

策略研究小组

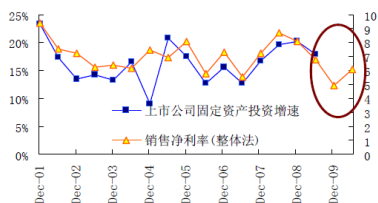
陈文招 王晶晶 苏舟
杜长江 肖群稀
86-21-68407567
chenwz@cmschina.com.cn

2009年10月12日

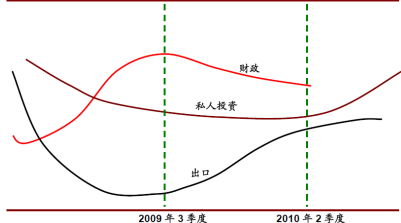
真实复苏的希望

——A股2009年四季度投资策略

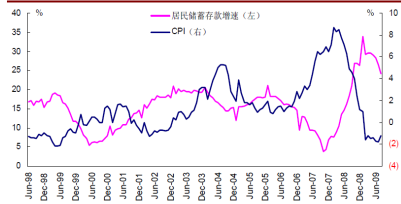
私人投资明年二季度将回升



明年下半年经济二次探底可能性不大



CPI 转正是流动性第二阶段强化契机



相关报告

1. 透过货币缺口看经济周期和股市波动，2008年9月
2. 财政刺激和内生调节：经济“筑底”过程的产业景气轮动——A股2009年度投资策略之产业专题篇，2008年12月
3. 从流动性推动到基本面支持的依据和路径——A股2009年二季度投资策略，2009年3月
4. 复苏之道：由反弹通往反转的路径——A股2009年中期投资策略，2009年6月
5. CPI转正时市场形势有望再好转，2009年9月
6. 真实复苏的考验和希望，2009年10月

刺激政策退出之后，真实的经济复苏状况将成为决定未来半年乃至一年内投资策略的核心问题。我们的研究结论是：未来3-6个月出口复苏，而大约明年二季度后私人投资复苏，明年下半年经济二次探底的概率不大。四季度至明年一季度市场可能出现一波反弹行情，建议配置银行地产、下游和上游。

- 明年经济二次探底的可能性不大。日本和美国历史的经验都显示，刺激政策退出后，经济是否会二次探底关键在于出口或私人需求能否及时跟上，我们的判断是未来两个季度出口出现相对较为明显的复苏；大约明年二季度后，私人投资将出现趋势回暖，原因是私人投资滞后于销售净利率一年左右。因此，经济在明年二次探底的可能性不大，但会经历一两个季度的扁平化复苏过程。
- 地产和经济之间的关系将发生变化：地产带动经济复苏将转变为经济复苏后带动地产。这意味着地产仍然有再次复苏的可能性，而且将随着出口和私人投资的复苏而复苏，其程度将明显小于上半年靠货币刺激式的快速反弹，但其周期会拉得更长也会更加健康，我们预计年底至明年地产景气会进入温和回暖过程，7月份以来的地产景气回落可能在未来两个月内逐渐寻底。
- CPI 转正有利于降低真实利率刺激地产景气回升和私人投资复苏、强化居民储蓄外流。CPI 转正后会降低真实利率，有利于房地产景气的温和回升、有利于降低资本成本刺激私人投资的复苏；CPI 转正后居民储蓄增速下降会更加明显，流动性会得到补充。目前市场普遍的预期是四季度中旬前后 CPI 会转正，上述效应将在年底至明年一季度间逐步发挥作用。
- 市场：四季度至明年一季度之间出现一波反弹行情的可能性较大。原因：第一，出口未来两个季度有望明显复苏，修正经济复苏预期；第二，四季度 CPI 转正后储蓄分流相对明显补充流动性；第三，明年一季度有可能出现新一波信贷高峰，至少是环比明显回升；第四随着出口复苏和 CPI 转正，地产景气趋势有望在年底后出现温和回暖。市场反弹的强度和持续性将取决于真实复苏的力度、以及 CPI 转正后居民储蓄外流的程度。
- 配置：银行地产、下游和上游。我们选取了历史上日本、美国经济复苏过程中环比减弱、同比上升的阶段，发现银行、下游和上游行业通常表现较好。结合这些历史经验和我们上述的分析逻辑，我们建议超配银行地产、下游（汽车、电子、工程机械和日常消费品）和上游（煤炭、有色）。需要解释的是，我们之所以认为上游比中游原材料更值得超配，原因是在经济温和复苏阶段，中游和上游的需求都比较温和，但上游的产能供给状况要明显优于中游，只有在经济强复苏阶段，中游原材料的弹性优势才会显现。

正文目录

一、刺激退出后的经济态势：日本和美国的历史经验	4
1. 日本财政刺激减弱后的经济运行态势及其启发	4
2. 美国历史上财政刺激效应衰减后的经济运行态势及其决定因素	6
二、财政效应衰减后的中国经济：明年二次探底的可能性不大.	10
1. 私人投资大约在明年二季度开始回暖	10
2. 复苏斜率可能经历一段扁平化阶段，但二次探底可能性不大	12
3. 年底至明年一季度流动性状况很可能温和改善	13
三、复苏斜率扁平化过程中的市场表现和行业特征.....	14
1. 过往的历史经验	14
2. 结论：四季度至明年一季度反弹，配置银行地产、上游和下游	17

图表目录

图 1: 日本 70 年代后历次财政政策减弱后的经济状况	5
图 2: 日本住宅与非住宅投资的先后顺序: 80 年代后期的例外	5
图 3: 日本工业产出、私人投资与出口	6
图 4: 美国财政效应衰减后 1967 年: 信贷扩张未遭遇通胀问题直到通胀再次产生	7
图 5: 美国财政效应衰减后 1979 年: 信贷扩张遭遇通胀; 1984 信贷扩张未遭遇通胀	7
图 6: 美国财政效应衰减后: 2002-2003 年信贷扩张未遭遇通胀问题	7
图 7: 财政刺激处于加强期	8
图 8: 库存处于低位	8
图 9: 商业银行贷款增速	8
图 10: 消费者信贷总额增速	8
图 11: 企业贷款需求变化	9
图 12: 美国银行惜贷意愿已回到 07 年末的水平	9
图 13: 产能利用率与物价指数	9
图 14: 财政政策相关行业的投资增速依然很高但大多出现了见顶迹象	10
图 15: ROIC 领先与私人投资 (平移一年)	11
图 16: 销售净利率也可以代表 ROIC 的趋势	11
图 17: 销售净利率 (未经平移) 与投资增速	11
图 18: 销售净利率 (向后平移一年) 与投资增速	11
图 19: CPI 转正后有利于降低真实利率刺激地产复苏和民间投资	11
图 20: 7 月份后固定资产投资增速有见顶右行的迹象	12
图 21: 明年下半年经济二次探底的可能性不大	13
图 22: CPI 转正是流动第二阶段强化的契机	13
图 23: 美国经济: 1983Q2-1984Q1	14
图 24: 美国经济: 1991Q2-1991Q4	14
图 25: 美国经济: 2003Q4-2004Q2	14
图 26: 日本经济: 1986Q3-1986Q4	14
图 27: 日本经济: 2002Q2-2002Q4	15
图 28: 日本经济: 1995Q3-1996Q1	15
图 29: 温和通胀情况下能源占比情况也较好	16
图 30: 温和通胀情况下工业品的利润占比仍占明显优势	16
表 1: 日本战后各个经济发展阶段的财政政策重点	4
表 2: 产能利用率从低点回归均值需要 1 年以上时间	9
表 3: 美国股市在经济增速环比减缓而同比回升阶段分行业涨跌幅	15
表 4: 日本股市在经济增速环比减缓而同比回升阶段分行业涨跌幅	15
表 5: 不同经济情景下的配置方案	17
表 6: 行业配置建议为银行地产、上游和下游	18

前言：刺激式复苏到真实复苏之间的过渡

如果把去年底至今的经济复苏称作政策刺激式复苏，把过度宽松的政策退出后的经济自然复苏称作真实复苏的话，当前正处于刺激式复苏到真实复苏之间的过渡期。市场处于一种矛盾和模糊的心态之中：既担心刺激过度产生通胀，又担心刺激政策过早退出经济自然复苏力度不够、流动性不足带来冲击；同时对刺激政策退出后的经济形势比较模糊。

因此，站在目前这个时点，我们必须思考的问题是：随着全球过度宽松的财政政策和货币政策的逐步退出，未来经济趋势及其决定因素、流动性格局以及市场的特征会发生什么改变。这是决定未来一个季度，实际上不仅仅未来一个季度而是半年乃至一年投资策略的核心问题。本篇报告的主旨就是尝试回答这些问题。

一、刺激退出后的经济态势：日本和美国的历史经验

1. 日本财政刺激减弱后的经济运行态势及其启发

在讨论刺激政策退出后的经济增长时，我们首先来了解一下战后日本财政政策的主要情况，这有助于我们了解经济政策出台的背景。战后日本财政政策的变化主要经历了三个阶段，货币和财政政策的组合也基本上代表了三种典型的情况：一是 70 年代石油危机期间的紧货币、宽财政；二是 80 年代的泡沫化过程中的宽货币、平衡性财政政策；三是 90 年代泡沫破裂后的低利率、宽财政。

表 1：日本战后各个经济发展阶段的财政政策重点

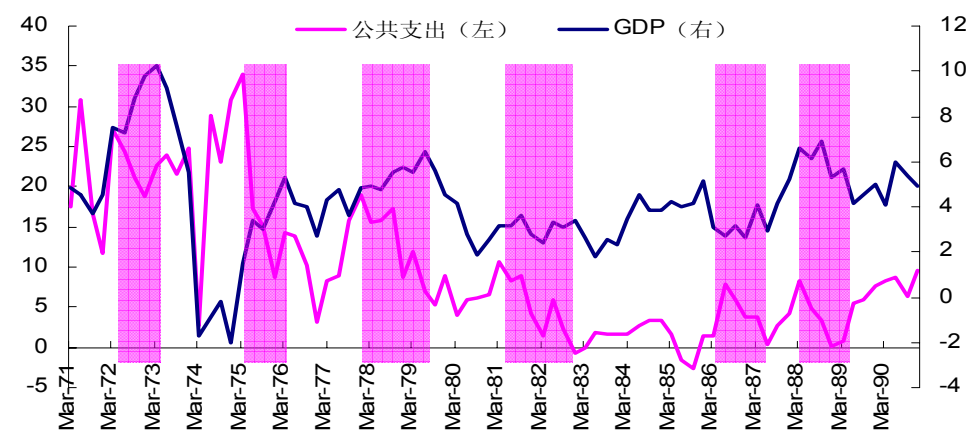
	时间	经济增长特点	财政政策的重点
战后经济重建和自立过程中的财政政策	1945-1949	国家主导下的倾斜式生产	政府通过赤字财政为经济重建提供资金
	1950-1955	朝鲜特需带来的外需主导的经济复兴	财政不再承担经济运转资金提供者的角色，而是在保证经济稳步复兴的过程中，围绕道奇路线和夏普税制的确立和修改，逐步建立起长期影响战后日本财政体制框架及与之相配合的政策操作模式，平衡预算
高速增长阶段	1955-1975	极大限度的谋求经济的稳定增长，侧重资本积累	大规模的年度减税，政府储蓄，重视投资的财政支出结构
			汲水政策以经济体具有自发恢复能力为前提的反萧条政策，起诱导景气复苏的作用；载体是公共投资，以扩大公共投资规模作为启动民间投资的手段；财政支出规模是有限的，只要使民间投资回复活力即可；短期的财政政策，随经济萧条的消失而停滞
平稳增长	1975-1990	经济增长动力由投资向消费转变	通过公共投资的扩大，重新分配国民收入，直接增加国民的需要，向高福利经济前进
泡沫破裂后	1990-	经济萧条，投资意愿不足，银行坏帐严重	70 年代负债财政，80 年代重建财政
		劳动力、设备、债务三项过剩	持续不断的凯恩斯主义预算扩张政策和税收增长平缓很快就使日本成为发达经济体中财政负担最重的国家
		投资重点还是放在公共设施上，有误	

数据来源：陈共，《日本财政政策》，招商证券研发中心整理

敬请阅读末页的免责条款

我们在年初和中期策略报告中曾分析过财政政策的经济效应，发现财政政策会起到经济筑底的作用，其启动的时点往往就是工业产出和经济增速的底部，但财政刺激的效应通常持续 2-4 个季度，很少有超过四个季度的，也就是说财政支出增速或者财政支出相关固定资产投资增速的上升期通常持续 2-4 个季度后便会逐步衰减，之后决定工业产出和经济增速的主要因素将取决于私人投资和出口等。

图 1：日本 70 年代后历次财政政策减弱后的经济状况



数据来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

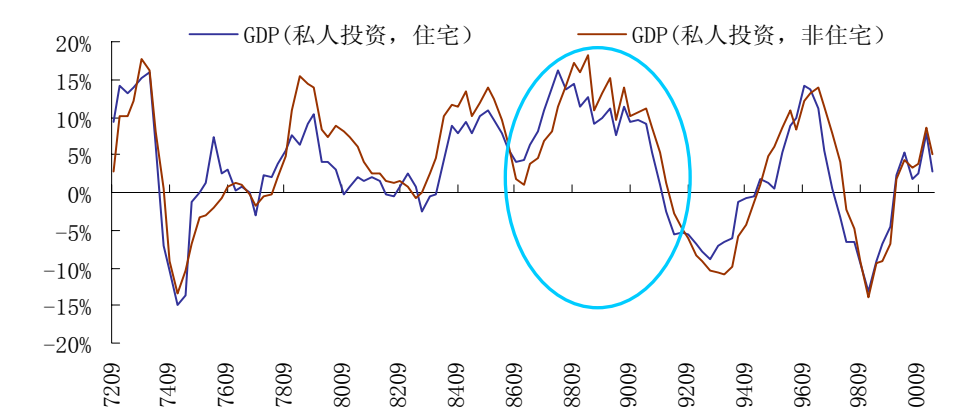
在财政刺激后，工业产出主要受到私人投资和出口的驱动，从日本的历史看：

（1）72-73 年、75-76 年、83-84 年、96-97 年：出口于私人投资率先启动，整体工业产出复苏的可持续性较好，此时的出口增速基本恢复到危机前的水平；96-97 年日本经济出现了一定的复苏迹象，但由于公共刺激较为猛烈的退出、加上 98 年的亚洲金融危机，总产出掉头向下。

（2）78-80、87-90 年期间：私人投资在出口复苏前率先启动，整体工业产出增长的可持续也较好，私人投资受货币环境影响较大，但 87-90 年由于私人投资里主要指地产的泡沫化程度较高，繁荣过后经济增长会过于依赖宽松的货币政策（1988 年），其他的经济增长动力便由此衰竭，对长期经济增长造成了不良的影响。（之前日本的私人住宅投资与非住宅投资基本同步，甚至是非住宅投资领先，80 年后后期住宅投资领先了非住宅投资）

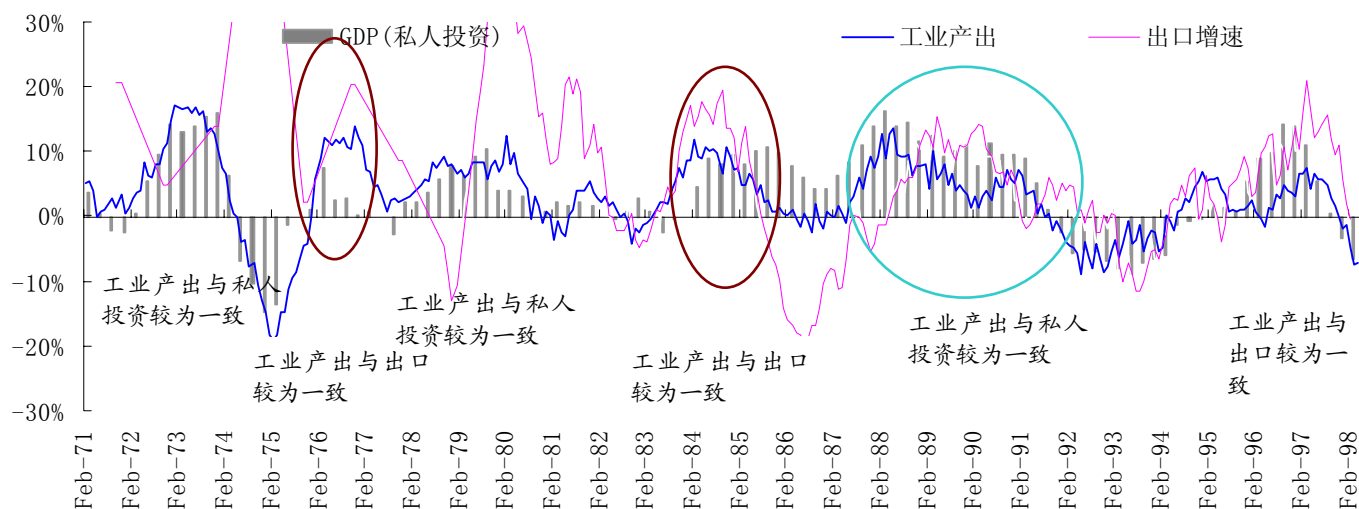
（3）81-82 年期间：私人投资疲弱、出口反弹后继续向下，导致工业产出二次探底。

图 2：日本住宅与非住宅投资的先后顺序：80 年代后期的例外



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 1：日本工业产出、私人投资与出口



资料来源：CEIC，招商证券研发中心。78 年之前出口的数据频率是年。

结论：

从上述日本的历史案例可以看出，财政刺激效应减弱后，经济的走势有三种，其条件各不相同：

一是出口与私人投资强势复苏，直到通胀；二是采取宽松货币政策住房私人投资强行复苏，但时间过长会带来资产价格泡沫；三是出口复苏力度较弱与货币政策偏紧，经济二次探底。

除非出口的复苏斜率非常之陡峭，否则货币供给能否继续放大对整体产出的强劲程度有着至关重要的作用，决定经济是温和复苏还是强劲复苏。

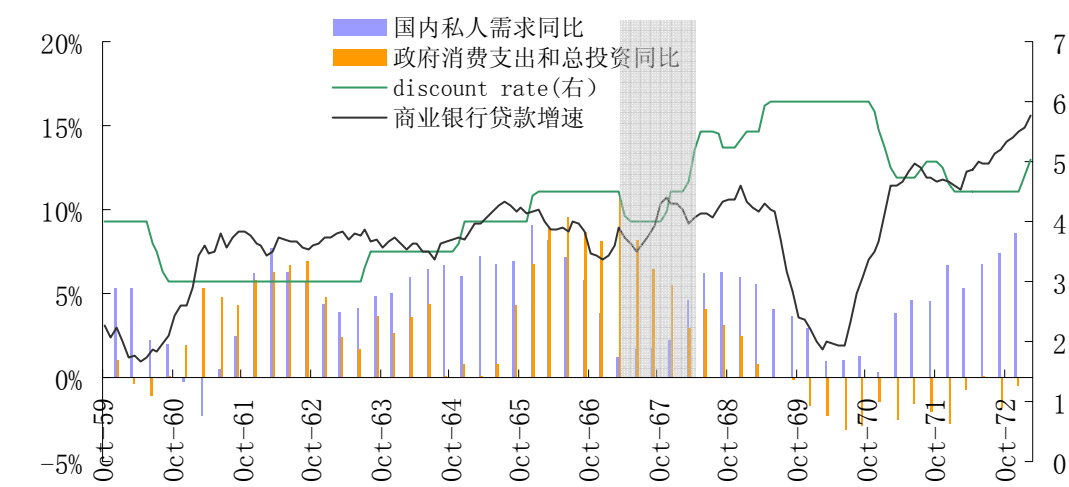
2. 美国历史上财政刺激效应衰减后的经济运行态势及其决定因素

美国的经济政策中，对货币政策的依赖度重于财政政策，这可能与石油危机后货币学派的兴起等因素有关。

美国财政刺激案例我们主要选取三个时间段：一是越战时期的国防开支；二是石油危机后的 80 年代初；三是网络泡沫后的刺激政策。

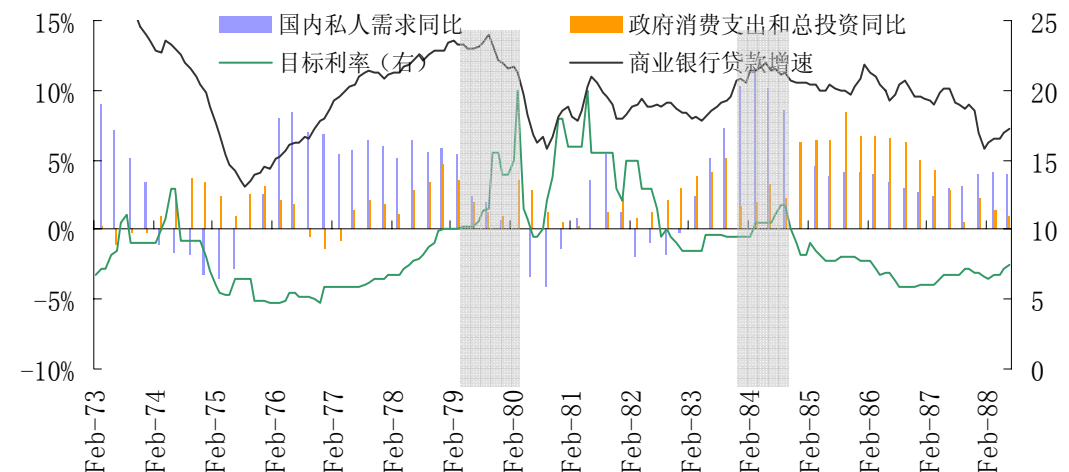
从历史数据看，在经济衰退后的复苏过程中，美国的贷款增长慢于财政支出的增长。换言之，从效果来看，美国货币政策产生的实效要晚一些，这与私人需求的调整需要时间、银行惜贷等市场化因素是密切相联系的。在这点上，日本的情况和中国较为相似：两国都是出口导向型的国家，中央政府对银行业的管制或依赖较多，从衰退到复苏的过程中，往往可以做到财政刺激和货币信贷增长同步启动。从以往的规律看，在财政刺激效应开始衰减之后，如果银行贷款增速可以继续实现增长，则代表私人消费或投资的接力较为顺畅。

图 4：美国财政效应衰减后 1967 年：信贷扩张未遭遇通胀问题直到通胀再次产生



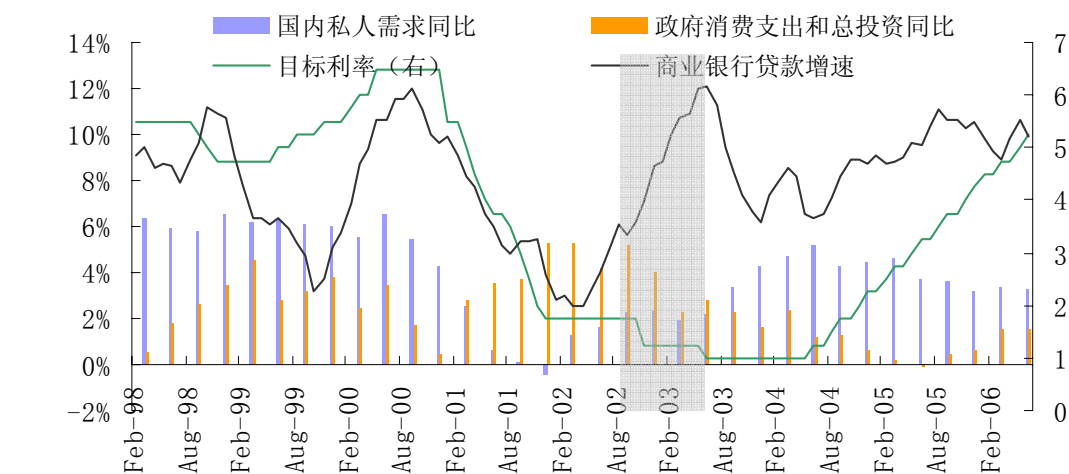
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 5：美国财政效应衰减后：1979 年信贷扩张遭遇通胀；1984 信贷扩张未遭遇通胀



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 6：美国财政效应衰减后：2002-2003 年信贷扩张未遭遇通胀问题

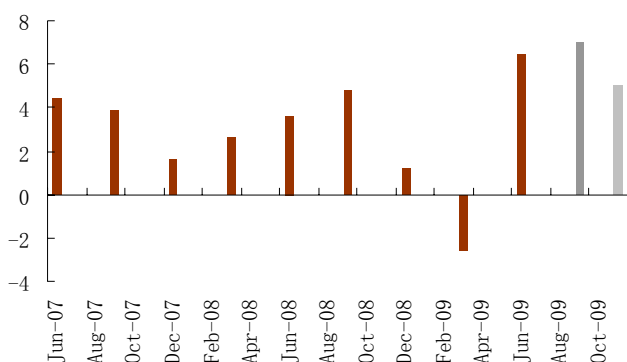


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

历史经验总结：就美国而言，财政政策效应衰减后，决定未来经济趋势的因素是私人需求能否及时跟上，在数据上通常表现为信贷增速能否及时回升，而财政政策效应衰减时通胀水平高低也是影响货币信贷能否持续回升的一个重要因素。可以简单的说，如果未来美国通胀水平能够保持在合适水平、同时商业银行信贷增长能够逐步恢复增长，那么就可以确认美国经济在财政刺激效应衰减后进入了自发性真实复苏过程。

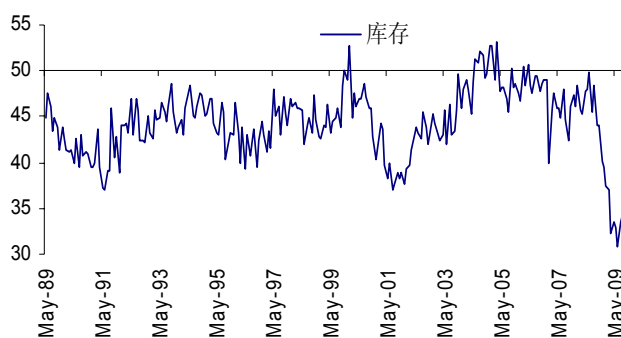
从当前的情况看，美国经济目前仍处在财政刺激的加强期（3、4 季度较 2 季度继续加强），这会使得 3-4 季度的经济反弹具备一个较高的高度，并可能以一种补库存的形式表现出来。大约四季度美国经济复苏的可持续性将决定于私人投资消费的接力，表现为信贷能否持续回升，以及通胀预期对政策的掣肘。

图 7：财政刺激处于加强期



资料来源：CEIC，招商证券研发中心。灰色区域为预测示意图。

图 8：库存处于低位

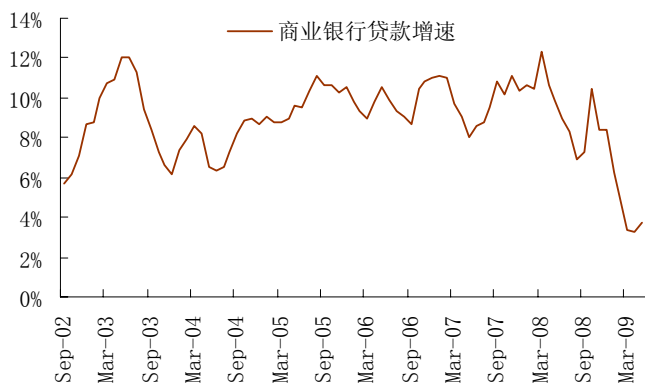


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

显然，关键在于财政刺激强化阶段之后银行信贷情况和未来通胀的情况。

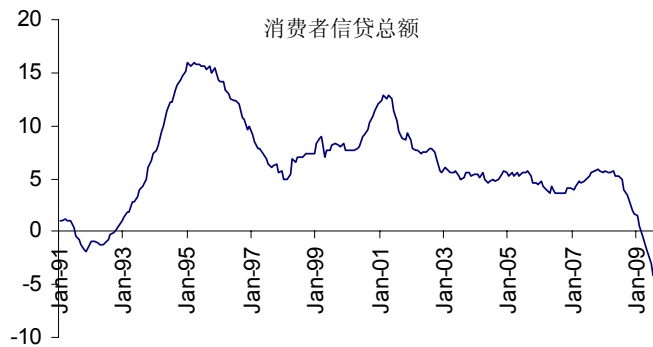
银行惜贷意愿已经大幅恢复，信贷增长有所恢复，但主要来自于企业需求，居民信贷需求依然下滑。根据美联储对银行信贷调查报告显示，银行惜贷意愿已经回到 07 年末水平，这归功于金融系统的稳定，数据也显示商业银行贷款增速已基本触底回升。但回升的带动力量主要来自于企业贷款需求的回升，居民消费贷款仍然在继续下滑。如果企业需求能持续回升并改善就业状况，那么居民信贷需求也将有望好转。未来贷款增速能否从 3% 顺利回到过去十年来的均值 8% 是可以重点关注的指标。

图 9：商业银行贷款增速



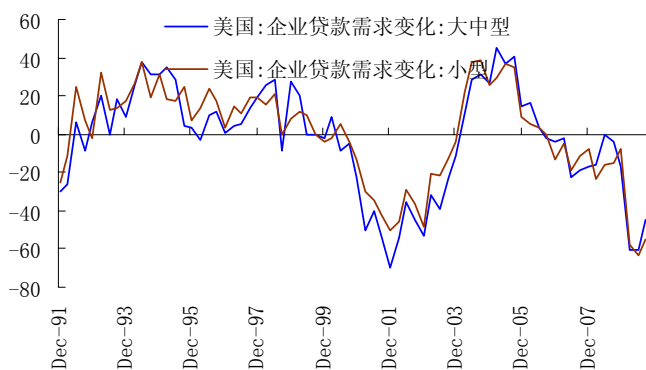
资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

图 10：消费者信贷总额增速



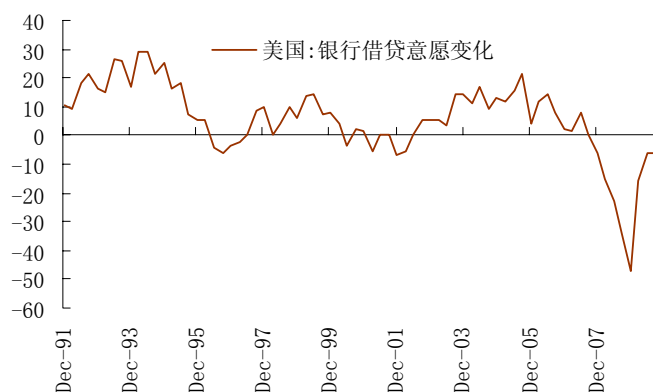
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 11: 企业贷款需求变化



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心。灰色区域为预测示意图。

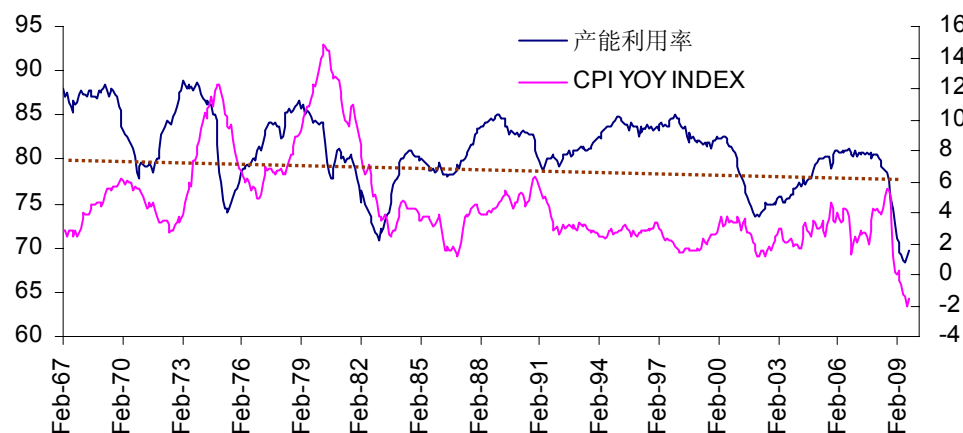
图 12: 美国银行惜贷意愿已回到 07 年末的水平



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

至于美国货币政策退出时间点及其影响则主要取决于未来通胀水平的趋势,从当前看,低水平的产能利用率决定了未来六个月内美国退出宽松货币政策的可能性不大。我们认为由于产能利用率较低,6个月内还不需担心通胀来临从而美国货币政策的明显退出。根据产能利用率和物价指数的先后关系,物价的明显上涨至少要产能利用率提升到平均水平左右,而从历史数据来看,产能利用率从低点回到平均水平,最短需要1年以上的的时间。本轮经济周期产能利用率的低点出现在2009年6月份,为68.3%,偏离历史均值80%较远,即使考虑到近10年来整体产能利用率的下滑趋势,离近10年的平均水平77%也偏离较远,我们估计明年中期之前对美国通胀从而宽松货币政策过早退出不必过于担忧。

图 13: 产能利用率与物价指数



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

表 2: 产能利用率从低点回归均值需要 1 年以上时间

时间	产能利用率	低点	均值	时间	均值	回归均值所用的时间
1975.7	75.1	1976.9	80			14 个月
1982.12	70.9	1984.4	80.6			16 个月
			77.3			
2002.2	73.6	2004.4	(00 年后均值有下移的倾向)			26 个月
2009.6	68.3					

资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

从上述的分析我们得到的结论是：由于产能利用率恢复到正常水平仍需时间，大约在明年中期之前宽松货币政策过快退出的可能性不大，而目前美国仍处于财政政策的加强期，四季度后关键就看信贷增长能否持续，这意味着财政政策效应衰减后私人需求能否持续回升。

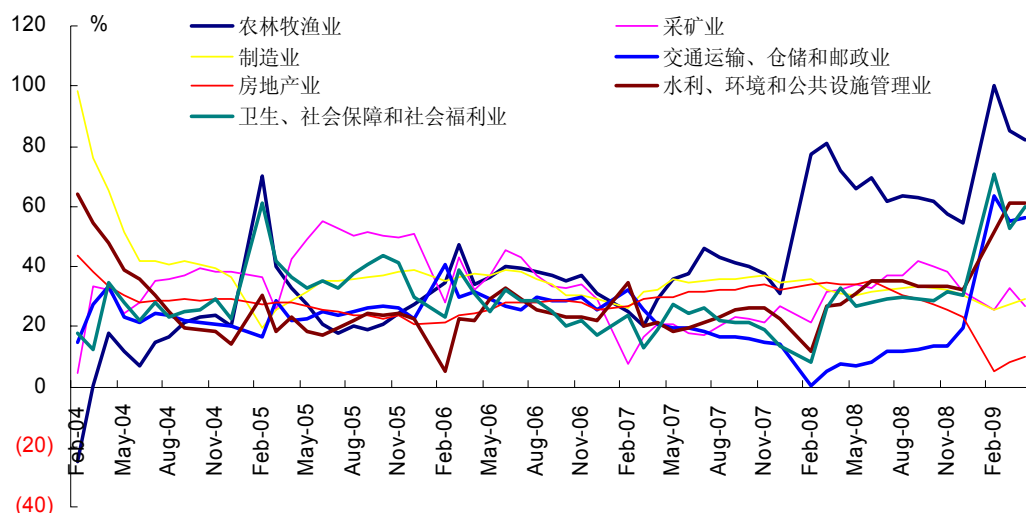
二、财政效应衰减后的中国经济：明年二次探底的可能性不大

在总结了历史上日本和美国的经验规律，并分析了美国经济的情况之后，我们再来分析当前市场分歧较大也是决定投资策略的关键问题：中国经济明年会二次探底吗？

1. 私人投资大约在明年二季度开始回暖

7月份数据公布后，财政相关的投资已开始呈现放缓的势头，那么未来的关键在于出口或者私人投资有没有可能如日本 78-80、87-90 年期间依次启动？对于出口市场的普遍看法是未来两个季度复苏，明年上半年到个位数正增长。此处我们重点分析私人投资的决定因素及其趋势。

图 14：财政政策相关行业的投资增速依然很高但大多出现了见顶迹象



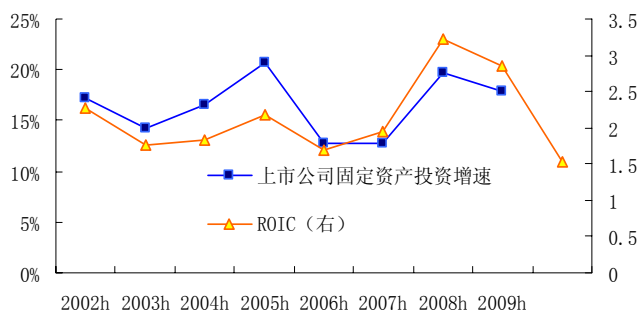
数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

从理论上讲，私人投资取决于投资回报率与投资成本的差异。投资成本包括利率、交易准入成本等因素；除此之外，预期回报率也有着重要的影响，并且对中国的企业投资来说可能更加具有可参考性。

假设本期的投资是和未来的回报率正相关，期望回报又和前期的回报相关，因此，我们可以用 ROIC 或是净利率来代替，验证投资回报率和投资的关系。

私人投资增速复苏大约在明年 2 季度。我们用上市公司的固定资产投资情况代表私人投资的情况，鉴于频率关系，用销售净利率代替 ROIC。我们发现销售净利率对投资有 1 年左右的领先，鉴于销售利润率在今年 2 季度开始反弹，我们预计私人投资增速在明年 2 季度左右有望开始逐步趋势回升。

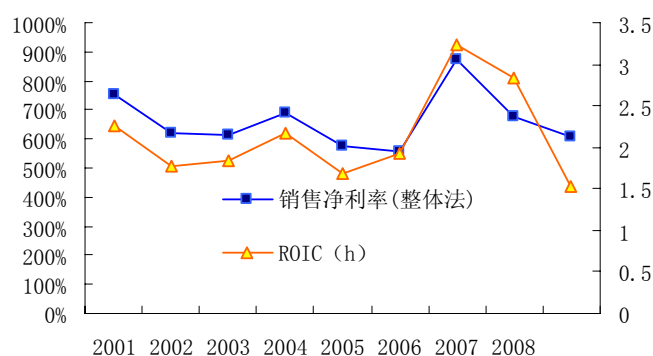
图 15: ROIC 领先与私人投资 (平移一年)



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

注: 我们采用上市公司 (剔除金融) 的资产负债表中的固定资产和在建工程作为私人投资的代理变量, 用 ROIC 代理预期回报率

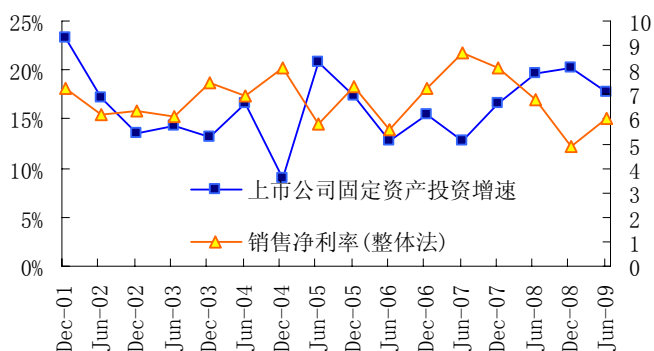
图 16: 销售净利率也可以代表 ROIC 的趋势



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

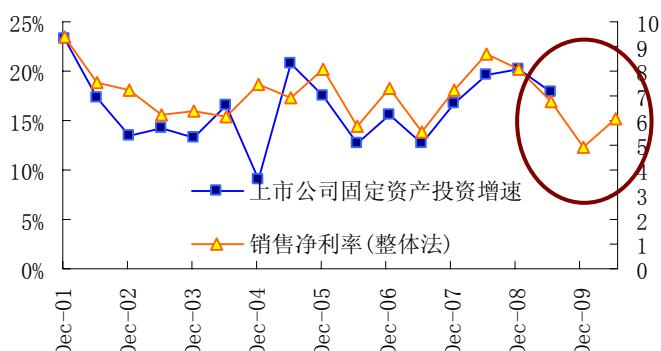
注: 考虑到 ROIC 的季节性原因, 只能采用频率为年的数据, 但我们发现净利率和 ROIC 趋势类似。这样就可以用频率更大的数据。

图 17: 销售净利率 (未经平移) 与投资增速



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

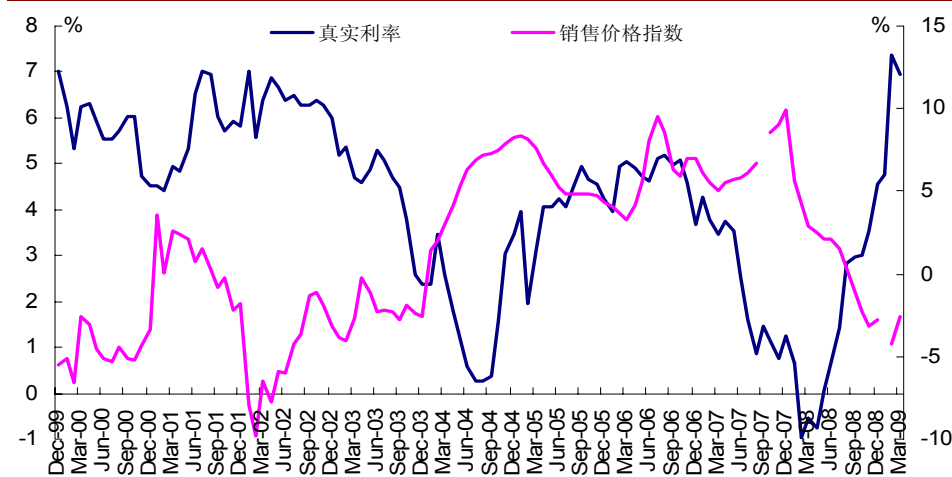
图 18: 销售净利率 (向后平移一年) 与投资增速



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心, 频率是半年度

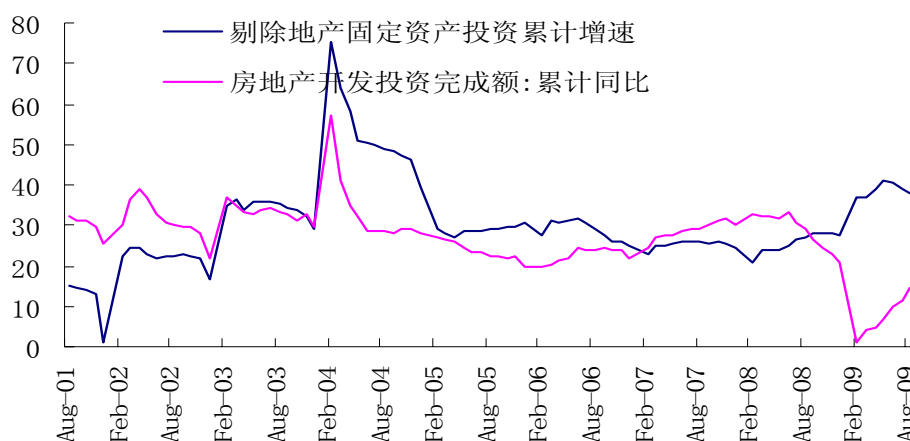
需要进一步指出的是, CPI 转正后会降低真实利率, 也有利于房地产投资和民间投资的复苏。

图 19: CPI 转正后有利于降低真实利率刺激地产复苏和民间投资



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 20: 7 月份后固定资产投资增速有见顶右行的迹象



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

2. 复苏斜率可能经历一段扁平化阶段, 但二次探底可能性不大

根据上文分析, 我们可以看到, 财政刺激边际效应或已开始逐步下降, 出口复苏情况是未来 3-6 个月经济趋势的关键, 私人投资趋势是明年中期之后经济趋势的关键。

根据投资回报率对私人投资的领先作用, 可以推测私人投资的明显启动大约在明年二季度后。应该说, 如果财政效应开始衰减、出口复苏力度较弱, 而私人投资又需要等待, 那么经济复苏经历大约一两个季度的温和过程 (斜率扁平化过程) 是大概率事件。但从明年二季度后私人投资趋势复苏的判断来看, 明年下半年经济二次探底的可能性较小。

从定量角度看, 我们对明年经济拉动的各要素和经济增长做了一个简单分析:

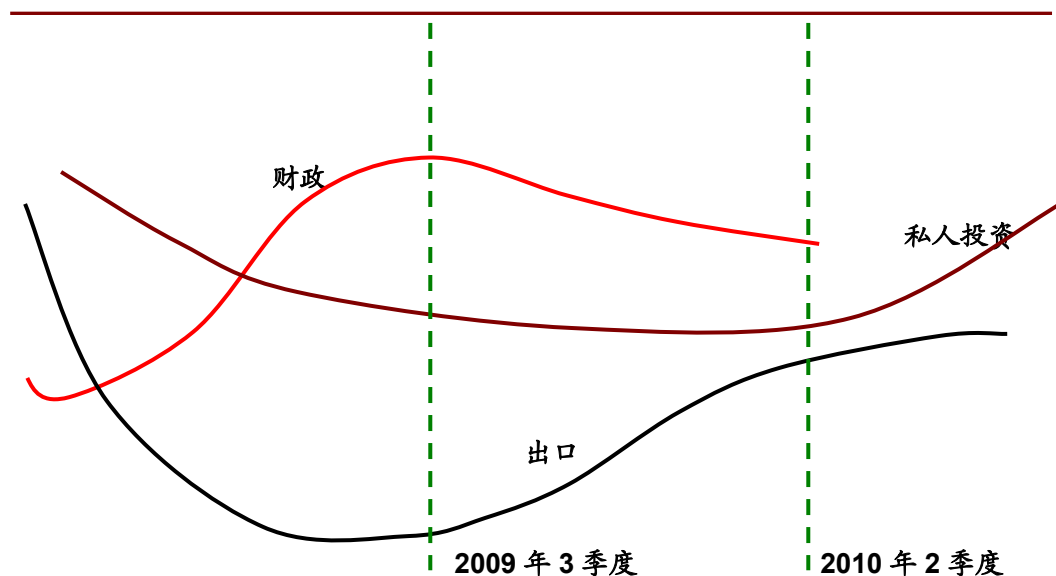
今年 1-8 月份完成固定资产投资 11.3 万亿, 其中第一产业 2000 亿, 增速 60%; 采掘业 4400 亿, 增速 20%; 制造业 3.5 万亿, 增速 28%; 交通运输、仓储、邮政业 1.26 万亿, 增速 63%; 房地产 2.5 万亿, 增速约 15%; 公共事业相关的行业如环境水利、公共管理设施、文教卫生医疗等加总大约 1.5 万亿, 这些行业增速比较高一般在 40% 以上; 剩余的投资主要分布在商业零售、金融、建筑等行业。

上述行业中政府投资较多的行业一般包括: 第一产业、交运仓储邮政业、公共事业相关的行业如环保、卫生文教等, 这几个行业加总投资总额约 3 万亿, 占 1-8 月份总投资比重为 26%, 1-8 月份固定资产投资增速为 33%, 政府投资相关的这些行业拉动约 8.6 个百分点。

假定明年政府投资零增长, 其他行业保持不变, 那么我们明年的固定资产投资增长可以维持 24% 左右; 如果房地产投资增速能够从现在 15% 左右提升到 20%, 按其占比四分之一计算, 可贡献一个多点, 再根据前述分析制造业为主的私人投资明年二季度后增速出现回升, 那么, 明年固定资产投资增速至少可以保持 25% 以上。

如果假定明年消费增长大体保持类似于今年这样的稳定增长、出口恢复到 10% 左右的正增长, 那么明年经济增长速度大体可以达到 9% 左右甚至更多。从趋势上看, 按照我们对各主要决定经济增长的拉动因素趋势的判断, 鉴于明年下半年私人投资的滞后回升作用, 经济增速不大可能出现明显的前高后低。

图 21：明年下半年经济二次探底的可能性不大



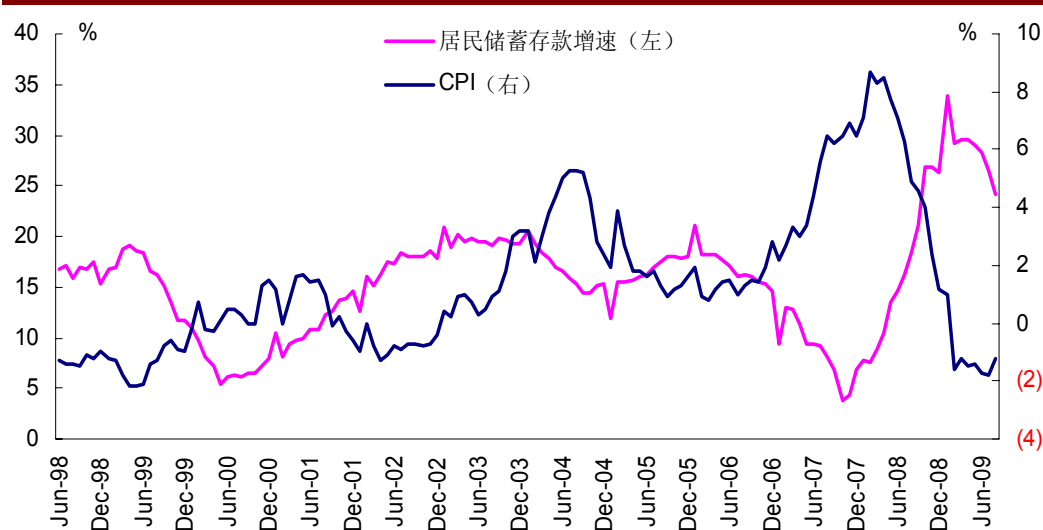
资料来源：招商证券研发中心

3. 年底至明年一季度流动性状况很可能温和改善

流动性将由原因变为结果，等待 CPI 转正流动性第二阶段的强化。刺激政策的退出不意味着经济政策的方向发生了改变，但单靠快速发信贷的流动性第一阶段已经告一段落，即货币缺口（M2-名义 GDP 增速）扩张过程已经结束，未来流动性的情况将取决于经济复苏的强度和通胀趋势形成的快慢，只有经济活跃度持续提升和 CPI 转正并形成回升趋势，流动性第二阶段居民储蓄外流才会更加显性化并补充流动性。

我们预计随着四季度 CPI 转正流动性第二阶段的程度将进一步增强，而且，明年一季度信贷再出现一波高峰的可能性仍然存在，至少是环比出现明显回升。总之，流动性在年底至明年上半年有望再次趋于回暖。

图 22：CPI 转正是流动性第二阶段强化的契机



资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

三、复苏斜率扁平化过程中的市场表现和行业特征

1. 过往的历史经验

所谓的政策退出后的过渡期或者经济复苏扁平化过程，表现在经济数据上就是经济复苏的环比减弱、但同比仍在增长。因此，根据这一标准，我们选取美国、日本在 70 年代以来的经济复苏中的相应阶段，观察股市收益情况以及各个行业的表现情况，我们发现，这些阶段基本上也恰是财政政策退出后的主要阶段。

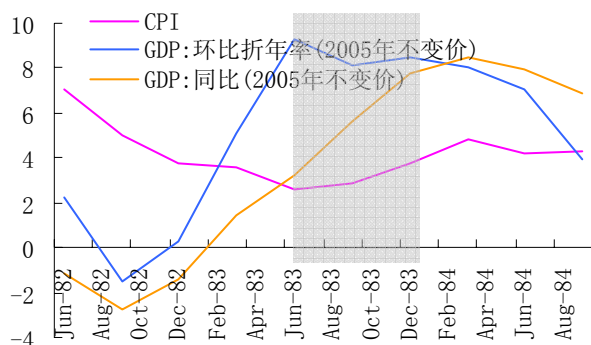
各个数据如下文的图表所示，总结而言，在经济复苏斜率扁平化阶段（环比减弱、同比增强阶段），指数涨幅在-7%和 12%之间，表现较好行业的是下游消费品和上游能源，以及个别中游行业如机械等。

具体而言，在上述期间，表现较好的行业是：

美国：银行、油气、公用事业、食品饮料、医疗保健、家庭与个人用品、电信等；

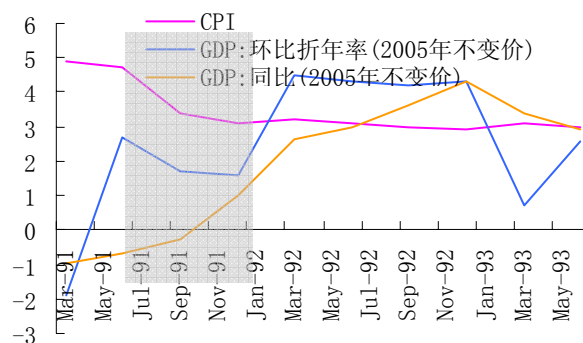
日本：保险、汽车、公用事业、机械、食品饮料、零售、医疗、旅游休闲、家庭与个人用品、传媒等。

图 23：美国经济：1983Q2-1984Q1



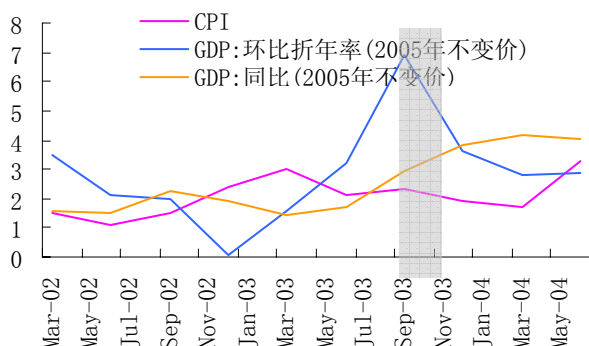
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 24：美国经济：1991Q2-1991Q4



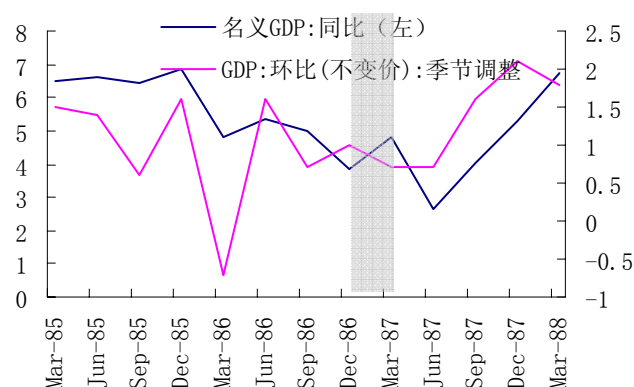
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 25：美国经济：2003Q4-2004Q2

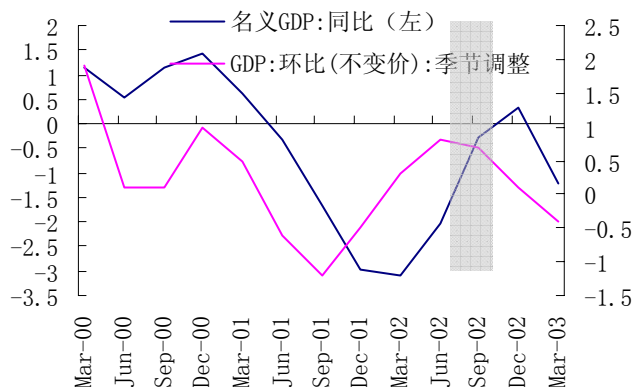


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

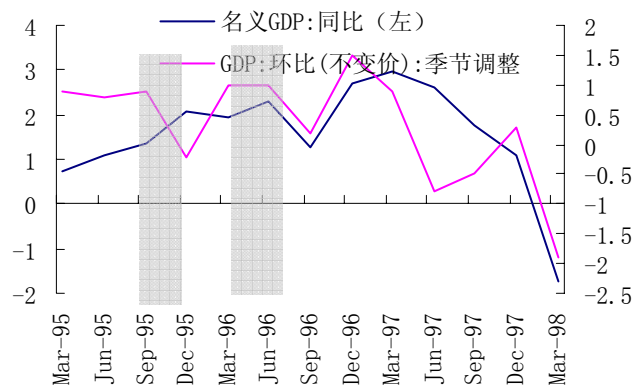
图 26：日本经济：1986Q3-1986Q4



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 27: 日本经济: 2002Q2-2002Q4


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 28: 日本经济: 1995Q3-1996Q1


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

表 3: 美国股市在经济增速环比减缓而同比回升阶段分行业涨跌幅

(1991.6-1991.12)	涨跌幅	(1983.6-1984.3)	涨跌幅	(2003.9-2004.6)	涨跌幅	行业	算术平均涨跌幅
食品饮料	13.5%	油气	8.2%	旅游休闲	25.55%	食品饮料	11.4%
公用事业	13.4%	食品饮料	1.5%	建筑建材	25.04%	医疗保健	8.2%
医疗保健	12.7%	汽车及其零部件	-0.7%	保险	20.43%	油气	7.1%
零售	8.9%	电信	-1.2%	油气	19.96%	公用事业	5.7%
其他金融服务	7.7%	银行	-2.0%	家庭与个人用品	19.51%	银行	5.2%
银行	5.1%	医疗保健	-3.8%	食品饮料	19.25%	家庭与个人用品	4.7%
家庭与个人用品	2.9%	建筑建材	-4.6%	原材料	16.12%	保险	4.4%
电信	2.8%	公用事业	-6.1%	医疗保健	15.72%	电信	3.4%
指数	2.4%	指数	-6.3%	汽车及其零部件	13.80%	指数	2.7%
保险	1.7%	家庭与个人用品	-8.2%	机械	12.74%	建筑建材	0.7%
信息技术	-0.5%	保险	-8.9%	银行	12.56%	零售	-0.5%
化工	-4.5%	原材料	-9.2%	指数	11.88%	机械	-0.7%
机械	-5.3%	机械	-9.4%	其他金融服务	11.43%	旅游休闲	-0.9%
地产	-6.1%	地产	-9.6%	化工	10.03%	原材料	-1.1%
旅游休闲	-6.4%	化工	-10.1%	公用事业	9.90%	化工	-1.5%
油气	-7.1%	信息技术	-12.1%	地产	9.43%	其他金融服务	-1.9%
传媒	-8.9%	传媒	-13.0%	电信	8.60%	地产	-2.1%
原材料	-10.2%	零售	-18.1%	零售	7.59%	信息技术	-2.5%
建筑建材	-18.5%	旅游休闲	-21.9%	信息技术	5.22%	汽车及其零部件	-3.0%
汽车及其零部件	-22.2%	其他金融服务	-24.9%	传媒	0.33%	传媒	-7.2%

资料来源: WIND, 招商证券研发中心

表 4: 日本股市在经济增速环比减缓而同比回升阶段分行业涨跌幅

1986.9-1986.12	涨跌幅	1995.9-1995.12	涨跌幅	1996.3- 1996.6	涨跌幅	2002.6-2002.12	涨跌幅	算术平均涨跌幅	
公用事业	21.7%	旅游休闲	16.9%	地产	14.6%	机械	-5.2%	公用事业	5.7%
油气	14.0%	保险	14.1%	机械	13.5%	公用事业	-6.6%	机械	3.7%
汽车及其零部件	9.6%	其他金融服务	13.4%	零售	11.8%	保险	-15.0%	旅游休闲	2.0%
旅游休闲	8.6%	化工	13.1%	银行	10.8%	医疗保健	-15.1%	油气	2.0%
信息技术	5.6%	零售	12.8%	保险	10.0%	食品饮料	-15.7%	汽车及其零部件	1.2%
家庭与个人用品	4.0%	银行	12.3%	传媒	9.3%	家庭与个人用品	-17.4%	家庭与个人用品	1.1%
零售	3.8%	油气	11.2%	建筑建材	9.0%	建筑建材	-21.1%	保险	0.7%
建筑建材	2.9%	传媒	10.9%	食品饮料	9.0%	原材料	-21.3%	食品饮料	0.5%

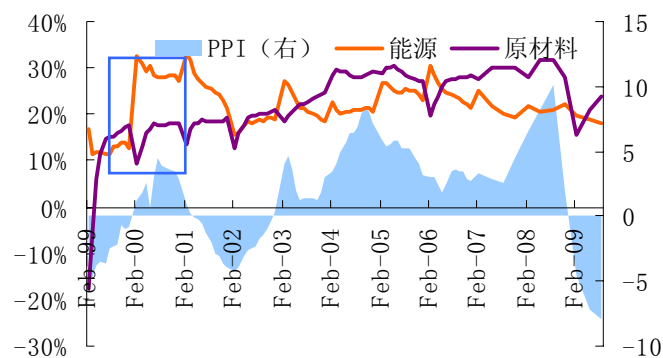
敬请阅读末页的免责条款

传媒	2.6%	家庭与个人用品	9.2%	家庭与个人用品	8.8%	油气	-21.7%	零售	0.3%
医疗保健	1.4%	汽车及其零部件	8.9%	旅游休闲	8.6%	电信	-21.7%	医疗保健	0.2%
指数	1.2%	建筑建材	8.3%	汽车及其零部件	8.3%	汽车及其零部件	-21.8%	传媒	-0.1%
食品饮料	1.2%	地产	7.5%	原材料	7.6%	传媒	-23.3%	建筑建材	-0.2%
银行	-0.5%	机械	7.5%	电信	7.4%	化工	-23.9%	地产	-0.9%
机械	-0.8%	食品饮料	7.4%	医疗保健	7.3%	地产	-24.3%	银行	-1.6%
地产	-1.4%	医疗保健	7.3%	指数	7.3%	旅游休闲	-25.9%	化工	-2.2%
化工	-5.2%	指数	7.2%	化工	7.1%	零售	-27.3%	指数	-3.2%
其他金融服务	-5.3%	原材料	4.2%	其他金融服务	5.4%	指数	-28.7%	其他金融服务	-5.3%
保险	-6.3%	信息技术	3.8%	公用事业	4.6%	银行	-28.8%	信息技术	-6.0%
电信	-15.1%	公用事业	3.1%	油气	4.6%	其他金融服务	-34.8%	基础金属	-6.3%
原材料	-15.5%	电信	-1.5%	信息技术	1.9%	信息技术	-35.5%	电信	-7.7%

资料来源：WIND，招商证券研发中心

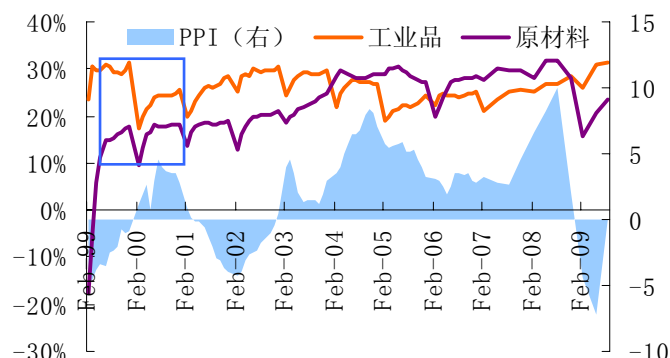
我们曾在中期策略报告中指出：下半年 PPI、CPI 见底回升，从绝对意义上讲，所有行业的利润会见底回升。从相对意义上讲，利润从工业品向原材料和能源转移，预计在不产生大幅通胀（PPI 在 4 以下）的前提下，原材料的利润占比会迅速提升，能源的利润占比也恢复到一个较好的水平，中游工业品的利润占比上升的阶段会过去，但仍可以保持较好的增长水平，消费品的利润占比将有下降。而若通胀迅速提升至 4% 以上，工业品的利润会受到挤压，由于油电的价格管制，原材料和煤炭是最大的受益者。而从目前的情况来看，PPI、CPI 回升的时间和力度都低于预期，这让我们重新思考温和复苏（增长斜率下降）的可能性。

图 29：温和通胀情况下能源占比情况也较好



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 30：温和通胀情况下工业品的利润占比仍占明显优势



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

而在温和复苏（低增长低通胀）的情况下，原材料行业相对于上、下游没有明显的优势，虽然其利润占比会随着 PPI 的回升而增加，但温和的复苏似乎让工业下游的工业品（家电、汽车、机械）的景气保持更长的时间，考率到整体需求偏弱，必须要考虑产能供给对价格的影响，而上游由于产能供给情况好于中游，上游景气也好于中游。

因此，我们的配置建议是上游和下游，以及银行地产。待 CPI 转正、PPI 见底回升趋势形成，可以增加银行地产以及中游的配置，同时减弱下游的配置。

表 5: 不同经济情景下的配置方案

	经济数据的大概组合 (GDP, CPI)	市场	配置
情景一	9-10 或以上, 3 以上	看多	银行地产、中游、上游 (地产产业链)
情景二	8-9, 1 附近	中性偏乐观	下、上游
情景三	8 以下, 0 附近	看空	减仓

资料来源: 招商证券研发中心

2. 结论: 四季度至明年一季度反弹, 配置银行地产、上游和下游

综上所述, 我们将未来影响市场的因素以及我们对市场的看法概括为以下几个核心观点:

- 第一, **3-6 个月内等待经济复苏的第四环节: 出口。**中美经济周期的不同步决定了中国经济复苏的过程其实并未走完, 出口是经济复苏过程中 (去库存-财政刺激-地产汽车-出口) 最后一个值得期待的环节, 未来 3-6 个月可能迎来出口复苏斜率较大的阶段。出口复苏的意义不仅仅在于找几个出口行业投资, 而在于对经济复苏和内需的强化。
- 第二, **明年下半年经济二次探底的可能性很小。**在经济复苏的四个环节中, 财政和货币刺激的作用开始面临衰减, 这反映在 7 月份以来财政相关投资增速见顶、货币供应量 M2 增速见顶和地产景气的回落上。但是未来两个季度内, 出口数据明显复苏可能较大; 而私人投资对盈利恢复的滞后, 明年二季度后私人投资将有望趋于回暖, 这意味着明年下半年, 在私人投资滞后支持下, 经济出现二次探底的可能性很小。
- 第三, **地产和经济之间的关系将发生变化: 地产带动经济复苏将转变为经济复苏后带动地产。**这意味着地产将随着出口和私人投资的复苏而复苏, 其程度将明显小于上半年靠货币刺激式的快速反弹, 但其周期会拉得更长也会更加健康, 我们预计年底至明年地产景气可能会进入再次温和回升过程, 7 月份以来的地产景气回落可能在未来两个月内逐渐寻底。
- 第四, **年底至明年一季度流动性状况有望改善。**单靠快速发信贷的流动性第一阶段已经告一段落, 未来流动性的情况将取决于经济复苏的强度和通胀趋势形成的快慢, 只有经济活跃度持续提升和 CPI 转正并形成回升趋势, 流动性第二阶段才会更加显性化并补充流动性。我们预计随着四季度 CPI 转正流动性第二阶段的程度有望逐步增强, 明年一季度信贷再出现一波高峰的可能性仍然存在。总之, 流动性在年底至明年上半年有望再次趋于回暖。
- 第五, **市场: 四季度至明年一季度出现一波反弹行情的可能性较大。**原因综合: 第一, 出口未来两个季度有望明显复苏, 修正经济复苏预期; 第二, 四季度 CPI 转正后储蓄分流相对明显补充流动性; 第三, 明年一季度有可能出现新一波信贷高峰, 至少是环比明显回升; 第四随着出口复苏和 CPI 转正, 地产景气趋势有望在年底后出现温和回暖。但需要强调的是, 未来的市场回升将不再是类似于上半年的泡沫式上涨, 而是取决于真实经济周期性和业绩复苏强度。
- 第六, **配置: 银行地产、下游和上游。**产业轮动的分析方法和配置方法将失效, 所谓的投资钟和产业景气轮动所适用的前提是经济的大起大落, 从而经济波动中的产业轮动关系才符合典型的经济周期演绎路线, 也非常显著。07 年年底至 09

年上半年很适合所谓的投资钟或产业轮动。但是一旦经济大起大落阶段结束，而进入斜率相对平稳的复苏阶段，产业景气轮动或者投资钟的分析方法将失效，行业轮动的动态性将减弱，未来更重要的是分析在经济温和复苏过程中行业间格局的变化和行业的成长性比较。根据前文分析和历史案例，我们建议配置银行地产、下游（汽车、家电、工程机械以及食品饮料、服装、医药等）和上游品（煤炭和有色）；在CPI转正和PPI回升趋势明确后，再加大中游等弹性较大的周期类行业配置。

表 6：行业配置建议：银行地产、上游和下游

行业	初始权重	建议配置比例	状态
石油石化	2.75%	2.75%	标配
煤炭	4.07%	4.75%	超配
钢铁	3.97%	2.00%	低配
基础化工	4.11%	4.11%	标配
建材	2.02%	2.02%	标配
有色	3.96%	5.00%	超配
造纸	0.73%	0.73%	标配
汽车	3.29%	4.00%	超配
电力设备	2.16%	2.16%	标配
机械	2.99%	3.50%	超配
军工	0.54%	0.34%	低配
建筑	1.81%	0.41%	低配
综合	0.66%	0.00%	低配
家电	1.54%	2.00%	超配
零售	3.50%	4.00%	超配
旅游	0.68%	0.40%	低配
纺织服装	1.36%	2.36%	超配
医药	4.46%	5.00%	超配
农业	1.73%	1.73%	标配
食品饮料	4.19%	5.00%	超配
保险	3.07%	3.07%	标配
银行	18.42%	22.51%	超配
证券	3.67%	3.67%	标配
房地产	7.28%	8.00%	超配
计算机	1.62%	0.27%	低配
电子	1.44%	1.44%	标配
传媒	0.94%	0.44%	低配
通信	1.40%	1.00%	低配
航空机场	1.25%	0.50%	低配
水陆运输	4.49%	2.85%	低配
通信设备	1.21%	0.50%	低配
电力	3.95%	3.20%	低配
公用事业	0.73%	0.29%	低配
合计	100.00%	100.00%	

数据来源：招商证券研发中心

分析师简介

陈文招：南开大学经济学硕士。2004 年来在长江证券等公司负责宏观经济、产业比较和选择、投资策略等方面的研究。曾工作于国家发改委经济运行局。目前负责招商证券策略研究。

王晶晶：华中科技大学管理学硕士，策略分析师。

苏舟：上海交通大学金融学硕士，策略分析师。

杜长江：南开大学经济学博士，10 年从业经验，高级策略分析师。

肖群稀：上海社科院经济学硕士，策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。