

债务危机难改短期通胀格局

——投资策略周报 2010523

策略研究小组

余晓宜 研究员

电话: 020-87558888-648

eMail: yxy2@gf.com.cn

李太勇 研究员

电话: 020-87558888-689

eMail: lyt@gf.com.cn

林鲁东 研究助理

电话: 020-87558888-696

eMail: lld2@gf.com.cn

张海波 研究助理

电话: 020-87558888-337

eMail: zhb@gf.com.cn

林海 研究助理

电话: 020-87558888-418

eMail: lh19@gf.com.cn

本周主题：债务危机难改短期通胀格局

我们认为短期中欧洲债务危机对中国经济增长的负面影响较小，而中国的通胀压力主要来自内部，短期中压力仍然较大。

经济增长：债务危机短期影响有限。第一，债务危机爆发后，欧元大幅贬值，根据OECD最新的全球模型，欧元贬值10%，将使欧元区的GDP在当年上升0.7%，次年上升1.3%，对经济刺激的效应明显。而贬值在前两年通过支出转换效应也仅仅使我国的GDP下降0.1%。**第二**，欧元区PMI领先于我国对欧盟出口同比增速约6个月，因此年底之前对欧盟出口仍然乐观。

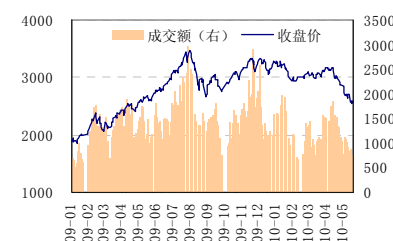
通货膨胀：主要由内因决定。第一，从货币看，M1-M2剪刀差扩大，流动性偏好上升，说明企业和居民等微观个体具有更强的投资或消费需求。**第二**，从需求看，“新36条”、新疆工作会议、与地方签订保障性住房责任书，都是管理层激活民间、区域经济以及保障性住房投资的明显信号，以对冲固定资产投资增速的下滑；消费则有望继续保持稳步增长。**第三**，供给因素成为推高通胀的风险点。其中，恶劣天气的影响很可能使菜价持续影响通胀；猪粮比价从历史低点回归到均衡水平将给物价带来较大的压力，时间上可能出现在三、四季度。肉菜价格对通胀的影响还在于，消费者可以直接感受到其价格上涨，从而产生更高的通胀预期。

本周观点

当前的政策环境或仍不足以支持市场确认底部，但市场估值已经进入底部，建议关注四条主线：

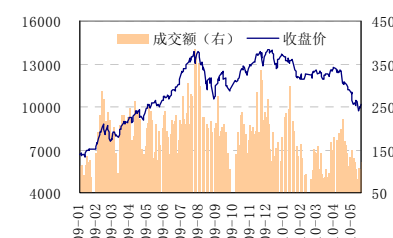
- (1) **通胀主线：**包括医药、零售、农林牧渔、黄金、公用事业等；
- (2) **新兴产业：**包括新能源、新材料、新医药、节能环保、信息等；
- (3) **超跌品种：**包括保险、地产、银行。
- (4) **确定性投资增加的品种：**包括铁路设备和军工机械。

上证综合指数走势



周末收盘：2583.52 一周涨跌幅：-4.19%

深证成份指数走势



周末收盘：10209.07 一周涨跌幅：-1.17%

国际 市场指数	一周 (%)	年初 至今(%)
道琼斯工业	-4.02	-2.25
纳斯达克综指	-5.02	-1.77
标准普尔 500	-4.23	-2.46
伦敦富时 100	-3.8	-6.47
法国 CAC40	-3.64	-12.84
德国 DAX	-3.76	-2.15
日经 225	-6.48	-7.22
恒生指数	-4.29	-10.64
印度 Sensex30	-3.23	-5.84
俄罗斯 RTS	-9.97	-10.15
巴西 IBOVESPA	-4.97	-12.14
台湾加权指数	-6.88	-11.61

本周主题：债务危机难改短期通胀格局

去年底以来，欧洲债务危机持续困扰全球经济与资本市场，近期7500亿欧元救助计划的推出似乎也并未得到市场的认可，担忧的对象进一步蔓延至欧元的前景和整个欧元区。

那么，欧元区前景的不确定性，对我国短期经济增长尤其是通胀格局有何影响呢？目前来看，我们认为欧洲债务危机对中国经济增长的负面影响较小，而中国的通胀压力主要来自内部，短期中压力仍然较大。

去年底欧洲债务危机爆发后，欧元相对美元持续大幅贬值，与之对应的是美元指数的大幅走强，显示出资金避险需求再度增强，这一点也在黄金价格走势上得到印证，而在美元和实际需求两个左右大宗商品的重要因素之间，天秤再次向美元倾斜，国际原油价格在5月份之后大幅下跌，避险需求也影响了大宗商品价格。我们认为欧元汇率是这些变量的核心。

图1：危机后欧元兑美元大幅下跌



图2：美元指数近期大幅走强



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：近期国际原油价格大幅下跌



图4：避险需求下黄金价格大涨



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表1: 欧元贬值10%的影响

		冲击之后的年份				
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
美国						
	GDP 水平	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3
	通胀率	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3
	利率 (基点)	-10	-20	-30	-45	-50
	经常账户(%GDP)	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1
日本						
	GDP 水平	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4
	通胀率	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
	利率 (基点)	-10	-20	-20	-35	-50
	经常账户(%GDP)	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4
欧元区						
	GDP 水平	0.7	1.3	1.7	1.8	1.6
	通胀率	0.3	0.7	1.0	0.9	0.9
	利率 (基点)	85	165	220	210	200
	经常账户(%GDP)	0.3	0.2	0.5	0.8	1.0
GDP 水平						
	欧洲其他 OECD 国家	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5
	其他 OECD	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3
	OECD	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
	中国	-0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4
	亚洲其他非 OECD 国家	0.2	0.0	-0.2	-0.2	-0.2
	欧洲非 OECD 国家	0.7	0.7	0.5	0.2	-0.1
	其他非 OECD 国家	0.5	0.5	0.2	0.1	0.0
	非 OCDE 国家	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.1
	全球	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1

数据来源: OECD, 广发证券发展研究中心

欧元贬值对全球经济的影响

欧元贬值的影响机制如下: 贬值直接推高欧元区的进口价格 (在一定时滞后), 并进一步增加国内价格、工资和成本的压力。同时出口和国内产出在短期中受益于贬值带来的产品竞争力提升, 经过一段时间的调整, 进一步表现为更高的国外价格和国内成本, 从而使贬值的收益逐渐消失。然而, 在中短期中, 国内的产出和支出将受益, 而国外将遭受相应的损失。

贬值造成的内部需求上升和通胀压力，需要通过加息等政策加以平抑。从全球来看，货币贬值主要变现为实际支出和通货膨胀的再分配，对于全球产出和价格水平影响较小。

对欧元区经济和债务危机对中国的影响不必过于悲观。实际上，根据OECD最新的全球模型，欧元贬值10%，将使欧元区的GDP在当年上升0.7%，次年上升1.3%，对经济刺激的效应明显。而贬值在前两年通过支出转换效应也仅仅使我国的GDP下降0.1%，影响十分有限。

债务危机使大宗商品价格短期下跌，不影响其温和上涨的趋势。（1）随着全球经济的复苏，大宗商品的主导因素由美元转向实体经济需求，避险需求减弱之后大宗商品有望重回温和上涨的路径；（2）OECD模型显示，欧元贬值不会降低全球的需求水平；（3）欧元短期可能面临超调，未来修正的修正有利于大宗商品走强。

通胀压力主要来自内部

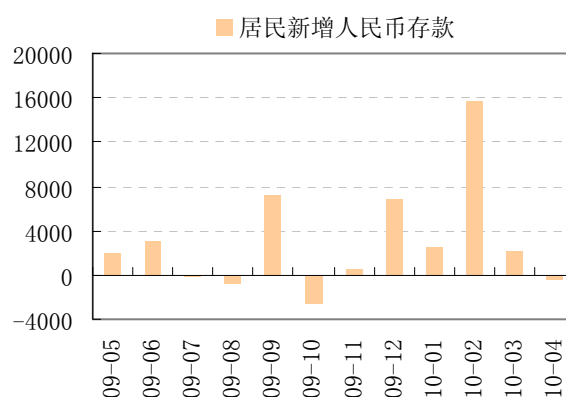
根据我们此前的分析，本轮通胀压力的根源主要来自于经济危机之后大规模的货币扩张，在实体经济和资产价格收益不一致的情况下，货币首先流入资产价格领域，表现为资产价格上升，其后回流至实体经济领域，进一步产生通胀压力。

图5: M1-M2剪刀差: 通胀风险加剧



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 4月份再度出现存款搬家



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

货币因素

根据4月份公布的经济数据，M1-M2增速的剪刀差进一步扩大，比3月份有所上升，且基本已处于历史的最高位。这说明经济中的流动性偏好正在加强，根据M1和M2的定义，这反映了三方面的信息：（1）整体上，存款活期化的动机增强；（2）企业利润有所上升，企业活期存款增加，

微观个体状况的改善，企业将资金加以运用的动机增强；（3）居民储蓄存款增速下降，居民消费或投资意愿增强。

在管理层打压房地产价格、股票市场表现低迷的条件下，流动性偏好的增强很可能表现为投资和消费需求的上升。

需求因素

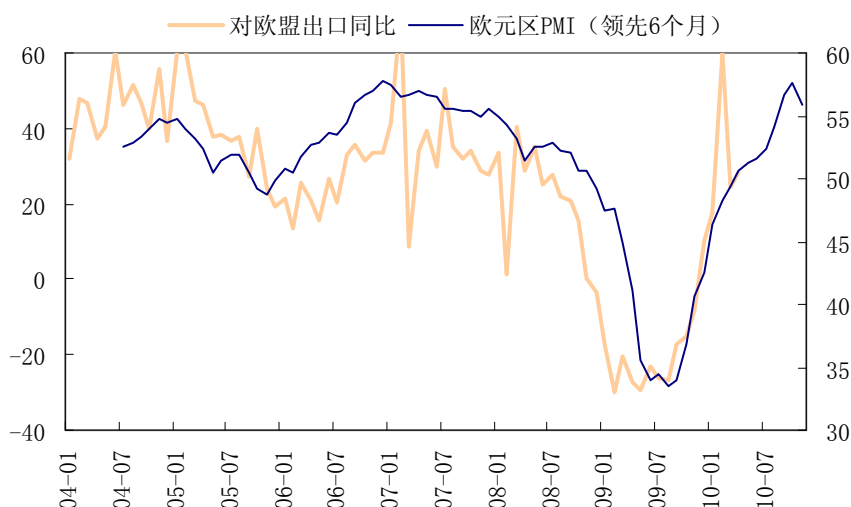
出口方面，短期中对欧盟的出口增速仍然乐观。历史上看，中国对欧盟出口的增速与欧元区的PMI指数高度相关，且滞后于欧元区PMI约6个月，这意味着中国对欧盟的出口在下半年仍将保持较高增速。

投资方面，近期政策层面释放的三个积极信号有助投资的平稳增长。其一是5月13日公布的非公经济“新36条”，已在促进民间投资，对冲国家投资增速的下滑；其二是5月20日住建部与各地方政府签订今年保障性住房责任书，意在对冲商品房投资增速的下滑；其三是近期召开的新疆工作座谈会提出2015年新疆人均GDP达到全国平均水平的目标，说明国家推进区域经济发展的力度很强，中西部地区投资增长的空间十分广阔。

按照2008年底公布的住房保障投资计划，2009~2011年期间，保障性住房建设总投资将达到9000亿元，平均每年3000亿元。该部分投资在2009年约完成1300亿元，将余下的7700亿元在今明两年平均分配，则2010年，新增的保障性住房投资（约2550亿元）可以拉动房地产投资增长7%，拉动住宅投资增长近10%。如果将余下的7700亿元等量增长地分配在今明两年（2010年3000亿，2011年4700亿），则2010年可拉动房地产投资增长4.7%，2010年可拉动增长4%。

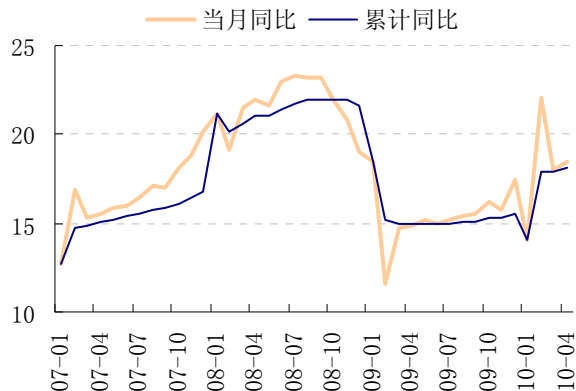
消费方面，社会消费品零售总额继续稳步增长，消费者信心指数有所上升。从结构看，耐用品增速较快，而一旦通胀预期加强，必需品将成为消费增长的新动力。

图7：欧元区PMI领先于中国对欧盟出口增速约6个月



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：社会消费品零售总额增速稳重有升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：消费者信心持续增强



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

供给因素

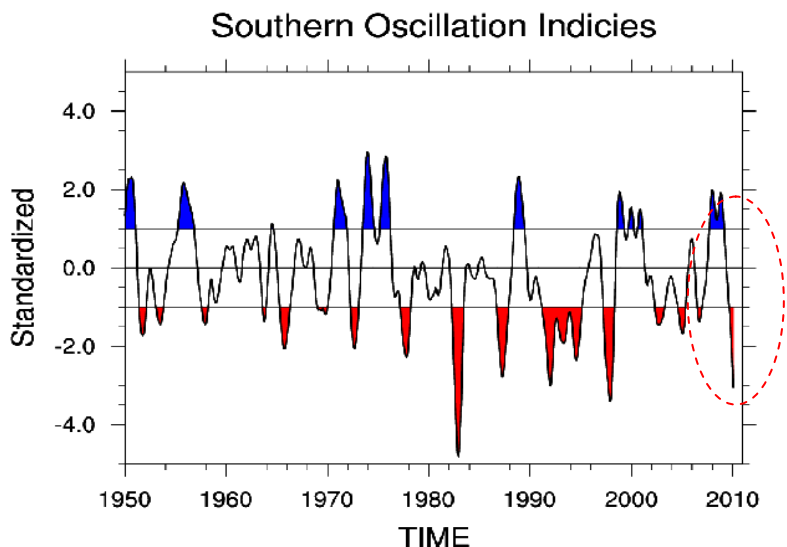
蔬菜和猪肉价格是我们担忧的风险点。

近期蔬菜价格上涨是造成CPI上涨的重要原因之一，蔬菜价格受到天气因素的影响较大。根据反映全球厄尔尼诺现象的南方涛动指数，今年将是厄尔尼诺现象十分严重的一年，恶劣天气的影响很可能加剧蔬菜价格的上涨及其影响的持续性。

猪肉价格回归均衡水平将给物价带来较大的压力，时间将出现在三、四季度。当前的生猪存栏水平正处在供需平衡点附近，然而，当前的猪肉价格已经处于去年中以来的低位，更低于2007年中以来的价格水平。猪粮比价徘徊在5: 1附近，远低于6: 1的盈亏平衡点。过低的猪粮比价将导致部分农户开始宰杀能繁母猪（可以观察到，从去年12月开始能繁母猪存栏数已经开始下降），从而造成未来猪肉供应紧张。另一方面，从猪粮比价回归均衡水平的角度看，如果猪粮比价回升至盈亏平衡点，那么猪肉价格将上升20%；如果猪粮比价进一步回升至7.4: 1的历史均值，那么猪肉价格将上升近50%！如果进一步考虑粮食价格上升的影响，猪肉价格上升的幅度将更高。从猪粮比较波动的历史来看，从低谷走向一个局部的高点时间约为4~6个月，因此猪粮比较上升带来物价压力很可能出现在今年三、四季度。

蔬菜和猪肉价格对通胀的影响还在于，消费者可以直接感受到其价格上涨，从而产生更高的通胀预期。

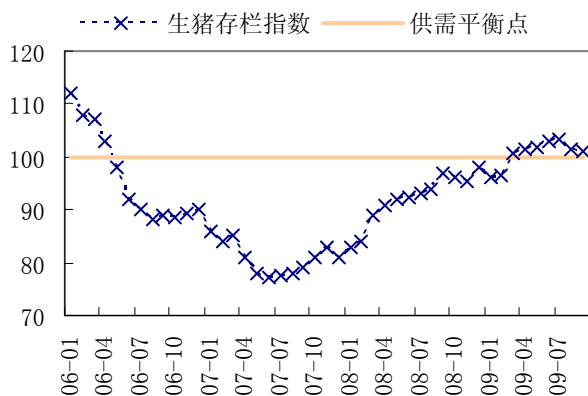
图10: 南方涛动指数显示全球厄尔尼诺现象的风险很大



注: SOI越小表示全球厄尔尼诺现象的风险越大

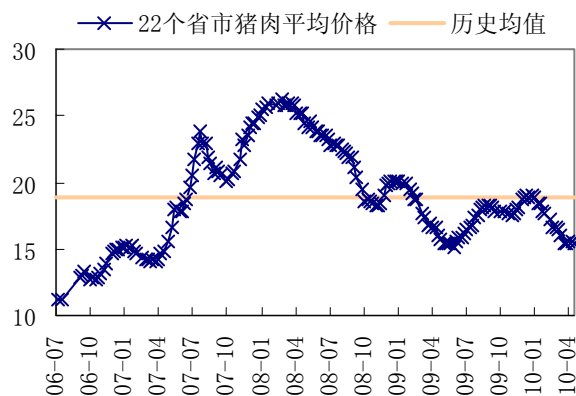
数据来源: 广发证券发展研究中心

图11: 生猪存栏指数位于盈亏平衡点附近



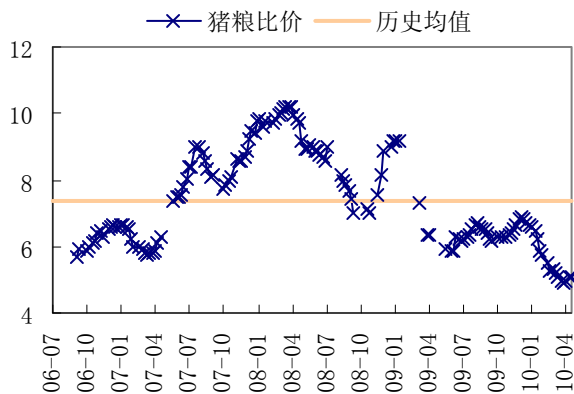
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 猪肉价格处于低位



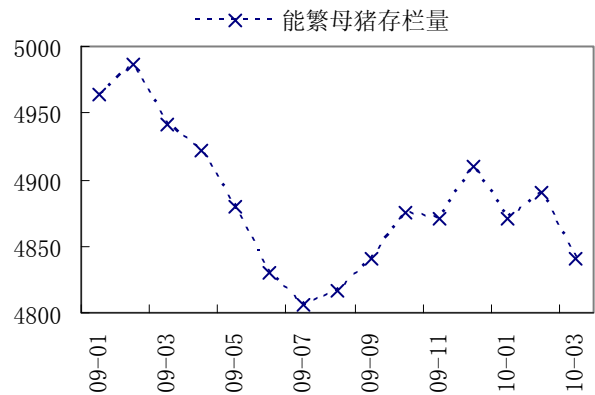
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 猪粮比价仅在5: 1左右



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 能繁母猪存栏量有所下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

本周观点

市场在地产股的带动下出现反弹，如果房产税不再征收的传言属实，那么市场情绪将有所好转，但我们认为目前市场仍未出现明显的筑底迹象：

首先，前面我们分析市场在2700点的理性估值线上破位下行，破坏了投资情绪，未来走势将由政策主导，影响投资情绪的三大政策分别是地产政策、加息和汇率政策。三大政策目前仅地产政策出现松动传言，其他两大政策走向仍未明朗。

其次，关于地产调控政策严厉程度减弱并转向的传言，我们认为如果属实，将对短期市场投资情绪产生正面影响，但是对经济基本面运行并非有利，原因在于，一方面，对地产价格过高的限制仍未见到实际成效，调控政策退出将对后续的通胀形成反弹压力，进一步提升通胀预期，另一方面，从长远看，不利于优化地方税收来源并推动土地价格的市场化改革。

但是，从地产股票的投资角度而言，我们认为投资价值开始显现：（1）从政策实施利弊看，无论是通胀还是升值，对地产投资均是有利的，如果地产控制政策出现松动，那么政策面对地产股变成利好影响。（2）从房地产行业本身看，中国房地产行业仍将分享人口红利，常态下有效需求仍将在未来3-5年中存在，使得该行业仍将继续在经济贡献中起重要作用。（3）目前的估值已经充分反映负面调控预期，一旦政策实际走向比预期好，将支持估值中枢上移。

综上所述，我们认为当前的政策环境仍不足以支持市场确认底部，但市场估值已经进入底部，未来需要进一步密切关注地产、货币、汇率政策

的变化。我们建议投资上关注四条主线：

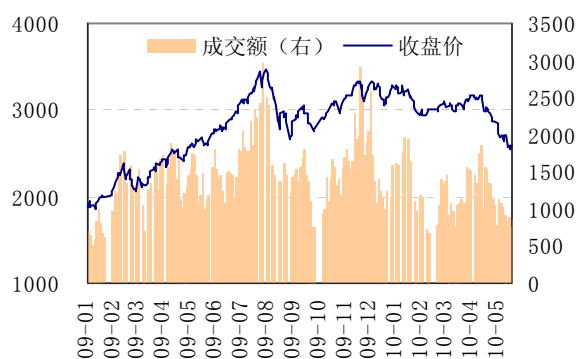
- (1) **通胀主线：**包括医药、零售、农林牧渔、黄金、公用事业等；
- (2) **新兴产业：**包括新能源、新材料、新医药、节能环保、信息等；
- (3) **超跌品种：**包括保险、地产、银行。
- (4) **确定性投资增加的品种：**包括铁路设备和军工机械。

关注指标

市场表现

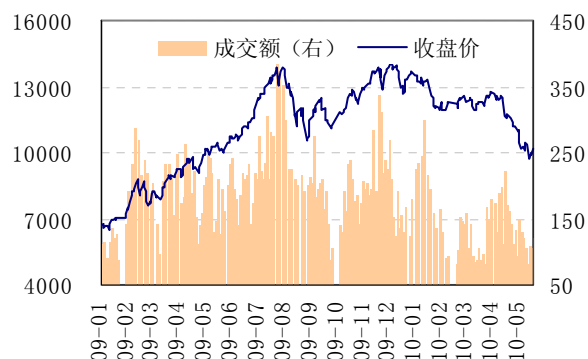
■ A股市场

图15: 上证综指上周大跌4.19%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

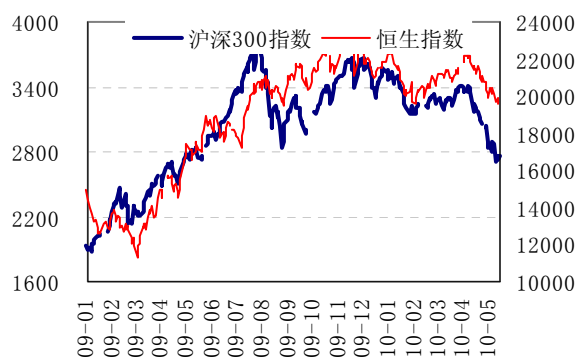
图16: 深证成指上周下跌1.17%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

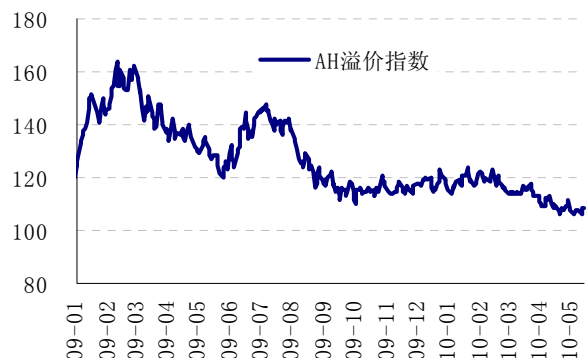
■ A股和港股

图17: 恒生指数上周下跌2.89%



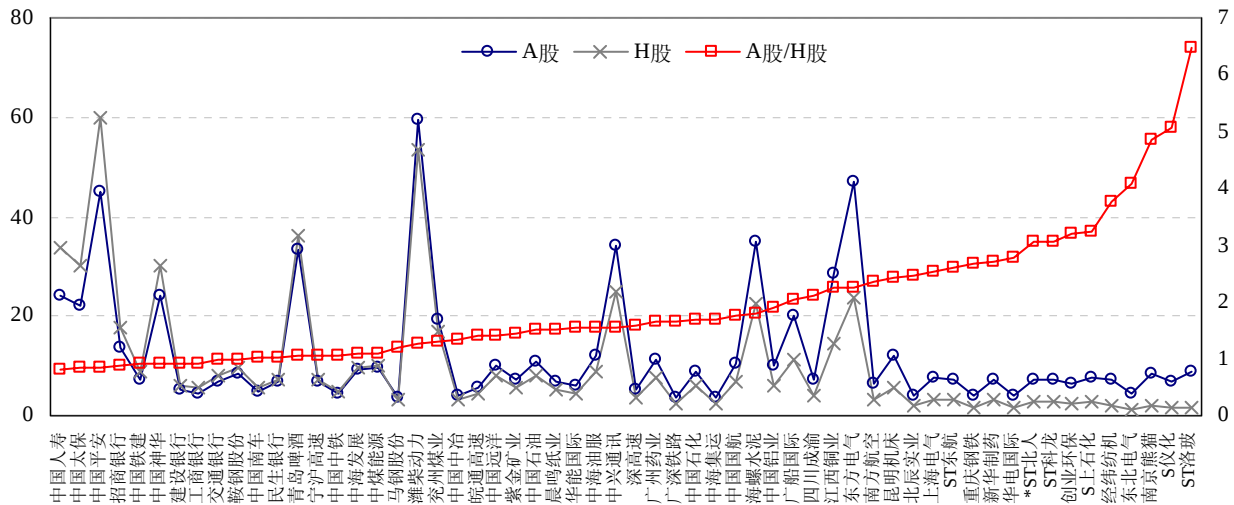
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 恒生AH溢价指数继续保持低位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

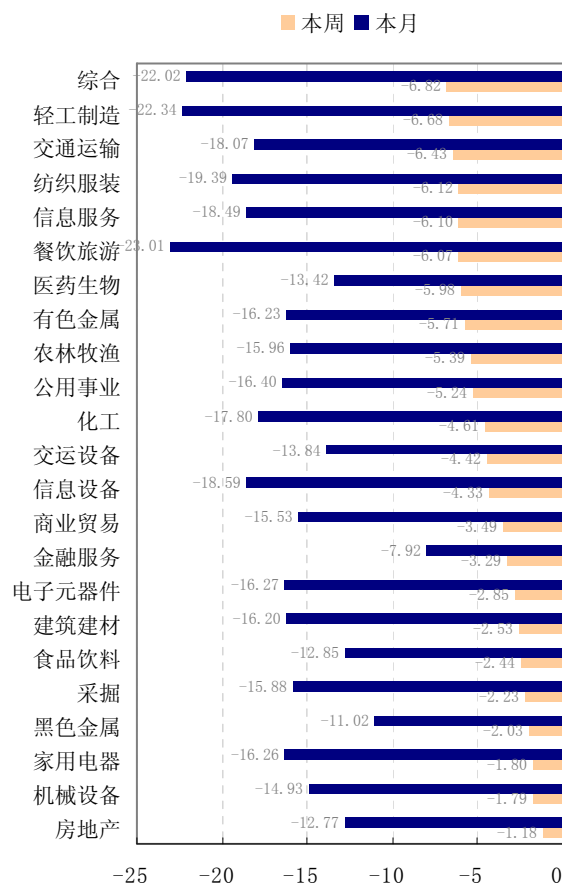
图19：恒生AH对价：AH股价倒挂家数为10家



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

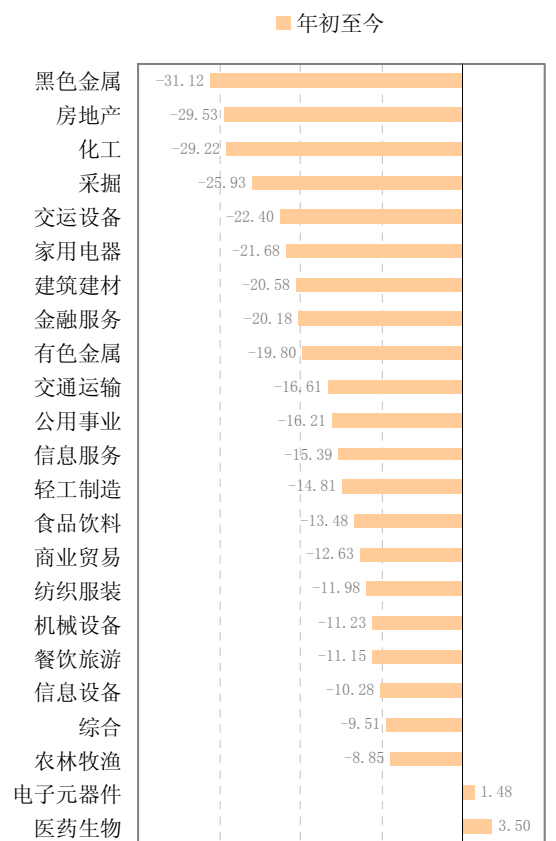
行业表现

图20：上周房地产板块跌幅最小



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

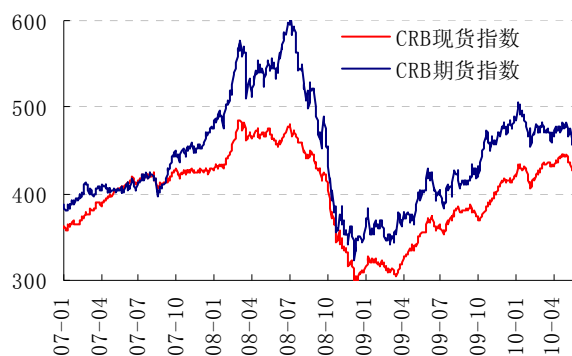
图21：今年以来医药生物表现最佳，钢铁最差



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

■ 大宗商品

图22: CRB指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 国际原油价格



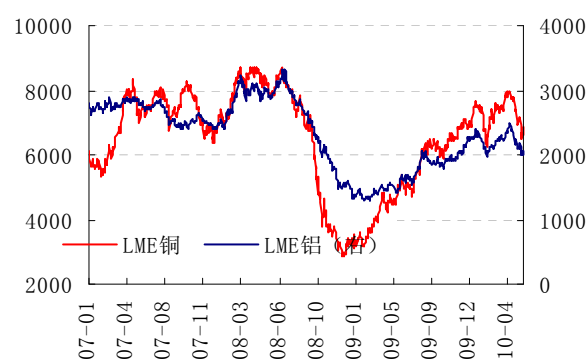
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24: 黄金现货价格



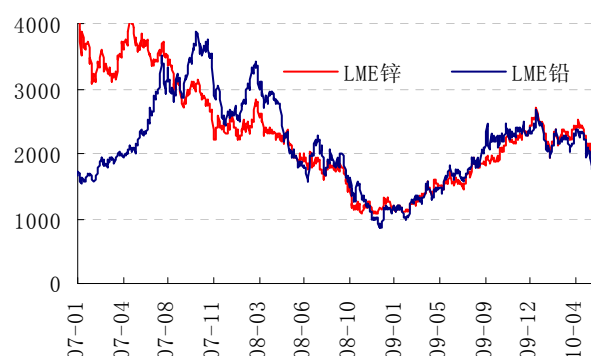
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: LME金属价格（铜铝）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: LME金属价格（铅锌）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

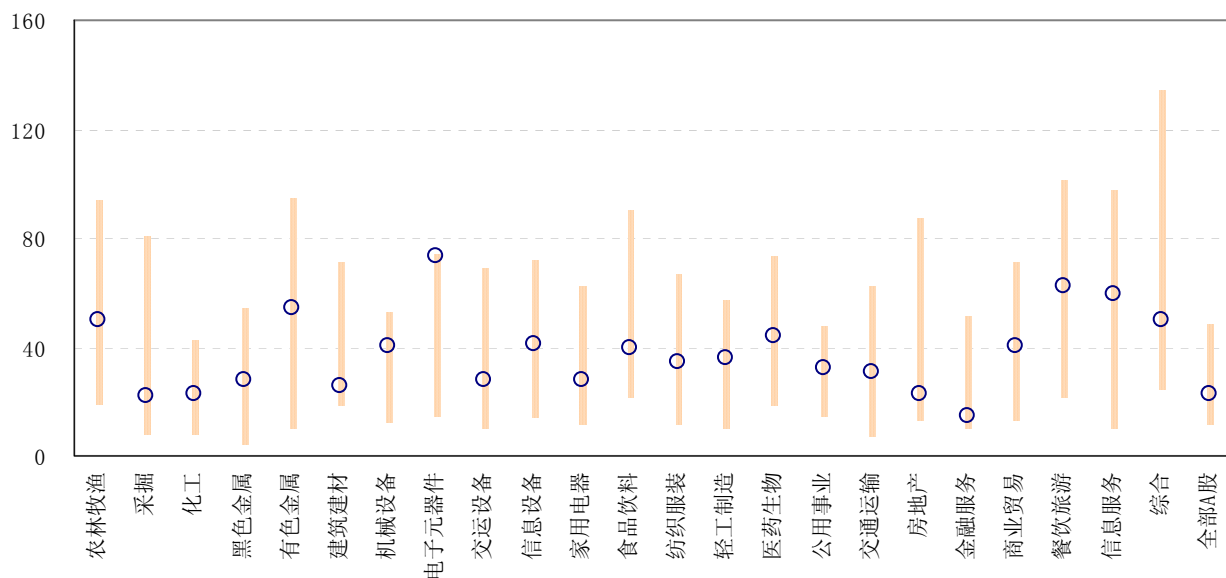
图27: LME金属价格（锡镍）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

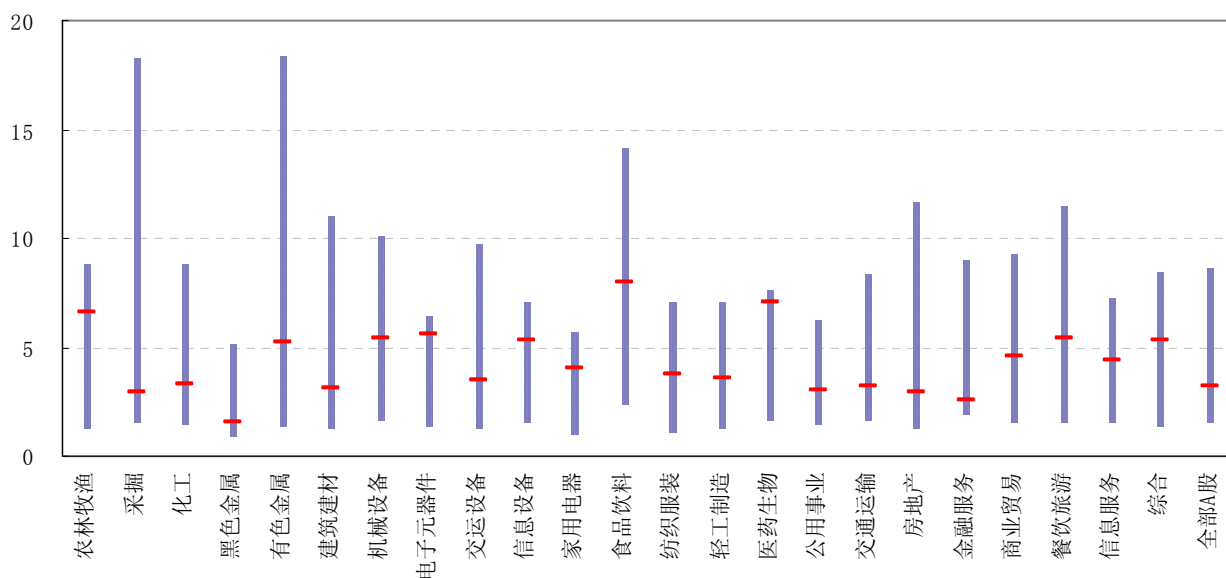
估值水平

图28: 市盈率五年波动区间



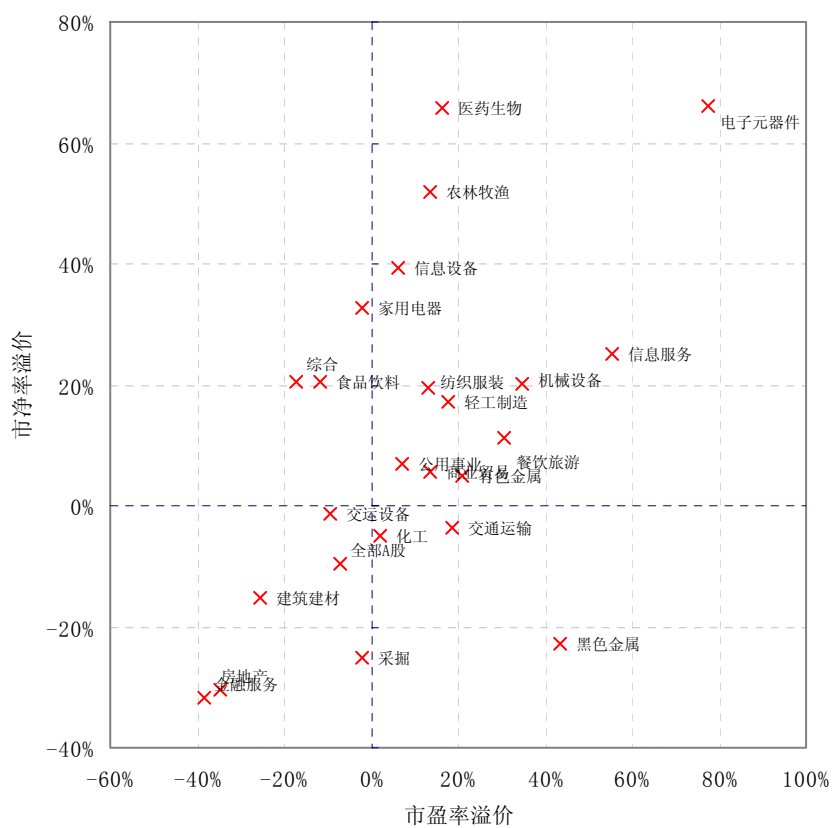
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: 市净率五年波动区间



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: 各行业市盈率和市净率相对5年历史均值的溢价



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

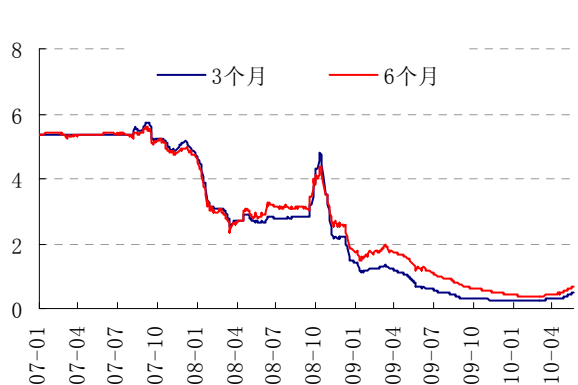
经济指标

图31: 美元指数



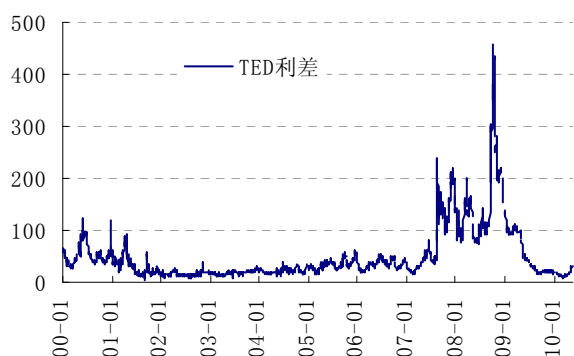
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图32: 美元Libor



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: TED利差



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图34: Baa企业债与10年期国债利差



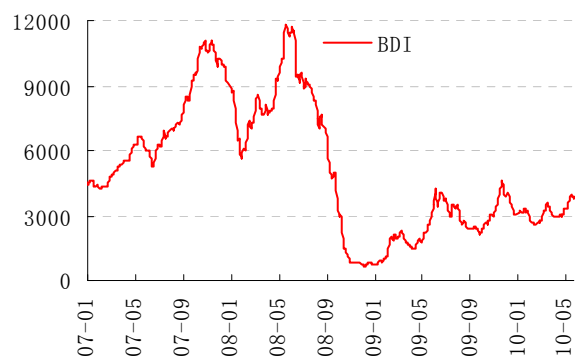
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图35: VIX



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

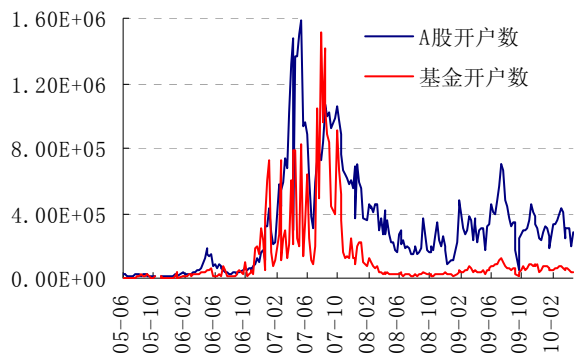
图36: BDI



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

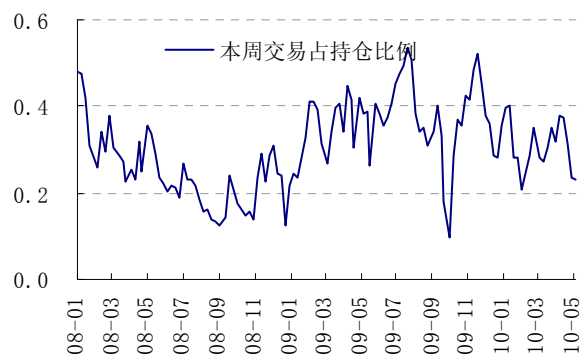
流动性

图37: 开户人数



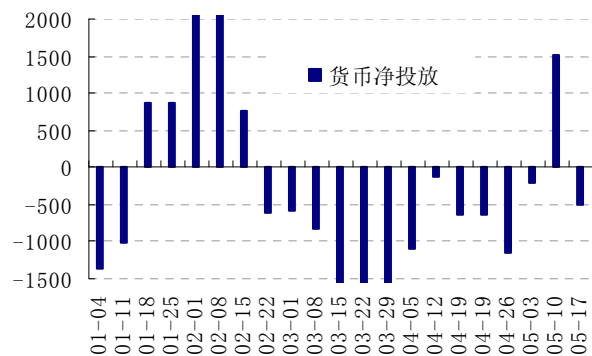
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图38: A股交易活跃程度



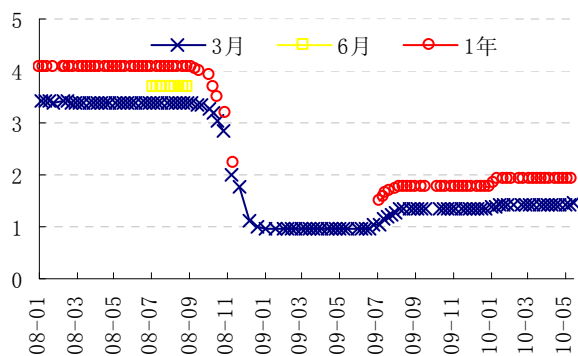
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图39: 央行货币净投放



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 央票利率发行利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。