

V 的右侧延展

——从刚性需求释放到寻找潜在的增长点

报告要点

■ “V” 的右侧延展

滞后回落的消费特性在经济传统“V”字的初始演绎中依然维持，但是当遇到长波衰退期资源约束引导的通胀大幅上升之时，我们可以发现，由于产能扩张受限、通胀高位抑制消费，“V”的右侧延展初始动力来源于刚性需求支撑的耐用消费品反弹。

■ 中国的“V”字演绎

展望中国的实体经济调整模式，我们依然坚信自去年11月份以来的原材料价格反弹以及部分普及率偏低的耐用消费品反弹如汽车、房地产，都意味着“V”字的初步构成动力已经形成，至于外需的疲弱以及中国的产能过剩问题，他是决定中国“V”字右侧延展多长时间以及多高幅度的关键，而在刚性需求依然支撑的耐用消费品回暖过程中，投资以及外需的作用并不如内部刚性需求来的重要。

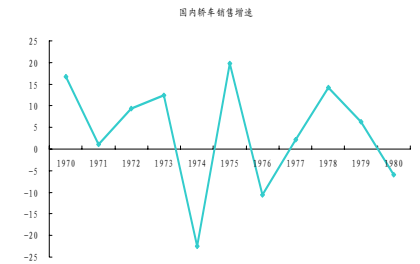
■ 资本市场展望：双底逻辑的再验证

“V”字的推动力量来源于上一轮经济周期中被暂时压抑的需求，因此并不预示实体经济新一轮扩张的开始，资源约束下资本市场中级反弹的延续性依靠于“V”字右侧的刚性需求释放，而反转的过程则取决于设备投资或者是外需的回升，当刚性需求释放完毕我们也必将迎来反弹与反转之间的过渡。

■ 资产配置建议：短期刚性需求与中期产业轮动的综合

围绕实体经济“V”字演绎的可能转变，我们建议短期关注刚性需求支撑的房地产以及汽车。而就中期而言，伴随着刚性需求反弹的结束，也意味着寻找潜在增长点过程的开始，机电部门以及纺织部门的复苏是在于外部需求何时回升；就民间投资而言，产业层次性的升级扩张依然是主要方式，关注机械、交通运输设备；银行在经济繁荣期、出口大肆扩张从而累积足够流动性的背景下，其对于实体经济的先导性意义已经落后；可选消费涵盖汽车、房地产的真正反转依赖于实体经济的真正回升；制造业内部的上游资源中，虽然有色一向对经济反转有着极强的敏感性，但是这种持续上升的动力首先需要的是中、下游制造业中某个通胀承受能力较强产业的崛起；由于世界经济的疲弱，我们相信在投资风格选择上更为关注的应该是在于小型公司，主要是鉴于其被收购价值以及较强的技术创新能力。

日本通胀奇异点下的汽车异常波动



资料来源：长江证券研究部

相关研究

《国际化博弈——从升值与通胀的关系中演绎 2008》

《经济增长变革期的产业轮动——基于潜在需求的 09 年资产配置》

《美国经济与中国牛市繁荣机制》

分析师：

钟华 周金涛

(8621) 63299571

zhonghua@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤

(8621) 63299571

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

序言：“V”字下的反弹与反转	4
工业化经济周期中的“V”字调整	4
“V”字反弹源于去库存之后的补库存	4
存货周期与金融危机的调整差异——需求刚性的意义	6
中国本轮实体经济调整的“V”字低点已经形成	7
“V”的右侧延展	8
普遍存货周期中的消费滞后于投资	9
资源约束下的耐用消费品反弹	10
资源约束下“V”字的初始推动力量在于内部消费	13
小结：中国的“V”字如何演绎	15
资本市场展望：双底逻辑的再验证	16
“V”字下的反弹与反转区分	16
日本 1975 年反弹与反转的过渡	17
中国：中期反转的决定因素	20
“V”字演绎下的资产配置：短期刚性需求与中期产业轮动的综合	22
通胀回落下中国短期的刚性需求释放	22
中观产业轮动的一般释义及其适用性	23
中期过渡因素也即产业轮动的开始：基于三部门之间的传导	24
小结：二季度暨 09 年下半年资产配置建议	26
分析师介绍	28
对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部	28
投资评级说明	28

图表目录

表:

表 1: 日本 70 年代消费影响因素分解.....	11
表 2: 日本 70 年代重点消费品新购及更换波动数据.....	12
表 3: 日本 1975 年中级反弹结束之后各行业表现差异.....	17
表 4: 美国 1975 年基准利率变动.....	19
表 5: 中国轿车发展速度相对较缓.....	23
表 6: 美国股市中的产业轮动特征.....	23
表 7: 二季度暨 09 年下半年资产配置建议.....	26

图:

图 1: 实体经济“V”的右侧构筑.....	5
图 2: 日本 1975 年 V 字反弹中的民间在库投资表现.....	5
图 3: 日本 70 年代 GDP 增速与缩减指数同比增速比较.....	6
图 4: 90 年双泡沫破灭后日本 GDP 增速与缩减指数同比增速比较.....	7
图 5: 通胀回落引致存货调整中的低点逐步形成.....	7
图 6: 制造业 PMI 指数呈现回暖迹象.....	8
图 7: 日本 1964-1966 年重点产业主营业务利润增速.....	9
图 8: 日本国内航空货物周转量增长率.....	9
图 9: 日本国内航空客运周转量增长率.....	10
图 10: 日本国内轿车奇异点之销量增速变动.....	11
图 11: 日本国内轿车奇异点之名义工资收入增速变动.....	11
图 12: 日本 60-70 年代耐用消费品普及率变化.....	13
图 13: 日本 74-76 年民间设备投资波动.....	14
图 14: 日本 74-76 年出口变动.....	14
图 15: 日本 60-70 年代汽车内销、外销对比.....	15
图 16: 日经指数与失业率的关联性.....	16
图 17: 美国 1975 年消费者价格指数月环比变动.....	19
图 18: 日本 1975 年 PPI 同比见底在 3 季度.....	20
图 19: 日本 1975 年反弹向反转过渡的关键: PPI 指数的阶段性趋稳.....	20
图 20: 中国资本市场反弹向反转的过渡因素分解.....	21
图 21: 中国“V”的延伸在于消费部门向生产部门的逆向传导.....	22
图 22: 工业化进程国家三部门产业轮动的构想.....	24
图 23: 投资有效性下的产业轮动基本规律.....	25
图 24: 外需恢复下的产业轮动基本规律.....	25
图 25: 信贷消费拓展下的产业轮动基本规律.....	25

序言：“V”字下的反弹与反转

经济运行具有自我脱轨的能力（由于正向反馈），正像经济具有自我复轨的能力一样（由于负向反馈）。如此一来，看不见的手就不止亚当·斯密所说的一只，而是应该有两只……

——拉斯·特维德《逃不开的经济周期》

拉斯·特维德在他的著作中曾经如此直白的描述经济周期，繁荣—萧条周期的不同阶段可以划分为：静止，增长，信心，兴旺，激奋，发展过快，震荡，压力，停滞，再次进入静止而告终。经济体系中两只手的运作模式在于，一只手形成实体经济扩张过程中的顶，而另一只手则构筑经济回落中的底部，这也映衬出我们此篇报告中“V”的本质所在，底部的构建乃至“V”的右侧进一步延展中，不可缺少的是在于经济体系中原有的刚性需求。

值得强调的是，我们所谓的中国经济增长“V”字反弹并不是单纯的实际GDP演绎趋势概念，毕竟，在目前的世界性经济危机背景下，一方面，财政扩张效应的释放对于投资以及GDP的直接带动是我们所无法衡量的，另一方面，就我们对于美国1929、日本1990、中国1997年的经验比较而言，财政扩张对资本市场仅仅是短期的促发因素，寻找政府投资之外的“V”字扩张动力才是决定资本市场反弹与反转的根本。

另一方面，众多人在阅读了我们近期策略报告中有关实体经济“V”的右侧观点之后，似乎认为现在就资本市场的延续性已经到了反转的过程，需要澄清的是，在我们的逻辑体系中，虽然已经承认此轮实体经济的“V”字已经形成，但是“V”的右侧延展涉及到投资、消费的持续性，这才是真正决定资本市场反转的根本，显然，中国资本市场未来仍然需要反弹与反转之间的过渡。

过渡因素的逐步释放过程本身也意味着实体经济新一轮扩张循环的开始，而在此过程中，产业轮动所衍生的投资机遇与目前的境地是有差异的，去库存化的核心在于刚性需求引导的经济触底回升，而工业化追赶国中核心的复苏机制其实是在于民间投资的回升，产业层次的渐进性是引导日本在1955-1970年经济调整多以“V”字方式完成的关键，无疑，中国真正“V”所衍生的资本市场反转因素在于：外部需求疲弱的背景下，当价格回落引导的刚性需求回暖逐步释放完毕，产业升级层次似的投资能否适时跟上。

工业化经济周期中的“V”字调整

在传统经济学的定义中，经济周期调整分为3-4年的存货周期、8-9年的固定资产投资周期以及20年的建筑周期，周期时限的长短展现的是不同的经济触底以及见顶方式，一般而言，“V”字调整更多的见于存货周期，鉴于制造业的存货周转期基本在1-2个季度，因此，存货周期中的“V”字调整往往调整迅速，并且以企业的存货高位扩张、大幅减少、均值回归作为特色。

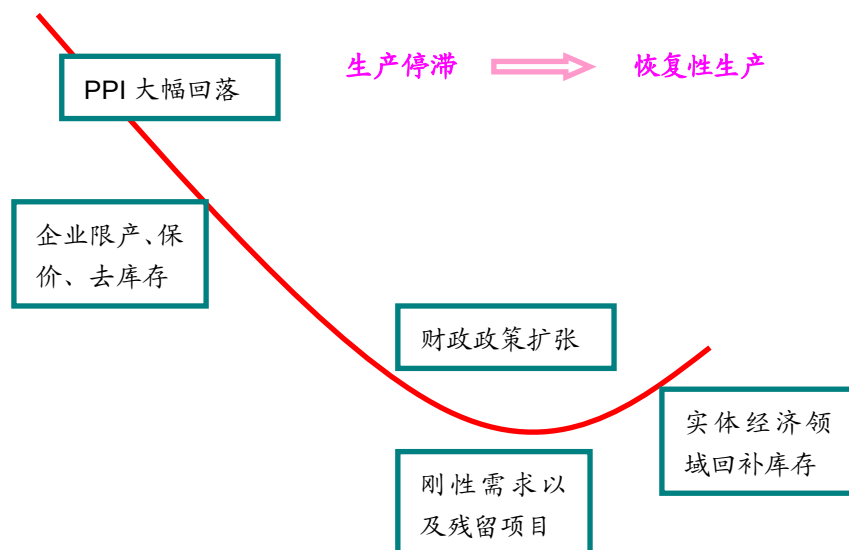
“V”字反弹源于去库存之后的补库存

关于中国此轮实体经济调整中“V”字的形成，或者更确切的说是一个经济触底之后反弹的形成，其内在的主导是在于围绕通货膨胀大幅波动之后的库存调整：

中国实体经济自去年9月份以来可能形成的第一个低点，从表现形式上与处在起飞萧条期的

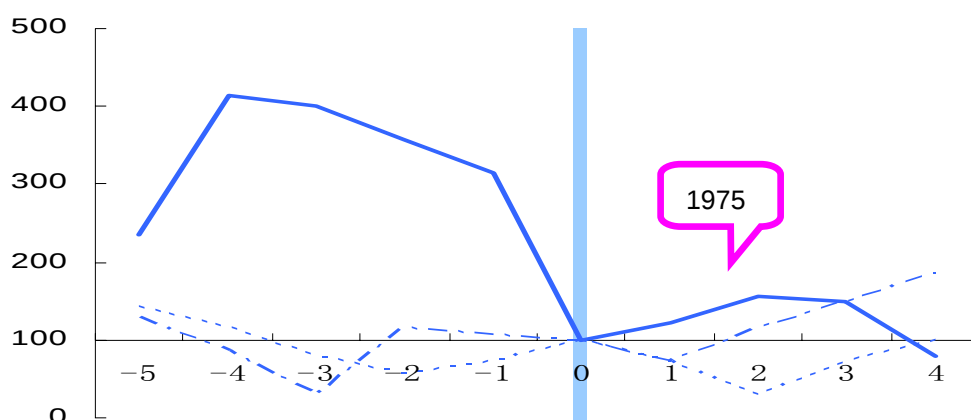
日本 75 年、韩国 1981 年极其类似，PPI 大幅回落的过程映衬着实体经济中生产单位原材料成本与产品销售收入的不匹配，边际利润的丧失意味着企业限产、快速清理原有高价原材料生产的产成品更具经济价值，这也就是我们所看到的去库存化过程中发电量增速与实际 GDP 环比大幅下滑的本质，毕竟在这个阶段，生产部门的唯一操作方式是在于限产保价以及降低产成品库存。

图 1：实体经济“V”的右侧构筑



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

图 2：日本 1975 年 V 字反弹中的民间在庫投资表现



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

伴随着企业大规模的限产活动，生产过程有望在低位形成新的平衡机制，较低位置的弱平衡其需求不仅源于衰退期之前的残留项目，也源于当通胀成为经济周期的主导调整因素时，价格也就是所谓的成本回落将会激发新的需求产生，当然，低位的弱平衡仅仅是形成资本市场第一个低点的核心因素，此时的促发契机还来源于货币政策放松所带动的流动性释放，以及

凯恩斯主义扩张所带动的经济复苏预期。

这其实从本质上就是一个简单的价格调整形成供需新平衡的机制，由于在初始阶段的降库存过程中，生产部门往往在经济拐点初期积累了大量的原材料包括产成品库存，所以价格的回落在初始阶段往往呈现急剧的下跌速度，企业处于盈亏平衡之下的局面展现的是尽快兑现前期利润或者避免更大损失的心理，而经济学中价格促成供需平衡的逻辑则决定了这种过程的短暂性，阶段性的财政扩张以及需求刚性使得生产部门在消耗过多的产成品库存之后，价格出现反弹而生产也由此延续，归结而言，库存由高到过低再逐步向均值水平回归的过程，体现的是企业生产由停滞向恢复性生产的过渡，也就是实体经济的“V”的右侧初始推动力量。

存货周期与金融危机的调整差异——需求刚性的意义

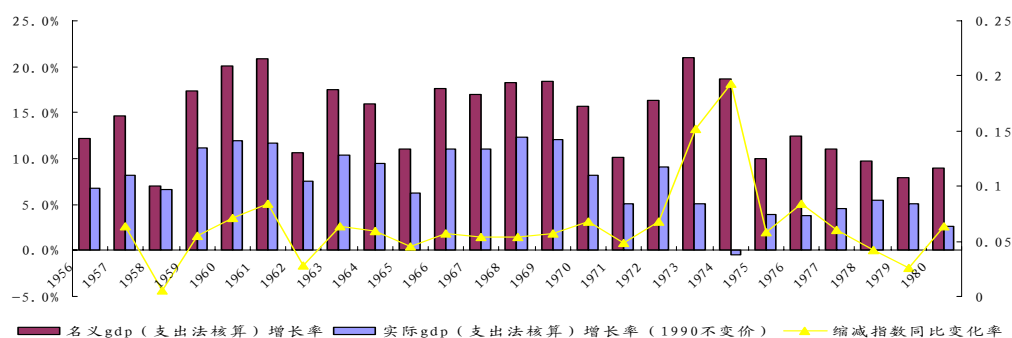
通过对于实体经济“V”的右侧初始推动力量探讨，我们实际上已经基本了解了这一过程，而接下来的问题则是在于了解决定这一过程的必然性以及持续性，凭借我们对于日本以及美国工业化进程的了解，“V”字反弹并不是在每一次经济周期的调整过程中都会展现，决定存货调整的逻辑基础在金融危机与通货膨胀的大背景下，展现出来的完全是另外一种现象。

考虑到调整过程的典型性才能体现出V字反转的内在动力，而存货周期一般都会伴随着价格波动而形成，我们比较了日本在70年代以及90年代两次经济调整中，GDP增速与缩减指数的时滞对比，可以发现，在74年的四季度，当缩减指数所代表的通货膨胀处于最高位时，而月度的PPI增速呈现见顶回落之时，实际GDP创下此轮经济周期的最低点，但是这个过程仅仅持续了一个季度之后，实际GDP呈现V形反转，也就是跟中国在去年四季度到现在更为类似的情况。但是，在91年日本平成泡沫破灭之后，实际GDP与缩减指数关联性并不强。

双方对比，究其内在的关键原因，我们认为在于，中国在去年的四季度和日本在1974年四季度当价格回落之后，暂且不考虑财政扩张，因为日本在90年代初期的时候也有大幅的扩张行财政政策，而残留项目在一定意义上也会存在更多的类似性，那么，价格大幅波动引导存货大幅调整从而引致V形的核心其实就在于收入支撑的刚性需求变化。

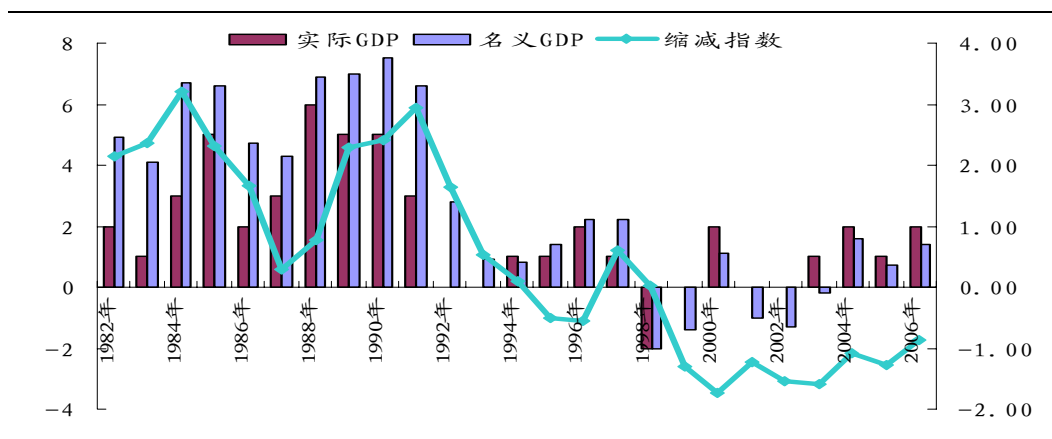
因此，在资产价格泡沫破灭的背景下，收入包括财富效应的迅速下降使得基于刚性需求的库存调整，也就是我们一直强调的“V”形反转很难呈现，螺旋式的需求下滑过程决定这是一种L型或者U型模式。可见，决定“V”的关键虽然从形式上呈现的是存货的大幅波动，但是初始根本的决定因素却在于收入支撑的刚性需求与产成品价格回落后的博弈。

图3：日本70年代GDP增速与缩减指数同比增速比较



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 4: 90 年双泡沫破灭后日本 GDP 增速与缩减指数同比增速比较



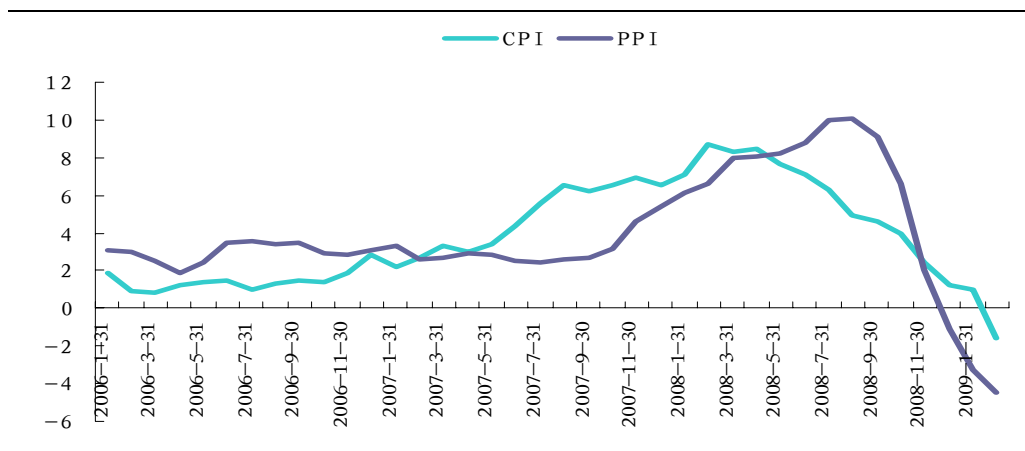
资料来源：《日本长期统计年鉴》，长江证券研究部

中国此轮实体经济调整的“V”字低点已经形成

通过比较金融危机与单纯通胀引导的实体经济调整，我们可以总结出“V”形态之所以产生的本质：其一是价格增速由上升至下降的转变，就典型工业化期间的制造国而言，显然 PPI 更具代表意义；其二也是最为关键的一点，在于刚性需求的稳定性，抑或者表述为，实体经济运行中仍然存在着尚未满足的需求部分，远离金融危机使得收入带有明显的滞后回落特征，由此，存货的消耗速度也将加快，另一方面，制造产业层次性升级所推动的投资、产能释放将进一步推动 V 的右侧延伸。

由此，考虑到自去年 9 月份以来中国实体经济中的通胀水平尤其是 PPI 明显回落，而在经历了 1 个季度左右的大幅削减库存之后，以 PMI 指数为代表的实体经济活跃度虽然仍旧处在 50 景气水平之下，但是与 11 月份相比，下滑程度已经明显放缓，我们有理由相信中国此轮调整中的“V”字低点已经形成。

图 5: 通胀回落引致存货调整中的低点逐步形成



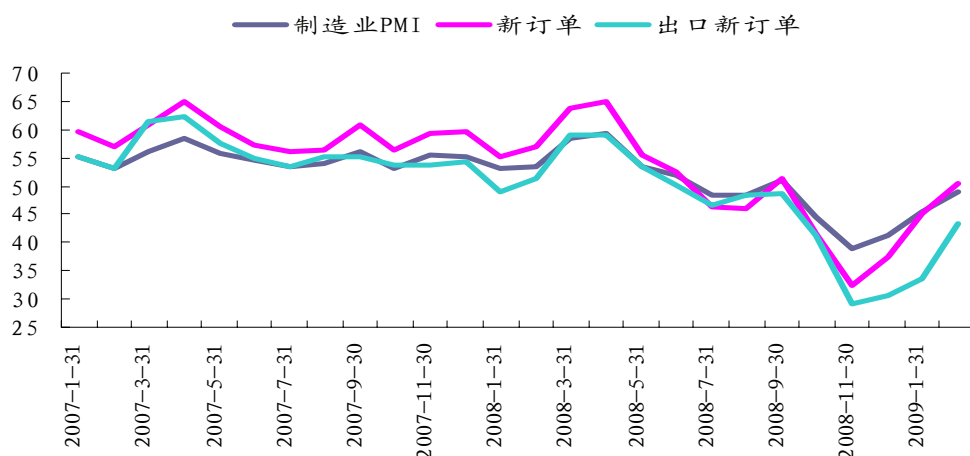
资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

当然，就“V”字低点的问题现在仍旧存在着众多分歧，首先来自于外需的大幅回落，的确

这一因素对于外需依赖度更甚于当年日本的中国来说，有着非凡的经济复苏压力，但是外需的回落其实是从去年中旬就已经开始呈现，而价格作为供需双方均衡的协调器，超跌之后的反弹本身就意味着刚性需求的逐步释放，这一点在最近出口企业订单有所恢复的事实中可以得到验证，也就是说外需的回落本身就已经体现在“V”字的低点中。除非外需在美国出现新一波金融危机比方说信用卡泡沫破灭之后再次大幅回落，但是以目前美联储的金融解救方案以及财政扩张而言，这种可能性已经变得很小。

其次，则在于钢铁行业在经历了价格大幅反弹之后开始出现回落，部分产品价格甚至已经低于之前的低点，似乎这意味着实体经济需要经历“二次去库存化”，但是，值得重视的是，钢铁价格的回落一方面来源于下游经销商在国家出台四万亿财政扩张之后大幅回补库存，另一方面则是由于小钢厂的普遍复产，而这种过程与“V”的低点中价格回落引导去库存是完全有差异的，我们更愿意称这种现象为“去产能化”，他所限制的是在于“V”字演绎中的右侧延展高度，而不是形成新低点的过程，况且，在长波衰退奇异点通胀大幅波动的背景下，“V”的初始带动关键并不在于钢铁业类似的生产部门，而是以刚性需求为支撑的耐用消费品部门。

图 6：制造业 PMI 指数呈现回暖迹象



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

“V”的右侧延展

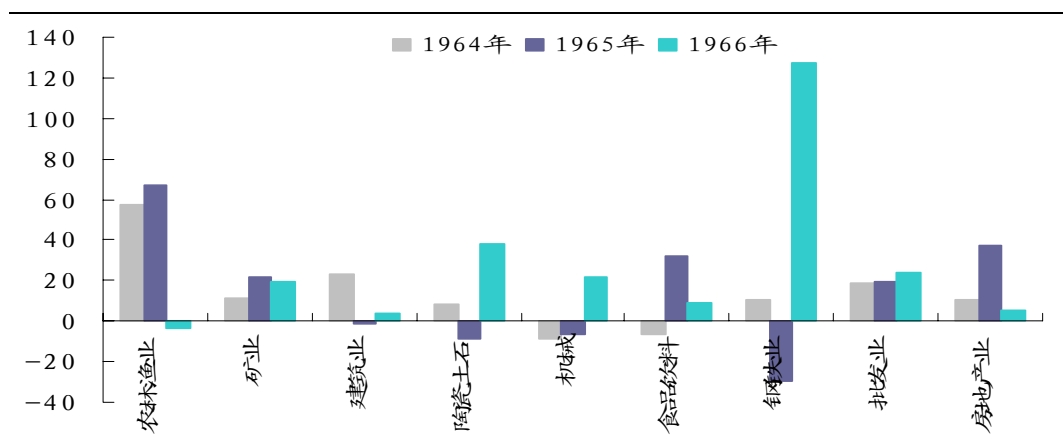
在谈论了“V”字低点决定的基础上，我们进一步探讨有关“V”的右侧延展问题，其实这也是我们之前关于资本市场中级反弹延续的基础，依据一般的经济周期理论，工业化运行中的“V”字延展主要依托于投资也就是产能的进一步扩张，当然，这种产能扩张体现的是制造业层次式的递进也就是所谓的产业升级过程，毕竟，滞后回落的消费特性在经济“V”字的初始演绎中依然在不断回落，但是当遇到长波衰退期资源约束引导的通胀大幅上升之时，我们可以发现，由于产能扩张受限、通胀高位抑制消费，“V”的右侧延展初始动力来源于刚性需求支撑的耐用消费品反弹。

普遍存货周期中的消费滞后于投资

在一般的经济周期调整过程中，消费一向被视为滞后于投资的产物，但是在现时的经济体系中，这却是一个相当狭隘的定义，我们首先列举一个最典型的例子，用以说明此种滞后性的形成原因。

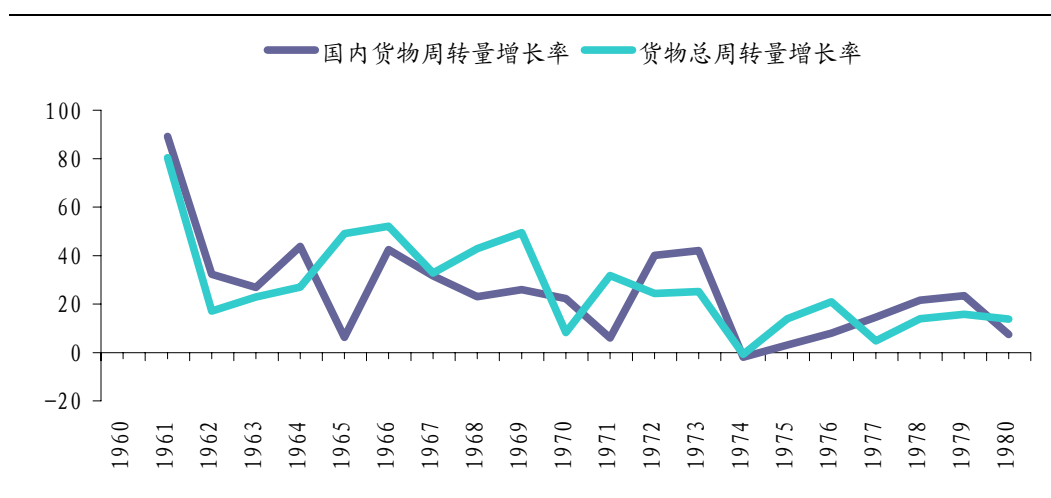
我们曾经提及，日本在 1965 年遭遇了奥运会之后的低谷效应，实际 GDP、固定资产投资、消费数据均是呈现周期性的回落：此轮周期调整外在的促发因素就是是在于 64 年东京奥运会结束之后投资增长率的急剧回落，但是由于在 60 年代初期的国民收入倍增计划，使得日本在 1965 年经济增长伴随投资回落的过程中，劳动者收入增速依然维持高位，总需求构成中消费支出与投资的差异也导致了经济增长在 1965 年底徘徊时的产业之间差异。

图 7：日本 1964-1966 年重点产业主营业务利润增速



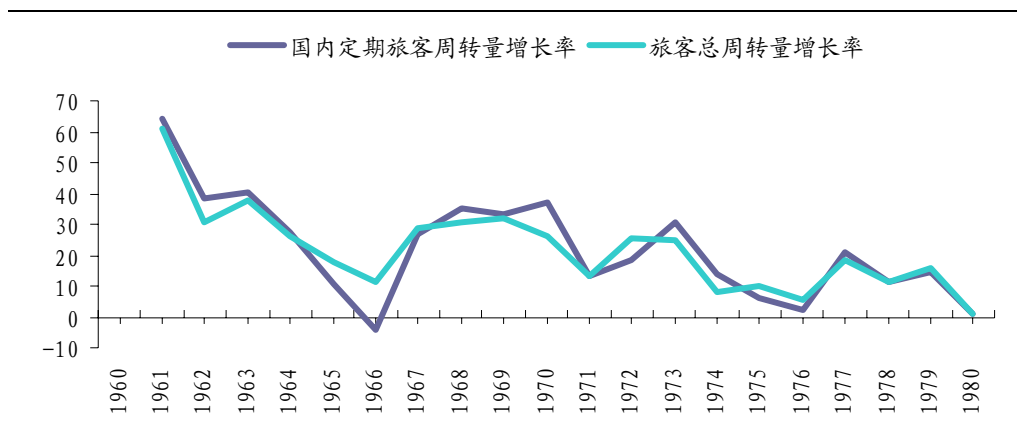
数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 8：日本国内航空货物周转量增长率



数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 9：日本国内航空客运周转量增长率



数据来源：CEIC，长江证券研究部

对比日本在 1964-1966 年间重点产业的主营业务利润增速，我们发现，在经济大幅增长回落的 1965 年，利润增速放缓趋势最为明显的是在建筑、陶瓷土石、机械、钢铁业，而农林牧渔、食品饮料、批发、房地产反而是在 1965 年中取得了更高的利润增速，而当实体经济伴随投资增速的逐渐回升出现复苏的 1966 年，与投资相关行业的主营业务增速则出现明显回暖，相反，消费相关行业的盈利增长出现回落。从特定行业航空中旅客周转量、货物周转量的区分中我们更可以清晰的辨别，无论是在 1964 年中周期调整，抑或是 1974 年的石油危机，定期旅客周转量的增速都要明显滞后于货物周转量。

其实，消费滞后于投资的简单逻辑无非就是伴随投资需求下降，企业经营利润逐步回落后引导的工资收入下降，由此，消费尤其是耐用消费品都存在一定的滞后经济周期性。不过，尽管消费在一定意义上都是由货币幻觉所主导，也就是说当前消费的支出更多的由工资收入的名义增速所主导，即使名义增速略微低于实际的通货膨胀率，收入增长依然能够释放相应的消费需求扩张。但是一旦碰到通胀的大幅上升，那么货币幻觉的动力就会明显受到质疑，而这一点恰恰是我们在现今以及日本在 1974 年，也就是长波周期衰退中通胀大幅上升中所面临的镜像。

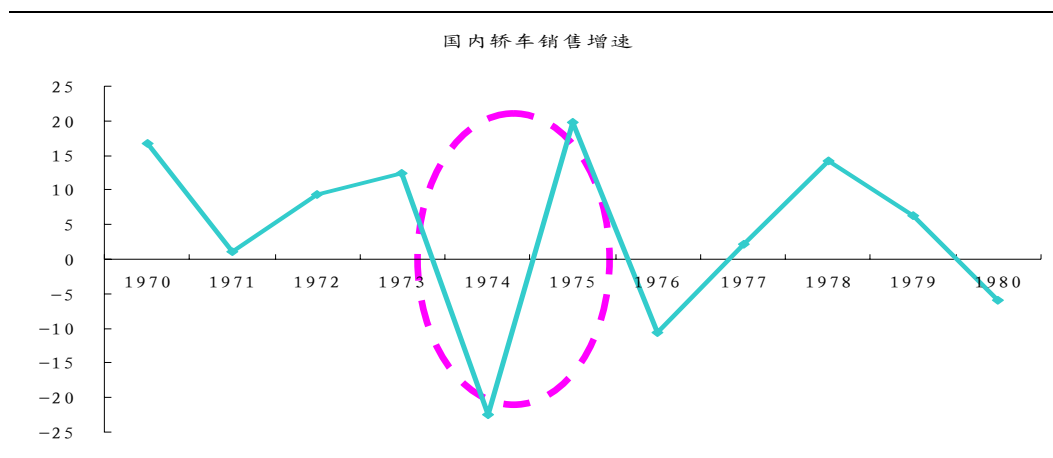
资源约束下的耐用消费品反弹

通胀奇异点下的汽车销量异常波动

我们依然围绕日本在 1975 年的实证经历，来解释耐用消费品尤其是当时普及率偏低的汽车的销售波动，从日本国内轿车销售量与名义工资收入增速的变动可以看出，货币幻觉下的工资收入与销售增速出现背离，在名义工资收入增速逐步下降的 1975 年，日本当时国内轿车的销售增速却达到了 19.72%，总额达到 273 万辆，甚至于超过了 1972 年的水平，仅略低于实体经济最为强劲的 1973 年。

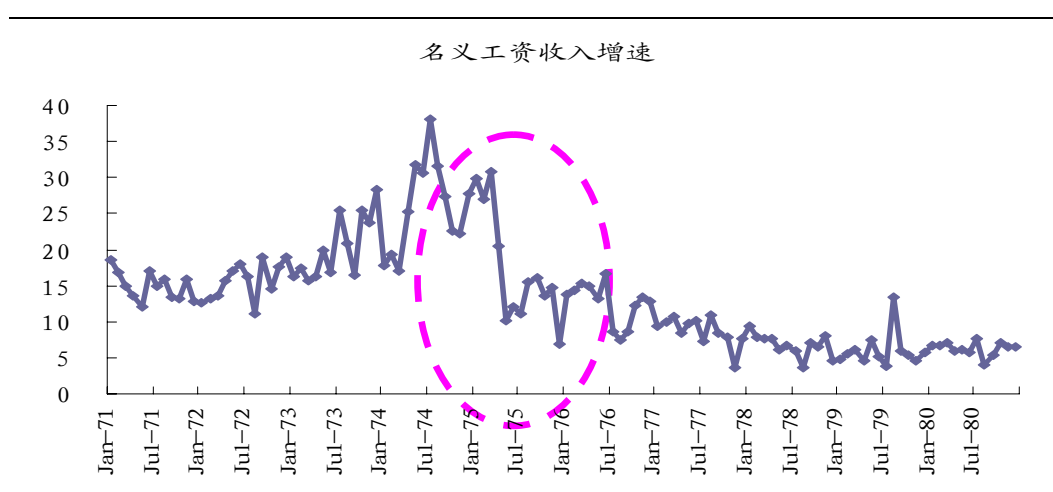
究其原因，所谓的货币幻觉的确在通胀小幅波动的情况下是消费的主导因素，但是一旦通胀呈现类似于长波萧条期的奇异点，那么经济扩张后续中虽然名义的工资收入依然维持在高位，但是由于价格的攀升使得需求受到抑制，而在实际 GDP 触底回升的过程中，通胀的大幅回落以及名义工资收入的调整滞后，使得耐用消费品存在阶段性的反弹动力。

图 10: 日本国内轿车奇异点之销量增速变动



数据来源: CEIC, 长江证券研究部

图 11: 日本国内轿车奇异点之名义工资收入增速变动



数据来源: CEIC, 长江证券研究部

表 1: 日本 70 年代消费影响因素分解

	平均消费性 向前年差	收入因素	习惯因素	物价因素	就业因素
1972	-0.61	-0.6	-0.53	0.08	0.44
1973	-0.5	-0.23	0.71	-1.76	0.78
1974	-2.91	-0.34	-0.25	-0.94	-1.38
1975	1.51	-0.13	0.44	1.9	-0.7
1976	0.78	0.09	0.48	0.13	0.08
1977	-0.5	-0.17	-0.57	0.43	-0.19
1978	0.55	-0.14	0.06	0.53	0.1

1979	0.02	-0.11	0.07	-0.21	0.27
1980	0.03	0.1	0.46	-0.49	-0.04
1981	0.34	0.01	-0.18	0.61	-0.1

数据来源：CEIC，长江证券研究部

普及率与耐用消费品异常波动之间的关联

当然，在通胀回落引导耐用消费品阶段性回升的过程中，并不是所有的消费品都会出现类似的现象，我们按照新购以及更换数据仔细比较日本 70 年代冰箱、汽车、空调、彩电：

普及率较高的冰箱、彩电销售变动存在明显的滞后效应，也就是当日本实际 GDP 从 1974 年四季度见底反弹之后，新购或者更换数据的回升均要滞后到 76 甚至 77 年。

冰箱作为 60、70 年代的兴起耐用消费品制造业，在日本整体 60-70 年代都处于普及率较低的水平，较低的普及率使其在经济大幅涵盖通胀大幅波动的背景下，整体处于较为稳定的增长水平。

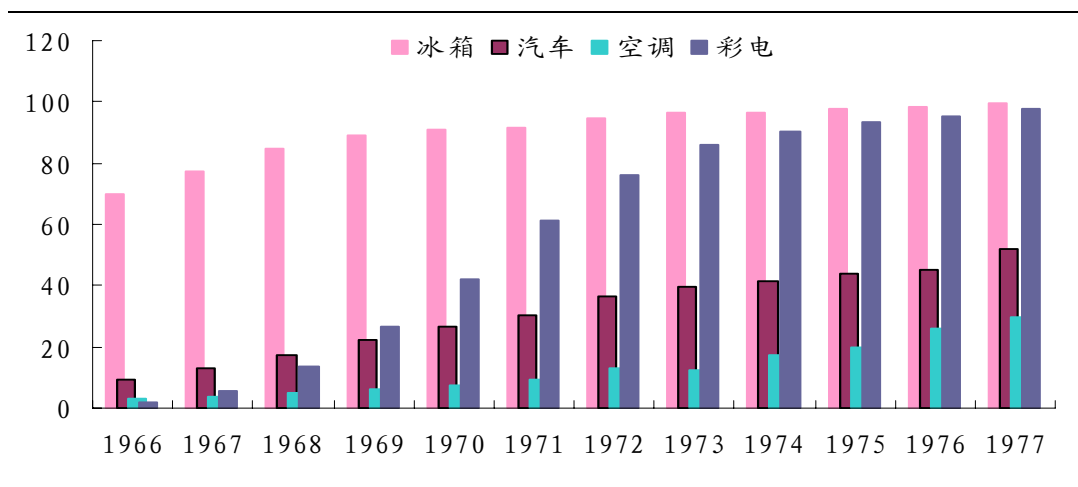
汽车的普及率在日本 70 年代稳定在 40 左右的水平，由于在整个 70-80 年代都处于石油危机引导的世界性通胀中，因此，与 60 年代的增速相比日本汽车的普及率上升在这一阶段明显放慢。

表 2：日本 70 年代重点消费品新购及更换波动数据

	冰箱		汽车		空调		彩电	
	新购	更换	新购	更换	新购	更换	新购	更换
1966	35.3	13.1	12	12.8	4.6	0	2.5	0.9
1967	55.4	11.3	22.8	20.9	11.7	0	14.8	1.7
1968	52.8	16	30.8	28.5	18.4	0	30.6	1.5
1969	38.6	27	35	39.7	22.2	1.4	56.6	4.6
1970	32.6	32.7	40.4	43.6	28.6	1.4	62.6	7.7
1971	21	37.6	39.4	43.2	36.5	1.5	78	8.4
1972	17.3	48	45.6	50.5	39.6	4.8	69	15.1
1973	16.9	55.6	35.1	55.8	73	1.6	50.6	23.8
1974	11.4	67.6	26.9	54.8	61.1	4.6	25.3	24.1
1975	8.2	56.3	29.3	57.7	58.5	4.5	19.9	32
1976	8.7	60	28.3	52.4	61.9	3.6	12.1	37.7
1977	9	69	28.5	55.8	72.9	8.3	15.4	41.5

数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 12：日本 60-70 年代耐用消费品普及率变化



数据来源：CEIC，长江证券研究部

由此，我们可以得出，在通胀引导的实体经济大幅波动过程中，V 字形成的外在表现形式是存货投资由过低点向均值水平的回归，而初始的带动力量中普及率处在中等水平、受制于成本推升的耐用消费品会存在阶段性的反弹，70 年代日本最为明显的代表意义是在于汽车的反弹，而中国目前的情形实际上也存在更多的雷同性。

资源约束下“V”字的初始推动力量在于内部消费

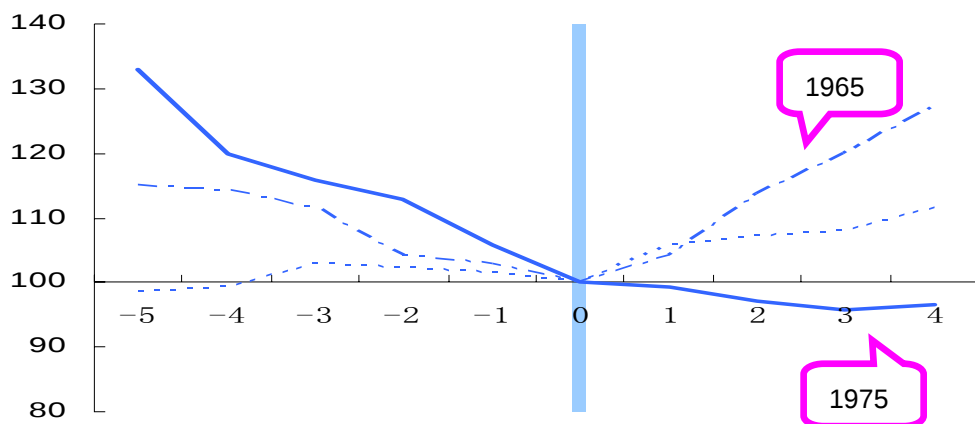
通过对比，我们已然了解在日本 1975 年实体经济呈现“V”字反弹伊始，以汽车为代表的耐用消费品存在阶段性的反弹，考虑到存货更多意义上反应的是需求端的印证，因此，需要进一步分解需求端也即主要的企业设备投资、外部需求在“V”字中的意义。

日本 1975 年企业设备投资回升缓慢

日本 70 年代在设备投资方面，73 年前期伴随着需求扩大企业也加大了设备投资意欲，主要原因是由于为了对应劳动力的短缺以及工资上涨带来的成本增加而采取的省力化投资，同时为了减少公害排出而增加了环保投资，特别是环保投资一直处于上升阶段，投资比例从 70 年的 5.8% 上升到了 73 年的 10.6%。到了 74 年，电力、通讯、房地产以及金融等非制造业由于行政指导以及资金运转困难的约束下，大幅缩减设备投资；而制造业特别是钢铁、石油、化学等大型企业由于环保投资的加大以及前期需求的确保的原因，设备投资只下降了 4.4%。

不过 75 年虽然经济逐步走出低谷，但设备投资的恢复稍滞后于经济周期，这主要是由于本次经济下滑要远大于以往的经济调整，所以需求不能很快恢复，同时企业收益的改善要落后于经济，而且由于当时企业对经济未来预期仍然比较悲观，所以并不能马上增大设备投资。也就是我们在之前所论述的，资源价格的大幅抬高一定程度上反应的是，世界经济体系中当时作为中游制造国主力的日本，国内已经存在较为严重的产能过剩问题，并且从产业结构的构成来看，内部经济中制造业的升级之路已经逐步达到顶端，也就是很难像 1965 年一样通过带动产业升级似的投资来推动经济增长，由此，也意味着在 1975 年“V”字伊始，企业扩张产能为代表的设备投资并不是推动力量。

图 13: 日本 74-76 年民间设备投资波动

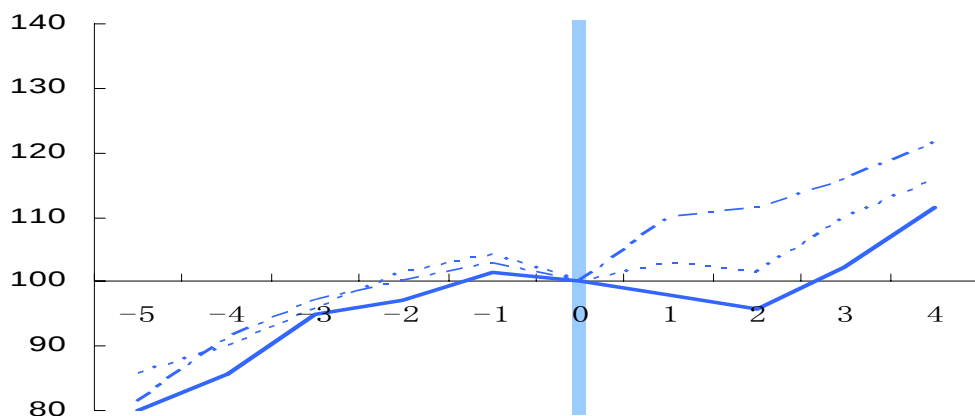


数据来源: CEIC, 长江证券研究部

外需的推动作用显现在 1975 年 3 季度

从日本当时的外需恢复情况来看, 出口的回暖一直等到 1975 年的 3 季度, 也就是说, 虽然在普遍面临资源约束冲击的背景下, 美国、日本的实体经济均存在通胀回落之后的存货回升, 但是这种过程, 更多意义上是一个内部经济体系的循环过程, 外需的恢复往往存在滞后性, 毕竟通过观察历次经济周期的调整, 可以发现, 贸易保护主义在经济体微弱增长的阶段一直存在。

图 14: 日本 74-76 年出口变动

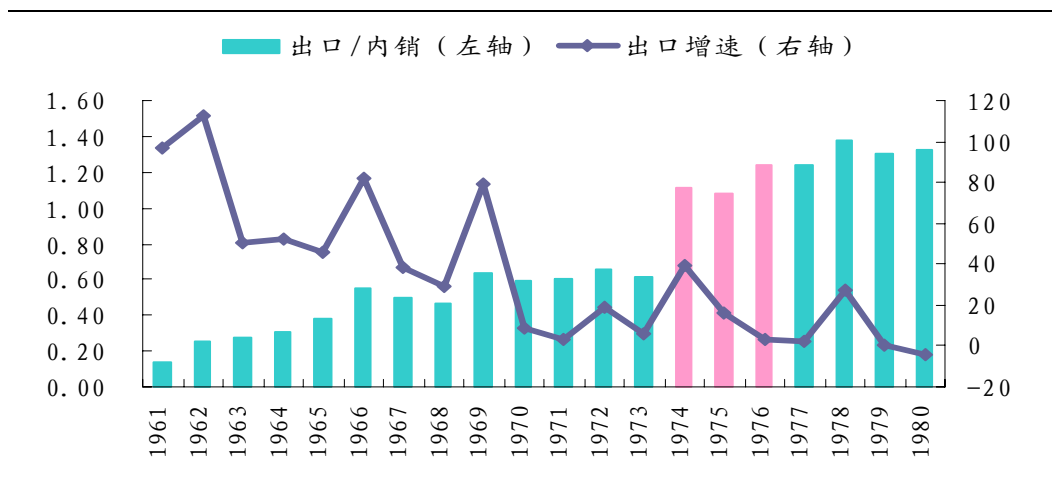


数据来源: CEIC, 长江证券研究部

我们再次回到日本的汽车销量数据, 用以进一步推导外需主要是指美国进口需求对于日本经济增长在 1975 年“V”字过程中的意义, 从增速比较而言, 汽车的出口量在 1974 年之后均是有所回落, 这一点跟世界经济在当时都处于比较弱的水平有关, 而从另一个出口比内销的角度, 我们可以看到, 1975 年出口跟内销的比例均要低于 1974 年和 1976 年, 这意味着从变动数据来看, 在 1975 年尤其是经济呈现“V”字的伊始, 外需的推动力一方面在放缓, 另

一方面也明显的弱于之前包括国内的需求变动。

图 15：日本 60-70 年代汽车内销、外销对比



数据来源：CEIC，长江证券研究部

小结：中国的“V”字如何演绎

从日本在 1975 年“V”字演绎的规律中，我们可以体会到，刚性需求在通货膨胀大幅波动下的重要意义，而由于通胀的大幅上升，使得国内的私人投资、外需方面短期内都难以得到大幅改善，因此，长波周期衰退期中奇异点“V”的初始构筑最关键的是基于内部需求，也即普及率处于中等水平的耐用消费品，以中国目前的实际消费情况而言，其实跟日本比较类似的也就是集中在汽车和房地产。

当然，我们从去年撰写年度策略报告以来，就从没有忽视过外需在金融危机下，其疲弱程度以及触底反弹的方式与日本在 1975 年有着很大不同，这一点在大宗商品价格的稳定（1975 年）与暴跌（2008 年）中可以体会到，然而这种外需的回落以及成本的节约模式虽然在本质上与日本在 1965 年有着些许差异，但是在中国“V”的初始阶段并不会体现不同。

一方面，恰如我们之前所提到的，外需的回落在中国去年 11 月份产品价格触底反弹的过程中已经有所体现，而我们未来美国经济体现第二波经济危机从而引导外需进一步大幅回落的可能性正在变小，况且日本在 1975 年伊始形成“V”的过程中，外需的贡献力度也是负的；另一方面，就成本的大幅回落而言，毕竟日本在 1975 年面临的问题是在于成本的增速回落而不是真实价格的回落，而中国所遭遇的境地某种程度上是好于日本，但是成本的大幅回落也意味着需求的过快萎靡，耐用消费品的阶段性反弹并不纯粹依赖价格的回落，一定程度上收入才是长期决定因素的本质。

由此，展望中国的实体经济调整模式，我们依然坚信自去年 11 月份以来的价格反弹更重要的是部分普及率偏低的耐用消费品反弹如汽车、房地产，都意味着“V”字的初步构成动力已经形成，至于外需的疲弱以及中国的产能过剩问题，他是决定中国“V”字右侧延展多长时间以及多高幅度的关键，而在刚性需求依然支撑的耐用消费品回暖过程中，投资以及外需并不如内部刚性需求的重要。

资本市场展望：双底逻辑的再验证

自 08 年《PPI 演绎利润轮动——资源约束下的行业选择》以来，我们就中国资本市场底部形成的判断都来源于 PPI 的拐点趋势，诚然 PPI 回落后无论是中国实体经济抑或是资本市场都迎来预期之中的转折，只是，资本市场的转折在目前来看我们依然认为其只是中级反弹的延续，毕竟从本质上来看，“V”字的推动力量来源于上一轮经济周期中的需求残留，却并不代表实体经济新一轮扩张的开始，资源约束下中级反弹的延续性依托于“V”字右侧的刚性需求释放，而反转的过程则来源于设备投资或者是外需的回升，当刚性需求释放完毕我们也必将迎来反弹与反转之间的过渡。

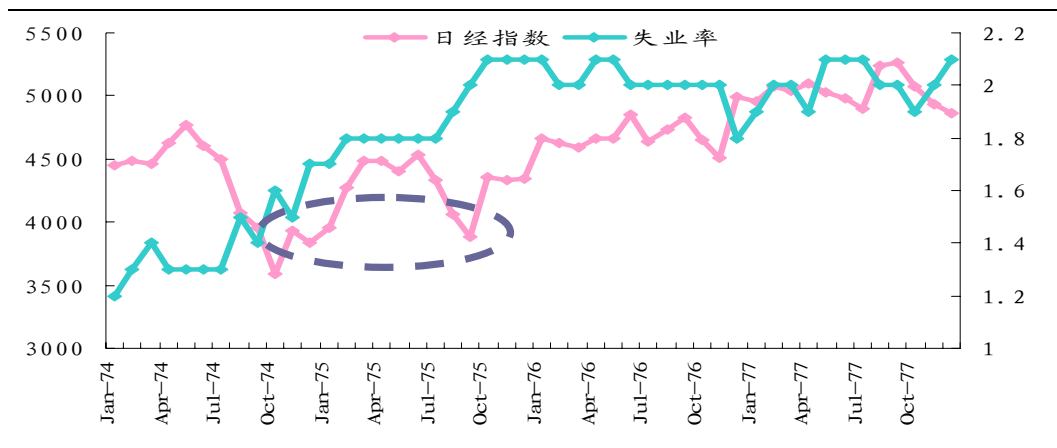
“V”字下的反弹与反转区分

资本市场甚至于实体经济在演绎反弹与反转的过程中，上升的幅度并不足以构成区别弹与转的内在，就像我们一贯自去年以来对于美元指数的评论一般，虽然东欧问题在一定程度上拓宽了美元的反弹幅度，但是从内在的角度，靠避险推升的美元指数只能转折之前的贬值趋势，形成中期 80-90 之间的震荡区间，却并不足以反转。

继续回到资本市场，沿着我们关于实体经济“V”字右侧延展的逻辑，由于此种趋势扭转的关键其实是来源于实体经济之前所积累的刚性需求释放，因此他并不代表经济增长新一轮的扩张开始，这也是日本资本市场在 1974 年实体经济触底之后，资本市场依然会存在“双底”的核心因素。

我们将日经指数与失业率的综合表现放在下图中，虽然失业率一向都被视为实体经济的滞后指标，但是其却往往代表实体经济新一轮扩张的开始，可以看到，日经指数在 1974 年 10 月份见到石油危机中调整的第一个低点，之后反弹持续了将近 8 个月左右的时间，幅度接近 26%，从 1975 年 6 月份开始持续 3 个月调整，幅度在 15% 左右，伴随着失业率见顶，日经指数才开始真正意义上的反转，只是从幅度来看，由于此次日本经济的产能扩张受限，失业率虽然在 10 月见顶回落，但是此后依然维持在较高水平，日经指数从 1975 年 9 月至 1977 年底，总计上升幅度在 25%。

图 16：日经指数与失业率的关联性



数据来源：CEIC，长江证券研究部

日本 1975 年反弹与反转的过渡

日本 1975 年过渡期的市场表现

的确，从失业率的角度我们可以清楚的感受目前实体经济以及资本市场的反弹意味，而这也使得我们需要花费更多的精力用以探寻资本市场包括实体经济反弹向反转过渡的根本，毕竟失业率相对来说更偏于宏观的角度，而且以中国目前公布的失业率来看，很难找到确切以及及时的跟踪指标，我们还是沿循一贯的资产配置思路，以中观的角度来感受资本市场中级反弹终结的可能因素，当然寻找反弹与反转之间的过渡也是我们的核心。

我们首先关注的是日本资本市场在 1975 年 6 月-9 月，也即资本市场中级反弹结束、由反弹向反转的过渡期中的表象：就公司规模影响市场而言，初始反弹的过程中中型、小型的公司要明显优于大型公司；在调整的初始阶段，也就是日本 1975 年 6-9 月的期间，小型、大型公司要优于中型公司，但是整体的分化并不如反弹的初始阶段；在反弹结束整体资本市场处于反转的初始阶段，也即 1975 年 9-12 月，小型、中型公司略优于大型公司；而在反转的 2 年时间内，小型公司的表现也是要明显的超越中型以及大型公司，这应该是跟全球实体经济疲弱、迫切需要多种创新有关。

其次，从产业轮动的角度来看，1975 年中级反弹结束时，资本市场防御性的特质较为明显，房地产、汽车表现滞后；在 1975 年 9 月-1975 年底日本资本市场反转的初始阶段，汽车成为行业板块表现的第一，而房地产表现甚至于落后平均水平；在 1975 年 9-1977 年底反转的长期过程中，表现较为优越的集中在石油、煤炭制品（跟石油危机后油价维持高位有关）、通信（技术创新）以及机械装备、房地产等。

表 3：日本 1975 年中级反弹结束之后各行业表现差异

1975 年中级反弹结束调整幅度		1975 年 9 月-1975 年底上升幅度		1975 年 9 月-1977 年底上升幅度	
TOPIX	-12.53	TOPIX	12.13	TOPIX	25.11
电力设备	-20.06	航空运输	-1.07	海运	-26.37
海运	-19.36	港口运输	0.19	钢铁	-9.43
建筑	-19.06	采掘	0.26	采掘	-6.86
房地产	-16.60	陆地运输	1.99	纺织服装	-2.12
橡胶	-15.75	服务业	2.42	橡胶	6.68
金属制品	-15.07	通信	4.27	有色金属	16.99
玻璃制品	-14.89	橡胶	5.21	机械	19.19
交运设备	-14.47	公用事业	6.23	建筑	19.75
精密仪器	-13.96	其他制品	6.76	金属制品	20.53
机械	-13.95	房地产	7.08	其他制品	22.04

MEDIUM-SIZED STOCKS	-13.41	石油及煤炭制品	7.32	LARGE-SIZED STOCKS	22.30
有色金属	-12.58	有色金属	7.33	MEDIUM-SIZED STOCKS	28.00
LARGE-SIZED STOCKS	-12.55	造纸	8.64	造纸	28.48
纺织服装	-11.66	金属制品	10.90	电力设备	30.43
钢铁	-11.55	LARGE-SIZED STOCKS	11.92	服务业	36.45
采掘	-10.71	机械	12.05	SMALL-SIZED STOCKS	36.93
航空运输	-10.64	MEDIUM-SIZED STOCKS	12.13	港口运输	39.96
SMALL-SIZED STOCKS	-10.25	SMALL-SIZED STOCKS	13.80	陆地运输	40.88
通信	-10.05	食品	14.27	玻璃制品	41.11
其他制品	-9.55	农业	14.57	房地产	42.49
公用事业	-8.82	纺织服装	15.05	食品	43.26
造纸	-8.50	建筑	15.05	交运设备	48.81
港口运输	-7.58	钢铁	15.14	精密仪器	63.97
服务业	-6.89	玻璃制品	16.24	农业	72.06
食品	-6.72	海运	21.12	公用事业	72.82
陆地运输	-6.18	精密仪器	25.91	航空运输	104.37
石油及煤炭制品	-4.82	电力设备	28.78	石油及煤炭制品	111.45
农业	-3.78	交运设备	28.84	通信	113.55

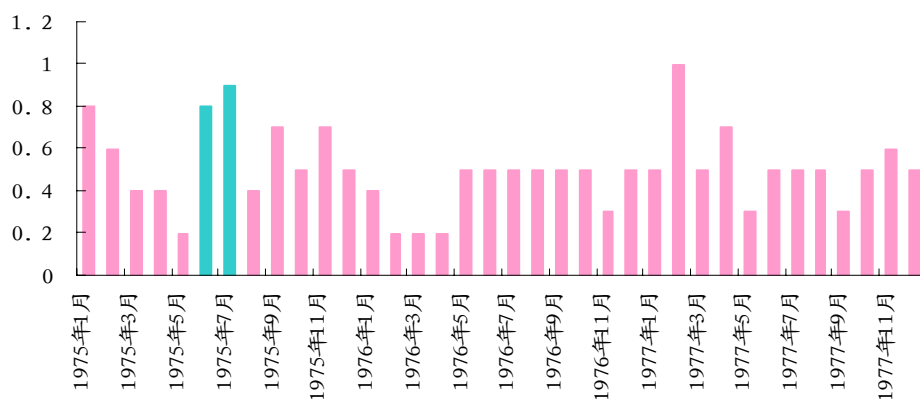
数据来源：CEIC，长江证券研究部

日本 1975 年过渡期的本质在于寻找潜在的增长点

关于日本股市在 1975 年 6 月份之所以出现将近 15%左右的调整幅度，促发因素我们曾经依据日本经济署的研究得知：其一是在于美国股市在这一阶段同期出现了相应的调整；其二是日本自身内在出现了经济调整中的众多问题，失业率开始上升，对未来经济恶化的预期，使得市场集中抛售电气机械和建筑相关股票，化学公害的表面化，佳能公司不分红、永大产业大幅亏损、兴人公司破产等企业经营恶化。

外围股市美国的这一阶段调整反应了滞涨时期经济体的典型特征，即经济一旦出现回升迹象，那么实体经济领域的通胀水平就会立即会上升，基准利率的波动更是由此引发，由于美联储一直以来更为关注的就是 CPI 月环比的波动，我们可以看到，在 1975 年 6 月 2 日，CPI 月环比结束之前数月的下降之后大幅攀升，美联储大幅上调了基准利率，可见，就影响日本股市的外围因素而言，主要在于美国当时价格回升引导的货币政策重归紧缩。

图 17：美国 1975 年消费者价格指数月环比变动



数据来源：CEIC，长江证券研究部

表 4：美国 1975 年基准利率变动

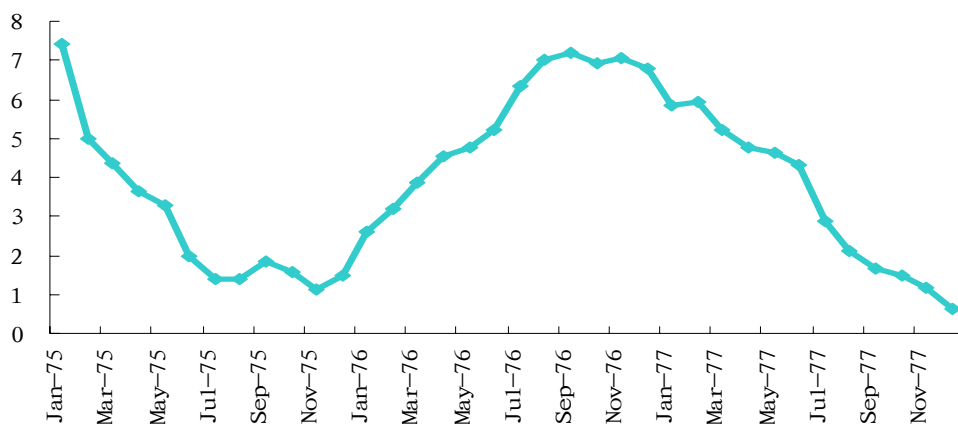
日期	1. 1	1. 10	1. 16	2. 4	2. 6	2. 26	3. 10	3. 21	4. 30	6. 2	10. 1	76. 1. 12
基准利率	8	7.25	7	6.5	6.25	6	5.75	5.5	5.25	6.5	4.875	4.75

数据来源：CEIC，长江证券研究部

另一方面，就中级反弹结束的内部因素而言，失业率在经历前期的稳定之后大幅上升的确是反应实体经济包括资本市场尚未反转的关键，但是由于这一指标过于宏观和庞大，并不能反映实体经济的微妙变化。对于跟中国类似的日本 70 年代而言，我们一直表示衡量通胀水平最关键的指标在于 PPI 而不是 CPI，此也是决定日本资本市场的核心要素，可以看到资本市场中级反弹结束的时间点恰巧是在 1975 年 3 季度。

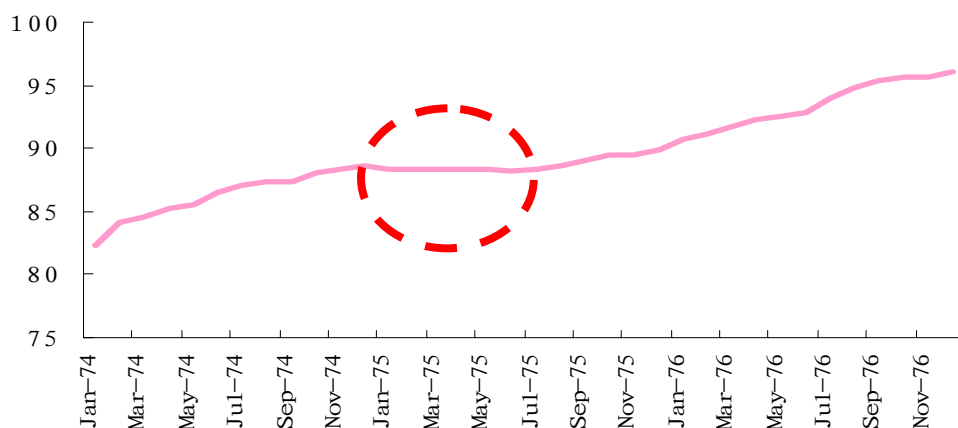
于其中的内部联系，包括中级反弹的结束以及反弹向反转过渡的成功，我们结合日本“V”字反弹中耐用消费品的阶段性反弹，以及股市在中级反弹中汽车、房地产表现较为优越，中级反弹调整过程中表现落后，反转的伊始汽车要明显的优于房地产，可以得出，中级反弹调整形成的核心在于，价格回落引导的耐用消费品阶段反弹结束，而反弹向反转过渡成功的关键则来自于外需的逐步回升，这方面体现最为明显就在于日本的汽车业，应用一句我们在年度报告中所撰写的论调就是，日本股市中级反弹的结束源于“V”字形形成中耐用消费品阶段性反弹的消失，而反弹向反转过渡就是一个寻找潜在增长点、经济重获扩张动力的过程。

图 18：日本 1975 年 PPI 同比见底在 3 季度



数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 19：日本 1975 年反弹向反转过渡的关键：PPI 指数的阶段性趋稳



数据来源：CEIC，长江证券研究部

中国：中期反转的决定因素

从日本在 1975 年资源约束背景下“V”字的形成以及资本市场反弹向反转过渡的过程中，我们已然发现，1975 年 6-9 月中级反弹结束的标志来源于实体经济通胀水平的再次上升，当然也包括失业率的再次上升，但是其中的本质却在于，耐用消费品受益于价格回落呈现的阶段性反弹面临结束，而新的潜在增长点如外需却要等到 4 季度才开始真正复苏。

由此，鉴于调整因素的类似性，中国资本市场此次中级反弹何时向反转过渡的核心其实就在于，当价格回落引导的耐用消费品阶段性反弹何时结束，这也衍生出中国式中级反弹结束和日本当时关注标的的不同，虽然失业率作为一个综合指标依然具有参照意义，但是从更为中观的 PPI 价格指数来看，日本当时面临的困境在于资源约束所带动的成本压力，因此 PPI 重归向上是反弹结束的本质，而就中国目前的状况来看，资源约束在金融危机的背景下压力在

短期内大幅缓解，也就说其展示更多的是一种需求不足。

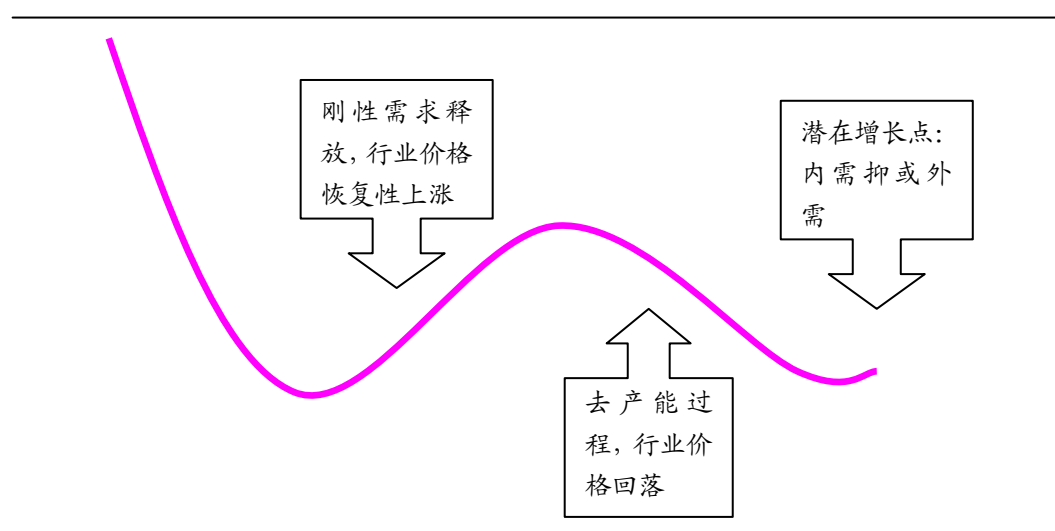
在我们的逻辑框架之内，虽然“V”字反弹的伊始动力来源于价格回落形成的耐用消费品阶段性反弹，但是这并不意味着在当前成本大幅回落的背景下，中国的中级反弹能比日本在1975年（大致在8个月）延续的更长时间，毕竟，对中国和70年代的日本而言，制造国的本质特征使其受到的是成本端、需求端两端的合力，资源价格的回落在一定程度上反应恰恰是需求端的萎靡，由此也决定了收入的稳定增长将会受到极大抑制。

因此，从表现形势来看，以PPI出发，中国此次中级反弹结束的标志很有可能是在于价格指数反弹后的重新回落，而不是像日本价格指数趋稳后的持续上升，这一点其实在部分行业如钢铁中已经有所显现，但是考虑到“V”字中形成中级反弹的核心是在于耐用消费品的反弹，所以，消费品部门中普及率偏低的汽车以及房地产销量和价格的波动才是决定因素的关键。

展望未来，中国资本市场中期反转的决定因素无非也是集中在两方面，一来是外需何时恢复，但是在美国遭遇资产价格泡沫破灭的背景下，这一疲弱的前景可能会持续较长时间，与日本在90年代日本类似的资产负债表衰退本质，使其在金融机构即使已经逐步清除不良资产之后，负债刚性化的美国个人消费者也将会压缩一段时间的消费，以收入降低原有的负债水平，这一点就全球贸易来说都不是一件好事。

另一方面，就内需或者投资引导产能的进一步扩张而言，由于中国在经济发展的过程中跟日本在1955-1970年间最大的不同就是外部依赖度的问题，我们在之前也已经提到过，日本在55-70年间“V”字反弹的核心其实是在于产能的层次性扩张，也就是说当经济调整的时候，日本投资衍生的产能扩张是一种产业逐步升级的表现，而不是增加或者重复加大原有已经显现过剩的行业。而中国由于过早的介入世界经济分工体系，这使得其在制造业的发展过程中并没有展现出特别明显层次性升级过程，我们可以看到中国近几年在汽车、机械、电子类行业的同步大幅演进，这也意味着当我们遭遇到外需疲弱的背景下，想当过新一轮的产业升级式产能扩张来带动投资恢复的时候，却发现我们几乎所有的制造性行业已然不缺。由此所带来的问题就在于，中国在此次金融危机中反弹向反转的过渡时滞比日本在1975年要更长。

图 20：中国资本市场反弹向反转的过渡因素分解



数据来源：CEIC，长江证券研究部

“V”字演绎下的资产配置：短期刚性需求与中期产业轮动的综合

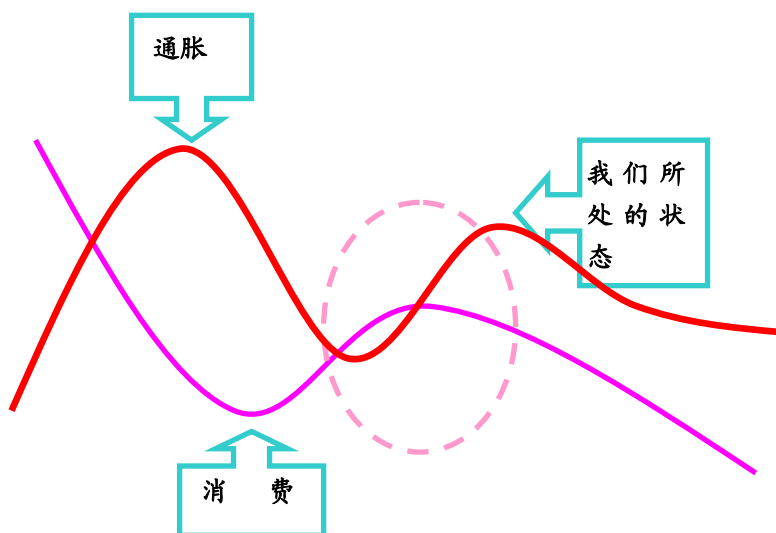
回想我们在 08 年度策略报告《经济增长变革期的产业轮动》就已经提及了对 09 年资产配置的具体思路，由于实体经济在资源约束的背景下“V”字的初始动力是在于刚性需求释放，而外需以及内部投资扩张涉及的则是“V”的右侧延展高度问题，因此，就资产配置而言，其必然涉及到一个短期刚性需求释放和中期过渡因素的综合。

通胀回落下中国短期的刚性需求释放

资源约束下“V”字的初始动力集中在刚性需求逐步释放的过程，这种消费的反弹本质上是通胀高点与之后的收入低点间的过渡，收入的滞后性使得消费在短期的主导因素取决于产品价格，当通胀水平大幅回落时，收入的增长虽然在未来某一时点存在由于经济回落导致的下滑，但是就短期而言，由于财政政策扩张以及原有的需求刚性，使得生产部门出现恢复性生产，而这种类似河北钢铁厂 80% 小企业复产的过程本身就意味着，过剩产能淘汰从而引导失业率上升的节奏被延后，或者说至少被减轻了，那么，生产部门经营的阶段性乐观也将给予消费部门相应的扩张冲动，可以说，中国在 3 月份的“V”字形势决定于消费部门向生产部门的逆向传导幅度，而此过程才是一种过剩产能淘汰的真正验证。

通过比较日本在 1975 年耐用消费品的表现可以得知，其主要集中在普及率中等水平汽车，而中国目前的耐用消费品中彩电、空调、冰箱的普及率已经偏高，与日本在 60-70 年代相比，汽车保有量的发展速度仍然偏慢，这也意味着短期内刚性需求受益价格反弹能够持续的产业就是集中在汽车以及人口红利依然处在释放过程中的房地产需求延续。

图 21：中国“V”的延伸在于消费部门向生产部门的逆向传导



资料来源：长江证券研究部

表 5: 中国轿车发展速度相对较缓

日本	1960 年	1973 年	增长倍数
日本轿车国内销量	145227	2953026	20.33
日本轿车保有量	457333	14473630	31.65
日本百人轿车保有量	0.49	13.39	27.33
中国	1997 年	2006 年	增长倍数
中国国内轿车销量	487695	3811607	7.8
中国客车保有量	5805582	26195686	4.51
中国百人客车保有量	0.47	1.99	4.23

资料来源: WIND, 日本汽车经销商协会, 日本国土交通部, 中国汽车工业年鉴, 长江证券研究部

中观产业轮动的一般释义及其适用性

中期而言, 资本市场在寻找潜在增长点, 也就是我们所说的反弹向反转的过渡期过程中, 才是实体经济产业轮动的真正开始, 而就产业轮动的研究而言, 更多的是基于传统经验的一种归纳。

Jeffrey Stangl 曾经在文章《Sector Rotation over Business-Cycle》中, 以美国股市近 60 年的表现将不同优势行业归结在不同的周期运行中, 周期的运行被划分为繁荣期和衰退期两个阶段, 只是繁荣期又衍生出三个不同阶段, 而衰退期划分为两个阶段。美国资本市场包括实体经济最核心的要素其实是集中在金融体系的放贷活动, 因此在衰退向繁荣的过渡初始, 表现最好的就是集中在金融部门, 以及对贷款利率较为敏感的可选消费。

表 6: 美国股市中的产业轮动特征

繁荣期三阶段			衰退期两阶段	
Stage 1	Stage2	Stage3	Stage 4	Stage 5
计算机	基础原材料	生活必需品	公用事业	可选消费
	投资品			
交通运输	服务业	能源		金融

资料来源: Sector Rotation over Business-Cycle, 长江证券研究部

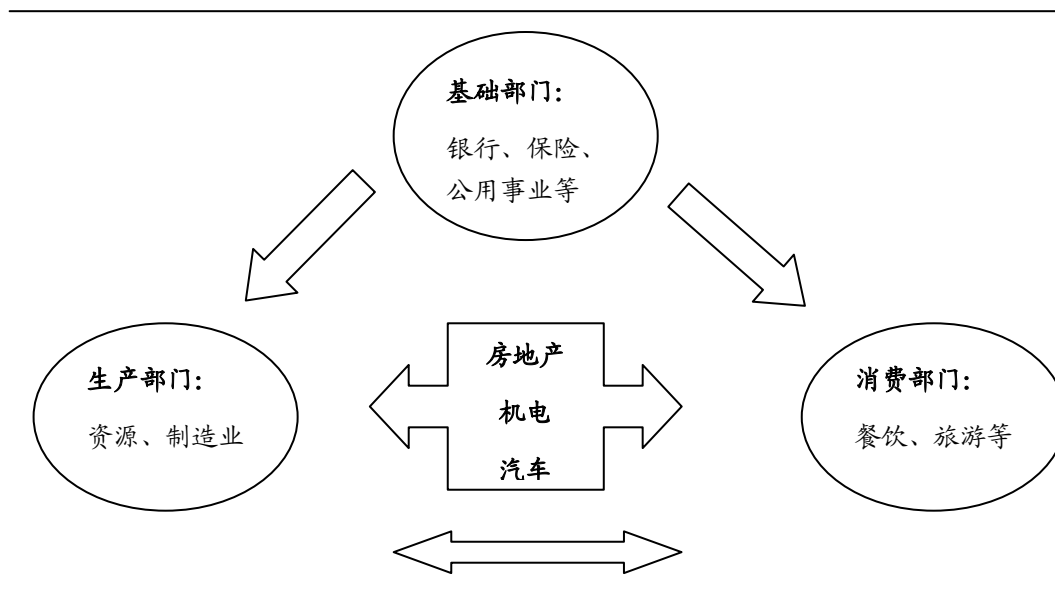
从美国资本市场近来周期的轮动来看, 这种经验总结得出的规律的确具备极强的指导意义, 但是当应用到目前的中国以及 70 年代的日本时, 我们可以发现, 这种靠金融体系放贷催生实体经济结束衰退的本质, 其依托的是工业化已经过渡到一个成熟体系, 消费成为经济的主导力量, 而工业化内部的制造业投资基本停滞, 唯一的例外是在长波周期的复苏期, 新的技术创新带动投资扩张。

由此, 考虑到中国目前依然正在进行中的工业化, 我们需要采用一套全新的产业轮动辨别思

路，通过参考日本在 60-70 年代工业化以及资本市场的表现经历，我们提出了三部门的产业轮动基本构想。

以基础部门、消费部门、生产部门作为划分实体经济的三个部门，从决定因素的角度，消费部门扩张依托于利率以及收入水平的提高，生产部门则受到下游需求以及上游资源约束的压力，基础部门中最具代表意义的应该是在于银行，其担当着调控消费部门、生产部门资金成本的核心力量，而在制造业内部，我们认为最为关键的三个行业是在于房地产、机电以及汽车，是因为这三个行业是生产部门、消费部门的主要衔接点。

图 22：工业化进程国家三部门产业轮动的构想



资料来源：长江证券研究部

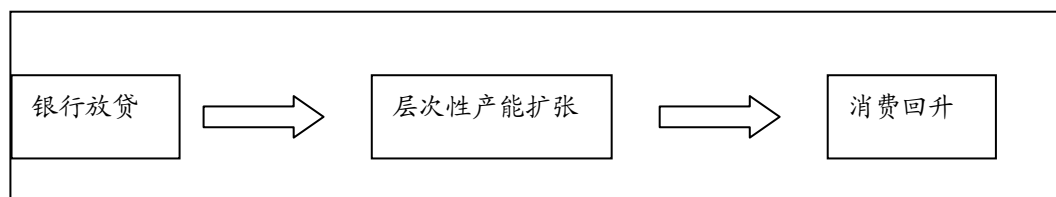
中期过渡因素也即产业轮动的开始：基于三部门之间的传导

通过前面的论述，我们已经大致了解三部门产业轮动的关注焦点以及基本思路，那么就中国资本市场中期过渡因素之后的反转而言，投资、外需、内需三者之间究竟是哪方面成为拉动中国实体经济扩张的关键，也决定了产业轮动不一样的选择思路。

情景一：投资的有效性

通过投资进一步扩张来带动实体经济实现“V”字调整应该是工业化国家中的典型经历，其主要的推动力量在于，金融体系降低贷款利率，企业的投资意愿推升从而带动产能建设、收入水平提高、消费扩张的模式，这也是消费滞后于投资的根本，而在这个过程中，金融体系的放贷扩张以及实体经济领域层次性的产能投资是关键因素所在。**产业轮动所带动的初始投资逻辑就在于，银行、升级性质的制造业是首选。**

图 23：投资有效性下的产业轮动基本规律

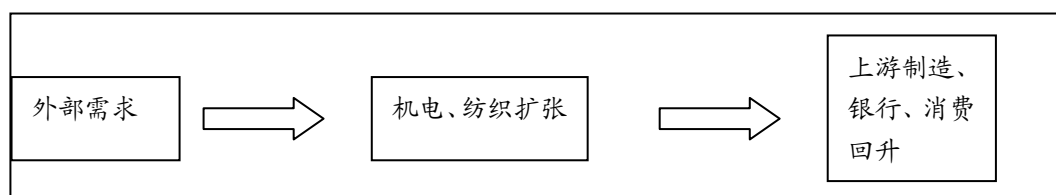


资料来源：长江证券研究部

情景二：外需恢复的可能性

如果外需存在逐步恢复的可能性，那么由此衍生的产业轮动规律跟单纯依赖投资相比将存在较大的差异，与外部需求关联度较大的机电以及纺织部门有望迎来提前复苏的可能，而就实体经济而言，由于机电部门的产业链带动效应更大，因此其对于上游制造业和收入回升带动的消费回暖更具意义，在这一过程中，值得重视的另一个现象就是，金融体系也即银行的放贷效应被弱化，外部需求的释放跟内部银行之间并不存在关联性，考虑到目前最大的需求过就是美国，其实在本质上是美国的银行将其过剩资金通过进口需求的方式，转移到了中游制造国，所以，就外需带动下的新一轮经济增长而言，机电、纺织部门值得首选，而银行的配置价值需等到实体经济过渡到全面繁荣。

图 24：外需恢复下的产业轮动基本规律

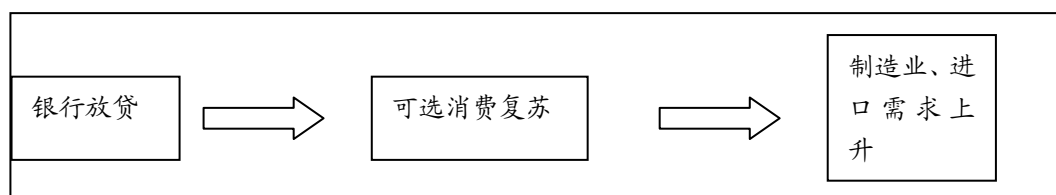


资料来源：长江证券研究部

情景三：信贷消费的拓展性

制造业国家在工业化期间一直都期望着能够推动内需成为实体经济的核心因素，但是以美国的成熟经验而言，使消费成为经济周期的先到因素关键就在于，信贷消费的大幅扩张，毕竟，如果单纯的依靠收入来决定消费，必然衍生出消费需要投资的进一步扩张，但是当消费变得对信贷也就是银行的贷款利率更为敏感时，其先导性也伴随着银行的贷款利率波动逐步呈现，这种典型的产业轮动规律实际上是美国在 60-00 年间主要的调控方式，也是我们在前述中所提到美国股市为何会如此演绎产业轮动的根本，银行、可选消费将是配置的首选。

图 25：信贷消费拓展下的产业轮动基本规律



资料来源：长江证券研究部

综合而言，三种产业轮动的规律性使我们有更充足的理由来把握中国资本市场未来反转的可能性，与投资有效性、外需恢复可能性相比，通过拓展信贷消费以带动实体经济恢复的过程在目前的中国似乎太早，从长期来看，消费对于贷款利率的敏感度上升需要依托的是收入增长的稳定性，而且在经济回落的背景下，要短时间内促成这一转变更不现实，日本在 90 年代金融危机背景下内部消费始终无法刺激就是一个最好的例证。

所以，中国资本市场或者 V 字进一步延展的关键就在于民间投资和外需的恢复性问题，外需部门的影响因素容易理解，无非就是一个美国进口需求何时恢复的问题，但是我们已经提到过，在遭遇特殊的资产负债表问题时，进口需求不仅首先取决于内部经济体中的金融体系修复，而且最重要的是他需要一个收入增长降低原有负债水平的过程，因此，中国的外需恢复需要的不仅仅是美国实体经济的触底，而是需要其较长一段时间复苏的积累。

那么，民间投资的恢复时滞以及方向就在最终意义上决定中国的产业轮动过程，我们承认中国目前的制造业结构仍旧存在升级的空间，但是这种难度跟日本在 60-70 年是完全不一样的，工业化中出口依赖度的上升虽然有利于经济体的增长迅速上升，但是将会打破原有工业化的升级体系，也就是中国目前所遭遇到的困境，由于日本、美国优势制造业的转移，可供中国进一步扩张产能的制造业投资空间并不充裕。

我们唯一值得欣喜的就是，中国依然庞大的经济体和区域之间的分化，部分地区偏低的城市化率意味着仍旧需要靠投资以推动经济增长，只是就这种空间而言，由于大部分制造业并不存在极强的区域分割概念，因此，原有过剩的产能也会限制这种空间，由此也意味着，单靠内部投资拉动扭转中国实体经济，从而带动资本市场重归反转，可能一方面需要投资中的设备国有化，另一方面外需对于中国实体经济“V”的右侧重要性中期依然难以忽视。值得强调的是，由于中国在之前依赖外需发展的模式中，实体经济已经积累了大量由美国信贷消费所释放的流动性，因此即使是靠民间投资拉动来推升新一轮的实体经济复苏，银行的作用也会相应滞后。

小结：二季度暨 09 年下半年资产配置建议

我们在年度报告曾经提及过有关 09 年全年的资产配置建议，中期而言，进一步完善城市化与工业化的协调性才能根治中国经济原有的一系列如二元结构等矛盾，因此依据刘易斯经典的城市化理论，超配有利的提升农业整体生产效率的农业及相关行业，至于得益于社会保障体制进一步完善的医药行业，弱市中的平稳性将会使其一直得到关注，而我们坚信只有依赖农业和医药发展所带动的新型城市化建设，才有利于真正意义上的内需推动经济增长从而形成其他产业的均衡式发展。

伴随着新型城市化建设所带动的中国经济复苏，由于东、中西部城市化阶段的不同，大都市圈的扩张将使得东部区域呈现更多的服务业繁荣特质，而中、西部则表现出更为明显的投资拉动。

比较三种产业轮动所推动的现象差异，我们得出二季度暨 09 年下半年主要的配置建议，其也是我们对 08 年年度报告配置建议的进一步细化：

表 7：二季度暨 09 年下半年资产配置建议

V 字演绎现象	行业配置建议
---------	--------

短期阶段	耐用消费销量回升；PPI 指数低位反弹	地产、汽车等具备刚性需求支撑的耐用消费品；去库存化的过程中，滞后回升以及稀缺性的上游资源
中期阶段	刚性需求释放完毕；PPI 指数重新回落	寻找潜在增长点的开始，机电部门以及纺织部门的核心是在于外部需求何时回升；就民间投资而言，产业层次性的升级扩张依然是主要方式，关注机械、交通运输设备；银行在经济繁荣期已经累积足够流动性的背景下，其对于实体经济的先导性意义已经落后；可选消费涵盖汽车、房地产的真正反转依赖于实体经济的真正回升；制造业内部的上游资源中，虽然有色一向对经济反转有着极强的敏感性，但是这种持续上升的动力首先需要得是中、下游制造业中某个通胀承受能力较强的产业；由于世界经济的疲弱，我们相信个股风格更为关注的应该是在于小型公司，主要是鉴于其被收购价值以及较强的技术创新能力

资料来源：公开信息，长江证券研究部

结合二季度的策略行业配置思路，以下是我们行业研究员的重点推荐公司：

房地产：保利地产、招商地产、滨江集团

汽车：一汽轿车

金融：中国平安、中信证券、北京银行

医药：双鹭药业、亚宝药业、华东医药

机械：威海广泰

通信：烽火通信、中天科技、亨通光电

家电：海信电器、格力电器、美的电器

计算机：广电运通

有色：紫金矿业、铜陵有色、宏达股份、中金岭南、中金黄金、山东黄金

电力设备：特变电工

煤炭：西山煤电、中国神华

环保：龙净环保

分析师介绍

钟华，浙江大学国民经济专业硕士，现为长江证券策略部资深分析师，研究领域为世界经济及行业资产配置。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。