



云卷云舒之四：惊蛰

发布日期：2010 年 3 月 8 日 分析师：魏凤春 电话：01—85130308 执业证书编号：S0640207100074

信息或事件：……

- 两会召开，《政府工作报告》表明“政府管分配”的政策思路非常明确
- “市场管增长”在两会后将会成为明确的宏观趋势
- 农历惊蛰，大梦谁先觉？

第四部分：惊蛰

六是个特别的数字。三月六日，周日，惊蛰。二月二，龙抬头。

一、大梦谁先觉，短信把春报

六日，夜读三国。三顾茅庐之第三顾：孔明睡足之后，先问：“有俗客来否？”，后吟：

“大梦谁先觉？平生我自知。草堂春睡足，窗外日迟迟”

之后，起床，出山。隆中对，舌战群儒，火烧赤壁，三国分立……。

六日，沙漠大风，桃花盛开。欧阳峰独白：

“初六日，惊蛰。每年这个时候，都会有一个人来找我喝酒，他的名字叫黄药师。这个人很奇怪，每次总从东边而来，这习惯已经维持了好多年。今年，他给我带了一份手信……。”

在这个万物复苏的春天里，我们没有给朋友们带去手信，我们只给大家发去了很多报春的短信。

● 短信一：保障房“给力”投资 3-2-2011

“昨日座谈会，住建部两嘉宾详谈了千万套保障房的类型、筹资和进度，结论：中央决心坚定，地方责任细化，资金渠道畅通，今年开工 5 亿平，商品房投资下滑被对冲，风险敞口在未来。”

● 短信二：稳定压倒一切 3-7-2011

“政府工作报告是去年 12 月中央经济会议的延续，并无新意。物价稳定虽列为第一项，但社会稳定是

当前最紧迫的事情。政府工作重心已经从总量上遏制通胀转到通过结构调整防止通胀负面效应的扩散上来，前期紧缩触底的判断得到验证，政策已经柳暗花明。”

在发上述短信的同时，我们连续发了两篇深度报告：《嬗变有道，梦想成真——从小周天到大周天》与《化蝶——突破库存周期》。结合着《双马饮泉》与《食品铁矿价格此消，保安原油成本彼涨》的库存与价格双周报进行了密集的路演，在路演中我们明确提出了一个明确的观点：

“通胀可控、增长确定、流动性好于预期、公共风险并不存在，此时不做更待何时？”

这个观点引起了极大的争论。

二、宏观不可捣浆糊

自二月初，我们就开始表现得比较乐观，先是表达了“冲击式弱，嬗变渐强”的观点。2月22日在《云卷云舒之三：柳暗花明》中我们认为宏观政策已经“紧缩触底，柳暗花明”。这些日子里，经常有人问我们“你们是不是看多了？”。我的回答是坚定看多。这有些策略化的看法，在很多做策略的人看来，是越俎代庖。我们一直强调宏观策略化，这一大原则好像遇到了挑战。

就此问题，我曾经与一些朋友私下交流：

- 1) 问：宏观报告需要看多，还是看空吗？答：不需要。
- 2) 问：从宏观报告中需要看出分析师看多还是看空吗？答：需要。
- 3) 问，为什么？答：宏观不可捣浆糊。
- 4) 问：中信建投的宏观报告是捣浆糊吗？答：不是的。

2.1 中国经济是一份资产，大类资产配置需要明确的宏观结论

这种效果正是我想要的。当我们把中国宏观经济当成一份资产，并以结构主义的框架与财政视角来观察其价值时，策略化就是必然的逻辑。在具体的工作中，当通过经济增长、通货膨胀、流动性、企业生产、制度变革五个方面来具体分析中国这份资产的价值时，我们发现资本市场的趋势只不过是由上述五个方面同时或者单独决定的。把这种分析用于大类资产配置，当资金在股票、债券、现金与商品以及不同国家之间套利配置时，没有明确的观点是不行的。宏观分析或许可能夸大其辞，但不可模棱两可。捣浆糊的结果要么是不自信，要么是怕负责任。

2.2 宏观分析师的研究是投资的基础平台，必须坚固

我们为什么不喜欢捣糨糊？首先，捣糨糊这工作太单调乏味，就几个数据倒来倒去，搞得自己也烦了。没有新意的工作是很无聊的。其次，我们很早就讲过，分析师的作用是为客户提供决策的平台，这个平台必须是坚固的。我们近期正在给大家提供基于结构主义逻辑框架的宏观日历，在扉页上我们明确写道：

- 作为宏观分析师，如果不能帮助客户深入剖析纷纭复杂的信息，并提出独立性的见解，基本上可以宣告他的失败。对于客户来讲，之所以愿意支付成本阅读分析师的报告，在于他可以直接以分析师得出的结论为平台进行资产的配置。
- 因此，这个结论应该是直接的，分析师分析最可能的情景假定，而对一些不太可能发生的情景加以摒弃。唯有这样，才能帮助客户减少分析的成本，提高决断的效率。做出上述直观的判断，如果没有持续的观察与思索，显然就是一种武断。
- 如果客户相信了这些武断的结论，它可能不仅仅产生的是噪音，更可能是盲人瞎马的系统性风险。

在上述的工作原则下，宏观分析师必须对资本市场趋势的宏观背景进行确定的判断。纠结的市场走势，其背后是大家对中国经济问题的不同看法。分析师必须把最明确的结论告诉投资者，这些结论必须提供定向的打击，否则不写也罢。我们在宏观组的日常交流中经常提醒：如果你写的报告让客户无法感觉到清晰的逻辑、翔实的证据与明确的结论，这样的报告不写也罢。当一个分析师没有报告可写了，这样的活不干也罢。这里顺带一句，如果大家发现我们的报告是在捣浆糊，我劝大家这样的报告不看也罢。

三、政策走势已经明确：政策管分配，市场管增长

这个周末重读了三国，复观了《东邪西毒》，感觉经典的就是经典。其间到中科院打了场球，感觉节气到了，天气是真得开始转暖，春眠虽然不觉晓，但却是处处闻啼鸟了。当然，周末最重要的是认真研究两会精神，熟读《政府工作报告》。在2月22日，我们发出紧缩已经触底的判断后，3月5日的《政府工作报告》是检验我们的判断正确与否的试金石。我们相信政策是内生的，现在看来，《政府工作报告》是对我们观点有力的佐证。

3.1 《政府工作报告》了无新意

《政府工作报告》我听了一遍，读了五遍，结论是了无新意。

- **董事会决议包含总经理执行报告**

报告全文 21000 多字，有 8000 字是讲十一五的功绩与十二五的规划，讲 2011 年工作安排只有 12000 字，分十大部分。依“黄金十年梦”的逻辑，工作报告只看这一年的安排就行了。我之所以觉得没有新意，是因为《政府工作报告》只是 2010 年 12 月 10-12 日召开的中共中央经济工作会议的执行版，2011 年的经济工作并没有因为两会而停止。我对照着《中央经济工作会议的决议》来看《政府工作报告》，发现二者的观点一致、逻辑一致，很多的表达完全一样。为什么二者会一致？简单的逻辑是，中央经济工作会议是董事会决议，而政府工作报告只是总经理执行报告，二者是包含的关系，不可能有太大的出入。

● 不必害怕控制物价

在上述的逻辑下，读《政府工作报告》就不会被 2011 年政府工作报告首要任务是“保持物价总水平基本稳定”给吓出一身冷汗。去年中央就已经提出“把稳定价格总水平放在更加突出的位置”。我们在去年 10 月 20 日就提出中国进入新的政治周期、加息周期。至 2011 年 3 月 6 日，紧缩已经接近五个月，这时候再害怕政府控制物价就不太现实了。

● 政府工作报告只是将不确定变得确定了

说《政府工作报告》一点也没有新意，有点过分。在我看来，它的作用也仅在于把大家之前一些打听消息也打听不到的东西给确定化了。投资最大的风险其实是不确定，报告明确了以下几点结论。在之后的宏观分析中，这些结论再讨论就是画蛇添足了。

- 2011 年通胀很重要，就业更重要。因为遏止通胀而造成重大失业是很严重的；
- 保障性住房是一定要完成的，完不成是要打板子的；
- M2 同比增长 16% 是确定的，贷款发放规模是确定的；
- 利率市场化是要加快推进的，不对称加息是不可避免的；
- 直接融资比重是确定提高的，以虚补实是长期趋势；
- 房价是不能上涨的，但也未保证必须下跌，因而不必太担心的。
- 财政赤字不能超过 3% 的警戒线，公共风险是有边界的；

3.2 政府管分配，市场管增长

在上述的背景下，宏观政策的走势是非常明确的。即我们在上一期《云卷云舒》中提到的，“政府管分配，市场管增长”。政府管分配的特征异常明确，市场管增长还需要看会后政



府的具体行为，但呈箭在弦上，不得不发之势。

政府管分配是在“从增长到分配”的大背景下，社会稳定成当前工作首要任务的必然选择。因为管分配就要花钱，但花钱又要与财政的扩张联系在一起，财政的扩张又必然导致财政赤字加大，公共风险势必加大。这其实是一个必然的矛盾。当政府果断地将赤字率降到 2% 时，政府保稳定的逻辑是明确的，而让市场来承担增长的意图也是明确的。

当政府垄断了大部分的资源时，市场如何保增长？放开管制是唯一的路径。因为我们看到非公三十六条细则的落实被政府提上议事日程。如果说 2010 年我们提醒大家布局制度红利，2011 年是真的分享制度红利的时候了。

我们反复强调“甩包袱”是一种自然的行为，它不仅化解了政府财力不足的难题，还保证了民间投资的实施空间。以医疗为例，当政府无力提供公共医疗时，民间资本接替公立资本是自然的行为。医疗从来不是公共物品，因为人的生命是有价的，生命的保值增值是有人愿意付费的，能够单独定价的商品就不是公共物品。因此，公立医院私有化是有充分理由的。五年前我在清华大学时做的《宿迁医改报告》中得出的结论，现在看来越发有生命力，合肥模式仍然因为缺少市场化的理论与实践基础而无法表现出应有的活力。

四、翩跹在烂漫的春天里

当政策的走势变得相当确定时，我们其实就已经翩跹在烂漫的春天里了。我们曾经在 3 月 1 日发出一条短信，这条短信表明我们对于当前周期复辟的基本观点：周期复辟正在从内核（不具备金融属性的中游装备制造）向肉皮（具有金融属性的煤炭、有色）到毛发（金融、地产）一步一步地演进。

● 周期律动的禅

我们发出的短信是这样的：

“根据周期律动的禅，库存重建需历经三阶段：被动去—均衡期—主动补，目前中国正走向均衡期。这表现在宏观上：冲击式弱，嬗变渐强，紧缩触底，政策走势柳暗花明；因此上半年确定的宏观背景是：通胀可控、增长确定、流动性强于预期。表现在微观上：企业的盈利将经历“恢复期—最大化时期—超预期时期”，这意味着“产量—业绩弹性—新需求（新故事）”的投资逻辑将次第展开，周期复辟进行中。”

● 惊蛰非因春雷，却为春耕

一年之计在于春，春天万物复苏。惊蛰时节，气温回升较快，渐有春雷萌动。古语云，惊蛰又分三候：“一候桃始华，二候仓庚鸣，三候鹰化为鸠”。此意指惊蛰时节分别是桃花红，



李花白，黄莺鸣叫，燕飞来的时节，北方大部分地区都已开始了春耕。

惊蛰者，乃惊醒蛰伏者也。惊醒有内外因之分：外因是春雷闪闪，惊醒了沉睡的小虫；内因则是春耕，勤劳的人们让贪图安逸的小虫无处藏身。在我们的报告中，宏观政策的明确只不过是春雷，雷声过后，小虫仍然可以沉睡，只不过是被叨扰了好梦而已。经济增长的确定则是春耕，当春耕大忙之时，小虫是无论如何也要动一动了。不动者，起身晚者，将永远奉献给嫩绿的秧苗了，精神因躯体的奉献而伟大。

以肉饲虎者，乃佛祖所为，我等肉身者无此境界。生命诚可贵。

我们3月10日（周四）要在上海召开周期复辟的研讨会，真正的春耕开始了。

● 大梦谁先觉？

大梦谁先觉？早起的人们已经收获颇丰了。自我们于2月初提出冲击式弱，嬗变渐强下的周期复辟后，沪指已从2600多点悄然触及3000点。中信建投精准的从趋势到节奏的宏观策略判断，皮毛一体的研发模式为大家提供了坚定的操作平台，我们很欣慰。

3000点以后，市场会如何？春回大地，花开次第；嬗变有道，周期复辟。

请听我们沪上讲那辛勤耕耘的故事。

上海再一次欢迎你。

（未完待续）

附录一：“周期复辟”征召令

周金涛、魏凤春：“周期复辟”征召令——2月伊始，我们演绎了“周期复辟”，并积极为之张目；至3月，预期中的“三梯次行情”走过了焦灼的第一阶段，目前刚刚展开第二阶段；展望未来，是“满堂花醉三千客”，还是“一剑霜寒十四州”，尚难以逆睹。然而无论选择“是战是和”，行情已兵临城下！3月10日，上海丽思卡尔顿，“周期复辟”专题研讨，诚邀您激辩与共，共襄盛举。详情请参邀请函，或与对口销售人员联系。

附录二：“周期复辟”专题研讨会 邀请函

尊敬的各位女士/先生们：

春回大地，花开次第；嬗变有道，周期复辟。

3月10日，上海，中信建投专题策略研讨会，邀您坐论“周期复辟”。周期何以复辟？《孙子兵法·始计篇》开宗明义地指出，应“经之以五事，校之以计而索其情：一曰道，二曰天，三曰地，四曰将，五曰法。”

(1) 道者，自然律也。据我们一贯的周期理论，目前的中国经济正处于被动型的库存减少的尾声，并将逐步向主动型的库存增加过渡，而在这个过渡，孕育着中国中周期启动的加速。因此，突破库存周期，并铺排中周期的恢弘画卷，我们能够品味到的，是周期演进的禅。

(2) 天者，道德律也。根据我们一贯的结构主义，目前的中国社会在“黄金十年梦”的感召下，正在遭逢和风细雨式的嬗变。因此在道德律层面，我们将看到一个理性的政府，一帮有默契的群体，和一场喧嚣尘上而又静水流深的变革。而这场变革，或将催熟中国的工业化。

(3) 地者，宏观也。天下熙攘，过去的冬天不太凉；春生夏长，未来的繁荣有希望。在我们宏观的视野里，经济将向着一个均衡的稳态演进，增长不是问题，通胀变得不是问题，而周期复辟正以宏观为基石站稳脚跟。

(4) 将者，策略也。在我们策略的视野里，从EPS到PE的转折，反映了估值的修复和正面预期的累积；而产能利用率的渐次回升，昭示了周期复辟的行业先后顺序。我们将看到，周期复辟正以策略为轴心步步为营。

(5) 法者，行业也。“渡江天马南来，几人真是经纶手？”在我们行业的视野里，建筑、建材行业欣欣向荣，有色、钢铁行业蠢蠢欲动，煤炭、化工行业大梦初醒。我们将看到，周期复辟正以行业为主战场奋戈一击。

综上，从自然律到道德律，从宏观到策略再到行业，我们都将看到周期的复辟；而周期复辟的逻辑、经验和顺序，也逐渐变得清晰——是以庙算多胜，战之可也！

当此时，春暖花正开，智者狂，痴者悲，愚者酒一壶，依柳早入睡；当此时，周期正复辟，卖方谋，买方断，多方实仓廩，酣眠等数钱；当此时，为邀您共襄盛举，我们借用了时下流行的句式：

心动，或是行动，周期复辟都在进行，不嗔不痴；

您来，或是不来，我们都恭候于上海，不见不散……

附录三：会议安排

会议日程：2011年3月9日 住宿报道 上海明悦大酒店（外地需住宿客户报到）

3月10日 会议 上海浦东丽思卡尔顿酒店

住宿地址：上海明悦大酒店地址：上海市浦东新区崧山路500号（靠近张杨路）

电话：021-5093 3333

会议地址：丽思卡尔顿酒店地址：上海浦东新区陆家嘴世纪大道8号上海国金中心（浦东正大广场附近）

电话：021-20201888



分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。2009“远见杯”宏观预测第二名，2010年“新财富”最佳分析师宏观组第六名。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

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，投资者据此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。