

[2008.12.05]

从通缩到复胀

——2009年A股市场投资策略

章秀奇

翟鹏

王成

021-38676673

021-38676641

021-38676820

Zhangxiuqi@gtjas.com

zhaipeg@gtjas.com

Wangcheng6461@gtjas.com

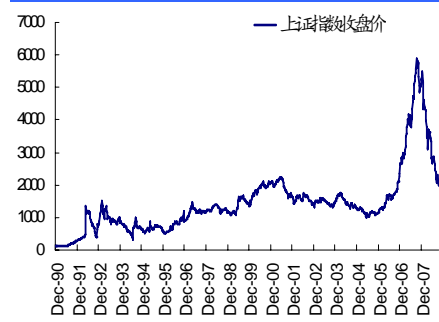
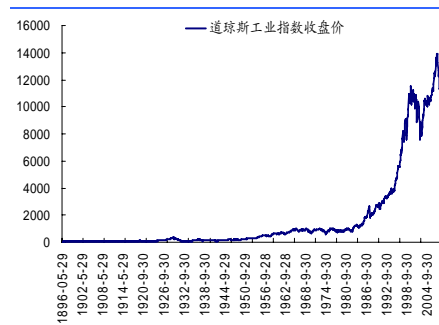
本报告导读:

➢ 从通缩到复胀，在经济下滑和政策博弈之间，资产配置转换将加快

➢ 流动性逐渐增加过程中，市场将缓慢回暖

摘要:

- 我们认为通过分析 GDP 增长进行资产配置的时代已经过去，未来分析通胀周期变化将是资产配置的核心。
- 对于 09 年宏观经济，增速下降已成共识，争议在于下降的幅度和恢复的时间。我们认为主要的不确定性在于通胀水平，是继续延续反通胀阶段，还是进入通缩？不同的判断以及不同的通胀象限变化对于资产配置影响具有显著差异。
- 对于高通胀阶段，由于高通胀会扰乱资源配置效率，基本上对应的是经济停滞或者衰退，典型的是“一战期间及其后”、“二战期间及其后”和“70 年代滞胀”，在高通胀阶段，股市和债市走熊，大宗商品处于牛市（这也是 07 年下半年和 08 年上半年 A 股市场发生的情景）。
- 对于反通胀阶段，一般情况是经济增速放缓，债市和股市迎来牛市，而大宗商品则基本处于熊市。典型是 70 年代后，各国央行和政府都把控制通胀作为货币政策的首要目标，特别是 90 年代，一些国家把“零通胀”作为政策目标，这导致全球出现了普遍的通胀回落，股票市场出现反通胀牛市。（我们认为 08 年 10 月到 09 年 1 月，市场处于反通胀阶段，同时考虑到货币和财政政策的刺激，市场会有较好的纠错性行情）。
- 对于通货紧缩阶段，通缩并不意味着经济一定陷入萧条，通缩可以分为“好的通缩”和“坏的通缩”，在“好的通缩”下，实体经济或者快速发展，或者轻微衰退，股市和债市有不错的表现，其中不同信用等级企业债利差扩大，优质企业债表现更好。（我们认为 09 年多数情况下处于通缩阶段，市场更多是结构性机会和波段性机会）。
- 对于温和通胀阶段，经济逐渐复苏，典型的是“二战”后的“黄金 20 年”，股市和债市在温和通胀阶段基本处于牛市，大宗商品和黄金则走熊（我们乐观预期，09 年下半年，市场将开始复胀，并逐渐进入温和通胀阶段）。
- 我们认为通胀区间迅速变换的主要原因是中国结构性改革（能够带来生产力进步和新的需求）尚未成功之前，传统经济潜能达到极致但是国家又不希望衰退所造成的必然结果，也是 A 股牛市中场休息阶段的主要特征，因此资产配置只能根据国家与市场的摆动下根据通胀区间漂移。
- 我们的基本判断是：09 年上半年中国面临较大的通缩压力，但随着央行已经和进行中的大幅放松货币政策，在投资者信心恢复之后，货币供应量增速会随着货币乘数的上升而走高，从而走出通缩周期，逐步进入温和通胀周期，转变的时点乐观的估计是 09 年下半年，而风险主要在于，上市公司业绩下滑极大超出预期；“大小非”隐忧继续存在；美国走出“坏通缩”的时间较长且更严重影响全球包括中国。



相关报告

《远大前程、承前启后》——2008年A股投资策略报告。2007.12.21

《鼠年鼠胆》——2008年2月份A股投资策略报告。2008.1.27

《乱中求胜》——2008年3月份A股投资策略报告。2008.2.25

《破而后立》——2008年2季度策略报告，2008.4.7

《纠错性投资机会》——2008年中期策略报告，2008.6.28

《静待宏观风险释放》——2008年8月A股投资策略，2008.8.04

《智者不惑 勇者不惧》——2008年9月A股投资策略，2008.9.04

《困》——2008年4季度宏观市场策略PPT版，2008.9.12

《博弈改革红利》——2008年4季度专题投资策略，2008.9.12

1. 从通缩到复胀

通货膨胀改变资源配置方式，将不同的经济资源重新分配，这是造成投资机会变化的主要原因。因此，分析通货膨胀周期是战略资产配置的核心。

1.1 围绕通胀周期，选择资产配置

对于配置型投资者，关键的投资步骤应该是：（1）首先确定未来宏观经济状况，主要是考察通胀水平和实际经济增速；（2）接着，在确定宏观背景的前提下，选择相应资产构筑投资组合（图1）。

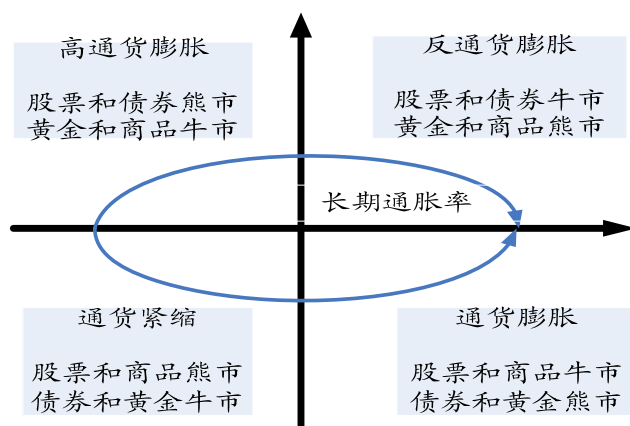
对于09年宏观经济，增速下降已经达成共识（表1），争议在于下降的幅度和恢复的时间。我们认为主要的不确定性在于通胀，是继续延续反通胀阶段（Disinflation，通胀率不断下降但大于0），还是进入通缩（通胀率低于0）？不同的判断对于资产配置影响显著差异（图2）。

我们的基本判断是：09年上半年面临较大的通缩压力，但随着央行大幅放松货币政策，在投资者信心恢复之后，货币供应量增速会随着货币乘数的上升而走高，从而走出通缩周期，逐步进入温和通胀周期，转变的时点乐观的估计是09年下半年。

图1：双维视角下的资产配置

经济增长	高速增长 增速提升	最优配置：股票 次优配置：普通债券 和商品 最差配置：ILBS	最优配置：商品 次优配置：股票&ILBS 最差配置：普通债券
	低增长 增速下降	最优配置：普通债券 次优配置：股票&ILBS 最差配置：商品	最优配置：ILBS 次优配置：普通债券 和商品 最差配置：股票
		低通胀/通胀下降	高通胀/通胀上升
通货膨胀			

图2：通胀象限及其下资产表现



数据来源：国泰君安，ILBS指“通胀联系债券”

表1：主要经济体09-10年实际经济增速预测

国别或地区	2005	2006	2007	2008F	2009F	2010F
美国	2.9	2.8	2	1.4	-0.7	2.3
日本	1.9	2.4	2.1	0.3	-0.5	1.7
欧洲	1.6	2.8	2.6	1.0	-0.35	2.2
新兴市场	7.1	7.9	8	6.6	5.0	5.5
全球	4.5	5.1	5	3.7	2.0	3.2
中国：一致预期	10.4	11.6	11.9	9.9	8.75	/
国泰君安				9.4	7.5	8

数据来源：国泰君安

通胀周期下资产价格的不同表现最有说服力的证据还是来自经济史。我们研究的结论是：

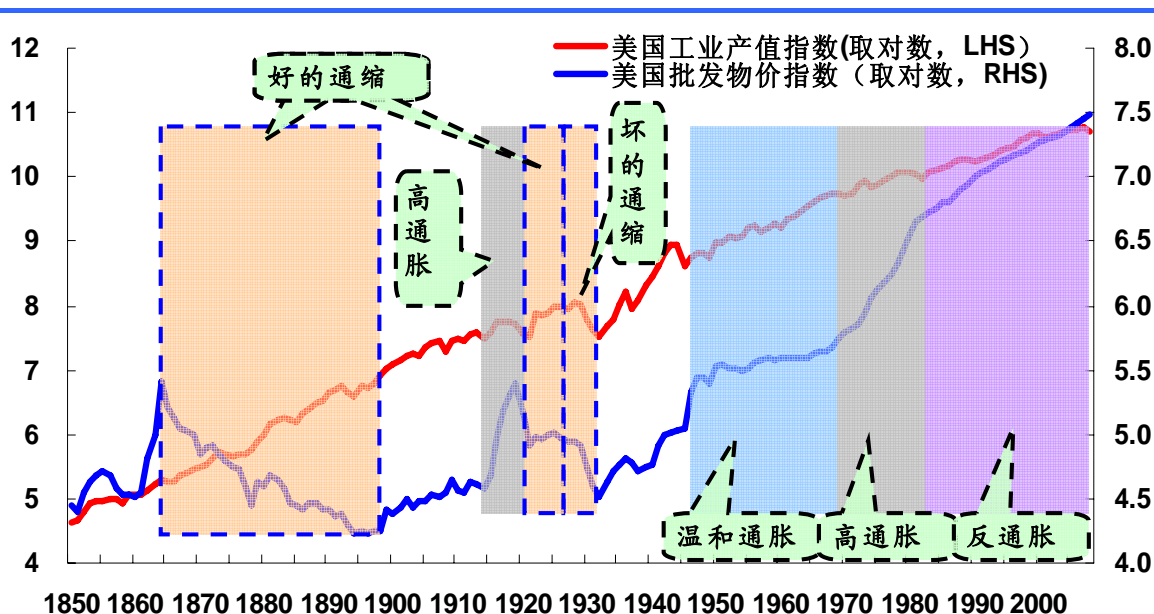
(1) 高通胀会扰乱资源配置效率，基本上对应得是经济停滞或者衰退，典型的是“一战期间及其后”、“二战期间及其后”和“70年代滞胀”，在高通胀阶段，股市和债市走熊，大宗商品处于牛市（这也是07年下半年和08年上半年发生的情景）。

(2) 通货紧缩并不意味着经济一定陷入萧条，通缩可以分为“好的通缩”和“坏的通缩”，在“好的通缩”下，实体经济或者快速发展，或者轻微衰退，股市和债市有不错的表现，其中不同信用等级企业债利差扩大，优质企业债表现更好。在“坏的通缩”下，经济伴随物价下跌进入衰退，股市和债市都是熊市。

(3) 由于70年代后，各国央行和政府都把控制通胀作为货币政策的首要目标，特别是90年代，一些国家把“零通胀”作为政策目标，这导致全球出现了普遍的通胀回落（我们称之为反通胀阶段）。在反通胀阶段，经济增速放缓，债市和股市迎来牛市，而大宗商品则基本处于熊市。不过，在主要发达国家处于反通胀时期，以“金砖四国”为代表的新兴市场异军突起，导致以石油为代表的大宗商品出现大牛市。（我们认为08年10月到09年1月，市场处于反通胀阶段，同时考虑到货币和财政政策的刺激，市场会有较好的表现）。

(4) 温和通胀往往伴随着经济平稳增长，典型的是“二战”后的“黄金20年”，股市和债市在温和通胀阶段基本处于牛市，大宗商品和黄金则走熊（我们乐观预期，09年下半年，市场将开始复胀，并逐渐进入温和通胀阶段）。

图2：美国历史上典型的通胀周期及其工业产值（1850-2008）



数据来源：国泰君安，Davis(2004)，CEIC，NBER

图 3: 美国历史上典型的通胀周期及其股市表现 (1897-2008)

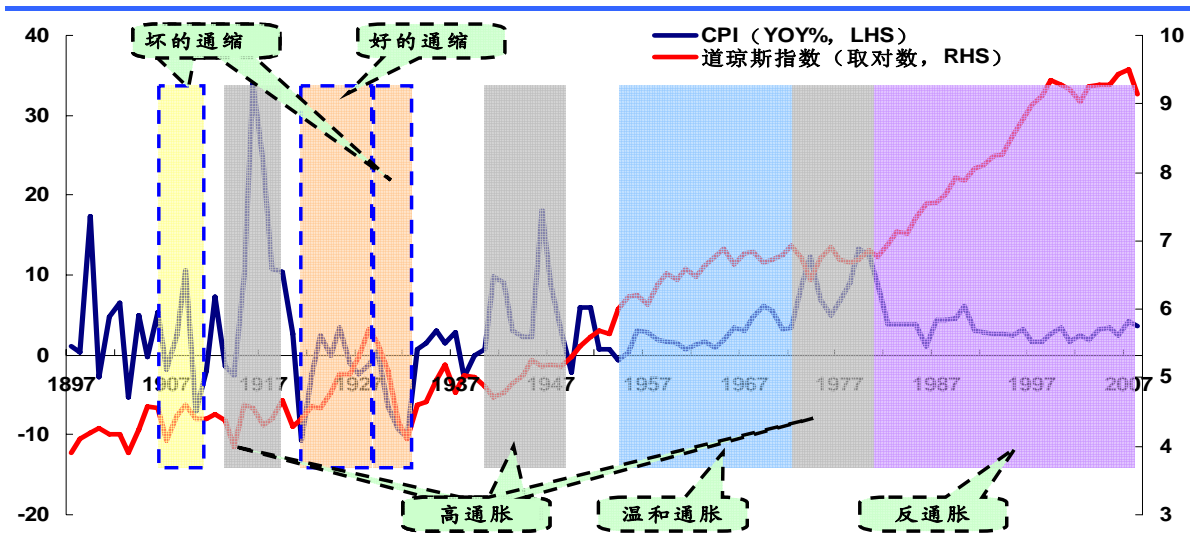


图 4: 美国历史上典型的通胀周期及其长期国债表现 (1953-2008)

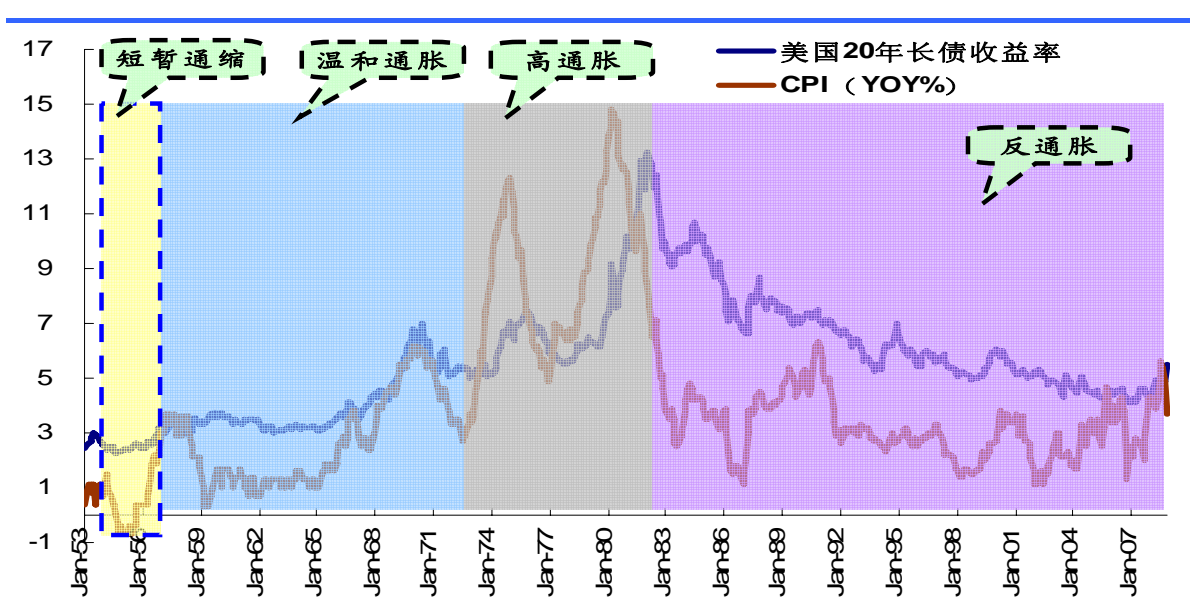
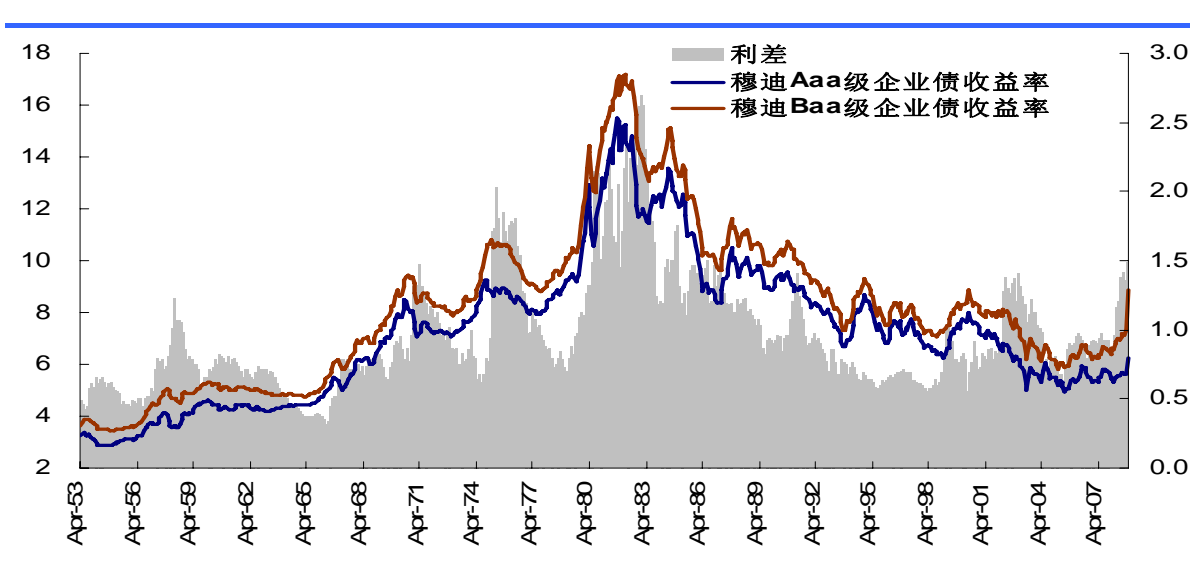
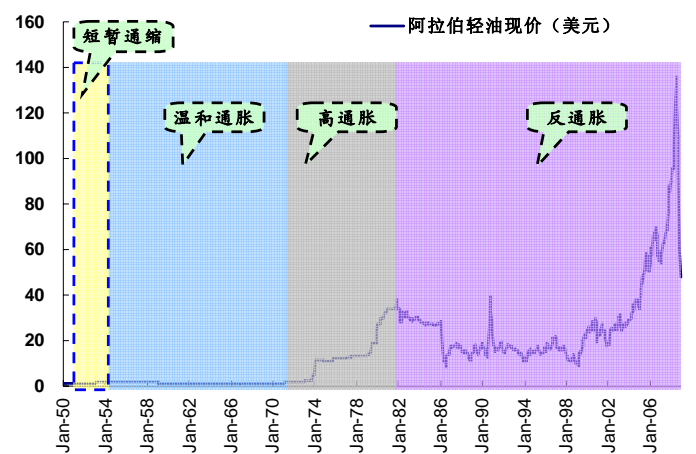


图 5: 美国企业债收益率及其不同评级之间利差变化 (1953-2008)



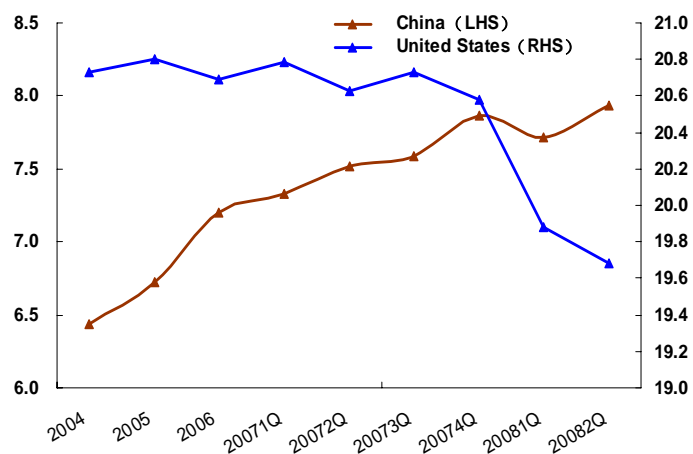
数据来源: 国泰君安, NBER, CEIC, Bloomberg, Wind

图 6: 美国通胀周期及油价表现 (1950-2008)



数据来源: 国泰君安, Bloomberg, EIA

图 7: 中美石油需求 (单位: 百万桶/天)



1.2 反通胀期, 债券市场走牛

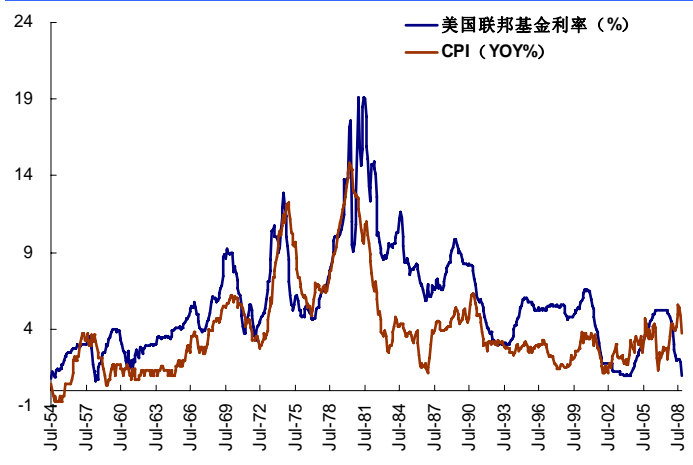
目前, 全球主要经济体仍处于通胀回落阶段, 回落的主要原因在于金融危机导致全球经济陷入衰退。在反通胀阶段, 长期利率不断下降, 市场迎来“终生难遇的债券回升阶段”(Gary Shilling)。

图 8: 反映全球经济冷暖的航运指数跌至历史低点



数据来源: 国泰君安, Bloomberg, EIA

图 9: 美国联邦基金利率调至历史低点



由于“工资黏性”和高价存货, 企业利润并不能提前经济见底, 基本呈现顺周期的趋势。

股票市场走势则视实体经济状况而定, 一般较经济提前 2 季度见底。从 1954 年至 2001 年的 9 次经济衰退来看, 共有 6 次提前 2 季度见底, 3 次提前 1 季度见底。平均来说, 从股市见底到经济见底, 标普 500 指数上涨 13%, 其后, 标普指数一般迎来牛市行情, 平均年收益率 14%。

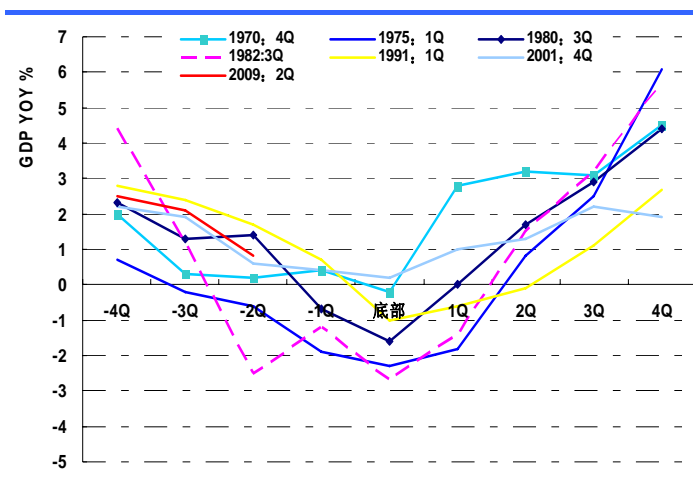
由于我们判断全球经济 09 年中期增速见底, 根据历史经验, 我们认为目前的全球股市处于筑底阶段, 国内 A 股也会有所表现, 继续上演纠错性投资机会。

表 2: 美国经济衰退前后标普 500 指数涨跌幅 (相对于经济增速见底当季, %) 显示市场提前 2 季度见底

时间	1954: 2Q	1958: 1Q	1961: 1Q	1970: 4Q	1975: 1Q	1980: 3Q	1982:3Q	1991: 1Q	2001: 4Q	均值
-4Q	-17%	5%	-15%	0%	13%	-13%	-4%	-9%	15%	-3%
-3Q	-20%	13%	-13%	-3%	3%	-14%	2%	-5%	1%	-4%
-2Q	-15%	1%	-18%	-21%	-24%	-19%	-7%	-18%	7%	-13%
-1Q	-8%	-5%	-11%	-9%	-18%	-9%	-9%	-12%	-9%	-10%
底部	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
1Q	11%	7%	-1%	9%	14%	8%	17%	-1%	0%	7%
2Q	23%	19%	3%	7%	1%	8%	27%	3%	-14%	9%
3Q	25%	31%	10%	7%	8%	5%	39%	11%	-29%	12%
4Q	40%	32%	7%	11%	23%	-7%	38%	8%	-23%	14%

数据来源: 国泰君安, CEIC, Bloomberg

图 10: 美国历次经济衰退期间 GDP 增速



数据来源: CEIC, 国泰君安

图 11: 美国经济衰退期间物价持续回落 (反通胀期)

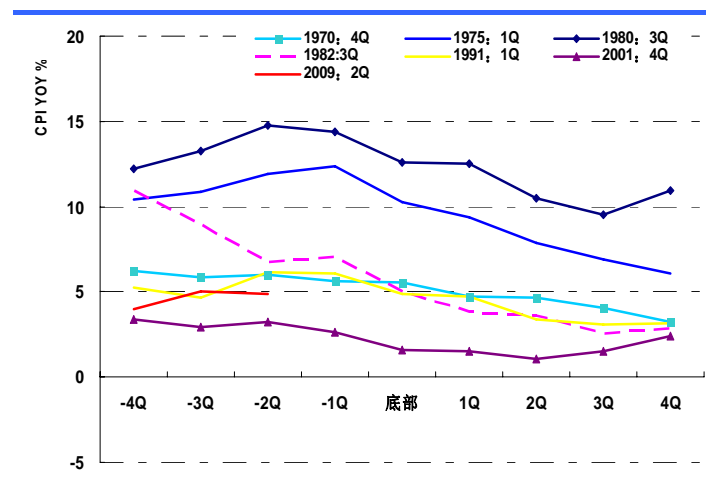
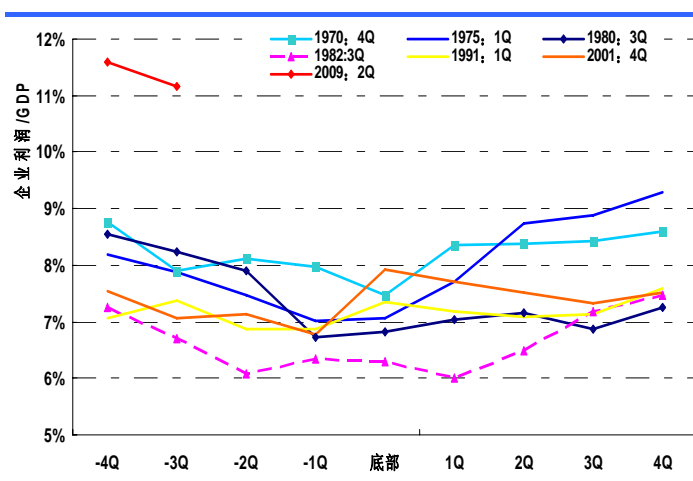
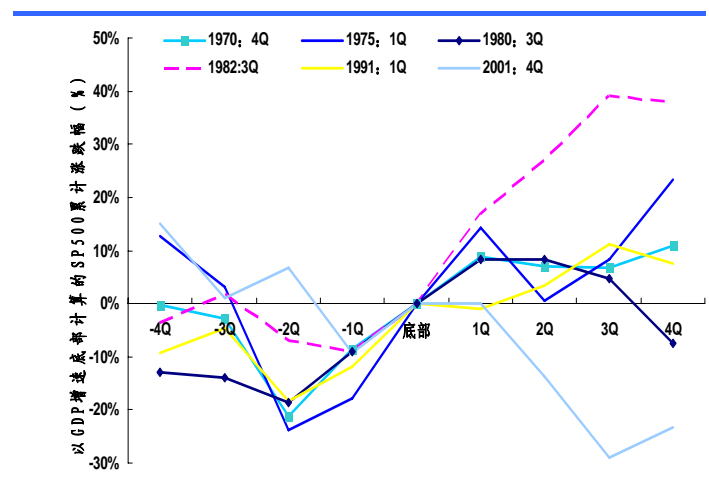


图 12: 美国企业利润/GDP 比例



数据来源: CEIC, 国泰君安

图 13: 标普 500 指数基本提前 2 季度见底反转



1.3 区分“好的通缩”和“坏通缩”

假如我们的判断成立, 09 年全球经济面临通缩压力, 那么, 我们必须仔细研

究这种通缩的性质。

考察美国近 150 年经济史，我们发现“二战”前，通货紧缩是全球经济正常现象，发生概率超过 30%，通缩并不意味着一定陷入经济萧条，通缩也有“好坏之分”，区分“好坏通缩”的关键在于分析通缩与产出之间的对应关系：

“坏的通缩”：当需求下降时，需求曲线下移，低收入者损失的比例更大，需求曲线变得更为陡峭（需求弹性降低），同时，劳动力和原材料成本大幅下跌，供给曲线下移，但供给曲线的下移幅度不如需求曲线大，因为有些成本是固定成本，由于高成本厂商已经倒闭，供给曲线更加平坦，两者相权，导致价格和产量同时下降，“坏的通缩”具有自我加强效应，一旦发生容易演变为长期的经济衰退，股市则对应大熊市。

如美国 1837 年 - 1843 年，1919 年 - 1921 年，1937 年 - 1938 年和 1948 年 - 1949 年，通货紧缩与衰退同时发生，1929 - 1933 年的大萧条是最为严重的坏的通缩，在许多国家都发生了价格和产出的剧烈下降。日本 90 年代也发生了典型的“坏的通缩”，经济长期陷入衰退。

图 14：“坏的通缩”：收入下降导致需求曲线左移，并且更为陡峭，成本下降导致供给曲线右移，且更加平坦，结果导致价格和产量同时下降

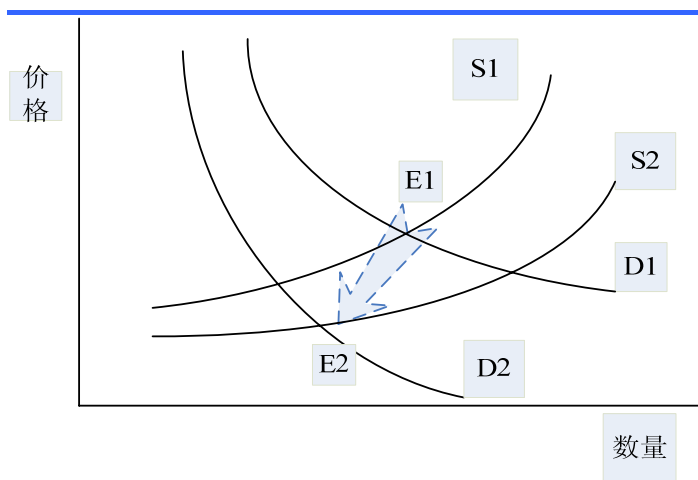
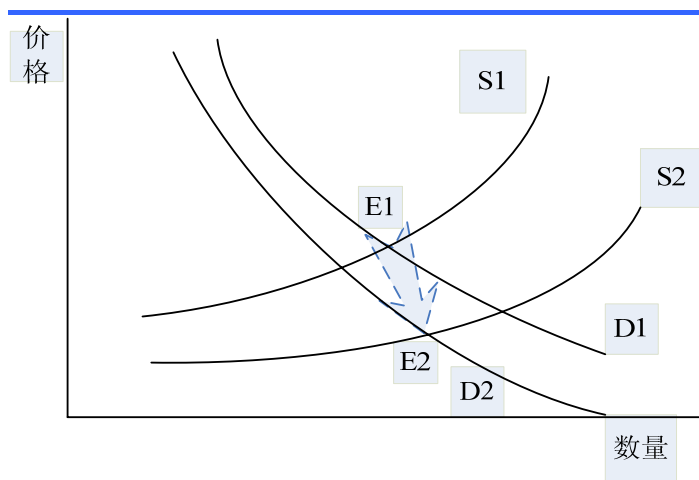


图 15：“好的通缩”：收入下降导致需求曲线左移，并且更为陡峭，成本下降导致供给曲线右移，且更加平坦，结果导致价格下降，产量增加，两者的不同在于供给曲线



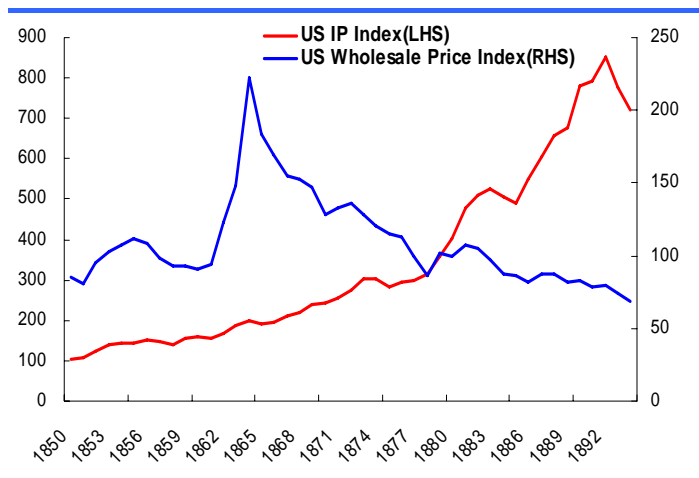
数据来源：Gary Shilling *Deflation*，国泰君安

“好的通缩”：即使需求不下降，只要供给增加的速度超过需求，也容易引发通缩，这在信用货币出现之前经常出现，主要原因在于世界货币黄金的供给不能满足对其需求造成的，如美国“南北战争”后 20 年经济高速增长而物价平稳回落的情形。1914 年以前的通货紧缩往往伴随着经济增长，而两次世界大战之间通货紧缩往往伴以经济衰退。好的通货紧缩如 1873 年 - 1896 年，1921 年 - 1929 年，温和的通货紧缩与产出的迅速增长并存，“好的通缩”往往伴随着经济增速仍然平稳增长或者轻微衰退。

信用货币出现后，这种形式的通缩极少出现，货币当局可以通过扩大信用货币供给解决产量增加后对货币需求量增量。“二战”后更加常见的是通胀回落，这主要是由于需求下降导致，之所以没有变成“坏的通缩”，主要是因为发展中国家

的巨大出口和竞争性贬值(美国利用了美元独特的地位),推动供给曲线下移并使其更趋平坦,导致虽然价格下降,但均衡产量却增加了。

图 16: 美国“南北战争”后(1865~1879年),经济发展非常迅速,但物价水平下降一半(“好的通缩”)



数据来源: Davis(2004), CEIC, 国泰君安

图 17: 美国 20 年代发生“好的通缩”,随着金融危机爆发,30 年代出现史上最严重的“坏的通缩”

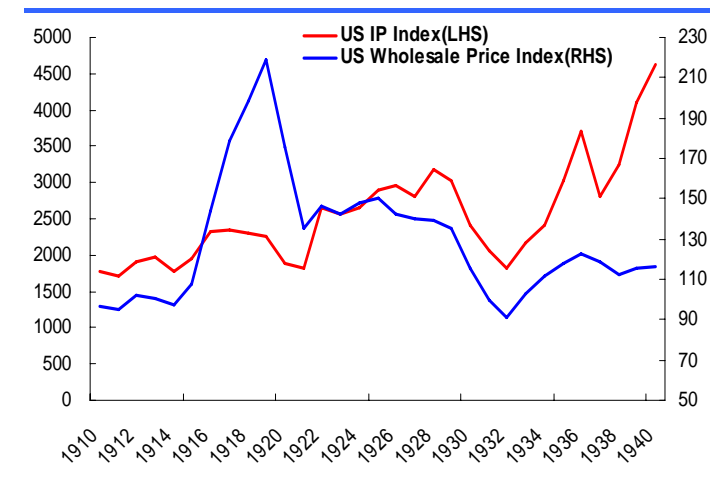
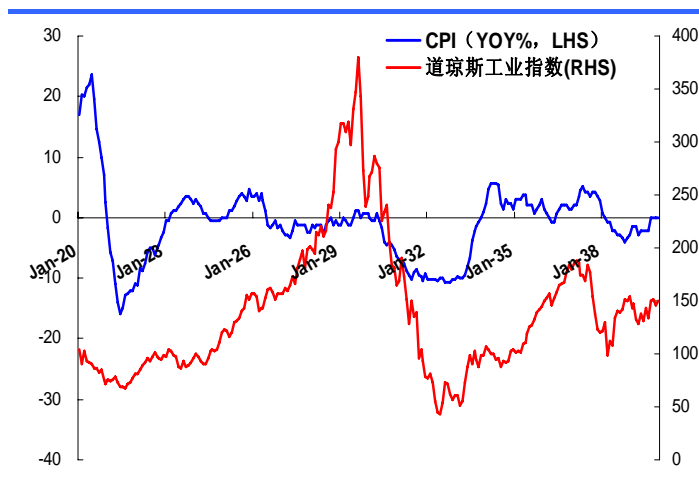
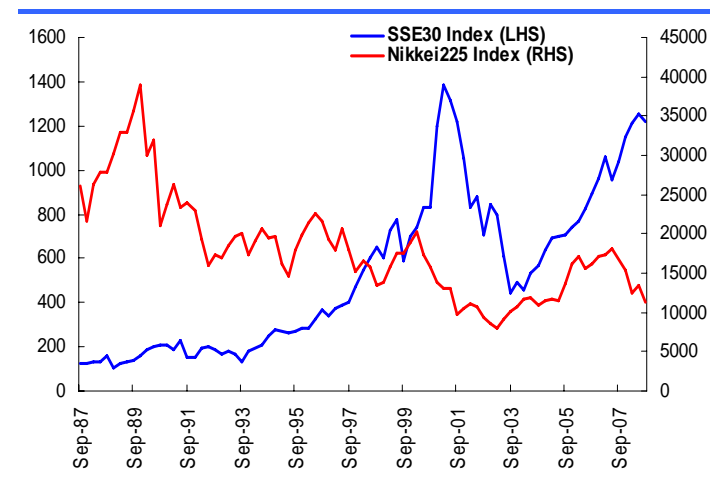


图 18: 20-30 年代美国股市很好地体现对“好的通缩”和“坏的通缩”的不同反映



数据来源: CEIC, 国泰君安

图 19: 日本和瑞士的股市表现更能说明问题,89 年 12 月-97 年 12 月,日本股市下跌 58%,同期瑞士股市上涨 270%



1.4 通缩下股市表现分析

在前面,我们探讨了通胀周期下不同资产的表现,现在,我们把注意力集中到通缩,考察历史上通缩状况下股票市场的表现。

1.4.1 美国

我们共统计了 11 次通缩状况,基本上是“二战前”,统计结果显示:

(1) 通缩期间绝大多数都获得正收益,仅 1913-1915 年和 1930-1933 年,两次主要的事件性因素是“一战”和大萧条,平均来说,通缩持续时间 20 个月,道

琼斯指数平均收益率 18%；

(2) 平均来说，股市在通缩发生前下跌，通缩真实发生后开始上涨，通缩后 1 年道指平均收益 17%；

(3) 对于严重通缩历史的考察，我们发现“坏的通缩”后 1 年，仅有大萧条期间，股市继续下跌，其他所有时段均录得正收益。由历史数据得出结论，只要不发生大萧条（根据我们全球宏观策略观点，这种可能性很低），通缩发生后 1 年股票市场可以录得正收益，股票市场已经通过下跌提前反映了经济紧缩的悲观预期。

表 5：美国 20 世纪通缩期间股市表现

时间	持续 时间	道指数 涨跌幅	通缩前后市场表现							
			-4Q	-3Q	-2Q	-1Q	1Q	2Q	3Q	4Q
1900-1901	12	23%	-21%	-11%	-4%	4%	13%	28%	21%	9%
1903-1904	10	14%	-32%	-31%	-30%	-12%	10%	9%	16%	41%
1907-1909	12	52%	-38%	-27%	-27%	-13%	15%	24%	36%	47%
1910-1912	16	1%	-14%	-8%	-3%	9%	0%	-2%	1%	-11%
1913-1915	16	-30%	-14%	-6%	0%	0%	6%	1%	-9%	/
1921-1923	26	44%	-27%	-19%	-12%	-11%	3%	-10%	-4%	7%
1926-1929	35	94%	20%	3%	2%	11%	-6%	-2%	3%	13%
1930-1933	45	-67%	-15%	-9%	-29%	13%	1%	-11%	-33%	-30%
1938-1940	23	12%	-47%	-42%	-36%	-18%	35%	43%	56%	33%
1949-1950	14	20%	-12%	-7%	-2%	-3%	6%	14%	21%	33%
1954-1955	12	39%	37%	28%	19%	8%	12%	14%	25%	29%
均值	20	18%	-15%	-12%	-11%	-1%	9%	10%	12%	17%

数据来源：物价指数 1897-1919 年为批发物价指数，1920-2008 年为消费者价格指数

1.4.2 日本与瑞士

“二战”后，我们经历的最大通缩发生在日本。从 95 年到 07 年，日本不断发生间歇性通缩，GDP 增速也出现多次季度负增长，日本发生长期通缩的导火索同样是金融泡沫破灭后出现的经济金融危机。

日本陷入长期萧条的原因是多方面的，其中重要原因在于：

(1) 日本银行业在金融泡沫中损失惨重，银行危机导致 90 年代日本银行贷款增速连续出现负增长，这对日本实体经济无疑等于雪上加霜；

(2) 日本陷入“流动性陷阱”，实际利率即使下调到负数，经济状况无法好转，我们比较相信克鲁格曼对此的解释，即“由于公众深信中央银行坚决反对通货膨胀，因而导致公众的预期进入某种“陷阱”状态，即公众认为任何扩张性的货币政策都是暂时的”，这使得政府任何刺激措施都难以发挥作用，典型的体现在日本私人消费支出增速不断下降。而美国 30 年代上升的通胀预期使得真实利率下降，才正式结束了大萧条；

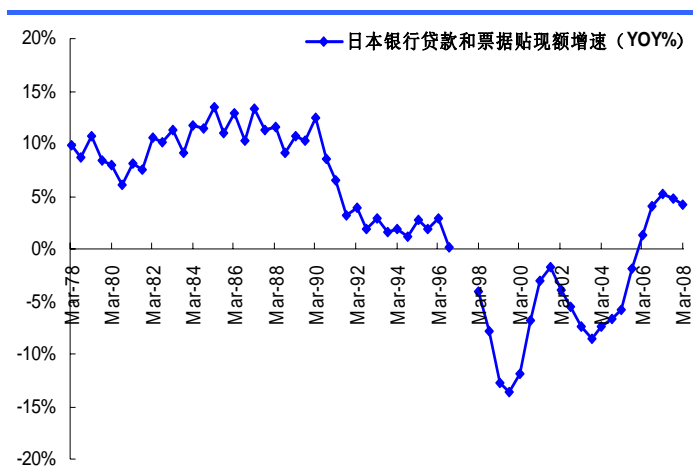
(3) 通缩具有自我加强效应。一旦经济陷入通缩，消费者推迟购买，持币待购，而生产能力过剩，这将导致经济陷入通缩的恶性循环。

表 6: 90 年代发生通缩国家或地区概况

时间	国家或地区	跨度 (月)	GDP 增速	物价水平	通缩前股市	通缩原因
1998-1999	新加坡	11	连续 3 季负增长	-0.4%	熊市	金融危机
1998-2004	香港	68	9 个季度负增长	-13.8%	熊市	亚洲金融危机和 01 年经济衰退
2001-2002	台湾	21	连续 3 季负增长	-0.2%	熊市	01 年经济衰退
1998-2006	日本	78	16 个季度负增长	-3.5%	熊市	金融泡沫破灭、亚洲金融危机、全球经济衰退
1996-1998	瑞士	17	平稳增长	-0.6%	牛市	瑞士法郎升值

数据来源: 国泰君安

图 20: 日本银行信贷增速连续出现负增长是日本陷入长期通缩的重要原因



数据来源: CEIC, 国泰君安

图 21: 通缩具有自我加强效应, 日本在通胀水平不断回落以致通缩后, 居民消费增速出现负增长

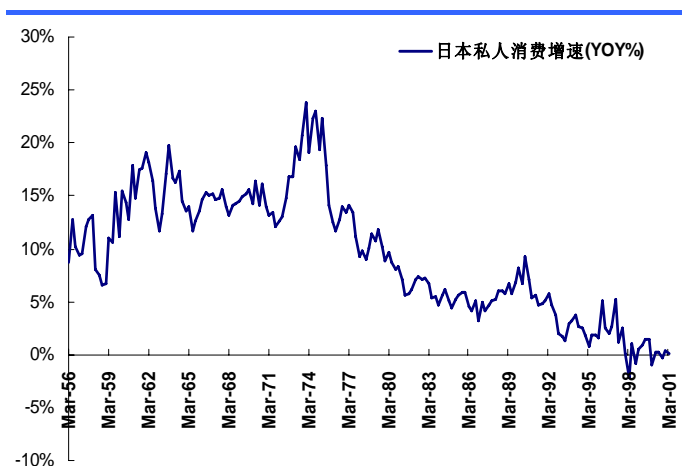
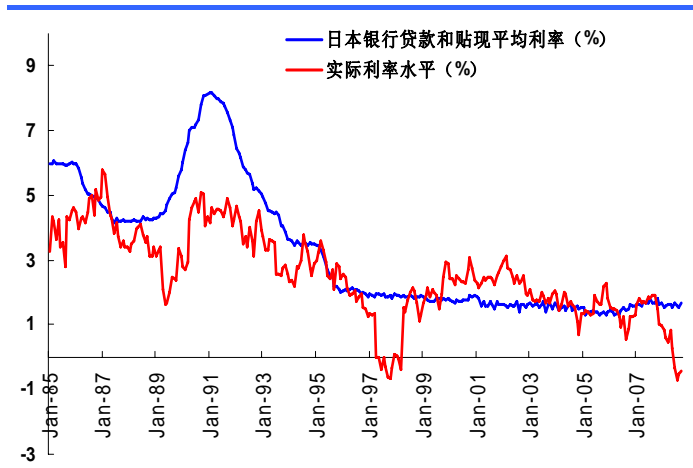
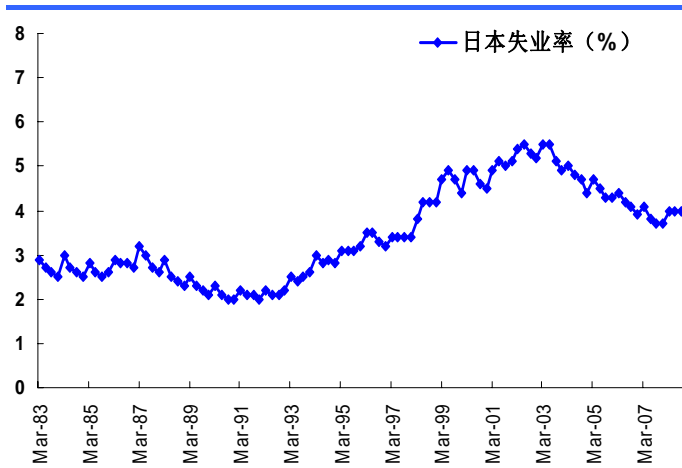


图 22: 日本实际利率出现负数, 陷入“流动性陷阱”



数据来源: CEIC, 国泰君安, 日本实际利率按照 CPI 调整

图 23: 日本失业率 90 年代大幅攀升

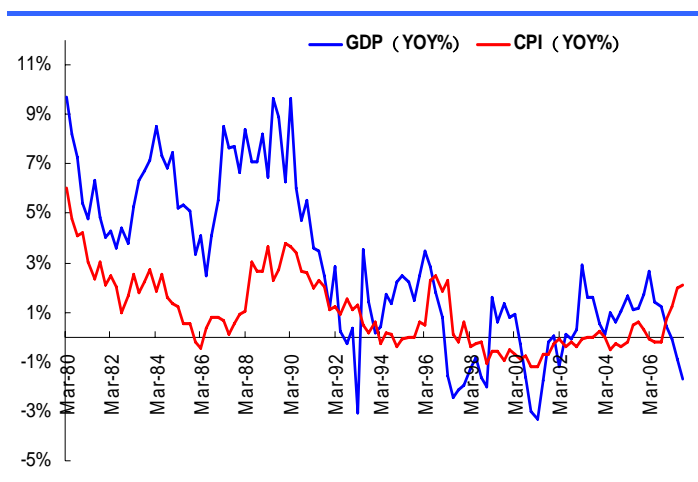


和日本类似，瑞士同样在 90 年代发生通缩，失业率不断上升，其发生通缩的主要原因在于瑞士法郎的不断升值，严重依靠出口和旅游业的瑞士因此陷入经济疲软。但不同的是，瑞士金融机构保持完好，依然吸引全球资金不断涌入，瑞士虽然经济疲软，但并未出现显著的衰退，是一种较为典型的“好的通缩”。

日本和瑞士的股市表现更能说明问题，89 年 12 月-97 年 12 月，日本股市下跌 58%，同期瑞士股市上涨 270%，可见，只要不是“坏的通缩”，股市未必没有表现。

最后，值得一提的是，日本在发生通缩后 1 年内，股市的涨幅全部来自市盈率提升的贡献，而业绩贡献则全部为负。

图 24: 因为金融危机，日本 90 年代发生“坏的通缩”，经济同时出现衰退，被称为日本“消失的十年”



数据来源: CEIC, 国泰君安

图 25: 瑞士 90 年代同样发生通缩，但瑞士金融机构保持完好，通缩期间经济未显衰退，属于“好的通缩”

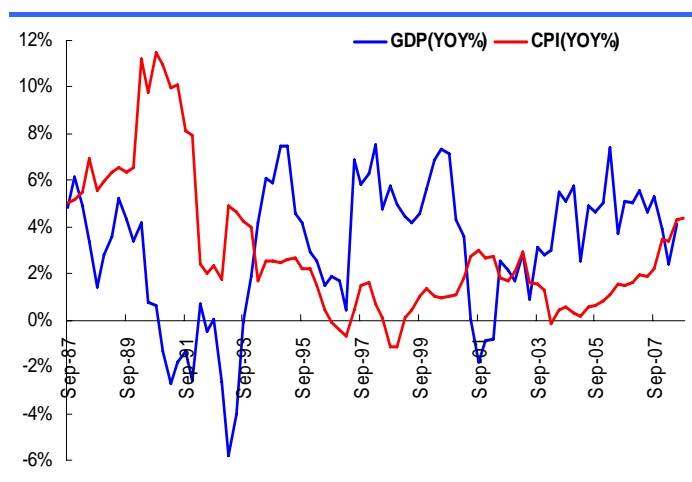
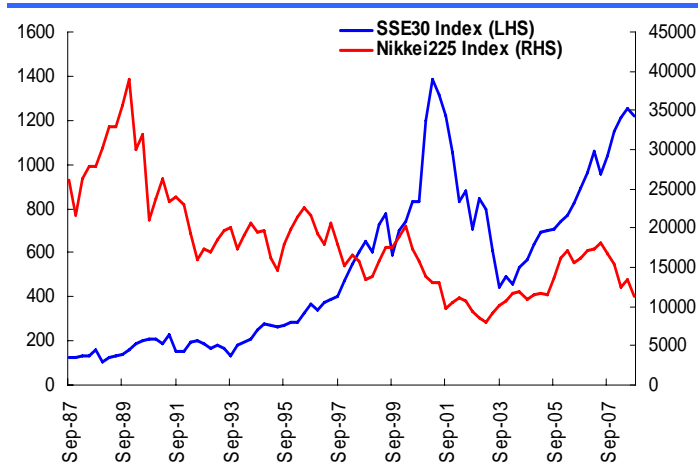


图 26: 89 年 12 月-97 年 12 月，日本股市下跌 58%，同期瑞士股市上涨 270%



数据来源: CEIC, 国泰君安

图 27: 日本通缩期间 PE 水平曾大幅上升

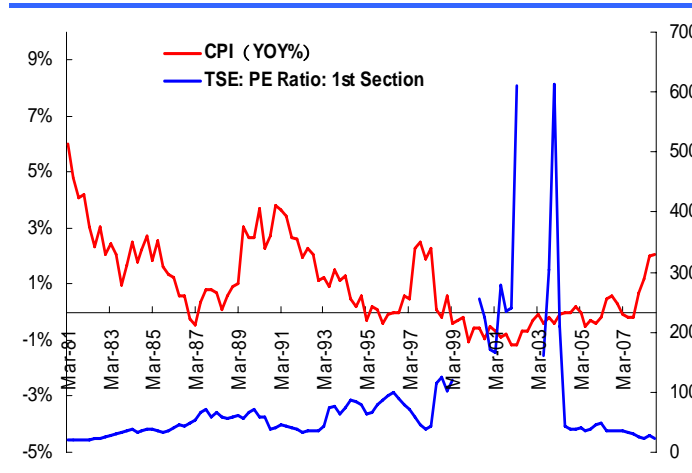
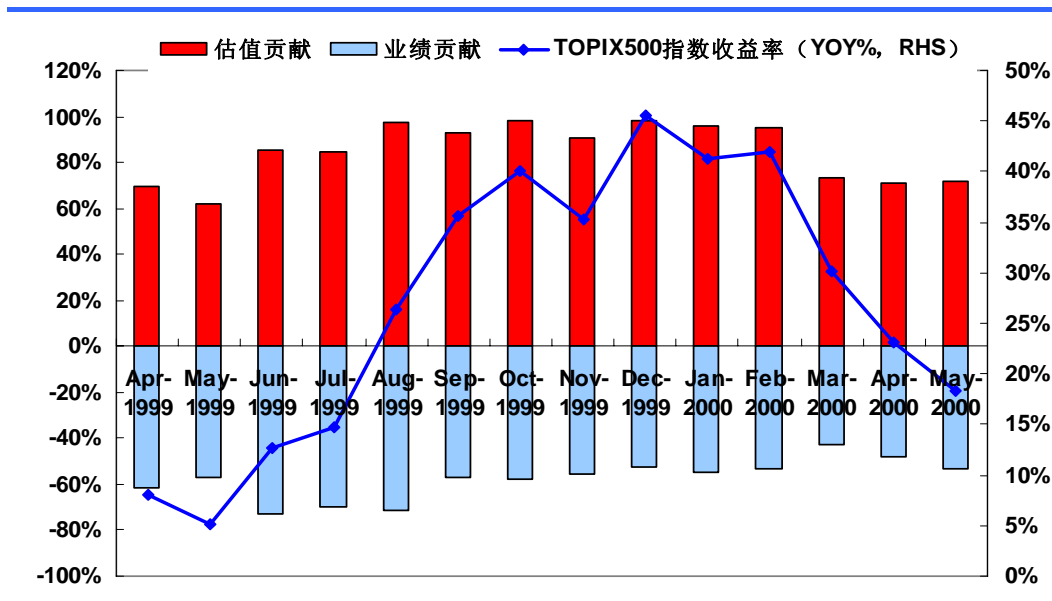


图 28: 日本 90 年代末陷入通缩后, 指数涨幅几乎全部来自估值水平提升



数据来源: CEIC, 国泰君安

1.4.3 香港、台湾和新加坡

对香港、台湾和新加坡 90 年代通缩期间股市表现的研究, 得出结论为:

(1) 和日本、瑞士类似, 三地股市均“前抑后扬”, 通缩发生后 1 年平均录得 28% 收益率, 整个通缩期间, 三地股市平均收益率 15.8%;

(2) 通缩发生期间, 股市走势基本与通胀走势一致, 即随着同比 CPI 数据下行, 股市也随之下行;

(2) 发生通缩后, 股市上涨的主要动力来自估值水平的提升, 业绩贡献基本为负;

表 7: 部分发生通缩国家或地区市场表现

时间	国别地区	月指数涨跌幅	通缩前后市场表现								
			-4Q	-3Q	-2Q	-1Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
1998-1999	新加坡	11	61.56%	-47.48%	-45.77%	-33.06%	-32.01%	-6.89%	38.00%	50.45%	114.79%
2001-2002	新加坡	12	6.98%	6.98%	-24.26%	-24.08%	-10.77%	-8.68%	16.03%	13.07%	0.67%
1998-2004	香港	68	20.98%	-1.18%	-9.39%	16.43%	42.99%	-5.23%	16.77%	29.61%	47.82%
1983-1984	台湾	8	22.29%	59.01%	56.09%	38.39%	6.60%	-0.53%	22.05%	22.25%	27.83%
1985-1986	台湾	11	22.05%	-16.01%	-19.68%	-12.52%	-6.51%	-8.82%	6.26%	29.21%	30.15%
1997	台湾	3	-22.54%	54.26%	42.93%	23.89%	19.52%	-20.08%	-5.68%	-18.99%	-32.86%
1999	台湾	4	15.96%	-24.30%	-8.84%	0.70%	7.22%	23.04%	10.42%	22.77%	43.20%
2001-2002	台湾	21	-0.77%	-39.86%	-31.34%	-25.50%	7.95%	-11.03%	-20.53%	-21.74%	0.38%
1986-1987	日本	6	20.8%	30.7%	29.8%	6.9%	-3.4%	18.4%	37.6%	44.8%	38.0%
1995-1996	日本	10	25.53%	-15.55%	-21.82%	-17.50%	-18.17%	-10.05%	10.99%	23.10%	32.63%
1998-2006	日本	78	6.80%	-19.44%	-0.49%	-1.50%	4.72%	-17.18%	-11.48%	1.97%	9.05%
1996-1998	瑞士	17	88.76%	10.96%	19.71%	8.14%	5.10%	15.99%	34.96%	48.76%	61.36%

均值	21	22.37%	-2.76%	-1.07%	-0.54%	2.11%	-0.53%	12.71%	19.41%	30.54%
----	----	--------	--------	--------	--------	-------	--------	--------	--------	--------

数据来源：CEIC, Bloomberg, 国泰君安

图 29: 98 亚洲金融危机期间, 香港发生通缩, GDP 连续 5 季度负增长, “坏的通缩” 直到 04 年才正式结束

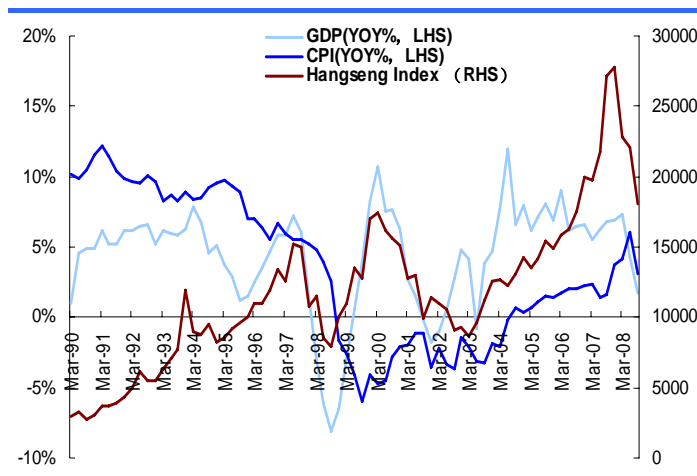


图 30: 香港通缩阶段股市呈现大震荡特点, 估值水平在通缩发生后的 99 年快速提升, 之后基本平稳

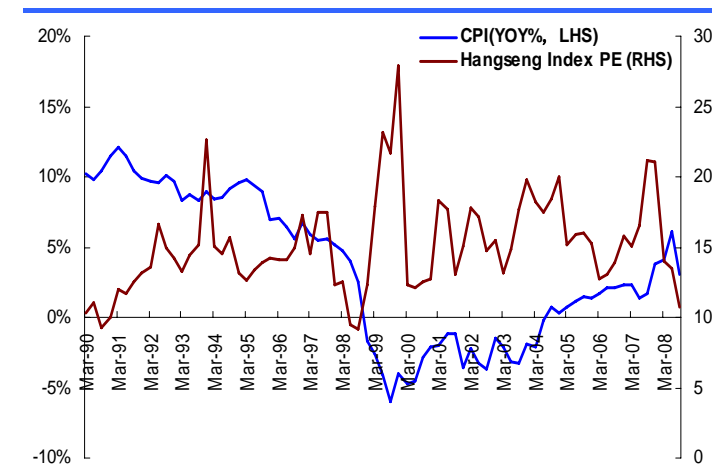


图 31: 98 年金融危机和 01 年经济衰退期间, 台湾发生通缩和 GDP 负增长 (“坏的通缩”)

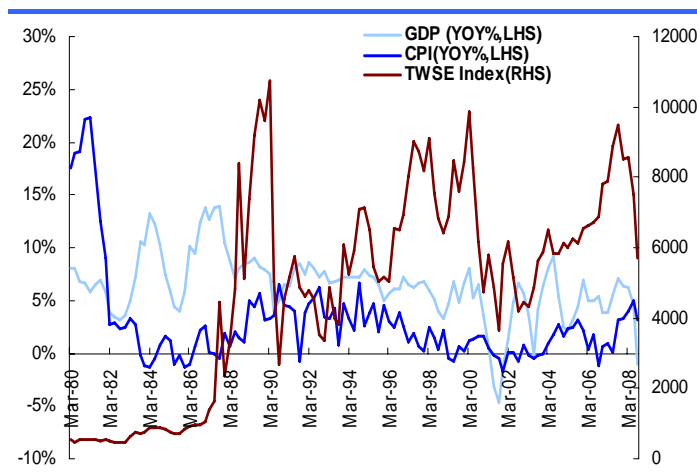


图 32: 台湾每次通缩期间, 股票估值水平都经历快速上涨, 01 年经济衰退后, PE 高达 68 倍

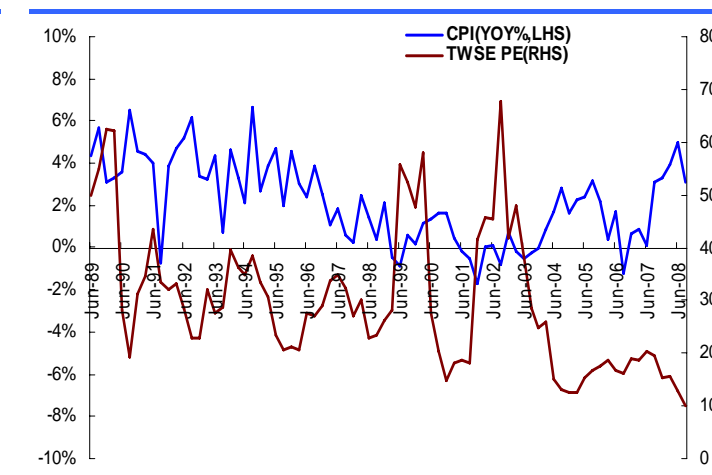


图 33: 新加坡亚洲金融危机和 01 年衰退期间, 同样发生 GDP 负增和通缩, 股市和 CPI 走势趋于一致

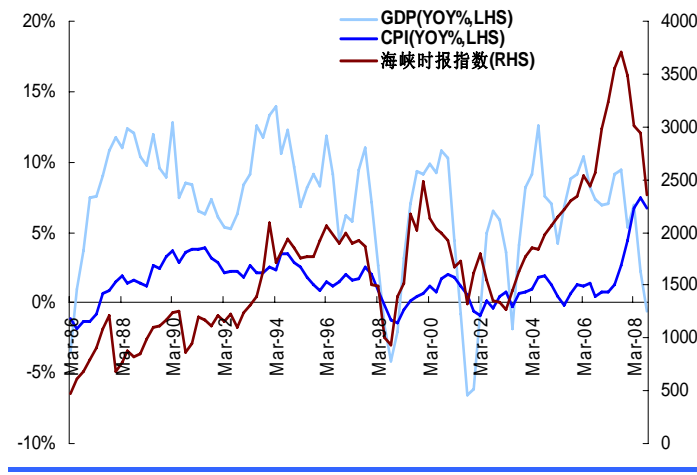
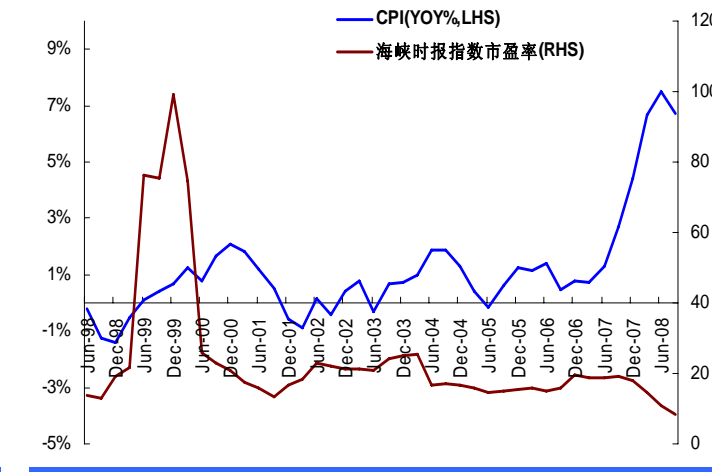
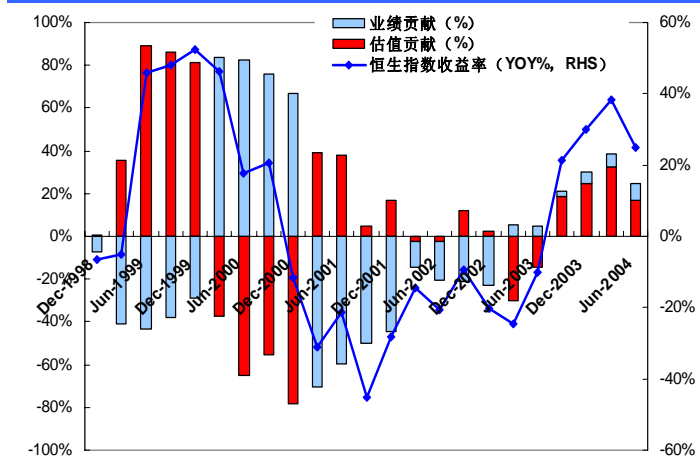


图 34: 新加坡通缩期间, 股市估值水平都有所提升



数据来源：CEIC, 国泰君安

图 35: 香港通缩后 1 年市场上涨主要靠估值提升



数据来源: CEIC, 国泰君安

图 36: 新加坡通缩期间股市上升主要靠估值提升

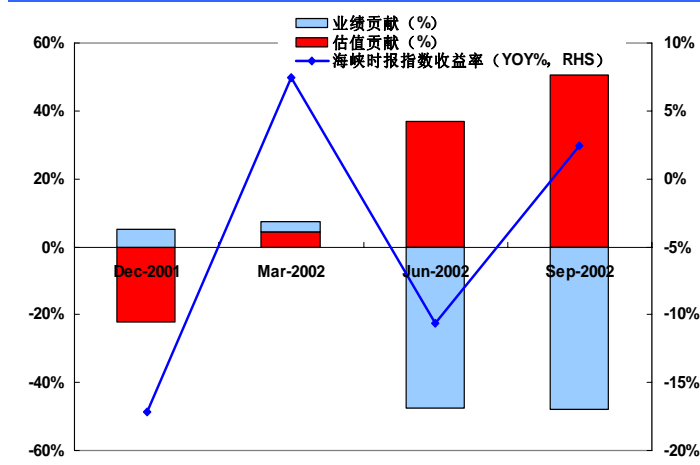
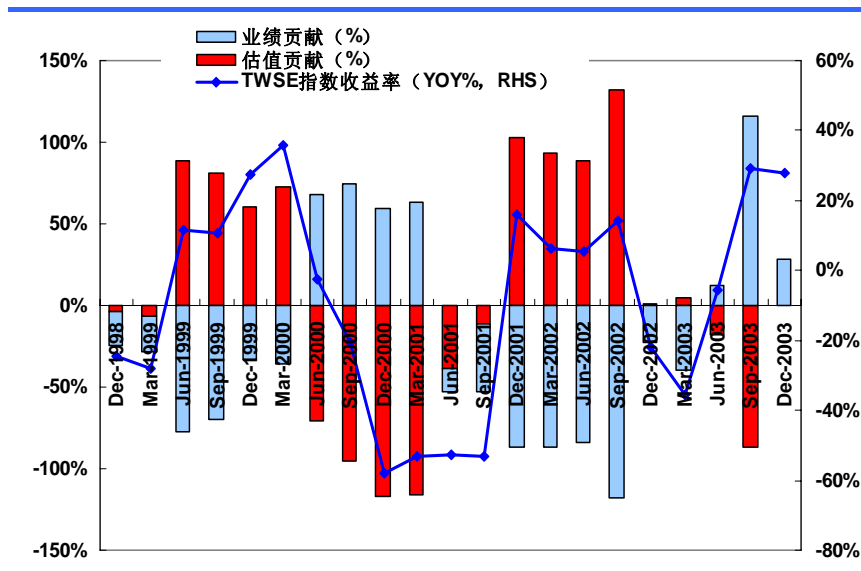


图 37: 台湾通缩期间股市上升主要靠估值提升



数据来源: CEIC, 国泰君安

2 分析 09 年发生的“通缩”

美国金融危机是其“坏的通缩”的导火索，但是由于政府和美联储的努力，“坏的通缩”的预期正在减弱但是还没有消除。而中国没有遭受金融危机，并且正在努力进行结构性调整，通过货币政策、财政政策和结构性改革，有望成为“好的通缩”，并且通缩也难以持续。

2.1 金融危机是“坏通缩”的导火索

弗里德曼在《美国货币史》中详细分析了美国历史上 6 次重要的经济紧缩，分别是：1873-1879 年、1893-1894 年、1907-1908 年、1920-1921 年、1929-1933 年以及 1937-1938 年，其中最严重的紧缩发生在 1929-1933 年，每一次的经济紧缩都伴随着货币存量的显著下降，出现严重的通缩。弗里德曼对于原因的解释为：

在6次严重紧缩期内，4个时期以发生银行扰动或者货币扰动为特征，在另外两次严重通缩期内，即1920-1921年和1937-1938年，货币存量的下降是联邦储备体系的政策行动的后果，货币存量的下降都伴随着严重的经济紧缩，但没有演化为银行危机。由此可见，美国历史上主要的通缩均是银行危机和货币政策扰动的结果，金融危机是“坏的通缩”主要导火索。

此次号称“百年一遇”的金融危机势必对09年宏观经济和物价水平继续造成深刻影响，尤其是以美国为代表的发达国家将经历漫长的去杠杆化过程（Deleveraging），储蓄率已经开始攀升。

Gary Shilling 给我们列出了14条可能导致通缩的因素，我们认为大部分条件已经符合，不同的主要是目前各国政府和央行都开始放开货币财政政策，大力刺激经济以防止通缩和衰退，我们认为这将导致此次通缩可能只是“短期大萧条”。

表8: 美国历史上主要通缩历史概况

时间	工业产值 跌幅 (%)	批发物价水平 最大跌幅 (%)	通缩前股市状况	通缩原因
1873-1879 (73-78年)	-1.5%	-36.8%	/	人们争论是使用美钞还是恢复硬 币支付，1873年银行危机
1893-1894	-7.2%	-6.8%	/	1890、1893年银行危机
1907-1909 (07-08年)	-15.6%	-1.7%	1906年异常繁荣， 投机严重	银行恐慌导致货币供应量急跌， 1907年M2增速-3.51%
1921-1923 (22-23年)	-2.9%	-36.6%	1919年股市投机活 动不断	1920年贴现率由4.75%提高至 7%利率提升影响投资，货币存量 下降
1929-1933 (29-33年)	-39.6%	-37.8%	1929年演绎最后的 疯狂	货币供给大幅减少，M2连续4 年负增长，银行破产
1938-1940 (36-38年)	-12.6%	-10.1%	1937年股市走牛	货币供给减少，M2负增长，法 定准备金上升1倍，削减财政开 支

数据来源：国泰君安，Friedman《美国货币史》

图38: 全球发生通缩的概率有所提升

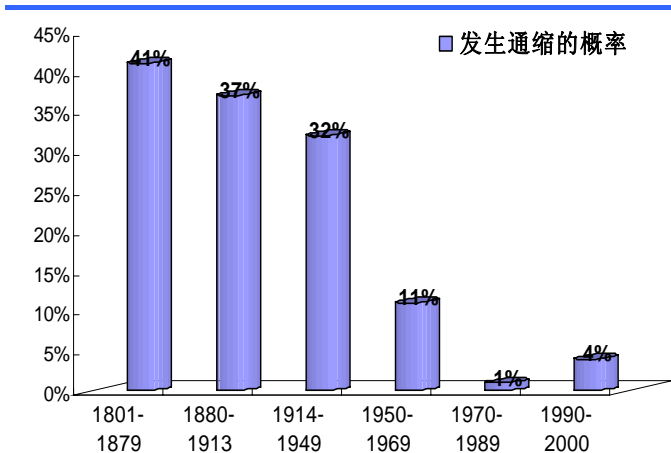


图39: 美国银行负债和GDP增速密切相关



数据来源：通缩概率是 Michael Bordo (2004) 根据 30 个国家 200 年数据统计得到，CEIC，国泰君安

图 40: 去杠杆化意味着 CPI 增速可能继续下探

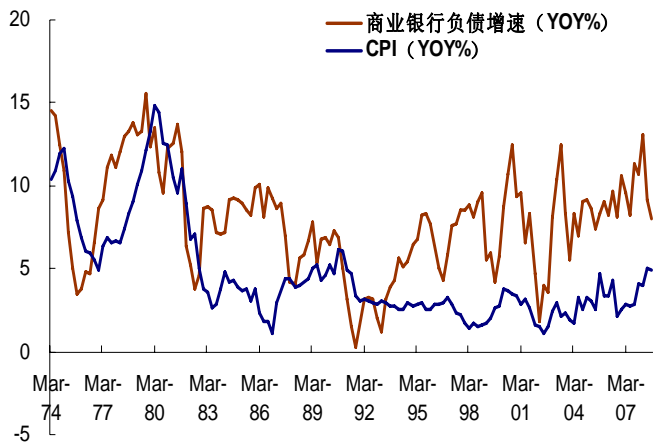
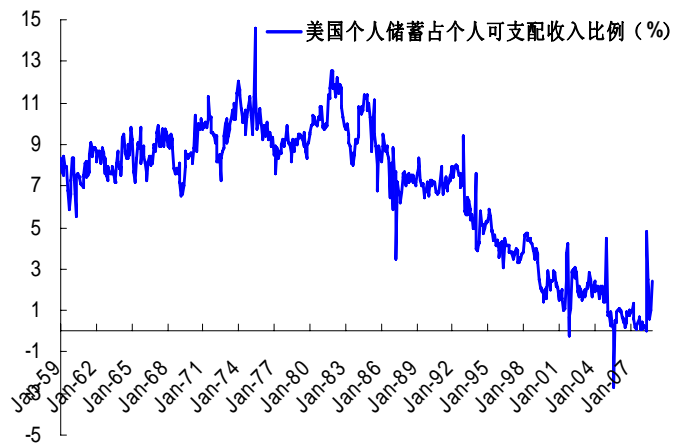


图 41: 美国个人储蓄率开始回升



数据来源: CEIC, Bloomberg, 国泰君安

表 9: Gary Shilling 提出的导致通缩的 14 条因素

导致通缩的因素	目前状况
1、冷战结束导致全球军费支出削减	基本符合, 预计奥巴马当选后更是如此
2、主要国家的政府支出和赤字下降	各国加大刺激经济力度
3、中央银行持续不断地进行反通胀斗争	央行联合降息, 以防衰退
4、七国集团国家退休人员激增, 将导致福利下降, 收入和支出增长速度放缓	符合
5、英语国家不断进行结构性重组, 全世界都跟进	符合
6、高新技术将降低成本并提高劳动生产率	符合
7、网上信息推动竞争	符合
8、大众行销降低成本与价格	符合
9、管制放松, 价格下降	符合
10、资源在全世界范围内配置, 将使成本降低	符合
11、全球实行市场经济制度, 导致全球供给增加	符合
12、美元继续保持强势	基本符合
13、亚洲的金融与经济危机将加剧全球供过于求, 使得全球物价下跌	符合
14、美国人将从举债消费转为储蓄	符合

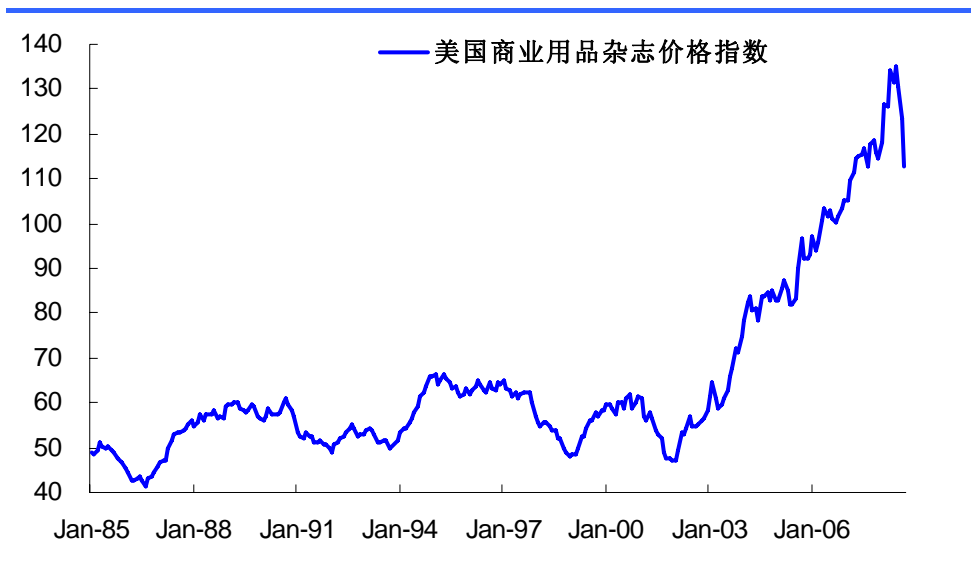
数据来源: Gary Shilling *Deflation*, 国泰君安

不过, 目前来看, 政策的效果还尚未显现, 10 月美国零售额环比增速创下历史最大降幅。美国通缩的风险现在相当明显, 10 月份 PPI 环比下降 2.8%, CPI 环比下降 1%, 都创下战后 60 年来的最低纪录。11 月份 PMI 物价支付指数从 10 月份的 37.0 降至 25.5, 为 1949 年 5 月以来的最低水平。更令人担心的是对通缩的预期。TIPS 的崩溃将其与国债的利差推低到零。

美国消费的情况堪忧, 美国 10 月零售月环比增速为 -2.8%, 是有记录的 16 年来最大跌幅。其中汽车业受到的打击最为严重, 汽车销售量减少了 5%。这背后的经济背景是去杠杆化和消费类贷款的坏账率上升导致消费贷款 ABS (如学生贷款, 信用卡贷款和汽车消费贷款) 发行非常困难, 进而导致银行提升信用卡利率

和削减消费贷款额度，这是导致消费下降的原因之一，而中期来看消费者的习惯也不得不做出改变，过去过度依赖信贷和财产性收入来进行消费的现象将一去不复返了。

图 42: 比较敏感的美国《商业日用品杂志》价格指数开始连续下跌



数据来源: Bloomberg, 国泰君安

图 42: 美国 CPI 与 PPI 月环比和年同比迅速下滑

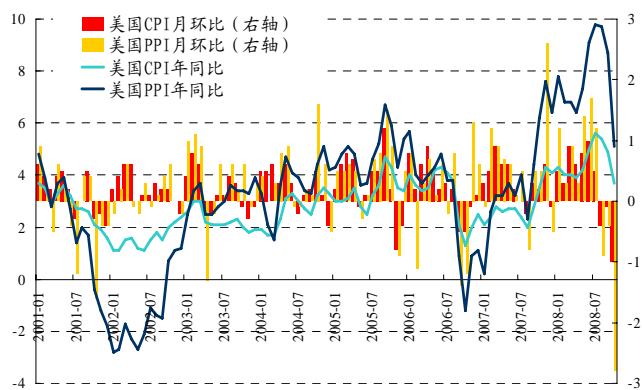
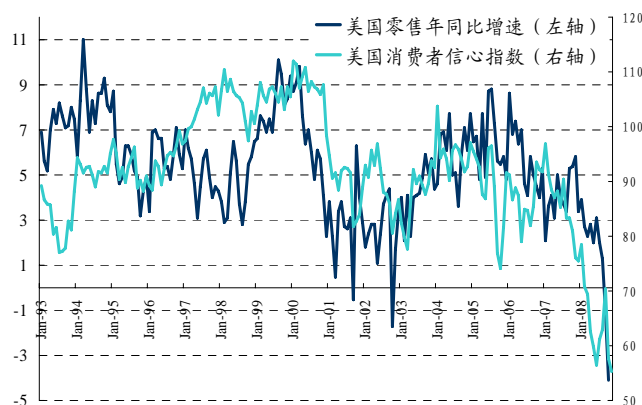


图 44: 美国零售和消费者信心



数据来源: 国泰君安, IMF

图 43: 10 年期国债和通胀保护票据 (TIPS) 间利差 (%)

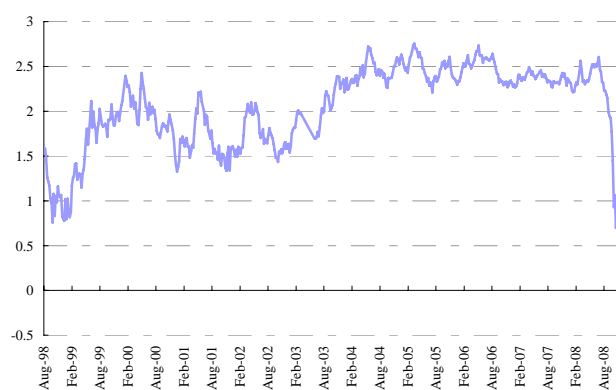
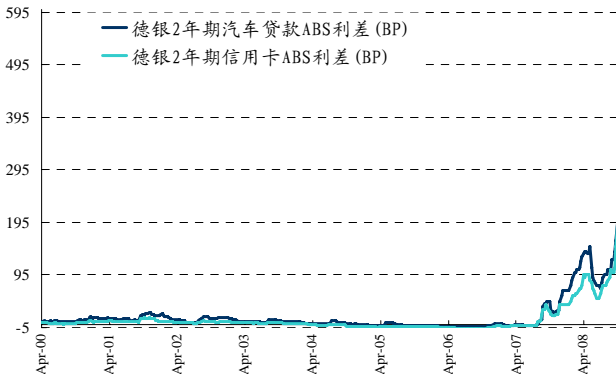


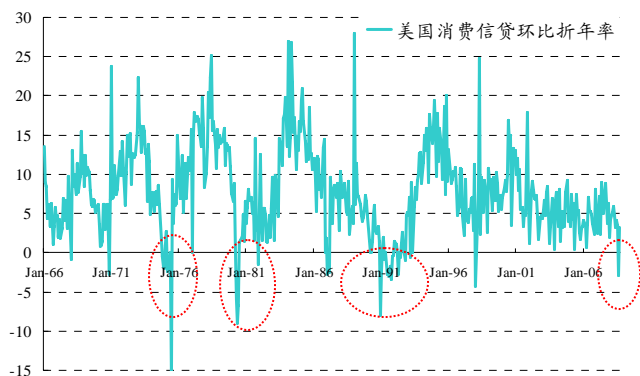
图 45: 2 年期汽车贷款和信用卡 ABS 利差



数据来源：国泰君安研究所，IMF

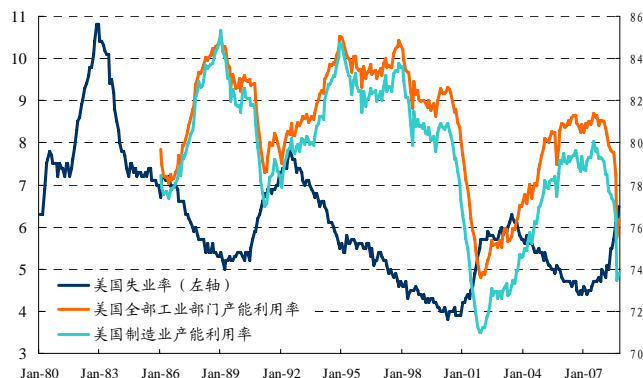
去杠杆化还造成企业融资困难，表征为 CP 与企业债利差上升，以及 CP 和衍生产品市场的萎缩，企业倒闭，进而造成失业和消费的下降。

图 46：美国消费信贷环比折年率



数据来源：国泰君安，IMF

图 47：美国失业率和产能利用率



2.2 美国“坏通缩”预期正在但尚未解除

我们认为 09 年底美国经济有望复苏，而未来美国经济的复苏依赖于：1、金融体系的功能的逐步恢复。标志为信用利差的缩小；银行倒闭告一段落；CP、MBS、ABS 的重新大量发行。2、财政政策的推动，需要更多的减税和政府主导的固定资产投资（向中国看齐）。奥巴马于 11 月 22 日披露他的大规模经济刺激计划，计划主要内容包括重建道路及桥梁、翻新学校、及发展替代能源，目标是于 2011 年前创造 250 万个职位。3、明年美元将再次贬值（但半年内不大可能发生），美元贬值有助于拉动出口，进而促使美国经济再平衡。

但是我们对美国消费复苏的强度和速度预期不能过高，而更多是靠技术、制造业以及基础设施投资。

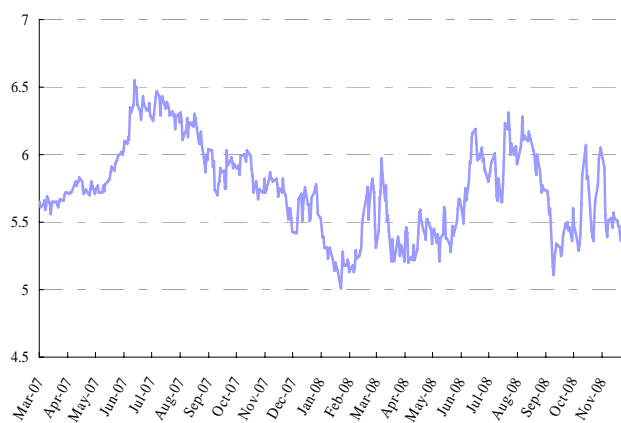
随着美国政府不断降息和注入流动性，美国 10 年期国债收益率已达到 50 年新低，30 年期 MBS 的收益率也显著下降。

图 48：美国十年期国债收益率创下 50 年新低



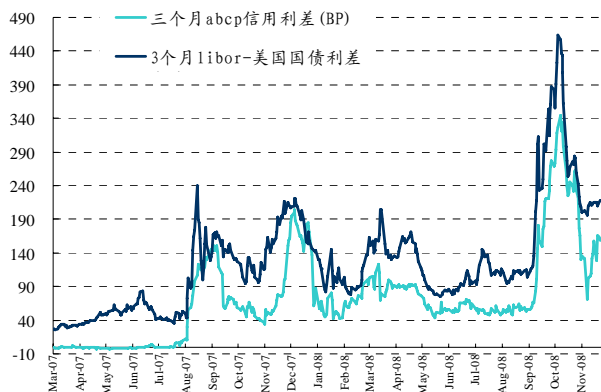
数据来源：国泰君安，CEIC，IMF

图 49：房利美 30 年 MBS 收益率



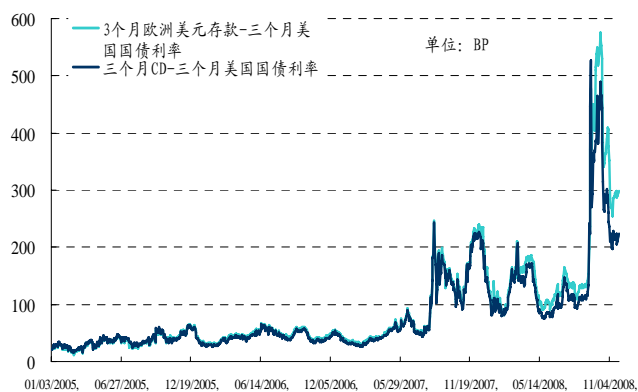
随着美国政府的积极入市购买 CP，近期短期信用债券的利差已有所回落，而且 Libor 与美国国债之间的利差和 CP 的利差也正在缩小。而资金短缺不仅发生在美国，1 年期欧洲美元存款利率与三个月美国国债的差价飙升至 600bp，表明资金短缺已经蔓延到欧洲市场，目前也已经得到部分缓解。

图 50: CP 和 Libor 利差开始下降



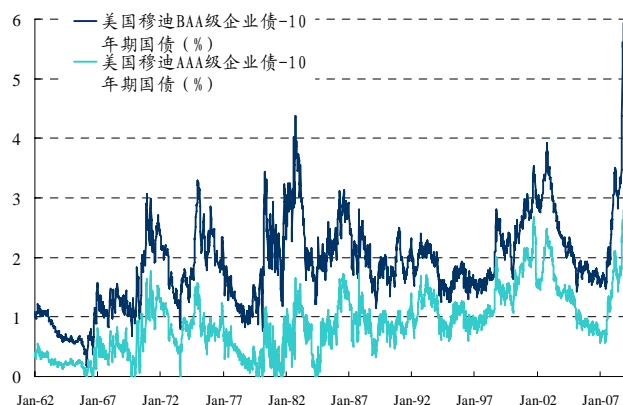
数据来源：国泰君安，CEIC，IMF

图 51: CP 利差开始下降



尽管短期信用债券的利差在下降，但长期企业债的利差却在不断创出新高，从历史来看，利差下降到一个较低的水平需要 1-2 年的时间。但美联储的下一个目标就是平抑企业债和次贷的利差，我们相信长期信用债的利差也会缩减。应该说美国积极的货币政策已起到了效果，08 年 10 月的 M1 和 M2 增速也开始反弹，需要注意的是因为没有把金融资产和衍生产品纳入统计，M2 无法衡量真实流动性和杠杆。

图 52: 长期企业债利差仍在上升



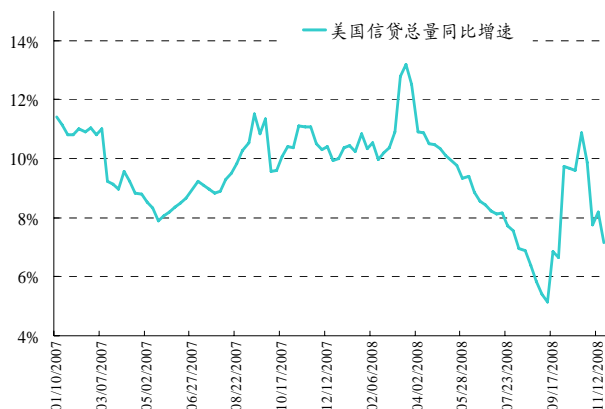
数据来源：国泰君安，CEIC，IMF

图 53: 08 年 10 月美国 M1 和 M2 增速大幅反弹



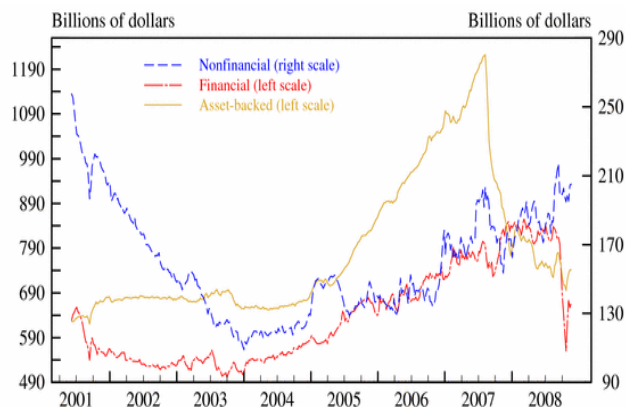
以上从价格来看情况在好转，但从数量上来看，杠杆并没有得到很好的恢复。目前衍生产品市场和 CP 市场的流动性都很差，产品发行非常困难，存量大幅下降，各个商业银行或已濒临破产或变得非常谨慎，美联储已成为最大的放款者，但是美联储无法托起整个金融体系，尤其是在经过最近十年的极速膨胀之后。我们可以看到在 8 月底美联储注资金融体系后，美国的信贷增速出现大幅反弹，但到了 10 月份又开始回落。

图 54: 美国贷款增速



数据来源: 国泰君安, 美联储, (周数据, 截至 11.19)

图 55: CP 的市场存量



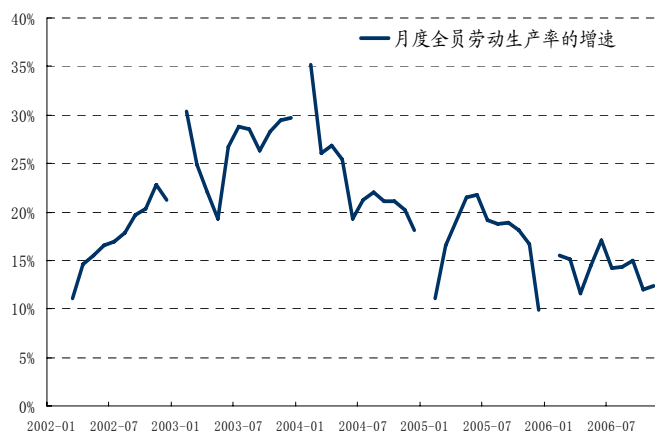
2.3 中国不存在信贷危机, 在政策刺激下, “通缩” 持续时间不长

90 年代的低通胀普遍被认为是劳动生产率的提高和 BRIC 融入世界经济体系带来大量的劳动力而导致的。中国目前仍处于人口红利期, 就业压力巨大, 而目前全球的失业率都在不断上升, 产能利用率下降, 因此尽管劳动生产率增长有限, 但产能不成问题, 这将极大的抑制通胀的上升空间。

但因为通缩对经济的严重打击, 政府将会积极的投入到反通缩中去, 由于中国金融系统仍然健康, 政府可以采用的主要政策手段包括: 采取更为宽松的货币政策, 如继续大幅度下调利率和降低存款准备金率; 对需求较刚性的重要商品, 如农产品等进行行政性保价。

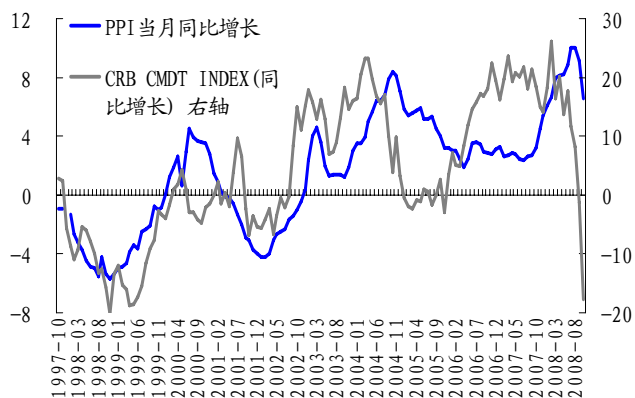
从历史来看, 库存增速与销售增速正相关(库存周转率在 04 年后就比较稳定), 而更价值的相关因素是 PPI。我们预计明年 PPI 增速大幅下滑, 这意味 09 年库存很可能面临负增长。

图 56: 中国全员劳动生产率



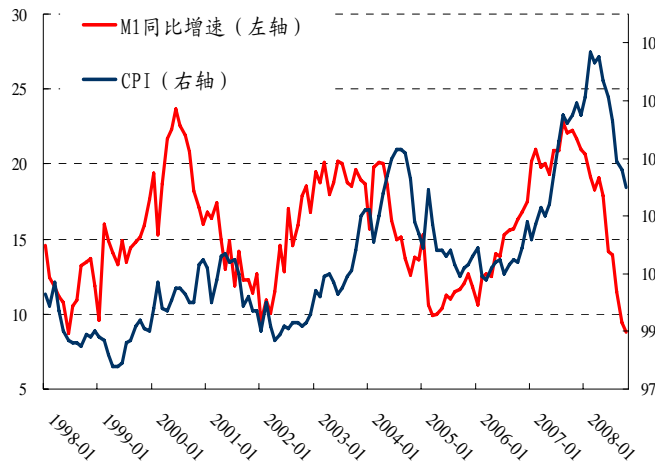
数据来源: 国泰君安, CEI

图 57: 中国 PPI 与 CRB CMTD Index 走势保持略微滞后的相关性



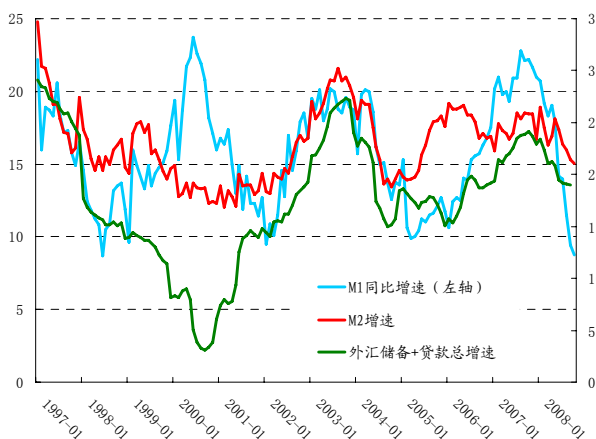
中国流动性对通胀有很明显的领先关系，M1 在最近几年总能提前 3-6 个月指明 CPI 的拐点。因此判断流动性数量的走势对 CPI 走势非常有帮助。

图 58: M1 对 CPI 有非常好的领先指示作用



数据来源: 国泰君安, CEI

图 59: 贷款与外汇储备增速与 M2 增速正相关, 与 M1 的相关度较弱



中国流动性的增量主要由贷款和外汇储备贡献，此外央行的准备金政策和公开市场操作也相当程度上影响流动性的走势。也就是说实体经济需求和货币政策共同决定流动性的增速，但是随着美元升值导致人民币被迫与美元再次保持挂钩，中国的汇率工具已经事实上失灵，人民币对一篮子货币大幅升值，造成货币紧缩的局面，国内不得不通过大幅降息和放松贷款额度来进行平衡。

外部流动性

外汇储备由贸易顺差、FDI 和热钱组成。此处需要说明的是中国外汇储备采用成本计价，汇率波动不会造成外汇储备的缩水。根据我们之前对进出口的研究，09 年顺差将上升 7.6%（新增流动性），而全球经济不景气和流动性收缩，外商的投资意愿和资金来源都在快速下降，明年下半年以后可能会有所上升，我们认为 09 年 FDI 增速约为 0。因此热钱的走向决定明年的外汇储备增长，但我们发现 08 年 5 月以后，热钱流入开始大幅减少。

图 60: 贸易顺差与 FDI

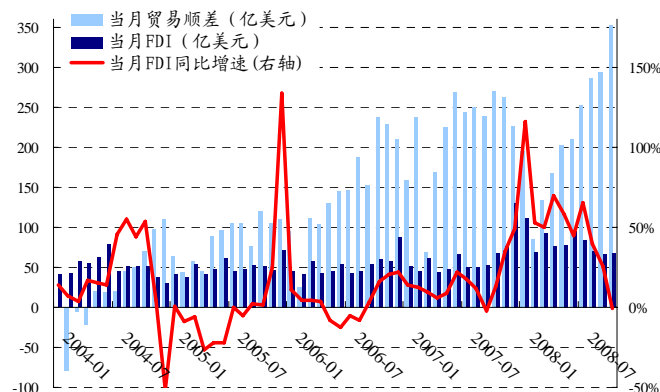
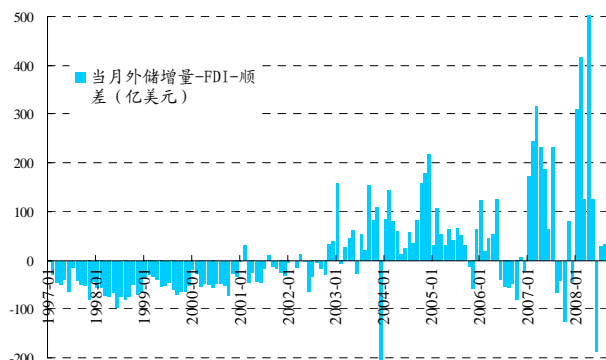
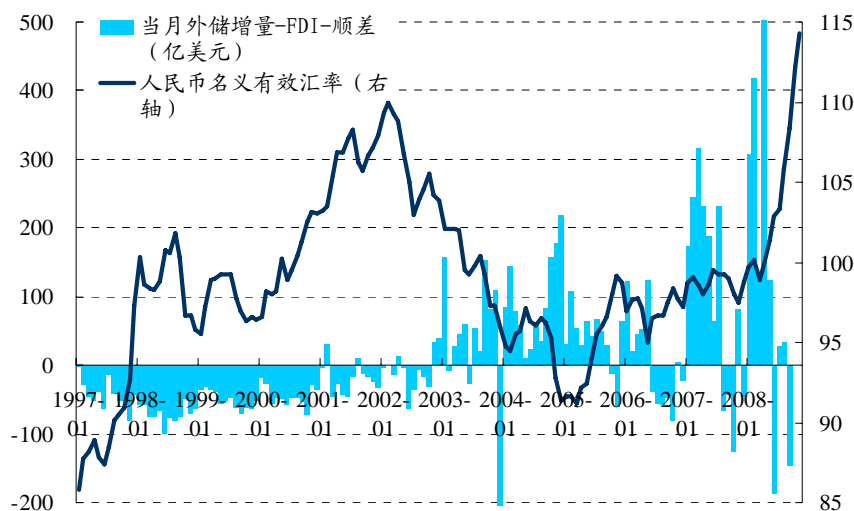


图 61: 08 年 5 月以后，热钱流入大幅减少



数据来源：国泰君安，CEI

图 62: 人民币有效汇率和热钱流向关系较弱



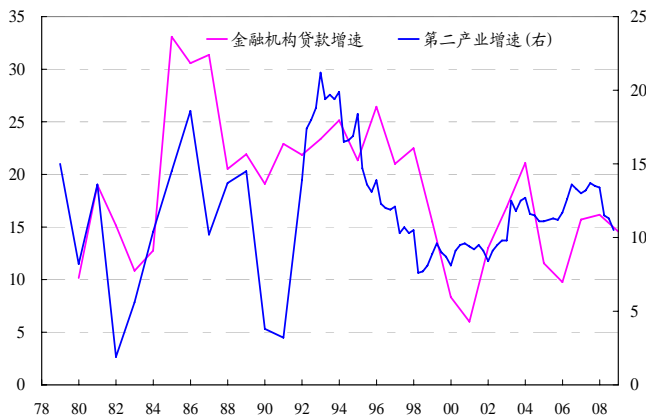
数据来源：国泰君安，Bloomberg

我们认为未来半年美元将震荡，明年 2 季度后美元开始贬值，人民币对一篮子货币重新贬值，如果美元贬值速度较快，人民币甚至还会有升值预期，导致热钱重新流入。展望 09 年外汇储备的走势，09 年上半年必然比较困难，人民币汇率处于高位，顺差和热钱都不乐观，但下半年随着美元贬值，外储将有爆发式增长。

内部流动性

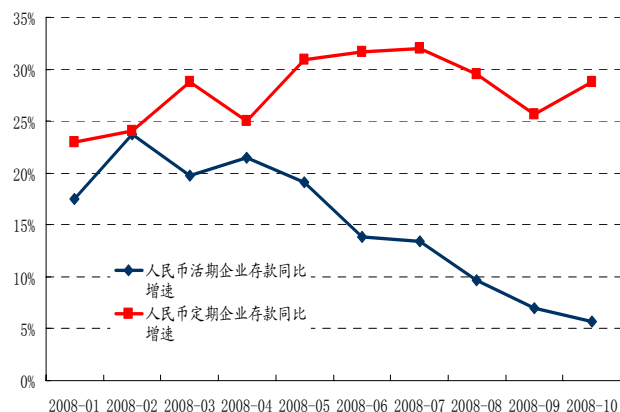
目前贷款额度已经完全放开，但贷款需求方面的结构性问题很大：资质好的企业需要贷款的额度有限，对投资也比较谨慎，很多企业把大量的现金转为定期存款；而资金链濒临断裂的企业，往往不惜一切代价融资，以图最后一搏，但成功概率不高。这导致两个经济后果：1、银行惜贷和企业对贷款需求下降并存，即贷款需求和供给都下降；2、企业活期存款大幅减少，定期存款快速增长，进而导致 M1 增速快速回落。

图 63: 贷款增速是工业的同步指标



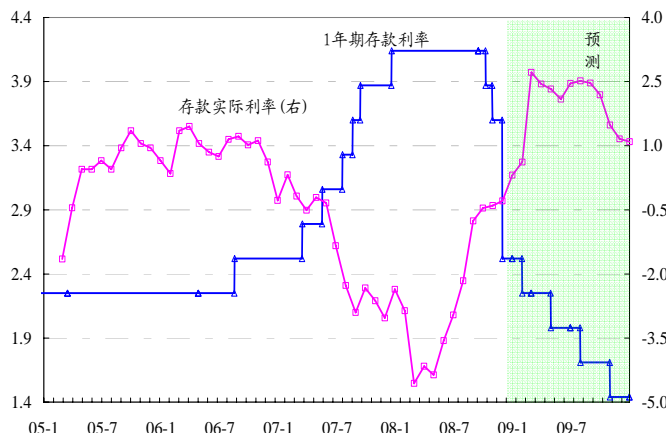
数据来源：国泰君安，CEI

图 64: 实际利率决定贷款增速



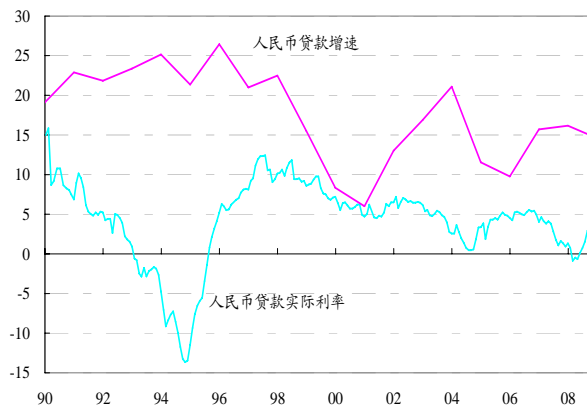
目前，由于经济的减速程度超出想象，亦即通缩的出现成为大概率事件。我们认为 09 年将有 4 次降息，存款利率将降至百分之 1.44。如果未来央行降息的时机和幅度符合我们的预期，则实际利率可能在 09 年 3 季度见顶。

图 65：09 年三季度存贷款利率开始下行



数据来源：国泰君安，CEI

图 66：实际利率决定贷款增速

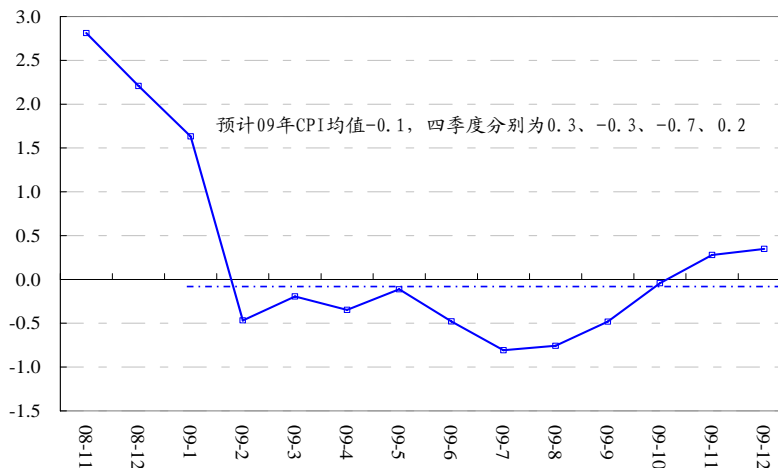


我们相信随着实际利率在 09 年 3 季度见顶，贷款增速也将在 3 季度见底回升。全年的贷款增速应该低于 14%，超出预期的可能在于：1、国家为了支持基础设施建设，放开股本贷款；2、央行对银行房贷进行强有力的窗口指导。

流动性增速：央行和市场的博弈

当前央行的调控空间较之前更大，目前法定存款准备金率仍为 14%，而且国外的利率大都低于中国，降息和准备金率下调幅度将大大超出 97-98 年。我们认为 09 年贷款和外储的增速将低于 08 年，央行必须不断的投入流动性，以弥补持续下降的货币流动速度带来的负面影响。考虑到央行的货币对冲，我们对 09 年货币增速并不悲观，但 09 年的货币结构将更加畸形，将形成大量的存贷差，进而推高债券市场，但实体经济的流动性仍非常紧张，直到 2 季度美元贬值后才开始回暖，如果 3 季度随着真实利率的下降，贷款增速将反弹，09 年下半年流动性将大为改观。

图 67：09 年从通缩到复胀



数据来源：国泰君安

3 09 年市场走势和资产配置

我们认为 09 年估值提升的幅度将超过业绩下滑的幅度。结合通缩背景，我们判断上半年 A 股可能只有结构性机会，并探寻业绩底，随着国家刺激内需政策效果逐步显现、房地产市场 3 季度见底转暖和国际经济形势逐步趋好，下半年市场可望迎来上涨，09 年上证指数合理波动区间为 1800-2800 点。

3.1 09 业绩增长年中见底

我们分别采用自上而下和自下而上两种方法对 09 年上市公司净利润增速进行预测，结论是：

(1) 根据自上而下模型预测，09 年全部上市公司业绩增速基准情形将下调至 -16%，10 年将在 09 年基础上反弹 18%。

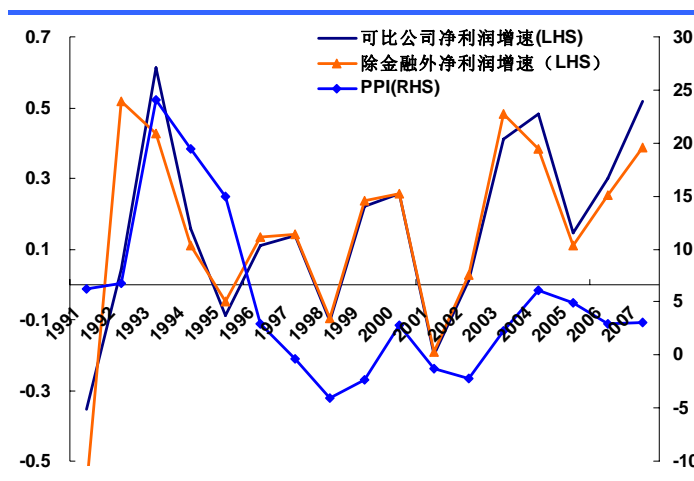
(2) 根据行业研究员自下而上预测，09 年全部上市公司业绩增速 6.5%，主要得益于石油石化行业 09 年出现大幅增长（31%，直接贡献 510 亿净利润），扣除石油石化和银行，09 年全部上市公司业绩增速 -1.6%。行业研究员对于 10 年业绩增速相对乐观，全部上市公司 10 年业绩增速 14%。

行业研究员对 09 年业绩预测的主要不确定性来自银行和石油石化行业利润增速，两大行业都面临政策调控和经济下滑的重大不确定性，因此，基于自下而上的业绩预测可能偏乐观。

上市公司业绩与 PPI 关系密切，在通缩的背景下，企业原材料成本和产成品价格均大幅下跌，但对周期性公司而言，利润率增速见底要慢于 PPI 剪刀差见底，详见 08 年 8 月 19 日策略专题《PPI 剪刀差见顶难言行业利润率见底》；

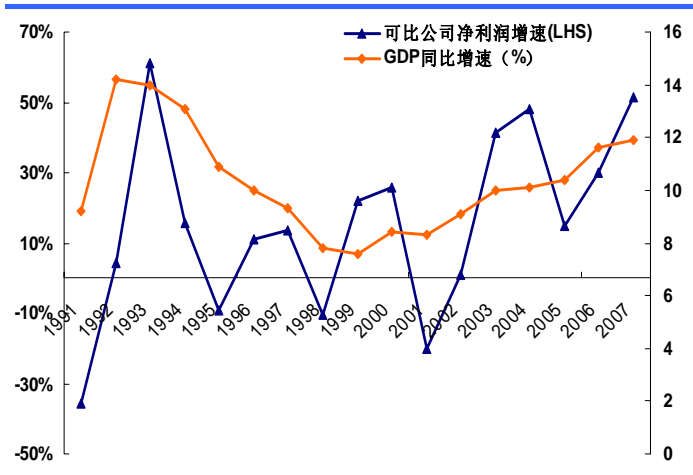
劳动力成本下降粘性，高价存货消化或跌价准备。根据历史经验，在没有外力作用的情况下，本轮企业存货出清可能在 2010 年上半年，但是考虑到积极的财政政策（很可能是全球均是积极的财政政策），这个时间应该会提前（我们判断是 09 年中）。

图 68: 上市公司净利润增速和 PPI



数据来源：Wind，国泰君安

图 69: 上市公司净利润增速和 GDP 增速



数据来源: Wind, 国泰君安

图 70: 自上而下 09-10 年上市公司净利润增速-16%、18%

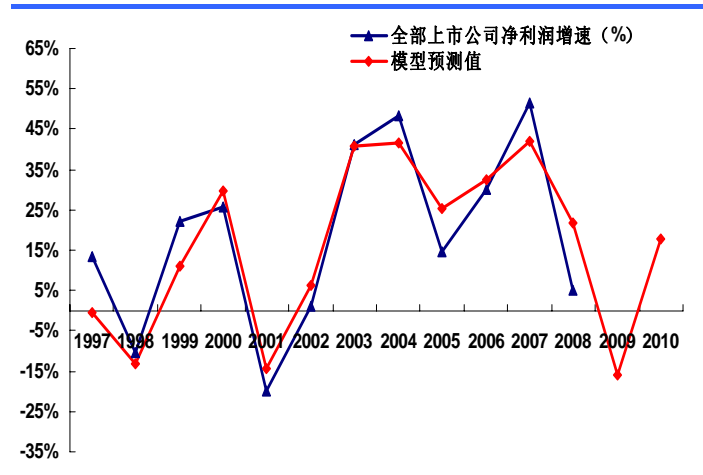


表 10: 自上而下模型: 09、10 年可比上市公司净利润增速预测

09PPI(YOY%)									
09GDP(YOY%)	4	3	2	1	-0.5	-2	-3	-4	-5
6	-9%	-13%	-18%	-22%	-28%	-34%	-39%	-43%	-47%
6.5	-5%	-9%	-14%	-18%	-24%	-30%	-35%	-39%	-43%
7	-1%	-5%	-10%	-14%	-20%	-26%	-31%	-35%	-39%
7.5	3%	-1%	-6%	-10%	-16%	-22%	-27%	-31%	-35%
8	7%	3%	-2%	-6%	-12%	-18%	-23%	-27%	-31%
8.5	11%	7%	2%	-2%	-8%	-14%	-19%	-23%	-27%
9	15%	11%	6%	2%	-4%	-10%	-15%	-19%	-23%

数据来源: 国泰君安

表 11: 国泰君安研究所全部 A 股 09、10 年自下而上业绩预测

	09 年净利润增速 预测	10 年净利润增速 预测	数据来自行业 研究员	备注
石油天然气	31%	10%	杨伟	
煤炭	-25%	-8%	杨立宏	
钢铁	-35%	10%	崔婧怡、蒋璆	
基础化工	-10%	15%	魏涛	
有色	-12%	12%	林浩祥	
林业造纸	-16%	15%	王峰	纸业公司重点 公司
建筑建材	8%	10%	韩其成	
电气设备	25%	20%-25%	王稹、芳馨	剔除东方电气
机械设备	5%-10%	15%-20%	张锦灿、吕娟	
IT 电子	12%	18%	魏兴耘、张慧	
通信设备	40%	10%	陈亮、张文洁	
医药生物	15%	20%	易镜明、倪文昊	不包括原料药 09 年 30%

食品饮料	10%	15%	胡春霞、洪婷	
农林牧渔	10%	15%	秦军	剔除 ST 酒发
餐饮旅游	18%	15%	陈锡伟	
广告传媒	10%	21%	谭晓雨、吴轶	
商贸零售	30%	25%-30%	刘冰	
汽车	(-5%至 3%)	(3%至 5%)	张欣	
纺织服装	-10%	8%	李质仙、张威	不包含非经常性损益
家用电器	10%	15%	王稹、芳馨	
房地产	0%	28%	孙建平	10 年增速为 Wind 一致预期
证券信托	-28%	10%	梁静	
银行	5.58%	15.20%	伍永刚	
保险	50%	20%	彭玉龙	
电力	-30%	20%	姚伟、王威	因 08 年行业亏损，09 年增速是相对于 07 年
通讯运营	0%	0%	陈亮、张文杰	
化纤	-40%	28%	任静	10 年增速为 Wind 一致预期
交通运输	-15%	14%	孙利萍、吴莉	10 年增速为 Wind 一致预期
全部 A 股	6.50%	14.27%		
去除银行	7.11%	13.65%		
去除银行石油	-1.59%	15.42%		

数据来源：国泰君安

3.2 09 年 PE 将上升至 15-20 倍

经济陷入通缩后，股市一般都会有反弹，主要原因在于估值水平的提升。估值水平提升的依据主要在于：

- (1) 通缩往往伴随利率水平下调，无风险收益率下降，部分抵消股权风险溢价(ERP)上涨；
- (2) 经济在真正陷入通缩前，市场往往经历大幅下跌，进入通缩后，市场开始憧憬未来业绩反转，从而给予较高估值，市场出现反弹；
- (3) 在扣除物价影响后，实际利润增速数据好于名义数据。

我们采取两种估值方法对 09 年合理估值水平进行预判：

(1) DDM 模型

在上市公司 08、09 年分红率 30%、ROE09 年下降至 10%的谨慎估计下，我们根据预期回报率（DDM 模型演化而来），得出 09 年股权名义预期回报率 9.1%-10%附近，较 08 年大幅下降，但实际回报率继续攀升至 9.3%，体现了宏观经济不确定性下股权风险溢价(ERP)的提升。

在以上假设条件下，我们预计 09 年上证综指的合理估值水平中枢为 PE(09 静态)15-21 倍，如果按照 12 月 4 日收盘 2001 点计算，09 年合理估值的波动范围是 1680-2242 点。

图 71: 谨慎预计 09 年上证综指成分股 ROE 降至 10%

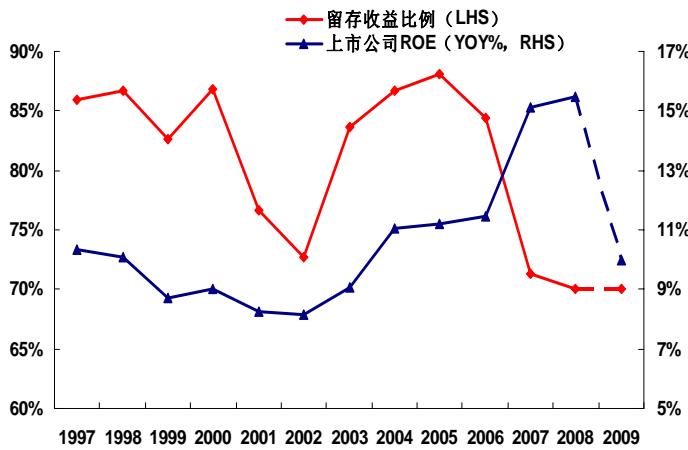
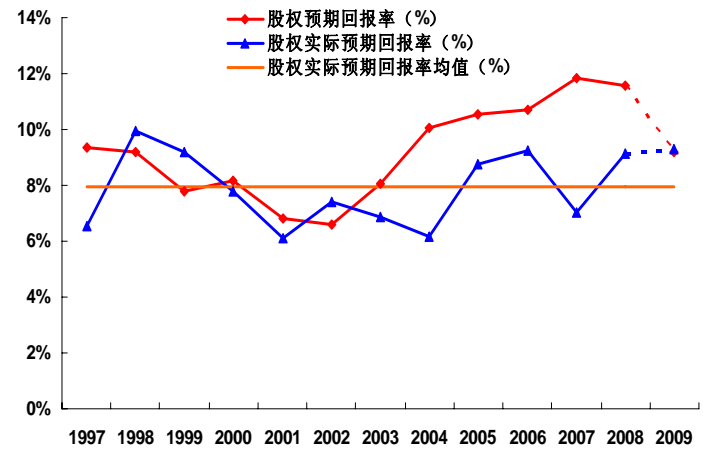


图 72: 预计上证综指股权回报率降至 9.2% 附近



数据来源: Wind, 国泰君安

表 12: 不同假设下 09 年权益期望回报率 (k) 预测

		09 年 ROE (%)					
		8%	9%	10%	11%	12%	13%
留存收益率 (%)	65%	7.6%	8.3%	8.9%	9.6%	10.2%	10.9%
	70%	7.7%	8.4%	9.1%	9.8%	10.5%	11.2%
	75%	7.7%	8.5%	9.2%	10.0%	10.7%	11.5%
	80%	7.8%	8.6%	9.4%	10.2%	11.0%	11.8%
	85%	7.8%	8.7%	9.5%	10.4%	11.2%	12.1%

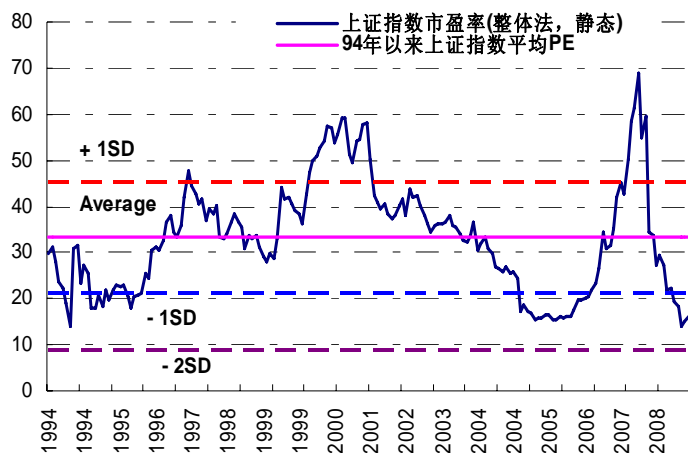
数据来源: 国泰君安, 公式为 $k = (1-b) * E/P + rb$, 其中 b 为分红率, r 为 ROE

表 13: 不同假设下 09 年 PE (静态) 估值预测

		09 年底市场预期长期股利增长率 g				
		6.50%	7%	7.50%	8%	8.50%
权益预期回报率 r	8%	17	25	50		
	8.50%	13	17	25	50	
	9%	10	13	17	25	50
	9.20%	9	11	15	21	36
	10%	7	8	10	13	17
	10.50%	6	7	8	10	13
	11%	6	6	7	8	10

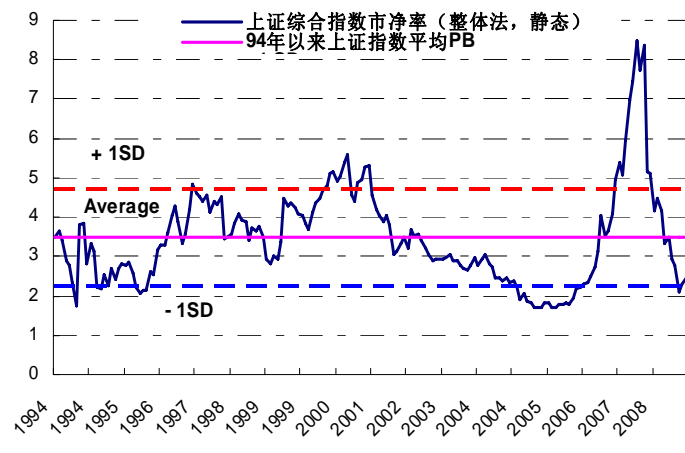
数据来源: 国泰君安

图 73: 上证指数市盈率仍处于底部区域



数据来源: Wind, 国泰君安

图 74: 上证指数市净率同样处于底部区域



(2) 产业资本估值

造成 08 年股市大跌的重要原因之一在于大量限售股解禁并减持。06 年以来，“大小非”累计减持比例 23%，大非累积减持比例 10.9%，小非累积减持比例 44%，每个月平均有 150 亿左右的减持压力，这对弱势市场构成明显压力。

09 年共计解禁股约 3.5 万亿元，如果按照 20%的减持比例，将产生 7000 亿的抛盘压力，即使按照 10.9%的减持比例，也有约 3800 亿抛盘，按照 250 个交易日，每天平均有 15 亿，从这个角度粗略估计 09 年“大小非”压力在没有新政策出台的前提下，不会小于 08 年。

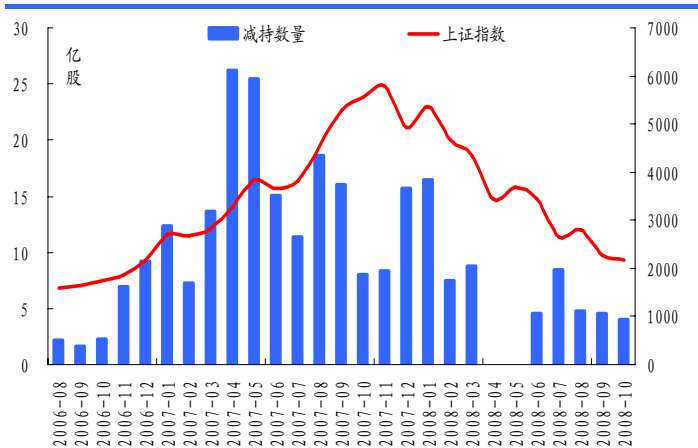
从 06 年 8 月至今的数据有公布的大小非减持数据来看，减持数量与大盘走势有一定相关性，指数越高减持量越大，在去年 4、5 月份上证指数 4000 点时达到减持高峰。进一步分析我们有以下发现：

- 1) 行业上看，产业资本并无明显偏好；
- 2) 托宾 Q 值上看也无明显规律，可能与其更适合评估股价是否低估有关；
- 3) 小市值，小股本的股票更容易被减持；
- 4) 低控股程度的股票更容易被减持；
- 5) 从资产负债率角度看无明显规律，但低 ROE 的更容易被减持；
- 6) 高市盈率股票更易被减持，但高市净率的则未必；

我们认为可以按照银行中长期贷款利率估算产业资本筹资机会成本，按照目前 5.94%的中长期贷款利率，产业资本的估值底线大约在 08 年静态 PE16.8 倍附近，对应上证指数 2100 点，但若考虑流动性溢价，我们认为目前 2200-2400 一线是产业资本合理估值底部区域。

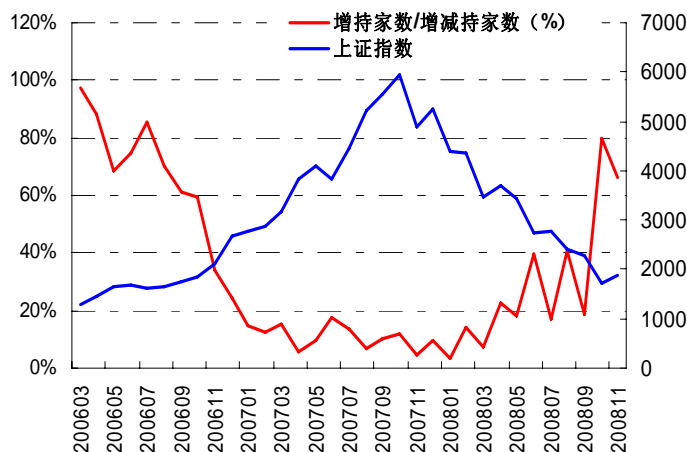
08 年 10、11 月上市公司大股东开始大比例增持二级市场股票，增持占比分别为 80%、66%，可见 2000 点附近的估值水平已经触动了产业资本敏感的神经，而产业资本和国家资本的投资行为是构成 09 年行情的重要推动力。

图 75: 减持量与大盘指数有一定相关性



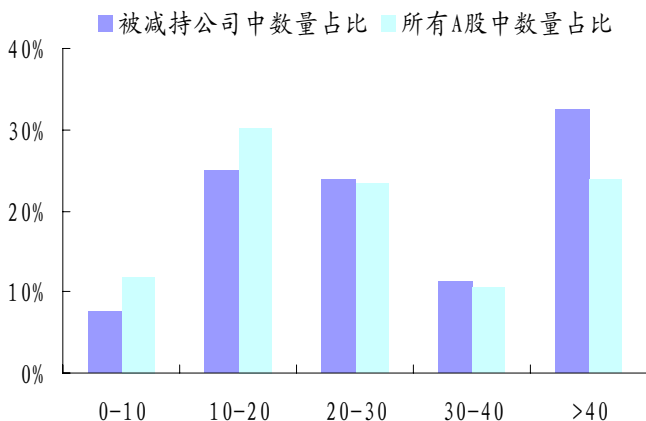
数据来源: Wind, 中登公司, 国泰君安, 可流通市值按照 08 年 12 月 4 日收盘价计算

图 77: 上市公司 08 年 10、11 月大量增持股票



数据来源: Wind, 国泰君安

图 79: 减持公司数占比按市盈率分布



数据来源: Wind, 国泰君安

图 76: 09 年“大小非”解禁压力不容小觑

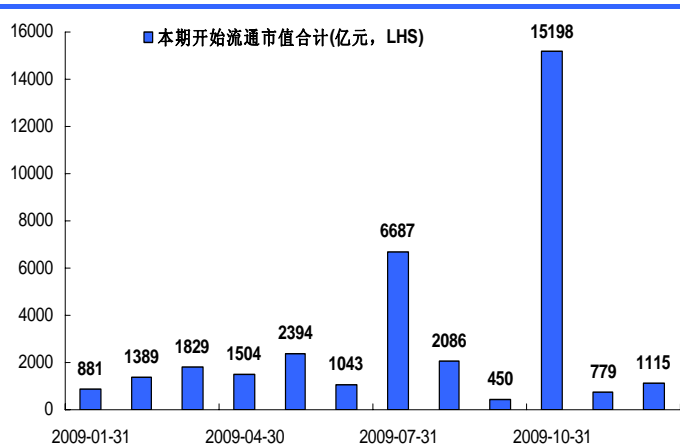


图 78: 减持公司数占比按前三大股东总持股占比分布

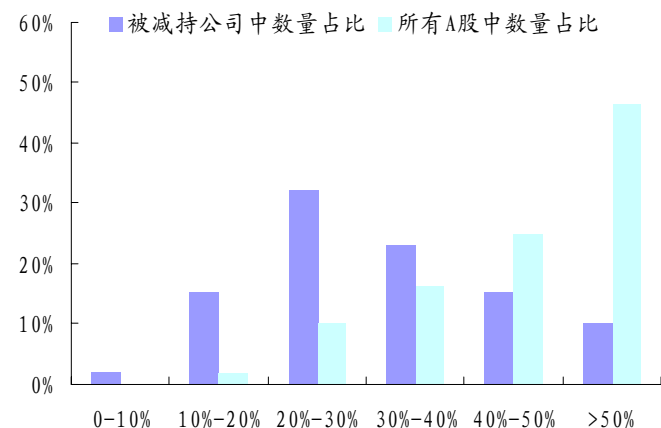
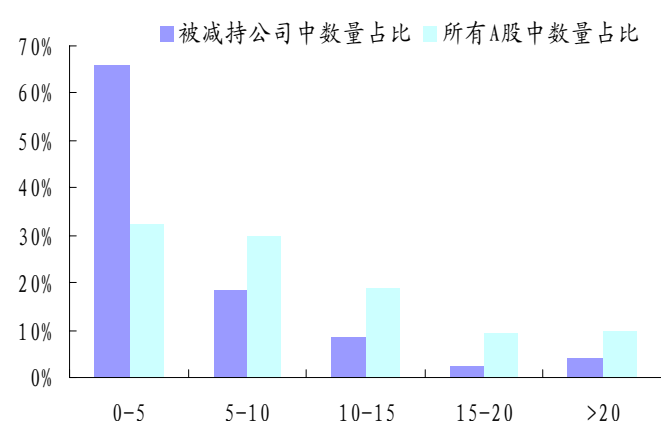


图 80: 减持公司数占比按 ROE 分布



3.3 市场走势和资产配置建议

我们认为结合通缩背景，上半年 A 股可能只有结构性机会，并探寻业绩底，随着国家刺激内需政策效果逐步显现、房地产市场 3 季度见底转暖和国际经济形势逐步趋好，下半年市场可望迎来上涨，09 年上证指数合理波动区间为 1800-2800 点，市场上涨的主要动力来自估值水平提升。

对于资产配置，我们认为在经济走向通缩的阶段，债券和现金吸引力较强，建议适当超配，建议上半年配置抗通缩的防御性行业为主，阶段性配置超跌的周期性股票，而随着 3 季度宏观经济见底复苏，周期性股票业绩增速 2 季度见底，我们建议投资者在 2 季度后逐渐开始增配周期性股票。

表 14: 不同假设下 09 年上证指数点位预测

09PE	09 年净利润增速							
	-20%	-16.0%	-15%	-10%	-5%	5%	6.5%	10%
10	1067	1121	1134	1201	1268	1401	1421	1468
15	1601	1681	1701	1801	1901	2102	2132	2202
20	2135	2242	2268	2402	2535	2802	2842	2936
25	2669	2802	2835	3002	3169	3503	3553	3669
30	3202	3363	3403	3603	3803	4203	4263	4403

数据来源：国泰君安，按照 08 年 12 月 4 日 2001 点为基准

4. 投资主题

在通货紧缩时期，证券市场的走势和债券市场的走势相关关系呈现出完全不同的特征。同样通缩周期中，证券市场的走势更像一个周期性股票，市场缺乏大的投资机会，而更多是结构性与周期性的机会。

4.1 上半年寻找抗通缩行业和企业

在通货紧缩周期中，众多企业在艰难的通货紧缩中深渊中挣扎，另一部分企业出现投资机会，这是市场的结构性机会。**最大的机会来自于需求提高、产能增加和度过最严重通货紧缩的企业。最大的风险来自于前期经济最繁荣的领域。**在通缩背景下，相对抗通缩的三类行业或者板块是：

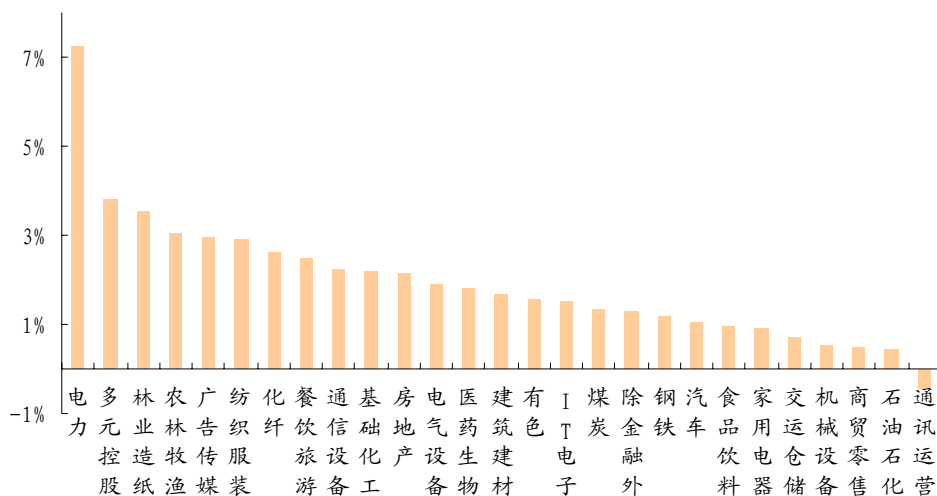
(1) 公用事业

我们看好公用事业的主要理由在于：**(1) 成本下降速度超越需求下降速度。**09 年全年电力需求增速预计将在 6-7% 之间。但煤炭价格在经历了 08 年的非理性上涨后，随着供求关系的急剧转变，已经于四季度出现迅速下跌，市场煤价格仍有较大下行空间。按照较为中性的预计，09 年火电企业的综合煤炭成本将较 08 年下降 10% 左右。在此假设下，火电行业业绩将出现大幅度回暖，有望接近 2007 年全年行业水平；**(2) 借款比重占比较高，在降息周期中，电力股必将受益。**(3) 公用事业属于垄断性行业，属于通缩下的“赢家”行业。

重点公司推荐：行业代表性的华能国际、国电电力，以及业绩对煤价敏感性

较高的粤电力、污水处理公司南海发展。

图 81: 从 08 年三季报最新的财务费用/销售收入来说, 电力、多元控股、林业造纸、农林牧渔、广告传媒都属于占比较高行业



数据来源: 国泰君安

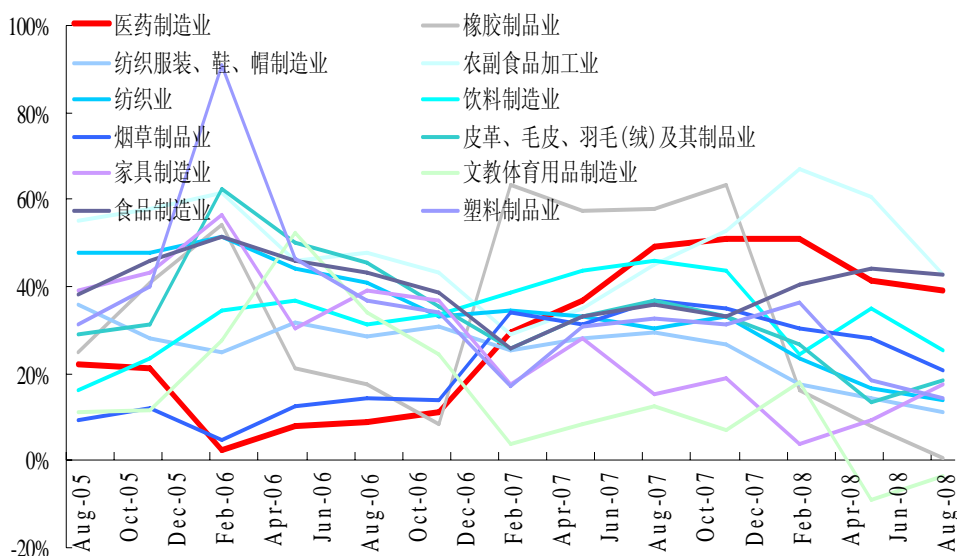
(2) 医药

在全球经济减速, 国内经济下行周期中, 医药行业兼具必需品消费、政策主导下投资加大的两大特征, 我们认为将是通缩情况下的必配品种。

08 年 1-8 月医药制造业表现延续上半年走势: 税前利润同比增幅达到 38.9%, 在 12 个下游消费品中位列第三, 略低于农副食品加工业和食品制造业, 我们预计明年医药制造业收入增幅大约为 20%(不考虑原料药, 统计局数据口径)。

医药行业重点推荐公司为: 长期推荐“恒瑞、双鹭、云南白药、康缘、科华”和成长股鱼跃医疗、华东医药。

图 82: 下游消费品行业利润增幅对比



数据来源: 统计局网站

(3) 食品饮料

食品饮料行业具有弱周期特性，业绩可预测性相对较好，在通缩背景下具备安全性，我们更看好中低端大众消费品的肉制品、啤酒以及处于消费升级中的葡萄酒。

目前，食品饮料行业部分公司估值已经接近或者低于历史最低估值，重点推荐：**青岛啤酒、贵州茅台、泸州老窖、双汇发展、张裕 A。**

(4) 电信业和文化传播业

2008 年经济危机席卷全球，电信行业 and 文化传播行业作为抗周期的行业，相比周期性行业受经济危机影响较小。

电信投资周期并非与 GDP、电信收入波动周期完全一致。我们认为运营商资本开支的驱动因素来自移动用户的增长、增值业务的发展及技术、制式的转型。

传媒行业是典型的抗周期消费品行业，在投资者对强周期或弱周期行业未来两年盈利预期下降日益担忧的今天，传媒行业的确定性业绩预期尤其难能可贵。

通信设备行业重点推荐：**中兴通讯、国脉科技**

传媒文化行业重点推荐：重点选择基本面相对明朗、防御性强的**天威视讯、博瑞传播、广电网络、歌华有线、新华传媒**

(5) 新技术公司

新技术是“好的通缩”出现的重要催化剂，与旧技术相比，也是通缩的巨大收益者，因为消费者在通缩时背景下对旧技术持币待购，等待其降价。通货紧缩将进一步扩大新技术工业和旧技术工业之间在销售增长和利润增长上的差距，因此，对于拥有核心技术的公司将成为 09 年的赢家。

(6) “剩者为王”

随着经济状况恶化，众多竞争实力较弱的企业将惨遭市场淘汰，一批拥有竞争优势的公司最终将胜出，从而赢得市场份额扩大的机遇，对于这些优势企业，经济衰退反而是“机遇大于挑战”，我们建议投资者在 09 年关注淘汰落后企业带来的市场份额扩大的公司。

以房地产行业为例，我们认为质地良好、业绩增长确定性较强者、资金优势突出者在 09 年将迎来这样的投资机遇，如保利地产、万科 A、华侨城 A、招商地产、金融街、张江高科。

表 15: 通缩环境下投资机会对比

通货紧缩环境下投资机会对比	
输家	赢家
一般股票	AAA 级债券

商品生产者	商品消费者
产品中间商	产品外包商
完全竞争性行业	垄断性行业
高成本生产者	低成本生产者
单纯产能扩张企业	产业升级企业
保守型企业	创新型企业
多元化和横向纵向整合	同业并购
无定价权企业	有定价权企业

数据来源：国泰君安

4.2 上半年参与中小市值成长股与重组股泡沫

09年宏观经济总体向下的趋势已广为投资者认同，从基本面分析，上市公司业绩将经历冷酷考验，增速下滑或者负增长成为众多行业的基本特征，在这样的情况下，我们认为投资者应该努力寻找业绩确定性强的公司，09年这类公司将享受确定性溢价，其分析思路在于：

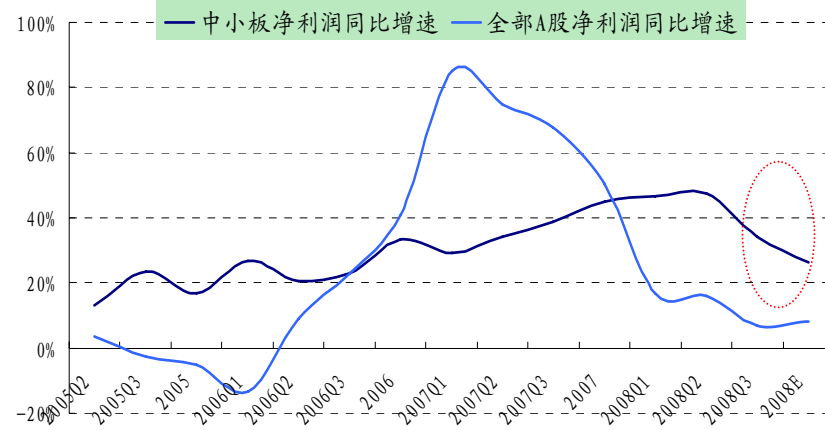
(1) 稀缺。由于经济面临内忧外患的双重压力，大多公司业绩会下滑，但下滑的幅度存在很大不确定性，因此，业绩增长确定的公司将成为稀缺品种，成为众多资金追捧的焦点，尤其是增量资金配置。

(2) 局部流动性过剩。09年市场流动性目前来看仍然不容乐观，但由于A股上市公司以周期性行业为主（市值占比超过7成），这部分股票仍然会遭到相当多基金低配，多余的流动性流向何处？我们判断部分资金会流向业绩确定性高的行业公司，从而产生局部泡沫。

(3) 局部泡沫最可能出现在成长性好、业绩相对确定的中小市值公司中。这些企业多是各自细分行业龙头，加上盘子小，容易产生泡沫，因此，我们继续看好09年上半年这一板块的投资机会。

(4) 另外，部分中小市值公司可能存在并购和外延式增长的机会。

图 83：中小板公司的整体成长性和稳健性比较突出



数据来源：Wind 国泰君安证券

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码：518029

电话：(0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100032

电话：(010) 59312899

国泰君安证券网址：www.askgtja.com

E-MAIL：gtjaresearch@ms.gtjas.com