

经济周期、通胀周期与股市周期

宏观研究

2009 年 10 月 13 日 星期二

报告要点

宏观经济研究组

任泽平

010-59707150

renzeping@sohu.com

李志兵

010-59707116

lzb@longone.com.cn

胡齐亭（实习）

010-59707116

huqiting@163.com

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

□ 经济周期与通胀周期

由于价格的“粘性”，通胀周期一般滞后于增长周期。在中国，通胀周期与增长周期具有明显的先后波动次序。

目前经济上行与通胀下行并存（2009 年二季度-2009 年四季度），处于经济复苏初期，“增长复苏+低通胀”，以可选消费为代表的先导行业率先复苏，行业景气轮动规律开始发挥作用，这往往是经济增长和股票投资的黄金时期。

预计未来周期演进到：经济与通胀双双上行阶段（2010 年一季度-），经济全面复苏与通胀起来，政策转型，黄金时期结束，景气重归上游。

□ 通胀周期与股市周期

利率周期主要由通货膨胀预期所驱动，而股票市场依赖于利率周期。通过观察指示通货膨胀的先行指标可以预测利率和股票价格的趋势。

目前关于通胀成因，无论货币主义还是真实经济周期主义，在解释现实问题时都存在严重的缺陷。

综合各类通货膨胀先导指标来看，2010 年温和通胀的可能性较大，全年 CPI 在 3—4% 之间，少数月份超过 5%。明年通胀形势最大的风险来自于国际大宗商品价格。根据测算，全球生物能源技术在原油 80 美元/桶左右具有成本优势，目前原油价格近 70 美元，如果明年石油价格攀上 80 甚至 100 美元，对明年通胀形势的预测逻辑显然要重新改写。

□ 经济周期与股市周期

经济活动与股票价格之间大约有三分之二的时间走势方向是一致的，这是事实，但另外三分之一的时间恰恰是最有趣和最可能获利的。

美国股市周期一般提前经济周期 6 个月见底；平均而言，牛市比熊市持续的时间要长，大约比例为 3: 1。问题是，中国是否也正在进入熊短牛长的股市周期阶段？

中国 2009 年以来经济周期与股市周期的趋势相关性显著增强，实体经济的行业景气轮动与股票市场的板块轮动相关性明显增强，而且这一现象在 2003 年以来已经开始显现。

内容目录

内容目录	1
图表目录	2
1. 经济周期、通胀周期与股市周期.....	3
1.1 经济周期与通胀周期	4
1.2 通胀周期与股市周期	5
1.3 经济周期与股市周期	9
2. 经济周期波动、行业景气轮动与股市板块轮动.....	12
2.1 经济周期波动与产业结构变动（或行业景气轮动）	12
2.2 行业景气指数（CTC）	17
3. 行业景气轮动新趋势：正在进入中上游的时代.....	19

图表目录

图表 01 通胀周期滞后于增长周期: 股票投资时机选择	4
图表 02 通胀周期滞后于增长周期: 2001-2005	5
图表 03 通胀周期滞后于增长周期: 1995-2000	5
图表 04 通胀周期与股市周期方向相反	5
图表 05 中国 M1 领先 CPI 指标 8 个月	6
图表 06 货币主义的反例 1: 中国 2000 前后的 M1 与 CPI	6
图表 07 货币主义的反例 2: 日本 1992 年前后的 CPI	6
图表 08 美国 M1 与 CPI	7
图表 09 PPI 分行业价格指数波动	8
图表 10 产出缺口与通货膨胀	8
图表 11 CPI 八大构成类波动	9
图表 12 国际石油、钢铁、煤炭等资源能源价格	9
图表 13 国际大豆、玉米等粮食价格	9
图表 14 美国的经济周期与股市周期: 1948-1979	10
图表 15 美国的经济周期与股市周期: 1980-2009	11
图表 16 2009 年以来的新一轮经济周期与股市周期	11
图表 17 中国行业景气指数与股票市场行业指数的时间相关性趋势 ...	12
图表 18 2009 年以来的新一轮经济周期与股市周期	13
图表 19 行业景气决定因素逻辑关系	13
图表 20 VCTC 与行业利润增速变动	14
图表 21 中国行业景气指数与股票市场行业指数的时间相关性趋势 ...	14
图表 22 经济周期波动中的行业周期轮动	15
图表 23 中国行业景气轮 (2001-2009)	16
图表 24 宏观经济的产业流程分解图	17
图表 25 世界经济增长与产业结构变迁: 1950-2009	17
图表 26 中国经济增长与产业结构变迁: 1978-2020	18
图表 27 CTC 与行业利润增速对照: 煤炭	19
图表 28 CTC 与行业利润增速对照: 石油开采	19
图表 29 CTC 与行业利润增速对照: 食品加工	19
图表 30 CTC 与行业利润增速对照: 化工	19
图表 31 CTC: 农业、食品	21
图表 32 CTC: 煤炭、石油	21
图表 33 CTC: 铁矿石、有色、非金属矿采掘业	21
图表 34 CTC: 纺织工业	21
图表 35 CTC: 木材、家具制品业	21
图表 36 CTC: 造纸、印刷、文体、工艺品制造业	21
图表 37 CTC: 化工	22
图表 38 CTC: 钢铁、有色	22
图表 39 CTC: 通用、专用、交运设备、电气机械制造业	22
图表 40 CTC: 通信电子、仪器仪表制造业	22
图表 41 CTC: 金属、非金属制品业	22
图表 42 CTC: 电力、燃气、水	22

1. 经济周期、通胀周期与股市周期

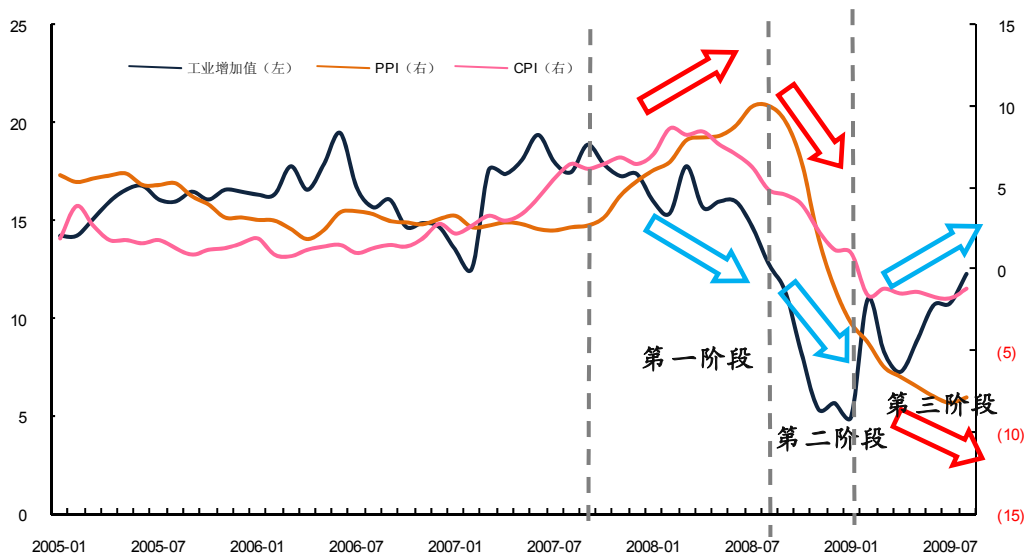
1.1 经济周期与通胀周期

由于价格的“粘性”，通胀周期一般滞后于增长周期。Niemira(1998)等根据 1945—1992 年美国经济周期的研究发现，平均通货膨胀转折点日期在增长周期转折点之后 5 个月出现。

在中国，通胀周期与增长周期具有明显的先后波动次序。

根据通胀周期与增长周期的关系，我把本轮经济周期分为四个阶段：

图表 01 通胀周期滞后于增长周期：股票投资时机选择



资料来源：WIND 东海证券研究所

第一阶段，经济下行与通胀上行（2007 年四季度-2008 年三季度）——在经济衰退的初期，也即增长周期从繁荣走向衰退的转折点上，“春江水暖鸭先知”，下游行业 and 需求敏感型行业的价格率先下调，但是上游行业 and 需求迟钝型行业的价格由于在建项目和前期订单的支撑则继续保持价格上升的惯性。这一阶段很多行业存在景气幻觉，政府的宏观调控在保增长和控通胀方面面临两难选择，这是股票投资最危险的时期。

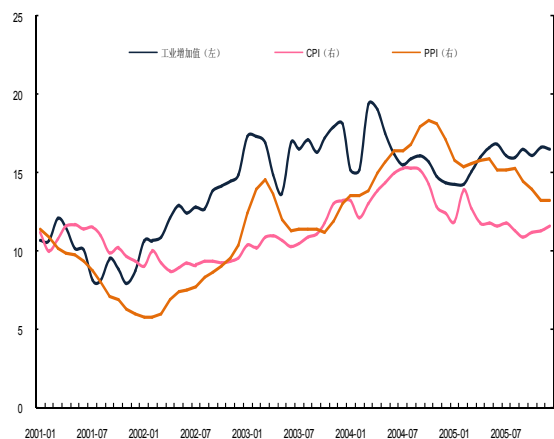
第二阶段，经济与通胀双双下行（2008 年四季度-2009 年一季度）——在经济衰退的中期，即使是离终端需求最远、最不敏感的行业也已经意识到经济的冬天已经来临，这时中上游产品价格开始下调，经济的冬天全面到来。在这一阶段的后期，政府采取扩张性政策刺激经济。

第三阶段，经济上行与通胀下行（2009 年二季度-2009 年四季度）——在经济复苏初期，当消费需求和生产需求渐渐恢复的时候，生产商和贸易商由于刚刚渡过经济的冬天，出于谨慎预期往往不敢提价，这时出现“增长复苏+低通胀”的组合，这往往是经济增长和股票投资的黄金时期。同时，以可选消费为代表的先导行业率先复苏，行业景气轮动规律开始发挥作用。

第四阶段，经济与通胀双双上行（2010年一季度-）——经济全面复苏与通胀，政策转型，黄金时期结束，景气重归上游。

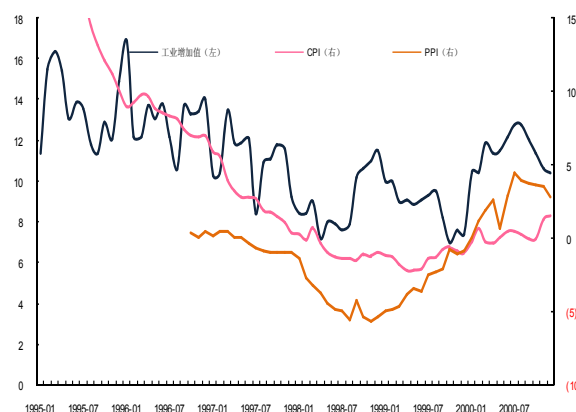
不但自 2007 年以来的本轮经济周期表现出了增长周期与通胀周期之间的先行滞后关系，而且 2004 年前后和 1998 年前后的经济周期中，二者同样表现出了上述的稳定关系。

图表 02 通胀周期滞后于增长周期：2001-2005



资料来源：WIND 东海证券研究所

图表 03 通胀周期滞后于增长周期：1995-2000



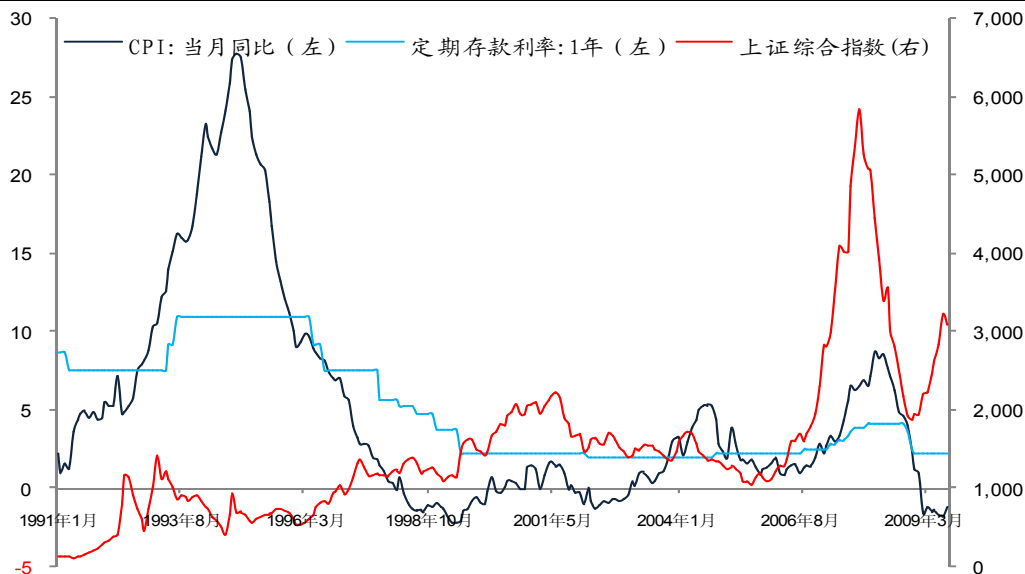
资料来源：WIND 东海证券研究所

1.2 通胀周期与股市周期

利率周期主要由通货膨胀预期所驱动，而股票市场依赖于利率周期。由于通货膨胀压力会对利率形成压力，进而会使股票价格下跌。

因此，通过观察指示通货膨胀的先行指标可以预测利率和股票价格的趋势。

图表 04 通胀周期与股市周期方向相反



资料来源：WIND 东海证券研究所

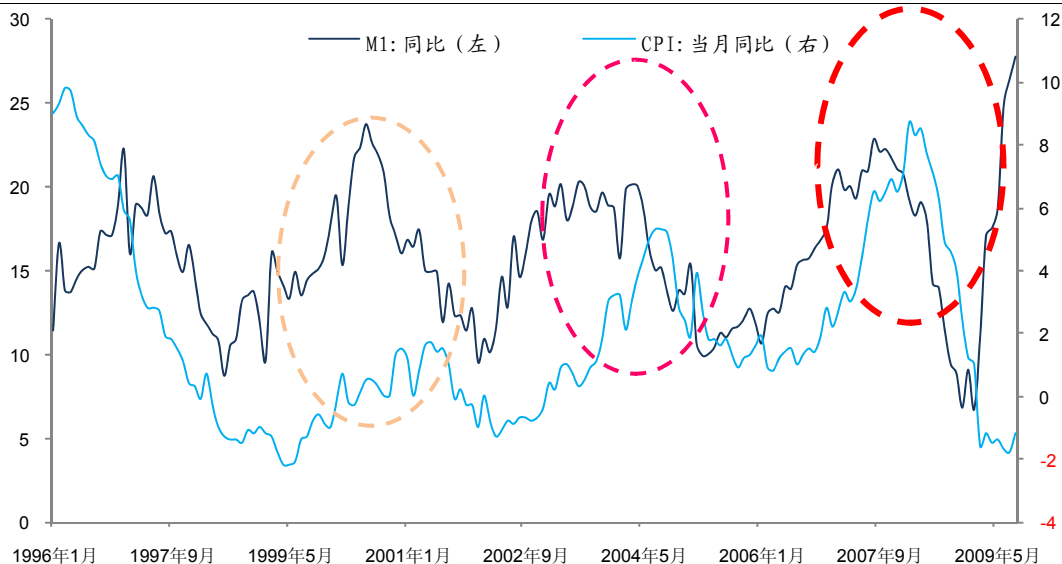
关于通货膨胀的成因，存在两大学派的争论：

一派是货币主义，正如弗里德曼（1963）的经典表述：“通货膨胀在任何

时候、任何地方都是一种货币现象”。货币学派认为通货膨胀率等于货币供应量的趋势增长率，因此通过观测反应货币供应量方面的指标，如 M1、M2、信贷投放等来预测通货膨胀。

在我国，M2 与 CPI 之间存在着较为稳定的 6-8 个月的先行关系。

图表 05 中国 M1 领先 CPI 指标 8 个月



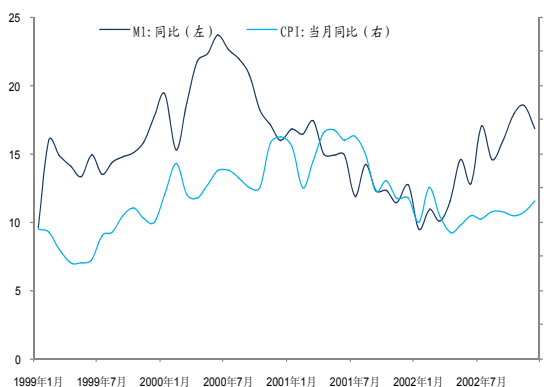
资料来源: WIND 东海证券研究所

但是货币主义在国内外都有很多反面例子，兹举两个经典案例：

货币主义无法解释我国 2000 年的情况，当时的 M1 增速全年超过 20% 以上，但是 CPI 同比增速却始终在 2% 以下。

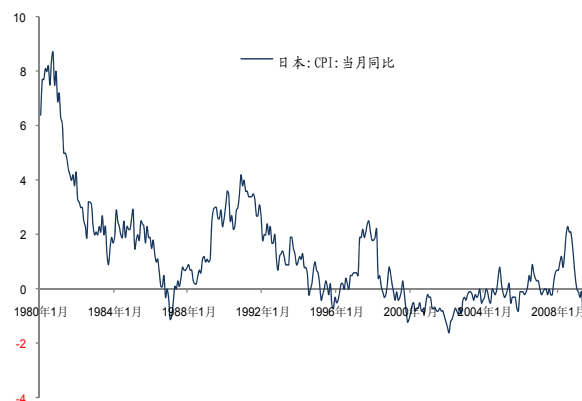
货币主义也无法解释 1992 年前后日本的情况，当时日本为了拯救危机中的经济，大规模释放流动性，但是除了资产价格泡沫以外，实体经济的通胀并不明显，日本 1992 年前后大多数月份的 CPI 低于 4%。

图表 06 货币主义的反例 1: 中国 2000 前后的 M1 与 CPI



资料来源: WIND 东海证券研究所

图表 07 货币主义的反例 2: 日本 1992 年前后的 CPI

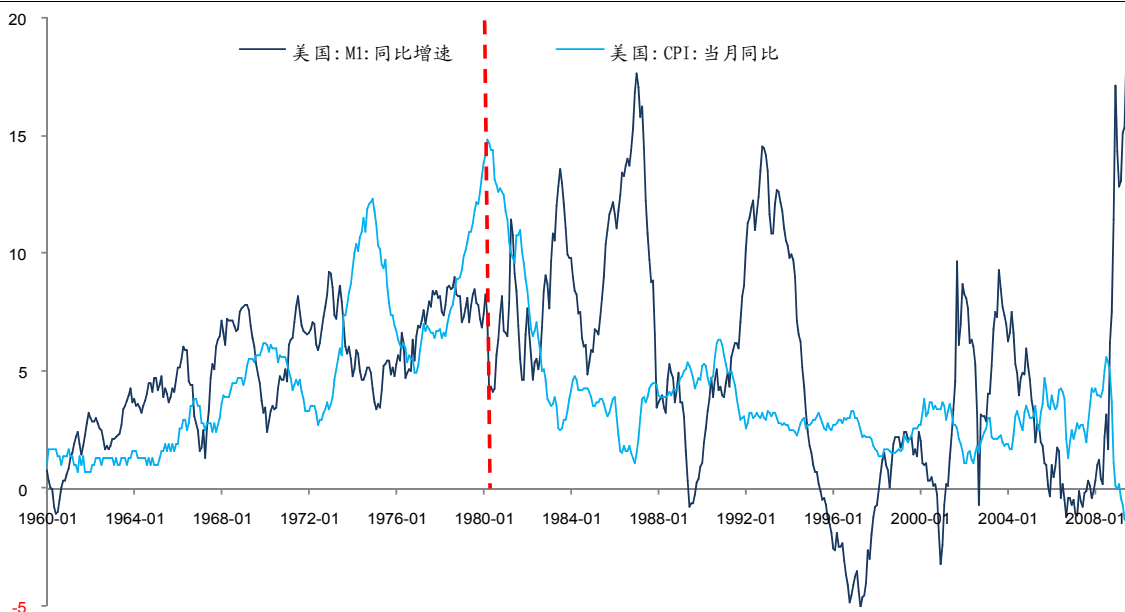


资料来源: WIND 东海证券研究所

即使在美国 (H. 罗斯, 1986), M1 也是通货膨胀的一个蹩脚的领先指标，指标信号错误百出。

从下图不难发现，在美国，1980 年以前 M1 对 CPI 的领先迹象比较明显，但是近 30 年来，M1 在预测通胀方面确实是个蹩脚的领先指标。

图表 08 美国 M1 与 CPI



资料来源：WIND 东海证券研究所

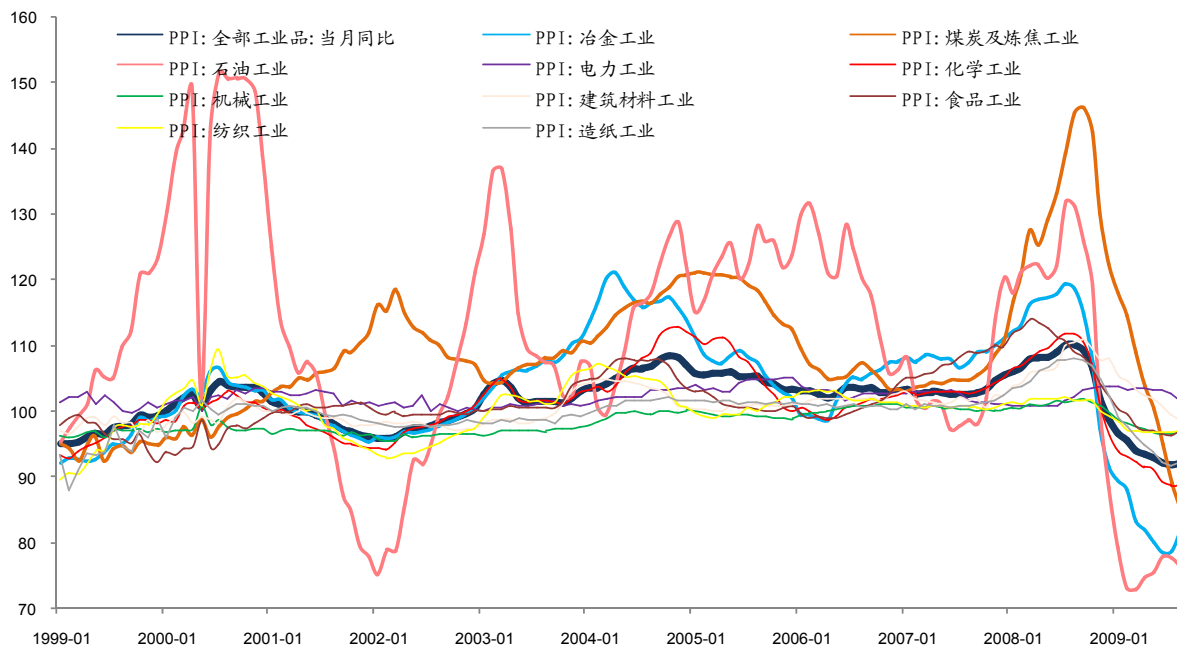
可见，货币供应和通货膨胀之间并不存在必然的因果联系，货币供应引发通货膨胀是有条件的，这里的条件是实际的经济增长水平离潜在经济增长水平有多大差距（产出缺口），如果供求链条绷得较紧，则会产生通胀；如果供求链条较松，实际增长水平与潜在增长水平之间缺口过大，则货币供应不一定会造成通胀。

另一派是真实经济周期主义，把通货膨胀看成实体经济中的供求不平衡所致，具体可分为需求拉动型通货膨胀、成本推动型通货膨胀和结构性通货膨胀，观测指标有产能利用率、产出缺口、部门生产率等。

同样，真实经济周期主义也无法解释很多现实问题，比如产能严重过剩的行业同样可能具有高度的价格敏感性和超过平均水平的价格振幅，冶金行业就是这类行业的典型，作为当前中国产能最为过剩的行业之一，该行业价格的振幅远远超过作为综合指标的 PPI 振幅，而且仅次于煤炭和石油工业。

这固然跟冶金行业的周期性特征和铁矿石成本的周期大幅波动有关，但是更主要的是，当行业的景气趋势出现，产能利用率提升时，产能过剩的行业同样具有涨价的空间和可能。

图表 09 PPI 分行业价格指数波动

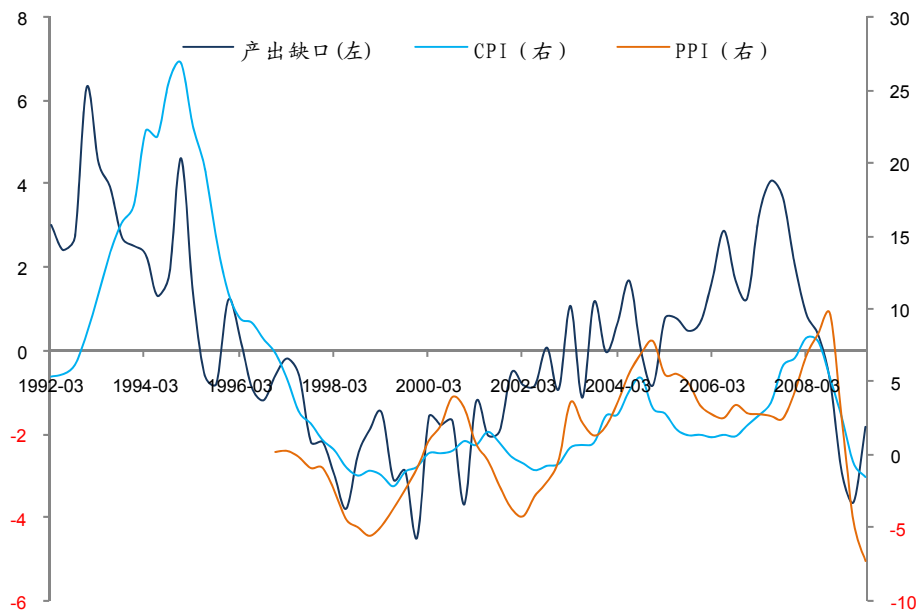


资料来源: WIND 东海证券研究所

总体来看,关于通胀成因的争论一直存在,目前尚没有一个令人满意的具有普适性的理论,已有的理论在解释现实问题时都存在这样或那样的缺陷。

因此,采取“综合派”的观点似乎更稳妥,观察中国通胀趋势的先行指标至少应该包括: M1、食品价格、能源价格、产能利用率。单纯采用单一指标来预测通胀趋势,结论可能是危险的。

图表 10 产出缺口与通货膨胀



注: 产出缺口=GDP 实际增速—潜在增速

资料来源: WIND 东海证券研究所

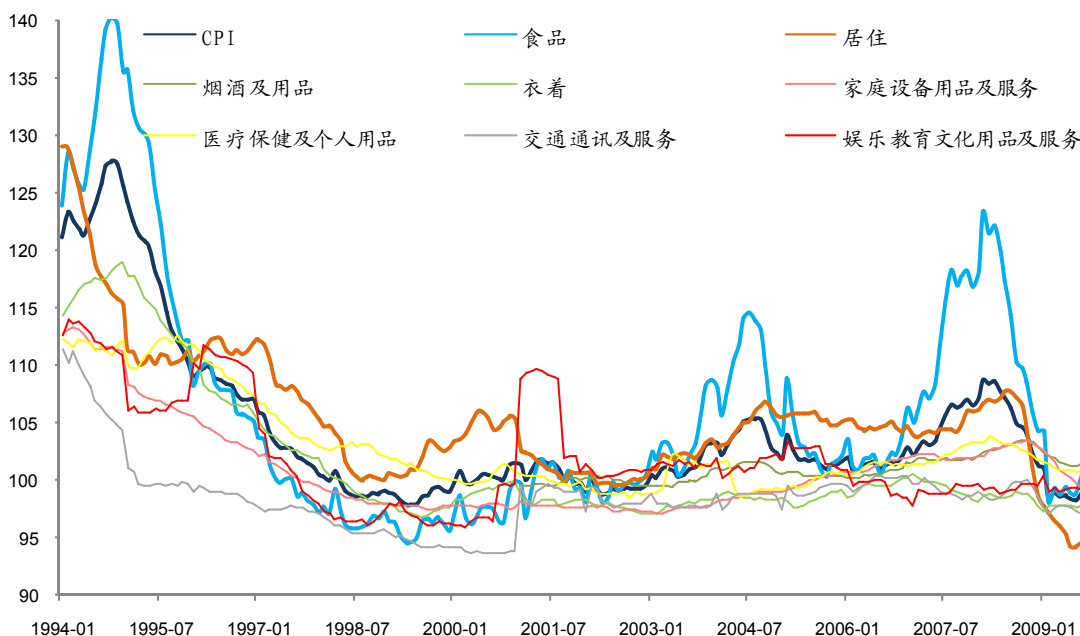
从结构的角度, CPI 的八大类构成中,只有食品和居住波动较大,其它各

类基本没变化。

PPI 的 32 个行业构成中，只有石油、煤炭、冶金和食品波动较大，其它行业波动很小。

因此，从结构的角度，预测通胀趋势主要是预测能源和食品价格。

图表 11 CPI 八大构成类波动



资料来源：国家统计局 东海证券研究所

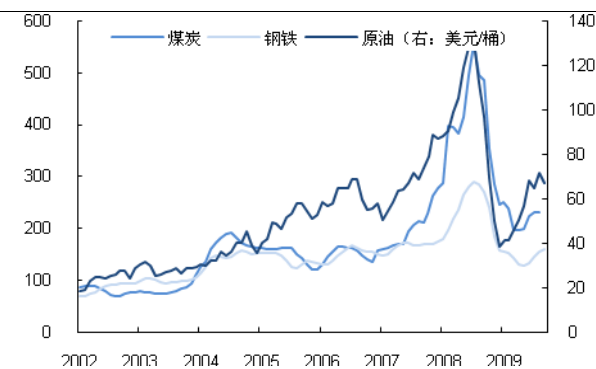
综合各类通货膨胀先导指标来看，2010 年温和通胀的可能性较大，全年 CPI 在 3—4% 之间，少数月份超过 5%。

目前国内商品的供求关系比较稳定，基本处于供过于求的局面。

明年通胀形势最大的风险来自于国际大宗商品价格，国际大宗商品受美元、全球经济复苏进程、多元政治等多重因素影响，尤其是通货膨胀的两大激发因子能源和食品价格充满不确定性。

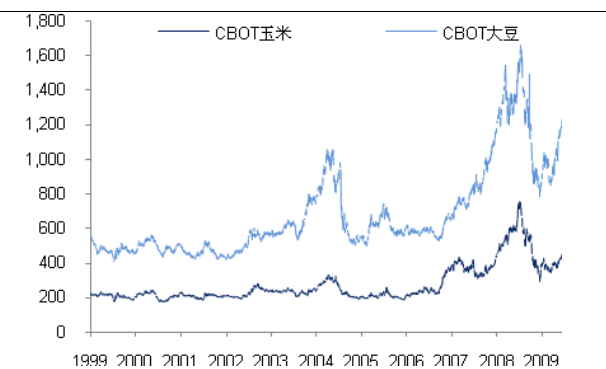
根据测算，全球生物能源技术在原油 80 美元左右具有成本优势，目前原油价格 60 多美元，如果明年石油价格攀上 80 甚至 100 美元，对明年通胀形势的预测逻辑显然要重新改写。

图表 12 国际石油、钢铁、煤炭等资源能源价格



资料来源: WIND 东海证券研究所

图表 13 国际大豆、玉米等粮食价格



资料来源: WIND 东海证券研究所

1.3 经济周期与股市周期

股票价格扮演很多角色,比如,(1)国民经济晴雨表;(2)反应利润预期;(3)及时对利率变化做出反应;(4)体现市场心理。

股市周期与经济周期在大部分时期趋势相同,但并不是全部。波尔.斯普林克尔(1964)观察到:“股票价格趋势特别难于预测,因为它看上去与一般的经济周期和利润模式之间没有密切的和简单的关系。经济活动与股票价格之间大约有三分之二的时间走势方向是一致的,这是事实,但另外三分之一的时间恰恰是最有趣和最可能获利的”。

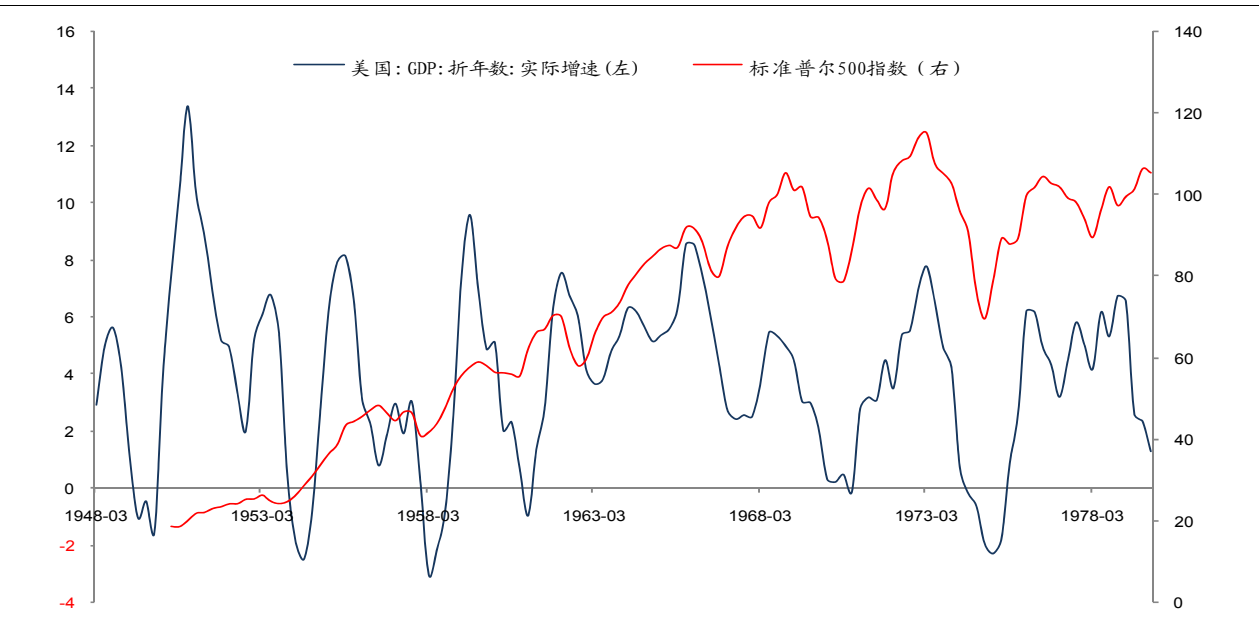
根据美国股票市场周期的历史,有两条重要规律:

(1) 股市周期一般提前经济周期 6 个月见底;

(2) 平均而言,牛市比熊市持续的时间要长,大约比例为 3: 1,也就是通常所说的“熊短牛长”。这可能跟经济周期有关,平均来说,美国经济周期的扩张阶段与萧条阶段持续时间的比例几乎达到 4: 1。

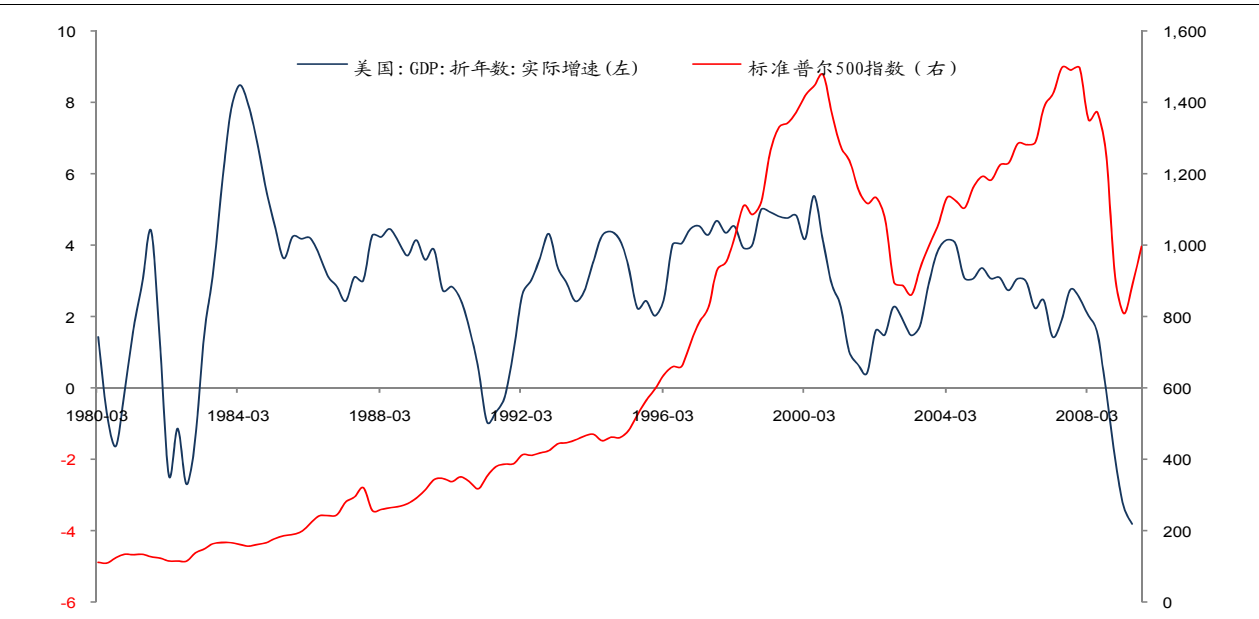
问题是,中国是否也正在进入熊短牛长的股市周期阶段?

图表 14 美国的经济周期与股市周期：1948-1979



资料来源：WIND 东海证券研究所

图表 15 美国的经济周期与股市周期：1980-2009

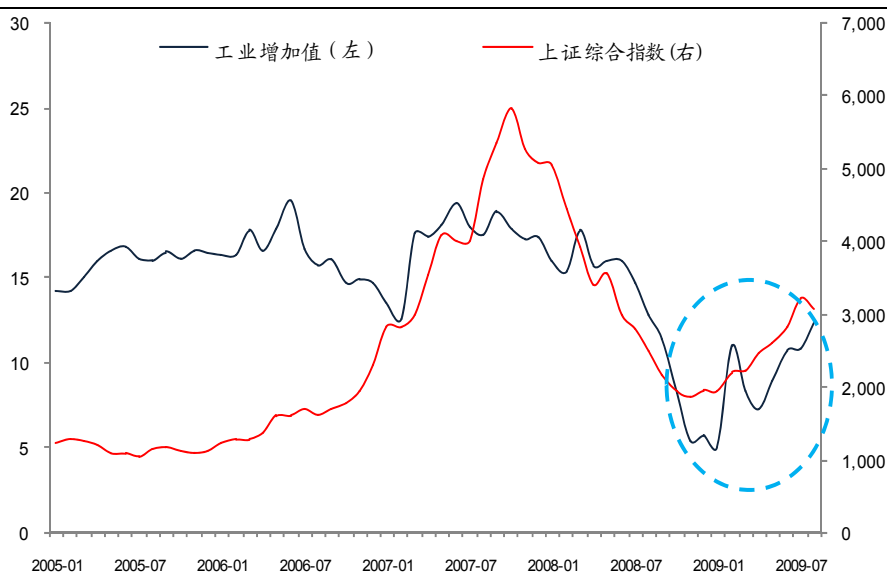


资料来源：WIND 东海证券研究所

观察中国 2009 年以来新一轮经济周期和股市周期, 有两个重要的新特征:

- (1) 经济周期与股市周期的趋势相关性显著增强, 经济的拐点也正是股市的拐点。
- (2) 实体经济的行业景气轮动与股票市场的板块轮动相关性明显增强。

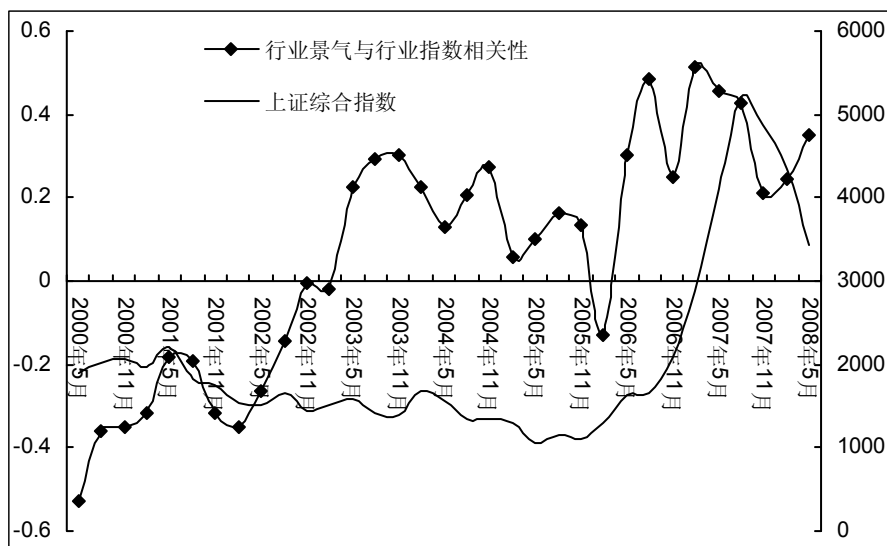
图表 16 2009 年以来的新一轮经济周期与股市周期



资料来源: WIND 东海证券研究所

任泽平（《金融研究》，2009）通过实证检验，发现我国 2003 年以后行业景气指数与股市行业指数之间相关性明显增强，羊群效应在减弱，“板块轮动”现象与“行业景气轮动”的联系日益密切。随着 QFII 进入中国和股权分置改革全面启动，我国资本市场发生了本质的变化。

图表 17 中国行业景气指数与股票市场行业指数的时间相关性趋势



资料来源: WIND 东海证券研究所

附注:**分析师简介**

任泽平，博士，8 年宏观经济研究经验，2 年证券从业经验。

李志兵，硕士，中央财经大学经济学专业；胡齐亭，硕士，北京大学金融学专业

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$

中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122