

# “冷”面通胀形势 “慎”对通胀题材

申万研究所 桂浩明

编者按:7月份CPI同比上涨3.3%,创出年内高点,通胀预期再度升温。相对于目前2.25%的人民币1年期存款利率,3.3%的涨幅意味“负利率”时期的重临。应该如何看待当前的通胀形势?从资本市场的角度出发,通胀会给投资者带来怎样的投资风险与机会呢?

现在,人们对经济的预测能力是大大提高了。这不,前不久很多研究机构就判断出今年7月份的居民消费价格指数同比上涨3.3%。日前国家统计局所公布的正式数据,也正是3.3%。不过,大家对数据预测有共识,但是对下阶段数据的演化趋势,人们则有不同的看法。有些认为通胀还会延续,现在是创出21个月来的新高,以后还可能进一步改写这个记录,达到3.5%乃至4%以上。当然,也有人认为,现在的3.3%就是全年高点了,以后将会逐渐回落,到年底时会明显低于3%的水平,从而为调控目标的实现创造条件。

那么,人们究竟应该如何看待当下的通胀形势呢?从资本市场的角度出发,这样的通胀形势又会给人们带来什么样的投资风险与机会呢?显然,这是一个无法回避的问题。

## CPI上涨的结构性特点

其实,相对于现在10%左右的经济增长速度,3%左右的通胀不能算很高。一些学者就坚持认为,中国经济现在是处于“高增长、低通胀”良性运行态势之中。但是,相对于现在2.25%的基准利率来说,3%左右的通胀确实是比较高,客观上它已经在侵蚀广大老百姓的血汗钱。因此,当居民消费价格指数上涨3.3%时,确实是应该引起高度关注。在这里,分析一下本轮通胀的特点很有意思。之所以现在通胀形势比较严重,可能有两方面的原因:其一,去年为了刺激经济发展,比较多地向市场投放货币,流动性充裕,从而为通货膨胀的出现提供了基础;其二,则是由于气候异常,农业生产受到一定的损失,部分农副产品供应紧张,从而导致了价格的上涨。由于在居民消费价格指数的计算中,食品占有较大的权重,因此当食品价格持续上涨时,就必然引发消费价格指数的抬高。距测算,7月份食品价格上涨了6.8%,对当月新涨价因素的“贡献度”达到了75%。由此可以看出,现在的居民消费价格指数上涨,具有较大的结构性特点。

应该说,这样的通胀相对容易控制。为什么?首先,从去年年底开始,国家就开始对货币政策进行了前瞻性的动态微调,开始收紧银根。从目前的情况来看,流动性充裕的局面已经不是太突出了。受此影响,经济增长速度也在放缓,并且直接导致了大宗商品需求的下降,价格也在逐渐回落。因此,通胀水平要进一步提高,并不现实。相反,在既定调控政策的制约下,会慢慢回落;其次,最近食品价格上涨比较快,触发因素是国内外都有自然灾害。但与前两年相比,各国的粮食库存都比较高,因此国际粮食价格虽然一度暴涨,但很快就出现回调。就国内情况而言,尽管政府要控制住部分副食品的价格并不容易,但是调控粮价的能力还是很充分的。同时,因为农产品的市场周期比较短,目前条件下农业生产恢复速度比较快。再加上现在猪肉与粮食的价格较为合理,这就使得今冬明春猪肉价格有望保持平稳,从而可以避免2008年那种猪肉价格暴涨催生严重通胀的被动局面。所以说,现在出现的通胀,其形成条件有特殊性,控制的难度相对较低。在举国上下都在加强通胀预期管理的大背景下,相信今年下半年,特别是在四季度,通胀会慢慢回落。今年全国人大通过的居民消费价格指数调控目标是3%,应该说还是有很大希望实现的。

## 行情还没真正走完

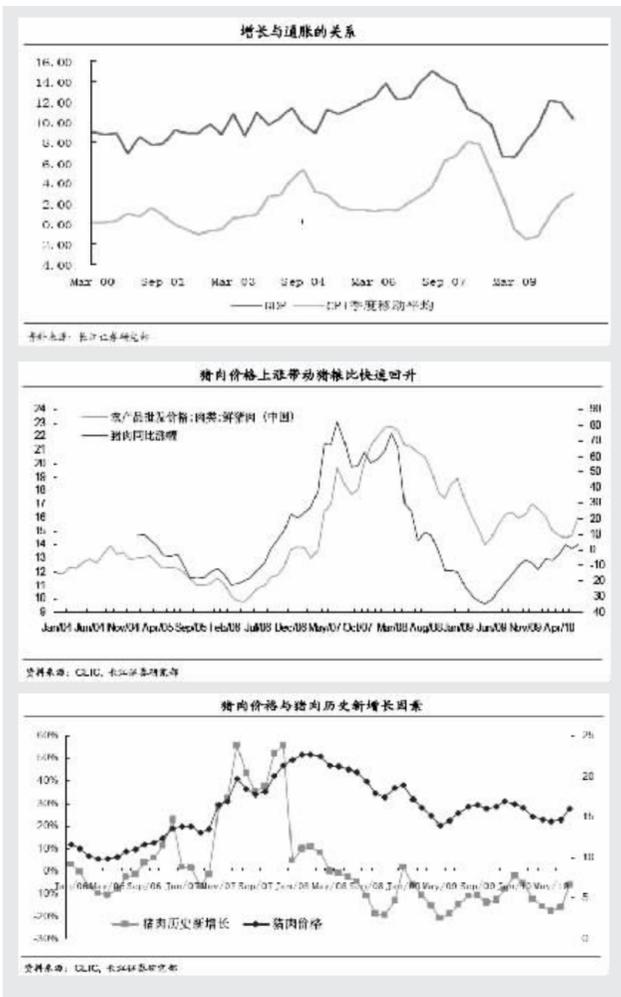
当通胀出现时,人们的反应是复杂。显然,通胀意味着货币的贬值,居民财产也不可避免地会受到损失。因此,作为理性的人,心底里是不会喜欢通胀。但是,从资本市场的角度来看,通胀也意味着实物资产价格的上涨。只要不出现恶性通胀以致经济崩溃,那么持有实物资产,特别是具有较大涨价空间的资产,就能够在通胀中实现保值与增值。因此,当温和通胀出现时,股市往往还能够有所上涨。而更为现实的是,在出现结构性通胀时,相关商品出现了涨价。而生产这些商品的企业,自然也就有机会获得更高的估值。最近,食品价格上涨比较明显,相应地在股市,也就出现了农林牧渔板块的全面上涨,有人将其称之为“抗通胀概念”,或者说是有通胀题材。其实,不管怎么说,它们都会成为通胀条件下的受益者。

必须承认的是,尽管现在这些股票已经有了比较明显的上涨,但总体来说,其行情还没真正走完,仍然具有一定的操作空间。比如说,粮食减产,粮价上涨,就一定会驱使人们扩大粮食播种面积。此时,对于种子的需求就会加大,搞育种的企业就有一定的投资机会。还有猪肉价格上涨以后,自然会刺激水产品价格上涨。现在从事水产养殖的几家企业总体情况都不错,它们自然也是有投资机会的。再有,尽管股市上的农林牧渔板块本身规模不是很大,但是与之相关的上下游企业还是很多的,其中也有一部分会与之发生联动。现在,农药、化肥及农机类企业,也是应该加以关注的。毕竟,在主要食品涨价而导致的通胀中,这些企业可能会受益。当然,反过来,农副产品为原材料的企业,则可能直接承受了原材料涨价压力,处境会比较被动。像生产粮食乙醇的企业,可能就属于这一类。因此,与通胀题材相关的行业还是不少,涉及的股票就更多了。它们在通胀中所受到的影响,也是千差万别的。

## 谨防行情“短命”风险

不过,这里需要指出的是,尽管现在股市中通胀题材还没有走完,农林牧渔板块也在继续受到追捧,但是其中的风险也是要留意。从历史来看,通胀题材在股市上经常出现,农林牧渔板块几乎每年都会受到炒作。特别是在年初,由于自然灾害多,又遇到消费旺季,因此是行情爆发的集中时段。但是,这种行情通常比较短命。这是因为农副产品价格对老百姓生活影响很大,受国家重点监控。一旦超出一定的范围,就必然导致行政干预。所以,对农林牧渔板块来说,产品价格上涨所带来的想象空间有限。同时,由于涨价具有季节性,一旦时机过去,价格回落,那么相应的行情也就只能结束了。统计显示,那种以农副产品涨价为主的通胀题材,通常也就能维持两个月左右。今年的情况可能特殊一些,在年中时候再次出现了农副产品的明显涨价,引发了通胀题材的再度升温。但笔者看来,市场规律还是要起作用的,估计过不了多久,涨价局面就会缓解。那些所谓的通胀题材股,自然也就不可能长时间地延续行情。应该说,这是现在操作这类股票的最大风险所在。

无疑,通胀可以认为是股市中的一个题材,但它又是一个很特殊的题材。投资者关注,并且利用这个题材是必要的。可是毕竟它有着很大的局限性,因此应该非常谨慎地对待。



# 多渠道布局抗通胀品种

中原证券 李俊

从近期国际投资大师的动向中,我们不难发现全球通胀预期正在深化。而通胀也已经成为一个重要的投资主题。如索罗斯旗下股票基金入股中国淀粉,巴菲特增持短期债券,罗杰斯看好农产品,都被市场解读为未来可能出现的通胀准备弹药。对于A股市场的投资者来说,虽然下一阶段国内CPI增速有望放缓,但市场对通胀的担忧仍将持续,通胀概念股有望出现长期投资机会。

## 通胀预期日益升温

从7月份公布的国内经济数据来看,CPI同比增速达3.3%,创下年内新高。不过,随着基数效应的逐渐淡化,四季度CPI增速有望走低。但值得注意的是,即使未来一段时间CPI增速下行,但通胀的压力仍然不会太小,尤其是在2011年通胀前景仍然不明朗的情况下,市场对通货膨胀的担忧或仍然持续。我们认为,这种担忧可能来自于以下方面。

首先,全球食品价格的上涨。极端天气造成自然灾害的大范围发生,俄罗斯宣布停止粮食出口加剧了粮食价格的进一步上涨,使得一些高度依赖进口的国家和食品加工企业,都在担心全球范围食品涨价。从上半年中国谷物类粮食进口量来看,大米、玉米、小麦、大麦进口同比分别增长44.3%、26.3倍、1.1倍、31.2%,较往年出现大幅提升,这将对全球食品价格产生一定的刺激作用。

其次,国内劳动力工资水平的提升。随着“刘易斯拐点”的到来,劳动力供给关系的变化导致工资出现上涨,劳动者报酬占GDP的比重逐渐抬升。从国内的富士康加薪到全国各省最低工资标准的上调,从某种程度上来说,是对国内通胀压力的回应,而这种回应也意味着通胀的进一步升级和强化。

最后,全球货币政策的滞后效应。为应对次贷危机,全球央行在过去的两年里注入了庞大的流动性,未来将会出现比较明显的通胀后遗症。从国内来看,M1、M2增速虽然有所回落,但

仍然处于相对的高位。从国外来看,美联储近期决定将基准利率维持在历史最低点0-0.25%水平,并表示将购买更多国债以刺激经济复苏,拟再度开闸向市场注入流动性。从这个角度来看,在货币政策的滞后效应下,货币贬值、通胀压力会逐渐显现出来。

## 布局抗通胀品种

从上述分析看,布局受益于通胀的行业显得尤为重要。从历史经验看,地产、有色、煤炭等潜在通胀受益板块在牛市,或市场见底反弹过程中表现突出;而黄金、农业、食品饮料和零售等通胀受益板块在熊市中表现更强。所以,在布局的过程中,投资者必须对当前市场运行的趋势有一个大致的判断,然后再选择相关行业中的受益品种。

就目前来看,在7月初开始的一轮估值修复行情中,A股市场中部分强周期板块反弹力度较大,继续向上的空间有限。而随着7月经济数据的出台、管理层对地产与银行合作政策的最新表态,表明本轮反弹的政策放松预期面临修正,市场开始进入观察期。从这个角度来看,不仅A股短期有整固需求,未来一段时间运行的不确定性也正在加强。

那么,在下一阶段,我们建议投资者将目光更多集中到黄金、农产品、食品饮料和百货零售以及餐饮旅游等行业中,以寻找一些实质受益于通胀预期的潜在投资机会。具体来看,黄金具备很好的防御通胀特征,建议投资者配置黄金股。粮价和猪价继续上涨以及恶劣天气的持续发生,将引发市场对农产品股票的投资热情,建议关注糖业、种业以及动物疫苗等品种。食品饮料行业受益于通胀预期的强化,而零售和批发价上升以及旺季前备货更是推升白酒行业的景气度,建议投资者关注白酒行业。百货零售类的股票抗通胀能力较强,在弱市中抗跌性也更强一些,行业有望成为部分资金的避风港。此外,旅游板块也具有抗通胀能力,资源垄断的旅游景区具有提价能力。

# CPI脉冲 政策陷入僵持期

长江证券研究部 李晋余

7月份CPI终于出现年内高点,也让我们对小周期衰退的必然性与复杂性有了一些信心。市场在反复争夺中,还是以调整回落证明了基本面的意义。伴随通胀压力,流动性因素低于市场预期,政策放松预期将越来越不确定。而生产者价格指数超预期回落,也充分验证了我们对小周期衰退的判断,这预示着伴随产出增长回落,经济的真实底部最早将在四季度出现。

自今年5月份开始,由于担忧经济复苏的前景,全球投资者以做空方式促使资本市场下跌寻底。这实在是再正常不过的一种负反馈效应。或者说,是对实体经济、流动性杠杆以及政策力度的一种理性回归。截至目前,伴随数据低于预期,市场对政策和经济有了一个全新的认识。

从资本市场对小周期衰退期的表现来看,小周期衰退阶段是市场比较惨烈的阶段。不过小周期衰退阶段可以明显划分为两个阶段。在衰退初期,实体经济和企业盈利增速的下滑制约了市场的表现,这个阶段是对滞胀阶段下跌的延续;在衰退后期,基于对实体经济复苏的预期,资本市场往往在此获得底部支撑。对于资本市场而言,企业盈利增速的下降是主导市场的最直接因素。但最坏时刻到来的时候,也是新预期逐步树立的时候。

## 通胀到达季节性脉冲顶部

7月份CPI同比上涨3.3%,与我们预测一致;PPI上涨6.4%,物价的见顶已经充分表明通胀到达季节性脉冲的顶部。我们在前面多次谈到了价格调控政策。近期发改委、商务部、国家工商总局联合下发通知,要求对哄抬农产品价格等炒作行为,对大宗农产品市场、粮食最低收购价和临时存储粮油收购政策等有关问题作出明确规定,严禁通过各种方式抬价或变相抬价收购,坚决制止和纠正企业违规收购行为,制止农产品囤积和价格炒作行为持续发生。这直接触发物价在三季度见顶,预计下月物价小幅回落。

我们认为,7月份物价出现高点的主要因素有两点:首先,猪肉价格迎来收储后的第一轮快速反弹。我们在上月提出,6月CPI同比下滑并不能过早解读为通胀已经见顶,7月肉价的报复性上涨仍有较大的可能,主要就是基于对猪肉的跟踪。我们分析有以下一些因素促使夏季通胀脉冲:第一,据农业部统计,6月底全国生猪存栏4.37亿头,其中能繁母猪存栏4680万头,比去年12月底分别下降6.9%和4.7%,比去年同期分别下降2.4%和4.1%。生猪供求关系明显改善,但是由于能繁母猪占生猪存栏的比重达10.7%,仍高于9-10%的历史正常水平,预计后期生猪供应是有保障的,生猪价格出现大幅上涨的可能性不大;第二,每年9-10月份中秋节前后,我国将逐步进入猪肉消费旺季,季节因素必将导致猪价继续保持回升势头;第三,国家自4月份以来5次收储的政策效应,以及南方持续暴雨等因素干扰,使得生猪存栏减少和疫病暴发的预期加强。

此外,从我们的量化模型看,物价走势因其特殊性而与猪肉价格高度相关,二者在趋势上基本保持一致。我们通过测算猪肉价格的翘尾和新增长因素得出,尽管因新增长因素带动,8.9月份CPI仍存在高位震荡反复的可能,但我们认为,近期CPI同比已处高位,四季

度物价下行仍是大概率事件。其次,夏季消费热潮导致菜价短期波动,也是一个重要原因。发改委提出,当前已进入蔬菜上市旺季。随着气温持续回升,居民消费需求的回暖必然导致蔬菜、水果价格的季节性上涨。

## 政策僵持决定市场调整逻辑

从CPI分项来看,8大类商品价格6涨2降。我们认为,食品价格上涨是导致本月CPI大幅脉冲的主要因素,而从其他大项如医疗保健和居住等方面来看,仍旧保持同比上升势头,但是幅度相比上月趋缓。这也是我们判断目前就是通胀高点的一个重要依据。从7月份PPI数据来看,工业品出厂价格环比下降0.4%。与此同时,我们持续观察到,由工业品主导的核心CPI仍然低迷,由此可见价格自上而下的传递并不顺畅,使得过热仅限于资源品和农产品。产能过剩和二次去库存压力使得多数制造业的成本转嫁并不理想,因此呈现出上游原材料价格加速回落,反而有利于中游制造业的成本改善,但是这种改善在大宗商品价格存在高位反复的三季度依然有限。

根据我们最新测算,国内生产者价格指数与国际油价之间存在显著关联。国内采取的成品油调价规则,使之出现国内成本价格调整滞后国际价格波动一个月的现象。因此,我们认为,油价高位震荡,对我国输入性通胀还是存在一定压力。但在美元中期存在重新回归强势的趋势下,这种压力也不会很大。从最新公布的投资数据来看,自从今年4-5月份宏观调控启动后,市场已经逐渐适应了投资总量的回落,但是也预期到政策的意图在于依靠房地产开发投资支撑投资稳定增长。伴随保障房的全面落实,三季度剩余月份房地产新开工的继续回升可以预见。我们预计,在节能减排压力下,传统产业投资继续回落不可避免。三季度末开始,伴随基数的上升,地产投资回落的趋势不可避免,预计全年新开工应该在14亿平方米左右,对应的地产新开工投资增长在22%左右。

此外,从投资项目来看,7月数据显示中央投资继续放缓。地方项目小幅回落,显示出政策对地方投融资平台整顿效果已经逐渐显现。而从投资性质来看,今年以来民营企业投资持续超越国有及国有控股企业投资,外商投资企业和个体经营增长则呈现低迷态势,国退民进在目前依然未达到政策理想效果,也说明了投资回落使得增长尚缺乏新的动力。

另一方面,商品房成交销售在6月刚出现好转,本月就再次出现回落。从我们每天观察的数据来看,成交的同比增速将会持续下滑,下半年很有可能会出现负增长的态势。在这种情况下,9月份之后地产将面临投资回落、销售低迷、房价松动的局面。

另外,值得注意的是,办公楼和商业营业用房分别增长74.3%和47.9%。这说明目前市场的资金开始向商业地产流动,新的商业模式崛起已在准备中。这也意味着,调控政策对于房价变化开始产生较为明显的影响。但在短期阶段性出口复苏仍在高位维持之时,调控仍将继续,而三季度是确认欧美经济趋势的关键时点。因此,政策在此时会僵持,这也决定了资本市场调整的逻辑。



资料来源:长江证券研究部