

通胀与通缩之间

——过渡期展望下的行业选择

报告要点

■ 通胀预期——能见百步却不能自见其睫

1975 年滞涨时期的过渡期源于通胀回升后的政策紧缩，而 1929 年大萧条时期的过渡期则伴随着通胀回升后的自主性回落，无疑，影响中国以及全球资本市场 2009 年下半年运行趋势的关键就在于，伴随大宗商品价格上升之后过渡期的促发因素是出自市场自身还是必须待货币政策的重归紧缩，这也决定了中级反弹的何时结束。

■ 过渡期促发的主导因素：海外经济

美元汇率的贬值和长期国债收益率的上升，10 年期甚至于已经回升到 2008 年的 11 月份，都意味着当前，货币政策并不是促成过渡期形成的核心，伴随着短暂的经济复苏预期所推升的美国国债收益率，美国自身的流动性以及可选消费品在失业率维持高位的背景下，其相应的回暖路径会被拉长，过渡期的到来与通胀催生紧缩货币政策相比，则会被提前。

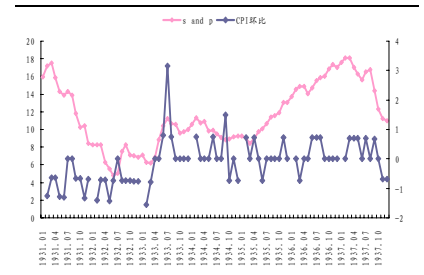
■ 过渡期促发的次要因素：中国内部

与美国在失业率上升中可能衍生的流动性再次市场化收缩相比，贷款利率的官方化以及相应的资本流通管制使得中国在此机制中得以脱离，但是美国实体经济在此过程中的调整长期化也就意味着中国的外需恢复需要更长的时间，内部经济中，发展中国家房地产市场在利率不变、收入增长短期难以改善的背景下，通过直接提高杠杆率催生泡沫经济的方式概率并不大，这也意味着中国此轮过渡期的调整，依然难以脱离与美国经济的关联性。

■ 资产配置建议

依据大萧条期间过渡期演绎的典型逻辑，就 09 年下半年初期而言，伴随着美国自主性的货币收缩，资产配置中行业风险集中从高到低将依次展现为：上游资源、外需部门、中游制造、金融、地产，而进入过渡期之后，上游的价格反弹过渡到终端的需求稳定是我们的核心思路，建议关注农业和通信。

大萧条时期标普与环比 CPI 的关联性



资料来源：Wind 资讯

相关研究

《国际化博弈——从升值与通胀的关系中演绎 2008》

《经济增长变革期的产业轮动——基于潜在需求的 09 年资产配置》

《V 的右侧延展——从刚性需求到选择潜在的增长点》

分析师：

钟华

(8621) 63299571

zhonghua@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖风

(8621) 63299571

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

序言：通胀预期——能见百步却不能自见其睫	4
过渡期的意义	4
滞涨时期：日本 1975 年 6-9 月	5
通缩时期：美国 1932 年 8 月-1933 年 4 月	5
小结：通缩与通胀之中的过渡期	6
过渡期的本质：存量与增量需求之间的过渡	7
日本 1975 年 6-9 月	7
美国 1932 年 8 月-1933 年 4 月	8
通缩与通胀背景下的过渡期异同	9
小结：现时的过渡期如何演绎	12
过渡期促发的主导因素：海外经济	13
美国 1932 年实体经济的再调整——黄金流出引导的被迫紧缩	13
美元本位下的自主收缩——长期国债收益率的上升	14
小结：围绕美元汇率的过渡期衍生	16
过渡期促发的次要因素：中国内部	17
就业市场的行业贡献差异	17
房地产繁荣所衍生的经济复苏之路有多长	18
外需恢复的时滞——自主性的过渡期调整依然存在	20
资产配置建议	21
日本 1975 年 6-9 月：通胀复归	21
美国 1932 年 8 月-1933 年 4 月：存量需求弱势	22
09 年下半年资产配置建议：从上游的价格反弹到终端的需求稳定	23

图表目录

表:

表 1: 美国 1975 年基准利率变动	7
表 2: 大萧条期间预期美元贬值所引致的自发紧缩	14
表 3: 中国主要行业就业人数波动 (单位: 百万人)	17
表 4: 日本 1975 年中级反弹结束之后各行业表现差异	21
表 5: 行业资产配置建议表	23

图:

图 1: 日经指数与失业率的关联性	5
图 2: 日本重点产业主营业务利润率低点在 1975 年	5
图 3: 标准普尔指数走势和每股收益	6
图 4: 美国 1975 年消费者价格指数月环比变动	7
图 5: 日本 1975 年反弹向反转过渡的关键: PPI 指数的阶段性趋稳	8
图 6: 大萧条时期美国股市与 CPI 环比变动的关联性	9
图 7: 大萧条时期美国的失业率变动	9
图 8: 日本国内轿车奇异点之销量增速变动	10
图 9: 日本国内轿车奇异点之名义工资收入增速变动	10
图 10: 美国大萧条期间的工资增速变动	11
图 11: 美国大萧条期间的批发物价反弹呈现“双底”特征	11
图 12: 过渡期演绎的两种可能性	12
图 13: 美国 30 年期国债收益率 2002 年之后降低逐步困难	15
图 14: 美国房屋价格波动与 30 年期国债收益率极为相关	15
图 15: 美国的失业率依然处在上升过程	16
图 16: 东京公寓均价和日经 225 指数	18
图 17: 韩国全国房价均价指数和 KOSPI 股指	18
图 18: 日本地价与居民收入增速	19
图 19: 韩国房价与居民收入增速	19
图 20: 美国最新环比 CPI 变动显现存量需求释放的弱势	20
图 21: 美国 1933 过渡期时的行业表现	23

序言：通胀预期——能见百步却不能自见其睫

楚威王欲伐越，庄子谏曰：“王之伐越何也？”曰：“政乱兵弱。”庄子曰：“臣愚患之，智如目也，能见百步之外而不能自见其睫。”

——《韩非子·喻老》

此段话来源于庄子对于楚威王的谏言，本意很容易理解，楚威王自以为伐越时机万分成熟，却不想庄子将此种智慧比作眼睛，虽然目光可以发散到百步之外，却不能回顾到自身所存在的问题。以此中国古代的典语应用到现在，至于通货膨胀的预期似乎也陷入了这种境地。

凭借我们对于世界经济工业发展史的经验，尤其是对于各个经济体危机之后的复苏历程，目前与 1929 年美国大萧条时期更为类似的发展前景，意味着，在散发了大量的货币之后，通胀的回升将成为未来经济复苏的主基调，这是我们对于目前通胀预期以及大宗商品价格在流动性充裕下的充分释放表示的理解所在。

但是，未来展望的确信并不意味着现时通胀的回升将会一帆风顺，大宗价格上升背后所隐藏的库存高位是我们所无法忽视的，也在通胀预期释放的过程中带来一丝忧虑，并且，在资本市场以及实体经济的历史长河中，经历经济下滑之后的通胀回升也往往预示着经济二次调整的到来，这也就是我们说过渡期的本意，他代表的是实体经济以及资本市场由反弹向真正反转的过渡。

其实，在之前的年度报告和一季度策略报告中，关于过渡期的存在问题我们已经有所阐释，75 年滞胀时期的过渡期源于通胀回升后的政策紧缩，而 29 年大萧条时期的过渡期则伴随着通胀回升后的自主性回落，无疑，影响中国以及全球资本市场 09 年下半年运行趋势的关键就在于，伴随大宗商品价格上升之后过渡期的促发因素是出自市场自身还是必须待货币政策的重归紧缩，此也决定了中级反弹的何时结束。

过渡期的意义

无论是在 09 年的《经济增长变革期的产业轮动》抑或是中期的《V 的右侧延展》，我们都已经及时展望了中国资本市场未来过渡期也即二次探底的可能性以及必要性，从目前我们对于世界经济的判断而言，当然进一步结合最新一期浙江民营企业的实际经营状况草根调研，二次探底的本质也即刚性需求与新的增长动力外需或者是民间投资扩张恢复仍然存在时滞。

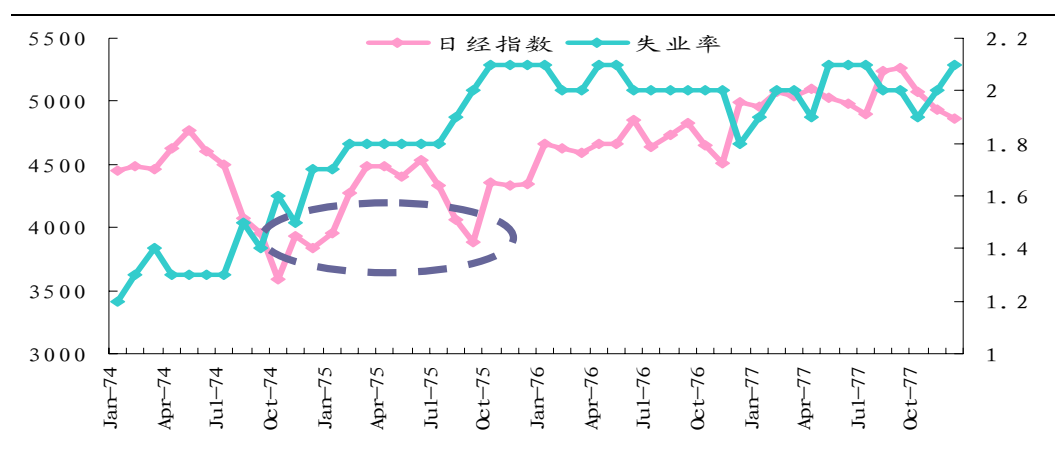
这也意味着中国资本市场仍可能面临美国在 1933、日本在 1975 年过渡期中相类似的困境，一方面，财富积聚所引导的刚性需求逐步释放，另一方面，产能过剩引导的经济调整后续压力如失业率包括收入增长并没有真正结束。

为了便于考证过渡期的决定因素，我们参照了日本在 1975 年滞胀和美国在 1933 年大萧条通缩时期的演绎规律，从存量需求引导的汽车、房地产销售量而言，中国与日本在 1975 年较为类似，而从增量需求也就是外需的恢复过程来说，目前最大的需求区域美国所面临的境地则与大萧条更为相像

滞涨时期：日本 1975 年 6-9 月

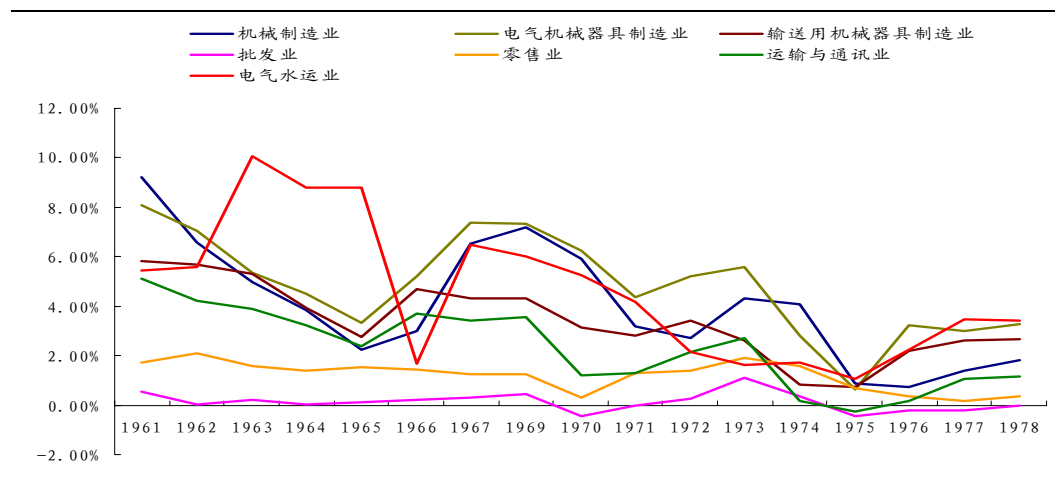
我们将日经指数与失业率的综合表现放在下图中，虽然失业率一向都被视为实体经济的滞后指标，但是其却往往代表实体经济新一轮扩张的开始，可以看到，日经指数在 1974 年 10 月份见到石油危机中调整的第一个低点，之后反弹持续了将近 8 个月左右的时间，幅度接近 26%，从 1975 年 6 月份开始持续 3 个月调整，幅度在 15% 左右，伴随着失业率见顶，日经指数才开始真正意义上的反转，只是从幅度来看，由于此次日本经济的产能扩张受限，失业率虽然在 10 月见顶回落，但是此后依然维持在较高水平，日经指数从 1975 年 9 月至 1977 年底，总计上升幅度在 25%。

图 1：日经指数与失业率的关联性



数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 2：日本重点产业主营业务利润率低点在 1975 年



数据来源：CEIC，长江证券研究部

通缩时期：美国 1932 年 8 月-1933 年 4 月

1932 年 7 月，美国股市开始上涨，到 1937 年 3 月达到最高 195 点，相对于此前的低点 40.56 点上涨近 4 倍，牛市的时间接近 5 年。这是一个重要的时间点，股票市场触底的时间点，从

对经济的反映状况看：政府开始拯救市场，银行系统开始出现纠错行动，制造业从最低点开始恢复。

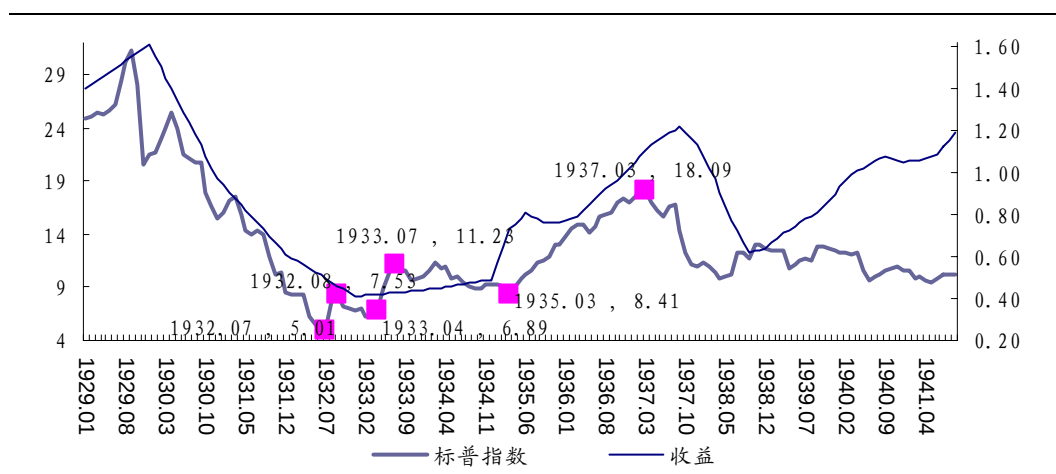
联系目前失业率的高位延续，美国股市从 1932 年以来的低点反弹与现今存在更强的类似性，而在大萧条中这次反弹将近维持了一个季度左右，之后进入我们所谓的过渡期，并且直到 33 年 4 月份才开始出现一轮新的上涨。从反弹步入过渡期中的整体资本市场表现来看，反弹上升幅度在 74%，持续时间为一个季度，而过渡期的调整幅度则在 24%，持续时间为 2 个季度。

我们可以认识到三点：第一，股市反弹总是领先于实体经济，并反映积极的政策和制度变革；第二，宏观经济形态的状况对股市影响不大，主要的影响在于对经济状况变动的预期和实际变化。**这也就是说，股市是反映利好和利空消息的，经济的状况已经反映到了股票的指数当中，反映的是水平而不是变动。**第三，这次反弹其实是对市场估值的确认，也就是对市场底部的确认，内在的包含经济最差情况已经反映到股价水平上了，这也就是第一次上升浪。

33 年 3-6 月的股市上涨——对经济复苏的预期反映—第二次上涨

1933 年 3 月罗斯福总统上任，经济依然在恶化，股市却涨了 30%。1933 年 3 月 4 日，罗斯福发表了就职演说“我们害怕的就是害怕本身”。提出实现国家复兴和对外睦邻友好的施政方针，恢复了大众的信心。**这里有一个有意思的统计，33 年的 66.7% 的年涨幅要远高于繁荣顶峰期的 1928 年年度 48%。**

图 3：标准普尔指数走势和每股收益



数据来源：CEIC，长江证券研究部

小结：通缩与通胀之中的过渡期

结合日本在 1975 年 6-9 月以及美国在 1932 年大萧条逐步结束的时期，实际上都已经向我们展示了，在实体经济触底反弹的过程中，资本市场的确都存在着与当前中国、全球资本市场更为类似的中级反弹，只是，在反弹背后，我们始终无法掩盖，在经历了石油危机抑或是虚拟经济的过度繁荣之后，实体经济以及企业盈利增长的恢复过程是相当缓慢的，这在一定程度上决定了资本市场仍然是中级反弹的本质。

当然，单纯的比较企业盈利增长与资本市场的联动性来预判目前的趋势，显然容易犯形而上

学的认知错误，这也是我们一向不太赞成从估值的角度来寻找市场的安全边界，资本市场转折中所酝酿的实体经济变化才是核心。

以我们之前的比较经验而言，美国在 1932 年以及日本在 1974 年底的中级反弹都存在，伴随着价格增速、贷款利率的回落，原先实体经济中暂时抑制的刚性需求得以释放，这种刚性需求更多的是指对利率敏感、依赖一定收入存量支撑的房地产、汽车消费，那么，之后过渡期的存在从表现形式上也就衬托出刚性需求释放之后的“钟形”回落。

可见，过渡期前后的刚性需求释放是我们看待资本市场以及实体经济中级反弹乃至后续调整的关键，而引导房地产、汽车可选消费品增长波动的利率、收入则是我们探讨的核心逻辑，由此也衍生出，通胀与通缩之间的过渡期形成本质上的区别。

过渡期的本质：存量与增量需求之间的过渡

回顾我们在策略报告中对于此次中国、美国资本市场中级反弹的精确把握，其核心来源于价格增速回落之后的刚性需求释放，而显然此种刚性需求的释放过程依托的是此前经济周期的积累，中国的 V 字反弹与美国的 L 型调整本质正是基于此。这也意味着，利率的持续调整是形成刚性需求反弹的支撑点，但是真正决定反弹幅度的则是源于实体经济之前经济扩张中的财富积累。而过渡期的本质则是源于，财富积累所代表的存量需求与工资收入增长所代表的增量需求之间的过渡。

日本 1975 年 6-9 月

关于日本股市在 1975 年 6 月份之所以出现将近 15% 左右的调整幅度，促发因素我们曾经依据日本经济署的研究得知：其一是在于美国股市在这一阶段同期出现了相应的调整；其二是日本自身内在出现了经济调整中的众多问题，失业率开始上升，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，化学公害的表面化，佳能公司不分红、永大产业大幅亏损、兴人公司破产等企业经营恶化。

图 4：美国 1975 年消费者价格指数月环比变动



数据来源：CEIC，长江证券研究部

外围股市美国的这一阶段调整反应了滞涨时期经济体的典型特征，即经济一旦出现回升迹象，那么实体经济领域的通胀水平就会立即会上升，基准利率的波动更是由此引发，由于美

联储一直以来更为关注的就是 CPI 月环比的波动，我们可以看到，在 1975 年 6 月 2 日，CPI 月环比结束之前数月的下降之后大幅攀升，美联储大幅上调了基准利率，可见，就影响日本股市的外围因素而言，主要在于美国当时价格回升引导的货币政策重归紧缩。

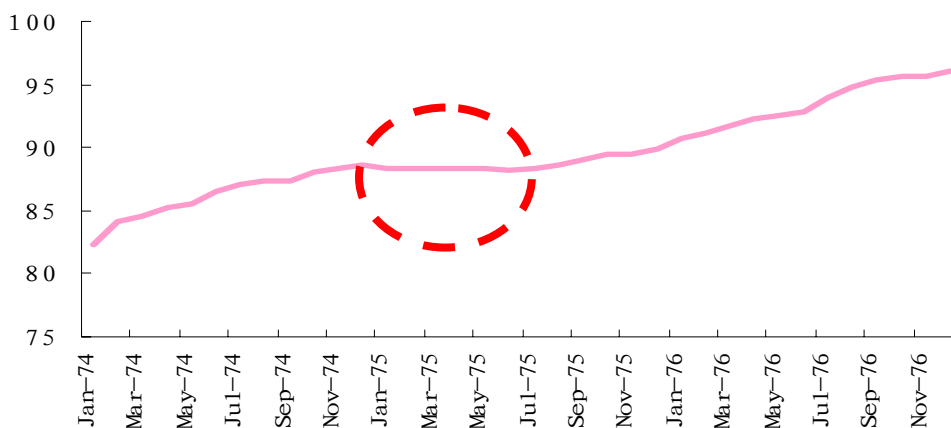
表 1: 美国 1975 年基准利率变动

日期	1. 1	1. 10	1. 16	2. 4	2. 6	2. 26	3. 10	3. 21	4. 30	6. 2	10. 1	76. 1. 12
基准利率	8	7.25	7	6.5	6.25	6	5.75	5.5	5.25	6.5	4.875	4.75

数据来源：CEIC，长江证券研究部

另一方面，就中级反弹结束的内部因素而言，失业率在经历前期的稳定之后大幅上升的确是反应实体经济包括资本市场尚未反转的关键，但是由于这一指标过于宏观和庞大，并不能反映实体经济的微妙变化。对于跟中国类似的日本 70 年代而言，我们一直表示衡量通胀水平最关键的指标在于 PPI 而不是 CPI，此也是决定日本资本市场的核心要素，可以看到资本市场中级反弹结束的时间点恰巧是在 1975 年 3 季度。

图 5: 日本 1975 年反弹向反转过渡的关键：PPI 指数的阶段性趋稳



数据来源：CEIC，长江证券研究部

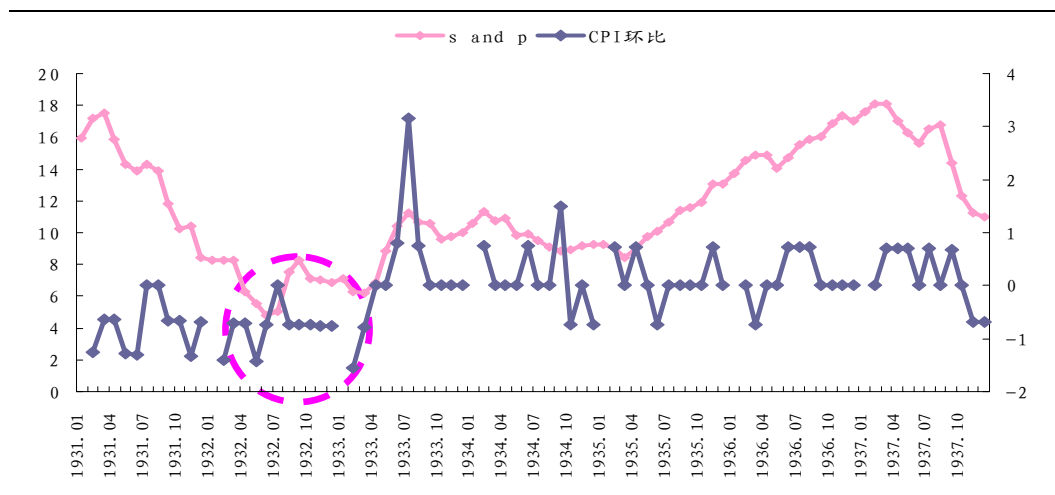
于其中的内部联系，包括中级反弹的结束以及反弹向反转过渡的成功，我们结合日本“V”字反弹中耐用消费品的阶段性反弹，以及股市在中级反弹中汽车、房地产表现较为优越，中级反弹调整过程中表现落后，反转的伊始汽车要明显的优于房地产，可以得出，中级反弹调整形成的核心在于，价格回落引导的耐用消费品阶段反弹结束，而反弹向反转过渡成功的关键则来自于外需的逐步回升，这方面体现最为明显就在于日本的汽车业，应用一句我们在年度报告中所撰写的论调就是，日本股市中级反弹的结束源于“V”字形成中耐用消费品阶段性反弹的消失，而反弹向反转的过渡就是一个寻找潜在增长点、经济重获扩张动力的过程。

美国 1932 年 8 月-1933 年 4 月

就美国在 1932 年的变动而言，财富积累不足所引导的刚性需求释放存在极其明显的弱势，鉴于美国历来的 CPI 统计数据都真实的代表了实体经济中消费的权重比例，环比 CPI 的趋势

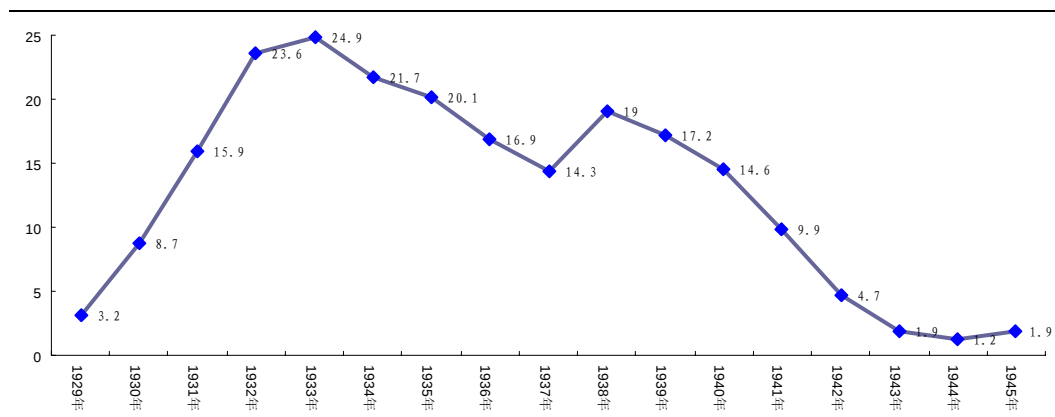
在一定程度上反应了需求的强弱，大萧条中股市的第一次中级反弹来源于存量需求释放所引导的环比 CPI 反弹，而中级反弹的结束也就是我们所说的过渡期，则来源于 CPI 环比的再次回落，环比 CPI 在中级反弹以及过渡期中的窄幅波动，都意味着在通缩时期，存量需求对于价格的承受能力或者说自身的稳定性都极为疲弱。

图 6：大萧条时期美国股市与 CPI 环比变动的关联性



数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 7：大萧条时期美国的失业率变动



数据来源：CEIC，长江证券研究部

而以失业率作为衡量增量需求释放的核心指标，我们进一步对比美国在大萧条期间的失业率变动趋势，其实在 1932 年美国资本市场中级反弹的时期，以失业率为代表的增量需求并没有呈现复苏，有理由相信环比 CPI 的复苏在一定程度上来源于存量需求的释放，但是此种中级反弹的内涵也就决定了他必然要经历一个从存量需求过渡到增量需求的过程。

通缩与通胀背景下的过渡期异同

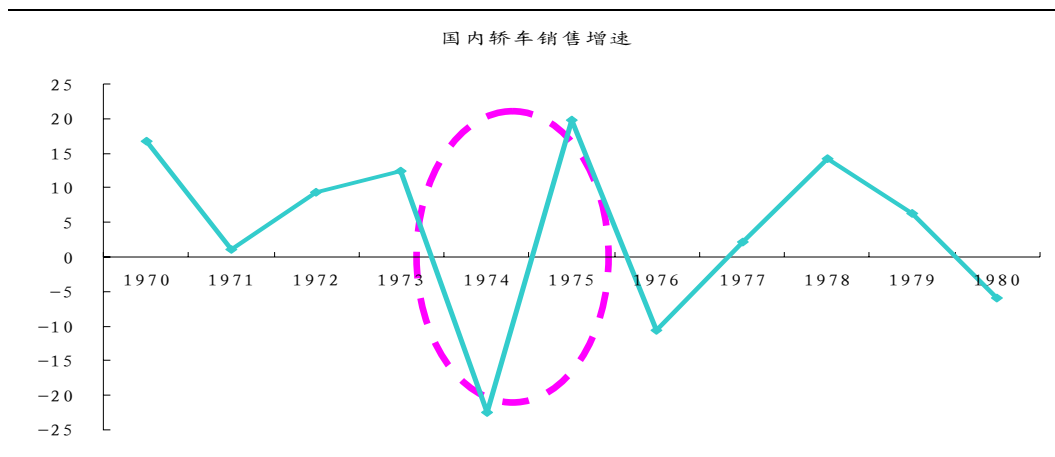
通过对比，我们已然发现，虽然大萧条时期的通货紧缩与石油危机背景下的滞胀存在调整机制上的本质区别，但是单纯的从调整结果来看，实体经济触底过程中所衍生的资本市场反弹向反转的过渡，也就是我们所说的过渡期始终存在，收入增长所代表的增量需求回升滞后是

其核心，而一定意义上货币政策转折却并非必要条件。

我们依然围绕日本在 1975 年的实证经历，来解释耐用消费品尤其是当时普及率偏低的汽车的销售波动，从日本国内轿车销售量与名义工资收入增速的变动可以看出，货币幻觉下的工资收入与销售增速出现背离，在名义工资收入增速逐步下降的 1975 年，日本当时国内轿车的销售增速却达到了 19.72%，总额达到 273 万辆，甚至于超过了 1972 年的水平，仅略低于实体经济最为强劲的 1973 年。

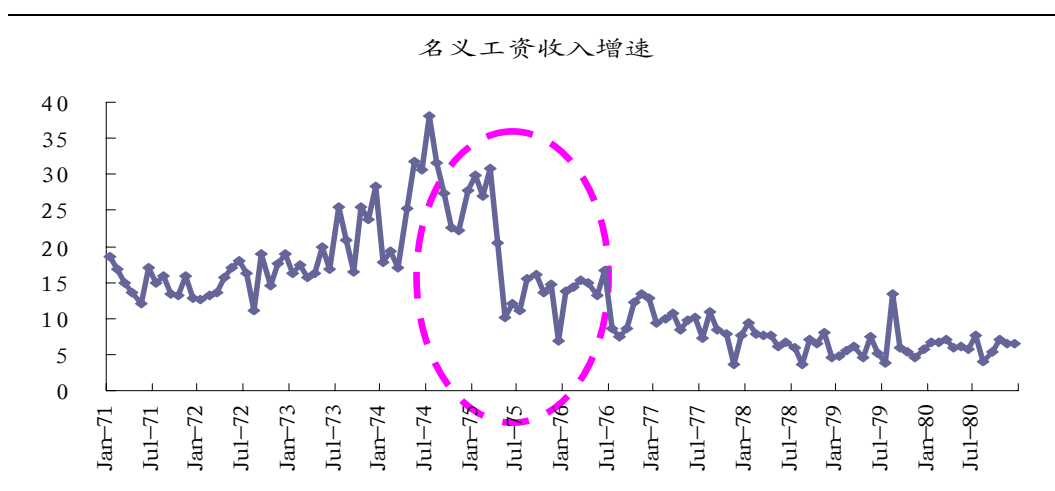
究其原因，所谓的货币幻觉的确在通胀小幅波动的情况下是消费的主导因素，但是一旦通胀呈现类似于长波萧条期的奇异点，那么经济扩张后续中虽然名义的工资收入依然维持在高位，但是由于价格的攀升使得需求受到抑制，而在实际 GDP 触底回升的过程中，通胀的大幅回落以及名义工资收入的调整滞后，使得耐用消费品存在阶段性的反弹动力。不过，伴随着通胀水平逐步向均衡水平过渡，可选消费品的决定因素再次依托于居民的收入增长，这也是我们所说日本当时国内汽车销量在经历 75 年反弹之后 76 年再次回落的决定性因素。

图 8：日本国内轿车奇异点之销量增速变动



数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 9：日本国内轿车奇异点之名义工资收入增速变动

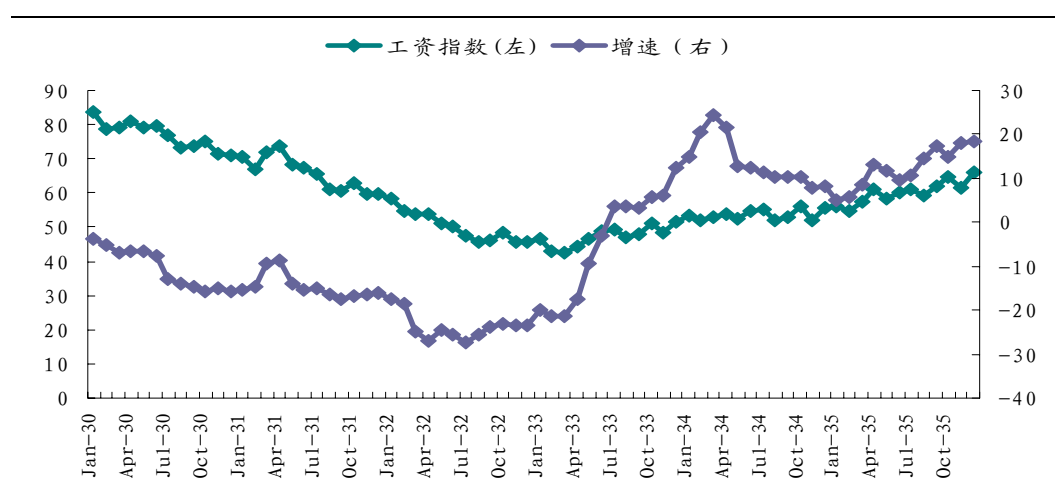


数据来源：CEIC，长江证券研究部

另一方面美国在大萧条期间，自 1932 年 4 月开始，伴随着美国国会的压力，美联储开始大规模的公开市场回购，到 8 月初，其持有的债券增加了约 10 亿美元，这次的买入操作 95% 是在 6 月底之前完成的，到 8 月 10 日之后就没有净回购了，而贴现率方面，纽约联邦储备银行在 2 月 26 日与 6 月 24 日分别两次下调。

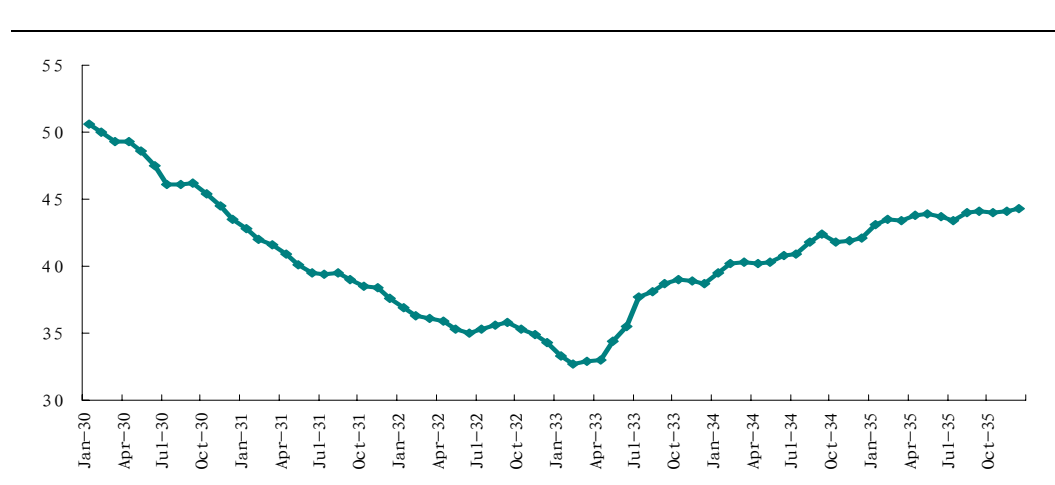
当货币存量的下降趋势趋于缓和，常规经济指标也出现了同样较大的变化，1932 年 7 月，批发物价指数开始上升，8 月生产力指数开始上升，而个人收入指数继续下跌，但是跌幅已经趋于缓和，而工厂就业率、铁路的吨英里数，以及其他许多实体经济活动的指标，都显示出同样的趋势。总之，类似的数据显现出了跟我们目前相似的经济复苏迹象，确实，有些经济学家还将 1932 年视为经济衰退期的底部，伯恩斯和米切尔虽然认为 1933 年 3 月是这次大衰退的地步，但是也承认这一期间呈现出典型的双底特征。而收入增长尚未触底的根本意味着，1932 年资本市场以及实体经济的回升更多意义上仅仅只是一次中级反弹。

图 10：美国大萧条期间的工资增速变动



数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 11：美国大萧条期间的批发物价反弹呈现“双底”特征



数据来源：CEIC，长江证券研究部

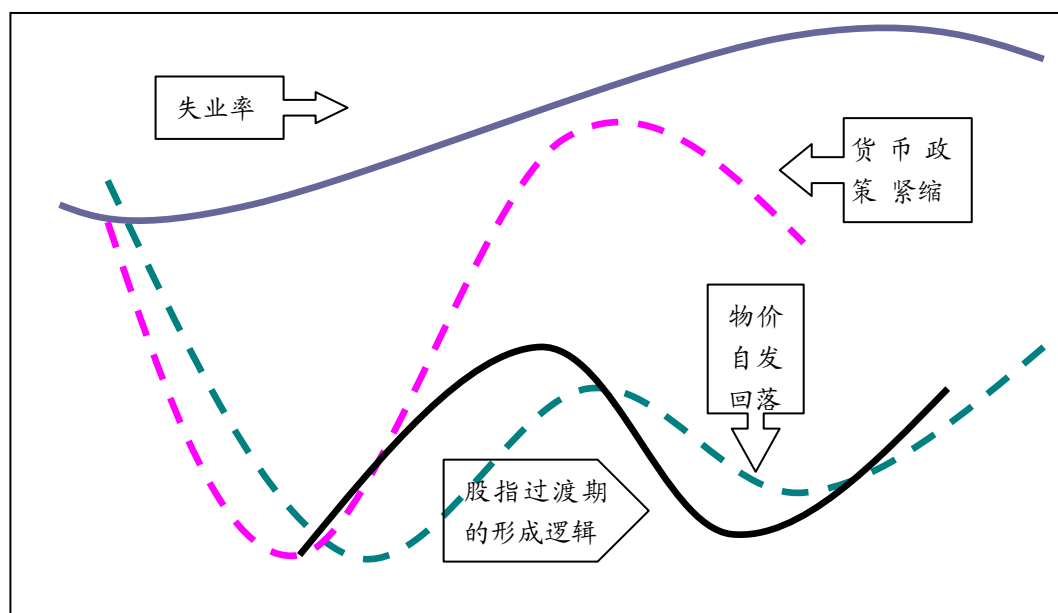
可见，以失业率为代表的收入增长是决定实体经济乃至资本市场真正反转的根本，而在收入增长之前所迎接的中级反弹在一定程度上具备极强的阶段性特质，但是通缩与通胀大背景不同所衍生的调整过程，或者说中级反弹结束继而步入到反弹向反转的过渡期中，其内在的促发因素似乎并不以货币政策转向作为必要条件，日本在 1975 年的确存在着资本市场转折的显像标志，也就是美国货币政策的再次紧缩，但是在 1932 年美国大萧条期间的反弹中，资本市场以及实体经济似乎都存在着更多的自主性因素，这是我们在后续需要真正探讨的焦点。

小结：现时的过渡期如何演绎

总结大萧条以及滞胀时的规律，预期之中的过渡期演绎在失业率尚未见顶回路的背景下的确存在两种可能性，一方面，滞胀的背景下，物价存在小幅回落之后的再次大幅回升，货币政策的紧缩将成为过渡期的典型标志，另一方面，在通缩的背景下，价格增速的回升存在再次自主性回落的可能性，一旦通缩的压力再次呈现，过渡期也必定莅临。

而以目前的实际形式而言，中国抑或是美国资本市场中级反弹的逻辑均存在与通缩时期更为类似的大背景，物价指数的回升是衍生资本市场中级反弹的伴生条件，由此，未来过渡期何时会出现的核心逻辑在于，通胀的回升也即我们目前所看到的大宗商品价格上升过程，是否需要等待到央行通货膨胀的心理预期，重归货币政策紧缩才是形成过渡期的根本。

图 12：过渡期演绎的两种可能性



数据来源：CEIC，长江证券研究部

根据经济学家的估算，美国 CPI 上升到 2% 也就是美联储对于通胀的承受点，最早出现的时点可能也在 2010 年中期左右，以此来推测似乎资本市场短期之内并不存在过渡期衍生的逻辑，而通胀预期伴随、货币政策的难以转向相信也是大多数投资者坚定认为全球资本市场仍然处于上升的周期，通胀投机或者说资产泡沫也好将会成为目前到货币紧缩为止的典型特征。

或许，在没有看到美国大萧条期间的经验借鉴之前，我们在一定意愿上也相信存在这么一个必然的过程，只可惜，大萧条时期美国过渡期的形成中存在更多的自发性因素，这是我們不得不重视的，而以当时的情景分析而言，经济复苏预期所带动的大宗价格反弹、批发物价指数回升也带动了国际黄金流动的变化，类似于国际之间的汇率定价变动，由此，中国此番过渡期的讨论在我们的逻辑中并不是需要说明货币政策紧缩对于股指的抑制作用，而是来源于，伴随着价格回升、经济复苏预期所带动的美元币值变化，其对于世界经济依然处在失业率上升的过程中，刚性需求的恢复存在何种自发性的调整机制。

过渡期促发的主导因素：海外经济

对于过渡期的促发因素寻找，核心来源于经济反弹之后的再次自发性调整，从这个角度选择，其关键必定不是来源于单个经济体内部的复苏进程，而是由世界经济伴随复苏预期所衍生的竞争格局嬗变，那么，围绕美元汇率变动的过程也就产生出一条清晰的二次再调整主线。

美国 1932 年实体经济的再调整——黄金流出引导的被迫紧缩

在推测美国大萧条期间过渡期的自发促成因素之前，我们首先引用米尔顿·弗里德曼在其《大衰退》中对于美国实体经济 1932 年实体经济乃至资本市场反弹结束的详细过程：

美国经济在 1932 年的经济复苏仅仅是暂时性，不久，经济状况再次急转直下，而银行危机也再次显现，1932 年最后一季度，新一轮的银行业倒闭潮袭来，尤其是在美国中西部 and 西部偏远地区，1933 年 1 月，这股浪潮突然在更广的区域里蔓延开来，存款-通货比开始下跌；1 月后，货币存量停滞增长，并开始急剧减少，货币局面恶化的同时，利率上升，经济再次重现危机。许多经济指标也开始停止上升，再次回落，物价指数以及经济活动的其他指标也呈现相同走势。

新一轮国外势力挤兑潮的担心增添了美国各商业银行以及美联储的忧虑，由于当时有谣言认为，新政府将让美元贬值，因而许多私人银行和其他美元持有者开始投机性的囤积外币，并增持黄金，此后的国内挤兑潮呈现出公众钟情金币和黄金券，冷落联邦储备金或者其他通货的情况，这是以前从未发生过的。

美联储对此的应对措施与 1931 年 9 月大致相仿，为了缓解海外势力的挤兑，它于 1933 年 2 月提高了贴现率，但是它并未寻求通过大规模的公开市场回购来消除国内外力量的挤兑影响。局面的混乱直到在 3 月 6 日的半夜，美国信任总统罗斯福终于宣布在全国范围内实行银行业大休假，并中断了黄金赎回和黄金出境。

可见，由于美联储对于实体经济的干预一直等到了 1933 年的 1 月份，意味着过渡期的形成在很大意愿上出于经济体的自身调整过程，而当时的促发因素实际上就在经济存在一定复苏预期的基础上，美元开始出现贬值预期。

这一点，我们似乎从现在美元的贬值预期中隐约体会到相同的规律，从当时的黄金进出口数据来看，在危机持续的 1929-1932 年期间，美国的黄金流入量实际上一直在增长，而在经济存在复苏预期的 1932 年和 1933 年，黄金均为净流出。结合弗里德曼在《大衰退》中的描述，实际上我们可以体会到这个过程就是呈现于 1932 年的末期至 1933 年的初期阶段，而在美国 1933 年 3 月之前仍然恪守金本位的条件下，黄金的净流出也就表示美国的实体经济出现自发性的再次紧缩，而显然这种过程的关键是在于货币市场外汇领域的变动，毕竟从绝对收入

的角度，他并没有呈现转折似的变化。

表 2：大萧条期间预期美元贬值所引致的自发紧缩

年份	Gold Exports Million	Gold Imports Million	Net
1925	263	128	-135
1926	116	214	98
1927	201	208	7
1928	561	169	-392
1929	117	292	175
1930	116	396	280
1931	467	612	145
1932	810	363	-447
1933	367	193	-174
1934	53	1187	1134
1935	2	1741	1739

数据来源：CEIC，长江证券研究部

美元本位下的自主收缩——长期国债收益率的上升

与金本位的货币体制相比，美元本位下的货币发放的确存在更多的自由性，但是这并不意味着相似背景下的汇率波动对于美国不存在任何影响，我们可以看到，伴随着经济复苏预期所引导的通货膨胀回升，美元汇率在之前避险需求逐步丧失的背景下，贬值的压力已经进一步推升了长期的国债收益率，而这虽然比不上金本位下黄金流出所导致的货币直接紧缩效应，但是却可能由此延长美国房地产市场的调整时间。

曾经在《美国经济与中国牛市繁荣机制》中，我们探讨过对于美国这一贸易逆差国其特殊的流动性过剩机制：

美国流动性过剩的来源

在贸易顺差持续增长的背景下，我们可以清楚的明白中国这样一个庞大的经济体系中流动性过剩的来源，那么在美国这样一个一直以来都是处于贸易逆差的国家，虚拟经济中的流动性过剩又是从何而来呢，回答这个问题，我们依然利用分析中国经济流动性的基本方法——国民经济收入支出恒等式：

$$\left\{ \begin{array}{l} C1+I+G+X-M=C2+T+S \\ X-M=S-I \end{array} \right. \quad (1)$$

$$\rightarrow (C1-C2) + (G-T) - (M-X) = S-I \quad (2)$$

式 1 中显示的是中国经济体现在流动性过剩的成长模式，贸易顺差是根本的来源所在，而式 2 则代表了美国经济中当前推动资产价格膨胀也就是 S-I 所体现的净储蓄提高的流动过剩来源，可以发现，消费者的信用支出以及联邦政府的预算赤字不仅支撑了全球类似中国这样对美贸易顺差经济体的流动性过剩，而且也带动了国内资产价格的膨胀，这种模式的基础则来源于美国现阶段占 GDP1.5 - 2.0 倍的国债市场带动。

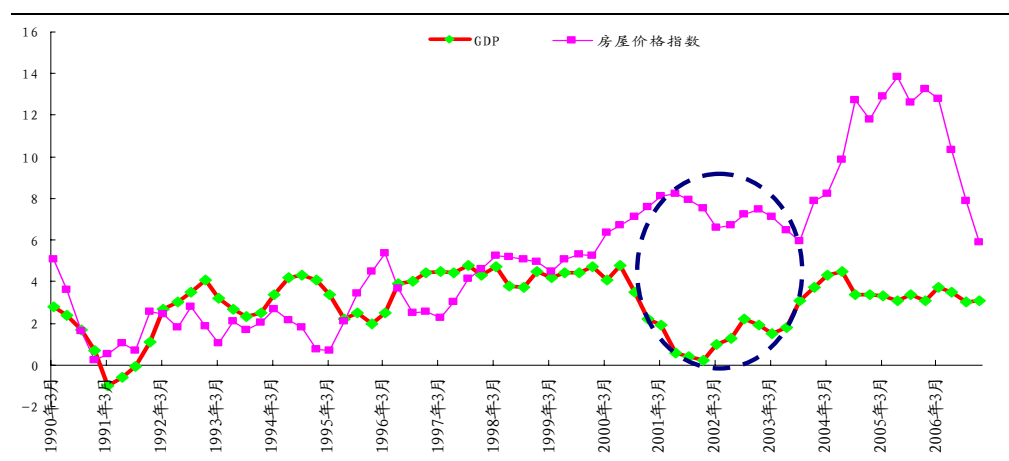
而按照共生模式的逻辑，美国压低长期国债收益率的必要条件来源于发展中国家贸易顺差积累的资金回流，但是，伴随着美元本位将近 30 年的过度发放时间，贬值以及通胀预期的迅速加强都意味着此次国债收益率的降低可能较为困难，其实这种过程在 2002 年的时候就已经出现，由此可见，在美元本位下，市场依然存在美元贬值中的自发收缩机制，这也意味着，此次过渡期的调整并不一定以货币政策的重归紧缩作为显性标志，美元贬值所带动的美国长期收益率上升是关键。

图 13：美国 30 年期国债收益率 2002 年之后降低逐步困难



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 14：美国房屋价格波动与 30 年期国债收益率极为相关



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

小结：围绕美元汇率的过渡期衍生

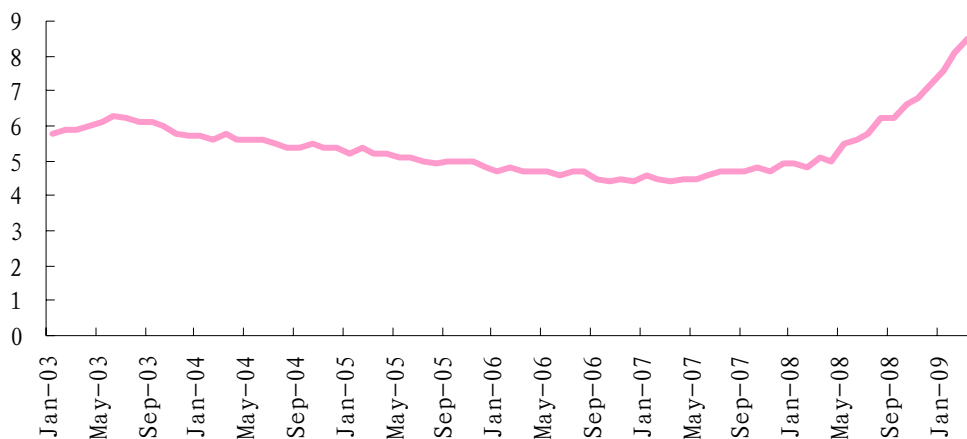
归结而言，从大萧条经验衍生出的规律已经表明，以美国现阶段的实体经济而言，毕竟我们已经看到了美元汇率的贬值、长期国债收益率的上升，10 年期甚至于已经回升到 2008 年的 11 月份，过渡期的存在或者说中级反弹向过渡期的拐点已经愈发的体现出会与大萧条更为类似的构成逻辑，也即，货币政策并不是促成资本市场以及实体经济过渡期形成的核心，伴随着短暂的经济复苏预期所推升的美国国债收益率，美国自身的流动性以及可选消费品在失业率维持高位的背景下，其相应的回暖路径则会被拉长，过渡期的到来与通胀催生紧缩货币政策相比，则会被提前。

而接下来的余留问题则源于围绕美元汇率波动过渡期的衍生方式了，不过尽管我们已经清楚过渡期提前货币政策紧缩的内在逻辑，但是拐点的确是一个复杂的形成过程，毕竟美元本位与金本位相比，贬值预期所导致的货币紧缩并不如黄金流出来的那么直接以及明显。不过，目前来看，国债收益率的大幅回升以及美元汇率处在相对的 80-90 波动区间，都意味着，我们所说的过渡期提前的形成逻辑正在逐步深化，而围绕汇率可能的演化将催生过渡期两种差异的调整方式。

一方面，如果美元汇率在此基础上再次大幅回落，虽然前期存在大宗商品的阶段性机会，但是与美元从 85 回归至 80 相比，其对于美国经济增长的限制将会进一步拉大，那么美元的大幅波动可能所催生的也是更大调整过程的过渡期；另一方面，美元汇率依然在此区间维持相对平稳，那么对于全球资本市场而言，他所面对的更多是一个资本回流所衍生的温和过渡期，而此中我们所等待的是一个未来失业率见顶之后的真正反转。

但是无论如何，我们离过渡期的调整过程远没有通胀回升刺激到货币政策重归紧缩的那么遥远，考虑到目前仍然存在的需求不足现象，我们依然建议密切关注美国环比 CPI 的变动来预判实体经济的真实需求。

图 15：美国的失业率依然处在上升过程



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

过渡期促发的次要因素：中国内部

与美国在失业率上升中可能衍生的流动性再次市场化收缩相比，贷款利率的官方化以及相应的资本流通管制使得中国在此机制中得以脱离，但是由此也衍生出另一个传导逻辑，美国实体经济在此过程中的调整长期化也就意味着中国的外需恢复需要更长的时间，内部经济中，发展中国家房地产市场在利率不变、收入增长短期难以改善的背景下，通过直接提高杠杆率催生泡沫经济的方式概率并不大，这也意味着中国此轮过渡期的调整，反应的依然是其与美国经济的关联性。

就业市场的行业贡献差异

在外需回落从而引致美国经济过渡期形成的主导因素背景下，中国单纯依靠国内房地产市场刚性需求释放从而引导失业率乃至收入增长调整完成的过程也将会被相应拉长，就业市场中的各个行业贡献差异能够给予我们更强的提示。

表 3：中国主要行业就业人数波动（单位：百万人）

行业	2009 年 02 月	2008 年 11 月	变动数值
通信设备	5.42	6.35	-0.93
有色金属冶炼	1.58	2.01	-0.43
纺织业	5.78	6.15	-0.37
电气机械	4.49	4.74	-0.25
非金属矿物制品	4.27	4.49	-0.22
黑色金属冶炼	2.93	3.07	-0.14
造纸及纸制品业	1.32	1.41	-0.09
化学原料	3.84	3.93	-0.09
煤炭开采	4.65	4.74	-0.09
纺织服装	3.98	4.07	-0.08
非金属矿采选	0.45	0.47	-0.01
专用设备制造	2.69	2.67	0.02
农副食品加工	2.75	2.71	0.05
石油和天然气开采	1.02	0.94	0.08
	2009 年 03 月	2008 年 03 月	差值
建筑业	9.81	9.62	0.18
房地产业	1.71	1.64	0.07

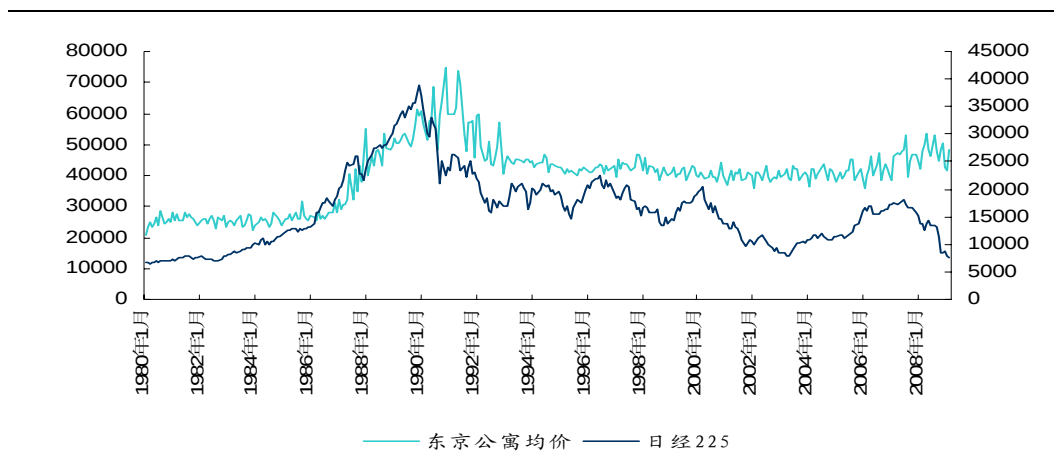
数据来源：CEIC，长江证券研究部

虽然房地产行业的回暖出现在今年的一季度，但是建筑业本身已经在去年下半年受益于国家的财政政策支持，但是从就业人数的变动来看，显然，建筑与房地产难以抵消外部经济回落的重要影响，这也就意味着失业率的见顶回落一定程度上外需的作用将更为彻底，而单靠房地产的繁荣来推升就业人数增加似乎可能性并不大，毕竟在房地产泡沫兴起的时候新屋开工量并不会明显增加，况且，在外需回落的背景下，房地产的持续回升动力需要依托收入增长的触底过程。

房地产繁荣所衍生的经济复苏之路有多长

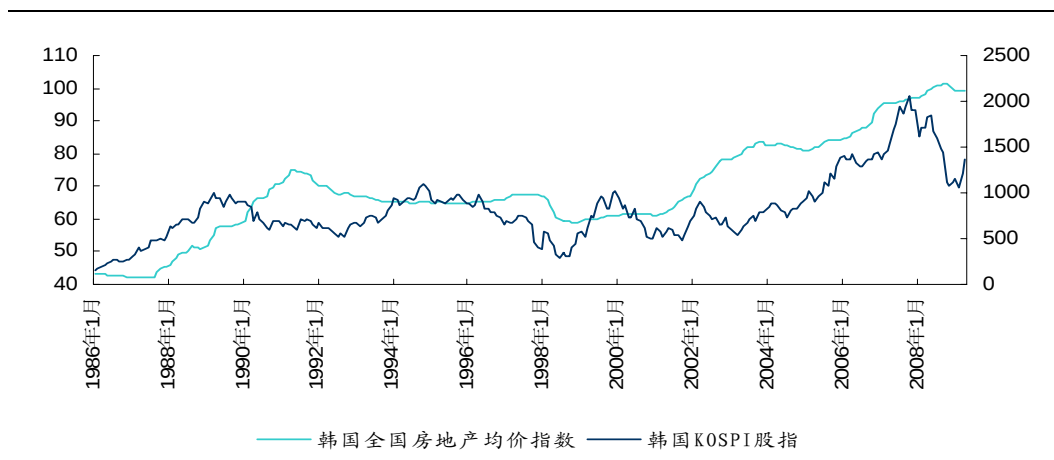
关于中国房地产市场的泡沫化之路问题我们在后续的房地产报告中有更为详细的分析，这边只做简单的结论验证，参照日韩两国在 80 年代后期的房地产经验可见，衍生房地产繁荣催生的泡沫经济并非易事。

图 16：东京公寓均价和日经 225 指数



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 17：韩国全国房价均价指数和 KOSPI 股指



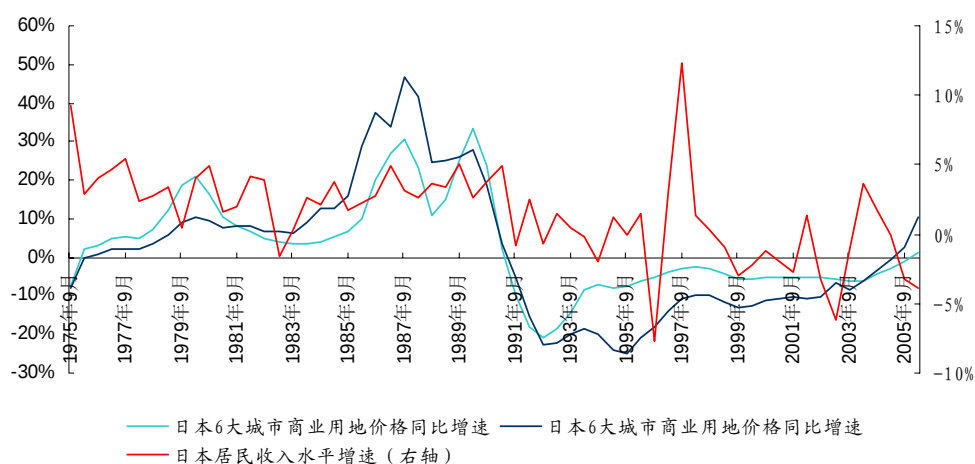
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

首先，这种泡沫有明显的非独立性，往往伴随着股市等其他资产泡沫，如下图所示，东京公寓价格从 85 年到 91 年初 6 年间上涨了 3 倍，同期，日本全国地价指数上涨了 60%，而日

经 225 指数从 85 年初到 89 年底上涨了 3 倍。韩国全国房价指数从 86 年初到 91 年 7 月上涨 80%，而 KOSPI 指数则从 86 年初到 89 年 5 月上涨了 6 倍。日本和韩国的房地产价格的回落都共同滞后于股指的回落，日本滞后 1 年半，而韩国更是滞后两年多。这种滞后性来源于资产的特性，房地产供需结构和人们预期的改变速度要远慢于股票，这里就不再详细展开。另一方面也是财富效应具有滞后性，股市带来的财富效应难以在短期内改变人们的消费水平。

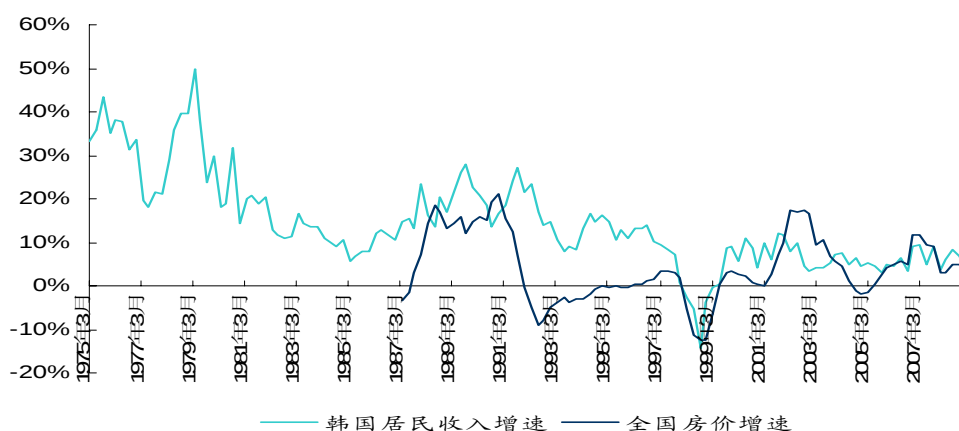
以房地产泡沫的起始点出发，日本和韩国均存在以下三方面的显现因素：由贸易顺差所引导的外汇储备明显增长、收入增长的见底回升以及为应对本币升值的货币体制放松，而城市化进程引致的需求刚性并不是决定泡沫存在与否的关键，毕竟从 85 年开始日本的城市化率已经趋近饱和，而韩国依然存在较强的上升空间。

图 18：日本地价与居民收入增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 19：韩国房价与居民收入增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

考虑到泡沫现象引致的长期性，我们的确无法辨别何种因素的关键性以及必要性，但是通过比较日本、韩国在 90 年泡沫之后的恢复过程来看，同样的低利率、同样的外汇储备恢复增长，但是韩国的房价恢复进程要比日本迅速以及小幅的多，从我们看到的指标来看，日本 90 年之后收入增长的受限，不仅限制了银行信贷需求的扩散，也拖长了房地产价格回升的时间。

可见，就中国目前的房地产而言，要直接推升泡沫的困难度实际上其前提就来自于外需的恢复，收入增长、贸易顺差的再次累积所引导的房地产市场复苏，才具备真正向泡沫运动或者说是繁荣的演绎，相信这也是资本市场上，房地产在 32 年以及 75 年过渡期中始终恢复缓慢的根本，他需要一个经济体在经历调整之后的收入再次累积过程。

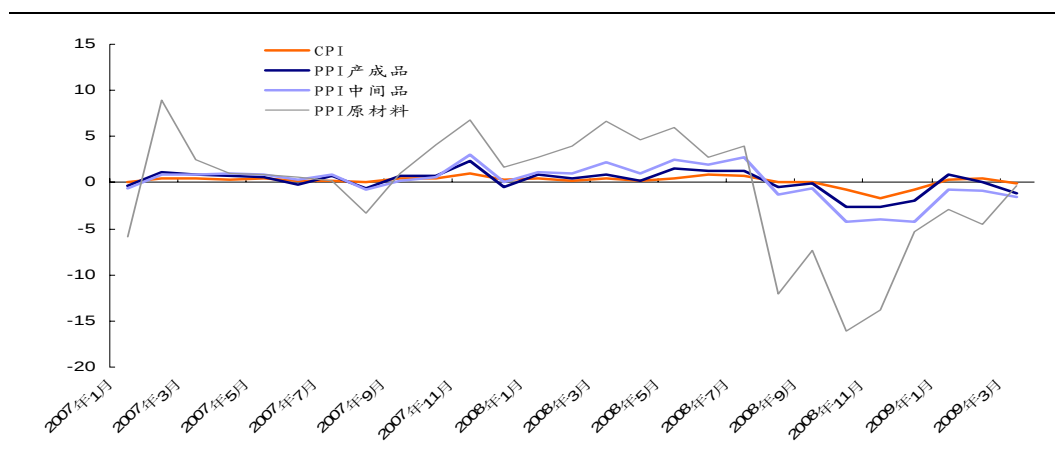
外需恢复的时滞——自主性的过渡期调整依然存在

在 4 月份，我们对于中国民营经济的代表区域温州、宁波进行了草根调研，从结果来看，外需在 3、4 月份的回暖一定程度上受益于美国实体经济的补库存，而民间投资在经济复苏预期待以及之前产能过剩的背景下，仍没有看到多大改观。

归结而言，虽然自去年 11 月份伴随着原材料价格的大幅回落，我们就中国实体经济以及资本市场的 V 字反弹一直保持乐观，但是这种反弹的底蕴我们并没有忽视，依托于存量需求的释放可能会存在明显的阶段性特征，而按照我们对日本 1960-70 年代产业升级似的结构演进而言，直接扩张一个新产业目前来看并不现实，这也从本质上意味着中国的 V 字反弹在存量需求释放之后，仍然需要经受考验。

另一方面，美国资本市场在 6 月份之后预计将迎来新一轮的考验期，实体经济在去库存之后的刚性需求释放过程中，的确会存在我们所观测到的 PMI、消费信心指数回升，但是这种补库存的过程同时也意味着实体经济中真正过剩产能的显现，增量需求的恢复预计仍旧存在时滞，而此前美国经济发展负债化偏重的性质也将在补库存中展现无遗。

图 20：美国最新环比 CPI 变动显现存量需求释放的弱势



数据来源：CEIC，长江证券研究部

从中国与美国的对比来看，美国 3 月份环比 CPI-0.1%，4 月份是 0 增长，这种物价走势的差异同样体现了两国刚性需求强弱的不同，由于美国经历了程度较为剧烈的资产负债表衰退，对个人消费造成了严重打击，这在之前公布的零售超预期下滑中也可以印证，而中国居

民则仅仅是收入增速的放缓，刚性工资的调整仍起到较为强烈的支撑，因此两国在 CPI 和 PPI 上的表现就会体现出上述的差别。而按照我们对于大萧条时期的经验对比，环比 CPI 回升之后的再次回落，不仅仅代表刚性需求的弱势，在一定意义上也预示着 5 月份之后的海外资本市场迎来关键时刻，加之经济复苏预期下美国长期国债收益率的逐步上升，可选消费贷款利率的提高，也意味着过渡期日益临近。

资产配置建议

依据过渡期演绎的典型逻辑，就 09 年下半年初期而言，伴随着美国自主性的货币收缩，资产配置中行业风险集中从高到低将依次展现为：上游资源、外需部门、中游制造、金融、地产，此也代表了中国式过渡期中与外需之间依然强大的关联性，而进入过渡期之后，上游的价格反弹过渡到终端的需求稳定是我们的核心思路，建议关注农业和通信。

日本 1975 年 6-9 月：通胀复归

从产业轮动的角度来看，1975 年中级反弹结束时，资本市场防御性的特质较为明显，房地产、汽车表现滞后；在 1975 年 9 月-1975 年底日本资本市场反转的初始阶段，汽车成为行业板块表现的第一，而房地产表现甚至于落后平均水平；在 1975 年 9-1977 年底反转的长期过程中，表现较为优越的集中在石油、煤炭制品（跟石油危机后油价维持高位有关）、通信（技术创新）以及机械装备、房地产等。

表 4：日本 1975 年中级反弹结束之后各行业表现差异

1975 年中级反弹结束调整幅度		1975 年 9 月-1975 年底上升幅度		1975 年 9 月-1977 年底上升幅度	
TOPIX	-12.53	TOPIX	12.13	TOPIX	25.11
电力设备	-20.06	航空运输	-1.07	海运	-26.37
海运	-19.36	港口运输	0.19	钢铁	-9.43
建筑	-19.06	采掘	0.26	采掘	-6.86
房地产	-16.60	陆地运输	1.99	纺织服装	-2.12
橡胶	-15.75	服务业	2.42	橡胶	6.68
金属制品	-15.07	通信	4.27	有色金属	16.99
玻璃制品	-14.89	橡胶	5.21	机械	19.19
交运设备	-14.47	公用事业	6.23	建筑	19.75
精密仪器	-13.96	其他制品	6.76	金属制品	20.53
机械	-13.95	房地产	7.08	其他制品	22.04
MEDIUM-SIZED STOCKS	-13.41	石油及煤炭制品	7.32	LARGE-SIZED STOCKS	22.30

有色金属	-12.58	有色金属	7.33	MEDIUM-SIZED STOCKS	28.00
LARGE-SIZED STOCKS	-12.55	造纸	8.64	造纸	28.48
纺织服装	-11.66	金属制品	10.90	电力设备	30.43
钢铁	-11.55	LARGE-SIZED STOCKS	11.92	服务业	36.45
采掘	-10.71	机械	12.05	SMALL-SIZED STOCKS	36.93
航空运输	-10.64	MEDIUM-SIZED STOCKS	12.13	港口运输	39.96
SMALL-SIZED STOCKS	-10.25	SMALL-SIZED STOCKS	13.80	陆地运输	40.88
通信	-10.05	食品	14.27	玻璃制品	41.11
其他制品	-9.55	农业	14.57	房地产	42.49
公用事业	-8.82	纺织服装	15.05	食品	43.26
造纸	-8.50	建筑	15.05	交运设备	48.81
港口运输	-7.58	钢铁	15.14	精密仪器	63.97
服务业	-6.89	玻璃制品	16.24	农业	72.06
食品	-6.72	海运	21.12	公用事业	72.82
陆地运输	-6.18	精密仪器	25.91	航空运输	104.37
石油及煤炭制品	-4.82	电力设备	28.78	石油及煤炭制品	111.45
农业	-3.78	交运设备	28.84	通信	113.55

数据来源：CEIC，长江证券研究部

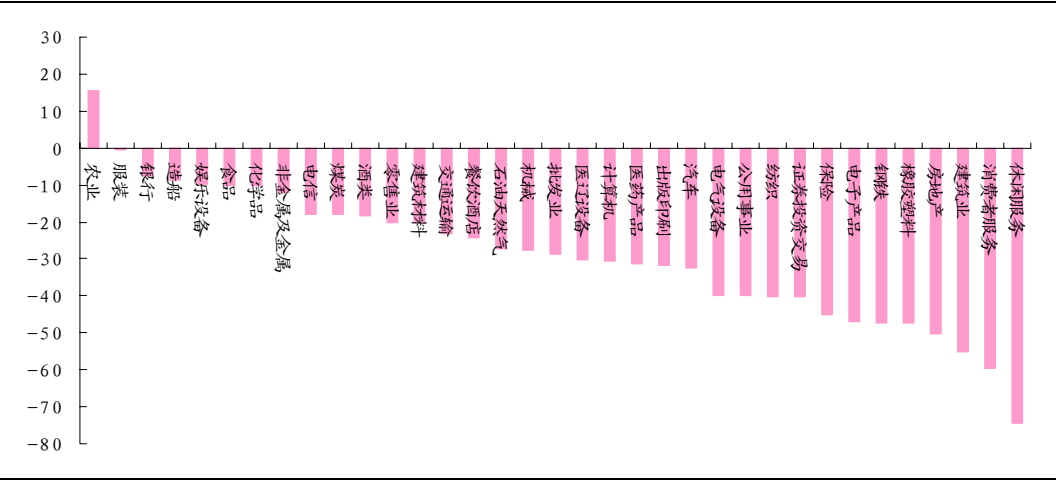
美国 1932 年 8 月-1933 年 4 月：存量需求弱势

在通缩时期，美国资本市场同样经历了一个由刚性需求所带动的中级反弹，但是由于增量需求的弱势包括财富积累在大萧条中经历了巨大冲击，过渡期的展现非常迅速，并且与日本在 1975 年仅仅 3 个月左右的调整相比，持续时间长达 7 个月。

在此期间，行业表现最好的实际上集中于更贴近终端需求的必须消费品行业，农业、服装、食品、酒类、通信表现占优；跟我们的理解类似，由于过渡期的存在本质上源于存量需求向增量需求的过渡，因此可选消费品汽车、房地产表现较差；值得重视的是，即使是在通货紧缩的大背景下，一旦存量需求开始释放、实体经济面临触底过程，上游资源品的波动将逐步趋于弱化，主要原因应该是在于美国 1933、日本 1975 年 and 中国的 2007 都处于长波周期中的衰退期，资源的稀缺性或者说对于实体经济的敏感度是最高的，这也给予了金属、非金属

采掘、石油天然气、煤炭在过渡期中存在一定得防御性价值。

图 21：美国 1933 过渡期时的行业表现



数据来源：CEIC，长江证券研究部

09 年下半年资产配置建议：从上游的价格反弹到终端的需求稳定

围绕过渡期的具体演绎，我们就 09 年下半年资产配置的核心实际上就来自于关注迈入过渡期以及走出过渡期的两个拐点，虽然 5 月份的实体经济我们所看到的存量需求依然处在不断的释放过程，但是鉴于外部需求中美国长期国债收益率的大幅上升，而伯南克对于长期联邦预算赤字的平衡要求也都预示着美元已经运行到关键区间，在此背景下，我们需要进一步为可能的过渡期做出充分准备，选择下游制造业中存在创新成长性的行业已经日益显得重要。

房地产、汽车是代表中国实体经济步入过渡期以及最终走出过渡期的典型，毕竟靠国内通信扩展产能对于中国来说显得过于狭小，但是，鉴于过渡期中的波段式特征，我们维持其标准配置的建议；

由于过渡期中的资本市场存在二次探底演绎的可能性，金融行业中的保险、证券相对保持谨慎，银行考虑到实体经济一次探底的有效性，况且庞大的信贷在过渡期中仍将起到关键作用，只是担心政府投资带动效果的有效性，类似于 97 年东南亚金融危机之后，银行的坏账率滞后回升，维持标准配置；

制造业中，我们更为看好的是与终端稳定需求较为贴近的通信设备、食品饮料、农业；中游的制造业鉴于化工行业庞大的创新能力，建议超配，而钢铁所存在着产能过剩使其在即使终端需求有所恢复的背景下，也难以获得更大的上升空间，相对而言，由于预期在过渡期中存在财政二次扩张的可能性，有区域属性的建筑建材和工程机械维持标配；世界经济长波衰退的本质使得资源价格对于经济的敏感度相应提高，即使在过渡期中，资源价格也不太可能出现去年 7 月份以来的暴跌，考虑到煤炭最近的产能控制要优于有色，而且有色具备更强的工业属性，因此，煤炭维持标配，而有色建议相对保持谨慎。

表 5：行业资产配置建议表

板块名称	流通市值（亿元）	标配比例（%）	建议比例（%）	比例变化（%）	配置状态
------	----------	---------	---------	---------	------

能源	5393.95	6.98%	6.98	0.00	标配
材料	12554.05	16.24%	14.01	-2.23	低配
化工	3526.3	4.56%	6.31	1.75	超配
建材	1306.12	1.69%	1.69	0.00	标配
金属、非金属	7075.18	9.16%	5.18	-3.98	低配
纸与林木产品	501.4	0.65%	0.65	0.00	标配
工业	14201.88	18.38%	19.33	0.95	超配
航天军工	433.82	0.56%	0.95	0.39	超配
电气设备	2037.46	2.64%	2.64	0.00	标配
机械	3075.49	3.98%	4.54	0.56	超配
交通运输	4216.05	5.46%	5.46	0.00	标配
可选消费	8066.84	10.44%	9.17	-1.27	低配
汽车及汽车零部件	1841.71	2.38%	2.38	0.00	标配
耐用消费品	2704.28	3.50%	2.23	-1.27	低配
消费者服务	586.36	0.76%	0.76	0.00	标配
媒体	583.11	0.75%	0.75	0.00	标配
零售业	2351.38	3.04%	3.04	0.00	标配
日常消费	4350.53	5.63%	6.71	1.08	超配
饮料	2031.41	2.63%	3.21	0.58	超配
农业食品	1597.65	2.07%	2.57	0.50	超配
医疗保健	3193.62	4.13%	4.25	0.12	超配
金融	21021.27	27.20%	26.00	-1.20	低配
银行	9762.1	12.63%	12.63	0.00	标配
多元金融	2881.57	3.73%	3.09	-0.64	低配
保险	2401.01	3.11%	2.55	-0.56	低配
房地产	5976.6	7.73%	7.73	0.00	标配
信息技术	3549.7	4.59%	5.57	0.98	超配
电信服务	770.82	1.00%	2.57	1.57	超配
公用事业	4177	5.41%	5.41	0.00	标配

数据来源：长江证券研究部

分析师介绍

钟华，浙江大学国民经济学专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及行业资产配置。

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
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@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
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@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。