

## 通胀博弈政策

### --资源价格是中级反弹的掘墓人

#### 报告要点

##### ■ 美股关键时期

美股本次反弹的延续最重要的就是各项环比数据，环比各项数据大概率在二季度仍将延续，但三季度之后环比回升效用不确定性将加大。所以，在二季度后期意味着美股关键时刻的到来，要密切关注美国 CPI 环比增长的可持续性，以及美国 CPI 和 PPI 差值的变化。

##### ■ 失业率和收入预期：内需的根本

关于内需的验证，无论从投资还是消费的角度，一切核心都指向了房地产领域。当刚性需求释放之后，地产的成交量将更多的与地产价格波动和收入预期相关，下半年失业率继续上升程度和收入预期下降程度问题已经成为探讨需求的根本。在刚性需求释放后，有必要强调外部经济对中国经济持续反弹的决定性作用。

##### ■ 通胀博弈政策

在长波的衰退期，通货膨胀将对经济增长保持相当高的敏感性，所以一切经济变化的根源就是通货膨胀。而在验证预期阶段，基本上就是通货膨胀的两种情景。第一种可能是通缩可能，通货膨胀反弹后不能持续就是经济需求疲弱的典型体现，这是一种必然导致反弹结束的情景。第二种是通胀的可能，经济反弹的支撑是政策，通胀则是博弈政策极限的手段。在没有大幅通胀之前，政策是有空间的，而由此，也为通胀投机带来了空间。所以，行情的终结必然来源于通胀预期的大幅回升，而且极有可能就是投机流动性利用通胀博弈政策的结果。

##### ■ 资源价格是中级反弹的掘墓人

美国股市的判断适用于第一种情境。而对于这个波段的局部特征而言，中国发生第二种情景的可能性也是存在的。上述逻辑最终将统一在两点，首先，中国的刚性需求的强劲仍然只是世界经济的局部特征，它不足以改变世界经济需求不足的本质，从而通胀的逻辑只适用于局部和阶段。其二，中级反弹的最终掘墓人将是资源的价格，无论是资源价格就此回落还是经历再次上涨过程后的回落，这实际上就是一个过程的不同。所以，大宗商品价格在这个位置再度上涨，则说明了其中级反弹掘墓人的特性将以一种更激烈的方式展现。

#### 相关研究

《中级反弹的确立》

< PPI 演绎利润轮动 >

《从超预期到验证预期》

《三论中级反弹的延续》

分析师：

周金涛

(8621) 33130733

[zhoujt@cjsc.com.cn](mailto:zhoujt@cjsc.com.cn)

联系人：

杨靖风

(8621) 63217917

[yangjf@cjsc.com.cn](mailto:yangjf@cjsc.com.cn)

## 验证什么预期

我们在前期的报告中提出，市场自 5 月份开始进入验证预期的阶段，市场在验证什么预期，无非就是增量需求能不能出现的问题。因为在价格扰动之后，未来的经济复苏已经不是依靠价格波动后库存或者刚性需求的变化，而是要依靠真实需求的恢复，依赖于失业率、名义工资收入增长见底回升之后的增量推动，市场的验证与等待本质上就是集中于这一点。

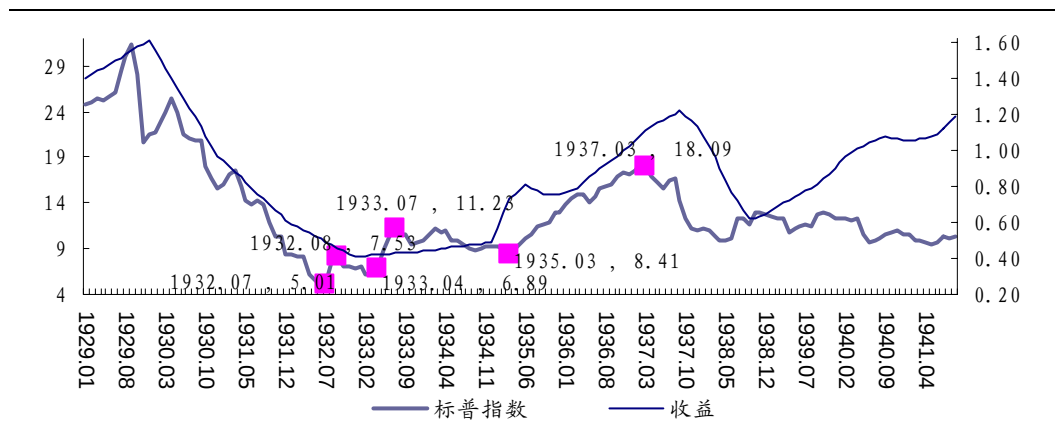
## 美股关键时期

关于增量需求中的外需的问题，我们曾经提出，如果美国去库存过程在三季度完成，经历两到三个季度滞后期之后，美国的经济企稳对中国外需的拉动作用可能在 2010 年上半年显现。所以，从实体经济角度，我们不可能在下半年得到预期的验证，因此，目前外需验证的重点实际上是美国经济触底的持续性，也就是美国股市反弹的持续性。

关于美股的问题，要从三个层次说起，首先，1929 年大萧条历史重读的启示是，增长的结构、收入差距的持续扩大、信贷消费的扩张可能被视为大萧条的内在原因，这种特征在 1990 年以来美国的经济增长中同样存在，这可能就是周期调整的根本原因。所以，我们比较倾向于认为，对美国未来需求的研究可能可以用通缩或者是资产负债表衰退引起的需求不足来定性。第二个层次就是对美国这次反弹的性质的解析，我前期一再强调，中国与美国的根本区别就在于刚性需求的强弱问题，而这是第一个层次问题的直接结果，那么按照这个逻辑来推导，美国股市反弹的时间和力度都会弱于中国。

第三个层次，就是上述论述与股市趋势的验证，这也是美国大萧条时中级反弹与美国 1975 年中级反弹的区别，在 1932 年的中级反弹中，虽然指数从 40 点涨到 80 点，但持续时间只有两个月，当时在失业率依然没有见顶的情况下，刚性需求所带来的只是 CPI 在环比上的小幅反弹，而随着 CPI 环比的回落或者波动收窄，意味着存量需求对于价格的承受能力和自身稳定性的疲弱，中级反弹就此结束了。所以，我们应该重视这种启示，对于美国本次反弹的性质，实际上就是一个经济由极端冲击向弱势均衡回归的过程，其间最重要的就是各项环比数据，因此，环比数据增长的高点，将对美股具有很强的指示性意义。而根据我们对美国各项经济数据的跟踪，环比各项数据大概率在二季度仍将延续，但三季度之后环比回升效用不确定性将加大。所以，在二季度后期意味着美股关键时刻的到来。

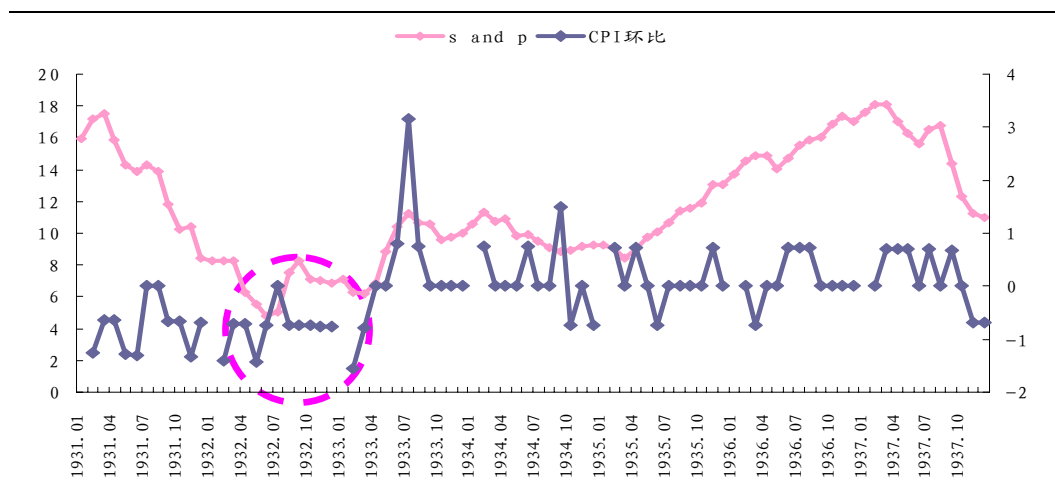
图 1：大萧条时期标准普尔指数走势和每股收益



数据来源：CEIC，长江证券研究部

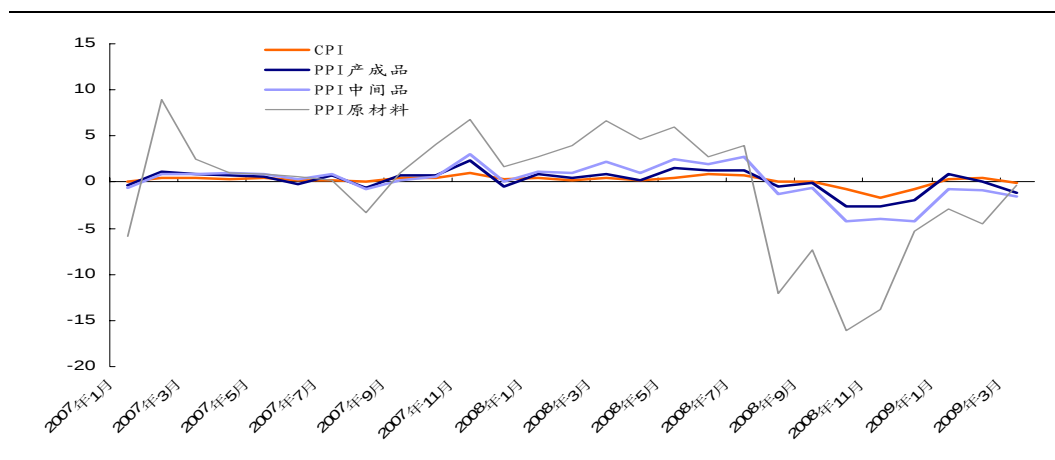
要密切关注美国 CPI 环比增长的可持续性，美国 CPI 环比增速四月份已经放缓，如前文所述，CPI 环比增速的收窄对于反弹的延续具有极强的指示意义。同时，在国际资源价格极不稳定的情况下，美国 CPI 和 PPI 差值的变化也至关重要。

图 2：大萧条时期美国股市与 CPI 环比变动的关联性



数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 3：美国最新环比 CPI 变动显现存量需求释放的弱势



数据来源：CEIC，长江证券研究部

## 失业率和收入预期：内需的根本

关于内需的验证，无论从投资还是消费的角度，一切核心都指向了房地产领域，因为只有房地产销量的持续活跃才能带来房地产新开工，才能带来消费和投资的双持续，也就是带来经济复苏的双持续，这也是我前期重归地产和基建的逻辑根源。但在地产成交量的问题上，目前的尴尬则来源于刚性需求过后的所谓泡沫预期到底能抵消多少刚性需求的回落，所以我们在这样的争论中无法给出答案。但是，另一个思维模式是，如果地产的刚性需求的根源是价格的下跌，那么地产的改善性需求必然对价格上升和收入预期有着更高的敏感性，所以，当刚性需求释放之后，地产的成交量将更多的与地产价格波动和收入预期相关，而收入预期的低点将在 2009 年下半年出现，这是一个经济周期运行的惯常规律，所以，只要我们不能预期中国的失业率已经见顶或者收入的低点已经来临，则我们没有理由在方向上认为地产的

成交量不会下降。这里又回归另外的问题，就是一个程度的观点，当成交量的下降成为必然的时候，对成交量下降的忍耐程度就是一个关键的问题，实际上，这是一个验证预期的关键。

值得提示的是，资产价格泡沫的内在来源于实体经济杠杆化率的提高，只有从金融体系借贷的上升才使得资产价格能够脱离实际的供需平衡，从而更多的展现出一种货币现象，而金融体系借贷的恢复并不是一个直接降低利率的过程，他首先需要的是个人、企业收入增长水平的趋于稳定，因此，从这个表象来说，在此次金融危机中中国的居民财富的确受到的影响比美国等要小的多，但是收入增长的制约在一定程度上仍会存在一个过渡期，中国可能在未来的复苏中承担更多的增长动力，可在世界经济都处在过渡期的同时，中国靠自身消化原有的过剩产能从而带动增量需求恢复仍旧需要时间。这也就再一次说明，失业率问题所决定的收入问题是下半年一切问题的根源所在。

需要强调的是，我们似乎已经习惯了在没有外需的情况下也能经济反弹的景象，在去库存和刚性需求释放的阶段，外需对经济反弹确实影响甚微。但是，在从存量需求释放到增量需求的阶段，没有外需的恢复对中国的庞大产能来说是一个经济自我恢复功能的极大限制，而且，外部的疲弱不仅仅是一个对中国的出口需求问题。更重要的是，全球在过去 20 年的繁荣中积累了庞大的产能，中国就算承担再大的责任，也没有能力消化这些问题，钢铁价格的持续低迷就是一种全球产能觊觎中国市场的结果。

## 通胀博弈政策

按照我们的观点，中级反弹与反转之间的过渡期是必然存在的，问题只是在于这个时刻什么时候出现。我前期反复提出的对 2008 年以来世界经济走势的基本认识是，在长波的衰退期，通货膨胀将对经济增长保持相当高的敏感性，所以一切经济变化的根源就是通货膨胀问题。而在验证预期阶段，如果把经济判断简单化，基本上就是通货膨胀的两种情景。

第一种可能是通缩可能，我们在前文中实际上已经说明，通货膨胀反弹后不能持续就是经济需求疲弱的典型体现。而这里最可领先观察的就是资源的价格。如果大宗的价格在全球流动性如此泛滥的背景下出现持续走低的情景，虽然这可能是投机资金预期的一种变化，但其中折射出的必然是其需求的疲弱程度，这是一种必然导致反弹结束的情景。

第二种是通胀的可能，我们自 2008 年就一直指出，目前的通胀主要不是看 CPI，更主要的是看 PPI，而最核心的是看资源价格。谁也不能否认经济反弹的支撑是政策，通胀则是博弈政策极限的手段。也就是说，在没有大幅通胀之前，政策是有空间的，而由此，也为通胀投机带来了空间。所以，行情的终结必然来源于通胀预期的大幅回升，而且极有可能就是投机流动性利用通胀博弈政策的结果。

## 资源价格是中级反弹的掘墓人

上面两种情景与我们前面的论断相联系，无论对内需和外需的预期的验证最终都会反映在通货膨胀的预期中，所以，大宗的价格就是我们思考的逻辑起点和终点，也是最好的观测指标。作为第一种情景，可能反弹的结束更加悄无声息。而作为第二种情景，反弹的结束可能会是一种十分剧烈的形式。现在看来，在所谓的一致性中国经济和世界经济将要复苏的论调中，大宗价格的上涨实际上是将考验政策极限的危险举动。

资源价格的挑战仍然不可能改变美国通缩的本质，所以，美国股市的判断依然适用于第一种情境。而对于波段的局部特征而言，中国发生第二种情景的可能性也是存在的，事实上，相对美国市场而言，A 股市场的震荡区间和幅度都将已经被扩展。上述逻辑最终将统一在两

点，首先，中国的刚性需求的强劲仍然只是世界经济的局部特征，它不足以改变世界经济需求不足的本质。从而通胀的逻辑只适用于局部和阶段。其二、中级反弹的最终掘墓人将是资源的价格，无论是资源价格就此回落还是经历再次上涨过程后的回落，这实际上就是一个过程的不同，但其最终的结果都一样。所以，大宗商品价格在这个位置再度上涨，则说明了其中级反弹掘墓人的特性将以一种更激烈的方式展现。

## 分析师介绍

周金涛，南开大学经济学硕士，现任长江证券研究部副主管，长期从事宏观策略研究，并在中国的工业化国际比较和经济周期研究、虚拟经济与实体经济关系等方面形成了独特的逻辑框架和思维体系。

## 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     |
| 吕 洁 | 华东区客户经理 | (8621) 33130450 | 13564863429 | lvjie@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   |

## 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：<br>看 好： 相对表现优于市场<br>中 性： 相对表现与市场持平<br>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：<br>推 荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>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。