



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资策略周报

研究报告

2010年11月21日

A股

研究部

侯振海

分析师, SAC 执业证书编号: S0080209100102

houzh@cicc.com.cn

王慧

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210030003 分析师, SAC 执业证书编号: S0080209080100

wanghui@cicc.com.cn

张博

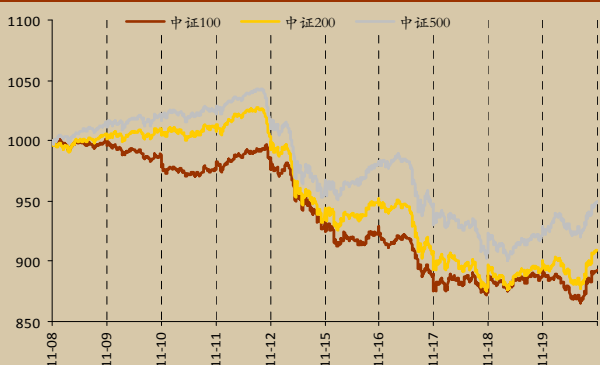
zhangbo@cicc.com.cn

通胀引发政策重心改变, 股市趋势变化

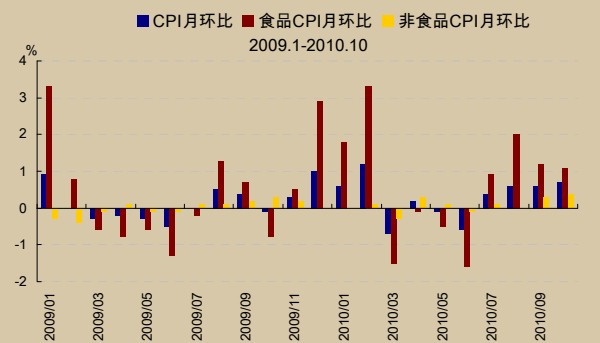
上证综指十日表现



风格指数十日表现



CPI 走势



资料来源: Wind, 中金公司研究部

本周 A 股策略观点

- 近期政策显示“控通胀”将成为未来一段时间内政府经济工作中的一个重点内容, 与此对应, 其他政策目标的重要性程度将有所后移。
- 对于股市而言, 由于政府政策对于通胀和增长之间侧重点已经发生改变, 股市的预期也将随之改变, 总体上说, 原先通胀和热钱流入预期对于股市而言是利好, 而现在由于担心政府出台更严厉的通胀抑制措施, 通胀的进一步上升对股市而言将成为利空。
- 市场对于政策的预期仍将在“保增长”与“控通胀”之间徘徊, 近期市场信号与预期将趋向混乱。因此市场走势虽难以大涨大跌, 但情绪化特征将更加明显。
- 当前, 对于抵御通胀压力的思想可分为“等通胀”、“扛通胀”和“反通胀”三种。主要分歧在于对于本轮通胀周期性因素和结构性因素孰轻孰重的判断。目前市场转向中庸判断, 即认可通胀存在结构性因素并可能持续, 但也不认为政府一定会采取较为严厉的紧缩的经济政策来抑制通胀。
- 中期看, 在供应短时间内无法快速大幅增加的情况下, 适度放缓经济增速和需求增长水平将是最终缓解通胀压力的实际有效方法。在我们很难再靠 2008 年那样的外需突然下滑来消除通胀压力的前提下, 最终国内经济增速的放缓将成为大概率事件, 这是政府和股市的主观意志所无法转移的。市场仍需要一定时间来反映这一预期变化, 但市场预期最终将向该方向靠拢, 从而可能对股指未来走势产生进一步的压力。
- 在市场的预期已经有所下降, 但实际流动性依然较为充沛的情况下, 我们认为市场很可能继续将热点放在中小盘股、科技股、中西部开发概念和消费医药股这些股票上。
- 在股市前期大幅下跌后, 市场存在一定的反弹需求, 由于下跌突然且较快, 场内机构也难以快速离场, 因此也有展开一轮“自救性上涨”的需求。但我们认为, 市场整体趋势与政策面已经发生了较大变化, 上证指数 3000 点以上已经成为了新的压力区, 因此反弹中, 建议投资者仍采取适度减仓操作为宜。

一周市场回顾

市场继续调整，行业表现分化

上周海外市场 and A 股市场走势震荡。由于 10 月份 CPI 超预期，以及生活品和生产资料的普遍涨价，使得通胀问题和明年的货币政策走向备受市场关注，投资者情绪波动较大。

国际方面，美股上周呈震荡走势，市场情绪也经历了一个探底回升的过程。由于受爱尔兰债务危机，中国可能加息的前景等影响，美股周二大幅收低。但周四爱尔兰可能接受救援的消息，以及通用汽车重返公开市场的消息进一步提振了市场情绪，美股收付了周二的失地。经济数据也推动了股市的上扬，商务部报告称汽车销售强劲增长以及临近节假日时期的商品畅销，美国 10 月零售业销售收入同比增长了 1.2%，为 3 月份以来最大增幅，超出了市场预期。就业数据表明，美国上周首次申请失业救济人数增幅小于预期，四周移动平均的首次申请失业救济人数降至两年新低。但美国新屋开建数字降至 18 个月以来的最低水平，再次凸显了房地产建筑业仍然低迷的事实。美国商务部发布的 10 月新屋开建报告显示，10 月份的新屋开建量环比重跌 11.7%，总量创下 18 个月来新低。大宗商品走势也比较震荡，周二原油等大宗商品期货价格普遍大幅下跌。

国内方面，在 10 月份 CPI 创出 4.4% 的新高之后，商务部日前通报数据显示，11 月上旬，全国 36 个大中城市 18 种主要蔬菜平均批发价格每公斤 3.9 元，比年初上涨 11.3%，比去年同期上涨 62.4%。通胀成为市场当前备受关注的问题。国务院总理温家宝 17 日主持召开国务院常务会议，分析当前价格形势，研究部署稳定消费价格总水平、保障群众基本生活的政策措施，并表示必要时对重要的生活必需品和生产资料实行价格临时干预措施。通胀高企也引起了市场对未来货币政策走向的关注。四季度以来，央行的货币已逐渐转变，包括 11 月份连续两次普遍性上调存款准备金率，还有针对部分银行采取差别存款准备金制度，以及 10 月 19 日宣布近三年来的首度加息，都是指向收紧流动性和控制通胀。市场对通胀预期和货币政策预期的变化将决定未来股市的表现。

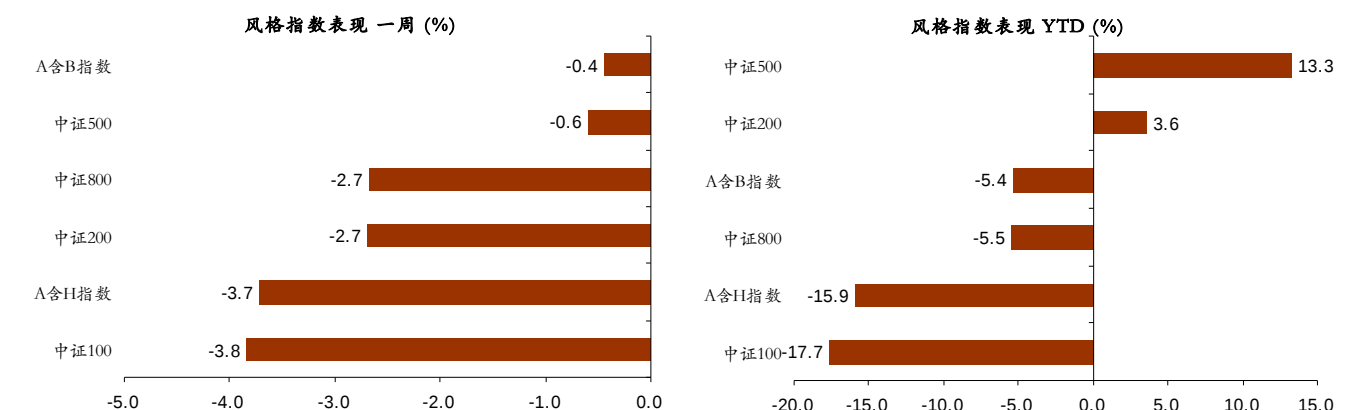
市场方面，周一，两市早盘小幅高开后受到权重股拖累震荡低走，午盘前后处于低位整固态势。个股分化较为明显，中小市值股普遍反弹较多，医药、酿酒、消费电子、创业板均涨幅居前。尾盘工商银行的一波强劲拉升带动两市指数双双收高。周二，沪深两市早盘低开后维持震荡态势，午后两市风云突变，指标股加速下行，中小盘股由强转弱，两市再度逐级杀跌格局。沪指下跌 3.98%，回落至年线处。周三，昨日长阴走势极大打击了市场信心，隔夜消息面也笼罩在强烈的“政策调控预期”中。两市继续低开低走，午后金融股、区域地产板块有所止跌表现活跃，但指标股引领做多动能在午后屡次无法形成有效反弹。收盘前最后一小时，两市再度出现单边杀跌走势，使得股指以全日次低点报收。周四，沪深两市低位震荡，午后大盘稳步小涨呈现恢复性反弹，但成交量则再度明显萎缩。周期类的采掘、有色金属板块反弹较多，汽车及配件、消费电子等个股也有不错表现。周五，沪深两市开盘后逐级下行，午盘后突然反弹，收盘时上证综指已经翻红。信息设备，电子元器件，医药生物等大幅收高。

行业方面，科技类板块受益于长期政策，因此电子元器件，软件及服务，技术硬件及设备，电气设备等行业涨幅居前，另外具有防御性特征的医疗保健行业上周也有不俗表现。而周期性板块和金融板块上周领跌大盘，包括煤炭，有色，证券，保险，钢铁，石油天然气等。

风格方面，中小盘股跑赢大盘股。

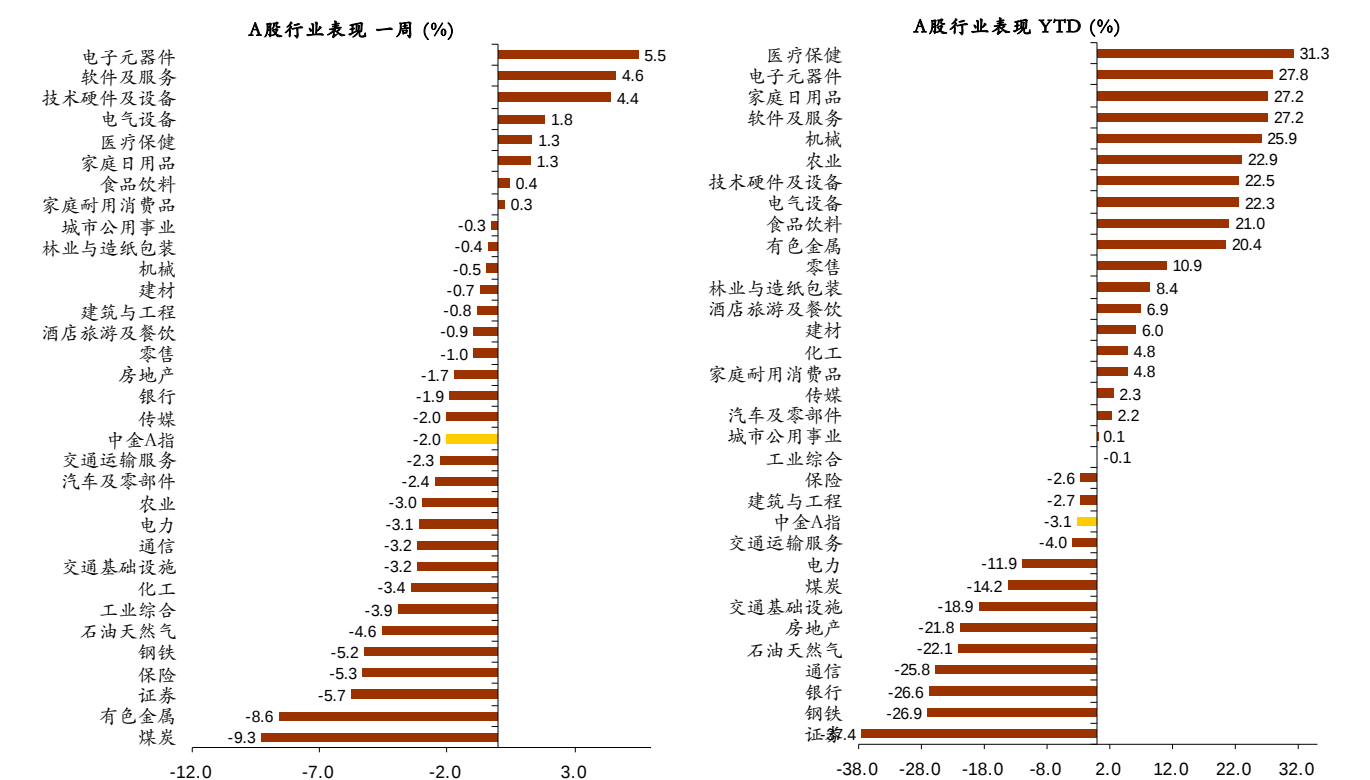
全周来看，上证综指下跌 3.2% 收于 2888 点，深证成指下跌 3.4% 收于 12296 点，沪深 300 指数下跌 3.4% 收于 3178 点。

图表 1: A 股风格指数一周表现 (左) 和年初至今表现 (右)



资料来源: 天相, 中金公司研究部

图表 2: A 股行业一周表现 (左) 和年初至今表现 (右)



资料来源: Wind, 中金公司研究部

未来市场观点

一、政府政策重心发生改变是股市调整的根本原因

上周中国国务院发布的两道政令解释了市场人气和趋势为何突然发生的重大改变。周三国务院常务工作会议上加强部署针对近期物价大幅上涨问题的政策应对措施,以及周四国务院辖五部委联合打击资本市场内幕交易的政令,显示了近期政府工作的重心已经逐渐由前期的“促经济增长”向“对抗通胀与资产价格泡沫”转移。

我们在上周四发布的 A 股策略简评《价格临时管制措施对于股市的影响》一文中的观点可以概括如下:

1. 该政策显示“控通胀”将成为未来一段时间内政府经济工作中的一个重点内容,与此对应,其他政策目标的重要性程度将有所后移。
2. 物价管制措施显示了我国社会与政府政策无法做到此前部分市场投资者猜测的“提高通胀忍受度”的客观现实。
3. 对于股市而言,由于政府政策对于通胀和增长之间侧重点已经发生改变,股市的预期也将随之改变,总体上说,原先通胀和热钱流入预期对于股市而言是利好,而现在由于担心政府出台更严厉的通胀抑制措施,通胀的进一步上升对股市而言将成为利空。我们预期,在短期调整后,农产品等大宗商品价格可能会继续上升,但市场预期对此将变得难以乐观对待。
4. 我们不认为价格管制措施能够成为货币紧缩政策的替代品来抑制通胀,相反,如果行政性价格管制措施导致更多的价格混乱、供应短缺、以次充好和短斤缺两等社会民生问题,这可能成为未来出台比市场预期更为紧缩的货币政策的催化剂。
5. 在短期内供应无法快速大幅增加的情况下,适度放缓经济增速和需求增长水平将是最终缓解通胀压力的实际有效方法。在我们很难再靠 2008 年那样的外需突然下滑来消除通胀压力的前提下,最终国内经济增速的放缓将成为“真正能够有效抑制通胀的措施”实施后必然的结果。这种结果虽然并不令人愉快,但却是政府和股市的主观意志所无法转移的。因此,我们认为市场最终将不得不根据这一逻辑做出进一步的预期,从而对股指产生进一步的压力。

从更长时间看,未来政策与市场预期将在“高增长,高通胀”与“低增长,低通胀”之间不断徘徊、犹豫,因为我们认为大家最乐意看到的“高增长,低通胀”环境在未来的 1、2 年内将很难出现。因此,实际上留给传统政策实际上可以运作的空间正在不断减小。政策在短期内(比如 1 年中,甚至几个季度内)反复疲于奔命的游移于“保增长”与“反通胀”之间将成为常态。事实上,我们在 2009 年初的中金策略组报告中就已经提出了这样的观点,即:未来数年内,经济增长与通胀压力的变化周期将间隙变小,变化加快。事实上,这一状态是全球经济缺乏新的技术进步所带来的经济增长点,原有经济模式导致的问题和矛盾进一步加深,而世界各国一方面知道经济转型势在必行,另一方面却又不愿意自己多负担转型成本这一当今世界经济格局下最终导致的必然结果。

对国内投资者而言,市场此前的一致预期是明年 M2 的增速目标会从今年的 17%进一步缩减到 16%左右。根据中金公司固定收益组的判断,央行《第三季度货币政策执行报告》中提到,货币政策层面的主要态势是“根据形势发展要求,继续引导货币条件逐步回归常态水平”,这实际就是在暗示明年的货币政策将从“适度宽松”转向“稳健”,即货币政策回归中性甚至适度偏紧。在 2001-2007 年货币政策的提法是“稳健”时,M2 目标值大多在 13-16%之间。之所以不同年份会出现差异,与当时的经济增速和通胀水平有关。一般央行倾向于在(GDP+CPI)的基

础上加上 3-4 个百分点来确定货币增速，01-02 年经济增速较低且物价处于通缩状态，所以目标值只有 13-13.5%；而 03 年、06-07 年经济增速都在 10% 以上且通胀处于温和或较高的水平，所以目标值提升至 16%。所以如果政府对明年货币增速的目标真的下降到 13%-14%，那对资本市场而言将是流动性非常紧缩的一年。目前来看我们认为政府全面紧缩的可能性尚小，因为政府还在“反通胀”和“保增长”之前做平衡。由于担心经济增长和地方融资平台出现坏帐，政府短期内还没有下决心牺牲增长来压低通胀。

图表 3: 过去 15 年历年中央对于财政和货币政策提法及对应利率和货币增速目标

	财政政策	货币政策	1年期定期 存利率变动 (%)	年初1年 期定存利 率(%)	年末1年 期定存利 率(%)	法定准备 金率变动 (%)	M2目标增 速(%)
1996	适度从紧	适度从紧	-3.51	10.98	7.47	0	25
1997	适度从紧	适度从紧	-1.8	7.47	5.67	0	23
1998	适度从紧	适度从紧	-1.89	5.67	3.78	-5	17
1999	积极	适度从紧	-1.53	3.78	2.25	12	14.5
2000	积极	未定性	0	2.25	2.25	0	14
2001	积极	稳健	0	2.25	2.25	0	13.5
2002	积极	稳健	-0.27	2.25	1.98	0	13
2003	积极	稳健	0	1.98	1.98	1	16
2004	积极	稳健	0.27	1.98	2.25	0.5	17
2005	稳健	稳健	0	2.25	2.25	0	15
2006	稳健	稳健	0.27	2.25	2.52	1.5	16
2007	稳健	稳健	1.62	2.52	4.14	5.5	16
2008	稳健	从紧	1-10月保 持不变， 经济危机 爆发后连 续下调 1.89%		4.14	2.25	16
						1-7月累计 上调3%， 经济危机 之后又连 续下调 4%，全年 总计下调 1%	
2009	积极	适度宽松	0	2.25	2.25	0	17
2010	积极	适度宽松	0.25	2.25	2.5	1.5	17

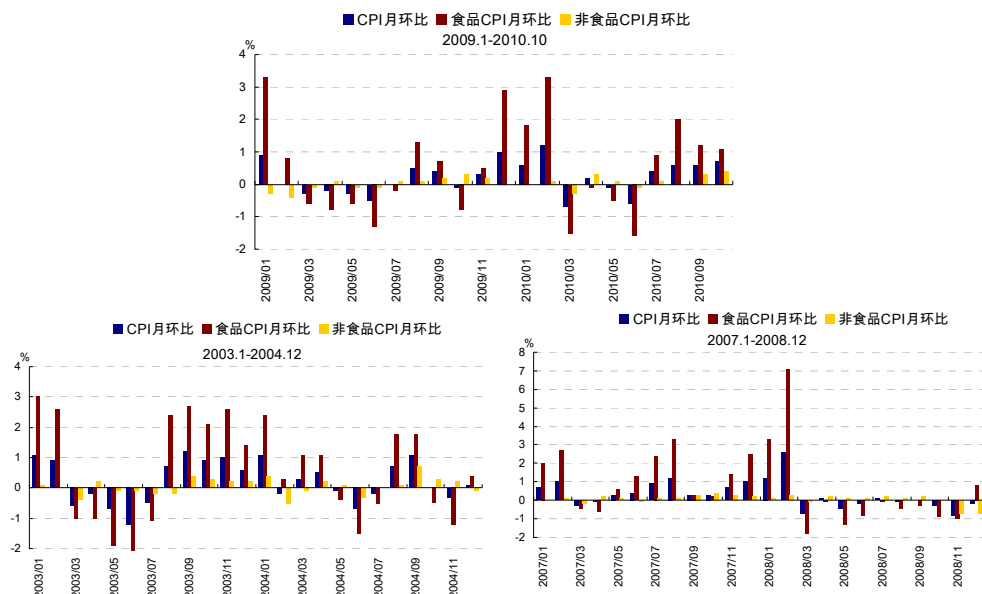
资料来源：Wind，中金公司研究部

二、通胀形势分析

我们在四季度报告中就把通胀过快上升列为可能导致四季度下半期股市调整的重要引发因素之一。在当前形势下，通胀形势对于未来政策与股市预期的影响仍在继续增大，因此投资者有必要对通胀形势加以进一步的分析。

我们将当前的通胀状况与 2003-2004 年，以及 2007-2008 年的通胀情况加以对比，从中我们可以看到：首先，食品 CPI 的上涨是每一轮通胀的重要推动力量。这与食品价格历来波动较大有关，同时也与非食品 CPI 的统计方法以及占当前非食品 CPI 统计中很大权重的公用事业费用长期保持相对平稳有关。其次，我们也注意到，实际上最近数月来的食品 CPI 环比虽然上涨，但涨幅远小于过去几轮通胀时期的水平，甚至还不如 2009 年年底时的环比上涨水平，而当前政府对于通胀的重视程度，以及民众对于通胀的感受度却已经达到了较强的水平。我们认为这一状况表明两个事实，一是当前社会对于通胀的忍受能力要低于过去。而随着城市人口老龄化比例上升，城镇居民对于通胀忍受度将处于一个趋势性下降的状态。二是鉴于前几轮通胀周期的经验，政策制定者希望对于当前的通胀风险采取尽早抑制和管理的态度。

图表 4: CPI 月度环比水平比较

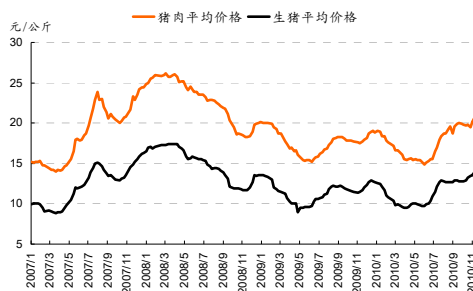


资料来源：Wind，中金公司研究部

根据图表 4 的环比走势图，可以看出，除非未来数月内食品价格出现显著下跌，则同比通胀水平至明年中都将保持在相对高位。由于 2009 年 12 月至 2010 年 2 月的高环比增长带来的翘尾因素的影响，未来同比通胀水平在 11 月可能达到年内高点并随后有所回落，但自明年 3 月份起同比通胀水平可能再度上升。

从食品价格涨势看，11 月份前两周蔬菜、猪肉和食用油价格上涨幅度有所加大，尤其是猪肉价格，近期涨势正在加快，由于今年上半年生猪繁育受到猪病困扰，而当前养殖户生猪补栏意愿并不积极，加之时近年末肉类消费旺季，因此未来猪肉价格持续上升的可能较大。由于猪肉所占食品 CPI 权重较大，因此可预见 11 月 CPI 上涨的压力将依然较大。

图表 5: 国内猪肉及生猪价格走势



资料来源：Wind，中金公司研究部

三. 抵御通胀的“三大思路”，及其对股市的影响

在当前的通胀形势下，对于抵御通胀的方法成为各界热议的话题。我们总结了一下，可以把这些意见归纳为“三大思路”，即“等通胀”、“扛通胀”和“反通胀”。

“等通胀”的主要思想是认为通胀只是周期性因素和食品因素导致，因此不必过度担心，政府政策也不必显著紧缩，只需等待未来农产品供应改善就可解决通胀问题。所以持这一观点者对解决通胀问题开出的药方就是简单的“等待”以及一些临时性的措施，比如价格管制、食品补贴和预期管理等。

持“扛通胀”观点的人与前者主要的区别在于其承认当前通胀存在着一定的结构性因素，如：劳动力成本开始趋势性上升，前期货币与信贷投放速度过快，居民收入上升导致的消费结构升级，资源价格的上升趋势将长期持续等，但同时，其也认为，如果政府采取紧缩的货币政策，使得经济回落，无助于解决通胀压力或者得不偿失。因此其同样不建议采取紧缩的政策，而在前者所提倡的一些临时性措施外，更着力提倡“居民与政府提高通胀忍受度”的提法，即用经济高速增长和收入提高来“扛通胀”。

“反通胀”观点的认同者认为通胀的主要引发原因就是货币供应过快和结构性成本上升推动因素。因而，在未来总体成本上升的大趋势难以改变的情况，只有收紧流动性乃至降低经济增速才能够使得通胀压力得以缓解。

对于股市走势而言，投资者本人认同哪种观点并不重要，重要的是市场预期政府会倾向于哪派观点。显然，如果政府持“等通胀”的观点，股市预期则最为乐观，反之，如果政府持“反通胀”观点，则股市预期将最为谨慎。

根据我们的判断，在10月份，市场的普遍预期是政府持有“等通胀”的态度，而随后的现实表明，这一预期存在着偏差。因此，我们认为目前市场对于政府政策的总体预期已经从“等通胀”转为了“扛通胀”。在这一情况下，市场走势将明显弱于10月份，但是市场投资者总体并不十分悲观，因为政策“反通胀”还不是市场的普遍预期。

对于本轮通胀的机制和解决办法，我们倾向于“反通胀”一派的观点，但我们同时也认为，当前政府政策不会立刻转向全面“反通胀”，因为政府对于经济增长也存有担心。因此，我们相信当前政策制定者货币紧缩的决心不会很大，因此股市虽然可能难以再创新高，但也不至于跌幅过深。但是，我们根据国际国内未来形势的判断分析认为：如果货币不收紧，经济增速不有所回落，在负利率持续和流动性不被大幅收缩的情况下，通胀压力很可能将持续提升，而我們也不能寄希望于出现2008年那样的海外需求下滑来替我们来缓解通胀压力。因此，最终市场对政策的预期很可能还有一个从当前“扛通胀”向“反通胀”过度的过程，尽管这距离我们可能还有数月之久。但一旦这种预期变化发生，则股市将可能出现一波新的下探走势。

从我们上周周报中提请投资者关注的国债收益率长短期利差走势看，上周利差逆转向下的趋势更加明显，这也预示着股市短期再创新高的可能正在减小。

图表 6: 国债利差与股市走势



资料来源: Wind, 中金公司研究部

对于当前的股市而言，市场的预期已经有所下降，但市场实际流动性依然较为充沛，因为实际负利率与资金面相对宽松仍是当前的事实。在这种相对矛盾的情况下，我们认为市场很可能继续将重点放在中小盘股、科技股、中西部开发概念和消费医药股这些股票上。这是因为，这些股票更多会反映当前市场资金推动性行情的现实，而大盘股和周期性股票更多反映的市场对于经济 and 政策的预期，从而受到抑制。因此，我们认为近期的强势品种仍将是上述的四大类股票，但未来如果政策真的开始转向“反通胀”并且资金面收紧的实际效果开始在股市显现，则这些相对强势的股票才可能出现一轮较为快速的补跌。

在股市前期大幅下跌后，市场存在一定的反弹需求，由于下跌突然且较快，场内机构也难以快速离场，因此也有展开一轮“自救性上涨”的需求。但我们认为，市场整体趋势与政策面已经发生了较大变化，上证指数 3000 点以上已经成为了新的压力区，因此反弹中，建议投资者仍采取适度减仓操作为宜。

四、历史案例对比：物价管制措施的效果和影响

周五，国务院公布了 16 项措施稳定物价，其中主要措施包括对于物价实施调控监管，以及发放生活补贴。

我们认为，如果真的大范围的实施价格干预将是对 A 股市场的重大打击。价格管制尽管可以短期内抑制通胀，但可能会引发供给短缺和黑市交易。尤其是应对成本推动型通胀，企业的正常生产经营秩序会被打破，在不能涨价的情况下会出现产品数量缩水（菜盘子换小碟），质量下降（米里添沙子，煤里添石头），最终全社会的生产成本反而更高。

对于物价补贴政策，我们认为这只是一个对应性政策，也就是在高通胀的现状下的应对之策，而不是一个解决通胀问题的方法。物价补贴的实质是变向提高部分低收入居民的收入水平，使其能够维持自身的消费能力和生活水平。因此，这一措施不会对抑制通胀产生作用，甚至从供需角度看，只能为通胀进一步上升提供帮助。

在解读政府出台价格管制政策的同时，投资者更应该关注政策出台的时点和背后的逻辑关系。上一次发生大范围价格管制是在 2008 年春节之前，那是在 CPI 从 2007 年 1 月的 2.2% 快速攀升到 2008 年 1 月的 7.1% 和政府 9 个月内 6 次加息（包括取消利息税）以后仍然无法平息通胀的情况之下才不得已采取的行动。而此次价格管制发生在 CPI 刚刚攀升到 4.4%，10 月份刚刚加息一次的情况之前。为什么这么快？

我们认为背后的主要原因如下：

1) 2007 年甚至到 2008 年年初政府对经济的信心远超过当前，所以政府不在乎用紧缩的方式控制通胀。而本次政府对使用数量型和价格型货币政策调控通胀有所顾及。

2) 政府对未来的通胀预期大幅上升，根据中金公司固定收益组的测算，10 月份 CPI 同比增速创出 08 年 10 月份以来的新高，达到 4.4%，其中食品和非食品环比均接近或达到 95 年以来同期的最高水平。CPI 食品环比从 7 月份以来一直居高不下，保持在 1% 附近或以上，而且与历史同期环比相比，1.1% 的涨幅仅次于 1994 年和 2003 年；非食品环比继续回升，从上个月的 0.3% 反弹至 0.4%，该水平也是 1995 年以来同期的最高水平，事实上 2005 年以来所有月份的非食品月环比都没有超过 0.4%。有两点新变化值得关注。一是食品同比首次突破 10%，从历史数据来看一般都会持续至少半年的时间，所以可以比较确定的是，CPI 同比在明年年中之前都将维持在 4% 以上。（具体原因及评论见 2010 年 11 月 15 日的中金公司《中国利率策略周报》）我们认为政府对 CPI 压力短期内难以缓解已经形成预期，货币政策对经济的影响需要 12-18 个月的传导期，也就是说短期连续加息也很难解决未来 6-8 个月内通胀继续上升的问题。行政手段是最容易在表面上解决该问题的手段之一。

图表 7: 2007 至 2008 年发布的各项应对通胀的价格监管措施

日期	政府通知	内容
2007-8-6	发改委办公厅日前发出通知要求切实抓好主要食品价格及相关收费专项检查	《通知》强调，各级价格主管部门要突出重点行业，对本地区所有食品制造企业、批发企业和零售企业逐个进行拉网式检查；突出重点品种，对粮食、食用植物油、肉禽蛋奶及其食品制成品等群众基本生活必需品进行重点检查，严肃查处价格串通、哄抬价格、价格欺诈等三类不正当价格行为。
2007-8-20	发改委各地价格主管部门积极贯彻落实国务院关于稳定物价的一系列要求，全力开展主要食品价格专项检查	为打击扰乱市场秩序的不正当价格行为，遏制食品不合理涨价、搭车涨价、跟风涨价势头，促进价格总水平保持稳定，连日来，全国各地价格主管部门本着高度的政治责任感，积极贯彻落实国务院关于稳定物价的一系列要求，紧急部署，迅速行动，将开展食品价格专项检查作为当前的头等大事，切实加强组织领导，采取有效措施，确保检查取得实效。
2008-1-9	国务院修改《价格违法行为行政处罚规定》	以下产品近期不得提价：成品油、天然气、电力、供气、供水、供暖、城市公交、学校的学费、住宿费收费、保持医疗服务价格稳定、尿素、磷肥等化肥价格涨价需政府批准
2008-1-15	发改委2008年全国春运电视电话会议	执行不上浮、折扣不恢复政策；经营固定线路的公路客运企业可以在政策规定的指导价幅度内浮动，不得擅自涨价或提高收费
2008-1-15	《国家发展改革委关于对部分重要商品及服务实行临时价格干预措施的实施办法》	经国务院批准，决定对部分重要商品及服务（成品粮及粮食制品；食用植物油；猪肉和牛羊肉及其制品；乳品；鸡蛋；液化石油气；其他重要商品及服务）在全国范围内实施临时价格干预措施。对达到一定规模的生产、经营企业实行提价申报；对达到一定规模的批发、零售企业实行调价备案。
2008-1-16	发改委召开全国物价局长会议部署启动临时价格干预措施工作	指出当前突出的是食用植物油、猪肉、化肥、能源等价格上涨压力较大。2007年12月份以来，各部门认真贯彻落实国务院第196次常务会议决定，采取一系列措施发展生产，增加供给，稳定价格。

资料来源：Wind，中金公司研究部

3) 2007-2008 年的通胀开始仅仅是猪肉价格暴涨引发的后期又加入了全球流动性泛滥导致大宗商品价格暴涨所引发的原材料成本上升和输入性通胀。而本轮通胀除了流动性过剩以外还有结构性因素，本轮国内通胀相当程度上是中国人口红利接近尾声劳动力成本上升导致的。虽然有学者提出过城镇化和学历的提高会带来劳动者劳动生产率的提高和产出的提高，但是这无助于解决低端劳动力市场成本上升的问题。农产品价格普涨在一定程度上可以理解为最底层社会劳动者对自身收入增长的诉求。这使得农产品和食品价格上涨将在未来相当长的一段时间内成为中国经济的一种常态。

附：用物价管制来应对成本推动型通胀的教训——美国尼克松“新经济政策”

1971 年经济增长在放松的货币政策下出现了一定的恢复，但通胀依然维持在较高水平。尼克松总统上台时就做出遏制通胀的承诺。面对工资上涨、物价上涨以及贸易赤字扩大的困境，尼克松借助 1970 年生效的《经济稳定法案》赋予的权力，于 1971 年 8 月 15 日晚向全国宣布为期 90 天的物价和工资的冻结、同时停止美元以 35 美元/盎司黄金的与黄金的兑换。这个“新经济政策”宣布了物价管制措施的开始和战后维持国际金融秩序的布雷顿森林体系的终结。

物价管制可以分为四个阶段：

第一阶段，从 1971 年 8 月中旬起到 1971 年 11 月，物价和工资施行 90 天冻结期，目的是“制止工资—物价的螺旋上升，减弱通货膨胀的心理预期”。冻结的范围包括所有的工资、物价和房租，但税收、初级农产品以及按揭利息除外。

第二阶段，从 1971 年 11 月至 1973 年 1 月，允许除石油天然气行业之外的所有行业可以适度调整价格以反应生产成本的上升，但有一定的毛利限制。要达到的标准是：平均一年的工资增长应当不超过 5.5%，物价不超过 2.5%。

第三阶段，从 1973 年 1 月开始，按照初始的想法是逐步放松管制的过渡阶段，使得阶段二的价格管制措施变成自愿性的，然而政府依然通过明显的政治压力来鼓励实施。但是 1973 年初食品以及其它一些由于成本推动的价格上升使得通胀猛然加速。结果在 1973 年 6 月至 8 月，又进行了第二次工资和物价的冻结。

第四阶段，在第二次工资和物价冻结之后至 1974 年 4 月 30 日，实施比第二阶段更严格的管制，直到工资和物价管制措施到期自动取消。

由于当时美国的通胀重要是由于石油禁运导致的石油成本大幅上升以及劳动力工资水平上升所产生的成本推动型通胀，总体上看物价管制的效果并不理想，物价管制措施能够遏制通胀短期上行的动力，但却造成了一定程度的短缺。1970 年代尼克松的物价管制措施实施开始对压

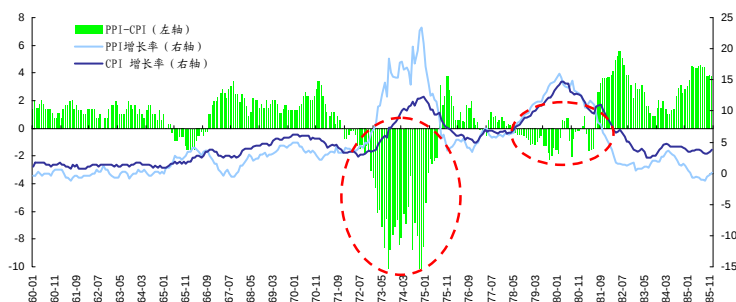
低通胀取得了一定的效果。在 1971 年之后的一段时间，通胀率开始走低，在 1972 年最低曾达到过低于 2.96% 的水平。但是，这种通胀走低却是以部分商品的短缺为代价的。1971—1974 年间，我们看到美国食品生产指数两度出现负增长。对于企业来说，特别是下游企业，终端价格的限制会给产品的成本传导造成困难，从而损害公司盈利。在价格管制期间，CPI 的价格涨幅长时间低于 PPI 的涨幅。这在一定程度上说明，中下游企业的利润受到了一定的挤压。

图表 8：物价管制导致生产积极性下降，短缺上升



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 9：CPI 与 PPI 的剪刀差严重挤压下游公司利润造成供给减少



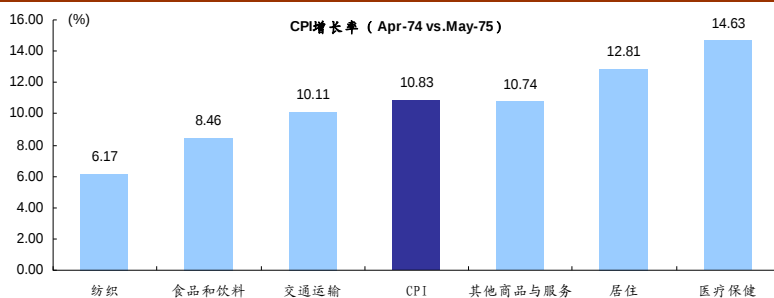
资料来源：CEIC，中金公司研究部

长期内，物价管制措施并没有遏制通胀预期，反而抬高了通胀的预期。我们可以看到，到了物价管制的后期，即 1973 年开始，物价管制的效果越来越不明显，通胀进一步上行。特别是在物价管制取消后，往往会造成物价的短期内飙升，推高通胀。从美国的情况来看，1974 年 4 月的物价管制措施到期失效后，物价全面上扬，到 1974 年年底通胀超过 12%。分项目来看，食品、住房、交通、娱乐等子项目都出现了明显的上扬。另外，物价管制的最终结果将使得物价管制的面越来越广，而实施的成本也越来越高，造成扭曲，严重影响效率。

虽然在 1971-1974 年间尼克松政府实施的工资、物价管制最终被证明是无效的，但当时美国股市对于工资和物价管制的短期反应却是积极的。在当时通胀高企的背景下，尼克松政府的工资、物价管制措施一定程度上反应了当时劳资双方的一些诉求，是面对工资—物价螺旋式上升的一种妥协。特别是在一个普遍的舆论和主要的政策制定者都认为“紧缩货币政策无助于遏制成本推动型的通胀”的环境里，这种妥协在短期内被看作是一种积极的尝试。

在高通胀、经济增长不稳定的 1970 年代，美国股票市场随经济起伏而波动，总体表现平平。1970—1980 年间，美国标普 500 指数累积涨幅 48%，但在此期间，通胀却高达 129%，按此方法计算这段时间实际投资收益是负值，由此称 1970 年代为美国股市“失去的年代”并不过分。

图表 10: 物价管制取消后通胀飙升

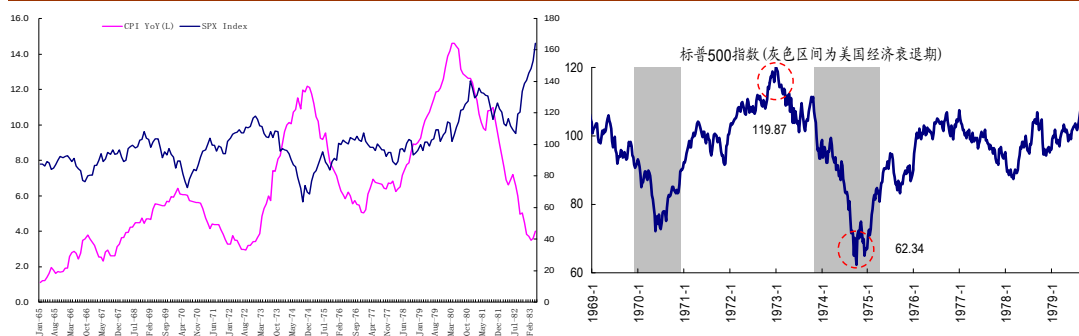


资料来源: CEIC, 中金公司研究部

股市在 1970 年中见底之后, 随着 1971—1972 年经济逐渐恢复又在 1972 年底创下新高, 相比低点的涨幅超过 60%。此后股市由于经济的下滑开始一路下行, 而且由于第一次石油危机的冲击股市下滑一直持续到 1974 年下半年。此间的 1971-1974 年的工资、物价管制措施造成了一些波动, 但并没有改变股市总体的方向。自 1974 年下半年股市随着经济的下调而见底, 并随着 1975 年中经济的逐步恢复而开始上涨。在 1976-1979 年间, 虽然其间有第二次石油危机的冲击, 但股市的总体表现是持平的, 并没有出现大幅的下调。

纵观自 1960 年代后期至 1970 年代后期的股市走势与通胀走势, 在 1970 年代后期以前, 股市与通胀的走势总体上有比较明显的负相关关系: 通胀见顶, 股市短期见底; 而通胀见底反弹, 股票市场一般也开始回调。

图表 11: 美国股市走势



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

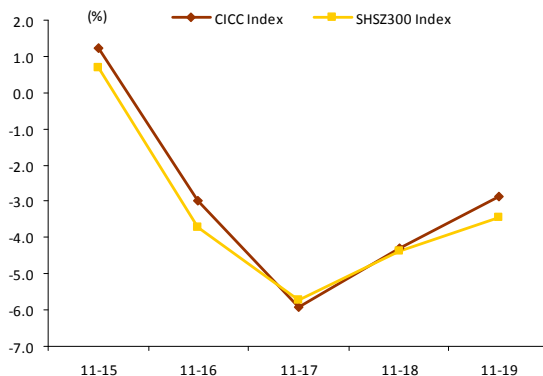
中金推荐组合及配置建议

图表 12：中金 A 股推荐组合

本周将中国人寿、紫金矿业换成康美药业、中瑞思创

公司名称	股票代码	评级	股价(元)			股价变化(%)			市盈率(x)			市净率(x)			分红收益率		
			10-11-19	一周	YTD	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
康美药业	600518.SH	推荐	20.79	2.3	96.0	70.2	47.5	34.4	8.2	7.4	6.4	0.9%	0.7%	0.7%			
中瑞思创	300078.SZ	n.a.	80.80	8.2	23.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.			
交通银行	601328.SH	推荐	5.78	-0.5	-33.6	10.7	8.4	6.9	2.0	1.4	1.2	3.5%	3.6%	4.3%			
中国太保	601601.SH	推荐	23.17	-7.3	-8.4	27.1	26.3	21.0	2.7	2.5	2.3	0.5%	0.7%	0.8%			
华发股份	600325.SH	审慎推荐	10.44	-2.3	-43.8	12.5	11.0	10.3	1.7	1.5	1.3	1.0%	1.1%	1.2%			
兴发集团	600141.SH	审慎推荐	20.88	-18.4	16.2	54.0	30.5	25.0	6.1	4.4	3.8	0.4%	0.0%	0.7%			
江西铜业	600362.SH	审慎推荐	36.37	-12.0	-9.2	53.6	27.8	26.3	5.5	4.6	3.9	0.0%	0.0%	0.0%			
海螺水泥	600585.SH	推荐	22.72	-4.0	-7.9	22.6	15.1	12.2	2.8	2.4	2.1	0.8%	1.0%	1.2%			
天山股份	000877.SZ	推荐	24.75	-3.4	18.4	27.4	18.3	11.9	6.9	2.9	2.5	1.0%	1.4%	2.1%			
中铁二局	600528.SH	推荐	9.43	-1.8	-27.0	20.1	13.7	10.7	3.3	2.8	2.3	1.1%	1.5%	1.9%			
郑煤机	601717.SH	审慎推荐	39.36	11.5	n.a.	43.7	30.4	23.0	18.4	5.5	4.6	0.3%	0.5%	0.7%			
南方航空	600029.SH	推荐	9.66	-7.6	59.4	264.9	16.0	19.9	9.2	3.5	3.0	0.0%	0.0%	0.0%			
华域汽车	600741.SH	推荐	11.66	-8.6	4.5	18.9	12.3	10.6	2.4	2.2	1.9	2.4%	3.2%	3.8%			
上海汽车	600104.SH	审慎推荐	18.21	1.3	-9.1	23.6	12.0	10.7	3.7	3.0	2.6	0.3%	0.2%	2.5%			
上海医药	601607.SH	审慎推荐	23.69	3.8	n.a.	36.0	31.6	25.8	5.7	4.9	4.2	0.3%	0.4%	0.5%			
苏宁电器	002024.SZ	推荐	14.16	-2.9	2.5	34.2	24.5	18.7	6.8	5.3	4.1	0.0%	0.0%	0.0%			
友好集团	600778.SH	推荐	15.47	-3.9	74.7	79.7	41.1	28.2	5.1	4.6	4.0	0.0%	0.0%	0.0%			
七匹狼	002029.SZ	推荐	35.83	8.1	55.3	49.7	36.6	27.1	7.4	6.1	5.0	0.0%	0.0%	0.0%			
三全食品	002216.SZ	推荐	40.37	2.7	86.3	85.0	55.4	36.8	8.1	7.3	6.1	0.5%	0.0%	0.0%			
泸州老窖	000568.SZ	推荐	43.70	1.1	14.7	36.4	29.4	23.4	14.3	12.5	10.8	1.7%	2.4%	3.0%			

资料来源：天相，中金公司研究部

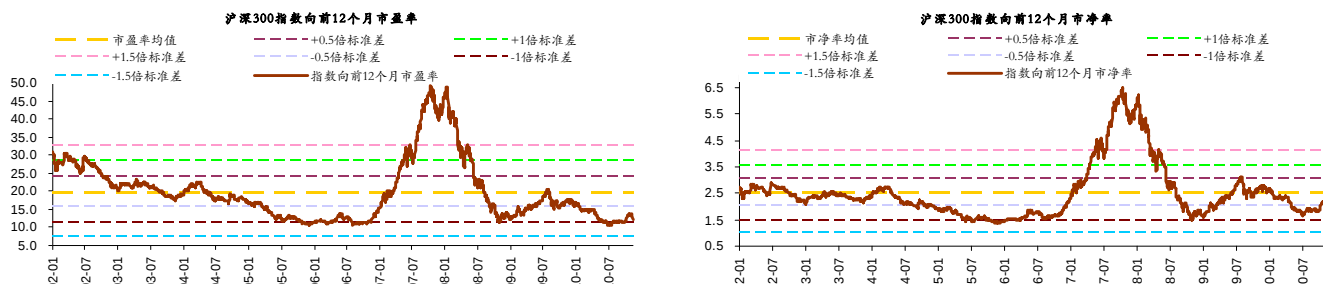


图表 13：中金覆盖 A 股分行业盈利增长预测及估值水平

行业	A股总市值	盈利增速 (%)					市盈率 (x)					市净率 (x)					分红收益率 (%)					净资产收益率 (%)				
		08	09	10E	11E	08	09	10E	11E	08	09	10E	11E	08	09	10E	11E	08	09	10E	11E	08	09	10E	11E	
石油天然气	15.4%	-28.7	14.9	17.8	7.8	19.8	17.2	14.6	13.6	2.5	2.3	2.2	2.0	2.2	2.1	2.3	2.8	12.8	13.5	15.0	14.6					
煤炭	0.2%	-65.2	118.6	71.1	-16.2	n.a.	37.3	21.8	26.0	4.4	4.0	3.4	3.1	-	0.4	0.7	0.6	-63.4	10.6	15.5	11.8					
石化	4.9%	-35.5	1.1	36.0	7.3	20.9	20.7	15.2	14.2	3.7	3.3	2.9	2.5	1.4	1.6	2.1	2.3	17.7	15.9	18.9	17.9					
钢铁	2.0%	-48.5	-44.8	134.4	14.0	17.0	30.7	13.1	11.5	1.3	1.3	1.2	1.1	2.8	1.6	3.2	3.6	7.7	4.1	9.1	9.7					
有色金属	3.6%	-64.0	-53.2	340.2	28.9	96.3	205.7	46.7	36.3	6.0	5.9	5.3	4.6	0.1	0.2	0.3	0.3	6.2	2.9	11.2	12.8					
建材	0.8%	25.0	49.4	38.1	28.0	34.8	23.3	16.9	13.2	3.8	3.2	2.5	2.1	0.6	0.6	0.7	0.9	10.9	13.6	14.8	16.3					
造纸包装	0.1%	1.9	25.8	2.6	11.4	15.9	12.7	12.4	11.1	1.5	1.2	1.2	1.1	0.7	2.6	2.0	1.7	9.2	9.7	9.4	9.6					
化工	1.2%	8.4	-41.0	65.5	46.9	30.3	51.4	31.0	21.1	5.6	4.7	4.2	3.6	1.3	0.8	1.2	1.6	18.5	9.2	13.5	17.2					
电力	2.6%	-99.7	32,487.3	10.8	14.3	7,539.1	23.1	20.9	18.3	2.7	2.1	1.8	1.7	1.3	1.7	1.4	2.8	0.0	9.2	8.8	9.1					
城市公用事业	0.3%	-30.0	46.6	17.8	11.1	52.6	35.9	30.5	27.4	4.7	4.4	3.2	3.1	1.8	2.2	2.3	2.6	9.0	12.1	10.5	11.2					
交通基础设施	2.4%	2.1	-4.7	26.8	11.3	20.3	21.3	16.8	15.1	2.4	2.2	2.0	1.8	2.3	2.4	2.9	3.2	11.9	10.4	12.2	12.2					
交通运输	2.6%	-120.4	19.2	708.2	6.6	n.a.	n.a.	16.2	15.2	4.1	3.9	2.8	2.4	1.1	0.3	0.4	0.6	-5.1	-3.9	17.5	15.9					
机械	3.2%	6.2	-9.1	63.7	31.7	34.3	37.7	23.0	17.5	5.8	4.5	3.7	3.2	0.5	0.5	0.3	0.2	16.8	12.0	16.0	18.2					
电气设备	2.5%	-3.1	43.9	13.9	17.8	57.6	40.1	35.2	29.9	9.1	7.1	4.9	4.3	0.2	0.2	0.2	0.3	15.8	17.8	13.9	14.3					
建筑	2.3%	-27.3	112.9	6.5	38.5	35.0	16.5	15.5	11.2	3.1	1.8	1.6	1.5	0.5	1.6	1.6	2.2	9.0	10.8	10.6	13.2					
银行	24.6%	31.0	17.6	27.8	22.2	14.4	12.2	9.6	7.8	2.5	2.2	1.7	1.5	2.7	2.8	3.3	3.8	17.7	18.2	17.6	18.6					
证券	2.2%	-53.3	47.2	-26.6	-0.2	25.8	17.5	23.8	23.9	2.4	1.9	2.2	2.1	0.7	3.5	1.8	1.6	9.2	10.8	9.3	8.7					
保险	5.6%	-53.8	134.0	9.5	22.2	56.1	24.0	21.9	17.9	4.4	3.5	3.4	3.0	0.7	1.9	1.8	2.1	7.9	14.6	15.4	16.7					
房地产	2.3%	1.2	39.5	27.9	21.8	25.5	18.3	14.3	11.7	2.9	2.3	2.0	1.7	0.7	0.9	1.1	1.4	11.3	12.4	13.7	14.4					
电信服务	0.7%	250.5	-84.1	-64.7	150.0	5.4	34.1	96.6	38.7	1.5	1.5	1.5	1.5	1.3	1.1	0.4	1.2	28.1	4.4	1.6	3.8					
软件及服务	0.5%	3.3	29.3	17.7	25.0	51.5	39.8	33.8	27.1	6.7	5.9	5.2	4.5	0.4	0.5	0.5	0.5	13.0	14.7	15.3	16.6					
技术硬件及设备	0.8%	38.3	50.0	26.3	18.3	54.0	36.0	28.5	24.1	6.7	5.5	4.7	4.1	0.3	0.3	0.3	0.1	12.4	15.2	16.6	17.0					
电子元器件	0.4%	-35.7	25.6	96.7	51.2	118.4	94.3	47.9	31.7	12.7	11.8	9.4	7.9	0.3	0.3	0.4	0.4	10.7	12.5	19.6	24.9					
传媒	1.3%	3.0	20.1	13.4	12.3	69.9	58.1	51.3	45.7	6.6	5.3	4.4	4.1	0.2	0.5	0.5	0.5	9.4	9.1	8.5	8.9					
家电及相关	1.3%	15.6	46.7	45.7	24.0	37.9	25.8	17.7	14.3	4.9	3.8	2.9	2.5	0.9	1.0	1.3	1.4	13.0	14.7	16.4	17.3					
零售	1.3%	18.4	32.5	40.5	32.3	52.5	39.6	28.2	21.3	8.2	5.8	4.7	3.9	0.1	0.2	0.2	0.2	15.6	14.7	16.8	18.2					
汽车及零部件	3.1%	-44.8	170.1	78.8	14.4	68.1	25.2	14.1	12.3	5.1	4.1	3.3	2.7	0.6	0.8	0.8	1.6	7.5	16.3	23.3	22.2					
酒店旅游	0.5%	11.1	34.8	27.6	62.0	45.8	34.0	26.6	16.4	5.8	5.0	4.5	4.0	3.5	0.8	1.0	1.5	2.1	12.8	14.8	17.0	23.7				
服装及饰品	0.4%	15.1	24.6	26.5	27.7	52.2	41.9	33.1	25.9	7.1	4.8	4.0	3.5	0.6	0.6	0.8	0.6	13.5	11.4	12.2	13.6					
食品饮料	4.5%	7.8	71.8	34.9	33.3	81.5	47.4	35.2	26.4	13.2	10.4	8.4	6.8	0.5	0.6	0.9	1.2	16.1	22.0	23.8	25.7					
医疗保健	2.7%	30.3	50.2	27.5	29.0	95.0	63.2	49.6	38.4	12.5	10.2	7.9	6.8	0.3	0.4	0.5	0.6	13.1	16.1	15.9	17.8					
农业	0.9%	-11.2	19.3	52.9	45.4	84.9	71.2	46.5	32.0	7.3	6.1	5.5	4.6	0.5	0.6	0.5	0.8	8.6	8.6	11.9	14.4					
小盘股	2.5%	9.2	11.9	69.6	40.6	83.8	74.9	44.2	31.4	10.0	7.8	5.9	5.1	0.2	0.2	0.2	0.2	11.9	10.5	13.3	16.2					
合计	100%	-9.8	23.0	32.0	19.2	24.4	19.8	15.0	12.6	3.3	2.8	2.3	2.1	1.6	1.7	2.0	2.3	13.4	14.1	15.6	16.4					
金融板块	32%	14.2	24.4	24.1	21.8	16.8	13.5	10.9	8.9	2.7	2.3	1.9	1.6	2.3	2.7	3.0	3.4	16.3	17.3	17.1	18.0					
非金融板块	68%	-28.8	21.4	42.4	16.3	34.0	28.0	19.7	16.9	3.7	3.2	2.8	2.5	1.1	1.1	1.3	1.7	10.9	11.4	14.3	14.8					

资料来源：天相，中金公司研究部

图表 14：沪深 300 指数向前 12 个月市盈率和市净率历史走势



资料来源：天相，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED