

弱价格弹性下的需求复苏及行业选择

弱价格弹性阶段，投资上把握具备需求增量的新兴产业以及具备供给侧刚性的传统行业两大主线。

- **弱价格弹性下的需求修复。**弱价格弹性区间主要是指价格指标长期（至少 12 个月）为负，与此同时经济增长指标持续走弱的时间区间。迄今为止国内主要出现在 1997-1999 年以及 2012-2015 年；海外比较典型的阶段是日本的 1998-2003 年以及 2010-2013 年。在弱价格弹性阶段，投资消费预期大幅下行，货币政策持续宽松；经济体需求弹性降低，供给约束影响更为明显。新旧产能转换导致需求阶段性不足，供给阶段性过剩。弱价格弹性下需求修复的路径，一方面需要传统的货币财政政策相互协调配合来加码刺激需求，另一方面需要通过改革或新的产业趋势为当前需求疲弱的经济体带来新的增长点；此外从供给端，加速淘汰落后产能进行供需再平衡也是走出弱价格弹性环境的有效手段。
- **弱价格弹性阶段资产及行业方向选择。**1) 1997-1998 年，A 股整体呈现先跌后震荡的格局，在此期间，商品价格下行。A 股表现明显弱于同期美股，海外科技映射及红利资产为 A 股优势行业主要逻辑。2) 2013-2015 年，资产价格的表现特点是海外资产先强后弱，国内资产先弱后强，商品资产持续走弱，中债持续走牛。基本面与政策双重驱动下 TMT 领涨带来了一轮小票牛市。3) 90 年代的日本，风险资产全面弱于同期的海外风险资产，本土资产内部，日债优于汇率，这两种资产跑赢通胀，日股及地产跑输同期通胀。弱价格弹性阶段中小盘与价值风格交替占优，出海、消费平替及海外科技映射主线。4) 纵观弱价格弹性时期的中日股票市场，在初期市场下跌过程中，安全边际高的高股息红利资产相对占优。当市场进入底部震荡阶段后，配置的方向上需要关注货币宽松带来的主题投资机会以及需求侧边际变化，需求侧的变化一方面指的是顺应全球需求发展新格局的投资逻辑，在 A 股也要重点关注国内政策或者改革的方向指引。走出弱价格弹性区间后，可以去重点关注行业供需格局的变化，最快走出产能过剩的传统行业或具有新的需求增长点的行业会大概率率先有所表现。
- **当前行业配置方向展望。**当前国内仍处于新旧产业动能转换期，2024 年国内 PPI 有望迎来底部回温，但内需及价格中枢整体将会呈现弱复苏的状态。当前弱价格弹性的背景下，需要重点关注出海、消费平替和 AI 产业浪潮带来的结构性机会。而国内政策方面，需要重点关注设备更新及消费品以旧换新所带来的增量投资机会。中长期角度行业的布局建议重点关注两个方向：1) 具有潜在需求增量的新兴制造及科技产业；2) 具备供给侧刚性的传统行业。结合当前行业供需格局，需求侧可关注如机械设备、电子计算机硬件及汽车产业链；供给侧可关注煤炭、有色、石油产业链。
- **风险提示：**经济复苏幅度超预期，海外地缘政治风险超预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

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

证券分析师：徐亚

(8621) 20328506

ya.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

目录

1 弱价格弹性下的需求修复	5
1.1 弱价格弹性时间区间	5
1.2 弱价格弹性时期特征	5
1.3 价格弹性长期偏弱的原因及修复路径	7
1.4 弱价格弹性下的需求修复路径	8
2 弱价格弹性下的资产及行业选择	10
2.1 弱价格弹性阶段大类资产及股市表现	10
2.2 走出弱价格弹性区间后股票市场表现	21
3 总结与展望	23
3.1 经验总结	23
3.2 当前行业配置方向展望	24
风险提示	33

图表目录

图表 1. 国内弱价格弹性时期.....	5
图表 2. 日本弱价格弹性时期.....	5
图表 3. 90 年代以来日本居民收入预期持续走弱.....	5
图表 4. 90 年代以来日本家庭消费支出也出现大幅下行.....	5
图表 5. 90 年代以来日本均处于极低的政策利率环境中.....	6
图表 6. 两轮弱价格弹性环境中国内政策利率持续走低.....	6
图表 7. 传统行业库存持续去化.....	6
图表 8. 新兴行业补库幅度更为可观.....	6
图表 9. 国内不同行业设备投资情况.....	7
图表 10. 1997-1999 年银行信贷大幅收缩.....	7
图表 11. 2012-2015 年地产投资降速.....	7
图表 12. 1997-1999 及 2012-2015 年国内产能利用率均有大幅下行.....	8
图表 13. 日本弱价格弹性时期工业企业产能也出现大幅下行.....	8
图表 14. 2013 年起日本央行推出量化质化宽松政策(QQE).....	8
图表 15. 棚改提速带动地产投资修复.....	8
图表 16. 地产链带动上下游行业需求快速增长.....	9
图表 17. 加入 WTO 后外需快速增长.....	9
图表 18. 1998 年国企改革推动工业企业单位数量去化.....	9
图表 19. 2012-2015 年产能去化过程.....	9
图表 20. 1997-1999 年国内大类资产走势.....	10
图表 21. 1997-1999 年主要大类资产年化收益率.....	10
图表 22. 1997-1998 年 A 股大类行业表现.....	11
图表 23. 1997-1999 年弱价格弹性区间 A 股涨幅 TOP30.....	11
图表 24. 2012-2015 年国内大类资产走势.....	12
图表 25. 2012-2015 年主要大类资产年化收益率.....	12
图表 26. 2012-2015 年 A 股行业表现.....	13
图表 27. 2012-2015 年弱价格弹性区间 A 股涨幅 TOP30.....	13
图表 28. 2012-2015 年 A 股风格表现.....	14
图表 29. 1997-2013 年日本大类资产走势.....	14
图表 30. 1997-2013 年主要大类资产年化收益率.....	15
图表 31. 1997-2012 年日本股市行业表现.....	15
图表 32. 1997-2003 年日本股市风格表现.....	16
图表 33. 2010 年后日本股市风格表现.....	16
图表 34. 1997-2003 年日本股市行业超额收益.....	16
图表 35. 2003-2007 年日本股市行业超额收益.....	16
图表 36. 2010-2012 年日本股市行业超额收益.....	17

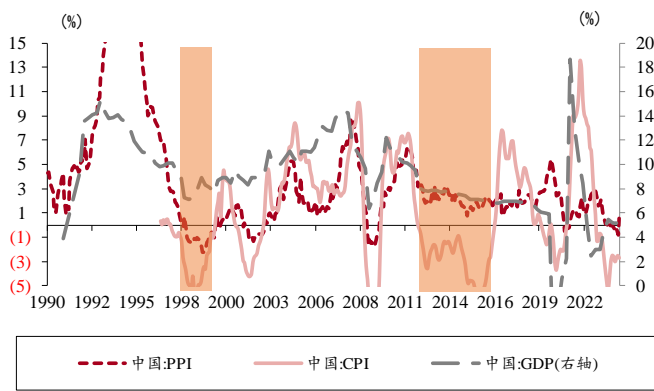
图表 37. 2013-2019 年日本股市行业超额收益.....	17
图表 38. 1997-2003 年弱价格弹性区间日股涨幅 TOP30	17
图表 39. 2003-2007 年日股涨幅 TOP30.....	18
图表 40. 2010-2012 年弱价格弹性区间日股涨幅 TOP30	19
图表 41. 2013-2019 年日股涨幅 TOP30.....	20
图表 42. 不同阶段日股牛股所属行业分布	21
图表 43. 2013-2014 年日股行业表现.....	21
图表 44. 2000 年至今日本行业产能去化情况	22
图表 45. 2016 年 A 股主要行业表现	22
图表 46. 弱价格弹性区间经验总结	23
图表 47. 2022 年 10 月以来国内价格水平持续低位震荡	24
图表 48. 3 月 PMI 显示外需韧性较强	24
图表 49. 不同库存周期内价格水平	24
图表 50. 当前及未来 A 股行业配置方向展望	25
图表 51. 上游资源行业当前盈利增速.....	25
图表 52. 材料相关行业当前盈利增速.....	25
图表 53. 中游制造业当前盈利增速.....	26
图表 54. 消费品制造业当前盈利增速.....	26
图表 55. 上游资源行业当前库存增速.....	26
图表 56. 材料相关行业当前库存增速.....	26
图表 57. 制造业细分行业当前库存增速.....	26
图表 58. 制造业细分行业当前库存增速.....	26
图表 59. 消费品制造业当前库存增速.....	27
图表 60. 消费品制造业当前库存增速.....	27
图表 61. 大类行业 2018-2022 年设备投资年化增速.....	27
图表 62. 制造业细分子行业 2018-2022 年设备投资年化增速.....	27
图表 63. 上游相关行业当前产能利用率情况.....	28
图表 64. 公用事业及材料相关行业产能利用率情况.....	28
图表 65. 消费品制造业当前产能利用率情况.....	28
图表 66. 新兴制造业当前产能利用率情况.....	28
图表 67. 当各行业产能利用率情况对比.....	28
图表 68. 当前阶段一级行业资产周转率和毛利率情况.....	29
图表 69. 当前阶段一级行业资产周转率和毛利率分位.....	29
图表 70. 供给侧行业轮动框架	30
图表 71. 本轮非市场化去产能方法或较前两轮偏慢.....	31
图表 72. 前两轮产能去化后, 供需两侧外力助推下产能利用率修复斜率较高.....	31
图表 73. 2023-2024 年 AI 行情回顾	32

1 弱价格弹性下的需求修复

1.1 弱价格弹性时间区间

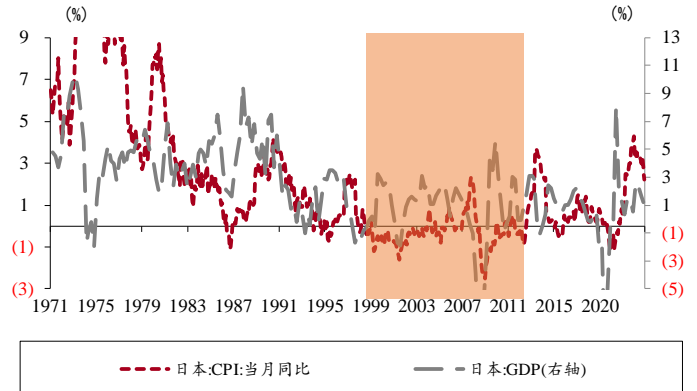
关于弱价格弹性的时间阶段，我们的界定标准是：价格指数长期（至少 12 个月）为负，与此同时经济增长指标持续走弱。这里价格指数国内我们主要采用的是 PPI，海外我们采用的是 CPI。筛选下来，国内迄今为止有两轮比较典型的弱价格弹性区间，分别在 1997-1999 年以及 2012-2015 年；海外比较典型的阶段是日本的 1998-2003 年以及 2010-2013 年。

图表 1. 国内弱价格弹性时期



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 日本弱价格弹性时期



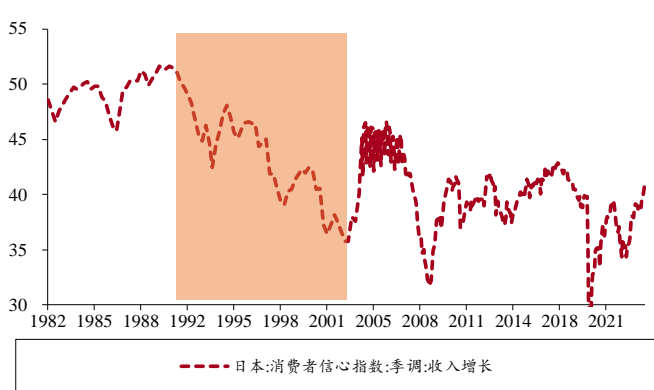
资料来源：万得，中银证券

1.2 弱价格弹性时期特征

投资消费预期大幅下行，货币政策持续宽松。我们发现在弱价格弹性阶段，由于收入预期的长期下行，居民的消费意愿及能力都会出现明显走弱。以日本为例，进入 90 年代以来，居民收入预期指数持续大幅走弱，与之相伴的，这一阶段家庭消费支出同比增速基本徘徊在 0 轴附近，相较于 80 年代 6% 左右的增速中枢出现明显下行。

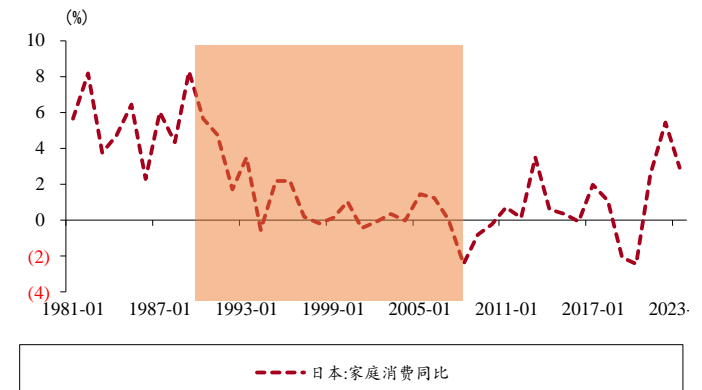
伴随着消费与投资预期的大幅走弱，这一时期的货币政策多会处于持续宽松的状态以刺激经济体投资及消费需求。下图可见，面对持续低通胀时期，各国央行都会采取持续调降政策利率的方式以刺激经济需求。在这样的环境下，金融市场的流动性环境也多数时候会维持在一个相对充裕的状态之中。

图表 3. 90 年代以来日本居民收入预期持续走弱



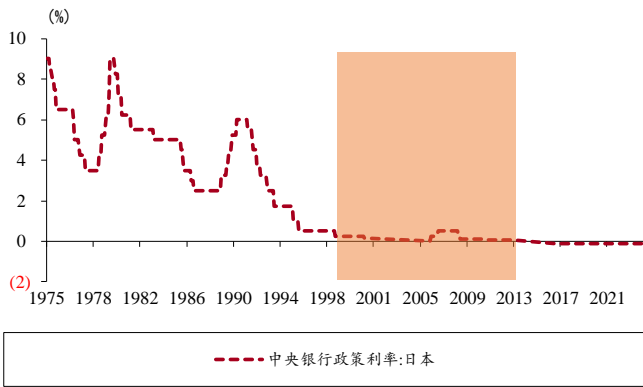
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 90 年代以来日本家庭消费支出也出现大幅下行



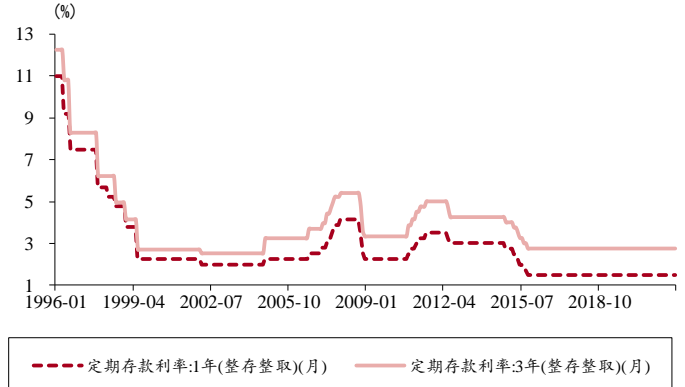
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 90 年代以来日本均处于极低的政策利率环境中



资料来源: 万得, 中银证券

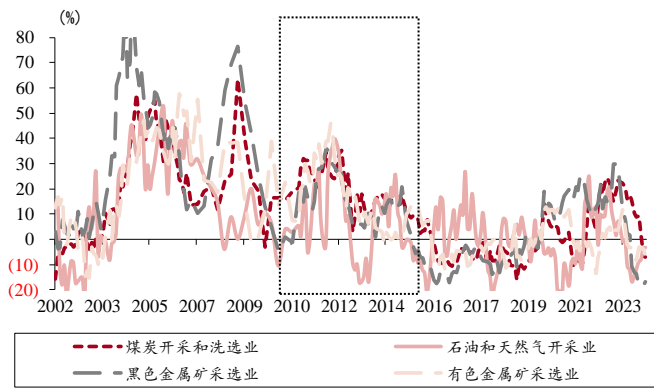
图表 6. 两轮弱价格弹性环境中国内政策利率持续走低



资料来源: 万得, 中银证券

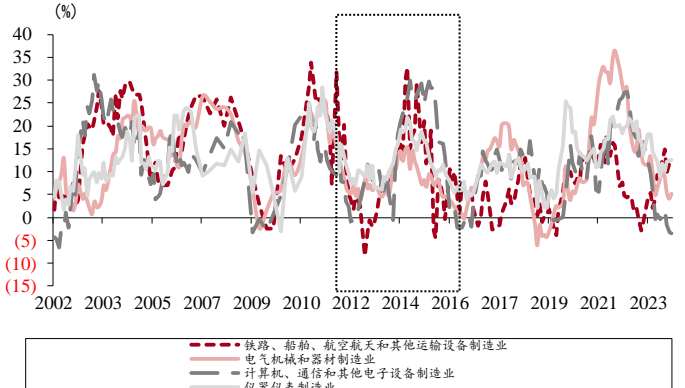
需求弹性降低, 供给约束影响更为明显。弱价格弹性时期, 经济体的需求弹性也被压扁, GDP 增速基本均处于从前期高增速向中低增速下平台阶段, 库存周期或产出缺口的波动性也会明显降低。但我们也会发现在这一时期不同行业的库存波动也会存在着明显差异: 传统行业库存持续去化, 新兴行业在这一时期的补库幅度可能会更为可观。比如 2012-15 年, 煤炭、有色等传统资源品行业补库高度持续下行, 而计算机、电子设备、电气设备等新兴行业在这一阶段中库存回补的幅度相较来讲是更为可观的。供需结构的差异是不同行业补库周期幅度差异的主要原因。图 9 可见, 2012-15 年, 不同行业的资本开支(以设备投资衡量)出现明显分化, 煤炭、黑色等为代表的传统行业资本开支出现明显下行趋势, 而新兴产业资本开支持续走高, 说明经历了工业化前期的快速发展传统资源品行业在当时出现了较为严重的产能过剩, 这也制约了其进一步补库的动能。

图表 7. 传统行业库存持续去化



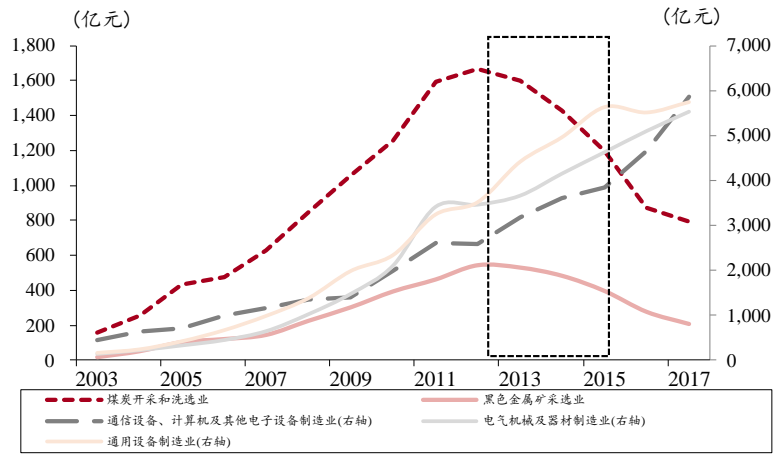
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 新兴行业补库幅度更为可观



资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 国内不同行业设备投资情况

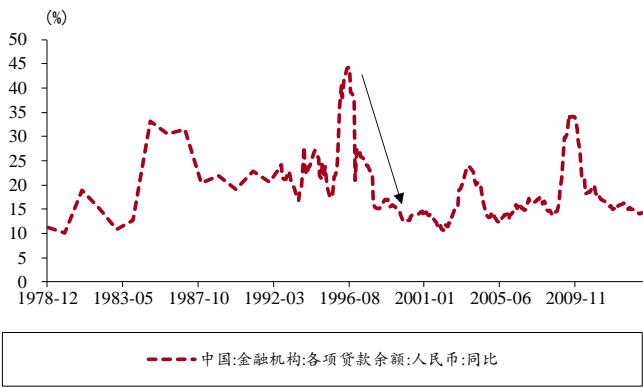


资料来源: 万得, 中银证券

1.3 价格弹性长期偏弱的原因及修复路径

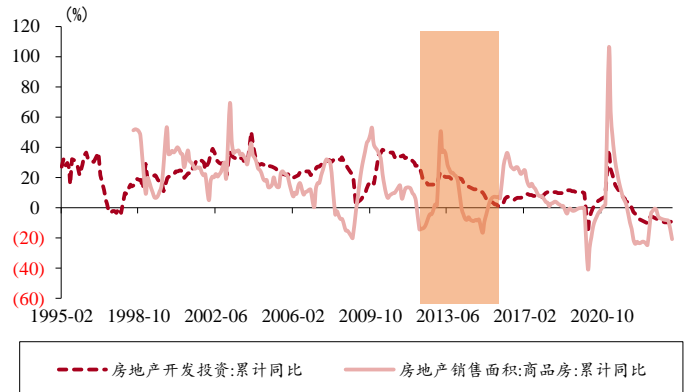
经济结构转型期, 新旧产能转换导致的需求阶段性不足。历次弱价格弹性区间, 经济体都存在着由于经济结构转型、新旧产业动能转换而导致的阶段性内需不足的情况。1997-1999 年, 当时国内正处于国企三年去产能窗口期, 拉动内需的传统行业面临产能过剩, 叠加 1998 年爆发的亚洲金融危机, 内外双重压力导致这一阶段国内需求持续下行, PPI 从 1997 年 6 月起跌破 0 轴, 并持续下行直到 1999 年初才出现见底迹象。国内第二次面临这样的环境是在 2012-2015 年, 这一阶段国内也同样面临着新旧产业转换, 地产投资引领的传统投资链降速带来的内需长期走弱的问题。更为典型的例子是 90 年代的日本, 广场协议后日元快速贬值, 80 年代末资产价格泡沫破灭引发日元资产大幅缩水, 国内消费投资需求大幅走弱; 而前期 1975-1980 年的传统优势产业 (高端制造) 的需求也伴随着日元贬值和新一轮全球化浪潮开始退潮。这一阶段, 原先的日本制造业企业开始大量海外投资, 国内产业的服务化导致其国内就业减少, 进一步加速了企业资产负债表衰退。

图表 10. 1997-1999 年银行信贷大幅收缩



资料来源: 万得, 中银证券

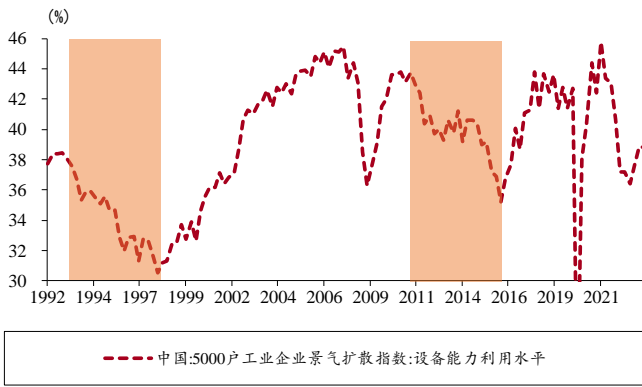
图表 11. 2012-2015 年地产投资降速



资料来源: 同花顺, 中银证券

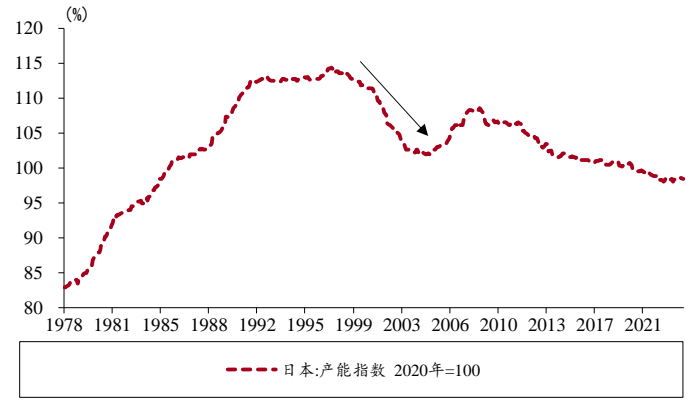
供给阶段性过剩。供给端角度, 我们会发现这三个长期弱价格弹性时期, 供给侧都存在着阶段性的产能过剩。一方面, 前期优势产业高速发展伴随着大量的产能投入, 另一方面, 短期旧产业需求降速、新产业的接续乏力, 当期需求的阶段性走弱, 就造成了转型期整个经济体阶段性的供给过剩。

图表 12. 1997-1999 及 2012-2015 年国内产能利用率均有大幅下行



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 日本弱价格弹性时期工业企业产能也出现大幅下行



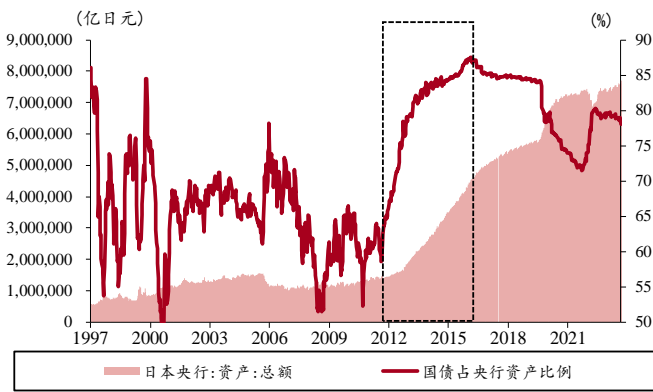
资料来源：万得，中银证券

1.4 弱价格弹性下的需求修复路径

经济体如何走出低通胀-需求下行的负反馈循环的呢？我们总结下来，认为需要分别从需求侧和供给侧去入手。

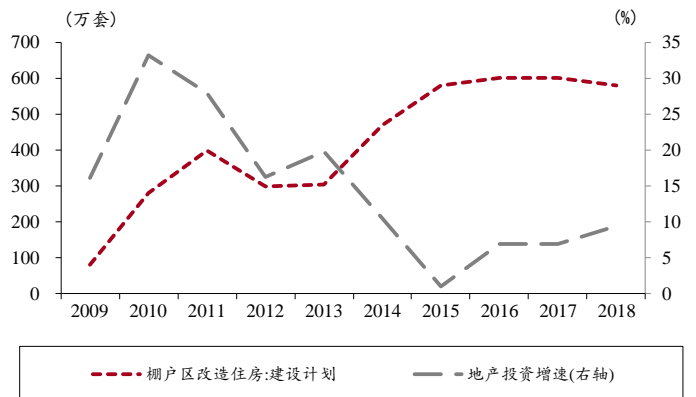
需求侧，一是通过财政货币双管齐下协同发力加码刺激需求。国内的 1998 年和 2015 年都是通过财政扩张带动内需修复，并维持货币政策宽松降低融资成本，财政与货币政策的协同特点明显：1998 年国内大规模发行建设国债，实施积极的财政政策，与此同时，央行降准降息开启货币宽松周期；2015 年国内通过棚改货币化刺激内需，同时减税降费降低企业成本。更为典型的的就是日本 2012 年末的安倍提出的“三支箭”政策，这两支箭就分别指向财政和货币。安倍经济学的做法就是一方面积极扩大财政支出，另一方面货币政策大胆创新，通过零利率、QQE 乃至后来（2016 年）的负利率 YCC 等方式使日元贬值从而提升出口竞争力，同时帮助日本摆脱长期低通胀的环境。

图表 14. 2013 年起日本央行推出量化质化宽松政策(QQE)



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 棚改提速带动地产投资修复

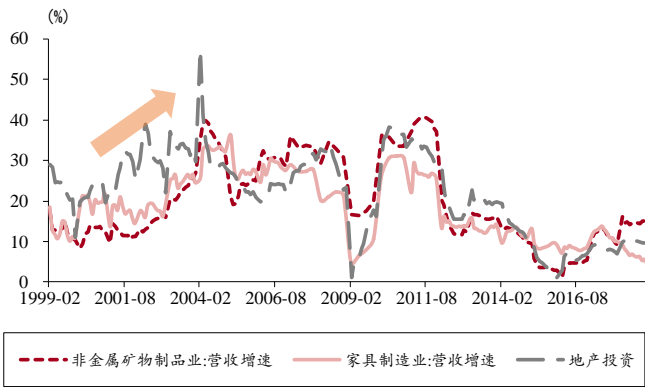


资料来源：万得，中银证券

除了传统的货币财政手段，更为快速有效的走出低通胀的方式就是通过改革或新的产业趋势给经济体带来新的需求增量。比如 1997-99 年，经济需求的实质性好转来源于 1998 年起的地产市场化改革释放的需求潜力以及后续加入 WTO 带来的外需快速增长，这些都成为后续内需的主要驱动力。另外，新的主导产业的爆发也有可能为实体经济带来新的需求增长点，比如 2013-15 年智能手机产业链的发展就为国内的一些电子制造业带来了较大的增量需求。

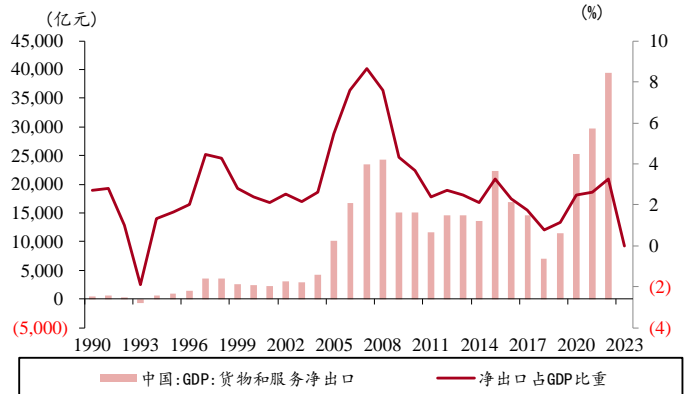
供给再出清也是解决这一阶段供需错配的有效方式之一。比如刚刚提到的 2012-15 年，那一轮国内经济实质性好转还是要到 2016 年以后，供给侧改革加速，传统产业落后产能加速去化，配合着需求端的政策，才逐步走出低物价-弱需求的负反馈循环的。与之相类似的 1997-99 年也有类似的淘汰落后产能，供需再平衡的改革措施。

图表 16. 地产链带动上下游行业需求快速增长



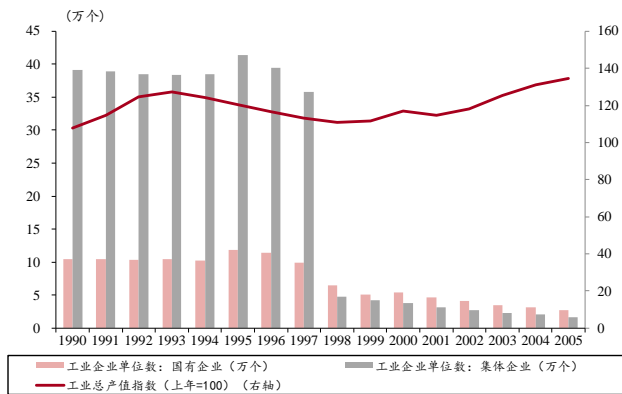
资料来源: 万得, 中银证券

图表 17. 加入 WTO 后外需快速增长



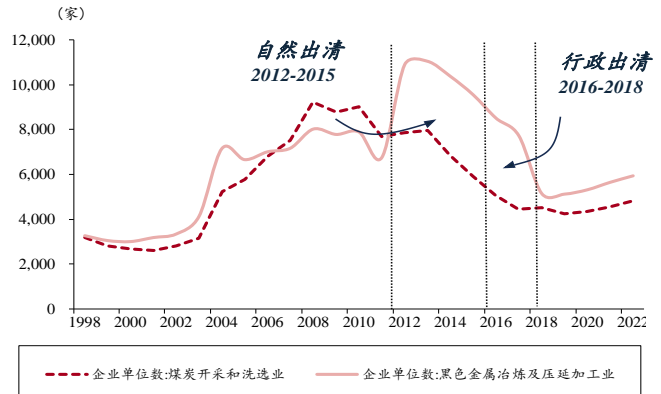
资料来源: 万得, 中银证券

图表 18. 1998 年国企改革推动工业企业单位数量去化



资料来源: 统计局, 中银证券

图表 19. 2012-2015 年产能去化过程



资料来源: 万得, 中银证券

因此，总结下来，我们认为弱价格弹性下需求修复的路径，一方面需要传统的货币财政政策相互协调配合来加码刺激需求，另一方面需要通过改革或新的产业趋势为当前需求疲弱的经济体带来新的增长点；此外从供给端，加速淘汰落后产能进行供需再平衡也是走出长弱价格弹性环境的有效手段。

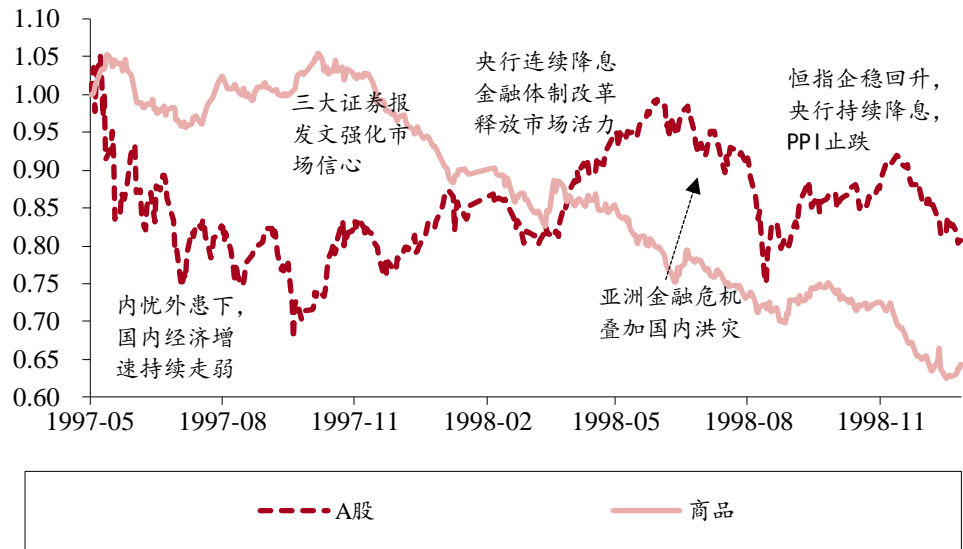
2 弱价格弹性下的资产及行业选择

2.1 弱价格弹性阶段大类资产及股市表现

中国 1997-1998 年：A 股弱市震荡，红利资产与海外科技映射为优选方向

这一阶段 A 股整体呈现先跌后震荡的格局。内忧外患下国内经济较大下行压力是市场大跌的主要原因，国内宏观政策的边际转向是市场止跌企稳的关键节点。1997 年国内经济在内忧外患的扰动下开始出现边际下行，与此同时为了应对恶性通货膨胀，国内宏观政策基调转向紧缩，市场情绪也有所波动，1997 年 5 月起，A 股市场持续走弱，直到四季度监管态度再度转向，市场信心才有所增强，A 股开始逐步企稳。1998 年上半年，国内央行连续降息，金融体制改革为市场带来大量增量资金，A 股年初开始逐步修复。但年中特大洪水及香港金融保卫战的打响再度引发市场对于国内经济的担忧，A 股出现快速大幅下跌。直至洪水退去与香港金融市场重回稳定，A 股才走出反弹行情。四季度国内政策全面转向，在财政和货币政策的刺激下，中国经济出现了复苏的拐点信号，PPI 同比增速在 1998 年末开始出现触底回升迹象。在此期间，商品价格一路走弱，持续下行。这一时期 A 股表现明显弱于同期美股。

图表 20. 1997-1999 年国内大类资产走势



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 1997-1999 年主要大类资产年化收益率

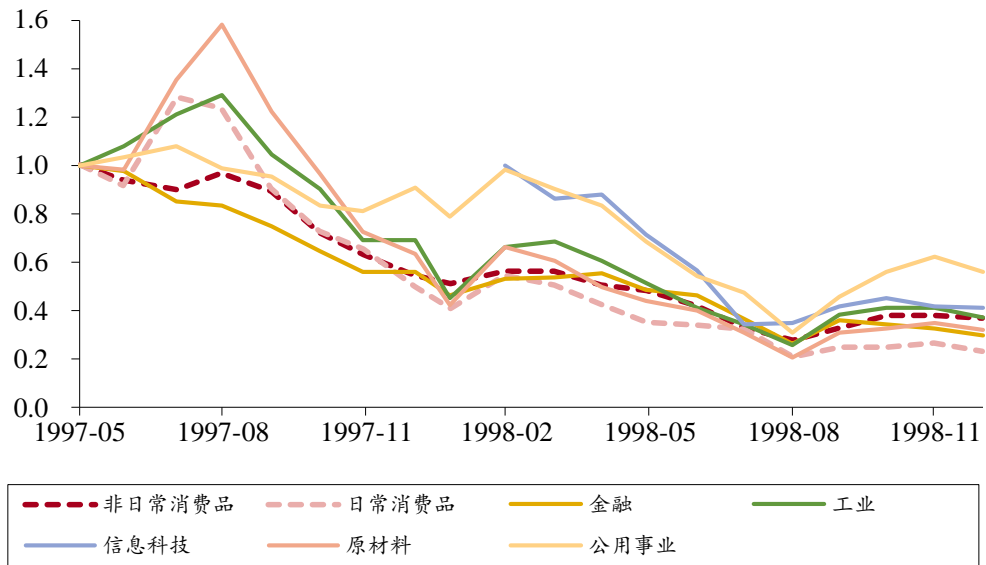
	A 股	商品	汇率	通胀	黄金	美股	美债
1997	27%	-7%	0%	-5%	-22%	31%	10%
1998	-3%	-31%	0%	-4%	-1%	27%	10%
1997-1998	-7%	-35%	0%	-8%	-14%	39%	18%

资料来源：万得，彭博，中银证券

海外科技映射及红利资产为优势行业主要逻辑。行业表现上，信息和公用事业行业在这一阶段表现较为出色。其中，市场大跌的 1997 年末及 1998 年中，公用事业板块尤其是电力股的相对优势更为明显，作为传统重资产高股息盈利稳定的板块，他们在市场风险偏好大幅走弱的环境下体现出明显的优势。此外受到海外科技革命的影响，90 年代中后期，我国个人计算机产业也有了一定的发展，海外科技映射也为 A 股带来了结构性机会，信息技术板块在这一时期也有不错的表现。这一时期 A 股市场涨幅居前的牛股，基本上集中在化工、地产、机械这些传统行业。

政策与流动性环境加持下，这一时期 A 股市场迎来了资产重组概念爆发。1997 年十五大报告中明确提出，除关系到国民经济命脉的重要行业领域之外，可以通过资产重组与结构调整提升国有资产的整体质量。在货币政策持续宽松，传统优势蓝筹股业绩普遍走弱的背景下，资产重组概念在当时引发了市场极大的关注度及热情。

图 22. 1997-1998 年 A 股大类行业表现



资料来源：万得，中银证券

图 23. 1997-1999 年弱价格弹性区间 A 股涨幅 TOP30

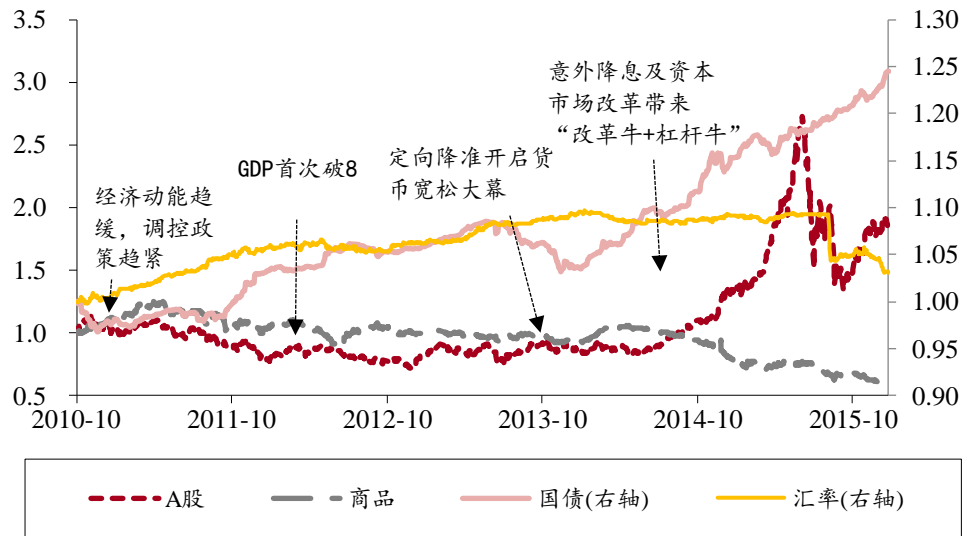
证券简称	所属行业	涨跌幅(%)	总市值(亿元)	证券简称	所属行业	涨跌幅(%)	总市值(亿元)
合金投资	机械设备	438.16	37.08	京基智农	房地产	148.91	51.48
交运股份	综合	350.12	15.37	延边公路	交通运输	143.44	15.87
天宸股份	房地产	300.00	24.90	中储股份	交通运输	141.97	12.20
厦门象屿	家用电器	289.77	49.52	特变电工	电力设备	140.27	20.60
信达地产	房地产	237.04	18.77	新疆天业	基础化工	138.38	27.03
均胜电子	基础化工	235.15	13.49	*ST 凯撒	食品饮料	136.94	16.07
泰达股份	基础化工	210.13	25.32	中百集团	商贸零售	132.98	19.56
上海医药	医药生物	194.74	24.75	国电电力	公用事业	131.85	39.16
绿地控股	房地产	179.96	11.27	新华传媒	传媒	124.93	10.32
*ST 园城	房地产	175.42	14.55	*ST 西钢	钢铁	118.27	55.04
滨海能源	基础化工	173.89	27.83	阳光股份	房地产	117.75	14.03
中航高科	机械设备	173.07	7.61	ST 红太阳	基础化工	115.29	10.82
鲁北化工	基础化工	166.04	59.94	恒天海龙	基础化工	112.80	16.83
东方电子	电力设备	160.79	54.83	*ST 同达	综合	112.72	12.98
金花股份	医药生物	151.19	35.76	宁波中百	商贸零售	109.36	12.86

资料来源：万得，中银证券（注：涨跌幅时间区间为 1997/6/30-1998/12/31，总市值为 1998/12/31 节点市值）

中国 2012-2015 年：A 股先弱后强，超预期政策宽松带来小票牛市

这一阶段资产价格的表现特点是海外资产先强后弱，国内资产先弱后强，商品资产持续走弱。国内资产来看，这一阶段中债持续走牛，商品持续走弱，人民币汇率在 811 汇改后出现了一小轮加速贬值。股票资产方面，A 股先弱后强。2011 年下半年起市场在 GDP 中枢下行、政策持续紧缩、中长期经济结构转换等因素的影响下出现了较大幅度的下行；2012-13 年由于经济预期迟迟没有得到修复、政策没有明显动作，A 股一直处于底部震荡的状态；走强的转折点在于国内宏观政策的超预期积极转向，2013 年底定向降准开启国内货币宽松的大幕，2014 年持续的超预期全面降息及资本市场多项改革政策是点燃市场情绪的主要原因，也成为了市场由弱转强的关键节点。

图表 24. 2012-2015 年国内大类资产走势



资料来源: 万得, 中银证券

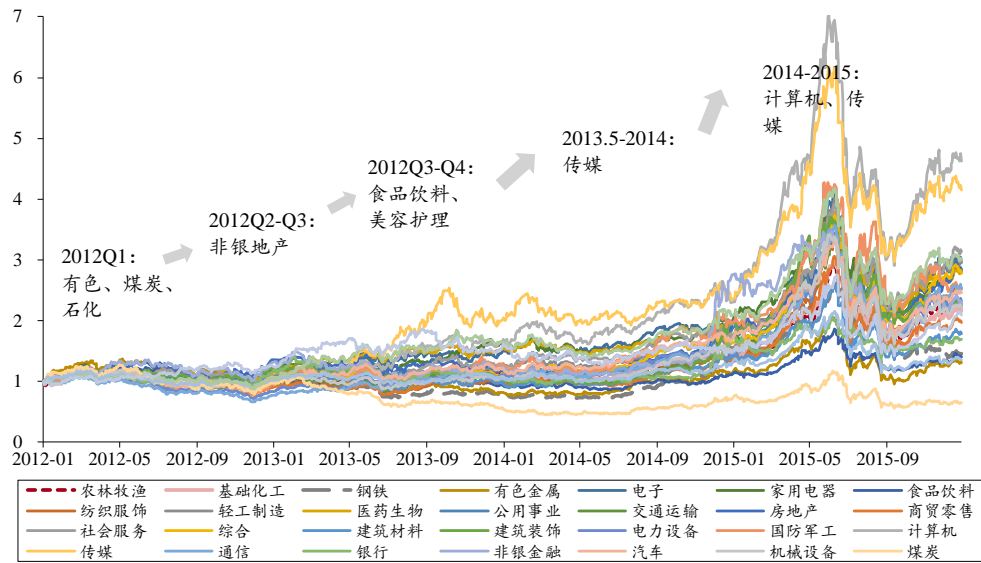
图表 25. 2012-2015 年主要大类资产年化收益率

	A 股	国债	商品	汇率	通胀	房价	黄金	美股	美债
2012	5%	3%	-3%	0%	-3%	7%	6%	13%	2%
2013	5%	-2%	-5%	3%	0%	9%	-28%	30%	-3%
2014	52%	11%	-18%	0%	-1%	0%	0%	11%	5%
2015	38%	8%	-23%	-6%	-1%	11%	-11%	-1%	1%
2012-2015	61%	17%	-40%	-1%	-4%	28%	-37%	41%	6%

资料来源: 万得, 彭博, 中银证券

基本面与政策双重驱动下的小票行情。行业表现上, 这一阶段的 A 股行情大家印象最为深刻的就是 TMT 为代表的科技股牛市。在此之前, 市场在底部震荡阶段也出现过不同阶段的行业轮动: 2012 年市场一度对稳增长政策有所预期, 顺周期板块阶段性占优, 此后随着地产调控阶段性趋缓, 地产后周期板块也有所表现, 纠结低迷的情绪下, 价值风格为 2012 年市场主要方向; 直到 2013 年, 智能手机的普及带来移动互联网产业趋势兴起, TMT 板块里传媒行业开始出现结构性机会, 但 2013 年流动性的意外紧缩使得整体行情幅度受限, 市场投资的主线依然集中在高现金流低负债率的逻辑上去选股。直到 2014 年, 超预期的全面降息带来市场估值的大幅提升, 在强 beta 板块的带动下市场在 Q4 走出了一波拔估值的行情, 与此同时, 一带一路为代表主题投资成为彼时市场热点。2015 年在超预期的货币宽松与改革背景下, A 股在计算机与传媒的带领下走出了一波强劲的小票行情。这一轮的牛股, 基本集中在计算机、传媒这两个行业, 兼并重组与互联网+主题也是当时市场关注度最高的投资主线。

图表 26. 2012-2015 年 A 股行业表现



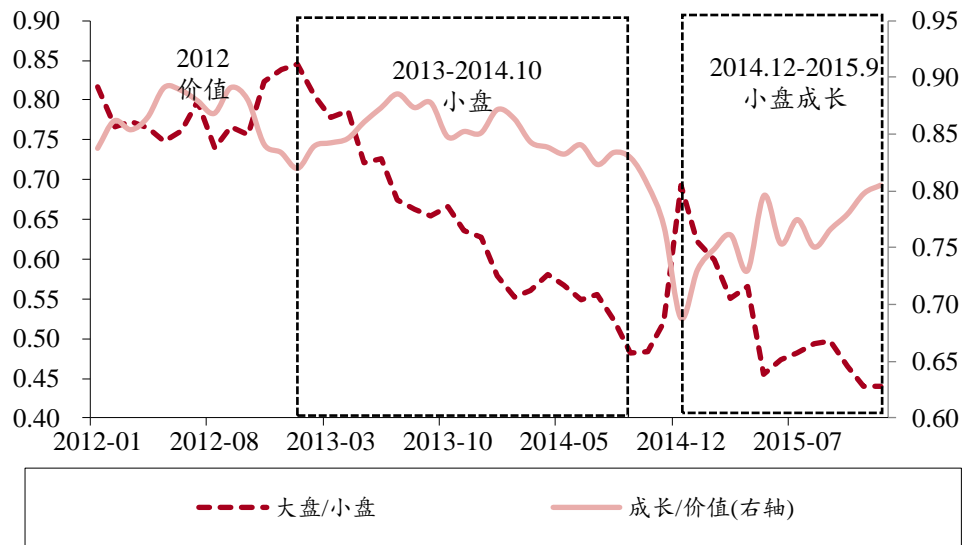
资料来源: 万得, 中银证券

图表 27. 2012-2015 年弱价格弹性区间 A 股涨幅 TOP30

证券简称	所属行业	涨跌幅(%)	总市值(亿元)	证券简称	所属行业	涨跌幅(%)	总市值(亿元)
华数传媒	传媒	2103.09	409.94	飞马国际	交通运输	913.53	216.00
网宿科技	计算机	1691.97	368.64	恒立实业	综合	910.71	48.14
金证股份	计算机	1586.79	280.79	达安基因	医药生物	910.35	289.31
怡亚通	交通运输	1527.83	758.99	万达信息	计算机	909.30	305.00
东方财富	非银金融	1430.90	611.48	同花顺	计算机	906.29	212.41
中航产融	非银金融	1321.55	567.74	青岛中程	综合	882.57	130.31
银之杰	计算机	1214.11	160.16	光启技术	国防军工	857.90	101.08
上海莱士	医药生物	1178.50	1143.85	万丰奥威	汽车	810.10	249.74
兴源环境	机械设备	1085.28	228.66	三七互娱	传媒	808.75	317.60
飞利信	计算机	1031.53	165.82	百润股份	食品饮料	807.09	360.19
东土科技	通信	1020.22	130.45	特力 A	汽车	789.36	138.56
南京新百	商贸零售	1010.60	307.14	旋极信息	计算机	787.77	131.40
兰石重装	机械设备	976.57	153.32	雷柏科技	计算机	786.17	228.89
中文在线	传媒	944.65	122.92	光环新网	计算机	783.75	264.88
神州高铁	社会服务	935.58	199.98	川发龙蟒	计算机	776.14	157.31

资料来源: 万得, 中银证券 (注: 涨跌幅时间区间为 2012/1/1-2015/9/30, 总市值为 2015/9/30 节点市值)

图表 28. 2012-2015 年 A 股风格表现



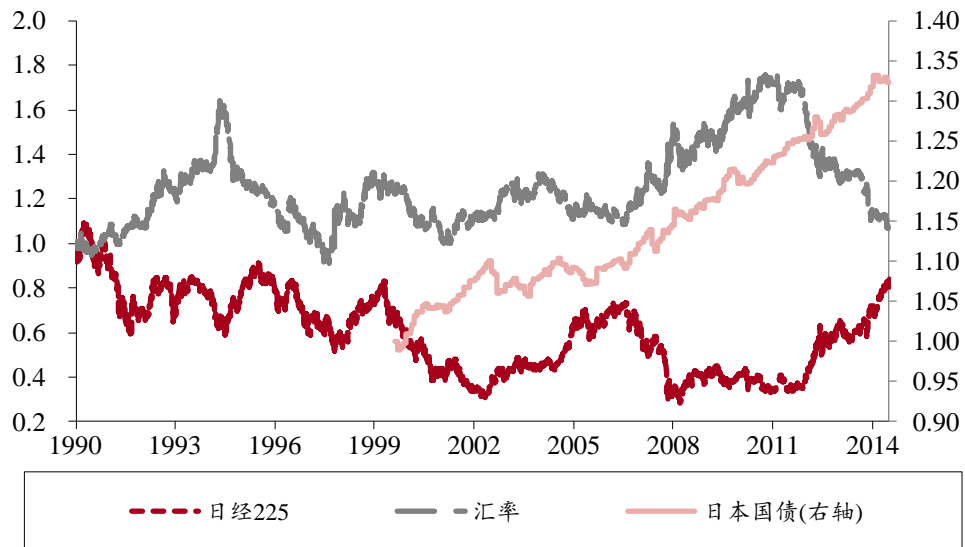
资料来源：万得，中银证券

日本 1997-2013 年：风险资产长期跑输通胀，中小盘与价值风格交替占优

日债长牛，风险资产跑输通胀。这一阶段的日股经历了几个不同的阶段，总体来看，除 2003-2007 年的短暂上行外基本维持底部震荡的走势。同时期的日本国债持续走牛，下表可见，除 2003 年后，日债在此期间每年都维持稳定的正收益。整个日本弱价格弹性阶段内（这里我们剔除了 2004-09 年由于全球需求上行以及金融危机带来的较大波动），日本大类资产的表现上，风险资产全面弱于同期的海外风险资产，本土资产内部，日债优于汇率，这两种资产跑赢通胀，日股及地产跑输同期通胀。

90 年代日股经历了 80 年代末的泡沫破灭大跌后持续在底部区间震荡，进入 2000 年后，中国工业化进程带来全球需求增量，日股也在 2003-07 年走出一小轮上行行情，但 2008 年全球金融危机的爆发使得日股再度跌回 2000 年起点；2010-12 年，日股依然在底部区间徘徊，直到 2013 年安倍改革开启，日本经济-通胀有所起色，日股才走出底部区间，迎来反转。

图表 29. 1997-2013 年日本大类资产走势



资料来源：万得，彭博，中银证券

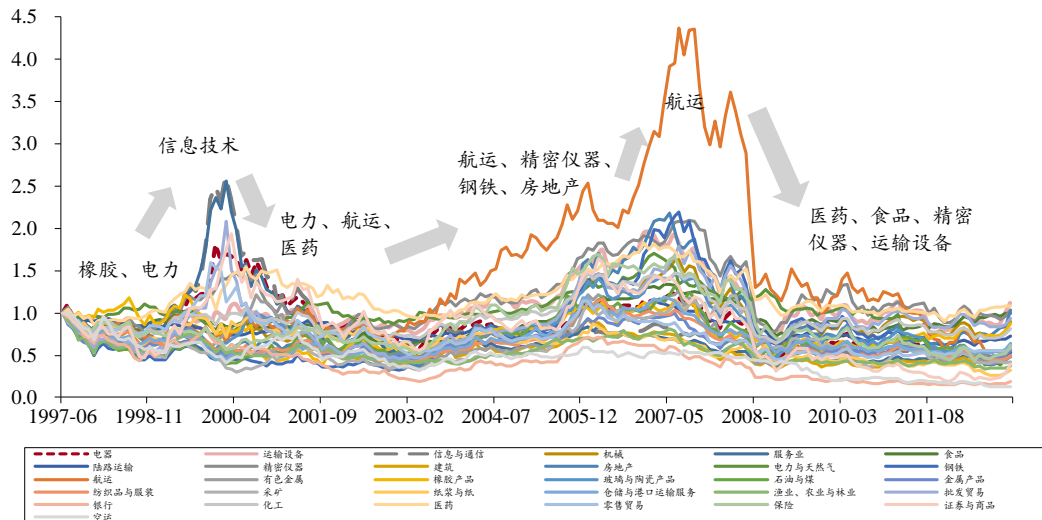
图表 30. 1997-2013 年主要大类资产年化收益率

	日股	日债	汇率	通胀	房价	黄金	美股	美债
1997	-21%		-11%	2%	-3%	-22%	31%	10%
1998	-9%		15%	1%	-2%	-1%	27%	10%
1999	37%		11%	-1%	-2%	1%	20%	-3%
2000	-27%		-11%	0%	-3%	-6%	-10%	14%
2001	-24%	3%	-13%	-1%	-3%	1%	-13%	7%
2002	-19%	3%	11%	0%	-5%	24%	-23%	12%
2003	24%	-1%	11%	0%	-5%	22%	26%	2%
2004	8%	1%	5%	0%	-5%	5%	9%	4%
2005	40%	1%	-13%	0%	-3%	17%	3%	3%
2006	7%	0%	-1%	0%	-2%	24%	14%	3%
2007	-11%	3%	7%	1%	-1%	32%	4%	9%
2008	-42%	3%	23%	0%	-2%	3%	-38%	14%
2009	19%	1%	-2%	-2%	-1%	28%	23%	-4%
2010	-3%	2%	15%	0%	3%	28%	13%	6%
2011	-17%	2%	5%	0%	-1%	12%	0%	10%
2012	23%	2%	-11%	0%	0%	6%	13%	2%
2013	57%	2%	-18%	2%	2%	-28%	30%	-3%
剔除 04-09	-10%	3%	2%	0%	-1%	17%	2%	8%

资料来源：万得，彭博，中银证券

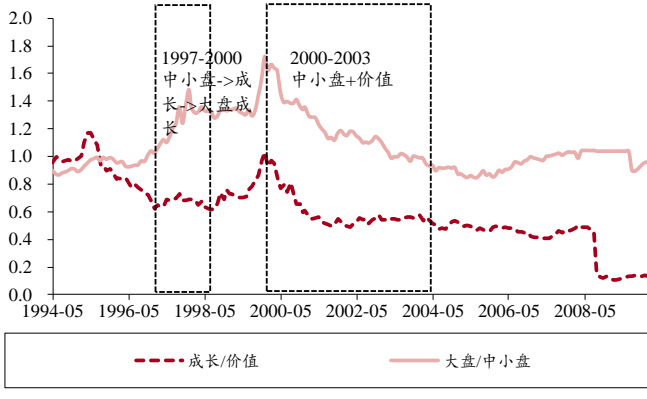
弱价格弹性阶段中小盘与价值风格交替占优。日本股市在弱价格弹性时期的表现大体可分为 1997-2003 年、2003-2007 年、2008-2009 年、2010-2012 年这几个不同的阶段。其中，1997-1998 年日股持续下跌，市场整体的选股逻辑是高安全边际的抗跌品种，表现相对好的行业为电力与天然气、航运、医药、精密仪器、化工、运输设备等。这一时期日股小盘股表现明显优于大盘。1999 年起随着市场底部反弹，受益于海外科技映射的信息技术行业开始有所表现。2001 年科网泡沫破灭再度带来日股大跌，这一阶段电力、航运、医药行业体现出了较高的抗跌属性。2003-2007 年受益于中国经济发展带来的需求增量，日本经济和股市都出现了一定程度的见底回升，这一阶段涨幅靠前的行业包括钢铁、房地产、航运、有色金属等，这一时期的牛股主要也分布在工业、原材料及能源相关板块。2008 年全球经济危机爆发后，日本经济经历了大幅衰退。因此不同于其他市场，金融危机之后的日本股市并没有出现明显的反弹行情，2009 年至 2012 年，日股持续低位震荡，这一时期日股优势行业较为分散，消费、医药和传统优势产业精密仪器等板块表现相对占优。受益于流动性宽松与需求疲弱，中小盘风格再度成为市场主线。

图表 31. 1997-2012 年日本股市行业表现



资料来源：彭博，中银证券

图表 32. 1997-2003 年日本股市风格表现



资料来源：万得，中银证券

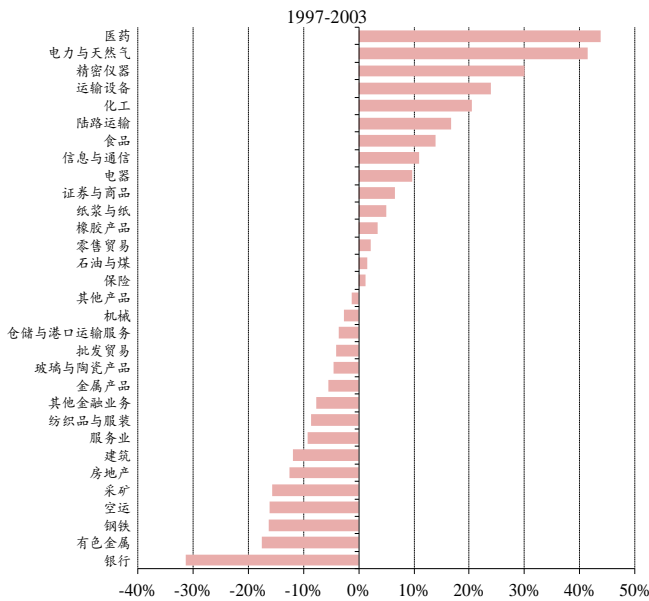
图表 33. 2010 年后日本股市风格表现



资料来源：万得，中银证券

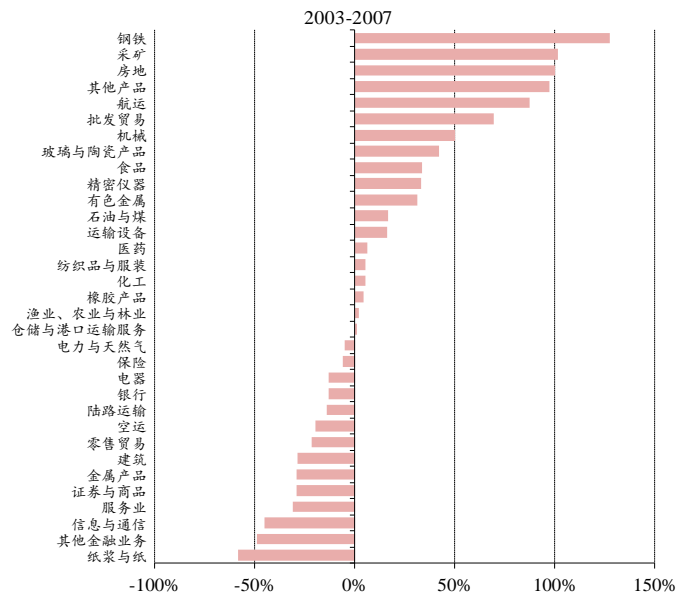
出海、消费平替及海外科技映射主线。此外，我们也梳理了不同阶段日本股市涨幅居前的股票。下表可见，90 年代日股牛股逻辑集中在制造业出海、国内消费平替以及部分海外科技映射方向，2003-07 年牛股逻辑主要为受益于全球需求增长的周期品；金融危机之后，牛股行业有所分散，基本逻辑还是集中在能够拓展海外市场的传统制造业以及具备全球竞争力的消费品这两个方向上。2013 年后，伴随着全球智能手机产业大爆发，牛股中科技股比例大幅提升。饼状图展示了不同阶段 TOP30 牛股所属行业分布情况，从这里也可以一定程度的反映出日股优势行业的变迁以及牛股逻辑的演变过程。

图表 34. 1997-2003 年日本股市行业超额收益



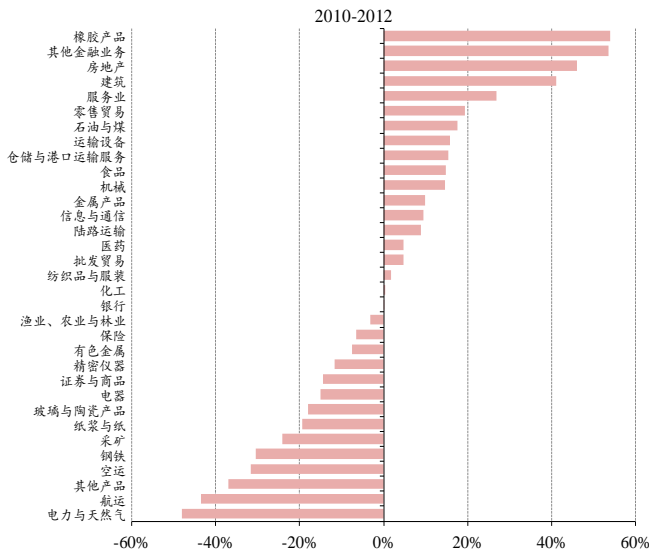
资料来源：彭博，中银证券（注：涨跌幅时间区间为 1997/7-2003/3）

图表 35. 2003-2007 年日本股市行业超额收益



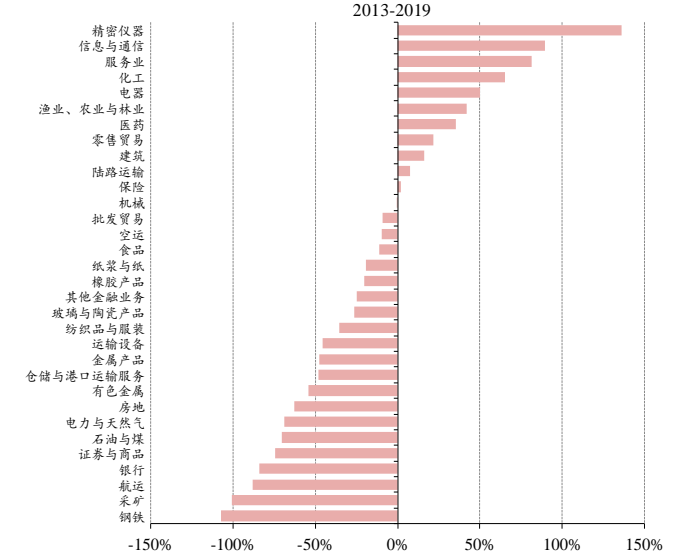
资料来源：彭博，中银证券（注：涨跌幅时间区间为 2003/12-2007/12）

图表 36. 2010-2012 年日本股市行业超额收益



资料来源：彭博，中银证券（注：涨跌幅时间区间为 2010/1-2012/12）

图表 37. 2013-2019 年日本股市行业超额收益



资料来源：彭博，中银证券（注：涨跌幅时间区间为 2013/1-2019/12）

图表 38. 1997-2003 年弱价格弹性区间日股涨幅 TOP30

证券简称	涨跌幅(%)	一级行业	细分行业	证券简称	涨跌幅(%)	一级行业	细分行业
迅销	242.97	可选消费	服装零售	兄弟工业	68.85	信息技术	电脑硬件
久光制药	195.56	医疗保健	西药	米思米	66.14	工业	贸易公司与工业品经销商
STANLEY ELECTRIC	168.79	可选消费	机动车零配件与设备	LOOK HOLDINGS	59.66	可选消费	服装、服饰与奢侈品
KFC HOLDINGS JAPAN	116.37	可选消费	餐馆	三菱日联租赁	56.40	金融	特殊金融服务
ARISAWA MFG	116.36	信息技术	电子设备和仪器	中外制药	54.48	医疗保健	西药
大东建托	111.26	房地产	房地产经营公司	NIPRO	52.54	医疗保健	医疗保健用品
NOK	95.45	可选消费	机动车零配件与设备	滨松光子学	51.99	信息技术	电子设备和仪器
盐野义制药	88.10	医疗保健	西药	商船三井	47.79	工业	海运
奥林巴斯	87.11	医疗保健	医疗保健设备	伊藤园	46.41	日常消费	软饮料
大金工业	76.07	工业	建筑产品	SHIMAMURA	43.16	可选消费	服装零售
LIFE	75.30	日常消费	食品零售	花王	42.14	日常消费	个人用品
CENTRAL GLASS	75.05	工业	建筑产品	川崎汽船	41.85	工业	海运
NIPPON GAS	72.19	公用事业	燃气	RICOH LEASING	41.49	金融	特殊金融服务
MITSUBISHI SHOKUJIN	70.07	日常消费	食品分销商	AICA KOGYO	39.42	工业	建筑产品
BANNERS	68.90	可选消费	汽车零售	TSUTSUMI JEWELRY	39.38	可选消费	服装、服饰与奢侈品

资料来源：万得，中银证券（注：涨跌幅时间区间为 1997/7/30-2003/3/31）

图表 39. 2003-2007 年日股涨幅 TOP30

证券简称	涨跌幅(%)	一级行业	细分行业	证券简称	涨跌幅(%)	一级行业	细分行业
OSAKA TITANIUM TECHNOLOGI ES	2128.57	材料	金属非金属	NIPPON SEIRO	431.92	能源	石油与天然气的炼制和销售
RAIZNEXT	1331.46	能源	石油天然气设备与服务	NITTOSEIKO	415.83	工业	工业机械
日本制钢	1188.42	工业	工业机械	SANYO SPECIAL STEEL	407.87	材料	钢铁
AEON DELIGHT	809.47	工业	环境与设施服务	TOYOTA BOSHOKU	399.07	可选消费	机动车零配件与设备
FOSTER ELECTRIC	733.47	可选消费	消费电子产品	山九	398.28	工业	公路运输
TOHO TITANIUM	685.50	材料	金属非金属	HOKUETSU INDUSTRIES	385.83	工业	工业机械
ASICS	680.32	可选消费	鞋类	F-TECH	383.78	可选消费	机动车零配件与设备
AKASAKA DIESELS	671.62	工业	建筑机械与重型卡车	大同特殊钢	380.62	材料	钢铁
任天堂	614.71	信息技术	家庭娱乐软件	MATSUYA	374.04	可选消费	百货商店
KIMURA CHEMICAL PLANTS	558.70	工业	工业机械	SYSMEX	370.81	医疗保健	医疗保健设备
KOIKE SANSO KOGYO	552.71	工业	工业机械	小松集团	370.20	工业	建筑机械与重型卡车
UNOZAWA- GUMI IRON WORKS	501.92	工业	工业机械	TOKYO KAIKAN	368.40	可选消费	餐馆
IBIDEN	487.05	信息技术	电子设备和仪器	MAKITA	364.63	工业	工业机械
OKANO VALVE MFG	476.71	工业	工业机械	大隈控股	361.17	工业	工业机械
大和工业	471.42	材料	钢铁	IMPERIAL HOTEL	348.67	可选消费	酒店、度假村与豪华游轮

资料来源：万得，中银证券（注：涨跌幅时间区间为2003/12/31-2007/12/31）

图表 40. 2010-2012 年弱价格弹性区间日股涨幅 TOP30

证券简称	涨跌幅(%)	一级行业	细分行业	证券简称	涨跌幅(%)	一级行业	细分行业
FRONTEO	1136.82	信息技术	信息技术咨询与其它服务	TSUCHIYA	277.90	可选消费	住宅建筑
MONOTARO	991.42	工业	贸易公司与工业品经销商	SYSTEM INTEGRATOR	277.13	信息技术	应用软件
CAREER DESIGN CENTER	575.74	工业	人力资源与就业服务	MAEDA KOSEN	270.32	工业	建筑产品
STARTIA HOLDINGS	573.16	工业	办公服务与用品	KANAMOTO	270.30	工业	贸易公司与工业品经销商
WDB HOLDINGS	402.36	工业	人力资源与就业服务	SAC'S BAR HOLDINGS	268.24	可选消费	服装零售
SHIP HEALTHCARE	394.26	医疗保健	保健护理产品经销商	NANO MRNA	264.20	医疗保健	生物科技
LOOK HOLDINGS	356.75	可选消费	服装、服饰与奢侈品	INTRANCE	258.80	房地产	房地产开发
EM SYSTEMS	348.60	信息技术	电子元件	DAIDO METAL	257.90	可选消费	机动车零配件与设备
AIFUL	346.56	金融	消费信贷	ANRITSU	254.78	信息技术	电子元件
GNI GROUP	335.71	医疗保健	生物科技	KURIMOTO	253.34	材料	钢铁
三丽鸥	304.08	可选消费	专卖店	TATSUTA ELECTRIC WIRE AND CABLE	251.12	工业	电气部件与设备
ORIENT	302.47	金融	消费信贷	NIHON FLUSH	248.97	工业	建筑产品
KURIYAMA HOLDINGS	286.70	材料	基础化工	TPR	246.56	可选消费	机动车零配件与设备
CREATE RESTAURANTS HOLDINGS	282.52	可选消费	餐馆	安藤间	227.36	工业	建筑与工程
COSMOS PHARMACEUTICAL	280.03	日常消费	药品零售	FUDO TETRA	224.53	工业	建筑与工程

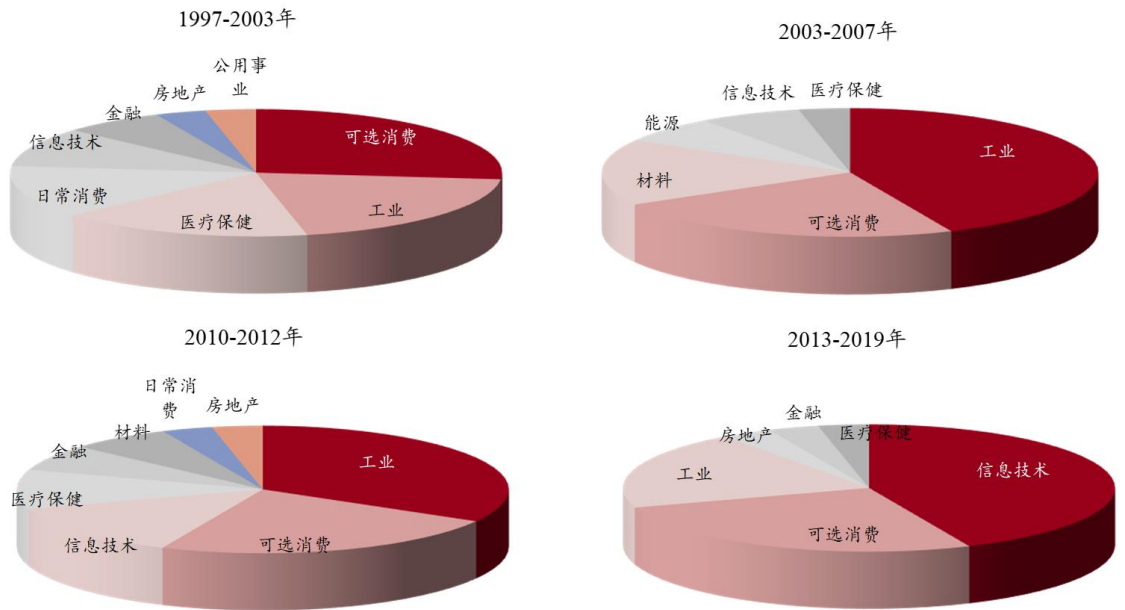
资料来源：万得，中银证券（注：涨跌幅时间区间为 2010/1/1-2012/12/31）

图表 41. 2013-2019 年日股涨幅 TOP30

证券简称	涨跌幅(%)	一级行业	细分行业	证券简称	涨跌幅(%)	一级行业	细分行业
DIP	7367.45	信息技术	互联网软件与服务	INSPEC	1404.37	信息技术	半导体设备
TEMAIRAZU	3627.45	信息技术	互联网软件与服务	COMTURE	1402.22	信息技术	信息技术咨询与其它服务
JAPAN MATERIAL	3473.38	信息技术	半导体设备	SMS	1349.88	工业	人力资源与就业服务
LASERTEC	3203.42	信息技术	半导体设备	FUKUI COMPUTER HOLDINGS	1332.85	信息技术	应用软件
MARUMAE	3052.16	工业	工业机械	PEPPER FOOD SERVICE	1302.14	可选消费	餐馆
INFOMART	2704.41	信息技术	应用软件	G-7 HOLDINGS	1261.43	可选消费	汽车零售
GMO PAYMENT GATEWAY	2271.65	信息技术	数据处理与外包服务	GOLDWIN	1255.32	可选消费	服装、服饰与奢侈品
FULLCAST HOLDINGS	1996.35	工业	人力资源与就业服务	SYUPPIN	1242.72	可选消费	互联网零售
BENEFIT ONE	1976.05	工业	人力资源与就业服务	大福库	1238.99	工业	工业机械
WEALTH MANAGEMENT	1769.58	可选消费	酒店、度假村与豪华游轮	DEAR LIFE	1220.73	房地产	多样化房地产活动
OUTSOURCING	1702.43	工业	人力资源与就业服务	SHOEI	1167.14	可选消费	机动车零配件与设备
ADTEC PLASMA TECHNOLOGY	1644.65	信息技术	电子元件	MCJ	1152.29	信息技术	电脑硬件
NIHON M&A CENTER	1572.94	金融	投资银行业与经纪业	DIGITAL ARTS	1139.92	信息技术	系统软件
ASAHI INTECC	1517.47	医疗保健	医疗保健用品	YAMAICHI ELECTRONICS	1134.53	信息技术	半导体产品
PACIFIC NET	1421.38	可选消费	电脑与电子产品零售	RACCOON HOLDINGS	1125.70	可选消费	互联网零售

资料来源：万得，中银证券（注：涨跌幅时间区间为 2013/1/1-2019/12/31）

图表 42. 不同阶段日股牛股所属行业分布

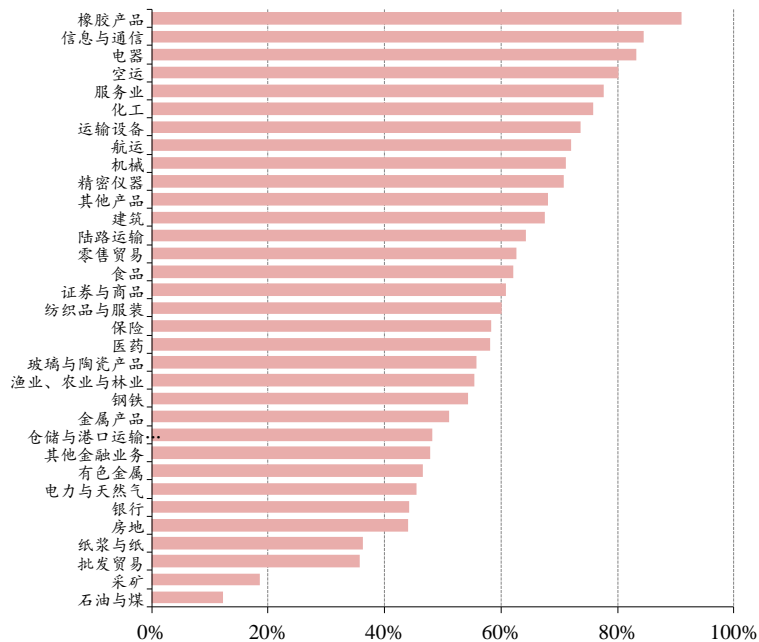


资料来源：万得，中银证券

2.2 走出弱价格弹性区间后股票市场表现

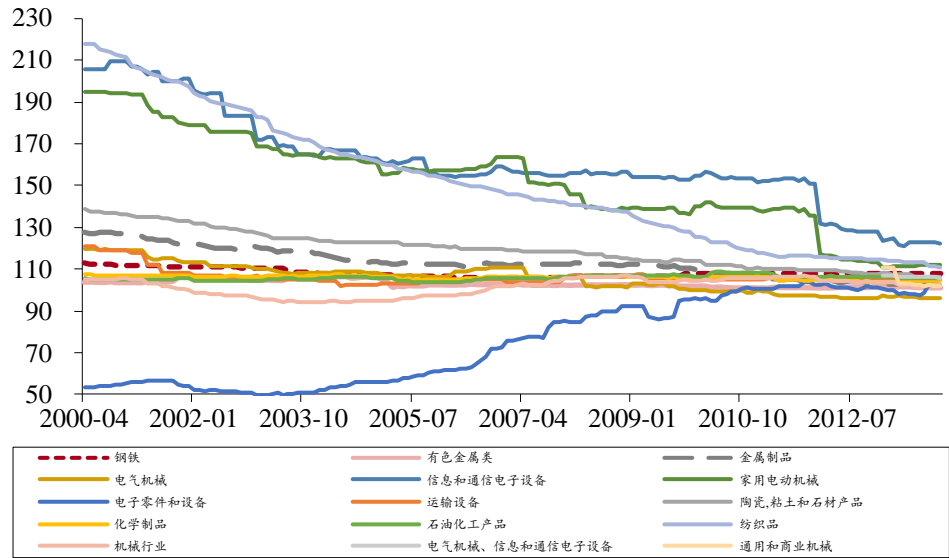
供需格局改善的行业在走出弱价格弹性区间后率先有所表现。以日股为例，走出弱价格弹性区间后，行业表现上主要有两条主线：一是率先走出产能过剩的传统行业，如化工品、电器、纺织服装；二是需求具有增长潜力的新兴行业，比如信息通信、服务业。下图可见，2000年起至2013年，日本产能去化较为充分的行业主要为纺织品、家用电动机械和电子设备，这几个行业在日股走出底部区间后也率先有所表现。

图表 43. 2013-2014 年日股行业表现



资料来源：彭博，中银证券（注：涨跌幅时间区间为2013/1-2014/12）

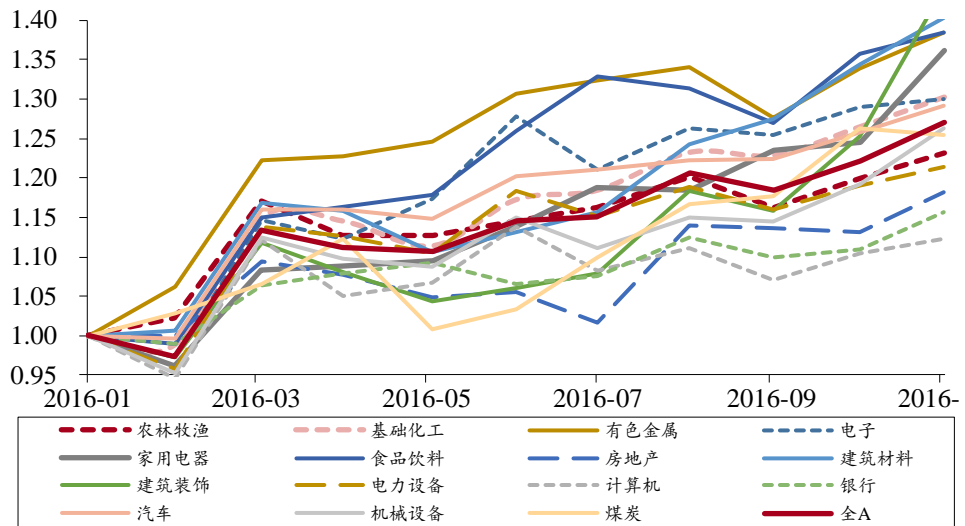
图表 44. 2000 年至今日本行业产能去化情况



资料来源：彭博，中银证券

A 股也有类似的经验，2016 年上半年，国内通胀及需求环境逐渐走出了底部区间，A 股也迎来了触底回温，走出弱价格弹性区间后 A 股率先迎来反弹的是有色、化工、建筑建材、食品饮料行业，这些行业的共同特征是供给出清较为彻底、行业格局健康稳定，且行业需求稳定或边际向好。简而言之，供需格局改善的行业会在走出弱价格弹性区间后率先有所表现。

图表 45. 2016 年 A 股主要行业表现



资料来源：彭博，中银证券

3 总结与展望

3.1 经验总结

总结以上弱价格弹性区间经济及资产表现的经验规律，我们发现：

- 1) 首先，从经济和政策的角度，在弱价格弹性的环境下**货币政策有望持续维持在宽松状态**；而在这一阶段，经济体需求的波动性降低，库存周期被压扁，**供给侧变化成为决定行业间补库幅度的主要因素**；**走出弱价格弹性区间需要挖掘新的需求增长点或供给端落后产能的加速去化**，这个需求增长点的来源可能是政策刺激、也可能是新的改革或产业方向带来的。
- 2) **大类资产的表现上，债券胜率优于股票**。这一阶段的债券资产绝对收益胜率最高，债券资产价格总体呈现稳步上行的趋势；股票资产多数会呈现先跌后震荡的格局，后续走势也取决于国内政策的有效性及强度。走出底部的拐点多来自于政策的转向或需求的回暖，如果出现比较超预期的政策刺激，例如 2014-15 年，股票市场也可能会出现比较大的牛市行情。
- 3) **这一阶段股票资产的配置上可以遵循低估值红利与新兴成长双主线逻辑**。在初期市场下跌过程中，可增加安全边际高的高股息红利资产仓位。当市场进入底部震荡阶段后，配置的方向上需要关注货币宽松带来的主题投资机会以及需求侧边际变化。需求侧的变化一方面指的是顺应全球需求发展新格局的投资逻辑，比如 90 年代日股的制造业出海、消费平替以及海外科技映射逻辑；在 A 股也要重点关注国内政策或者改革的方向指引，比如 2015 年互联网+行情。走出弱价格弹性区间后，可以去重点关注行业供需格局的变化，最快走出产能过剩的传统行业或具有新的需求增长点的行业会率先有所表现的行业方向。

图表 46. 弱价格弹性区间经验总结

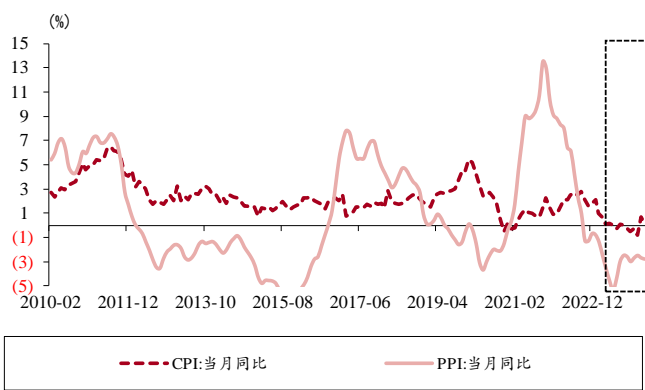


资料来源：中银证券

3.2 当前行业配置方向展望

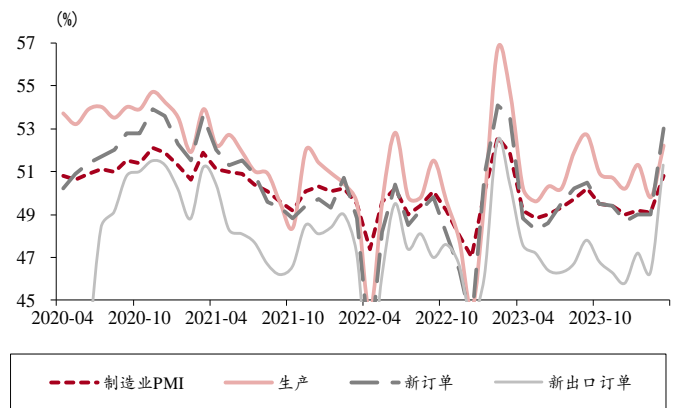
结构转型期，价格弱修复。2022年10月以来，国内PPI增速跌破0轴并持续位于低位震荡；需求端，在新旧产业动能转换期，内需的修复的拐点推后。我们认为2024年国内PPI有望迎来底部回温，但国内需求仍将呈现弱复苏的状态。一方面，2024年以来，国内政策持续发力，除了持续宽松的货币政策，2024年财政端也有积极表现，2024年3月7日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，方案对设备投资规模、消费品回收量等多方面提出量化指标，有望带来部分行业产能及需求的重新回温。另一方面，即将到来的第二库存周期多为量升价平，价格中枢通常难有大幅上行。2024年2月以来，铜、油为代表的主要大宗商品价格出现明显底部上行迹象，反映市场对于海外制造业补库需求的预期升温。我们认为，本轮补库周期下外需相关的品种价格弹性或更强；当前来看国内地产为代表的传统投资链依旧疲弱，本轮国内库存周期的上行更多依赖海外补库带来的需求增量。

图表 47. 2022 年 10 月以来国内价格水平持续低位震荡



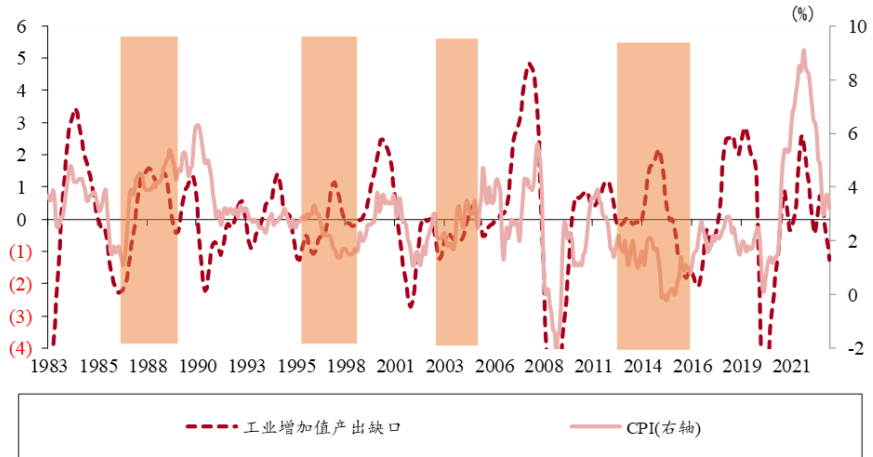
资料来源：同花顺，中银证券

图表 48. 3 月 PMI 显示外需韧性较强



资料来源：万得，中银证券

图表 49. 不同库存周期内价格水平

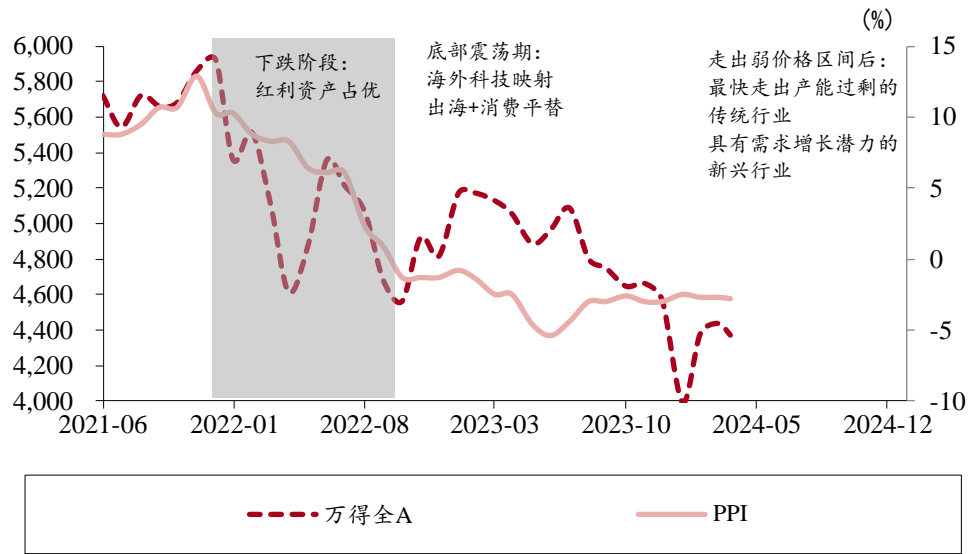


	CPI 平均上行幅度 (%)
第一库存周期	2.325
第二库存周期	1.925
第三库存周期	2.825

资料来源：万得，中银证券

基于此，我们认为当前弱价格弹性的背景下，需要重点关注出海、消费平替和 AI 产业浪潮带来的结构性机会。而国内政策方面，需要重点关注设备更新及消费品以旧换新所带来的增量投资机会。中长期角度行业的布局建议重点关注两个方向：1) 具有潜在需求增量的新兴制造及科技产业；2) 具备供给侧刚性的传统行业。

图表 50. 当前及未来 A 股行业配置方向展望



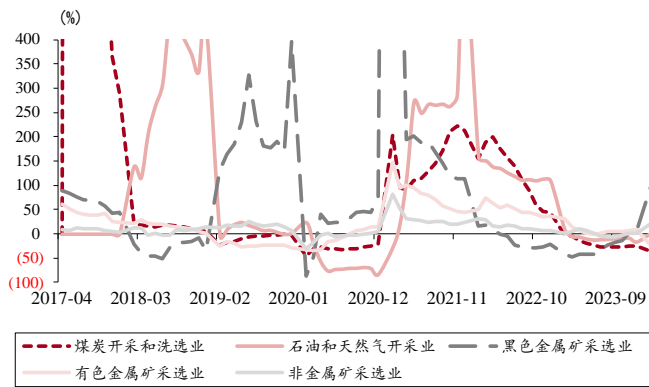
资料来源：万得，中银证券

当前主要行业供需格局

(1) 需求端

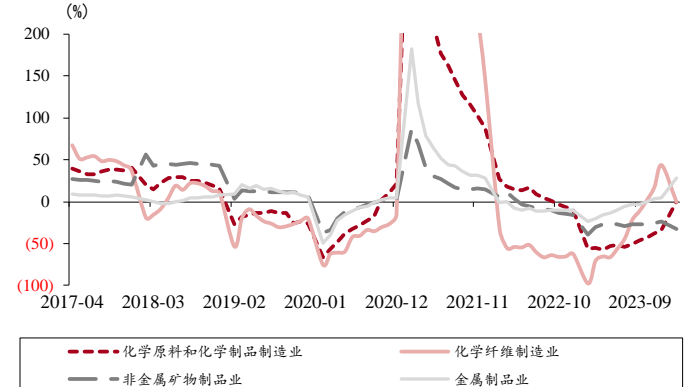
盈利层面，上游资源行业多数处于底部，其中黑色金属和化学制品有一定回升迹象；中游制造行业有所分化，其中通用设备、计算机电子设备为代表的新兴制造业及汽车制造行业盈利回升趋势最为明显；下游消费品行业里面，食品制造、纺织服装行业盈利呈现稳步修复。

图表 51. 上游资源行业当前盈利增速



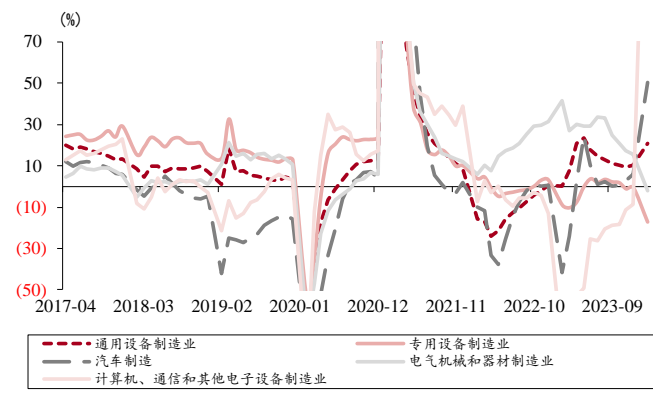
资料来源：万得，中银证券

图表 52. 材料相关行业当前盈利增速



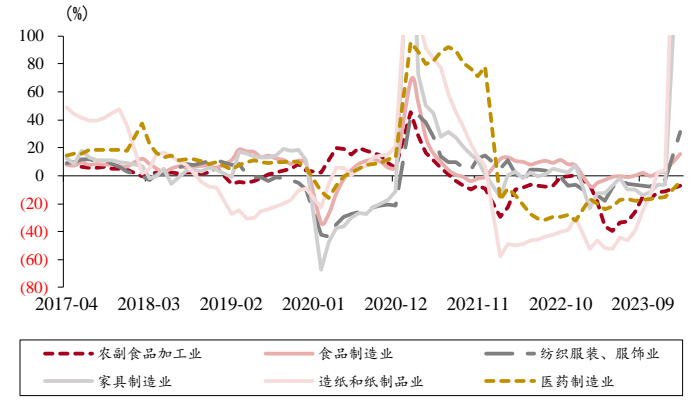
资料来源：万得，中银证券

图表 53. 中游制造业当前盈利增速



资料来源：万得，中银证券

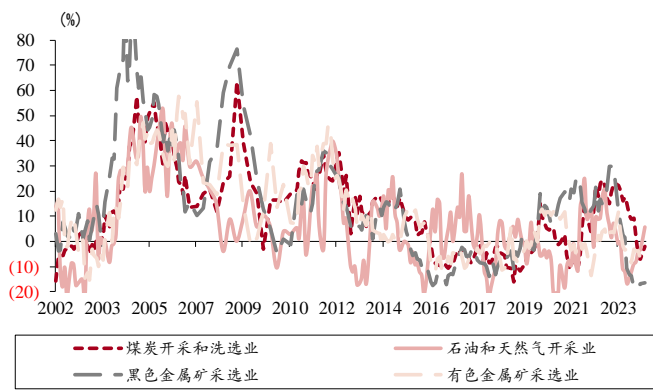
图表 54. 消费品制造业当前盈利增速



资料来源：万得，中银证券

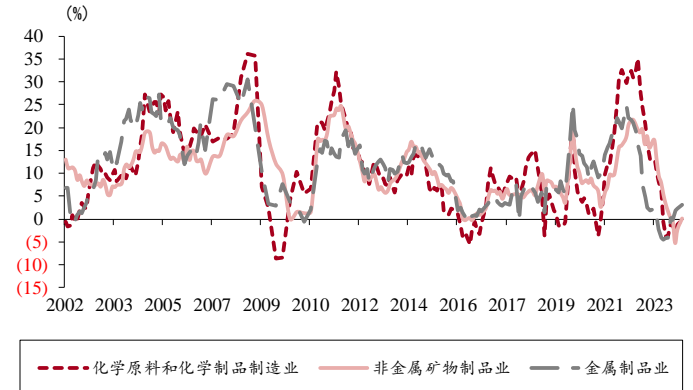
库存角度，中上游行业多数已步入去库->补库拐点，其中石油、有色行业库存回补最快；消费品制造业库存多处于磨底阶段；中游制造业存在一定分化，通用设备、电子设备及汽车呈现库存触底迹象，其他行业仍处于去库中继。

图表 55. 上游资源行业当前库存增速



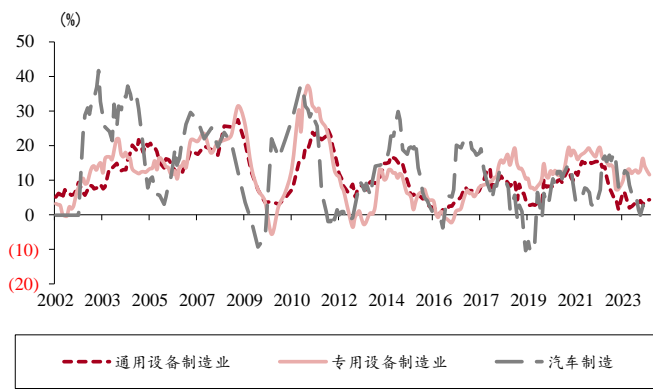
资料来源：万得，中银证券

图表 56. 材料相关行业当前库存增速



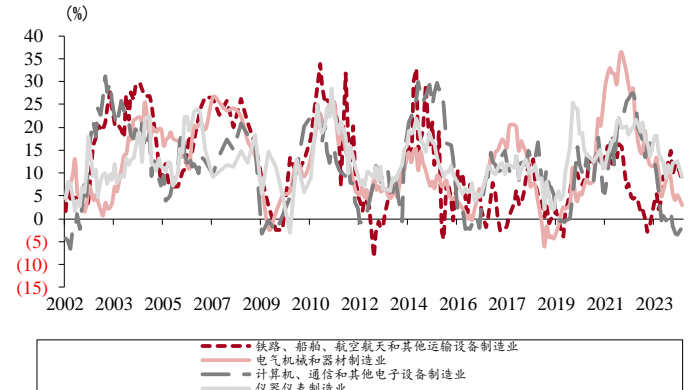
资料来源：万得，中银证券

图表 57. 制造业细分行业当前库存增速



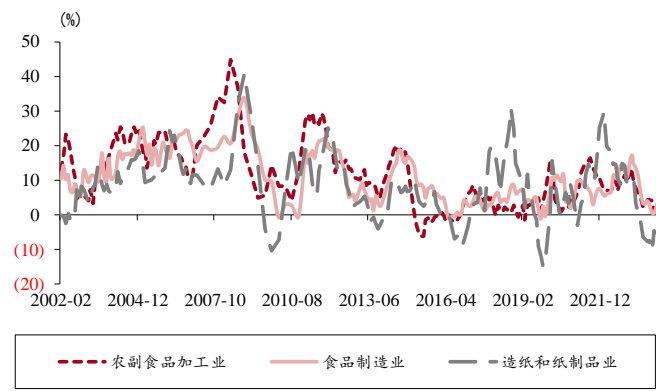
资料来源：万得，中银证券

图表 58. 制造业细分行业当前库存增速



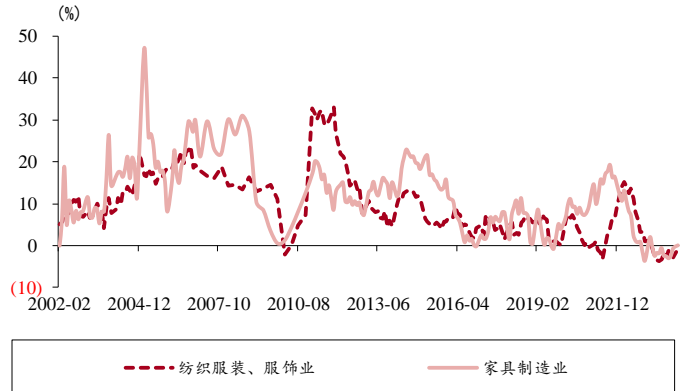
资料来源：万得，中银证券

图表 59. 消费品制造业当前库存增速



资料来源：万得，中银证券

图表 60. 消费品制造业当前库存增速



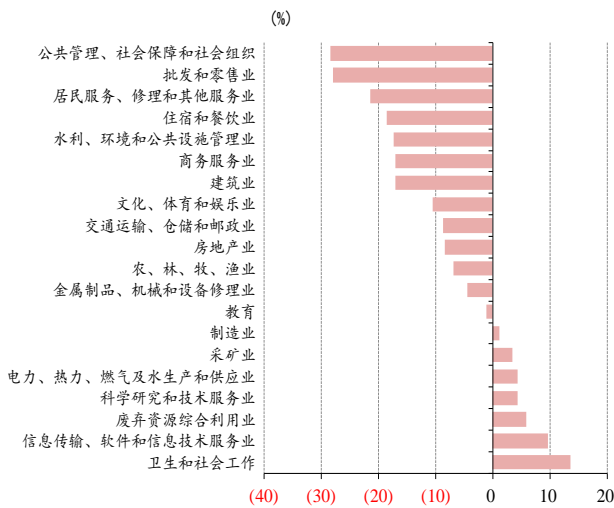
资料来源：万得，中银证券

综上，当前新兴制造业需求最为旺盛，黑色金属及化学制品处于补库初期。综合盈利及库存两个维度，我们看到通用设备、电子设备及汽车制造业当前需求最为旺盛，处于盈利趋势回升而库存加速触底的被动去库阶段；传统资源行业内部，黑色金属和化学制品行业盈利及库存均处于触底回升初期，处于主动补库初期，石油、有色等外需相关度较高的行业盈利回升不明显但补库幅度较大，显示产能制约或为当前行业主要因素；消费品行业多数均处于库存磨底，盈利平稳或稳步修复状态。

(2) 供给端

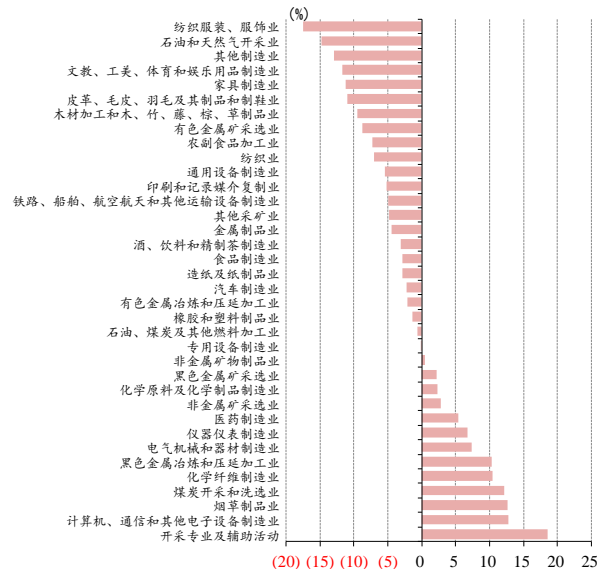
上游资源行业近五年产能去化显著。从设备购置增速来看，大类行业里面，批发零售、餐饮住宿为代表的服务业及农业、建筑地产近 5 年产能去化明显。制造业内部，上游资源行业，煤炭、黑色、有色行业近 5 年多数产能有明显去化；中游通用设备、交运产能有所去化，最近一轮资本开支并未明显扩张；下游消费品制造行业，农副食品、纺织服饰产能去化程度高。

图表 61. 大类行业 2018-2022 年设备投资年化增速



资料来源：万得，中银证券

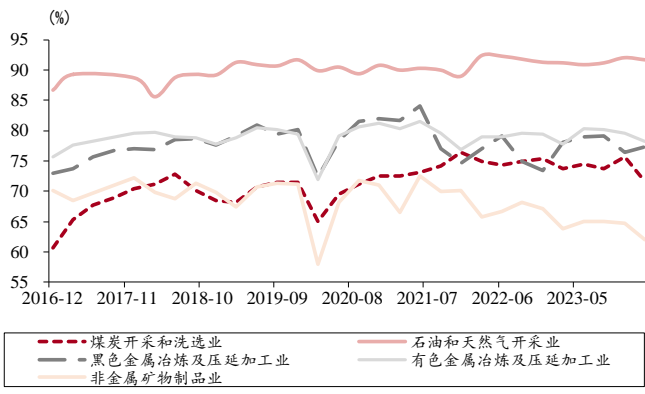
图表 62. 制造业细分子行业 2018-2022 年设备投资年化增速



资料来源：万得，中银证券

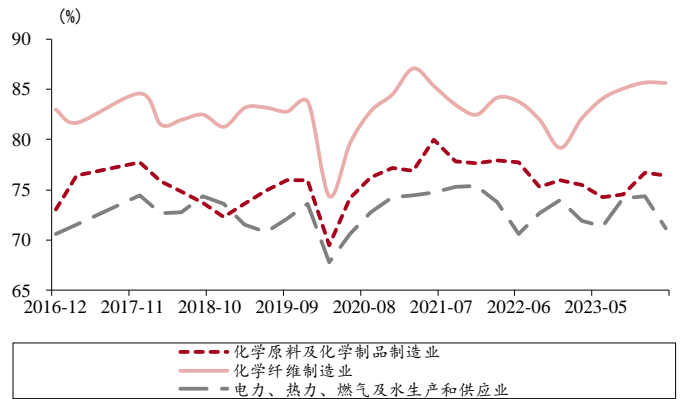
石油、煤炭、化纤、电力行业产能利用率处于高位或明显回升。从产能利用率视角来看，大类行业里面、公用事业、采矿业处于供给侧改革以来产能利用率高位，反映当前行业供给处于相对偏紧张状态。细分行业里面，煤炭、石油天然气开采行业产能利用率保持在供给侧改革后的相对高水平。制造业整体产能利用率偏低，其中特别是地产链相关行业如非金属矿物制造业（建材类）处于较低水平；新兴制造业领域，通用及专用设备制造业产能利用率维持在疫情以来的相对高位；化纤、医药制造、纺织行业产能利用率自底部出现不同程度的上行。

图表 63. 上游相关行业当前产能利用率情况



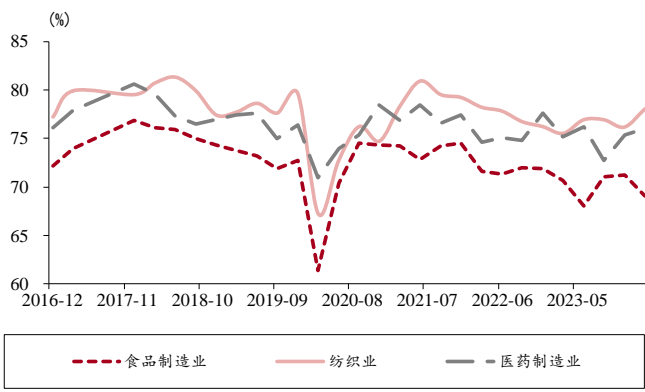
资料来源：万得，中银证券

图表 64. 公用事业及材料相关行业产能利用率情况



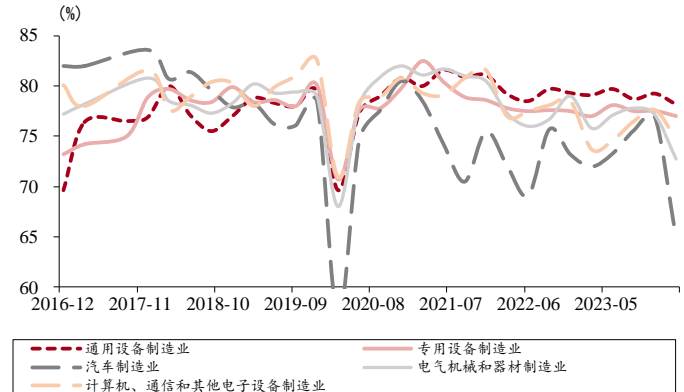
资料来源：万得，中银证券

图表 65. 消费品制造业当前产能利用率情况



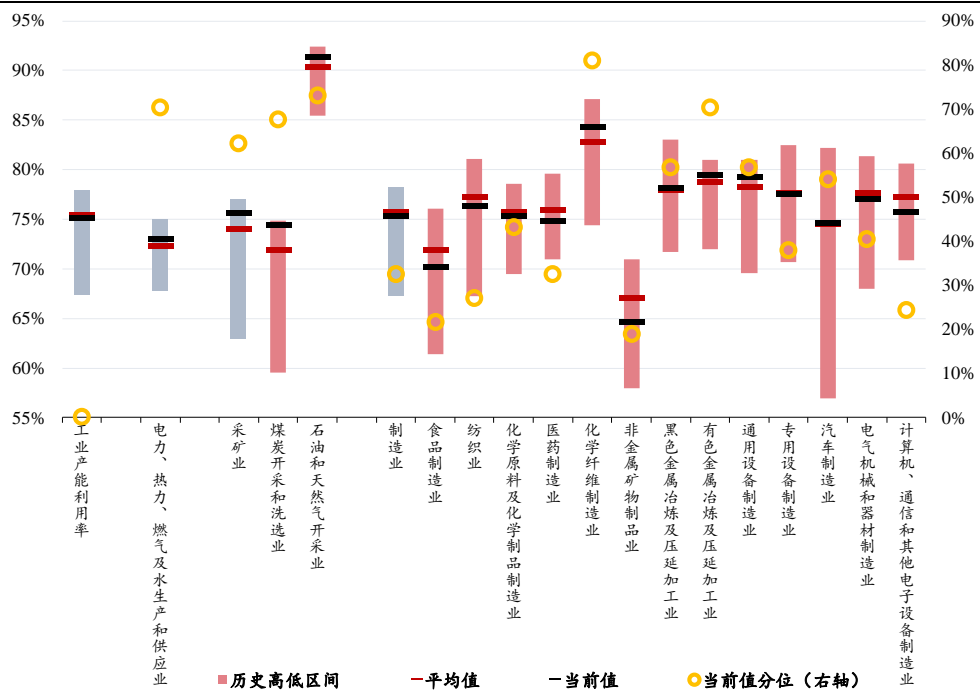
资料来源：万得，中银证券

图表 66. 新兴制造业当前产能利用率情况



资料来源：万得，中银证券

图表 67. 当各行业产能利用率情况对比

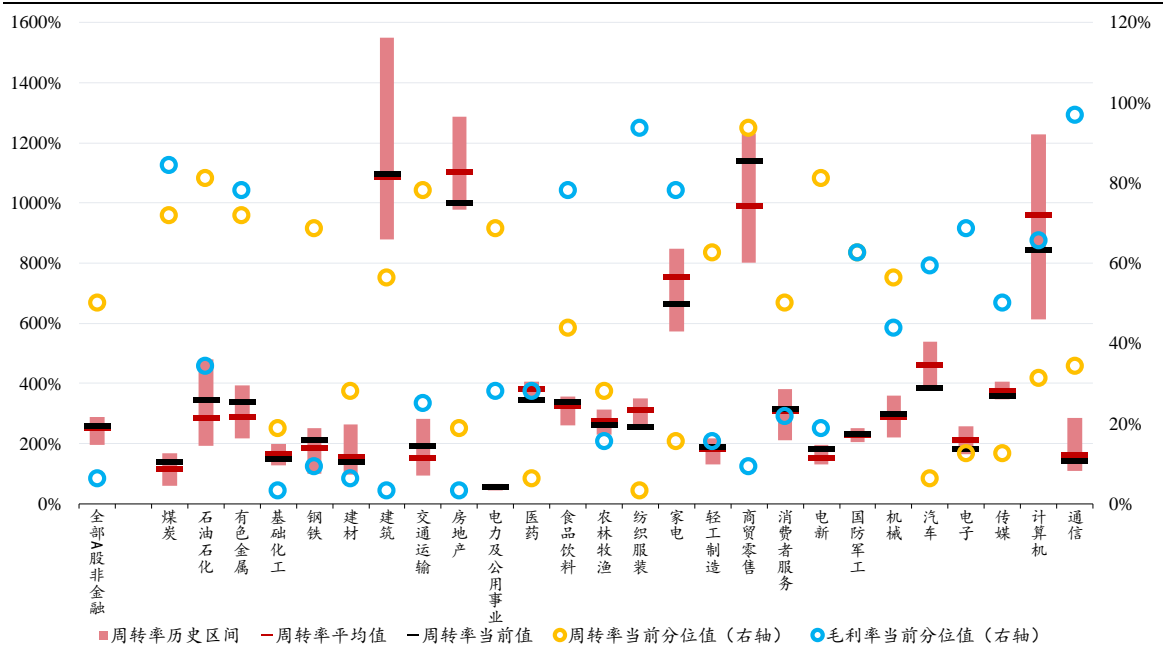


资料来源：万得，中银证券（注：历史区间为2016Q4-2023Q4，当前值为2023Q4数据）

从上市公司财务指标来看，我们重点观察资产周转率和毛利率分位两个指标。资产周转率处于高位，同时毛利率分位亦存在一定韧性行业，供给刚性较强。当前来看，这类行业主要为**煤炭、有色**，反之存在明显过剩压力的行业主要集中在医药、地产、建材等方向。其他过剩行业主要集中在中下游：部分地产相关的传统制造虽然也受益上一轮产能出清，但需求端地产周期下行幅度更大，因此供需格局并未明显改善；而新能源产业链由于经历前期大幅扩产，当前同样不具备供给刚性。

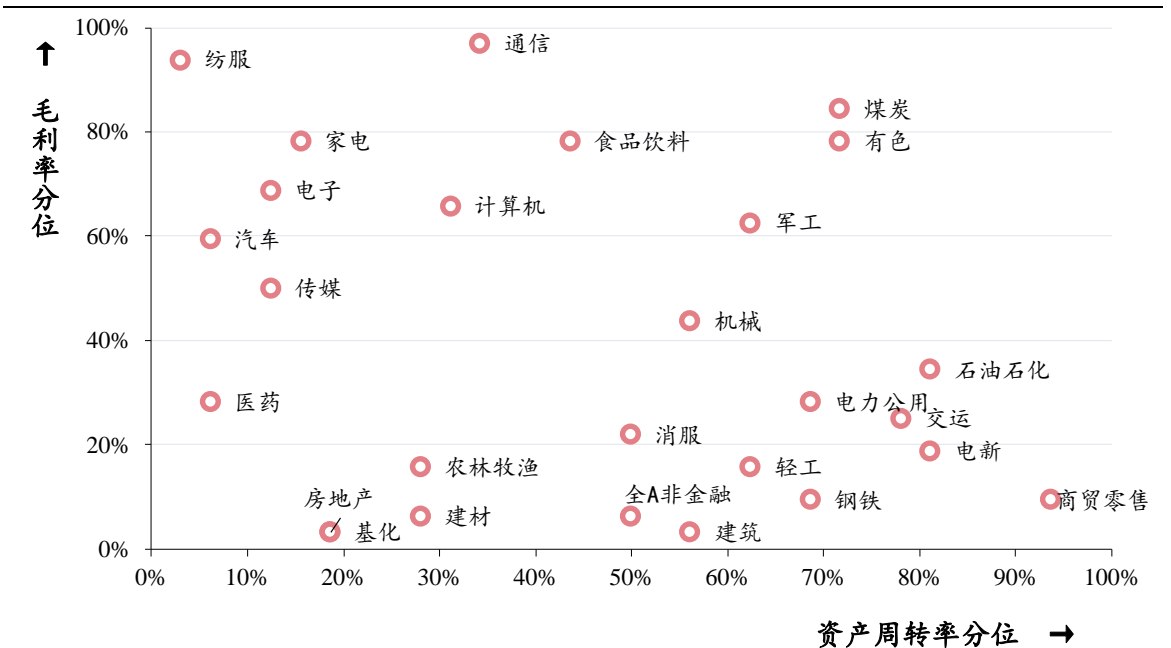
综合来看，供给刚性行业集中在上游，上一轮供给侧改革的过剩行业变成了本轮的供给刚性行业。

图表 68.当前阶段一级行业资产周转率和毛利率情况



资料来源: iFinD, 中银证券 (注: 历史区间为2016Q1-2023Q3, 当前值为2023Q3数据。周转率选取固定资产+在建工程周转率, 毛利率为TTM指标)

图表 69.当前阶段一级行业资产周转率和毛利率分位



资料来源: iFinD, 中银证券 (注: 历史区间为2016Q1-2023Q3, 当前值为2023Q3数据。周转率选取固定资产+在建工程周转率, 毛利指标)

当前行业配置主线

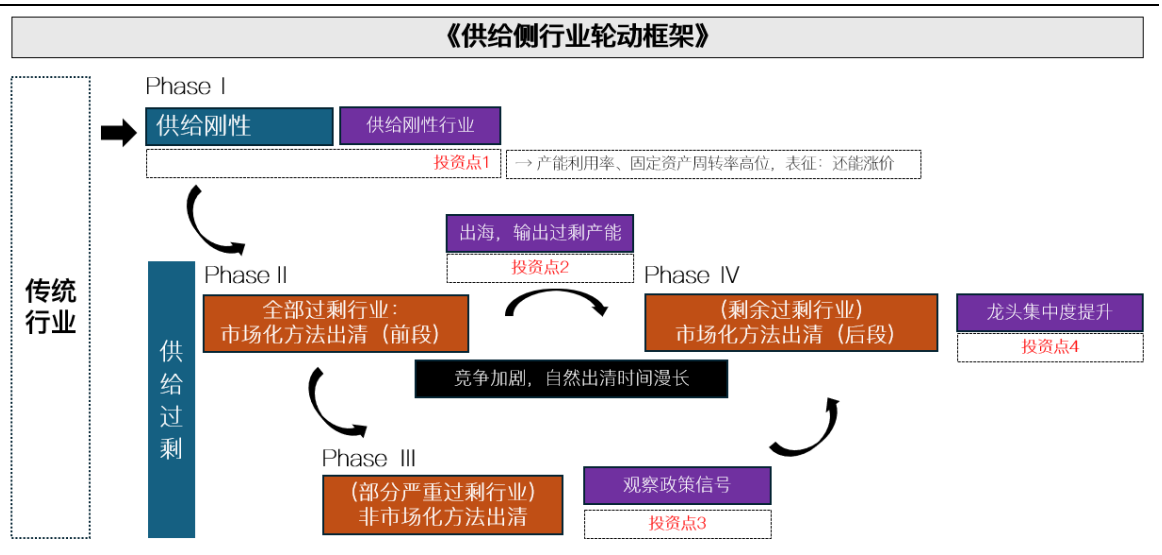
结合上文所述，当前行业配置方向上，建议关注具备供给刚性的传统行业，如：煤炭、有色、石油产业链，以及具备需求增量的新兴产业两大主线，如机械设备、电子计算机硬件及汽车产业链。

(1) 供给刚性的传统行业

对于传统行业，供需再平衡的过程中，行业轮动大体遵循如下过程：

1) Phase I (阶段 1, 投资点 1) 优先寻找整体产能过剩背景下的供给侧刚性行业。供给过剩初期，产能过剩行业去产能进度和需求转暖双向不明，供给侧刚性行业占优，相关行业构成第一阶段投资重点。2) Phase II (阶段 2, 投资点 2) 市场化方法出清前段，规避供给过剩行业，等待亏损面扩大信号。通常遵循市场经济客观规律，等待市场化方法下的行业自然出清，在这一过程中，行业整体亏损面扩大，企业数量减少是重要观察信号。3) Phase III (阶段 3, 投资点 3) 非市场化方法出清，加速倒逼去产能。阶段 2 和阶段 3 某种程度上是并线进行，但值得注意的是，在中国主动自发性的供给侧去产能是一件较为困难的事情，主要是由于企业、地方政府、融资体系等过去在以稳 GDP、稳就业为导向的整体机制下，使得“快速上产能、谨慎关停”的现象具有一定普遍性。4) Phase IV (阶段 4, 投资点 4) 出清后段，集中度提升，胜者为王。阶段 2 和阶段 3 并线去产能后期，在产能硬约束出清、兼并重组及市场自然出清等多重路径影响下，行业集中度迅速提升，行业竞争格局优化，龙头公司胜出，复合 g 能力跃迁，带来估值重估和 EPS 增长的双击。

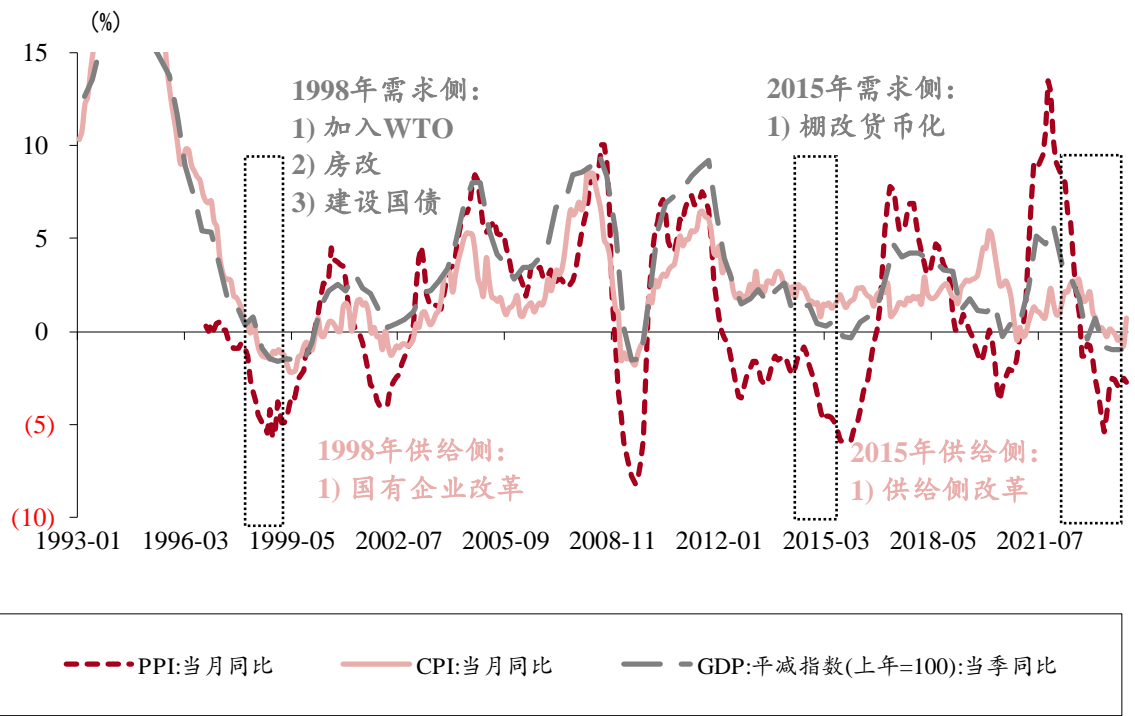
图表 70. 供给侧行业轮动框架



资料来源：中银证券

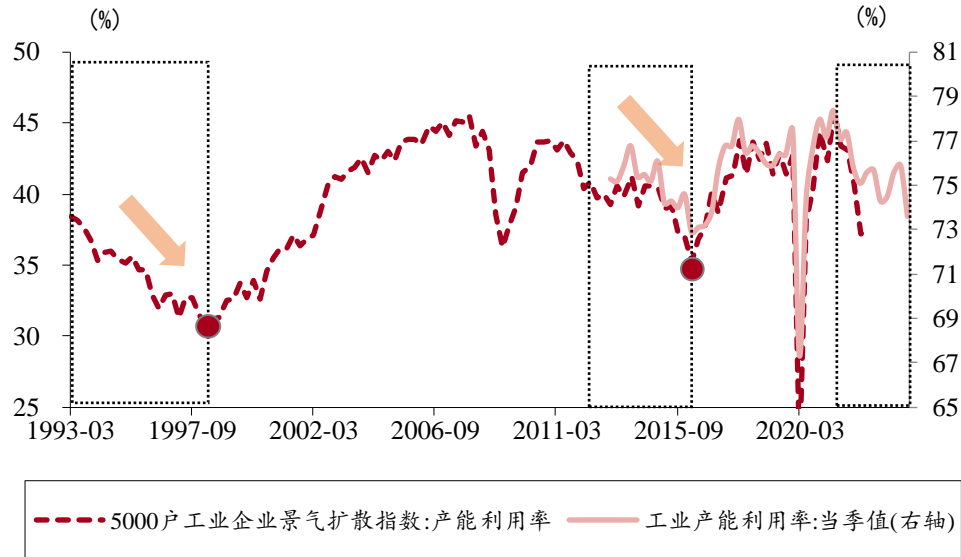
本轮供给刚性行业仍是当前行业轮动策略的优先方向。从前两轮产能过剩的走出路径来看，供需两侧都在非市场化方法（政策）的强势介入下，迅速得以扭转。2023 年年底，中央政治局会议定调部分产能过剩，但在供需两侧都未有类似前两轮较为强力的政策出台，这或使得第三轮产能去化速度较前两轮偏慢，或更为依赖市场化出清方法，在这一假设下，当前阶段 1 供给侧刚性行业或更占优（投资点 1）。虽然本轮供给侧出清或更缓慢，相关产能过剩行业投资时点或并未立刻到来，但我们认为当前中央定调的部分产能过剩行业，特别是中游先进制造业和科技业，在新质生产力要求的指引下，或由央国企牵头在中游先进制造业及科技领域展开兼并重组，作为非市场化方法的破局点（投资点 3）。另一方面，在当前国内供给侧定向优化尚未出现明显信号的情况下，参考上一轮“一带一路”战略下的国内过剩供给输出经验，当前市场关注的“出海”同样是阶段 2 的投资机会分支（投资点 2）。

图表 71. 本轮非市场化去产能方法或较前两轮偏慢



资料来源: iFinD, 中银证券。注: 2009 年和 2020 年由于外生冲击引发的低价格阶段暂不考虑

图表 72. 前两轮产能去化后, 供需两侧外力助推下产能利用率修复斜率较高

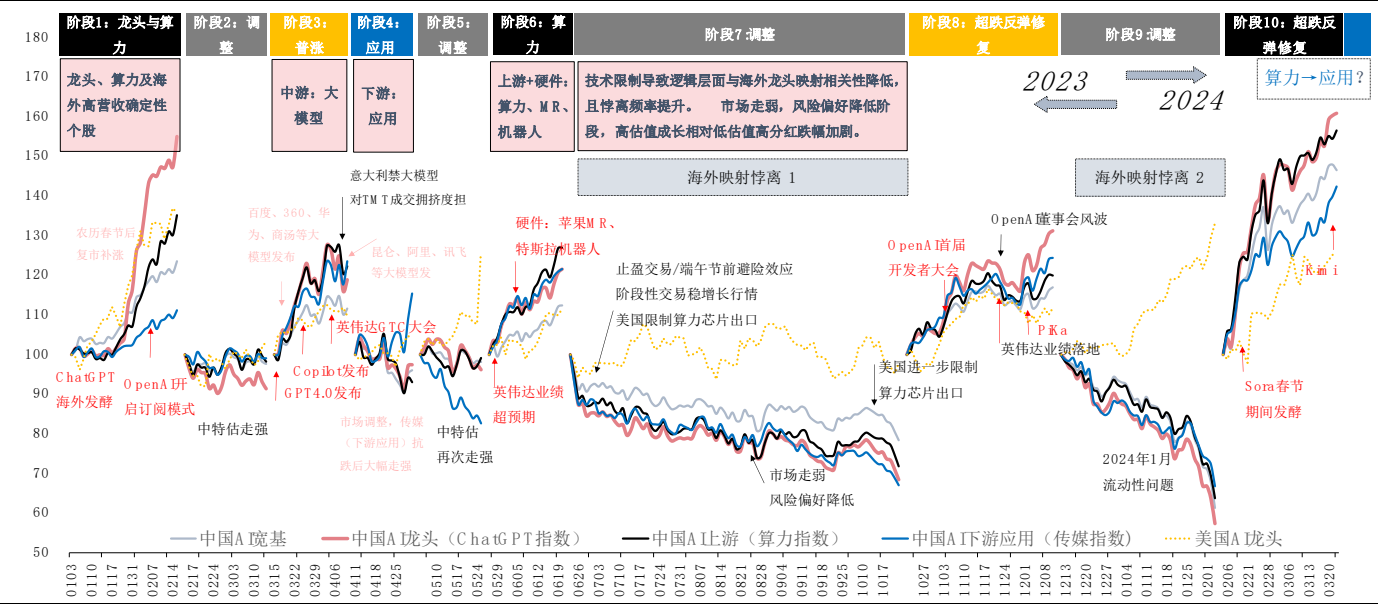


资料来源: iFinD, 中银证券

(2) 具备需求增量的新兴行业

不同于需求弹性较弱的传统产业, 对于新兴制造业及科技产业, 需要重点关注技术革新或大规模产能扩张带来的需求增量。参考上一轮国内走出弱价格区间后的行业表现经验, 具备新兴需求增量的新能源产业链在后期异军突起, 成为上一轮短周期中穿越牛熊的行业结构方向。站在当前, 新一轮库存周期内有望开启新的主导产业方向, 行业发展初期, 新的技术变革带来需求快速增长, 产能投放较低, 供给约束较弱, 具备平台优势或研发优势的新技术赛道企业有望率先迎来机会。我们认为当前仍需重点关注 AI 产业带来的行业重塑机会。此外, 随着海外补库周期临近, 具备海外需求的部分中高端制造业也有望迎来较强的增量需求。

图表 73. 2023-2024 年 AI 行情回顾



资料来源: 万得, 中银证券

基于我们上文对本轮供给侧产能优化速度的判断, 我们认为当前阶段, 红利和科技为代表的杠铃策略逻辑本质尚未被破坏, 具备供给侧优势的传统行业及具备需求潜力的新兴产业将会成为未来一个阶段杠铃策略新的方向。

风险提示

经济复苏幅度超预期：若本轮需求修复程度强于预期，价格中枢或出现较强抬升，弱价格弹性区间可能被打破。

海外地缘政治风险超预期：海外地缘政治风险频发，原油等大宗商品的供给存在较多不确定性，若供给出现大幅缩减，不排除部分大宗商品价格大幅上行的风险。

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任何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