



## 为什么中国经济会企稳反弹——四论我对资源股的看法

发布日期：2015年1月20日 分析师：周金涛 010-85130831 执业证书编号：S1440510120017

### 信息或事件：

关于经济低点的判断，向来无法从需求的角度出发去研究，当前的中国经济，我们可以说央行释放了很多流动性，可以说出台了多少万亿基建刺激的措施，可以看到房地产销量在企稳，但这些趋势性的需求指标都无法确认中国经济是否会企稳反弹，何时会企稳反弹。所以，短周期的低点确定，库存周期理论是一个相当有效的方法，他是从供给与需求的关系中去研究经济参与者的心理，从而确认经济的低点。我在前期的报告中说明，中国经济将在 2015 年 3 月份触底，随后可能出现库存周期意义的反弹，这个判断的依据就是库存周期理论，其基本理由如下。

### 简评：

一、本轮中国经济库存周期调整的开始，实际上是在 2013 年四季度，这与中国的房地产投资周期触顶回落有关。从 2013 年四季度之后，中国经济进入一个库存累加的过程，这实际上是被动补库存，即需求不断萎缩，库存不断增加的过程。但这个时候的需求萎缩除了经济的真实需求之外，还存在产业链的中游对库存的投机需求减少的过程，所以在这个过程中，库存体现出结构性的向上游累加，而中游不断减少的特点。此为库存周期调整的第一阶段。

二、在经历了三个季度的库存累计之后，从 2014 年的 8 月份开始，库存累计同比开始回落，而在此之前，2014 年 7 月 PPI 开始加速下行，目前可以确认的是 2014 年 8 月份之后，中国经济开始出现了量价齐跌，而这个过程与全球大宗商品价格是互相推动的，所以，截止到 2015 年 1 月份，量价齐跌已经持续了 6 个月，如果从库存周期 2013 年 11 月开始调整起算，已经下跌了 15 个月。

三、在经历了这些调整之后，我们看到什么现象呢，有一些观点说，中游的利润已经开始恢复了，这代表什么，这就是说铁矿石的价格跌得比螺纹钢多，从而使得这种利润的恢复是由上游调整过快，中下游需求稳定所带来的。如此推演下去，中国经济会有两个可能，一个可能是上游止跌，那么这将带来库存周期的大幅反弹；另一个可能是中下游需求继续萎缩，那么中国经济陷入深幅衰退。目前来看，在强投资拉动和货币宽松下，第二种可能性不大，从而我们就要讨论如果上游止跌，将发生什么。

四、当前的状态是，库存压力已经挤压到了最上游，大宗价格量价齐跌，而此时的中游在利润转好的情况下，却不敢增加库存，造成整个产业链的库存都集中于上游。上游价格何时触底反弹？这个问题不好回答，但至少下跌空间明显缩小，而此时的中游库存却很轻。这种状态明白无误的告诉我们，一旦在某个时点上游价格调整到位，库存少而利润好的中游会大举增加库存以对冲踏空风险，从而库存周期反弹会一触即发，这将是一个迅猛的中级反弹。



五、我们无法准确预测时点，但是，多年来对库存周期的研究经验的基本判断是，这个反弹的时点发生在 2015 年 3 月份附近的概率很大，不仅仅在于股票市场，这个时点对 2015 年宏观对冲投资的意义十分重大。

六、附带提出，2011 年之后，我们判断经济周期理论对投资的影响将式微三年，而在 2014 年下半年开始，经济周期理论将出现新的中兴阶段，至少目前看，我们对世界经济将加剧波动的判断是正确的。我们判断中国的宏观对冲投资时代已经来临，如此庞大的货币，必然需要全球和多品种的配置，这个时代在中国刚刚开始，而这也是经济周期理论中兴的需求基础。



## 分析师介绍

**周金涛：**南开大学经济学硕士，现任中信建投证券研究部董事总经理，行政负责人。长期从事宏观策略研究，并在中国的工业化国际比较和经济周期研究、虚拟经济与实体经济关系等方面形成了独特的逻辑框架和思维体系。2008 年以来连续五年获得新财富最佳策略上榜分析师。

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chen yangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@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，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告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/或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 8 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

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622