

### 第三章 通货膨胀与经济增长

第二章强调周期，特别是经济周期的重要性，但对于具体分析一轮经济周期，则需要密切追踪经济增长和通货膨胀数据——无论经济增长还是通货膨胀，都是我们可观察的现象，而这种现象背后的成因则并不能从数据中看出来。

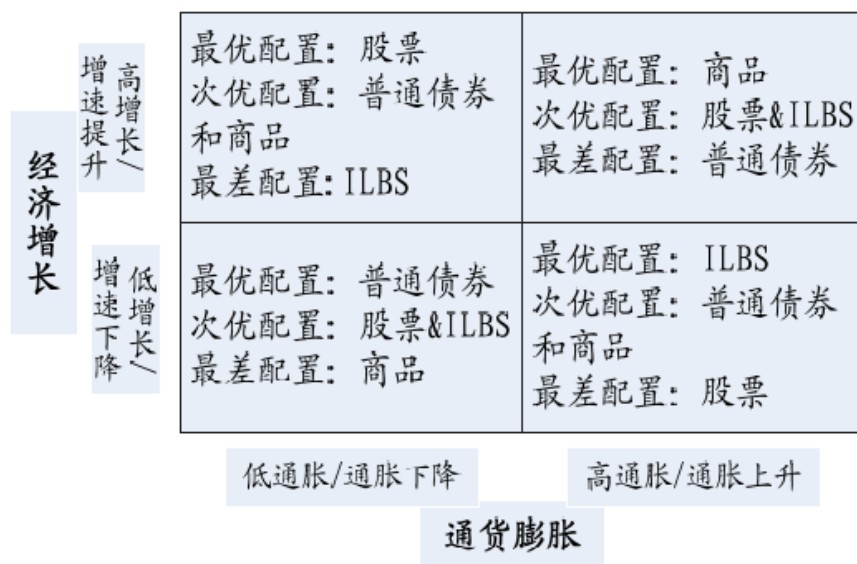
经济增长和通货膨胀的不同组合方式构成了证券市场最重要的投资背景，决定了不同阶段不同大类资产配置的重要性。

宏观经济增长的变化通过需求变化维度，特别是量的变化维度来影响企业的回报率和股票的收益率，而通胀周期的变化则通过价的变化维度影响企业的回报率和股票的收益率。其中通货膨胀通过价格一方面影响商品的供求平衡，另一方面也影响货币的供求平衡。通货膨胀通过这种双重影响能够改变不同经济资源的配置方式——经济增长在理论上创造价值，但是通货膨胀在理论上将这种价值进行分配。在价格水平和幅度变化较快的环境中，通货膨胀的未来表现对资产配置就具有更决定性的影响。在发达国家市场，由于经济发展成熟，成长性相对较弱，因此对于利率与通胀的变化更加敏感，而对于发展中国家市场，由于经济增长机会多，市场对通胀和增长均比较敏感。

对于宏观策略投资者，在大结构和周期的指导下，其后的关键投资步骤应该是：（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。

关于通胀和经济增长的组合可以有不同的划分方法，这里采用适用证券市场的简单有效的四象限分析方法。这只是一种视角，很多组合管理的书也提供其他的分类视角，比如小詹姆斯·法雷尔在《投资组合管理：理论和应用》的第九章专门对资产配置框架进行了研究，他单纯按照通货周期进行划分（并且划分标准也与这里有不同）来进行资产配置。其采取数量研究方法，而这里采用在框架确立情况下的历史研究方法。

图 3.1：双维视角下的资产配置（ILBS 指“通胀联系债券”）

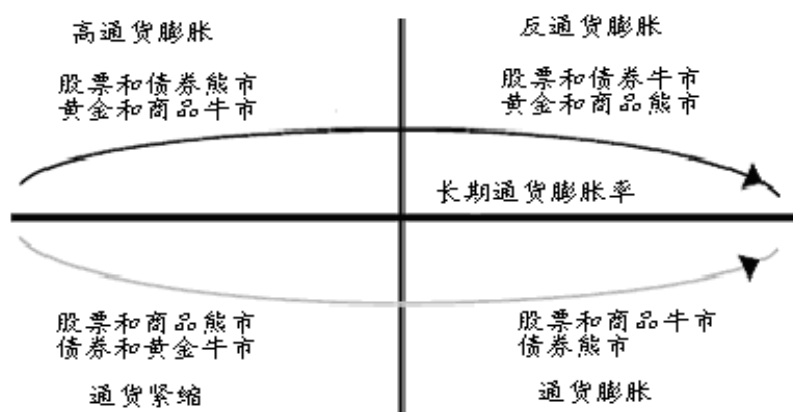


本章分为两节，第一节主要研究不同通胀区间对各类型资产的影响以及机理，也就是通胀背景的重要性研究，这是本章重点部分，第二节并没有在如何分析经济增长和通货膨胀上费太多笔墨，经济学家已经从各个角度和方面进行了大量分析，策略投资者主要是能够采取有效判断就足够了，无论经济学家用什么经济指标去分析和预测，维度都应该落实到经济增长和通货膨胀上，这是对证券市场最核心的宏观形势分析。

## 第一节 通胀区间的重要性

通货区间分成四个部分，一个是通货紧缩（DEFLATION），也就是通胀从低位走向更低的趋势；一个是通货膨胀（INFLATION），也就是通胀从低位走向高位的趋势；一个是反通货膨胀（DISINFLATION），也就是通胀从高位走向低位的趋势；最后一个是高通货膨胀（RUNAWAY INFLATION），也就是通胀从高位走向更高位的趋势。更简单化，就是通胀的上升趋势和通胀的下降趋势，以及，通胀的高位状态和通胀的低位状态。长期来说，分析通货膨胀周期是战略资产配置的核心。

图 3.2: 通胀象限及其下资产类型表现



正如之前所说，从微观上，不同的通货背景决定了不同企业的业务模式和盈利能力以及投资机会，从宏观上，不同的通货背景决定证券市场走牛还是走熊与不同的资产配置。因此，我们需要了解的是不同的通货背景下，证券市场是如何表现的，利率、商品是什么情况，企业在不同的通胀背景下如何盈利，以及如何在不同的通货背景下选择企业，我们主要是采用经验主义的研究方法，观察美国过去一百年的情况和其他国家出现的一些情况来做为未来投资的参考。不同的通货背景区间的演变带来不同资产类型的拐点。

在中央银行和纸币本位出现前，全球普遍采用金本位制度，在货币一定的情况下，经济增长越快则物价越低。通货紧缩的衰退周期造成的社会代价非常大，以致整个经济体系和社会体系无法容忍，甚至会造成全世界的危机。因此，投资股票的风险大，投资者要求的股利回报率和风险溢价要高。

最终中央银行成立，脱离金本位，并且可以合法发行货币对冲通货紧缩的影响，严重通货紧缩经济周期的消失意味着股票持有人长期风险的下降和债券持有人长期风险的上升。标准 500 指数股利回报率开始长期低于美国长期国债收益率——股票收益率开始长期高于债券。中央银行出现后的另外一个结果是，每个大背景下的市场波动都存在央行和财政部的作用。以上特点导致了通货膨胀有明显的周期性和一定规律性。

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金融史。过去近百年来，全球证券市场在不同的通货情况下呈现不同的运行特征。战后的黄金时代是温和的通货膨胀时期，通胀从低位趋势向上，但是经济增长更强，企业盈利持续增加，美国证券市场表现优异。

在 60 年代末期和整个 70 年代是高通货膨胀时期，这个时候的股票市场如果以金本位计算价值的话，则市值损失可以超过 80% 以上。

在 80 年以后，随着通货膨胀预期的降低，经济的重新增长，证券市场迎来反通货膨胀

的大牛市。

但是在 97—99 年左右，世界进入通货紧缩时代，证券市场开始系统性走熊，尽管 2000 年有网络股的结构性的机会，但是除 NASDAQ 指数外，其他指数提前形成头部的特征。不过因为有中央银行，可以采用通货膨胀的策略，导致 2002 年开始，通胀重新上升，经济增长，证券市场迎来牛市，但是由于是人为促成的增长，商品表现最佳，随着通胀持续上升，央行加息，次贷危机出现，全球衰退，并且重新开始担心通货紧缩，2008 年全球股票市场大跌。

2008 年下半年开始，央行重新采用促成通货膨胀的策略，2009 年开始经济逐渐恢复，通胀缓慢上升，股票市场表现较好。2010 年呢？如果经济增长放缓，同时通胀继续上涨，这就不利于股票市场。

通过研究通胀史，可以发现：

(1) 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 年上半年短暂发生的情景，经济增长趋势下行，但是通胀较高且上行，股票市场下跌。

(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。

如果通胀从高位回落，经济也回落，则不利于股票市场，但是如果这种回落是因为央行把控制通胀作为货币政策的首要目标而造成的回落，则被称为反通胀阶段，反通胀如果显示有利于经济增长，则股票市场会迎来牛市。温和通胀如果伴随着经济平稳增长，股票市场也表现不俗，典型的是“二战”后的“黄金 20 年”。

图 3.3: 美国历史上典型的通胀周期及其工业产值（1850-2008）

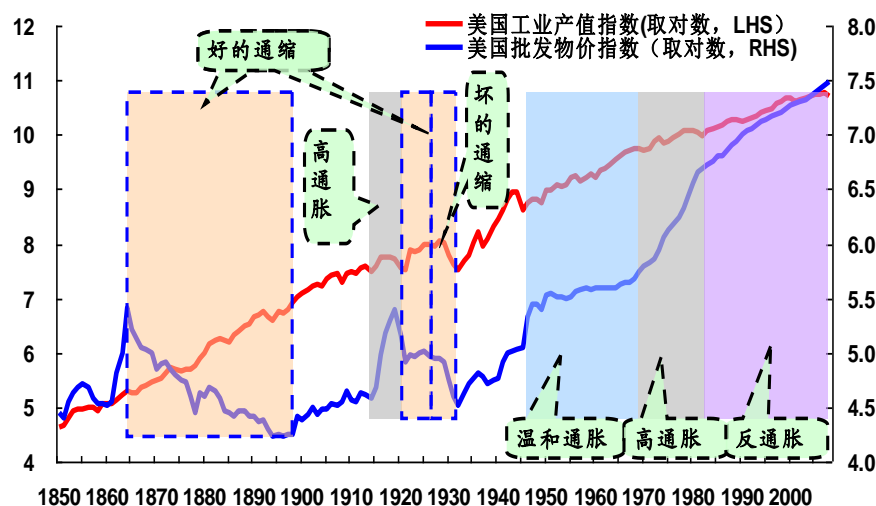


图 3.4: 美国历史上典型的通胀周期及其股市表现（1897-2008）

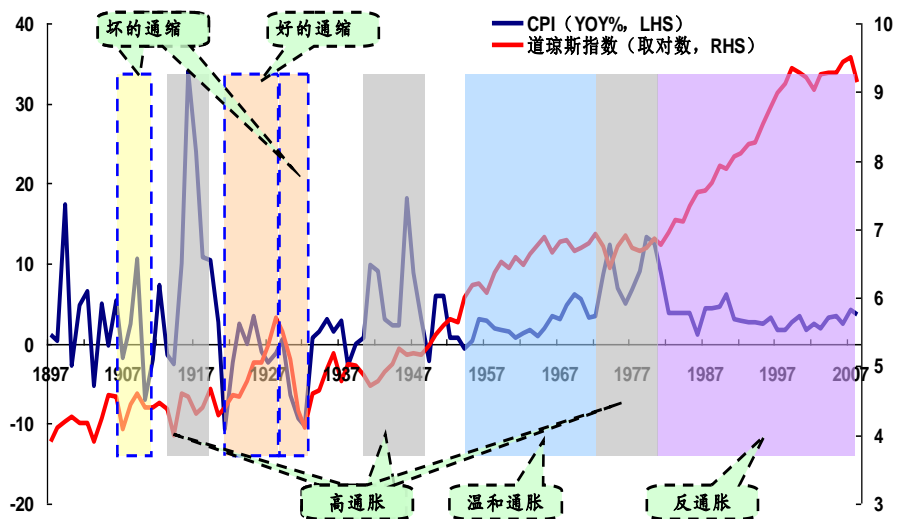


图 3.5: 美国历史上典型的通胀周期及其长期国债表现 (1953-2008)

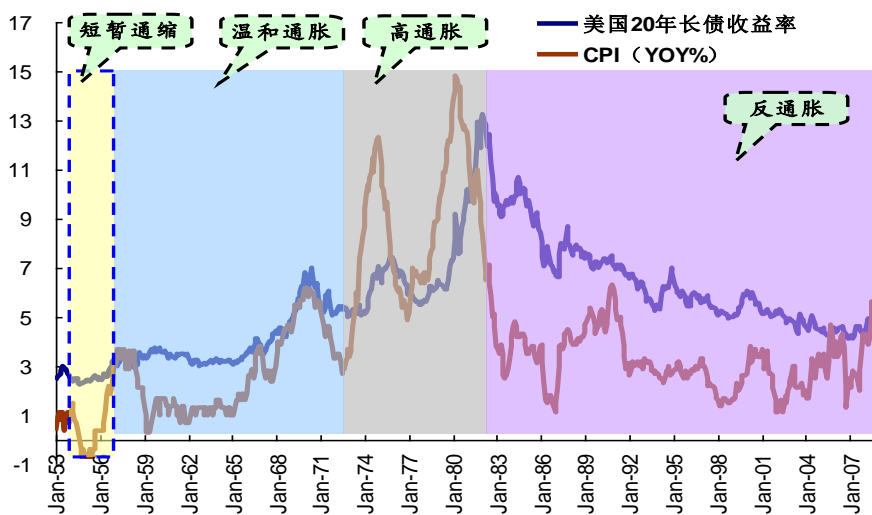


图 3.6: 美国企业债收益率及其不同评级之间利差变化 (1953-2008)

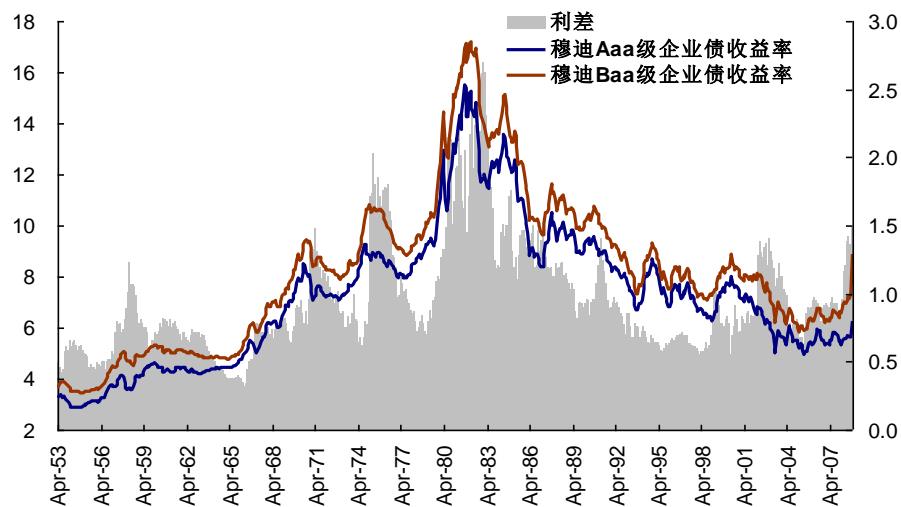
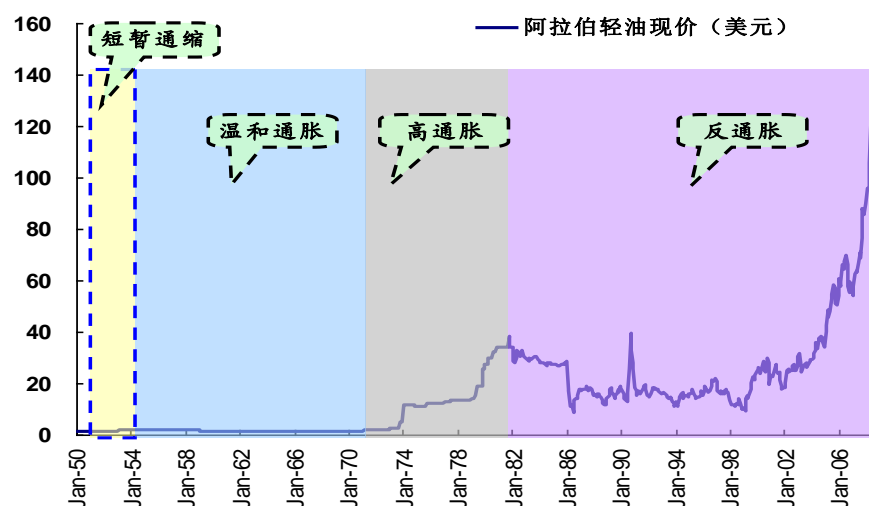


图 3.7: 美国通胀周期及油价表现 (1950-2008)



研究通货紧缩以及其背景下的经济增长,和研究高通胀同时经济停滞这两个比较极端的例子对理解通胀的作用非常有帮助。

### 通货紧缩

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,一旦发生存在演变为长期的经济衰退的可能,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货紧缩,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 3.8: “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

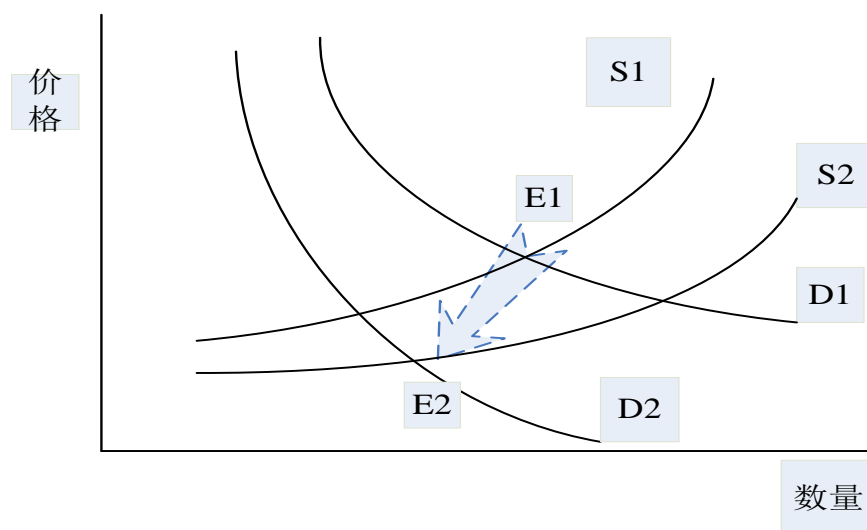
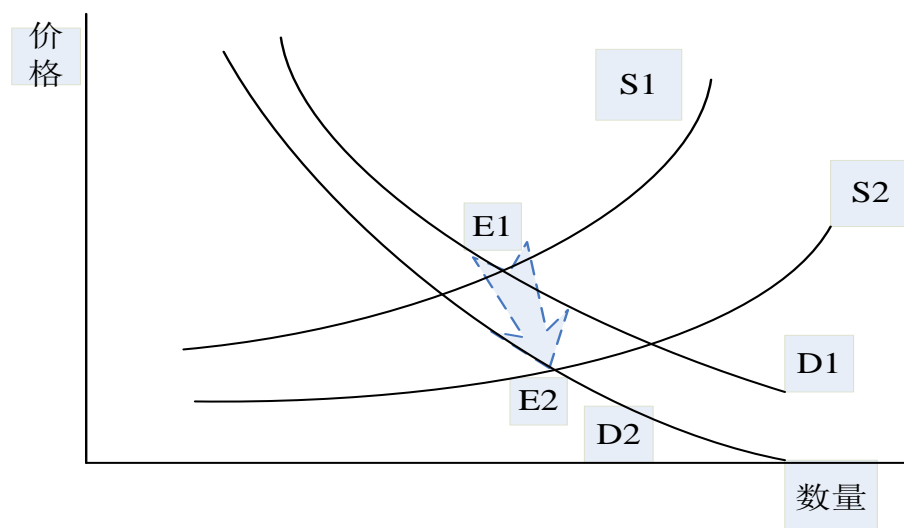


图 3.9: “好的通缩”: 收入下降导致需求曲线左移, 并且更为陡峭, 成本下降导致供给曲线右移, 且更加平坦, 结果导致价格下降, 产量增加, 两者的不同在于供给曲线



“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 3.10: 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”)



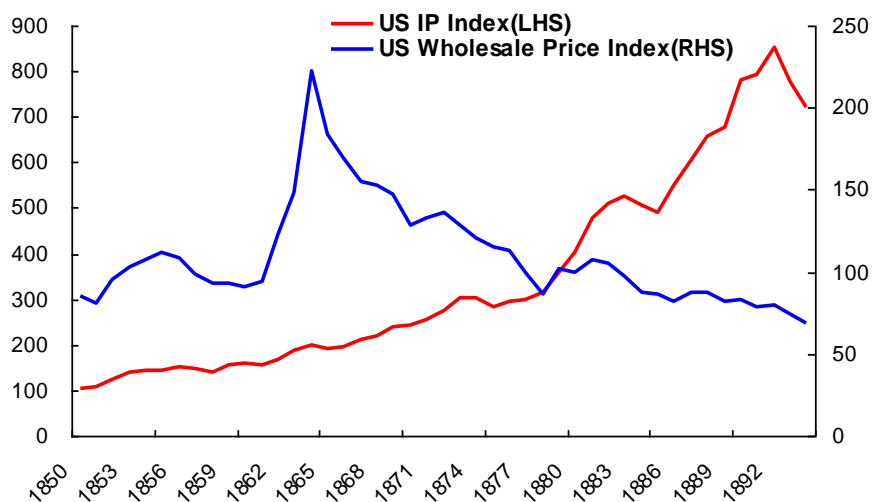


图 3.12: 美国 20 年代发生“好的通缩”，随着金融危机爆发，30 年代出现史上最严重的“坏的通缩”

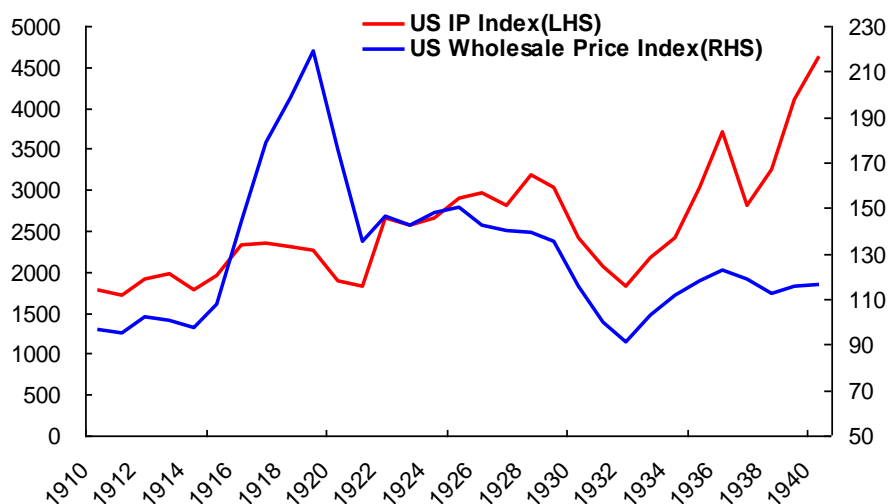


图 3.13: 20-30 年代美国股市很好地体现对“好的通缩”和“坏的通缩”的不同反映

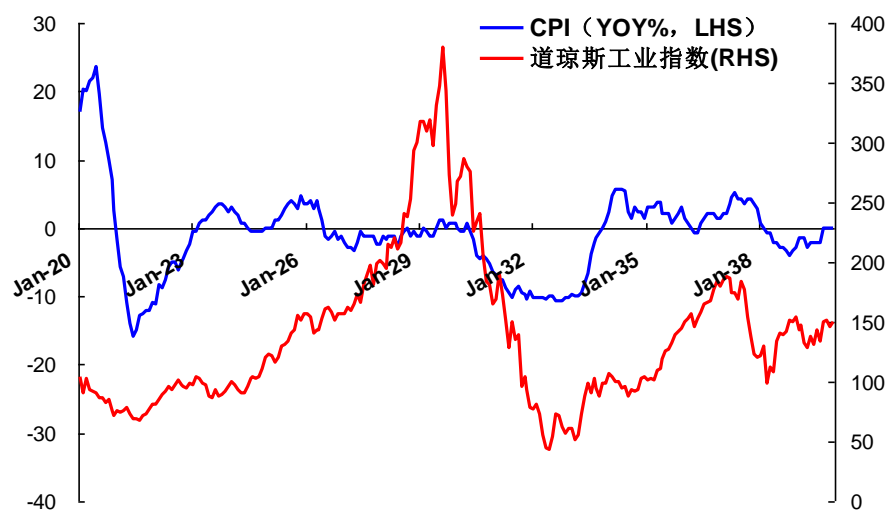
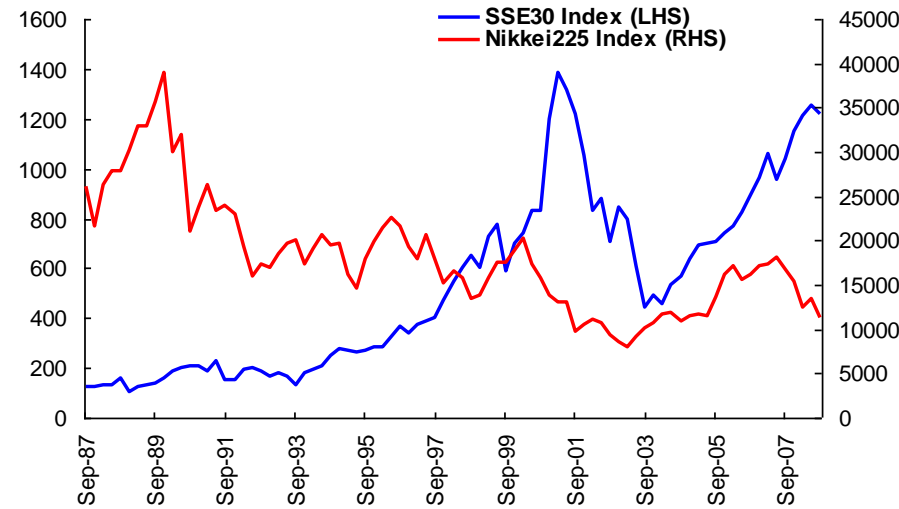


图 3.14: 日本和瑞士的股市表现更能说明问题, 89 年 12 月-97 年 12 月, 日本股市下跌 58%, 同期瑞士股市上涨 270%



那么通缩下股票市场如何表现呢？统计美国 11 次通缩状况，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 年例外（我们认为主要源自两次主要事件性因素：“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（经济严重下滑），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 3.1: 美国 20 世纪通缩期间股市表现（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）

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%



“二战”后，全球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 3.2: 90 年代发生通缩的部分国家或地区概况

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
1998-2000	中国	25	增速大幅下滑	约-2.2%	牛市	亚洲金融危机和劳动生产率提高

图 3.15: 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

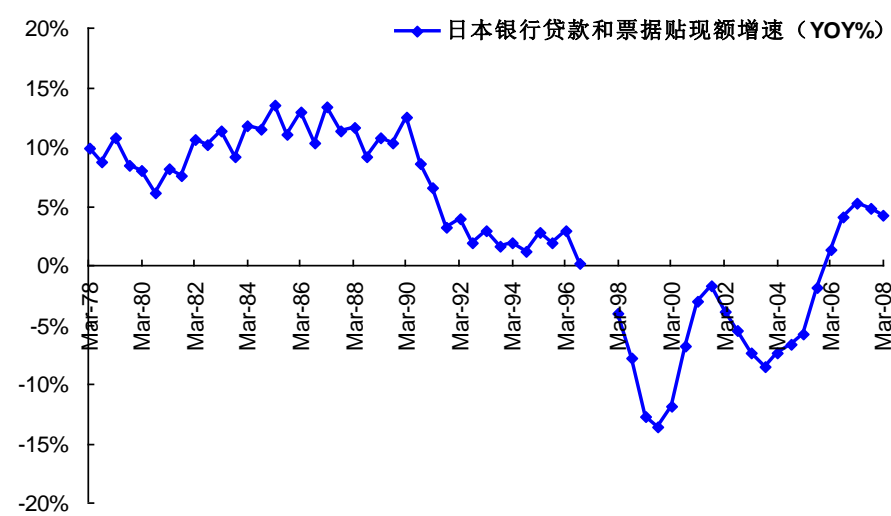


图 3.16: 通缩具有自我加强效应，日本在通胀水平不断回落以致通缩后，居民消费增速出

## 现负增长



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%。

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，这在绝大多数发生通缩的国家中一再重演，我们认为主要是由于投资者在经济陷入通缩后，开始关注和憧憬未来经济复苏，提前反应了复苏的预期，因此，除非发生长期大萧条或经济衰退，股市在陷入通缩后 1 年一般表现不错。

图 3.17: 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”

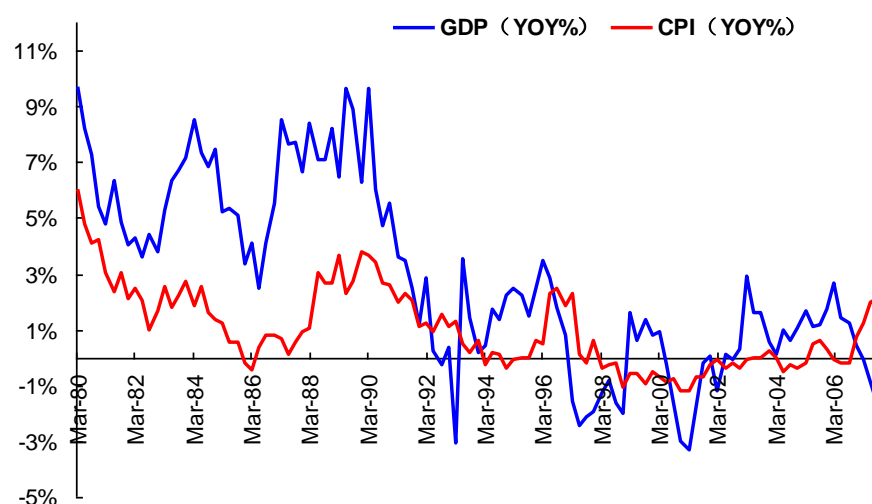


图 3.18: 瑞士 90 年代同样发生通缩，但瑞士金融机构保持完好，通缩期间经济未显衰退，属于“好的通缩”

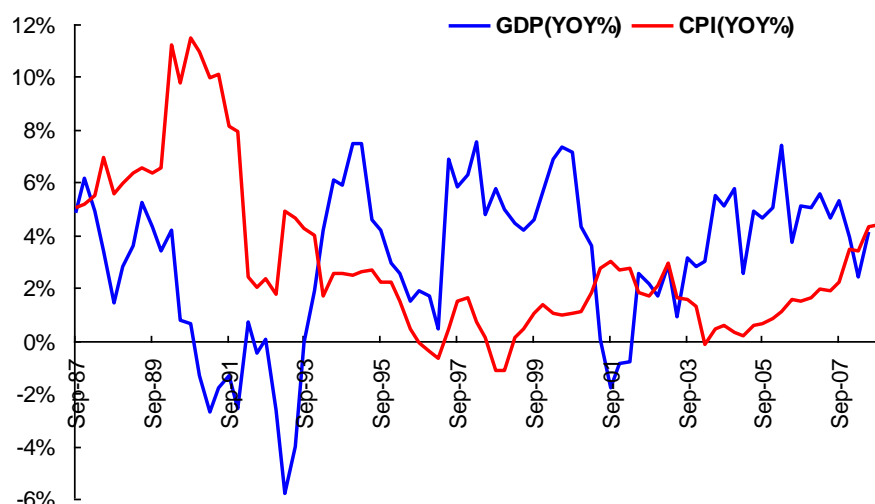
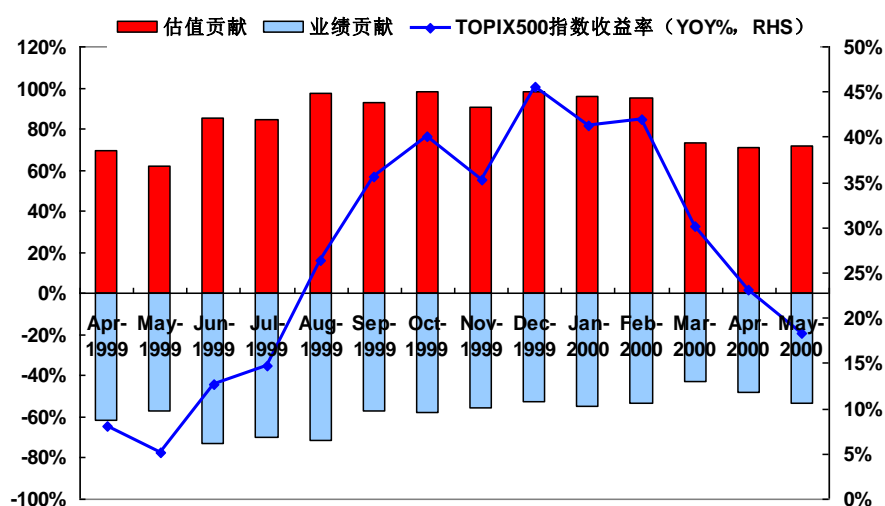


图 3.19：日本 90 年代末陷入通缩后，指数涨幅几乎全部来自估值水平提升



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。

表 3.3：美国历史上主要通缩历史概况，Friedman《美国货币史》

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	-15.6% (07-08 年)	-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	-2.9% (22-23 年)	-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	-39.6% (29-33 年)	-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	-12.6% (36-38 年)	-10.1%	1937 年股市走牛	M2 负增长，法定准备金上升 1 倍，削减财政开支

**表 3.4: Gary Shilling 提出的导致通缩的 14 条因素**

导致通缩的因素

- 1、冷战结束导致全球军费支出削减
- 2、主要国家的政府支出和赤字下降
- 3、中央银行持续不断地进行反通胀斗争
- 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
- 5、英语国家不断进行结构性重组，全世界都跟进
- 6、高新技术将降低成本并提高劳动生产率
- 7、网上信息推动竞争
- 8、大众行销降低成本与价格
- 9、管制放松，价格下降
- 10、资源在全世界范围内配置，将使成本降低
- 11、全球实行市场经济制度，导致全球供给增加
- 12、美元继续保持强势
- 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
- 14、美国人将从举债消费转为储蓄

微观上，通货紧缩与通货膨胀时期，企业在价格、销量、成本与收益呈现不同特征。

**图 3.20: 在通货膨胀环境下，成本和收益呈线形关系，成本提高企业收益线性下降**

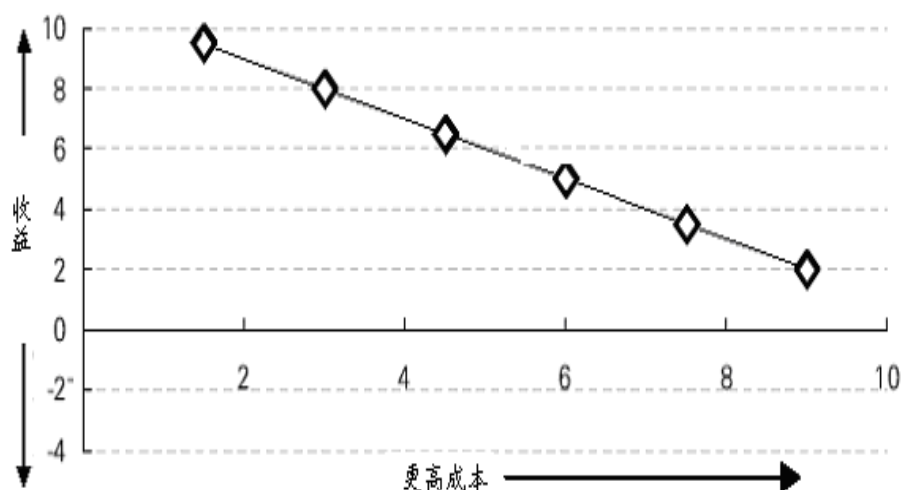
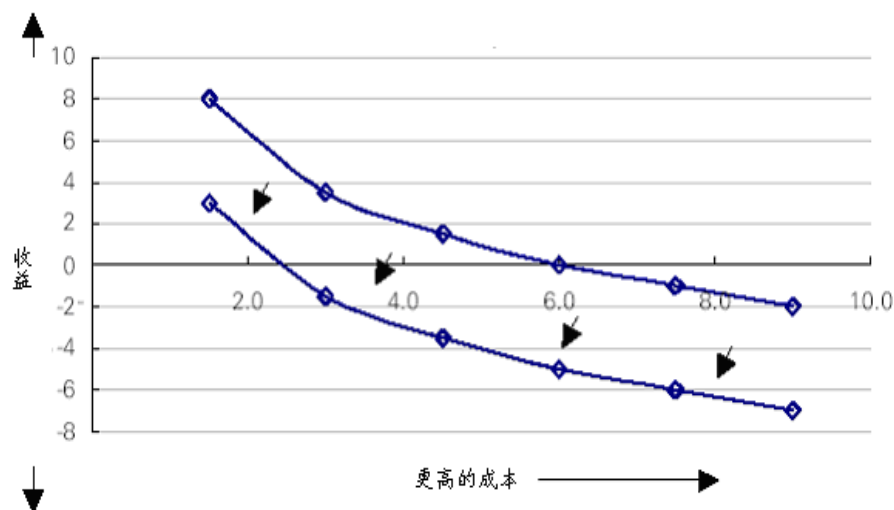


图 3.21: 但在通货紧缩环境下, 企业的成本与收益呈非线性关系, 收益向低成本企业倾斜



物价稳定略有上涨的环境对于企业来说是非常好的信号, 对未来产品价格走势更有预见性和信心。通货膨胀对于资本密集和垂直整合企业是利好, 比如航运公司对于通货膨胀环境是利好, 企业敢于去投资 (而在通缩和高通胀下则不敢)。

通货膨胀意味着企业的销售/固定资产升值, 现金流/资产上升, 而通货紧缩则相反。因此在通货紧缩期间, 投资者喜欢投资轻资产公司, 但是通货膨胀, 则是重资产公司。

在通货膨胀的环境下, 如果价格上升, 则企业利润显著增加。而如果在严重的通货紧缩情况下, 价格下降则只有更低成本的企业才可以生存。因此, 在通缩期间, 品牌和差异化并不能充分保证企业持续运转成功, 无论采取何种经营策略, 低成本是必须的。

在通货膨胀情况下, 如果毛利率下降, 企业也许试图纵向整合, 收购上游供给商和下游分销商, 或者进入其他行业, 也许会进行战略联盟来阻止价格下跌。但是在通货紧缩环境下, 企业采取多元化、横向与纵向整合策略并不能增加企业的净资产收益率, 只会带来更多的竞争过剩的产能和继续下跌的产品价格。因为这些策略的问题在于: 你的竞争对手, 你的上游供应商, 你的下游分销商和你一样基于同样的原因在做同样的策略, 这只能导致更残酷的价格战。而进入一个新的行业 (上游、下游或者其他行业), 需要适应新的规则, 这降低企业效率。在通货紧缩的情况下, 整合是错误的策略。无论如何整合和多元化, 只会意味着资产

负债表的扩张，这会进一步降低资产收益。对于垂直整合的企业，利润率会继续下降，导致企业现金流脆弱，从而导致继续的价格战，最终出现企业的信用危机。

温和的通货膨胀中短期对多数企业都是利好，资本市场特别奖励素质差的企业，因为素质差的企业“弹性大”，但是从更长期的角度来看，通货膨胀降低了产业集中度，并且种下产业过剩的种子。

因为成本和收益的非线性关系，在通货紧缩环境中，唯一适用的企业规则就是从林法则，也可以称为经济达尔文主义，企业只能通过降低存货，尽可能降低成本，规模化，产业升级和产品创新来获得增长。如果一个经济体在通货紧缩情况下可以有效奖励高效率企业，惩罚低效率企业，那么经济仍然可以获得增长。只不过，通缩期最具有竞争力的最受资本市场喜欢的企业具有创新、产业升级和低成本特征。另外一个不受通货紧缩影响的是非贸易品的消费和服务。商品可分为贸易品和非贸易品。通货紧缩下，产品定价权出现分化和差异。贸易品的价格在大幅度下降，但是服务的价格下降并不显著。

表 3.5: 通货紧缩环境下投资机会对比

LOSERS	WINNERS
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
完全竞争性企业	垄断型企业
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

高通胀和滞涨

一般来说，产能过剩、经济衰退、老年社会和局部战争都会给各国的中央银行以理由来通胀整个经济体系。一个例子是美国历史上的战争，如越南战争，在纳税人反对征税的情况下，总得有人为战争支付代价，那么中央银行只有多印钞票了。日本面临老年社会，储蓄逐渐下降，中央银行也会采取激进的通货膨胀来化解风险(但是由于开放体系，资金全部外逃，本土仍然是不良通缩)。

可是经济的长期进步是因为创新和生产力提高，而不是简单印钞票就可以解决的。印钞票短期会有货币幻觉，但是长期会导致高通胀。最坏的财富破坏（反复强调，通货对资源和财产有重新分配功能）不是来自于通货紧缩（名义资产价值的减少），而是来自于失去控制的通货膨胀，也就是高通货膨胀。

通货膨胀是货币现象，高通货膨胀也就是过度使用货币的现象。历史上有不少极端的案例，比如德国一战后的高通货膨胀，国民党统治大陆末期的高通货膨胀。不过最经典的研究案例是上世纪 70 年代。

其出现的背景是，在上世纪 60 年代后期，技术革命的效力开始消失，但是美国政府在进行越南战争，并且在国内进行“GREAT SOCIETY”运动，并且还希望将人送上月球，但是又不敢提高征税（当时财政赤字/GDP 是处于警戒线之内的）。因此只能求助于美联储的货币政策，多印刷货币。1969 年是一个明显的转折点，债券收益率和股票价格相关性开始变成负的，也就是说，在那个时刻起，上升的利率对于股票来说是坏的消息。这与上世纪 50—60 年代的通货膨胀期不一样，那时股票的价格和利率的变化是正相关的。

在 1973 年，美国政府面临着衰退和动荡的国际形势，因此美国当局选择了通货膨胀。一旦印钞机开始疯狂工作，股东财富被严重破坏，当然未必从股票价格的名义下降看出来。但是如果股票指数以黄金计价的话，则对于股东来说是残酷的价值破坏。高通货膨胀相当于对股票的持有者大大提高了收税。因此股票持有人开始变卖金融资产，开始囤积黄金和商品。高通货膨胀对于债券来说是坏的，但是对于股票来说也是坏的。70 年代的大通胀造成资产类别的波动性大增，结果股市风险溢价提高，市盈率很低。另外一个例子是 93、94 年中国 A 股市场，当时市场背景也是高通胀，股市市盈率不到 10 倍。

图 3.22: 道琼斯指数呈现震荡



图 3.24: 但以黄金计价的标普 500 下跌了 85.5%，接近大萧条 89%的跌幅



高通货膨胀造成的微观企业效应是：企业盈利在国民收入的份额在下降，主要是因为尽管企业可以提价，但是成本（包括资源和劳动力）涨得更快。高通货膨胀时期，价格信号彻底失真，企业的盲目投资和混乱的财务管理开始出现。企业通过持有更多存货来提高企业盈利，而不是依靠生产。在上世纪 70 年代，美国利率上升，但是美国企业的净资产收益率在下降。美国企业税后利润占美国 GDP 的份额也在持续下降。

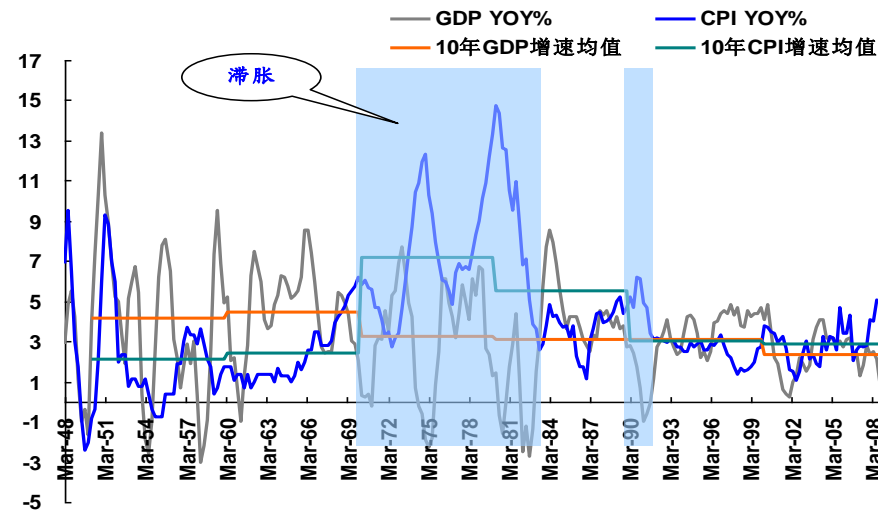
通货膨胀改变的是利益格局。严重的通胀则具有极大危害性，在高通货膨胀情况下，企



业经理和投资者不能很明确地知道眼前盈利究竟是多少，很难预料将来盈利水平，企业利润变得不稳定，使新投资停滞不前，这会使股价上升缺少实质性的支撑，因此资金短期化，囤积存货或者直接投机，最终对经济造成沉重打击。

滞胀全称停滞性通货膨胀(Stagflation)，在经济学中，特指经济停滞(Stagnation)与高通货膨胀(Inflation)同时存在的经济现象。《现代经济词典》把停滞解释为：“实际产量或收入不变、下降或虽增长但大大慢于所能达到的增长速度”。

图 3.24: 美国 1969-1982 年发生持续时间约 13 年的“滞胀”



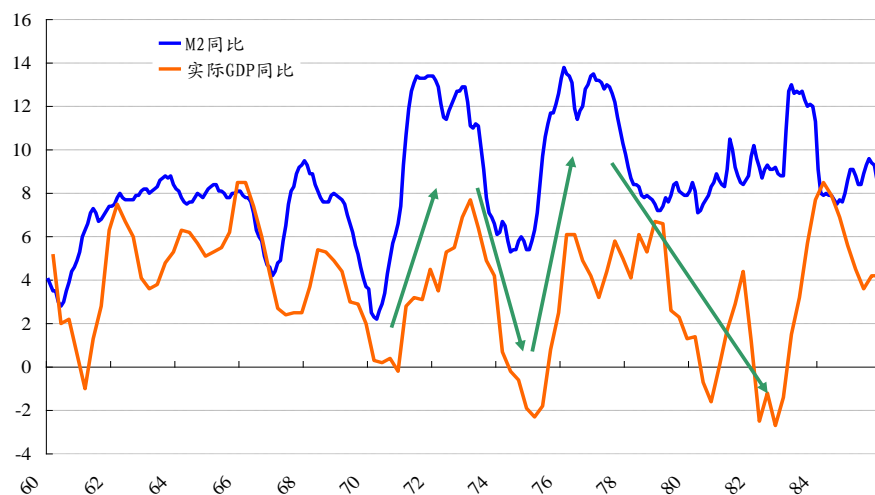
滞胀主要是因为美国政府试图利用货币政策工具，意图刺激经济，这造成美国货币供应量频繁变动，结果对经济的扰动也增大。弗里德曼对美国 1867-1960 年货币史的研究得出的结论是：货币供给变化率比总体经济将近早 16 个月达到高峰，而货币供给变动率比总体经济早 12 个月以上达到低谷。

为了证实弗里德曼理论在 60 年代后的有效性，我们将 1960 年后 M2 增速、工业产值增速、GDP 增速与 CPI 的峰值与低谷进行分析，发现：1969-1983 年间，货币供给量都领先于 GDP 增速变化而变化，同样领先于物价变化而变化，并且领先 GDP 增速变化的时滞要远小于领先 CPI，我们认为这可能是由于黏性的物价和工资性质造成的。这表明“滞胀”时期货币学派具有很强的解释力。

表 3.5: 美国 M2 增速与工业产值增速、GDP 增速之间的对应关系（时差单位：月）

M2 峰值	工业生产 峰值	GDP 高峰	时差	M2 低谷	工业生产 低谷	GDP 低谷	时差
1963 年 11 月	1965 年 11 月	1964 年 6 月	7	1967 年 2 月	1967 年 6 月	1967 年 9 月	4
1968 年 2 月	1968 年 7 月	1968 年 9 月	9	1970 年 3 月	1970 年 10 月	1970 年 12 月	7
1971 年 12 月	1972 年 12 月	1973 年 3 月	15	1974 年 6 月	1975 年 5 月	1975 年 3 月	11
1976 年 2 月	1976 年 5 月	1978 年 12 月	3	1979 年 3 月	1980 年 7 月	1980 年 9 月	16
1983 年 3 月	1984 年 2 月	1984 年 3 月	11	1986 年 3 月	1987 年 1 月	1987 年 3 月	10
1987 年 2 月	1988 年 1 月	1988 年 6 月	11	1989 年 6 月	1991 年 4 月	1991 年 3 月	10
1999 年 2 月	2000 年 6 月	2000 年 6 月	16	1993 年 4 月	1996 年 1 月	1995 年 12 月	21
2001 年 12 月	2005 年 6 月	2004 年 6 月	30	2000 年 7 月	2001 年 12 月	2001 年 12 月	5
				2005 年 5 月	?	?	

图 3.25: M2 与 GDP 增速



根据弗里德曼对美国 1867-1960 年货币史的研究，通胀无论何时何地都是货币现象。弗里德曼认为正是变化无常的货币供给速度，破坏了人们的通胀预期，政府更加广泛地干预定价，共同降低了经济体系的效率，导致所有的市场不断发生摩擦，并且很可能提高登记失业率。

图 3.26: 美国货币供应、Fed 利率、CPI，货币供应推动 70 年代的通胀

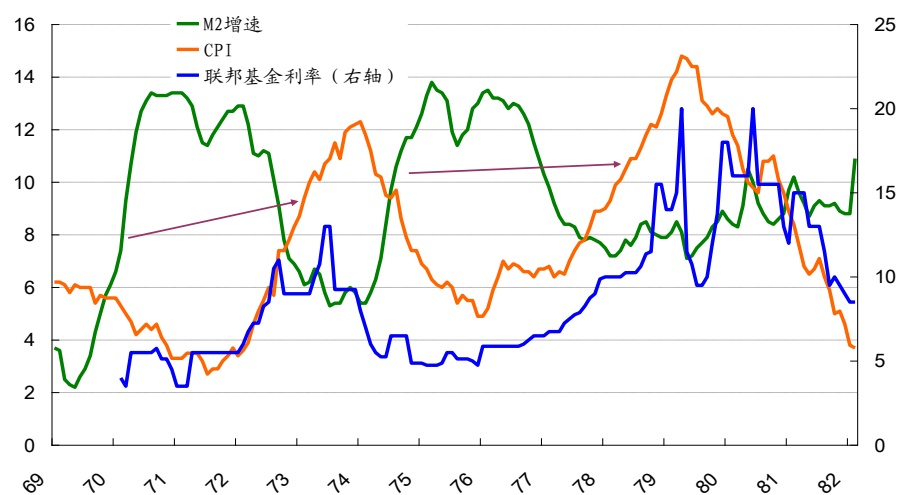


表 3.6: 美国 M2 增速与 CPI 之间的对应关系（时差单位：月）

M2 峰值	CPI 峰值	时差	M2 低谷	CPI 低谷	时差
1963 年 11 月	1966 年 11 月	36	1967 年 2 月	1967 年 10 月	8
1968 年 2 月	1970 年 1 月	22	1970 年 3 月	1972 年 8 月	29
1971 年 12 月	1974 年 12 月	36	1974 年 6 月	1976 年 12 月	30
1976 年 2 月	1980 年 4 月	51	1979 年 3 月	1983 年 8 月	54
1983 年 3 月	1984 年 4 月	13	1986 年 3 月	1986 年 12 月	9

1987 年 2 月	1990 年 12 月	47	1989 年 6 月	1992 年 2 月	33
1999 年 2 月	2000 年 6 月	16	1993 年 4 月	1994 年 5 月	13
2001 年 12 月	2008 年 7 月	80	2000 年 7 月	2002 年 2 月	19
			2005 年 6 月	2006 年 10 月	16
平均		38			24

对于 70 年代“滞胀”的节奏，可以梳理为四个阶段：

第一阶段（1970-1972），这一阶段是美国在 60 年代末经济增长放缓后开始刺激经济的一个阶段，货币增速开始大幅攀升，经济也开始恢复，但是其他经济体受制于布雷顿森林体系和后来的史密斯协定，而被迫接受扩张政策，这带来了全球流动性的上升，这阶段的末期也就是 72 年时就已经出现了商品价格的上涨；

第二阶段（1973-1974），在通胀开始上升后，73 年初美国便开始加息，其他央行也几乎同时开始加息，但 73 年 10 月第一次石油危机爆发，油价开始飙升，商品价格在流动性的带动下继续上涨；而股市开始下跌，全球经济也开始下滑，失业率开始上升。

第三阶段（1975-1977），看到经济下滑，还是处于凯恩斯主义统治的政府思想开始指导货币政策再次放松，流动性开始增加，为第二次通胀埋下种子，股票市场也开始了一波反弹，但从 77 年通胀又再次在流动性的推动下上升，所以在这一阶段的末期，央行开始逐步依次加息。

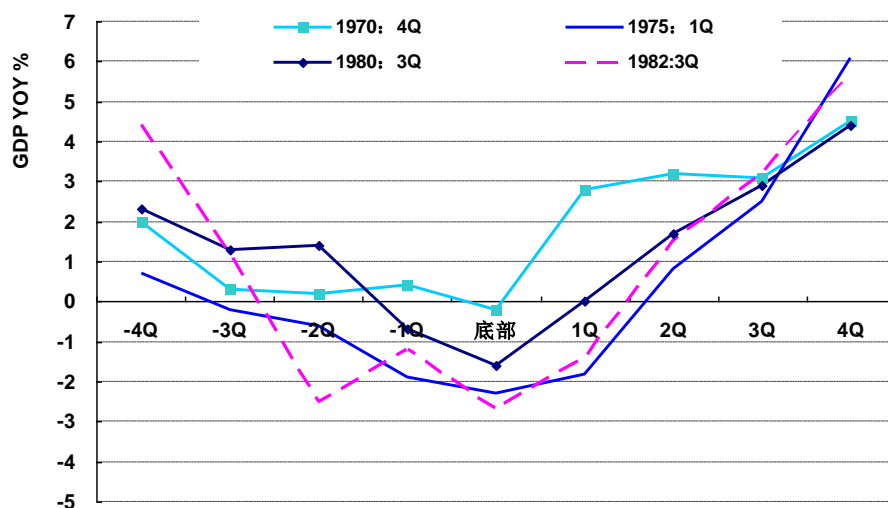
第四阶段（1978-1982），在第二次石油危机前，商品价格已经开始进入上涨通道，美国于 1978 年颁布了所谓的《汉弗莱·霍金斯法案》(Humphrey Hawkins Act)，要求美联储在二战后制订的“全面就业”的原始政策目标之上，再加入价格稳定。这为后来的美联储主席保罗·沃尔克在解决两位数通胀时采取果敢行动奠定了法律基础。等到 79 年石油危机再次爆发，通胀已经难以控制，宣告了全球博弈以失败结束，美国和其他央行们只得将利率提高到两位数，才结束了 70 年代历史般的全球大通胀。

在“滞胀”阶段，美国共经历了 4 次经济危机，按照 NBER 的统计资料，经济谷底分别为 1970 年 11 月，1975 年 3 月，1980 年 7 月，1982 年 11 月，平均 GDP 同比增速-1.7，持续时间平均在 1 年左右。

表 3.7：美国“滞胀”期间 GDP 增速

	1970: 4Q	1975: 1Q	1980: 3Q	1982: 3Q	均值
-4Q	2	0.7	2.3	4.4	2.4
-3Q	0.3	-0.2	1.3	1.2	0.7
-2Q	0.2	-0.6	1.4	-2.5	-0.4
-1Q	0.4	-1.9	-0.7	-1.2	-0.9
底部	-0.2	-2.3	-1.6	-2.7	-1.7
1Q	2.8	-1.8	0	-1.4	-0.1
2Q	3.2	0.8	1.7	1.5	1.8
3Q	3.1	2.5	2.9	3.2	2.9
4Q	4.5	6.1	4.4	5.7	5.2

图 3.27：滞胀期间美国出现 4 次衰退

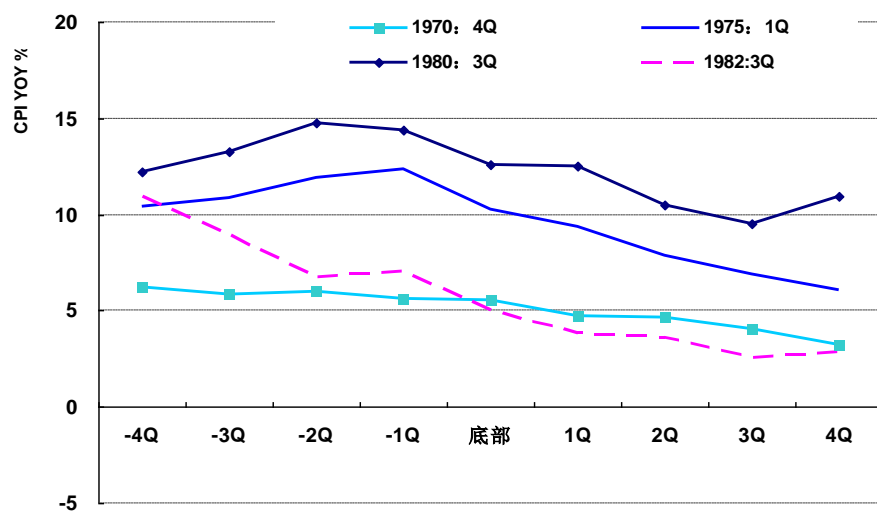


在“滞胀”阶段，CPI 同比在 6-10%范围波动，在经济陷入低谷之后，物价水平有所下降。

表 3.8: 美国“滞胀”期间 CPI

	1970: 4Q	1975: 1Q	1980: 3Q	1982:3Q	均值
-4Q	6.2	10.39	12.18	10.95	9.93
-3Q	5.82	10.86	13.29	8.92	9.72
-2Q	6.01	11.95	14.76	6.78	9.88
-1Q	5.66	12.34	14.38	7.06	9.86
底部	5.57	10.25	12.6	5.04	8.37
1Q	4.71	9.39	12.52	3.83	7.61
2Q	4.64	7.91	10.49	3.6	6.66
3Q	4.08	6.94	9.55	2.58	5.79
4Q	3.27	6.07	10.95	2.86	5.79

图 3.28: 滞胀期间 4 次衰退中物价走势

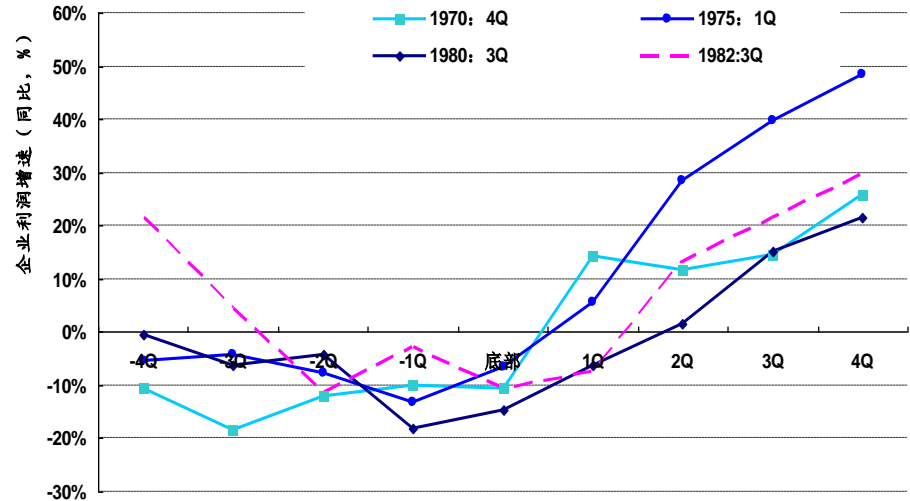


在“滞胀”阶段，企业利润变化同步于 GDP 变化，在经济低谷 1 年后，平均业绩增速约为 31%。

表 3.9: 美国“滞胀”期间企业盈利增速变化

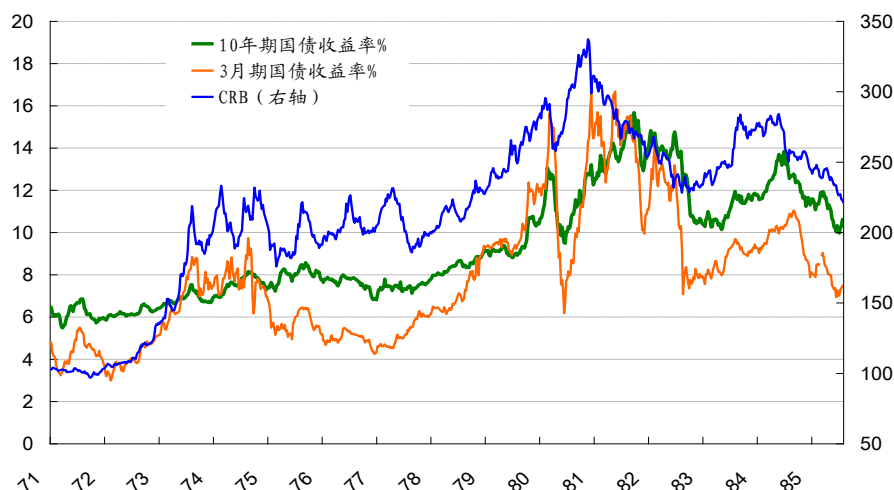
	1970: 4Q	1975: 1Q	1980: 3Q	1982:3Q	均值
-4Q	-10.66%	-5.42%	-0.54%	21.65%	1.26%
-3Q	-18.48%	-4.18%	-6.29%	4.48%	-6.12%
-2Q	-12.15%	-7.67%	-4.10%	-11.34%	-8.82%
-1Q	-9.90%	-13.29%	-18.14%	-2.69%	-11.01%
底部	-10.57%	-6.49%	-14.70%	-10.57%	-10.58%
1Q	14.32%	5.64%	-6.21%	-7.41%	1.59%
2Q	11.80%	28.45%	1.67%	13.16%	13.77%
3Q	14.58%	39.63%	15.24%	21.46%	22.73%
4Q	25.92%	48.33%	21.65%	29.64%	31.39%

图 3.29: 滞胀期间 4 次企业盈利增速变化



商品价格受流动性钟摆的推动，利率的大幅波动也造就了债券市场的巨大机会和风险。由于黄金同时具备“货币+商品”双重属性，使得“滞胀”期间黄金大涨，其真实价格一度超过历史均值的 3 倍。除去原油和农产品（歉收导致农产品价格上涨）后的商品价格真实指数在第一次石油危机前，差不多在 72 年就出现飙升，而原油价格直到 73 年晚期才开始上涨。同样的情形也发生在第二次石油危机，但石油价格的涨跌幅要远大于普通商品。

图 3.30: CRB 与国债收益率



通过研究 69-82 年期间美国大类资产收益率，以 CPI 作为参考，可以总结发现：

- （1）石油和黄金是最优配置资产。其中石油的表现最为优异，这与两次石油危机期间的油价暴涨和布雷顿森林体系崩溃后黄金价格暴涨有关，但 CRB 指数并未跑赢 CPI，说明大多数工业金属和农产品表现不佳；
- （2）房产略输于 CPI。说明即使是房产，也难以在“滞胀”期间保值；
- （3）债市绝大多数期间是熊市，跑不赢 CPI。但 82 年开始降息后，国债和企业债才录得超额收益；
- （4）即使考虑股息，股市也难以跑赢 CPI，基本呈现熊市震荡格局。

**表 3.10：典型滞胀年份大类资产收益率比较**

	1969	1970	1973	1974	1975	1979	1980	1981	1982	均值	标准差
标普 500 指数收益率 (不含股利)	-11.4	0.1	-17.4	-29.7	31.5	12.3	25.8	-9.7	14.8	1.8	20.6
标普 500 指数股息率	3.1	3.2	3.2	3.4	3.6	5.1	5.7	6.2	6.7	4.5	1.5
CRB 指数收益率	3.5	-1.1	48.6	0.5	-6.2	22.9	9.4	-18.4	-7.9	5.7	19.8
标普 500 收益率(含股利)	-8.3	3.3	-14.2	-26.3	35.2	17.4	31.5	-3.5	21.4	6.3	21.3
企业债持有期收益率			2.0	-4.7	15.7	-2.2	0.5	2.3	35.5	7.0	14.2
房价指数收益率	6.5	8.0	2.1	7.5	12.3	14.7	9.3	5.8	4.9	7.9	3.8
CPI	5.5	5.7	6.2	11.0	9.1	11.3	13.5	10.3	6.2	8.8	2.9
国债持有期收益率						5.3	4.9	9.9	28.0	12.0	10.9
现货黄金价格涨跌幅	-14.4	6.5	67.0	72.3	-23.7	126.5	15.2	-32.6	14.9	25.7	52.5
Arab 轻油价格涨跌幅	0.0	0.0	103.2	123.2	10.0	88.9	33.3	-0.5	-12.4	38.4	52.2

综合来说，投资者必须明白，通货的变动就是资源和资产的重新分配，而通缩和高通胀都是不利于股市的分配，只不过高通胀更不利。高通胀纯粹是因为生产力停顿且经济遇到多种不利因素，央行为了对冲不得不狂印钞票，结果扰乱了经济和企业正常运行，造成了大波动。在这个背景下，股市一定没有牛市，估值受到压抑。而在通货紧缩背景下，通过自然选择的残酷竞争，最终优质的采取低成本的能够创新的企业会获胜，结果是经济仍然会出现繁荣，这或许就是奥地利学派所主张的吧。

## 第二节 分析经济增长和通货膨胀

分析经济增长和通货膨胀的具体方法见经典的宏观经济学教科书。即使策略投资者不善于对宏观经济进行分析，也可以阅读诸多市场经济学家定期的各种预测数据，深入阅读并探求其假设的基本逻辑，然后选择最合逻辑的，并且不断根据公布的数据微调。

另外，对于已经形成的数据，则需要不仅了解其同比环比增速，还要了解其绝对量数据，以及过去同比数据出现拐点的背景 and 原因——特别注意的是，宏观经济学家和市场人士一样，预测趋势比预测拐点更擅长，一旦公布的数据出现异常（比如违背了趋势），投资者需要判断这是否是一个拐点，而往往很多经济学家会找各种理由安慰自己趋势未变。

2010 年年初，国泰君安证券的经济学家预测，GDP 同比增长前高后低，CPI 持续向上。站在宏观策略的角度，完全有理由认为，这并不是有利于股票投资的宏观背景。

图 3.31: 国泰君安 2010 年年初对当年 GDP 走势的预测

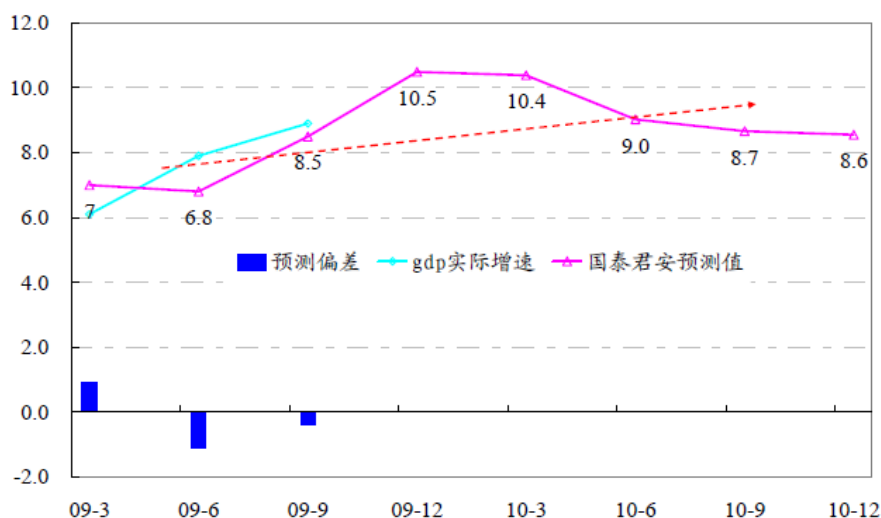


图 3.32: 国泰君安 2010 年年初对当年 CPI 走势的预测

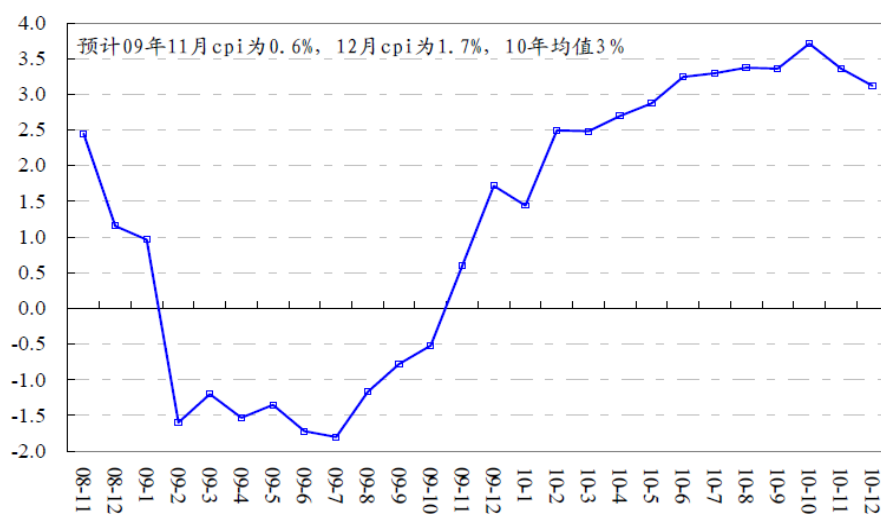
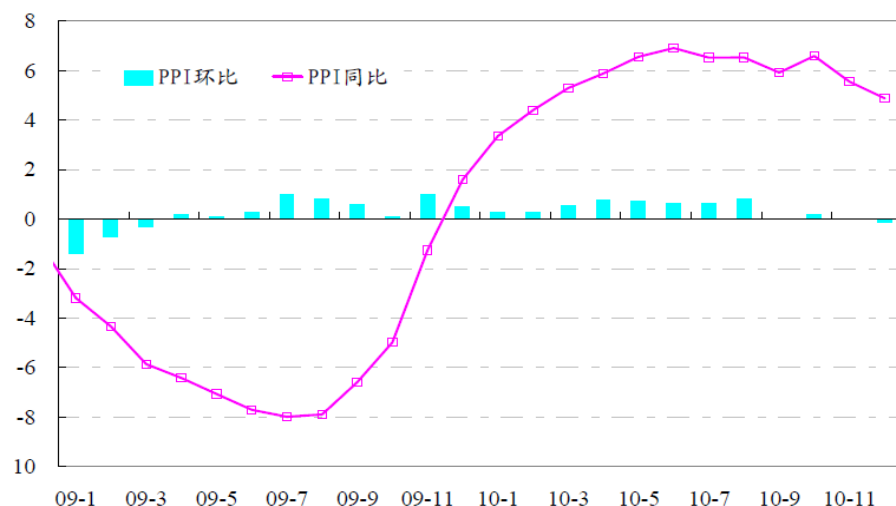


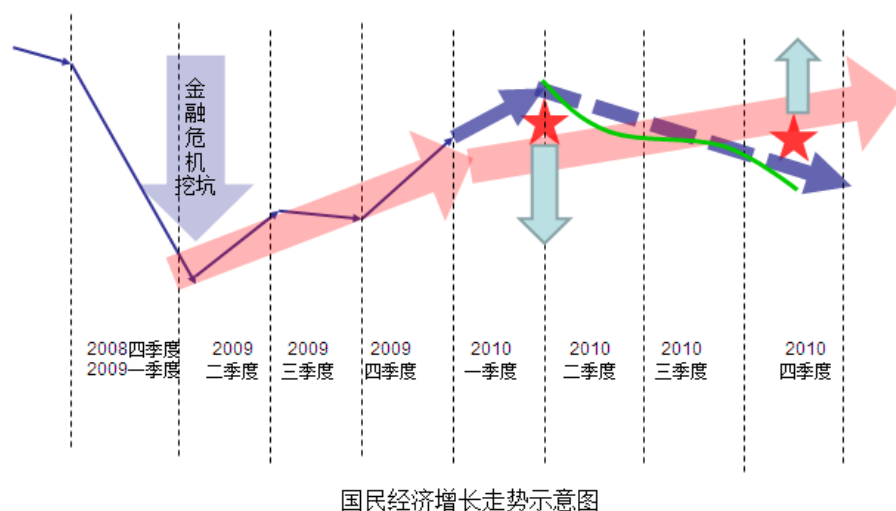
图 3.33: 国泰君安 2010 年年初对当年 PPI 走势的预测





到第一季度末，国泰君安的经济学家们修正了观点，认为下半年 GDP 企稳，存在 2010 年第四季度见底，然后 2011 年重新上行的可能，走势类似下图。

图 3.34: 下半年 GDP 企稳，存在 2010 年第四季度见底，然后 2011 年重新上行的可能



参考其他券商经济学家的预测，差异主要体现在两处，一个是经济增长在 2010 年第四季度是否见底 2011 年重新上行？二个是 CPI 的高点到底在几月份出现，是 7 月，还是 10 月，还是全年持续上行？而幅度问题则成为次要问题，比如一季度 GDP 增长的高点是 12%、11% 还是 10%，回落到第四季度是 8%、8.5% 还是 9%，通胀的高点能够超过 5%，还是 6% 等。

当然，仅看两个预测的数据组是没有办法直接下投资决策的，必须深入分析经济增长走势的驱动力，同时也必须深入分析通货膨胀的影响因素。在这里，月度数据可以提供更精细化的帮助。需要了解的是，尽管对应的月度经济数据和 GDP 增长数据内容含义有差异，但是各种数据都还是归结为对两个维度的相互验证和判断，一个是增长，一个是通胀。

图 3.35: 月度数据中零售总额和 GDP 中居民消费的差异

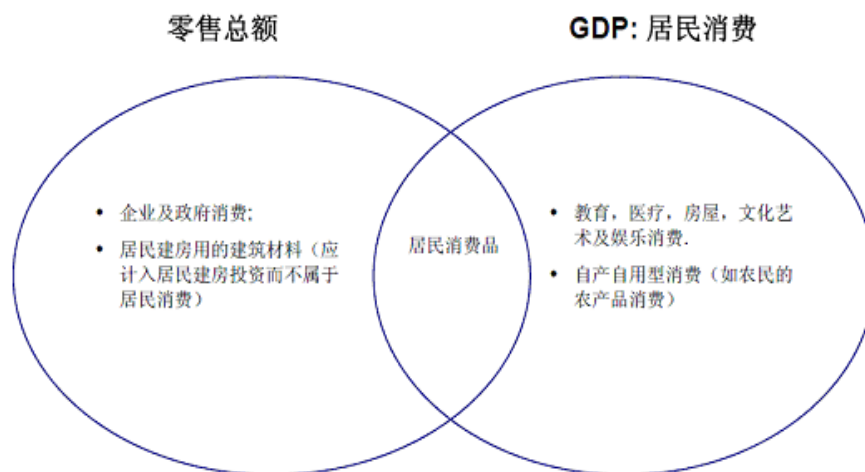


图 3.36: 政府财政支出和 GDP 中政府消费的差异

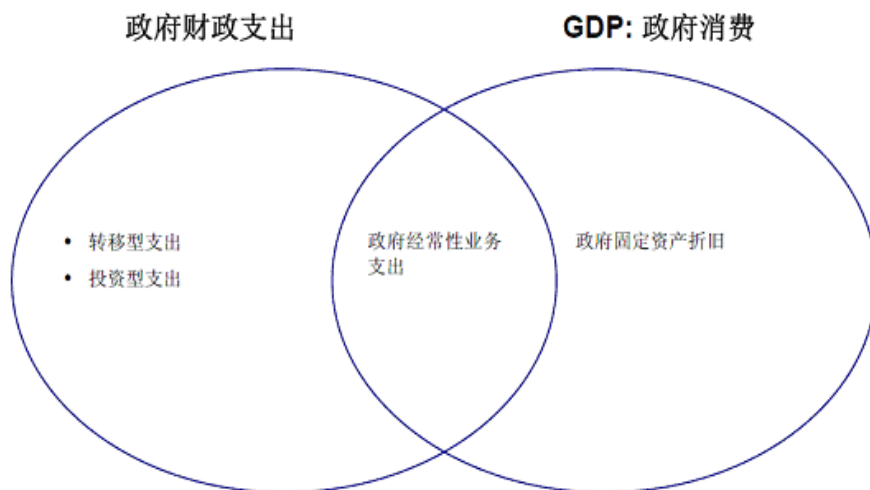


图 3.37: 固定资产投资数据和 GDP 资本形成的差异

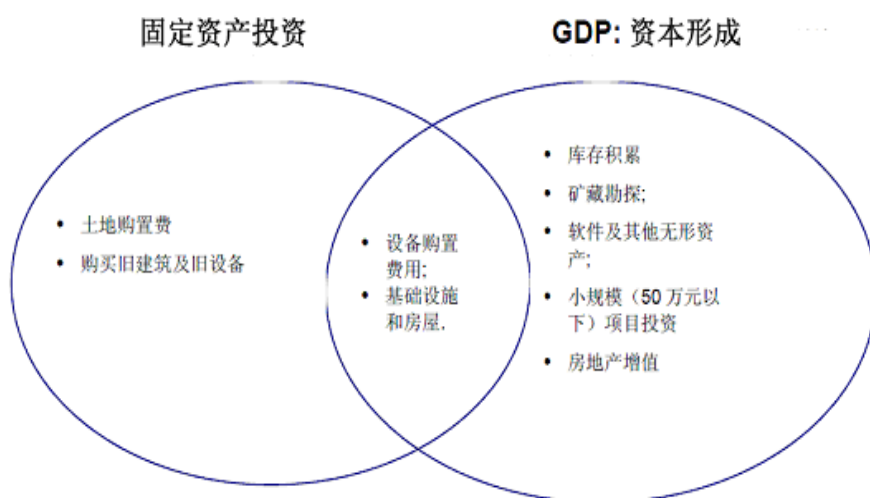
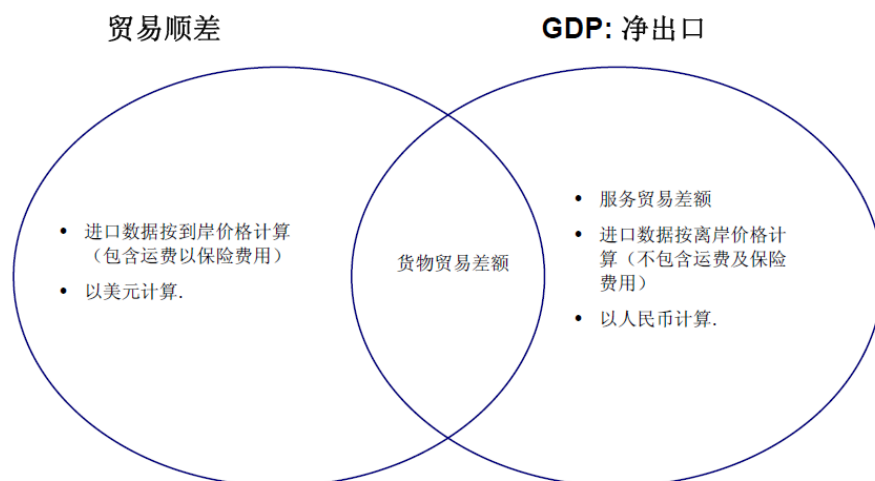


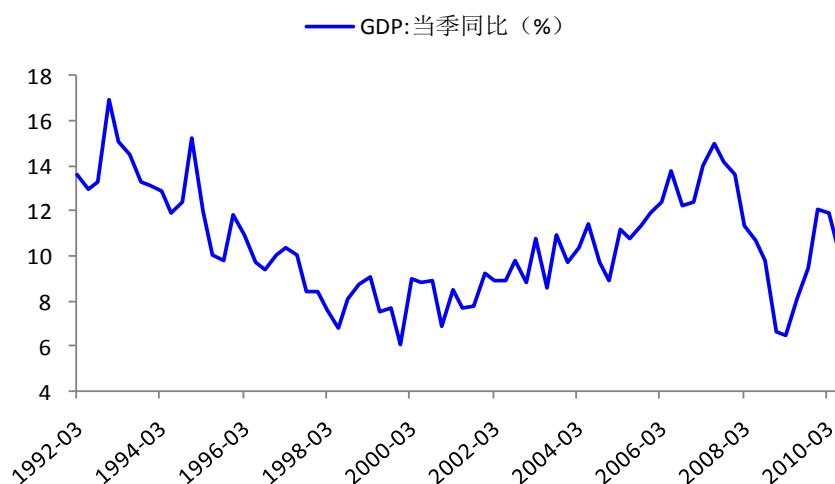
图 3.38: 进出口和 GDP 净出口的差异



### 1、分析经济增长的规范方法

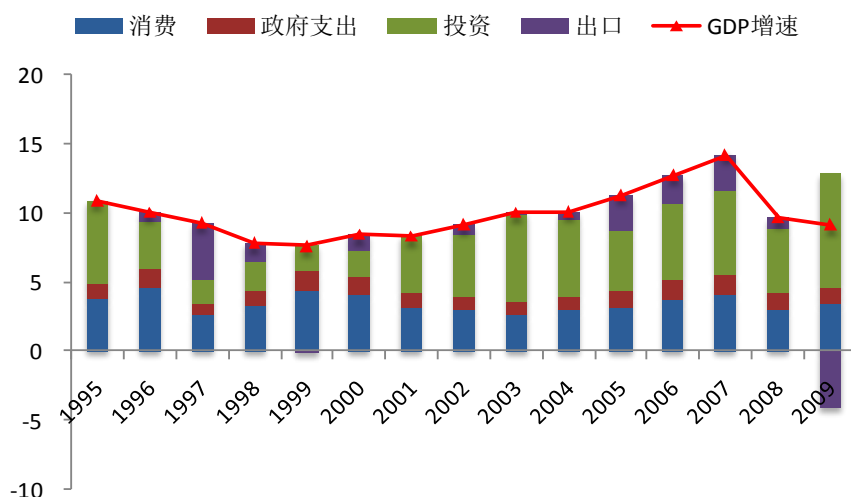
分析经济增长有多个角度，不过传统的还是 GDP 增长的三角度分析：关于投资、消费和出口的分析。

图 3.39: 1992 年开始的 GDP 季度同比变化



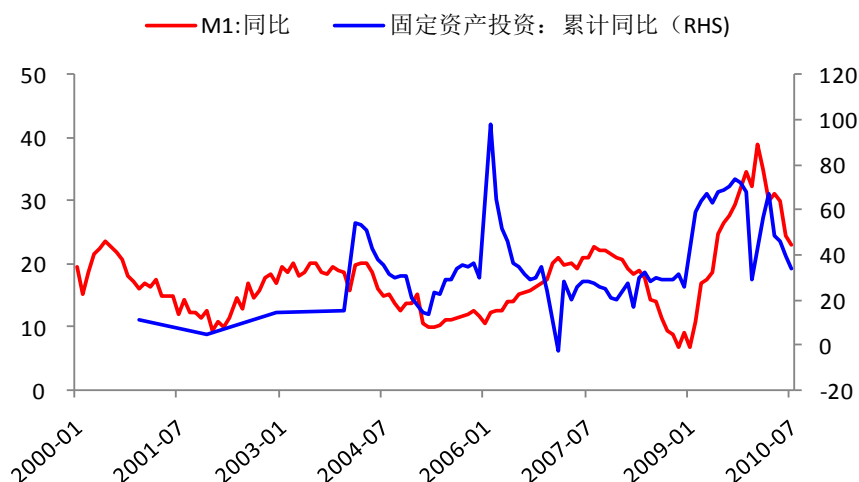
1995 年以来，从消费、投资、政府支出和净出口对 GDP 的拉动来说，消费对 GDP 增速的拉动一般在 2.5-4% 左右；政府支出对 GDP 的拉动在 1%-2% 左右，两者的波动幅度相对较小；而投资和净出口波动幅度相对较大，从而成为决定 GDP 增长的关键因素。

图 3.40: 投资和净出口对 GDP 增速拉动的幅度变化最大



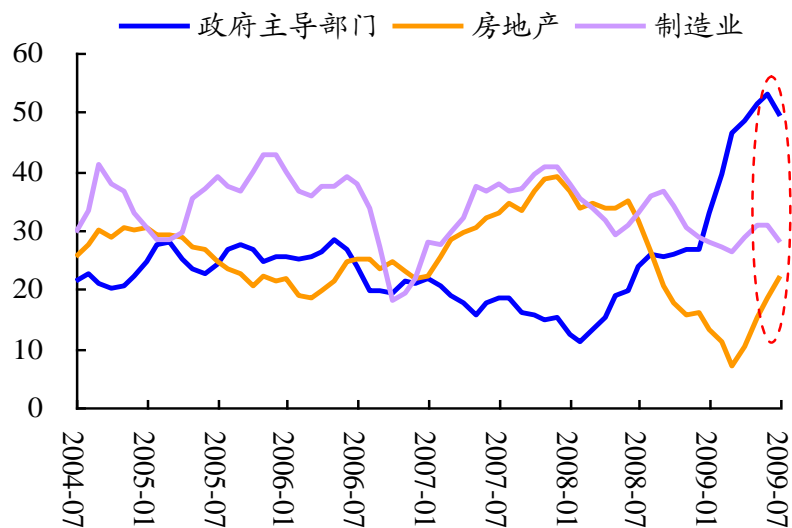
一般来说，城镇固定资产投资（FAI）占据我国全社会 FAI 主体，占比超过 85% 以上，并且占比近年来不断扩大，城镇 FAI 增速多年来也快于农村。从增速来看，中部地区的投资增速最快，西部地区其次，东部地区投资增速低于全国投资增速。这种投资的差距与近年来出口增长放缓，资源价格上升和西部大开发有较大关系。这也导致近年来，中西部地区的 GDP 增长快于东部。在行业分布上，东部以房地产和制造业投资为主，中部的采矿业和基建行业投资占比较高，制造业投资占比略低，而西部地区则是以基建投资为主，电力交运水利等占比较高，采矿业投资也非常发达，制造业占比较低。

图 3.41: 固定资产投资增速和 M1 相关性很高



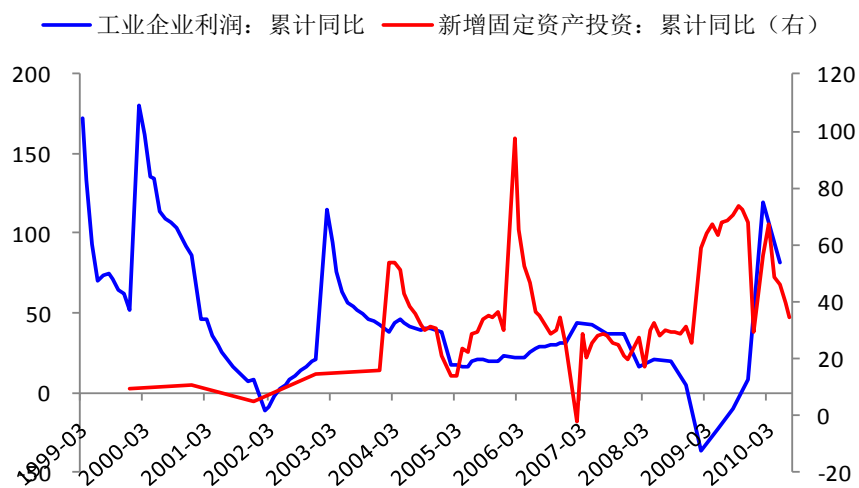
房地产业和制造业占全社会 FAI 比例接近 50%（另外一个基础设施建设投资，主要和政府，特别是地方政府行为有关），而且这两个行业周期性较为明显，是影响全社会 FAI 的关键行业。

图 3.42: 房地产投资、工业投资和政府主导基建投资是投资的最重要部分（图为三者比例）



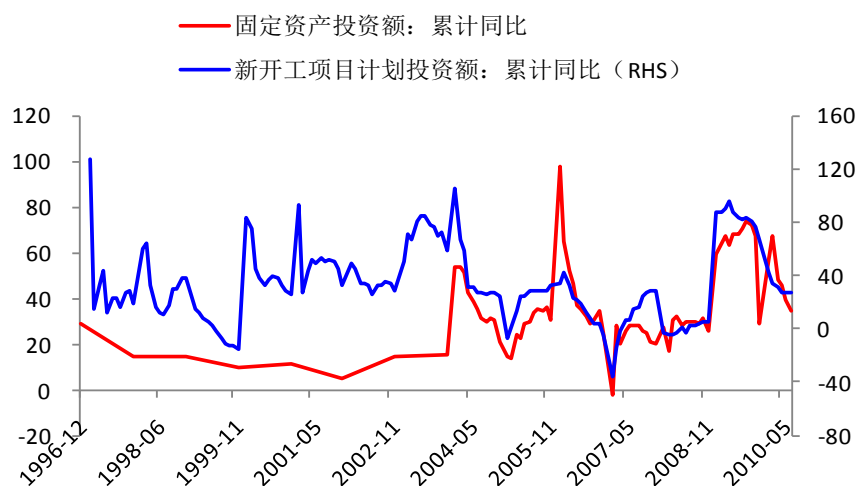
固定资产投资和工业企业利润变化相关，这也是其作为分析重点的原因之一。

图 3.43: 固定资产投资和工业企业利润变化相关度高



固定资产投资增速中，新开工项目具有一定领先性，有参考意义。

图 3.44: 新开工项目的领先作用



制造业投资不具有独立性，首先，其快速发展与房地产业密不可分。据不完全统计，与地产业相关的细分行业多达 70 种之多，尤为重要的如钢铁、水泥建材、电力等，从相关关系来看，房地产投资增速与制造业投资增速相关系数达到 0.7，房地产开发投资增速下滑将导致制造业投资增速下降。其次，制造业也与出口高度相关。两者相关系数也达到 0.7，在出口形势每况愈下的背景下，制造业形势不容乐观，1997-99 年亚洲金融危机之际，制造业 FAI 曾连续 3 年负增长。

图 3.45: 制造业投资与房地投资、出口增速关系密切

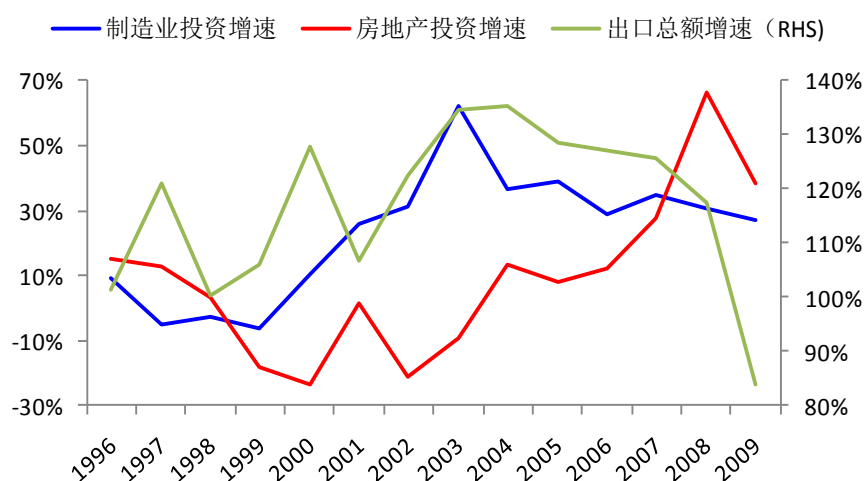
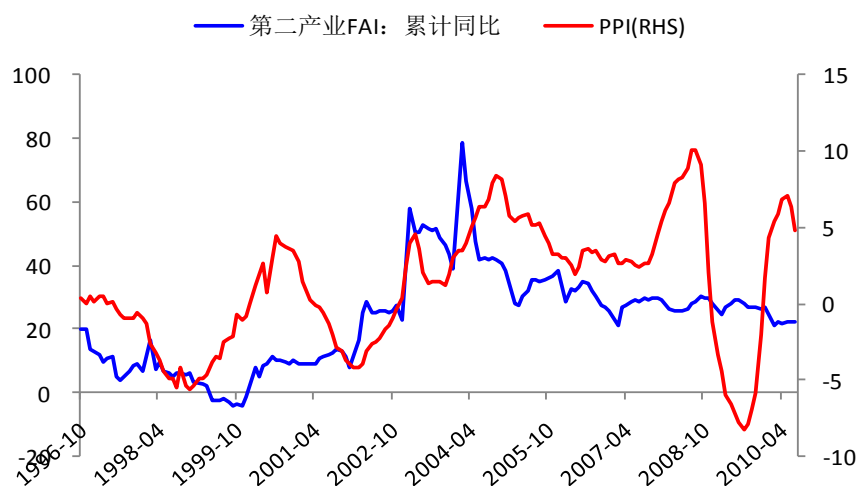


图 3.46: PPI 对工业投资影响大



制造业投资主要是企业行为，基本算是最理性的投资，企业投资扩张的动力依赖于以下几个方面，一是原有需求持续增长，企业自然的进行产能淘汰扩张和设备更新；二是需求忽然扩大或者出现新增需求；三是出现某种技术革命投资。因此，以此来看，站在 2010 年初，出口和城市化是原有需求的变化因素；未来可能的新增需求来自：农村，农民资产的盘活和农民消费的启动有非常重大的意义；在政府创新计划的引导下，对于新技术的投资，比如生物科学、信息技术、新材料和新能源低碳等；垄断行业放开。

房地产投资取决于流动性情况、房屋销量和存货水平。

图 3.47: 商品房销额增速和 M1 同比增速密切相关

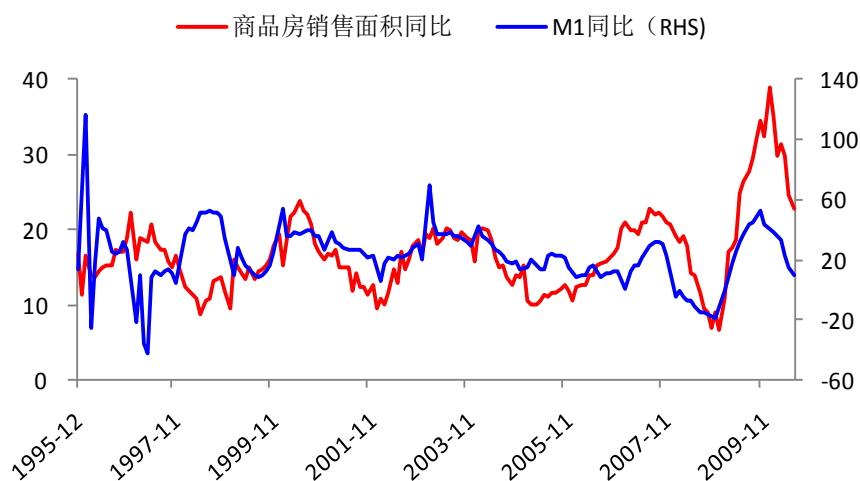


图 3.48: 商品房供给增速



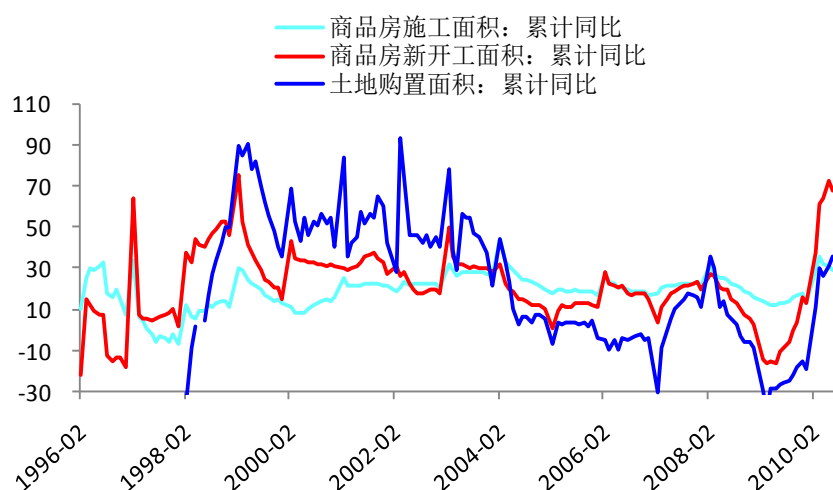
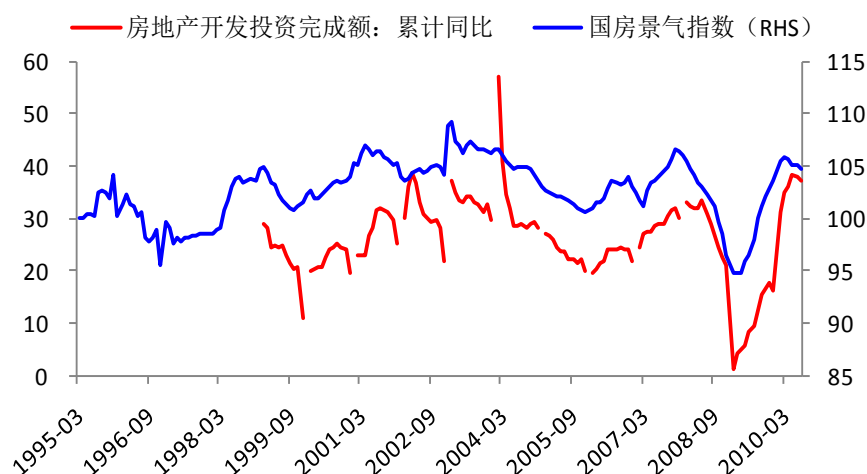


图 3.49: 商品房开发投资于国房景气指数



在制造业、房地产业投资下滑之际，政府将动用财政和窗口指导等相关手段，提高基建等相关行业投资增速，以平滑制造业和房地产业投资下滑过快给实体经济造成过大影响。

基建项目主要分由中央主导和由地方主导。中央的重点项目有国家信用和财力保证，实现的问题不大。通过杠杆放大作用，估计政府投资在全社会 FAI 中的比例可以扩大至 20%-30%，因此，政府支出对整个宏观经济的导向作用不容忽视。

不过，分析地方项目比中央项目更为重要，地方的投资冲动取决于：地方财政情况、银行贷款松紧和国家政策情况。

图 3.50: 中央和地方投资性支出占全社会 FAI 比例

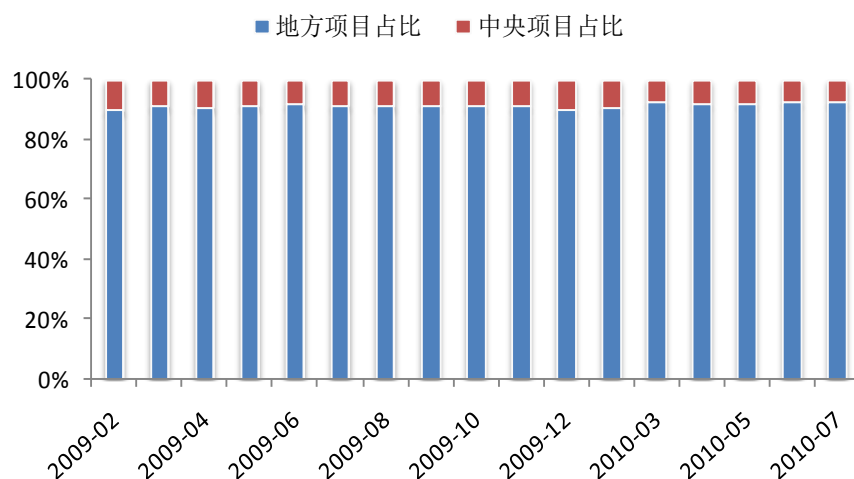


图 3.51: 中央和地方项目投资增速

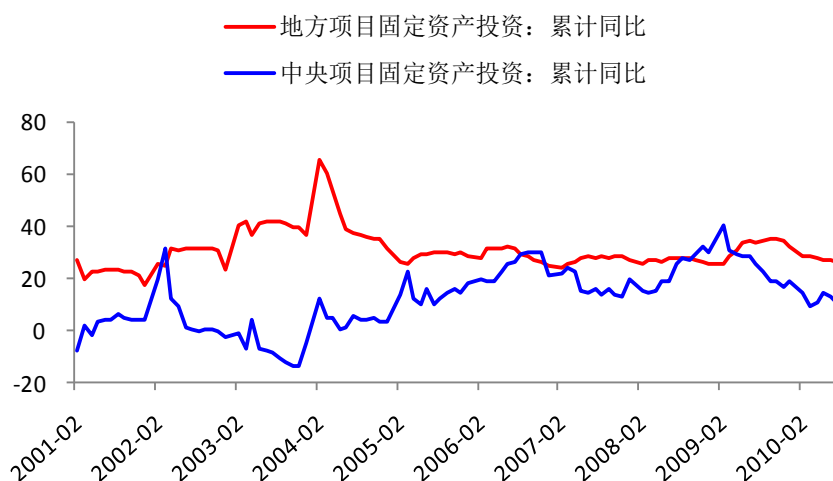
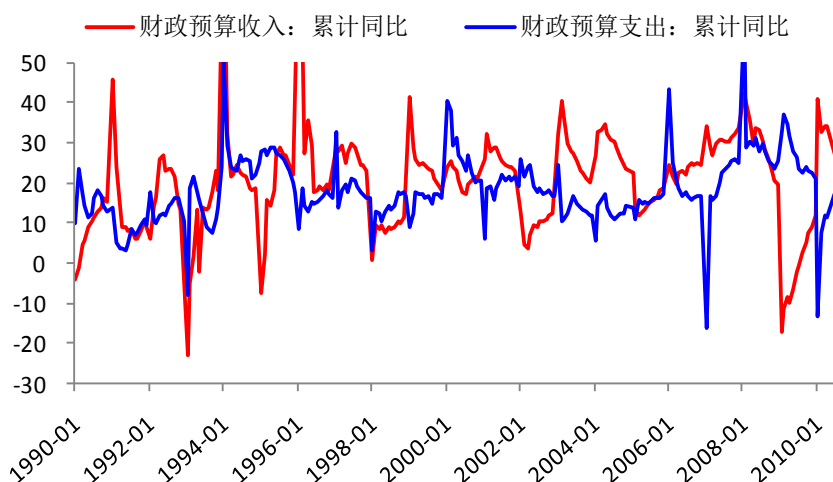


图 3.52: 财政收入同比增速



消费对经济的拉动总体上一直比较平稳，消费的决定因素分为四个方面：一方面是流量财富，关注的指标是居民收入和就业；一方面是存量财富，关注的指标是储蓄率和资产价格；一方面是通胀预期，主要体现在居民对经济的信心如何；最后一方面是国家政策，对消费优惠如何。最核心的指标是居民收入增长，因此，消费整体具有一定的滞后性。消费构成中，汽车、家电和石油及其制品的消费具有周期性，而餐饮、服装和日用品增速比较稳定（如果该部分出现大幅度增加，一定是制度变革的结果）。

图 3.53: 消费对经济的拉动一直比较平稳

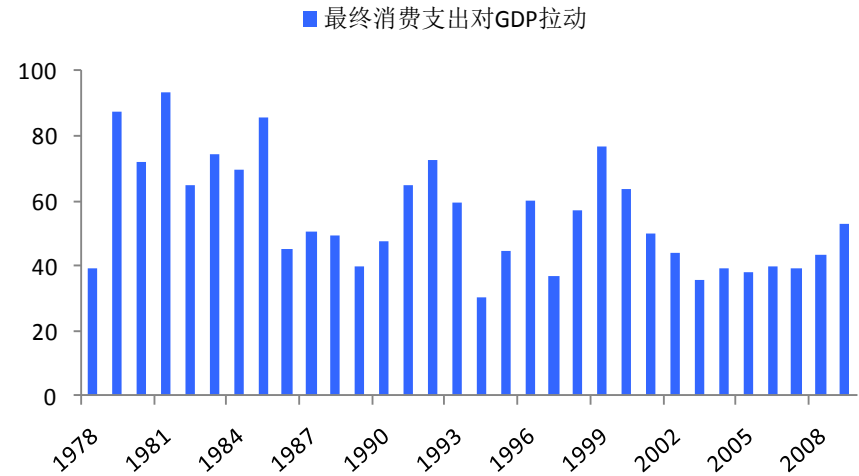


图 3.54: 城镇人均可支配收入和消费性支出相关度最高

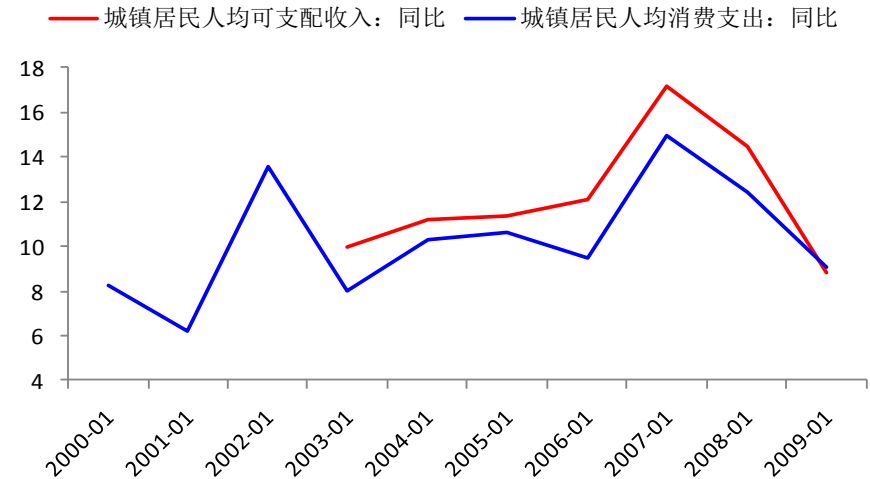


图 3.55: 社会消费品零售总额同比

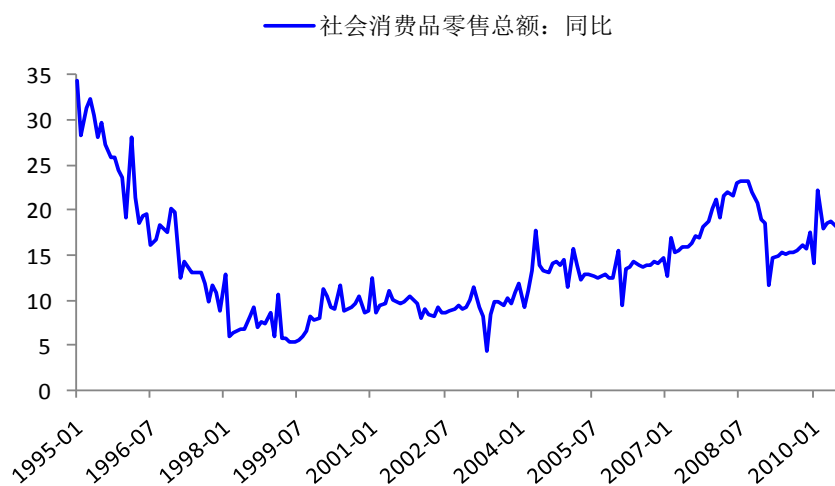


图 3.56：中国限额以上零售分项占比(2008-2009)

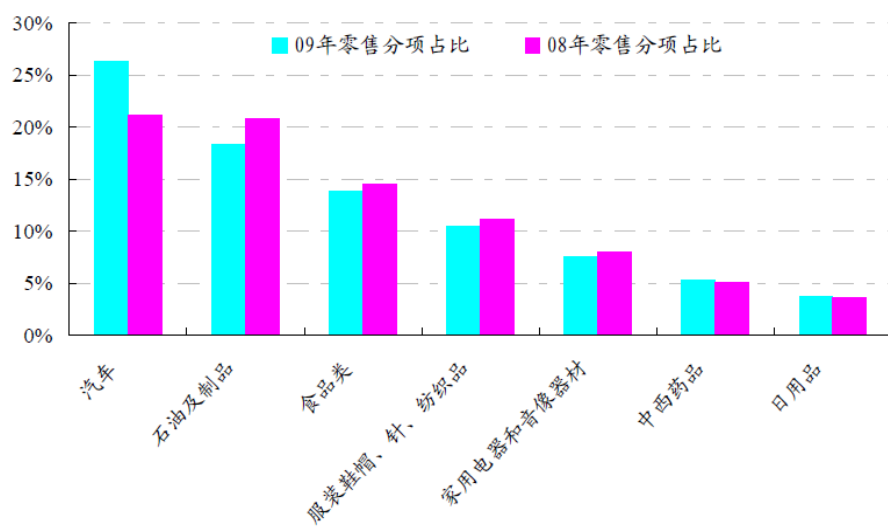


图 3.57：汽车、家电、石油及制品类是消费中的周期性部分

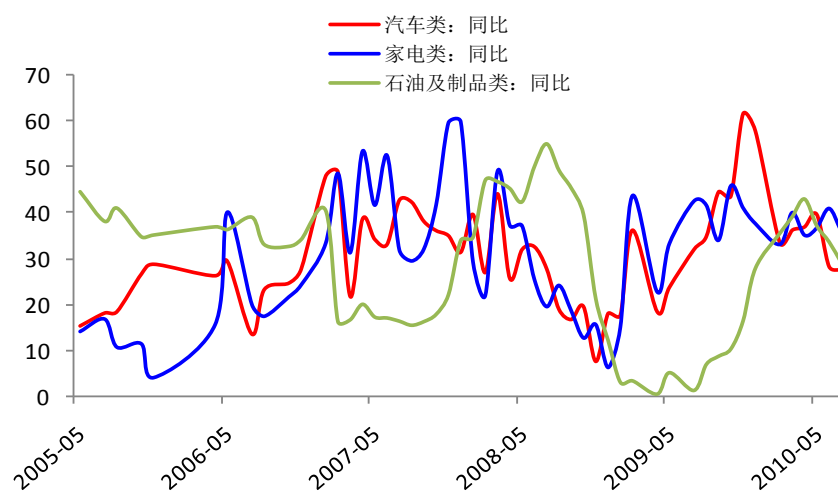


图 3.58: 饮食、服装、日用品等是消费中的稳定部分

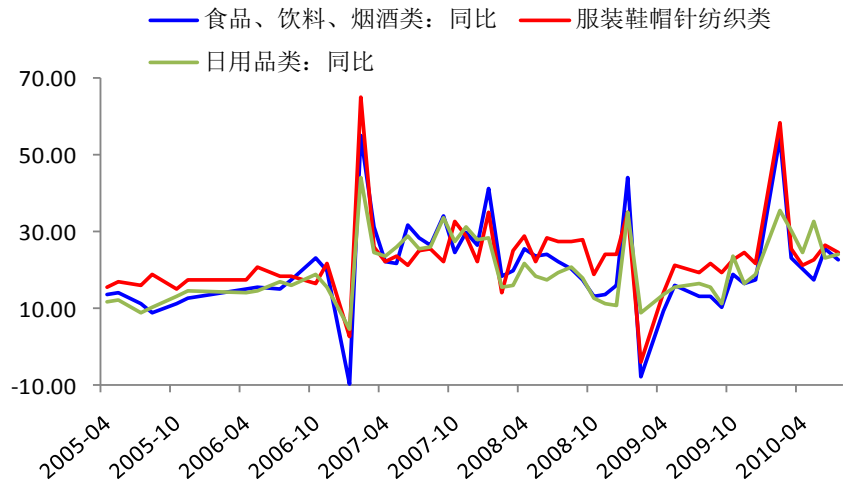
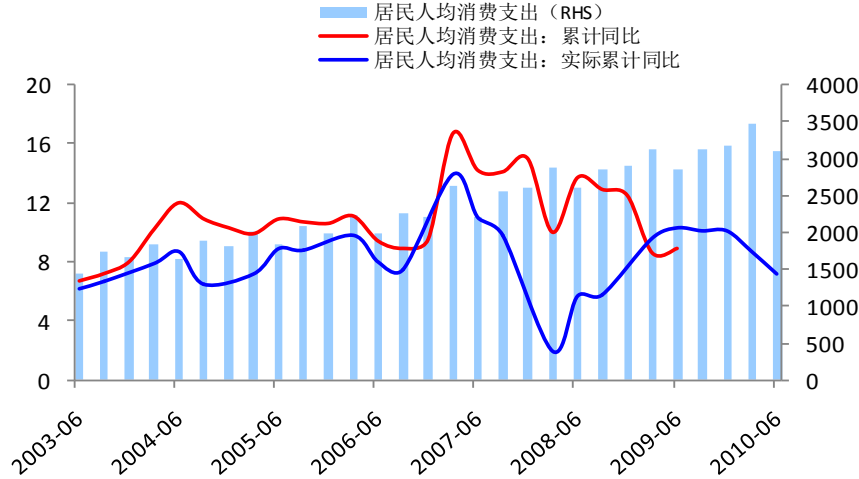


图 3.59: 居民人均消费性支出数据



中国出口的主要驱动因素是发达国家的经济，欧、美和日本总计占到中国出口的 50%，其中欧洲和美国的比重都很大，各占 20% 以上；由于美欧经济的联动性，发达国家经济的好坏很大程度上取决于美国经济的情况。另外汇率变化对出口有半年的领先性。

图 3.60: 进出口增速变动

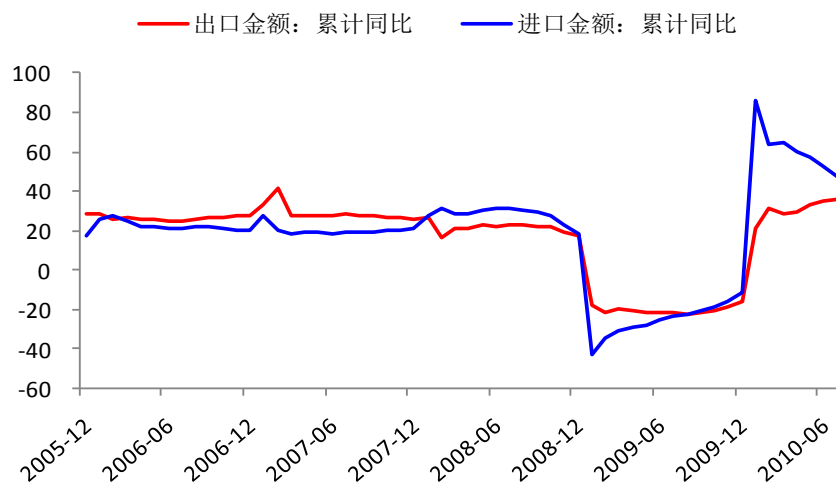


图 3.61: 中国出口和美国 GDP 高度相关

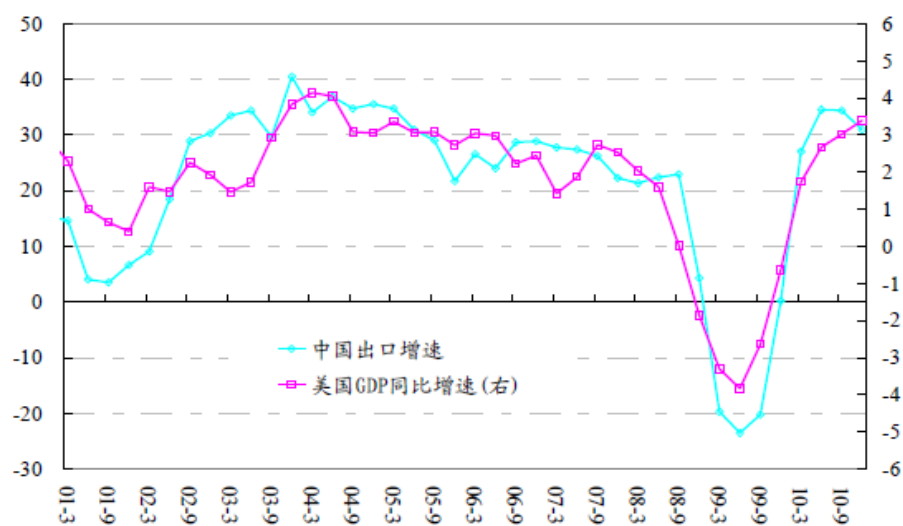
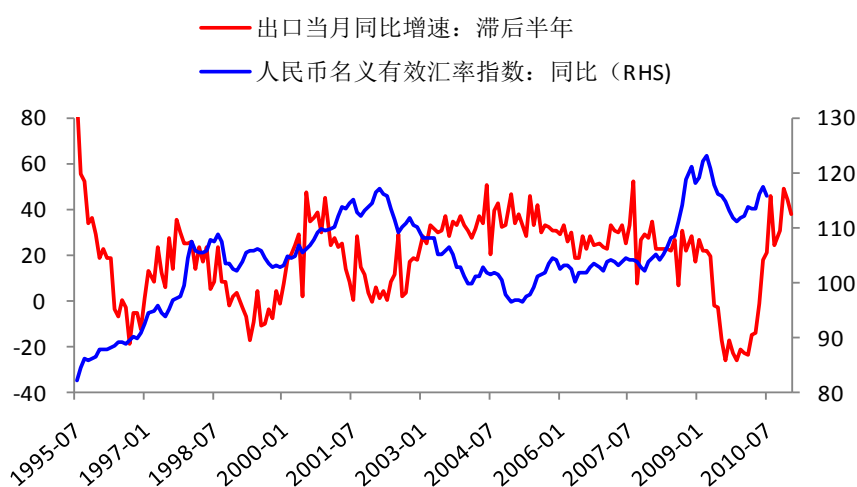


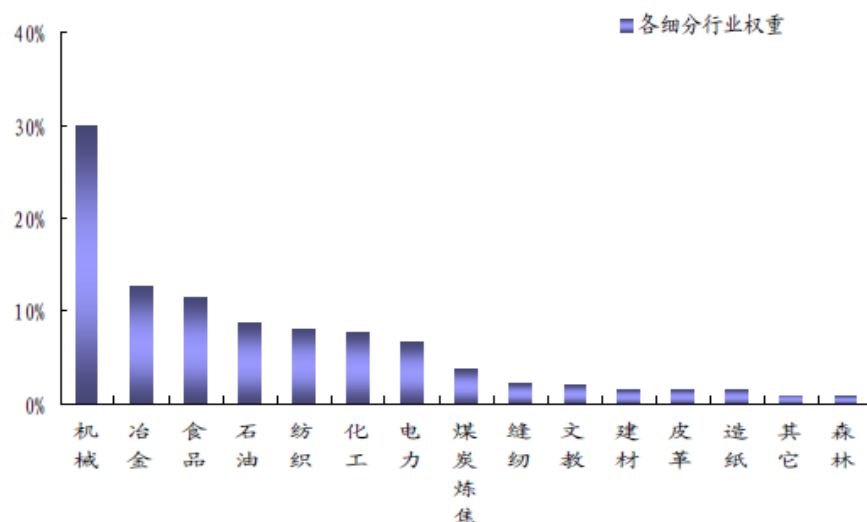
图 3.62: 中国出口比人民币汇率滞后半年



## 2、如何分析通货膨胀

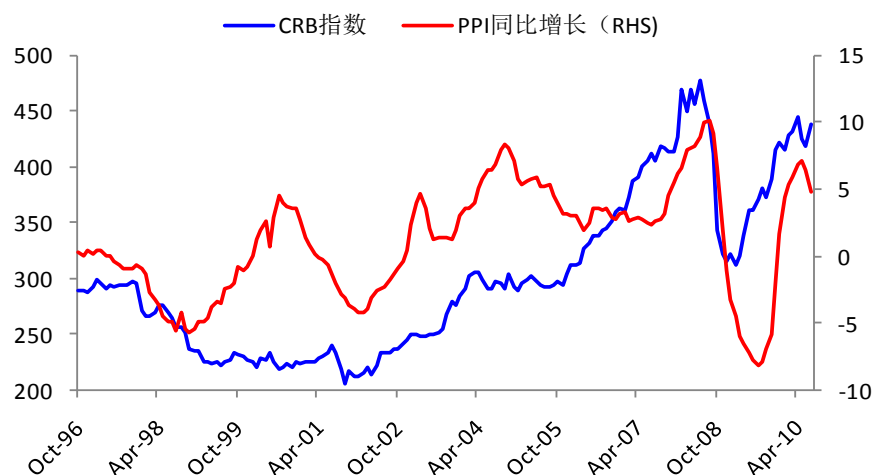
通货膨胀主要看 CPI 和 PPI，对于中国这样的制造业经济体，PPI 的变化更重要。我们对中国 PPI 行业权重进行了估算，可以看出，除了机械外，中国 PPI 的变化主要源自冶金、煤炭炼焦、石油和化工制成品的价格的变动，因此，投资者需要密切追踪这些分行业产品价格的变动。

图 3.63: 中国 PPI 行业权重估算



国内的 PPI 还与 CRB 商品指数相关。

图 3.64: 中国 PPI 当月同比和 CRB 指数

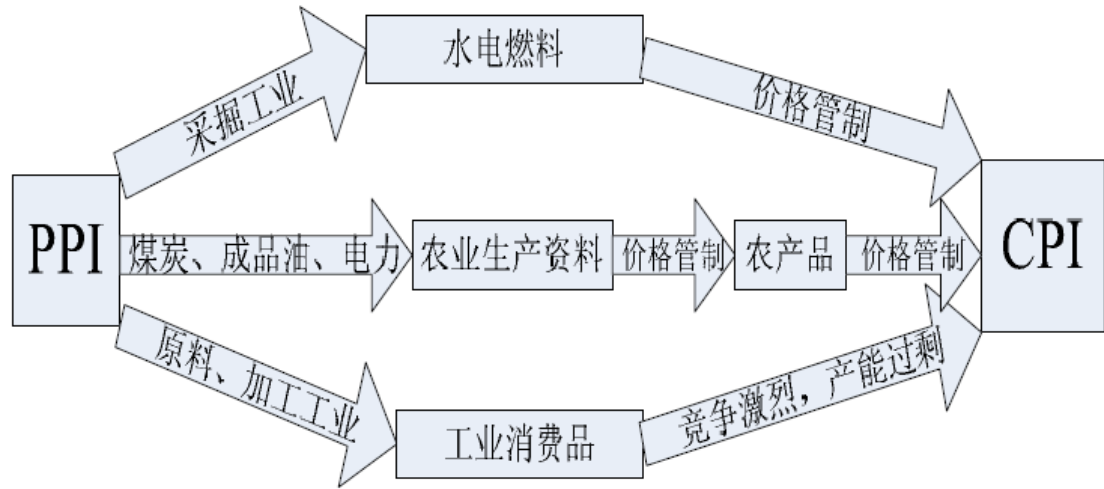


值得一提的是，商品价格对宏观经济冲击并非对称。经济下行可以归因于高油价冲击（如 70 年代两次石油危机），但经济上行不能归因于低油价启动（如 02-04 年的情形），这也是仅油价下跌不足以促使市场大涨的原因，相反，在经济下行周期，如果油价严重下行，其原因是商品市场预期经济将严重衰退。

另外，中国 PPI 对 CPI(非食品)传导机制并不顺畅。这主要是由于：我国对中间产品实行价格管制，下游工业消费产品市场总体供大于求，导致 PPI 向 CPI 的传导在很大程度上被弱化，PPI 上涨对 CPI 的影响更多是在心理层面。

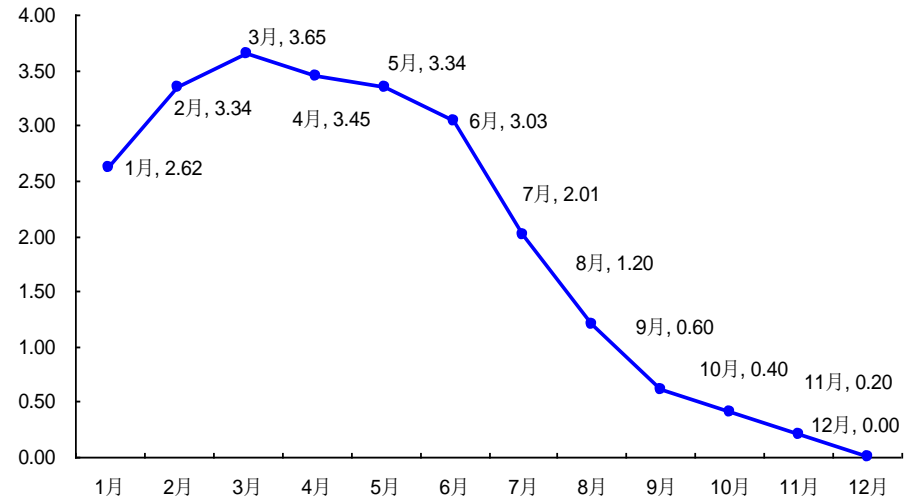


图 3.65: PPI 向 CPI 传导机制及其传导不畅的主要原因



另外基数因素对于预测 PPI 走势较为重要，比如，由于工业品价格 2009 年初快速回稳，2010 年基数数值呈现前高后低，2010 年前两季度上升压力较大。

图 3.66: PPI 呈现前高后低走势（假定 10、11、12 月均环比 0.2）



中国 CPI 编制过于偏向食品，其中食品和居住类占比接近 50%。而食品中，肉禽和在外膳食占比较大，这也是为什么经济学家都关心猪肉价格走势的原因。

图 3.67: CPI 权重估算：食品和居住类占比接近 50%

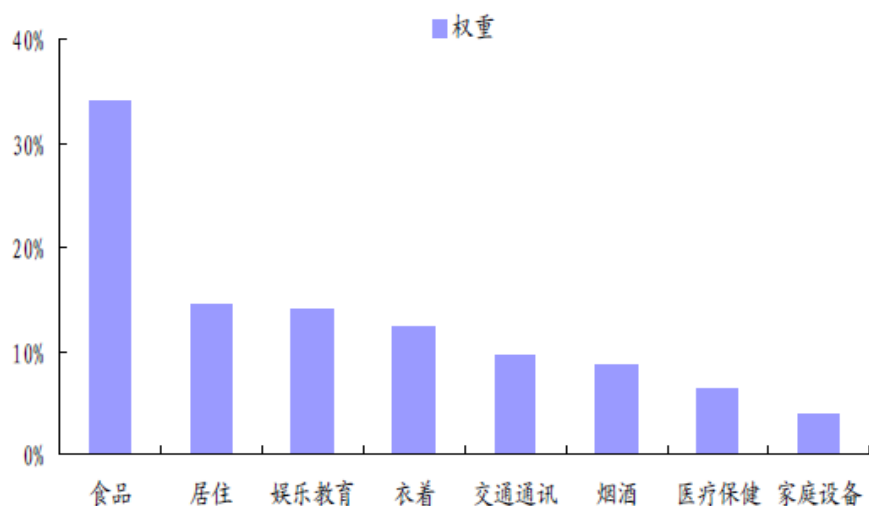
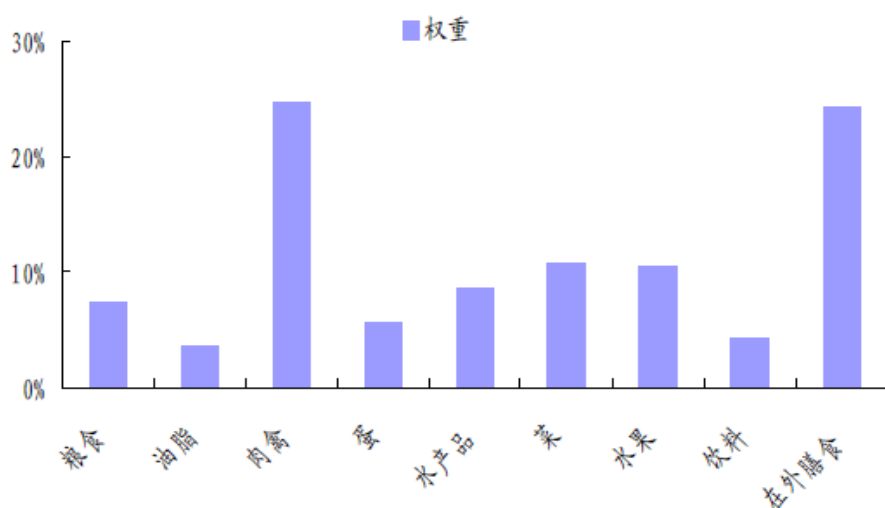


图 3.68: CPI 食品子项权重估算



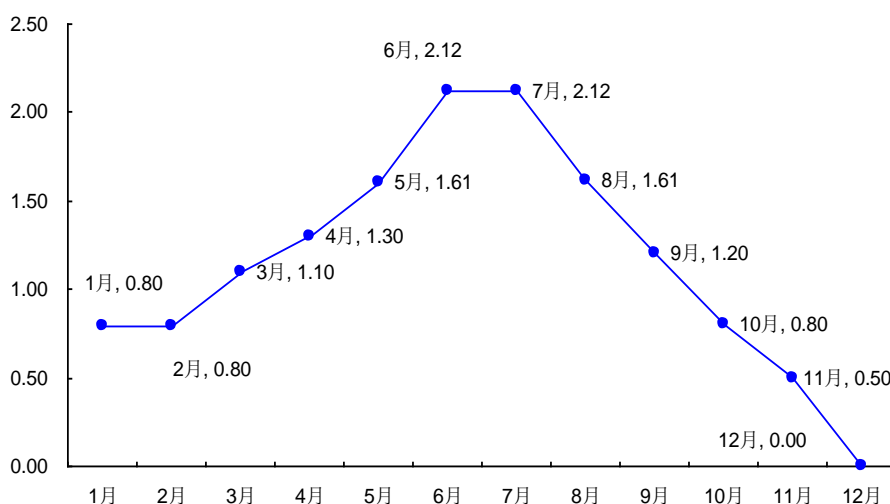
CPI 主要看农产品和猪肉。CPI 的扰动主要是来自食品，非食品项历来缺乏大幅上涨的动力。投资者需要密切关注农产品价格走势（比如商务部、发改委的数据，也包括期货市场农产品价格数据）。另外，由于中国 CPI 数据编制的可靠性一直受到怀疑，因此，看趋势比绝对高低更重要。

图 3.69: CPI 分项走势



CPI 也有翘尾因素，08、09 和 10 年三年的同比数据趋势都会表现为“V”型的变动。从 CPI 看，仅基期效应影响 2010 年同比 1.16 个点，呈现明显的倒“v”型走势。

图 3.70：2010 年（假定 10 月环比 0.4、11 月 0.3、12 月 0.5）CPI 翘尾



总结，经济增长和通货膨胀的月度数据关注与分析是宏观策略投资者所必需做的功课，本文并没有给出如何做预测和数据的深入分析，只是陈列了重要注意事项和基本情况，具体分析需要多阅读（研究报告）和从不同角度多思考。

不过这里需要强调的是视角问题，很多经济学家的工作是预测这些数据，而策略投资者是依照多个角度的多种数据做投资判断，因此，没有必要对具体数据讲求精确性，趋势和拐点以及背后逻辑才是关注核心，而这需要的是长期经验的积累。

另外需要强调的是，并不是每个时间段，总能够较为精确的判断出未来经济增长和通货的走势从而有效进行资产配置，遇到这种情况，策略投资者需要进行战略风险管理和多情景分析，并且也包括利用其它分析工具交叉判断，比如第四章中的三要素工具。

本章和宏观经济分析密切相关，因此读者应该首先掌握一本基础的宏观经济学教科书，了解各类数据的来源，并且这是实践工作，因此多阅读市场经济学家的研究报告更为重要，而纯粹的宏观经济学专题研究对于市场投资者来说过于深入，只有有兴趣才建议阅读，比如

《中国通货膨胀成因的研究》。而关于解说各类经济指标的书籍，多数是美国背景的，仅作参考，比如《经济指标解读》

值得阅读的几本书是：《通货紧缩》、《投资组合管理：理论和应用》、《美国货币史》、《货币的祸害》、《财富引路人》，另外高善文的两本书也值得阅读。