

张忆东 李彦霖
吴峰 蒋仕卿

策略研究团队

021-38565932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190510110012

依靠逻辑胜过恐惧，底部已现，参与反弹 ——8月9日夜間对秋季攻势的思考

2011年8月10日

投资要点

本文的背景

- 本文原来只是一封给机构投资者客户的交流邮件，写于2011年8月10日（周三）凌晨3点，彼时，正处于联储刚发布声明、美股大跌，我坚信自己的逻辑，顶住压力发送出去。后来，稍加修改，于周三早晨放在当天的兴业研究所晨会纪要中的《兴业视点》上了。
- 本文是对当天（8月9日）上午10:00所提示的【见底】判断做进一步深入的解释，并详细阐述了我们分析的逻辑框架，并回应了一些交流中发现的误解。
- 虽然直到今天，海外市场依然不稳定，甚至大幅波动，继续牵累全球投资者脆弱而敏感的情绪，但是，我们却越发坚信《依靠逻辑胜过恐惧，底部已现，参与反弹》。应投资者要求，特将书信整理成报告。

“空翻多”——在市场最恐惧时，不是唐吉可德，是靠正确的逻辑

周二（8.9）上午市场一片恐慌时，我们向投资者发出如下提醒【1月27号早晨我曾发短信提示“今天就是底部”，开始春季攻势，现在机会再来。】难道这次和1季度一样又蒙对了？虽然有运气的成分，但是，有勇气前瞻性喊出来靠的是正确的逻辑。周末发的最新策略《螺蛳壳下沿区域，越跌越乐观》旗帜鲜明地提出“惊吓情绪宣泄后，市场有望回归理性”已经提前做了“空翻多”的铺垫。

我们乐于将分析框架和逻辑与大家分享

好的策略分析师要像优秀的投资者一样，进行正确逻辑分析，更重要的是找到一定时间阶段的主要矛盾。

——今年我们的逻辑不同于其他卖方，甚至逻辑重点有别于去年。去年我们强调政策内生性，重视季调环比趋势折年等对经济增长做前瞻性判断，来判断行情，预期经济好就看好，预期经济差就看空，从而有4月份《磨忍轰隆》、《7月份2300绝地大反弹》等判断。但是，2011年

我们分析 A 股市场时抓住的主要矛盾是——政策外生性、货币政策和估值。

——2011 年临近高层“换届”，政策的外生性增强，把这个核心因素放在我们分析框架中进行分析，就可以找到今年市场逻辑的主要矛盾：在高通胀、高房价的背景下，特别是年初中东北非超预期的动荡，使得压通胀、压房价上升到政治的高度、社会维稳的高度，而各地的“用工荒”、就业压力小，使得宏观调控并不会单单因为经济增速下滑而放松，特别是量化紧缩的货币政策不断加码——快速推升全社会真实资金成本——不断推低估值。因此，“货币政策-估值”就成为影响市场的主要矛盾。

分析框架和逻辑的应用

找到分析逻辑的主要矛盾，我们就可以来大胆地判断市场。总体看，考虑到通胀的复杂性、海外的复杂性，特别是政策的外生性，我们去年 12 月发布的 2011 年的年度策略《积极防御》认为，今年不具备趋势性大行情，除了精选结构性机会（特别是真正的成长）之外，就要用逆向思维的操作方法、博弈各种经济-政策组合情形。

——第一种情形：经济越热，我们越空。即如果经济热，则通胀下不来，那么政策进一步紧、估值低了还会更低，这也是为什么二季度市场对经济乐观、看“新周期启动”时，我们反而看空，《敦刻尔克大撤退》；

——第二种情形，“内愈冷，外愈乱”则看多，即经济趋冷或者通胀预期回落，或者，海外出现意想不到的乱象时，即使货币政策不松也会进入观察期，货币剩余 $M2-GDP-(CPI+PPI)/2$ 会改善，实体经济“池子”对资金的吸纳减弱，则市场真实资金成本的压力有望改善，A 股估值压力缓解，我们反而会乐观，这是我们 1 季度看春季攻势的原因。这个情形也是当前所面临的，当然，海外越乱（只要不是 08 年一样的崩盘），货币政策改善的概率越大。

——第三种情形：经济增长“半死不活”疲弱复苏；通胀“半死不活”高位盘整；政策“半死不活”腾挪空间很小、难以放松，因此，指数也“半死不活”“螺蛳壳里做道场”。

对“黑天鹅”的分析？是新的，还是以前的，如何作用于逻辑框架

上述的分析逻辑对于我们分析今年的市场很有帮助，但是，这是个开放的框架，兴业策略团队还要将重点工作用于分析每一个新的变量，分析这些新变量是事件性扰动因素，还是影响“政策-估值”，或者是，新的主要矛盾——完全改变我们此前逻辑重点的“黑天鹅”。

从上周五到昨天（8.8），一直和我们的宏观团队反复讨论“美债危机、欧债危机”，海外是类似 08 年一样的崩盘、新一轮经济危机？或者，只是 08 年危机之后的次震、“激素药效”减退后回归危机后遗症“丑陋而乏味”的现实？我们判断是后者，而不是前者，虽然全球市场表现的更像是前者。如果是前者，就是我所谓“黑天鹅”，主要矛盾变了，分析框架就是危机系统性风险来应对。但是，只是后者，则是比此前“高铁扰动事件”强一些的因素，因此，周一晚上我

就提醒：影响 A 股的主要矛盾不是海外，而是国内的货币政策。基于根据我们的逻辑“内愈冷外愈乱则看多”，对 A 股应该乐观点。

澄清这两天交流时发现的几个误解：

第一， 以为我们看多是因为期待政策大力刺激、期待 QEn。

第二， 认为我们低估了海外的风险。

对于第一个问题，我的看法是：

（1）临近“换届”，很难再现 08、09 年那样的刺激了，特别是这样的刺激，现在证明后遗症多多、引向“滞胀”风险。淡定一点、自信一些，考虑到三农问题的改善以及中西部对劳动力的吸纳，经济增速可以放缓一些。

（2）QEn 和去年 QE2 的影响不同，通胀环境不同，边际效应也递减，国内货币政策反而可能对冲。

（3）不依赖政策刺激，股市也可以反弹，有货币政策放松则反弹延续的更长。海外偏弱有助于软化国内政策调控预期，流动性压力阶段性缓解以及情绪指标降至低位，使得 A 股博弈的价值提升，自身就具备跌深反弹、修复“指数螺蛳壳”的行情。而之后，货币政策调控手段如果如期“前瞻性”改善，则反弹会延续的更久。现在看量化紧缩再加码的概率低，甚至在一定条件下，不排除适度回调。

对于第二个问题，我的看法是：

（1）对于海外风险，我们退一步，换个角度来思考。别说这只是次震，就算和 08 年一样级别的经济危机又如何？人是有学习能力的，没有预料到而发生的风险才是真风险，而普遍预期的风险只能引发短期的情绪恐慌。

（2）08 年以后，各国除了超发货币还是做了一些工作的，美国企业和银行体系的资产负债表修复了并趋于健康，而中国的政府、家庭、企业的资产负债表都比较健康。虽然有地方融资平台的担忧，但是，银行体系通过超级大融资提升资本充足率、奇高无比的法定存款准备金率等积累了足够的“脂肪”用来过冬，另外如上文所述就业问题也有一定的防护垫。

（3）当然更重要的是，海外主要经济体遭遇主权债务危机，进而经济增速放缓，全球需求回落，对缓解中国通胀的压力、对稳定中国周边局势、甚至对我们去海外购买战略资产和高新技术都有帮助的。危机、危机危中有机，08 年我们因为恐慌过度而失去了一个经济降速、大力转型的好时机，现在，机会竟然二次来临。经济降速、转型，调整货币政策，扭转财富错配现象，重演日本 73 年“经济硬着陆、下台阶”之后的荣景则是 A 股之幸，如此，反而因祸得福。

（4）正面而现实地思考这件事，上述“硬着陆+破釜沉舟转型”的概率小，我只是用于提醒大家不要对海外经济走软过度恐慌。明年秋天之前是高层“换届”关键期，“热压冷托”、“平稳过渡”、“磨”过去的概率更大，因此，我周二早晨发“见底”短信时，就判断货币政策的“前瞻性”将提前，货币政策紧缩的拐点临近、逐步边际改善，虽然，我到晚上才知道国务院会议

分析应对当前国际金融形势，研究制定应对措施。

最后，再点评一下最新的数据：

(1) 7 月份 CPI 同比上涨 6.5%，符合或略低于市场预期，且季调环比趋势折年高位拐头，考虑到 8 月的翘尾因素比 7 月减少 0.6%，只要新涨价因素没超预期，7 月通胀见顶将是大概率事件。工业增加值季调环比趋势折年也在底部走平，投资拉动型通胀压力低于预期。更为重要的是，大宗商品连续暴跌之后，使得 PPI 高企的釜底之薪被抽走，事实上有利于降低中国通胀的平台，从而增加国内货币政策的灵活操作空间，市场会逐渐预期到这一积极因素。

(2) 资金面情况趋于好转。银行间市场质押式回购加权利率已回落至 3%；债市进入筑底阶段，根据大类资产轮动的经验，股市有望逐步进入构筑底部的阶段。

投资策略：底部已现，参与反弹。

虽然筑底的过程还可能有些反复，但是，现在可以更乐观些，我定义这次反弹为秋季攻势（注：8 月 8 日已是农历立秋），是下半年难得的吃饭行情，如果没有超预期的政策放松的话，时间和空间都将类似于我 1 月 27 号提示的春季攻势。

立足核心资产，中长期看好真正的成长；逢低博弈周期股反弹。

(1) 大盘连续恐慌性杀跌之后，周期股跌深反弹的机会增多，但仍是存量资金博弈，可低吸高弹性板块（地产、化工、航空、汽车、券商、机械等），见好就收。催化剂很可能是货币政策放松的信号，或者美国 QE3 的强烈预期。

(2) 立足中长期，坚定看好真正的成长股（可参考我们 7 月初以来关于成长股的系列报告）。成长股线索一：从转型的突破口寻找成长股，“胜者”为王，包括，“劳动替代”相应的机会——新的消费模式（高端品牌消费、医药和医疗器械、信息服务、餐饮旅游）、大农业（农业机械、种植、养殖等）、机械设备升级等；中央财政“优先拿出真金白银补欠账”的领域——军工（包括高新技术产业中的航空航天）、环保（包括城市地下排水）、医疗、大农业等。线索二：现金为王，“剩”者为王，资金充裕的 A 股成长股获得整合行业、加速发展的良机。

最后再次提醒的是：不要过度依赖当前的估值水平来决定投资，那是刻舟求剑，估值低还可能更低，估值高很可能还会更高，关键点在于驱动估值的因素是如何变化的。在这个秋季攻势刚开始时，市场还在犹犹豫豫时，建议更积极一些。

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我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。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,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。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。