

云 龙 三 现

——下半年投资策略之宏观篇（2）：再论周期律动的禅

摘要

《繁荣の野望》中，我们以周易之名，衍十年辉煌；《化蝶》中，我们倾尽浪漫，画周天运转；《说英雄，谁是英雄》中，我们不吝鄙薄，论行业之可取处；至今日，却到了讲述《云龙三现》，再论周期律动的禅的时候了。

中周期的三个核心问题，是新需求、新产能和利润问题。这三个问题，直接对应着中国经济未来的趋势、结构和虚拟化问题，奠定了基于中周期的投资策略。为此，我们再次以结构主义之名进行演绎，由表及里、梯次进击，揭示中周期的内在逻辑勾嵌：

- **新需求问题：**对需求问题的探讨，是开启中周期大门的锁钥，我们将从销量和产量两个方面入手进行分析。具体而言，目前的中国经济遭遇到成本刚性，在需求稳定、产量企稳的背景下，中国经济正深自砥砺。这决定了中国经济的弹性正在减弱，锯齿形的增长可期，而市场也存在有限反弹的空间。
- **新产能问题：**从引致需求的角度去考虑问题，则产能的建设实际上是一种中期的、动态的需求。我们以“价格”为核心指标，从商品价格、要素价格、公共产品这三个角度看来分析新产能的建设。结论是，中国经济正在步入新产能的建设期，并形成“中心—外围”的产业格局，直接推动资本品受益。
- **利润的问题：**需求和产能的交汇处，利润自然而然地被创造出来。利润具有四重影像：通胀、货币政策、流动性和财富膨化，反映的是财富的再分配过程。显然，中国经济的新周期过程，也是新一轮的虚拟化过程，将促成繁荣顶点之达成。

基于以上逻辑，我们对中国中周期略作前瞻，结论是：

- **经济的有偏增长：**边界上，中国 GDP 不低于 8%，CPI 不高于 5%，维持和为 13 点的态势；格局上，中心—外围的产业共生模式被强化；结构上，中游凭借弹性再度膨胀。
- **策略的自下而上：**短期，原材料成本的走低会使下游直接受益——消费品；中期，最富于弹性的品种在中游——资本品；长期，能够获得重估的品种则备受青睐——资源、资产。

一言以蔽之，本文讲述：**周期之机理，投资之逻辑。**

详参正文。

宏观经济

魏凤春

weifengchun@csc.com.cn

010-85130308

执业证书编号：S0640207100074

刘之意

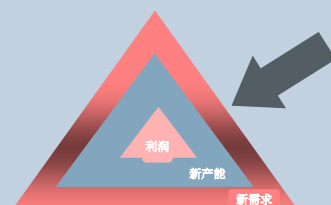
liuzhiyi@csc.com.cn

010-85130273

执业证书编号：S1440110040077

首发日期：2011 年 7 月 13 日

《云龙三现》：中周期的三重表征



相关研究报告

11.01.14	《泛海观澜之一：两仪与四象》
11.01.30	《泛海观澜之二：雪还没有下》
11.02.17	《泛海观澜之三：西流东渐》
11.03.02	《泛海观澜之四：双马饮泉》
11.04.06	《泛海观澜之五：有龙则灵》
11.04.20	《泛海观澜之六：大泽龙蛇》
11.05.10	《泛海观澜之七：四月的纪念》
11.05.31	《泛海观澜之八：五月的决断》
11.06.21	《泛海观澜之九：斩蛇起义》
10.12.10	《结构主义的演绎之一：繁荣の野望》
11.03.01	《结构主义的演绎之二：化蝶》
11.04.18	《结构主义的演绎之三：说英雄，谁是英雄》

目录

引言：谋定而后动	1
序：万里从龙，画神画骨	3
一、见龙在田——周期的一贯逻辑	4
1.1 芥子藏须弥：细微处寻中周期	4
1.2 微观生宏观：双周期本为一体	5
1.3 画龙三部曲：中周期表里澄澈	6
二、惕龙无咎——需求的双重砥砺	7
2.1 需求的直接表征：销售端稳定	7
2.2 需求的间接表征：供给端紧绷	8
2.3 成本的持续冲击：利润被砥砺	9
2.4 利润与库存周期：锯齿形增长	10
2.5 有限反弹的逻辑：重心在下游	11
三、或跃在渊——产能的三重进阶	12
3.1 新产能第一波：基于产品价格	12
3.2 新产能第二波：基于要素禀赋	14
3.3 新产能第三波：公共品的供给	17
3.4 产能建设的结果：新经济格局	19
3.5 产能建设的红利：资本品受益	21
四、飞龙在天——利润的四重影像	22
4.1 第一重镜像：和通胀的同一性	22
4.2 第二重镜像：和政策的逆反性	24
4.3 第三重镜像：流动性及其冲击	25
4.4 第四重镜像：财富膨化及分配	26
4.5 站在繁华的顶点：资产和资源	26
五、龙翔凤翥——策略的有无之道	27
5.1 中周期的经济大势：有偏增长	27
5.2 有节奏的行业选择：自下而上	27
5.3 无测度的风险酝酿：终极解决	27

图表目录

图 1：推背图：走向繁荣中的增长与波动	4
图 2：中国经济的周期演进和主要矛盾	5
图 3：中周期的三重表征 VS 中国经济的三个问题	6
图 4：钢材销售量同比增长（%）	7
图 5：工业产品的滞销率（%）	7
图 6：工业生产季调环比增速（%）	8
图 7：发电量同比增速（%）	8
图 8：工业品的库存增速（%）	8



图 9: 生产资料和生活资料库存指数 (%)	8
图 10: SHIBOR 和票据直贴利率 (%)	9
图 11: 最低工资标准增速 (%)	9
图 12: CRB 大宗商品价格指数	9
图 13: 工业企业的主营业务利润率和净利润率 (%)	9
图 14: 工业企业利润总额累积同比增长 (%)	10
图 15: 库存重建期间 GDP 反弹幅度 (%)	10
图 16: PMI 新订单指数增速: 下游好, 上游差	11
图 17: PMI 产成品库存指数: 下游低, 上游高	11
图 18: 制造业固定资产投资增速及其变化 (%)	12
图 19: 主要制造业行业的 PPI (%)	13
图 20: 中国 ROE 超过 5% 的行业排序 (%)	13
图 21: 2010 年国内外三种专利授权状况占比 (%)	15
图 22: 2009 年发明型专利的数量和占比 (件/%)	15
图 23: 2009 年实用新型专利的数量和占比 (件/%)	15
图 24: 国际竞争力指数: 资源型 (农产品、煤炭等)	16
图 25: 国际竞争力指数: 劳动密集型 (衣鞋帽、小五金等)	16
图 26: 国际竞争力指数: 资源和资本密集型 (钢铁、有色等)	16
图 27: 国际竞争力指数: 资本和技术密集型 (机械、化工等)	16
图 28: 中国的公共开支中, 对民生的支出依然不足	17
图 29: 行业集中度及其变化趋势 (%)	19
图 30: 中粮集团产业链	20
图 31: 产融结合谱系(昆仑系与英大系为例)	20
图 32: 固定资产投资中设备类的增速和占比	21
图 33: 中国: 物价水平的波动 (1999-2010)	22
图 34: 中国经济的消费率 and 投资率 (%)	23
图 35: 日本年度 CPI (%)	23
图 36: 韩国年度 CPI (%)	23
图 37: 固定资产投资增速—中央项目和地方项目 (%)	24
图 38: 流动性: 从创造到终结	25
表 1: 基于刘易斯拐点来临的投资选择	14
表 2: 城镇居民家庭现金购房和还房贷支出相对水平和在可支配收入中的比重 (%)	26

引言：谋定而后动

谋断合璧是投资家毕生追求的境界，得其一者为高手，二者皆得者不世出。

谋即为断，断即为谋。古人云谋定而后动，今人讲，走一步看一步。2011年下半年的投资显然不是走一步看一步的事情了。根据我们结构主义的逻辑，若遵从一季度“周期复辟”，二季度“藏伏”的战略，则龙蛇已分。股市至此，看空者已经无多，但看多者未免又急不可耐。下半年以至于明年的投资不仅要考虑从战术上考虑“买与不买”、“买大与买小”的问题，更要从战略上考虑好买了之后是否持有，如何持有的问题。所以问题的关键不是三季度，甚至不是四季度，而是2012年上半年会如何。

不论是战略还是战术都离不开对中周期真谛的理解。在我们的框架下，中周期的结果是改朝换代，是产业更替，更是利益格局重新划定，其过程则是市场自生能力与前期过渡刺激的不良后果的交锋。考虑结果是战略，思索过程则是战术。当前的市场纠结，来源于两种力量的博弈，一是中周期的向上力量，是为多的力量，二是过渡刺激之后遗留的泡沫问题，这是一种对以房地产为代表的泡沫必将破灭的担心，是为空的力量。这是市场多方和空方的根本差异所在。

周期的力量就是经济的弹性，而泡沫的问题实际上是在增长中中国经济的结构特征进一步恶化，他表现为成本的压力、资金的紧张、泡沫的膨胀、金融垄断的加强，企业生存环境的进一步恶化等等。严格意义上来看，这是一个中周期问题与长期结构性问题的博弈。结构性恶化是客观存在的，其问题的本质不在于是否其终将爆发，而是在于其爆发的时间，形式以及我们可以用什么手段去减弱他的影响。这又是一个对过程的描述，而不是纯粹讨论一种结果。所以，我们使用内生动力的弹性以及结构性恶化的解决方案这样的线索去分析当前中国经济一年内的的问题，总的纲领定义为《周期力量与泡沫问题》，这里面有几个问题需要讨论。

第一，在工业化和周期运行的历史中，经济增长方式的恶化与中周期的波动是长期并存的。如果以长波来定位，长波的衰退、萧条甚至复苏的前期都伴随着结构性的问题，所以，几乎一半的中周期是与结构性问题相伴随的，通过研究历史可以借鉴一个内生动力与结构性恶化的经验框架。从而对本轮2009年以来的中周期形态做一个推测，用逻辑框架说明周期的延续性及其力度，以及在周期力量的过程中结构性恶化因素的影响。其最终要解决的问题是，中周期是继续向上，还是需要等待，抑或是其他形态。

第二，中周期内生性变量的发展方向，这里包含了需求和弹性两个问题。库存问题，前期是产能问题，后期是需求问题，需求何来理论上看来是中周期的关键，但需求不可能直接研究，所以，需求的演化仍然需要从供需的视角去判断。这种供需的变化一定是表现为产业变化的此消彼长，这就是所谓的需求的结构性。所以，从成本和利润的视角看，主导产业向中游演进的逻辑已经基本顺畅。

需求一定是一个相对于供给的概念，中周期的内生动力主要是围绕产能利用率的变化、产能建设的结构变化来展开的，这就是从产能的角度去探索中国经济未来一年内的弹性问题。

第三、泡沫所导致的结构性恶化问题的解决时点、模式。中国最大的结构性问题就是房地产泡沫，其根源是货币的过度释放。所以，这个问题是围绕房地产产业链条内：房地产-地方债务-货币刺激循环的发展与演化展开的。泡沫问题的解决不是一蹴而就，至少从历史经验看，在没有出现多因素共振之前，我们仍可以通过某些手段来延缓它的爆发，市场仍将最终沿着在这样的政治经济趋势下的利润聚集地进行配置。所以，在此过程中，解决泡沫问题的手段对投资具有明显的指向意义。

第四，在上述研究的基础上，我们要解决中周期的驱动力问题。从上述研究来看，中周期的驱动力更多的不在于技术的创新，而是在于结构性的扩张和产业组织的垄断化。这是一种经济结构恶化的必然反映，也是必然的选择，所以，结构性的扩张就是经济的弹性，而垄断化就是未来公司成长的主线。

第五、在上述逻辑中，特别是结构性恶化问题的解决中，全球经济的演绎将具有越来越明显的影响。这种影响不在于中国的进出口，而在于在美国的周期演变，美国的增长与通胀会直接影响全球的大宗及流动性，这些问题，对中国结构性泡沫问题的影响具有延缓抑或是冲击的根本影响。

中国的经济在未来的两年中确实将出现一次异乎寻常的变动，这一点在我们所运用的结构主义经济学体系中已经给出了明确的先行信号，因此，从现在开始到 2012 年上半年，我们要改变不断短期化的思维方式，中周期的投资战略是歼灭战，这需要谋定而后动的淡定与果决。所以，我们这次推出的《周期力量与泡沫问题》系列，是我们对 2013 年之前中国经济的系统思考，也是一次对投资的前瞻性探索。

系列报告由以下内容组成：

- 1) 宏观篇：《中心外围论——过渡期的总路线》
- 2) 配置篇：《主导·中游·集中》
- 3) 周期理论篇：《云龙三现——再论周期律动的禅》
- 4) 周期力量篇：《周期力量——周期演进与结构恶化的博弈》
- 5) 周期弹性篇：《中游砥柱——周期弹性与行业弹性研究》
- 6) 泡沫问题篇：《飞越激流——过渡期的风险演进》
- 7) 美国周期篇：《房价触底，经济寻底》



序：万里从龙，画神画骨

繁华之所在，虽千万里，吾往矣。

于是，在《繁荣の野望》中，我们以周易之名，衍十年辉煌；在《化蝶》中，我们倾尽浪漫，画周天运转；在《说英雄，谁是英雄》中，我们不吝鄙薄，论行业之可取处；至今日，却到了讲述《云龙三现》，再论周期律动的禅的时候了。

实际上，在春季“周期复辟”的策略会上，我们初次阐述了周期律动的禅，演绎了库存重建的三个阶段，指出主动型的库存重建，是经济走向主动、走向自主增长的阶段。这样一个阶段的特征，诚如《安德鲁日记》所言，“凡是主动的，注定都是艰难的……不过，凡是主动的，却是最能持久的。”鉴于这个阶段“艰难”的一面，在二季度的策略会上我们提出了夏季要“藏伏”的观点，已然得到了市场淋漓尽致的表演。到现在，现在却是“凉风起天末”的时候，因此我们认为市场也到了该着重演绎其“最能持久”的一面了。

为什么这个阶段“最能持久”？因为这个阶段，从我们一贯的周期运行的框架来看，是库存周期的产能利用率维持高位、产能瓶颈不断被突破的阶段，也是中周期持续孕育、并不断凸显的阶段——换言之，这个阶段是中周期的“龙起”阶段，将决定产业的变迁、繁荣的走向，进而决定投资策略的结构和节奏。

中周期的“龙起”是如此之重要，那么具体该如何把握？在回答这个问题之前，我们来读一个小故事：

经济小故事之《经济的江湖·神秘中周期》

哥已不在江湖，但江湖总有哥的传说。

在经济的江湖里，有一股力量，人称“中周期”。故老传言，大约每隔十年，这股神秘的力量就会出现，调教各路豪杰的武功，重塑武林霸业的格局，并把江湖的繁华景象，一波一波地推向新的境地。有时候，至少是偶尔吧，我们会怀疑这传说的真实性。只是在我们详细审视了改革开放三十几年来的经济史，确认了“食品饮料-纺织电子-房地产和重化工”这三个王朝的更迭之后，怀疑才消亡泰半。

只是这“中周期”是神秘的，在江湖中神龙见首不见尾，没人能窥其形貌、得其玲珑。盖因如此，它就时常被江湖术士们挂在嘴上：一俟股市上扬，“新周期启动”、“新周期明朗”等故事就不翼而飞，简直成了包治百病的狗皮膏药；一俟股市下跌，这狗皮膏药似乎立马失灵了，术士们也就绝口不提了……

中周期如此神秘高远，令心怀仰止之情的江湖百晓生也不禁心生怅惘：刘郎已恨蓬山远，又隔蓬山几万重。

是的，中周期是模糊不清的，要想把握中周期的投资脉络，必须对中周期的形态、机理、脉络有着清晰的刻画和描摹。只是“画龙画虎难画骨”，要画出神韵，则更难。在此，本文拟再度尝试结构主义的手法对中周期进行解构，由表及里，三段进击，剖析中周期中蕴含的投资机会，希望对吾辈同侪的“万里从龙”投资之旅，能有所裨益。

一、见龙在田——周期的一贯逻辑

1.1 芥子藏须弥：细微处寻中周期

天空没有翅膀的痕迹，而我已经飞过。

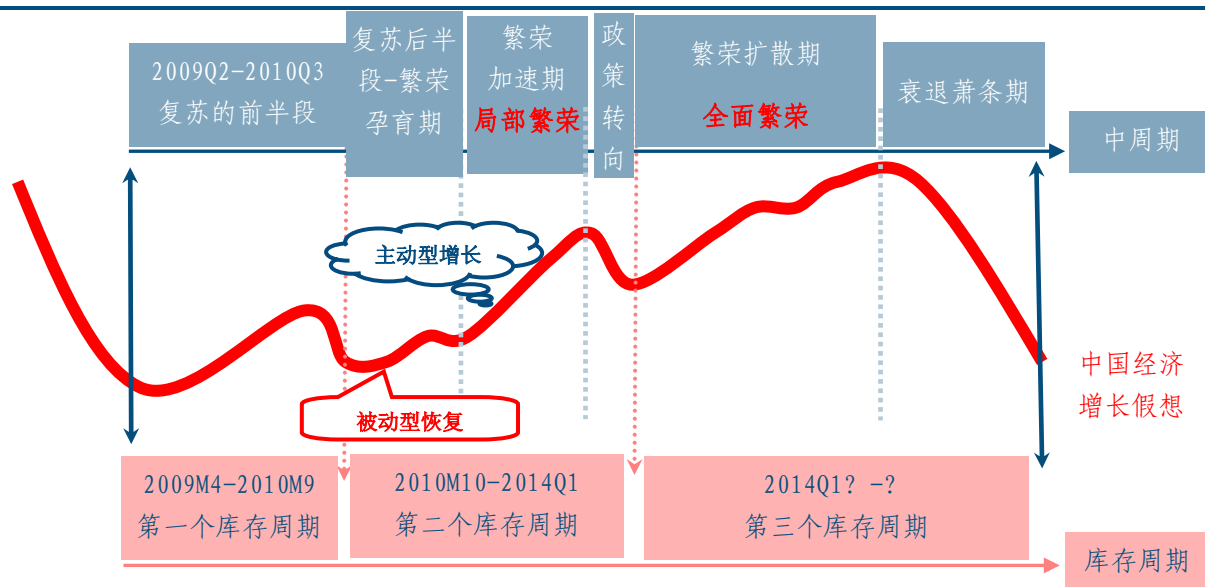
用泰戈尔的这句话来形容中周期的无相无声，却是再贴切不过了的。虽然在《繁荣の野望：从库存周期到中周期》中，我们天才地画出了《推背图：走向繁荣中的增长与波动》，赋予了中周期以时间和空间的表征；但是基于中周期的投资逻辑，我们却一直没有详尽地展开。

对于这个问题，主观上的原因，是因为我们害怕把长期行为短期化，犯下投资的大忌；客观上的原因，则是中周期很多时候只能事后观察并确认，身在其中庞杂的经济系统中，我们多少有些迷路的感觉了。因此在很多场合，在不得已的时候，我们的解释是：中周期之衍生，就如同头发，时时刻刻都在长长，但是我们对此并无感觉……如此日复一日，直到有一天，一个愁绪满怀的日子，我们才惊觉，“哦，我的头发长长了”。

是的，大相无形，大音希声，中周期就是一个传说。

然而在这里，我们无意于渲染这个传说。在结构主义者眼里，中周期，乃至中周期里的主导产业，仿若一条龙，这条龙，“能大能小，能升能隐，其之为物，可比世之英雄。”有鉴于此，既然不能够大处着眼，我们却可以从小处着手，梳理中周期的经络，进而提炼出基于中周期的投资逻辑。

图 1：推背图：走向繁荣中的增长与波动



资料来源：中信建投研发部

需要指明的是，从小处着手，却更容易把握中周期的存在感。实际上，在共和国六十二年的夏天里，除了红歌、郭美美、帝都大水等见怪不怪的事情之外，我们似乎很难找到新一轮中周期的踪影——一切似乎都无关宏旨，一切似乎都平平淡淡。只是在这平淡中，在“盲人摸象式”的中周期寻找中，我们似乎再度咋摸到了一丝周期律动的禅的味道。

1.2 微观生宏观：双周期本为一体

于细微处寻中周期，和在螺丝壳里做道场是一个意思。这让我们倾向于认为，可于库存周期中发掘中周期。

在我们持续进行的周期研究过程中，总是能够听到有人说，“库存周期结束了，之后中周期开始了”，或者是有人宣称，“库存周期失效了，未来是中周期的时代”。显而易见的是，这种说法很有市场，在一定程度上也非常正确。毕竟，库存周期和中周期，是有着明显区别的：

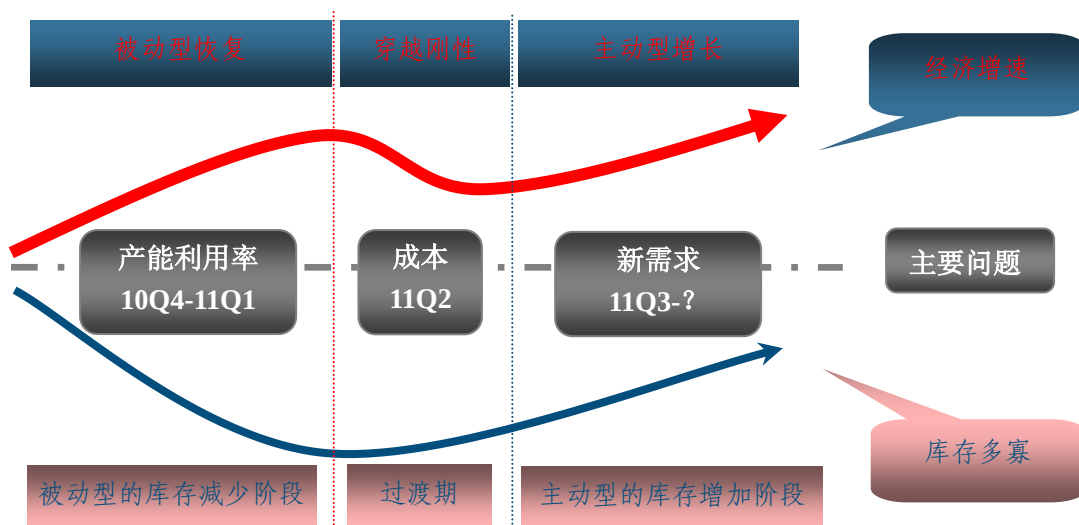
- (1) 库存周期的核心标志是库存变动，中周期的核心标志是产能投资；
- (2) 库存周期一般历时 40 个月，中周期一般历时 10 年，一个中周期中包含三个库存周期；
- (3) 库存周期的总量型特征明显，中周期也会表现出总量上的跌宕，但是更偏重于主导产业的生发。

虽则如此，基于结构主义的理解，我们还是要声明的是：中周期和库存周期其实是一体的，两者之间既不存时间上的先后接续，也不存在效力上的先后接力。套用时下流行的句式：库存周期不是中周期的前传，中周期也不是库存周期的续篇，两者在时间上并存，在效力上各异，在逻辑上互为表里。

关于双周期的一体性，在《化蝶：突破库存周期》我们已经做了比较详尽的探讨，结论是明确的：双周期运转的核心，是企业的利润；衔接库存周期和中周期的关键变量，是企业的产量；库存周期在中周期里升华，中周期在库存周期中孕育、加速，并先后带来两次浪潮。

只是在周期运行的不同阶段，我们应该注意到，经济生活的主要矛盾是完全不同的：（1）被动型的库存减少阶段，是经济的被动型恢复时期，主要矛盾是提高产能利用率；（2）过渡期，经济遭遇刚性，主要矛盾是克服成本的冲击；（3）主动型的库存增加阶段，经济开始主动型增长，由于需要探索新产能和新需求之间的平衡，因此该阶段的主要矛盾是新需求——唯有拥有新需求的配合，新产能的建设才能够具有可持续性。

图 2：中国经济的周期演进和主要矛盾



资料来源：中信建投研发部

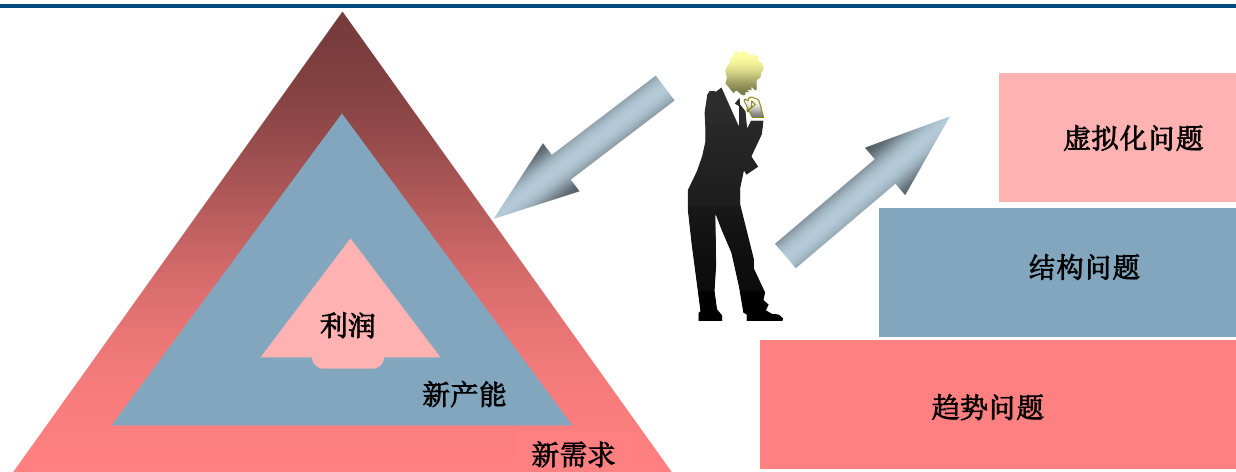
1.3 画龙三部曲：中周期表里澄澈

很显然，随着经济逐渐步入主动型的库存增加阶段，中周期越来越凸显，因此围绕着中周期的投资逻辑的讨论也就越来越多。其中呼声最高的，最迫切的，莫过于对新需求问题的追问。

从微观的视角出发，并考虑到库存周期的同步性问题，我们认为对于中周期的讨论可以集中于三个核心概念，由表及里地展开：

- (1) 新需求问题：在主动型的库存增加阶段，为了和需求形成合理的配比，企业将有意识地累积库存。如果新需求强劲，则企业将突破产能约束，扩大产能投资，从而促进中周期的加速。实际上，新需求的问题，对应着中国经济的趋势问题。
- (2) 新产能问题：如果产能约束需要突破，那么新的问题自然而然地就产生了，哪些行业存在着产能的瓶颈？事实上，正如我们在《说英雄，谁是英雄：主导产业的养成计划》中所言，并不是所有的行业都存在着等量的扩张机会。能够出现较大规模新产能建设的行业，将有望成为新一轮中周期里的主导产业。实际上，新产能问题，对应着中国经济的结构问题。
- (3) 利润问题：所有周期运转的核心，都归根于对利润的追寻。很显然，当新产能得到补充，当主导产业的迹象越来越清楚，利润增长的趋势也就越来越明显。在我们看来，利润是一种现金流，随着利润的持续注入，整个社会的资产负债表也会随之发生膨胀、抑或是倾斜的变化，也即是说，利润最终将在通胀、政策、流动性和上层建筑等方面得到充分的反映。实际上，利润的问题，对应着中国经济的虚拟化问题。

图 3：中周期的三重表征 VS 中国经济的三个问题



资料来源：中信建投研发部

由此不难得知，对新需求、新产能、以及利润这三个问题的讨论，既能够由表及里地展现中周期，又能够牵带出中国经济未来的由实及虚的三个切实的问题：趋势、结构和虚拟化问题；自然而然地，也就奠定了基于中周期的投资策略。我们便是在这样的思路下，尝试着描摹和刻画中周期。

二、惕龙无咎——需求的双重砥砺

对需求问题的探讨，是开启中周期大门的钥匙。在我们看来，除了传统的“三驾马车”式的分析，需求还可以销量和产量这两个方面入手。两者互为因果，相互掣肘，左右着中国经济的短周期循环。

具体而言，目前的中国经济遭遇到成本刚性，在需求稳定、产量企稳的背景下，中国经济正深自砥砺。这决定了中国经济的弹性正在减弱，锯齿形的增长成为现实，也决定了市场存在着有限度的反弹空间。正如“乾卦”的九三之数所言，“君子终日乾乾，夕惕若，厉，无咎”——君子白天勤奋，晚上自省，自我砥砺，终究不惹祸端。

是的，目前的中国经济，恰是一副“惕龙无咎”的模样。

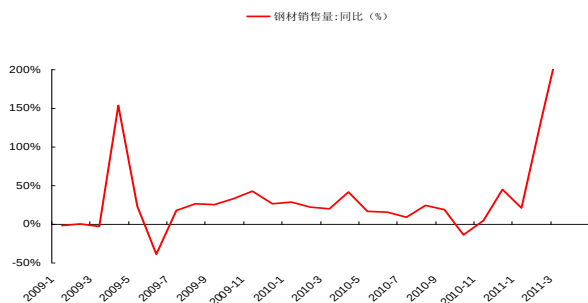
2.1 需求的直接表征：销售端稳定

在 2 季度，中国经济遭遇刚性，悲观的预期逐渐兑现并愈演愈烈。不过，从“三驾马车”角度给予的中国经济需求的分析，还是让很多人从过度悲观的状态中苏醒过来：

- 首先，在前 5 个月，我国固定资产投资增速 25.8%，创今年以来新高，表明在地方财政约束和房地产调控政策持续的背景下，投资需求依然强劲；
- 其次，消费表现一贯稳健，随着汽车下乡等刺激政策的渐次退出，消费回归常态并逐渐企稳；
- 再次，虽然美国乃至全球经济走软，但是中国相对稳定的比较优势和贸易品结构，奠定了中国的出口仍将保持在较高的增速水平上。

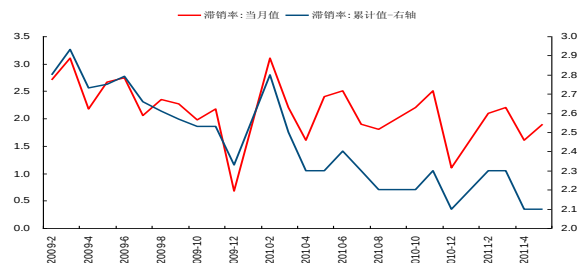
“三驾马车”的分析结果表明，目前的中国经济依然表现强劲。这一点，我们从销售数据中也可以得到印证。实际上，作为中国经济“骨骼”的钢材的销售量自年初以来持续上升；同时，工业产品的滞销率也保持在相对较低的水平上。

图 4：钢材销售量同比增长（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 5：工业产品的滞销率（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

种种数据和迹象表明，从销售端来看，目前中国的经济的总需求是相对稳定的。这直接将人们对中国经济过度担忧的困境中解脱出来。

2.2 需求的间接表征：供给端紧绷

对于需求的讨论，自然不得不讨论生产本身，因为生产本身也是对其上的一种投资，并作为一面镜子，稍微滞后地反映了销售端的情形。从这个角度出发，我们把供给端，称为需求的间接表征。

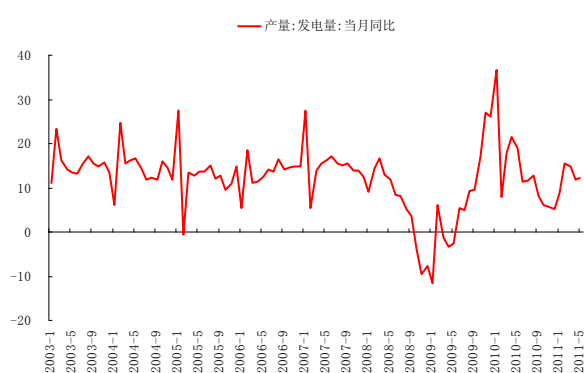
供给表现为两种形式，其一是生产，其二是库存，分别从流量和存量的角度指示着供给的紧张程度。在我们看来，对于生产的考察，可以从工业生产和发电量增速的角度去考察。对于库存的考察，可以主要借助于库存的增速，以及指数化后的库存绝对水平。根据观察，我们的结论有两点：

图 6：工业生产季调环比增速（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

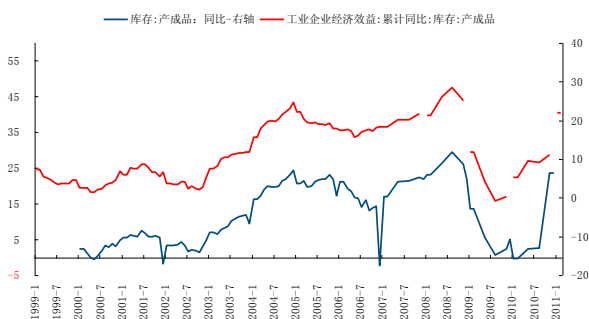
图 7：发电量同比增速（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

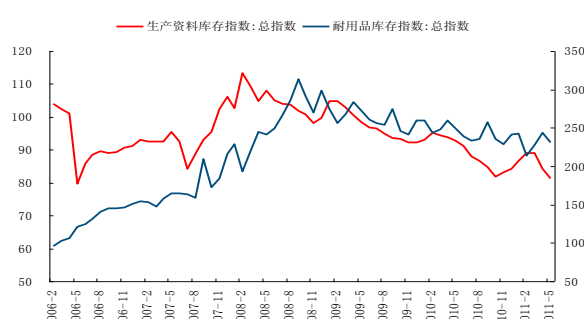
- 从工业生产和发电量的角度来看，目前的工业生产确实出现了一定程度的下滑；但是正在逐渐企稳并有反弹的倾向。这意味着目前的生产端正在摆脱原材料去库存的影响，并使得产能利用率重新回到高位并维持。
- 从库存的增速和库存的水平来看，目前库存积累的速度并不太快，商务部公布的库存指数甚至显示目前的库存存在着下降的趋势。这意味着从存量的供给角度来看，目前的供给端对经济负面冲击的能量依然是比较有限的。

图 8：工业品的库存增速（%）



数据来源：CECI，中信建投研发部

图 9：生产资料和生活资料库存指数（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

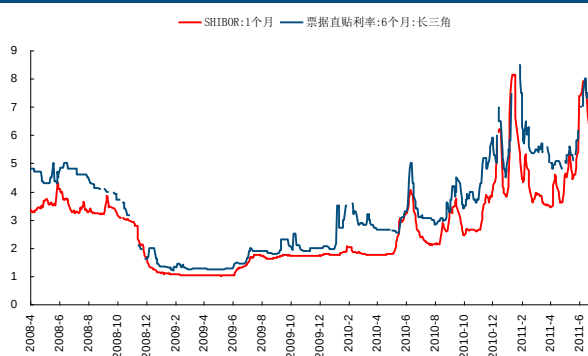
所以从需求的供给端出发，我们也发现供给是相对紧张的，这暗示着新需求呈“山雨欲来风满楼”之态。

2.3 成本的持续冲击：利润被砥砺

从供销两个方面的分析表明，目前企业的经营处于较为紧张的水平上，这也符合主动型的库存重建阶段的产销特征。只是我们更应该意识到，利润才是需求的终极动力，才是需求持续的源泉。但是从供、销到利润，中间必须注意企业的成本问题。

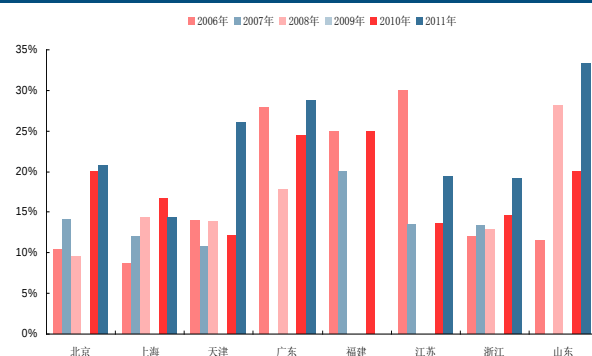
不幸的是，在过去的高速增长时代里，资本、劳动力、原材料的价格是相对便宜的。但是到了目前，在中国步入工业化的成熟阶段之后，在流动性泛滥之后，中国的资本不再便宜，劳动力不再便宜，原材料和工业产成品价格也在国际流动性的冲击下，变得愈发昂贵——至此，中国遭逢改革开放以来的最为严重的成本冲击。

图 10：SHIBOR 和票据直贴利率（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

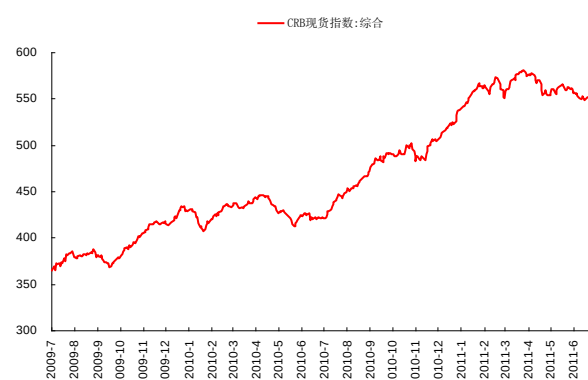
图 11：最低工资标准增速（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

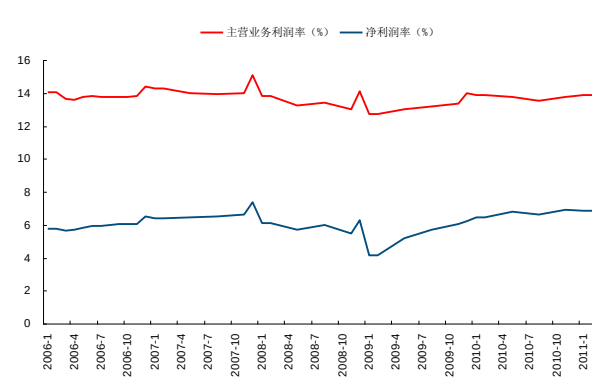
我们不难注意到，随着通胀的持续走高，在货币从紧的环境下，无论是官方还是民间的借贷利率都持续走高；而“刘易斯拐点”之后的普通劳动者的工资，也开始持续走高；若再加上大宗原材料价格的持续冲击，我们就不难看到企业的主营业务利润率和净利润率的走低了。

图 12：CRB 大宗商品价格指数



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 13：工业企业的主营业务利润率和净利润率（%）



数据来源：CEIC，中信建投研发部

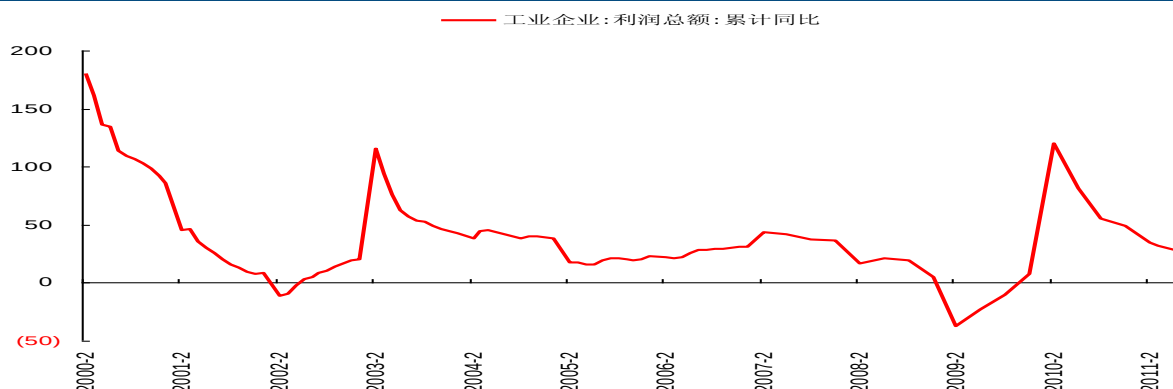
在简单的“量价本利”模型下，我们不难看到，目前的情形是：企业的利润，就夹在需求相对确定、成本持续高企的中间，被当成一把刀一样来回地消磨：若这把刀的钢火很好，说不定还能磨出一般称手的好刀；若这把刀的钢火一般，那么这刀就会被磨薄了，变得易折。这种情形，恰是“剔龙无咎”的现实写照。

2.4 利润与库存周期：锯齿形增长

从上文关于利润的讨论中，我们不难看出：在主动型库存增加的很长一段时期内，企业都将面临高成本对利润率的削弱问题。进一步，通过“创新来应对高成本”需要时间，因此企业的“涅槃重生”的过程，将是艰难而又漫长的。这意味着在很长一段时间内，我们将处于“英雄的淬炼”过程；这也决定了利润的反复。

企业的年度盈利水平是资本量、ROE、经营周期三者的乘积。综合考虑着三个因子，并参考历史上 2003 年后的情形，我们认为未来企业的盈利增速中枢将会下移，并在很长的时间段内保持在 20-30% 的范围内。

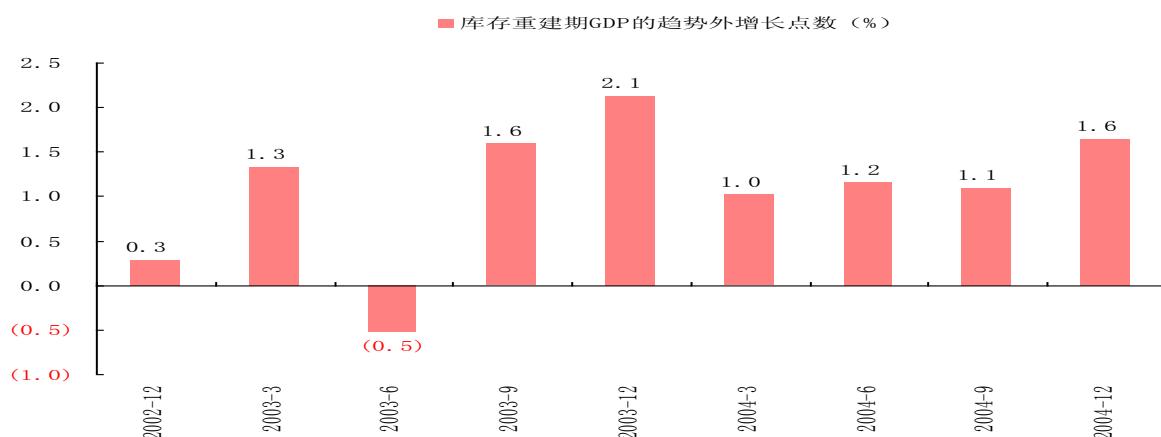
图 14：工业企业利润总额累积同比增长（%）



资料来源：Wind，中信建投研发部

从 GDP 增速的角度去考虑，我们发现随着主动型库存重建过程的推进和反复，GDP 的增速将会受到显著影响的。具体表现为：库存重建的初期，GDP 的额外增量是不太稳定的，幅度较大，并表现出一定的反复性；库存重建的中期，GDP 的额外增量增大；而库存重建的后期，GDP 的额外增量较为平稳。这无疑都强化了我们未来可能出现的锯齿形增长的认识。

图 15：库存重建期间 GDP 反弹幅度（%）

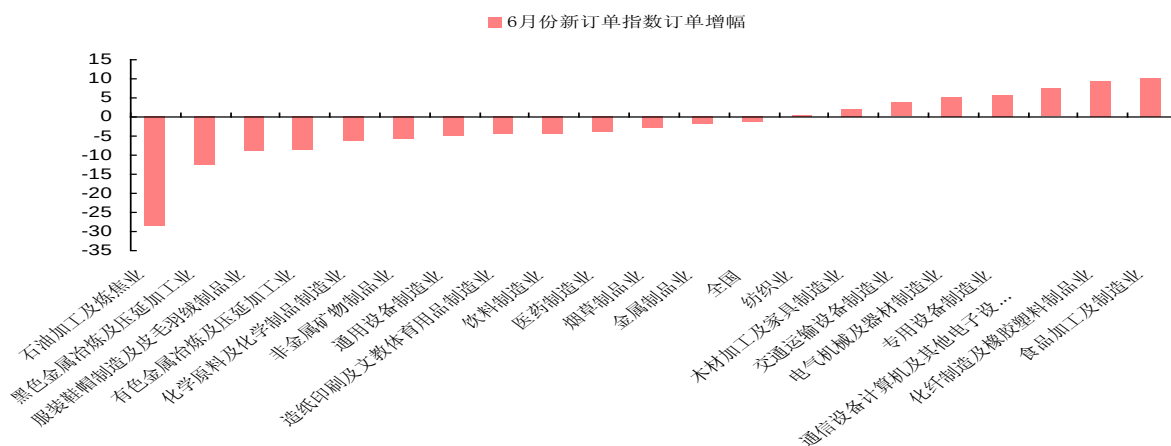


数据来源：CEIC，中信建投研发部

2.5 有限反弹的逻辑：重心在下游

只是我们必须指出的是，在短期内随着市场负面情绪逐渐被宣泄，重要的是随着国际大宗商品价格的在相对低位持续震荡，我们认为一场结构性的反弹是可以期待的。应该意识到，围绕着利润核心，成本的下降造成了短期会计利润的下降，带来了经济下滑的转折点；但同时，也将在需求相对确定的背景下，慢慢地打开利润回升的空间，进而带来市场上行的转折点。正所谓，“败也萧何，成也萧何”。在我们看来，聚焦于“成本问题”、进而推行到“利润问题”，其先后的投资逻辑可能是：

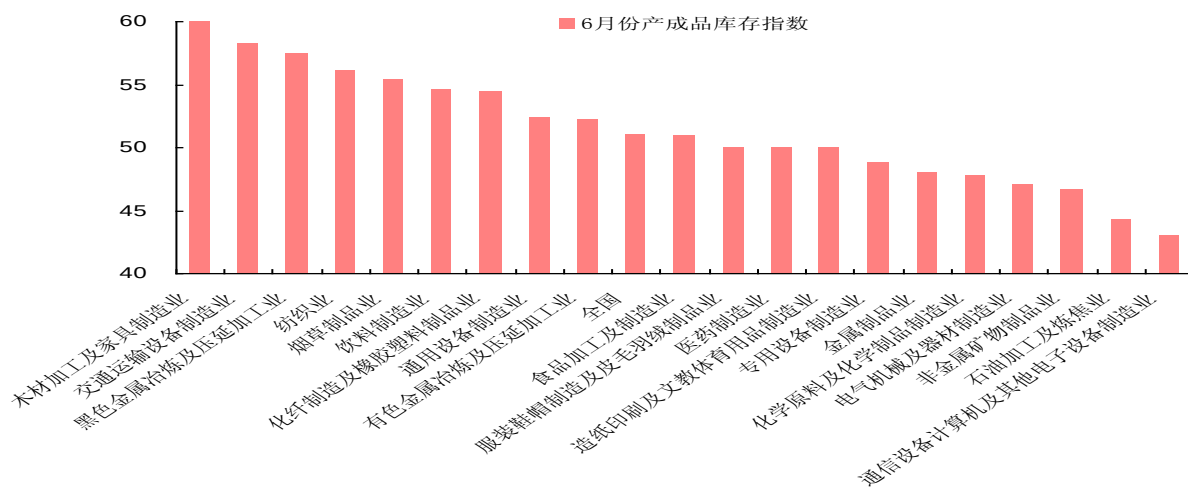
图 16：PMI 新订单指数增速：下游好，上游差



数据来源：CFLP，中信建投研发部

(1) 遭遇刚性，溃败——因此有：挥师掩杀，伏尸千里；(2) 构筑阵地，防御——逻辑是：甲之蜜糖，乙之砒霜；(3) 坚城为托，逆袭——孙子曰：先为不可胜而后求战……然而坚城何在？我们认为，“坚城”体现在两方面：1、“外围中心模式”中的大企业；2、下游行业，或是偏重于下游的行业。

图 17：PMI 产成品库存指数：下游低，上游高



数据来源：CFLP，中信建投研发部

至此，以中周期的需求问题问突破口，进而延伸至利润问题，我们不难看到在短期内的一场结构性的反弹。

三、或跃在渊——产能的三重进阶

应当承认，我们上一部分所论述的需求，仅仅是从短期内的、静态需求的角度去考察问题的。从引致需求的角度去考虑，则产能的建设实际上是一种中期的、动态的需求。很朴素的道理就是，新产能建设的前提，是存在着需要。因此，分析产能建设这一问题，需要从动态的、被需要的角度去考虑。

如何体现出被需要？在市场经济中，被需要的标准是价格——价格是一根指挥棒，会引导着资源的合理配置。因此，我们以“价格”为核心指标，从商品价格、要素价格、公共产品这三个角度看来分析新产能的建设。

不究不知道，一究真有料——目前的中国经济，也有着“或跃在渊”之前兆，符合“乾道乃革”之卦象。

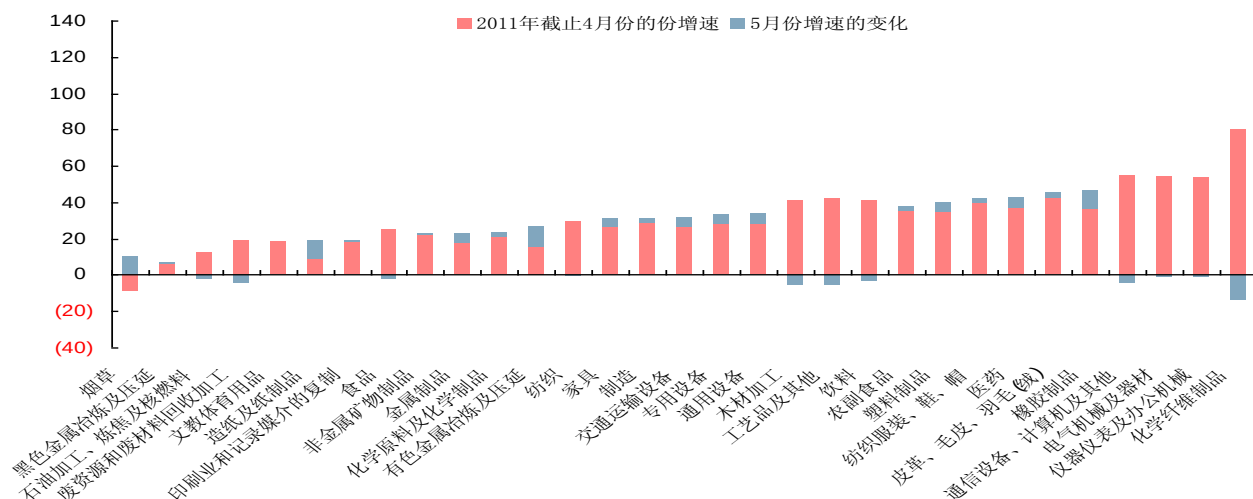
3.1 新产能第一波：基于产品价格

3.1.1 基于固定资产投资的观察

就投资本身来观察新产能的建设，其实是“头疼医头、脚疼医脚”的一种观测思路。不过也恰能表现出“缺啥补啥”的朴素理念观点，预示着当下的投资瓶颈。

我们注意到，在 2011 的前几个月里，大部分制造业的投资增速都保持了加速的态势。其中，又以**化学纤维制造、仪器仪表、电气机械、通信设备和计算机、塑料制品**等的增速最快。这一方面反映出这些行业的景气程度较高，目前增速较快；同时也反映出，这些行业对未来的市场与价格的预期较为乐观。

图 18：制造业固定资产投资增速及其变化（%）



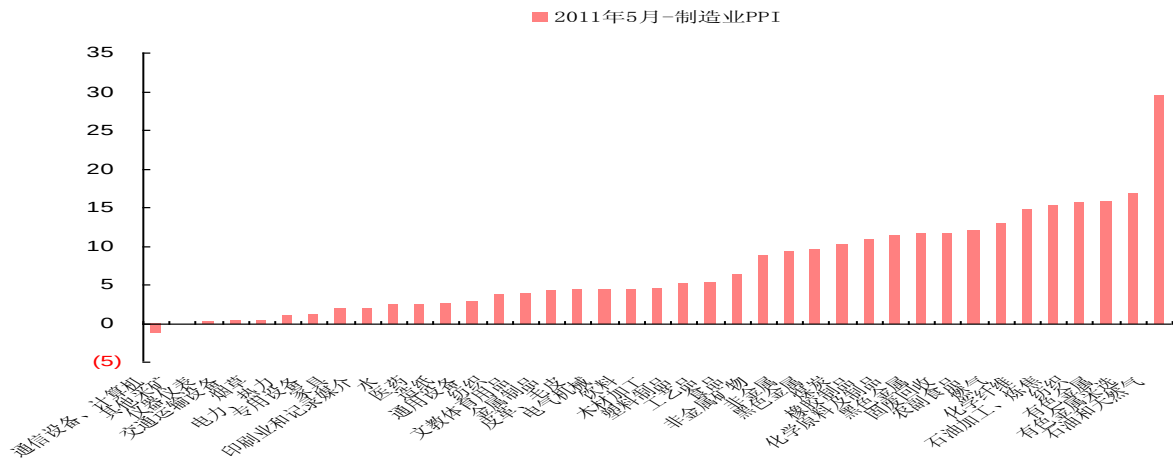
资料来源：Wind，中信建投研发部

3.1.2 基于产品价格提升的观察

更进一步，我们不难看到，在短期内有价格优势的企业，无疑都是产能短缺的。在这方面，最典型的例子，是电力供应。此外，铁路运输，也是存在产能瓶颈的。

而从工业产品价格的角度来看，我们可以看到，**资源类产品、资源加工类产品的价格在本轮周期中涨价颇多**。一方面，这固然和上游行业的价格波动性较大是有关系的；与此同时，这些行业在 2010 年基础上的持续增长，也反映出中国经济的强势和上游行业的持续景气。

图 19: 主要制造业行业的 PPI (%)



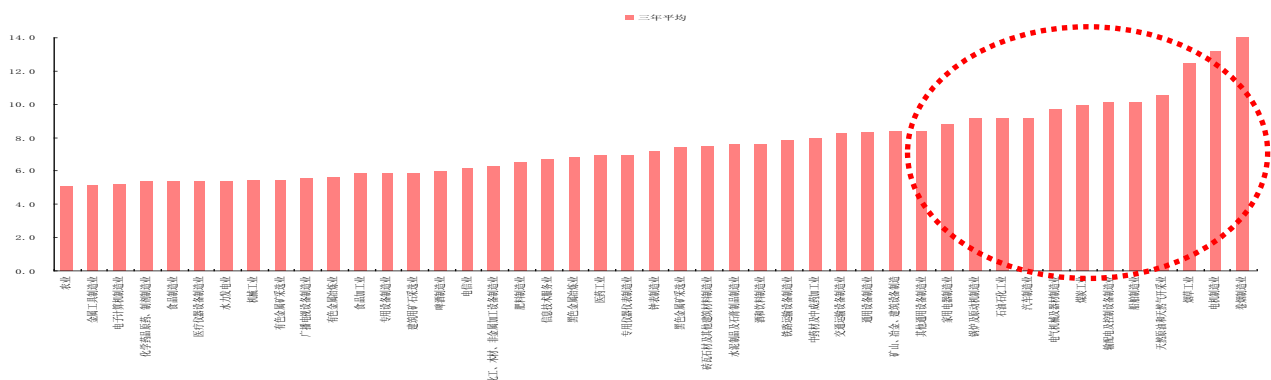
资料来源: Wind, 中信建投研发部

3.1.3 基于 ROE 的观察

再追进一步，价格的问题最终是要反映到资本回报率 ROE 上边。在《结构主义的演绎之三：说英雄，谁是英雄》中，我们已经指出，“在实体领域，投资者当然更是在追逐超额收益率——这意味着，在不考虑进入门槛的前提下，高 ROE 将会吸引更多资金涌入，从而带动产能建设的浪潮，形成中周期。从这角度上讲，高 ROE 才是核心吸引力，得 ROE 者得天下！”

因此在不考虑垄断和资源性行业的背景下，高的 ROE 就意味着在短期内短缺之可能。对各行业过去三年的平均的 ROE 水平进行比较，抛却垄断和资源型行业，我们可以发现：**电气设备、船舶制造、汽车、石化、专用设备、通用设备的 ROE 表现最佳**。这意味着，这些行业存在着因为投资回报率较高而出现的产能扩张的冲动。

图 20: 中国 ROE 超过 5% 的行业排序 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

3.2 新产能第二波：基于要素禀赋

价格是指挥棒，不仅仅指的是产品的价格，而且指的也是要素的价格。应该注意到，要素的价格体现的是产品的丰裕程度和供应情况，也直接影响着资源的配置方向。从可贸易品的角度来讲，从产品的价格中我们可以窥知出进口替代战略的方向；而从要素的价格中，我们却可以窥知出口导向型战略的转折。

近现代经济史表明，很多国家在经济的发展中，分别经历了以自然资源、物质资本、劳动力、技术进步为增长源泉的阶段。很显然，我国目前处在以劳动力为主要驱动力的阶段，并向着依靠技术进步的阶段过度。

3.2.1 劳动力成本的变迁

在 2010 年 7 月 15 日的报告《浮世绘卷，生死劫局——“刘易斯拐点”之后的布局式投资》之中，我们已经指出，特殊的政策安排使中国比其他后进的工业化国家提前约 5-12 年遭遇了刘易斯拐点，“未富先衰”的表征正在显露。在中国最为关键的要素禀赋正在发生变化的背景下，我们认为劳动力成本的持续上升，在使旧有行业的前景发生逆转的背景下，也将使得新行业获得鲜活的生命力。

经过总结，我们认为，最可能受益的将是：消费、医疗、保健、教育、咨询等大消费类概念，以及专业设备等替代人工的资本品类行业。

表 1：基于刘易斯拐点来临的投资选择

	经济主体的行为	投资的主题	可能的投资标的
刘易斯拐点到来	延缓劳动力紧张局面	计划生育政策放松	婴幼儿产品、护理
		制造业区域转移	中西部地区的机会
		外国移民涌入中国	咨询、教育
	适应劳动短缺的局面	人口老龄化	保险、医药、器械、护理、及至消费
		养生保健热潮	保健品、医疗服务
		机器代替人工	专业设备、自动化设备
		工人工资上调	消费品、咨询、安防
		农产品价格上调	农业、餐饮业
	重视变革，提高效率	技术创新、产业升级	科技企业、知名品牌
		提高人力资本	教育、培训
		制度变革、重视分配	咨询、消费品

资料来源：中信建投研发部

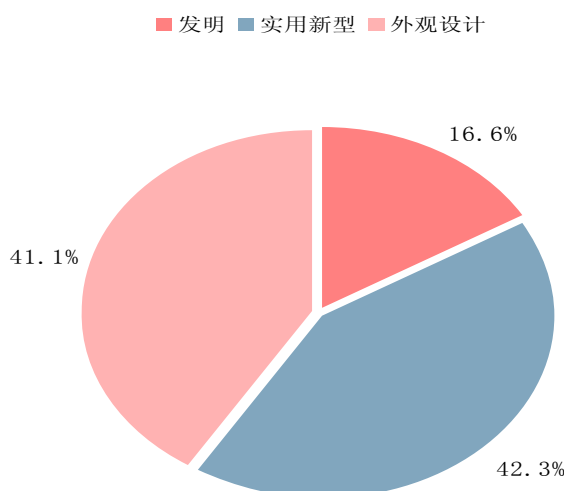
3.2.2 技术的开发和凝聚

在技术开发方面，我们欣喜地看到，目前中国在创新投入方面的力度正在加大。这些研发支出体现在宏观上，就是技术扩散指数的上升。截至 2010 年，我国的技术扩散指数已经达到了 1.77% 左右，并在 08 年金融危机之后，表现出了明显的加速特征，这对于目前中国的来言，是极有利的事情。

不过我们更应该注意的就是技术开发的投入结构。不难发现，我国对于基础研究的投入占比非常低；在应用研究上的投入也有很大提升空间；90% 多的经费都投入到试验发展之上——这反映出我国目前的研究仍处于消化和模仿阶段，技术研发基础薄弱。

上述的这种研发投入模式，最终也反映在专利授权的结果上。根据国家知识产权局的统计，在 2010 年，我国国内外三种专利授权情况中，比较有原创性的发明，仅占 16.6%；实用新型和外观设计，则各占 40%左右。这也意味着目前中国的研发仍属于模仿和追赶阶段，基本是围绕着新技术的运用和外围技术的开发而展开的。

图 21：2010 年国内外三种专利授权状况占比（%）

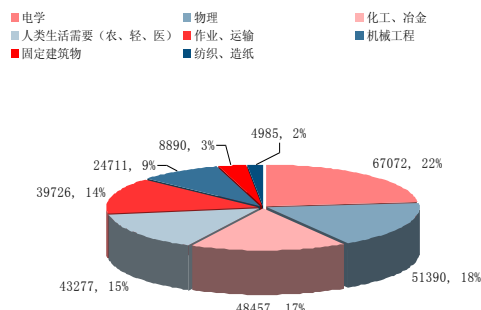


资料来源：国家知识产权局，中信建投研发部

从行业比较的角度讲，专利数量的多寡，一定程度上反映了企业的技术储备和研发实力，可据此来判断产业技术创新的活跃程度。从发明型专利的角度来看，产业排序是：电学—物理—化工、冶金—人类生活需要（农、轻、医）—作业、运输—机械工程—固定建筑物—纺织、造纸。其中，**电气和重化工类**的创新靠前。

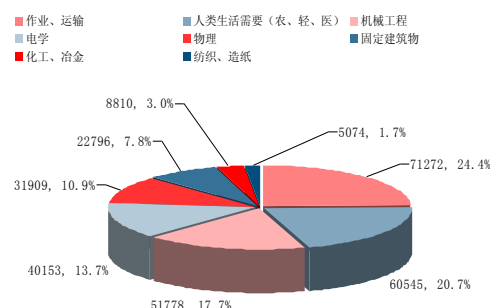
从实用新型专利的角度来看，产业排序是：作业、运输—人类生活需要（农、轻、医）—机械工程—电学—物理—固定建筑物—化工、冶金—纺织、造纸。其中，**施工、交通运输等轻工业类**的创新靠前。

图 22：2009 年发明型专利的数量和占比（件/%）



资料来源：Wind，中信建投研发部

图 23：2009 年实用新型专利的数量和占比（件/%）



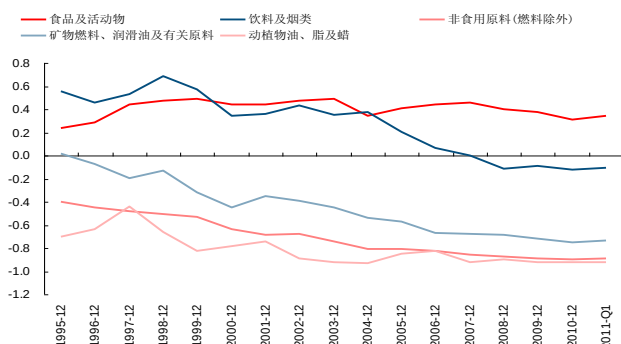
资料来源：Wind，中信建投研发部

3.2.3 比较优势和国际竞争力的变化

要素价格和结构的变化，最终会体现在国际贸易的比较优势上边。就历史经验来看，由于比较优势的变动，国际间的产业转移持续不断地在进行；这种变化的结果，表现在国际贸易的产品结构上。从日本和韩国的经验来看，贸易顺差的主要创造者，先后分别是资源密集型、劳动密集型和资本及技术密集型的产业群。

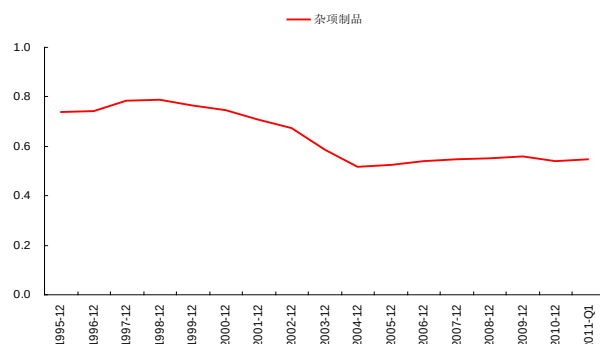
为衡量中国比较优势的变化，我们使用国际竞争力系数 ICC 这一指标，并按照要素的属性进行了大致分类。

图 24：国际竞争力指数：资源型（农产品、煤炭等）



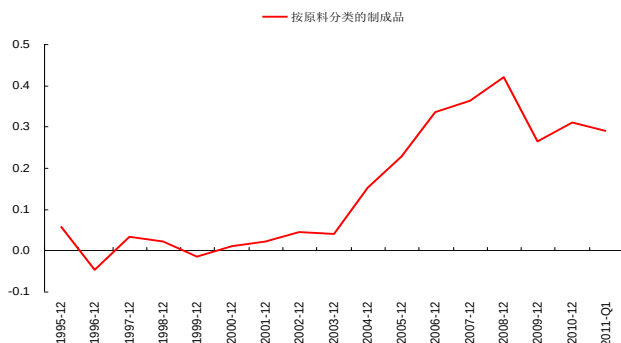
数据来源：Wind，中信建投研发部

图 25：国际竞争力指数：劳动密集型（衣鞋帽、小五金等）



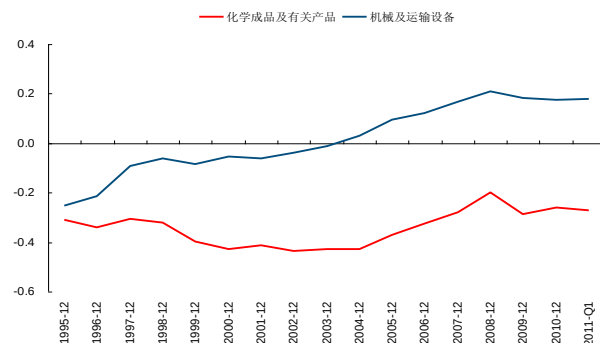
数据来源：Wind，中信建投研发部

图 26：国际竞争力指数：资源和资本密集型（钢铁、有色等）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 27：国际竞争力指数：资本和技术密集型（机械、化工等）



数据来源：Wind，中信建投研发部

对中国进出口贸易按照 SITC 分类标准来测算 CCI，可以发现在过去的十几年里，中国产业的全球竞争力，发生了显著的变化：

- （1）资源型的产品中，除了食品和活动物的竞争力基本保持稳定外，其他资源类产品的竞争力不断下降。我们认为，资源型产品目前在我国，已经进入到一个成熟后期，这意味着其仅具有资源重估的价值。
- （2）劳动密集型产品，其竞争力在 90 年代一直保持在较高水平上（0.75 左右），自进入新千年之后开始显著下降，不过 04 年之后开始保持稳定，并基本维持在 0.5 附近。这意味着虽然“刘易斯拐点”已经到来，但中国在全球范围内的劳动力比较优势依然比较强劲，劳动密集型产业目前处于成熟期。
- （3）资源和资本密集型产品，其竞争力系数在 00 年之后由负转正，并开始大幅度增长，至 08 年达到顶峰（超过了 0.4），此后开始下降。由于这一类产品以钢铁、有色和金属制品为主，因此属于典型的

“两高一资”产品，是重化工行业的典型代表。目前来看，资源和资本密集型产业仍处于快速增长的时期，但是也面临着种种障碍需要跨越。

- (4) 资本和技术密集型产品，分为两类，走势迥异：1) 机械及运输设备类产品的竞争力系数持续攀升，并自 04 年开始出口创汇，到目前为止，机械类产业的竞争力依然强劲，目前仍处于快速成长的行业，未来的潜力值得期待；2) 化工成品及有关产品的竞争力系数，在 00 年之前持续下降，02 年之后缓慢回升，05 年之后加速回升，但是到目前为止，其国际竞争力依然较差，目前保持在-0.25 左右，我们认为该行业的市场潜力依然非常广阔，从进口替代转向出口导向的空间巨大。

因此，结合行业的比较优势、产品生命周期及市场空间，我们认为就行业的出口导向的空间来看，一下行业持续扩张能力的先后排序是：

化工成品及有关产品>机械及运输设备类产品>资源和资本密集型产品>劳动密集型产品>资源型产品

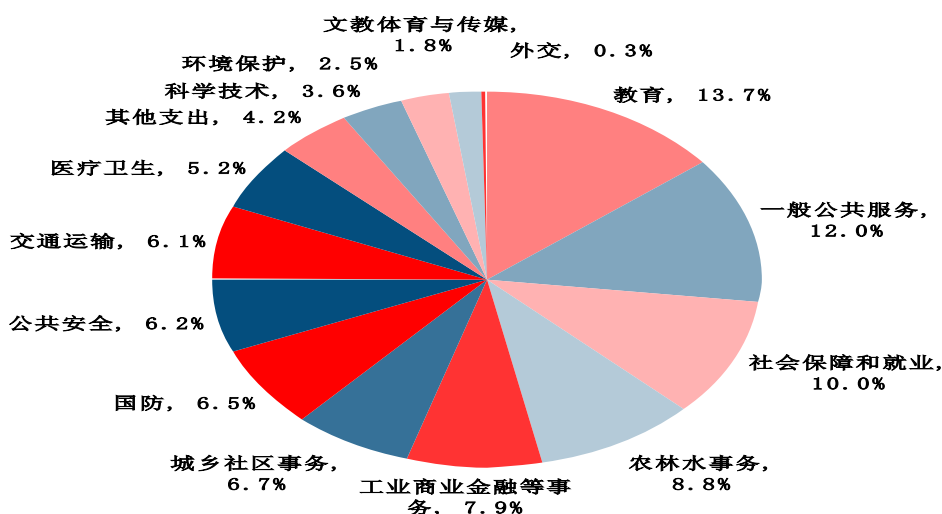
3.3 新产能第三波：公共品的供给

应该注意到，我们分别从产成品价格和要素价格两个角度分析了行业进行产能扩张的优先排序。然而有一类产品，即公共产品，其价格却是由政府来定价，其成本也是有政府来买单的。因此，我们要说的第三类产能扩张，恰恰来自于公共品的供给短缺。

3.3.1 公共品的供给缺口巨大

需求的严重不满足，还体现公共产品上边，体现在科教文卫这些民生工程上边。目前，“住房难”因价格太高已经毋庸再提，然而“看病难”、“上学难”也因供给不足，成为我们经济生活一直挥之不去的痼疾。在这样的背景下，一方面，我们期待政府减少对“铁公基”支出，增加科教文卫的支出，近消费，远投资；另一方面，需要做的是推动这些传统的公共事业向市场化的方向迈进，给民营企业的进入留下空间。

图 28：中国的公共开支中，对民生的支出依然不足



资料来源：中信建投研发部



与此同时，随着全球化博弈的加剧，中国面临的外部压力越来越大。国防建设作为一种公共需求，未来也将得到强化。一方面，中国的国际化，如海外投资和人民币的国际化，需要强大的军事实力来保驾护航；另一方面，中国经济的持续发展，需要一个良好的外部环境。然而政治和军事的基本原则是，“有制衡才能够有稳定”。中国国富而兵弱，结局只能是“君子无罪，怀璧其罪”了。在这样的背景下，我们不难想象，中国目前亟需建立起和其经济实力能够相匹配的军事力量。

实际上，正如我们此前的报告中所指出的，对于国与国之间的矛盾，有时需要通过军事来解决。十二五规划的建议稿称，要以“打赢信息化条件下局部战争能力为核心的完成多样化军事任务能力”为国防建设的任务。我们认为，此任务的完成不在陆地，而在空中与海洋。这种矛盾的化解解决了高端制造业的需求问题，不仅如此，它还解决了高端制造业的前期投入的成本分担问题。历史经验表明，它是创新的发动机。

3.3.2 增加公共品供给的手段之一：扩大支出

总结起来，在公共消费领域，目前的主要趋势和增长点是：

- “民生主义”盛行的背景下，增加科教文卫的支出，近消费远投资，促进社会稳定地、有序地转型；
- “民族主义”重塑的背景下，增强军事和文化的支出，重塑本民族的文化主体意识，重铸本国家的战略防御力量，力图在国际化博弈加剧的大环境中保持主动；
- 需要特别指出的是，“住房难”带来了保障性住房建设的高潮，并且在政治博弈加剧，“投名状变军令状”的背景下，其建设的规模、速度，都将远超市场的预期。关于这点我们自去年底就曾屡次提及。

3.3.3 增加公共品供给的手段之二：放松垄断

在 2010 年 5 月公布的《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（新非公三十六条）中，政府已经在试图放开部分此前由政府提供的、或者是由大型垄断企业寡占的行业领域。在我们看来，这种制度上的释放早晚会带来制度红利。其中，增量红利包括如下几项：电力建设中的新能源产业建设，商贸流通、自主创新与升级中的战略新兴产业；此外还有存量红利。我们判断，只有对政府来讲是包袱的才是政府最可能让利的：

- 1) 最可能让利的是所谓的社会事业中的医疗与社会福利（养老），民间资本的进入是可以增加供给量的，只要产品的价格不下降，收益是可观的。
- 2) 其次，应该是市政公用事业中的污水处理、供水、供电、供气等项目，只要这些公用品能够按照市场定价，民间资本就愿意进入。因为这些产品的需求是基本稳定的，价格的非市场化影响了其收益。
- 3) 其三，国际科技工业也是可能让利的。在中国制造业水平逐步提升的背景下，军工企业的垄断不仅无助于国防力量的提升，反而加重了军品的成本。民资进入会直接降低军工企业的利润，提升制度红利。
- 4) 其四，村镇银行等低端金融业的放开是中小企业融资难的必然结果。政府对金融的垄断是近期的必然特征，之所以放开，也是中小企业复苏需要支持，而政府又不愿意直接支持的正常反应。这也是多年来民间金融正常化的诉求得以重视的必然逻辑。

3.4 产能建设的结果：新经济格局

根据我们宏观报告《中心外围论——过渡期的总路线》的分析，在 2012 年之前的过渡期，中国经济的增长率不低于 8%，通胀率不高于 5%，仍然是一个 13 点的态势。在这样的背景下，我们可以想象得到的是，我们这里论述的三重进阶新产能建设，在目前的中国经济背景下，必将会强化新的“中心—外围”产业共生模式。

3.4.1 新中心形成的原因

中心的形成是在政策的引导下的资本趋利性的结果，促成中心形成的原因有三种：

- (1) 工业化成熟期，产业盈利能力下降，规模化自发成行；
- (2) 国际化竞争加剧的背景下，大型化是中国经济崛起的必然选择；
- (3) 结构转型时期，大型化有利于政府宏观调控政策的结构性实施。

3.4.2 新中心形成的形式

- **相同产业资本间的组织创新——横向一体化。**主要指行业自身集中度的提升，既有家电、啤酒、工程机械、电池、电子、零售等行业的自我集中，也有稀土、钨矿、煤炭等要素集中后可以国内定价的政府推动，更有以重庆为代表的地方金融的整合。

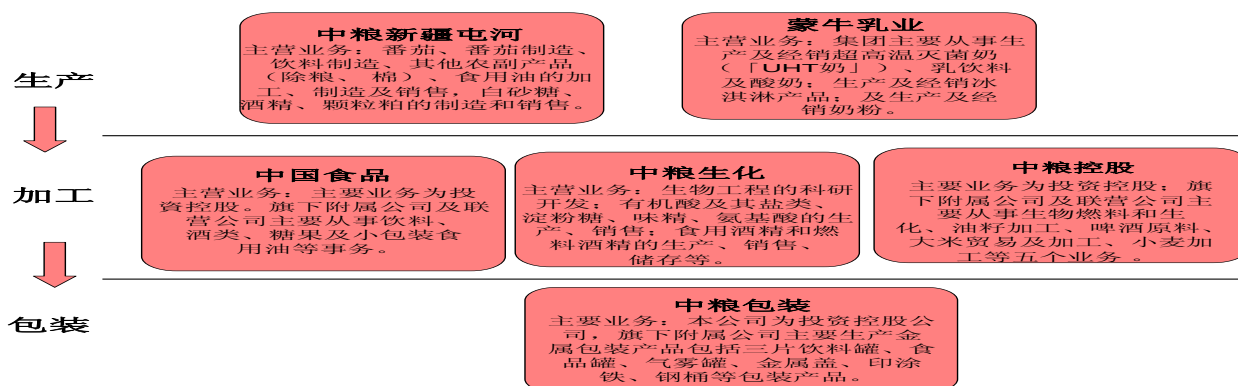
图 29：行业集中度及其变化趋势（%）



资料来源：中信建投研发部

- **相同产业资本间的组织创新——纵向一体化。**要指在同一产业链的上下游贯通，煤化工、海内外一体化的化工、以中粮为代表的食品生产一条线、以神华为代表的煤电一体化等等。

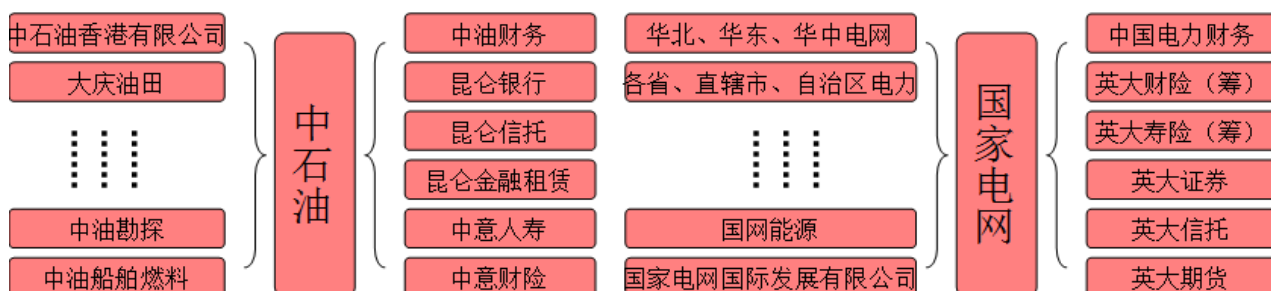
图 30：中粮集团产业链



资料来源：中信建投研发部

- **不同资本间的融合：**不同资本间的融合，主要指产业资本与金融资本的一体化，即产融结合。中石油的昆仑系、国家电网的英大系、宝钢对各银行的参股、复兴系等产业资本已经开始分享金融资本的垄断收益，中心企业的财团化明显。

图 31：产融结合谱系(昆仑系与英大系为例)



资料来源：中信建投研发部

3.4.3 外围的演化路径

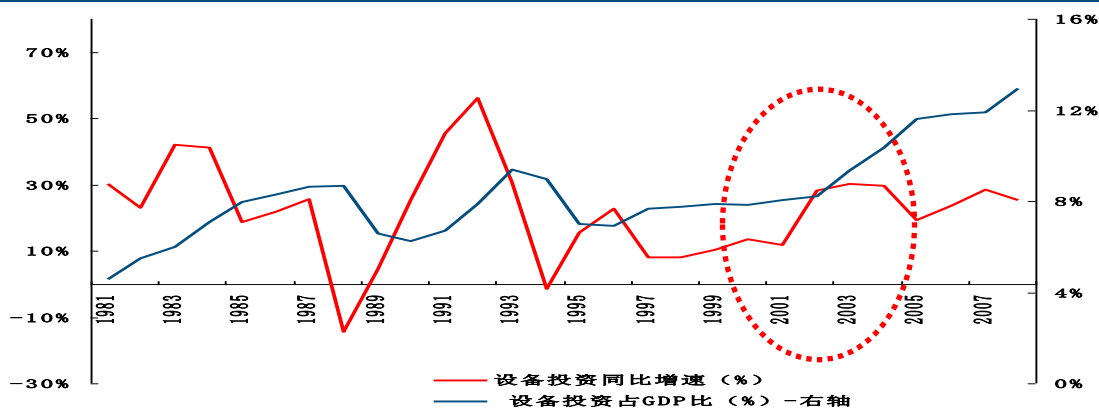
与趋强的中心相比，外围是相对弱小的。这些分散的企业要经历一个艰难的磨练过程，其演化路径可能是：

- 逐渐被淘汰。
- 承接政府甩下的包袱，获得新的需求。这一点更多地体现在医疗、教育、文化等公共产品上。
- 在政府鼓励下的创新。这一点主要体现在“中心”的技术与人力资源走出中心，而进行的外围创新。在创业板、中小板、三板等风险资本偏好的领域中，这一类企业活力充足，但竞争也相当激烈。
- 自我激励。企业的自我激励主要体现在加强内部的组织创新，而在需求稳定的前提下，通过降低成本而获得相对的收益。成本的降低既可以源于内部的管理创新，也可以源于外部的成本下降。

3.5 产能建设的红利：资本品受益

在新产能持续被需要的背景下，新产能的建设热潮就会涌动，直到产能出现严重的过剩为止。如此，设备投资的周期，亦即中周期也就出现了。从设备投资的情况来看，中国的设备投资在过去的三十年里也存在着明显的律动，并且和 GDP 的波动形态存在着显著的一致性。很显然，在产能建设的过程中，资本品是直接受益的。

图 32：固定资产投资中设备类的增速和占比



数据来源：CEIC，中信建投研发部

但是应该提醒的是，在我们的分析框架下，新的产能投资高峰的到来时间是被推延的，原因有四个：

(1) **需求已经被透支：反危机的调控政策力度过大，造成的负面影响必须消化。**这表现为，提前进行了大规模的产能建设，使得存在需求的优质项目已经被提前建设了，目前似乎仍找不到存在着确定性市场的项目。与此同时，大规模的负债扩张，使得银行的资产负债表大幅度扩容，也使得流动性过剩的通胀开始对中周期的加速构成压制。

(2) **库存重建的叠加：库存重建的展开，需求和生产均向上，加重了通胀的压力。**库存重建的过程，也是订单增多、需求回暖的过程，同时也是一个产量扩大、投机性的库存积累的过程，这无疑会出现一种正反馈的机制，从而从价格上给予了通胀巨大的压力。

(3) **要素的价格较高：资本、劳动力、原材料，对中周期的顺利加速器拖了后腿。**实际上，中国的经济目前面临的要素环境是：资本不再便宜了，劳动力不再便宜了，大宗原材料也不再便宜了。对于已经适应了廉价要素环境的中国经济而言，如何给要素重新定价，又如何突出重围，成为了一个挑战。

(4) **制度的刚性较强：以“让利”为主题的变革，涉及到了利益的重新分割，难。**在我们的一贯逻辑里，制度红利是中周期完美加速的前提条件，基本上每一轮的加速都是依靠“市场化”的改革来推动的。然而，“让利”是困难的，首先认识到这一点是很难的，其次是做到这一点更难，因为这触动了部分特定集团的既得利益。显然，这种主动型的变革，目前依然是进展缓慢的。

在我们看来，也许到了 2012 年之后，随着货币政策紧缩带来的滞后效应出现，通胀的压力不再那么大了；随着新政治周期的展开和制度变迁的演进，市场的前景被逐步廓清了；随着要素被重新定价，要素的供给量不再那么紧缺了——则中周期的孕育工作就完成了。

四、飞龙在天——利润的四重影像

新需求解决的是经济的趋势问题，新产能表现的是增长的结构问题，在需求和产能的交汇处，利润自然就被创造出来了。只是利润的持续注入，会在新的一轮中周期里，引起整个社会资产负债表的变化，从而促成经济的虚拟化和泡沫化。

在我们看来，利润有四重影像，分别是：通胀、货币政策、流动性和财富的虚拟化。这四重影像，反映了价值的创造和财富的分配问题，也对应着中国经济的虚拟化问题。实际上，中国经济开始新一轮的经济周期的过程，也是其开始新一轮的虚拟化的过程，即造富的过程。这个过程将随着中周期的持续演进，越发地凸显，并相对滞后于实体经济，达成繁荣的顶点。

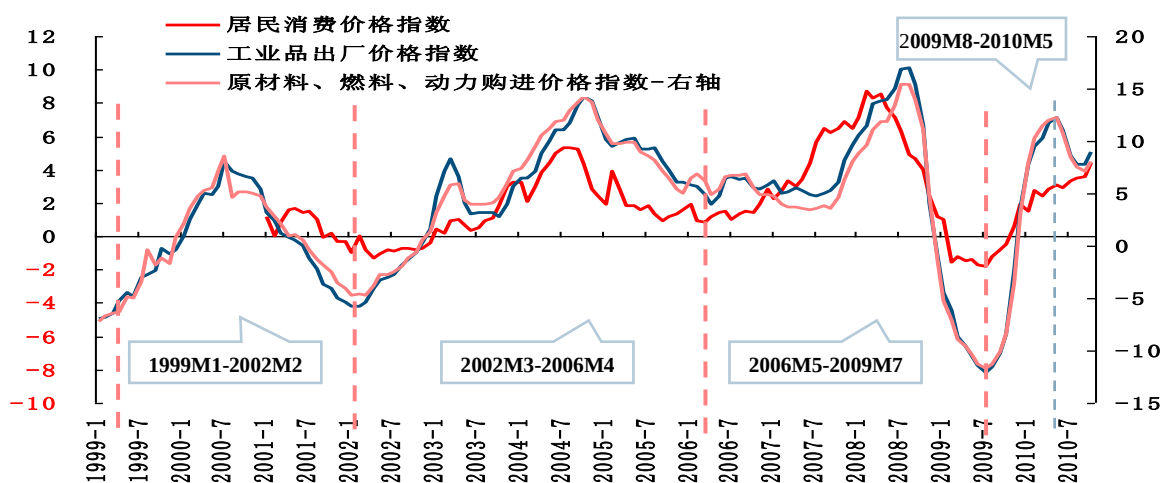
显然，这是“云龙三现”的最后一重表征。只是“飞龙在天，利见大人”，我们需要做的，不应是叶公好龙，而是分享泡沫化的收益。

4.1 第一重镜像：和通胀的同一性

在中周期持续演进的同时，社会整体的通胀水平也必然发生着显著的变化。这是实体经济对虚拟经济的第一波次的冲击。

经典的经济学总结了通胀的两种形式，其一为需求拉动的通胀，其二为成本推起的通胀。很显然，在本轮中周期里，新需求和要素成本的上升，决定了两种形式的通胀将会相互叠加，从而决定了在很长的一段时间内我国的通胀水平是较高的——中枢上移。

图 33：中国：物价水平的波动（1999-2010）



资料来源：CEIC、中信建投研发部

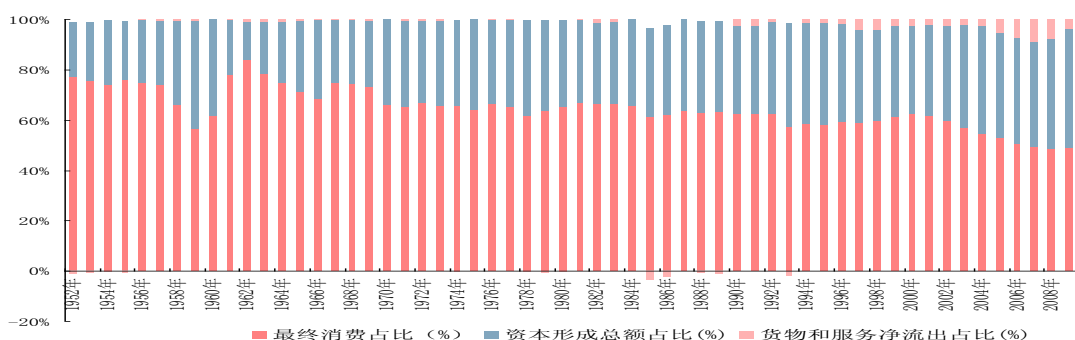
不过也应注意到，在新的产能建设周期循环中，通胀的持续走高还是会受到新产能的抑制。从中期来讲，通胀的直接影响因素是产出缺口。而产出缺口的形成，取决于投资率和消费率之间配比；且开放市场环境下，可能还取决于净出口率。

因此，从现实的角度讲，我们认为两种因素对中期的通胀产生影响：

(1) 投资率过甚，会结构性地抑制通胀。

在上一轮中周期里，我们看到，中国的最终消费占比逐年下降，而储蓄率持续上升，其中最终消费的占比从 2000 年的 62.3% 下降到了 2009 年的 48.6%，而投资的占比则从 2000 年的 35.3% 上升到 47.5%。这种投资率持续上升的趋势，并没有造成国内经济出现大面积过剩产能、从而造成通货紧缩。究其主要原因，则是中国的净出口率在不断提升，从而助长了国内的通胀——换言之，过去的一轮中周期里，中国向世界输出了通缩，给本国留下了通胀。

图 34：中国经济的消费率 and 投资率 (%)



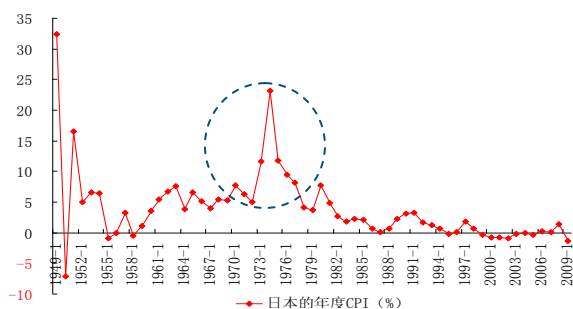
数据来源：CEIC，中信建投研发部

在新一轮的中周期里，我们可以想象的到，外需的相对疲弱使得可能的过剩产能逐渐凸显，从而部分地抑制了通胀的持续高企。

(2) 刘易斯拐点到来，劳动力成本推高通胀

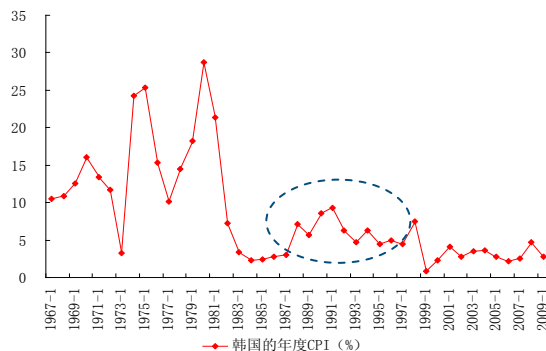
本轮中周期，中国面临着要素价格的重大变化。实际上，随着刘易斯第一拐点的来临，工资全线上调、农产品价格存在上行的冲动，因此 CPI 的压力会越来越大——应该注意到，这种 CPI 的上升，并非经济周期所带来的需求拉起型，而是带有滞胀属性的成本推动型。从日本 1970 年代中期，韩国 1980 年代末期的通胀水平来看，这段时间的通胀水平是要显著提高的。就中枢而言，抬升的幅度，约在 1.5 个百分点左右。

图 35：日本年度 CPI (%)



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 36：韩国年度 CPI (%)



资料来源：CEIC，中信建投研发部

4.2 第二重镜像：和政策的逆反性

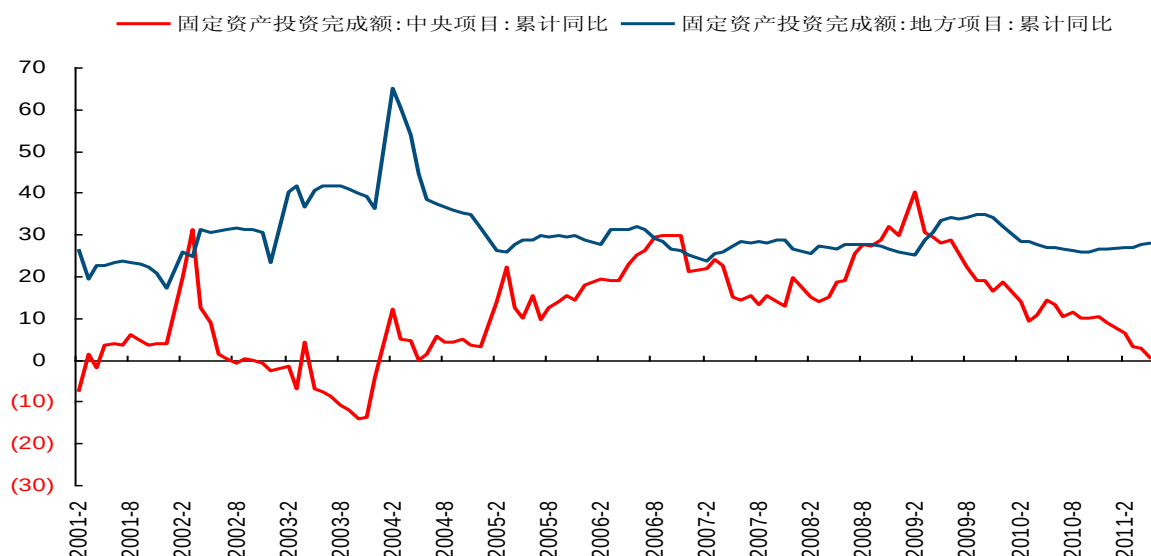
在中周期持续演进的过程中，政策是被内生化的、并逐步变化的。实际上，围绕着利润波动本身，进一步围绕着通胀问题，政府的政策会出现相反的变奏。

（1）财政政策：中央项目投资和增长相反

随着利润的波动，进而使增长波动的加剧，政府项目主导的投资增速会发生显著的变化。实际上，我们可以看到中央项目投资的明显的逆周期性，并和地方项目投资呈现出明显的反向关系。很显然，这种行为意在熨平周期波动。

同时我们也应该注意到，利润的波动，进而而是通胀问题，会直接影响到企业的财政税收。因此，利润较高之时，国家税收较多，资产的资本化收益也会较多，从而提升了地方项目的投资能力。

图 37：固定资产投资增速—中央项目和地方项目（%）



数据来源：CEIC，中信建投研发部

（2）货币政策：通胀的提高，使得紧缩政策加码

随着通胀的持续加压，货币政策终究会受到显著的影响。货币政策的逆周期性而行，已毋庸过多强调。只是要特别提出的是，货币政策不改变中周期的趋势，但是会改变中周期的结构、幅度——最根本的是，政策直接决定着周期衍变的拐点问题。

（3）经济体制：穷则思变，市场化变革是中周期的制度背景

在每一轮中周期的末端，结构性矛盾的累计和激化，使得中国的政府不得不重新审视自己的政策。因此我们不难看到，每一轮中周期的开始，总是以市场化改革来鸣锣开道的。

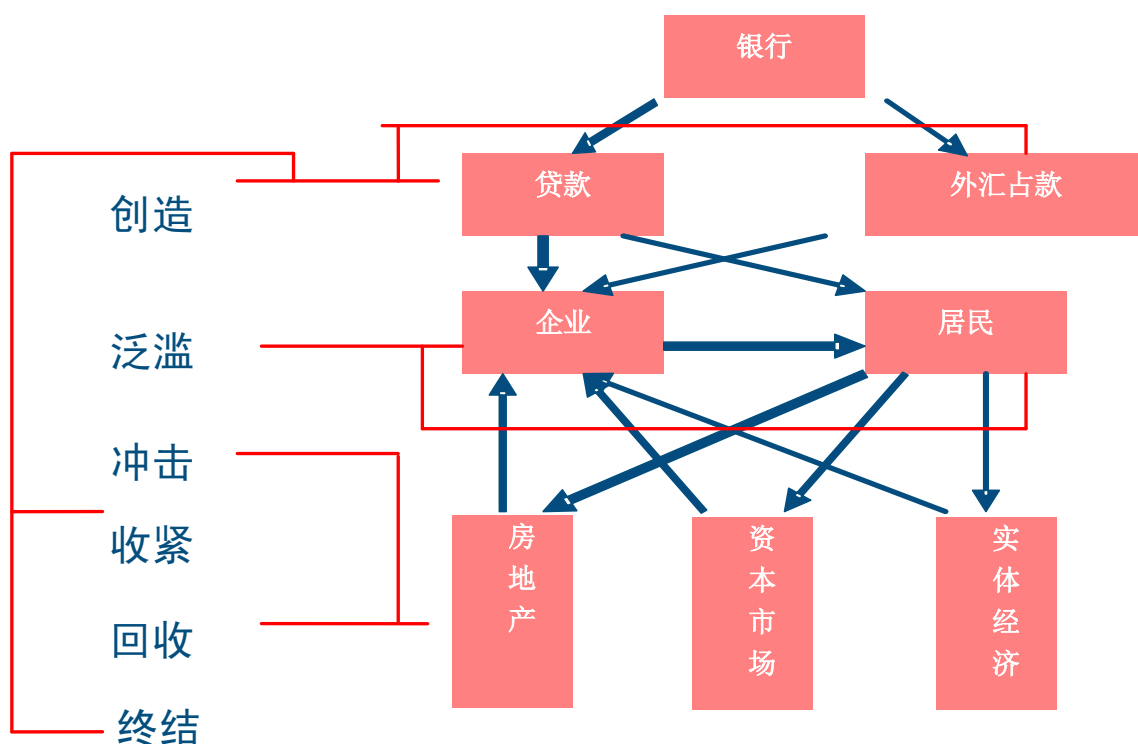
4.3 第三重镜像：流动性及其冲击

正如前文所述，利润会带来流动性相应的变化，因为这将给宏观经济层面带来第三个层次的变化。从已有的经济历史来看，有两个利润的情境可能会导致流动性的泛滥：

- （1）盈利持续改善，这将最终导致流动性的创造和泛滥，这是一种主动型的、内生的流动性创造过程；
- （2）盈利持续下滑，为挽救经济政府职能部门主动地投放流动性，这是一种外生性的流动性创造过程。

流动性联接诸多的经济主体和部门。在 2010 年年度策略报告《过剩流动性:泛滥到治理》中，我们构建了一个分析框架：从银行、企业、居民、政府四部门和实体经济、资本市场、房地产等多个市场的角度，研究中国的流动性从创造、配置、调控和回收的过程，从其自身规律和对各个政府目标的影响，去判断其趋势和波动。

图 38：流动性：从创造到终结



资料来源：wind，中信建投研发部

在我们看来，关于未来中周期里的流动性泛滥和治理，应有以下结论：

- M2/GDP 将至高点，过渡期缓慢减杠杆；结构性过剩流动性凸显。
- 政策紧缩先于和强于自发紧缩，外部冲击不足以对冲内部收紧。
- 回收过剩流动性加快，但是最终的解决只能等待金融改革。

4.4 第四重镜像：财富膨化及分配

在利润持续被注入的背景下，以流量来为存量定价的模式，正在改变着整个社会的财富结构，也改变着整个社会的分配模式。必须要指出的是，中周期繁荣的过程，就是一场“资源资产化、资产证券化、证券泡沫化”的过程。这影响着中国经济增长的模式，也将推动中国经济上层建筑的若干变化。

我们可以清楚地看到，在上一轮的周期中，房地产就扮演了一个资产资本化和财富膨胀的典型案列。房地产在创造收入和财富的同时，也改变了收入和财富在政府、企业、银行和居民之间以及居民内部的分配格局。在这次分配中，政府，主要是地方政府，从土地和房地产相关税费中得到了进行 GDP 竞赛的资源；银行获得了稳定的长期收益；房地产开发商获取了超额利润；房地产投资者和投机者们，屡屡得手；其他有房居民即使没有参与这场盛宴，但在其资产负债表上也无疑增加了“财产性收入”……

但是必须指出的是，财富膨化的过程中，也是一个收入分化恶化的过程。以 2008 年数据为例，城镇居民中 10% 的最高收入户购房支出占到其可支配收入的 7%，而中等收入户以下的这一比例都不到 3%；最高收入户用于购房的现金支出是平均水平的 5 倍，即其对房地产销售额的贡献超过其他所有居民之和。同时，收入越高，使用的杠杆率越高，最高收入者的还贷支出占到其可支配收入的 4%，而支出绝对额超过了其他居民之和。

表 2：城镇居民家庭现金购房和还房贷支出相对水平和在可支配收入中的比重（%）

	最低收入户	低收入户	中等偏下户	中等收入户	中等偏上户	高收入户	最高收入户
户数占比（%）	9.82	10.03	20.07	20.09	20.1	9.96	9.92
购房支出在可支配收入中的比重	0.01	0.02	0.01	0.03	0.04	0.04	0.07
购房支出相对于平均水平的比例	0.11	0.23	0.24	0.6	1.21	1.75	5.11
还房贷支出在可支配收入中的比重	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.04
还房贷支出相对于平均水平的比例	0.04	0.17	0.33	0.59	1.15	1.94	5.00

数据来源：中国城市（镇）生活与价格年鉴 2009，中信建投研究部

4.5 站在繁华的顶点：资产和资源

以上，我们分析了中周期里财富创造过程中的利润异化问题，其实也是简略地讨论了中国经济的虚拟化问题。实际上，随着财产性收入的合法化，中国经济的虚拟化程度正在加深。在这样的背景下，我们必须对存量的财富的结构性变化保持高度关注。

因此中周期繁荣的最繁荣时刻，最为瞩目的是资产和资源的重估价值。虽然这个时点需要很漫长的等待，但这也是中周期走好前提假设下的最稳固的投资标的。

五、龙翔凤翥——策略的有无之道

经过由表及里的三梯次透析，我们基本上画出了“龙”的概貌，之后便是随“龙”起舞了。

5.1 中周期的经济大势：有偏增长

很显然，对于中国经济的未来至少两年内的经济大势，我们的结论表现为：

- 增长的边界：箱体运行，增长率不低于 8%，通胀率不高于 5%，仍然是一个总和为 13 点的态势；
- 经济的格局：外围中心格局被强化，一体化的企业成为经济主导力量，而外围企业逐渐成长为中坚；
- 经济的结构：中游产业，尤其是机械与化工，有望成为新一轮周期里成长最快的行业。

5.2 有节奏的行业选择：自下而上

在投资的逻辑选择上，围绕着“云龙三现”之“新需求—新产能—新泡沫”问题，我们认为从短、中、长三个角度来看，可能的投资策略是：

- 短期：中周期孕育期，中游仍在淬炼，但是低的原材料成本优势，使下游直接受益：下游—消费品；
- 中期：从中周期的局部繁荣来看，最富于弹性的品种是中游，因此：中游—资本品；
- 长期：从中周期的全面繁荣来看，我们认为最稳定的品种是资产类、服务类—带金融属性的资产，获得超额收益。

5.3 无测度的风险酝酿：终极解决

只是显而易见的是，很多现实的问题，目前看来仍是乱麻一团。在僵滞的制度变革背景下，中庸的问题解决方案仍将被继续实施——这意味着在某一天，会出现一个总爆发，之后，中国经济会出现若干尖刀，剔除腐肉、快刀斩乱麻之后重获新生。

不过在此之前，可能有以下风险的提前爆发影响着我们所设想的这一路径：

- （1）通缩；（2）地方债务坏账；（3）中国宪政问题的推进；（4）战争；（5）美国的复苏。

总体而言，我们对于中周期的讨论，依然较为粗浅，更多的是讨论中周期的内在运行机理和逻辑切换。换言之，我们这是在画龙，书就的可能是只是屠龙之术，因此对与不对，聊备荃察。

有鉴于此，在结构主义框架下，我们将推出续篇《结构主义的演绎之五：我的奋斗——中国产业三年来的……》，敬请品鉴。



分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。2009“远见杯”宏观预测第二名，2010年《新财富》宏观组最佳分析师第六名。

刘之意：南开大学经济学硕士，宏观经济分析师，结构主义的践行者。从事证券行业宏观分析3年，从决定资产价值最本质的实体经济入手，专注于库存变动和产业演进，为宏观判断和策略配置提供中观基础。2010年《新财富》宏观组最佳分析师第六名。

研究服务

董事总经理 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

陈杨 010-85156401 chenyangbj@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

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@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

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时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任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。