

策略研究小组

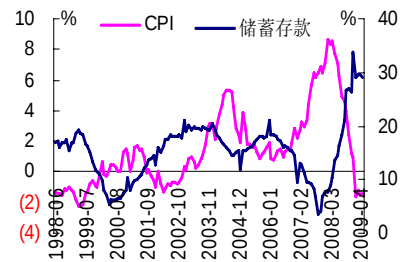
陈文招、王晶晶、苏舟
 86-21-68407567
 chenwz@cmschina.com.cn

2009年6月15日

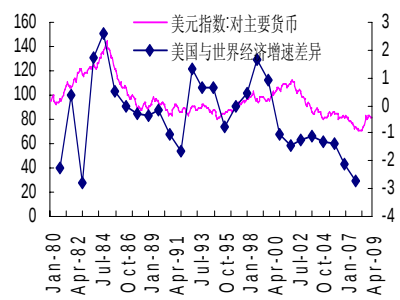
复苏之道：由反弹通往反转的路径

A股2009年中期投资策略

流动性第二阶段特征已经显露



美元指数反映美国与非美国经济增长的差异



- **反弹与反转之间的过渡期。**如果说去年底和上半年策略要回答的核心问题是经济会不会从衰退走到反弹，以及经济从衰退到反弹过程中的市场表现、配置方案；那么，下半年策略要回答的核心问题应该是经济会不会从反弹走到反转，经济反弹到反转之间的内在机制、路径，以及经济在反弹和反转之间股市的表现特征和资产配置方案。
- **美国经济史上反弹-反转之间股市的路径。**在经济衰退后的反弹-反转阶段，有时候股市没有大级别调整而直接进入新一轮牛市；有时候会因通胀对经济复苏机制形成制约而导致大级别调整。在通胀预期阶段，股市表现一般较好，只有当通胀显性化对货币政策和经济复苏机制形成制约时，才会发生级别较大的调整。
- **中期内中国经济的两种可能情景。**三季度经济增长环比继续回升仍是大概率，但四季度之后则取决于经济复苏动力之间的博弈：如果地产、出口能较快复苏并弥补财政支出效应衰减，明年上半年经济则有望向高增长高通胀格局迈进；否则，四季度后经济复苏趋势可能拐入低增长低通胀格局。我们倾向于认为第一种情景是大概率。
- **流动性第二阶段和美元外溢。**流动性第二阶段已然来临，居民储蓄存款增速已开始回落，居民部门资产配置正从低风险资产转向风险资产；定量宽松使美元外溢和贬值预期挥之不去，有助于非美国国家的资产价格上涨和通胀预期。就中国而言，货币正缺口的明显收窄最早可能在四季度中旬后到来，源于名义GDP升高和货币供给基数提高。
- **市场仍处于经济复苏预期和流动性共同推动的延续期。**下半年多数时间内市场仍处于流动性推动和经济复苏预期共同推动的过程中。四季度之后经济和流动性环境不确定性会有所增加，如果经济向高增长高通胀格局迈进，市场的风险时点会推迟到明年上半年通胀显性化的时候；反之，如果经济有转向低增长低通胀苗头的话，市场的风险点可能会被提前到今年末期。如前所述，我们倾向于认为第一种情景的可能性较大。
- **看好地产金融、持有上游、埋伏中游。**上半年行业配置思路是基于经济周期里的产业景气轮动，下半年配置思路应转变为基于企业盈利恢复和行业间利润增长的比较。分析表明，工业利润增速反弹最快的阶段出现在PPI自底部回升至3%-4%的水平；从相对意义上讲，利润会从工业品向原材料和能源转移，预计在不产生大幅通胀（PPI在4%以下）的前提下，原材料的利润占比会迅速提升，能源的利润占比也恢复到一个较好的水平，工业品的利润占比会过去的阶段会过去，但仍可以保持较平稳的增长水平，消费品的利润占比将有所下降。因此，我们建议：看好地产金融、持有上游、埋伏中游，超配地产、金融；煤炭、有色；钢铁、化工。

相关报告

1. 从流动性推动到基本面支持的依据和路径——A股2009年二季度投资策略报告，2009年3月30
2. 从质变到量变：先导行业及其扩散效应，2009年5月8日
3. 财政刺激和内生调节：经济筑底过程的产业景气轮动，2008年11月
4. 透过货币缺口看经济周期和股市波动，2008年8月20日

正文目录

一、反弹与反转之间：美国历史上的经验	4
1.反弹与反转间的情形之一：通胀制约导致大级别调整	5
2.反弹与反转间的情形之二：没有大级别调整直接进入牛市	6
3.反弹-反转间股市调整机制总结	7
二、通胀预期过后的两种经济情景	9
1.实体经济仍处于量变过程	9
2.中期内中国经济的两种情景：通胀预期落空还是变成事实？	12
三、流动性第二阶段和美元外溢	13
1.流动性第二阶段的特征已有所体现	13
2.美元外溢和通胀预期	14
3.结局：通胀显性化之前流动性宽余局面仍会持续	16
四、策略和行业配置：持有上游，埋伏中游	17
1.市场仍处于经济复苏预期和流动性共同推动的延续续期	17
2.下半年行业盈利趋势和利润结构分析	17
3.行业配置：看好地产金融、持有上游，埋伏中游	19

图表目录

图 1: 美国 1930 年以来的经济衰退.....	4
图 2: 30 年代大萧条时期通胀水平与经济增速.....	5
图 3: 大萧条时期股市提前反应经济.....	5
图 4: 80 年代初期美国通胀水平与经济增速.....	6
图 5: 80 年代初期股市反应滞后.....	6
图 6: 紧缩的货币政策是美国经济二次探底的重要原因.....	6
图 7: 90 年代初没有出现二次探底.....	7
图 8: 宽松的货币政策有利于经济复苏.....	7
图 9: 90 年代初期美国经济与股市.....	7
图 10: 中国经济衰退-反弹-反转过程中的市场运行路径推理.....	8
图 11: 美国 CPI 和进口价格指数环比上升.....	9
图 12: 长期国债收益率升高较快.....	9
图 13: 中国经济处于质变前的量变过程.....	10
图 14: 固定资产投资分行业投资增速情况.....	10
图 15: 真实可支配收入增速不能解释住宅销售.....	11
图 16: 真实利率可能是影响房地产销售的一个重要因素.....	11
图 17: 房地产业的固定资产投资已有见底反弹迹象.....	11
图 18: 通胀预期有助于企业库存增加意愿并带动需求和生产回升.....	12
图 19: 欧日美三大经济体的 PMI 出现数月反弹.....	12
图 20: 美国的个人消费支出依然疲弱.....	12
图 21: 如果在存款增速下降趋势出现之前信贷增速收缩可能会导致市场调整.....	13
图 22: 随着通胀预期趋强居民储蓄存款增速开始回落.....	14
图 23: 4 月份居民存款增加额大幅减少.....	14
图 24: 70 年代以来世界经济周期和美元指数.....	15
图 25: 美元指数大体上反映了美国经济和世界经济增长的差异.....	15
图 26: 美国经济衰退中美元的演绎机制及其对全球的影响.....	16
图 27: 最快在四季度后货币缺口才可能会明显收缩.....	16
图 28: 全部 A 股的静态市盈率仍在平均水平之下.....	17
图 29: 70 年代中期后日本在流动性过剩下进入泡沫化.....	17
图 30: 工业利润增长最好的时候出现在 PPI 自底部回升至 3%-4% 的水平.....	18
图 31: 原材料、能源利润占比.....	18
图 32: 煤炭开采洗选业利润占比.....	18
图 33: PPI 走势与原材料、工业品利润占比.....	19
图 34: 由于中上游的亏损, 消费品在通缩阶段利润占比会突然大幅提升, 但 PPI 见底后会回归正常水平.....	19
表 1: 未来半年至一年中国经济情景分析及其可能的市场状态.....	13
表 2: 1950-1990 年代日本不同类型的土地价格涨幅情况统计 (%).....	16
表 3: 2009 年下半年 A 股行业配置.....	20

序：反弹与反转之间

如果说去年底和上半年策略要回答的核心问题是经济会不会从衰退走到反弹、衰退到反弹的内在机制，以及经济从衰退到反弹过程中的市场表现、配置方案；那么，下半年策略要回答的核心问题应该是未来半年至一年，经济会不会从反弹走到反转，经济反弹到反转之间的内在机制，以及经济在反弹和反转之间股市的表现特征和资产配置方案。

现在市场的分歧在于股市是不是会进入中级和中期的调整；对于经济分歧表现未来是通胀、通缩还是滞胀上。从分歧可以看出，市场对经济反弹前景、反弹到反转之间的路径是迷茫的。从历史上看，在经济复苏和反转过程中，股市有时候是直接上升进入新一轮牛市，有时候会有明显的往复或者类似于所谓的二次探底性质的中级调整。

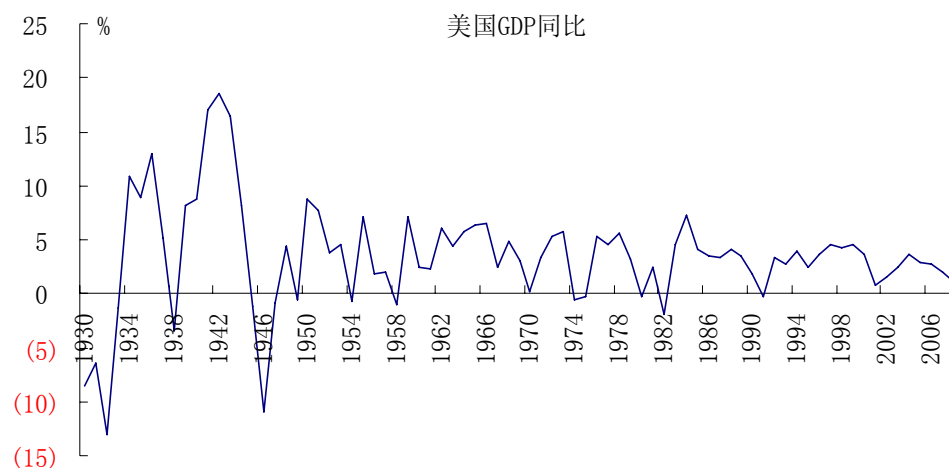
那么，造成这些历史表现差异的原因、条件或制约因素是什么？本次经济反弹的前景以及经济反转前股市的表现形式会如何？这是下半年必须面对和回答的问题。我们的思路是，先来总结历史上经济反弹到反转过程中的市场中级调整机制、调整的条件和迹象，然后分析当前的经济和流动性形势，进而来推断市场可能出现的演绎过程。

一、反弹与反转之间：美国历史上的经验

我们对经济反弹到反转之间的经济状况以及股市的运行特征比较感兴趣，我们希望能从经济衰退-反弹-反转过程中股市的表现特征来发现期间股市波动的经验性规律，并试图去把握其中的差异、特征、条件。

按照美国国家经济研究局（NBER）的划分，30年代大萧条以来，美国经济一共经历了13次衰退，其中持续时间超过10个月（1945-2001年间10个商业周期中衰退平均长度）的有6次，分别为：1937年5月-1938年06月、1948年11月-1949年10月、1969年12月-1970年11月、1973年11月-1975年3月、1981年7月-1982年12月以及2007年底以来的本次衰退。

图 1：美国 1930 年以来的经济衰退



数据来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

其中，有些经济衰退跟战争等特殊原因有关，我们不做重点分析，如 1948-49 年衰退跟二战刚刚结束后持续高通胀有关；60 年代，经历了长期高速增长美国经济由于贸易失衡和越南战争等原因，并引发 1969-70 年的衰退；1973-75 年的衰退则是由政治原因引发石油危机，并导致二战以来最严重的衰退之一。我们重点分析大萧条、1980 和 1990 年代初期的典型经济衰退。

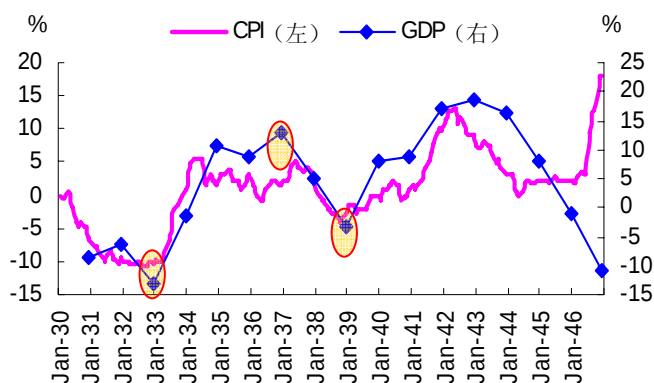
通常经济衰退之间往往并不是孤立的，甚至本质上就是一次衰退。譬如，在上述这六次较为严重的衰退中，1937-38 年衰退是大萧条后期复苏过程中的二次探底；1981-82 年的衰退之前 1980 年衰退的延续，实际上也是前一次经济复苏过程中的二次探底。这实际上显示了经济复苏和反转过程中的复杂性、波折性。

1. 反弹与反转间的情形之一：通胀制约导致大级别调整

从美国历史上经济衰退-反弹-反转间的情况看，物价上升引发货币政策转向，进而导致经济复苏的刺激机制无法持续通常是股市较大级别、较长时间调整的主要因素。

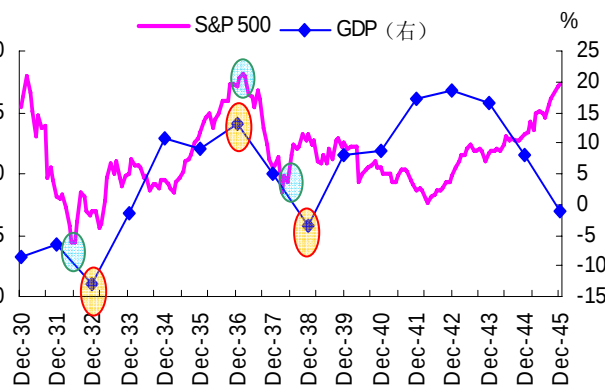
三十年代的情况正如《美国货币史》中所言：美国在 1933-1937 年的经济复苏看似很迅速，实际上却具有相当的不彻底性。这表现在：一方面失业率居高不下，甚至在 1937 年，经季调的失业人数仍高达 590 万人；另一方面，投资需求异常低迷，造成长期利率水平的下降。与此同时，政府颁布的《联邦工业复苏条例》在一定程度上提高了工资率和物价水平，而美元汇率的贬值则进一步推升了物价水平。从 1933 年的经济谷底至 1937 年的波峰时期，美国的批发价格指数上涨了约 50%。随着物价水平的上升，美联储开始关注潜在的通货膨胀，并转向了紧缩的货币政策。1936-1937 年间，美联储多次提高商业银行准备金率，这一系列激进措施导致了货币存量的显著下降，随之而来的便是经济复苏势头停止，并进一步演变为经济和股市的二次探底。

图 2：30 年代大萧条时期通胀水平与经济增速



资料来源：Bloomberg，美国商务部，招商证券研发中心

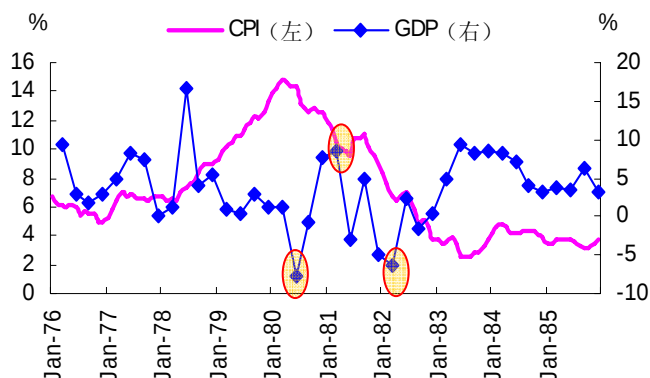
图 3：大萧条时期股市提前反应经济



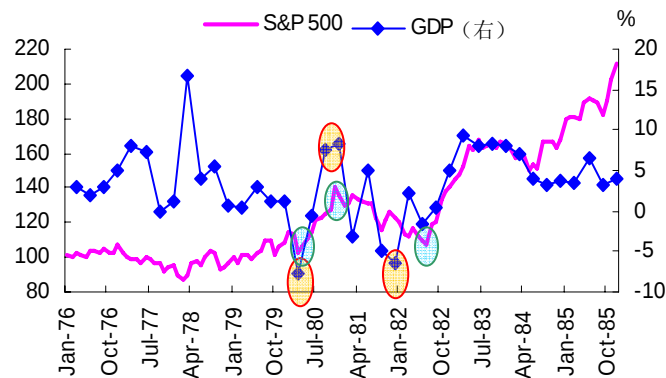
资料来源：wind，美国商务部，招商证券研发中心

73-75 年间滞涨时期的情况我们众所周知，不必多言。80-82 年那次的经济衰退，经济反弹-反转之间的股市中期调整的逻辑也类似于 30 年代。70 年代后期美国饱受高通胀之苦，卡特和里根两届政府均把控制通胀作为宏观政策的首要任务，并将信贷控制作为主要调控手段，80 年初开始通胀趋于回落，经济趋于回升，联邦基金利率下调，货币供应量开始上升，但是在经济大约反弹了三个季度后，通胀又有回升势头，联储又开始收紧货币政策，随之而来的是经济复苏中的二次探底和股市中期调整。直到 1981 年秋季，里根政府签署旨在降低个人及企业所得税、同意企业加速折旧和鼓励研发的《经济

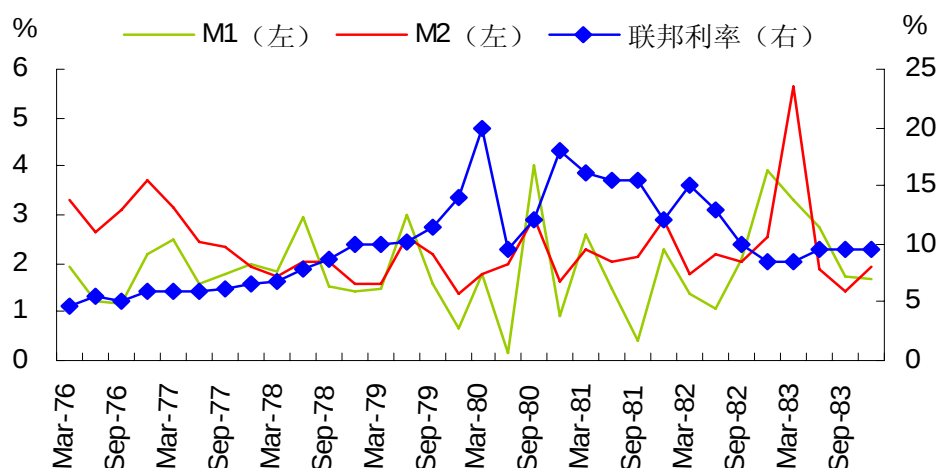
复兴法案》，美国经济才开始缓慢复苏。但为了对抗通胀，美联储在这一时期的货币政策依然从紧，联邦基金利率维持在 12-18% 之间，尽管通胀水平从 14.7% 的高点开始回落，但经济却在 1982 年 1 季度再次滑向谷底，股市到 1982 年才再次筑底回升。

图 1：80 年代初期美国通胀水平与经济增速


数据来源：Bloomberg，美国商务部，招商证券研发中心

图 5：80 年代初期股市反应滞后


数据来源：wind，美国商务部，招商证券研发中心

图 6：紧缩的货币政策是美国经济二次探底的重要原因


数据来源：IMF，Bloomberg，招商证券研发中心

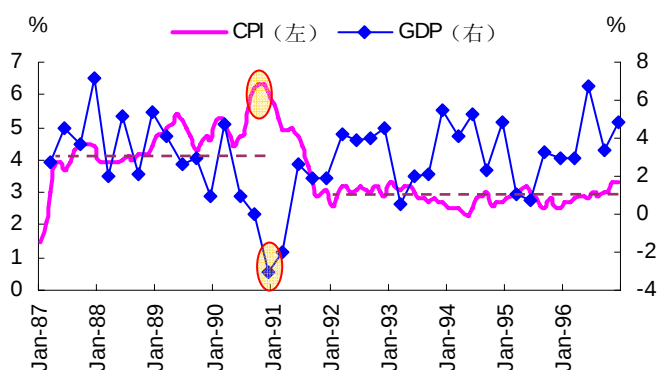
从股市调整的幅度与时点看，1936-1938 年间，美国经济从反弹高点滑向谷底时，经济增速从 13% 降至 -3.4%，同期股市调整最大幅度为 52.9%；1981-1982 年间，经济增速从 8.4% 降至 -6.4%，同期股市调整最大幅度为 23.8%。大萧条时期股市提前反应了经济二次探底；而 80 年代初期股市对经济二次探底的反应略微滞后，时间大约为 6-7 个月。原因可能在于经济环境的变化，三十年代美国股市经历了大崩溃以后，市场信心极度脆弱，且经济复苏缓慢、失业率高企；而进入 80 年代后，经济衰退的持续时间相对较短。

2. 反弹与反转间的情形之二：没有大级别调整直接进入牛市

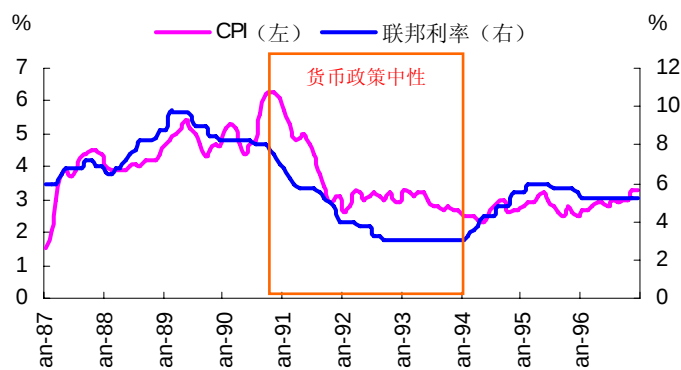
在 90-92 年的那次衰退中，美国经济于 1990 年底、1991 年初触底开始反弹，此后在较为积极的财政政策和稳定、连续、中性的货币政策下保持了长达十年的“高增长、低通胀”状态。

由于认识到美国社会投资方式发生的变化,以及大量流动资金很难被包括在货币供应量之内,美联储于 1993 年 7 月宣布,今后以实际利率作为对经济进行宏观调控的主要手段,并开启了中性货币政策时代,从而使经济以其自身的潜在增长率在低通胀预期下增长。经济的平稳增长使得美国股市在九十年代一路高歌猛进,1990 年那次短暂的经济衰退并没有给股市带来太大影响,同期标普 500 指数最大跌幅仅为 15.8%,此后很长一段时间内再没有大幅度的调整。

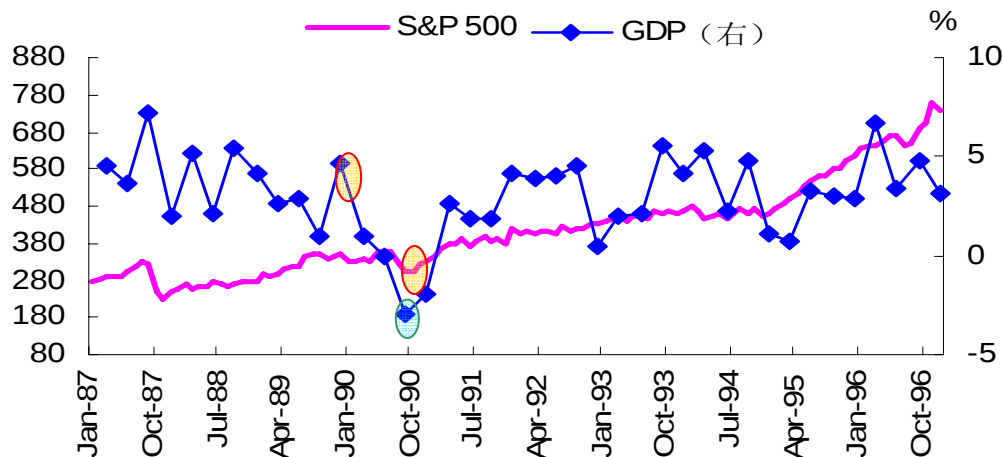
这种情况除了跟适当的经济政策、经济衰退幅度较浅等因素有关外,往往需要新的科技革命、新产业的产生提高生产力水平。

图 7: 90 年代初没有出现二次探底


资料来源: Bloomberg, 美国商务部, 招商证券研发中心

图 8: 宽松的货币政策有利于经济复苏


资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 9: 90 年代初期美国经济与股市


数据来源: IMF, Bloomberg, 招商证券研发中心

3. 反弹-反转间股市调整机制总结

反弹-反转间的市场机制

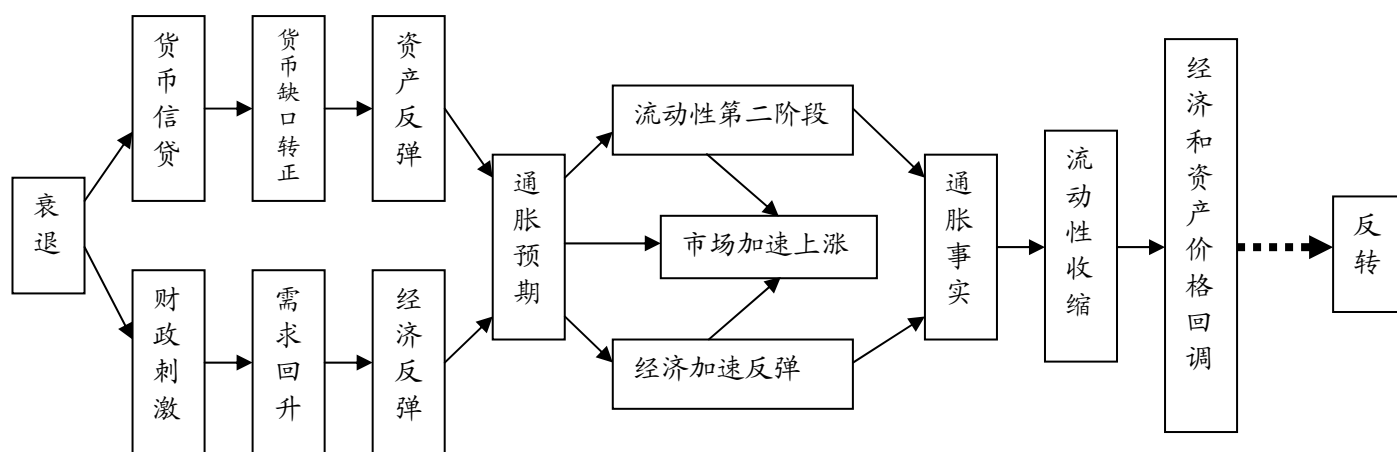
根据上述案例分析我们可以大体得出以下结论:

在经济衰退后的反弹-反转阶段,有时候股市没有中期、中级调整而直接进入新一轮牛市,有时候会有中期和中级调整发生。像 1990 年代那样高增长低通胀,市场直接进入

牛市的情况，除了需要高超的货币、财政政策调控手段外，还通常需要新产业和新生产力的产生。

通胀制约通常是导致大级别调整的关键。经济衰退期间，货币政策通胀是刺激经济反弹的重要机制，在通胀预期和经济复苏向上的过程中，股市表现一般较好，股市收益率一般较高。一旦通胀预期被证实，对经济复苏机制形成制约时，市场和经济将会因为货币政策拐点而发生调整，这些事实其实和我们 2008 年 9 月份提出来的货币缺口逻辑是一致的。

图 10：中国经济衰退-反弹-反转过程中的市场运行路径推理



资料来源：招商证券研发中心

通胀制约还未到来

当前市场分歧的关键在于会不会进入中期调整，这正是我们分析反弹-反转过程中中期调整机制的重要原因。上述的分析表明，只有当通胀预期变成通胀事实对经济反弹机制形成制约时，市场才会出现真正的大级别中期调整。

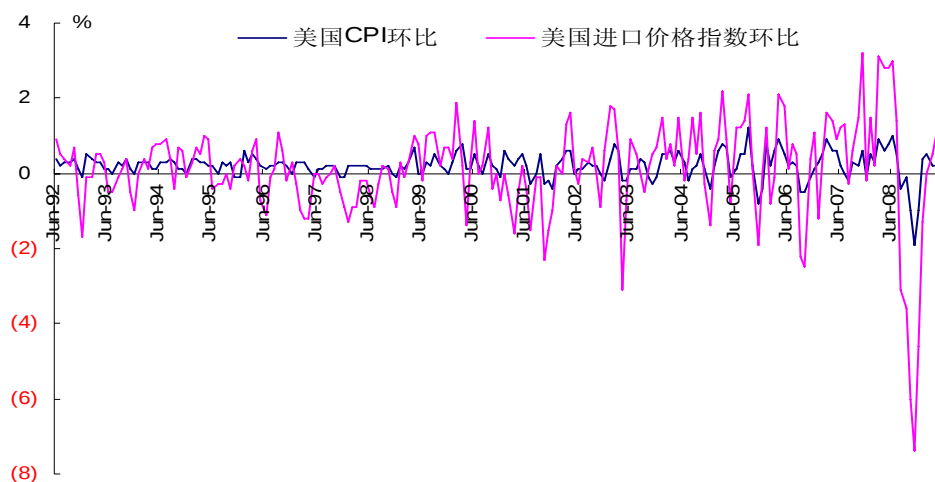
对于当前的美国和全球经济而言，同样面临经济反弹-反转的内在破坏机制：一方面，美国实施定量宽松的货币政策，但却产生了美元贬值预期、大宗商品价格上升和通胀预期；另一方面，通胀预期又使国债收益率上升，有可能打击房地产和经济复苏，为此，美国不得不进一步定量宽松压低长期国债收益率，但这会加重第一方面的逻辑结果。与此同时，从全球角度看，美国定量宽松的货币政策和贬值预期可能促成美元外流和漏出，加重其他国家的资产上涨和通胀压力。

我们也认识到，美国似乎面临两难选择和政策操作逻辑上的不归路，这种逻辑过程似乎是在美元作为国际储备货币背景下，挽救全球经济衰退的必然结局。如果美国坚持选择定量宽松货币政策和放任美元贬值，其结果可能是滞胀；如果美国能够在采取宽松货币政策的同时，稳定美元，其结果可能是经济复苏式通胀。最终结果都会面临物价上涨压力，或者经济的重新回落，从而可能触发中级调整的机制。

但问题的关键在于，现在断言中期调整为时尚早，即便中期调整机制触发，可能要经历较长时间才能引发结果。原因在于经济存在自我平衡的动态博弈机制，譬如，长债收益率上升到一定程度，又会对资金产生吸引力，美元贬值压力也会受到抑制；而且，美国

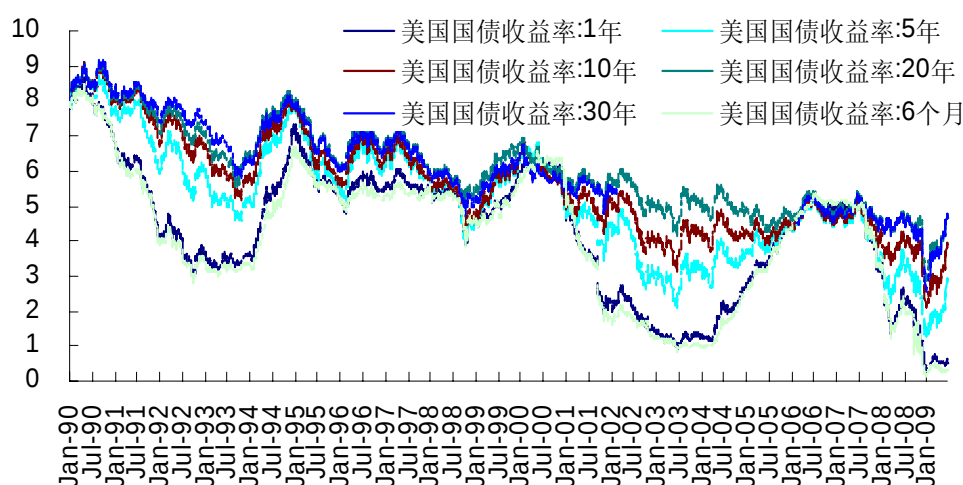
通胀率水平也远低于历史上发生中期调整时的平均水平。只有通胀预期转变成通胀事实，对全球经济复苏机制形成制约时，资产泡沫才会面临破裂风险，实体经济面临再次回调。

图 11: 美国 CPI 和进口价格指数环比上升



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 12: 长期国债收益率升高较快



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

二、通胀预期过后的两种经济情景

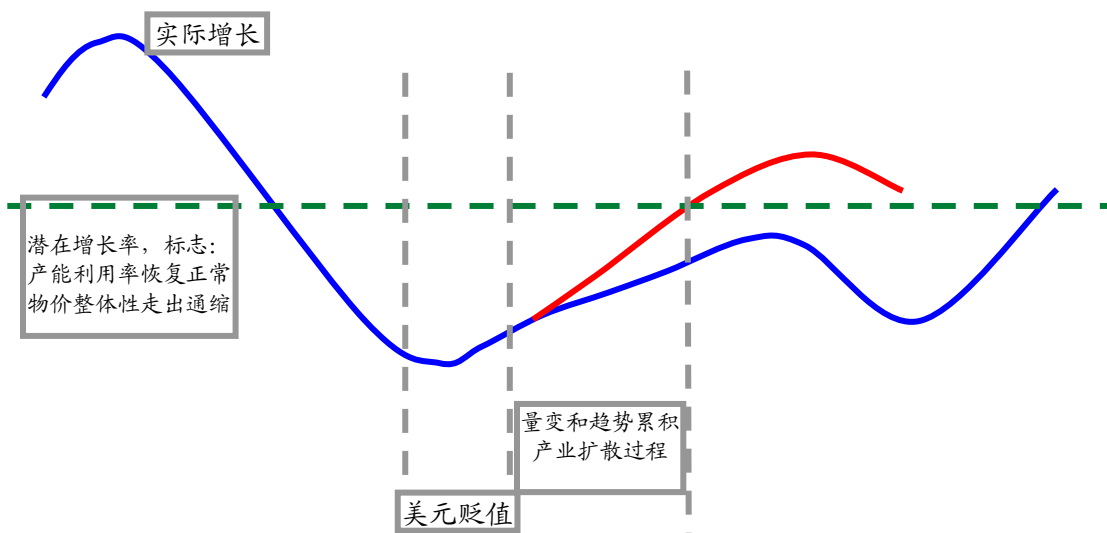
1. 实体经济仍处于量变过程

经济复苏的路径要经历几个过程: 去库存—财政支出—地产汽车—出口, 如果这几个环节之间能有序衔接, 那么经济复苏过程就会比较顺畅, 反之, 就会出现比较多的波折和复杂的形态。现在看来, 经济复苏的路径正在按照预期次序进展, 去库存已无需多言, 当前正处于第二和第三阶段。

我们认为, 三季度仍可能是经济环比加速的阶段, 仍处于新质变(即经济向潜在增速靠近、物价转正)前的量变积累过程。原因有几点: 第一, 财政支出相关的投资效应在三

季度仍是高潮阶段，四季度及明年财政支出效应才可能会逐步衰减；第二，货币政策以及通胀预期形成真实利率见顶回落过程可能从三季度展开，房地产景气继续回暖是大概率，地产投资及其扩散效应下半年会越来越明显；第四，在出口退税政策和外部经济企稳的背景下，四季度和明年上半年出口有望反弹。

图 13：中国经济处于质变前的量变过程



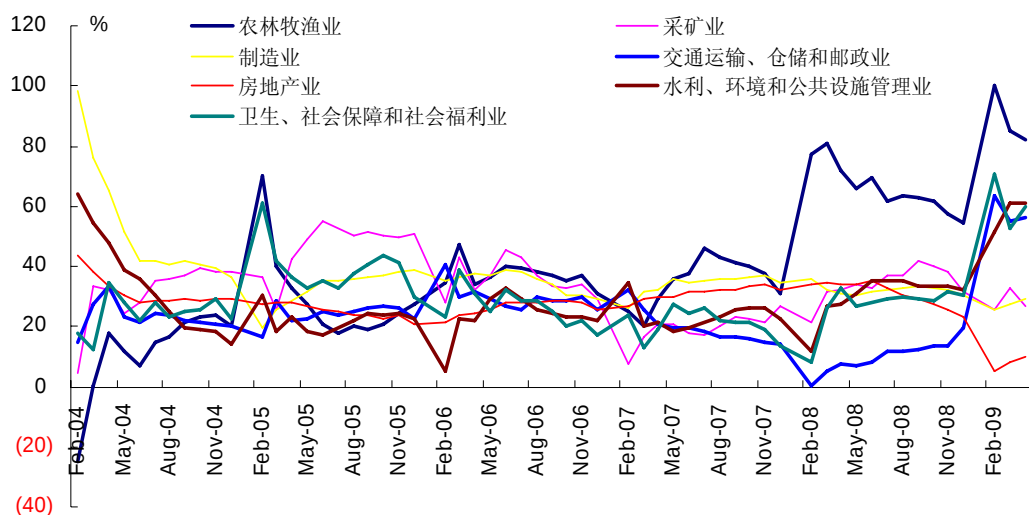
资料来源：招商证券研发中心

上述观点简要论述如下：

财政政策效应至少在三季度仍然处于高潮期

从 1998 年财政支出的经验以及公共项目的投资周期看，财政投资支出的高峰一般要持续 2-3 个季度，由于大多数项目都是在今年春季之后开工，我们预计在三季度仍是支出的高潮期，固定资产投资三季度仍有可能维持高位甚至继续攀升。

图 14：固定资产投资分行业投资增速情况



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

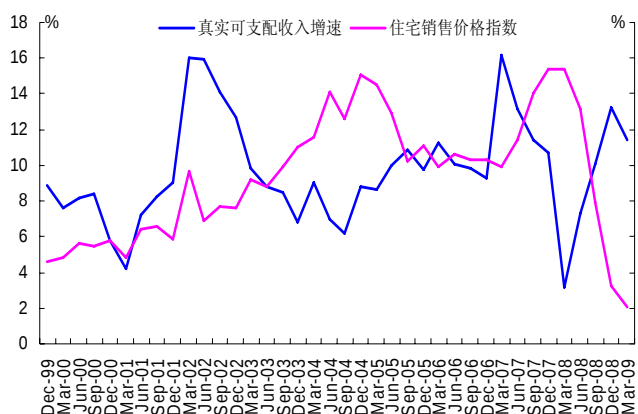
真实利率面临回落，地产复苏及其扩散效应会更加明显

从过去 10 年来的情况看，地产价格的波动不仅不跟真实收入水平正相关，相反甚至有负相关的特征，用真实收入升高将近期房地产销售的回暖解释为刚性需求的释放是值得推敲的。

我们认为作为经济周期的先导性行业，尤其是地产更大程度上是对真实利率波动以及政府相关优惠政策做出的反应。从过去十年来的情况看，真实利率波动在多数情况下是可以解释房地产价格指数波动的。在货币政策抵抗经济衰退的过程中，名义利率首先做出反应，但由于物价仍在下跌，真实利率仍然偏高，但随着名义利率持续回落和货币信贷政策对通胀预期和物价的滞后效应逐步到来，真实利率会在货币信贷政策放松一定时间后开始下降，需求和价格指数会趋于回升。

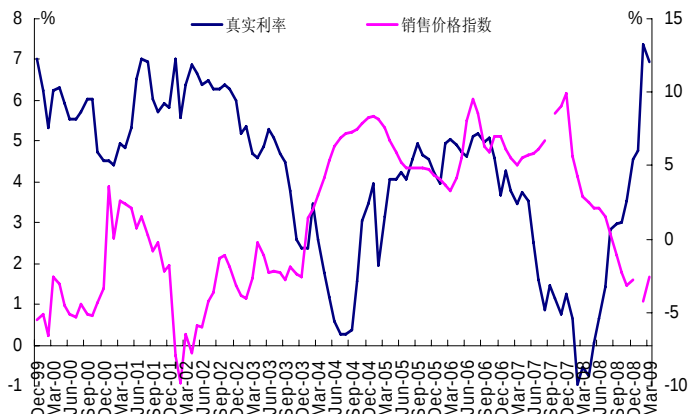
地产销售的持续回暖有望促使地产业投资和开工回升，房地产业投资已连续四月回升，地产开工有望下半年见底回升，一旦地产投资启动，会对钢铁、建材、机械等行业产生产业扩散效应。

图 15: 真实可支配收入增速不能解释住宅销售



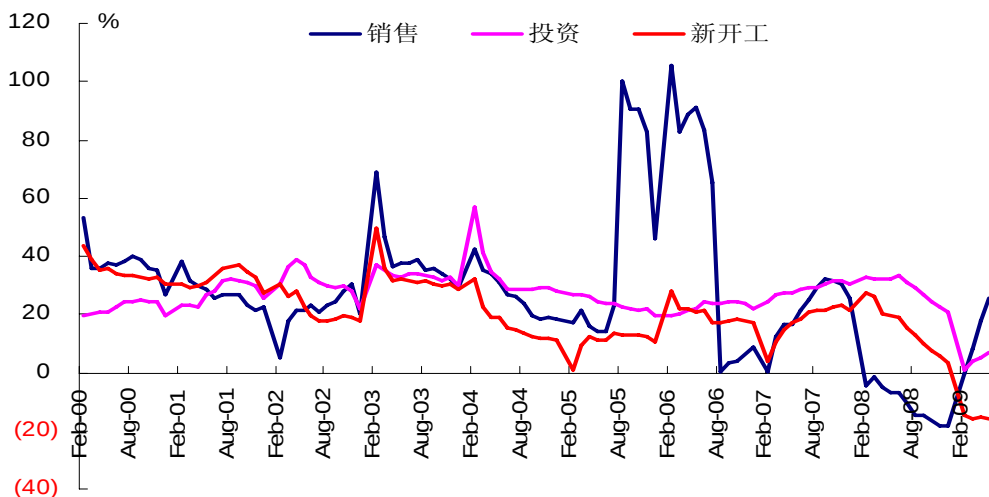
数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 16: 真实利率可能是影响房地产销售的一个重要因素



数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 17: 房地产业的固定资产投资已有见底反弹迹象

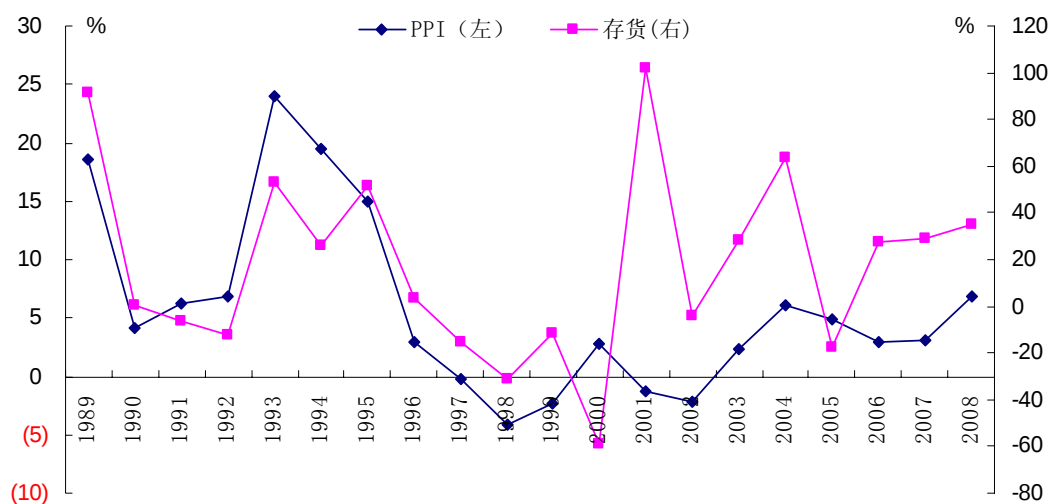


数据来源：WIND，招商证券研发中心

通胀预期本身就可以刺激存货需求、带动生产

通胀预期本身就可以对实体经济需求和生产产生一定拉动作用。如下图所示，一般而言，企业库存变化受物价及其预期影响较大，当企业产生通胀预期时，会增加存货；反之会减少存货。存货的波动，会导致生产当期需求更大幅度的波动，预计随着物价的见底回升，工业生产可能复苏的比需求会更快。

图 18：通胀预期有助于企业库存增加意愿并带动需求和生产回升

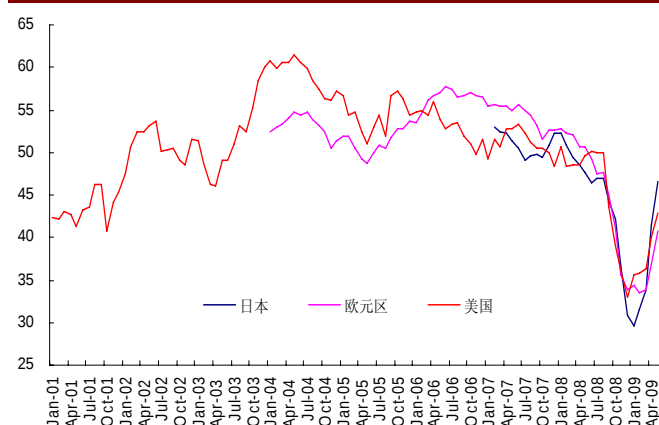


数据来源：WIND，招商证券研发中心

出口回暖可能在四季度至明年上半年

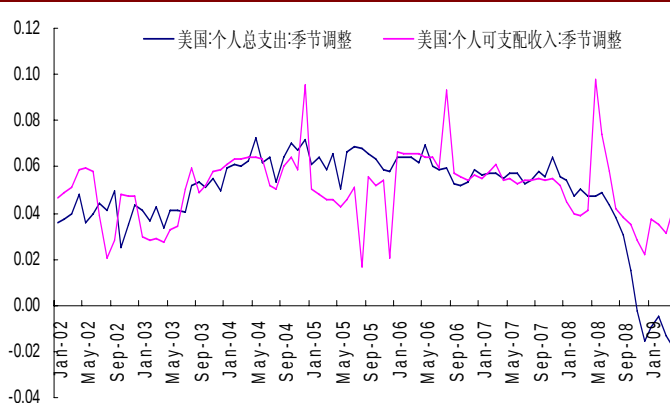
在出口退税政策和外部经济企稳复苏的背景下，四季度至明年上半年出口有望开始走向复苏。

图 19：欧日美三大经济体的 PMI 出现数月反弹



数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 20：美国的个人消费支出依然疲弱



数据来源：WIND，招商证券研发中心

2. 中期内中国经济的两种情景：通胀预期落空还是变成事实？

根据上文分析，三季度经济增长环比继续回升仍是大概率。但四季度后经济形势则取决于经济复苏动力之间的博弈：

如果四季度及其后财政支出效应衰减，地产或者出口复苏力度较大，那么经济有可能继续上升趋势，经济可能向高增长高通胀迈进；反之，如果地产、出口不能快速复苏并弥补财政支出衰减的话，经济在四季度之后可能拐入低增长低通胀格局。前者会把市场的风险时点推迟到明年上半年通胀被证实的时候；后者大约会把市场风险点提前到今年末期。从时间点上说，四季度及其后将是各种预期得到显性证实的过程。

几种经济情景如下表所列。事实上，对于市场而言，它只需要高增长低通胀，无论是滞胀、通缩还是通胀，一旦兑现，市场调整都是大概率，只不过我们现在还只是处于“预期”阶段。

表 1：未来半年至一年中国经济情景分析及其可能的市场状态

情景分类	经济状态	概率	条件	市场的运行猜想	时间点
情景一	高增长低通胀	5%	新生产力出现	单边牛市，期间没有较大级别较长时间的调整	
情景二	高增长高通胀	70%	经济快速反弹	通胀预期转变成通胀事实后，市场可能会有中期调整	明年上半年
情景三	滞胀	0	外部供给冲击	二次探底	
情景四	通缩	0	内外需持续回落	二次探底	
情景五	低增长低通胀	25%	内外需弱势反弹	增长低于预期、通胀预期落空，估值压力导致中期调整	四季度

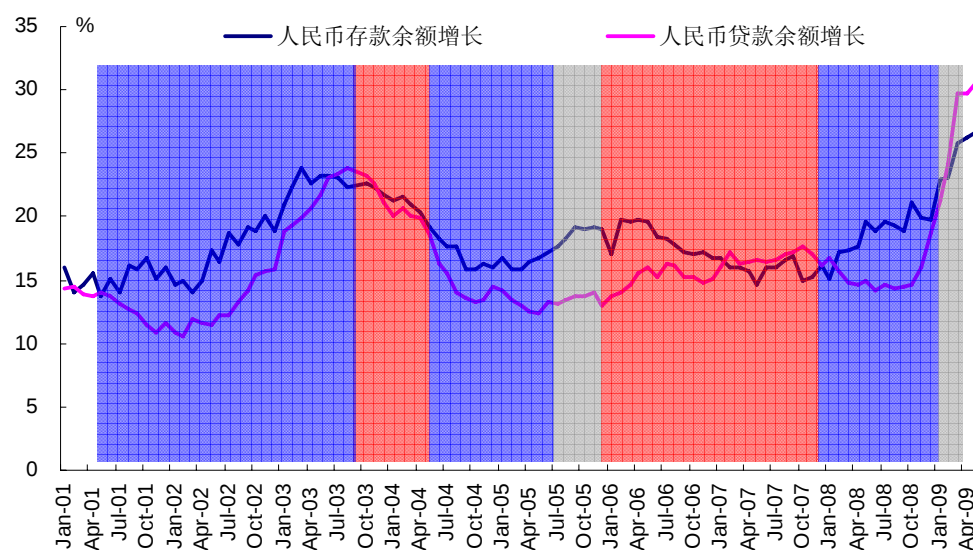
资料来源：招商证券研发中心

三、流动性第二阶段和美元外溢

1. 流动性第二阶段的特征已有所体现

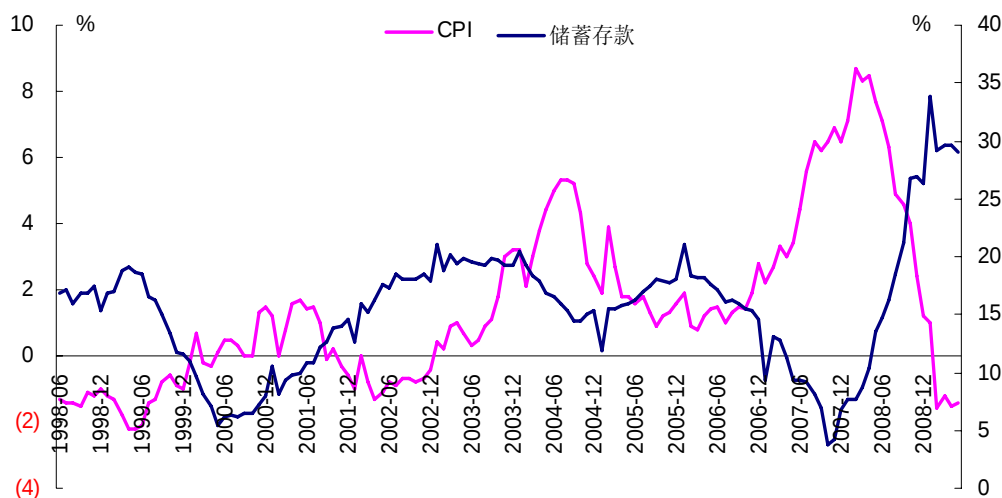
我们一直强调，流动性有两个阶段：第一阶段靠发信贷；第二阶段靠居民储蓄存款增速回落。通胀预期最好的发酵环境就是实体经济回升但同时流动性极其宽松，一旦通胀预期在居民部门形成，流动性就会进入第二阶段到，即我们所说的储蓄存款增速甚至整体存款增速下降过程，这个过程主要源自于居民部门对资产配置的改变，从无风险资产转向风险资产的过程。

图 21：如果在存款增速下降趋势出现之前信贷增速收缩可能会导致市场调整

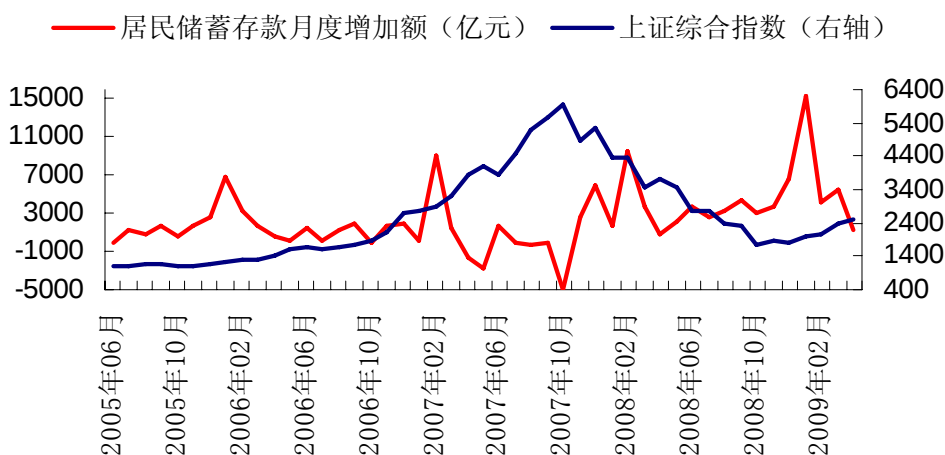


数据来源：中国人民银行，招商证券研发中心

（注：红色区域表示股牛债熊；蓝色区域表示债牛股熊；灰色区域表示债股大体均衡）

图 22: 随着通胀预期趋强居民储蓄存款增速开始回落


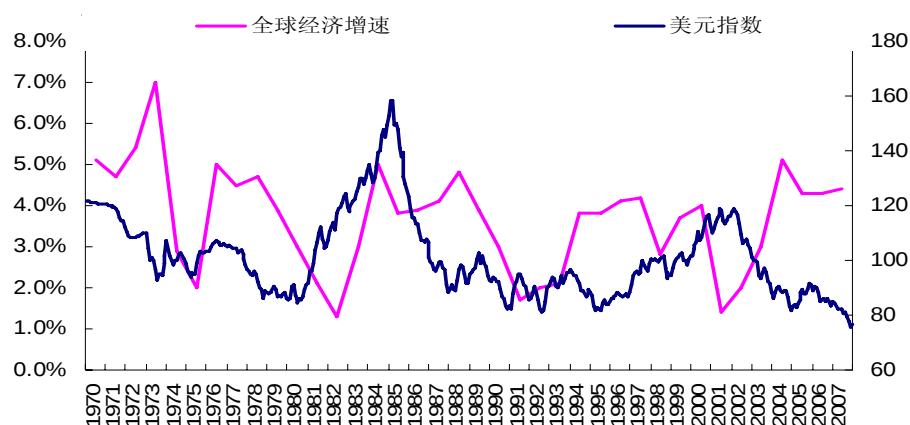
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 23: 4 月份居民存款增加额大幅减少


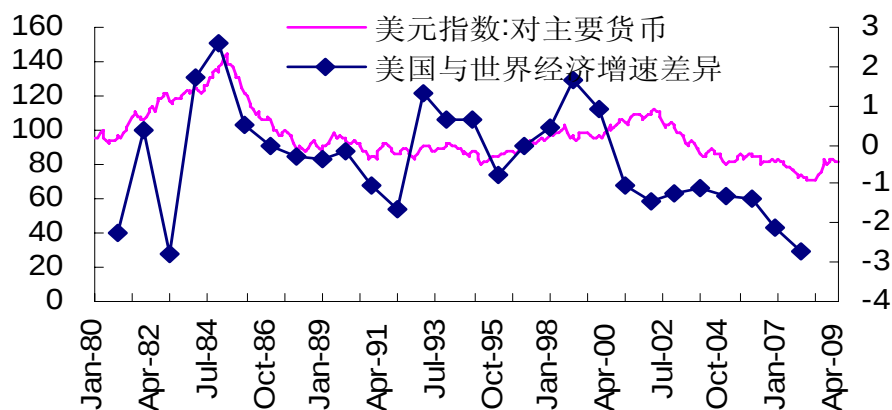
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

2. 美元外溢和通胀预期

中期内，我们认为美元波动更大程度上体现的是一种周期的特征，而这种周期性体现在世界经济不同周期阶段美国和其他国家经济波动的差异比较上。一般而言，在世界经济周期繁荣阶段，美元出现大幅单边贬值的可能性较大，在全球经济衰落阶段或者初步复苏阶段，美元反而相对强势，这其实反映了美国经济作为世界经济核心的领导地位作用。当世界经济衰退时，美国成为相对安全的避风港，即使美国经济比较差，但是其他经济会更差，美元具有避险功能；当世界经济复苏时，毫无疑问有赖于美国经济的复苏，因此世界经济复苏初期美元反而较强；但一旦世界经济繁荣时，通常美元会面临贬值，原因在于美国经济在世界经济繁荣时尽管也会比较繁荣而且是世界经济繁荣的前提，但是其他发展中国家的经济具有更高的弹性，资本具有更高的回报率，而使得在经济繁荣期里非美货币具有更大的吸引力。

图 24：70 年代以来世界经济周期和美元指数


数据来源：Bloomberg，招商证券研发中心

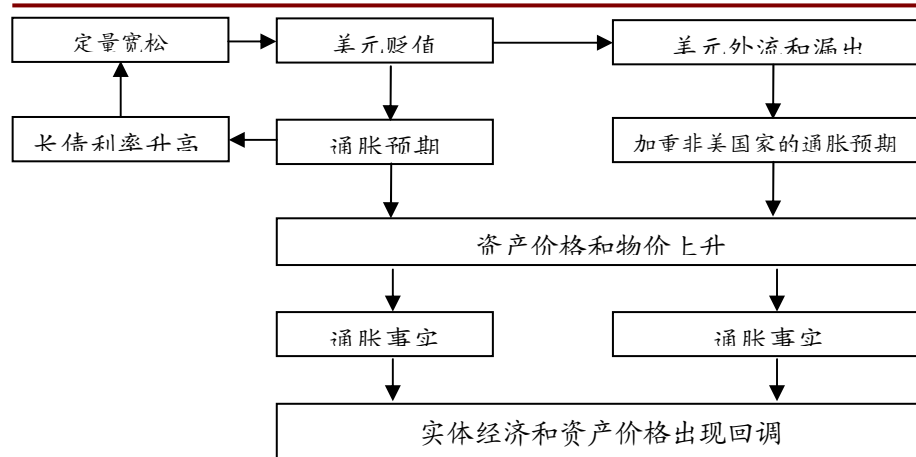
图 25：美元指数大体上反映了美国经济和世界经济的增长差异


数据来源：Bloomberg，招商证券研发中心

短期内，由于美国采取了定量宽松的货币政策，从而产生了美元贬值预期，美元贬值预期和美元外漏又导致了国际大宗商品价格的上升和通胀预期，进而美国长债利率上升，并引起长期抵押贷款利率跟随性上升，并可能反过来抑制美国经济复苏。显然，美国政府在面临两难选择，在上述的逻辑下，市场对美元的贬值预期很难消失，但是美国又不可能放任这种趋势下去抑制美国经济，所以美国政府可能一方面会继续实施定量宽松，另一方面会宣称维护强势美元。

另外，前文也提到，市场具有自发调节的能力，当美国债收益率又提升到一定高度时，对资本的吸引力又会产生。因此，中短期美元走势可能处于贬值-升值-贬值-升值的弱势波动格局。即使在这种背景下，美元外流和漏出的趋势可能还会继续，非美国国家的资产价格很可能会受到国际资本流入推动，直至通胀出现，全球货币政策扭转或者美国经济强势复苏。

从历次国际资本流动引发金融泡沫和危机的逻辑过程看，大体上是在国际间经济增长差异较大或者说国际间资本回报率出现较大差异的时候，当前阶段，有可能酝酿较大的国际资本流动现象。日本 70 年代之后资产价格具有很强的资本国际流动推动的背景，作为类似于 70 年代初期阶段的国家，我们既需要警惕国际资本流动产生的潜在危机可能，同时，也要利用国际资本流动对资产价格产生推升作用带来的投资机会。

图 26: 美国经济衰退中美元的演绎机制及其对全球的影响


资料来源：招商证券研发中心

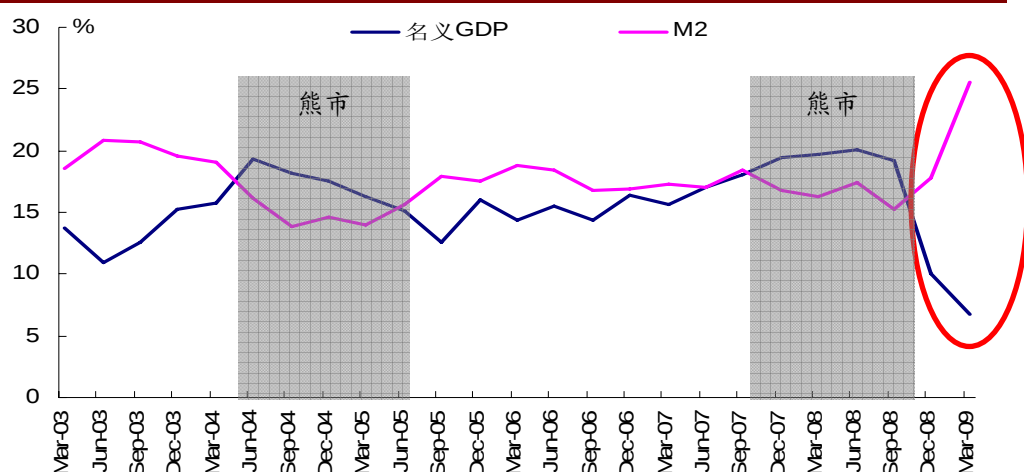
表 2: 1950-1990 年代日本不同类型的土地价格涨幅情况统计 (%)

类别	1955 - 1965		1965 - 1975		1975 - 1985		1985 - 1990	
	累计增长	最大年涨幅	累计增长	最大年涨幅	累计增长	最大年涨幅	累计增长	最大年涨幅
工业土地	827.2	53.0 (1961)	197.7	32.7 (1973)	38.7	7.1 (1980)	45.8	15.0 (1990)
民用土地	622.9	38.8 (1962)	311.4	37.8 (1973)	85.4	13.8 (1980)	45.8	15.3 (1990)
商业土地	623.1	36.6 (1961)	220.1	26.8 (1973)	45.1	7.4 (1980)	72.4	18.0 (1990)

数据来源：CEIC，招商证券研发中心

3. 结局：通胀显性化之前流动性宽余局面仍会持续

当流动性释放继而通胀预期成了挽救经济衰退的必然结果，流动性第二阶段便顺理成章，美元作为国际储备货币的地位以及美国货币政策方式似乎在加重流动性外漏、资产价格和通胀预期，当通胀预期兑现时，这一过程可能宣告结束。就中国而言，货币正缺口的明显收窄最早可能在四季度下旬才能到来，源于名义 GDP 回升、货币供给同比基数抬高。

图 27: 最快在四季度后货币缺口才可能会明显收缩


数据来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

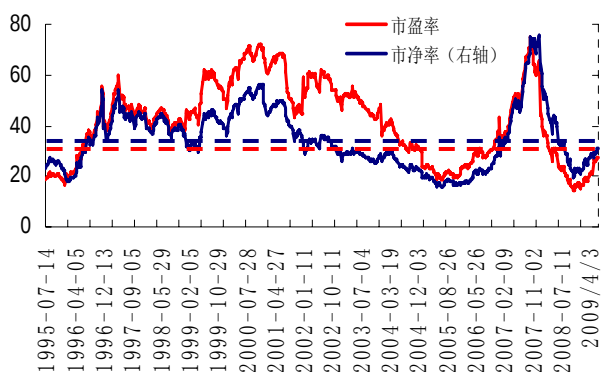
四、策略和行业配置：持有上游，埋伏中游

1. 市场仍处于经济复苏预期和流动性共同推动的延续期

经济和股市都已进入反弹与反转之间的过渡期，市场仍处于经济复苏预期和流动性推动的延续期。从影响市场的基本条件看，三季度经济环比很可能仍是上升趋势，流动性释放步入第二阶段，美国货币定量宽松货币政策和美元贬值预期导致流动性外溢还会继续存在，市场仍处于流动性推动和经济复苏预期共同支持的过程中，估值水平仍有上升可能。

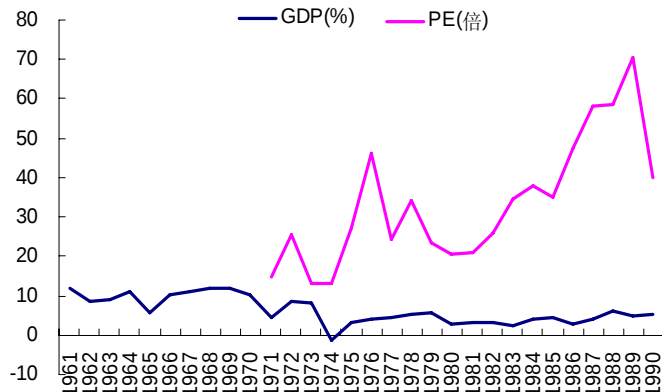
四季度及其后经济和流动性环境不确定性会有所增加，分别取决于我们前文所述的两个情景：如果经济向高增长高通胀格局迈进，盈利恢复会消化估值风险，策略上要重点配置周期类行业，在经济趋热的预期下，市场的风险时点会推迟到明年上半年通胀显性化的时候；反之，如果经济有转向低增长低通胀格局的苗头的话，盈利复苏低于预期，市场的风险点会被提前，市场可能因估值压力而出现调整，配置转向防御。上文我们已经提到，我们倾向于认为第一种可能性较大。

图 28：全部 A 股的静态市盈率仍在平均水平之下



数据来源：wind，招商证券研发中心

图 29：70 年代中期后日本在流动性过剩下进入泡沫化



数据来源：wind，招商证券研发中心

2. 下半年行业盈利趋势和利润结构分析

下半年是需求继续回升并带动物价出现拐点的过程，除了流动性的作用之外，企业盈利的改善应该成为拐点，市场将在流动性推动下寻找基本面支撑的行业。我们通过历史上物价指数和行业利润分部之间的关系来判断下半年的投资策略选择。

总体结论：坚持上游，埋伏中游。下半年 CPI、PPI 见底回升，从绝对意义上讲，行业整体出现量价齐升格局，利润会见底回升，工业利润增长最好的时候出现在 PPI 自底部回升至 3%-4% 的水平；从相对意义上讲，利润从工业品向原材料和能源转移，预计在不产生大幅通胀（PPI 在 4% 以下）的前提下，原材料的利润占比会迅速提升，能源的利润占比也恢复到一个较好的水平，工业品的利润占比上升的阶段会过去，但仍可以保持较平稳的增长水平，消费品的利润占比将有所下降；而若通胀迅速提升至 4% 以上，工业品的利润会受到挤压，由于油电的价格管制，原材料和煤炭是最大的受益者。基于上述逻辑，下半年投资关注的重点可能在把握上游的同时，埋伏中游原材料行业。

行业分类方法：我们采用国家统计局公布的工业企业利润数据，把行业分类如下：

能源与公用事业：石化、煤炭、电力、燃气；

原材料：钢铁、有色、造纸、化工、非金属矿物制品；

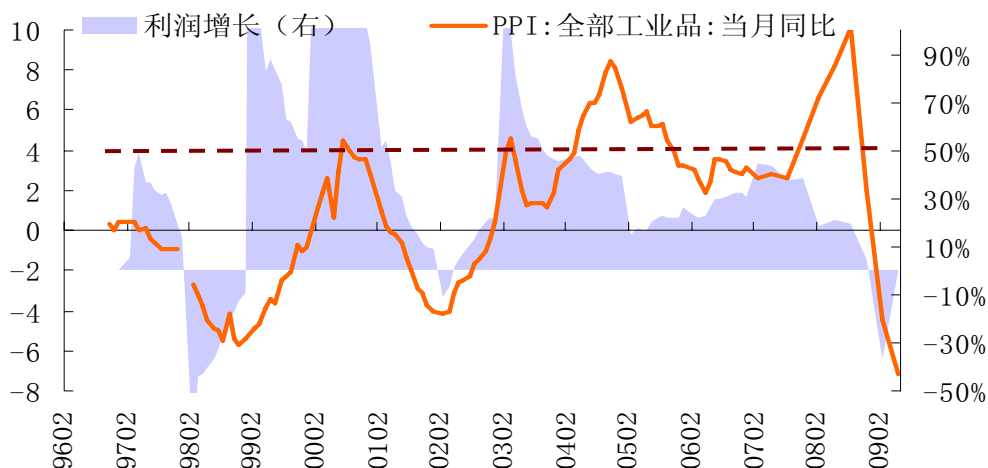
工业品：通用设备、专用设备、金属制品、交通运输设备、电气机械及器材、仪器仪表及办公机械；

消费品：食品制造业、农副产品加工、饮料制造业、烟草、纺织、服装鞋帽、医药、家具制造。

详细解释和数据：

第一，总体上看，工业利润增长最好的时候出现在 PPI 自底部回升至 3%-4% 的水平，因此，大约从四季度往后利润同比增长可能进入逐步回升阶段。

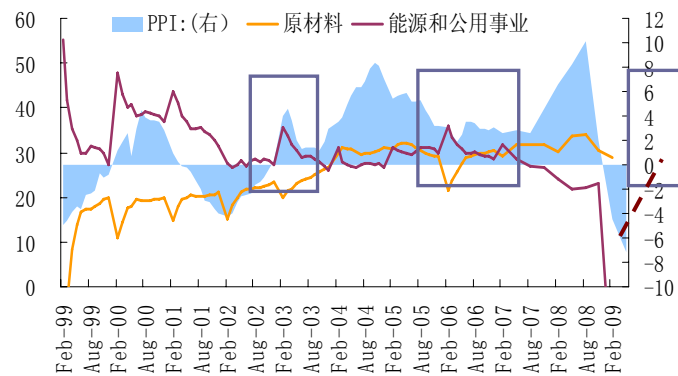
图 30：工业利润增长最好的时候出现在 PPI 自底部回升至 3%-4% 的水平



资料来源：WIND，招商证券

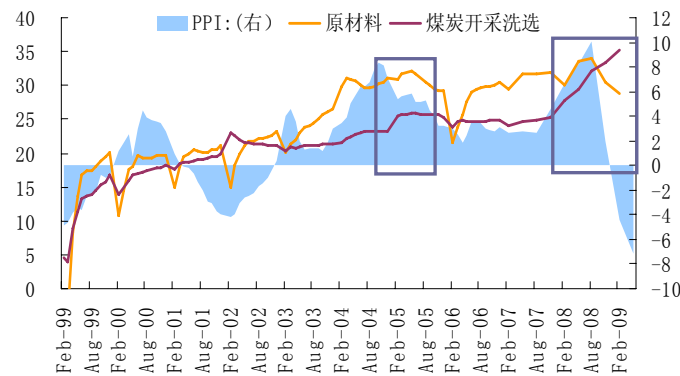
第二，分结构看，由于价格管制的原因，整体的能源和公用事业利润占比出现在 PPI 为 3%-4% 以下；而未受到价格管制的煤炭开采洗选业利润情况一直较好，尤其是 PPI 在 7%-8% 以上之时。

图 31：原材料、能源利润占比



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 32：煤炭开采洗选业利润占比

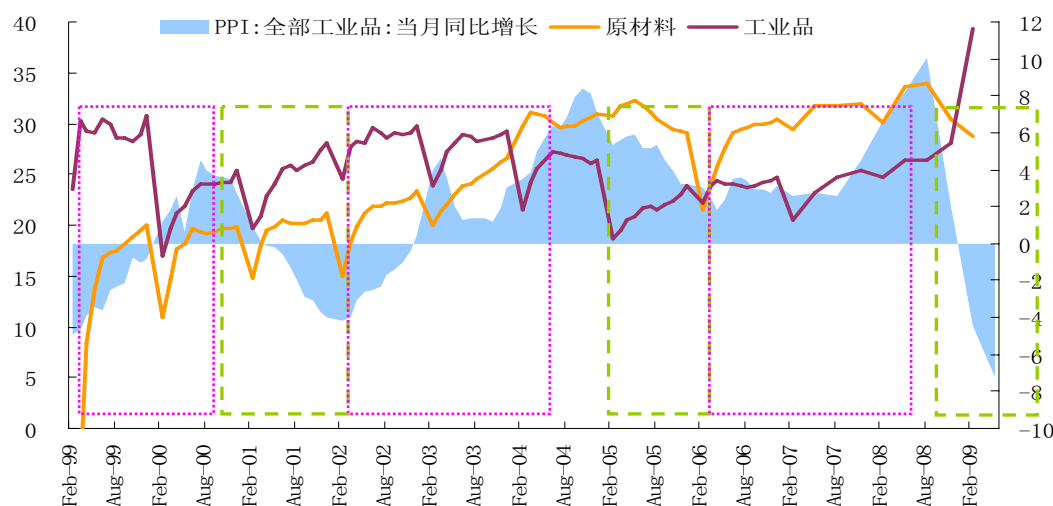


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

第三，PPI 高位向下，并且从 PPI<6% 至触底之前，利润由能源和原材料行业快速向工业品快速集中。

第四，PPI 触底反弹：7%以前利润向原材料行业集中，4%以前集中最快，7%后保持稳定；3%-4%以前工业品利润占比没有出现明显下滑；油电价管制导致高 PPI 带来的利润部分被原材料行业（大头）、工业品所侵占。

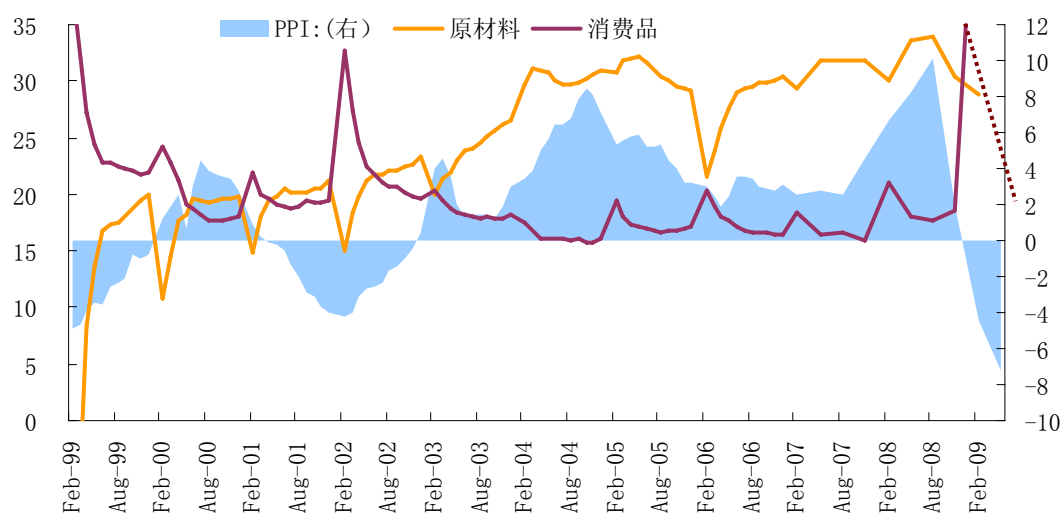
图 33: PPI 走势与原材料、工业品利润占比



资料来源：WIND，招商证券研发中心

注：红色虚线框代表原材料利润占比上升，绿色虚线框代表工业品利润占比上升

图 34: 由于中上游的亏损，消费品在通缩阶段利润占比会突然大幅提升，但 PPI 见底后会回归正常水平



资料来源：WIND，招商证券

3.行业配置：看好地产金融、持有上游，埋伏中游

上半年我们的配置思路基于经济周期复苏过程中的产业景气轮动规律。在二季度投资策略报告中，我们的配置思路是：先导行业（地产、汽车）+大宗商品（有色、煤炭）；五、六月份后的策略报告里我们的配置思路强调：持有地产、汽车、煤炭、有色；买入银行；埋伏钢铁。

下半年配置思路主要基于企业盈利恢复和行业间利润增长比较，我们建议：看好地产

金融、持有上游、埋伏中游。具体而言，建议超配地产、金融；煤炭、有色；钢铁、化工。如果出现我们说的第二种经济情景，配置方案可能要回归防御，但我们目前倾向于认为第一种可能性较大。

表 3：2009 年下半年 A 股行业配置

行业	初始权重	配置比例	状态	重点公司推荐
石油石化	3.24%	3.24%	标配	中国石化、中国石油、海油工程
煤炭	3.60%	4.00%	超配	潞安环能、国阳新能、金牛能源
钢铁	4.58%	5.58%	超配	太钢不锈、三钢闽光
基础化工	4.43%	5.60%	超配	三友化工、利尔化学、红宝丽
建材	2.11%	2.11%	标配	大亚科技、北新建材、塔牌集团
有色	4.13%	5.00%	超配	金钼股份、江西铜业、厦门钨业
造纸	0.77%	0.30%	低配	金东纸业
汽车	2.93%	2.93%	标配	福耀玻璃、一汽轿车、星马汽车
电力设备	2.42%	2.42%	标配	东方电气、科陆电子、长园集团
机械	3.21%	3.21%	标配	三一重工、徐工科技
军工	0.51%	0.30%	低配	中国卫星、航空动力、西飞国际
建筑	1.49%	1.49%	标配	中国中铁
综合	0.77%	0.30%	低配	
家电	1.61%	1.61%	标配	海信电器、苏泊尔、青岛海尔
零售	3.90%	3.90%	标配	苏宁电器
旅游	0.85%	0.50%	低配	西安旅游、西安饮食
纺织服装	1.54%	1.54%	标配	伟星股份、美邦服饰、七匹狼
医药	4.42%	4.42%	标配	天坛生物、东阿阿胶、一致药业
农业	1.87%	1.00%	低配	开创国际
食品饮料	4.21%	4.21%	标配	贵州茅台、双汇发展、青岛啤酒
保险	3.29%	4.00%	超配	中国平安
银行	13.78%	15.00%	超配	民生银行、兴业银行、华夏银行
证券	4.43%	5.00%	超配	中信证券
房地产	8.07%	10.50%	超配	招商地产、金地集团、渝开发
计算机	1.87%	1.20%	低配	
电子	1.57%	1.57%	标配	航天电器、中航光电、莱宝高科
传媒	1.11%	0.55%	低配	博瑞传播、天威视讯
通信	1.71%	1.71%	标配	中国联通
航空机场	0.84%	0.50%	低配	中信海直、中国国航、上海机场
水陆运输	4.31%	2.50%	低配	广深铁路、中国远洋、招商轮船、天津港
通信设备	1.11%	1.11%	标配	中兴通讯
电力	4.40%	2.20%	低配	国电电力、长江电力、深圳能源
公用事业	0.94%	0.50%	低配	
合计	100.00%	100.00%		

数据来源：招商证券研发中心

分析师简介

陈文招：南开大学经济学硕士。2004 年来在长江证券等公司负责宏观经济、产业比较和选择、投资策略等方面的研究。曾工作于国家发改委经济运行局。2007 年 9 月加盟招商证券研发中心。

王晶晶：华中科技大学管理学硕士，2007 年 7 月加盟招商证券研发中心。

苏舟：上海交通大学经济学硕士，2008 年加盟招商证券研发中心从事策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。