



证券研究报告 • 策略深度 2011 年 11 月投资趋势报告

情绪反弹到理性反弹的过渡

外围环境相对不利，主导因素在国内

中国面临的外围环境在中短期内是一个无法释怀的痛。欧债危机的黑天鹅频频飞起。

美国经济在短期内可能无法启动其房地产周期，经济还在去杠杆过程，实质性复苏仍然需要等待，全球经济增长的不确定增加。外围的相对不利，使得 A 股的决策因素需要更加关注国内的变化。我们认为，内部正在酝酿底部回升的反弹行情。

周期力量与结构恶化博弈进入下半场，周期力量逐步强化

现有的市场和经济环境中，我们最为关心的实际上就是经济内生演进和结构恶化的均衡关系。此前由于中周期力量没有明显启动，短周期又是趋势向下，市场似乎面临一种“双杀”。

9-10 月份以来，经济短周期底部已经出现，短周期制约逐步淡去，随着经济数据的环比相对变好，短周期反而可能成为一个利好的因素，对于改变对经济和市场的预期是有正面作用的。

更值得注意的是，此前严重制约经济增长的结构性恶化因素，比如通货膨胀及成本压力、房地产泡沫、人民币升值以及政策的过度紧缩等，正在减弱。结构性恶化最为紧张的阶段已经过去。周期力量将逐步主导未来 2-3 个季度的行情。

反弹的逻辑

短周期见底为市场的反弹提供了最为有利的周期力量。中国未来三个季度的经济趋势是增长有底和通胀有顶，这与市场的普遍预期是有明显区别的。市场悲观的预期认为，中国经济在四季度和明年一季度都将由于调控的原因而惯性下滑。

在经济周期与结构性恶化的博弈中，已经进入到下半场，周期力量的主导性将逐步体现。按照我们对于经济周期内生性的判断，中国经济在未来的三个季度中仍然处于产能扩张周期的惯性过程中，中国经济不大可能出现“二次探底”。

“适时适度进行预调微调”，显示政策紧缩高峰已过，未来将更加灵活，甚至出现结构性放松。我们认为当前的货币政策实质已经出现超调，这种超调已经不会对当前的经济产生更坏的影响，是经济增长的内生惯性使然。同时，政策可能结构性放松，信贷放松可能是第一步。

反弹中的基于金融地产、盛于“高铁-文化-环保-TMT”主题的行行情演绎已经显示了政策放松的弹性。

反弹的过渡

本轮反弹是存在一个情绪性的主导因素，与周期性力量共同主导了本轮的反弹。市场发展的关键是，情绪主导的反弹能否顺利过渡到一个基于基本面及其变化趋势的理性行情中来。我们的判断是相对乐观的，至少在未来 3 个季度，随着短周期的回升、政策的结构性放松，将迎来一个周期回升和估值修复主导、主题不断的理性反弹行情。

请参阅最后一页的重要声明

投资策略

郑联盛

zhenglionsheng@csc.com.cn

010-85130208

执业证书编号：S1440511080001

陈祥生

chenxiangsheng@csc.com.cn

010-85130953

执业证书编号：S1440206070029

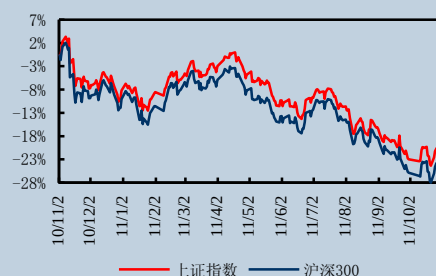
联系人：刘建中

liujianzhong@csc.com.cn

010-85156320

发布日期：2011 年 11 月 2 日

上证指数、沪深 300 走势图



沪深 300、深证成指走势图



HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

目 录

一、引言	1
二、美国不好不坏，整体不利 A 股.....	1
1、美国建筑业周期尚未启动	1
2、产能扩张初始阶段，扩张但却无力	2
工业产能缓慢扩张	2
产能利用率缓慢提高	3
3、美国库存周期仍处于去库存阶段	4
4、美国居民去杠杆化过程还没有结束	4
5、对于美国经济过于乐观，则不切实际	5
三、欧元短期风险缓释，波动冲击仍在	5
1、短期风险释放	5
2、长期痼疾仍然存在	5
3、警惕黑天鹅	6
希腊违约	6
意大利危机	6
银行业危机	7
四、对短周期底部的判断	7
1、产出缺口将触底回升	7
2、工业增加值同比环比均出现反弹	8
3、PMI 指数（季调）回升	8
4、原材料库存季调趋势项环比回升	9
5、早周期行业——汽车行业产出缺口持续回暖.....	10
五、周期力量、结构恶化与政策博弈：反弹的持续.....	11
1、经济周期与结构恶化进入后半期	11
短周期底部已经出现	11
结构性恶化因素趋淡	12
周期力量将逐步发挥主导	12
2、通胀逐步回落，成本适应提升	12
成本冲击是实质性制约因素	12
中国企业成本适应已经开始显现	13
3、政策紧缩高峰已过，预调微调阶段到来	15
政策调控将更加灵活	15
通胀管理的政策压力趋缓	15
信贷、准备金是放松的选择	15
房地产紧缩政策将维持	16
六、反弹从情绪到理性的过渡	17



图表目录

图 1: 新屋、成屋销售月环比 (%)	2
图 2: 私人住宅营建许可与新开工数量 (折年数、千套)	2
图 3: 产能指数 (2007=100)	2
图 4: 产能指数 (2007=100)	2
图 5: 产能指数 (2007=100)	3
图 6: 美国工业产能利用率	3
图 7: 制造商、零售商库存三月环比	4
图 8: 家庭负债比率、居民部门信贷市场未偿还债务同比增速	4
图 9: 欧元区 PMI	6
图 10: 法国 PMI	6
图 11: 9 月产出缺口虽仍在回落, 但已趋缓, 或将形成底部	7
图 12: 9 月工业增加值同比反弹	8
图 13: 工业增加值季调趋势项 (_TC) 项环比连续四月回升	8
图 14: 新订单: 季调趋势项持续回升	9
图 15: 采购量: 季调趋势项底部回升	9
图 16: 工业生产, 原材料为先: PMI 原材料库存环比回暖明显	10
图 17: 汽车行业产出缺口领先工业产出缺口大约 2-3 个月	10
图 18: PMI 生产指数季调趋势项连续 2 个月回暖	11
图 19: 成本冲击是经济内生增长和市场运行的最大制约之一 (美国的经验)	13
图 20: 中国工业企业成本变化	14
图 21: 中国工业企业营收与利润同比	14
图 22: 中国工业企业营收与利润	14
图 23: 新增人民币贷款 (亿元)	16
图 24: 商品房销售情况并不差	17
图 25: 新开工面积仍然较高	17

一、引言

从海外的情况下，欧债危机的救援取得了新的进展，短期风险有所缓解，而美国经济状况则维持，整体来说，虽然海外环境对中国经济体和 A 股市场是不利的，但是，其潜在的冲击已经趋于缓解，至少在短期内不会发生巨大的冲击。这决定了中国的市场更多地取决于内部的因素。

从经济内部的基本面方面，短周期见底为市场的反弹提供了最为有利的周期力量，虽然这个力量仍然不足以支撑一个趋势性走势。我们认为，中国未来三个季度的经济趋势是增长有底和通胀有顶，这与市场的普遍预期是有明显区别的，市场悲观的预期认为，中国经济在四季度和明年一季度都将由于调控的原因而惯性下滑，而在此之后，由于经济下滑导致政策的放松，从而可能为市场带来机会。

在经济周期与结构性恶化的博弈中，已经进入到下半场，周期力量的主导性将逐步体现。已经公布的 9 月份的通胀数据并未高于市场普遍预期，而 PMI 数据虽然低于历史均值，但也显示整个经济趋势在趋于稳定。按照我们对于经济周期内生性的判断，中国经济在未来的三个季度中仍然处于产能扩张周期的惯性过程中，所以，中国经济不大可能出现“二次探底”。如果由于通胀的回落政策有所放松，我们相信经济的弹性反而可能有所恢复，所以，如果纯粹从增长出发，未来半年的增长极有可能是好于市场的悲观预期的。

“适时适度进行预调微调”，显示政策紧缩高峰已过，未来将更加灵活，甚至出现结构性放松。我们认为当前的货币政策实质已经出现超调，这种超调不会对当前的经济产生明显的影响，是经济增长的内生惯性使然，而当产能扩张周期的动能减弱之后，供需形势的逆转可能使中国经济在未来的一年之后出现一次明显的经济衰退，这可能是市场中期悲观的一种解释，但这种情况我们认为不会在未来的三个季度之中出现。在短周期回升的情况下，经济和市场可能没有如此的悲观。

根据我们《反弹：从周期修复到成长主题》的报告，虽然目前的政策基调只是微调，但我们判断明年一季度就是政策放松的时间窗口，而今年四季度，政策的紧缩显然已经出现了高点，政策的实质性微调是完全必要和可行的，由此，如果市场以政策为短期第一风向标的话，我们认为目前就是三个季度内市场的底部。

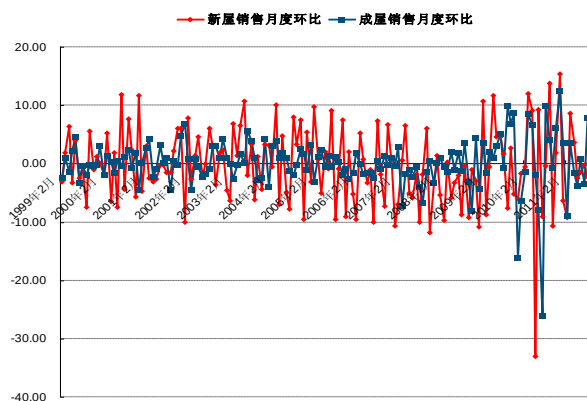
二、美国不好不坏，整体不利 A 股

10 月份欧债问题暂时平息，美国数据相对乐观，这都印证了我们前期的判断。11 月份，欧债问题仍然会泛起各种波澜，但没有巨大风险。11 月欧洲经济对于国内投资者情绪的影响偏负面，而美国不好不坏。总体上看，海外市场的影响是偏负面的。

1、美国建筑业周期尚未启动

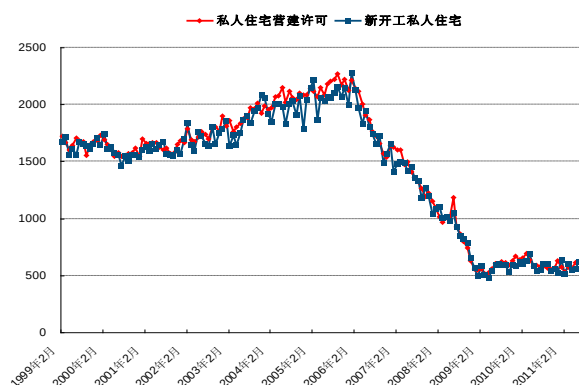
虽然成屋销售数据有所好转（图 1），但从新屋销售数据看，环比数据仍没有出现明显改善；私人住宅营建许可与新开工数量也都在底部徘徊（图 2）。从建筑雇佣人数看，其环比数据一直在增长。其中 8 月份上涨了 3 万人，而美国整体非农就业只增长了 10 万人。建筑业目前虽然还没有启动，但就业数据却至少显示美国房地产行业不会变的更差。

图 1：新屋、成屋销售月环比（%）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 2：私人住宅营建许可与新开工数量（折年数、千套）

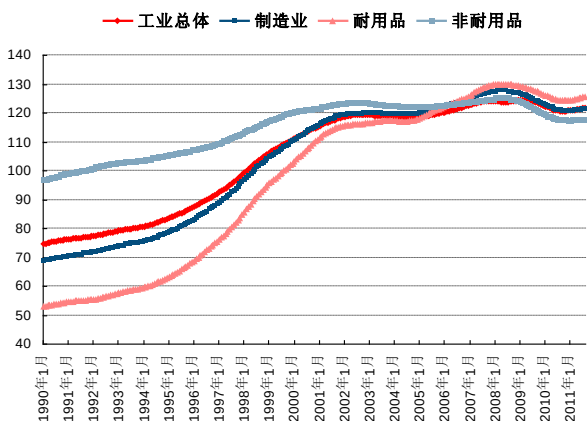


2、产能扩张初始阶段，扩张但却无力

工业产能缓慢扩张

从工业总体产能、制造业产能等各分类的扩张速度来看，产能扩张已经开始，但速度缓慢。产能扩张速度缓慢的主要原因是产能利用率低。

图 3：产能指数（2007=100）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 4：产能指数（2007=100）

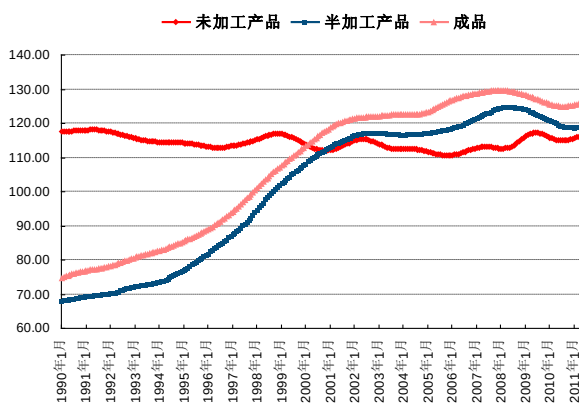
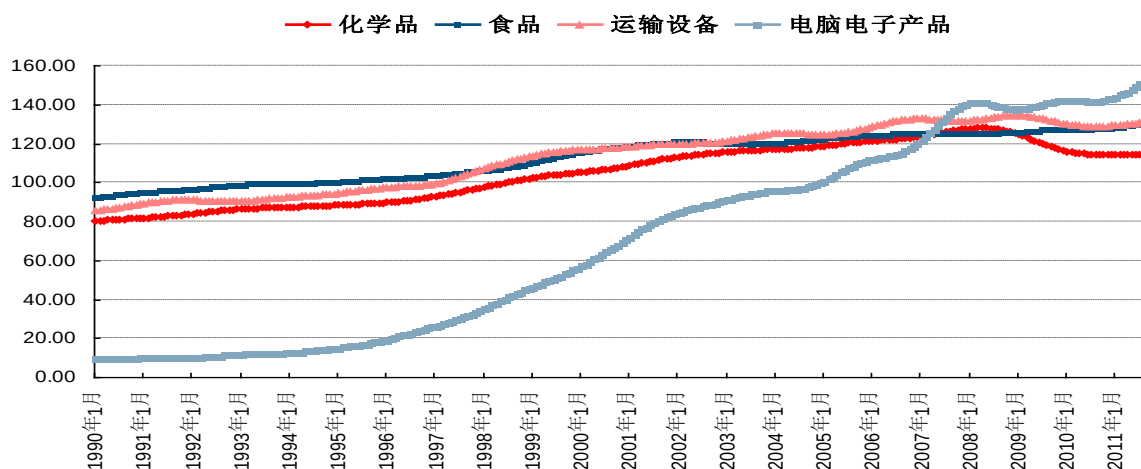


图 5：产能指数（2007=100）

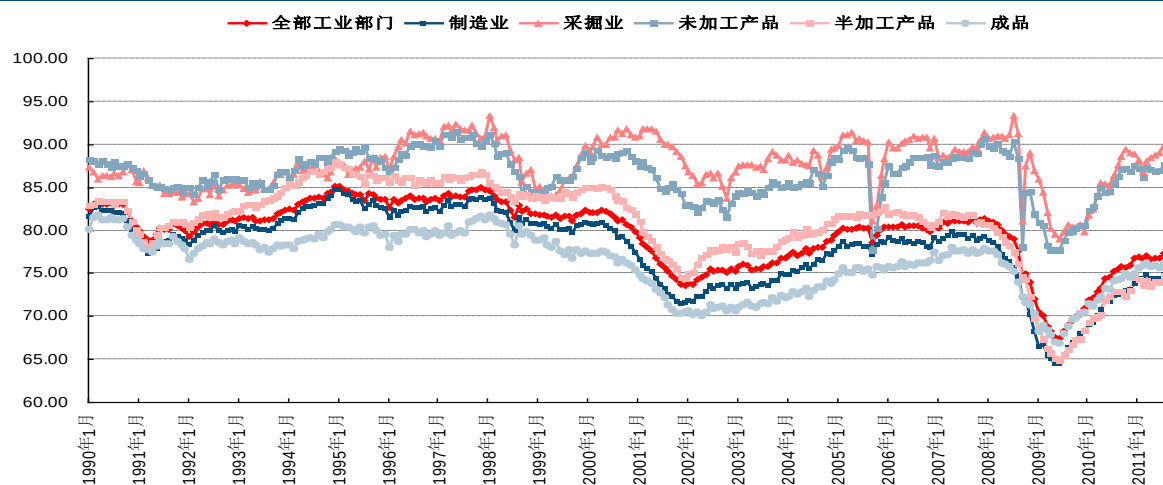


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

产能利用率缓慢提高

投资周期是否展开取决于几个因素：长期贷款利率、产能利用率、经济前景预期。长期贷款利率越低，投资的机会成本越小；产能利用率越高，投资的收益越大；而经济前景预期越好越能促进投资。当经济前景预期为中性时，根据历史数据拟合，当 15 年固定贷款利率在 3% 时，投资周期展开所对应的全部工业部门产能利用率为 78%。而目前的产能利用率已经接近这个数值。8 月数据显示，除半加工产品产能利用率下降外，其他都有所上升。全部工业部门产能利用率为 77.35，如果不考虑投资信心，该数值已经接近临界值 78。但是投资者信心目前是脆弱，所以产能扩张不会十分有力。

图 6：美国工业产能利用率

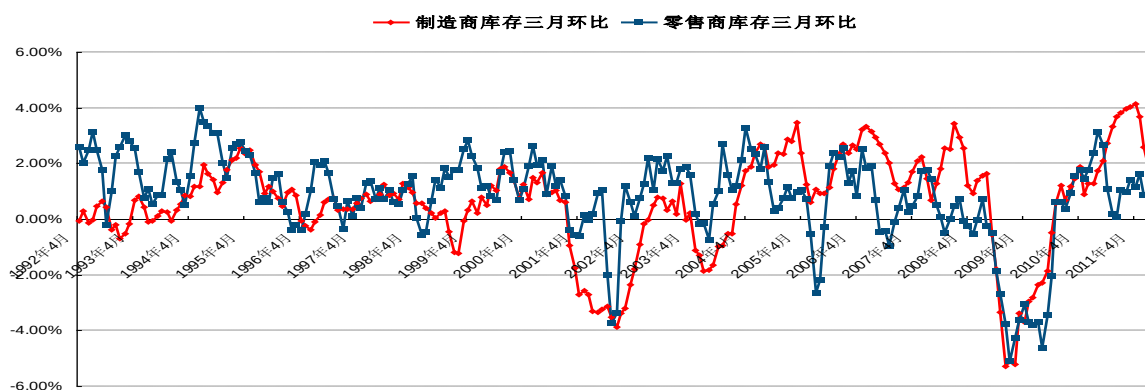


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

3、美国库存周期仍处于去库存阶段

从制造商、零售商库存三个月环比数据看（图 8），直到 8 月份，经济短周期仍然处于去库存阶段。一般零售商库存调整在前，而制造商库存调整的波动更大。目前制造商库存环比增速下降的趋势有所缓和，11 月份零售商库存增速将上升，而制作商库存增速将在底部徘徊。

图 7：制造商、零售商库存三月环比

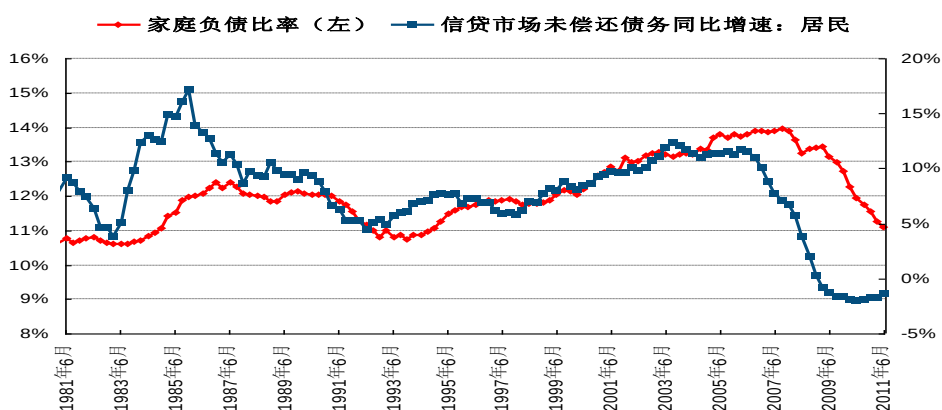


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

4、美国居民去杠杆化过程还没有结束

资产价格下降，预期恶化条件下，居民部门开始去杠杆化过程。当未偿还债务同比增速小于零时，家庭负债比率会保持下降趋势，即居民部门仍然处于去杠杆化过程中。按照未偿还债务目前的增长速度，居民部门的去杠杆化过程还要进行一年以上。所以，2012 年居民消费对于经济增长的贡献是相对有限的。我们估计这个值在 1.5 个百分点左右。

图 8：家庭负债比率、居民部门信贷市场未偿还债务同比增速



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

5、对于美国经济过于乐观，则不切实际

2 季度大家普遍认为美国可能二次衰退，我们一直坚持这是不可能的。而 3 季度公布的居民消费数据、以及 GDP 初始数据给人乐观的想象，但此时必须强调，过于乐观是不切实际的。

美国本次复苏速度注定是缓慢的。这有很多原因，第一、居民部门的去杠杆化过程远没有结束。第二、谨慎动机、惊弓之鸟的企业部门不敢轻易扩张产能。第三、货币乘数大幅下降，货币政策力量有限。第四、解决美国的债务问题必然牺牲增长速度。综合以上因素，我们判断，2012 年的 GDP 增速将在 2% 附近。除非，通过财政政策继续刺激经济，但现在看来这种可能性并不大。11 月份美国的日子可以说是不好不坏，平淡无奇。但由于美元将小幅升值，或拖累美股表现。

三、欧元短期风险缓释，波动冲击仍在

1、短期风险释放

欧洲债务危机的发展存在向大中型经济体传染、向银行危机转化以及欧元稳定性等重大中长期风险，但是，随着德法两国的妥协，欧债救助机制的扩大和完善，将较为有利地改善救援机制的资金缺口问题，对于希腊等经济体的救援的有效性将提高，可以降低希腊债务硬重组的可能性，这对于稳定欧洲债券和金融市场是必要的。

欧债救援的新举措，特别是银行业资本重组的进行，将有效地降低欧债危机进一步传染的风险，特别是防范了潜在的银行业危机。短期内，对于释放债务危机的风险、提高银行业的宏观审慎和微观审慎水平、稳定金融市场的情绪是有益的。

包括银行业在内的私人部门承担希腊主权债券 50% 的资产减计，意味着希腊主权债务已经进行了实质性的硬重组。这虽然可能在 2012 年将希腊公共债务水平从目前的 160% 降低至 120%，为希腊偿付危机的解决提供空间，但是债务的硬重组将使得银行业部门面临更大的资本金压力，如果欧债救援机制的相关政策无法得到贯彻，银行业存在更大的潜在风险。同时，这也可能被其他国家效仿，引发全球性的金融冲击。

希腊债务负担的骤然减轻（据测算债务减记规模将达到 1000 亿欧元以上，接近希腊债务总额的 1/3），EFSF 对“欧猪”各国债券干预能力的倍增（据估计，杠杆化之后的 EFSF 的担保能力将扩大 3、4 倍，达 1 万亿欧元水平），以及欧洲银行业安全性的显著提升，整个欧债危机的系统风险将会得到明显的缓解，短期风险得到一定程度的释放。

2、长期痼疾仍然存在

整体而言，在一揽子协议达成之后，欧债危机的系统风险将较之前有明显的回落，但是系统风险仍处于不能忽视的水平。而且本次峰会在最后时刻通过艰难的博弈与妥协之后所达成的协议都是框架性的，一切的细节内容都还需要等到 11 月份的欧盟财长会议商定，这就意味着在救援框架的具体细节制定与未来的实施过程中，还仍旧存在很大的不确定性，还难免会有很多的波折与纷争。市场的反应可能只是昙花一现。

10 月份采购经理人指数显示（图 10），欧元区的商业活动在不断减弱，法国尤其开始严重放缓（图 11）。不断恶化的前景可能迫使法国政府更大力度地削减预算，以便保护本国 AAA 的信用评级，这会进一步损害法国经

济。在这种条件下，法国不像是个施救者，到更像一个被救助者，这给欧洲局势增加了很多困难。

更值得注意的是，欧债问题的普遍性是制度性矛盾的结果，现有救援框架更多是解决偿付危机引致的流动性困难，而对于提高长期的偿付能力的作用是有限的。新救援措施仍然没有触及欧元区的制度性缺陷，比如财政政策与货币政策的二元结构矛盾，也没有为债务危机的根本解决提供制度框架，严格上并非一个“全面的方案”。债务危机的根本解决在于偿付能力的实质性提高，在于公共收支结构的根本转型，在于欧盟和欧元区成员国经济结构的完善和增长潜力的提升。为此，欧债危机对与全球经济和国际金融市场将是一个中长期的制约因素。

图 9：欧元区 PMI

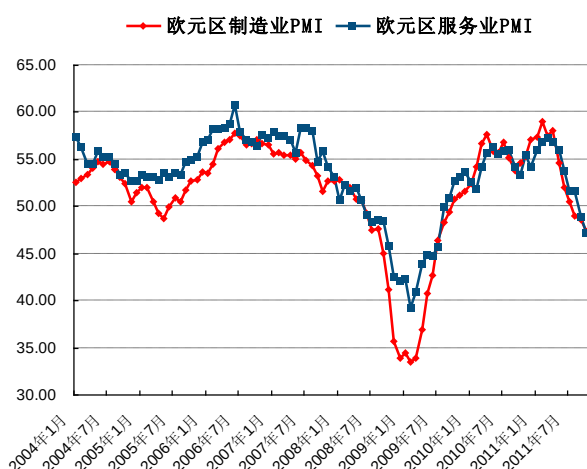
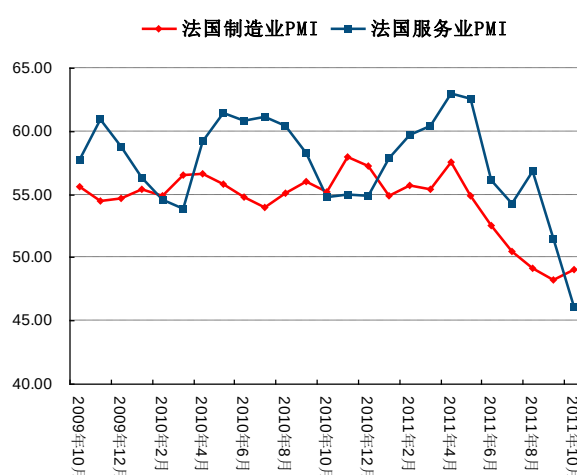


图 10：法国 PMI



资料来源：Bloomberg

3、警惕黑天鹅

欧债危机短期内的风险可能释放，但是，仍然存在发生黑天鹅事件的可能性。

希腊违约

希腊的违约。欧债救援危机的救援新进展，为危机的短期风险释放提供了条件，但是希腊的非理性行为给救援带来了新的不确定性。11 月 1 日，希腊总理突然宣布将针对救援该国的一揽子计划进行全民公投，使刚刚达成的解决欧元区主权债务危机计划处境岌岌可危。这实际上是希腊的政治违约，将给欧债的未来发展带来更大的冲击。最后的结果可能是希腊债务的硬重组，甚至可能引发欧元区的内部分裂，最后导致希腊被“踢出”欧元区。

意大利危机

随着意大利借贷成本大幅攀升，欧债危机重新恶化疑惧再度升温，要求意大利总理贝卢斯科尼下台的声音一浪高过一浪。意大利 10 年期固定利率国债收益率飙升至 6.1%，触及普遍视为该国债无法存续更长时间的水平，并已接近意大利政府 8 月被迫向欧洲央行求援时的收益率水平。欧洲央行 10 月 31 日持续在市场上买进意大利国债，以阻止意大利的借贷成本进一步升高，惟意大利国债的风险溢价仍持续攀高，10 年期意大利国债收益率周一收盘时较德国国债高出逾 407 个基点。意大利是欧债危机发展的关键环节，如果意大利发生债务危

机，那将是系统性冲击。

银行业危机

全球最大的城市银行——法国-比利时合资的德克夏银行(Dexia)的倒闭，引发了全球对欧洲银行业的重大担忧。现在，欧盟要求银行业承担希腊主权债务 50%的资产减计，银行业的风险明显增大。

欧洲银行业抵御风险的能力原本并不强。欧洲银行监管局在欧洲 21 个国家 90 家大银行进行的压力测试显示，欧洲银行业仍需强化其资本金。压力测试显示，截止 2010 年底，90 家大银行的资本充足率为 8.9%，其中 20 家银行一级核心资本充足率低于 5%，需要在未来两年内补充 268 亿欧元的资本金。

欧洲银行持有大量的南欧国家发行的欧元债券。截止 2011 年 9 月底，希腊、葡萄牙、爱尔兰、意大利和西班牙五国未清偿国债本金规模为 2.72 万亿欧元，本息为 3.7 万亿欧元。根据笔者的计算，欧洲银行业对“欧猪五国”的国债本金风险头寸至少为 5100-5700 亿欧元。而参加压力测试的 90 家欧洲大银行 2010 年底的资本金为 12089 亿欧元。欧洲银行业承担希腊主权债券的 50%的资产减计，大致要损失 1000 亿欧元。

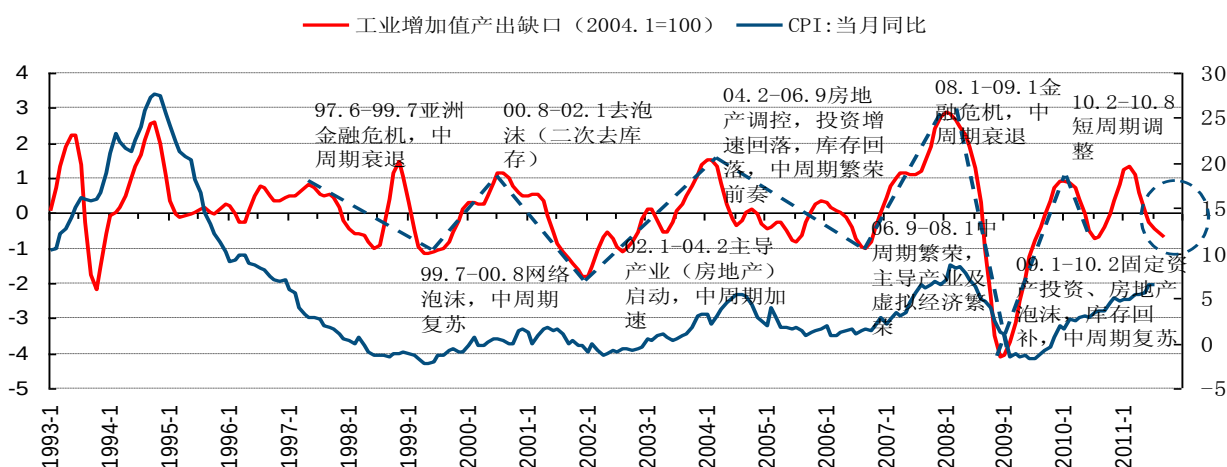
四、对短周期底部的判断

我们在 10 月报中，曾提及此一时刻是市场的窗口时间，即经济短周期底部开始进入检验阶段。根据我们跟踪的指标体系来看，10 月经济数据所显示出的种种迹象，似乎都在验证我们经济短周期底部的结论。

1、产出缺口将触底回升

9 月份的工业增加值产出缺口仍在回落之中，但下行的斜率有所放缓，换言之，虽然周期仍运行在下行趋势，但很可能已经达到底部。而我们一直认为，在这样一个滞胀型的中周期约束下，短周期的调整是温和而短暂的。从工业增加值环比看，6 月份已出现回升，如果按照环比领先产出缺口 3-4 个月看，产出缺口将在 9-10 开始触底回升。

图 11：9 月产出缺口虽仍在回落，但已趋缓，或将形成底部

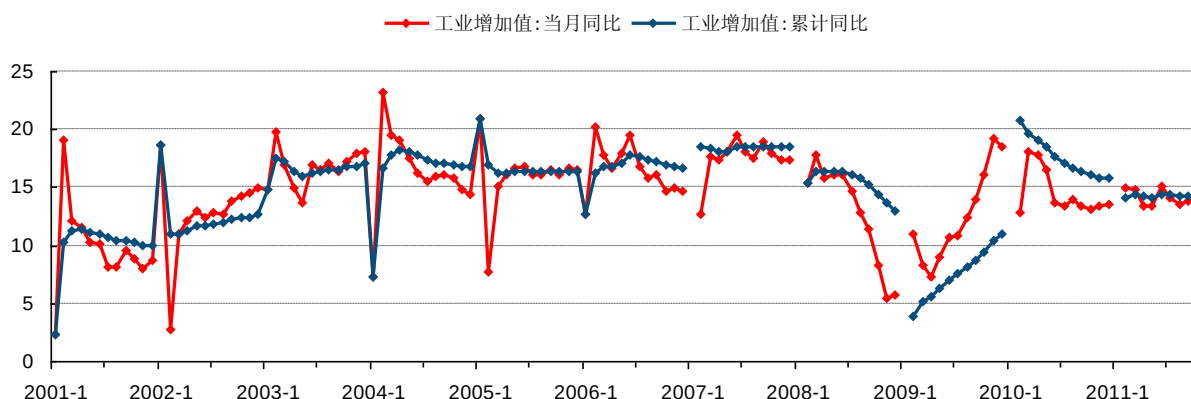


数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

2、工业增加值同比环比均出现反弹

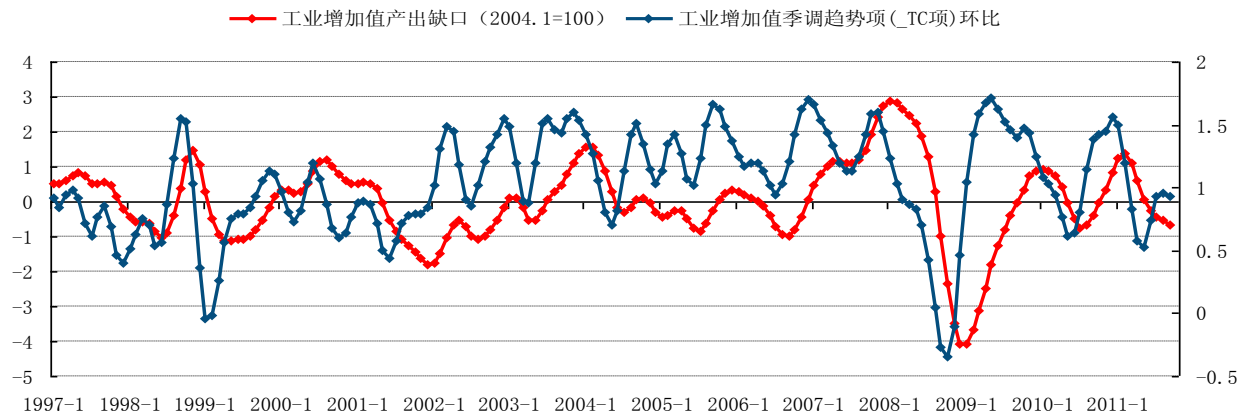
就工业增加值来看，9 月工业增加值同比及环比均出现反弹，尤其是环比，延续了 6 月以来的反弹趋势，虽然令市场“意外”，但在周期框架下却显得合情合理。对于工业增加值的反弹，坚信了我们对于短周期底部到来的判断。

图 12：9 月工业增加值同比反弹



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 13：工业增加值季调趋势项（_TC）项环比连续四月回升

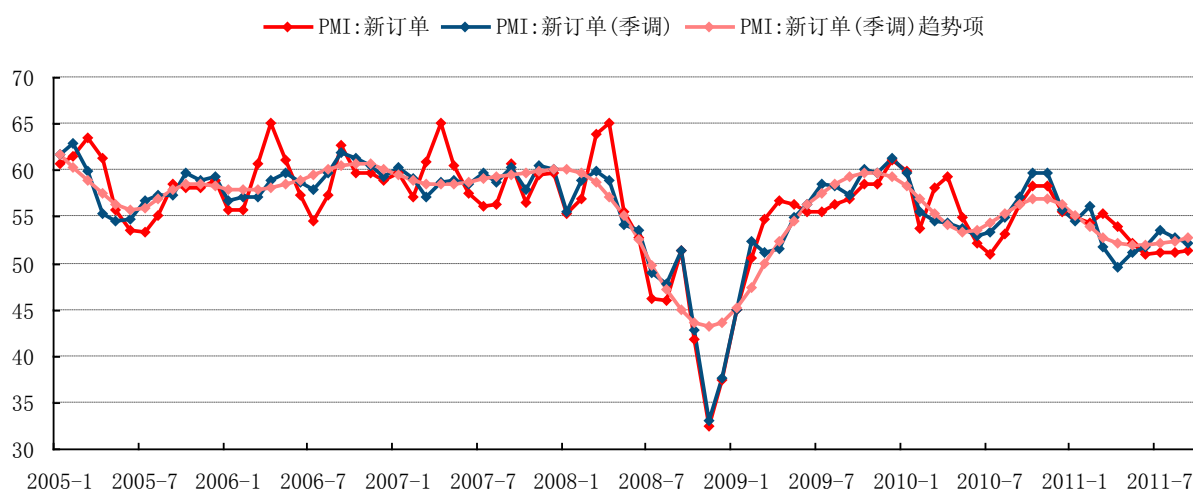


数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

3、PMI 指数（季调）回升

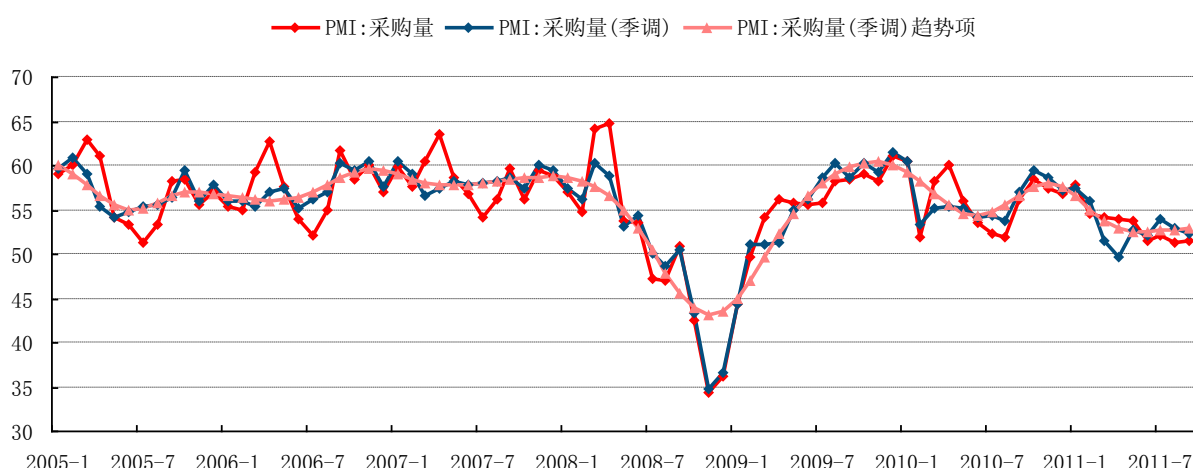
PMI 生产指数季调趋势项领先产出缺口 3-4 个月左右，而 PMI 生产指数季调趋势项环比则领先其季调趋势项平均 3 个月，我们看到 PMI 生产指数季调趋势项环比已连续 5 个月触底回升，6 月份其环比甚至已为正值，那么我们基本能确立此一时刻为本轮经济短周期调整的底部。此外，PMI 的新订单指数、采购量指数也有所回暖。

图 14: 新订单: 季调趋势项持续回升



数据来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 15: 采购量: 季调趋势项底部回升

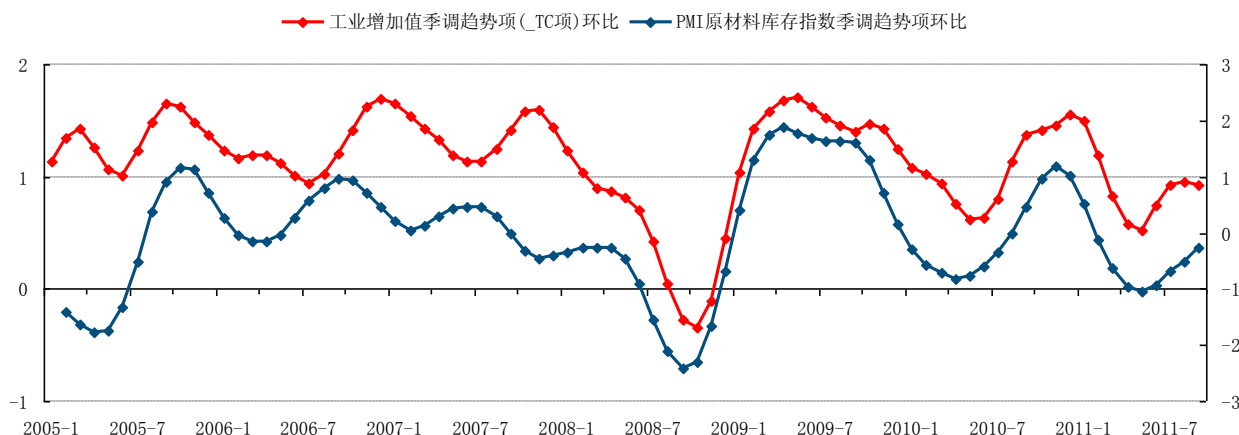


数据来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

4、原材料库存季调趋势项环比回升

PMI 原材料库存环比从 6 月份开始回暖, 意味着我们 6-7 月份工业增加值环比回升是比较坚实的。9 月份的 PMI 原材料库存指数季调趋势项环比-0.27%, 已经接近零轴, 按照这一趋势, 未来 1-2 个月或能看到原材料补库存的开始, 那么短周期弹性或适度恢复。

图 16：工业生产，原材料为先：PMI 原材料库存环比回暖明显

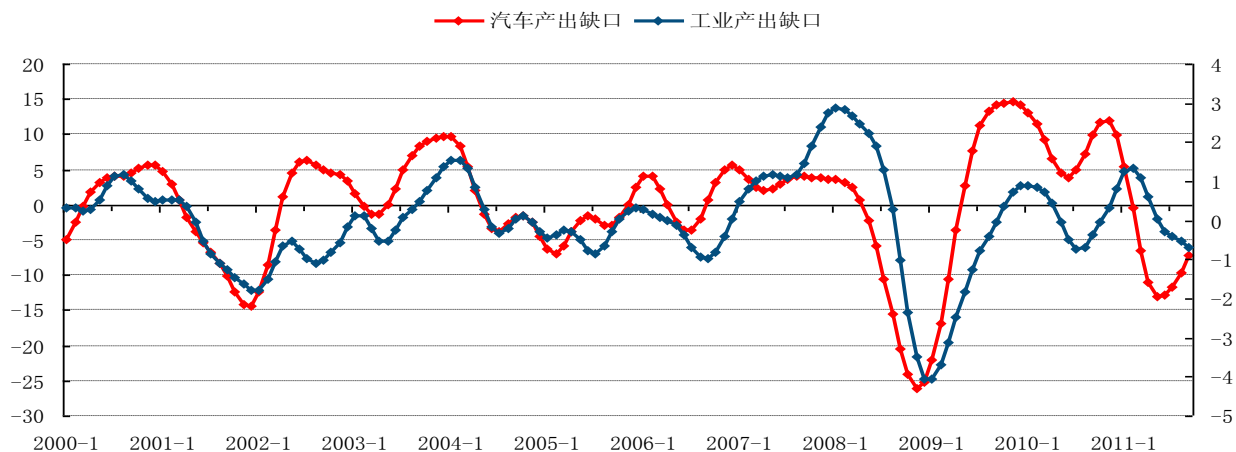


数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

5、早周期行业——汽车行业产出缺口持续回暖

就经济周期波动的一般规律而言，耐用消费品如汽车、地产、家电等是比较典型的早周期行业，最先上升也最先下降。从历史规律看，汽车产量（或销量）领先经济的周期性变化是很显著的，通常情况下，汽车行业的产出缺口领先工业增加值产出缺口 2-3 个月。目前，汽车行业产出缺口已于 7 月回暖，并持续反弹，按照之前的经济规律而言，对于工业增加值产出缺口的回升也是可以期待的。

图 17：汽车行业产出缺口领先工业产出缺口大约 2-3 个月



数据来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

根据以上数据的分析与论证，我们基本可以判断，经济短周期的底部已经到来，未来一段时间经济整体将趋于稳定，目前市场所预期的悲观情景（四季度和明年一季度都将由于调控原因而惯性下滑）并不会出现。如果考虑由于通胀回落而出现的政策放松，我们相信经济的弹性反而可能有所恢复，超预期的情况也是可能出现的。

五、周期力量、结构恶化与政策博弈：反弹的持续

1、经济周期与结构恶化进入后半期

短周期底部已经出现

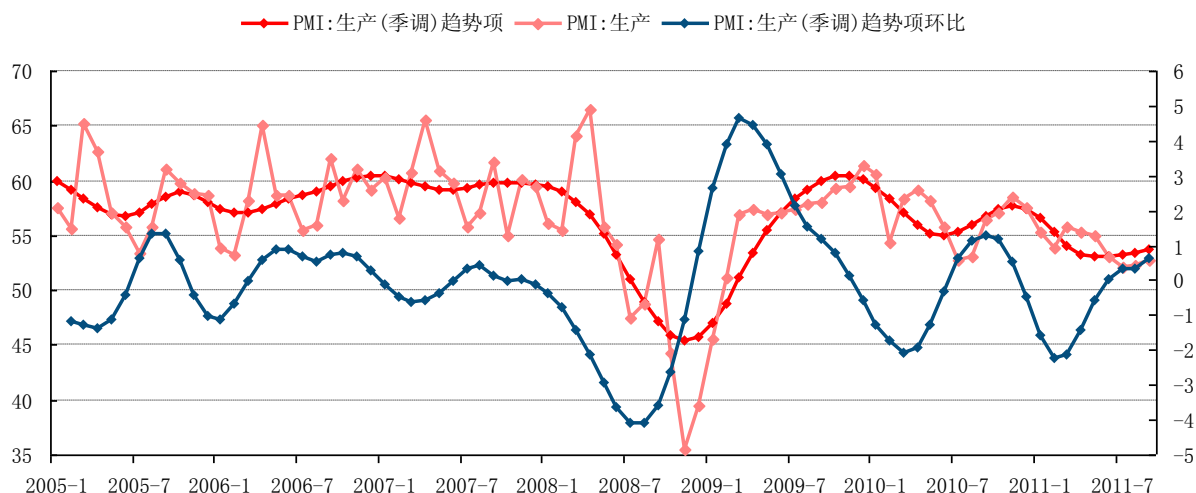
2010年下半年以来，我们一直指出，中国目前的经济正处于一个周期转换的阶段，同时又面临结构性恶化的制约。中国经济的周期转换实际上是一个短周期力量逐步衰竭，向中周期力量中兴的过渡期，加上结构性恶化的因素，经济和市场将出现一定反复性。因为中周期的力量尚没有明显的发挥出来。

2011年3季度以来，我们根据短周期的观察指标已经判断出9-10月份是经济短周期的一个底部，部分领先的行业在9月份甚至之前就见到短周期的底部，而大部分行业则在10月份。当短周期力量衰竭达到底部，并缓慢回升的过程，我们认为市场也应该是一个反弹向上的过程。

10月份之前，实际上整体的短周期力量仍然有向下压制经济增长的趋势，加上结构性恶化因素并没有如市场预期在6-7月份达到一个高点并逐步回落，为此，经济和市场显得更加的纠结而悲观。

但是，我们应该认识到，经济内生的机制及要素配置的模式是经济增长的决定性力量，而经济周期的波动也有它内生的规律性。有时候我们在看到经济或市场底部回升的时候，并没有明确看到内生力量的明确变好，但是经济和市场就缓慢回升了，这实际上包含了我们可能忽视的周期性因素。

图 18：PMI 生产指数季调趋势项连续 2 个月回暖



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

10月份以来，我们认为，经济周期的底部已经出现，短周期的制约已经逐步淡去，随着经济数据的环比相对变好，短周期反而可能成为一个利好的因素。当然，这个短周期的回升可能是相对较弱的趋势力量，但是对于我们改变对经济和市场的预期则是有正面作用的。

结构性恶化因素趋淡

在现有的市场和经济环境中，我们最为关心的实际上就是经济内生演进和结构恶化的均衡关系，简而言之就是孰重孰轻的问题，或者说在不同的历史阶段中，是经济的内生力量占据主导，还是结构性恶化的约束占主导。但是，此前由于中周期力量没有明显启动，短周期又是趋势向下，经济和市场似乎面临一种“双杀”。

在关注了上述的周期演进之后，实际上，我们更加关注结构性恶化因素的演进。根据我们的观察和研究，我们认为，此前严重制约经济增长的结构性恶化因素，比如通货膨胀及成本压力、房地产泡沫、人民币升值以及政策的过度紧缩等，已经开始逐步地进入政策的观察期，甚至是预调微调期间，结构性恶化最为紧张的阶段已经过去。

周期力量将逐步发挥主导

结合中国的实际，现在市场纠结的无非就是未来的经济内生力量能否真正兴起，而成本上升、资产泡沫、升值等等这些结构性问题的冲击能否逐渐淡去，或者说是经济增长在短周期底部之后能否明显回升，市场能否迎来一个较大幅度的反弹。

经济回升的基础就是内生动力的所在。如果根据四部门的分析，可以看出，出口对经济增长的贡献并没有如预期的那么差，消费基本是平稳的，而投资则处在相对的高位，仍然是中国经济内生的第一大动力，政府支出可能受制于债务问题有所放缓，但是支出的总体规模仍然在增加，特别是民生工程仍在持续投入。整体看，经济增长的大幅恶化的力量并没有存在，经济可能存在一个自我的修复和调整的过程，经济增长的速度相对趋缓，而这对于经济增长本身以及市场都不能说是绝对的坏事。

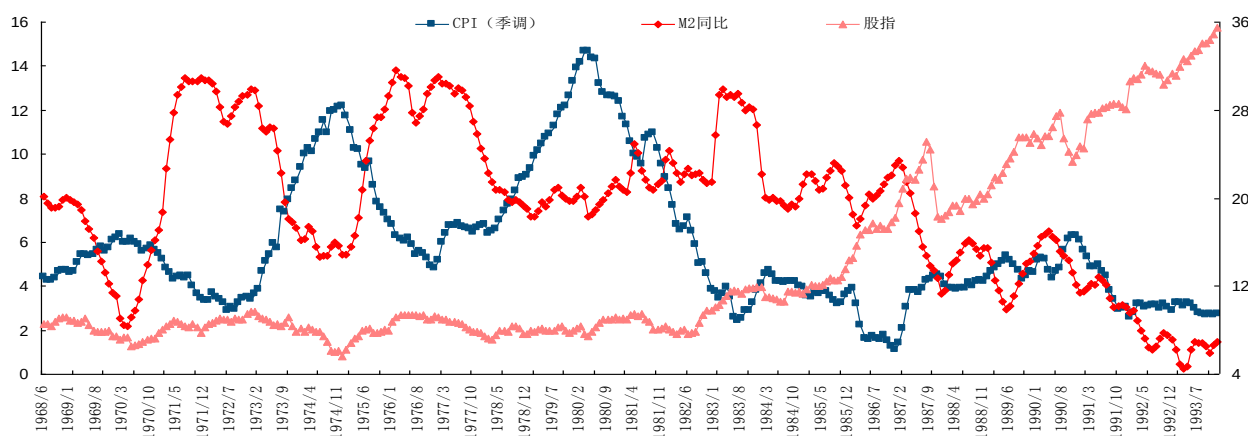
短周期达到底部之后，我们认为经济的内生动力将逐步缓慢恢复。随着结构性恶化的因素的缓慢淡化，经济周期的力量将更加具有主动性，加上内生力量的逐步恢复，我们认为经济没有存在“二次探底”的风险。相对于金融危机 6.1%的“低速”增长，如果能保持在 8%以上的增长幅度，那中国经济仍然是健康的。

2、通胀逐步回落，成本适应提升

成本冲击是实质性制约因素

根据美国的历史经验，成本冲击是美国内生经济增长的最大的结构性制约因素。在美国“再工业化”的进程中，两次石油危机带来了巨大的成本冲击，使得美国的产能利用率大大降低。第一次石油危机期间，美国工业的产能利用率从 70 急速降低到 46，大跌了 35%。第二次石油危机期间，产能利用率也出现了大幅下跌的情况，从 68 下跌到 37，下跌了 46%。在第二次石油危机之后，美国再工业化进程基本结束，美国经济向更高质量的生活阶段迈进。同时，美国经济增长中枢随之下移。

图 19：成本冲击是经济内生增长和市场运行的最大制约之一（美国的经验）



数据来源：CEIC

从在经济增长的新的中周期的前期，成本压力负面冲击大于经济的内生动力，而在中后期，经济内生的动力弥补了成本负面冲击对经济产出造成的影响。但是，在中周期整个内生发展过程中，成本冲击都是一个明显的制约因素，只是其边际冲击逐步淡化，特别是对于股票市场高通胀是一个持续的压制因素，即使在流动性宽松的条件下也是如此。

考察美国当时的成本冲击，主要体现在两个方面，其一是由于原油价格上涨导致的原材料成本的冲击，第二次石油危机使得微观企业和居民面临严重的外部性冲击，在面对这一冲击时，企业只能是削减产能，居民只能减小消费。但是，随着石油危机逐步变淡，原油价格的冲击开始减缓，企业产能利用率开始快速上升，带来了中周期的强烈复苏阶段。

其二是劳动力成本上升带来的要素分配的结构性变化。在上世纪 60 年代之后，美国工资指数的增长进入一个加速期，在第一次石油危机之后，为了应对不断上涨的消费者物价水平，工人工资也要求进一步上升，为此，美国进入一个工资上涨的螺旋，这对工业生产造成的影响更加本质、更加具有持续的冲击力。工资同比增长速度在两次石油危机形成了两次高峰。

美国劳动力成本的上升及其导致的对经济内生的压力，这与中国目前正在面临的刘易斯拐点及其造成的人力成本持续上升的局面是相似的。为此，我们认为，人力成本压力将是引致中国的中期成本压力，从而使得经济的内生增长收到一个持续性的压力，经济增长的动力为此相对不足，周期转换特别是中周期的力量发挥相对不顺利。不过，市场对此已经有了相对明确的预期，似乎也在接受这样的现实趋势。

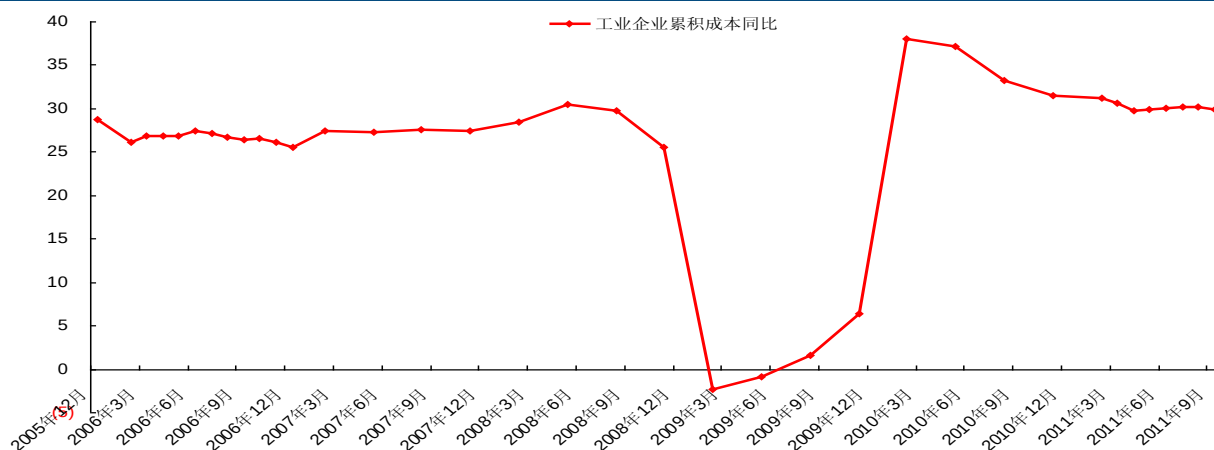
中国企业成本适应已经开始显现

由于中国的工业化已经完成了起飞阶段，并向成熟阶段转换，中国面临的结构性问题就逐步显现出来，并且对经济内生增长带来冲击，此前的通胀高企及其成本压力给企业的营收和利润造成了明显的冲击。特别是，中国刘易斯拐点的到来，使得农业和农村部门的劳动力无限地向工业和城市部门转移的过程面临拐点，使得中国的人力成本无法回归到此前的低水平。

金融危机之后，成本压力的上升已经成为一个趋势性，可以看出，在金融危机之前，中国工业企业累积成本同比增长速度在 25-30% 左右，呈现一个小幅上扬的过程。但是，金融危机之后，中国工业企业的成本同比速

度已经是在 30%之上了。2011 年以来，基本稳定在 30%，近期略微下跌，但是仍然接近 30%。

图 20：中国工业企业成本变化

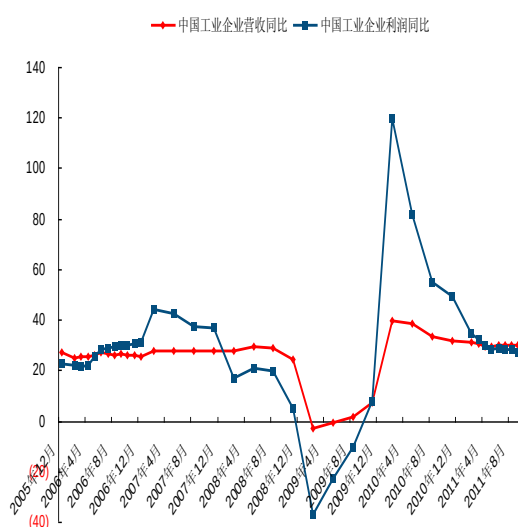


数据来源：Wind

成本的冲击确实给经济和企业带来了明显的负面影响，2010 年以来，虽然中国工业企业的营业收入增长速度比较快，但是工业企业的盈利增长速度则明显下降，2010 年四季度以来，企业利润的增长速度开始低于营业收入的增长速度，利润率在降低。

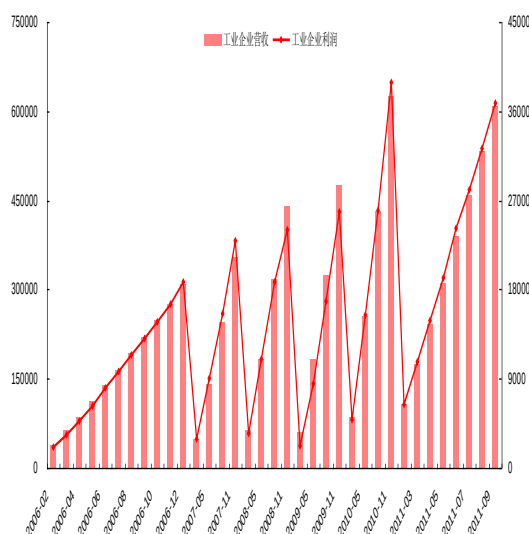
不过，整体而言，中国工业企业的营业收入水平仍然保持在 30%的增长速度，虽然利润率水平有所下降，但利润整体水平并没有明显下降，为此，企业目前处在一个成本适应的过程之中，随着外围原材料价格、内部人力价格和消费品价格有所回落或者上涨幅度有所降低，那企业成本适应的弹性就会发挥出来，利润率可能有所反弹。

图 21：中国工业企业营收与利润同比



数据来源：Wind

图 22：中国工业企业营收与利润



数据来源：Wind

3、政策紧缩高峰已过，预调微调阶段到来

政策调控将更加灵活

政策紧缩是 2011 年的政策基调。在 2011 年中央经济工作会议中制定的政策基调是“积极稳健、审慎灵活”，但是在实行的过程中，基本是上变稳健货币政策为紧缩性政策，宏观调控基本实行审慎原则，而政策的灵活性在 2011 年 10 月以前是没有体现出来的。

2011 年以来，中国政策持续紧缩，主要致力于治理 4 万亿投资和 10 万亿信贷导致的过度刺激的不良后果。过度刺激的结果主要体现在三个方面：一是通货膨胀的持续走高，而且呈现的是中期走势；二是泡沫化程度较为严重，特别是房地产部门；三是地方债务问题的潜在风险较为明显，并且持续显现化。

在三个过度刺激的后果的治理达到一个阶段之后，政府在面对经济增长下移、失业率提高和外围环境不利的条件下，进行密集调研，强调经济增长等方面发生的趋势性变化，并释放了宏观调控应该“适时适度进行预调微调”的政策信号。

10 月底，随着国务院“预调微调”信号的释放，我们认为，2011 年政策调控中的灵活性将呈现出来，主要会体现在财政政策的结构性变化，更多向新兴产业和民生工程倾斜；在货币政策上，将主要体现在信贷的结构上，主要向大型项目、在建项目、新兴产业、中小企业以及民生事业提供适宜的信贷支持。

通胀管理的政策压力趋缓

根据我们宏观的研究，通胀压力仍然明显。三季度通胀压力依然很大，CPI 将高于二季度；四季度主要由于翘尾因素减弱，CPI 同比下降速度较快，但 CPI 环比增速依旧较高。2011 年全年 CPI 或达 5.5% 左右，通胀中枢将显著提高。

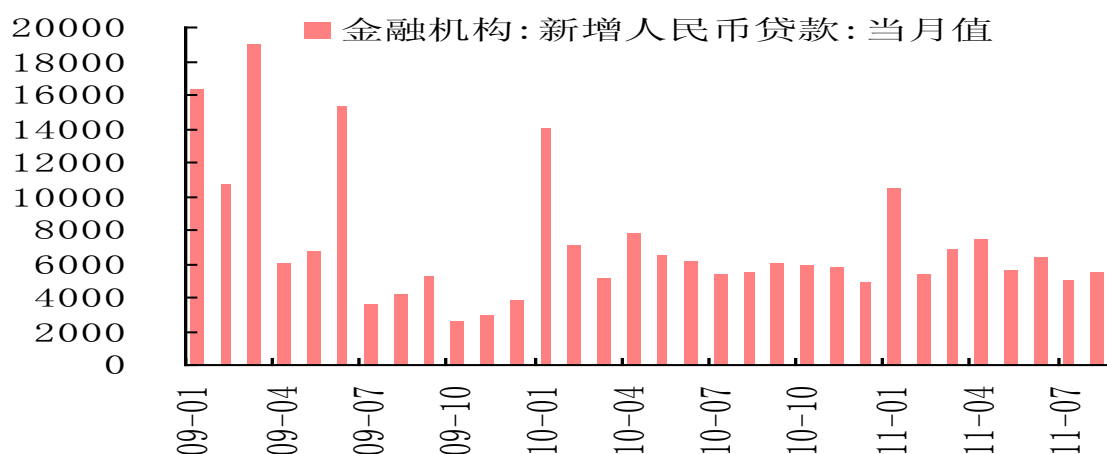
从政策的基调和次序看，管理通货膨胀是最为主要的政策目标。从 2011 年以来，通胀的持续高企，特别是食品价格的大幅飙升，使得经济增长的社会基础面临压力，影响到经济和社会的稳定，政府的政策目标将是十分明显的。2011 年 10 月份以来，蔬菜、鸡蛋、肉类等的价格有所回落，这对于通胀压力的缓解是有一定的利好的。同时，外围大宗商品价格大幅下跌，也给输入性通胀的压力带来了缓释的空间。

信贷、准备金是放松的选择

有消息称，央行将今年信贷的规模定在 7.5 万亿，这对于 11 月和 12 月的信贷增长以及市场的流动性，将是一个明显的实质性利好。这可能是货币政策放松的第一步。

虽然，通胀压力仍然存在，但是，政府针对通胀的宏观调控的政策压力将逐步缓解，这意味着货币政策压力将有所缓解，近期加息的可能性降低。央行可能更加注重流动性的管理，目前流动性紧缺的程度可能有所显现，未来存款准备金的调整或者已经成为一个现实的政策选择。这可能是货币政策放松的第二步。

图 23：新增人民币贷款（亿元）



资料来源：wind，中信建投研发部

房地产紧缩政策将维持

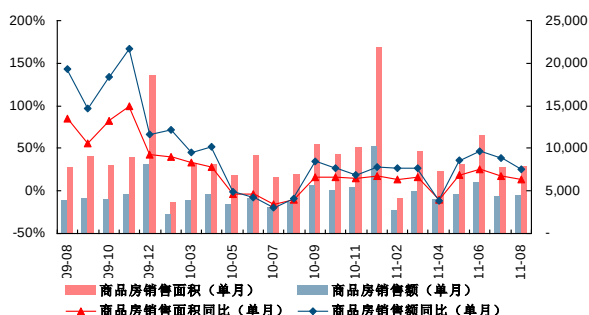
“佛山政策一日游”显示了房地产紧缩政策的瓶颈。目前看，很多城市因为限购导致土地收入的大幅下降，地方财政面临较为明显的压力，地方政府实际上不愿意放弃房地产行业的高增长，只是迫于中央的政策而无力改变。

“住建部限购无奈论”则表明了中央主管部门实行行政手段的无奈，已经未来政策可能出现微调的可能性，中央层面的限购政策的压力也将逐步面临调整的压力。

“珠海双限令”显示房地产政策放松仍有待观察。10月31日晚，珠海市政府紧急出台房地产调控政策，从11月1日起对珠海房地产市场实行限价限购的“双限”政策。限购主要针对主城区（香洲区），限购令施行后，本地居民和在珠海已缴纳一年以上社保的非本地居民，只能在香洲新购一套房。而无社保和纳税的非本地居民不能在香洲买房。同时，该文件还提出限价措施，规定报备项目的住房平均价格超过珠海市2011年度房价控制目标即11285元/平方米建筑面积的，价格主管部门暂停备案，商品房预售管理部门暂停核发商品房预售许可证。珠海双限令的出台表明政府对房地产的调控短期内不会放松。

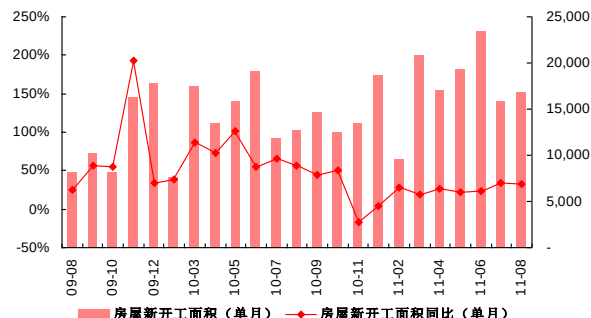
目前房地产销售面积和销售额尚没有明显下跌，同时新开工面积仍然保持在高位。为此，我们认为，在房价没有明显下滑的“政策效果”显现之前，房地产政策很难明显放松。2011年4季度，房地产仍将是紧缩的政策基调。这个趋势甚至要持续要明年的1-2季度。2011年以来，房地产政策一直是持续偏紧的。

图 24：商品房销售情况并不差



数据来源：中信建投证券研究发展部

图 25：新开工面积仍然较高



数据来源：中信建投证券研究发展部

六、反弹从情绪到理性的过渡

从我们的研究框架出发，目前中国经济已经到达了短周期的底部，正在酝酿短周期回升的力量。同时经济周期、结构性恶化以及政策紧缩等方面的博弈开始出现明显的格局变化，结构性恶化的制约相对淡化，特别是通胀和成本压力的约束相对趋缓，而政策紧缩的高峰已经过去，政策适时适度进行预调微调的可能性正在形成，从货币政策看，最大的可能性是先放松信贷，2011 年整体达到 7.5 万亿的规模，这对于经济和市场都是实质性的利好。

从 A 股创出新低之后的反弹看，本轮反弹是存在一个情绪性的主导因素，与周期性力量共同主导了本轮的反弹。需要承认的是，在反弹的初期，基本都是一个情绪主导的行情，哪怕是一次投资人情感的宣泄，或是我们所谓的吃饭行情的演绎。但是，在反弹持续一段时间之后，市场开始出现分化，这个时候经济内生的力量和（或）周期性的力量的主导性就逐步体现出来，市场的运行从归理性的轨迹。

理性分析看，中国面临的外围环境在中短期内是一个无法释怀的痛。欧债危机的黑天鹅频频飞起，意味着 2011 年和 2012 年可能都不是一个太平年，希腊近乎“流氓”地宣布要为债务危机的救援的新进展进行全民公投，将欧债危机的发展置于新的不确定之中。如果它还如此固执地认为需要通过公投像决定政体一样，来决定救援的合适性，那希腊将失去的不仅是时间，更是信任。我们认为，希腊最终的归宿是债务违约，如果还一意孤行，甚至会被踢出欧元区。美国经济在短期内可能无法启动其房地产周期，而其过度释放的流动性对于全球金融的稳定是不利的，在弱美元的格局下，全球经济增长的不确定反而是在增加的，当然，作为一个外围国家，中国实际上已经被这个美元主导的国际货币体系所绑架，我们的能动性实际是不大的。

外围的困境实际上使得我们的市场必须更加关注内部的变化。更根本的是，本轮情绪主导的反弹能否顺利过渡到一个基于基本面及其变化趋势的理性行情中来。我们的判断是相对乐观的，至少在未来 3 个季度，随着短周期的回升、政策的结构性放松，将迎来一个周期性的估值修复行情。我们希望，这个向理性过度的行情，是一个相对向好的行情。当然，如果中期看，则更多地是要考虑在经济增长中枢下移的过程中，要素变化、增长潜力以及内外经济平衡等更加基本和宏观的方面。这将是我们在 12 月的年会中的主题。



分析师介绍

郑联盛：中国社会科学院经济学博士，策略分析师。主要从事宏观经济和市场趋势研究，在经济周期波动、产业结构变化以及工业化理论等方面有较为深入的研究，在经济史、货币政策以及金融稳定机制等领域具有浓厚兴趣。

陈祥生：中央财经大学金融学硕士，策略组组长。长期从事策略研究，把握市场运行趋势，在股市周期、流动性分析等方面形成独特研究视角。2006年入围《新财富》最佳投资分析师。

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

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

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

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

韩松 010-85130609 hansong@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。