

丁安华 首席经济学家  
dinganhua@cmschina.com.cn  
2009年12月21日

## 经济增长和股市走势预测的逻辑

### 宏观经济专题报告

#### 主要观点:

- **经济与股市：不同的逻辑。**关于经济形势与股市走势的关系，主要有两派观点，一是认为股票市场是有效的市场，它能准确反映经济的基本面，股票价格是由未来的现金流折现所决定的；另一是认为股票市场的投机性很强，充斥着非理性的行为，泡沫的出现无法用现金流折现来解释。在大部分时期，经济与股市还是不同的两回事，服从的也是不同的逻辑。
- **明年宏观经济展望：悲观者无处可去。**从消费增长来看，在经济持续扩张时期，消费的增长得益于收入的提升和就业的改善，明年消费稳中有升，大约贡献 GDP 增长 4.5 个百分点。从资本形成总额来看，除了观察固定资产投资增长的变化，还要看库存投资的调整。在明年 PPI 上涨跨越 CPI 上涨速度的情况下，企业的库存投资将会快速上升，因此即使是固定资产投资放缓，而库存投资上升将使得资本形成总额对 GDP 增长的贡献小幅上升至 6.5 个百分点。关于净出口，我们对外需的改善仍有保留，所以估计仍然是负的贡献，约为负 0.4 左右。从今年的负 2 个百分点到明年的负 0.4 个百分点，净出口的边际贡献是正的，不再拖经济增长的后腿。结论是：明年的 GDP 增长预计为 10.6%。同时，我们确信 CPI 反弹速度将比较快，第二、三季度 CPI 同比可能会超过 4%，全年约为 3%。PPI 上升将会超越 CPI 上升的幅度，预计 PPI 全年约为 5%。
- **明年股票市场走势的预测：好事可能变成坏事。**股市大体上是对未来经济发展的预期。所以理解明年的股市走势，要看得更远一些，经济中的不确定因素就会浮现出来，其中最重要的莫过于经济刺激政策的退出。由此判断，明年上半年股市将是“牛皮”或“慢牛”的格局，市场在等待刺激政策的退出，上半年形成是一种等待突破的格局。我们估计政策退出将是“滞后”的，因此好事可能变成坏事。即经济快速扩张，经济刺激政策退出迟迟不能落实，这就会使得通货膨胀和资产价格进一步上升。最后不得不采取急刹车的方式，造成大的波动。如果是这样的话，明年下半年市场向下突破，要比向上突破的可能性要大一些。从资产配置看，明年股票市场的机会主要遵循三个逻辑：一是明年 PPI 上涨幅度超越 CPI 上升的幅度，上中游行业的盈利增长将超过下游行业，这导致我们看好煤炭、钢铁、化工、建材等上游行业；二是经济持续扩张，加息周期临近，导致高增值金融服务业盈利水平快速攀升，由此我们看好银行业；三是从相对估值水平看，我们看好食品饮料、家电，它们目前的估值水平与历史水平相比仍具吸引力。

#### 相关报告

1、《宏观经济专题报告-反危机经济刺激政策的退出路线图》

2009/12/7

2、《宏观经济政策分析专题之二-中国的货币政策走势：能被市场所预期吗？》

2009/10/30

3、《宏观经济政策分析专题之一-全球货币政策观察：“杰克逊霍尔共识”的命运》

2009/9/16

4、《宏观经济简评-从猪肉价格走势看CPI的回升》

2009/7/31

5、《2009年上半年宏观数据简评-关注资产价格与CPI距离的拉大》

2009/7/17

我们的 2010 年宏观经济报告和投资策略报告出笼以来,在与客户和媒体朋友的交流中,有一种感觉挥之不去,那就是人们常将经济增长预测与股市走势预测混为一谈。比方说,当我们说经济走势将从复苏走向持续扩张时,人们就会理解你说的是股市将会继续上涨;或者说当我们说明年股票走势将难以重现今年的大盘升幅时,人们就会理解为你说的是经济可能二次下滑。这种境况反复出现,令人尴尬之余,也觉得有必要理一理这两者之间的内在逻辑。

关于经济形势与股市走势的关系,是一个学术题目,超出了我们今天讨论的范围。主要有两派观点,一是认为股票市场是有效的市场,它能准确反映经济的基本面,股票价格是由未来的现金流折现所决定的;另一是认为股票市场的投机性很强,充斥着非理性的行为,泡沫的出现无法用现金流折现来解释。关于中国股市与经济增长关系的实证研究很少见,直觉让我们倾向于认为股市的好坏不一定反映经济增长的基本面,两者关系常常偏离理性和正常的轨道。我找到了一篇由英国两间大学的学者 Xiaohui Liu 和 Peter Sinclair 所作的题为“Does the linkage between stock market performance and economic growth vary across Greater China?”(大中华地区股票市场与经济增长的关系会有不同吗?)的文章,该文发表在《Applied Economics Letters》(应用经济学通讯)2008 年 7 月号上。他们的实证研究证明,就大中华地区(内地、香港、台湾)的股票市场而言,从长远看经济的基本面决定股票市场的走势;而从短期来看股票市场是未来经济增长的领先指标。

不过,这样的发现并不能给我们更多新的东西。我们当然知道经济与股市之间密接相关,股票市场表现可以较好地反映对未来经济增长的预期。但问题是在大部分时期它们还是不同的两回事,服从的也是不同的逻辑,所以要注意防止将两者纠缠在一起。经济形势描述的是实体经济的活动,而股市走势则是虚拟经济的表现。实体经济与虚拟经济脱节的现象,好像是越来越严重了。

## 明年宏观经济展望:悲观者无处可去

从中国经济看,明年的增长趋势是有理由乐观的。一般的看法是,相对于 2009 年,推动明年经济向上的边际力量主要来自出口的改善,而固定资产投资可能会放缓,消费则是稳中有升。但是,我们要小心“生产法”统计数据所可能带来的误导。对国民经济增长贡献的分析而言,国际上通用的是采取支出法下的“四轮”分析框架,即私人消费、私人资本形成、政府开支和货物与服务净出口。这种框架在中国就变成了“三驾马车”,政府开支部分不作单列,将之分别归入消费、资本形成和净出口之中。然而,这还不是问题的全部。其实,在中国并没有按支出法统计的官方数据,因而只能用生产法的数据做替代,例如:用“固定资产投资”作为“资本形成总额”的替代指标,用“社会消费品零售总额”替代“最终消费”,用“贸易差额”替代货物和服务“净出口”。但是这些替代指标在内涵上存在明显的区别,要小心可能引起的误导。

从消费增长来看,预计 2009 年贡献 GDP 增长约 4.2 个百分点。有人认为明年由于相关刺激政策的退出,消费增长可能放缓。我不赞同这种判断,主要是因为经济持续扩张时期,消费的增长得益于收入的提升和就业的改善,而从政策面看,刺激消费的政策不会也不应该退出。所以预计明年的消费增长比较稳定,伴随经济持续扩张而稳中有升,大约贡献 GDP 的增长 4.5 个百分点。

从资本形成总额来看,预计 2009 年大约贡献 GDP 的增长 6.3 个百分点。但各机构对明年的判断分歧要大一点。一种普遍的观点是认为明年的信贷增长注定受压,固定资产投资增长将明显放缓,因此明年投资对 GDP 增长的贡献要明显低于今年。我对这种判断

也有所保留，因为从资本形成总额来看，除了观察固定资产投资增长的变化，还要看库存投资的调整。我认为，在明年 PPI 上涨跨越 CPI 上涨速度的情况下，企业的库存投资将会快速上升，因此即使是固定资产投资放缓，而库存投资上升的幅度也许会更快更猛一些，所以资本形成总额对 GDP 增长的贡献应该不会下滑，而可能还会小幅上升。事实上今年 11 月的数据就开始反应了这种新的格局，工业增加值同比上升 19.2%，幅度之大超乎市场预期，但固定资产投资、房地产开发投资单月增速都在回落，这说明“补库存”的力度很大。据此，预计明年资本形成总额的增长会贡献 6.5 个百分点的 GDP 增长。

毋庸置疑，明年对 GDP 贡献的主要变化在于“净出口”之上，今年净出口是超过 2 个百分点的负贡献。随着外围经济的改善，出口将会企稳回升。不过，我们的模型预测明年净出口仍然会是负的贡献，大约为负 0.4 左右，这与一般市场的估计相比稍微悲观一点。原因是对外需的改善和出口的增长我们仍有保留，而进口的增长由于内需较强而更快一些，加之原材料、大宗商品价格上涨的预期，我们认为净出口增长可能没有那么乐观。但不管怎么说，从今年的负 2 个百分点到明年的负 0.4 个百分点，净出口的边际贡献是正的，不再拖经济增长的后腿。

综合来看，明年的 GDP 增长预计为 10.6%，“三驾马车”之消费、投资和净出口分别贡献 4.5、6.5、-0.4 个百分点。这个估计与一些同行相比要偏乐观一点，但我们认为它基本反映了在后危机时期，中国经济加速增长的基本格局。所以，从静态看，明年的宏观经济是一个高增长的年份。如果按季同比将会是前高后低，部分是由于基数的原因。

至于明年的价格走势，我们确信 CPI 反弹速度将比较快，主要是食品类和居住类的价格上升较快，估计全年 CPI 为 3%，但第二、三季度 CPI 同比可能会超过 4%，这足以引起新一轮关于通胀问题的争论。PPI 上升将会超越 CPI 上升的幅度，预计明年 PPI 全年约为 5%。

## 明年股票市场走势的预测：是向上还是向下突破？

股票市场的走势，服从的是不同的逻辑。第一，股市走势，大体上是对未来实体经济走势的预期。换言之，目前的股市水平反应了明年经济的走势，那么明年的股市走势，就要看得更远一些，要超越明年的情况。第二，如果看得更远一些，经济中的不确定因素就会浮现出来，而不确定因素乃是股市之大忌。这些不确定因素，最重要的莫过于经济刺激政策的退出所可能带来的影响。从我们对明年股市的判断来看，明年上半年将是“牛皮”或“慢牛”的格局，这主要是经济处于持续复苏时期，而市场在等待刺激政策的退出，这就会在上半年形成是一种等待突破的“慢牛”格局。下半年政策退出可能渐行渐近，股票市场势将出现突破，向上或向下的可能均存在，取决于政策退出的时机、方式和力度。

我国目前仍然实施积极的财政政策和宽松的货币政策，从性质上讲，这是反危机的短期经济刺激政策。所以，不要期望这些政策将会长期予以维持。从政策的退出看，经济复苏乃至扩张的速度越快、力度越大，那么政策的退出就应越早，反之亦然。我们预计明年上半年经济增长将会持续目前的势头而不断加速，那么讨论政策的退出就成为必要。

问题是我国的货币政策调整，受制于多方面的约束。一是我们目前盯住美元的汇率机制，使得我们的利率调整难以率先启动，否则可能会加剧全球的“套息交易”（Carry Trade）活动。二是，如果目前加息，受害的不是政府投资，而是民间投资，因为对利率调整而言政府投资是不敏感的，而私人投资则相对敏感得多。所以，从政策退出而言，财政政策比货币政策更有所作为。我国的财政刺激政策多是投资导向的，财政投资的主要问题



是行动起来总是慢半拍。今年的中央投资计划尚有千亿额度没有用完，推到明年来用则可能是“火上添油”。在我看来，投资性的财政政策，应该在适当的时期率先退出，方式是调整投资节奏，控制新项目的上马。而消费导向的财政刺激政策，则不但不应退出，还应出台新的刺激政策予以进一步加强。

因此，宽松货币政策的退出方面，我们估计中国将是“滞后”的，因为要看美国等大国刺激政策退出的时机和力度。美国滞后中国二个季度复苏，要等美国宽松的货币政策退出之后，中国再跟随调整就可能为时已晚。对股票市场而言，最大的风险恰恰就来自于这种“滞后”的影响，将好事变成坏事。即中国经济快速扩张，通胀预期逐渐兑现时，宽松的货币政策退出迟迟不能落实，这就会使得通货膨胀和资产价格进一步上升。历史上看，中国的宏观经济政策调整，即使不受外围的影响，也会表现出一种内在的不对称特征，即政策调整迟迟不动，以不变应万变，非要等到“迫在眉睫”才突然行动，最终多采取急刹车的方式，而市场对此无法进行有效的预计管理，有可能造成大的波动。这就是我说的好事变成坏事的道理。所以，我个人目前的估计是，明年下半年市场向下突破呈倒V走势的可能，要比向上突破呈N型走势的可能要大一些。

从资产配置看，明年的机会将主要遵循三个逻辑：一是明年PPI上涨幅度超越CPI上升的幅度，上中游行业的盈利增长将超过下游行业，这导致我们看好煤炭、钢铁、化工、建材等上游行业；二是经济持续扩张，加息周期临近，导致高增值金融服务业盈利水平快速攀升，由此我们看好银行业；三是从相对估值水平看，我们看好食品饮料、家电，它们目前的估值水平与历史水平相比仍具吸引力。

为客户提供预测服务，是卖方研究的一项主要工作。总的来说，对经济形势的预测，把握要比对股票市场走势的预测大一些。这一点大家都知道，所以券商预测大市点位的往绩很差，这本身没什么可奇怪的，只是请大家不要像某些媒体一样把这说成是券商的“阴谋”。

## 分析师简介

**丁安华：**招商证券首席经济学家，兼任招商证券董事、招商银行董事。曾任招商局集团战略研究部总经理。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于  $\pm 5\%$  之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。