



二次去库存阶段的配置策略

背景与逻辑：

在 6 月份配置报告《二次去库存步入显性期》完成之后，近期一系列经济数据进一步显示出经济二次去库存的阶段特征，那么在这个阶段如何把握经济走向和产业链关系成为本文的逻辑起点。借鉴美国的二次去库存经验，并根据中国产业特征，我们就中国二次去库存的时间、产业链传导及对企业盈利的影响做了分析，并由此提出了这一阶段的配置策略。

主要结论：

美国经验表明，二次去库存约持续 3 个季度左右，货币当局在此时保持较低的真实利率对短期经济有提振作用。二次去库存的主体是耐用品，尤其是投资品，以日常消费品为代表的非耐用品需求的去库存幅度很小。

代表终端需求的耐用用品的需求开始回落，处于中游的投资品最先出现价格去库存，而后耐用消费品价格和销量也出现下滑，由于金融属性，大宗的去库存往往出现反复。

就中国经济而言，建筑房地产业是最重要的主导产业部门，房地产行业去库存意味着投资的下降，意味着对其他行业的需求下降，进而导致经济增速的下滑。如果建筑地产的总量去库存的程度在 30% 以内，三、四季度 GDP 基本能保持在 8% 以上的增速，如果建筑地产出现剧烈的去库存，四季度经济二次探底存在理论上的可能性。

就行业盈利来看，受主导产业去库存影响较大的行业包括中游的加工业，如钢铁和有色金属冶炼，和上游的采矿业，如煤炭开采、有色金属开采和非金属开采等行业。

配置策略：

在以价格下跌主导的二次去库存的显性期，防御成为较好的选择。下游消费类行业如食品饮料、医药、公用事业值得关注。需要警惕的是中游的投资品行业，产品价格下跌和需求回落将严重挤压利润空间，对于半投资半消费的电子元器件、计算机等行业则要密切跟踪新订单的变化情况。在二次去库存进入后半段，即价格跌势趋缓，开始以数量去库存主导的阶段，产品价格的稳定和恢复首先为投资品带来反弹机会，而后经济向主动型周期转换之时，则需主动调整到后续增长周期中发展较好的行业，我们认为涉及产业升级的设备投资领域和涉及民生改善的服务业投资值得重点关注。

投资策略

安尉

anwei@csc.com.cn

010-85130982

执业证书编号：S1440209040343

吴启权

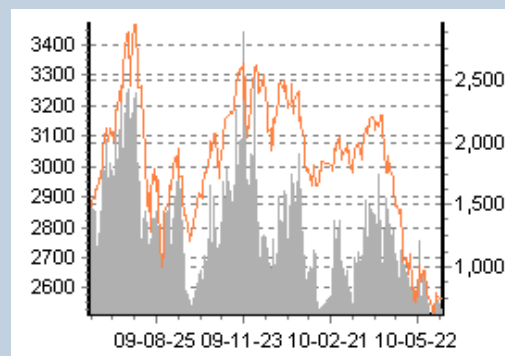
wuqiquan@csc.com.cn

010-85130211

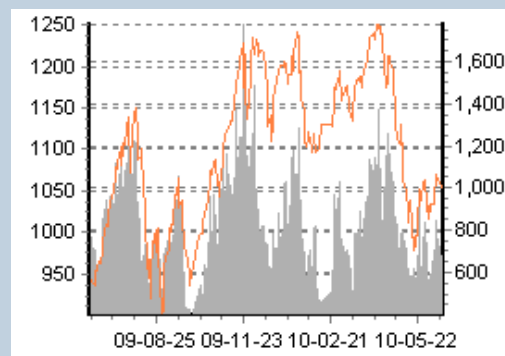
执业证书编号：S14400210050002

发布日期：2010 年 06 月 22 日

上证指数走势图



深证指数走势图





目录

前言	1
一、背景	2
二、二次去库存的历史经验	4
1、二次去库存的经济表征	4
2、二次去库存的产业链路径	8
三、中国经济二次去库存分析	9
1、主导产业链去库存过程	9
2、二次去库存强度—价格分析	10
3、二次去库存强度—总量分析	101
4、二次去库存程度—企业盈余分析	133
四、二次去库存阶段的配置策略	144
1、显性初期，防御为先	144
2、周期转换的契机与布局式投资	155
 表 1：房地产产出变化对其他行业产出的影响	122
表 2：建筑地产总量去库存的情景分析	122
表 3：建筑地产不同增速下各行业盈余增长情况	133
表 4：二次去库存显性初期行业配置	155
 图 1：订单指数高位回落	2
图 2：产成品库存开始积压	3
图 3：企业购进意愿降低	3
图 4：领先指标高位拐头	4
图 5：新订单指数回落	4
图 6：实际 GDP 与实际库存同比走势图	5
图 7：M1/M2 走势	6
图 8：CPI/PPI 走势	6
图 9：产能与库存调整走势图	6
图 10：制造业库存销售比变化	7
图 11：去库存阶段真实利率情况	7
图 12：新订单指数走势	7
图 13：主导产业链二次去库存过程	10



前言

自 2008 年底开始，中国经济就在强力的财政政策和宽松的货币政策推动下，率先进入了库存周期的复苏阶段，随着刚性需求到投资需求的释放，产业链也沿着从消费品到投资品的传导路径展开，作为耐用消费品的房地产和汽车更是经历了小周期繁荣阶段，与之相应，中国资本市场展开了一轮快速的中级反弹。进入 2010 年 2 季度，我们明显的感到，不论是中国还是美国，被动型复苏周期的上升阶段行将结束，与之相随的则是库存周期的下降阶段，即二次去库存阶段。

如果说二季度前两个月的市场运行，政策和海外因素加速了经济周期大拐点在市场中的实现，那么进入 6 月份，则是经济开始现实的运行在显性化的二次去库存进程之中。根据我们对于二次去库存的一般观察，这一过程可能运行 3 个季度左右，那么，根据市场对经济的领先特征，在未来 1-2 个季度之内，二次去库存就是主导市场趋势特征的内在经济力量，在政策退出的大背景下，尚没有其他外力能够改变二次去库存进程。

在 6 月份策略配置报告《二次去库存步入显性期》中，我们指出，按照周期的运行规律，市场将在未来两个季度左右迎来另一个关键点，之所以关键，源于它是对库存周期下降阶段，即二次去库存阶段经济运行的一个了结，其意义堪比当前对库存周期上升阶段的了结，因为，它隐含着被动型复苏周期能否向主动型周期顺利转换，而对当前二次去库存的预判是把握这一关键点的依据。

因此，本篇报告的讨论重点在于实体经济二次去库存的进程，包括这一过程可能经历的时间、产业链特征及程度问题。透过时间分析，我们试图理清二次去库存影响经济趋势的时间长度，进而把握资本市场趋势延续和转折的关键时点；通过产业链分析，我们试图分解二次去库存背后的主导因素，及其对产业链条不同位置的行业的影响顺序和程度，进而为行业配置提供现实依据。在行文结构上，我们首先介绍当前的经济周期背景，而后通过分析美国经典的存货周期二次去库存阶段的时间和产业链特征，总结二次去库存的典型特征。然后，我们通过投入产出分析，就中国主导产业链的二次去库存过程进行讨论；之后，在情景分析的假设下，我们就本次中国经济二次去库存的程度进行了阐述，并且分析了二次去库存对于不同行业盈利的可能影响。最后，提出在二次去库存阶段的行业配置建议。

有关二次去库存产业链分析请参考《基于产业链分析的中国二次去库存分析--大拐点之后的经济景象系列》一文。

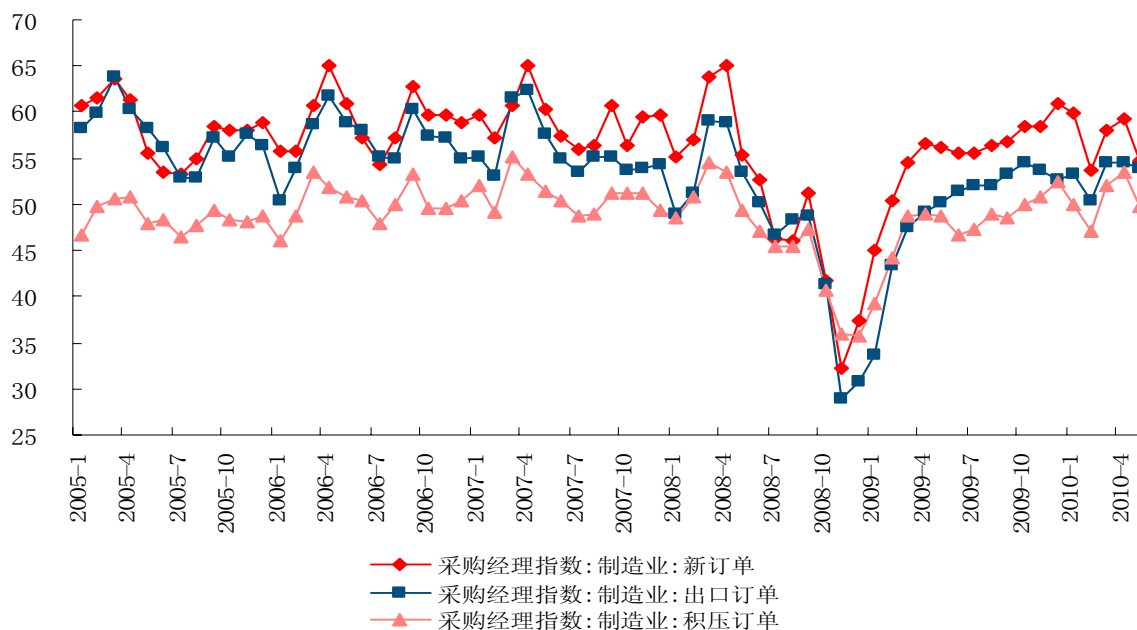


一、背景

我们在 6 月份的策略配置报告《二次去库存步入显性期》中通过对领先指标的判断，认为二次去库存正在步入显性期。就中国而言，宏观经济三大景气指标都出现回落，工业品价格出现下跌；对于美国而言，代表终端需求价格的 CPI 与半终端需求的产成品价格都出现了回落的迹象，但中上游商品原材料价格和半成品价格却仍然在快速上升，这种背离预示着二次去库存的临近。

随着时间推移，越来越多的经济数据正在验证我们的判断。从最新公布的中国制造业采购经理人指数来看，5 月份 PMI 指数为 53.9%，比上月回落 1.8 个百分点。并且，作为库存周期领先指标的订单指标（包括新订单指数、出口订单指数、积压订单）出现了显著下滑，预示着终端需求已经开始回落。同时，产成品库存却出现了明显增加，表明产品开始出现滞销现象，但企业的生产环节还在维持，表现为生产量和从业人员指数的基本稳定；并且，反映企业后续经营计划的采购指标出现了下滑，一方面原材料的库存持续降低，另一方面补充库存的意愿降低。综合来看，中国的制造业目前正步入典型的去库存阶段：需求减缓，致使本行业的产品滞销，而生产惯性延续，带来对原材料存量的消耗，不过补库意愿却并不强烈，导致本行业开始去库存，并减弱对其上游行业的需求。当然，5 月份 PMI 指数出现显著回落，既是经济周期本身运行使然，也有在严厉的地产调控政策下，企业对未来预期的大幅转变，在此意义上，二次去库存首先来自于预期的改变。

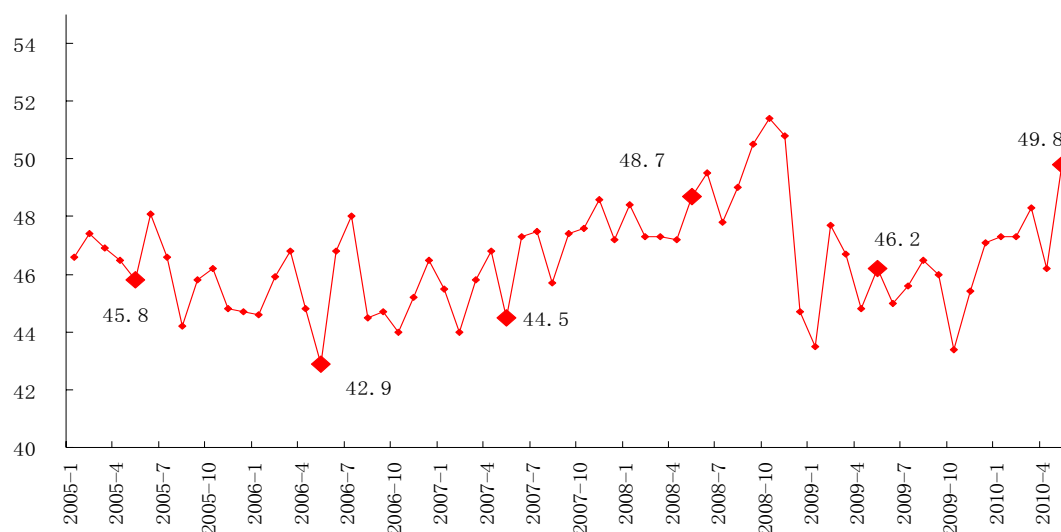
图 1：订单指数高位回落



数据来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

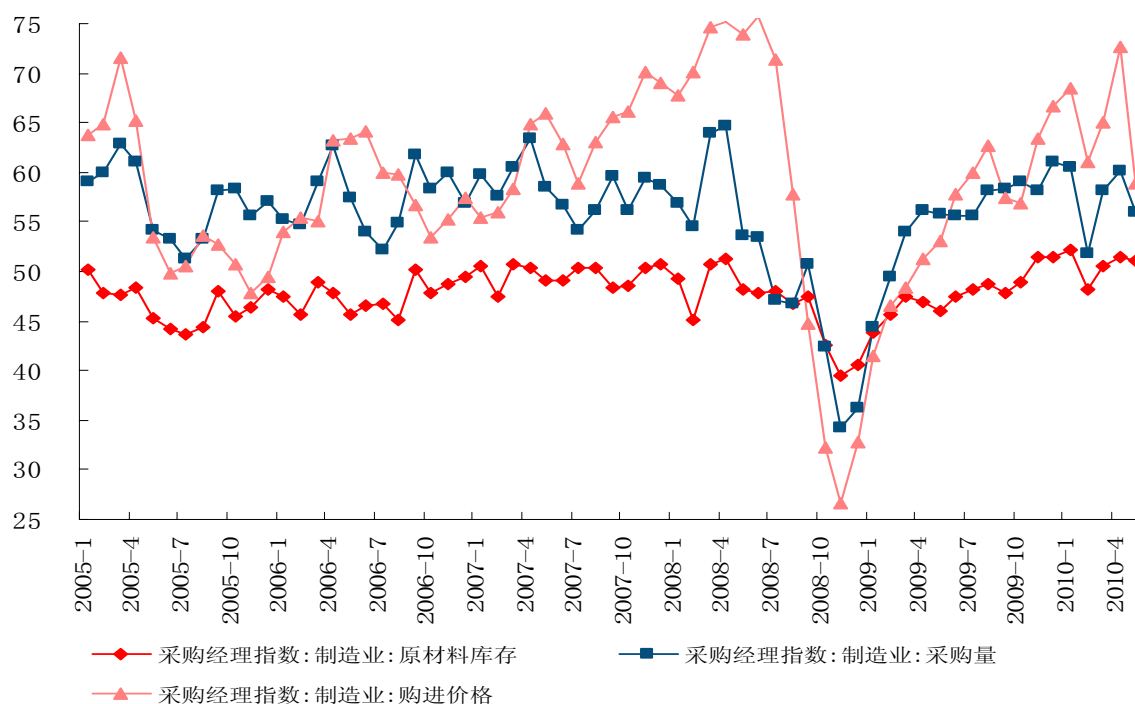


图 2：产成品库存开始积压



数据来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

图 3：企业购进意愿降低

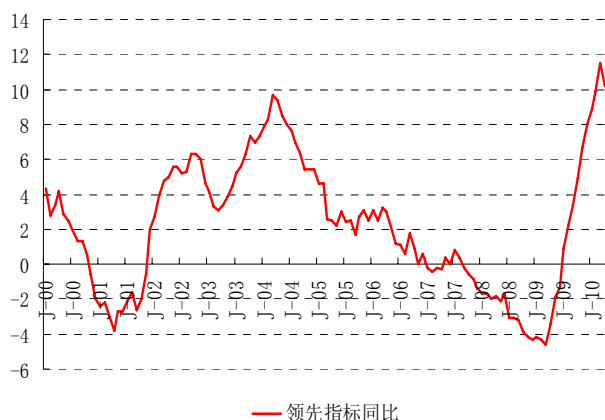


数据来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

2010 年 4 月，美国经济研究局的领先指标出现了向下拐头，月环比变化首次出现了负值，同时，新订单指数开始回落。这一方面说明，美国库存周期正在向第二峰靠近，另一方面也说明二次去库存阶段的临近。

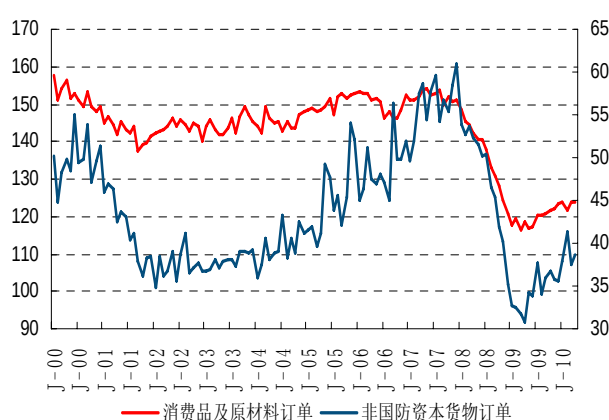


图 4：领先指标高位拐点



数据来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

图 5：新订单指数回落



综合来看，中国与海外经济体从复苏初期的浓缩错位，到二次去库存阶段的重返一致的过程将就此展开。中国经济的去库存过程将逐步显性化，而在这个阶段，货币超发引致的通胀也进入加速阶段，未来一个季度 CPI 均将超过 3%，从而阶段性的强化二次去库存阶段的滞胀特征。这就是当前经济基本面的现实背景，也是当前对二次去库存的进程展开详细讨论的意义所在。那么，二次去库存将会持续多长时间，又以怎样的产业链形式展开，我们将通过分析美国历史上典型复苏阶段第一个库存周期中二次去库存阶段用以借鉴比较。

二、二次去库存的历史经验

我们选取了 75-77 年、80-82 年和 91-93 年的库存周期作为分析对象，原因在于它们三个都是经济经历衰退后的第一个库存周期，同时三者又有各自的特点，其中，75-77 年是一个周期转换遭遇通胀而阶段性遇阻的情形，80-82 则是由于政策过快收缩造成经济二次探底的情形，而 91-93 年则是二次去库存顺利过渡，后续经济增长持续的情形。

1、二次去库存的经济表征

就 75-77 年的存货周期复苏期来看，在 76 年二季度 GDP 增速达到阶段高点而后逐步回落，库存则在 77 年 3 月达到补库存的高点，开始二次去库存的过程，到 77 年 12 月基本结束，二次去库存经历了 3 个季度。就二次去库存阶段的货币和价格情况来看，M2 增速维持在 10% 以上，而 M1 则小幅上涨，CPI 小幅攀升，PPI 则冲高回落，真实利率水平为负。新订单指数继续小幅攀升，产能利用率水平较复苏初期有了明显的提高，达到 80 以上，从库销比上来看，则处在一个持续的下降通道中。整体上来看，77 年的二次去库存进程保持了温和的态势，值得注意的是，通胀的反复和脉冲特征。

就 80-82 年的存货周期复苏期来看，在 81 年 3 季度 GDP 增速达到阶段高点而后逐步回落，到 82 年 3 季度同比增长-2.7%，经济经历了二次探底的过程。库存则在 81 年底达到补库存的高点，开始二次去库存的过程，到 83 年 6 月基本结束，二次去库存经历了 6 个季度。就二次去库存阶段的货币和价格情况来看，M1 和 M2 都经历了先回落后上涨的过程，在美联储连续提高利率的情况下，CPI 和 PPI 都出现了明显的回落，真实利率水平维持在 5% 左右的高位。与经济的二次探底相对应，新订单指数从 81 年 3 季度开始下滑，一直到 82 年底出现好

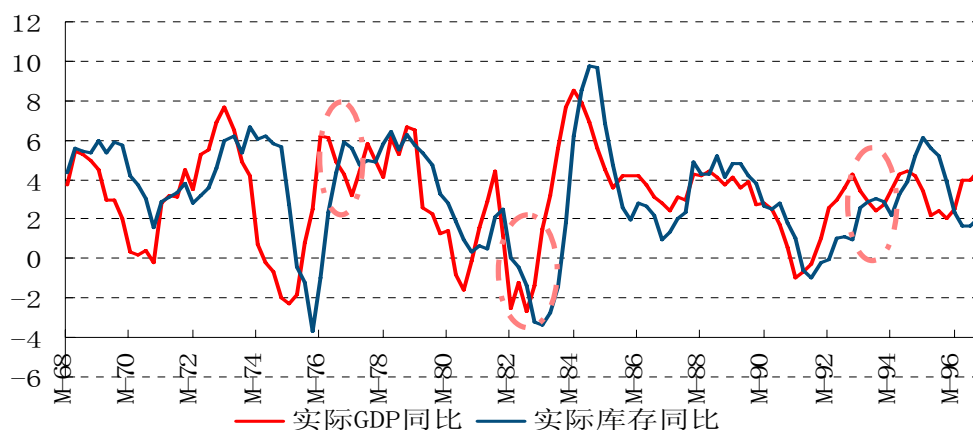


转，资本货物订单的下滑要比消费品订单明显，产能利用率水平较复苏初期出现了明显的下跌，一度低于 70。从库销比上来看，出现了大幅的攀升，产品滞销现象明显。整体上来看，82 年的二次去库存过程，由于货币当局强力收缩货币，造成了比较严重的经济后果，各项经济指标均出现了下滑，但通胀得到了初步治理，为经济的后续发展奠定了基础，这从 84 年之后经济的持续增长可以明证。

就 91-93 年的存货周期复苏期来看，在 92 年 4 季度 GDP 增速达到阶段高点而后逐步回落，库存则在 93 年 6 月达到补库存的高点，开始二次去库存的过程，到 94 年 3 月基本结束，二次去库存经历了 3 个季度。就二次去库存阶段的货币和价格情况来看，M1 表现为从高位回落，而 M2 则维持低位震荡，美联储将联邦目标利率维持在 3% 的水平，CPI 和 PPI 均出现回落，PPI 的回落程度要更大一些，真实利率水平则处在低位。与 77 年的情况类似，新订单指数小幅攀升，而产能利用率水平维持在 80 以上的水平。从库销比上来看，类似于 77 年，处于下降通道。整体上来看，93 年的二次去库存过程，在经济层面表现的十分温和，而之后的经济增长也是保持了 4% 以上的水平，二次去库存顺利过渡。

综合来看，通胀因素在二次去库存的进程中的影响不容忽视，因为其在一定程度上决定了货币当局的政策空间和力度，而对于需求回落的二次去库存而言，保持较低的真实利率对短期的经济状况有明显的提升作用。就持续时间而言，若无较大的政策影响，二次去库存大约经历 3 个季度。

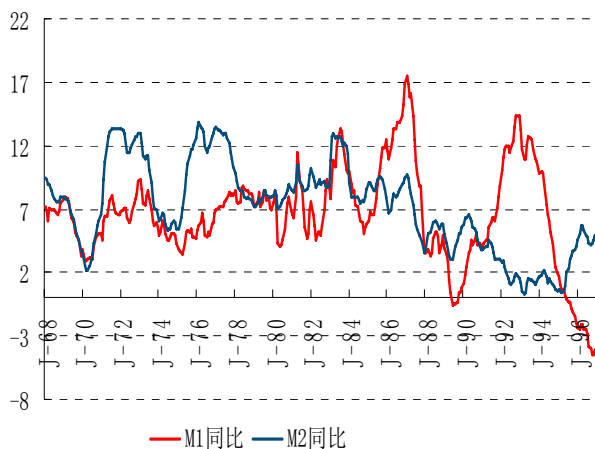
图 6：实际 GDP 与实际库存同比走势图



数据来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部



图 7: M1/M2 走势



数据来源: BLOOMBERG, 中信建投证券研究发展部

图 8: CPI/PPI 走势

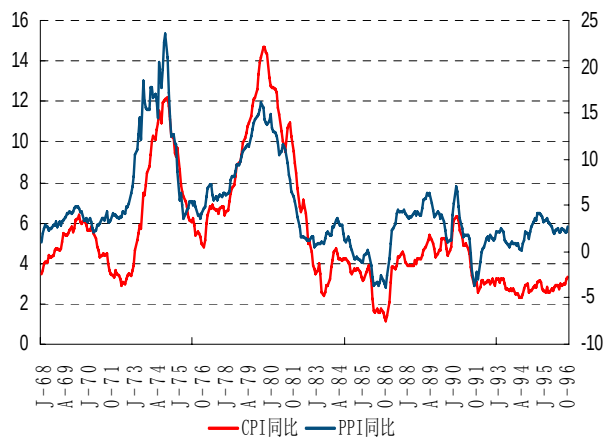
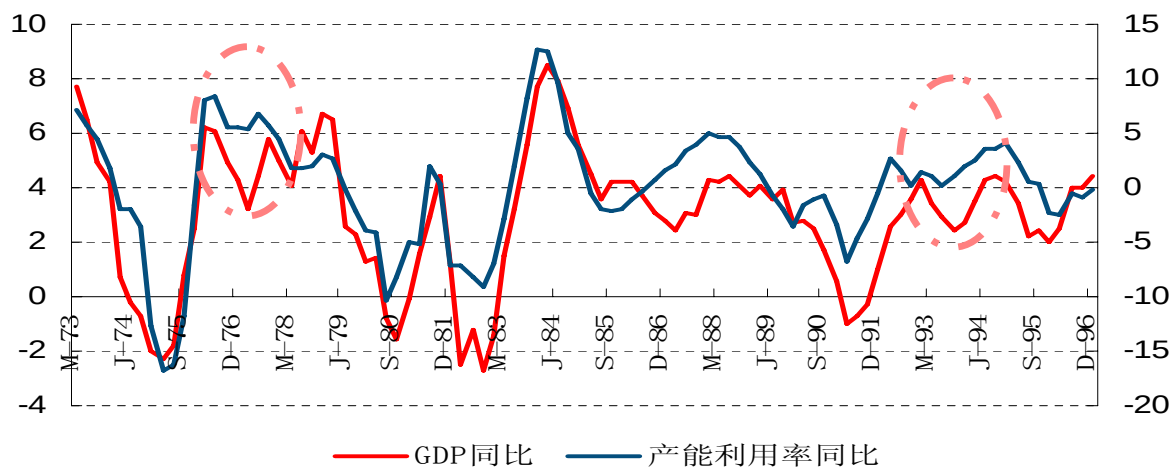


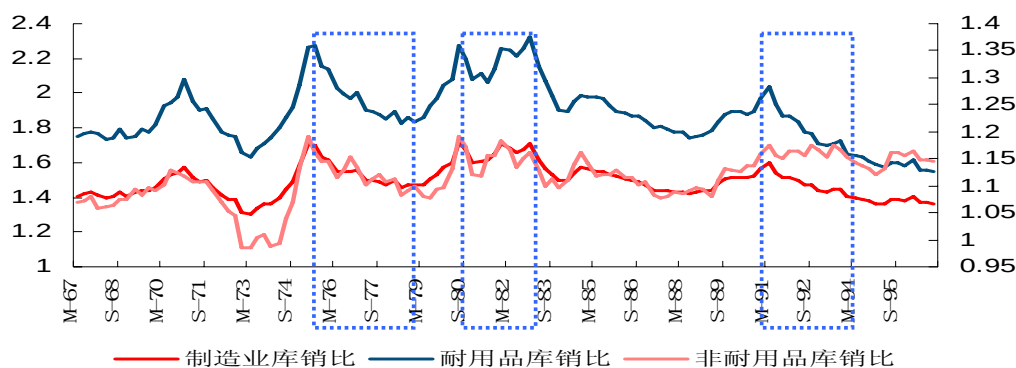
图 9: GDP 与产能利用率同比增长变化情况



数据来源: BLOOMBERG, 中信建投证券研究发展部

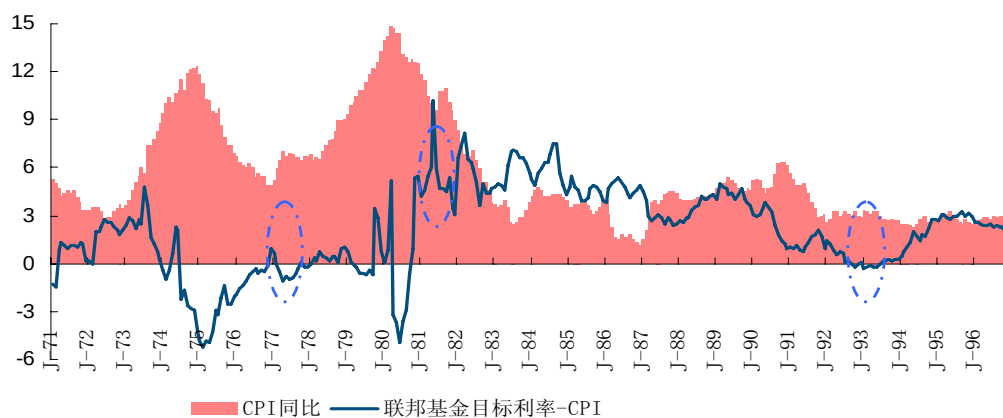


图 10：制造业库存销售比变化



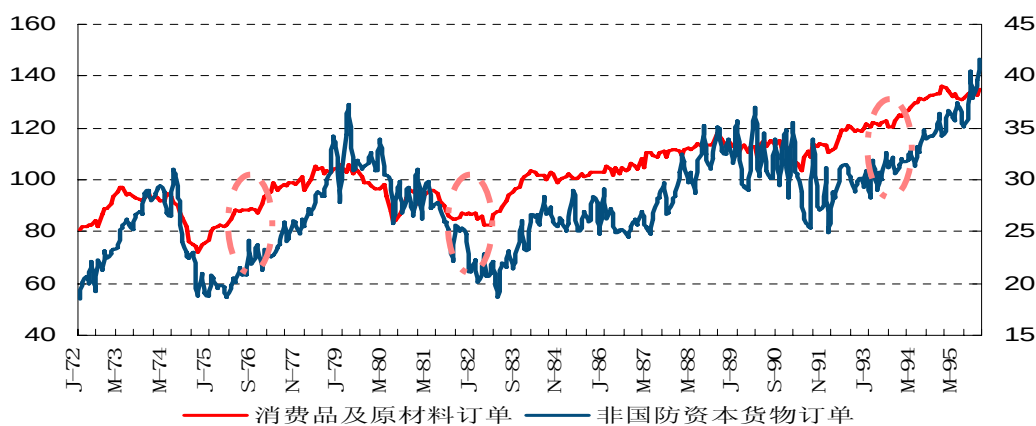
数据来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

图 11：去库存阶段真实利率情况



数据来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

图 12：新订单指数走势



数据来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部



2、二次去库存的产业链路径

综合来看，二次去库存是供需的二次调试过程，实质是产能利用率无法继续提升，是个短期增长瓶颈的问题。需求回落是引发二次去库存的内在动因，而这就涉及到之前库存周期复苏期中需求恢复的方式和程度。因为，在一个典型的库存周期中，需求的启动是按照消费品-半消费半投资到投资品的顺序，但程度则与当时采取的货币政策和财政政策相关，这点在中国本次库存复苏中体现的非常明显。

但是，在低利率环境刺激下的复胀式复苏在发展到库存周期中期的时候会出现价格体系的紊乱，原因在于信用货币不会均衡地进入到各个领域的资产与行业，越是远离最终消费的生产过程，价格攀升就越为显著，在复苏中期必然形成上游价格上升加速，但下游的需求却无法维持复苏初期的水平，在复苏中期终端需求的价格难以维持继续攀升的状态，而上下游的价格背离，将逐渐压制企业的利润空间与预期。

同时，资本-生产结构的失调与真实利率的必然上升。低利率导致资本形成不足，从而加速资本实际成本的抬升；加之中央银行必然在此时因为资产价格上涨牵制而投鼠忌器，无法保持此前的货币释放速度，对实际利率的容忍下限有所提高。企业在资本成本上升和生产成本上升的过程中（复苏中期）利润增长空间与预期受到抑制，将逐渐收缩生产、投资与库存，形成所谓二次去库存时期。

美国的经验表明，去库存的主体是耐用品，尤其是投资品。以日常消费品为代表的非耐用品需求的去库存幅度很小。

首先，下游消费品主要是耐用消费品的需求开始回落，直接造成上游的投资品价格上涨预期走弱，投资品价格向消费品价格无法顺利传导。表现在产业层面，就是新订单下降，产品价格难以提升，处于制造业产业链中游的投资品所受到的双重挤压最为明显，因此去库存表现的更迅速和显著，典型的如钢铁、化工、机械等。

对耐用消费品，以汽车、家电为例，需求主要取决于居民长期收入水平的提高，在复苏初期，由于低利率环境和政策刺激，短暂的改变了居民的长期收入预期，而在复苏的中后期，随着流动性收缩，在当前收入无法继续增长的情形下，耐用消费品遭遇了约束性瓶颈，首先表现为销量的下滑，对上游订单开始减少。

对于大宗代表的上游原材料去库存，其情形有别于处于中游的投资品，往往可以观察到的现象是，在中下游的价格已经回落的情况下，上游原材料价格依然坚挺如故，原因在于如石油、煤炭、有色等大宗商品，增加库存并不完全是由于下游对其产量的需求，而更多的是预防和投机需求，而在信用货币体系推动的复胀式复苏中，通胀成为常态，因此，大宗的去库存往往出现反复，而最终的二次去库存不仅来自于终端需求的大幅回落，更是通胀预期的回落和逆转。

对于复苏期的补库存行为，我们能从增长动力端找到比较确定的顺序，而在二次去库存阶段，除了以投资品主导较为明确以外，其他行业的去库存或增加库存，则完全取决于之后主动型周期下需求的情况了，很难一概而论。更为细致的论述请参见美国宏观经济报告《站在周期的大拐点——从库存第二峰到二次去库存》。

通过历史分析比较，我们认为中国经济将在未来 3-5 个季度处于二次去库存的阶段，这一特征将如何在经济总量和产业链间反应成为考察重点，就中国经济而言，消费增长保持稳定，当前的支柱产业则是地产，而出口在经济增长中作用不可忽略，因此我们分析二次去库存的产业链的核心就是房地产行业。



三、中国经济二次去库存分析

1、主导产业链去库存过程

在《基于产业链分析的中国二次去库存分析--大拐点之后的经济景象系列》一文，我们通过投入产出模型，计算各行业的前向及后向效应，总效应排在前十的行业包括：建筑房地产、服务业、化学化工、黑色金属冶炼加工业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业、有色金属冶炼加工业、汽车、通用设备制造以及电力等，从去库存的角度分析，虽然上述产业同属于主导产业，但这些产业去库存的动力存在本质差异：对中间型产品来说，去库存的动力主要来自下游行业对本部门中间产品的需求，投资属性较强（除电力行业外），投资性属性放大下游需求价格和需求弹性大，库存增加速度快于需求速度，然而下游需求居民中长期收入水平密切相关，当真实需求的增速赶不上投资需求推动的中间产品价格上涨速度的时候，二次去库存不可避免，这也是当前中国所遭遇的二次去库存现状。

然而，建筑地产业的情况特殊，虽然该行业在四大部门中划分为最终需求部门，但其后向拉动效应、前向推动效应和总效应均超过社会平均值，尤其是其前向推动效应在所有行业中是最高的，意味着建筑地产的生产严重依赖于其他部门的投入，从另一角度来解释，国民经济其他部门的发展，严重依赖建筑地产的生产，这是中国当前经济的真实写照，在过去几年中，房地产业对经济的影响越来越大，甚至成为经济的支柱产业，房地产行业去库存意味着投资的下降，意味着对其他行业的需求下降，进而导致经济增速的下滑。

二次去库存的过程首先从房地产开始（房地产价格滞胀、销量显著下降），那么沿着产业链的方向，首当其冲的是非金属制品如水泥和玻璃，该产业产值中进 77.6%进入建筑地产行业，接下来是钢铁产业链，该行业的产量的 47.5%进入房地产环节，然后是石油加工、木材加工、电力、交运、有色、金属制品、化工等行业；随后，将影响到煤炭石油、金属非金属等采掘业。金融业也受到去库存的影响，由于金融业的总产出中 20%分配到建筑地产业，一旦市场预期房地产价格大幅下降（剧烈去库存化），一系列的与地产业关联的呆账坏账可能相继出现，将对金融业尤其是银行业的利润产生强烈的侵蚀。

由房地产主导的二次去库存的传播路径总结如下：首先是由于房地产价格上涨预期降低，投资性需求基本消失，刚性需求也已被挤出，房地产市场成交量急剧下降，但房地产市场的开工仍未受影响，房地产库存仍在增加，但价格上涨乏力，实质上已经开始去库存阶段，表现为库存增速下降，中上游投资品预期到下游需求萎缩、价格难以继续上涨，于是首先出现投资品价格的下跌。随着二次去库存的深入，房地产价格从增速下降到降价销售，进入到价格去库存阶段，市场形成价格下降预期，刚性需求仍在观望，生产已处于停滞阶段，此时，中上游行业进一步波及，水泥等建材、钢材的需求量大幅下降，价格进一步下跌；第三阶段，价格已经下降到刚性需求的预期水平，刚性需求逐步少量恢复，此时价格仍下跌，同时出现数量去库存，但生产仍未恢复；第四阶段，价格止跌，去库存表现在数量上，投资性需求出现复苏，生产也出现初步复苏，上游大宗商品经销商预期下游需求增加，逐渐补充库存，价格缓慢上涨。在经历上述四个阶段后，投资性需求逐渐增多、生产复苏，对上游产品需求逐渐恢复，产业链上行业也将相继开始新一轮的库存周期。

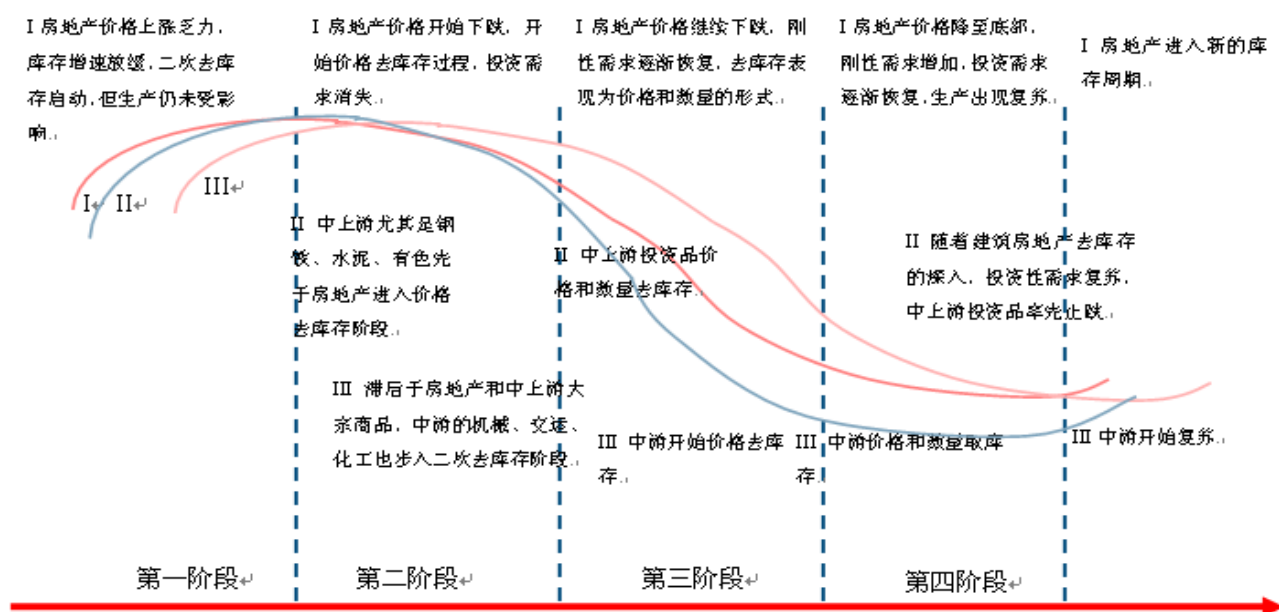
与房地产同属于耐用消费品的家电和汽车业，这两个行业直接或间接受房地产影响并不大，其生产的 5%和 10%分配至房地产业，但这两个行业属于最终需求部门，其生产主要依赖社会最终需求量，就当前政策来看，仍然鼓励汽车和家电的购置，或会延迟这两个行业的去库存进程。

当前，二次去库存已为市场所共识，但二次去库存的强度如何，才是市场所关注的焦点，对去库存强度分



析的意义在于预判去库存对经济的影响程度，但我们也不能指望通过产业链去库存分析，精确地确定经济和市场的底部在哪里，毕竟，实体经济运行的复杂程度，远远超过理论分析所能达到的程度，因此，我们在分析二次去库存的强度时，针对不同的情景分析二次去库存的程度和影响问题。

图 13：主导产业链二次去库存过程



数据来源：中信建投证券研究发展部

2、二次去库存强度—价格分析

对于价格去库存的过程，正如我们之前所分析，首先是房地产去库存的开始，然后是中上游投资品因房地产去库存预期，需求量下降，价格首先产生松动，从这一点来看，中上游投资品先于房地产开始价格去库存过程。

可见，虽然发端于建筑地产，但二次去库存的价格去库存的关键不在房地产业，而在中上游投资品行业。中上游投资品的价格去库存，“推动”下游行业的被动去库存，下游产业的成本降低，而随着时间的演进，下游行业由被动去库存转而进行主动的价格去库存，也是我们当前观察到的中上游投资品价格已开始下跌、但房地产价格仍然坚挺的一种内在逻辑。

情景一：价格正常波动。如果我们假设钢铁、化工、水泥和石油等中上游投资品的价格在 10% 幅度以内正常波动，这种正常波动与去库存无关，当上述投资品价格在当前水平上下跌 10% 时，通过产业链传导至相关下游行业，其中，金属制品、建筑地产、通用设备、通用设备以及汽车等工业行业的成本降低幅度较大，反映到房地产行业，价格下跌 4.24% 以内均能抵消成本的变化。因此，在此种情景假设下，二次去库存的价格下跌阶段不复存在，而一旦房地产价格下跌超过 5% 以上，则会侵蚀行业目前的利润情况，房地产业的投资价值也随着价格下跌幅度的扩大而逐渐丧失。钢铁价格从 4 月 16 日至 6 月四日价格下跌 8%，目前仍属于一种正常的价格波动。

情景二：温和去库存。如果我们假设钢铁、化工和水泥等投资品的价格下跌 20% 的水平，而石油价格由于



同时受国际市场的影响，价格受中国经济的二次去库存影响程度有限，仍保持 10% 的波动水平。在这种情景假设中，建筑地产成本下降 8% 左右，反映在房价上保持在 8% 以内的跌幅是一种正常行为，房地产业的盈利状况并不会因为中上游投资品价格的下跌而失去投资价值。虽然钢铁价格从 4 月 16 日至 6 月 4 日价格下跌 8%，而铁矿石的价格同期下跌 14%，已属于温和去库存阶段。

情景三：正常去库存。在此种情境下，我们假设钢铁、水泥以及化工等投资品价格下跌 30%，而石油价格下跌幅度有所扩大，至 20% 的水平，在这种正常去库存下，建筑地产的成本下降 12%，也就是说，在正常去库存过程中，房价下跌 12% 以内是一种正常的市场行为，房地产的价格去库存并没有出现，当房价下跌超过 12% 才开始价格去库存。

情景四：超量去库存。如果中上游投资品价格下跌幅度超过正常去库存的水平，我们认为这是一种超量价格去库存情景。我们假设钢铁、水泥以及化工等投资品价格下跌 40%，而石油价格下跌 30%，在这种超量去库存下，建筑地产的成本下降 16%，在这一过程中，房价下跌 16% 以内对房地产业并非利空，只有当房价下跌超过 16% 才开始价格去库存。

情景五：剧烈去库存。我们假设存在一种情况，中上游投资品价格大幅下跌，跌幅达到甚至高于 50% 的水平，这种情况在 2008 年 7 月至 2009 年 1 月曾经出现，这段时间原油价格从最高的 147 美元下跌至最低 33 美元，下跌幅度高达 77.5%，而伴随的是经济衰退的到来。因此，如果出现剧烈的价格去库存，或意味着经济的二次探底。在此种剧烈去库存情境下，房价有 21% 的下跌空间。

我们讨论了五种不同情境下的价格去库存过程，在这些情境下，房价的正常下跌空间都不超过 30%，即使在中上游投资品出现剧烈的价格去库存下，房价下跌空间也仅有 21%，但当前市场预期的房价下跌 30%，意味着房地产业同时存在价格去库存的预期，这也是当前房地产成交萎缩、房地产业上市公司股价指数从 4 月初至 6 月 18 日下跌幅度高达 26% 的一种提前反应。

但如果我们预计未来的价格去库存的大概率事件是一种正常去库存过程，即上游投资品价格下跌幅度在 20%~30% 这样一种水平、房价下跌也在 20%~30% 的水平，对房地产业来说，其因主动的价格去库存幅度也仅在 8%~18% 这一水平，其去库存的程度甚至不如上游投资品，房地产业也只能算是处于一种温和去库存过程。

3、二次去库存强度—总量分析

当前，二次去库存已为市场所共识，但二次去库存的强度如何，才是市场所关注的焦点，对去库存强度分析的意义在于预判去库存对经济的影响程度，进而为预测经济和市场的底部提供一个可能的视角。

从投入产出表反映出的经济关系可以看出，当一个部门的最终产品增加（或减少）时，会引起各部门产出增加（或减少），同时又会引起增加值的增加（或减少）。根据产业间联系紧密程度，不同产业在二次去库存阶段所受冲击不一。钢铁、水泥、玻璃、石油、有色、煤炭等行业首先感受到房地产总量的变化即需求的变化，从产出敏感度来看，如果房地产产出值下降 30%（或增速下降 30%），那么受其直接或间接需求的影响，其他行业总产出也受其影响：黑色金属矿选业（铁矿石）的产出下降 24.5%、水泥产出将下降 22.8%、钢铁下降 13.9%、有色下降 14.2%、石油天然气下降 17.0%、煤炭业下降 11.4%。

可见，总量去库存过程中，假设建筑地产总产出下降（或增速下降）30%~50% 时（房价下跌和新开工下降），铁矿石和水泥产出（或增速）将分别下降 24.5%~40.9% 和 22.86%~38.0% 之间，可见，房地产行业的总量去库存，



对各行业尤其是上游大宗商品如钢铁、有色、煤炭、石油等总产出的影响是十分显著的。

表 1：房地产产出变化对其他行业产出的影响

序号	行业	总量影响系数	序号	行业	总量影响系数
1	建筑房地产	1	23	水的生产和供应业	0.1893
2	黑色金属矿采选业	0.8177	24	信息传输、计算机服务和软件业	0.1856
3	非金属制品业	0.7597	25	专用设备制造业	0.1564
4	非金属矿及其他矿采选业	0.6641	26	印刷业和记录媒介的复制业	0.1501
5	石油和天然气开采业	0.5676	27	批发和零售业	0.1415
6	有色金属矿采选业	0.4735	28	烟草制品	0.1121
7	黑色金属冶炼加工业	0.4648	29	工艺品及其他制造业	0.1091
8	废品废料	0.4565	30	饮料制造	0.1026
9	煤炭开采和洗选业	0.3815	31	汽车	0.0979
10	石油加工、炼焦及核燃料加工业	0.3713	32	其他服务业	0.0869
11	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.3269	33	交运设备制造业	0.0857
12	电力、热力的生产和供应业	0.3246	34	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	0.0781
13	有色金属冶炼加工业	0.2993	35	医药制造业	0.0754
14	交通运输及仓储业	0.2969	36	纺织服装、鞋、帽制造业	0.0693
15	金属制品业	0.2946	37	文教体育用品制造业	0.0563
16	化学化工	0.2558	38	家具制造业	0.0539
17	仪器仪表及文化办公用机械制造业	0.2320	39	农林牧渔	0.0538
18	通用设备制造	0.2098	40	纺织业	0.0522
19	电气机械及器材制造业	0.2063	41	家电	0.0514
20	金融业	0.2028	42	食品加工	0.0373
21	造纸及纸制品业	0.2011	43	皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	0.0249
22	燃气生产和供应业	0.1952	44	食品制造	0.0140

资料来源：中信建投研究发展部

根据万得资讯的宏观一致预测数据，第三、四季度预测 GDP 增速分别为 9.4%和 8.9%，全年预测均值为 9.9%，我们假定上述预测 GDP 并没有考虑二次去库存的总量影响，如果将二次去库存作为经济增长的扰动因素，我们对建筑地产在不同总量去库存程度下的经济增速作敏感性分析。从敏感性计算来看，如果建筑地产的总量去库存的程度在 30%以内，三、四季度 GDP 基本能保持在 8%以上的增速，二次去库存对经济的影响也是较为温和的。如果建筑地产出现剧烈的去库存，如四季度的同比增速为零甚至出现萎缩时，GDP 的增速甚至可能降低至 6.3%，也仅高于 2009 年一季度的 6.2%，四季度经济二次探底存在理论上的可能性。

表 2：建筑地产总量去库存的情景分析

WIND 预测：%		建筑地产总量去库存：增速下降幅度（%）							
		10	20	30	40	50	60	80	100
三季度	9.4	9.13	8.86	8.59	8.32	8.05	8.58	8.04	6.69
四季度	8.9	8.64	8.39	8.13	7.87	7.62	8.12	7.61	6.33

资料来源：中信建投研究发展部



4、二次去库存程度—企业盈余分析

既然二次去库存已经成为不可避免的经济周期下行阶段，去库存导致的经济增长速度减缓也成为大概率事件，对于市场投资者来说，更需关注二次去库存会给各个行业的盈利带来多大的影响。

为了便于比较和讨论，仍然假定 2010 年 GDP 增速为 10%，在企业盈余与增加值之间的技术关系保持不变，即盈余系数不变情况下，理论上，建筑地产 2010 年盈余 10.24%，当建筑地产增速下降 30%及无增长情况下，除建筑地产外，受影响较大的行业包括中游的加工业，如钢铁和有色金属冶炼，和上游的采矿业，如煤炭开采，有色金属开采和非金属开采等行业。

表 3：建筑地产不同增速下各行业盈余增长情况

行业	盈余系数	2009 盈余增长率 (%)	2010 年盈余增长率 (%)		
			正常情况下	建筑地产增速下 降 30%	建筑地产无 增长
煤炭开采和洗选业	24.26	-8.64	9.54	8.45	5.90
石油和天然气开采业	46.07	-63.06	5.47	4.54	2.37
黑色金属矿采选业	36.92	-47.93	29.13	21.98	5.31
有色金属矿采选业	35.33	-29.46	22.72	19.50	11.96
非金属矿及其他矿采选业	29.02	0.44	23.25	18.62	7.81
食品加工	19.98	25.93	18.24	18.04	17.56
食品制造	40.46	39.23	16.24	16.17	16.01
饮料制造	33.66	30.31	16.72	16.21	15.01
烟草制品	13.30	-11.03	9.41	9.10	8.36
纺织业	28.62	15.15	9.72	9.57	9.22
纺织服装、鞋、帽制造业	22.90	31.21	11.40	11.17	10.61
皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	31.40	18.46	10.69	10.61	10.42
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	35.26	23.11	20.31	18.32	13.67
家具制造业	27.97	37.73	10.08	9.92	9.54
造纸及纸制品业	30.80	4.70	12.26	11.52	9.80
印刷业和记录媒介的复制业	22.18	24.40	10.08	9.63	8.57
文教体育用品制造业	26.87	42.15	8.62	8.48	8.14
石油加工、炼焦及核燃料加工业	23.85	-165.13	6.02	5.35	3.79
化学化工	35.27	22.78	14.02	12.95	10.44
医药制造业	42.94	25.24	17.05	16.66	15.76
非金属制品业	30.30	29.73	16.85	13.01	4.05
黑色金属冶炼加工业	32.46	-44.97	11.33	9.75	6.07
有色金属冶炼加工业	34.95	-15.11	14.68	13.36	10.29
金属制品业	34.24	16.78	11.51	10.49	8.12
通用设备制造	34.54	16.29	12.61	11.82	9.96
专用设备制造业	30.11	23.85	14.90	14.20	12.57
交通运输设备制造业	22.67	43.54	21.11	20.57	19.31
电气机械及器材制造业	41.58	26.78	13.79	12.94	10.95



通信设备、计算机及其他电子设备制造业	30.54	-1.80	6.07	5.93	5.60
仪器仪表及文化办公用机械制造业	32.72	9.05	2.32	2.16	1.78
工艺品及其他制造业	26.10	15.85	6.80	6.58	6.06
废品废料	97.32	24.30	33.41	28.84	18.16
电力、热力的生产和供应业	20.21	245.91	6.93	6.26	4.68
燃气生产和供应业	11.62	40.47	16.76	15.78	13.49
水的生产和供应业	5.65	32.70	5.89	5.55	4.77
建筑房地产	26.87	119.86	10.24	7.17	0.00

资料来源: wind 资讯, 国家统计局, 中信建投研究发展部

四、二次去库存阶段的配置策略

通过上述分析,我们对中国经济二次去库存有以下结论,从时间上看,此次二次去库存持续时间为 3 个季度左右;从程度和产业链来看,发端于建筑地产的二次去库存过程,价格去库存首先从中上游的投资品开始,若中上游的投资品价格下降 30%-50%,建筑地产价格下降 20%-30%;总量方面,建筑地产去库存意味着对其他行业需求的下降,进而影响经济总体增速,经测算,建筑地产行业增速每下降 10%,GDP 增速下降约 0.3%,如果建筑地产的总量去库存的程度在 30%以内,三、四季度 GDP 基本能保持在 8%以上的增速,如果建筑地产出现剧烈的去库存,四季度经济二次探底存在理论上的可能性。就行业盈利来看,受主导产业去库存影响较大的行业包括中游的加工业,如钢铁和有色金属冶炼,和上游的采矿业,如煤炭开采、有色金属开采和非金属开采等行业。那么,在这样的经济基本面情形下,我们该如何投资呢?

1、显性初期,防御为先

在二季度的策略报告《站在周期的大拐点》中,我们详细论述了这个大拐点的经济意义,目前的情况是,市场正逐步验证着这个大拐点的性质,但并不清楚新的起点在哪里。

通过上述分析,我们认为在现实的二次去库存阶段,经济上的形态一般表现为经济增长的回落,企业经营活动处于收缩状态,处于不同产业链位置的企业所受的影响各有不同,这些差异就成就了行业间相对的配置价值。最为明确的就是,投资品行业在二次去库存阶段所受冲击最早,程度最大。而半投资半消费的交运设备、通信设备等行业所受影响顺序靠后,程度中等,而消费品行业,以食品饮料、服装和医药为代表,所受影响非常小。

在二次去库存的显性初期,主要表现为价格上的二次去库存,防御成为较好的选择。下游消费类行业如食品饮料、医药、公用事业值得关注。上游的纯资源也可以适当关注,但正如我们所说,这是一轮小周期的滞涨型二次去库存阶段,而后可能是总需求收缩下的经济衰退阶段,因此工业金属的配置价值大打折扣。在资源类中有新增需求预期的无疑是优选的,典型的如与新能源,新材料应用相关的贵金属品种。需要警惕的是中游的投资品行业,需求回落和原料价格高企将严重挤压利润空间,对于半投资半消费电子元器件、计算机等行业则要密切跟踪海外新订单的变化情况。



表 4：二次去库存显性初期行业配置

行业	配置建议	行业	配置建议
医药生物	超配	纺织服装	标配
信息服务	超配	电子元器件	标配
食品饮料	超配	保险	标配
商业贸易	超配	综合	低配
农林牧渔	超配	石油开采	低配
公用事业	超配	轻工制造	低配
餐饮旅游	超配	交运设备	低配
有色金属	标配	建筑建材	低配
银行	标配	机械设备	低配
信息设备	标配	化工	低配
煤炭开采	标配	黑色金属	低配
交通运输	标配	房地产	低配
家用电器	标配		

资料来源：中信建投研究发展部

但正如我们研究美国历史经验所见的，二次去库存只是经济周期的短暂过渡特征，防御为先只在二次去库存显性初期有较好的效果，在二次去库存进入后半段，即价格跌势趋缓，开始以数量去库存主导的阶段，产品价格的稳定和恢复首先为投资品带来反弹机会，而后经济向主动型周期转换之时，则需主动调整到后续增长周期中发展较好的行业。那么周期转换的契机在哪里，又该如何既立足当下，放眼未来呢？

2、周期转换的契机与布局式投资

从历史经验来看，通胀的程度成为周期能否顺利转换的一大关键因素，原因在于，没有一个经济体能够在通胀高涨的阶段实现持续的增长，因此，作为前提，我们应该可以预见的首先是政策的退出和流动性的回收，而这可能通过资产泡沫和技术泡沫的破灭来实现。但是，需要注意的是，过分的紧缩在这个阶段同样是危险的，由于需求本身就处于回落阶段，过分紧缩的货币和财政政策可能导致经济的二次探底，对周期转换造成短期不利影响。在货币因素导致的假通胀告一段落后，真正接受考验和实现周期转换的是真实需求的问题，就海外而言，美国的契机，在于再工业化进程中的设备投资，以及就业率改善带来的家庭资产负债表的修复和消费的进一步改善。

就中国而言，以投资和外需拉动的中国经济的二次去库存表现的要比以消费为主体的美国经济二次去库存更为剧烈，而在以投资对冲波动的经济周期运行下，对于外需和房地产的依赖也日益加重，当前，我们所面对的正是一个欧美资产负债表型衰退后的需求的中期走弱，以及房地产泡沫化带来整体经济风险加重的情形，这足以表明我们需要对本次二次去库存进程加以足够重视。

根据我们对中国经济增长模式的理解，自 2000 年以来，拉动中国经济增长主要依赖于房地产和出口，其中，房地产对于去年中国经济超预期的复苏起到了关键作用，而出口则是在去年 4 季度开始伴随着美国库存周期的加速而逐步恢复。因此，中国周期转化的契机，就是主导产业去泡沫化后的内需启动，而这之中尤其以城镇化为主要特征，与之相随的铁路和电网等公共设施投资，以及引导民间资本加入这一进程成为关键所在。

那么，按照罗斯托所言“这既是个富有希望的选择期，又是个充满危险的过渡期”，这个转换的成功与否，



很大程度上在于政府的政策所向，根据市场对于实体经济的一贯领先特征，那么在二次去库存的后期，即价格已经表现平稳，开始以数量去库存的阶段，成为由阶段性防御转向布局式投资的时间窗口。这时，代表新经济方向的成长类个股依然将是布局式投资的关注重点，但这些产业在未来 5 年都不会成为中国经济新的增长点，当前的政策也是对过去旧有发展模式的修补与改进，而当前中国经济的最大动力还是来自于工业化和城市化，其中产业升级和模式创新对于行业和企业的发展起到非常关键的作用，与之相关的制造业值得重点关注，我们也将在中期策略报告中对此进行更为详细的研究。



分析师介绍

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。密切跟踪研究经济与资本市场周期趋势，专注于中观视角下的行业比较分析及配置研究。

吴启权，天津大学计算机硕士、管理学博士，策略分析师。致力于数量化技术为基础的投资策略研究、并从投入产出角度研究中国产业经济与资本市场运行规律。

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

周 李 (0755) 23942904 zhouli@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

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

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。