

专题策略报告

将防御进行到底： 从滞胀走向通缩



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心结论

- 货币政策和财政政策的双退出，是目前“2010 版”中国经济从滞胀走向通缩的最主要诱因。现代经济学研究表明，除了供给短缺（如 70 年代美国石油危机）导致 5—10 年的长期滞胀以外，在经济下行周期中使用过量的经济政策（包括财政与税收政策、货币政策、贸易政策等）也会导致短期滞胀（2—4 个季度）。而形成通缩的原因则有两种可能：生产能力过剩或者有效需求不足。
- 尽管目前工业品价格出现显著下跌，但我们尚不能断言通胀压力已经减弱。中国经济长期积累的深层次矛盾（不合理的国民收入分配格局、过多的超国民待遇、低估的生产要素价格以及过低的环境维护成本）加上仍然较大的货币供应量，仍难言通胀压力减弱。目前，中国内部经济结构愈加失衡、产能过剩状况进一步恶化，新一轮经济发展方式加速转型已经在年初拉开帷幕，财政与货币刺激政策退出亦然“已在路上”。
- 多重因素叠加，中国经济很有可能由短暂的滞胀迈入中期通缩阶段。经济结构转轨将是复杂而渐进的过程，政府转型时期的政策调控将不可避免的拉低经济增速、削弱社会需求，加上数量型货币工具难以有效控制价格泡沫从资产领域向日常消费品领域扩散，价格工具将被迫使用。此外，海外需求也会因为主权债务危机进一步萎缩。在众多负面因素的叠加影响之下，中国经济很有可能由短期的滞胀（约 1—2 个季度，如果央行加息迟缓，滞胀阶段可能相对延长）迈入中期通缩阶段（约 2—3 年，即与中国经济结构转型期时间大致同步）。
- 历史经验表明，无论滞胀还是通缩阶段，防御都是较好的组合策略。中国式的滞胀状态不稳定，大概率会演变为通缩。因此，现在应该更关注中长期的通缩风险。防御性配置将会是首选策略，稳定的盈利表现有助于实现较好的防御效果。具体的行业配置请参考附表。

报告日期 2010 年 6 月 21 日

东方证券研究所策略团队

王明旭 股票策略资深分析师
8621-63325888 × 6253
wangmingxu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209100201

刘俊 组合策略资深分析师
8621-63325888 × 6109
liujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860208110153

毛楠 股票策略高级分析师
8621-63325888 × 6107
maonan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209100203

王晓李 股票策略分析师
8621-63325888 × 6108
wangxiaoli@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860108081123

杨娜 股票策略分析师
8621-63325888 × 6057
yangna@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860108111177

郑文琦 股票策略分析师
8621-63325888 × 6081
zwq@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210030005

滞胀与通缩时期 A 股市场行业配置策略

阶段	重点配置的防御性子行业	自下而上
滞胀前期	白酒、专业连锁、通信运营	具有特许价值、细分市场龙头的上市公司；下跌中后期，选择低 PB 股票、低资产负债率、每股现金流量净额较高的公司。
滞胀后期	中药、百货零售	
通缩前期	食品加工、白酒、食品制造、啤酒、生物制品、专业连锁	
通缩中期	中药、食品加工、白酒、啤酒、专业连锁、医药商业、景点	
通缩后期	化学制药、医疗器械、专业连锁、酒店	

资料来源：东方证券研究所

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

前言	5
逻辑构建	5
研究结论	6
一、滞胀和通缩的定义及成因	7
1. 滞胀的定义和成因	7
2. 通缩的定义和成因	7
二、经济结构转型的阵痛期：从短暂滞胀迈向通缩	9
1. 过度“凯恩斯竞赛”的后遗症——滞胀	9
(1) 政府债务大幅攀升	9
(2) 超额货币供应是通胀的根源	11
(3) 政策刺激的繁荣本质上难以持续	15
2. 经济步入转型期：从短暂滞胀向通缩迈进	15
(1) 内忧外患，政策推动经济增长方式加速转型	15
(2) 刺激政策将会屈于现实压力被迫退出，尤其是货币政策	16
(3) 多重因素叠加导致经济将会由短暂滞胀迈向通缩	17
三、滞胀和通缩时期的案例分析	18
1. 滞胀年代——20 世纪 70-80 年代的西方国家	18
2. 从滞胀到通缩——走出危机	21
(1) 石油危机	21
(2) 互联网泡沫破灭	21
3. 中国经验——经济收缩期的“投资时钟”	22
附录一：经济周期中的资产配置	25
1. 投资时钟的启示	25
2. 经济周期中股票的配置思路	27
附录二：滞胀与通缩下的经济模型解释	29
1. 关于滞胀的经济模型解释	29
(1) 菲利普斯曲线与卢卡斯理性预期	29
(2) 供给不足导致的滞胀	30
(3) 政府过度政策刺激导致的滞胀	31
2. 关于通缩的经济模型解释	31
(1) 总供给过剩型通货紧缩	32
(2) 总需求萎缩型通货紧缩	33
(3) 混合型通货紧缩	33

图目录

图 1：世界主要经济大国及欧洲 piggs 五国财政赤字规模占比显著上升（2007-2009）	9
图 2：世界主要经济大国公共债务占 GDP 的比重持续上升（2007-2009）	10
图 3：地方融资平台债务占政府财政比重快速上升	10
图 4：货币供应量与 CPI 的季度增速相关系数（L 表示货币的领先期数，单位：%）	13
图 5：各类企业商品价格指数（CGPI）比较	13
图 6：全国城镇储户对于物价满意度位于历史低位	14
图 7：中国农产品批发价格总指数	14
图 8：猪价上涨周期中的通胀自加强	14
图 9：领先指标 PMI 的回落支持了市场对于经济放缓的预期	15
图 10：滞胀期间各国物价年增长率	18
图 11：滞胀期间各国失业率	18
图 12：美国滞胀期间 4 次经济谷底前后 GDP、CPI 及标普涨幅	19
图 13：滞胀年份大类资产收益率比较	20
图 14：美国滞胀期间（1969-1982）各行业股票表现	20
图 15：90 年代初石油危机期间各行业股票表现	21
图 16：互联网泡沫破灭期间各行业股票表现	22
图 17：03-05 年收缩周期 A 股各阶段走势	23
图 18：07-08 年收缩周期 A 股各阶段走势	23
图 19：产出缺口与通货膨胀	25
图 20：美林投资时钟	26
图 21：股票市场在经济周期中的表现	28
图 22：短期和长期菲利普斯曲线	29
图 23：近似理性的长期菲利普斯曲线	30
图 24：总需求与总供给模型	30
图 25：总需求与总供给模型	31
图 26：两部门经济学循环	32
图 27：AD-AS 模型示意图（总供给过剩型通缩）	32
图 28：AD-AS 模型示意图（总需求萎缩型通缩）	33
图 29：AD-AS 模型示意图（混合型通缩）	34

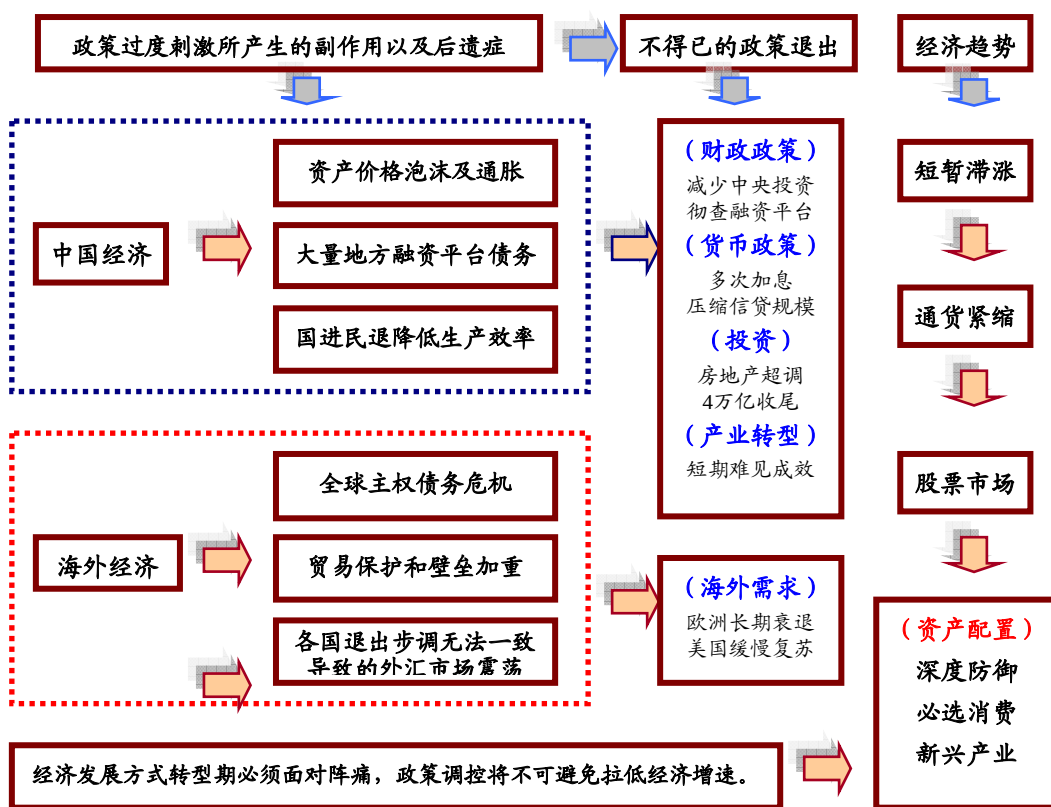
表目录

表 1：快速膨胀的地方融资平台债务是中国宏观经济运行中最大的风险因素之一	11
表 2：各国的经济刺激计划和金融救助计划一览	12
表 3：各阶段表现优异的行业汇总	23
表 4：各阶段子行业防御效果比较	24
表 5：美国各种资产真实收益率（对角线）	26

前言

中国经济可能象孩儿面，各阶段切换之快，几乎可以计入吉尼斯纪录。刚刚在热议过热，再接着就是滞胀，然后就是通缩。社会各界争论到底有没有滞胀毫无意义，因为统计数据让大家更多是“盲人摸象”。其实，抓住了中国经济在去全球化、去杠杆化的背景下的经济发展趋势，就不难理解我们目前所处的阶段。资产管理人应当为即将到来的中长期通缩做好资产组合上的准备。

逻辑构建



研究结论

货币政策和财政政策的双退出，是目前“2010 版”中国经济从滞胀走向通缩的最主要诱因。现代经济学研究表明，除了供给短缺（如 70 年代美国石油危机）导致 5—10 年的长期滞胀以外，在经济下行周期中使用过量的经济政策（包括财政与税收政策、货币政策、贸易政策等）也会导致短期滞胀（2—4 个季度）。而形成通缩的原因则有两种可能：生产能力过剩或者有效需求不足。

中国经济长期积累的深层次矛盾（不合理的国民收入分配格局、过多的超国民待遇、低估的生产要素价格以及过低的环境维护成本）加上仍然较大的货币供应量，尽管目前工业品价格出现显著下跌，但我们尚不能断言通胀压力已经减弱。目前，中国内部经济结构愈加失衡、产能过剩状况进一步恶化，新一轮经济发展方式加速转型已经在年初拉开帷幕，财政与货币刺激政策退出亦然“已在路上”。

政府转型时期的政策调控将不可避免的拉低经济增速、削弱社会需求，加上数量型货币工具难以有效控制价格泡沫从资产领域向日常消费品领域扩散，价格工具将被迫使用。此外，海外需求也会因为主权债务危机进一步萎缩。在众多负面因素的叠加影响之下，中国经济很有可能由短期的滞胀（约 1—2 个季度，如果央行加息迟缓，滞胀阶段可能相对延长）迈入中期通缩阶段（约 2—3 年，即与中国经济结构转型期时间大致同步）。

经济增长方式转轨将是复杂而渐进的过程，如能顺利从投资性经济转型为消费型经济，将奠定未来十年甚至数十年的发展基础。如果政府不能忍受经济结构调整期的阵痛，重新回归投资拉动的短期愉悦，那我们有理由会对未来的经济增长更加悲观。

一、滞胀和通缩的定义及成因

1. 滞胀的定义和成因

滞胀又称停滞性通货膨胀 (stagflation)，在经济学、特别是宏观经济学中，特指经济停滞 (stagnation)、失业以及不景气与高通货膨胀 (inflation) 同时存在的经济现象。经济一般表现为：物价上涨时期经济繁荣、失业率较低或下降，而经济衰退或萧条时期的特点则是物价下跌。西方经济学家据此认为，失业和通货膨胀不可能呈同方向发生。但是，自 20 世纪 70 年代初以来，西方各主要资本主义国家出现了经济停滞或衰退、大量失业和严重通货膨胀以及物价持续上涨同时发生的情况。西方经济学家把这种经济现象称为滞胀。

滞胀在表现形式上大体有三种：

- 1) 严重的经济停滞与严重的通货膨胀同时并发，即高停滞与高膨胀相结合，这是“滞胀”的严重的形式，1973~1975 年的世界经济危机期间美国及西欧一些国家的情况就是这样。
- 2) “滞”与“胀”此起彼伏互为消长，有时是严重的停滞、缓和的膨胀，有时是缓和的停滞、严重的膨胀，这是发达资本主义国家交替实行膨胀政策与紧缩政策的结果。如 1980~1982 年的世界经济危机后期，美、英等国的通货膨胀率下降了，但经济停滞却更加严重。
- 3) 缓和的停滞与缓和的膨胀同时出现。如 1980~1982 年危机以后的经济回升期间，美、英等国暂时出现的情况那样，这是“滞胀”的比较缓和的形式。以上无论那种形式，只是表明“滞胀”的严重程度不同，但“滞胀”却并未消失。

造成停滞性通货膨胀的原因通常认为有两点：

第一，政府过量的经济政策（包括财政与税收政策、货币政策、贸易政策等）。由于政府货币供应量过大，导致物价上涨，而物价上涨导致通胀预期，从而使得物价上涨进一步加剧；货币供给增加导致物价上涨，物价预期随之提高，在这种情况下，工人要求提高名义工资，名义工资等于原有实际工资，因此厂商解雇工人，失业率被拉回到一个与较快的价格上涨率相适应的自然失业率水平。日益增大的通货膨胀率和日益增大的失业率有相互增强的趋势，最后形成滞胀。

具体来说，如果在经济发生衰退、失业增加时，政府采用扩张性的财政货币政策提高总需求来刺激经济增长，则会破坏市场经济自动调节的机制。同时受到影响的还有内生货币供给体系，这导致失业与通货膨胀并存。

第二，另一为供给面引发之震撼，例如石油危机造成石油价格上涨，厂商无法立即反应其成本，在高成本的压力下，难以生存，企业被迫减产甚至停产，失业率因此而提高。1970 年代的滞胀，其导火线就是原油价格暴涨，而导致成本推动型通胀。

2. 通缩的定义和成因

价格和成本正在普遍下降即是通货紧缩。经济学者普遍认为，当消费者物价指数连跌两季，即表示已出现为通货紧缩。通货紧缩就是物价、工资、利率、粮食、能源等统统价格不能停顿的持续下跌，而且全部处于供过于求的状况。

与通货膨胀相反，通货紧缩意味着消费者购买力增加，但持续下去会导致债务负担加重，企业投资收益下降，消费者消极消费，国家经济可能陷入价格下降与经济衰退相互影响、恶性循环的严峻局面。通缩的危害表现在：物价下降了，却在暗中让个人和企业的负债增加了，因为持有资产实际价值缩水了，而对银行的抵押贷款却没有减少。

造成通货紧缩的原因通常认为有两点：

一是生产过剩。产品供给大于需求，大量产品销不出去，造成通货紧缩的发生。一些国家的经济尚未从根本上摆脱生产过剩的制约，以至于一旦出现问题，就会面临通货紧缩的风险。

二是有效需求不足。因受到股市低迷、投资减少的制约等负面因素影响，消费物价指数与以往相比有所下降，这也是通货紧缩产生的一个重要因素。有效需求不足和生产过剩互为因果。

二、经济结构转型的阵痛期：从短暂滞胀迈向通缩

1、过度“凯恩斯竞赛”的后遗症——滞胀

滞胀是金融危机之后政策过度刺激的必然结果。

2008 年的金融危机促使了全球凯恩斯主义的再次回归，政府干预的作用被过度夸大。凯恩斯推崇的“国家干预经济要求扩大政府支出，实行赤字经济，政府支出成为市场需求的组成部分，有利于熨平经济波动带来的增长下降。”成为反危机的唯一武器。

但事实证明：政府干预并不能消除经济的周期波动，也不能消灭经济周期，反而是每一次新的经济危机都会导致政府负债更上一层楼，使其危机调控能力更降一层。

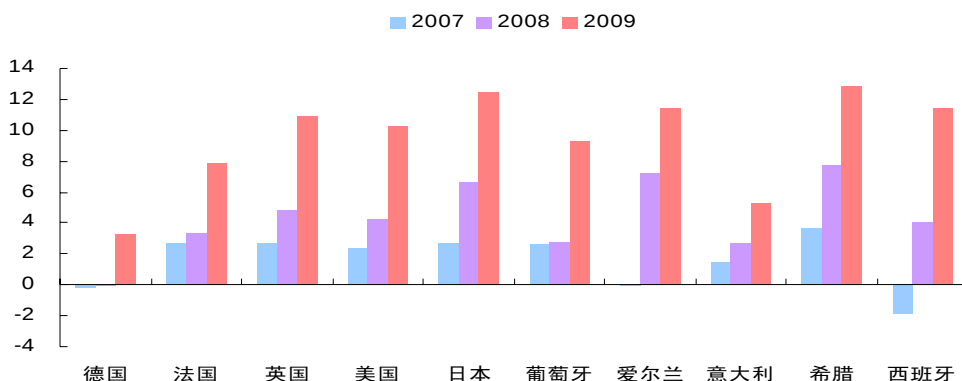
各国政府针对危机展开的“凯恩斯”后遗症在 2010 年初开始逐一显现：大规模国家干预导致的政府债务膨胀、资产价格快速上升。除了上述问题之外，中国政府的“4 万亿”刺激计划和超常规信贷投放还导致经济增长结构的更加失衡以及潜在的产能过剩。

（1）政府债务大幅攀升

截至 2010 年 2 月，全球各国负债总额突破 36 万亿美元，2011 年全球债务将超 40 万亿美元。主权债务危机是全球大规模救市政策的副产品。按照位于华盛顿的卡耐基国际和平研究基金会高级研究员 Uri Dadush 的估计，主权债务从 2007 年占世界 GDP 的 62% 上升至 2009 年占世界 GDP 的 85%。同时，在 20 国集团的平均财政赤字占 GDP 比值上升 1%，达到了 7.9%。

伴随大规模经济刺激计划的实施，金融机构负债和家庭负债向国家负债回归。在实体经济陷入衰退、私人部门收缩信贷与需求的过程中，公共部门所推行的反周期政策，推动了公共部门杠杆率的攀升。过度宽松的财政和货币政策，相当于政府把本来分散于各个经济主体（如金融机构）的风险集中于政府一身，把分散的资产负债表风险上升为集中的政府主权资产负债风险，其直接结果是公债债务水平及其融资成本的提高，公共资产负债表持续膨胀。而与之相对的是有效需求不足，发达经济体自主性投资还很疲弱。

图 1：世界主要经济大国及欧洲 piggs 五国财政赤字规模占比显著上升（2007-2009） 单位： %

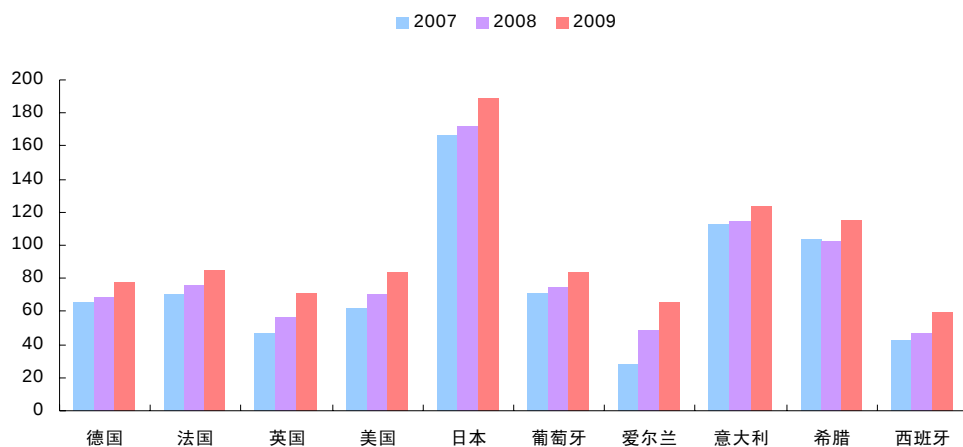


注：GDP 以当前价格计算。

数据来源：国际货币基金组织世界经济展望数据库（2010 年 4 月），东方证券研究所

图 2：世界主要经济大国公共债务占 GDP 的比重持续上升（2007-2009）

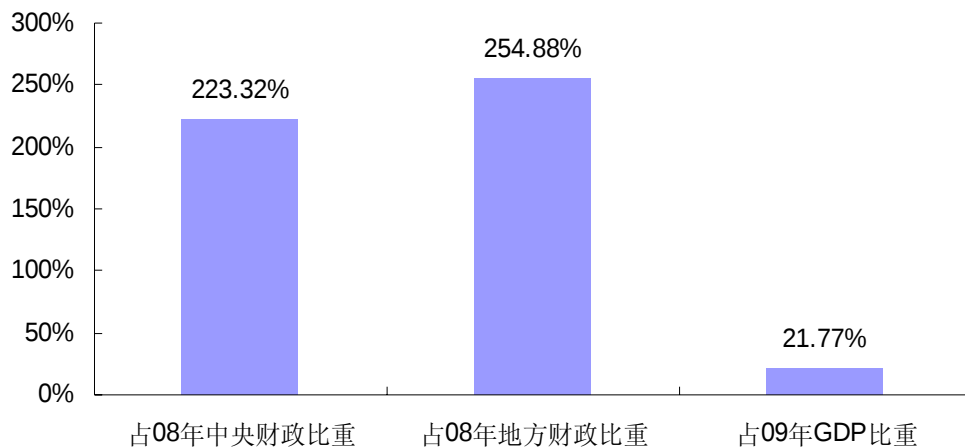
单位： %



注：GDP 以当前价格计算

数据来源：国际货币基金组织世界经济展望数据库（2010 年 4 月），东方证券研究所

截至 2009 年末，国内主要商业银行的地方融资平台贷款余额已达 7.38 万亿元，同比增长 70.4%。占一般贷款余额的 20.4%，相当于 2009 年中国 GDP 的 22%。全年新增贷款 3.05 万亿元，占全部新增一般贷款的 34.5%。2010 年前 4 个月 3.3 万亿新增贷款中有 40% 流入到地方融资平台，我们估算，截止 2010 年 4 月底，国内主要商业银行的地方融资平台贷款余额已达 8.7 万亿元。

图 3：地方融资平台债务占政府财政比重快速上升


数据来源：东方证券研究所

由于地方政府融资直接关系到商业银行的风险，今年 4 月 20 日，银监会内部已将地方政府融资平台贷款风险问题列为要务，要求各银行将此类贷款“解包还原、逐个排查”，并要求银行 6 月底以前完成对融资平台贷款的自查、整改和保全，7 月上报结果。

来自银监会的统计数据显示：到去年 5 月末，全国各省、区、直辖市合计设立 8221 家投融资平台公司，其中县级平台高达 4907 家。而从地方平台公司贷款债务与地方政府财力对比看，债务率为

97.8%，部分城市平台公司贷款债务率超过 200%。近一年来积聚膨胀的地方政府债务，也会成为中国宏观经济运行中最大的风险因素之一。

表 1：快速膨胀的地方融资平台债务是中国宏观经济运行中最大的风险因素之一

时间	地方融资平台债务问题
2008 年初	地方政府投融资平台的负债总计为 1 万多亿元
2009 年 3 月 23 日	央行和银监会联合发文要求“支持有条件的地方政府组建投融资平台，拓宽中央政府投资项目的配套金融渠道”。
2009 年 6 月	全国地方政府负债超过 5 万亿。
2009 年 12 月	地方政府融资平台贷款余额（除票据外）约为 7.38 万亿元，其中 2009 年新增额为 3 万亿元，占一般贷款余额的约 20%
2010 年 1 月 19 日	国务院第四次全体会议上，温家宝把“尽快制定规范地方融资平台的措施，防范潜在财政风险”列入今年宏观政策方面重点抓好的工作之一。
2010 年 1 月下旬	银监会口头叫停地方政府融资平台贷款，加强地方政府融资平台风险管控是 2010 年银行业信贷监管的重中之重
2010 年 4 月 20 日	刘明康表示，中国各银行业金融机构应做好地方政府融资平台贷款风险管控工作，年内基本完成对坏账的核销。要求在二季度末前做好有关贷款的重组和保全；5 月，监管当局将就融资平台贷款风险整顿向国务院做阶段性报告，6 月底以前完成对融资平台贷款的自查、整改和保全，7 月上报结果
2010 年 4 月 20 日	全国地方政府负债大约达到 8.7 万亿。
2010 年 5 月 27 日	温家宝主持召开国务院常务会议，部署加强地方政府融资平台公司管理。

数据来源：东方证券研究所

基金组织世界经济展望数据库（2010 年 4 月），东方证券研究所

（2）超额货币供应是通胀的根源

无论何时何地，通货膨胀都是一种货币现象。想要控制通货膨胀，只需要控制货币供给。

——米尔顿·弗里德曼

20 世纪 70 年代所发生的高通胀是较为近期的过度刺激的例子，他最终演变成了重要的、全球性的威胁。这个事件是中央银行在 20 世纪所犯下最大的、集体性的错误之一，它造成通货膨胀率在英国超过了 25%，在日本大约为 20%，在法国为 15%，在美国为 10%。

实际上，在 2008 年底各国央行高举凯恩斯旗帜向金融危机宣战的那一刻起，通胀的种子已经深深埋藏在未来经济通往复苏的道路之上了。

同样，在 2009 年中国商业银行完成接近 10 万亿新增信贷投放的同时，通胀已经不可避免。从房产、股票到大蒜、绿豆和玉米，直到最新的电子元器件产品（电阻、电容），都已经成为现实之中最好的明证。

表 2：各国的经济刺激计划和金融救助计划一览

国家	经济刺激计划金额		救市计划金额
	金额	基础设施建设部分	
美国	7870 亿美元	2400 亿美元	7000 亿美元
日本	估计 16000 亿美元(150 万亿日元)	不详	1200 亿美元
欧盟	419 亿美元 (300 亿欧元)	不详	
英国	298 亿美元 (200 亿英镑)	不详	5215 亿美元 (3500 亿英镑)
法国	363 亿美元 (260 亿欧元)	147 亿美元(105 亿欧元)	5032 亿美元 (3600 亿欧元)
德国	1145 亿美元 (820 亿欧元)	770 亿美元 (550 亿欧元)	6989 亿美元 (5000 亿欧元)
意大利	1118 亿美元 (800 亿欧元)	232 亿美元 (166 亿欧元)	不详
印度	600 亿美元	200 亿美元	250 亿美元
荷兰	83 亿美元 (60 亿欧元)	不详	不详
西班牙	153 亿美元 (110 亿欧元)	112 亿美元 (80 亿欧元)	419 美元 (300 亿欧元)
俄罗斯	2000 亿美元	不详	不详
澳大利亚	32 亿美元 (47 亿澳元)	32 亿美元 (47 亿澳元)	不详
中国	5844 亿美元 (4 万亿人民币)	3067 亿美元 (2.1 万亿人民币)	不详
合计	35925 亿美元	6960 亿美元	26105 亿美元

资料来源：东方证券研究所

根据货币数量论的观点，通货膨胀最终都是货币的表现。通过简单的相关系数分析可以发现，自 96 年以来，货币供应量增速平均会领先 CPI 和 PPI 大约 1-3 个季度。尽管更严格的计量分析由于方法选择的不同会有不同的结果，但大致来讲，货币供应的增长最终都会通过或长或短的时间反映到物价上来。

如果从广义的通货膨胀角度看，09 年房地产、股票等资产价格的暴涨，实际上已经体现出了明显的“通货膨胀”，这也对普通居民形成通胀预期起到了推波助澜的作用。如果政府未来不采取足够积极的措施进行调控，这种通胀预期很可能演变为真实的通货膨胀，可能对未来经济的平稳增长造成更大的危害。

因此，我们认为，在物价总水平大幅提高之时，来源于货币供应高速增长的原始推动力最终将在未来的 2-4 月内以一种极端的方式全面推高通胀水平。

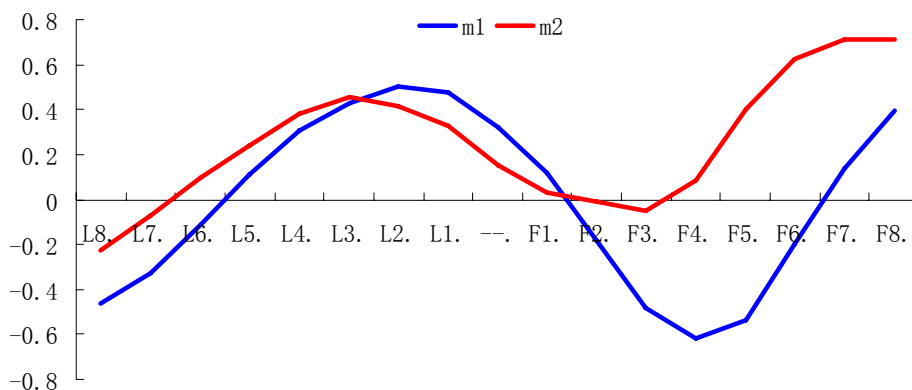
由于统计范围有所偏差等多方面原因，国家统计局所公布的 CPI 绝对水平与群众实际感知物价水平有较大差异，因此，我们弃用传统的 CPI，而综合采用其他指标来判断当前的实际通胀水平，具体包括 PMI 购进价格指数、央行发布的物价满意度、企业商品价格指数 (CGPI)、中国农产品批发价格总指数。目前，无论是从这些指标，还是从各种价格的绝对水平来看，涨价实际上早已到来。

目前，截止 2010 年 4 月 30 日，中国农产品批发价格总指数达到 169.6，与上轮高点相比已属相对高点。如果考虑后期猪价上涨的因素，那么我们认为，未来农产品价格超越上轮高点将是大概率事件。此外，考虑到猪价对于物价的巨大影响，我们认为，在当前价格周期背离的情况下，生猪价格的上涨很可能将进一步加剧物价上涨的幅度，并由此形成一种通胀自加强效应。实际上，这种情况在 2008 早已出现，尽管目前仍未显现，但隐忧却依然存在。

最后，工资普遍上升造成新的通胀压力。据农业部调查数据，民工的实际工资增长了 14%，远远超过了 GDP 增长的速度。今年年初，各地纷纷上调最低工资标准，有的增长幅度甚至超过了 20%。工资上升，收入增加，对通胀的含义不言而喻。

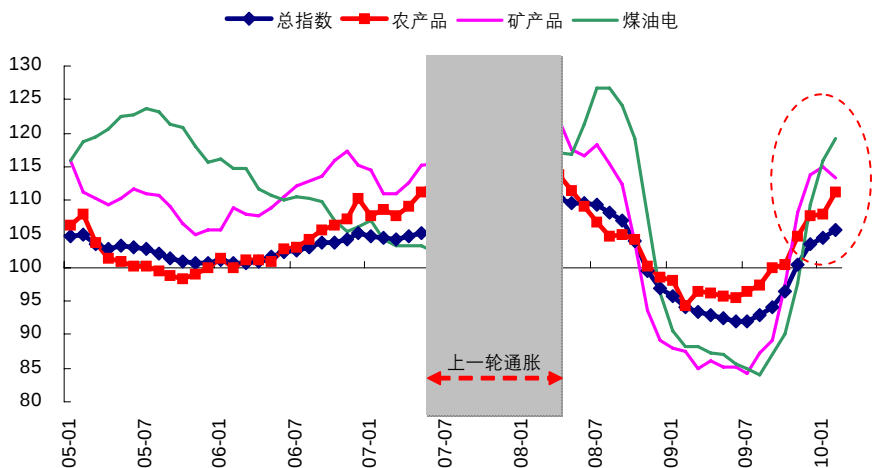
无论如何，通过货币推升的资产价格上涨向 CPI 的传递是不可避免的。最终的解决手段必须还要回归到控制货币的途径之上。

图 4：货币供应量与 CPI 的季度增速相关系数（L 表示货币的领先期数，单位：%）

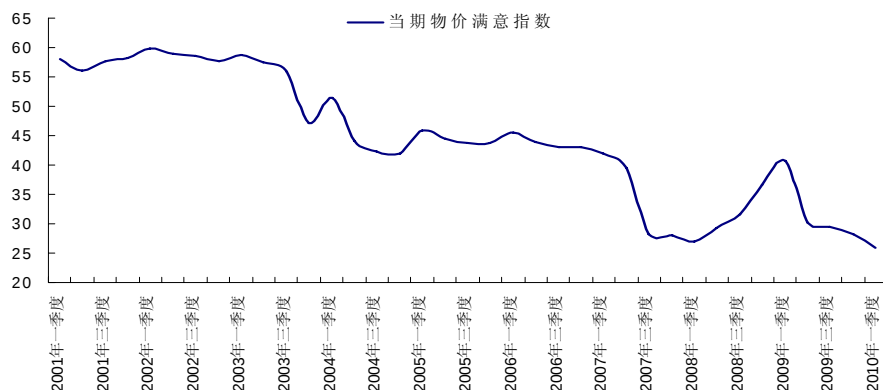


资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

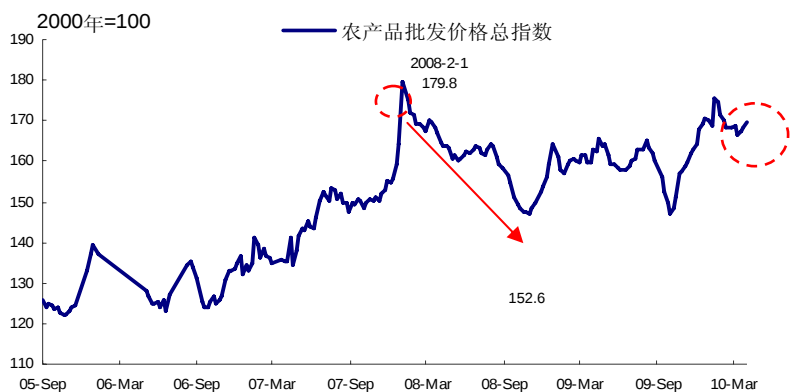
图 5：各类企业商品价格指数（CGPI）比较



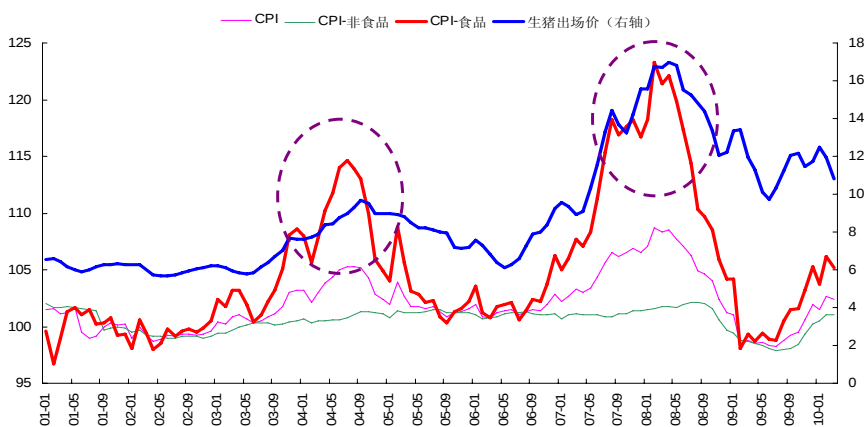
资料来源：农业部，东方证券研究所

图 6：全国城镇储户对于物价满意度位于历史低位


资料来源：《季度全国城镇储户问卷调查综述》，东方证券研究所

图 7：中国农产品批发价格总指数


资料来源：WIND，东方证券研究所

图 8：猪价上涨周期中的通胀自加强


资料来源：发改委，全国畜牧总站，东方证券研究所

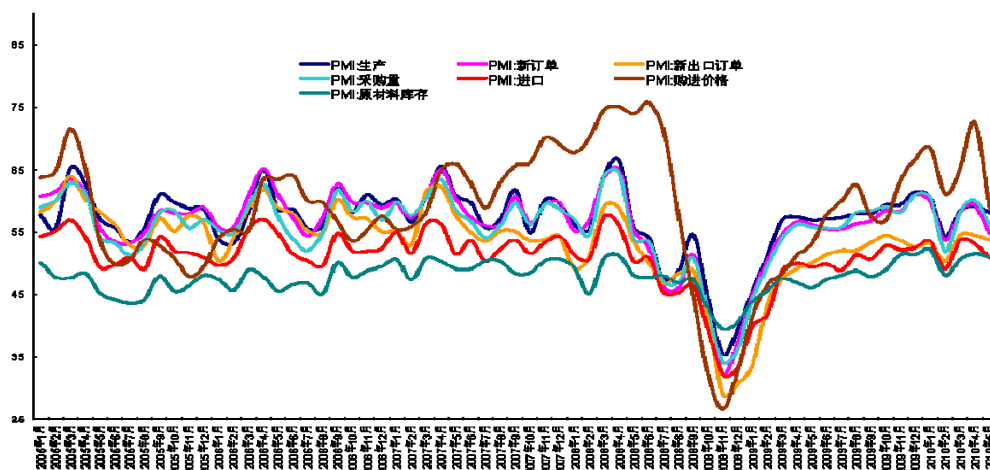
（3）政策刺激的繁荣本质上难以持续

无论是刺激投资，还是扩大货币供给，都是希望将经济维持在繁荣期的水平，希望不要出现下滑。殊不知，繁荣期的经济增长本身是不可持续的。因为驱动繁荣期经济增长的投资本身就是建立在强制储蓄之上，而自愿的储蓄是支持不了这么高的投资的，这也就意味着繁荣期的经济增长是一种超越正常增长速度的一种增长，本身就是不合理的，不可持续的，本身就是需要调整的。

危机正是一种必要的调整纠偏，然而政府出台的各种救市措施都是希望维持这种不合理的经济增长水平。短期看，我们的目标是达到了。我们的经济在危机期间仍保持了令人满意的增长水平，我们称之为“复苏”。但是这种复苏是建立在浮沙之上，是不可持续的。

事实上，如果试图通过注入货币来刺激经济，那么人们就会预期出现通货膨胀。企业会提高价格，而且工人也会要求更高的工资，以抵消通货膨胀。结果将会出现“滞胀”。（这样的情景正在我们现实经济生活中发生。）

图 9：领先指标 PMI 的回落支持了市场对于经济放缓的预期



资料来源：Wind，东方证券研究所

2、经济步入转型期：从短暂滞胀向通缩迈进

中国经济长期积累的深层次矛盾（不合理的国民收入分配格局、过多的超国民待遇、低估的生产要素价格以及过低的环境维护成本）加上仍然较大的货币供应量，尽管目前工业品价格出现显著下跌，但我们尚不能断言通胀压力已经减弱。目前，中国内部经济结构愈加失衡、产能过剩状况进一步恶化，新一轮经济发展方式加速转型已经在年初拉开帷幕，财政与货币刺激政策退出亦然“已在路上”。

（1）内忧外患，政策推动经济增长方式加速转型

在中国经济度过了危机中最困难的一年后，尽管经济出现明显回升，但也必须清醒的认识到：

一方面，2008 年爆发的世界经济危机是二战以来的最严重危机，不仅持续时间较长，而且复苏过程缓慢，世界经济格局经过此次危机后的调整将以何种方式重新走向繁荣，还尚未可知。未来外部需求减少对中国经济运行的深刻影响，尽管现在还难以预测，但不可否认，我国经济继续以外部需求主导增长的道路将面临更严峻的挑战。

另一方面，当前，我国经济运行中的诸多深层次矛盾和突出问题依然存在：首先，政府主导的投资增长成为经济发展支撑力量，私人部门投资意愿不强，市场配置资源的基础作用难以充分发挥，制约了结构调整的进程，甚至加剧了结构扭曲；其次，城乡二元分割，两者收入差距逐步扩大，以医疗、教育、住房、社会保障为基本内容的公共服务体系不完善，是制约国民收入分配格局调整、扩大居民消费乃至三次产业结构调整、发展的重要因素；此外，资源价格尚未理顺，资源环境压力日益突出，从而影响国内经济的健康发展。

总而言之，外部环境的不确定性以及内部经济发展模式的不可持续性都在迫使我们必须思考经济体制、经济发展方式等长远问题。事实上，增长方式转型在本质上是制度问题。当前，深入推进体制改革是加快转变经济发展方式、实现经济可持续发展的根本途径，中国经济体制改革向“深水区”迈进是大势所趋。不仅对当前我国经济状况具有现实的紧迫性，而且对于迎接世界经济格局调整后可能带来的新挑战具有重大意义。

以今年以来的房地产行业为例，种种迹象表明，这一轮调控不同于以往。一方面，承接 2008 年因国际金融危机而中断的调控，坚决遏制房价上涨，并以“战略性新兴产业”代替了房地产行业的持续十年左右的国民经济支柱地位；另一方面，调控政策也直接指向困扰房地产行业的诸多根本性问题，如土地招拍挂制度、房产税等，其中暗含的国家宏观经济结构调整、财税制度改革的深层寓意不言而喻。

今年以来严厉的房地产行业调控、扶持战略性新兴产业成为未来的经济支柱、落后产能淘汰力度大幅加码等一系列政策的出发点和落脚点都是为了加快经济发展方式转变。这种转轨将是复杂而渐进的过程，如能顺利从投资性经济转型为消费型经济，将奠定未来数年的发展基础。但不可否认，在当前发展方式阶段转型期，经济遭遇“滞胀”乃至“通缩”的阵痛几乎无可避免，

（2）刺激政策将会屈于现实压力被迫退出，尤其是货币政策

不可否认，加息将会成为当前政府最为困难的抉择。欧洲债务危机仍在继续蔓延，过早实行从紧的货币政策，将可能导致经济二次探底风险；地方政府债台高筑，如果加息一个百分点，就意味着地方政府将要付出将近 1000 亿人民币的利息；而现实之中大蒜、绿豆、玉米乃至电子元器件等价格的飙升已经折射出流动性超额供应以及货币成本低廉的巨大负面作用。

泡沫之本在于流动性过剩。倘仅以房贷等微观手段进行管控，即使泡沫暂时从房地产市场挤出，却仍可能在其他领域形成资金潮涌。刺激政策的后遗症——流动性过剩和资产泡沫已经在大面积显现。

复杂格局之中，泡沫威胁之下，收紧流动性需要实质性动作。诚然，在央行的政策工具选择中，数量型工具可直接回收流动性，其运用也较得心应手。然而这一工具后续空间相当有限，且只能满足一时之需，并不能解决资金价格扭曲。而资金成本过低不但在短期内成为集聚泡沫的强大动力，更

为大量低效的项目得以持续提供绝好的温床。目前担心影响经济复苏而迟迟不加息，反而会在长期内影响结构调整和经济整体质量。

果断决策，适时加息，应当是行动的时候了。若自缚手脚、贻误治理的最佳时机，致使日后不得不大幅猛烈加息，对经济造成的冲击会更大，所付代价将会更加高昂。

（3）多重因素叠加导致经济将会由短暂滞胀迈向通缩

始于 08 年末的过度刺激政策的副作用以及后遗症正在全面显现：中国内部经济结构愈加失衡、流动性催生的资产泡沫不断膨胀、私人部门投资日趋萎缩、产能过剩状况进一步恶化、地方政府债台高筑。事实上，针对日益严峻的经济形势，进入 2010 年以来，中央高层已经开始着手对于之前过度的刺激政策进行纠偏，中国新一轮经济发展方式转型已经在年初拉开帷幕，货币刺激政策退出亦然“已在路上”。

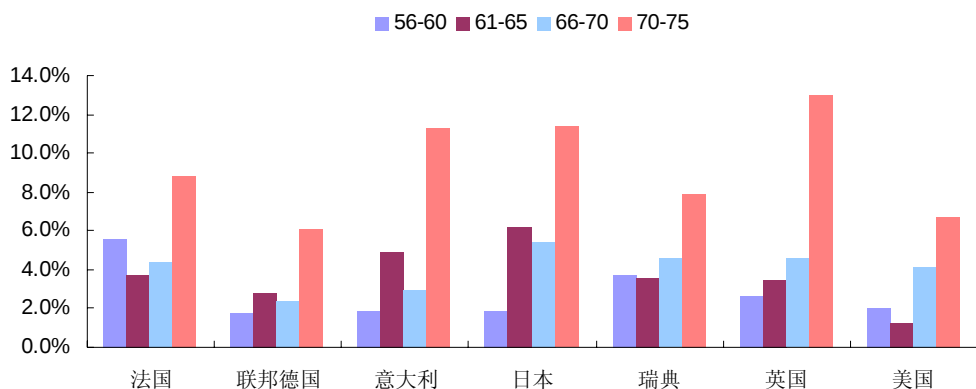
政府转型时期的政策调控将不可避免的拉低经济增速、削弱社会需求，加上数量型货币工具难以有效控制价格泡沫从资产领域向日常消费品领域扩散，价格工具将被迫使用。此外，海外需求也会因为主权债务危机进一步萎缩。在众多负面因素的叠加影响之下，中国经济很有可能由短期的滞胀（约 1-2 个季度，如果央行加息迟缓，滞胀阶段可能相对延长）迈入中期通缩阶段（约 2-3 年，即与中国经济结构转型期时间大致同步）。

三、滞胀和通缩时期的案例分析

1. 滞胀年代——20 世纪 70-80 年代的西方国家

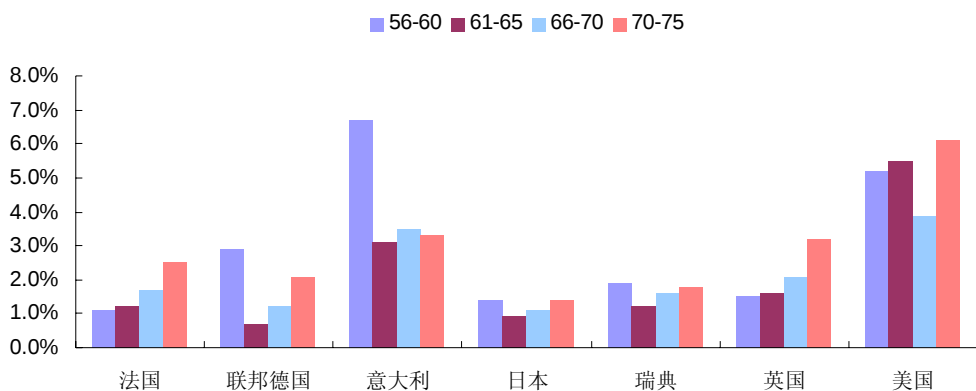
20 世纪 70—80 年代，西方主要发达国家先后都出现了“滞胀”现象。在生产下降和失业率猛增的同时，物价不但没有下跌反而普遍大幅度上涨，成为高通货膨胀率、高失业率和低经济增长并存的独特经济现象。

图 10：滞胀期间各国物价年增长率



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 11：滞胀期间各国失业率



资料来源：CEIC，东方证券研究所

对于当时以美国为首的滞胀，从时间上来看，基本可以分为 4 个阶段：

第一阶段（1970-1972），60 年代末，在经济增长放缓之后，美国开始大幅提高货币增速，受此刺激，美国经济开始恢复，然而在其他经济体受制于布雷顿森林体系和史密斯协定，被迫接受扩张政策，从而带来了全球流动性的上升。1972 年，商品价格开始上涨。

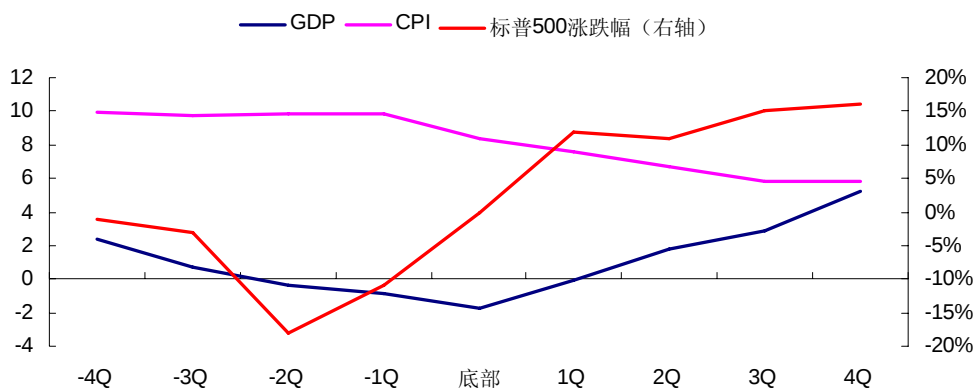
第二阶段（1973-1974），73 年初，通胀开始上升后，美国开始加息，其他央行也几乎同时开始加息，但 73 年 10 月第一次石油危机爆发，油价开始飙升，商品价格在流动性的带动下继续上涨；而股市开始下跌，全球经济出现下滑，失业率开始上升。

第三阶段（1975-1977），由于仍处于凯恩斯主义统治阶段，因此美国政府不顾经济下滑，开始指导货币政策再次放松。流动性的增加为第二次通胀埋下种子，股票市场迎来一波反弹。同时，尽管这一阶段末期，央行开始逐步依次加息，但在股票价格从 77 年流动性的推动下又再次上升，

第四阶段（1978-1982），第二次石油危机前，商品价格已经开始进入上涨通道，美国于 1978 年颁布了所谓的《汉弗莱 霍金斯法案》(Humphrey Hawkins Act)，要求美联储在二战后制订的“全面就业”的原始政策目标之上，再加入价格稳定。这为后来的美联储主席保罗·沃尔克在解决两位数通胀时采取果敢行动奠定了法律基础。79 年石油危机再次爆发，通胀已经难以控制，宣告了全球博弈以失败结束，美国和其他国家央行将利率提高到两位数，才结束了 70 年代历史般的全球大通胀。

在“滞胀”阶段，美国共经历了 4 次经济危机，按照 NBER 的统计资料，经济谷底分别为 1970 年 11 月，1975 年 3 月，1980 年 7 月，1982 年 11 月，平均 GDP 同比增速-1.7，持续时间平均在 1 年左右。物价方面，在经济陷入低谷之后，物价水平有所下降，CPI 同比在 6-10%范围波动。与此同时，股票市场也经历了较大幅度的波动。

图 12：美国滞胀期间 4 次经济谷底前后 GDP、CPI 及标普涨幅

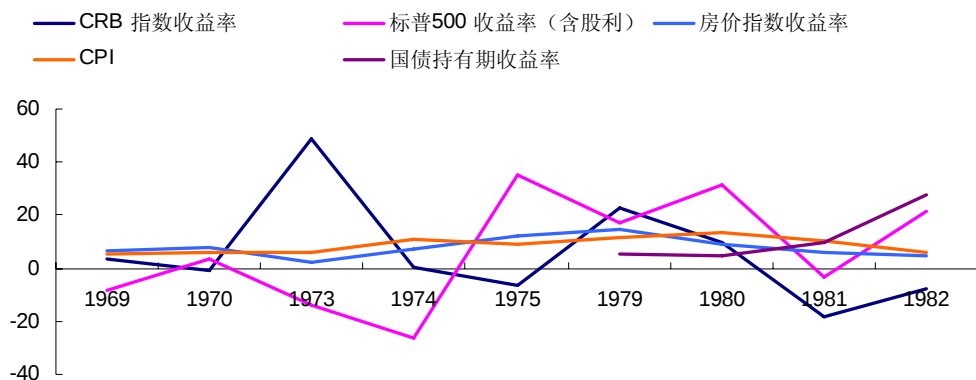


资料来源：CEIC，东方证券研究所

从大类资产收益率来看，以 CPI 为基准进行比较，我们发现，

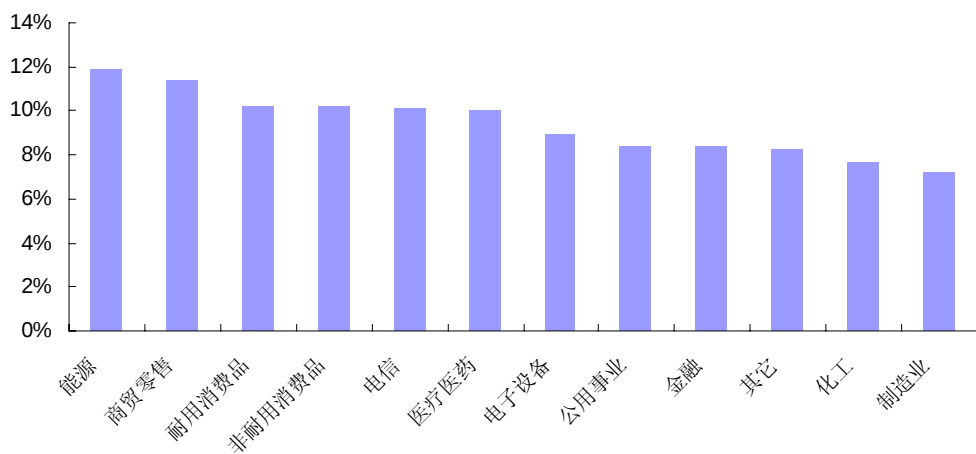
- (1) 石油和黄金是最优配置资产。其中石油的表现最为优异，这与两次石油危机期间的油价暴涨和布雷顿森林体系崩溃后黄金价格暴涨有关，但 CRB 指数并未跑赢 CPI，说明大多数工业金属和农产品表现不佳；

- (2) 房产略输于CPI。说明即使是房产，也难以在“滞胀”期间保值；
- (3) 债市绝大多数期间是熊市，跑不赢CPI。但82年开始降息后，国债和企业债才录得超额收益；
- (4) 即使考虑股息，股市也难以跑赢CPI，基本呈现熊市震荡格局。

图 13：滞胀年份大类资产收益率比较


资料来源：CEIC，东方证券研究所

行业股票表现方面，能源、商贸零售、消费品、电信和医药表现较好，而制造业、化工和金融表现较差。

图 14：美国滞胀期间（1969-1982）各行业股票表现


资料来源：CEIC，东方证券研究所

2、从滞胀到通缩——走出危机

（1）石油危机

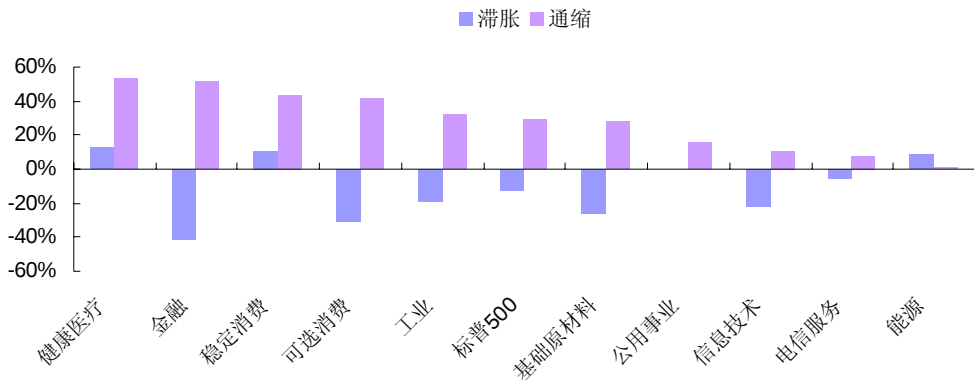
1990 年 7 月，波斯湾战争的爆发导致国际油价在短时间内迅速翻番，同时美国经济在自身的经济周期下也有调整的压力，1990 年 3 季度美国经济停止了增长，并在 4 季度与 1991 年 1 季度分别负增长 3% 与 2%（环比）。1991 年 3 季度，美国经济开始复苏。1992 年油价跌回了 17 美元。尽管这次危机持续时间很短，但却是一次典型的从滞胀到通缩。

这一次过程可以分成两个部分，第一从 89 年 9 月到 90 年 11 月，美国经济进入滞胀阶段，第二从 1990 年 12 月到 1991 年 12 月，美国经济进入通缩阶段（美联储在 1990 年中期开始减息放松银根）；第三从 1991 年 12 月到 1994 年 4 月，经济开始复苏。

股票市场表现上，90 年 6 月标普指数创下最高 366 点，并快速调整到 10 月份，达到最低 295 点，下跌幅度达 20%，此后，故事反弹创出新高，1991 年底开始进入 90 年代的牛市中。

行业表现上，在 1990 年的滞胀阶段，美国股市行业以防御为主，健康医疗与稳定消费都是明显的防御类品种，而此时国际油价的快速上涨使能源表现也位居前列；而紧缩的货币政策以及不断减弱的需求使金融和可选消费表现最差。而在 1991 年的通缩期间，金融表现则跃居第二，可选消费同样表现出色，能源价格大跌，使这段时期能源行业表现最差，不过糟糕的经济尚未过去，市场仍然需要防御，因此健康医疗和稳定消费是位于最好的第一和第三位。

图 15：90 年代初石油危机期间各行业股票表现



资料来源：CEIC，东方证券研究所

（2）互联网泡沫破灭

历史总是一次又一次的重演。21 世纪初，伴随着全球经济的快速增长，全球原油需求持续增加，国际油价从 1999 年 8 月每桶 12 美元开始上涨，到 2000 年 8 月每桶价格达到 33 美元，涨幅

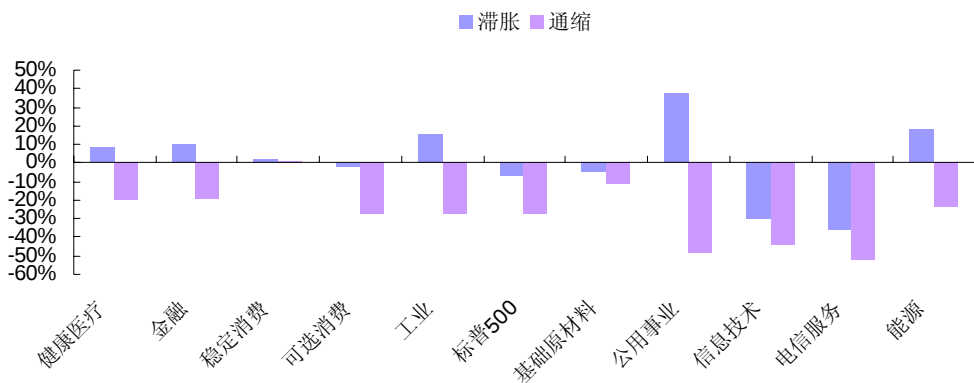
达到 248%，而在经历 13 年以来全球经济增长最快增速（当年增速超过 4.5%）的 2000 年之后，2001 年 5 月到 2002 年 7 月，美国经济增速继续减缓，911 更是加速了经济衰退的步伐，

同样，这一次波动可以分成三个部分，第一从 1999 年 11 月到 2001 年 5 月，是滞胀时期，GDP 增速下滑，而通胀仍然维持高位；第二从 2001 年 6 月到 2002 年 7 月，是通缩时期，通胀压力大幅减轻，经济在寻找底部；第三从 2002 年 7 月到 2004 年，经济开始复苏。

股票市场表现上，美国股市 2000 年 3 月创出新高 1523 点以后一直盘整到 9 月达次高 1507 点才开始下跌，一直到 2002 年 10 月市场才见底 776 点，2003 年 3 月市场才开始重新进入牛市。

行业表现上，从 1999 年 11 月开始到 2001 年 5 月，由于国际油价的上涨，美国经济持续承受高通胀的压力，整体经济呈现滞胀的特征，这期间标普 500 指数里公用事业与能源行业表现最为出色。从 2001 年 5 月到 2002 年 7 月，由于需求的持续回落，通胀压力开始减轻，这期间，稳定消费表现最好，同时由于新兴市场国家的崛起，期间的基础原材料表现也在前列，跌幅靠前的是有互联网泡沫的行业。

图 16：互联网泡沫破灭期间各行业股票表现



资料来源：CEIC，东方证券研究所

3、中国经验——经济收缩期的“投资时钟”

针对 2003-2005 年的经济收缩周期而言，2003 年 10 月至 2004 年 3 月，物价呈现快速上涨趋势，产出缺口下滑但依然超出潜在工业生产水平，此时为滞胀的第一阶段；而从 2004 年 4 月至 2004 年 8 月，物价经历短暂调整后再度急剧攀升，但此时由于严厉的宏观调控政策，产出缺口为负并不断下降，进入典型的滞胀阶段。2004 年 4 月至 05 年初，物价快速回落，经济进入通缩的第一个阶段；而从 05 年 1 季度到 05 年 3 季度，物价持续下跌，产出缺口持续下滑，为深度通缩时期。

同样的，2008 年 3 月，CPI 增速和产出缺口在见到高点后双双回落，结束了长达 1 年半的经济过热阶段。从 08 年 3 月至 7 月，物价高位回落，产出缺口也从历史峰值逐步恢复潜在生产水平，为通缩第一阶段；而整个 08 年的下半年，中国经济处于深度通缩中；如果考虑到政策的变化，则

8 月至 10 月为通缩的第二阶段，为政策持续严厉时期；而 10 月份之后政府开始出台财政货币双宽松政策，尽管产出缺口依然在快速下滑，但通缩事实上已经进入到尾声。

图 17：03-05 年收缩周期 A 股各阶段走势

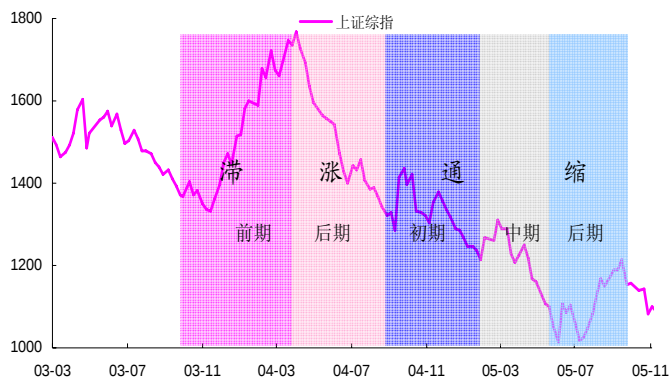
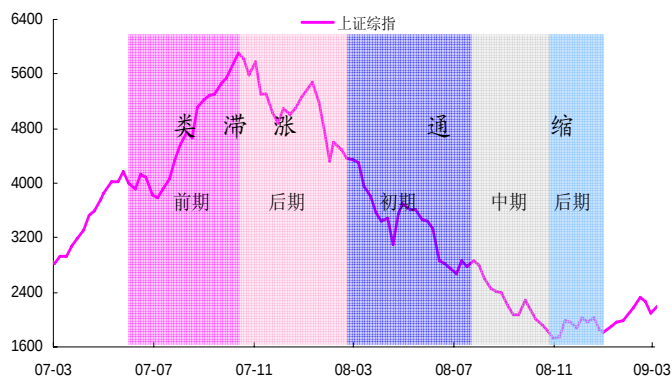


图 18：07-08 年收缩周期 A 股各阶段走势



资料来源：东方证券研究所

我们发现，在两个收缩周期的各个阶段，A 股上证综指表现的趋势几乎完全一致。在滞胀或类滞胀阶段，市场经历先涨后跌的趋势，其中在滞胀前期，工业生产开始回落但依然维持在历史高位，市场尚未从繁荣中冷静下来，因而表现为牛市的最后一波冲刺；这一阶段市场的涨幅往往超过 30%。但随着产出缺口不断下滑甚至生产降到潜在水平以下时，市场开始意识到经济并非遭遇短暂调整而是收缩周期已经到来，物价的上行不再是经济繁荣需求旺盛的体现，而是企业利润受到侵蚀的前兆，因而市场出现大幅下跌，跌幅在 25%-30%。

此后，通缩来临，持续下跌时悲观氛围笼罩市场；而在通缩的中期市场下跌的最为顺畅。但在通缩持续的最后阶段，经济已经跌入谷底，自我调整即将结束或者政策已经开始有方向上的转变；这时，尽管经济还没到达最低点，但股市已经发挥其领先指标或晴雨表的作用，市场探底后逐步回升，因而这一阶段往往录得 10% 左右的正收益，其最高涨幅甚至超过 15%。

表 3：各阶段表现优异的行业汇总

阶段	两个周期均跑赢指数	两个周期均在前十名
滞胀前期	煤炭、有色	钢铁、化工、公用事业、交通运输
滞胀后期		纺织服装、家用电器、商业贸易
通缩前期	食品饮料、商业贸易 医药生物、信息服务	采掘、信息设备
通缩中期	公用事业、医药生物	食品饮料、交通运输、 金融服务、家用电器
通缩后期	房地产、食品饮料、有色金属、 金融服务、交运设备、化工	商业贸易、餐饮旅游、机械设备

资料来源：东方证券研究所

在两次滞胀或类滞胀阶段表现最好的为采掘、有色金属、黑色金属和化工行业，其中后两者两次进入前五名之列，这与美林时钟在该阶段能源、上游原材料表现最好的结论相一致；而家用电器和信息服务行业的排名也两次均居于前列。

在通缩时期，两次均获得明显超额收益的是食品饮料、医药生物、商业贸易和金融服务板块，也与美林时钟稳定消费和金融在这一时期表现最好的观点高度一致，这说明就整个经济收缩周期而言，美林时钟同样适用于中国 A 股市场。

由于行业内部子行业具体业务的差异、需求弹性的差异以及市场定价能力的差异存在，即使同一大类行业内部的不同细分市场或子行业的股票表现也很不相同，

表 4：各阶段子行业防御效果比较

	防御最优板块	较优板块
滞胀前期	白酒、专业连锁、通信运营	医疗器械
滞胀后期		中药、百货零售
通缩前期	食品加工、白酒	食品制造、啤酒、生物制品、专业连锁
通缩中期	中药	食品加工、白酒、专业连锁、啤酒、医药商业、景点
通缩后期		化学制药、医疗器械、专业连锁、酒店

资料来源：东方证券研究所

白酒和专业连锁之所以能够战胜通缩，主要是因为这两个子行业的上市公司往往具有“特许价值”、较高的渠道控制和上下游议价能力以及排名前列的市场占有率。这一特征使得行业能够获得稳定的收入增长以及较高的毛利率。

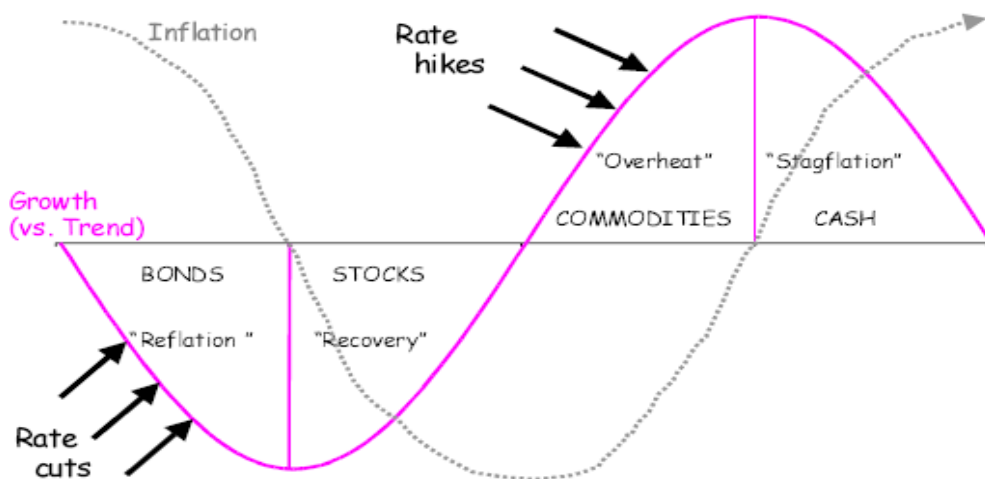
另一类具有防御功能的子版块，如食品制造和加工行业、医药得各子行业主要来自于需求的稳定性和较低的价格弹性；即使在通缩较为严重的前期和中期，这些行业依然能够保持与人口规模增长效应的盈利增速。

附录一：经济周期中的资产配置

1、投资时钟的启示

ML (Merrill Lynch) 的投资时钟模型是一个将资产转换和行业战略与经济周期联系在一起的方法。通过利用 OECD 的“产出缺口”评估和 CPI 指数的数据来分析自美国自从 1973 年以来的重大历史阶段，发现可以将经济周期依据通货膨胀的趋势和经济增长的趋势划分为四个阶段——衰退、经济复苏、经济过热、滞胀，在一个周期运行过程中债券、股票、商品和现金这四种资产会轮流表现较好，本文此部分将美林投资时钟的一些要点作为参考。

图 19：产出缺口与通货膨胀



数据来源：ML 全球资产配置组，东方证券研究所

I. 在通货再膨胀阶段，GDP 的增长是缓慢的。过剩的产能和商品价格的下降将会使得通货膨胀率降低。利润降低同时产量也会下降。尽管央行为了使得经济回到合适的增长路径上来降低短期利率，产品收益率曲线依然会掉头向下，并且会很陡峭。**在此阶段，债券的收益率表现最好。**

II. 在经济复苏阶段，政策放松的效果将会起作用，GDP 的增长将会加速，并且会有向上的趋势。然而，由于剩余的产能没有完全利用和循环产能的迅速增长，通货膨胀率继续下降。利润开始迅速的恢复，但是央行会继续保持宽松的政策，票据市场会持续的低迷。这就是股票投资者在这个周期中的“甜蜜点”。**在这个时期，股票是所有资产中表现最好的。**

III. 在经济过热阶段，生产力的增长变得缓慢。由于通货膨胀的加大，产能受到限制。央行会提高利率，以使得经济恢复到合适的增长路径上来。但是 GDP 长仍然会顽强地向上。收益率曲线会向上，并且变得平坦，债券表现会比较差。股票回报率取决于强有力的利润增长和通常会伴随发生的证券市场价格下降之间的平衡。**商品在这个时期是表现最好的资产。**

IV. 在滞胀阶段，GDP 的增长变得缓慢，同时通货膨胀率保持增长，通常在一定程度上受到原油市场的打击。生产力会大幅度的下降，并且工资会螺旋式的上升，公司为了维持他们的边际利润会

提高产品价格。仅当失业率大幅上升的时候这种恶性循环才会被打破。央行会勉强地放松，直到通货膨胀达到顶峰，在有限的范围内，债券价格会得到恢复。由于利润大幅下降，股票将会表现得非常糟糕。在这个阶段，现金是这四种资产中表现最好的。

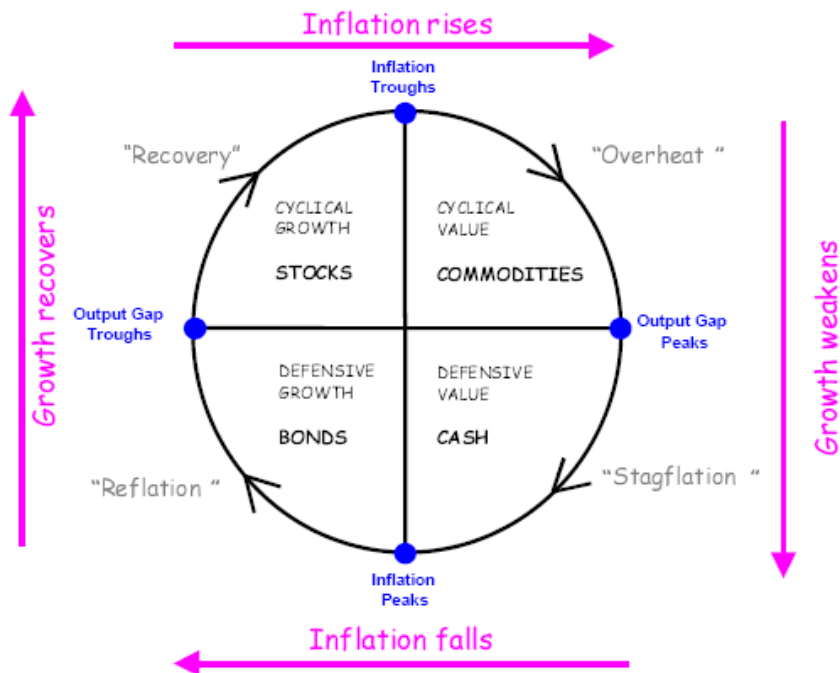
表 5：美国各种资产真实收益率（对角线）

阶段	债券	股票	商品	现金
I. 衰退	9.8	6.4	-11.9	3.3
II. 经济复苏	7	19.9	-7.9	2.1
III. 经济过热	0.2	6	19.7	1.2
IV. 滞胀	-1.9	-11.7	28.6	-0.3
	3.5	6.1	5.8	1.5

注：债券：美林美国债券指数；股票：标普 500 指数；商品：高盛商品全收益指数；现金：3 月期美国国库券
 数据来源：ML 全球资产配置组，东方证券研究所

通过美国资本市场历史数据统计，我们可以发现，在衰退阶段，债券是表现最好的资产，扣除通货膨胀后的平均真实回报率为 9.8%，在经济复苏阶段则是股票表现最好，但债券也有不错的表现。在其他阶段，债券的表现均不尽人意。美国政府通常会在经济衰退的时候降低利率，同时会在通货紧缩的经济复苏期采取宽松的政策。因此往往债券收益率表现为向上陡峭的曲线。而在经济过热的时候，美国政府会快速提高利率，并且在滞胀阶段会提高的更彻底，于是债券收益率表现为向下平坦的曲线。

图 20：美林投资时钟



资料来源：ML 全球资产配置组 东方证券研究所

从行业配置角度看，投资时钟表格在同一个周期中和经济周期的表现息息相关。一个经典的膨胀—破灭周期开始于图标左下部，并且沿着顺时针方向移动。在一个周期中，投资时钟伴随着产出缺口和通货膨胀的高峰和低谷，从一个阶段转到另一个阶段。

当增长在加速阶段（图表北部），股票和商品表现很好。一些循环性的行业像科技和钢铁行业表现较好。当增长比较缓慢的时候（图表南部），债券，现金和防御性的行业表现较好。当通货膨胀下降的时候，利率下降，金融资产表现较好。投资者会买长期投资的股票。当通货膨胀率上升的时候（表格东部），实物资产表现最好。定价能力较强并且短期有价值的股票表现比较突出。银行和消费者在早期周期的表现中对利率比较敏感。当央行采取宽松的政策并且经济开始恢复的时候，表现得更为突出。一些行业和一些基础性的资产关联性比较紧密。保险股和投资银行股通常是关联的，他们通常在再通胀和恢复阶段表现较好。采矿业的股票通常对钢铁业的股票价格很敏感，在经济过热的阶段表现较好。石油和天然气对原油价格很敏感，因此在滞胀阶段表现较好。

2、经济周期中股票的配置思路

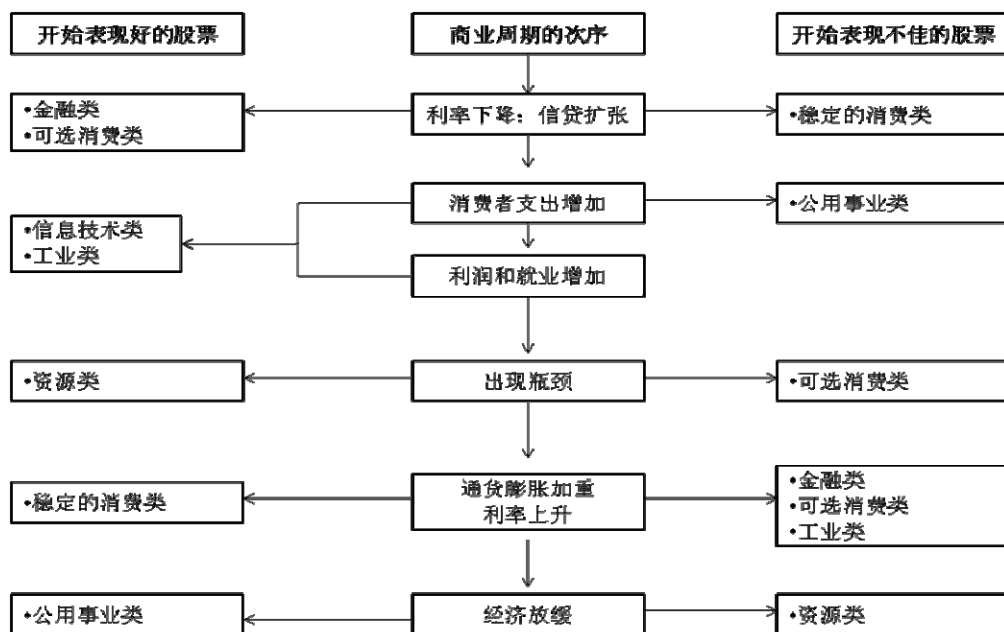
通常情况下，股票市场更容易成为整体经济的领先指标。平均而言，在经济达到顶峰之前大约 9 个月的时候，股票市场就已经达到了顶峰，而后通常是要么进入箱体震荡，要么开始下跌。当处于低谷时，股票的表现会有些不同，在此情况下，股票市场反转上升的时间平均要比经济低谷领先大约早 5 个月。由此可见，，无论是高峰还是低谷，股票市场相对于整体经济的领先效果都比较好。

所有股票都有一个共同的特点，即对未来事件加以贴现。因此，在经济周期的不同阶段，各类股票表现较为迥异。

- 金融类。这包括银行、消费金融、投资银行与经纪、资产管理、保险与投资以及房地产。而房地产投资信托基金（REITs）也在其中。金融板块对经济复苏的信号反应非常早，因为人们能够以低利率借贷并投资于具有更高收益的债券（这就是我们所说的“陡峭的收益曲线”）。早期的经济复苏信号也可以从借贷活动开始增加和不良贷款达到顶峰看出来。
- 可选消费类。这包括汽车及其零部件、耐用消费品和服装、酒店、餐馆与休闲，以及媒体和零售。这类板块会紧随着金融板块而变化，因为消费者在周期中是最早进行支出的群体，他们非常乐于接受很低的借贷/抵押成本。在这里，以更低的利率抵押再融资可能是一个很重要的影响因素。此外，在经济下滑后，消费者被压抑的储蓄与消费欲望此时可以得到释放与宣泄。最后，在这个阶段，许多耐用消费品的价格似乎变得更便宜了。
- 信息技术类。这包括软件、硬件、IT 服务和电信。该板块在周期中启动得相当早，并由消费类电子产品所主导，因为商业领域的电子产品更新换代较快，即使还不需要增加产能也会如此。
- 工业类。这包括资本货物、贸易服务、供给与运输。面对消费者日益增长的需求，信息技术与工业会对加速增长的消费需求率先做出回应，先是降低库存，但随后会扩大生产恢复库存，从而导致内部的乘数效应。此外，随着产能达到极限和订单积压的增加，工业企业的定价能力也会上升。

- 资源类。这包括了化工、建筑材料、容器、金属及采矿、纸张与木材产品等。由于工业企业需要增加产能，这个过程需求投入大量的基础性资源，所以资源类会在较迟阶段表现突出。
- 稳定的消费类。这包括食品、药品、饮料、烟草，再加上家居用品与个人用品。这个板块会在周期的后期开始有相对好的表现，它几乎不存在周期性，因为它是需求相当稳定的唯一领域。因此，这个领域具有相当强的防御性，而且其中最稳定的是那些固定成本有限且通常是服务型的部分。
- 公用事业类。这包括燃气、电力和自来水。公用事业类的产出具有相当稳定的需求（像稳定的消费类一样）。然而，公用事业板块具有高额融资成本，从中央银行停止加息开始，这类股票会将这些成本的降低贴现，这就意味着其股票会有较好的表现，一直到周期结束。

图 21：股票市场在经济周期中的表现



资料来源：《逃不开的经济周期》，东方证券研究所

附录二：滞胀与通缩下的经济模型解释

1、关于滞胀的经济模型解释

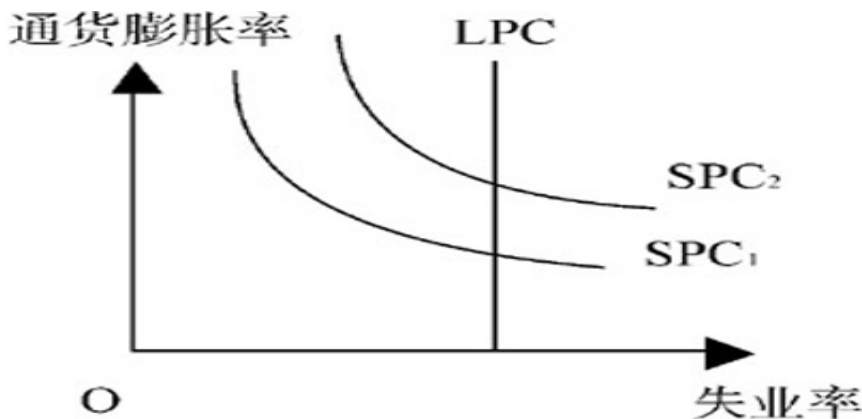
（1）菲利普斯曲线与卢卡斯理性预期

原始的菲利普斯曲线是根据经验数据回归得到的工资率和失业率之间关系的简单曲线，萨缪尔森和索洛在此基础上提出了“失业—物价”菲利普斯曲线，显示通货膨胀率与失业率之间替换关系，决策者可以用菲利普斯曲线来进行相机抉择，如果经济处于萧条时期，政府可以通过提高通货膨胀率来换取繁荣，实现失业率的下降；如果经济处于高通货膨胀时期，政府可以通过衰退了治理通货膨胀，以高失业率为换取通货膨胀率的下降。

菲利普斯曲线在解释美国上世纪 70 年代出现的滞胀时无能为力，货币主义学派引入理性预期进行解释。由于存在货币幻觉，工人把名义工资的提高误认为是实际工资的提高而增加劳动力供给，而雇主会认为他所生产的那种产品价格上升，从而增加工人雇佣量。所以，短期内菲利普斯曲线仍然向右下方倾斜，通货膨胀与失业在短期内是相互替换的。但在长期中，工人和厂商的预期通货膨胀率与实际通货膨胀率一致，工人会根据实际工资决定其劳动力的供给，雇主将维持甚至减少原有雇佣量，通货膨胀就起不到减少失业的作用，菲利普斯曲线就是一条垂线，通货膨胀与失业率之间不存在替换关系。这时的失业率为“自然失业率”。

下图显示短期与长期的菲利普斯曲线关系。短期内，由于货币幻觉，通货膨胀率与失业率呈现相互替换的关系；长期内，由于理性预期，通货膨胀不能影响失业率水平，失业率呈一条垂直的直线。

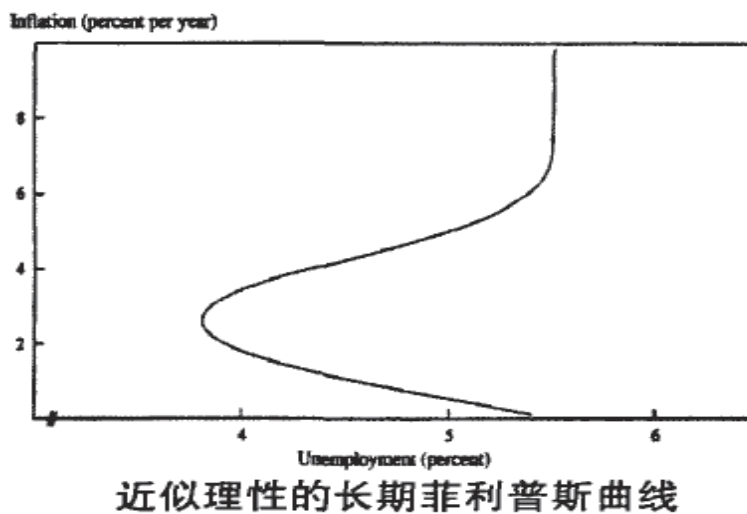
图 22：短期和长期菲利普斯曲线



资料来源：，东方证券研究所

2000 年，Akerlof 等人提出了“近似理性行为”假设：低通货膨胀率时，人们存在货币幻觉而忽略通货膨胀率的影响，经济可以维持比零通货膨胀率时更低的失业率；而当通货膨胀率增加到一定程度时，忽略通货膨胀率的成本将增加，因此人们会把通货膨胀率考虑在内，形成理性行为。理论上，这个转折点的通货膨胀率就是最小化失业率的通货膨胀率。

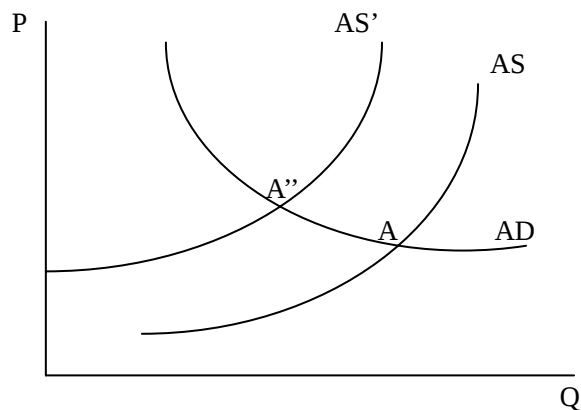
图 23：近似理性的长期菲利普斯曲线



资料来源：东方证券研究所

（2）供给不足导致的滞胀

图 24：总需求与总供给模型（供给不足导致的滞胀）



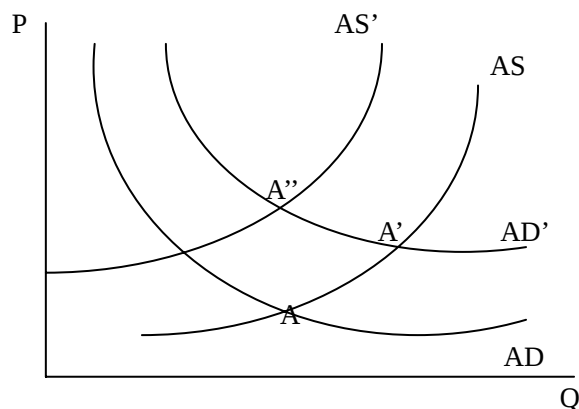
资料来源：东方证券研究所

如上图所示：最初的经济在 A 点达到均衡，此时存在失业。总供给曲线已因资源成本冲击发生了向“左上方”的位移，厂商意愿出售产品的价格提高，此一位移的结果是通胀和较低总产出（形成“失业均衡”），超越总需求的语境，在总供给曲线中，加息，提高资金成本将加剧总供给曲线进一步向“左上方”的位移，把失业均衡推向更高通胀，更低产出，从而出现我们所说的滞胀现象。

（3）政府过度政策刺激导致的滞胀

我们这里所讨论的失业与通货膨胀都是一种结构失衡的状态，即资本存量与收入流量的比例以及可变成本与固定成本的比例不同于稳定状态。需要说明的是，这里的通货膨胀不是仅指价格水平的上升，而重要的是表现出来的在失衡的资本存量与收入流量比例条件下，资本存量与收入流量同比例上升。具体来说，假定经济正处于衰退时期，并存在失业，其原因是前期过高的资本存量价值，如果政府试图采取扩张的财政货币政策来减少失业，即通过提高总需求来在过高的资本存量价值基础上继续增加收入流量，以保持稳定的利润率，这样避免了企业的破产，同时名义 GDP 水平继续上升。但与此同时，过高的资本存量价值被保持下来；另一方面如果随着总需求的增加，企业的投资增加也就是说政府所增加的总需求是以投资的形式进行，则资本存量价值会进一步提高，这使得固定成本继续上升，而工资水平不能随着固定成本上升而增加，这不仅降低了可变成本在总成本中的比重，而且减少了有效需求，从而使就业进一步减少。这样经济中便出现了由总需求增加带动的名义 GDP 上升与由有效需求下降引起的失业增加并存的“滞胀”现象。

图 25：总需求与总供给模型（政策过度刺激导致的滞胀）



资料来源：东方证券研究所

如上图所示，最初的经济在 A 点达到均衡，此时存在失业。政府此时采取扩张性财政货币政策使总需求曲线上升到 AD' 从而整个经济在 A' 点达到均衡，就业增加。然而总需求的增加会通过增加资本存量价值而使企业固定成本上升，因此总供给曲线也会相应上升到 AS' 最终使新的均衡点又回到 A''，这样失业并没有减少而只是引起名义 GDP 增加，也就是我们所说的“滞胀”现象。

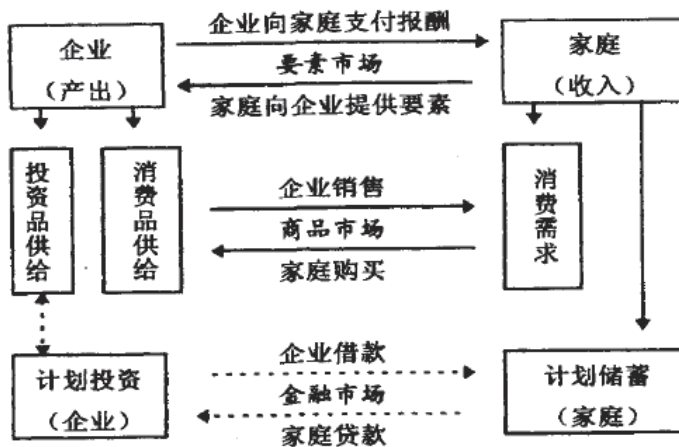
2、关于通缩的经济模型解释

从实质经济角度看，通货紧缩的直接原因是总需求小于总供给，或者说总储蓄大于总投资。通过国民收入循环图我们可以容易地看出通货紧缩形成的实质经济机制。

如图所示，在简单的两部门国民收入循环中，家庭部门向企业部门提供要素，形成了企业的产出（即总供给 AS）和家庭的收入，家庭收入的一部分用于当期消费，一部分用于储蓄，如果储蓄能够通过金融市场完全转化为企业部门的计划投资时，那么由当期消费和企业的计划投资组成的总需求就等于总供给，经济处于均衡状态。由于家庭储蓄取决于当前收入、未来收入预期等多个因素，而企业

投资需求取决于投资的收益率等因素,所以家庭部门的计划储蓄和企业部门的计划投资在资本市场时常处于非均衡状态。当计划总储蓄大于计划总投资时,必然引起总供给大于总需求,企业的供给呈现出“过剩”状态。

图 26：两部门经济学循环

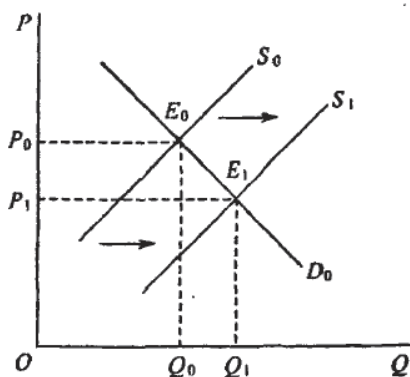


资料来源：东方证券研究所

(1) 总供给过剩型通货紧缩

简单的说总供给过剩型通货紧缩是总供给大于总需求的宏观经济失衡,这种失衡是因为总供给增长太快,而不是总需求萎缩造成的。

图 27：AD-AS 模型示意图（总供给过剩型通缩）



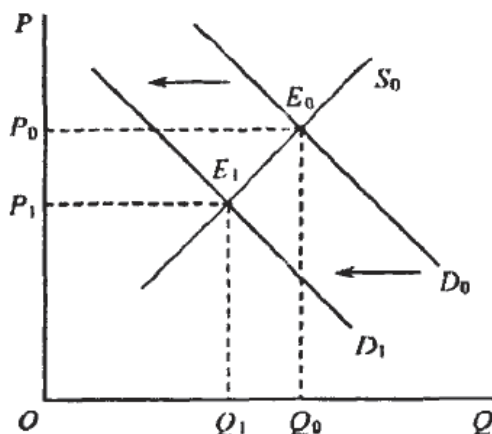
资料来源：东方证券研究所

在上图中，如果总供给曲线 S_0 和总需求曲线 D_0 的交点 E_0 对应的物价水平为某一时期正常的物价水平或者说接近某一时期正常的物价水平 P_0 ，那么，在总需求 D_0 的位置不变的情况下，总供给曲线右移(由 S_0 移到 S_1)，即总需求不变的情况下，总供给增加，结果造成总供给过剩，导致物价水平下降，由 P_0 下降到 P_1 。这种物价水平的下降，就可以称为总供给过剩型的通货紧缩。这种总供给型过剩可能是体制方面的原因造成的，也可能是信息不完备方面的原因造成的，总之，总供给过剩可以分为体制扭曲型和信息不完备型通货紧缩。

(2) 总需求萎缩型通货紧缩

总需求萎缩型通货紧缩是指由于总需求萎缩，总供给大于总需求的宏观经济失衡，而不是总供给增长太快造成的。

图 28：AD-AS 模型示意图（总需求萎缩型通缩）



资料来源：，东方证券研究所

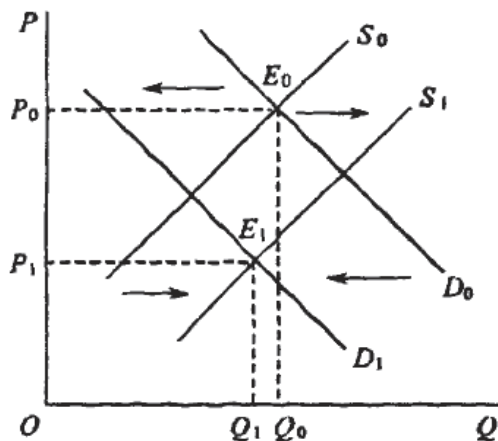
在上图中，如果总供给曲线 S_0 和总需求曲线 D_0 的交点 E_0 对应的物价水平为某一时期正常的物价水平或者说接近某一时期正常的物价水平 P_0 。那么，在总供给 S_0 的位置不变的情况下，总需求曲线左移(由 D_0 移到 D_1)，即总供给不变的情况下，总需求减少，导致物价水平下降，由 P_0 下降到 P_1 。这种物价水平的下降，就可以称为总需求萎缩型的通货紧缩。根据需求萎缩的具体成因不同，总需求萎缩型通货紧缩，可分为不同类型，如果需求萎缩主要因收入不足或信贷不足形成的通货紧缩，就称为支付能力不足型通货紧缩。如果需求萎缩主要因为心理预期造成的，就是预期型通货紧缩。

(3) 混合型通货紧缩

如果总供给大于总需求的宏观经济失衡，一方面是由于总供给增长太快，另一方面是由于总需求萎缩造成的，那么这种情况的通货紧缩就是混合型的通货紧缩。

在下图中，如果总供给曲线 S_0 和总需求曲线 D_0 的交点 E_0 对应的物价水平为某一时期正常的物价水平或者说接近某一时期正常的物价水平 P_0 ，那么，在总供给曲线的右移(由 S_0 移动到 S_1)和总需求曲线左移(由 D_0 移到 D_1)，必然导致物价水平大幅度下降，由 P_0 下降到 P_1 。这种物价水平的下降，就可以称为混合型的通货紧缩。

图 29：AD-AS 模型示意图（混合型通缩）



资料来源：，东方证券研究所

学术界对当前宏观经济过剩的根源进行了大量的研究，主要观点可归纳为总量失衡论和结构失衡论。

总量失衡论认为，通货紧缩是总需求小于总供给造成的，物价下降和失业存在的根源在于总需求不足。实行扩张的经济政策，刺激总需求是治理通货紧缩的有效办法。这种观点提出了可操作性的政策，是典型的凯恩斯主义经济主张在我国运用。但该观点只注重经济现象的治理，对总量失衡现象背后的深层经济问题分析不够。这也是 1998 年以来的积极财政和货币政策虽有收效，但没有预期的那样强有力的重要原因。

结构失衡论认为，通货紧缩根源不在于经济总量的失衡，而在于经济结构的失衡，如劳动成本的迅速上升与劳动密集型产业有待升级的失衡、二元经济结构和经济条块割据不能形成产业置换和产业分工的失衡、经济制度的约束等，这类观点从实质经济深层次矛盾分析出发，主张实行科技扶持政策、吸引人力资源政策、产业升级政策、城乡经济一体化政策、支出转换政策（即货币汇率贬值政策）等经济结构调整政策，从根本上实现经济的均衡增长。这些理论具体分析了导致通货紧缩的深层原因，但其缺陷在于：经济结构调整是一个长期的经济问题，我们可以寄希望于政府实施结构性调整的经济政策，以利于我国经济长期均衡增长，避免以后宏观经济的紧缩式失衡，但指望这些政策解决短期内已形成的通货紧缩是远水不解近渴的。

东方证券研究所策略团队 2010 年已发布报告一览

定期策略/市场策略报告	
1 月 05 日	2010 年 1 月份 A 股投资策略——沿着政策指引的方向前行
2 月 02 日	2010 年 2 月份 A 股投资策略：全面认识区域振兴的战略意义
3 月 01 日	2010 年 3 月份 A 股投资策略：追寻“两会”政策风向标指引
4 月 19 日	2010 年 2 季度 A 股投资策略——拥抱世博
1 月 11 日	东方策略周报——风格转化的“最后一根稻草”
1 月 18 日	东方策略周报——盈利、流动性以及 A 股市场
1 月 25 日	东方策略周报——区域振兴打造经济增长重要新引擎
3 月 29 日	东方策略周报——人民币短期不会升值
5 月 07 日	宏观策略报告——复苏、通胀以及政策退出选择
5 月 12 日	政策调整渐露端倪 结构转型任重道远——A 股市场投资前景展望
专题策略报告	
1 月 08 日	策略专题报告——美元如何影响世界专题策略系列报告之一：国际货币体系的前世今生
1 月 11 日	策略专题报告——从媒体报道宝钢新疆扩产计划再验证我们前期对于新疆新增投资的测算
1 月 22 日	策略专题报告——不宜过于悲观：对宏观调控、地产新政的解读
1 月 28 日	策略专题报告——“冰海”渔“机”：渤海湾遭遇 30 年最严重冰灾所蕴含的交易性机会
2 月 04 日	策略专题报告——长风几万里，吹度玉门关：从国家战略高度理解新疆区域振兴
2 月 10 日	策略专题报告——谋局者得天下：“谋”策略在 2010 年的应用
2 月 22 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之一：推动中国经济增长的下一个支柱产业
2 月 23 日	策略专题报告——股指期货对风格影响并不显著
2 月 24 日	策略专题报告——渤海湾冰冻专题：瀚海百丈冰渐融
2 月 25 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之二——“天生我”材”必有用
3 月 02 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之三——科技点亮未来
3 月 10 日	策略专题报告——欧元会解体吗？
3 月 15 日	策略专题报告——寻找“投资蓝海”系列之一：国际产业链重构背景下的中国出口升级
3 月 18 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之四——移动互联网时代，掘金超级终端
4 月 07 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之一：推动产业革命 引领科技未来
4 月 07 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之二：科技让世博更精彩——上海世博科技创新技术应用及展示
4 月 08 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之三：广厦千万间，寒暑俱欢颜——从世博看节能建筑的 未来
4 月 08 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之四：冷暖革命——上海世博，新型空调技术应用的普 及大使
4 月 09 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之五：飞跃 20 年，通往未来之路——把握世博赋予的 新能源汽车发展契机

4月09日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之六：争奇斗艳展芳菲——世博新媒体展示技术应用及发展
4月09日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之七：一切皆有智能——上海世博智能信息技术应用研究
4月14日	策略专题报告——市值有望为市场所重估：主板公司分拆子公司创业板上市的投资机会
4月19日	一边是火山，一边是海水——冰岛火山喷发所造成的市场影响
4月22日	策略专题报告——玉树震后重建或存短期投资机会
4月23日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之八：炫丽的科技展示盛会——世博会试运行初体验及游览攻略
5月05日	策略专题报告——结束还是开始：全球主权债务危机深度研究
5月06日	“2010 国资整合年”专题系列策略报告之一：站在更高的起点，上海国资整合倒计时
5月07日	策略专题报告——除了足球、钻石，还有……——寻找南非世界杯所蕴含的投资机会
5月17日	猪肉可能再惹祸！——猪价底部回升对未来通胀可能会循环加强
5月18日	低风险主题投资策略系列之一——“天时、地利、人和”：股权激励专题策略报告
临时策略/点评报告	
1月04日	策略点评报告——限售股新政改善投资者预期：对个人转让限售股所得征收所得税点评
1月07日	策略点评报告——雪中觅机：A股各行业在雪灾中的超额收益分析
1月07日	策略点评报告——把握投放节奏，优化信贷结构：央行2010年工作会议点评
1月13日	策略简评——近期央行紧缩流动性政策简评：紧缩流动性政策已响三枪
1月20日	策略简评——1月19日国务院全体会议温总理讲话简评：转变发展方式 防范潜在风险
1月26日	策略点评——世界金融监管体系正在变革：奥巴马银行监管新政点评
2月22日	策略点评——中美“刺激政策退出”已经在路上：央行上调存准率与美联储提高贴现率简评
2月25日	国务院六措施推动落实产业调整振兴规划简评——战略性新兴产业迎来突破性发展机遇
3月03日	临时策略报告——防御归来
3月08日	《2010年政府工作报告》点评——2010年政府经济工作重心：转方式、调结构
3月10日	策略点评报告——物联网的春天并不遥远：简评物联网国家标准体系建设工作启动
3月15日	2010年宏观调控挑战：实现三目标融合——十一届人大三次会议记者会温总理回答提问解读
3月25日	尽快启动民间投资有助巩固经济复苏态势——国务院四措施鼓励和引导民间投资健康发展简评
3月26日	静待中央宏观调控政策落实——国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的解读
4月19日	房地产调控，这次请不要怀疑中央的决心——关于近期中央连续出台房地产调控政策的点评
4月21日	策略点评——中央“新疆发展扶持规划”已渐行渐近：中央出台“19省市对口支援新疆计划”点评
4月25日	从国家战略高度审视振兴新疆的重要意义——中央政治局召开会议研究推进新疆跨越式发展的点评
5月04日	已经听到加息的脚步声：央行年内第三次上调存款准备金率的点评
5月07日	铁腕整治能否达成减排目标？——5月5日全国节能减排工作会议点评
5月11日	为欧元欢呼？——简评欧盟及IMF7500亿欧元援助计划
5月14日	好政策还需真正落实执行——国务院出台促进民间投资“新36条”点评
5月17日	铁腕减排决心已转为实质行动——《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》点评
5月21日	举全国之力建设美好新疆——国务院新疆工作座谈会议点评
5月21日	资源税改 新疆先行——关于在新疆率先实施资源税费改革的点评

5月28日	重拳淘汰落后产能彰显政府转型决心——全国工业系统淘汰落后产能工作会议点评
6月01日	经济体制改革挺进“深水区”——国务院通过《关于2010年深化经济体制改革重点工作的意见》点评
6月09日	科技，经济发展方式转变的根本推动力——胡锦涛总书记在“两院院士大会”上重要讲话的点评

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn