

证券研究报告·策略深度

反抗低点已现 宿命滞胀复来

——继续为资源而战

中国库存周期已经触底

2015年11月，我们发布《中国经济即将触底》，指出：中国经济将于2016年1季度出现第二库存周期的低点，这一判断正在成为现实，随后将开启第三库存周期。

宏观领先指标积极回升

本篇报告延续上文的逻辑，从观测经济触底的指标体系来看，社会融资余额增速在2015年11月触底后于2016年1月提速；PMI原材料库存季调趋势已于2015年12月触底，2016年1月开始反弹；PPI同比增速于2016年1月大幅触底回升；领先指标指示第二库存周期低点正在形成。

价升量跌确认价格低点的有效性

目前进入从去库存阶段到补库存阶段的转换点，理论上，价格触底之后，库存应该减少，这意味需求在回升，从而价格低点会领先库存的低点。如果我们认为2015年12月是价格低点，那么整个一季度都应该是库存回落趋势，这个趋势可以确认2015年12月价格低点的有效性。化工、有色等行业也表现出明显的上述特征。

第三库存周期必定滞胀

从美国第三库存周期运行的规律来看，第三库存周期呈现滞胀特征，自第二库存周期下降期开始至第三库存周期上行期，通货膨胀持续上行；CPI回升持续时间明显超过产出缺口，经济停滞或下行过程中CPI仍将持续上行8个月的时间。这也解释了为什么美联储在第三库存周期中大幅加息的现象。

第三库存周期商品必涨

第三库存周期商品存在较高收益率，商品必定出现一波上行，期间美联储联邦基准利率与大宗商品价格存在明显的正相关；美联储联邦基准利率是大宗商品价格的领先指标。

商品反弹一波三折

2015年11月30日，我们发表了报告《2016：为资源而战》指出2016年的核心机会是商品反弹，商品反弹的第一博弈点在2016年一季度。报告发布之日，正好是商品见底之时。我们判断本次商品反弹有三波上行，分别在一季度，下半年和明年上半年，目前只是第一波。未来的一年在全球第三库存周期的推动下，商品的反弹可谓一波三折。

投资策略

周金涛

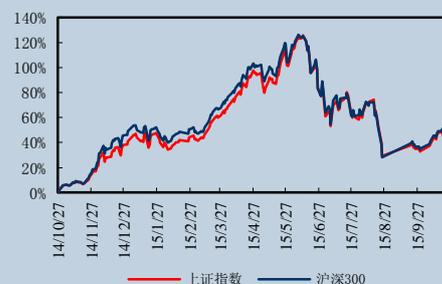
zhoujintao@csc.com.cn

010-85130831

执业证书编号：S1440510120017

发布日期：2016年3月7日

上证指数走势图



深证指数走势图





目录

前言：轮回才是永恒	1
一、周期低点：领先指标出现积极回升迹象.....	2
二、行业结构：细分行业库存周期确认有效底部.....	6
三、宿命前瞻：第三库存周期必定滞胀——以美国为例.....	9
四、商品逆袭：第三库存周期与大宗商品.....	12
五、一波三折	14

图表目录

图 1：社会融资余额增速已于 2015 年 11 月触底回升.....	3
图 2：PMI 原材料库存回升表明短期经济回升动力强化.....	3
图 3：库存周期运行的四阶段	4
图 4：工业企业利润的回升多出现在量价之间.....	4
图 5：PPI 同比已于 2016 年 1 月出现触底回升迹象.....	5
图 6：中国：亚洲金融危机后的库存周期价格率先企稳.....	5
图 7：美国：1986 年商品触底后价格对产出缺口具有领先性.....	6
图 8：周期尾部化工、有色产出缺口率先触底.....	7
图 9：领先行业在底部区间出现明显的“价升量跌”的逆向信号.....	7
图 10：PMI：化学原料与有色金属冶炼	8
图 11：PMI 新订单：化学原料与有色金属冶炼.....	8
图 12：PMI 现有订单：化学原料与有色金属冶炼	8
图 13：PMI 购进价格：化学原料与有色金属冶炼	8
图 14：PMI 原材料库存：化学原料和有色金属冶炼	8
图 15：PMI 产成品库存：化学原料和有色金属冶炼	8
图 16：美国第三库存周期运行规律：1971.01-1975.05	11
图 17：美国第三库存周期运行规律：1980.08-1982.12	11
图 18：美国第三库存周期运行规律：1989.10-1991.03	11
图 19：美国第三库存周期运行规律：1999.01-2001.12	11
图 20：美国第三库存周期运行规律：2005.11-2009.05	11
图 21：联邦基准利率领先并与铜价正向变动.....	13
图 22：联邦基准利率领先并与铝价正向变动.....	13
图 23：联邦基准利率领先并与铅价正向变动.....	13
图 24：联邦基准利率领先并与黄金价格正向变动.....	13
图 25：外盘：布伦特原油和 CRB 金属价格指数于 2016 年一季度大幅反弹.....	14
图 26：内盘：主要大宗商品价格指数于 2016 年一季度大幅反弹.....	14



表 1: 三个库存周期运行过程中变量波动变化情况.....	9
表 2: 美国: 三次库存周期中 CPI 分项与通胀动力	10
表 3: 三个库存周期运行过程中变量波动变化情况.....	10
表 4: 第一库存周期上行期: 美国大类资产收益率表现.....	12
表 5: 第二库存周期上行期: 美国大类资产收益率表现.....	12
表 6: 第三库存周期上行期: 美国大类资产收益率表现.....	12



前言：轮回才是永恒

2015年11月，我们发布《中国经济即将触底》，报告以产能周期和库存周期的逻辑为出发点，探讨了关于中国经济周期运行的阶段性问题，并在市场上率先明确指出：中国经济将于2016年1季度出现库存周期级别的低点。按照目前的宏观指标来看，这一预言正朝着我们走来。

关于中国经济库存周期的企稳，上述报告通过两个维度对经济触底做出预判：第一个维度，从宏观经济运行层面来看，我们开发了一套可供观测经济触底的核心指标体系，以触底的先后顺序来看是：社会融资规模增速=>产出缺口=>PMI 原材料库存=>工业企业利润=>PPI=>PMI 产成品库存=>产成品库存；第二个维度，从细分行业定位来看，每一轮周期触底前化工产出缺口和有色产出缺口将率先企稳，化工、有色行业将领先经济周期有所表现。

本篇报告作为《中国经济即将触底》的姊妹篇，将延续上文的逻辑，从观测经济触底的指标体系来看，社会融资余额增速在2015年11月触底后于2016年1月提速，实体经济的贷款需求连续3个月回升；PMI 原材料库存季调趋势已于2015年12月触底，2016年1月开始反弹，产出缺口短期回升的动力在强化；PPI 同比增速在2014年7月触顶回落13个月后，也于2016年1月大幅触底回升；在经济周期运行逼近底部的位置，领先行业出现了明显的“价升量跌”，这是库存周期确认有效底部的积极信号。

我们在报告《宿命与反抗》中提出，虽然2015年之后全球将进入中周期的下行阶段，但2016年将出现全球库存周期的反弹，而这个反弹中的核心机会就来源于大宗商品价格的反弹。导致商品反弹的核心推动力量，就是作为大宗商品的最终需求方，中国经济将在2016年一季度触底，因此，中国经济的触底将是大宗商品反弹由技术性推动再到库存推动的核心环节，而在库存推动之时，自然还存在着金融因素和固定资产投资的变化，随后，必将走向滞胀推动，这就是未来大宗商品一波三折的年度级别的超跌反弹。

作为市场上最坚定的周期守望者，我们再次提示，中国本轮中周期第二库存周期低点已经出现。后续经济企稳回升的力度将视稳增长和供给侧改革的博弈所决定。在稳健且适度宽松的货币政策背景下，如何引导资金进入实体经济，将决定第三库存周期开启的力度，而最终滞胀将不可避免，这就是第三库存周期的宿命。从投资的角度看，仍处历史大底的超跌早周期品种（有色、化工、煤炭等），已出现了明显的配置意义。周期品的魅力就在于，你明知道他来临的时候，但真正来临的时候依然让你心潮澎湃。



一、周期低点：领先指标出现积极回升迹象

所谓的短周期，又称为基钦周期。1923年英国的约瑟夫·基钦在《经济因素中的周期与倾向》中根据美国和英国1890年到1922年的利率、物价、生产和就业等统计资料从厂商生产过多时就会形成存货、从而减少生产的现象出发，把这种2-4年的短期调整称为“存货”周期，在40个月中出现了有规则的上下波动发现了这种短周期。

2015年11月3日，我们发布策略深度《中国经济即将触底》，率先明确指出中国经济将于2016年1季度触底，并提出了一套可供观测的触底指标：社会融资规模增速=>产出缺口=>PMI 原材料库存=>工业企业利润=>PPI=>PMI 产成品库存=>产成品库存；在分行业层面，我们则发现化工、有色等上游资源品具备领先宏观经济企稳的属性。

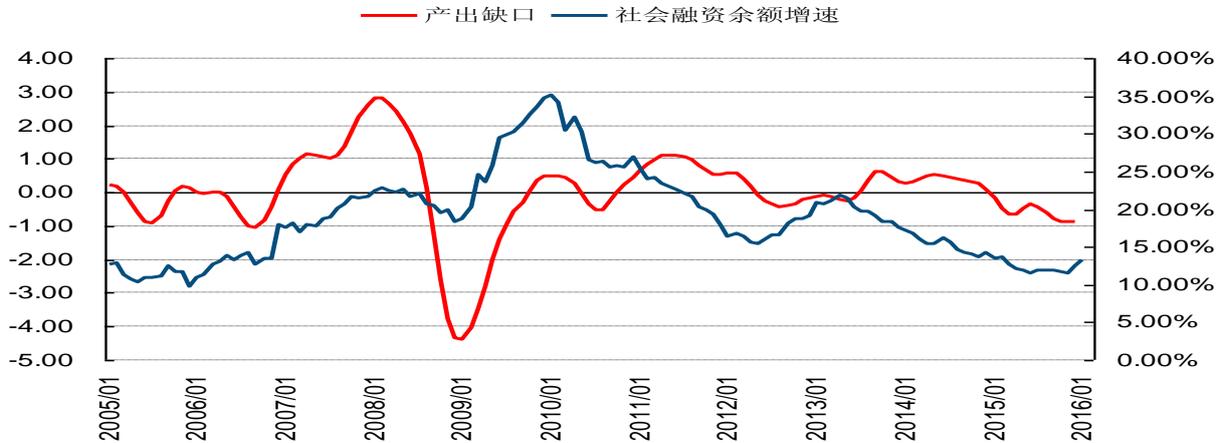
以产出缺口为基准，可将触底指标体系分解为领先型和滞后型两类指标。领先型指标包括：社会融资规模增速和PMI 原材料库存季调趋势项。需要明确说明的是，PMI 原材料库存季调趋势项是产出缺口的滞后指标，但由于官方数据的公布存在时滞，每月1号公布的PMI数据间接可看作领先指标；滞后型指标包括：工业企业利润、PPI和PMI产成品以及产成品库存。

社会融资规模增速作为衡量货币增速变化的核心指标，在经济周期运行过程中，承担着第一领先指标的作用，这主要是由货币自身属性所决定。无论是企业的投资需求或居民的消费需求，最终向产出转换的过程都存在明显的时滞。这也是货币能够成为经济运行过程中的领先指标的重要微观机制。从历史规律来看，货币的增长通常领先于经济增长1-2个季度的时间。放眼当下，社会融资余额增速在持续回落25个月于2015年6月触及第一低点，2015年11月再次确认触底，目前来看，已出现明显的双底确认回升。

季调后的PMI 原材料库存周期波动与产出缺口具有较高的契合度，产出缺口略领先于PMI 原材料库存，在库存周期底部PMI 原材料库存与产出缺口基本同步。其内在的经济逻辑其实很清晰，产出缺口作为衡量工业体系供需强度变化的主要指标，产出缺口的回升表明当期需求趋于强势，将带动企业回补原材料导致库存的提升。而由于官方数据公布的时间差，PMI数据将于每月1号发布，可将其作为预测产出缺口波动的领先指标。目前来看，PMI 原材料库存季调趋势已于2015年12月触底，2016年1月开始反弹，我们认为这是来自实体经济领先指标积极微观信号，产出缺口短期回升的动力在强化。

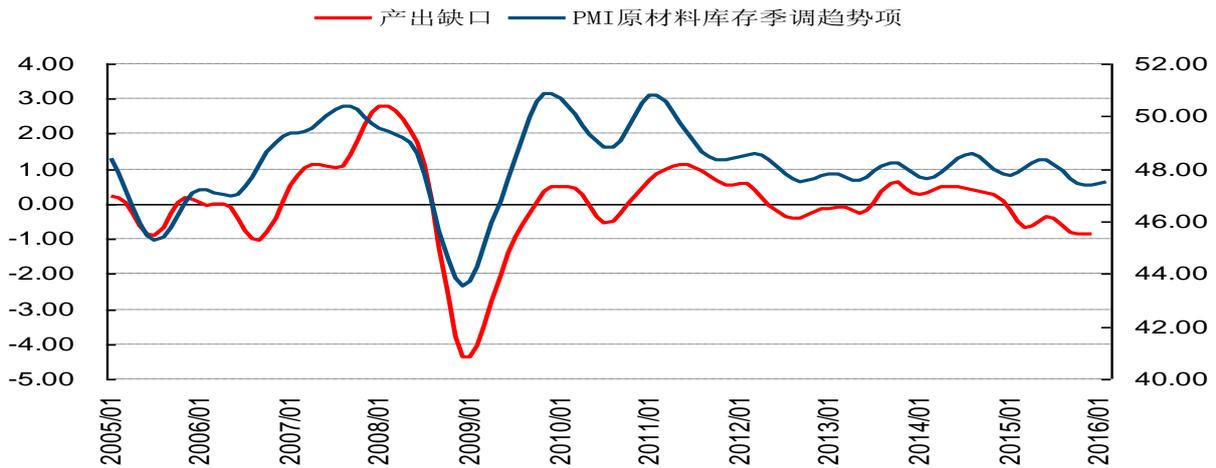


图 1: 社会融资余额增速已于 2015 年 11 月触底回升



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

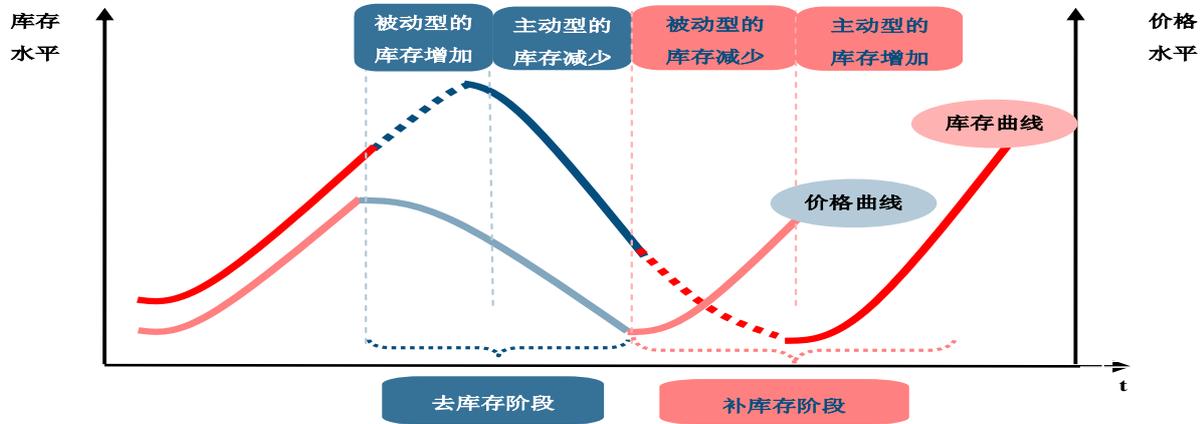
图 2: PMI 原材料库存回升表明短期经济回升动力强化



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

就库存周期的表现形式看, 库存周期是一种量价变化的过程。理论上, 价为量先, 库存周期也可以根据量价关系划分为四个阶段: 被动去库存 (价格先于库存下跌) → 主动去库存 (量价齐跌) → 被动补库存 (价格先于库存上升) → 主动补库存 (量价齐升)。真实的库存周期中, 这四个阶段很难清晰的划分, 大多时候都是量价同向的过程, 但往往逆向的时候会为我们提供更加价值的信息。

图 3: 库存周期运行的四阶段

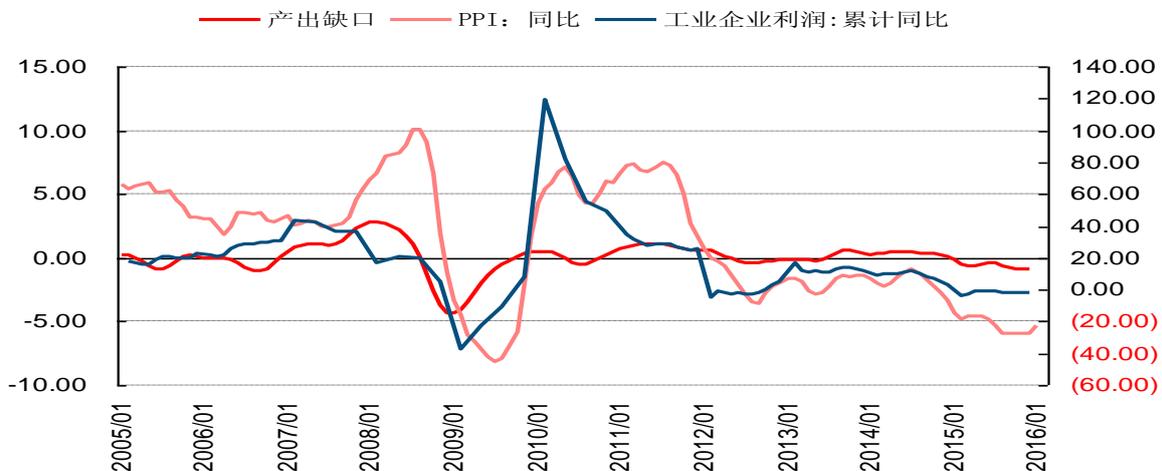


资料来源: CEIC, 中信建投证券研究发展部

本次中周期第二库存周期自 2014 年 7 月开始进入主动去库存, 期间分别于 2014 年 7 月和 2015 年 6 月出现两阶段的量价齐跌, 目前应该进入价格触底的从去库存阶段到补库存阶段的转换点, 理论上, 价格触底之后, 库存应该减少, 这意味需求在回升, 从而价格低点会领先库存的低点, 经验证明是领先 1-2 个季度。以商品期货价格看, 如果我们认为 2015 年 12 月是价格低点的话, 那么整个一季度都应该是库存回落趋势, 这个趋势可以确认 2015 年 12 月价格低点的有效性。

工业体系产成品库存作为实体经济中企业经营活动的具体表征, 2015 年 12 月产成品库存同比增长 3.3%, 较上月下降 1.3%, 12 月同期 PPI 同比增长-5.9%, 而 1 月 PPI 同比较上月回升 0.6%至-5.6%, 打破了连续 5 个月低位“扭曲的平衡”。尽管目前没有办法观测到整体经济运行过程中产成品库存的最新变化, 但当前的情况正在增加确认 12 月是价格低点的可能性。我们从前期发布的深度报告中明确知道, 有色和化工等行业具备经济触底的领先性, 细分行业结构的变化将提供更确定性的经济触底信号。

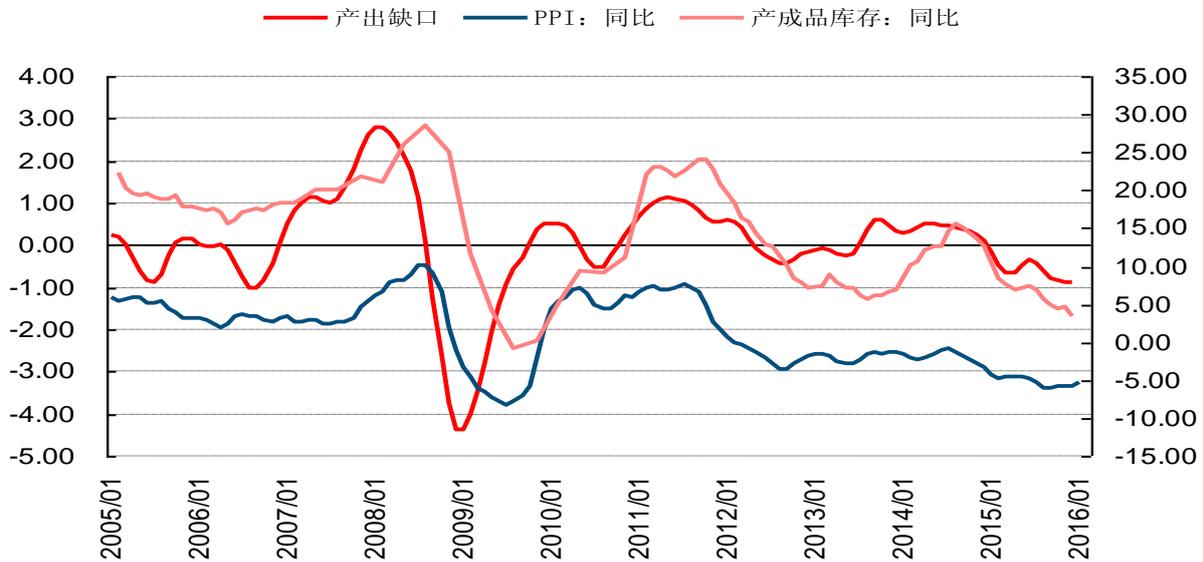
图 4: 工业企业利润的回升多出现在量价之间



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部



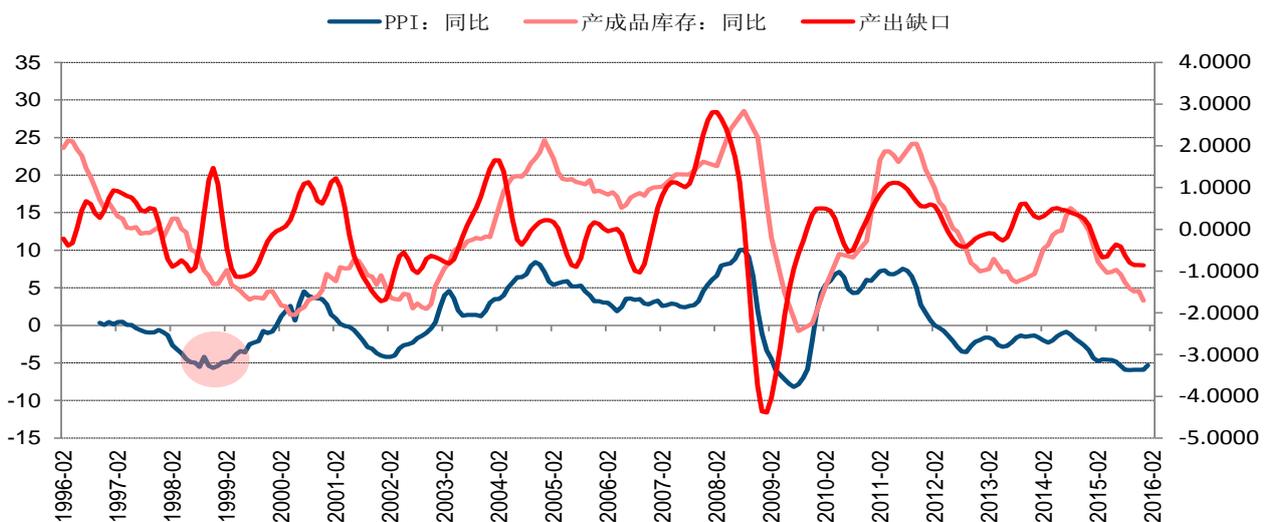
图 5: PPI 同比已于 2016 年 1 月出现触底回升迹象



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

本次库存周期低点有个明显的特征, 即价格超跌, 总需求明显不足, 这个特征可能导致产出缺口对价格的领先性减弱, 因此, 我倾向于认为, 本次库存周期底部价格有可能是产出缺口的领先指标, 而生产的恢复有可能更接近库存的低点, 所以, 产出缺口的回升可能落后于价格。这个判断得到了历史数据的验证, 我们观察在中国 1998 正是亚洲金融危机之后的中周期第三库存周期, 其价格对产出缺口表现出领先性。而美国 1986 年, 在商品价格触底时, 也表现出价格对产出缺口的领先性。所以, 我们认为本次商品价格的触底有可能是产出缺口的领先指标。

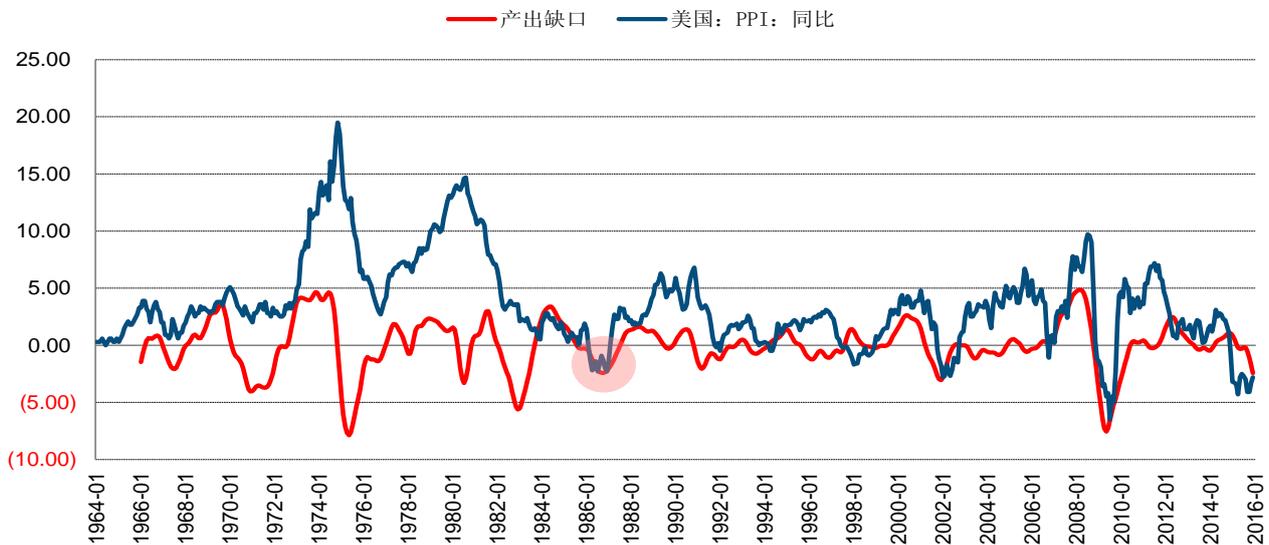
图 6: 中国: 亚洲金融危机后的库存周期价格率先企稳



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部



图 7：美国：1986 年商品触底后价格对产出缺口具有领先性



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

二、行业结构：细分行业库存周期确认有效底部

按照我们在《中国经济即将触底》的研究结论来看，行业的库存周期规律也是我们寻找库存周期低点的关键指标，也是我们布局周期品的指针。在中国库存周期规律中，库存周期见底前，化工、有色等早周期品种的次第企稳回升，将帮助我们判断库存周期底部的到来。

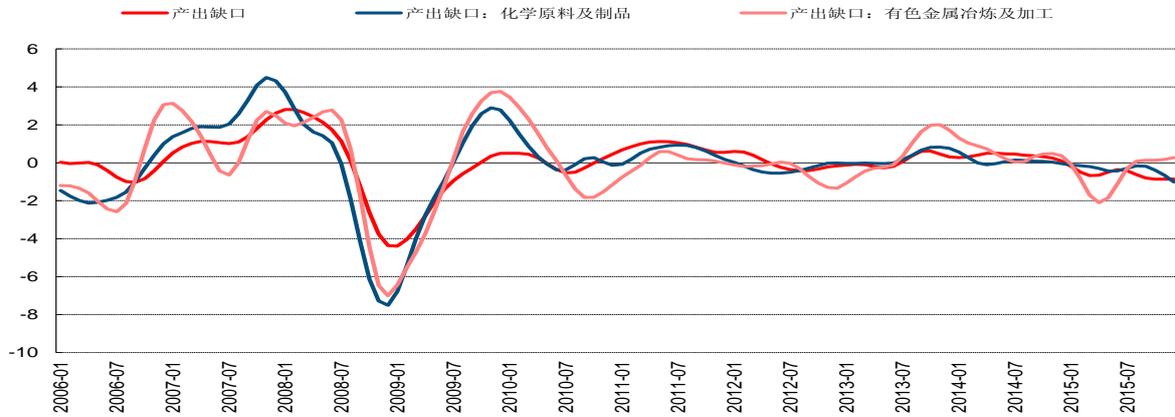
从细分行业库存周期运行来看，本轮化工库存周期起始于 2012 年 5 月，化工产出缺口在经历双底震荡启动了 19 个月的上行期，受制于房地产周期触顶回落需求下滑的影响，于 2013 年 12 月触顶回落，向下运行 18 个月，于 2015 年 5 月触底回升，领先整体产出缺口见底。值得注意的是，本轮化工产出缺口的触底反弹后在 2015 年 12 月出现了明显的二次触底确认，这与 12 月国际石油价格仍处加速探底下跌有关。有色金属冶炼及加工行业库存周期自 2012 年初触底小幅回升后，在 2012 年 8 月再次拐头向下触底确认后迎来持续近一年的大幅反弹。而后持续回落至 2015 年 4 月，连续反弹至今已有 8 个月之久。领先行业的产出缺口已出现明确的筑底迹象。

从 PPI 同比和工业企业产成品库存来看，2016 年 1 月化学原料 PPI 同比增长-6.3%，较上月回升 0.6%，而化学原料 PPI 同比低点在 2015 年 10 月，领先整体 PPI 同比 3 个月触底回升。与此同时，工业企业化工原料产成品库存从 2015 年 11 月较高位的 3.82% 回落至 12 月 3.26%。同期有色金属行业 PPI 同比也于 2015 年 12 月触底后于 2016 年 1 月快速回升至-12.10%，同比回升 1.8%，期间同样伴随着产成品库存的高位回落。领先行业在底部区间出现明显的“价升量跌”的逆向信号。

值得注意的是，早周期行业在库存周期运行接近底部区域的过程中，出现了“价升量跌”的逆向信号，这是库存周期运行过程中，从“量价齐跌”向“量价齐升”过程中供需错配的结果，也是库存周期见底前所发出的积极信号。从库存周期底部转换的微观机制来看，当价格在经历了长久的下跌之后，库存也伴随着价格逐步回落，当实体经济出现需求回暖的信号，价格的反弹是最为迅猛的，而企业的销售和生产却没有跟上，导致库存在需求回暖的当下，仍出现一段时间的回落。“价升量跌”信号的到来，强化了我们对第三库存周期到来的信心。

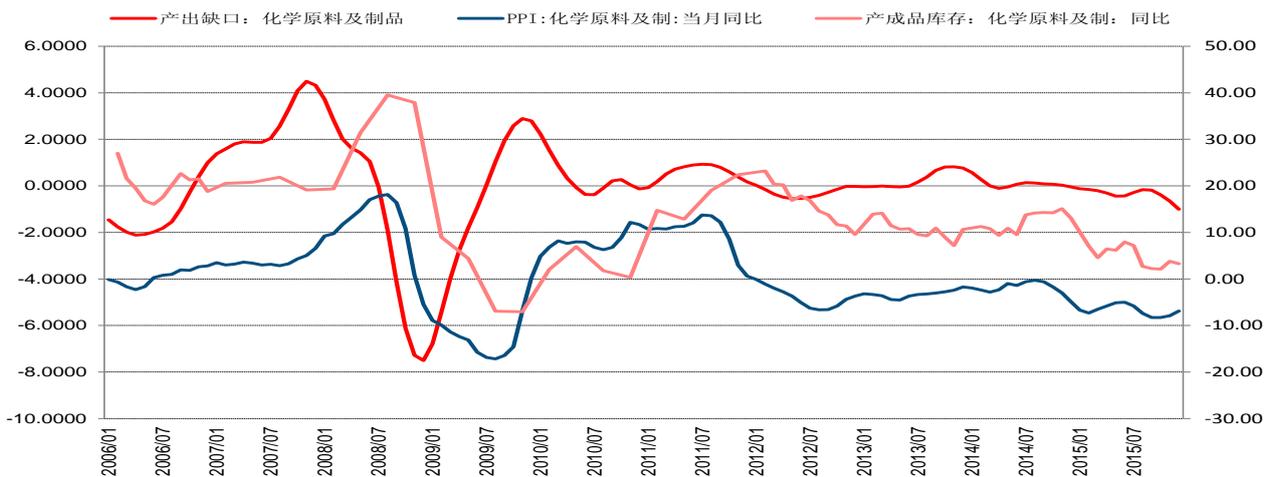


图 8：周期尾部化工、有色产出缺口率先触底



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 9：领先行业在底部区间出现明显的“价升量跌”的逆向信号



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

从更具领先性的 PMI 指标体系来看，1 月中采制造业 PMI 数据回落主要受春节假期因素，部分企业停工减产，导致制造业生产和市场需求均有回落。我们通过回溯历史 PMI 低点数据发现：自 2005 年以来 PMI 共有 22 次低点，其中 1-2 月共 9 次（2 月共 7 次）、7-8 月共 9 次，10-11 月共 4 次。2 月是年内 PMI 的主要低点。

为了更好地比较细分行业 PMI 的周期波动，采取季调后的趋势项数值进行讨论。有色 PMI 自 2015 年 8 月触底后持续反弹，而化工 PMI 则受到国际原油不景气压制，在 2015 年 9 月触底维持震荡；从需求侧来看，PMI 有色金属冶炼新订单指数大幅反弹，环比持续大幅改善，现有订单数持续攀升表明行业内部需求回暖的情绪持续回升；从价格侧来看，PMI 有色价格触底反弹，幅度大于 PMI 化工，这是因为化工产品价格与原油价格关联性较大的缘故；从库存侧来看，伴随着价格触底反弹，化工和有色作为领先行业来看，出现明显的原材料库存和产成品库存下降的趋势，从经济周期运行的时间规律和回落幅度来看，与 2009 年触底前类似的景象。领先数据 PMI 中的细分行业同样也出现了明显的“价升量跌”的积极信号。



综上，从产出缺口运行规律、工业企业量价关系以及 PMI 分行业指标来看，在经济周期运行逼近底部的位置，领先行业出现了明显的“价升量跌”，这是库存周期确认有效底部的积极信号，中国第二库存周期低点已经出现。随后中国将开启第三库存周期，而第三库存周期的特征，我们将在下节分析。

图 10: PMI: 化学原料与有色金属冶炼

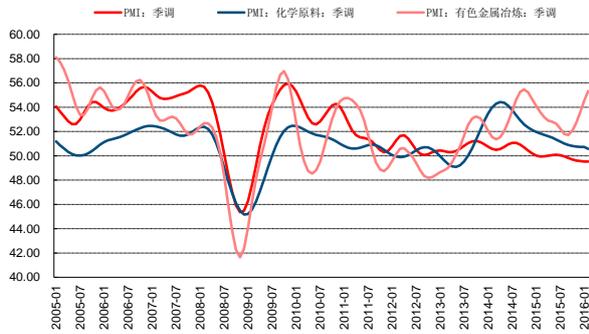
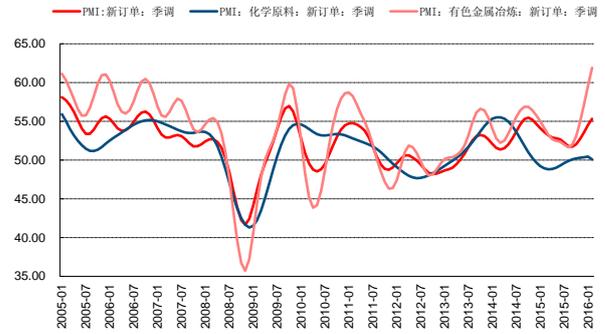


图 11: PMI 新订单: 化学原料与有色金属冶炼



数据来源: 中信建投证券研究发展部

图 12: PMI 现有订单: 化学原料与有色金属冶炼

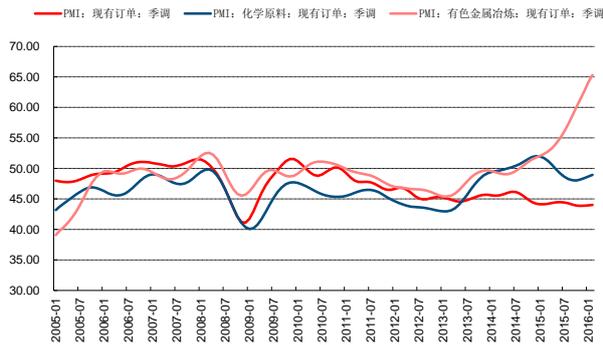
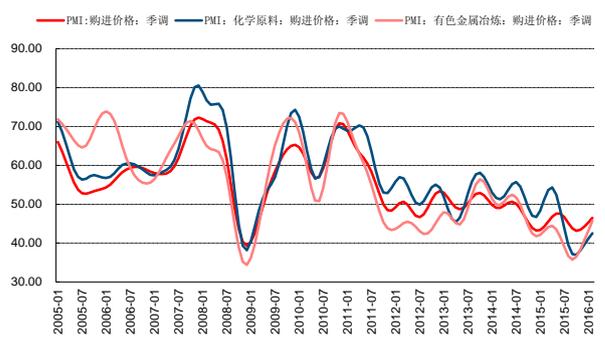


图 13: PMI 购进价格: 化学原料与有色金属冶炼



数据来源: 中信建投证券研究发展部

图 14: PMI 原材料库存: 化学原料和有色金属冶炼

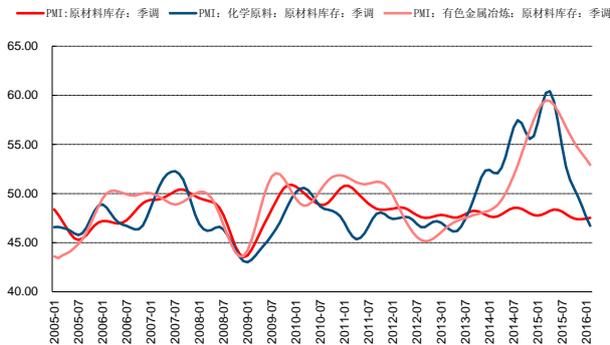
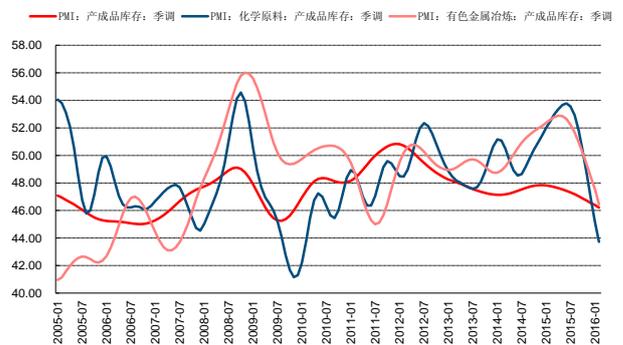


图 15: PMI 产成品库存: 化学原料和有色金属冶炼



数据来源: 中信建投证券研究发展部



三、宿命前瞻：第三库存周期必定滞胀——以美国为例

美国经济周期历史数据较长，是对比分析经济周期运行规律的重要分析对象。从美国第三库存周期运行来看，自 1964 年至今，美国共经历了 5 轮第三库存周期，平均上行期最小持续 10 个月，最大持续 34 个月，平均持续时长为 20.8 个月；下行期最小持续 8 个月，最大持续 18 个月，平均持续 15 个月。衰退和萧条期第三库存周期上行期明显缩短。

从美国第三库存周期运行的规律来看，第三库存周期呈现以下几大特征：**特征 1**：产出缺口回升强度不及第一库存周期，但下降幅度却最大；**特征 2**：自第二库存周期下降期开始至第三库存周期上行期，通货膨胀持续上行；**特征 3**：个人消费支出自第二库存周期上升期结束后持续回落；**特征 4**：设备投资占 GDP 比重在第三库存周期上行期仍有回升；**特征 5**：CRB 金属价格指数在第三库存周期上行期快速攀升。

从 CPI 分项数据来看，三次库存周期运行过程中，通货膨胀的主要推动力各有不同，但第三库存周期的通货膨胀大幅回升主要是由 CPI 能源和 CPI 食品饮料贡献，这与第三库存周期回升过程中能源价格上涨关系密切相关。我们将在后续发布的《周期视角下第三库存周期滞胀研究》中做出详细论述。

综上，不难发现，第三库存周期多伴随着通货膨胀的快速回升、个人消费支出的持续回落、货币政策不断紧缩，持续拉升经济的动力源在逐渐消失，这也是为什么第三库存周期运行中后期多出现“滞胀”的风险。

表 1：三个库存周期运行过程中变量波动变化情况

主要经济变量	第一库存		第二库存		第三库存	
	上升	下降	上升	下降	上升	下降
产出缺口	6.58	-2.53	2.98	-3.44	4.57	-7.99
CPI 同比	0.15	-0.55	1.30	0.88	0.72	-2.70
基准利率	0.79	-1.31	1.94	-0.83	2.31	-3.66
美元指数	0.04	-0.08	-0.01	0.00	0.04	0.05
消费支出	1.84	-0.42	0.51	-1.20	-0.23	-1.19
设备投资占 GDP 比重	0.68	-0.06	0.15	-0.13	0.10	-0.78
CRB 金属	0.17	-0.01	0.26	-0.07	0.48	-0.24

资料来源：CEIC，中信建投证券研究发展部



表 2：美国：三次库存周期中 CPI 分项与通胀动力

经权重调整后的 通胀贡献值	设备投资周期上行期间				设备投资周期下行期	
	第一库存		第二库存		第三库存	
	上升	下降	上升	下降	上升	下降
CPI: 同比	0.15	-0.55	1.30	0.88	0.72	-2.70
核心 CPI: 同比	-0.62	-0.25	0.93	0.78	-0.22	-0.14
CPI: 能源	0.54	-0.18	0.10	0.61	0.33	-1.65
CPI: 食品与饮料	-0.12	0.04	0.31	-0.26	0.47	-0.47
CPI: 住宅	-0.27	-0.01	0.77	0.65	-0.14	-0.53
CPI: 服装	0.01	0.01	0.02	0.00	0.02	-0.03
CPI: 交通运输	0.51	-0.31	0.19	0.45	0.20	-1.28
CPI: 医疗保健	-0.12	0.00	-0.01	0.06	0.00	0.10
CPI: 娱乐	0.01	0.01	-0.02	0.00	0.00	-0.16
CPI: 教育与通信	0.02	-0.01	-0.02	-0.01	0.01	0.03
CPI: 其他商品与服务	-0.09	-0.01	0.04	0.04	-0.03	0.07
CPI: 信息技术、硬件和服务	0.00	0.01	-0.01	-0.03	0.04	-0.01
CPI: 个人计算机及其周边设备	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.01	0.00

资料来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

回顾美国历史 5 次第三库存周期运行规律来看，均出现不同程度的“滞胀”状态。我们采用领先指标产出缺口衡量经济增长，CPI 同比增速衡量通货膨胀，滞胀的含义是指：经济增长出现明显的高位震荡或下行过程中通货膨胀持续上行，即产出缺口与 CPI “剪刀差”持续扩大的过程。

然而，第三库存周期通向“滞胀”之路并非一蹴而就，是一个从经济温和复苏过程中，温和通胀向滞胀的传导过程。第三库存周期的运行过程中，可将通往“滞胀”之路划分为三个阶段：1. 经济回升+通胀上行；2. 经济震荡+通胀持续上行；3. 经济回落+通胀下移。

按照第三库存周期“滞胀”运行时间规律来看，产出缺口平均上行 18 个月，而 CPI 同比平均上行 26.2 个月，CPI 回升持续时间明显超过产出缺口，经济停滞或下行过程中 CPI 仍将持续上行 8 个月的时间。这也解释了为什么美联储在第三库存周期中大幅加息的现象。

因此，第三库存周期开启的过程是复杂的，但“滞胀”的结果却是不变的。通晓美国第三库存周期的历史规律，以及第三库存周期可能出现的经济变量变化情况，将有助于投资者更好的把握中国第三库存周期开启后的投资节奏。

表 3：三个库存周期运行过程中变量波动变化情况

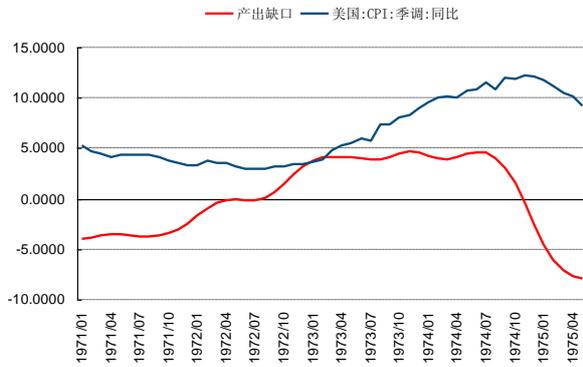
第三库存周期	产出缺口		CPI	
	上行至震荡	震荡至下行	上行至震荡	震荡至下行
1971.01-1975.05	25	27	46	6
1980.08-1982.12	12	15	13	14
1989.10-1991.03	9	8	12	5
1999.01-2001.12	17	18	28	7



2005.11-2009.05	27	14	32	10
平均时长	18.0	16.4	26.2	8.4

资料来源: CEIC, 中信建投证券研究发展部

图 16: 美国第三库存周期运行规律: 1971.01-1975.05



数据来源: 中信建投证券研究发展部

图 17: 美国第三库存周期运行规律: 1980.08-1982.12

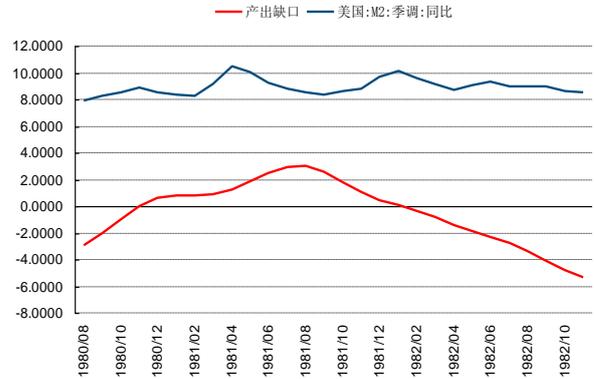
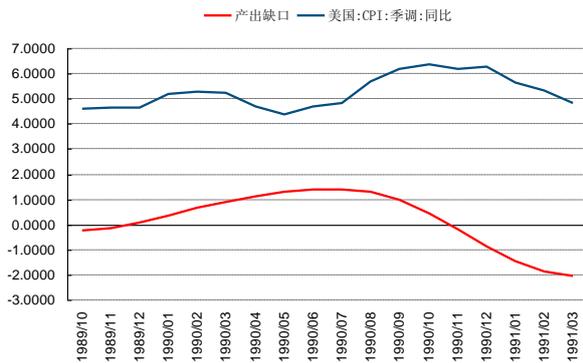


图 18: 美国第三库存周期运行规律: 1989.10-1991.03



数据来源: 中信建投证券研究发展部

图 19: 美国第三库存周期运行规律: 1999.01-2001.12

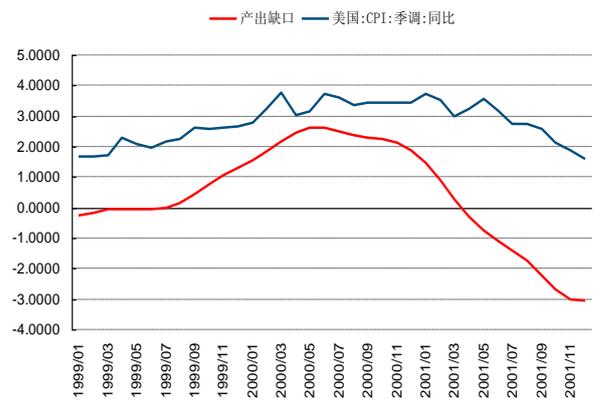
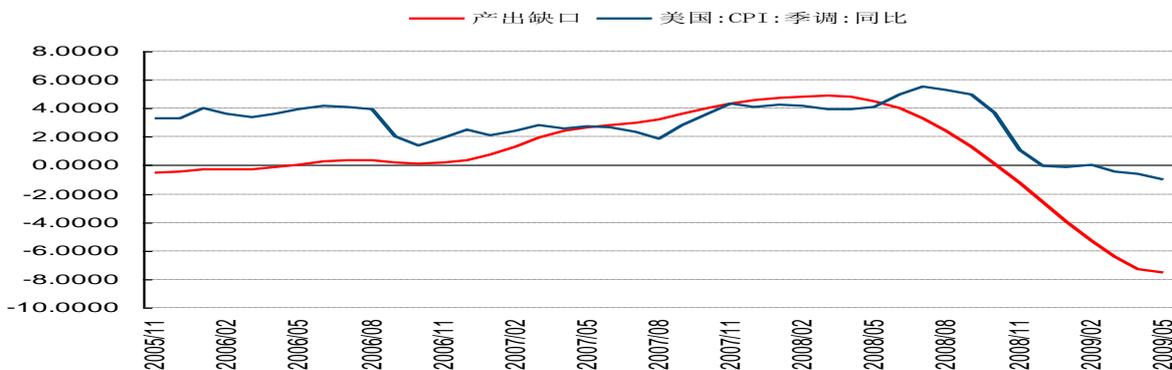


图 20: 美国第三库存周期运行规律: 2005.11-2009.05



数据来源: 中信建投证券研究发展部



四、商品逆袭：第三库存周期与大宗商品

从中周期的意义上看，每轮中周期大宗商品的价格波动都出现在中后期，以我们的方法划分了 1964 年之后美国的 6 个中周期的库存周期，而就这几个样本看，商品收益率在第三库存周期最高，而第一库存周期其次。这个问题也不难理解，这就是周期嵌套模式使然。在一个中周期内部，第一库存周期往往是商品价格和资金成本的最低点，随着经济的复苏，商品价格出现修复，此时弹性是最大的。而中周期第三库存周期往往是滞胀阶段，所以出现大宗商品行情顺理成章。

表 4：第一库存周期上行期：美国大类资产收益率表现

	时间起止	国债收益率 (%)	CPI (%)	实际房价 (%)	美元指数 (%)	CRB 现货 (%)
第一库存周期上行期	64.09-66.08	24.58	5.14	-2.42		7.75
	75.06-77.05	-5.09	12.50	6.55	10.23	13.48
	83.01-84.05	28.20	5.73	0.95	13.79	23.94
	91.04-95.01	-3.23	11.17	-4.36	-3.40	13.59
	02.01-02.09	-23.21	2.20	5.45	-8.89	10.58
	09.06-12.06	-56.45	6.39	-10.15	2.63	29.75
	平均	-5.87	7.19	-0.66	2.87	16.51

数据来源：中信建投研究发展部整理

表 5：第二库存周期上行期：美国大类资产收益率表现

	时间起止	国债收益率 (%)	CPI (%)	实际房价 (%)	美元指数 (%)	CRB 现货 (%)
第二库存周期上行期	67.08-69.09	35.61	10.75	-0.08		16.07
	78.02-78.12	12.20	7.63	5.34	-7.96	13.72
	86.11-88.05	25.38	6.43	5.18	-16.81	19.41
	96.03-97.12	-7.34	3.60	2.66	14.20	-2.63
	03.07-05.03	13.07	5.11	16.29	-13.33	18.89
	13.08-14.11	-14.96	0.97	3.61	7.68	-3.28
	平均	10.66	5.75	5.50	-3.24	10.36

数据来源：中信建投研究发展部整理

表 6：第三库存周期上行期：美国大类资产收益率表现

	时间起止	国债收益率 (%)	CPI (%)	实际房价 (%)	美元指数 (%)	CRB 现货 (%)
第三库存周期上行期	71.01-73.11	7.85	15.33	-4.60		77.71
	80.08-81.08	34.59	10.80	-3.93	30.45	-7.37
	89.10-90.07	5.74	3.82	-2.34	-9.45	2.30
	99.01-00.05	36.44	4.38	7.04	17.10	-1.94
	05.11-08.03	-16.82	8.06	-13.51	-20.84	59.45
	??-??-??-??	-	-	-	-	-
	平均	13.56	8.48	-3.47	4.32	26.03

数据来源：中信建投研究发展部整理

我们回顾近 60 年的美联储联邦基准利率与全球大宗商品价格走势，却是发现关于大宗商品价格与美联储加息之间有趣的现象：**（1）正相关性：**美联储联邦基准利率与大宗商品价格存在明显的正相关；**（2）领先性：**美联储联邦基准利率是大宗商品价格的领先指标。

为什么联邦利率与大宗正相关？什么联邦利率领先大宗价格？分析上述现象，我们认为，明确美联储加息规则与大宗商品价格上涨规律密不可分。美联储制定联邦基准利率所采用的泰勒规则正是短期盯住通胀、就业、产出缺口等变量的短期货币调整规则。泰勒规则所紧盯的通货膨胀指标，是连结大宗商品价格和联邦基准利率关系的重要环节。

综上，我们可以明确的看到，第三库存周期的运行过程中必定出现通货膨胀，而美联储 2015 年 12 月的加息正是应对通货膨胀持续回升的开端，但正如上述表格所统计，尽管第三库存周期上行期大幅加息，仍较难在短时间内对通货膨胀形成抑制效应。而加息行为所带来的紧缩效应，将更快的向实体经济传导，并最终形成“滞胀”。而这一逐步走向“滞胀”的过程中，如何配置资产是投资者们需要更加关注的问题。毫无疑问，商品是最佳配置品种。

图 21：联邦基准利率领先并与铜价正向变动



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 22：联邦基准利率领先并与铝价正向变动



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 23：联邦基准利率领先并与铅价正向变动



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 24：联邦基准利率领先并与黄金价格正向变动

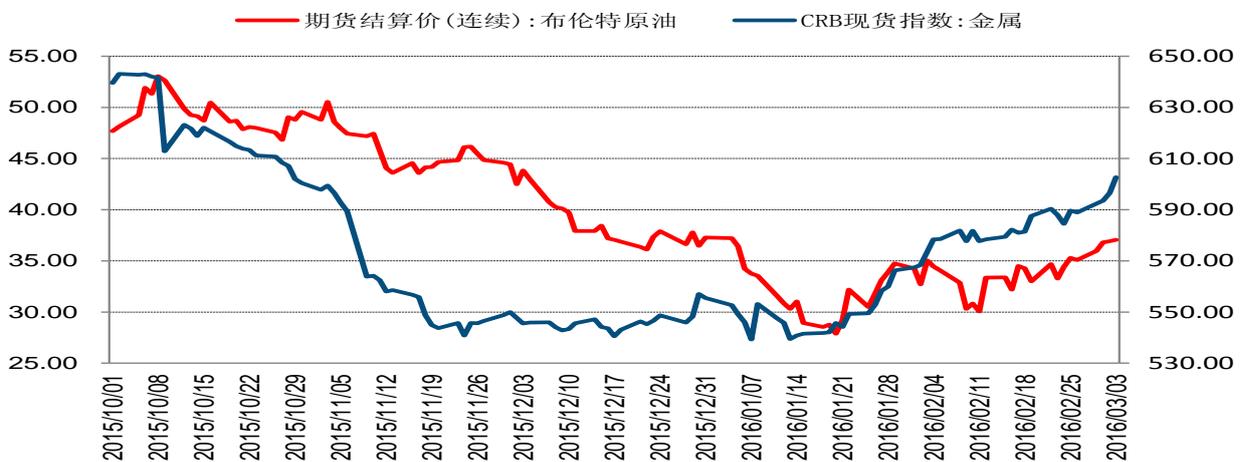


数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

五、一波三折

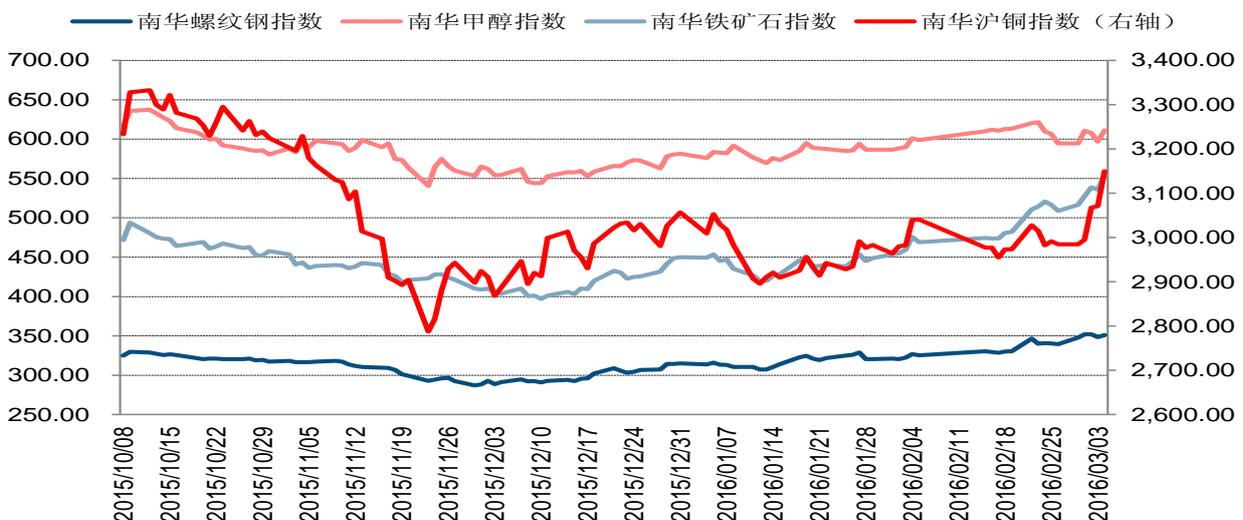
2015年11月30日，我们发表了报告《2016：为资源而战》。指出：所以现在看2016年的投资，宽松依然是不变的货币环境，只不过宽松的预期不一样，2015年，我们即使看到资源价格的反弹，一样是预期通货紧缩，但2016年，资源上涨可能带来的是通胀预期，这是一个非常关键的区别。所以资源触底点十分关键，如果商品反弹和中国库存周期触底在同一时刻发生，则发生在一季度概率较大。而从美元周期来看，2016年欧洲短周期将惯性下滑，欧洲量宽仍有必要，而二季度日本也同样存在宽松可能。从这些角度看，整个二季度将是美元变化期，也有可能是流动性变局期，所以，比较理性的状态是一季度商品触底，二季度后美元偏强，中国复苏需要确认，商品底部也要确认，2016年的一季度是一个核心博弈点。

图 25：外盘：布伦特原油和 CRB 金属价格指数于 2016 年一季度大幅反弹



数据来源：中信建投证券研究发展部

图 26：内盘：主要大宗商品价格指数于 2016 年一季度大幅反弹



数据来源：中信建投证券研究发展部



巧合的是，这篇报告发布之日，正好是商品见底之时，自 12 月以来，大宗商品出现了明显的反弹，而这个反弹中充满了迟疑，以我们的理解，如果仅以供需来研究商品的价格，毕竟会是缘木求鱼，刻舟求剑。周期是一个复杂的系统，这个系统根据自己的规律运行，所以，周期的魅力就在于其巧处可及，其拙处不可及。我们认为商品的年底级别低点已经出现，但目前仍处于技术性反弹的阶段，这个反弹本质上是由预期所推动的，在这个反弹的后半期，将进入库存周期的技术反弹阶段，即所谓的库存周期价升量跌阶段，在这个阶段中开始向需求推动转换。真正的需求推动要到库存低点出现之后，即 4 月份之后，首先是库存的力量推动量价齐升，然后进入需求确认期，当需求确认之后，下半年进入需求推动阶段。而最后一波上行，将出现在滞胀期，按经验会出现在 2017 年。所以我们判断本次商品反弹有三波上行，分别在一季度，下半年和明年上半年，目前只是第一波。未来的一年在全球第三库存周期的推动下，商品的反弹可谓一波三折，但周期品的魅力就在于，你明知道他有来临的时候，但真正来临的时候依然让你心潮澎湃。



分析师介绍

周金涛：中信建投证券首席经济学家周金涛，是中国康德拉季耶夫周期理论研究的开拓者。其在 2007 年因为成功预测了次贷危机，即所谓的康波衰退一次冲击而声名鹊起。2015 年之后，其成功预测了全球资产价格动荡，并在 2015 年 11 月预言中国经济将于 2016 年一季度触底，大宗商品将出现年度级别反弹，目前来看，全球资产价格正在朝着这个方向运行。

报告贡献人

许可 010-65608417 xukezgs@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 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

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

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

上海地区销售经理

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

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

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

沈铖 021-68821631 shencheng@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@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

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

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