



贵金属

2011.07.19

滞胀下的有色金属投资


桑永亮
 021-38676052
 sangyongliang@gtjas.com
 编号 S0880511010034

本报告导读：

全球经济滞胀风险越来越大，在这种经济形式下我们坚持黄金的长期推荐不变，看好山东黄金、中金黄金、恒邦股份、紫金矿业

摘要：

- 我们统计了美国历史上三次滞胀的成因及解决办法。持续时间分别是 1968 年中到 1970 年中，1973 年初到 1975 年初，1978 年底到 1980 年底。滞胀主要由于经济增长动力逐渐消失外加不当的宽松经济政策所致，而后再依靠科技创新驱动新兴产业的出现和爆发式扩张，带动货币适度收紧而结束。
- 滞胀期间的金属价格。首先如我们想到的，黄金由于保值避险功能，价格表现良好（69 年左右的滞胀，黄金没涨主要是由于美元与黄金挂钩）；另外，与我们预期不太一样的是，铜为代表的工业金属在三次滞胀中价格也都在小幅上涨。
- 滞胀期间的股票表现。股市先于经济衰退走熊，也先于经济起稳反转，但整个滞胀期间股市表现不好。另外我们从统计规律看到，无论美国和中国，股市的估值水平与 CPI 同比增速基本是完全负相关关系，所以如果 CPI 见顶回落，那么股市估值水平会有提升。
- 中美欧经济形势均有滞胀苗头。（1）中国 CPI 见顶的时间窗口从原来预期的 6 月推延到 7 月，至于是否真的在 7 月见顶有待观察，另外目前经济下滑势头还没有扭转。（2）QE3 又开始进入美联储的考虑范围，从 QE2 的效果看，量化宽松对经济刺激的作用有限，但推升 CPI 的迹象明显。因此，如果再次推出 QE3，无疑滞胀风险将加大。（3）欧洲债务危机根本性问题没有解决，欧元区更多采取小修小补的拖延政策。
- 我们的推荐也都基于滞胀的背景给出。**首先坚持黄金的长期推荐不变**，我们认为货币系统中的风险在积累，金价上涨的根本动力没有变。而且四季度临近，四季度是黄金的传统消费旺季，金价一般都会有良好表现。我们预测金价在 2012 年上半年将达到 1800 美元/盎司。**其次一些传统工业金属股票如果跌到一个偏低的估值水平也可以介入**，如江西铜业、铜陵有色、锡业股份、驰宏锌锗等。这个主要是基于滞胀期间基础金属价格也在温和上涨的历史经验以及未来几个月中国 CPI 会回落的预期，按照图 4、图 5 的推测，优质有色股估值修复也会带来一波上涨行情。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

贵金属	增持
铜	增持
铝	中性
铅	中性
锌	中性
锡	增持
稀土	中性
其他小金属	中性

相关报告

贵金属：《经济风险中黄金依然是好的避险标的》

2011.06.01

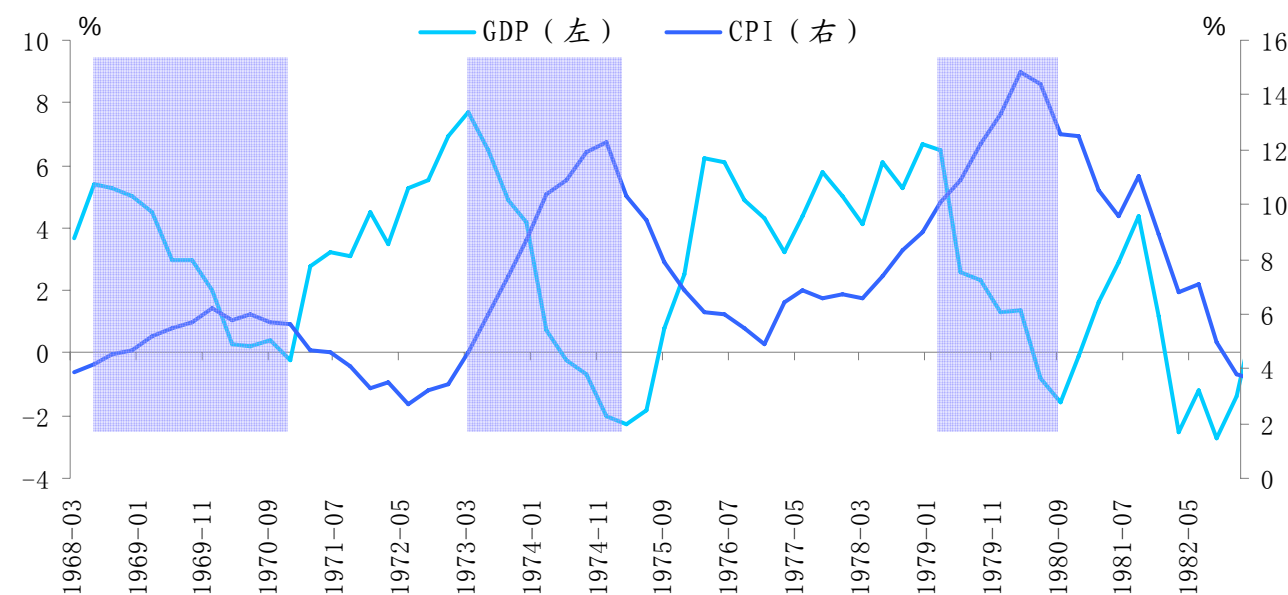
贵金属：《对金价走势的判断及黄金企业估值比较》

2010.10.25

1. 美国历史上三次滞胀的成因及解决办法

我们统计了美国 60 年代以来的三次滞胀，分别是 1968 年中到 1970 年中，1973 年初到 1975 年初，1978 年底到 1980 年底。滞胀的表现就是经济增长放缓甚至下滑，同时通胀高启。最典型的是 70 年代后的两次，CPI 增长都达到 10% 以上。

图 1 我们统计了美国 60 年代以来的三次滞胀，其中最典型的是 70 年代后的两次



资料来源：Bloomberg

1.1. 滞胀原因

1.1.1. 经济增长动力逐渐消失

前期战争对美国经济的刺激作用在逐渐消失，经济增长缺乏动力。比如五、六十年代美国工业高涨，得益于世界大战积累起来的被抑制的对固定资产、住宅建筑、耐用消费品的需求，以及朝鲜战争和越南战争的刺激。这些因素在 70 年代以后已经逐步消失。

科技发展作为经济增长的重要推动力量，而滞胀期间科技发展严重不足。20 世纪 40 年代末，美国等资本主义国家率先掀起了以原子能和电子信息技术的发明与应用为先导的第三次科技革命，五、六十年代以来推动了美国工业的高速增长。但经过了近 20 年的科技高潮后，到 70 年代初，第三次科技革命的推动力已经明显减弱。直至 70 年代末 80 年代初，在第三次科技革命的基础上，全世界范围内以微电子技术、生物工程、新型材料、宇航工程、海洋工程、核能技术等尖端技术的应用为主要标志的新技术革命的新科技革命才再掀高潮。

美国在世界市场上的出口贸易额开始下降。自 1960 年代开始，由于经济全球化、区域化的发展，商品和生产要素国际间流动的限制大大减少，世界市场竞争加剧。1947 年美国出口额占世界出口额的约三分之一，1948 年下降到 23.5%，1960 年下降到 18.2%，1970 年再降到 15.5%。美国从 1971 年首次出现了 13.03 亿美元的对外贸易逆差，此后，除了 1973、1975

年为小额顺差外，其余年份均为逆差。

1.1.2. 滞胀之前不当的经济政策

1974-1975 年的滞胀是经济结构性危机的结果。正如美国财政部长米勒所说：“现在的通货膨胀是过去长达十五年的赤字财政和增大货币供给所带来的债务积累造成的，在短期内没有有效的对策。”这种结构性的危机，原因之一便是美国长期扩张财政、刺激消费的政策使然，之二便是生产与消费之间的矛盾激化。一方面，作为持续高速增长长期过后的积累过剩的产物，除一部分尖端产业外，大部分产业都陷入了固定资本过剩的境地；另一方面，企业推行的降低实际工资以及裁减员工的行为使得社会消费能力的基础变得越来越窄。两者兼之，便造成了滞胀。

1980-1982 年的滞胀则是由石油危机引发的。在这次滞胀中，欧美国家的失业率达到 10%，且世界贸易总额连续两年绝对缩小，由 1980 年的 18240.9 亿美元缩减到 1982 年的 16501.0 亿美元。这次危机可以看作上次滞胀危机所引发的余震，与之俱来的石油危机更加剧了对经济的冲击。

扩张性财政政策和处于转型期的货币政策直接推动了通货膨胀。扩大总需求的财政政策以及宽松的货币政策曾对 50 到 60 年代发达资本主义国家经济的高速增长、失业率下降以及促使经济危机程度减弱和时间缩短，起了一定的作用。然而，在 70 年代，扩张式的财政政策和货币政策却双双“失灵”了。

1.2. 滞胀对美国经济的影响

第一，美国工业经历了长时间的生产下降。1973 年发生的经济危机使得美国的工业生产下降了 15.3%，持续时间为 18 个月；1979 年发生的经济危机使得美国工业生产下降了 11.8%，持续时间约 44 个月。

第二，大量企业破产，失业率上升到战后历次危机的最高值。1979 年发生的经济危机造成了近 1.5 万家企业破产倒闭，失业率最高时达 9.2%，失业人数约 836 万。在 1979 年发生的经济危机中，企业倒闭、银行破产数和失业率都创出战后最高纪录。企业破产数量达 25 300 家，失业率最高时达 10.8%。

第三，固定资产投资大幅下降、物价严重上涨都严重影响了美国经济发展。“滞胀”阶段是美国“二战”结束后最为艰难的一个阶段。从 1969 年 12 月爆发经济危机，到 1982 年 12 月经济复苏为止，美国约有 13 年的时间停留在滞胀的阴影下。平均每 3 年多就有一次衰退，实际 GDP 平均增长速度只有 2.9%，而其它时期的经济增幅平均为 3.87%至 5.69%。与此同时通货膨胀率前所未有地高涨，年平均通货膨胀率达到 10.46%，而美国战后各经济阶段的平均通货膨胀率为 2.33%至 3.54%。

1.3. 应对措施

为走出滞胀，美国政府采取了一系列渐进的经济恢复政策，配合以稳定货币供给量和结构性财政政策。采用了四个措施：**稳定货币供应量、减轻税赋、缩减开支、减少政府干预。**最为有效的两条是**稳定货币供应量和减少政府干预。**

➤ 首先，里根政府以控制货币供应量为主要目标，即使利率过高触发

经济危机，也不放弃从紧的货币政策。里根政府在其上任初期虽然遭遇了严重的经济危机，但是稳定的货币供应量抑制了通货膨胀，使得通货膨胀逐步下降。到 1984 年已经降到 3.8%。

- 其次，减轻税负效果明显。里根对企业实行的加速折旧政策和原来的投资课税扣除等优惠政策，使得企业手中的现金流量增加，对刺激传统产业更新设备起了很大作用；
- 再次，削减开支，为经济注入活力。里根倡导的“小政府”口号主张削减以福利相关费用为首的普通预算开支，并降低高收入者的所得税和企业的投资税，使得经济活力大增。

最关键的，美国电子产业的兴起为美国经济注入了真正的增长活力，新的经济增长点推动美国经济走向了复苏的道路。

另外，由于生产资料的价格上涨低于前期，也鼓励了企业投资。除此以外，能源消费结构的变化引起了油价的下跌；美元升值也使得进口产品价格下降；工会为保证工人就业而放弃提高工资的要求等客观原因也使得通货膨胀出现了下降的态势。经过里根政府的持续努力，美国终于在 1983 年迎来了新的经济增长高峰。

表 1：对滞胀规律的总结

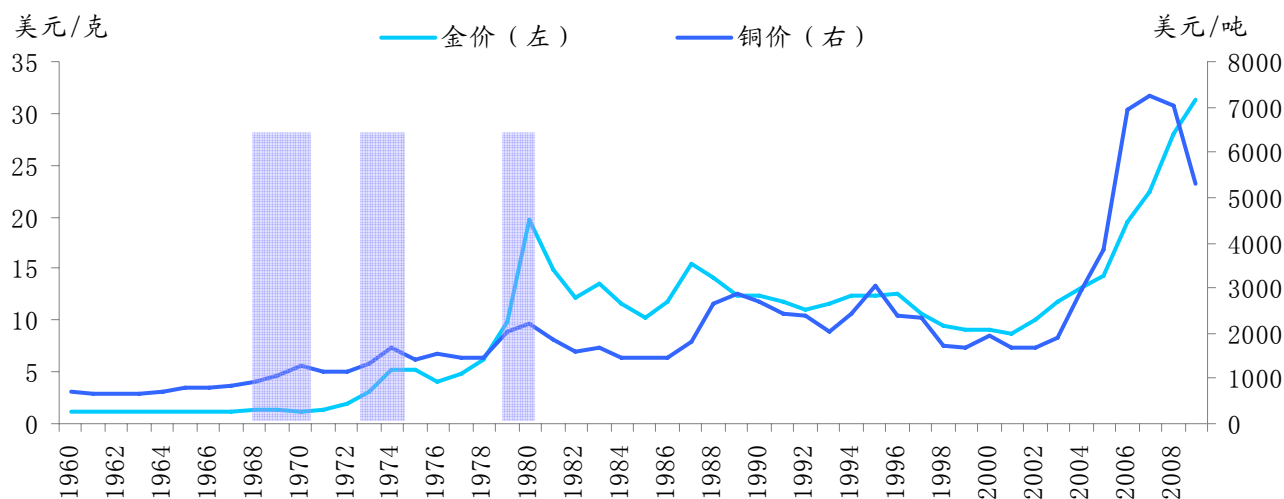
原因	逻辑	例证	对策
经济缺乏新的增长点	旧的经济增长动力释放殆尽乃至形成重复投资于生产过剩之后，新的经济增长点尚未形成，进而陷入了衰退的泥潭	发达经济体在上世纪 70 年代的滞胀。汽车、钢铁等传统工业劳动生产率增长开始放缓，而战后技术革命所创造的某些新产品市场逐渐达到饱和，新技术、新工艺、新产品要形成巨大的经济效益尚需时日。	科技创新驱动新兴产业的出现和爆发式扩张。
生产成本上升	生产成本上升，企业为生存提高价格削减产量。	第一次石油危机导致世界石油价格大幅上升，导致了依赖石油输出国组织的石油的西方国家能源成本的上升。	降低成本长期来看得靠技术进步，但短期内可以采取供给管理政策。
货币供应量过度扩张	滞胀时期往往处在阶段性经济增长之后，多出的流动性仍旧泛滥于市场上，这样就为日后持久的通货膨胀埋下了伏笔。通胀预期日趋恶化，消费投资逐渐下滑，经济疲弱。	历次滞胀期间，M2 的增速均高于实际 GDP 增长。	严格执行可控的货币供应规则。

资料来源：国泰君安证券

2. 滞胀期间金属价格及股票市场表现

金属价格方面，如图 2，滞胀期间，首先如我们想到的，黄金由于保值避险功能，价格表现很好（69 年左右那次滞胀黄金没涨主要是由于美元与黄金挂钩）。另外比我们预期好的是，铜为代表的工业金属在三次滞胀中价格也都在上涨。

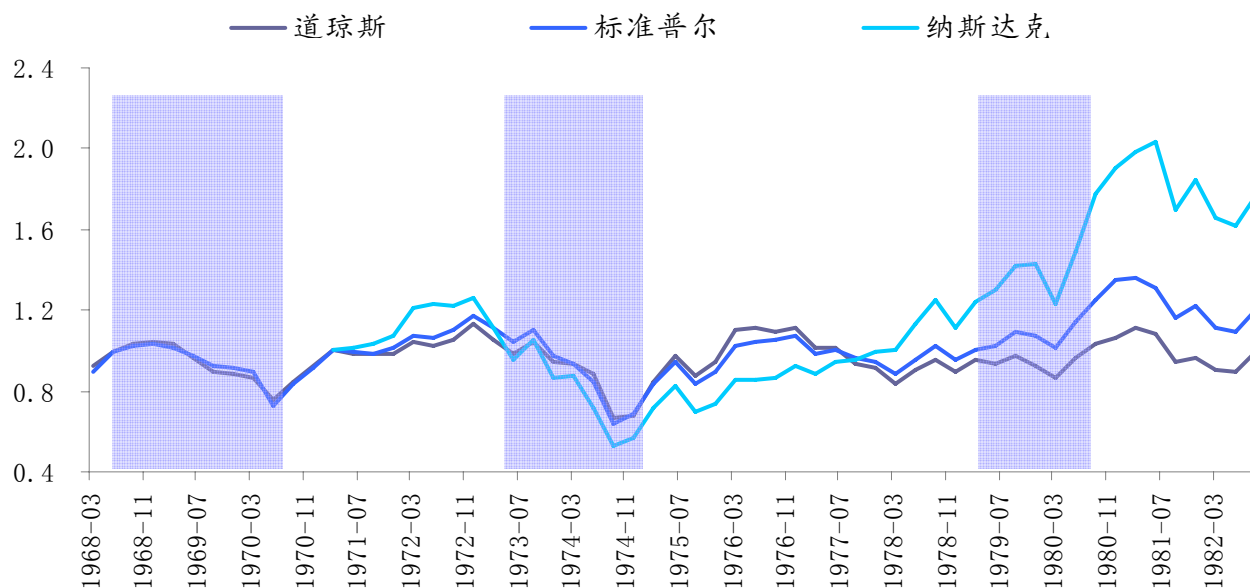
图 2 滞胀期间金属表现



资料来源：国泰君安证券

股票市场方面，股市走熊先于经济衰退，而股市起稳也先于经济起稳。

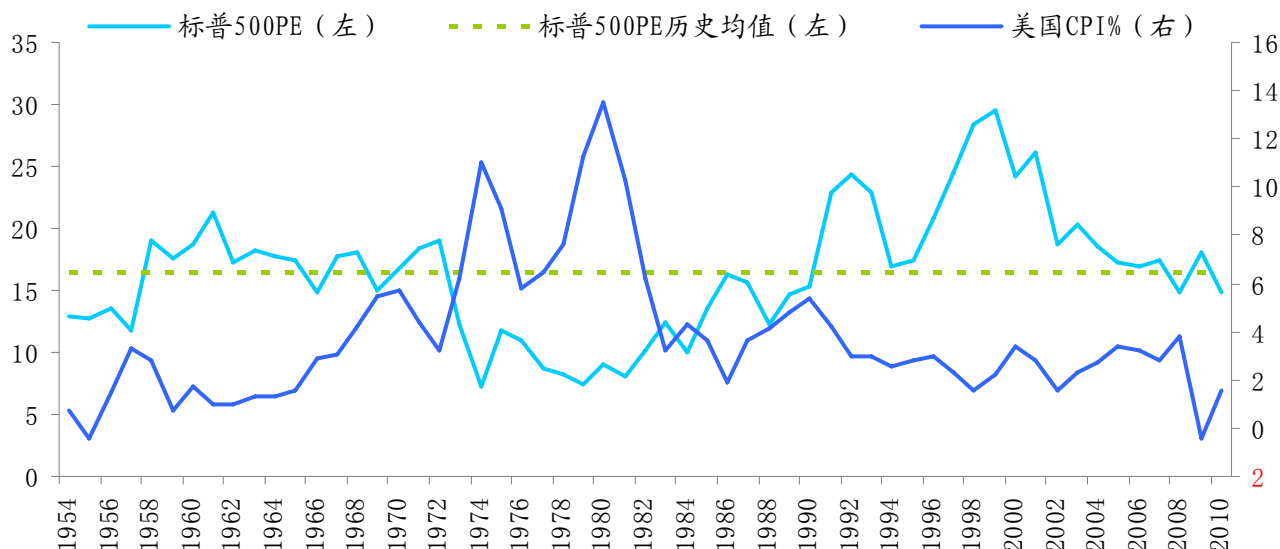
图 3 美国滞胀期间股市表现



资料来源：Bloomberg

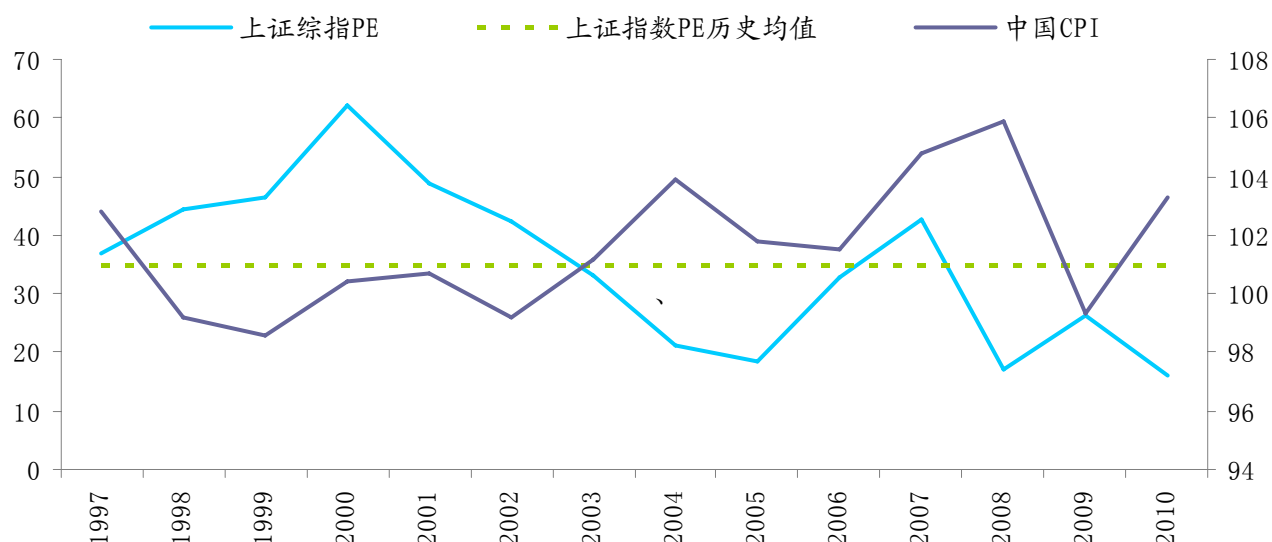
另外我们从统计规律看到，无论美国和中国，股市的估值水平与 CPI 同比增速基本是完全负相关的，所以如果 CPI 见顶回落，那么对股市是个利好信息。

图 4 美国股市 PE 水平与 CPI 的关系



资料来源: Bloomberg

图 5 中国股市 PE 水平与 CPI 的关系



资料来源: Bloomberg

3. 以史为鉴，我们在滞胀下的投资推荐

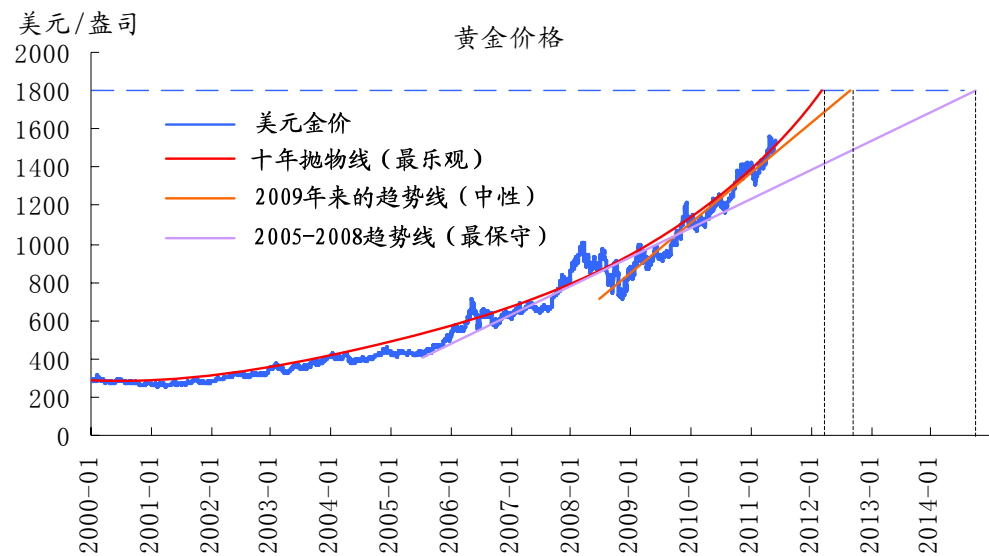
纵观全球经济形势，中美欧三个主要经济体的发展现状并不乐观。

- 中国 CPI 见顶的时间窗口从原来市场预期的 6 月向后推延到 7 月，至于是不是真的在 7 月见顶还须观察。但可以确定的是目前经济下滑势头还没有扭转。
- 近期，QE3 又开始进入美联储的考虑范围，我们从 QE2 的效果看，其实量化宽松对经济刺激的作用有限，但推升 CPI 的迹象明显，今年来美国通胀水平越来越高。因此，如果再次推出 QE3，无疑滞胀风险将加大。
- 欧洲债务危机根本性问题没有解决，欧元区更多采取小修小补的拖延政策。

这些因素都使我们认为全球滞胀的风险很大，因此我们的推荐也都基于滞胀的背景给出。

首先我们坚持黄金的长期推荐不变，我们认为货币系统中的风险在积累，金价上涨的根本性动力没有变。而且四季度临近，四季度是黄金的传统消费旺季，金价都会有良好表现。我们预测金价在 2012 年上半年将达到 1800 美元/盎司。

图 6 黄金价格预测



资料来源：国泰君安

其次一些传统工业金属股票如果跌到一个偏低的估值水平也可以介入，如江西铜业、铜陵有色、锡业股份、驰宏锌锗等。这个主要是基于滞胀期间基础金属价格也在温和上涨的历史经验以及未来几个月中国 CPI 会回落的预期，按照图 4、图 5 的推测，优质有色股估值修复的话也会有有一波上行行情。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		