

刚性需求与通胀预期

——中级反弹延续的再思考

报告要点

■ 研究中级反弹延续和结束的核心博弈

由于低杠杆化,居民实际收入并未追随通胀波动,同时,成本大幅下滑又带来了更多刚性需求。决定 V 字右侧走势的是这两个因素的博弈分析,这是我们研究中级反弹延续和结束的最重要依据。

■ 实际收入和消费倾向带来刚性需求

居民实际可支配收入的最低点出现在 2008 年 1 季度,之后在经济增速回落的背景下反而出现上升,这实际上为刚性需求提供了保证,与 70 年代的日本相同,居民实际可支配收入由于低杠杆率因而短期内受到经济危机的影响较小,同时通胀回落带来了购买力相对增加,因此在 V 字反转的第一阶段,决定刚性需求最重要的因素来源于通胀回落后的价格,这是促使经济触底和市场反弹的重要因素。

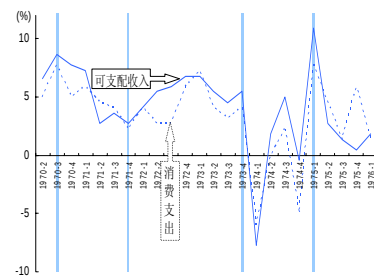
■ 成本回落下的刚性需求

未来 CPI 与 PPI 之差的变化,是我们判断中级反弹是否结束的重要指标。从历史上看,经济 V 字反转的右侧往往会出现两个底部,即短期内供给端成本改善带来的第一个底部,以及供给端改善过渡到需求端改善之间的第二个底部,因此,中级反弹的启动来源于供给端成本快速下降,结束则因为成本的上升。如果 CPI 与 PPI 之差出现持续的下滑,则可能意味着中级反弹的结束。从我们对预期通胀的分析看,2 季度 CPI 与 PPI 剪刀缺口仍将延续,中级反弹进一步延续核心因素仍在。

■ 刚性需求决定中级反弹的行业

刚性需求决定的中级反弹,耐用消费品行业都具有较好的表现。从历史经验看,美国和日本同时都出现过刚性需求支持经济反弹的状况,其市场特征是:在两次底部的反弹中电子产品、汽车等行业都由跌幅榜前列迅速返回涨幅榜前列,表现出明显的刚性支撑,同时在中级反弹结束时也依然表现出很强的刚性。而房地产虽然在通胀预期阶段表现一般,但是在 76 年 6 月开始通胀真正大幅上升时期,房地产和钢铁、贵金属一同出现在涨幅榜前列。

日本 70 年代可支配收入变化趋势



资料来源:日本经济白皮书,长江证券研究部

相关研究

《中级反弹的延续》

《从去库存化到刚性需求的释放》

《价格回落与需求释放的博弈--三论中级反弹的延续》

分析师:

李冒余

(8621) 63238478

limy@cjsc.com.cn

周金涛

(8621) 33130733

zhoujt@cjsc.com.cn

联系人:

杨靖凤

(8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

正文目录	2
图表目录	3
V 字右侧刚性需求决定中级反弹的逻辑	4
实际收入和消费倾向支持刚性需求	4
成本回落下的刚性需求	7
日本刚性需求与中级反弹的对应	8
美国资本市场与刚性需求的对应	10
刚性需求引导下中国中级反弹展开	11
二季度仍是中级反弹的延续期	12
刚性需求决定下中级反弹的行业	13

图表目录

图目录:

图 1: 日本 70 年代 GDP 增速与缩减指数同比增速比较	4
图 2: 日本 90 年代 GDP 增速与缩减指数同比增速比较	5
图 3: 日本 70 年代可支配收入、消费支出的变化趋势（实际同比增速）	5
图 4: 70 年代日本消费倾向组成因素分解	6
图 5: 2008 年中国实际可支配收入增速与实际 GDP 增速背离	7
图 6: 美国 70 年代 CPI 与 PPI 增速	8
图 7: 日本 70 年代 CPI 与 PPI 增速	8
图 8: 74-75 年间日经 225 指数中级反弹与 CPI-PPI 走势一致	9
图 9: 美国 70-80 年代的 GDP 环比和同步	10
图 10: 美国 CPI-PPI 与道琼斯指数走势	11
图 11: 中国 2006 年至 2009 年 CPI 与 PPI 增速	11
图 12: 中国 CPI 与 PPI 之差与资本市场也高度相关	12
图 13: 2009 年 PPI 翘尾因素趋势	13
图 13: 滞胀期间美国行业指数涨幅排名	17

表目录:

表 1: 日本 70 年代实际 GDP 和名义 GDP 见底时间	8
表 2: 2009 年通货膨胀各月预测值（3-12 月新增长因素为历史加权数据）	12
表 3: 70-80 年代美国行业指数走势	14
表 4: 70-80 年代股指波动各阶段美国行业指数走势	15

V 字右侧刚性需求决定中级反弹的逻辑

在去年 11 月前后，我们推出了中级反弹展开的系列研究报告，指出在通胀快速下行后，经济在一至两个季度之内将在去库存化的影响下步入低点，而这一低点也是整个经济周期调整的第一个低点，市场也将随之步入中级反弹。

事实上，当中级反弹持续到今年一季度末前后，我们认为前期的预测已经基本上反映了经济运行的真实趋势，去年四季度为环比低点今年一季度为同比低点的判断也逐步成为现实。因此，接下来应该考虑的是未来的中级反弹将如何延续？或者说，经济运行的 V 字右侧将如何演绎？市场的中级反弹的延续和结束当然取决于对于经济运行的 V 字右侧的准确判断。

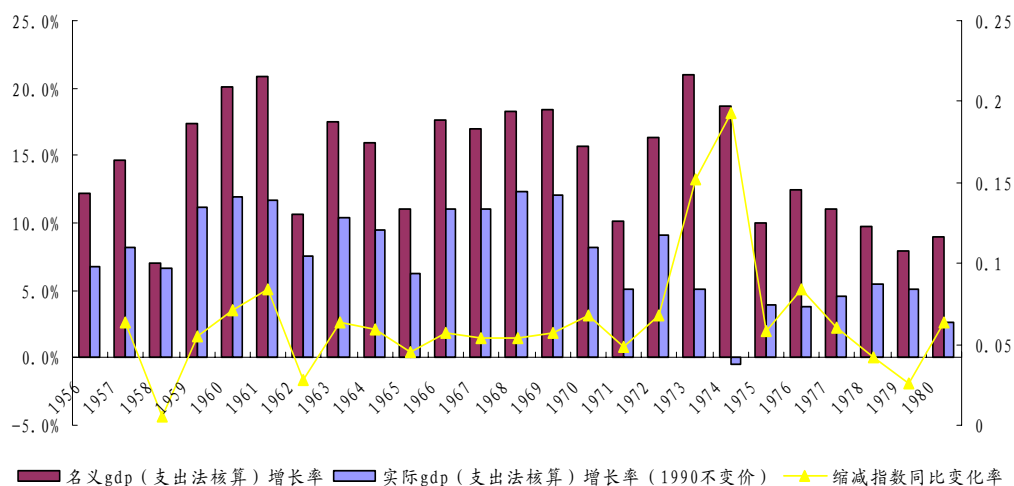
在 3 月份的策略报告中，我们已经提出 V 字右侧的第一阶段，实际上更多的是来源于经济的刚性需求。准确一点说，即是由于中国相对的低杠杆化和收入的相对支撑，从而在成本快速下降的过程中反而产生了刚性的消费需求。

从这一点说，决定经济刚性需求的来源，在于两方面的因素：一方面，刚性需求来自于低杠杆化并未导致居民实际收入更多追随通胀波动，另一方面，成本大幅下滑带来了更多刚性需求。那么，决定 V 字右侧走势的，也来自于对这两个因素的博弈分析和时间判断，实际上，这也是我们研究中级反弹延续和结束的最终依据。

实际收入和消费倾向支持刚性需求

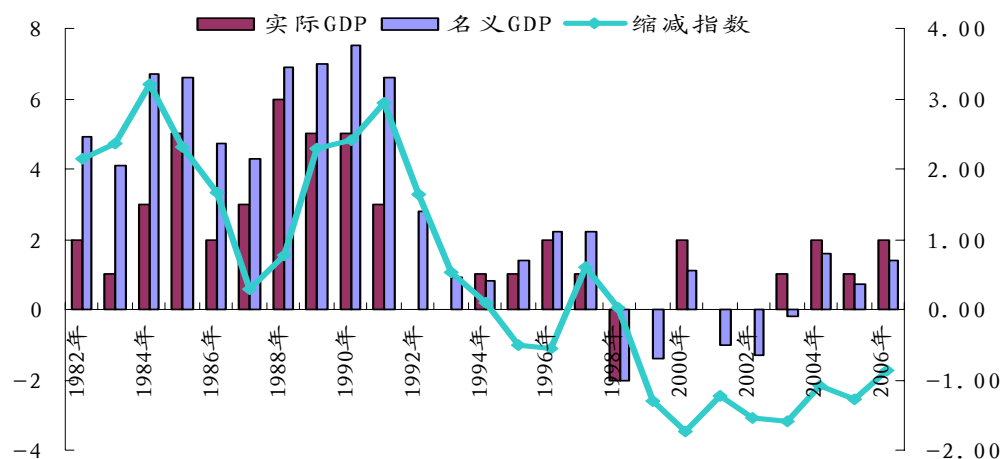
在长波周期衰退期 70 年代，我们可以发现，通货膨胀的快速回落后，处于工业化进程中的日本经济在一个季度内快速触底，而在非长波周期衰退期的 90 年代，即使通胀回落，也无法触发经济的反弹，反而使得经济陷入通缩的境地，因此，对于刚性需求而言，第一点在于杠杆化率，就日本经济而言，正是由于 90 年代过高的杠杆化率导致刚性需求的缺失。

图 1：日本 70 年代 GDP 增速与缩减指数同比增速比较



资料来源：CEIC，长江证券研究部

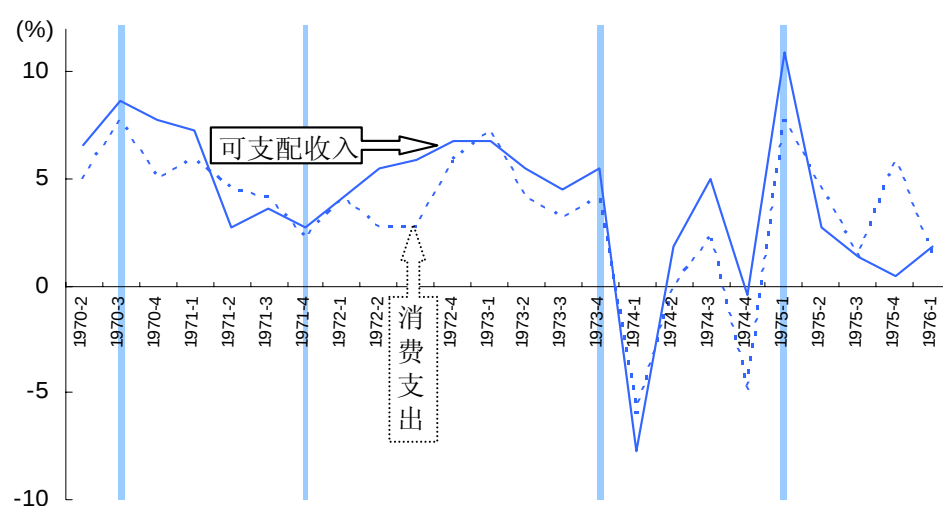
图 2：日本 90 年代 GDP 增速与缩减指数同比增速比较

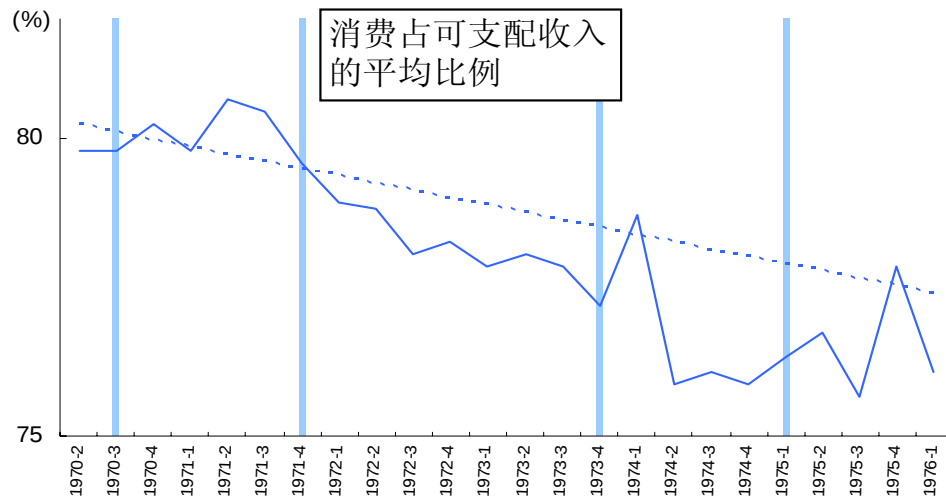


资料来源：《日本长期统计年鉴》，长江证券研究部

实际上，我们虽然可以找到金融方面的数据来说明当时日本杠杆化率偏低的依据，但是更进一步的，我们也可以从日本实体经济找到相应的佐证，从而形成对刚性需求更为直观的联系。从实体经济的表现看，日本人均实际可支配收入的低点在实际 GDP 增速低点前后分别出现了两次，第一个实际增速低点在实际 GDP 低点前 1 年左右 PPI 增速最高峰的时间出现，之后由于 PPI 回落，以及杠杆率偏低、储蓄率偏高结构受金融货币体系波动影响较小的因素，反而出现上升，之后出现回落，但是由于通胀缓和并没有回到之前的低点；另一方面，消费倾向也在实际 GDP 触底后出现上升，因而反而对消费形成了正面支持，从而形成了经济底部的刚性需求。

图 3：日本 70 年代可支配收入、消费支出的变化趋势（实际同比增速）

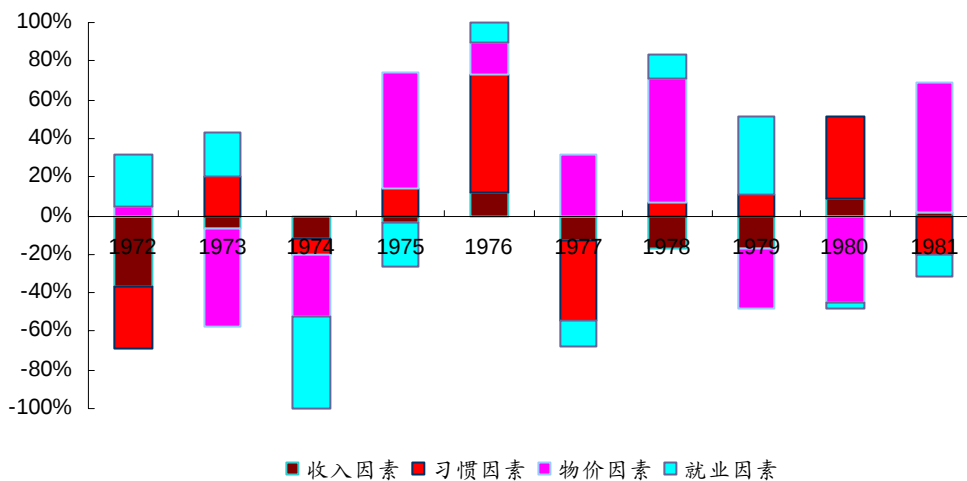




资料来源：CEIC，长江证券研究部

从日本消费倾向的组成来看，75 年开始消费倾向的增速环比即出现大幅上升，而且在其分解中可以明显看出，物价因素是带动消费倾向上升的主要动力，收入因素和习惯因素在整个过程中保持稳定，而前期对消费倾向负向影响最大的就业因素也在物价回落后出现大幅回升。

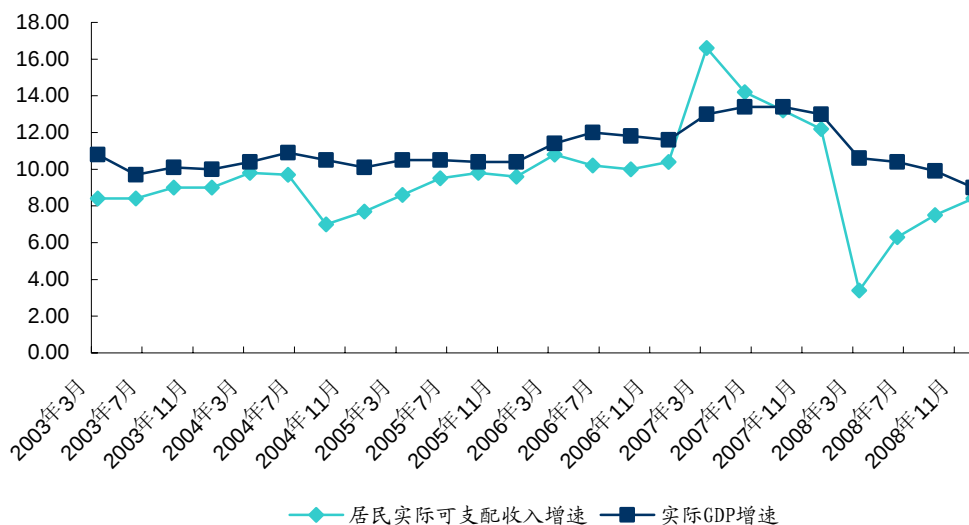
图 4：70 年代日本消费倾向组成因素分解



资料来源：日本经济年鉴，长江证券研究部

相应的，在 2008 年通胀剧烈波动的中国，我们也发现了类似的特征，居民实际可支配收入的最低点出现在 2008 年 1 季度，之后在经济增速回落的背景下反而出现上升，这实际上为刚性需求提供了佐证，与 70 年代的日本相同，居民实际可支配收入由于低杠杆率因而短期内受到经济危机的影响小于通胀回落带来的购买力增加的影响，因此在 V 字反转的第一阶段，决定经济增速刚性需求最重要的因素来源于通胀回落后的价格，这是促使经济触底和市场反弹的重要因素。

图 5：2008 年中国实际可支配收入增速与实际 GDP 增速背离



资料来源：CEIC, 长江证券研究部

成本回落下的刚性需求

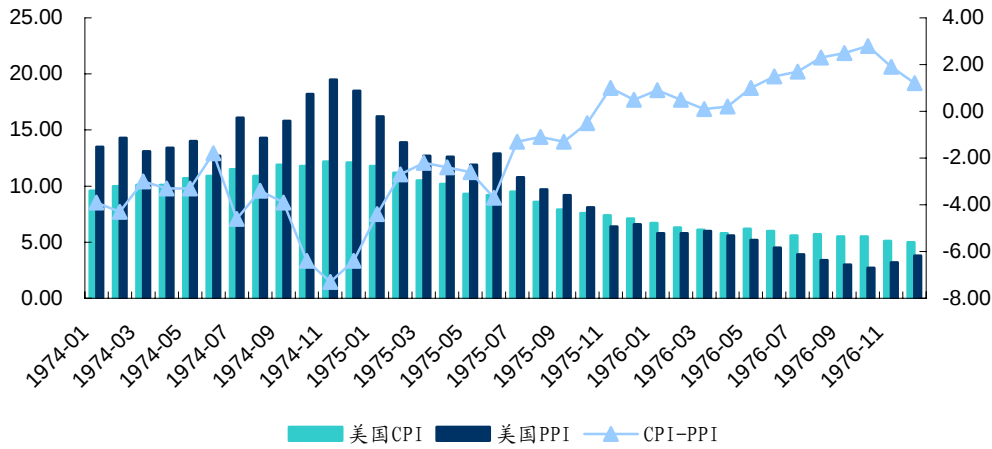
前面我们分析了刚性需求的杠杆化率因素，实际上这是保障了刚性需求的需求方因素，同样的，决定刚性需求的供给方因素，则来自于成本的大幅下降。

正如我们在《双底演绎》中所提到的，对于长波周期衰退期阶段带来的经济波动，之后第一底部最重要的决定因素来源于通货膨胀因素。实际上正是由于通货膨胀的大幅上升和迅速下降，导致世界性的经济衰退和货币体系动荡，这是长波周期衰退期的基本特征。

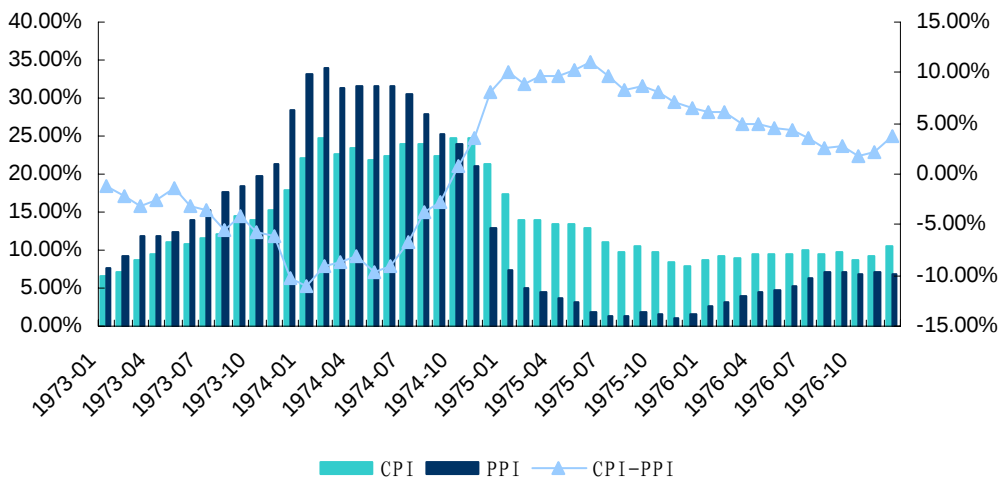
因此，当通货膨胀快速下滑时，代表刚性需求的消费者支出中，正如我们前期所强调的，中国和 70 年代的日本一样，居民消费更多的基于可支配收入，政府消费则有充分的信贷作为保障，从而造就刚性需求的产生。可见，决定“V”的关键虽然从形式上呈现的是存货的大幅波动，但是根本的决定因素却在于收入支撑的产成品价格回落后带来的刚性需求。

对于个人而言，收入支撑了消费能力，对于企业而言，大幅下降的成本带来的供给端，以及相对稳定的刚性消费需求端，也为企业提供了消耗存货的动力，这才是去库存化的根本原因。

因此，这种消费终端的相对稳定以及大宗原材料成本端的快速回落，往往也是长波周期衰退期运行到这一阶段的重要特征。无论是 70 年代的美日、抑或是现阶段的中美，尽皆如此。实际上，如果用量衡量这种成本快速回落导致的刚性需求非常困难，考虑到成本快速回落主要反映在 PPI 上，而居民消费的支持力度在消费价格上有所显示，那么 PPI 与 CPI 之差也能在一定程度上反映这种刚性需求。实际上，从这个角度出发，我们选取了 70 年代美国和日本的数据，发现这一阶段反弹中，无论是实体经济抑或资本市场，无一例外都伴随着 CPI 与 PPI 之差的扩大，反过来佐证了我们对于刚性需求的判断。

图 6：美国 70 年代 CPI 与 PPI 增速


资料来源：CEIC, 长江证券研究部

图 7：日本 70 年代 CPI 与 PPI 增速


资料来源：CEIC, 长江证券研究部

日本刚性需求与中级反弹的对应

从日本 70 年代数据可以看到，伴随着 PPI 1974 年 2 月份见顶回落之后，虽然代表着通胀程度的 GDP 缩减指数也在下滑，但是同时 CPI 与 PPI 之差也出现了持续的收窄，CPI 与 PPI 之差在 1974 年 10 月份转为正值，而这也正与实际 GDP 见底时间点正好吻合。实际上，实际 GDP 第一个底部的出现，正是由于我们前面所提到的刚性需求的因素所导致，这一点从 CPI 与 PPI 之差也可以得到例证。

表 1：日本 70 年代实际 GDP 和名义 GDP 见底时间

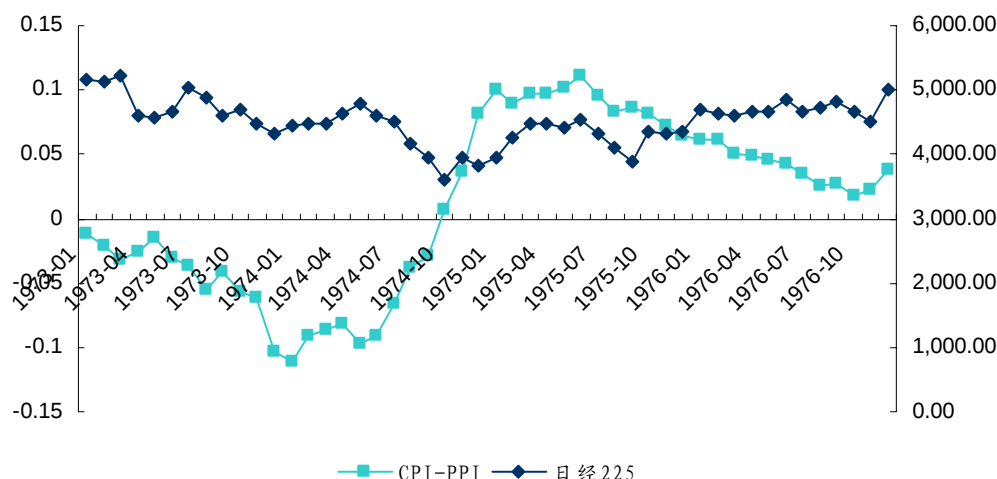
时期	名义 GDP	实际 GDP	GDP 缩减指数
73Q1	20.03%	9.20%	11.74%

73Q2	21.83%	7.23%	13.05%
73Q3	21.04%	5.89%	16.45%
73Q4	23.18%	-1.06%	19.20%
74Q1	17.90%	-1.25%	21.85%
74Q2	20.51%	-0.28%	21.65%
74Q3	21.47%	-2.03%	20.26%
74Q4	17.60%	1.59%	12.92%
75Q1	15.09%	3.10%	7.93%
75Q2	11.17%	2.96%	5.25%
75Q3	8.60%	4.61%	4.02%
75Q4	8.81%	5.36%	6.63%
76Q1	12.27%	3.68%	8.47%
76Q2	12.36%	3.95%	8.86%
76Q3	13.20%	2.99%	8.02%
76Q4	11.64%	4.36%	8.24%

资料来源：CEIC，长江证券研究部

更进一步的，正如我们前面所述，资本市场的第一个底部也在此出现，我们可以看到日经 225 指数在 1974 年 10 月创下最低点，之后 CPI 与 PPI 之差在正值区间不断扩大，相应的日经 225 指数也持续上升。

图 8：74-75 年间日经 225 指数中级反弹与 CPI-PPI 走势一致



资料来源：CEIC，长江证券研究部

就目前情形而言，对于这次经济调整中市场第一个底部的判断，我们已经没有太多疑义，那么对于中级反弹结束，我们如何判断呢？实际上，我们可以看到，这一因素也在中级反弹结束中起到了作用，CPI-PPI 之差在 1975 年 6 月份达到最高峰值，之后出现了持续的回落，而中级反弹也是于 1974 年 6 月份结束。

总结一下，日本由于通胀回落的中级反弹起于 1974 年 10 月份，终于 1975 年 6 月份，在这一过程中，正好是 CPI 与 PPI 之差转正后处于上升周期的时刻。也就是说，在刚性需求主

导经济触底回升的 V 字右侧第一阶段中，CPI 与 PPI 之差是一个较好的指标。

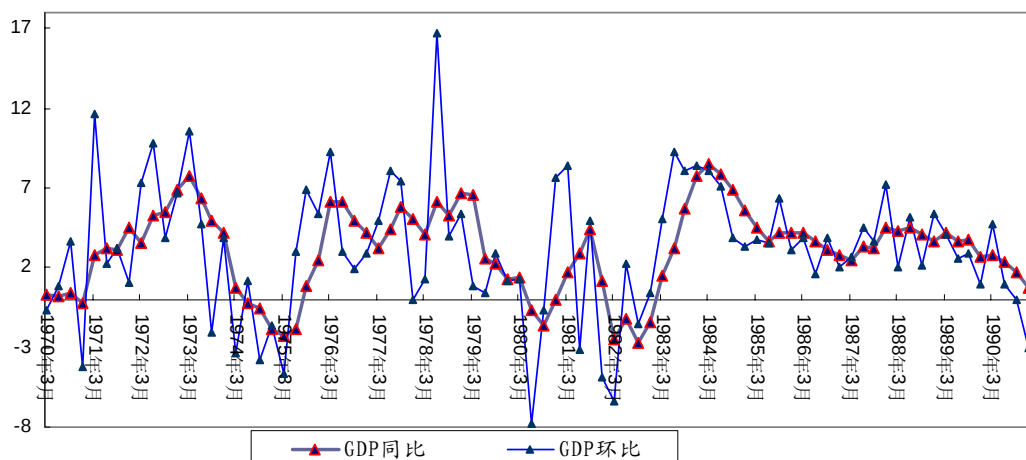
美国资本市场与刚性需求的对应

更进一步的，我们可以观察一下同期的美国的经济走势，发现虽然美国处于主导国，但是也出现了相同的特征表现。

首先，根据《美国工业现代化的历史进程》中对这一时期的经济运行特点概述，美国此次调整周期大致从 1973 年 12 月到 1975 年 5 月共 18 个月，之后一直在 79 年新的周期低点出现，一直处于经济衰退后的回升时期。

图 9：美国 70-80 年代的 GDP 环比和同步

单位：%

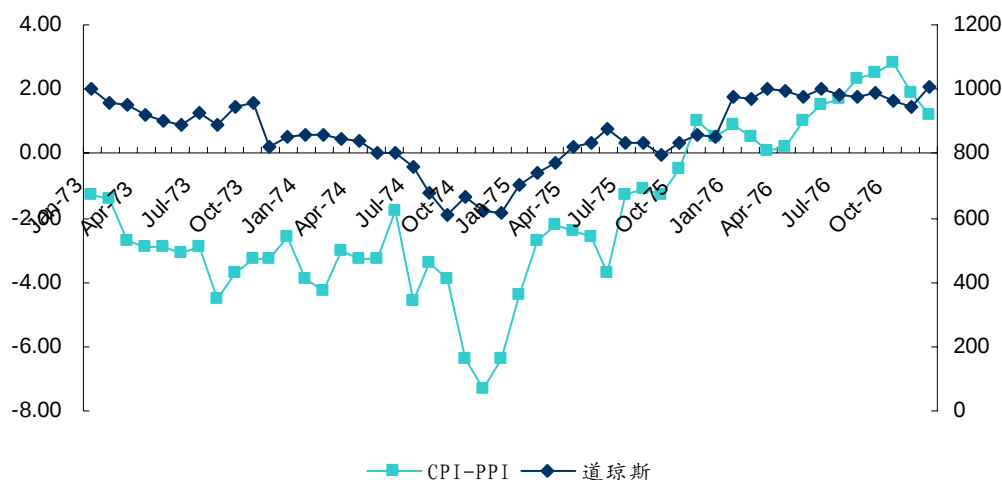


资料来源：长江证券研究部

在这一过程中，我们发现，虽然 CPI 与 PPI 之差与实际 GDP 增速在趋势上也是一致的，特别是在美国复苏的 V 字右侧，可以看到美国 CPI 与 PPI 之差转为正值在 1975 年 10 月份，正好与美国经济复苏时期相当，但是略微滞后实际 GDP 增速回升，这与美国杠杆化率过高导致消费相对于经济周期滞后不无关系。

但是进一步到资本市场看，我们发现 CPI 与 PPI 之差与资本市场的走势则高度相关，无论是 CPI 与 PPI 之差达到 7% 的低谷引致 74 年 12 月份开始的指数反弹，一直到 75 年 6 月份开始 CPI 与 PPI 之差稳定在 -1% 附近导致 75 年 7 月份开始指数的高位震荡，甚至一直持续到 76 年美国股市到达回落前的最高点，在此期间无论在时间点还是走势上都具有较高的相关性。

图 10: 美国 CPI-PPI 与道琼斯指数走势

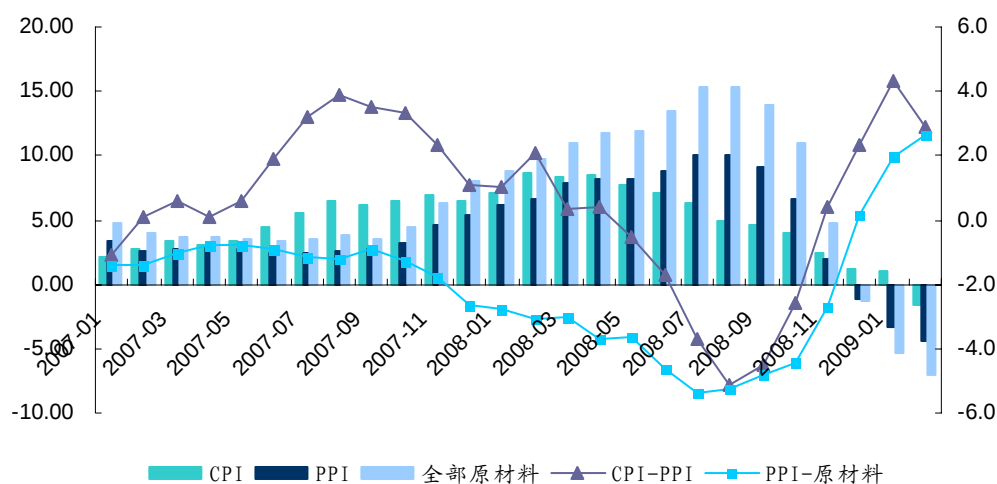


资料来源：CEIC, 长江证券研究部

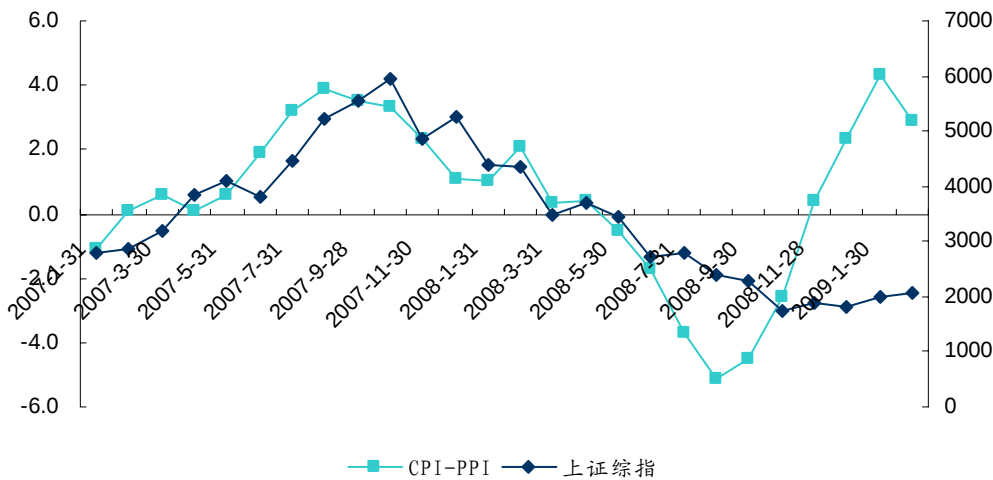
刚性需求引导下中国中级反弹展开

更进一步的，在中国的此次反弹中也有相类似的对应规律。实际上，本轮经济调整中，CPI 与 PPI 之差在 2008 年 11 月转为正值，而从 A 股的月度数据看，也正是同一时刻展开的反弹，而从中观角度看，去库存化的展开也在同一时刻。更进一步的，如果考虑到工业增加值与实际 GDP 之间的密切关联，用工业增加值作为月度实际 GDP 的代表看，2008 年 11 月份甚至也出现了实际 GDP 的低点。

图 11: 中国 2006 年至 2009 年 CPI 与 PPI 增速



资料来源：CEIC, 长江证券研究部

图 12：中国 CPI 与 PPI 之差与资本市场也高度相关


资料来源：CEIC, 长江证券研究部

因此，对于中级反弹而言，未来 CPI 与 PPI 之差的变化，也是中级反弹是否结束的重要指标。如前所述，如果中级反弹本身的展开在于 V 字右侧刚性需求带来的经济回升，那么当通胀重新上升导致成本快速上升的情况出现，则意味着支持中级反弹的基础动摇。

从历史上看，经济 V 字反转的右侧往往都有两个底部的特征，即短期内供给端成本改善带来的第一个底部，以及供给端改善过渡到需求端改善之间的第二个底部，因此，中级反弹开始的原因来源于供给端成本快速下降，那么结束也来自于成本的上升，在这一点上说，如果 CPI 与 PPI 之差出现持续的下滑，则往往意味着中级反弹的结束。

二季度仍是中级反弹的延续期

正如我们前面所分析的，中级反弹的根本原因在于成本回落与收入维持下产生的刚性需求，而又来自于对于通胀回落和反弹的判断，因此，对于中级反弹的决定因素而言，当然也就来自于对于通胀的判断。具体到目前，即是对于二季度通胀走势的判断。当然，从 70 年代日本的经验看，当中级反弹结束后，外围经济是影响由反弹向反转演化的重要需求端因素，也即是第二个底部确立的重要因素，但是从中级反弹的角度而言，外围经济尤其是美国经济的走势，不过是对中级反弹的验证和信心的进一步确立。

从通胀的预期看，我们认为 2 季度 CPI 与 PPI 的剪刀缺口仍将延续。

表 2：2009 年通货膨胀各月预测值（3-12 月新增长因素为历史加权数据）

日期	同比	环比	翘尾因素	新涨价因素
2009 年 1 月	1	0.9	0.1	0.9
2009 年 2 月	-1.6	0	-2.6	1
2009 年 3 月	-0.7	0.2	-1.9	1.2
2009 年 4 月	-0.7	0.1	-2	1.3
2009 年 5 月	-1	-0.7	-1.6	0.6

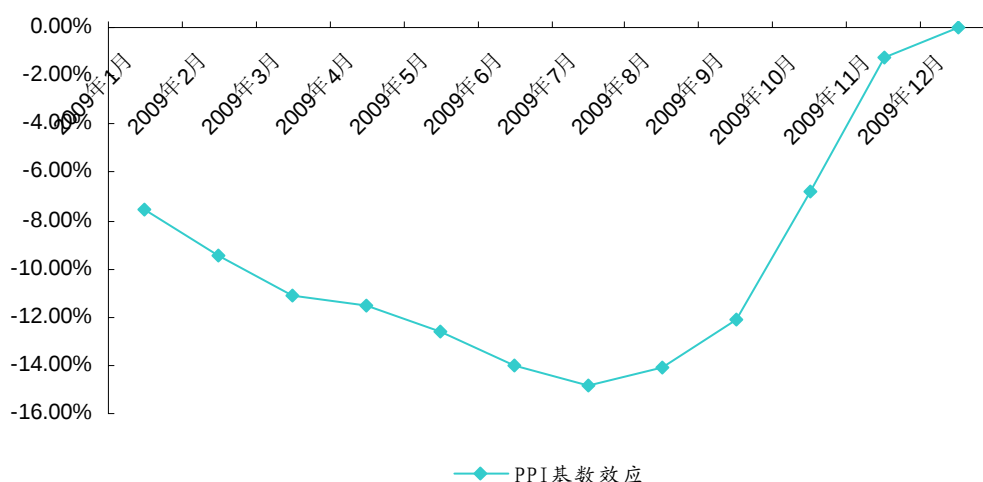
2009 年 6 月	-1.4	-0.6	-1.4	0
2009 年 7 月	-3	-1.5	-1.5	-1.5
2009 年 8 月	-2.3	1.1	-1.4	-0.9
2009 年 9 月	-0.4	1.8	-1.3	0.9
2009 年 10 月	-0.5	-0.4	-1	0.5
2009 年 11 月	0.2	-0.1	-0.2	0.4
2009 年 12 月	0.9	0.5	0	0.9

资料来源：长江证券研究部

从 CPI 的基数效应看，基本维持向上的走势，但是一直到 8-9 月份，都不会出现明显的升势，相应的新增长因素难以预测，但是就历史加权数据而言，二季度末之前在基数效应影响下整体趋势以向上可能性较大。

另一方面，PPI 则较为难以预测。但是从基数效应看，我们认为 PPI 的低点应该在 2009 年 7 月份到 8 月份之间，因此至少在 2 季度 PPI 仍将维持快速下滑趋势。

图 13：2009 年 PPI 翘尾因素趋势



资料来源：CEIC, 长江证券研究部

从上面的预测可以看出，虽然由于春节因素，使得 2 月份的 CPI 与 PPI 之差出现回落，但是当春节因素扰动去除后，至少在翘尾因素决定上，我们认为在 2 季度末之前的 CPI 与 PPI 之差仍将继续扩大，重回负值的可能性较小，这意味着物价回落引致刚性需求维持这一中级反弹的关键因素并未消失，因此从这一指标看，2 季度的市场仍将是向上的，这也是中级反弹延续的内在因素。

刚性需求决定下中级反弹的行业

对于刚性需求决定的中级反弹，实际上我们可以发现，由于刚性需求的存在，这一段时期内耐用消费品行业反而都具有了较好的表现，由于美国和日本同时都出现了刚性需求支持经济

反弹的状况，因此，两个国家也都出现了类似的特征。

从美国的行业指数数据看，我们可以看到，在滞胀前反弹过程中（即美国经济 75 年初回升至 76 年 3 季度进入滞胀阶段），电子产品、汽车等行业都由跌幅榜前列迅速返回涨幅榜前列，表现出明显的刚性需求特征。而体现刚性需求特征的另一行业房地产虽然在通胀预期阶段表现一般，但是我们细化分解到中级反弹——中级反弹后回落——第二个底部回升三阶段来看，可以发现房地产在这一阶段表现一般的主要原因在于回落阶段向下调整幅度偏大，而在两个向上阶段中都表现出较大的涨幅，相应的，即使在中级反弹结束的调整期间，电子产品、汽车等耐用消费品依然表现出较强的刚性。

表 3：70-80 年代美国行业指数走势

排名	行业	73.1-74.12	行业	75.1-76.6
1	煤炭	27.1	煤炭	97.9
2	贵金属	24.6	服装	93.6
3	钢铁	2.6	电子产品	90.7
4	采掘	0.2	汽车	88.3
5	办公用品	-10.1	橡胶塑料	78.8
6	电信	-13.6	餐饮酒店	68.2
7	造船	-16.6	出版印刷	65.2
8	化学品	-18.5	办公用品	64.6
9	农业	-18.7	机械	62.9
10	石油天然气	-22.4	计算机	58.6
11	食品	-28.7	建筑材料	57.9
12	医药产品	-30.4	电气设备	57.3
13	公用事业	-31.6	纺织	57.0
14	机械	-33.0	批发业	56.3
15	保险	-36.5	测控设备	55.6
16	集装箱	-37.0	采掘	55.3
17	批发业	-40.5	石油天然气	54.5
18	交通运输	-41.1	钢铁	50.8
19	银行	-41.7	消费者服务	48.9
20	建筑材料	-42.1	化学品	48.7
21	道琼斯指数	-43.4	交通运输	48.6
22	证券	-45.1	公用事业	47.4
23	建筑业	-46.2	建筑业	47.1
24	测控设备	-47.0	集装箱	47.0
25	计算机	-50.4	道琼斯指数	45.4
26	橡胶塑料	-51.3	食品	43.5
27	纺织	-52.5	电信	41.8
28	汽车	-52.6	保险	41.4
29	电子产品	-52.8	零售业	40.5
30	消费商品	-53.6	证券	32.1
31	电气设备	-54.2	消费商品	30.4
32	零售业	-55.6	造船	28.8

33	出版印刷	-56.9	房地产	25.5
34	消费者服务	-60.2	医药产品	18.7
35	服装	-67.7	银行	13.2
36	餐饮酒店	-70.0	农业	12.1
37	房地产	-78.6	贵金属	-11.4

资料来源：长江证券研究部

表 4：70-80 年代股指波动各阶段美国行业指数走势

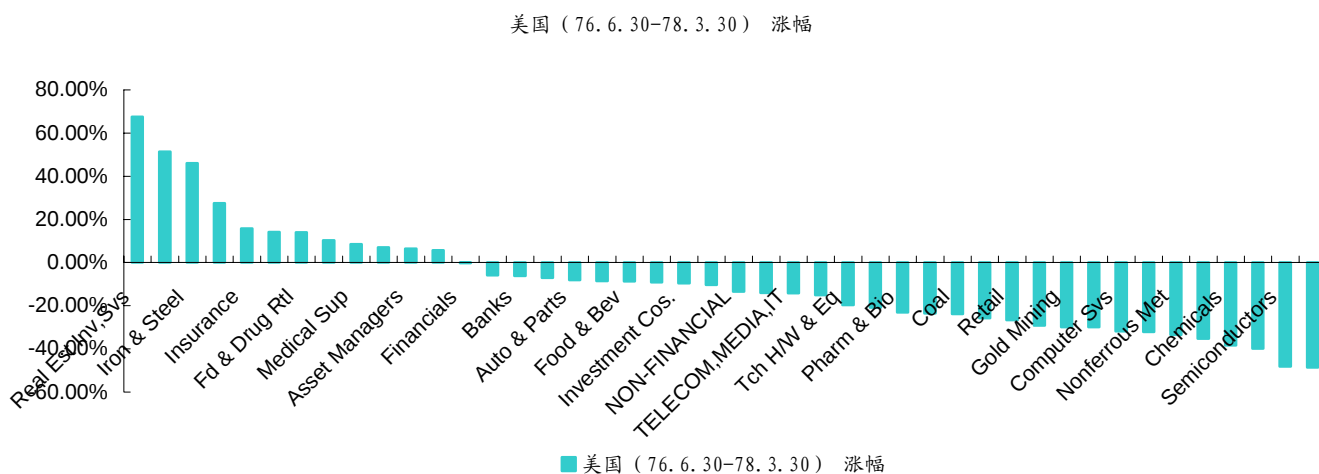
美国（75.1—75.6）		美国（75.6—75.9）		美国（75.9—76）	
Name	涨幅	Name	涨幅	Name	涨幅
Drug Retailers	351.84%	Apparel Rtl	-2.35%	Apparel Rtl	125.81%
Asset Managers	199.98%	Auto & Parts	-2.62%	Iron & Steel	102.63%
Investment Svs	164.31%	Alt. Electricity	-4.38%	Investment Svs	82.78%
Coal	139.99%	Fd & Drug Rtl	-4.74%	Asset Managers	63.40%
Semiconductors	117.97%	Consumer Gds	-5.99%	Airlines	60.04%
Apparel Rtl	110.06%	Oil & Gas	-8.10%	Hotel, Ldg REITs	53.73%
Medical Sup	92.55%	Con. Electricity	-8.60%	Real Estate	50.48%
Real Est Inv,Svs	77.20%	Asset Managers	-8.89%	Drug Retailers	49.96%
Insurance	72.34%	道琼斯指数	-9.68%	Ind. Met & Mines	48.57%
Food & Bev	70.97%	Utilities	-9.85%	Nonferrous Met	47.88%
Fd & Drug Rtl	66.83%	Investment Cos.	-11.70%	Aluminum	43.95%
Financials	65.83%	Basic Resource	-12.10%	Railroads	42.38%
Computer Svs	65.50%	Chemicals	-12.28%	Real Est Inv,Svs	41.67%
Elec Compo/Eq	61.46%	TELECOM,MEDIA,IT	-12.44%	Tch H/W & Eq	40.43%
Media	58.88%	NON-FINANCIAL	-12.57%	Auto & Parts	40.03%
Basic Resource	57.81%	Tch H/W & Eq	-12.63%	Consumer Gds	39.19%
Industrials	56.45%	Semiconductors	-13.58%	Semiconductors	38.22%
Pharm & Bio	56.44%	Food & Bev	-13.82%	Basic Resource	36.53%
Mobile T/Cm	54.75%	Mobile T/Cm	-14.03%	Industrials	33.58%
Gen Retailers	52.92%	Media	-14.07%	Elec Compo/Eq	29.17%
Retail	52.70%	Coal	-14.58%	TELECOM,MEDIA,IT	28.22%
Real Estate	51.90%	Industrials	-14.73%	道琼斯指数	26.38%
Chemicals	50.73%	Elec Compo/Eq	-14.76%	Chemicals	25.10%
Oil & Gas	50.42%	Investment Svs	-14.93%	Banks	23.80%

NON-FINANCIAL	48.81%	Gen Retailers	-15.24%	NON-FINANCIAL	23.77%
Hotel, Ldg REITs	47.57%	Retail	-15.34%	Computer Svs	23.11%
Banks	46.59%	Iron & Steel	-15.56%	Financials	21.65%
Utilities	42.85%	Gold Mining	-15.79%	Food & Bev	21.33%
道琼斯指数	42.64%	Mining	-15.79%	Oil & Gas	18.68%
Con. Electricity	41.39%	Railroads	-16.32%	Insurance	17.25%
Consumer Gds	39.89%	Medical Sup	-16.60%	Medical Sup	16.14%
Nonferrous Met	38.38%	Drug Retailers	-16.78%	Alt. Electricity	15.66%
Ind. Met & Mines	38.28%	Airlines	-17.02%	Fd & Drug Rtl	14.73%
TELECOM,MEDIA,IT	38.18%	Hotel, Ldg REITs	-18.52%	Media	14.54%
Investment Cos.	37.91%	Computer Svs	-18.72%	Con. Electricity	13.68%
Railroads	36.59%	Ind. Met & Mines	-19.01%	Gen Retailers	13.66%
Tch H/W & Eq	36.41%	Nonferrous Met	-19.05%	Retail	13.56%
Auto & Parts	35.29%	Real Estate	-19.07%	Gold Mining	13.16%
Iron & Steel	31.07%	Aluminum	-19.90%	Mining	13.16%
Aluminum	28.94%	Banks	-20.22%	Utilities	12.87%
Gold Mining	28.66%	Real Est Inv,Svs	-20.71%	Investment Cos.	11.26%
Mining	28.66%	Financials	-20.99%	Pharm & Bio	10.78%
Alt. Electricity	28.00%	Insurance	-21.00%	Coal	4.87%
Airlines	19.36%	Pharm & Bio	-23.08%	Mobile T/Cm	-2.84%

资料来源：长江证券研究部

进一步分析我们可以发现，房地产行业指数真正最大的涨幅并非在滞胀前的通胀预期爆发期，而是出现在通胀真正出现时的时期，从美国经验看，在 76 年 6 月开始美国滞胀出现后，房地产才和钢铁、贵金属一同出现在涨幅榜前列。

图 14：滞胀期间美国行业指数涨幅排名



资料来源：长江证券研究部

同样的，在日本我们也可以找到相同的规律，类似于汽车等耐用消费品表现也相对突出，这也验证了我们对于刚性需求的判断，而从日本的经验看，与美国类似，房地产真正的表现时期也发生在全球通胀上升的阶段。

表 5：中级反弹及结束阶段年代日本行业指数走势

日本(74.10—75.6)		日本（75.6—75.9）	
Name	涨幅	Name	涨幅
ELECTRIC APPLIANCES	44.99%	CHEMICALS	4.26%
RUBBER PRODUCTS	41.80%	WHOLESALE TRADE	3.85%
PRECISION INSTRUMENTS	33.13%	PHARMACEUTICAL	-1.60%
CONSTRUCTION	30.90%	FOODS	-5.94%
OTHER PRODUCTS	29.66%	SERVICES	-6.75%
SMALL-SIZED STOCKS	27.94%	LAND TRANSPORTATION	-7.17%
PHARMACEUTICAL	24.71%	WAREHOUSING & HARBOR TRANSPORTATION SERVICES	-7.28%
FOODS	24.13%	FINANCIAL & INSURANCE	-7.66%
MEDIUM-SIZED STOCKS	23.73%	FISHERY, AGRICULTURE & FORESTRY	-7.76%
WHOLESALE & RETAIL	20.17%	ELECTRIC POWER & GAS	-7.96%
TRANSPORTATION EQUIPMENT	18.96%	OIL & COAL PRODUCTS	-8.31%
CHEMICALS	17.44%	MINING	-8.37%

MACHINERY	17.22%	WHOLESALE & RETAIL	-8.97%
METAL PRODUCTS	16.09%	AIR TRANSPORTATION	-9.51%
TEXTILES & APPARELS	15.81%	SMALL-SIZED STOCKS	-9.69%
TOPIX	15.03%	OTHER PRODUCTS	-9.71%
CHEMICALS	14.37%	COMMUNICATION	-10.17%
ELECTRIC POWER & GAS	13.48%	PULP & PAPER	-11.07%
WAREHOUSING & HARBOR	13.35%	TOPIX	-12.24%
TRANSPORTATION SERVICES			
MINING	11.69%	LARGE-SIZED STOCKS	-12.48%
LARGE-SIZED STOCKS	10.41%	MEDIUM-SIZED STOCKS	-12.65%
REAL ESTATE	10.33%	TEXTILES & APPARELS	-12.69%
GLASS & CERAMICS PRODUCTS	10.22%	NONFERROUS METALS	-13.01%
COMMUNICATION	9.31%	MACHINERY	-13.08%
WHOLESALE TRADE	9.08%	METAL PRODUCTS	-13.55%
PULP & PAPER	8.29%	TRANSPORTATION EQUIPMENT	-13.97%
IRON & STEEL	7.81%	PRECISION INSTRUMENTS	-14.01%
SERVICES	6.09%	CHEMICALS	-14.44%
FINANCIAL & INSURANCE	5.72%	RUBBER PRODUCTS	-14.57%
AIR TRANSPORTATION	4.86%	REAL ESTATE	-14.80%
NONFERROUS METALS	4.53%	GLASS & CERAMICS PRODUCTS	-15.00%
LAND TRANSPORTATION	0.09%	IRON & STEEL	-15.58%
OIL & COAL PRODUCTS	-1.30%	CONSTRUCTION	-17.75%
FISHERY, AGRICULTURE & FORESTRY	-5.27%	ELECTRIC APPLIANCES	-19.94%
MARINE TRANSPORTATION	-16.27%	MARINE TRANSPORTATION	-20.03%

表 6: 反转阶段及全球通胀上升阶段日本行业指数走势

日本(75.9—76.6)		日本 (76.6—78.3)	
Name	涨幅	Name	涨幅
OIL & COAL PRODUCTS	75.81%	COMMUNICATION	110.16%
ELECTRIC APPLIANCES	57.33%	AIR TRANSPORTATION	100.26%
TRANSPORTATION EQUIPMENT	54.74%	ELECTRIC POWER & GAS	67.28%
PRECISION INSTRUMENTS	51.60%	OIL & COAL PRODUCTS	65.97%

SMALL-SIZED STOCKS	39.95%	CHEMICALS	44.90%
MACHINERY	33.53%	SERVICES	41.91%
IRON & STEEL	30.43%	PHARMACEUTICAL	39.58%
TEXTILES & APPARELS	28.19%	WAREHOUSING & HARBOR TRANSPORTATION SERVICES	37.12%
GLASS & CERAMICS PRODUCTS	28.15%	FISHERY, AGRICULTURE & FORESTRY	35.81%
FOODS	27.08%	LAND TRANSPORTATION	33.81%
NONFERROUS METALS	25.73%	REAL ESTATE	33.75%
MEDIUM-SIZED STOCKS	23.66%	PRECISION INSTRUMENTS	32.34%
CHEMICALS	23.39%	WHOLESALE TRADE	27.90%
TOPIX	22.72%	FOODS	26.72%
LARGE-SIZED STOCKS	20.08%	METAL PRODUCTS	25.37%
PULP & PAPER	18.97%	CHEMICALS	24.50%
FISHERY, AGRICULTURE & FORESTRY	18.84%	CONSTRUCTION	21.77%
RUBBER PRODUCTS	18.42%	GLASS & CERAMICS PRODUCTS	21.34%
WHOLESALE & RETAIL	15.52%	SMALL-SIZED STOCKS	19.61%
PHARMACEUTICAL	15.35%	TRANSPORTATION EQUIPMENT	19.33%
CHEMICALS	13.72%	MEDIUM-SIZED STOCKS	17.30%
OTHER PRODUCTS	13.62%	TOPIX	13.95%
METAL PRODUCTS	13.13%	LARGE-SIZED STOCKS	11.98%
MARINE TRANSPORTATION	12.20%	RUBBER PRODUCTS	11.34%
COMMUNICATION	8.76%	OTHER PRODUCTS	11.22%
FINANCIAL & INSURANCE	8.27%	PULP & PAPER	10.65%
AIR TRANSPORTATION	8.03%	FINANCIAL & INSURANCE	8.67%
LAND TRANSPORTATION	7.42%	ELECTRIC APPLIANCES	5.66%
REAL ESTATE	7.11%	WHOLESALE & RETAIL	2.96%
CONSTRUCTION	7.10%	MINING	2.36%
ELECTRIC POWER & GAS	6.84%	NONFERROUS METALS	2.25%
SERVICES	6.33%	MACHINERY	1.49%
WHOLESALE TRADE	3.57%	TEXTILES & APPARELS	-11.67%
WAREHOUSING & HARBOR	1.08%	IRON & STEEL	-17.90%

TRANSPORTATION SERVICES

MINING

-5.91%

MARINE TRANSPORTATION

-38.28%

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部高级宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

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) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@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

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需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。