

从超预期到验证预期 --回归地产和基建

报告要点

■ 从超预期到验证预期

4月22日高点的标志意义是，支撑中级反弹的三大基本面因素即去库存、刚性需求和美国触底都已经出现，后面中级反弹的延续将来源于这些因素的汇集与迸发。不会再有超预期的基本面事件出现，指数的大斜率上升波段已经结束，未来将由超预期行情向验证预期行情过渡，市场趋势将以宽幅震荡为主。

■ 回归地产和基建

从经济反弹的本质上看，或者从中国经济增长模式的本质上看，投资回升才具有决定性的意义。在1600点的时候，首先上涨的是基建类品种，未来行情的延续必定靠这条主线的延续。在滞胀预期和流动性过剩环境下，地产应当是资产的首要选择，如果地产成交量延续并导致新开工，将成为延续基建主线的基本理由。在验证预期的行情中，如果有超额收益，大概率事件是出现在房地产和基建板块。

■ 从上游向中下游、从价向量转移

价格反映预期上升最猛烈的一波已经结束，未来的价格走势不是滞胀，而是一种通胀的震荡和徘徊，而这种徘徊的根源还是需求问题。所以，价格回落的时候，指数的表现自然是走弱的。经济在过渡期到反转之前是结构性调整，依然有很多行业存在机会。上游价格的持续反弹的前提是中下游的销售量，所以，行业关注的重点要从上游向中下游转移，从价向量转移。真正的消费的周期性低点，也就是收入下降所带来的低点目前还没出现。失业率的持续增加和收入预期的低点的出现决不可能平滑过去，因此，必需消费品基本没有防御价值。

■ 稳定的外部环境

中国外需的恢复年内无望，但二季度仍是美股市场环境最稳定的时期，虚拟经济的联动性上看，二季度仍是一个A股中级反弹的延续期。

■ 理清逻辑和仓位跟随

市场进入了全面验证预期的阶段，这个时候的关键是理清逻辑，朝着大概率的方向进行配置。从相对收益的角度看，仓位上的跟随是一个最优的选择。

相关研究

《中级反弹的确立》

< PPI 演绎利润轮动 >

《通胀演绎经济底部开端》

《三论中级反弹的延续》

分析师：

周金涛

(8621) 33130733

zhoujt@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤

(8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

从超预期到验证预期

我们一直认为，中级反弹的结束不会是一个尖顶结构，理由很简单，6000 点的尖顶是因为经济确立了向下的拐点，而当前的中级反弹，虽然经济仍处于疲弱的状态，但毕竟经济低点已经出现了，此其一；其二、我们认为中级反弹结束的根本原因是经济的二次探底，但是，二次探底实际上是一个结构性的经济调整，有的行业不会再有深幅调整，经济二次探底的最根本因素就是收入预期下降，所以我们一直不看好必须消费品。由此，中级反弹的结束不会是一个尖顶，必定要经历一个比较长的宽幅震荡过程。

那么关于 4 月 22 日的高点，我的想法是，它是一个标志，它的标志意义就是我在以前的邮件中写到的，“我的逻辑框架下支撑中级反弹的三大基本面因素即去库存、刚性需求和美国触底都已经出现，后面中级反弹的延续将来源于这些因素的汇集与迸发”。也就是说，我们不会再有超预期的基本面事件出现，所以，大盘的大斜率上升波段已经结束了，此后大盘将进入一个震荡期，这个震荡期的走势取决于经济数据的好转的时点与程度，同时，它与美国经济的探底进程以及美国股市的未来趋势也密不可分。

经济在脱离底部之后的走势是最复杂的，我相信如果不是拍脑袋，没人能预测经济增长率。我们的理论框架能够预测到经济在受到价格冲击之后的 V 型反弹走势，但我不能预测出 V 型反弹之后经济所达到的弱势平衡状态到底在什么水平，我认为这只能让经济自己去寻找。由此对当前行情的定义是，由超预期行情向验证预期行情过渡，实际上，超预期行情是质变而验证预期行情是量变。质变是我从理论上可以掌握的，量变要更多的依靠观察，但是，量变会大致发生在什么领域，这是可以逻辑推导的。

回归地产和基建

如果经济持续反弹的预期被验证，也就是后面行情有较好的延续性的话，我们认为最大概率是出现在房地产领域，我们一直认为，这波中级反弹的主流热点并不是新能源，而是与基建相关的投资品。因为从经济反弹的本质上看，或者从中国经济增长模式的本质上看，投资回升才具有决定性的意义。我们可以回想，在 1600 点的时候，首先上涨的是基建类品种，未来行情的延续必定靠这条主线的延续。

未来我们可以验证的一点就是政府投资在短期会起到拉动经济数据环比回升的作用，但在经济底部波动期，他的更大作用是消化产能，所以它可能对于拉动市场化投资的作用是有限的，但它拉动经济环比回升的程度是需要观察的。与此相关的另一点就是房地产投资，关于地产的成交量能不能延续到 5 月份之后的问题，谁都没有充分的理由证明，但是，在滞胀预期和流动性过剩环境下，地产应当是资产泡沫的首要选择，所以，如果地产成交量延续并导致新开工，将成为延续基建主线的基本理由。上述推导想说明的逻辑是，在验证预期的行情中，如果有超额收益，大概率事件是出现在房地产和基建板块。

对于短期而言，最不确定的因素就是价格，但是从周期的运行规律看，我们已经经过了周期的第一个低点，这个低点的特征是价格下跌后的去库存和刚需释放带来的价格反弹过程，由此产生了通胀的预期。但是，与 1975 年的滞胀预期相比，我们显然没有支持胀的理由，所以，价格反映预期上升最猛烈的一波已经结束，未来的价格走势不是滞胀，而是一种通胀的震荡和徘徊，而这种徘徊的根源还是需求问题。所以，价格回落的时候，指数的表现自然是走弱的。顺着这样的周期前行，在补库存和刚需释放之后，未来的趋势自然是进入经济反弹与经济反转之间的过渡期，也就是我们所谓的经济二次探底进程，我们一再强调，经

济在过渡期到反转之前是结构性调整，所以，依然有很多行业存在机会。那么，什么行业存在机会，显然首先不是价格问题，首先是销售量的问题，因此，过渡期的进程中，关注的重点开始由价格转向销售量。而按照这样的逻辑，上游价格的持续反弹的前提是中下游的销售量，所以，行业关注的重点要从上游向中下游转移，从价向量转移。

由此，我们指出了就算是市场调整，与经济二次探底特征相对应的是，市场的行业表现也不是普跌，而是一种结构性的表现，在这里，回归中下游实际上首先还是回归投资，还是回归中国经济复苏的决定性因素，也就是投资品。在经济二次探底过程中，真正需要谨慎的是消费品，就刚性需求而言，2008 年一季度的消费低点是由于价格的扰动，而真正的消费的周期性低点，也就是收入下降所带来的低点目前还没出现。失业率的持续增加和收入预期的低点的出现决不可能平滑过去，所以，消费回落是不可避免的周期过程，因此，我们认为必需消费品基本没有防御价值。

稳定的外部环境

关于海外因素，美国在可以预见的 2009 年会进入底部区域，但美国经济的去库存和消费的复苏进程非常缓慢，这也就是在危机冲击下表现出的需求不足。即便是美国经济按照预期在下半年触到同比低点，考虑到经验上两个季度以上的滞后期，中国外需的恢复年内无望。

但是，对于美国的股市而言，我们的基本判断是二季度是一个股市环境最稳定的时期，目前包括房地产市场、劳动力市场、商品市场、金融市场（除压力测试还未确定）等目前均处于深度冲击后的修复过程中，即这是一个在价格和金融危机等冲击下的深度调整向弱势均衡的过渡阶段，经济数据特别是预期及先行数据回暖明显，且政策环境仍然较为积极，经济的环比触底反弹在美国与欧洲均显示出迹象，历史经验表明，这一阶段资本市场往往会对好于预期的信息比较敏感，因此仅从宏观数据的角度来看 4、5 月份可能是全年最为稳定的环境（未必是最好的时期，但是最为稳定），这对短期股市的走势是非常有利的。所以，单纯讨论虚拟经济的联动性而言，二季度仍是一个可以积极参与的时段。

理清逻辑和仓位跟随

总结来看，市场进入了全面验证预期的阶段，这个阶段的强与弱要看预期被验证的程度。而在这个时候，却是经济分析最难以得出结论的时候。所以，这个时候的关键是理清逻辑，看准方向，朝着大概率的方向进行配置。从相对收益的角度看，仓位上的跟随是一个最优的选择，因为在经济回归弱势均衡的时候，非常不稳定，就像大盘还会被猪瘟疫一脚一样。

必须重申的是，虽然二季度依然存在机会，但那绝不是泡沫，特别是在验证预期阶段。在以前的资产泡沫经验中，充足的流动性只是泡沫产生的充分条件，泡沫的产生往往是基于心理预期，而这种心理预期的来源自然是收益的稳定性、增长性和可持续性。在中级反弹的经济背景下，大众并没有达成对于未来经济增长的一致性预期，所以仅仅依靠流动性形成泡沫的根基并不牢靠。相反，在这样的经济环境下，大众的心态不是稳定预期反而是与此想反的混水摸鱼和博弈政策红利，行情的犹豫与暴涨暴跌就是这样的心态的体现。

分析师介绍

周金涛，南开大学经济学硕士，现任长江证券研究部副主管，长期从事宏观策略研究，并在中国的工业化国际比较和经济周期研究、虚拟经济与实体经济关系等方面形成了独特的逻辑框架和思维体系。

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。