

寻找现实的拐点——库存周期下的 M1 与利润增速研究

策略深度报告

◆试图解决的问题

M1 增速反映了实体经济的活力，它的运行方向与 A 股指数高度相关。因而，资本市场的参与者往往非常关心如何判断 M1 与利润增速的拐点。本文试图从库存周期调整的角度回答：什么决定了它们运行的方向？在怎样的情形下可以推断拐点即将到来？如何定位当前的 M1 与利润增速？

◆置于库存周期下的答案

历史经验表明，库存的变动深刻地影响着 M1 与利润增速的运行方向。真实利率是驱动库存周期演变的关键性力量，它和库存的变动呈现负相关；在去库存初期，企业抛售、刚性需求萎缩，这些导致 M1 增速下降、储蓄增速上升；随着居民对过度储蓄的修正，M1 开始恢复上升，企业去库存动机也被削弱；刚性需求的增长带来价格的持续上涨，企业开始投机性加库存；直至过度上涨的价格伤害到刚性需求，企业现金流恶化，去库存再度开始。

◆超越库存本身的讨论

库存周期作为一种货币传导机制的涵义：真实利率联系了库存投资、广义货币需求和广义货币流通速度。在名义利率相对管制的前提下，价格的下降意味着真实利率的上升。当库存对真实利率的弹性非常大时，企业会减少库存而增加其持有的实际的货币数量。居民会减少消费、增加储蓄，从而各个经济主体对实际货币余额的需求大幅增加，货币流通速度明显减缓。

◆当前周期的判断

中下游行业毛利率受到上游行业侵蚀，上游行业进一步提价的微观基础不复存在；PPI 见顶后企业必然会开始去库存，而今年的需求疲软是主动调控而非崩塌式的下降，所以库存下降的深度有限；随着主动性库存调整行为的结束，流动性与企业盈利都将迎来拐点。

◆投资建议——正是行动时！

基于对当前去库存进程的判断，我们认为三季度左右 M1 增速将停止下滑，而工业企业利润增速也将迎来拐点；据此我们建议投资者增加行业配置和组合的弹性和攻击力，由均衡配置向偏进攻配置切换，增加周期股的配置。提请读者注意的是，本文是从周期演变的角度对我们 6 月 21 日发布的《上调股市看法至“买入”》（幸运的是，我们这篇报告的发出刚好与大盘的反弹同步）报告结论的强化。

分析师

熊伟 (执业证书编号：S0930511060001)

021-22169110

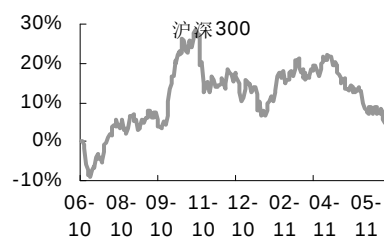
xiongwei@ebcn.com

开文明 (执业证书编号：S0930510120012)

021-22169160

kaiwm@ebcn.com

大盘走势图



相关研报

《上调股市看法至“买入”》 2011-06-21

目 录

前言	4
1、库存调整的机制研究	4
1.1 理论框架	4
1.2 周期的演变	6
1.2.1 非理性繁荣的终结	6
1.2.2 悲观中孕育希望	7
1.2.3 再度走向繁荣	8
1.2.4 小结与引申的讨论	9
2、历史经验分析	10
2.1 第一轮库存周期（2001.6-2004.12）	10
2.2 第二轮库存周期（2004.12-2008.8）	11
2.3 第三轮库存周期（2008.8-2011.3）	13
3、总结与投资建议	14
3.1 周期各个阶段的持续时间与股市表现	14
3.2 投资建议	15

图表目录

图表 1: 通货膨胀与名义利率.....	5
图表 2: 真实利率与库存增速.....	5
图表 3: M1 增速与利润增速.....	6
图表 4: 利率约束与库存选择——包含企业利润与通胀的演变.....	1
图表 5: 非理性繁荣的终结.....	1
图表 6: 主动去库存——预防性储蓄抑制流动性.....	1
图表 7: 被动去库存——悲观中孕育希望.....	1
图表 8: 主动补库存——低价起点下生产修复.....	1
图表 9: 库存周期中各变量的演化.....	1
图表 10: 产成品增速 (2001.6-2004.12)	10
图表 11: 利润总额增速 (2001.6-2004.12)	10
图表 12: M1 增速 (2001.6-2004.12)	11
图表 13: 储蓄存款增速 (2001.6-2004.12)	11
图表 14: 第一轮库存周期中各变量的表现.....	11
图表 15: 产成品增速 (2004.12-2008.8)	12
图表 16: 利润总额增速 (2004.12-2008.8)	12
图表 17: M1 增速 (2004.12-2008.8)	12
图表 18: 储蓄存款增速 (2004.12-2008.8)	12
图表 19: 第二轮库存周期中各变量的表现.....	12
图表 20: 产成品增速 (2008.8-2011.3)	13
图表 21: 利润总额增速 (2008.8-2011.3)	13
图表 22: M1 增速 (2008.8-2011.3)	14
图表 23: 储蓄存款增速 (2008.8-2011.3)	14
图表 24: 第三轮库存周期中各变量的表现.....	14
图表 25: 库存周期各阶段持续时间.....	14
图表 26: 库存周期各阶段股市表现.....	14
图表 27: GDP 平减指数处于高位.....	15
图表 28: 工业企业税前 ROE 折年.....	15
图表 29: 季节调整后贸易顺差占名义 GDP 的比值接近零.....	15
图表 30: 采掘挤压原材料工业毛利.....	16
图表 31: 加工工业与生活资料工业毛利齐降.....	16
图表 32: 分行业利润占比: 采掘类在利润分配中处于强势.....	16
图表 33: 家电行业代表公司毛利率变动	16
图表 34: 设备制造业代表公司毛利率变动.....	16
图表 35: 工业企业 ROA 与中长期贷款利率之差收窄.....	17
图表 36: PMI 原材库存和产成品库存指数.....	17

前言

判断 M1 与利润增速的拐点无疑可以列为资本市场最为关心的问题之一。本文试图从库存周期调整的角度回答：什么决定了它们运行的方向？在怎样的情形下可以推断拐点即将到来？如何定位当前的 M1 与利润增速？

研究的基本结论是：从过去十年的三轮周期来看，库存的变动深刻地影响着 M1 与利润增速的运行方向；基于对当前去库存进程的判断，我们认为三季度左右 M1 增速将停止下滑，而工业企业利润增速也将迎来拐点；据此我们建议投资者增加行业配置和组合的弹性和攻击力，由均衡配置向偏进攻配置切换，增加周期股的配置。这篇报告也是从周期演变的角度对我们 6 月 21 日《上调股市看法至“买入”》结论的强化。

1、库存调整的机制研究

库存周期（大约 40 个月）是短期经济波动的重要来源，而 M1 与利润增速不过是经济运行的两个方面（流动性与工业绩效），因此，将两者置于库存周期的视角下可以相互印证、深化认识，其作用不言而喻。

市场上研究库存周期的报告相当多，本文的分析视角有何新意？**第一，本文将库存与储蓄视为两种不同的资产，居民与企业对资产的选择决定了库存以及流动性的演变。**常见的分析是将库存视为总供给与总需求之差，从这个角度理解库存固然足够直观，但由于总供需都是过度加总的变量，分析者在结论判断上容易陷入随意摇摆。而从居民与企业决策的微观视角看库存，能够将库存、储蓄、流动性以及企业利润的变动联系起来，指标之间相互验证，结论更加可靠。**第二，本文将探讨库存作为一种货币传导机制的重要意义。**真实利率在资产选择中发挥着极为重要的作用，既然将库存视为广义资产，那么毫无疑问对库存周期的研究能够丰富我们对货币传导机制的认识：实际利率影响了库存投资与货币需求，进而影响了货币流通速度。

1.1 理论框架

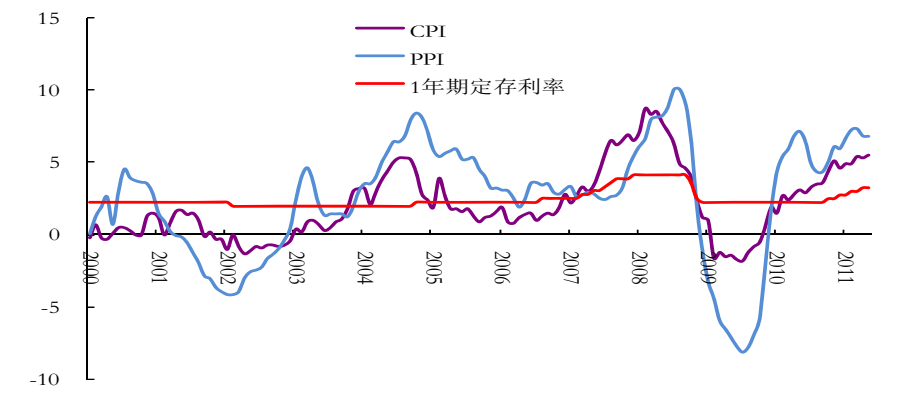
在研究库存周期以前，必须弄清楚企业为什么要持有库存？传统观念（Ramey(1998)）认为库存有两个基本职能：管道职能与缓冲职能。管道职能是指在生产必须持有的原材料和半成品等，它与总产出的比例大致稳定；缓冲职能是指在固定资产投资大起大落之时，维持生产的相对稳定性，它与总产出成反比。但上述说明都不足以解释中国的现实：库存与 GDP 正向波动，且波幅巨大。事实上，企业是根据对未来总需求的预期来决定库存投资，其结果是库存投资与 GDP 同向变动。根据菲利普斯曲线，通胀与 GDP 同向变动，因此，库存与 GDP 关系的研究可以转化为探讨库存与通胀的关系。

库存周期存在的根本原因还是央行对名义利率的管制。奥地利学派认为如果利率的形成完全由市场主导，那么实际利率的变动将推动消费与储蓄均衡发展。但是央行相机而动的货币政策会造成通胀预期的明显波动，而名义利率调整具有相当的滞后性（这一点在中国表现得极其明显（图 1），因为利率的调整受到许多非经济因素的制约），两者共同导致实际利率的紊乱。文献上（《利率控制、存货投资与宏观经济波动》）也由严密的模型论证：当放开利率管制，库存投资在整个经济系统中是相当稳定的；在名义利率受到管制，库存投资在整个经济系统中对外生冲击是相当敏感的。

因此，库存与通胀之间的作用机制相当明确（图 2）：在名义利率调整滞后的条件下，通胀的上升将导致真实利率下降，进而激励企业持有更多的库存；只要通胀上升的预期持续存在，库存就会持续上升；一旦通胀预期落空，企业就会开始去库存。但是这种宏观层面的论述缺乏微观基础，去库存与补库存的行为

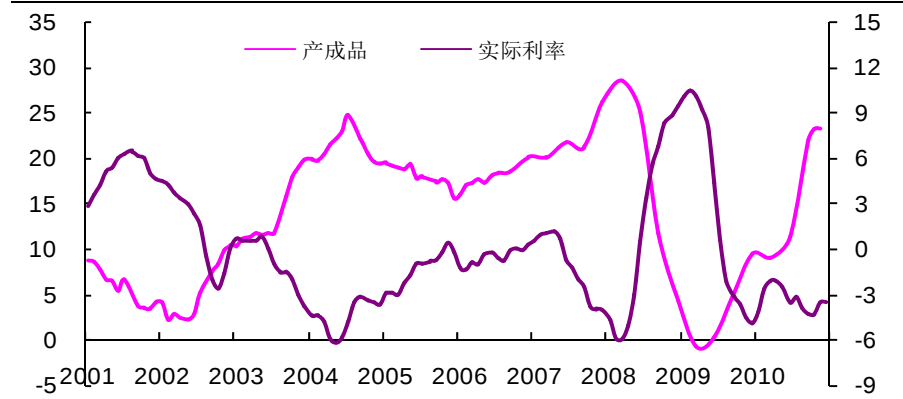
似乎显得很突然，下文将从居民和企业选择的角度展开我们的论述。

图表 1：通货膨胀与名义利率



资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 2：真实利率与库存增速



注：真实利率等于名义利率减去 PPI；资料来源：WIND，光大证券研究所

配置集：企业选择持有现金或者库存；居民选择消费或者储蓄。

配置规则：1) 企业持有库存的意愿与真实利率呈反向变动。企业选择持有库存意味着它将付出与库存等值的现金，因此，单位库存的机会成本为名义利率 r ，另一方企业持有库存将获益于库存价格的上涨 π ，所以影响库存意愿是名义利率减去库存价值变动，即为真实利率 $i = r - \pi$ 。2) 居民的储蓄动机与实际利率同向变动。企业的库存行为影响产能利用率，进而影响劳动雇佣与居民收入水平。居民收入增速与储蓄倾向两者决定了储蓄的增速。

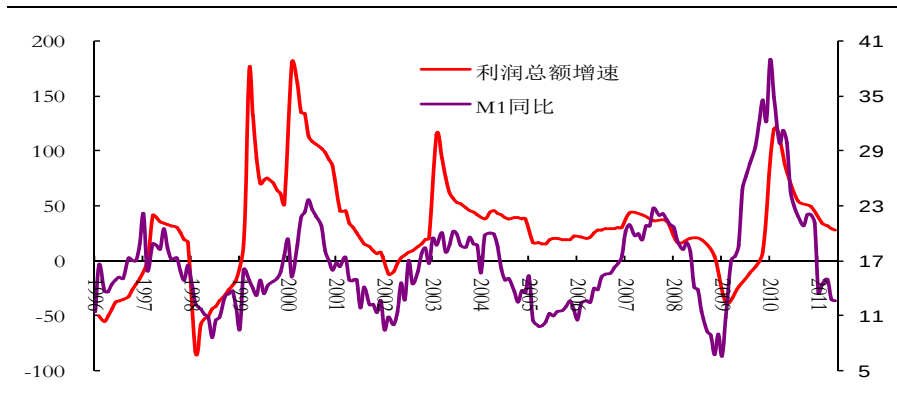
作用路径：真实利率直接影响居民的储蓄与消费倾向、企业的库存与现金选择。库存选择将改变企业的开工水平，进而影响居民的收入增速，收入增速与储蓄倾向决定了居民的储蓄增速。从货币的角度来说，居民储蓄是货币由现实购买力 $M1$ 转化为潜在购买力 $M2-M1$ 。

库存的选择同样直接影响企业持有的现金， $M1$ 与库存持有构成替代，同时库存也构成了未来的供给。居民与企业的选择共同决定了 $M1$ 的增速，而工业企业利润的增速与 $M1$ 增速基本同步（图 3）。居民的潜在购买力与企业的潜在供给又决定了未来的价格。

中国化的含义：真实利率的大幅波动是推动库存周期的根本原因，而在中国，名义利率的变动幅度远远小于通胀，因此，通胀引领了库存变动的方向。

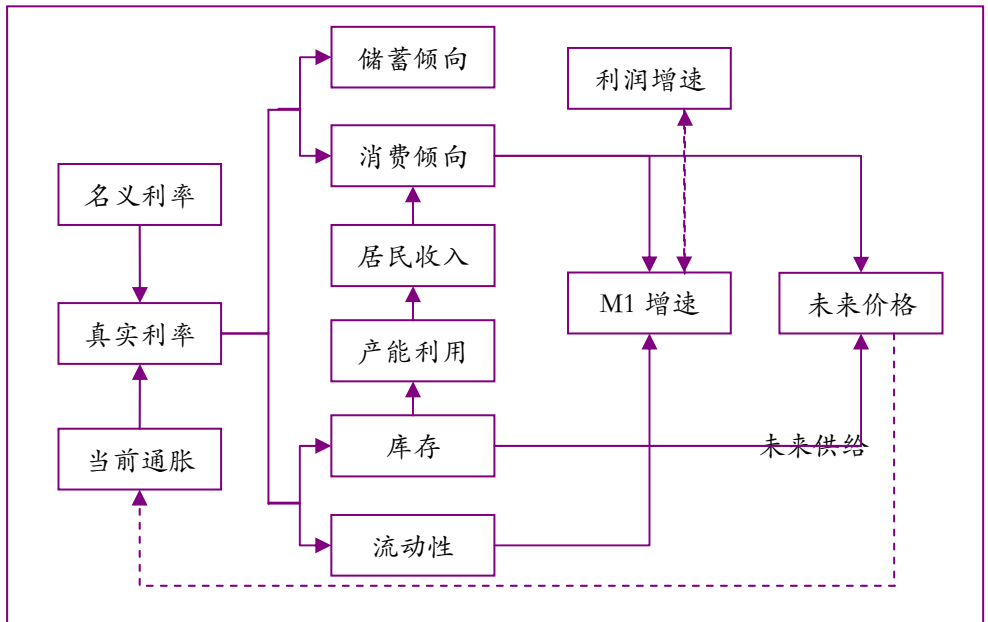
图 4 是对以上机制的概括性描述，下一部分将详细分析库存周期的运行。

图表 3：M1 增速与利润增速



资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 4：利率约束与库存选择——包含企业利润与通胀的演变



资料来源：光大证券研究所

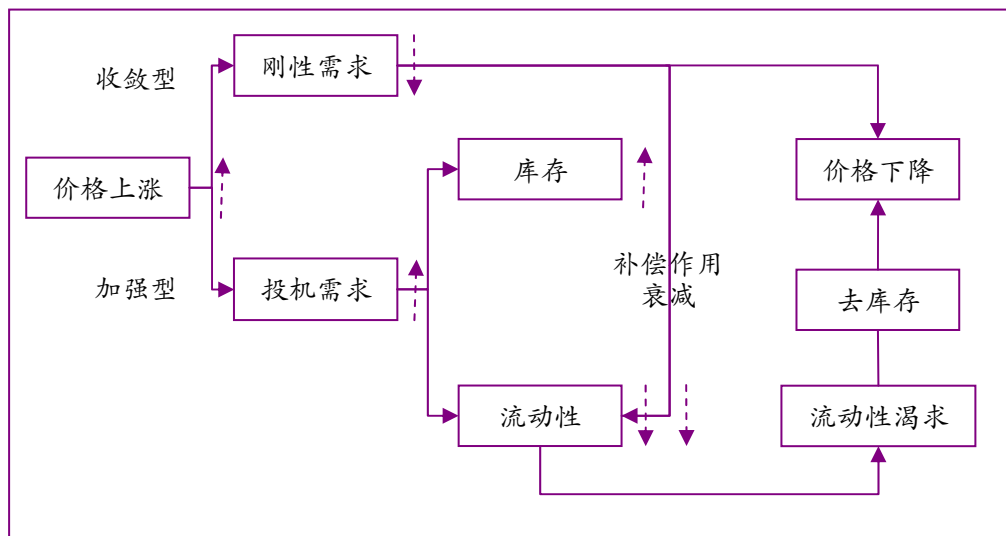
1.2 周期的演变

1.2.1 非理性繁荣的终结

在经济繁荣末期，通胀处于最高点、真实利率处于最低点，相应地库存处于最高点。企业继续增加库存已经不能带来边际效用的增加；相反，由于刚性需求受到价格的约束已经开始萎缩，企业对流动性的诉求明显上升。

“非理性繁荣”主要是指企业对库存的过度的追求：在价格不断上升的过程中，刚性需求已经开始收缩，而企业对此并未有足够的觉察（信息的收集与传播需要时间）；出于对库存价格上涨惯性的投机，企业并不会立即降低产能利用率，库存也就在不断地累积。价格收敛型的刚性需求被价格发散型的投机性需求所取代，繁荣似乎可以维持下去。但一方面，库存投资不断消耗企业持有的现金；另一方面，刚性需求不断消退，销售收入开始明显下降，企业的流动性不能得到良好补偿，结果是企业的资金链变得非常紧张，这时企业就有动机削减库存。削减库存投资意味着投机性需求的消退以及供给力量的增强，再加上刚性需求仍处在不断收敛中，两者叠加必然会导致价格向下的动力。在利率管制的经济体中，价格向下意味着真实利率不断上升。

图表 5：非理性繁荣的终结

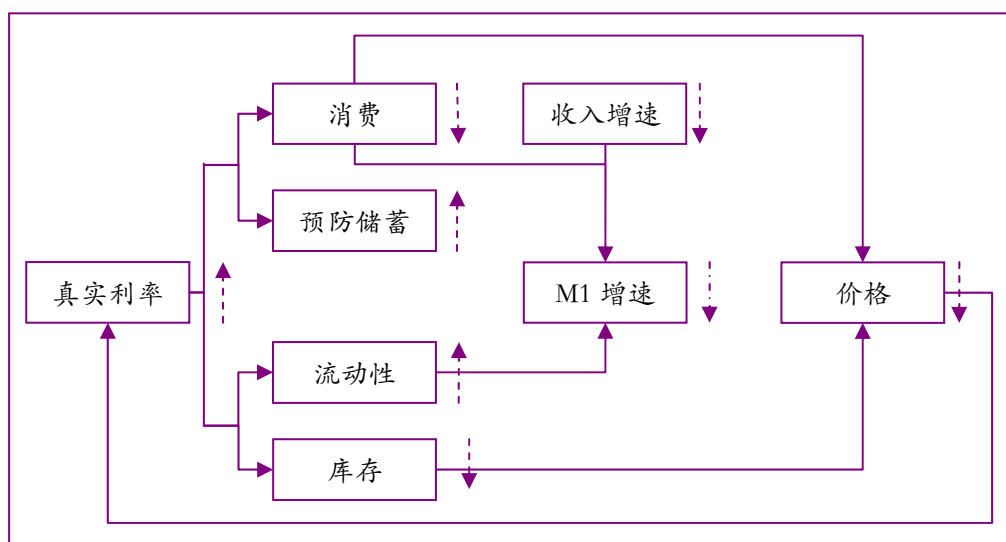


注：虚线箭头代表变量的变动方向（下同）；资料来源：光大证券研究所

1.2.2 悲观中孕育希望

随着真实利率不断上升,居民开始更加偏好储蓄,反映在货币层面是居民存款的不断增长,这将拉低 M1 的增速;另一方面,企业持有库存的成本显著增大,它们降低库存的努力会使得现金流有所恢复,而这将推升 M1 的增速。这两种力量孰强孰弱呢?我们倾向性认为前者将占据主导地位。去库存将导致企业产能利用率下降,相应的劳动雇佣以及工资支付都将受到负面影响。居民在面临不确定性冲击时,难以确定该冲击是暂时性还是永久的。基于风险厌恶的心理,居民倾向于以永久性冲击应对。这种行为将显著地拉低 M1 增速。企业竞相处理库存的结果是供给急剧放大,相应地“价格迅速下降、真实利率快速上升”与之形成了正反馈。

图表 6：主动去库存——预防性储蓄抑制流动性

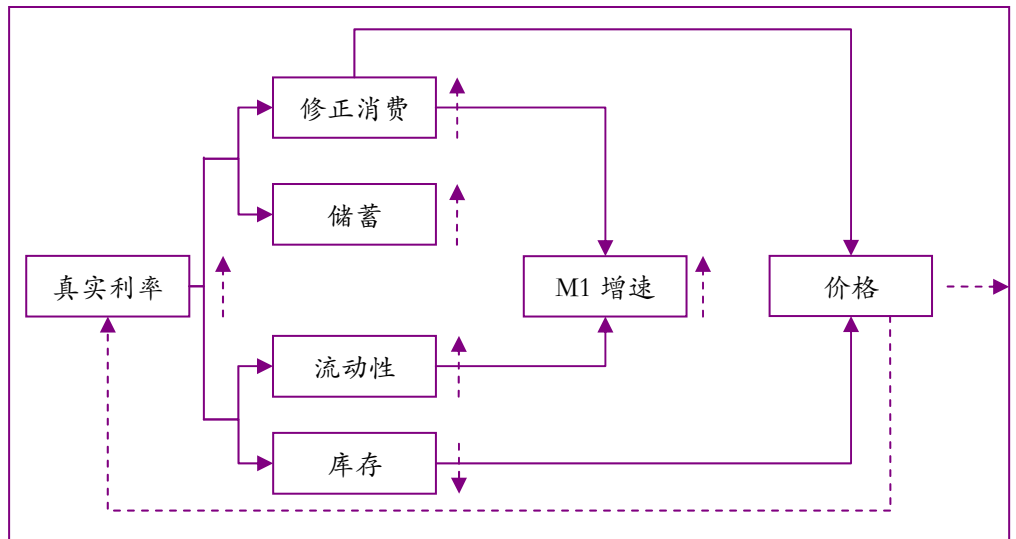


资料来源：光大证券研究所

这种恶性循环怎样才能走向终结呢？随着上述进程的深入，现实会出现如下图景：央行的货币政策不断地放松，新闻媒体也对衰退的原因进行了深入的挖掘，居民逐渐认识到危机只是暂时的，收入增速终将恢复到危机之前的长期水平。从永久收入假说的角度分析，居民会纠正前期过度的预防性储蓄行为，将消费提高至与永久收入相匹配，这将对 M1 形成向上的拉动力。而度过流动性危机的企业尝试性地恢复生产，库存由于终端需求的恢复而减少。这一时期居民和

企业的行为共同导致了 M1 的增长，这就是所谓的“流动性过剩”时期的到来；而价格也由于“需求逐步恢复、供给开始减缓”而慢慢企稳。

图表 7：被动去库存——悲观中孕育希望



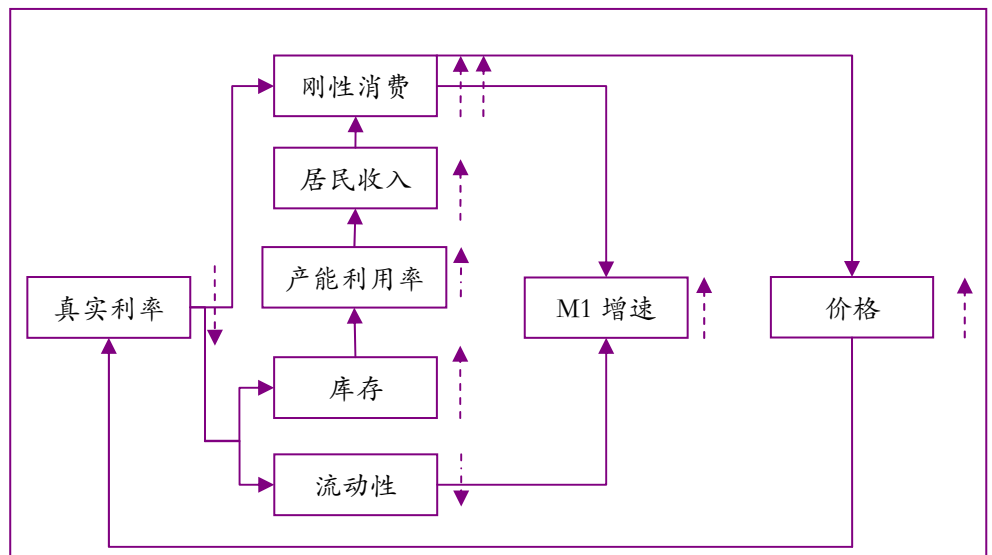
注：虚线表示反馈作用大大弱化；资料来源：光大证券研究所

1.2.3 再度走向繁荣

价格逐渐企稳，真实利率达到峰值，持有库存的成本难以继续增加；M1 高速增长，企业持有货币的边际效用大为下降。再加上居民消费带来的总需求扩大，资产选择的天平中，企业将更加偏好积累库存。需要强调的是，此时企业对库存的需求更多是处于资产配比均衡的需要（而非投机性的），这将拉低 M1。企业生产行为的正常化带来居民收入增速的正常化，储蓄动机也因为真实利率的触顶而进一步减弱，刚性消费需求强劲复苏，这对企业的流动性形成了全面补充。此时价格水平处于低位，库存投资对资金的占用相对有限，企业行为对 M1 的负向拉动并不明显，M1 继续高速增长。

刚性消费的扩大对价格构成了强力支撑，而价格的上涨将压低真实利率，上述过程形成了新的正反馈。当企业观察到价格上涨具有可持续性，产能利用率也会提升到最高水平，投机性的存货动机变得更加强烈。时光又轮回到开篇讨论过的“非理性繁荣”崩溃的前夜：过高的价格终将伤害到刚性需求，而刚性需求的崩塌也就是新一轮去库存的开始。

图表 8：主动补库存——低价起点下生产修复



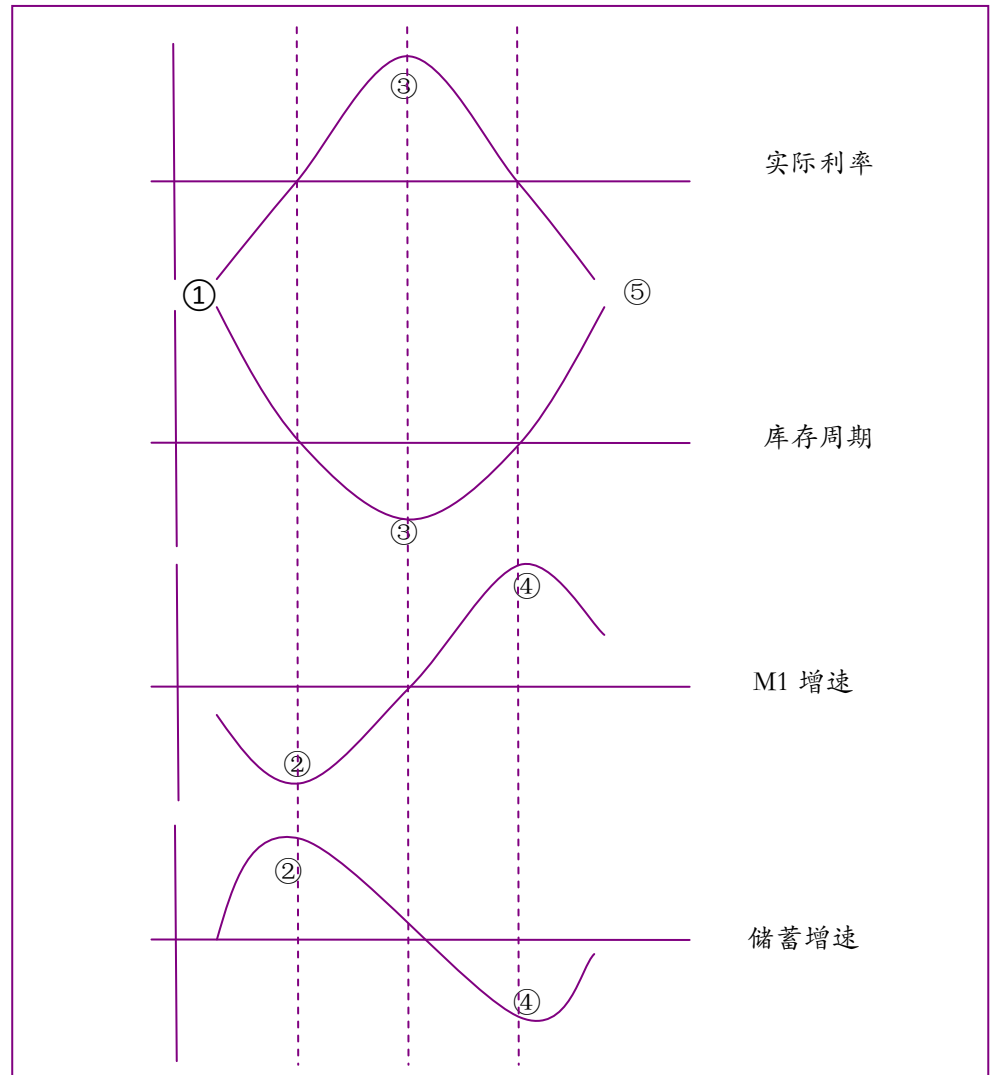
资料来源：光大证券研究所

1.2.4 小结与引申的讨论

作为对上述讨论的简单总结，图9描述了库存周期中各个变量的演化过程：真实利率是驱动库存周期演变的关键性力量，它和库存的变动呈现负相关；在去库存初期，企业抛售、刚性需求萎缩，这些导致M1增速下降、储蓄增速上升；随着居民对过度储蓄的修正，M1开始恢复上升，企业去库存动机也被削弱；刚性需求的增长带来价格的持续上涨，企业开始投机性加库存；直至过度上涨的价格伤害到刚性需求，企业现金流恶化，去库存再度开始。

上述总结忽略了通胀与库存、储蓄的互动（库存意味着未来的供给、而储蓄意味着未来的需求），但不表示我们将真实利率视为纯粹的外生变量。

图表 9：库存周期中各变量的演化



注：实际周期中时间点不会完全对应；资料来源：光大证券研究所

引申讨论中我们将点出库存周期作为一种货币传导机制的涵义。真实利率联系了库存投资、广义货币需求和广义货币流通速度（郭明《存货投资、通货膨胀和货币政策》，宋国青《没有吃不饱的肚子》）。

在名义利率相对管制的前提下，价格的下降意味着真实利率的上升。当库存对真实利率的弹性非常大时，企业会减少库存而增加其持有的实际的货币数量。居民会减少消费、增加储蓄，从而各个经济主体对实际货币余额的需求大幅增加，货币流通速度明显减缓。

新库存投资的减少也意味着总需求的进一步萎缩，而已有库存的释放意味着总供给的扩大，两者强化了价格的下降趋势，整体经济陷入通缩的恶性循环中。此时只有央行提供源源不断的货币，才能扩大总需求，扭转上述局面。

2、历史经验分析

理论分析相对抽象和简单，实际情况要复杂得多。现实中并不存在单独的库存周期，经济运行必然是多个周期叠加的结果，再加上货币政策和财政政策的外生冲击，不同时段各变量的波动幅度有着比较大的差别。

但是通过对 2000 年以来三轮库存周期（我们对库存周期的划分是峰值到峰值）的研究发现，图 9 所示的方向性规律在各轮周期中保持了一致性，这证明上述对库存周期的运行机制的理解有着相当的合理性。

2.1 第一轮库存周期（2001.6-2004.12）

我们细致地参考了当年的财经评论（特别是宋国青老师的专栏）试图还原历史场景。从 2001 年 6 月到 2002 年 10 月是为第一轮库存周期的去库存时期：

2001 年最终需求（总消费、固定资产投资和净出口三项需求的总和）的增长在 10% 左右，但是名义 GDP 仅增长率了 7.5%，两者之间 2-3 个百分点的差距就是库存的负向贡献。从全社会角度看，库存的大规模调整主要明显在两个方面：石油产品和粮食。

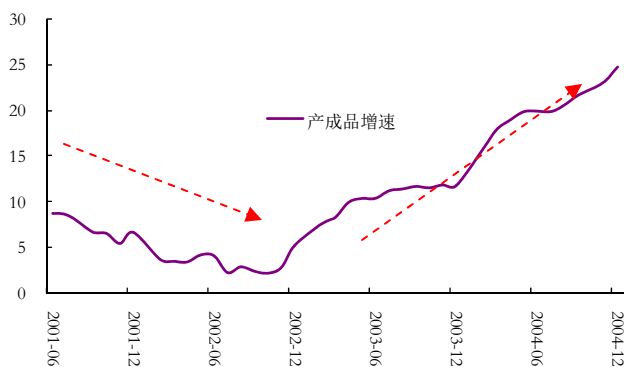
2000 年外围经济表现相对较好，中国石油进口快速增长，石油价格也应声而涨，直至年底国内库存暴满才开始减少石油进口。但 2001 年相对 2000 年，中国对石油产品的需求只是平稳增长。因此，2001 年，当世界经济失速，石油价格下跌，石油加工行业发生了剧烈的去库存。

1998 年之前几年，在粮食连年丰收的背景下，粮食价格一直上涨；1998 年以来，粮食产量不增长或者有所下降，粮价反而一路下行。如何解释其中的背离？1992-1994 年间，通胀持续上升，而利率的调整十分滞后，这导致真实利率长期为负、通胀预期处于高位。农民提高粮食库存的行为抵消了供给的增长，由此导致粮价节节上涨。之后反生的是相反的事情，银行坏账制约了货币增长，整体经济陷入通缩之中；而降息的速度和幅度都远远跟不上，真实利率快速上升，前期积累的巨大的粮食库存开始调整。

从石油产品和粮食的库存调整中我们可以得出两点结论：1）引起经济大幅波动的库存投资往往是“追涨杀跌”式的，关键的决定变量是真实利率；2）行政式宏观调控导致名义利率受到管制，这是经济大幅波动的根本原因。

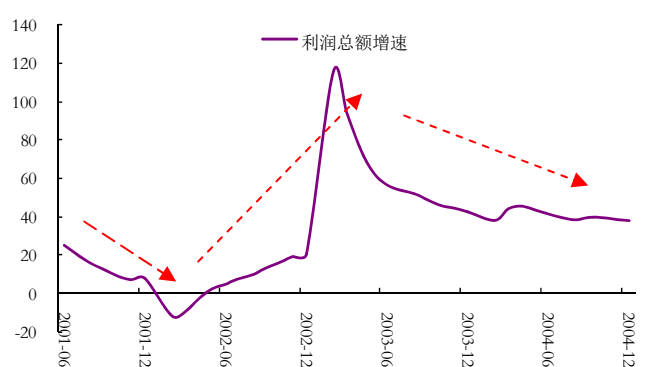
回到对历史数据的讨论，产成品库存累计增速于 2001 年 6 月达到顶部，直到 2002 年 10 月触底；而 M1 增速和企业利润增速分别领先库存增速 9 个月和 8 个月触底。促使 M1 提前拐头的原因有两个：第一，加入 WTO 后，出口增长加速（这当然还有美国刺激经济的原因）；第二，加入 WTO 后，汽车等商品价格的确定性下降刺激了相关消费。

图表 10：产成品增速（2001.6-2004.12）



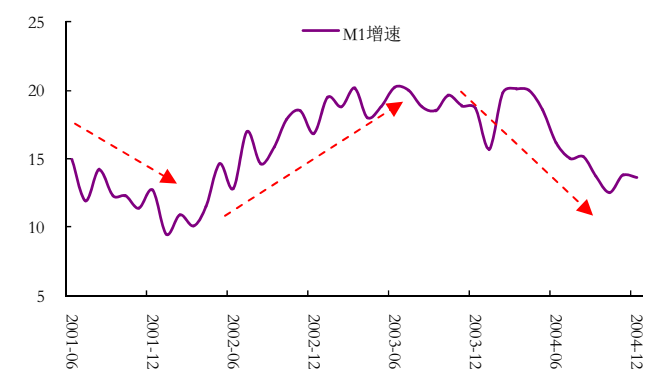
资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 11：利润总额增速（2001.6-2004.12）



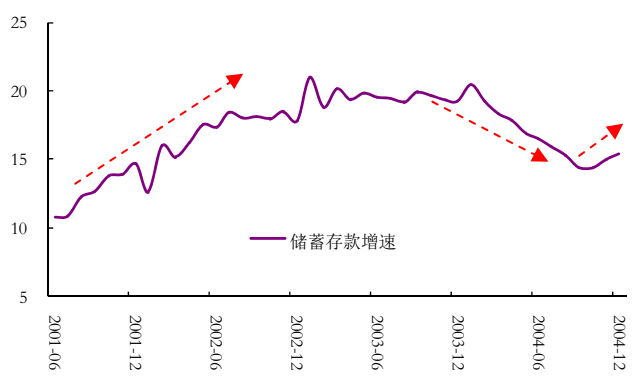
资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 12: M1 增速 (2001.6-2004.12)



资料来源: WIND, 光大证券研究所

图表 13: 储蓄存款增速 (2001.6-2004.12)



资料来源: WIND, 光大证券研究所

由于人民币与美元基本保持固定汇率, 2002 年以后美元的大幅贬值带动人民币有效汇率不断走低, 这极大地刺激了出口。良好的外需以及积极财政政策的实施共同推动了 2003 年固定资产的高增长, 经济彻底走出通缩的阴影, 甚至出现过热的苗头。互为印证的是, 库存投资增速不断上升。

2003 年 9 月开始, 央行通过上调存款准备金、窗口指导严控信贷等方式抑制经济过热。但 2004 年 1 季度固定资产投资仍然猛烈增长 (47.8%), 直到当年 4 月后调控效果才有所显现。可以确定的是, 最后一段的补库存是被动的, 因为我们看到: 工业产出同比增速大幅下滑; 居民储蓄上升, 终端消费需求弱化。与理论预测不一致的是储蓄增速的见顶时间 (2004 年 3 月) 相对较晚, 这是因为本轮复苏的主要原因不是居民消费的正常性修复而是中美经济共振所致。另外, 我们在图 14 的时点分析中将利润的高点选择为 2004 年 04 月, 而实际的高点是 2003 年 2 月。这么做的理由主要是认为 98-01 年的“拨改贷”等脱困政策会扭曲了利润数据; 03 年-04 年 4 月企业利润增速都处于一个显著的高平台上; 后文的分析中也可以明显看到 M1 与利润增速的高度同步性。

图表 14: 第一轮库存周期中各变量的表现

时点	1	2	3	4	5
库存	2001-06		2002-10		2004-12
真实利率			2002-01		2004-10
M1		2002-01		2004-03	
利润		2002-02		2004-04	
储蓄		2003-01		2004-10	

注: 时点表示参见图 9 (下同); 资料来源: WIND, 光大证券研究所

2.2 第二轮库存周期 (2004.12-2008.8)

第二轮库存周期起始于 2004 年 12 月, 最低点现于 2006 年 5 月; M1 和工业企业利润分别领先 14 个月和 13 个月触底。

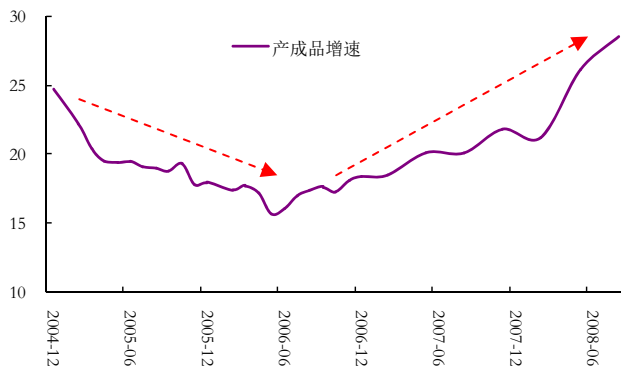
去库存: 2005 年以来, 美元汇率反弹, 人民币开始升值, 有效汇率的明显提升导致出口增速下降。另外, 2005 年 3 月 26 日, 为抑制房价快速上涨, 规范房地产市场秩序, 国务院下发了《关于切实稳定住房价格的通知》(国八条)。出口以及房地产投资的下降使得总需求收缩。三季度之后, 在通胀迅速下降的背景下, 政策方面发生了转向, 投资增长的快速回升弥补了贸易顺差下降的缺口。这些使得库存的调整变得平缓, 而且调整的幅度也比较有限。

补库存: 2006 年 5 月全球工业增长继续加速, 工业品价格开始止跌回升。PPI 的上涨带来企业盈利的改善, 上游采掘与下游消费相关行业的投资不断扩张。

尽管此后工业生产有所波动,但在贸易顺差增长、银行主动投放信贷的背景下,内需整体比较强劲,通胀也不断上行,这促使各经济主体持续积累库存。2007年10月后政府对信贷的控制更加严厉,停贷的传闻也甚嚣尘上。但在外围商品价格高涨、劳动力市场紧绷、异常天气等多种因素的共同影响下,通胀始终维持在高位,加库存行为得到惯性延续。但此时的加库存无疑是相当危险的,企业的活期存款增速已经开始下降;2008年“断流式”的信贷控制直接导致了后来惨烈的去库存。

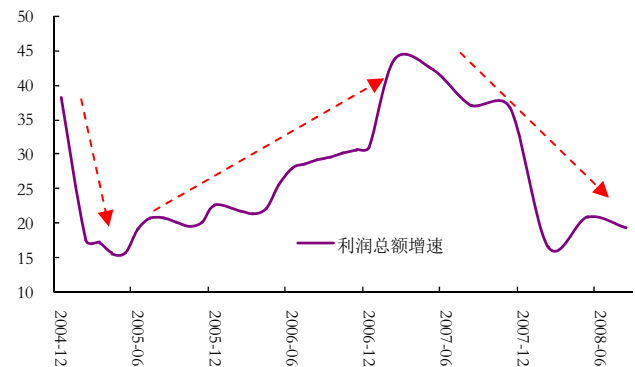
本轮数据的特例是:利润的高点领先M1达到增速6个月;储蓄增速的下降落后M1的上升(图9的时点2)10个月。我们认为M1发生延迟主要归结于本轮贸易顺差增长以及银行主动信贷创造导致的流动性充裕,这些使得企业利润增速高点回落后,M1仍可以保持惯性上扬。

图表 15: 产成品增速 (2004.12-2008.8)



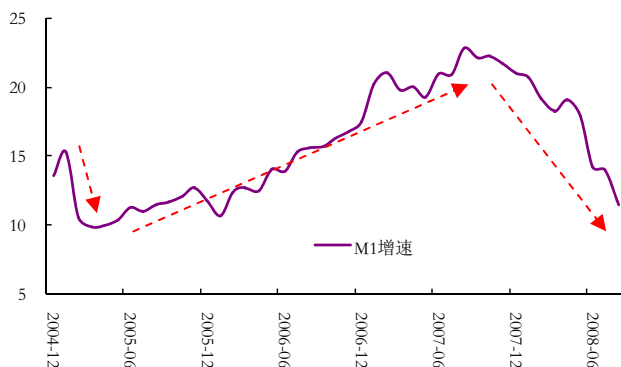
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图表 16: 利润总额增速 (2004.12-2008.8)



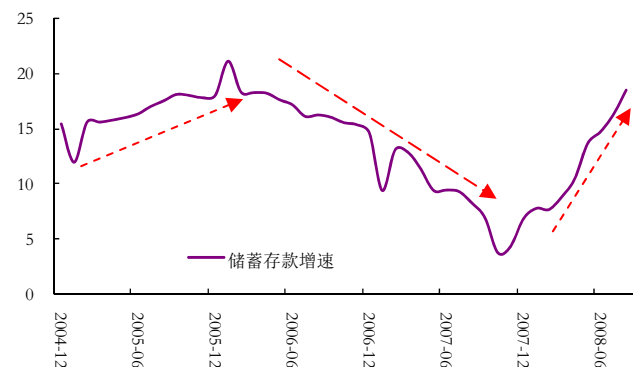
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图表 17: M1 增速 (2004.12-2008.8)



资料来源: WIND, 光大证券研究所

图表 18: 储蓄存款增速 (2004.12-2008.8)



资料来源: WIND, 光大证券研究所

图表 19: 第二轮库存周期中各变量的表现

时点	1	2	3	4	5
库存	2004-12		2006-05		2008-08
真实利率	2004-10		2006-04		2008-08
M1		2005-03		2007-08	
利润		2005-04		2007-02	
储蓄		2006-01		2007-10	

资料来源: WIND, 光大证券研究所

2.3 第三轮库存周期（2008.8-2011.3）

第三轮库存周期起始于2008年8月，低点见于2009年8月；M1和工业企业利润分别领先7个月和6个月见底。

2008年3季度，随着出口的持续恶化以及地产调控作用的显现，总需求变得疲弱，通胀压力也明显消退。涨价预期落空，企业通过去库存以缓解紧张的现金流状况。但是由于刚性需求萎缩得过于迅速，企业的活期存款增速还是大幅回落。2008年11月后，政府出台了“四万亿”财政刺激计划，并开启了天量的信贷投放。“铁公基”建设填补了刚性需求的缺口，企业的流动性迅速得到补偿，M1和企业利润分别于2009年1月和2月拐头向上。

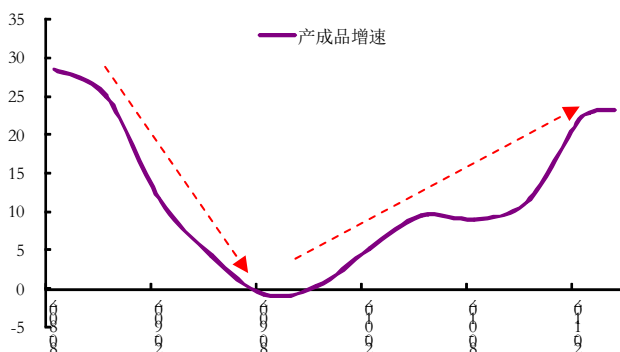
2009年1季度后，受政策刺激而强力反弹的汽车与房地产市场的影响逐步扩散，与之相关的私人部门投资开始有所恢复，去库存于6月完成。之后，消费、投资与出口等全面复苏推动企业补库存，但资产价格上涨过快使得政府不得不在货币政策方面进行微调。

2010年4月开始的房地产调控以及信贷控制使得本轮补库存行为出现波折。但随着7月后财政政策的放松，通胀重拾升势，补库存行为得到延续。今年以来，政策性限购以及明显低于往年投放进度的信贷导致终端需求回落：汽车和地产销售增速明显下降，工程机械行业也因为融资条件的恶化导致库存的被动积累。与企业现金流密切相关的M1增速也降至12.7%的低位。

本轮数据的表现与理论预测完全一致，但必须指出的是，拐点月份多集中于1月或2月，这显然受到季节性因素的干扰，现实永远不会完美！另外，关于这轮库存高点的定位问题，我们倾向于选择为2011年3月，主要是基于真实利率3月见底的判断（经PPI调整）。尽管产成品数据显示库存可能还在累积（口径有变动），但支出法与生产法背离、PMI原材料与产成品库存指数等各方面的证据皆指向去库存的起始点为3-4月。

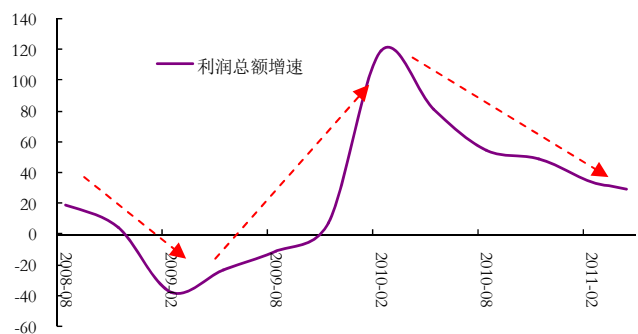
从三轮库存周期中各变量的关系来看，尽管每次宏观情景有着非常大的差别，但是变量之间的关系保持稳定一致，政策等因素影响的只是周期的波幅与时滞。某种意义上这表明我们的研究视角具有相当的合理性。

图表 20：产成品增速（2008.8-2011.3）



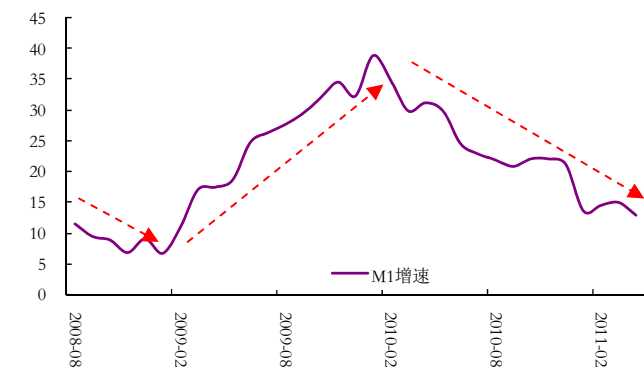
资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 21：利润总额增速（2008.8-2011.3）



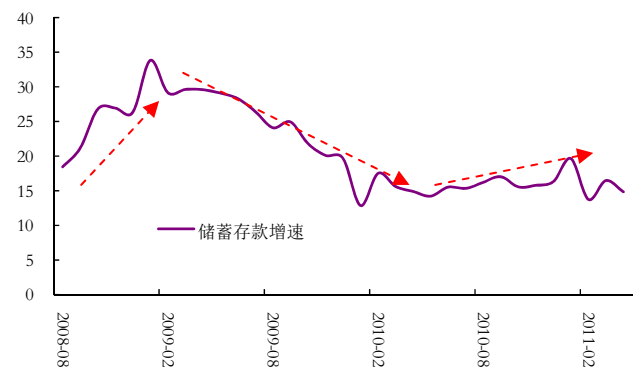
资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 22: M1 增速 (2008.8-2011.3)



资料来源: WIND, 光大证券研究所

图表 23: 储蓄存款增速 (2008.8-2011.3)



资料来源: WIND, 光大证券研究所

图表 24: 第三轮库存周期中各变量的表现

时点	1	2	3	4	5
库存	2008-08		2009-08		2011-03
真实利率	2008-08		2009-07		2011-03
M1		2009-01		2010-01	
利润		2009-02		2010-02	
储蓄		2009-01		2010-01	

资料来源: WIND, 光大证券研究所

3、总结与投资建议

3.1 周期各个阶段的持续时间与股市表现

从时间跨度上,四个阶段的平均持续时间为 5 个月、10 个月、12 个月、12 个月;对应的平均股市涨跌幅分别为-18.8%、24.8%、81.9%、-27.8%。所以直观性的结论是去库存发生 5 个月左右将迎来股市投资的机会,而机会的级别和时长取决于具体的宏观参数。

图表 25: 库存周期各阶段持续时间

时间跨度	1→2	2→3	3→4	4→5
周期 1	7	9	17	9
周期 2	3	14	15	12
周期 3	5	7	5	15
平均	5	10	12	12

资料来源: WIND, 光大证券研究所

图表 26: 库存周期各阶段股市表现

股市涨跌	1→2	2→3	3→4	4→5
周期 1	-32.7%	1.3%	16.0%	-27.2%
周期 2	-6.8%	39.1%	217.8%	-54.1%
周期 3	-17.0%	34.0%	12.0%	-2.2%
平均	-18.8%	24.8%	81.9%	-27.8%

资料来源: WIND, 光大证券研究所

3.2 投资建议

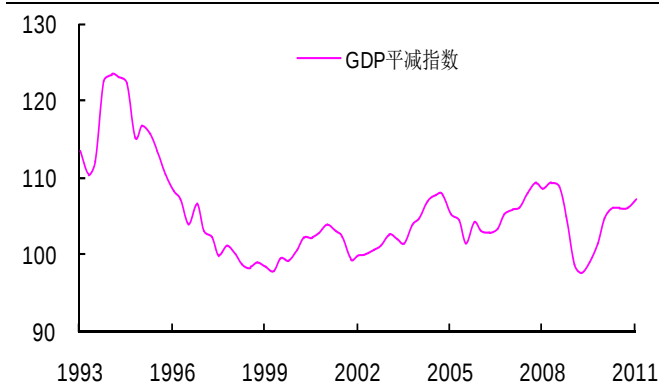
结论：由于下游需求分化对上游的约束，PPI 或已于 3 月见顶（企业真实利率见底）；根据历史经验，去库存的进程应从 4 月左右展开（1→2 阶段），第三季度将迎来 M1 与利润增速的拐点（3-7 个月之后，即今年 7 月-11 月步入 2→3 阶段）；因此，目前这个时段投资风格可以偏向进攻。

逻辑：中下游行业毛利率受到上游行业侵蚀，上游行业进一步提价的微观基础不复存在；PPI 见顶后企业必然会开始去库存，而今年的需求疲软是主动调控而非崩塌式的下降，所以库存下降的深度有限；随着主动性库存调整行为的结束，流动性与企业盈利都将迎来拐点。

证据链条：宏观显现+行业佐证

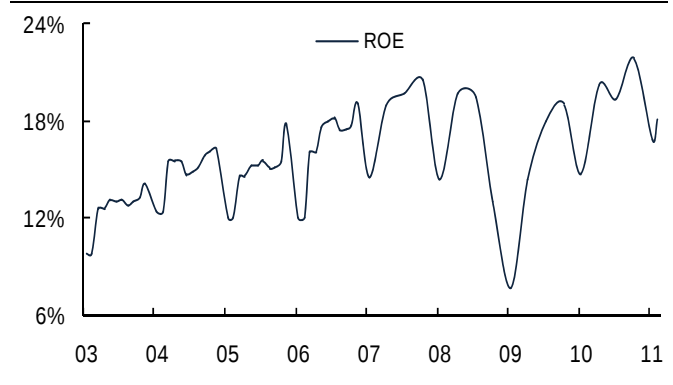
一个显然的事实是，当前宏观经济中总需求大于总供给，具体表现为：1) 价格水平普遍攀升，包括 CPI、GDP 平减指数等各类价格指数都明显上扬，而水泥、钢材等资本品价格的广泛上涨为此提供了微观证据；2) 企业盈利水平显著改善，毛利率处于上升通道，ROE 居历史高位；3) 贸易顺差与内需互为表里，贸易顺差占 GDP 的比重降至历史低位表明内需的旺盛。

图表 27：GDP 平减指数处于高位



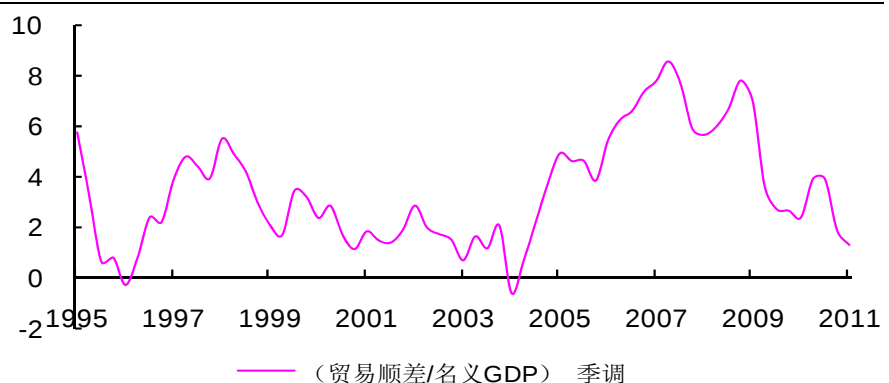
资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 28：工业企业税前 ROE 折年



资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 29：季节调整后贸易顺差占名义 GDP 的比值接近零

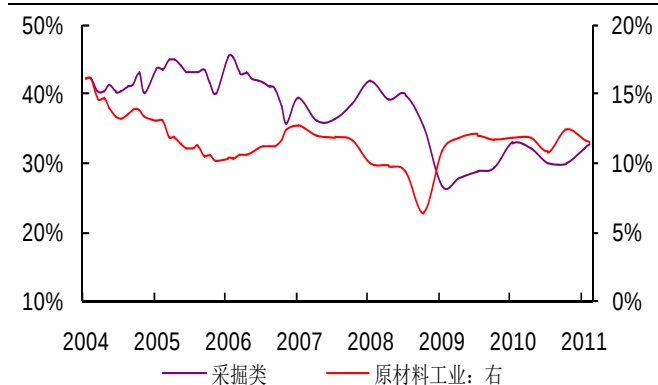


资料来源：WIND，光大证券研究所

对通胀形势感到悲观的市场参与者认为，当前这种需求是难以自我约束的，前期投放的巨额存量货币将不断地把通胀推向新的高度。

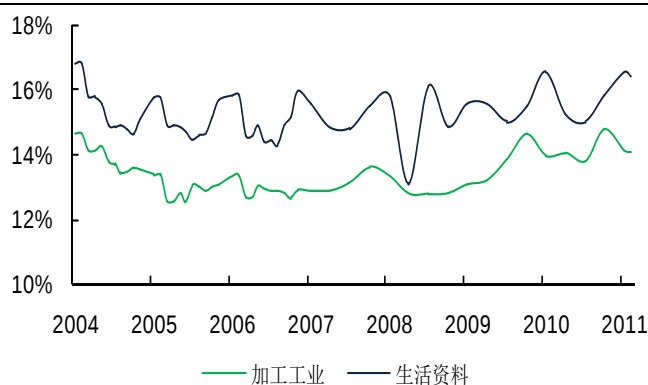
但是通过对工业企业盈利数据的细致分析，我们发现当前需求是广泛分化的，下游行业已经难以将价格传导给终端消费者。采掘业侵蚀原材料及加工行业毛利率的情形相当明显；在利润分配格局中，伴随着采掘业利润份额占比的大幅上升，其他各行业分得的利润都有所减少。

图表 30：采掘挤压原材料工业毛利



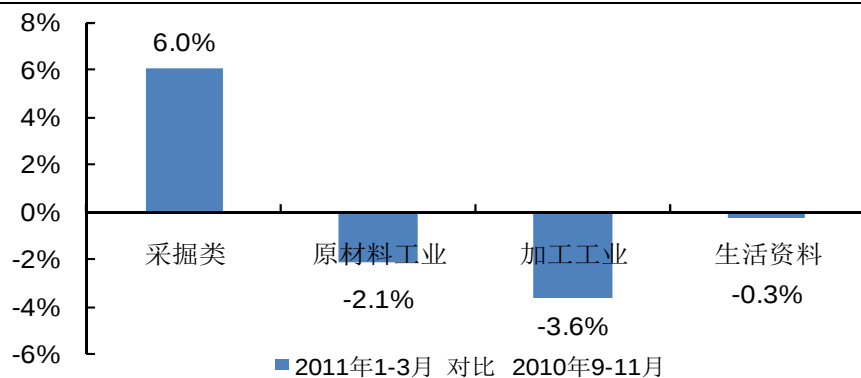
资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 31：加工工业与生活资料工业毛利齐降



资料来源：WIND，光大证券研究所

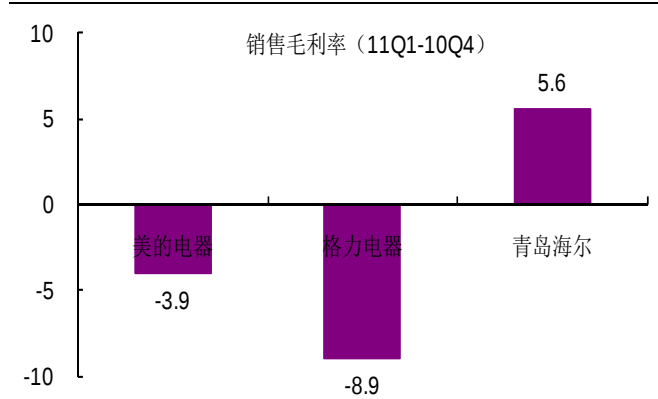
图表 32：分行业利润占比：采掘类在利润分配中处于强势



资料来源：WIND，光大证券研究所

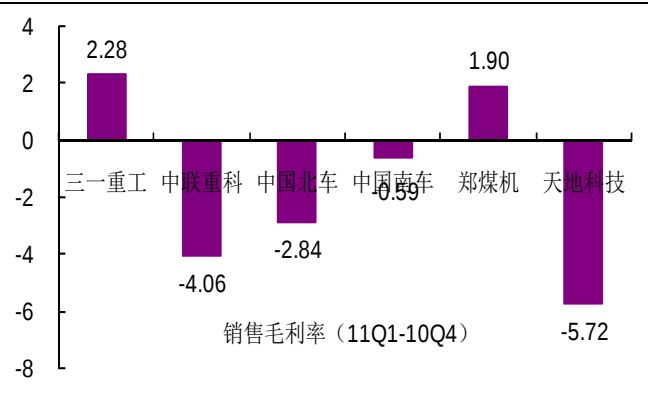
家电行业、设备制造业代表上市公司的毛利率也提供了相应的佐证：随着有色金属及黑色金属等上游产品价格的上涨，这些公司今年1季度的毛利率环比去年4季度下降。这也意味着未来上游行业进一步提升价格的微观经济基础不复存在。另一个加强型的约束是由于实际贷款利率与工业企业 ROA 之间的差值已明显收窄，这将降低企业投资扩张的动力，进而降低总需求。不过，我们并不认为总需求会出现 08 年底式的崩塌：上游对下游利润侵蚀相当有限；当前的紧缩是央行主动选择的结果。

图表 33：家电行业代表公司毛利率变动

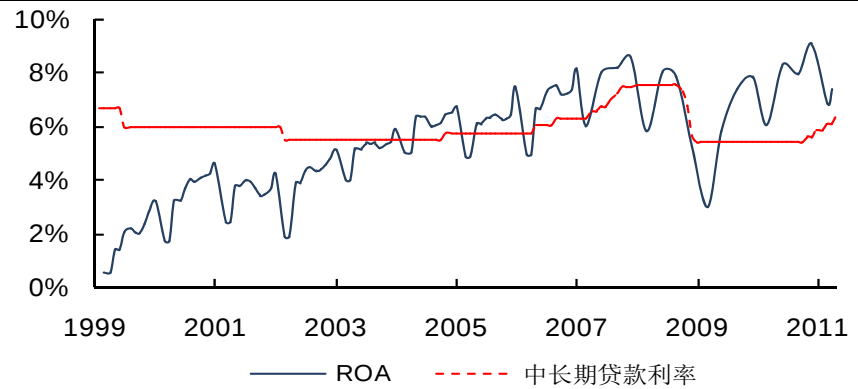


资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 34：设备制造业代表公司毛利率变动

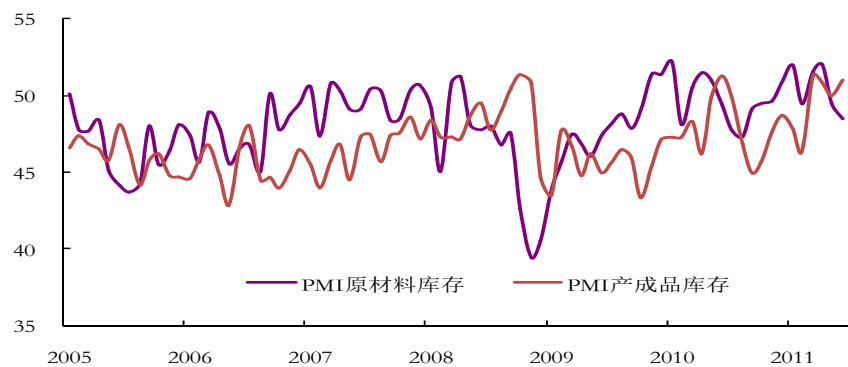


资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 35：工业企业 ROA 与中长期贷款利率之差收窄

资料来源：WIND，光大证券研究所

在主动去库存开始以后，市场参与者会逐步重新塑造对流动性与企业利润的预期。经济预期的重新塑造可分为两个阶段：“群情激愤”的平静以及理性的再思考。前者对应的是在泥沙俱下浪潮中被错杀公司的反弹（结构性的反弹，与跌幅有关）；后者对应的是，经济预期再明朗后，低估值周期类股票的全面反弹（与业绩修正有关）。现在，正是行动的时候！

图表 36：PMI 原材库存和产成品库存指数

资料来源：WIND，光大证券研究所

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济专业硕士，2008年新财富交通运输行业入围，曾担任交通运输行业、环保水务行业、建筑工程行业分析师，目前负责光大策略研究团队。

熊伟，浙江大学经济学硕士，3年宏观经济研究经验，自加入光大证券以来，从事策略研究。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebcn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebcn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebcn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebcn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebcn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebcn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebcn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebcn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebcn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebcn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebcn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebcn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebcn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebcn.com