

中周期第二库存周期能否带来“小牛市”?

# 中国经济正在穿越第二库存周期

周金涛

## 决胜于下一库存周期

未来半年,我们将面临旧经济和新库存周期交替、旧逻辑和新思路的切换。未来一年到一年半内,中国处于第二库存周期上行阶段,但让不能排除四季度或明年一季度的“再平衡”风险;未来二到三季度内,通胀将不是问题。第二库存周期的经济弹性在于产能消化和效率提高。房地产将在“松”与“控”之间摇摆,投资弱波动,其在第二库存周期中的弹性或减弱。未来16~20个月内,小牛市概率约80%。但未雨绸缪,决战当在下一库存周期。

## 美日韩库存周期划分

当前中国经济运行在本轮中周期第一库存周期的末尾,第一个底部的关键时间是2012年7月前后,但会否出现波动,需看9~10月相关宏观变量后才能判断。

美国的库存波动滞后于产出缺口,美国第二库存周期,平均上行时间20个月,最短11个月、最长24个月、中值20个月。日本的存货变化同样滞后于其工业产出缺口的变化。日本的库存周期平均上行时间与中美规律保持一致,而下行时间平均为14~18个月,中值应在16个月附近。日本的第二库存周期,平均上行时间20个月,最短11个月、最长30个月、中值22个月,波动幅度较大。韩国库存变化也是滞后于产出缺口变化的,滞后时间从一到三个季度不等。自1977年以来,韩国经历了三个完整的中周期,韩国的库存周期上升阶段较长,三个库存周期平均上行时间分别为24、25及36个月,尤其是1993年至1997年,韩国经历了长达54个月的第三库存上升期。韩国的中周期平均持续10.6年,比典型的8~10年要长;库存周期的下行期较短,第一库存周期平均下行16个月,第二、第三库存周期平均下行仅13个月;第二库存周期平均上行25个月,最短也有13个月。

从中美日韩库存周期的时间规律看,第一库存周期下行15~17个月较正常,第二库存周期正常应该上行20个月。所以,从时间规律推断中国未来库存周期的运行,中国本轮库存周期即第一库存周期下行应在17个月左右,按时间推算,应当中2012年7月第一库存周期见底,而下一轮库存周期上行时间大概率应在16~20个月左右,最差的情况应该也会在10个月以上。

而从工业化角度看,中国当前所处的阶段大约相当于日本1965年~1975年。在这样一个工业化阶段的中周期中,库存周期上升持续大约22个月,并且存在显著的第三库存周期即消费周期。

当然,库存周期不同阶段持续时间仅存在统计上的意义,并不意味着每个库存周期都按照这样的时间。具体第一库存周期何时见底,仍需满足特定条件。而最基本的条件应该是生产成本足够低、资金成本足够低,但能不能回升,周期动力起决定作用。

## 第二库存周期弹性

### 有三来源

历史上,美国制造业产能利用率历史平均值约80%。从这个角度而言,产能利用率提升是经济增长弹性最大的动力。这一特征在第一、第二个短周期的向上阶段非常明显,而在第二个短周期的顶峰产能利用率同时达到顶峰。从产出缺口角度看,经济在这两个短周期上升阶段弹性最大。第三个短周期有可能出现产出缺口的高峰,但这一高峰正是中周期繁荣顶点的标志。

1960年以来,美国经历了5个完整的中周期,第二库存周期平均上升时间为20个月,最短11个月、最长24个月。第一库存周期主要以产能利用率提升为主,整个上行阶段产能利用率提高幅度达到10%。第二库存周期的上行阶段产能利用率平均提升4.58%,仅为第一库存周

编者按:无论是“周期救赎”还是短周期复苏,对悲观者而言,都是一个善意的“谎言”。究竟是“真实的谎言”还是底部幻觉,仍难以准确回答。本文作者运用周期理论研究的体系和方法,对成熟市场进行客观数据的深入分析,从而寻找救赎中国经济的逻辑。中周期第二库存周期在整个周期理论中是很有特点的一部分,我们能否穿越经济大周期的底部区域?未来仍是“危”“机”相随吗?

期上行阶段的一半。但从产能利用率的边际产出看,第一库存周期上行阶段平均为157%,但第二库存周期平均为318%,所以第二库存周期的产出弹性可能来自第一库存周期上行阶段后期产能扩张后的产能投放及本库存周期的产能扩张,或来自生产效率提高。

从2003年开始日本产能利用率数据,很难计算各库存周期的产出弹性与产能利用率变化的规律。但日本的产能利用率变化曲线与其工业产出缺口基本上是吻合的,从产出弹性结果看,上世纪80年代之前,日本的工业产出弹性最大,而80年代房地产业泡沫及90年代后的“失去的二十年”中,日本工业产出弹性下降非常明显。平均下来,第一、第二库存周期上行阶段的产出弹性基本相当,但因第一库存周期产能利用率升幅大于第二库存周期,第二库存周期上升阶段的产能利用率产出弹性应远大于第一库存周期。

韩国库存周期大体上也是产能利用率周期,第一库存周期产能利用提升度较大,平均高达17.6%,其后依次为第二、三库存周期;但产出弹性依次为第三、第二、第一库存周期,分别为577%、376%及271%,而所谓的产出弹性越高意味着相同的产能利用率变化,产出更多;不同库存周期的产能利用率与产出弹性特征,意味着产能的扩张自第一库存周期开始,而后逐渐投放。

从生产效率看,1998~2008年中周期中,两个库存周期的弹性,除了产能投放及利用率提升外,效率提升也扮演重要角色。所以,韩国第二库存周期的周期弹性,首先是来自于产能投放、产能利用率提升及产能扩张等三个方面。

## 第二库存周期

### 产能扩张仍能持续

美国历次库存周期中,当经济从底部复苏,只有在每一个库存周期后期,才有可能出现产能的扩张和房地产的扩张。第二库存周期的固定资

从中周期角度,第一库存周期主要以需求恢复、价格恢复、产能利用率恢复为主要特征。当产能利用率恢复到一定程度时,有可能出现适度产能扩张。然而,由于价格显著回升后,需求增长放缓,库存一定程度的积累,因而随之出现二次去库存需要。在去库存中,价格体系回归到合理水平,第二库存周期开启。但整个经济体的产能已有所扩张,因此仍以提升产能为主。但此时产能利用率的边际产出已经大大提高,只有当产能利用率再次提升到一定水平时,才有可能出现第二次扩张。第三库存周期通常被命名为虚拟经济周期或需求周期。由于第二库存周期的弱扩张,在需求极端膨胀下,第三库存周期的产能扩张达到极致,所以才会出现中周期的衰退与萧条。

日本的产能扩张规律性较明显,在三个库存周期中,产能扩张递增,而第三库存周期的产能扩张最强。这种情形或者由日本出口导向的经济模式所决定的,当日本处于第三库存周期时,欧美经济大体也处于同一周期位置,强大的海外需求是日本产能扩张最大的动力。

历史上韩国曾经出现过三次较大规模的产能扩张:1977~1979、1989~1991、1994~1994,这三次扩张分别位于第一、第二及第三库存周期,而后两者同一个中周期。从工业化理论看,70年代的扩张是韩国走向工业化成熟阶段,而90年代的扩张,则是韩国成长为“亚洲四小龙”过程。

如果从工业化角度看到韩中关系,当前中国同样处于工业化走向成熟阶段,也经历了



低于第一库存周期的水平,并且趋势是下降的,并长时间保持个位数的货币增速。

从上世纪70年代以来,一直到亚洲金融危机之前,韩国的货币总量,在每一个周期上行阶段都保持70%~80%的扩张,而同比都在20%以上,甚至超过40%。韩国的货币扩张发生在其工业化走向成熟过程中。但即便在亚洲金融危机之后,韩国的货币增速大体也能保持两位数增长,除了2001年11月到2004年3月,M2增速下降至个位数。不管其增速如何,从工业化发展及周期演进角度看,货币增速下降的趋势是比较明显的,并且第二库存周期的货币扩张要弱于第一库存周期。

美日韩不同库存周期的货币特征给我们的启示:1、第一库存周期的货币增速通常要高于另外两个库存周期,皆因为本周期的复苏同时也是中周期的复苏,在经历上一中周期的经济衰退及萧条之后,需要大量的货币来刺激经济;2、韩国的高速货币扩张或许只对小国有效,而对中美日这样经济体量较大的国家来说,高速货币是难以维持的;3、中国库存周期的历史看,除2009~2011年的平均货币增速超过20%之外,其余库存周期货币增速也都在15%~18%附近;4、对中国经济增长来说,动辄20%甚至30%的货币增速或再难见到,经济体量以及货币总量的提高以及增长中枢的下移,10%左右、甚至个位数的货币增速也能推动库存重建周期的展开,或许,在未来的经济扩张中,10%~20%的货币增速逐渐成为常态。

美日韩经验看,中国未来第二库存周期仍会有相应强度的产能扩张;而据韩国经验,中国未来的第二库存周期仍会有相当程度的产能扩张,但比之第一库存周期或上一轮产能扩张会弱一些。

中国的经济发展到当前规模,可能很难再单纯用固定资产投资的模式实现经济高速增长,但经济的扩张,固定资产投资也将不可或缺。

## 第二库存周期货币特征

美国不同中周期中库存周期向上阶段的货币呈现出一些特点:绝对量增速看,无论是代表生产的M1还是代表总需求的M2,第一库存周期的货币扩张程度平均高于第二库存,说明了经济衰退后,货币刺激经济复苏不仅仅是独有的现象。第一库存周期的货币平均同比增速同样高于第二库存周期。无论第一还是第二库存周期,M1同比增速平均在5%~10%之间。

其次,1983年以前日本,M1和M2增速基本能保持两位数增长,但也并没有超过20%,唯一一次超过20%的是在2002年1月至10月的网络泡沫破灭后,M1平均高达26%。从历史平均看,第二库存周期上行阶段中,无论M1同比、还是M2同比,均

## 危局之变 机会相随

周金涛

如果说2月到4月份是经济僵局,5月到7月份有可能是经济“变局”。经济在从僵滞状态向“平衡”状态过渡,伴随着量价齐跌,政策空间将逐渐打开。“变局”过程中,政策的超预期将逐渐成为可能,二三季度之交或许是新的库存周期的起点。

5月是一个关键的时间窗口。未来有可能出现采购经理指数(PMI)回落、生产者价格指数(PPI)环比回落、资金成本下降、美元升值、出口继续探底的“僵局再平衡”格局,缓解去年年底以来中国经济所面临的僵滞局面,使得未来经济周期运行的更为健康,弹性更大。

从历史经验出发,我们认为这样一种经济加速探底的进程大约持续一个季度左右,亦即在7月前后或能看到短期的中期底部,新的平衡点将有如下特征:第一,周期动力恢复,尤其是货币、投资回暖;第二,PMI持续回升;第三,大宗价格反弹,PPI环比触底回升;第四是汽车、地产销售回暖;第五是出口好转、欧洲经济回暖、美元贬值。

在变局过程中,政策仍存在超预期的可能。从5月12日央行公布下调准备金的动作来看,决策层对二季度经济加速下滑有所应对,可能会缓解市场对经济加速下行的担忧情绪,但并不会改变“再平衡”的格局。短期市场仍可能会因为经济的加速下滑而出现调整。但在变局之后经济复苏将更为确定,反而提供更好的介入机会。从节奏看,我们仍维持4月初的“N”形节奏的判断,6月中旬或许是较佳的时间窗口。

在这一背景下,政策超预期有可能首先体现在非制造业投资,如水利、电力、交运等基建行业的投资仍能继续恢复。其次,制度红利仍可持续释放。虽然创新大会已结束,并没有太多超预期之处。但红利释放将是一段较长时期的焦点,调整后可以超配券商股。从整个二季度看,一方面,上游价格波动可能加剧。虽然会传导至中下游,但影响不会太大。因此,中游比上游更具有稳定性,上游价格去库存有助于中下游生产成本的合理回归,中下游的配置价值优于上游;另一方面,经济周期的寻底过程,最终需求必然要回暖。因此,早周期行业如地产、汽车、家电仍建议关注;食品饮料价格环比仍在回落,医药行业价格环比略有回暖,在“变局”之时,医药行业左侧机会或优于食品饮料。

所以,从趋势和节奏看,虽然我们认为短期市场波动会加剧,但中期仍然保持乐观,调整反而提供再次介入的机会。从配置角度看,5月到6月建议关注低估值蓝筹的防御价值,“变局”下基建项目的重启以及医药行业左侧布局机会,并继续关注早周期行业券商、地产、家电等;6月中下旬至7月初,中下游周期行业基本面或逐渐改善,建议关注机械、水泥、化工等中游周期行业;全球经济复苏后,则可关注上游周期行业及相关行业。

(作者系中信建投证券首席宏观策略分析师)

张常春/制图

张常春/制图  
投资、设备投资以及住宅投资均没有第一及第三库存周期突出。

为什么会这样呢?我们通常将第二库存周期描述为中周期主升阶段,资本支出或产能扩张阶段。但历史经验与理论有一定的区别。

大规模的基建和产能建设,即经历过韩国1977~1979年情形,而其随后的第二库存周期中,产能扩张仍能持续,但已有所减弱。1999年以后,韩国的固定资本投资保持较弱波动,但2001年至2004年的第二库存周期仍然保持相当强度产能扩张。

历史上中国的产能扩张如何?从1998年开始的几个库存周期第二产业固定资产投资看,第一、第二库存周期的产能扩张最显著,第一、第三库存的房地产扩张最为显著。第一库存周期开始于上一轮中周期的快速下滑,房地产投资是拉动经济快速复苏

的最佳手段,而房地产拉动下,第二产业产能利用率得以提升并出现第一次扩张;而2003年的制造业快速扩张,很大程度是由于加入WTO后出口的大幅增加以及国内需求的增加综合所致。

美日韩经验看,中国未来第二库存周期仍会有相应强度的产能扩张;而据韩国经验,中国未来的第二库存周期仍会有相当程度的产能扩张,但比之第一库存周期或上一轮产能扩张会弱一些。

中国的经济发展到当前规模,可能很难再单纯用固定资产投资的模式实现经济高速增长,但经济的扩张,固定资产投资也将不可或缺。

其次,1983年以前日本,M1和M2增速基本能保持两位数增长,但也并没有超过20%,唯一一次超过20%的是在2002年1月至10月的网络泡沫破灭后,M1平均高达26%。从历史平均看,第二库存周期上行阶段中,无论M1同比、还是M2同比,均

涨幅达到47%、累积涨幅42%;2003年7月到2005年3月,最高涨幅17%、累积涨幅14%。

在五次第二库存上行阶段中,出现两次涨幅接近50%的“牛市”,即1986年9月到1988年4月及1996年3月到1997年12月;两次最高涨幅接近20%的“小牛市”即1978年2月至12月、2003年7月到2005年3月,最高涨幅17%、累积涨幅达46%。

第二库存周期特征:消化产能、提

升效率、适度扩张、适度货币、温和通胀,市场是存在上涨基础的。

作者系中信建投证券首席宏观策

略分析师)