

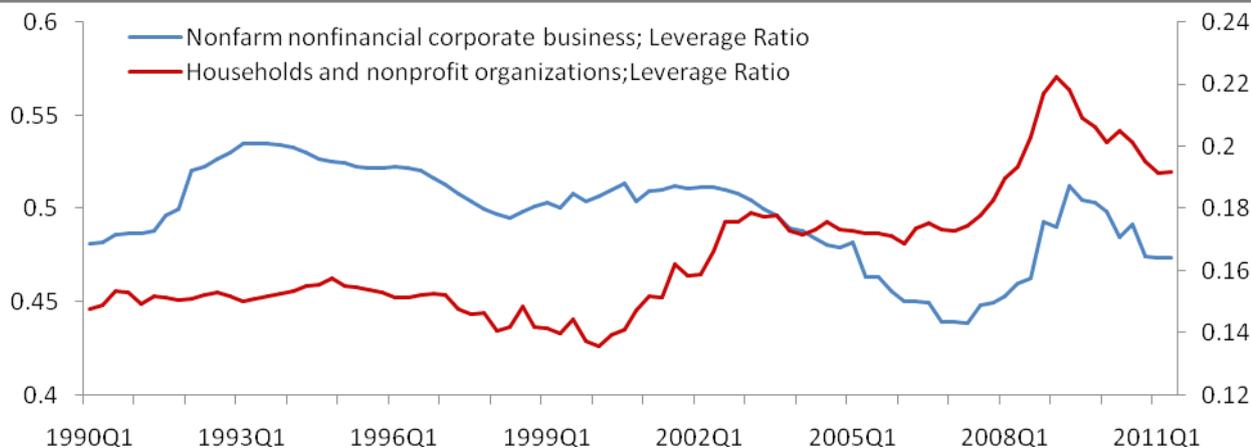
宏观环境边际改善初现 市场长期投资价值凸显

陈超¹ 王朔²

一、海外经济：

美国方面，近期公布的宏观数据偏乐观。9月最为重头的就业报告中，非农就业新增录得数据超出市场预期，消费者信心和PMI指数也有所好转，这些数据印证了我们认为美国不会陷入二次衰退的判断。然而，我们也不能对情况过分乐观，目前工业企业订单情况波动较大；居民消费增速也依然在低位徘徊，尚未体现出油价回落对消费的促进作用。

图 1: 美国居民和公司部门危机后持续去杠杆



数据截止：2011-6月 数据来源：FED

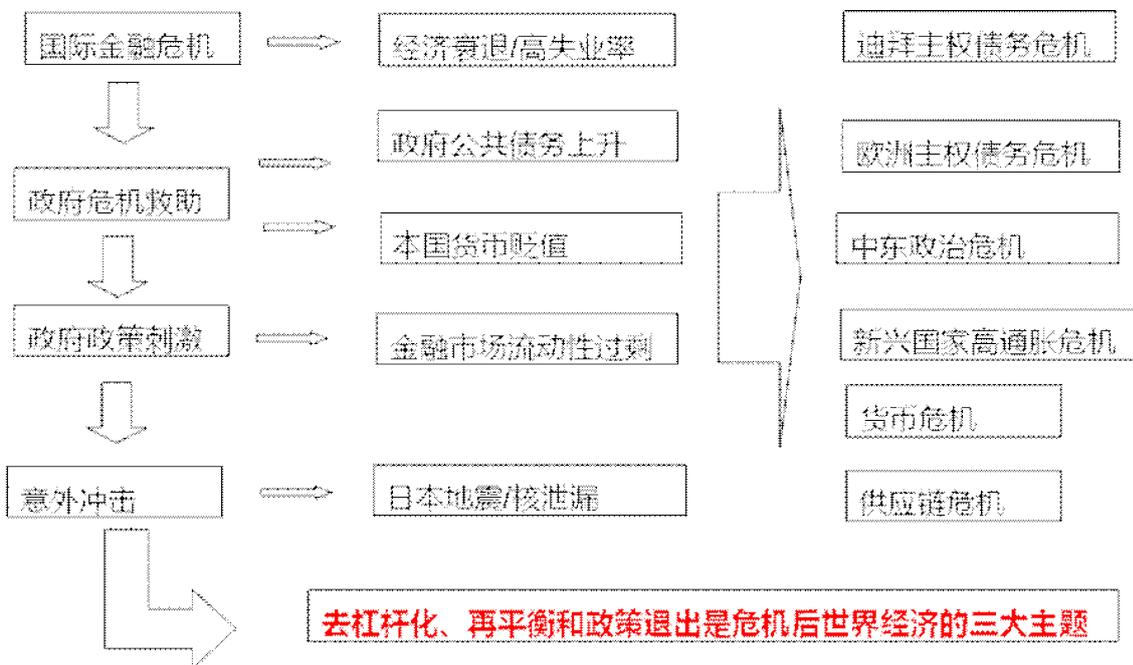
同时，美国面临的内部政策环境和外部经济环境也都不够理想。从内部政策看，由于金融机构惜贷、慎贷和企业、居民的悲观预期，使得量化宽松政策带来的流动性供给仍基本停留在银行层面，宽松的货币环境并未形成对宏观基本面的支持；而目前边际效应较高的财政政策却受到了国会共和党的掣肘，不能有效率的颁布和执

¹首席经济学家，联系电话：86-10-66583196，邮箱：chen.chao@icbccs.com.cn。

²助理研究员，联系电话：86-10-66583047，邮箱：wang.shuo@icbccs.com.cn。

行，另外债务上限的压力也让财政预算捉襟见肘。从外部环境来看，欧洲的经济形势也不乐观，PMI 和信心指标都大幅下挫。而只要欧债危机没有缓解的迹象，我们对于美国经济的复苏就不那么乐观。**短期来看**，2011年下半年美国经济增速依然较低，市场预期在 1.8%-2%（全年 1.5%），但依然会好于上半年。主要亮点是工业中的制造业生产和油价回落后消费回暖。**长期看**，去杠杆化、再平衡和政策退出仍然是主导美国经济的三大力量。经济增速在 2012 年中前可能不会太超预期，继续保持在低增长的水平。

图 2: 全球经济系统演化的内在机制



数据来源： ICBCCS

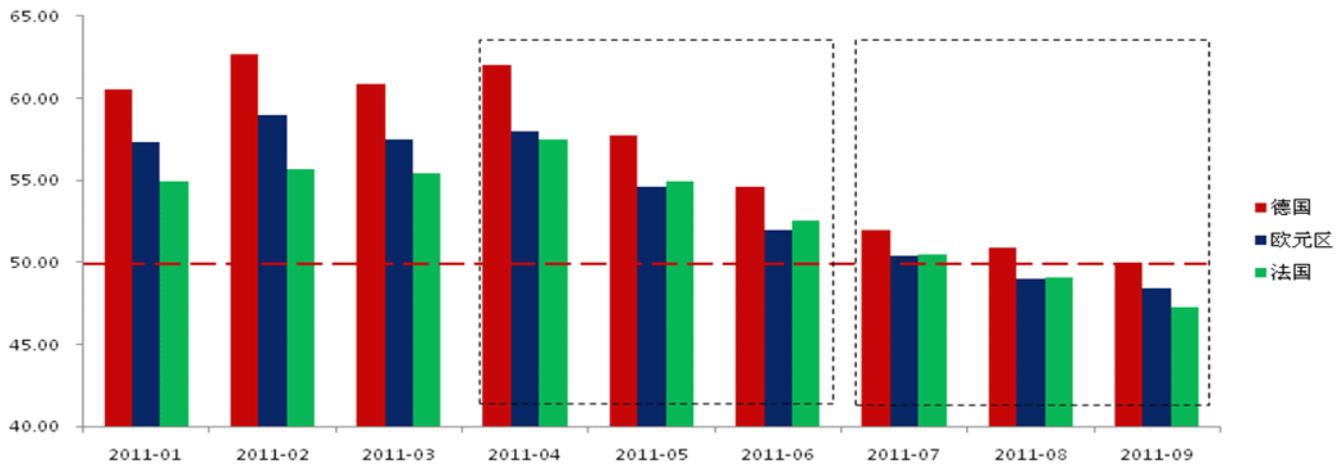
欧洲方面，欧债危机依然在持续困扰资本市场，而且有逐渐向主权信用危机和银行体系流动性危机相互反馈的恶性循环演变的趋势。目前这次危机对于边缘国家经济增速的损害显著，如果解决问题的时间进一步拖延，核心国家的基本面受的影响也将越来越大。而且，随着银行融入资金成本的提升和融出资金意愿的降低，企业投资和居民消费的需求也会因此受到抑制，这会使实体经济出现进一步的收缩。

从目前政策进展来看，欧洲中央银行和德法政府的政策表态虽然提振了市场信心，让投资者隐约看见了欧盟对欧债问题化解方案的决心。但欧洲经济特别是边缘

国家依旧低迷，是制约欧债危机解决的根本因素之一，而目前方案中的财政紧缩本身又是对经济的进一步抑制，形成了恶性循环。近期政策议程表中，欧元区可能会进一步讨论关于补充银行业资本的一揽子方案和增加第二轮救助希腊资金规模的问题，但是输血式的救助无法从根本上解决问题，而为欧央行和各国政府为银行补充资本的能力和效果也还需要进一步观察。

我们认为，欧盟体系存在内在的二重矛盾：一是所谓的“政治学的“三难困境”，即不可能同时实现经济一体化、政治民主化和独立主权的民族国家三个目标，只能实现三者之二；二是国际金融的“三难困境”，即不可能同时实现金融一体化、金融稳定和独立的金融监管权三个目标，只能实现三者之二，具体体现在欧洲中央银行最后贷款人职能的缺失。欧债危机的根本解决需要比较大的决心，并克服巨大的政治阻力，这在短期可能依旧看不到。我们能够关注的只有市场情绪在政策推动下的阶段性缓解，比如对希腊新一轮援助款项什么时候拨付，欧洲银行资本重整的方案究竟怎样等等。

图 3: 欧元区 PMI 与景气指数持续下滑



数据截止：2011-9月 数据来源：Wind , ICBCCS

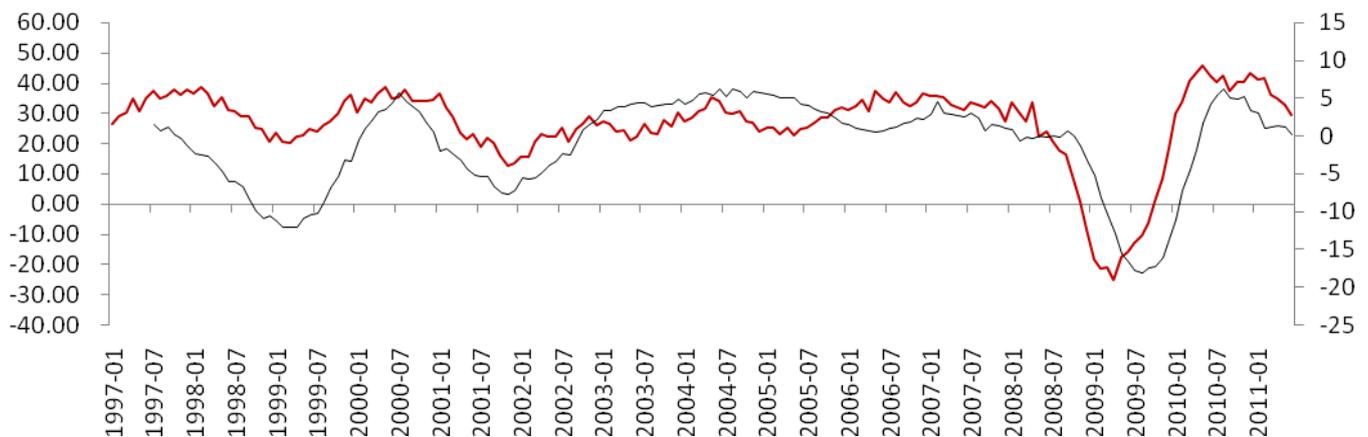
欧洲经济衰退对中国经济的影响：虽然分析难度较大，不确定性较高，但我们也尝试给出欧洲经济衰退对中国的影响。首先，从中国对欧洲出口来看，从1995年

至今，其占总出口的比例一直持呈扩大的趋势，但2008年经济危机后，这一占比逐渐回落，而中国对欧美之外的国家，尤其是新兴经济体的出口占比则强劲反弹。

2011年上半年，对欧盟的出口占我国出口总额的18.8%，其中对欧猪五国的出口占比为3.5%。从对欧盟的出口结构上来看，机电产品、纺织服装、贱金属及其制品、车辆等输运设备等是出口欧洲占比比较大的类别。

从影响来看，OECD国家GDP增速每下降1%，将会拉低中国出口增速约3.5%；人民币实际有效汇率每上升1%，将会一直中国出口约1.5%。按此测算，中国出口增速可能将降至13.4%，极端情形下则为7%。据林毅夫、李永军的测算，2000年前出口对GDP弹性0.1，如果出口增速下降10个百分点，那么会影响GDP1%。但我们认为实际影响可能比此估算要小一些。

图 4: OECD 工业生产同比 (红线) 和出口增速



数据截止: 2011-6月

数据来源: Wind, ICBCCS

二、 中国经济

(一) 基本面: 经济环比指标 (季调后) 有所回落, 下行风险加大, 去库存还在继续中。经济周期可以从需求、流动性、供给和价格等多个角度衡量, 因此也就可以通过库存、货币、生产、物价和需求的三驾马车等多个指标来反映。如果从短期来看 (2年左右), 我们主要关注的指标是库存、货币、进口和工业生产 (物价

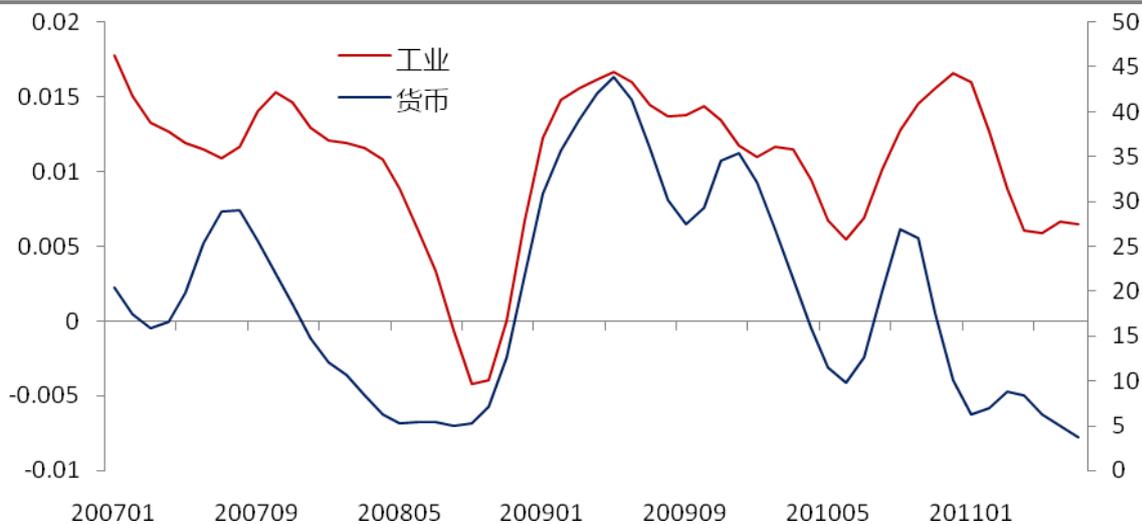
指标相对滞后，消费和投资指标不够灵敏)。今年7月份之后，我们对于经济环比的看法表示了一定程度的乐观，认为环比拐点应该在7-8月份出现。首先，当时有一定预判成分在里面，而从7、8、9三个月的实际数据来看，经济环比指标确实企稳，但是没有明显回升，而目前随着海外基本面的恶化(美国的情况总体要好一些，虽然增速不高，但是三季度还是要好于一、二季度的，欧洲基本面则比较差强人意)，国内无论从信心还是出口方面都受到的比较明显的影响，因此可以认为目前国内经济环比回升的动能不足，下行风险在加大。

另外，7月份时从货币指标和库存周期来看趋势还在向下，对于后两个指标，我们那时的看法是通胀见顶货币政策保持中性之后的货币增速会出现好转，并且在工业生产和货币的带动下，库存周期的原材料库存指标也会在7-8月份出现向上拐点。而现在看来，流动性环比依然向下，库存周期方面我们所说的原材料库存向上的拐点(即之前我们提到的库存周期两个积极信号中的第二个)也还没有出现。主要原因是和我们预期的不同，央行的紧缩力度依然不减，抑制了需求回升。从9月份的数据来看，季调后制造业趋势指标依然向下，我们同时做了五个主要分项指标季调后的雷达图，可以发现9月份也是弱于8月份的。目前如果要对经济环比拐点做以判断的话，我们看历史上中国的库存周期一般在2-3年半左右(可以参考工业企业产成品库存同比数据)，虽然短期有一些波动，但是一般去库存都至少要经历半年以上的时间，而此轮库存周期中产成品库存见顶是在2011年5月份，因此我们认为四季度依然处在去库存的过程之中，经济环比出现向上拐点的可能性不大，在外需不出现大幅波动的情况下，经济环比震荡走平或者小幅走低的可能性比较大。对于GDP和工业增速等指标的这类同比数据，我们认为还会持续向下，只是由于环比指标没有改善，因此同比向下持续时间会更长一些。

生产方面：生产同比数据趋势下行的走势还没有结束，货币政策未放松抑制了经济环比改善的条件。8月工业增加值的环比趋势较7月走平(趋势指标小幅下行，季调指标小幅回升，但二者变化幅度都不大)，从PMI指标来看，9月份指标在季调

后小幅回落，因此经济同比增速大幅下行的风险较小，但货币需求没有明显变化之前，环比向上的动能依然不足，可以说我们前期对于货币政策转向的时机估计的偏早，现在来看，政策并没有出现明显放松，而货币政策是一根软性的绳子，在从紧的阶段，货币政策对于需求的抑制比较有效（中国就是这种情形）；而在放松的阶段，对于需求的刺激需要实体经济预期的改善，如果企业和居民对于未来看法悲观，企业没有雇佣和生产以及投资的意愿，居民没有消费的意愿，那么央行放的水就会停留在银行层面，无法形成有效的货币创造（美国就是这种情形）。另外，从库存周期角度来看，现在正在等待第二积极信号，原材料库存的回升。从主要产品产量来看，8月份发电量、钢材和水泥等主要产品产量都出现了一定幅度下滑，值得关注的是8月份汽车生产出现了比较明显的回升，季调之后汽车产量出现了比较明显的回升，环比折年从13%上行至21%，这从一定程度上抑制了工业增速的下行速度。

图 5: 工业生产环比与货币环比走势一致，货币没有改善会压制生产



数据截止：2011-8月 数据来源：CEIC ICBCCS

投资方面：投资增速在今年会继续缓慢回落，货币信贷政策紧缩和高铁核电项目投资放缓是投资下滑的主要原因。2011年1-8月份，固定资产投资同比增长25%，比1-7月份回落0.4个百分点。实际投资增速基本保持在18%左右的水平。1-7月房地产开发投资增速为33.2%，较上月小幅回落0.4个百分点。8月份，投资环比增长1.16%，折年率仅为14.8%。从同比看，投资同比增速在逐月放缓。总体上，近几个

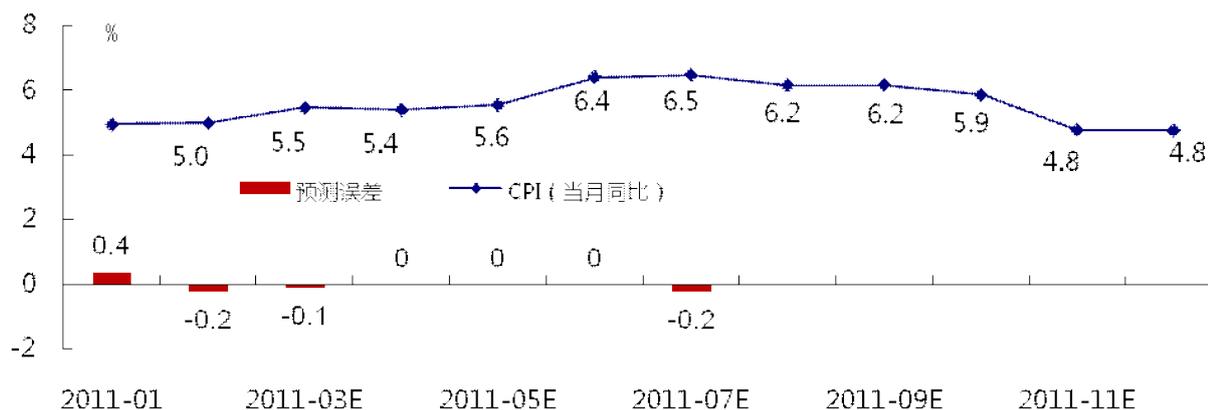
月投资比较低迷。主要原因包括国内货币信贷政策持续收缩和高铁、核电项目投资放缓等。从分国有和非国有看，国有投资增速下滑是导致投资同比增速放缓的主要原因（国有占比在42%左右）。而国有投资增速很慢，与高铁、核电项目投资放缓有关（占比固定资产投资8%），也与道路、水利投资增速上不去有关。道路投资增长不快，与国家决心清理公路收费有关；一旦无法收费，很多道路项目就难以获得融资。

消费方面：在物价同比下行的趋势下，社消零售额名义同比出现了类似的下行速度，我们认为未来名义增速可能还会持续下行，但由于汽车销售的回升，增速可能不会掉的很快。2011年7月社会消费品零售总额同比增长17%，基本符合预期。从限额以上企业各行业的销售情况来看：商品零售额6364亿元，增长22.5%，增速较上月慢1.1个百分点；其中，粮油食品、饮料烟酒，服装鞋帽、针纺织品，家用电器和音像器材，家具，通讯器材，建筑及装潢材料的零售额同比增速不同程度回落，而日用品、药品、汽车的零售额同比增速上升。

物价方面：CPI同比趋势性回落可能性加大，初步判断9月数据可能在8月附近波动。8月CPI同比增长6.2%（6.151%），环比上涨0.31%（0.308%）。我们之前邮件强调过，物价回落的趋势拐点已经形成，9月份的通胀数据可能还会保持高位，但环比涨幅也不会大幅上超预期（目前四川省生猪供给导致的8月生猪价格回落低于预期可能随着东北地区出栏上行在9月份出现缓解），初步判断9月数据在8月份数据上下。从结构来看，8月食品项和非食品项都小幅超出我们的预期，但超出都不是很多。粮食、肉类、蛋类、水产品价格的同比涨幅均有所回落。但值得关注的是中药价格大幅上涨。8月，医疗保健和个人用品类价格环比上涨0.6%；同比上涨4.1%，涨幅创1998年以来最高。其中，西药价格同比下降0.4%，中药材及中成药价格同比上涨14.2%，自2010年开始中药价格的同比涨幅十分快速，平均增速一直保持在两位数以上。

8月PPI同比增长7.3%，略低于我们7.4%–7.5%的预测。但高于市场7.1%的平均预期，环比涨幅为0.1%。我们同样认为PPI创新高的可能性很小，未来几个月中，随着去年低基数效应的明显消失，PPI同比增长数字有望趋势下降。

图 6: 9月CPI可能较8月走平, 保持在6.2同比左右

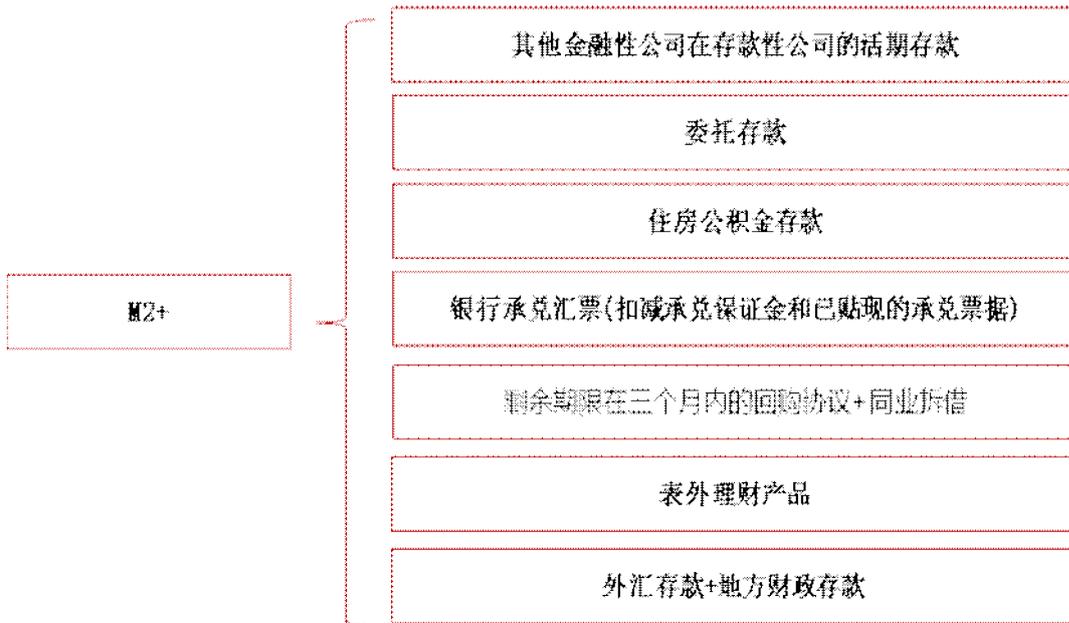


数据截止: 2011-8月 9月-12月为预测值 数据来源: CEIC ICBCCS

(二) 政策面: 短期放松不可期, 政策维持现有状态。

首先, 央行多次透露以M2+作为政策调控目标, 以目前的情况来看, 我们估计这一块的增速应该15.6%左右, 比M2的13.5%要高出2.1%。如果按照这个唯独衡量, 有充分的理由保持目前的货币政策基调不变。其次, 央行对控制通胀的表态一直比较坚定, 同时近期爆出的温州中小企业资金链问题也没有倒逼央行让步, 因此我们认为年内货币政策可能都会保持偏紧的状态。

图 7: M2+ 的核算范围与方式估计



数据来源：央行，ICBCCS

（三）资金面：M1 环比增速企稳，同比增速还有 2-4 个月下滑空间，目前估计全年信贷在 70000-72000 亿左右，9 月存款依然将大幅回流。

货币供应量：8 月份货币供应量 M2 同比增速回落至 13.5%，低于我们 13.7%-14% 的预期（市场预期 14.1%），同比增速连续两月出现下降；M1 增速 11.2%，较上月下行 0.4 个百分点。货币增速下行比较符合我们的判断，本月的一个积极信号是 M1 环比数据出现了企稳迹象（4.26%，上月 4.17%），说明同比增速可能也已经接近底部（环比领先同比在 2-4 个月左右）。

信贷：放松股份制银行日均贷存比考核、票据贴现增加下信贷增长有所反弹，如果后四个月信贷投放在月均 5000 左右，那么全年信贷新增在 72000 亿。8 月贷款新增量 5485 亿环比 7 月多增 560 亿，当月小幅反弹原因主要有二：（1）银监会并未惩罚部分日均贷存比未达标股份制银行，股份制银行信贷出现反弹；（2）8 月新增票据 917 亿，环比上月多增 264 亿，目前在信贷额度控制情况下，企业增加了票据贴现的融资。截止 9 月 9 日的票据贴现利率达到 9.5%，可以说是供需都比较旺盛。从整个贷款结构来看，中长期贷款占比已经从年初的 68% 压缩到了目前的 39% 左右，尽管年初一般都会优先投放中长期贷款，导致中长期贷款占比前高厚底，但

是低于 50%的（本月 39%）中长期新增贷款比例在 04 年之后就很少出现了。从全年贷款总量来看，如果后四个月信贷投放月均在 5000 亿左右的话，那么全年信贷新增在 72000 亿。如果按照 06-08 年的平均投放速度，那么全年应在 70000 亿左右。

存款：8 月存款增速低于预期，保证金冲存款手段未来还将持续，9 月存款季末回流现象又会出现。7 月份存款走款导致存款下降 6700 亿，8 月份存款上行从资产方可以看做信贷和外汇占款回升，但当月新增存款量达 6962 亿，估计这个月存款出表量较小。目前估算理财产品实际上吸收了超过 3 万亿的银行表内存款，且在通胀率高位背景下此部分资金难以大规模回流表内，后续月份银行表内存款增长压力依旧较大；从今年存款的规律来看，预计 9 月份会出现季末回表、10 月份再次下滑的局面。另外，尽管央行将保证金存款纳入准备金缴款基数，但由于货币创造速度变慢，保证金存款仍将是今年新增存款的重要来源。

银行间市场方面，我们这次尝试分析了理财产品对其资金面的影响。对于表内理财。这种理财产品从整个银行体系来说，基本不会影响银行的存款，也不会改变整体银行业的超储水平，因此不会对资金面造成明显波动；但对个别银行来说，其中的保本型非信贷类理财产品的投资会使得超储在银行间转移，导致不同银行资金面的变化，但对于整个银行间市场资金面的影响是比较小的，对于整个广义货币 M2 的影响也比较有限。**对于表外理财，**这种方式在到期时，存款会重新回流表内，对于整个银行体系来说，超储水平并没有变化，但存款可能大幅增加，一般会在季初准备金缴款时（准备金逢十记账，逢五缴款），即在 4、7、10 月初对银行间资金面造成一定负面冲击。对于广义货币增速来说，则会使得出现 M2 和存款季初减少，同时季末回流的现

三、 市场展望与投资策略：

（一）股票市场：短期市场低位震荡，反弹随时可能出现，可着眼于长远，逐步进入市场。虽然外围经济较为低迷，国内经济在连续的调控下也增大了下行的

风险，但对于此时的市场，我们应该看到一些积极的特征，首先从去年10月以来压制市场的最大负面因素—通胀将进入趋势性回落的通道，投资者心理很可能发生微妙的改变；其次，政府对于金融市场的系统性风险已开始担忧，10月初汇金开始的银行股增持表明了决策层维护金融市场稳定的政策取向，而且，我们认为汇金救市只是政府维护金融稳定诸多政策措施之一，有望政府出台其他维护金融市场稳定，防范系统性风险的一系列政策措施。虽然历次救市跟最终的市场底部还可能经历波折，但只要市场没有明显的估值泡沫，两者的距离都不会太过遥远。事实上，从当前市场的估值来看，已相当有吸引力，具备非常良好的长期投资价值。此外，从交易量、投资者悲观心理、媒体舆情等指标看，市场底部特征较为明显。我们预计四季度市场虽然不能过于乐观，但再度大幅做空已不足取，一旦通胀如期回落、货币政策象征性放松等积极信号释放，市场出现具备操作意义的反弹行情的可能性较大。因此，本季度我们将选择安全边际较高、政策预期转向的行业进行重点关注，从更长期的视角进行布局，把握机会。

分行业评级变化：本月我们调高建材的评级至中性，并将软件行业的评级从中性调高至看好，同时下调有色金属、电子、和食品饮料的评级，汽车行业本月也被我们再次调降，由中性调整未看淡，其他行业仍维持原来的推荐等级。有色行业的评级下调原因主要是基本金属价格向下压力大。汽车被继续下调的原因是10月促销力度将继续加大，库存压力仍然较重。乘用车销量增速可能回落到零附近。而电子行业由于9-10月份旺季不旺，产业链备库存积极性不高，也被我们调降评级。

图 8: 10 月份评级调整明细

行业(中信一级行业)	上月观点	10月份观点	观点变化的原因(如果有变化)
汽车	中性	看淡	10月促销力度将继续加大,库存压力仍然较重。乘用车销量增速可能回落到零附近。
有色	中性	看淡	基本金属价格向下压力大,黄金保持震荡,稀土、钨价格保持平稳
电子	看淡	中性	三季度旺季不旺,业绩有压力。但部分公司随着估值的下降已经开始进入观察期,可作为2012年的储备品种,如士兰微、顺络电子。
食品	看好	看淡	白酒指数相对大盘估值溢价,处于05年以来的历史顶部
建材	看淡	中性	水泥价格呈现出环比窄幅上扬趋势,但盈利水平有可能会出现同比下降
软件	中性	看好	

数据截止: 2011-10月 数据来源: ICBCCS

(二) 债券市场: 经济放缓、通胀有望下行, 政策保持相对稳定, 资金面不会有大的扰动。

利率产品: 短期看好。 8月份以来利率产品从基本面分析来看已经出现明显的投资机会,但在缺乏资金面配合、交易户大面积止损的背景下,未现大的行情。9月过后,年内剩余时间里资金面料会持续缓和。资金面与基本面配合下,利率产品将会迎来收获期。利率产品收益率很可能先迅速下行,并在9、10月数据公布前盘整,之后再次下行。目前1年以内短期以及5-10年中长期明显受到青睐,后者是基本面支撑,前者是资金面改善预期之下的边走边看行情。

信用产品: 短期中性。 在贷款受限带来的供给压力和信用事件冲击的双重影响下,信用债收益率将会进一步分化,而且这种分化将会从低评级向中等评级品种传

递。短期来看，AA+中资质较强的品种与AAA中资质较弱的品种的收益率缺乏下行动力，收益率可能进入稳定期，可从中加大个案研究，挖掘被低估的品种。超AAA与优质AAA品种将会随利率产品收益率的下降而小幅下行。目前1-3年期品种机会明显大于3-5年期品种。违约概率逐步上升、利率市场化不断推进的背景下，中长期信用品种将会面临定价中枢的重估问题。从短期未来3个月冲击看，信用利率将会继续改写收益率高点和利差高点；从中长期来看，收益率超越信贷基准利率也将成为必然。高评级、短久期的信用债抵御冲击能力较强，随着市场分化，投资价值将逐步显现。

转债产品：短期中性。9月份转债再次遭遇持续抛压，主要是由专户、年金等绝对收益账户清盘或者交易止损盘再次杀跌所致。从具体品种来看，中行转债和石化转债的债底保护较好：中行转债到期收益率4.78%，达到了中行普通信用债的收益率水平，意味着转债期权价值为0；石化转债到期收益率接近5.1%，同期限超AAA品种收益率在5.8%附近，意味石化转债还有3.5%的极限跌幅，市场悲观情况下再跌1-2%有可能，但再次超预期可能性不大。

重要提示：

提示：本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司管理的产品时，应认真阅读相关法律文件。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。