

# 温和通胀时期股市保值作用凸显

## ——从国际经验看目前A股市场的投资策略

◎ 银河证券研究所

传统经济学普遍相信股票、黄金、艺术品、不动产等资产会对预期和未预期的通货膨胀起到保值作用。各国特别是美国通货膨胀的历史说明,温和通货膨胀时期,投资股市比其它投资工具更能够起到保值增值作用。

一、美国二战后历史通货膨胀表明,温和通货膨胀时期股市都有较好表现,而恶性通货膨胀则意味着股市大幅下跌

1、美国1966年2月到1969年2月的温和通货膨胀与股市

1966年2月美国CPI同比涨幅达到2.59%,1967年11月达到3.14%,1970年2月达到最高点6.45%,1972年5月回到3.25%。

温和通货膨胀是通胀率在2%~5%之间的1966年2月到1969年2月长达3年时期,期间物价累计上涨11.6%,股市累计上涨13.9%。这一时期,总的趋势是物价上涨,股市指数上涨。36个月度数据线性回归结果表明,两者存在着显著的正相关关系。股市指数=6.08+0.541×物价涨幅,自变量的显著性水平均在1%之上,物价每涨1个百分点,股市指数上涨0.541个百分点。

温和通货膨胀时期,利率与物价保持同步变化,对股市上涨威胁最大的是紧缩政策带来的利率提高。利率达到一定高度后再提高会引起股市下跌,利率达到一定高度后下调会引起股市上涨。

通货膨胀率高位(恶性通货膨胀)时,即大于5%的1969年3月到1970年2月,物价累计上涨5.6%,股市累计下跌12.4%。

2、美国1973年3月到1974年11月的恶性通货膨胀与股市

此次恶性通货膨胀由1973年10月第四次中东战争和第一次石油危机(1973-1974年)引起,国际市场上石油价格从每桶3美元涨到12美元,上涨了3倍。但在石油危机前,1973年9月美国通货膨胀率已达到7.36%,1974年11月达到最高点12.19%,1976年12月回到5.02%,石油危机加剧了美国通货膨胀程度。

1973年3月到1974年11月美国恶性通货膨胀时期,物价持续快速上涨,股市大幅下跌,CPI累计上涨18.7%,股市累计下跌36.8%。恶性通货膨胀时,利率随物价上涨而大幅度提高,联邦基准利率从1973年3月的7.09%提高到1974年7月的12.92%。联邦基准利率上调到最高后开始下调,两个月后股市触底反弹,4个月后物价达到最高涨幅,5个月后物价开始下跌,利率下调幅度更大,导致1974年9月到1978年1月持续两年多的负利率。

1974年9月到1978年1月负利率时期,物价累计上涨23.9%,股市虽有波动但总体趋势上涨,累计

上涨39.9%。

3、美国1978年2月到1980年3月的恶性通货膨胀与股市

第一次石油危机后,美国1975-1978年通胀率均在5%以上。1979年爆发了第二次石油危机(1979-1980年),1979年3月美国通货膨胀率达到10.24%,1980年3月CPI同比涨幅14.61%达到最高点,1981年11月后回落到10%之下,1983年3月回落到3.6%。

1978年2月到1980年3月,美国CPI同比涨幅从6.24%持续上涨到14.61%,此次恶性通货膨胀始终没有改变股市震荡走高趋势。CPI累计上涨25.4%,股市累计上涨33.6%。1980年5月到9月美国再次出现负利率,短短5个月物价累计上涨2.6%,股市累计上涨25.1%。

4、美国1987年4月到1989年8月温和通货膨胀与股市

1987年4月美国通货膨胀率上升到3.69%,之后持续攀升,1990年10月通货膨胀率达到最高点6.39%。之后持续回落,1991年12月回落到2.99%。这次通货膨胀时间长,但物价涨幅不高,大部分时间属于温和通货膨胀。此次温和通货膨胀时期,股市基本上呈现持续缓慢走高的趋势。1987年12月到1989年8月,CPI月同比涨幅在3.82%与5.29%之间波动,累计上涨7.7%,股市累计上涨43%。

5、美国2004年6月到2006年9月温和通货膨胀与股市

2004年6月美国通货膨胀率上升到3.16%,之后在波动中攀升,2005年9月达到最高点4.69%。之后波动中回落,2006年9月回落到2.06%。这次通货膨胀时间长,但物价涨幅不高,大部分时间属于温和通货膨胀。这次通货膨胀全过程中股市仍呈现持续缓慢走高趋势,2004年10月到2006年8月,CPI累计上涨12.5%,股市累计上涨70.9%。

二、其它国家经验及与其它投资工具的比较

1、韩国1987年4月至1988年1月温和通货膨胀与股市

1987年4月韩国通货膨胀率上升到1.7%,之后持续攀升,1988年3月达到8.5%。之后有所回落,但仍在高位徘徊,1990年7月上涨到9.4%,1992年11月回落到4.4%。这次通货膨胀时间长,物价涨幅高,大部分月份物价涨幅超过5%,1987年4月到1988年1月物价涨幅1.7%~6.2%可认为属于温和通货膨胀。此次温和通货膨胀时期,股市呈现持续缓慢走高趋势,1987年4月至1988年1月CPI累计上涨4.6%,股市累计上涨57.2%。

2、与其它投资工具的比较

由表一可以看出,在上世纪50年代、60年代、80年代和90年代,美国扣除物价上涨前的股票回报都远远高于国库券和债券收益。在上世纪70年代石油危机爆发,恶性通

货膨胀的10年,扣除物价上涨前的股票回报仅比国库券收益和债券收益低0.6和0.06个百分点。2000-2004年股票回报低于国库券收益和债券收益,但这只是2001年和2002年股市大跌时的情况,2003年和2004年无论扣除物价上涨前的还是扣除物价上涨后的股票回报,均大大高于国库券收益和债券收益。

除上世纪70年代和2001年、2002年,美国股票回报低于国库券收益外,在上世纪50年代、60年代、80年代和90年代,都高于国库券收益,2003年和2004年更是高于国库券收益25.3和5.95个百分点。

除上世纪70年代、80年代和2001年、2002年,美国股票回报低于10年期债券收益外,在上世纪50年代、60年代、90年代、2003年和2004年,美国股票回报都高于10年期债券收益。

3、通货膨胀时期股市表现的主要影响因素

通货膨胀主要通过影响实际利率水平进而影响上市公司业绩和资金面对股市产生影响。温和通货膨胀会促进消费,带动厂商提高业绩,同时储蓄资金也会加速流向股市,使得股市表现较佳。当通胀率上扬并有进一步发展为恶性通货膨胀的趋势时,央行通常会调高利率,紧缩银根来回应,这会使企业资金成本增加,获利能力相对降低。再加上资金回流金融体系,使得股市动能减少,因此对股票指数的表现有抑制效果。

三、温和通货膨胀时期股市行业表现

1、2004年4月至今美国股市

时期	股票总回报(%)		国库券总回报(%)	10年期债券总回报(%)
	扣除通胀率前	扣除通胀率后		
1950-1959	19.25	16.65	2.02	0.69
1960-1969	7.78	5.14	4.06	2.35
1970-1979	5.88	-1.38	6.48	5.94
1980-1989	17.55	11.85	9.13	13.01
1990-1999	18.21	14.85	4.95	8.02
2000-2004	-2.3	-4.67	2.66	8.41
2001	-11.89	-13.68	3.32	5.51
2002	-22.1	-23.91	1.61	15.15
2003	28.68	26.31	1.03	0.54
2004	10.88	7.38	1.43	4.59

行业名称	前10名		后10名	
	行业名称	涨跌幅	行业名称	涨跌幅
航空运输业	87.00		租赁服务业	-1.77
煤炭采选业	82.65		食品饮料烟草和家庭用品批发业	3.33
能源、材料和机械电子设备批发业	67.26		其他传播、文化产业	9.63
保险业	65.64		通信及相关设备制造业	11.72
金融信托业	62.51		农、林、牧、渔业	14.77
通信服务业	62.16		农业	15.31
其他交通运输业	61.03		出版业	16.4
水上运输业	60.13		餐饮业	16.9
金属、非金属	55.58		专业、科研服务业	17.45
旅游业	55.03		自来水的生产和供应业	18.84

行业表现

这段时期,美国物价涨幅均在2%以上,绝大多数在3%以上4%以下,最高的2005年9月为4.69%,属于温和通货膨胀时期,物价累计上涨11.3%,股市累计上涨30.2%。标准普尔500指数147个行业分类中,涨幅居前的依次是化肥农药、综合金属采矿、钢铁、工程建设、油气提炼销售、油气设备、油气勘探、油气开采生产、铁路、轮胎橡胶,这些行业股票分类指数上涨均在129%以上,大大高于30.2%的平均涨幅。

下跌幅度从大到小依次是,科技咨询服务、电子制造、汽车制造、住宅建设、出版印刷、商业和专业服务、保险经纪、超级零售中心、家具、食品分销等,跌幅都在14%以上。

2、2004年4月至今日本股市行业表现

这段时期,世界经济保持持续增长,通货膨胀率比较温和,日本股市上涨30.2%。日经综合指数33个行业分类中涨幅居前的依次是钢铁、海运、不动产、机械、采矿、其它产品、有色金属、批发业、精密仪器、玻璃陶瓷制品。这些行业股票分类指数上涨均在70%以上,高于36.9%的平均涨幅。下跌幅度从大到小依次是,其它金融服务(如消费信贷)、制纸、信息通信业、零售业、服务业。

3、最近3个月中国A股市场行业表现

最近3个月我国物价上涨呈现加速趋势,通货膨胀成为影响公司业绩和居民投资行为的一个很重要因素,股市也对此作出了反应(见表二)。

(执笔:郝大明)

### ■ 信息评述

#### 12部委力促上市公司规范发展

中国证监会、发改委等12个部委日前联合召开了上市公司规范运作专题工作小组第四次会议,将完善12个部委间上市公司监管常态机制,将促进上市公司规范发展定为下一阶段工作目标。

申银万国:

上市公司规范运作专题工作小组的成立是对国务院批转证监会《关于提高上市公司质量意见》精神的贯彻,也是在特殊阶段解决上市公司历史遗留问题采取的各部委紧急协调的机制形式。随着股改和上市公司清欠问题的基本解决落实,有必要对上市公司的监管体系进行梳理,需要建立一个常态有效的监管体系,而不是再像过去那样头痛医头、脚痛医脚。这也是《证券法》、《公司法》和股权分置改革以后,证券市场制度重建的一个重要内容。常态协调机制的建立和完善将有利于提高监管部门执法能力和对上市公司监管的有效性。通过常态协调机制的建立,也有利于推进证券市场的各项创新。

#### 日本维持利率不变

2007年9月19日日本银行发布金融政策决议,日本央行决策委员中8人赞成、1人反对通过了维持利率不变的政策,目前日本利率仍然维持在0.5%的水平。

长江证券:

本次日本央行维持利率不变最大的外部原因是受到了美国次级债危机的影响。9月18日美联储降低目标利率50个基点,这也使得日本央行在利率决定上不再有更多主动权。美国次级债问题无法在短期内得到有效解决,所以日本加息时机还是建立在国内经济增长和政治稳定、美国次级债问题解决基础上。年内如果这些问题得不到有效解决的话,日本将长期维持利率不变。

9月15日中国为了控制通货膨胀和流动性过剩迎来了今年的第五次加息,而本月美国宣布了加息,日本和欧盟都维持利息不变,如果这种趋势持续发展,这将会缩小中美利差,加速人民币升值,国际资金也会把中国作为资金避风港而进入中国市场。这也是为何中国贸易顺差居高不下,国内流动性高涨的一个重要原因。

#### 应税所得率调整通知发布

国家税务总局发布了《关于调整核定征收企业所得税应税所得率的通知》,八个行业的企业所得税应税所得率都有不同幅度下降,新规则将在明年1月1日起实施。

国泰君安:

1、对税负结构的影响:我国对部分财务不健全、无法准确计算利润水平的中小企业采用核定征收其所得税,其应纳税的所得额由税务机关核定。此次降低应税所得率主要减少了中小企业的税负,这有助于大企业和中小企业之间的税负结构“更公平、更合理”。

2、对中小企业的影:虽然今年上市公司业绩大幅增长,但中小企业的盈利水平却比想象中要低。究其原因,一方面是因为通货膨胀压力,另一方面是它们在买方市场上不具定价优势。因此,宏观经济运行良好的总趋势并不能掩盖其实际盈利水平下降趋势。如果都取行业应税所得率下限,则制造业企业应纳税所得额可降低28.57%;娱乐业可降低25%;饮食服务业可降低20%,故此调整无疑减轻了中小微利企业的负担,给了它们更大的发展空间。这不仅有助于其形成核心竞争力,而且也为其与大企业在一个起跑线上平等竞争创造了条件。

3、对上市公司的影响:虽然中小企业对上市公司没有直接影响,但这一税改对整个宏观经济来说是利好消息,会拉动就业、提高投资,从而对上市公司产生间接影响。

#### 央企将缴2006年度红利

10月份开始,烟草企业及国资委监管的155家中央企业将陆续向财政部上缴总额约170亿元的企业红利。

齐鲁证券:

央企国有资本收益将按“适度、从低”原则分三档上缴财政部,其中,石油石化、电信、煤炭、电力、烟草五个行业的上缴标准为税后利润的10%;科研院所和军工企业三年内暂时不上缴;其余央企均按5%的标准上缴红利。此举是企业国有资本收益分配模式的一次重大转折。更为关注的是,此次红利的上缴过程中,军工企业三年内暂时不上缴,这将给各军工企业带来相当优势。目前股票市场上军工企业数量可观,在这一政策性优惠背景下,投资者应该关注其投资机会。

### ■ 行业评析

#### 8月国房景气指数为104.48

统计局18日公布的8月份国房景气指数为104.48,比7月份上升0.48点,同比上升1.17点。

国联证券:

今年3月以后国房景气指数连续5个月环比攀升,8月数据更是达到了三年以来的最高点,说明中国房地产业持续处于景气状态。在需求以及资产价格上涨情况下,投资者大量投资房地产,国家对于房地产行业的调控措施不断,但是效果并不十分明显,目前市场存在的主要矛盾是由于大户型、高总价的商品房供给和小户型、中低价位的商品房需求错位造成的。如果市场供给不产生根本变化,这种结构性矛盾将很难在短时期内得到缓解。市场购房需求仍呈刚性,虽然政府保障性住房计划的快速推进与落实引起了部分消费者的观望,但供需结构的突出矛盾仍将造成房价不断上涨。

## 券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:9月12日-9月19日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	9.19收盘价	目标涨幅(%)	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期	
								EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE
000839	中信国安	安信证券	买入	9-12	56	35	60.00	0.71	49.296	1.17	29.915	0.43	84.788	0.723	50.407
600718	东软股份	海通证券	买入	9-17	65	41.5	56.63	0.77	53.896	1.13	36.726	0.737	57.499	1.037	40.825
000063	中兴通讯	光大证券	买入	9-13	80	52.9	51.23	1.32	40.076	1.99	26.583	1.34	39.9	1.93	27.702
600409	三友化工	安信证券	买入	9-17	24	15.93	50.66	0.59	27	0.84	18.964	0.525	30.469	0.658	24.331
600366	宁波韵升	KGI	增持	9-12	18	12.13	48.39	0.31	39.129	0.46	26.37	0.27	46.704	0.37	34.081
600195	中牧股份	中信证券	买入	9-18	45	30.84	45.91	0.5	61.68	0.95	32.463	0.511	63.908	0.818	39.958
000568	泸州老窖	联合证券	增持	9-16	82.36	56.6	45.51	1.251	45.244	1.872	30.235	0.816	70.968	1.258	46.009
600309	烟台万华	中信建投	买入	9-14	55	39	41.03	0.86	45.349	1.28	30.469	0.872	44.852	1.174	33.307
600201	金宇集团	光大证券	买入	9-19	26.4	18.78	40.58	0.47	39.957	0.66	28.455	0.422	43.411	0.596	30.794
600100	同方股份	平安证券	无	9-13	50	35.88	39.35	0.59	60.814	0.95	37.768	0.589	63.664	0.924	40.57
002124	天邦股份	招商证券	强烈推荐	9-12	47	34.2	37.43	0.533	64.165	1.284	26.636	0.517	68.619	1.063	33.399
000839	中信国安	中银国际	优于大市	9-12	47.7	35	36.29	0.575	60.87	0.73	47.945	0.43	84.788	0.723	50.407
000869	张裕A	齐鲁证券	推荐	9-17	81	60.65	33.55	1.11	54.64	1.62	37.438	1.159	54.271	1.598	39.362
600019	宝钢股份	安信证券	买入	9-14	25	18.85	32.63	0.85	22.176	0.96	19.635	0.94	20.701	1.148	16.951
600331	宏达股份	联合证券	增持	9-13	92.88	70.61	31.54	2.03	34.783	2.81	25.128	1.659	43.748	2.024	35.873
000560	昆百大A	国金证券	买入	9-18	29.2	22.49	29.84	0.421	53.42	1.083	20.766	0.421	55.463	1.083	21.56
600770	综艺股份	东方证券	买入	9-13	30	23.2	29.31	0.24	96.667	0.5	46.4	0.227	107.118	0.41	59.22
600030	中信证券	申银万国	买入	9-13	108	84.61	27.64	3.09	27.382	--	--	2.783	30.764	3.431	24.954
000767	漳泽电力	长江证券	推荐	9-18	18.38	14.63	25.63	0.482	30.353	0.658	22.234	0.438	33.923	0.551	26.966
000900	现代投资	中银国际	优于大市	9-13	32.7	26.55	23.16	1.13	23.496	1.49	17.819	1.14	23.946	1.424	19.169
000401	冀东水泥	安信证券	买入	9-15	25	20.38	22.67	0.43	47.395	0.68	29.971	0.378	53.321	0.597	33.809
000550	江铃汽车	中投证券	推荐	9-17	30	24.47	22.60	0.82	29.841	1.02	23.99	0.778	32.248	0.907	27.684
600006	东风汽车	平安证券	推荐	9-14	12.25	10.09	21.41	0.29	34.793	0.35	28.829	0.284	36.48	0.371	27.957
002038	双鹭药业	金元证券	增持	9-18	46	38.1	20.74	0.92	41.413	1.01	37.723	0.884	44.573	1.14	34.574

说明:

1)“目标涨幅巨大”最直接地表达了研究员对企业的价值认可,目标价与现价差异也从侧面反映了研

究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。

2) 以上研究成果只反映卖方

机构研究员的认识,并不代表市场以及买方机构投资者的观点,在应用时应考虑到研究者和投资者思维

的差异性,同时也需要注意区分研

究员的研究水平、注意卖方机构观

点出后市场的反应情况等。因此,我们同时给出一致预期数据,这一更能代表市场平均预期水平的指

标,将对您的投资提供新的依据。  
(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)