

回归本源—转型期的周期衰退与增长路径

报告要点

■ 小周期衰退的来临

经济数据尤其是货币供给的加速下滑说明了实体经济增长趋缓，小周期衰退渐行渐近。从市场表现来看，滞涨阶段的市场表现最为糟糕，要么是震荡，要么则是大幅下跌。在衰退的后期往往是市场见底的阶段。复苏阶段至繁荣阶段则是资本表现较为良好的阶段。以小周期的视角解读之前以及当前资本市场运行，未来之路似乎更加明朗。

■ 库存周期自下而上的蔓延

从产业链划分上看，上中下游行业之间存在着需求传递下的库存波动传递。作为先行指标的可选消费品，其波动要明显早于中游制造业和整体库存。在大类制造行业中，交通运输设备制造业包含了相当比重的可选消费品，其库存走势也成为观察库存周期的重要领先指标。

■ 市场调整的两阶段模式

在市场下跌的第一个阶段，也就是经济滞涨所对应的资本市场调整，由于流动性的拐点作用，其根本影响体现于对整体市场 PE 的影响。在市场下跌的第二阶段，对市场运行起决定作用的是企业盈利预期变动所带来的市场相对估值的变动。小盘股估值溢价将会回归。

■ 传统产业的增长机会

日本、美国和韩国转型期的经验表明，传统产业的衰落并不是一蹴而就。相反，在向中周期增长点转换的过程中，传统产业依然获得快速的增长。在资本市场上，代表经济增长方向的新兴产业的超额收益并不是一个持续的过程，而是表现出了一个三阶段过程。

■ 衰退中见底的市场机会

三季度进入小周期衰退并伴随整体经济的自主去库存是一个确定的趋势。从资本市场的运行来看，市场底部的形成在于衰退中期；而在衰退后期，基于复苏的预期，趋势性反弹的机会则将显现。

相关研究

《小周期衰退预期的兑现与市场调整的两阶段模式—继续寻底下的 2010 年 7 月配置建议》，邓二勇、李冒余，2010 年 7 月 1 日

《估值溢价回归，风格转换或将进行一小周期衰退预期兑现的起点》，邓二勇、李冒余，2010 年 6 月 18 日

分析师：

李冒余

(8621)68751691

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

邓二勇

(8621) 68751691

dengy@cjsc.com.cn

正文目录

绪言	5
经济周期框架体系	6
宏微观的周期验证：小周期衰退与自主去库存	6
小周期衰退期即将来临	7
被动补库存向自主去库存的过渡	10
宏微观经济周期跟踪	12
小结	18
低估值的的安全边际与周期回归	18
市场调整的两阶段模式	18
流动性的低溢价：小周期滞涨阶段的配置	20
衰退期的配置核心：低估值的的安全边际	21
衰退预期的兑现与周期回归	22
转型期的周期衰退与增长路径：回归本源	25
日本转型期的产业路径：“梅开二度”	25
日本转型期的资本市场：回归本源	28
重叠验证：美国与韩国的转型	32
结论	36
中周期繁荣的迷失	37
日本转型期的借鉴：迷失的繁荣与衰退	37
结论及风险点	38

图表目录

图 1: 经济周期框架体系	6
图 2: 工业增加值同比增速历史对比 (10-06 之后数据位预测值)	7
图 3: 工业增加值与 M1 同比走势具有一致性	8
图 4: CPI 走势预测	8
图 5: 小周期界定及资本市场走势	9
图 6: 同业增加值同比与库存同比划分库存周期	11
图 7: 库存周期与资本市场表现	12
图 8: 2010 年 1 月以来每周货币净回笼情况 (亿元)	13
图 9: 银行间市场拆借利率走势	13
图 10: 信贷投放与货币供给增速预测	14
图 11: 2002-2004 年流动性同比变动	14
图 12: 交运设备制造业库存波动领先于整体库存	15
图 13: 乘用车进入自主去库存阶段	15
图 14: 房地产市场供应与销售对比	16
图 15: 房地产市场销售价格变动	16
图 16: 主要钢材品种库存变动情况 (万吨)	17
图 17: 钢铁行业生产已经率先开始减缓	17
图 18: 流动性与大小盘估值对比	19
图 19: 2001 年 6 月-2003 年 12 月的估值修复	19
图 20: 流动性下滑对应整体市场 PE 下滑 (市场下跌第一阶段)	20
图 21: 200.8-2001.5 小周期滞涨	21
图 22: 2004.3-2004.8 小周期滞涨后期出现风格转换	21
图 23: 工业产值引致的 EPS 下降 (下跌第二阶段的逻辑)	21
图 24: 小盘业绩波动高于大盘	22
图 25: 2001.6-2002.4 小周期衰退	22
图 26: 2004.9-2005.5 小周期衰退	22
图 27: 2002.3-2002.6 周期回归	24
图 28: 2009.2-2009.5 周期回归	24
图 29: 周期回归的逻辑基础	25
图 30: 日本 70 年代的经济增长	26
图 31: 电机行业 GDP 占比变动	27
图 32: 日本 70 年代传统行业 GDP 占比变化	27
图 33: 日本 70 年代建筑业 GDP 占比	27
图 34: “梅开二度”之后的典型行业 GDP 占比	28
图 35: 典型新兴行业 78 年之后加速增长	28
图 36: 70 年代之后日本服务业 GDP 占比变化	29
图 37: 日本典型增长行业 70 年代后期资本市场相对于日经指数超额收益	29
图 38: 滞涨后期公用事业与农业板块走强 (相对日经超额收益, 下同)	30
图 39: 房地产在 77 年 7 月之后率先崛起	30
图 40: 中游行业在 77 年 10 月之后崛起	30

图 41: 外生冲击下的上游资源品表现强劲.....	31
图 42: 日本 70 年代通胀走势.....	31
图 43: 日本 70 年代利率走势.....	32
图 44: 美国战后 GDP 支出法四项占比变动.....	33
图 45: 农业、采掘、公用事业、建筑业占比.....	33
图 46: 制造业、批发零售、房地产占比.....	33
图 47: 76~78 年美国制造业细分行业三年平均符合增长率.....	34
图 48: 1977 年美国制造业细分行业占整体制造业增加值比重.....	34
图 49: 韩国工业及制造业就业人数占总就业人口比重.....	35
图 50: 三行业指数表现.....	35
图 51: 三阶段模式不明显的行业.....	35
图 52: 美国新兴行业市场表现的三阶段模式.....	36
图 53: 韩国 80 年代中期的市场轮动.....	36
表 1: 历史小周期阶段划分.....	9
表 2: 小周期资产配置.....	9
表 3: 历史库存周期划分.....	11
表 4: 近月 PMI 指数变化情况.....	17
表 5: 流动性与 PE 的实证分析.....	20
表 6: 小周期衰退与市场见底.....	23
表 7: 周期回归实例.....	23
表 8: 日本 70 年代初主要行业 GDP 占比变化.....	26
表 9: 中周期的配置基础.....	37
表 10: 日本中周期的划分.....	37

绪言

上半年的市场并不像很多人年初预测的那样走出一波像样的上升行情。股市是经济的晴雨表，但是上半年资本市场与实体经济表现的脱节确实让人摸不着头脑。一方面是股市的迭创新低，另一方面则是经济数据的表现亮丽。流动性收缩和结构调整政策被认为是上半年市场下跌的主要原因。然而，我们需要明白这样一个问题：政策的变化真的就决定了市场的走势吗？如果这个命题成立的话，那么 07 年在宏观政策不断紧缩的背景下，为什么股市依然走出了大牛行情呢？

在我们看来，决定资本市场运行的有两大核心因素，一个是以实体运行为根基的内生性因素，另外一个则是政策变动为代表的外生性因素。在不同的经济阶段，内生性和外生性所起到的作用是不同的。09 年初到今年上半年，我们称之为危机之后的复苏，复苏阶段实体经济的典型特征就是内生性增长动能的随时间而减弱。复苏初期的增长依靠的刚性需求，或者是政策刺激所产生的增量需求，当然政策性所为并不具备可持续性。复苏后期，持续的增长则需要新的增量需求推动。然而，如果这个增量需求没有产生呢，或者说非常的弱小呢？那么就是实体运行将会归于疲软。在这个复苏后期，经济的内生性增长动能其实是比较弱小的；于是支撑资本市场上行的内生性动能也就不足了。在内生动能持续减弱的情况下，作为外生冲击的政策干扰影响就比较大。这就相当于一个大病初愈的机体一样，逐步恢复，但总体还是比较虚弱，如果这个时候受到外界环境一些不良的影响，身体状况可能就出现一些反复。复苏阶段正是经济有机体所处的这样一个阶段，政策变动的边际影响都是较大的。典型的例子就是日本在 74 年第一次石油危机之后，由于政策退出过早进而导致了经济的二次探底。

对于当前的中国经济而言，流动性紧缩与结构调整政策会带来经济的二次探底吗？这种风险是有的，并且随着时间的推进在不断显现。我们基于库存周期的研究，需求增长下滑所带来的库存累积是当前中国经济的最大风险。当这种库存调整压力从终端可选消费领域蔓延到整体中游制造业的时候，实体经济的自主去库存将会得到数据上的确认，小周期的衰退将不可避免。资本市场在周期中的不同阶段有着不同的表现，但市场的底部往往是在衰退中找到的，其基本原因则在于复苏预期。当然政策可能会成为一种领先指标。

传统产业与新兴产业之争在面临转型的中国成为了焦点。新兴产业代表了未来的发展方向，这个判断没有任何问题。但新兴产业的发展就是一番风顺的吗？传统产业就一定没有机会了吗？中小市值的所谓的高新技术企业的巨大超额收益会维持或继续扩大下去吗？这些问题的解决对于当前的资本市场而言可能更有意义。

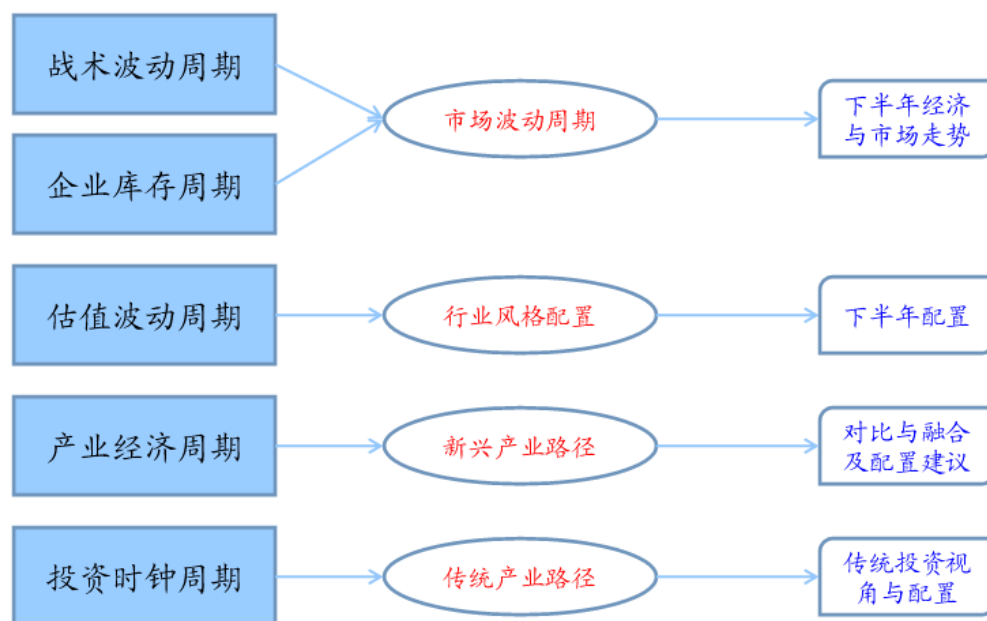
经济周期框架体系

在 2008 年底的年度投资策略上，我们以长波周期考察了全球和中国经济的增长轨迹。长波周期从本质上是技术创新以及人口变迁等因素所引领的经济周期，其波动时间在 50~60 年左右。对于资本市场而言，只有在长波周期波动最为剧烈的时候，我们或许可以看到其让人敬畏的规律性力量，这在 08 年第四波长波衰退的剧烈期尤为明显。对于当前的中国经济而言，转型的背景不仅是其自身发展模式的问题，更有经济周期长中短自身运行的交织。除却世界经济长波周期变动对中国的影响外，中国自身经济周期的波动也是一个更值得我们去深入研究的问题。

“调结构”的终极方向在于产业增长格局的变化进而带来产业结构的变动与更迭，新兴产业与传统产业之间在增长点的替换上其实并不是一帆风顺的。我们引入产业周期，并以此对发达国家的增长格局变化之路做出考察，新兴产业的增长路径则显得更加清晰。对于与即时投资最为密切的下半年市场波动，我们所选取的角度则在于所谓的“小周期”与“库存周期”的轮转。这二者在本质上是统一的，只是分别从宏观和微观的角度进行了相互的印证。由于小周期波动对于市场波动影响非常直接，我们也可以将其形象的称为“战术波动周期”，其对于下半年经济与市场的走势具有指引意义。

随周期而动的资本市场本身也具备周期性，这也就引致出了所谓的“投资时钟周期”，这对于大类资产配置以及传统的行业配置给出了逻辑。市场估值的波动所隐含着的行业风格的轮动同样是配置上应当考虑的因素。

图 1：经济周期框架体系



资料来源：长江证券研究部

宏微观的周期验证：小周期衰退与自主去库存

小周期与库存周期在本质上具有内在的统一性。小周期是从宏观指标的角度来界定经济短周

期的运行，库存周期则是从企业生产与需求波动引致的库存变动来表征经济的扩张与收缩。我们从宏观与微观的角度去看待实体经济的运行，小周期衰退阶段的来临不可避免；这在库存周期上则表现为企业的自主去库存阶段。

小周期衰退期即将来临

小周期是我们通常所讲的经济波动周期及股市波动周期，其是从宏观层面划分的经济周期，我们之前在专题系列报告中谈到，其采用了三个短期的宏观经济指标去替代中期的朱格拉经济周期的指标，构建一个基于对市场波动有效的经济周期。这三个指标如下：

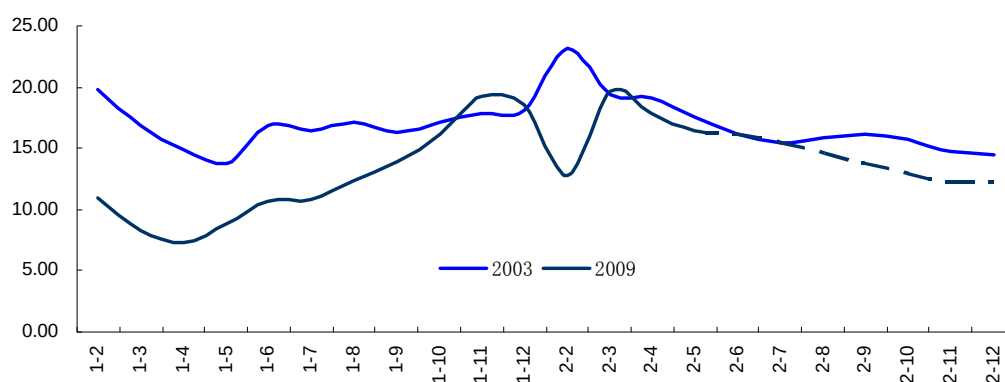
工业增加值，其替代了战略经济周期的 GDP；

M1，其替代战略经济周期的一年期贷款利率；

CPI 月度，其替代战略经济周期的季度及年度指标。

随着调控政策的不断深入以及流动性下滑的持续进行，工业增加值在六七月份会有比较明显的下滑。4 月份工业增加值同比为 17.8%，五月份进一步下滑到 16.5%。我们预计 6 月份同比数据依然会出现下滑，在 16.2% 左右。随着中下游产业链库存积压程度的凸显，工业生产的放缓会是一个确定的趋势。那么，这种增速的下滑何时会见到底部呢？我们认为，只有在同比数据回落到均值水平之下时，其才可能见到底部。从历史对比的角度看，03-04 年的状况与 09-10 年的状况比较类似。03 年与 09 年一样，为了刺激经济增长，财政政策与货币政策的双松格局使得固定资产投资大幅增长，工业增加值同比实现同比大幅增长；随着宏观调控的不断深入，工业增加值同比在 04 年一季度见顶，二季度则经历了一个快速回落的过程。由于 09 年下半年是工业生产迅速增长的阶段，在同比数据上看，反映在 10 年下半年数据上则可能会有一个明显的下滑过程。

图 2：工业增加值同比增速历史对比（10-06 之后数据位预测值）



资料来源：长江证券研究部

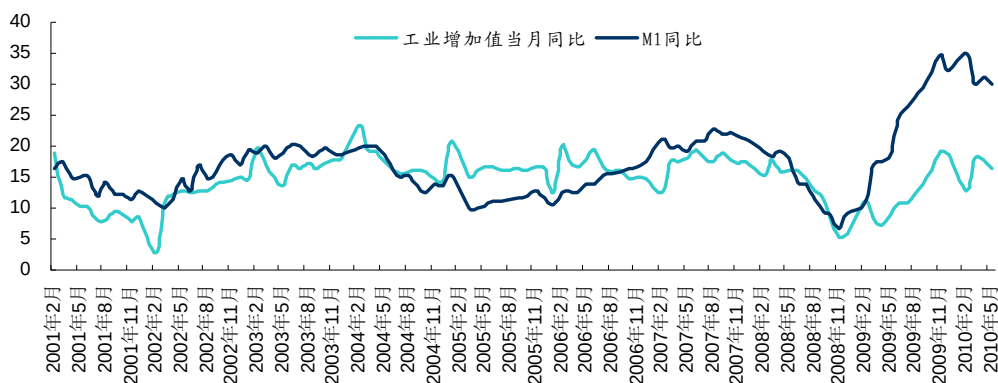
说明：以 2003 年、2009 年第一个月作为基准点，如 2003 年 2 月和 2009 年 2 月则冠以 1-2，2004 年 2 月和 2010 年 2 月则冠以 2-2。

M1 在年初已经出现了拐点，在工业增加值可能出现加速下滑的 2010 年中期，其明显下滑的阶段也可能到来。6 月份 M1 同比 24.6%，相比于 5 月份的 29.9% 是一个明显的下滑，这也验证我们在 7 月月度配置报告中的判断。同样，基于历史的比较，流动性的下行周期大

约在 12~18 个月左右。如果按照这样的周期运行的话，流动性底部最早也只能是在今年年底明年年初到来。

在对小周期的判断上，我们必须考虑极为关键的通胀的走势。由于工业增加值与 M1 同比变动具有一定的同步性（这在实体经济层面也是比较好理解的），CPI 的波动则成为此阶段小周期由滞胀向衰退转化的数据确认标准。

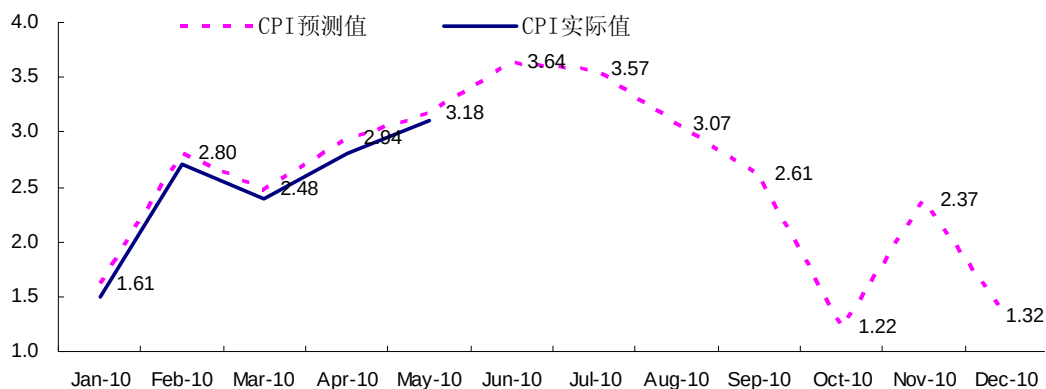
图 3：工业增加值与 M1 同比走势具有一致性



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

我们依据对通胀影响较大的食品价格因素、PPI 传导及稀释效应测算，本轮 CPI 的高点在 6 月就会出现。在通胀拐点出现之后，小周期衰退阶段的来临不可避免，这在三季度开始的 7 月份出现会是一个大概率事件。

图 4：CPI 走势预测

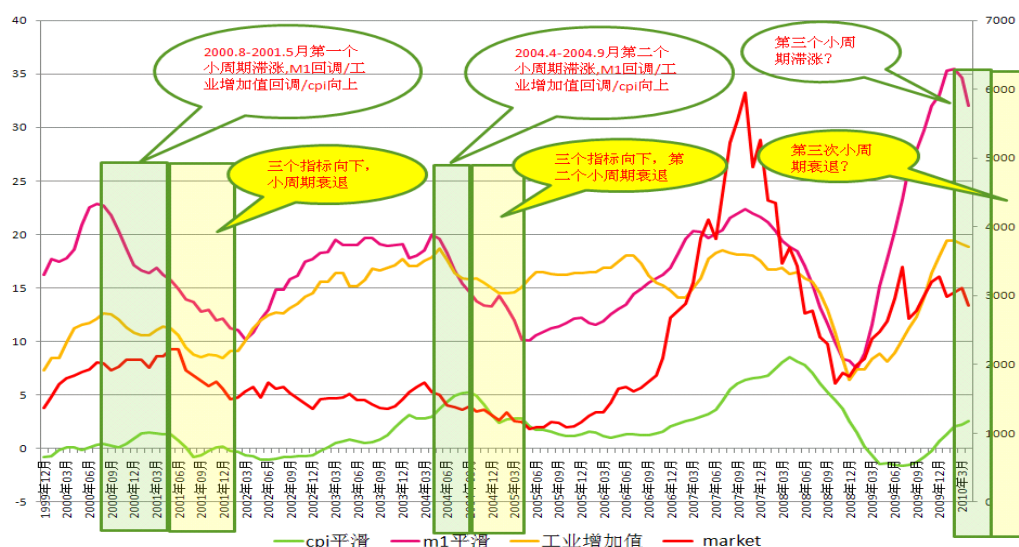


资料来源：长江证券研究部

在把握了实体经济运行的小周期波动之后，对于资本市场的小周期波动我们也可以有更好的理解。从周期划分上看，2000 年以来的经济经历了三个完整的小周期。在市场表现上，滞胀阶段的市场表现最为糟糕，要么是震荡，要么则是大幅下跌。在衰退的后期往往是市场见底的阶段。复苏阶段至繁荣阶段则是资本市场表现较为良好的阶段。以小周期的视角解读之

前以及当前资本市场运行，未来之路似乎更加明朗。同时，资本市场的周期运行也在资产配置上给出了方向。

图 5：小周期界定及资本市场走势



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

表 1：历史小周期阶段划分

经济阶段	小周期阶段	第一轮	第二轮	第三轮
衰退前期	衰退+衰退加速	2001.6-2002.2	2004.8-2005.6	2008.6-2009.1
衰退后期	经济触底	2002.3-2002.6	2005.7-2005.11	---
	经济刺激	---	---	2009.2-2009.5
经济复苏	经济趋于平稳	---	2005.12-2006.1	---
	经济平稳增长	2002.7-2003.9	2006.2-2006.9	2009.6-2009.12
经济繁荣	经济繁荣	1999.12-2000.6	2003.10-2004.3	2007.5-2007.12
滞涨前期	增速放缓	---	2006.10-2007.1	---
	滞涨初期	2000.7-2001.1	2007.2-2007.4	2008.1-2008.5
滞涨后期	滞涨后期	2001.2-2001.5	2004.4-2004.8	2010.1-2010.6?

资料来源：长江证券研究部

表 2：小周期资产配置

经济阶段	工业增加值	CPI	M1	风格配置	股市表现
衰退初期	-	-	-	防御；大盘	下降；见底
衰退后期	-	-	+	小盘；高弹性	趋势反弹

复苏阶段	+	-	+	价值；偏周期	震荡向上
繁荣阶段	+	+	+	价值；高弹性	上涨
滞涨初期	-	+	+	小盘；防御	回调；见顶
滞涨后期	-	+	-	小盘；防御；低 PB	趋势下跌

资料来源：长江证券研究部

对于即将到来的以小周期衰退为主题的三季度而言，具有低估值和高安全边际的防御类板块是衰退第一阶段配置的主线。在衰退后期，随着复苏预期的逐步到来，具有高弹性的小盘股获取超额收益的机会较大。

被动补库存向自主去库存的过渡

库存周期的界定

库存周期在本质上所反映的是企业生产对于需求波动所进行的被动性适应。正是这种生产节奏的调节导致了经济在短期内的波动，这也是基钦周期波动的根源之所在。单从库存角度去界定，我们可以将库存周期划分为库存上升期和库存下降期两个阶段。而从生产和需求两个角度去界定，我们则可以划分为四个阶段。

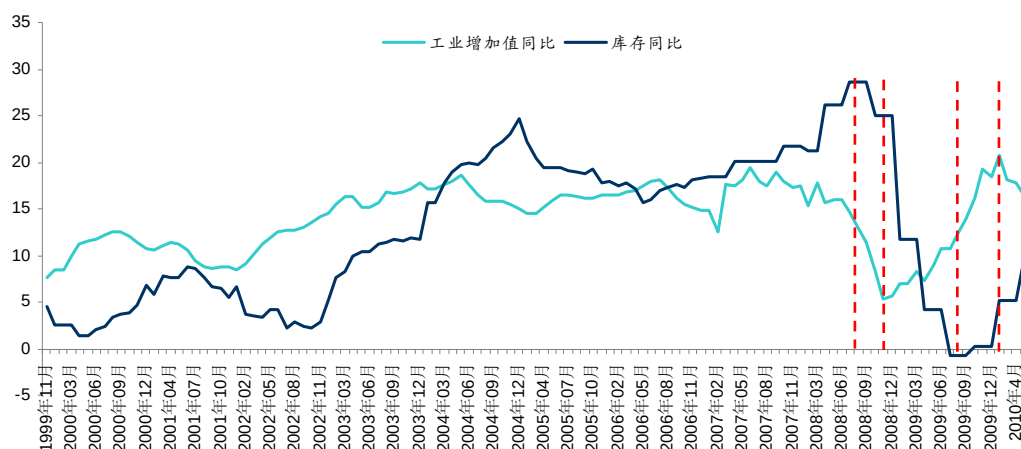
库存上升周期 A: 企业的主动补库存，表明需求旺盛、规模和开工率不断扩展的过程，这是经济进入繁荣的典型特征。

B: 企业的被动补库存，由于真实的需求难于跟上开工扩产的步伐，这是经济进入滞涨的典型特征，表现为库存的增加；

库存下降周期 A: 企业的自主去库存，由于需求极度萎靡，企业被迫停止开工，降价销售，从而导致企业的库存大幅度减少；

B: 企业的被动去库存，需求开始活跃、但是企业开工速度尚处于初步恢复过程，企业的库存被复苏需求带动。

图 6: 工业增加值同比与库存同比划分库存周期



资料来源：CEIC，长江证券研究部

采用工业增加值同比反映实体生产情况，库存同比反映实体需求情况，我们将库存周期划分为四个阶段：自主去库存、被动去库存、自主补库存、被动补库存。其分别对应基钦周期的衰退、复苏、繁荣及滞胀。

5月工业增加值的继续下滑以及库存同比上升都显示，在库存周期上，当前的经济已经是一个被动补库存的阶段。事实上，工业增加值同比从三月开始已经出现了下滑，库存数据则确认了在周期划分上的时间点：第二季度的主题是被动补库存。被动补库存的下一个阶段是自主去库存，这将伴随着企业生产放缓所带来的小周期衰退，我们在下面会作详细介绍。对于第三季度的前半段而言，随着通胀脉冲高点的到来，向自主去库存阶段过渡会逐步展开。

库存周期与资本市场

从1999年以来的数据看，实体经济经历了完整的三个库存周期，而当前处于第四个周期的末段。从历史表现上来看，被动补库存阶段往往是资本市场表现最为糟糕的时间段。资本市场的运行在被动补库存阶段要么出现震荡，要么则是较大幅度的下跌，这在以往的库存周期中也表现得非常明显。

从库存周期划分上，依据可得的数据可以划分为三个半周期，目前正处于第四个周期中。在前三个周期中，三个被动补库存阶段有两次市场出现了较大幅度的下跌，一次出现震荡。

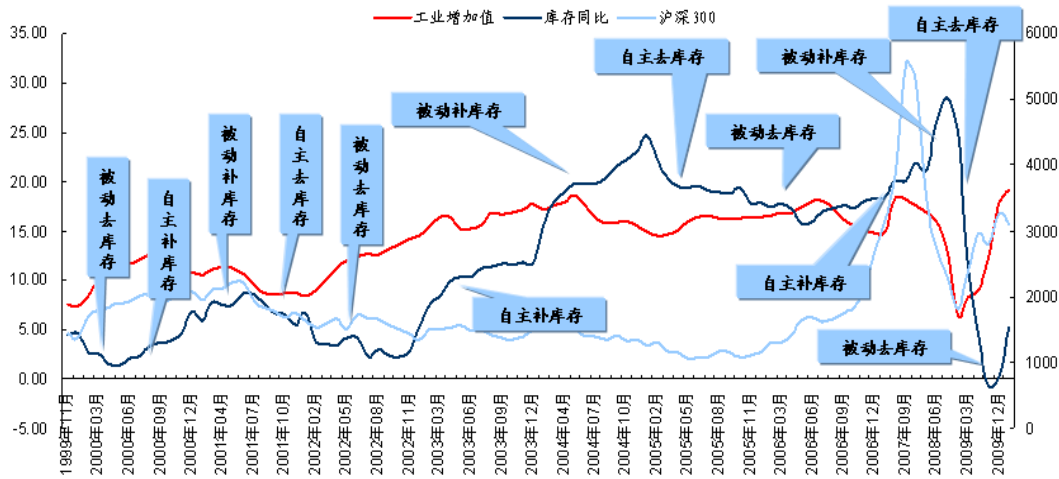
表 3: 历史库存周期划分

周期划分	被动去库存	自主补库存	被动补库存	自主去库存
第一轮	1999.11-2000.5	2000.6-2000.8	2000.9-2001.6	2001.7-2001.12
第二轮	2002.2-2002.10	2002.11-2004.3	2004.4-2004.12	2005.2
第三轮	2005.3-2006.6, 政策压制下的滞胀 2006.7-2007.1	2007.2-2007.9	2007.10-2008.9	2008.10-2008.12

第四轮	2009.1-2009.9	2009.10-2009.12	2010.2-2010.6/7	?
-----	---------------	-----------------	-----------------	---

资料来源：长江证券研究部

图 7：库存周期与资本市场表现



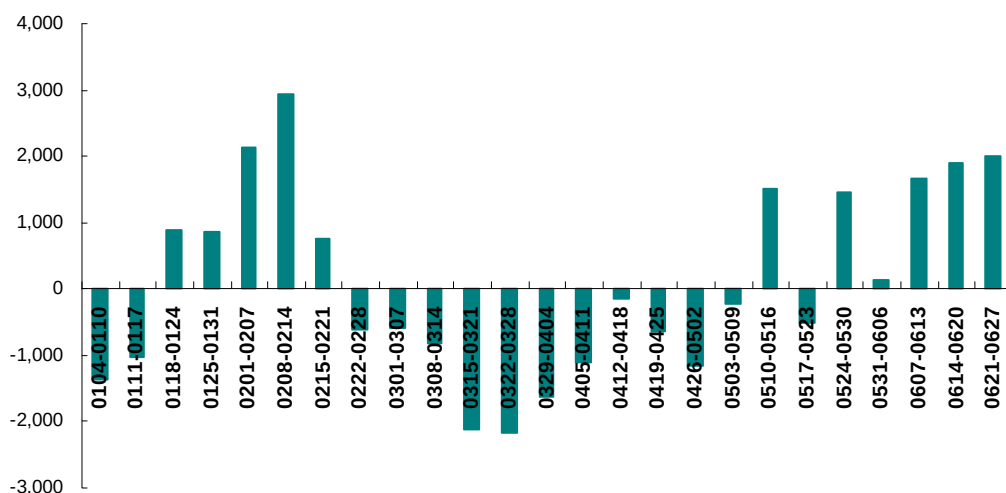
资料来源：长江证券研究部

宏观微观经济周期跟踪

调控主导权与流动性加速下滑

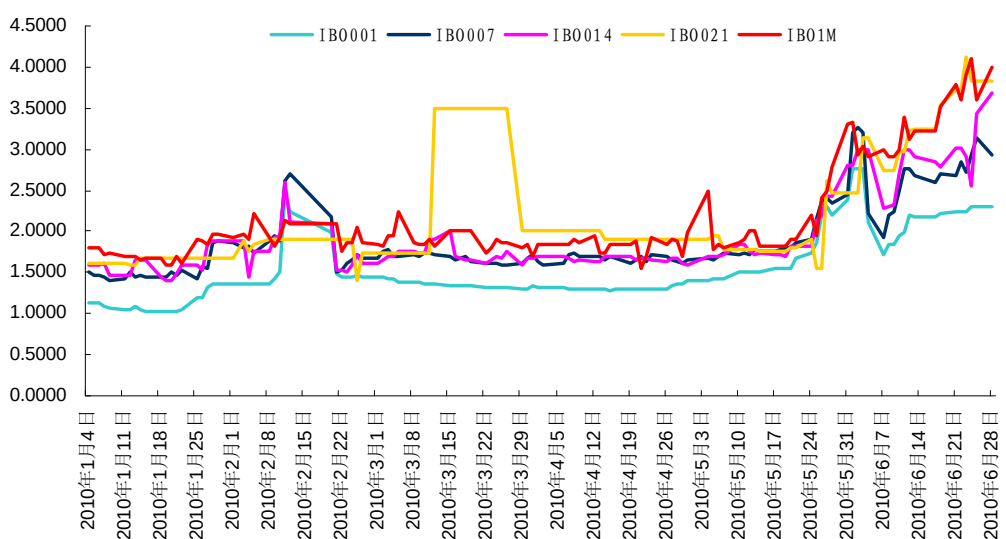
在经过四月份和五月份的大幅公开市场净回笼之后，货币市场的资金面已经告别宽松的局面。虽然当时的货币市场利率并没有出现大的波动，但滞后的货币政策效应终于在六月显现出来。在六月，银行间拆借利率均出现了较大幅度的上升。六月后三周，央行进行了较大力度的货币净投放，但对于短期的货币市场而言，效果并不明显。之前，由于银行系统资金充裕，调控政策一直难以显现，央行也处于一个调控的被动方。在经过流动性的大幅回收之后，央行也逐步把握了调控的主导权。短期流动性调控主动权的把握也为未来中长期调控拿到了砝码，在未来，政策调控的效果可能会进一步的凸显并影响到实体经济的运行。

图 8: 2010 年 1 月以来每周货币净回笼情况 (亿元)



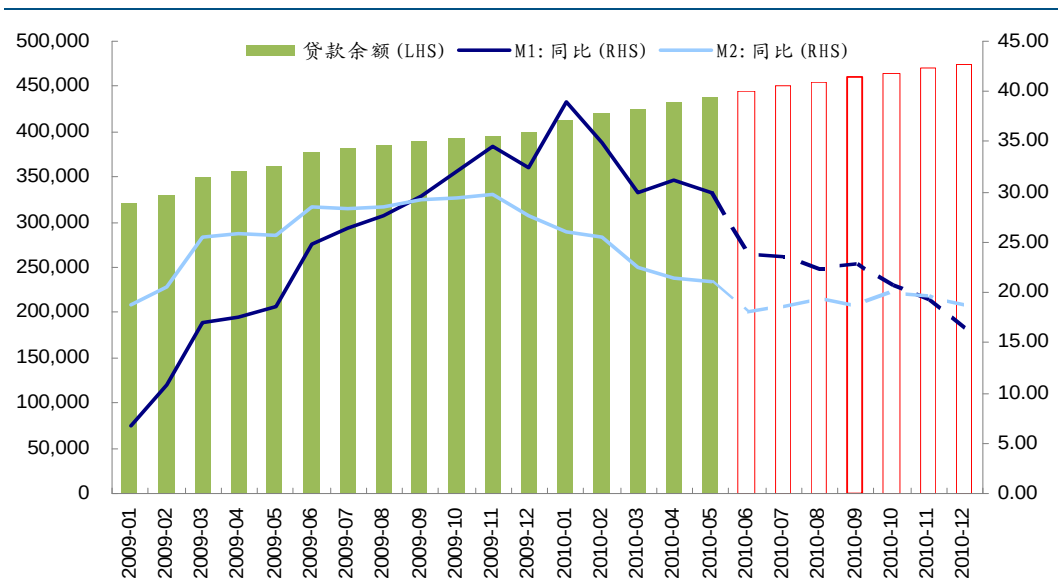
资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

图 9: 银行间市场拆借利率走势



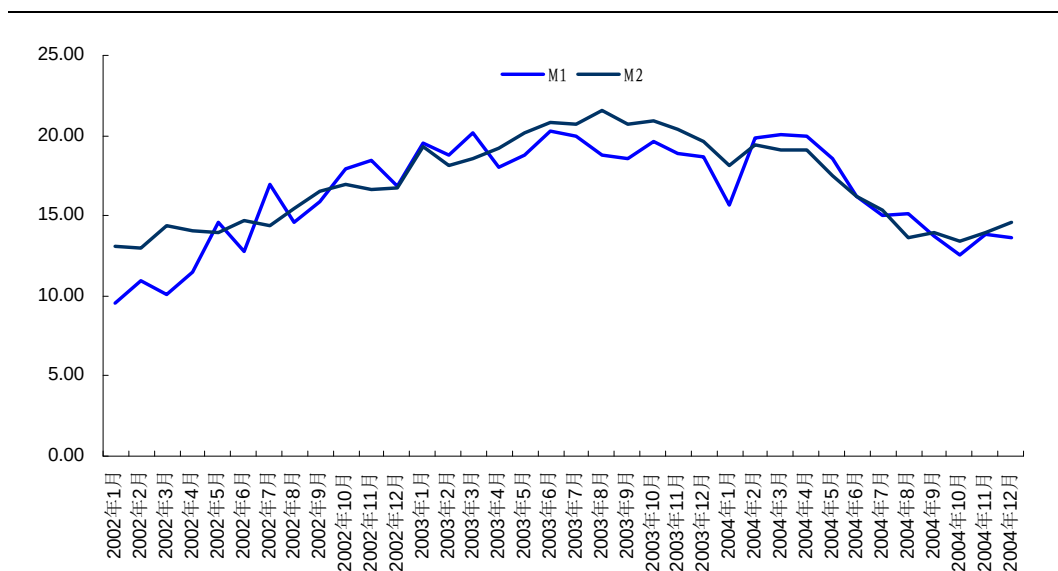
资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

短期资金的紧缺会通过金融中介在资产配置上的调整影响到中长期资金的配置, 并进一步影响到实体经济的运行。在信贷投放上, 前 6 月新增贷款已经超过了 4.63 万亿, 在全年 7.5 万亿信贷投放目标下, 下半年信贷投放总额低于三万亿, 平均每月投放为不足 5000 亿。虽然从当月投放上来看仍然超越了历史平均水平, 但与上半年的信贷投放相比, 仍然略显紧缩。

图 10：信贷投放与货币供给增速预测


资料来源：长江证券研究部

在工业增加值增速下滑环境的流动性可能面临一次明显的下滑，在三季度我们可能就会看到这一现象。同样，我们也可以借鉴 03-04 年的流动性变动情况。在 03、04 前紧后松的政策背景下，M1，M2 同比在 2004 年中期出现了集中式的下滑。

图 11：2002-2004 年流动性同比变动


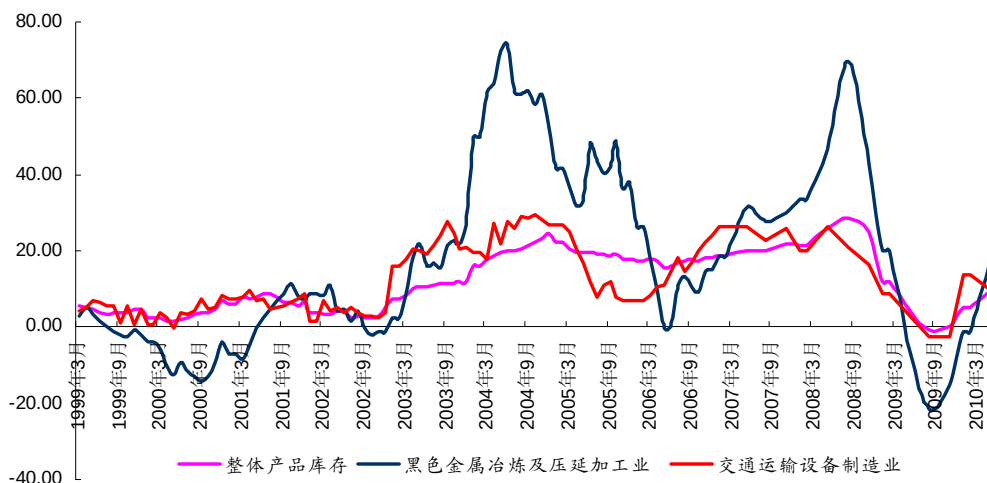
资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

库存周期自下而上的蔓延：可选消费的领先作用

库存周期波动的根源在于需求的波动。从产业链划分上看，上中下游行业之间存在着需求传递下的库存波动传递。于是，处于最终端的消费类行业成为库存周期波动的起点。作为先行指标的可选消费品，其波动要明显早于中游制造业和整体库存。在大类制造行业中，交通运输设备制造业包含了相当比重的可选消费品，其库存走势也成为观察库存周期的重要领先指

标。

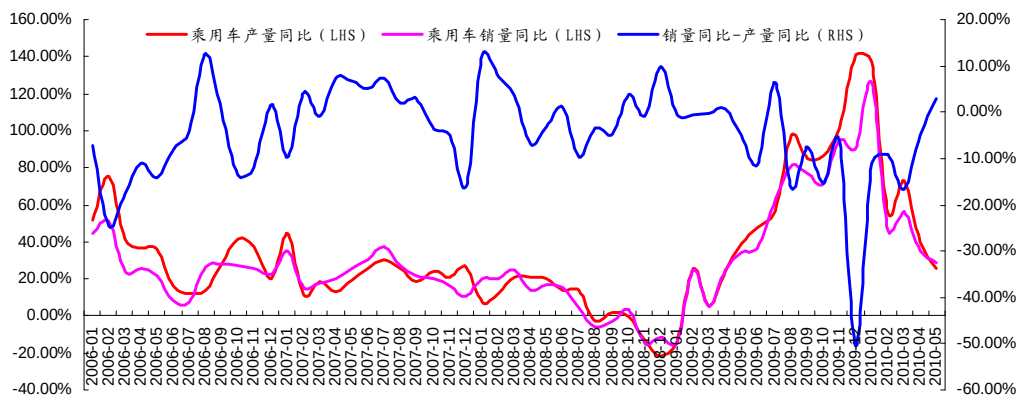
图 12: 交运设备制造业库存波动领先于整体库存



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

具体而言, 交运设备领域的乘用车已经率先进入自主去库存阶段。由于行业确切的库存数据(季度数据)尚未公布, 我们以产销情况来衡量其库存变动状况。产销同比同时向下显示市场需求和企业生产同时放缓, 而销量同比相对于产量同比的上行则说明企业层面的去库存行为。

图 13: 乘用车进入自主去库存阶段

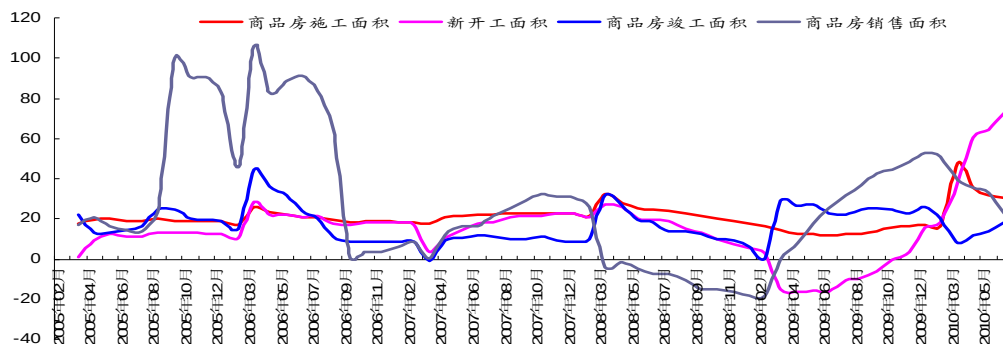


资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

对于产业链影响较大的房地产行业来说, 如果用库存周期的指标去衡量的话, 无疑目前的阶段处于一个被动补库存的阶段。从产销对比上看, 新开工面积与商品房竣工面积同比的持续上升遭遇政策打压下不断萎缩的需求, 这是一个非自主性的库存累计过程。房地产市场的库存可用住房空置率指标来反映, 由于这一指标获取的难度, 我们也仅能以一些模糊的数据来表征其状况。据社科院调查, 用国家电网智能软件统计发现 660 座城市 6540 万套房子空置, 6 个月以上无人居住。这组数据的可靠性虽有待验证, 但住房库存的增长确实是一个不争的事实, 而且这种增长在未来的压力会越来越大。

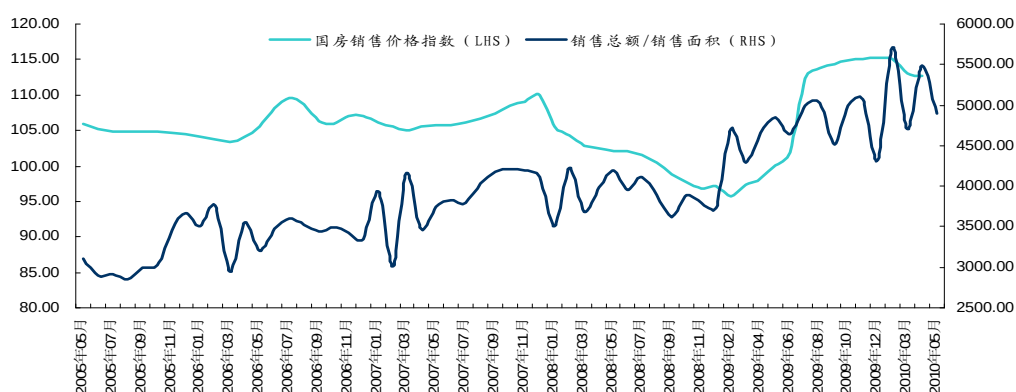
企业去库存的行为终究会反映在价格上，房地产价格的松动以及部分地区开发商较大幅度的打折促销力度也显示，房地产市场也已经悄然进入了去库存的阶段。

图 14: 房地产市场供应与销售对比



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

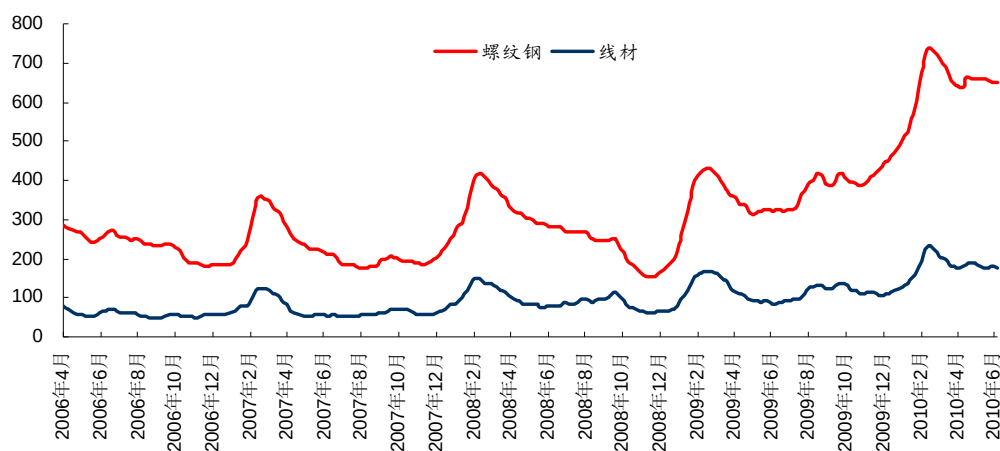
图 15: 房地产市场销售价格变动



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

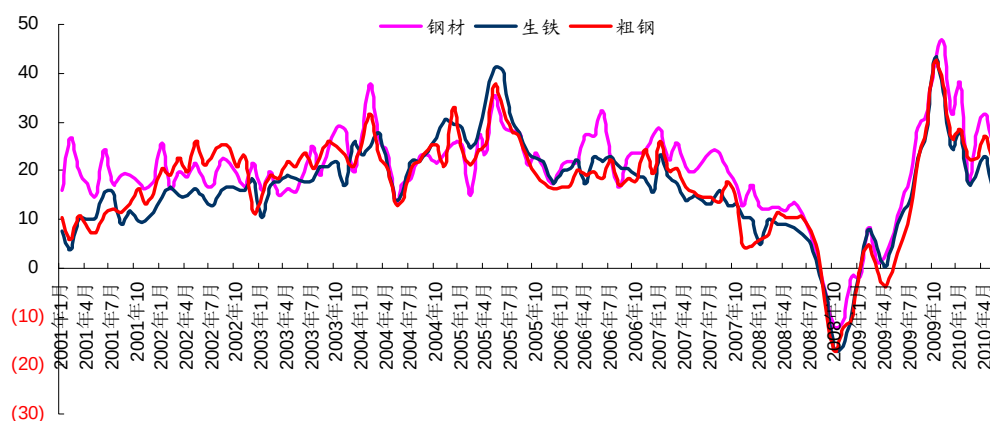
中游的被动补库存决定整体工业的被动补库存，在下游可选消费逐步进入自主去库存的阶段，中游的库存压力会逐步凸显出来。库存变动将会进一步影响到企业开工状况，当中游工业生产进入库存倒逼下的被动放缓时，自主去库存阶段的来临不可避免。放眼当前，有着严重产能过剩的钢铁行业伴随着钢价的下跌和生产的放缓，已经步入了自主去库存阶段。

图 16: 主要钢材品种库存变动情况 (万吨)



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

图 17: 钢铁行业生产已经率先开始减缓



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

PMI 的领先作用

与库存实际指标不同的是, PMI 反映的是采购经理们对于当前状况的主观判断。以 PMI 库存指数来界定周期划分显然不合适, 但对于当前库存状况的合意水平的评估不失为一个很好的领先指标。这对于库存周期未来的走势具有很大的指引意义。从产成品库存指数上来看, 近月呈不断上升之势, 并在 6 月份超越 50 的分水岭。原材料库存指数的下滑则说明了库存压力更多的从中间产品向产成品转移, 未来去库存的压力愈加凸显。

表 4: 近月 PMI 指数变化情况

主要 PMI 指标	6 月	5 月	4 月	3 月
生产量	55.8	58.2	59.1	58.4

采购量	53.5	56.0	60.1	58.1
新订单	52.1	54.8	59.3	58.1
出口订单	51.7	53.8	54.5	54.5
积压订单	47.4	49.7	53.4	52.0
原材料库存	49.4	51.0	51.5	50.6
产成品库存	51.3	49.8	46.2	48.3
购进价格	51.3	58.9	72.1	65.1

资料来源：中国物流与采购协会，长江证券研究部

小结

我们从宏观层面、微观层面和领先指标三个层次对当前的实体经济作出了界定，我们的结论都指向了一个方向：实体经济在小周期上的衰退渐行渐近。正如我们从多周期维度去把握宏观经济的脉搏一样，我们也希望从多维度去印证对于小周期的判断。2010 年上半年市场调整的主要诱因在于政策调控下的流动性约束，但是对于下半年的市场而言，政策因素将会让位于实体因素。换句话说，下半年的市场将是对于政策效果进行反应的市场。实体经济和虚拟经济运行的模式在于：繁荣之后的经济所带来通胀压力和结构性矛盾引致政策调控，市场进入调整第一阶段；调控政策的深入以及流动性约束带来经济增速的下滑，小周期衰退预期的树立引导市场进入调整第二阶段。在市场调整的第二阶段，市场的轮动格局将会发生变化，这也是我们对于下半年资产配置的逻辑展开线。

低估值的的安全边际与周期回归

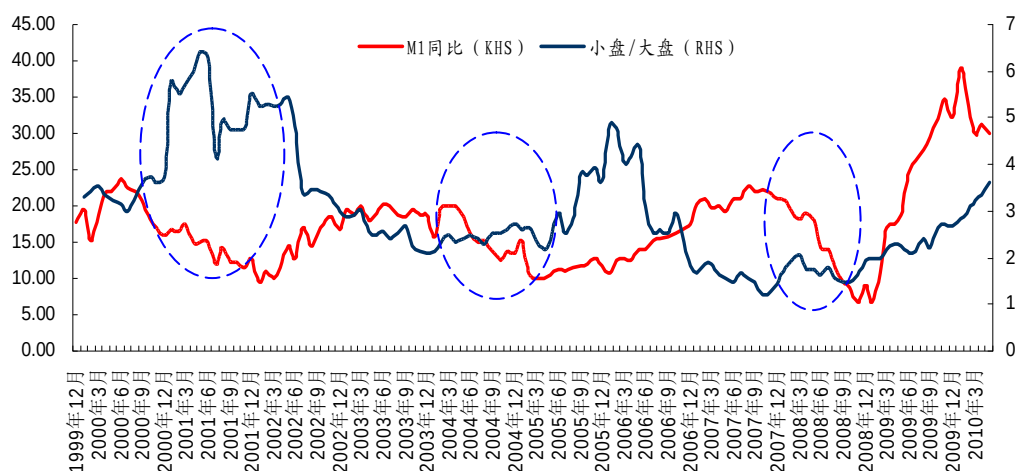
市场调整的两阶段模式

从小周期滞涨阶段开始，资本市场就开始了漫漫调整之路，这种调整是伴随着流动性的逐步下滑而进行的。但在具体的调整过程中，却存在着明显的两阶段模式。这在 2001-2002，2004-2005 以及波动较为剧烈的 2007 年底-2008 年底的小周期滞涨到衰退中表现得非常明显。流动性的变动决定了市场整体估值水平的变动，而行业成长属性（或者说行业稳定属性）则决定了市场相对估值的变动。小周期资本市场调整的内在运行逻辑则是这两个因素综合作用的影响：流动性的下行引致整体市场估值水平的下降，而大小盘业绩波动的变化则促使了风格转化的实现。

在市场下跌的第一个阶段，也就是经济滞涨所对应的资本市场调整，由于流动性的拐点作用，其根本影响体现于对整体市场 PE 的影响。在这个阶段，对流动性变动最为敏感的大盘股成为首先被抛售的对象。同时，由于不涉及对企业盈利预期的恶化，对流动性变动并不敏感的小盘股股票所维持的相对高估值水平使得其相对溢价上升。在图 18 中我们可以看到，在流动性下降的前半段，小盘对大盘的 PE 比都有一个不断上行的过程。

在市场下跌的第二阶段，对市场运行起决定作用的是上述两个因素的第二个：企业盈利预期变动所带来的市场相对估值的变动。上面我们也剖析了，在小周期的衰退中，高估值的小盘股具备较高的业绩波动性；于是在这个阶段，小盘股估值水平将会出现集中的下滑。在图 18 中所显示的也是在流动性下滑的后半段，小盘溢价出现了较大程度的下滑。

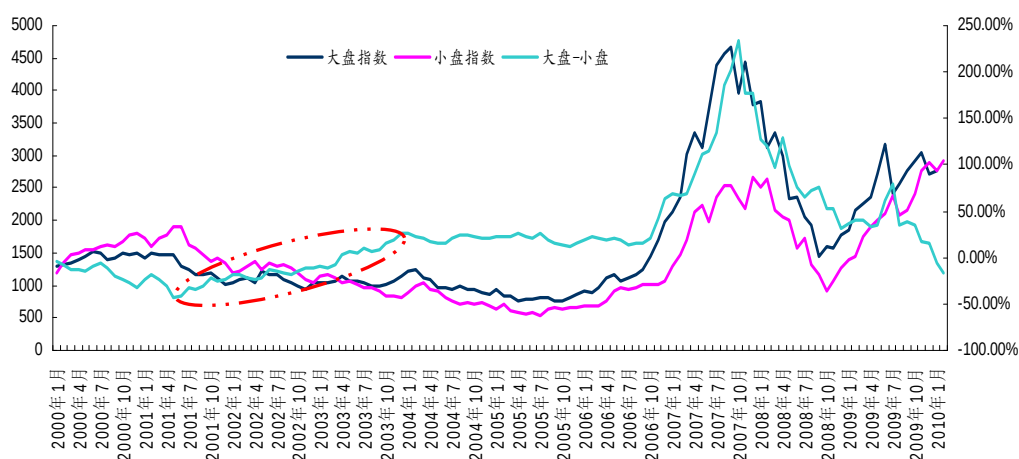
图 18: 流动性与大小盘估值对比



资料来源: Wind, 长江证券研究部

结合当前的状况,小盘股相对于大盘股的溢价率已经达到了 07 年以来的新高。年初的时候,随着小盘股溢价的上升,市场曾对大小盘的风格转换寄予厚望。而当时我们基于研究表明,风格转换难以实现(《大盘股何去何从?》,2010 年 3 月 24 日),其基本原因则在于流动性下滑所引起的大盘股 PE 下滑将是下跌第一阶段的主线。时至今日,我们认为在小周期滞涨进入尾声、小周期衰退即将来临的时候,小盘和大盘所代表的高低 PE 之间风格的转换已经在悄然进行。当然,这种估值溢价的回归并不会像经济繁荣阶段那样实现一种向上的修正,更多的可能则是一种向下的修复,这实质上就与 2001 年 6 月至 2003 年 12 月的估值修复之路类似。对于目前来说,这正是小周期衰退预期兑现的起点。

图 19: 2001 年 6 月-2003 年 12 月的估值修复



资料来源: 长江证券研究部

流动性的低溢价：小周期滞涨阶段的配置

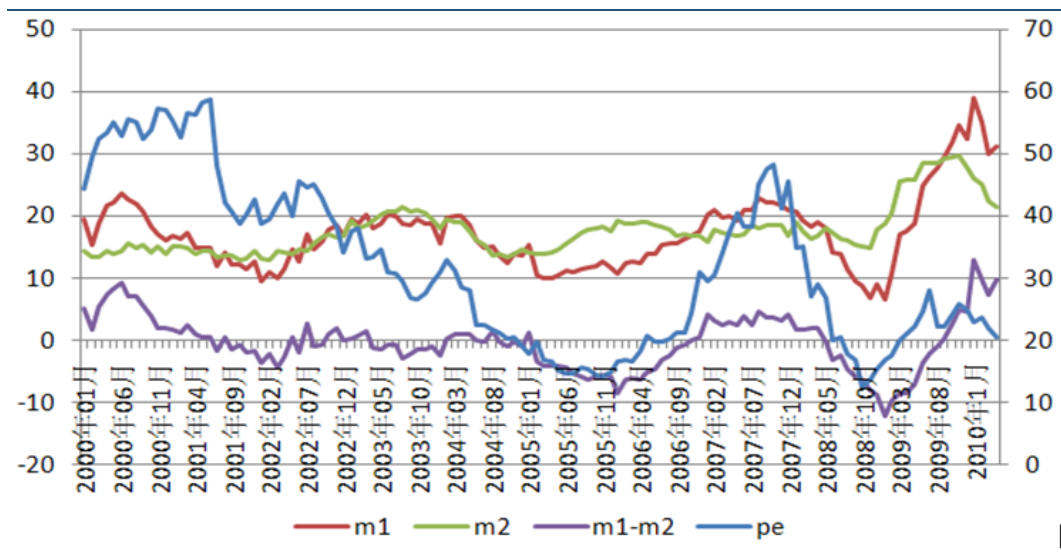
具体而言，在市场下跌的第一阶段，政策扰动下的流动性下滑导致了市场整体 PE 的下滑。从实证的角度上看，流动性下滑对于 PE 下滑有相当的解释力度。

表 5：流动性与 PE 的实证分析

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
pe	32.39055	0.982836	32.95621	0
m1-m2	1.684112	0.222939	7.554153	0
R-squared	0.318684	Mean dependent var		31.81823
Adjusted R-squared	0.313099	S.D. dependent var		13.16591

资料来源：长江证券研究部

图 20：流动性下滑对应整体市场 PE 下滑（市场下跌第一阶段）



资料来源：长江证券研究部

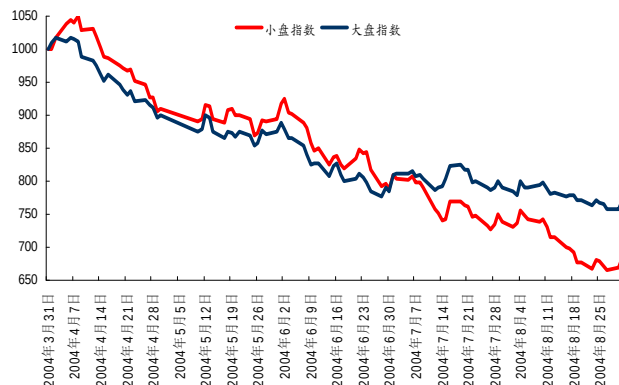
对于配置上而言，小周期滞涨阶段的配置应当是偏重于小盘的。在没有业绩波动预期参与的情况下，对流动性约束不敏感的小盘股获取了较大的超额收益，小盘股对于大盘股的溢价出现上升，这在 2000 年 8 月到 2001 年 5 月和 2004 年 4 月到 2005 年 8 月的小周期滞涨阶段表现得较为明显。在今年上半年的小周期滞涨阶段，小盘溢价持续扩大的根源也在于此。

图 21: 2000.8-2001.5 小周期滞涨



资料来源：长江证券研究部

图 22: 2004.3-2004.8 小周期滞涨后期出现风格转换

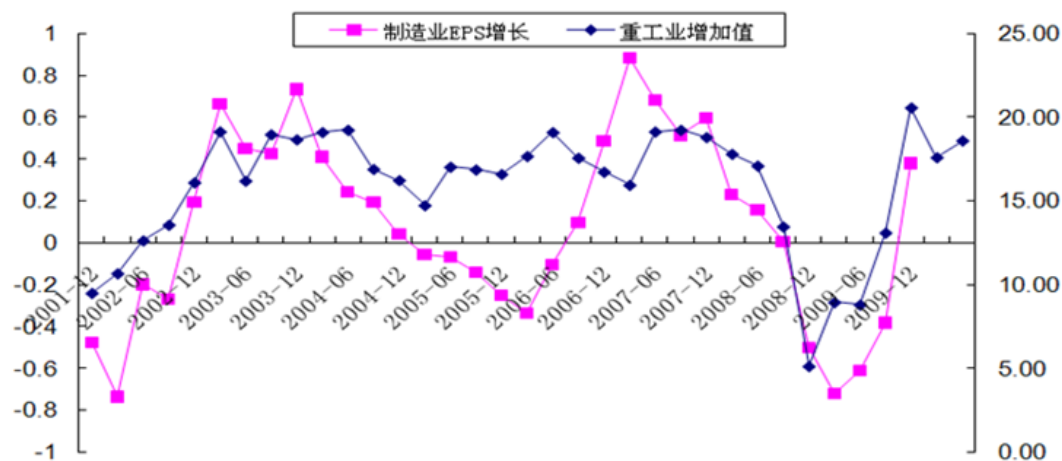


资料来源：长江证券研究部

衰退期的配置核心：低估值的安全边际

流动性下滑引致的工业增加值增速下滑一般滞后 3 个月左右,而工业增加值与上市公司 EPS 存在着较大的同步性。滞后期是典型的滞涨段,之后则是标准的衰退期。

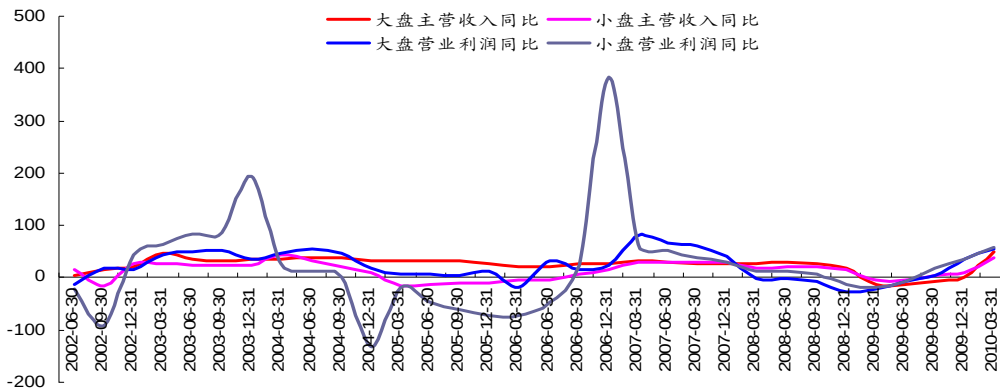
图 23: 工业产值引致的 EPS 下降（下跌第二阶段的逻辑）



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

在小周期衰退阶段，经济增速下行所带来的上市公司业绩下滑是制约市场运行的关键。从业绩波动性上来看，大盘蓝筹的抗风险能力在衰退期体现得异常明显。

图 24：小盘业绩波动高于大盘



资料来源：长江证券研究部

在配置上而言，小周期衰退阶段的配置是一个尴尬的阶段，相对收益的意义明显高于绝对收益。市场风格的转换在于小周期滞涨后期实现，低 PE 相对于高 PE 板块的超额收益在小周期衰退阶段体现得尤为明显。在即将来临的小周期衰退阶段，低 PE 成为我们防御性配置的首选。历史上的小周期衰退阶段也确实是低 PE 风格的超额收益期。

图 25：2001.6-2002.4 小周期衰退



资料来源：长江证券研究部

图 26：2004.9-2005.5 小周期衰退



资料来源：长江证券研究部

衰退预期的兑现与周期回归

对于资本市场而言，最为根本的莫过于上市公司经营所能提供的投资回报，宏观周期所主导的上市公司业绩波动是资本市场市场波动的根源之所在。小周期衰退阶段的来临换种说法其实就是小周期中最坏的阶段来临。衰退预期的兑现则是资本市场找到底部的本质。而在中国经济过去的三轮小周期衰退中，均表现出来明显的衰退见底。同样的规律在日本 70 年代的股指运行中也有所体现。资本市场在衰退阶段见底，除了基于衰退之后的复苏预期之外，反周期的政策因素也成为市场见底的先行指标。在这其中，流动性的见底对于大盘蓝筹行情的产生几乎具有决定意义。

表 6: 小周期衰退与市场见底

国家	经济阶段	时间点	股市见底时间
中国	小周期衰退	2001.7-2002.2	2002.1 月
中国	小周期衰退	2004.9-2005.6	2005.6 月
中国	中周期衰退	2008.8-2009.1	2008.11 月
日本	滞胀后期（无衰退）	1971.5-1971.9	1971.8 月
日本	小周期衰退	1974.10-1975.2	1974.10 月
日本	小周期衰退	1977.1-1977.7	1977.7 月

资料来源：长江证券研究部

从资本市场的实际运行上看，周期回归是见底之后资本市场呈现出来的主要特征。在 04.4-05.6 月的下跌见底后，周期性行业的超额收益明显。对于具体行业而言，与投资品相关的中上游表现得更好，这可以用产业链上的长鞭效应来解释。同样的市场表现在 2002 年 3 月-2002 年 6 月，2009 年 2 月-2009 年 5 月见底之后的同样显现。与经济周期波动最为紧密的行业当属与投资品相关上游资源品和可选消费行业，2002 年 3 月-6 月崛起的是可选消费，04 年 5 月以及 09 年 2 月之后崛起的则是有色等上游资源品。

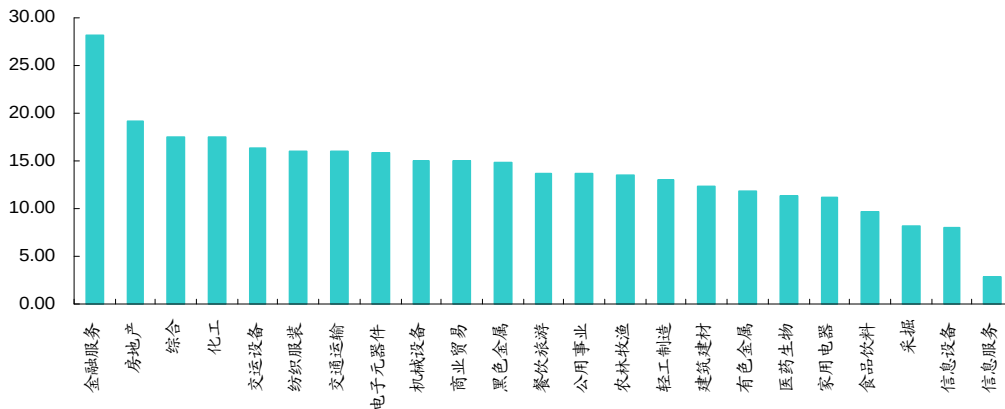
表 7: 周期回归实例

时间点划分	04.4-05.6 二次下跌		周期回归	
行业	累计收益	超额收益	累计收益	超额收益
生物科技	-43.05%	-4.73%	14.42%	-15.12%
电力III	-40.99%	-2.67%	11.87%	-14.27%
海运III	-28.23%	10.09%	-2.98%	-10.65%
食品	-47.02%	-8.69%	31.64%	-10.53%
机械	-45.21%	-6.88%	29.32%	-9.42%
钢铁	-37.58%	0.74%	17.17%	-7.15%
多元化零售	-41.41%	-3.08%	28.35%	-5.07%
铝	-52.97%	-14.65%	60.54%	-4.78%
能源	-40.38%	-2.05%	28.90%	-3.42%
多元金融	-40.69%	-2.37%	30.62%	-2.81%
MARKET	-38.32%	0	30.16%	0
公路运输	-31.53%	6.80%	23.24%	4.11%

金属非金属	-40.05%	-1.72%	53.89%	11.98%
交通设施	-14.45%	23.87%	10.85%	14.55%

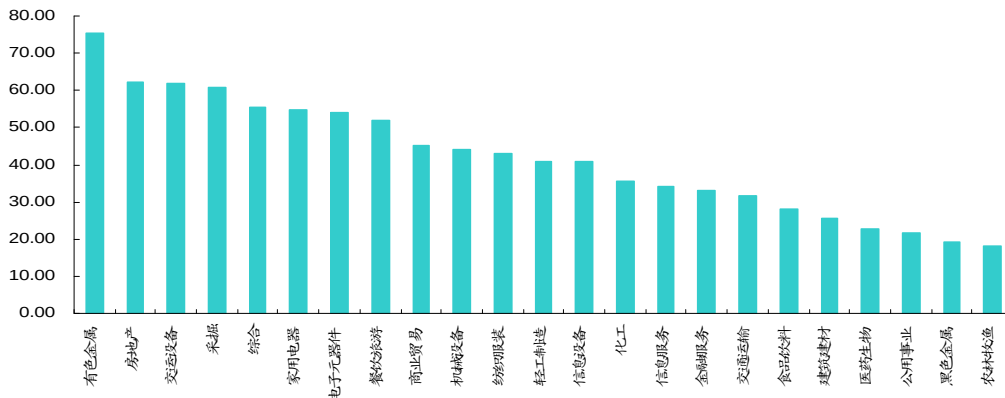
资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

图 27：2002.3-2002.6 周期回归



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

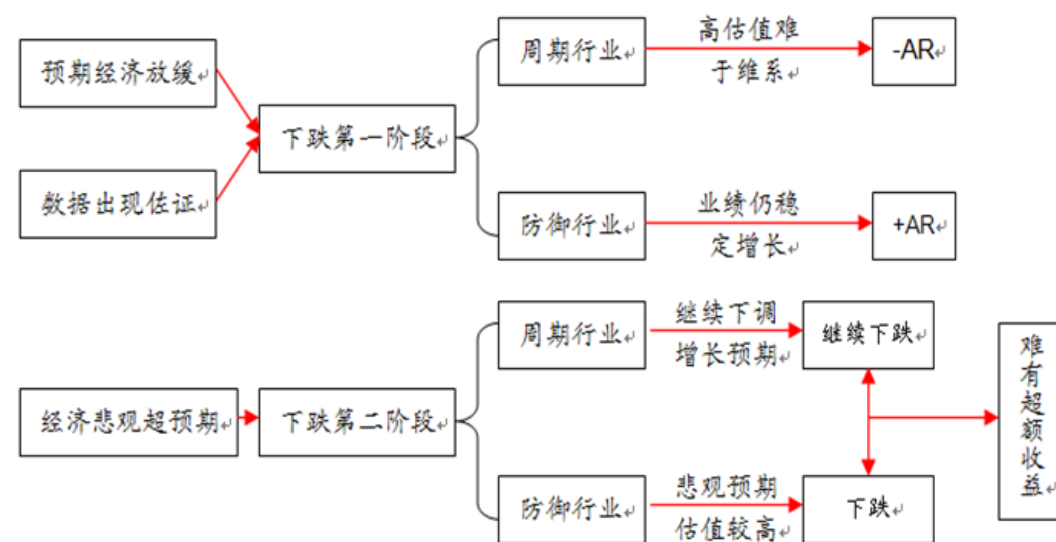
图 28：2009.2-2009.5 周期回归



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

上面我们从大小盘风格的角度去论证了市场下跌的两阶段模式。从行业属性上来看防御性与周期性行业的轮动也可以去划分市场调整的两阶段模式。在进入小周期滞涨之后，经济增长的内生动力依然不足，靠增长支撑的市场让位于流动性、政策等因素。通胀所导致货币政策转向是周期性行业下跌的主要诱因，防御性行业在这个阶段会有明显的超额收益。在衰退到来并进一步强化着预期的时候，防御性行业由于其高估值则会出现补跌；而周期性行业由于在前期风险有较大的释放，这个阶段的超额收益会逐步体现出来。周期回归的意义在下跌第二阶段也会逐步体现出来。

图 29：周期回归的逻辑基础



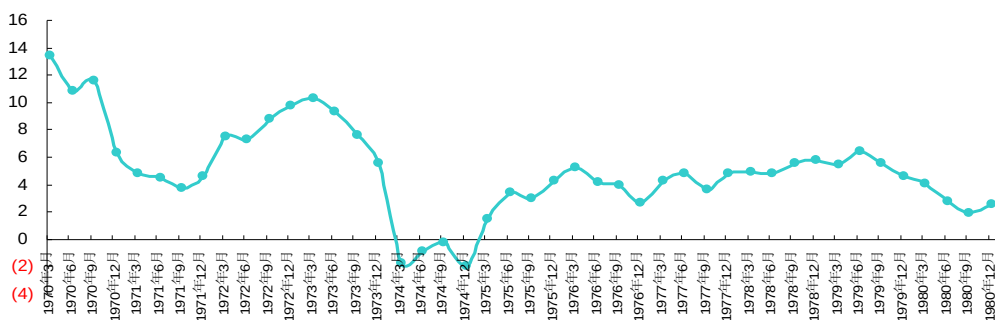
资料来源：长江证券研究部

转型期的周期衰退与增长路径：回归本源

上面我们主要从经济周期的角度探讨了市场的运行，下半年的配置上强调了周期回归。这种配置基本与传统的投资时钟配置保持一致。然而，采用传统的方式进行周期配置必然遇到另外一个问题，那就是转型期的行业增长问题。经济转型可以说是当前经济发展的主要趋向，按照一般的理解，转型就是从投资驱动、出口驱动中解放出来，更多的去依靠消费，依靠内需。投资驱动模式的变革会否导致周期性最强的投资品行业增长出现拐点以致于传统性行业投资机会的缺失？换种说法，在一个经济体的转型期中，传统产业与新兴产业是如何增长的，传统产业是不是就没有机会了？新兴产业的增长是否是一帆风顺的？同期的资本市场的变动又是如何展开的呢？这是本部分所要解决的问题。预测未来的唯一方法是研究历史。我们通过研究相对于中国的先发增长国家美国、日本和韩国的经验，以期对这个问题的解答提供借鉴。我们发现，经济增长转型期中，传统产业并不是没有机会的。在美日韩三国的增长转型期中，无论是实体经济还是资本市场，传统行业一定时期的超速增长和超额收益仍然具备。

日本转型期的产业路径：“梅开二度”

日本在 70 年代初的增长主要是依靠传统重工业的增长，在 GDP 占比上体现出来的就是钢铁、金属制品以及建筑、地产等行业超越 GDP 增速的增长。74 年的石油危机作为一种外生力量打断了这种增长路径。

图 30：日本 70 年代的经济增长


资料来源：长江证券研究部

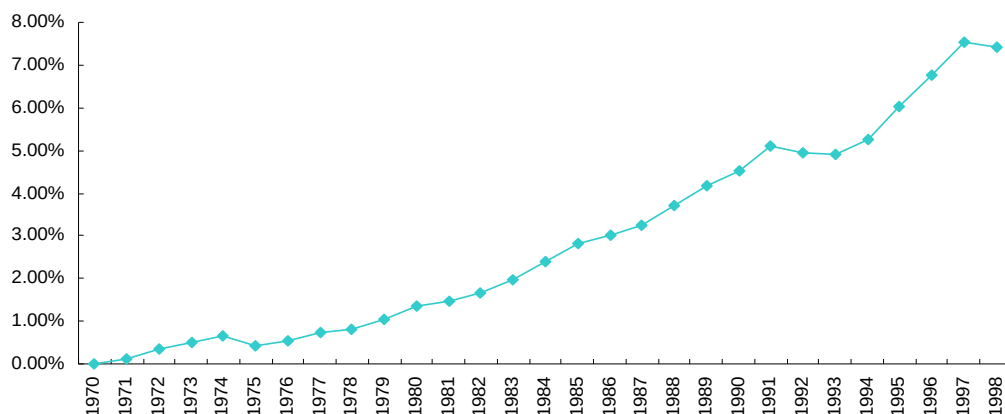
表 8：日本 70 年代初主要行业 GDP 占比变化

行业	1970	1971	1972	1973
制造业	25.94%	26.04%	26.19%	27.31%
钢铁	2.20%	2.22%	2.30%	2.55%
金属制品	1.65%	1.62%	1.71%	1.97%
有色金属	0.51%	0.51%	0.61%	0.66%
非金属矿物制品	1.49%	1.51%	1.56%	1.65%
建筑业	12.39%	12.63%	12.59%	12.40%
房地产	9.22%	9.58%	9.53%	9.92%
金融保险	2.35%	2.82%	3.62%	3.39%

资料来源：CEIC，长江证券研究部

危机之后的日本经济在经历了 75、76 年的复苏之后，也在寻找着新的经济增长点。重化工之后的日本经济更多的依靠了消费和高端制造业的增长。可选消费中的汽车以及高端制造业中的电机（Electrical Machinery）行业是典型。日本 70 年代的汽车行业并不是一个所谓的新兴行业，其获得的超速增长与出口的大幅增长密不可分。电机行业则是一个典型的新兴行业成长为后来的支柱产业。1970 年，电机行业占 GDP 比重仅为 0.02%，1980 年这一比重上升到 1.37%，1998 年这一比重上升到 7.44%，成为制造业第一大行业，是名副其实的支柱产业。

图 31: 电机行业 GDP 占比变动

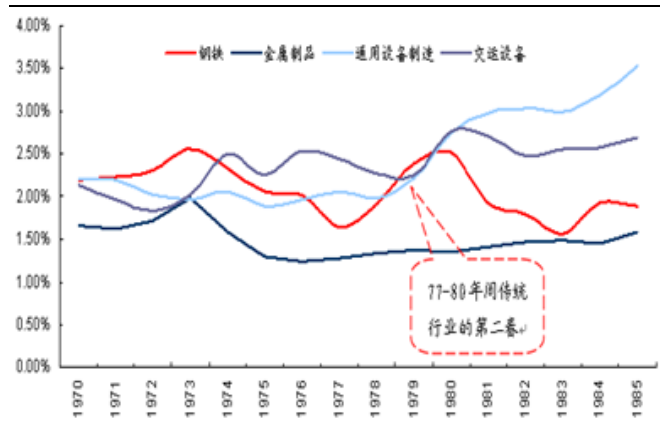


资料来源: 长江证券研究部

我们这里需要特别说明一下, 在转型期中, 传统产业在经济体中所占据的比重并不会出现急剧的下滑; 新兴产业虽然保持了一个较快的增长速度, 但无奈其整体 GDP 占比依然非常之小, 其对于宏观经济的影响起不了决定性作用。于是, 复苏之后的经济在转型过程的初期, 传统行业的波动决定了总体宏观经济的波动。经过 75 年-76 年初的经济复苏之后, 传统产业的二次下行带动了整体经济的二次探底。

二次探底之后, 在从短周期衰退向中周期繁荣推进的过程中, 传统行业的二次崛起保证了经济增长的重新提速。从 77 年的通用设备、金属制品, 到 78 年的钢铁、房地产、建筑业等, 传统行业的“梅开二度”对于经济向中周期繁荣过渡奠定了基础。

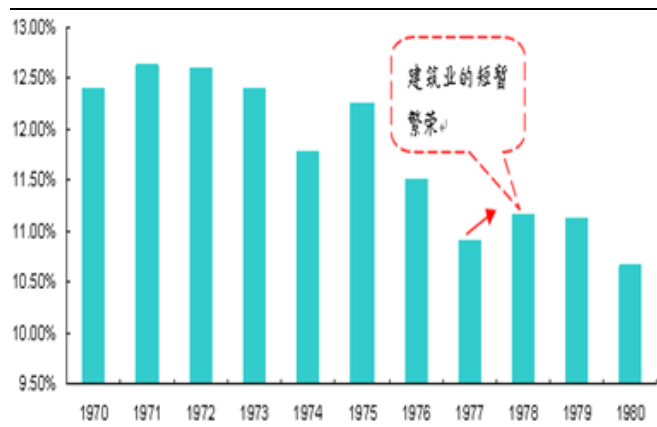
图 32: 日本 70 年代传统行业 GDP 占比变化



资料来源: 长江证券研究部

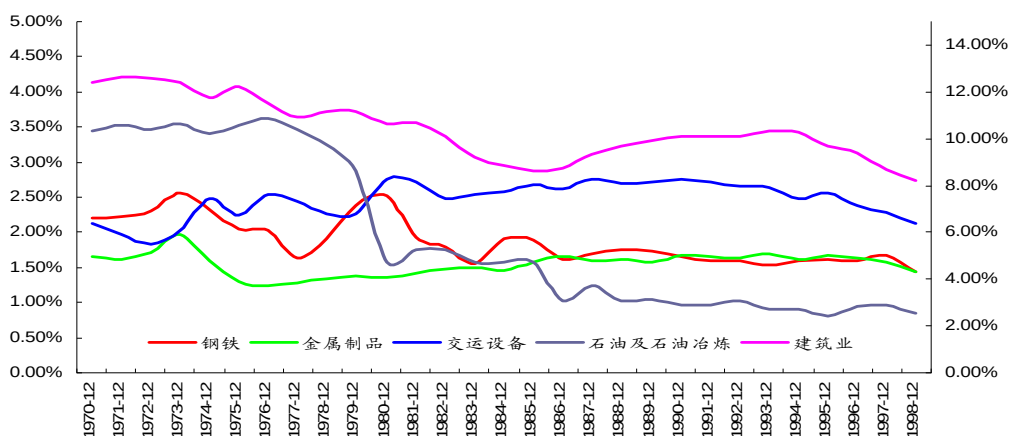
但是这种传统行业的二次繁荣并不具备中周期的持续性。从时间上看, 日本传统行业的“梅开二度”持续时间仅有 2 年左右。二次石油危机的到来同样是 78 年之后传统行业占比下滑的外生冲击。二次石油危机之后, 典型的传统行业如建筑业、钢铁等真正进入到了历史舞台的退出之路。

图 33: 日本 70 年代建筑业 GDP 占比



资料来源: 长江证券研究部

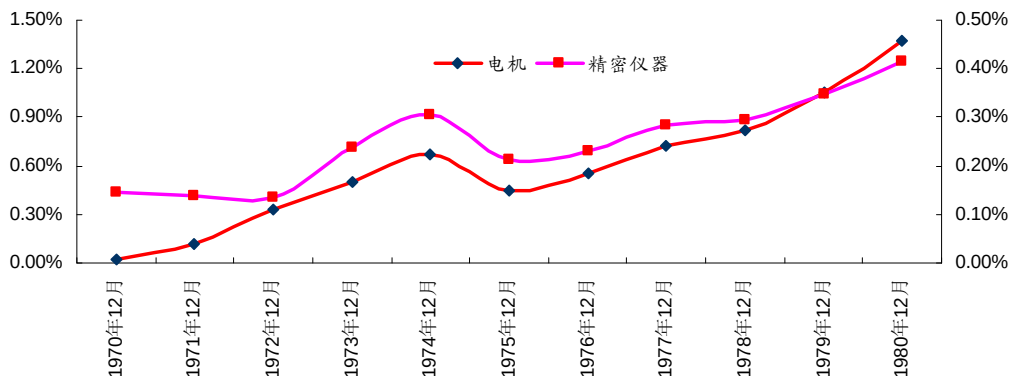
图 34: “梅开二度”之后的典型行业 GDP 占比



资料来源: 长江证券研究部

新兴产业的增长速度一直较快，并在第二次石油危机冲击下传统行业再次陷入衰退之后迎来了加速增长期。较具代表性的电机、精密仪器和化学制品行业的 GDP 占比在 78 年之后均出现了快速的上升。

图 35: 典型新兴行业 78 年之后加速增长



资料来源: 长江证券研究部

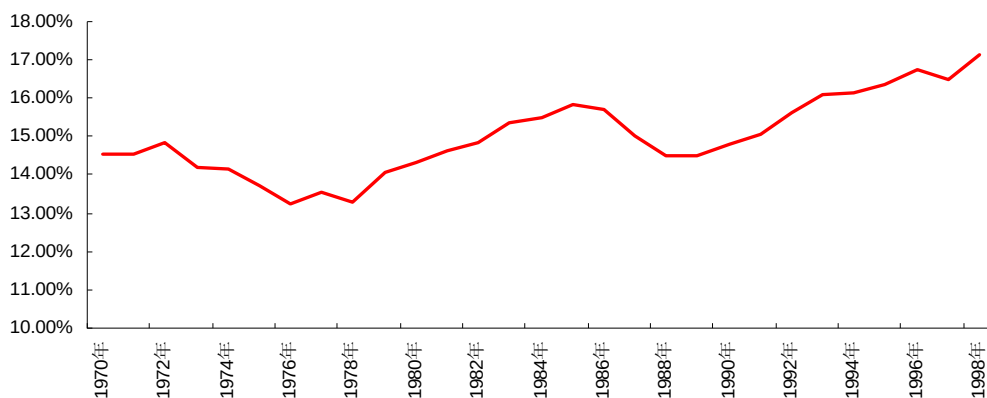
日本转型期的资本市场：回归本源

我们同样沿着传统产业与新兴产业的划分来看待日本这一时间段的资本市场。日本 70 年代后半段的资本市场可以划分为三个阶段，在市场的领先行业中遵循着新兴产业—传统产业—新兴产业的路径。

我们对于新兴产业定义是在一个时间段对 GDP 占比由小到大持续上升的行业。日本在 70 年代的典型新兴行业是电机和精密仪器。日本 70 年代的服务业是一个不断成长的行业，GDP 占比也持续上升。除此之外，信息技术作为新兴产业在全球开始迎来迅猛的增长，各国的资本都有较好的表现。由于在行业细分的数据可得问题上存在着问题，我们仅采用了信息通讯

行业资本市场的表现。

图 36：70 年代之后日本服务业 GDP 占比变化

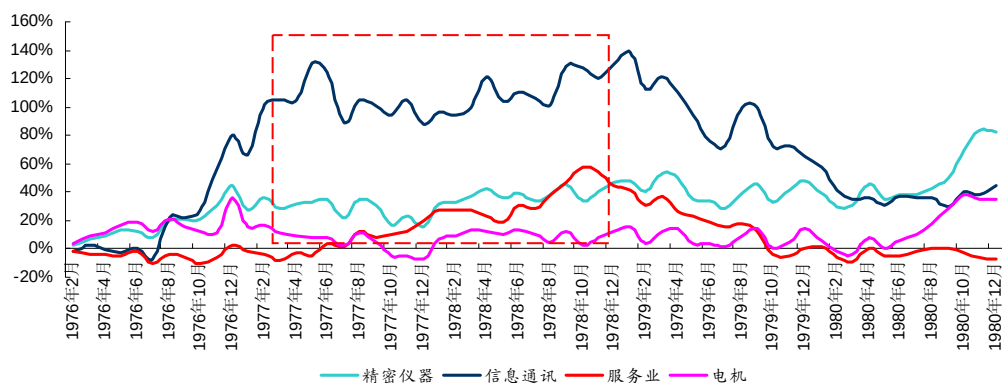


资料来源：Data-stream，长江证券研究部

经历了复苏之后的日本资本市场也在寻找着新的方向，在后来实现较大增长的主要新兴行业均在初期实现了较大的超额收益。电机和精密仪器启动最早；信息通讯作为服务业重要组成部分，其走强对于服务行业整体走强具有一定的带动作用，这两个行业指数在走势上的启动点也较为吻合。信息通讯在经过初期的大幅上涨之后，进入了较长时间的调整，在这个时间段内其并没有获取太大的超额收益；而服务业的超额收益一直持续到了 1978 年 10 月。

电机和精密仪器行业同样是在经历了初期的大幅上涨之后进入了较长时间的平均收益期，电机行业还有一段明显的负超额收益段。除开服务业，其余三个新兴行业在进入 80 年之后超额收益开始凸现。

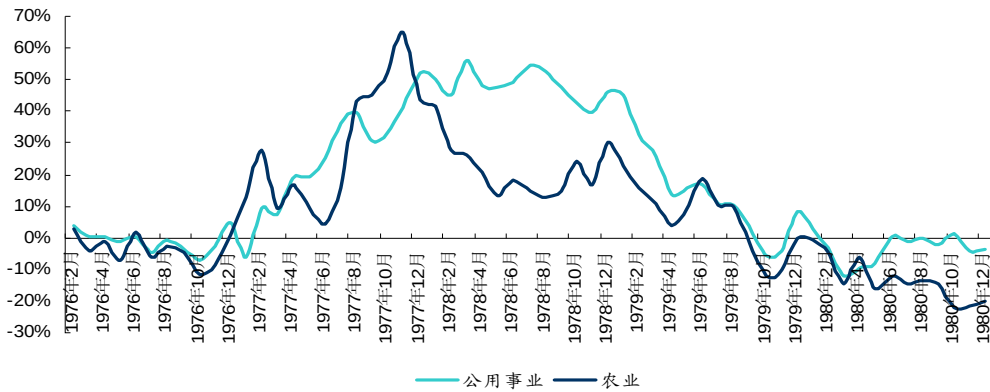
图 37：日本典型增长行业 70 年代后期资本市场相对于日经指数超额收益



资料来源：Data-stream，长江证券研究部

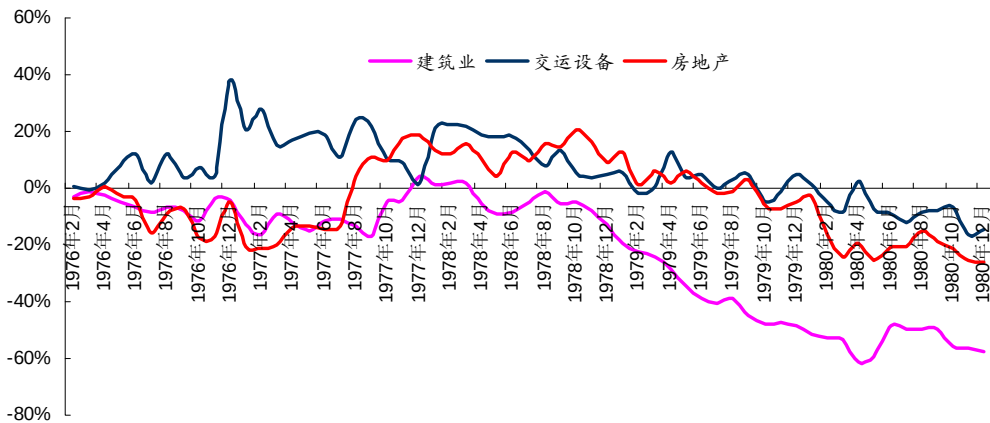
传统产业在 1976 年之后则是明显的依据不同行业的复苏周期经历着典型的传统行业轮换路径。首先是滞胀后期的公用事业、农业，然后是复苏的房地产、建筑业、机械及交运，其次的繁荣是金属、钢铁，最后是新一轮滞胀中的有色、采掘等。

图 38: 滞涨后期公用事业与农业板块走强（相对日经超额收益，下同）



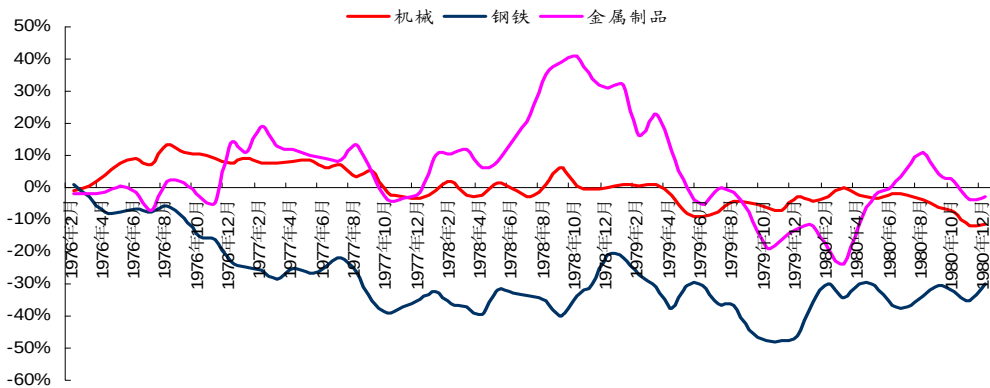
资料来源: Data-stream, 长江证券研究部

图 39: 房地产在 77 年 7 月之后率先崛起



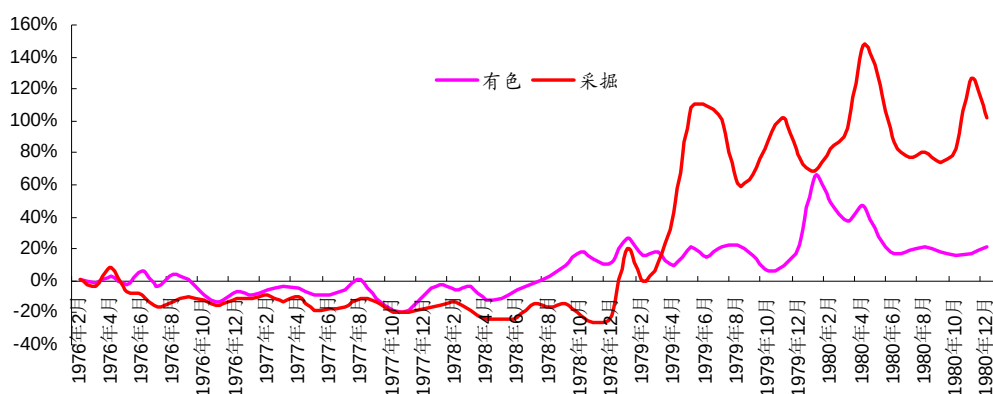
资料来源: Data-stream, 长江证券研究

图 40: 中游行业在 77 年 10 月之后崛起



资料来源: Data-stream, 长江证券研究

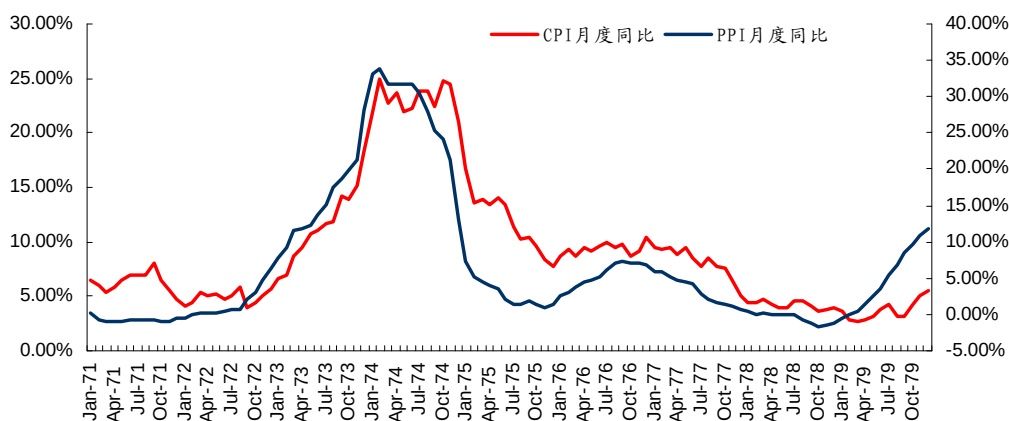
图 41: 外生冲击下的上游资源品表现强劲



资料来源: Data-stream, 长江证券研究

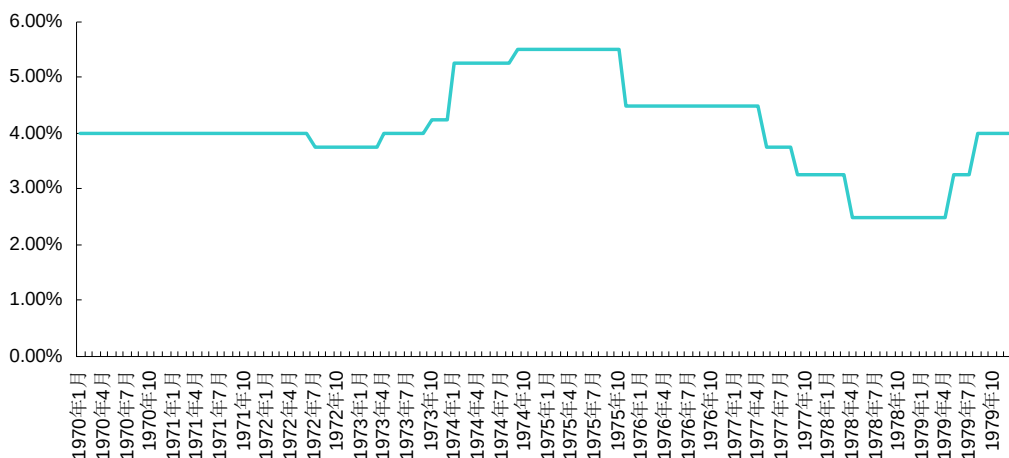
传统行业在 77 年下半年的崛起主要还是基于政策的转向。77 年之前的日本经济，高通胀是其主要诟病。经过经济危机的洗礼以及货币政策的调控，高通胀终于在 77 年得到扭转，CPI、PPI 逐渐下行。通胀下行的过程中，实体经济的衰退风险也日益显现。货币政策开始在 77 年转型，典型标志就是利率的下行。政策的转型对于实体的影响首先反应在了作为可选消费的房地产行业，以此为产业传导基点，中上游等传统性行业上演了“梅开二度”。

图 42: 日本 70 年代通胀走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 43：日本 70 年代利率走势



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

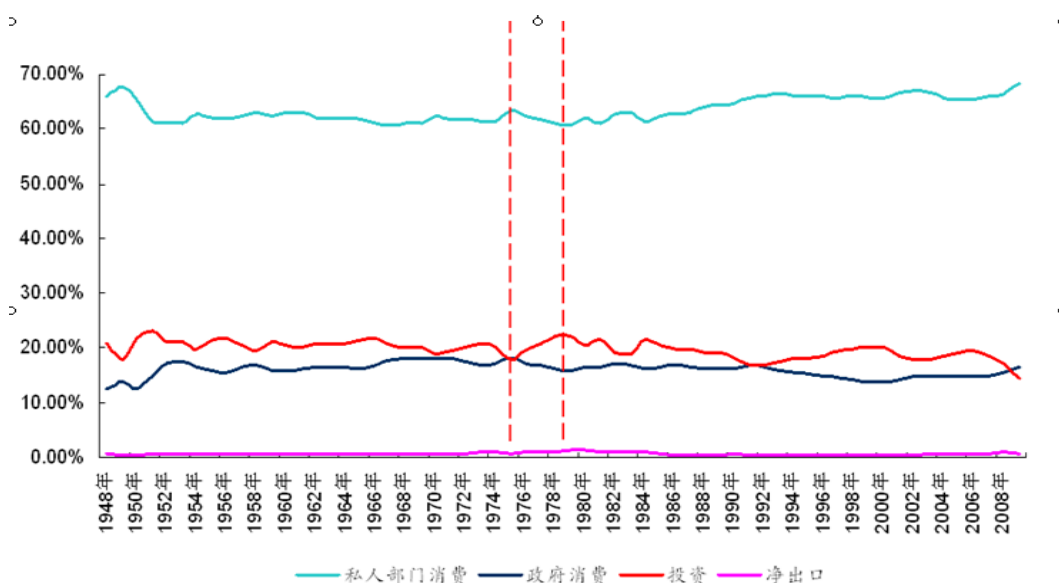
重叠验证：美国与韩国的转型

实体经济运行

日本在第一次石油危机之后的增长转型之路说明了一个问题，那就是转型期中的传统产业并不是一成机会没有的。但是，我们也必须注意到，日本当年所处的经济发展阶段以及国际环境与当前的中国有很大的不同，出口成为日本转型之路上的重要增长动力。对比中国，过高的外贸依存度则使得未来依靠出口增长这条路存在很大的不确定性。那么，日本所提供的传统产业“梅开二度”究竟对我们有没有借鉴意义呢？或许我们需要更多的佐证。基于此，我们将目光投向了同样的先发增长国家美国和韩国。

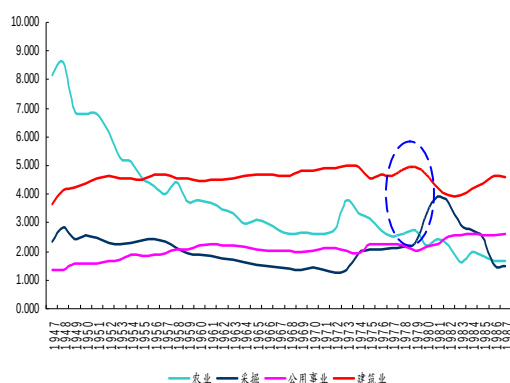
美国在 70 年代下半段主要是依靠投资驱动的经济增长。从行业增长格局上看，建筑业和制造业成为这个时期投资驱动增长的主要动力之所在。从 60 年代中期开始，美国进入了一个明显的制造业调整过程。在产业结构中，制造业比重从这个时候开始出现明显的下滑，服务业则经历了一个快速上升的阶段。金融、地产行业的增加值占比则出现了持续的上升。美国制造业的最高峰出现在 50 年代中期，其后增速逐步回落，并在 60 年代中期之后出现明显的下滑。房地产、建筑业的持续增长弥补了制造业增速下滑的影响。60 年代的增长除了房地产带动的影响之外，越战对于军品的需求也拉动了经济的增长。实际上，在进入 70 年代之后，美国的制造业不仅面临持续的增速下滑，房地产行业的增长也进入了一个瓶颈期。在石油危机的冲击下，传统制造业的降幅是最大的。传统制造业所受的冲击也引致了美国产业增长格局的演变。由于美国的工业化进程比较领先，其在这个阶段的产业增长切换并不像日韩那样的增长转折期明显，在工业化阶段划分上的意义也不明显。但传统产业与新兴产业增长点之间的切换确实是存在的，而这种切换的内生因素是技术革命，外生因素则是石油危机的冲击。石油危机之后，美国的计算机产业逐步成长并在 80 年代成为美国的一大支柱产业，计算机及其相关产品 1977 年占制造业的比重为 0.27%；而到了 1985 年，这一比重则上升到 1.12%。计算机行业的发展是一个典型的由新兴行业成长为支撑行业的过程。在传统与新兴之间的转型过程中，美国石油危机之后的转型仍然具备典型性，这同样为我们当前的转型提供了借鉴意义。

图 44: 美国战后 GDP 支出法四项占比变动



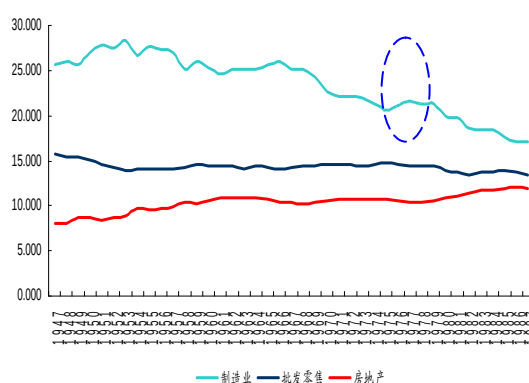
资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 45: 农业、采掘、公用事业、建筑业占比



资料来源：长江证券研究所

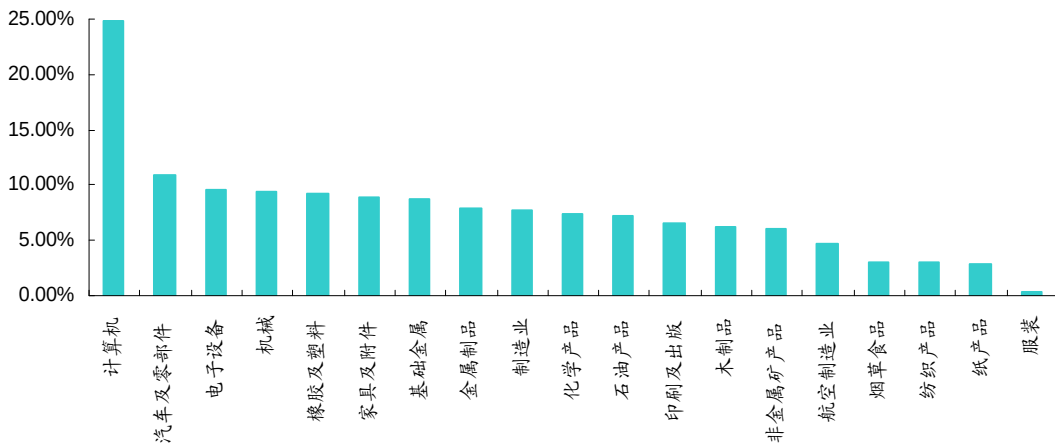
图 46: 制造业、批发零售、房地产占比



资料来源：长江证券研究所

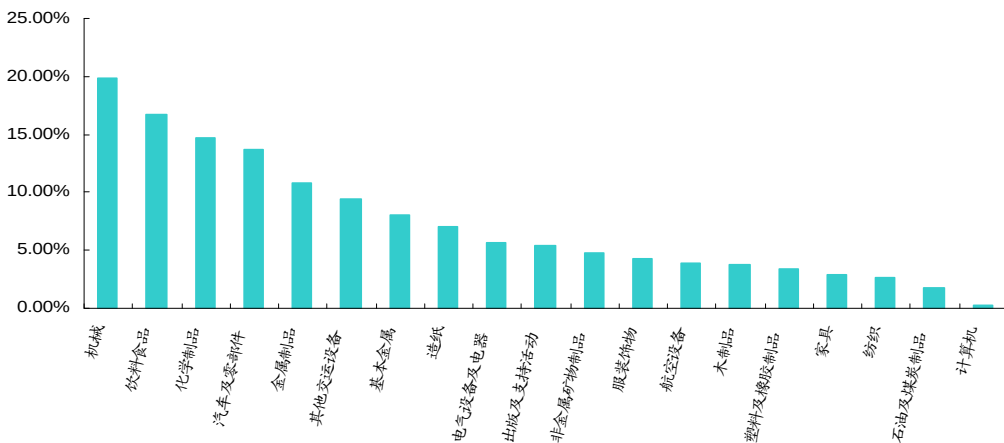
制造业的增长和建筑业的崛起是 70 年代后半段美国投资增长的主要动力。在制造业的内部构成中，计算机行业增长速度虽然很快，但其在整体制造业中的占比只能说是微小了。支撑制造业增长的关键在于传统的汽车、化工、机械等行业。

图 47：76~78 年美国制造业细分行业三年平均符合增长率



资料来源：Bureau of Economic Analysis，长江证券研究部

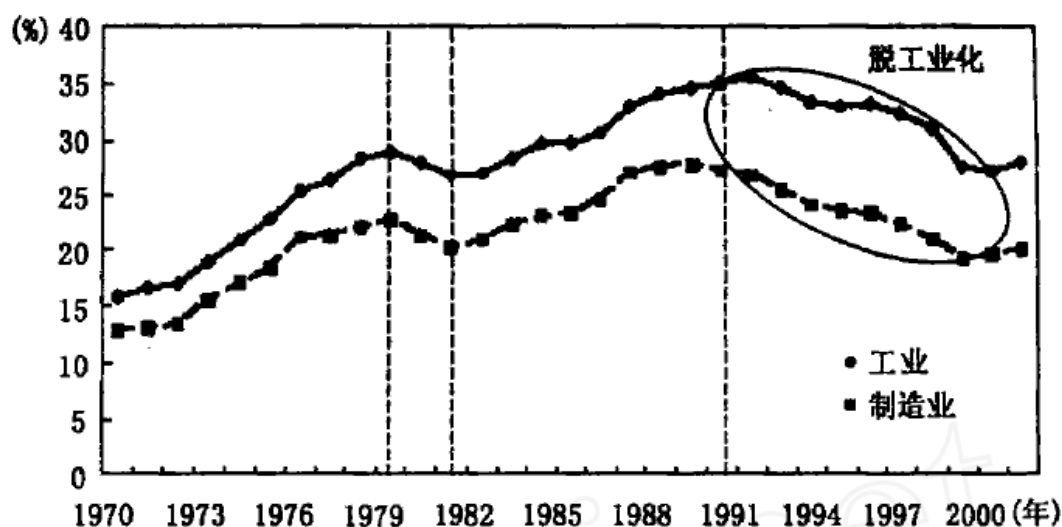
图 48：1977 年美国制造业细分行业占整体制造业增加值比重



资料来源：Bureau of Economic Analysis，长江证券研究部

对于韩国来讲，其转型的过程比较特殊。由于第一次石油危机发生时，韩国的工业化水平还比较低，所受影响比较小。但是经过整个 70 年代的发展之后，韩国在 80 年代初的时候工业化水平达到了一个较高的水平。在 70 年代末第二次石油危机爆发后，韩国经济增长出现了快速的下滑。82 年之后，韩国提出了经济转型的方针，重点扶持对象在于以电子工业为代表的新兴产业。电子产业在后来也确实成为了韩国的一大支柱产业。在整个 80 年代，并没有出现世界性的经济危机，所以其转型也是在平稳中进行的。此外，韩国的重化工进程并没有在 80 年代初的经济波动中终止，而是继续深入，并在 80 年代末 90 年代初进入了二次高潮。所以，韩国的经济转型是一个传统行业与新兴行业齐头并进的转型。出现这种状况的原因其实在于韩国自身的工业化进程与世界技术革命碰撞所带来的结果。我们以工业和制造业就业占比来表征韩国的工业化进程，其在 90 年代才是一个所谓的“脱工业化”阶段。

图 49：韩国工业及制造业就业人数占总就业人口比重

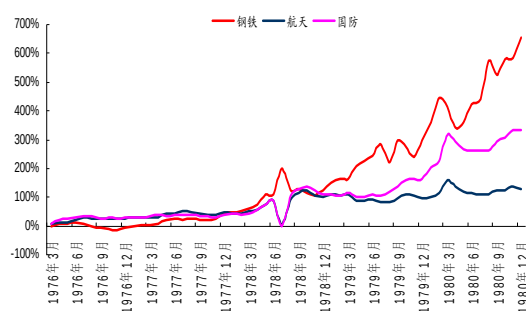


资料来源：《韩国脱工业化特点、产业结构调整重点及其启示》，长江证券研究部

资本市场表现

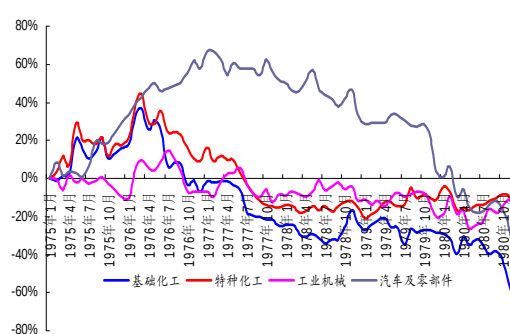
美国的半导体、信息技术等新兴产业真正实现对经济的支柱性拉动作用是在 80 年代后。而在 70 年代后半段，国防工业高成长对经济的增长有很大的拉动作用。虽然对于美国军品生产的资料并不可得，但结合当时的国际环境以及资本市场的表现，我们认为军品生产的影响不能低估。钢铁行业指数表现良好的原因，除了军品生产外，还有美国房地产持续繁荣所带来的影响。而其它行业如化工等行业在指数上并没有出现多大的超额收益。

图 50：三行业指数表现



资料来源：长江证券研究所

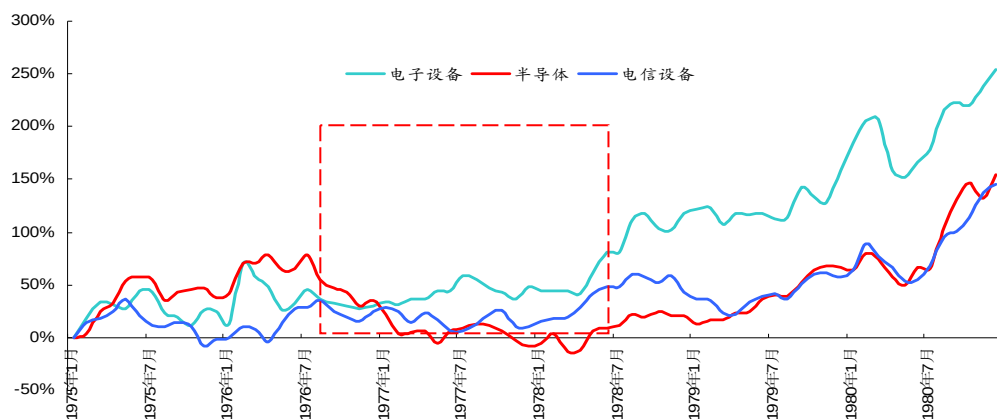
图 51：三阶段模式不明显的行业



资料来源：长江证券研究所

美国的增长与日本在这个阶段上的增长路径不同，这种方式非常特殊，对于当前的中国来说其借鉴意义可能不大。但是其新兴产业在资本市场的表现却仍然是一个非常典型的三阶段模式现象。

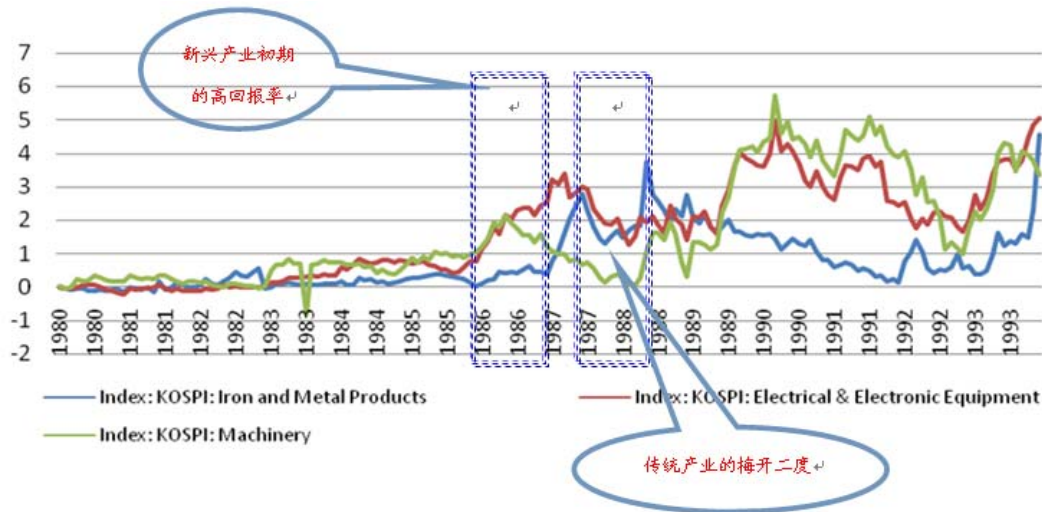
图 52：美国新兴行业市场表现的三阶段模式



资料来源：Data-stream，长江证券研究部

在经过 80 年代初的短暂萧条之后，82 年的转型政策对于信息产业的推动使得电子等新兴行业的超额收益逐步体现。但由于传统产业仍有增长空间，所以之间也有相互的轮动。这种轮动在 86-88 年的市场中表现的尤为明显。而在 90 年代初的二次重化工中，传统行业仍出现了较大的机会。

图 53：韩国 80 年代中期的市场轮动



资料来源：Data-stream，长江证券研究部

结论

上面，我们从国际比较的角度考察日本、美国和韩国三个国家的转型期增长路径，我们发现，转型期新兴产业增长虽然较快，但对经济的贡献度较小。虽然三个国家有不同的情况，但转型期均有一个明确的增长点，日本式传统行业的梅开二度，美国则是投资驱动与国防工业的发展，韩国同样倚重了重化工的持续。待新兴产业逐步成熟并能对经济增长起到明显的带动作用的时候，所谓的传统行业才开始整整进入衰落之路。这实质上对于当前的中国经济指明

了方向。同时，在资本市场上，代表经济增长方向的新兴产业的超额收益并不是一个持续的过程，而是表现出了一个三阶段过程，这对于当前中国资本市场的也有一定的借鉴意义。

中周期繁荣的迷失

日本转型期的借鉴：迷失的繁荣与衰退

中周期是传统的投资周期，其运行的基本规律是 7-8 年的时间周期。国内中周期的界定本质是在投资时钟周期的基础上考虑货币政策的影响，从而对经济周期的划分采用全新的方法阶段，并且得到对资本市场的指导。

表 9：中周期的配置基础

经济阶段	GDP	CPI	利率	风格配置	股市表现	债市	商品表现
衰退初期	-	-	-	防御；大盘	下降；见底	大幅上升	大幅下降
衰退后期	-	-	+	小盘；周期；	趋势反弹	震荡	趋势反弹
复苏阶段	+	-	+	低 pe；均配	震荡	平稳	震荡盘整
繁荣阶段	+	+	+	低 pe/pb；周期	强势上涨	平稳	震荡向上
滞涨初期	-	+	+	小盘；防御	回调；见顶	平稳上升	趋势向上
滞涨后期	-	+	-	小盘；防御；	趋势下跌	平稳上升	回调；见顶

资料来源：长江证券研究部

日本整个 70 年代对于中周期最为显著的借鉴意义在于其反复在经济复苏和经济滞涨之间徘徊，在国内长时间的经济繁荣景象并没有在日本这一阶段显现，这充分说明了经济转型时期的两个重要特征：基于新兴产业起步阶段的实体经济很难获得高速增长；但同时传统产业的支撑作用又使得其难于衰退。这也是支撑经济何以不衰退和繁荣的另外一种解释理由。

表 10：日本中周期的划分

经济阶段	时间点	GDP	CPI	时间
滞涨	70---71.3 季度	13.0--3.7	6--8	7 个季度
复苏	71.4 季度--72.3 季度	4.6--8.8	8---3.9	4 个季度
繁荣	72.4 季度--73.1 季度	8.8--10.3	4.4---8.7	2 个季度
滞涨	73.2 季度--74.4 季度	9.3-- (-2.0)	9.4---24.5	7 个季度
复苏	75.1 季度--75.4 季度	1.5--4.3	21.0--7.8	4 个季度
繁荣	76.1 季度--76.1 季度	4.3--5.3	7.8--8.7	1 个季度
滞涨	76.2 季度--76.4 季度	4.2--2.7	8.7--10.5	3 个季度
复苏	77.1 季度--79.1 季度	4.3--5.5	9.3--2.7	9 个季度
繁荣	79.2 季度--79.2 季度	5.5--6.4	2.9--3.8	1 个季度

滞涨	79.3 季度--80.3 季度	5.6--1.9	4.3--8.7	5 个季度
----	------------------	----------	----------	-------

资料来源：长江证券研究部

对于上述日本经济在复苏与滞涨之间反复波动的解释，我们也可以从库存周期的运行原理上展开。库存周期最为明显的体现在经济大幅波动阶段，也就是在中周期繁荣后期、衰退和复苏前期阶段。从微观企业的角度来看，经过需求的大幅扰动和企业自主的库存调整之后，库存水平会逐步收敛于企业的和合意库存水平。这个时候，经济就进入了平稳增长期，并向中周期的繁荣阶段过渡。在复苏后期到繁荣前期这段，由于库存波动的不显著，在小周期上看到的的就是严格的周期轮转被打破。

结论及风险点

我们基于小周期和库存周期框架对当前的宏观经济形势进行判断，总体而言，二季度所处阶段为小周期滞涨阶段和被动补库存阶段。从产业链上所提供的数据来看，库存周期波动正在由下而上逐步蔓延。三季度进入小周期衰退并伴随整体经济的自主去库存是一个确定的趋势。从资本市场的运行来看，市场底部的形成在于衰退中期；而在衰退后期，基于复苏的预期，趋势性反弹的机会则将显现。

我们对于这次衰退的定义是小周期衰退，实体经济并不会产生如 08 年那样的三重周期叠加的衰退。在实践维度上，这种伴随着二次去库存的小周期衰退持续时间大约为 1~2 个季度。于是，三季度末四季度出就成为下半年市场行情的一个关键点。趋势性机会在 4 季度显现是大概率事件。

在配置上，结合之前我们的小周期框架，三季度寻底过程以低 PE 为主；四季度的趋势性反弹则应回归周期。

在中周期中，鉴于小周期繁荣与衰退可能的迷失，传统的中游行业如机械、钢铁、交运等在转型期都不具备较长时间的配置价值；而房地产、有色、煤炭等则有各个阶段的超配意义。

对于上述结论我们需要说明的是，有两个因素影响值得关注。

其一是通胀的变动。我们的判断是 CPI 在 6、7 月份达到高点，这对于小周期衰退阶段的来临具有标志性意义。如果这一指标出现超预期上行，则衰退阶段的来临可能会推迟，那么市场运行的节奏可能会被打乱。

其二，政策因素的干扰。复苏阶段实体经济内生增长动力其实是不强的，这样资本市场的内生上行动力也是不强的。于是作为外生力量的政策性因素就有可能会对市场走势产生重大的影响。在当前阶段，衰退预期的可能会是政策出现变化。政策的变化可能会带来流动性下滑速度的减缓和工业增加值增速下滑的减缓，其后果则在于二次去库存的时间段被拉长，趋势性反弹的时间点则将延后。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

李冒余，李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观经济分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。