

黎明：从滞胀博弈到周期弹性

发布日期：2010-08-12

分析师：安尉 电话 010—85130982

执业证书编号：S1440209040343

信息或事件：

在海外金融市场动荡下，国内市场也出现反复，那么短期和中期的市场将如何演绎，主线又在哪里成为亟待理清的问题。

简评：

全球金融动荡的演绎

全球主要经济体在经历了 09 年反危机以来的恢复期之后，在今年二季度相继进入去库存阶段，货币释放对于经济增长的边际作用已经大大削弱，近期欧美债务风波再次来袭，未来公共支出部门被迫收缩，此时继续注入流动性可能的结果是滞胀维持，而不释放则可能是衰退，金融市场用剧烈的调整反应了这样的担忧。

就美国而言，我们认为美国经济回落最早将在今年的 10 月份结束，最晚会在明年的 3 月份出现转机。理由在于，明年的公共支出预算已经通过，财政紧缩最早在 2013 年来临，美国家庭部门的去杠杆化高峰已过，伴随着房屋租金，房屋价格的缓慢提升，房地产市场的底部渐成，美国经济于明年下半年开始进入建筑业周期的可能性大增，美国联邦储备委员会 9 日宣布，将把联邦基金利率在 0 至 0.25% 的历史最低水平至少维持到 2013 年中期，标志着美国宽松的货币政策将再延续。就欧洲而言，囿于欧元区制度设计，各个国家经济增长存在较大差别，财政过度扩张的结果难以通过简单注入流动性的方式彻底解决，在救助加财政紧缩的救助手段之后，将是更为痛苦的债务重组过程，债务危机可能向银行业蔓延。短期来看，VIX 指数创下危机复苏以来的新高，金融市场情绪仍然难以稳定，欧美市场在未来 1 个月仍将调整。

在全球经济周期联动的分析框架下，海外经济和市场对于中国的影响，主要通过进出口、大宗、汇率和虚拟经济传导。当前，美国经济处于二次去库存的进程，将使得中国的贸易更加平衡，大宗商品对于国内输入型通胀的压力减缓，美联储维持零利率至 2013 年中期，美元在明年之前将保持弱势，也将使得中国实际汇率处于适中水平，基本封杀了中国央行加息调率的空间，从紧货币政策有望告一段落。

由于虚拟经济的传导最为直接，中国市场也出现了跟随性下跌，可以说，海外市场使得中国市场完成了空间换时间的底部构造，而当海外市场波动告一段落，正面因素在经济基本面中逐步显现，股市预期将开始向着有利方向转化，而虚拟传导与实体传导之间的时滞则成为本次市场底部构造中最佳的投资方向选择之窗。

图 1：全球市场动荡

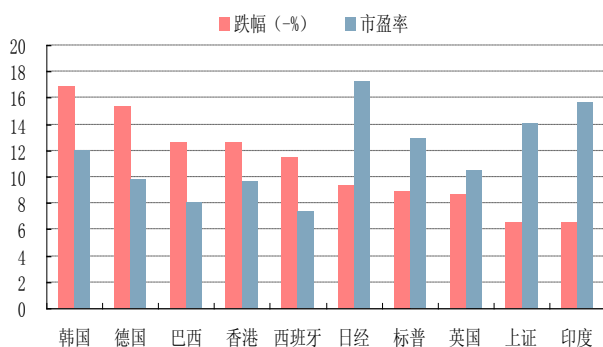
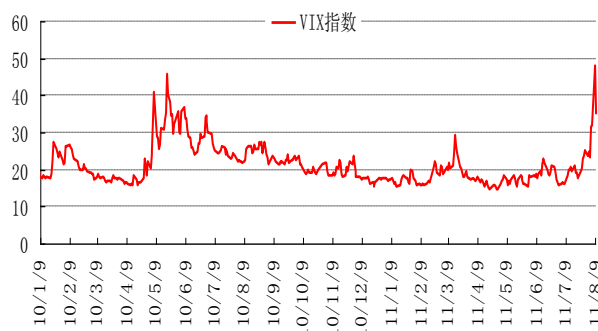


图 2：波动指数大幅走高



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

滞胀博弈的逻辑

2 月伊始，通过产出缺口，我们准确把握了“周期复辟”、4 月中旬，通过产出缺口我们预判了“周期右侧、消费左侧”，及至 6 月，通过产出缺口我们看到了“短周期底部过渡”的复杂性，通过对于周期演进的把握，我们预判了从周期到消费、再到成长的轮动。

图 3：从周期复辟到周期右侧

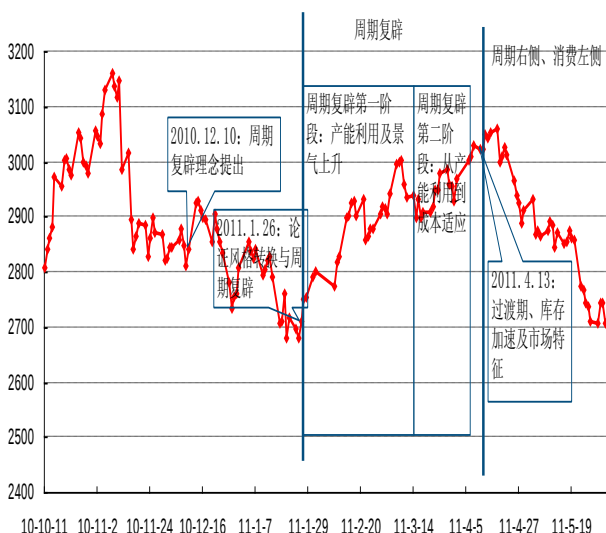
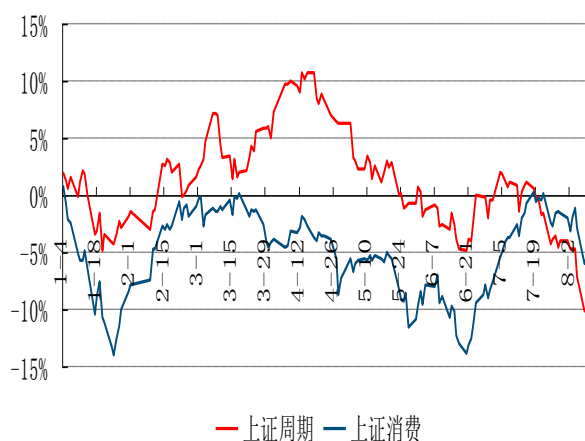


图 4：周期与消费的轮动



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

回到近期的市场，从 6 月份的反弹到再创新低，市场始终围绕着经济触底、通胀回落和政策放松这三个问题的强弱展开。市场首先演绎的是对于通胀可控和短周期环比底部临近的预期，主要体现在对汽车、医药、电子和化工等早周期见底行业的价值挖掘，而后伴随着预期政策短期内不放松和经济底部过渡的弹性匮乏，市场选择那些产品需求确定、具备定价权和现金充足的公司群体，自上而下看就是消费+成长的配置结构，这一特征

的集中体现，则是在遭受海外金融动荡冲击之后，虽然市场整体重心下移，但以食品饮料为代表的消费和以中小盘为代表的成长类个股屡创新高，而这一模式对于增长确定性的趋势考虑显然超过了对于估值的考量，这与我们6月份的配置月报《选择确定性增长》中所做判断：“选择确定性增长行业，煤炭、食品饮料、医药、非金属制品和电子元器件等”一致。这一配置选择背后逻辑是：经济系统性风险不大，但系统性上升的机会也不大，确定性与稳定性得到溢价。

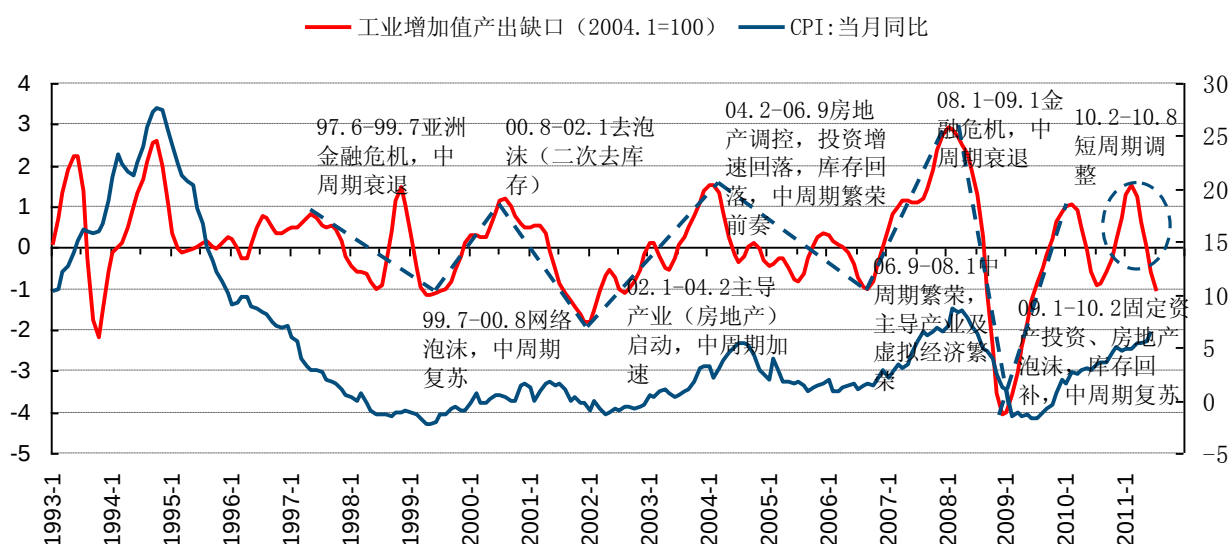
在周期分析框架下，以地产为核心的原有主导产业的周期运行此刻成为本轮中周期运行的关键一环，因为房地产作为上轮经济周期的主导产业，对于整体经济的影响依然巨大，并且主导产业的切换也需要房地产行业的平稳运行作为基础。在当前中国经济处于短周期回落阶段，海外经济再次衰退的预期加强的背景下，国内经济面临潜在的超预期回落，在这样的阶段，若政策超调，则市场存在系统性风险，房地产行业因为估值低可以获得相对收益，而若政策放松，房地产调控的压力减缓，则有望迎来行业趋势性投资机会。可以说，当前市场中对于地产行业的配置博弈背后的逻辑是：滞胀无法维持，无论衰退与否，最终走向放松与增长。考察以上两种配置模式，成长是两者的结合点，但前一种思路更注重穿越周期的个性化成长，而后者则更关注顺经济而为的板块性趋势。

大变局：9月后的时空共振

在中信建投特有的周期理论与工业化的策略分析框架下，基本能够确定短周期的高低点，可以预判中周期的方向与结构特征，而根据经济周期演进与股指的领先滞后关系大致能够把握市场拐点出现的时点，但对于经济周期力量在市场中演化的空间幅度，则受到资金、政策及市场情绪等的影响，无法量化。

首先，我们认为底部不仅仅是个低点概念，也同时是一个起点的概念。而这个起点的构造，从周期视角来看，则是在短周期底部确立之后，经济如何从短周期滞胀形态向着中周期繁荣阶段迈进。

图5：中周期演进



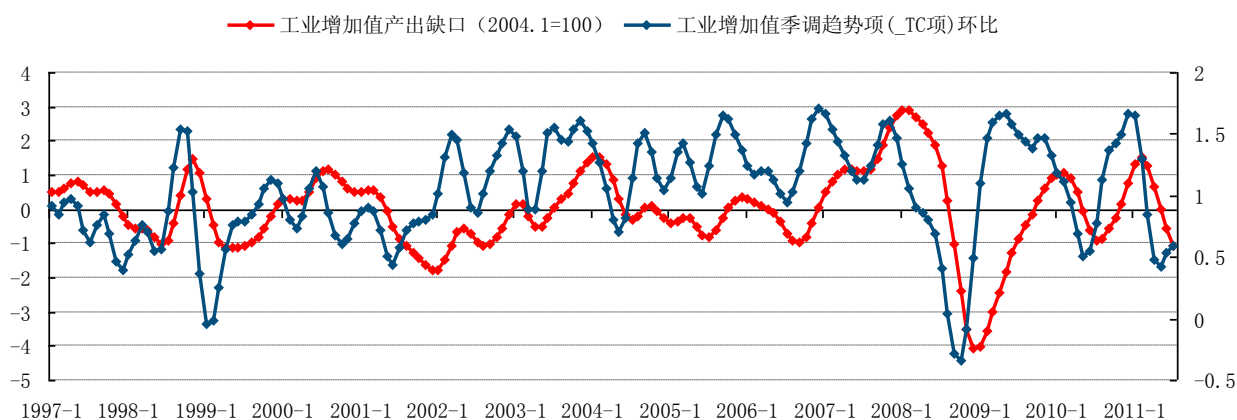
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

站在当前的时点上，展望后续的经济运行，有以下的可能演变情景。首先，我们所处的是短周期的阶段性

回落阶段，呈现出的特征是经济的滞胀形态，即通胀水平依然高位，略微回落，工业增加值的产出缺口还在探底，但环比已经改善，随后将出现产出缺口的稳定，这也是第三季度的经济的现实形态，对应的市场特征则是无系统性风险，有抗通胀与成长股的结构性机会。这种形态将在 3 季度末向着衰退或者走出滞胀演化，第一种情形是，滞胀滑向衰退，这无疑是最坏的情景，经济遭遇系统性回落，通胀转向通缩发展，那市场将首先以系统性下跌出现，稳定增长的趋势遭到破坏，高估值成长品种遭遇双重回落，低估值抵抗具有最后的防御价值，随着价格与经济的回落程度加深，政策放松预期将逐步增强，低估值的耐用消费品的相对配置价值提升，典型的如房地产和汽车。第二种情形是，经济短周期调整结束，在海外经济回落和价格超预期会落下，政策空间打开，经济走出滞胀，在产能利用率恢复下，产能扩张启动，这个时候中游行业弹性最大。

我们更倾向于经济在短周期底部之后向第二种情形演化，因为，虽然高通胀和去库存的组合被看作是硬着陆的可能，但从周期的意义上，去库存只是一个短期的周期波动，困扰在于，价格压力在去年就开始显现，在今年主动补库存的进程下高点之后，虽然出现了需求的暂时回落，但价格的滞后回落非常不明显，这也构成了周期再次向上的阻力。而在当前，随着去库存的进程和外围虚拟经济收缩，带来了的成本超预期回落，外围债务风波的再次恶化也使得在当前时点解决国内的地方债务-房地产-银行贷款循环的结构性恶化问题变得更为审慎，而实体经济中较高的产能利用率和合意的库存水平构成了经济再获弹性的基础。从最新的短周期指标观察，6 月份工业增加值季调趋势项环比已经出现回升，虽然 7 月份的简单季调环比与上月比略有回落，但环比回升趋势已形成。如果按照环比领先产出缺口 3-4 个月看，产出缺口最早在 9 月份开始触底回升。

图 6：工业增加值季调趋势项（_TC）项环比回升



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

从中周期运行的角度来看，10 月之后的短周期回升或至少持续 10 个月到 1 年的时间，而在这一进程中，弹性最大的阶段将出现在今年 4 季度到明年二季度，表现为经济增长与物价回落，之后通胀重新抬头，弹性逐渐减弱。因此，就市场运行而言，我们认为当前就是黎明前的暗夜，滞胀状态在 9 月份之后将显著减弱，从四季度之后到明年上半年的资产选择中，经济的弹性大小以及经济的弹性何来是配置的核心线索，经济的弹性显然不是纯粹的库存问题，更是经济结构性扩张问题，按照我们对于中周期规律的研究，未来的经济运行中，TMT、化工等行业有可能达到周期弹性的最高，机械等行业可能是中周期的次高水平，所以，未来的弹性将主要来源于中游行业，也是配置的核心资产，消费的稳定性依然是周期前行的基础，但相对收益最高的阶段将随着周期弹性增加而减弱。



分析师介绍

安 尉：英国斯旺西大学金融数学专业硕士，工学学士，策略分析师。密切跟踪研究经济与资本市场周期趋势，专注于中观视角下的行业比较分析及配置研究。

研究服务

董事总经理 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

陈杨 010-85156401 chenyangbj@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

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@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 zhoulv@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部 上海 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

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



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

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。