



洪灏：2021 下半年展望—— 价值依然王者归来



作者：洪灏 交银国际研究部主管

中国的 PPI-CPI 之差正接近 2016 年供给侧改革期间的历史峰值。这是周期性强势逐渐见顶的又一个迹象。同时，中国央行的资产负债表扩张很可能会放缓。债券收益率、股价和人民币的走势都将随之转弱。来自全球的通胀压力将很难用内部政策来抵消。毕竟，中国缺乏足够的矿产资源来满足自己的需求。

随着美国复苏势态蔓延，没有人能确切知道近期大宗商品价格强势还能持续多久。毕竟，见顶是一个过程。在现在水平上，债券收益率是否会因持续的通胀压力而进一步上行则并不重要：收益率进一步上升将有助于经济和股市；反之，则预示着一次经济增长放缓之际的避险事件。无论如何，当前市场的情况都不像去年 6 月和 11 月我们发布展望报告时那样明确地有利于逐险。

与此同时，周期性行业的相对强势也在同步见顶。最容易赚到的钱已经被赚走了。但无论是在周期性还是非周期性板块里，价值仍未完成其相对回报的均值回归。相对于价值和中国的信贷周期，中国成长型股票的相对回报仍然太高。需要注意的是，周期板块并不等于价值板块，因为板块的周期性是通过公司盈利对于经济周期的敏感性来定义的，而价值在这里是通过估值来狭义定义的。只不过，当我们去年 6 月推荐价值板块的时候，周期性板块的估值非常低，与当时市场上的价值股基本吻合。

如果价值依然王者归来，而周期性板块的强势即将逐渐消退，那么能

源、医疗保健和公用事业等非周期性价值类股应该会提供机会。同时，基金经理们仍在坚定地抱团茅台等防御性成长股票以及整个科技、消费板块。因此，基金在大宗商品、能源和公用事业等板块的配置仍接近多年的低点。单是仓位的重新配置就足以给这些行业比较好的收益。而我们的量化模型加配这些防御性价值板块其实也是在暗示一种避险的姿态。

自从人民币参考汇率的设定引入逆周期因子以来，中国央行的外汇占款一直保持稳定。由于市场准入的改革和中国市场和经济的前景，通过投资组合的资金流入一直很强劲，商业渠道也有足够的外汇资金来满足兑换需求。也就是说，人民币汇率基本上是由市场决定的。然而，中国央行最近对人民币“单边升值”发出警告，显示投机资金开始流入中国市场。这类型的资金流入将迫使中国央行在通胀压力已经高企的情况下扩表以稳定人民币汇率，容易引发资产泡沫。正如 2015 年 6 月的教训所示，资产泡沫的代价高昂。在当下的中国市场，股票和债券对于任何全球投资组合都具有价值。全球范围内，价值相对成长的表现，以及大宗商品价格，仍接近历史低点。价值的王者回归和大宗商品的长期上涨才刚刚开始（详细讨论请看特别报告《大宗商品的长波：来自三个世纪的证据》）。

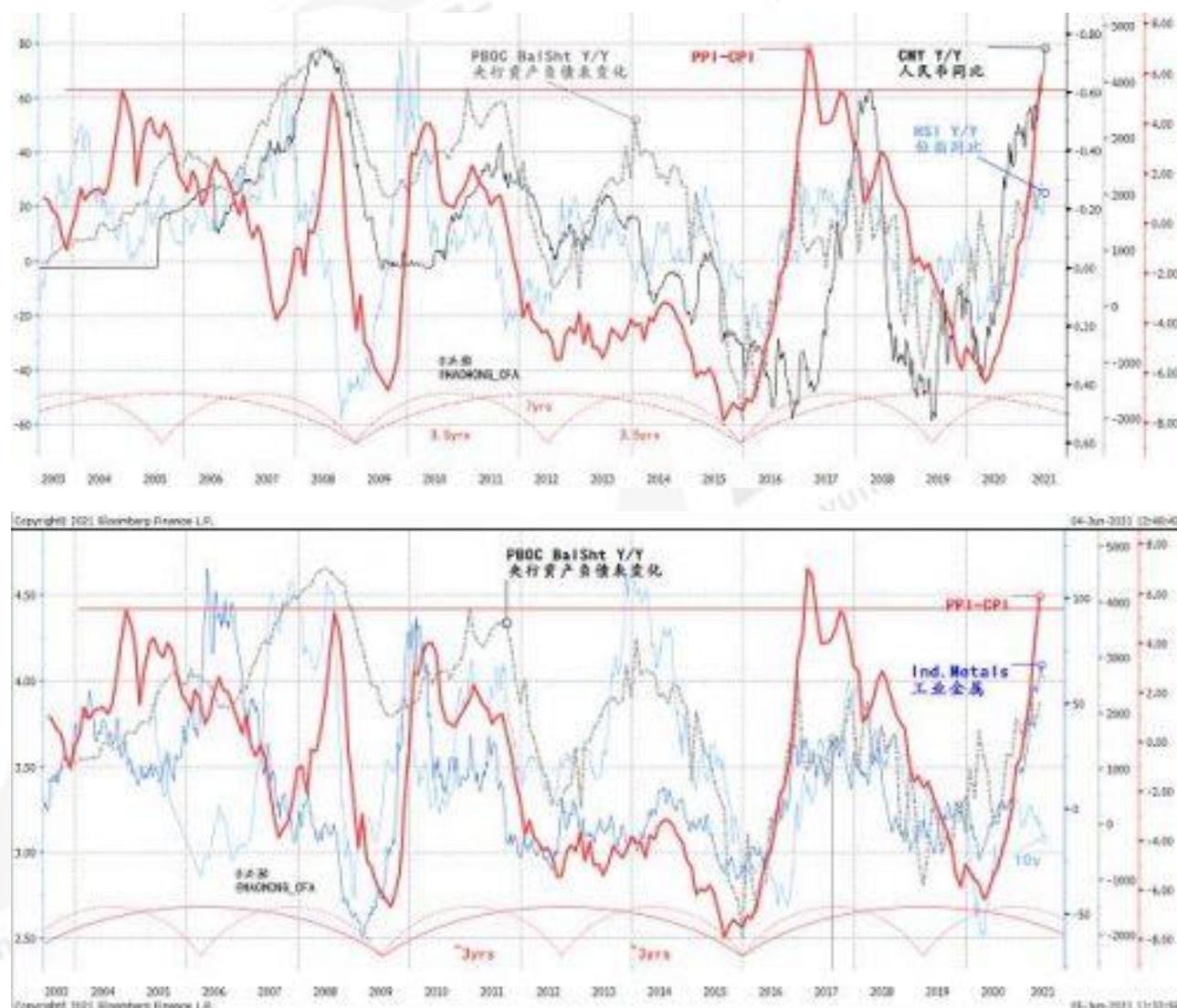
价值依然王者归来

周期性强势正在见顶

这个周期会不一样吗？

以 PPI 和 CPI 之差来衡量，当前的经济周期势能正在见顶（图表 1）。这个指标正在接近 2016 年中国供给侧改革期间的历史峰值，当时削减过剩产能刺激了大宗商品反弹。然而，见顶是一个过程，而非一点。周期势能见顶的时期往往是一个充满混乱的过渡阶段，同时伴随着市场波动性的上升。

图表 1: 中国的 PPI-CPI 和央行资产负债表、十债收益率、人民币、恒指；一切看央行



资料来源：彭博，交银国际

目前，上游成本压力源自于大宗商品。大宗商品价格在史诗级别的全球财政和货币政策、供应瓶颈以及经济复苏等多重因素影响下不断上涨。因此，上游成本压力主要来源于海外因素，也就是输入性的影响。

由于“猪流感”得到控制，猪肉价格在过去五个月持续下跌，抑制了中国的 CPI。猪周期取决于生猪养殖所需的饲养时间。这个猪的成熟期往往长达 18 个月，因此生猪供应充足将有助于中国控制 CPI。结果就是，上下游价格压力的分化而造成的 PPI 与 CPI 的差值正在接近历史峰值。

过去，中国央行资产负债表的扩张和收缩、PPI 与 CPI 的差值、中国十年期国债收益率、股市（图里以香港恒生指数为代表）以及人民币汇率等关键宏观经济变量具有高度相关性（图表 1）。

我们认为，中国央行货币政策的变化是促使这些重要宏观变量紧密关联的共同因素。PPI 与 CPI 差值达到峰值时往往也是中国央行资产负债表变化转速的时刻。当这个差值达到峰值，央行的资产负债表扩张放缓，甚至收缩。央行资产负债表的这种波动调整了系统内的货币供应量，引发了经济周期的潮起潮落。（详细讨论请参阅我们于 2019 年 9 月 20 日发表的报告《中国市场预测权威指南》，以及我在中信出版社去年出版的畅销书《预测：经济、周期和市场泡沫》）

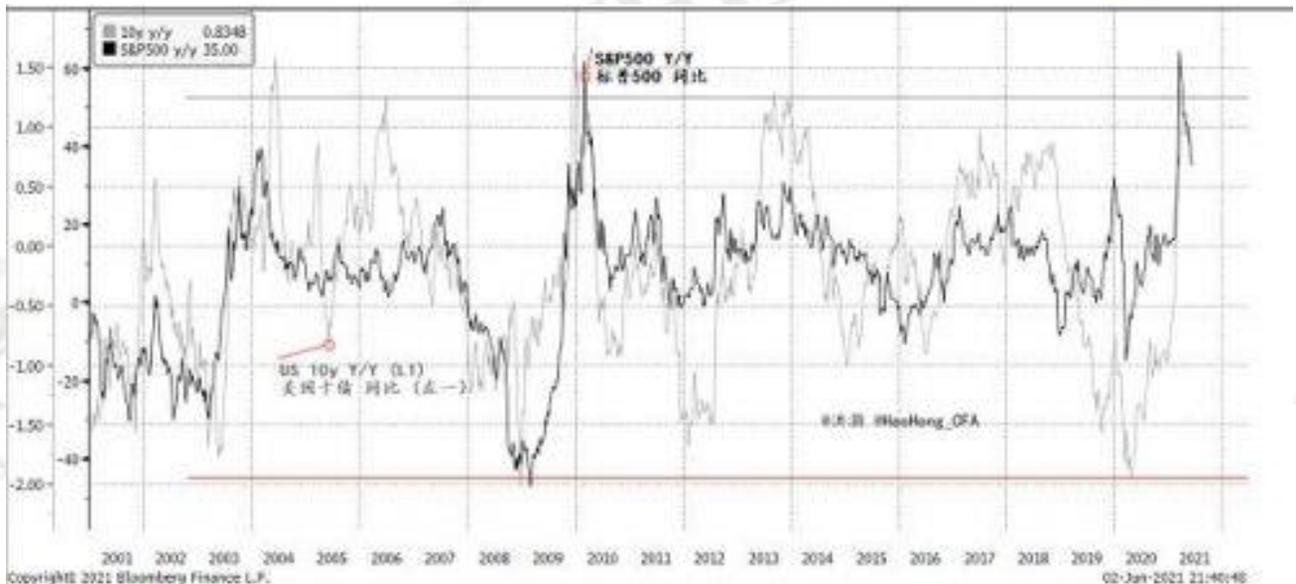
目前，上游成本压力是由全球大环境所驱动，而非中国境内因素。这

与 2016 年中国供给侧改革期间的情况不同。因此，随着美国经济持续复苏，甚至加速，以及疫苗推出后全球经济复苏势态扩延，全球大宗商品需求很可能将继续上升，而供应瓶颈在一段时间内不太可能得到解决。因此相对需求而言，供应仍将进一步趋紧。如是，上游成本压力很可能将持续，并在未来几个月促使 PPI 维持高位并造成更大的上下游价差缺口。

与此同时，上游成本将开始转嫁到下游，这一点从美国通胀数据中可窥一见，美国通胀出现 40 年来最大的单月涨幅。但猪肉价格将有助于抑制中国的 CPI。无论如何，随着中国央行开始调控通胀预期，上游成本的快速上升将开始蚕食经济周期的强势。

我们已经看到中国十年期国债收益率开始下降，在通胀压力巨大的情况下，这其实是一件令人费解的事情。我们在美国市场也观察到了类似的发展状况，美债收益率未能突破新的高点，但通胀压力已经达到了十多年来的最高水平（图表 2）。无论长期收益率因通胀进一步上升，还是因周期性强势见顶而出现拐点走低，这都是下半年即将出现投资者为规避风险而抛售风险资产的迹象。债券收益率上升将压抑股票估值，而债券收益率下降则意味着资金撤出股票。尽管如此，随着美联储继续干预市场，自去年以来，市场调整的择时已变得难以把握。

图表：美股回报率和美债收益率正在进入拐点

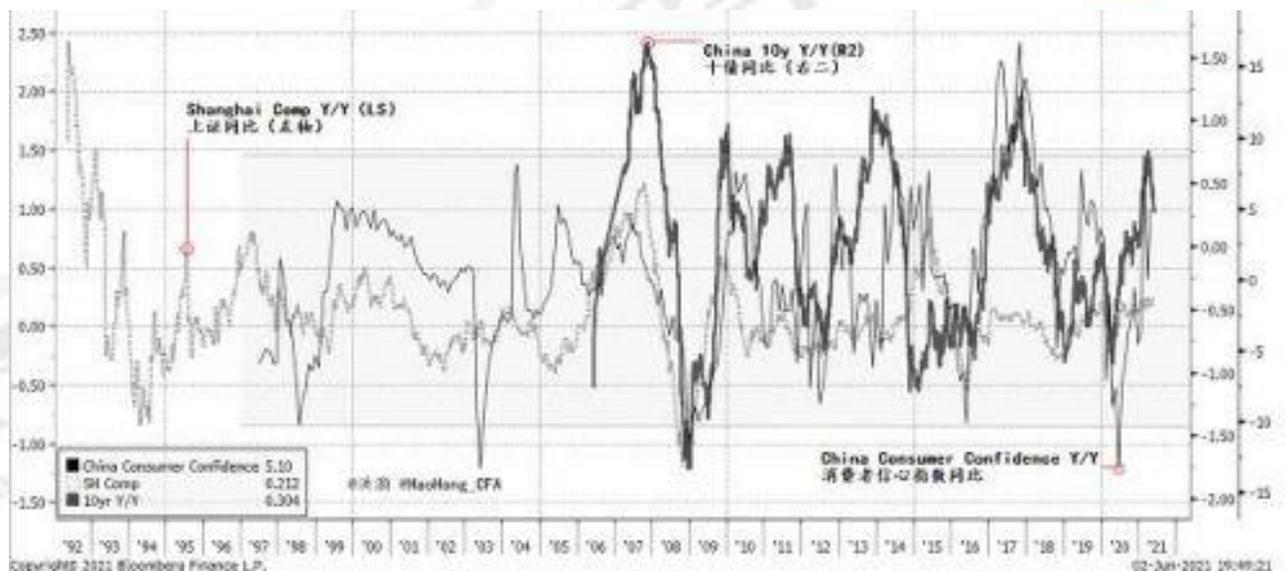


资料来源：彭博，交银国际

中国十年期国债收益率的下降与消费者信心指数的变化是一致的。历史上，债券收益率和消费者信心指数高度相关（图表 3）。这是因为两者均反映了经济内在的势能。

当经济增长减速时，债券收益率将下降以反映经济放缓，消费者信心也随之减弱。在目前的债券收益率水平，如果收益率进一步上涨将不利于增长，最终使得收益率回落。如果收益率下降则反映信心的减弱、消费增长和通胀的放缓。

图表：历史上，国债收益率和消费者信心指数的走势高度相关



资料来源：彭博，交银国际

周期 vs. 价值：价值将继续走强

随着 PPI 与 CPI 差值见顶，周期性板块的相对强势也逐渐见顶。从历史上看，PPI 与 CPI 的差值和周期性板块的相对表现高度相关（图表 4）。这是可以理解的：当上游行业的相对强势表现通过 PPI 与 CPI 的差值显现时，周期性板块也将有出色的表现。

鉴于周期性板块的相对表现正在见顶，我们现在面临的问题是应该如何交易周期性股票。自去年 6 月以来，基于我们对全球经济复苏前景乐观

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32001

