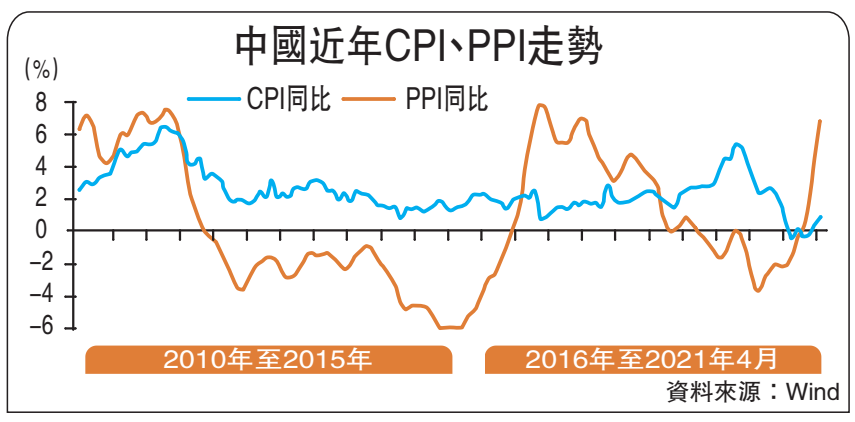
前期出爐的4月經濟數據顯示，中國PPI（生產價格指數）同比增速升至6.8%的高位（前值為4.4%），CPI（消費者物價指數）雖然受豬周期下行的影響，但仍然達到0.9%，大幅高於前值（0.4%）。與此同時，與經濟增長相關的PMI（採購經理人指數）、工業增加值等數據明顯回落，顯示經濟增速有所放緩。考慮到上游原材料價格大漲，PPI短時間仍將處於高位，同時經濟增速大概率已在一季度見頂，未來增速將逐步回落，預計宏觀形態正逐步呈現「微滯脹」狀態，進而引發市場的擔憂。

A股結構性行情可期

▲分析指，A股結構性行情仍然可期，投資者需更加關注行業高景氣、業績可持續等穩中有升的板塊，包括新能源車等行業的機會。 新華社

斌眼觀市 朱斌
西南證券首席策略分析師

筆者通過復盤A股歷史上類似時期指數與各個板塊的表現，通過尋找其中的共性和個性，為預判當下市場的演繹，帶來一定的啟示。整體來看，A股自2005年以來經歷了四次「微滯脹」時期。其中，階段一和階段二為全面通脹，原油價格和豬肉價格都大幅上行；階段三和階段四是結構性通脹，原油價格和豬肉價格之一明顯上行。從市場表現來看，階段一A股大幅回調，階段二也有一定回落，階段三和階段四為震盪行情，總體來說估值明顯承壓。



階段一：2007年7月至2008年10月

此階段為全面通脹，「豬油共振」推動CPI和PPI大幅上行。在金融危機之前，全球經濟共振上行，石油價格上漲及美元貶值推動大宗商品價格高攀，國內豬肉等重要商品價格受供給約束影響也有大幅上漲，勞動力成本的抬升也進一步推高通脹。CPI在2007年7月份突破5%，11月份繼續提升至6.9%，PPI在前期維持較低的水平，到12月也突破了5%。進入2008年後，通脹數據進一步攀升，CPI在2月份達到8.7%，PPI更是持續上行，8月份達到10.06%的高點，直到下半年國際金融危機急劇惡化，通脹數據開始全面回落。經濟增長方面，央行持續升準加息抑制經濟過熱和通脹，2008年受國際金融危機影響出口大幅下滑，經濟在經歷了前期的大幅增長後增速逐步放緩，GDP增速從2007年二季度的15.0%降至2008年三季度的9.5%。

大盤和行業補跌，主要被估值拖累。一方面通脹數據不斷創新高，政策持續收緊，此外企業成本也不斷抬升，大幅挫傷盈利。全部A股淨利潤增速在2007年一季度已經見頂達到80%，到年底降低至50%，到2008年一季度進一步降低至18%，盈利預期不斷降低，加之國際金融危機降低市場風險偏好，滬綜指在2017年10月站上6124點後開始大幅殺估值，各行業的估值水平也都大幅下挫。

階段二：2011年4月至2012年5月

金融危機之後，發達國家實施量化寬鬆政策具有一定的外溢效應，資本流入及石油等資源漲價給中國帶來明顯的輸入性通脹壓力，此外中國推出「四萬億」等政策救市，內需較快增長，「豬油共振」再次使得經濟面臨全面通脹。CPI在2010年10月突破4%，2011年7月份達到階段性高點6.45%，PPI在2010年至2011年基本位於4%至7%的區間。圍繞保持物價總水平基本穩定這一宏觀調控的首要任務，央行多次升準加息遏制物價過快上漲的勢頭，房地產投資增速放緩及出口持續回落使得中國經濟增速逐步下滑，2011年一季度中國GDP增速為10.2%，2012年一季度這一增速降至8.1%。

市場估值明顯承壓，消費和金融板塊顯現防禦價值。通脹高企疊加政策進一步趨嚴，2011年4月至2012年5月期間，指數和估值處於震盪下行的趨勢，例如滬綜指下跌19%，對應PE（TTM）下降27%。行業方面，大部分行業都遭遇估值的大幅下滑，消費板塊顯現後周期與防禦屬性，食品飲料板塊唯一漲幅為正，家電、醫藥生物以及大金融板塊相對較為抗跌。

階段三：2017年全年

2017年呈現明顯的結構性通脹，CPI處於低位，供需共同驅動PPI上行。這一階段在供給側改革以及環保限產政策的影響下，疊加內需回暖，工業品價格持續走強，PPI於2016年12月突破5%，2017年維持在6%–7%的區間。但由於豬肉處於下行周期，糧食等價格處於低位，CPI增速在2017年基本維持在2%以下，上游漲價對下游的傳導並不暢通。同時經濟增速略降，GDP增速從2017年一季度的7%降至2017年四季度的6.8%。

市場行情分化顯著，核心資產成為主流。以藍籌白馬股為主要標的的上證50指數、滬深300指數獲得戴維斯雙擊，創業板指則是戴維斯雙殺。行業方面，食品飲料、家電漲幅居前，受益於供給側改革盈利明顯回升的鋼鐵、有色、採掘也獲得較高漲幅，銀行、非銀板塊表現也較好，電子、通信板塊在國產芯片情緒的帶動下也有階段性行情，傳媒、綜合、紡織服裝迎來較大的回調。

階段四：2019年5月至2019年12月

2019年同樣為結構性通脹，PPI處於低位，CPI創階段性新高但與核心CPI出現明顯背離。2014年起CPI連續五年在3%以下的水平，2019年年初開始豬周期處於加速上行周期，加之非洲豬瘟衝擊供給，豬肉價格超預期上漲的同時也帶動了禽類、牛羊肉、蛋類等食品的漲價，進而帶動了CPI的上漲。CPI於2019年9月達到3.0%，12月升至4.5%，但核心CPI（不包括食品和能源）呈現緩慢下行趨勢。同時，由於境內外經濟增速放緩，原油等上游資源價格處於低位，PPI也處於底部位置。中國GDP增速從2019年一季度的6.3%降至2019年四季度的5.8%。

市場估值明顯修復，成長與消費佔優。滬綜指、滬深300等大盤指數在2018年的超跌之後，估值得到明顯修復，創業板指主要受業績驅動，漲幅領先其他指數。行業方面，在中美貿易摩擦的大背景下，電子、計算機等科技成長板塊估值大幅抬升，食品飲料、家電、醫藥生物等消費板塊也顯現防禦屬性，鋼鐵、商業貿易、建築裝飾等板塊回調較大。

結論：若全面通脹估值承壓大

復盤過去低增長微通脹時期A股的表現，筆者發現在全面通脹時期，市場估值大幅承壓，基本各個板塊都難以幸免；而在結構性通脹時期，市場估值回調的壓力相對較小，食品飲料、醫藥生物此類消費板塊具有明顯的抗通脹防禦屬性，此外當某些行業或板塊盈利上行可持續時，也能走出結構性牛市。

今年的經濟形勢與2016年12月至2018年1月的情況有較大相似性，且演繹更加充分，均是PPI受供需驅動上行，今年PPI上行還疊加了去年全球QE（量化寬鬆）的外溢效應，對上游的業績提振可能更加明顯；消費端同樣是豬周期下行，糧價較低，另外今年還疊加了後疫情時期消費仍未完全恢復的影響，價格傳導效應也不明顯。

展望未來一到兩季度，PPI仍將處於高位，CPI反彈力度不會太大，而經濟增速又將逐季回落。A股結構性行情仍然可期，投資者需要更加關注行業高景氣、業績可持續、增速估值匹配、ROE（淨資產收益率）穩中有升的板塊，包括像新能源車、醫藥、軍工新材料、雲服務景氣度持續的行業的機會。

美聯儲縮表漸行漸近

視點超群 李超
浙商證券首席經濟學家

近期美聯儲持續開展的大規模逆回購引發市場關注，美國的逆回購相當於中國的正回購，是央行回收流動性的工具，這一操作的本質原因仍是當前美國流動性過於氾濫。2020年末至今，財政存款支出釋放7527億美元流動性、美聯儲量化寬鬆釋放6210億美元流動性。銀行是流動性最重要的承接方之一，承接流動性則意味着銀行資產與負債規模的擴張。伴隨3月31日SLR（補充槓桿率）寬限政策到期後美聯儲決定不再續作，當前美國銀行的資產擴張意願逐步降低，承接流動性的能力逐步下降。根據美聯儲最新調查顯示，近三分之二的銀行已經基本不再有進一步擴張資產負債規模的意願。在此情況下，銀行將逐漸停止吸收存款，大量流動性在銀行中「遭拒」後將湧入貨幣基金市場。

短期國債與回購是美國貨幣基金最主要的投向資產。根據財政部債務融資計劃，出於債務久期再平衡考慮，二季度美國1年期以下國債淨到期2476億美元，短期國債供給顯著萎縮；作為短期國債的替代資產，回購市場也將被迫承接更多的流動性，大量流動性湧入貨幣基金繼而進入回購市場直接或間接帶動擔保隔夜融資利率（SOFR）等貨幣市場利率一路下行，向負利率逼近。

伴隨近期貨幣市場利率一路下行，盤中一度觸及負利率，利率走廊下限開始發揮作用，並帶動近期紐約聯儲的逆回購需求飆升，最近三個交易日逆回購需求均在3500億美元以上。短期來看逆回購需求仍將保持高位。主要原因在於銀行流動性承接意願不強的背景下，大量的流動性投放仍在持續，貨幣市場基金仍會迎來資金湧入並通過逆回購投向聯儲。從資產價格來講，雖然美聯儲已開展逆回購，但氾濫的流動性仍然對資產價格產生重要影響，除了短端利率被打至走廊下限外，也連帶影響長端利率與美元近期表現疲軟。

大量的流動性投放導致短端回購利率持續下行可能在政策層面產生兩大影響：

一是Taper（減少購債）將漸行漸近。從流動性上看，當前美國金融市場流動性過於氾濫，美聯儲持續開展逆回購回收流動性的同時說明持續量化寬鬆的必要在顯著下降。從基本面來看，美聯儲當前關注的兩大Taper條件：75%的疫苗免疫率和就業持續大幅改善大概率將於三季度初期實現。8月的傑克遜霍爾全球央行年會可能是鮑威爾正式向市場明確Taper計劃的時間，四季度可能實際落地踐行Taper，下半年將是美聯儲疫後寬鬆貨幣政策的拐點。除Taper外，財政方面也將停止流動性注水。綜上，下半年美國將迎來廣義流動性的真正拐點，M2（廣義貨幣供應）增速大概率將回落至20%以下並逐步向10%逼近。

二是海外市場存在部分聯儲可能小幅抬升逆回購利率的預期。美聯儲也在4月的議息會議紀要中指出「隔夜利率的持續下行可能引發政策利率的調整」，而政策利率的上調可以增強逆回購交易的吸引力並將更多資金導向這一市場。

美股下半年趨震盪

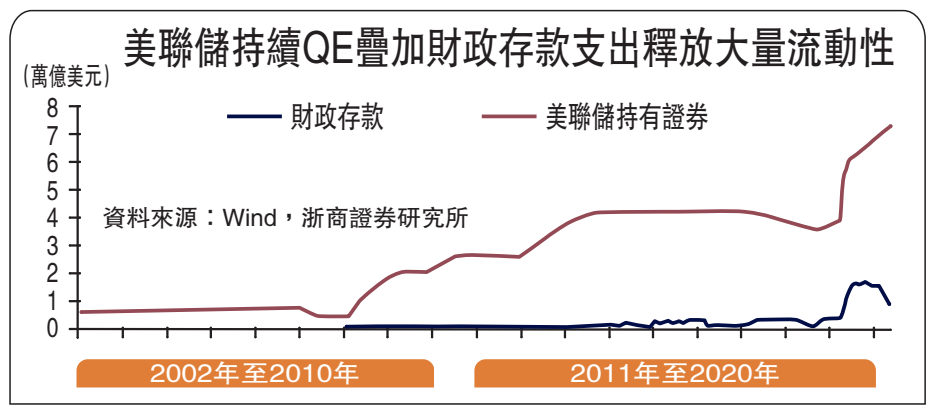
展望下半年，美國面臨廣義流動性以及財政的雙重拐點，筆者預計美股短期仍有上行動力，下半年走勢將逐漸趨於震盪但無大幅下行風險。

此外，近期逐漸升溫的回購預期也將是短期美股重要的支撐力量，本質也源自於寬鬆的流動性。4月以來標普企業回購計劃明顯增加，企業回購也是近年來美股的主要增持力量。截至2021年一季度末，標普500成份股的期末現金餘額3.8萬億美元，遠高於常態水平，企業開展回購仍然具有充足的彈藥庫，實際同樣源自於聯儲寬鬆環境下的流動性投放。

近期美國過於氾濫的流動性及歐洲疫苗注射的逐漸起色是近期美債收益率和美元疲軟的重要原因，伴隨Taper預期逐漸強化，預計10年期美債收益率和美元仍將上行。美債收益率方面，筆者預計其將在二季度至三季度持續上行，三季度末可能觸及全年高點；四季度美債收益率可能處於溫和下行通道，尤其是Taper落地後。

黃金方面，預計下半年金價先降後升，整體呈震盪走勢，主要對應聯儲三季度給出縮量信號、四季度啟動Taper背景下實際利率先升後降；從長期來看，利率長期下行以及美元長期趨弱的走勢仍將利好金價。

美元方面，從下半年走勢來看，筆者預計伴隨縮量預期逐漸強化美元仍將出現階段性上行，但反彈幅度或低於92至93，此後將重回長期下行通道，年末美元指數可能位於87至88。



美倘加息 勢必溫和

樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁

美國4月份非農業職位數據遠比預期差，利率期貨卻顯示後年6月加息機會是100%，但總統拜登表明美國需要就業計劃來提振經濟，反映經濟未穩。筆者預料美國縱然加息，理應非常溫和。

美國4月份非農業職位數據遠較預期遜色，新增職位26.6萬個，遠少過市場預期的近百萬個，失業率不跌反升至6.1%，數據紓緩市場對加息的憂慮。利率期貨合約數據顯示，聯儲局於2023年3月加息的可能性是90%，2023年6月加息的機會為100%，比就業數據公布前，推遲了三個月，這反映美國加息壓力延後。而且經濟數據與利率期貨逆向而行，必有一個因素出錯。筆者覺得利率期貨預測出錯機會比較高。

拜登指出，經濟自疫情引發的衰退中復甦，仍有很長的路要走，就業數據疲弱，反映經濟仍需要大量刺激措施。美國需要就業計劃來提振經濟，本月稍後將公布下一階段的州份及地方政府援助方案。這顯示美國經濟復甦步伐未穩，4月份美國通脹有4.2%，屬短暫不會持久，因美國經濟表現太參差。

2008年金融海嘯是一個例子，2012年初聯儲局在「收水」之後聲言加息，卻等到2015年底才落實，推遲了差不多四年，即相距金融海嘯七年才加到息。新冠肺炎襲擊全球經濟，破壞力比較金融海嘯嚴重得多，利率期貨預期2023年加息，似乎來得太快，因為許多國家經濟仍需急救。是否需要「養傷」七年難以估計，但休養三、四年就加到息，令人懷疑。美國真的加息，相信幅度亦有限。正如財長耶倫早前所說拜登推動刺激計劃，必然導致聯儲局有需要溫和上調利率，也只是「溫和」。

聯儲局副主席克拉里達指出，即使首季經濟增長強勁，距離實現聯儲局目標仍有很長的路要走。討論縮減買債計劃，目前尚未考慮。美國實際失業率接近10%，預計未來數月隨着經濟重啟而出現的物價上升，不太可能持續至明年，聯儲局基本預測經濟不會過熱。克利夫蘭聯儲銀行行長梅斯特表示，美國今年通脹預料將會升破2%，縱然通脹超越聯儲局2%目標，相信仍然不足以持續滿足局方加息指引。