



策略深度研究报告

从估值修复到选择成长

——复苏中后期的市场与策略

研究背景与逻辑：在经历了周期转折特征最明显的阶段后，中国经济浓缩的复苏期已经进入中后期，同时，市场也已经完成 V 型反弹并呈现震荡的态势，在这样的情形下市场将如何演化成为本文讨论的重点，我们将从存货周期与股票市场关系的角度出发，着力考察存货周期复苏期，尤其是由复苏初期到中后期阶段的市场特征，并结合当前中国经济所处的周期阶段，推演当前市场的特征与策略。

主要结论：

存货周期复苏期市场的最重要推动力是宽松的货币环境，而如房地产或技术设备投资等因素，则要看这个存货周期是否与房地产周期或资本性支出周期重合。

周期叠加下，市场呈现 V 型走势，复苏期上涨的主要动力是估值修复，在复苏初期预期最重要，复苏中后期进入业绩兑现期，估值继续提升的空间非常有限，这个兑现阶段的长短则取决于经济的运行情况。

无论在复苏初期还是复苏中后期，小盘股表现均明显优于大盘股。上轮牛市的主导行业在复苏的初期表现较好，但在中后期则往往表现平平，呈现出泡沫循环特征。

在复苏的中后期大部分行业进入业绩兑现期，估值难有提升，少数行业由于顺应了未来经济的发展进程，新的预期逐步形成，从而表现出估值提升特征。

中国本次存货周期明显的表现出“早复苏，早调整”的特征，目前已经进入了复苏中后期，中国经济正经历着一个由被动增长的复苏期向主动增长的繁荣期之间的过渡期。

10 年的市场进入业绩兑现和新预期形成的过渡阶段，整体估值难有提升空间，市场的整体趋势特征不十分明显，增长的强度和持续性将不断接受市场的检验，在流动性释放的推动高峰已过，真实需求成为复苏中后期的关键因素的背景下，市场的选择也将从流动性主题向成长主题转化。

投资风格上选择更有成长空间的小盘股，若立足防御，则选择业绩增长强度和可靠性有保证的行业；若立足进攻，则选择有新预期形成的行业，找寻的线索是对于真实需求释放点的挖掘。当然，在系统性风险较小的过渡阶段，后者是更积极的态度，也会在繁荣期收获更多。

配置策略

安尉

anwei@csc.com.cn

010-85130982

执业证书编号：S1440209040343

周金涛

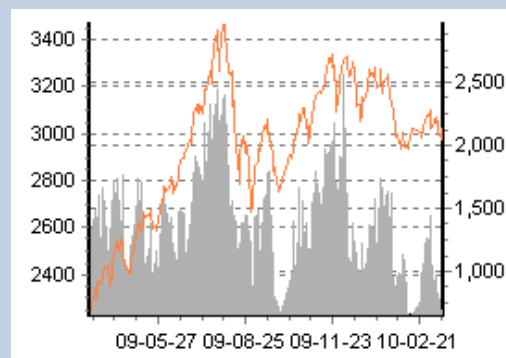
zhoujintao@csc.com.cn

010-85130831

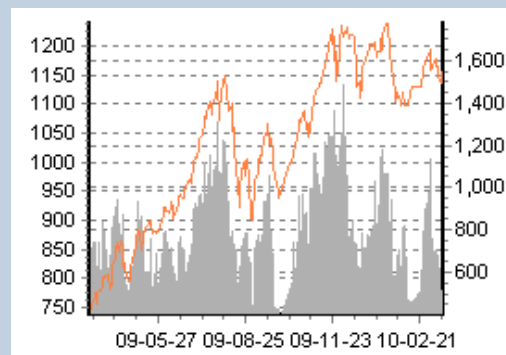
执业证书编号：S1440210010422

日期：2010 年 3 月 19 日

上证指数走势图



深证指数走势图





目录

前言	1
存货周期的演进及与市场的关系	1
存货周期的演进与市场表现	1
配置的核心在于对经济周期的解读	3
存货周期复苏期的市场特征分析	5
复苏初期预期，中后期兑现	5
小盘股主导的市场风格	7
复苏期的行业表现特征	8
早周期行业兑现，稳增类行业预期（93.5-93.12）	8
市场落后于经济，业绩兑现阶段提前到来（2002.9-2004.12）	9
09 年美国市场验证一般规律	11
中国进入存货周期复苏中后期	12
本轮存货周期下的中国市场分析	16
投资策略	19
市场整体分析	19
真实需求释放点的挖掘	20
外需产业链逻辑	20
新经济变轨下的内需产业链	20
对于二次去库存的初步思考	21
图表目录：	
表 1：Sam Stovall 经济不同阶段行业轮动规律	4
表 2：投资时钟四阶段资产表现情况	4
表 3：市场底与部分宏观变量的时间关系	5
表 4：美国典型存货周期复苏期市场表现	6
表 5：存货周期复苏期大小盘指数表现情况	8
表 6：1993 年 5 月—1993 年 12 月存货周期复苏中后期行业表现	8
表 7：2002 年 9 月—2004 年 12 月存货周期复苏期的行业表现	9
表 8：2002 年 9 月—2003 年 12 月存货周期复苏初期行业表现	10
表 9：2004 年 1 月—2004 年 12 月存货周期复苏中后期行业表现	10
表 10：2009 年 3 月—2009 年 12 月存货周期复苏初期行业表现	12
表 11：2009 年 A 股市场各板块涨幅及贡献分解	16
表 12：2008 年 11 月 4 日—2009 年 3 月 3 日行业表现	17
表 13：2009 年 3 月 4 日—2009 年 5 月 31 日行业表现	18
表 14：2009 年 6 月 1 日—2009 年 8 月 4 日行业表现	18
表 15：2009 年 8 月 4 日—2009 年 12 月 31 日行业表现	18
图 1：标普指数与制造业库存（67—86 年）	2
图 2：标普指数与制造业库存（88—09 年）	2
图 3：经济周期中典型的行业股票表现	3



图 4: 存货周期复苏期股市表现	6
图 5: 标普指数与业绩增长率对比	7
图 6: 90—93 年复苏期大盘股与小盘股表现对比.....	7
图 7: 02—04 年复苏期大盘股与小盘股表现对比.....	7
图 8: 09 年美国复苏期大盘股与小盘股表现对比.....	12
图 9: 中国的库存状况	13
图 10: PMI 库存指数	13
图 11: 钢铁产量情况	14
图 12: 有色金属产量情况	14
图 13: 房地产贷款增速情况	14
图 14: 房地产行业景气情况	14
图 15: 中国的 M1/M2/贷款增速	15
图 16: 中国 PPI/CPI 增速	15
图 17: 中国浓缩复苏期下大盘股与小盘股表现对比.....	17



前言

“这是一个最坏的年代，这是一个最好的年代。”实体经济和资本市场的深幅下挫与大幅反弹都来得如此迅速，“V”型特征背后的原因是什么？就经济而言，是一轮房地产周期进入衰退期后存货周期波动特征的反映，而有如此的恢复强度则大部分要归功于我们的货币政策选择。可以说，我们国家这次的货币宽松是史无前例的，短期的积极效果也是显著的。就市场而言，是一个从恐慌重回希望的阶段，而其领先性和V型特征已经被历史的证明了。正如巴布森的论点，“通过研究股票市场来预测经济活动，要比通过研究经济来预测股票市场容易得多”，股市是经济运行的预期反映，是经济的先行指标，领先经济周期6-9个月，在经济达到顶峰之前大约9个月，股票市场就已经达到了顶峰，而后通常是进入箱体震荡或者开始下跌，当处于低谷的时候，股票市场反转上升的时间平均比经济低谷大约早6个月。

我们认为经济基本面是决定股市中长期趋势的根本力量，而增长与通胀的不同组合也大致勾勒了经济的周期位置，在这不同的组合中，市场无形之手是整个经济运动的内生力量，即整体趋势性运动的决定者，而政府的有形之手是经济运动的外生变量，即中短期波动的推动者。但是，货币政策和财政政策会改变未来一段时间经济运行的走势，而市场则对这种预期进行贴现。可以说，正是由于不同的经济基本面催生了不同的政策，从而不时创造出传导资产泡沫的货币环境。政策对于周期的干扰作用，可以分为两个层面：一是让周期的形态和长短发生改变，这是在总量特征上的体现；二是造成各个行业之间的受力情况出现差异，进而导致每轮周期中行业成长情况的不同。

市场周期普遍存在于各个国家的股票市场，行业轮动正是市场周期的形成因素和表现方式，从股票市场中长期运动的规律来看，股票价格是其内在价值的反映，而上市公司盈利增长预期成为衡量现时股票价格的基础。投资机会则在经济周期和股市周期的不断变化中呈现或消失，不同行业在不同阶段享受不同的经济环境，景气度不断交替运动，这种差异映射到股票市场上就是各个行业呈现轮动特征。

回到当前，市场在经历了去年的V型反弹后，表现出高位震荡的趋势，这背后的原因是什么？未来又将走向何方？机会又在哪里？成为本文重点讨论的问题。为使逻辑结构完整清晰，我们将首先讨论存货周期的一般演进过程及其与股票市场的关系，落脚点在存货复苏期尤其是复苏中后期的市场特征，并结合本轮中美市场的表现作为对一般规律的检验，而后论述中国经济当前所处的存货周期位置，以求获得讨论当前市场的经济基础，最后推演出当前的市场投资策略。

存货周期的演进及与市场的关系

按照目前的经济周期理论，根据周期长短和驱动因素的不同，可以划分为50-60年的康波周期，18年左右的房地产周期，9年左右的资本性支出周期和3-4.5年左右的存货周期，虽然每次周期的持续时间并非固定不变，但相同类型的周期则表现出相似的特征。当不同的周期同步时，则表现出整齐的包含模式，即每个房地产周期中包含四个存货周期和两个资本性支出周期。在某些情况下，不同周期的高峰与谷底会出现重合，这时，经济运行的拐点特征也会表现得比较明显，同时反映在资本市场上也呈现出明显的趋势性折转走势。

存货周期的演进与市场表现

存货周期是由于存货的增加与削减导致的经济波动，实质是经济体周期性的自我修复，即供需进行调整从



而达到新平衡的过程，可以简单的分为扩张期和下降期，若进行细分又可分为复苏早期、复苏中后期、扩张早期、扩张中后期、下降早期、下降中后期几个阶段，其中扩张阶段时间较长，而下降期平均为 6-9 个月，存货周期的积极作用是消除通货膨胀问题，而去库存与再库存等库存调整过程是实现这一作用的主要方式。存货周期的两个主要驱动力是货币加速器和存货加速器。

按照存货周期的理论，我们处在康德拉季耶夫长波周期衰退期的第一个存货周期阶段，放在房地产周期的角度来看，都是一个经济的复苏期，典型的特征是去库存，这个阶段的存货周期的驱动力主要集中在三个方面：货币增长及相应的消费信贷刺激，房地产复苏，终端需求拉动的去库存。一般而言，在利率和成本下降到足够低的程度之后（实际利率下降到自然利率以下），货币加速器就开始发挥正向作用，消费需求开始复苏，如果此时居民和企业的资产负债表健康，资金流通渠道畅通，则消费需求复苏速度会更快，程度会更大，这也是本轮周期中我国下游消费快速恢复的背景。随着下游的销售改善，积压的库存不断下降，下游企业开始采购原材料，虽然这时的原材料价格也较低，但是产品价格也处于低谷，企业的盈利改善并不明显。下游需求的恢复性增长，将带来相应上游原材料和半成品的销售，从而带动整个产业链的去库存化。一般来说，下游行业的需求复苏的更早更快，上游行业的复苏相对滞后。

在资本市场上，一个周期叠加下的下降的存货周期往往会产生一个非常快且深的底部，随后是一个相同快速的高交易量的反转，当存货触底时市场已经完成了近似 V 型的反弹。从历史经验来看，资本市场平均领先存货见底 10 个月左右，当库存触底并进入存货回补阶段，市场则已经完成了大部分涨幅，随后进入对存货周期复苏中后期的贴现阶段，或者称为业绩兑现阶段，市场通常表现出复杂的调整趋势，这时候资本市场的领先特征变弱，而验证复苏程度和持续性的特征变强。

图 1：标普指数与制造业库存（67—86 年）

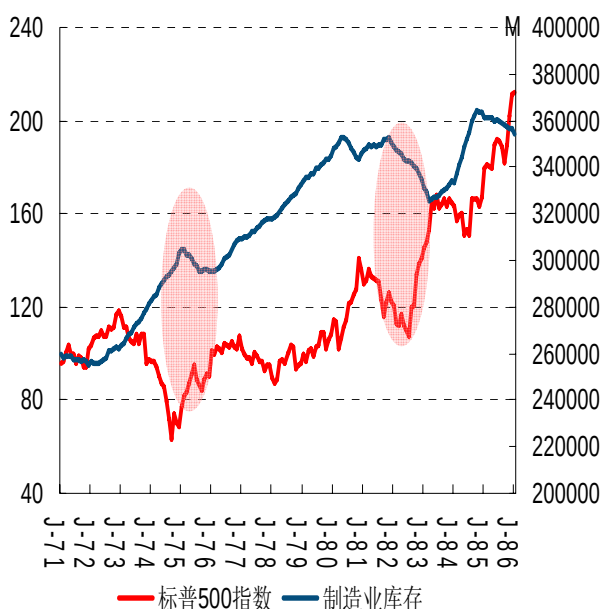
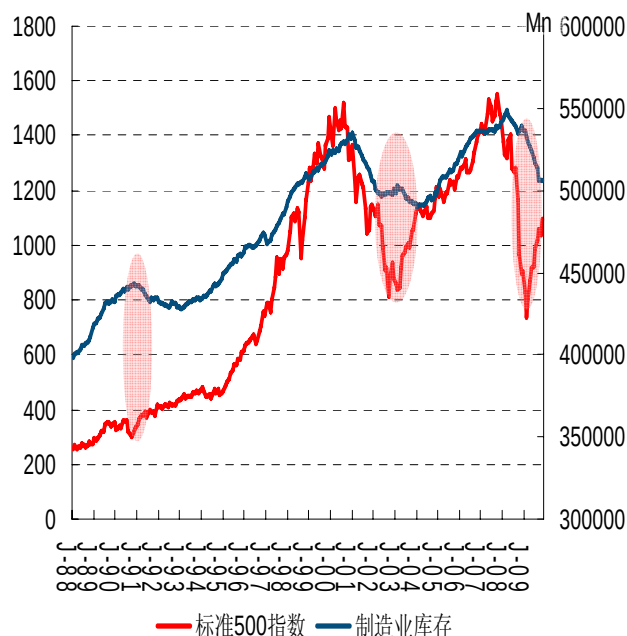


图 2：标普指数与制造业库存（88—09 年）



数据来源：Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

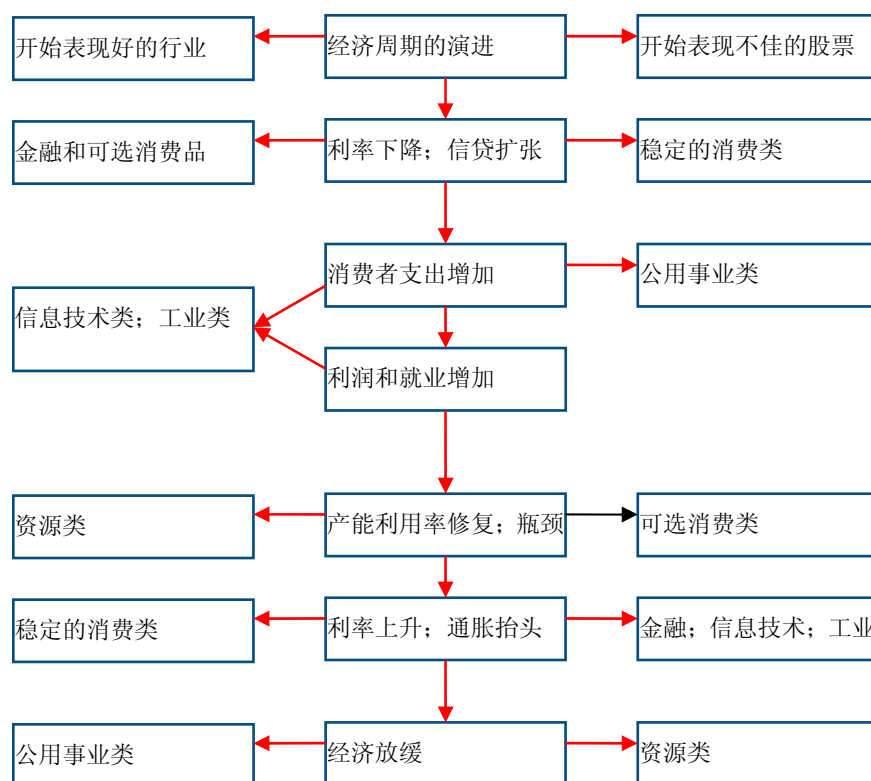
伴随着经济周期的复苏，不同行业的股票也呈现轮动特征。通常的情况，在最初的复苏期，伴随着宽松的



货币政策，金融和可选消费品开始表现，而必需消费品则表现平淡，随着消费者支出的增加，需求的恢复带动工业企业利润恢复，就业也见底回升，反过来进一步促使消费者支出增加，这时候信息技术类和工业类股票表现较好，而防御特征明显的公用事业类股票则表现不佳，随着复苏的深入，企业产能利用率开始恢复，并阶段性的表现出瓶颈特征，这时候资源类股票表现良好，而可选消费品行业表现不佳，随着经济出现过热势头，通胀开始抬头，这时候央行开始收紧之前放松的货币政策，金融、信息技术和工业类股票开始表现不佳，而稳定的消费类股票受到投资者喜爱，3-6个月后紧缩政策开始显效，经济短暂过热的势头被抑制，防御特征明显的公用事业类股票受到青睐，而资源类股票则受经济放缓打击，表现不佳。

以上只是个示意性的描述，因为每轮周期中影响股票的价格因素并不完全相同，并且实体经济中各行业恢复的顺序也有差异。

图 3：经济周期中典型的行业股票表现



数据来源：中信建投证券研究发展部

配置的核心在于对经济周期的解读

标准普尔和美林公司对不同经济周期下资产和行业表现做了研究。标准普尔公司的 Sam Stovall 根据美国国家经济研究署（NBER）对于美国经济周期的划分，按照消费者预期、工业生产、利率和收益率曲线的不同特征，将经济阶段分为复苏早期、复苏晚期、衰退早期和衰退晚期，其认为每个行业都有自身的周期，并构成整个经济周期运动的一部份，不同的行业在经济周期的不同阶段表现各不相同。行业轮动策略则是买入即将进入上升期的行业，而卖出已经达到周期顶峰的行业，投资者则在市场周期中不断重复这种策略，从而享受行业景气上升期，理想情况下采用行业轮动的收益远远大于买入并长期持有某些特定行业的策略。



表 1: Sam Stovall 经济不同阶段行业轮动规律

阶段	衰退晚期	复苏早期	复苏晚期	衰退早期
消费者预期	复苏	上升	缓慢下滑	快速下降
工业生产	触底	上升	平稳	下降
利率	下降	触底	上升	触顶
收益率曲线	正常	陡峭	变得平缓	倒转的
表现好的股票	周期性行业、交通运输、技术、工业	工业、原材料、能源	能源、日常消费品、服务类	服务类、公用事业、周期性行业和交通运输

数据来源: Sector Rotation, 中信建投证券研究发展部

美林公司建立了投资时钟(Investment Clock) 模型, 按照产出缺口与通胀的不同组合将经济划分为萧条、扩张、过热和衰退四个阶段, 通过分析美国市场近 30 年的历史数据, 系统地描述了大类资产配置、行业轮动、地域轮动与经济周期的关系。从结果来看, 其对大类资产配置的指导意义大于对行业选择的意义, 我们认为原因在于相对于大类资产表现与宏观经济周期的关系, 股票市场的行业表现受到更多因素的影响, 不能单单依靠两个宏观基础变量的组合来区分, 因为每次经济周期的外在表现形式相似, 但其中各个行业的运行规律却各有不同。

表 2: 投资时钟四阶段资产表现情况

阶段	产出缺口	通胀	表现好的资产	表现好的行业	收益率曲线
衰退	下降	下降	债券	防御型成长	陡峭
复苏	上升	下降	股票	周期型成长	
过热	上升	上升	商品	周期型价值	平坦
滞胀	下降	上升	现金	防御型价值	

数据来源: Investment Clock, 中信建投证券研究发展部

可以看出, 上述两文研究的逻辑顺序都是按照对经济周期的不同理解, 通过某些变量鉴定经济周期所处的阶段位置, 而后对不同经济周期阶段的资产价格行为进行分析, 得出经济周期与资产价格之间的一般关系。这些成熟的国外研究结论直接应用于中国市场的难度在于, 首先, 它们对经济阶段的划分时间跨度都较长, 对于直接面向中短期市场的投资实践意义有限。其次, 中国无论经济周期还是市场数据的历史都很短, 且 05 年之前的市场又存在股权分置等问题。再次, 中国经济本身的市场化特征程度要弱于美国, 造成的最直接后果是, 经济周期的时间和强度变化受外力影响明显。但是, 可以肯定的是这种研究逻辑是可行的, 并且所有股票市场都有一个共性, 就是对未来的预期进行贴现, 而配置的核心是提前判断经济周期所处的位置和特征, 在中国或许还要关注有之手——政府政策的目标。



存货周期复苏期的市场特征分析

从经济层面来看，单纯的一个存货周期只是造成经济的短期波动，而对经济潜在趋势影响较小，但是如果周期相互叠加，则效应就会大大加强，我们本次经历的经济情形就是最好的例证，而作为经济晴雨表的股市必然会对此做出反映。我们选取了美国历史上 1974-1976 年、1982-1984 年、1991 年-1993 年和 2002 年-2004 年这几次存货周期复苏期作为研究对象，之所以做出这样的选择，主要考虑到它们都是不同周期底部重合而形成的，与我们现时所经历的经济环境有较大的相似性，例如 2002-2004 年是在网络泡沫导致的资本性支出周期破灭后，处于衰退期的第一个存货周期的复苏期。

我们首先考察复苏期整体市场的特征，而后深入市场的结构特征，包括大小盘股以及各个行业的表现，并从存货周期的角度来揭示其内在规律。

复苏初期预期，中后期兑现

就时间顺序而言，在经济还未触底之前，股票市场已经触底反弹，其对经济的领先特征明显，而从时滞长短来看，产量底与市场底的时滞较小，其次是实际 GDP，而后是失业率，最后是存货量。

表 3：市场底与部分宏观变量的时间关系

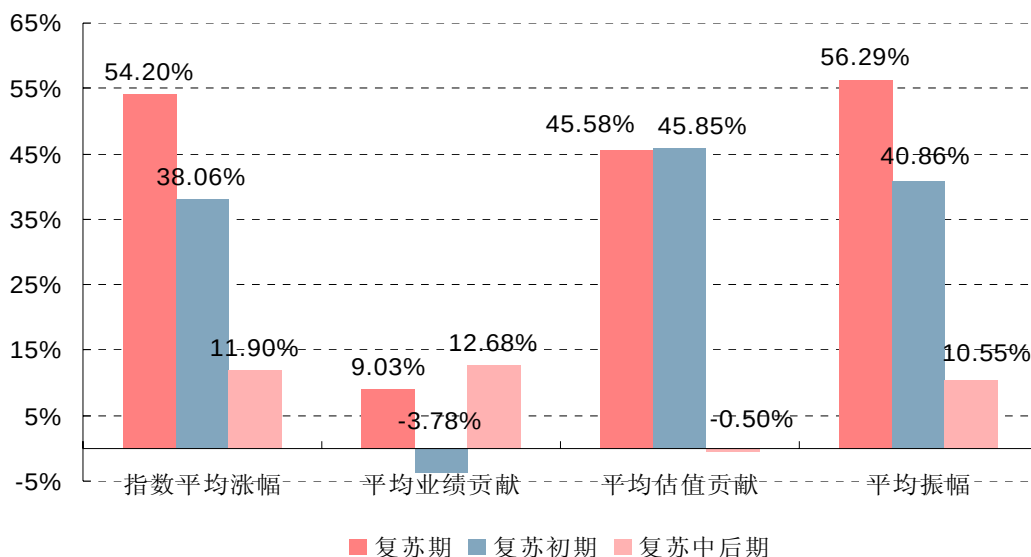
市场触底	实际 GDP 同比触底	产量同比触底	失业率触顶	存货绝对量触底
1974 年 9 月	1975 年 3 月	1974 年 9 月	1975 年 5 月	1975 年 9 月
1982 年 7 月	1982 年 9 月	1981 年 12 月	1982 年 12 月	1983 年 3 月
1990 年 11 月	1991 年 3 月	1990 年 12 月	1992 年 6 月	1993 年 1 月
2002 年 9 月	2001 年 12 月	2001 年 3 月	2002 年 4 月	2004 年 1 月

数据来源：Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

就收益情况而言，与标准普尔 500 指数 7.9% 的年均收益率相比，复苏期平均 54.20% 的涨幅(年化 28.30%)，可谓股市的黄金期。其中，复苏初期的平均涨幅为 38.06%(年化 35.16%)，中后期涨幅大幅缩小，平均为 11.90%(年化 14.29%)。从贡献度来看，整个复苏期的主要推动力是估值的修复，平均估值贡献 45.58%，而业绩贡献仅 9.03%。复苏初期估值修复的特征更加明显，平均估值贡献为 45.85%，业绩贡献为 -3.78%。复苏中后期情况出现逆转，平均业绩贡献为 12.68%，而估值贡献为 -0.50%。从各个阶段的波动来看，整个复苏期最大，初期次之，复苏中后期最小。



图 4：存货周期复苏期股市表现



资料来源：中信建投证券研究发展部

可以看出，整个复苏期股市上涨的动力主要是预期改善，表现为估值修复，这在复苏初期表现最为明显，而复苏中后期则进入兑现阶段，估值难有提升空间，振幅收窄，进入业绩兑现和新预期形成的过渡期。

分别来考察美国历史上这 4 次复苏期的股票市场，每次市场上涨的幅度不同，除 02-04 年受网络泡沫破灭的影响，市场落后于实体经济恢复，因此市场呈现出复苏中后期的特征，即业绩兑现阶段。其他情况下，这一规律均成立。详细的历次存货周期复苏期的市场表现，见表 4。

表 4：美国典型存货周期复苏期市场表现

排序	阶段	时间划分	指数涨幅(SP500)	业绩贡献	估值贡献
74-76 年	复苏期	1974 年 9 月-1976 年 9 月	65.63%	10.77%	49.54%
	复苏初期	1974 年 9 月-1975 年 9 月	32.05%	-5.44%	39.66%
	复苏中后期	1975 年 10 月-1976 年 9 月	25.45%	17.16%	7.08%
82-84 年	复苏期	1982 年 7 月-1984 年 1 月	49.11%	-12.17%	69.77%
	复苏初期	1982 年 7 月-1983 年 3 月	39.57%	-13.46%	61.27%
	复苏中后期	1983 年 4 月-1984 年 1 月	6.83%	1.48%	5.27%
91-93 年	复苏期	1990 年 11 月-1993 年 12 月	53.42%	-1.93%	56.44%
	复苏初期	1990 年 11 月-1993 年 1 月	44.25%	-12.88%	65.58%
	复苏中后期	1993 年 2 月-1993 年 12 月	6.36%	12.57%	-5.52%
02-04 年	复苏期	2002 年 9 月--2004 年 12 月	48.65%	39.43%	6.57%
	复苏初期	2002 年 9 月--2003 年 12 月	36.38%	16.67%	16.89%
	复苏中后期	2004 年 1 月-2004 年 12 月	8.95%	19.50%	-8.83%

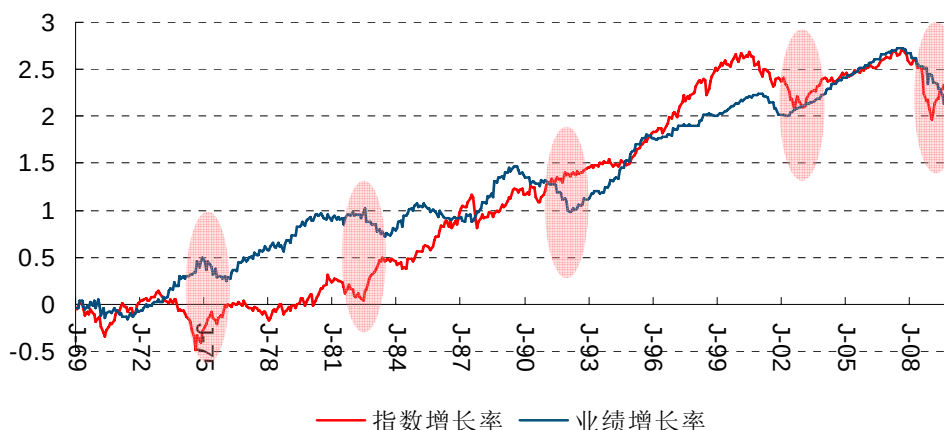
资料来源：bloomberg, 中信建投证券研究发展部

从美国市场中长期运动的规律来看，市场趋势的最根本驱动因素是业绩增长，更准确的说是上市公司盈利



增长预期，放在宏观视角下就是经济的增长。就我们考察的 4 次存货周期复苏期的特征来看，除 2002 年由于网络泡沫破灭的特殊原因外，其余周期转折期，业绩底与指数阶段性高点基本一致，说明在市场进行 V 型反转时，虽然当期业绩还在下滑，但市场已经开始对未来业绩好转的预期进行贴现，并由此显现估值推动特征，而等到业绩真正开始好转的时候，市场已经进入业绩兑现阶段，这个时候市场往往呈现出调整走势，背后的原因是，这一时期是之前预期的兑现阶段，而新的预期又无法一时形成，从而成为一个过渡期。

图 5：标普指数与业绩增长率对比

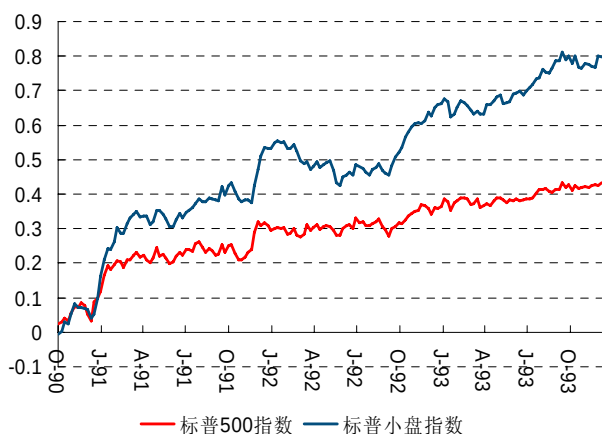


资料来源：bloomberg, 中信建投证券研究发展部

小盘股主导的市场风格

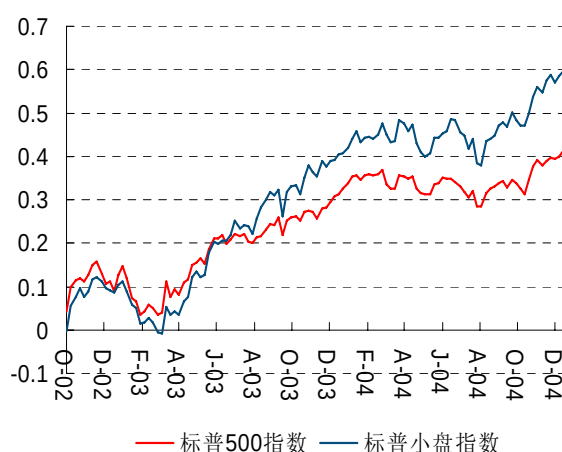
由于数据的可得性，我们从上述 4 次复苏期中选取了 90 年代后的市场进行风格分析。可以看出，复苏期的市场风格以小盘为主，无论是在复苏初期还是在复苏中后期，小盘股的表现都优于大盘股的表现。从存货周期的角度来看，在一轮大的衰退结束以后，在货币和存货调整的双重作用下，复苏正悄然来临，而经历过衰退洗礼的小公司首先感受到经济的复苏，生产和盈利的恢复时间和强度都比大公司要更早更明显，因此小盘股反弹的幅度大于大盘股。

图 6：90—93 年复苏期大盘股与小盘股表现对比



资料来源：bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图 7：02—04 年复苏期大盘股与小盘股表现对比





分阶段来看的话，小盘股在复苏早期超越大盘股的程度最为明显，而到了复苏的中后期，虽然小盘股的表现继续超越大盘股，但是程度则大大减弱，这也符合我们对于中后期市场进入过渡阶段特征的判断。

表 5：存货周期复苏期大小盘指数表现情况

排序	阶段	时间划分	大盘指数涨幅	小盘指数涨幅
90-93 年	复苏期	1990 年 11 月-1993 年 12 月	53.42%	123.46%
	复苏初期	1990 年 11 月-1993 年 1 月	44.25%	97.81%
	复苏中后期	1993 年 2 月-1993 年 12 月	6.36%	12.97%
02-04 年	复苏期	2002 年 9 月--2004 年 12 月	48.65%	82.37%
	复苏初期	2002 年 9 月--2003 年 12 月	36.38%	52.33%
	复苏中后期	2004 年 1 月-2004 年 12 月	8.95%	19.72%

资料来源：bloomberg, 中信建投证券研究发展部

复苏期的行业表现特征

就分行业的表现来看，我们分析了 1993 年 5 月至 2004 年 12 月标普 500 二级行业涨跌和贡献分解情况。

早周期行业兑现，稳增长行业预期（93.5-93.12）

1991 年一季度美国经济触底，季度 GDP 同比-1%，按照更长的经济周期视角来看，91 年的一季度，是美国库茨涅茨周期（房地产周期）的底部。GDP 到 93 年 12 月回升到 2.7%，从而完成了整个存货复苏期，94 年以后经济重回快速增长轨道，94 年的 GDP 增速达 4% 以上，进入存货扩张期。从库存角度来看，91 年到 93 年 1 月都是一个去库存的过程，而 93 年 3 月以后进入库存回补过程。

就整个 91-93 年的存货周期复苏期来看，市场涨幅达 53.42%。在有行业数据统计的 93 年 5 月-93 年 12 月这段时间，整体市场上涨 5.9%，非常有限，业绩贡献 5.8%，估值贡献 0.1%，市场进入业绩兑现期的特征明显。分行业来看，银行、保险和多元化金融等早周期行业股票出现明显的业绩兑现情况，涨幅有限，且估值贡献都为负；原材料、零售、耐用品消费和媒体等行业情况也类似。而软件与服务、交通运输、家庭与个人消费品、保健设备、科技硬件设备和商业服务等稳定增长行业的业绩贡献为负，但估值仍有抬升空间，涨幅靠前的是软件与服务、交通运输和家庭与个人用品。

表 6：1993 年 5 月—1993 年 12 月存货周期复苏中后期行业表现

行业名称	业绩贡献	估值贡献	涨幅	行业名称	业绩贡献	估值贡献	涨幅
汽车及配件 ¹	N/A	N/A	0.23	银行	0.38	(0.25)	0.03
消费者服务	0.11	0.09	0.21	科技硬件设备	(0.47)	N/A	0.02
软件与服务	(0.13)	0.31	0.14	电信服务	(0.04)	0.05	0.01
媒体	0.20	(0.06)	0.13	保险	0.27	(0.22)	(0.01)
资本货物	0.00	0.10	0.11	公用事业	(0.08)	0.08	(0.01)
交通运输	(2.81)	N/A	0.11	医药生物	(0.09)	0.08	(0.01)
家庭与个人用品	(0.31)	0.59	0.10	零售	1.01	(0.51)	(0.01)
多元化金融	0.21	(0.12)	0.06	食品必需品	0.08	(0.10)	(0.02)

¹ N/A 代表由于上年行业盈利为负，造成 PE 和业绩增长率计算失效，以下同。



原材料	0.32	(0.20)	0.05	能源	0.01	(0.04)	(0.02)
保健设备	(0.50)	1.09	0.04	商业服务	(0.29)	0.35	(0.04)
耐用消费品	0.14	(0.09)	0.04	房地产			
食品饮料及烟草	(0.11)	0.17	0.04	半导体 ²			

资料来源: bloomberg, 中信建投证券研究发展部

市场落后于经济，业绩兑现阶段提前到来（2002.9-2004.12）

就经济层面而言，美国经济在 2001 年结束了自 1991 年 3 月开始的扩张，在 01 年 3 月份达到周期的阶段性高点，并在 2001 年 11 月触底，这也是一轮资本性支出周期的底部，随后展开新一轮复苏，到 2003 年 12 月 GDP 反弹至 3.67%，存货量则在 04 年一月份触底，随后开始库存回补过程。

由于网络泡沫破灭影响，市场更看中现实的业绩情况，由于本次周期叠加的特殊性，造成的结果是实体经济领先于市场，直接表现是业绩兑现阶段的提前到来。

就整个复苏期来看，涨幅靠前的是科技、消费者服务、零售、原材料、能源和金融等，而食品，医药，烟草，家庭与个人用品表现落后。从贡献分解来看，科技、原材料、能源、家庭与个人用品和医药呈现出业绩贡献为正，而估值贡献为负的特征；而半导体、公用事业、房地产、汽车及配件则表现出业绩贡献为负，估值贡献为正的情况。

表 7：2002 年 9 月—2004 年 12 月存货周期复苏期的行业表现

行业名称	业绩贡献	估值贡献	涨幅	行业名称	业绩贡献	估值贡献	涨幅
科技硬件设备	2.59	(0.43)	1.05	公用事业	(0.17)	0.80	0.50
消费者服务	0.39	0.44	1.00	交通运输	1.35	(0.37)	0.47
零售	0.66	0.05	0.75	房地产	(0.47)	1.73	0.46
半导体	(121.69)	N/A	0.72	保健设备	0.39	0.02	0.41
原材料	1.27	(0.26)	0.68	银行	0.40	0.00	0.40
能源	1.40	(0.30)	0.67	保险	0.35	(0.01)	0.33
多元化金融	0.28	0.30	0.67	媒体	0.04	0.25	0.30
软件与服务	0.35	0.22	0.65	汽车及配件	(0.40)	1.13	0.28
电信服务	0.13	0.45	0.63	家庭与个人用品	0.28	(0.01)	0.26
耐用消费品	0.34	0.20	0.61	食品饮料及烟草	0.17	0.05	0.24
资本货物	0.19	0.35	0.61	医药生物	0.24	(0.12)	0.09
商业服务	0.30	0.19	0.54	食品必需品	(0.28)	0.41	0.01

资料来源: bloomberg, 中信建投证券研究发展部

分阶段来看，在 2002 年 9 月到 2003 年 12 月这段复苏初期，实体经济恢复非常良好，市场下跌落后于实体的原因在于网络泡沫破灭对估值信心的打击，这个时期上涨动力主要来源于业绩。分行业来看，业绩贡献为负，上涨主要依靠估值提升的行业数量明显减少，只有汽车及配件、媒体、公用事业、房地产和食品必需品。而科技硬件设备、能源、银行和交通运输的估值贡献为负，对比它们强劲的盈利能力，可以看出业绩兑现特征明显。

² 在此期间无房地产和半导体行业数据



表 8：2002 年 9 月—2003 年 12 月存货周期复苏初期行业表现

行业名称	业绩贡献	估值贡献	涨幅	行业名称	业绩贡献	估值贡献	涨幅
半导体	N/A	N/A	1.20	耐用消费品	0.17	0.12	0.32
科技硬件设备	1.26	(0.17)	0.89	能源	0.56	(0.17)	0.30
多元化金融	0.13	0.40	0.57	银行	0.31	(0.04)	0.26
原材料	0.32	0.15	0.51	保险	0.13	0.12	0.26
软件与服务	0.10	0.35	0.49	公用事业	(0.21)	0.58	0.25
商业服务	0.17	0.25	0.47	交通运输	1.19	(0.44)	0.23
消费者服务	0.06	0.37	0.45	保健设备	0.19	0.01	0.20
零售	0.41	0.02	0.44	房地产	(0.35)	0.85	0.20
电信服务	0.12	0.26	0.41	医药生物	0.11	0.06	0.18
资本货物	0.01	0.36	0.38	食品饮料及烟草	0.09	0.08	0.18
汽车及配件	(0.06)	0.44	0.34	家庭与个人用品	0.13	(0.01)	0.12
媒体	(0.12)	0.52	0.34	食品必需品	(0.36)	0.55	(0.02)

资料来源：bloomberg, 中信建投证券研究发展部

进入 2004 年 1 月-2004 年 12 月这段存货周期复苏中后期，整体市场上涨动力更加依靠业绩，估值贡献甚至为-8.83%。分行业来看，上涨主要依靠估值提升的行业数量很少，只有房地产、汽车、交通运输、公用事业、电信服务。大部分行业的业绩提升贡献要超过估值贡献，而估值贡献为负的行业也很多，如能源、资本货物、原材料、软件与服务、科技硬件设备、保险、多元化金融、食品饮料及烟草、商业服务、食品必需品、医药生物和半导体行业。

表 9：2004 年 1 月—2004 年 12 月存货周期复苏中后期行业表现

行业名称	业绩贡献	估值贡献	涨幅	行业名称	业绩贡献	估值贡献	涨幅
消费者服务	0.30	0.06	0.38	原材料	0.72	(0.36)	0.11
能源	0.54	(0.17)	0.29	软件与服务	0.22	(0.09)	0.11
耐用消费品	0.15	0.06	0.22	科技硬件设备	0.59	(0.32)	0.09
房地产	(0.18)	0.47	0.22	保险	0.20	(0.12)	0.06
零售	0.18	0.03	0.22	多元化金融	0.14	(0.07)	0.06
交通运输	0.07	0.12	0.20	食品饮料及烟草	0.08	(0.02)	0.05
公用事业	0.05	0.14	0.19	商业服务	0.11	(0.05)	0.05
保健设备	0.17	0.00	0.17	食品必需品	0.13	(0.09)	0.03
资本货物	0.17	(0.01)	0.17	媒体	0.18	(0.18)	(0.03)
电信服务	0.01	0.15	0.16	汽车及配件	(0.36)	0.48	(0.05)
家庭与个人用品	0.13	(0.00)	0.12	医药生物	0.11	(0.16)	(0.07)
银行	0.06	0.04	0.11	半导体	0.99	(0.61)	(0.22)

资料来源：bloomberg, 中信建投证券研究发展部

回顾 02-04 年这段时间，大的背景是实体经济先于市场复苏，而股票市场还在网络泡沫破灭的恐惧中挣扎，放在存货周期的背景下考察，早期相对表现较好的信息科技、可选消费和金融在后期表现明显落后于能源、工业和电信服务等实体经济行业。这一点符合典型存货周期中行业的复苏路径特征。

同时，前期大幅下跌的科技信息类股票，在反弹初期表现良好，而科技信息行业是美国 90 年代后期最重要



的经济增长引擎，也是 2000 年科技股牛市中的上涨和泡沫滋生地，在 01 年泡沫破灭后跌幅最大，而当股市触底反弹后，在复苏初期，涨幅靠前，但到了中后期则表现平平，业绩兑现特征十分明显。

而能持续提升估值空间的则是汽车和房地产，这两者也是美国 03 年后低利率环境的主要受益者，也是持续到 07 年牛市的领头者，按照逻辑推理，它们在 09 年的反弹中应该表现出色。

通过分析以上几次周期叠加下，在存货周期复苏期的市场表现，可以发现：

- 1、周期叠加下，市场呈现 V 型走势。
- 2、复苏期上涨的主要动力是估值修复，在复苏初期预期最重要，复苏中后期进入业绩兑现期。
- 3、存货周期复苏期市场的最重要推动力是宽松的货币环境，而如房地产或技术设备投资等因素，则要看这个存货周期是否与房地产周期或资本性支出周期重合。
- 4、存货周期复苏中后期，市场进入业绩兑现期，估值继续提升的空间非常有限，而这个兑现期的长短则取决于经济的运行情况。
- 5、无论在复苏初期还是复苏中后期，小盘股表现明显优于大盘股。
- 6、上轮牛市的主导行业在复苏的初期表现较好，但在中后期则往往表现平平，呈现出泡沫循环特征。
- 7、在复苏中后期，大部分行业进入业绩兑现期，行业估值难有提升，而少数行业由于顺应了未来经济的发展进程，新的预期逐步形成，从而表现出估值提升特征。

09 年美国市场表现验证一般规律

美国经济在 2007 年 11 月触顶，到 09 年开始触及这一轮房地产周期的底部，从存货的角度来看，一直是一个绝对去库存的过程，并且这一过程还没结束，只是速度大大减缓，而本次房地产周期的效应也是非常明显的，这点从战后前所未有的 10% 以上的失业率就可以证明。

就市场而言，虽然面对糟糕的经济，市场呈现 V 型反弹，整体上涨 39.78%，其中业绩贡献-7.08%，估值贡献 50.43%，这与我们上述结论相符。

分行业来看，大部分行业的估值贡献均为正，而业绩贡献为正的行业有耐用消费品、软件与服务、保健设备、消费者服务、食品饮料、家庭与个人用品、医药生物等。在上节我们认为应该表现的汽车和房地产确实表现靠前。

根据我们对美国本轮存货周期的理解，美国的复苏基本上是沿着自然复苏的路径演绎，考虑到美国经济将在 3 月份开始进入补库阶段，美国股市现在处于复苏初期向复苏中后期转化的阶段，今后一段时间的走势将呈现高位震荡。



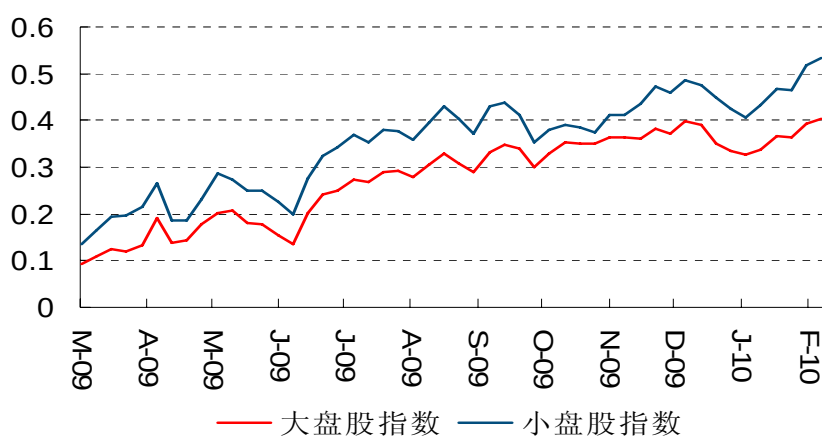
表 10：2009 年 3 月—2009 年 12 月存货周期复苏初期行业表现

行业名称	业绩贡献	估值贡献	涨幅	行业名称	业绩贡献	估值贡献	涨幅
汽车及配件	N/A	N/A	2.10	零售	(0.02)	0.67	0.63
保险	N/A	N/A	1.83	交通运输	(0.34)	1.43	0.61
多元化金融	N/A	N/A	0.98	保健设备	0.07	0.39	0.48
房地产	(0.42)	2.35	0.94	消费者服务	0.01	0.42	0.43
银行	(0.35)	1.86	0.85	商业服务	(0.19)	0.72	0.39
耐用消费品	0.15	0.58	0.82	食品饮料及烟草	0.02	0.32	0.35
媒体	(0.28)	1.49	0.79	家庭与个人用品	0.04	0.26	0.32
科技硬件设备	(0.02)	0.78	0.75	能源	(0.58)	2.12	0.31
原材料	(0.52)	2.56	0.72	医药生物	0.05	0.25	0.31
软件与服务	0.02	0.67	0.70	公用事业	(0.02)	0.26	0.24
半导体	(0.23)	1.20	0.70	食品必需品	0.00	0.20	0.20
资本货物	(0.31)	1.43	0.67	电信服务	(0.20)	0.48	0.19

资料来源：bloomberg, 中信建投证券研究发展部

就市场风格来看，处于复苏初期的美国市场的小盘股主导的特征依然明显，符合一般特征。

图 8：09 年美国复苏期大盘股与小盘股表现对比



资料来源：bloomberg, 中信建投证券研究发展部

中国进入存货周期复苏中后期

09 年中国经济的典型特征是政策强力作用下的以虚补实，而在虚火过旺以后，不管是从经济的演变规律，还是从政府外力的角度考虑，都有一个降温冷却的过程。那么放在经济周期的视角下，中国经济目前所处的位置在哪里，成为我们首先要讨论的问题。

回顾 09 年的中国经济，在中国政府强力的经济刺激政策和信贷投放的支持下，GDP 在一季度增长 6.2%触底后，迅速反弹，后三季度 GDP 同比增长分别为 7.9%、9.1%和 10.7%，增速明显加快，伴随着低利率环境，加之房地产和汽车刺激政策的推出，这两大支柱产业都得到了超预期的恢复，反映在房地产销售大幅增长，价格快



速攀升，而汽车产销的火暴是有目共睹的。随着房地产刚性需求，乃至投资需求，甚至恐慌性需求都已经充分释放后，房地产充当经济推手，充当通胀吸收器的作用将被大大弱化，分解中国经济，投资、出口和消费，从存货周期的角度来看，我们的投资增长过早过快，在当期产生了对经济的明显的拉动作用，但是通胀向实体经济转移不可避免，而出口的恢复则主要看外部需求的恢复情况，趋势在向好，但力度有限。

正如我们前面所描述的房地产周期衰退期的存货周期的主要驱动因集中在三个方面：货币增长及相应的消费信贷刺激；房地产复苏；终端需求拉动的去库存。一般路径是流动性释放——可选消费品的触底回升——库存的回补带来的制造业复苏，通常这一过程 2 年，中国本轮存货周期的驱动因素也概莫如此，但中国政府依靠刺激，已经将此过程浓缩。

我们首先来看第一动力——去库存化，比照美国的绝对去库存，我们的名义库存水平还在增长，只是表现在增速的回落，可以确定去库存是以价格的回落为主，实体层面的实际库存的下降是短暂而非常有限的，结合目前主要工业品的产量数据来看，重工业行业的产能利用率水平较高，而轻工业则相对较低。

通常的情况，复苏期是一个弱势均衡期，在价格水平不能快速上涨的情况下，生产主要是满足当前的需求，随着需求的一个缓慢的自然复苏与增长，产能利用率的提升，才能最终推动以耐用品为主的投资性需求和存货需求的增长。因此，复苏初期，存货首先增长的是非耐用品，主要是消费品，而耐用品存货的整体性增长出现在复苏的中后期，但是 09 年由于中国政府政策的强力刺激，以投资品为主的耐用品生产在价格的推动下反而更早的反弹并增长，这点从 PMI 原材料库存指数大幅增长可以明证，从这个意义上讲，我们已经把存货周期繁荣期提前预支了。

图 9：中国的产品库存状况

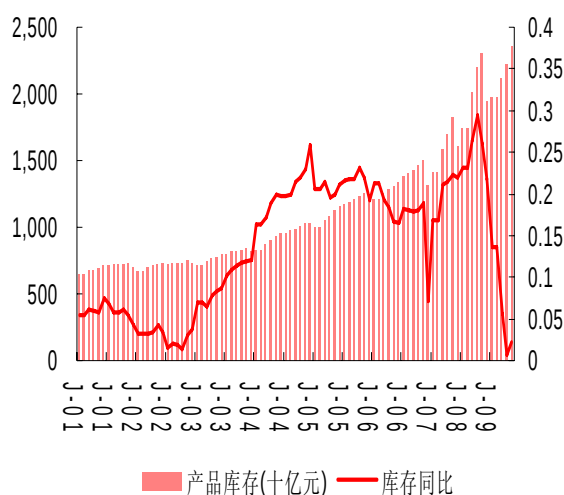
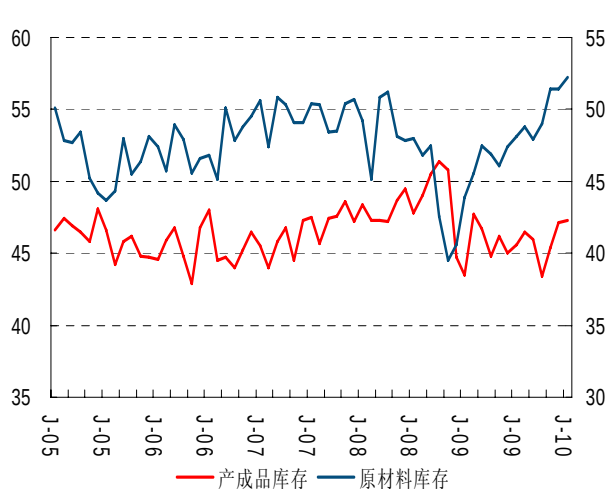


图 10：PMI 库存指数



资料来源：wind, 中信建投研究发展部



图 11: 钢铁产量情况

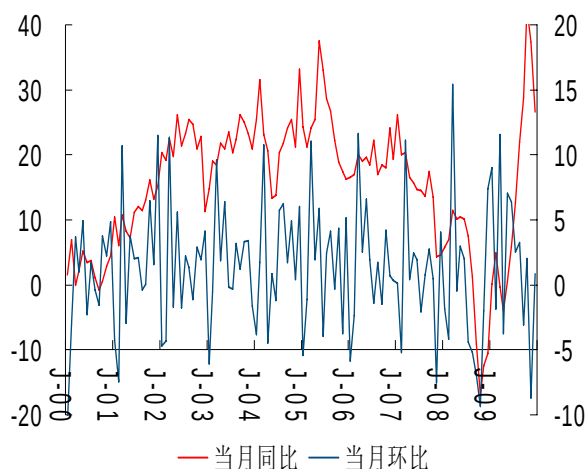
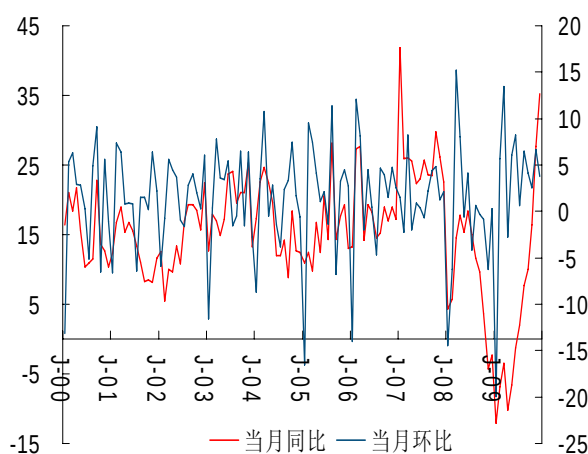


图 12: 有色金属产量情况



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

图 13: 房地产贷款增速情况

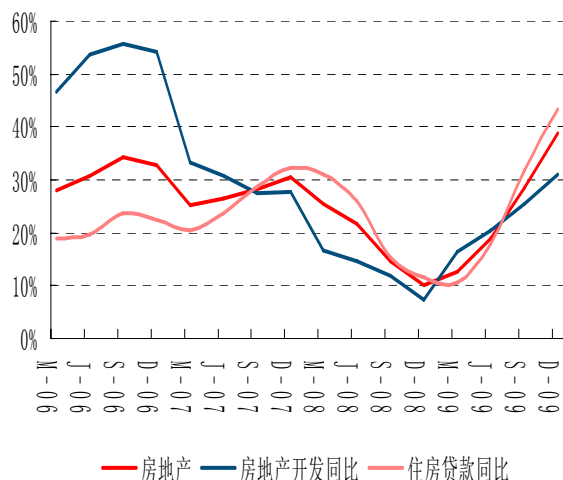
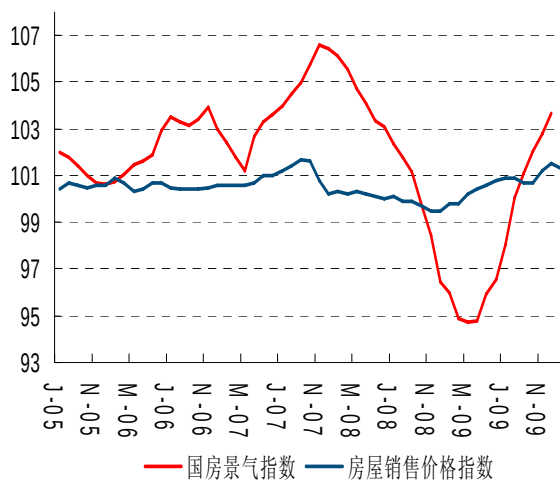


图 14: 房地产行业景气情况



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

第二动力——房地产，09年中国房地产市场全面复苏，无论是销量还是价格都在创历史新高，地王再次在各地出现，这在复苏期的日美是不可以想象的，去除通胀因素，日美的房地产价格是在下降的。中国房地产行业的复苏，是货币政策效应的集中体现，是刚性需求和投资性需求集中爆发，居民住房贷款更是呈现出高增长的态势。而价格的上断上涨，进而带动房地产投资更大规模的跟进。房地产行业不仅是复苏，而且可以说再次快速的进入了一个繁荣期。09年房地产的畸形繁荣，表面上的理由是要预防通胀，实质上是在过渡宽松的信贷支持下，投资性需求过早的跟进所致，而投资性需求货币层面的解读就是准货币的过快增长，今年房地产继续维持高速发展的前提是价格继续上涨，而这个前提已经被刚性需求的消灭和政策的压制所推翻了，2010年的房地产行业将无法再造09年的势头。



第三动力——宽松货币，无论是货币还是准货币，都是历史性的高增长，这也意味着中国的刚性需求和投资性需求在 2009 年都得到了充分的释放，这也是为什么 09 年以来固定资产投资的增长创历史新高。目前 M1 继续保持高速增长，刷新了历史新高，而在日美这一情况在复苏期很难见到，而 M2 和贷款增速则出现回落，表明当前需求的大幅释放，而潜在需求和潜在供给的下降，根据我们宏观的预测，M1 增速将在今年一季度见顶回落，在潜在需求下降的情形下，二次去库存正在来临，中国正在进入复苏的中后期。而在二次去库存开始后，准货币向货币的转化将放缓，即 M1 将开始下降，因为投资性的当前购买货币需求下降，准货币也将随着存货的下降而下降。M1 和准货币增速的下降，将最终从货币层面证明我们的判断：通胀是必然的，但也是温和的，因为我们还在存货周期的复苏期，而不是在繁荣期。

对于 CPI 和 PPI 的走势，也再次验证了货币向实体经济的传导。在投资性需求的快速增长下，PPI 快速超越 CPI，我们认为 PPI 的快速上升，将逐渐遭遇需求回落，而 CPI 对 PPI 的下拉作用则取决于公众对未来收入的预期情况和虚妄需求的回落程度，在复苏的这个阶段，PPI 向 CPI 传导必然是不顺畅的，因此，中游行业的机会只是阶段性的。

图 15：中国的 M1/M2/贷款增速

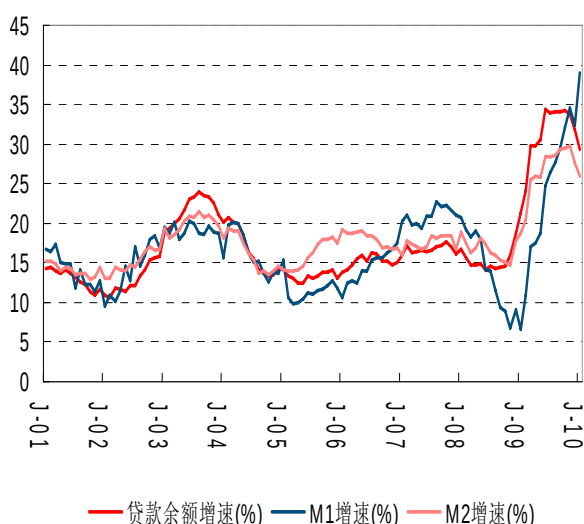
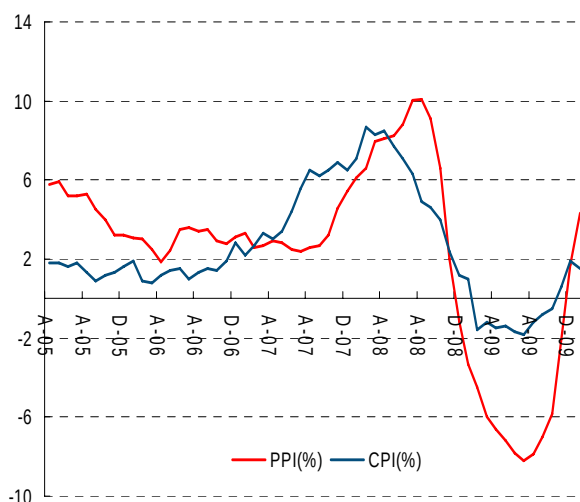


图 16：中国 PPI/CPI 增速



资料来源：wind, 中信建投研究发展部

综上所述，中国存货周期的复苏期被政策强力大大浓缩了，目前已经进入了复苏中后期，对中国来说，与其在过分以虚补实后，继续采取大举投资，按动产能扩张按钮；继续注入流动性，激发虚妄需求，都无益于经济的复苏，相信我们的政府对这个问题有更清楚的认识。现在的中国经济面对的是一个向真实需求回归的阶段，根据我们宏观组对美国经济复苏情况的研究，我们可以期待的是美国在一季度开始的库存回补高峰期，这样就促成了一个浓缩的中国周期与一个自然复苏的美国周期的衔接，使得中国浓缩周期迎来一段延展期，而这一时期的政策主基调是相机退出。由此来看，中国经济正经历二次去库存的过程，而这一过程只是经济增长重归均衡的一个阶段，并不意味着经济的二次探底，而之后是一个需要等待的“主动增长”型繁荣期的到来。



09 年浓缩周期下的中国市场分析

在分析了存货周期与市场的一般关系，并就美国存货周期复苏期市场情况进行实证分析后，结论能否在 09 年的中国经济与中国市场得到验证，成为我们应用上述结论的重要前提和基础。

按照我们对存货周期的理解，09 年的中国经济是被浓缩了的复苏期，按照上面的分析，这一时期，上涨的主要因素应该是估值提升，09 年按照全部 A 股总股本加权上涨 87.65%，业绩贡献 23.75%，估值贡献 51.63%，符合这一规律。分行业来看，有色金属、黑色金属、信息服务和采掘行业的业绩贡献为负，而其他行业业绩贡献为正，这反映出我国经济的快速恢复，使得 09 年的市场表现出部分复苏中后期的特征。而交运设备、化工、食品饮料、农林牧渔、交通运输和建筑建材的上涨业绩贡献超越估值贡献，就交运设备和建筑建材来看，二者都属于政府早期启动刺激计划的受益者，而汽车销量的历史新高也为业绩兑现做了注脚，从而汽车板块也进入了业绩兑现阶段，而新的预期的形成显然需要时间，相同的情形也适用于建筑建材板块。化工板块主要是受中石化的影响，而食品饮料作为稳定消费类行业，09 年业绩在提价的带动下大幅超预期。农林牧渔的业绩主导，来源于行业的估值一直居高不下。

表 11：2009 年 A 股市场各板块涨幅及贡献分解³

板块名称	涨幅	业绩贡献	估值贡献	板块名称	涨幅	业绩贡献	估值贡献
有色金属	1.77	(0.57)	5.45	黑色金属	1.02	(0.50)	3.03
交运设备	1.76	1.25	0.23	机械设备	1.01	0.10	0.83
电子元器件	1.54	N/A	N/A	食品饮料	1.00	0.80	0.11
家用电器	1.37	0.40	0.69	医药生物	0.99	0.31	0.51
综合	1.33	0.12	1.08	农林牧渔	0.91	1.30	(0.17)
信息设备	1.29	1.50	(0.08)	金融服务	0.77	0.25	0.42
轻工制造	1.27	0.50	0.51	信息服务	0.75	(0.50)	2.52
房地产	1.25	0.15	0.95	交通运输	0.73	0.40	0.23
餐饮旅游	1.21	0.13	0.96	采掘	0.68	(0.04)	0.75
纺织服装	1.12	0.30	0.63	建筑建材	0.54	0.60	(0.04)
商业贸易	1.08	0.10	0.90	公用事业	0.46	N/A	N/A
化工	1.03	1.20	(0.08)	全部 A 股	0.88	0.24	0.52

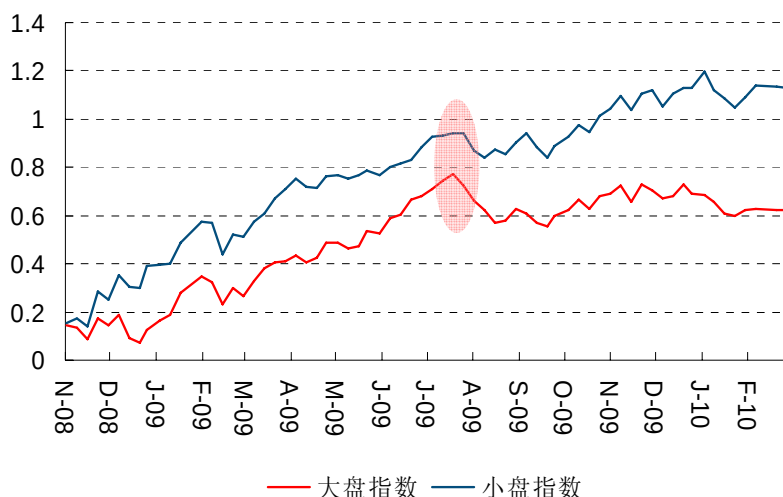
资料来源：wind, 中信建投研究发展部

对于大小盘股票的表现，A 股市场表现出典型的复苏期的风格特征，小盘股表现一直超越大盘股，仅在 09 年 6 - 7 月份的时候，大盘股表现逐步接近小盘股，主要原因在于我们国家的复苏周期的浓缩和高峰特征，这两个月的大盘股表现可以看成是繁荣期的提前映射，但程度非常有限，再次揭示了复苏期小盘股主导的风格特征。

³ 业绩贡献根据中信建投证券行业盈利预测估算。



图 17：中国浓缩复苏期下大盘股与小盘股表现对比



资料来源：wind, 中信建投研究发展部

正如前面所描述的中国经济的复苏阶段被大大强化和缩短了，因此反映在资本市场上就是行业轮动的短期化和显性化。第一阶段，政府财政支出是复苏的最初动力，表现行业有直接受益于基建的水泥、机械以及发展新能源政策下的新能源板块。第二阶段是货币加速器发挥作用的阶段，伴随着信贷的释放和利率的宽松，房地产和汽车这两个支柱产业开始表现，同时带动了建材、有色等行业。第三个阶段是库存加速器发挥作用的阶段，钢铁和有色迎来加速上涨期。可以看到，政府投资推动了股市第一阶段的上漲，货币加速器土动了房地产和汽车的复苏，而库存加速器则推动了中上游行业的崛起。市场演绎基本遵循需求引导特征，即“房地产—汽车—机械—钢铁—有色”的存货周期复苏路径，复苏路径终端钢铁产能高峰意味着产业链传导终结，市场对复苏期的预期贴现基本完成。可以预料的是，一些潜在需求被人为激发后将会预支未来，如房地产、汽车和钢铁，另一些需求则形成稳定增长和进一步预期的特征，如医疗、家电、通信等。

表 12：2008 年 11 月 4 日—2009 年 3 月 3 日行业表现

板块名称	区间涨跌幅(%)	板块名称	区间涨跌幅(%)
机械设备	75.29	房地产	48.04
有色金属	73.71	家用电器	44.11
交运设备	72.45	商业贸易	42.58
综合	71.11	全部 A 股	38.85
信息设备	70.92	黑色金属	30.21
餐饮旅游	65.19	信息服务	30.18
电子元器件	60.99	食品饮料	28.73
农林牧渔	58.86	化工	28.51
医药生物	56.39	公用事业	28.39
建筑建材	54.97	金融服务	23.82
轻工制造	54.85	采掘	22.87
纺织服装	51.69	交通运输	21.31

资料来源：wind, 中信建投研究发展部



表 13: 2009 年 3 月 4 日—2009 年 5 月 31 日行业表现

板块名称	区间涨跌幅(%)	板块名称	区间涨跌幅(%)
采掘	67.34	机械设备	30.95
有色金属	46.16	轻工制造	30.53
房地产	43.24	信息服务	30.46
电子元器件	39.4	全部 A 股	29.84
综合	39.07	化工	29.02
餐饮旅游	38.99	交通运输	26.37
交运设备	37.28	黑色金属	16.86
家用电器	32.2	建筑建材	16.71
商业贸易	32.2	食品饮料	16.24
纺织服装	31.6	公用事业	13.87
信息设备	31.57	医药生物	12.64
金融服务	31.37	农林牧渔	6.35

资料来源: wind, 中信建投研究发展部

表 14: 2009 年 6 月 1 日—2009 年 8 月 4 日行业表现

板块名称	区间涨跌幅(%)	板块名称	区间涨跌幅(%)
黑色金属	66.12	交运设备	26.55
有色金属	53.76	建筑建材	25.06
采掘	52.75	电子元器件	21.45
金融服务	43.74	餐饮旅游	20.95
化工	34.8	纺织服装	20.18
食品饮料	34.52	综合	19.85
全部 A 股	33.7	信息服务	19.25
房地产	32.14	家用电器	19.24
交通运输	30.73	医药生物	18.95
农林牧渔	29.84	信息设备	18.91
轻工制造	27.81	商业贸易	17.23
公用事业	27.74	机械设备	16.81

资料来源: wind, 中信建投研究发展部

表 15: 2009 年 8 月 4 日—2009 年 12 月 31 日行业表现

板块名称	区间涨跌幅(%)	板块名称	区间涨跌幅(%)
家用电器	31.17	信息服务	2.85
医药生物	26.92	化工	2.13
信息设备	23.97	综合	0.85
商业贸易	19.83	全部 A 股	-0.25
食品饮料	19.3	建筑建材	-2.73
交运设备	17.87	金融服务	-6.5
电子元器件	16.97	交通运输	-9.25



纺织服装	10.71	采掘	-9.65
轻工制造	9.51	公用事业	-9.75
餐饮旅游	8.79	房地产	-11.34
农林牧渔	8.69	有色金属	-12.39
机械设备	6.04	黑色金属	-14.26

资料来源: wind, 中信建投研究发展部

比较美国市场的一般规律与 09 年中国市场表现的情况, 可以看出二者的相似之处: 都呈现出 V 型反弹, 都是估值主导, 都是小盘股表现持续超越大盘股, 都是上轮牛市的领涨行业反弹程度靠前。不同之处在于我们政府对经济的干预要大, 体现在上市公司的业绩反弹也非常迅速, 超前的复苏又把整个存货周期复苏期在资本市场的映射期压缩了, 体现在市场上就是行业轮动次序的差异和时间的浓缩化。

投资策略

市场整体分析

中国本次存货周期明显的表现出“早复苏, 早调整”的特征, 而资本市场已经完成了从复苏早期到复苏繁荣期的轮动演绎。根据我们对存货周期和市场周期的理解, 09 年的市场是浓缩的存货周期复苏期的反映, 这个阶段的特征就是估值大幅提升带来的市场上涨, 并且非常清晰地反映在板块的轮动上。

进入 2010 年, 我们认为经济将进入复苏的中后期, GDP 在潜在趋势上运行, 而通胀水平将维持在可控范围内, 这样的经济环境, 股票资产仍然是不错的投资选择。但市场将进入业绩兑现阶段, 整体涨幅小于复苏初期, 估值难有提升空间, 进入业绩兑现和新预期形成的过渡阶段。在这样一个时期, **市场的整体趋势特征不十分明显, 增长的强度和持续性将不断接受市场的检验, 在流动性释放的推动高峰已过, 真实需求成为复苏中后期的关键因素的背景下, 市场的选择也将从流动性主题向成长主题转化, 能够形成新预期成为持续成长的关键, 而真实需求则成为最主要的找寻线索。**就市场风格而言, 中国市场已经在 09 年 7 月将复苏期的大盘股行情演绎完成, 我们认为中国经济繁荣期还需要耐心等待, 而这也从经济基础上决定了在经济的过渡期间大盘股无法获得较小盘股的超额收益。按照海外市场的经验, 在股指期货推出前, 大盘股走强的概率偏大, 因此短期来说, 股指期货似乎成为大盘股短期走强的制度性诱发因素, 但面对经济基本面和流动性的制约, 单纯的制度性刺激效果有限。

如果放在一个更长的视角来看, 09 年我们经历了牛市的第一期, 市场上涨的动力主要是对于之前估值收缩的大幅修正, 即对未来盈利预期的明显改善, 市场涨幅可观, 但就整体而言, 上市公司的实际盈利能力的恢复相对有限。而我们现在经历的是牛市第二期, 这一期的特征是业绩兑现, 大幅提高的估值将接受现实的盈利增长的检验, 这个过程的长短依经济环境不同而各异, 但通常来看要持续一年以上, 整体估值难有提升空间, 单纯的周期或防御策略失效, 这并非说行业的选择不再重要, 而是我们认为驱动行业的主要因素, 由前一阶段的周期特征向真实的盈利特征转化, 这一时期也是新预期的形成期, 积累下一次估值提升的基础, 这一过程的**经济周期解读是经济从复苏期走向繁荣期的过渡期。**当经济运行到主动型增长期, 或者称为繁荣期, 市场乐观情绪将重新被未来光明的增长前景点燃, 伴随着过热的经济, 业绩增长和估值提升重新启动, 市场将再次出现趋势性上涨, 在完成这一过程后, 虽然无法准确判定时点, 但过热的实体经济和高高在上的市场都形成了下一阶段调整的基础, 这也于泡沫循环原理相符。



市场投资策略依然以小盘股为主，两条思路，一是立足于防御，选择业绩增长强度和可靠性有保证的行业，或者可以称为在贝塔中寻找阿尔法；另一条就是立足进攻，选择有新预期形成的行业，而弱化当前的业绩因素，找寻的线索就是对于真实需求释放点的挖掘，或者称为在阿尔法中寻找贝塔。当然，在系统性风险较小的过渡阶段，后者是更积极的态度，也会在繁荣期收获更多。

真实需求释放点的挖掘

目前，传统意义上的以房地产为主（或称投资主导）的内需产业链的高峰已过，而以食品、医药、家电、旅游和零售等内需（消费主导）的产业链已经崛起，真实需求的释放点成为我们进行下一阶段投资实践的关键。简而言之，第一是美国存货周期库存回补高峰带来的相关行业阶段性的投资机会；第二是政策变革下，以新的经济变轨为主导的内需产业链的中期机会。我们认为，外需看重的是实际的恢复情况，而内需链条看重的是新增的预期量，原因在于中国对外需的被动依赖和传统内需链条已经被政策强力完全演绎的现实。

美国补库下的外需产业链

从经济周期的演进方式来看，中国进入了从复苏向繁荣的过渡期，基于我们对于二次去库存的理解，从周期的角度来看，未来的 3-6 个月处于存货周期的复苏期中后期，面临向扩张期过渡，而过渡的标志之一是加息，本次繁荣期之前的等待期会相对较长，在这个阶段美国投资品库存回补的高峰期的来临最为明确，而**中游行业将在此带动下迎来短期性机会**。但我们在这一板块中更看中贝塔中的阿尔法，原因在基于进入业绩兑现阶段，单纯的周期已经无法独当上涨的动力了，成长才是关键。

根据宏观组对美国存货周期的研究，美国经济依然按着典型的存货周期复苏模式在行进，在私人消费-投资驱动下的库存重建，在强度与时间上与其销售始终保持一致的强度与时间先后。制造业与贸易销售额领先于库存变化 3-6 个月，所以从时间上看，美国的名义销售额在 2009 年 3 月到 5 月期间筑成底部，随后在 2009 年 6 月到 9 月期间缓慢回升，并于此后在第 4 季度形成加速。以这个领先指标定位与推测存货周期的演进变化，名义库存值重建的映射期将表现为：在 2009 年 8 月-10 月筑成底部，随后预计将在 2009 年 11 月到 2010 年第 1 季度这一期间缓慢回升，并于此后在 3 月份前后形成加速。从强度来看，在 2009 年 12 月到 2010 年 2 月这一期间，对应的库存增加幅度大约为 200-250 亿美元左右；在 2010 年 3 月伊始的第 2 季度，对应的库存增加幅度大约为 550-600 亿美元左右。所以，一切说明，欧美存货周期第二顶峰必然在二季度出现，且强度是可以预期的，近期公布的出口数据也在验证我们的这些判断。

在确定了需求的一端后，我们就要结合供给端来进行行业的取舍了。首先，主线的外需产业链包括，逾 1 万亿美元产值的出口制造业、出口制造业的原料供应业、运输及其配套行业，传导沿着金属产业链条和农业产业链条进行，而能源产业链条的传导效应则非常微弱。

行业受益大小取决于该行业库存、利润恢复情况和行业盈利弹性情况。我们考察了工业行业的利润和库存情况，结果显示，通信设备、计算机行业、化工库存削减充分，利润开始回升，而家具制造、工艺品等行业利润已经恢复正常。出口复苏的行业盈利弹性取决于出口依存度，出口依存度较大的行业有通信设备、计算机和其他电子设备制造业、文教体育用品、仪器仪表及文化办公机械制造业、家具制造业、工艺品和纺织服装等。

新经济变轨下的内需产业链

正如上面看到的，传统意义上的以房地产为主内需（投资主导）产业链已经演绎完成，而以食品、医药、家电、旅游和零售等内需（消费主导）的产业链已经崛起，但更重要的是以新的经济变轨为主导的内需产业链



正处于预期形成阶段。为什么看重新经济变轨的内需方向，就是因为结合市场来看，存量效应进入了业绩兑现期，即使业绩好，估值提升的空间也被大大抑制了，而有新增量的地方，则预期因素更能发挥作用。这里主要包括我们一直强调的区域经济、新兴产业投资、大型化和城镇化四个点。根据我们对工业化的理解，中国目前处在工业化起飞萧条期，这一时期区域化和大型化成为基本特征。对于区域经济，自去年 6 月 17 日，国务院常务会议认为要“进一步推动城乡统筹和地区协调发展，拓展新的发展空间。全面实施区域发展总体战略，鼓励各地充分发挥自身优势，积极拓展新的发展空间，培育新的经济增长地带。”后，地方振兴方案层出不穷，放在中国完成工业起飞萧条后的时期来看，是历史的必然选择，随着时间推移，区域化的驱动因素将由政策向内生性增长转化。对于大型化，其是走向成熟阶段的首先选择，是资本的选择也是提升效率的选择。短期来看，政策性的并购重组已经铺开，典型的是央企重组，中期来看则是市场自发的行为，是经济发展到一定阶段的特征。对于启动民间投资，一般意义上的产能过剩的传统产业是罕有吸引力的，而新兴产业投资的关键在于政府的引导，政府会通过税收、信贷、财政补贴等吸引民间资本进入。因此，新能源、移动互联网、生物产业、高新技术产业等将成为政府着力推动，而民间投资全力跟进的行业，而这里必然要伴随着的是垄断权的放松。“推进铁路投融资体制改革，深化电信体制改革，推动“三网融合”，推进市政公用事业改革，加快研究鼓励民间资本进入石油、铁路、电力、电信、市政公用设施等重要领域的相关政策，带动社会投资（《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》）以及公有产权的出让，典型的如医疗卫生、出版传媒，而我们更看好有切实需求对接的新兴产业，如移动互联网。城市化，是当前对冲投资波动并促进消费的通路，而城镇化是当前的现实选择，随着户籍制度放开，以及地方政府逐步引入民间资本进行公共产品开发，将驱动消费进入新阶段。

内需的启动一直是众所期待的一个中国经济增长新动力，长期来看这既是方向，又是归宿，结合到本次存货周期中来看，这个方向的行业具有预期不必即刻兑现的特征，或者说估值贡献有正效应。

新增的内需产业链条还没有完成，还只被当作周期类进攻性行业的防御性或主题性替代，内需产业链进攻性的完全释放才是这一预期的市场演绎高峰。这样，我们也理解了目前市场调整的背后含义，其实是一个中美步调不一致的等待期和内需预期的强化积累前期。

对于二次去库存的初步思考

市场中有很多人担心经济二次探底，从存货周期的角度来看，其实是一个二次库存的过程，二探底实际上是在描述这一过程的强度。

经验的判断，虽然我们现在面临的图景是一个过渡时期，二次去库存是必然的路径，但这仅仅是对于现在供需的自发性调试，考虑到这是自 2007 年以来，经济长波衰退后的第一个存货周期，其离下一个高峰还有相当距离，并且我们超高的储蓄率和 M2 是中国经济向内需转化的有利保障，因此二次去库存后的中国经济值得期待，需要的仅是一点耐心的等待。

首先，在一个存货周期中，二次去库存之所以发生，主要是供需双方调试中的一个阶段，在复苏的早期，当经济见底，也就是消费开始恢复的时候，这时候存货还在削减，表现为第一次去库存，而当库存因为需求的恢复而削减到一定程度后，受下游需求恢复的推动，中上游开始补库存，并且因为长鞭效应和价格效应的扩散，库存水平往往会超出出现时的需求水平，而价格的上涨又对此产生了自我强化效应，而当发现真实需求并没有同步跟上后，即 PPI 无法向 CPI 顺利传导，价格难以为继，虚妄的需求受到冲击后，中上游厂家开始进入二次去库存阶段。这个过程的主要强度取决于之前的需求的恢复程度，若需求的恢复不仅释放了真实需求，还把很多未来需求一并释放了，那么这个去库存过程就相对严重，因此表现在经济数据上，就是经济回落程度要大一些。



那么，我们结合目前的经济情况来看一下当前的二次去库存过程。从外部来看，我们认为在美国的二次去库存会相对温和，这表现在几个方面，就货币层面来看 M1 增速已经开始回落，显示出需求恢复的有限性，就供给端来看，产能利用率还仅在 70 左右徘徊。因此美国的二次去库存对中国的影响有限。

回到国内，本次中国存货周期的特征是显见的“早复苏，早调整”，需求被激发的程度很高，去库存只表现在了相对去库存上，这点从资产价格上就能看出来，典型的是房地产价格已经比经济高峰的 07 年还要高，说明的问题是这一次的复苏，不同于日美，仅仅是真实需求的恢复，中国则是刚性需求、投资需求，甚至投机需求的一并释放，这在短期看起来就是经济的欣欣向荣，但随着需求的回落，虚高的价格难以为继，其回落也是必然的，而这时候就需要未来新增需求的不断释放，来将这些潜在供给消化掉。

其实，政府当前做的事情就是压下资产价格，把需求向实体经济释放，那么在这个时候，政府推出的政策必然是打压价格有弹性的，而对于价格中长期向下的行业一定是鼓励的。因此，中国政府对房地产的打压是分类进行的，打的是房地产价格，而不是房地产本身，对于新增的城镇的刚性住房需求是鼓励的，城镇化和建材下乡正在填补新增需求的窟窿，对于粮食的价格压的可能性也非常大。鼓励的是家电、汽车、信息技术等价格长期向下且贴近下游需求的行业。如果这个过程完全市场化，进程会比较缓慢，因为快速的需求已经在本轮的复苏初期被消耗得差不多了，而要加快这个进程，就需要政府有形之手的作用了。

相对而言，最终消费需求的上升，需要的是收入分配制度的改革，需要的是医疗社保制度的完善，这是政府中期必须做的，但这显然没有启动政府投资，或者民间投资更来得快。而直接启动政府投资的约束半径是财政问题，目前地方政府的财政问题已经有所暴露。间接的方式则是中央政府放权，让地方政府或者微观主体自我创新，我们回顾 1978 年、1990 年和 1998 年这三个中国改革开放市场化程度层层递进的关键时期，市场化突进的背景无一例外是财政压力下政府放权，我们料想这次也不会例外。启动民间投资的实质是要让民间资本有利可图，如果民间资本回报率很低，是没有人愿意做这个亏本的买卖的，有利可图的方式之一是税费减免，之二是放开管制行业。

下一步就需要弄清楚这些增量本身够不够消化这些潜在供给，因为极端的情况，没有新的需求，那去库存的过程就变成了单纯的依靠价格下跌来完成，必然导致通缩，经济再现谷底，这是政府不愿见到的。进一步的问题是需求的时滞问题，因为这关系到短期的经济状况，这些问题我们将试图在后续研究中解答。



分析师介绍

周金涛：南开大学经济学硕士，现任中信建投证券研究部执行总经理，行政负责人。长期从事宏观策略研究，并在中国的工业化国际比较和经济周期研究、虚拟经济与实体经济关系等方面形成了独特的逻辑框架和思维体系。2008年、2009年连续两年获得新财富最佳策略分析师第三名。

安尉：英国斯旺西大学金融数学专业硕士，工学学士，策略分析师。密切跟踪研究资本市场周期趋势，专注于中观视角下的行业比较分析及配置研究。

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

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

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

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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。本报告版权仅为我公司所有，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，须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有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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。本文作者不曾因，不因，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。