

策略研究员

刘浩波

0755-82026839

liuhaobo@cjis.cn

曹雪锋

010-66276935

xuyingtao@cjis.cn

策略专题报告

似曾相识燕归来——去库存未脱钩

本报告深入分析了库存的纵向传导和横向联动关系，以及“去产能”阶段的库存变化趋势及其对企业盈利和股票市场造成的影响。

投资要点：

- 影响库存变化的纵向传导因素包括消费者信心、订单和发货数据变化：美国、日本和中国的数据显示消费者信心、订单和发货数据的变化是库存变化的领先指标，其中美国订单和发货变化领先库存变化 6 个月左右。根据这些数据和未来趋势判断，我们认为全球“去库存化”过程仍将持续一段时间。
- 通过对日本、德国、韩国、中国（以及中国台湾省）与美国的数据分析，我们发现各经济体之间的库存、以及与库存高度相关的订单和发货指标之间存在着联动效应。各经济体自身的严峻经济环境加上相互之间的联动作用，令我们认为全球经济的“去库存化”过程远没有结束。
- 我们区分了一般经营环境下的“去库存”和在“去产能”环境下的“去库存”。通过对美国在“去产能”阶段的库存变化数据的分析，我们认为“去产能”背景下的“去库存”时间长、幅度大；而我国当前正处于“去产能”阶段下的“去库存”过程中，这个过程不会很快结束。
- “去库存”压制企业盈利：历史数据显示“去库存”伴随着企业盈利下滑；从企业经营运作和决策流程的角度看，企业盈利水平的变化与新订单和发货的数据变化的关联度要比其与存货数据变化的关联度高；在我国当前的经济环境中，“囚徒困境”下的企业博弈压制盈利。
- 投资者应更关注产能利用率：从资本市场对产能利用率、新订单、发货和存货数据变化的反应来看，标普 500 指数年收益率与产能利用率高度相关，与新订单和发货数据的变化相关性次之，与存货变化的相关性最低。这是因为股票价格反应的是投资者对企业未来经营状况的预期，因此投资者对反映企业经营状况的领先指标的反应更为敏感。产能利用率的大幅波动都发生在较大的经济周期波动中。当投资者从产能利用率的变化趋势对经济周期大波动做出预期的时候，其预期自然会落实到“经济晴雨表”的股市之上，因此产能利用率和标普 500 年收益率高度相关有其内在的经济逻辑。
- 投资建议：我们建议规避在未来仍然处于“去产能化”和“去库存化”阶段的行业，而看好受“去产能化”和“去库存化”冲击较小的行业，重点关注内需导向的服务业和部分制造业，如饮料和医药。

风险提示：新增内需完全替代或超越外需的减少，中国库存变化与全球脱钩。

相关报告

2 月 23 日《海外经济体仍然处于“去库存化”的过程中》

2 月 18 日《关注短期调整》

2 月 16 日《看好受“去库存化”冲击较小的行业》

目录

第一部分 影响库存变化的因素：纵向传导	5
一、 消费者信心与新订单需求高度相关	5
二、美国：新订单变化领先库存变化	5
三、美国：发货变化领先库存变化	7
四、日本：发货变化领先库存变化	8
五、中国：新订单变化领先库存变化	8
第二部分 影响库存变化的因素：横向联动	10
一、日本和美国的发货和存货变化：存在联动关系	10
二、德国和美国的订单变化：存在联动关系	12
三、台湾和美国的发货和库存变化：存在联动关系	13
四、韩国和美国的发货和库存变化存在联动关系	14
五、中美 PMI 指数存在较高关联性	15
第三部分 “去产能”背景下的“去库存”时间长、幅度大	16
一、美国“去产能”伴随大幅的“去库存”	16
二、中国“去产能”之路刚刚启程？	18
第四部分 “去库存”压制企业盈利	22
一、历史数据显示“去库存”伴随着企业盈利下滑	22
二、企业博弈压制盈利	23
第五部分 投资者应更关注产能利用率	25
第六部分 投资启示	26
附：美国部分行业指数与行业产能利用率的关系	26

图表

图 1: 美国新订单变化与消费者信心变化程度	5
图 2: 美国新订单变化与库存变化的相关系数	6
图 3: 美国新订单变化与库存变化	6
图 4: 美国发货变化与库存变化的相关系数	7
图 5: 美国发货变化与库存变化	8
图 6: 日本发货和库存同比变化情况	8
图 7: 中国 PMI 新订单和库存指数	9
图 8: 中国 PMI 采购和库存指数	9
图 9: 欧盟制造业新订单同比增长率 (%)	10
图 10: 韩国发货和库存同比增长情况 (%)	10
图 11: 日本、美国发货同比变化	11
图 12: 日本、美国存货同比变化	11
图 13: 日本制造业发货同比增长 (%)	12
图 14: 日本制造业库存同比增长 (%)	12
图 15: 德国、美国订单同比增长率	13
图 16: 台湾、美国发货同比变化	13
图 17: 台湾、美国库存同比变化	14
图 18: 韩国、美国发货同比变化	14
图 19: 韩国、美国库存同比变化	15
图 20: 中国、美国 PMI 新订单指数	15
图 21: 中国、美国制造业 PMI 指数	16
图 22: 美国库存和产能利用率的变化关系	17
图 23: 美国产能利用率 (%) 情况	17
图 24: 美国制造业新订单同比增长率 (%)	18
图 25: 美国消费者信心指数	18
图 26: 欧盟消费者信心指数	19
图 27: 日本消费者信心指数	19
图 28: 美国产能利用率和失业率	20
图 29: 中国农村劳动力 (万人)	20
图 30: 中国制造业 PMI 雇佣指数	21
图 31: 中国就业增长率	21
图 32: 美国企业盈利变化与新订单变化的关系	22
图 33: 美国企业盈利变化与发货变化的关系	23
图 34: 美国企业盈利变化与库存变化的关系	23
图 35: 囚徒困境下的企业博弈	24
图 36: 标普 500 指数同比变化与新订单同比变化	25
图 37: 标普 500 指数同比变化与产能利用率关系显著	25
图 38: 石油煤炭产能利用率与标普能源指数	26
图 39: 石油煤炭产能利用率同比增长与标普能源指数同比增长	27
图 40: 车辆及零部件产能利用率与行业指数	27
图 41: 车辆及零部件产能利用率同比增速与行业指数同比增速	28
图 42: 食品饮料烟草产能利用率与行业指数同比增速	28

图 43: 食品饮料烟草产能利用率同比增速与行业指数同比增速	29
图 44: 公用事业产能利用率同比增长与行业指数同比增速	29
图 45: 半导体行业产能利用率同比增长与行业指数同比增速	30
图 46: 耐用消费品产能利用率与行业指数	30
图 47: 耐用消费品产能利用率同比增速与行业指数同比增速	31
图 48: 电脑及电子产品产能利用率同比增速与标普科技、硬件及设备行业指数同比增速	31

第一部分 影响库存变化的因素：纵向传导

消费者信心、新订单、发货（采购）和库存数据的变化存在纵向传导的规律：

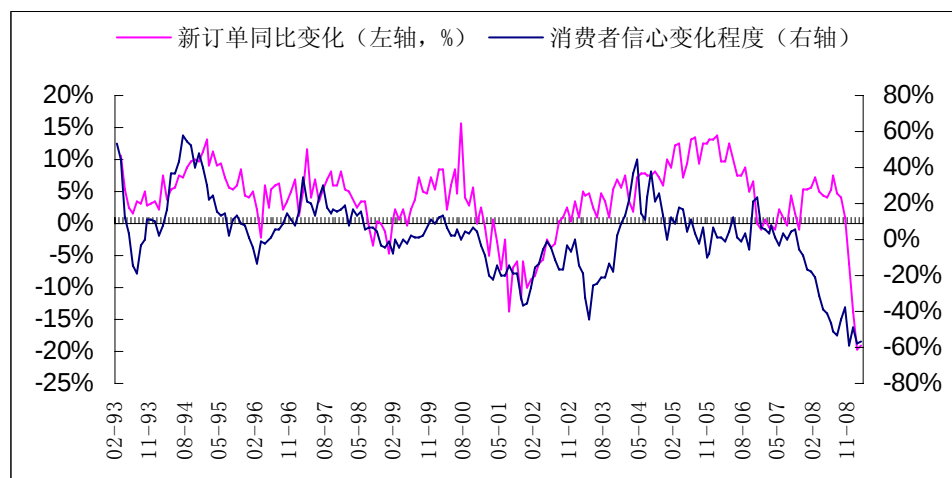
消费者信心的变化在很大程度上决定了消费者的购买行为，而消费者购买行为与订单变化息息相关。

在企业的正常经营过程中，新订单和发货的变化对库存变化的影响分别表现在原材料库存和产成品库存上。库存作为生产和销售活动的中间缓冲环节，综合体现了企业对未来经营环境的预期。

一、消费者信心与新订单需求高度相关

美国 93 年以来的数据显示，消费者信心变化和新订单需求变化相关性较大，两者 R^2 值为 0.28。消费者信心的变化情况稍微领先或同步于新订单的变化情况。我们认为可以从消费者信心的变化来观察美国新订单的变化情况。目前美国消费者信心环比和同比数据都呈现下降趋势。

图 1：美国新订单变化与消费者信心变化程度



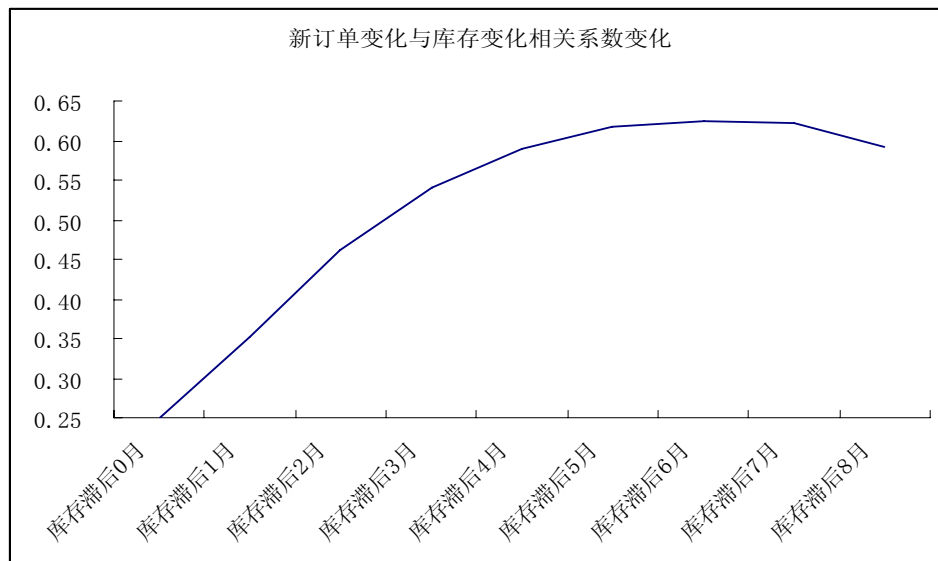
资料来源：CEIC、中投证券研究所

二、美国：新订单变化领先库存变化

在现代生产方式下，根据订单生产是主要的生产组织形式，因此库存的变化往往滞后于新订单的变化。

我们通过对美国 1991 年 1 月到 2009 年 1 月新订单与库存变化的数据进行回归分析发现，美国新订单变化领先库存变化大约 6 个月左右的时间。

图 2：美国新订单变化与库存变化的相关系数



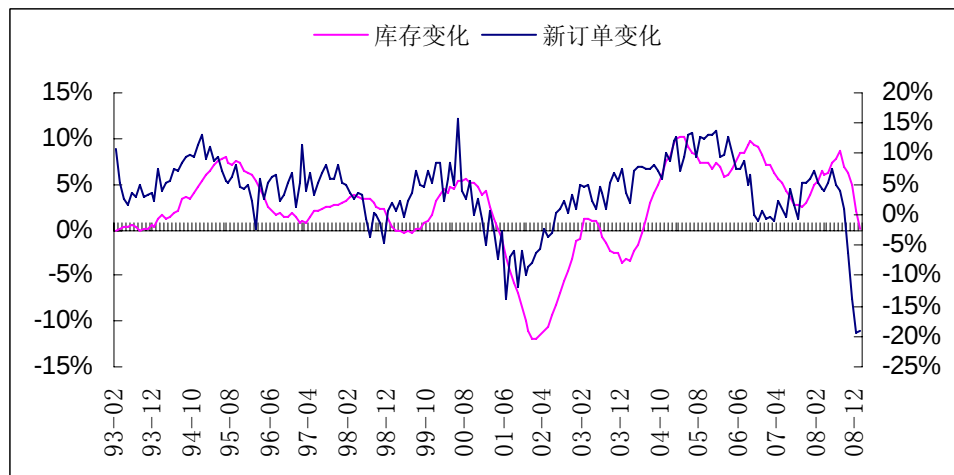
资料来源：CEIC、中投证券研究所

在 2000 年互联网泡沫破裂时期，订单的同比下降从 2000 年 6 月开始，到 12 月转为负值，一直到 2001 年 6 月见底，持续了 12 个月，订单同比增长率到 2002 年 7 月才恢复正增长。

库存调整从 2000 年 8 月开始，到 01 年 5 月转为负值，一直到 2002 年 2 月见底，持续了 18 个月，库存到 2003 年 1 月才恢复正增长。

从 2000 年 6 月到 2001 年 6 月，订单增长率从 15% 下降到 -13%。库存增长率从 5.63% 下降到 -12%。而目前订单增长率从 2008 年 6 月见顶以来，已经从 7.54% 下滑到 -19%，库存增长率截止 2009 年 1 月仍有微弱正增长。从历史上下滑的时间和幅度的角度判断，美国的去库存化仍将持续一段时间。

图 3：美国新订单变化与库存变化



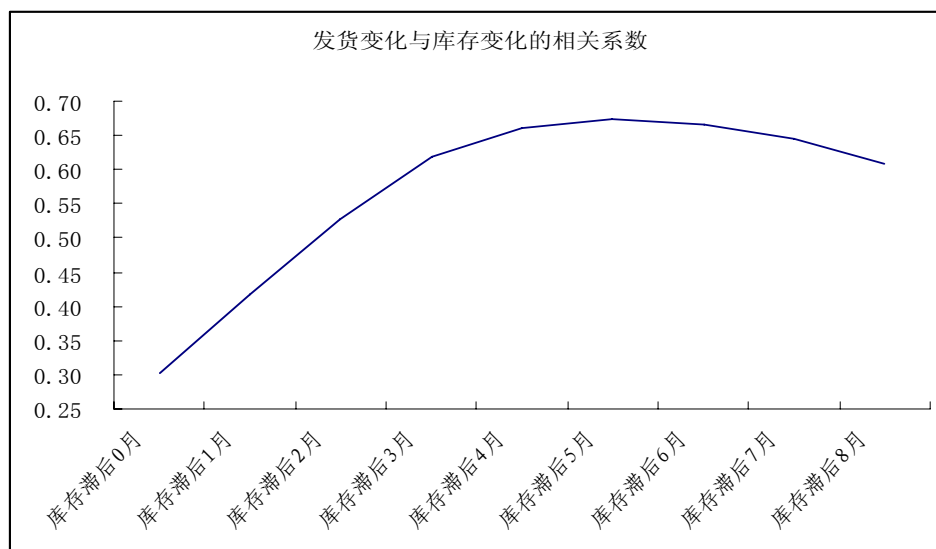
资料来源：CEIC、中投证券研究所

三、美国：发货变化领先库存变化

发货的下滑将导致产成品库存上升。产成品库存的变化滞后于发货的变化。

我们通过对美国 1991 年 1 月到 2009 年 1 月发货与库存变化的数据进行回归分析发现，美国发货变化领先库存变化大约 5 个月左右的时间。

图 4：美国发货变化与库存变化的相关系数



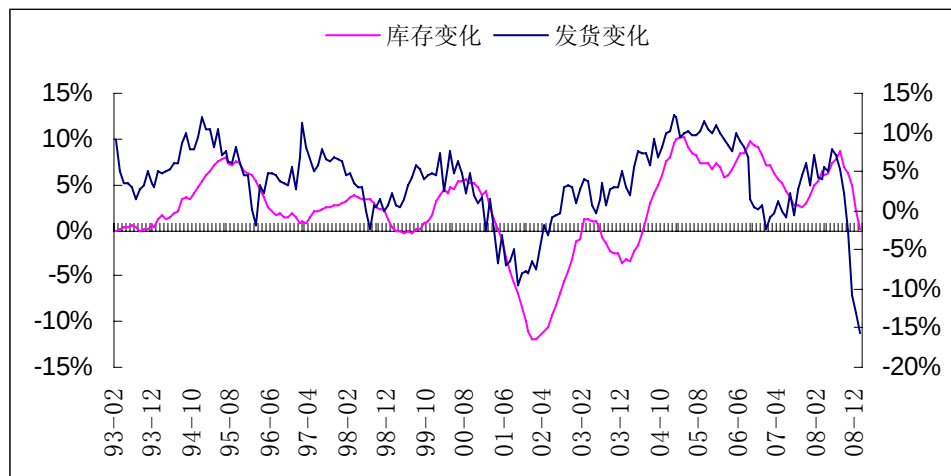
资料来源：CEIC、中投证券研究所

在 2000 年互联网泡沫破裂时期，发货同比增长率的下降从 2000 年 4 月开始，01 年 1 月转为负值，一直到 2001 年 9 月见底，持续了 19 个月，发货同比增长率到 2002 年 9 月才恢复正增长。

库存调整从 2000 年 8 月开始，到 01 年 5 月转为负值，一直到 2002 年 2 月见底，持续了 18 个月，库存到 2003 年 1 月才恢复正增长。

从 2000 年 4 月到 2001 年 9 月，发货增长率从 7.65% 下降到 -9.63%。库存增长率从 5.63% 下降到 -12%。而发货增长率从 2008 年 6 月见顶以来，已经从 7.79% 下滑到 -15%，库存增长率截止 2009 年 1 月仍有微弱正增长。从下滑的时间和幅度的角度判断，美国的去库存化仍将持续一段时间。

图 5：美国发货变化与库存变化

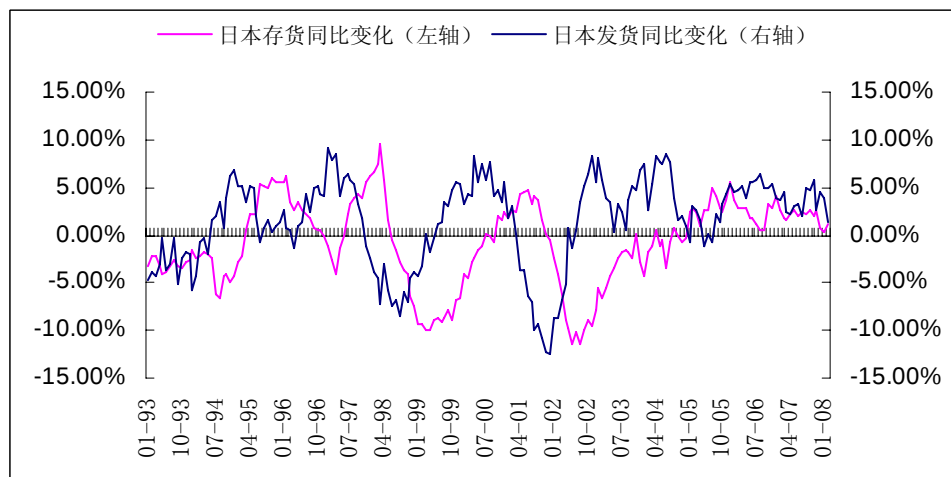


资料来源：CEIC、中投证券研究所

四、日本：发货变化领先库存变化

从 1993 年 1 月到 2008 年 2 月日本发货和库存同比增长率的情况来看，发货增长率先于库存增长率的变化约 8 到 12 个月左右。与美国制造业相比，日本制造业的存货调整所需要花费的时间更长。

图 6：日本发货和库存同比变化情况

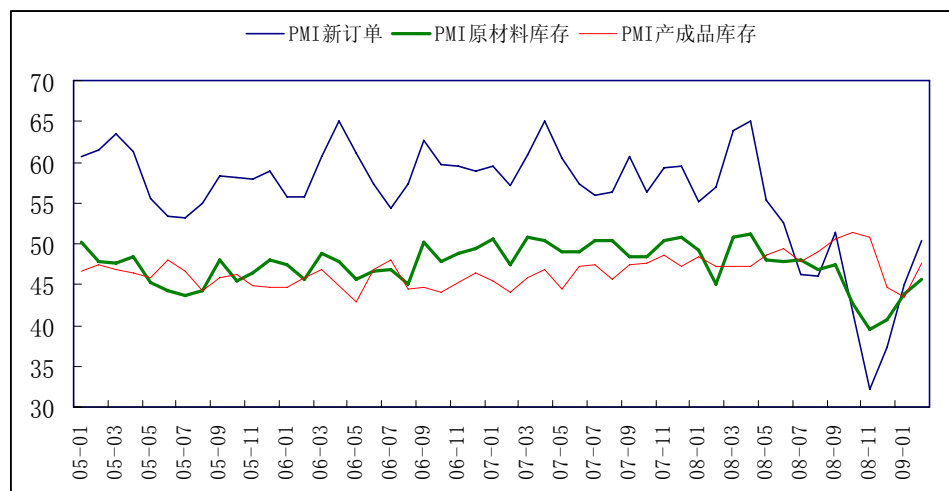


资料来源：CEIC、中投证券研究所

五、中国：新订单变化领先库存变化

中国的 PMI 新订单指数也是领先库存指数的变化：在 08 年 4 月中国 PMI 新订单指数开始大幅回落，而 PMI 原材料库存和产成品库存指数在 08 年第四季度才出现大幅回落。这一方面有奥运因素的绕动作用，同时我们也可以看到，企业正常经营和生产决策流程对新订单和库存指标的影响作用也很明显。

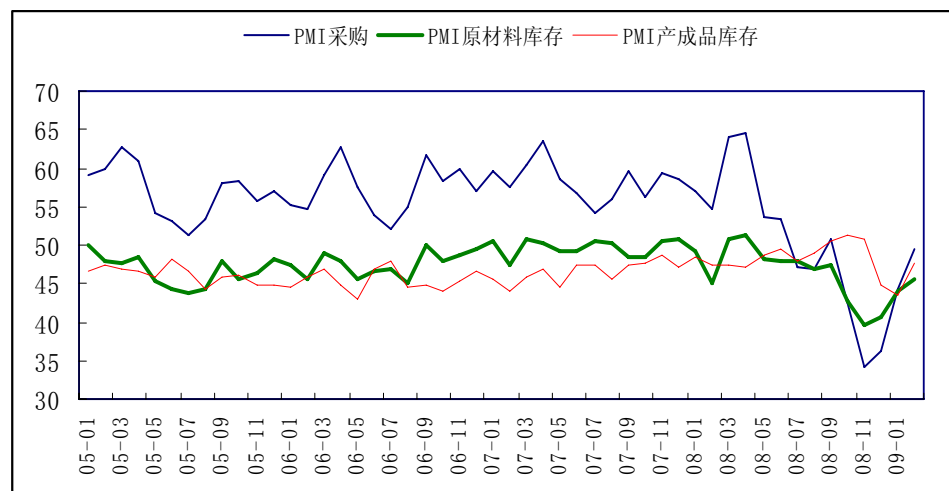
图 7：中国 PMI 新订单和库存指数



资料来源：CEIC、中投证券研究所

同样地，从本轮经济调整的情况来看，中国 PMI 采购指数也是领先 PMI 库存指数出现下跌的。

图 8：中国 PMI 采购和库存指数



资料来源：CEIC、中投证券研究所

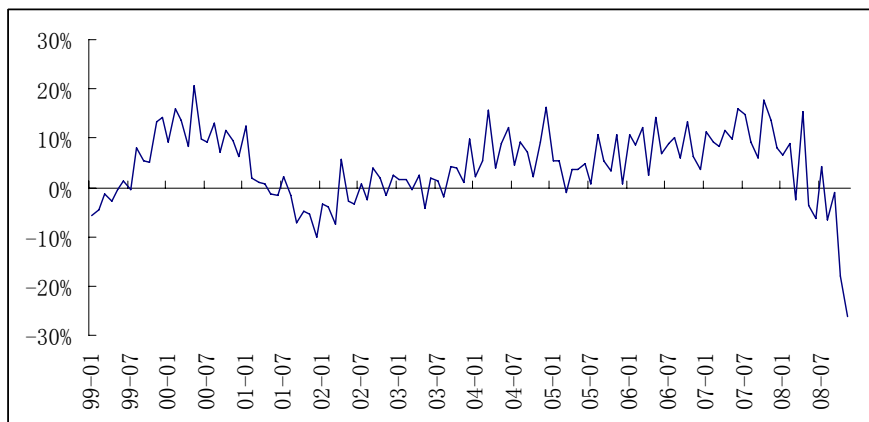
从 08 年 4 月以来，中国 PMI 新订单指数和采购指数都是经历过两波大幅下跌然后有所反弹。而从库存指数，尤其是产成品库存指数的变化来看，目前产成品库存指数的调整相对来说是最慢和幅度最小的，其调整是否充分仍有待进一步观察。

从订单和发货变化的数据领先库存变化的数据的角度看，美国、日本和中国的“去库存化”过程仍将持续一段时间。

在前期推出的系列“去库存化”报告中，我们指出当前以美、欧、日为代

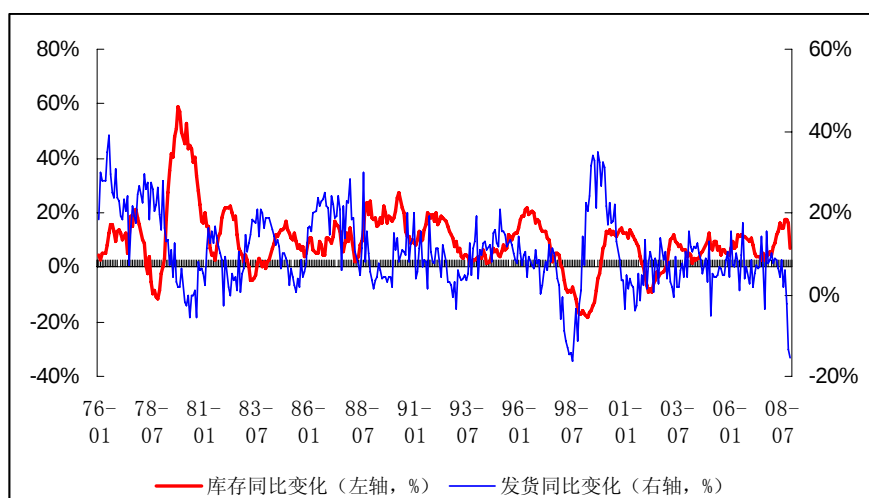
表的发达经济体和以韩国、台湾为代表的新兴工业化经济体的“去库存化”的过程仍在持续。

图 9：欧盟制造业新订单同比增长率（%）



数据来源：CEIC，中投证券研究所

图 10：韩国发货和库存同比增长情况（%）



数据来源：CEIC，中投证券研究所

第二部分 影响库存变化的因素：横向联动

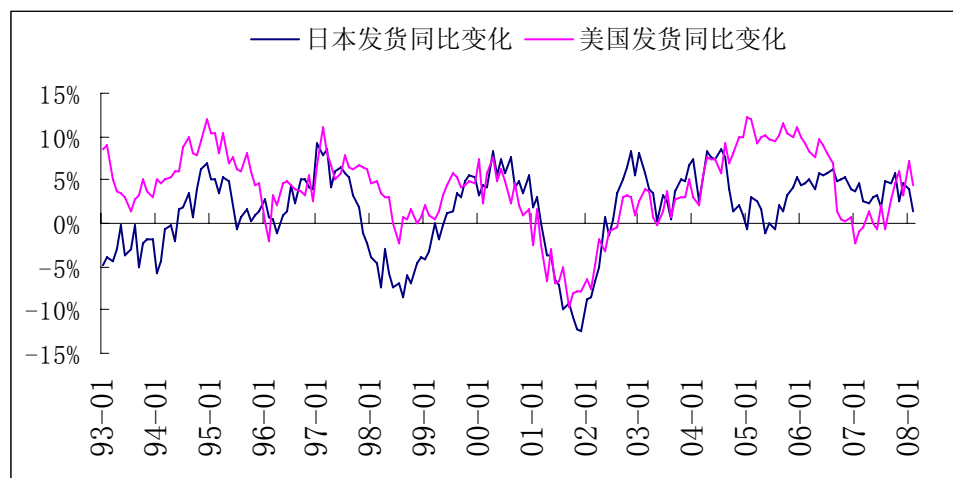
除了在纵向上库存与订单和发货密切相关外，在横向上，各经济体之间的库存、以及与库存高度相关的订单和发货指标之间也存在着联动效应。

一、日本和美国的发货和存货变化：存在联动关系

日美贸易关系密切，两国企业的发货同比增长率关系明显。我们通过对日本和美国 1993 年 1 月到 2008 年 2 月发货同比增长率的数据进行回归分析发现，

两者存在较明显的关联关系， R^2 值为 0.28。

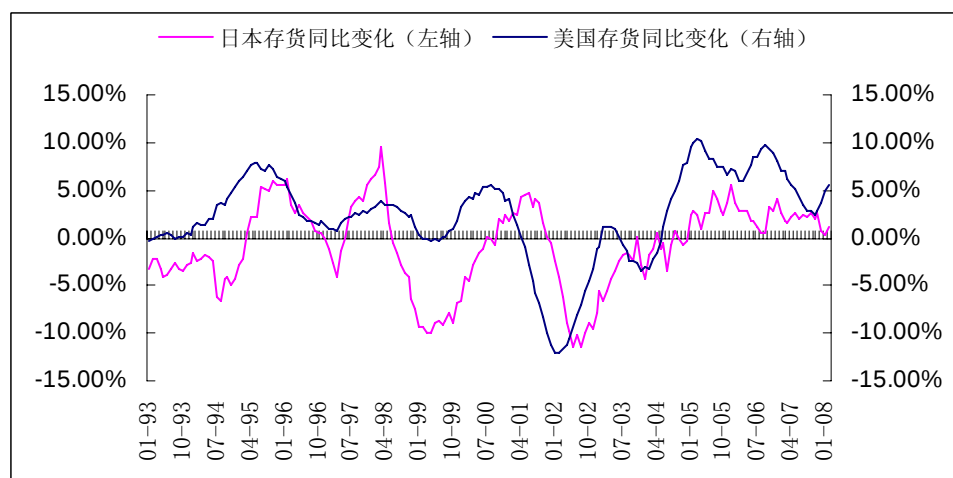
图 11：日本、美国发货同比变化



资料来源：CEIC、中投证券研究所

同样地，日美两国企业在存货变化上也存在联动关系：我们通过对日本和美国 1993 年 1 月到 2008 年 2 月存货同比增长率的数据进行回归分析发现，两者存在较明显的关联关系， R^2 值为 0.25。

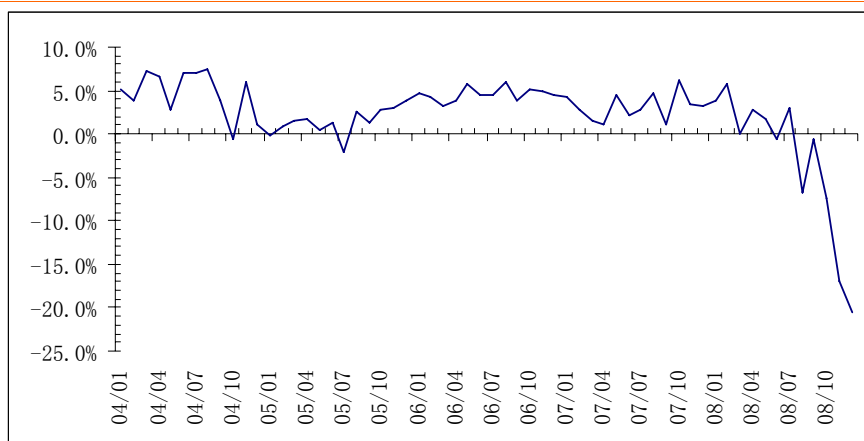
图 12：日本、美国存货同比变化



资料来源：CEIC、中投证券研究所

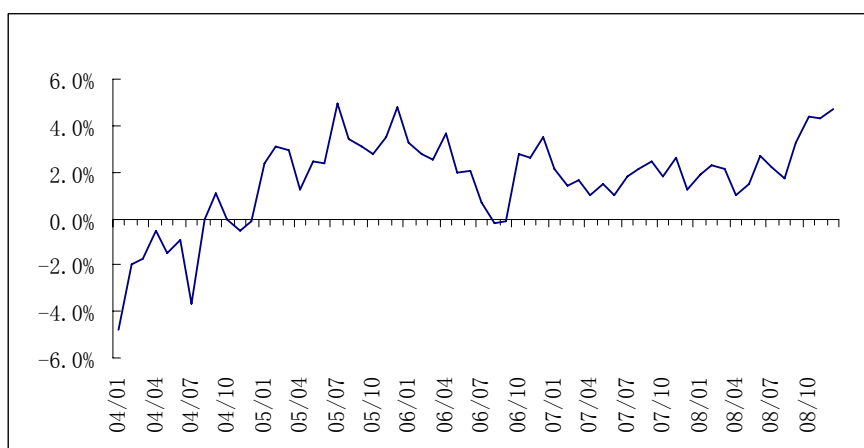
从目前的情况来看日本的制造业库存情况比较严重：在发货同比大幅下降的同时，其库存同比上升比较明显。与其它经济体相比，其“去库存化”仍处于相对较早的阶段。随着未来其“去库存化”的推进，日本制造业中具有比较优势的行业和企业，（比如机床和设备、汽车和电子消费等）的去库存行动将可能对其国家的相关行业和企业造成冲击。

图 13：日本制造业发货同比增长（%）



数据来源：CEIC，中投证券研究所

图 14：日本制造业库存同比增长（%）

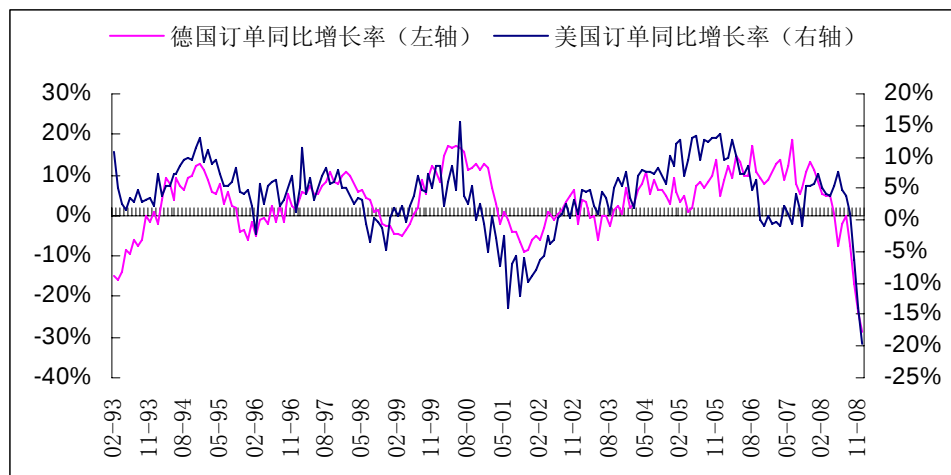


数据来源：CEIC，中投证券研究所

二、德国和美国的订单变化：存在联动关系

由于没有欧盟的相关数据，我们选取了德国的订单同比增长率数据与美国的情况做比较。我们发现德美两国企业的订单同比增长率关系明显。我们通过对德国和美国 1993 年 2 月到 2008 年 12 月订单同比增长率的数据进行回归分析发现，两者存在较明显的关联关系， R^2 值为 0.26。

图 15：德国、美国订单同比增长率

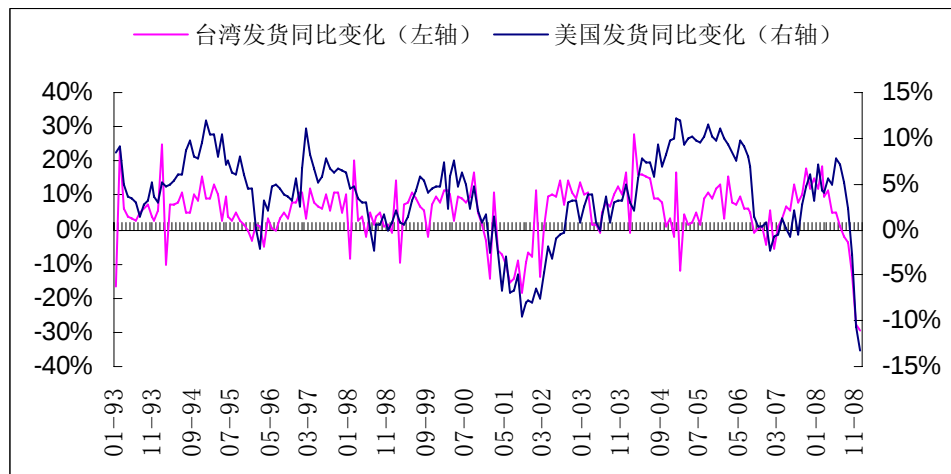


资料来源：CEIC、中投证券研究所

三、台湾和美国的发货和库存变化：存在联动关系

台湾和美国企业在发货同比增长率上也存在联动关系：我们通过对台湾和美国 1993 年 1 月到 2008 年 12 月发货同比增长率的数据进行回归分析发现，两者存在较明显的关联关系， R^2 值为 0.26。

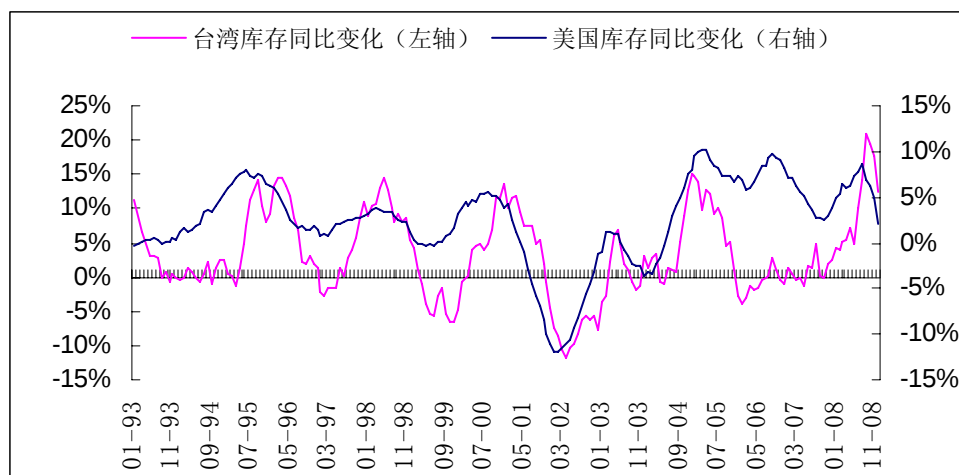
图 16：台湾、美国发货同比变化



资料来源：CEIC、中投证券研究所

台湾和美国企业在库存变化上也存在联动关系：我们通过对台湾和美国 1993 年 1 月到 2008 年 12 月库存同比增长率的数据进行回归分析发现，两者存在较明显的关联关系， R^2 值为 0.26。

图 17：台湾、美国库存同比变化

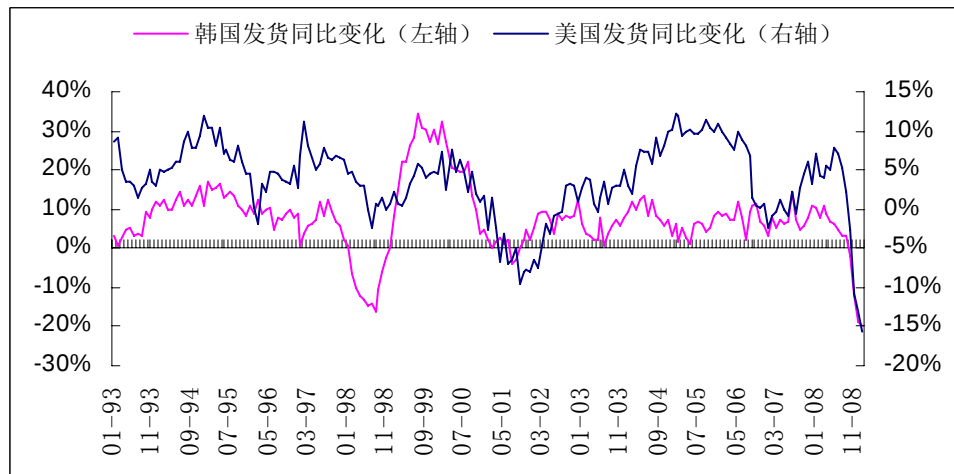


资料来源：CEIC、中投证券研究所

四、韩国和美国的发货和库存变化存在联动关系

韩美两国企业在发货同比增长率上也存在联动关系：我们通过对韩国和美国 1993 年 1 月到 2008 年 12 月发货同比增长率的数据进行回归分析发现，两者存在较明显的关联关系， R^2 值为 0.13。

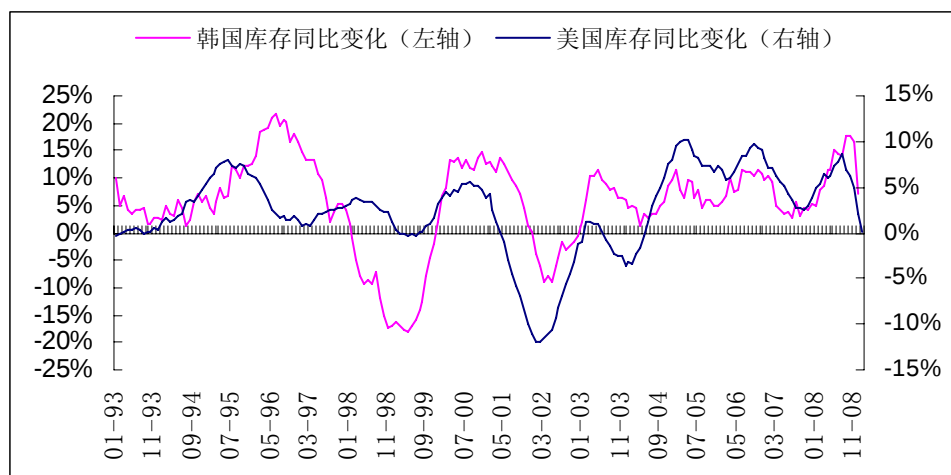
图 18：韩国、美国发货同比变化



资料来源：CEIC、中投证券研究所

韩美两国企业在库存变化上也存在联动关系：我们通过对韩国和美国 1993 年 1 月到 2008 年 12 月库存同比增长率的数据进行回归分析发现，两者存在较明显的关联关系， R^2 值为 0.15。

图 19：韩国、美国库存同比变化

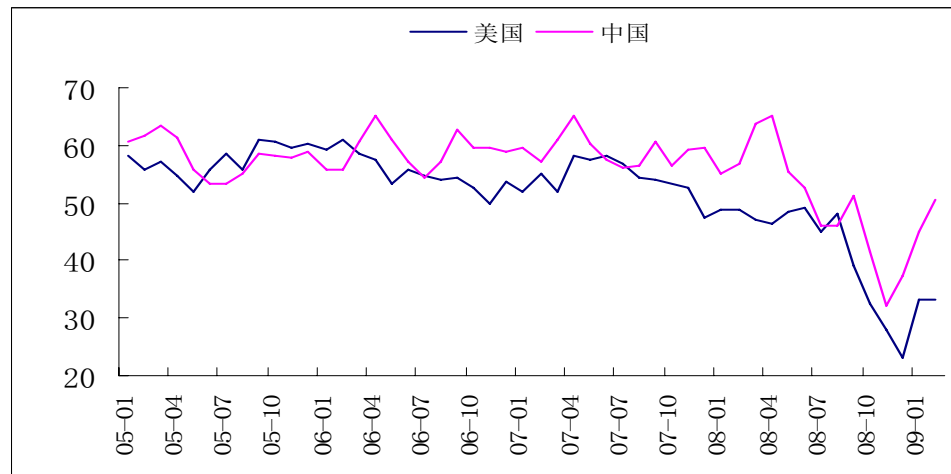


资料来源：CEIC、中投证券研究所

五、中美 PMI 指数存在较高关联性

中美经贸关系也非常密切。虽然近期两国 PMI 新订单指数走势出现分化，但是我们通过对中国和美国 1995 年 1 月 以来的 PMI 新订单数据进行回归分析发现，两者存在较明显的关联关系， R^2 值为 0.55。

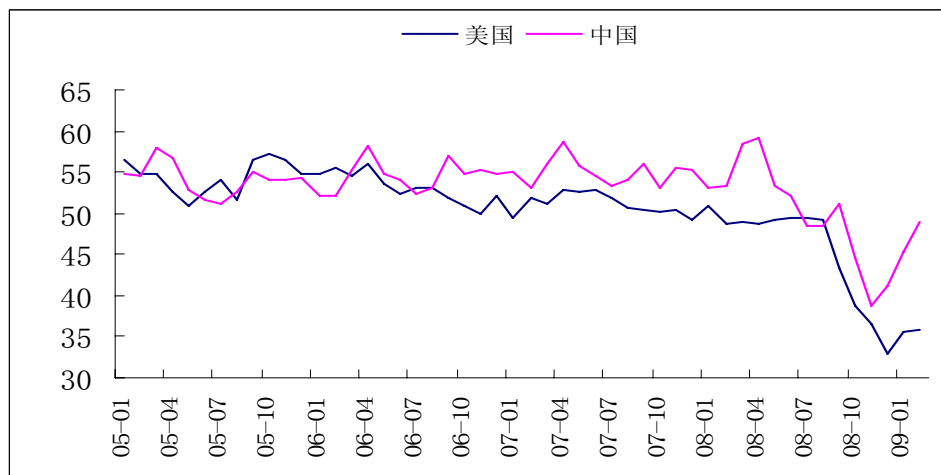
图 20：中国、美国 PMI 新订单指数



资料来源：CEIC、中投证券研究所

中美 PMI 制造业指数也存在较高的关联关系，两者的 R^2 值为 0.53。

图 21：中国、美国制造业 PMI 指数



综上所述，海外经济体的订单、发货和库存都处在历史上比较严峻的形势之中，它们的“去库存化”过程仍在持续。而在全球经济一体化浪潮的推动之下，各经济体在订单、发货和库存的变化趋势上也存在着明显的联动关系。它们的“去库存化”过程也在发生联动效应。各经济体自身的严峻环境加上相互之间的传导和联动作用，令我们认为全球经济的“去库存化”过程远没有结束。

第三部分 “去产能”背景下的“去库存”时间长、幅度大

库存调整涉及的是企业的流动资产的调整，一般的库存调整牵涉的只是企业的日常经营行为，企业主要从竞争策略的层面考虑一般的库存调整问题。

而产能利用率的调整涉及的是企业的固定资产以及伴随发生的员工解雇问题，它往往牵涉重大资产处置或与工会谈判等事项。因此产能利用率的调整决定更多地牵涉到企业对中期趋势的判断，属于竞争战略层面的考虑。

从企业一般的经营角度来看，库存调整发生的频率要远远高于产能利用率调整的频率。这是因为库存调整会随经济周期的小波动而频繁发生；而产能利用率的大幅调整一般是因为经济周期发生了趋势性的改变。当发生大规模的产能利用率调整，即“消灭”过剩产能的时候，原来过剩产能形成的库存也会被清除掉，从而发生时间长和幅度大的库存调整。

一、美国“去产能”伴随大幅的“去库存”

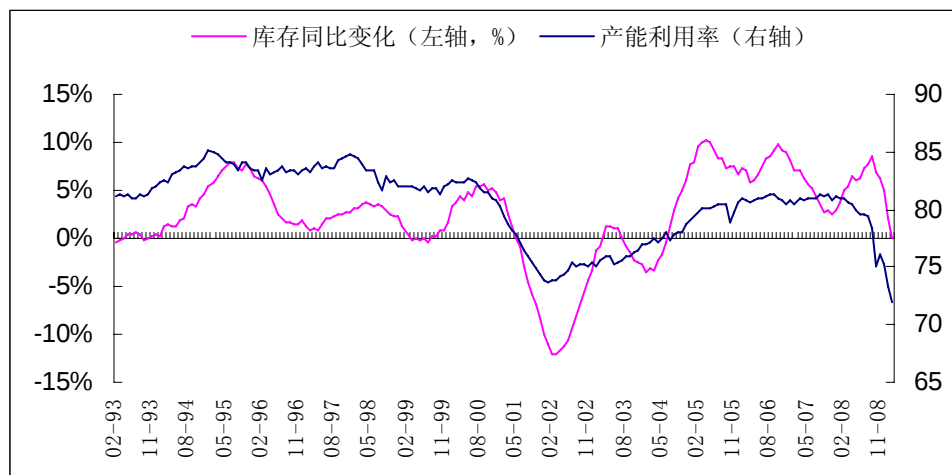
从美国的历史数据来看，“去库存”不一定导致“去产能”的发生，但是“去产能”的发生必然伴随“去库存”的现象。而且，“去产能”发生阶段的“去库存”现象比较剧烈。

从美国 1993 年以来的例子来看，在“去产能化”阶段，库存的大幅调整在所难免。

上一次美国发生大规模产能利用率的调整是在 2000 年互联网泡沫破裂的时期，产能利用率从原来 80 到 85 的水平持续下降到了 74 以下。与此同时，

库存同比增长率由 5%左右大幅下滑至超过-12%。库存同比增长率从 2000 年 8 月的 5.6%峰值到 2002 年 2 月-12%的谷值持续了 18 个月，从 2001 年 5 月出现同比负增长到 2003 年 2 月结束负增长，持续了 22 个月；从 2001 年 2 月到 2002 年 5 月出现了 16 个月的环比负增长。在“去产能”背景下的“去库存”的调整幅度和时间与一般周期波动下的“去库存”有很大的不同，其时间更长、幅度更大。

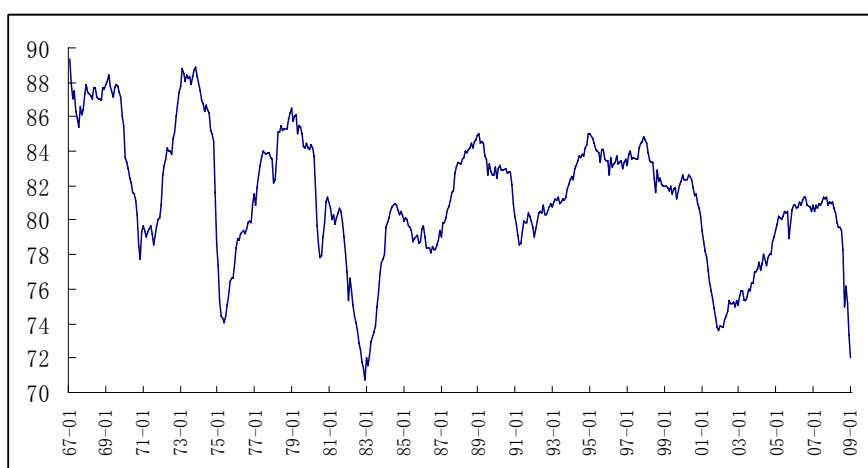
图 22：美国库存和产能利用率的变化关系



资料来源：CEIC、中投证券研究所

而本轮金融危机开始后，美国的产能利用率开始出现明显的下滑，其 09 年 1 月的读数为 72，已经超过了 2000 年互联网泡沫破裂那轮危机时的水平，直逼 1982 年 12 月 70.7 的历史低位。

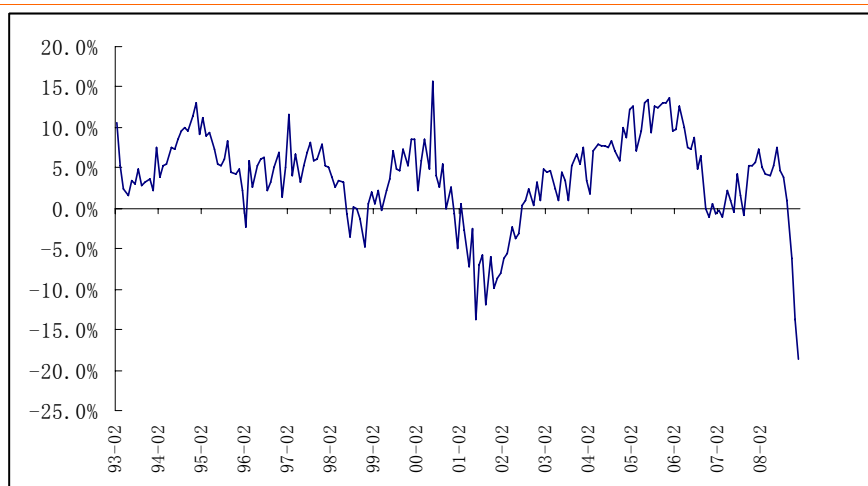
图 23：美国产能利用率（%）情况



资料来源：CEIC，中投证券研究所

而从美国制造业新订单（金额）的同比增长率情况看，新订单下滑幅度比较剧烈，已经超过了 2000 年互联网泡沫破裂那轮危机时的水平。新订单的剧烈下滑预示着美国的产能利用率仍将在一段时间内维持低迷的水平。

图 24：美国制造业新订单同比增长率（%）



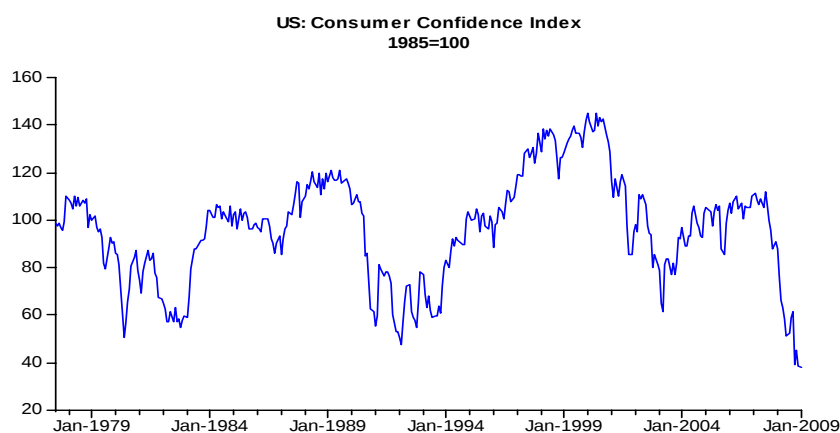
资料来源：CEIC，中投证券研究所

但是与产能利用率大幅调整的情况以及历史上产能利用率大幅调整伴随库存大幅调整的情况相比较，目前美国存货的调整幅度和时间却相对不足。从历史上产能利用率与库存同时发生大幅调整的情况来看，此次美国的库存调整不是经济周期小波动的调整，而是在“去产能化”大背景下的库存调整。在这样的背景下，美国的“去库存化”过程仍将持续一段较长的时间。

二、中国“去产能”之路刚刚启程？

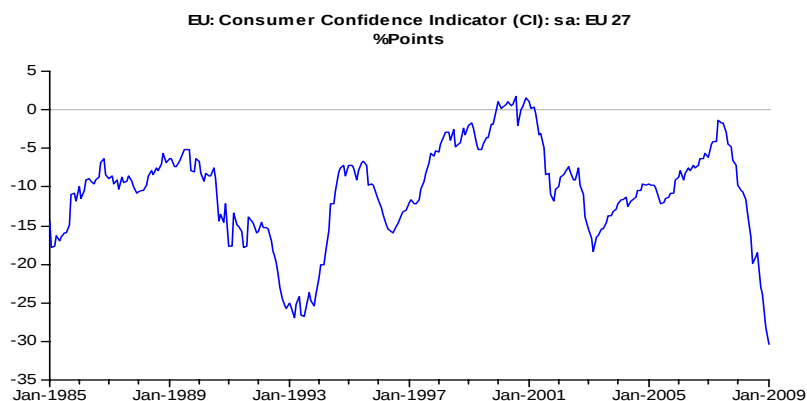
由于加入世界贸易组织后中国的对外贸易依存度不断加大，中国逐步成为世界制造中心，其相当一部分产能直接服务于海外市场。但是从消费者信心的角度看，美、欧、日的消费者信心都处于 80 年代中期以来的最低水平。低迷的消费者信心预示着未来一段时间内，发达国家的终端需求难以大幅复苏。在需求没有有效恢复之前，中国服务于外需的产能中有相当的比例仍将处于闲置状态。

图 25：美国消费者信心指数



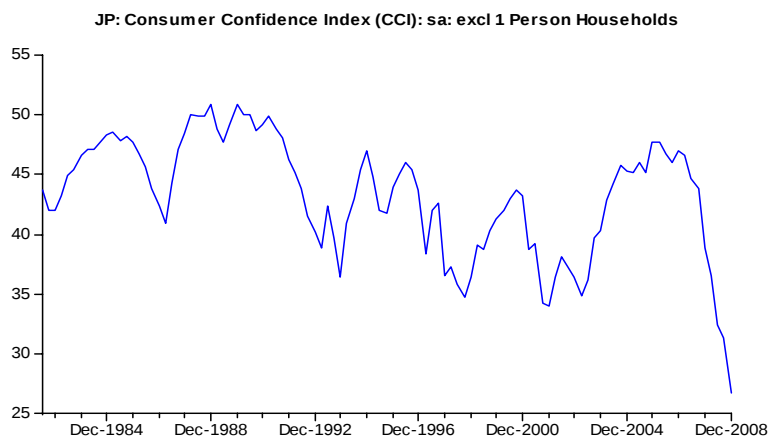
资料来源：CEIC，中投证券研究所

图 26：欧盟消费者信心指数



资料来源：CEIC，中投证券研究所

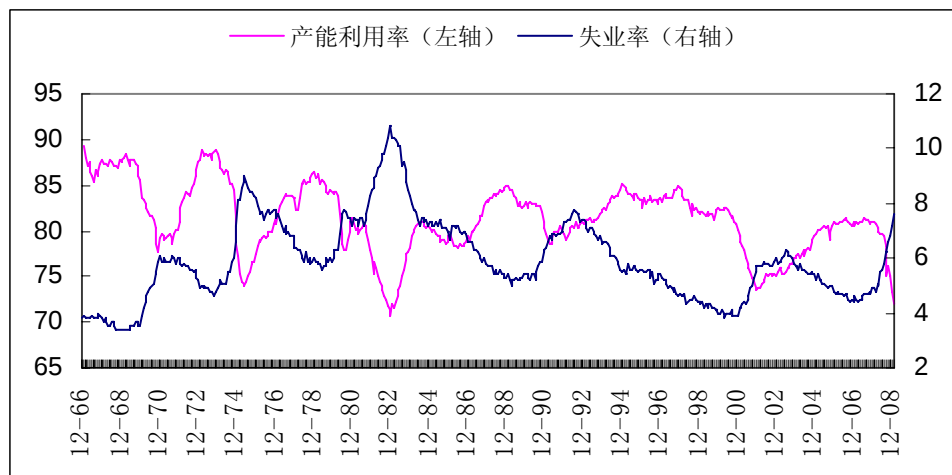
图 27：日本消费者信心指数



资料来源：CEIC，中投证券研究所

由于数据的可得性和可靠性的问题，我们暂时无法得出中国产能利用率的相对准确的情况。但是从美国产能利用率与失业率高度相关的关系推断，加上我国劳动密集型产业相当突出的经济结构，我们认为国内的产能利用率和失业率也存在某种密切的关系。

图 28：美国产能利用率和失业率

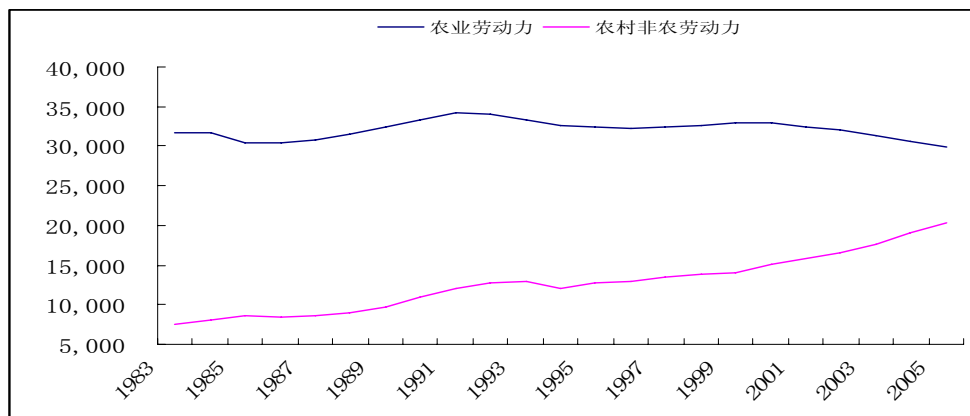


资料来源：CEIC、中投证券研究所

美国产能利用率与失业率存在明显的关联关系。产能利用率的大幅调整都伴随着失业率的大幅上升。产能利用率的大幅下降和失业率的大幅上升显示固化资本和人力资本都发生了大规模的减少，即发生了比较大规模的“消灭”产能的行为。我们将产能利用率和失业率的大幅调整视为经济危机时期企业从一般的“去库存化”阶段进入“去产能化”的阶段。

现在的问题是，在对国内的失业率(包含农民工)的情况及其发展趋势的判断上，业内也存在分歧。

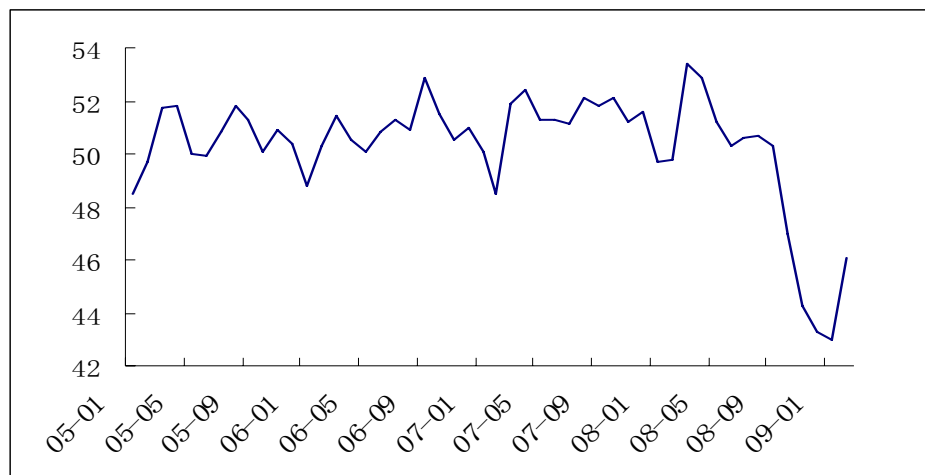
图 29：中国农村劳动力（万人）



资料来源：CEIC、中投证券研究所

政府部门公开的 2000 万返乡农民工的数据、各种媒体披露的沿海低端制造业停车或倒闭的新闻以及大学毕业生就业形势严峻等信息可以从一个侧面反映出国内产能利用率大幅下降的情况，这在约 3.5 亿左右的农民工中所占比例不小。

图 30：中国制造业 PMI 雇佣指数

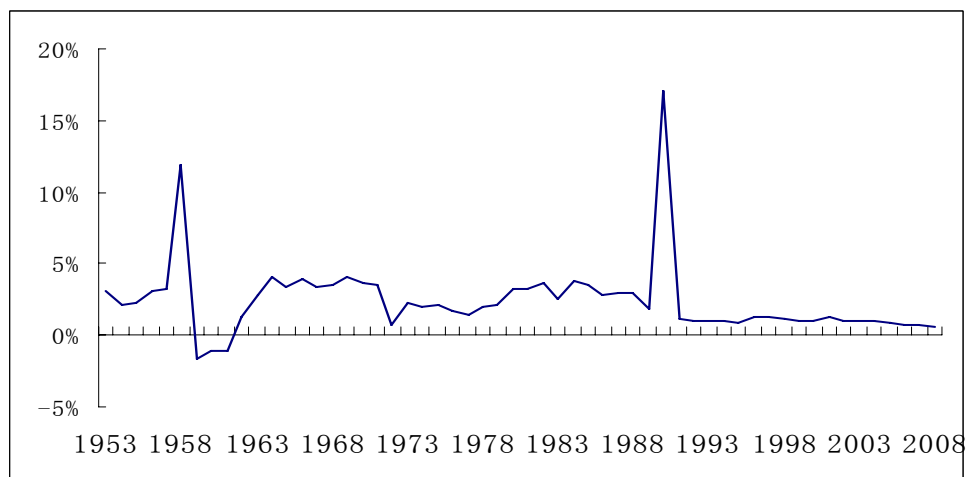


资料来源：CEIC、中投证券研究所

我们建议密切关注 PMI 制造业雇佣指数的趋势来研判未来中国的就业趋势情况。最新的指数虽然出现了反弹，但是仍然处于 50 以下的区间。国内的就业形势比较严峻的局面可能仍将持续一段时间，而从产能利用率与就业存在密切关系的角度看，国内的“去产能”情况也不容乐观。

在“去产能”持续的大背景下，国内的“去库存”过程也将持续较长的时间。

图 31：中国就业增长率



资料来源：CEIC、中投证券研究所

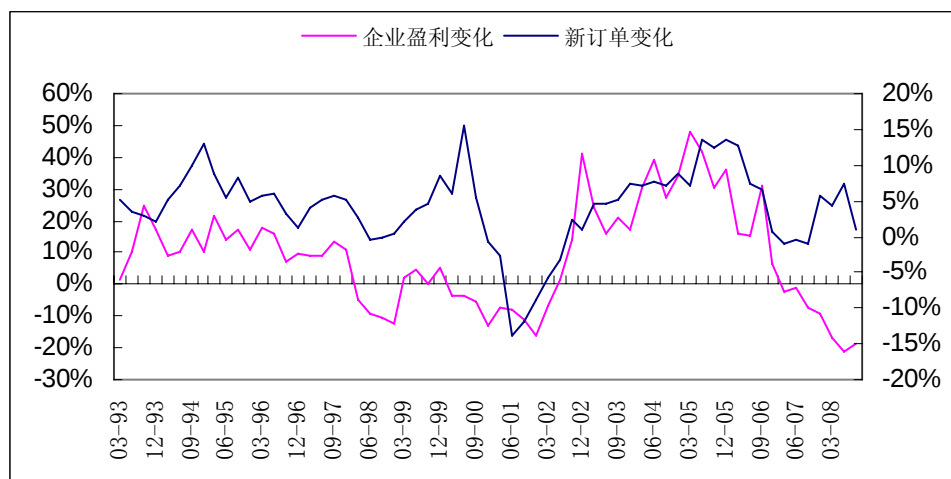
第四部分 “去库存” 压制企业盈利

一、历史数据显示 “去库存” 伴随着企业盈利下滑

从企业运作的角度看，企业营销部门在发现新订单和发货出现下降趋势后，他们首先采取的手段将会是在授权范围内降价或加大营销费用。而这些手段对企业盈利水平的影响比较明显。随着新订单和发货下降趋势的进一步延续，营销部门的信息被进一步反馈到了企业决策层，此时调整生产和库存成为了决策者采取的手段。这个决策过程在不同经济体和不同行业的不同时期，其时间跨度长短不一。因此从企业经营运作和决策流程的角度看，企业盈利水平的变化与新订单和发货的数据变化的关联度要比其与存货数据变化的关联度高。

我们通过对美国 1993 年 1 季度到 2008 年 3 季度企业盈利变化与新订单变化的数据进行回归分析发现，两者关联关系较大， R^2 值为 0.276。

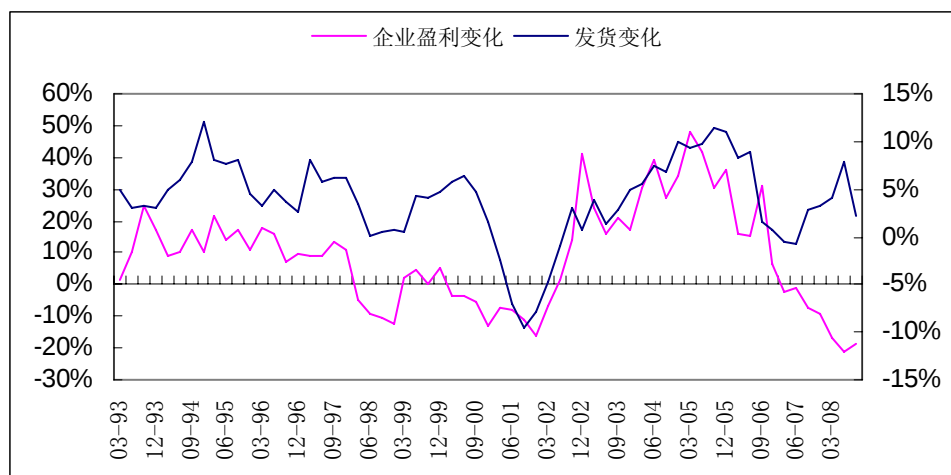
图 32：美国企业盈利变化与新订单变化的关系



资料来源：CEIC、中投证券研究所

美国企业盈利变化与发货变化的数据回归显示，两者关联关系也较大， R^2 值为 0.285。

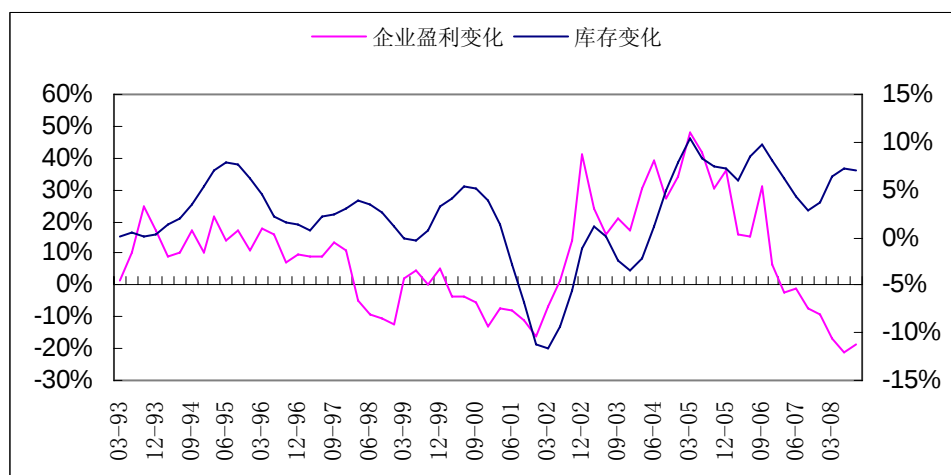
图 33：美国企业盈利变化与发货变化的关系



资料来源：CEIC、中投证券研究所

但是美国企业盈利变化与库存变化的关联关系不明显， R^2 值只有 0.04.

图 34：美国企业盈利变化与库存变化的关系



资料来源：CEIC、中投证券研究所

二、企业博弈压制盈利

在需求没有有效恢复之前，即使各经济体完成了“去库存化”的过程，从博弈的角度看，我国企业的销售和盈利状况仍难以迅速出现逆转趋势。

我国大多数制造业都处于充分竞争的市场环境中，在未来需求仍然低迷的预期下，对于它们而言，从博弈的角度看，下一阶段理性的竞争策略将是压缩毛利率保住市场份额，并等待时机扩大市场份额，以度过这个“寒冷的冬天”。

图 35：囚徒困境下的企业博弈

		未完成“去库存化”企业	
		压缩毛利率	不压缩毛利率
完成 “去库存化”企业	压缩 毛利率	(保持市场份额, 保持市场份额)	(扩大市场份额, 失去市场份额)
	不压缩 毛利率	(失去市场份额, 扩大市场份额)	(保持市场份额, 保持市场份额)

资料来源：中投证券研究所

上图是一个典型的“囚徒困境”的环境。图中两类企业分别是完成“去库存化”的企业和未完成“去库存化”的企业，它们面临的两种策略选择是压缩毛利率和不压缩毛利率，而它们的不同策略组合将产生四种不同的经营结果（图中括号部分，逗号左边是完成“去库存化”企业的经营结果，逗号右边是未完成“去库存化”企业的经营结果）

在一个竞争相对充分的行业环境里，如果企业预期未来需求仍然持续疲弱，那么不管是已经完成了“去库存化”的企业还是未完成“去库存化”的企业，其最优的选择也只能是压缩毛利率来保持市场份额：

对于已经完成“去库存化”的企业来说，如果其不压缩毛利率而未完成“去库存化”的企业也不压缩毛利率的话，那么两者都可以既保持市场份额又维持稳定的毛利率水平，从理性的角度看，这是一个双赢的策略（图中浅蓝色区域对应的策略）。

但是从未完成“去库存化”企业的角度看，清理库存、回笼现金是其迫切的任务，因此压缩毛利率尽量扩大销售是其最优的策略。而且如果其采取了不压缩毛利率的策略，但是完成“去库存化”的企业采取了压缩毛利率扩大市场份额的策略的话，那么其将处于更加不利的竞争态势之中。因此压缩毛利率是其最优的策略，也是其必须采取的策略。

这样一来，对于已经完成“去库存化”的企业，从理性的角度看，其将预期未完成“去库存化”企业的策略将是压缩毛利率，那么已经完成“去库存化”的企业采取的策略也只有压缩毛利率来保住市场份额。（图中浅红色区域对应的策略）

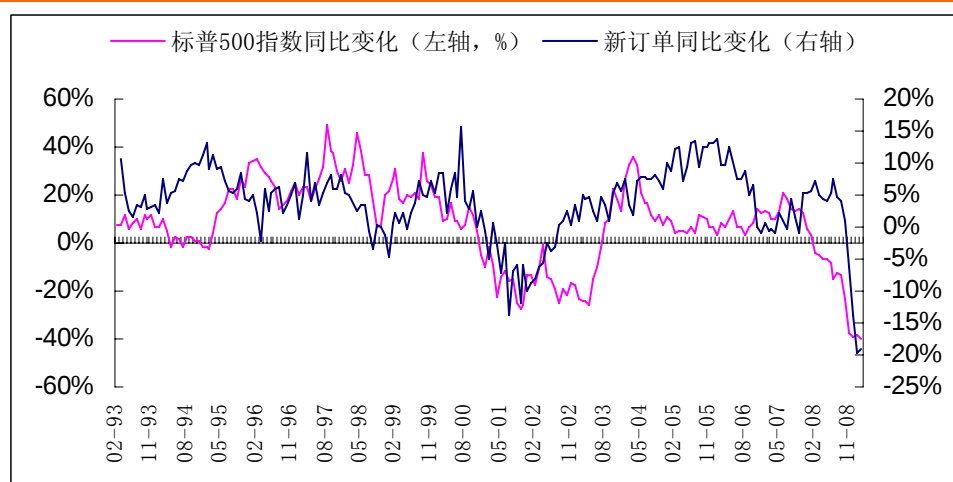
在短期内不考虑新技术和生产制度变革带来的影响的前提下，各种行业（大多数竞争性行业）和企业下一阶段的竞争策略共同作用的结果，将是企业盈利能力的继续下降。这个下降的过程将持续到新的纳什均衡的产生，即企业都预期对方会压缩毛利率而主动压缩自己的毛利率，直到各方因为成本和现金流等原因无法继续压缩毛利率。在实现新的供求均衡的过程中，我们将看到不少企业因为竞争而退出市场，或者成为被收购的对象。这一过程也是“去产能”的过程。

第五部分 投资者应更关注产能利用率

股票价格反应的是投资者对企业未来经营状况的预期，因此投资者对反映企业经营状况的领先指标的反应更为敏感。

从资本市场对新订单、发货和存货变化的反应来看，投资者对新订单和发货数据的变化更为敏感：我们通过对美国 1993 年 1 季度到 2008 年 3 季度标普 500 指数年收益率（同比变化）与新订单变化、发货变化和库存变化的数据进行回归分析发现，标普 500 指数年收益率（同比变化）与新订单变化和发货变化的关联关系更明显， R^2 值分别为 0.172 和 0.174，而标普 500 指数收益率与库存变化的关联关系较小， R^2 值只有 0.04。

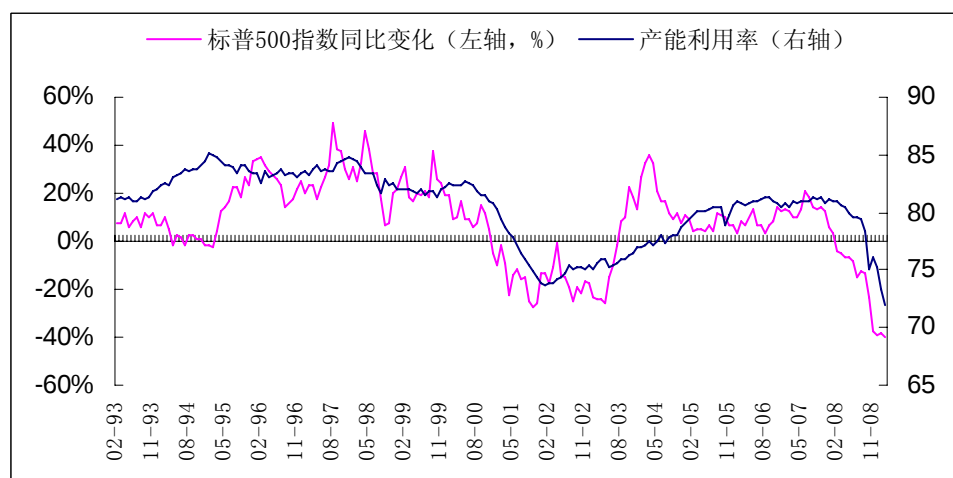
图 36：标普 500 指数同比变化与新订单同比变化



资料来源：CEIC、中投证券研究所

另外，我们通过对美国 1993 年 1 季度到 2008 年 3 季度标普 500 指数年收益率（同比变化）与产能利用率的数据进行回归分析发现，两者关系显著， R^2 值为 0.46。

图 37：标普 500 指数同比变化与产能利用率关系显著



资料来源：CEIC、中投证券研究所

产能利用率的大幅波动都发生在较大的经济周期波动中。当投资者从产能利用率的变化趋势对经济周期大波动做出预期的时候，其预期自然会落实到“经济晴雨表”的股市之上，因此产能利用率和标普 500 年收益率高度相关有其内在的经济逻辑。

第六部分 投资启示

基于对宏观经济 U 型走势的判断，我们认为在需求没有有效起来之前，处于“去产能化”阶段的行业 and 企业的盈利仍将受到“去库存化”的持续冲击。我们建议规避在未来仍然处于“去产能化”和“去库存化”阶段的行业，而看好受“去产能化”和“去库存化”冲击较小的行业，重点关注内需导向的服务业和部分制造业，如饮料和医药。

从 PMI 行业新订单指数、原材料和库存指数综合来看，饮料和医药行业短期内行业整体盈利状况受“去库存化”冲击较小；而专用设备、通用设备、纺织和服装鞋帽行业仍处于“去库存化”的中期，其行业整体盈利状况仍将会受到“去库存化”的较大冲击。

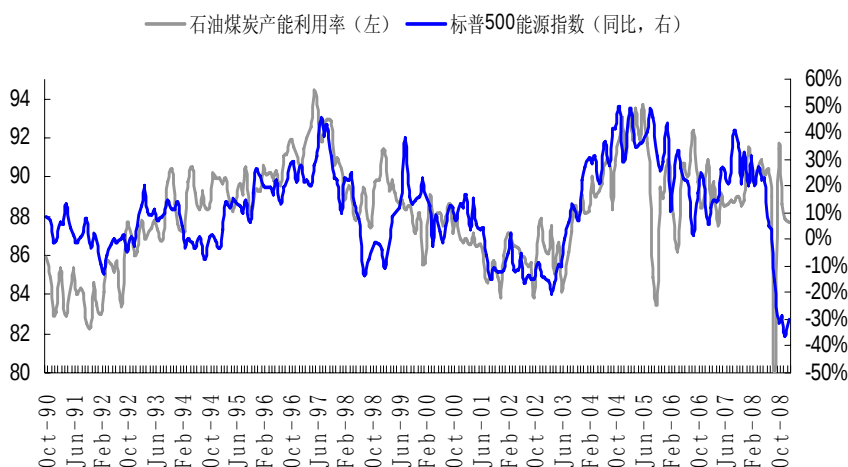
附：美国部分行业指数与行业产能利用率的关系

➤ 石油煤炭行业

石油煤炭产能利用率与标普 500 能源行业指数同比增长走势十分吻合，两者的简单相关系数达到 0.53。

从现有数据，石油煤炭产能利用率一个完整周期大约是 5 年。本轮产能利用率的高点是在 05 年 6 月，我们推算大概要到 2010 年下半年产能利用率才能见底。

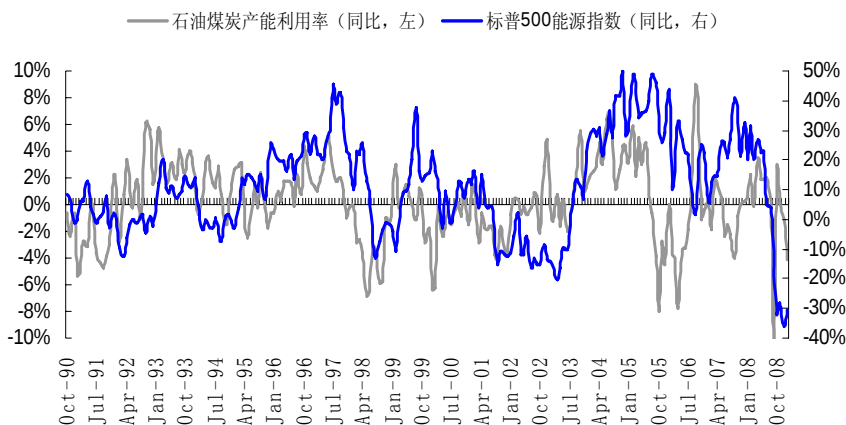
图 38：石油煤炭产能利用率与标普能源指数



数据来源：ceic, bloomberg, 中投证券研究所

石油煤炭产能利用率同比数据与标普 500 能源指数同比数据相关性较高，而且产能利用率一般领先于指数的变化。

图 39: 石油煤炭产能利用率同比增长与标普能源指数同比增长



数据来源: ceic, bloomberg, 中投证券研究所

➤ 汽车及零部件行业

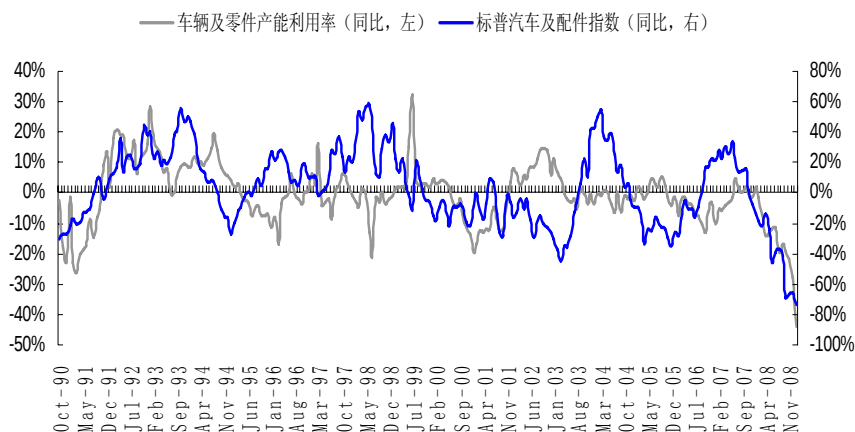
汽车及零部件产能利用率在 95 年前后达到高位之后便逐渐下降，尤其是 2000 年以后，回落更加明显。与之相伴的是标普 500 汽车及配件指数于 99 年 4 月达到历史高位后便持续回落至今。

图 40: 车辆及零部件产能利用率与行业指数



数据来源: ceic, bloomberg, 中投证券研究所

图 41：车辆及零部件产能利用率同比增速与行业指数同比增速



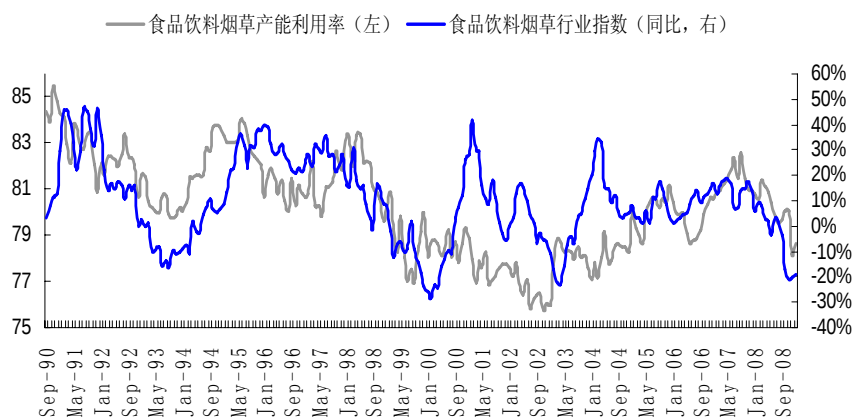
数据来源：ceic, bloomberg, 中投证券研究所

食品饮料及烟草行业

食品饮料烟草产能利用率同比增长与食品饮料烟草行业指数同比增长高度相关，而且从数据上来看，产能利用率指标要领先于行业指数，前者高点领先后者大约 2 年零 9 个月。

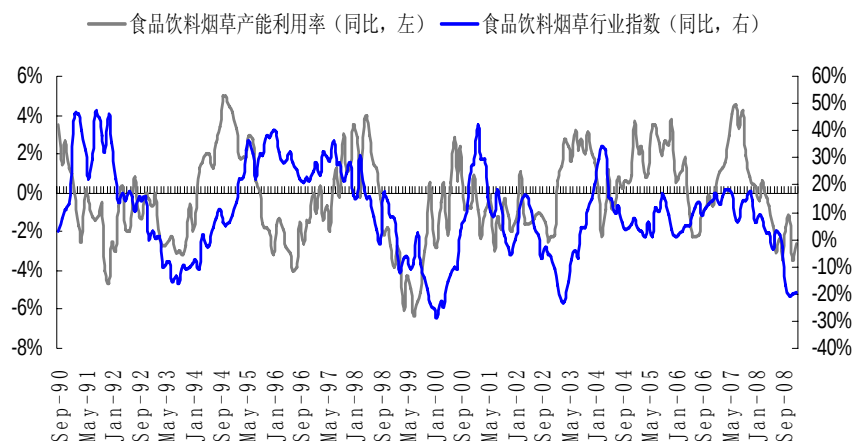
食品饮料烟草产能利用率与行业指数同比增速之间的相关性也很高，相关系数为 0.43。从历史上看，食品饮料的烟草产能利用率的低点出现在 2002 年底，大约为 76%。当前的产能利用率为 07 年 9 月的高点 82.6%持续回落至今，09 年 1 月份的数据为 78.7%。

图 42：食品饮料烟草产能利用率与行业指数同比增速



数据来源：ceic, bloomberg, 中投证券研究所

图 43: 食品饮料烟草产能利用率同比增速与行业指数同比增速

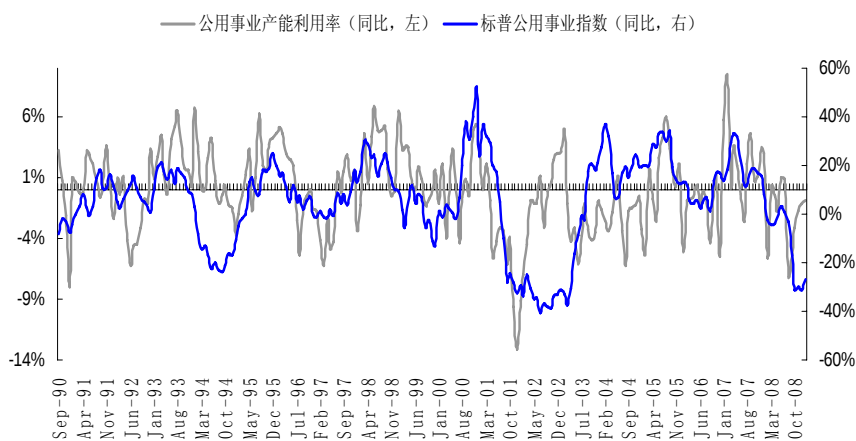


数据来源: ceic, bloomberg, 中投证券研究所

➤ 公用事业

公用事业产能利用率同比增长与标普公用事业指数同比增长的相关系数为 0.3，虽然产能利用率的波动性较大，但两者走势基本一致。

图 44: 公用事业产能利用率同比增长与行业指数同比增速

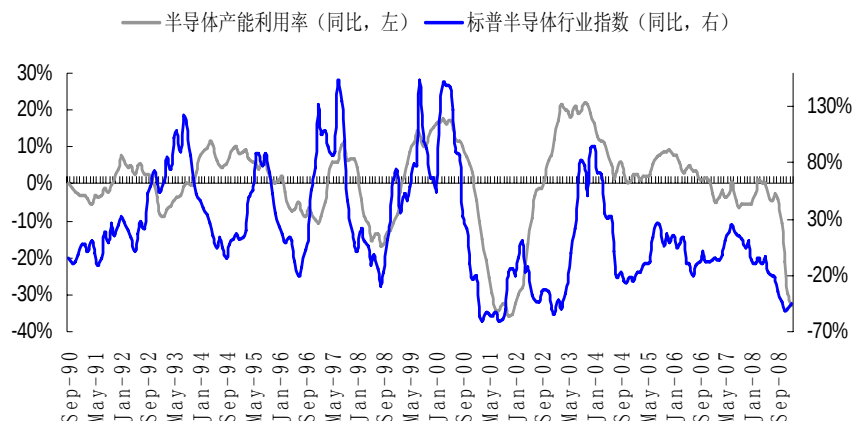


数据来源: ceic, bloomberg, 中投证券研究所

➤ 半导体行业

半导体产能利用率同比增长与标普半导体行业指数同比增长之间的相关系数高达 0.44。半导体产能利用率同比数据的低点在 2001 年 10 月份的 -49.6%，当前的数据为 -33.12%，与低点已经比较接近。

图 45：半导体行业产能利用率同比增长与行业指数同比增速

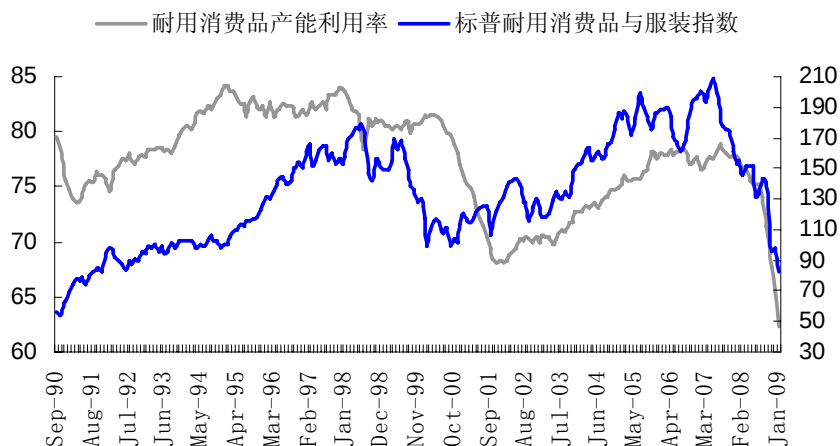


数据来源：ceic, bloomberg, 中投证券研究所

► 耐用消费品行业

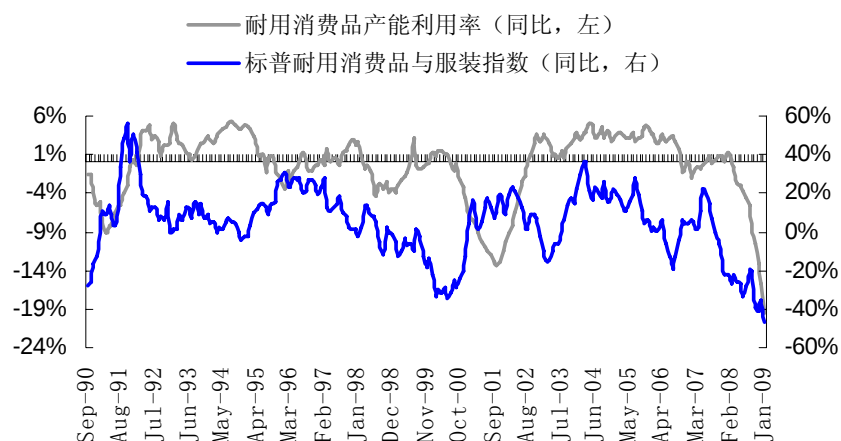
标普耐用消费品与服装指数领先于耐用消费品产能利用率，由于耐用消费品受经济波动影响较大，与经济情况基本同步，或者稍有滞后，而股市作为经济晴雨表，一般有预计经济走势的作用，因此也领先于耐用消费品产能利用率指标。

图 46：耐用消费品产能利用率与行业指数



数据来源：ceic, bloomberg, 中投证券研究所

图 47：耐用消费品产能利用率同比增速与行业指数同比增速

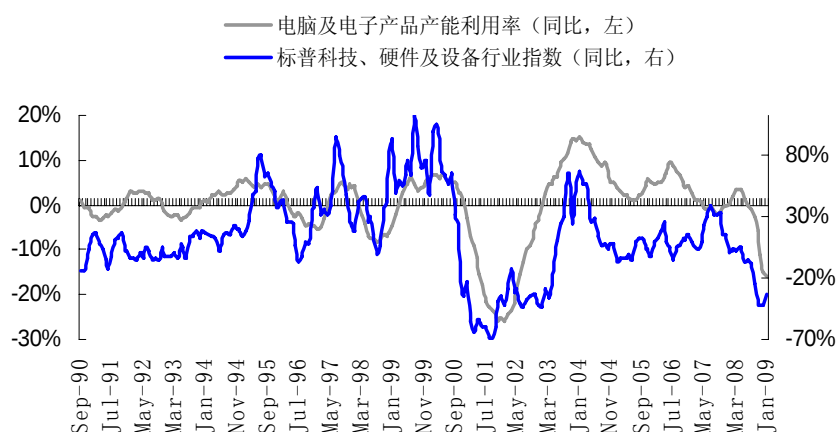


数据来源：ceic, bloomberg, 中投证券研究所

► 科技、硬件及设备行业

电脑及电子产品产能利用率同比增速与标普科技、硬件及设备行业指数同比增长的相关系数高达 0.58，两者走势基本一致，行业指数同比数据稍有领先。

图 48：电脑及电子产品产能利用率同比增速与标普科技、硬件及设备行业指数同比增速



数据来源：ceic, bloomberg, 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

分析师简介

刘浩波, 中投证券资深策略分析师, 不列颠哥伦比亚大学 MBA, 12 年实业投资、风险投资、股权投资和二级市场投资经验。

曹雪锋, 中投证券策略分析师, 经济学博士, 主要研究宏观策略, 产业配置。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434