

重回中周期起点

----2011 年度“三重唱的睡美人行情”

报告要点

■ 2011 年经济周期运行：中周期起点

通过对微观库存周期、中观盈利周期及宏观周期叠加政策周期的分析认为明年三季度将是一轮中周期的开始；而二季度之前则是内生库存周期的延续。设备投资的利润时间与空间及折旧水平对其判断起到了决定性支撑。

■ 中周期增长动力：制造业的逆转

制造业的逆转作为中周期增长动力由五个方面的支持：

盈利见底构成其基础条件；投资的时间点与空间点是其充分条件；未来的增长潜力奠定其发展空间；而制造业与房地产投资的 ROE 水平转化则是刺激因素；政策换届构成直接的推动力。

■ 2011 年市场的三个决定变量：经济运行阶段、资产价格与中周期动力

经济运行阶段经历预期经济复苏、确认经济复苏及经济持续复苏三个阶段是市场运行的基础变量；资产价格的影响来自于通胀、美元与原油是市场短期波动的因素；中周期动力则构成三季度之后的市场核心决定变量。

■ 2011 年度市场走势：三重唱的睡美人行情

一重唱：一季度略前的小幅震荡向上阶段，建筑建材、房地产、化工主导；

二重唱：二季度经济确认复苏叠加通胀及美元上升的大幅估值回落行情。低估值的股票是配置主线；

三重唱：三季度之后中周期增长动力显现；制造业种设备类扩张带来的材料类投资机会及金融类资产是配置重点。

相关研究

《回归本源---转型期的经济衰退与增长路径》邓二勇 2010.7

《基于 PMI 的经济预测及行业配置》邓二勇 2010.11

《基于宏观战略及战术周期的配置》邓二勇 2009.10

分析师：

邓二勇

(8621)68751589

dengy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490210070006

联系人：

杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

一 框架与年度策略思路	4
二 中周期的起点	5
2.1 制造业盈利 ROE 的见底	6
2.2 微观库存的力量	8
2.3 宏观经济周期的演绎	8
2.4 政治周期交替的经济扩张意愿	10
三 中周期动力—制造业投资周期	12
3.1 制造业的核心支撑之一：盈利的见底	12
3.2 制造业的核心支撑之二：投资的周期轮转	12
3.3 制造业的核心支撑之三：中期增长基础	13
3.4 制造业的核心支撑之四：投资逆转的关键点	14
3.5 制造业的核心支撑之五：政策换届的投资冲动与动力	17
四 重回中周期起点的历史：寻找市场的短期影响因素	18
4.1 中国中周期起点的借鉴：小周期经济不同阶段的股市影响	18
4.2 日本中周期起点的借鉴：资本价格的短期影响及中周期动力	19
4.3 短期影响因素三面：经济阶段、资产价格、中周期动力叠加	21
五 配置篇：2011 年“三重唱的睡美人行情”	23
5.1 一重唱：预期经济复苏的震荡向上阶段（脉冲、小幅）	23
5.2 二重唱：经济确认复苏下物价与汇率冲击的回落行情（较大）	24
5.3 三重唱：中周期动力开始的缓慢启动阶段	26
5.4 2011 年“三重唱的睡美人行情”	30
六 风险因素简析及再思考	30
6.1 2011 年度策略睡美人行情的风险因素	30
6.2 对 2011 年度经济运行阶段的再思考	31

图表目录

图 1：周期研究框架体系	4
图 2：2011 年度投资策略框架	5
图 3：理论上的价格弹性高低区域分布	6
图 4：销售收入对价格的倒“U”形曲线	6
图 5：制造业 ROE 的量价决定	6

图 6: 库存周期进入到自主去库存阶段	8
图 7: 宏观指标界定上的中周期 (平滑)	9
图 8: 宏观指标界定上的中周期	9
图 9: 东部地区的折旧降到历史低位	9
图 10: 小周期揭示的周期轮转即将到位	9
图 11: 政治周期与投资关系	10
图 12: 换届前的投资增长	11
图 13: 换届前的消费增长	11
图 14: 制造业单季度 ROE 水平	12
图 15: 制造业投资的时间周期点到来	12
图 16: 中国信息化水平低下	13
图 17: 民生投资空间巨大	13
图 18: 中国人均资本存量较低	14
图 19: 大件消费品保有量较低	14
图 20: 区域投资结构比重构成	14
图 21: 以区域结构方式预测的固定资产投资	14
图 22: 制造业 ROE 水平	15
图 23: 上市板块 2010 年 ROE 水平	15
图 24: 房价同比与绝对值指数预测	15
图 25: 房价与实际利率关系	15
图 26: 不同支付比例下的房地产投资回报	16
图 27: 固定资产投资增速-房地产投资增速	16
图 28: 2000 年-2003 年 大宗商品价格走势	18
图 29: 2001-2002 复苏预期与复苏确认	18
图 30: 2001-2002 复苏预期与复苏确认	19
图 31: 1978 年开始日本中周期起点伴随了资产价格的影响	19
图 32: 日本中周期起点经济预期复苏阶段的资本市场走势	23
图 33: 美元走势与 A 股指数的负相关性	25
图 34: 二季度 CPI 继续冲高 (不考虑工业产出缺口及新增长因素的贡献)	25
图 35: 材料类与设备类的增速对比	27
图 36: 制造业产能向设备类积聚	27
图 37 日本中周期动力主导阶段行业表现	28
图 38 日本实体经济运行	28
图 39: 美国 1985 年实体经济超越短期资产价格的影响	29
图 40: 三重唱的睡美人行情及行情配置	30

表目录

表 1: 政策目标规划的提前完成时间点	17
表 2: 日本转型初期的股票市场表现	20
表 3: 经济阶段对中周期起点的市场运行影响	21
表 4: 中周期动力对中周期起点的市场中后期运行影响	22
表 5: CPI/美元及原油等资产价格在中周期起点的市场影响	22

表 6: 2011 年影响市场的三个重要因素梳理.....	23
表 7: 三重唱的第一阶段: 小幅脉冲的投资机会.....	24
表 8: 三重唱的第二阶段: 叠加通胀与美元的估值大幅度调整阶段.....	26
表 9: “十二五”规划与制造业的高度吻合.....	27
表 10: 三重唱的第三阶段: 中周期动力支持的缓慢启动行情.....	29

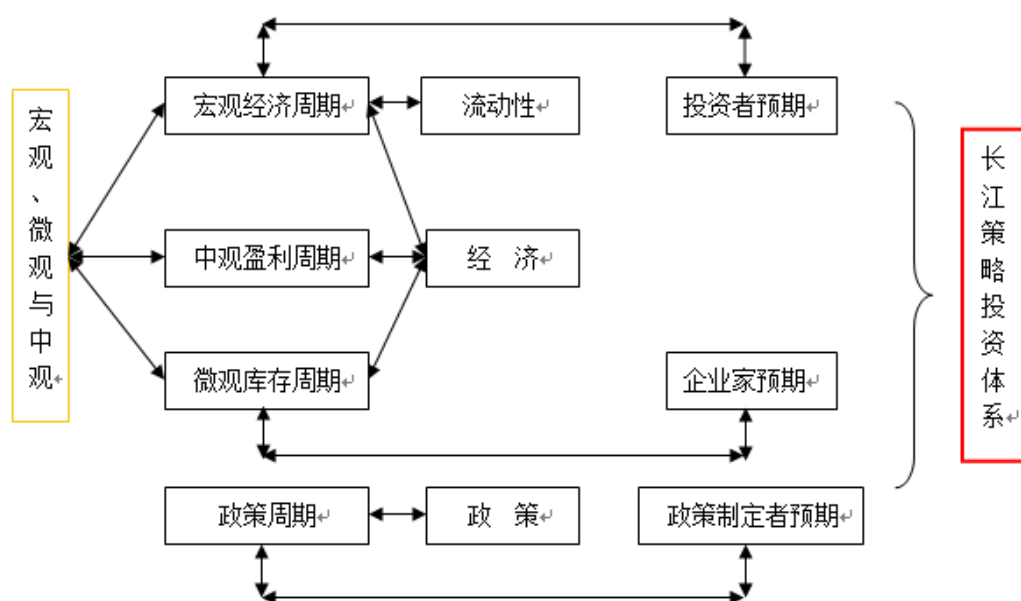
一 框架与年度策略思路

2010 年以来,我们一直以周期方法对中国宏观经济和资本市场展开研究。总结起来,从宏观经济周期,到中观盈利周期,微观库存周期,再到具备很大特殊性的政策周期,多重周期的视角可以从不同角度去审视实体经济和资本市场所面临的各种问题。然而,多重周期的交织似乎也显示整个体系错综复杂的一面。这里,我们有必要对我们的整个周期体系进行一下梳理以便其能更好的被理解。

我们的周期体系主要由四大周期构成,分别是宏观的小周期框架,中观的盈利周期框架,微观的库存周期框架以及从另外一个角度展开的政策周期。具体周期的内涵在我们之前的相关研究报告中都有着详细的论述,这里不再赘述。其实,我们构建周期的目的主要在于解决资本市场三大参与者投资者、企业家和政策制定者的预期是如何变化的。

对于市场投资而言,宏观经济指标的变动所内含的宏观周期对其预期的影响最为直接,这也是市场整体投资者预期变动的主要参考。对于企业家而言,微观上的产销情况则会影响其对未来的预期,我们以产销的连接点库存变动为基础构建的库存周期则可以较好的反映微观企业家的预期。然而,能对市场产生重大影响的另外一方则是政府。中国资本市场的运行被冠以“政策市”,于是对于资本市场运行的核心决定因素就存在着分歧了。究竟是跟随政策还是跟随经济也是困扰之前研究的一大问题。但是我们认为,政策的出台一定是有决策依据的,而我们所展开的对于政策周期的研究正是对于政策决策依据的研究。也只有在这个基础上,我们对于政策才有可能做到前瞻性。

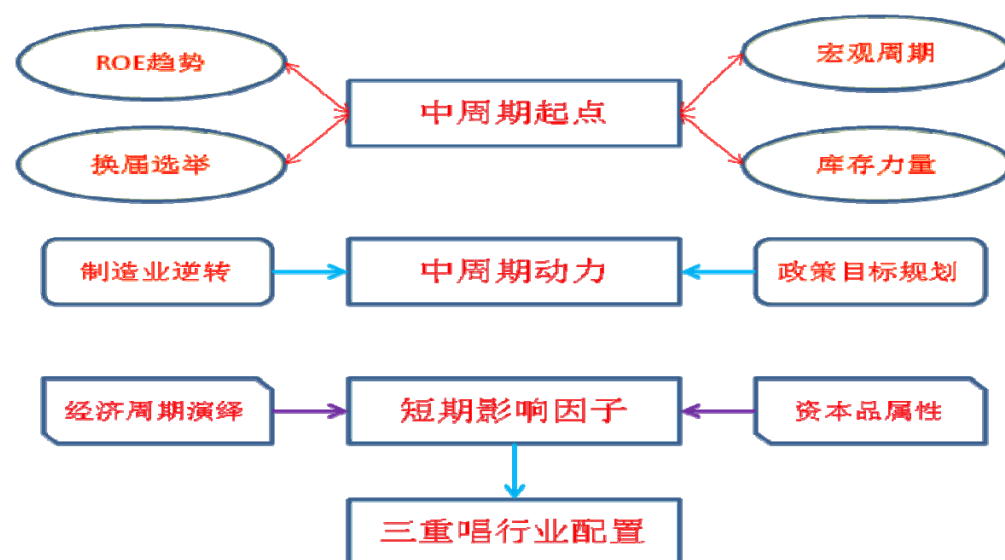
图 1: 周期研究框架体系



资料来源：长江证券研究部

在以上四重周期分析基础上，我们也看到制造业盈利见底所带来的中周期起点机会。制造业盈利在明年中期的见底叠加上汇率、商品因素所带来的影响，2011 年的市场走势将呈一个三阶段的倒“S”形模式。

图 2：2011 年度投资策略框架



资料来源：长江证券研究部

二 中周期的起点

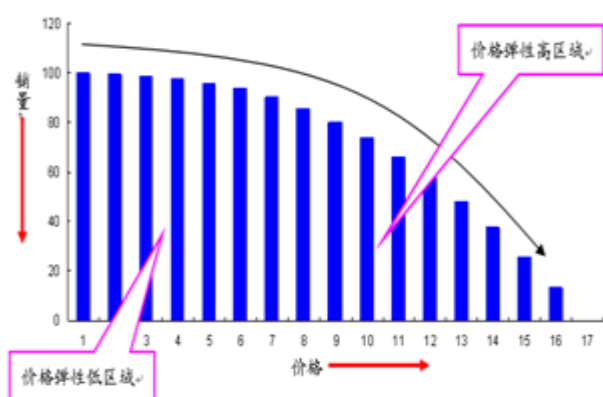
2009、2010 年整体还是处于宏观经济的复苏阶段。在复苏阶段，对宏观经济波动起主

导作用的是库存的波动。然而，当经济从复苏步入复苏后阶段，增量需求的影响将会超越库存波动。这种增量需求的产生也是支撑经济新一轮增长的核心动力。对于资本市场而言，流动性抑或是政策因素的影响更多的是一种短期的冲击；而在我们去探讨一个稍长时间的决定因素时，实体经济的运行和盈利的变动更具根本性。于是，我们对于中周期判断的根本立足点在于对于盈利的判断。

2.1 制造业盈利 ROE 的见底

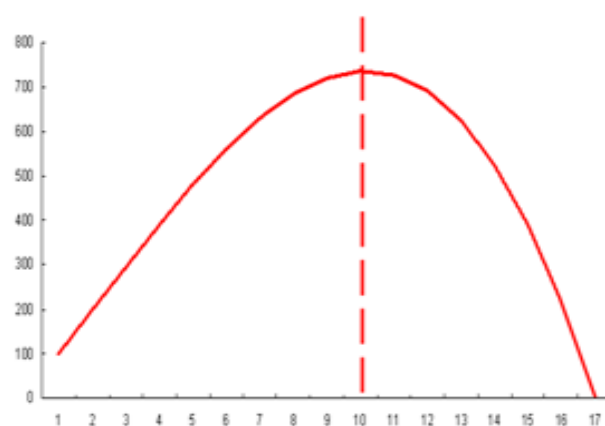
在微观上，量和价的关系促成了一个企业自身收入进而是 ROE 水平的变动。由于价格弹性存在的高低区域的分布，销售收入对价格变动的函数呈倒“U”形走势。这也就是说，当价格水平在临界线之内上升时，其有利于提升收入和 ROE；当价格水平越过临界线上涨时，相反的结构就会出现。这里面本质的原因则是商品市场上量价的“负反馈”机制。

图 3：理论上的价格弹性高低区域分布



资料来源：长江证券研究所

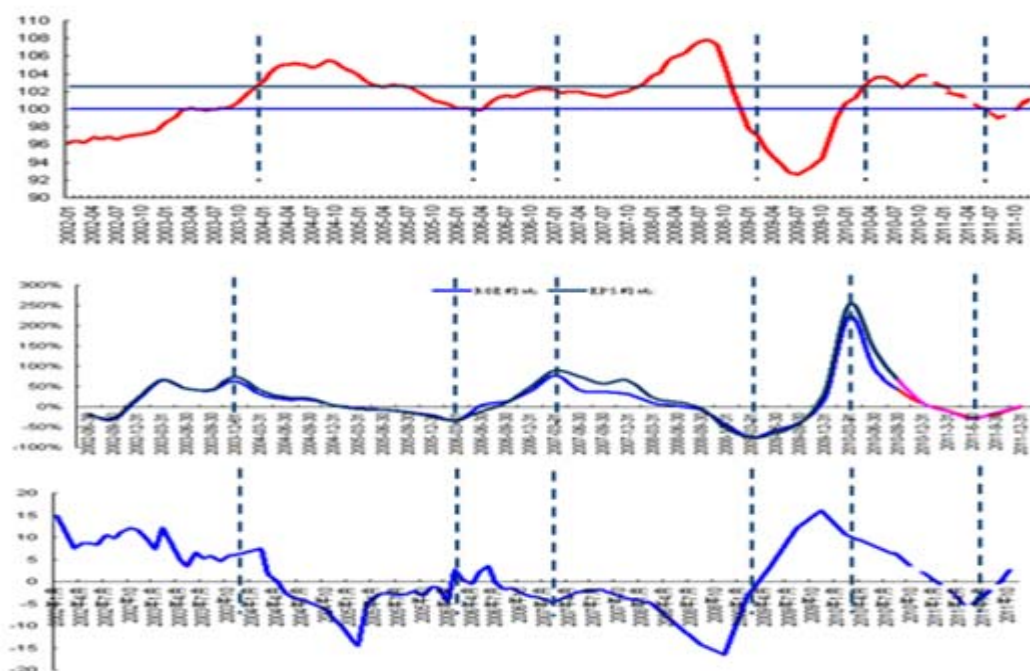
图 4：销售收入对价格的倒“U”形曲线



资料来源：长江证券研究所

微观上的两家关系引申出来的 ROE 决定机制在宏观上同样适用。在制造业 ROE 变动中，量价变动的意义非常明显。在分析制造业量和价的指标选取上，我们选用了加工类 PPI 来衡量“价”，采用工业增加值同比-库存同比来衡量“量”。在中国可得的数据长度上，我们可以清晰的看到量价变动对于整体制造业 ROE 的影响。

图 5：制造业 ROE 的量价决定



资料来源：长江证券研究部

说明：从上到下为加工类 PPI、ROE、工业增加值同比-库存同比。

2003 年 4 季度之前，加工类 PPI 持续上升，价格水平的上升虽然对于制造业出货量有一定的抑制，但量总体并没有出现明显的下滑。这个时间段应当说是制造业的价格低弹性区，所以我们看到的情形是制造业 ROE 水平的持续回升。

2004 年 1 季度，加工类 PPI 出现了快速的上升，但制造业 ROE 却从那时开始进入了持续下滑阶段。这里的原因就在于价格水平的高企对于需求的极大抑制。05 年 2 季度之后，出货量虽有反弹，但价格水平持续走低压制了 ROE 水平的回升。这种状况知道 2006 年 1 季度才结束。

2006 年 1 季度，加工类 PPI 与制造业 ROE 水品同步见底，随后进入回升。这期间出货量略有下滑，但低价格弹性的区间属性也带来了 ROE 水平的持续回升。

从 2007 年 2 季度开始，制造业 ROE 水平进入持续的下滑阶段。08 年价格水平的大幅上涨所带来的直接结果同样是出货量的急剧下滑，这在 ROE 水平上也出现了剧烈的反映。

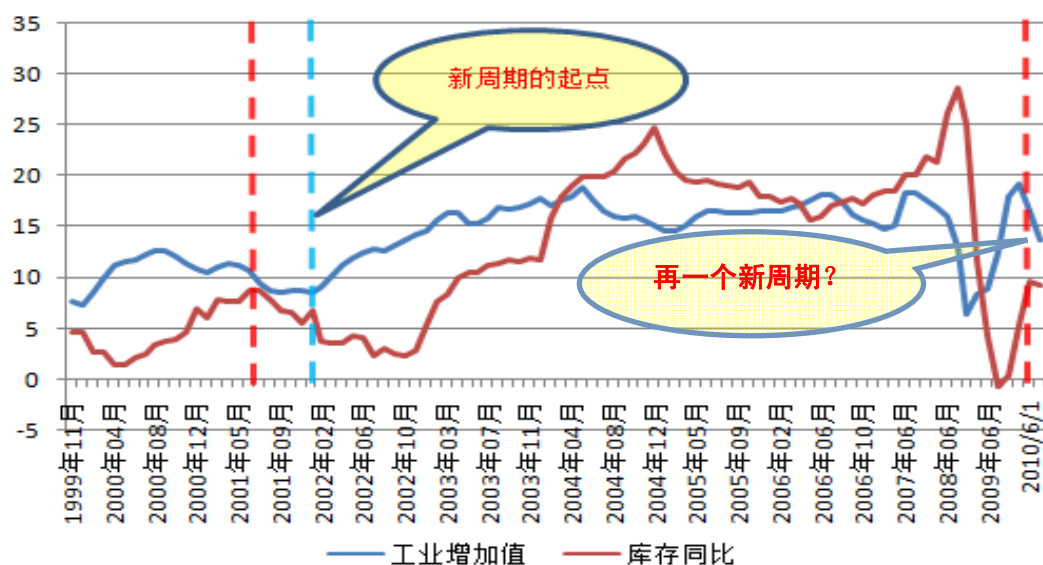
2009 年 1 季度 ROE 的见底的重大动因在于加工 PPI 的大幅回落带来了出货量的快速上行；而在 2009 年中期加工 PPI 见底之后，制造业迎来了量价齐升的局面，ROE 增速也有了一波最为迅猛的增长。

但是在进入到 2010 年的时候，由于加工 PPI 再次往上突破进入价格高弹性区，制造业 ROE 水平开始回落。这个过程一直持续到现在。我们预计在 2011 年中期左右，制造业 ROE 将会在量价两方面得到底点的支撑。制造业盈利将在那时候见底。至于对加工类 PPI 和出货量指标时间点的判断，请参阅我们之前的研究报告《2011 年投资策略报告之二：中周期起点的动力篇》。

2.2 微观库存的力量

从库存周期的角度看，自主去库存阶段已经在 2010 年 3 季度显现。由于自主去库存存在整个库存周期阶段是最为剧烈和最为迅速的一段，其持续时间不会太长。从历史的经验来看，这一阶段最短持续 1 个季度，最长持续 3 个季度。因此，我们判断自主去库存阶段最迟在明年 2 季度之前完成。而在之后的被动去库存阶段，宏观经济的再次复苏也将显现。这也是一轮新周期的开始。此外，自主去库存阶段的结束也是我们上面所构建的“出货量”指标见底的标志。

图 6：库存周期进入到自主去库存阶段

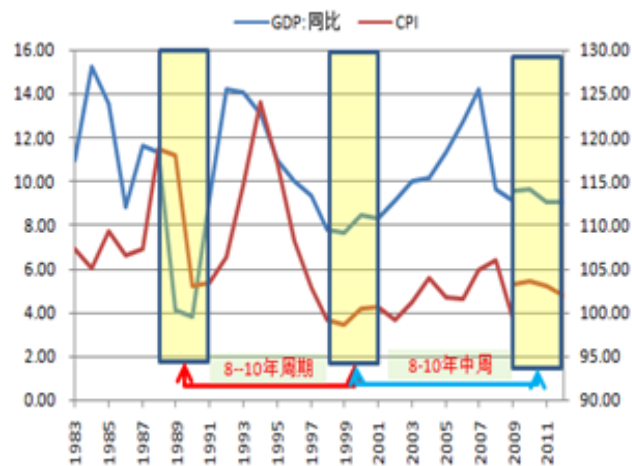


资料来源：长江证券研究部

2.3 宏观经济周期的演绎

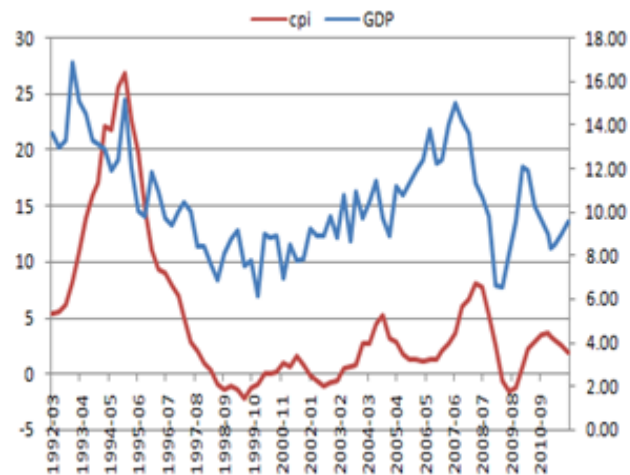
在宏观周期监控体系上，我们同样观察到了中周期起点因素的支撑。我们借鉴美林投资时钟下的周期界定，以 GDP 和 CPI 的变动来划分中周期阶段，中国自身的经济增长存在着一个 8-10 年左右的中周期。而目前这个阶段也正是孕育新一轮中周期起点的阶段。

图 7: 宏观指标界定上的中周期（平滑）



资料来源：长江证券研究所

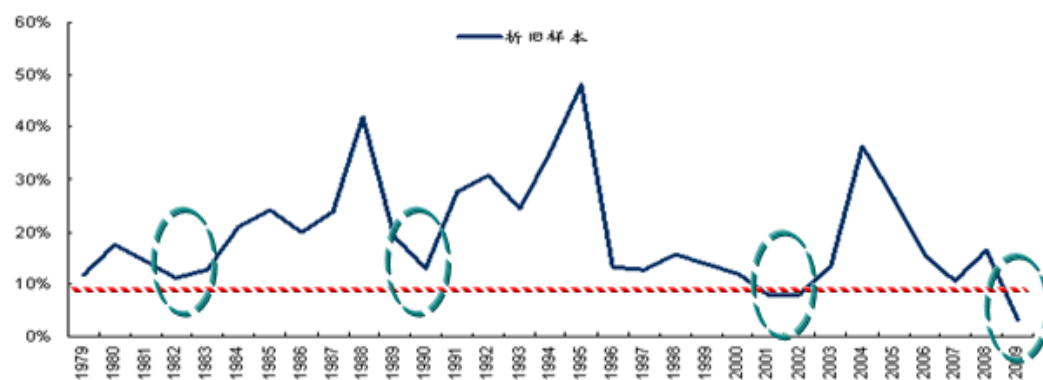
图 8: 宏观指标界定上的中周期



资料来源：长江证券研究所

中周期运行的主线在于设备投资的波动。以折旧变动反映的存量资本变动表明，东部地区的折旧增长已经降到了改革开放以来的最低水平，反转点即将到来。由于东部地区的投资主体是制造业，因此其未来增长的主要动力也将是制造业投资。

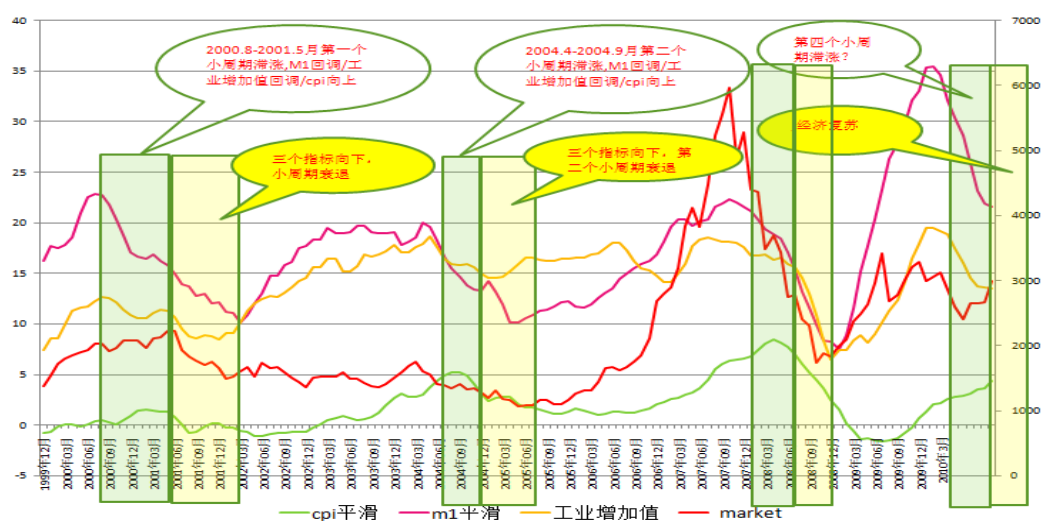
图 9: 东部地区的折旧降到历史低位



资料来源：长江证券研究部

此外，从2-3年的小周期运行来看，滞胀的格局很可能会直接转向复苏。衰退的意义在复苏之后的阶段不明显。

图 10: 小周期揭示的周期轮转即将到位

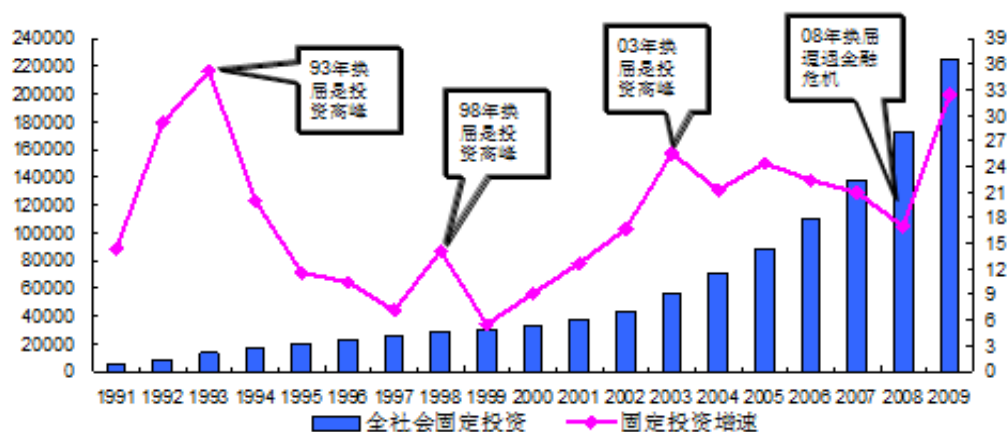


资料来源：长江证券研究部

2.4 政治周期交替的经济扩张意愿

除了上面我们所讲的实体周期上提供的起点意义外，政治周期的交替给了我们另外的启示。在 10 年的大周期环节的前面几年，固定资产投资都呈现出一种加速态势。2013 年是新一届政府的开始元年，在此之前首先将是地方政府的换届以及对下一届政府的真正储备。目前的体制也决定了投资冲动在 2013 年前的两年内都会比较明显。

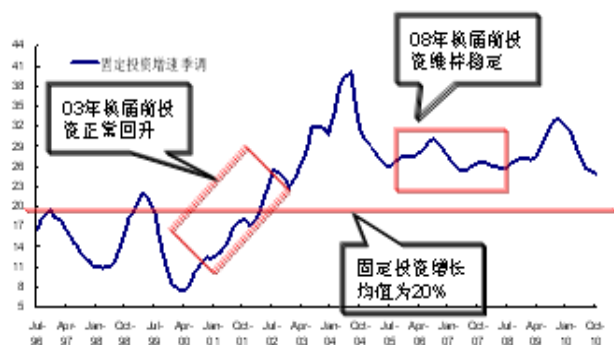
图 11：政治周期与投资关系



资料来源：长江证券研究部

我们认为未来两年的经济增长并不会出现大的下滑。从地方政府的规划投资来看，未来一个重要投资方向在于制造业，这也是未来投资增长一个重要支撑，这个我们在下面会详细分析。

图 12: 换届前的投资增长



资料来源：长江证券研究所

图 13: 换届前的消费增长



资料来源：长江证券研究所

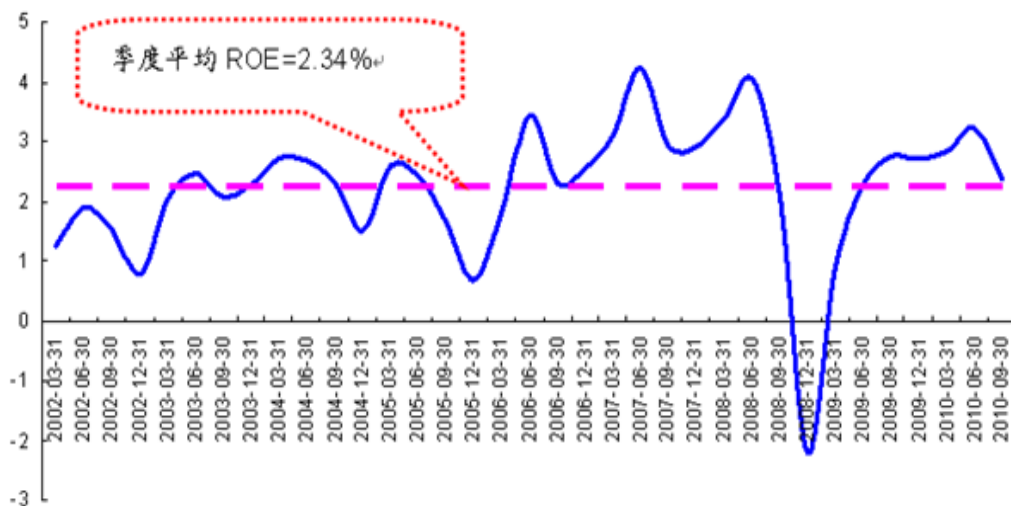
三 中周期动力—制造业投资周期

在固定资产投资的构成中，基建、房地产和制造业投资主要的部分。2009 年，基建投资一马当先；2010 年，房地产投资高速增长；从 2011 年开始，制造业投资有望走出低谷成为投资的支撑。制造业投资的支撑主要体现在以下几个方面：

3.1 制造业的核心支撑之一：盈利的见底

上面，我们讲到了制造业盈利增速在明年中期可能的见底。此外，从制造业盈利的绝对水平上看，02 年以来的平均单季度 ROE 为 2.34%。而目前的 ROE 水平也已经回落到这一水平。自 03 年以来，这种均值水平之下的持续时间没有超过 3 个季度（03 年之前的 ROE 是一种系统性的低迷）；即使是 2008 年最差的时间也没有超越 3 个季度。因此，制造业单季度 ROE 水平在明年中期之前回升是大概率事件，这也是趋势性回升的基础。而 ROE 的趋势性回升则是支撑投资资金流入的重要根基。

图 14：制造业单季度 ROE 水平

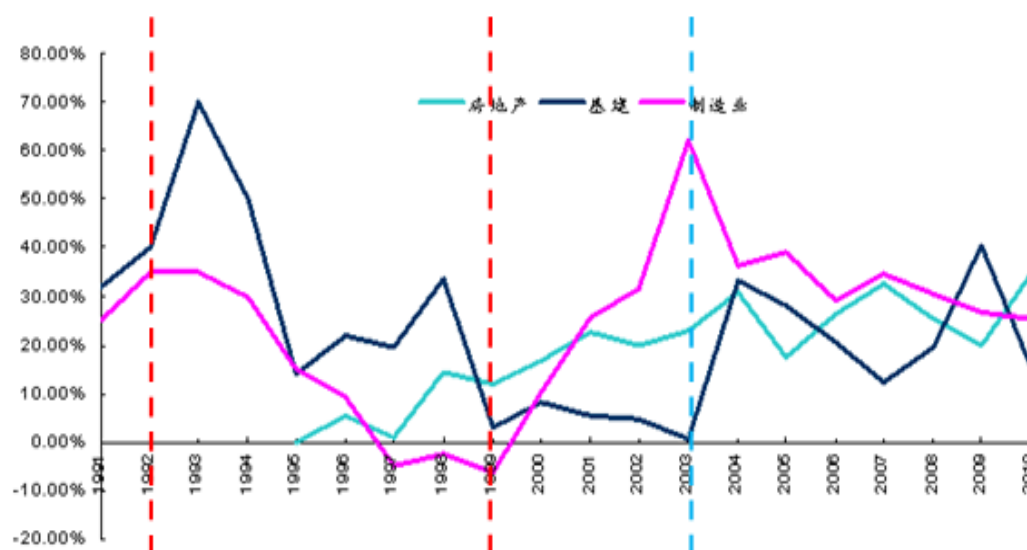


资料来源：wind，长江证券研究部

3.2 制造业的核心支撑之二：投资的周期轮转

在三大投资领域里，制造业投资本身也到了一个周期逆转的时间点。中国的制造业投资本身存在着一个 10 年左右的周期。之所以是 10 年的周期，原因有两个。其一，这与我们的折旧政策有关（制造业机器、设备的折旧期为 10 年）；其二，则与我们上面讲的 10 年政治周期轮回有关。制造业的上一个投资高峰在 2003 年；而自这个高峰之后，其出现了持续的下滑。我们预计，2010 年的制造业投资仍会小幅下滑。于是，自 2004 年以来，2010 年已经是第七个下滑年头了。从时间上看，制造业投资也已经到了一个时间的逆转点。

图 15：制造业投资的时间周期点到来



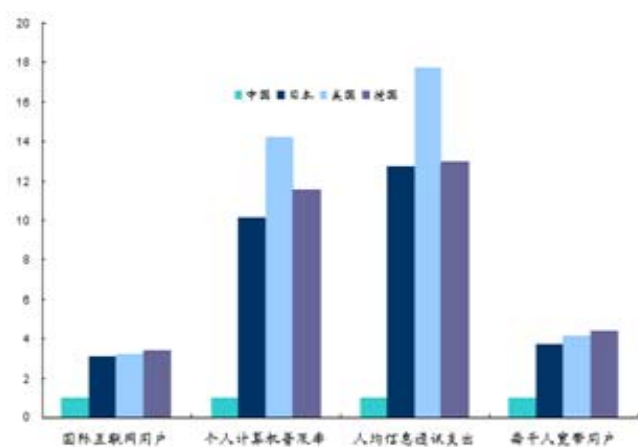
资料来源：长江证券研究部

制造业投资的内在动力还是在于一个补设备的需求。目前，从东部地区的折旧水平来看，也已经到了一个相当低的水平，这个水平甚至是改革开放以来的新低。这内在的存在一个补设备的需求。

3.3 制造业的核心支撑之三：中期增长基础

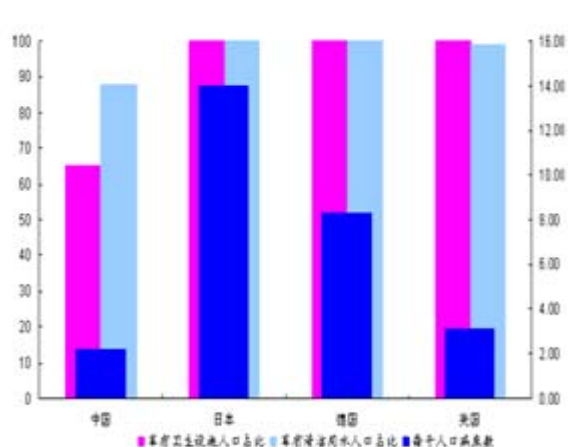
盈利的见底、周期时间到位都可能会带来制造业 ROE 水平的变化，那么到底之后的 ROE 持续上升空间有多大？这要依存于整个制造业的需求端。其实，中国制造业的需求空间依然是非常大的。不管是人均资本存量、人均大件消费品保有量，中国的水平都是非常低的。而信息化建设、民生相关的改善空间都是非常大的。这也是支撑制造业中期增长的根本动因。

图 16：中国信息化水平低下



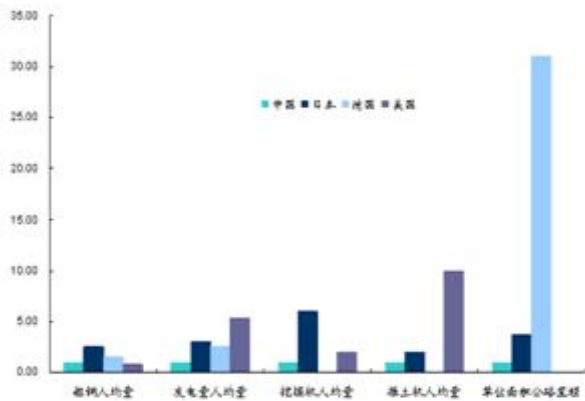
资料来源：长江证券研究所

图 17：民生投资空间巨大



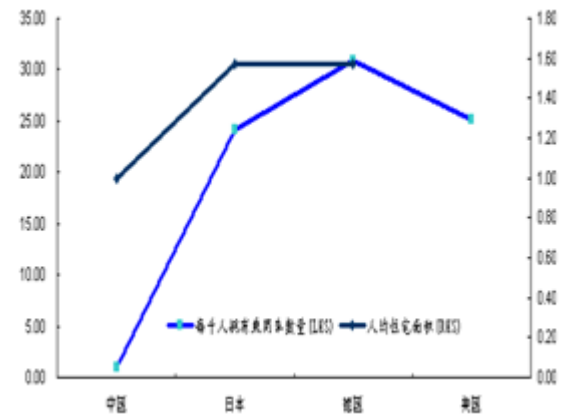
资料来源：长江证券研究所

图 18: 中国人均资本存量较低



资料来源: 长江证券研究所

图 19: 大件消费品保有量较低



资料来源: 长江证券研究所

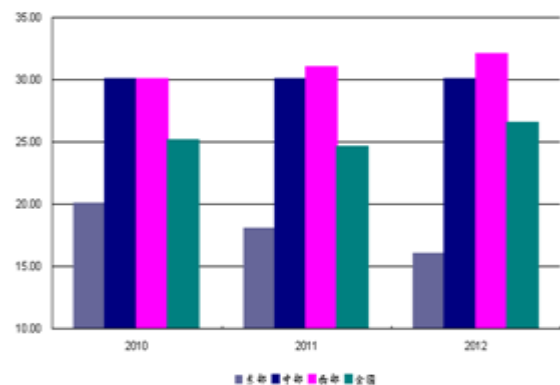
支撑制造业需求的另外一个因素就是中国的区域经济投资。东部地区占据了整个固定资产投资的 50%，其在未来的下滑可能性比较大。那么这种下滑究竟会对整体投资带来多大的影响呢？我们从区域结构的角度去预测，设定东部地区出现明显下滑、中部地区持平、西部地区略有上升，那么全国的投资水平所受到的影响也是非常小的。因此，从这个角度看，制造业的需求会有持续的支撑。

图 20: 区域投资结构比重构成



资料来源: 长江证券研究所

图 21: 以区域结构方式预测的固定资产投资



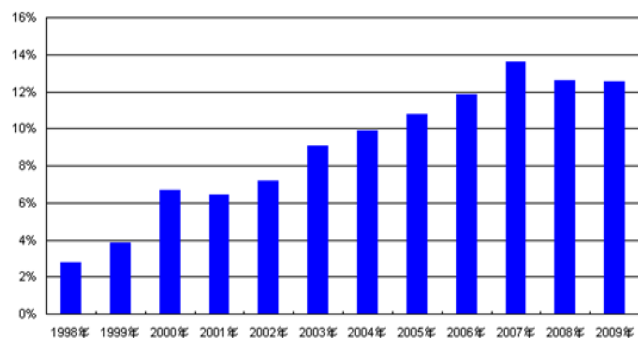
资料来源: 长江证券研究所

3.4 制造业的核心支撑之四：投资逆转的关键点

在投资资金的选择上，不同投向之间的投资回报率成为重要的影响因素。这里我们重点分析制造业投资与房地产投资之间的替代（依靠房价增长的投资）。

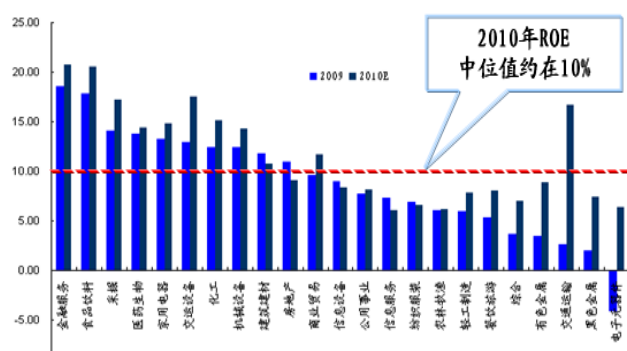
制造业在 2009 年的平均 ROE 水平约为 12%，2010 年略有下滑，但仍能维持在 10% 以上。然而，房价的快速上涨加上较低的杠杆水平，投资房地产的所得的投资回报远远超越了制造业投资。如果房价上涨速度放缓，加之杠杆水平的提高，投资房地产的收益将会回落。

图 22: 制造业 ROE 水平



资料来源: CEIC, 长江证券研究所

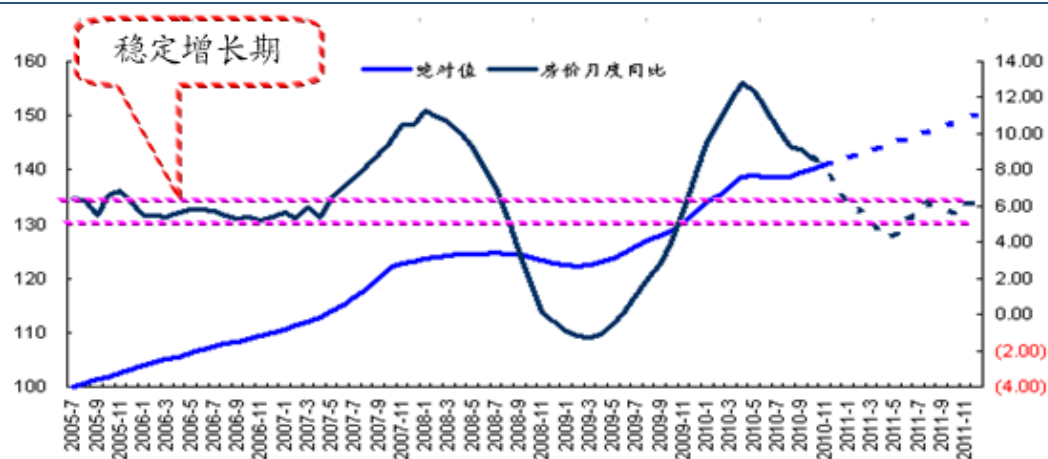
图 23: 上市板块 2010 年 ROE 水平



资料来源: wind, 长江证券研究所

如果房地产价格维持一个过去平均的上涨速度，也就是月度环比 0.5% 左右的涨幅，其同比将会有个持续的走低过程。这种状况在明年上半年会较为明显的看到。当房价同比回落到 5%~6% 这样一个水平的时候，政策面对于此的认可也将得到体现，这也类似于 2005-2006 年间的情况。

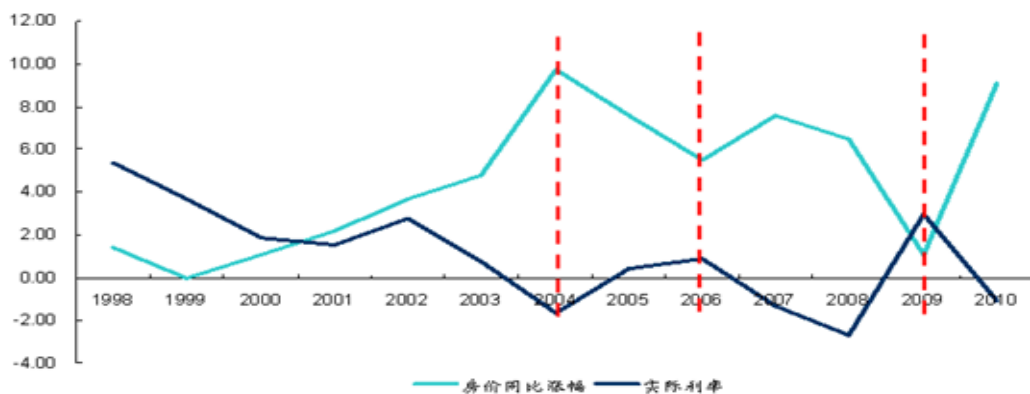
图 24: 房价同比与绝对值指数预测



资料来源: 长江证券研究部

其实，环比上涨 0.5% 的水平应该说是一种对于房价相对乐观的估计。房价的上涨与实际利率是密切相关，当实际利率变动时，房价的涨幅是与其反方向变动的。我们预计 2011 年的实际利率会有所上升，应该说房价的上涨缓于平均水平是大概率事件。

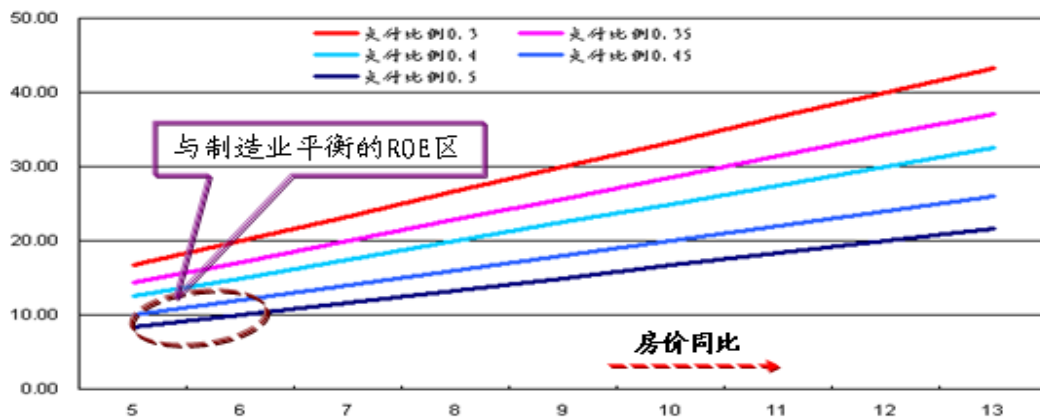
图 25: 房价与实际利率关系



资料来源：长江证券研究部

在上面我们设定的房价同比基础上，再考虑当前的一个杠杆水平，投资房地产的回报也将回落到与制造业基本相当的水平。这也就是说仍有相当部分的制造业行业的收益水平是要高于这样均衡水平的。于是，资金的偏好则将倾向与非房地产业。

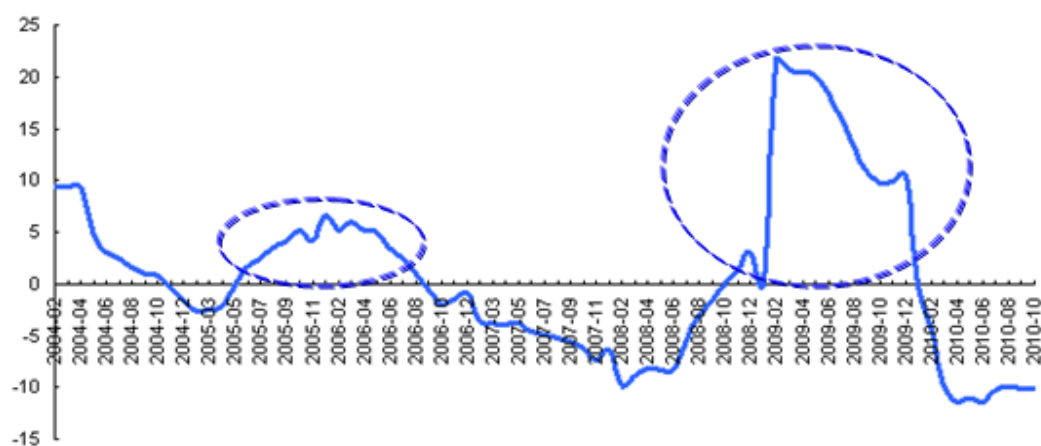
图 26：不同支付比例下的房地产投资回报



资料来源：长江证券研究部

当房价同比回落 5%~6%或者更低的情况下，在固定资产投资增速上也可以明显看到结构上的差异。在 2005-2006 年以及 2008 年-2009 年的房价回落过程中，非房地产业的投资增速超越了房地产投资增速。因此，在 2011 年制造业盈利见底之后，投资资金的偏好将更加青睐于制造业，这也将支撑制造业投资的增长。

图 27：固定资产投资增速-房地产投资增速



资料来源：长江证券研究部

3.5 制造业的核心支撑之五：政策换届的投资冲动与动力

在一个政治换届周期的初期，就我们国家特定的 10 年大的周期及小的 5 年周期而言，存在一个明显的短期完成目标的这个过程。也就是表明在政策换届的初期，新一届政府有动力将新的规划中所提出的任务快速完成。

以上一轮大的周期和小周期而言，如下表所示，在 2003 年这轮新的大周期中，政府所指定的 GDP、人均 GDP 等主要考核目标在 2 年之内就完成，充分说明其在一个整体的规划中有冲动在前两年去完成所有的任务。这是我们特有的体制所构成。同样，在 2007 年，我们看到了类似的状况。

表 1：政策目标规划的提前完成时间点

	GDP	人均GDP	失业	物价	城镇新增就业	农村劳动力转移	进出口	城镇人均可支配收入	农村人均纯收入
2000	98749	7857.68	3.1	0.4	739	-274.106	4742.97	6279.98	2253.42
2001	108972.4	8621.71	3.6	0.7	789	-470.5	5096.51	6859.6	2366.4
2002	120350.3	9398.05	4	-0.75	840	-357	6207.66	7702.8	2475.6
2003	136398.8	10541.97	4.3	1.2	859	323.888	8509.88	8472.2	2622.24
2004	160280.4	12335.58	4.2	3.9	837	1277.312	11545.55	9421.6	2936.4
2005	188692.1	14103.33	4.2	1.8	855	1298.8	14219.06	10493.03	3254.93
2006	221170.5	16084	4.1	1.5	979	1409	17609.85	11759.45	3587.04
2007	261770.1	18934	4	4.8	1040	1117	21740.44	13786	4140
2008	306859.8	22698	4.2	5.9	860	790	25602.8	15780.76	4760.62
2009	341515	25188	4.3	-0.7	910	946	22059.6	17174.7	5153.2

资料来源：长江证券研究部

本轮政策换届，地方出现在明年的一季度，而中央级省出现在后年，我们有理由相信，在这样一个时间点，与十二五规划中高度相关的行业（四大支柱性产业有三个集中在制造业相关），会获得明显的政府投资冲动的刺激，力求在 2013 年之际提前完成任务及布局。

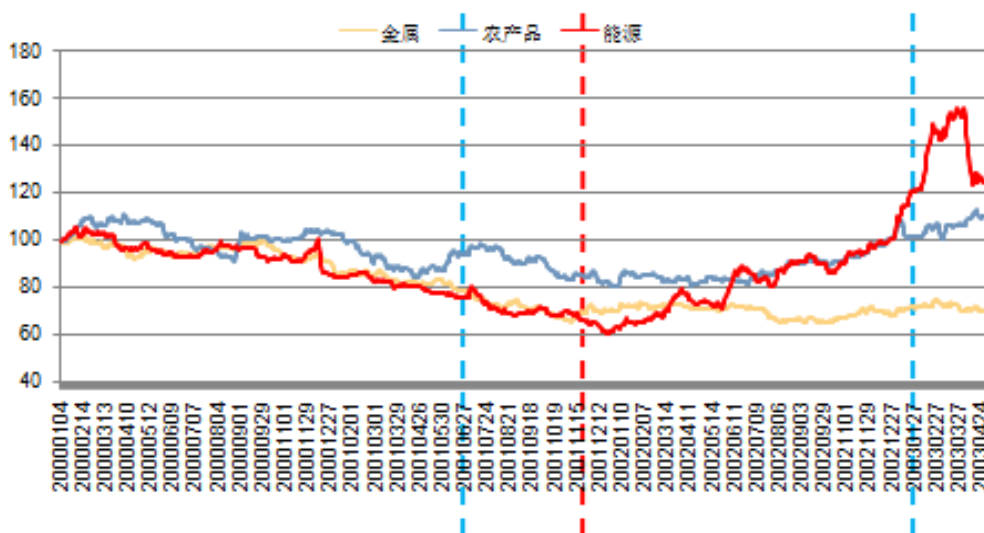
四 重回中周期起点的历史：寻找市场的短期影响因素

中周期的动力，解决的是明年开始的这一轮新的中周期增长的核心动力问题，这将是一个长期的影响因素，实际上，我们依据利润、库存等多角度来思考这个问题的时候，只是模糊的确定了其可能的时间范畴，这将是一个极其中期范畴的研究；但是我们知道，对资本市场的影响其实来自于多方面，本章节我们重点探讨对资本市场的短期影响因素。

4.1 中国中周期起点的借鉴：小周期经济不同阶段的股市影响

我国曾经历过与目前的经济状况非常相似的经济历史阶段。2001年下半年为中国经济二次探底的过程，在此期间，从大宗商品表现在来看，金属、农产品及能源价格均出现一定程度的下跌。重新回到中周期起点始于2002年1季度，并持续到一轮新的投资热点开始（即2003年中期）之前。在这一阶段，各种大宗商品的表現有所差异。其中金属表现为小幅下跌，农产品价格震荡回升，能源价格以较大的波动上涨。

图 28： 2000 年-2003 年 大宗商品价格走势

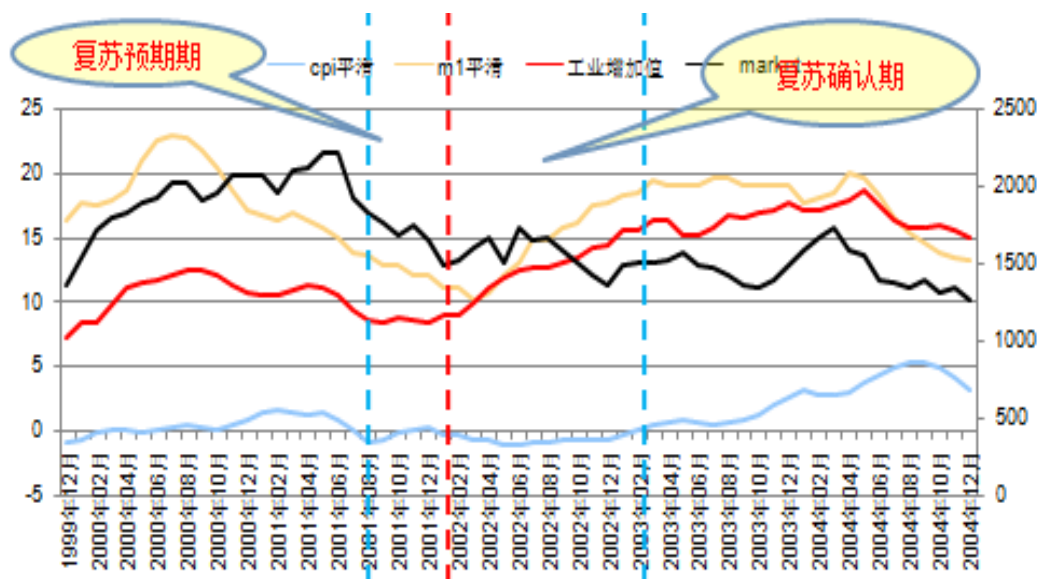


资料来源：长江证券研究部

在2001年8月到12月期间为复苏预期阶段，2002年全年为复苏确认阶段。经济的复苏确认期伴随着M1的增长，而股市在这一阶段则表现为震荡，并且有一定程度下跌。

中国的经验所表明的涵义在于如果经济处在一个正常的中周期起点时间点（中周期复苏的起点），通胀本身本不应该是一种干扰，这不仅仅在我们国家历史，就日本和美国的历史经验数据而言，也是如此。这种情况下，并不存在资产价格的影响，因此是单一的经济运行阶段在其作用，股市倾向于在复苏确认期表现为估值调整；而在预期复苏阶段，取决于下一个阶段的经济判断（历史以工业生产为领先指标，现在则更多的观察PMI的表现）。

图 29： 2001-2002 复苏预期与复苏确认

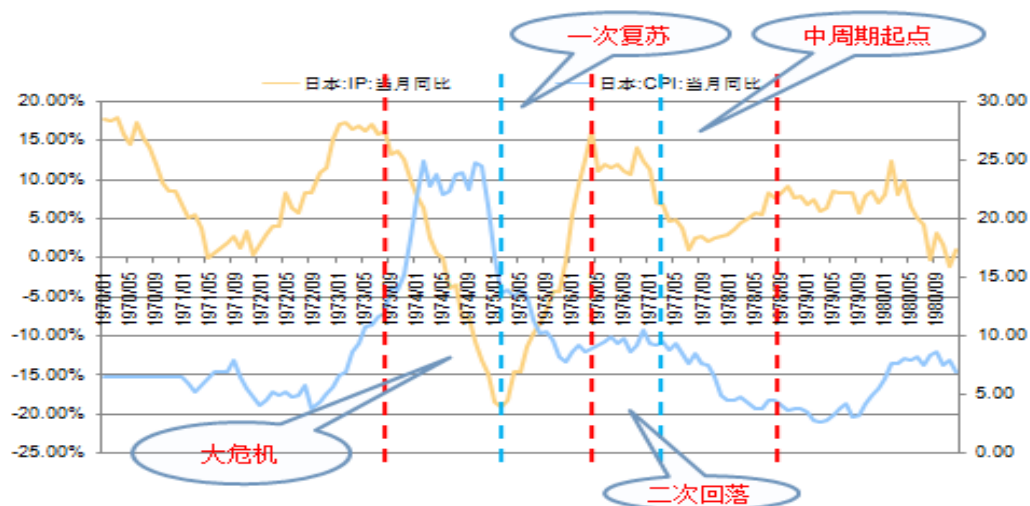


资料来源：长江证券研究部

4.2 日本中周期起点的借鉴：资本价格的短期影响及中周期动力

有鉴于中国上一轮股市可能制度因素的影响力，我们依据一贯的比较思路，重新去考察日本在一个中周期起点不同阶段，不同影响因素的作用。事实上，日本的这一时期，具备非常典型的意义，其首先经历了一个没有资产价格干扰的正常经济预期见底及经济确认复苏阶段，之后在中周期动力下经历了一个产业转型期，并且伴随了资产价格的波动和汇率的影响。

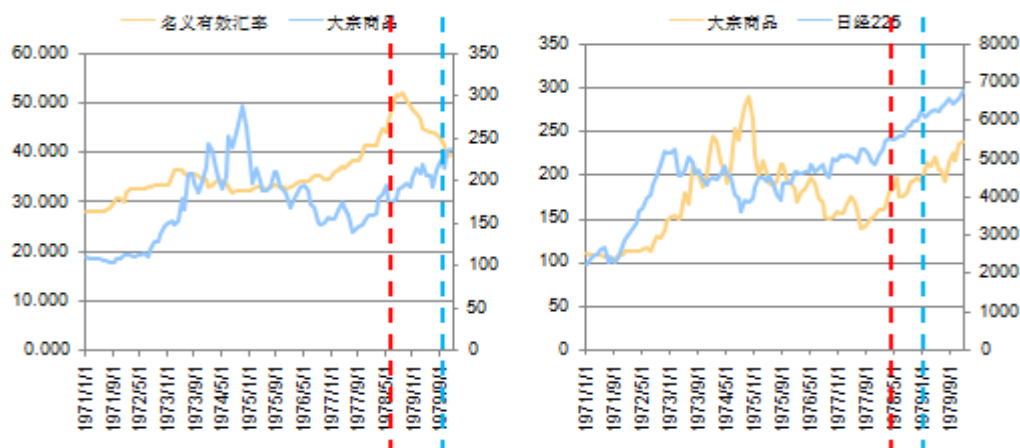
图 30： 2001-2002 复苏预期与复苏确认



资料来源：长江证券研究部

日本在1977年下半年经历经济复苏期的确认，上半年则为一个典型的滞涨期（衰退期），这一过程是在77年后期伴随中周期的动力成为主导，并且在79年开始伴随了资产价格的影响（日元升值及商品价格的上涨等）。

图 31： 1978 年开始日本中周期起点伴随了资产价格的影响



资料来源：长江证券研究部

1978 中期日元开始升值。同期，大宗商品走高，但是在 79 年 5 月出现一次震荡下跌，随后继续走高。这一阶段，日经 225 指数保持了自 77 年下半年以后持续上升。

表 2：日本转型初期的股票市场表现

Date	CPI	工业	日经 225	商品	名义汇率	渔业	房地产	原油煤炭	陆运	空运
1978 年三季	-	+	4.14%	9.69%	10.12%	-0.89%	3.08%	8.64%	1.77%	8.38%
1978 年四季	-	+	3.98%	0.76%	-3.77%	17.50%	2.17%	-11.90%	9.05%	-2.61%
1979 年一季	-	+	2.20%	8.42%	-5.15%	-10.62%	-0.42%	21.24%	-0.08%	4.65%
1979 年二季	+	+	1.85%	-1.56%	-5.48%	8.25%	-0.52%	69.16%	-2.17%	-7.44%
	采掘	仓储港口	服务业	电力 gas	玻璃	造纸	交运设备	橡胶制品	机械	非金属制品
1978 年三季	11.13%	-0.61%	12.60%	0.75%	4.87%	5.12%	-1.87%	-2.04%	9.63%	16.44%
1978 年四季	0.35%	4.53%	3.96%	4.07%	3.45%	2.11%	-0.02%	-0.49%	-0.84%	7.98%
1979 年一季	33.77%	-4.40%	-3.16%	-10.58%	-3.83%	-2.88%	-1.58%	0.24%	3.01%	6.07%
1979 年二季	71.71%	-2.50%	-8.70%	-3.20%	-9.52%	1.26%	5.99%	-1.21%	-5.97%	0.64%
	电子	建筑	精密仪器	食品	金属制品	海运	其他	纺织	钢铁	信息
1978 年三季	0.50%	7.06%	5.67%	1.95%	20.33%	-0.23%	5.87%	6.42%	-3.01%	9.04%
1978 年四季	6.28%	-2.25%	5.09%	-0.51%	0.02%	10.40%	0.15%	17.02%	28.61%	3.75%
1979 年一季	2.02%	-7.35%	5.05%	-2.69%	-3.52%	-1.85%	-1.52%	-2.38%	-6.70%	-2.64%
1979 年二季	-3.41%	-11.11%	-8.38%	-7.75%	-15.84%	53.18%	-5.46%	-7.13%	2.99%	-16.52%

资料来源：长江证券研究部

日本该阶段股市表现给出的借鉴意义在于资产价格主要是影响了部分板块，而且由于这些板块在资本市场的高弹性导致了市场整体的上行，正如同我们在后面分析其中周期动力看

到相关股票的持续表现一样，这种资产价格影响的板块行情都是阶段性质或者脉冲性的，其并不是中期持续增长或者股市表现的核心动力。

而逻辑上，在一个经济确认复苏的阶段，股市表现一般都倾向于震荡，其来源两个方面：一是经济预期阶段股市的上涨在这一时刻存在利好兑现的预期，因此股指倾向于自我调整；另外一方面也是由于盈利周期滞后于经济周期的特征，导致在这个时候盈利通常没有见底，高估值的股票也有回调的压力。这些分析都在日本 1977 年及其之后的市场得到了验证。这对于我们分析之后的市场走势有着重要的借鉴意义。

4.3 短期影响因素三面：经济阶段、资产价格、中周期动力叠加

站在一个中周期的起点位置，就经济复苏的初始动力和历史比较而言，事实上，影响市场的因素应该是集中在经济阶段的运行及中周期的动力这两个因素，然后我们经历了一个在短期局部的经济过热（表现为资产价格的属性及通胀因素）下的复苏苦境，这当然可以讲是对经济危机刺激政策的一个反应，但是毫无疑问，我们这次将叠加资产价格的影响。

4.3.1 因素一：经济运行阶段对资本市场的影响

对于经济运行的阶段，我们将中周期起点这一至少持续 1 年多的时间划分为三个不同的阶段（针对市场的不同影响因素而言）。

表 3：经济阶段对中周期起点的市场运行影响

阶段	特征	市场表现	行业配置	历史案例
预期经济复苏	同比生产即将见底（环比及 PMI 平稳）	震荡略向上	1: 主导产业收益； 2: 预期弹性最高	1977 上半年日本
经济确认复苏	生产回升、利润继续下降	估值调整（投资的利好兑现）	1: 低估值； 2: 未来经济动力	1977 年下半年
经济持续复苏	生产与利润同时向上	缓慢向上	1: 中周期动力； 2: 金融属性资产	1978 年日本 1985 年美国

资料来源：长江证券研究所

经济运行的阶段，我们认为核心的影响资本市场表现变量，其决定了在不同阶段的市场运行趋势及行业配置，这是内生经济的运行规律所导致。其起到了基础变量的作用。而资产价格及中周期的动力均是在这一基础上加强或者减弱了市场行情本身。

4.3.2 因素二：中周期动力的中期影响

中周期动力是作为一个 8-10 年的投资周期的概念出现在我们的分析框架中，其本质承担的是未来经济发展依靠什么及发展什么的问题。因此其势必会成为主导中期市场行业配置的关键。并且其走势将直接决定经济及盈利见底之后的市场走势，成为在这一阶段，压制所有短期市场的核心因素。构成这一点的核心原因一是由于在这个阶段，通常伴随实体经济的复苏，资产价格会回归到合理的波动区间；另外一点的本质是由于在一个寻找到经济增长动力的阶段，外生的资产价格都会从属于市场的乐观情绪。

我们认为中周期动力影响市场集中在一个阶段，并且这一阶段是影响市场的核心变量。

表 4：中周期动力对中周期起点的市场中期运行影响

阶段	条件	市场运行	行业配置	历史案例
经济持续复苏+ 中周期动力影响	1: 盈利见底; 2: 刺激因素出现; 3: 行业外在推动力	缓慢向上	1: 中周期动力; 2: 金融属性资产	1985 年美国

资料来源：长江证券研究所

4.3.3 因素三：美元、原油及物价等资产价格的短期影响

实际上，在一个中周期的起点位置，我们很难会看到资产价格会成为影响市场的核心变量。可供我们借鉴的中周期起点的逻辑推导和历史比较，资产价格都处于低位。如同我们在 2002 年的上一轮中周期、以及日本历史上所对应的情况。这一阶段，由于内生的经济增长动力处于起步阶段。因此工业产出缺口所对应的价格水平本身就处于历史的地位。

但是由于本轮经济危机之后，一个长时间的持续的经济刺激政策导致了货币稀释效应的扩大，同时在这一时间点又叠加了长期劳动力成本上升等诸多因素，以至于我们并不是经济繁荣的后期或者说是经济的反弹阶段看到了一个资产价格的飙升，从而对实体经济的运行产生了很多的不确定性。因此其成为了本轮中周期起点所特有的影响因素。

事实上，作为影响经济运行的核心资产价格，就我们比较繁荣后期的历史经验和影响经济运行的核心——企业利润的推导而言，我们认为物价水平的波动（调控及销售压力），原材料价格的变化（PPI 及企业成本），以及美元的变化（国际资本流动及商品价格）这三者是核心的影响市场变量。

对于这一短期的影响因素在中周期起点的影响，我们认为如下：

表 5：CPI/美元及原油等资产价格在中周期起点的市场影响

资产因子	阶段	特征	行业	政策	市场影响
CPI	政策警戒线之内	温和起步	资源品及农产品	数量工具	中性
	警戒线之外	持续攀升	估值	价格工具	负面
美元	中周期动力之前	国际资本流动	估值		负面
	中周期动力之后	全球经济内生增长	金融属性资产		中性
原油	复苏确认期	石油价格传导 PPI	估值	价格工具	负面

资料来源：长江证券研究所

上述三个方面的影响因素，我们认为构成明年市场影响的核心变量。其中经济运行阶段是基础，中周期动力是中期影响因素，资产价格是短期影响因素。

五 配置篇：2011 年“三重唱的睡美人行情”

我们在上述章节中分别阐述了对中周期动力的判断（时间及类型）及在这样一个中周期起点位置影响市场的核心变量。事实上，正是基于如此，我们认为这三重因素的叠加将使得明年的市场行情分为三个阶段，构成特有的“三重唱的睡美人行情”。

在这篇 2011 年度策略配置报告中，我们是对整个配置的逻辑及核心影响因素做出了判断，其中经济运行阶段的判断来自于我们三套经济阶段的判断：宏观经济周期（小周期及 PMI 运行周期）、中观盈利周期及微观库存周期。由于这一点我们在之气的多篇报告中已经详细提及，因此这里仅仅给出结论性的判断。

同样对于美元、原油及通胀的看法我们在 2011 年度宏观报告中做了详细的描述，这里是提取其基本结论作为所有变量的基础，投资者可以参加相关报告。

在我们对明年行情梳理之前，我们先对整体三个核心变量重新归纳如下：

表 6：2011 年影响市场的三个重要因素梳理

影响变量	第一阶段（一季度略前）	第二阶段（二至三季度）	第三阶段（三季度之后）
经济运行阶段	预期经济复苏	经济确认复苏	经济持续复苏
中周期动力	不存在	不存在	制造业的逆转
CPI	4.5—5（平稳）	5-6(二次攀升)	逐级回落
美元	先上后下（弱势震荡）	趋势反弹	震荡
原油	缓慢向上	阶段回落	震荡

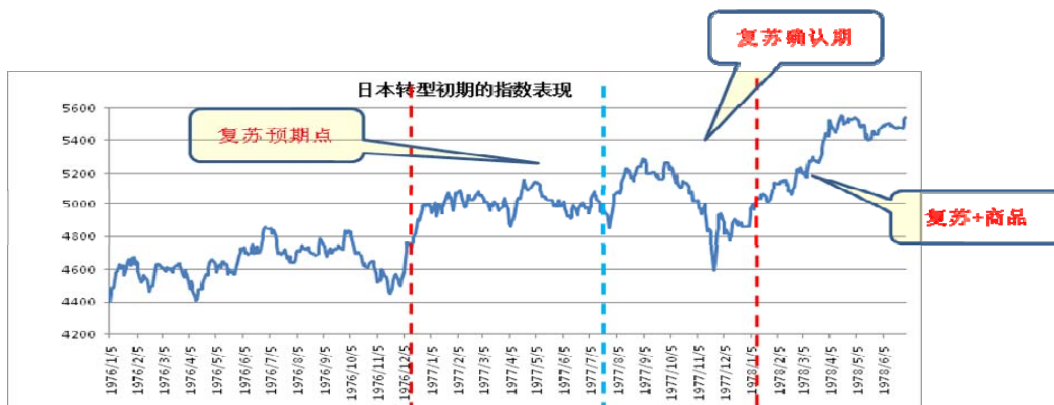
资料来源：长江证券研究所

5.1 一重唱：预期经济复苏的震荡向上阶段（脉冲、小幅）

从现在开始至明年一季度略前，我们认为将是本轮同比经济数据的预期见底阶段，这一阶段占据主导产业的行业有超额收益的机会，同时基于中周期动力在这一阶段并不存在以及资产价格的平稳判断，我们对市场整体是震荡向上看，但是幅度我们倾向于较小。

我们可以再次去考察日本在这一阶段的市场表现，如下图所示：

图 32：日本中周期起点经济预期复苏阶段的资本市场走势



资料来源：长江证券研究部

可以清晰的看到在这样一个中周期起点预期经济复苏阶段，市场倾向于震荡略向上，但是其幅度是有限制的，而事实上我们对于一季度资产价格平稳的判断，其实相对于二季度而言的，并不是相对于之前而言，因此这种向上，我们认为空间是较小的。

对这一阶段经济预期复苏的看法来自于同比数据的见底，但是我们要看到就目前的经济运行及房地产税的不确定性而言，这一过程有可能还同时伴随着 PMI 数据的回落以及环比经济数据的增速放缓，因此这种同比更多带来的是估值的回升（周期及低估值股票），同时又由于目前的国民经济主导产业并不构成未来的支柱产业，因此这一阶段的配置都是脉冲式的，并不是持续性的。

我们对这一阶段整体的归纳如下，构成我们的第一个震荡略有向上的判断。

表 7：三重唱的第一阶段：小幅脉冲的投资机会

变量	一独奏（预测）	1971 年 2-3 季度（日本）	1977 年 1-2 季度（日本）
经济阶段	预期复苏	滞胀后期	预期复苏
汇率因素	震荡持平	震荡	震荡向下
商品价格	震荡持平	震荡向上	震荡向下
综合	预期复苏配置	预期复苏配置	预期复苏配置
市场走势	震荡向上（小幅、脉冲）	震荡向上	震荡略上
行业配置	房地产、化工、建材等	资源品、房地产、建筑	房地产、服务、信息

资料来源：长江证券研究部

5.2 二重唱：经济确认复苏下物价与汇率冲击的回落行情（较大）

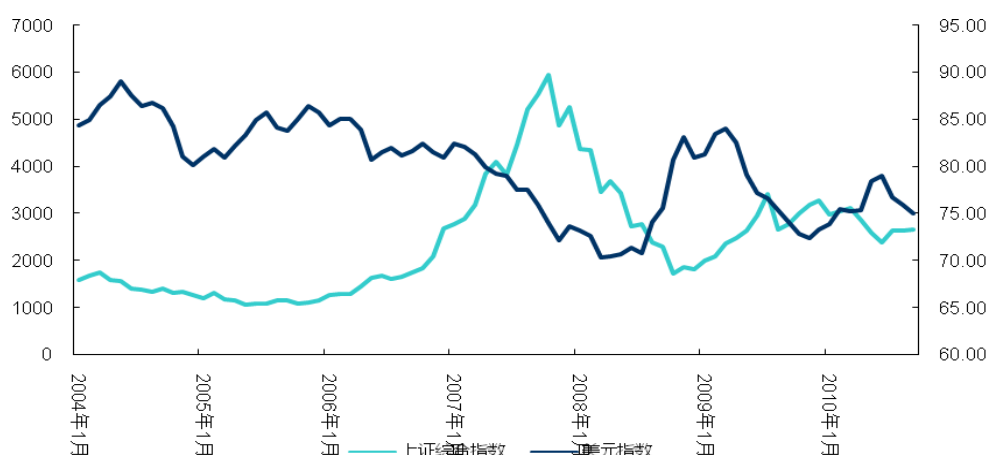
一季度的脉冲式行情，更多来自于同比经济数据见底之后，导致占据国民经济主导产业的行业存在向上的估值修复动力，因此我们主导这是一个脉冲式的小幅度行情。然后二季度

的情况则正好相反，在一个经济已经确认复苏，但是盈利最差的时间点（盈利滞后于经济），市场本身就倾向于做估值的调整（持续的盈利难于达到预期）。这是典型的经济确认其的表现。而事实上，就目前预测而言，年报行情中盈利复合预期的占比将肯定的低于预期是这种估值调整的内在动力。

但是本轮的这种调整，我们却认为其可能会跌破一季度震荡略向上的起点，其背后的逻辑和一季度是有着内在的延续度。本轮经济周期在这样一个复苏的起点阶段对应了资产价格这一短期的影响因子，而这种影响因子的主要干扰作用是体现在对一季度行情的制约以及二季度行情的放大这两个方面。

首先是判断美元二季度出现趋势性反弹，而就国际资本流动及重新配置的角度而言，其对国内资产的影响将是非常负面的，由下图可以清晰的看到，自从悔改以来，美元走势的变化（反应国际资本的流动）对 A 股市场的短期影响在加强。

图 33：美元走势与 A 股指数的负相关性



资料来源：长江证券研究部

事实上，美国最近的财政及货币双宽政策相对于欧洲的紧财政、宽货币以及亚洲及新兴经济体的中性财政及紧货币政策而言，对于美元的中期币值无疑具有一定的提升作用。而如同我们在宏观报告里面阐述的一样，真实 CPI 连续回升 4 个月之后，货币宽松的预期就会减弱（见宏观报告），因此我们判断明年二季度有可能是美元反弹最大幅度的阶段。基于此，这一阶段美元走强将是新的经济动力出现之前国际资金流动最大的风险点。

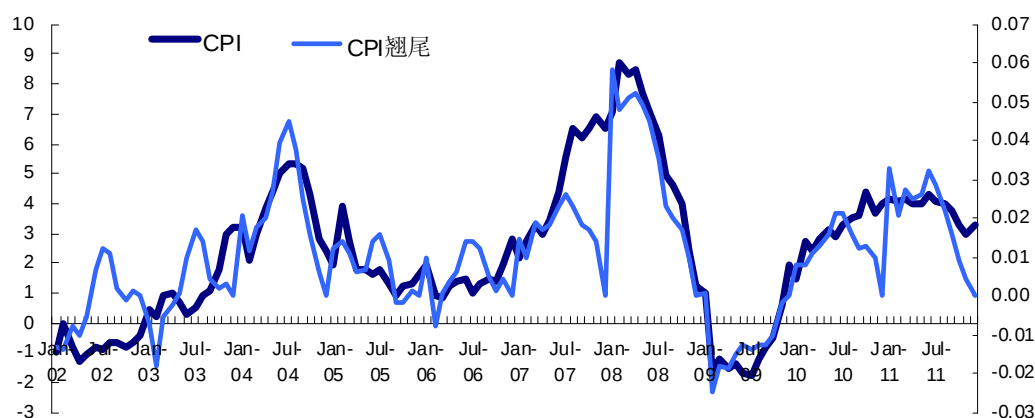
除了国际资本流动之外，国内的通胀压力将构成明年第二个阶段行情的压力。

目前 CPI 在二季度继续冲高的逻辑主要来源为两个方面：

一是自身的猪周期运行，将在明年二季度左右进入库存波动的高峰，而历史经验都表明猪肉供给的高峰通常都是 CPI 的高点，这可能会出现明年二季度后期；

二是从明年一季度开始，工业产出缺口将继续攀升，这对于 CPI 需求方面的拉动将在二季度体现出来，进而进一步刺激通胀的压力。

图 34：二季度 CPI 继续冲高（不考虑工业产出缺口及新增长因素的贡献）



资料来源：长江证券研究部

在一个经济生产见底，但是利润没有见底的阶段，市场内生倾向于做估值调整（相对于前一个阶段的利好兑现），但是由于我们认为在明年的这个阶段，将会叠加两个负面因素，同时中周期动力尚没有出现（3季度之后），我们认为这一调整将是较大幅度的。

表 8：三重唱的第二阶段：叠加通胀与美元的估值大幅度调整阶段

变量	二重奏（预测）	1977. 3-4 季（日本）	2002 年 1-4 季度
经济阶段	复苏确认	复苏确认	复苏确认
汇率因素	震荡	震荡向下	持平
商品价格	震荡向下	震荡	震荡向下
盈利及库存	被动去库存与盈利见底	被动去库存	被动去库存
综合	单一复苏因素	单一复苏因素	单一复苏因素
市场走势	震荡向下（估值调整）	震荡向下	震荡略下
行业配置	低估值股票及库存周期逻辑	房地产、交运设备、港口、原油	房地产、金融、商贸、交运设备

资料来源：长江证券研究部

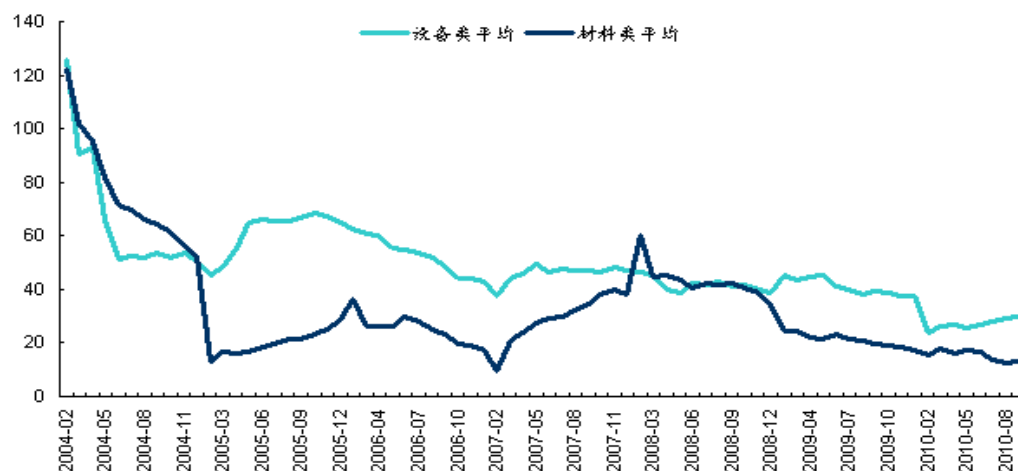
5.3 三重唱：中周期动力开始的缓慢启动阶段

如同我们第二章节中所阐述的一样，利润将在明年的二季度之后见底，这将构成中周期动力的基础条件。在这个时间点出现之后，我们需要探讨的第一个问题是制造业作为中周期动力的核心要素，其具体的板块集中在哪些方面。

制造业本身我们划分为三类：设备类，材料类与服务类。事实上，启动于 2002 年的上一轮中周期初始阶段即是以材料类的投资作为主要的动力，这是每一轮设备更新或者投资启动中增加设备投资最有可能的状况。唯一的差异在于我们所经历的三轮中周期起点都与政府换届高度挂钩在一起。导致这种投资容易出现短期必然的局面（政府冲动）。

首先我们可以看到尚一轮中周期以来，由于初始两年的快速扩张，导致后期材料类的增速一直落后于设备类的增速。见下图。

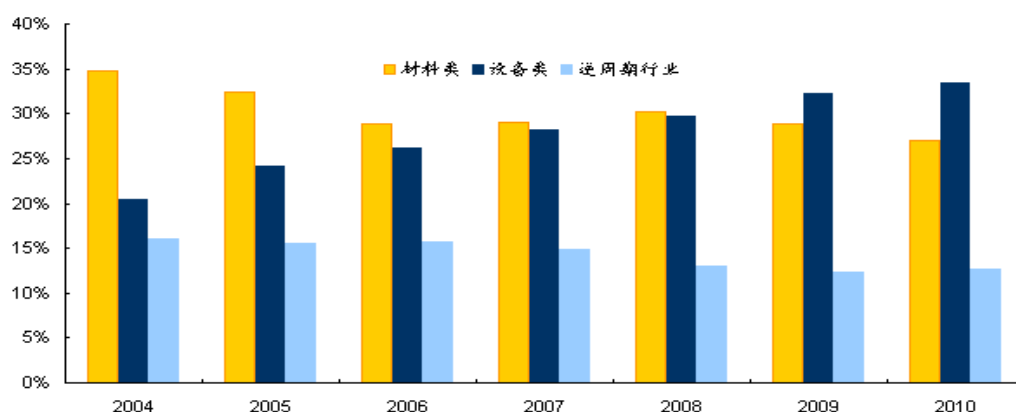
图 35: 材料类与设备类的增速对比



资料来源：长江证券研究部

另外从设备类自 2004 年以来的增速来看而言，我们可以看到目前的产能是向设备类积聚，其背后的本质是表明，这种情况下如果未来制造业的设备投资更新进入逆转期的话，材料类的将获得超过设备类的投资机会。同时，制造业中设备类的产能释放本身也是对材料类的重要拉动，这是我们主导的明年中周期增长的核心动力。

图 36: 制造业产能向设备类积聚



资料来源：长江证券研究部

而这一点，正符合政府“十二五”目标中对于支柱性产业的定位，在支柱性产业中，有三项与制造业高度挂钩，这势必从政府投资习惯和动力方面保证制造业中设备类的材料释放所带来的投资机会。

表 9: “十二五”规划与制造业的高度吻合

新兴产业	重点领域
高端装备制造业（支柱产业）	航空航天、海洋工程装备、高端智能装备
节能环保（支柱产业）	高效节能、先进环保、循环利用
新兴信息产业（支柱产业）	下一代通信网络、物联网、三网融合、新型平板显示、高性能集成电路、高端软件
生物产业（支柱产业）	生物医药、生物农业、生物制造
新能源（先导产业）	核能、太阳能、风能、生物质能
新能源汽车（先导产业）	插电式混合动力汽车、纯电动汽车
新材料（先导产业）	特种功能材料、高性能复合材料

资料来源：长江证券研究部

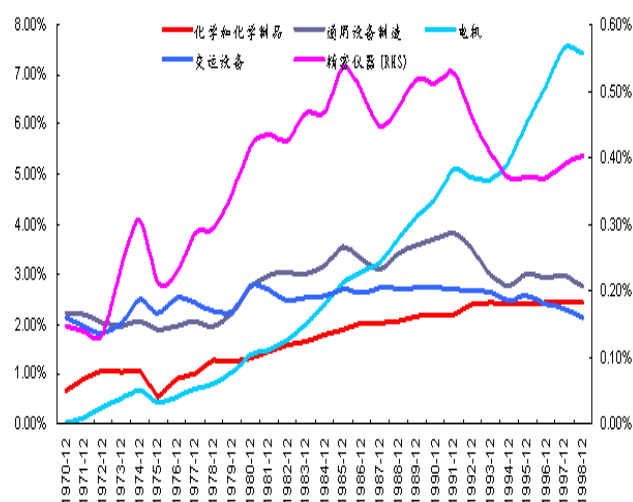
中周期动力作为影响市场的中期核心因素，其出现通常也是在经济及盈利都逐步见底的过程中产生，并且成为未来经济的主导。而在这样一个过程中，由于市场对未来经济增长的动力明确，其将成为主导市场的核心力量。而其它的因素都相对减弱，这一点我们可以在日本 1977 年后期的板块表现及 1985 年美国中周期动力之后，资产价格依然下跌的过程中看的明确。

依据经济周期的划分，日本在 1977 年中期开始其经济复苏的确认阶段，随后在其一年的持续经济复苏中，与其后来主导产业相关行业比如精密仪器、电机都获得了较好的收益率。并且虽然后来叠加了商品及汇率上涨的因素，但是可以看到这些板块都是阶段性的机会，年度整体的收益率表现一般。

图 37 日本中周期动力主导阶段行业表现

行业	年涨跌	行业	年涨跌
服务业	43.09%	空运	14.77%
纺织	41.34%	食品	13.01%
钢铁	39.10%	机械	9.84%
非金属制品	37.88%	橡胶制品	8.87%
金属制品	37.75%	房地产	8.77%
精密仪器	24.60%	造纸	8.06%
玻璃	24.00%	其他	6.51%
电力 gas	23.09%	陆运	6.40%
电子	22.05%	采掘	4.74%
建筑	20.72%	原油煤炭	3.50%
信息	17.48%	海运	2.43%
渔业	-0.28%	交运设备	1.40%

图 38 日本实体经济运行

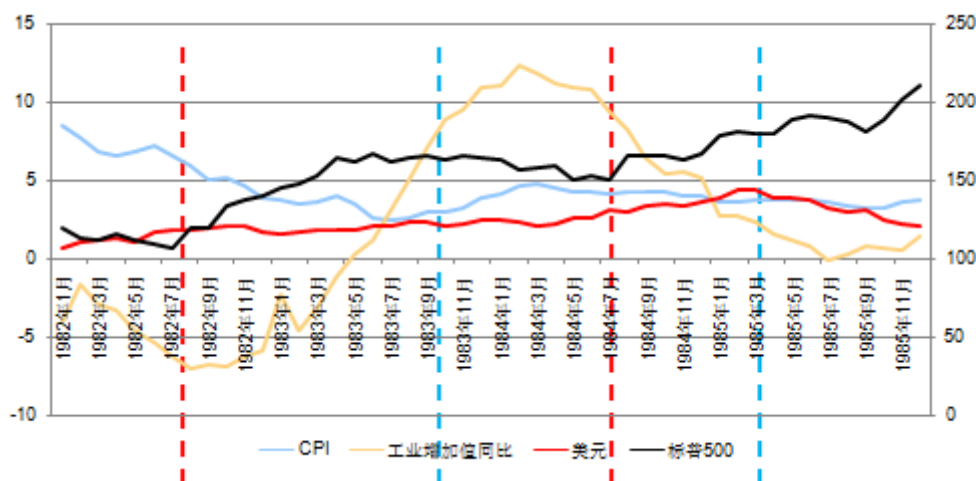


资料来源：CEIC，长江证券研究所

资料来源：wind，长江证券研究所

而这一状况，同样在美国 1985 年表现的非常明显，在 1985 年之前，美元的上涨在其经济下行阶段支撑了市场上涨的主要理由。但是在 1985 年之后，虽然美元回落，但是由于其内生的经济增长动力出现，反而支撑了资本市场在这一阶段的表现。

图 39：美国 1985 年实体经济超越短期资产价格的影响



资料来源：长江证券研究部

由于我们对中周期的增长动力在三季度之前认为并不存在，2011 年的前二个季度将是本轮内生经济增长动力的延续，因此这一阶段的行业配置是集中到二季度末期去考虑的问题，我们以大制造业中交运设备、家用设备、信息设备、工业机械、工程机械等分类而言，更看好工业机械相对于工程机械的超额收益率。同时由于这个阶段资本市场的中期信心恢复，因此对金融类的股票配置也是重点。

表 10：三重唱的第三阶段：中周期动力支持的缓慢启动行情

变量	三重奏（预测）	1978.1-2 季（日本）	1985 年 2 季（美国）
经济阶段	复苏确认	复苏确认	复苏确认
汇率因素	震荡	震荡	持平
商品价格	震荡向下	震荡	震荡向下
中期因素	盈利见底、中期动力确认	新型产业初现	经济完全见底
市场走势	震荡上行	震荡上行	震荡上行

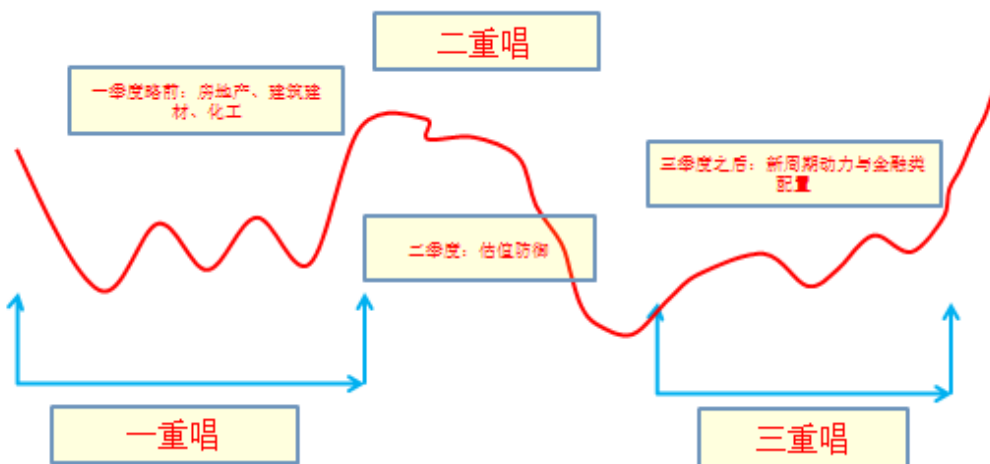
行业配置	材料类、高端制造业及经济复苏确定行业	钢铁、金属制品、精密仪器、电机等	金融、信息、商业、服务、计算机、钢铁
------	--------------------	------------------	--------------------

资料来源：长江证券研究部

5.4 2011 年“三重唱的睡美人行情”

正是基于上述 2011 年三个影响因素的分析，以及三个市场阶段的判断，我们认为明年的市场将呈现为一个倒“S”型，其中，第一个上行阶段可能是幅度较小第二个下行阶段则相对剧烈，同时第三个阶段是缓慢向上的过程。

图 40：三重唱的睡美人行情及行情配置



资料来源：长江证券研究部

而对于当期的中小板，我们认为其并不构成明年的行业配置机会，虽然 2011 年在我们看来依然是结构性机会，但是这种结构性来自于行业的轮动，而不是一个板块相对于其他板块的持续性机会。我们全年对中小板的指数行情保持谨慎。

由于我们认为三季度之前的经济运行来自于本轮经济的延续，属于库存周期的延续，并没有叠加新的经济增长动力，因此这些阶段的行业配置思路都是阶段性的。一重唱属于估值向上的回归（当期的主导产业），二重唱属于估值的向下回归（中小板），三重唱则才真正属于中期的投资机会（长期的经济增长动力）。

同时，考虑我们这一判断，并没有认为经济会出现二次滞涨的可能性（事实上我们在风险中会谈论到这一点）全年指数行情，我们认为波动区间并不会太大。

六 风险因素简析及再思考

6.1 2011 年度策略睡美人行情的风险因素

在三个核心影响市场的因素中，经济周期的运行与中周期动力均是经济周期层面，而资产价格的影响则是短期方面，其加大或减弱了上述基础效应的影响。在这几个方向因素中，我们认为可能存在几个干扰的因素。

1: 通胀二季度后期由于工业产出缺口导致超预期进而影响实体经济

由于在明年二季度，工业产出缺口也将进一步刺激 CPI，因此有可能导致在这个阶段的通货膨胀持续超出市场预期，进而管理层被迫在最后阶段强力压缩通胀，从而导致实体经济二次下滑，我们认为这才是明年实体经济运行的最大风险。

由于本轮通胀的货币因素一直没有很好的衡量，导致目前的货币紧缩依然集中在价格管制及数量工具方面，但是我们相信这种调控难于有效改变市场通胀预期，更重要的是实体经济的复苏在下半年来时确定的事情，甚至有局部的过热，这将进一步导致通胀的持续，因此明年二季度我们认为通胀有可能继续持续超预期，最终导致不得不大幅度的紧缩政策。从而实体经济真正复苏被干扰。

2: 美元的持续反弹导致国际资本流动

我们对美元导致的国际资本流动的影响是集中考虑在第二个阶段，但是这一过程有可能提前并且持续。目前来看，美元的汇率因素（财政及货币政策）以及中期相对于欧洲经济的基本面（美国及欧洲经济对比）都相对有利，因此我们不能完全排除这种情况出现。

同时，美元在一季度初（一月）可能由于全球资金的配置出现阶段性的反弹，但是我们认为这个时间点并不是真正的起点，如果二月之后持续则可能构成预期之外的风险。

3: 原油价格的持续上涨导致的经济运行变化及盈利周期变动

在我们的资产价格这一短期影响因素中，原油其实是影响市场参与者对于实体企业未来盈利的变化，如果原油价格持续的超预期，则可能导致基于盈利二季度见底从而引致中周期动力起点的判断出现偏差，这种起点就有可能不是在明年三季度，有可能会进一步推迟。另外一方面，原油的持续上涨也会导致 PPI 向 CPI 的传导，进一步加大调控的压力。因此这也是构成我们 2011 年度睡美人行情判断有可能产生偏差的一个因素。但是我们认为基于美国经济的弱复苏、原油本身的供给基本面及美元的压制，这一情况出现的概率依然较小。

6.2 对 2011 年度经济运行阶段的再思考

目前我们对 2011 年度经济运行依据微观库存周期、中观盈利周期及宏观小周期来判断，是先后会经历三个阶段：一季度的预期同比数据的经济见底阶段；二季度生产见底、利润继续回落的确认经济复苏阶段以及三季度之后的经济持续复苏阶段。

从工业生产的角度而言，我们认为一个季度之内，判断预期经济同比数据的见底是非常大概率的事情（基于节能减排和 PMI 预测的经济内生强劲），但是二个季度之后则存在一定的变数，这可能会促使我们在明年的二季度重新思考经济运行的阶段。基于我们已有的三个界定经济周期的逻辑和框架，内生经济的运行本身并无疑问，其主要的变数来自于通胀的恶化导致的政策持续收紧，从而引发经济萧条。如果这种最悲观的情况出现，则有可能从明年二季度开始，形成一个二次滞胀，并且在三季度开始引来一个真正的小周期衰退。尚若如此，那今年下半的经济则是一个周期内滞胀（衰退）的反弹，并不是结束，这将是明年最不愿意看到的一种经济运行方式，我们将持续跟踪及观察。

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。