



大拐点、新起点和两次转换

背景与逻辑

在二季度策略报告《站在周期的大拐点》、《中国二次去库存分析及配置策略》姊妹两篇完成之后，近期经济数据和市场走势强化了我们的逻辑与结论。进入下半年，市场更关注的是中国经济如何在经济周期的波动中向着转型前行，但我们所面对的经济现实首先是大拐点之后的二次去库存，以及在二次去库存之后的库存重建，这既是新起点的萌芽，也为投资指出了方向。

大拐点之后：二次去库存时间、产业链和底部

2010 年第二季度是周期的大拐点，而之后的二次去库存首先来自于预期的改变，反映在价量顺序上就是先价格去库存，而后是数量去库存，在行业上先是投资品，而后是半投资品，最后是消费品。二次去库存的有效底部需要明显的价格回落来配合，底部大约在今年四季度。

周期转换：混沌期、主动型库存重建和市场特征

在二次去库存达到底部之后，存在一个约 1—2 个季度的混沌期，而后将展开主动型库存重建周期。在这一过程中，行业启动的顺序为部分投资品，特别是靠近新增长动力的投资品行业，消费品行业则相对滞后。在这个转换期，股票市场都出现不同程度的反弹，行业表现特征与实体经济相符。

新起点：短周期向中周期过渡

在主动型库存重建中，将逐步显现出向中周期过渡的特征，逻辑上表现为私人投资出现结构性增长，设备投资成为经济增长的重要推动力，各个行业的产能利用率发生变化。但新起点本身就是一个需要时间的模糊状态，在 2011 年上半年都看不到基于新增长的经济景气。

市场：非系统性机会下的结构性反弹

虽然下半年都处于一个二次去库存阶段，但市场会提前经济触底，它是对二次去库存和经济转型风险的集中反映，而随后的反弹却不是单纯意义上的第二轮库存周期的映射，更多的是反映了经济的发展方向问题，这也决定了反弹是结构性的且难以发展成为反转。

配置策略：阶段模式的演绎

在二次去库存的显性初期，市场的系统性风险依然有待释放，从相对收益角度而言，估值压力释放较为充分的大盘股和下游消费类行业如食品饮料、公用事业、交通运输值得关注。进入三季度末前后，在被动型库存周期向主动型库存周期转换的预期下，投资品、半投资品行业中与经济增长动力相近的行业具有更好的机会，而重化工业表现可能相对有限。在市场到达新均衡后，开始进入对中国经济中周期波动预期下的布局式投资，重点关注产业升级下的相关行业和消费领域。

投资策略

周金涛

zhoujintao@csc.com.cn

010-85130831

执业证书编号：S14402010010422

郑联盛

zhengliansheng@csc.com.cn

010-85130208

执业证书编号：S1440110030044

安尉

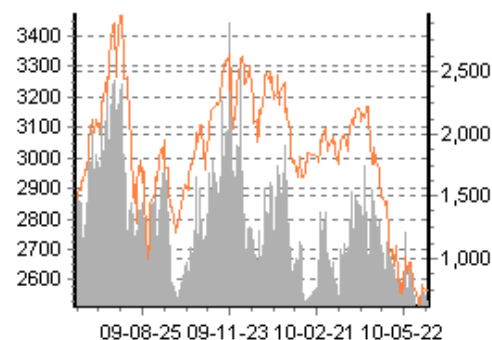
anwei@csc.com.cn

010-85130982

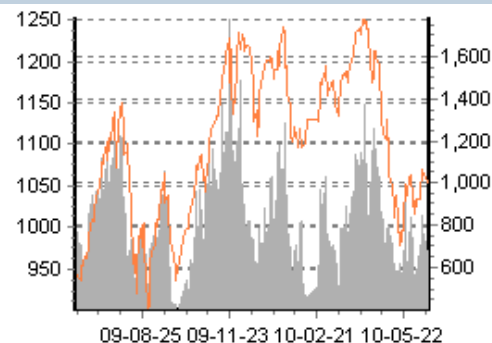
执业证书编号：S1440209040343

发布日期：2010 年 07 月 19 日

上证指数走势图



深证指数走势图





目 录

引言	1
一、寻找二次去库存的底部	2
1、大拐点的周期含义	2
2、二次去库存的必然性	3
3、二次去库存的时间和强度	5
4、二次去库存的行业次序	6
5、二次去库存底部的确认	8
6、二次去库存的底部：中国的观察	9
中国的库存底部或在 2010 年第 4 季度.....	9
库存底部的确认需要量价配合	10
二次去库存的底部：东亚金融危机的经验.....	11
二、被动库存周期向主动库存周期的转换	12
1、两波库存周期转换的观察	12
2、被动库存向主动库存转换：美国的经验.....	13
3、库存转换的行业演进	15
4、二次去库存及库存重建阶段的市场特征：美日的历史镜像.....	17
5、二次去库存及库存重建阶段的市场特征：中国的图景.....	20
库存转化中的市场行情	20
库存转换中的市场结构	21
三、新起点的寻找与等待：短周期向中周期的过渡.....	23
1、新起点是市场的期待	23
2、寻找新起点下的投资视角：美国的经验.....	24
投资是库存重建和经济新一轮增长的主导力量.....	25
新一轮资本性支出周期中的投资增长	26
投资结构：产能的视角	27
3、主导产业的变化	29
4、新起点需要一个较长的等待过程	32
四、投资策略：遥望与守拙	33
1、市场：非系统性机会下的结构性反弹	33
2、配置策略：阶段模式的演绎	34



图表目录

图 1: 长波、中波与短波库存周期的叠加	2
图 2: 2010 年 2 季度是美国库存重建的第二峰, 也是二次去库存的开始	3
图 3: 美国订单指数变化趋势	4
图 4: 中国 PMI 订单指数变化	4
图 5: 美国制造业订单分项走势	4
图 6: 美国中上游订单增速已经钝化	5
图 7: FED 库存变化的模拟以及近期美国库存的变化趋势	5
图 8: 美国库存销售比的周期性	6
图 9: 美国 70 年代政策冲击下的制造业库存变动弹性	7
图 10: 美国 70 年代政策冲击下的物价走势	8
图 11: 美国物价走势	9
图 12: 全球视角下的库存周期演进	10
图 13: 6 月份中国的制造业 PMI 指数继续下降	11
图 14: 预计 CPI 将在三季度见顶回落	11
图 15: 预计 6 月份的 PPI 为 6.4, 开始拐头向下	11
图 16: 东亚金融危机后的二次去库存底部是一个有效的底部	12
图 17: 美国库存周期的演进路径	13
图 18: 库存周期转换下的美国 CPI 和 GDP	14
图 19: 70 年代库存转换的混沌期	14
图 20: 网络泡沫下库存转换的混沌期	15
图 21: 二次去库存的行业演进	16
图 22: 投资品库存重建领先于总库存	17
图 23: 消费品第二波库存重建相对滞后	17
图 24: 70 年代美日资本市场的表现	18
图 25: 上游行业在转换期表现平平	18
图 26: 投资品行业在转换期表现良好	19
图 27: 消费类行业在转换期表现靠后	19
图 28: 金融服务行业在转换期表现分化	19
图 29: 美国二次去库存及库存转换阶段市场特征 (77 年 1 月-78 年 5 月)	20
图 30: 东亚金融危机和次贷危机下的股市对比	21
图 31: 二次去库存阶段市场的行业表现	21
图 32: 库存重建阶段的市场行业表现	22
图 33: 新起点的两层意义	23
图 34: 日本的开工率和用电量	24
图 35: 二次去库存之后的经济增长与投资增速	25
图 36: 二次去库存之后的美国工业产出指数	26
图 37: 二次去库存之后的投资增长	26
图 38: 库存重建中的产能利用率	27



图 39: 库存重建中的产能利用率之一	28
图 40: 库存重建中的产能利用率之二	28
图 41: 库存重建中的产能利用率之三	29
图 42: 库存重建中的产能利用率之四	29
图 43: 库存重建中的设备投资增速远快于 GDP 增长.....	30
图 44: 库存重建中各行业就业情况的变化	31
图 45: 美国房地产市场状况	31
图 46: A 股历史市盈率比较	34
图 47: A 股历史市净率比较	34
表 1: 库存自然回落下的行业价格影响系数.....	7
表 2: 2010 年中期配置思路	35
表 3: 2010 年中期行业配置建议	35



引言

从我们对宏观经济周期的理解，美国金融危机爆发前后，全球经济就从康波周期的繁荣顶点走向衰退阶段。2010 年以及未来 1-2 年将是康波周期从衰退向萧条转换过程中的短暂“平稳期”。从周期的视角出发，全球经济目前处在一个特殊的转折期，即是衰退的平稳期，或衰退向萧条的过渡期。从长波的维度出发，这个阶段从长周期看实际上是短暂的，一般为 2-3 年。实际上，金融海啸之后，全球经济进入了长波衰退之后的第一个库存周期，这是一个被动型的库存周期，政府史无前例的救援使得库存重建进入一个被动的增长阶段。

我们在 2010 年 4 月以来的报告中（详见《站在周期的大拐点》系列以及近期的《大拐点之后的经济景象》、《二次去库存步入显性期》、《基于产业链分析的中国二次去库存分析及配置策略》姊妹两篇）已经指出，2010 年第二季度是全球经济被动型库存周期复苏的最高点，也是经济复苏阶段性了结时刻。对美国而言，伴随着库存周期第二峰的出现，美国市场将出现中期顶部。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。

从我们对库存周期的长期观察，典型的库存周期实际上就是一个完整的基钦周期，其长度大概是 4-5 年，具有相当强的规律性；其二次去库存的阶段平均是 9 个月，最长一般不超过 15 个月；在库存自然回落阶段，其波动的幅度是比较有限的，一般不会演化为经济的剧烈动荡。

根据上述这个逻辑，最早在今年的四季度，中国的二次去库存才有可能进入尾声。无论如何从时间上是无法确认近期即是二次去库存的底部；相反的，二次去库存刚刚开始而不是已经结束。在二次去库存的经济影响研究方面，我们在《基于产业链分析的中国二次去库存分析》中已经对二次去库存影响实体经济的时间长度、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等进行了全面的分析。

让我们回到市场中来，我们知道，库存是一个滞后性指标，它一般落后于经济增长 1 个季度，而我们的资本市场则是一张晴雨表，它是经济增长的先行指标。目前市场对全球经济和中国经济将进入一个小周期的回落似乎已经达成一致，但是对于全球乃至中国经济的中期趋势却存在着明显的分歧，这正是先行指标和落后指标之间的差异迷局，更是对周期转换的迷茫。

我们认为，市场之所以进入了一种混沌和迷失状态，根本原因还是在于三个看不清楚，首先，本次库存周期回落的时间和幅度看不清楚，也就是对底部的点位不能确定；第二，对今年下半年经济探底之后，2011 中国经济何时能够重新上升或者能否重新上升存在着分歧，这实际上就是个新起点问题；第三，与第二点直接相连的就是，对世界经济长期趋势以及中国经济工业化能否顺利升级的分歧。这三个看不清楚总结起来，就是一个新的起点问题，而这个新的起点则涉及到两个转换，即短中期看是库存周期向中周期的转换，中长期看是中国工业化起飞结束后向走向成熟的转换，也就是经济增长模式的转变。

对于第一问题，我们《大拐点之后的经济景象》及《基于产业链分析的中国二次去库存分析》姊妹篇已经给出回答。第二个实际上就是二次去库存之后能否向主动库存周期，以及短周期向朱格拉资本投资周期转化的问题及其行业演进的特征，正是本文所要讨论的。第三个问题是我们下篇策略报告的重点。从更加务实的角度出发，市场现在更为关心的就是市场将在未来两至三个季度左右能否迎来另一个关键点，即市场担心的是随后的新起点是否会出现的问题。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，它隐含着被动型复苏周期能否向主动型周期顺利转换，能否在二次去库存之后迎来新一轮的中期增长。



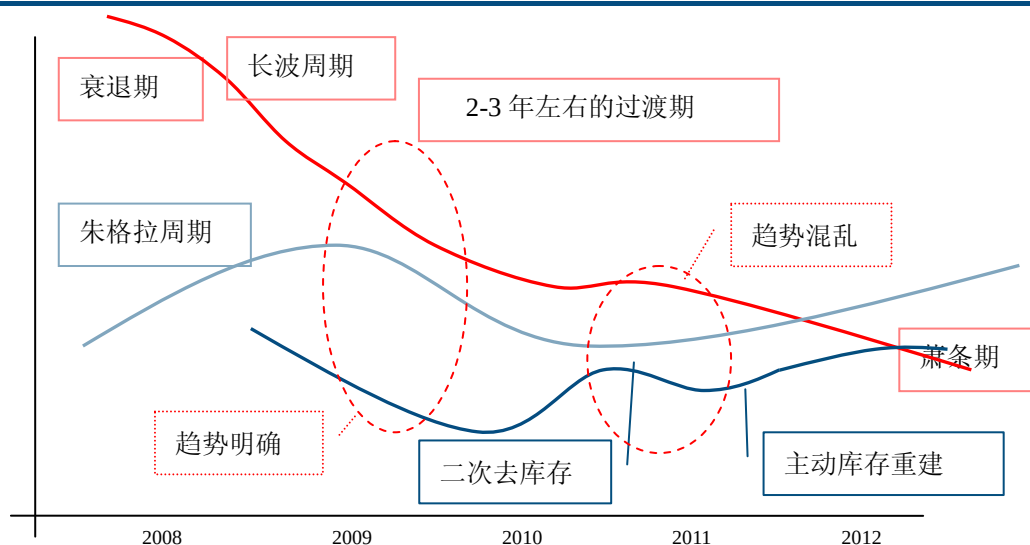
一、寻找二次去库存的底部

1、大拐点的周期含义

我们所提出的今年二季度是一个大拐点，这个拐点之“大”的含义其实包括两个方面。第一，从短期周期视角看，大拐点实际上是指金融危机之后的库存重建周期达到了顶峰，也是被动库存周期的阶段性高点，其后将进入一个自然的库存回落过程，也是我们认为的二次去库存的进程，这个阶段将大致持续 3 个季度。在二次去库存阶段，实际上是一个总供给和总需求的重新平衡阶段，是需求对经济刺激下的过度供给的自然修正，其实也是一个需求相对不足的阶段，是对过度供给和政策过度刺激的矫正。

第二，更重要的是，就全球经济而言，对次贷危机的救赎或者更确切的说是经济运行原有演进节奏的延缓已经基本结束，政策的退出是这一结束的标志。救赎结束之后经济运行将摆脱救赎的特征而进入本来应有的过程，这就是大拐点之后的经济景象。这种经济景象对于全球经济而言，就是进入一个无趋势的复苏过渡期，全球经济将表现出较为明显的过渡特征以及萧条的迹象。

图 1：长波、中波与短波库存周期的叠加



资料来源：中信建投研发部

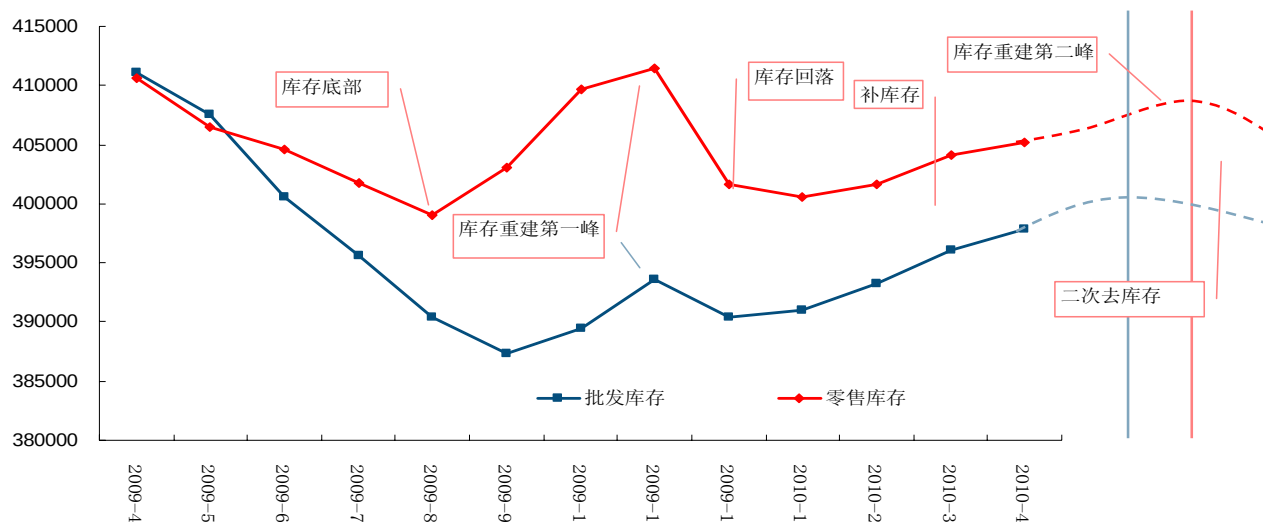
可以看出，在 2009 年二季度之前，库存周期、资本投资周期和长波周期实际上处在一个共同向下的趋势，因此在长波衰退向萧条的过渡特征的统治下，去库存和投资下滑进一步强化萧条过度的经济特征。而今，三个周期方向不再统一，而是一种纠结状态，因此，从这个角度出发，受长波的统治，全球的总需求可能较为低迷，市场基本不存在系统性机会。对于中波的资本投资周期问题，资本投资及储备的折旧、替换、补充和升级，它的生产和替代需要有巨额增量投资，它是一个中期的进程，同时也反映了需求的变化趋势。在未来 2-3 个季度之内，二次去库存与长波一致可能就是主导市场趋势特征的内在短期力量，就目前来看，在政策退出的大背景下，尚没有其他外力能够改变二次去库存进程。这与熊彼特关于长波、中波和短波三周期叠加研究的结论是一致的。

2、二次去库存的必然性

通过观察制造业与贸易名义销售额变化与库存周期演进的时间定位，我们判断在 2010 年第 1 季度末将是库存重建从缓速回补步入温和加速的时期，并在第二季度到达库存重建的第二峰。库存温和加速是具有必然性的。因为私人消费支出的回升必然推动企业资本支出的扩张。从库存重建到库存加速，是基于下游私人消费支出扩张向中游企业资本支出的传导。这在产业链上表现为下游消费品向中游资本品的传导，这在美国历史上的周期中表现为“私人消费支出—私人固定资产投资—企业库存投资”的稳定相关时滞。

在市场预期的冲击下，特别是欧洲债务问题引发的政府去杠杆化和居民增加储蓄的行为看，处在下游的私人消费支出可能有所紧缩，对应地减少了对中下游企业资本资产的促进，而以政府为主导的资本扩张也可能放缓，结果可能就是于第一季度末加速上行的库存重建在第二季度达到高峰，并开始出现下行迹象，即出现二次去库存。从价格端看，当前代表终端需求价格的 CPI 与半终端需求价格的产成品价格 PPI 都出现了回落的迹象，与此同时代表中上游商品原材料价格的 PPI 原材料价格和半成品价格却仍在上升，这种背离也为预示着二次去库存的到来。

图 2：2010 年 2 季度是美国库存重建的第二峰，也是二次去库存的开始



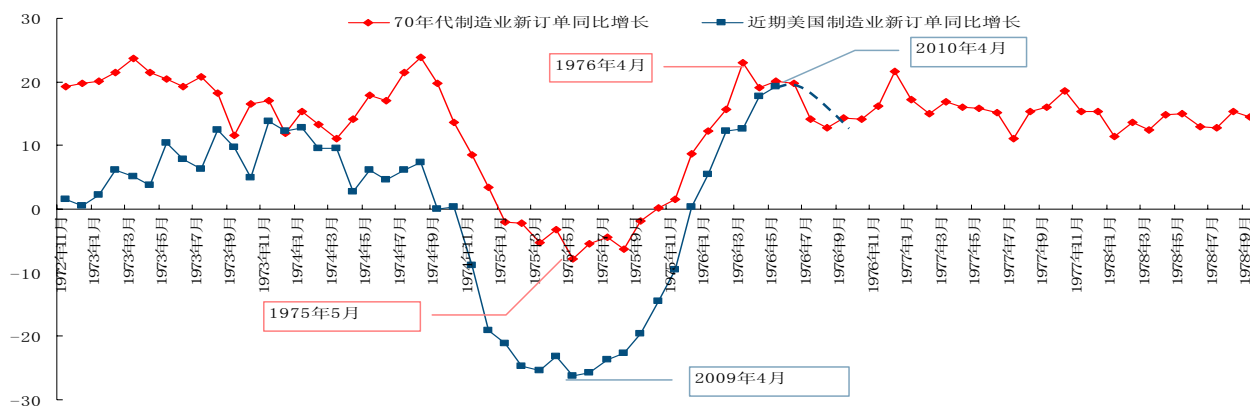
资料来源：Bloomberg，中信建投研发部

二次去库存实际上是总需求向真实水平回归的必然表征，二次去库存的演进与库存第二峰的形成相类似，都是具有一定的必然性。产业链从下游逐渐传导至中游后，价格体系紊乱与真实利率上升的问题就会凸显出来，从而形成了对总需求的不利冲击，在价格和预期的双重作用下，市场预期开始转变，并向流通环节和生产环渗透，形成二次去库存的冲击力量。

对于中国而言，从 6 月份的 PMI 细分指数看，新订单指数、出口订单指数、积压订单在 5 月份拐头之后继续下滑，而订单指数是库存的领先指标，从数据看，可以知道总需求水平已经出现下行趋势。从 PMI 的库存数据看，产成品库存已经出现明显增加的趋势，而生产环节的库存仍然维持在较高水平。我们在此前的报告中已经指出，中国已经进入一个二次去库存的阶段，这也是必然经历的一个周期片段。

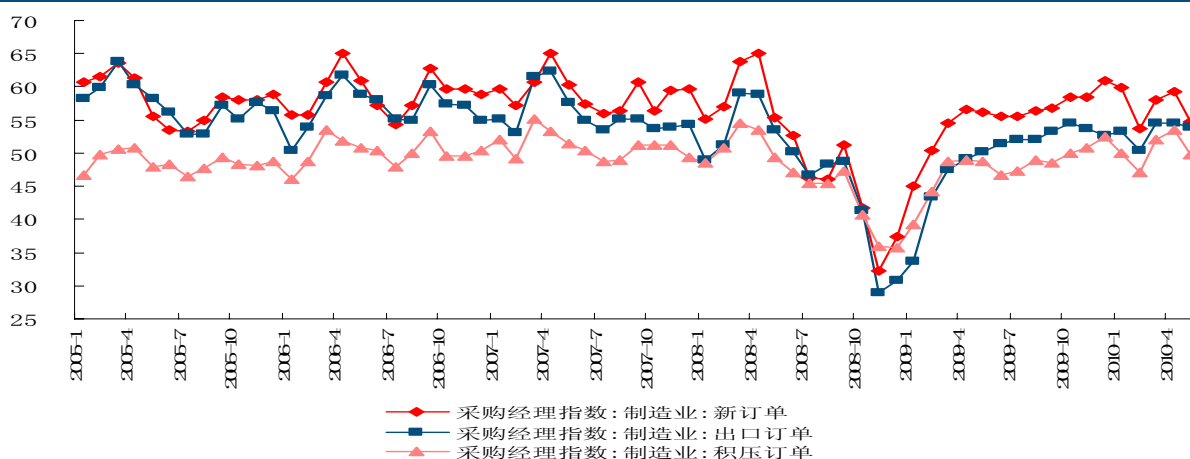


图 3：美国订单指数变化趋势



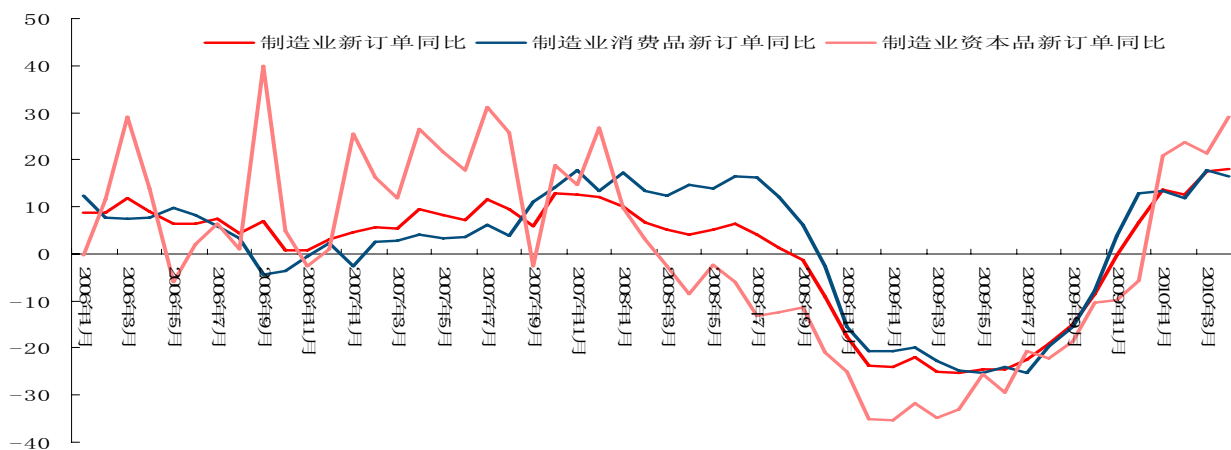
资料来源：Bloomberg，中信建投研发部

图 4：中国 PMI 订单指数变化



资料来源：Bloomberg，中信建投研发部

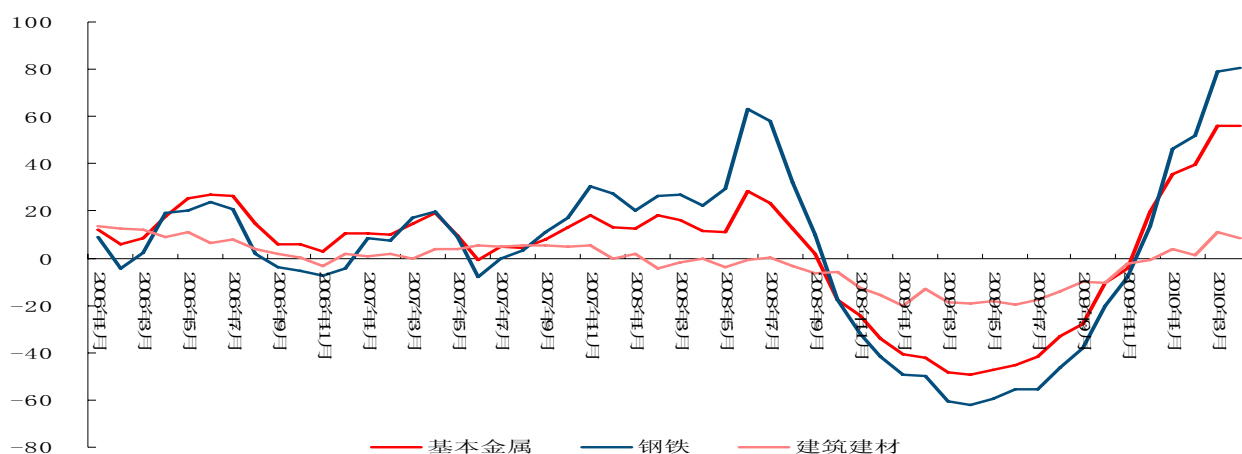
图 5：美国制造业订单分项走势



资料来源：Bloomberg，中信建投研发部



图 6：美国中上游订单增速已经钝化



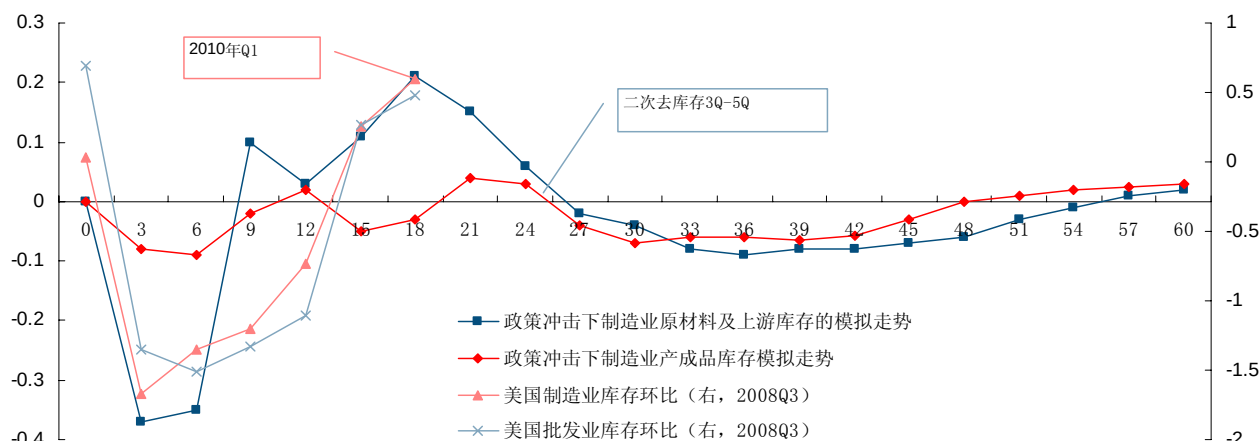
资料来源：Bloomberg，中信建投研发部

3、二次去库存的时间和强度

我们在《大拐点之后的经济景象》中已经指出，从历史经验的比较、领先指标的考察以及对库存本身的变化轨迹都能得出二次去库存大致是 3 个季度的结论，最长的二次去库存可以到达 5 个季度，主要看政策和私人部门的反应。我们仍然坚持我们历史比较中所持的观点，即本轮二次去库存和 70 年代滞胀条件下的二次去库存还是具有较强的相似性，因此，2010 年剩下的时期基本也将处在一个去库存的阶段。

对于库存调整的周期，美联储（Macarthy and Zakrajsek, 2003）的研究具有良好的借鉴意义。美联储 2003 年对其过去 40 年左右的美国库存周期及经济周期的关系研究中得出结论：如果美国经济面临一次负面的冲击，美国的库存将会进行实质性调整。该研究以美联储加息 50 个基点作为负面冲击之一，以冲击其后的 60 个月作为观察期。在负面冲击大致 6 个月，美国达到被迫去库存的最低点，而其后经历大概 5-6 个季度的库存重建达到库存高峰，其后进行二次去库存，大致是 3-5 个季度，其中原材料和上游库存调整周期更长。

图 7：FED 库存变化的模拟以及近期美国库存的变化趋势

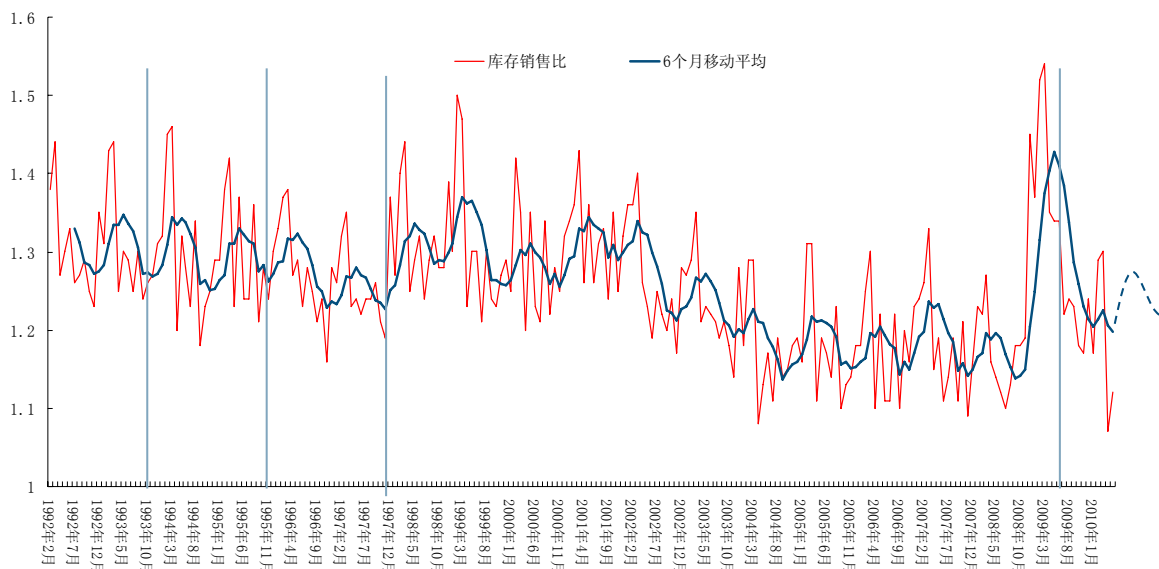


资料来源：Bloomberg，中信建投研发部



从美国库存销售比的周期变化来看，美国二次去库存的底部也大致是在 2010 年底和 2011 年初。美国的库存销售比呈现出较为明显的长期周期特征，一般一个周期大概是 24 个月，如果按这个规律演进，我们的结论还是比较合理的。

图 8：美国库存销售比的周期性



资料来源：Bloomberg，中信建投研发部

至于，二次去库存的程度问题，我们在《基于产业链的二次去库存》已经有完整的论述和明晰的结论。我们认为，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%，目前总体来看，仍处于温和的价格去库存过程。总量方面，建筑地产去库存将导致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%。经济虽然有二次探底的可能，但只是理论上的，我们倾向于认为二次去库存是一个自然回落过程。

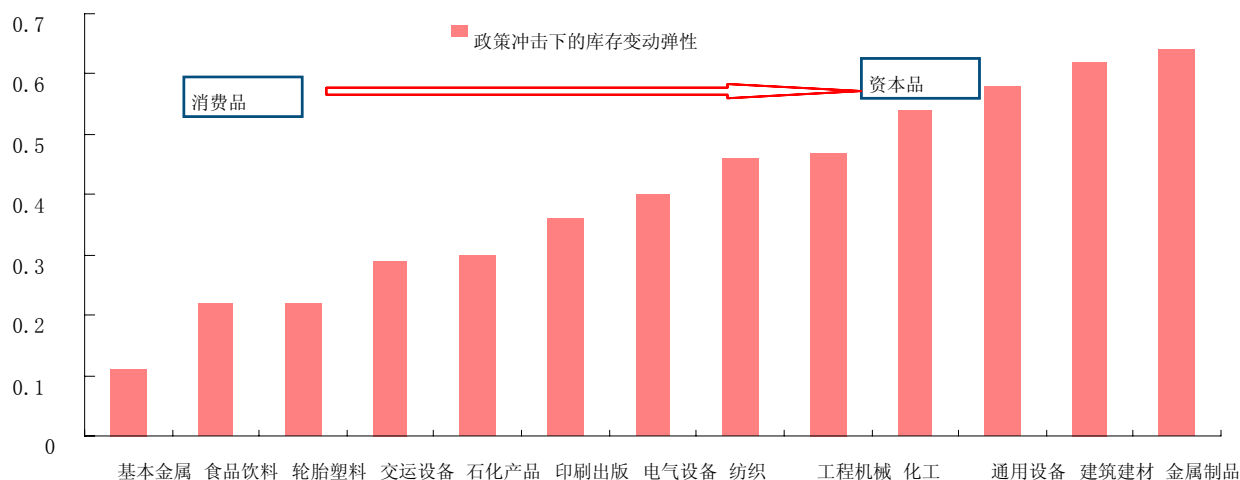
4、二次去库存的行业次序

二次去库存是一个价格和数量共同作用的结果，但是二者的作用具有先后次序，一般地，二次去库存过程首先从价格开始，最初的表现是价格上涨的动力减弱，投资性需求对价格预期出现分歧，并减少投资性买入，总需求开始下降；二是价格变化改变了市场的预期，总需求进一步弱化，即便价格仍然处在下跌期间，私人部门被迫进行数量去库存，这样造成数量和价格的双重去库存，不过数量的作用更加明显，这个过程持续到正常需求复苏。

从历史经验看，二次去库存遵循理论的逻辑，首先是投资品的去库存，因为投资品的价格弹性最大，敏感性最强；其次是半投资品；最后才是消费品。在价格和数量的关系上，也是先价格去库存，再是数量去库存。从我们对美国的经验观察看，基本是符合这个逻辑。



图 9：美国 70 年代政策冲击下的制造业库存变动弹性



资料来源：FED，中信建投研发部

对于中国而言，如果二次去库存是一个正常的回落水平，我们可以看出，投资品的价格影响系数是相对较大的，比如房地产、机械设备制造、交运设备、通信设备等行业的价格影响系数居前；而批发零售、烟草、食品加工、农林牧渔、食品饮料等影响系数较小。这个与美国的经验也是基本类似的。因此，二次去库存是一个从投资品、半投资品至消费品的去库存过程。当然，这个演进过程已经被市场所认同，市场也对此做出了适当的反应，2010 年初以来，中国资本市场的走势就是遵循了二次去库存的演进逻辑。

表 1：库存自然回落下的行业价格影响系数

序号	行业	价格影响系数	序号	行业	价格影响系数
1	金属制品业	13.59	21	纺织服装、鞋、帽制造业	6.87
2	建筑房地产	12.30	22	黑色金属矿采选业	6.57
3	文教体育用品制造业	12.20	23	医药制造业	6.46
4	专用设备制造业	11.86	24	交通运输及仓储业	6.41
5	通用设备制造	10.64	25	有色金属冶炼加工业	6.15
6	汽车	10.58	26	饮料制造	5.83
7	交运设备制造业	10.42	27	煤炭开采和洗选业	5.53
8	仪器仪表及文化办公用机械制造业	10.09	28	石油和天然气开采业	5.29
9	电气机械及器材制造业	9.84	29	食品制造	5.21
10	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	8.64	30	燃气生产和供应业	4.93
11	家具制造业	8.62	31	电力、热力的生产和供应业	4.68
12	纺织业	8.44	32	水的生产和供应业	4.40
13	非金属矿及其他矿采选业	8.13	33	其他服务业	4.38
14	工艺品及其他制造业	8.13	34	农林牧渔	3.82
15	家电	8.00	35	食品加工	3.77



16	印刷业和记录媒介的复制业	7.83	36	信息传输、计算机服务和软件业	2.85
17	造纸及纸制品业	7.54	37	批发和零售业	2.71
18	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	7.21	38	烟草制品	2.31
19	皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	7.06	39	金融业	1.79
20	有色金属矿采选业	6.87	40	废品废料	1.28

资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部，根据 2007 年 135x135 投入产出表整理合并

5、二次去库存底部的确认

关于二次去库存的底部，上面我们采用历史经验、领先指标、库存本身变化以及美联储的模型分析，大致都可以得到美国二次去库存的底部最早是在 2010 年年底。

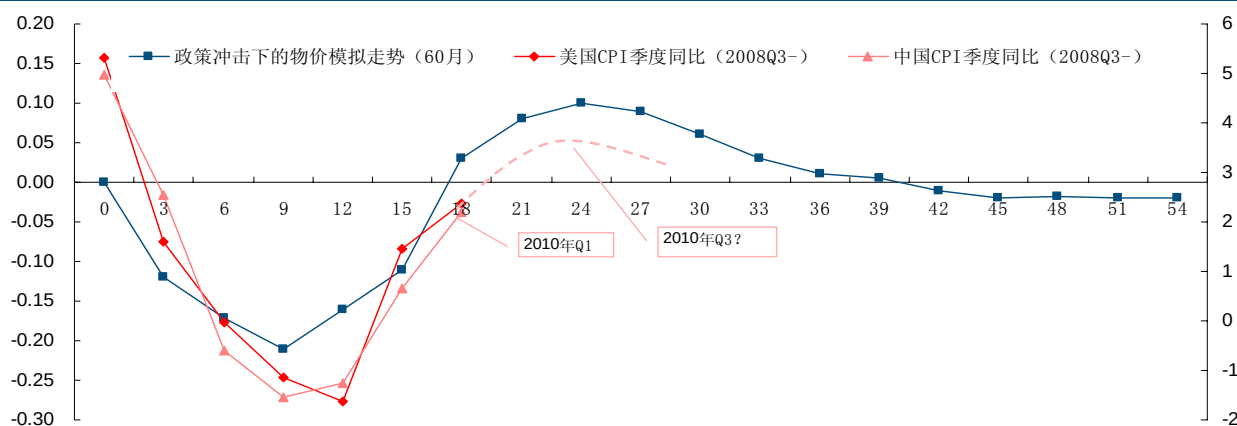
实际上，作为一个总量问题，库存是供给和需求的“中间平衡力量”，实际上仍然是一个总需求问题。为此，可以从二次去库存的根源来寻找底部。二次去库存的根源表面上看是需求增速的回落和资金成本的提高，实际上二次去库存的根源是价格上涨中的投机需求和由此带来的成本的重新回升，也就是物价走势的问题。从这个逻辑出发，中国的二次去库存一定会大大严重于欧美的二次去库存，这也是我们认为本轮二次去库存中国经济和市场经历的调整要比欧美更深的核心逻辑。

对于底部的确认，另一个路径是，我们可以从产业链上观测二次去库存的动态过程，由于二次去库存必然存在着从投资品开始向下游和上游的传导，所以其经历的时间就是在产业链上传导的时间，而在这个过程中，观测价格是最简单的方式，价格的回落是二次去库存的必然过程，所以，通胀的阶段底部也许就是二次去库存的底部。不过，历史经验表明二者顶部和底部的先后次序是不确定的，但是，方向性的趋势是相同的。

从这个意义上看，二次去库存刚刚开始而不是已经结束，因为物价仍然处在一个上升的过程。

值得特别注意的是，我们认为，二次去库存的底部有效性需要物价下跌来“配合”，如果没有价格的二次去库存，那所谓的数量去库存就可能是假的，仅仅是库存环节对总需求做出的临时反应，而非价格信号下的主动行为。而且，我们美国的经验数据看，在物价的上升过程中，变动的幅度实际上是比较温和的，因此，发生严重滞胀的可能性不大；在物价达到高点之后，是一个缓慢的下降过程，经济就进入了一个“无聊期”。

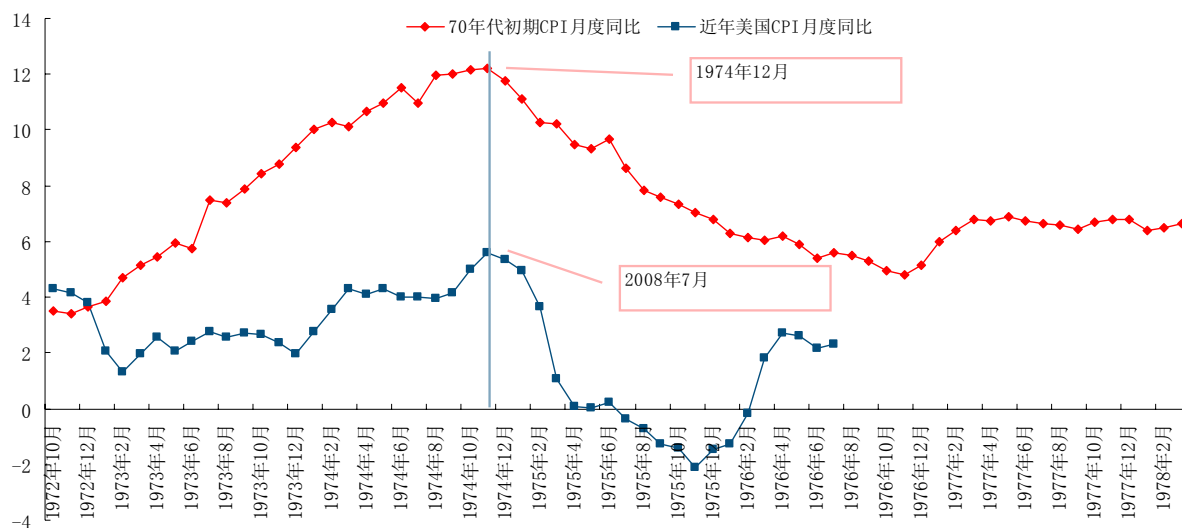
图 10：美国 70 年代政策冲击下的物价走势



资料来源：FED，CEIC，中信建投研发部



图 11：美国物价走势



资料来源：CEIC，中信建投研发部

6、二次去库存的底部：中国的观察

中国的库存底部或在 2010 年第 4 季度

我们之前关于美国库存周期的变化以及底部的寻找，一个重要的目的就是作为中国经济和市场的映射。我们之前已经得出结论，2010 年第二季度是美国库存周期的高峰，未来美国将进入二次去库存的阶段，未来美国二次去库存的时间大概是 3 个季度至 2010 年底或 2011 年初。

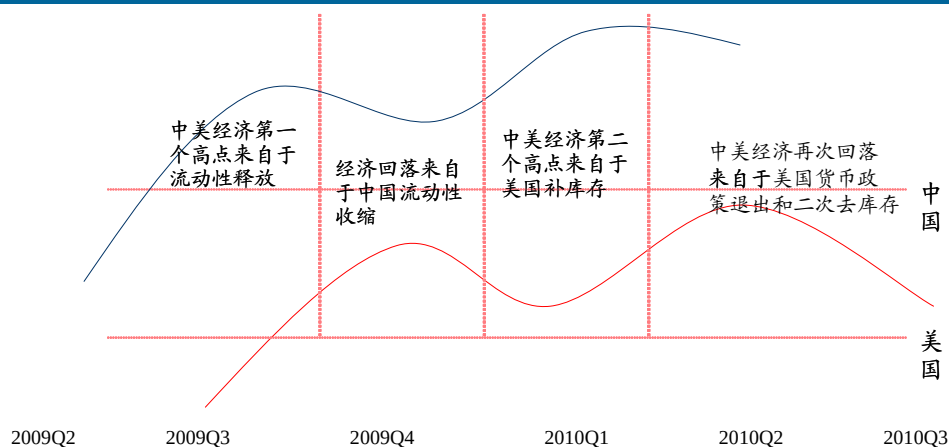
对于中国的短周期考察，为了和美国的衔接，我们也考察中国的库存周期。首先我们从中国和美国的库存周期相关性看，中国和美国的第一个库存高峰都来自金融危机之后的政策刺激的结果。中国的被动型库存周期的库存重建阶段在出台了四万亿救援方案之后就开始，2008 年第四季度末和 2009 年第一季度就已经开始库存重建。按照库存周期的演进，库存周期的库存重建阶段大概是 4-6 个季度。

理论上，由于中国的救援政策是史无前例的，为此这个被动型库存周期的重建阶段应该是迅速而猛烈的，为此可能在 4 个季度左右就能达到库存重建的高峰，即是说这个库存重建的时间要相对短。在 2009 年末至 2010 年第一季度达到库存重建的高点。

近期的数据证实了我们的判断，市场也对此做出了实质性反应。从中国和美国的库存周期关联性看，可以看出，中国的库存第一峰在 2010 年第一季度已经达到，先于美国 1 个季度左右。随着中国第一季度库存周期的下降得到确认，我们认为，2010 年美国库存将在 2010 年第二季度开始二次去库存的进程。如果股票市场是现行指标，那美国市场的表现可能正在对二次去库存做出反应。如果按照中美库存周期的关联性和库存周期的演进规律，那中国的二次去库存将于 2010 年第四季度达到底部。



图 12：全球视角下的库存周期演进



资料来源：中信建投研发部

库存底部的确认需要量价配合

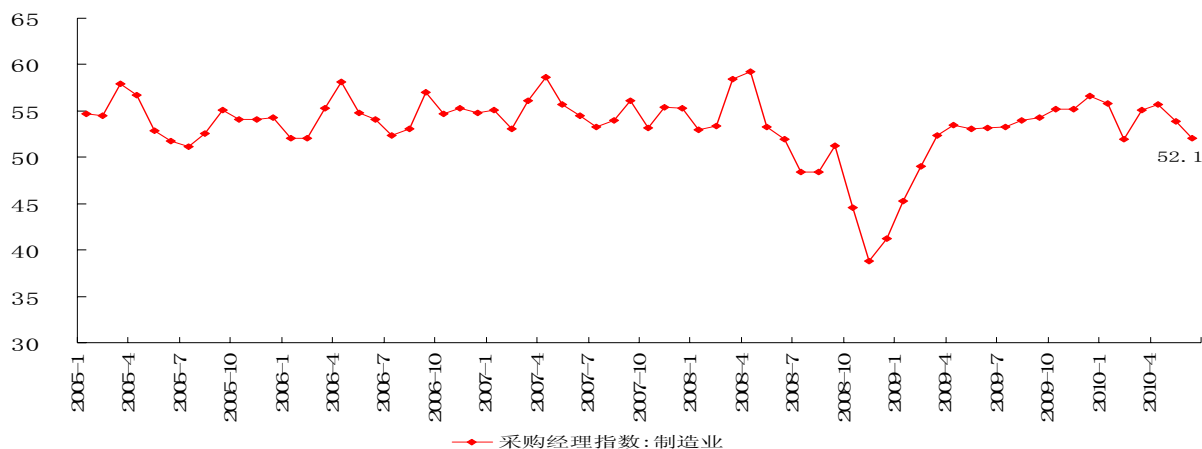
在被动型库存周期中，库存的上升得益于政策的刺激以及低利率环境下的价格上升效应，特别是价格效应使得微观主体做出了需求上升的判断，虽然这个判断一般都是高估的、不可持续的，即政策带来的需求水平难以维持在持续上升的通道，甚至保持稳定都相对困难。为此，当库存周期达到重建高峰之时，价格上涨的效应一般就慢慢减弱，在其后的一个季度左右，价格水平就跟随二次去库存开始缓慢下滑。

二次去库存价格水平的下降，其根源主要体现在两个方面。其一，价格水平的下跌是二次去库存中需求水平相对疲软的外在表现，二次去库存是需求水平的重新回归真实的、相对不足的水平；其二，二次去库存分为两个阶段，第一个阶段是价格去库存，价格下降较为明显，第二个阶段是数量去库存，价格下跌相对不是特别明显。

为此，整体而言，二次去库存将是一个量价齐跌的过程。如果物价水平没有明显下滑，那二次去库存及其底部就是假的，即是说我们无法根据所谓的底部来判断周期的走势，因为那是一个无效的底部。根据目前中国物价的走势来看，第三季度仍然是一个高位的格局，第四季度可能才会出现明显下滑，为此，二次去库存的底部最早也应该在 2010 年第四季度。从另一个角度出发，如果我们认为 2010 年第四季度二次去库存能逼近底部，那么物价水平持续上涨的动力可能就不大，如果第三季度的物价水平是货币政策当局可以承受的话，那三季度之后的政策压力可能更小。



图 13：6 月份中国的制造业 PMI 指数继续下降



数据来源：CFLP，中信建投研发部

图 14：预计 CPI 将在三季度见顶回落

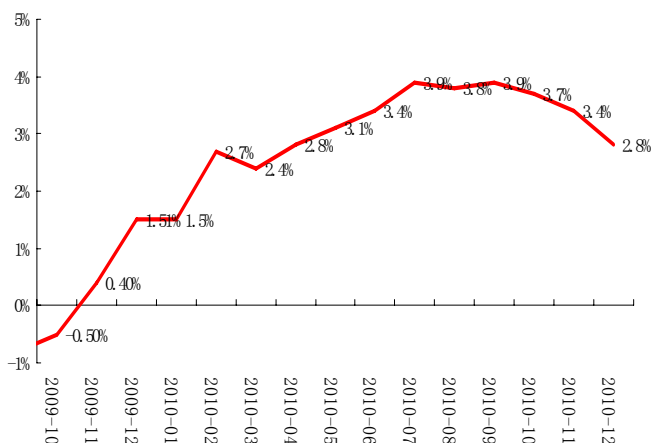
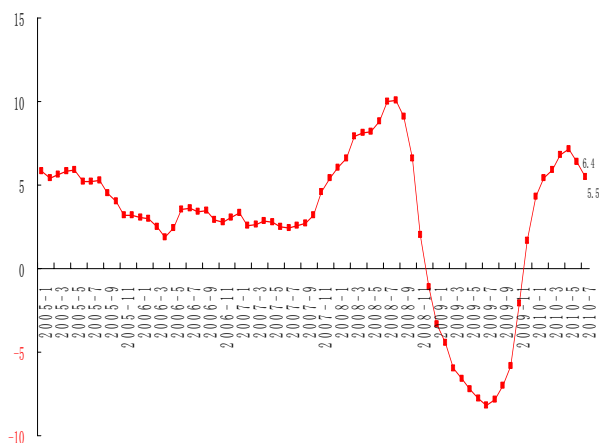


图 15：预计 6 月份的 PPI 为 6.4，开始拐头向下



资料来源：Bloomberg，中信建投研发部

二次去库存的底部：东亚金融危机的经验

对于中国经济而言，截至目前最为相似的两个外部冲击可能只有东亚金融危机和美国金融危机，虽然发生的机理不尽相同，但对于外向型的中国经济的冲击却有相似之处。从中国对危机的应对上，具体措施是不一样的，但是政策应对的方向基本是一致的。为此，我们从东亚金融危机的历史景象观察，中国库存周期走向二次去库存的具体情况。

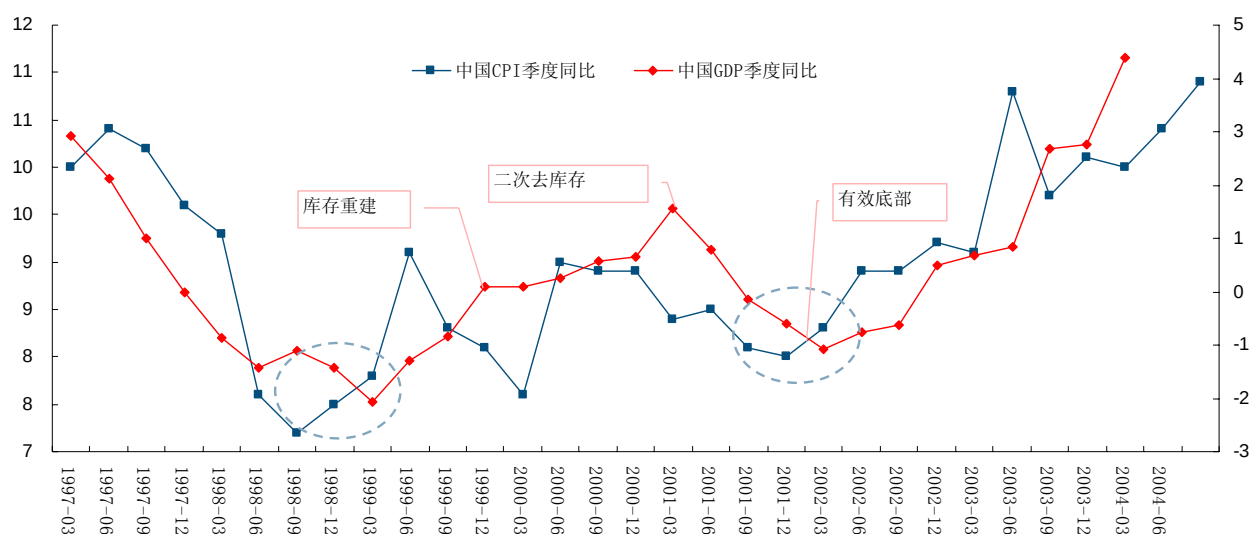
可以清楚地看出，在 1998 年第四季度至 1999 年第一季度，中国经济在东亚金融危机的冲击下达到了底部，此时库存略微滞后一个季度左右也达到了被动去库存的底部。在被动去库存中，库存的调整和经济的下挫是剧烈而迅速的，类似于本轮金融危机中的 2008 年底。在 1998 年底之后，库存重建的进程十分明显，大概持续了 7-8 个季度，这相对于典型的库存周期而言，库存重建阶段长了 1-2 个季度。在 2001 年底，库存重建达到了顶峰，随后出现二次去库存，大概持续 4 个季度，也比经典库存周期二次去库存大致延长了 1 个季度。



在二次去库存过程中，需求是相对不足的，为此经济下滑是比较明显，可能是由于中国经济政策或结构，库存重建周期更长，为此二次去库存需要相对更长的时间，同时需求回落相对明显。但是，相对于金融危机之后的库存和经济衰退而言，二次去库存是相对温和的。

更值得注意的是，在二次去库存阶段，物价水平是持续走低的。2000 年第三季度之后，CPI 指数就开始从高点回落，整个回落过程也大概持续了 4-5 个季度，在最后阶段，物价下跌相对平缓，而且先于 GDP 触及底部，这可能就是反映了二次去库存首先是一个价格为主的去库存，再是一个数量为主的去库存过程。为此，这个库存底部是有效的。

图 16：东亚金融危机后的二次去库存底部是一个有效的底部



数据来源：CEIC，中信建投研发部

如果从东亚金融危机的经验看，二次去库存阶段中国经济和物价走势都是一个下滑的趋势，其库存的底部就是一个有效的底部；对照现在的情况看，2010 年第一季度中国库存已经达到高峰，其后将步入二次去库存阶段，因此，我们认为，二季度中国经济就可能要走向疲态，物价也将逐步下滑，如果还是按照经典库存周期的逻辑，那中国经济会在 2010 年底或 2011 年初达到底部，此时如果物价也明显下滑，那这个库存底部可能就是有效的。

二、被动库存周期向主动库存周期的转换

1、两波库存周期转换的观察

我们知道，在长周期、中周期和短周期三维一体的分析框架下，如果这三种周期的相应节段在任何时间上的“巧遇”都将产生非同寻常的力度；如果三个周期没有形成一致性的趋势，那市场的动力和结构性变化趋势就取决于哪个周期占据了主导地位。

在最近 2-3 个季度，以库存周期为代表的二次去库存、以政府投资回落的中周期以及长波衰退和萧条的过渡期，使得经济和市场的趋势较为趋同。为此，我们认为，全球经济和全球市场可能难以有靓丽的表现和系统

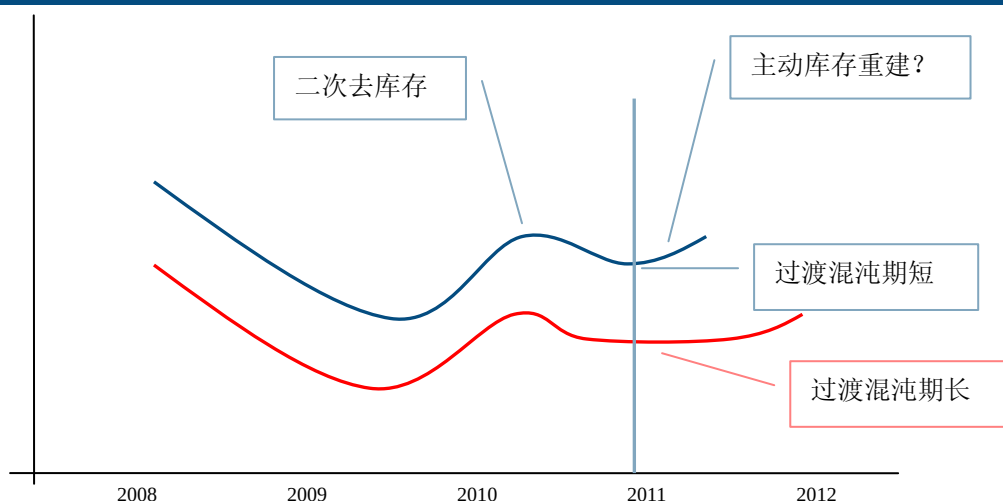


性机会。

不过，在二次去库存的进程中，尤其在二次去库存达到底部之后，库存变量就存在一个自我调整的动能和趋势。因为二次去库存是一个价格和数量并行的需求供给再平衡，当价格下跌到真实需求可以承受和愿意接受的水平时，需求可能就会发生变化。由于二次去库存的不同行业的次序和速度是不一样的，为此，当二次去库存整体达到底部的时刻，实际上已经有部分行业先行达到底部并出现一定的库存重建趋势，即第二波库存周期。这个问题虽然离我们还有些时间，但是，却成为市场所关注的焦点，也是部分布局式投资跃跃欲试的标的所指。

值得注意的是，第二波库存是一个主动的库存重建过程，为此第一波被动型库存向第二波主动型库存转化可能是顺利的，但也可能是有较大阻力的。一般而言，从第一波向第二波的过渡都有一个混沌期，这个时期的长短规律性较差，最短的略长于 1 个季度，最长的大约 3-4 个季度。这也是一个完整的库存周期存在一定的长短差异的重要原因。为此，对于美国而言，二次去库存底部向主动库存重建最早也要到 2011 年初。如果是混沌期更长的演进路径，那库存转换可能要到 2011 年中期甚至是第三季度。

图 17：美国库存周期的演进路径



资料来源：中信建投研发部

2、被动库存向主动库存转换：美国的经验

我们以上世纪 70 年代第一次石油危机美国的经济状况作为研究的历史镜像之一。可以清楚地看到，从美国的工业生产和 GDP 增长的走势看，1974 年第 4 季度和 1975 年第 1 季度达到了低谷，滞胀达到了最激烈的调整阶段。

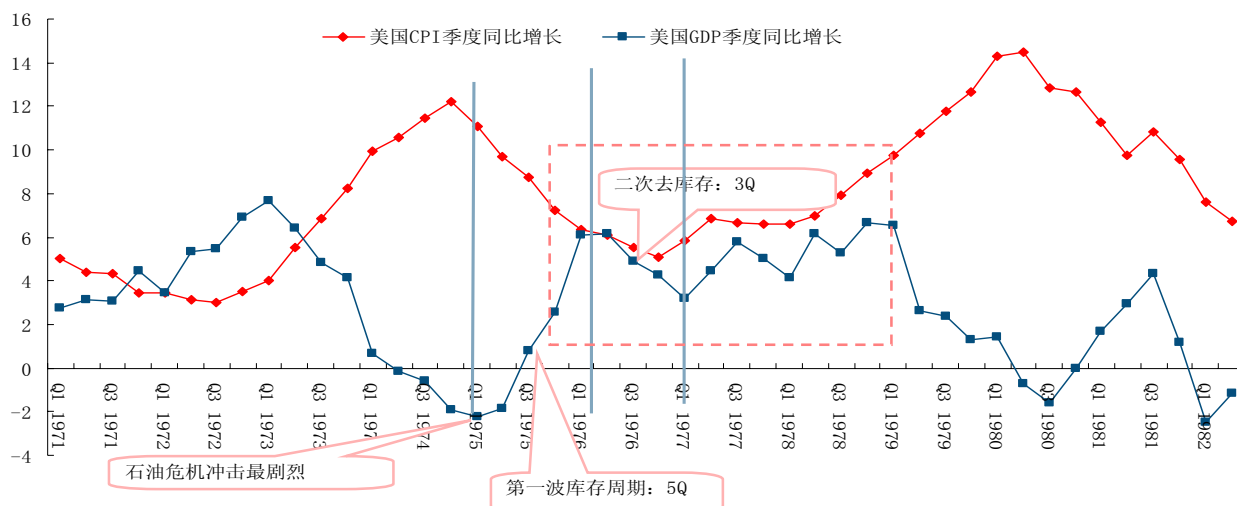
此后，在政府政策的推动下，库存开始了重建的进程，在其后的四至五个季度保持了增长的趋势，而物价指数保持快速下降的进程。1976 年第二季度石油危机之后的美国库存周期达到了最高峰，其后开始了二次去库存的过程，持续了 3 个季度，至 1977 年第一季度经济增长达到了石油冲击之后的次低点。

在 1977 年第一季度之后，经济开始回升，代表着库存开始了新一轮的重建，即使我们所说的第二波主动库存周期的开始。当时，美国经济复苏的贡献分析中，非住宅固定资产投资和库存变动被认为是两大主力，而此时的

非住宅固定资产投资与库存的变化是具有内在联系性的。

熊彼特就认为，第二波库存周期的开始实际上就是进入了新的一个增长路径的选择。其后，美国经济实现了 8 个季度的高速增长，美国经济进入了中期景气阶段，实现了二次去库存到新一轮中期增长的有效转换，直到第二次石油危机的爆发。

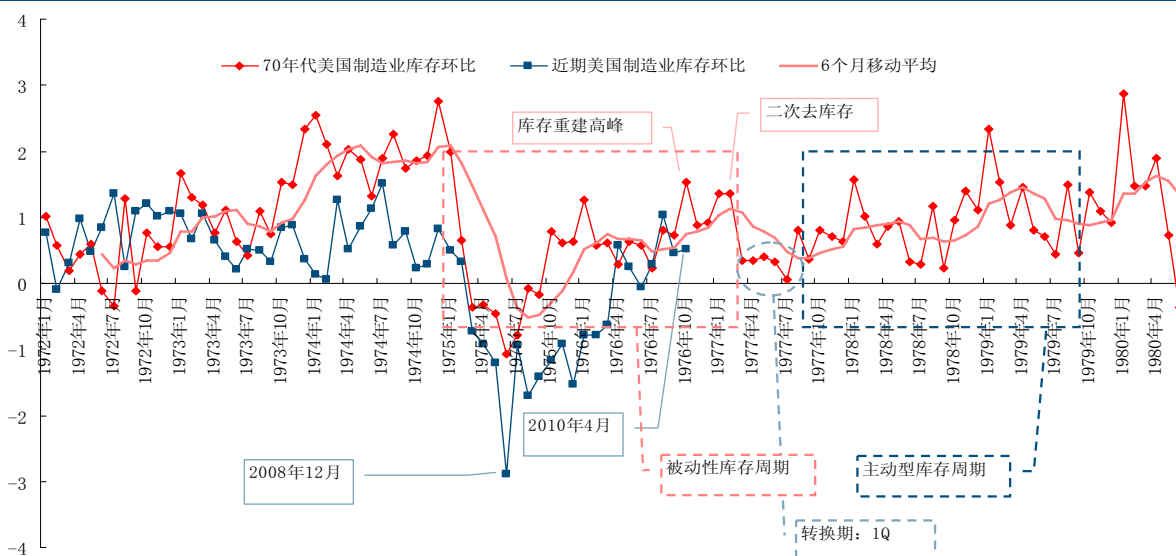
图 18：库存周期转换下的美国 CPI 和 GDP



资料来源：CEIC，中信建投研发部

通过观察 GDP 的变动情况看，在 1977 年第一季度之后，美国经济增长就迅速回升。如果根据经济增长与库存周期的关系看，库存变动也应该是迅速而有力的，也就是说，从第一波的被动性库存周期向主动型库存周期的转换阶段是较短的，即上述提及的混沌期要较短。从历史的图景看，库存周期的现实演进与逻辑的分析是基本吻合的，当时美国库存周期的转换期仅为 4 个月左右。

图 19：70 年代库存转换的混沌期



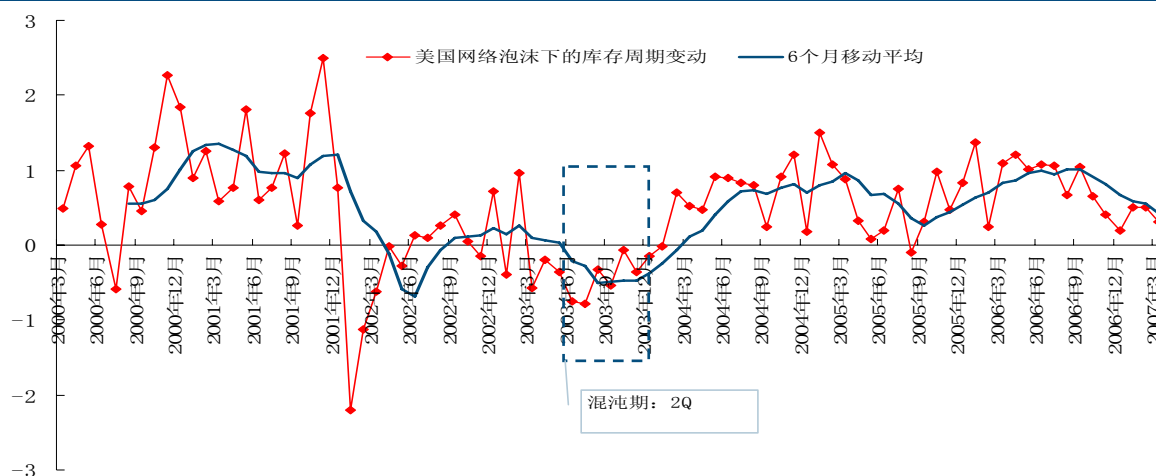
资料来源：CEIC，中信建投研发部



我们对美国战后的库存周期进行了观察，发现几个明显库存周期的转换期间具有较大的差异性。70年代中期之后的主动库存周期之前的混沌阶段最短，只有4个月左右；而80年代初期第二次石油危机之后的库存周期转换略超4个季度；而90年代92-93期间的混沌期为2个季度；美国网络泡沫之后的库存转换时间也大致为2个季度。也就是说，混沌期最短一个季度就能结束，也较长的要到3-4个季度。

如果按这个逻辑，那美国新的主要库存周期最早要到2011年初到来，最晚可能要到2011年底甚至是2012年年初。但是，80年代初期的美国经济是刚刚遭遇第二次石油危机和沃克尔冲击，可能代表性要差一些。因此，我们认为，库存转换的混沌期大致为2个季度左右。

图 20：网络泡沫下库存转换的混沌期



资料来源：CEIC，中信建投研发部

3、库存转换的行业演进

美国二次去库存至少持续到2010年第四季度，这意味着美国经济和市场可能是一个没有系统上升的状况。我们想从中观层面来考察二次去库存过程中的行业演进，比如是哪些行业先达到库存的低点。一般而言，不同行业的混沌期是不一样的，但是总体仍然是2个季度左右。如果我们将所有行业的混沌期看作相似的话，那先到达库存低点的行业，可能在新库存周期中是率先进入第二波库存重建的行业。

之前，我们从理论上论述了二次去库存的次序问题，即先是投资品、半投资品，最后是消费品。如果各个行业的去库存周期大致一样的话，那二次去库存最先达到底部的应该是投资品，最后才是消费品。这从生产-消费的动态平衡来讲是符合逻辑，因为投资品比消费品具有更大的弹性，对价格和需求的数量等更加敏感，而消费品的弹性相对要低。

为了寻找普遍的规律，我们以美国70年代中期二次去库存和80年代中期二次去库存作为两个样本，之所以这样选择在于77年的库存重建的转换期最短，只有4个月左右；而80年代中期的库存重建的转换期最长，达到了3个季度。如果我们最后的结论是相似的，那库存转换的行业特征可能与转换期的长短相关性不强，而存在自身的规律性。

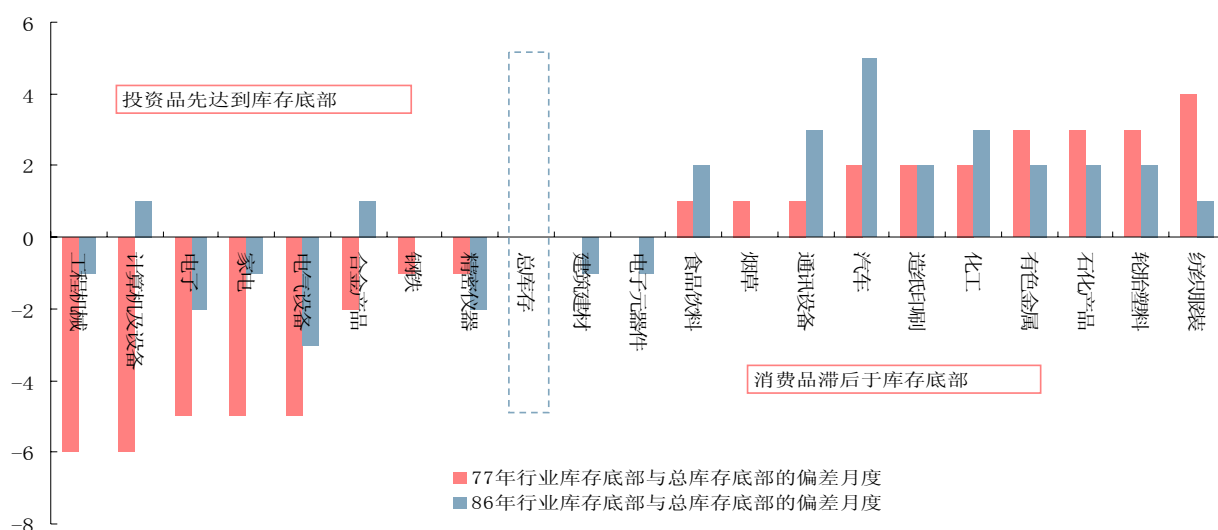
从我们对两个样本的考察看，1977年12月总库存水平达到二次去库存的底部，但是工程机械、计算机及设备早于总库存达到库存的底部6个月，而电子、家电和电气设备等提前5个月到达库存底部；纺织、轮胎塑



两、石化产品和汽车等消费品都落后于总库存的底部 2-4 个月。1986 年 3 月美国总库存水平再次达到二次去库存的底部，电气设备、电子、工程机械、精密仪器等提前达到库存底部；二绝大部分消费品都落后于总库存水平的底部。但是，比较特殊的是有色金属和化工，都是滞后于总库存水平的。

但是，从两个样本的共性可以看出，二次去库存中各行业到达底部的大致顺序还是遵循理论上的先投资品、后消费品的路径。

图 21：二次去库存的行业演进



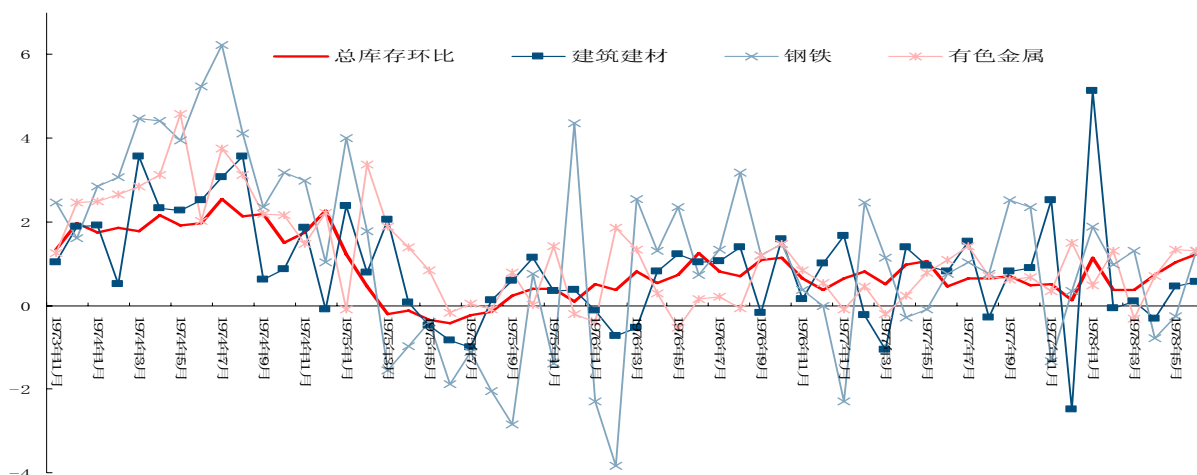
资料来源：CEIC，中信建投研发部

接下来，我们关心的问题是在二次去库存达到底部之后，哪个行业会先启动第二波主动型库存周期。此前，我们简单地假设如果二次去库存先达到底部，那将先重启第二波库存，即假设各个行业的混沌期是基本一致的。但是，现实肯定比假设要复杂。我们通过对现实情况的观察看，虽然各个行业的混沌期长短不完全一样，但是差别也很有限，我们的简单假设与基本情况接近。在第二波库存重建中，投资品（特别是新兴的投资品行业）是率先启动的，而消费品则是滞后。

我们对此的解释是，第二波库存重建是一个主动型的库存周期，之所以会是投资品率先重启库存重建，在于在第一波二次去库存是一个价格和数量并行的总需求调节，当价格下跌到一定程度之后，总需求就会发生变化，使得预期的需求水平上升，这样带动生产部门对产能做出调整，产能可能随需求水平上升。而产能的扩张实际上是一个投资的过程，尤其是设备投资的增加，这样使得投资品的库存重建率先出现，特别是紧靠新增长动力的投资品行业。

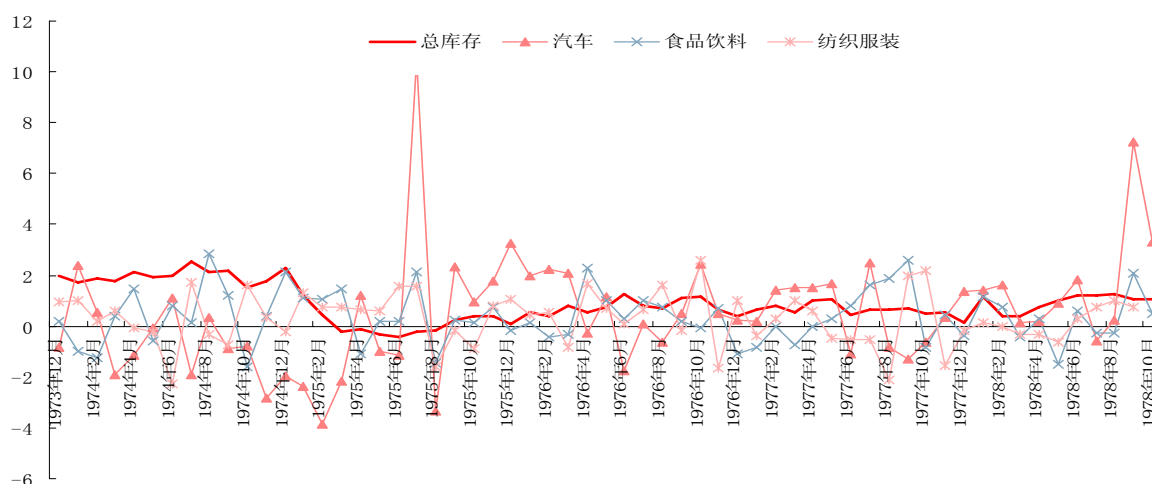


图 22：投资品库存重建领先于总库存



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 23：消费品第二波库存重建相对滞后



资料来源：CEIC，中信建投研发部

4、二次去库存及库存重建阶段的市场特征：美日的历史镜像

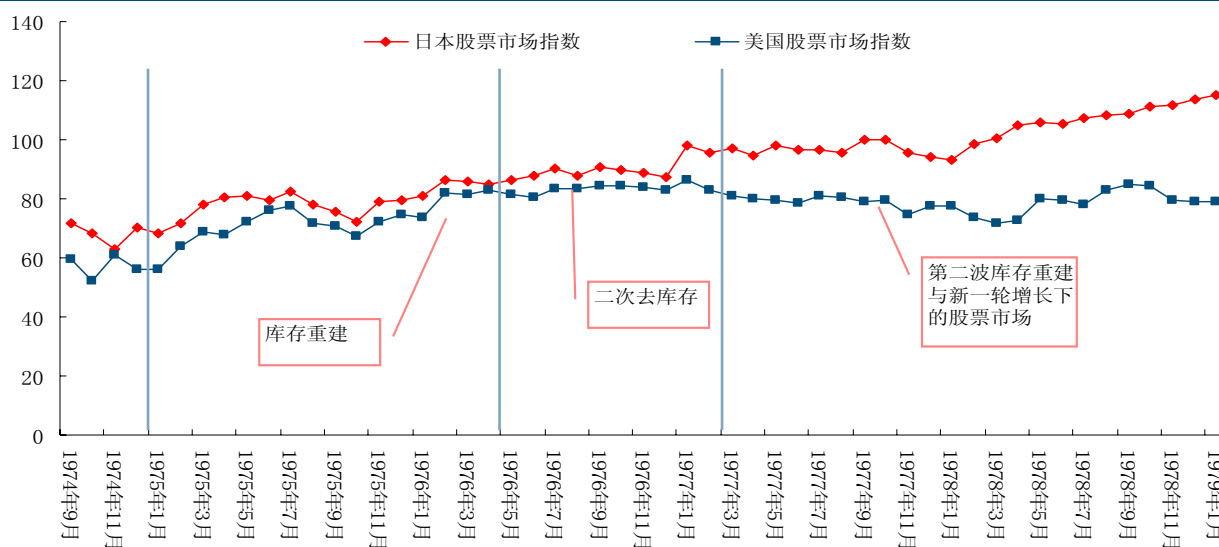
以上分析了二次去库存和随后的库存重建阶段的行业特征，那么在这一经济进程中，作为经济晴雨表的资本市场会如何演绎呢。

我们选取了典型的美国和日本 77 年后的二次去库存和随后的库存重建周期下的市场作为历史比较对象。之所以如此选取，一则在于 70 年代与我们现时的经济特征相似性较高，二则在于美日两国之后的中周期发展有明显的区别。

在 70 年代的观测中，在二次去库存阶段，美国的股票市场是弱势整理的格局，而日本则是小幅上涨的格局。在第二波库存重建周期下，美国的股票市场表现也是相对逊色，呈现较长时间的弱势格局，而日本则上涨较为明显。



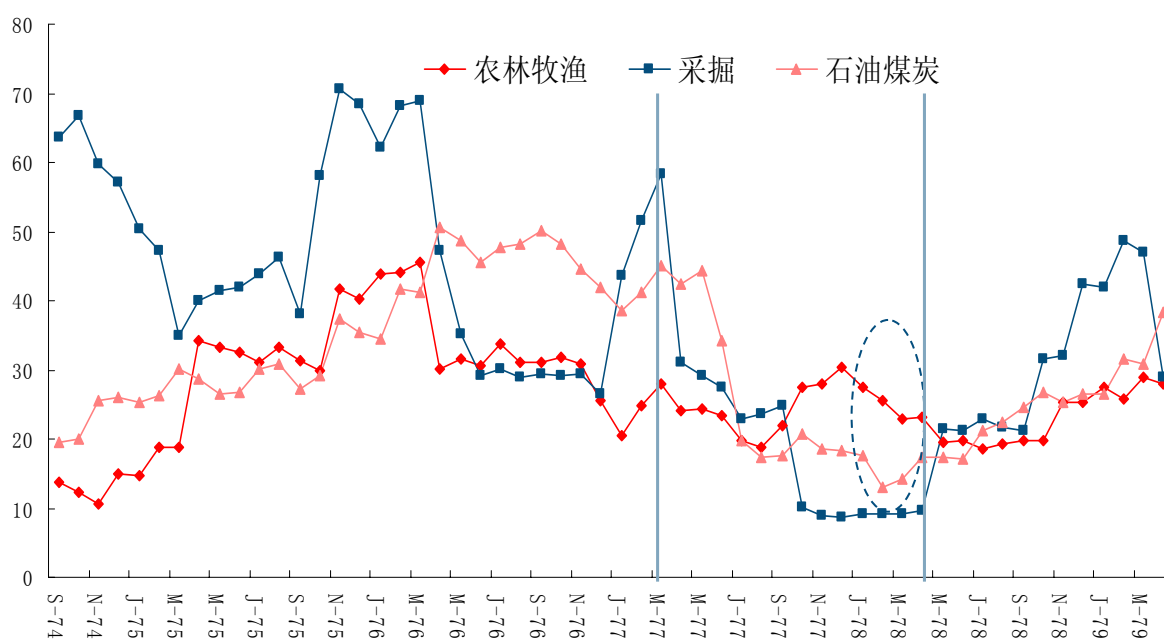
图 24：70 年代美日资本市场的表现



资料来源：CEIC，中信建投研发部

先看 77 年的日本，市场整体下跌 5%，表现较好的行业有房地产、旅游、零售、原材料、生物医药和银行，而表现较差的行业主要有汽车、硬件设备、个人用品、媒体和基础资源。其中防御类的下游整体表现较好，而房地产的表现出色主要在于之前两年的低迷，和 77 年开始房屋销售的转好。日本市场表现较为低迷的原因在于，出口导向的经济持续受到高启的原材料价格干扰。在 78 年 1 月到 78 年 6 月这个转换期，上游的资源类行业表现平平，而以建筑、机械、水泥和建筑设备为代表的投资品行业表现良好，消费类行业则表现较为迟缓。

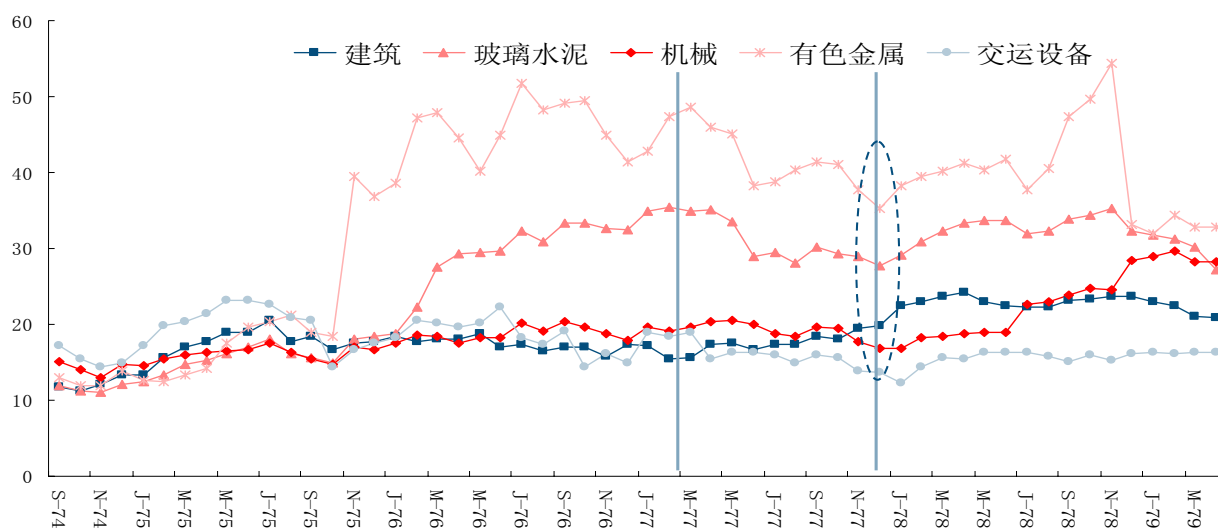
图 25：上游行业在转换期表现平平



资料来源：中信建投研发部

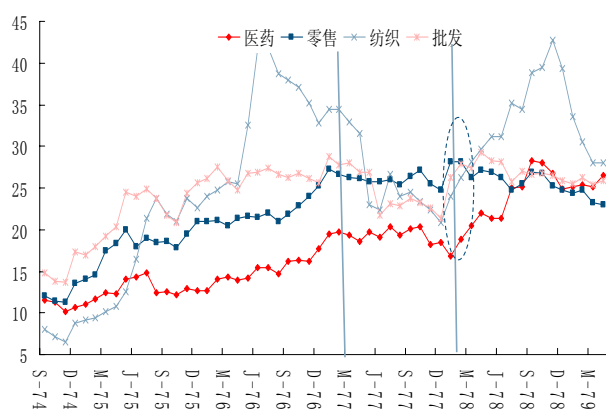


图 26：投资品行业在转换期表现良好



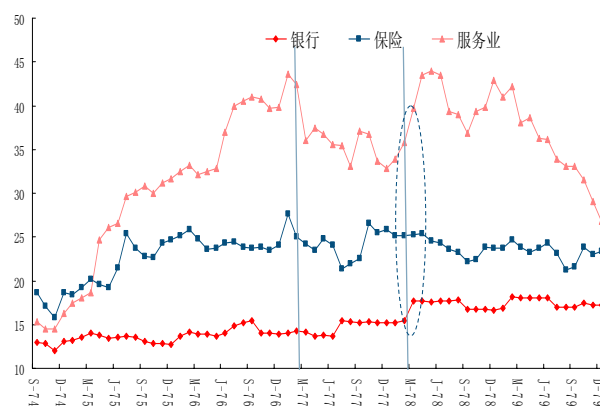
资料来源：中信建投研发部

图 27：消费类行业在转换期表现靠后



资料来源：中信建投研发部

图 28：金融服务行业在转换期表现分化



再看美国，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 78 年 1 月基本结束，二次去库存经历了 3 个季度。随后，美国经济也经历了一个季度的库存周期转换期，而随后则开始了一波 8 个季度的中周期繁荣。在 77 年二次去库存阶段，美国市场下跌 15.9%，就行业表现上来看，在二次去库存阶段，没有获得正收益的行业，跌幅较小的行业是公用事业、医疗器械、房地产、保险、硬件、电信、食品饮料，跌幅较大的行业是基础资源、媒体、化工、零售、汽车和零部件。而在随后的库存转换期市场出现了 9.4% 的反弹，表现较好的行业是旅游休闲、房地产、资本货物、保险、建筑材料，表现较差的行业是公用事业、硬件、生物医药、化工、石油天然气、食品饮料。可以看出，在二次去库存阶段，投资品行业受到较大冲击，而防御类行业表现较好，在随后的库存转换期，行业表现开始分化，部分投资品行业表现较好，而重化工行业则表现不佳。

图 29：美国二次去库存及库存转换阶段市场特征（77 年 1 月-78 年 5 月）



资料来源：中信建投研发部

从美日的经验来看，在二次去库存阶段终结之后，市场一般会迎来阶段性反弹，反弹的行业主要在于投资品行业和后续经济增长的主导行业。

5、二次去库存及库存重建阶段的市场特征：中国的图景

我们在上一节已经提及，2010 年底中国库存周期可能达到二次去库存的底部，如果伴随物价的下滑，那这个库存底部就是有效的。有效的根本含义在于两个方面：一是库存达到底部之后，将进入一个 1-2 个季度的混沌期，可能产生结构性变化；二是混沌期过后，从被动型库存周期向主导型库存周期的转化将是相对顺利的。

如果观察东亚金融危机之后，可以看出，在二次去库存达到底部之后，一个季度内库存周期就发生了顺利的转换，而且这个库存周期伴随的是中周期的投资繁荣进行的，中国经济又进入了一个中期的繁荣，直到 2007 年。可以说，东亚金融危机之后的库存周期底部是有效的。为此，我们继续根据中国在东亚金融危机之后的库存转换，结合美国库存周期的典型特征，来讨论中国库存转换的可能图景。

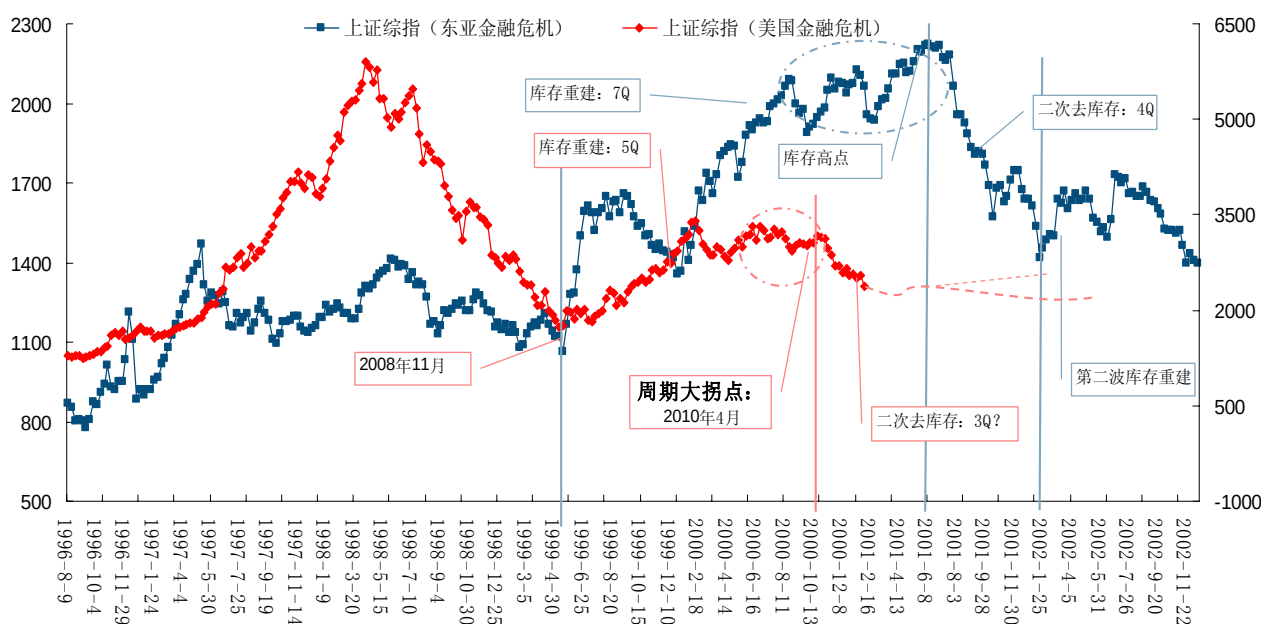
库存转化中的市场行情

让我们再回到东亚金融危机的讨论中，1999 年 3 月份 A 股市场到达东亚金融危机的底部，库存也在第二季度初期达到底部。随后是库存重建和二次去库存。我们发现，在库存重建阶段，股票市场的走势与库存周期演进基本吻合：首先是库存快速增长对应股市快速上涨，其次是库存被动回落对应股市下调；再次是库存回补对应股市上扬；最后在库存高点阶段，股市是一个震荡行情。

对应于近期的股票市场，基本也是演绎了库存周期的演进逻辑，同时与东亚金融危机也具有相似性。存在差异的地方是库存周期的长短，本轮库存周期在上升阶段和下降阶段都要比东亚金融危机的短。在二次去库存阶段，股市也是跟随总需求变化的，在二次去库存的价格去库存阶段，资本品的价格下跌十分明显，东亚金融危机后的二次去库存也是这个逻辑。我们认为，2010 年 2 季度 A 股市场的走势正在演绎二次去库存的价格去库存阶段。随后，经过相对激烈的价格去库存之后，将会是数量去库存，市场调整的幅度相对要小。



图 30：东亚金融危机和次贷危机下的股市对比



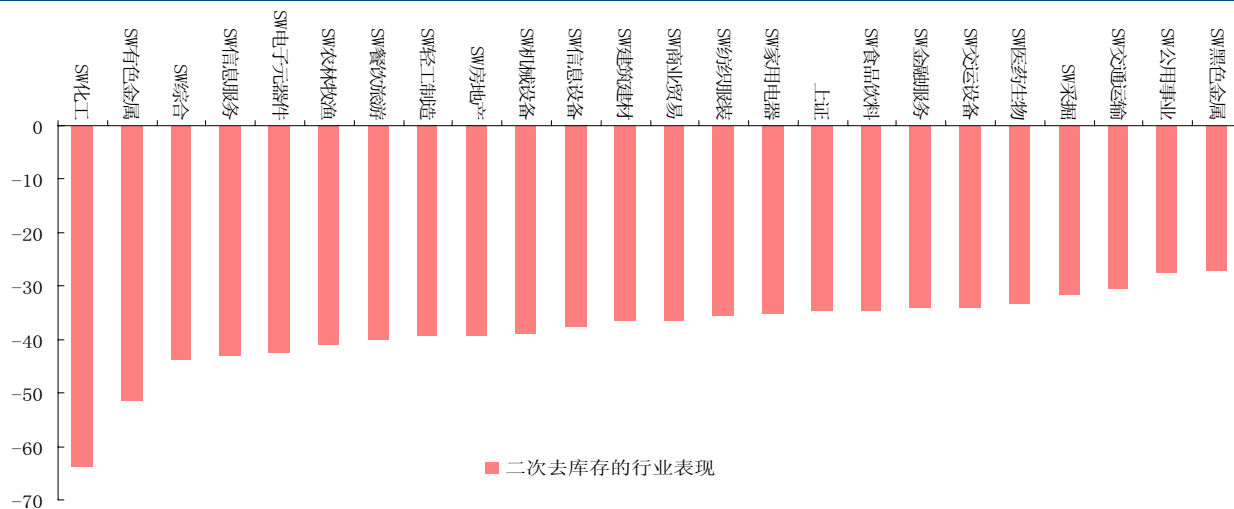
资料来源：CEIC，中信建投研发部

库存转换中的市场结构

在对美国的库存周期转换的考察中，我们已经发现，投资品行业的库存重建要早于消费品，尤其是那些新增长源的投资品、半投资品行业的库存重建对需求的变化更加敏感，对库存的重建更早反应。如果说，市场存在一个反弹，而且是结构性的话，讨论市场结构演进就十分有意义。

我们再次借鉴东亚金融危机之后的情况，将市场行业结构演进分为两个阶段：第一个阶段是二次去库存的行业演进结构；第二阶段是库存重建阶段的行业演进结构。

图 31：二次去库存阶段市场的行业表现



资料来源：Wind，中信建投研发部



在东亚金融危机之后的二次去库存阶段，中国股市是一个大幅下跌的过程。从行业结构中，大部分投资品行业是下跌更为明显的行业，比如化工、有色金属、信息服务、电子元器件、轻工制造、机械设备、信息设备和建筑建材等；而消费品行业表现出比较好的抗跌性，食品饮料、交运设备、医药生物、运输、公用事业等。库存周期与市场的演进规律是一致的。

而在库存重建阶段，理论上，投资品行业要率先反弹，而消费品则相对滞后。需求的变化会带来微观企业的变化，进而在股票市场的价格上会有所反应。为此，股票市场可能会反映库存的变化趋势。实际情况，也基本是符合我们的理论逻辑推理的。整体而言，投资品行业的反弹比消费品更加明显，比如轻工制造、房地产、机械设备、建筑建材、化工、有色金属等；而消费品行业则相对滞后，比如餐饮旅游、食品饮料、公共事业、家用电器等。

特别值得注意的是三个行业：黑色金属、房地产、交运设备。在二次去库存和库存重建阶段，钢铁行业下跌和上涨都是靠后的，这说明这个行业已经处在一个成熟期，其弹性是很小的，不受市场青睐；对于房地产和汽车行业，在下跌的过程中跌幅相对有限，而反弹时则成为领涨行业，我们认为，这与两个行业的发展前景相关。在二次去库存之后的主动型库存重建中，房地产行业 and 汽车行业的库存周期重建与其资本投资支出高潮的逼近相联系，进而成为主导的产业。

为此，我们可以得出简单的结论：投资品行业的下跌更快，反弹也更快，体现了其巨大的弹性；消费品行业则下跌滞后，反弹也滞后，幅度相对更低。在库存重建阶段，最好选择投资品行业，但是不是所有投资品行业都是反弹迅速且明显，比如钢铁、采掘等就相对疲态，我们认为应该选择投资品中靠近新增长动力的投资品行业，比如当时的房地产、汽车、轻工制造、机械设备等。

图 32：库存重建阶段的市场行业表现



资料来源：Wind，中信建投研发部

对于目前的市场状态，下跌过程的行业表现已经演绎并验证我们的逻辑。为此，我们认为，如果市场存在反弹的机会，那投资品行业中靠近经济增长动力的部门可能更受市场欢迎。由于目前经济体系中缺乏新的主导产业，为此我们认为金融危机前后的主导产业可能还是反弹的主力，另外所谓的新兴产业也会受布局式投资的重视，而重化工业及消费品行业的反弹可能相对滞后，特别是重化工业的反弹可能更加有限。



三、新起点的寻找与等待：短周期向中周期的过渡

1、新起点是市场的期待

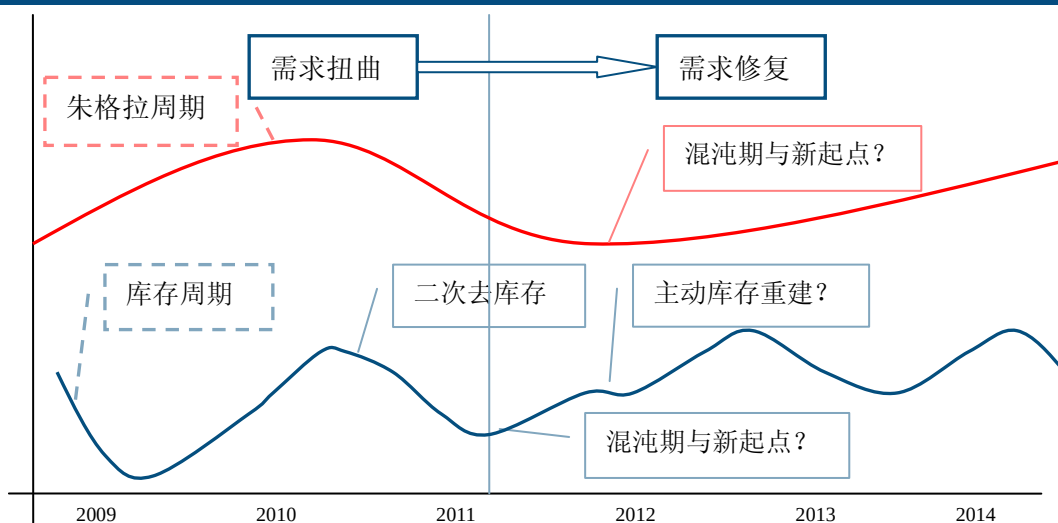
我们上面两个小节已经讨论了二次去库存的必然性、时间、行业演进、底部确认以及新一轮库存重建的转化时间、行业次序等。我们得出的结论是二次去库存的底部对于美国而言最早应该在 2010 年第四季度，投资品将会先于消费品达到库存的底部。按照库存演进的逻辑，投资品的库存重建也会快于消费品。而这个转换的时期（即混沌期）最短是 1 个季度，最长是 4 个季度，一般是 2 个季度。

根据以往的经验，在二次去库存之后，向新一轮库存周期转换的过程中，往往会伴随朱格拉中周期的阶段性变化，一般是经历新一轮资本投资增长。我们知道，在现实的经济中，存在着长、中、短周期的多个振动，各个周期的长度和波幅实际上远远比我们的观察要更加复杂而善变。当三个周期性力量无法演绎一个方向性走势的时候，那经济的形势就更加复杂混沌。

目前，市场正好处在这样一个迷惑时刻，市场处在一个二次去库存何时到底、何时向新一轮库存周期转换的焦虑之中。按照经济周期理论，在库存周期复苏之后，理应出现朱格拉中周期景气，从理论上讲，这符合经济周期理论的惯常经验。这样的思维和逻辑是符合心理特征和经济周期演绎的。即是“冬天来了，春天还有远吗”的一种期待和慰藉。

对中国而言，实际上，市场现在担心的并不在于所谓的短期二次去库存，二次去库存是否超预期只会决定市场指数下跌空间大小，而且市场已经在 2010 年第一季度就做出了实质性反应。目前市场最为焦虑的是随后的新起点是否会出现的问题。而这个新起点之所以“新”，有两个层面上的含义。第一，它是新一轮库存周期的新起点，这个库存周期是一个主动型的库存周期；第二，这个新是新一波资本投资周期的开始，这个周期也是一个主动型投资周期，投资的主体由政府转向私人部门。因此，这个新起点的到来，一方面决定于库存周期能否顺利转换，另一方面是取决于能否向新一波的投资周期迈进。而且，我们认为，第二个转变更加实质更加重要。

图 33：新起点的两层意义



资料来源：中信建投研发部



熊彼特在其著名的三周期模式研究中指出，在第一波经济刺激发生之后，一些市场预期相信能够受益于政策的拉动，但是，熊彼特指出，“从短期来看，这是一种欺骗性的自我实现理念”。这与我们之前提出的，经济刺激政策退出之时就是经济短周期波峰逆转之时是相通的。熊彼特认为，第一波的演进是“结构性”，是经济增长模式和经济结构的量变调整；而第二波则是延续第一波演化路径的自我质变调整，可能是增长路径的实质性调整。

在短周期的第二波，也就是我们之前提出的向新一轮库存周期的转换阶段，其经济现象特别是质量上比第一波要更加重要，因为这一波所覆盖的面更广，更加主动。据此引申，库存的重建可能是一个“反弹”，而新一轮投资周期代表的是可能的“反转”。

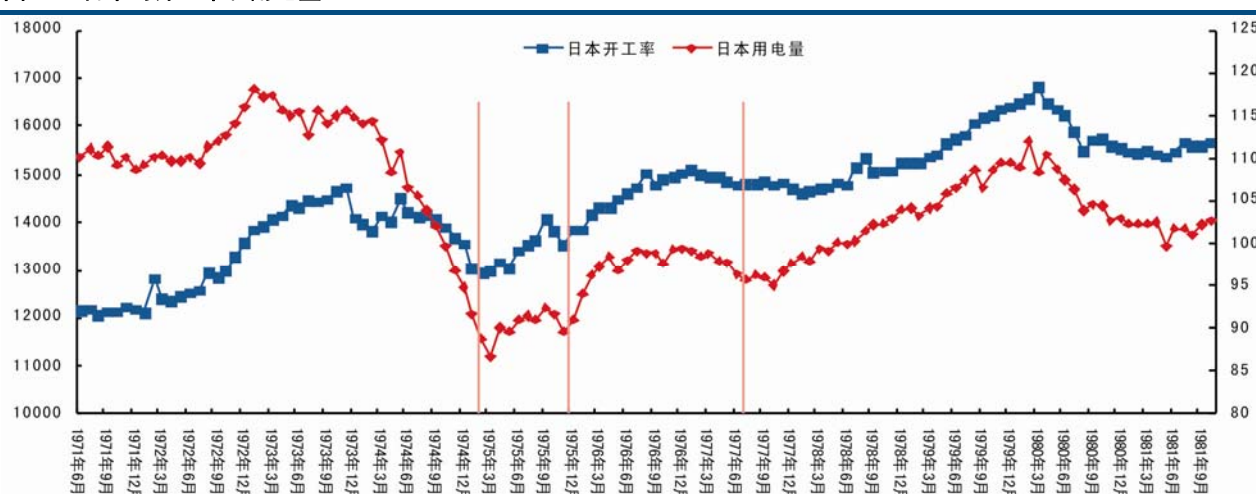
2、寻找新起点下的投资视角：美国的经验

从总需求的分析框架中，第一轮库存周期实际上是一个总需求结构扭曲的阶段，因为在实际冲击和政府政策两个方向相反的因素的作用下，价格体系是紊乱的，使得私人部门和消费者无法对投资和消费做出合理的判断，因此政府政策尤其是公共投资可能显得非常的重要，也是拉动被动型库存上升的主要动力。而在二次去库存之后，价格已经下跌，并向真实的需求水平回归，需求的结构得以修正，需求如果能回升的话，那投资也就能对此做出科学的反应，往往伴随的是新增投资的增长和产能的恢复甚至扩张。

我们在《大拐点之后的经济景象》已经分析到，美国和日本在第一次石油危机之后的二次去库存之后，都顺利地向新一轮增长转换，美国经历了 8 个季度的中期繁荣，而日本则经历了 10 个季度的高速增长。

之所以日本在二次库存之后的经济增长更为靓丽，我们认为与当时日本所处的发展阶段是相关的。工业化进程来考察，一般而言，一个国家完成工业化需要大概 30-40 年的时间，在过程中可以分为若干个阶段。根据罗斯托的《经济增长的阶段》，我们将工业化进程分为工业化起飞准备、起飞阶段、走向成熟和大众消费阶段。日本 1956 年就完成了工业化准备阶段，从 1956 年进入工业化起飞阶段，从 1965 年左右从工业化起飞阶段向成熟期转变，在 70 年代中期基本完成工业化成熟期，并向大众消费时代迈进，这个过程仍然是投资强化的阶段，不过日本的投资结构在这个阶段发生了实质性转变。

图 34：日本的开工率和用电量



资料来源：CEIC，中信建投研发部

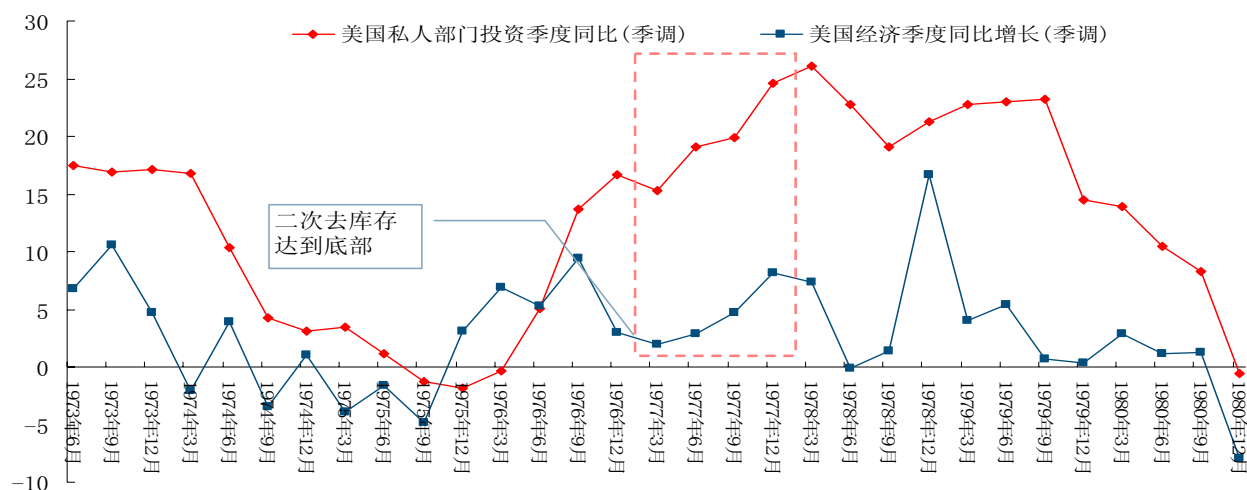


投资是库存重建和经济新一轮增长的主导力量

1976 年第四季度至 1977 年第一季度在第一次石油危机之后，美国库存周期达到了被动库存周期的二次去库存的底部。按周期理论和历史经验的表征，此时经济应该回归到原有的增长轨迹中，需求水平也向真实需求水平回归。在经济向原有轨迹的回归中，在不同经济体中有不同的特征，但是一般都是一个投资推动的增长。如果说，被动库存周期阶段的投资增长主要是政府政策的结果，主动库存周期阶段的投资调整主要是私人部门对需求水平和需求结构变动的主动调节。

在 1977 年第一季度，美国经济大致落后库存一个季度之后达到底部，随后稳步上升 4 个季度左右。从我们对当时美国经济增长和投资变化关系看，主要有三个特征：一是美国投资增长率同比超过 15%，最高达到了 27%，说明当时的投资增速是非常高的；二是 1976 年之后，投资增长率远远高于经济增长率，即投资对经济增长的贡献率大幅提高；三是 1977 年第一季度之后的四个季度投资增长率与经济增长率具有稳定的正相关关系，说明当时的私人投资是有效的投资。

图 35：二次去库存之后的经济增长与投资增速

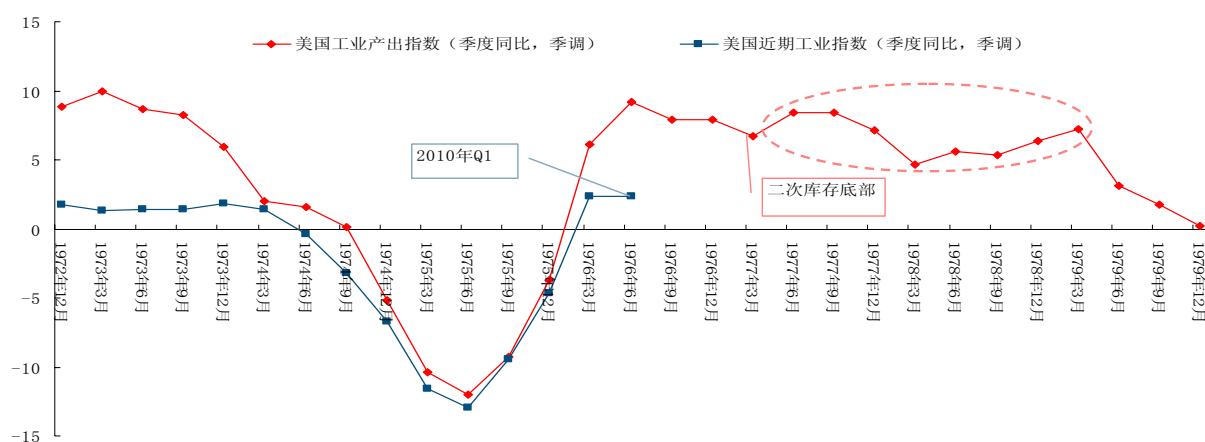


资料来源：CEIC，中信建投研发部

如果我们再从工业产出的角度来考察，我们发现在二次去库存之后一个季度左右，工业产出指数也跟随投资和库存重建明显上升，并且持续了较长时间的高速增长，经过季节调整之后当时美国工业产出指数季度同比增速平均仍然超过 5%。

不过，我们同时还发现，在美国 70 年代二次去库存的过程中，不管是投资，还是工业产出，其变化的程度都不是特别大，也就是说二次去库存在当时是一个自然回落过程，对实体经济的冲击虽然明显，但程度相对有限。

图 36：二次去库存之后的美国工业产出指数



资料来源：CEIC，中信建投研发部

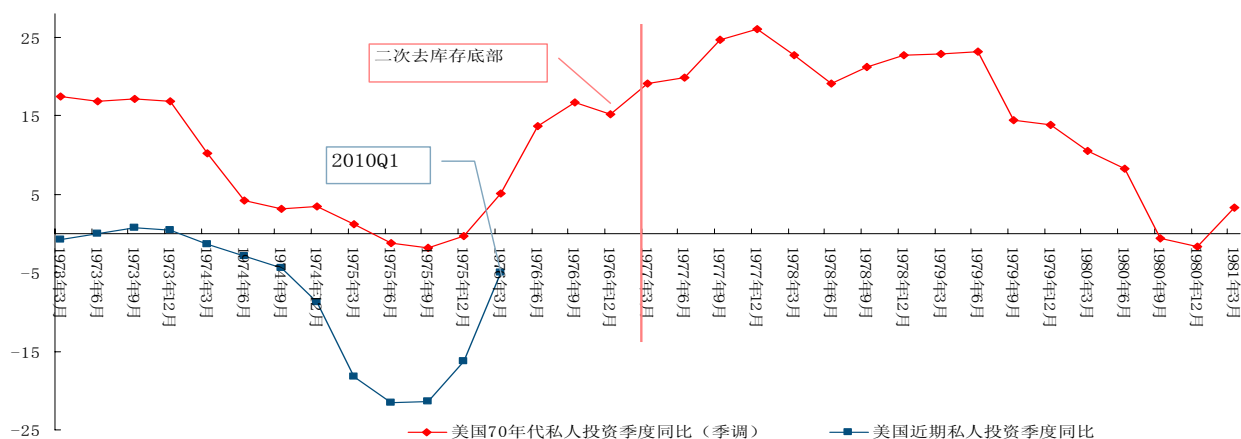
新一轮资本性支出周期中的投资增长

理论上，从一个被动型库存周期向主动型库存周期的转换中，投资将是最重要的推动力之一，尤其是私人部门的投资。我们也希望从中观的角度出发，讨论在库存转换中的投资结构。我们知道，存货周期是一个短周期，而投资是一个资本性支出周期，存货周期对经济的影响是实质性的，但是比较起资本投资而言，尤其是主动型资本投资而言，库存的重要性就要下降。这也是第二波库存周期相对不受重视的根本原因。

一般而言，当第一波被动型库存周期结束的阶段，就有一个关键性指标发生缓慢但明显的变化，即产能利用率已经逐步提高。当二次去库存的价格和数量去库存都接近尾声的阶段（一般价格去库存更早达到尾声），需求开始发生结构性变化，微观企业在现有产能提高之后，开始将更多投资用于研发和开发新的产能。

如果很多行业的大部分企业都发生这样的情况，那新一轮资本性投资浪潮就将产生，甚至会促发资本性支出加速器，使得资本性投资进入一个自我强化的机制。但是，值得强调的是，新一轮资本投资浪潮和资本性支出加速器是否产生并非必然。

图 37：二次去库存之后的投资增长



资料来源：CEIC，中信建投研发部

投资结构：产能的视角

对于美国，我们本来想通过观察美国私人投资的行业演进，进而分析其投资水平及投资结构。但是，由于行业投资数据的缺乏，我们采用产能利用率来分析美国的投资结构问题。理论上，第二波库存周期的重启，主动型库存周期可能是与朱格拉周期的投资支出趋势相一致，投资品和半投资品行业可能具有更好的增长动力，因为在价格回落之后的需求增长促进下，投资品和半投资品更加敏感；而消费品则可能相对缺乏投资动力，因为消费品的弹性相对较小。

但是，对于市场而言，更重要的不是投资的增长速度和规模大小，而是投资的结构。因为在资本支出周期的转换中，实际上更是一个经济结构调整甚至经济增长模式转换的过程，为此这对于单纯的库存周期起伏来说更有意义，而更加重要。当然，如果这个资本支出周期只是一般性的经济结构应对冲击之后的自我修复，而非重大调整，那可能就不是一个有效率的投资周期。真正有效的投资周期，一方面是能满足新的需求，包括填补需求结构中的空白；二是能激发新的需求水平。对于第二问题，实际上是萨伊的供给理论学派的观点，对于我们接受过凯恩斯及需求管理的理论熏陶而言，是比较难以接受的。

从我们对 70 年代的观察看，在新一轮资本性支出周期中，各个行业的产能利用率是存在差异的。典型的资本品行业，煤炭、钢铁、有色、石化、化工等行业，在二次去库存之后的主动型库存周期中的产能利用率并非持续向上，而是存在起伏甚至是下跌，这说明库存重建中的资本品先行并不是特别符合 70 年代的经济运行特征。但是，我们同时观测到建筑建材、机械设备、电气设备、仪器设备以及计算机、通讯和半导体行业的产能利用率是持续提高的，这说明这些行业的下游需求是不断强化的，不过这些行业理论上属于投资品，它就符合第二波主动型库存周期资本品先行的特征。

同是资本品，但是在主动型库存周期中，也是在资本支出周期中，表现出不同的演进特征。我们将观察的重点放回到上世纪 70 年代的美国经济结构中来，当时美国经济已经是一个大众消费时代，重化工业作为工业化的主要动力，在大众消费时代的贡献已经大幅下降；而仪器设备、电气、机械等资本品行业表现较好，这可能与当时美国工业体系走向现代化的趋势相关；建筑建材产能不断扩大，可能与当时美国房地产行业迅速发展并成为主导产业之一相关。对于计算机、通讯和半导体行业，具有两个特征：一是产能利用率偏低，二是产能利用率持续增长，涨幅居前，这可能反映了该行业正好处在“新兴”阶段。为此，我们认为，在主动型库存周期和资本支出周期中，紧靠当时经济增长的动力源的行业才是真正受益的行业，也是具有内生性增长动力的行业。

图 38：库存重建中的产能利用率

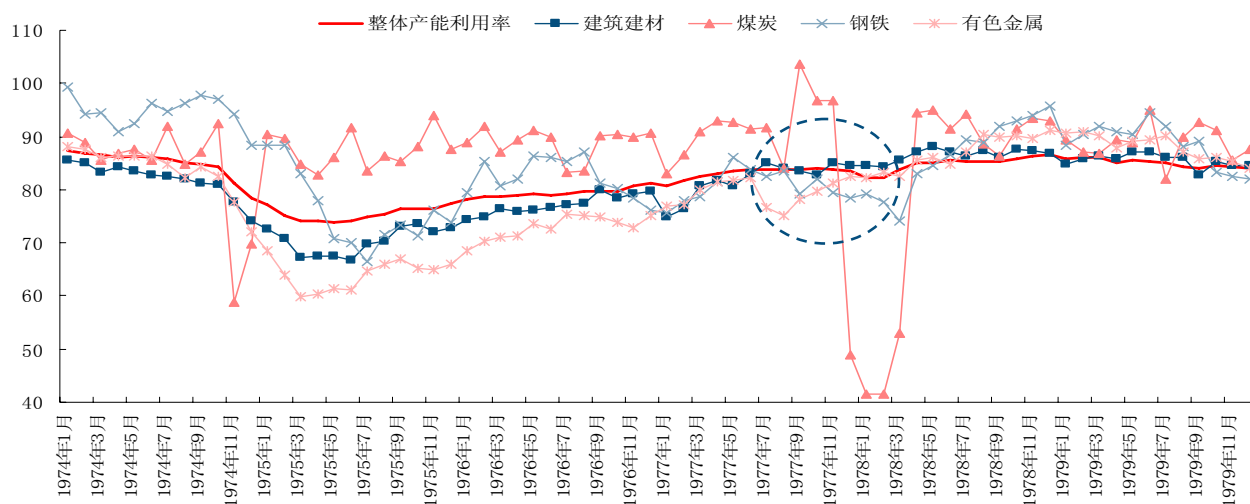


资料来源：CEIC，中信建投研发部



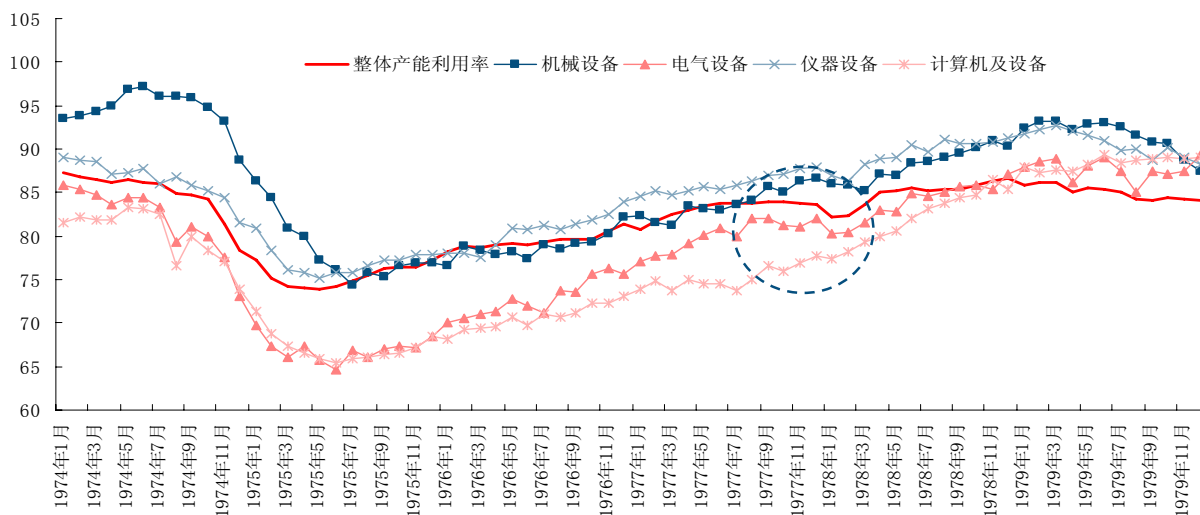
对于投资品和消费品的投资结构方面，1977 年美国第二波库存周期重启之后，投资品的是处在领先的地位，而消费品滞后，其产能利用率基本是在经济整体的产能利用率之下。如果从相对更长的时间维度来考察，资本品行业产能利用率相对更高的趋势更加明显。不过，仍然是紧跟增长动力源所在的行业的产能利用率增长较为明显。

图 39：库存重建中的产能利用率之一



资料来源：CEIC，中信建投研发部

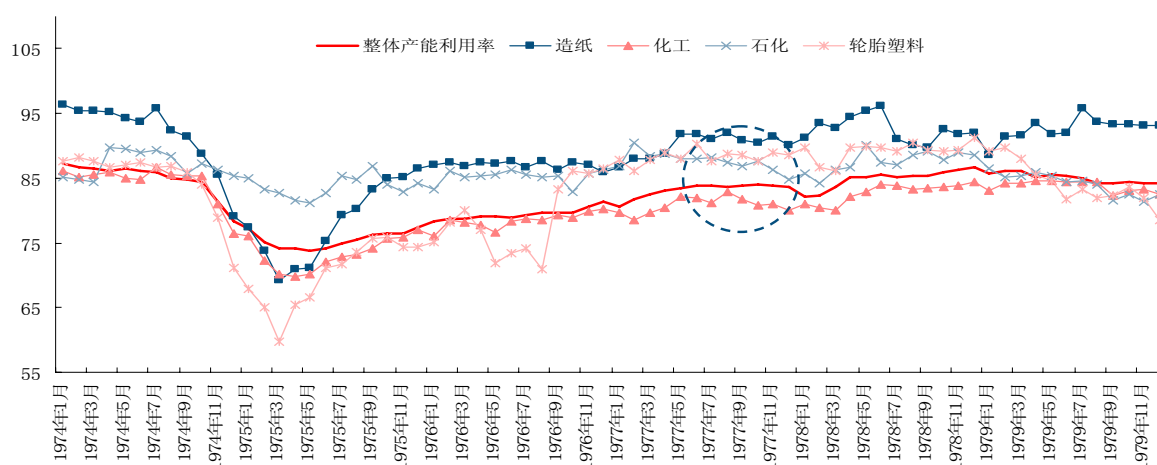
图 40：库存重建中的产能利用率之二



资料来源：CEIC，中信建投研发部

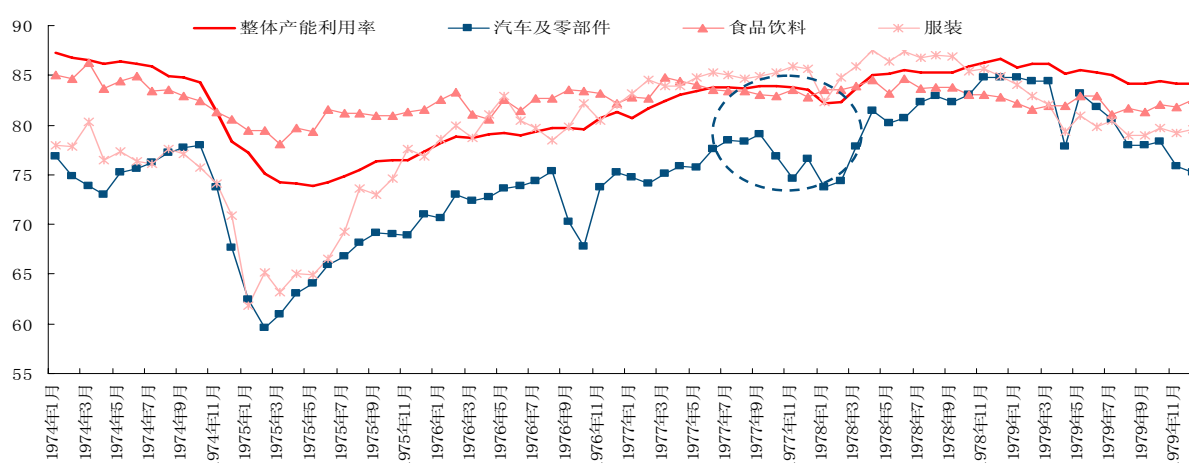


图 41：库存重建中的产能利用率之三



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 42：库存重建中的产能利用率之四



资料来源：CEIC，中信建投研发部

3、主导产业的变化

我们从上一个小节行业产能利用率的变化和结构可以看出，投资品的产能利用率相对更高，但是投资品行业产能利用率是具有内在区别的。可以看到，煤炭、有色、钢铁、石化等典型的传统投资品行业的产能利用率较高，但是其产能利用率的增长空间不大，大部分行业甚至在未来一段时间内出现产能利用率下跌的趋势，石化、钢铁、有色等更为明显。而机械设备、电气、电器、仪器和计算机、通讯及电子等行业的产能利用率不断走高，增长明显，其与整体产能利用率的“剪刀差”不断扩大，到1978年之后，机械、仪器等行业产能利用率接近100%。在产能利用率相对较低的消费品行业，我们可以观察到，汽车的产能利用率增长极为迅速，而食品饮料一直维持在82%左右的水平。

我们认为，不同行业产能利用率的变化水平和结构差异主要反映了实体经济的变化，更为深层次的是经济结构和经济增长动力的变化，即是主导产业的变化。



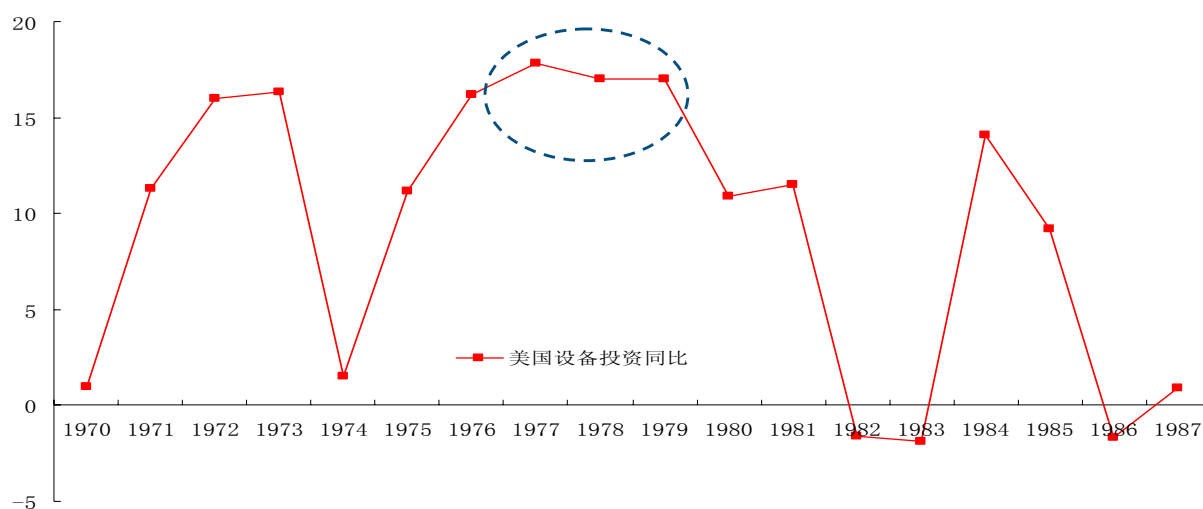
如果我们借用马克思的理论，到 70 年代，发达经济体已经进入了国家垄断资本主义，尤其是 70 年代中期之后，美国经济结构和产业布局方面就存在着巨大的调整压力，特别是传统的主导产业（重化工业和部分重要服务业）的垄断已经成为经济增长的重要制约。

陈宝森（1985）在《美国经济与政府政策》一书中，通过分析从罗斯福到里根的美国经济演进和政府政策来讨论美国的经济结构和政策变化。在对 70 年代的垄断资本主义的评论中，该书指出，供求关系通过利润规律似的各个产业之间的比例关系及其变化产生了自发形成的模式，但是当时的经济结构存在重大问题：一是垄断部门与非垄断部门的矛盾；二是垄断资本与大众消费的冲突；三是基础设施滞后；四是国内市场规模有限；五是新老产业失衡。

美国政府致力于解决这些矛盾的政策运用，使得美国产业结构的重心从以前的钢铁、化工、石油、铁路等重化工业向高端制造业、高速交通网、电报电话和金融地产等新主导产业转变。特别是，非住宅类的固定资产投资贡献最为明显。

上文我们提及，1976 年年底-1977 年年初是石油冲击之后，美国二次去库存的底部，是被动库存周期向主动库存周期的转折点，而这个库存重启周期是一个主动型，是一个私人投资开始出现结构性增长的重要阶段。在这个阶段，设备投资成为增长的重要推动力，这反映了美国经济结构中技术运用和现代化升级的技术效应，是一个以投资带动的技术漫化和现代化的进程。

图 43：库存重建中的设备投资增速远快于 GDP 增长



资料来源：《总统经济报告》，1987 年，转引自陈宝森（1985），中信建投研发部

由于我们缺乏美国私人投资分行业的时间序列数据，我们无法从中观层面观察行业的演进。作为一个替代，我们从各行业的就业数据来对行业的投资和增长做出一个定性的判断。可以看出，制造业就业人数占比下滑 4 个百分点，这不是制造业萎缩的表现，因为这个阶段美国工业产出出现了较好的增长，就业人数占比下降更多的是反映“机器代替人”的深化，即技术应用和漫化的效果十分突出。

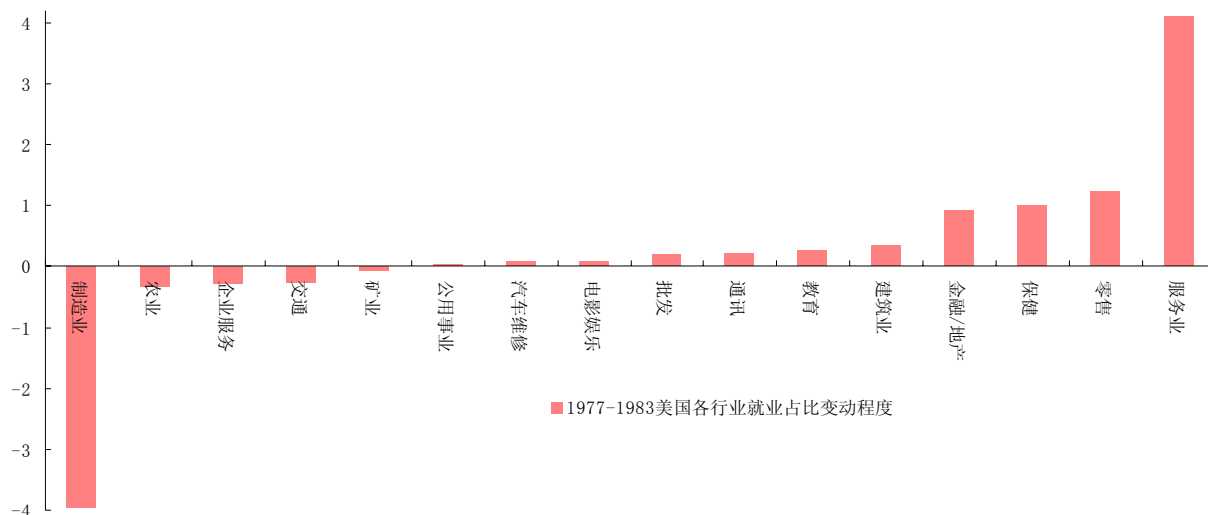
制造业的就业人数减少正好体现在服务业就业人数的增加上。在服务业内部，在就业人数增长较多的行业中，零售业具有劳动力密集型的特性之外，医疗保健、金融地产、建筑业和通讯行业等都是美国的新兴产业。为此，从就业角度出发，可以看出美国在 1977 年之后至 1983 年，也就是库存重建周期，其行业演进是具有新



旧主导产业更替的重大特征。

美国行业在库存重建周期和新一轮资本支出周期的演进特征，印证了主动型库存周期具有潜在的经济结构和增长模式，美国在当时也是从制造业向服务业转型、从传统制造业向新型高端制造业升级的过程，而新兴的房地产、医疗保健、建筑、通讯等行业重要性不断提高。

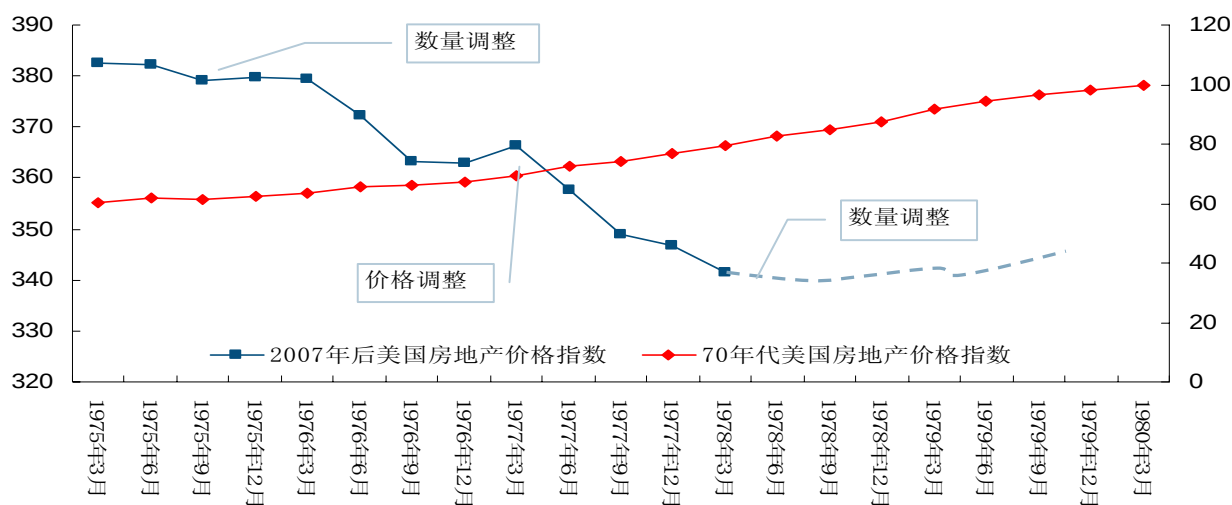
图 44：库存重建中各行业就业情况的变化



资料来源：陈宝森（1985），中信建投研发部

值得注意的是，美国房地产市场在 70 年代开始迅速发展起来，价格呈现单边上涨行情，甚至在石油冲击的条件下仍然没有出现大幅度的调整，日益成为一个主导产业。这个阶段的房地产市场，是一个与城市化深化相伴，用于满足住房需求的阶段，刚性需求较强，维系了其价格的长期上涨。

图 45：美国房地产市场状况



资料来源：CEIC，中信建投研发部



4、新起点需要一个较长的等待过程

上面几个小部分，给我们描述了未来新起点的演进，但是那是未来的可能图景，而非现在的经济现实。从目前看，在固定资产投资领域应该存在新的经济增长点，市场对固定资产投资的预期是下降而不是上升，对周期性行业的态度是抛弃，所以，至少现在看来，市场本质上还没有中周期景气的预期。如果把主动型库存周期放在长波的康波周期下，经济本质上仍然是一种萧条特征，那市场可能还是一个弱势格局，将与 70 年代的美国股票市场相似。

按我们的观点，市场对投资的回落反映的是对投资被刺激所透支之后的一种中期预期，目前市场是对以房地产产业链为核心的基建类投资周期性行业的抛弃实际上是一种中枢下移的预期，这种投资中枢会下移的反应显然是正确的，只不过，当新的投资中枢确立之后，投资一样会存在波动，美国这样的成熟经济体一样会有中周期的繁荣，所以，中周期景气理论上会存在，但其核心驱动力和出现的时间才对市场更有意义。

如果理论上确认中周期繁荣的存在，其核心的驱动力也就是所谓的新的增长点在哪里。这正是我们上面为何从投资的视角来寻找新起点的根本原因。在这个问题上，市场对战略新兴产业的投资也反映的是一种中期转型预期，而不是一种周期繁荣的预期。在经济周期理论中，从不可能把某项独立的技术作为中周期拉动的标志，技术创新是个典型的长周期问题，所以，某些技术扩散或者组织创新和模式创新可以通过拉动传统产业的改造而引致中周期繁荣，因此，这一点如果与固定资产投资的逻辑相结合的话，**对未来增长点的寻找还是要集中于更切实际的传统产业升级和消费升级。如果未来会出现中周期景气，大概率事件其拉动力来自于设备投资领域，这就是基于劳动力替代的典型产业升级。**

为此，我们认为这种新的起点不会立即出现。在我们看来，即便是在今年年末附近出现二次去库存的低点，在 2011 年上半年也不会出现基于新增长点的经济景气，因为在新起点出现的时候，经济本身都是一种模糊的状态，其最初的启动动力也是基于价格下跌对需求的某种激发，或者是缓慢的升级及模式创新所形成的局部领域或者局部公司的增长，这些都可能是未来系统的一部分，但在 2011 年前能见到这个系统性逻辑的实现的可能性是有限的。

按经济周期的惯常经验，在库存周期回落后，经历较长的混沌模糊期是正常的情况，对这一点还是要有充分的准备。当然，在这个模糊地过程中也并非无线索可循，至少在二次去库存过后，新的起点的开始仍然是一个库存周期，任何一个新的起点本质上来讲都是被动的供需规律的结果。

总之，对于市场所期待的新起点问题，我们还是把它分为两个角度来看待，即不能把中周期景气等同于经济转型，中周期景气是经济转型的一个片段，这个片段可能会体现出经济转型的方向，但是，他也有自身的独立特征，所以，对于资本市场而言，在 2013 年之前，研究清楚在转型背景下的中周期景气才是问题的核心。

在我们看来，大拐点之后的理性预期自然是新起点，但这个新起点实在是一个漫长的转换过程，所以，任何的轻言底部都是过渡轻视了大拐点的质变过程，而过度高估了新起点的到来时刻。所以，**在整个今年的后半期，我们认为都基本不存在系统性的上升机会；当然，处在一个混沌的转换期，超预期的系统性下降风险可能也是不存在的。**而上述所讨论的新起点问题，实际上并非是为了当前的投资。我们认为，目前再关注短期问题已经缺乏基本的现实意义，现在需要的是为了两个大转换之后的经济进行布局，而本文就是尽量从理论上找出布局的方向。再次强调，这是一种布局式的投资，存在的是一种可能，而非必然。



四、投资策略：遥望与守拙

1、市场：非系统性机会下的结构性反弹

当前市场和经济已经完全运行在这个大拐点之后的景象中，中国经济的远期方向已经成为共识，按照此共识形成的投资策略，分歧只在于对中国经济转型能否成功和何时成功的层面，一类是预期经济转型成功后的景象，反应在市场投资策略上就是追逐新兴产业；另一类则看淡中国经济转型的可能性，这意味着旧有经济发展模式的崩溃的同时，新经济模式的无法建立，资本市场的上升动力消失，步入长期低迷，两者在实质上都是忽视中国经济中周期波动的存在，是典型的省略过程直奔结果思维模式的体现。

按照我们对经济周期和市场周期的理解，对于中国经济能否转型成功，虽是众望所愿，大势所向，但确是下半年无法回答和兑现的，市场至多在转型政策强化期对这一远景做进一步预期，而更多的时间则反应这一过程的挑战和复杂性，那么基于无法形成一致预期的远景进行的投资实践，其现实效果将大打折扣。我们认为，“与其遥望，不如守拙”，下半年投资需要从更现实的基础出发。根据上文的分析，在新起点真正到来之前，必然要经历经济的二次去库存，和在二次去库存触底之后，迎来以投资品为主要特征的主动型库存重建。

但中国经济本轮的二次去库存不能仅仅按照简单的周期波动理解，因为在中国这样一个结构调整的元年，它所表征的是中国房地产去泡沫化的进程能否顺利展开，这也决定了中国经济转型阵痛时间的长短，虽然我们无法预估这一进程，但房价的下跌无疑是这一进程展开的重要条件，而随后的价格企稳和销量恢复才是二次去库存的真正结束。在此之后，表面上看，在价格跌下来后，需求开始启动，第二轮库存重建悄然开始，但是这轮库存周期却不同于危机后的第一个库存周期的演进规律，它透露的是资本性支出周期启动的萌芽，也许这一过程会很缓慢，但是显现出的信号却非常值得关注。

根据工业化理论，中国经济正步入由工业化起飞到工业化成熟阶段的过渡期，我们已经明确的指出了寻找成长的方向，但新的增长一定是在经济周期波动的过程中逐步形成的，而非一夜之间就完成了对旧有模式的抛弃，并建立起崭新的发展模式。因此，旧有模式中很多产业的长期发展前景依然看好，而有些行业则长期受到压制，典型的如房地产行业、重化工业。

回到市场层面，虽然整个经济下半年都处于一个二次去库存阶段，但市场由于其领先经济的特征，会提前经济触底，这个触底是对于经济上二次去库存和转型风险的集中反映，而随后的反弹却不是单纯意义上的第二轮库存周期的映射，因为，在第二轮库存重建中，政策的干预和价格的扭曲成分要小很多，也即是说波动不单反映了经济的增长问题，更多的是反映了经济的发展方向问题。因此，对于第二轮库存重建周期的考察，也是中期寻找中国成长线索的最好时间窗口，因此我们讨论的市场在第二轮库存重建下的反弹，并不是基于对旧有模式简单的重新青睐，也不是基于对政策放松的幻觉，而是基于旧有模式逐步向新模式前进下，周期波动中的必然性的把握。

如果 2010 年第三季度存在一个反弹，那这个反弹是否可以持续，决定了未来市场的走势。根据我们的逻辑和经验，这个反弹有较大概率是存在的，但持续性有限。之前我们分析了东亚金融危机之后的第二波库存重建阶段，股市是一个相对疲弱的状态，这仅是我们做出判断的一个历史参照，更主要的理由在于：其一，被动型库存周期向主动型库存周期的转换可能不会十分顺利，也就是说无法在短期内（一个季度）实现转换，这样一来，市场更多的是一次结构性的反弹；其二，库存短周期可能无法迅速向资本投资周期（中周期）转换，资本投资周期是一个更具内生性的周期动力，也是一个投资周期，在短期内，我们很难看到系统性的投资兴起。

2、配置策略：阶段模式的演绎

通过上面的论述，可以看到下半年我们面对的是一个非系统性机会下的阶段性投资选择问题，放在这样一个周期阶段，配置进入战略与战术综合运用的阶段。

在经历了上半年的下跌之后，A 股市场整体估值水平大幅下降，市盈率和市净率都低于历史平均水平，各个行业之间有所差异，大多数行业的市盈率水平都低于历史均值，反映出市场对于行业盈利能力下行风险的担忧，下游稳定增长类的行业市净率水平高于历史均值，反映出市场对该类行业的潜在盈利预期依然较高。

图 46：A 股历史市盈率比较

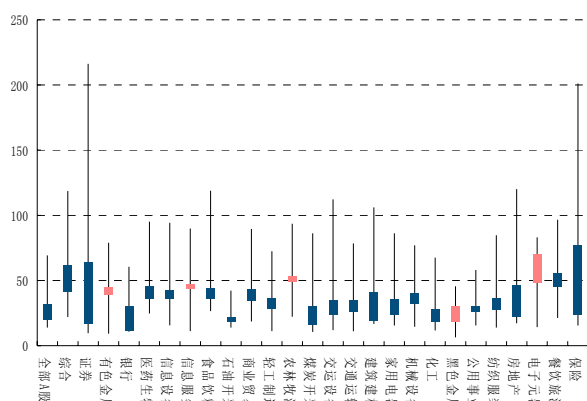
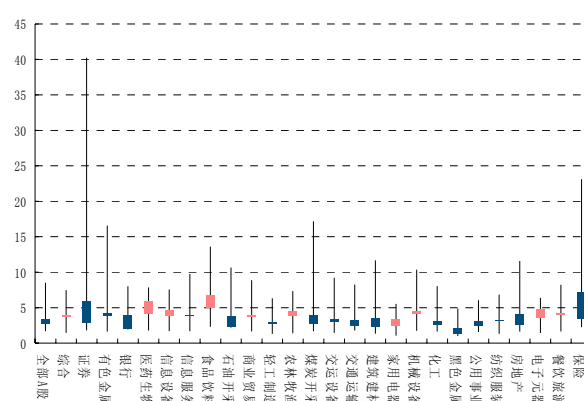


图 47：A 股历史市净率比较



资料来源：中信建投研发部

结合估值水平，可以说当前市场已经较大程度上反映了经济回落的风险，但在行业结构上仍有时滞差异。我们认为，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，在阶段性滞胀和小周期衰退的预期下，市场整体风险仍然有待释放，对于经济波动更为敏感的小盘股群体将阶段性面临下行风险，就相对收益角度而言，估值压力较小的大盘股相对较好，在行业选择上，建议关注在二次去库存下，受影响较小的下游消费类行业如食品饮料、公用事业、交通运输等。在显性初期之后，各个行业的估值压力得到有效释放，行业选择的角度将重新回归基本面发展趋势上来。

进入三季度末左右，当 CPI 出现下降，尤其是房价出现下跌，中国经济的二次去库存进入数量去库存为主的阶段，市场将迎来阶段性底部，在被动型库存周期向主动型库存周期转换的预期下，投资品、半投资品行业中与经济增长动力相近的行业具有更好的机会，重点关注具备升级特征的机械设备、建筑建材、计算机、消费电子等，对于稳定增长类的医药、商业贸易等行业，长期增长趋势是良好的，但由于这些行业受二次去库存影响小，因此，在第二轮库存重建中，也难以享受短期需求改善的拉动效应。重化工业由于面临长期去产能压力和全球总需求收缩下的产品价格压力，机会相对有限。

在市场到达新均衡后，开始进入对中国经济中周期波动预期的布局式投资，但是需要指出的是不能把中周期景气等同于经济转型，中周期景气是经济转型的一个片段，这个片段可能会体现出经济转型的方向，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的发展起到非常关键的作用，与之相关的行业值得关注，而消费和服务行业既稳定增长又叠加转型方向预期，同样值得关注。



综合来看，我们进行行业选择的短期逻辑在于库存重建对行业需求的拉动，中期则在于这些行业在中国中周期波动中具备升级潜力和发展空间。例如，机械设备行业，当前的股价水平已经较大程度上反应了中国固定资产投资增速下降的预期，就短期来看，在下半年基建和保障房投资加快实施的情形下，机械设备行业将较早触底，并首先迎来预期改善的修复性反弹，而后的投资逻辑则转到行业的结构层面，在中国旧有的出口导向模式难以为继和刘易斯拐点效应逐步显现的情况下，基于机械代替人工的产业升级趋势是确定的，最早出现的是部分产业由于成本原因的转移和升级，这将在原有产业区域提高机械化水平，并提高落后地区的机械普及程度，同时，由新需求和国家政策推动的新兴产业的发展将带动中高端的机械设备的需求，这也为机械设备行业的转型和发展注入动力，典型的如高铁设备、智能电网设备、环保设备等。

对于我们低配的重化工类行业，主要在于此类行业盈利最佳的时点往往出现在复苏中后期和经济明显过热的阶段，而目前的经济现实却是在短周期上处于回落状态，并且，此类行业在中周期上则面临产能过剩的压力，一是因为近几年建设的项目陆续投产，二是长期需求形势前景模糊，当然随着国家转型战略的实施，新需求也在涌现，但该类行业中新型产能在整个行业的供给结构中比重较小，一时间还难以成为主导行业趋势的力量，典型的如化工行业，明显的表现出结构性分化的趋势，基础化工中的化肥、纯碱产能过剩明显，而新型的涉及环保和新能源类的化工子行业增速明显加快，反映在市场中就是基础化工目前估值水平在 20 倍之下，而新型化工则在 50 倍以上。

表 2：2010 年中期配置思路

时段	经济周期特征	市场预期	风格特征	战术选择	战略选择
三季度末之前	二次去库存的显性期，投资品价格下跌	阶段滞胀+小周期衰退	大盘股	防御为先，结构性估值压力释放	产业升级，低端消费和服务
	通胀和房价出现回落，二次去库存进入后半期	第二轮库存重建+中周期波动预期			
三季度末之后			中小盘股	投资品行业迎来阶段反弹，部分新兴产业值得关注	

资料来源：中信建投研发部

表 3：2010 年中期行业配置建议

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

资料来源：中信建投研发部



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。

郑联盛：中国社会科学院经济学硕士，策略分析师。主要从事宏观经济与市场趋势分析，在金融危机历史、货币政策传导与流动性变化、金融监管以及金融市场微观结构等有较为深入的研究。

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。

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

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

重要声明

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

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。