

开启潘多拉魔盒

报告日期

2010-11-4

报告关键点:

- 美元贬值推升PPI
- 若CPI与PPI叠加, 货币政策收紧的可能性增大
- 资源股行情的延续性取决于信贷政策收紧的时点

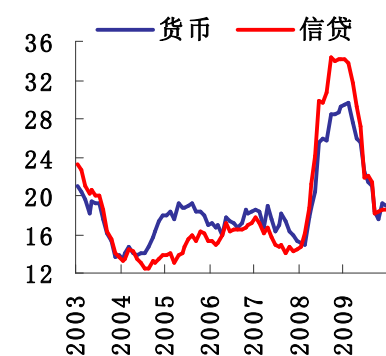
报告摘要:

- 如果扣除掉政府支出和补库存对于经济增长的拉动, 美国三季度实际经济增速仅为-0.12%。比较美国历史上数次经济衰退, 在衰退结束后的第5个季度, 美国实际GDP平均增速通常处于5%左右的水平, 而目前美国的经济增速仅有2%, 其经济恢复的速度显然已经逐步偏离了正常的复苏轨道。
- 美国私人部门资产负债表的修复是一个缓慢的过程, 在内需不振和赤字约束的条件下, 美国启动QE2、促进美元贬值将是一个中长期战略。虽然市场对美联储11月3日重启QE2已经有了充分的预期, 但此次的货币量化政策仅仅是一个开始, 后续的一系列资产购买计划的时间和规模都存在超出市场预期的可能。
- 随着资金大规模流入新兴市场, 新兴经济体与发达经济体的通货膨胀趋势进一步分化。由于面临通货膨胀和资本流入的双重威胁, 新兴市场普遍开始收紧货币政策。
- 从历史上看, 当我国通货膨胀率超过2.5%时, 通常会采取加息、提高存款准备金等手段来抑制通货膨胀。而在CPI超越4%以后, 信贷紧缩随时都有可能出现。因此, 中国对通胀容忍度的提升, 信贷紧缩的时点滞后是资源类板块行情延续的必要条件。但如果美元破位下跌, 带动原油价格上涨推动PPI同时上涨, 那么国内货币信贷收紧的概率将增大, 类似于2004年及2008年, 资源股行情持续时间较短。
- 11月份处于敏感时点, 随着美联储议息会议和中期选举、G20峰会、中央政治局会议的召开, 政策不确定性将逐步消除。我们预计大盘将维持震荡格局, 建议保持仓位的灵活性, 配置结构遵循“三三三”原则: 三分之一资源, 三分之一医药和消费与三分之一新兴产业。我们同时建议在11月下旬削减资源股的配置, 以防范中央经济工作会议带来的意外冲击。

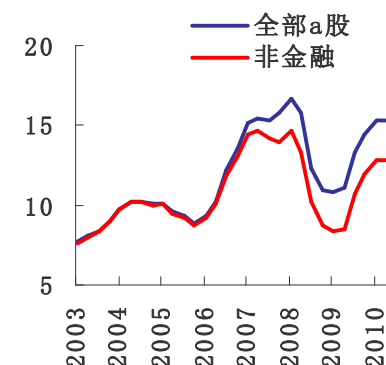
指数表现(%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	16.51	17.13
上证综指	14.13	14.14
上证 50	16.38	15.41
深成指	16.78	16.79
中小板指	8.88	10.92

货币信贷余额同比增速(%)



A股上市公司 ROE(%)



研究员

范妍	策略分析师
021-68765053	fanyan@essence.com.cn
证书编号	S1450210010313
程定华	首席策略分析师
021-68766193	chengdh@essence.com.cn
证书编号	S1450209070222
诸海滨	策略分析师
021-68766170	zhuhb@essence.com.cn
证书编号	S1450208090169

前期研究成果

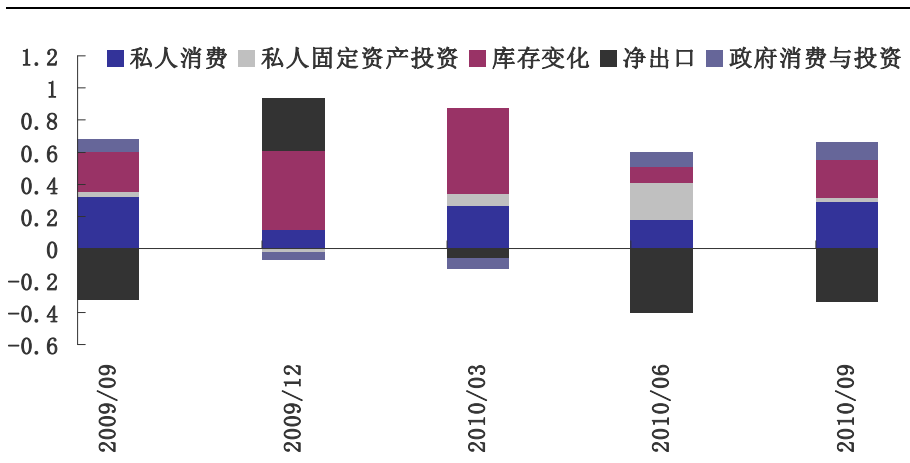
《增持与减持: 另一面镜子》	2010-11-1
《千里马常有》	2010-10-19
《地产指引方向》	2010-09-14

1. 美国开启潘多拉魔盒

1.1. 美国私人部门复苏停滞

从三季度数据来看，美国经济仍停滞不前。三季度 GDP 分项数据显示，除了私人消费以外，美国绝大部分经济增长都来自库存和政府支出的贡献。美国库存出现了连续 5 个季度的正增长，仅库存增长一项就贡献了 GDP 增速的 70%（见图 1）。

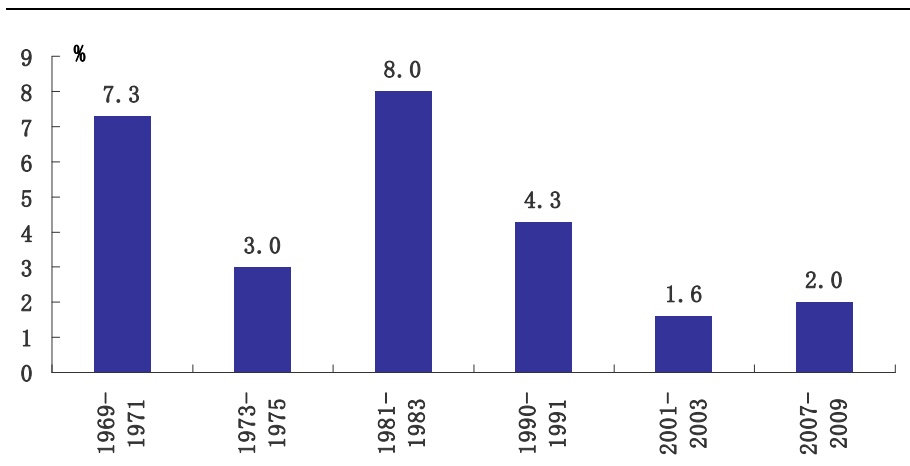
图 1 3 季度美国经济分项贡献



数据来源：BEA，安信证券研究中心

如果扣除掉政府支出和补库存对于经济增长的拉动，美国实际经济增速仅为-0.12%。比较美国历史上数次经济衰退，在衰退结束后的第 5 个季度，美国实际 GDP 平均增速通常处于 5%左右的水平，而目前美国的经济增速仅有 2%，其经济恢复的速度显然已经逐步偏离了正常的复苏轨道（见图 2）。

图 2 衰退结束后第 5 个季度的美国 GDP 环比折年增速



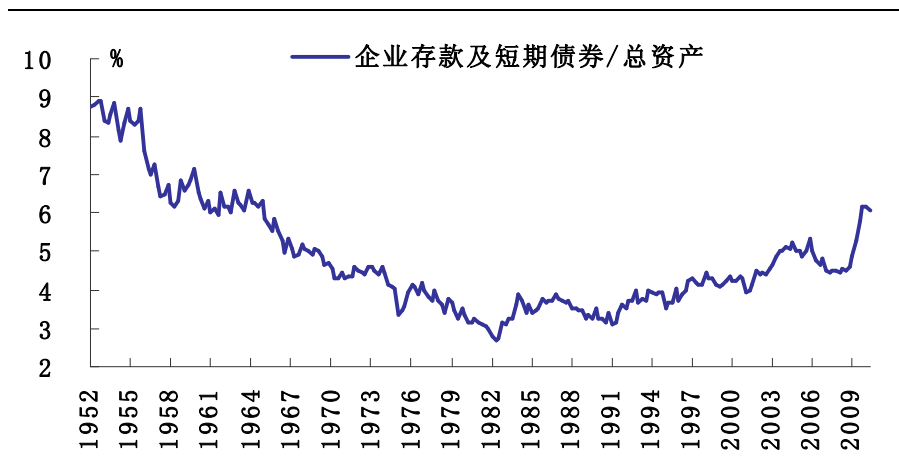
数据来源：NBER，BEA，安信证券研究中心

注：经济衰退结束时点根据 NBER 定义。NBER 公布的本次经济衰退结束时间为 2009 年第 2 季度。

美国经济的低迷主要受到了私人部门资产负债表调整的影响。从非金融企业的资产负债表来看，企业部门现金等价物以及短期债券占总资产的比重创下 1964 年以来的新高，无论是固定资产投资还是人力资本投资的意愿都显得相当低迷（见图 3、图 4）。

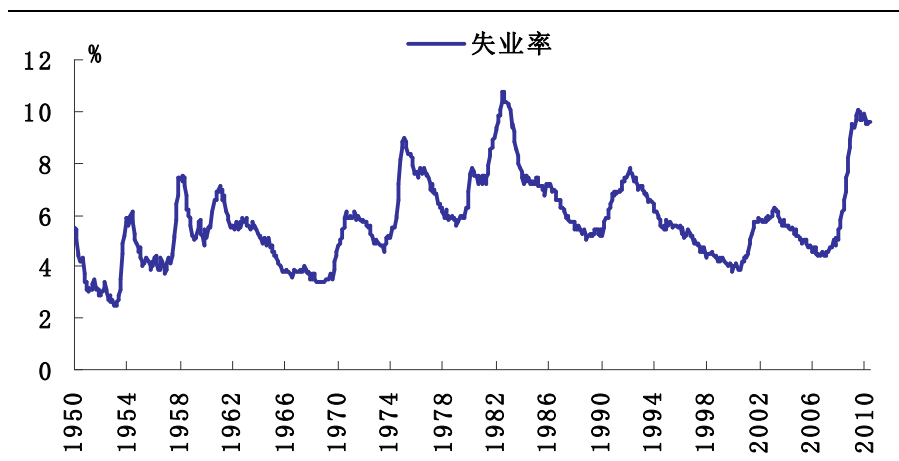
从住户部门的资产负债表来看，住户部门解杠杆的动作有所放缓，但是增加储蓄减少负债的趋势上没有出现趋势性的扭转（见图 5、图 6）。

图 3 美国非金融企业存款及短期债券/总资产



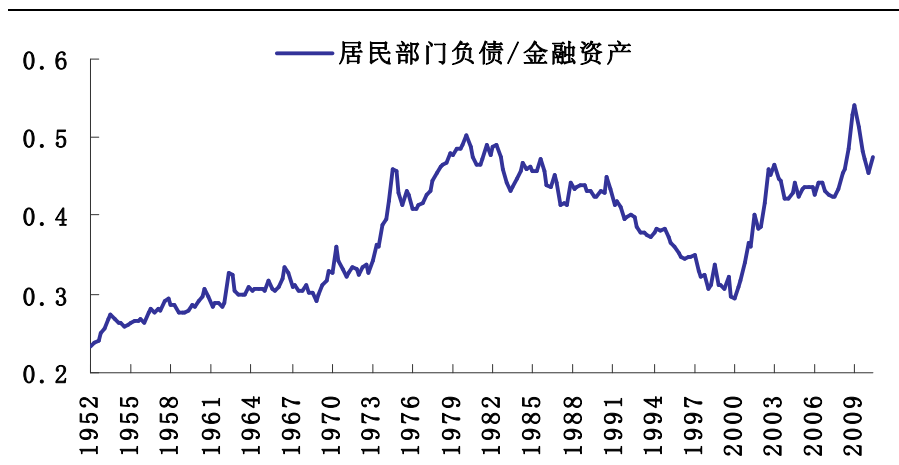
数据来源：美联储，安信证券研究中心

图 4 美国失业率



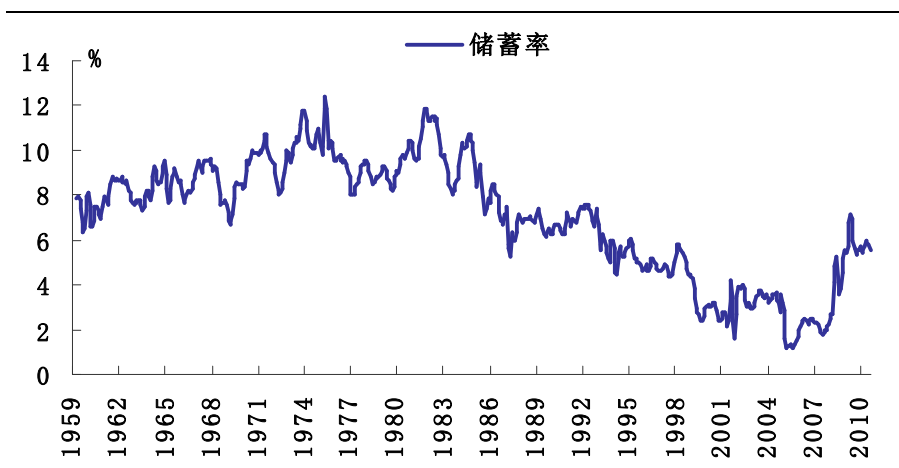
数据来源：BLS，安信证券研究中心

图 5 美国居民部门负债/金融资产



数据来源：美联储，安信证券研究中心

图 6 美国储蓄率

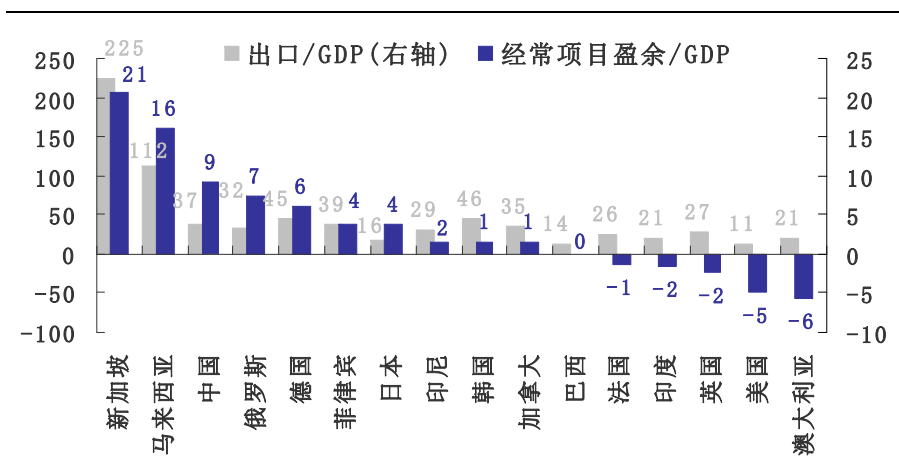


数据来源: BEA, 安信证券研究中心

1.2. 开启潘多拉魔盒

美国私人部门资产负债表的调整将是一个缓慢的过程, 在内需疲软和赤字约束的条件下, 美国通过启动 QE2、促进美元贬值将是一个中长期战略。一方面, 美元贬值可以将经济增长的焦点由内需转向出口, 缓解失业率居高不下带来的舆论压力与政治压力。

图 7 各国出口及经常项目盈余占 GDP 比例 (%)



数据来源: World Bank, 安信证券研究中心

另一方面, 如果考虑到美国庞大的国家债务, 通过重启 QE2 能够继续降低其融资成本, 并通过本币贬值的方式降低外债偿还压力。

最后, 美联储通过抬高资产价格、提升通货膨胀预期的方式, 在名义利率不变的情况下降低了实际资金成本和私人部门的风险溢价水平, 有助于私人部门的投资和消费需求恢复。

因此, 我们认为 QE2 重启与美元贬值的趋势并不是一个短期现象。在未来半年内, 如果美国私人消费和企业投资需求没有明显的启动迹象, 经济增速仍然维持在 1%-2% 的区间, 那么在美国经济冲击下, 发达经济体和新兴市场的增长将出现进一步分化。资金持续流入新兴经济体, 资产价格泡沫化与美元贬值的趋势均难以扭转。

虽然市场目前对美联储 11 月 3 日重启 QE2 已经有了充分的预期，但此次的货币量化政策仅仅是一个开始，后续的一系列资产购买计划的时间和规模都处于不确定的状态，进一步扩大资产购买的规模或者日本、英国等发达国家量化政策的加码都存在超出市场预期的可能。

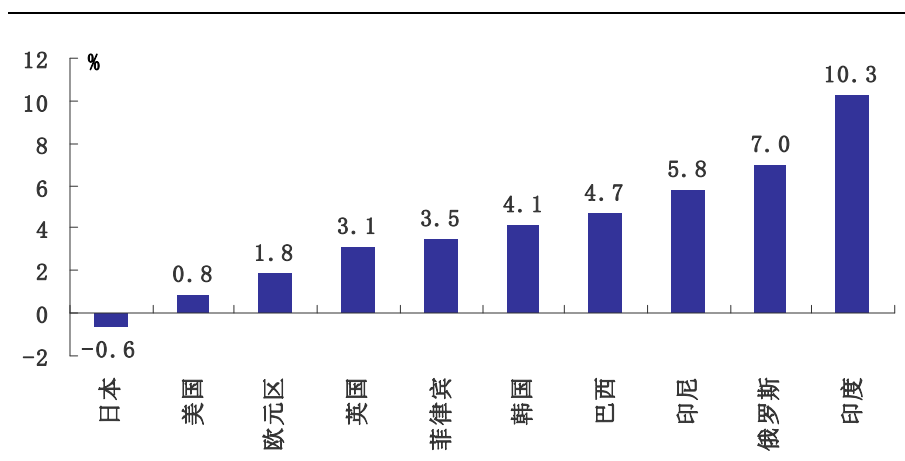
2. 新兴市场应对

2.1. 全球货币政策脱钩

新兴市场与发达国家经济增长的分化也促成了全球货币政策的脱钩。美国、日本等发达国家由于经济复苏的疲弱，无法摆脱通货紧缩的困扰。9 月份，美国核心 CPI 仅 0.8%，创下 1961 年以来的新低，日本的通货膨胀率也没有摆脱 2009 年以来的负增长区间。发达国家重启宽松量化政策，提高资产价格和通货膨胀预期，在名义利率不变的情况下，可以降低实际利率，避免重蹈日本当年“流动性陷阱”的覆辙。

而印度、印尼、巴西、俄罗斯等国家本身通货膨胀超过 4%（见图 8），在资本流入的背景下，面临资产价格上涨和实体领域通货膨胀上升的双重压力。为了避免通货膨胀恶化，新加坡、澳大利亚、印度等国已经于近期启动新一轮加息。

图 8 发达国家与新兴市场通货膨胀率



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

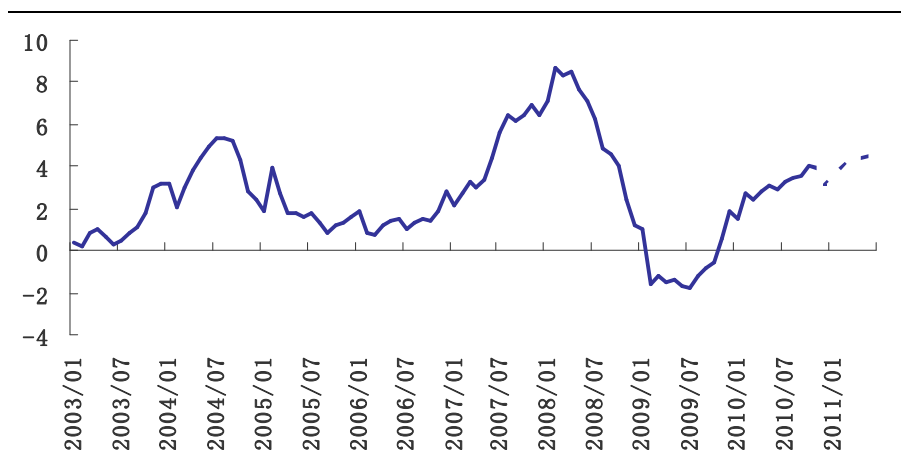
注：美国通货膨胀率为核心 CPI

2.2. 中国通货膨胀的现状与政策应对

中国目前面临的通货膨胀压力介于发达国家与印度、巴西等新兴市场国家之间。根据安信固定收益小组的预测，10 月份我国的通货膨胀率有可能达到 4% 左右的高点，年末可能有所缓和，回落至 3%。明年上半年中国的通货膨胀压力将再度上升，可能达到 4.5% 左右的水平（见图 9）。

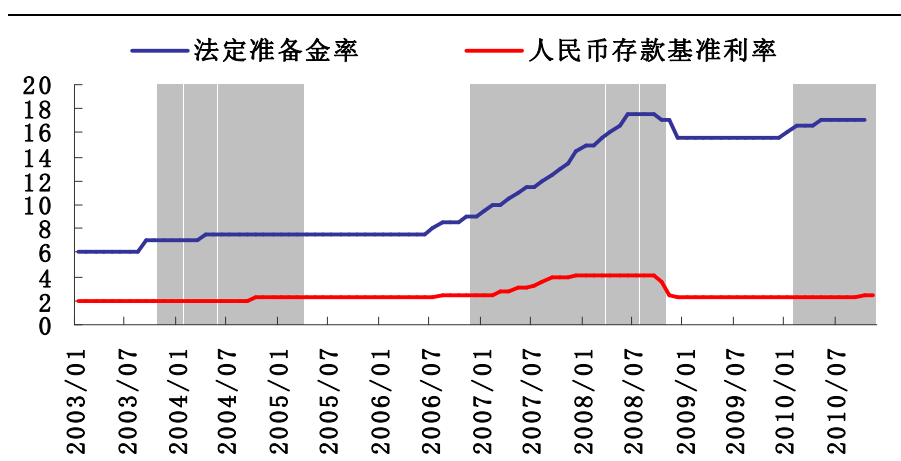
从历史上看，当中国通货膨胀率超过 2.5% 时，通常会采取加息、提高存款准备金等手段来抑制通货膨胀。如果单独 CPI 走高，未必引发信贷紧缩。比如 2006 年 6 月-2007 年 6 月，CPI 一路上升至 4.4% 左右的水平，PPI 出现 2-3 个月的短期上涨，在这样的背景下，中国主要采取逐步加息以及提高准备金率等手段来调整通货膨胀预期（见图 10），而整个资本市场的资金仍然是宽松的。

图 9 中国 CPI 预测 (%)



数据来源：安信固定收益小组预测

图 10 法定准备金率与存款基准利率 (%)



数据来源：WIND，安信证券研究中心

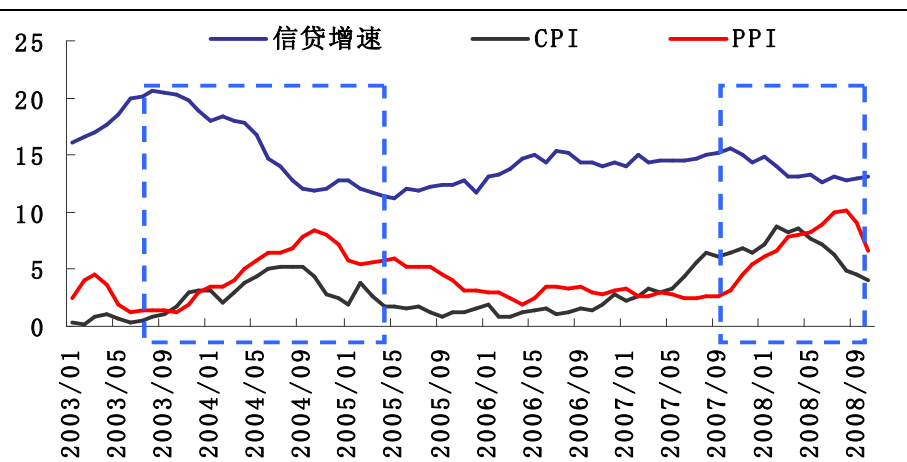
注：阴影为通货膨胀超过 2.5% 的时间段。

但是如果同时 CPI 的上涨同时叠加 PPI 的上涨，则结果完全不同。

2004 年年初，受到 2003 年美伊战争以及国内经济过热造成的煤电油运行业供应紧张的影响，中国国内 PPI 与 CPI 双双上涨并突破 4%。从政府的应对来看，2003 年 9 月、2004 年年初两次小幅上调准备金率，并在 2004 年 10 月上调了基准存款利率。更为重要的是，从 2004 年初至 2005 年上半年，政府一直通过信贷控制的手段来调控通货膨胀，即使国内工业增加值在 2004 年一路下滑，OECD 工业产出自 2004 年 2 季度开始放缓，但是国内信贷调控的力度并没有放松，直到 2005 年下半年才出现转向。

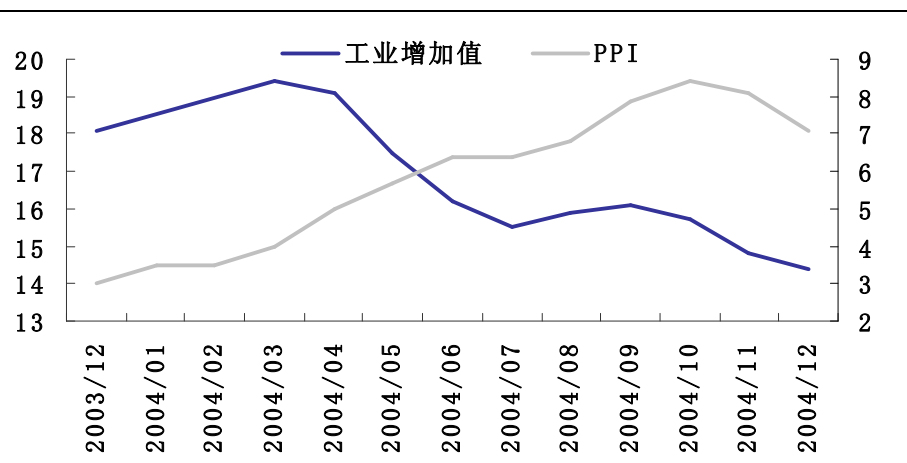
2008 年也同样如此。从 2007 年 3 季度开始，全球的工业产出增速开始掉头向下，需求全面放缓。但由于美元处于贬值周期，原油处于供不应求的状态（受到库存囤积的影响），CRB 指数创下历史新高，而 PPI 飙升至 10% 的历史高点。在 PPI 飙升的背景下，2007 年 4 季度开始，中国信贷全面收缩，即便是全球经济下滑也没有改变我国信贷紧缩的态度。直到 2008 年 10 月，中国的财政政策和货币政策才出现转向。

图 11 CPI、PPI 与信贷增速 (%)



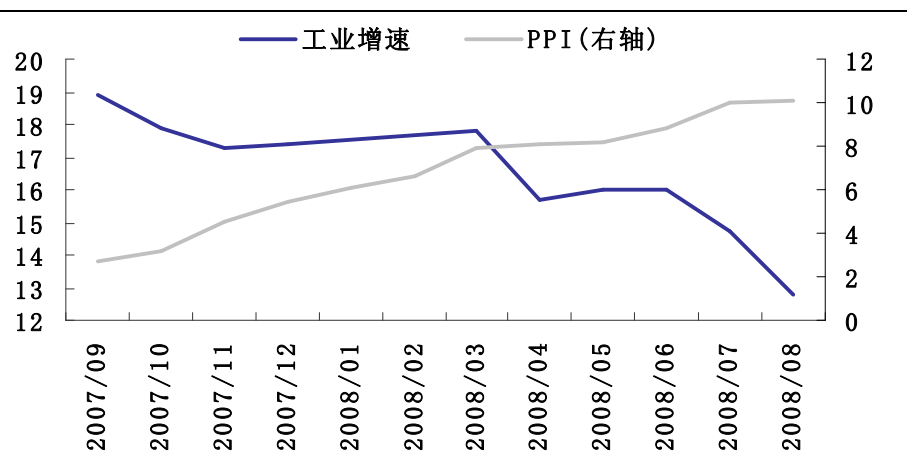
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 12 2004 年，中国工业增加值与 PPI



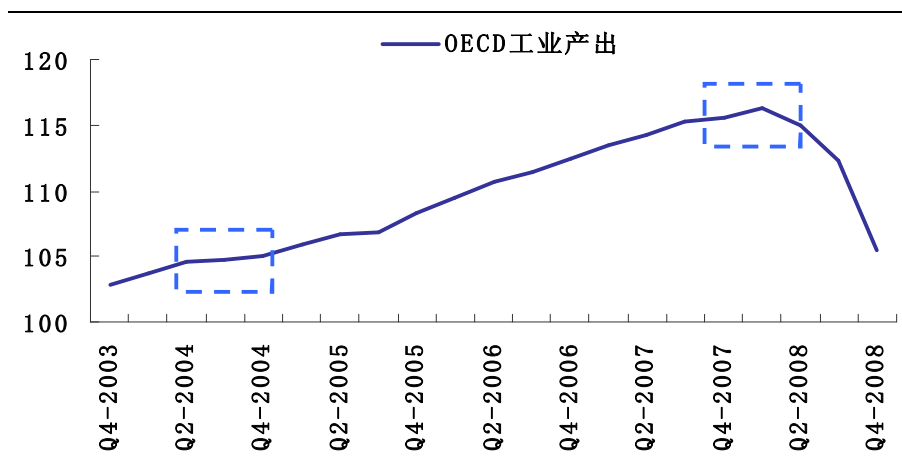
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 13 2007 年-2008 年，中国工业增加值与 PPI (%)



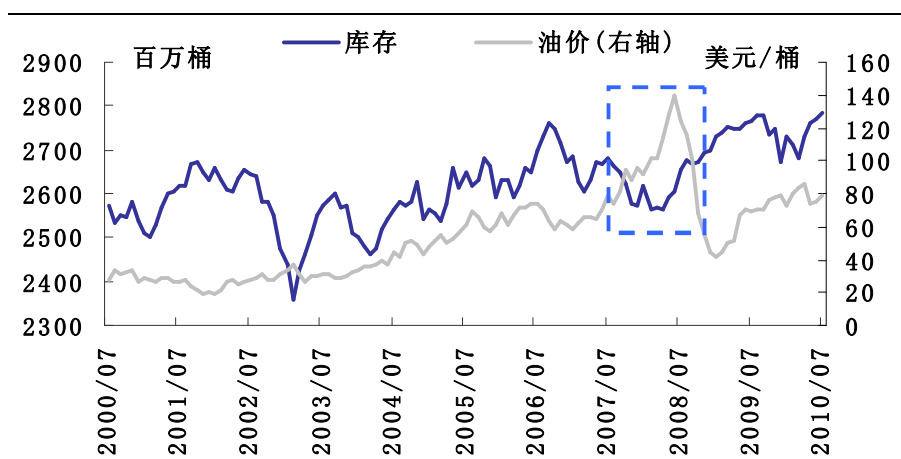
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 14 OECD 工业产出



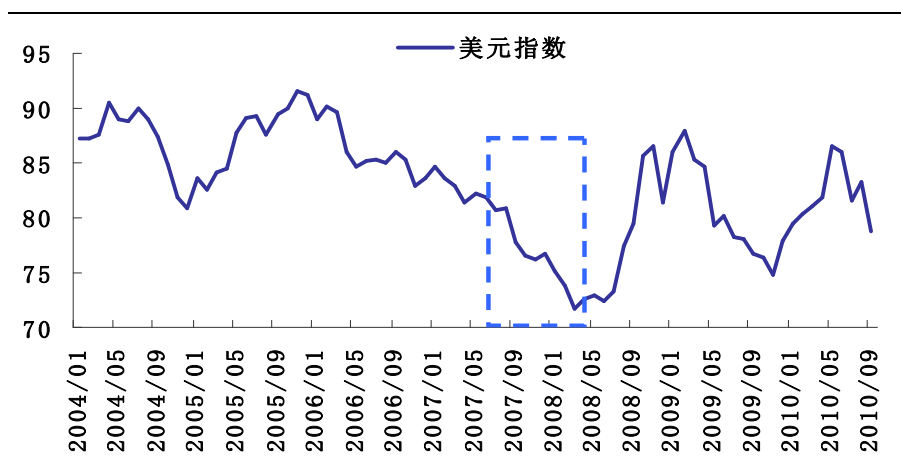
数据来源：OECD，安信证券研究中心

图 15 原油价格与库存



数据来源：IEA，安信证券研究中心

图 16 美元指数



数据来源：WIND，安信证券研究中心

2.3. 资源股行情的可持续性

在通货膨胀上升的背景下，资源股行情的可持续性取决于信贷紧缩的力度。2006 年至 2007 年上半年，没有出现信贷额度控制的背景下，资源股行情延续了 3 个季度。

但是在 2004 年、2008 年信贷控制的情况下，资源股行情的可持续性均较短。如果以季度为时间单位来观察，流动性与需求收缩对于采掘、有色等周期行业表现的影响超过了通货膨胀对业绩的提升，通胀概念板块跑赢大盘的概率并不比其他行业更大（见表 1、表 2）。

表 1 2003 年 10 月至 2004 年 9 月：分行业涨跌幅（%）

行业	2003 年 4Q	2004 年 1Q	2004 年 2Q	2004 年 3Q
采掘	25.34	15.27	(18.42)	8.76
黑色金属	24.20	15.09	(21.63)	10.19
有色金属	16.65	19.42	(26.04)	3.97
公用事业	14.57	11.01	(17.00)	(3.61)
交通运输	8.10	13.80	(15.93)	7.49
金融服务	6.39	8.91	(17.41)	1.51
化工	5.57	21.59	(19.54)	1.82
信息服务	1.70	25.71	(25.26)	(0.73)
交运设备	0.63	9.27	(31.76)	(4.67)
建筑建材	(1.43)	20.76	(22.17)	(5.41)
电子元器件	(2.54)	30.85	(20.30)	(4.56)
机械设备	(3.10)	19.81	(24.40)	(2.58)
家用电器	(3.46)	21.82	(13.26)	(9.41)
食品饮料	(3.53)	19.63	(25.89)	8.88
纺织服装	(6.51)	17.97	(20.57)	1.87
农林牧渔	(6.85)	23.57	(25.82)	(1.83)
房地产	(7.33)	27.66	(27.05)	(0.85)
信息设备	(9.14)	30.61	(21.24)	(3.67)
医药生物	(9.98)	17.03	(23.17)	(1.74)
商业贸易	(10.80)	25.29	(20.77)	2.03
综合	(10.92)	21.29	(25.72)	(5.46)
轻工制造	(11.61)	20.35	(24.19)	0.71
餐饮旅游	(16.86)	27.98	(26.16)	7.44
上证指数	9.50	16.34	(19.66)	(0.18)

数据来源：WIND，安信证券研究中心

注：黄色部分为涨幅前 5 名的行业。

表 2 2007 年 10 月至 2008 年 9 月：分行业涨跌幅（%）

行业	2007 年 4Q	2008 年 1Q	2008 年 2Q	2008 年 3Q
食品饮料	14	-25	-24	-16
信息服务	9	-24	-23	-18
农林牧渔	8	-1	-20	-28
信息设备	7	-18	-26	-27
医药生物	6	-21	-18	-20
化工	4	-24	-23	-21
机械设备	2	-25	-28	-15
家用电器	0	-16	-34	-15
商业贸易	0	-21	-25	-22
交通运输	-2	-29	-31	-11
建筑建材	-2	-25	-24	-18
公用事业	-2	-28	-22	-15
电子元器件	-2	-18	-38	-22
金融服务	-2	-33	-19	-19
轻工制造	-5	-20	-35	-23
纺织服装	-6	-19	-32	-18
黑色金属	-6	-27	-32	-20
交运设备	-6	-32	-37	-18
综合	-8	-19	-34	-26
餐饮旅游	-8	-18	-38	-25

房地产	-11	-14	-44	-21
有色金属	-19	-32	-39	-31
采掘	-25	-31	-4	-34
上证指数	-5	-34	-21	-16

数据来源：WIND，安信证券研究中心

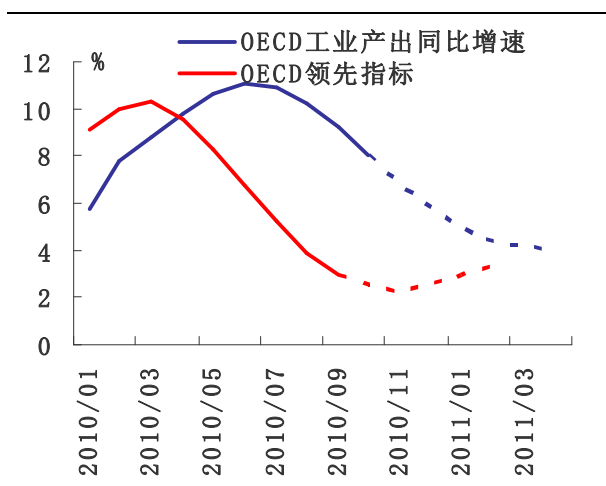
注：黄色部分为涨幅前 5 名的行业。

我们认为现阶段资源股行情的持续时间取决信贷收紧的时点。如果中国政府对于通货膨胀的容忍度提高或者信贷额度并没有进一步的收紧，那么资源股的行情具有较强的延续性。

但是按照前文的分析，我们无法排除在未来 2 到 3 个季度内，美元指数创下历史新低的可能性。假设未来数月美元持续下跌，在明年 4 月份美元指数跌破历史最低点（2008 年 2 月创下的 71.5），同时原油价格大幅上涨，那么 PPI 的运行轨迹将脱离目前市场预期区间。即便是考虑到全球工业增速逐季放缓的趋势（见图 17），到明年 2 季度，中国的 PPI 也将上涨至 4%-5% 的水平（见图 18）。

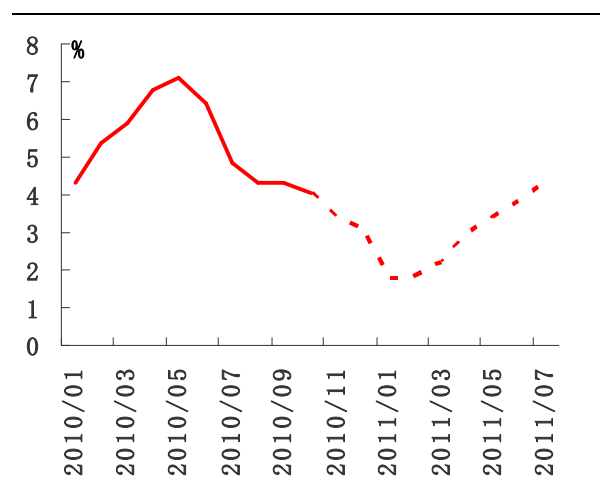
在 CPI 与 PPI 叠加的情况下，政府采用信贷额度控制等手段调控通胀作并不是一个小概率事件。在这种情况下，资源股的行情将不具备可持续性。

图 17 OECD 领先指标与工业产出同比增速



数据来源：OECD，安信证券研究中心

图 18 美元贬值情景假设下我国 PPI 运行轨迹



数据来源：中国统计局，安信证券研究中心

3. 配置建议

11 月份处于敏感时点，随着美联储议息会议和中期选举、G20 峰会、中央经济工作会议的召开，政策不确定性将逐步消除。如果美元破位下跌，带动原油价格上涨推动 PPI 和 CPI 同时上涨，国内货币信贷收紧可能性加大。

我们预计大盘将维持震荡格局，建议保持仓位的灵活性，配置结构遵循“三三三”原则：三分之一资源，三分之一医药和消费，三分之一新兴产业。我们同时建议在 11 月下旬减持资源股，以防范中央经济工作会议带来的意外冲击。

综上所述，行业配置与组合如表 3 所示。

表 3、行业配置与组合

行业	基准比例	超配	标配	低配	重点公司
农林牧渔	1.53	3.06			东方海洋、登海种业、隆平高科、獐子岛、海大集团、大北农
采掘	6.42		6.42		中国神华、西山煤电、兖州煤业
化工	8.38		8.38		中国石化、双良节能、广汇股份、佛山照明、齐翔腾达、江苏三友、双龙股份、南都电源
黑色金属	2.34			0.46	新兴铸管、八一钢铁、宝钢股份
有色金属	5.03		5.03		中金岭南、紫金矿业、神火股份、厦门钨业、宁波韵升
建筑建材	3.57		3.57		彩虹股份、亚泰集团、福耀玻璃、塔牌集团、亚厦股份、绿大地、中国化学
机械设备	6.08		6.08		合康变频、金风科技、国电南瑞、杰瑞股份、机器人、中集集团、中国南车、中国北车、中国一重、海油工程、徐工机械、杭氧股份
电子元器件	1.99			1.00	顺络电子、中瑞思创、拓邦股份
交运设备	4.73			2.36	华域汽车、江铃汽车、上海汽车、威孚高科
信息设备	1.87			0.37	中兴通讯、天音控股
家用电器	1.40		1.40		美的电器、合肥三洋、小天鹅
食品饮料	3.77	5.65			五粮液、双汇发展、贵州茅台
纺织服装	1.14	2.28			星期六、瑞贝卡、七匹狼
轻工制造	0.97			0.00	永新股份、宜华木业、东港股份
医药生物	4.76	9.52			双鹭药业、康美药业、一致药业、长春高新、海翔药业、鱼跃医疗
公用事业	3.11			0.62	深圳能源、长江电力、粤电力
交通运输	4.92		4.92		中国国航、南方航空、海南航空、中海发展、长航油运、深高速
房地产	4.74			3.32	金地集团、新湖中宝、苏宁环球、北京城建、保利地产、万科、泛海建设、首开股份
金融服务	26.10			24.55	工商银行、招商银行、建设银行、南京银行、兴业银行、中国太保、中国平安、中国人寿、中信证券、国元证券、海通证券、西南证券
商业贸易	3.17	4.75			苏宁电器、中兴商业、西单商场、成商集团
餐饮旅游	0.45	0.89			峨眉山 A、锦江股份、金陵饭店
信息服务	2.68	5.36			软控股份、启明信息、东软集团、博瑞传播
综合	0.84			0.00	

资料来源：安信证券研究中心

注：采用申万行业分类标准，行业权重以 2010 年 10 月 27 日行业流通市值为基准计算

作者简介

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所，从事策略研究。
程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。
诸海滨，统计学学士，八年证券研究经验，2007年5月加盟安信证券研究中心，从事策略、行业组合研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034