

分析师： 邓二勇 (8621) 68751787 dengey@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120003
联系人： 杨靖风 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

三“价”马车：油价、物价与股价---市场的核心变量与决策层的解读

报告要点

■ 预期混乱：油价引致的物价预期及政策解读差异

这一次，原油导致的通胀预期提前不再是单一的市场核心变量，伴随着通胀的还有对经济预期解读的不一致，这种混乱直接引致了市场的无序。近期市场依然将在不同预期中来回徘徊，正是基于此，我们认为梳理两点则至关重要：一是油价对于物价的影响力能够扩展到什么程度及其对股价的影响；二是物价及经济同时变数导致的政府决策层的权衡及其解读。

■ 油价影响：短中期节奏的不一致

A：基本面上的油价中期趋势：平稳

在一个中期角度来讨论油价，我们认为四个影响因素是主导。

- (1) 原油的供给平衡在目前不考虑到中东危机的扩散，其相对于 2008 年要好很多；
- (2) 美国及全球经济所处阶段真正决定原油价格高度。在一个缓慢复苏而非经济过热阶段讨论石油价格的暴涨其来自于流动性及突发因素的作用要远强于基本面。
- (3) 美国二次量化宽松到期及通胀的回升引致的紧缩预期对于美元走势形成巨大的支撑，这将直接制约原油价格的中期走势；
- (4) 政治经济学的意义：美国经济复苏对原油价格平稳的高度依赖以及中东产油国在经历 08 年危机之后所承受的油价暴跌风险，都导致了政治上对原油价格控制的需求。

正是这些因素导致我们对于原油中期走势判断认为长时间的 120 美元以上并非常态。

B：中东突发因素的影响：油价与股价短期影响非常显著

由于这并非是一个经济刺激下的长期油价上涨，历史对比上我们认为事件性因素的对比更具意义。两次典型的事件分

别是 1990 年的海湾战争与 2003 年的伊拉克战争。

- (1) 海湾战争直接结果是原油价格经历一个过山车，在这一过程中，美国、日本及主要发达国家的股市与之高度负相关。与之相关的板块比如煤炭石油等的投资机会都是短暂的，市场的系统性风险超越了行业的投资收益。
- (2) 而 2003 年的伊拉克战争对原油及股市的影响没有逃脱历史的宿命。

以史为鉴，总有些貌似美丽的投资逻辑值得深思。从这个角度而言，短期风险高于收益。

C: 对国内的影响：提前的预期与市场信心的干扰

一个月之前我们判断市场估值修复的核心逻辑在于通胀预期高点过去，经济预期尚没有形成。但是现在这一逻辑在发生逆转。尤其是原油价格上涨带来的通胀预期的抬头，这对于市场的走势始终是较大的制约。估值修复行情的高度受制于原油价格的上升幅度。

■ 决策层的解读：物价就是稳定，稳定压倒一切

伴随经济领先性指标下移带来的经济可能下行风险以及防止经济大起大落的表示，市场对于通胀与经济的看法显然发生了分歧，在一个通胀与经济预期双重影响下的市场，市场的希望寄托于政策的放松，我们认为这可能与实践有较大差异。

A: 六个核心理由让我们相信物价优先、压倒一切

- (1) 本轮中东石油危机核心都来源于长期民众福利的缺失。就国内的通胀问题而言，其更多是对底层人民利益的损害，而经济的大起大落更多的是对大中型企业利润的变动，从这个角度上讲，防止通胀对于稳定而言，至关重要；
- (2) 在我们已有经济放松历史案例而言（08 年底及 10 年中期），都是在通胀低位阶段。在目前通胀刚刚经历一个短暂回落又再次预期抬头的阶段，预期政府放松本质是再次助推通胀预期的升温，这对于防止通胀极度不利。
- (3) 通胀的四个核心来源：流动性、食品价格波动、工业产出缺口与外围传导，目前正经历外围传导的阶段。再次扩张经济实际意味着流动性与工业产出缺口的扩大，这本身和控制通胀逻辑相矛盾；
- (4) 本轮政府刚刚经历一个放松经济防止经济二次探底进而物价持续攀升的过程，时隔半年，在外围经济尤其是美国经济复苏干扰较小下重复去年的历史？可能性太小。
- (5) 本次经济下降预期，更多的是基于前期高增长的一个正常回调，而不是经济的二次探底，目前我们所观察的经济指标都只是表明了经济正常回调的可能性，事实上通胀持续的攀升才是最大的经济下滑风险。

(6) 政府最新的表态中，将控制流动性作为控制通胀预期的第一点，这种表述是之前没有过的，这充分说明了对通胀的强力控制及态度。

B: 通胀先行的意义：中期更为有利

油价、物价及经济的三个判断对于 A 股市场直接的影响体现为以下几个方面：

首先是通胀相关的板块在这个阶段并不具备明显的投资价值，尤其是这些板块同时具备了高估值的特征，风险远远大于收益；

其次是通胀先行有利于中期经济的稳定，伴随着主导经济整体走势的行业和板块低估值的特征，这更直接决定了市场的下跌风险在主导板块上释放较为充分；

最后是油价短期影响必然对国内物价产生传导，并且直接制约股价的走势。这种压制下，市场的结构调整将更加明显。

■ 三月市场：通胀预期与经济预期的双重考验

核心的结论是：油价的大幅波动在短期因素主导下将继续，其对国内 PPI 及 CPI 的预期传导有助推作用，并将继续实施紧缩政策，从而制约股价上行空间。

A: 市场走势：估值修复经历两个考验

由于突发因素导致的外围输入型通胀预期抬头，三月市场在我们前期所讨论的经济考验下，将叠加通胀预期的考验。

价格方面：依据测算在原油价格持续突破 120 美元之后，其对于国内 PPI 及 CPI 的影响将是非常直接的，这是三月市场经历的第一个预期考验。虽然我们认为本次油价只是短期因素，但是由于预期反应的过度问题，其可能会加大市场的恐慌；

经济方面：由于市场对于经济下行的预期没有根本形成，我们再次强调三月的领先、同步及滞后三个数据将是检验市场中期走势的核心。

流动性方面：目前的积极的因素是流动性改善是可见的变量条件，这并不反映在货币紧缩上，而是反映在贷款利率及短期 M1 及 m2 的反弹上。

B: 行业及主体配置

从行业配置上，低估值依然是我们的配置主线，安全边际是这个阶段的首要配置。对应的板块包括：家电、基础化工、

机械设备等。房地产及金融等维持标配；

伴随中央及地方两会召开，我们认为海洋工程、旅游版块及上海本地股是主体投资的重点。

同时，西安及西藏板块将伴随西安花博会及西藏 60 周年引来良好的区域投资机会。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。