

经济空白期的反弹后半程

报告要点

■ 衰退的“中场休息”

12 月甚至 1-2 月份的经济状态平稳，可能仅仅只是本次衰退的一个“中场休息”，3 月将是经济再次回归小周期衰退的起点，一方面，“中场休息”意味着，对本次的市场表现仅能定义为反弹，另一方面，再次回归衰退或者说衰退期的延长，印证了我们在 2012 年度策略报告《经济向左，市场向右》中的核心观点，中期潜在增长率的下降延长了本轮小周期的衰退时间，3 月之后继续呈现生产、物价双降的局面。从市场的角度而言，宏观面上的“中场休息”也就仅能够成为反弹的避风港，而不是长时间的反转。

■ 经济数据空白期的弱势反弹

我们把二月的行情定义在本轮反弹行情的尾部，相对于之前的力度，已经开始处于弱势，但是之所以能够维持，主要来源于 2 月经济数据的空白，或者说短周期的有效性继续被难以证伪。第一个层次，是短周期有效性在近期的存在。由于 12 月数据的干扰，市场在此处并不能获得足够的信息以论证当前是衰退的尾声还是中途。因此短期生产的反弹带来了市场反弹。第二、三个层次，是 2 月份是数据公布的空白期，因此这是证伪格局带来的反弹弱势。

■ PMI 指数好于预期，当前经济变化较微弱

1 月制造业 PMI 指数由上月的 50.3 升至 50.5，重回到临界值以上。指数回升明显好于预期。此次好于市场预期的 PMI 将为反弹延续提供另一数据支撑。PMI 分项指标显示当前内需强于外需，春节效应对价格有一定的推升作用，预期价格调整继续趋缓。行业上，有色金属冶炼及压延加工业，以及化学原料及化学制品制造业景气较高。

■ 短期应关注的风险和指标

我们建议关注，接下来公布的 12 月、1 月的工业企业库存情况，如果出现连续的快速下降，那么说明我们原先认为衰退被延长的判断出现了偏差，如果依旧保持目前的缓慢下降趋势，那么 1-2 月份的行情只能是一个反弹。

■ 2 月行业配置建议

我们认为 2 月仍会有一段反弹的中后期，行业上建议关注本月涨幅较小的行业，如医药、信息服务等。

相关研究

《2012 年度策略报告：经济向左，市场向右》，邓二勇，吴邦栋，胡瑞丽，吴春杰，
2011 年 11 月 24 日

分析师：

邓二勇

(8621) 68751691

denggy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120005

联系人：

吴邦栋

(8621) 68751256

wubd@cjsc.com.cn

正文目录

1 经济基本面：衰退的“中场休息”	4
2. PMI 好于预期，经济变化较微弱.....	8
2.1 1 月官方制造业 50.5，连续两个月微弱回升	8
2.2 PMI 库存周期：需求现积极变化，但仍处弱势	9
2.3 PMI 分项指数：内需强于外需，节日推升价格	10
2.4、行业 PMI 的景气分化.....	12
3 流动性与市场供需	12
3.1 货币市场资金	12
3.2 股票市场供需情况	14
3.3 市场板块资金流动	17
4 二月投资策略.....	19
4.1 一月市场回顾	19
4.2 二月配置建议：经济空白期的弱势反弹	19
5 经济周期与大类资产配置.....	20

图表目录

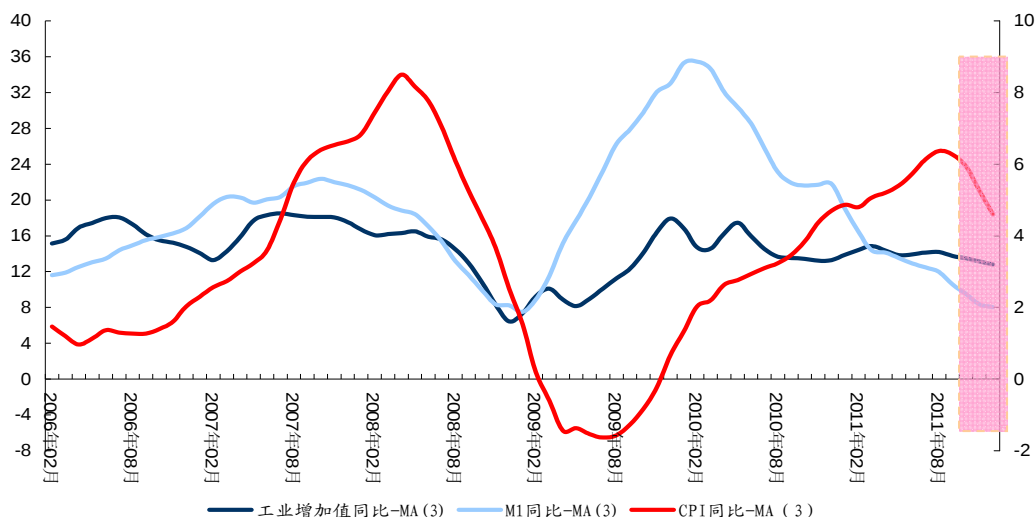
图 1: 战术经济周期宏观经济数据更新	4
图 2: 历年各月份 PMI 变化趋势比较	4
图 3: 工业增加值当月同比及季调后环比	5
图 4: 2011-2012 年 CPI 翘尾因素	5
图 5: 春节效应带来的 CPI 环比增长几乎都能达到 1%以上	6
图 6: 2011 年季调工业增加值环比数据	6
图 7: 历年各月份 PMI 变化趋势比较	8
图 8: 汇丰 PMI 与官方 PMI 走势	9
图 9: 汇丰 PMI 产出与新订单分项指数走势	9
图 10: 融合 PMI 新订单、原材料库存与产成品库存指数的库存周期分析 (季调) ..	10
图 11: PMI 新订单、出口订单与积压订单指数趋势	10
图 12: PMI 购进价格指数与 PPI、CPI 的关系	11
图 13: PMI 从业人员指数与供应商配送时间指数	11
图 14: 货币市场公开市场净投放/回笼情况 (亿元)	13
图 15: 货币市场利率走势	13
图 16: 债券市场融资额变化 (亿元)	13
图 17: 债券融资结构 (%)	14
图 18: 月度解禁情况	15
图 19: 1 月份市场板块资金 (近 20 日)	17
图 20: 近 5 日市场板块资金净流向	17
图 21: 近 20 日资金净流入量前 20 的个股	17
图 22: 近 5 日资金净流入量前 20 的个股	18
图 23: 一月市场行业涨跌幅情况 (%)	19
图 24: 经济周期与资产收益率的典型变化	21
表 1: 2012 年工业增加值翘尾	7
表 2: 12 月官方制造业 PMI 数据	8
表 3: 基于 12 月 PMI 对明年 1 月行业景气度的判断	12
表 4: 月度股票市场发行情况	14
表 5: 审核通过尚未发行的前 20 大公司	15
表 6: 当前的大类资产配置建议	21
表 7: 一月行业配置表	21

1 经济基本面：衰退的“中场休息”

2011 年的四季度我们在小周期的衰退中度过，就宏观周期的监控指标而言，最新的工业增加值数据在 12 月份出现了逆向的反弹，尽管从三个月的移动平均上来看，工业产出仍旧是处在下降的趋势当中，即 12 月延续了小周期的“衰退”状态。衰退的状态延续本无可厚非，但是我们本月想讨论的经济面问题在于：12 月的工业增加值同比出现了步入衰退期后的第一次反弹，同时 PMI 也在 12 月同步反弹、最新库存开始出现了小幅的下降，衰退期也已经历了 3-4 个月，这是传统上衰退期一般的时间长度，所以我们当下需要考虑的最重要问题是，当前是否已经进入了衰退期的尾部，如果这样的话，那么复苏的开始意味着一个持续性较长的市场底部。

对此，我们认为 12 月甚至 1-2 月份的经济状态平稳，可能仅仅只是本次衰退的一个“中场休息”，3 月将是经济再次回归小周期衰退的起点，一方面，“中场休息”意味着，本次的市场表现仅能定义为反弹，另一方面，再次回归衰退或者说衰退期的延长，印证了我们在 2012 年度策略报告《经济向左，市场向右》中的核心观点，中期潜在增长率的下降延长了本轮小周期的衰退时间。

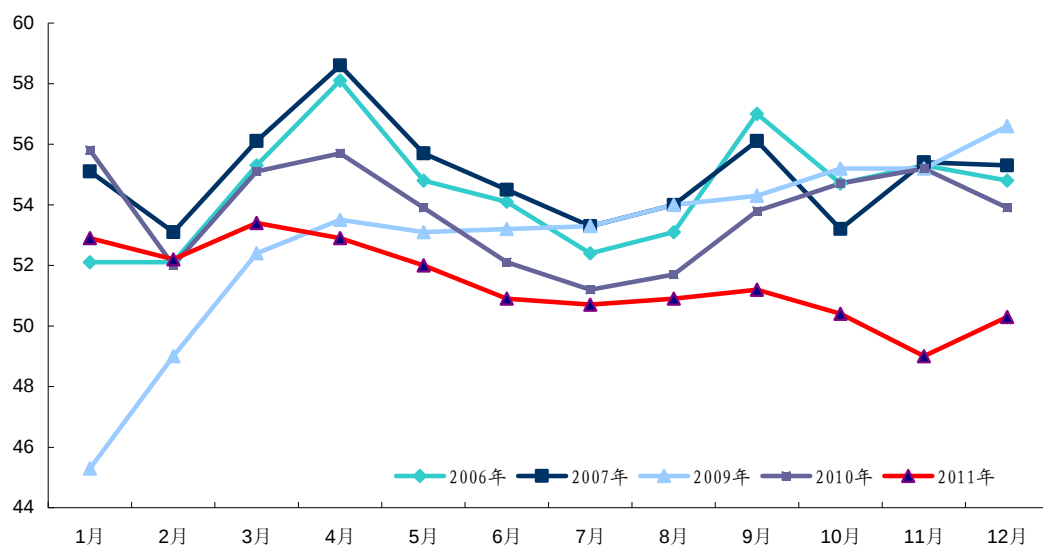
图 1：战术经济周期宏观经济数据更新



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

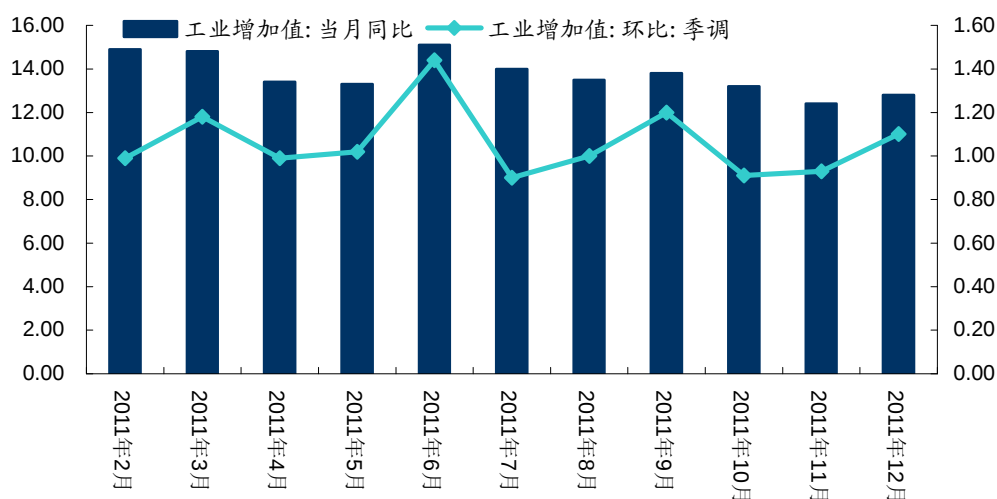
月初公布的制造业 PMI 再次反弹至 50 以上，表明在政策调整下企业家前期对经济过度悲观的预期存在修正的趋势。剔除季节因素影响后的 12 月工业增加值的环比数据为 1.1%。

图 2：历年各月份 PMI 变化趋势比较



资料来源: 中国物流与采购联合会, 长江证券研究部

图 3: 工业增加值当月同比及季调后环比

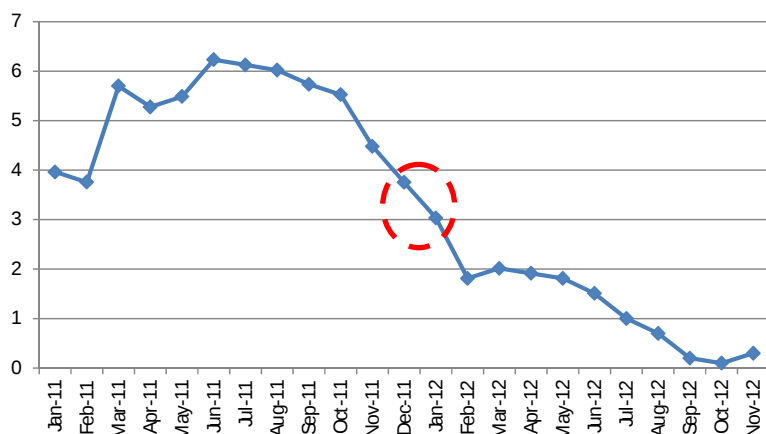


资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

首先, 通胀的共识性较强, 我们认为主要包含两个层次。第一, 春节效应对于本轮通胀当前的下降周期不可忽视, 这使得在一季度中前期, CPI 的同比都有可能维持在当前的 4% 左右的水平, 甚至略微反弹的可能性都很高, 这就是衰退中价格下降的“中场”意义所在; 另一方面, 在假设政策保持当前宽松力度不变的前提下, 不会改变当前通胀下行的趋势, 所以价格的下降在春节遇到的是“暂停”而不是“中止”。

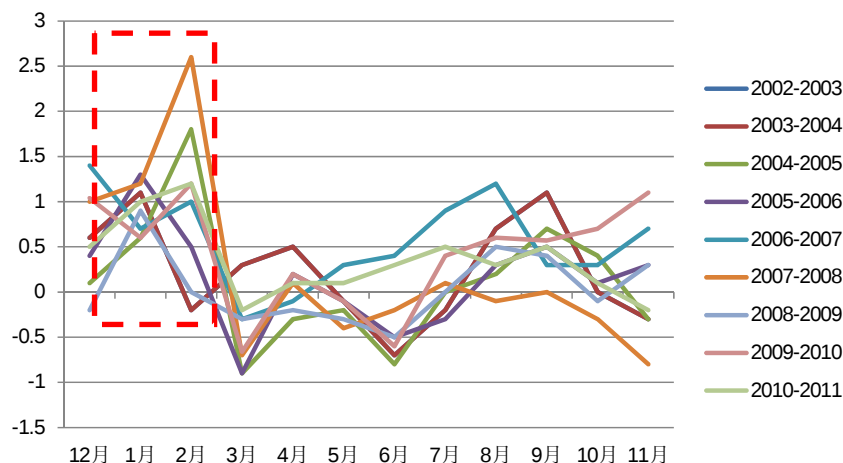
从当前对 2012 年 CPI 翘尾的分析来看, 1 月份的翘尾降低并不明显, 但是自 2 月份之后的一个季度多的时间内, 翘尾将再下一个台阶, 回到 2% 左右的水平, 另一方面, 春节效应来看, 历年的春节对 CPI 环比的影响都大致能达到 1% 左右的增长甚至更多, 这也就意味着, 1 月、2 月的 CPI 确实会有短暂在 4% 左右的企稳, 但 3 月之后将再次回落。

图 4: 2011-2012 年 CPI 翘尾因素



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

图 5：春节效应带来的 CPI 环比增长几乎都能达到 1% 以上

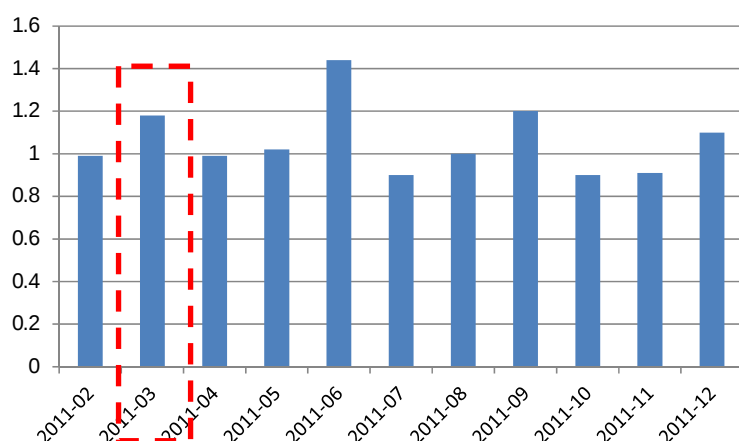


资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

其次，对工业生产的分歧是最关键的。工业增加值能否在未来延续 12 月的反弹趋势是讨论的核心。我们的观点是，尽管 1-2 月份的春节及节后复工对两个月整体工业增量的影响存在不确定性，但是可以肯定的是，年后去年基数的大幅抬高，将会影响到本轮工业增加值继续上升的势头。所以 3 月份之后工业增加值仍旧有一定下降的空间。

从过去两年来看，由于 2010、2011 年春节均发生在 2 月份，并且从去年的季调环比来看，节后一月，也就是 3 月的环比增长受春节影响体现出了较高的增长，这一定程度上弥补了 11 年 3 月翘尾因素偏低给同比带来的影响。但是展望 2012 年，同样 11 年 3 月春节效应给 12 年带来的高基数，但同时 2012 年的春节发生在 1 月份，主要的节后生产效应会体现在 2 月，所以翘尾上 3 月的大幅下降缺少了环比大幅增长来弥补的可能，因此，我们认为尽管 1-2 月的工业增加值同比是否会下降具有不确定性，但是 3 月份开始将会再次拐头向下的可能性很高。

图 6：2011 年季调工业增加值环比数据



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

表 1: 2012 年工业增加值翘尾

2012年月份	翘尾因素
1月	11.25
2月	11.37
3月	6.84
4月	7.86
5月	7.01
6月	5.53
7月	5.48
8月	4.40
9月	3.18
10月	2.22
11月	1.50

资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

最后，结合通胀、工业生产两个方面的判断，我们可以回答在本节开始提出的问题：

第一，春节对通胀的影响作用不容忽视，1-2 月份仍将保持在 4%以上的可能，甚至小幅反弹，但是，3 月又是一个新的翘尾冲击的月份，缺少了季节性的影响，翘尾很可能再次将 CPI 拖向下降趋势；

第二，工业增加值较为确定的是 3 月之后翘尾有一次大幅下降，所以 12.4 能够成为本轮经济底部的可能性仍不大；

第三，结合两个数据的预测，我们基本可以认为，自 12 月的工业增加值反弹开始，较为乐观的情况是，1-2 月份能够成为暴风雨般衰退期中的“中场休息”，但是这并不意味着衰退的完结，本轮小周期受到中期潜在增长率下降影响的可能性较大，衰退的时间被拖长，3 月之后继续呈现生产、物价双降的局面。从市场的角度而言，宏观面上的“中场休息”也就仅能够成为反弹的避风港，而不是长时间的反转。

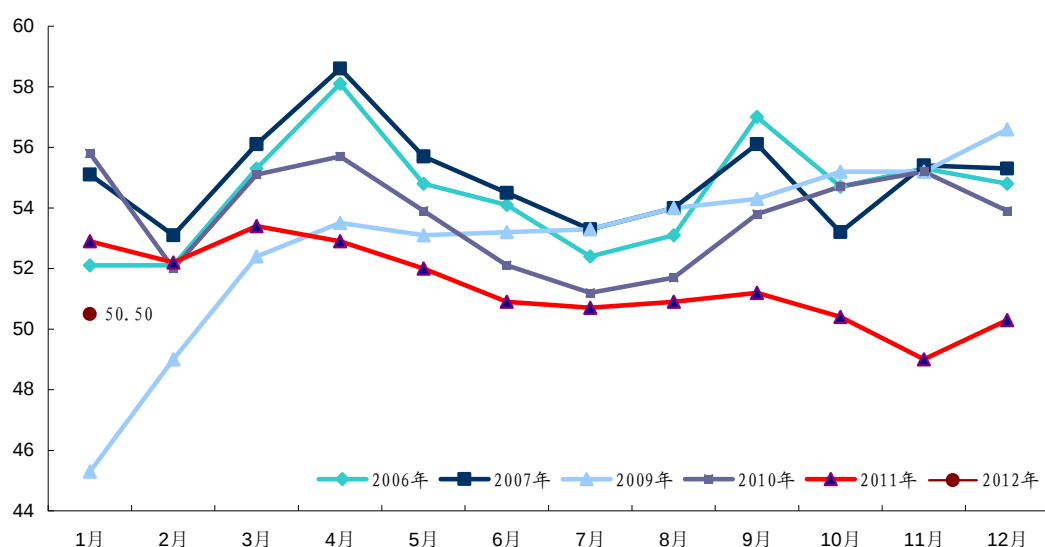
2. PMI 好于预期，经济变化较微弱

2.1 1 月官方制造业 50.5，连续两个月微弱回升

1 月制造业 PMI 指数由上月的 50.3 升至 50.5，重回到临界值以上。指数回升明显好于预期，此前路透商业调查统计的市场对该数据的预期在 50 以下。

针对最新的 PMI 数据，我们认为春节前，在流动性改善与 12 月工业增加值同比数据回升的影响下，市场开始上涨。市场的表现验证了短周期波动在当前的有效性。对于节后市场趋势，反弹进入后半段是大概率事件。此次好于市场预期的 PMI 将为反弹延续提供另一数据支撑。

图 7：历年各月份 PMI 变化趋势比较



资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

表 2：12 月官方制造业 PMI 数据

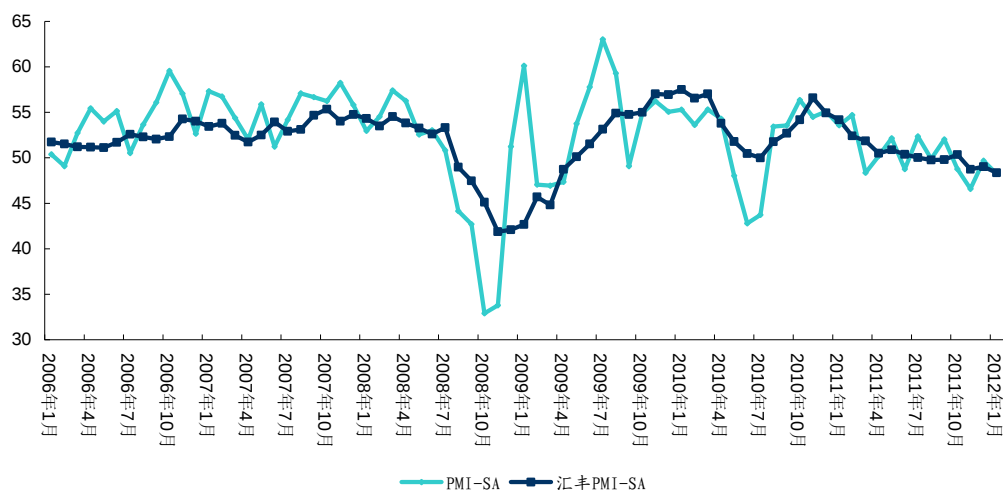
指数名称	2011-11	2011-12	2012-01	较上月变化	持续期数
PMI 综合指数	49	50.3	50.5	0.2	2
生产量	50.9	53.4	53.6	0.2	2
新订单	47.8	49.8	50.4	0.6	2
出口订单	45.6	48.6	46.9	-1.7	1
积压订单	45.2	46.6	43.2	-3.4	1
产成品库存	53.1	50.6	48	-2.6	2
采购量	49.8	50.9	50.2	-0.7	1
进口	47.3	49.1	46.9	-2.2	1
购进价格	44.4	47.1	50	2.9	2
原材料库存	46.7	48.3	49.7	1.4	2

从业人员	49	48.7	47.1	-1.6	3
供应商配送时间	50.4	50.1	49.7	-0.4	3

资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

1月汇丰制造业48.8，较上月仅微弱上涨0.1。虽然该数据较上月有所上涨，但低于50的数据表明中小企业的景气状况是在环比趋于恶化的。

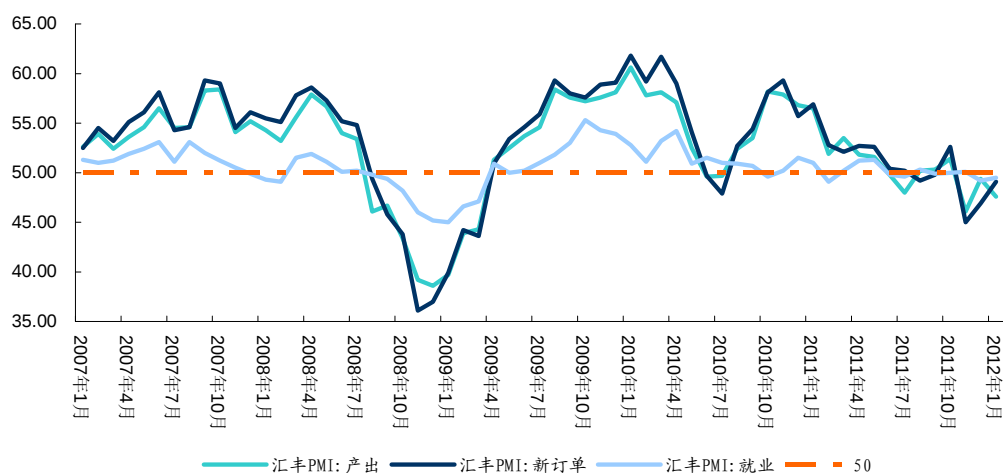
图 8：汇丰 PMI 与官方 PMI 走势



资料来源：WIND，长江证券研究部

与官方制造业 PMI 产出指数持续回升不同，汇丰制造业 PMI 的产出分项是较上月下行的。结合两个数据在统计口径的不同来看，大企业与中小企业的开工状况存在结构性差异。

图 9：汇丰 PMI 产出与新订单分项指数走势



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

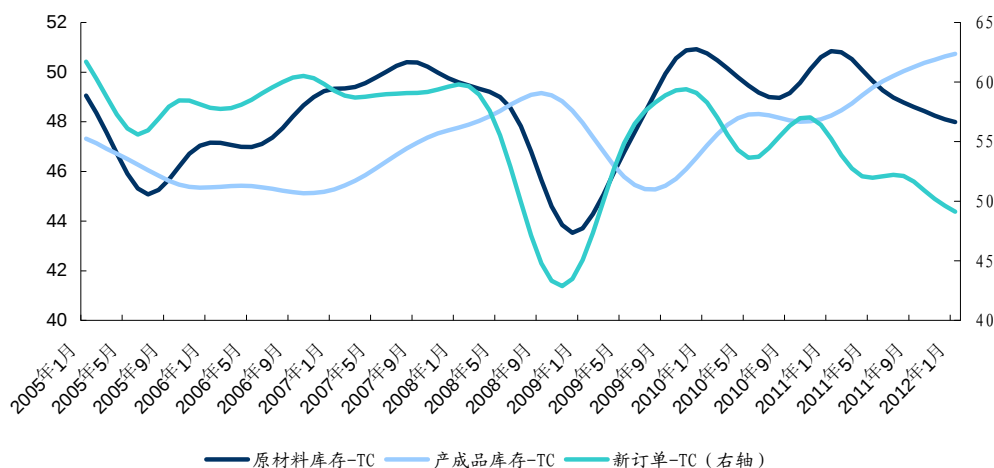
2.2 PMI 库存周期：需求现积极变化，但仍处弱势

从未剔除季节性因素前的数据变化来看，PMI 各分项指数均有积极变化，这与节前需求提前启动有一定的关系。最新 PMI 新订单指数为 50.4 较上月回升 0.6 个百分点，企业家对未来

需求的预期强于上月。原材料库存指数由上月的 48.3 上升至 49.7，仍在临界值 50 以下，这表明原材料库存的积累较上月是回落的；产成品库存指数由上月的 50.6 回落至 48，产成品库存开始下行。综合这些方面来看，在春节因素的影响下，1 月的需求有环比改善。

观察剔除季节性调整后的 PMI 库存周期分析包括的三个指标可以发现，三个指标的趋势与上月一致，并没有出现积极变化。1 月份，经济有季节性的积极变化，但这种变化的程度不及往年。

图 10：融合 PMI 新订单、原材料库存与产成品库存指数的库存周期分析（季调）

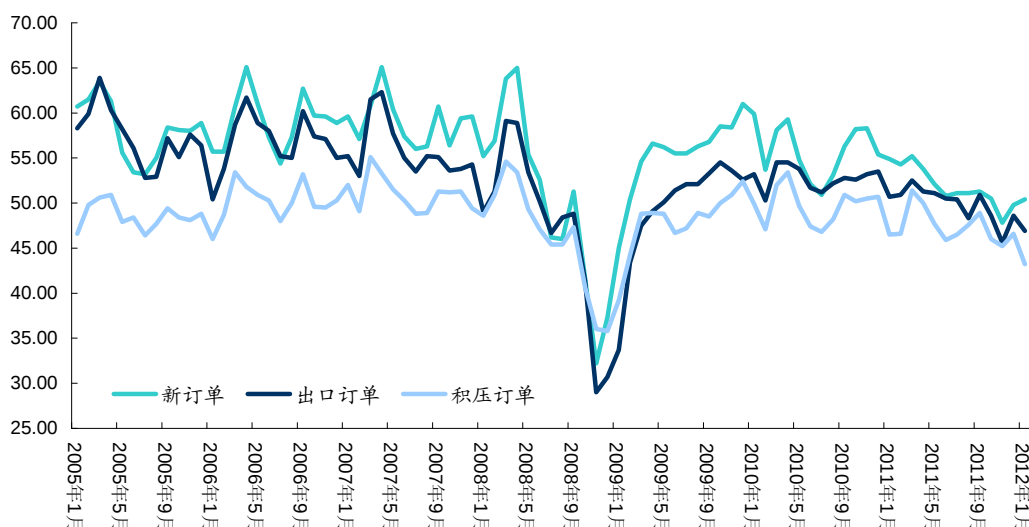


资料来源：CFLP，长江证券研究部

2.3 PMI 分项指数：内需强于外需，节日推升价格

1 月新订单指数延续上月的上涨趋势，回升至 50 以下，由上月的 49.8 上升至 50.4。国内需求受到春节效应的正面影响，而出口订单已连续四个月在 50 以下，且最新的出口订单指数为 46.9，较上月下降 1.7。综合来看，1 月需求呈现为“外冷内热”的局面。

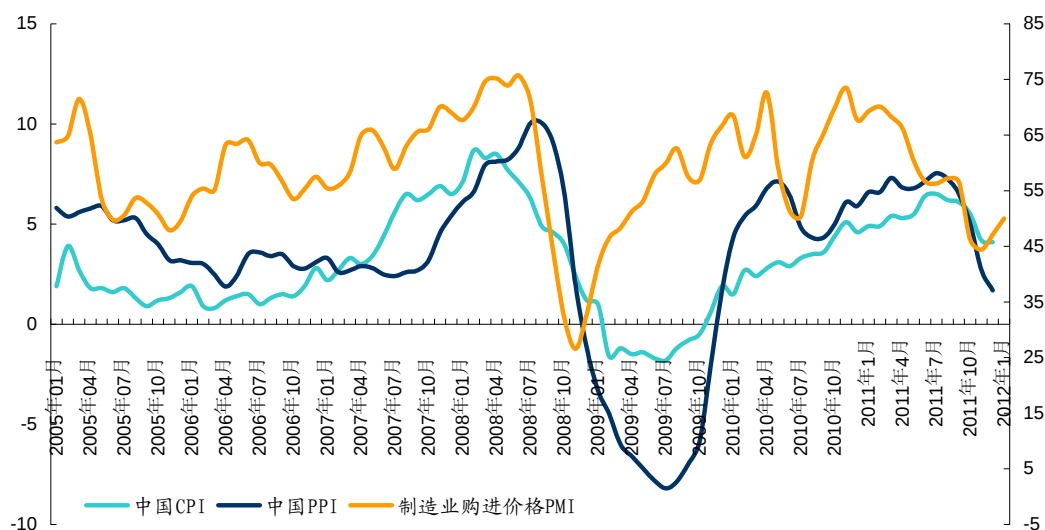
图 11：PMI 新订单、出口订单与积压订单指数趋势



资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

1月PMI购进价格指数较上月增加2.9，为50，表明1月企业家预期价格与12月持平。近期，受节前消费需求增加的影响，价格有上涨的态势，但是这一现象更多的为季节性的。虽然其改变价格回落的中长期走势的概率不大，12月CPI同比4.1%，仅较11月下降0.1%，预计1月的价格指数回落将继续趋缓。

图 12: PMI 购进价格指数与 PPI、CPI 的关系

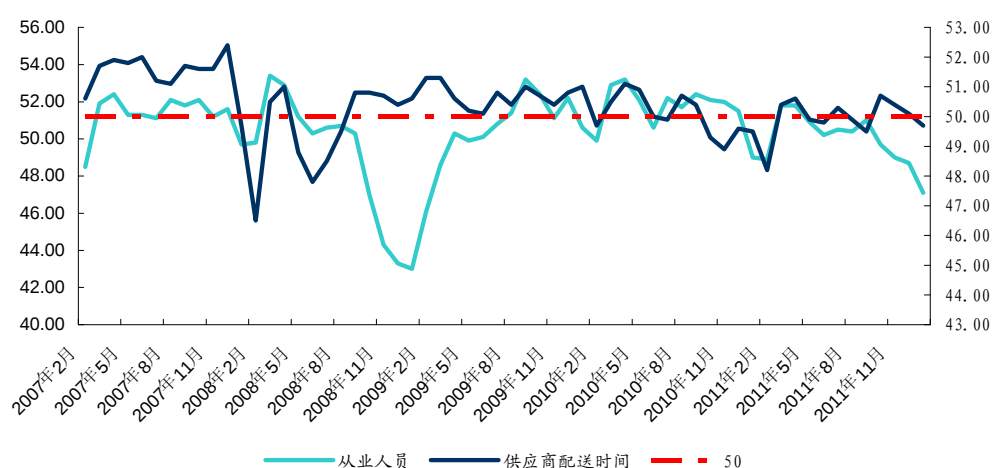


资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

从业人员 PMI 自 10 月降至 50 以下以来持续下降，最新的 PMI 从业人员指数由上月的 48.7 降至 47.1，下降幅度较大。经济减速对就业的负面影响正在加剧。

供应商配送时间回落至 50 以下，为 49.7，企业生产经营中的配送效率增加。供应商配送时间降低反映了原材料供应速度加快，该指标与经济的景气程度存在一定反向关系。

图 13: PMI 从业人员指数与供应商配送时间指数



资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

2.4、行业 PMI 的景气分化

本月各行业处于自身周期的景气情况如下表（关于分析方法的具体介绍参见专题报告《基于 PMI 的经济预测与行业配置》）。

表 3：基于 12 月 PMI 对明年 1 月行业景气度的判断

	Trend=1	Trend=0
PMI CI>0	有色金属冶炼及压延加工业	石油加工及炼焦业
	化学原料及化学制品制造业	
PMI CI<0	专用设备制造业	木材加工及家具制造业
	金属制品业	服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业
	化纤制造及橡胶塑料制品业	造纸印刷及文教体育用品制造业
	非金属矿物制品业	黑色金属冶炼及压延加工业
		交通运输设备制造业
		通用设备制造业
		电气机械及器材制造业
		通信设备计算机及其他电子设备制造业
		纺织业

资料来源：长江证券研究部

从行业自身的景气度周期以及行业相对上月的景气度变化趋势来看，这个月多数行业的两极分化虽较上月有所缓解，但仍非常明显，Trend=1 且 PMI CI>0 的行业景气度较上月有所改善且处于自身行业周期中相对景气的位置，包括延续景气的有色金属冶炼及压延加工业，以及化学原料及化学制品制造业；

Trend=0 且 PMI CI<0 的行业，行业景气度下行，且处在自身行业周期中的位置低于历史平均水平。从 12 月的 PMI 指标来看，景气度下行的行业仍然较多。包括上月景气已经开始下行的交通运输设备制造业、通用设备制造业，以及纺织业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业等。

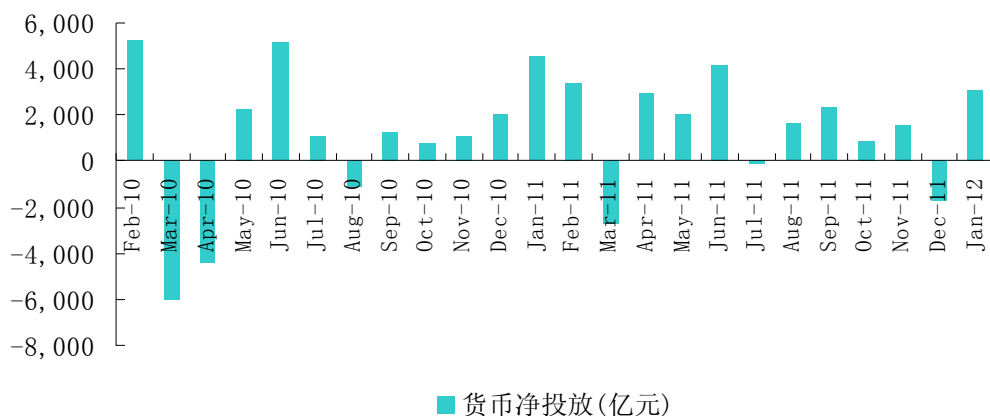
3 流动性与市场供需

3.1 货币市场资金

1 月份的货币净投放量达到了去年 6 月以来的最大值。虽然春节前夕一般会有大规模的货币投放，然而由于假期的限制，货币增量供应的余地有限。所以，1 月的货币净投放量明显上升，基本可以反映出货币政策的放松，当然其可持续性仍有待观察。

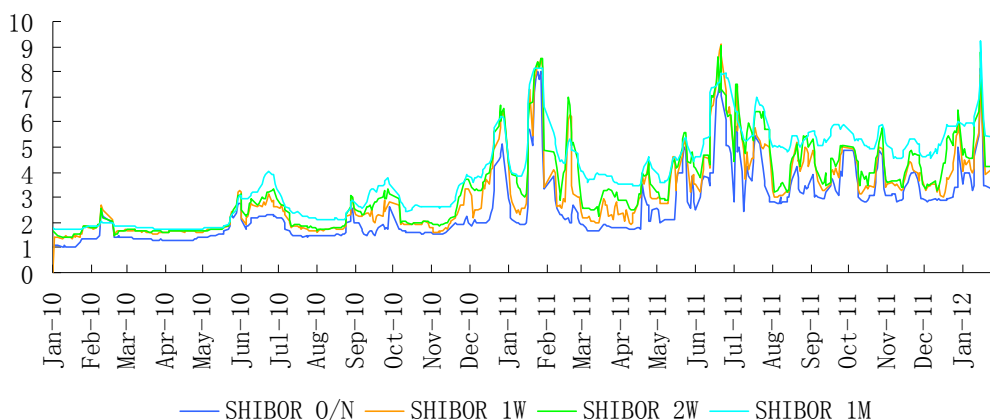
银行间拆借利率的回落印证了货币政策转松的观点。各个期限的拆借利率都在下行，反映出市场流动性再次趋向宽裕。

图 14: 货币市场公开市场净投放/回笼情况 (亿元)



资料来源: wind, 长江证券研究部

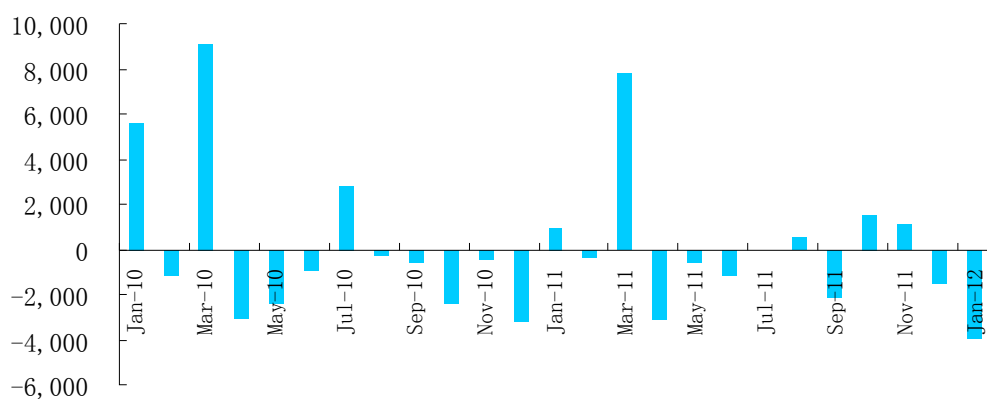
图 15: 货币市场利率走势



资料来源: wind, 长江证券研究部

1 月份的债券融资额继去年 12 月份后再度回落, 其回落自然有春节因素的影响, 由于工作日的减少, 债券发行额自然会有所回落。从债券发行的结构来看, 国债和企业债的发行占比上升, 央行票据的发行明显收窄, 而金融债的发行结构维持平稳。央行票据发行的大幅收窄, 是货币政策转松的又一证据。

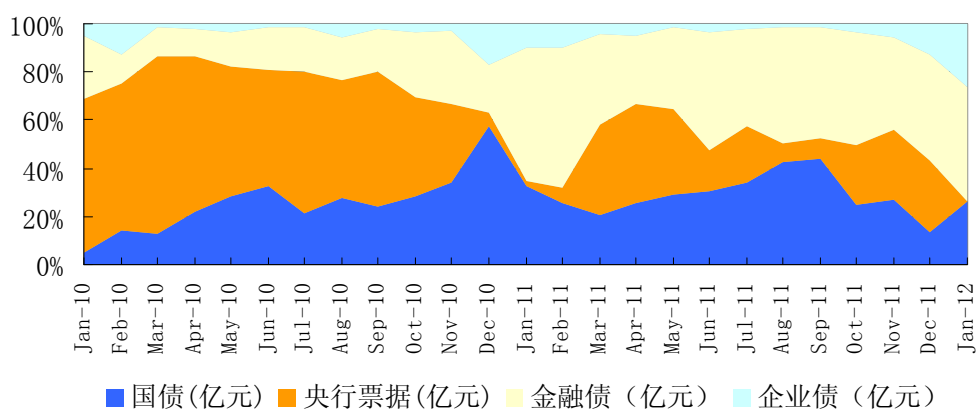
图 16: 债券市场融资额变化 (亿元)



■ 债券市场融资额变化

资料来源: wind, 长江证券研究部

图 7: 债券融资结构 (%)



■ 国债 (亿元) ■ 央行票据 (亿元) ■ 金融债 (亿元) ■ 企业债 (亿元)

资料来源: wind, 长江证券研究部

3.2 股票市场供需情况

同样, 因为工作日的限制, 股市一级市场在 1 月份也出现了大幅收缩, IPO 首发家数仅 6 家, 发行规模也大幅回落。

表 4: 月度股票市场发行情况

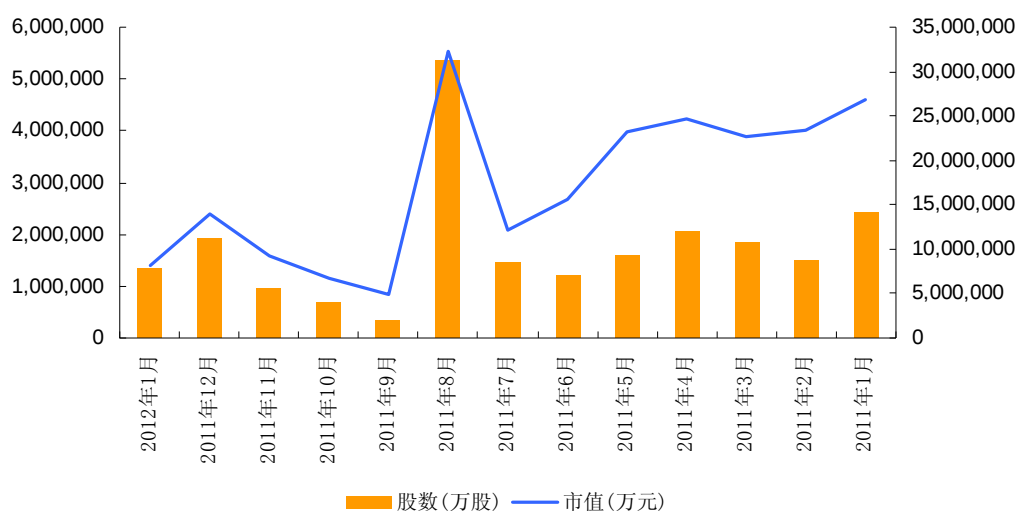
日期	首发 公司 家数	首发 实际募集资金 总额(万元)	增发 公司家数	增发 实际募集资金 总额(万元)	配股 公司家数	配股 实际募集资金总 额(万元)
2012-01	6	27.466	8	166.036	0	0.000
2011-12	19	181.497	23	590.636	1	7.720
2011-11	15	135.525	16	334.844	1	9.017
2011-10	15	106.637	8	169.103	0	0.000

2011-09	21	289.309	15	281.949	0	0.000
2011-08	23	276.540	15	372.337	0	0.000
2011-07	20	122.759	19	518.122	1	175.612
2011-06	26	143.813	15	259.238	1	3.325
2011-05	27	264.406	16	285.610	0	0.000
2011-04	23	239.622	17	424.970	3	113.736
2011-03	27	268.561	18	198.303	2	6.065
2011-02	26	259.413	10	266.177	1	6.750

资料来源：wind，长江证券研究部

在解禁规模上，1月份的解禁规模较12月有明显的回落。

图 8：月度解禁情况



资料来源：wind，长江证券研究部

目前等待上市的航母级公司为陕西煤业股份有限公司，其预计募集资金规模达 172.5 亿元。当前，一级市场的发行仍然较为谨慎。

表 5：审核通过尚未发行的前 20 大公司

公司名称	审核通过会议日期	上市板	预计发行股数 (万股)	预计募集资金 (万元)	交易所
陕西煤业股份有限公司	11/8/29	主板	200000	1,725,100.0000	上海
宁波慈星股份有限公司	11/12/13	创业板	6100	193,403.2400	深圳
西安隆基硅材料	11/7/25	主板	7500	137,032.0000	上海

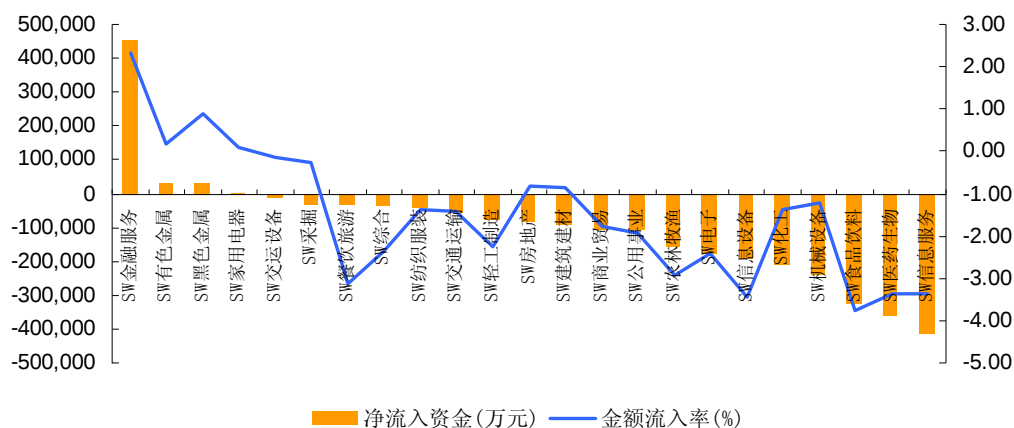
股份有限公司					
第一拖拉机股份有限公司	12/1/11	主板	15000	114,893.0000	上海
乔丹体育股份有限公司	11/11/25	主板	11250	106,423.8200	上海
百隆东方股份有限公司	11/12/16	主板	15000	106,229.0000	上海
浙江奥康鞋业股份有限公司	11/9/23	主板	8100	102,236.0000	上海
遵义钛业股份有限公司	08/4/29	中小企业板	5500	99,980.0000	深圳
中国汽车工程研究院股份有限公司	12/1/11	主板	19200	95,972.0000	上海
北京翠微大厦股份有限公司	12/1/4	主板	7700	82,061.0200	上海
怡球金属资源再生(中国)股份有限公司	11/12/21	主板	10500	74,583.0000	上海
广东奥马电器股份有限公司	11/10/31	中小企业板	4135	67,825.9000	深圳
宏昌电子材料股份有限公司	12/1/16	主板	10000	66,095.0000	上海
兴业皮革科技股份有限公司	11/12/28	中小企业板	6000	60,183.4400	深圳
四川明星电缆股份有限公司	12/1/6	主板	8667	55,296.7100	上海
人民网股份有限公司	12/1/13	主板	6910.569	52,702.4100	上海
浙江美大实业股份有限公司	12/1/9	中小企业板	5000	50,015.0000	深圳
港中旅华贸国际物流股份有限公司	12/1/16	主板	10000	50,000.0000	上海

资料来源: wind, 长江证券研究部

3.3 市场板块资金流动

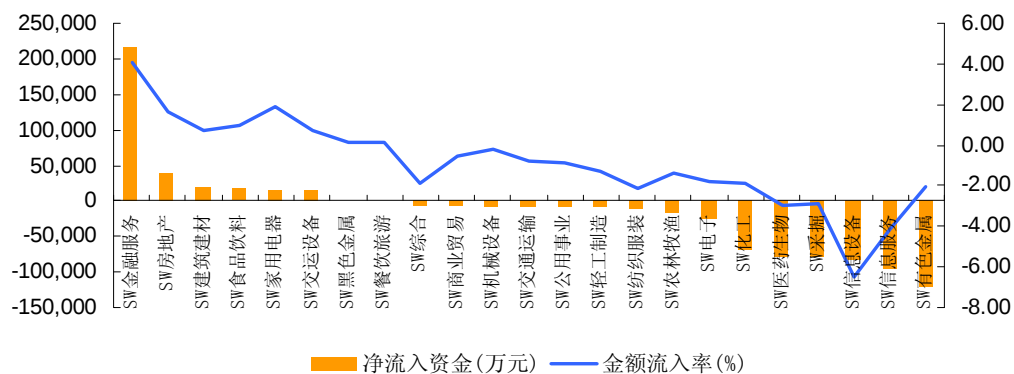
1 月份市场的资金流动情况较前期有所好转，金融服务和有色金属等行业的资金开始呈现流入，尤其是金融服务行业资金流入尤盛。但总体来看，资金仍然倾向于流出，资金净流出的板块仍然多于净流入的板块。

图 9：1 月份市场板块资金（近 20 日）



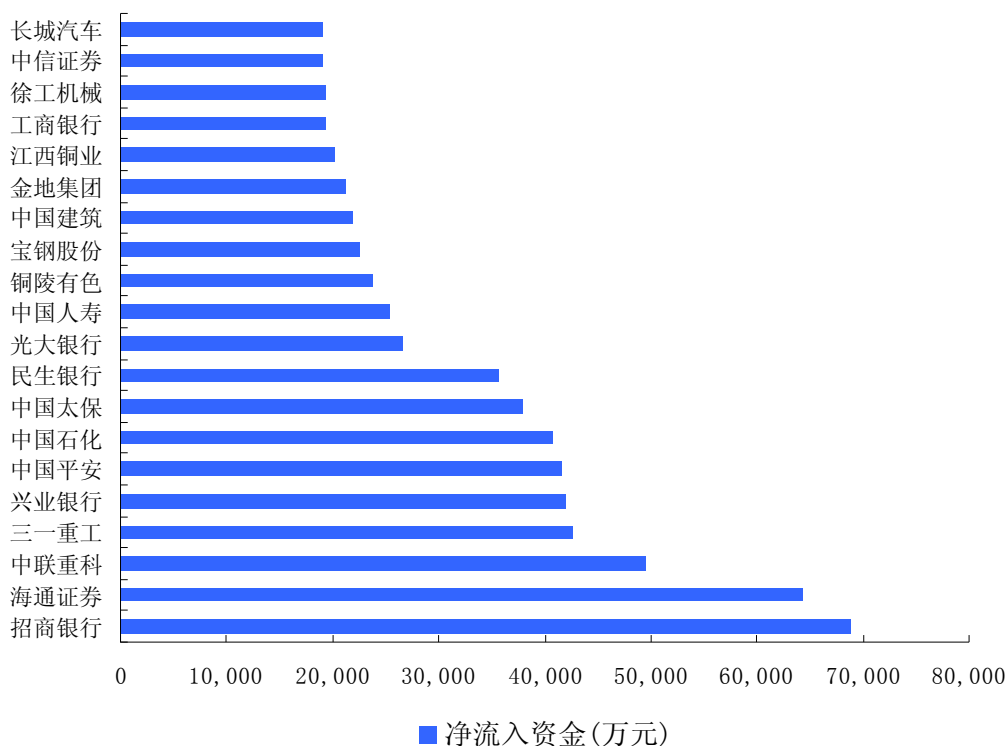
资料来源：wind，长江证券研究部

图 20：近 5 日市场板块资金净流向



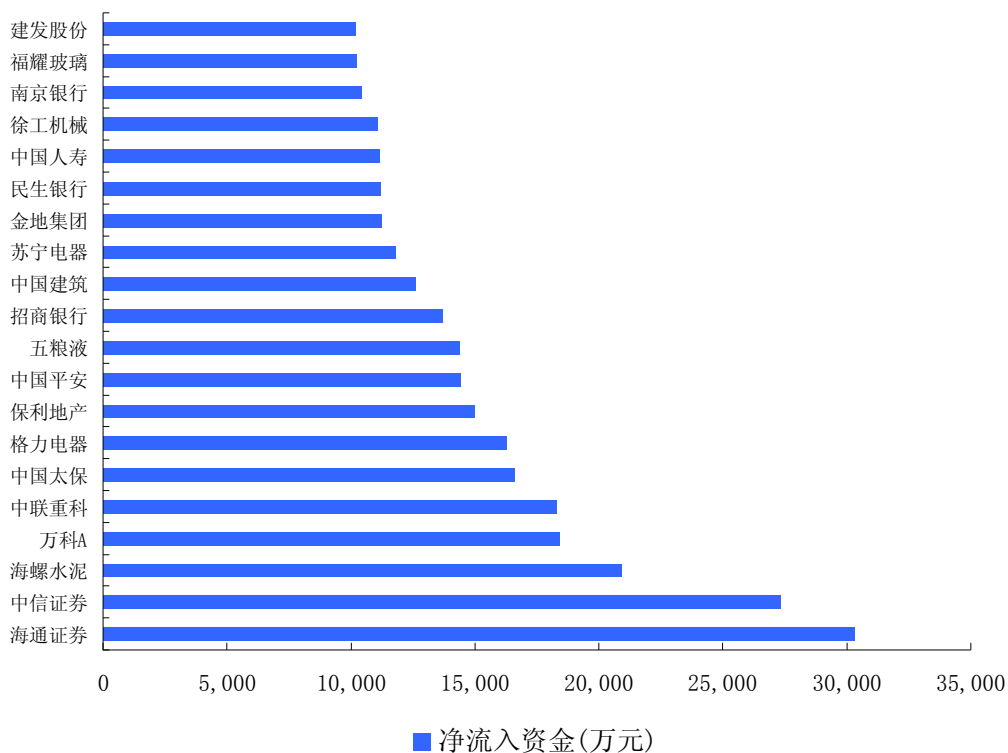
资料来源：wind，长江证券研究部

图 21：近 20 日资金净流入量前 20 的个股



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 22: 近 5 日资金净流入量前 20 的个股

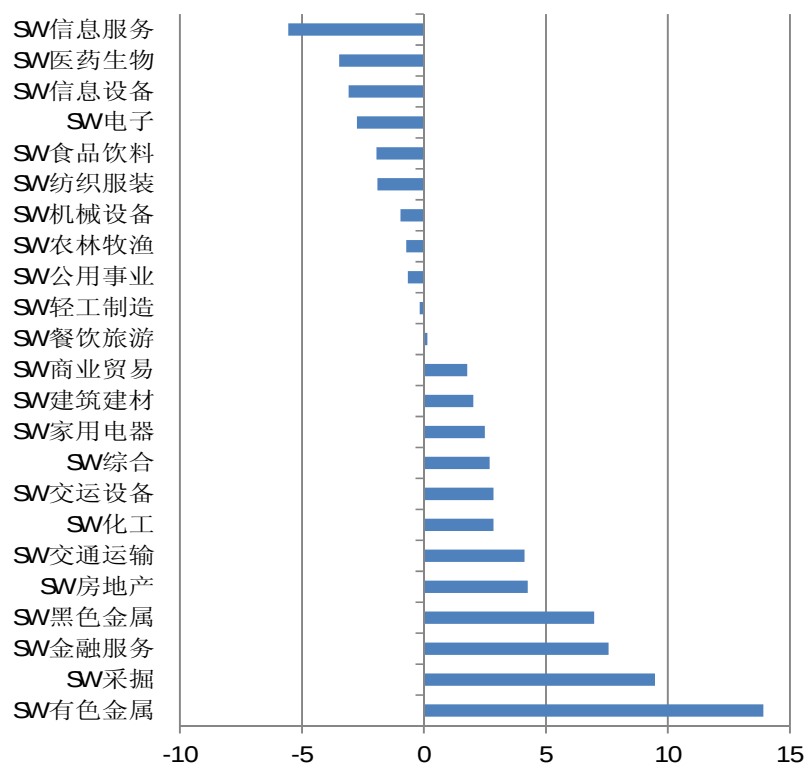


资料来源: wind, 长江证券研究部

4 二月投资策略

4.1 一月市场回顾

图 23：一月市场行业涨跌幅情况（%）



资料来源：wind，长江证券研究部

在对 1 月份的策略报告中，我们重点看好的是金融服务、房地产、汽车等，并且对市场也持有反弹的看法。

从实际表现来看，上月市场整体出现了明显的反弹，大多数行业均取得了正的绝对收益，从我们看好的行业来看，均排在前列，金融服务排名第三，房地产排名第五，而交运设备表现相对平稳，排名第八。

比较明显的忽略是对于有色金属板块，一直给予相对较低的仓位。

4.2 二月配置建议：经济空白期的反弹后半程

我们把二月的行情定义在本轮反弹行情的尾部，相对于之前的力度，已经开始处于弱势，但是之所以能够维持，主要来源于 2 月经济数据的空白，或者说短周期的有效性继续被难以证伪。

首先，第一个层次而言，是短周期有效性在近期的存在。1 月以来的反弹体现了短周期的有效性。正如我们在第一部分中提出的 12 月至春节后的一段时间内，是本轮衰退期的“中场休息”阶段，12 月工业增加值 12.8%，较上月上涨 0.4%，在连续 2 月快速下滑后出现反弹，高于市场普遍预期，短期内提振了市场对经济的信心。

两点解读：一是符合我们年度策略中短周期的有效性，按照传统盈利周期路径，“价格——需求（经济）——市场”，我们得到结论需求（经济）在价格开始下降 3~4 个月之后见底，PPI 自 9 月开始快速下滑，这所对应的本轮的需求低点就应该出现在 11~12 月，市场见底；二是我们强调的财政政策对经济的有效性，经济缓慢调整是政府换届期两届政府博弈的最佳选择，且利于通胀、房价调整的充分，工业增加值在连续 2 个月快速下滑后反弹，暗示定向宽松的政策调整的有效性，降低了我们提示的政策无效的风险。

所以，简单的来说，**由于 12 月份数据的干扰，市场在此处并不能够获得足够的信息以论证当前是一轮小周期衰退的尾声还是中途（这正是我们在第一部分所探讨的问题）。因此短期生产的反弹带来了市场反弹。**

其次，第二点谈到的是我们对于这个问题的回答，更加倾向于目前仅是衰退的中途，这点在第一部分已经非常详细的论证，那么就顺其自然的将本轮的上涨定义为反弹，而 2 月之后宏观面的支撑将逐渐减弱，所以将 2 月定义在反弹的尾部和弱势反弹的格局中。

第三点，2 月在最重要的经济数据上存在空白期，即工业增加值下次的公布将要到 3 月初，所以在 2 月份很难获得更多新的确定性信息以证明短周期是否见底的问题，所以 **2 月反弹得以维持的最重要理由来源于经济数据的难以证伪。**

最后，强调一下，整体的市场观点，我们与 2012 年度策略《经济向左，市场向右》没有做太大改变。我们认为在政策目标约束与财政及货币政策定向改善的作用下经济呈现缓慢调整趋势，叠加此轮中国经济调整面临潜在增长率下降影响因素，我们认为经济见底的时间会推迟，预计经济将在二季度后期或三季度前期见底。

我们建议关注，接下来公布的 12 月、1 月的工业企业库存情况，如果出现连续的快速下降，那么说明我们原先认为衰退被延长的判断出现了偏差，如果依旧保持目前的缓慢下降趋势，那么 1-2 月份的行情只能是一个反弹。

警惕市场反弹之后回归经济基本面，静待经济见底，我们认为期间市场大概率在政策刺激下呈现“抵抗式”重心下移走势。

板块上建议关注本月涨幅较小的行业，如医药、信息服务等。

5 经济周期与大类资产配置

经济周期决定各类资产的周期，进而决定了在不同经济阶段对大类资产的配置组合。

在增长周期的第一个阶段，即经济的初始复苏阶段，股票和债券表现相对较好，其收益率都高于现金。考虑到股票对经济的弹性更大，股票的收益率高于债券。

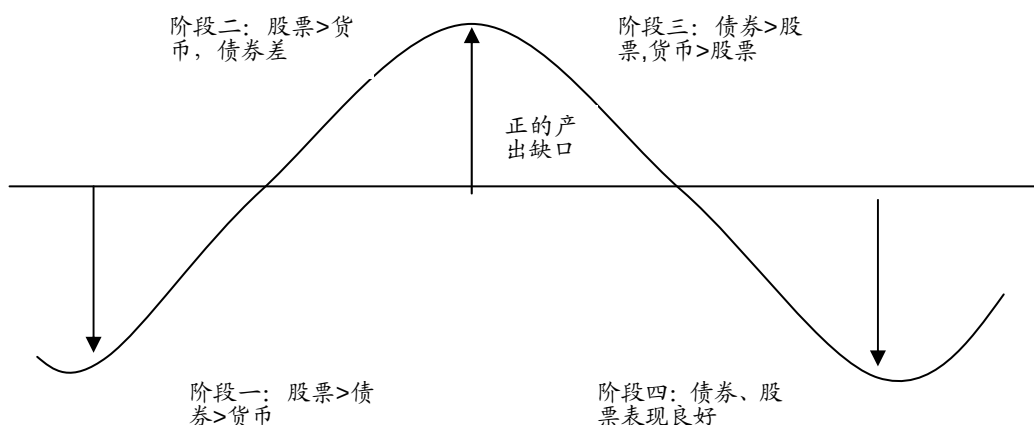
在第二阶段，即经济运行超过了可持续的非通胀增长，通胀的上升，一方面导致持有现金的机会成本增加；另一方面，可能出台的加息政策也使得债券的吸引力下降。这一阶段，股票的配置价值大于现金，大于债券。

在第三阶段，经济开始恶化，政策致力于缓和过度的增长，但其反应却往往矫枉过正，最终导致经济的衰退。此时现金收益率提高。经济的下行导致企业盈利变差，并且受情绪变化的影响，对企业未来盈利的预期也受到负面的影响，股票则表现较差。债券的收益率要远远好于股票。

第四阶段的主要特征是增长降落到潜在水平之下，同时通胀压力减缓、货币政策变得越来越

宽松。也即是CPI下降，经济逐步见底阶段。这个阶段也是债券表现较好的一个阶段。随着对经济即将见底的预期逐步形成，可增加对股票市场的关注。

图 24：经济周期与资产收益率的典型变化



资料来源：wind,长江证券研究部

对当期而言，我们前面提到短周期体现出一定有效性，换句话说，衰退存在着向复苏转变的可能，所以相比之前4季度完全基于衰退的配置，2月加强对股票的配置比例。

基于对当前所处经济周期的判断，我们给出的大类资产配置建议如下：

表 6：当前的大类资产配置建议

	股票	债券	现金
配置比例	40%	50%	10%

资料来源：长江证券研究部

表 7：一月行业配置表

行业	建议评级	建议比重	主要逻辑
采掘	标配	1.27%	反弹高度较高，建议规避。
餐饮旅游	标配	0.72%	旅游业面临长期政策性利好，但估值不低。
电子元器件	标配	2.09%	部分个股具有投资意义，但须警惕“地雷”。
房地产	标配	6.00%	短期信贷量有一定刺激，但基本面改观不大。
纺织服装	标配	1.73%	服装行业基本面有积极信号，估值不便宜。
公用事业	标配	4.96%	无明显刺激因素。
黑色金属	标配	2.08%	四季报整体低于预期，建议短期规避。
化工	标配	6.24%	前期周期品中涨幅有限，存在补涨可能。
机械设备	标配	2.31%	短期工程机械或低于预期，存在风险。

家用电器	标配	3.00%	防御性相对较好。
建筑建材	标配	2.33%	前期跌幅较深。
交通运输	标配	2.66%	无重大基本面利好。
交运设备	标配	3.54%	反弹弹性较小，但安全性较高。
金融服务	标配	24.45%	银行低估值对资产组合有一定缓冲，看好券商、保险。
农林牧渔	标配	1.57%	通胀短期仍较高，但中期须警惕风险。
轻工制造	标配	0.52%	行业较好，尤其是造纸印刷类。
商业贸易	标配	5.40%	近期涨幅不明显，风险较小。
食品饮料	标配	2.21%	本月风险依旧较高，不看好。
信息服务	超配	3.52%	前期涨幅不高，有一定增长空间。
信息设备	超配	3.09%	存在反弹补涨可能。
医药生物	标配	3.62%	更强调自下而上的个股筛选。
有色金属	低配	1.05%	传统金属除黄金外，风险已经较高，建议规避。
综合	标配	0.76%	跟随策略。
合计		85.12%	

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士毕业，现为长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

吴邦栋，上海财经大学金融学硕士毕业，现为长江证券宏观策略高级分析师。主要的研究方向为市场策略、行业配置及海外市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。