“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台，更多分享请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

策略简评研究报告

过程与系统：周期的真实义

发布日期：2016 年 3 月 14 日　分析师： 周金涛　010-85130831　**执业证书编号：**S1440510120017

信息或事件：

周期终将幻灭，但在此之前我们仍将经历一次康波，虽然轮回才是永恒，但周期的奥义是对过程的追逐，所以，周期研究的核心是对过程的描述，如果不是对过程的珍视，对周期的一知半解只能永世沉沦。我们从来没有把周期当做宏观经济来研究，周期是经济、技术、社会系统及其社会制度的综合产物，在周期大系统面前，几个宏观指标的微小变化根本不值一提，周期研究的境界是以对系统的理解来推断细节的变化，过程与系统才是周期的奥义。

简评：

周期终将幻灭，但在此之前我们仍将经历一次康波，虽然轮回才是永恒，但周期的奥义是对过程的追逐，所以，周期研究的核心是对过程的描述，如果不是对过程的珍视，对周期的一知半解只能永世沉沦。我们从来没有把周期当做宏观经济来研究，周期是经济、技术、社会系统及其社会制度的综合产物，在周期大系统面前，几个宏观指标的微小变化根本不值一提，周期研究的境界是以对系统的理解来推断细节的变化，过程与系统才是周期的奥义。为什么要写这段文字，只是说明对周期的认识不是几个宏观指标可以左右的，不是去实体领域调研可以感知的，能够出众的只是在于对周期系统的理解以及顺周期之道而行的理念。

我们在去年中期之后，对全球的周期运行发表了几个观点，主要见于《全球变局》、《宿命与反抗》、《中国经济即将触底》、《2016：为资源而战》、《大宗商品周期研究》等报告中。在这篇文字中，我们将再次阐述对这些报告的持续理解。

一、关于宿命与反抗

全球 2009 年以来中周期的高点已经在 2015 年出现，这是全球以货币宽松反危机的高点，也是货币宽松的边际高点，自 2015 年至 2019 年，将步入本轮中周期的下降阶段。2015 年是全球中周期第二库存周期的高点，而在调整一年多之后，全球将在 2016 年迎来第三库存周期反弹，这就是我们当前经历的周期阶段，全球第三库存周期的触底顺序是中国、美国、欧洲。在 2015 年之前，我们看到的是宽松是资产价格上升的根本推动力，而在 2015 年之后资产价格的大方向是所谓的资产收益率的降低，从而资产管理的核心由获利向保值转移。而在 2016 年第三库存周期反弹时，由于宽松已经到达边际高点，流动性宽松的推动由基础货币转向货币乘数的上升，从而引发通货膨胀预期，这就是资产保值需求的根本机制。在这个机制下，资本会脱虚向实，从而投资重点由轻资产向重资产转移，由估值逻辑向通胀逻辑转移，这就是当下投资的核心逻辑。但是这也并非是长久逻辑，滞胀就是萧条前的回光，当滞胀达到高点时，流动性宽松逻辑会彻底倾覆，货币消灭机制启动，彼时的投资主逻辑转向对资产的流动性的追求，现金为王。所以，投资主逻辑随着周期的演进而不断变幻，把握过程才是周期的奥义。

二、关于第三库存周期的开启

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台，更多分享请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

全球及中国经济第三库存周期的开启，不是由几个宏观指标所决定的，他是周期系统运转到此时的必然现象。我们将随后发布新的报告来阐述第三库存周期开启的深层次机制。在这里，关于第三库存周期我想阐明几个看法。其一、当前只是第二库存周期触底和第三库存周期开启之时，各项宏观指标的好坏变化并不改变周期的运行，改变的只是人的心态。目前比较关键的一点是我们在 2015 年 12 月份价格触底之后，看到了库存水平的持续下降，这正是确认价格低点有效性的标志，往往这种价升量跌意味着库存低点将于 2016 年二季度出现，而库存低点的出现意味着库存周期由价升量跌转向量价齐升，真正的库存周期主升段才会到来，那时我们才能看到实体经济的明确改善。所以，二季度才是周期大是大非的关键时刻，在此之前我们对周期的投资依靠的是信仰，但唯有信仰才是财富的源泉。

其二，关于库存周期的持续性问题，在我们的周期体系中，一旦库存周期开启，就存在自我加速机制，而在以往几十年的经验中，第三库存周期向上阶段最短为 9 个月，这是由工业生产的循环周期所决定的，所以，整个 2016 年都将是第三库存周期的上升阶段。这个过程首先主要由库存行为所推动，必须说明，通胀预期也是库存行为的推动力。至于房地产投资的回升以及财政基建的回升，这只是库存行为的加速器，在库存周期的的第一个循环阶段，投资加速器并非必要的。投资加速器的作用，是在库存周期进入量价齐升之后，决定库存周期的高度及其延续时间，如果加速器启动合适，本轮库存周期可延续至 2017 年中期。

三、关于本次商品反弹的性质

我们依然处于商品熊市中，这是毫无疑问的。2011 年开启的是商品产能周期级别的熊市，这个熊市将延续至 2030 年才能开启新的产能周期。但是，商品熊市的前 7 年是商品价格的主跌段，这一阶段几乎会跌去商品熊市的所有跌幅，理论上，商品熊市的价格最低点出现在 2018 年后，随后是震荡筑底期。在前 7 年中，第 5 年商品的价格将触及第一低点，随后展开熊市大级别反弹，这一反弹将领先于第三库存周期的启动而开启，滞后于第三库存周期的高点回落，理论上将持续 1 年以上，这就是本轮商品熊市大级别反弹的性质及其时间跨度。

比较令人吃惊的是，我们研究了过去 50 年与本次反弹类似的商品熊市反弹，在各个品种的开启顺序及其未来幅度方面有了新的发现。以历史经验触底顺序来看是糖=>铁矿=>石油=>铅=>黄金=>铜=>产出缺口=>铝。糖是最为领先的品种，而本次糖的触底时间在 2014 年 9 月，铅的触底是在 2015 年 1 月，在商品的反弹的第一波中，糖，铁矿和黄金的突出表现符合历史规律。而在反弹第一波之后，由于对周期的质疑，都将产生一波明显的回撤，而随后的第二波上涨却更加猛烈。

四、关于滞胀的宿命

我们反复强调，中周期第三库存周期的基本特征就是滞胀，但这个滞胀是局部和短暂的，滞胀在中国来源于通胀的回升速度快于经济增长的速度，而直接的推动力是经过库存周期的长期下行后上游资源品的价格修复，前面已经言明，这种价格的修复根本上是由资本脱虚向实的保值需求所决定的。所以这个滞胀只是基于通胀与增长上升速度的比较。这些情况在美国会有所不同，美国的第三库存周期将于 2016 年二季度启动，劳动力成本和资源价格将是推升美国通胀水平的主要动力。我们判断这将发生在美国第三库存周期启动后的下半年，而在一年之后，即 2017 年，美国可能会出现通胀脱离增长的景象，全球将出现滞胀特征，那时可能是本次全球第三库存周期的高点。

当全球第三库存周期在 2016 年中期进入中国和美国共振向上阶段之后，我们判断人民币币值将领先回升，随后，美元指数进入本轮美元周期的最终上升阶段，在这个阶段我们将看到美元与大宗和黄金同涨，而在本轮第三库存周期的高点附近，即 2017 年中期附近，我们将看到本轮自 2011 年开始的美元指数牛市的高点。随后

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台，更多分享请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

本轮全球中周期将彻底进入最终下降期直至 2019 年。滞胀就是萧条前的回光。

五、关于 2017 年中期之后的全球景象

2017 年中期之后，东西半球的房地产周期进入共振回落期，我们预期中国本次房地产周期的 B 浪反弹将在 2017 年中期之前已经回落，而美国房地产周期一浪上升将持续 7 年，将在 2017 年中期之后回落，所以 2017 年至 2019 年将是全球经济增长基本动力的回落期，也是本轮中周期的回落探底阶段，而从更大的角度看，这一时期意味着全球货币宽松反危机的结束与清算，康波进入萧条阶段，是中国经济周期的四周期共振低点。周期终将幻灭，但在 2019 年之后，中国新的房地产周期将启动，所谓幻灭即是重生，以人生发财靠康波来看，2019 年是 1985 年后生人一代的第一次人生机会。

周期由人类的社会运行系统所推动，自然包括每一个周期的信仰者与不信仰者，而在周期的每一个阶段，信仰者与不信仰者自然有其不同的结果，这本身根本没有必要进行无谓的争论，当下需要做的，只是把周期的过程研究清楚，获取周期对我们人生财富的意义。所以我们反复强调的是，周期终将幻灭，但在此之前，我们仍将经历一次康波。

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台，更多分享请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

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。

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
李祉瑶 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

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台，更多分享请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.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。本报告清晰准确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