

通胀与成长共舞！

摘要

回顾2018年一季度A股走势，市场利率变化以及境外避险因素短期上升为核心因素，与经济预期共同影响A股，结构分化依旧延续2017年风格，但长期利率的短期下降导致IC-IH价差大幅走弱后持续反弹，在没有业绩体现的时段内，也突出了春季行情的躁动特点。

2018年中国经济开局良好，通胀中枢预期较去年上升。受益于欧美国家经济持续复苏，我国出口从2016年以来持续向好，预计此好势头还将在2018年延续。货币政策方面，维持中性偏紧，但是从M1-M2与股票市场关系来看，市场活期存款资金依旧较多，将给股市带来充足的后备动力；市场利率方面，我们判断是维持高位震荡，上行和回落空间都有限，市场风格切换或将复杂，但成长股的细分龙头将受益；通胀上升是大概率事件，寻求投资的确定性，应该布局“涨价”主线，对于行业来说，中上游原材料涨价的预期仍然存在一定的支撑，利好有色、煤炭、化工、建材等周期性行业，利好食品饮料、医药生物、家用电器等消费类行业。

行业配置以通胀和成长为主线。我们在2018年度金融年报《“龙宴”扩散，与“质”为伍》的观点全年以企业盈利质量好转为主，与现状提出的通胀和成长为主线没有背离，而是筛选上更深层次。1、文中比较了2000年以来三次通胀，我们判断本次通胀与2003-2004年9月阶段的类似，但是在宏观经济背景、通胀传导过程和影响通胀因素的力度有所不同，所以应该区别对待布局当下“涨价”行业；2、“两会”政策赋予“创新要素”回归力量，我们判断此时成长过的投资机会与2013年类似，在政策的战略性扶持下成长股盈利上升将驱动中小创的投资机会。

2018年躁动的春季行情即将过去，市场利率主导股市的段落也或将告一段落，即将进入2017年年报和2018年一季报披露高峰期，企业盈利因素将逐渐成为主导市场的核心因素，以及二季度最确定的事情莫过于A股纳入MSCI而引起的境外资金短期大幅流入，我们认为这是一个千载难逢的机会，2018年的趋势投资机会将在不久后展开，而配置主线也在文中拨开。

Bigger mind, Bigger future™

智慧创造未来

南华期货研究所

姚永源 0755-82723950

yaoyy@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0010046

目录

第 1 章	市场回顾	3
1.1.	躁动的春季行情	3
1.2.	期指套期保值和跨期套利机会	5
第 2 章	经济开局良好	7
第 3 章	“两会” 政策蕴含全年投资亮点	11
第 4 章	配置主线：通胀与成长	13
4.1.	通胀上升，布局“涨价”行业的龙头	13
4.2.	创新要素回归，布局成长龙头	15
南华期货分支机构		17
免责声明		19

第1章 市场回顾

1.1. 躁动的春季行情

根据 A 股的历史波动规律，每年都会有一次躁动的春季行情，其产生的原因主要有两个：a) 春节和 3 月份“两会”期间央行会释放一定的流动性，届时市场资金会比较宽松，这样就给市场炒作留下了“肥沃的土壤”；b) “两会”期间会释放当年的政策动向，市场资金对政府重点扶持的相关行业给予了敏感的炒作题材。但是介于期间没有企业的业绩公布，所以此行情的持续性较差，所以得名“躁动的春季行情”。

图 1.1：2018 年初 A 股走势及其分析



数据来源：wind 南华期货研究所

根据今年一季度 A 股的波动，我们认为大致可以分为三个阶段，并且不同阶段影响因素不同：

- 第一阶段中市场预期差是这次强劲反弹的主要原因。10 月份经济数据全面回落并且市场利率持续高位上涨而导致了 2017 年底 A 股系统性下跌，随后公布的 11 月份经济数据超预期上涨(特别是出口数据比上月同比增速超预期上升)，从而导致 A 股系统性止跌，2018 年新年开始后，原本定向降准的范围扩大到全部银行，短期市场流动性得以缓解，并且随后公布的 11 月份财新 PMI 的超预期上涨，说明中国四季度经济韧性十足，促使周期股全面上涨。期间投资机会在于年底确定性较大的消费升级行业，并且在大跌之际境外资金依旧大幅净流入食品饮料、家用电器行业、房地产、银行。
- 第二阶段中导致国内三大期指大幅下挫的核心因素是美股短期连续大幅下挫，是市场间避险情绪的传导。此阶段国内宏观经济并没有变坏的迹象，而影响期指下跌的国内因素是中小创板块在 2017 年业绩增速低于市场预期，并且此风险短期已经释放，但是美股持续上演“千点式”下跌导致短时间市场情绪的传导上升为影响 A 股的主要矛盾。而引起美股下跌的核心因素是美国市场利率的持续单边上涨，而美国市场利率上涨的原因主要有两个：1、欧洲地区的经济持续复苏，欧洲央行实行 QE 的意愿持续下降，这样会导致国际市场资金持续流出美国，美元贬值；2、美国经济持续向

好，1 月非农的就业与薪资数据大超预期，投资者预判美国通胀预期将大幅上升，会加剧美联储收紧货币的力度，并且十年期国债利率已经持续大涨，这样会降低美股的估值水平。从以上两个影响因素来看，不管是外因还是内因，都将利空美国股市，从而演变成美股的“踩踏现象”，进而恐慌情绪蔓延至 A 股。

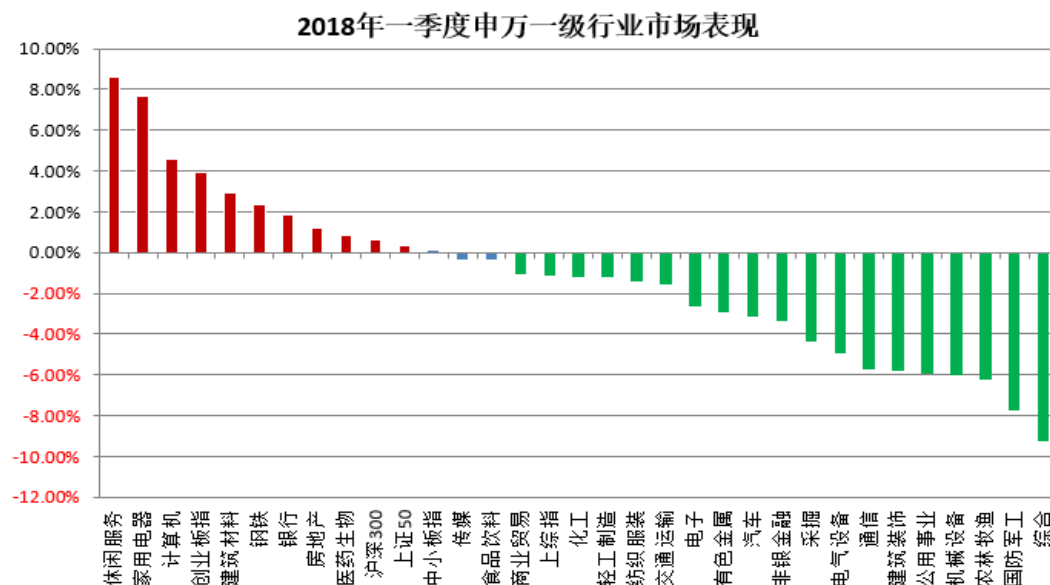
- 第三阶段导致三大期指大幅反弹的核心原因是春节和“两会”期间央行释放流动性和短期政策预期的操作。春节期间，美股强劲反弹，所以前期影响 A 股的主要因素已经改变，此时由于央行释放流动性导致市场利率持续高位下跌，导致 A 股全面反弹，并且“两会”的政策导向在于创新经济的扶持，所以此过程 IC 持续领先 IH。

针对二季度行情预判：整体上是先抑后扬

- 先抑主要是判断在 3—4 月份 A 股将有所回调，但其回调幅度不大。1、市场流动性开始偏紧。今年“两会”即将完毕，央行维持宽松的市场流动性概率不大，不然央行也不会持续进行公开市场操作释放短期流动性对冲，再加上金融管制政策即将出来，短期资金偏紧的预判占上风；2、中小创龙头公司业绩趋好，预计 A 股回调空间有限。中小创的 2017 年度报告已经披露完毕，整体上这两个板块的净利润增速继续下跌，趋势上基本上符合业绩预告的情况，但是结构上行业龙头股与小盘股的业绩分化比较大，行业龙头或者中小板指、创业板指的成分股的业绩增速有所上升，这样会导致资金集中转移至中小创的行业龙头股，说明短期中小创指数回落的空间不会太大；3、从时间角度看，目前 A 股还没到拉升时间点。主力资金备战“A 股纳入 MSCI”投资机会，现在距离 MSCI 开始买入 A 股还有两个多月的时间，短期美国可能引起的贸易战越演越烈，并且导致美股下跌，从而在市场避险情绪上影响至 A 股，从时间角度看，前期的底仓铺垫肯定已经完成，但是没有谁愿意第一个大幅度主动买入，因为害怕短期可能会出现的极端风险，所以等待依旧是当前主要的主要策略。
- 后扬主要是判断 5 月份后 A 股在境外资金大幅流入的推动下，大幅上涨。1、A 股纳入 MSCI 新兴市场指数后，预计短期内流入资金 170 亿—180 亿美元；2、A 股纳入 MSCI 倒计时阶段，国内公募基金丰富相关产品线布局，目前有一批 MSCI 主题基金正在发行路上，截至 3 月 2 日总共有 13 家基金公司上报了 MSCI 系列指数基金，共 24 只，其中目前在证监会候审名单的产品有 17 只。综合以上两条信息，预计 A 股接轨国际市场将带来万亿元增量资金，所以我们认为 5 月份后 A 股将会大幅走高。

从行业市场表现上来看，2018 年一季度整体上涨幅较大的是消费和成长。从图 1.2 中我们发现领涨行业主要是休闲服务、家用电器、计算机、建筑材料，涨幅分别为 8.57%、7.69%、4.58%、2.96%，领跌的行业主要是综合、国防军工、农林牧渔、机械设备、公用事业，涨幅分别为-9.21%、-7.74%、-6.20%、-5.99%、-5.92%，可见家电消费依旧获得资金追捧，从重要指数表现来看，创业板指涨幅为 3.92%，明显领先于上证 50 的 0.36%、沪深 300 的 0.63%、上证综指的-1.13%，可见时隔两年后成长股再次获得资金青睐。

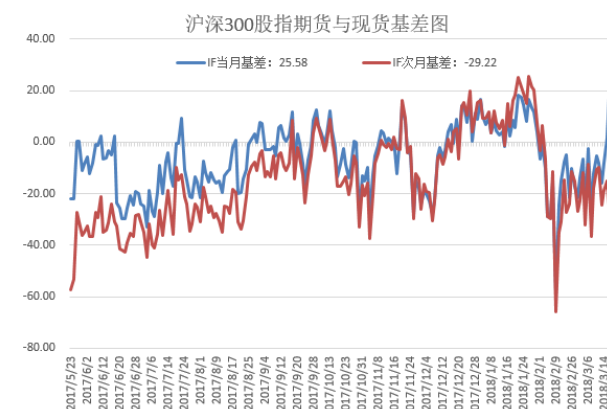
图 1.2: 2018 年以来申万一级行业市场表现(截止 3 月 16 日)



数据来源: wind 南华研究

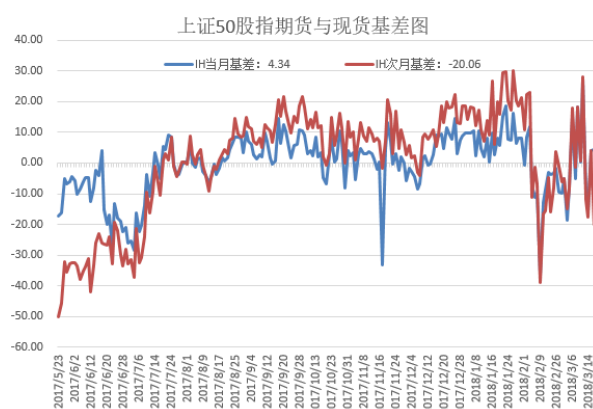
1.2. 期指套期保值和跨期套利机会

图 1.2.1: 沪深 300 股指期货与现货基差图



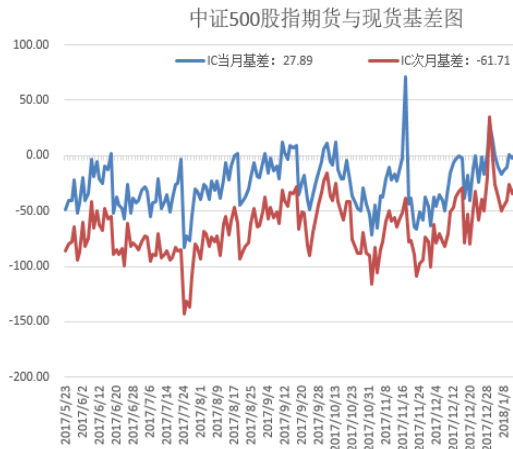
资料来源: wind 南华研究

图 1.2.2: 上证 50 股指期货与现货基差图



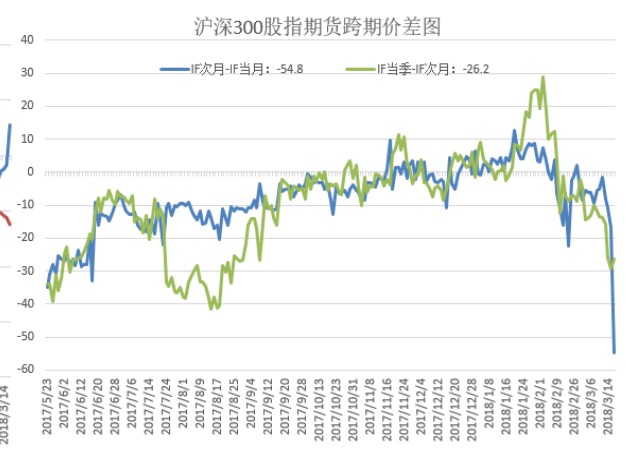
资料来源: wind 南华研究

图 1.2.3: 中证 500 股指期货与现货基差图



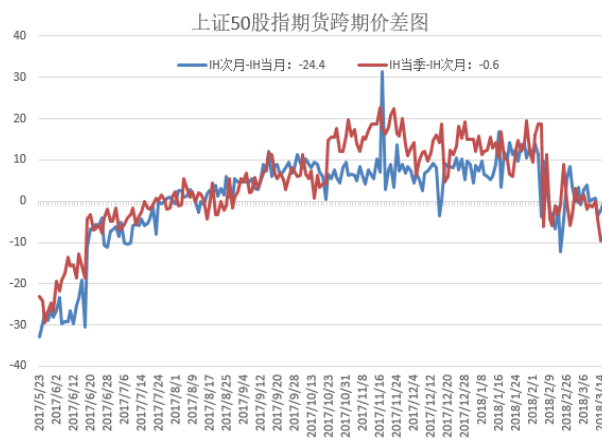
资料来源: wind 南华研究

图 1.2.4: 沪深 300 股指期货跨月价差图



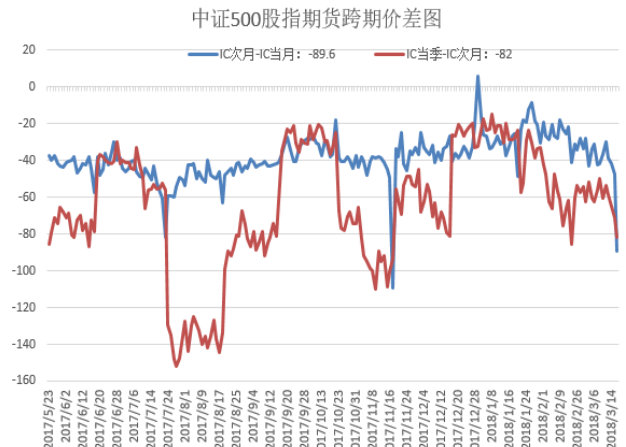
资料来源: wind 南华研究

图 1.2.5: 上证 50 股指期货跨月价差图



资料来源: wind 南华研究

图 1.2.6: 中证 500 股指期货跨月价差图

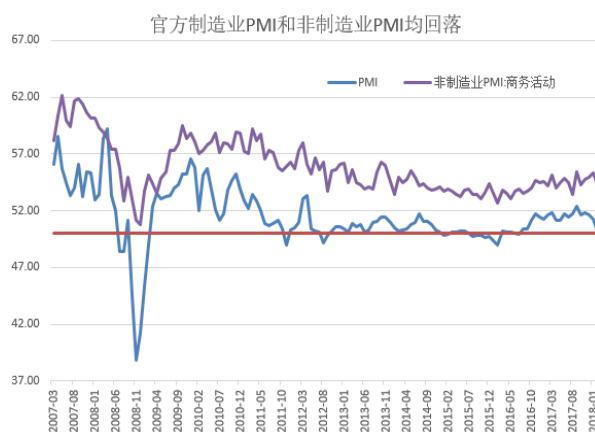


资料来源: wind 南华研究

第2章 经济开局良好

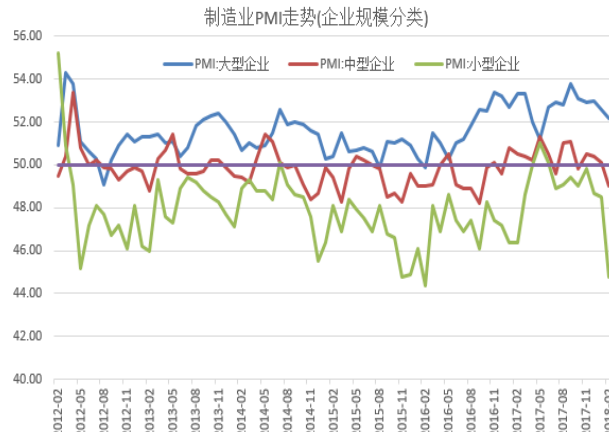
我们在 2018 年金融年报《龙宴扩散，与质为伍》的宏观篇中，从经济周期、库存周期以及经济需求和成本的角度讨论了 2018 年整体宏观经济走向，我们认为今年整体宏观经济走弱的概率较大，这也与 2018 年政府工作报告定调今年 GDP 增速预计为 6.5% 左右，比去年的 6.9% 下降了 0.4 个百分点，在方向上是一致的，再者回顾 2017 年“三驾马车”对 GDP 贡献，在 6.9% 的 GDP 增速中，最终消费贡献了 4.1%，比 2016 年下降了 0.2 个百分点，资本形成贡献了 2.2%，比 2016 年下降了 0.6 个百分点，净出口贡献了 0.6%，比 2016 年上升了 1 个百分点，假如只考虑投资和消费，2017 年 GDP 增速下滑了 0.8 个百分点，**也就是说不考虑外需变化因素的前提下，我国经济增速在 2017 年出现了明显放缓。**短期来看，2018 年以来的两个月整个宏观经济景气有所回落，这跟春节前后国内制造业减少有密切关系，不能以此来推论 2018 年国内经济景气就走弱，主要体现在 2 月份官方制造业和非制造业 PMI 分别为 50.30、54.40，分别比 1 月份下降了 1 个百分点、0.9 个百分点，依旧处于扩张状态，如图 2.1.1 所示，按企业规模分类的大型企业、中型企业和小型企业的制造业 PMI 纷纷回落，如图 2.1.2 所示。我们认为预计随着 3 月份后开工率上升，制造业景气指数将有所上升，但是有一点我们必须注意的是虽然整体经济依旧处于扩张状态，但随着货币政策的收紧，小型企业的景气度会越来越低，而市场占有率较大的大中型企业才具有较高的景气度，这一点归结到股票投资标的来看，价值型的大型企业盈利预期将持续上升，会导致更多的市场资金青睐。

图 2.1.1 官方制造业 PMI 和非制造业 PMI 均回落



资料来源：wind 南华研究

图 2.1.2 制造业 PMI 走势(按企业规模分类)



资料来源：wind 南华研究

2018 年国内出口将持续向好，利好全球化消费类企业。在年报中，我们判断因为国外经济持续复苏，从而提升中国经济韧性，主要体现在 2018 年出口将持续好转。本轮经济短周期的上升是从 2016 年开始的，在供给侧改革伴国内周期性经济持续好转，随着出口持续稳步上升，如图 2.1.1 所示。出口增速从 2016 年 2 月份的 -27.96% 持续稳步上升，在 2017 年 11 月后连续 4 个月出口同比增速在 10% 之上，特别在 2018 年 2 月出口同比增速为 44.50%，大超预期，虽然 2 月份宏观数据因为春节的原因会有一定的周期性偏高，但是从 2017 年 11 月份以来的出口同比增持持续上涨的趋势来看，国外需求持续向好，预计 2018 年上半年维持高出口增速的概率非常大，从这点来看，全球的消费将主导整体经济，这样必将利好国内具有全球化的消费类企业。

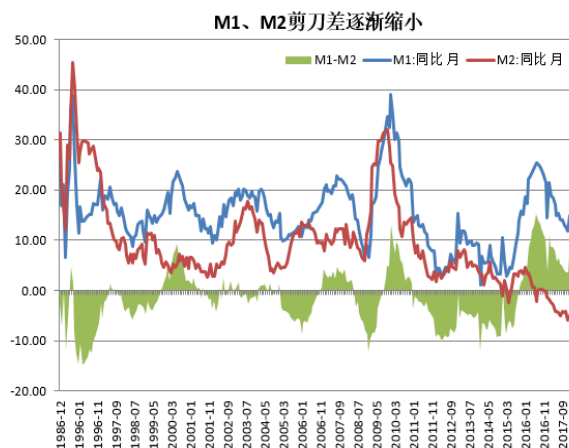
图 2.1.3: 进出口当月同比增速超预期



数据来源: wind 南华期货研究所

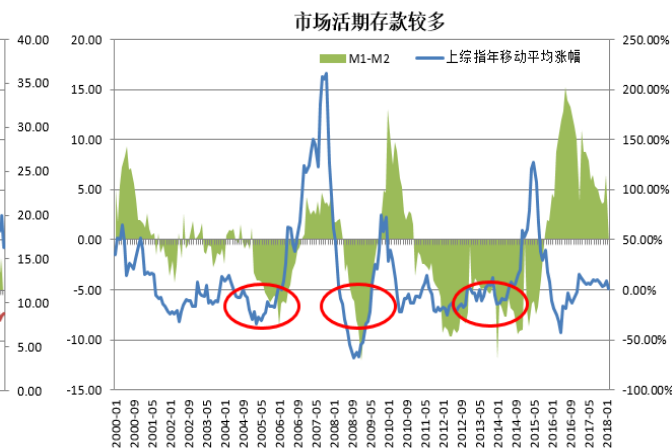
货币政策方面，维持中性偏紧，但市场活期存款资金较多，将给股市带来充足的后备动力。“两会”中政府工作报告定调 2018 年的货币政策为：“保持中性、松紧适度”，“管好货币供给总闸门，保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重”，这里至少给我们提示两条信息：第一是整体货币总量不会再大幅扩张，而市场流动性的紧、松必然跟市场利率有非常大的关系，所以 2018 年市场利率将是影响股市波动的核心影响因素；第二是提高股权融资比重，也就是理解为在扩大资本项目开放的同时增加公司上市的数量，这样国家是扶持股市，利好股市。央行公布 2 月份的 M2 同比上涨 8.80%，比 1 月份的 8.6% 上升了 0.2 个百分点，同时 M1 同比增速从 1 月份的 15.00% 回落至 2 月份的 8.5%，两者剪刀差快速收缩，如图 2.1.4 所示，两者短时间内的快速收紧跟春节期间央行释放短期流动性有很大关系，但是随着春节过后，M1、M2 还将维持较大的差值。M2-M1 又称准货币，代表整体市场流动性，如果 M1 增速大于 M2，意味着企业的活期存款增速大于定期存款增速，企业和居民交易活跃，微观主体盈利能力较强，经济景气度上升，反之表明企业和居民选择将资金以定期的形式存银行，微观个体盈利能力下降，未来可选择的机会有限。回顾历史 M1-M2 与上综指涨幅来看，如图 2.1.5 所示，M1-M2 比较低时，说明市场资金主要以定存的方式存银行，股市很大程度在低位徘徊，而当 M1-M2 位于高位时，说明银行存款大幅流入股市，目前市场的活期存款依旧较多，但是从 M1-M2 来看，整体活期存款较大，若 A 股市场持续走暖，则存款资金持续大规模流入股票市场的概率非常大，从而利好 A 股。

图 2.1.4 M1、M2 剪刀差逐渐缩小



资料来源：wind 南华研究

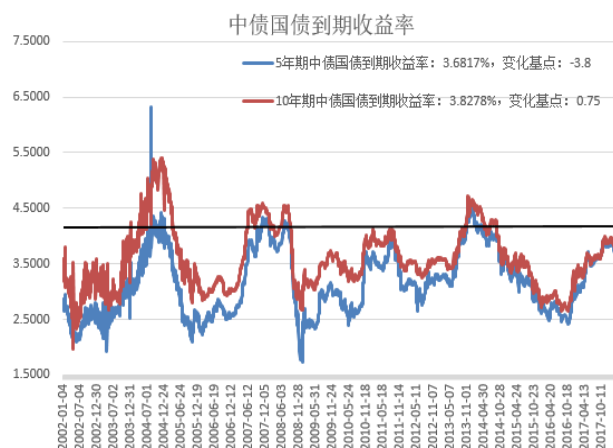
图 2.1.5 市场活期存款较多



资料来源：wind 南华研究

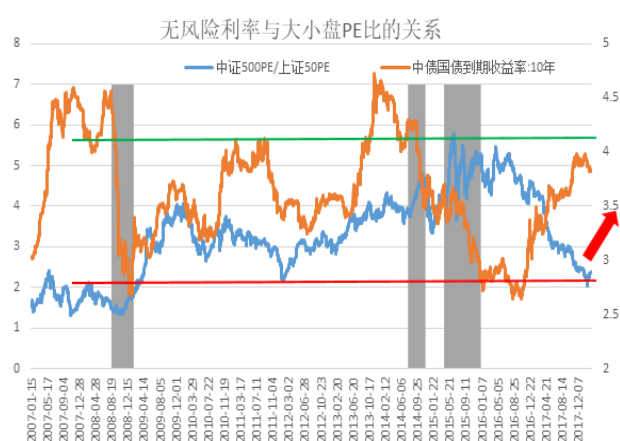
市场利率维持高位，市场风格切换或将复杂，成长股的细分龙头将受益。由上述货币政策的维持中性的逻辑，必然导致市场利率将贯穿 2018 年成为影响股市波动的核心因素之一，从图 2.1.7 中我们可以看到目前国债到期收益率已经接近历史性高位区域(4%附近)，若继续上升，按照历年市场利率波动对股市的影响，比如 2013 年、2011 年、2008 年、2004 年，必将引起股市因为流动性紧缺的原因而产生系统性下跌，但是从货币政策以及 2018 年金融管制落实的角度看，市场利率大幅下跌的概率非常小，所以我们判断市场利率将维持高位震荡，并且随着 2018 年经济周期的获利，大型企业获取资金的意愿有所减缓以及国家引导资金更多投向小微企业，必将导致整体市场利率有所下降。市场利率的波动是影响股票市场风格的长效因素之一，整体来看，市场利率下降，利好成长股，反之市场利率上升利好价值股，如图 2.1.7 所示，两者的历史关系我们在《利率角度分析富时 A50 在 2018 年表现》已经详细描述，如图中的灰色部分就是形象表示当市场利率大幅下降时，小盘股的上涨力度明显领先大盘股(当经济预期持续向好时)，或者说大盘股下跌的速度领先于小盘股(当经济预期持续向坏时)，但从目前两者的关系来看，因为 2018 年宏观经济预期持续向好，所以市场利率难以大幅度下降，而市场风格已经到达历史临界值，即成长股的投资安全边界明显大于价值股，所以我们认为投资机会就在于市场利率有效回落时，小盘股将更加获得市场资金的青睐，但因为不是流动性的整体释放，所以仅仅导致成长股的细分龙头受益，而其他没有业绩支撑的概念小盘股，依旧难以得到上涨。这样从市场利率和市场风格的角度来看，2018 年的投资机会在于成长股的细分龙头股。

图 2.1.6 国债到期收益率将步入历史性高位区域



资料来源：wind 南华研究

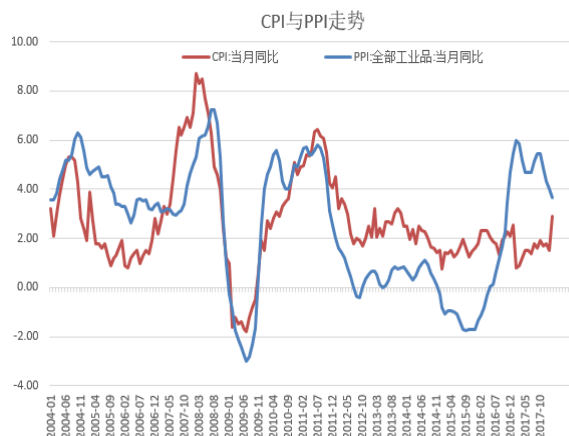
图 2.1.7 无风险利率与大小盘 PE 比的关系



资料来源：wind 南华研究

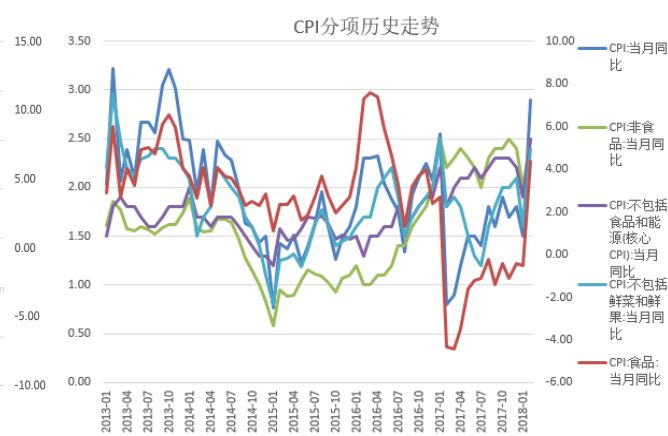
通胀预期上升将贯穿整个 2018 年，应该布局“涨价”主线。2 月份 CPI 大涨达 2.9%，比 1 月份的 1.5% 上升了 1.4 个百分点，超市场预期，从细分项里面可以看出主要原因是 2 月份食品价格大幅上涨所致，如图 2.1.8 和图 2.1.9 所示，并且从历年数据来看 2 月份的 CPI 不能代表全年的 CPI 的趋势，但是政府工作报告中提及 2018 年 CPI 同比增速预计在 3% 左右，并且核心 CPI 从 1 月份的 1.9% 上升到 2 月份的 2.2%，基于 2017 年低基数以及经济持续稳步增长判断，今年的 CPI 整体均值水平将比去年的有所上升，这样通胀预期上升将贯穿整个 2018 年。通胀预期走高，从股票行业配置的角度看，应该布局“涨价”行业，所以我们可以从驱动涨价的因素和通胀上升的传递路径思考：(1) 2018 年美、日、欧多国上调 2018 年经济增长预期，不排除本轮全球经济复苏潜在超预期的可能，这样通胀预期的上升是基于经济增长，周期型企业将会持续收益；(2) 农产品库存普遍历史新高已经导致本轮库存周期上涨过程中，农产品价格并没有持续上涨，并且猪肉价格持续下跌，从目前来看，猪价难以构成推升 CPI 上升的因素；(3) 原油价格继续维持震荡上涨，并且欧佩克国家已经明确延长减产的时间，这样会引发对工业品价格上涨传导的预期；(4) PPI 传导 CPI 或将在兴起，主要原因在于本次供给侧改革主要是在上游行业，短期上游资源价格大幅上涨导致中下游企业不敢大幅补库存，前期 PPI 传导 CPI 失效，但随着 PPI 高位回落，必将引起中下游企业补库存，从而导致 PPI 传导 CPI 再次起效。综上所述，对于行业来说，中上游原材料涨价的预期仍然存在一定的支撑，利好有色、煤炭、化工、建材等周期性行业，利好食品饮料、医药生物、家用电器等消费类行业。

图 2.1.8 CPI 与 PPI 走势



资料来源：wind 南华研究

图 2.1.9 CPI 分项历史走势



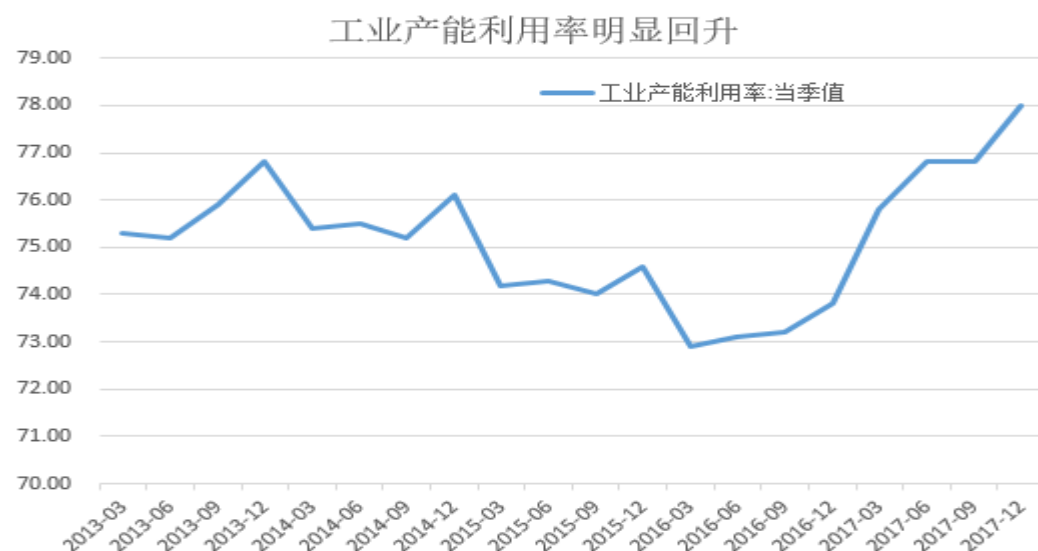
资料来源：wind 南华研究

第3章 “两会” 政策蕴含全年投资亮点

高质量发展，由高速增长阶段转向高质量发展阶段转移，符合目前我国社会主要矛盾，关注高端制造的投资。政府工作报告中指出，2018 年预计国内生产总值增速为 6.5% 左右，财政赤字 2.38 万亿元，赤字率拟按 2.6% 的安排，比 2017 年预算低了 0.4 个百分点。从单个省份来看，31 个省份中 19 个省份下调了 2018 年 GDP 增长目标，15 个省份下调了投资增长目标，并且多省份对加快产业转型、提升增长质量提出了明确要求，重点提及推动高质量发展，所以我们认为 2018 年后国家资源更多的投向于技术含量较高的产业。

供给侧改革延续，并且创新要素回归，强调新兴产业“补短板”方向，经历两年多下跌的成长股将迎来投资机会。2015 年以来，供给侧改革一直是贯穿我国经济工作的核心内容，其主要提出的“三去一降一补”涉及到产能过剩、楼市库存大、企业债务高、经济结构发展不平衡等问题，随着钢铁、煤炭等传统产业去库存效果显著，产能利用率明显回升，企业效率明显改善，则供给侧改革的政策重点开始由“去产能”、“去库存”转向“补短板”，其中涉及到补科技创新进步短板，解决创新能力不强，创新活力不足，科技研发投入偏低，科技成果转化缓慢，高新技术产业规模较小等问题。政府报告中指出：“加快建设创新型国家”、“加强国家创新体系建设，加快创新成果转化应用”、“促进大众创业、万众创新上水平”。针对地方两会中多省份提出传统产业向高端化、智能化、绿色化改造，新能源、新材料、先进制造、智能制造、人工制造、高度装备、节能环保等新兴产业领域出现的频率较高。

图 3.1：工业产能利用率明显提高



数据来源：wind 南华期货研究所

三大攻坚战，蕴含战略性投资亮点。政府工作报告中指出：(1) 在金融方面“严厉打击非法集资、金融诈骗等违法活动”，“加强金融机构风险内控、防范化解地方政府债券风险”，这样说明 2018 年的金融管制依旧会很严，并且从 2017 年的政策制定到今年的实施，这样会导致股市方面 2015 年式的杠杆资金进场是不会再出现，而新增资金只有社保基金和境外资金，进一步说明 2018 年依旧是机构投资者进场的时代；(2) 扶贫方面“加大精准脱贫力度”、“今年再减少农村贫困人口 1000 万以上，完成易地扶贫搬迁 280 万人”，说明贫困人口减少将会增加消费，并且随着老龄化的来临，消费升级除了可选消费还增加必须消费，如医药行业的投资机会；(3) 污染防治方面“巩固蓝天保卫战成果，今年二氧化硫、氮氧化物排放量要下降 3%，重点地区细颗粒物（PM2.5）浓度继续下降”、“加大污水处理设施建设力度”、“加强生态系统保护和修复”，说明经济可持续发展离不开环境保护，环保类企业继续获得国家投资，从杠杆率提高的角度看，有利于环保类公司资产收益率的提高。

乡村振兴，提升“三农”战略高度，关注土地流转概念。政府工作报告指出：(1) “推进农业供给侧结构性改革”、“促进农林牧渔业和种业创新发展”，这一点针对目前国内玉米和大豆种植的角度看，未来将持续减少玉米种植而增加大豆种植面积，投资机会在于玉米的加工企业；(2) “全面深化农村改革”，要促进农村改革我们认为最重要的一点就是提高农业生产效率，将目前零散的土地耕种集中起来大规模种植，这就涉及到农村土地流转，所以我们认为涉及该主题的企业具有战略性投资价值。

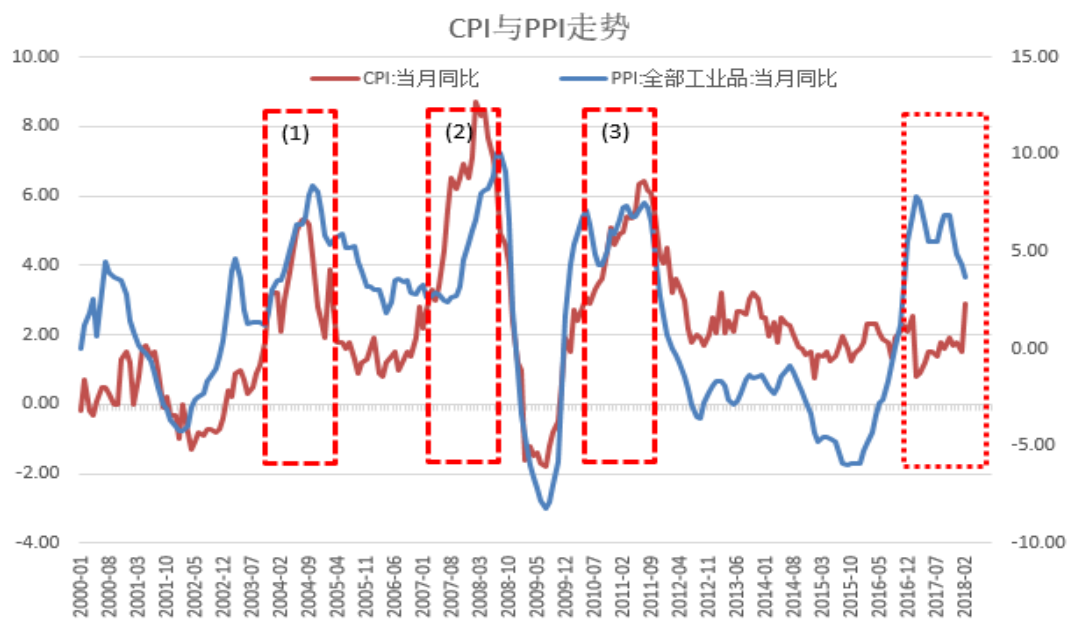
地产行业改革，建立长效机制，增加租赁房供给，关注房屋租赁是战略性投资。政府工作报告中指出：“稳妥推进房地产税立法”、“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制”，说明两个问题：(1) 房地产投资力度将会进一步放缓，并且未来收取房地产税是不可改变的，这样房地产的投资需求将会持续减弱，目前已经进入房地产做的投机资金未来将会流出，在这个转换过程中以房地产为需求的上游行业必将受影响；(2) 加大租赁市场供地力度，多渠道增加租赁房源，如增加棚改力度，这将增加对租赁服务平台的投资力度。

第4章 配置主线：通胀与成长

4.1. 通胀上升，布局“涨价”行业的龙头

2001 年以来我国经历了 3 次典型的通胀,其上升期分别在 2003 -2004 年 9 月、2007 年 2 月-2008 年 3 月、2009 年 12 月-2011 年 8 月,如图 4.1.1 所示。回顾历史可以发现,本次通胀与前三次有明显不同,主要在 PPI 和 CPI 分化方面,前面三次基本上是 PPI 和 CPI 同步上涨,而本次则不然,PPI 高位回落和 CPI 低位上涨。PPI 的持续大幅上涨主要因为工业品价格持续大涨,最高涨幅达 6%,与历史比较已经处于高通胀,但是 CPI 却持续处于低位,虽然今年 2 月 CPI 上涨至 2.9%但也是因为春节因素的影响,不能作为全年趋势性参考,所以从目前来看 PPI 传导 CPI 依旧没有明显顺畅,但是基于 2017 年低基数以及 2018 年经济周期回落的预期,今年 CPI 上涨的概率非常大,为此我们对比过去的通胀原因,从而分析这次具体有什么不同。

图 4.1.1: 2000 以来中国三次典型的通胀上升期

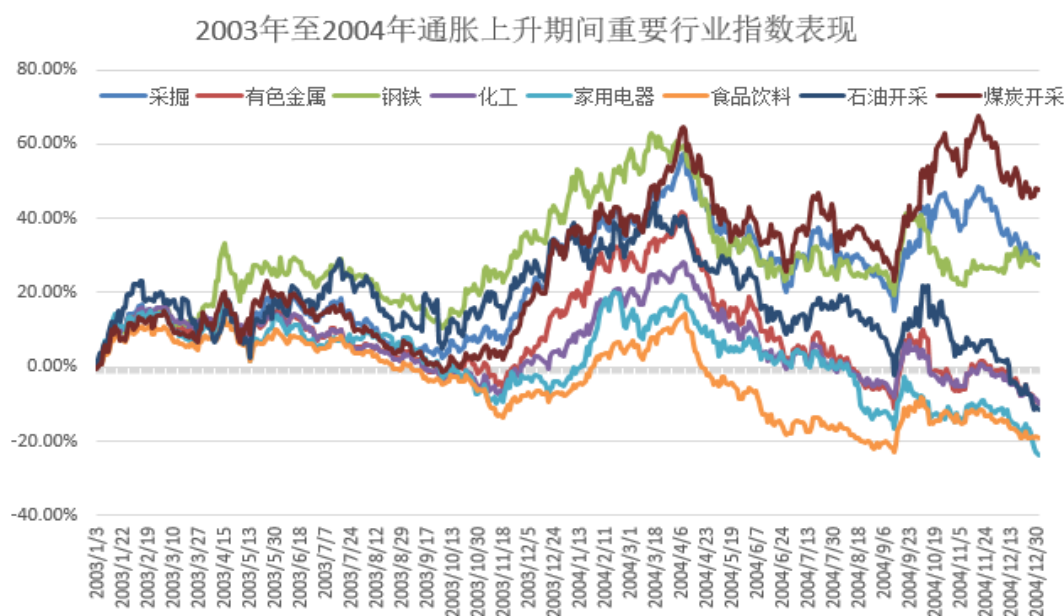


数据来源: wind 南华研究

本次通胀与 2003 -2004 年 9 月的比较类似。前三次通胀上升,宏观经济上正处于库存周期上升途中,整体上由于需求和成本拉动而导致通胀上升,这期间 PPI 和 CPI 同步上涨。从细分推动因素的角度来分析,第一次通胀是由于原油价格快速上涨,在成本端上推波助澜,第二次通胀是由于经济过热而导致猪肉等食品价格和原油价格大幅上涨,第三次通胀主要是由于“四万亿”后流动性泛滥带来的物价上涨,本次通胀的开始也由于原油价格的趋势性上涨推动,但由于全球农产品库存非常高,食品价格上涨暂不构成通胀上涨的主要因素,所以从推动通胀因素的角度看,本轮通胀上升与 2003 -2004 年 9 月的比较类似,而这个阶段股票市场各如何表现呢?我们获取了与通胀涨价相关性较大的行业指数,计算其在 2003-2004 年期间累计市场表现,如图 4.1.2 所示。有图中可以看出: a) 贯穿整个通胀上升阶段整体涨幅最好的是钢铁、煤炭开采、家用电器; b) 受原油价格快速上涨而引发的通胀上升,最先上涨的是石油开采,恰逢国内处于工业化阶段启动的库存周期,出口改善,投资加速(特

别是房地产), 导致钢铁需求猛增, 钢铁股票行业指数上涨; c) 2003 年 11 至 2004 年 4 月期间是 A 股系统性上涨阶段。

图 4.1.2 2003 年-2004 年通胀上升期间重要行业指数表现



资料来源: wind 南华研究

本次通胀与 2003 -2004 年 9 月的经济背景有所不同。对比前后两个阶段, 我们认为在以下几点不同: a) 库存周期所处阶段不同。我们在 2018 年金融年报《龙宴扩散, 与质为伍》中从宏观需求、成本的角度分析了今年经济将会有所回落(但目前从长期利率来看市场预期还没有体现出走弱的判断), 而库存周期已经在 2017 年 4 月份就开始步入下行周期, 这一点与第一次通胀的有所不同, 也就是可以归结为整体国内经济的“需求”没有第一次通胀期间的那么强劲, 再者当前中国经济正在步入后工业化时代和人口老龄化时代, 当下传统的有色、煤炭开采已经属于夕阳行业, 所以我们认为需要结合当前产业升级的大环境; b) 通胀传导路径的过程不同。比较过去三次通胀的高点位置, 在供给侧改革的推动下(主要是上游资源去产能), 本次通胀中 PPI 的上升周期、高点和在 5% 以上持续的时间都已经和前三次基本相当, 但 CPI 层面却没有出现通胀, 整体均值一直维持在 2% 以下, 并且从通胀的表现形式来看, 目前依旧没有出现猪肉价格的飙涨, 也没有出现农产品价格的上涨, 甚至服务业的价格涨幅也不大, 只是在大宗商品层面, 煤炭、钢铁、化工等领域出现了较大范围的价格上涨, 并且原油价格的上涨也只是最近半年才吸引投资者的眼球, 说明下游的需求并没有因为上游涨价而增加, 可见本次通胀中 PPI 与 CPI 是传导失效的; c) PPI 下降和 CPI 上升共同引起的全社会通胀程度将与过去的不同。第一次通胀阶段 PPI 稍微领先 CPI, 并且趋势上同步上升, 所以导致周期股票和消费类股票有明显的投资机会, 而本次投资增速回落, 下游消费不足, 将在 PPI 回落的过程中, 由原油上涨、消费水平提高驱动, 所以注定了其上涨的速度依旧相对较弱, 并且也因为 2017 年低基数的前提下, 今年 CPI 的上涨几乎是确定性的。

通胀预期走高, 从股票行业配置的角度看, 应该布局“涨价”行业。所以我们可以从驱动涨价的因素和通胀上升的传递路径思考: (1) 2018 年美、日、欧多国上调 2018 年经济增长预期, 不排除本轮全球经济复苏潜在超预期的可能, 这样通胀预期的上升是基于经济增长, 周期型企业将会持续收益; (2) 农产品库存普遍历史新高已经导致本轮库存周期上涨过程中, 农产品价格并没有持续上涨, 并且

猪肉价格持续下跌，从目前来看，猪价难以构成推升 CPI 上升的因素；(3) 原油价格继续维持震荡上涨，并且欧佩克国家已经明确延长减产的时间，这样会引发对工业品价格上涨传导的预期；(4) PPI 传导 CPI 或将在兴起，主要原因在于本次供给侧改革主要是在上游行业，短期上游资源价格大幅上涨导致中下游企业不敢大幅补库存，前期 PPI 传导 CPI 失效，但随着 PPI 高位回落，必将引起中下游企业补库存，从而导致 PPI 传导 CPI 再次起效。综上所述，对于行业来说，中上游原材料涨价的预期仍然存在一定的支撑，利好有色、化工、建材等周期性行业。

货币政策收紧，只有细分行业龙头有确定性机会。“两会”中政府工作报告定调 2018 年的货币政策为：“保持中性、松紧适度”，“管好货币供给总闸门，保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重”，说明 2018 年整体货币总量不会再大幅扩张，维持中性偏紧的格局，这样难以获得中小型企业估值大幅上升的钱，再者从宏观层面来讲，当前中国的产业升级以及消费升级阶段，应该重点关注细分行业的投资机会，并且今年 6 月份开始 A 股将开始纳入 MSCI，未来机构投资者会持续增多，其投资逻辑主要倾向于低估值的行业龙头，所以我们认为通胀上涨主要布局周期性行业的龙头企业。

4.2. 创新要素回归，布局成长龙头

中小创板块的估值已经回到泡沫前的水平。2015 年以来中小创板块的估值持续下降，到目前已经有两年多了，从目前的整体估值水平来看，创业板指数估值为 41 倍左右，已经回归到 2013 年 2 月份的水平，中小板指数的估值为 32 倍左右，回归到 2014 年 8 月份的水平，中证 500 指数的 PE 为 28 倍左右，回归到 2014 年 8 月份的水平，如图 3.2.1 所示。回顾历史，以创业板代表的主要有两拨上涨行情，2013 年和 2015 年，从宏观环境的角度看，目前与 2013 年的比较相似，毕竟 2015 年这样的货币宽松以及杠杆资金入市的环境已经不复存在，以盈利性驱动估值上涨的更为确定性。

图 4.2.1 小盘股估值回归到泡沫前水平



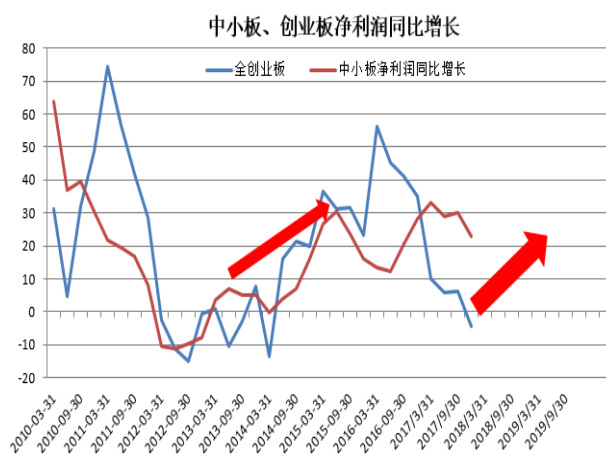
资料来源：wind 南华研究

2013 年盈利牵牛，2015 年流动性驱动的杠杆牛。2013 年正当启动 2000 年以来的第二次库存周期，随着周期行业盈利趋势上升，创业板盈利趋势好转带动股价上涨。创业板指净利润同比增速从 2012 年 Q3 的 -4.77% 回升至 2013 年 Q4 的 12.67%，估值方面创业板指 PE (TTM) 自 2010 年最高的 76

倍持续下行至 2013 年初的 30 倍左右，随后在低估值高增长的推动下，创业板震荡上行，截至 2013 年底 PE(TTM)上升为 66 倍左右。同期中小板指的盈利增速较一般，净利润同比增速从 2012 年四季度的 4.54% 上升到 11.77%，自 2010 年最高的 38 倍左右持续下行至 2013 年初的 22 倍左右，随后截至 2013 年底 PE(TTM)上升为 29 倍左右，可见同样成长属性下，创业板指低估值水平下盈利回升趋势更为强势，可见 2013 年中小创板块是基于盈利增长和低估值的背景下迎来的持续上行。2015 年初市场进入全面牛市爆发阶段，中小创板块受益与 2014 年并购重组政策，业绩同比增速继续大幅攀升，再加上宽松的货币政策，增量资金积极进场，3 月份开始创业板迎来了 2013 年后又一轮大涨行情。通过外拨式并购短期能刺激业绩大增，难以出现持续性增长，并且企业合并后各种企业文化难以短期内有效融合，从而导致后续并购弊端层出不穷，整体业绩出现下滑，最后导致 2016-2017 年中小创估值持续下降。

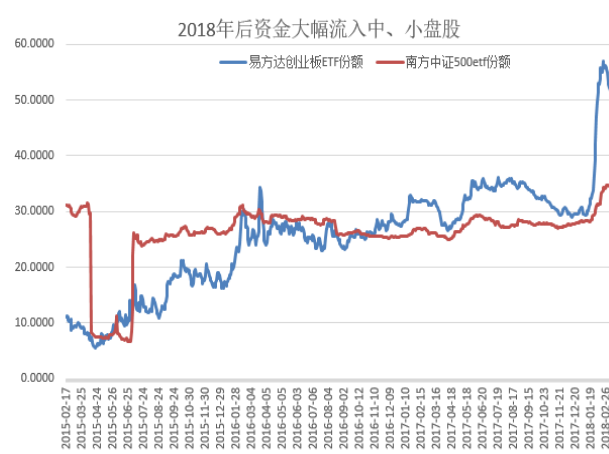
2018 年成长股的投资机会更倾向与 2013 年类似，盈利将驱动中小创的投资机会。首先从政策面看，今年“两会”的政府报告中指出：“加快建设创新型国家”、“加强国家创新体系建设，加快创新成果转化应用”、“促进大众创业、万众创新上水平”，地方两会”中多省份提出传统产业向高端化、智能化、绿色化改造，新能源、新材料、先进制造、智能制造、人工制造、高度装备、节能环保等新兴产业领域出现的频率较高，而对于 IPO 发行方面，针对生物科技、云计算、人工智能、高端制造在内的 4 个行业中，如果有“独角兽”的企业并且符合相关规定者可以有限上市，不用排队。所谓“独角兽”企业一定是符合经济转型升级方向，具备技术优势的优质企业，可见从政策上 2018 年政府将扶持创新经济，在加大投资力度的推动下预计今年中小创板块的盈利性将有进一步提高。从估值角度看，由图 4.2.2 所示，当前的估值水平已经回归到 2013 年、2014 年，2015 年因为流动性宽松而市场爆炒估值上升的泡沫基本上已经消灭，回归企业内生性增长为当下主要因素；从资金面角度，2018 年新增资金入场基金。偏股型基金发行火爆，曾多次出现“秒杀”现象，再者 1 月底以来创业板 ETF 申购大幅上升，代表中盘成长的中证 500ETF 也在近期吸引了不少资金流入，如图 4.2.3 所示。

图 4.2.2 中小板、创业板净利润同比增长



资料来源：wind 南华研究

图 4.2.3 2018 年后资金大幅流入中、小盘股



资料来源：wind 南华研究

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话: 0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话: 0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话: 0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话: 0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话: 0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话: 010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话: 024-22566699

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话: 0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话: 0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话: 0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net