



2009 年 3 月 30 日

投资策略

中金公司研究部

联系人: 侯振海 houzh@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

雨过天晴还是台风风眼中的平静 ——2009 年 2 季度海外市场投资策略

要点:

- ◆ 回顾 2009 年 1 季度: 美国股市暴涨暴跌, 全球股市走势大幅分化。
- ◆ 2 季度, 虽然隐患犹存, 但欧美金融业再度出现恶性崩溃的风险已经显著下降, 而欧美 2 季度经济指标将较 1 季度出现环比改善, 这都将对股市构成利好。
- ◆ 但目前依然难以认定美国股市已经见底。这是因为美国股市和经济 2 季度的企稳, 更多的是由于政府短期一些非常激进的政策和直接对市场的干预所导致的, 但是经济自身所存在的深层次问题还未得到有效的解决。
- ◆ 过度依赖美国的信贷消费、收入贫富差距过大和资源瓶颈三大问题交织在一起, 使得全球经济无法回到过去的发展中去。
- ◆ 基于以上的判断, 我们认为, 推动经济有效复苏的一些因素在 2 季度内难以出现, 而政府的货币和财政政策依然是左右短期经济趋势的重要因素, 而在这个前提下, 股市也难有大的趋势性机会, 因此我们认为 2 季度全球股市将依然维持区间震荡格局, 对于美国股市而言, 其走势可能出现冲高回落特征。
- ◆ 在当前的宏观环境和政策导向下, 全球经济可能出现通胀先于复苏出现的情况, 而这种情况一旦出现, 对于全球经济将造成新的冲击。
- ◆ 我们对大萧条时期以此后的美国经济政策和走势进行了简单的分析。我们认为: 在黄金储备无法大幅增加的前提下, 大幅增加国债和超发货币对本币信用冲击较大, 而大幅发行国债也不能使其他部分债务融资能力得到恢复。而如果再通胀出现, 股市的表现将好于经济萧条期, 但是仅凭再通胀不可能使经济恢复到危机前的水平。
- ◆ 2 季度美国“再通胀”预期有望继续回升, 但是实体经济真实的通胀将继续维持较低水平, 这对股市而言将是一种较为理想的情况。另外, 对于政府推动金融业回稳的预期也将决定本轮美国股市反弹的最终高度。我们认为 2 季度美国股市将继续维持大幅震荡走势, 预计道指的运行区间在 7000 至 9000 点。
- ◆ 预计经济复苏的预期将在 2 季度开始升温, 因此一些早周期的板块, 诸如金融、科技和资本品板块会吸引一部分投资资金, 而通胀预期收益板块将继续有一定的良好表现。相对而言, 一些防御性的品种, 比如医药和必需消费品的表现可能会较为落后。此外, 在股市从底部反弹的阶段, 中小盘成长股的表现往往要强于大盘价值股, 因此从板块风格上可以更加偏向前者。
- ◆ 维持中期看好黄金的观点不变, 但在股市反弹中, 黄金的避险功能下降, 因此金价出现强势震荡盘整的可能较大。目前多数大宗商品库存依然处于高位, 因此不支持其价格出现持续上涨。2 季度整体上大宗商品将进入去库存阶段, 2 季度中后期, 一些库存消化较好的大宗商品品种将会有新的一波价格上攻的机会。

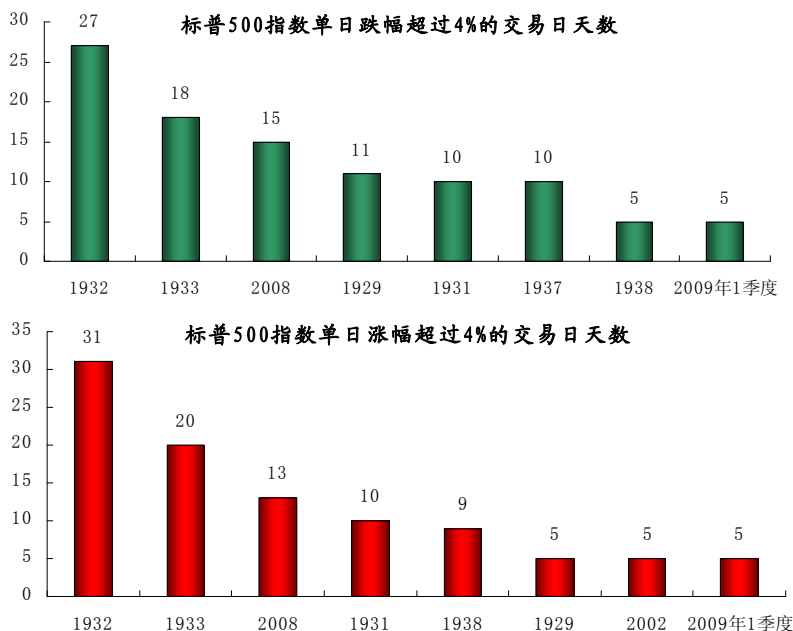
第一章：暴跌暴涨与大幅分化的1季度股市

2009年的全球股市，依然维持了2008年的大幅震荡格局。以美国标普500指数为例，2009年1、2月份，股指大幅下滑，从年初至3月9日，标普500指数在43个交易日跌幅达到27.6%，为1930年代以来最大的开年跌幅。然而其后，股指峰回路转，在至3月底的短短15个交易日内，股指大幅反弹23.1%，同样创出了1938年以来最大的单月涨幅。

市场的这种暴涨暴跌，反映了市场预期的剧烈变化以及市场所关注问题的同质化。正因为市场广大投资者所关注的问题以及看待这些问题的角度日趋统一，因此一些政策和经济指标的变化才会对市场产生如此几乎一边倒的影响，从而引发市场的大幅涨跌。

从市场本身看，这种预期紊乱导致的暴涨暴跌是大级别熊市的显著特征，根据历史数据，我们统计了美国1920年以来各年一年中标普500指数涨跌在4%以上的大幅波动交易日的天数（图1）。从中可以看到：暴跌与暴涨往往如影随行，并且只在大熊市中出现；熊牛转换的年份往往也是该轮大级别熊市中的出现暴涨暴跌天数最多的年份，比如1932年是美国大萧条最低点，但是该年的股市的暴涨暴跌天数均为最多，高于此前处于熊市中的1931年，也同样高于此后处于牛市中的1933年，同样1937-1938年和2000-2002年的大熊市也有同样特征。2009年1季度，美国标普500指数出现暴涨暴跌的频率高于2008年平均水平，因此可以认为目前总体的熊市格局基本依然未变，但如果进入2季度以后，市场频繁出现暴涨暴跌的局面有所改观，则2009年出现该轮大级别熊市终极底部的概率将很大。

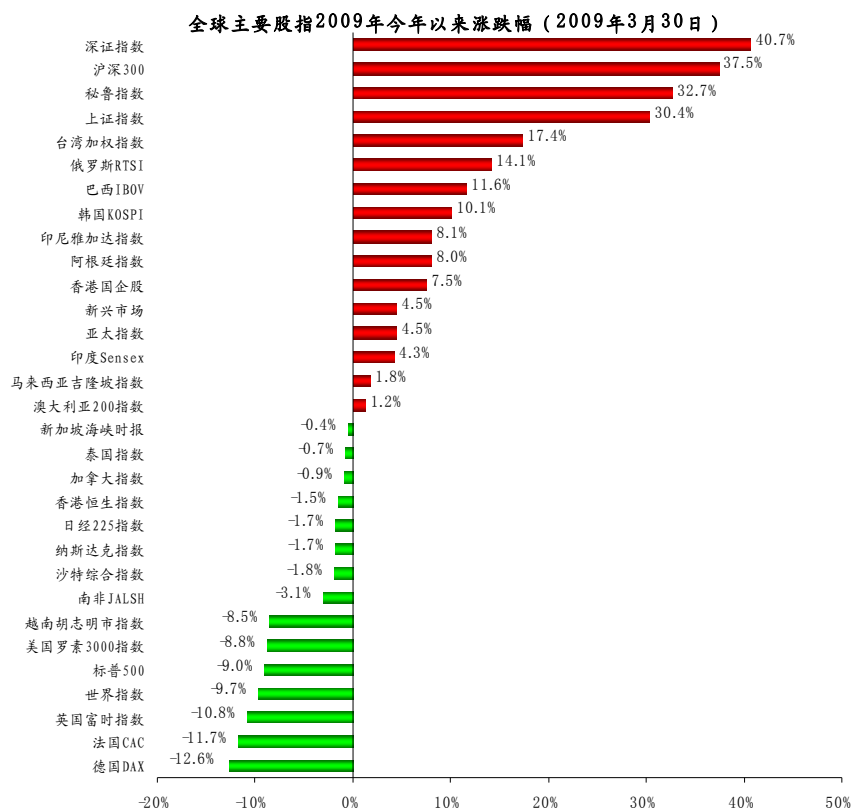
图1：美国股市1年中涨跌幅超过4%的交易日天数较多的年份



资料来源：彭博资讯、标普公司、中金公司研究部

从全球股市的表现，涨跌分化是1季度表现出的最突出的特点。尤其是新兴市场，显示出了较大的分化。其中以中国和巴西为首的金砖四国股市表现显著强于欧美日等发达国家股市。这与这些国家的金融体系并未受到国际金融危机直接冲击以及2008年较大的跌幅有着较大的关系。

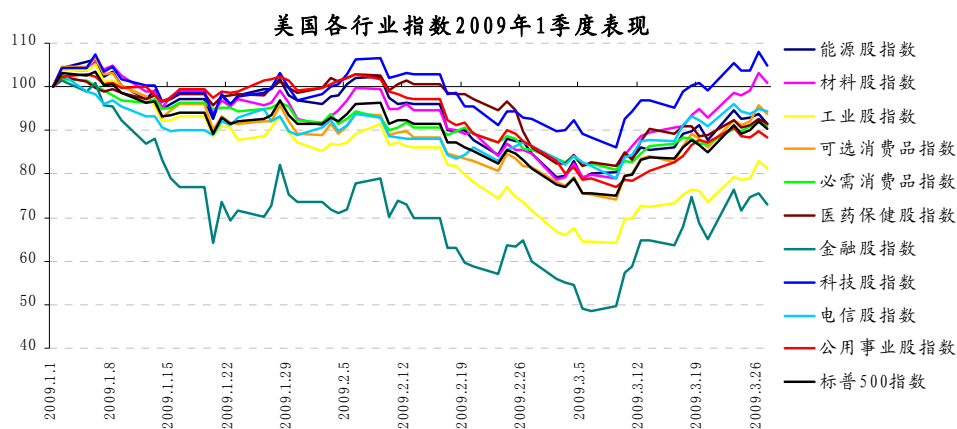
图 2：2009 年 1 季度新兴市场指数表现显著好于欧美成熟股市



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

从美国标普 500 指数 10 大行业指数表现情况看,科技和材料成为 1 季度股市仅有的两个录得上涨的行业指数,而金融和工业指数表现最为疲弱。其中,金融类指数曾经在前 2 个月中跌幅达到近 50%,而在后短短不到 1 个月的时间内反弹了 50%,最终跌幅在 25%左右。可以看到,金融股依然是左右大盘走势的一个重要力量。

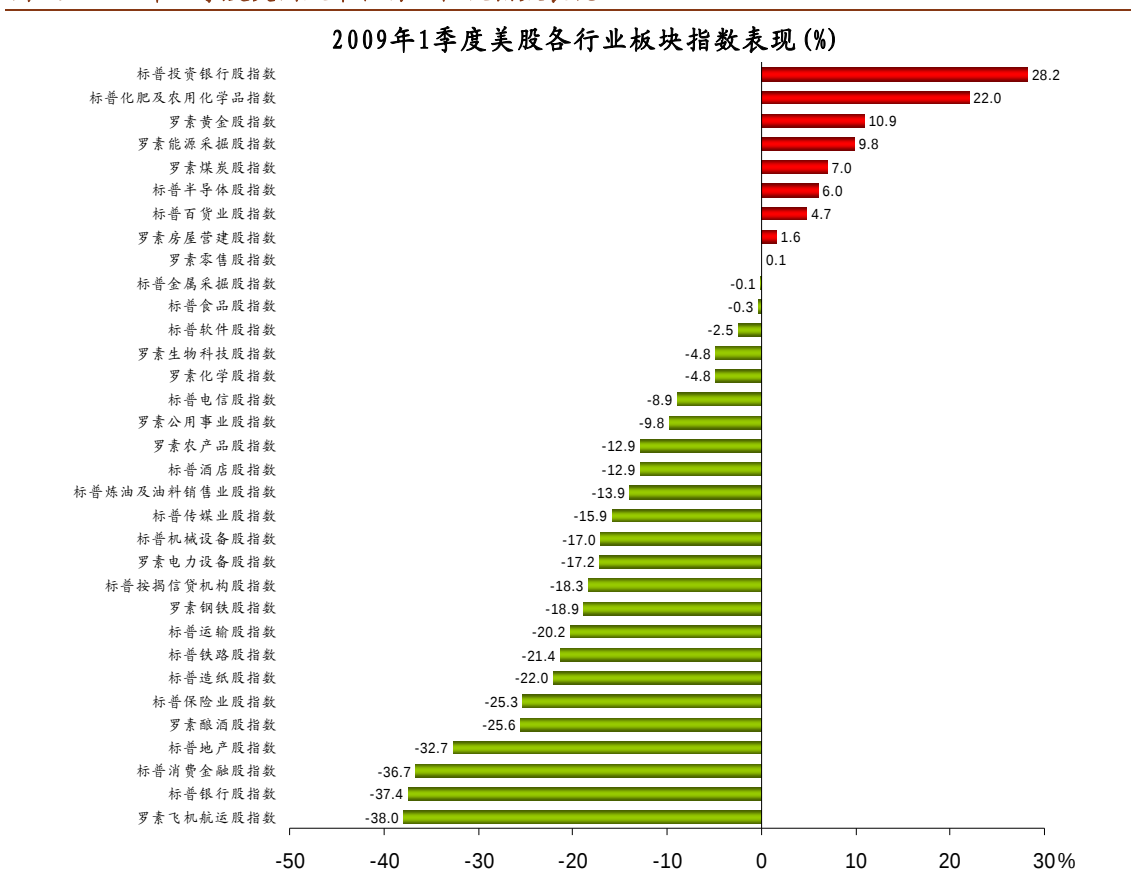
图 3：标普 500 指数 10 大行业指数 1 季度表现



资料来源：标普公司、中金公司研究部

从我们统计的各个子行业指数的表现看，在 2008 年跌幅居前的投资银行股涨幅居前，与同板块的其他金融类股的走势迥然不同，显示市场对这些公司的资产负债情况的忧虑已经大幅减轻。而其他表现较好的板块，大多是通胀收益类股票，诸如化肥、黄金、煤炭和采掘类股票等。值得注意的是，半导体、百货和房屋营建等在 2008 年经历大幅下跌的股票在 2009 年 1 季度也出现了显著的止跌回稳迹象。

图 4：2009 年 1 季度美国股市各行业板块指数表现



资料来源：标普公司、彭博资讯、中金公司研究部

第二章：“环比改善”的2季度

在此前我们的报告中，我们已经多次阐述：本次全球金融危机和经济衰退，将是一个持续时间较长的过程，并将对未来很长一段时间的经济走势造成影响。未来经济“从危机到缓和到新的问题的显现”，这样一个过程可能在未来较长时间段内反复出现，经济反转难以一蹴而就。因此，投资者对于中长期存在的经济问题依然需要保持较为清醒的认识，但就2009年这个时间框架内，正如我们在去年年末的全年策略报告中所阐述的，尽管趋势性机会出现的可能不大，把握波段性机会依然是一个重要的投资理念。而2009年2季度，从以下的各个方面看，对于股市而言，其情况将有望显著好于1季度的情况

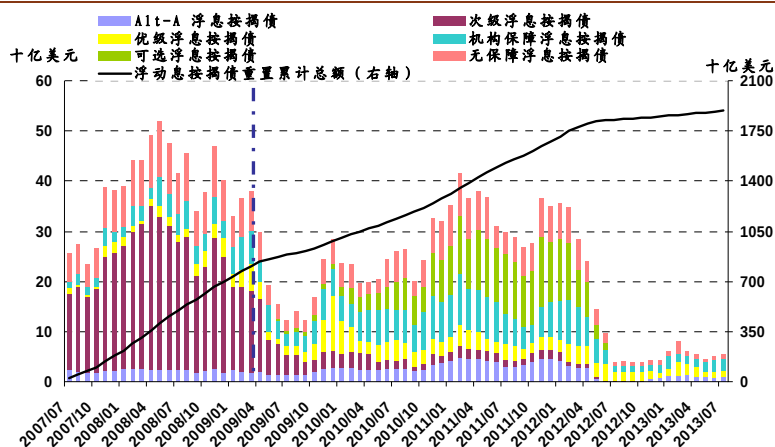
一、欧美金融业：恶性崩溃风险下降，但隐患犹存

我们在今年早些发布的全年策略报告中就提出：2009年美国的资本重建将经历3个阶段，而大型金融业必须是最先进行资本重建的对象。1季度内，事实上，我们看到美国大型投资银行的资本重建已经取得了较好的效果，因此尽管1季度美国金融类股票出现了大幅下跌，但是投资银行类股票却出现了整体上涨，为美国1季度所有分行业板块中表现最佳的板块。但与此同时，风险扩散至了商业银行和保险公司等其他相关金融企业。展望2季度，对于欧美银行业整体来看，恶性崩溃的风险已经大大下降，但是隐患却依然没有消除，因此整体上该行业基本面依然将处于较为低迷的状态。这其中的原因包括：

1. 次按相关的资产损失将大为减少，但是其他信贷产品损失依然会上升

首先，美国的次按重置将在1季度末接近尾声，因此2季度以后的次按重置损失将大幅减少。其次，美联储直接收购MBS、机构债和国债的举动使得长期按揭利率大幅下滑，近期按揭申请数量大幅攀升，从而为购房者转按揭提供了方便，并有助于房地产市场的逐步企稳。此外，美联储还通过扩张自身资产负债表近1.2万亿美元的方式，从美国金融企业身上转走了将近1万亿的不良资产，并且与美国财政部和联邦存款保险公司一起推出收购不良资产和TALF计划来进一步从美国金融企业身上收购5,000-10,000亿的不良资产。这些因素都将大大改善美国金融业的恶劣的资产状况。

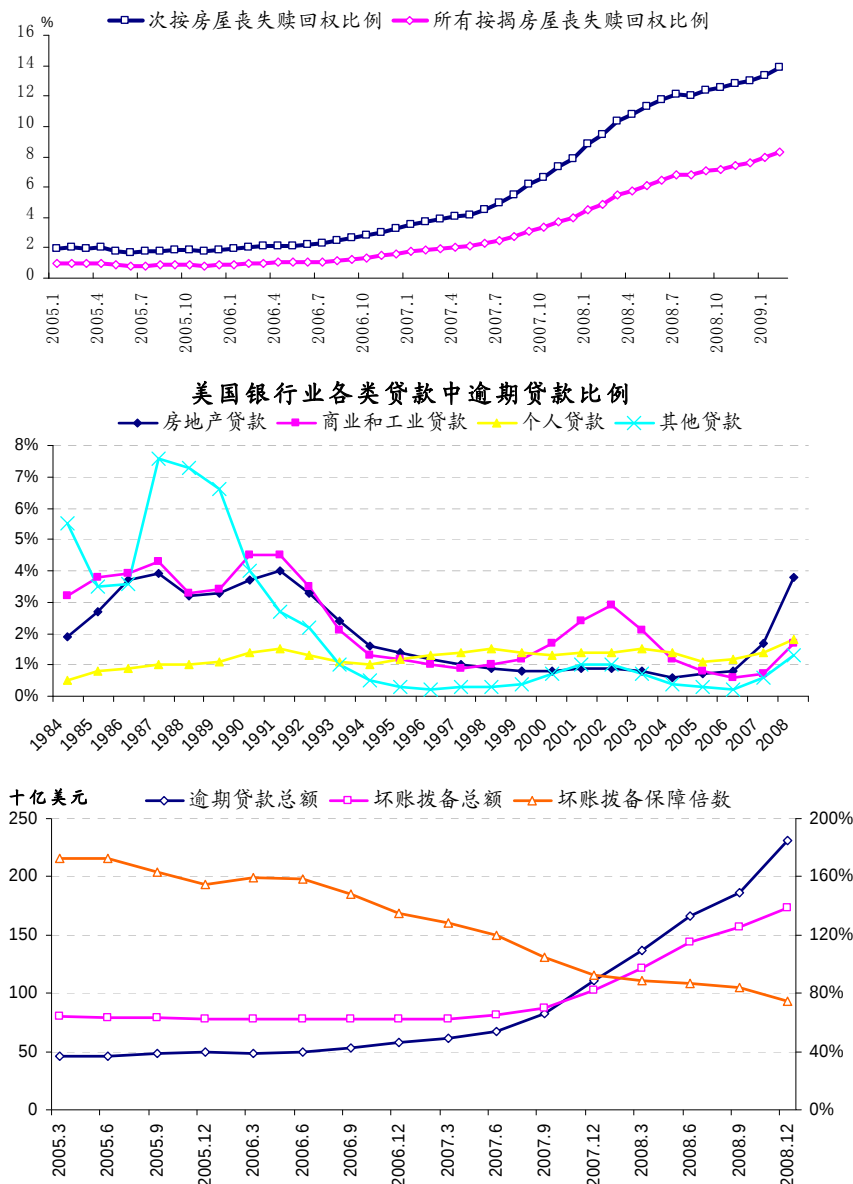
图5：全球石油每月日需求量变化



资料来源：瑞士信贷、中金公司研究部

但是，这并不等于说信贷危机已经结束，尽管次贷危机已经基本过去，2、3季度的浮息按揭利率重置将会是一个低谷，但是其后依然有大量的 Alt-A 和选择权浮息按揭（Option ARM）的重置发生，因此房产按揭的违约率将继续维持在较高水平。此外，包括信用卡贷款、车贷、学生贷款、商业按揭贷款证券（CMBS）乃至高收益率企业债也都会成为构成未来债务违约和银行坏账的重要来源。从美国联邦存款保险公司所公布的数据看，美国银行业各类贷款中，房地产贷款的不良率已经达到了1980年代以来最高水平，但是未来包括商业、个人等其他贷款随着经济的下滑，不良贷款率还将不断的上升。而尽管银行不良贷款拨备和计提在不断上升，但是由于新增不良贷款的数量更大，因此目前美国银行的坏账拨备倍数仍在继续下滑，截至到2008年末，下降到了75%，远远低于130%左右的安全水平。因此，欧美银行业想通过自身能力很快提升自身的资产负债表质量依然难度很大。

图6：美国银行业整体资产质量仍然不佳



资料来源：美国联邦存款保险公司、彭博资讯、中金公司研究部

2. 政府的救助帮助银行业避免恶性崩溃

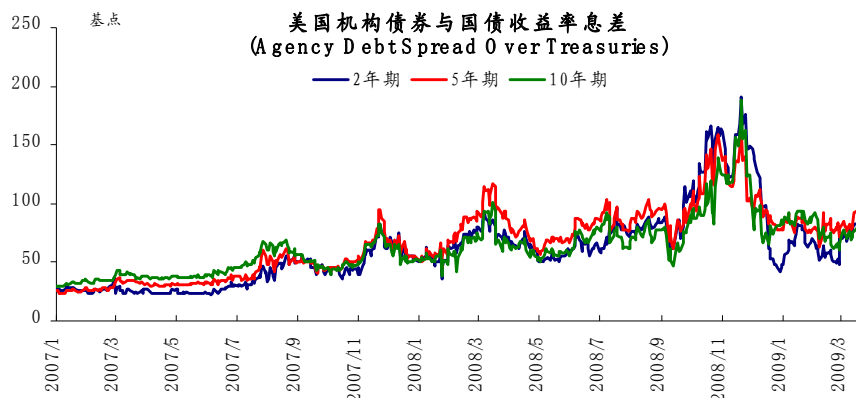
尽管自身基本面依然十分恶劣，但是欧美银行业出现恶性崩溃的风险开始大幅降低，这与欧美各国政府采取了非常激进的旨在救助银行的一系列政策息息相关。1 季度，美联储将自身的资产负债表扩充到 2 万亿左右的规模，吸纳了近 1 万亿美国银行业的不良资产。同时，美国 and 英国政府对部分银行企业直接进行了注资，并且通过直接干预和推出类似商业银行短期票据融资工具（CPFF）等手段，压低了 Libor 等银行间拆借利率，从而稳定了银行间市场。

根据统计，美国银行业的不良资产大约有近 4 万亿美元，截至到 3 月末，美国银行业资产减计共计 8747 亿美元，而美联储吸纳了约 8,000-10,000 亿美元的不良资产。根据这一数据测算，我们认为美国银行业目前还有 1 至 1.5 万亿美元的不良资产需要进行处理。而美联储、财政部和联邦保险存款协会近期准备联手推出的吸引私人资本共同来收购不良资产的计划所针对的就是这些剩余的不良资产。如果这一计划在 2 季度得到较为顺利的推行，则美国银行业的整体资产状况有望得到很大改善。

3. 信贷市场的情况有所好转，但放贷意愿的显著恢复将仍需时日

整体上看，当前美国信贷市场的情况有所好转，首先包括 Libor-OIS 利差，Ted Spread 等一系列指标自 2009 年以来一直保持平稳。而由于美联储开始直接购买“两房”机构债及其打包发行的 MBS 证券，使得机构债和 MBS 的利差也处于较低水平。

图 7：机构债利差水平

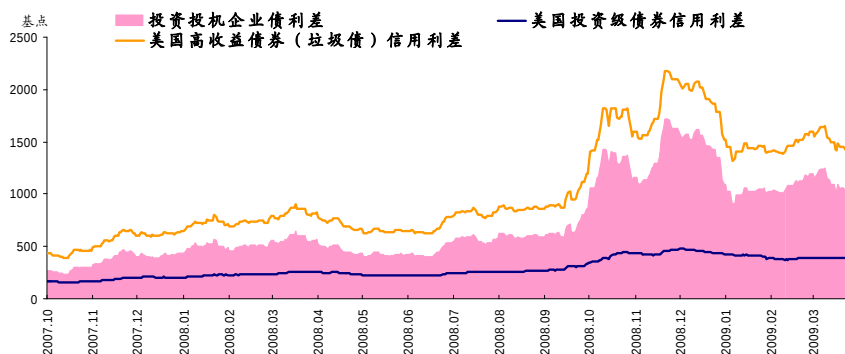


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

从企业债市场看，高收益率企业债的收益率水平依然处于历史高位，但是并未创出新高，并且在 3 月份出现了下降，显示市场虽然对于未来的企业债违约率上升依然有着较强的预期，但是市场恐慌的程度大幅下降。而在投资级企业债市场中，债券收益率水平保持了相对的平稳，而且尤其值得注意的是：一季度以来美国投资级企业债市场的融资发行量出现了显著的恢复，这显示了市场对于自身经营和负债水平依然良好的公司的信心已经有所恢复。因此，对于拥有较好信用评级企业而言，由于债券到期无法再融资而出现经营业务无法继续甚至资金链断裂的风险正在降低。

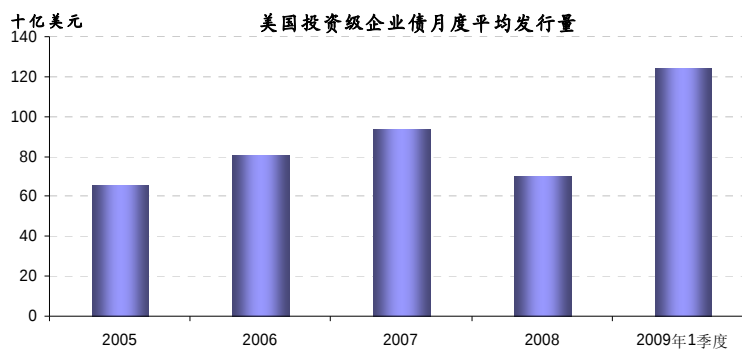
然而，从与消费者信贷更为相关的资产支持证券（ABS）市场的发行情况看，尽管 3 月份的发行总额出现了一定的环比上升达到了 99 亿美元，但是距离过去正常水平依然有着相当大的距离，而由于 ABS 证券化市场的冻结，银行的信用卡信贷、车贷和学生信贷发放意愿及能力依然很低，因此消费者依然较难获得信贷支持。而美联储近期推出的 TALF 也是针对这一症结的一大举措，但其实效依然有待观察。我们判断，2 季度美国的信贷消费情况将环比有所回暖，但是仍依旧会处于较为低迷的状态。

图 8：美国公司债利差水平



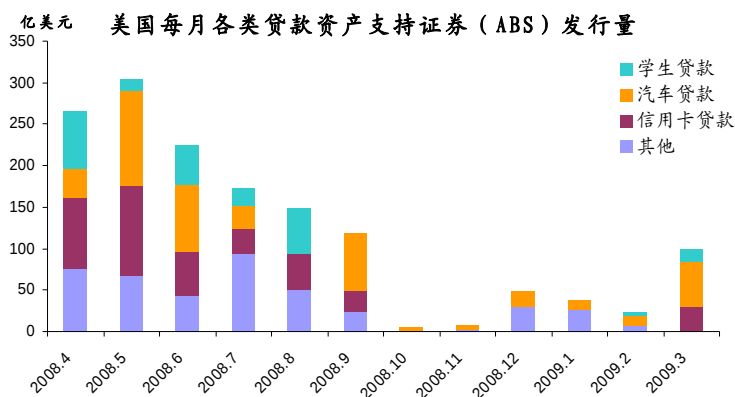
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图 9：美国投资级企业债发行量 2009 年以来大幅回升



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图 10：美国 ABS 资产支持证券发行量仍处于低迷状态



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

二. 2 季度美国的经济指标环比将有所改善

美国本轮经济衰退自 2007 年 12 月开始，至今已经经历了 5 个季度，为二战以来衰退时间最长的一次。但随着去年 4 季度和今年 1 季度的大幅下滑（中金宏观组预测 1 季度美国 GDP 环比年化为 -5% 左右），美国经济的环比下滑速度有望在 2 季度出现较为显著的减缓。

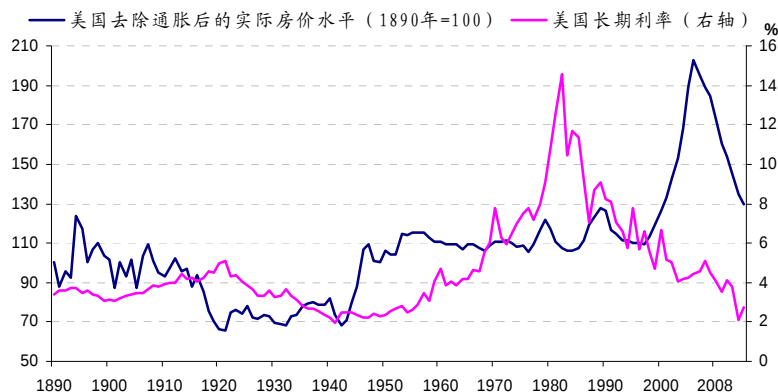
1. 金融信贷市场逐渐企稳，银行放贷将有所恢复

正如我们此前所述，在欧美各国政府的大力干预下，金融信贷市场在 1 季度中后期出现了企稳的状况。虽然目前预测信贷市场持续转好依然为时过早，但是我们认为 2 季度美国信贷市场继续出现大幅恶化的概率很低。因此，只要信贷条件不再继续收紧，各国政府实施的低利率政策所产生的推升信贷的作用就将会有所体现。此外，在美国当局推出收购银行不良资产计划以及进行银行压力测试的 2 季度，政府对于银行的干预能力将有所加强，因此银行被迫进行“政策性放贷”的可能性增加，这也将是 2 季度美国信贷有所恢复的重要因素之一。

2. 房地产市场将价格上跌幅趋缓，数量上有区域性反弹

自 2006 年美国房价见顶回落以来，根据 Case-Shiller 指数，美国房价的总跌幅已经高达 26%。虽然目前美国房价距离历史正常水平仍有 10% 左右的跌幅空间，但是随着按揭利率的大幅降低，未来美国房价的跌势将逐渐趋缓。

图 11：美国至 1890 年以来去除通胀后的实际房价



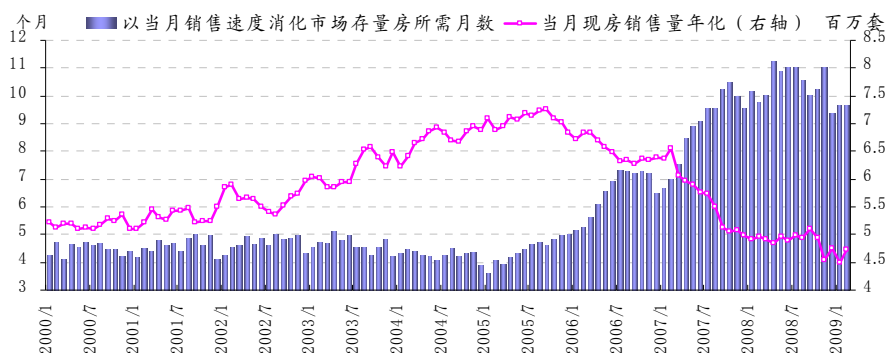
资料来源：Case-Shiller、中金公司研究部

而在美国全国平均房价跌幅逐渐趋缓的情况下，美国的房地产业数据，包括交易量、开工数等都将是有所复苏。这是因为，美国是一个疆域很大的国家，而全国各个地区和城市此前出现的房价泡沫情况也有所不同，对于一些泡沫较大、库存依然较高的地区，比如拉斯维加斯、加州和佛吉尼亚州等地，房地产市场很可能将继续低迷，但是在其他的一些泡沫相对较小的地区，房价的调整将更早到位，而这些地区此前库存的消化的状况也相对较快较好，因此在这些地区出现了新增房屋交易和开工数量将带动全国的房地产市场数据出现反弹。但是，这一反弹将是区域性的，2 季度美国房地产全国总体情况出现大幅好转的可能性不大，这是因为目前美国房地产市场整体的库存量依然处于较高水平。按照当前美国房屋销售数量，消化完美国的房屋库存仍需 9.66 个月的时间，而历史正常的平均水平约为 4.5 个月。

3. 经济指标将出现环比回升

自金融危机在去年9月份深度恶化后，2008年4季度至2009年1月份，美国经济基本处于快速下滑的状态之中，包括房屋、工业和消费等一系列数据都创出了近40年以来最低的水平。经历大幅下跌之后，随着金融信贷市场的回稳，3月份以来公布美国的各项经济数据已经出现回稳和跌幅减小的趋势。

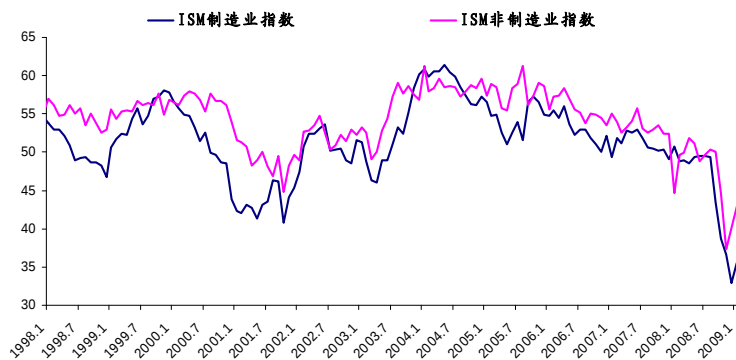
图 12：美国房屋库存量与现房销售量



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

首先，美国的供应管理协会的ISM制造业和非制造业数据均出现了小幅反弹，预示着实际经济的情况和预期有所回稳。

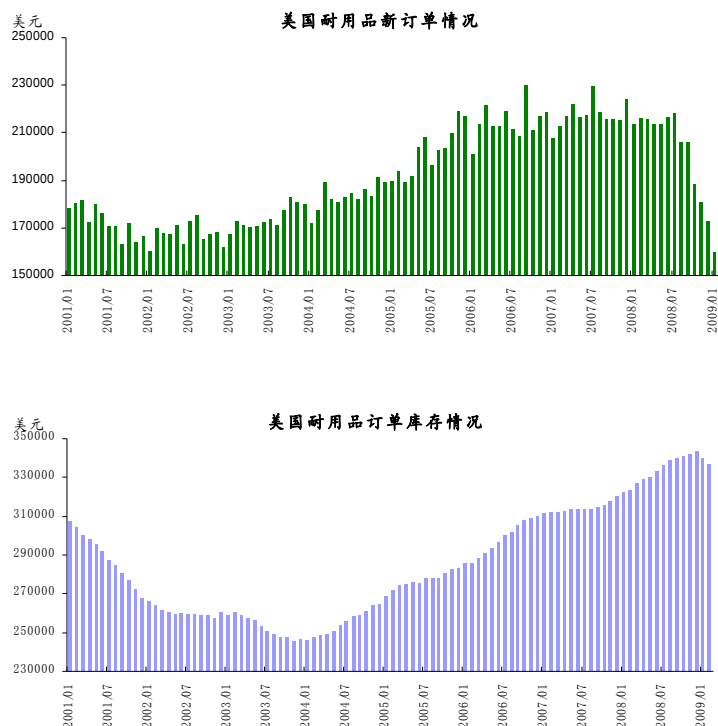
图 13：美国供应管理协会ISM指数



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

此外，在连续4个月的大幅环比下滑后，美国2月份的耐用消费品新订单数量出现了3.4%的环比回升，但是同比依然有23.4%的下滑，较1月份25.1%的同比下滑有所好转。目前，美国的耐用库存依然处于高位，因此未来这一新订单回暖趋势是否能够持续，依然取决于需求回升对于现有库存消化的情况。

图 14: 美国耐用品新订单和库存情况

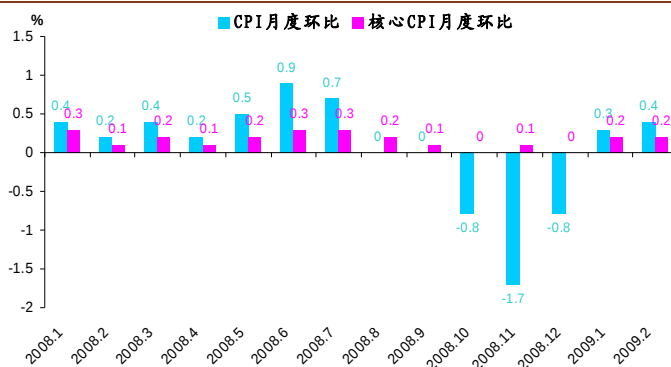


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

4. 通缩风险下降

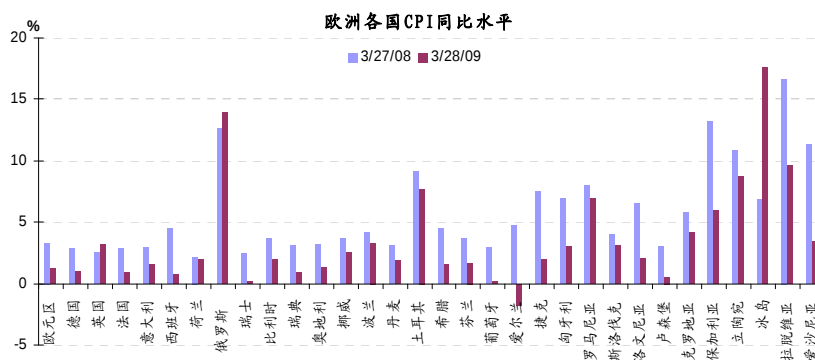
我们在 2009 年的年度策略报告中，就曾提出 2009 年美国经济是否能够避免持续通缩将是对股市产生较大影响的因素。1 季度，随着美国为首的世界各主要国家纷纷采取了极为宽松的货币政策和积极的财政政策，去年 4 季度的显著通缩状况得到了显著的扭转。其中，CPI 月度环比 1、2 月份分别达到 0.3% 和 0.4%，高于市场预期，而除去油价和食品价格的核心通胀率水平回升至 0.2%，并没有出现环比通缩的状况。而在这个过程中，美元出现了大幅的走强，而我们认为未来美元继续大幅走强的可能性已经显著降低，因此我们认为未来全球的通缩风险将显著降低。如果观察货币走势相对较弱的欧洲国家，我们同样可以看到，大部分欧洲国家的 CPI 年度同比水平依然为正。

图 15: 2008 年以来美国月度通胀率环比



资料来源：美国统计局、彭博资讯、中金公司研究部

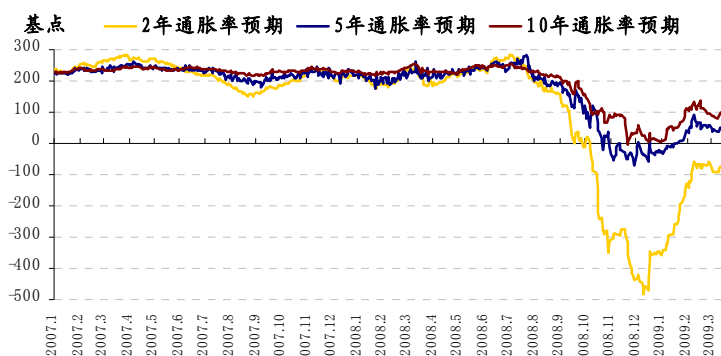
图 16: 欧洲各国 CPI 同比水平



资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

近期美国、英国和日本央行纷纷采取了量化宽松的货币政策，而在货币升值和内部经济下滑的压力下，我们预计欧央行也可能将在 2 季度采取降息和购买债券等数量化宽松政策，各国的货币通胀将进一步降低全球通缩风险。而同时，市场的通胀预期也有所提升，这将在 2 季度内对股市构成利好。

图 17: 美国通胀预期有所恢复



资料来源：美国财政部、彭博资讯、中金公司研究部

综上所述，我们认为 2 季度美国经济将依然处于衰退之中，但是衰退的幅度将有显著减缓。一系列的经济数据较 1 季度将有望得以回暖。加之美国政府的第一批财政刺激退税将于 4 月份开始发放，因此我们预计整体的经济基本面对股市产生一定的正面支撑作用。

第三章：对于金融危机未来发展的判断

我们在 2009 年全年的海外策略报告中提出，2009 年美国股市不存在大的趋势性投资机会，但是会出现最少两波的阶段性的反弹机会。我们认为自 3 月初以来开始的这一轮反弹，正是这样的阶段性反弹的机会。一般而言，美国股市在大级别熊市中的中级反弹幅度可以达到 25%-30%。所以短期内市场存在一定机会，但是，目前依然难以认定美国股市已经见底。我们之所以这么认为，是因为从目前的情况看，美国股市和经济的企稳，更多的是由于一些短期激进的政府政策和直接市场干预所导致，但是经济自身所存在的深层次问题并没有得到有效的解决。

我们早在 2008 年，就提出我们的观点，认为本轮全球经济的下滑是一次结构性的调整，而非简单的周期性调整。因此仅仅依靠一些传统的应付经济下滑的手段，诸如政府的财政刺激和货币政策，只能减缓经济下滑的幅度，但是在对结构性的经济改善贡献不大的前提下，整体经济结构性调整的大趋势将难以改变。

一、引发金融危机的深层次原因并未得到解决

按照我们的判断，美国经济在 2 季度出现下滑幅度减弱的趋势，主要是受政府主导的经济政策的影响。但是这些政策的长期有效性是非常值得怀疑的。目前，美国政府将拯救经济的着眼点落在推动信贷恢复流动之上，但是本轮金融危机，恰恰是由于美国从国家到居民等各个阶层负债过度，过分地将经济建立在信贷扩张的基础上所引发的。用更多的信贷是否能够解决信贷过度所引发的经济问题？任何理性或者符合逻辑的答案都应该是否定的。因此，我们认为目前的一系列政策只能救急，但是无法使得经济重新恢复到过去的发展道路上去。

然而，如何将这一逻辑判断与经济实际相结合？对于这一问题，我们认为：当前全球面临的经济难题，并不是信贷萎缩，或者说信贷萎缩只是表面的症状，而其内在症结则更为复杂。当前世界经济面临的难题，我们认为实际上是由三个交错的问题所组成的。这三个问题分别是：

1. 全球消费过度依赖美国，而美国消费过度依赖信贷扩张
2. 作为全球经济火车头的美国和中国，都存在国内贫富差距过大的问题
3. 资源和能源的瓶颈

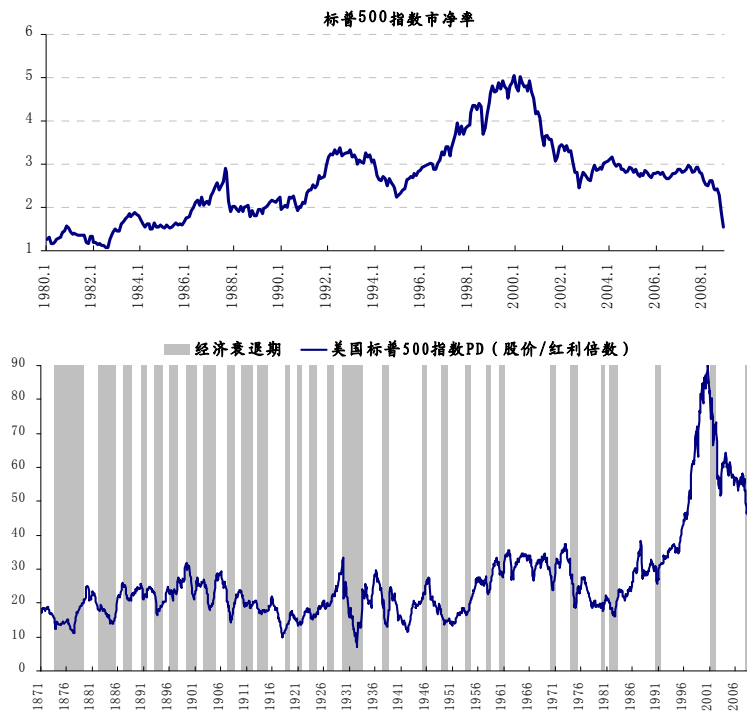
如果用政府经济干预的手段来分开解决这三个问题中的任何一个，我们相信都是相对简单的，但是当这三个问题交织在一起时，就会形成一个非常难以解决的经济问题“死结”，从而使得各项经济政策的效果难以达到预想的效果。

首先，自从工业自动化和大规模生产在全球推广以后，有效需求不足就取代了生产不足成为了全球经济潜在的隐患。在商品总供给常常大于总需求的情况下，推动货币通胀下的居民负债就自然而然地成为了经济发展的模式。因此，我们认为，依赖信贷扩张来推动经济增长是当前经济条件的必然选择。而不可间断的通胀是信贷扩张的重要保证，否则供大于需的情况下，物价将很快陷入通缩，从而使得消费者无法“借新钱，还旧帐”，经济就将因此陷入衰退。但是，对于全球各国来说，能够持续推动信贷消费和货币通胀的国家只有储备货币国家，因为只有储备货币国家才不用担心贸易赤字和本币贬值对于其自身的国家信用产生即时的损害。因此，全球消费过度依赖美国，而美国消费过度依赖信贷扩张也就成了必然。

在一定历史时期内，这种经济增长模式是可以持续的。也就是，只要美国保持长期低利率，以低廉的成本向消费者提供信贷、供其消费，而其他国家将获得的贸易顺差收入以投资的方式流回美国，其他国家的大规模生产也能够保证通胀水平不至于出现显著上升，从而使得美国的低利率水平得以长期维持。这就形成了众所熟知的全球化。

但是，对于美国而言，这种全球化的确带来了好处，但是也带来了一个问题。那就是对于普通的美国中低收入劳动者而言，全球化也带来的劳动力的替代和竞争，因此其向雇主议价的能力大幅减弱，这一情况所导致的结果就是，美国中低收入劳动者在近30年的全球化不断推进的过程中，工资性收入始终无法得到有效增加。而由于工资性收入增加动力不足，使得美国的贫富差距扩大，而消费所依赖的负债水平将会不断攀升，因此推动资产价格上升带来的财产性收入来补充就成为了必然的选择。自1990年代初开始，美国民众中投资股票的比例就开始大幅上升，1990年这一比例仅30%，而2007年这一比例已经上升超过60%，更不用说在美国养老金制度改革以后，美国民众未来所获得的养老金很大程度上取决于其投资的股票的表现。而美国政府在过去的20年内，又不断下调了资本利得税。因此，在这个过程中，资本市场的表现对于美国民众的消费能力的影响快速增加，同样，我们看到1990年初起，美国股市的估值水平，如市盈率、市净率和股价分红倍数水平，开始显著的偏离过去历史的平均水平，出现了较大幅度的攀升。

图 18：美国股票泡沫化开始于 1990 年代初期

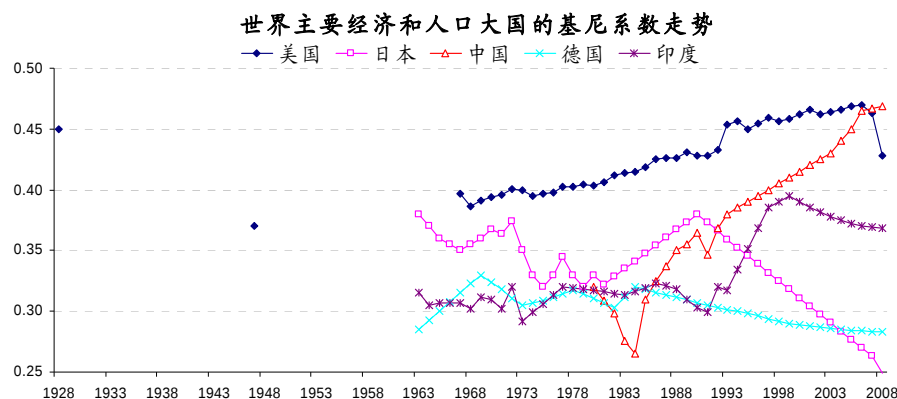


资料来源：标普公司、彭博资讯、中金公司研究部

但随着科技网络泡沫的破灭，美国股市出现了大幅下跌，随后，美国当局推动了房地产资产价格的上升，对冲了股票价格下跌对于居民家庭财产的损失，从2002年至2007年，美国家庭的房屋自给率从62%攀升至69%的历史高位，但是由于低收入家庭的可用于抵押的资产较少，因此其享受到的资产泡沫的推升作用较弱，一般的资产泡沫使得社会收入的贫富差距更加扩大。针对这样的情况，美国进一步的推升了类似于次按这样的向可能无力偿还房贷的家庭提供信贷的工具。而房屋价格的高企，使得房屋权益收益成为了推动居民消费的新的动力来源。

而作为世界日益重要的生产者的中国，虽然 GDP 和居民平均收入高速增长，但经济结构却日益依赖出口，由于经济增长主要依赖投资和出口而非内需，因此中国不需要推动类似次按这样的针对中低收入者的信贷工具来推动其消费，中国整体的信贷消费水平很低。但是这就进一步加剧了中国收入贫富差距的扩大。这是因为，一方面，中国对于出口的过度依赖使得中低收入劳动者的收入长期遭到压制，以换取出口竞争力；另一方面，低利率推动的资产价格上升和财产性收入增加基本完全为原本已经较为富有的社会阶层所享受。而社会贫富差距扩大以及缺乏推动信贷消费的金融体系使得中国不得不更加依赖出口和投资来拉动经济，从而陷入了另一种恶性循环。

图 19：中国和美国已经成为主要大国中贫富差距最大的两个国家



资料来源：联合国、美国统计局、中金公司研究部

但是，如果，没有第 3 个问题，即资源和能源瓶颈的问题，这种不平衡的发展模式应该能够保持相当长的时间，也就是说美国可以继续的过度消费过度负债和推升资产泡沫，而中国也可以一如既往的依靠出口和投资来解决经济和就业问题，使得贫富差距过大不至于造成严重的社会问题。但随着全球化以后世界经济的发展，能源与资源瓶颈的逐渐出现使得过去的这种发展模式更早的遭遇到了问题。首先，美国的这种经济发展模式需要适度通胀，但不能是过快的通胀，尤其是进口物价不能过快上涨，因为美国需要通过进口通缩来对冲国内的货币和资产价格通胀的影响，而中国就是一个很好的通缩出口国。但是中国要保证其出口物价维持稳定，首先要保证其生产成本的稳定，尽管中国的人工成本/人工效率之比一直在降低，但是资源和能源等大宗商品价格的上涨同样带来了很大的出口压力。因此，资源瓶颈所引发了成本推动型通胀的出现使得各国央行不得不通过提升利率来试图压低通胀，而这样一来，过去的经济模式就遭到了严重的颠覆。1. 利率的升高，使得资产价格下跌；2. 而资产价格一旦下跌，美国的负债问题就遭到了彻底的暴露；3. 美国负债问题的暴露，使得银行坏账增加、信贷冻结，消费能力随之开始大幅下滑；4. 中国的出口遭到重大的影响，国内就业压力大幅增加，内需进一步走软。

我们上述的就是 1990 年代以来的这个经济周期从产生到高峰到破灭的全过程。那么，现在的问题是：各国政府当前所采取的政策，有没有走出这种经济发展模式原有的范围？我们认为：答案是否定的。因此，我们也就有理由认为：在当前的情况下，世界经济依然没有能够走出这 3 个经济问题所交织形成的“死结”，所以世界经济很快复苏走强将是无法得以实现的。

二. 化解经济问题的死结

要化解这一经济问题的死结，就必须在这个三个纠结的问题中找到突破口。相比较而言，我们认为，要让经济改变依赖信贷消费模式的难度是非常大的，除非发生大的经济倒退，社会商品整体供大于需将依然是普遍现象。因此，解决当前的经济问题，只有两条出路，即：要么改变世界的经济格局降低贫富差距，要么突破资源瓶颈。但是，实现这两个条件都需要较长的时间，因而短期内全球经济的复苏将是非常困难的。然而，对于全球各国的政府而言，无视当前经济的下滑而等待长期的解决方案显然不会是首选方案。因此，可以判断，在尽管经济难以恢复到过去的那种状态，各国政府未来的经济政策仍会不断地去尝试回到过去的发展道路上去，而这些政策主要包括凯恩斯主义的财政政策和极度宽松的货币政策。从更长期的角度看，各国政府的确会加强探索未来新的可持续发展的经济道路，诸如：增加对新能源研发的投入、改革现行的税收和福利体制、研发新兴科技等，但是这些长期政策的效果不会立即体现出来。

三. 未来的经济发展及对2季度股市影响

基于以上的判断，我们认为，影响经济长期走势的一些因素在2季度内难以得到体现，而政府的货币和财政政策依然是左右短期经济趋势的重要因素，而在这个前提下，股市也难有大的趋势性机会，因此我们认为2季度全球股市将依然维持区间震荡格局，对于美国股市而言，其走势可能出现冲高回落特征。

1. 货币政策

由于长期经济政策的效果难以及时体现，因此政府实施的短期反周期经济政策将是2季度经济有所回稳的重要因素，其中尤以美国的货币政策为主要的因素。与传统的货币政策主要以控制通胀和保证充分就业不同，英美等国央行实施了“量化宽松”等非常规的货币政策使其带有了更多的使命，即增加了直接干预信贷市场的资源配置和操纵部分资产的价格这两项新的目标。

A. 干预信贷市场的资源配置

这项政策的目标是按照政府的需要向一些特定的信贷市场注入流动性，其手段是政府按照自己指定的价格直接购入一些相关证券，通过操纵市场预期来加大市场对于相关信贷产品的需求。这些特定的信贷市场包括 MBS 按揭抵押证券，ABS 资产支持证券和长期国债市场。这些证券市场的共同特征是：这些市场的流动性上升将推动信贷条件放松，从而能够推动信贷消费的复苏，而当前这些信贷市场处于供大于求甚至是完全冻结状态。

B. 政府对于部分资产价格进行操纵

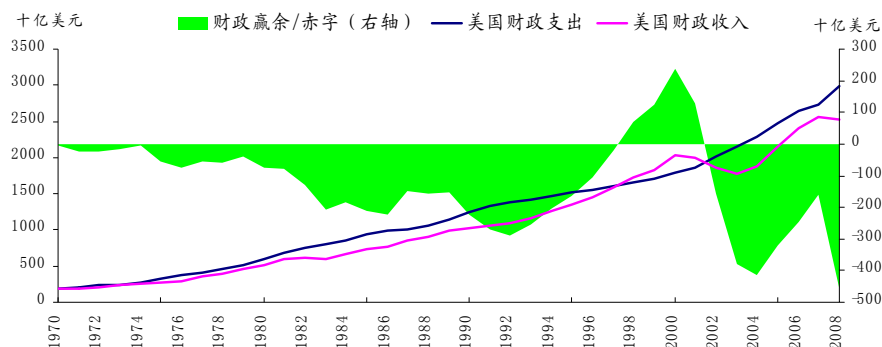
主要操纵的手段包括汇率、按揭利率、长期利率，目的是让本币适度贬值，房地产和股票类资产价格回升。首先，量化宽松的货币政策在很大程度上是一种“竞争性贬值”的汇率操纵政策，其他一些发达国家如日本和瑞士则通过直接干预外汇市场的方式来推动本币贬值。而发达国家经常使用“竞争性贬值”的手段来刺激出口，对抗通缩，应付经济的下滑，因为其不需要特别担心贬值所引发的国家信用崩溃的风险，所以此时本币贬值对于其国家经济总体上的影响是正面的。对于美国这样拥有大量以本币计价的外债的国家而言，本币贬值更会使得本国偿还外债的实际压力减轻。其次，政府压低按揭利率的目的是为了推升房地产资产的价格。而政府压低长期利率的目的，是使得财政部能够以更低的成本进行融资，以筹集政府推行财政政策所需的资金，同时，长期利率的走低，也将帮助按揭利率的降低。

2. 财政政策

奥巴马政府推出的 7,880 亿美元的财政刺激方案已经交由国会通过，其中的首批退税将于 4 月份开始发放，这将对经济尤其是消费起到一定的支撑作用。但是由于其数量较少（刺激方案中直接用于 2009 年的仅约 1,600 亿美元），因此作用将较为有限。

制约财政政策的另外一个因素是国债的发行，由于救经济的需要，美国预算财政支出大幅增加，但同时由于经济的下滑，政府的财政收入出现了显著下降，2008 年，美国政府的财政收入下降了 443 亿美元，财政收入占名义 GDP 的比重从 2007 年的 18.8% 下降至 17.8%。在这两方面作用的共同影响下，美国的财政赤字大幅增加。我们预计，随着美国企业利润和居民收入的下降，2009 年美国政府的财政收入占 GDP 比重将进一步下降至二战以来最低的 16% 左右，而按照目前的预算，2009 年美国政府支出则将大幅上升至二战以来最高的名义 GDP 的 26% 以上。这样，美国的政府赤字在 2009 年将达到创历史纪录的 1.8 万亿美元左右。为了筹集这部分资金，加上对部分到期的国债进行再融资，美国 2009 年将需要发行国债达到 2 至 2.5 万亿美元。因此，市场是否有能力以较低的收益率承接住如此大的国债发行规模将决定美国财政政策贯彻执行的效果。

图 20：美国财政赤字大幅增加



资料来源：美国国会预算办公室、中金公司研究部

3. 经济先复苏还是通胀先出现？

当前，全球经济处于经济下滑和通缩的状态之中。但是，前瞻的看，决定未来经济走势，及各国当前使用政策恰当与否，并对股市将产生深远影响的最重要的判断就是：未来，是经济先复苏还是通胀先出现？

传统的经济学理论认为通胀只有在经济复苏以后才会出现。但是，在目前的经济条件下，我们认为完全有条件出现通胀先于经济复苏出现的可能。这其中的原因有：

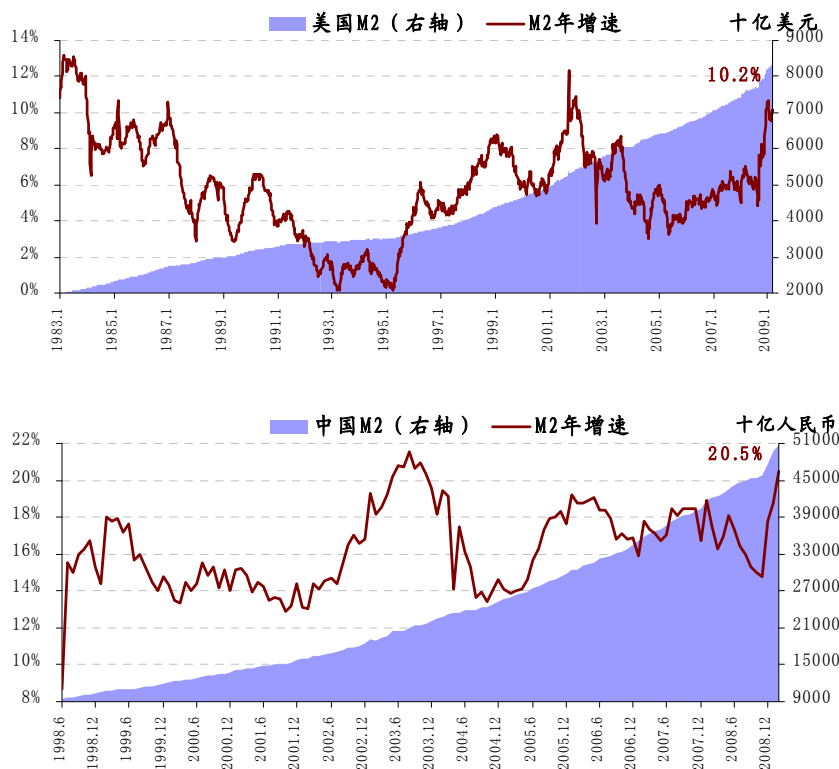
A. 资源瓶颈

这一点我们此前已经有过阐述，由于资源，特别是能源和水资源的限制，在各国政府纷纷出台旨在推动房地产和股票资产价格上升的政策时，本身供需状况更为紧张并且价格弹性更大的资源价格的反弹将出现的更快，幅度也更大。

B. 货币通胀

世界各国的数量型宽松的货币政策使得各国货币通胀的趋势已经出现。仅以美国和中国为例，这两个国家当前的M2年增速分别达到10.2%和20.5%，均远高于其历史平均增速水平，而2008年4季度，其M2的年增速水平分别仅8%和16%，可见其货币通胀水平有大幅提升。

图 21：美国与中国的 M2 广义货币及年增速

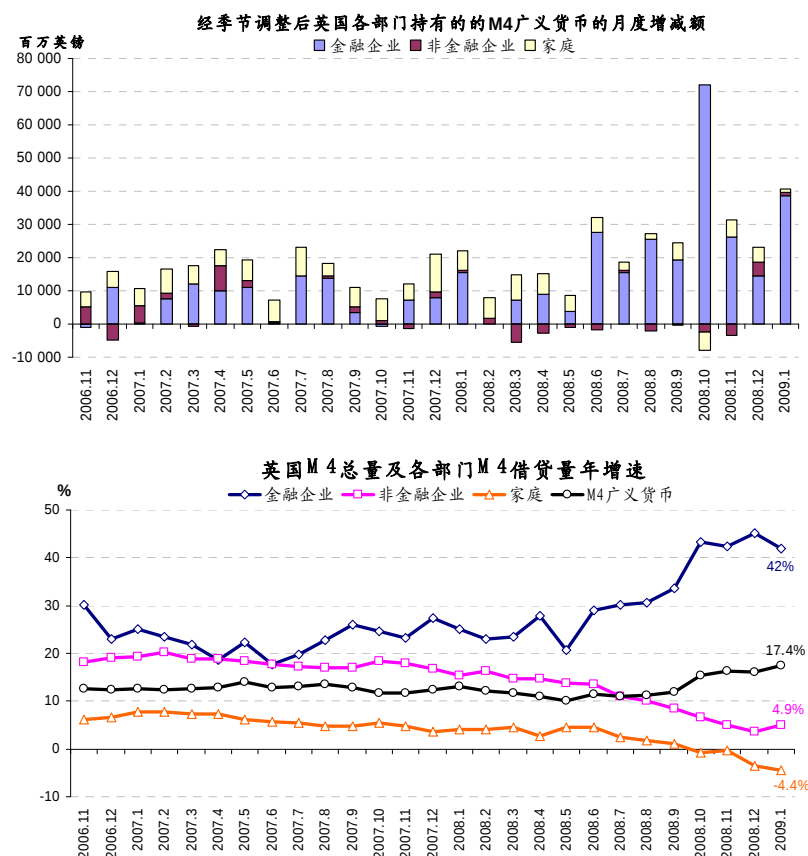


资料来源：美联储、中国人民银行、彭博资讯、中金公司研究部

C. 货币通胀向实体经济通胀的传导

货币通胀最终将必然引发实体经济的通胀，但是其中的传导机制使这两者在发生的时间上有一定的时滞。由于金融危机的影响，银行放贷意愿下降以及包括对冲基金、SIV 和私募股权基金等“影子银行系统”的萎缩，使得欧美等国信贷市场流动性堵塞、信贷条件收紧。这产生了两个方面的影响：首先，政府投放的资金大量驻留在银行系统内部，形成了资金的“堰塞湖”。以英格兰央行的数据为例，2008年下半年至今，英格兰央行向市场投入的资金90%为金融企业所吸收并囤积，而非金融企业和私人家庭的借贷量的增速却依旧在持续下滑。这一现象使得目前在货币通胀持续加剧的情况下，实体经济的物价通胀还未出现。

图 22: 英国各部门 M4 货币持有量月度变化及借贷年增速



资料来源：英格兰央行，中金公司研究部

但是，从另一方面看待这个问题，实际上目前各国央行投入的新增货币量是非常巨大的，而且目前各国的利率水平也大多处于历史的最低水平，因此一旦欧美银行系统的资金“堰塞湖”被打开，随后产生的实体经济通胀将必然是非常迅猛的。

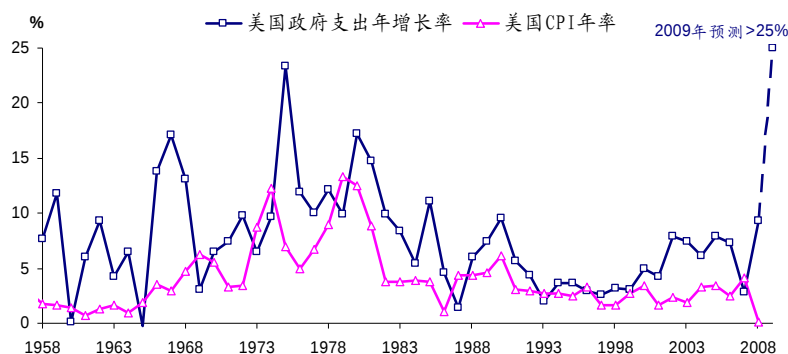
D. 劳动生产率难以跟上货币增量步伐

另一个对冲货币增量的手段是大幅提高劳动生产率，但是由于目前国际贸易出现大幅下滑，全球化进程受阻减缓，以金砖四国为首的新兴市场的劳动生产率水平与发达国家已经大幅缩小，而欧美新兴科技增长点还没有出现，因此未来全球将很有可能进入一个劳动生产率增长相对缓慢的阶段。因此利用劳动生产率的提升来跟上货币增量的步伐以对冲通胀的压力将是非常难以做到的。

E. 财政刺激导致政府支出上升带动通胀

我们发现，政府财政刺激导致的政府支出大幅上升往往伴随着通胀压力的出现。以美国为例，1940年代初，由于为了参战的需要，美国政府支出大幅上升，从而引发了40年代初期的10%左右的通胀，而从1974年起，美国政府连续8年的财政支出年增速在10%左右或以上，同样导致了这一时期的通胀大幅上升。1985年以后，美国政府支出的年增速一直低于10%。2008年，美国政府支出的年增速达到了9.3%，为1990年以来最高的水平。而按照目前美国政府的支出计划，2009年，这一增速将大幅上升至25%以上，超过二战以来的任何一年，这也将导致未来的高通胀。

图 23：美国政府支出年增速与美国 CPI 年率



资料来源：美国国会预算办公室、美国统计局、中金公司研究部

F. 美元的因素

我们认为，如果美国的信贷衍生产品市场的流动性有所恢复，则美元的强势也将告一段落，这是因为美元此前的强势很大程度上是由于市场债务头寸结清和欧洲金融企业由于购买的美元信贷产品失去流动性而不得通过外汇市场买回美元头寸所导致的。因此，如果这些美元信贷产品的流动性有所恢复，则欧洲金融业将可以在市场上抛出这些产品换回美元，从而降低在外汇市场上对美元的需求，因此，美元的强势就有可能结束。但是，这样一来，美元的走弱也将推动通胀水平的回升。

G. 经济复苏缺乏新的经济亮点

正如我们在前文分析的，尽管 2 季度全球经济情况可能有所企稳，但是这种企稳绝大部分受益于各国政府非常激进的财政和货币政策，而新的增长点并未真正找到，经济自身的增长动力依然相对缺乏。即便有政府的大力支持，但是美国寄希望于恢复到过去那种过度消费和借贷的状况中去，但对于美国而言，短期内寻找到一个比房地产更大的泡沫来刺激经济复苏几乎是不可能的。同样，中国也依然希望通过拉动基础建设投资来推动经济，并期待外需的复苏最终拉动国内经济的回暖。因此，如果本轮经济的再平衡是一个不可逆的过程，那么仅靠当前各国政府的这些政策，想要使得经济持续恢复的可能性依然是非常低的。

综上所述，我们认为：未来通胀先于经济真正复苏出现的风险是非常大的。之所以称此为风险，那是因为，对世界各国经济而言，这都不是一个福音。在全球经济经历战后最严重的衰退后，待世界的，可能不是经济复苏期，而是经济滞胀期。

4. 先通胀的经济风险

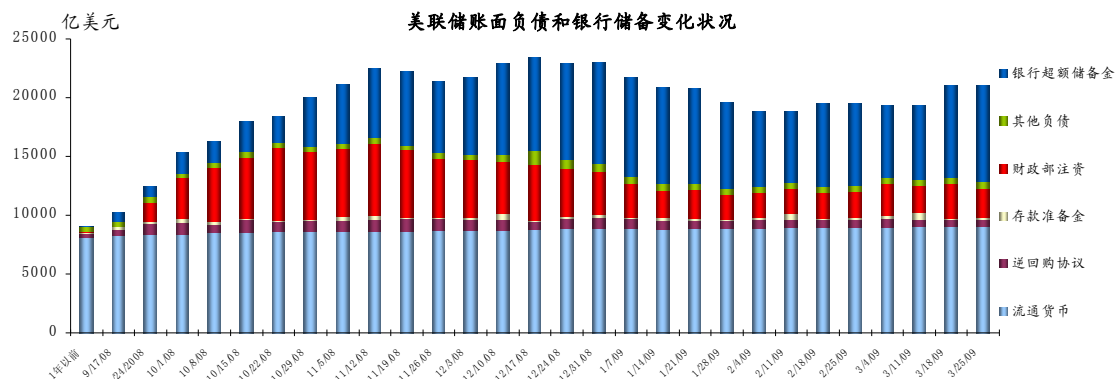
A. 对美国的风险分析

(1) 对美联储政策的冲击

先出现通胀对于美国最大的风险在于这将对美联储目前通过大幅扩张资产负债表来进行经济救助的方式造成很大的冲击。自 2008 年 9 月份以来，美联储就开始大幅扩张自己的资产负债表，在半年内，美联储的资产负债表从 9,000 亿扩张到了 21,000 亿美元的规模，而在 TALF 措施推出以后，美联储表示将最终将其资产负债表扩充到 4 至 5 万亿美元。

美联储的这一做法，实际上是将大量银行金融系统持有的不良资产转移到了美联储的帐上，客观上降低了美国金融银行系统的风险。但是，在美联储帐上资产方扩张的同时，负债方也必须同样扩大。对于美联储而言，其扩大负债的方法有三条，即：增加流通货币（印钞）、增加银行超额准备金和财政部注资。在这三种方法中，前两种方法都将增加美国的基础货币量，而财政部注资则需要财政部发行国债融资，将对国债造成进一步的压力。而第一种方法将大幅增加流通货币，将最终引发美元大幅贬值并损及美元储备货币地位，因此美联储倾向于使用第二种方法，即通过大幅增加银行超额准备金来扩充自己的负债。使用这一方法，实际上就等于美联储在购买各类资产时，并不真正支付现金，而是将这部分向银行购买资产的应付资金作为该银行在联储的超额储备计入美联储的负债。因此，美联储不需要真正印钞，也可以大幅增加自身的负债。此外，美联储还曾解释这一做法的好处，那就是在未来如果通货膨胀发生时，美联储可以同样实施“量化紧缩”，即通过抛售手中所持资产的方法来消除这部分超额储备金，从而使基础货币总量下降，从而控制通胀。

图 24：美联储的每周负债情况变化



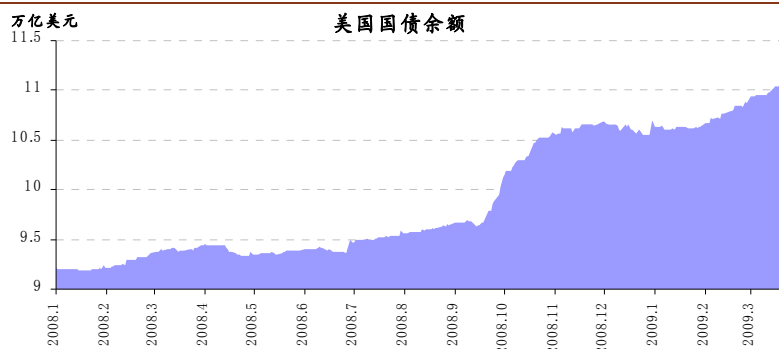
资料来源：美联储，中金公司研究部

但是，我们认为这恐怕是美联储一厢情愿的说法，因为要达到美联储所设想的那种“量化紧缩”的条件，是下一轮经济通胀出现时，房价已然能够回到过去的高点附近，从而使得美联储手中所持的那些“有毒资产”没有发生真正的损失。而如果下一轮经济通胀并没有伴随房价泡沫，则美联储的想法将非常难以实现。而最坏的情况就莫过于通胀先于经济复苏产生了，因为通胀的出现，尤其是资源价格引发的通胀，会使美联储陷于非常困难的境地。一方面，通胀上升会使得银行超额意愿降低，因此一旦银行开始从美联储帐上撤回资金，而美联储又无法抛售手中的“有毒资产”，则将其被迫增加流通货币的投放来平衡资产负债表，从而进一步推高通胀。而如果美联储选择大量抛售 MBS 和国债等资产来回笼货币，则美国的资产价格及国债价格将大幅下跌，使得经济面临未来更严重的衰退。而如果美联储选择加息来增加银行超储的意愿，则利率上升同样会使得经济再次衰退。因此，可以说，如果经济陷入滞胀环境，那么美联储的货币政策将变得进退两难，最终使其被迫在“经济再度严重衰退”和“高通胀”之间作出痛苦的选择。

（2）对美国国债的冲击

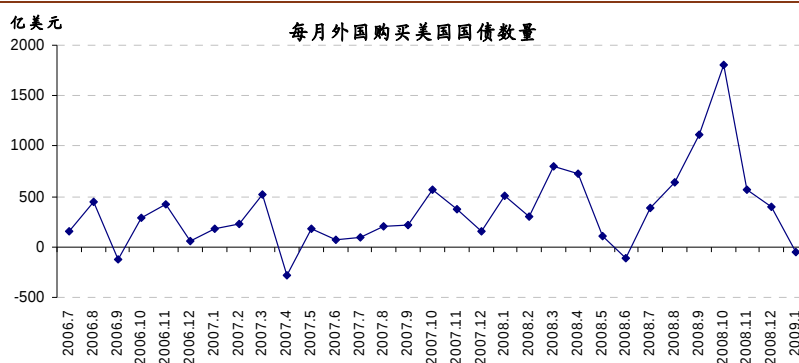
美国希望利用凯恩斯主义的财政政策来推动经济复苏，将产生大量的财政赤字，美国国会财政预算办公室估算，美国 2009 年和 2010 年的财政赤字预计将分别高达 1.8 万亿和 1.4 万亿美元。这就需要发行大量的美国国债。但截止到 3 月末，美国国债的余额已经高达 11.04 万亿美元，超过美国名义 GDP 的 80%。

图 25：美国国债余额变化



资料来源：美国财政部、中金公司研究部

图 26：海外持有美国国债总量的每月变化额



资料来源：美国财政部、中金公司研究部

而更为重要的是，随着美国贸易逆差的收窄和国际贸易量的大幅萎缩，海外各国对美国国债的需求正在大幅降低，2009 年 1 月，海外持有美国国债的数额 7 个月以来第一次出现了负增长。为了支撑市场对于国债的需求和信心，以便政府可以用较低的成本继续通过国债融资，美联储在 3 月末的议息会议上宣布了将在 6 个月内购买 3,000 亿美元国债的计划。但是，在国债全年发行规模高达 2 万亿，而市场避险购买国债需求也已经显著下降的时候，即便美联储表示购买，也难以长期压低国债的收益率。而如果此时通胀水平再度上升，则国债发行就将面临更大的压力，从而影响到美国政府继续融资的能力，并进而影响到美国按揭利率。当前美国的 30 年按揭利率低于 5%，为有史以来的最低水平，而如果一旦长期国债收益率上升至 4% 以上，则将封杀按揭利率继续下行的空间，如果长期国债利率继续上升，则按揭利率的反弹将对亟待复苏的美国房地产市场造成新的打压。

B. 对于其他国家的影响

对于中国等制造业国家，未来的长期通胀风险，将是非常严重的威胁。首先，这些国家的货币并非国际结算货币，因此如果用升值来防御通胀，则经济将进一步受损，而如果贬值来保证经济增长，则会导致更加严重的通胀威胁和国内资本外逃。而这些国家大多采用财政政策和货币政策来对抗经济下滑和失业增加。然而一旦失业问题还未有效解决、输入性通胀就再度抬头，那对于这些国家而言，滞胀时期的经济政策制订难度要远远大于“经济衰退+通缩”时期。

对于一些资源性国家，其情况要好一些，但是这些国家在通胀时期同样面临是否让本币贬值的两难选择。因为，与 2007 年和 2008 年初的通胀，未来的通胀主要是受货币通胀所主导，而非需求大幅增加所主导，也就是说，其本质是全球的货币购买力下降，而非真正的需求回升。所以，即便是资源性国家，其也难以完全享受下一轮通胀所带来的好处。

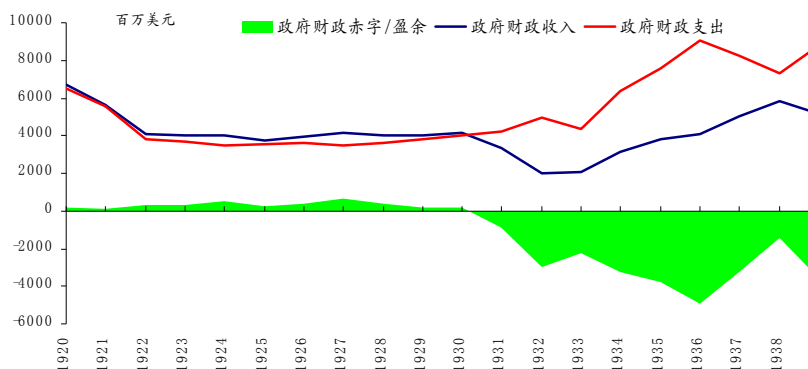
四. 大萧条时期经济政策的启发

由于当前美国的经济状况,诸如高负债、资产价格崩塌、经济严重衰退、失业高企等情况,与1930年代大萧条时颇为类似,而当前的美联储主席伯南克也是以研究大萧条及其经济政策所著称,因此对于1930年代美国经济大萧条时期的一些经济情况和政策的了解,非常有助于投资者判断未来美国政府可能采取的政策走向,以及未来美国和全球经济的趋势。

1. 国债融资能否改变信贷萎缩困局?

首先,我们发现,1931至1932年的经济状况与当前颇为类似,除了上述的一些经济状况外,美国政府的财政情况自1931年开始,也出现了显著恶化,并且一直持续到40年代末期。

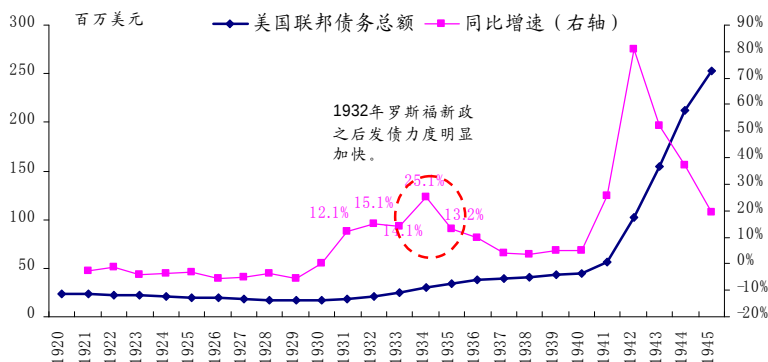
图 27: 1920 年至 1939 年美国的财政收支和赤字情况



资料来源: 美国国会预算办公室、中金公司研究部

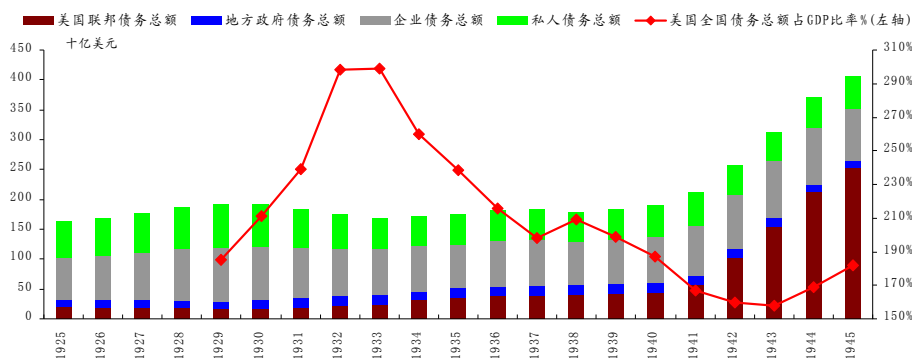
此外,自1931年起,美国政府也大幅增加了国债的发行额,其国债余额总量的年增速在1931至1935年分别达到12.1%、15.1%、14.1%、25.1%和13.2%。但尽管国债发行数量大大提高,企业和私人部门,乃至地方政府的借债能力却在持续下降中,因此导致社会总负债占名义GDP的比重继续下降直至1944年布雷顿森林体系建立后才得以扭转。从中,我们可以了解到,仅仅通过国债的超额发行,由于国债对于其它部门的借贷产生的“挤出”作用,并不能有效地解决其它部门的信贷萎缩的问题。

图 28: 1931 年后美国国债增速大幅提高



资料来源: 美国财政部、中金公司研究部

图 29：1931-1943，美国国债大幅增加，其它部门债务继续萎缩



资料来源：美国财政部、中金公司研究部

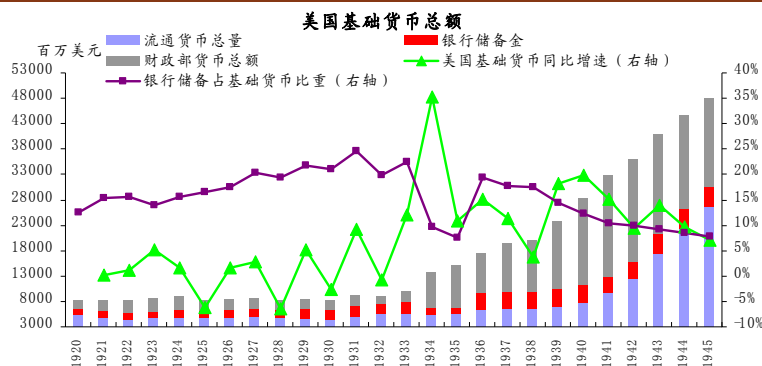
2. 何种货币通胀？

为了对抗通缩和促进经济增长，美国政府在 1932 年罗斯福新政后也开始推动大幅货币通胀，1935 年美国的基础货币年增速达到最高的 35.3%，当前美国的基础货币年增速则曾高达 110%。但是与当前不同，罗斯福新政时期的基础货币扩张更多是通过增加流通货币和财政部货币总额来达成的，而银行储备金比例的增加并不明显。

因此，与当前不同，当时美国的货币政策更加注重于实际货币的投放。同时，1933 年将以美元标价的黄金价格从 20 美元一盎司上调至 37 美元。但是，非常值得注意的是：整个 1930 年代，美元并未对各主要货币出现大幅贬值，其中除对德国马克贬值了 40% 以外，对其它主要货币在随后的 10 年内还出现了升值，产生这种状况的原因是：首先，其它国家，如英国和法国，也先后采取了同样的利用贬值本币走出经济危机的政策，因此抵消了美元实际购买力贬值的影响。此外，欧洲随后陷入了二战的泥潭，使得欧洲大部分国家的信用受到的巨大的冲击，从而使得美元再度走强。

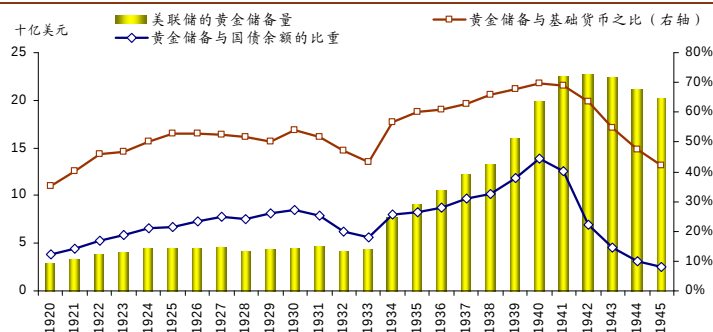
在那样特定的历史条件下，大肆引发货币并未导致美元最终大幅走弱，但是美国政府当时能够大幅印钞的另一个条件也不容忽视，那就是美联储黄金储备的不断增加。罗斯福新政禁止私人持有黄金，并且大量购买和收缴民间的黄金，此后将美元与黄金脱钩，这样一来，在整个印钞过程中，美联储所持有的黄金头寸也出现了显著升值。此后由于欧洲战争阴云密布，作为当时中立国的美国在国际贸易中使用黄金和美元结算又获得了大量的黄金，加之大量逃避战乱和迫害的欧洲移民携带至美国的黄金，美联储所拥有的黄金储备大量上升，从而为其大幅印钞提供了非常坚实的支持。因此，在 1933 年至 1939 年二战全面爆发前这段时期内，美国无论是基础货币的增速还是国债余额的增速，都小于美联储持有的黄金储备的增速，因此黄金与基础货币和国债余额之比反而出现了上升。尽管 1939 年至 1945 年这一阶段，美国的流通货币量和国债发行量大幅上升，速度超过了黄金的增加量，通胀也随之高企，并大大超过了 1933-1939 年时期的通胀上升速度（图 32），但是由于美国在全球的战乱中相对稳定安全，因此美元的地位并未削弱，相反至 1944 年，布雷顿森林体系建立，美元反而正式确立的国际储备货币地位并且再度与黄金挂钩。

图 30: 1920-1945 年美国基础货币的构成



资料来源：美国财政部、美联储、中金公司研究部

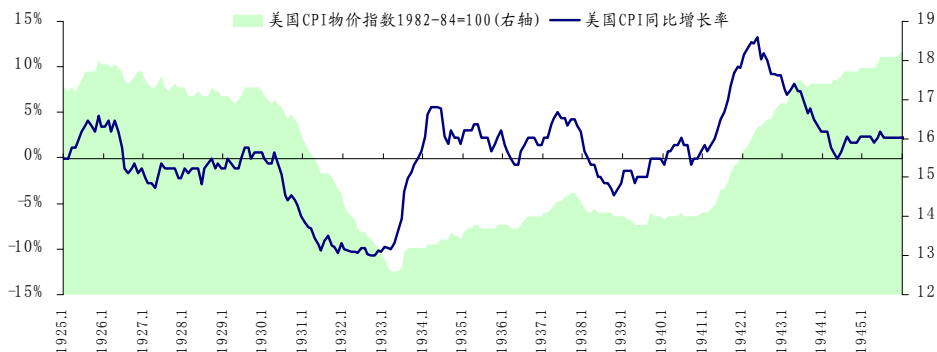
图 31: 1920-1945 年美国的黄金储备，及其与基础货币和国债余额的比例关系



资料来源：美国财政部、美联储、中金公司研究部

从以上的历史数据中，我们可以分析得出这样的判断：如果一个国家的黄金储备量能够跟上这个国家的国债和货币增量，则这个国家的货币信用不会因为超发货币而受到损害。但是，对于今年的美国而言，尽管美联储仍持有 8800 吨黄金，是全球央行持有黄金数量最大的国家，但其持有的黄金储备难以如二战前后时期那样快速的增加。而 8800 吨黄金，按照当前的黄金价格，折算后大约等于 2710 亿美元，仅占目前美国 11 万亿国债余额的 2.5%，即便仅以当前公众持有的 6.36 万亿美国国债计，其比重也仅 4.3%，均远远低于美国历史上上一次国债发行最高峰的 1945 年的水平（8.02%）。因此，可以认为，当前如果美国政府再度选择大幅增加流通货币，与 1933-1945 年时不同，没有黄金储备的大幅增加，美元的信用都会受到很大的冲击，而出现的通胀将比 1940-1945 年时更高。

图 32: 美国 1941-1945 年的通胀水平高于 1934 至 1938 年

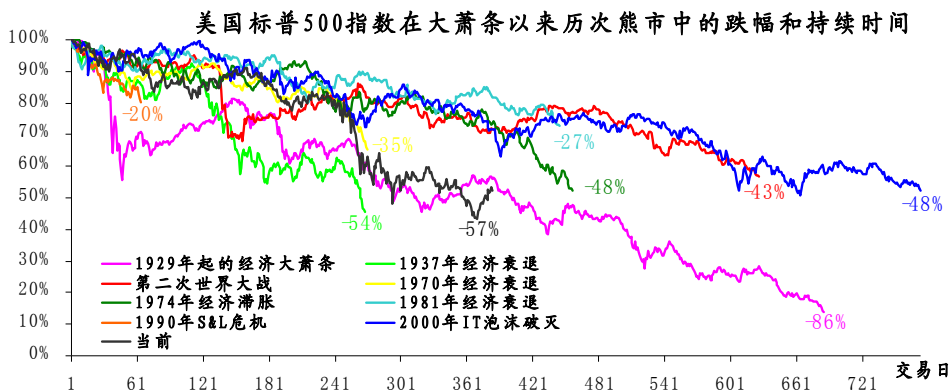


资料来源：美国劳工部统计局、中金公司研究部

3. 再通胀对股市的影响：滞胀好于经济萧条

我们认为，通胀并不是一种好的经济状态，所以不能认为通胀对经济有好处。但是，通胀往往对资产价格有很好的推动作用，因此对于资产所有者而言，即便实体经济不能恢复，想必经济萧条，滞胀都是一种好得多的结局。以股市为例，1929年开始的经济大萧条，使得美国标普500指数最大跌幅达到86%，而直到23年后的1952年，股市才重新创出新高。但是1970至1980年代的滞胀期间，美国股市的最大跌幅仅48%，而滞胀时期，1974年的高点在1980年7月收复，而1980年11月的高点在1982年就得到收复。同样，在1932至1933年的再通胀起始阶段，美国股市的反弹幅度最多达到了177%。因此，可以说滞胀状态下的股市表现要远远好于经济萧条时期。

图 33：美国历史上各次主要熊市跌幅和持续时间

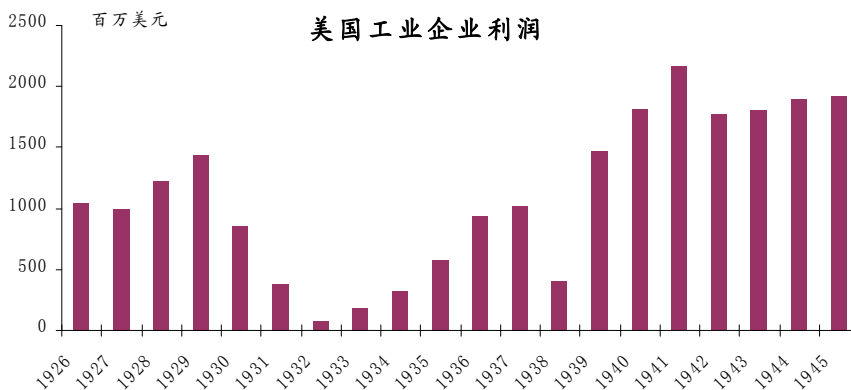


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

4. 再通胀对于实体经济的影响

但是，根据1930年代的数据，再通胀对于实体经济的影响却较为复杂。再通胀往往伴随着货币贬值，因此一些名义经济指标，诸如工业产值、商品零售额等会得到较快的复苏，而GDP也会有一定好转。工业企业的利润同样会有显著反弹，但是却难以回复到经济危机前的水平。事实上，1938年，美国工业企业的利润水平再次回落到1931年左右的水平，如果考虑通胀因素的话，水平还要低于1931年。而美国经济真正意义上的“复苏”是在二战爆发之后，这也是为什么会有经济学家称“是希特勒而非罗斯福拯救了美国经济”。

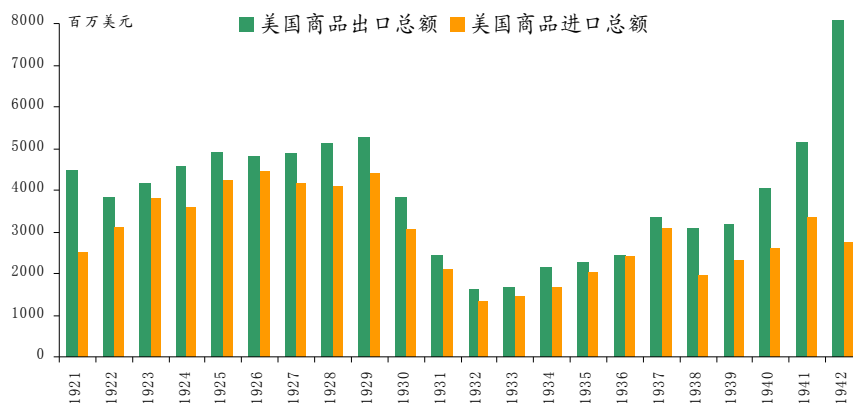
图 34：1926-1945年美国工业企业利润



资料来源：美国统计局、彭博资讯、中金公司研究部

同样，再通胀对于进出口的恢复也是较为缓慢的，尽管 1933 年后美国进出口总额均有所恢复，但是恢复的幅度很小，如果去除通胀因素的话，实际进出口量并未出现显著上升。

图 35：1930-1939 的再通胀对于进出口量的恢复效果并不明显



资料来源：美国统计局、彭博资讯、中金公司研究部

因此，总体上看，在经济萧条的情况，再通胀对于资产拥有者更为有利，股价在再通胀初期会有良好表现，股价再滞胀状态下的表现也会好于经济萧条期，但再通胀对于实体经济的作用非常有限。此外，对于实施再通胀的国家而言，如果没有一定的黄金储备，则可能会导致通胀失控及其货币信用的丧失。因此，对于当前的诸多发展中新兴国家而言，实施推动本币贬值的再通胀政策有着相当大的危险性。

第四章：2季度股市投资建议

一、2季度市场总体走势判断

根据我们前面所提到的对于经济和金融危机未来走向的判断，我们认为：金融业再次出现恶性危机的预期下降以及部分经济指标的环比回暖，将使得美国股市2季度走势将强于1季度。但是由于经济的本质问题和内在矛盾尚未得到很好的解决，因此市场出现趋势性反转的可能很小，因此我们对2季度股市的总体判断是：冲高回落，最终略有上涨。此外，政策因素将对于股市的走势继续造成非常重要的影响。

但是对于美国当局而言，其“既要让经济复苏、股市和房价上涨、不出现通缩，同时又要大量发行国债，且不让国债收益率上升，也不出现通胀”等一系列政策目标本身就是自相矛盾，自我掣肘的。因此，在其各项政策的实施过程，必然会产生这样或那样的问题，因为其希望“将跷跷板的两头都同时按在地面上”的想法实际本来就是违反客观经济规律的。因此，“由于一些指标的走好必然导致另外的一些指标变坏”的情况就会在2季度反复出现，因此2季度美国股市也难有趋势性的良好表现。与此同时，我们认为市场大幅波动将依然贯穿2季度，因此2季度美国股市的总体震荡区间将依然较大，我们预计应该在25%以上，因此这种趋势下，我们依然建议投资者进行波段操作。以标普500指数为例，我们预测2季度其波动的区间大致在730点至950点之间，而道琼斯指数的波动区间大致在7000至9000点之间。

二、市场投资的主题

我们认为：“再通胀”预期的上升与金融业回稳的预期将是2季度美国股市的2大投资主题。

1. “再通胀”预期的上升

我们在2009年全年的海外市场策略报告中就将“再通胀”明确的列为2009年贯穿全年的投资主题。而我们判断，2季度这一投资主题将依然得到体现。

对于通胀的问题，我们在前面已经花费了较大的篇幅加以论述，我们认为，真正通胀的出现的并不会有利于经济和股市。但是当市场从通缩预期逐渐转回到“正常范围内”的通胀预期时，股市往往会有较好表现。

然而，股市要有持续良好的表现，将取决于这种通胀预期需要多少时间来转化为真实的物价通胀。如果这一过程较慢，则对股市相对较为有利；反之，如果这一过程很快出现，则股市的表现将反而受到负面影响。这是因为，正如我们此前分析的，真实的物价通胀发生的话，对于当前的世界经济，可能造成进一步的冲击。

关于这一点，我们观察到近期以石油为代表的各类大宗商品库存依然处于高位，而需求依然较为低迷，因此我们认为2季度内真正通胀出现概率很低，因此这对股市将是比较有利的局面。

2. 欧美金融业回稳的预期

可能推动欧美金融业在2季度回稳的主要因素有以下几点：

A. 按市场计价的会计准则 FAS 157 的修改

美国财务会计准则协会将在4月份讨论对FAS 157号会计准则的修改。如果这条会计准则发生变更，则将为美国金融业争取到逐渐重建自身资产负债表的宝贵时间，当然，同样为欧美当局赢得进一步拯救金融业的时间。

B. 收购不良资产的计划的执行

美国当局在 3 月 23 日推出的收购不良贷款（Legacy Loan）和不良证券（Legacy Security）的公众私人投资计划（Public-Private Investment Program, PPIP）。对于这一计划的执行情况的预期将对于 2 季度美国股市走势产生重要影响。

（1） 不良贷款计划（Legacy Loan Program）的机制：

在美国联邦存款保险公司的监督和担保下，向公众发行债务融资最多 86% 的用于购买不良贷款的资金。剩余 14% 的资金由私人 and 美国财政部各出 50%，也就是说，私人投资者最多可以将自己的投资利用财务杠杆放大 14 倍，用 7% 的资金来要购买银行的不良贷款。

（2） 不良证券计划（Legacy Security Program）的机制

这个计划分为两个部分：一部分是美联储利用新设立的 TALF 提供无追索权的贷款，用于购买原本评级为 AAA 级的 RMBS, CMBS 和 ABS 等资产支持证券。另一部份是美国财政部将允许最多 5 个有经验的资产管理人筹集资金购买不良证券，对于其筹集的资金，财政部将以 1 美元对 1 美元的比例追加出资，而这个资产管理人认购财政部出资的 50% 作为优先债权进行自己的投资。实际上，这等于这些资产管理者的最大财务杠杆为 4 倍。

关于这个 PPIP 计划，我们认为其将有助于改善美国相关资产市场的流动性，但是其自身依然存在较多的问题，其中最大的问题在于：如何使得买卖双方成交。

对于银行而言，不会存在将自身资产低价卖出的意愿。对于那些已经大幅资产减计并且通过政府的压力测试的一些目前较为安全的银行而言，其必然更希望将这些已经减计后的资产持有到期，而非按照目前的市场买家报价低价卖出，因为不卖出未来这些资产仍有升值的潜力。而即便是那些还未大量减计的银行，其也必然先期待观望，等到市场价格上升至其能够接受的价格后再行卖出。而对于那些处于破产边缘的银行而言，如果要其按照当前买家的报价卖出不良资产，那等于让其破产无异，所以这些银行也无法接受过低的买家报价。

因此，综上所述，我们预计：银行按目前的价格卖出所持资产的意愿将很低。所以，要这一 PPIP 计划能够成功，买家的报价必须上升至银行可以接受的底线以上。但是目前买卖双方的报价差距太大，而尽管政府提供融资担保和很高的财务杠杆，但这只能缓解流动性的问题，并不会改变买家心目中对这些资产真实价值的判断。因此，就目前的条款看，PPIP 计划依然较难缓解银行的不良资产问题。

然而，投资者也应该看到，这一计划的推出，的确创造了可以灵活运用纳税人资金的空间，因此不排除一些银行与金融机构和投资人达成更多私下的交易或者通过其他的合约或者衍生工具进行套利，从而双方都能最终获利，而将损失的风险都推给纳税人。这一计划的确为这种“共谋”创造了方便。但这却也会产生较大的道德和法律风险。因此，我们认为 PPIP 计划的最终效果依然存在很大的变数。

从这个计划的终极目标，即推动银行恢复放贷上看，我们认为，其见效也会使相当缓慢的。即便银行降低了不良资产，由于经济的恶化、贷款人资质的降低，银行的放贷也难以很快恢复。这也是为什么我们认为从 2 季度这个时间范围内看，股市因此受到的鼓舞作用可能难以持久的原因。

三. 可以选择的板块

我们认为，由于经济数据的略有回暖，市场对于经济复苏的预期将在2季度开始升温。在这种预期的推动下，一些早周期的板块，诸如金融、科技和资本品板块会吸引一部分投资资金，而通胀预期收益板块将继续有一定的表现。相对而言，一些防御性的品种，比如医药和必需消费品的表现可能会较为落后。

此外，在股市从底部反弹的阶段，中小盘成长股的表现往往要强于大盘价值股，因此从板块风格上可以更加偏向前者。

四. 全球市场

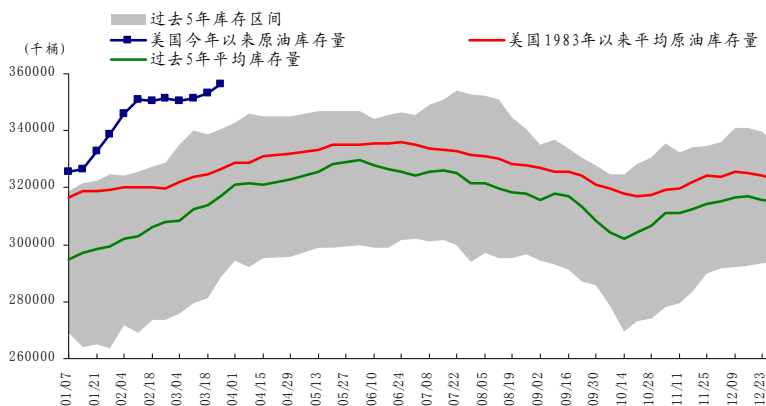
对于2季度全球市场的表现，我们认为发达股市的表现依然会较为趋同。而新兴股市的分化表现将得以继续。一些前期表现较弱的新兴市场股市，如印度、泰国等，在2季度将有补涨机会，而一些前期表现较好的新兴市场股市由于涨幅较大，因此2季度将可能出现冲高回落的走势。

五. 其他投资市场

我们在1季度策略报告提出了做多黄金和做空美国国债的建议，均获得了一定的收益。我们认为2季度，黄金将继续保持强势震荡格局，但是如果股市反弹，避险情绪下降，绝对涨幅将会变得有限，但我们对黄金中长期看好的观点并未发生改变。

对于其他大宗商品，我们认为还是阶段性的机会。目前，美国原油库存仍处于历史最高水平，因此2季度原油将进入库存消化阶段。在库存开始趋势性下滑时，油价才会有新的一波上升的动力，我们预计这一情况可能要到2季度末才能出现。

图 36：美国当前石油库存水平仍处历史高位



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
凯德大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。