

站队时刻

发布日期：2011 年 8 月 15 日 分析师：周金涛 010-85130831

执业证书编号：S1440210010422

信息或事件：

海外债务危机的发生从虚拟经济传导的角度使得中国市场的走势颇有以空间换时间的味道，中国市场的调整正在被提前，面临着较低的指数位置，此时需要站队以为今年的决胜有所准备。美国经济当前的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。大的方向是通胀回落的肯定性在增强，调控的天平自然由防通胀向保增长倾斜，三季度就在这样的确认期。8 月将是短周期的底部，9 月开始，周期弹性将逐渐恢复，黎明的曙光渐近。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。

站队时刻

我们在前期的报告中曾经认为，三季度是中国经济的筑底阶段，四季度可能可以看到经济弹性的增加，这是一个纯粹的经济周期理论的逻辑推测，当然，我们跟踪的领先指标也正在验证这个判断，但在 9 月份数据之前，我们仍无法确认这个推断。而此时，海外债务危机的发生从虚拟经济传导的角度使得中国市场的走势颇有以空间换时间的味道，中国市场的调整正在被提前。但在指数有了深幅调整之后，我们面临着一个问题，即经济基本面的运动没到可以选择方向的时候，市场还必须在未来的两个月中等待基本面的证明或者证伪，而面临着较低的指数位置，此时需要站队以为今年的决胜有所准备，这就是一种知其不可而为之的苦楚。

金融动荡的证明与证伪

关于外部问题，如果纯粹从欧美债务危机的角度出发，中期看，虽然我们认为债务危机的最终结果仍有可能是国际货币体系的重构，但就短期来看，我们既无法证明债务危机会立即演变成成长波的第二次衰退，也无法证明他会在短期内不会继续恶化，所以，无法证明亦无法证伪，这就是市场的空前分歧所在。但有一点可以肯定的是，如果欧美经济会有所稳定，则债务问题还能拖延，至少不会造成崩溃的结局，这就是历来债务问题得解决办法。而按照我们的观点，全球主要经济体在经历了 09 年反危机以来的增长恢复期之后，在今年二季度相继进入去库存阶段，那么按照这种判断，美国经济当前的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，财政提前紧缩不具备条件，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是存在的，短期来看，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，表明联储对经济复苏势头并不乐观，也标志着美国宽松的货币政策将再延续。所以，我们虽然对年内的美国经济和市场并不乐观，但在四季度之后，有可能是露出转机的时刻。而按照欧美经济周期的同步性，如果欧洲也有这样的复苏过程的话，欧债危机也能拖延，至于由于欧元制度设计的不足，是不是会导致边缘国家退出欧元区的问题，同样无法证明也无法证伪，所以，不如静待其变。

但这种环境对国内经济的影响可能会有几个特点，首先，短期输入型通胀的压力减轻；其次，基于控制顺差的放宽汇率升值幅度的尝试可能是一种选择；第三，宏观调控进入观察期，怎么灵活应对还没定论。所以，

大的方向是，通胀回落的肯定性在增强，调控的天平自然由防通胀向保增长倾斜，只不过，这一切都需要一个确认的过程，而三季度就在这样的确认期。

9 月的拐点意义

在外围因素导致环境变化的同时，中国经济的内部运动规律也在接近拐点区域。根据我们短周期观测的全套指标体系，虽然工业增加值产出缺口仍处于回落过程，但工业增加值趋势项环比 6 月已经回升，比我们从领先指标分析得到的结论提前 1 月。根据产出缺口滞后环比 3-4 个月的规律，那么 8 月将是短周期的底部，9 月开始，周期弹性将逐渐恢复，黎明的曙光渐近。

关于短周期正在接近底部的判断，并非不能证明或者证伪的问题，只要自今年 3 月份以来的经济调整是经济短周期调整的逻辑前提是对的，则这种指标体系的判断就不会有很大的误差，当然，在 8 月份经济数据探出最低点，随后 9 月份经济数据有所好转的时候，这个判断就能得到充分的证明。而恰恰在此时，通胀回落也可以得到一定程度上的确认，所以，9 月份之时相信是趋势可以明朗的开始。在这种推论下，根据我们周期框架下通胀滞后于产出缺口 4 个月的历史经验，当 9 或者 10 月份之后经济缓慢回升的时候，恰好是通胀回落的中途，所以，从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 月份之后开始减弱，无论衰退是否出现，周期品的弹性将逐步显现，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，也是配置的最核心资产。

基于三种情景的博弈

虽然四季度之后我们判断经济的弹性会增加，但对市场而言，这只是几种可能中的一种，而正如前面对海外的描述，目前尚无法对欧美债务问题的发展做出有倾向性的证明或者证伪，所以，从这个意义上看，9 月份只是个转折，他的方向，同样在市场存在三种看法，第一种是经济维持目前的滞胀状态，即通胀不会明显回落，增长也不会明显好转，但也不是硬着陆。这种只是一个中间或者现实状态，他不可能维持很久，最终要做方向性的选择。而这种选择的方向无非就是两个，即要么危机爆发，中国经济出现系统性风险，要么像我们描述的那样经济弹性重新恢复，这就是第二种和第三种可能。这三种可能或者说后两种可能的决断期可能在 9 月份，也可能顺延到年末，正是这种无法证明和无法证伪，决定了当前市场的博弈特征。

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配置选择，主要集中在对汽车、医药、电子和化工等早周期见底的行业的挖掘，而后演化为政策短期内不放松和经济底部过渡，这就是前述的第一种状态，这反映在市场中就是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，那自上而下看就是消费+成长的配置，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、非金属制品和通信等”一致。而这一配置选择背后逻辑是：经济系统性风险不大，但系统性增速上升的机会



也不大，确定性与稳定性得到溢价。

对于后两种可能而言，则在配置上充满了博弈色彩，第二种情形是，滞涨滑向衰退，这无疑是最坏的情景，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，高估值品种遭遇双重回落，低估值抵抗成为最后的防御，同时，随着价格与经济的双双回落，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。第三种情形是，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，经济走出滞涨，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。

在我们的周期分析框架下，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，并且主导产业的顺利切换也需要房地产行业的平稳运行。而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情景下，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，则有望迎来行业投资机会。可以说，当前市场中地产行业的博弈背后的逻辑：是滞涨无法维持，无论衰退与否，最终走向增长，地产已然成为博弈周期的先行代表。站队时刻

虽然，我们对海外动荡无法证明也无法证伪，但美国经济周期的大方向说明，美国和欧洲债务问题具有继续拖延缓慢解决的条件，所以，短期出现大危机的可能性不大，对于国内而言，按照我们对中国经济周期规律的掌握，周期在 9 月份之后恢复也是大概率事件。而博弈的分析方法证明，周期的弹性和低估值优势，应该是当前市场博弈中的先机所在，而对于高估值的防御品种而言，在趋势明朗之前，仍然是博弈的上风品种，只不过，在我们这个没有增长持续性的时代，不存在真正的稳定增长，只是一种热点的轮回罢了。



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董事总经理，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。

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 zhouli@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

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



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。