



底部的复杂性

发布日期：2010年07月13日 分析师：周金涛 电话 010—85130831 执业证书编号：S1440210010422

跌宕起伏的底部

在市场跌到2300点之后，对底部的讨论已经似乎有了更多的估值依据，至少比在2500点时讨论要更加可靠，但是底部不仅仅是一个低点概念，也同时是一个起点的概念，也许此时离低点可能不远，但是离起点却没有十足的可信证据，所以，我们认为，在趋势没有完结之前，**底部有逻辑的必然，但没有结果的必然**。实际上，2008年的底部给我们以深刻的印象，但是，本次的底部必定不同于2008年，它基本不可能是一个V型的底部，那种V型的底部，只可能出现在特定的长波阶段。而对于此次的二次去库存，其本身就是一个结构性调整的过程，所以，我们在2009年就已经说明，2008年末的低点，在今后几年内不可能触及到，但是随着原有的增长方式已经被发挥到极致，当今的市场底部需要的是一个新的增长点，而这一点是不可能仓促的，因此，我们认为，这个底部是一个跌宕起伏的过程，需要时间和耐心。

滞胀的三季度

就当前而言，三季度的态势还不能令我们认可市场调整趋势的终结，也许市场已经充分反映了经济的下降趋势，但是趋势下降的程度是否超预期还得不到肯定的答案。在我们看来，三季度的基本面还有两个关键的问题不能解决，首先，按照中信建投的预测，通胀在高位一直要延续到9月份，在通胀没有回落之前，任何的政策调整似乎都缺乏足够的理由；其次，6月份出口已经出现高点，而三季度的出口数据必然不如人意，所以，就算是不探究经济的深层次问题，单看经济的表面现象，也很难有令人欣慰的情况发生，我们在4月份就提出，**三季度是个典型的滞胀阶段**，这就是我们一直认为底部时间未到的直观解读。

政策的理性选择

在一个滞胀的阶段中，形势一定是复杂的，这样的认识没有错误，但是，在一个滞胀的阶段中，政策的短期取向可能就是一个程度的权衡，但我们认为，至少在四季度之前，经济增速都不可能低于8%，通胀是否会单单因基数效用回落也存在不确定性，所以，**政策在三季度选择观望的概率是比较大的**。但在这个过程中，形势的复杂程度可能会大大超出我们的预期，除了滞胀的问题外，一个明显的背景是，对地产泡沫的治理是经济调结构的前提，这是我们依据罗斯托和奥尔森的理论做出的基础判断，我们前期提出，对既得利益集团的打破是经济转型和创新的前提，所以，**那些触及了既定利益的调控政策一定会在这一过程中不断表现出利益博弈的色彩**，但是，在大是大非面前，方向是很清楚的，任何的博弈都只可能是一个小的浪花。对于资本市场投资而言，必须对未来作出理性的假设，这个理性的假设就是，如果仍对泡沫化的手段还抱有幻想，那么我们就根本难于找到市场的底部，所有的冲动都只可能是一个反弹。

价格才是底部的关键因素

实际上，短期政策的松紧对实体经济而言已经没有那么重要，因为地产的调控政策已经作为最后一根稻草触发了经济的内在调整机制，即二次去库存，所以，这个时候更要研究的是二次去库存的必然规律，这个经济内在调整的链条一旦触动，不是政策松紧能够改变其方向的。按照我们的研究，二次去库存最早也要到今年的四季度到达低点，那个时点之前，也许我们可以寻找一些先行触底的行业，进行左侧投资。目前来看，哪些行业会先行触底，价格显然是最关键的因素，因为相对2008年的一次去库存而言，二次去库存是一个典型的价格去库存，进而是一个去产能的过程，所以，**伴随着库存的下降而回落的价格，才是典型的领先指标**，这是我们



观测低点的重要视角，而在价格触底之后，供需规律的逆转将展开新的再库存过程，一个新的起点的萌芽由此发端。

此投资品非彼投资品

按照我们对二次去库存底部的规律研究，在二次去库存触底之后率先反弹的一定是投资品，所以，市场想以投资品为突破口在方向上没有错误，只不过，这个时点可能还不能与真正的底部相匹配。那么在未来的库存周期低点，我们应该选择什么样的投资品呢，其基本思路是，未来投资品的反弹必定会带有未来中周期繁荣的逻辑，也就是说，**在底部反弹的投资品能够走的远的，肯定与随后的周期新起点相关的投资品**。而按照我们的逻辑，在投资品领域，未来最有可能与新起点相关的，就是中游的装备类投资品，因为这是机器替代人和产业升级的必然结果，也是工业化的大概率事件。而最不可能持久的投资品，是上游的原材料类，这也是我们依据长波的规律做出的判断。所以，近期市场鸡犬升天的投资品反弹，显然是一个技术性无甄别的反弹，这也折射出超跌反弹的基本特征。

增长总是从结构开始

作为一个纯粹的结构主义经济学的奉行者，我们决不是悲观主义者，因为结构主义的两大逻辑就是结构变动和经济波动，所以，当对总量悲观的时候，结构的机会反而是很明显的，熊彼特曾经说过，任何的结构变化也许就是从几个不相关的部门展开，任何的增长都是从结构开始的，所以，我们没找到的不代表将来不会出现，而且，只要有经济的波动，就有趋势性的机会，其区别只是在于机会的级别和推动力。这种看法说明，我们目前要寻找的首先是结构变动的必然逻辑，也就是结构变动的方向，这才是一个务实的方法，有了必然逻辑的指引，才能朝着正确的方向迈进。我们一直强调，**这个时候需要的是为未来的布局寻找逻辑，而不是为了当前的反弹寻找噱头**。



分析师介绍

周金涛：南开大学经济学硕士，现任中信建投证券研究部执行总经理，行政负责人。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。2008 年、2009 年连续两年获得新财富最佳策略分析师第三名。

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

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

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

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有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。本报告版权仅为我公司所有，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，须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有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，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。