

解学成

电话：88092288-8663

通胀尚远 目前仍是股票投资好时光

2009年06月24日

前期研究

2009/06/05 能源革命引领投资热潮
2009/05/04 流动性在先，GDP 在后
2009/03/16 外围市场转暖 PK 基本面下滑
2009/03/03 不确定加大市场震荡
2009/02/09 在预盈公司中选择安全投资品种
2009/01/06 流动性助推股指上扬
2008/12/03 政策牛市
2008/09/25 还有多少“利好”政策可以期待
2008/09/01 稳定预期 多方共赢--大小非减持一揽子计划研究
2008/08/19 大反弹至少等到冬季
2008/05/06 通胀高企，经济减速渐被担忧

内容摘要

- 随着全球经济复苏“嫩芽”不断冒出，市场开始担心通货膨胀产生，并认为各国央行会相继采取提高利率等调控措施。本文从一个理论框架入手，分析认为通胀尚远。
- 货币供应和通货膨胀并不是简单的线性关系。金融市场是一个巨大的蓄水池，目前这个蓄水池还在“蓄水”，还没有到向外净溢出的时候。
- 在过去十几年中，美国居民储蓄率维持在 2-3% 的水平，而当前已经攀升到了 6%。金融危机不仅改变了居民消费习惯，还将改变着亚洲生产、美国消费的全球经济发展模式。尽管政府多次采取了出口退税措施，需要对我国产品出口继续保持谨慎。
- 和 IMF 上调全球与主要经济体的经济预测不同，近日世界银行下调了预测数据。这对于资本市场的发展并非坏事。在这场保增长、促就业的经济刺激计划中，各国将较长时间保持宽松的货币政策，这将有利于资本市场的发展，股指还有较大的上升空间。

一、通胀预期已起

自从3月18日美联储宣布购买3000亿美元长期国债和1.25万亿美元抵押贷款证券后，“定量宽松”的货币政策在西方各国“大行其道”。因为通货膨胀普遍被认为是货币现象，从直升机上撒下的钞票何时促成通货膨胀，是当前市场社会各界关心的话题。

商品价格已经开始上涨。石油从30美元开始涨到了目前的70美元、大宗商品CRB指数短短3个月的时间也涨了30%。有人由此担心高涨的商品价格会进一步阻碍全球经济复苏，可能会继续拖累经济增长，“滞胀”有可能会发生。

一个事实需要注意，石油等大宗商品价格的上涨基本是在供需基本平衡的情况下发生的。当金融市场提供金融“符号”供资金投机的时候，商品价格常常脱离实际需求。尤其这个商品有期货价格的时候，价格引导现货价格，如果投机资金大肆炒作期货，那么商品现货价格和实际需求无关将成为常态。

资产价格的会不会引起居民消费价格的上涨，会不会较快地引起通货膨胀呢？这是下文力图解答的问题。

图 1：美国 M1、M2 快速增长

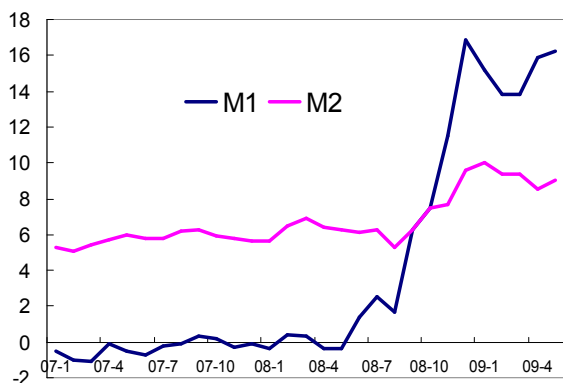
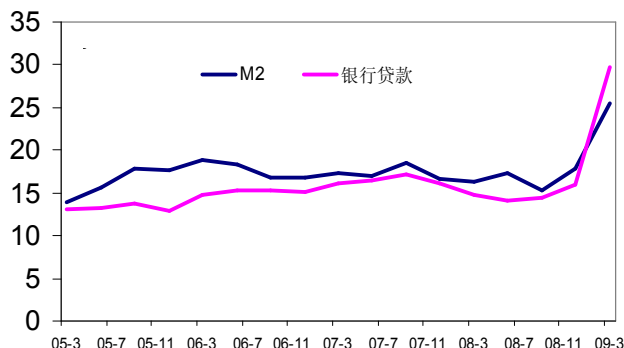


图 2：中国 M2、银行贷款增长创新高



数据来源：Bloomberg，西南证券研发中心

二、一个理论分析框架

下文所使用的分析框架采用了费雪货币方程式： $M \cdot V = P \cdot Y$ 。其中，M 代表货币数量；V 代表货币流通速度；P 代表物价水平；Y 代表交易总量。

在方程式中，假设 V 不变，M 和 P 成正比，即货币发行数量越多，物价水平越高。这是当前推断通货膨胀很快要来的依据。

在此，需要对此认真推敲：

1、V 不是常量

常用 GDP/M1 或 GDP/M2 来衡量货币流通速度，该数值时刻发生变化。居民的消费预期、储蓄、利率等因素都将影响该变量，其微小变化就能引起社会流通资金数量的较大变化。图 3 表示出了美国这两个数字近期的变化，从中可以看出美国的货币流通速度还在下降。

2、GDP 不能代表 Y

一般以 GDP 来代表交易总量、总收入的 Y。严格来说，GDP 是增加值概念，不能代表社会交易总量。在社会生产中，每个部门之间的交易、每个企业的存货，都存在着货币需求。

在正常经济运行情况下，因为数据比较平滑，用 GDP 代表 Y 基本上能反映趋势。但如果经济出现较大波动，这样的简单处理就有很大的偏差。在这场百年不遇的金融危机中，主要经济体经济出现了较大程度的跌幅，例如一季度日本 GDP 下降 15.2%，美国下降 6.1%，生产消费疲软，经济活动出现了历史少见的收缩。用 GDP 增速来推断货币需求数量增速，将造成很大程度的低估。要使经济活动步入正轨，生产、交易环节需要容易地获得资金，同时辅以较强的投资消费信心才可以实现。

3、货币不仅仅体现在交易、流通环节

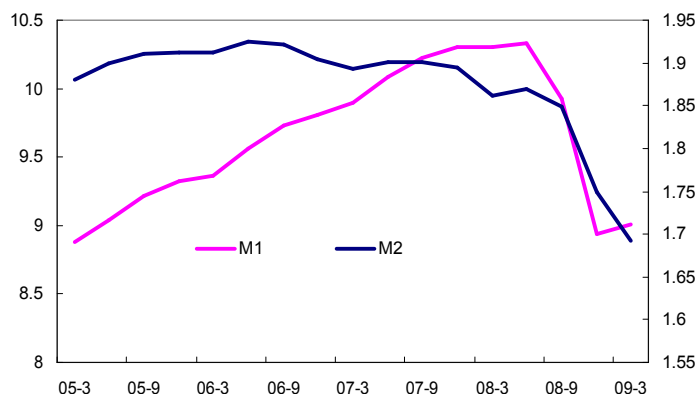
除了交易、流通环节需要货币外，凯恩斯提出了货币需求的另外两种动机：一是谨慎动机，即相当的货币被用来居民的储蓄；二是投机性动机，即投资。这两个动机没有体现到 $M \cdot V = P \cdot Y$ 公式中，式中的 M 仅描述了交易流通环节的货币数量。

经济危机已经使企业、居民意识到持有现金的重要性。企业变得谨慎经营，降低财务杠杆、保持更充裕的现金；居民纷纷增加储蓄，为未来的失业、收入下降、养老做准备。

即便是弗里德曼货币需求函数，考虑了货币需求量受股票收益率、债券利率等因素，也是着重考察交易流通领域的货币需求量。对货币供需总量的考究常常忽视了金融市场的投机、投资活动，凯恩斯的三种货币需求动机没有较好地理解。

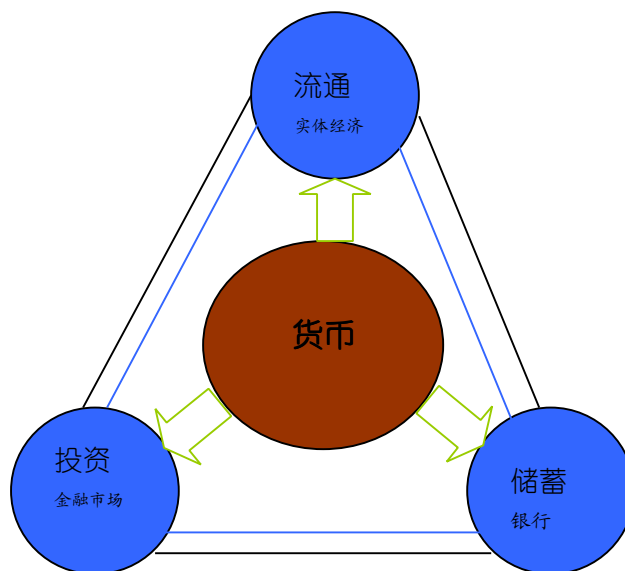
将货币需求的三种动机表示如下图，三者相互影响，货币供应并不是全部直接进入实体领域引起通货膨胀。

图 3： 美国金融市场货币流通速度下降



数据来源：Bloomberg，西南证券研发中心

图 4： 货币需求的三大动机互相关联



数据来源：西南证券研发中心

三、货币需求的现实解释

当前金融市场的投机（投资）刚刚开始，金融市场元气正在恢复。当金融产品的收益率变低，风险趋高时，资金才可能进入商品市场的生产、流通领域，从而引发通货膨胀。以下分析认为，出现这种局面的可能还尚早。

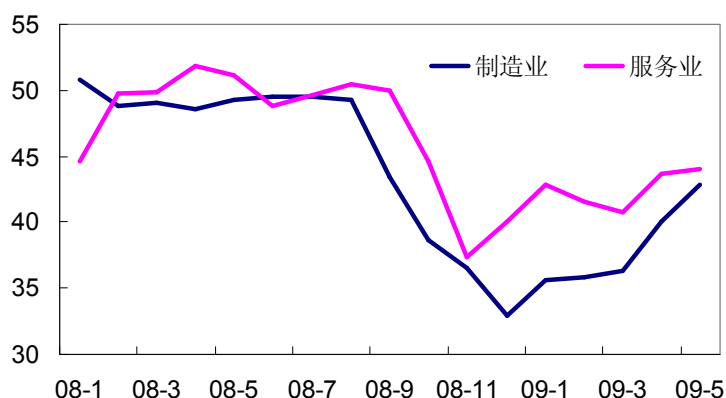
1、宏观经济尚没有复苏

全球经济下滑速度得到了控制。在前两个月对全球经济预测悲观的 OECD，根据 4 月份的综合

领先指数（CLI）判断，包括加拿大、意大利、英国在内的 OECD 的大多数成员国中，都出现了经济可能已现谷底的较强信号。国际货币基金组织根据近期的一些积极信号，上调了对于美国经济的预测，认为美国经济在 2009 年将下降 2.5%，在 2010 年将有微弱的增长，增速 0.75%。之前他们的预测数据为-2.8%、0%。

经济最坏的时刻已经过去，但大多数国家经济还处于收缩周期。例如美国，反映经济景气的 PMI 数据还低于 50。在这一阶段中，所需要的资金数量还相对较大。

图 5：美国制造业、服务业 PMI 尚低于 50



数据来源：Bloomberg，西南证券研发中心

表 1：IMF 对部分国家的 GDP 的预测（2009 年 4 月）

	2007	2008	2009	2010	2011
全球	5.2	3.2	-1.3	1.9	4.3
美国	2	1.1	-2.8	0	3.5
欧元区	3.1	1.1	-4	-0.3	1.7
中国	13	9	6.5	7.5	10.2
英国	3	0.7	-4.1	-0.4	2.1
德国	2.5	1.3	-5.6	-1	1.5
日本	2.4	-0.6	-6.2	0.5	2.2
俄罗斯	8.1	5.6	-6	0.5	3.4

数据来源：IMF 研究报告，西南证券研发中心

2、消费模式改变

全球各个国家的失业率已经创出了新高，美国的失业率达到了 9.4%，经济学家普遍预计年底会超过 10%。失业率高企直接提高了居民储蓄率，在过去十几年中，美国居民储蓄率维持在 2-3% 的水平，而当前已经攀升到了 6%。金融危机不仅改变了居民消费习惯，还将改变着亚洲生产、美国消费的全球经济发展模式。

即便实行了量化宽松的货币政策，利率趋于零，但由于居民消费意愿不强，经济仍可能维持低迷。这就是流动性陷阱，日本已经经历过。如果失业率继续攀升，居民对未来收入预期差，储蓄率提高，当前货币供应数量并不足以促使通货膨胀的发生。

图 6：美国居民储蓄率上升

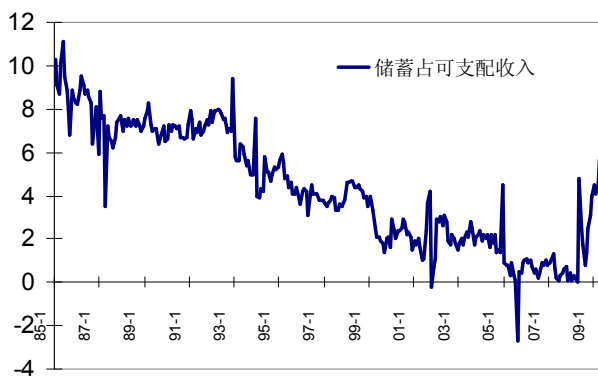
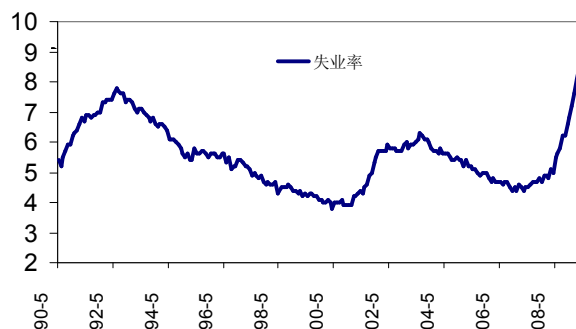


图 7：美国失业率已接近两位数



数据来源：Bloomberg，西南证券研发中心

3、金融市场刚刚恢复元气

近期国际投行表示尽快偿还政府的注资，进行“去国有化”，金融市场摆脱了最糟糕状况。摩根大通、高盛集团和摩根士丹利等 10 家大型银行已经获得美国财政部批准，回购去年秋季政府通过资本收购计划获得的优先股。此前这些金融机构获得政府注资，主要就是为了缓解银行的资金紧张，并缓解投资者的恐慌情绪；当前这些投行偿还政府注资，表明这些金融机构初步恢复了元气。

股票市场已经连续上涨，美国主要股指已经接近了 2008 年底的水平，但这离高峰时还有近 40% 的差距。当前全球股票市值 38 万亿美元，高峰时曾达到了 63 万亿美元。市场规模更大的金融衍生产品也大大缩水，2008 年底的金融衍生品的市场规模是 590 万亿美元，预计当前金融衍生品规模不足 500 万亿美元。另外，美国房地产市场价格刚刚开始止跌，金融市场、资产市场还有很大的容量来吸纳社会资金。和前几年相比，来自于金融资产投资的财富效应目前还微乎其微。

国内 A 股市场上证综指也有不错的表现，年初至今有接近 60% 的涨幅。当前上证综指市盈率达到了 28 倍，高于其他市场指数估值水平。在这个点位上，有人认为估值较高，已经出现了泡沫。如何估值始终是个复杂的技术活，市盈率为 20、30 倍合理，还是 40 倍合适，不容易说清楚。经验表明，如果在资金的推动下，40 倍市盈率不算高；而在缺少资金的市场，20 倍市盈率不算低。本文认为，当前的市场估值并不算高，泡沫成分不大。

表 2：金融危机中投行损失

	坏账损失（十亿美元）	裁员比例（%）
全球	1042.7	5.1
美洲	582.9	7.4
欧洲	422.7	4.1
亚洲	37.2	0.8
花旗集团	101.8	10.4
美国银行	56.6	22
美林	55.9	9.5
UBS	53.1	22.4
JP 摩根	41.2	3.9
摩根大通	22.7	22.7
德意志银行	18.9	18.9

数据来源：Bloomberg，西南证券研发中心

表 3：各市场主要指数市盈率比较

	市盈率
上证指数	28.3
道琼斯工业指数	21.0
标普 500	14.3
纳斯达克	27.4
巴西圣保罗交易所指数	20.5
道琼斯 50 指数	18.8
英国富时 100 指数	30.0
德国 DAX 指数	26.1
恒生指数	16.3

数据来源：Bloomberg，截至 6 月 20 日

四、目前仍是投资的好时机

国外部分金融机构考虑提前偿还政府注资，表明他们痛苦的时刻过去了。未来全球金融市场的阴云主要来自于美国次优贷款违约、信用卡违约率的提高可能导致的损失。这两个违约率的提高和美国失业率的提高有很大的关系。

危机已经让各国政府意识到宏观政策首先要保增长、促就业。面对疲软的经济数据，高企的失业率，这一波全球经济刺激计划将矫枉过正，不会轻易收手。解决接近两位数的失业率是奥巴马政府的难题，需要有一个较长的时间。

维持价格稳定不是当前宏观政策主要着力点。在全球金融政策不统一、美元发行不受监管的背景下，各国政府宁可看到明显的经济出现过热、通货膨胀之时，才会采取紧缩政策。正如文中所分析的那样，这个过程还需要很长的时间。货币供应和通货膨胀并不是简单的线性关系，

市场担心通胀出现，但通胀尚远。在这段时间中，各国政府将继续坚持量化宽松的货币政策，从而有利于资本市场的发展。

金融市场是一个巨大的蓄水池，目前这个蓄水池还在“蓄水”，还没有到向外净溢出的时候。未来还是股票投资的好时机。在在保增长、促就业的系列政策刺激下，资本市场的发展有较宽松的环境，二级市场还有较大的上升空间。

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。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投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>