

宏观大类专题报告 2021-05-26

结构性“类滞胀”下的商品和股市如何演绎？

中央编号：BHE003

➤ 当前国内或陷入短暂的结构性“类滞胀”，工业周期领域尤为显著

在央行货币政策逐步回归正常化背景下，一季度国内实体经济债务周期已见顶下行，而二季度国内补库周期也已近于尾声，我们判断，二季度国内经济已基本确认见顶。

我们选取工业周期经济的两大月度核心指标“PMI”和“克强指数”，与 PPI 进行拟合后发现，二者均指向当前宏观情境处于结构性“类滞胀”阶段。

研究员

臧睿哲 Racer Zang

CE No.: BQS096

ruizhe.zang@htfc.com.hk

➤ 国内结构性“类滞胀”时段下的商品表现分化严重，黄金较为坚挺

我们对历史上处于经济增速下滑且物价处于高位的时间区间进行统计，2008 年 4 月-8 月、2011 年 3 月-8 月、2015 年 9 月-2016 年 1 月以及 2018 年 4 月-2018 年 9 月均处于上述宏观情境。2021 年 3 月至今，为第五轮类滞胀阶段，我们研究发现，以往四轮类滞胀持续时间为 5-6 个月，按此推导，本轮类滞胀或将延续至 7-8 月份。

机构销售

陈伯龙 Elf Chen

CE. No.: APJ189

elfchen@htfc.com.hk

我们对国内结构性“类滞胀”时段下的商品板块进行了测算，结果显示分化严重，其中，贵金属、能源板块表现相对坚挺，其他板块下跌为主。我们认为，此时段各品种的基本面定价权重开始上升，建议淡化趋势型交易策略，更加重视品种间的对冲配置型策略。

扫描二维码，关注我们

➤ 类滞胀下 A 股表现疲软，防御性板块和大盘风格相对抗跌

从行业层面来看，我们回顾了历史上四轮类滞胀时期，发现国内股市整体表现均偏弱，国内申万一级 28 个行业均录得下跌，有色行业以及国防军工行业跌幅超过 25%；而食品饮料、银行以及非银金融行业、医药生物等行业相对抗跌，跌幅均小于 10%。

从风格层面来看，我们回顾了历史上四轮类滞胀时期，发现大中小盘股均录得负收益。但是从相对强弱排序来看，大盘股风格（中证 100）表现相对强势，过去四次类滞胀情境下，中证 100 平均下跌 14.91%，而中证 1000 平均下跌 19.75%，中证 500 平均下跌 21.04%。此外，金融和消费风格跌幅最少，消费风格仅下跌 12.15%，金融风格仅下跌 13.9%，成长风格、周期风格以及稳定风格跌幅均在 19% 左右。

近期股市正由“顺周期”向“类滞胀”换挡，资金已开始交易“类滞胀”。近一个月，医药生物、食品饮料、银行、非银金融、采掘等行业表现较为强势，融资融券“聪明”资金流向上述行业也较多，这些板块在类滞胀情境下表现较强，市场或已进入类滞胀宏观情境的交易节奏。



外汇数据跟踪周报

我们认为，在滞胀条件下，食品饮料、银行以及非银金融、医药生物行业等防御性板块和大盘风格表现相对强势，近期可考虑增加配置。

➤ **当前全球资金更倾向于配置固收类资产**

从全球 ETF 资金流量来看，最近两个月，全球资金流入固收类 ETF 较多，股票市场资金流入则有所衰减。其中，股票类 ETF 净流入总量已经连续两个月逐渐衰减，而固定收益 ETF 延续净流入趋势。这也在一定程度上反映出当前资金更倾向于配置固收类资产。

➤ **风险点：**近期国内货币再宽松超预期；地方政府专项债超预期天量投放；国内松绑地产调控政策等。

什么是“滞胀”经济环境

“滞胀”全称为停滞性通货膨胀，在宏观经济学中，特指经济停滞与高通货膨胀并存的情境，该时段下往往伴随企业产能利用不足、居民部分失业、物价偏高的经济现象。简单的说就是指物价上升，但经济停滞不前，它是通货膨胀长期发展的结果。

我们以 20 世纪 70 年代的美国“滞胀”为例，来初步了解它的危害。

从外部原因来看，首先是 1973 年 10 月第四次中东战争爆发，引发了石油危机，油价猛然上涨了两倍，这次危机持续了三年，对美国经济造成了严重的冲击。其次是在 1978 年底，受两伊战争影响，全球石油产量受到影响，从每天 580 万桶骤降到 100 万桶以下。随着产量的剧减，油价在 1979 年开始暴涨，从每桶 13 美元猛增至 1980 年的 34 美元。这两次石油危机直接引发了 1973 和 1979 年的美国经济危机。

从内部原因来看，美国的生产要素提升迟缓，在经历了二十年的科技高潮后，到 70 年代初，第三次科技革命的推动力已经明显削弱。另外由于日本制造的全面崛起，美国在世界市场上的出口贸易额持续下降，这导致美国实体经济停滞不前、生产力水平下降。而随着美国国内工资福利水平不断提高，且超过了劳动生产率的增长，最终引发了严重的通货膨胀，通货膨胀率一度上升到了两位数。在本轮“滞胀”中，美国长期推行的宏观经济调控政策失灵。

长时间的“滞胀”对美国股市形成了重大打击，此阶段下美股经历六次调整，超过一半时间处于熊市之中。

当前国内或陷入短暂的结构性“类滞胀”，工业周期领域尤为显著

四大通胀指标中，PPI 是国内最恰当的通胀研究对象

20 世纪 90 年代以来，我国经济蓬勃发展，GDP 始终维持中高速增长水平，我国从未出现真正意义的长期“滞胀”情境。因此为了便于研究，我们将经济见顶小幅下行且通胀上行的时段定义为“类滞胀”时期。

外汇数据跟踪周报

首先我们先筛选合理的通胀指标，国内常用的通胀指标主要有 GDP 平减指数、CPI、核心 CPI 和 PPI 四大指标。

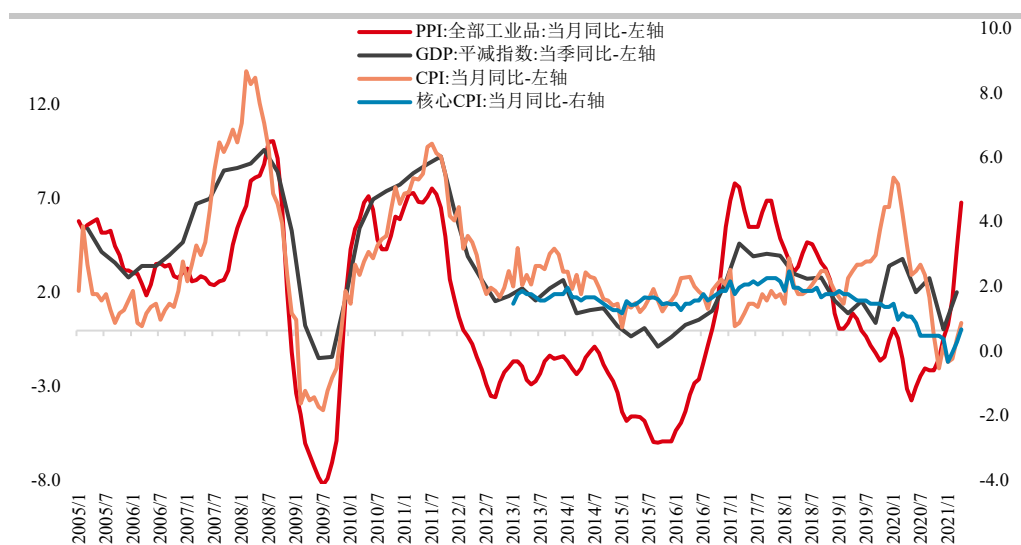
GDP 平减指数,是指没有扣除物价变动的 GDP 增长率与剔除物价变动的 GDP 增长率之差。它的计算基础十分广泛,涉及全部商品和服务,除消费外还包括生产资料和资本、进出口商品和劳务等。也就是说, GDP 平减指数可以反映全国宏观整体的通胀率水平。但是遗憾的是,它是一个季度指标,不利于我们按月度精准分析研究,因此暂时放弃。

CPI 全称居民消费价格指数,反映一定时期内城乡居民所购买的生活消费品和服务项目价格变动趋势和程度的相对数,是对城市居民消费价格指数和农村居民消费价格指数进行综合汇总计算的结果。通过该指数可以观察和分析消费品的零售价格和服务项目价格变动对城乡居民实际生活费支出的影响程度。而核心 CPI 是指将受气候和季节因素影响较大的产品价格剔除之后的居民消费物价指数,一般认为是剔除了食品和石油价格影响的 CPI 指数。我们分析发现,2012 年以来,无论是 CPI 还是核心 CPI,大部分时间波动率较为平稳,这和居民消费持续相对平稳有关,其中,2019-2020 年 CPI 异常走高也主要是受到非洲猪瘟引发猪价上涨的影响。因此,我们放弃使用 CPI 和核心 CPI 这两个月度通胀指标。

PPI 全称工业生产者出厂价格指数,反映一定时期内全部工业产品第一次出售时的出厂价格总水平的变动趋势和变动幅度的相对数。2005 年以来, PPI 一直具有显著的周期性,波动率较高,由于我国经济结构以工业周期经济为支柱,因此,我们选取 PPI 这个月度通胀指标进行分析。

图 1: 国内四大通胀指标同比增速

单位: %



外汇数据跟踪周报

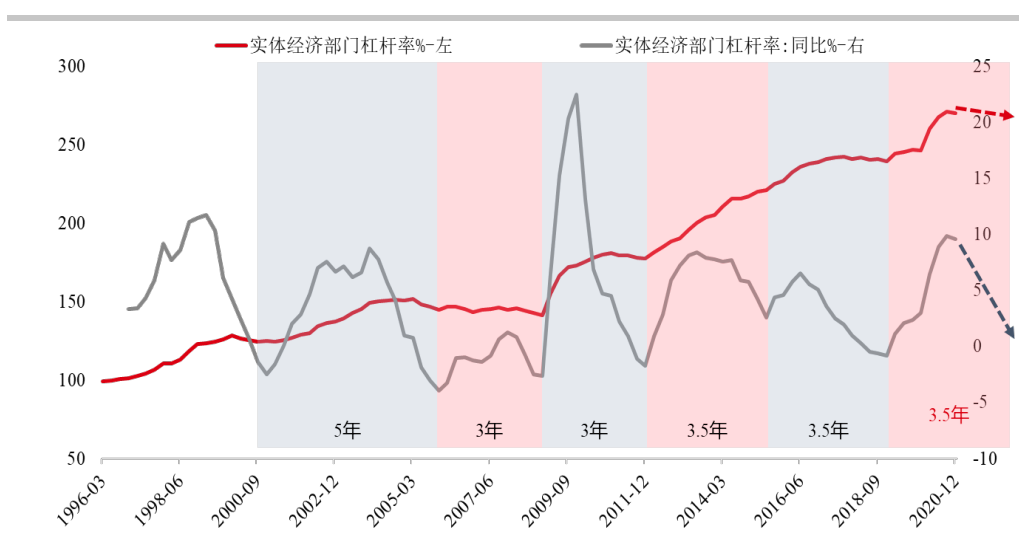
数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内经济二季度已确认见顶, 但工业品通胀仍将保持高位运行

在央行货币政策逐步回归正常化背景下, 一季度国内实体经济债务周期已见顶下行, 而二季度国内补库周期也已近于尾声, 我们判断, 二季度国内经济已基本确认见顶。

图 2: 国内实体经济债务周期见顶回落

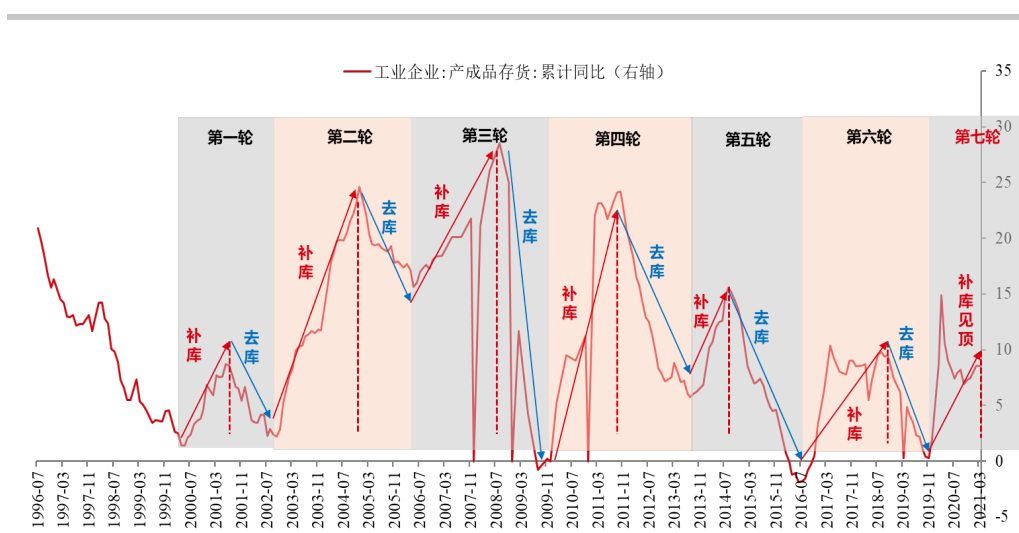
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 第七轮补库周期已近于尾声

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

外汇数据跟踪周报

我们选取工业周期经济的两大月度核心指标“PMI”和“克强指数”，与 PPI 进行拟合后发现，二者均指向当前宏观情境处于结构性“类滞胀”阶段。此外，我们从反映全国物流景气度的重卡牵引车以及反映全国上游采矿和下游建设的挖掘机销量增速在 4 月份双双转负，也进一步印证周期经济已经见顶回落。

图 4: PMI 6 个月移动均值 VS PPI 同比增速

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 克强指数 VS PPI 同比增速

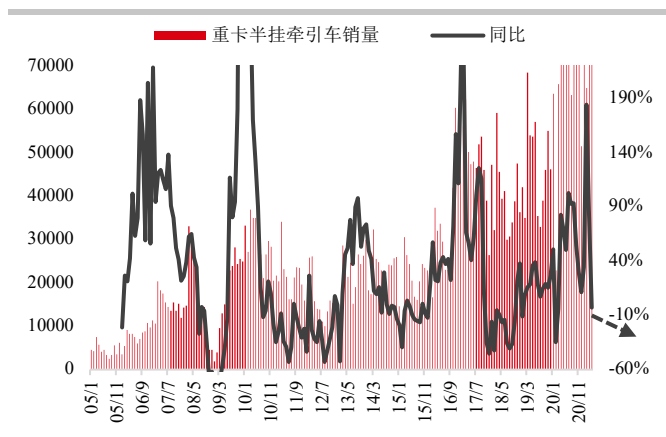
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

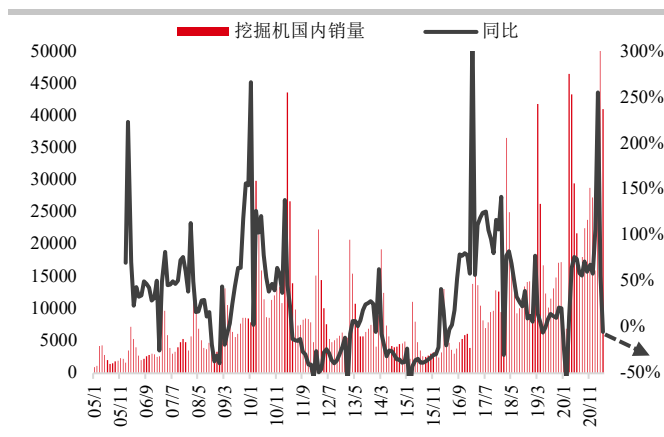
外汇数据跟踪周报

图 6: 4 月重卡牵引车销量增速转负 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 4 月挖掘机销量增速转负 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内结构性“类滞胀”时段下的商品表现分化严重，黄金较为坚挺

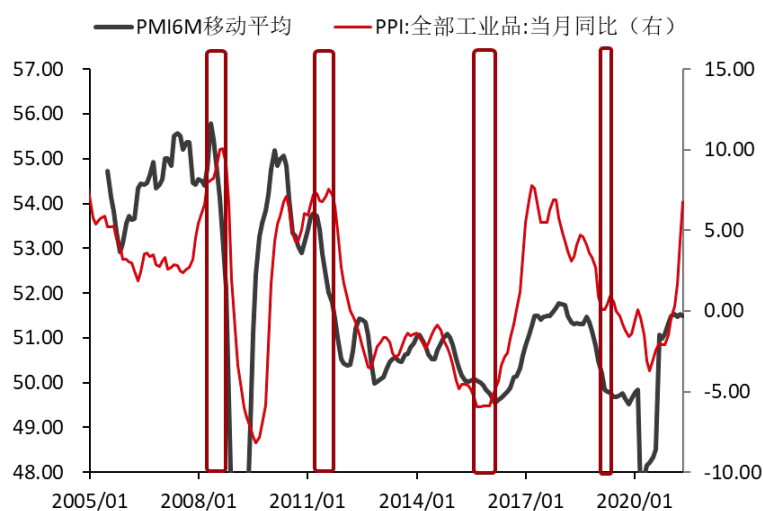
传统的经济滞胀研究一般采用 GDP 同比增速，但是，我们考虑到 GDP 数据为季度公布，划分出的滞胀区间较为粗糙，因此选取 PMI 6 个月移动均值（也能够较为精确的反映月度级别变化趋势）以及 PPI 数据。

我们对历史上处于经济增速下滑且物价处于高位的时间区间进行统计，2008 年 4 月-8 月、2011 年 3 月-8 月、2015 年 9 月-2016 年 1 月以及 2018 年 4 月-2018 年 9 月均处于上述宏观情境。2021 年 3 月至今，为第五轮类滞胀阶段，我们研究发现，以往四轮类滞胀持续时间为 5-6 个月，按此推导，本轮类滞胀或将延续至 7-8 月份。

我们对国内结构性“类滞胀”时段下的商品板块进行了测算，结果显示分化严重，其中，贵金属、能源板块表现相对坚挺，其他板块下跌为主。我们认为，此时段各品种的基本面定价权重开始上升，建议淡化趋势型交易策略，更加重视品种间的对冲配置型策略。

图 8: 国内类滞胀时段下的 PMI vs PPI 同比

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 国内类滞胀时段下的商品板块表现

单位: %

历史上的类滞胀时段	非金属建材	谷物	贵金属	化工	煤焦钢矿	能源	软商品	油脂油料	有色	商品指数
08年4-8月	#N/A	-6%	-8%	17%	#N/A	24%	-16%	-2%	-7%	-6%
11年3-8月	-15%	-6%	25%	-14%	0%	0%	-27%	-1%	-7%	-10%
15年9月-16年1月	-2%	0%	0%	-9%	-8%	-7%	-4%	-1%	-11%	-10%
18年4-9月	-1%	8%	-3%	21%	25%	16%	-2%	0%	-1%	10%
21年3月-目前	29%	-1%	6%	-4%	11%	17%	-3%	6%	8%	10%

数据来源: Wind 华泰期货研究院

类滞胀下 A 股表现疲软，防御性板块和大盘风格相对抗跌

外汇数据跟踪周报

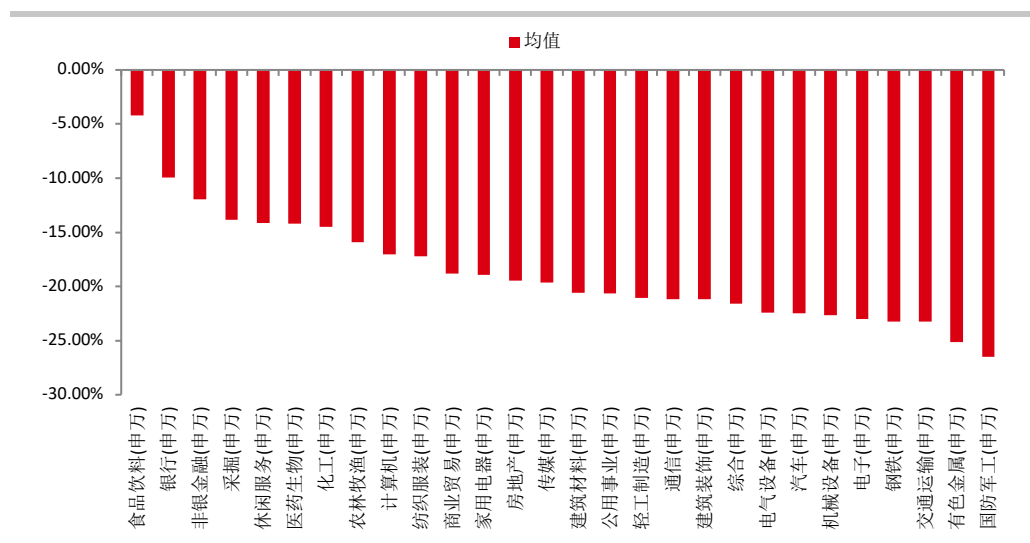
A股“类滞胀”宏观情境下，防御性板块(金融、消费、医药)、大盘风格相对抗跌

从行业层面来看，我们回顾了历史上四轮类滞胀时期，发现国内股市整体表现均偏弱，国内申万一级 28 个行业均录得下跌，有色行业以及国防军工行业跌幅超过 25%；而食品饮料、银行以及非银金融行业、医药生物等行业相对抗跌，跌幅均小于 10%。

申万二级行业来看，所有行业均录得下跌，跌幅超过 30%的包括航空运输Ⅱ(-31.19%)、航运Ⅱ(-31.99%)以及船舶制造Ⅱ(-34.53%)，跌幅在 10%以内的包括饮料制造(-0.94%)、机场Ⅱ(-5.51%)、畜禽养殖Ⅱ(-6%)、保险Ⅱ(-6.95%)、银行Ⅱ(-9.92%)等。

我们认为，在滞胀条件下，食品饮料、银行以及非银金融、医药生物行业等防御性板块表现相对强势，近期可考虑增加配置。

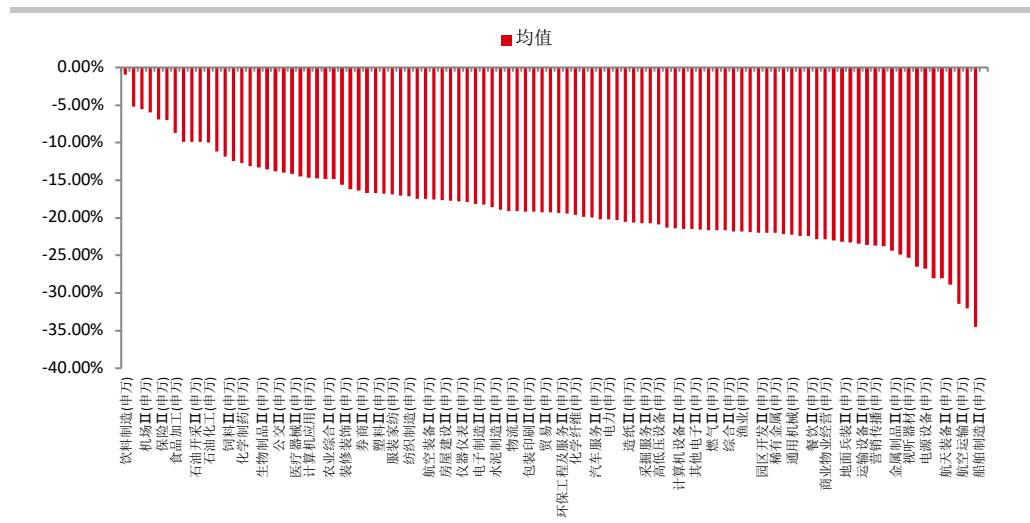
图 10： 过去四次类滞胀阶段国内各行业表现均值（申万一级行业） 单位：%



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

外汇数据跟踪周报

图 11: 过去四次类滞胀阶段国内各行业表现均值(申万二级行业) 单位: %

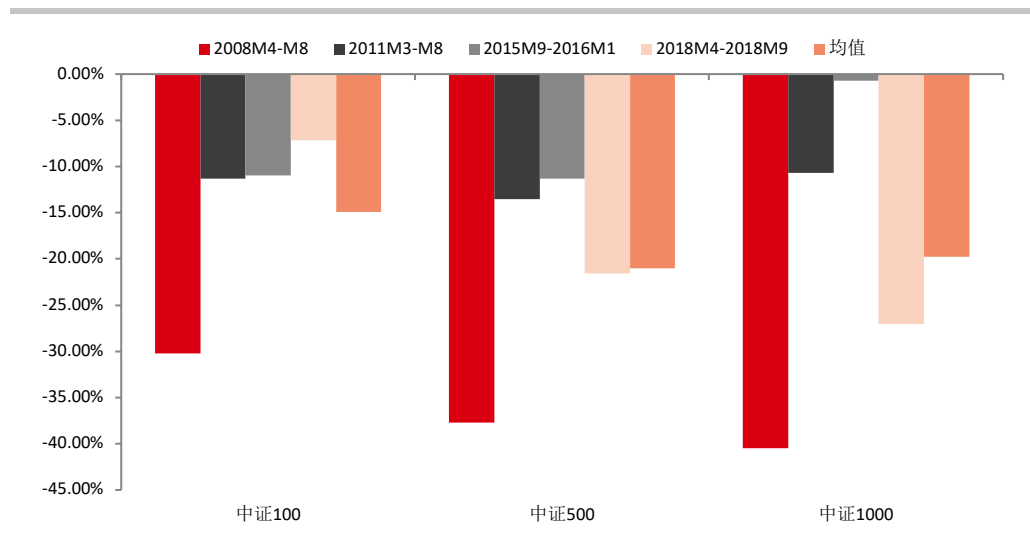


数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

从风格层面来看,我们回顾了历史上四轮类滞胀时期,发现大中小盘股均录得负收益。但是从相对强弱排序来看,大盘股风格(中证100)表现相对强势,过去四次类滞胀情境下,中证100 平均下跌14.91%,而中证1000 平均下跌19.75%,中证500 平均下跌21.04%。

此外,金融和消费风格跌幅最少,消费风格仅下跌12.15%,金融风格仅下跌13.9%,成长风格、周期风格以及稳定风格跌幅均在19%左右。

图 12: 类滞胀阶段下大中小盘表现 单位: %

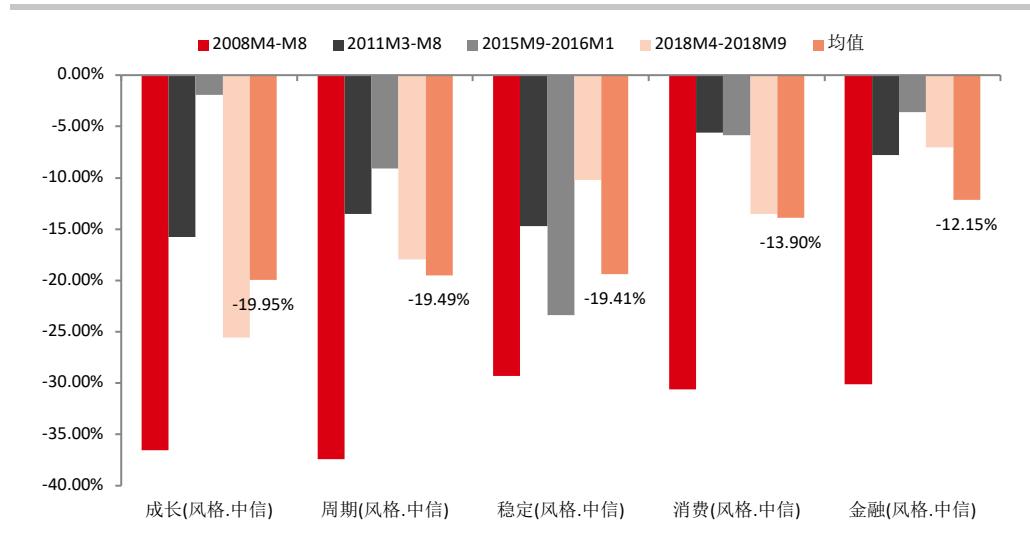


外汇数据跟踪周报

数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: 类滞胀情境下各类风格表现

单位: %



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

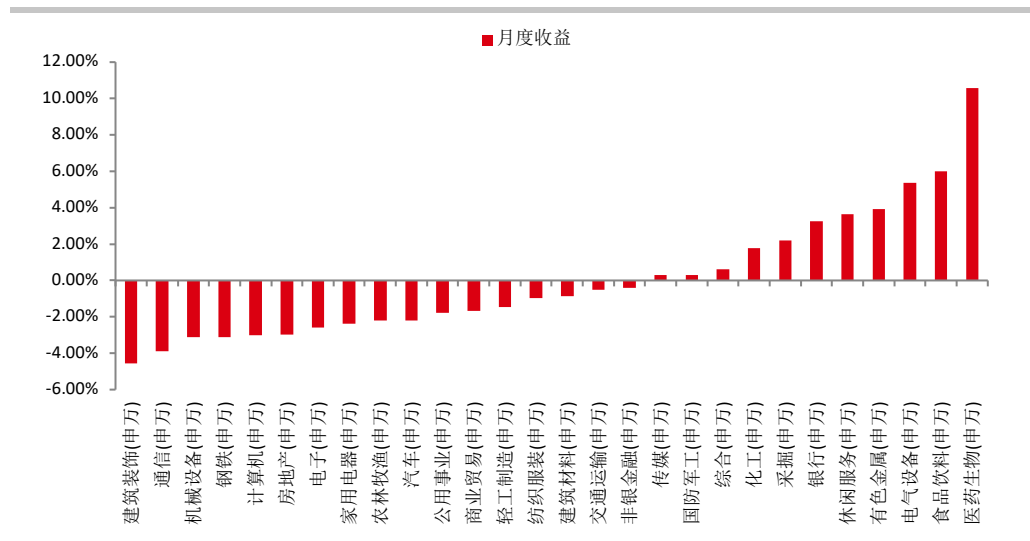
近期股市正由“顺周期”向“类滞胀”换挡，资金已开始交易“类滞胀”

近一个月，医药生物、食品饮料、银行、非银金融、采掘等行业表现较为强势，融资融券“聪明”资金流向上述行业也较多，这些板块在类滞胀情境下表现较强，市场或已进入类滞胀宏观情境的交易节奏。

外汇数据跟踪周报

图 14: 申万一级各行业近一个月涨跌幅情况

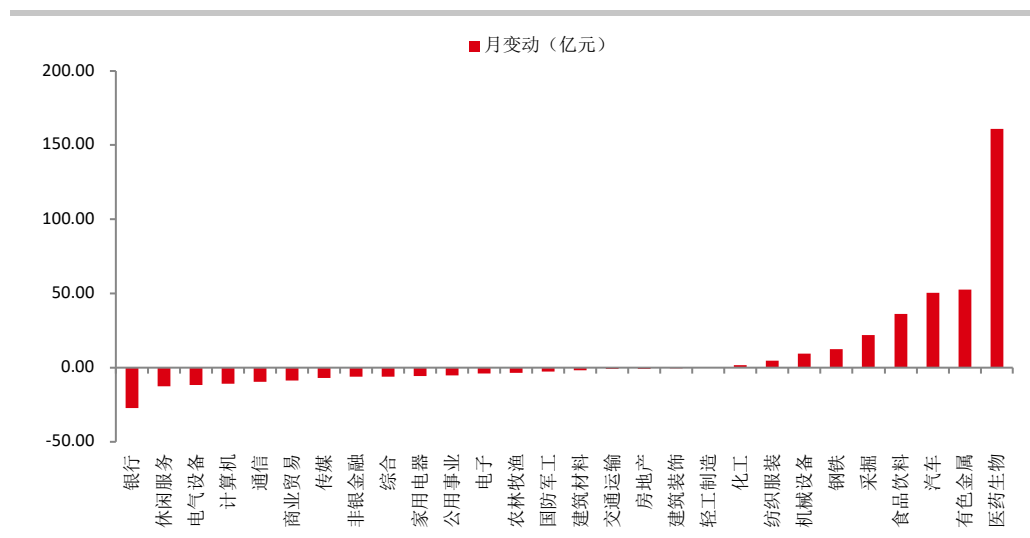
单位: %



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 15: 4 月中旬至今融资融券资金进入申万一级各个行业情况

单位: 亿元



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

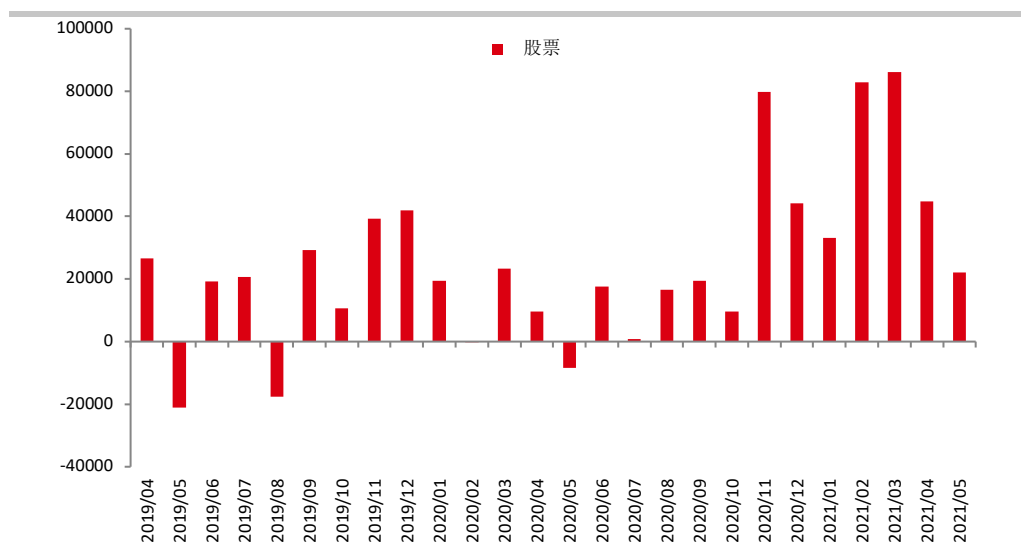
全球资金近期流入固收 ETF 较多, 股票 ETF 流入有所衰减

外汇数据跟踪周报

从全球 ETF 资金流量来看，最近两个月，全球资金流入固收类 ETF 较多，股票市场资金流入则有所衰减。其中，股票类 ETF 净流入总量已经连续两个月逐渐衰减，而固定收益 ETF 延续净流入趋势。这也在一定程度上反映出当前资金更倾向于配置固收类资产。

图 16: 近两月股票 ETF 资金净流入有所衰减

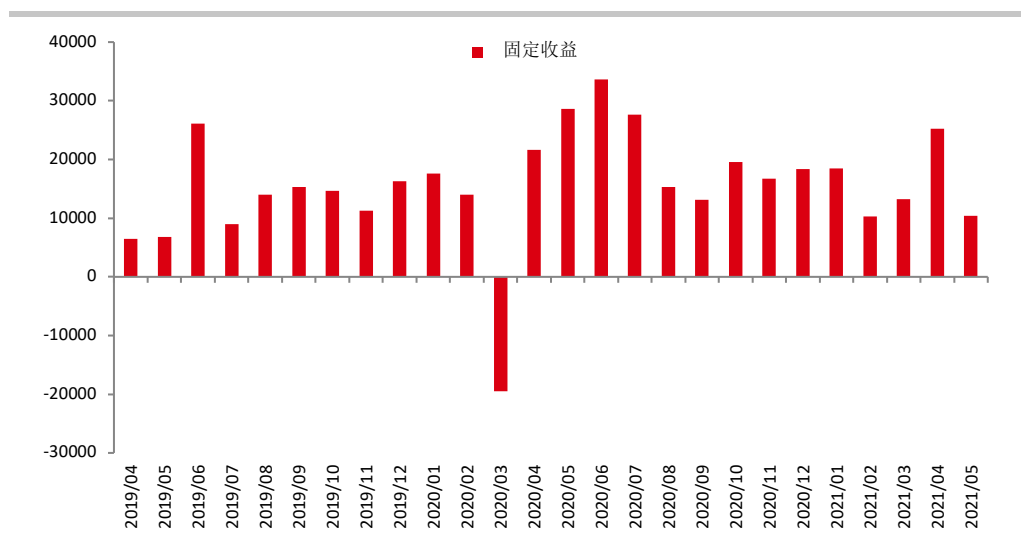
单位: 百万美元



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 17: 近两月固定收益 ETF 资金流入较多

单位: 百万美元



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

外汇数据跟踪周报

风险因素提示

主要是可以强力扭转“类滞胀”经济情境的核心因素：

近期国内货币再宽松超预期；地方政府专项债超预期天量投放；国内松绑地产调控政策等。

外汇数据跟踪周报

● 免责声明

本研究报告内容既不代表华泰(香港)期货有限公司(“华泰香港期货”)的推荐意见, 也并不构成所涉及的期货及期权产品的买卖或交易之要约。华泰香港期货的销售员, 交易员和其它人员可能会向华泰香港期货的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。

本报告中的资料力求准确可靠, 但华泰香港期货并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资期货及期权产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其专业人士咨询并谨慎抉择。华泰香港期货对任何因信赖或参考报告中内容所导致的损失, 概不负责。

华泰香港期货(或其任何关连或附属公司)、其董事、分析员或其它人员可能持有或买卖所述的投资产品或有关的衍生金融工具等。此外, 华泰香港期货及上述人士均随时可能向报告内容所述及的公司提供投资、顾问或其他服务,

本报告不适用于根据任何管辖地区的相关法律或规例不允许发布或出版本报告的地方, 本报告并没有意图向该等管辖地区的市民或居民或身处于当地的人士或实体发布或供其使用。

本报告由华泰(香港)期货有限公司发布(香港证券及期货事务监察委员会监管之持牌法团, CE 编号: BHE003)。未经华泰香港期货书面同意, 任何人不得以任何目的复制本报告。

联系我们

外汇数据跟踪周报

地址:香港上环干诺道 168-200 号信德中心招商局大厦 9 楼 19 室

销售咨询

个人客户:+852 39161688

机构客户:+852 39161633 邮箱:sales@htfc.com.hk 机构客户开户咨询

24 小时客户服务及交易服务

香港专线:+852 39161616

内地专线:+86 400-628-0888(接通后按 8 再按 1) 邮箱:dealing@htfc.com.hk