

证券研究报告·策略动态·周期之轮（3）

## 且宜逐波而上

### 逻辑起点：

我们在《周期之轮 1-2》指出中国的经济周期处于四周期同时向下过程，经济周期通常按照“非制造业投资→房地产销售→M1→库存→设备投资→房地产投资”这样一个顺序渐次复苏，之后经济开始复苏，市场也将逐渐面临方向性的选择。

### 主要结论：

#### 两种观点：“速胜”还是“持久”

无论是 04-05 年还是 2008 年的经济下行，从周期加速器机制角度看均没有本质区别，最大的区别只是“速胜论”和“持久论”，无论是哪种论调，加速器机制都是关键。我们更倾向于认为，当前中国经济面临的问题介于二者之间，好于 2008 年、不如 04-05 年，过度悲观和过于乐观均不可取。

#### 历史是一面镜：一次准备金下调不足以扭转周期下行趋势

从 08 年的经验看，第一次下调准备金仍不能扭转经济周期运行的趋势，各种加速器的修复均在第二次下调准备金之后。但从本次下调准备金后的行业表现与 2008 年 9 月 25 日经济下滑过程中的第一次下调准备金之后的 A 股指数与行业表现高度一致，已经逐渐具有早周期特征。

#### 房地产销售加速器：或将迎来修复

房地产加速器仍在下行。但根据行业分析师预测数据分析，销售加速器 12 月开始直至 2012 年 6 月处于修复阶段，而投资加速器则在 3 月前后见底，至 8 月都处于修复期，产出缺口的底部当在 3 月前后见底，但弱势回升之后 9 月开始继续下行。

#### 资本支出加速器：关键看非制造业及房地产加速器恢复程度

经济向下过程中，水利、交运、采矿、电力及农业等非制造业部门最先复苏，其后才是房地产投资复苏和制造业复苏，当前非制造业投资已经复苏。

#### 库存加速器：去库存的“阵痛”与市场的曙光

12 月库存加速器仍运行在抑制阶段但或已开始主动去库存，经济仍将经历去库存的“阵痛”，在短暂主动去库存后，库存加速器或将重启，市场或将率先迎来曙光。

#### 建议：且宜逐波而上

正如前述，我们过度悲观和过于乐观均不可取，何妨采取中庸之道，静待货币政策的实质放松，依周期加速器逐波而上，而当前配置的重点仍在于早周期行业上。

## 投资策略

吴启权

wuqiquan@csc.com.cn  
010-85130211

执业证书编号：S1440510120031

发布日期：2012 年 01 月 05 日

### 相关报告

- 2011.4.13 《过渡期、库存加速与市场特征》
- 2011.4.15 《消费品：周期演进与左侧布局》
- 2011.4.18 《周期右侧 消费左侧》
- 2011.12.22 《周期的救赎--2012 年配置策略》
- 2011.12.22 《周期之轮（1）：定位》
- 2011.12.22 《周期之轮（2）：动力》



## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 一、前言 .....                           | 3  |
| 二、周期之轮 .....                         | 3  |
| 1、周期的加速机制 .....                      | 3  |
| 2、经典复苏之路：从防御到早周期 .....               | 4  |
| 3、“速胜”还是“持久” .....                   | 6  |
| 4、历史是一面镜子 .....                      | 7  |
| 三、加速器跟踪 .....                        | 9  |
| 1、房地产销售加速器：或将迎来复苏 .....              | 9  |
| 2、资本支出加速器：制造业加速器动力不足，关键看非制造业投资 ..... | 10 |
| 3、库存加速器：去库存的“阵痛”与市场的曙光 .....         | 12 |
| 4、货币加速器 .....                        | 14 |
| 四、总结：且宜逐波而上 .....                    | 15 |

## 图表目录：

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 1：加速器机制：自我膨胀-衰竭-抑制-修复 .....                   | 4  |
| 图 2：11 月产出缺口：仍在下行 .....                         | 6  |
| 图 3：经典的复苏之路 .....                               | 6  |
| 图 4：经济周期波动中的加速器 .....                           | 7  |
| 图 5：2008.9.25-2008.10.15 两次存款准备金下调之间的行业表现 ..... | 8  |
| 图 6：2008.10.15 第二次存款准备金下调 1 月内的行业表现 .....       | 8  |
| 图 7：2011.12 主要指数表现 .....                        | 9  |
| 图 8：房地产加速器进入抑制阶段（虚线处为预测） .....                  | 10 |
| 图 9：销售波动可以预期房地产加速器状态变化（虚线处为预测） .....            | 10 |
| 图 10：中国资本性支出周期：制造业及非制造业的扩张 .....                | 11 |
| 图 11：非制造业资本性支出加速器相对领先 .....                     | 11 |
| 图 12：制造业、非制造业投资分布 .....                         | 11 |
| 图 13：非制造业资本性支出加速器行业特征 .....                     | 12 |
| 图 14：产出缺口 VS 购进价格、产成品库存、新订单以及生产指数 .....         | 13 |
| 图 15：12 月库存加速器：仍向下抑制 .....                      | 13 |
| 图 16：主动去库存或成趋势 .....                            | 13 |
| 图 17：货币加速器与经济周期 .....                           | 14 |
| 图 18：M1 加速器与经济周期 .....                          | 15 |

|                        |   |
|------------------------|---|
| 表 1：不同加速器组合下行业表现 ..... | 5 |
|------------------------|---|



## 一、前言

回顾过去一年，2011年1月26日，我们以《大盘股：再续前缘》拉开周期复辟的帷幕，4月中旬《周期右侧、消费左侧》指出了周期与消费的轮换，12月22日《周期之轮》指出中国的经济周期处于四周期同时向下过程，动力复苏将至关重要，各种驱动力量仍未复苏，经济复苏之前，通常按照“非制造业投资→房地产销售→M1→库存→设备投资→房地产投资”这样一个顺序渐次复苏，之后经济开始复苏。

《周期之轮》中比较重要的结论是，我们详细讨论了各种加速器作用下的行业轮动特征，从经典周期复苏之路看，我们将经济复苏之前的投资划分为三个阶段，在主要加速器复苏之前，即使非制造业资本支出加速器复苏、即使央行在12月初下调了存款准备金，仍不足以改变市场运行趋势，当前经济周期运行在房地产销售以及货币加速器复苏之前，防御仍是主要手段，但将逐渐过渡到早周期行业。

虽然在《周期之轮》中我们也指出了下半年存在的风险，但从投资的角度看，我们更应重视对短期的判断。因此，在《周期之轮》的框架下，我们将紧密跟踪周期力驱动因素的变化，把握行业的配置机会。

当前对经济和市场存在两种争论，一是经济调整类似于2004-2005年的缓慢调整，另一种则是类似2008年快速衰退后的快速反转，无论孰对孰错，首先需要肯定的是，无论2004-2005年还是2008年的经济下行，从周期加速器机制角度看均没有本质区别，最大的区别只是“速胜论”和“持久论”，无论是哪种论调，加速器机制都是关键。我们更倾向于认为，当前中国经济面临的问题介于二者之间，好于2008年、不如04-05年，过度悲观和过于乐观均不可取，何妨采取中庸之道，依周期的加速器逐波而上。

从12月的PMI看，价格指数、新订单指数、生产指数以及产成品库存指数分别为47.1、49.8、53.4以及50.6，而上月分别为44.4、47.8、50.9以及53.1，价格、订单以及生产显著恢复，而库存则出现下降，按照定义，理应启动库存加速器。但如果考虑季节因素的话，上述指数的趋势仍未发生改变，主成分合成的库存加速器仍处于向下过程。对经济而言，仍将经历去库存的“阵痛”，但市场或将迎来曙光。

## 二、周期之轮

我们在《周期之轮（2）：动力》中提出一个命题：真实的经济周期只有一个，只不过，同一时间或不同时间中，经济生活中的驱动力量强弱对比变化是导致经济周期波动形式和强弱差异的主要因素。在更深入之前，我们将简单介绍经济周期的加速机制以及行业轮动特征。

### 1、周期的加速机制

我们将加速器对经济周期的作用划分为四个阶段：

第一阶段：加速。当驱动力量高于其趋势水平或潜在水平时，出现加速器的扩张，而这一扩张引致一系列的正向的连锁反应，经济显得更有活力，加速器本身出现自我膨胀，加速效果进一步加强，如果没有其他抑制力量，加速器的自我扩张推动经济的扩张，经济周期加速向上运动，具体表现形式如技术的加速应用和产业化、



货币的扩张、资本性支出的扩张以及存货的下降（供大于求导致的下降）等等；

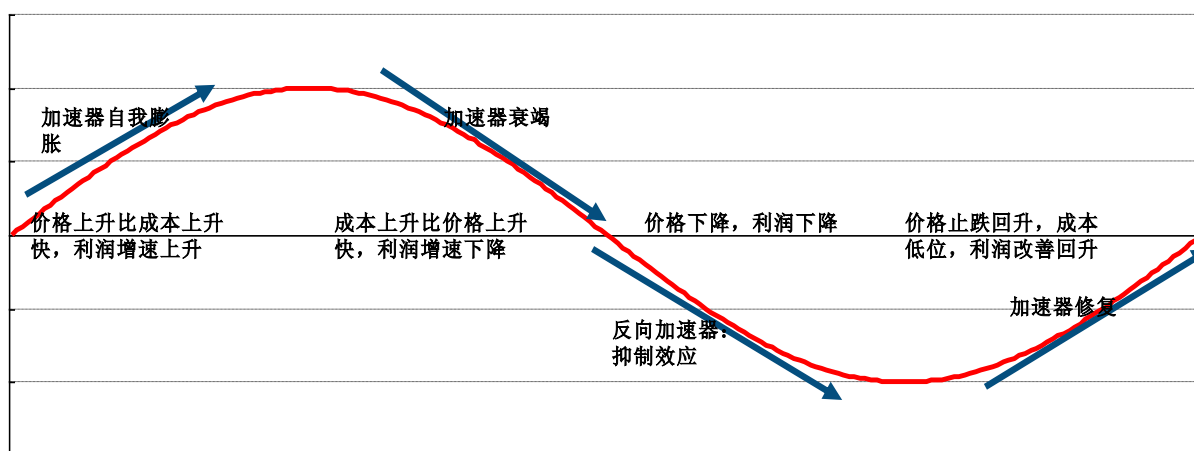
第二阶段：衰竭。当加速器自我膨胀到一定程度，将会出现一系列的约束：边际效应递减、资源禀赋瓶颈等等，导致加速器难以进一步自我膨胀，对经济的推动作用开始降低，如果没有其他加速器，经济也随之进入驱动力缺乏期。这个时期，加速器及经济仍运行在其潜在水平之上。表现形式为技术成熟、新产能扩张无利可图导致资本性支出增速回落、货币开始偏紧但未到收缩之时、存货积累等等；

第三阶段：抑制。第二阶段末期，加速器已是强弩之末，加速器的衰竭已经引起一系列的负向连锁反应，动力缺乏的加速器逐渐进入负反馈阶段，经济扩张戛然而止，开始运行在潜在水平之下。表现为技术从成熟变得缺乏活力甚至老化、货币收缩、投资收缩及存货增加（库存积压）等等；

第四阶段：修复。第三阶段末期，这个时候，经济进入萧条（或类萧条），政策制定者意识到有必要止住加速器的继续下滑，加速器边际下滑最快阶段逐渐过去，变得越来越平缓，各种抑制因素也达到极致，加速器本身或其内部结构并开始出现一系列的积极变化：技术改进或新的技术逐渐应用、货币逐渐宽松、需求逐渐好转提升产能利用率并逐渐推动产能扩张、订单开始恢复存货下降等等，经济在加速器修复过程中逐渐复苏。

以上只是一个简单的加速器作用机制模型，但我们忽略了许多重要的因素：价格、利润和成本。加速器总是在价格上升、低成本、利润向好时启动并逐渐自我膨胀，边际成本利润率下降时进入加速器的衰竭期，而价格下降、利润下降时进入抑制期，最后是价格止跌、利润回升的修复阶段。

图 1：加速器机制：自我膨胀-衰竭-抑制-修复



数据来源：中信建投证券研究发展部

## 2、经典复苏之路：从防御到早周期

在《周期之轮（2）：动力》中，我们认为，当前中国的经济周期运行在非制造业投资复苏阶段，但其他加速器仍运行在反向抑制阶段（M2 有见底迹象，但需看到房地产销售见底才会更可靠），在这些加速器失速情况下，经济仍将继续下滑。

在经济复苏之前，将经历三个加速器状态及行业特征：

第一阶段当经济持续下滑一定程度时，如 2008 年 4 月至 10 月，虽然政府逐渐加大非制造业投资，但不能



扭转经济下滑趋势，市场的下跌是泥沙俱下式的，医药生物、公用事业、信息、金融、食品饮料等防御品种跌幅相对较少；有色、地产、机械等投资品表现不佳；

第二阶段是非制造业投资仍在回暖，此时逐渐看到货币的转向，M1 加速器开始修复，房地产销售转好，估值修复以及预期好转使建筑建材、机械、有色、地产等行业弹性较大；

第三阶段是经济复苏信号更明显，非制造业投资、房地产销售、制造业投资、M1 以及库存等众多驱动因素开始修复，早周期行业交运设备、餐饮旅游等表现上佳，信息设备、电子、采掘、有色以及机械等仍表现较好，房地产、建筑建材等弹性仍有待房地产投资的恢复。

从上述我们对经济短周期的判断看，当前周期的驱动力仍未恢复，仅仅看到非制造业投资的复苏，市场仍有风险，因此，立足于当前的配置应当以防御品种如医药生物、公用事业、信息、金融、食品饮料为主；当 M1 加速器以及房地产销售复苏之后，市场风险已大大释放，应逐渐加大投资品的配置，库存加速器复苏后，关注交运设备、信息、采掘、有色及机械等行业。

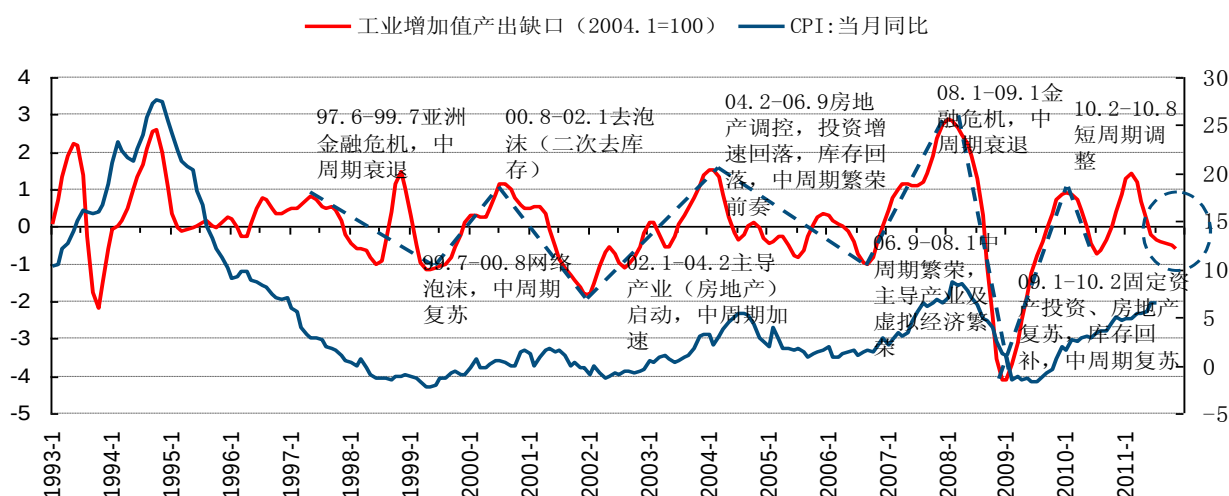
《周期之轮（2）：动力》中我们判断当前经济周期或运行在第一阶段末期、第二阶段初期，那么从行业配置上，则应逐渐从防御品种转向早周期的进攻品种。

表 1：不同加速器组合下行业表现

| 时间             | 加速器及性质                    | 胜者组合                                   | 输者组合                                                                |
|----------------|---------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| 2008.4~2008.10 | 非制造业投资加速器修复，其余加速器仍处于抑制阶段  | 医药生物、公用事业、建筑建材、信息服务、金融服务、食品饮料、化工、交通运输  | 采掘、家用电器、农林牧渔、机械设备、商业贸易、纺织服装、黑色金属、信息设备、交运设备、房地产、轻工制造、综合、餐饮旅游、电子、有色金属 |
| 2008.11        | 非制造业投资、房地产销售、M1 修复        | 建筑建材、机械设备、农林牧渔、有色金属、信息设备、房地产           | 食品饮料、化工、交通运输、采掘、金融服务                                                |
| 2008.12~2009.1 | 非制造业投资膨胀、房地产、库存、制造业、M1 修复 | 信息设备、交运设备、餐饮旅游、电子、采掘、综合、医药生物、有色金属、机械设备 | 商业贸易、信息服务、建筑建材化工、房地产、家用电器、黑色金属、交通运输、公用事业、食品饮料                       |

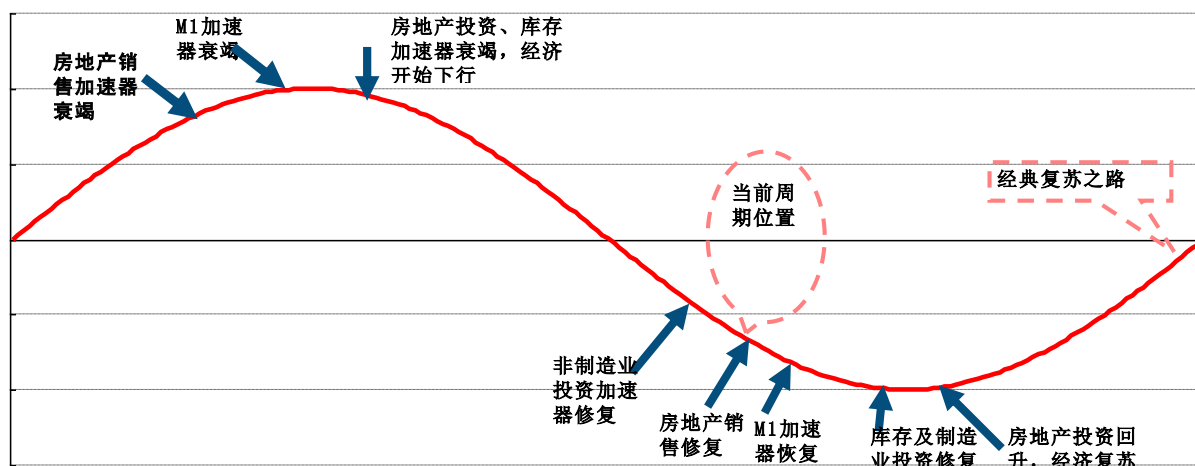
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 2：11 月产出缺口：仍在下行



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 3：经典的复苏之路



数据来源：中信建投证券研究发展部

### 3、“速胜”还是“持久”

我们在 2011 年 12 月 1 日有关存款准备金下调的策略简评《策略简评：政策转向积极，关注成长及早周期》中明确指出，“在短周期仍处于底部之际，经济并非必然底部回升，仍有继续下滑风险，在通胀水平顺周期显著下降背景下，政策的逆周期性或将逐渐显现，即为了应对经济继续下滑风险，或将有更积极的政策转向”。因此，存款准备金的下调可以看成是积极政策的开始。

有人认为当前经济周期与 2004-2005 年相似，而有人则认为与 2008 年更相似，这两种观点看似都成立，因为在这两个时间段里，中国经济都处于下行阶段，只不过是方式与过程不尽一致：

04、05 年的经济调整同样是在房地产调控政策下出现的，房地产销售在 2004 年 2 月见顶之后开始下滑，

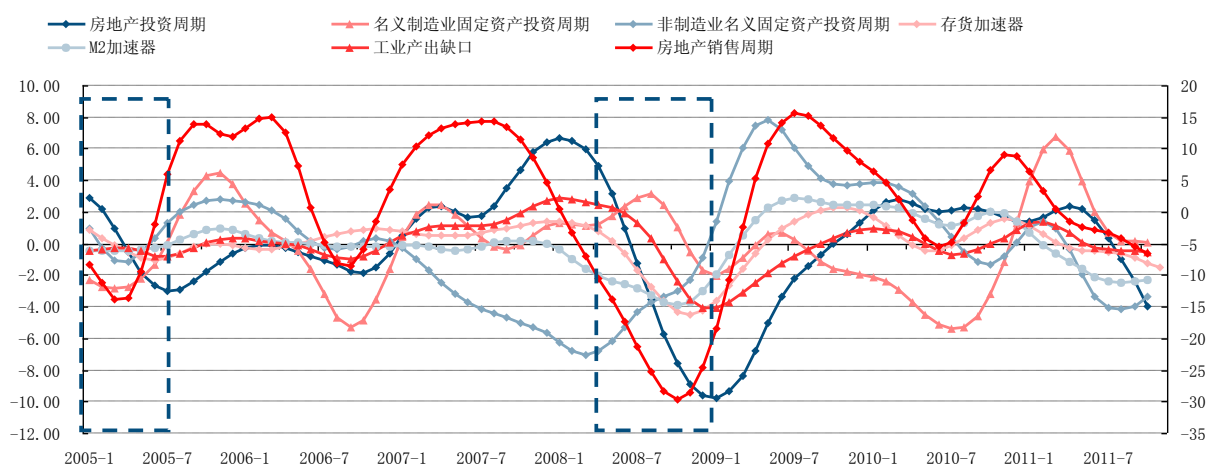


2004年8月见底之后短期反弹，2005年4月再次探底，房地产投资也经历了类似的波动，而2005年4月销售见底、2005年7月投资见底之后，上证指数则在当年6月见底，之后开启一波大牛市，市场及房地产调整均为15个月，期间GDP增速均在10%附近波动，而最低的2004年12月为8.9%，而存款准备金率并没有下调过。简单归纳为：04、05年的经济调整主要来自于房地产、但经济调整幅度极为有限，存款准备金率除04年4月上调外保持不变。

而2008年则是众所周知的经济衰退，但经济下滑是相当迅速的：由2008年1季度的11.3%快速下滑至2009年1季度的6.2%，之后是一个快速复苏，在这个过程中，周期加速器也经历了快速下行，政策也是快速而剧烈的：存款准备金率从2008年9月25日开始到当年12月25连续四次下调，从最高的17.5%下调至13.5%，加上四万亿投资，经济在加速器作用下快速复苏。

但无论是2004-2005年还是2008年的经济下行，从周期加速器机制角度看均没有本质区别，最大的区别只是“速胜论”和“持久论”，无论是哪种论调，加速器机制都是关键。我们更倾向于认为，当前中国经济面临的问题介于二者之间，好于2008年、不如04-05年，过度悲观和过于乐观均不可取，何妨采取中庸之道，依周期的加速器逐波而上。

图4：经济周期波动中的加速器



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

## 4、历史是一面镜子

经济既然好于2008年、不如04-05年，货币的适度放松也在情理之中。

但第一次下调准备金就能扭转预期了吗？纵观历史，上一次衰退中的2008年9月25日，央行首次下调存款准备金，仍未能扭转市场下跌的趋势，从9月25日到第二次下调的10月15日，A股指数仍然下跌13.8%，但房地产、建筑建材、金融等早周期行业的跌幅明显收窄，医药、公用事业、农林牧渔以及细细服务等防御行业具有相对收益；2008年10月15日第二次下调存款准备金后一个月内，A股指数上涨2%，建筑建材、家用电器、机械、采掘、有色、房地产等周期行业则更具弹性。

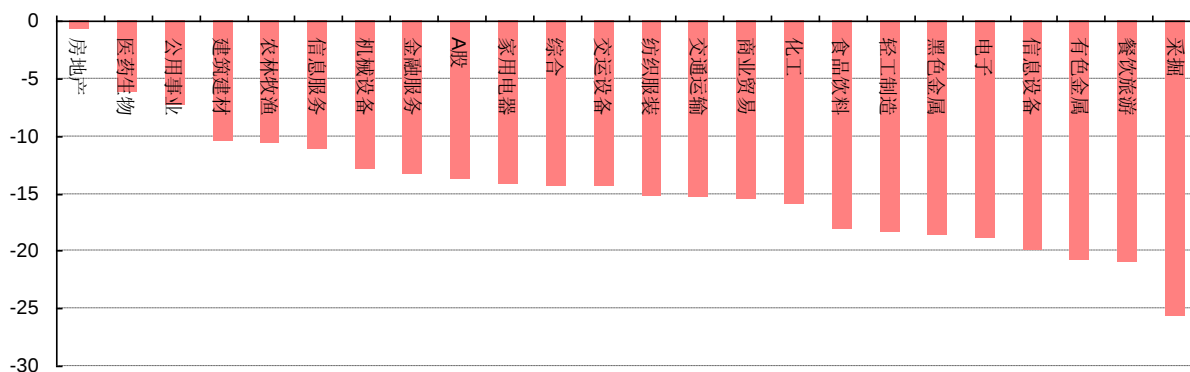
从本次下调准备金后的市场表现（2011.12.1-2011.12.30）看，金融服务、房地产、家电、交运等早周期行业强于A股指数，而信息设备及服务、公用事业等防御行业表现相对较好，与2008年9月25日经济下滑过程

中的第一次下调准备金之后的 A 股指数与行业表现高度一致。

从周期动力看，2008 年 11 月房地产销售加速器修复、2008 年 12 月库存加速器及 M2 加速器修复、2009 年 1 月 M1 加速器修复及经济复苏、2009 年 2 月房地产投资加速器修复。我们也看到，第一次下调准备金仍不能扭转经济周期运行的趋势，各种加速器的修复均在第二次下调准备金之后，当然，我们不得不将 2008 年 11 月推出的四万亿投资纳入视野，但某些加速器先于“四万亿”投资计划复苏，因此，四万亿投资并非加速器复苏的直接原因，信贷的放松才是关键。

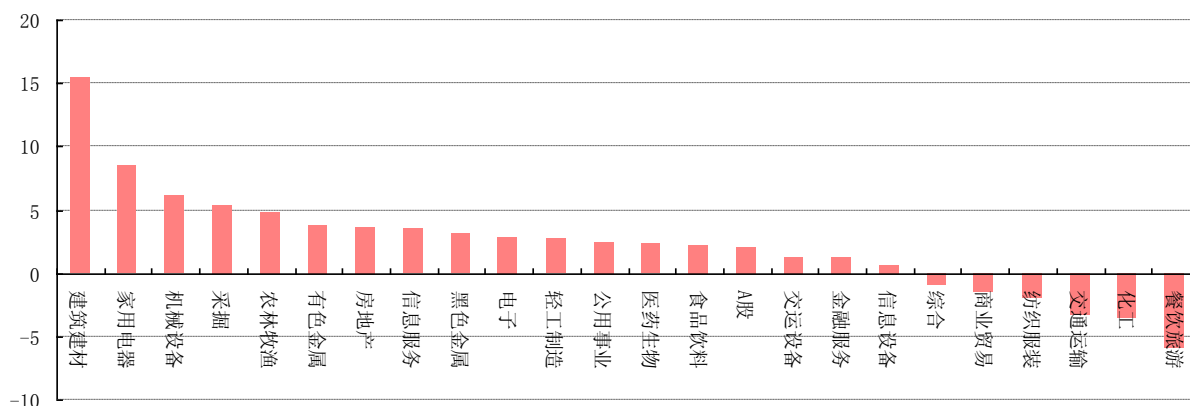
如果历史是一面镜子，第一次存款准备金下调仍不足以扭转经济下滑的趋势，第二次下调准备金或信贷的放松将是重要的信号，关系到周期动力能否如期复苏。

图 5：2008.9.25-2008.10.15 两次存款准备金下调之间的行业表现



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

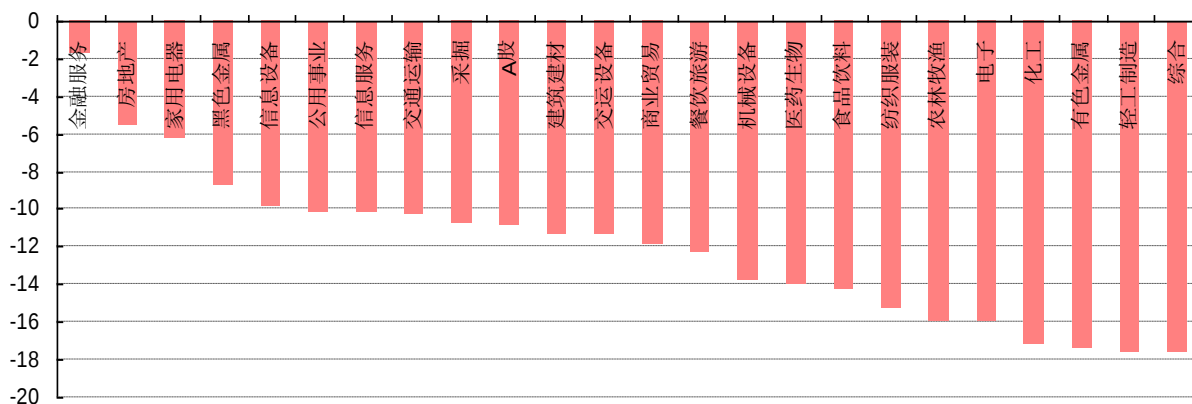
图 6：2008.10.15 第二次存款准备金下调 1 月内的行业表现



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部



图 7：2011.12 主要指数表现



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

### 三、加速器跟踪

#### 1、房地产销售加速器：或将迎来复苏

在《周期之轮（1）：定位》中，我们指出，中国及全球均处于城市化率放缓阶段，即使未来中国将城市化率提升到 60%或更高的水平，但中国的城市化放缓阶段或是一种必然，在这一背景下，房地产直线增长模式或发生改变。对主要经济体如美国而言，前者还处于房地产周期衰退后的萧条期，从 2009 年开始将维持 3-4 年，而后者仍处于 20 年的房地产萧条期。对中国来说，本轮的房地产周期或从 1998-1999 年开始，已经历一个完整的中周期，且每一次房地产的调整都与经济波动紧密相关，且销售变化领先于经济周期变化。

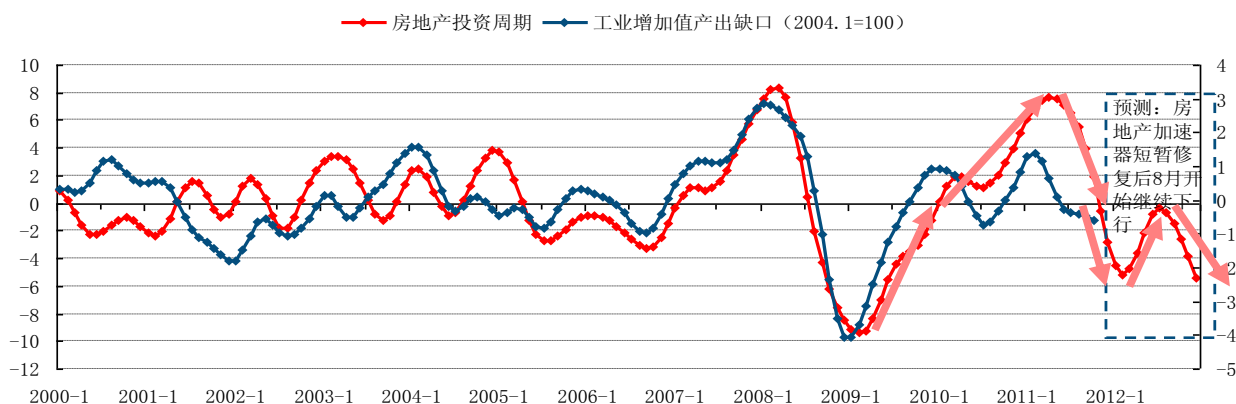
房地产加速器对中国经济的意义在于整个房地产业从 1998 年开始逐渐成为中国经济的支柱产业。房地产销售是房地产投资和房地产价格的领先指标，从房地产业与经济之间的关系看，房地产投资或更能衡量房地产加速器，但房地产销售是一个领先的观察指标。

从历史看，房地产加速器与工业产出缺口之间波动的节奏较为一致，且销售领先投资一到两个季度。从短周期看，2009 经济复苏以来，房地产加速器已经历了修复、膨胀、衰竭以及抑制四个阶段：2009 年 1 月，加速器见底之后开始修复过程，直至 2009 年 11 月出现加速器自我膨胀，但销售已先于 2009 年 7 月见顶；2010 年 3 月到 2011 年 7 月为衰竭阶段，但 2011 年 2 月至 5 月出现过加速器的短暂反弹；2011 年 8 月之后，加速器进入抑制阶段，加速经济周期的向下波动。

那么未来房地产加速器如何演进？我们采用行业分析师对房地产销售和投资的预测数据分析，11 月销售加速器见底，12 月开始直至 2012 年 7 月处于修复阶段，而投资加速器则在 3 月前后见底，至 9 月都处于修复期，从这一组预测数据看，产出缺口的底部当在 3 月前后见底，但弱势回升之后 9 月开始继续下行。从预测数据的分析结果看，房地产加速器的修复是非常有限的，最高值在潜在水平附近，然后继续向下抑制。但实际加速器状态如何，仍需真实数据检验。

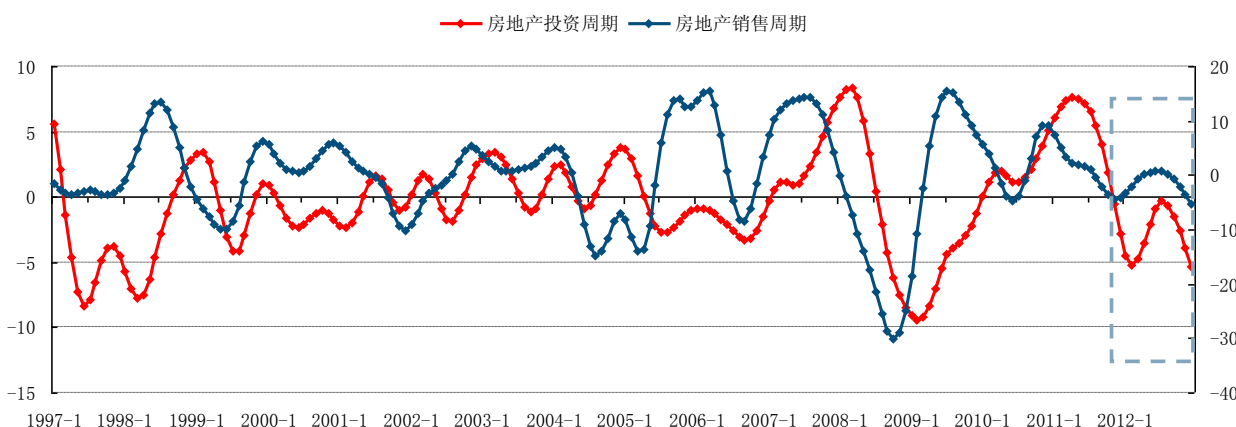


图 8：房地产加速器进入抑制阶段（虚线处为预测）



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 9：销售波动可以预期房地产加速器状态变化（虚线处为预测）



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

## 2、资本支出加速器：制造业加速器动力不足，关键看非制造业投资

从 2009 年复苏以来，非制造业的扩张在从 2009 年 1 月开始持续到 2011 年 2 月，但同期制造业投资不足，非制造业的扩张带来制造业的产能紧张，所以我们看到 2010 年 12 月到 2011 年 7 月的制造业扩张，以及 2010 年下半年制造业的繁荣景象。2011 年 8 月份之后，由于非制造业以及房地产的需求不足，制造业扩张戛然而止。

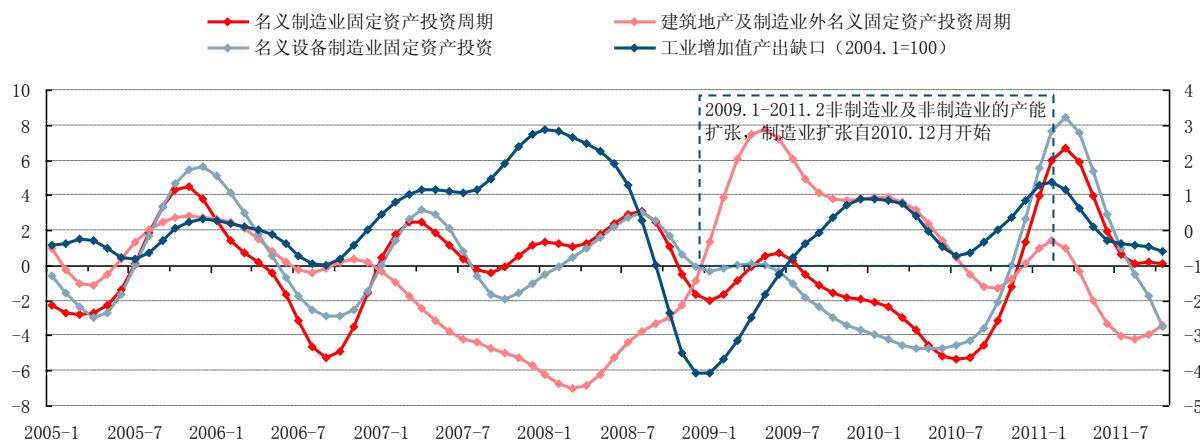
从当前的状态看，非制造业资本性支出加速器从 9 月开始进入修复阶段，但从 2011 年 4 月开始设备投资加速器迅速衰竭，很有可能进入抑制阶段，那么，对于 2012 年，资本性支出加速器已然动力不足，加上我们上述判断的房地产加速器最快也要等到 2012 年 2 季度才有可能修复，因此，2012 年上半年看非制造业加速器的修复，而下半年则看房地产加速器和制造业加速器的修复以及非制造业加速器的膨胀，而背后关键的逻辑是非制造产能利用率的修复和回升以及制造业产能释放后的产能利用率恢复，而最关键的是需求的修复。

从经济周期运行来看，非制造业资本性支出加速器先触底修复，而从细分行业来看，交运、水利、电力的投资先修复，然后是服务业。限制当前非制造业修复强度主要在于上述三者目前仍处于下行或较弱的修复中，



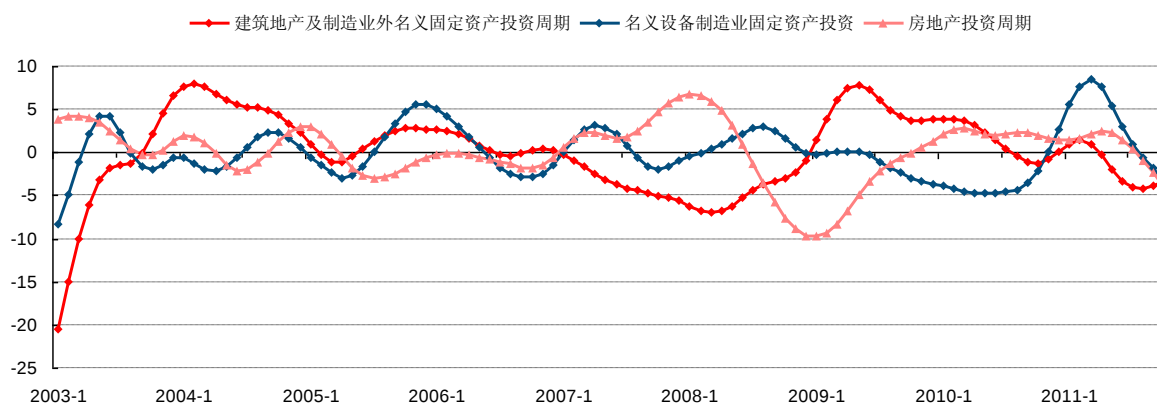
未来非制造资本支出加速器修复程度取决于上述三者。

图 10：中国资本性支出周期：制造业及非制造业的扩张



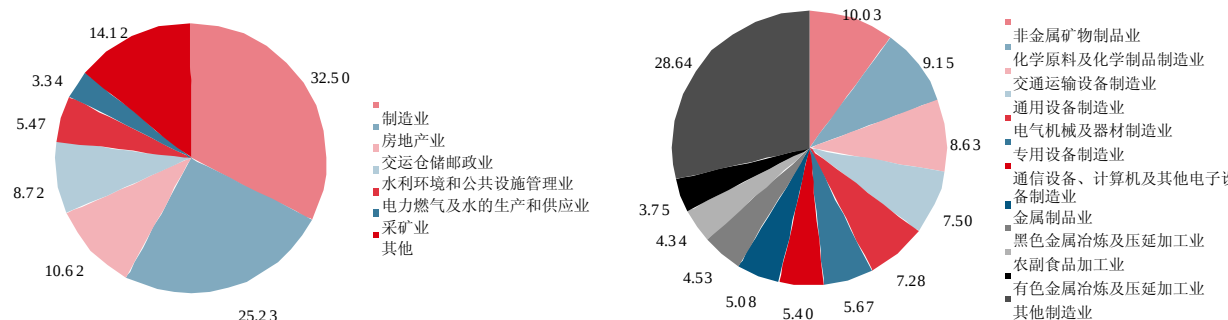
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 11：非制造业资本性支出加速器相对领先



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

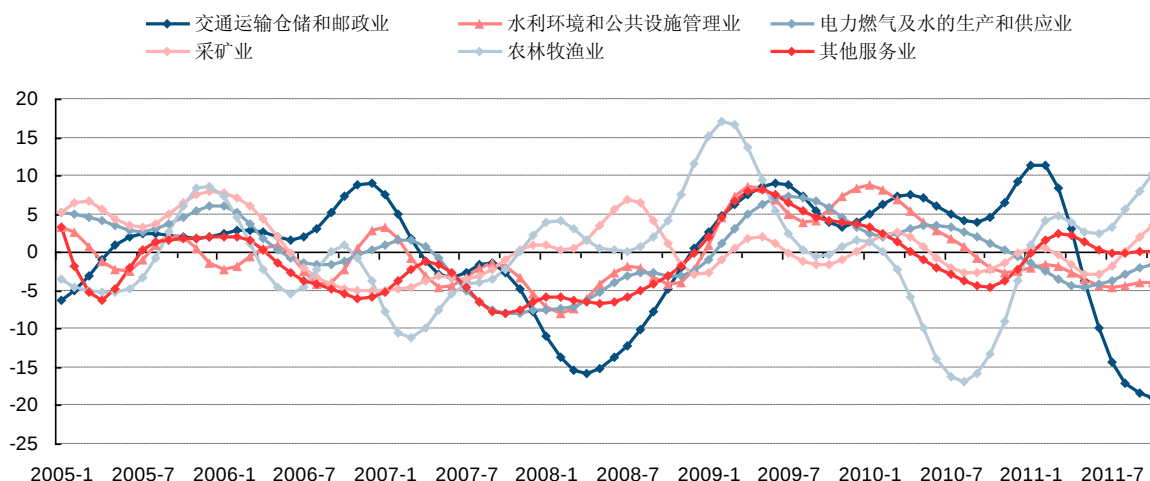
图 12：制造业、非制造业投资分布



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部



图 13：非制造业资本性支出加速器行业特征



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

### 3、库存加速器：去库存的“阵痛”与市场的曙光

我们大致可以这样描述库存加速器机制：在较低库存以及较低价格情况下，经营企业有增加订单的冲动，而生产企业由于订单增加，开始逐渐恢复生产，但需求的恢复快于库存的增加，库存有进一步降低的可能，这时候库存加速器启动。

因此，库存加速器是价格、订单、生产、销售、库存等指标的综合表现，除了 PMI 指数，我们很难找到全面的数据来研究库存加速器。我们将上述四个 PMI 指数用主成分的方法合成单一指标，用于代替库存加速器：

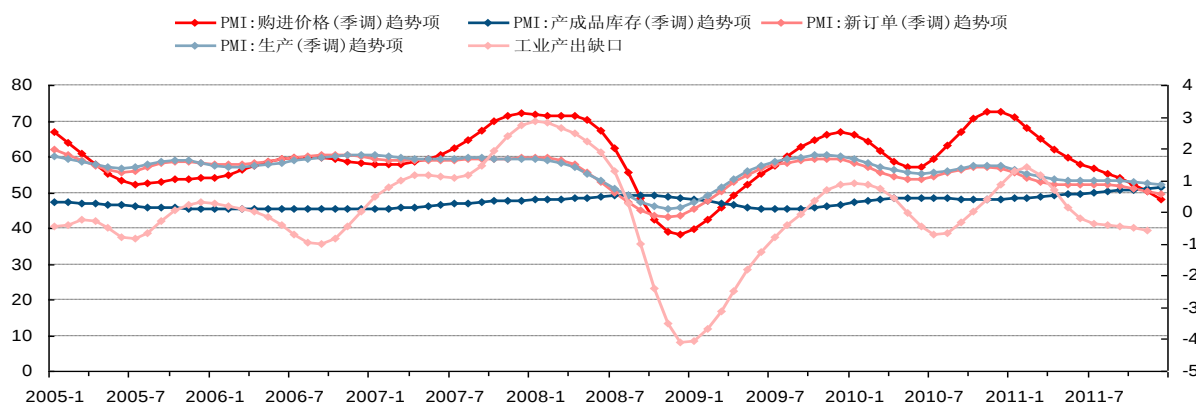
加速器衰竭、经济周期开始下行→加速器抑制阶段，经济衰退→加速器修复，经济复苏→加速器扩张、经济扩张，循环往复，但库存加速器通常领先经济周期平均 2 个月左右。

从 12 月的 PMI 看，价格指数、新订单指数、生产指数以及产成品库存指数分别为 47.1、49.8、53.4 以及 50.6，而上月分别为 44.4、47.8、50.9 以及 53.1，价格、订单以及生产显著恢复，而库存则出现下降，按照定义，理应启动库存加速器。但如果考虑季节因素的话，上述指数的趋势仍未发生改变，主成分合成的库存加速器仍处于向下过程。

如果我们从历史的角度看，库存高点约一个季度后才看到短周期的底部（如 2008 年 9 月为库存高点、12 月为产出缺口低点，而 9 月恰巧是第一次降准），对经济而言，仍将经历去库存的“阵痛”，在经历短暂主动去库存后，库存加速器将逐渐复苏（2008 年 11 月见底、12 月复苏），但市场或将率先触底回升（如 2008 年 10 月为指数低点）。

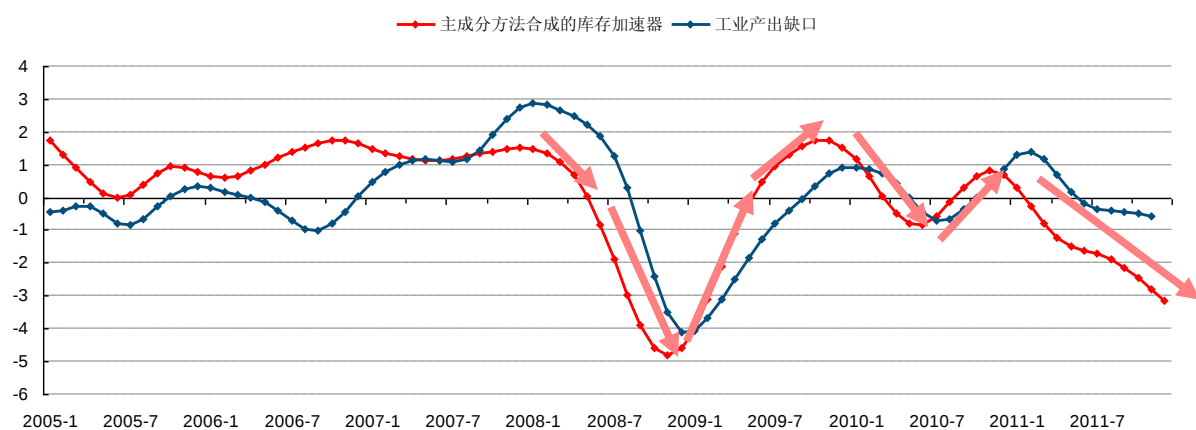


图 14: 产出缺口 VS 购进价格价格、产成品库存、新订单以及生产指数



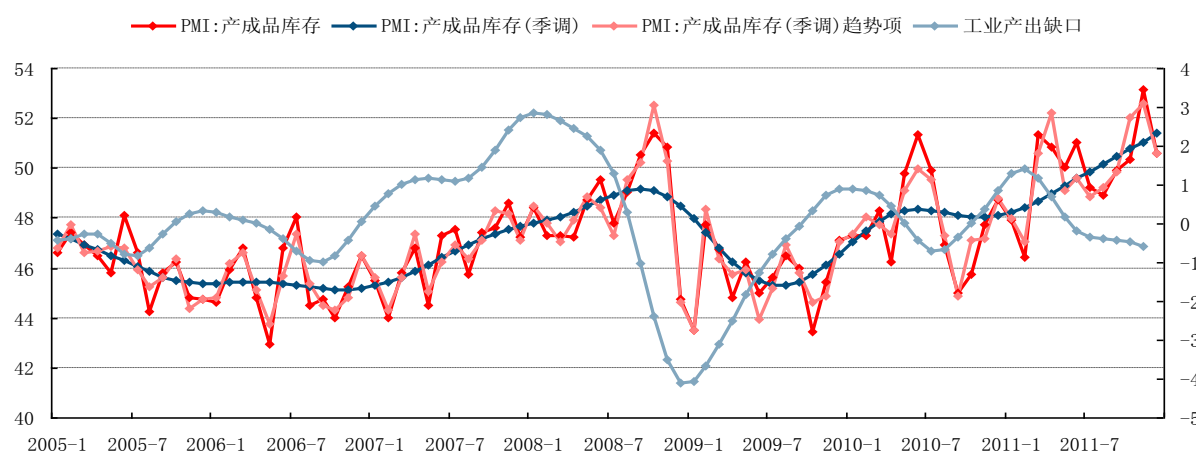
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 15: 12 月库存加速器: 仍向下抑制



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 16: 主动去库存或成趋势



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

## 4、货币加速器

货币存加速器是一个全局性因素，货币加速器修复和膨胀时，资产价格上涨，股票市场也出现普涨，但周期性行业弹性更大，相反，货币加速器衰竭及反向抑制时，资产价格也将出现普跌。

当货币加速器开始修复时，资产价格预期反弹，投资品行业表现出较大的弹性，房地产、金融服务、有色金属、交运设备、机械设备、采掘等行业获得超额收益；

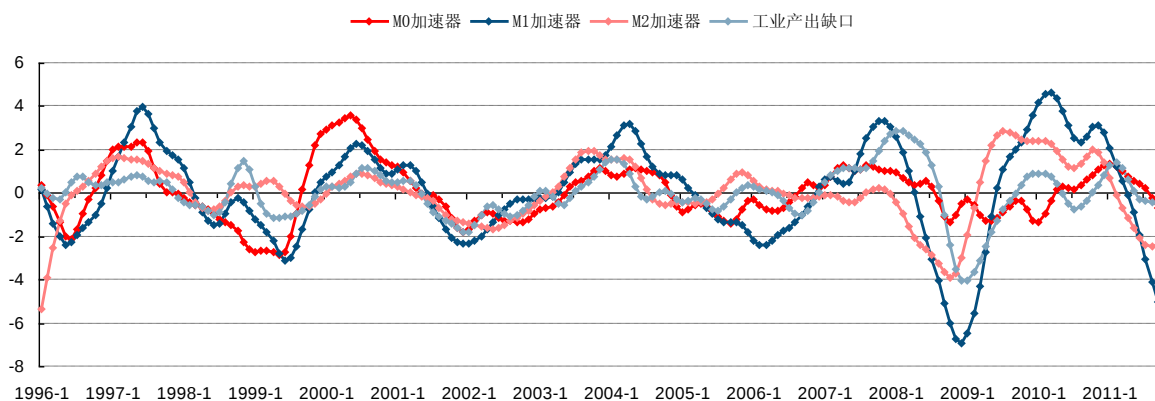
货币加速器膨胀，资产进一步泡沫化，采掘、有色金属、金融服务、房地产、黑色金属、化工等周期行业表现相更好；

当货币加速器运行在衰竭阶段时，预示经济周期下行，早周期行业交运设备、金融服务、房地产以及有色金属先出现下跌，而农林牧渔、食品饮料、信息技术、家用电器、商业贸易、餐饮旅游、医药生物等防御行业以及后周期行业采掘、建筑建材、黑色金属、机械设备等表现相对较好。

当货币加速器进入抑制阶段时，经济有衰退风险，防守为上，医药生物、公用事业、信息服务、信息设备、食品饮料、商业贸易、家用电器、农林牧渔等行业具有相对收益。

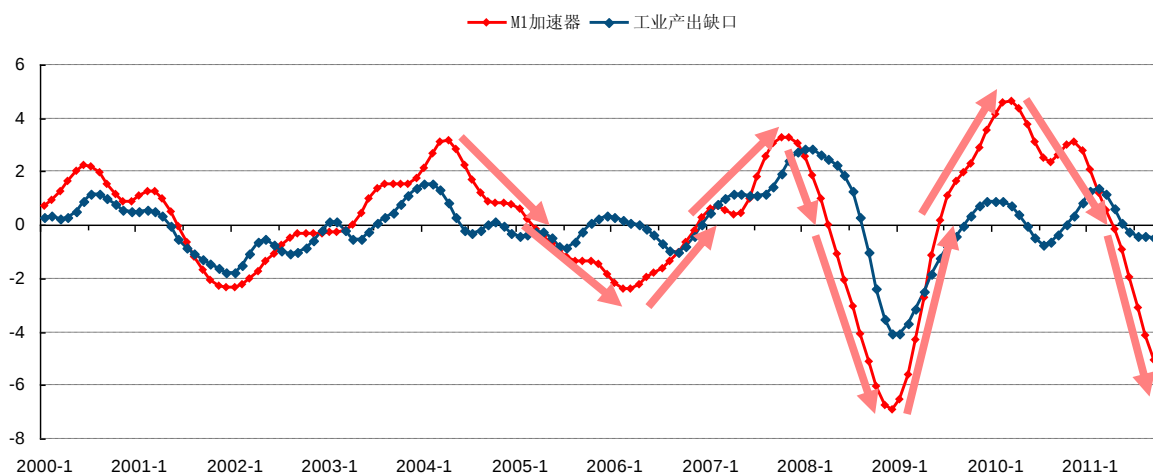
当前货币加速器下行在反向抑制阶段，何时能开始修复仍难以判断，但 M2 加速器已经开始修复，从政策导向看，M1 加速器的修复应在不久的将来，但在加速器得以修复之前，应以防御为重。

图 17：货币加速器与经济周期



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 18: M1 加速器与经济周期



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

## 四、总结：且宜逐波而上

我们在《周期之轮》中提出经济周期的四轮驱动，即房地产投资、资本支出、库存以及货币，除货币外，分别对应房地产周期、朱格拉周期以及基钦周期的主要驱动力量，成为短周期的四架马车，在经济周期不同阶段，四种驱动因素可能扮演不同角色，同时向上或同时向下又或此起彼伏，共同推动经济周期运动。

在上述“四架马车”中，非制造业投资已经复苏，但并不足以使得经济复苏；房地产销售的复苏也仅仅是理论，仍需要真实数据的检验；货币加速器仍未启动但 M2 复苏已提前出现，库存加速器仍持续向下。

从行业表现角度看，2011 年 12 月初下调准备金后的市场表现中，金融服务、房地产、家电、交运等早周期行业强于 A 股指数，而信息设备及服务、公用事业等防御行业表现相对较好，与 2008 年 9 月 25 日经济下滑过程中的第一次下调准备金之后的 A 股指数与行业表现高度一致。我们也看到，第一次下调准备金仍不能扭转经济周期运行的趋势，各种加速器的修复均在第二次下调准备金之后。

如果历史是一面镜，第一次存款准备金下调仍不足以扭转经济下滑的趋势；

如果历史是一面镜，第一次降准也是库存高点，经济短期仍将经历去库存的“阵痛”；

如果历史是一面镜，市场将在去库存的阵痛中迎来曙光，但第二次下调准备金或信贷的放松将是重要的信号，将关系到周期动力能否如期复苏。

针对当前对经济和市场的两种主要观点，我们认为，从周期加速器机制角度看均没有本质区别，最大的区别只是“速胜论”和“持久论”，无论是哪种论调，加速器机制都是关键。我们更倾向于认为，当前中国经济面临的问题介于二者之间，好于 2008 年、不如 04-05 年，过度悲观和过于乐观均不可取，何妨采取中庸之道，依周期的加速器逐波而上。



## 分析师介绍

**吴启权：**天津大学计算机硕士、管理学博士，策略分析师。致力于周期理论的量化研究以及从周期角度的行业比较和行业配置。2010 年、2011 年新财富最佳策略分析师第五名。

## 研究服务

### 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

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

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



## 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，本公司不会仅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。

## 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