

海外经济前景堪忧 股市避险情绪上行

陈超¹ 王朔²

一、海外经济：

海外经济增长继续回落。美国经济增速复苏道路比较曲折，虽然7月份数据表现较好，但8月初开始就业数据大幅放缓，令市场担忧企业对经济前景的悲观预期转移到了其员工雇佣的计划当中，如果这种趋势持续，可能会影响后续居民支出并最终影响美国经济增速。但我们认为对美国经济不应过分悲观，油价下行和汽车复产会逐步对冲财政紧缩下行风险并通过时间来逐步改善悲观预期，同时奥巴马在本周三宣布继续前期税收优惠的可能性也很高。欧洲方面，整体经济增速已进入危机后的低点，边缘国家的经济衰退已传导到核心国家，德法等国第二季度的GDP增速大幅下行，较低的经济增速和市场不断推高主权债收益率可能导致欧债问题逐步演化成偿债风险而并非简单的流动性风险。

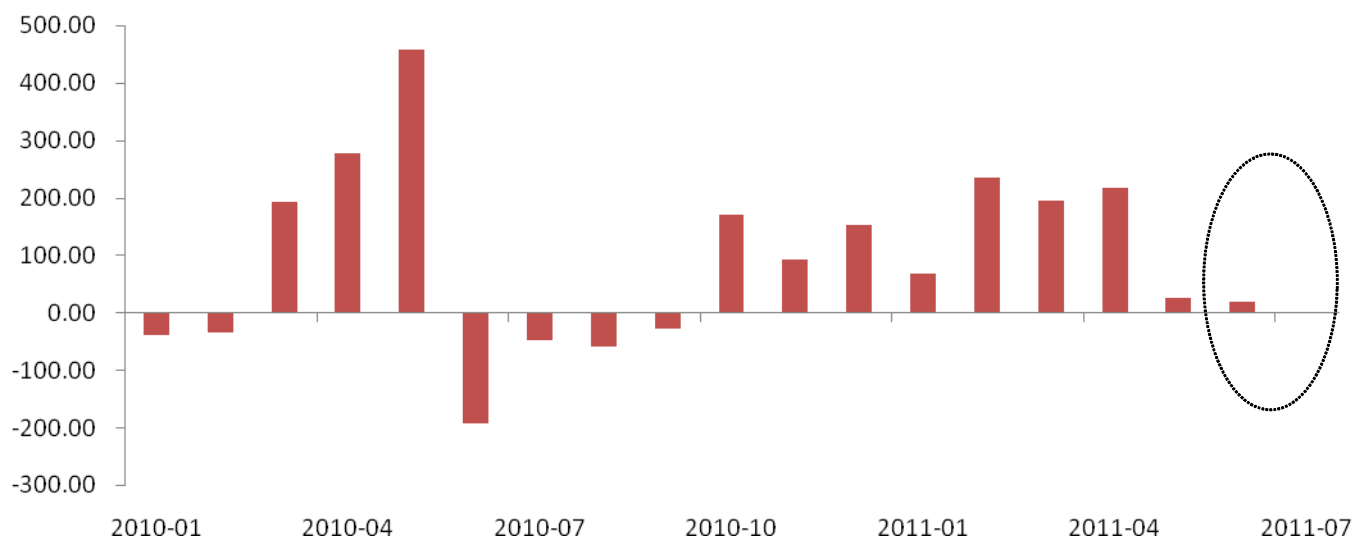
美国：美国经济的先行指标近期出现下行，就业情况不太乐观（但8月数据存在一定低估）。因此，企业盈利增加雇佣-就业上行-民众收入改善-消费需求增加-经济增速提高-盈利好转-企业进一步增加雇佣的复苏正循环可能被削弱。原因主要是企业对经济过多的负面预期并减少投资使得整体经济复苏情况差于预期，但我们维持美国经济依然会温和复苏，增速会好于上半年的基本判断。从细项数据来看，先行指标中美国制造业PMI8月小幅下行，但高于市场48.5的悲观预期。从分项指数来看，也都出现了小幅下降，特别是出口订单下滑了2.5个点至50.5，为两年以来的最低。消费者信心指数出现明显下行，由7月的63.5下行至55.7，而ABC News

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。

周度消费者舒适度指数也在持续走低。工业生产和订单方面，7月耐用品订单大幅上行，但剔除交通后的季调环比0.7%。与公司投资相关的资本品订单环比下滑了1.4%，说明企业投资意愿依然不强。同期的工业生产表现较好，汽车复产对其贡献较多。房地产市场则继续低迷表现，7月新屋开工年化月率下滑1.5%，前值上升14.6%，较上月值恶化较多，同时成屋销售在7月下滑了3.5%，大幅低于市场2.1%增长的预期，二手房成交均价也较上月下滑了1600美元，至174000美元。通胀方面，核心CPI继续上行趋势，房租价格对其贡献较高，但我们预期未来美国通胀上行走势可能会有所趋缓。

图 1: 8月美国非农就业零增长，就业形势不乐观可能会影响8月美国居民支出



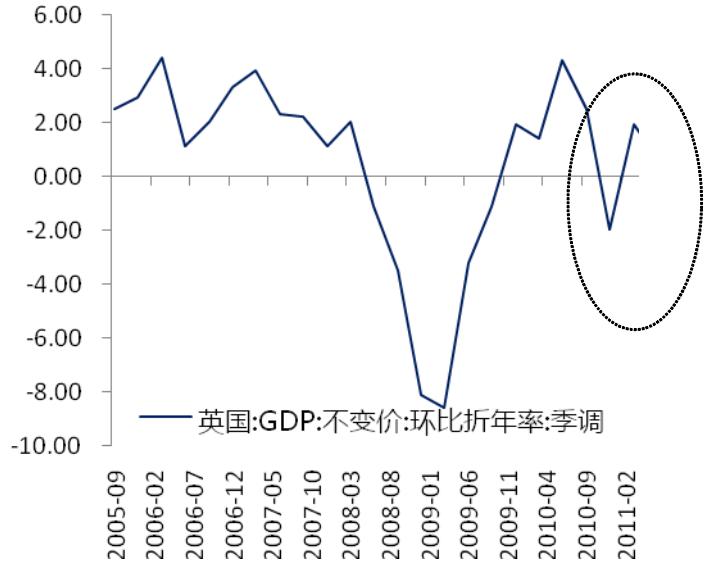
数据截止: 2011-8月 数据来源: Wind, ICBCCS

欧洲: 欧洲经济增速进一步放缓，先行指标下滑明显，核心国家GDP增速也出现了明显放缓，通胀水平下滑，目前欧洲经济表现比较符合我们预期，预计未来会进一步下行。由于欧元区政府的政治博弈和对银行体系的承压能力估计不够充分，欧债危机可能会逐渐演变成长期问题。欧元区PMI继续下行，指数跌至49；德国ifo景气指数下行4.14%，预期指数更是降低至100附近的临界值。2季度欧盟主要成员国经济增长也创下去年来新低，欧盟27国2季度实际GDP初值环比增长0.2%，其中德国增长0.1%，法国零增长，三者均创近两年新低。经济增速下滑引发市场对欧元区偿债能力，特别是边缘国家偿债能力的进一步担忧。且由于经济增长下行明

显，7月欧元区、德国、意大利7月失业率也继续为高位，较6月持平在10%、6.1%和8%，法国从9.8%微升至9.9%。

图 2: 2 季度欧盟 GDP 环比增长 0.2%，创去年以来新低

图 3: 2 季度英国 GDP 增速折年低至 0.7%



数据截止: 2011-6月 数据来源: Wind, ICBCCS

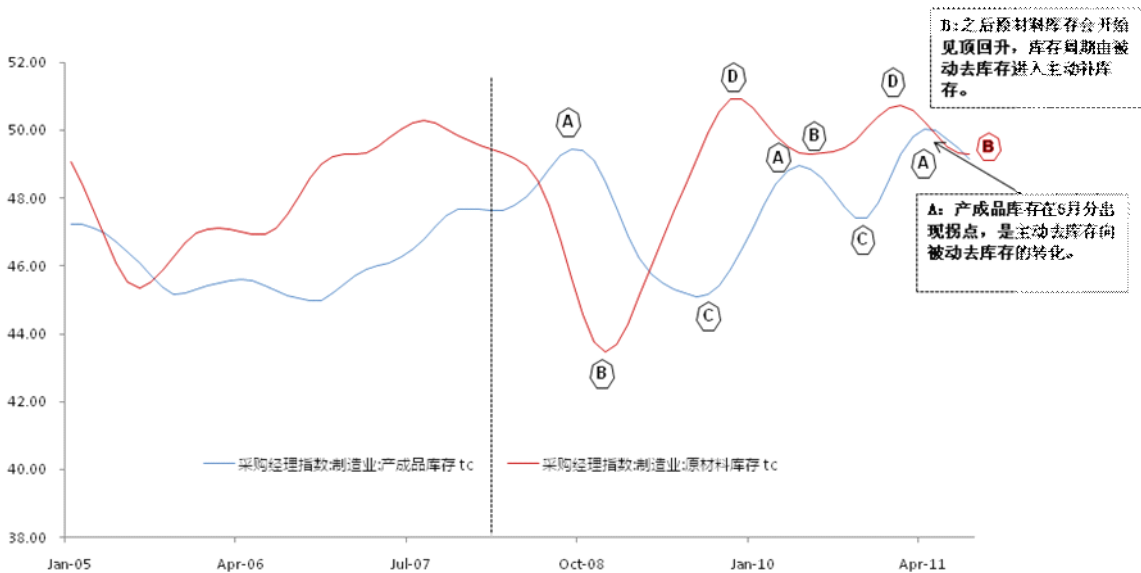
二、中国经济

(一) 基本面: 经济环比企稳趋势未变, 但回升弹性差于之前预期, 货币增速环比下行是抑制经济企稳回升的主要原因, 库存周期的积极变化已经出现, 经济初现企稳回升的趋势; 我们认为经济同比增速下行趋势持续, 外需变化是主要变数。通胀水平: 维持 8 月通胀同比下行的判断, 但 8、9 月份通胀同比数据依然较高, 估计在 6.0-6.1 左右。

生产方面: 7月生产环比趋势较6月走平, 硬着陆风险不大, 但需求反弹前经济环比向上动能不足, 同比增速下滑符合预期, 预计未来还有进一步下滑空间。7月工业同比增速为14.0%, 大幅低于6月的15.1%, 下降了1.1%, 也低于我们预测的14.5%, 证实了我们对经济持续同比下行的看法, 6月的工业数据确实存在部分扰动因素。但从环比来看, 工业增速环比趋势折年继续企稳, 从PMI指标来看, 7月份指标在季调后也出现了企稳回升的迹象。这一方面说明经济同比增速硬着陆的风险很小, 可以基本排除, 另一方面工业生产环比7月份的情况显示经济依然低位徘徊。

徊，环比没有明显反弹的迹象，我们前期强调过，在需求端处在相对低位的条件下，生产端环比大幅改善的动能依然不足。从环比来看，经济依然处在库存周期小衰退向复苏转变的阶段，而同比相对滞后，由于我们判断物价高点已至，因此未来会看到物价和经济增速的同比双降，也就是从类滞胀向小衰退的转变。

图 4: 库存周期的第一个积极信号出现-产成品库存在 5 月份出现下行



数据截止: 2011-8月 数据来源: CEIC ICBCCS

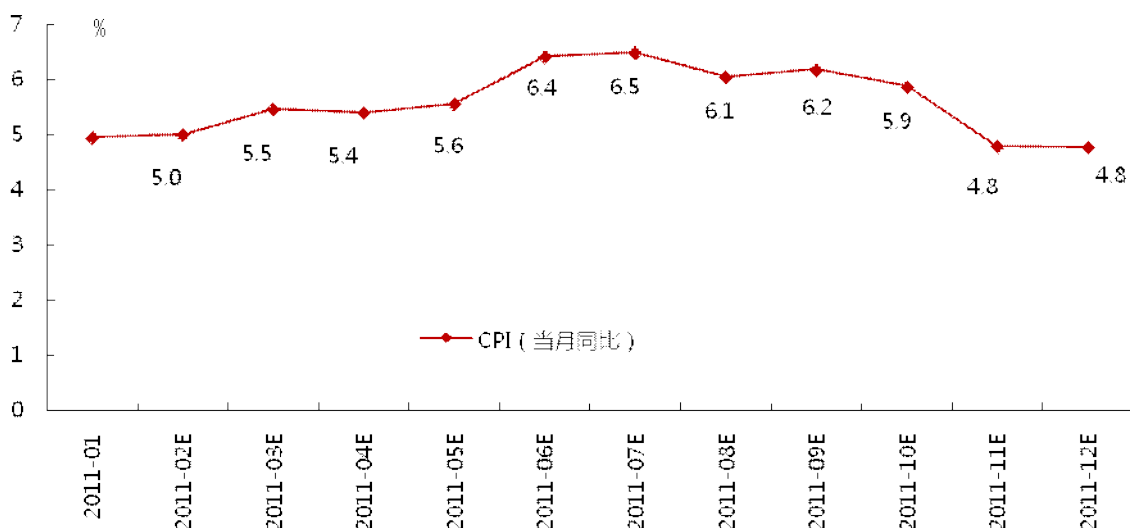
投资方面: 2011年1-7月份，固定资产投资同比增长25.4%，比1-6月份回落0.2个百分点。实际投资增速则进一步下降至18%左右的水平。1-7月房地产开发投资增速为33.6%，我们猜测主要原因可能是保障房建设力度的加大，地产投资增速创年内新高。但从季调环比趋势看，投资依然维持回落态势。细分行业投资增速看，非金属矿、黑色金属、通用设备、交运设备投资增速再次下滑，电力热力行业投资仍在低位。受下游需求下降的影响，中上游投资增长也难以持续启动。我们预计固定资产投资增速将进一步回落，维持全年24%左右的投资增速不变。

消费方面: 2011年7月社会消费品零售总额同比增长17.2%，较6月下降0.5个百分点，低于我们的预期17.8-18%的预期，在物价同比上行的条件下，实际同比增速进一步走低至10.8%。从限额以上企业各行业的销售情况来看，家电、家具、汽车等行业的同比增速在7月都出现了明显下行，而由于国内成品油价格尚未调价，

7月份石油及其制品同比增速出现小幅上行。我们预计随着物价水平的回落，消费名义增速也将缓慢回落。但由于近期汽车和房屋销售面积环比已经出现回升，我们不认为消费同比增速有大幅下滑的空间。

物价方面：7月CPI同比增长6.5%（6.451%），环比上涨0.463%，其中食品类1.2%，非食品0.1%，高于我们6.3%的判断。从分项来看，食品项涨幅超预期较多，我们判断环比涨幅在0.5-0.7%，但实际涨幅1.2%；非食品项涨幅基本符合预期。由于本月数据预测中轴的波动范围涉及是否创新高，因此市场关注度较高。站在这一时点，虽然本月涨幅超预期略微抬升了未来几个月的通胀压力，但我们判断8月份CPI数据向下的概率很大（可能在6.1左右，9月份可能会有小幅反弹，但之后趋势向下），我们认为7月份数据波动范围与6月份本来相差不多，上下波动一点是比较正常的，不应该太过悲观。7月PPI同比增长7.5%，略高于我们7.4%的预测，环比涨幅为0%。本月PPI同比增幅较高主要由于7月翘尾效应的影响，因此不应过分担忧。我们判断PPI高点就在7月份，在石油和基础金属持续下跌的情况下，后续PPI创新高的可能性不高。

图5：预期8月份通胀水平回落至6.0-6.1左右



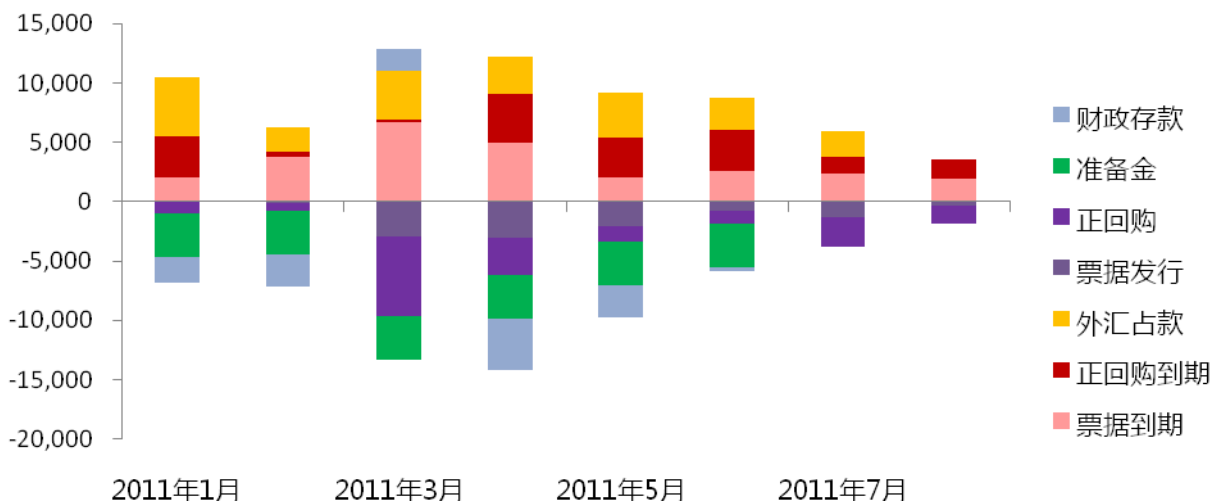
数据截止：2011-7月 数据来源：CEIC ICBCCS

（二）政策面：保证金缴存准政策主要针对上半年保证金揽存，与其将这一政策类比准备金率调整，不如看成变相公开市场操作。

一方面，我们认为本次政策推出本身更多是针对银行利用保证金揽存，并非主要为了流动性回收。由于上半年贷款增速放缓，导致存款增速也比较低，特别对公业务这一块，存款增速很慢。从卖方研究员调研反馈来看，今年上半年很多银行信贷员的主要工作从放贷变成了拉存款，因为最近贷款基本没放，全行业对公存款直线下降。从我们统计数据来看，1-6月份对公存款余额不升反降，是07年以来首次出现。而保证金这块，我们测算1-7月的增速却在20%以上，如果这种趋势持续，那么折和全年保证金存款增速至少应该在30%以上，远远高于整体存款的增速，因此，我们预期央行肯定是发现保证金存款增速非常快背后的原因，才最终下决心在这一时点将他纳入一般性存款的。

另一方面，央行本次的调整与其说是准备金率调整，不如说是变相的公开市场操作。接近9000亿的流动性回收从总量来看规模确实比较大，这一规模相当于提高了2.4次准备金率（120BP准备金率）初始所吸收的流动性。但是我们认为本次扩大存款准备金缴存范围政策与准备金率调整还是不同的，一是因为政策相较提准来说对新增存款的资金影响比较小。二是因为本次缴存计划分为6个月进行，与后续央票和正回购的到期互相对冲，因此政策本身更像是每月都在进行公开市场操作，换句话说就是央行提前制定了到年底的部分央票发行和正回购计划。

图6：上半年2、3、4、5月份都是净回笼只有1、6月份净投放，下半年资金面未必会紧于上半年



数据截止：2011-7月

数据来源：CEIC, ICBCCS

（三）资金面：货币增速同比下降趋势持续，8月外部流动性或有所增加

货币供应量：货币增速环比依然处在底部区域，理财产品的大量发行让我们对**或货币增速月度变化判断变得容易，但却让我们对实际货币创造速度的观察产生扰动。**我们知道，理财产品在设计上一般有两个特点，首先，一般设定为下一个月（季）月初（季初）开始正式投资，从而在当月（当季）月末（季末）把资金吸引近银行存款账户；其次，理财产品在月末（季末）到期，从而在月末（季末）时点资金转到存款账户。通过这两种方式发行理财产品，月末（季末）时点资金都计入银行的存款内，可以冲月末（季末）时点的存款规模。也就是说这就使得季末存款统计被高估，而季初被低估。由于这部分存款变动大部分是居民和企业存款，也统计在广义货币当中，再结合资产方信贷和外汇占款的月度变化，并剔除财政存款的影响之后，我们就可以比较容易的预测M2在月度的增速变化。从7月货币增速来看，较上月下行1.2%至14.7%，与我们预测15%比较接近，从今年M2和存款的变化来看，也符合季初增速下行，季末增速回升的规律。但是，这种季度之内M2增速的变化却干扰了我们对于真实货币创造速度的观察，也对M2环比增速趋势产生了一定扰动。从环比增速来看，我们季调后发现M1和M2的环比增速依然处在底部区域，M1的增速还在继续下行，环比折年以后只有3.6%，说明需求端改善还没有出现，经济活跃度依然较低。

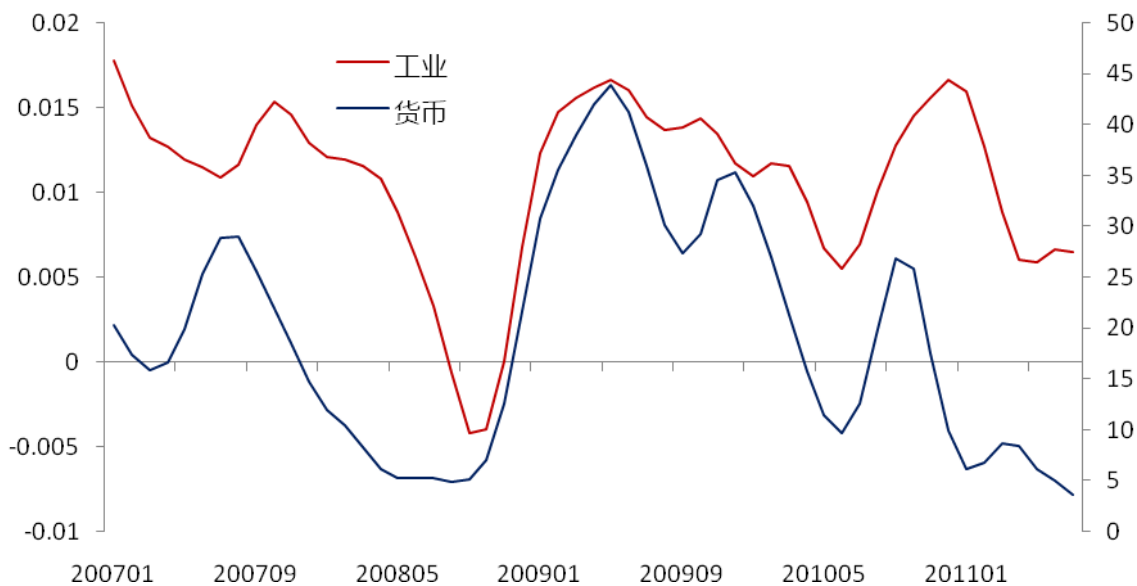
信贷：信贷投放逐渐回归至金融危机前节奏，中长期贷款投放比例持续下降，**票据融资占比逐渐上升。**7月贷款新增量环比6月少增1413亿，仅新增了4926亿，为今年1月以来的最低月度信贷增量。7月贷款增速偏低主要原因可能有二：其一是银行依然主动控制中小企业信贷投放节奏。上半年所有银行均加大了对于中小企业甚至是小微企业的信贷支持力度，贷款短期化趋势亦较为明显，不过由于部分地区中小企业资金链紧张、并且经营出现恶化势头，银行可能会主动控制此类贷款投放节奏。其二，银行未续贷部分到期的地方融资平台以及房地产开发贷款，降低这部分贷款房贷比例。从结构来看，7月短期贷款占比依然在历史高位，而中长期贷

款占比处于低位。但从纵向变化来看，本月中长期贷款占比较之前出现了小幅回升。从投放节奏来看，逐渐回归到金融危机以前 06-08 年的月度投放节奏上来，按照目前这个投放节奏，我们认为全年信贷总投放量在 7 万亿左右，可能还会偏低一些。

银行间市场资金面短期缓解。7 月央行持续净投放并暂停上调法定准备金率有效缓和了资金市场流动性趋紧状态，根据央行数据，当月银行间市场同业拆借月加权平均利率为 4.44%，比上月低 0.12%。8 月前两周央行公开市场延续净投放操作，资金市场利率进一步下行，7 天回购降至 3% 左右。

外部流动性：8 月份以来由于人民币升值速度较快，外汇占款可能出现反弹，但目前存准水平已经较高，上调边际影响较大，估计央行依然以公开市场操作为主。

图 7：工业增速环比缺乏向上弹性的主要原因是货币增速环比依然偏低，需求端持续抑制经济增速



数据截止：2011-7 月

数据来源：CEIC, ICBCCS

三、市场展望与投资策略：

(一) 股票市场：短期市场悲观情绪较浓，整体市场还在不断消化利空，建议控制仓位适当减持，等待机会。目前市场底部特征出现，但要做好意外创新低的准备。毕竟资金面在短期内不会反转，3 季度上市公司业绩下滑也还在兑现中，避

险和深挖个股仍是比较好的选择。我们建议保持中性偏谨慎仓位，防御配置为主。行业方面，食品饮料、综合、房地产、纺织服装、轻工制造（家具、造纸、包装印刷等）等分类中的业绩增长确定性个股依然是配置首选。

分行业评级变化：本月我们调高电子行业的评级至中性，但下调了汽车、非银行金融和软件的评级，其他行业仍维持原来的推荐等级。汽车行业的下调原因主要是全国查超治超政策的执行情况将比较清晰，且二三线城市或出台新的限购令，但相对看好重卡子品种。调低软件行业主要是由于目前估值偏高，缺乏上行动力。金融行业中，由于非银金融弹性较好，因此弱势中也将其评级下调。

图 8：评级调整明细

行业（中信一级行业）	上月观点	9月份观点	观点变化的原因（如果有变化）
汽车	看好	中性	看好重卡，库存压力释放、物流车需求增长带来销量回升；乘用车方面，节能车补贴政策将出台，政策靴子落地，乘用车机会提前。
非银行金融	看好	中性	市场走势转弱，但仍看好信托租赁
软件	看好	中性	估值已经向上恢复，全行业机会不显著。
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。
环保及公用事业	环保：看好	环保：中性	估值较高，短线随大盘调整。板块调整后，关注格林环保、先河环保、盛运股份、宝莫股份和脱硝题材-九龙电力等

数据截止：2011-9月 数据来源：ICBCCS

（二）债券市场：从基本面来看，经济放缓、通胀有望下行，整个基本面向有利于债券市场的方向发展。不过，目前国债和股票的收益率之差仍在历史均值附近，相对优势不是特别明显。从资金面来看，准备金缴存范围扩大扼杀了资金面大幅宽松的可能。从九月份到四季度末资金将出现“紧平衡”状态：资金需求和供给基本

相当，任何一方的小幅变动也会引起资金价格的大幅波动。尽管整体上资金面对利率产品不利，但“紧平衡”下资金面的局部波动为波段操作提供了机会。

利率产品：短期看好。供给分析，从目前的发行计划来看，今年下半年的金融债发行量会有较大幅度的下降，而国债收益率会有较大利率的上升，金融债的供给压力相对较小。品种分析，目前5年、10年政策性金融债相比08年8月初均有30BP的差距；5年期国债、10年期国债相对于08年高点分别有25BP、40BP差距；20年期和30年期超长国债有50BP左右差距。仅从利差的角度来看，利率产品中5年期国债明显优于10年期政策性金融债和5年期政策性金融债、10年期国债。

信用产品：短期中性。供给分析：信贷扩张受到限制，并且信用债相比银行贷款有自身的优势，企业发债动力较强；保险由于保费增长缓慢、前期配置力度较大，导致后期需求不足；银行在紧缩的背景下，非央票债券的需求保持平稳；基金、券商等交易型机构的增量资金很少，需求接近枯竭。除非有宽松的资金面提振交易型机构的需求，否则未来信用债供给会远超市场的承受能力。信用分析：尽管城投债券相对城投贷款的风险较小，但未来城投债的负面报道会不断影响市场的情绪，信用利差有扩大的趋势。

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。供给分析：石化、石油、银行等大机构通过公司债券与可转债的对比发现转债的融资成本优势，将会更加青睐这一融资工具；监管机构也有做大转债市场的动力。近期转债发行预案的不断推出也验证了这一判断。投资价值分析，目前转债收益率的确大幅度提升，中行石化的期权价值在150BP左右；理论上当前位置投资价值是比较显著的。但是投资者对于股票二级市场尤其是大盘股

行情不乐观，再加上市场预期新发券种会优于存量债券，市场谨慎心态依然很强。不排除部分投资者继续从转债退出，寻找确定性的收益品种。

因此，当前存量转债是价值已经出现，但并没有明显超跌的迹象，等待后续事件冲击，若再出现深幅下跌可积极加仓。

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。



公司地址：北京市西城区金融大街丙17号北京银行大厦8层

邮政编码：100140

客服热线：400-811-9999（免长途费）

公司网址：www.icbccs.com.cn