

宏观经济分析

董先安
010-88092288-8539
xadong@live.cn

8月中国率先爬出通缩坑

2009年1月15日

前期研究

2008/12/26 失业率猛升至 11%
2008/12/09 时间在 A 股一边
2008/11/27 降息空间超 108 基点 或有更得力减税
2008/11/18 震荡牛市的时代已来临
2008/11/11 通缩初期的投资选择
2008/10/06 人口数据打开经济调整时间窗口
2008/09/03 即将到来的调整改善宏观预期
2008/08/04 中国外部不平衡的因与果：基于真实投资周期的宏观策略
2008/08/01 预计 7 月 CPI 同比上涨 6.4%
2008/07/15 上半年金融数据点评：货币紧缩趋势未改
2008/07/14 通胀有条件回落 利润空间收窄
2008/07/03 预计 6 月 CPI 同比上涨 7.2%
2008/06/11 宏观点评-5 月 PPI 创新高
2008/06/10 预计 5 月 CPI 同比上涨 7.7%

内容摘要：

- 本次波动是中国经济 30 年来最剧烈。正在威胁中国经济的通货紧缩已走了近一半，还需约半年左右走出通缩。
- 日本曾陷入“失去的 10 年”。通缩初期和通缩后期都出现了单边大熊市，在通缩中段，出现了震荡熊市的格局。
- 在日本经济走出通缩之前，99 年 3 季度到 02 年初再次发生了股市单边暴跌。一方面由于日本官方对通缩反应不够，真实利率一直居高不下；另一方面，日元套利交易导致货币外流，造成了所谓估值和盈利双杀现象。
- 中日通缩背后第一个重大差异是两者悬殊的发展水平，中国经济不容易陷入长期通缩；其次，价格管制令中国经济大起大落成为常态，经常发生通胀通缩快速转换。
- 过去 10 年来，中国经济已经发生 3 次通缩，前 2 次通缩分别历时 26 和 15 个月；本次通缩始自 08 年 8 月，将于 09 年 8 月全面走出，目前正处于通缩中段。
- 本次通缩历时 12 个月，将是复苏最快的一次。这一方面得益于官方政策调整比较灵敏；另一方面，是中国经济大起大落的规律使然。
- 预计 08 年全年 GDP 增速 9-9.2%，09 年 1、2 季度环比将出现复苏迹象。适度宽松的货币政策年内不太有压力做出调整，负真实利率的情形至少将会维持到 2010 年。维持震荡牛市判断。

目 录

通缩已半年	2
08 年 8 月掉进通缩坑	2
猛烈反通缩	2
通缩与股灾	3
日本通缩十余年	3
通缩与 A 股	5
8 月中国率先爬出通缩坑	6
8 月走出通缩	6
真实利率继续俯冲	6
投资建议	6

图表目录

图 1 季度价格与生产数据跳水	2	图 2 工业增加值、PMI 创新低	2
图 3 通缩时期投资萎缩	3	图 4 日本经济陷入衰退	3
图 5 日本一度通缩 10 年	4	图 6 日本季调后 CPI	4
图 7 通缩期美日长期国债收益	4	图 8 日本真实利率	4
图 9 通缩期日股大熊市	5	图 10 日本通缩时期坏账率	5
图 11 通缩期 A 股走势	5	图 12 中国季调后 CPI 环比	5

通缩已半年

08 年 8 月掉进通缩坑

正在威胁中国经济的通货紧缩已走了近一半，还需约半年左右走出通缩。08 年 8 月以来，CPI 经季节调整后的环比增速已连续 6 个月为负。PMI、工业增加值、就业和存货等多项指标均显示经济目前正处在一个痛苦的通缩中段。

从物价走势来看，08 年 2 月份是本轮物价高峰，6 月后物价表现稳定向下趋势，09 年 2 月同比将在 0 以下。外需与地产市场大幅下滑导致去年 2 季度 GDP 增速降至 10.1%，3 季度降至 9%，4 季度进一步降至 6%。如此猛烈的季度降幅超过了 98 年亚洲金融危机时期。在半年内工业增加值跌幅超过 10%，是 30 年来最剧烈的波动。

图1 季度价格与生产数据跳水

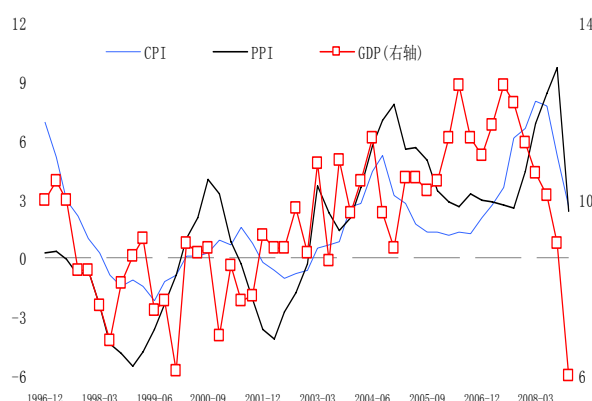
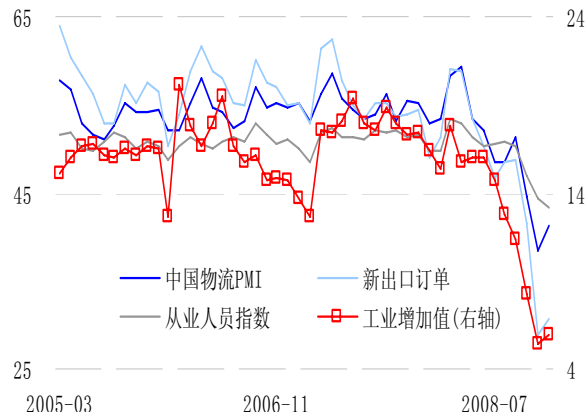


图2 工业增加值、PMI创新低



资料来源：WIND、西南证券研发中心

猛烈反通缩

如 9 月份月度报告所提示，8 月份生产与价格走势大幅下降标志着经济正在迅速趋冷，通货紧缩苗头显现。由于总需求猛烈收缩，官方做出了较为灵敏的反应，对货币、汇率、出口退税、财税和产业政策进行调整。

08 年 7 月已开始适度的政策调整，11 月将稳健财政转变为积极财政，从紧货币转变为适度宽松货币。为了维持投资增长，官方大幅增加财政支出；并 5 次下调贷款基准利率，4 次下调存款准备金率。考虑通胀预期调整，1 年期真实存款利率已从 9 月份高点猛降 119 基点，继续下降毫无悬念。

那么，中国经济还需要多久走出通缩阴影？

通缩与股灾

日本通缩十余年

通胀后期和通缩初期不利于股市。发生通货膨胀时，预期利率会上升；大宗商品价格上升；交通油电等出现产业瓶颈；预期官方采取从紧政策控制通胀；后期出现 PPI 与 CPI 倒挂挤压企业利润等等。

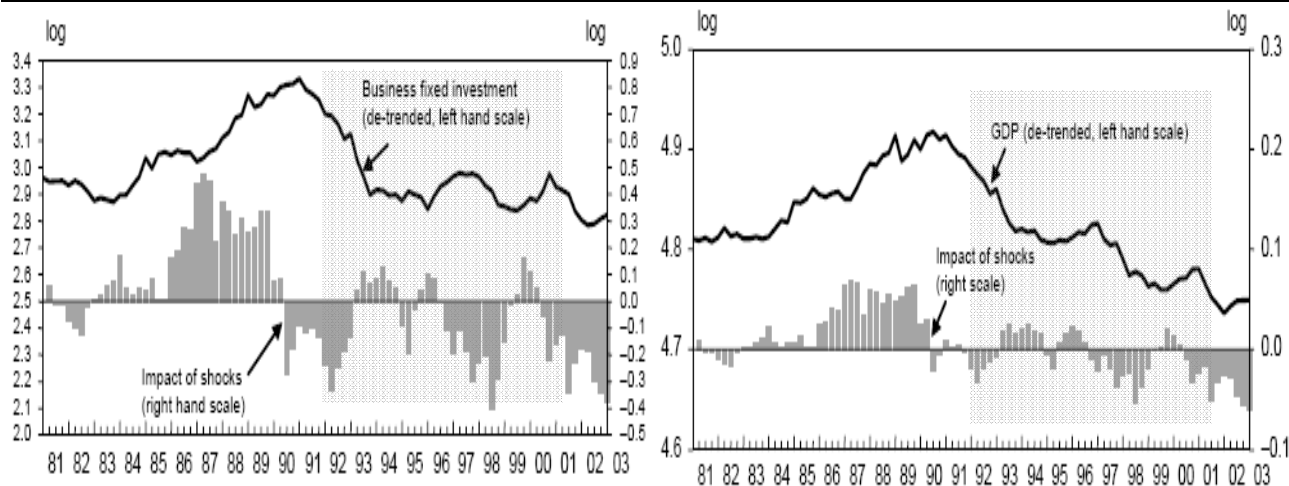
反过来，当发生通货紧缩时，名义 GDP 下降；由于工资、折旧、税收刚性导致利润下降；可能出现流动性陷阱等等，不利于股市。

1985-87 年间，日元大幅升值，通胀走低，同时美国处于降息状态，大量的资金涌入日本，日本利率同时走低，导致地产与股市泡沫。1989 年美国开始加息，日本地产与股市泡沫同时破灭。

资产价格崩溃大幅提高了银行不良贷款率，日本政府没有及时救助，造成信用紧缩，货币、信贷、投资在通缩冲击下低增长。自此，日本陷入“失去的 10 年”。

图3 通缩时期投资萎缩

图4 日本经济陷入衰退



资料来源：BOJ、BIS、西南证券研发中心

1992-2003 年，日本 CPI 和 GDP 平减指数年均变动 0.1%和-0.8%；90 年代中后期更持续下降。不过，通缩程度总体较缓和。包括衰退最严重的 1998 和 2001 年，CPI 和 GDP 平减指数分别处于 (-0.8, 0.2) 和 (-1.5, -0.6) 区间。

通缩期间货物价格降幅超过服务价格降幅；其中发生了明显解除管制的服务部门价格降幅更大。03 年后，日本经济逐步走出通缩，连续 5 年以平均 2%的高增速运行，直至 08 年金融危机爆发。

图5 日本一度通缩10余年

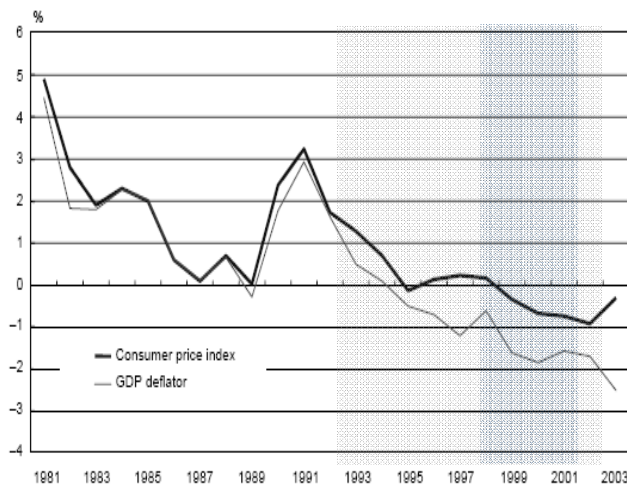
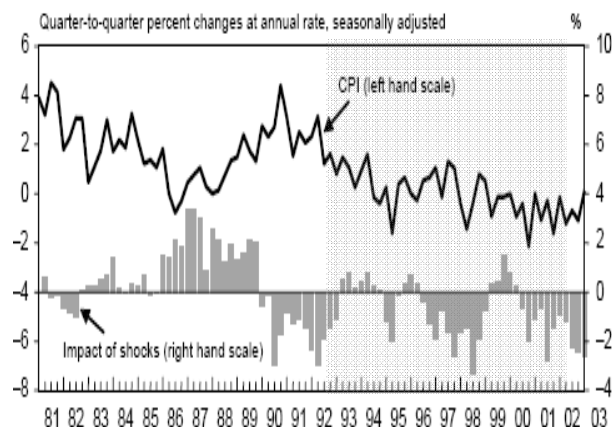


图6 日本季调后CPI



资料来源：BOJ、BIS、西南证券研发中心

在日本经济走出通缩之前，99年3季度到02年初再次发生了股市单边暴跌。一方面由于日本官方对通缩反应不够，真实利率一直居高不下；另一方面，日元套利交易（Yen Carry Trade）导致货币外流，造成了所谓估值和盈利双杀现象。

图7 通缩期美日长期国债收益

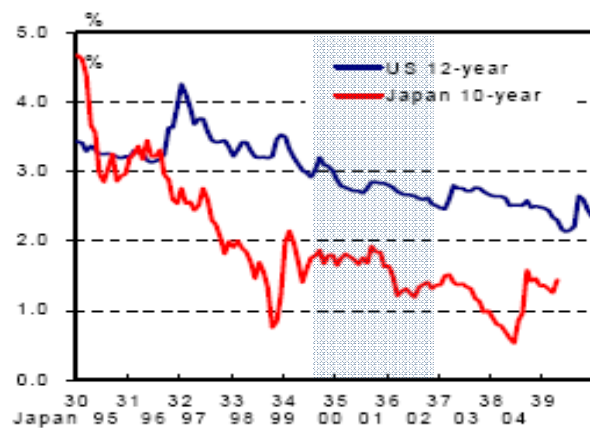
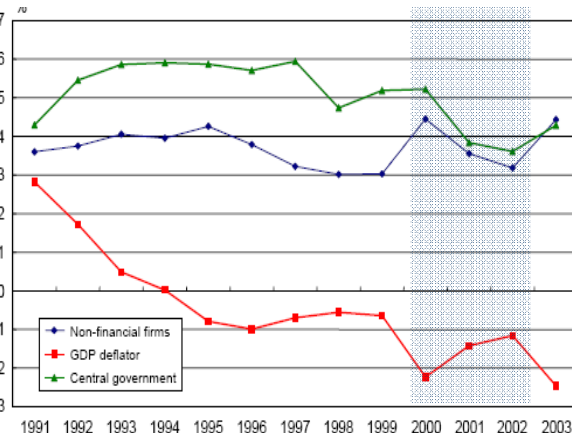


图8 日本真实利率



资料来源：BOJ、BIS、西南证券研发中心

日本经济长时间陷入通缩，导致企业坏帐率高企。交通运输、通讯、消费类表现较为稳定，而银行、地产、能源、保险等表现低迷，支付了迟迟不能走出通缩的代价。

日本经济从陷入通缩到完全走出通缩阴影，也就是日本股市的一个大熊市，东京日经225指数从89年12月38900点下跌至03年5月7600点。

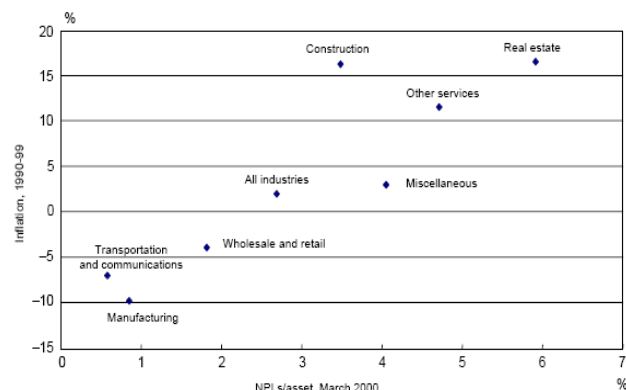
日本股市在通缩初期和通缩后期都出现了单边大熊市，在通缩中段，出现了震荡熊市的格局。

那么，中国经济正处在通缩中段，在走出通缩之前是否也出现一波单边大熊市呢？

图9 通缩期日股大熊市



图10 日本通缩时期坏账率



资料来源：BOJ、BIS、西南证券研发中心

通缩与 A 股

中国经济与日本经济的通缩背后第一个重大差异是两者处于悬殊的发展水平。一个简单明了的衡量指标是城市化率，目前中国真实的城市化率远不及 1/2。因此，中国还有保持多年高速增长的空间，经济不容易陷入长期通缩。

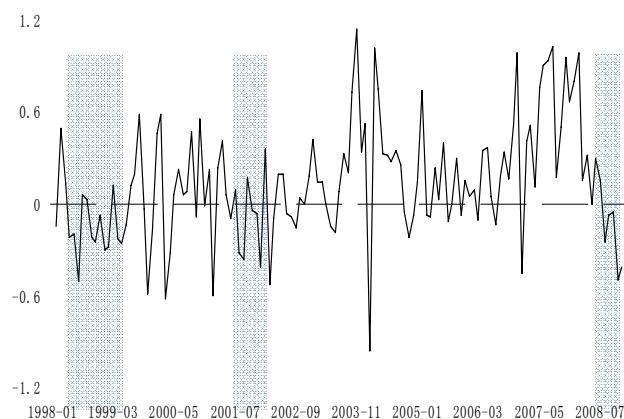
其次，由于中国经济的起点是高度集中控制的计划经济，至今在汇率、利率、土地和煤电等重要价格方面均存在行政控制。因此，市场自发调节的作用难以充分发挥，放大了经济波动。经济大起大落成为常态，经常发生通胀通缩的快速转换。

过去 10 年来，中国经济已经发生 3 次通缩。从同比看，98 年 2 月到 00 年 4 月；01 年 9 月到 02 年 12 月；以及本次通缩。前 2 次通缩分别历时 26 和 15 个月。更加灵敏反映通缩的指标是季节调整后的环比，大约提前 2 个季度先行反映通缩发生。

图11 通缩期A股走势



图12 中国季调后CPI环比



资料来源：WIND、西南证券研发中心

与日本市场相似，A股在中国经济通缩时表现不佳。不过，真正称得上股灾的是07年10月中旬开始的暴跌。由于出现高通胀和经济过热，官方迅速动用加息和高频提高准备金率应对。A股在通胀挤压利润和真实利率猛升的双重压力下出现单边大熊市。同期全球金融危机大规模爆发，外需与地产拉动的内需猛烈降温，酿成A股股灾。到08年11月初跌至最低点1664，1年跌幅达73%。

8月中国率先爬出通缩坑

8月走出通缩

在判断通缩方面，环比指标具有先行意义。虽然，同比CPI要到2月份转为负数，年底回到0以上。本报告认为，本次通缩实际上已走了一半，还需约半年左右走出通缩。从季节调整后的环比CPI来看，本次通缩始自08年8月，将于09年8月全面走出，目前正处于通缩中段。

本次通缩历时12个月，将是复苏最快的一次。这一方面得益于官方政策调整比较灵敏；另一方面，是中国经济大起大落的规律使然。

真实利率继续俯冲

进入11月以来，我在《通缩初期的投资选择》、《震荡牛市的时代已来临》、《降息空间超108基点，或有更得力减税》、《时间在A股一边》、《失业率猛升至11%》等5篇报告中，连续讨论了通缩发生与官方猛烈调整政策的逻辑，指出真实利率已掉头俯冲，成就了经济与A股复苏的必要条件。

9月份开始真实利率开始掉头，已累计下降119基点。对应的名义利率已经下降216基点。现在还有81个基点左右的降息空间。至少还有一年以上的时间，真实利率都会继续俯冲，这是A股熊转牛的必要条件。09年第1、2季度流动性非常好。预计适度宽松的货币政策年内不太有压力做出调整，负真实利率的情形至少将会维持到2010年。

投资建议

预计12月PPI同比降至负数，4季度经济差强人意，稍好于此预期。08年全年GDP增速9-9.2%。09年1、2季度环比将出现复苏迹象。

维持震荡牛市判断。建议低吸高抛，择机加仓。投资参考工业企业利润复苏次序，依次为机械设备制造加工业、生活用品行业、原材料行业和采矿业。18个月以上的长线投资者建议择机增持素质优秀的地产龙头。

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座4层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>