



Research and
Development Center

通胀时期的投资选择

2021 年 05 月 31 日

解运亮
S1500521040002
010-83326858
xiyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

通胀时期的投资选择

2021年05月31日

本期内容摘要:

2000年以来中国曾发生过三轮通胀,本文总结了那些时期中国经济、政策调控和资产价格的表现,以史为鉴推演本轮通胀预期下的经济格局和投资机会。

- **第一轮通胀及应对: 2003-2004年。**房地产市场化与加入WTO使我国经济内生动力增强,逐渐出现通货膨胀的迹象。央行加强货币政策手段的应用,提准加息,采取差别存款准备金率、公开市场操作、窗口指导等,抑制投资过热,同时加强房地产市场宏观调控。2004年紧缩调控政策取得较好成效,股市整体承压,但与消费机构升级和城镇化进程加快相关联的资本密集型行业,以及3G技术相关的通信行业发展较好。
- **第二轮通胀及应对: 2007-2008年。**强劲的外需导致我国出现了较大的贸易顺差,外汇占款增加央行被动投放货币,流动性过剩。猪肉价格的上涨和原油价格上涨分别拉动CPI和PPI大幅增加。应对通货膨胀,央行频繁加息提准,首次使用从紧的货币政策表述,针对居民消费价格过快上涨加强农产品生产和供给,同时抑制房地产热。但这些措施并未抑制A股一路高涨,直到2008年金融危机带来熊市,流动性收紧后,消费行业如食品饮料及农林牧渔、和国家“十一五”规划相关的高新技术板块表现优异。
- **第三轮通胀及应对: 2010-2011年。**在2008年采取的“四万亿”投资计划和房地产宽松政策影响下,2009年初,PMI触底回升,信贷规模明显超预期, PPI增速2009年12月起快速上行, CPI全年保持上升趋势, 央行政策转向加房地产调控。2010年6月, 受美联储开启二轮量化宽松影响, 大宗商品价格明显上涨。2010年第四季度中国货币政策更紧, 提准加息冻结流动性。A股也因此经历了快速上涨-回调-二次上行-牛市结束四个阶段。流动性收紧情况下, 我国经济结构转变, 代表新一轮全球技术浪潮的新经济(医药生物、电子、计算机、传媒)板块投资价值凸现。
- **对当下的启示。**进入2021年以来, 全球经济回暖, 加上此前货币政策极度宽松的效应逐渐显现, 大宗商品和工业品价格上涨明显, 全球通胀预期不断发酵。所幸猪周期处于下行周期, 中国全面通胀可能性不大。经过前几个月快速紧信用阶段后, 目前中国 M2 增速和社融增速已基本和名义 GDP 增速相匹配, 快速紧信用告一段落, 三季度货币政策预计保持友好相对宽松。短期内, 我们对股市保持乐观, 看好盈利持续性较强的中上游行业和实际盈利表现遭到低估的下游行业。但要注意, PPI 于5月份达到阶段性高点后, 下半年仍有可能在高位盘桓较长时间, PPI 向核心 CPI 的传导不容忽视, 中国通胀预期有进一步发酵可能。此外, 四季度还需要防备美联储缩减购债的影响, 中期股市存在变盘可能。
- **风险因素:** 政策调控力度超预期; 海外疫情超预期。



目录

1 回顾历史：2000 年以来中国曾发生过三轮通胀	4
2 第一轮通胀及应对：2003-2004	4
2.1 调控背景：经济进入新一轮上升周期，出现通货膨胀	4
2.2 调控措施：货币政策控制信贷，加强房地产调控，信贷方面有压有保	6
2.3 投资机会：资本密集型和通信行业逆势上涨	7
3 第二轮通胀及应对：2006-2007	9
3.1 调控背景：投资和出口共同推动经济复苏增长，通胀压力大	9
3.2 调控措施：货币政策频繁收紧，产业、财政、行政助力	12
3.3 投资机会：消费和高技术板块表现优异	14
4 第三轮通胀及应对：2010-2011	16
4.1 调控背景：四万亿带来流动性宽松，大宗商品价格持续抬升	16
4.2 调控措施：以调控房价飙升为重点对象	18
4.3 投资机会：新经济板块表现强劲	19
5 展望 2021	21
5.1 2021 年经济发展和政策走向	21
5.2 投资机会	23
风险因素	24

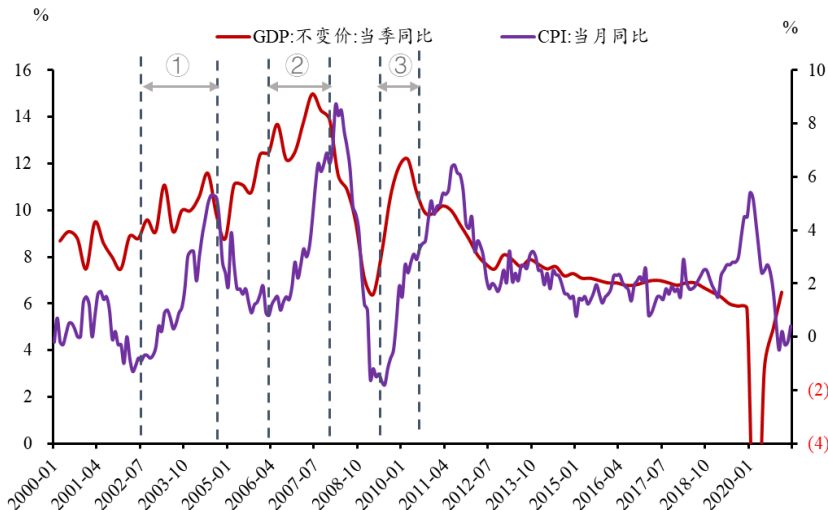
图目录

图 1：2000 年以来中国曾发生过三轮通胀	4
图 2：2002-2003 年，货币扩张保持较快速度	5
图 3：2002-2004 年，经济增速较快	5
图 4：商品房热销引起固定资产投资加速	6
图 5：投资成为拉动经济增长的主要因素	6
图 6：准备金率与利率调高	7
图 7：钢铁、水泥行业投资过热问题得到缓解	7
图 8：CPI 和 PPI 回落	8
图 9：2004 年 5 月开始，股市大幅下跌	8
图 10：采掘、钢铁、传媒、交通运输、通信表现较好	9
图 11：发达国家带动我国出口	9
图 12：外汇占款显著增加	10
图 13：人民币预期升值，海外资本加速流入	10
图 14：猪肉供给下降引起 CPI 大幅上涨	11
图 15：原油带动 PPI 高增	11
图 16：商品房价格上涨趋势并未改变	12
图 17：2006-2007 年，准备金率抬升	13
图 18：2006-2007 年，央行多次加息	13
图 19：政府措施未能阻止股市上涨	14
图 20：2007 年大多行业跑赢大盘	15
图 21：调控生效阶段，消费行业、高技术行业逆势上涨	16
图 22：房地产与基建投资大幅提升	17
图 23：货币政策宽松下，信贷规模明显超预期	17
图 24：政府放松房地产调控，商品房销量高增	18
图 25：受第二次量化宽松预期影响，PPI 大幅反弹	18
图 26：2010 年第四季度，货币政策收紧	19
图 27：2010 年过热中，A 股的四个阶段	20
图 28：2010 年科技、消费、医疗板块上涨迅速	20
图 29：GDP 达到高点，PPI 大幅上升，CPI 由负转正	21
图 30：M1、M2、社融均出现先冲高后回落的趋势	21
图 31：大宗商品价格从 2020 年 4 月底开始增长	22
图 32：疫情后国内 A 股走势	23

1 回顾历史：2000 年以来中国曾发生过三轮通胀

回顾 2000 年以来的历史，中国经济曾经发生过三轮通胀，分别是 2003-2004 年，2006-2007 年，2010-2011 年（图 1）。在这些阶段中，CPI 均持续较长时间超过 3%，PPI 也相当时间内维持在较高水平。2003-2004 年，中国对外开放加速叠加经济内生需求动力增长，通货膨胀压力显现，CPI 曾达到 5.3%（2004 年 7 月）。2006-2007 年，外向型经济拉动中国经济增长，CPI 则不断攀升直至 8.7%（2008 年 2 月）。2010 年后，“四万亿”投资计划拉动经济快速修复，CPI 在 2011 年 7 月达到高点 6.5%。

图 1：2000 年以来中国曾发生过三轮通胀



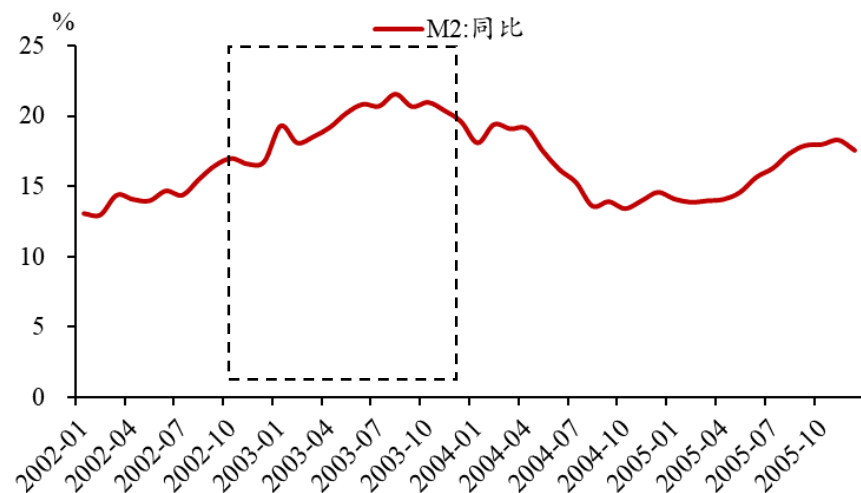
资料来源：万得，信达证券研发中心

2 第一轮通胀及应对：2003-2004

2.1 调控背景：经济进入新一轮上升周期，出现通货膨胀

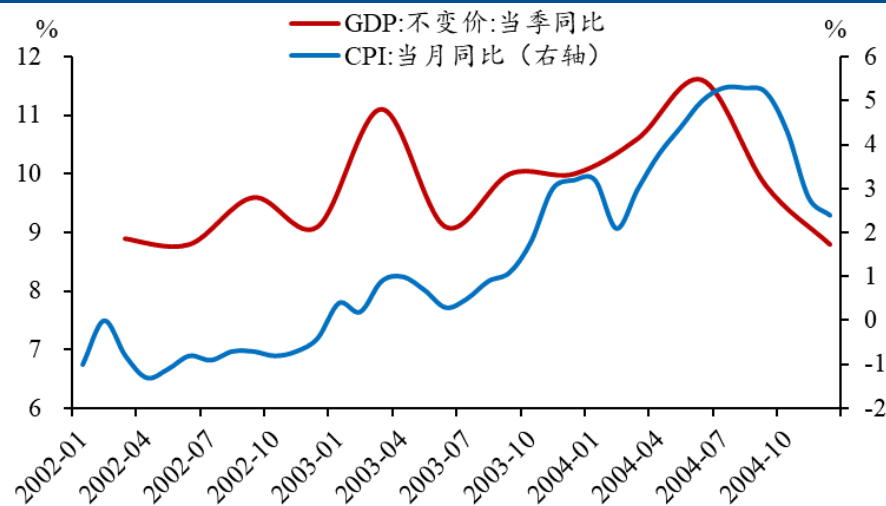
中国加入 WTO 与房地产市场化持续拉动我国总需求，经济呈现强劲增长状况。2002 年 11 月，十六大宣布中国已“初步建立起社会主义市场经济体制”，中国工业化、城镇化、市场化进程全面提速。2002 年 12 月，中国正式加入世贸组织，对外开放进入全面提速的新阶段。中国走出了自 1997 年以来有效需求不足、价格水平持续下跌为特征的时期，工业企业利润大幅增加，对贷款的有效需求增强，叠加 2003 年为应对“非典”疫情，货币扩张并保持较快速度（图 2）。其中 2002 年工业企业盈亏相抵后实现利润总额 5620.4 亿元，增长 20.6%，增幅比上年提高 12.5 个百分点；2003 年 1-6 月同比增长高达 56.7%，2003 年上半年，固定资产投资同比增长 31%；房地产开发同比增长 34%。在房地产、汽车等消费热点带动下，消费信贷加快速增，2002 年全年消费贷款增加 34%，推动 GDP 在 2002-2004 呈现快速上涨态势（图 3）。2003 年 CPI 累计同比增长 1.17%，；2004 年 CPI 增长 3.9%，与此同时国民经济增长进入上升期。

图 2：2002-2003 年，货币扩张保持较快速度



资料来源：万得，信达证券研发中心

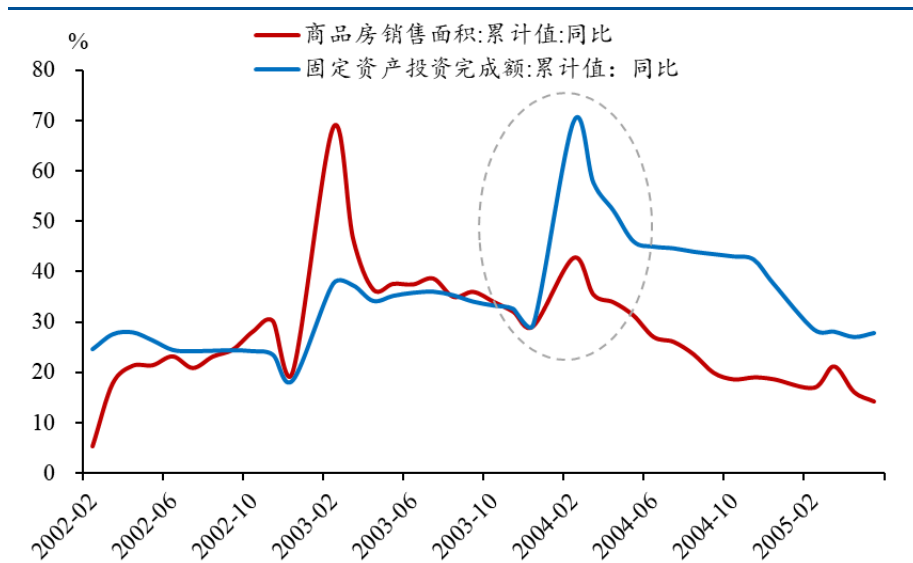
图 3：2002-2004 年，经济增速较快



资料来源：万得，信达证券研发中心

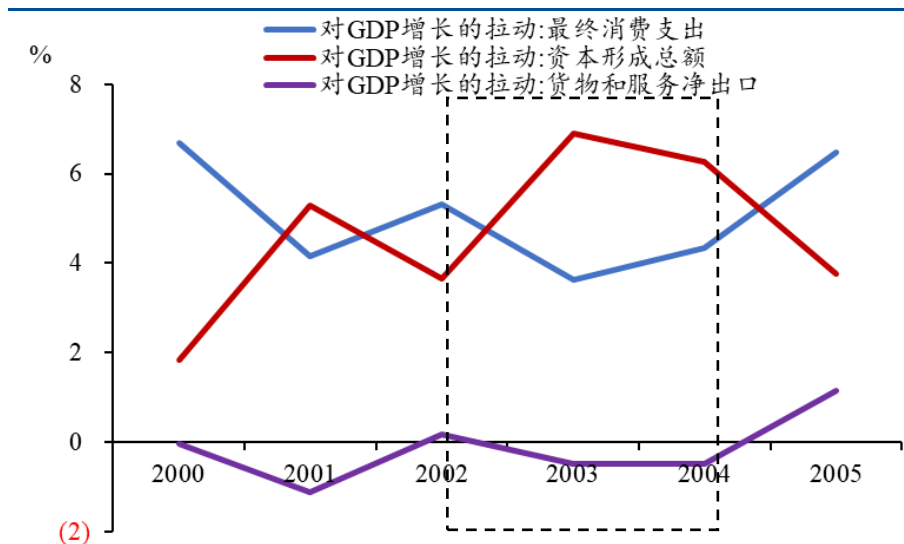
在经济高速发展的同时，一些工业部门出现了超常规的增长，通货膨胀显现。一方面，2003 年下半年开始，国内房地产和汽车需求释放、销售强劲；另一方面，地方政府换届导致的政绩工程遍地，钢铁、水泥等产生巨大需求。钢铁和水泥投资成倍增长，引起原材料、运输等价格上涨，刺激了相关行业投资增长，成为通货膨胀的具体表现（图 4）。同时，快速增长的银行贷款也促进了投资，部分商业银行面临降低不良贷款率的压力。在三大马车中，投资对经济增长的拉动趋势明显上行（图 5）。

图 4：商品房热销引起固定资产投资加速



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 5：投资成为拉动经济增长的主要因素



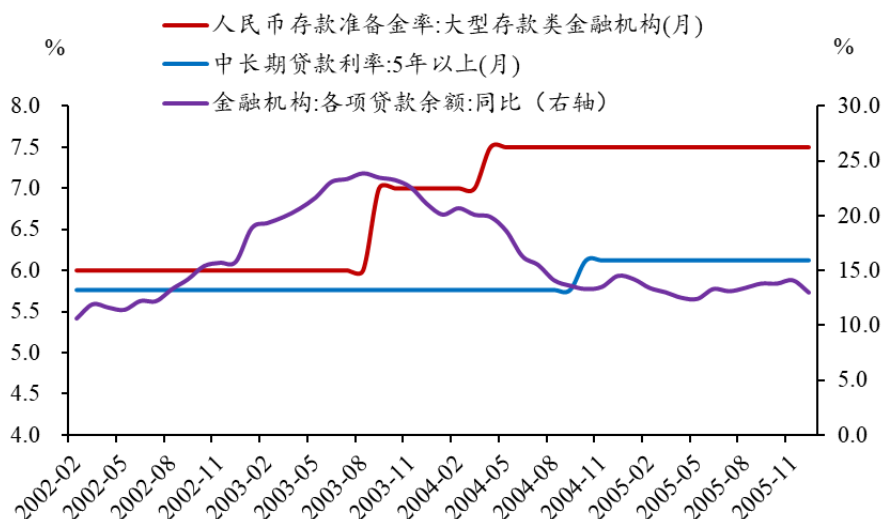
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.2 调控措施：货币政策控制信贷，加强房地产调控，信贷方面有压有保

2002 年 11 月，十六大报告中明确提出：“要把促进经济增长，增加就业，稳定物价，保持国际收支平衡作为宏观调控的主要目标。” 2004 年中央经济工作会议决定实施稳健的财政政策和货币政策。

当通货膨胀趋势得到确认后，央行加强货币政策手段的应用，控制信贷的过快增长。第一，发行票据对冲由于外汇储备急剧增加导致的基础货币过热。第二，提高存款准备金率，并实行差别存款准备金制度。2003 年 9 月央行将准备金率由原来的 6% 调高至 7%，2004 年 4 月再次调高至 7.5%，以减轻央行票据回收流动性的压力，将资本充足率低于一定水平的金融机构存款准备金率提高 0.5 个百分点。第三，上调存贷款利率，放开金融机构贷款利率上限。2004 年 10 月，金融机构一年期存款基准利率由 1.98% 提高到 2.25%；一年期贷款基准利率由现行的 5.31% 提高到 5.58%。中长期贷款利率在 2004 年 10 月由 5.76% 提高至 6.12%（图 6）。第四，上调再贷款和再贴现利率。2004 年 3 月对短期再贷款利率上调 0.63 个百分点；再贴现利率上调 0.27 个百分点。

图 6：准备金率与利率调高



资料来源：万得，信达证券研发中心

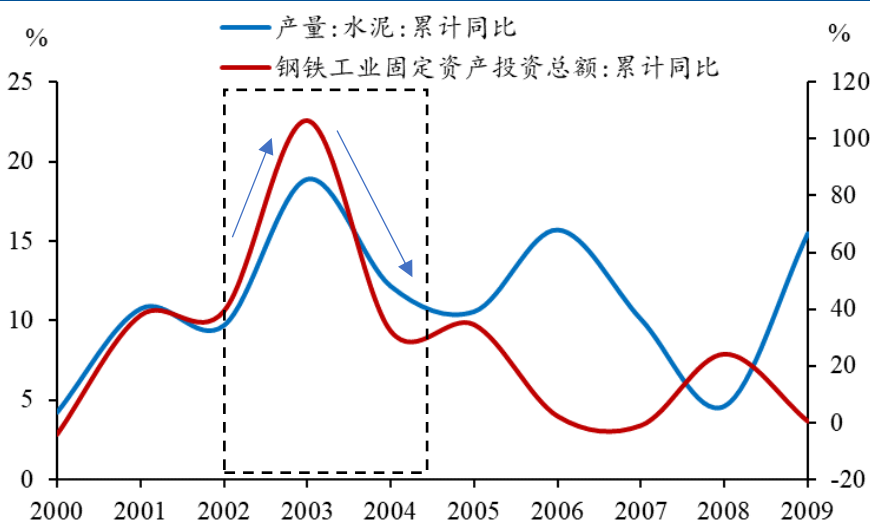
针对房地产投资和销售过热的现象，中央开始加强对房地产行业的宏观调控。央行 121 号文提高二套房首付比例，要求房地产开发企业自有资金不低于 30%，随后银监会 57 号文继续提高房地产开发企业自有资金比例为 35%。在土地方面，国务院集中整顿土地市场，要求各地清理在建、拟建固定资产投资项目。

在信贷方面，有保有压、区别对待。2004 年 4 月，国务院发出通知，提高钢铁、电解铝、水泥、房地产开发固定资产投资项目资本金比例，压制过热的投资；在保的方面，加强农业，通过农民补贴、取消农业税、放开粮食价格、农业土地开发支持等方式促进农业发展。

2.3 投资机会：资本密集型和通信行业逆势上涨

2003-2004 年央行调控取得了较好的成效，有效地抑制了固定资产投资增长过快，钢铁、水泥等重点控制行业投资增速大幅回落（图 7），在保证经济增长的同时，CPI 和 PPI 也逐步回落至正常区间（图 8）。

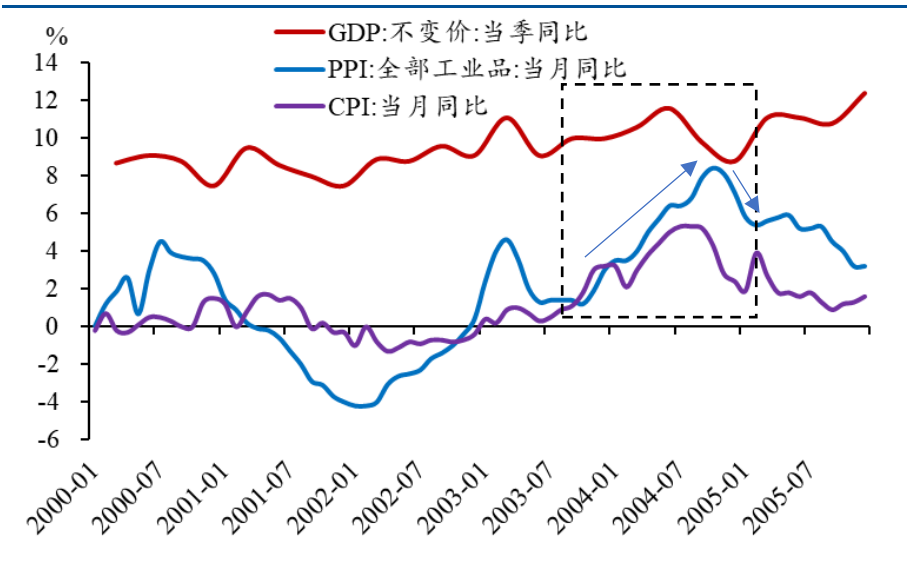
图 7：钢铁、水泥行业投资过热问题得到缓解



资料来源：万得，信达证券研发中心



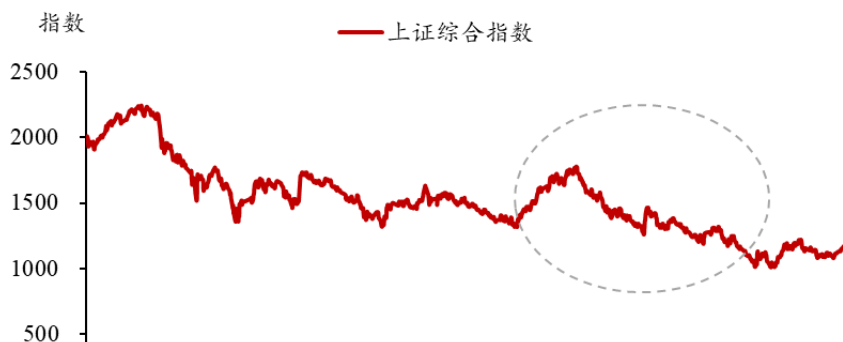
图 8: CPI 和 PPI 回落



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

紧缩调控政策下, 大盘整体承压, 资本密集型行业和通信行业发展较好。上证指数在 2004 年 3 月达到高点, 随着流动性收紧, 2004 年 5 月上证综合指数开始下降, 到 2005 年迎来了历史性低点, 大盘整体承压 (图 9)。但是, 由于消费结构升级、城镇化进程加快, 交通和基础设施投资加大, 中国重工业呈现快速增长之势, 采掘、钢铁、交通设施等资本密集型工业股市表现良好。此外, 2004 年信息产业部提出了电信强国的战略目标, 3G 技术逐渐发展成熟, 通信等行业成为新的经济增长点, 这几个板块大盘表现良好 (图 10)。

图 9: 2004 年 5 月开始, 股市大幅下跌



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_19885

