



2010.12.06

股市与存货周期

SIGNAL in Noise



张晗

021-38676675

zhanghan@gtjas.com

S0880209110648

本报告导读：

- 国际市场分析
- A股市场分析

摘要：

欧洲央行继续了3个月期限以下的流动性无限供应直到明年4月份，这样欧债危机第二轮的第二阶段，也就是银行体系和扩散担忧将告一段落，并且也标志着第二轮危机的缓解。从欧洲货币市场中美元的融资成本来看，通过利率互换融入美元的成本这两天大幅下降，这与美元的下跌是相互验证的。

昨夜公布的现房待完成销售大幅上升，远远超过市场预期，待完成指数领先于现房销售两个月，所以未来两个月美国房地产市场大幅改善的概率非常高。但就业市场复苏的动量现在却受到考验，可能在短期内形成无就业复苏，这样美元面临着两方面的牵引力平衡会发生倾斜，欧债危机第二轮缓和压低美元，美国经济复苏动量提升美元，但缺了就业，效果打折扣，所以，短期内略微看低美元。

目前国内CPI的上行暂时并没有伴随着PPI的上行，这与03年底和07年3季度有些类似。PPI受国外大宗商品影响较大，CRB商品指数大致上领先国内PPI有2个月，从目前大宗商品的价格来看，短期内PPI不应该有大幅上升的动力。目前市场对于通胀高点出现的时间开始出现分歧，这说明市场已经从之前对于通胀的分歧中转化出来了，但这一争议现在是无法解决的，也很难在目前达成一致。目前的市场应该是在信号出现之后再去调整预期，而不会提前。

对于稍长一些的库存周期研究，中国在2000年之后，历次产成品库存周期的底部相隔期限为38个月，价格的变化是一个极其重要的驱动力，并且一般会领先3-6个月。

从更细化的数据来看，PMI产成品库存的两次底部与工业企业产成品库存数据的底部一样，而PMI原材料库存底部的时间是05年7月和08年11月，提前产成品库存底部11个月左右。这样的规律是，去库存先去原材料库存，产成品库存还在被累积，然后再去产成品，加库存也是一样，不过是反向的，但是顶部特征不明显。

并且库存周期和上市公司业绩周期的相关性也非常强，基本上原材料库存周期的底部略微领先于业绩增速库存的底部至多一个季度。联系A股市场在05年3季度和08年4季度出现了市场底部，库存周期成为了判断战略性买点的一个重要线索。综合库存周期的时间测算，下一轮库存周期带来的战略性买点出现在明年2季度之后的概率是最大的。

SIGNAL in Noise 在周二的策略快评《市场短期风险何时变化》中建议投资者可以逐步开始战术性参与股票市场的反弹，现在看起来一些触发因素的效应正在累积，但市场的临界点还没到。这些变化的触发因素主要包括美国经济数据继续超市场预期地改善，欧洲央行延长流动性供应，国内通胀预期上升的动量停止。

欧洲央行主席特里谢的一席话表达出了其立场：Investors need to incorporate the determination of Europeans to preserve EMU。所以欧洲央行继续了 3 个月期限以下的流动性无限供应直到明年 4 月份，这样欧债危机第二轮的第二阶段，也就是银行体系和扩散担忧将告一段落，并且也标志着第二轮危机的缓解。西班牙最大的银行桑坦德银行在两个交易日上涨了 12%，这说明卖空投资者已经开始向欧洲央行屈膝，*SIGNAL in Noise* 因此而学习到了，当政府依然拥有财力的时候，不要在市场中持续与政府对抗。

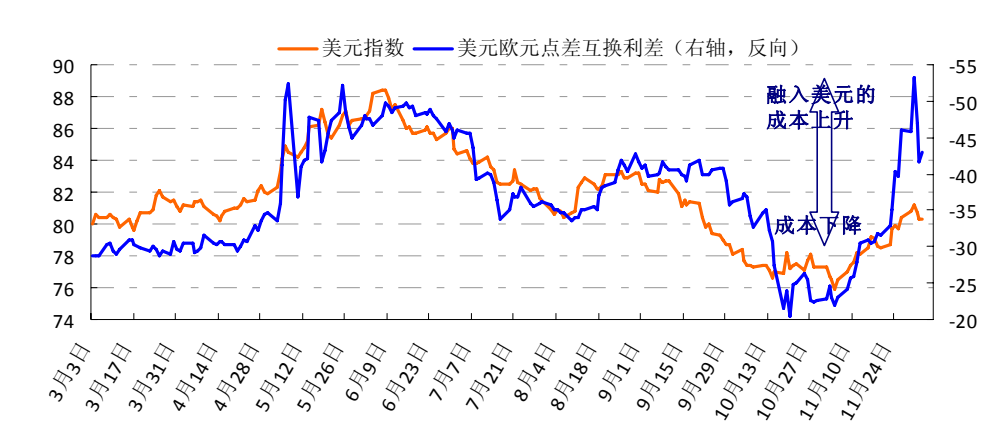
图 1 西班牙桑坦德银行大涨



数据来源：Bloomberg

现在 *SIGNAL in Noise* 还需要一些交叉信号来确认欧洲市场已经在缓解，从欧洲货币市场中美元的融资成本来看，通过利率互换融入美元的成本这两天大幅下降，这与美元的下跌是相互验证的。

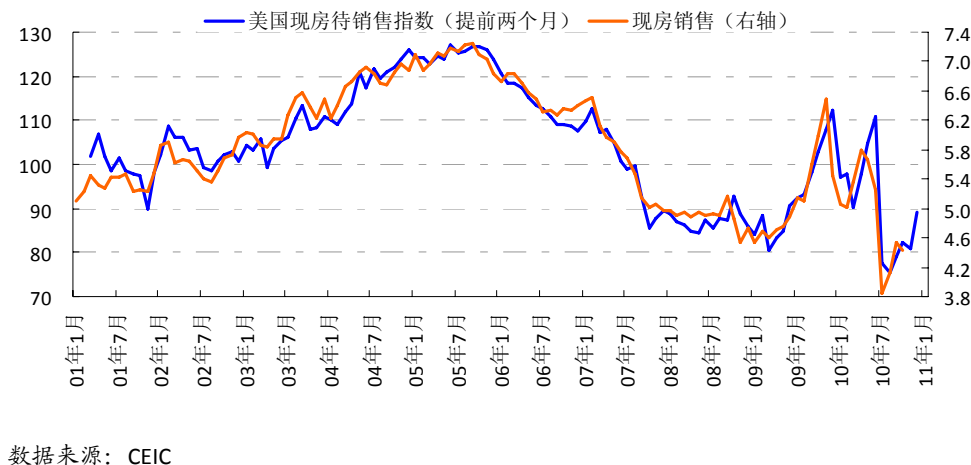
图 2 融入美元的成本下降



数据来源：Bloomberg

另一个触发因素在于美国经济数据的改善，10月份现房待完成销售大幅上升，远远超过市场预期，从2000年以来现房待销售指数与现房销售的数据分析来看，待完成指数领先于现房销售两个月，所以未来两个月美国房地产市场大幅改善的概率非常高。

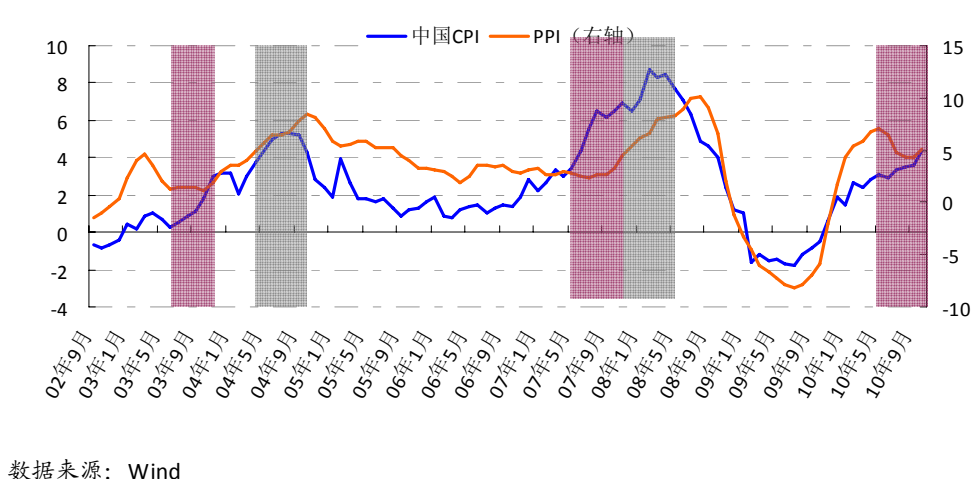
图3 美国房地产复苏动量



但是 *SIGNAL in Noise* 原本预测的美国就业市场改善的动量却在刚刚公布的11月就业数据中戛然而止，从各方面的数据来看，短期的无就业复苏可能性在上升，这样欧债危机第二轮缓和会压低美元，美国经济复苏动量提升美元，但缺了就业，提升的力度会大打折扣，所以，短期内 *SIGNAL in Noise* 看平美元观点会面临挑战，风险在于美元指数波动的下轨会比预期的80略有下移。

不过这两周商品价格并没有在美元上涨过程中而下跌，针对这一现象，*SIGNAL in Noise* 在历史走势中寻找一些蛛丝马迹，在04年2月底3月初的一两周内出现过类似的情形，当时投资者担忧美联储可能会紧缩导致美元上涨，但是经济数据很好，所以形成了商品价格的支撑。可能目前经济复苏的动量还是能够给商品市场一些支撑，但是在短期内 *SIGNAL in Noise* 认为商品价格不会再大幅上涨。

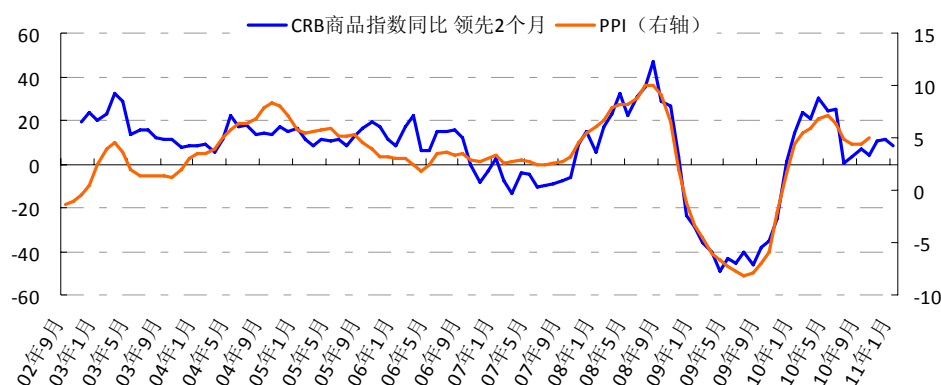
图4 这次通胀还没有 PPI 的配合



这对于国内的通胀至关重要，因为目前 CPI 的上行暂时并没有伴随着 PPI 的上行，这与 03 年底和 07 年 3 季度有些类似。如果 PPI 接下来没有很大的上升压力，通胀的担忧或许就会缓解一些，目前市场对于通胀高点出现的时间开始出现分歧，这说明市场已经从之前对于通胀的分歧中转化出来了，也就是说前一段时间市场很快在通胀上消除了分歧，造成了下跌。目前对于高点的分歧对短期市场的冲击应该是不大的，但是对明年市场的判断确实重要。

PPI 受国外大宗商品影响较大，CRB 商品指数大致上领先国内 PPI 有 2 个月，从目前大宗商品的价格来看，短期内 PPI 不应该有大幅上升的动力，如果明年大宗商品价格维持不变，PPI 的压力也不会很大，如果明年商品价格继续上涨，创下新高，因为目前一些主要商品都在一个几年的高位徘徊，那么 PPI 的压力就会凸显出来。不过在 SIGNAL in Noise 看来，对于明年通胀高点的争议现在是无法解决的，也很难在目前达成一致。

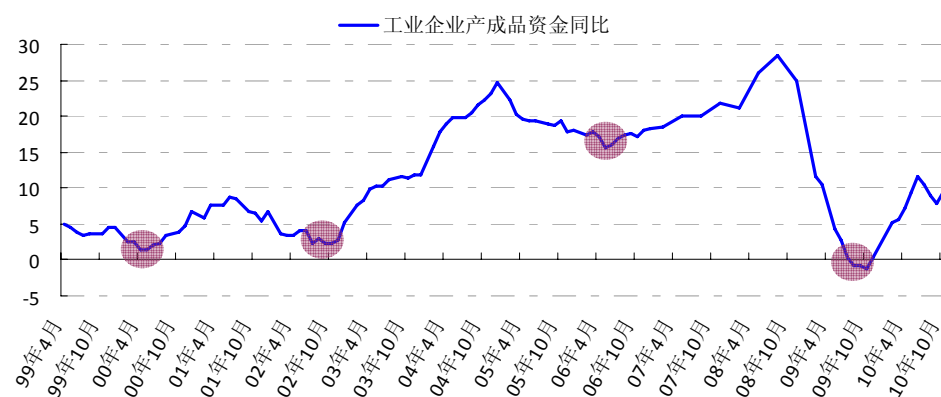
图 5 商品价格指数领先于 PPI



数据来源：Bloomberg

所以，目前的市场应该是在信号出现之后再去调整预期，而不会提前，这就让 SIGNAL in Noise 对短期市场的预判还需要等待时间的验证。

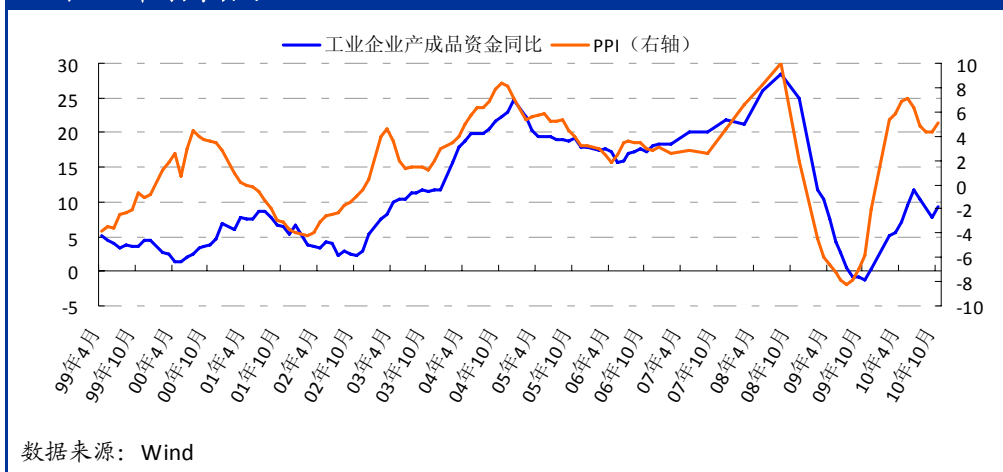
图 6 中国的库存周期



数据来源：Wind

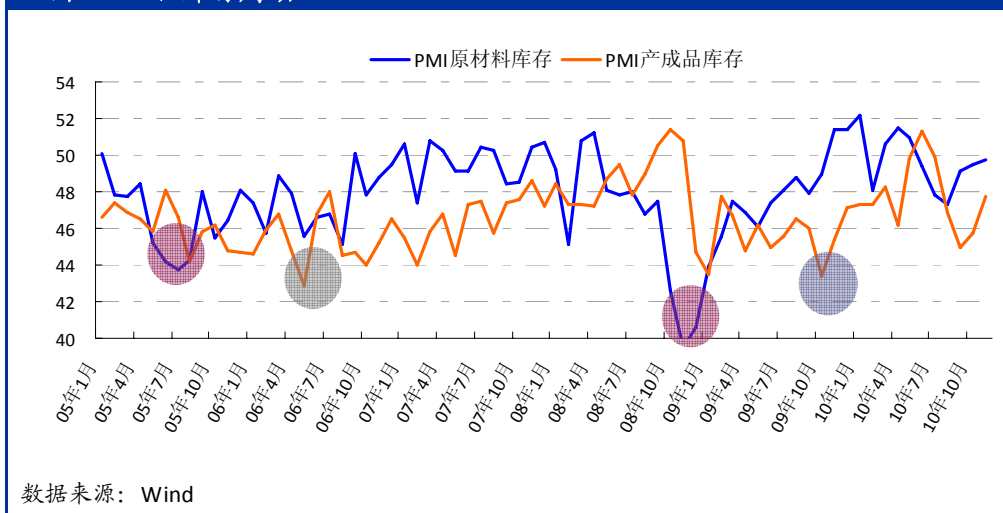
为了从短期市场的纠结中暂时摆脱出来, *SIGNAL in Noise* 接下来准备用几次周报的机会来研究经济周期和股市周期。本次就从库存周期开始, 美国库存周期背后的主导因素是消费, 但是在中国, 库存周期背后的因素却是投资与出口。观察中国的工业企业产成品资金所代表的库存周期, 就具有明显的周期性, 在 2000 年之后, 历次产成品库存周期的底部发生在 2000 年 5 月、02 年 10 月、06 年 5 月和 09 年 10 月, 平均底部相隔期限为 38 个月, 从 GDP 支出法的存货变动数据也能得到验证。

图 7 库存周期与 PPI



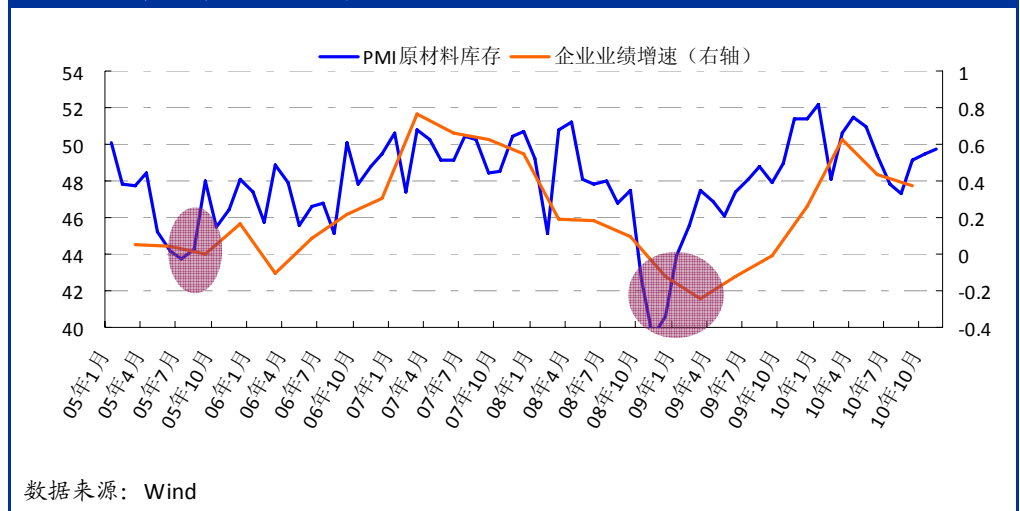
但库存周期的时间期限并不稳定, 所以需要找到其他库存周期的驱动因素, 价格的变化是一个极其重要的驱动力。从 02 年开始的库存周期顶部和底部都与 PPI 的周期密切重合, 而 06 年开始的库存周期也是如此, 并且一般会领先 3-6 个月。其他因素, 诸如货币从理论上讲也非常重要, 但从数据上来看, 并不明显。从更细化的数据来看, PMI 产成品库存的两次底部与工业企业产成品库存数据的底部一样, 而 PMI 原材料库存底部的时间是 05 年 7 月和 08 年 11 月, 提前产成品库存底部 11 个月左右。这样的规律是, 去库存先去原材料库存, 产成品库存还在被累积, 然后再去产成品, 加库存也是一样, 不过是反向的, 但是顶部特征不明显。

图 8 细化库存周期



库存周期和上市公司业绩周期的相关性也非常强，基本上原材料库存周期的底部略微领先于业绩增速库存的底部至多一个季度。由于 PMI 数据从 05 年开始，对于 02 年周期底部可以做一个近似计算，02 年产成品库存底部是 02 年 10 月，估计原材料库存底部是 01 年 12 月左右，而从工业企业利润增速来看，底部是 02 年 2 月，这样我们大致从时间上找到了库存周期与业绩周期的时间特征。

图 9 库存周期与业绩周期



并且，联系 A 股市场在 05 年 3 季度和 08 年 4 季度出现了市场底部，库存周期成为了判断战略性买点的一个重要线索。不过，现在要判断下一次库存周期底部的时间还是相当困难，如果按照 38 个月的周期来看，产成品库存周期的底部会发生在 12 年底，对应的原材料库存底部发生在 12 年初，这样战略性买点就发生在 11 年底至 12 年初。但如果考虑 PPI 上升的压力不会那么大，通胀不出现 04 年和 08 年那样的特征，这一轮库存累积就会缓和一些，库存周期就会被缩短，这样 11 年中期左右就可能会出现战略性的买点，那么会不会提前呢，现在看来，在 CPI 出现高点之前，库存周期不会见顶，如果按照市场对 CPI 顶部最早的预期明年 1 季度，那么产成品库存周期顶部应该出现在 2 季度，一般库存下降周期为一年多，这样最早产成品周期的底部也应该在 12 年 2 季度，对应的原材料库存周期底部就在 11 年 2 季度，所以，一轮周期的战略性买点出现在明年 2 季度之后的概率是最大的。

国泰君安策略产品系列

全球策略周报

SIGNAL in Noise

定位于洞察与辨别
影响全球资产配置
的主要变量



酷图与思考

定位于从多种角度
观察宏观经济与市
场背景

A 股季度策略

定位于为 A 股市场
趋势、投资主题和行
业配置提供远见



A 股伐谋周刊

定位于寻找短期交
易性机会

策略专题系列

定位于宏观经济和
证券市场某一面的
最深度研究



行业配置月报

定位于详细连贯的
行业配置方法、线索
和方案

小盘股策略

定位于中小板和创
业板公司的成长发
现者



对话

定位于与行业研究
员一起探讨行业投
资真规则

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		