，我们来看看目前的经济现象：

- （1）从实体经济的角度来看，我们看到，近期的原材料库存持续下降，而产成品库存则持续高涨，两者之间的差距迅速拉大（从 10 月份的-1.8 个百分点扩大到 11 月份的-6.4 个百分点，历史上，唯有 08 年的 4 季度是-8.0），这预示着需求的疲沓，也预示着 12 年一季度 GDP 面临着失速的风险。

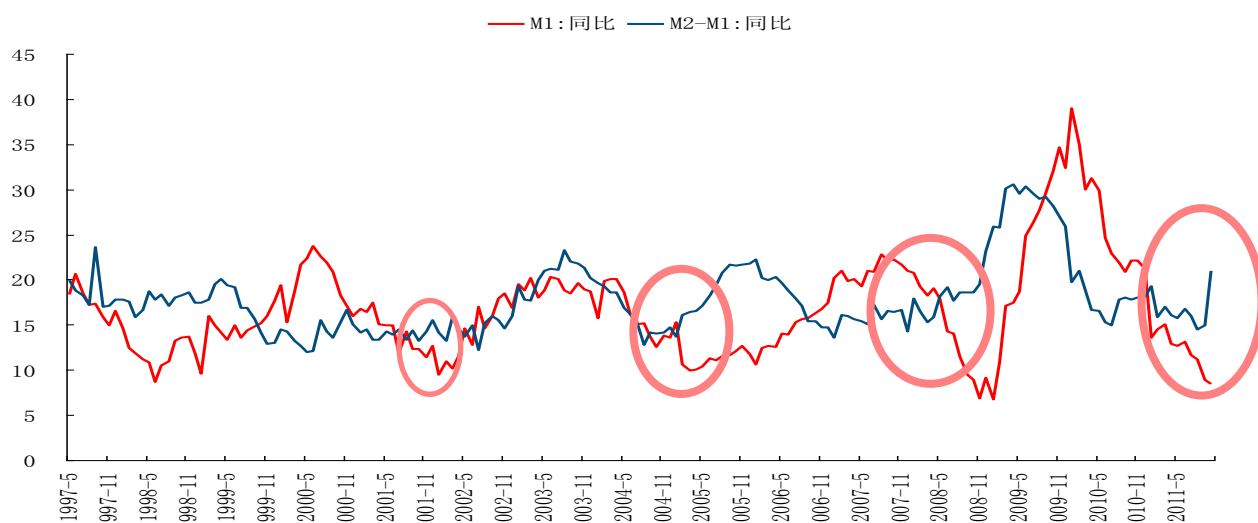
图 2：工业产成品的 PMI 库存增速（%）



数据来源：CEIC，中信建投研发部

- (2) 从货币流动性的角度来看，我们看到，近期的 M1 增速持续下滑，而准货币 M2-M1 的增速则迅速反弹，两者走势严重背离（其中，准货币的增速从 10 月份的 0.4 个百分点扩大到 11 月份的 6.1 个百分点，历史上，这种背离只发生在 2008 年的 12 月份—M2-M1 反弹 3.7 个百分点，以及 2005 年的 2 月份—M2-M1 反弹 2.4 个百分点，2001 年的 12 月份—M2-M1 反弹 1.27 个百分点。而在这三个阶段，都处于明显的去库存阶段，若对此有疑义，可以翻看我们的 2011 年 12 月 9 日发布的年度策略报告《繁荣的野望：从库存周期到中周期》）。这意味着，在去库存的初期，投资意愿（无论是库存投机，还是固定资产投资的意愿）会明显的下行，因此出现了资金冗余的状况。

图 3：M1 和准货币的增速（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

从库存周期的正、反两个方面，我们看到目前存在于宏观经济中的主要现象是：钱在银行，货在仓库，交易不活跃，财力、物力虚置。而综合实体经济和虚拟经济的数据，有两点结论是清晰的：

(1) 明年 1 季度的 GDP 恐将不虞。关于这一点，我们在《苍山已远，旧梦重弹》中已经做了论证，在此不再赘述。

(2) 货币政策的可作为空间较小，充沛的流动性基础将承担起“市场自救”的主力军作用。对比 4 次去库存初期阶段的准货币 M2-M1 和 M1 增速背离的程度，以及 M2-M1 反弹的力度，我们可以发现整个市场的潜在流动性并不匮乏，在投资风险稍有显露的情况下就迅速汇集成为无风险资产。从这个意义上讲，目前流动性的池子依然非常庞大，庞大到已经令货币政策的操作投鼠忌器的地步。

然而，充裕的市场流动性储备却提供市场自救的机会：一方面，财政政策的作用空间扩大。市场利率下行，国债发行环境改善，为“财政救赎”打开了空间。另一方面，充裕的流动性储备，也为经济的“自我救赎”提供了媒介，事实上，这也是本次去库存和此前几次去库存的最大差别之处。

我们将看到，窖藏的流动性成为宏观经济下行的结果，也将成为“救赎”宏观经济、并促使其上行的原因。

2.3 研究可举轻若重，但对策应该是举重若轻

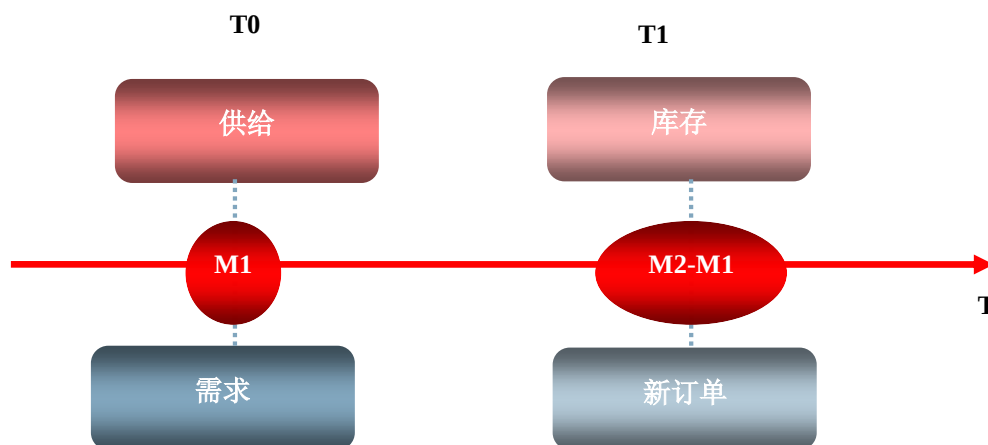
动辄拿目前和 08 年的情况比，其实很有一些“研究工作者都是寂寞哥”的原因。但是，政策的决策者到底该如何行动，则需要充分考虑种种因素，将有利的、不利的、潜在的、现实的、情绪的、行为的因素综合起来。这意味着，板子可以高高的举起，但是应该轻轻地落下，所谓“治大国若烹小鲜”的要义，大抵如是。

面对“钱在银行，货在仓库，交易不活跃，财力、物力虚置”的现象，我们已经指出，宏观经济存在着自我救赎的机制。抛却发行国债等财政政策手段，在结构主义者的眼里，目前市场也存在着“自我救赎”的强大动力。

周期的本质是波动，因此存在着动态平衡的机制，市场中的每一个要素都在期间发生着其微观的作用。因此，理解库存周期，就必须明了各个微观指标在库存周期中的位置和功用。在微观经济学中，供给、需求和价格是最根本的分析框架；再往后，加入货币因素来做统一和抽象，那就成了宏观经济学的微言大义了。

在我们看来，库存代表着未来的（潜在的）供给，而订单则代表着未来的（潜在的）需求，这是区别于现期已经执行和满足的供给和需求。而对于货币而言，货币的本质作用是交易的媒介，正如古老的经济学教科书所言，货币是个一般等价物。因此 $M1$ 的主要作用，在于中介现期（ $T0$ 期）的供给和需求；而作为准货币的 $M2-M1$ （主要项目是储蓄存款等），其目的在于满足未来的消费或者是投资，因此其主要作用是为了中介远期（ $T1$ 期）的供给和需求。

图 4：供给、需求和货币在时间轴上的对应关系



资料来源：中信建投研发部

在这样的逻辑下，我们可以看到，目前的情况是： $M2-M1$ 存量已经开始转头大幅度向上，这和库存的积累是对应的；考虑到短期货币政策的非中性，则 $M2-M1$ 的增加或许能够带来新订单；从而， $M2-M1$ 能够高效率地中介“用新订单去消耗高库存”的过程，从而实现从准货币 $M2-M1$ 到 $M1$ 的转化。

这一机理在数理中的反应是，回归分析显示： $M2-M1$ 增速大概领先于 $M1$ 增速 6-8 个月左右的时间。这意味着，就算现在的政策保持心平气和、举重若轻，则半年之后，中国的经济将能够逐渐恢复景气，从而实现微弱的自我的救赎。从这个角度上说，既然前路都看得很清楚了，我们并没有过度悲观的理由（除非外部冲击）。

三、行业甄别的结果：鱼龙俱下，唯垄断者存

3.1 宏观研究的时空和行业甄别的逻辑

然而对于研究尤其是商业性质的预测而言，除了得出结论之外，还得有时空概念。

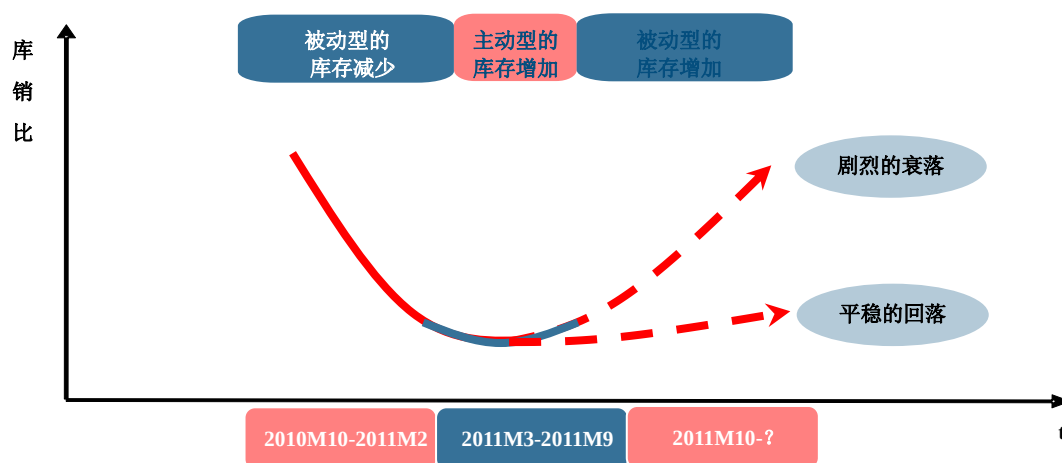
所谓的结论，就是某件事情是否会发生；所谓的“时”，就是何时会发生；所谓的“空”，就是如果发生则影响幅度有多大。就好比，对于算命先生而言，能张口断生死者固然是职业使然，若能测出何时遇凶吉者可谓半仙，若还能说出是何等之结局者，那就不啻是谪仙一类的人物了。

所以虽然明了目前的宏观经济和政策走向，还是不够的。因为虽然投资重视的是结果，但是结果是过程的结果。所以在试图高瞻远瞩、以静制动的同时，走一条动态最优化的路子，大概是每一个“庸人庸俗理旧狂”者所期待的吧。所以在当下，我们仍需要甄别行业，选择在经济下行的环境中最能抵御风险的行业。

在我们看来，目前的供需形势已经发生逆转，供大于求。因此，库存的流动性很充裕、而央行下调存准率新释放出来的流动性是否能够有效地促进交易，市场最需要关注的指标，是库销比。在这里，我们将用产成品库存和新订单之比来模拟。

- 库销比较高，预示着未来去库存的力度将会更大，所谓“飞瀑之下，必有深潭”；
- 库销比较低，预示着库存压力不大而需求相对尚可，去库存的副作用将会比较小；

图 5：库销比指标在去库存阶段，居于核心位置



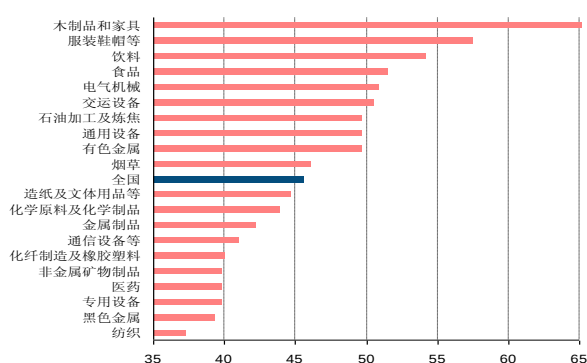
资料来源：中信建投研发部

我们之所以在此特别提出库销比的重要性，因为这对于我们从重重的数据中整理出哪些行业在中期内能够化险为夷、转危为安，具有直接的指导作用。显然，这不光是我们上面所谈的中期增长问题，更涉及到近期的行业选择问题。

3.2 行业甄别的主要结果：鱼龙俱下，唯垄断者存

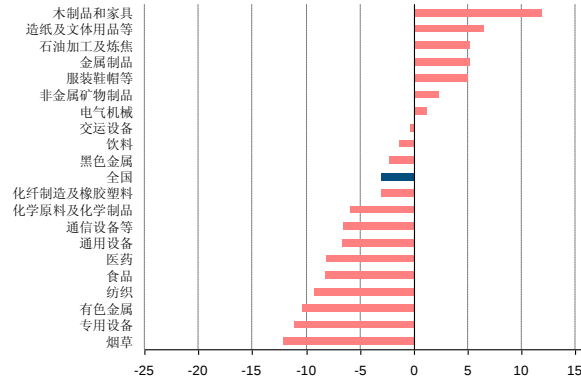
从作为正面因素的新订单指数来看，仅有木制品和家具、服装鞋帽等、饮料、食品的新订单指数靠前；木制品和家具、造纸及文体用品、石油加工及炼焦、金属制品、服装鞋帽等、非金属矿物制品、电气机械等行业的新订单反弹幅度居前。

图 6：PMI 分行业新订单指数（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

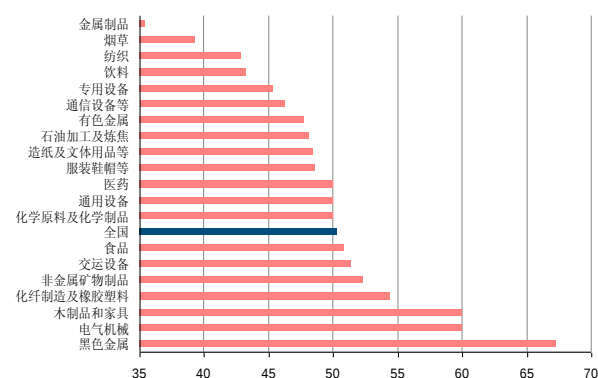
图 7：PMI 新订单分行业指数的反弹幅度（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

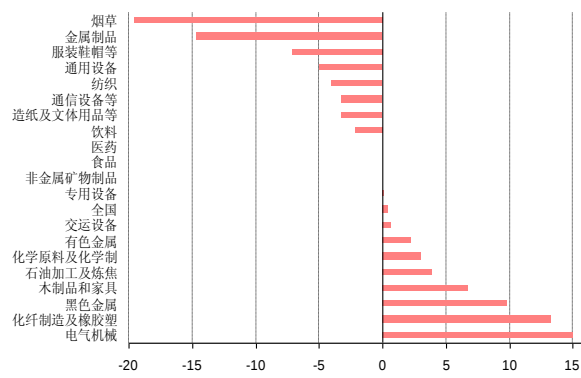
从作为负面因素的产成品库存指数来看，黑色金属、电气机械、木制品和家具、化纤制造及橡胶塑料、非金属矿物制品、交运设备等行业的产成品库存较高，而金属制品、烟草、纺织和饮料的产成品库存水平较低。其中，烟草、金属制品、服装鞋帽等、通用设备、纺织等的产成品库存下降幅度较大，值得特别的期待。

图 8：PMI 分行业产成品库存指数（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 9：PMI 分行业产成品库存指数的变化幅度（%）

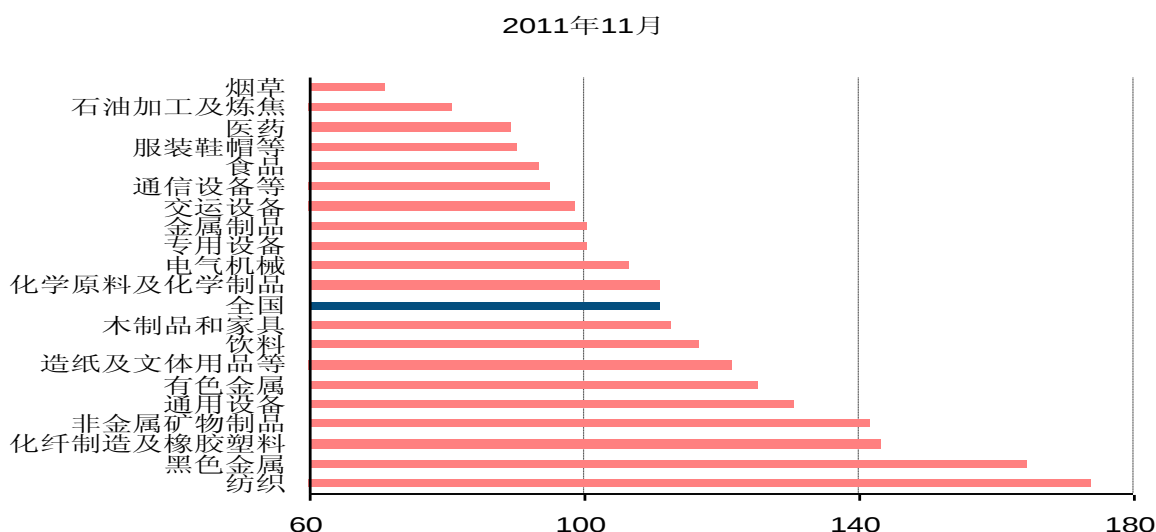


数据来源：Wind，中信建投研发部

在产成品库存上升和新订单下行的双向作用下，我们看到：大部分企业的库销比出现了明显的上升趋势，因此意味着这些行业可能要经历明显的去库存过程。当然，其中库销比下降的行业就值得我们特别的肯定了。

我们看到：烟草、石油加工及炼焦、医药、服装鞋帽等、食品、通信设备、交运设备的库销比低于 100%，需求和景气程度得以保持；而纺织、黑色金属、化纤制造及橡胶塑料、非金属矿物制品、通用设备、有色金属、造纸及文体用品等行业的库销比则显著高于 100%，预示着需求的不景气。

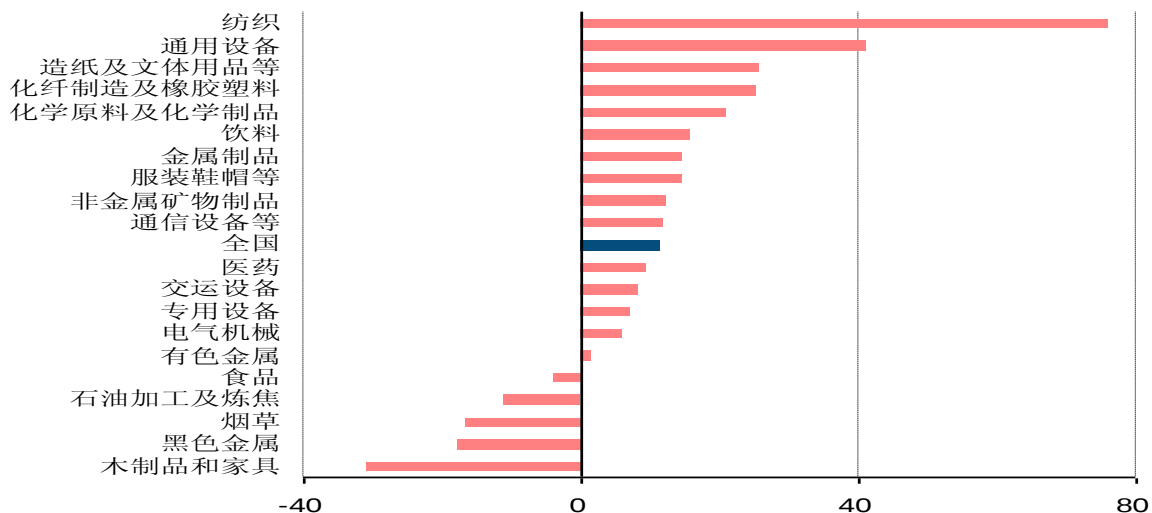
图 10: PMI 主要行业库存/新订单之比



资料来源: Wind, 中信建投研发部

在去库存的大背景下, 各主要行业的去库存顺序是有先后的。其中, 从 10 月份来看, 库销比降低速度最快的行业是木制品和家具、黑色金属、烟草、石油加工及炼焦和食品等 5 个行业。

图 11: PMI 主要行业库存/新订单之比的变化



资料来源: Wind, 中信建投研发部

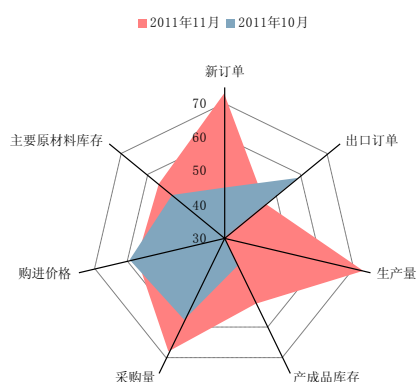
综合以上数据, 我们不难看出在去库存的大背景, 依然能够取得较好表现的企业主要有: (1) 垄断类的行业, 如烟草、石化等; (2) 具有消费属性的行业, 如医药、服装鞋帽等、食品、饮料、通信设备、交运设备等。其余的各个行业, 表现似难差强人意。

3.3 主要行业的甄别与判断

3.3.1 因为垄断，景气程度最高的 2 个行业

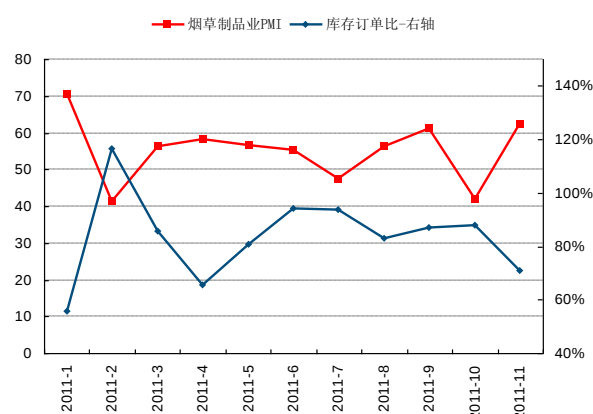
烟草行业的各分项指数一改 10 月份的颓势，出现全面扩张，反映出来强烈的季节性，而库销比的下降则预示着下游需求的强劲。

图 12：烟草行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

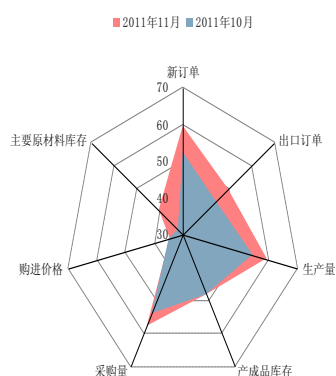
图 13：烟草行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

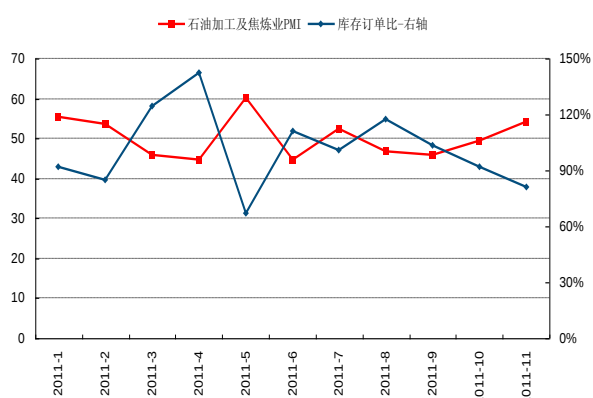
石化炼焦行业的新订单恢复，同时购进价格大幅度降低，因此开工率大增，库销比连续 3 个月下行。预示着该景气程度的持续攀升。

图 14：石化炼焦行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 15：石化炼焦行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



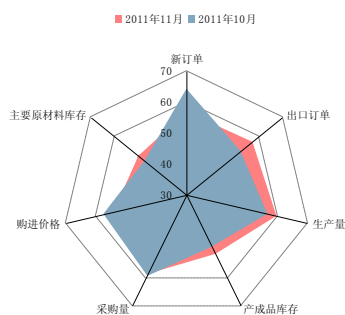
数据来源：Wind，中信建投研发部

我们可以看到，烟草、石化这两类企业能够在经济下行的环境中保持足够的优势，除了部分季节性因素以及国际局势的变化之外，垄断和专属经营权是其最大的屏障。全球经济变冷的背景下，资源独占型企业具备独特优势，这恰是我们在《外围-中心论》中所预示的。其余的行业，在经济下行的背景下，仅具有相对收益的优势。

3.3.2 具有消费属性，因此库销比相对较低的 6 个行业

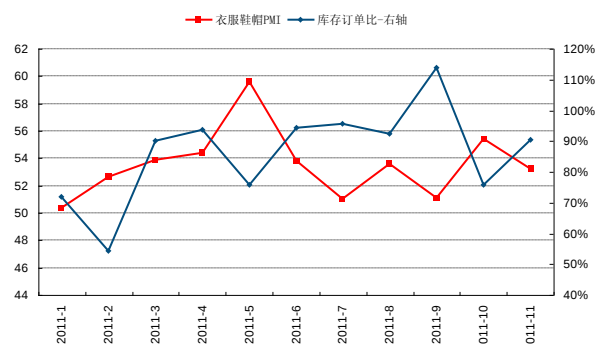
服装鞋帽行业的国内订单减少，但出口不错，生产增而产成品库略增，库销比相对较低，表现相对优异。

图 16：服装鞋帽行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

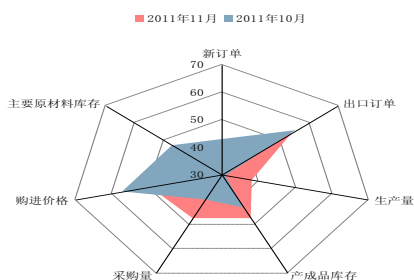
图 17：服装鞋帽行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

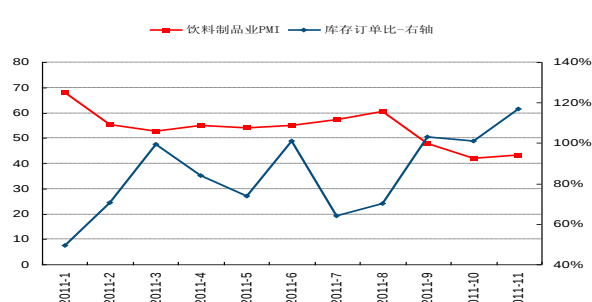
饮料行业处于不均衡扩张状态，国内需求弱而国外需求强，产成品积累迅速，但库销比开始攀升。

图 18：饮料行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

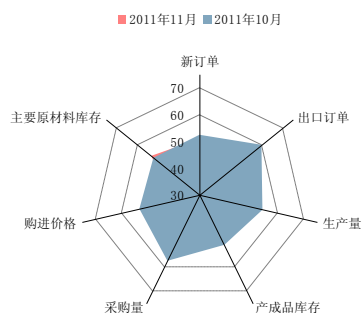
图 19：饮料行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

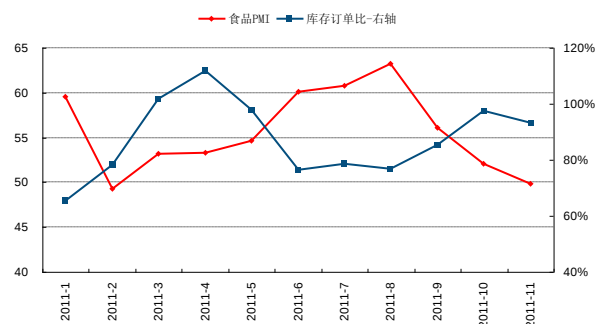
食品行业主要指标均下降，唯有原材料库存较高，库销比略为降低，预示着未来的需求依具部分潜力。

图 20：食品行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

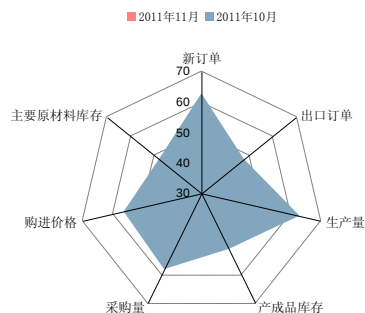
图 21：食品行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

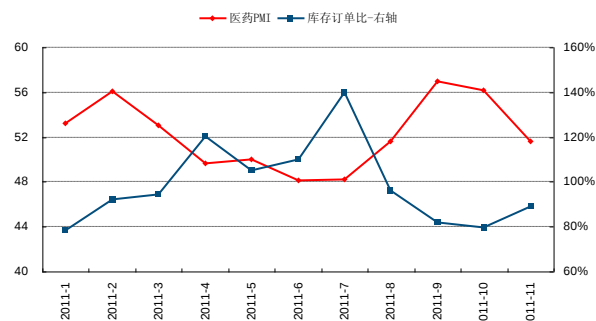
医药行业的各项数据全面萎缩，库销比从底部反弹，但是绝对水平不高，预示着需求景气的幅度有限。

图 22：医药行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

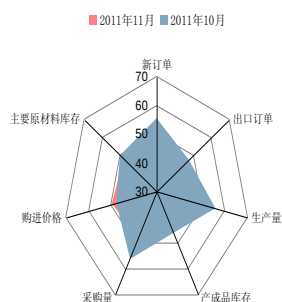
图 23：医药行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

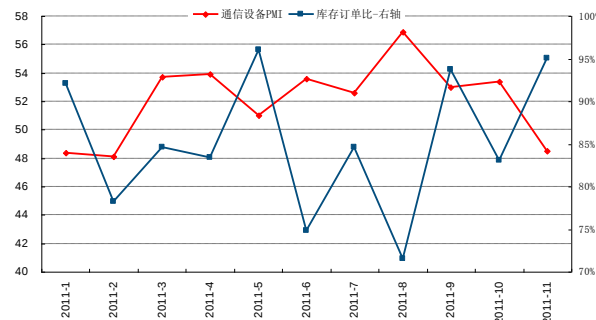
通信设备行业的各项数据全面萎缩，库销比持续反弹，并可能会高于历史平均水平，预示景气度可能恶化。

图 24：通信设备行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

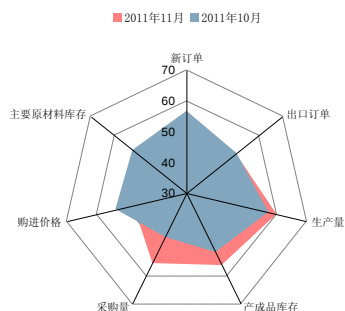
图 25：通信设备行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

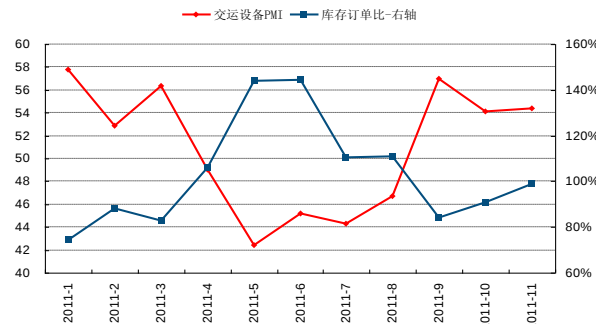
交运设备行业的订单相对较低，而生产量、采购量和产成品库存较高，预示着企业对未来的数月的需求存在着乐观预期；而库销比相对较低，是去库存过后的表征。

图 26：交运设备行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 27：交运设备行业的 PMI 和库销比趋势 (%)

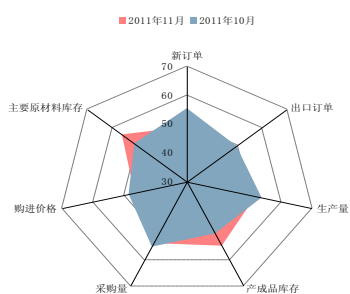


数据来源：Wind，中信建投研发部

3.3.3 化工和设备类 5 个行业表现欠佳

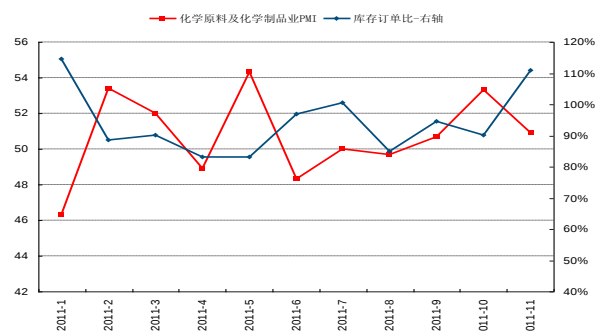
化学原材料和制品行业处于库存积累的阶段，各项收据均下降，唯有库存增长，且库销比迅速积累，企业去库存的概率增大。

图 28：化学原材料和制品行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

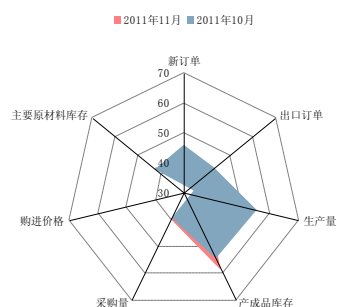
图 29：化学原材料和制品的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

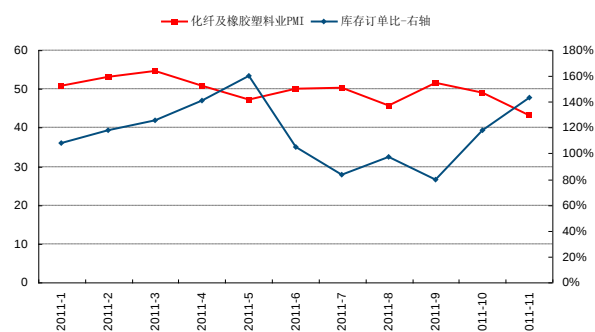
化纤制造行业的各项数据表现平淡，唯其购进价格大幅度继续下挫，库销比也持续反弹，表现欠佳。

图 30：化纤制造行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

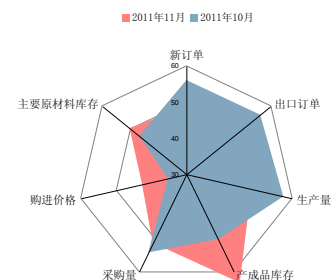
图 31：化纤制造行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

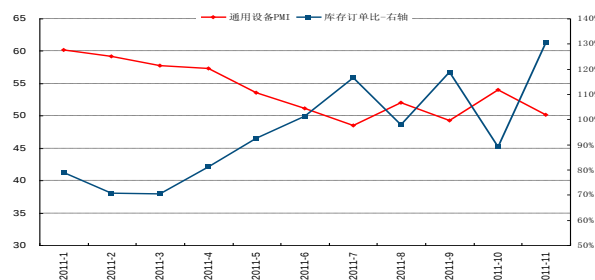
通用设备行业的订单指数缩减，库存积累，因此库销比指数大幅度反弹，表现欠佳。

图 32：通用设备行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

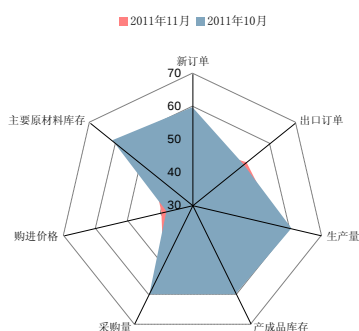
图 33：通用设备行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

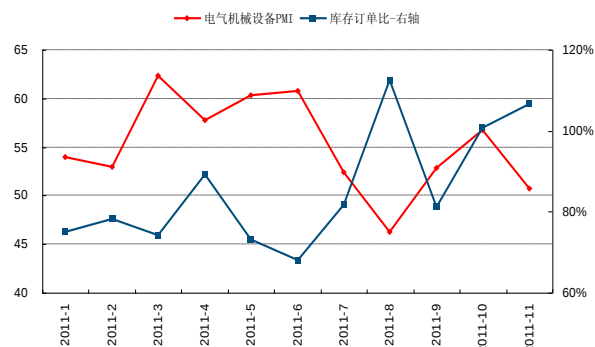
电气设备行业基本上处于全面收缩的阶段，库销比持续反弹并超出历史平均水平，表现欠佳。

图 34：电气设备行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

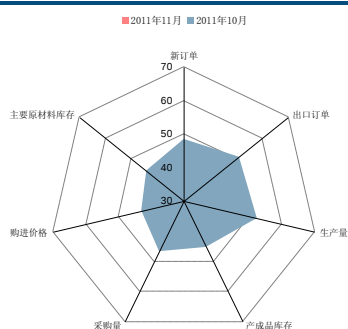
图 35：电气设备行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

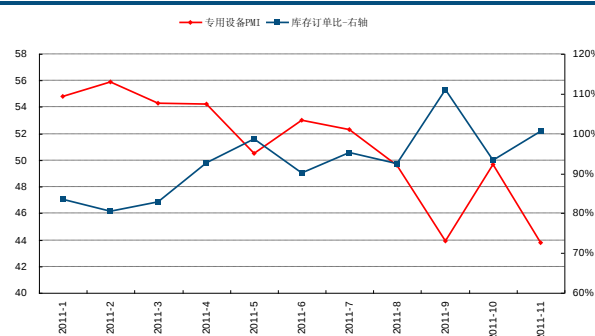
专用设备行业全盘皆墨，表现欠佳，库销比保持在平均水平的上下。

图 36：专用设备行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 37：专用设备行业的 PMI 和库销比趋势 (%)

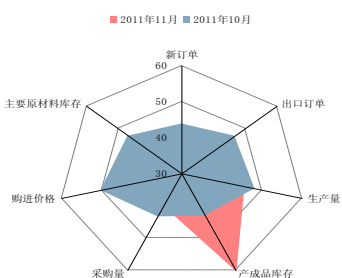


数据来源：Wind，中信建投研发部

3.3.4 静态来看，仍有 7 个表现较差的行业

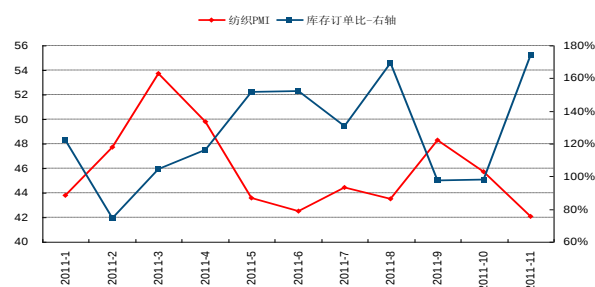
纺织行业的各项数据均走差，唯有产成品库存攀升，因此库销比急剧攀升。

图 38：纺织行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

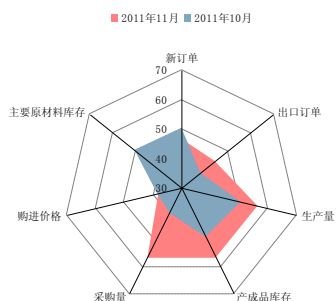
图 39：纺织行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

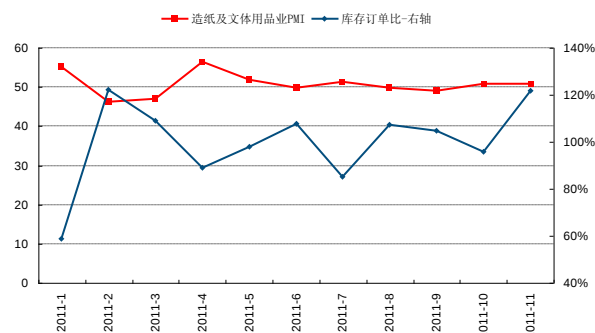
造纸及文体用品行业的各项数据均增长，唯有新订单数据走软，库销比亦大幅度攀升。

图 40：造纸及文体用品行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 41：造纸及文体用品行业的 PMI 和库销比趋势 (%)

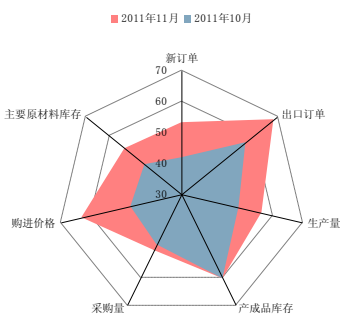


数据来源：Wind，中信建投研发部

木制品和家具行业的 PMI 情况良好，在上个月全面收缩的基础上本月全面扩张，而库销比亦略有下降。

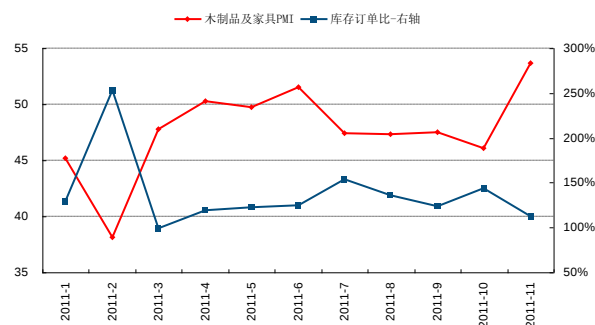
然而该趋势是否具有偶然性，仍需继续观察。

图 42：木制品和家具行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

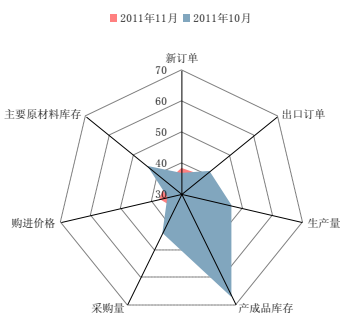
图 43：木制品和家具行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

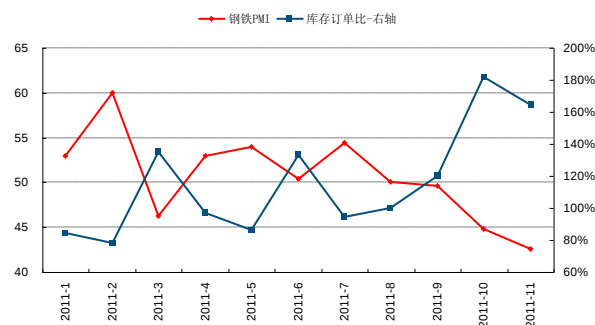
钢铁行业全盘皆绿，走势畸形，且库存压力较大。库存订单比处于明显的高位，目前略有下行。

图 44：钢铁行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

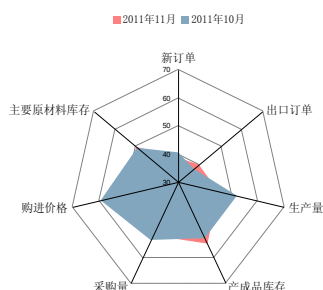
图 45：钢铁行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

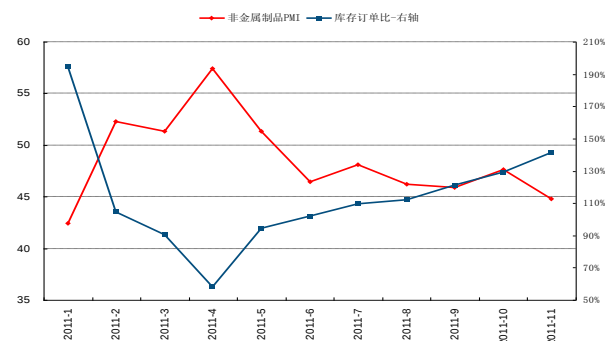
非金属制品行业的产成品库存和出口订单略有增长，但其他指标全面萎缩，库销比持续上升。

图 46：非金属制品行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

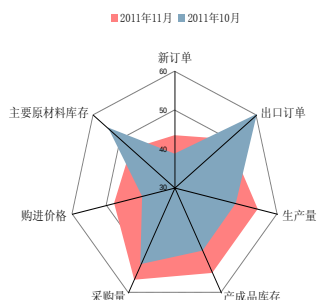
图 47：非金属制品行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

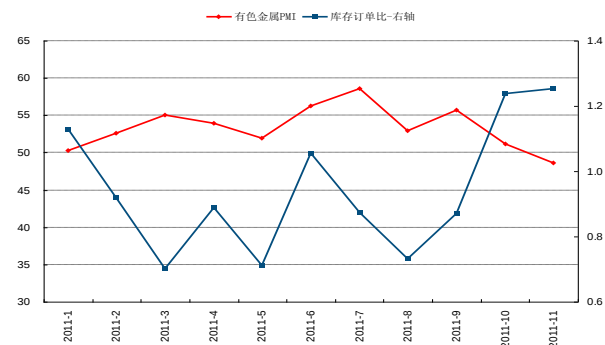
有色金属行业的库存订单、原材料库存萎缩，其他数据反而扩张，在此背景下，库销比大幅度反弹。

图 48：有色金属行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

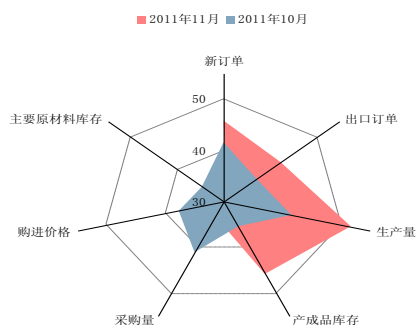
图 49：有色金属行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

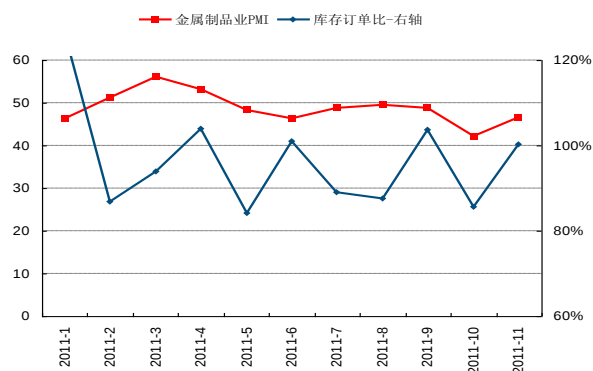
金属制品行业的各项指标继续表现畸形，采购环节的行为基本停滞，库销比保持在一个相对稳定的水平上。

图 50：金属制品行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 51：金属制品行业的 PMI 和库销比趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

综上，我们粗略分析了共 20 个行业的 PMI 指标体系，以备行业研究员参考。总体来看，在国外需求、乃至国内需求疲弱的背景下，产品的滞销情况出现了明显的上升。当去库存成为必然之时，唯有处于垄断地位的行业表现较为优异；其余各个行业，均表现出了明显的下滑的风险。因此，此时已经不再是可以获得相对收益的“飓风过岗，唯草伏存”阶段，而是更残酷的“鱼龙俱下，唯垄断者存”的阶段。

四、我们的结论：板荡之际，北京欢迎你！

承接 12 月 2 日发布的 PMI 点评报告《苍山已远，旧梦重弹》，我们继续对库存周期运行到现阶段的情况，从逻辑、现象、对策再到现时的产业景气度都做出了论述和描摹。归集其基本结论如下：

（1）目前经济下滑的风险，正在显性化；

（2）在结构主义的视角里，目前处于去库存阶段的初期；

（3）本次去库存和上一个中周期里的三次去库存很相似，但是最重大的不同在于冗余货币较多；

（4）大量的冗余货币，压制了货币政策的操作空间，但是也打开了财政政策的方便之门，并为宏观经济和市场的“自我救赎”，提供了巨大的量能。因此，对于中期我们不必过度悲观。

（5）但是现在，现在的主要问题是需求不足、库存高垒，高的库销比成为产业向前的拖累。如此，我们构造了库销比指标，以观测各个主要行业在未来的景气程度。

（6）综合比较 20 个行业的 PMI 体系和库销比状态，我们发现除了烟草、石油石化这两个显著的垄断性行业能够在目前录得较高的景气度之外，其余各个行业都似被寒霜打过变蔫儿了。

（7）目前，目前不再是可以获得相对收益的“飓风过岗，唯草伏存”阶段，而是更残酷的“鱼龙俱下，唯垄断者存”的阶段。因此，值此板荡之际，我们的投资该如何取舍，需要有大战略。请期待我们将于 12 月 22 日年度策略报告会上发布的系列报告之一《2012，大食代》。

至此，北京，欢迎您！



分析师介绍

刘之意：南开大学经济学硕士，宏观策略分析师，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 6 名（团队），2011 年《新财富》策略组最佳分析师第 5 名（团队）。

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

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

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



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。本报告清晰准确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。

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