

策略周记：油价多高才可怕？

——2011年第8周

张海波 分析师

电话：020-87555888-337

eMail: zhb@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260210090004

本周关注

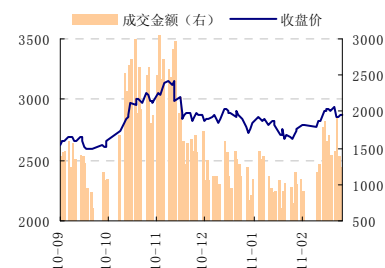
高油价是否威胁美国经济复苏？目前看还不会。历史上看，美国经济近50年来的每次衰退似乎都在油价的急剧上涨后不期而至（1974、1980年、1990、2000和2008年），然而历史并不会简单重复。我们认为利比亚局势紧张对石油供给的冲击规模远小于历史上几次大的供给冲击；石油需求温和增长，库存水平不低；在目前的情况下，油价缺乏继续大幅上涨的现实基础。虽然油价上涨对经济有负面影响，但暂时不会改变美国复苏的格局。当然，未来仍需密切关注中东局势的变化。**有趣的是，在华尔街日报对经济学家的调查中，平均而言，经济学家们认为油价在超过127美元之前，不会对美国经济复苏造成威胁。**

高油价是否改变目前国内的通胀格局？我们认为也未必。首先，原油价格的上涨并不能轻易地传导至终端价格。大宗商品价格上涨对PPI的传导效应明显，但PPI到CPI的传导并不顺畅。其次，目前我们还观察到通胀预期仍然较为稳定。第三，2月份以来最近农产品批发价格无论同比还是环比增速都有十分明显的下滑。我们对通胀的基本判断如下：2月CPI同比较1月有所回落；一般而言，二季度新涨价较一季度回落明显，因此二季度CPI平均增速应低于一季度。

目前的看法和建议：

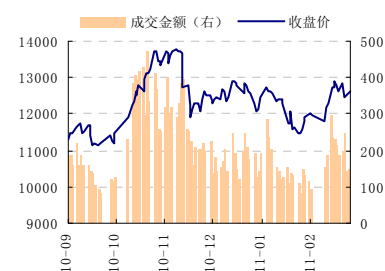
- 流动性出现明显好转之前，市场维持震荡，主题投资可望获得超额收益，建议围绕“估值提升+主题投资”两条主线布局。
- 周期类行业的休整是正常现象，由于复苏预期明确，周期类估值仍远低于历史平均水平，应坚定对周期类行业的估值提升的信心，建议配置家电、建筑建材、化工、机械和交通运输。
- 短期中，主题投资建议关注新能源、节能环保、装备制造（节能环保和能源开采相关）及新一代信息技术。
- 近期密切关注：（1）大宗商品价格上涨是否使人民币升值步伐加快；（2）2月份PMI数据；（3）中东局势和油价进一步走势。

上证综指



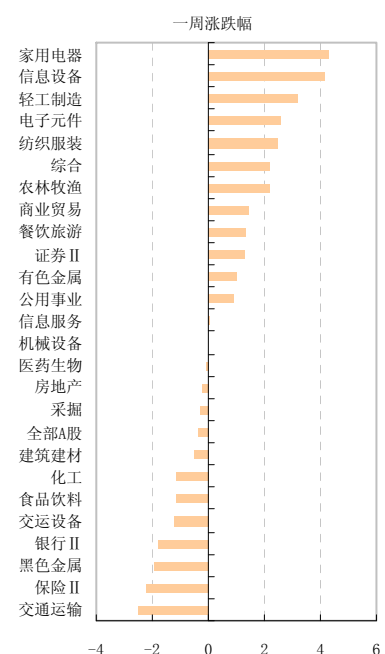
收盘价：2878.6（2011-2-25）

深证成指



收盘价：12633.9（2011-2-25）

行业一周表现



2011年第8周（2.21-2.27）



股市天气（2.21-2.27）：



本周预报（2.28-3.06）：

策略思考：

最近A股市场再度面临较大的不确定性，市场呈现震荡格局。这些不确定性和压力主要表现在几个方面：

（1）市场已经反弹了一段时间，在流动性支持相对不足的格局下，自身存在一定的调整压力，不确定性上升加剧了震荡。

（2）首次公布的2月份汇丰PMI预览数据仅为51.8，环比下降2.7个百分点，似乎引起了对经济增速下滑的更多担忧。

（3）利比亚紧张局势升级，国际原油价格大涨，一方面使避险需求上升，另一方面市场也担忧油价大幅上涨是否将对全球尤其是美国的复苏不利；在国内，高油价也容易引发对通胀进一步的担忧。

从市场表现来看，我们持续推荐的周期类行业上周表现不如人意（但家电仍然一枝独秀），非周期类跑赢了周期类。实际上，年初甚至是去年12月份以来，周期类行业大幅跑赢市场，并获得了绝对收益。我们更倾向于将其理解为正常的获利回吐和估值提升途中的休整，这也是市场避险需求增加的正常表现。

从概念板块来看，前期强势的水利水电、高铁、高端装备和钢结构跌幅居前，同样受到了获利回吐的影响；同时我们也观察到，受利好刺激的乙醇汽油（油价大涨）、移动支付（3大运营商近期加快开展手机支付业务）和3G（运营商1月份数据亮眼）等概念板块都有很好的表现。

这说明：

- 在不确定性明显改观之前，市场可能仍会偏好安全性；
- 事件性的刺激仍然可以激发市场的热点。

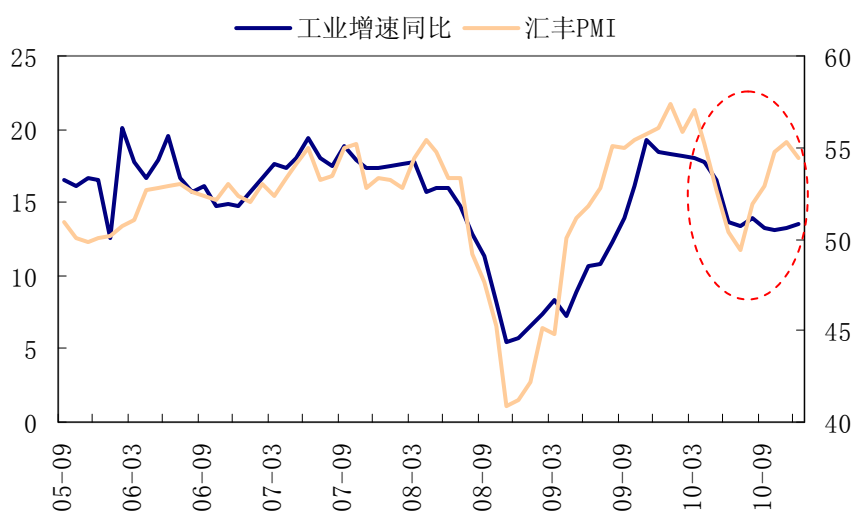
我想，在不确定中寻找确定性，正是市场的魅力所在。市场本身的思考方式是边际的，这意味着会对新的消息（无论好坏，坏的如油价大涨）做出反映，然而消息本身的好坏程度，仍然是我们必须评价的问题。

担忧1: PMI数据是否表明经济增速将由较大幅度的下滑？我的答案是未必。

首先，2月份是春节，季节性非常严重，汇丰PMI宣称尽量剔除季节性因素的影响，但实际上这种春节因素是很难完全剔除的，下滑至少有部分季节性的原因。

其次，在季节性之外，的确可能反映了制造业增长放缓，但经济增速进一步放缓应该是在市场预期之中的，关键是这种放缓是否让市场觉得难以接受。从历史数据看，汇丰PMI与工业增速之间关系密切，因此PMI下滑意味着工业增速的进一步放缓，而且工业增速对PMI的变化是比较敏感的。但这种情况在去年四季度以来发生了一些微妙的改变：PMI上行，工业增速却持续稳定的保持在低位，这是以往没有出现过的状况。究其原因，可能是四季度节能减排力度加强的影响。工业中在制造业之外，还包括采掘和能源等行业，节能减排力度加强抑制了这些行业的增长，导致工业与制造业指标不一致。那么现在，节能减排压力降低，制造业指标的下滑也就未必意味着工业增速同步的下降。

图1：工业增速与汇丰PMI



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

担忧2: 油价上涨对通胀的影响有多坏？

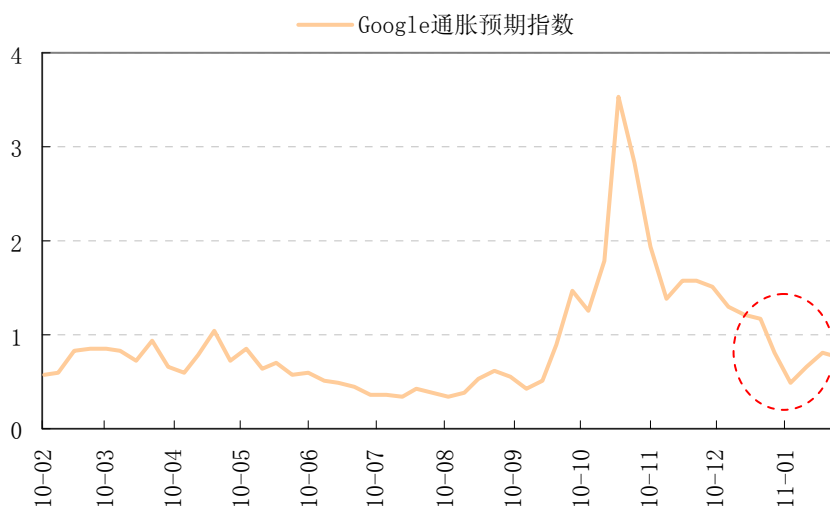
油价上涨自然很容易引起对通胀进一步的担心，但我们坚持对通胀格局

应该有一个基本的判断。

首先，原油价格的上涨并不能轻易地传导至终端价格。且看是石油价格管理办法：“当国际市场原油价格低于每桶80美元时，按正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶80美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。高于每桶130美元时，按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。”大宗商品价格上涨对PPI的传导效应明显，但PPI到CPI的传导并不顺畅。

其次，虽然原油价格上涨的直接传导效应可能没那么强，但如果推动通胀预期上升，也不是好事。所幸，目前我们还没观察到油价上涨大幅推升通胀预期的现象。

图2：通胀预期暂时没有受到国际油价大涨的影响



数据来源：Google，广发证券发展研究中心

第三，最近农产品批发价格无论同比还是环比增速都有十分明显的下滑，2月份食品价格同比增速有望下滑。从近期媒体的报道看，非食品价格尤其是房租的上涨十分令人担忧，那么是房租确实在上涨还是媒体报告可能夸大其词了呢？由于租房的供给相对稳定，房租如果出现明显的上涨，只能是需求突然增加了，那么到网上搜索“租房”的人也会增加。但根据搜索的数据我们发现，近期搜索“租房”的频率与往年同期相比并没有明显的上升（比去年底有明显的上升，但这是季节性因素的影响）。相反，搜索“房租”的频率明显上升了，这是否是媒体夸大其词故意制造热点的结果？

图3: Google搜索“租房”和“房租”频率变化

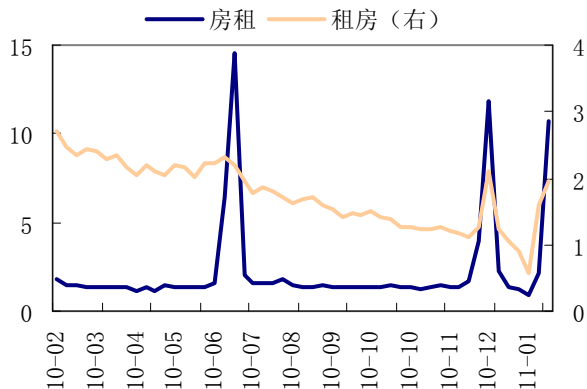
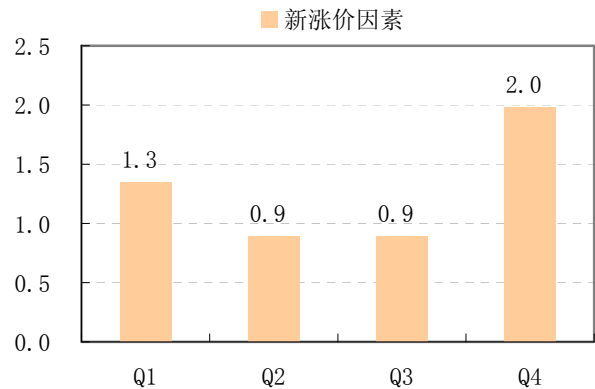


图4: 新涨价因素一季度后回落明显 (近10年平均)



数据来源: Google, Wind, 广发证券发展研究中心

因此基于目前的情况, 我们对通胀的基本判断如下:

- 短期油价上涨不会那么快传导至下游消费品的价格, 农产品节后环比降幅较大, 加之翘尾因素大幅下降, 2月CPI同比较1月有所回落。
- 从季节因素看, 全年新涨价因素的高点出现在四季度和一季度, 新涨价因素在二季度一般会有明显的下降。今年一二季度的CPI翘尾因素大致持平, 因此二季度CPI的平均增速也不太可能超过一季度。

担忧3: 高油价损害美国经济复苏?

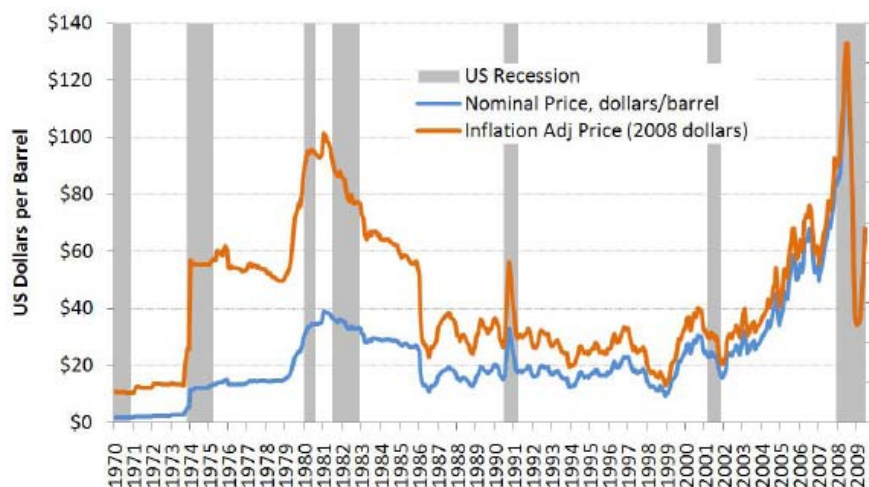
历史上看, 美国经济近50年来的每次衰退似乎都在油价的急剧上涨不期而至 (1974、1980年、1990、2000和2008年), 然而历史并不会简单重复。

(1) 供给: 利比亚的原油产量约占全球的2%左右, 这一规模与2008年以前的历次供给冲击导致原油产量动辄减少5%以上相比, 不可同日而语 (当然中东局势仍需密切关注)。沙特亦表示欧佩克随时可增加石油供应满足市场需求。

(2) 需求: 石油消费并没有爆发性增长, 根据EIA的预测, 2011年全球液体燃料的消费增速仅为1.5%左右, 低于2010年 (2.4%)。

(3) 库存: 近期的布伦特和WTI原油价差不断扩大, EIA对此的解释是WTI的交割地库欣地区 (Cushing) 的原油库存达到了历史高位, 因此抑制了WTI原油价格的上涨。照此逻辑, 高库存是抑制油价上涨的重要因素, 而目前全球和美国的原油库存与历史水平相比并不低。

图5: 油价与美国经济衰退



数据来源: Koptis (2009), 广发证券发展研究中心

表1: 国务院关于稳定消费价格水平保障群众生活通知内容

事件	事件	石油供应下滑幅度 (%)
苏伊士危机	1956	10
欧佩克禁运	1973	7.5
伊朗革命	1978	7
两伊战争	1980	6
第一次海湾战争	1990	9
委内瑞拉争辩和第二次海湾战争	2002	4

数据来源: Hamilton (2011), 广发证券发展研究中心

表2: 全球液体燃料消费增速预测

地区	2010	2011	2012
OECD	0.52	-0.02	0.07
亚洲 (非 OECD)	1.08	0.84	0.77
前苏联及东欧	0.19	0.10	0.12
其他	0.60	0.53	0.67
全球	2.39	1.45	1.63

数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

表3: 近期中东相关国家的石油生产占全球比重 (2010年底)

国家	石油生产 (千桶每天)	占全球石油生产比重 (%)
黎巴嫩	0	0
突尼斯	80	0.1
也门	258	0.3
苏丹	508	0.6
埃及	662	0.8
利比亚	1789	2.1
阿尔及利亚	2157	2.5
伊拉克	2384	2.7
伊朗	4237	4.9
沙特阿拉伯	10187	11.7

数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

另外就经济状况本身而言, 欧美经济近期已经释放出一系列的积极信号。各种领先指标纷纷向好, 美国的失业率下滑幅度也大超预期 (暴风雪天气有影响, 但仍然反映美国就业市场的改善, 参见周记《哪些行业在复苏中先受益?》)

美国投资者和消费者对经济前景的预期正在变得乐观, 那么随着消费的复苏和企业前期回补的库存逐步回到低位, 美国经济有望通过正的乘数效应进一步复苏。

正因为这样, 无论是美联储还是对经济学家的调查, 近期均上调了对美国经济增速的预期。

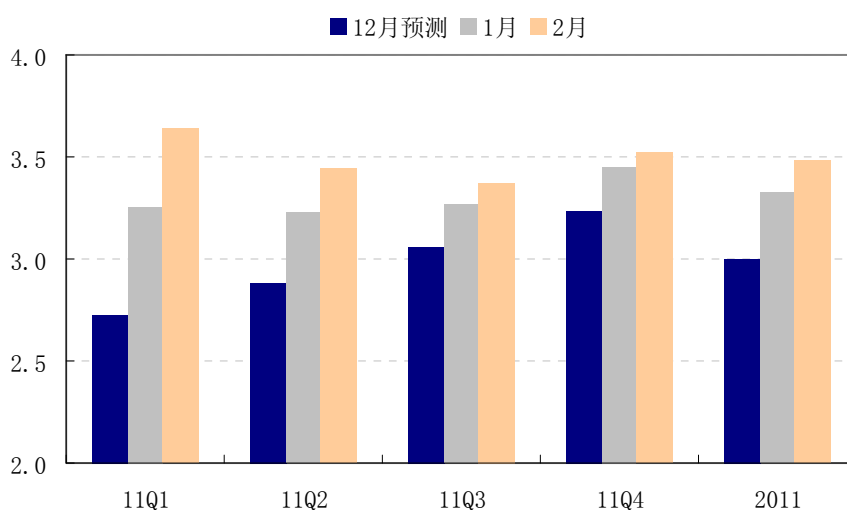
一个有趣的现象是, 在华尔街日报对经济学家的调查中, 多数人认为油价上涨边际上对经济增长具有负面影响, 但是经济学家们同时也认为**油价在超过127美元之前, 不会对美国经济复苏造成威胁。**

我想127未必表示一个精确的数字, 它只是说明, 油价还没有高到足以逆转复苏趋势的程度。为什么这么说? 首先, 更高的油价会使原油消费在GDP中比重上升, 历史上看, 这一比例超过4%就容易引发衰退。其次, 短期中油价上涨幅度过大, 也容易引发衰退, 这个门槛大约是年上涨超过50%, 那么目前的涨幅“还不够”。第三, Hamilton (2009) 的研究认为, 主要油价没

有超过近三年的高点，就不太容易出问题，这说明消费者近期经历过高油价，再度大幅上涨，相对耐受度就会强一些。

我们认为利比亚局势紧张对石油供给的冲击规模远小于历史上的几次大的供给冲击；石油需求温和增长，库存水平不低；在目前的情况下，油价缺乏继续大幅上涨的现实基础。虽然油价上涨对经济有负面影响，但暂时不会对美国的复苏造成威胁。当然，未来仍需密切关注中东局势的变化。

图6：经济学家对美国今年经济增速的预期近期持续上调



数据来源：WSJ，广发证券发展研究中心

表4：美联储近期也调高了2011年美国经济增长的预测

Variable	Central tendency ¹				Range ²			
	2011	2012	2013	Longer run	2011	2012	2013	Longer run
Change in real GDP.....	3.4 to 3.9	3.5 to 4.4	3.7 to 4.6	2.5 to 2.8	3.2 to 4.2	3.4 to 4.5	3.0 to 5.0	2.4 to 3.0
November projection.....	3.0 to 3.6	3.6 to 4.5	3.5 to 4.6	2.5 to 2.8	2.5 to 4.0	2.6 to 4.7	3.0 to 5.0	2.4 to 3.0
Unemployment rate.....	8.8 to 9.0	7.6 to 8.1	6.8 to 7.2	5.0 to 6.0	8.4 to 9.0	7.2 to 8.4	6.0 to 7.9	5.0 to 6.2
November projection.....	8.9 to 9.1	7.7 to 8.2	6.9 to 7.4	5.0 to 6.0	8.2 to 9.3	7.0 to 8.7	5.9 to 7.9	5.0 to 6.3
PCE inflation.....	1.3 to 1.7	1.0 to 1.9	1.2 to 2.0	1.6 to 2.0	1.0 to 2.0	0.7 to 2.2	0.6 to 2.0	1.5 to 2.0
November projection.....	1.1 to 1.7	1.1 to 1.8	1.2 to 2.0	1.6 to 2.0	0.9 to 2.2	0.6 to 2.2	0.4 to 2.0	1.5 to 2.0
Core PCE inflation ³	1.0 to 1.3	1.0 to 1.5	1.2 to 2.0		0.7 to 1.8	0.6 to 2.0	0.6 to 2.0	
November projection.....	0.9 to 1.6	1.0 to 1.6	1.1 to 2.0		0.7 to 2.0	0.6 to 2.0	0.5 to 2.0	

结合以上的分析，我们的看法和建议如下：

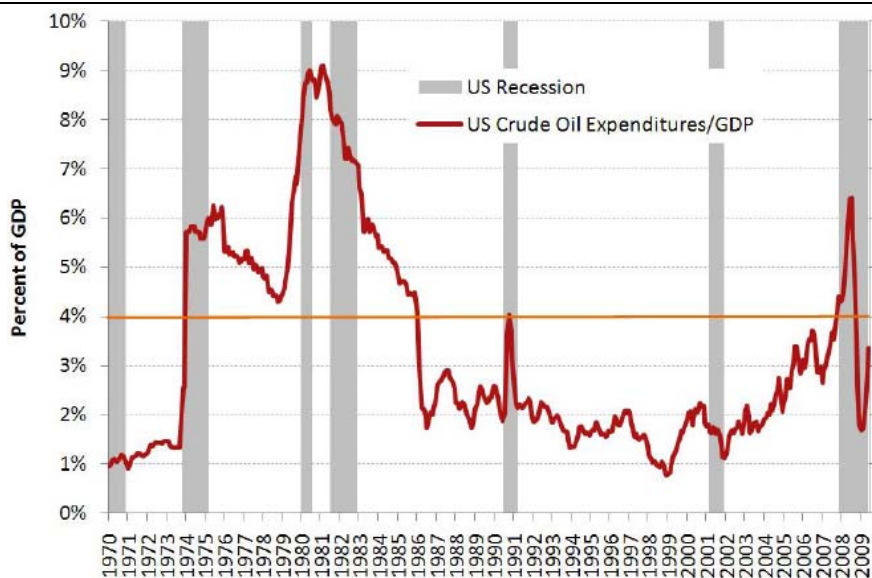
- 流动性出现明显好转之前，市场维持震荡，主题投资可望获得超额收益，建议围绕“估值提升+主题投资”两条主线布局。
- 周期类行业的休整是正常现象，由于复苏预期明确，周期类估值仍

远低于历史平均水平，应坚定对周期类行业的估值提升的信心，建议配置家电、建筑建材、化工、机械和交通运输。

- 短期中，主题投资看好新能源、节能环保、装备制造（节能环保和能源开采相关）及新一代信息技术。

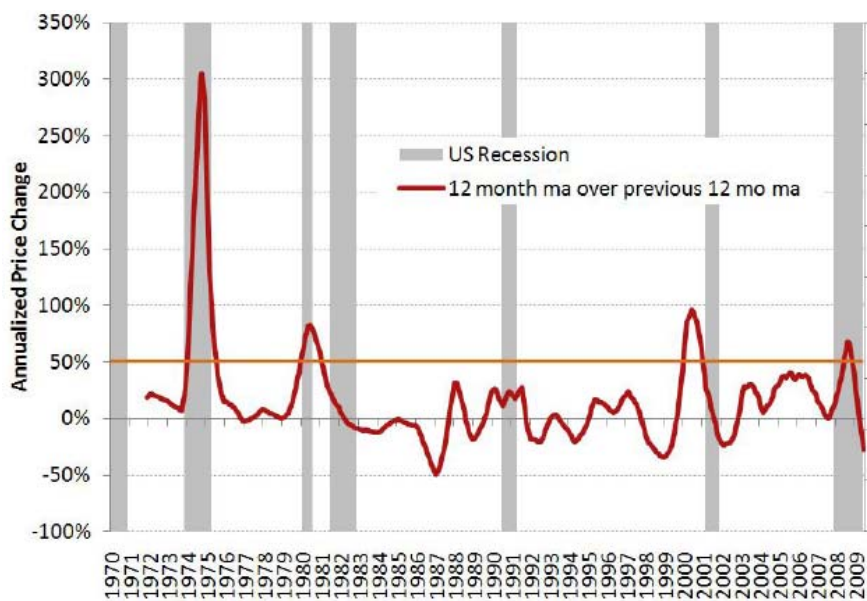
近期密切关注：（1）大宗商品价格上涨是否使人民币升值步伐加快；（2）2月份PMI数据；（3）中东局势和油价进一步走势。

图7：原油消费占比超过GDP的4%容易引起衰退



数据来源：Koptis（2009），广发证券发展研究中心

图8：油价年涨幅超过50%容易引起衰退



数据来源：Koptis（2009），广发证券发展研究中心

策略阅读：WSJ调查告诉我们什么？

华尔街日报的经济学家调查出了老一套的经济预测之外，还会问一些好玩及时的问题。故将2月份的WSJ调查Q&A环节部分摘录于此。

Q：美联储啥时候上调联邦基金利率啊？

A: Q1 2011	6%
Q2 2011	4%
Q3 2011	10%
Q4 2011	20%
Q1 2012	39%
Q2 2012	4%
Q3 2012	4%
Q4 2012	4%
2013 and beyond	8%

从市场预期看，欧洲央行年内加息的可能性较大；美联储年内很可能还不会加息。欧洲央行如果加息，对大宗商品价格恐怕是个不妙的消息。

Q：欧洲央行又啥时候升息呢？

A: Q1 2011	5%
Q2 2011	24%
Q3 2011	13%
Q4 2011	24%
Q1 2012	21%
Q2 2012	8%
Q3 2012	5%

目前的事件性冲击对油价的影响是暂时的。既然埃及的不影响，利比亚的恐怕也不会影响吧？

Q：埃及事件是否改变了您对今年经济前景的预测？

A: 没有	90%
有点	10%
有，很显著	0%

既然供求仍是主导因素，目前的中东局势还不会让供给大幅减少，需求似乎也不足以支持油价暴涨

Q：对商品价格上涨影响更大的因素是什么？

A: 供求	70%
当前的财政货币政策	30%

那么目前的油价水平还是可以忍受的，不怕！

Q：油价持续达到什么水平才会威胁到美国经济的复苏？

A: 127.44!

一周回顾

上周市场再度面临较多不确定性，震荡加剧，上证综指收盘价2878.57点，一周下跌0.73%，周K线收十字星，成交量有所下降。

周一，在前一周末准备金率上调利空兑现后，市场震荡上涨，受领导层强调促进旅游行业又好又快发展和化肥春耕行情，旅游板块和农化板块表现较好。

周二，在银行房地产政策利空，利比亚冲突升级和前一日公布的汇丰PMI预览数据下滑幅度较大影响，上证综指放量下跌2.6%，受全球股市拖累明显。

周三，市场缩量窄幅震荡，国际局势紧张促发黄金价格上涨使黄金股走好，受人民币升值和供需缺口支撑，造纸板块表现也较好；新三板扩容预期使新三板相关概念股大幅走强。

周四，市场震荡小幅上行，但成交相对萎靡。原油价格大涨刺激了煤炭板块，券商板块受利好刺激表现较好。

周五，周末市场再度谨慎，宽幅震荡收平，成交量进一步萎缩。水泥股经过几日杀跌，调整幅度较大，在领导层再度强调保障房建设刺激下大幅反弹，家电板块表现也较好。

全周成交量萎缩，热点较为散乱，且缺乏持续性，市场重归结构性行情。其他指数一周表现如下：（1）深圳成指上涨0.16%；（2）沪深300下跌0.44%；（3）中小板指数上涨1.46%；（4）创业板指数下跌0.49%。

行业表现方面，家电、信息设备、轻工制造、纺织服装和电子表现较好；前期表现较好的周期性行业上周跌幅较大，应当是受到获利回吐和避险需求上升的影响。

风格方面，高估值和小盘股表现较好，说明在震荡中，市场以结构性行情为主。

概念方面，前期强势的水利水电、高铁和高端装备制造继续调整，同样受到获利回吐的影响；乙醇汽油、网络游戏、移动支付、物联网和3G等概念表现较好，多是事件性刺激引起。同样表明震荡中市场寻求主题性的投资热点。

国际方面，美国2010年四季度GDP增速向下修正为2.8，但PCE支出环比增速仍是2006年以来的最高水平，2月份消费者信心指数超出市场预期。

受中东局势紧张影响，标普500指数下跌1.72%；国际原油和黄金价格大幅上涨；美元指数窄幅震荡。

图9：周期类调整，家电继续上涨

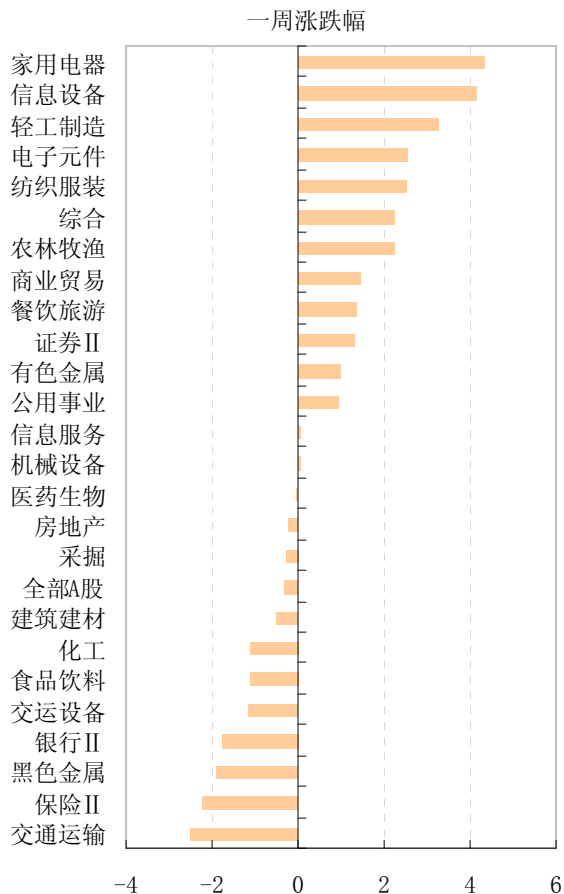
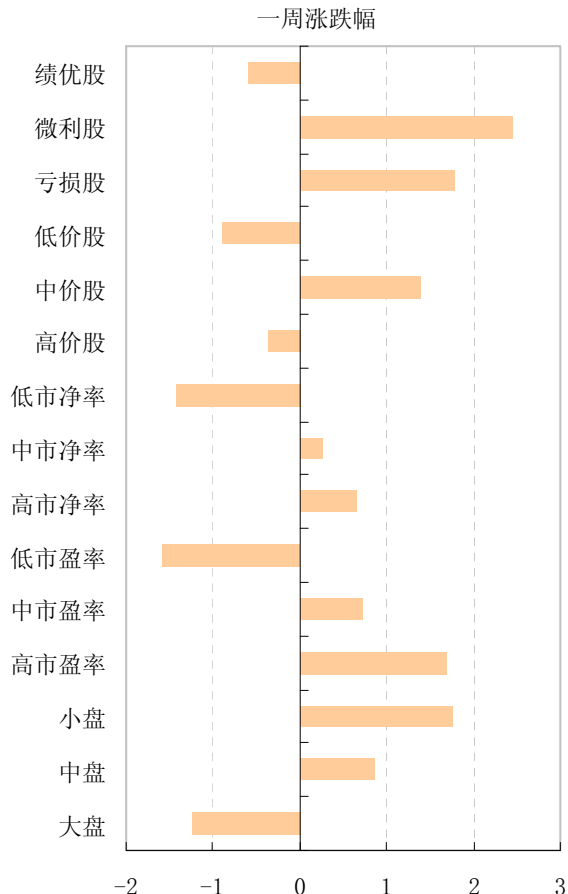
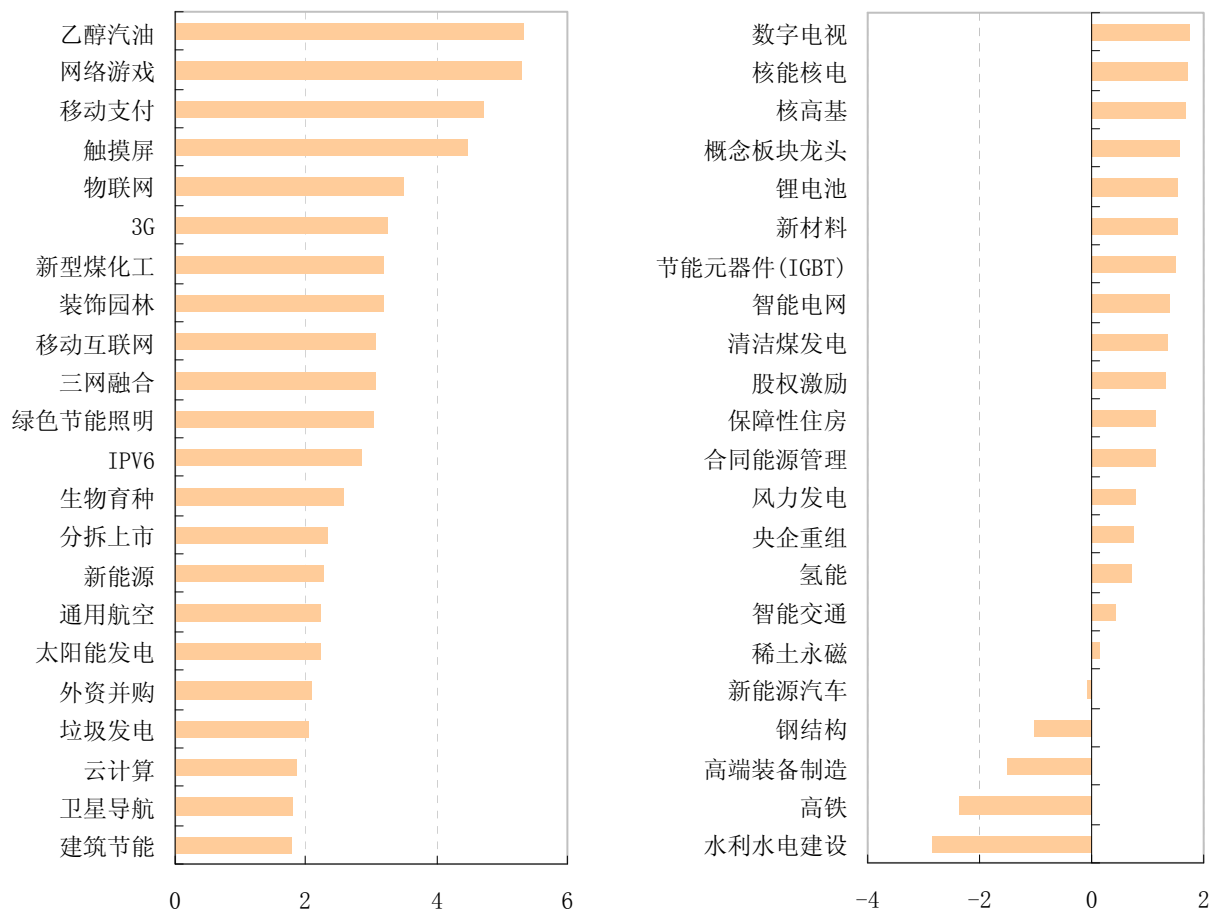


图10：高估值及小盘股表现较好



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11：水利高铁等行业获利回吐，乙醇汽油移动支付等概念受事件刺激上涨



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发投资策略研究小组

张海波，分析师，厦门大学金融工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

林鲁东，研究助理，中山大学岭南学院金融学博士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lld2@gf.com.cn，020-87555888-696。

向玲瑶，研究助理

广发证券—公司投资评级说明

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

广发证券—行业投资评级说明

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

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

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

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

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