

宣告进入加息周期

---加息周期分析与物价分析



第一创业
FIRST CAPITAL

王皓宇 S1080209110061

2010年12月27日

第一创业近期主要宏观及策略报告

- 《日本效应和巴拉萨-萨缪尔森效应叠加下的中国物价》
发布日期：2010年8月23日
- 《增长能力与货币供应的背离--为什么说泡沫难以避免》
发布日期：2010年10月18日
- 《美国“抱薪”，中国“灭火”--全球视角下的分析》
发布日期：2010年11月03日

本文的框架

- 加息周期的经验：关于日本
- 中国通胀估计：信贷、劳动力与价格管制
- 关于投资的建议

本文的要点

- 中国已正式进入加息周期，不是最后一只靴子落地，而是还有很多靴子悬在空中，等待落地。
- 日本**1989-1991**年的经验显示：①加息对地价的影响比对股价的影响慢得多；②美国放松货币并不意味着日本没有货币政策独立权，即使美国不断降息，同期的日本也敢于以连续加息的方式治理通胀。
- 从信贷、劳动力和价格管制三个角度考虑，**2011**年的月度**CPI**大部分时间都将在**4%**以上，少数月份可能持续在**5%**以上。
- 在加息周期的**前期**，在高额信贷投放刺激下，负利率依然严重，需求被强烈带动，因此资源类企业将表现出良好的盈利能力，制造类企业也会有很好的盈利性，资产表现出抗通胀特征。随着加息周期进入**中期**，权益市场将会受到很大的挑战，控制仓位将是更合适的选择。债市则已不存在系统性机会。



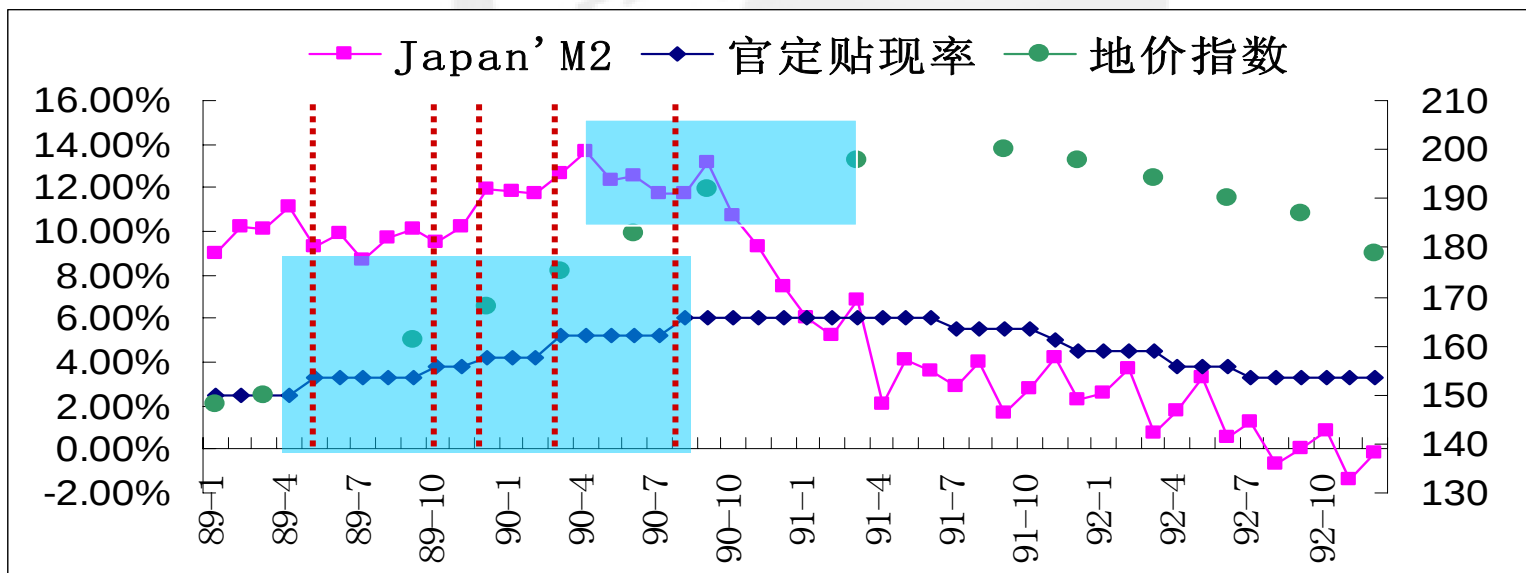
加息周期的经验：关于日本



第一创业
FIRST CAPITAL

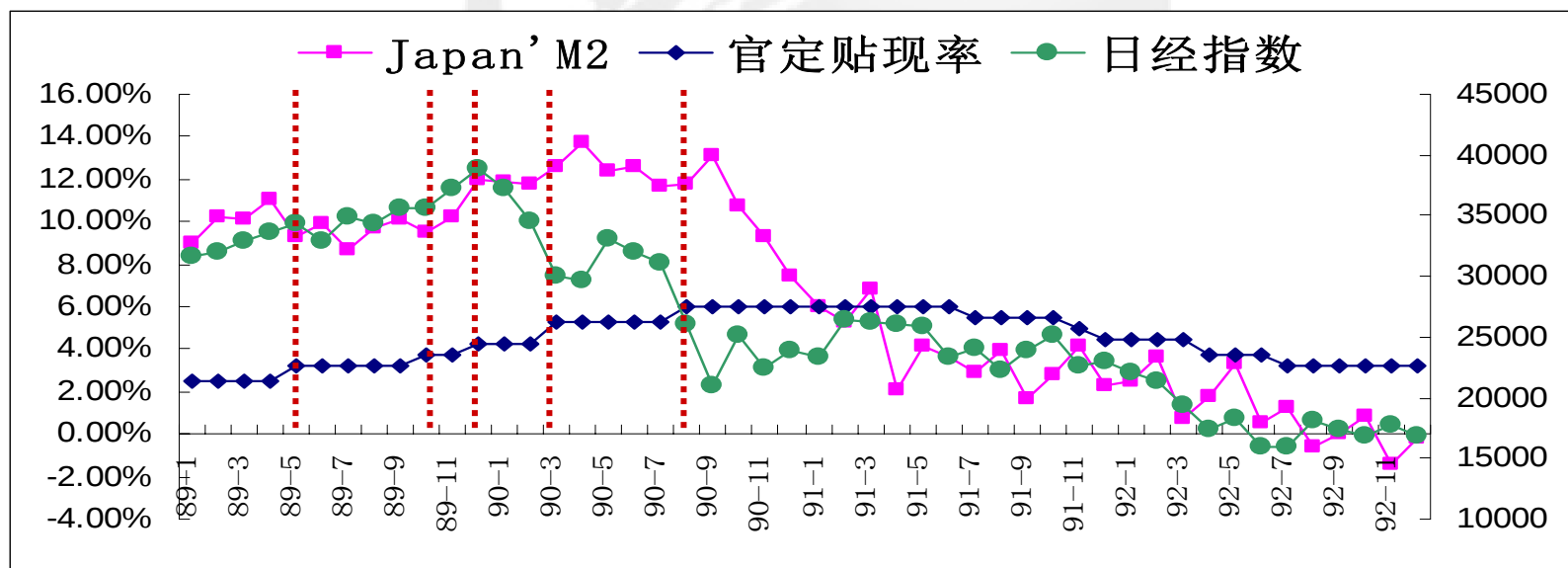
加息对地价的影响：1989.5--1990.8

- 日本为什么加息？因为当时的**CPI**持续走高。
CPI: 88/0.7% → 89/2.3% → 90/3.1% → 91/3.2% → 92/1.7%
(75bp → 50bp → 50bp → 100bp → 75bp)
- 始于**1990年4月份**的**信贷总量控制**对地价的影响更大：连续加息似乎没有影响到地价，地价仍然走高，地价与货币投放M2的关系更大



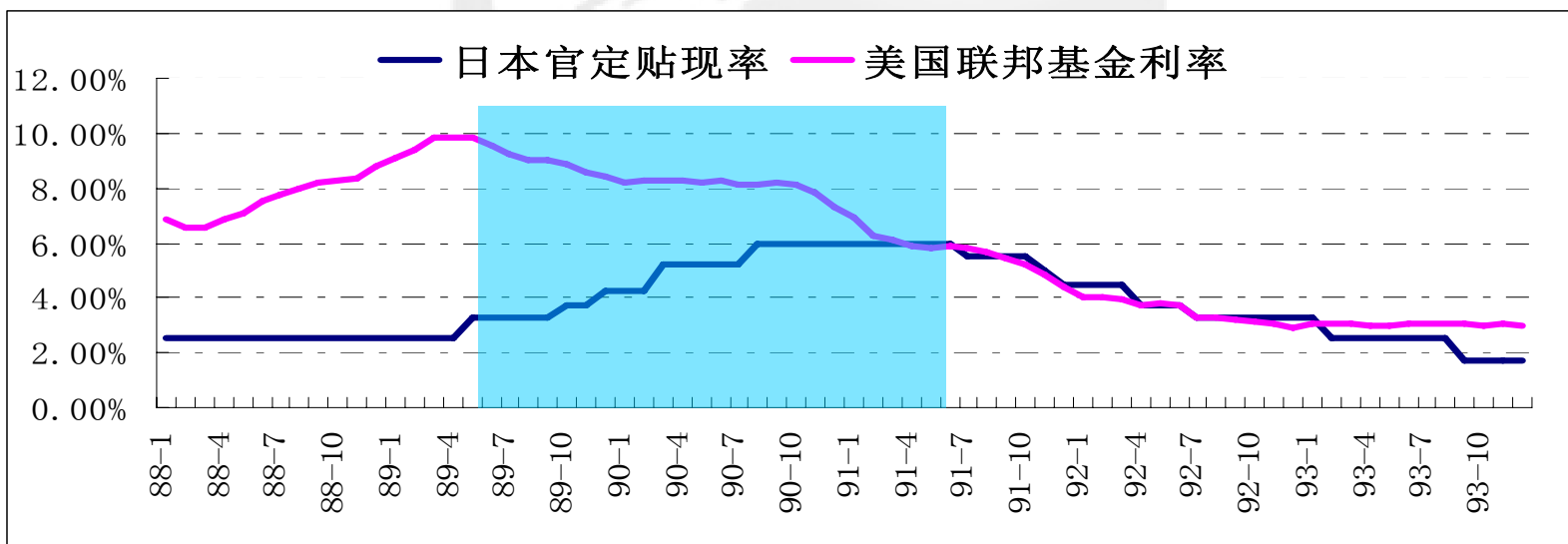
加息对股价的影响：1989.5--1990.8

- 1年零3个月的时间里，加息5次，每次加息幅度都较大
- 日经指数在第三次加息时（1989年12月）创下**峰值**：在日本的第一次加息和第二次加息，日经指数的反应都是继续上涨，在第三次加息后，日经指数转为下跌。



日本与美国的政策周期对比：一紧一松

- 日本央行于**1989年5月**开始紧缩
 - 美联储于**1989年6月**开始放松
- 政策周期完全相反，如同现在！
- 美国定量宽松的影响如何：**当年美国的放松没有改变日本的紧缩取向。现在的美国也在放松，难道现在的中国紧缩取向会被美国左右？



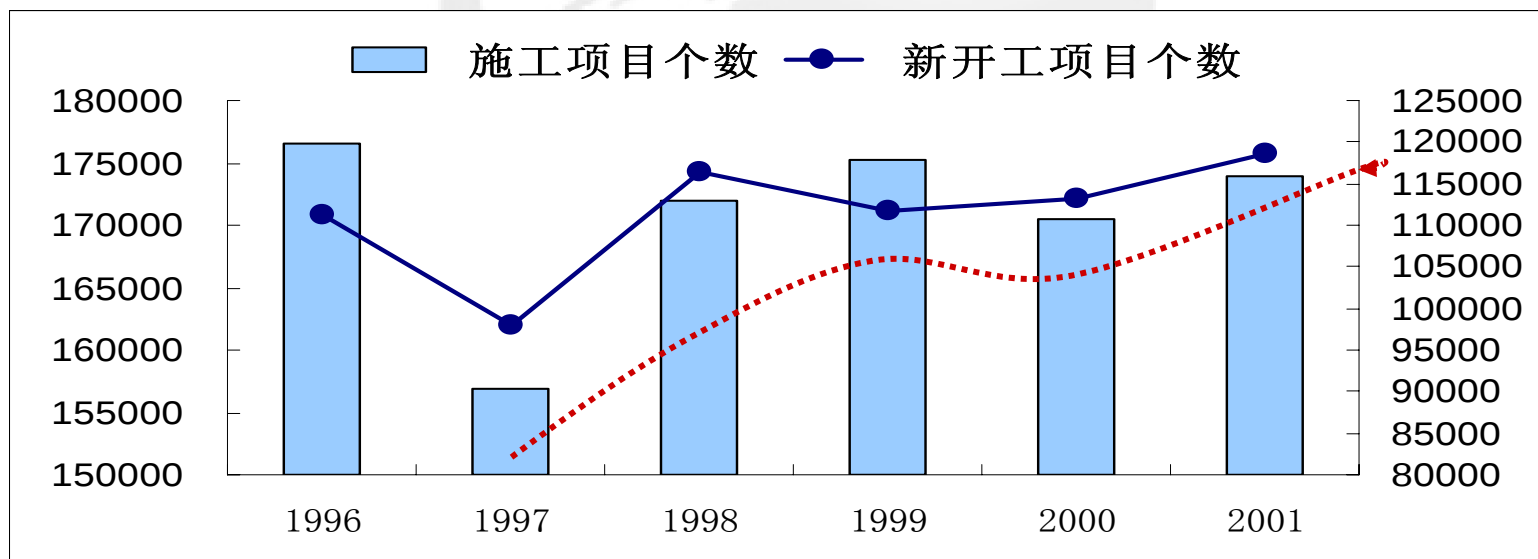
中国通胀估计：信贷、劳动力与价格管制



第一创业
FIRST CAPITAL

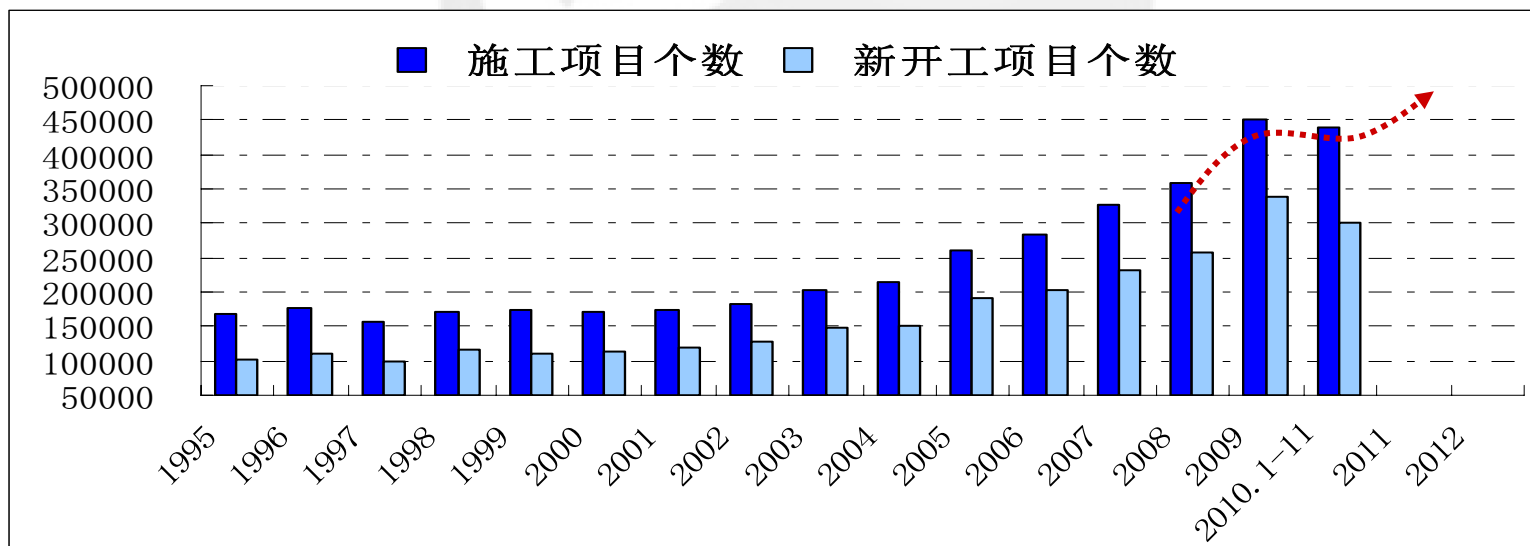
1997年的回顾：尾大不掉 + “十五”第1年

- 投资易升难降，尾大不掉：97年爆发亚洲金融危机，98年中国政府实施积极财政政策，导致98-99年新开工项目和施工项目大幅反弹。
- 交织“十五”开局第一年（即**2001年**），新刺激：2001年为“十五”开局第一年，投资项目施工和开工数量高位反弹，使98年因为亚洲金融危机开始实施的积极财政政策延续了下去，投资有了新的刺激。



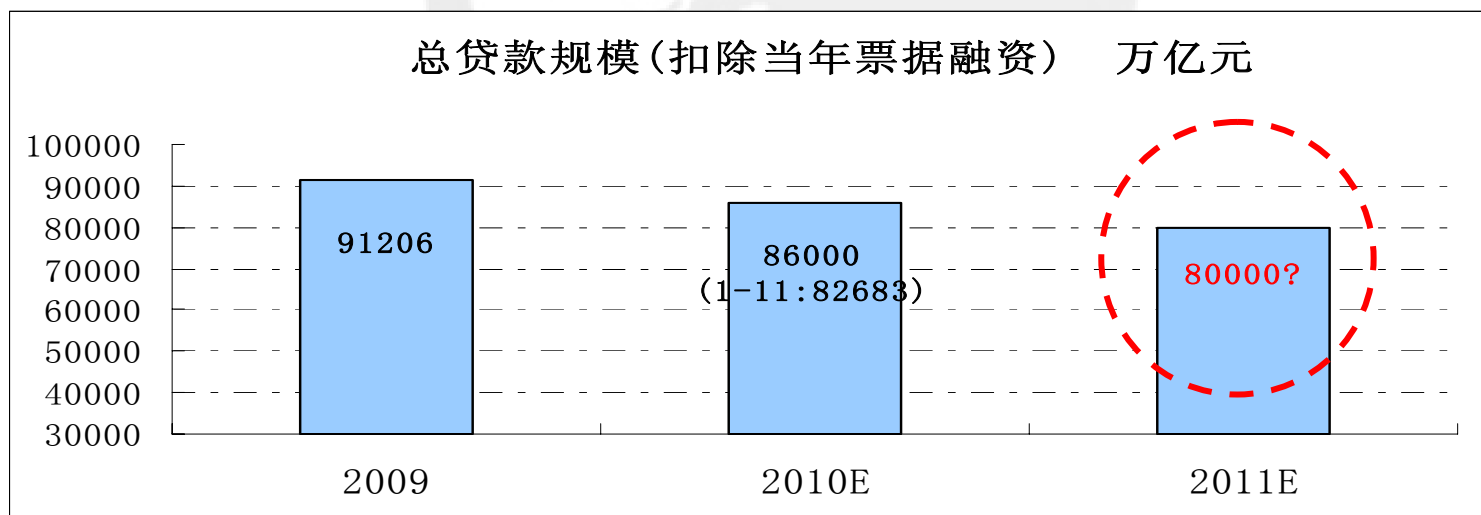
关于2011年投资的预测：重演2001年

- **2011年三架马车“投资”**所面临的两个背景：一是2008年金融危机后，因为积极财政政策连续两年大量的施工项目和新开工项目，尾大不掉；其二是“十二五”开局的第一年，当年本身新开工项目就多。
- **重演2001年：至少是维持高位，也很可能高位反弹。**2011年的投资，新开工项目数量和施工项目数量非常可能重演2001年的故事。



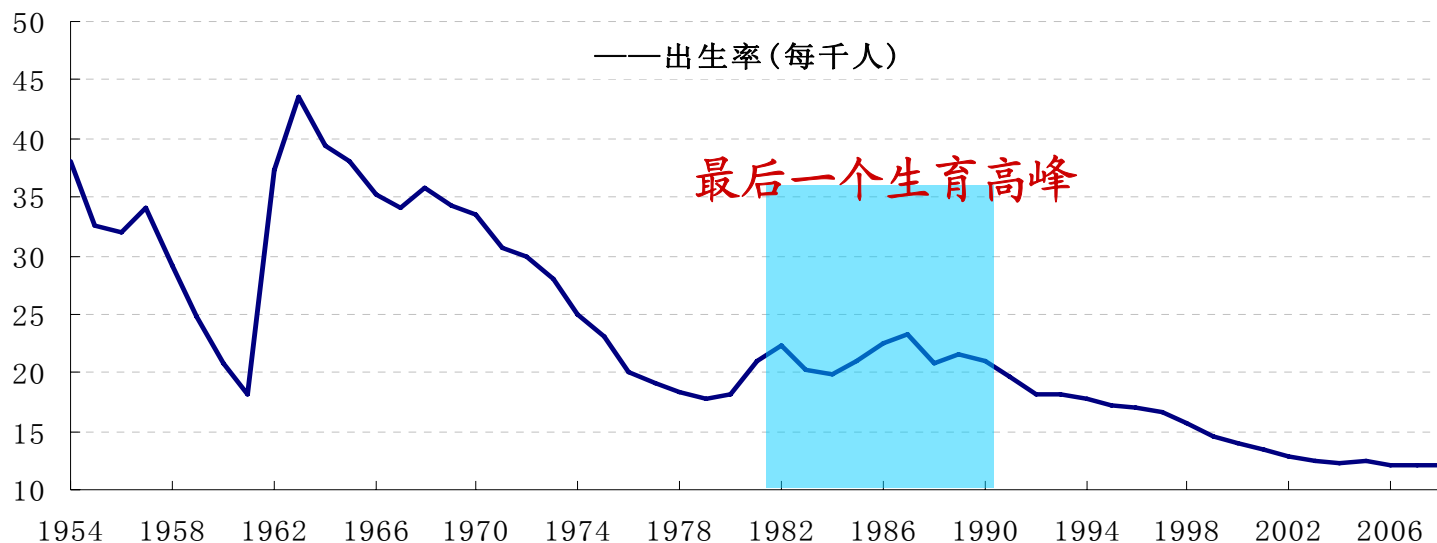
“三因素”倒逼信贷投放

- 信贷投放的惯性：扣除票据融资后的贷款，2009年全年是9.1万亿元，2010年预计最终为8.6万亿（1-11月份为8.3万亿），基于信贷投放的惯性，2011年的信贷规模很难有效压缩。
- **2011全年信贷不会低于7.5万亿，扣除票据融资后不会低于8万亿：**因为①既有的新开工和施工项目难以压缩，②明年是“十二五”计划第一年；③中央给明年财政政策的定调仍然是“积极”。



低端劳动力供给高峰已过，成本快速提升

- 低端劳动力供给高峰已经过去：80后/90后新生代农民工是当前我国低端劳动力的主体，占据60%以上比例。根据我国人口生育周期，80年代是人口出生的最后一个高峰。因此，未来新生代农民工的供给数量整体将减少。
- 农民工工资提升幅度快于生产效率提升幅度：近几年来，农民工的工资增速提升相当快，06年以来的平均增速为12%左右，且在不断加快。



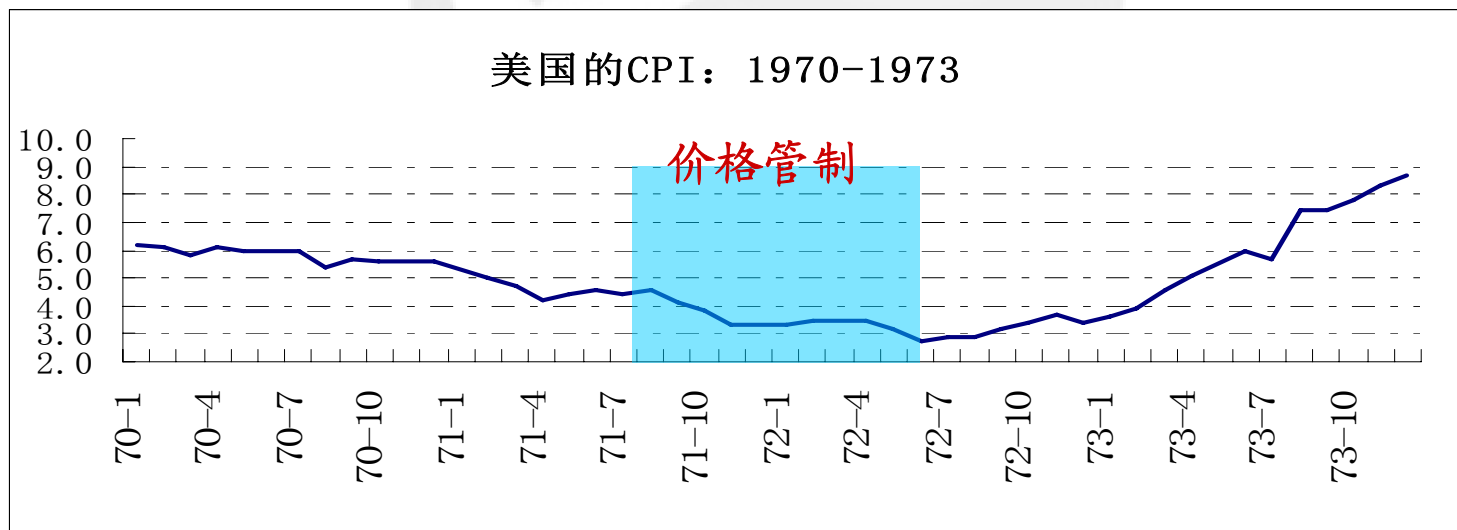
成本推动型通胀：螺旋式上升

- 物价螺旋式上升：由于劳动力成本的快速、持续提升，劳动力密集的农产品、服务业（非贸易品），乃至制造业的价格都将面临成本提升的涨价压力，呈现“**成本推动通胀，通胀带动成本**”的螺旋式上升。
- 劳动力成本是大头：以我们的统计，粮食、蔬菜、棉花等，劳动力成本在总成本中的比重都很高，对最终价格的影响大。

2009 年成本占比	劳动力	化肥	机械设备	三种成本之和
三种粮食	38.8%	24%	21%	83.80%
蔬菜	46%	17%	7.5%	70.50%
棉花	59%	15%	19.5%	93.50%
糖	50%	26%	6%	82.00%

价格管制与蛛网模型：等待更大的物价失控

- 需求没有变化，但未来供给将减少：当前的调控使农产品价格大幅下跌，虽然短期起到了抑平物价的效果，但长期来看，却遏止了农产品2011年的供给（蛛网模型：商品的本期产量决定于前一期价格）。
- **上世纪70年代初美国的价格管制**：1971年8月份，美国总统尼克松宣布价格冻结，CPI短期内下降，但12个月后，美国的CPI全面反弹。



2011年的CPI走势预测

- 月度CPI大部分时间都将在4%以上高位运行
- 少数月份，CPI可能持续在5%以上
- 2011年CPI全年预计为4.6%。

关于投资的建议



第一创业
FIRST CAPITAL

权益市场：顺加息周期进程而动

- 在加息周期的**前期**，在高额信贷投放刺激下，负利率依然严重，需求被强烈带动，因此资源类企业将表现出良好的盈利能力，制造类企业也会有很好的盈利性，资产表现出抗通胀特征。
- 随着加息周期进入**中期**，权益市场将会受到很大的挑战，控制仓位将是更合适的选择。

债券市场：不会有系统性机会

- 由于利率持续提升，债市面临很大压力，不存在系统性机会
- 信用债券的投资机会也不显著

研究发现机会 服务创造价值

谢谢！



第一创业
FIRST CAPITAL