

# 结构主义薪火系列

## 库存周期下的行业指引

库存周期转换阶段，积极布局主导产业。

- **引言。**近期市场对于库存周期的关注度提升，本文将会聚焦在即将到来的第二库存周期以及当前所处的被动去库到主动补库阶段，对这一阶段中的行业特征尤其是主导产业的表现做以简析。三周期嵌套框架中，库存周期与资本市场投资关系最为密切，同一中周期内不同库存周期存在其各自的量价属性：第一库存周期一般呈现出量价齐升的状态，第二库存周期量升价平，第三库存周期内价升量平。第二库存周期多为中短周期共振上行阶段，风险资产，尤其是盈利流动性双击的股票资产最为占优。主导产业的相对优势在资本开支上行阶段最为显著，尤其在需求相对充裕的长波繁荣期。当前我们正处于第五康波周期的长波萧条期，短周期位于第一库存周期向第二库存周期过渡阶段。即将开启的第二库存周期必将开启资本开支的上行，新的主导产业将得以显现。
- **第二库存周期内的行业表现。**我们梳理了90年代以来的几轮库存周期下中美资本市场的行业表现，发现：1) 主导产业的相对优势在第二库存周期必然显现。第一库存周期内，主导产业孕育阶段。长波繁荣期，主导国家的资本市场优势行业可能呈现多点开花的局面，主导产业的相对优势不那么明显；长波衰退期，第一库存周期内新的主导产业可能尚未形成，旧的产业或出现阶段性复辟。第三库存周期内，主导产业处于资本开支下行阶段，优势的体现并不显著。而第二库存周期内，主导产业资本开支多处于上升阶段，其对行业库存周期强度的拉动作用将会使得主导国家资本市场上主导行业的相对优势得以显现。2) 主导产业在资本市场的优势与资本开支开启时间密切相关。在一轮较强的资本开支周期内，主导国的资本开支上行拐点较早，通常在第一库存周期就会开启，其资本市场中主导产业的相对优势也会在第二库存周期就开始显现。而在资本开支较弱的中周期内，资本开支拐点或在第二库存周期才会开启，与之相对应的，主导产业在资本市场上的相对优势也会滞后出现。
- **被动去库到主动补库阶段行业表现。**我们进一步梳理了以上几轮被动去库到主动补库阶段的行业表现，总结出以下几点经验规律：1) 主导产业在第二库存周期必有表现，进入第三库存周期后行业表现出现分化，可能会强化主导产业的相对优势，也可能出现产业链的扩散效应。2) 中周期的主要发力国主导产业优势会更为明显，主要体现在，拐点更提前，相对涨幅更大；非主要发力国主导产业优势较弱，进入第三库存周期后，主导产业优势可能会不再。3) 被动去库阶段，市场更加关注估值弹性，主导产业一般在补库周期阶段优势会更为突出；在主动补库阶段，市场会更加关注实际业绩增速，去库周期阶段逆周期或估值弹性高的行业板块占优。
- **行业库存及资本开支情况展望。**当前国内处于库存触底阶段，不同行业所处的库存周期阶段存在分化：1) 原材料相关行业均处于不同程度去库阶段。2) 通用、专用设备制造或已迈入补库阶段。3) 消费品行业多数仍处于去库周期中继。我们在资本开支深度里面也提到了资本开支周期的开启对于库存周期的强化作用。那么当前各个行业板块的资本开支情况又如何呢？整体来看，主要的几个大类行业均处于不同的资本开支下行阶段，其中，TMT板块去化程度较深，必需消费板块资本开支呈现出一定的底部企稳迹象。机械、军工行业有望率先迎来资本开支上行拐点。
- **风险提示：**稳增长政策力度或发力效果不及预期；发达经济体陷入超预期衰退；海外货币政策超预期。

### 相关研究报告

《基于周期理论的A股大势与风格研究框架》  
20230212

《结构主义薪火系列——资本开支周期下的资产配置与主导产业》20230803

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格  
策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

## 目录

<b>1 引言</b> .....	<b>5</b>
库存周期划分简述.....	5
不同库存周期的特征.....	5
不同库存周期下大类资产表现复盘.....	6
当前所处周期位置.....	8
<b>2 第二库存周期行业表现</b> .....	<b>9</b>
第二库存周期行业表现复盘 .....	9
经验规律总结 .....	9
<b>3 被动去库到主动补库阶段行业表现</b> .....	<b>11</b>
被动去库到主动补库阶段行业表现复盘.....	11
经验规律总结 .....	16
<b>4 行业库存及资本开支情况展望</b> .....	<b>21</b>
当前库存周期的行业特征 .....	21
当前国内资本开支的行业线索.....	23
<b>5 风险提示</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

图表 1. 库存周期划分逻辑 .....	5
图表 2. 库存周期划分 .....	5
图表 3. 不同库存周期下量价关系 .....	6
图表 4. 不同库存周期内全球大类资产涨跌幅(单位:%) .....	7
图表 5. 不同库存周期内全球大类资产最大涨幅及上行时间 .....	7
图表 6. 不同库存周期内国内大类资产表现(单位:%) .....	7
图表 7. 当前中美所处库存周期位置 .....	8
图表 8. 美股不同库存周期下行业涨跌幅(单位:%) .....	10
图表 9. A 股不同库存周期下行业涨跌幅(单位:%) .....	10
图表 10. 美股一级行业表现 (1993-1995) .....	11
图表 11. 美股细分行业表现 (1993-1995) .....	11
图表 12. 美股一级行业表现 (1996-1998) .....	11
图表 13. 美股细分行业表现 (1996-1998) .....	11
图表 14. 美股一级行业表现 (1998-2001) .....	12
图表 15. 美股细分行业表现 (1998-2001) .....	12
图表 16. 美股一级行业表现 (2001-2003) .....	12
图表 17. A 股细分行业表现 (1999-2001) .....	12
图表 18. 美股一级行业表现 (2003-2005) .....	13
图表 19. 美股细分行业表现 (2003-2005) .....	13
图表 20. A 股大类行业表现 (2002-2005) .....	13
图表 21. A 股细分行业表现 (2002-2005) .....	13
图表 22. 美股一级行业表现 (2005-2009) .....	13
图表 23. 美股细分行业表现 (2005-2009) .....	13
图表 24. A 股大类行业表现 (2005-2008) .....	14
图表 25. A 股细分行业表现 (2005-2008) .....	14
图表 26. 美股一级行业表现 (2009-2013) .....	14
图表 27. 美股细分行业表现 (2009-2013) .....	14
图表 28. A 股大类行业表现 (2009-2012) .....	15
图表 29. A 股细分行业表现 (2009-2012) .....	15
图表 30. 美股一级行业表现 (2013-2016) .....	15
图表 31. 美股细分行业表现 (2013-2016) .....	15
图表 32. A 股大类行业表现 (2012-2016) .....	15
图表 33. A 股细分行业表现 (2012-2016) .....	15
图表 34. 美股一级行业表现 (2016-2020) .....	16
图表 35. 美股细分行业表现 (2016-2020) .....	16
图表 36. A 股大类行业表现 (2016-2020) .....	16

图表 37. A 股细分行业表现 (2016-2020)	16
图表 38. 美股被动去库到主动补库阶段行业涨跌幅(%)	17
图表 39. A 股被动去库到主动补库阶段行业涨跌幅(%)	17
图表 40. 2012-2016 库存周期的去库阶段, A 股地产、建筑、非银、医药表现占优	18
图表 41. A 股各行业估值 (PB) 分位 (滚动 3 年)	18
图表 42. 2012-2016 库存周期的补库阶段, A 股 TMT 板块相对优势突出	19
图表 43. 2012-2016 库存周期 A 股各行业盈利增速	19
图表 44. 2002-2005 库存周期的补库阶段, A 股资源板块相对优势突出	20
图表 45. 2002-2005 库存周期 A 股各行业盈利增速	20
图表 46. 上游原材料行业处于不同程度的去库阶段	21
图表 47. 原材料相关制造业行业均处于不同的去库阶段	21
图表 48. 上游原材料相关行业产能利用率	21
图表 49. 原材料及相关行业盈利增速呈现一定触底迹象	21
图表 50. 专用设备、通用设备库存已呈现不同程度的触底迹象	22
图表 51. 多数装备制造行业去库接近尾声	22
图表 52. 专用设备、电子设备等行业盈利增速底部回升	22
图表 53. 部分装备制造行业产能利用率出现一定底部回升迹象	22
图表 54. 消费品制造业整体仍处去库周期中继	22
图表 55. 外需相关消费品库存存在较强韧性	22
图表 56. 非金融 A 股资本开支及相关指标情况	23
图表 57. A 股主要大类板块资本开支情况	23
图表 58. 机械行业资本开支、盈利、产能情况	24
图表 59. 军工行业资本开支、盈利、产能情况	24
图表 60. 家电行业资本开支、盈利、产能情况	24
图表 61. 食品行业资本开支、盈利、产能情况	24
图表 62. 计算机行业资本开支、盈利、产能情况	25
图表 63. 电子行业资本开支、盈利、产能情况	25

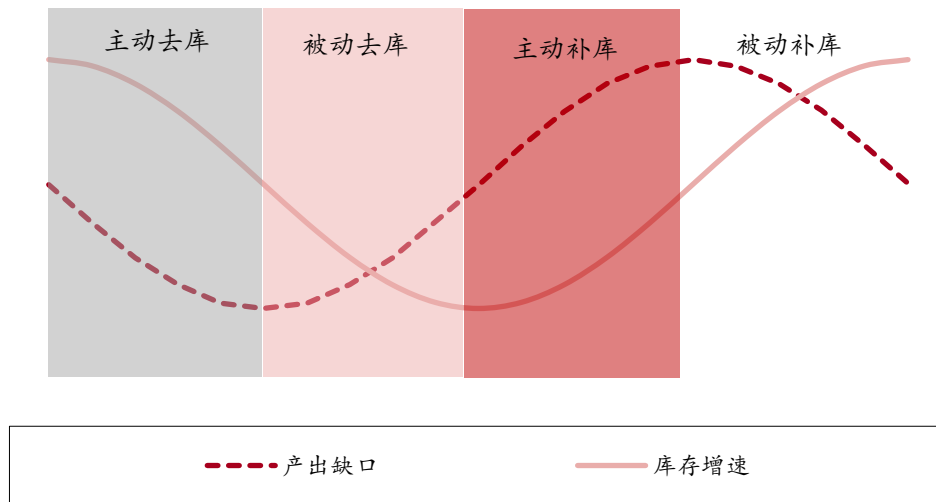
## 1 引言

近期市场对于库存周期的关注度提升，我们在此前的两篇报告中已分别对短中周期的基本框架做以介绍，本文将会聚焦在即将到来的第二库存周期以及当前所处的被动去库到主动补库阶段，对这一阶段中的行业特征尤其是主导产业的表现做以简析。

### 库存周期划分简述

在我们的三周期嵌套框架中，库存周期是与资本市场投资关系最为密切的周期框架，我们在《基于周期理论的 A 股大势与风格研究框架》报告中指出，库存周期的强弱及趋势与资本市场的走势是高度相关的。库存周期的划分标准有很多，在此我们采用最为原始的划分方式，以产出缺口和工业产成品库存增速两个维度将整个时间周期划分为被动去库、主动补库、被动补库、主动去库四个阶段。

图表 1. 库存周期划分逻辑



资料来源：中银证券

图表 2. 库存周期划分

	中周期起止	第一库存周期	第二库存周期	第三库存周期	持续时间(月)	
第四康波周期	长波衰退	1964.8-1975.5	1964.09-1967.07	1967.08-1970.12	1971.01-1975.05	127
	长波萧条	1975.6-1982.12	1975.06-1978.01	1978.02-1980.07	1980.08-1982.12	93
	长波回升	1983.1-1991.3	1983.01-1986.10	1986.11-1989.09	1989.10-1991.03	100
第五康波周期	长波繁荣初期	1991.4-2001.12	1991.04-1996.02	1996.03-1998.12	1999.01-2001.12	129
	长波繁荣末期	2002.1-2009.5	2002.01-2003.06	2003.07-2005.10	2005.11-2009.05	89
	长波衰退	2009.6-2020.5	2009.06-2013.07	2013.08-2016.9	2016.10-2020.5	129
	长波萧条	2020.5-	2020.5-			
	长波回升					

资料来源：同花顺，中银证券

### 不同库存周期的特征

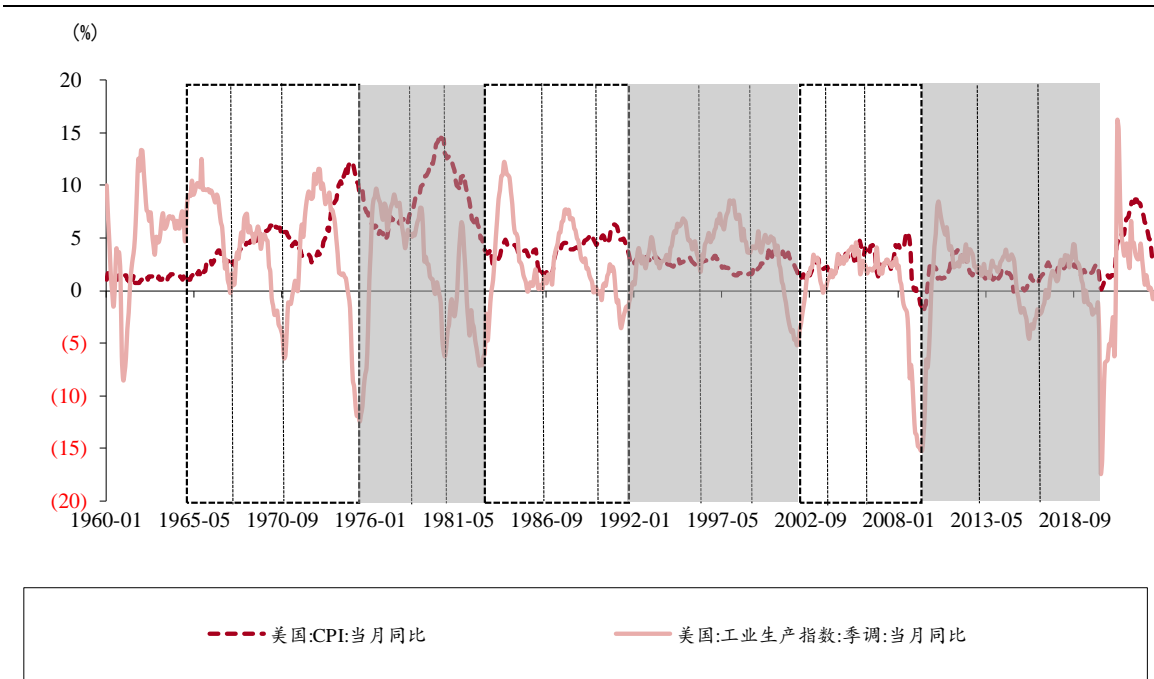
我们在此前的深度报告《资本开支周期下的资产配置与主导产业》中也提到过，同一中周期内不同库存周期也存在其各自的量价属性：第一库存周期一般呈现出量价齐升的状态，第二库存周期量升价平，第三库存周期内价升量平。

主导产业是资本开支周期内形成的具有较高创新性、高速增长能力并具有较强的带动其他产业及部门发展能力的产业。其形成和发展与政策支持、宏观环境、技术创新以及经济体的资源禀赋都有较为密切的关系，而新旧主导产业的更迭更是资本开支周期形成的重要因素。



我们发现主导产业的相对优势在资本开支上行阶段最为显著，尤其在需求相对充裕的长波繁荣期。而随着中周期内资本开支的下行趋势开启，主导产业优势显著减弱，此前涨幅较小具备较强安全边界的板块成为资本开支下行阶段市场首选。一般来讲，在第一、第二库存周期，主导产业处于产能加速扩张阶段，需求扩张而供给不足，产业加速上行；而在资本开支周期下半程，主导产业需求趋于饱和，产业供大于求，进入资本开支下行阶段。

图表 3. 不同库存周期下量价关系



资料来源：同花顺，中银证券

## 不同库存周期下大类资产表现复盘

我们在此前报告中提到过不同的中短周期状态对于资产价格有着不同的指示性作用：短周期的上行/下行趋势与风险资产的走势高度相关，与此同时，资本开支周期的开启也将强化风险资产的上行趋势。那么不同的库存周期间，资产价格的表现有怎样的规律呢？

首先，从股、债、商大类资产之间的表现比较来看，第一第二库存周期内，股票资产大概率占优，其中第二库存周期股票资产肯定最优，第三库存周期内股票资产优势大概率减弱，美元优势增加（除去 80 年代大滞胀时代）。第二库存周期多为中短周期共振上行阶段，风险资产，尤其是盈利流动性双击的股票资产最为占优。具体来看，除 80 年代滞胀时期和科网泡沫时期外，纳指相对其他主要股指表现出绝对性的领先优势；大宗商品内部，工业品和金属在第一第二库存周期优势更为显著，食品、农产品多在中周期后半程体现出较强的相对优势。

此外，我们还统计了不同大类资产在各个库存周期内的最大涨幅/回撤及上行/下行时间，在表 6 可以看到，在第一第二库存周期内，股票资产的最大涨幅相较其他资产优势更为明显，也就是说，持有股票资产在第一第二库存周期内可能获得的最大收益最为显著。

回到国内，不同库存周期间的资产表现规律性减弱，总体来看，第一第二库存周期内股票、商品为代表的风险资产大概率占优，股票市场内部，除 2002-2004 年股权分置改革和 2015 年股灾外，万得全 A 获取相对优势的概率明显高于上证和创业板。

图表 4. 不同库存周期内全球大类资产涨跌幅(单位:%)

	大类资产				股市			商品			
	股	债	商	汇	标普	纳斯达克	道琼斯	工业品	金属	食品	家畜
1964.9-1967.7(I)	15.79		-1.98		15.79		7.84	-7.20	-7.84	9.09	-7.46
<b>1967.8-1970.12(II)</b>	-2.74		7.38		-2.74		-7.22	6.95	5.12	7.55	8.98
1971.1-1975.5(III)	-1.09		81.26		-1.09		-0.79	72.40	82.65	93.96	115.73
1975.6-1978.1(I)	-2.08	21.00	13.82	2.11	-2.08	21.35	-7.49	21.83	17.02	2.43	9.90
<b>1978.2-1980.7(II)</b>	36.32	15.90	28.71	-10.92	36.32	70.38	21.48	29.33	23.85	26.21	15.09
1980.8-1982.12(III)	15.59	37.19	-19.36	36.34	15.59	35.27	11.89	-20.22	-25.52	-17.01	-12.70
1983.1-1986.10(I)	64.48	66.83	-3.56	-9.06	64.48	50.90	68.90	0.79	-2.97	-10.54	6.29
<b>1986.11-1989.9(II)</b>	43.11	21.80	21.41	-9.88	43.11	31.07	43.41	35.90	63.46	4.37	8.46
1989.10-1991.3(III)	7.47	15.06	-7.09	-6.53	7.47	1.99	8.21	-11.25	-21.31	-1.28	-0.48
1991.4-1996.2(I)	69.51	54.16	12.06	-5.06	69.51	119.74	85.16	12.76	12.58	10.71	3.83
<b>1996.3-1998.12(II)</b>	91.94	25.61	-17.72	9.13	91.94	99.33	67.37	-19.32	-27.00	-15.35	-22.70
1999.1-2001.12(III)	-6.60	18.08	-9.83	24.03	-6.60	-11.05	9.15%	-18.09	-21.08	3.59	10.73
2002.1-2003.6(I)	-15.12	15.98	17.43	-18.90	-15.12	-16.80	-10.34	19.39	19.66	14.65	23.81
<b>2003.7-2005.10(II)</b>	26.10	4.12	19.18	-5.57	26.10	32.59	17.62	26.52	76.72	9.31	13.08
2005.11-2009.5(III)	-23.85	24.44	22.57	-12.05	-23.85	-16.32	-18.58	18.74	53.16	28.32	1.68
2009.6-2013.7(I)	74.76	16.72	28.29	4.99	74.76	91.80	75.40	31.92	46.52	23.21	69.78
<b>2013.8-2016.9(II)</b>	28.62	10.71	-14.31	16.88	28.62	46.48	18.12	-11.39	-14.74	-18.37	-31.42
2016.10-2020.5(III)	34.32	15.16	-12.23	3.77	34.32	67.35	32.98	-10.67	-12.58	-14.43	-21.47

资料来源: 同花顺, 中银证券 (注: I,II,III 分别代表第一、第二、第三库存周期)

图表 5. 不同库存周期内全球大类资产最大涨幅及上行时间

	最大涨幅(%)			上行时间(月)		
	股	商	债	股	商	债
1964.9-1967.7(I)	22.79	15.86		6	18	
<b>1967.8-1970.12(II)</b>	26.72	22.27		6	21	
1971.1-1975.5(III)	43.45	136.42	15.98	8	30	22
1975.6-1978.1(I)	28.13	17.31	20.85	15	16	30
<b>1978.2-1980.7(II)</b>	39.79	33.67	17.09	29	24	28
1980.8-1982.12(III)	31.33	4.18	43.92	5	1	25
1983.1-1986.10(I)	74.07	23.94	69.92	43	16	45
<b>1986.11-1989.9(II)</b>	52.61	27.15	26.31	21	24	22
1989.10-1991.3(III)	23.43	6.92	13.41	5	4	11
1991.4-1996.2(I)	72.55	27.78	52.48	56	24	57
<b>1996.3-1998.12(II)</b>	92.08	8.05	27.92	29	5	28
1999.1-2001.12(III)	22.56	9.69	25.51	18	12	27
2002.1-2003.6(I)	19.53	17.97	17.71	9	14	15
<b>2003.7-2005.10(II)</b>	24.63	22.59	10.37	24	8	25
2005.11-2009.5(III)	24.25	64.37	29.86	23	27	31
2009.6-2013.7(I)	83.37	59.38	19.41	49	20	40
<b>2013.8-2016.9(II)</b>	33.11	11.50	12.11	35	4	31
2016.10-2020.5(III)	51.93	10.67	19.94	38	7	18

资料来源: 同花顺, 中银证券 (注: I,II,III 分别代表第一、第二、第三库存周期)

图表 6. 不同库存周期内国内大类资产表现(单位:%)

	大类资产				股市		
	股	债	商	汇	全 A	上证	创业板
1991.12-1993.10(I)	178.33		-1.47			178.33	
<b>1993.11-1996.3(II)</b>	-43.51		19.04			-43.51	
1996.4-1999.4(III)	64.56		-25.54		93.89	64.56	
1999.5-2001.12(I)	28.66		-5.52		29.54	28.66	
<b>2002.1-2005.7(II)</b>	-27.39	12.98	37.42		-40.94	-27.39	
2005.8-2008.12(III)	56.59	15.89	7.86		107.87	56.59	
2009.1-2012.9(I)	4.80	10.98	54.82		28.11	4.80	-31.04
<b>2012.10-2016.2(II)</b>	31.23	19.89	-22.93		72.87	31.23	189.15
2016.2-2020.3(III)	0.46	18.30	-3.41	-6.10	12.22	0.46	-6.13

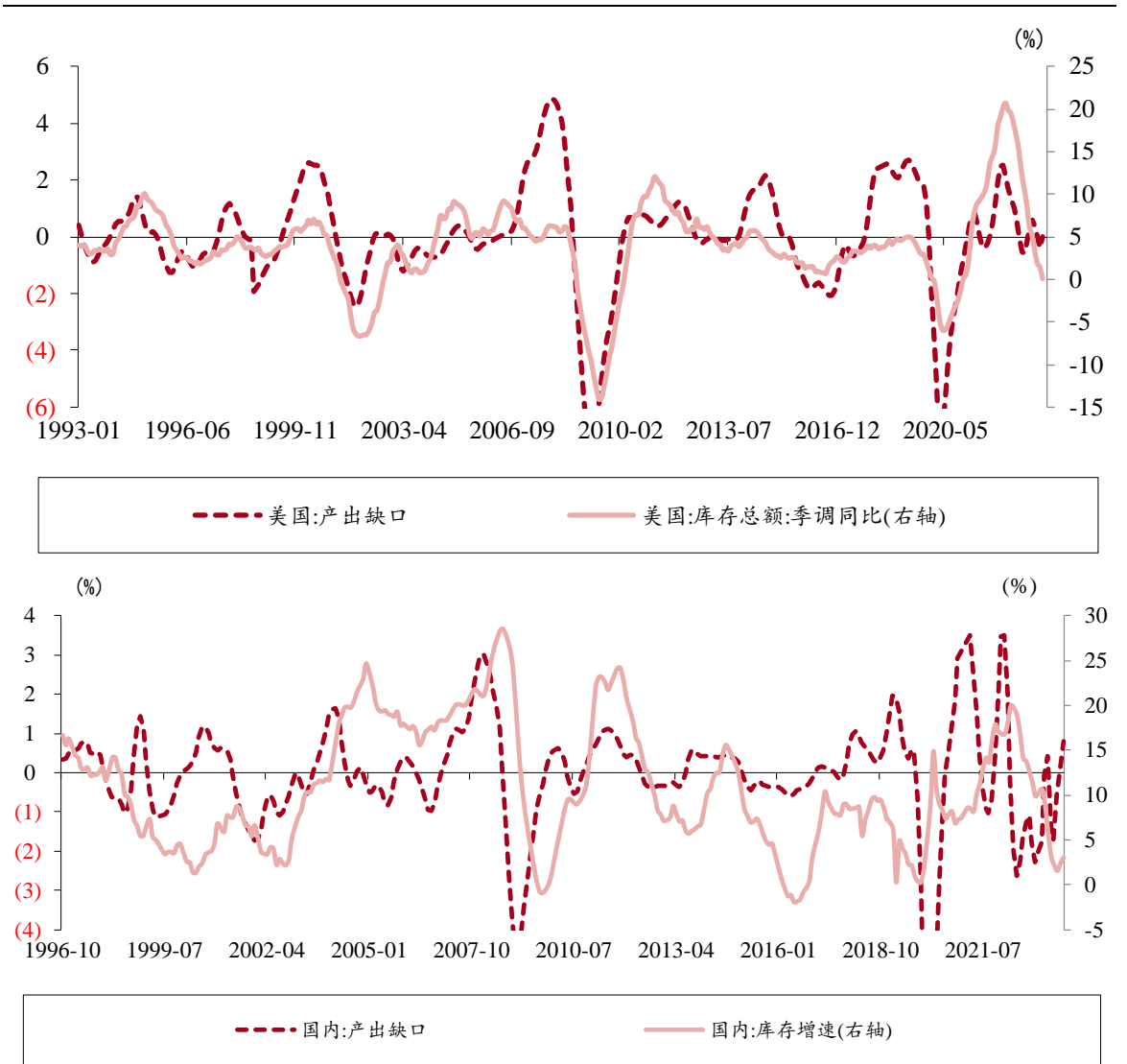
资料来源: 万得, 同花顺, 中银证券 (注: I,II,III 分别代表第一、第二、第三库存周期)

## 当前所处周期位置

当前我们正处于第五康波周期的长波萧条期，短周期位于第一库存周期向第二库存周期过渡阶段。海外发达经济体正处于第一库存周期的下行阶段，属于典型的主动去库周期阶段；而当前国内已经进入本轮去库周期尾声，即将进入主动去库到被动去库的过渡阶段。从经验规律出发，随着新的补库周期开启，我们即将步入本轮长波萧条期的第二库存周期。

当前主导产业仍处于萌芽期，疫情以来的第一库存周期，疫情因素导致货物生产运输受阻，设备投资主导的硬性资本开支并未显著上升，知识产权为代表的软性开支明显上升。**即将开启的第二库存周期必将开启资本开支的上行，新的主导产业将得以显现。**对标 70-80 年代日本，中国工业化进程正迈入成熟期，高端制造及 AI 产业链为代表的科技领域都有望成为下一轮资本开支的主要动力。

图表 7. 当前中美所处库存周期位置



资料来源: 同花顺, 中银证券



## 2 第二库存周期行业表现

### 第二库存周期行业表现复盘

结合前文所述，即将进入的第二库存周期在行业表现上有什么特性呢？我们梳理了90年代以来的几轮库存周期下中美资本市场的行业表现：

#### 1991-2001年：强资本开支周期，主导国美国，主导产业在第一第二库存周期显现

这一轮长波繁荣期，信息技术革命催化了个人计算机的普及，信息领域基础设施快速发展，成为那一轮中周期内资本开支的主要驱动。作为那一轮中周期的主导产业，信息技术行业的优势在第一库存周期就得到了一定程度的显现。结合《资本开支周期下的资产配置与主导产业》报告，我们得知，彼时得天独厚的宏观环境使得那一轮中周期资本开支幅度及持续时间都相当可观。资本市场表现上，第一库存周期（1991-1996年）内，信息技术、金融行业均表现出较强的优势；进入第二库存周期（1996-1998年），主导产业的优势更加突出，此前表现较强的工业、金融优势明显减弱；而第三库存周期（1998-2001年）内，主导产业优势不再，此前表现较弱的行业板块如工业、能源在这一阶段表现相对突出。

#### 2002-2009年：强资本开支周期，主导国中国，主导产业在第一第二库存周期显现

这一轮中周期，中国工业化进程成为资本开支的最大驱动力，与此同时，美“居者有其屋”计划也释放了低收入群体的购房需求，地产链成为本轮资本开支主导产业。需要指出的是，本轮资本开支的主导国为中国，国内资本开支在第一库存周期就已经开启；而本轮中周期美国的资本开支拐点略显滞后，直到第二库存周期才出现明显上行，相应的，我们看到美股这一阶段主导产业（能源行业）的相对收益在第二库存周期最为显著；反观A股，能源、原材料为代表的相关主导产业在第一库存周期就表现出了明显的超额收益，行业涨跌幅的相对优势一直持续到第二库存周期。

#### 2009-2020年：弱资本开支周期，主导国美国，主导产业在第二第三库存周期显现

这一轮长波衰退期，资本开支上行的幅度有限，金融危机后，中美两大主导国需求增量匮乏，新的主导产业也并未在第一库存周期就得以显现。虽然这一周期内创新活动相对匮乏，但较低的利率水平也成为了资本开支上行的助推。资本市场的表现上，第一库存周期内（2009-2013年），美股及A股均呈现出多点开花的情形，可选消费、地产等行业表现在美股突出，同期A股的能源、消费品行业表现亮眼；而进入第二库存周期后，智能手机开启移动互联网革命，FANG为代表的科技平台公司开始崛起，在第二及第三库存周期中，美股信息技术板块均表现出绝对的领先优势。而这一时期的A股，在第二库存周期也经历了TMT板块引领的科技牛市，但作为本轮资本开支的跟随国，主导产业的优势在第三库存周期不复存在。

### 经验规律总结

总结这几轮库存周期的经验规律，我们发现：

**主导产业的相对优势在第二库存周期必然显现。**第一库存周期内，主导产业孕育阶段。长波繁荣期，主导国家的资本市场优势行业可能呈现多点开花的局面，主导产业的相对优势不那么明显（如1991-1996年美股）；而长波衰退期，第一库存周期内新的主导产业可能尚未形成，旧的产业或出现阶段性复辟（如2009-2013年美股A股）。第三库存周期内，主导产业处于资本开支下行阶段，优势的体现并不显著。而第二库存周期内，主导产业资本开支多处于上升阶段，其对行业库存周期强度的拉动作用将会使得主导国家资本市场上主导行业的相对优势得以显现。

**主导产业在资本市场的优势与资本开支开启时间密切相关。**我们发现，一轮中周期中，一个经济体资本开支上行拐点的早晚与其是否是主导国、中周期内主导产业的强弱相关。在一轮较强的资本开支周期内，主导国的资本开支上行拐点较早，通常在第一库存周期就会开启，其资本市场中主导产业的相对优势也会在第一库存周期就开始显现。而在资本开支较弱的中周期内，资本开支拐点或在第二库存周期才会开启，与之相对应的，主导产业在资本市场上的相对优势也会滞后出现。

图表 8. 美股不同库存周期下行业涨跌幅(单位:%)

	可选消费	日常消费	医疗保健	工业	信息技术	材料	房地产	通讯服务	公用事业	金融	能源
1991.4-1996.2(I)	66.50	79.62	64.61	84.96	116.82	68.19		61.73	27.73	122.38	29.17
<b>1996.3-1998.12(II)</b>	96.99	75.13	131.03	60.64	195.14	4.52		104.74	33.21	96.81	45.61
1999.1-2001.12(III)	0.25	(12.43)	4.26	16.60	(22.06)	2.18		(38.86)	(10.72)	13.00	15.19
2002.1-2003.6(I)	(11.65)	(5.46)	(11.56)	(21.08)	(26.71)	(3.89)		(34.42)	(22.92)	(7.12)	(7.80)
<b>2003.7-2005.10(II)</b>	15.80	15.37	2.86	30.88	22.37	32.78		5.32	40.22	23.28	86.53
2005.11-2009.5(III)	(27.73)	(0.70)	(15.28)	(28.76)	(13.75)	(4.50)	(54.95)	(11.27)	(15.34)	(59.75)	7.16
2009.6-2013.7(I)	157.78	79.36	97.53	99.10	84.70	57.52	129.33	53.50	48.78	67.68	54.42
<b>2013.8-2016.9(II)</b>	35.23	28.40	41.26	29.23	57.42	17.63	29.45	8.83	24.74	16.28	(14.34)
2016.10-2020.5(III)	57.60	10.84	43.70	12.93	114.35	16.18	6.70	6.05	21.41	20.79	(43.96)

资料来源: 同花顺, Wind, 中银证券 (注: I,II,III 分别代表第一、第二、第三库存周期)

图表 9. A 股不同库存周期下行业涨跌幅(单位:%)

	能源	原材料	工业	可选消费	必选消费	医疗	金融	信息技术与硬件	通讯业务	公用事业及服务	房地产及服务
1999.5-2001.12(I)	34.97	30.13	16.66	27.05	16.75	22.50	2.75	(3.38)	26.10	32.78	13.73
<b>2002.1-2005.7(II)</b>	(7.52)	(27.65)	(22.21)	(46.82)	(36.21)	(44.29)	(8.50)	(43.76)	(14.16)	(15.87)	(43.49)
2005.8-2008.12(III)	116.20	101.45	106.47	90.87	176.40	191.38	143.62	51.87	102.39	90.74	160.41
2009.1-2012.9(I)	67.24	32.53	7.17	66.25	71.86	83.95	15.09	69.13	10.24	0.09	25.93
<b>2012.10-2016.2(II)</b>	(21.74)	40.68	91.89	117.67	42.54	89.60	66.03	170.62	158.70	73.93	112.38
2016.2-2020.3(III)	(10.49)	(9.69)	(18.94)	6.67	68.60	29.63	30.80	9.93	(32.14)	(15.55)	(12.23)

资料来源: 同花顺, Wind, 中银证券 (注: I,II,III 分别代表第一、第二、第三库存周期)

## 3 被动去库到主动补库阶段行业表现

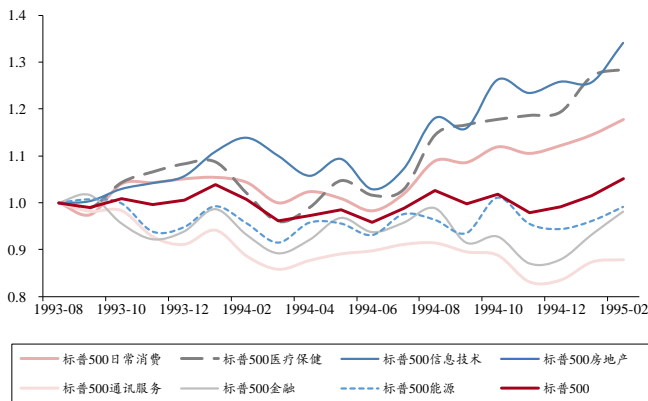
上文我们总结了不同的库存周期之间行业表现的规律，那么同一库存周期内部的不同阶段，行业表现上又会呈现怎样的规律呢？在这里我们重点关注每轮库存周期里面的被动去库到主动补库阶段，这也是我们即将进入的周期阶段。下文我们将每轮库存周期中被动去库到主动补库阶段的行业表现做了归一化处理。

### 被动去库到主动补库阶段行业表现复盘

#### 1991-2001年：主导产业优势逐步强化，补库阶段更为显著

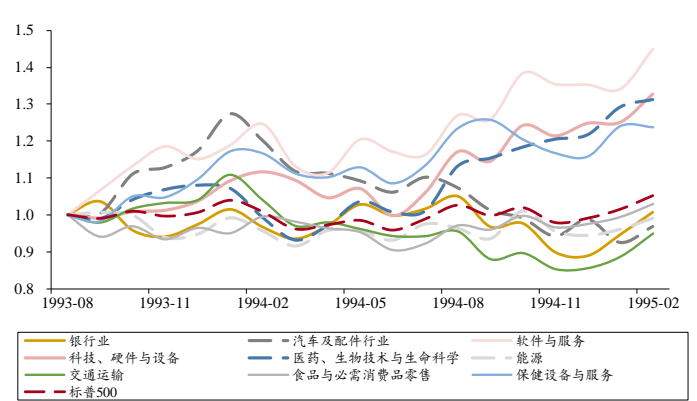
正如上文所述，90年代全球资本开支的主要驱动力为美国的信息技术产业，下图我们展示的是每轮库存周期中的被动去库到主动补库阶段美股、A股不同行业的表现情况（已做归一化处理）。图10-15可见，1993-1995年的第一库存周期里，被动去库阶段可选消费、医疗保健行业涨幅先后占优，进入补库阶段后，主导产业信息技术优势开始加速显现。1996-1998年的第二库存周期内行业表现上信息技术和金融优势最为明显，主导产业的优势也是在后半程加速发力。进入第三库存周期（1998-2001年）后，信息技术产业的领先优势愈发明显。

图表 10. 美股一级行业表现（1993-1995）



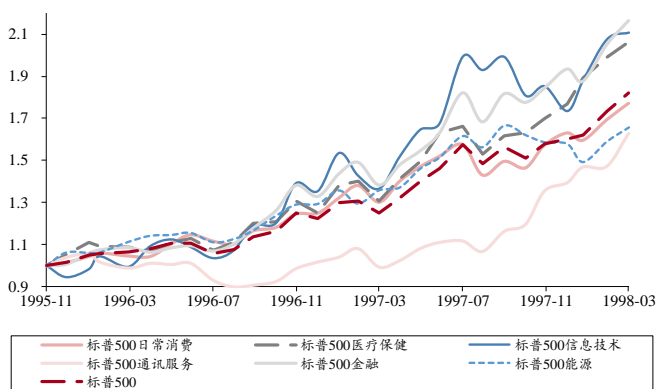
资料来源：同花顺，中银证券（注：图中各行业表现已做归一化处理，下同）

图表 11. 美股细分行业表现（1993-1995）



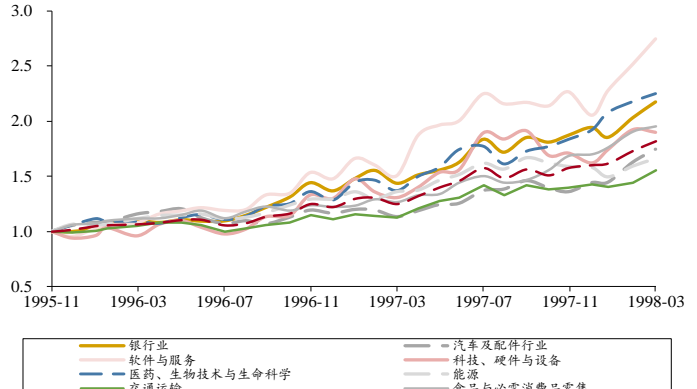
资料来源：同花顺，中银证券

图表 12. 美股一级行业表现（1996-1998）



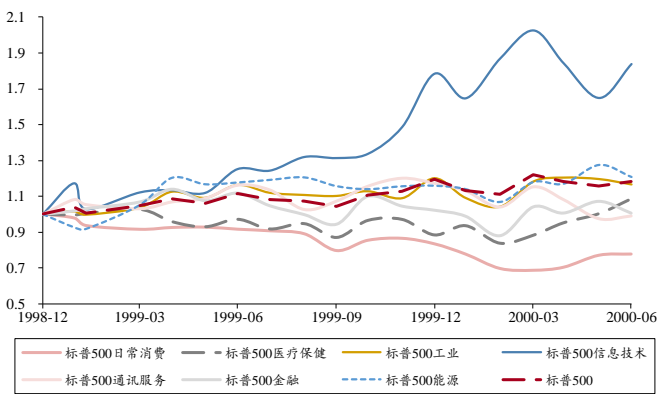
资料来源：同花顺，中银证券

图表 13. 美股细分行业表现（1996-1998）



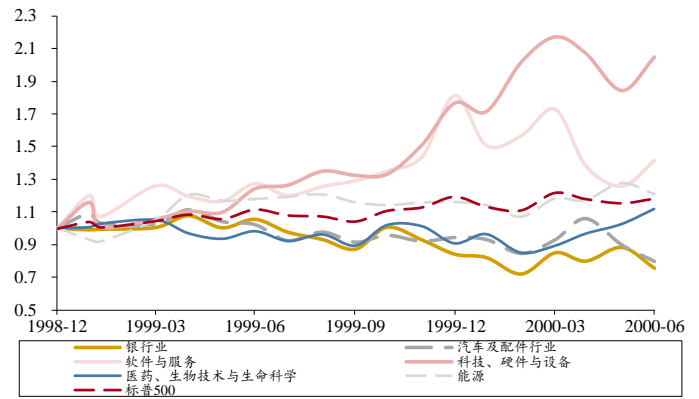
资料来源：同花顺，中银证券

图表 14. 美股一级行业表现 (1998-2001)



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 15. 美股细分行业表现 (1998-2001)



资料来源: 同花顺, 中银证券

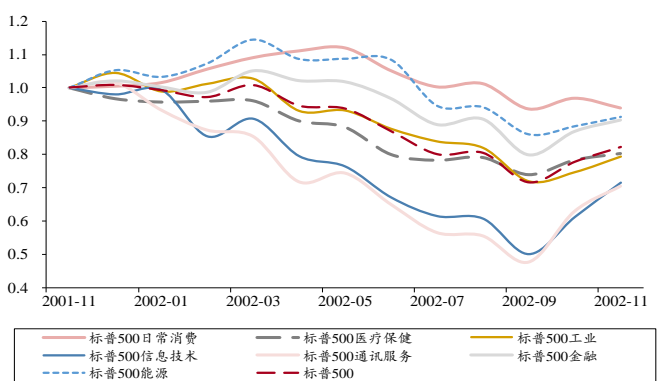
### 2001-2009 年：主导国先行，主导产业优势扩散

这三轮库存周期内，主导国家是中国，第一库存周期（1999-2001 年）内，A 股基建产业链先行发力，钢铁、煤炭等为代表的资源品也体现出全面占优的格局，这几个行业的表现均显著优于同期上证综指。而第一库存周期（2001-2003 年）中的美股还处于科网泡沫后的危机修复期，资本市场的行业表现上较为分散，能源股、必需消费板块和金融板块先后体现出相对优势，行业表现整体上呈现出低估值为先的局面。

进入第二库存周期（2002-2005 年），A 股的主导产业能源行业在整个周期内几乎一直保持绝对领先优势，一级行业上，食品饮料、银行、汽车在被动去库阶段相对占优，进入到主动补库阶段，钢铁、交运、煤炭为代表的主导产业全面占优。而美股在第二库存周期（2003-2005 年）内能源行业的优势在补库开始后也逐渐凸显出来。

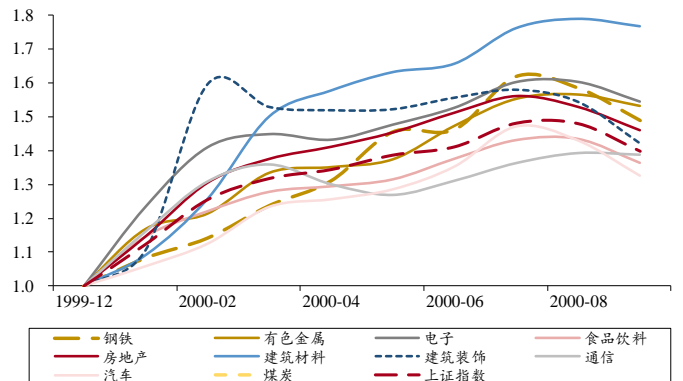
进入第三库存周期（2005-2008 年）后，A 股进入大牛市，行业表现上呈现多点开花，优势产业从上游能源一枝独秀向下游材料、金融地产扩散；美股方面，在第三库存周期（2005-2009 年）里面，金融、通信、能源材料相继占优，主导产业能源行业的优势在补库周期后更为突出一些。

图表 16. 美股一级行业表现 (2001-2003)



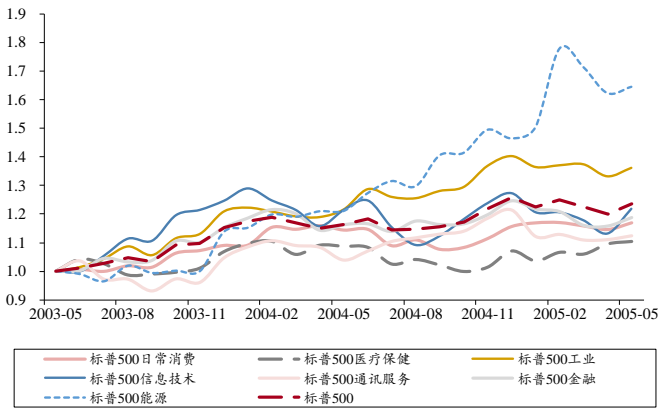
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 17. A 股细分行业表现 (1999-2001)



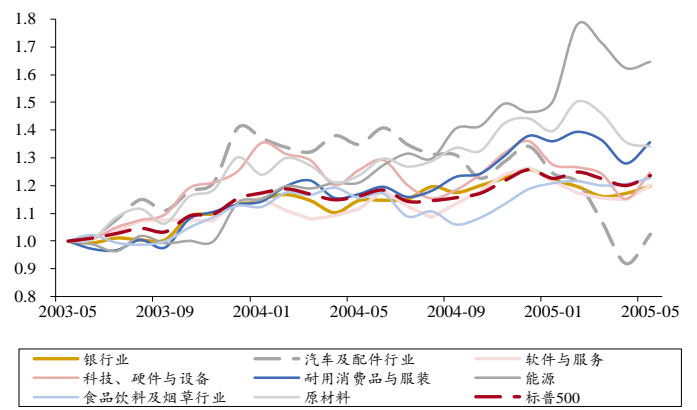
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 18. 美股一级行业表现 (2003-2005)



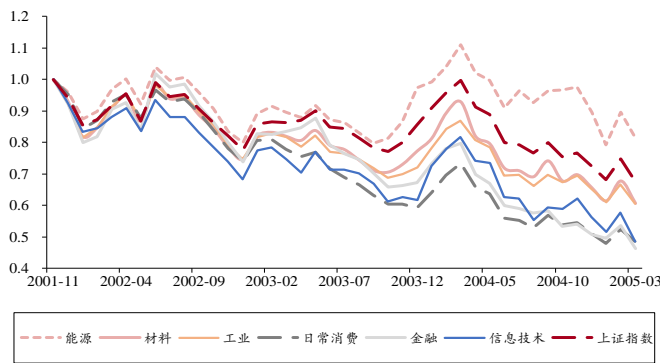
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 19. 美股细分行业表现 (2003-2005)



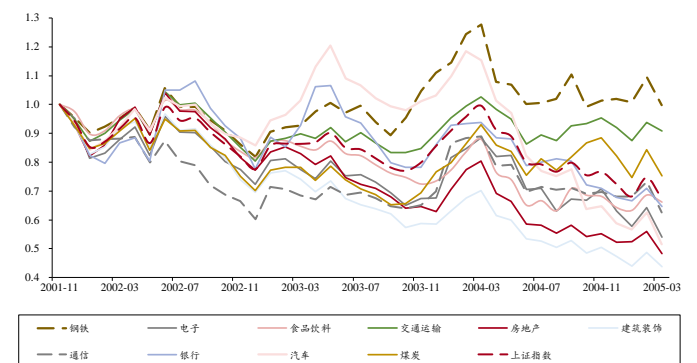
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 20. A 股大类行业表现 (2002-2005)



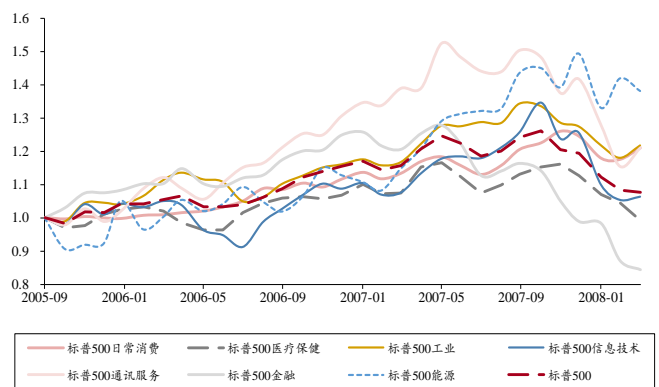
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 21. A 股细分行业表现 (2002-2005)



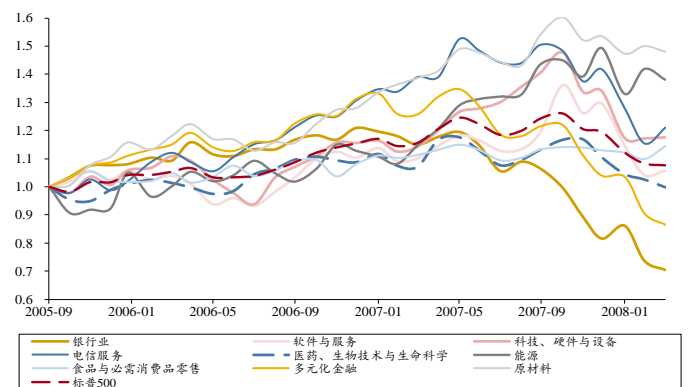
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 22. 美股一级行业表现 (2005-2009)



资料来源: 同花顺, 中银证券

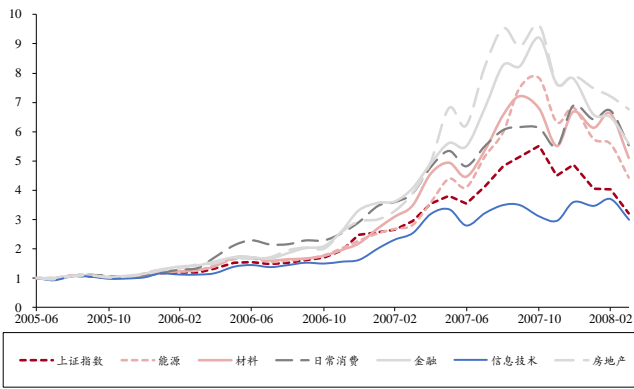
图表 23. 美股细分行业表现 (2005-2009)



资料来源: 同花顺, 中银证券

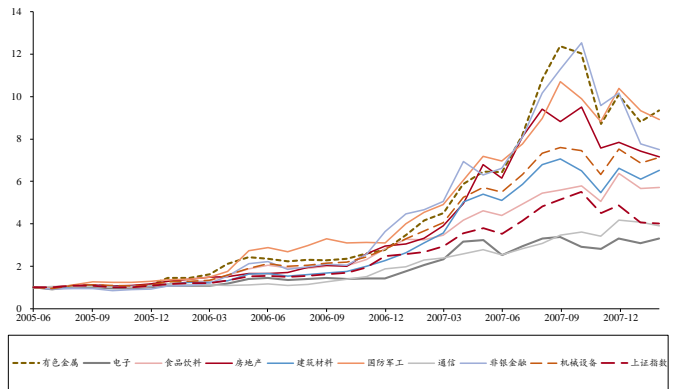


图表 24. A 股大类行业表现 (2005-2008)



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 25. A 股细分行业表现 (2005-2008)



资料来源: 同花顺, 中银证券

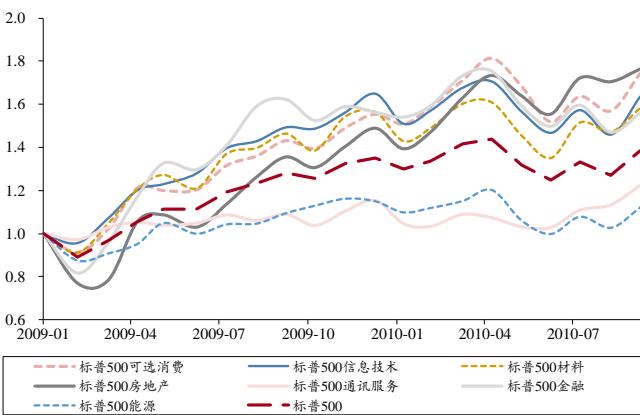
### 2009-2020 年: 主导产业后来居上, 补库阶段优势更为突出

金融危机过后的这轮全球资本开支周期相对较弱, 主导产业的优势也相对不那么显著。第一库存周期 (2009-2013 年) 里面, 中美资本市场都呈现出优势行业多点开花的特性, 比如 A 股在被动去库阶段是能源、大金融先行, 补库开启后消费、信息技术优势凸显; 而美股的大金融、可选消费、信息技术等行业均有所表现。

进入第二库存周期 (2013-2016 年), 主导产业仍未显现出明显优势, 美股在被动去库到主动补库阶段, 金融、医药、可选消费多点开花, 那一时期生物科技是市场追逐的热点, 驱动力来自于大量生物科技公司的创新药审批通过以及由此带来的并购效应, 主导产业在补库的后期才开始呈现出一定的优势。而第二库存周期 (2012-2016 年) 内的 A 股也是呈现了金融、消费先行, 主导产业信息技术后来居上的行情。

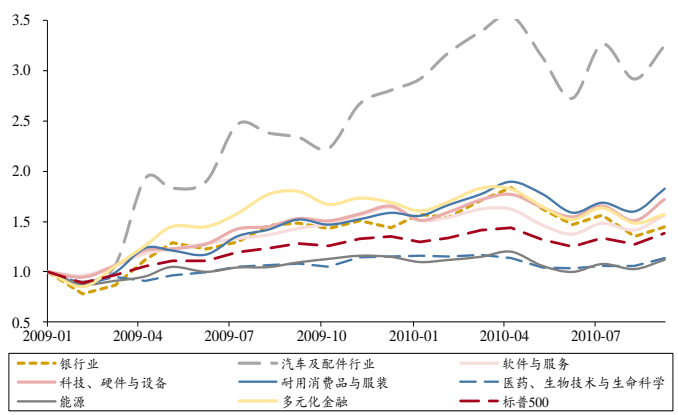
进入第三库存周期 (2016-2020 年) 后, 美股的主导产业优势体现的较为突出, 基本上呈现一枝独秀的状态; 但这一时期的 A 股, 尤其是补库阶段, 则是在去杠杆、北上资金流入等因素的驱动下走出了一波价值蓝筹行情。没有跟随美股呈现主导产业的牛市, 存在很多市场层面的原因, 一方面来看, 这一轮移动互联网革命, 中国不是主导国, 处于追赶国地位, 也并没有获得主导产业的先发优势, 从那一时期国内的资本开支情况来看, 国内在 2011-2014 年的资本开支持续走低, 2015-2016 年也没有形成有效的资本开支, 直到 2017 年才有所上行, 也就是说这一轮资本开支国内并非由主导产业带动的。

图表 26. 美股一级行业表现 (2009-2013)



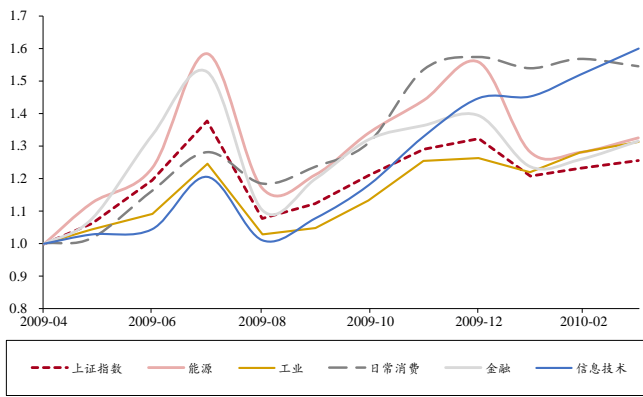
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 27. 美股细分行业表现 (2009-2013)



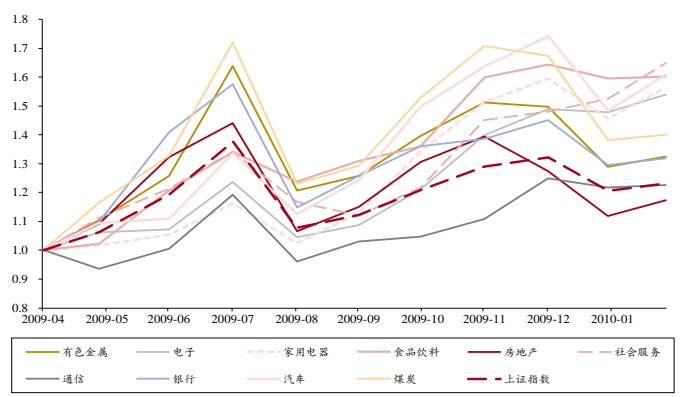
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 28. A 股大类行业表现 (2009-2012)



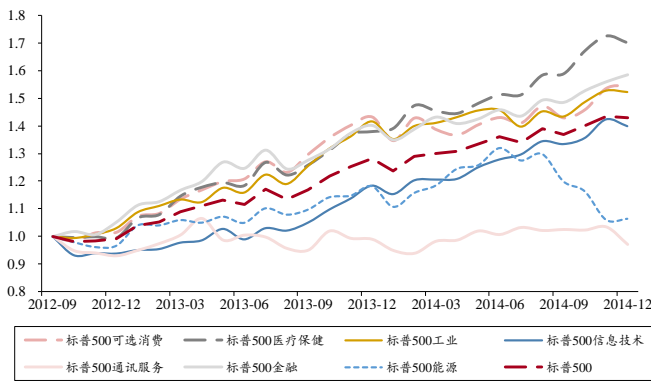
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 29. A 股细分行业表现 (2009-2012)



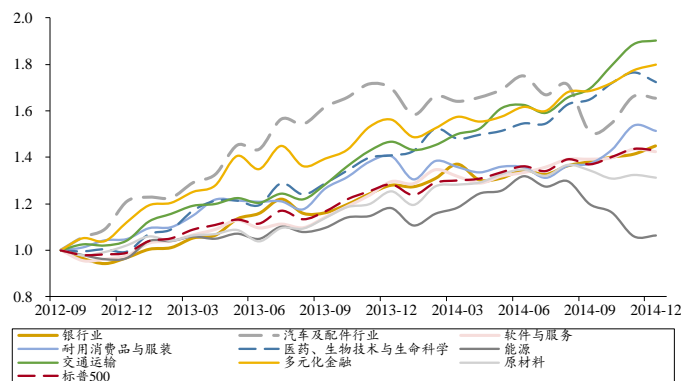
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 30. 美股一级行业表现 (2013-2016)



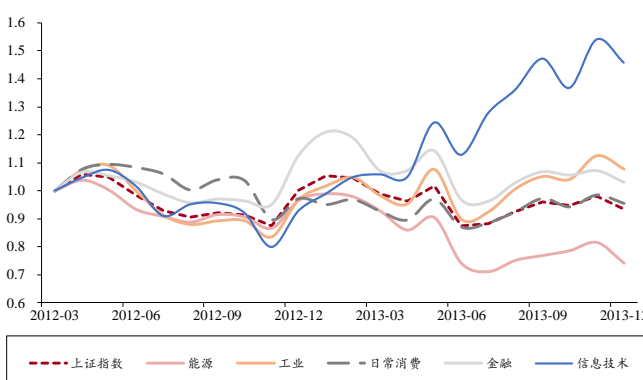
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 31. 美股细分行业表现 (2013-2016)



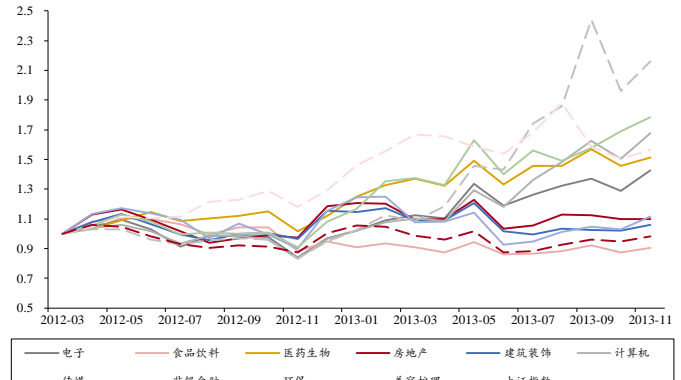
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 32. A 股大类行业表现 (2012-2016)



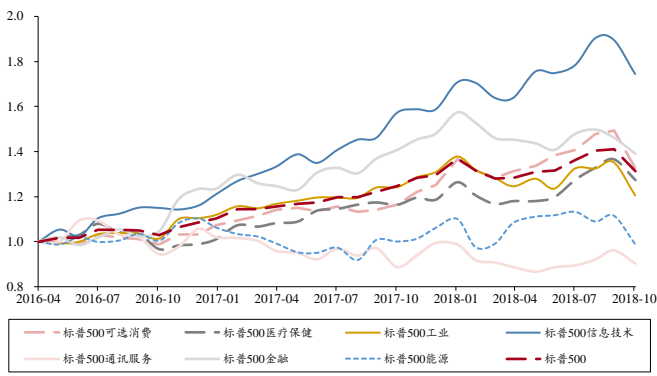
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 33. A 股细分行业表现 (2012-2016)



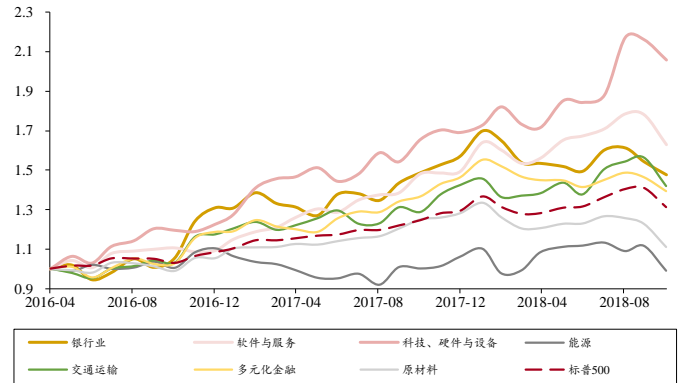
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 34. 美股一级行业表现 (2016-2020)



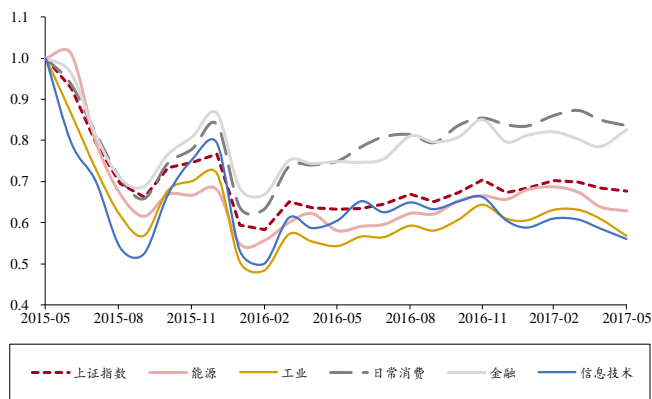
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 35. 美股细分行业表现 (2016-2020)



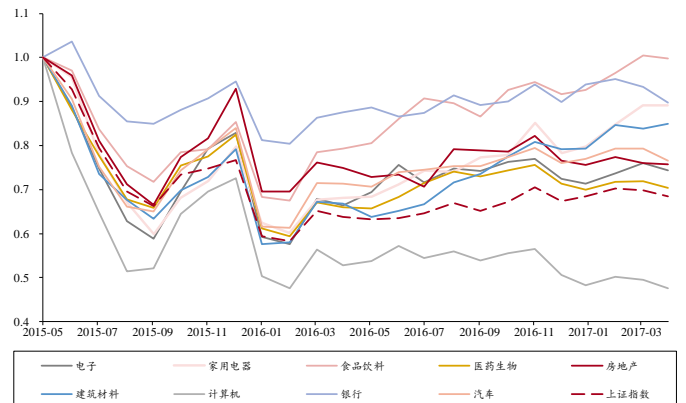
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 36. A 股大类行业表现 (2016-2020)



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 37. A 股细分行业表现 (2016-2020)



资料来源: 同花顺, 中银证券

## 经验规律总结

通过梳理以上几轮被动去库到主动补库阶段的行业表现, 我们主要总结了以下 3 点经验规律:

1. 主导产业在第二库存周期必有表现, 进入第三库存周期后行业表现出现分化, 可能会强化主导产业的相对优势 (如 90 年代美国信息技术产业), 也可能出现产业链的扩散效应 (如 2000-2009 年中国的地产产业链)。
2. 中周期的主要发力国主导产业优势会更为明显 (例如, 90 年代美国、2000-2009 年中国), 主要体现在, 拐点更提前, 相对涨幅更大; 非主要发力国主导产业优势较弱 (例如, 2000-2009 年美国、2009-2020 年中国), 进入第三库存周期后, 主导产业优势可能会不再。

图表 38. 美股被动去库到主动补库阶段行业涨跌幅(%)

周期阶段	可选消费	日常消费	医疗保健	工业	信息技术	材料	房地产	通讯服务	公用事业	金融	能源
1993.09~1994.03 被动去库	2.31	2.45	-2.65	2.42	8.44	10.74		-12.8	-19	-12.72	-9.45
1994.03~1995.01 主动补库	-5.71	14.51	32.2	0.02	16.23	-1.26		1.91	0.07	4.88	4.24
1995.12~1997.01 被动去库	13.13	30.34	31.57	26.45	62.43	16.24		0.05	0.46	42.51	27.73
1997.01~1998.02 主动补库	43.89	28.24	45.54	29.18	36.22	8.2		42.94	15.82	43.68	16.43
1999.01~1999.02 被动去库	0.15	-4.26	0.81	-1.82	-12.29	0.77		-2.67	-4.23	1.21	-1.02
1999.02~2000.05 主动补库	5.4	-17.57	-0.1	19.8	60.32	1.52		-7.55	13.4	3.97	39.11
2001.12~2002.01 被动去库	-2.09	0.57	-2.15	-6.41	-0.63	1.62		-9.19	-6.22	-2.49	-2.92
2002.01~2002.10 主动补库	-18.99	-2.43	-16.38	-22.87	-37.83	-12.76		-30.81	-31.28	-11.13	-11.65
2003.06~2004.01 被动去库	16.03	8.5	4.68	20.62	28.8	23.25		4.02	7.47	18.03	15.66
2004.01~2005.04 主动补库	-0.5	4.98	-0.17	8.95	-12.28	9.57		2.36	26.23	-2.36	40.97
2005.10~2006.02 被动去库	6.85	1.62	7.05	7.87	6.85	12.98		11.26	4.32	7.46	7.26
2006.02~2008.02 主动补库	-5.06	17.34	1.22	12.06	3.68	35.72		9.12	18.39	-18.55	50.23
2009.02~2009.08 被动去库	48.94	20.65	24.26	46.55	49.43	53.41	64.49	9.11	15.4	95.13	19.47
2009.08~2010.08 主动补库	13.45	7.69	-1.96	10.62	1.21	3.86	33.05	6.28	4.31	-8.01	-3.63
2012.10~2013.09 被动去库	32.3	12.68	25.57	26.84	12.08	16.22	2.91	0.09	2.13	26.24	11.92
2013.09~2014.11 主动补库	17.82	22.17	36.77	21.05	34.86	15.77	23.16	8.27	22.38	21.32	-4.16
2016.05~2016.10 被动去库	-1.55	-0.3	-4.64	1.99	9.28	-0.86	-4.26	-5.04	-0.33	2.39	2.28
2016.10~2018.09 主动补库	51.41	2.74	40.64	33.55	65.12	23.91	7.95	1.7	8.67	39.65	9.82

资料来源：同花顺，中银证券

图表 39. A 股被动去库到主动补库阶段行业涨跌幅(%)

周期阶段	能源	材料	工业	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	通讯服务	公用事业	房地产
2001.12~2002.10 被动去库	-5.32	-8.98	-7.13	-8.41	-11.61	-5.67	-5.6	-14.98	-19.34	-9.85	-7.8
2002.10~2004.02 主动补库	14.12	5.73	-1.48	-4.78	-16.97	-11.96	-9.92	-0.64	62.94	16.69	-16.55
2005.07~2006.05 被动去库	64.15	72.97	60.05	72.85	120.59	62.41	70.86	50.04	-8.28	25.38	76.43
2006.05~2008.02 主动补库	232.88	281.81	233.91	256.77	212.32	231.31	277.72	161.4	344	209.93	322.9
2009.05~2009.08 被动去库	3.97	5.48	-1.48	2.49	16.47	11.71	2.46	-1.72	-1.66	-0.43	-2.45
2009.08~2010.02 主动补库	-0.78	11.34	16	30.93	25.52	36.34	6.3	40.48	5.99	5.52	2.79
2012.04~2013.08 被动去库	-27.7	-18.47	-6.2	5.98	-14.18	42.33	-3.48	30.17	14.75	6.13	1.27
2013.08~2013.11 主动补库	8.52	3.22	11.69	13.1	6.51	4.37	4.13	13.15	4.76	6.52	-4.23
2015.06~2016.07 被动去库	-39.18	-22.61	-30.74	-19.11	-8.9	-10.53	-16.09	-16.23	-37.01	-37.57	-23.16
2016.07~2017.04 主动补库	7.11	6.15	7.91	3.47	5.05	-0.16	3.95	-6.29	33.98	10.63	8.37

资料来源：同花顺，中银证券

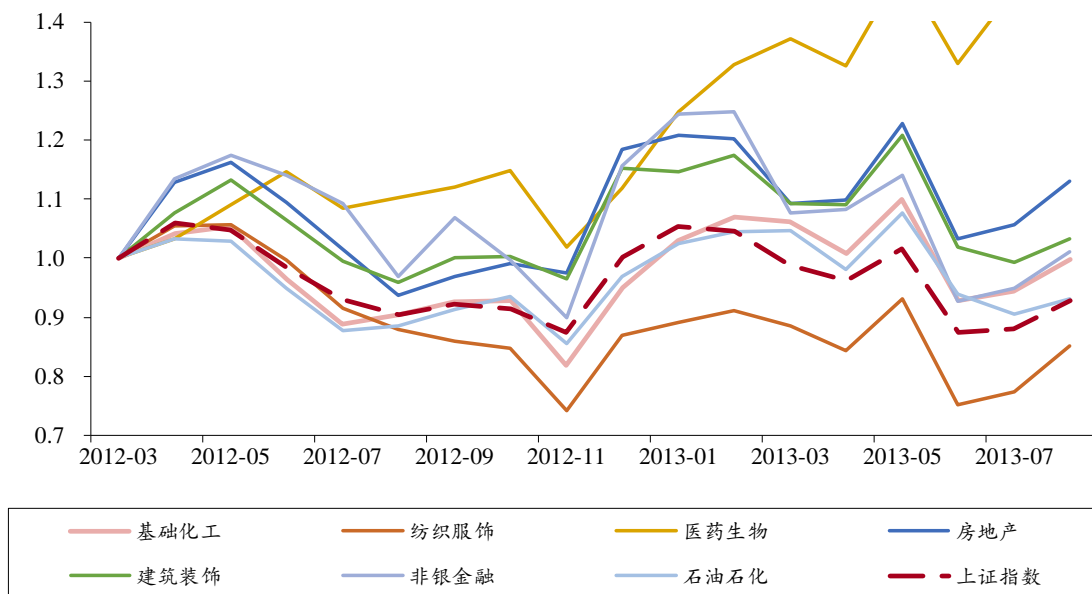
### 3. 主导产业一般在补库周期阶段优势会更为突出，而去库周期阶段逆周期或估值弹性高的行业板块涨幅占优。

**被动去库阶段，市场更加关注估值弹性。**我们以 A 股为例，2012-2015 年这一轮库存周期的被动去库阶段在 2012 年 4 月-2013 年 8 月，被动去库阶段的前期，非银、地产、建筑这几个行业是明显占优的，这一方面源于经济下行阶段市场对于逆周期政策的预期，另一方面，这几个行业在行情启动之前都是处于自己行业估值的极低分位水平，这也为他们后面因为政策预期或者是基本面预期而带来的估值修复提供了较为充足的空间。而在进入主动补库阶段后，电子、计算机、传媒等为代表的科技股优势开始凸显出来。同样的在 2002-2004 年那一轮主动补库周期阶段，钢铁、石化、煤炭这种资源品行业展现出了全面优势。

**在主动补库阶段，市场会更加关注实际业绩增速。**我们梳理了这两轮主动补库阶段各个一级行业的盈利增速情况，并挑选重点行业列在下面的表格中。可以看到，例如 2002-2004 年，煤炭钢铁这些行业的实际盈利增速都处于同期各行业的前列，尤其到补库后期，优势更加明显。同样的，2013-2016 年，TMT 相关板块的实际盈利增速也是明显好于其他一级行业的。

因此，我们认为库存周期的不同阶段对于市场的指导意义也是有所不同的。被动去库阶段，市场更加关注预期或政策所带来的估值弹性，主动补库阶段，市场则会更加关注实际的业绩。这也就解释了为什么刚刚我们看到主导产业的优势一般会在主动补库阶段才会展现的较为明显。

图表 40. 2012-2016 库存周期的去库阶段，A 股地产、建筑、非银、医药表现占优



资料来源：同花顺，中银证券（注：图中各行业表现已做归一化处理，下同）

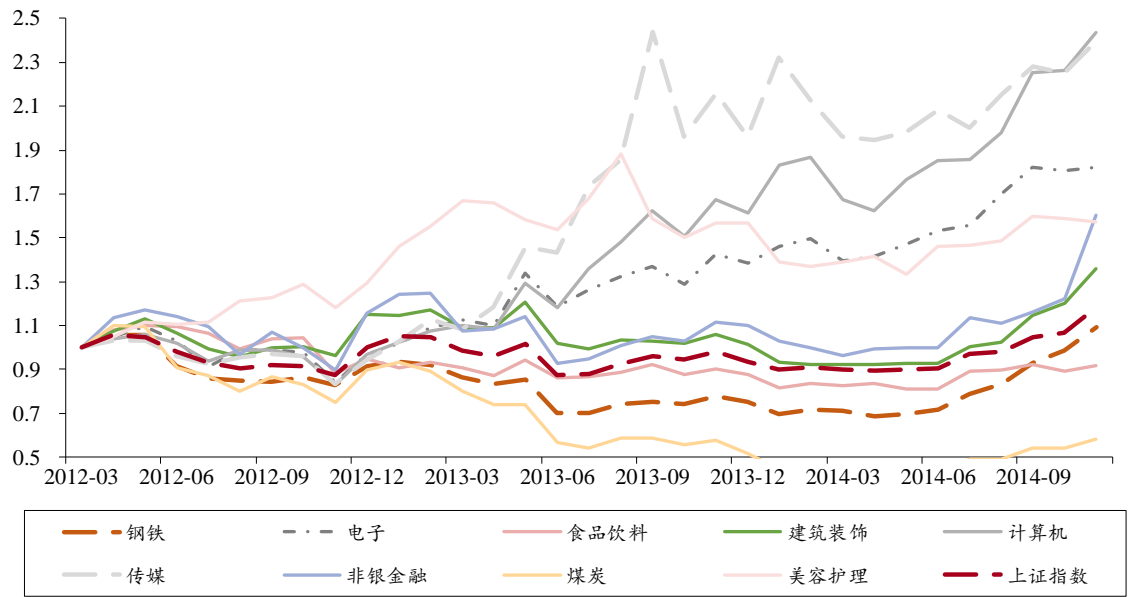
图表 41. A 股各行业估值 (PB) 分位 (滚动 3 年)

	房地产	建筑装饰	非银金融	医药生物	石油石化	基础化工	纺织服饰
2011 年 8 月	18%	5%	3%	37%	37%	71%	58%
2011 年 9 月	8%	3%	3%	24%	29%	45%	34%
2011 年 10 月	13%	3%	8%	26%	29%	42%	32%
2011 年 11 月	3%	3%	5%	26%	26%	34%	18%
2011 年 12 月	3%	3%	3%	8%	11%	8%	11%
2012 年 1 月	5%	5%	11%	3%	18%	11%	8%
2012 年 2 月	13%	8%	13%	11%	32%	18%	11%
2012 年 3 月	11%	5%	5%	5%	16%	11%	8%
2012 年 4 月	21%	11%	16%	5%	21%	13%	11%
2012 年 5 月	24%	13%	24%	13%	29%	16%	13%
2012 年 6 月	16%	11%	16%	18%	11%	3%	8%
2012 年 7 月	11%	3%	16%	13%	3%	3%	3%
2012 年 8 月	3%	3%	3%	11%	3%	3%	3%
2012 年 9 月	5%	5%	11%	18%	11%	8%	3%
2012 年 10 月	8%	5%	5%	16%	11%	8%	3%
2012 年 11 月	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
2012 年 12 月	39%	29%	29%	13%	21%	16%	8%
2013 年 1 月	45%	29%	47%	37%	34%	26%	16%
2013 年 2 月	39%	39%	50%	45%	37%	34%	18%
2013 年 3 月	21%	24%	13%	50%	37%	34%	13%
2013 年 4 月	16%	16%	13%	37%	16%	18%	5%
2013 年 5 月	37%	34%	18%	55%	42%	37%	26%
2013 年 6 月	5%	5%	3%	39%	11%	5%	5%
2013 年 7 月	5%	11%	5%	58%	5%	8%	8%
2013 年 8 月	21%	13%	11%	58%	5%	24%	16%

资料来源：同花顺，中银证券



图表 42. 2012-2016 库存周期的补库阶段，A 股 TMT 板块相对优势突出



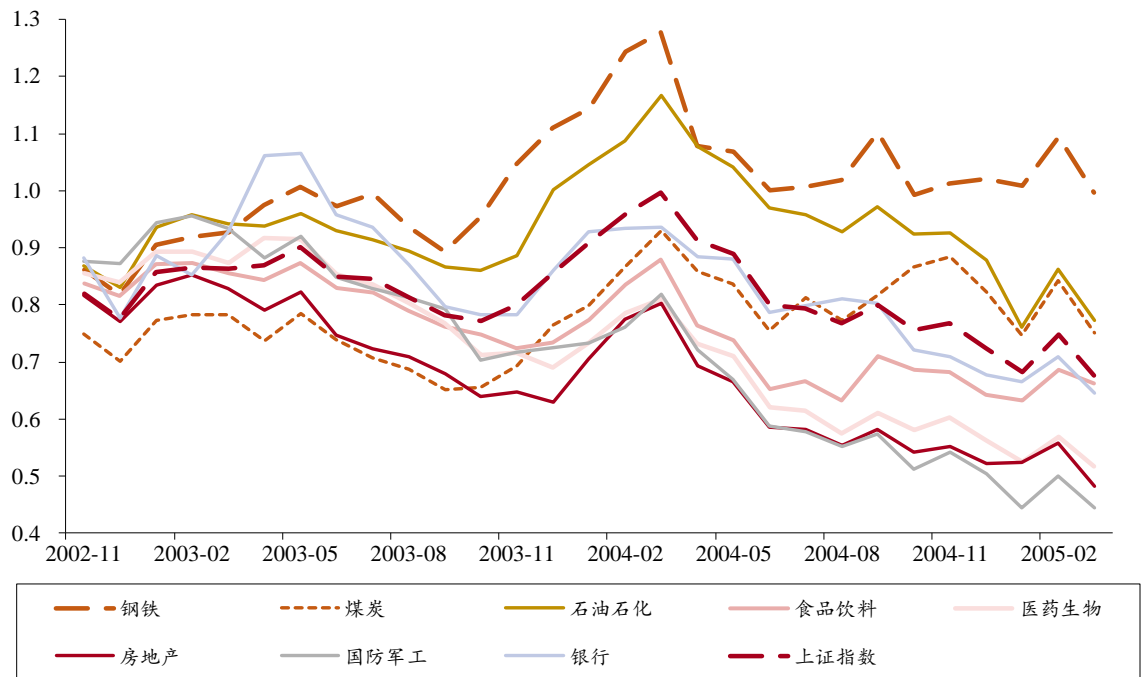
资料来源：同花顺，中银证券

图表 43. 2012-2016 库存周期 A 股各行业盈利增速

	传媒	计算机	通信	美容护理	非银金融	煤炭	钢铁	建筑装饰	食品饮料
2011Q2	97%	23%	-3%	3%	2%	21%	-25%	12%	39%
2011Q3	68%	-3%	-3%	3%	-14%	16%	-18%	21%	37%
2011Q4	19%	7%	-22%	-1%	-22%	15%	-42%	20%	40%
2012Q1	16%	-5%	7%	26%	-29%	4%	-118%	-8%	43%
2012Q2	10%	0%	-13%	77%	-15%	4%	-74%	-5%	38%
2012Q3	8%	3%	-49%	93%	-22%	-7%	-110%	5%	46%
2012Q4	10%	1%	-40%	69%	-25%	-10%	-132%	-13%	41%
2013Q1	19%	-2%	47%	38%	53%	-27%	310%	27%	14%
2013Q2	24%	6%	25%	19%	38%	-38%	-2%	26%	6%
2013Q3	26%	15%	102%	16%	80%	-33%	444%	24%	-2%
2013Q4	25%	17%	99%	8%	59%	-29%	234%	35%	-1%
2014Q1	39%	23%	59%	-6%	12%	-27%	-60%	17%	-12%
2014Q2	26%	19%	35%	-1%	26%	-20%	-20%	18%	-11%
2014Q3	20%	16%	37%	-9%	34%	-32%	-8%	16%	-11%
2014Q4	28%	25%	27%	4%	50%	-39%	-46%	11%	-9%
2015Q1	1%	23%	3%	49%	113%	-66%	-291%	11%	5%
2015Q2	17%	24%	14%	22%	138%	-71%	-265%	8%	3%
2015Q3	21%	16%	8%	21%	92%	-73%	-393%	5%	2%
2015Q4	26%	17%	14%	103%	70%	-109%	-979%	7%	6%

资料来源：同花顺，中银证券

图表 44. 2002-2005 库存周期的补库阶段，A 股资源板块相对优势突出



资料来源：同花顺，中银证券

图表 45. 2002-2005 库存周期 A 股各行业盈利增速

	煤炭	石油石化	钢铁	有色金属	国防军工	房地产	食品饮料	医药生物	银行	非银金融
2003Q1	4%		131%	42%		44%	17%	25%	33%	
2003Q2	9%	106%	107%	28%		12%	-5%	16%	26%	35%
2003Q3	10%	61%	88%	36%		14%	-2%	9%	29%	28%
2003Q4	24%	39%	83%	33%	144%	43%	27%	-19%	31%	-196%
2004Q1	44%	34%	69%	98%	4%	33%	8%	10%	41%	50%
2004Q2	81%	63%	42%	67%	8%	3%	21%	-8%	44%	6%
2004Q3	101%	68%	35%	52%	-6%	0%	25%	-6%	39%	22%
2004Q4	117%	74%	27%	58%	47%	-48%	28%	-52%	31%	279%
2005Q1	118%	21%	9%	28%	15%	30%	24%	11%	25%	-76%
2005Q2	63%	14%	26%	31%	10%	53%	15%	6%	21%	-140%
2005Q3	27%	2%	17%	22%	3%	52%	7%	11%	28%	-238%

资料来源：同花顺，中银证券

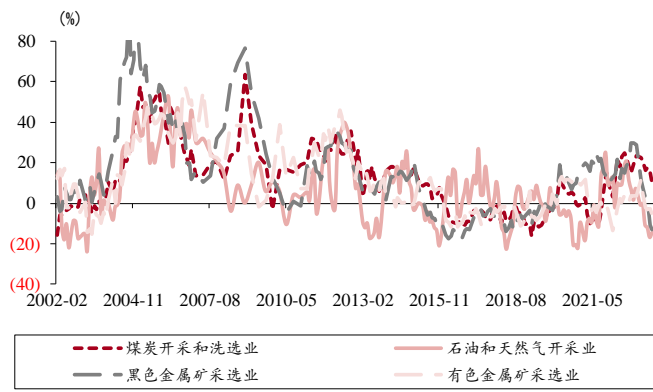
## 4 行业库存及资本开支情况展望

### 当前库存周期的行业特征

当前国内处于库存触底阶段。从产出缺口的趋势来看，出现了一定的企稳迹象。8 月份以来，国内的稳增长政策加力，后续内需上行趋势有待数据进一步验证。因此我们可以看到，在库存下行、宏观政策仍处宽松的主动去库阶段，估值弹性高的或者受政策影响预期修复的行业表现是最优的。而进入补库周期后，行业的结构表现上则需要更加关注行业的实际盈利增速。那么当前各个行业的库存和资本开支情况如何呢？我们将行业分为原材料相关行业、装备制造业和消费品制造业这几个大类。

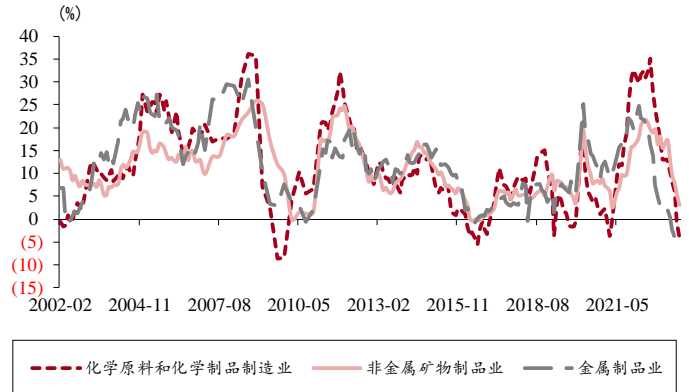
原材料相关行业均处于不同程度去库阶段。这里原材料相关行业主要包含煤炭、石油、黑色、有色等传统资源品及其相关的制造产业。这些行业当前来看都处于不同程度的去库阶段。当前行业盈利呈现一定触底迹象，去产能大背景下产能利用率维持震荡，往后看，能源转型背景下行业大幅扩产可能性较低，需求弹性不足以及产能阶段性过剩可能会压制后续这些行业价格反弹的高度，也就是后续补库的强度。

图表 46. 上游原材料行业处于不同程度的去库阶段



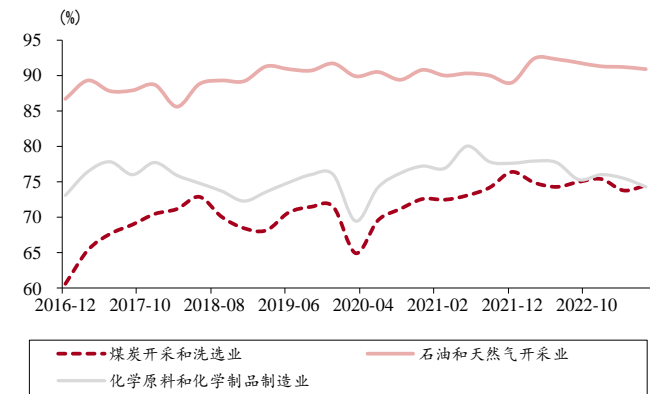
资料来源：同花顺，中银证券

图表 47. 原材料相关制造业行业均处于不同的去库阶段



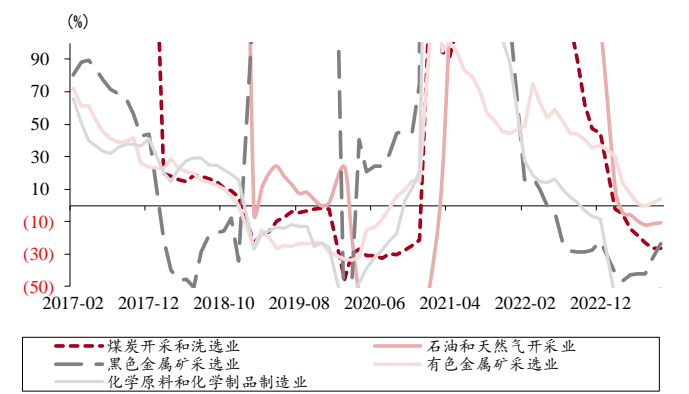
资料来源：同花顺，中银证券

图表 48. 上游原材料相关行业产能利用率



资料来源：同花顺，中银证券

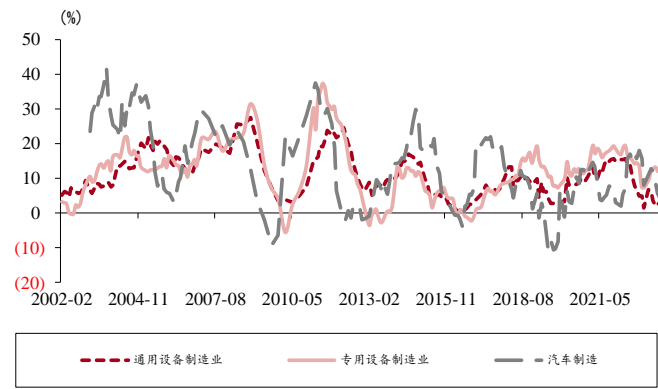
图表 49. 原材料及相关行业盈利增速呈现一定触底迹象



资料来源：同花顺，中银证券

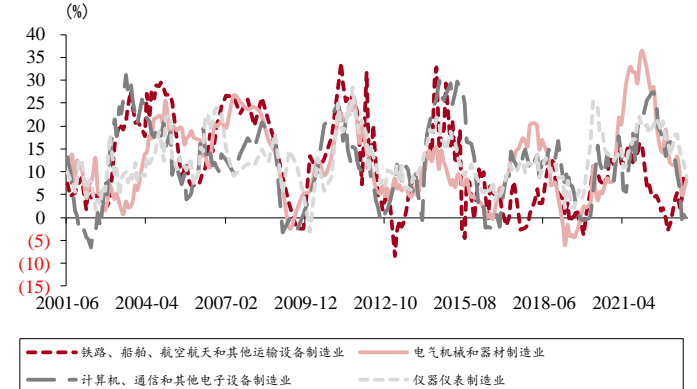
通用、专用设备制造或已迈入补库阶段。相比之下，装备制造业里面的多数行业景气度当前处于相对较高的水平。专用设备、电子行业为代表，行业盈利呈现明显的底部回升迹象，产能角度来看，多数装备制造业的产能利用率均出现了底部小幅回暖的迹象。尤其是专用、通用设备这两个行业，产成品库存均呈现出不同程度的触底回升的迹象。其他的一些行业比如仪器仪表、电子设备，尽管产成品库存尚未降至此前周期的底部，但从行业工业增加值增速回升的情况来看，进一步去库存的空间或许不大。

图表 50. 专用设备、通用设备库存已呈现不同程度的触底迹象



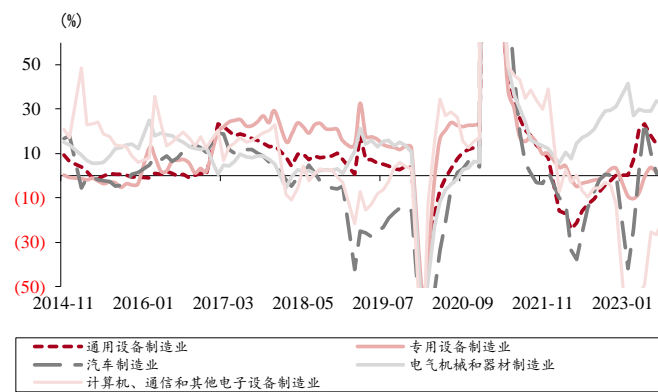
资料来源：同花顺，中银证券

图表 51. 多数装备制造行业去库接近尾声



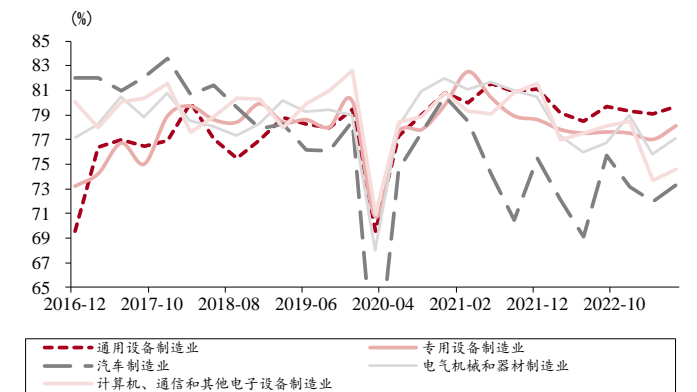
资料来源：同花顺，中银证券

图表 52. 专用设备、电子设备等行业盈利增速底部回升



资料来源：同花顺，中银证券

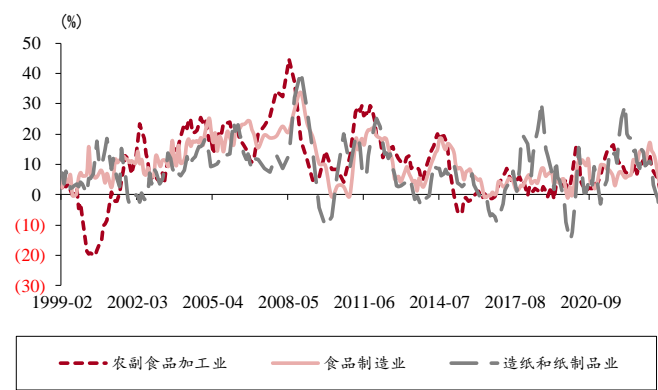
图表 53. 部分装备制造行业产能利用率出现一定底部回升迹象



资料来源：同花顺，中银证券

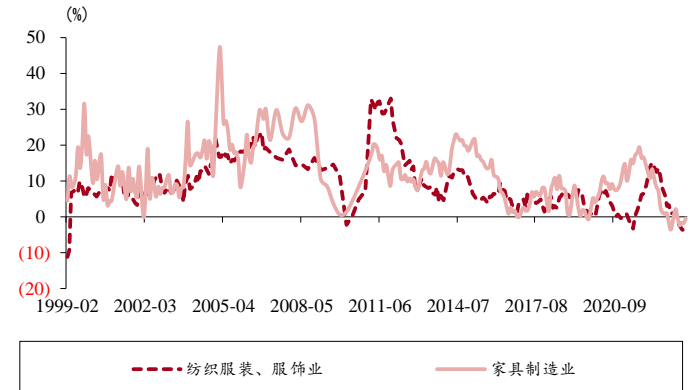
消费品行业多数仍处于去库周期中继。消费品相关的制造业包括医药、食品烟酒饮料、纺织服装、木材家具、造纸印刷、文体娱乐用品六类 13 个行业。这些整体也基本上仍处于去库周期中继。其中，纺织服装类、家具等外需相关性比较高的行业库存韧性稍强。

图表 54. 消费品制造业整体仍处去库周期中继



资料来源：同花顺，中银证券

图表 55. 外需相关消费品库存存在较强韧性



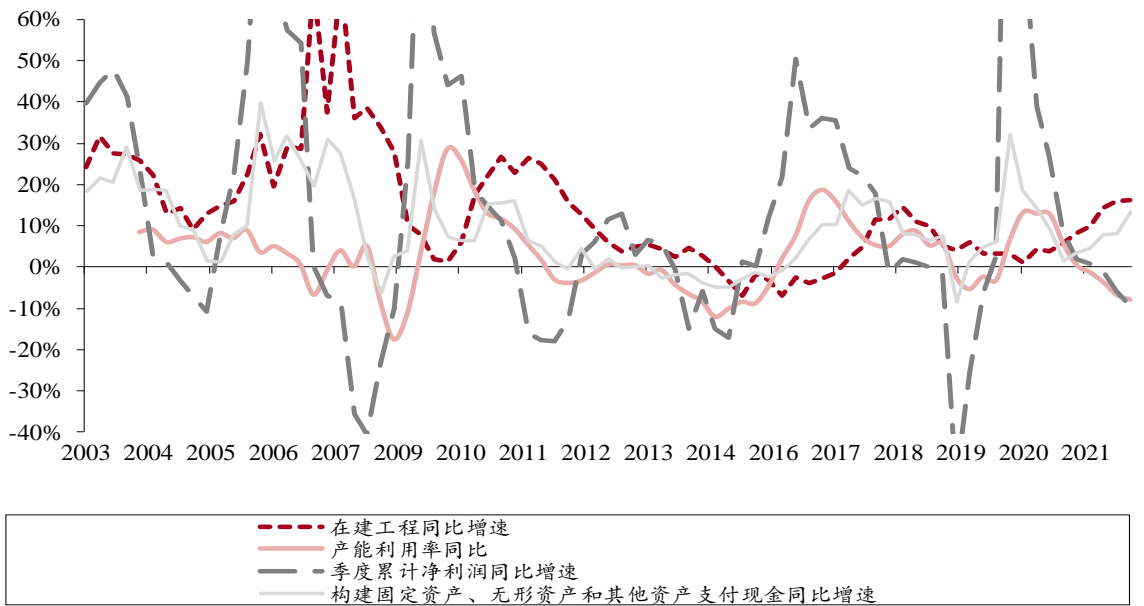
资料来源：同花顺，中银证券

## 当前国内资本开支的行业线索

我们在资本开支深度里面也提到了资本开支周期的开启对于库存周期的强化作用。那么当前各个行业板块的资本开支情况又如何呢？

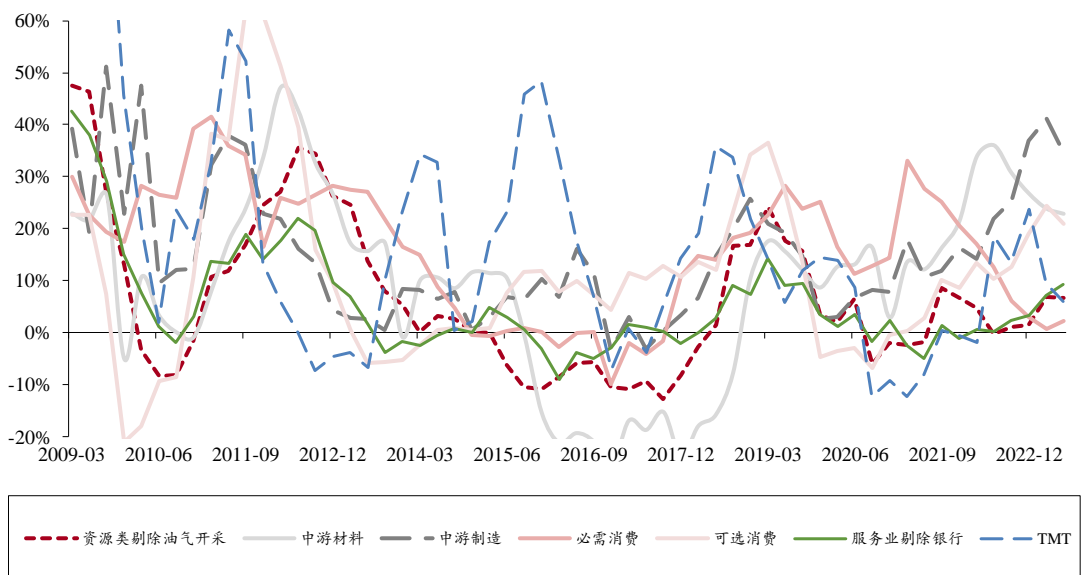
**资本开支上行需等待盈利率先企稳。**首先，从整体的情况来看，非金融 A 股的资本开支在疫情后出现了一轮小幅上行。我们这里采用了上市公司的财报数据中的在建工程增速作为资本开支的衡量指标。结合我们在上一篇报告的研究结论，盈利和产能利用率的拐点领先资本开支的拐点，当前来看，新一轮资本开支的上行需要等待盈利企稳上行的拐点。当前各个行业板块的资本开支情况如何呢？整体来看，主要的几个大类行业均处于不同的资本开支下行阶段，其中，TMT 板块去化程度较深，必需消费板块资本开支呈现出一定的底部企稳迹象。

图表 56. 非金融 A 股资本开支及相关指标情况



资料来源：同花顺，中银证券

图表 57. A 股主要大类板块资本开支情况



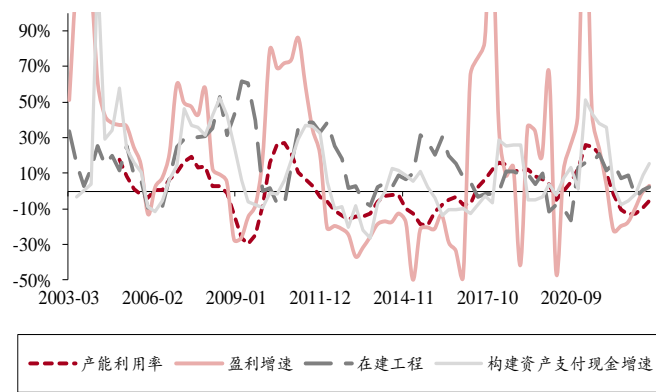
资料来源：同花顺，中银证券



当前哪些行业的资本开支情况比较好呢？我们逐一梳理了 30 个一级子行业的资本开支、盈利、产能以及构建固定资产的现金流情况，以希望从数据中得到行业资本开支的线索。

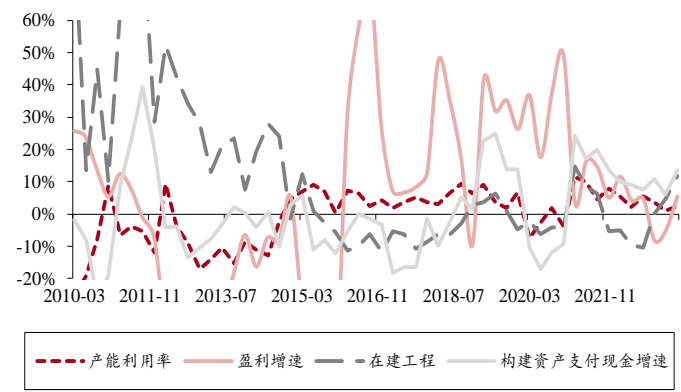
我们认为，机械、军工行业有望率先迎来资本开支上行拐点。这两个行业的特点是，行业盈利增速自底部持续回升，产能利用率也出现明显的底部回升迹象，同时企业现金流回暖，我们也看到当前这两个行业的资本开支也有不同程度的触底迹象。结合我们上篇深度报告的研究结论，盈利拐点和产能利用率拐点领先资本开支拐点，因此，这两个行业的资本开支是最有希望出现底部回升或延续回升趋势的。

图表 58. 机械行业资本开支、盈利、产能情况



资料来源：同花顺，中银证券

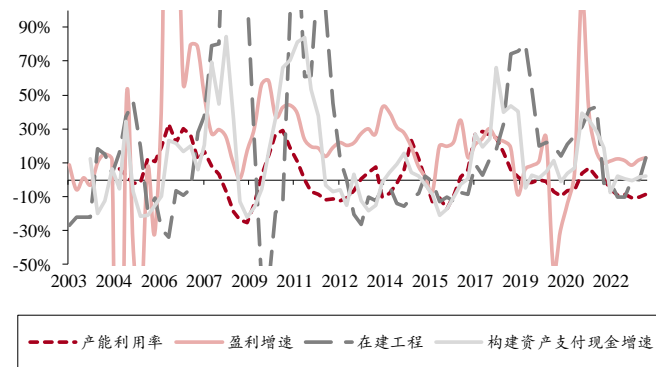
图表 59. 军工行业资本开支、盈利、产能情况



资料来源：同花顺，中银证券

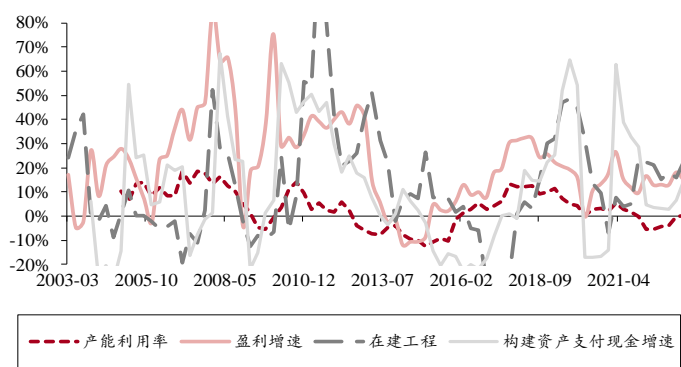
家电、食品行业资本开支有望延续。家电、食品饮料这两个消费品行业，虽然资本开支一直维持在较高的水位，但行业盈利呈现出超越短周期的较强的韧性。往后看，如果盈利韧性能够得以延续，行业资本开支也有望维持高位。

图表 60. 家电行业资本开支、盈利、产能情况



资料来源：同花顺，中银证券

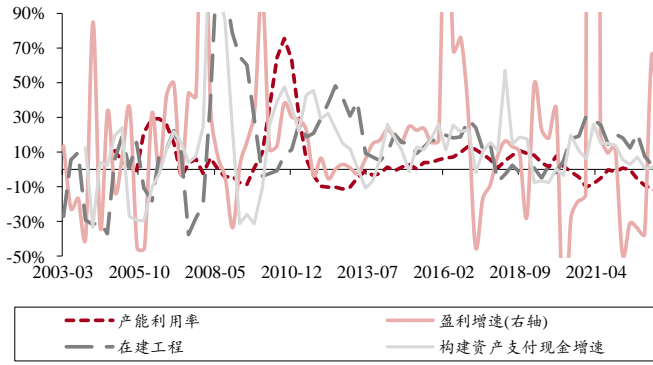
图表 61. 食品行业资本开支、盈利、产能情况



资料来源：同花顺，中银证券

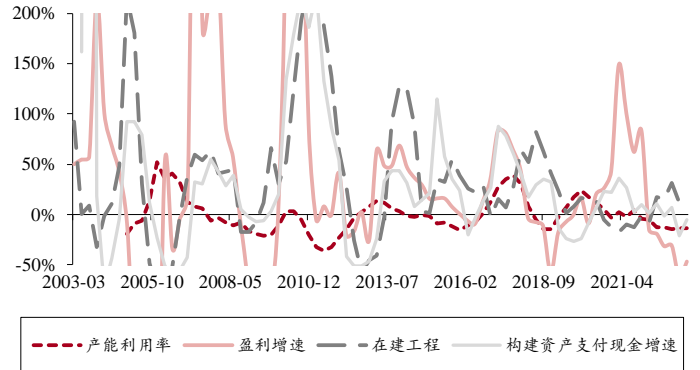
电子、计算机行业等待需求验证。这两个行业过去几年一直处于产能出清状态，现在行业产能利用率和现金流出现了一定的触底回升迹象，虽然从实际业绩上还未看到明显上行，但 AI 产业革命和国内外政策支持下，行业需求可能会出现一定程度的修复或者回暖迹象，如果盈利回暖持续性被验证，那么行业也是有可能迎来下一轮资本开支的上行拐点的。

图表 62. 计算机行业资本开支、盈利、产能情况



资料来源：同花顺，中银证券

图表 63. 电子行业资本开支、盈利、产能情况



资料来源：同花顺，中银证券

## 5 风险提示

稳增长政策力度或发力效果不及预期：经济的有效复苏仍待逆周期政策的进一步发力，逆周期政策力度或发力效果不及预期可能对复苏进程形成拖累；

发达经济体陷入超预期衰退：海外经济动能逐步减弱，但若出现超预期风险事件，或带来海外经济下行速度或幅度超预期；

海外货币政策超预期：海外加息放缓为当前市场一致预期，但若加息进程及终点超预期，可能会对市场造成一定冲击。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371