



洪灏：当前市场的两个焦点问题 有一个已经有答案了



文/新浪财经意见领袖专栏作家 洪灏



核心观点

美股波动性或将回归。

随着上下游价差运行到历史高点开始回落，周期性板块见顶，我们认为再也不能像过去 12 个月这样闭着眼睛大胆进场买入周期板块了。

今年市场的高点很可能在 2 月份春节期间已经过去。

以前说没有盈利的公司很容易产生泡沫，现在的成长型公司的估值里蕴含着巨大的泡沫。

无论是国内还是国外，流动性最宽松的时候已经过去了。

当前，“周期价值”的均值回归过程已经基本完成，或许可以再往上跑一点，但是最容易赚的钱已经被赚走了。“非周期价值”，包括能源、公用事业、电信，医疗保健，这些传统的、时代感不强的非周期价值板块，其回归的过程还在继续。

我们处在第4次工业革命中，科技水平的提高，人们收入生活水平的改善，整个终端需求持续上升。这个时候对于大宗商品的需求增大，让大宗商品的长波不断往上走。

以下内容根据7月13日洪灏在交通银行《2021年下半年中国宏观经济金融展望》会上的发言整理而成：

区分两组概念

去年年中在预测未来的行情时，我称之为“价值王者归来”。市场过去12个月的表现也验证了这一判断，去年6月到今年6月，是低估值的价值板块跑赢其他板块的市场。

在展开对后市的讨论时，我认为有必要先理清概念。因为当前市场对于“周期和非周期”（周期和防御），“价值和成长”这两组概念存在误解。经常有人把周期看成价值，把非周期看成防御。

在市场行业分类上，“周期和非周期”是指：在经济周期波动的每一个阶段，无论经济上升还是在下降，一个行业或一个公司的盈利增长相对于经济周期运行非常敏感。否则它就是一个防御性的、非周期性的公司或

行业。因此，是否是周期行业，答案相对固定。“价值和成长”却是一个相对的定义。如果把市场按照估值高低简单分成两部分，把高估值的一半叫做高估值板块，低估值的叫价值板块。把市场按照盈利增速高低分为两部分，高增速的叫做成长板块，低增速的叫价值板块。

因为估值会随着盈利预期变化、股票价格变化而波动。因此用以上两种不同的切割的方法，在经济周期的不同阶段，切割出来的价值股票是不一样的。

当前市场的两大焦点

经过了 12 个月的经济复苏，当前市场的主要矛盾集中在了两大问题上：周期板块与非周期板块谁将跑赢；成长板块与价值板块谁会表现更优。

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

回答这个问题，需要观测 PPI 与 CPI 的价差。我们认为，国内上游与下游价差（PPI 减去 CPI 差值）在今年五六月份进入了历史性高点，其高度堪比 2016 年-2017 年供给侧结构性改革主动去产能时期。

PPI 与 CPI 价差拉大的原因之一是大宗商品价格的上涨。受经济复苏提振，去年二季度以来，包括原油、铜、黄金、螺纹钢、铁矿石等期货价格屡创新高。吨钢的利润达到 1500 元-2000 元，钢厂开足马力生产。然而，上游的价格强势，并没有传导到下游，这拉开了 PPI 与 CPI 的价差。

PPI 与 CPI 的差值反映出终端需求回暖不及预期，这也意味着此轮经济复苏的基础并不坚实。未来一段时间，如果上游价格持续强势，并转化为社会成本，进一步压缩社会需求，是需要极为重视的。此次央行降准的目的，或许也是希望能缓解这种矛盾。

我们发现，如图 1 所示，上下游价差（PPI 减 CPI）与央行资产负债

表同比、人民币汇率走势以及股票市场表现息息相关。

我国经济存在一个 3-3.5 年的周期。而这一轮经济复苏与以往不同，需求端并没有如期回暖。如果将上下游价差与大宗商品、十年期国债收益率进行比较，可以发现，此次上下游价差回到历史高点时，长端利率开始下行，且幅度很大。意味着，经济增速放缓的概率或将超预期。

虽然今年二季度以来，国内经济数据良好，出口保持强势。然而未来外需是否能保持强劲、人民币汇率强势是否影响出口竞争力，都有待观察。

美国市场数据似乎也预示着经济复苏或将不及预期。通常经济复苏时，如果投资者对未来走势乐观，就会将大量资金从安全避险资产中转移到风险资产，这会推升风险资产价格，长端利率上行，收益率曲线趋于陡峭。

图表 2： 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

在当前 5%-6% 的通胀水平下, 投资者并不愿意忍受区区 1.2 个点的十年期国债收益。如果市场有机会, 他们一定会追逐高于国债的收益。然而, 当前市场数据显示, 长端利率并没有如期上行, 甚至美国垃圾债收益率为负。美国长债收益率迅速下行至 1.3 左右的水平, 投资者趋于保守, 倾向安全避险资产。在这样的市场环境中, 股票市场的回报也将有限。虽然美股三大公司股价继续创新高, 然而增速在放缓。

如图 2 所示, 标普 500 的年化收益率与美国十年期国债收益率在触及历史峰值后已经开始下行。这预示着下半年, 美联储将会有有一个明显的避险动作, 假如美国国债因为通胀进一步走高而上升, 美联储加息的概率增大, 美联储提前缩减公开市场操作规模。这一事件足以让连涨 18 个月的美股回调 20%。美股波动, 也会波及到 A 股。

图表 3: 周期性板块的相对表现与 PPI 和 CPI 的差值从峰值开始同步回落



资料来源：彭博，交银国际

那么，市场对于周期与非周期之争，是否有定论呢？市场价格往往提前反映宏观经济的结构变化。如图 3 的数据显示，上下游价差和周期性板块的相对表现息息相关。在上下游价格强势的时候，或者说上游强势复苏的时候，周期性板块将会表现非常好，这是过去 12 个月的市场情况。

现在，无论是上下游价差，还是市场价格表现出来的市场结构性的变化，即周期性板块相对的表现进入了一个历史的高度。我们现在看到的整体的市场结构开始重新分化。

市场通常认为，在利率低的时候，是成长股表现好的时候。因为市场利率低，折现率低。对于无法产生盈利、销售额、现金流的成长型的公司，使用终端估值 (terminal value) 进行折算时，由于利率低，估值就可以很高。以前说没有盈利的公司很容易产生泡沫，原因就在此。现在的成长型公司的估值里蕴含着巨大的泡沫。

但是，现在长端利率重新下行了，是不是意味着可以再次购买成长性

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_33005

