

“经济下台阶” 摧毁市场信心 历史底部渐行渐近

——近期市场大幅下跌的逻辑思考和布局建议

摘要:

- 经济长期下台阶担忧在短期经济趋势恶化和政策力度较弱的催化下，摧毁信心，市场加速赶底。短期指标显示底部正在接近，长期震荡市中的短期景气下滑和信心崩溃造就长期机会。

思维逻辑的变化轨迹

- 2011 年以来，我们对中长期的判断是“震荡时代”，但年初对短期行情抱有幻想。这一幻想在 5 月份开始抛弃，认为中小型公司将面临“大浪淘沙”，7 月份提出“适应滞胀适应震荡”。然而，到 10 月底，我们观察到政策态度开始变暖，对底部存有较为乐观的估计。
- 自上周政治局会议以来，我们观察到政策力度是低于预期的。因此在本周一的晨会中提出“变盘”的想法。我们此前预期 1 季度可能是经济的底部，但如果接受了“经济下台阶”的大趋势，就不知道何时是个底了。“经济下台阶”正在摧毁市场信心。
- 我们 10 月底的判断忽略了一些常识：在 CPI 下滑初期，股市的反应是负面的；在资金成本开始下行的初期，股市的反应也是负面的。逻辑也很简单，无论是商品还是资金，其价格下行的原因都是需求低迷，既然需求低迷，经济基本面都是不好的。只有当这些价格下行了一段时期，下行到一定阶段时，才会有利于股市。操之过急。

当前的思维逻辑与观点

- 我们维持金融危机后的长期判断：股市处于一个长期的震荡时代。
- 当前的下跌既是经济基本面恶化的确认（CPI 和资金成本下行初期），也是信心崩溃后的加速赶底（接受经济长期下台阶）。从前一个因素来看，市场应在最后的暴跌后回升；从后一个因素看，市场则要承受长期的压力。综合的结果是：股市暴跌之后的回升空间低于此前预期，但不影响底部回升大趋势，维持 2012 曲折回升判断。
- 投资思路：（1）在市场信心被摧毁的过程中，下跌企稳后积极进行长期布局。（2）选择长期中**分红型**且属于非没落行业的公司，长期持有，这也将是长期资金的主要投向。
- 长期布局思路：（1）中国发展模式变化，从出口导向到进口替代与出口升级，应关注有相对竞争力的制造业部门；（2）中等收入人群扩大的消费——大众品牌消费，重点关注各非耐用消费品中的大众品牌；（3）专业服务，当制造业部门发展遇到瓶颈，为其服务的各类技术与专业服务类公司开始有商业机会，重点从各类新兴产业中寻找具有一定市场基础的公司；（4）制度释放带来的大服务业机会。
- 长期中应放弃没落行业，主要包括：轻工制造、钢铁、房地产、交运、建材。仅在超跌时具有波段机会。

分析师

孙建波 博士

首席策略分析师

☎: (8610) 83571306

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511040002

秦晓斌

策略分析师 总监

☎: (8610) 6656 8746

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511030001

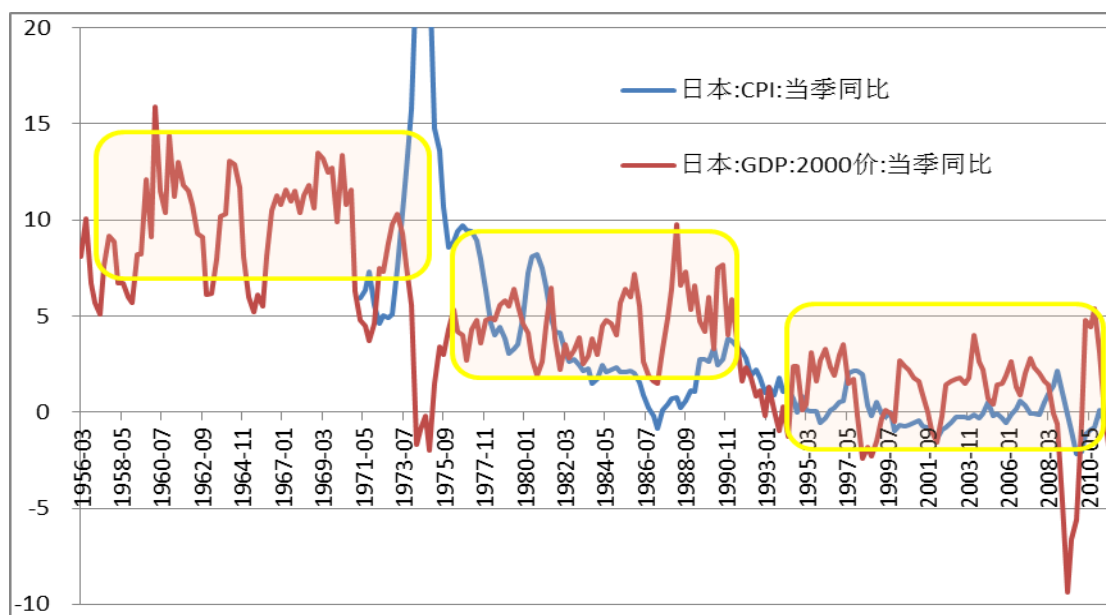
正文

一、经济下台阶不应恐慌，中国不是日本。

经济下台阶的预期让人对底部的预期没有底。大多数预期认为，2012 年的 1 季度是经济的底部，而经济的环比在 2 季度也将明显上行。但如果经济增长下台阶呢？过去 9% 以上的增长下滑到 8% 附近呢？那么，很可能是在 2012 年的各个季度都看不到经济增长的底部在哪里。所谓的“稳”，就难以满足投资者对政策 V 型变暖的要求。这一预期的变化是造成信心崩溃的重要原因，但我们看到，中国不是日本。

我们的邻国，日本，在其经济下台阶的过程中，股市的表现让人心寒。起到了不好的示范效应。

图 1：日本经济 1960 年代以来的三次下台阶



资料来源：wind 资讯，中国银河证券研究部（整理）

图 2：日本股市在 1989 年之后的长期低迷



资料来源：wind 资讯，中国银河证券研究部（整理）

根据国研网发表的各位智囊的观点，中国经济在未来将过渡到中速发展阶段。并不会一下子就到低速发展阶段。股市不致于一下子就进入长期下滑中。我们不应以日本 90 年代以来的股市表现做参考得出长期悲观的结论。日本经济在 1970 年代经历了阵痛，从 1960 年代的高增长向中等速度增速过渡。日本股市的高点正是在 1980 年代的中速增长条件下创出的。在这一时代的末端 1989 年达到最高点。

在长期趋势上。我们维持“震荡时代”的判断。一定程度上，国家的地位决定了股市的高度。在全球产业链中，日本是给美国做配套给全球做生产的高级制造者，有技术含量的活都是日本做了，这一地位是在 1970 年代奠定的，在 1983 年前后的美国危机中得到了巩固。这一阶段的日经指数高度，正是日本的国家地位所在。至于 1989 年的绝对高点，则是民族狂热所致，其时，日本人认为已经超越美国。中国在 2007 年的时候认为自己是世界工厂，能够制造全世界，产生了 6000 点的民族狂热高点。而在加入 WTO 的时候，中国作为低端制造业国家的定位基本稳定了。**但中国的国家地位稳步上升，不可能永远做低端制造业，庞大的内需纵深发展将支撑股市的震荡区间在转型之后上移。**

与日本股市最近 20 年的表现相比，中国未来 10 年的基本面有相对乐观的方面：

(1) 中国不是一下子进入低速增长长期，而是进入中速增长长期，日本的中速增长阶段股市表现较好。中国是一个大国，当前城市化率仍然低于 50%，日本在 1990 年代已经是一个成熟社会。不一样的经济发展纵深决定了中国不可能立即进入低速增长长期。**因此，中国股市优于日本股市。**

(2) 中国股市的高点产生于高速增长长期，全球危机的冲击同时催生了 1664 的低点。中速增长长期相比低速增长长期有更高的资本回报。**不会再次创出新低，2000 点或能守住，加速加速赶底后是长期机会。**

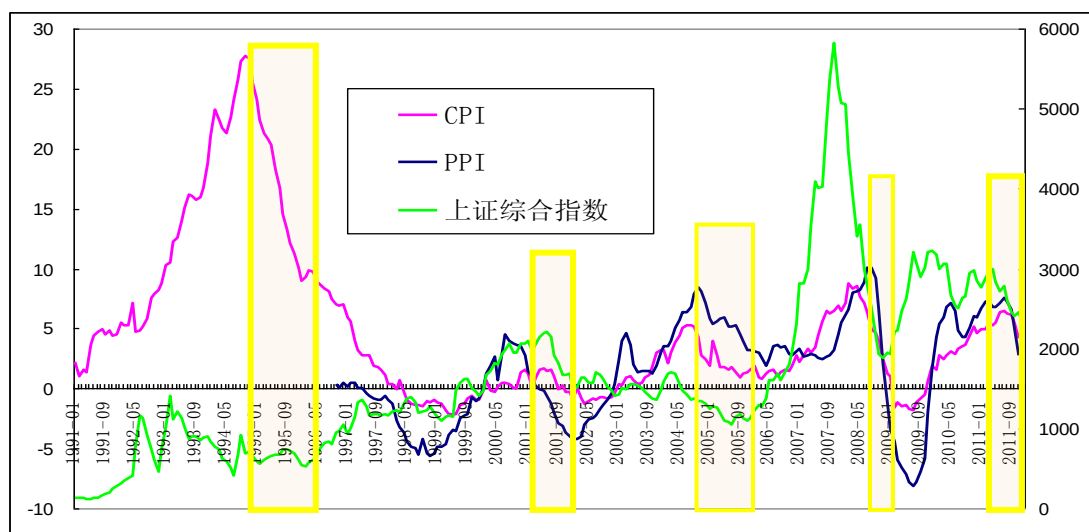
综上所述，中国股市能够维持长期区间震荡，在转型后震荡区间上移。

二、短期指标显示股市正在接近底部，已是最后的悲观

当我们面对政治局对明年经济政策的定调时，当对经济进入中速发展阶段的预期得到强化的时候，这些信息的合集能够触发信心崩溃。当前的经济基本面仍在恶化，这一基本环境不好也是重要原因。

从历史的观察来看，价格是经济的反应，当价格下行时，表明需求变得疲弱。因此，每次物价下行的初期，股市的表现都不好。此时，政策的松动也需要积累才能有反映。

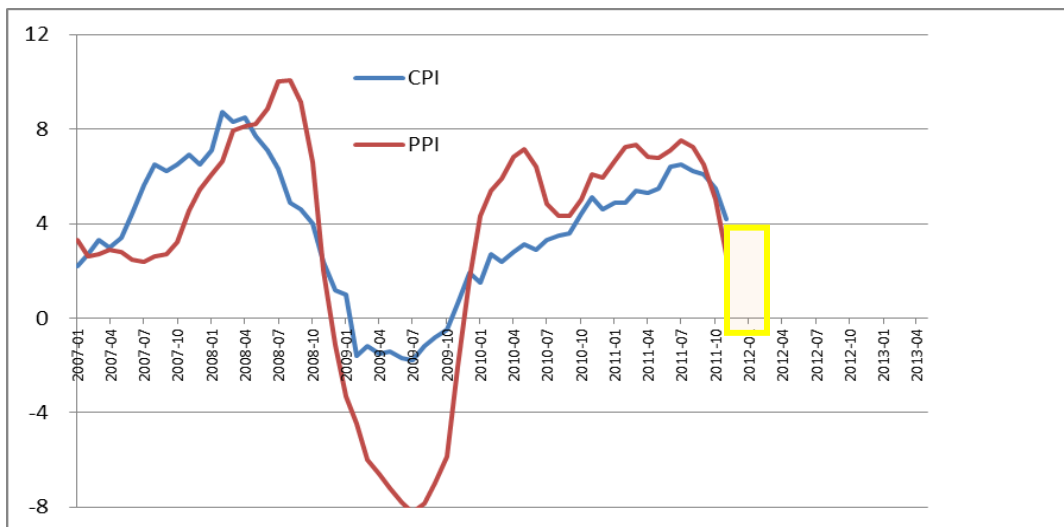
图 3：物价下行的初期需求低迷是主要方面，股市以下跌为主



资料来源：wind 资讯，中国银河证券研究部（整理）

然而，我们也观察到，整体物价是经济的滞后指标。当需求已经低迷，物价才开始下滑。当物价到底的时候，实际需求层面已经先行到底了。在股市的表现上，股市下行一段时间之后，物价才开始下行；当物价到底的时候，股市已经开始上行一段时间了。

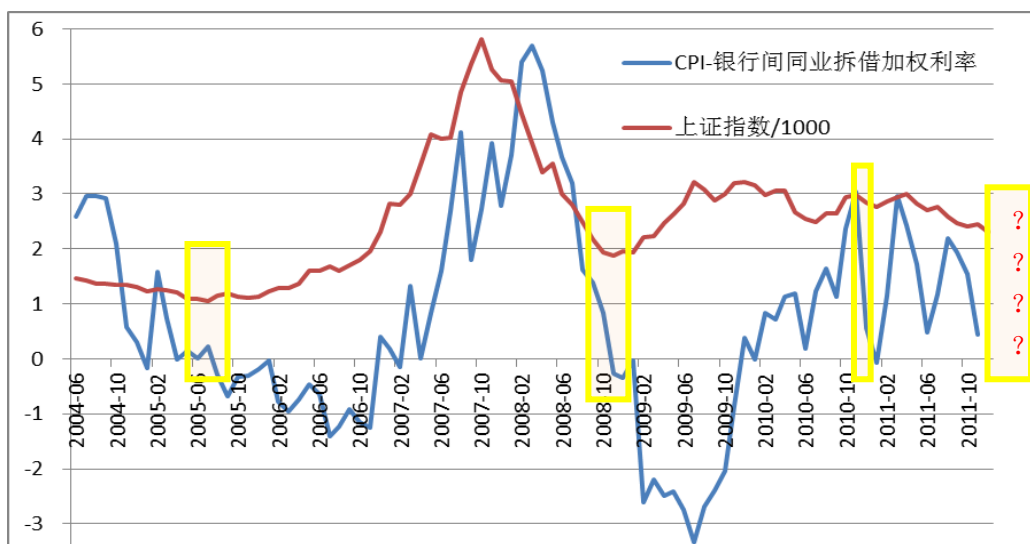
图 4：本轮物价下行的“中间位”大致在 1 月份前后，或对应股市低位区域



资料来源：wind 资讯，中国银河证券研究部（整理）

物价下行到什么样的程度，对应股市的底部呢？也就是说，此时的经济预期触底回升，悲观情绪有望逆转呢？根据有数据可考的历史来看，当 CPI 下降到与资金成本一致的时候，股市有望企稳回升。从历史来看，对资金成本的描述，用银行间同业拆借加权利率较为稳定，我们采用的是 7 天拆解利率。

图 5：当 CPI 下行到资金成本下方时，股市掉头向上



资料来源：wind 资讯，中国银河证券研究部（整理）

从市场一致预期来看，物价将在年底和 1 季度继续下行，我们认为这一差值在 1 月份即有转负的希望。非常巧合的是，当这一差值从负值变为正值的时，对应的是股市掉头向下。今后也值得跟踪。

除了物价指标，库存指标也大致表现出类似的情况。

我们在库存专题研究中发现，当前经济正处于主动去库存的阶段，仍未过渡到被动去库存。当经济前景低迷，而库存处于高位，此时主动去库存对市场的压力是显然的。

在 10 月底，面对这些来自基本面的压力，以及可能随时爆发的对经济下台阶的预期。我们单纯从政策全面变暖的角度认为底部到来失之偏颇。本周一的纠偏显得太晚，已经不具有投资参考意义。

三、观点：震荡时代，加速赶底，长期机会渐行渐近

1、经济长期下台阶担忧在短期经济趋势恶化和政策力度较弱的催化下，摧毁信心，市场加速赶底。

2、我们仍然维持震荡时代的长期判断。但震荡区间向下修正，恐慌性低位不会重现 1664 的前期低位。维持 2012 年曲折上行的判断。因此，一季度（1 月份）应该是较好的布局机会。

3、短期基本面仍然是负面的。短期指标显示大致在 1、2 月份底部回升。我们更倾向于 1 月份。

4、维持 2012 年 1 季度外围压力最大的判断。但决定中国股市的还是自身的因素，外围因素只是干扰。

5、远期的布局上，思路有：（1）中国发展模式变化，从出口导向到进口替代与出口升级，应关注有相对竞争力的制造业部门；（2）中等收入人群扩大的消费，大众品牌消费，重点关注各耐用非消费品中的大众品牌；（3）专业服务，当制造业部门发展遇到瓶颈，为其服务的各类技术与专业服务类公司开始有商业机会，重点从各类新兴产业中寻找具有一定市场基础的公司；（4）制度释放带来的大服务业机会。

6、从中国转型的大趋势看，长期中应放弃的没落行业，主要包括：轻工制造、钢铁、房地产、交运、建材。即便其中的绝对王者也很难带来超额利润。

四、反思：2011 年，与其博弈政策，不如老老实实做基础研究

我们在 2011 年的第一份报告中浓墨重彩地论证了“震荡时代”这一基本时代特征，阐述了震荡时代的经济和历史背景，认为仍需要多年才能走出这个震荡时代，股市很难向上突破，主要的原因是全球性的革命性技术突破仍然毫无线索。

在这一论证的基础上，我们对年初的短期市场保有一定的幻想。认为或有“波段向上”的行情。在 2800 点上方时候做这样的判断，违背了“震荡时代”的长期大背景判断。

在震荡时代里，巩固国计民生是重点，因此我们提出了“传统复兴”，认为传统行业中规模仍能扩张的行业应是投资的首选。新兴方向上的中小型公司成功的比例太低，新蓝筹或仅仅 5%。这一观点在 5 月份的《大浪淘沙寻找新蓝筹》报告中做了详细论述。主要观点是中小型股票需要一次涅槃。

在 7 月份的《适应滞胀、适应震荡》报告中纠正了前期的逻辑混乱。在欧美问题频发之际，系统论证了全球性危机下中国难以独善其身，出口导向型经济体受到冲击不会小。

10 月底，准确地说是 10 月 21 日，我们从各类媒体中观察到政策态度在全面变暖，遂改变看空的观点，开始看多。当时主要考虑的是政策，认为这一政策是主导的。当然，我们当时也考虑到了物价刚刚开始下行，资金成本也刚刚开始下行，根据历史经验，当商品和资金的价格刚刚开始下行的时候，股市是不利的。然而，对政策和博弈的偏爱，让我们忽略了常识。

12月10日和11日的周末，我们认真研读政治局会议的有关新闻稿。认为有几个问题制度重视：（1）求稳的定调是较弱的，有可能打击信心；（2）结合国研网3个月来的智囊文章可以看出，高层已经接受了经济长期下台阶这一大趋势，如果投资者也接受了这一观念，那么1季度经济触底的判断将受到严重挑战。结合过去两周的市场胶着，我们认为市场要变盘。12月12日周一的晨会中，我们提出，市场要变盘。

回顾2011年的研究，尽管搭建了经济和市场长期研究的逻辑框架，但在短期判断上机会主义的行为更为突出。短期机会主义的行为尽管有可能抓到短期的小小浪花，但长期来看是负面的。虽然我们在12月12日作出了变盘的判断，但实际上已经不具备操作价值。

表 1：策略观点变化历程

时间	观点
3月	短期看多：仍有短期波段向上机会； 长期：震荡时代
5月	看空小股票：大浪淘沙寻找新蓝筹
7月	适应滞胀、适应震荡
10月21日	开始看多：政策态度全面变暖 最后的悲观期，最佳的买入期
12月12日	看空：市场变盘在即 最后的加速赶底， 长期机会渐近

资料来源：中国银河证券研究部（整理）

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波、秦晓斌，策略证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

投资策略

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼 上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层 深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn