



周期叠加冲击 趋势峰回路转

背景与逻辑:

根据我们对经济周期运行的理解,中国经济将在 2011 年初进入库存底部,随后是一个主动补库存过程,并可能在三季度之后逐渐进入中周期加速阶段。影响 A 股运行的因素中,经济周期因素是比较明朗的,但仍将面临三大冲击因素:通胀、流动性以及升值。三大冲击对经济增长的影响也构成了经济周期和 A 股市场趋势的主要扰动因素。

主要结论:

存货的周期性变动对经济波动的非线性影响决定了中周期波动形式上的复杂性,在物价、经济增长以及库存同时达到底部后开启的新一轮主动库存周期是孕育新的中周期繁荣的沃土,而中周期的加速到繁荣并非一朝一夕之功,股票市场并不会因为中周期加速阶段的来临而快速进入“牛市”,在经历 2 年左右的主动库存奠定中周期繁荣基础之后才具备“牛市”的必要条件,在这之前,股市表现比较中庸,冲击因素影响更为重要。

从量化角度考量,通胀和流动性冲击导致指数下跌效应最大的是 1 月和 2 月,3 月起,通胀和流动性冲击的负面效应逐渐消减,12 月达到最大正向的累积冲击效应,冲击效应也就构成了趋势的主节奏。

经济增长中枢下移并不会导致股票市场投资机会的缺失。中国未来经济增长中枢下移已为市场共识,增长中枢下移,上市公司的盈利存在下降可能,但如果加入技术进步和创新因素、资本性投入加大而不是追逐劳动密集型的成长方式,企业盈余反而可能显著提升,因而并不会弱化股市的投资机会。

从周期框架以及通胀和流动性冲击的角度分析,我们判断 2011 年市场的基本节奏是:一季度上证指数将在库存底部、通胀和流动性冲击下到达全年的底部、二季度或三季度指数可能在周期性行业推动下反弹、四季度 A 股市场出现反复。

在周期的理论框架下,通过量化的通胀和流动性冲击,我们判断 2011 年上证指数的核心波动区间在 2300 点到 3500 点之间,对应上证指数 20% 利润增速、11.4X~17.3X 的动态 PE。2011 年 A 股市场将在周期力量、内部冲击叠加下“峰回路转”。

投资策略

周金涛

zhoujintao@csc.com.cn

010-85130831

执业证书编号: S14402010010422

吴启权

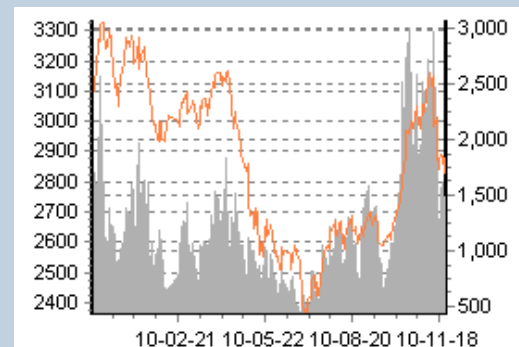
wuqiquan@csc.com.cn

010-85130211

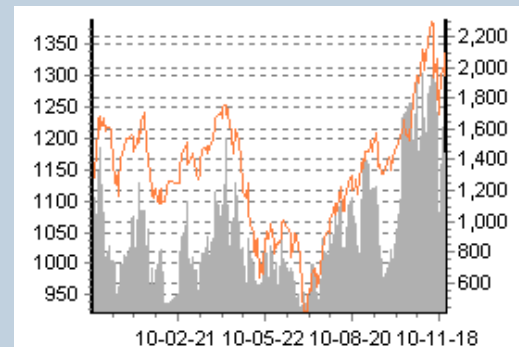
执业证书编号: S1440210050002

发布日期: 2010 年 12 月 10 日

上证指数走势图



深证指数走势图





目录

前言	1
一、中周期繁荣之路	2
1、三周期嵌套理论	2
2、中美经济：二次去库存终结、主动库存开启及中周期的加速	3
3、库存周期变动是经济增长的动力	5
二、中周期的扰动因素	7
1、通货膨胀对经济周期的扰动	7
2、货币供应量对经济周期的扰动	8
(1) 流动性对经济增长影响的一般分析	8
(2) 流动性周期	9
3、汇率对经济增长的扰动	10
三、中周期加速、通胀与流动性冲击下股票市场特征	12
1、中周期与短周期嵌套视角下的市场特征	12
2、通胀与流动性冲击下的市场特征	17
(1) 一般市场特征	17
(2) 通货膨胀与流动性相互冲击	19
(3) 通货膨胀和流动性对股市的冲击	20
3、本币升值下的市场特征	23
四、2011 年市场趋势分析	24
1、周期的扰动以及市场特征的总结	24
2、增长中枢下移并不意味着盈利下降和投资机会的缺失	25
3、不确定因素的讨论	26
4、市场趋势分析	27
(1) 基于周期嵌套及通胀、流动性冲击的市场趋势	27
(2) 核心波动区间合理性分析	28

图表目录

图 1：熊彼特三周期嵌套的原型	3
图 2：长波、中波与短波库存周期的叠加	3
图 3：美国的经济周期=9.4 年	4
图 4：美国的设备投资周期=9.2 年	4
图 5：中国的经济周期=10.4 年	4
图 6：中国的投资周期=8.8 年	5
图 7：库存顺序：零售库存-批发商库存-生产商库存	6
图 8：美国库存周期对中周期	6
图 9：2011 年 GDP 当季同比及库存变化	7
图 10：物价水平与周期嵌套	8



图 11: 流动性对经济周期的扰动: 美国	9
图 12: 流动性与库存周期: 美国	10
图 13: 中国库存指数与货币供应量	10
图 14: 德国马克升值对经济增长的扰动	11
图 15: 日元升值对经济增长的扰动	11
图 16: 日元升值与日本物价指数	12
图 17: 德国马克升值与德国物价水平	12
图 18: 短周期与中周期嵌套下的股指表现: 1970 年-1982 年	13
图 19: 短周期与中周期嵌套下的股指表现: 1983 年-1991 年	13
图 20: 短周期与中周期嵌套下的股指表现: 2001 年-2009 年	14
图 21: 短周期与中周期的嵌套: 中国 2000 年-2009 年	16
图 22: 二次去库存底部及中周期过渡期标准普尔 500 指数与上证指数表现	16
图 23: 物价水平、流动性冲击与标普 500 指数: 1960-2010	18
图 24: 20 世纪 70 年代通胀和流动紧缩冲击对标准普尔 500 指数的影响	18
图 25: 物价水平、流动性冲击与上证指数	18
图 26: 2011 年中国的物价水平	19
图 27: 2011 年中国的货币供应量	18
图 28: 中国物价水平与货币供应量的领先滞后相关系数	20
图 29: 中国物价水平与货币供应量之间相互冲击效应	20
图 30: 物价水平与证指数领先滞后相关系数	21
图 31: 货币供应量与上证指数的领先滞后相关系数	21
图 32: 通胀上涨 1%对上证指数的冲击	22
图 33: 货币供应量上涨 1%对上证指数的冲击	22
图 34: 日元小幅升值过程中, 日本股市大幅上涨	24
图 35: 日元大幅升值过程中, 日本股市大幅上涨	24
图 36: 经济增长中枢、每股盈利以及标准普尔 500 指数	25
图 37: 2011 年 CPI 和 PPI	26
图 38: 2011 年上证指数趋势预测	27
图 39: 2011 年盈利预测	28
表 1: 77 年 7 月-79 年 7 月美国中周期启动阶段行业表现	14
表 2: 86 年 12 月-88 年 12 月美国中周期启动阶段行业表现	15
表 3: 2003 年 10 月-2005 年 2 月美国中周期启动阶段行业表现	15
表 4: 2002 年 3 月-2004 年 3 月中国中周期启动阶段行业情况	15
表 5: 2011 年上证指数的通胀和流动性的累积效应	22
表 6: 上证指数波动区间估算	22



前言

根据我们对经济周期运行规律的理解,中国经济将在 2011 年初进入二次去库存的底部,随后是一个基于需求的库存周期的主动补库存过程,并在经历近 10 个季度的复苏后,有可能在 2011 年三季度之后逐渐进入中周期加速阶段。所以,就纯经济趋势而言,明年的基本态势是向上的,但明年只是加速阶段,而不是繁荣阶段。

存货的周期性变动对经济波动的非线性影响决定了中周期波动形式上的复杂性,经济的复苏在快速去库存过程中开始,但二次去库存中出现反复,在物价、经济以及库存同时达到底部后开启的新一轮主动库存周期是孕育新的中周期繁荣的沃土,而中周期的加速到繁荣并非一朝一夕之功,并不会因为中周期加速阶段的来临而快速进入“牛市”,从周期与股市的规律来看,在经历 2 年左右的主动库存奠定中周期繁荣基础之后才具备“牛市”的必要条件,在这之前,股市表现比较中庸,这是因为这样一个阶段,扰动因素较多,经济复苏基础仍不牢靠,需求和生产仍有可能反复,这种情况一直持续到主动库存和中周期加速的确立。因此,在这个阶段冲击因素影响更为重要。

通常而言,在二次去库存底部向主动库存阶段转换过程中以及中周期繁荣过渡阶段,通货膨胀都不会成为影响经济增长的主要问题。2011 年全年来看 CPI 和 PPI 可能一直处于较高的水平,这就意味着物价水平在 2011 年有可能对经济增长造成较大的扰动和冲击。

流动性对经济的扰动更多的是政府的政策选择上,一方面,通过货币政策,以货币或信贷渠道影响经济增长;另一方面,存货与货币的相互转换使得货币供应量也具有周期波动的特性。对中国而言,由于物价水平并没有显著的下降,二次去库存过程复杂且反复,即便我们预计 2011 年进入库存的底部,但如果没有价格的配合,很难看到通过去库存释放出大量货币的情况出现;同理,在物价仍然高企时,也很难看到货币大量的向实体企业的流动,流动性周期和短周期之间可能出现脱节甚至背离。

人民币升值冲击的问题。本币升值的股票市场效应很大程度取决于升值对经济的冲击程度,小幅连续升值对经济的负面冲击有限,更易产生“升值牛市”,这一结论被日本市场所验证,我们预期 2011 年人民币升值的幅度在 3% 左右,升值对 A 股市场冲击效应有限。

另一个为市场所关注的问题是经济增长中枢下移与股票市场趋势的关系问题。中国未来经济增长中枢下移已经为市场所共同认可,增长中枢下移,上市公司的盈利能力存在下降可能,但如果加入技术进步和创新因素、资本性投入加大而不是追逐劳动密集型的成长方式,那么劳动者工资报酬系数是下降的,企业盈余反而是上升的,加上政府在增长中枢下移过程中的减税政策,企业盈余增加就更加显著。典型的美国市场,在最近两个中周期里,其经济增长中枢下移是很显著的,但美国上市公司的 EPS 不断提升,标准普尔 500 指数在 2007 年创下历史新高。因此,经济增长中枢下移并不可怕,增长的质量以及上市公司盈利能力的提高才是关键。

从周期框架下股票市场的运行规律以及通胀和流动性冲击的角度,我们判断 2011 年市场的基本节奏:

(1) 一季度库存达到底部,经济增速有所下滑,上证指数出现回调,最大的冲击因素通胀率将达到年内最高,紧缩预期将对市场产生较大的负面冲击,一季度上证指数将出现全年的底部;

(2) 第二季度是主动补库存阶段开始,上游需求开始恢复,经济增速下滑幅度降低;随着主动补库存的深入,复苏进入新的阶段,这个时候有可能迎来中周期加速的启动,经济增速继续回升,市场对企业盈利预期乐



观，这一阶段通胀水平出现回落，紧缩预期减弱，加上 PPI 的继续走高，因此，二、三季度上证指数有可能在周期性行业推动下反弹；

（4）进入第四季度，中周期加速进入平稳阶段，经济增速为年内最高，市场对企业盈利预期趋于理性，PPI 不断走高对中下游需求和盈利产生冲击，将导致股票市场出现反复。

在周期理论框架下，通过量化的通胀和流动性冲击，我们判断 2011 年上证指数的核心波动区间在 2300 点到 3500 点之间，这一区间对应上证指数 20% 利润增速、11.4X~17.3X 的动态 PE。

一、中周期繁荣之路

这部分的目的是介绍我们一贯研究的理论框架——三周期嵌套理论，并指明中美两国经济所处周期中的位置，这是贯穿本文的线索，我们的结论是中美两国同时处在两个中周期交汇的历史阶段，而库存周期波动是经济增长的动力源泉。就 2011 年而言，中国将处在一个库存底部向主动库存周期过渡以及中周期的加速阶段，这是一个复杂而多变的时期，决定了中周期繁荣之路的崎岖，也意味着 2011 年股票市场运行的复杂和多变性。

1、三周期嵌套理论

经济周期是经济运行中周期性出现的扩张与收缩交替更迭、循环往复过程中实现经济总量螺旋式增长的一种现象，是经济活动的不可避免的全局性、总体性的波动，从不同的考察标准出发，得出的周期特征是不一致的。首先是基钦通过研究食物价格和心理等节奏性的变化，认为存在一种大致 40 个月左右的小周期，因此，产品价格、产品库存则是考察基钦周期的重要指标。

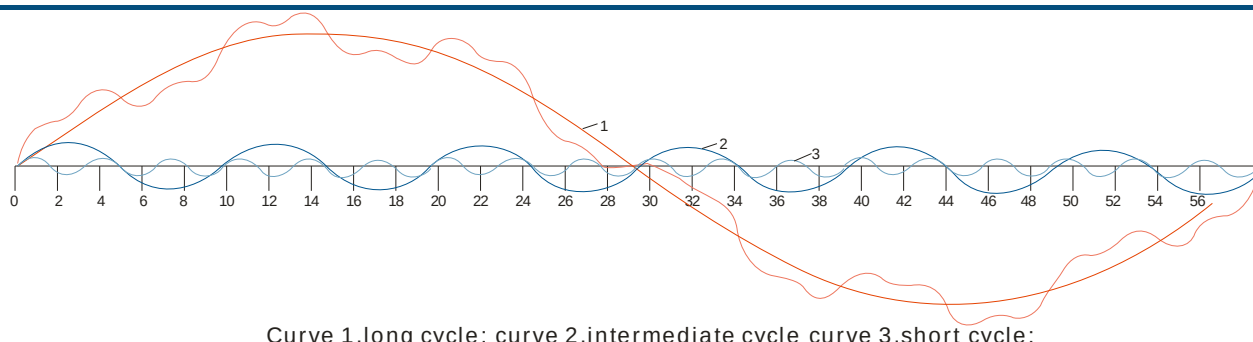
其次是中周期，最早是由法国经济学家朱格拉在 1862 年提出的，他认为资本主义经济存在一个大致 9-10 年左右的周期性波动，熊彼特将朱格拉周期称为中周期。中周期最为典型的是资本支出的周期性变化，因此中周期有时也被称为资本支出周期。

第三是长波周期，最为经典的是俄国经济学家康德拉季耶夫在 1925 年提出的资本主义经济存在 50-60 年的周期特征，他是以资本主义世界的重大经济危机作为划分的依据，也称为康德拉季耶夫周期，或康波周期。

熊彼特认为，尽管三种周期划分标准不一，但是并没有出现不可调和的矛盾性特征。在每个经济体的运行中都可能存在长、中、短周期，即三周期，每个长波周期套有中周期，每个中周期套有短周期。一般地，每个长波周期包括 6 个中周期，每个中周期包括 3 个短周期，这就是多层次三周期嵌套理论核心。



图 1：熊彼特三周期嵌套的原型



资料来源：Joseph A. Schumpeter: *Business Cycles-A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, 1939. P211

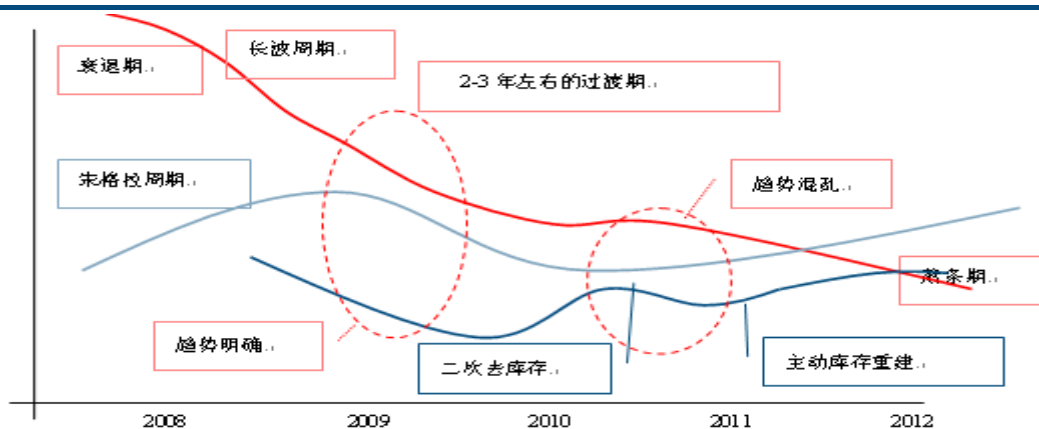
2、中美经济：库存底部、主动库存开启及中周期的加速

无论是中国还是美国，经济的周期运动都能够用波动函数来模拟，从长期的增长趋势来看，中国的经济周期围绕 9.9% 的增长率波动，波动周期大约是 10.4 年，而美国经济则是围绕其长期 2.88% 增长率、大约 9.4 年为周期进行波动，中美两国经济的波动周期均近似于中周期即朱格拉周期，从这一点看，汉森将朱格拉周期称为“主要经济周期”不无道理，中美经济的波动周期是一种长度为 9-10 年的类似于朱格拉周期的中期波动形式。

在 2009 年二季度之前，库存周期、资本投资周期和长波周期实际上处在一个共同向下的趋势，就库存周期而言，2010 年第二季度是美国库存周期的高峰，未来美国二次去库存的时间大概是 3 个季度至 2010 年底或 2011 年初。对中国来说，从 2009 年四季度开始，就已经进入了二次去库存阶段，2010 年 6 月份开始，中国经济明二次去库存进入显性化，本轮库存周期将持续 2-3 季度，即 2010 年底到 2011 年初将是本轮短周期的底部。

按经济周期的惯常经验，中国经济在经历近 10 个季度的复苏之后，将有可能在 2011 年三季度之后开始进入中周期加速期，所以，就纯经济趋势而言，明年的基本态势是向上的，但是按照我们对中周期运动规律的理解，2011 年只是加速阶段，而不是繁荣阶段。

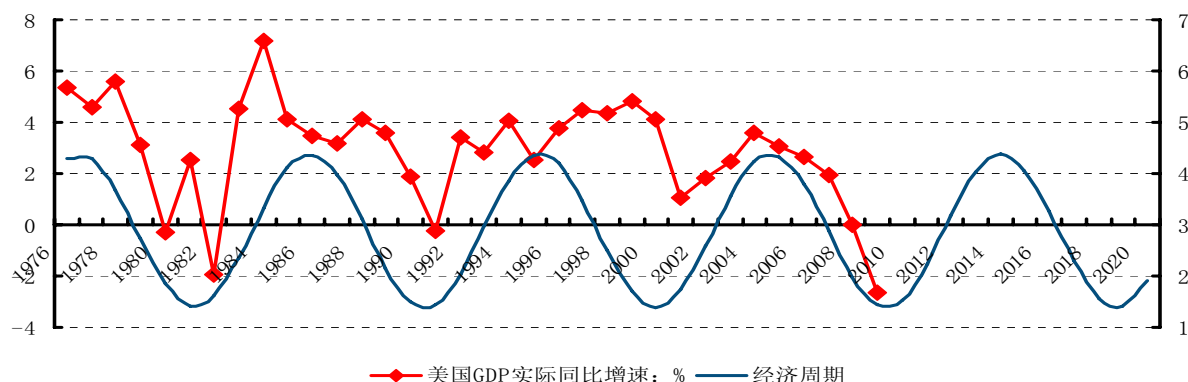
图 2：长波、中波与短波库存周期的叠加



资料来源：中信建投证券研究发展

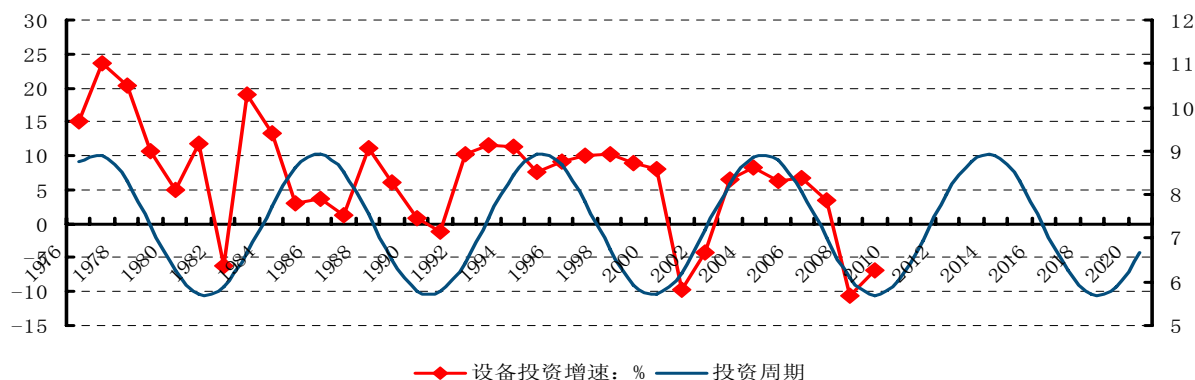


图 3：美国的经济周期=9.4 年



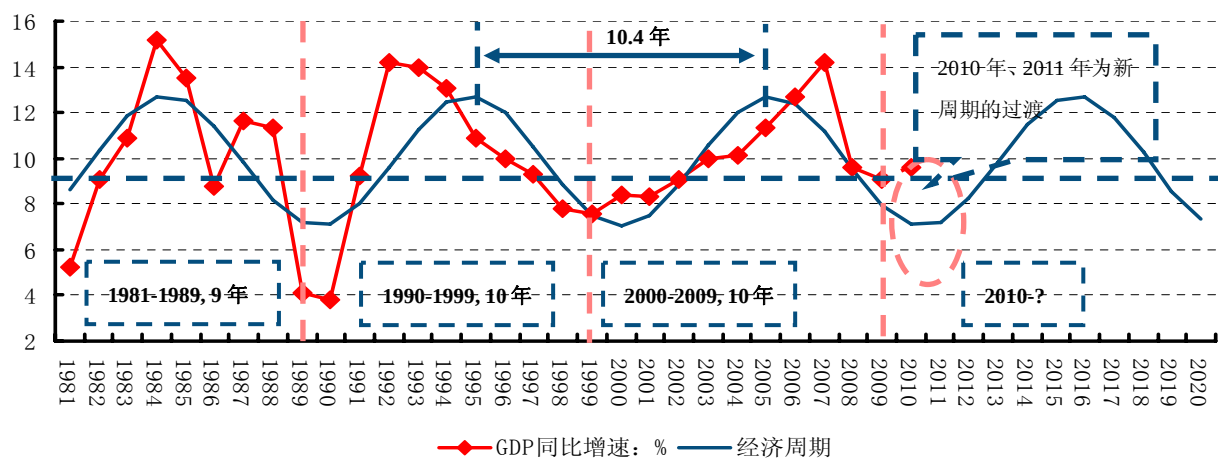
数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

图 4：美国的设备投资周期=9.2 年



数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

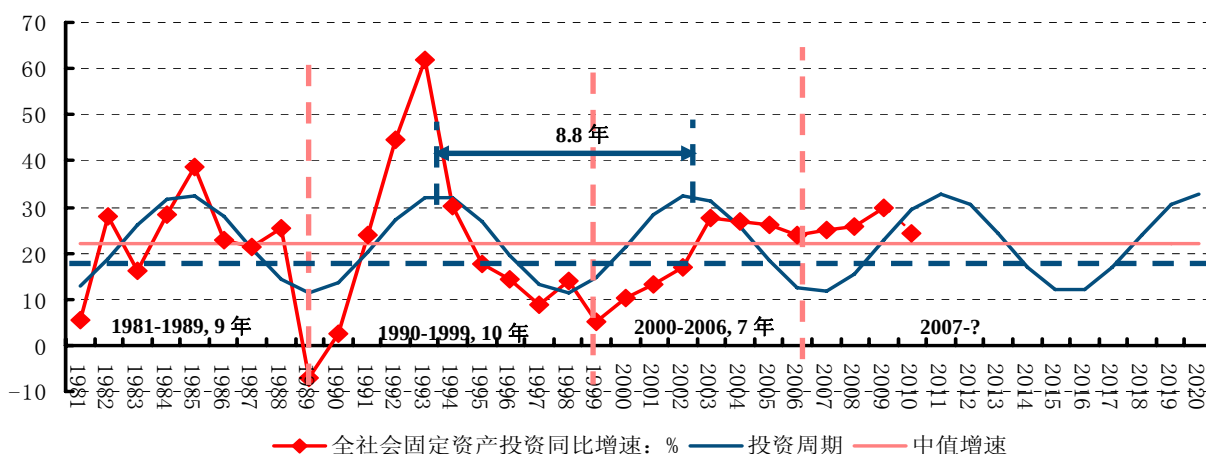
图 5：中国的经济周期=10.4 年



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部



图 6：中国的投资周期=8.8 年



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展

3、库存周期变动是经济增长的动力

由支出法衡量的 GDP，库存的变动是 GDP 变动的重要组成部分，存货周期性波动也必然导致 GDP 的波动。根据经济学家 Andrew J. Filardo 对美国库存变化与经济增长关系的研究结果，在经济扩张时期存货变动对 GDP 波动的贡献率为 32%，而在经济衰退时这一贡献率则为 53%，意味着存货的周期性变动对经济波动的影响并非简单的线性关系。

根据产业链的不同位置，我们可以将存货的种类划分为零售商库存、批发商库存和生产库存。零售商库存的变化对终端需求变动比较敏感，因而其库存总是先于批发商和生产商的库存而变化；批发商的库存变化则是根据其对于零售业的订单以及对存货的意愿水平做出的调整，生产商库存的变化受到批发商订单的影响，对终端需求的变化反映较为迟钝，因而，通常库存的顺序为“零售商库存变化→批发商库存变化→生产商库存变化”，终端销售的微小波动即零售商库存的微小变化，通过产业链的传导，可能会导致最终工业生产的大幅波动。

我们分析库存周期对经济周期波动的影响。在经济衰退前，由于通胀和紧缩政策，最终需求增长开始放缓，总供给开始大于总需求，零售商库存停止增长并出现去库存趋势，但批发商和生产商库存仍然缓慢增加，所以 GDP 同比仍然是增长的，只不过增长速度下降，随着真实需求向生产领域传递，生产商降低逐渐产能，出现包括生产商在内的全产业链的去库存过程，因此，表现为生产商的去库存以及 GDP 增速的进一步下滑，甚至出现同比的负增长，经济开始衰退，生产企业产能利用率迅速下降，工业产出开始见底，总供给开始小于总需求，生产商存货快速下降，经济增速也接近底部；在生产商库存到达底部之前，虽然终端消费仍未恢复，但零售商发现存货水平低于其意愿之下，对批发商的订单一定程度恢复，因此，经济出现反弹；生产商的产能利用率逐渐提高，工业生产恢复，存货缓慢增加，进入补库存周期，经济增长也逐渐恢复，经济进入新的周期，而衔接两个中周期的是一个剧烈的去库存过程。

上述描述的是中周期期间过渡的库存过程，我们也称之为一次去库存，这是一个被动的、在政府的逆周期政策主导下的去库存过程，并开始一轮被动的库存周期，之所以是被动周期，是因为这时候经济处于复苏初期，需求在通货紧缩情况下恢复有限，是在政策主导或政府采购主导下的被动型库存周期，在这一短周期中，经济是有反复的，并在二次去库存过程中出现显著的下滑；之后是一轮主动库存周期，因为这时候经济处于复苏中

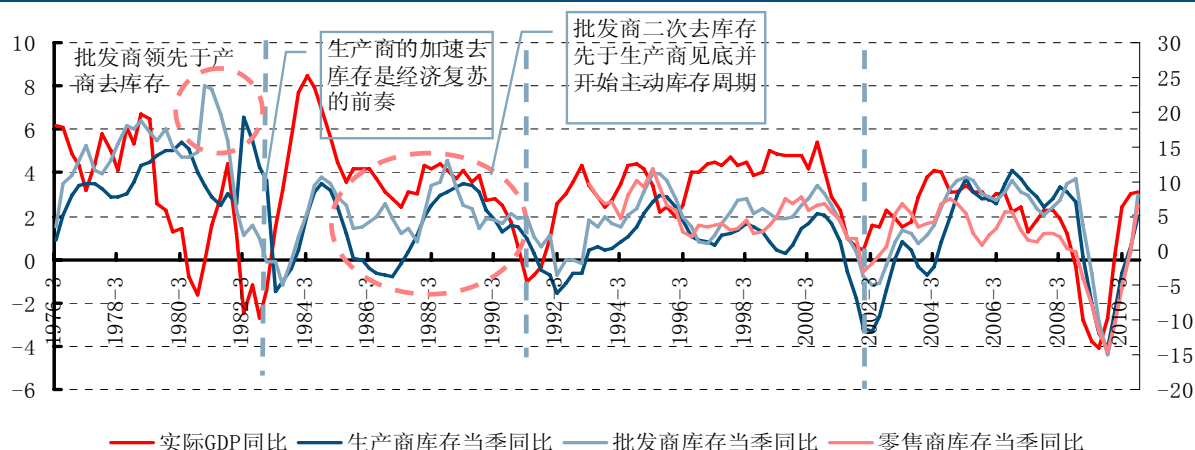


后期，物价水平在二次去库存过程中有所回落，利率仍然较低，人们对未来预期逐渐变得乐观，收入也已经逐渐增加，终端需求逐渐增加，零售商和批发商主动补充库存，生产领域的产能利用率显著提高，这一库存周期是中周期繁荣的开始。一个中周期中可能包括一个或者两个这样的主动存货周期，而主动存货周期的长短也决定中周期繁荣阶段的长短。

中周期也就在短周期的峰谷不断更替过程中，实现复苏、繁荣和衰退的更替，而短周期则是在利率、物价、生产和就业等多因素作用下的波动，中周期也在这种短期波动中自我实现，或者说短周期是中周期经济波动的自我适应。

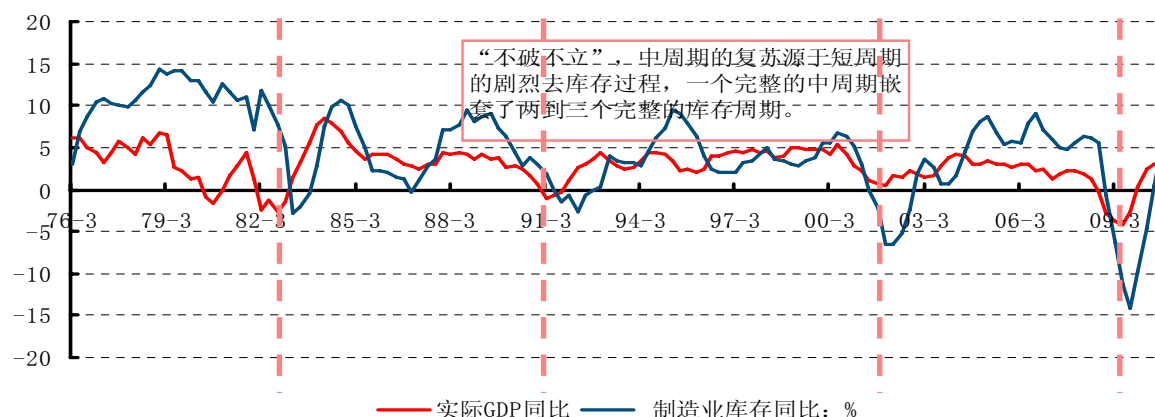
对于中国经济来说，2011年将是一个周期形态比较复杂的阶段，库存构建底部的过程不可避免经济增速的放缓，而主动补库过程和中周期加速将成为中周期经济的推进器，从这个角度看，2011年中国经济增速将是前低后高的走势，但在这样一个阶段，扰动因素较多，经济复苏基础并不牢靠，经济仍然存在“二次探底”的可能，需求和生产仍有可能反复，这种情况一直持续到主动库存和中周期加速的确立。在这样一个过渡的经济形态中，股票市场也难有系统性的上升表现。

图 7：库存顺序：零售库存-批发商库存-生产商库存



数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

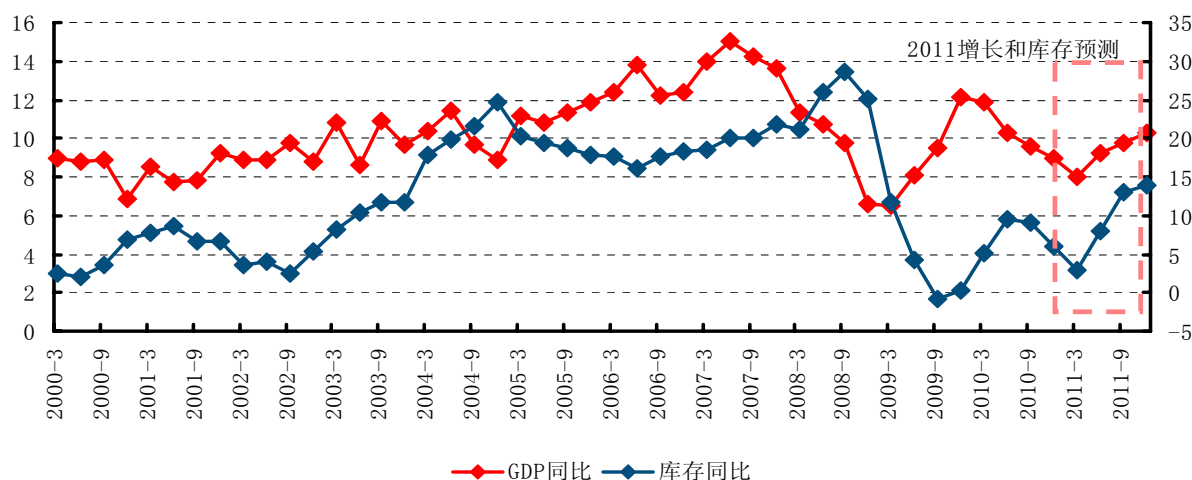
图 8：美国库存周期与中周期



数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部



图 9：2011 年 GDP 当季同比及库存变化



数据来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

二、中周期的扰动因素

从我们的分析框架来看，影响股市运行趋势的经济周期因素是比较明朗的，如果没有内生或外生性事件的冲击或者说是中周期扰动因素，那么我们分析市场就变得简单得多。

但市场总是复杂多变的，总的来说，2011 年中国经济和资本市场将面临三大冲击因素：通货膨胀、流动性紧缩以及人民币升值，三大冲击并非是孤立的，这三大冲击对经济增长的影响如何，也构成了经济周期的不可忽视的扰动因素。

1、通货膨胀对经济周期的扰动

通货膨胀对经济增长的影响，理论上是高通胀可能导致通胀预期波动即通胀预期的不确定性的增加，进而扭曲价格和资源的分配机制，通胀预期也会导致紧缩政策，从而导致产出的降低，因此高通胀对经济增长存在负面的影响。但通胀对经济增长的影响，我们可以纳入周期的框架下进行分析。

先看看美国的通胀史。在布雷顿森林体系崩溃、两次石油危机冲击下，美国经济几乎在整个 20 世纪 70 年代，都在高通胀、高失业率的滞胀阴影笼罩下，CPI 最低的 1976 年也有 4.9%，1979 年最高则达到 13.3%，直到美联储的反通胀政策的实施，1982 年才将通货膨胀率下降到 4%，此后连续 5 年通货膨胀率都保持在 4% 以下，但美国的反通货膨胀政策的代价是高失业率和 1981—1982 年经济衰退的加深，20 世纪 90 年代以后，美国通胀率长期保持较低的水平，鲜有超过 5% 的水平。

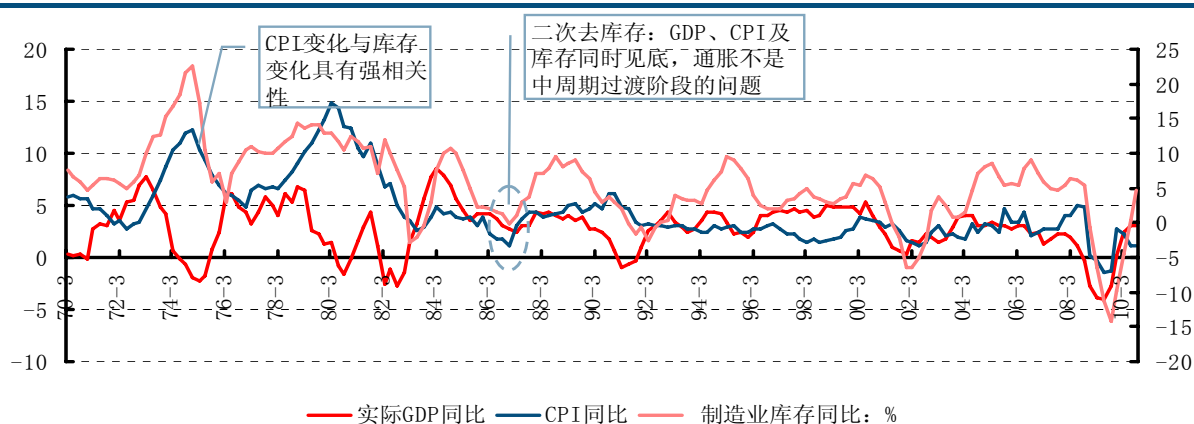
通货膨胀对经济周期的扰动，首先是高通胀对经济增长的抑制作用。通货膨胀减少了可用于再生产的资本存量，其结果要么是减少生产，要么是增加借贷以维持再生产水平，两种效应同时存在，后者将增加对于货币的需求和价格，使利率上升，尽管利率随着通货膨胀而增加，但往往不足以弥补通货膨胀带来的损失；通货膨胀增加对于外国资本的依赖性，很可能触发货币贬值，造成资本外流、资金短缺，促使利率进一步上升。当利率上升和银行坏帐的增加达到一定程度时，经济衰退就成为不可避免的现实，可见高通胀是经济衰退的催化剂。



其次是物价变化与库存周期波动密切相关。物价的波动与需求的变化紧密相关，需求旺盛的时候，物价总是不断升高，而需求不振的时候，物价通常是下跌的，这种关系在美国的历史中尤为典型。我们看到，在补库存过程中，CPI 同比也总是处于上行的趋势，而在去库存过程中，尤其是被动去库存过程中，CPI 也随之回落。物价水平对经济周期的扰动通过库存周期实现，物价的下降是去库存的第一表现，在补库存过程中，物价也成为关键，在高通胀下的补库存过程，其强度是受到很大抑制的，也意味着终端需求的抑制，这种情况下，经济也很难获得高增长的动力。

那么在二次去库存底部、中周期过渡阶段的物价水平情况是如何的？我们看看美国在 1977 年 7 月、1986 年 12 月以及 2003 年 10 月的二次去库存底部时，物价通常已经从较高的水平上回落，例如 1977 年二次去库存底部的 CPI 就由库存顶部时的 12.3% 下降到 5% 左右；1986 年的二次去库存底部时 CPI 由 4.8% 下降到 1.1%，2003 年 10 月时则由 3% 下降到 1.9%，可见，在二次去库存底部向主动库存阶段转换过程中以及中周期过渡阶段，通货膨胀都不会成为影响经济增长的问题，物价变动也只是经济周期运动的产物，只有当通胀达到一定水平，通过对下游需求和上游生产成本的影响，就构成周期的不可忽视的扰动因素。对于 2011 年中国经济来说，可能面临较高的通胀冲击，全年来看 CPI 和 PPI 可能一直处于较高的水平，这就意味着物价水平在 2011 年有可能对经济增长造成较大的扰动和冲击。

图 10：物价水平与周期嵌套：美国



数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

3、货币供应量对经济周期的扰动

（1）流动性对经济增长影响的一般分析

目前西方大多数经济学家认为货币政策的传导有两个途径，货币渠道和信贷渠道，前者通过利率、非货币资产价格途径或者汇率途径影响最终产出，例如货币政策通过利率的传导过程大体为：中央银行增加货币供应量（M），那么利率下降，资金成本随之降低，促使生产者借入更多的货币用于生产、消费者消费更多的商品，引起投资的上升和消费的增加，并最终导致经济总产出的增加。

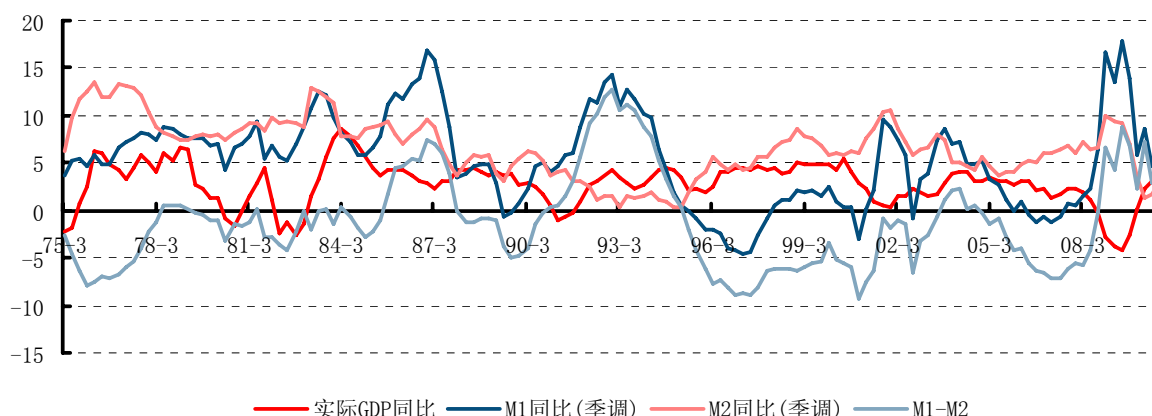
从理论角度来看，流动性的增加，最终会导致总产出的增加，即对经济的增长存在同向的贡献。近 30 年美国经济增长与货币供应量之间的关系，更显著地反映在政府的逆周期政策衰退时期，增加货币供应量，降低利率，以刺激消费和投资，促使经济恢复增长；在经济繁荣时，为了防止经济过热以及预防通货膨胀，通常会降低货币供应量的增速。从这个角度来看，流动性（货币供应量）的作用就是尽量使得经济维持在较低通胀下实



现较高的增长，并通过货币供应量缩短经济衰退持续的时间，结果就是我们观察到的，在最近的两个经济周期中，增长阶段（或繁荣阶段）持续的时间远远长于衰退持续的时间。

流动性对经济增长的扰动更多的是政府的政策选择上，在通胀高企、经济过热的时候，为了降低经济硬着陆的风险，通过货币紧缩手段，其代价是经济增长率的回落；在经济衰退、通货紧缩时，通过扩张的货币政策推动经济的复苏，从这一点看，货币供应量的变化总是领先于经济波动。

图 11：流动性对经济周期的扰动：美国



数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

（2）流动性周期

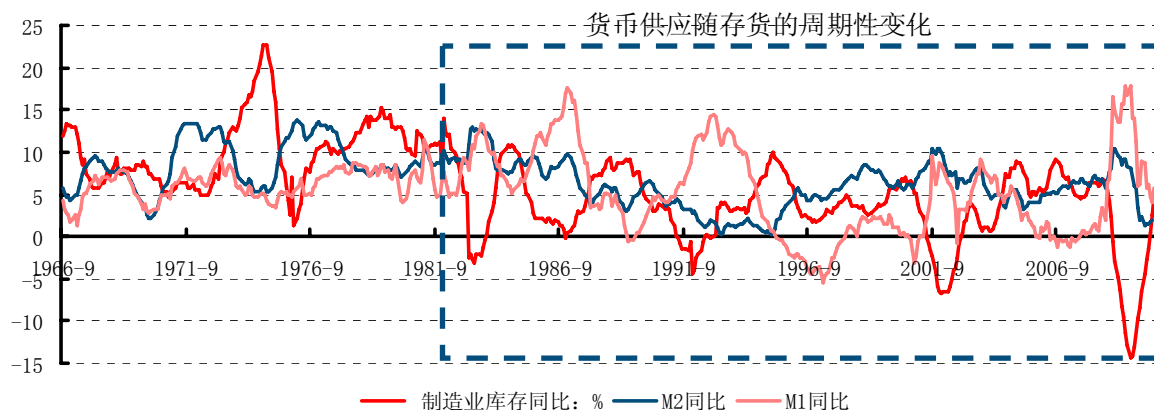
流动性与库存周期之间的关系，一方面，经济的周期波动是库存周期性变化下的自我实现，更具体地说，货币供应量通过资金成本改变投资和消费需求，推动库存的变化实现经济周期性波动。在经济衰退的时候，通过增加货币供应量，通过消费信贷促进消费的恢复，使得去库存过程顺利进行，是下一库存周期的前提；通过降低利率，降低制造商的资金使用成本，促进制造商恢复产能；在经济过热时，通过降低货币供应量，提高利率，抑制通胀，并防止制造业库存无限制增加，降低经济的冲击。

另一方面，库存周期性波动必然会影响货币供应量。这是因为库存商品是具有价值的，随着制造企业、批发商或者零售商的补库存过程，必然对货币具有更多的要求，在这个过程中，越来越多的货币被转换为替代物——存货，而降低了市场中流通的货币以及货币乘数；而去库存则是一个相反的过程，越来越多被存货占用的货币被释放出来，重新进入流通环节，从这一角度来看，去库存是补库存的前提，去库存释放的流动性是补库存流动性之需，库存周期与 M1 具有相同的周期，但二者之间的波动方向是相反的，在这一意义上，货币供应量也具有周期波动的特性。

我们观察美国的制造业库存与货币供应量之间的关系，这种关系是非常显著的：补库存过程中，货币供应量的增速是下降的，在库存的高峰，往往伴随着 M1 的负增长；而随着去库存过程，M1 增速逐渐增加，在库存的底部，往往伴随着 M1 增速的波峰。对于美国来说，随着二次去库存的深入，已经逐步进入一个流动性相对宽松的周期，为其下一个主动库存周期奠定基础。



图 12：流动性与库存周期：美国

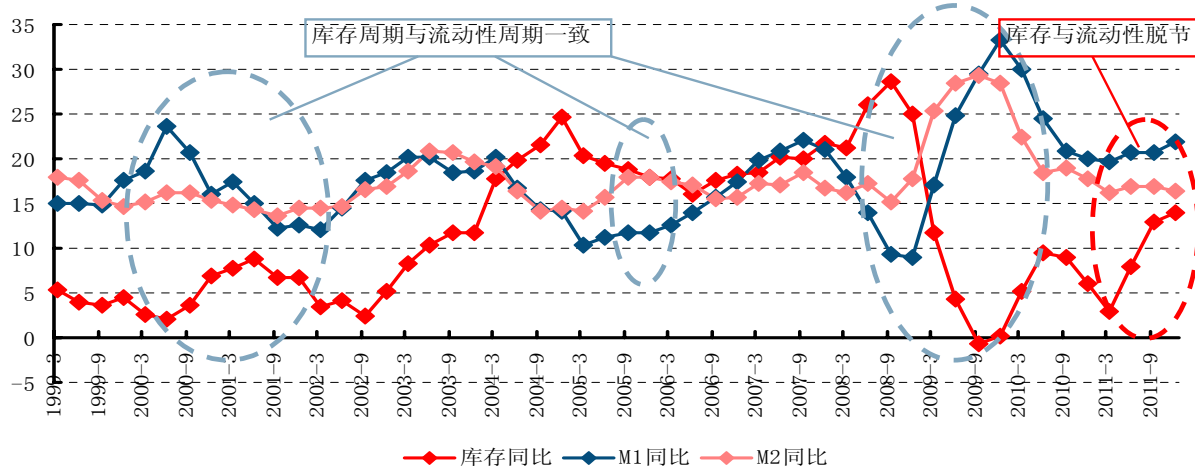


数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

对于中国来说，虽然库存变化与货币供应量之间的关系并没有美国的货币供应量与制造业库存之间那样具有明显的规律，但大体上 M1 与库存之间仍存在一定的规律，例如 2000 年 2 季度到 2002 年 1 季度、2008 年 2 季度到 2009 年 3 季度，库存周期与流动性变化还是具有很高的契合度的，大体上我们能够用库存周期与存货周期互相替代，但仍有较多的例外。

我们预计 2011 年进入二次去库存的底部，但如果没有价格的配合，很难看到通过去库存释放出大量货币的情况出现，同理，在物价仍然高企时，也很难看到货币大量的向实体企业的流动，也就是说，流动性周期和短周期之间可能出现脱节甚至背离，补库存所需的流动性基础并不充分，因此，我们很有可能看到在流动性紧缩下的库存底部及补库存过程，流动性紧缩或会影响补库存的过程和强度。

图 13：中国库存指数与货币供应量：%



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

4、汇率对经济增长的扰动

上世纪 50 年代以后，德国和日本经济基本从第二次世界大战中恢复过来并进入了一个高速发展阶段，成为



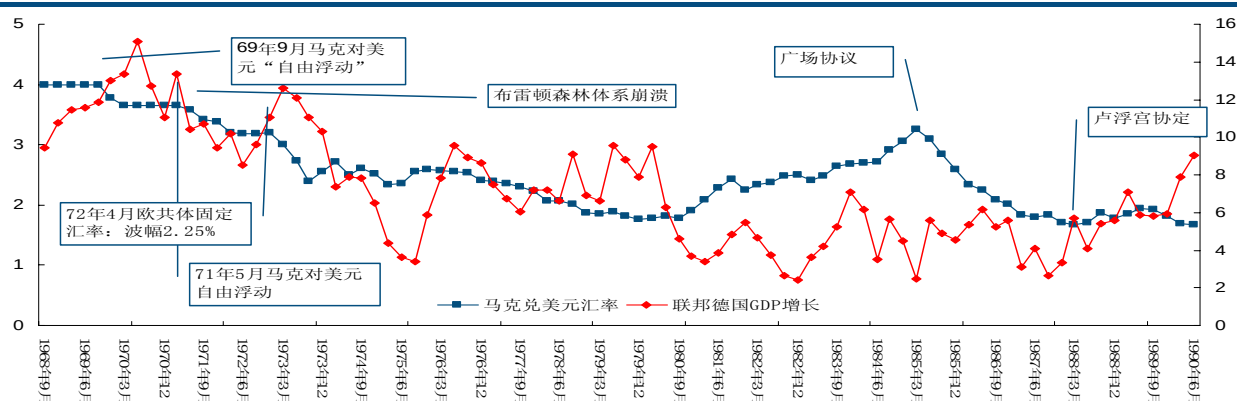
二战之后黄金时期最闪亮的两个经济体。1973 年，布雷顿森林体系崩溃，日元于 1973 年 2 月 14 日兑美元自由浮动，马克于 1973 年 3 月 2 日与美元正式自由浮动。

从 1969-73 年，马克大幅升值，GDP 基本处在 8-9% 的中枢，但在 73-76 年由于石油危机，德国 GDP 增长下滑，其后马克持续升值，GDP 却保持在 7-8% 的增长中枢直至第二次石油危机。第二次石油危机之后，德国增长中枢下降至 3-4%，德国马克贬值。“广场协议”之后，马克大幅急速升值，但 GDP 增速开始回落，1987 年下半年其，马克汇率趋于稳定，增长中枢也回升至 4% 之上。

理论上，麦金农认为，汇率升值预期会导致通货紧缩，并进一步影响消费和投资，最终影响经济的增长。“广场协议”之前，70 年代两次石油危机使得日本经济陷入衰退，但是汇率并没有发生明显的变化，浮动汇率制度实行之后至“广场协议”之前，日本经济更多受制于资源价格，与日元汇率相关性不强。“广场协议”之后，日元兑美元连续升值，日本也经历了连续五个季度的萧条，被称为日本“升值萧条”，与德国一样，大幅快速升值对总需求萎缩的效果在广场协议之后是十分显著的。

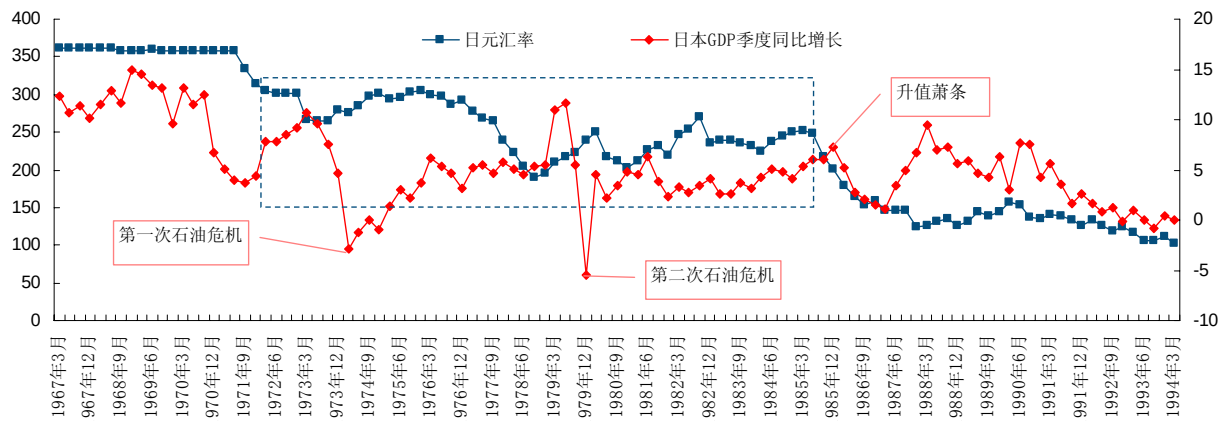
日本和德国的经验表明，本币连续小幅升值，对 GDP 增长并没有显著的负效应。2011 年人民币的小幅升值，对经济难形成显著的负面冲击。

图 14：德国马克升值对经济增长的扰动



数据来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

图 15：日元升值对经济增长的扰动



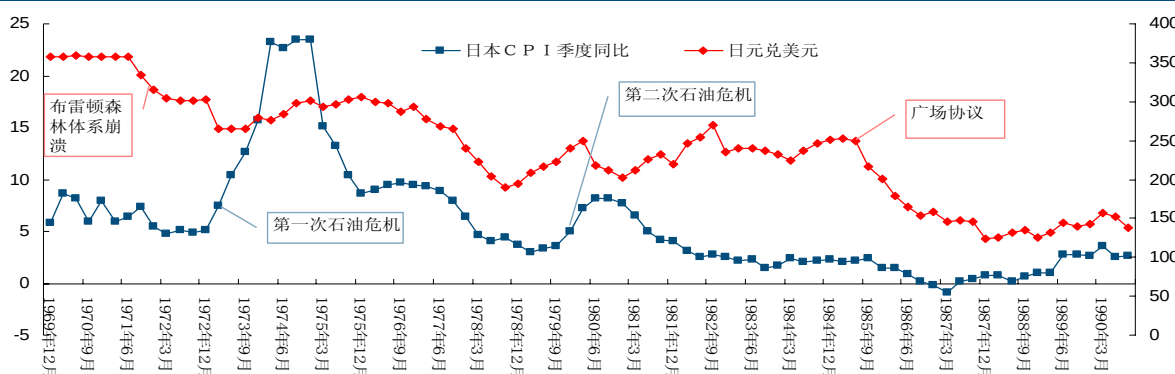
数据来源：CEIC，中信建投证券研究发展部



从货币升值的效应看，总需求下降，物价水平应该是降低的，这是“升值对冲通胀”的逻辑。但是，历史经验表明，本币升值之后，物价水平不一定下降，因为政府是一个典型的逆向决策者，升值萧条带来的紧缩效应和政策应对带来的扩张效应的叠加结果，决定了物价水平的走势。

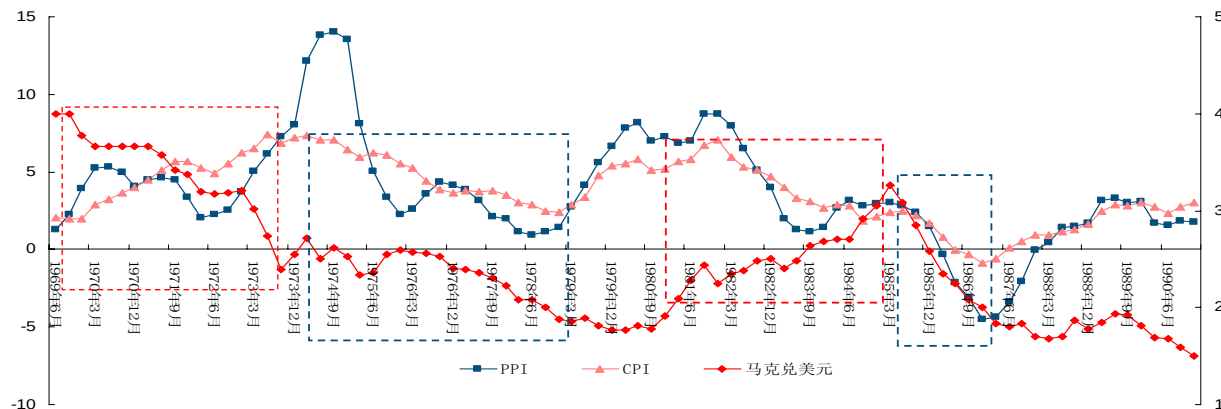
从日本的经验看，在日元升值的初期，物价指数一直持续在 4-5% 的水平，是一种温和通胀的体现，持续了 6-7 个季度。而在广场协议后日元大幅急速升值阶段，物价水平总体是下行的；从德国的经验看，在马克升值的前期，德国物价水平持续上升，但在小幅升值过程中，CPI 的关系并不显著。在广场协议之后，马克急速升值，物价指数确实大幅走低。从日德两国经验来看，在本币小幅升值过程中，物价水平并没有显著下降，而在急速升值下，物价才出现显著的下降。2011 年人民币的小幅升值，对物价不会产生很大的冲击。

图 16：日元升值与日本物价指数



数据来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

图 17：德国马克升值与德国物价水平



数据来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

三、中周期加速、通胀与流动性冲击下股票市场特征

1、中周期与短周期嵌套视角下的市场特征

在周期嵌套的角度来看股市趋势，我们仍然重点考察美国市场。从 1975 年至 2009 年，美国经历了四个完整的经济周期，分别是 1974 年-1982 年、1983 年-1991 年、1992 年-2001 年以及 2002 年-2009 年，每一个周期

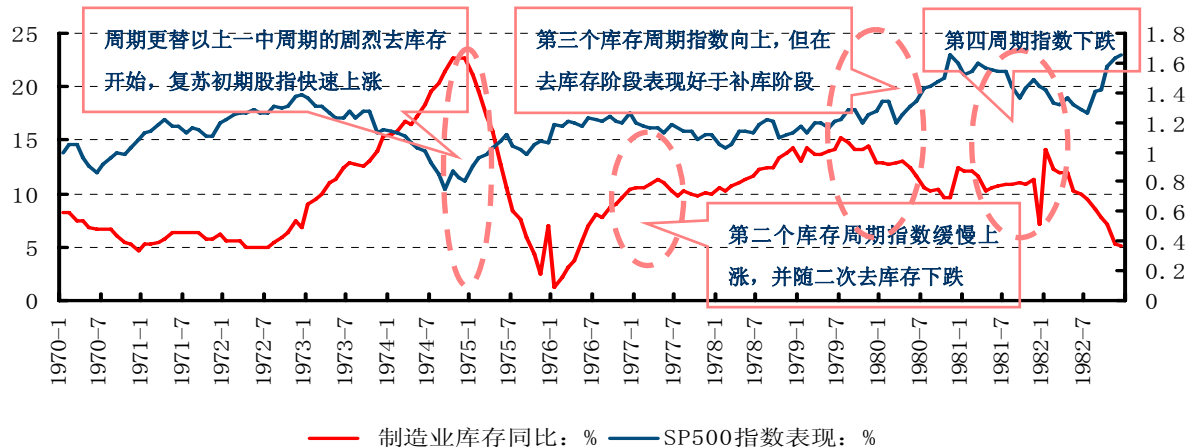


包含的库存周期在 2 个~4 个之间，除了 1992 年至 2001 年由于新经济带来几近 10 年的大牛市之外，其余周期表现出一定的共性：

首先是经济周期从库存周期的去库存的中后期开始，我们已经分析，在这一波去库存过程中，是由于宽松政策以及消费刺激政策主导的去库存以及之后的被动补库存，拉动经济的复苏，这一阶段股市通常会有较大幅度的反弹，甚至可以说是一个“小牛市”，例如 1974 年 3 季度到 1976 年 4 季度，标准普尔指数上涨 69%、1982 年 7 月至 1984 年 11 月，标准普尔指数涨幅 53%、而 2001 年 9 月至 2003 年 4 月之间，由于网络股破灭的影响犹在，指数继续下跌接近 12%，最近一次是 2009 年 2 月到 2010 年 9 月，标准普尔指数的涨幅高达 55%。

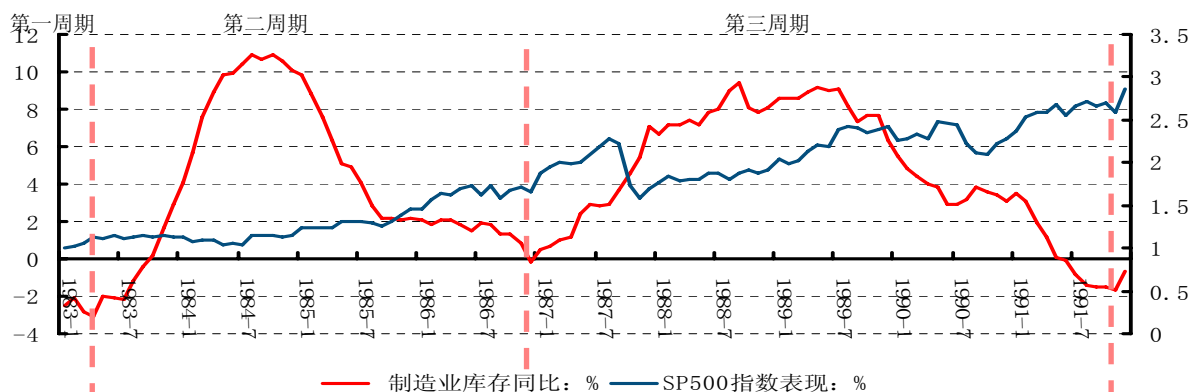
股市在二次去库存过程中表现不一，但在之后的主动库存的补库过程中表现是比较一致的：1977 年 7 月-1979 年 9 月（10.6%）、1986 年 12 月-1988 年 9 月（12%）、2003 年 10 月-2005 年 2 月（15%），而此后的去库存及最后一个补库存周期中，经济也随之达到本周期繁荣的顶端，股市继续走高。

图 18：短周期与中周期嵌套下的股指表现：1970 年-1982 年



数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

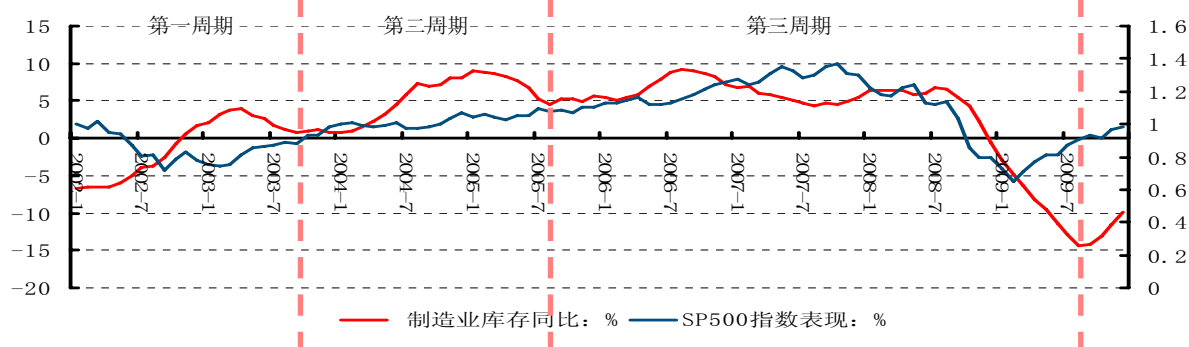
图 19：短周期与中周期嵌套下的股指表现：1983 年-1991 年



数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部



图 20：短周期与中周期嵌套下的股指表现：2001 年-2009 年



数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

2011 年中国经济所处的位置很大概率是二次去库存底部与主动库存启动以及中周期加速初期，因此我们更关心这一时期的市场表现。从美国来看，二次去库存达到底部之后，库存周期并不立即进入主动补库存阶段，而是有一个我们称之为“混沌期”的过渡阶段，经济的不确定因素仍然较多，股市表现同样不佳，在二次去库存达到底部之后一年内，标准普尔 500 指数平均涨跌幅是-0.7%，且跌多涨少，最大的涨幅也只有 6%；而在二次去库存底部后的两年内，指数普遍上涨，但涨幅不超过 15%。

对于中国股市来说，我们很难直接将周期嵌套理论与之相对应，正如我们上述通过短周期对经济增长扰动的分析指出的，库存周期与经济波动是密切相关的，因此我们可以用 GDP、PPI 和 CPI 相结合的方法分析了中国的库存周期。

我们可以清楚地看出，在 1998 年第一季度至 1998 年第二季度，中国经济在东亚金融危机的冲击下达到了底部，此时库存也达到了被动去库存的底部。在被动去库存中，库存的调整和经济的下挫是剧烈而迅速的，类似于本轮金融危机中的 2008 年底。在 1998 年底之后，库存重建的进程十分明显，大概持续了 7-8 个季度，这相对于典型的库存周期而言，库存重建阶段长了 1-2 个季度。在 2000 年底，库存重建达到了顶峰，随后出现二次去库存，大概持续 5 个季度，期间上证指数下跌 20%，此后开始长达 10 个季度的主动补库存过程，在二次去库存达到底部之后一年内下跌近 6%，而两年内上涨 8.6%。上证指数在二次去库存底部之后两年内的表现与相同阶段标准普尔 500 指数的表现具有很强的相似性。

二次去库存底部以及主动库存周期的补库存初期，市场表现不佳的主要原因有：首先是正如我们在分析二次去库存底部经济特征时指出的那样，二次去库存过程中的经济下滑较为显著，尤其是在库存底部，经济更是触及局部的低点，市场存在经济复苏基础不牢靠以及“二次探底”的忧虑，这就限制了股票市场的表现；其次，二次去库存底部到新主动库存周期之间存在一定的过渡期，过渡期经济的不佳表现降低了市场的预期，使得股票市场难有上好表现；三是这个阶段是一个中周期繁荣的过渡期，经济上升趋势尚不明确，扰动因素较多，对股票市场而言，难以出现系统性估值提升，业绩贡献是影响市场表现的主要因素。因此这个阶段指数涨幅有限。

表 1：77 年 7 月-79 年 7 月美国中周期启动阶段行业表现

行业	行业涨跌幅	估值贡献	业绩贡献
能源	18.20%	-9.18%	30.16%
金融	13.39%	-30.34%	62.77%
信息技术	10.18%	-22.78%	42.69%



工业	9.09%	-30.97%	58.04%
医疗保健	2.98%	-14.29%	20.14%
市场整体	2.48%	-23.85%	34.59%
非耐用消费品	-2.86%	-21.21%	23.29%
原材料	-5.10%	-40.54%	59.61%
电信	-9.30%	-20.00%	13.38%
公用事业	-10.84%	-10.84%	0.00%
耐用消费品	-12.46%	-30.77%	26.44%

数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

表 2: 86 年 12 月-88 年 12 月美国中周期启动阶段行业表现

行业	行业涨跌幅	估值贡献	业绩贡献
能源	21.75%	9.24%	11.45%
耐用消费品	21.05%	-16.54%	45.04%
医疗保健	20.74%	-38.74%	97.07%
原材料	17.90%	-40.98%	99.77%
市场整体	9.99%	-18.49%	34.95%
工业	9.18%	-32.18%	61.00%
电信	8.88%	4.17%	4.53%
信息技术	7.29%	-10.39%	19.73%
非耐用消费品	6.95%	-22.17%	37.42%
金融	-1.60%	-22.13%	26.36%
公用事业	-9.22%	-10.58%	1.52%

数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

表 3: 2003 年 10 月-2005 年 2 月美国中周期启动阶段行业表现

行业	行业涨跌幅	估值贡献	业绩贡献
能源	79.50%	8.63%	65.23%
原材料	53.82%	-29.01%	116.67%
公用事业	37.50%	-3.73%	42.83%
工业	31.85%	-11.69%	49.30%
电信	29.65%	103.13%	-36.17%
市场整体	24.52%	-8.92%	36.72%
金融	22.71%	-8.24%	33.72%
耐用消费品	22.10%	7.02%	14.09%
非耐用消费品	17.24%	-6.67%	25.61%
医疗保健	16.46%	-21.38%	48.13%
信息技术	5.28%	-35.21%	62.49%

数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

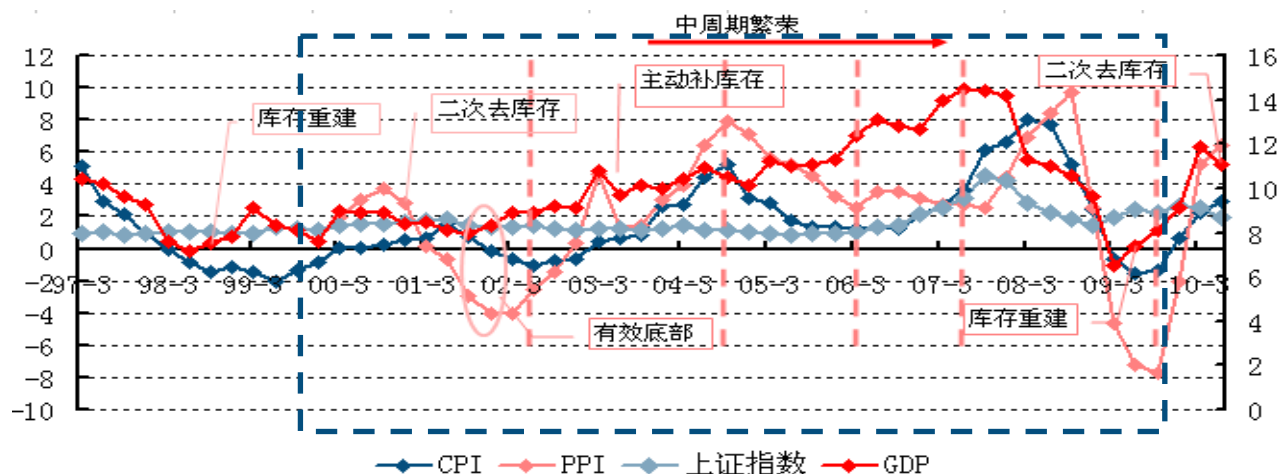


表 4: 2002 年 3 月-2004 年 3 月中国中周期启动阶段行业情况

板块名称	涨跌幅	估值贡献	业绩贡献
能源	46.43%	11.92%	30.83%
原材料	11.58%	-32.19%	64.56%
公用事业	0.68%	7.75%	-6.56%
整体市场	-1.23%	-15.72%	17.20%
耐用消费品	-7.57%	-15.21%	9.00%
信息技术	-8.72%	-14.19%	6.38%
工业	-10.74%	-15.88%	6.11%
金融	-14.47%	-25.99%	15.56%
非耐用消费品	-19.36%	-6.88%	-13.41%
医疗保健	-21.64%	-13.07%	-9.86%
电信	-44.30%	-18.60%	-31.58%

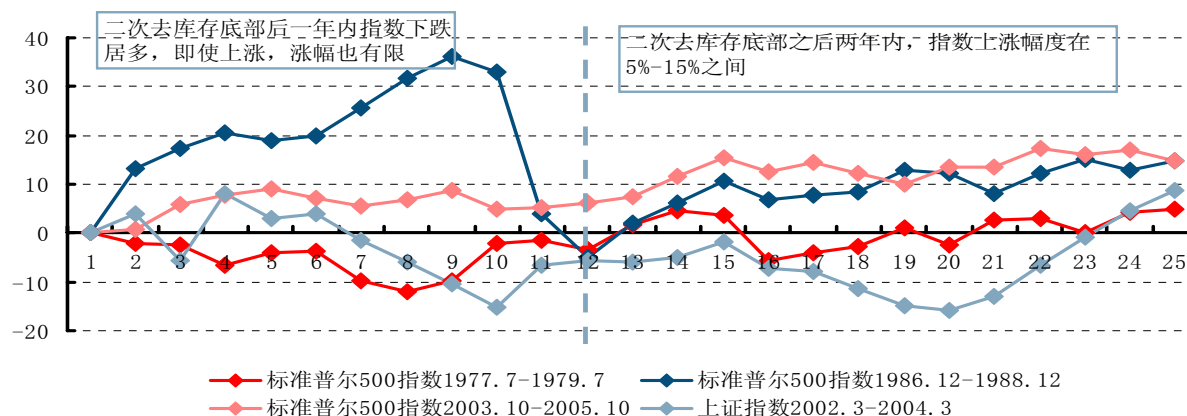
数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图 21: 短周期与中周期的嵌套: 中国 2000 年-2009 年



数据来源: CEIC, 中信建投证券研究发展部

图 22: 二次去库存底部及中周期过渡期标准普尔 500 指数与上证指数表现



数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部



2、通胀与流动性冲击下的市场特征

(1) 一般市场特征

我们上述分析了物价水平、货币供应量（流动性）与经济增长之间的关系，而股市被称为经济的晴雨表，物价水平、流动性与股市表现之间也具有一定的关联性。从理论上讲，通货膨胀是一种货币现象，是指货币的发行量超过流通中所实际需要的货币量引起的货币贬值现象，通货膨胀最直接的表现是物价水平的上涨。

首先看物价水平与货币供应量之间的关系。货币供应量的增加，导致物价水平的上升，这是因为，货币供应量增加，利率下降，一方面企业相对更容易获得扩大生产的资金，另一方面对商品的需求增加，引起商品价格的上涨，对上市公司来说，可获得更多的销售收入和利润，从而使得以货币形式表现的股利提高，股票价格上涨，股票指数也随之上涨；货币供应量的增加导致的物价水平的上升，也促使人们产生保值意识，将货币更多地投入到资本市场，使得股票指数上涨。

但物价水平的上涨与股票价格的上涨并不是一个必然的现象，当通胀上升到一定程度时，中央银行会担心物价失控从而提高利率，资金可能会选择从股市中撤出，从而使股指下跌，通货膨胀还会导致企业生产成本的上升，影响上市公司的盈利状况。当出现恶性通货膨胀的时候，政府可能会出台更为严厉的紧缩政策，减少货币的供应量，经济景气变坏，外币出逃，股票指数可能出现迅速的下跌。

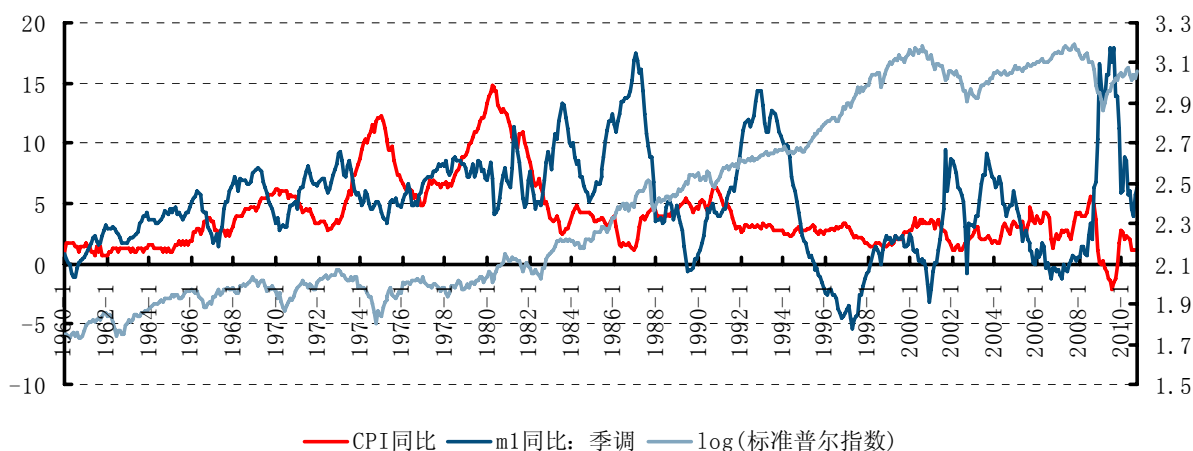
上述的理论分析在美国的物价水平、货币供应量与股票指数三者关系中表现的淋漓尽致，CPI 总是与 M1 峰谷交错，当 CPI 上升到一定程度时，M1 开始下降，当 CPI 达到波峰时，货币供应量则是局部的低点，而标准普尔 500 指数的涨跌与货币供应量有比较强的相关性。

观察上证指数、物价水平与货币供应量之间也具有同样的规律，不同的是，在不同阶段，引致货币供应量从宽松到收紧的临界值也是不同的，然而，由于每个阶段的 CPI 核心波动水平是不相同的，政策对通胀程度的容忍度也是不同的，很难用统一的标准来定量描述三者关系，例如我们分析美国 70 年到 82 年的高通胀阶段，货币供应量的变化以 6.5% 的通胀水平为阈值，当通胀水平低于 6.5% 的时候，无论 CPI 是增加还是降低，货币供应量都是增加的，当通胀水平高于 6.5% 的时候，货币供应量与 CPI 基本是负相关的。

如果要做一个历史分析的话，我们不能以物价的绝对数作为选择的依据，而应该以通货膨胀触发货币紧缩作为选择的依据，这是由于面对即将到来的 2011 年，面临着较高的通货膨胀预期以及较强烈的货币紧缩预期。从美国历史上看，1973 年石油危机引发了严重的通货膨胀和经济衰退，两年中标准普尔 500 指数下跌幅度超过 40%；而 70 年代另一次因通胀引发紧缩是在 1977 年 7 月开始，此时美国经济从上一次石油危机引发的衰退中有所恢复，并处于二次去库存底部和中周期加速阶段，1977 年 7 月至 1978 年 7 月标准普尔 500 指数涨幅不到 2%。1979 年至 1980 年之间，通胀率不断攀升，M1 也在 1980 年 5 月达到底部，这段时间中，标准普尔 500 指数小幅震荡，但在通胀开始回落、货币紧缩有所松动之后，股票指数出现显著的上涨行情。

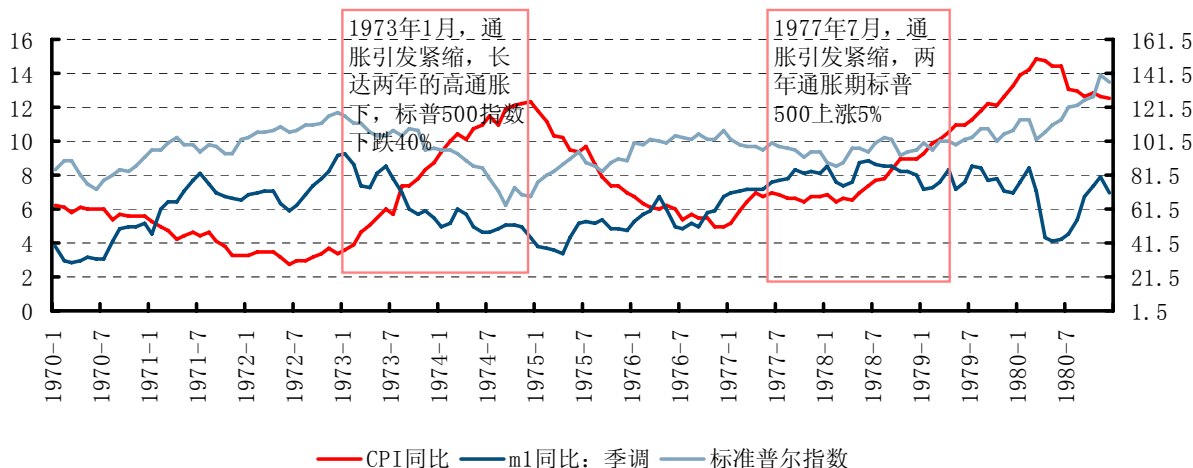


图 23：物价水平、流动性冲击与标普 500 指数：1960-2010



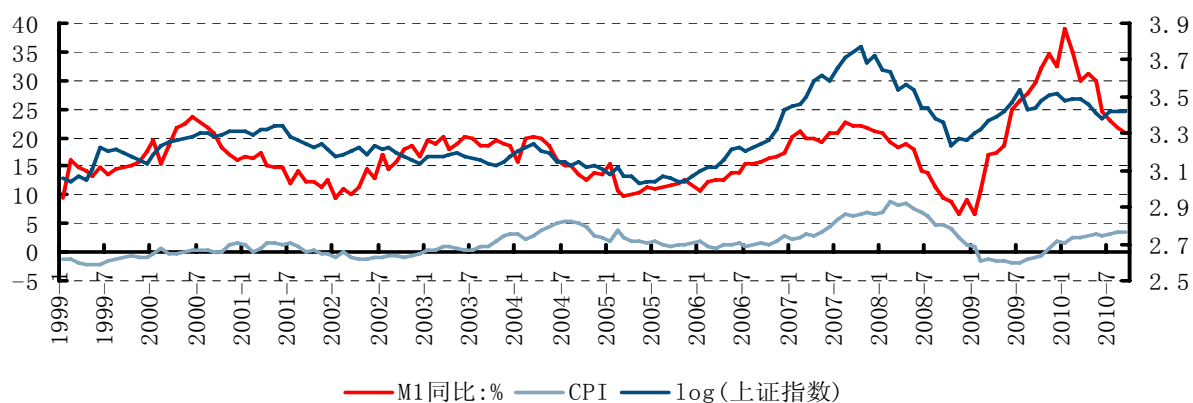
数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

图 24：20 世纪 70 年代通胀和流动紧缩冲击对标准普尔 500 指数的影响



数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

图 25：物价水平、流动性冲击与上证指数



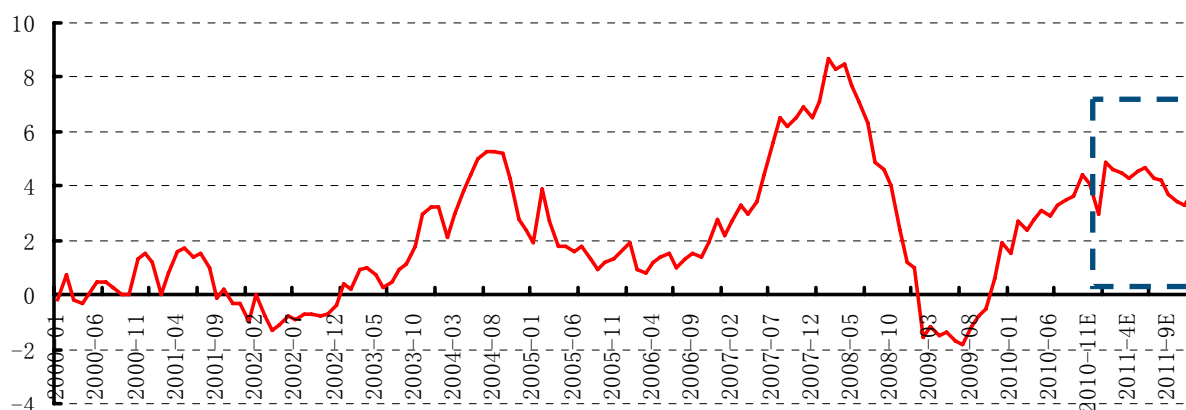
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部



可见通货膨胀和货币紧缩对股票市场的影响不能一概而论，应该结合所处的经济周期来分析，在经济增长阶段的通胀和紧缩政策，其对市场的负面冲击很大程度被公司的盈利预期对冲。因此，从这一角度来看，对我们分析 2011 年中国面临的高通胀和流动性紧缩对股市的冲击颇具意义。

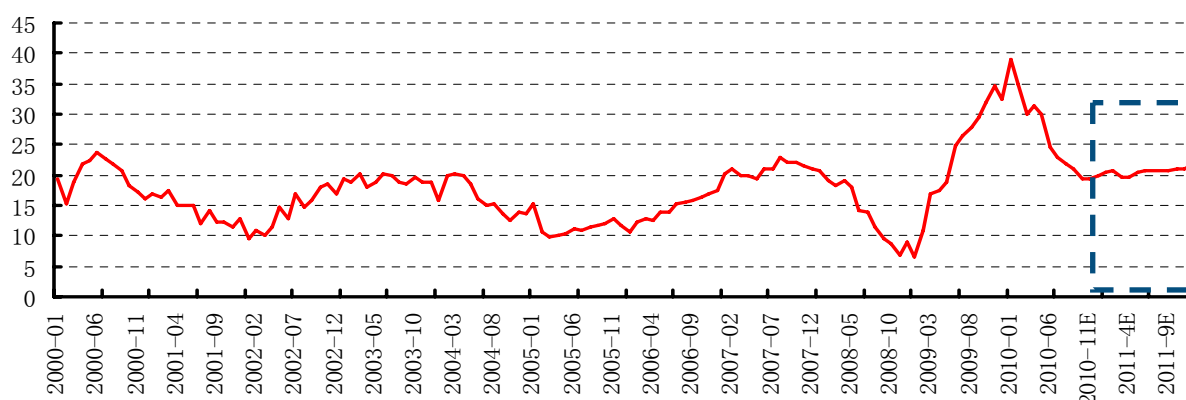
2011 年将是一个物价水平较高、流动性有所紧缩的年份，根据中信建投宏观组的预测，上半年 CPI 较高，均在 4% 以上，1 月的物价水平为全年的最高接近 5%；M1 全年增速的波动区间在 20.7% 的水平，略低于 2010 年 21% 的波动中枢，根据美国 1977 年 7 月至 1978 年 7 月标准普尔 500 指数的表现，在这样一种通胀与流动性组合下，股市难有很大的作为，但我们也看到，2011 年中国通胀水平难与美国当年的水平相匹配，而紧缩程度也有所不同，股市表现也不可能完全复制标准普尔 500 指数当年的表现，因此，有必要对通胀和流动性的冲击效应进一步讨论。

图 26：2011 年中国的物价水平



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 27：2011 年中国的货币供应量



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

（2）通货膨胀与流动性相互冲击

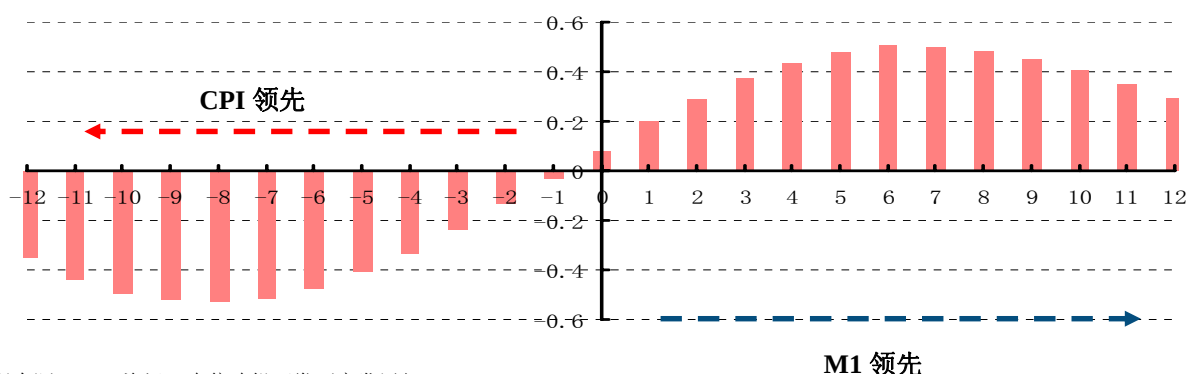
中国市场才是我们最为关注的。考察 2001 年之后通胀与货币供应量之间的关系，首先是领先滞后相关性的分析，我们发现二者之间当期相关性比较弱，货币供应量领先物价水平 4 到 9 个月时正相关比较显著，而物价



水平领先货币供应量 5 到 11 个月时具有较强的负相关，这与上述的理论分析是一致的：货币供应量增加时，在 4 到 9 个月内会导致物价水平的提高，而物价水平的提高在 5 到 11 个月内抑制货币供应量。

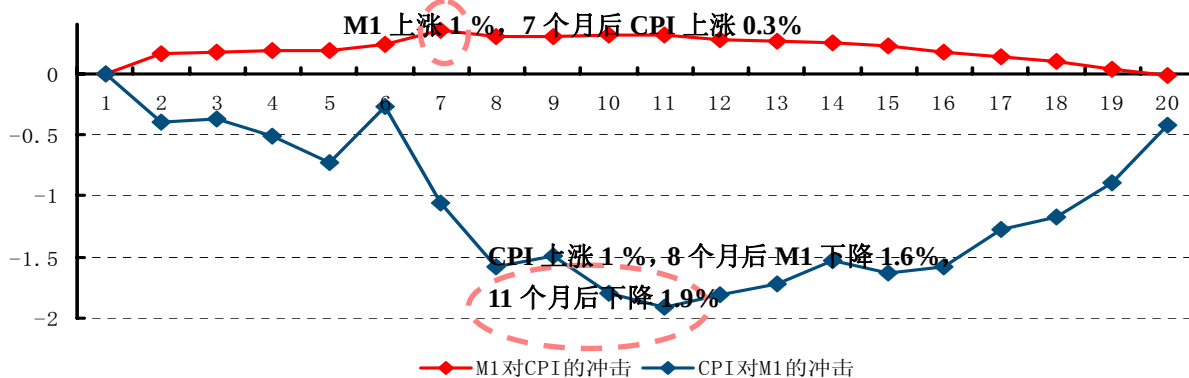
可见物价水平与货币供应量是两个互相影响的变量，二者之间的一个变量的显著变化都可能对另一变量造成冲击，通过向量自回归方法以及脉冲响应函数的分析我们可以获得更多的细节。就冲击响应来说，当期货币供应量增加一个百分点，并没有对当期物价水平产生影响，而是在随后的 7 个月逐渐增加，在第 7 个月达到最大，将引起 CPI 提高 0.3%；而当期物价水平提高一个百分点，也在 8 到 11 个月之后对货币供应量的抑制效应最大，将降低货币供应量 1.6%到 1.9%。

图 28：中国物价水平与货币供应量的领先滞后相关系数



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 29：中国物价水平与货币供应量之间相互冲击效应



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

(3) 通货膨胀和流动性对股市的冲击

我们已经定性地分析过货币供应量和物价指数对股票指数的冲击，还需要做一个更为细致的量化分析。首先从领先滞后相关性来看，物价水平与上证指数存在长期的正相关性，这种正相关性在领先 2-3 个月内是比较显著的，而上证指数领先的情况下，正相关更为显著，这种情况反映了股票指数对经济或对未来物价水平的预测作用。相对于物价水平，M1 领先上证指数的相关性更为显著。无论是 CPI 还是 M1，其与上证指数的当期相关性强于领先时的相关性。

从脉冲函数分析来看，当物价水平上涨 1%时，能够带动当月上证指数上涨 20 点到 100 点（中值为 60 个指数点，）物价水平变动对上证指数的影响在第三个月达到最大的 100 点到 263 点（中值为 180 点）；当 M1 提高

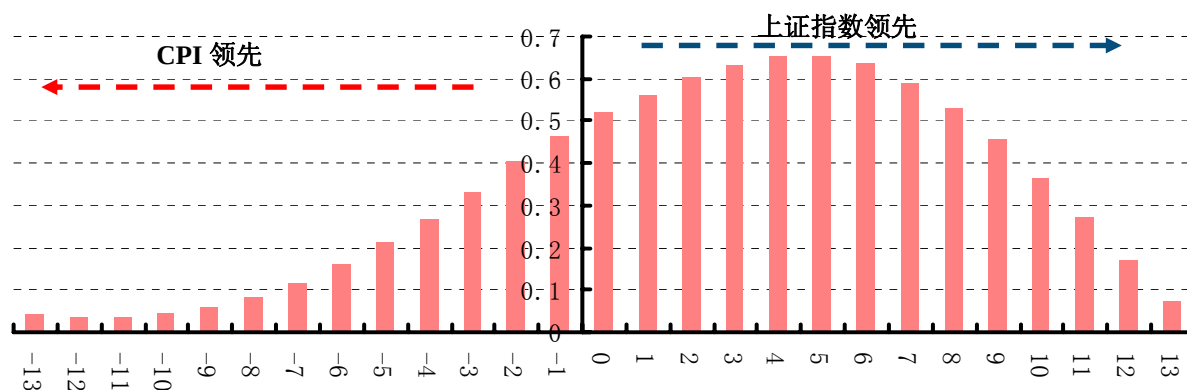


1%时，能够促使上证指数上涨 10-35 点，中值为 20 个指数点，第三个月的冲击效应最高为 70 个指数点。上证指数与物价水平、货币供应量之间似乎是以正相关和正向冲击为主，由于 2001 年到 2010 年之间由于通胀过高流动性紧缩从而导致市场下跌的情况非常少，中国股市的“通货膨胀行情”是比较突出的。2007 年 8 月到 2008 年 7 月 CPI 同比超过 6%，超过 5% 的情况也只有 17 个月份，我们很难讨论直接高通胀对指数的冲击。

对于高通胀对指数的冲击，我们更多地可以通过货币紧缩来解释对股市的影响，例如我们知道，通胀水平的正冲击，将会在若干个月降低对货币供应量，当冲击较大的时候，会导致较为显著的流动性紧缩，而流动性紧缩将对上证指数造成负面的冲击。

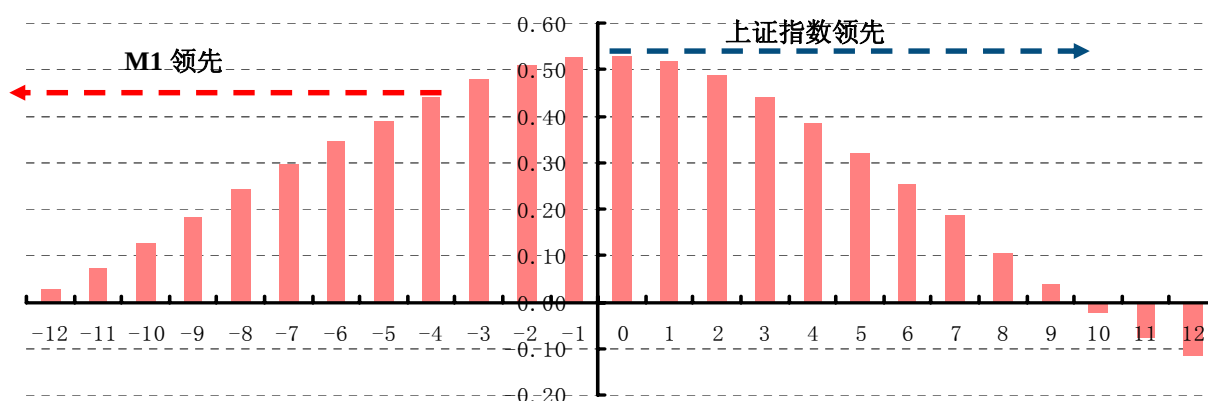
根据 2011 年通胀和流动性的预测数据，我们用预测误差作为冲击因素估算出各月份对上证指数的累积冲击效应，从结果看出，冲击导致指数下跌效应最大的是 1 月和 2 月，3 月起，通胀和流动性冲击的负面效应逐渐消减，12 月累计值达到最大正向的累积冲击效应。

图 30：物价水平与证指数领先滞后相关系数



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

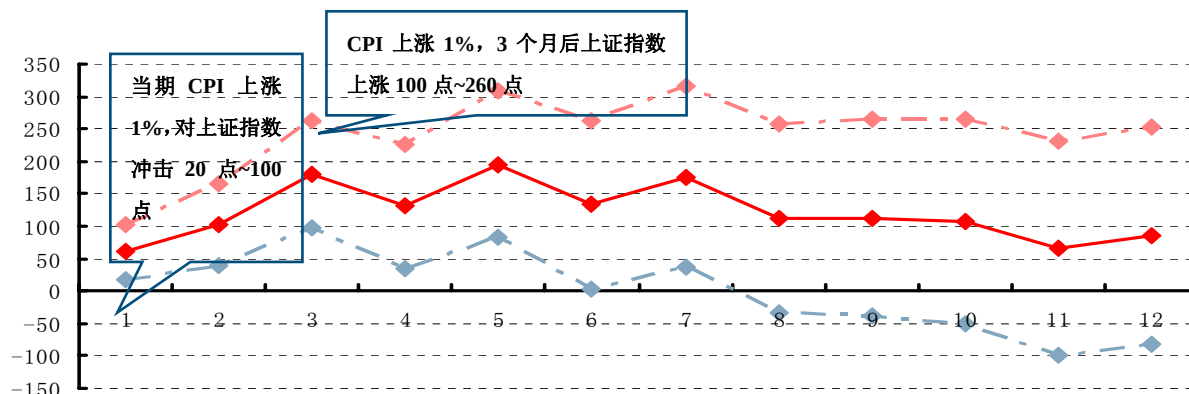
图 31：货币供应量与上证指数的领先滞后相关系数



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

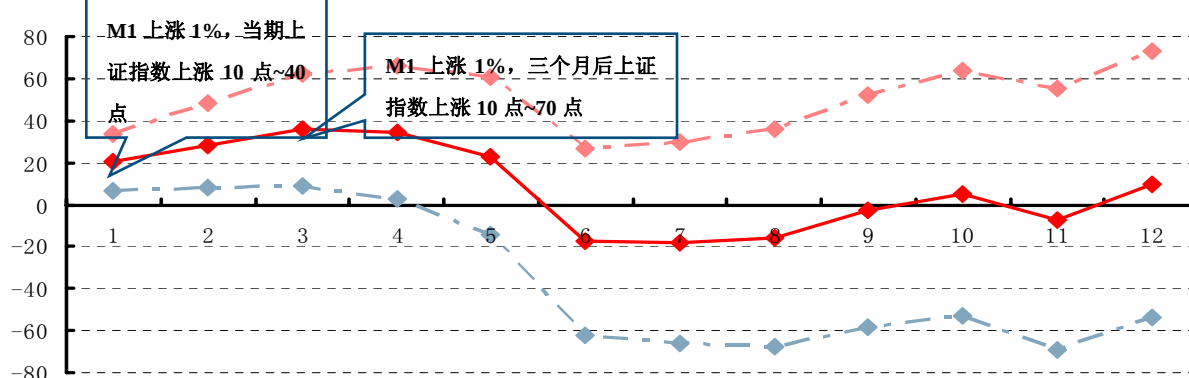


图 32: 通胀上涨 1% 对上证指数的冲击



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 33: 货币供应量上涨 1% 对上证指数的冲击



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

表 5: 2011 年上证指数的通胀和流动性的累积效应

月份	对上证指数的累积冲击		
	下限	中值	上限
1 月	-74	-147	-219
2 月	-98	-122	-146
3 月	77	100	156
4 月	54	147	239
5 月	56	146	237
6 月	79	220	362
7 月	136	348	559
8 月	165	404	643
9 月	146	364	583
10 月	148	362	577
11 月	125	328	532
12 月	150	352	573

数据来源: 中信建投证券研究发展部



3、本币升值下的市场特征

本币升值通过不同的途径影响股票市场。1980 年, Dornbusch 和 Fisher 提出流量导向模型(Flow-oriented Models), 指出汇率的变动影响一个国家的国际收支、实际产出和国际竞争力, 从而影响该国公司的股票价格以及现金流, 进而传递到股票市场, 影响股票价格, 但要反映在指数上, 可能要经历较长的传导时间。从这个角度上看, 汇率升值并不能显著影响指数走势。

但本币升值可以通过基础货币影响股票市场。一国货币的升值, 表明该国未来的投资风险降低、预期收益率增加, 为获得货币升值带来了利益, 投资者会通过各种渠道将资金带入该国, 资金的流入, 使得国内的货币的供应量不断增加。于此同时, 政府为避免本国货币的进一步升值, 抑制本币升值造成的负面影响, 往往会在外汇市场上买入外币, 同时抛出本币进行干预, 而这又进一步增加了货币的供应量。货币供应量的增加, 使得利率不断降低, 公司的融资成本下降, 从而利润相应增加, 股票价格上升, 这种影响是系统性的, 货币供应量的显著增加, 推动股票指数的上涨。

本币升值还可以通过国际资本流动影响股票市场。国际资本主要是通过国际投机资本, 也就是通常所说的“热钱”为渠道来产生影响的, 本币升值的预期促使国际投机资本直接或间接流入到股票市场、金融衍生品市场以及房地产市场, 一方面会推高这些市场的资产的价格, 引起股票价格的上涨; 另一方面, 国际投机资本的流入后, 央行要发行等额的本币, 增加了货币的供应量, 货币供应量的增加促使利率下降, 根据戈登模型, 这将会影响到股票的价格, 使股票价格上涨。股票价格的上涨更会加剧国际投机资本的流入, 本币将面临更大的升值压力, 进一步推动的股价的上涨。

然而, 本币升值并不必然导致股票市场的上涨, 麦金农认为, 汇率升值预期会导致通货紧缩, 并最终对股市造成负面影响, 而 Anaya 和 Morgue 通过对 8 个发达国家 1985 年~1991 年的汇率和股票市场的跨时期分析的结果认为, 短期本币升值对股市具有正面的作用, 而长期来看具有一定的负面作用。

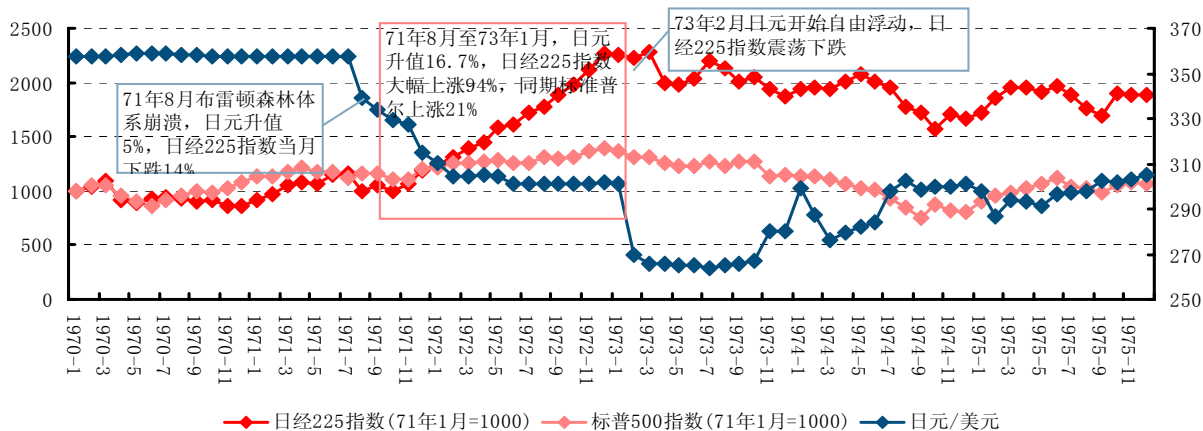
从历史经验上我们看 70 年代日元升值过程中日经 225 指数表现。1971 年 8 月布雷顿森林体系瓦解, 当月日元兑美元由 357 日元/美元升为 339 日元/美元, 升值幅度约 5%, 当月日经 225 指数大幅下跌 14%, 但随着日元继续小幅升值, 并最终在 73 年 2 月日元自由浮动前夕升值至 301 日元/美元, 累计升值幅度达到 15%, 这段时间内日经 225 指数大幅上涨几近一倍, 而同期标准普尔 500 指数涨幅只有 21%, 日经 225 指数相对于标准普尔 500 指数的超额收益高达 73%, 在日元升值前, 日经 225 指数对标准普尔 500 指数并不具有显著的超额收益, 可见其时日本股市的升值效应是非常显著地。

广场协议之后至 1987 年 4 月, 日元兑美元升至幅度最高达 41%, 日经 225 指数上涨 83%, 同期标准普尔 500 指数涨幅也高达 53%, 日经 225 指数相对于标准普尔 500 指数的超额收益只有 30%, 股市的升值效应远逊于 70 年代。

对 2011 年中国市场而言, 我们预计人民币升值幅度在 3%左右, 很难对上证指数产生系统性的冲击。

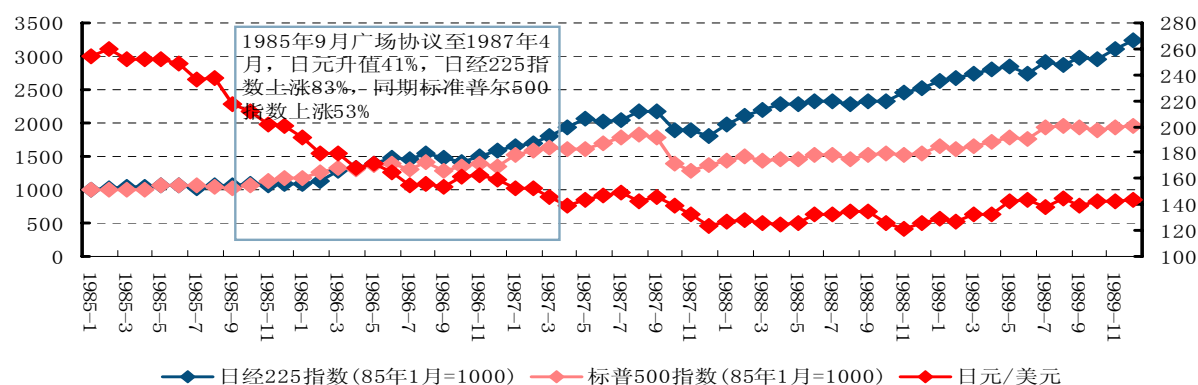


图 34：日元小幅升值过程中日经 225 指数表现



数据来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

图 35：日元大幅升值过程中日经 225 指数表现



数据来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

四、2011 年市场趋势分析

1、周期的扰动以及市场特征的总结

通过上述对经济周期理论、流动性、通胀以及货币升值对经济增长的扰动分析以及在这些扰动因素下的股票市场特征，我们有以下的结论：

（1）中美经济目前处于二次去库存寻底过程，2011 年 1-2 季度很大概率看到新的主动库存周期转换，以及在 2011 年下半年看到本轮中周期的加速；

（2）存货的周期性变动对经济波动的非线性影响决定了形式上复杂性，经济的复苏在快速去库存过程中开始，但二次去库存中经济增速显著下滑，在物价、经济以及库存同时达到底部后开启的新一轮主动库存周期是孕育新的中周期繁荣的沃土，由于中周期的加速到繁荣并非一朝一夕之功，因此就资本市场而言，并不会因为中周期的来临而快速进入股市的“牛市”，从周期与股市的规律来看，在经历 2 年左右的主动库存确立中周期繁荣基础之后才具备“牛市”的基础，在这之前，由于扰动因素较多，经济复苏基础并不牢靠，存在“二次探底”



的担忧，需求和生产仍有可能反复，这种情况一直持续到主动库存和中周期加速的确立，因而股市表现平庸。

(3) 在二次去库存底部向主动库存阶段转换过程中以及中周期过渡阶段，通货膨胀都不会成为影响经济增长的问题，物价变动也只是经济周期运动的产物。

(4) 流动性对经济的扰动更多的是政府的政策选择上，一方面，通过货币政策，以货币或信贷渠道影响经济增长。另一方面，存货与货币的相互转换也使得货币供应量也具有周期性波动的特性。对中国而言，由于物价水平并没有显著下降，二次去库存过程复杂且反复，2011 年流动性周期和短周期之间可能出现脱节甚至背离。

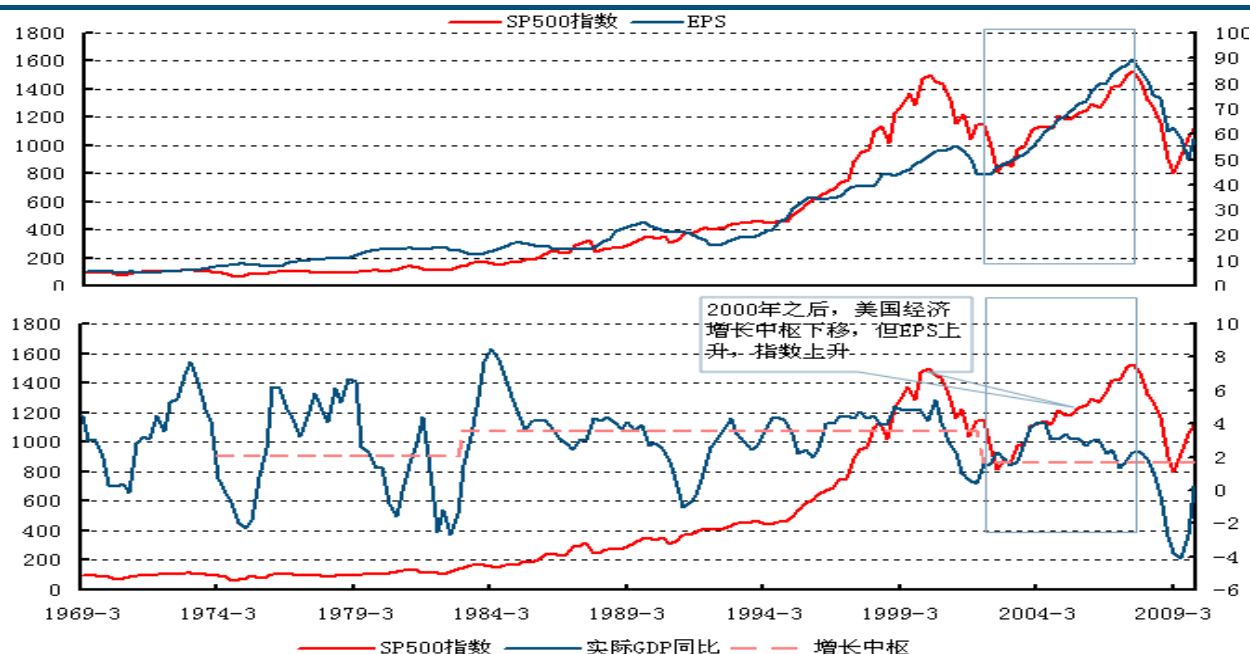
根据 2011 年通胀和流动性的预测数据，冲击导致指数下跌效应最大的是 1 月和 2 月，3 月起，通胀和流动性冲击的负面效应逐渐消减，12 月累计值达到最大正向的累积冲击效应。

(5) 日本和德国的经验表明，本币连续小幅升值，对 GDP 增长并没有显著的负效应，特别是汇率弹性显著阶段，经济增长中枢相对稳定，但对股市的冲击是较为显著的，1971 年到 1973 年日元兑美元升值 15%，期间日经 225 指数相对标准普尔 500 指数的超额收益率高达 73%，但对中国而言，“升值牛市”并不现实。

2、增长中枢下移不意味着盈利下降和投资机会的缺失

我们认为中国在 2011 年下半年很大概率进入本轮中周期加速阶段，但有一点是确定的，中国经济未来很难保持以 10% 为中枢的经济增长率，这与中周期加速和繁荣并不矛盾，我们认为中周期是一个新起点，是一个主导产业重新定位的阶段，其本质就是一个结构升级和变迁的阶段，虽然增长中枢下移，并不意味着增长质量的恶化，也并不意味公司盈利的下滑。

图 36：经济增长中枢、每股盈利以及标准普尔 500 指数



数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

从投入产出的角度来看，增加值构成主要分为几部分：固定资产折旧、劳动报酬、生产税净额以及企业盈



余等项，其中固定资产折旧可视为一个常数，劳动者工资报酬的增长也是稳定的，通常情况下税收率也是比较确定的，那么企业盈余也是稳定的，当增长中枢下移的时候，其他项不变时，企业盈余也会下降，反映上市公司盈余情况的股票指数也会随着下移。但如果加入技术进步和创新、资本性投入加大而不是追逐劳动密集型的增长方式，那么劳动者工资报酬系数是下降的，在这种情况下，企业盈余则是上升的，加上政府在增长中枢下移过程中的减税政策，企业盈余增加就更加显著。

我们很难直接讨论中国经济增长中枢下降与股票市场之间的关系，但从美国的历史我们可以看到这种情况：在过去四个中周期里，其真实 GDP 的增长中枢分别为 1974 年至 1982 年的 2%、1983 年至 1991 年 3.5%、1992 年至 2001 年的 3.5% 以及 2002 年至 2009 年的 1.6%，在最近两个中周期里，经济增长中枢下移是很显著的，但我们也看到，美国上市公司的 EPS 不断提升，标准普尔 500 指数在 2007 年创下历史新高。因此，对于股票市场来说，经济增长中枢下移并不可怕，增长的质量才是关键，而其中技术创新和进步扮演重要的角色。

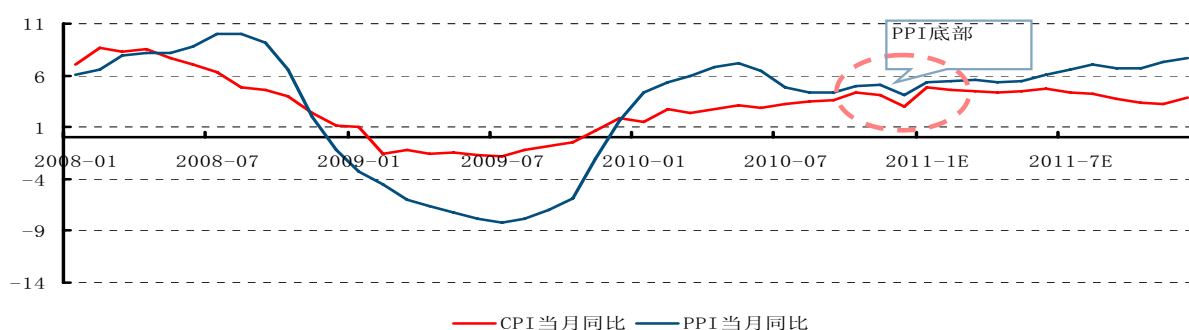
3、不确定因素的讨论

我们认为明年 1 季度迎来二次去库存的底部，二季度出现主动库存补库存，并在三季度进入中周期的加速阶段，然而这过程中仍存在较大的不确定因素，其中最关键是价格问题，即 PPI 和 CPI。首先是二次去库存底部的判断是 GDP、PPI 以及库存的同时达到底部才是一个有效底部，到达有效底部之后主动库存阶段才能顺利展开，这个问题目前看来基本成立，只不过是价格的底部已经被抬高；其次是补库存阶段，随着需求的扩大，价格是必然上涨，但居高不下的价格对需求具有一定的负面冲击，因此，以较高价格为起点的补库存过程，其补库存的强度有可能受到抑制，这个问题仍有待观测；第三是中周期的加速问题，我们认为第三季度进入中周期加速阶段，这本身是基于经济增长和经济结构变迁以及新的主导产业的萌芽之上作出的乐观判断，然而，中周期加速以及中周期景气阶段的延后也是有可能的，这种情况下，指数对未来不确定的波动将加大。

另外一个重要的不确定因素是货币和外部流动性冲击问题。在我们对趋势的分析中，并没有包括人民币升值问题，这是因为我们对人民币明年升值预期的幅度并不大，在这种情况下，升值预期以及相伴的套利资金产生的流动性冲击对指数的影响是有限的，但我们不能完全排除超过 5% 的升值幅度，如果按照日本 70 年代指数对升值幅度的敏感性，5%~10% 的升值预期幅度有可能造成指数的 30%~50% 的涨幅，但我们认为，这种情况出现的可能性不大。

总体而言，我们认为二次去库存有效底部、主动库存的开启以及中周期进入加速阶段如期出现的仍然是大概率事件。

图 37：2011 年 CPI 和 PPI



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部



4、市场趋势分析

(1) 基于周期嵌套及通胀、流动性冲击的市场趋势

从股票市场与经济的关系来看，经济基础是根本，因此，在分析市场趋势时，经济周期是我们首要考察的因素。我们已经分析了，在这样的一个周期阶段，股市的表现比较中庸，在二次去库存达到底部之后一年内，标准普尔 500 指数平均涨跌幅是-0.7%，且跌多涨少，最大的涨幅也只有 6%，上证指数在二次去库存达到底部之后一年内下跌近 6%。虽然 2011 年并不是一个典型的库存底部和主动库存周期的阶段，但仅就周期因素而言，全年最高也只能有 10%左右的涨幅，通过叠加冲击因素，我们就能大体判断全年上证 A 股指数的表现，具体的节奏上，我们认为：

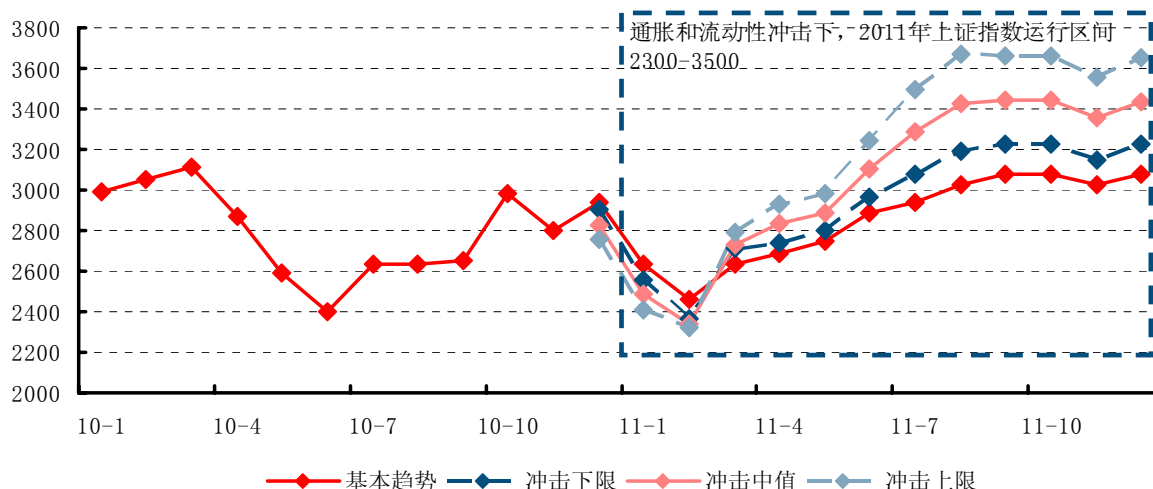
首先是一季度。虽然在二次去库存过程出现反复，但我们仍然认为，明年一季度大概率事件达到底部，这个过程中经济增速有所下滑。历史经验表明，在二次去库存底部过程中，指数存在一定程度的跌幅，平均来说，主动补库存启动前一个季度、二次去库存底部最后一季度的平均下跌幅度大约在 3%左右；一季度最大的冲击因素是通胀率将达到年内最高，紧缩预期将对市场产生较大的冲击，**指数在周期和冲击的合力下达到市场底部**；

第二季度是主动补库存阶段开始，上游需求开始恢复，经济增速下滑幅度降低；第三季度，随着主动补库存的深入，复苏进入新的阶段，这个时候有可能迎来中周期加速的启动，经济增速继续回升，市场对企业盈利预期乐观，这一阶段通胀水平出现回落，紧缩预期减弱，加上 PPI 的继续走高，因此，**二三季度上证指数有可能在周期股票推动上涨**；

进入第四季度，中周期加速进入平稳阶段，经济增速为年内最高，市场对企业盈余趋于理性，PPI 不断走高对中下游需求和盈利产生冲击，将导致**股票市场出现反复**。

在周期的理论框架下，通过量化的通胀和流动性冲击，我们判断 2011 年上证指数的核心波动区间在 2300 点到 3500 点之间，上证指数也在有可能在 1 月或 2 月达到底部，全年宽幅震荡。

图 38：2011 年上证指数趋势预测



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部



我们判断的 2011 年 CPI 前高后低、PPI 不断走高以及流动性略有紧缩的情形，这是目前最普遍的预期，也是发生概率最大的情形。当然有可能出现例外或极端情况：（1）物价失控，流动性紧缩加剧，可能会延缓库存底部、主动库存的启动以及中周期加速阶段的到来，这种情况下，经济增长将持续放缓，上证指数核心波动中枢有可能下移；（2）物价得到适当控制，CPI 适度回落，库存有效达到底部，主动库存和中周期加速提前，经济超预期，上证指数核心波动区间将有可能上移，周期行业的投资机会将贯穿全年大多数时间；（3）国际冲击导致流动性泛滥，物价难以控制，经济增速下降，但上证指数波动区间上移，出现系统性的流动性冲击行情；等等，上述情形之一的出现将使得我们对市场趋势判断发生偏移。

（2）核心波动区间合理性分析

在中周期框架、通胀和流动性冲击下上证指数的核心波动区间是 2300 点~3500 点，这一区间是否合理我们可以通过相对估值的方法进行检验。

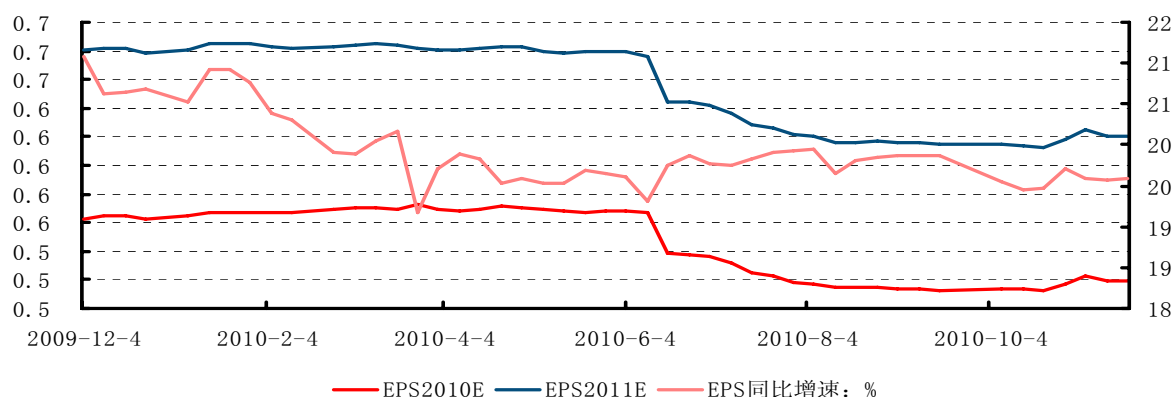
2010 年以来，上证综合指数的 2011 年预测每股收益增速平均约 20%，最高为 21%，最低为 19%。对于 2011 年盈利增速预测，乐观预期为 22%、悲观预期为 18%，20%则代表中性预期，2300~3500 点的核心波动区间相当于 2011 年动态市盈率则在 11.4X~17.3X 之间波动，目前看来也是比较合理的。

表 6：上证指数波动区间估算

2011 动态 PE	盈利增速 18%	盈利增速 20%	盈利增速 22%
11	2196.03	2233.25	2270.47
12	2395.67	2436.27	2476.88
13	2595.31	2639.3	2683.29
14	2794.95	2842.32	2889.69
15	2994.59	3045.34	3096.1
16	3194.23	3248.37	3302.5
17	3393.87	3451.39	3508.91
18	3593.5	3654.41	3715.32
19	3793.14	3857.43	3921.72

数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 39：2011 年上证指数盈利预测



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部



分析师介绍

周金涛：南开大学经济学硕士，现任中信建投证券研究部执行总经理，行政负责人。长期从事宏观策略研究，并在中国的工业化国际比较和经济周期研究、虚拟经济与实体经济关系等方面形成了独特的逻辑框架和思维体系。2008年、2009年连续两年获得新财富最佳策略分析师第三名。

吴启权：天津大学计算机硕士、管理学博士，策略分析师。致力于数量化技术为基础的投资策略研究、并从投入产出角度研究中国产业经济与资本市场运行规律。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6880-5588

重要声明

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。