

底部就在人心

发布日期： 2010-09-14

分析师： 周金涛 电话 010—85130831 执业证书编号： S14402010010422

信息或事件：

悲观不仅来源于短期，更源于对未来中期增长不确定的担忧。市场和中国经济一样，到了思维模式的转换期。我们认为，四季度就是中国经济短周期调整的底部，明年一季度是美国建筑业周期启动的关键观察点，基本面并不悲观；市场存在悲观情绪的过度反映。摆脱依赖政府投资的思维方式已经势在必行，短期关注经济短周期底部，中期需要思考政府投资模式淡出后，中国的增长亮点在何方。

简评：

哀兵之困

在内外交困的悲观氛围中，市场的信心被逐渐消磨。而且，熊市初期的预期在市场内部已经渐渐形成，从而悲观不仅来源于短期，而且来源于对未来中期增长不确定的担忧。中国经济糟糕到如此的程度吗，事实当然不是如此，问题的症结在于，其一，短期的现实是否真如市场预期的那样？现实如果确有修正市场预期的可能，市场就将迎来契机。其二，更深层次的原因是，市场习惯了旧有的增长模式，而当旧有的增长模式再无亮点的时候，市场就迷失了方向，没有固定资产投资就没有股市的上涨吗？显然，市场和中国经济一样，到了思维模式的转换期。

通胀有顶 增长有底

就短期而言，现实的经济状态是虽然通胀尚未回落，但增长水平并不令人担忧，所以，市场的忧虑是政策可能超调，而这会造成经济进一步回落，从而还没看到经济增长的底部。而这个问题的中期理由是，由于以政府投资为主导的固定资产投资处于缓慢回落状态，且将来也缺乏亮点，所以，未来中国经济的增长中枢下移是肯定的。就中期增长中枢来看，存在着两个问题，首先，经济增长中枢下移不是超预期的问题，这是早有预期的，只不过，下移的程度才是关键，也就是说，市场需要一个稳定的增长底线的预期。实际上，这个底线两年内都无法明朗，只不过是悲观预期重新提及罢了。其次，增长中枢的下移并非一蹴而就，需要一个下移的过程，因此，市场目前所担忧的本质并非是中期的问题，中期问题早已经在估值体系的下移中反映了，市场是对短期政策超调的后果无法确认，所以产生了悲观的预期。

关于短期超调的后果，我们曾经一再表述过观点，就短期来看，通胀是有顶的，增长是有底的，通胀的短期顶部基本就在7月，只不过整个三季度都处于高位。增长的底部基本上就在9月份，因为我们前期反复强调，根据我们对以工业增加值和pmi为核心的指标体系的研究，中国经济短周期调整的底部就会出现在9月份附近，而10月份之后，特别是11月份，通胀回落和经济的企稳反弹都可能加速。我们之所以没有认为调控会带来增长无底的后果，之所以仍然坚持前期关于今年以来的调整是短周期调整的判断，是因为任何经济判断的前提都是逻辑问题，数据可以有多重可能，而结论的正确性依靠的是逻辑，自今年周期复辟出现之后，中周期向上的趋势是确定的，所以，就算由于调控的原因使中周期的趋势大大削弱，也不至于出现经济再次探底，这种趋势保持到2012年上半年是没有问题的，增长是有底的。

而关于底部的判断，我们以往的经验是，经济研究只能判断底部出现的可能性和时间区域，而到底底部何时反弹，反弹程度如何，这需要一些催化因素的出现，所以，底部的启动往往都是不知不觉的，正如市场把政策的放松当作是底部出现的标志一样，但那个时候，已经到了底部的右侧。恳切地讲，我们也无法预知底部的催化因素出现的时间和事件是什么，经济周期研究可以解决的，是具备底部条件的时点和时点后的基本趋势。

欧美的关键时刻

如果 10 月份之后如期出现经济弹性的增加，则这种趋势的加速还存在着海外的催化因素，关于欧美经济的现行状态，虽然弥漫着悲观的预期，但从周期的逻辑上来看，自二季度开始，美国经济一直处于二次去库存的状态，其低点应该出现在今年的四季度。对于美国而言，其房价的企稳和建筑业周期的启动是周期逻辑上必然也是现实的一步，这个问题将在明年的一季度有迹可循，现实的逻辑是，如果美国的建筑业周期如期启动，则全球经济的债务困局有望延缓。如果美国经济在 2012 年没有启动建筑业周期，则后续的预期可能将愈发不明确，所以，就海外而言，2012 年的一季度才是关键。

在整个四季度，债务危机问题都将随时可能游走在危险的边缘，但最终也许并没有系统的风险，原因很简单，债务问题的解决需要各个利益体的讨价还价，不游走在危险地边缘无法形成充分的博弈，所以，心跳难以避免。但最终的结局并没有如此悲观，因为大家都明白系统风险的爆发对大家都没好处，所以，我们一直认为，四季度债务问题的不断心跳，可能会随着明年一季度经济形势的明朗而得以延缓，但这一点需要进一步的研究确认。

底部就在人心

虽然内外交困，但市场对政策的预期却是一致的，即政策的放松在年内已无可能，站在经济学的视角看，政策不松完全是正确的选择，中国如果想在未来的三年之内应对动荡的国际局势，不得不先抑制通胀和资产泡沫的问题，这可能已经是一种常规化的政策倾向。但是同时要看到的另一个问题是，通胀已经在三季度短期见顶，而以地产价格为代表的资产泡沫虽未明显下跌，但也已强弩之末，后续政策同样也没有进一步加码的空间，维持现状是一种最佳状态，但按照当前的市场思维模式，政策放松的预期显然已经落空，从而行情不会基于这种思维模式产生。

没有了固定资产投资，或者相反的方向看没有了政策放松，那么市场就没有了做多的方向。事实上，国家主导的依靠固定资产投资增长的旧有模式已经走到了尽头，这一点心知肚明，由此，就算是由于经济的衰退出现政策的放松那也只能是反弹行情，这么看，市场如果坚守原有的增长模式，注定是慢慢熊途。现实的选择是，我们必须放弃对这种模式的依赖的投资理念，市场的理念需要创造性破坏，任何国家的工业化都必将摆脱依靠固定资产投资的过程，这已经无可选择，所以，不看投资我们还能看什么，中国经济在总量增速趋势性回落的过程中总不是一无是处，而且，在中周期的向上过程中，经济是有稳定增长的基础的，由此，结构性的机会是一定存在的。

我们之所以在前文中反复强调经济有底的想法，就是说明，市场的估值体系已经反映了非常悲观的增长预期，而实际情况是，中国经济的中期增长中枢也是在短期不断波动中出现的，至少按我们的看法，四季度和一季度仍然是可以期待的时间。这个时间市场需要思考的是，既然我们不可能再拥有固定资产投资的弹性，那我们还会拥有什么。现实一点看，对固定资产投资模式的放弃不代表对经济波动的放弃，短周期的库存波动在成熟经济体中依然非常有效。而更加长远的思维方式是，什么是促成未来中国经济稳定增长的因素，这才是未来



投资的核心逻辑。



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。

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

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。