

“近”看一小熊，“远”观成小牛？

---结合 2011 年度策略视角看市场异动

报告要点

■ 短期视角：具备下行动力

- 通胀的超预期导致经济滞胀的担忧情绪抬升；
- 流动性收紧持续，并且 12 月有可能出现单月大幅度调整；
- 资源品价格在美元见底预期下上涨弱化；

■ 季节性视角：场内流动性受影响

- 季节性配置揭示了年末存在的场内资金溢出效应

■ 中周期视角：明年整体可期

- 中周期寻找到核心的增长动力：制造业逆转；
- 目前处于中周期起点前夕，历史经验表明震荡是更大概率。

相关研究

《近有滞胀之忧，远无复苏之虑——2010 年 10 月经济周期模型更新及预测》，邓二勇、
《疑是两油搅局，实为滞胀之忧——11 月 11 日市场异动点评》，邓二勇 2011 年 11 月 11

分析师：

邓二勇

(8621) 68751589

dengey@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490210070006

联系人：

陈开伟

(8621) 68751691

chenkw@cjsc.com.cn

正文目录

1 事件与近期视角	4
滞胀之忧	4
政策偏向与流动性预期	5
资源品上涨弱化	6
2 短期季节性视角：冲击市场的存量流动性	8
不得不说的年底弱势行情逻辑	8
行情大多数在上半年产生，下半年行情谨慎	8
3 站在中周期起点的视角	9
中周期研究的框架	9
中周期核心动力：制造业逆转	9
中周期配置：目前至明年一季度初，是预期阶段	9

图表目录

图 1: 工业增加值与 CPI 同比走势 (%)	4
图 2: 货币供给与信贷投放	5
图 3: 货币供给和信贷投放预测	5
图 4: SHIBOR 利率走势	6
图 5: 美元指数与商品指数走势	7
图 6: 美元指数与中国资本市场走势	7
图 7: 中周期研究框架	9
图 8: 中周期核心动力	9
 图表 1: 一年不同阶段, 不同的行业表现	 8

1 事件与近期视角

在 11 日市场出现了石化双雄崛起的大小盘背离之后，12 日市场则出现了许久不见的暴跌，上证综指和深证成指分别下跌 5.16% 和 7%。两市成交额超越 5000 亿。指数的大幅下跌伴随着成交的巨幅放大，市场情绪在恐慌中宣泄。股指期货市场对市场的下跌起到了推波助澜的作用，沪深 300 现货指数下跌 6.22%，而期指当月和下月合约分别下跌了 7.31% 和 7.51%，而明年 3 月、6 月合约更是跌幅超过 8%，这反映出了市场对于未来更大的担忧。

对于上周市场出现的巨幅波动，表面上看是石油兄弟的搅局（这种搅局在市场的理解中是阶段性顶点的到来），其内在的根源则是实体经济滞胀环境所面临的众多不利因素的一次大爆发。在上周的即时点评《疑是两油搅局，实为滞胀之忧》中，我们对困扰市场的“滞胀”进行了分析。在本报告中，除了对于影响市场的实质因素进行分析之外，我们的视角也将放远中期的核心因素。

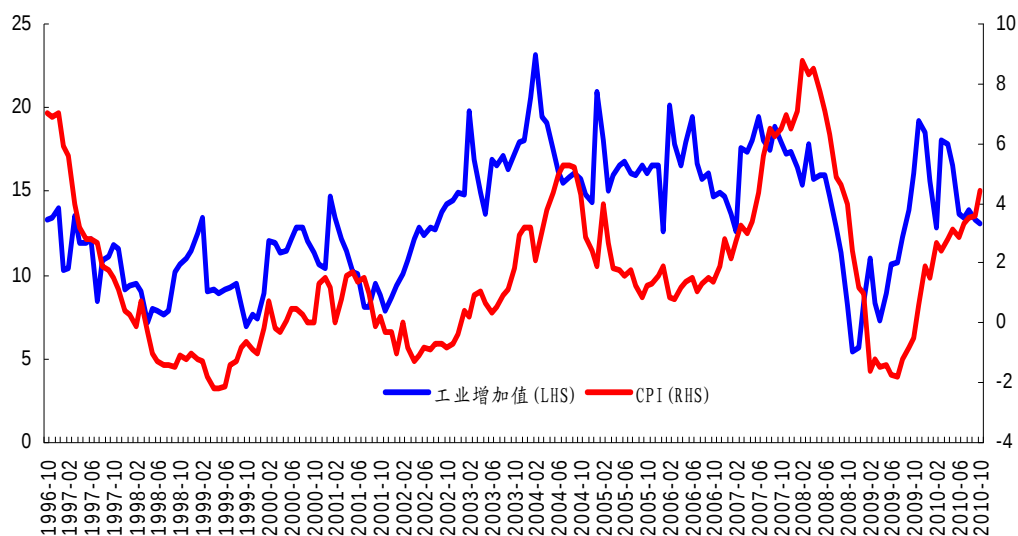
滞胀之忧

11 日公布的 10 月经济数据显示，CPI 再次走高并创下 09 年以来的新高，同比 4.4% 的水平已经远远超越政策所设定的 3% 的目标线。但工业增加值在此的持续弱势显示，经济增长并没有走出低迷。工业生产的下滑与通胀的持续上升是当前宏观经济的基本格局，滞胀局面下资本市场的根本本身存在着脆弱性。

一方面，工业生产所代表的经济增长弱势从内生上制约了资本市场上行的动力；另一方面，CPI 的持续上升所带来的持续调控压力使得市场预期摇摆不定，这也制约市场的表现。我们结合工业增加值和 CPI 构建了宏观经济小周期模型，根据两大指标的波动关系将宏观经济划分为复苏、繁荣、滞胀和衰退四个阶段。在这个四个阶段中，滞胀阶段的资本市场表现是最差的，要么出现大幅震荡，要么则出现持续下跌。决定小周期阶段市场表现的根本是市场参与者对于下一阶段的预期，在对衰退预期的过程中，悲观情绪所主导的下跌在所难免。

10 月以来市场上涨的主要推升力量是海外因素的影响和内部流动性的推升，但在内生经济动能尚未恢复的背景下，市场的上涨也仅仅是一种估值上的修补而已。

图 1：工业增加值与 CPI 同比走势（%）



资料来源：长江证券研究部

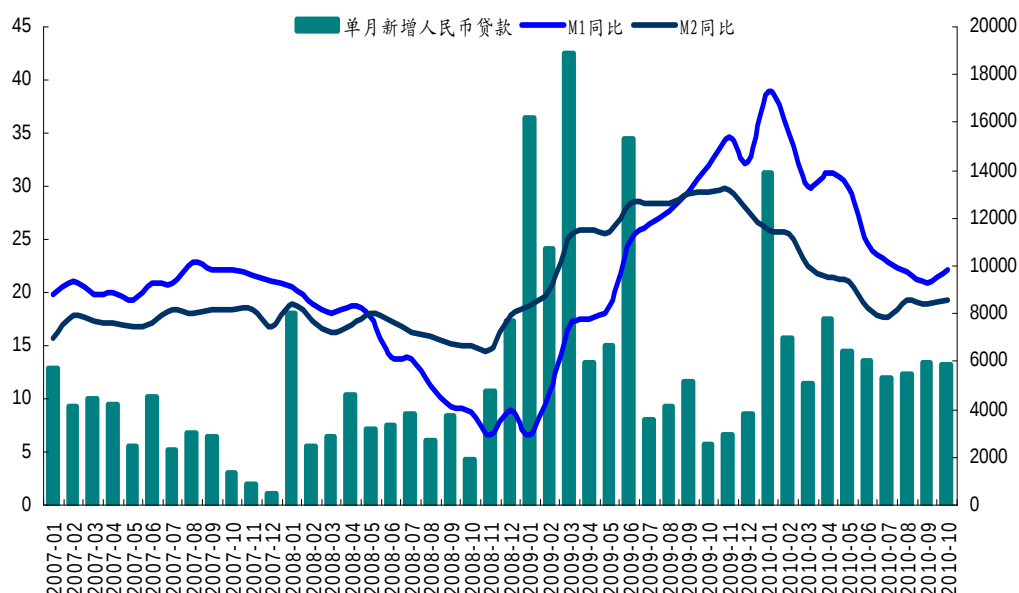
我们预计工业增加值的同比低点在明年 1 季度才可能见到，而通胀再次阶段依旧会保持一个较高的水平。总体的滞胀格局是导致市场在此阶段出现大幅震荡的根源。但短期内多方不利因素的刺激则是催生市场大幅下跌的直接因素。

政策偏向与流动性预期

M2 同比底点在 7 月的现象已经成为一个不争的事实，但 M1 在 10 月较大幅度的反弹却超乎了市场的预期。原因还是在于 10 月信贷投放的超预期。

10 月贷款余额 46.87 万亿，较年初的 39.97 万亿增加了 6.9 万亿。如果按照年初设定的 7.5 万亿的投放目标的话，余下的两个月额度只剩下平均每月 3000 亿。相较于今年的其他月份，这无论如何都会形成不小的紧缩。那么监管层会否加强监管将信贷投放控制在目标范围之内呢？我们认为，这种可能性是非常大的。

图 2：货币供给与信贷投放

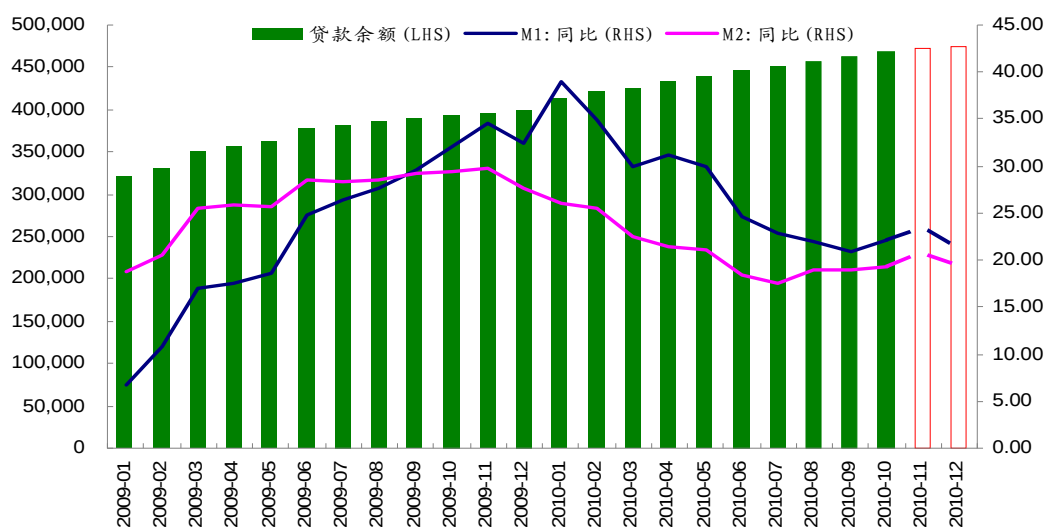


资料来源：长江证券研究部

加息已经表明了决策层对于通胀和资产价格上涨的立场，而针对 10 月信贷投放过多的情况，央行果断采取提高存款准备金率，对部分银行点名批评并采取差别存款准备金率。在存在产出缺口的情况下，通胀的持续上升只能说明是货币投放出了大问题。央行也意识到了这一点，对于货币供给的回收应当说在这个阶段升级了。如果 7.5 万亿信贷投放目标实现的话，无疑新增信贷投放将会出现大幅的下滑；货币供给由于受到信贷投放节奏被打乱的影响，11 月份的数据依然会显现出上升，但 12 月份则会出现明显的下滑。累计数据的下滑虽然可能只会表现在一个月上，但其紧缩效应可能会非常明显。

资本市场之所以领先与实体经济，其根源则在于对未来阶段的预期。在流动性宽松预期依然实现之后，政策调控所引发的流动性逐步向紧的预期会逐步扩散。

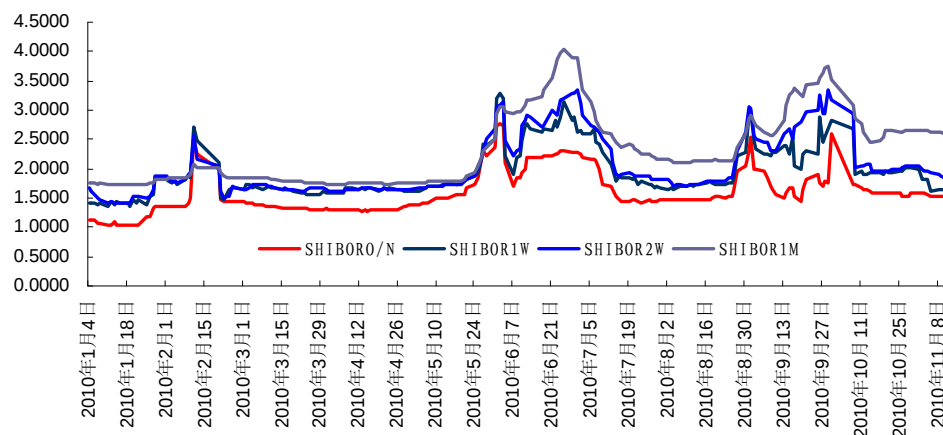
图 3：货币供给和信贷投放预测



资料来源：长江证券研究部

对于流动性的观测，货币市场会是一个比较好的观测市场。SHIBOR 短期利率的上行已经开始，在新的存款准备金率正式执行之后，短期利率的上升可能会更加明显。而从历史上看。今年短期利率上行的主要有三次，分别是 1 月下半月至 2 月上半月，6 月和 9 月，而在这三个期间，A 市场都出现了明显的震荡调整。

图 4: SHIBOR 利率走势



资料来源：长江证券研究部

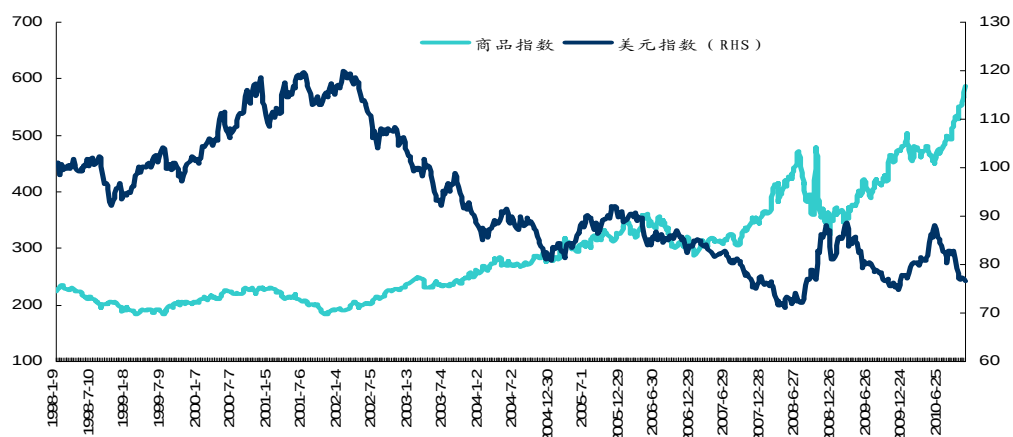
对于流动性，我们需要考虑的另外一个因素是实体企业在年度对于营运资金的回收，这对于 A 股市场的运行可能会带来一定压制。

资源品上涨弱化

10 月行情的导火索在于美元持续贬值所带来的大宗商品价格的累积上升，然而，这种外围因素正在弱化。从经验上看，美元的走势与大宗的走势存在着一种反向的关系，但这种反向的关系也是一种不对称的关系。也就是说双方在变动的幅度上并不是一种线性的关系，当美元指数上涨的时候，商品指数会跌，但下跌的幅度远远小于美元指数上涨的幅度；反之，当美元下跌的时候，商品指数的上涨又远远超越了美元指数的下跌。这样造成的结果就是，虽

然美元在最近 3~4 年左右的时间内总体是一个宽幅波动的局面，但大宗商品却是一个趋势性的震荡走高。这背后的逻辑其实也非常简单，那就是在全球流动性刺激下货币在绝对价值上相对商品的整体贬值。而美元指数所反映的仅是一个相对的价值符号，对商品的趋势性影响比较弱。

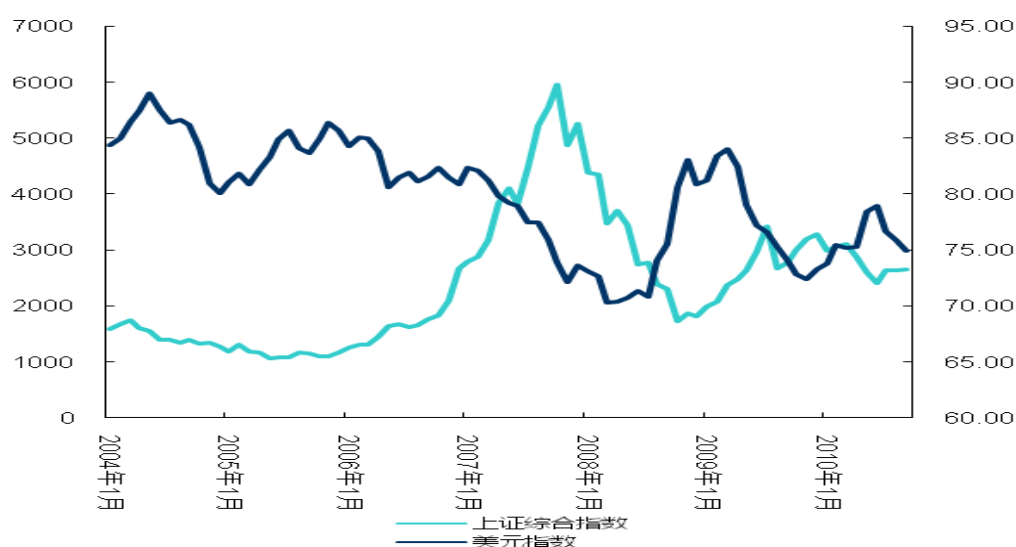
图 5：美元指数与商品指数走势



资料来源：长江证券研究部

汇率本身并不是简单的经济问题，其也参杂了众多的政治问题。美联储的定量宽松政策以及各个主权货币之间可能的竞争性贬值将会继续从货币绝对价值的角度削弱货币对于商品的比价。但是汇率却可能由于各国之间的博弈而保持一定的稳定。因此，从这个阶段开始，美元指数的走势更多的可能会是一种相对稳定的或略有走高的局面，大宗商品则会是一种高位震荡的格局。除非全球进入整体紧缩期，大宗商品出现持续性的大幅下跌可能性比较小。大宗商品在震荡中会跟随美元的波动出现一定的走高，但其价格对于实体经济复苏的信号依赖性将更强。也就是说大宗商品的边际上升动能趋于弱化。

图 6：美元指数与中国资本市场走势



资料来源：长江证券研究部

而实际上自从中国开始汇改以来，美元走势（实际代表人民币升值预期及走势）和资本市场呈现明显的负相关性，短期美元见底，为市场下跌，提供了临时的外部条件。

2 短期季节性视角：冲击市场的存量流动性

不得不说的年底弱势行情逻辑

在国内资本市场上，我们会发现明显的季节性因素，如同美国资本市场存在着明显的“sell in may ,buy the stock in the autumn”，中国资本市场的存量流动性在于企业及借贷资金在年底之前，要回归账面，从而导致年底行情的相对弱势。

行情大多数在上半年产生，下半年行情谨慎

- 从时间配置的最优结果来看，上半年通常是题材股、概念股等资产表现较好的阶段，也说明了上半年由于资金面相对乐观，赚钱行情相对容易；
- 年末则行情相对谨慎，高风险股票比如亏损、高 PE 等都表现较差，相反，绩优股表现相对较好，说明年底投资者更注重投资价值的考虑，行情相对谨慎。

图表 1：一年不同阶段，不同的行业表现

月度	稳定优选	稳定差
一月	低 pe	电力
二月	小盘、st、低价股、亏损股	大盘、基金核心、银行
三月	小盘、st、化肥与农用化工	钢铁
四月	---	房地产
五月	小盘、亏损股	大盘、绩优股、酒
六月	酒、绩优股	高 pe、亏损股、军品
七月	---	家电
八月	---	煤炭、汽车
九月	军品	大盘、高 pb、房地产
十月	基金核心	高 pe
十一月	航空	高 pb
十二月	基金重仓/基金核心	高 pe、低价、亏损

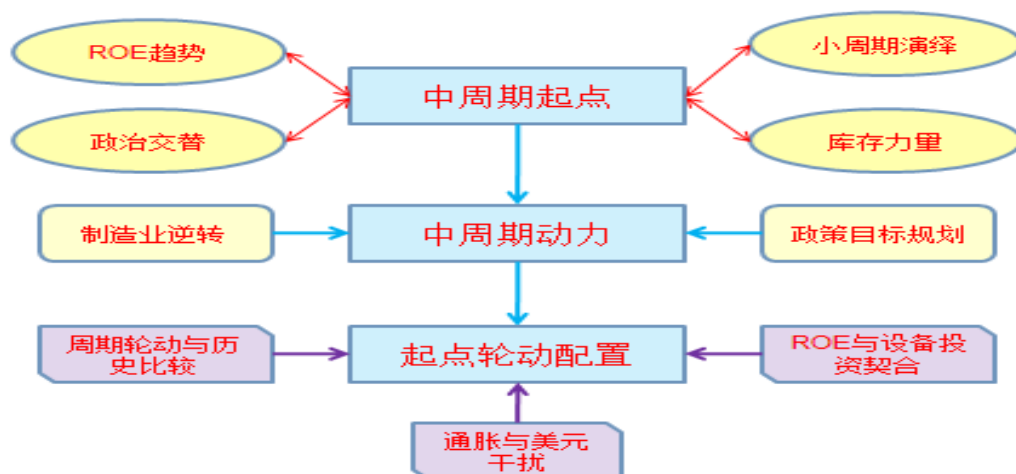
资料来源：长江证券研究所

3 站在中周期起点的视角

中周期研究的框架

由于现在站在 2011 年的前夕，明年的行情观点和经济认知将在很大程度上主导我们对短期行情的判断，对 2011 年全年的投资逻辑及框架如下所示：

图 7：中周期研究框架

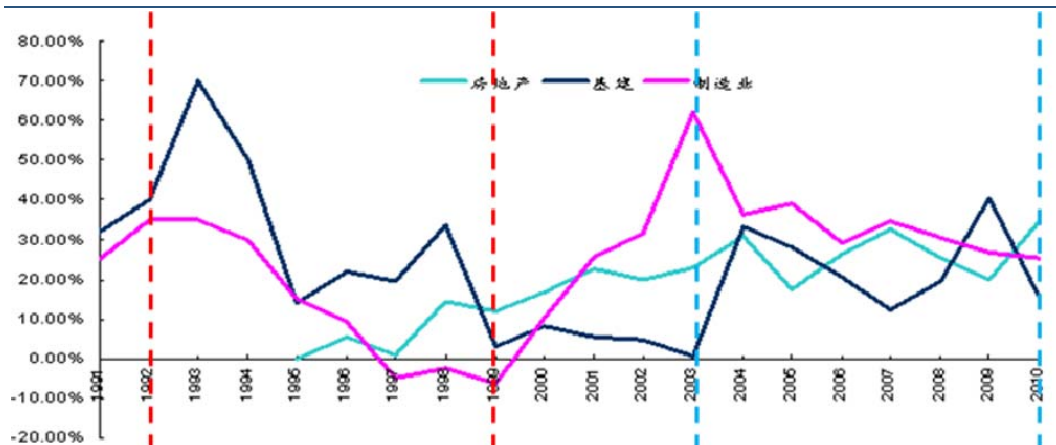


资料来源：长江证券研究部

中周期核心动力：制造业逆转

中周期动力的核心来源在于制造业的逆转，充分、必要、基础及关键因素都已经具备。

图 8：中周期核心动力



资料来源：长江证券研究部

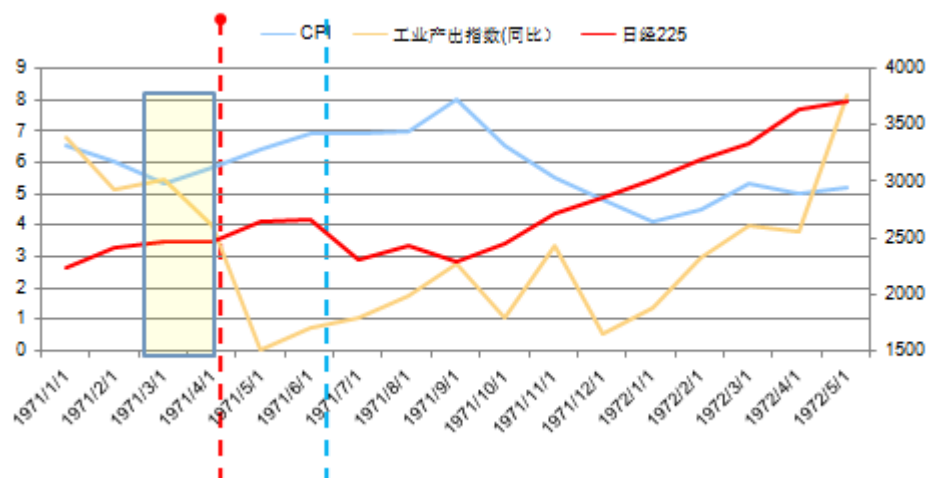
中周期配置：目前至明年一季度初，是预期阶段

- 这一阶段的周期预判：今年至明年一季度

标准：生产见底、通胀高位

- “滞”：国内经济为滞（两方面：PMI 与工业生产）；国内流动性为滞；美元为滞；
- “涨”：国内通胀为涨；国际金属为涨；国外流动性为涨；人民币为涨；

图 9：中周期角度本阶段配置



资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士毕业，从事宏观策略研究。主要的研究方向为经济周期与资产配置。

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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。