

中级反弹的延续 --关于未来影响反弹的外部因素

报告要点

■ 中级反弹是否结束？

历史底部的中级反弹，基本上是对未来预期转好的判断，当未来的企业利润和投资收益率不可知，那么估值方式判断点位本身是噱头式的。因此，在中级反弹中判断趋势，最重要的不在于估值、也不在于点位，根本的在于是否有基本面的冲击。

■ 中级反弹延续的条件

目前没到我们能判断经济基本趋势明朗化的时候，固然我们不能肯定中国经济一定会在三季度后彻底复苏，但是我们完全可以肯定我们在去年 10 月所指出的，中国经济上半年是 V 字型的。环比数据回升在一、二季度是可以看到的，所以，上半年的经济环境整体是对市场有利的。我们认为此次下跌更多的来源于市场的自发调整，中级反弹仍未结束。

■ 中级反弹仍未结束

从货币经济看，虽然 1 月 M1 与 M2 有所偏离，但是更多是由于春节因素扰动以及企业套利行为导致，而这种行为反而导致流动性更倾向于流入虚拟经济，在短期流动性方面并无可担心的理由；从实体经济看，虽然外围市场有所干扰，但是至少就美国目前经济走势而言，难言经济政策和救市方案是否合理，尤其在金融和房地产救市细则尚未出现的时刻，长期趋势还难以判断。而国内经济方面，民间投资对投资的持续力问题，也要等到 3 月份投资和信贷数据加以判断，因此实体经济也并无一致的下跌理由。

■ 关于未来影响反弹的外部因素

未来的美国经济趋势的判断对后面三个月反弹的延续问题会产生明显的影响，那么我们对美国经济的观点是，当前的美国经济是最坏的时刻，虽然我们只能依赖政策来推动实体经济的信心，但是显然美国的指标已经出现了经济探底的征兆。事实上，对于中国的 A 股市场而言，我们短期更关心的是美国股票市场而不是美国的实体经济，因为美股的探底反弹自然会引发大宗商品特别是能源以及金融股的预期。所以，未来的市场热点除了在调整之后进一步延续基建主题和新能源和农业主题之外，可能要密切关注国际大宗的反弹和美国市场金融股的反弹。

相关研究

《中级反弹的确立》，2008 年 11 月
< PPI 演绎利润轮动 >
《通胀演绎经济底部开端》，2008 年 10 月
《双底演绎——PPI 回落后的实体经济和虚拟经济》

分析师：

李冒余

(8621) 63238478

limy@cjsc.com.cn

周金涛

(8621) 33130733

zhoujt@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖风

(8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

中级反弹是否结束？

市场到了多翻空的时候了么？也就是我们对于中级反弹的认识的问题。

历史底部的中级反弹，基本上是关于未来预期转好的判断，也就是说在经济底部，看待估值进行对比本身就是不合理的，股市是经济的晴雨表，但是并不是经济同步指标，甚至在历次调整中往往多是经济的领先指标。之所以不看估值的重要原因，在于中级反弹本身预支的并不是现有的企业利润和投资收益率，而是在于未来的企业利润和投资收益率，当未来的企业利润和投资收益率不可知，那么估值方式判断点位本身是噱头式的。

因此，在中级反弹中判断趋势，最重要的不在于估值、也不在于点位，根本的在于是否有基本面的冲击。

中级反弹延续的条件

从历史上看，无论是 1907-1908 年的美国，还是上世纪 70 年代的日本（正如我们之前所做的国际比较分析而言），在经济底部都出现了中级反弹，而他们中级反弹的经验大多基于这样的基本面，也即是我们在 1-2 月份月度策略报告中所提出的虚拟经济繁荣的条件：

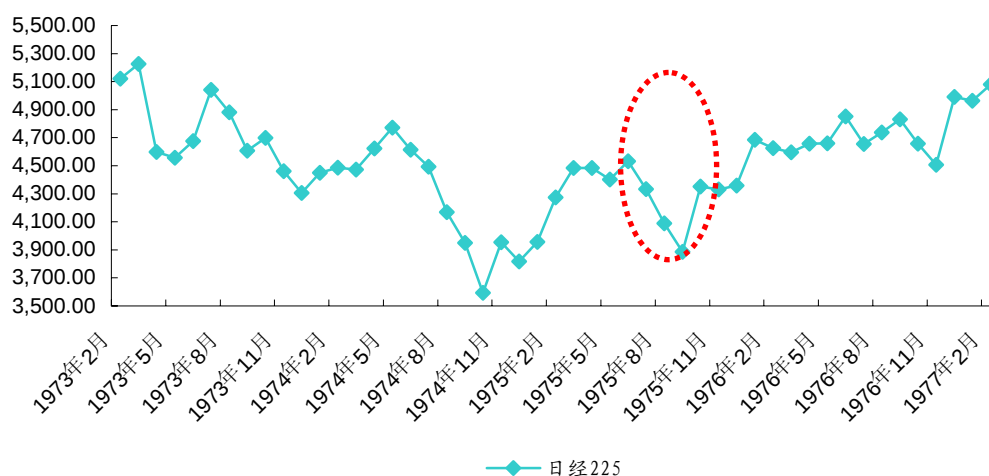
从历史上看，在实体经济下滑时期成功形成虚拟经济繁荣往往具备以下五个特征：

- 一、资本市场经过最初的恐慌后接近历史低位；
- 二、流动性由于政府调控出现大幅扩张；
- 三、之前一直通过国内的高储蓄率向高投资率转化，而伴随着工业化起飞第一阶段结束，投资率最高速增长的阶段也已过去，但是短期内无法改变的高储蓄率倾向需要更多的宣泄渠道；
- 四、国内缺乏足够规模的固定收益类产品市场，同时房地产收益率伴随着投资增速回落而快速回落，短期缺乏振兴动力；
- 五、投资最初来源于国内储蓄和国际贸易顺差收入，政府有足够能力支付流动性增长，靠外债兴起的投资则会对政府支持流动性繁荣形成制约。

对于以上五点，在历史上只有 20 世纪初的美国、70 年代的日本和现阶段的中国具备，实际上这也是为什么拉美等国家陷入悲惨增长，而美日在同阶段却相应出现流动性繁荣的重要原因。

因此，对于这种流动性繁荣而言，拐点只可能出现在所有人都认可的基本面原因造就，而从历史经验看，在上涨过程中，真正的调整也只有一个，调整幅度在 20%至 30%，对于投资而言，只需要避过这一跌幅就可以。

图 1：70 年代日本中级反弹后的调整



资料来源：CEIC，长江证券研究部

中级反弹仍未结束

那么，结合最近两天的跌幅而言，我们可以延续上面的思路分析：实质性拐点出现了么？也就是开始中级反弹后的调整了么？这一点起效的重要因素在于是否有所有投资者认可的共同决定性原因。

如日本 1975 年中级反弹后的下跌开始于 1975 年 7 月份，而在高位盘整则是从 2 季度开始，在这一过程中，正如在双底报告中所描述的与 M1 走势息息相关，伴随着 M1 增速的大幅回落而出现。

与此同时，日本实体经济层面出现的一部分经济恶化预期的显现，主要原因是：

- 一、失业率的开始上升；
- 二、对未来经济恶化的预期使得市场集中抛售电气机械和建筑相关股票；
- 三、化学公害的表面化；
- 四、佳能公司不分红，永大产业的大幅亏损，兴人公司破产等企业经营恶化；
- 五、9 月下旬开始 OPEC 上调石油价格 10%。

与近期中国实体经济和货币状况的分析，我们发现，这种市场投资者一致认可的下跌利空并未出现。

从货币经济看，虽然 1 月 M1 与 M2 有所偏离，但是更多是由于春节因素扰动以及企业套利行为导致，而这种行为反而导致流动性更倾向于流入虚拟经济，在短期流动性方面并无可担心的理由；

从实体经济看，虽然外围市场有所干扰，但是至少就美国目前经济走势而言，难言经济政策和救市方案是否合理，尤其在金融和房地产救市细则尚未出现的时刻，长期趋势还难以判断。而国内经济方面，前期触底好转的趋势依然，而民间投资对投资的持续力问题，也要等到 3

月份投资和信贷数据加以判断，因此实体经济也并无一致的下跌理由。

因此，我们的一个基本判断是，目前没到我们能判断经济基本趋势明朗化的时候，固然我们不能肯定中国经济一定会在三季度后彻底复苏，但是我们完全可以肯定我们在去年 11 月所指出的，中国经济上半年是 V 字型的。环比数据回升在一、二季度是可以看到的，所以，上半年的经济环境整体是对市场有利的。所以，我们认为此次下跌更多的来源于市场的自发调整，中级反弹仍未结束。

关于未来影响反弹的外部因素

那么影响未来行情的重要因素可能被忽视，就是关于此次中美反弹的不同步问题，在上一次长波的衰退中 1974 年至 1975 年，日本和美国表现出了经济复苏和股市反弹的同步性，而在本次长波衰退中，由于美国发生金融危机的原因，使得美国的实体经济探底与中国表现出了明显的滞后，所以，在中国的去库存化告一个段落之后，美国未来的经济趋势不仅将影响中国的证券市场趋势的延续，而且将明显影响未来国际大宗商品的去库存化过程。固然美国的制造业去库存化与消费相比对美国经济本身的影响不大，但对全球大宗的影响意义依然不可忽视。

所以我们认为，未来的美国经济趋势的判断对后面三个月反弹的延续问题会产生明显的影响，那么我们对美国经济的观点是，当前的美国经济是最坏的时刻，虽然我们只能依赖政策来推动实体经济的信心，但是显然美国的指标已经出现了经济探底的征兆。

由此衍生出市场的问题，隔夜美国股市再次大跌，引发市场再次提出两个疑问，一是美国经济是否会面临新一轮危机的冲击（如信贷市场或整体金融体系），二是美国股市是否还会再度大跌。我们就此做以下判断：首先，最近由金融股主导的市场大跌仅仅反映的是其自身股权价值的不确定性，而不能理解成市场的系统性冲击，这是和去年 9-11 月份走势的最显著区别。因为一旦政策对金融股权的利益倾斜超过市场预期，将很有可能引发金融股大幅反弹。对于是否会有其他因素如信用卡或公司债等导致新一轮危机的出现，我们仍在密切关注，现在来看还没有明显的征兆一定会发生。

事实上，对于中国的 A 股市场而言，我们短期更关心的是美国股票市场而不是美国的实体经济，因为美股的探底反弹自然会引发大宗商品特别是能源以及金融股的预期。所以，未来的市场热点除了在调整之后进一步延续基建主题和新能源和农业主题之外，可能要密切关注国际大宗的反弹和美国市场金融股的反弹。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735 13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362 13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450 13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737 13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572 13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。