

周期复辟从心动到风动

发布日期：2011 年 1 月 12 日 分析师：周金涛 电话：010—85130831 执业证书编号：S14402010010422

估值风险的释放

在 12 月份的年度策略报告《从周期复辟到中游维新》中，我们根据对周期波段的划分提出了一个重要的理念，即 2011 年的市场只可以靠业绩提升，而缺乏估值提升的空间，这是我们对美国几十年经济周期运行对市场影响经验的一个总结。而在随后的市场中，估值风险的逐渐释放似乎渐渐成为市场的一致性预期。表面看来这似乎是一种心动，不是高估值品种的基本面出现了什么变化，而是市场对其预期的可兑现性出现了认识上的分歧，但事实并非如此简单，我们认为 2010 年的估值分化到了需要纠正的时刻。这里有两点需要说明，其一，当经济周期进入从二次去库存向中周期加速过渡的年景时，经济本身的增长虽然没有什么大的系统性风险，但也很很难超预期，所以，高估值所对应的高成长几乎无法系统性兑现，这是个必然。过渡期年景的增长几乎是从微观向宏观推进的方式来进行的，所以，过渡期的年景是个股行情而不是系统的机会，从而不排除局部行业或者热点仍有估值提升的可能性，但那只是个股分化问题。

通胀预期见顶？

其二，在年度报告中，我们即提出，按照美国市场的经验，消费品将在全年缺乏获得超额相对收益的机会，这不是消费品增长在变慢，而是其他行业的弹性在增加。但对于当前的中国而言，我们的担心是，当高通胀的环比趋势开始渐渐下降，也就是通胀预期事实性减弱的时候，消费品可能存在不确定性，一旦价格上涨的预期减弱，确实我们无法预见消费品的增速，这也是风险需要释放的原因。这个问题的关键似乎又回到了对通胀趋势的预期上，我们始终坚持的观点是，通胀在中国是可以通过行政手段进行控制的，通胀向恶性发展的可能性并不大。根据近期我们对通胀预期的领先指标艺术品价格的跟踪，全社会的通胀预期正在逐步缓解，基于通胀的购买在 11 月释放之后正在减弱，所以，如果认为通胀是可控的，则消费品的不确定性就可能成为估值回归的理由。在这个背景下，事实上食品价格等非核心通胀的因素就算是依然存在不确定性，也不可能对市场的通胀预期构成实质性的扭转，从而通胀预期和经济增长开始进入一个短期的调整阶段，这可能是我们对一季度一直持谨慎态度的原因，或者说就是行政手段已经在调控公众预期方面起到了作用。

一季度的尴尬之处

在这样的理念下，也许我们首先看到的是估值差异开始向估值的中枢收敛，但这种收敛之后如何，或者说未来的估值差异将如何继续展开，这是一个需要从经济周期的演进中寻找答案的问题。在我们的经济周期框架下，我们将 2011 年的资产配置总结为周期复辟与中游维新两个主题，而上半年的主题即是周期复辟，虽然周期复辟已经在某些行业中有所表现，但我们仍然把他定位为心动，按照经济周期的演进，在 2011 年的二季度，我们将实质性的看到周期性行业基本面的量价变化。2010 年 10 月份开始的二次补库存是一种基于通胀预期的库存行为，从而其持久性是是十分有限的，12 月份 PMI 数据的回落就证明了这样的一个事实，基于投机需求的二次补库存已经到达尾声。所以，一季度理应是一个经济数据小幅回落的阶段，很难相信在经济增长尴尬、通胀预期尴尬、估值尴尬的时候出现上升行情。



周期复辟从心动到风动

但按照周期的演进，二季度附近经济就将进入主动补库存阶段，主动补库存阶段实质上是我们所说的中周期加速的前奏，是一个不可或缺的环节。所以，我们的基本判断是，如果上半年有行情，大概率上是一个周期性行业的行情，如果我们所说的主动补库存，即周期品的价格波动在上半年不出现，就必须对中国经济的偏乐观预期进行重新评估，那可能说明中国经济的自我修复能力远比想象的弱，那将对市场趋势是一个决定性转变。当然我们认为二季度出现主动补库存是一个大概率事件，在我们看来，建筑地产业的变化将是主动补库存的重要触发力量，而从我们梳理的逻辑来看，保障性住房的政策表明，房地产的金融属性和消费属性正在被分离，而基于我们对保障房的建设可能是地方政府投名状的判断，保障房的建设已经到了需要观察其是不是会超预期的时刻，也许正在成为主动补库存的直接触发力量。所以周期性行业的复辟在逻辑上和实践上都有了基础。这与我们在《纠结市场，和谐投资》中提出的 2011 的固定资产投资将是基于社会和谐的民生投资是完全一致的。如果基于这种逻辑判断，上半年的周期性行业的行情将是中游偏上行业的行情，房地产行业、库存较低且有补库动力的化工、水泥等行业都会存在机会。

所以，如果上半年有行情，那一定是一个周期品的行情，但是不要把周期复辟简单的看作是风格转换或者是波段行情，我们一直强调，中国的新的主导产业不是从天而降的，而是根植于中国的比较优势的，从这个角度看，那些与新兴需求和技术进行了融合的传统产业，一定是主导产业不可或缺的组成部分。

主导产业投资是最核心的逻辑

对于新兴产业，他的回落与消费会有所不同，我们更加倾向于认为这是一个估值风险的释放，但却是基本面分化的开始。因为 2011 年下半年之后可能出现中周期加速，而中周期加速至上升阶段的核心投资逻辑就是主导产业，就像 2003 年至 2007 年投资房地产是最主要的投资逻辑一样。到底什么是未来 2011 年到 2014 年的中周期主导产业，我们这里可以有一些逻辑的判断，首先，他一定出现在中游的装备类行业，这是我们反复重申过的；其次，他一定是一个面对最终需求，同时具有较强的前后产业关联效用的行业，从这个角度看，节能减排，生物医药都不可能成为主导产业。按照我们上述标准和逻辑来判断，我们倾向于认为，其一、信息产业具有较大的概率，因为他面对最终需求且具有很强的产业关联效应。其二，高铁产业也有可能，主要原因在于，按照罗斯托理论，高铁是产业升级的先导，是工程学和装备业的集大成者。其三、军工是技术创新的先导产业，是民族主义的基本载体。

事实上，我们只能梳理出主导产业的思路，但在 2011 年这个时点，仍然无法判断谁将成为未来中国中周期的主导产业，就像 2003 年谁也无法判断房地产的趋势一样。但无论如何，主导产业投资是 2014 年之前资本市场的最核心逻辑，对 2011 年而言，这种逻辑的演绎是依靠对企业的观察，也就是如熊彼特所说，中周期向来是一个从微观主体开始的过程，当一个行业中不断有公司成长起来，这个行业可能就在向主导产业迈进。

总体来看，一季度可能是一个观察和酝酿的阶段，在这个阶段中，通胀预期是否真实回落，决定了随后的周期复辟行情的真实力度，所以，无论从哪个角度看，周期性行业的机会和价值正在显现，从而可能将成为上半年配置的重点，而主导产业的问题，则可能是贯穿全年的长期投资逻辑问题。





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

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

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时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任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，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。

股市有风险，入市需谨慎。