

## 负利率下的投资线索

## 宏观策略专题报告

## 本报告的主要看点：

1. 分析了负利率下的投资线索。

## 负利率加深助推消费

## 基本结论

- 在未来几个月中，CPI 同比增速仍将继续上升，而利率调整仍将受到制约，因此预计负利率程度将加深。
- 在负利率的情况下，消费和投资是资金的两个主要流向。但是在房地产调控下，投资渠道受阻，而储蓄又变得无利可图，那么消费可能成为居民更好的选择，消费倾向可能上升；这也使得消费品的价格更容易上涨，从而促进零售的增长。
- 在负利率的情况下，餐饮业、肉禽蛋等农产品、白酒、品牌服装、化妆品、金银珠宝等行业的零售表现较好，在消费向好的情况下，超市等商贸行业也可能受益。另外，医药行业也有部分受益。
- 在目前的市场环境下，周期类的大盘股估值较低，但是由于房地产风险尚未完全释放，市场难以对经济的持续增长达成稳定预期，因此缺乏上涨的刺激因素。另一方面，非周期股票普遍估值偏高，风险在逐渐积累。这使得在选择投资机会方面陷入困境。
- 我们认为，未来几个月负利率继续加深的概率较大，在这样的情况下，上述消费品的基本面可能继续加强。因此，在房地产和经济前景没有明朗之前，这些行业可能是较优的选择。对于其中估值较低的公司来讲，可能仍然会获得较好的市场表现。

王晓辉 分析师 SAC 执业编号：S1130210010312  
(8621)61038297  
wangxh@gjzq.com.cn

徐炜 分析师 SAC 执业编号：S1130208040232  
(8621)61038251  
xuwei1@gjzq.com.cn

## 内容目录

1 负利率程度将继续加深 .....	4
1.1 CPI 涨幅将继续扩大 .....	4
1.2 利率调整受到诸多制约 .....	5
1.3 中国负利率程度将不断加深 .....	6
2 负利率对需求的影响 .....	7
2.1 美国的经验分析 .....	7
2.2 中国的经验分析 .....	8
2.3 消费或成资金主要“宣泄口” .....	8
3 负利率下各类消费品的表现 .....	9
4 投资策略 .....	13

## 图表目录

图表 1：CPI 同比和环比增速 .....	4
图表 2：商务部食用农产品价格指数 .....	4
图表 3：CPI 与 M1 同比增速 .....	4
图表 4：美国的 CPI 涨幅 .....	5
图表 5：美国核心 CPI 涨幅 .....	5
图表 6：美国 CPI 和 M1 同比增速 .....	6
图表 7：中国出口价格指数 .....	6
图表 8：美国失业率 .....	6
图表 9：美国利率期货反映的加息预期 .....	6
图表 10：中国存款准备金率 .....	7
图表 11：央行公开市场操作 .....	7
图表 12：中国实际利率水平 .....	7
图表 13：美国储蓄率和实际利率 .....	8
图表 14：美国实际利率与私人消费和投资 .....	8
图表 15：中国实际利率和私人投资同比增速 .....	9
图表 16：中国实际利率和社会消费品零售总额同比增速 .....	9
图表 17：住宿餐饮业同比增速与实际利率 .....	10
图表 18：肉禽蛋零售额同比增速与实际利率 .....	10
图表 19：烟酒零售额同比增速与实际利率 .....	10
图表 20：穿着零售同比增速与实际利率 .....	10
图表 21：化妆品零售同比增速与实际利率 .....	11
图表 22：金银珠宝零售同比增速与实际利率 .....	11

图表 23：儿童玩具零售同比增速与实际利率.....	11
图表 24：石油制品零售增速与实际利率.....	11
图表 23：日用品零售同比增速与实际利率.....	11
图表 24：体育娱乐用品零售同比增速与实际利率.....	11
图表 27：家用电器零售同比增速与实际利率.....	12
图表 28：药品零售同比增速与实际利率.....	12
图表 29：家具零售同比增速与实际利率.....	12
图表 30：通讯器材零售同比增速与实际利率.....	12
图表 31：建筑装潢材料零售同比增速与实际利率.....	12
图表 32：汽车零售同比增速与实际利率.....	12

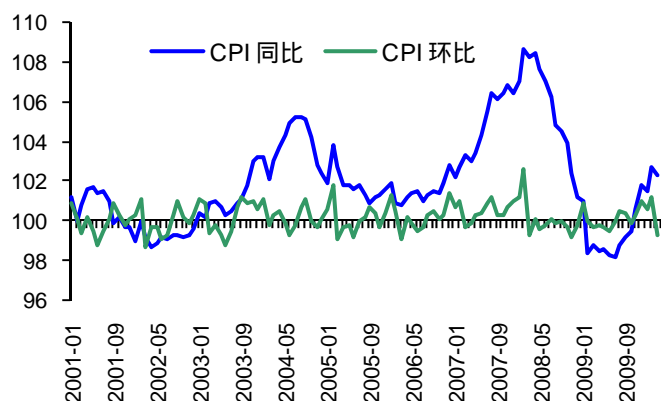
## 1 负利率程度将继续加深

2 月份实际利率转变为负值后，由于 3 月 CPI 涨幅回落，负利率程度暂时收窄。但是从四月份开始，CPI 将再次进入上升通道；同时，中国利率调整仍然受到诸多限制，因此我们预计在未来 6 个月左右的时间内，负利率的程度将不断加深。

### 1.1 CPI 涨幅将继续扩大

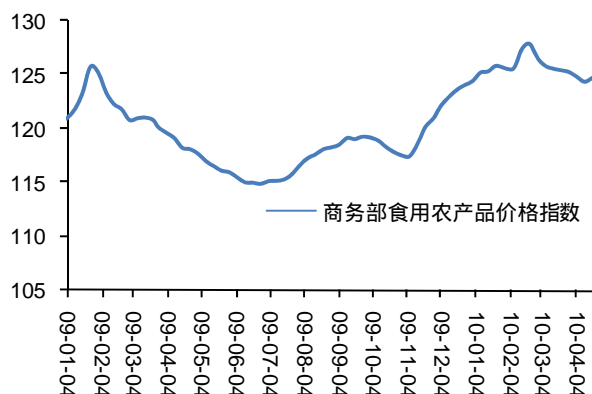
- **3 月 CPI 同比增速将再度上升。** CPI 同比增速在 2 月份达到了 2.7% 的阶段高点，之后在 3 月份回落至 2.4%。不过从最近的数据来看，食品价格回落较为缓慢，商务部的食用农产品价格指数显示，4 月份后两周的食品价格已经开始回升。因此，我们宏观小组预计，4 月 CPI 同比增速将攀升至 2.8%。
- **CPI 同比涨幅将持续扩大。** 物价上涨在本质上是一种货币现象，从历史上看，M1 领先于 CPI 9-12 个月。在这次的周期中，M1 同比增速在 2010 年 1 月达到高点，以此来推算，CPI 同比将在今年 4 季度达到高点，预计届时 CPI 同比增速可能接近 4%。

图表1：CPI 同比和环比增速

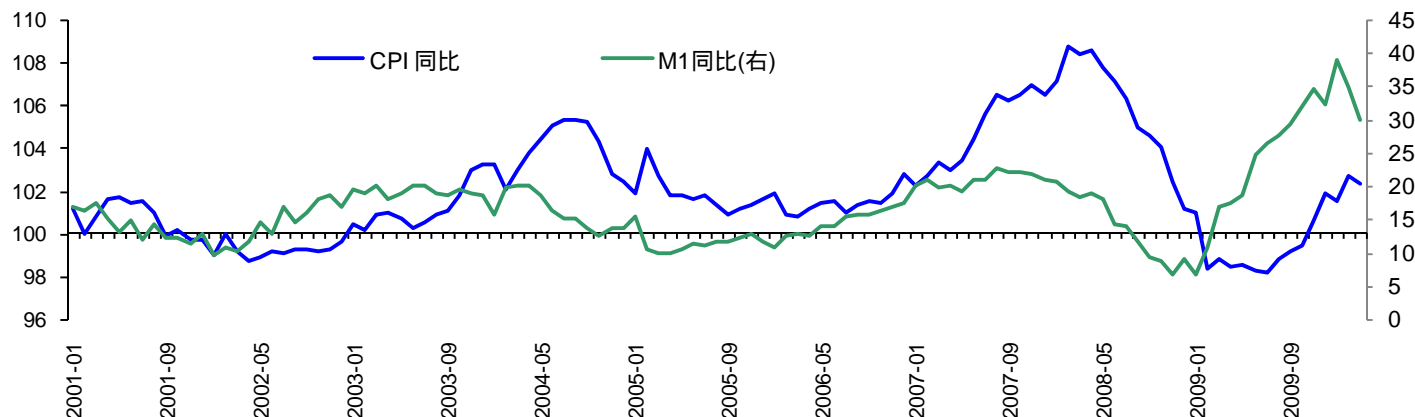


来源：国金证券研究所

图表2：商务部食用农产品价格指数



图表3：CPI 与 M1 同比增速



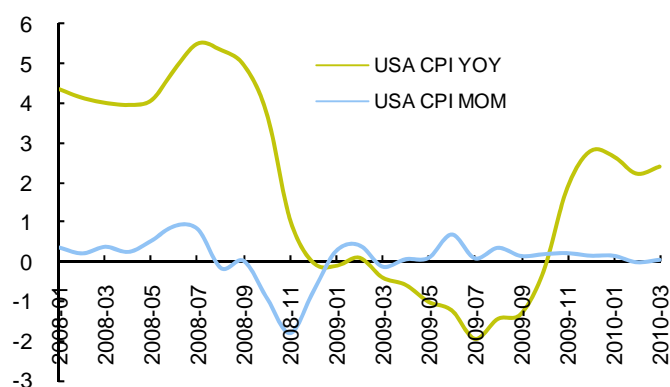
来源：国金证券研究所

## 1.2 利率调整受到诸多制约

在国际化的环境中，中国的利率政策还要考虑美国的货币政策。

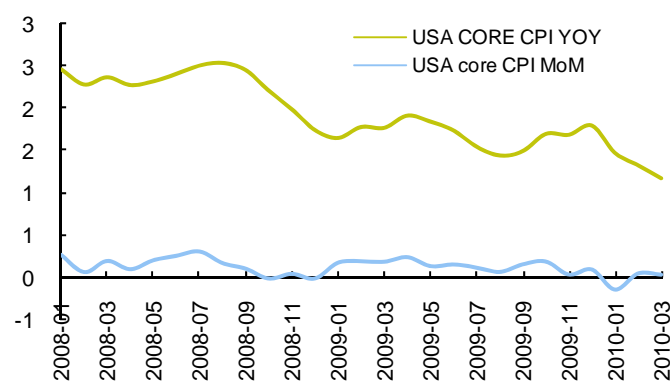
- **同中国相比，美国通胀形势更为稳定。**美国三月份 CPI 同比增长 2.4%，较上月上升 0.2 个百分点，但仍低于 09 年 12 月的高点；而季调环比增速仅为 0.1%。美国的货币当局更加关注核心通胀水平，从该指标来看，同比增速仍然处于下降通道之中，3 月同比增幅仅为 1.2%，季调环比增速为 0。
- **CPI 结构不同是中美通胀差异的主要原因。**虽然两国都采取了积极的货币政策和财政政策，但是在通胀形势方面却存在一些差异，我们认为这种差异的形成可能是因为两方面的原因。
  - **中美 CPI 的结构差异。**中国 CPI 构成中，食品占到 1/3 左右；而美国食品权重仅为 15% 左右，居住则高达 42%，这里的居住不仅包括房租，还包括燃料和公用设施、家具与房屋维修等。因此，美国 CPI 受到房租和工业制成品价格的影响较大。美国的房地产市场刚刚从危机中走出，房价仍然较为疲弱。工业制成品在全球都存在着产能过剩，其中中国是美国的重要进口来源，而中国的出口价格指数仍然疲弱，这显然帮助美国控制了通胀。
  - **两国货币的地位不同。**美元是国际货币，在全球范围内流通，因此从历史上看，美元供给同物价之间的关系并不是十分明确，这一点可以从 M1 和 CPI 同比增速之间的关系看出。而人民币不能在国际流通，更容易在国内形成购买力。
- **美联储加息预期不强。**目前来看，美国的经济形势有所好转，但是失业率仍然较高，同时在通胀仍然稳定的情况下，美联储加息预期较低。从利率期货所反映的加息预期来看，美联储最早加息的时间可能要到 4 季度，甚至更晚。

图表4：美国的 CPI 涨幅

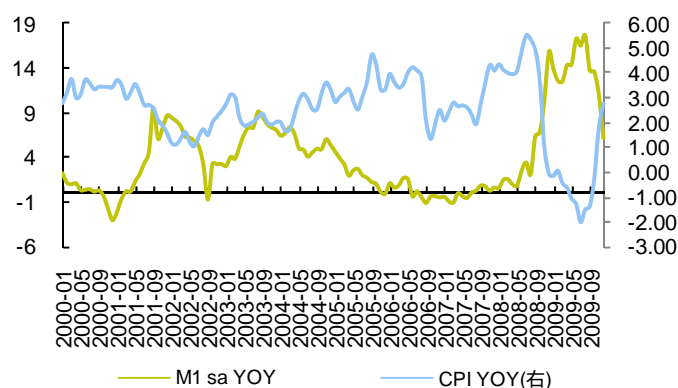


来源：国金证券研究所

图表5：美国核心 CPI 涨幅

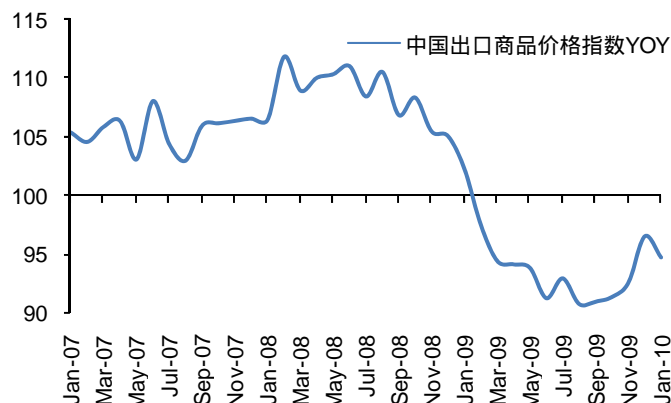


图表6：美国CPI和M1同比增速

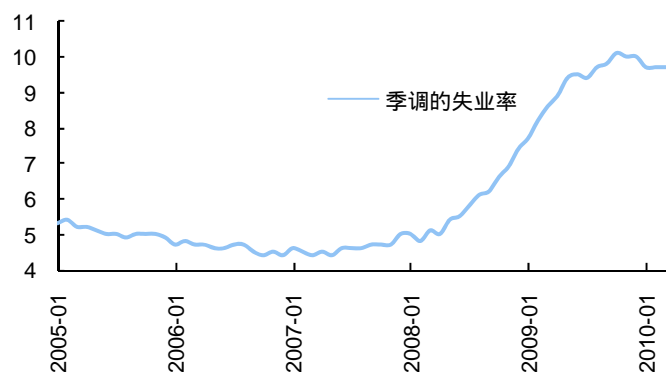


来源：国金证券研究所

图表7：中国出口价格指数

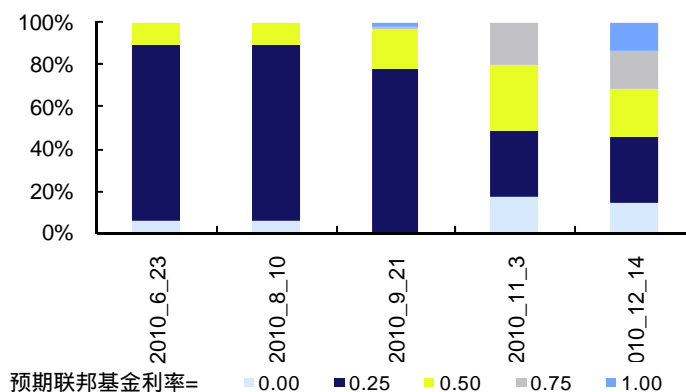


图表8：美国失业率



来源：国金证券研究所

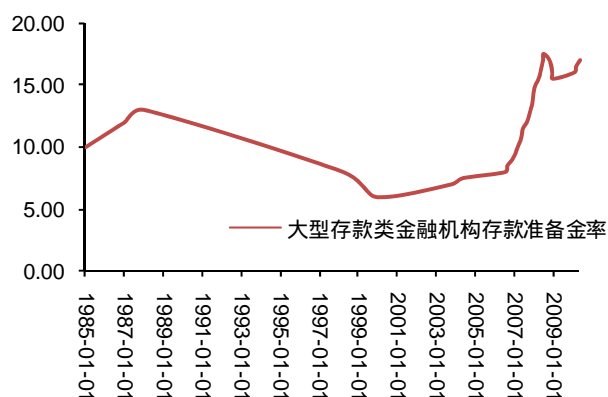
图表9：美国利率期货反映的加息预期



### 1.3 中国负利率程度将不断加深

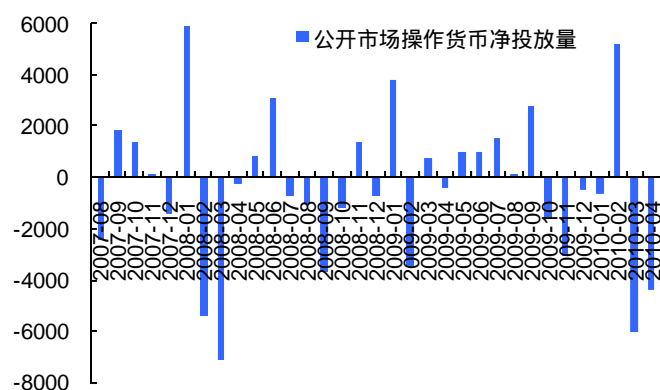
- 在美联储不加息的情况下，中国倾向于更多的使用数量工具。在国际化的环境中，如果中国单独加息，那么可能导致热钱流入，从而恶化通胀形势，因此，中国更加倾向于采用数量型的调控手段来控制货币环境。最近，央行频繁的动用央票和存款准备金率等数量工具，也在一定程度上体现了这种倾向。
- 中国的负利率程度将不断加深。在CPI涨幅加大，而利率不调整的情况下，未来6个月左右中国的负利率水平将不断加深。

图表10：中国存款准备金率

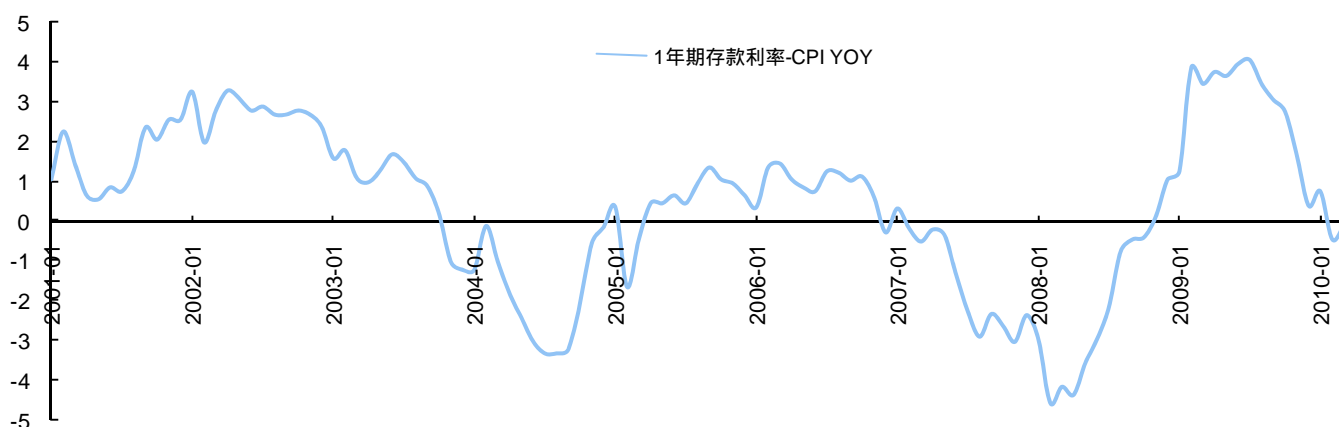


来源：国金证券研究所

图表11：央行公开市场操作



图表12：中国实际利率水平



来源：国金证券研究所

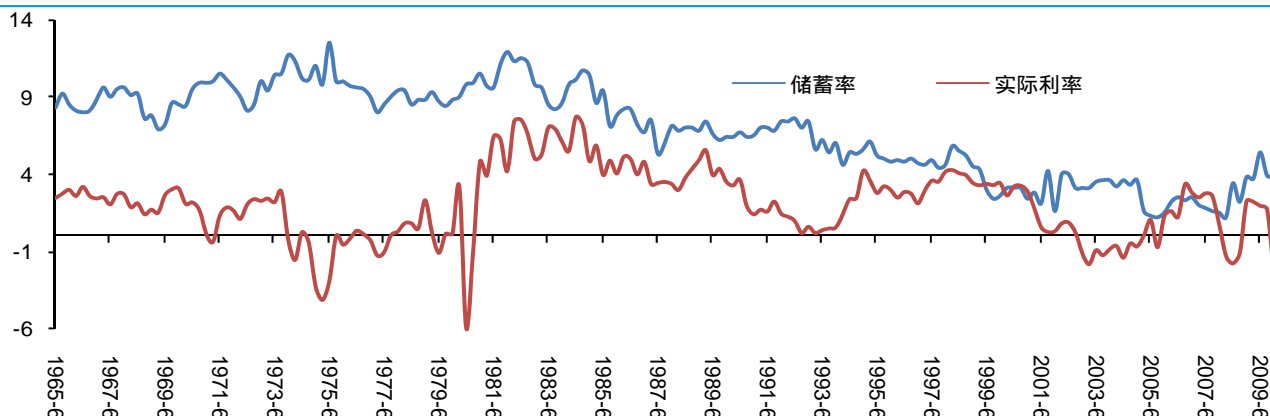
## 2 负利率对需求的影响

利率的变化会对居民的储蓄和借贷行为产生深刻的影响，负利率的出现，意味着储蓄将会产生损失，从而鼓励消费和借贷。在负利率的情况下，资金获取成本降低，因此投资活动也应当得到加强。

### 2.1 美国的经验分析

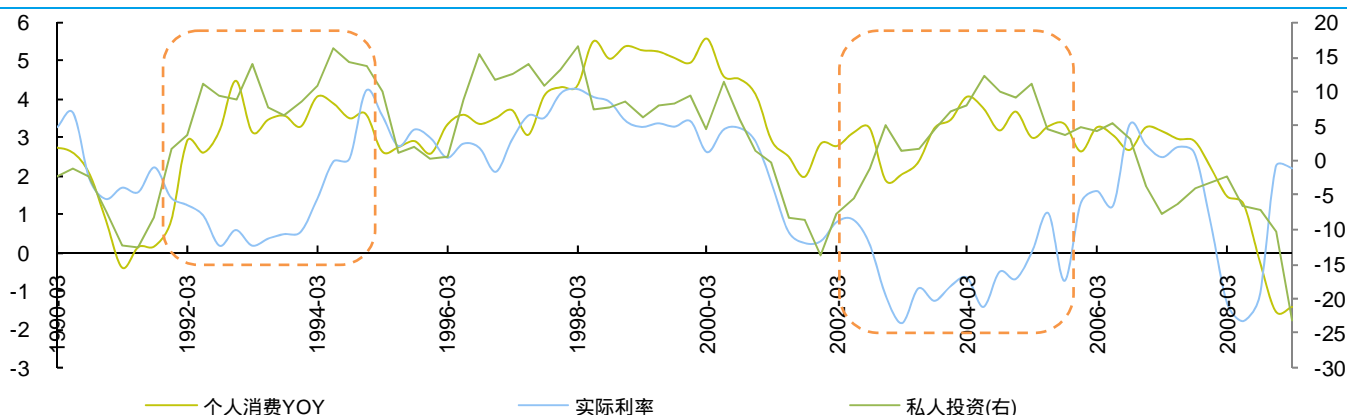
- **负利率导致储蓄率下降。**从美国的经验来看，实际利率和个人储蓄率的变化基本一致，前者略微领先于后者。负利率期间往往意味着个人储蓄率的显著下降。
- **负利率期间，私人消费和投资得到加强。**从 92-94 年、02-05 年的情况来看，负利率期间，美国的私人消费和投资得到显著加强。

图表13：美国储蓄率和实际利率



来源：国金证券研究所

图表14：美国实际利率与私人消费和投资



来源：国金证券研究所

## 2.2 中国的经验分析

- **负利率下，私人投资的冲动增强。**中国城镇固定资产投资中，政府投资占到 1/3 左右，而这部分投资在很多时候是反周期的，因此在考察负利率对投资的影响时，应当剔除这一部分。我们将政府主导行业的投资剔除后，得到私人投资（虽然其中仍然具有部分政府的影响，但相信已经具有一定的代表意义），从图表 15 来看，在负利率期间，私人投资的冲动有所加强，这在 07-08 年期间表现的尤为明显，04 年表现的并不明显，主要是 03 年政府刚刚对固定资产投资进行了调控，这种影响在 04 年仍有延续。
- **负利率下，零售表现较佳。**从 04、07-08 年的情况来看，零售增速在负利率的情况下，有显著的增强。这一方面是因为，负利率下居民更倾向于增加当期的消费；另一方面，消费欲望的增强使得物价上涨更加容易，从而进一步促进零售增长。

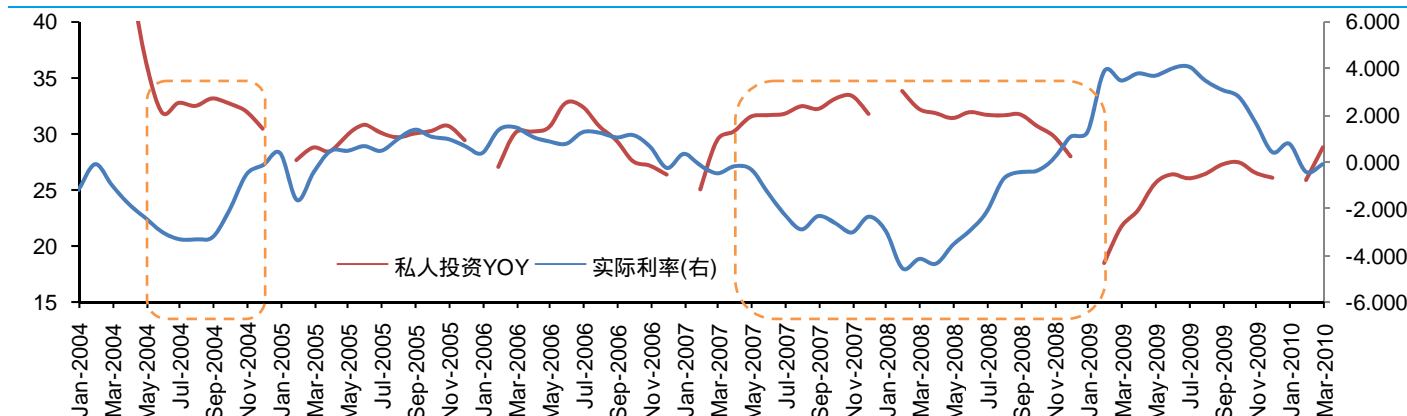
## 2.3 消费或成资金主要“宣泄口”

从以上的分析来看，在负利率的情况下，消费和投资是资金的两个主要流向。但是中国当下的情况有些特殊。



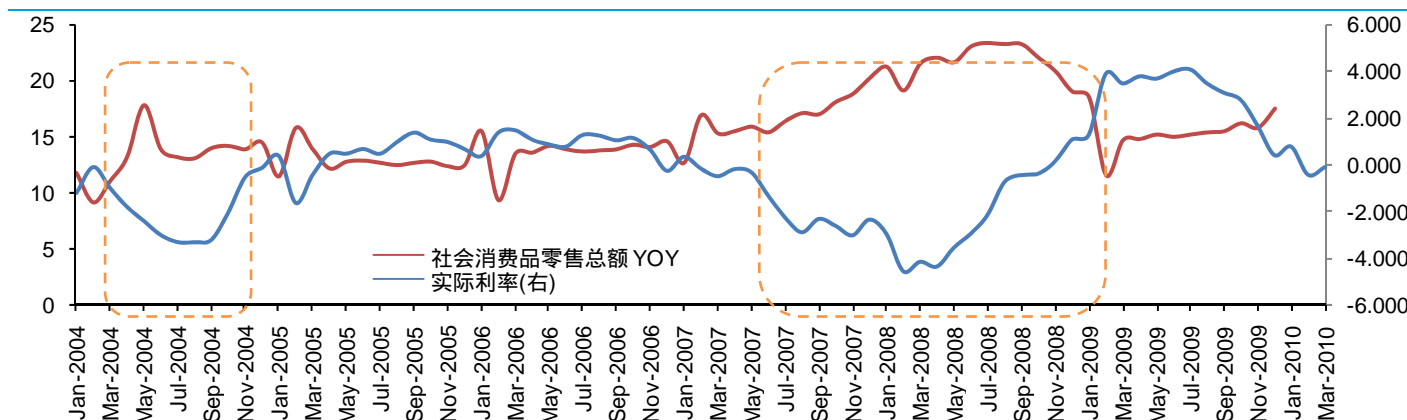
- **控制房价，遏制投资增长。**出于对高房价的担忧，政府出台了严厉的房地产调控政策，这将会对私人投资构成压制。
- **消费或成主要宣泄口。**当下高涨的房屋价格本质上是之前大量投放的货币所致，房地产市场也成为了资金的蓄水池。2009 年商品房销售额高达 4.4 万亿，吸纳了大量的货币。在房地产调控下，投资渠道受阻，而储蓄又变得无利可图，那么消费可能成为居民更好的选择，消费倾向可能上升。

图表15：中国实际利率和私人投资同比增速



来源：国金证券研究所

图表16：中国实际利率和社会消费品零售总额同比增速



来源：国金证券研究所

### 3 负利率下各类消费品的表现

在投资受阻，负利率又使得储蓄变得无利可图的情况下，消费可能成为居民较好的选择，这又使得消费品的价格更容易上涨，进一步促进零售的增长。沿着这样的思路，我们分析了各类消费品在负利率下的零售，以下消费品将在负利率下获得较好表现：

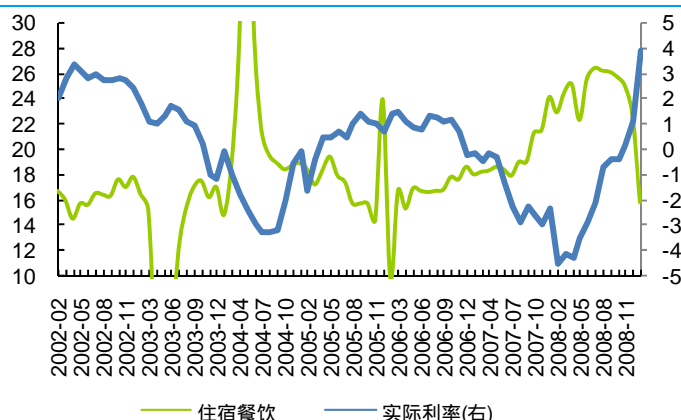
- **住宿餐饮业。**在 04 年、07-08 年两次负利率期间，住宿餐饮业零售额都有大幅度的增长；而在实际利率高涨期间，住宿餐饮业的零售增速有较大放缓。
- **肉禽蛋。**同粮油等更加基础性的消费品相比，肉禽蛋具有更多“可选”的特征，在两次负利率期间，肉禽蛋的零售增速都有大幅提升，而在实际利率上升期间，其零售则受到抑制。

- **烟酒**。烟酒是更加具有“可选”特征的消费品，同样在负利率期间具有较好表现。
- **穿着**。虽然不是非常明显，但是在负利率期间穿着零售的表现也有所加强。
- **化妆品**。化妆品具有“可选”特征，负利率期间表现较好
- **金银珠宝**。金银珠宝具有保值作用，在负利率期间，通胀预期一般较强，其零售增速也有较大幅度提升。
- **儿童玩具**。在负利率期间，儿童玩具零售增速也有更好的表现。
- **石油制品**。负利率期间，通胀水平较高，而通胀水平达发生往往伴随能源价格的上涨，在此期间石油制品零售增速上升。

其他消费品大多具有自己的增长逻辑，例如粮油和药品具有必需品特征，其增长同实际利率关联度较小；家电、家具、装潢材料则更多的受到房地产的影响。

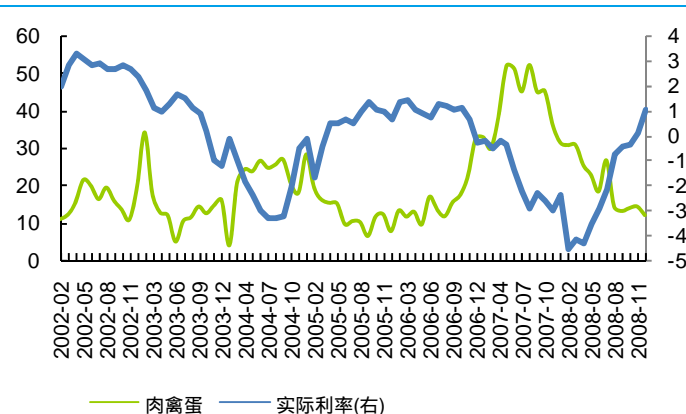
■ 负利率期间表现较好的消费品

图表17：住宿餐饮业同比增速与实际利率

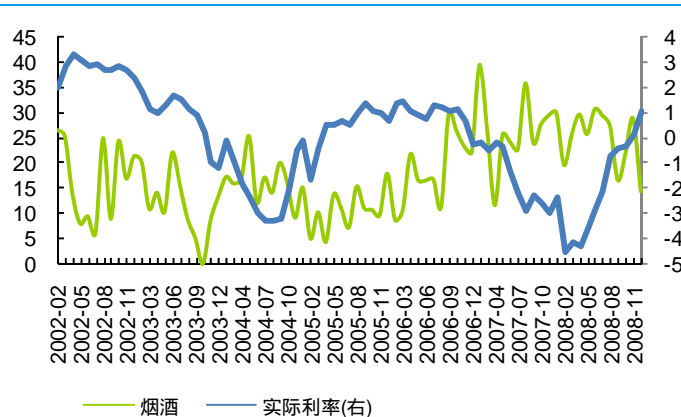


来源：国金证券研究所

图表18：肉禽蛋零售额同比增速与实际利率

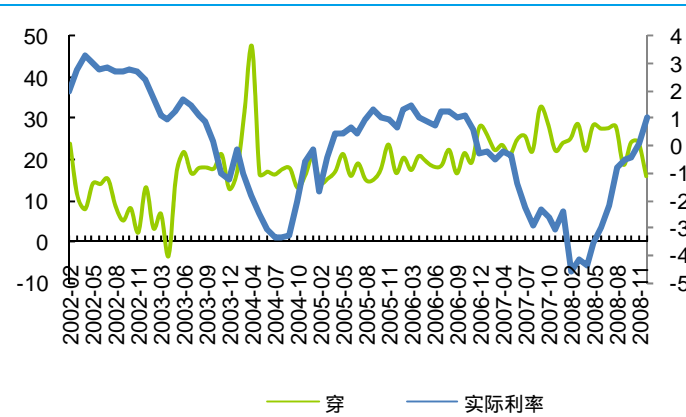


图表19：烟酒零售额同比增速与实际利率

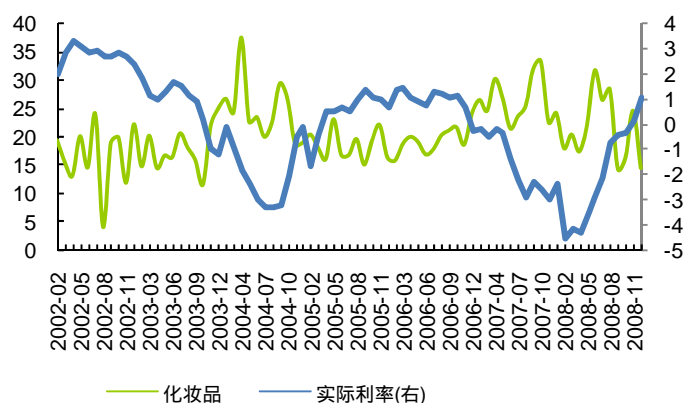


来源：国金证券研究所

图表20：穿着零售同比增速与实际利率

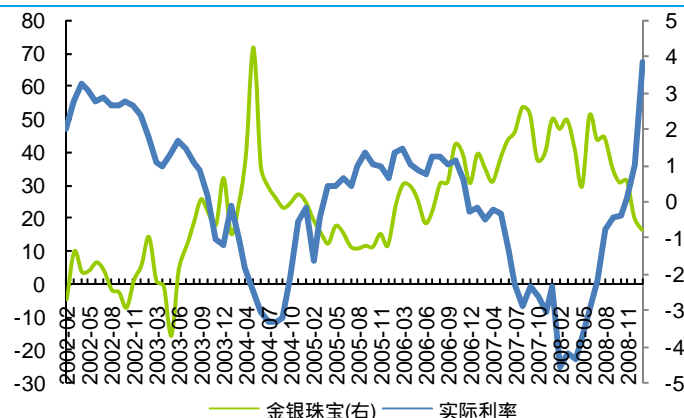


图表21：化妆品零售同比增速与实际利率

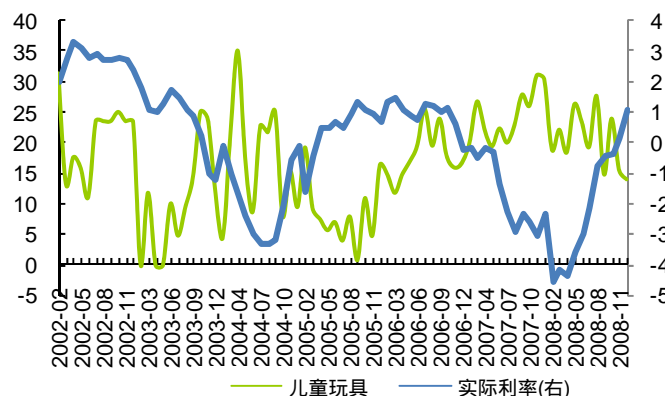


来源：国金证券研究所

图表22：金银珠宝零售同比增速与实际利率

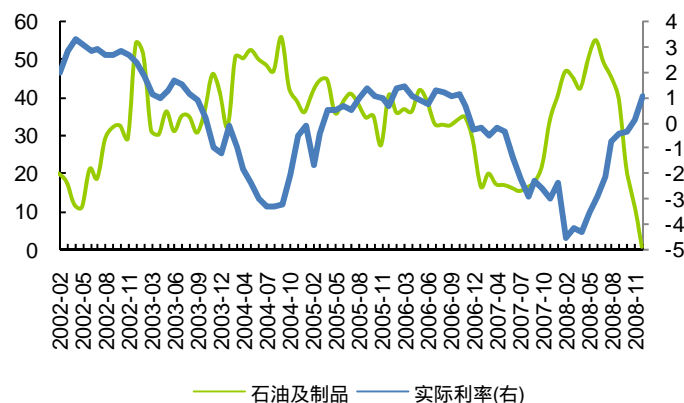


图表23：儿童玩具零售同比增速与实际利率



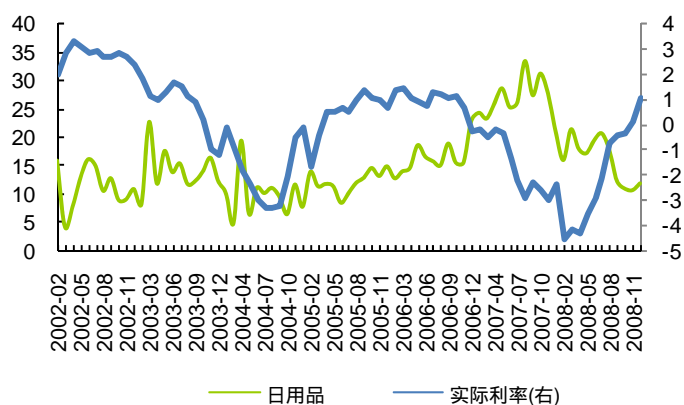
来源：国金证券研究所

图表24：石油制品零售增速与实际利率



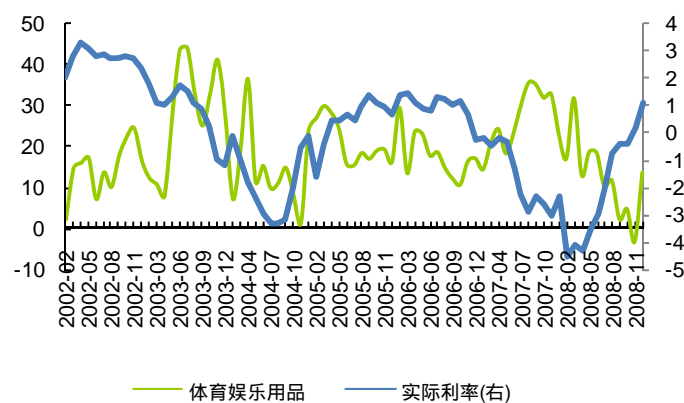
## ■ 其他消费品

图表25：日用品零售同比增速与实际利率

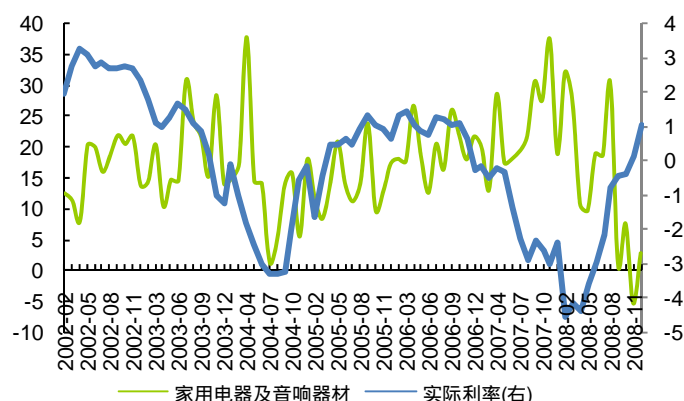


来源：国金证券研究所

图表26：体育娱乐用品零售同比增速与实际利率

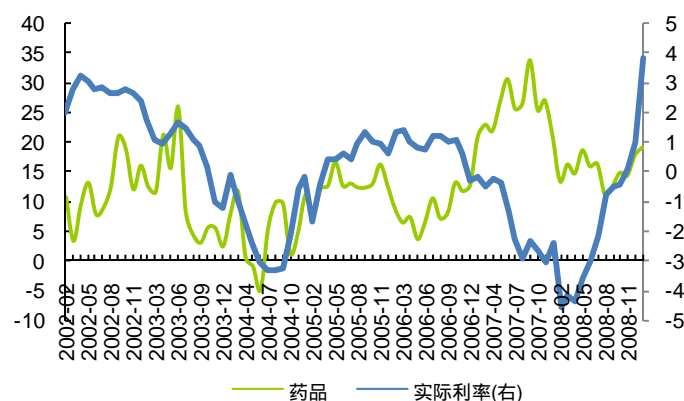


图表27：家用电器零售同比增速与实际利率

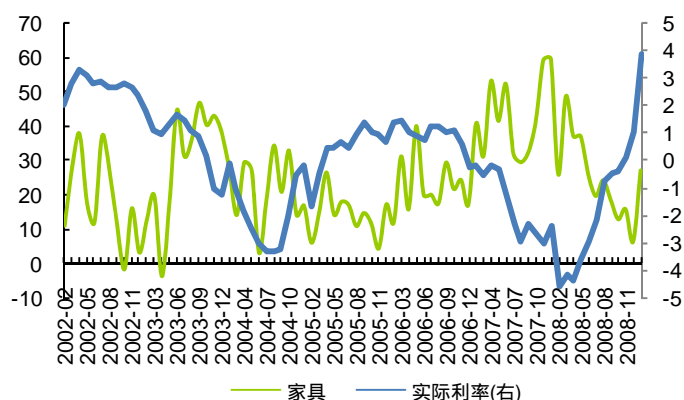


来源：国金证券研究所

图表28：药品零售同比增速与实际利率

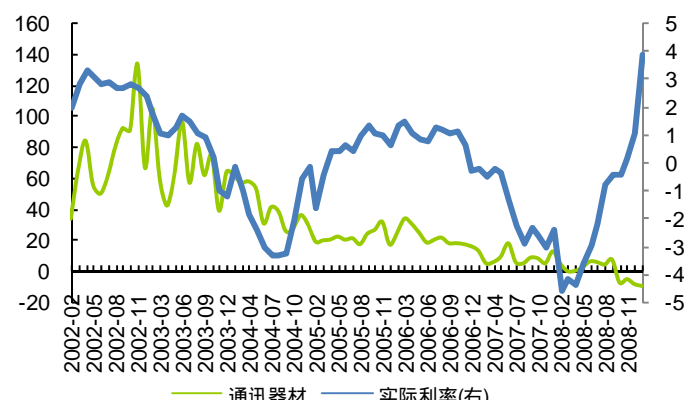


图表29：家具零售同比增速与实际利率

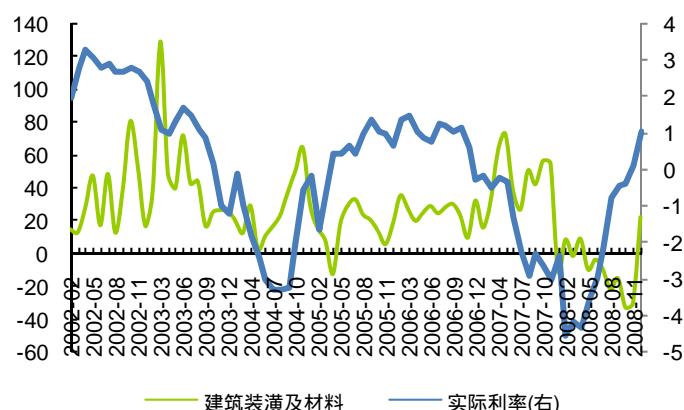


来源：国金证券研究所

图表30：通讯器材零售同比增速与实际利率

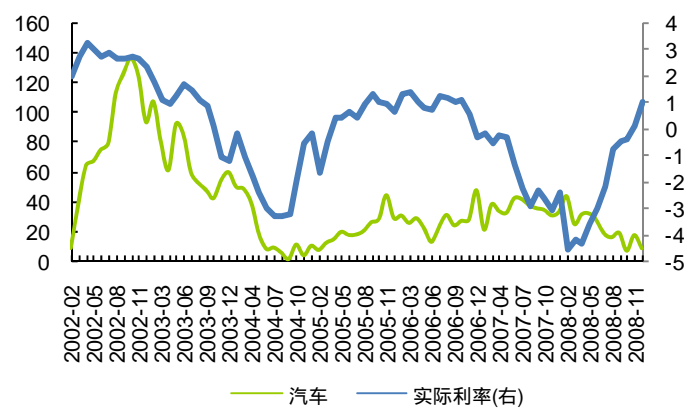


图表31：建筑装潢材料零售同比增速与实际利率



来源：国金证券研究所

图表32：汽车零售同比增速与实际利率



## 4 投资策略

在目前的市场环境下，周期类的大盘股估值较低，但是由于房地产风险尚未完全释放，市场难以对经济的持续增长达成稳定预期，因此缺乏上涨的刺激因素。另一方面，非周期类的股票普遍估值偏高，风险在逐渐积累。这使得在选择投资机会方面陷入困境。

我们认为，未来几个月负利率继续加深的概率较大，在这样的情况下，部分消费品的基本面可能继续加强。因此，在房地产和经济前景没有明朗之前，这些行业可能是较优的选择。对于其中估值较低的公司来讲，可能仍然会获得较好的市场表现。

**我们看好消费及相关行业，特别是餐饮业、肉禽蛋等农产品、白酒、纺织服装、化妆品、金银珠宝等行业，在消费向好的情况下超市等商贸行业也可能受益。**

另外在负利率的情况下，通胀预期可能上升，我们也同样关注药材价格上涨的受益股。

### ■ 部分行业的自下而上印证：

- **纺织服装行业**：目前居民消费意愿比较强烈，在通胀预期下消费将获得支撑，看好七匹狼、伟星、罗莱、富安娜。
- **农产品行业**：5 月继续看好通胀预期下的水产品行业（獐子岛、东方海洋、好当家）、种子（登海、敦煌）、生猪（正邦、顺鑫）等机会。
- **医药**：药材涨价可能持续时间较长，看好康美药业。在猪价企稳回升的情况下，浙江医药和新和成将受益。
- **白酒**：对行业整体看好，推荐汾酒、五粮液、茅台等，在通胀预期下也将受益。
- **超市**：在零售增长的情况下，超市类企业受益较多，看好人人乐、武汉中百等。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号  
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室