

宏观经济月报

为何通胀无牛市？

发展研究中心宏观研究小组（余晓宜，崔永）

电话：020-87555888-648

电话：020-87555888-895

eMail: yxy2@gf.com.cn

eMail: cy30@gf.com.cn

本期要点：

◆ 经济数据前瞻

8月份的经济数据将呈现以下几个特点：一是经济继续下行，但底部逐步得到确认；二是物价环比延续7月份的上涨走势，尤其是CPI还会创年内新高；三是流动性总体趋紧，但由于离政府调控目标越来越近，越来越多投资者会预期货币条件将逐步好转。具体来看，无论是环比工业增加值增速还是同比工业增加值增速都将继续下滑，这种下滑态势会延续到10月份。固定资产投资累计增速和环比增速还将下降，但固定资产投资当月同比增速与上月基本持平。受到消费物价尤其是食品价格上涨的带动，名义消费增速有望提高，尤其是环比增速提升明显，且考虑到年底节假日较多，消费的较好增长有望持续下去。出口增速将加速回落，进口增速预计也会回落，但回落速度比出口要慢得多，从而使得贸易顺差减少。无论是PPI还是CPI环比涨幅都会出现较大幅度攀升，而且CPI同比增速还会创年内新高，但PPI同比预计与上月基本持平。新增贷款和新增外汇储备预计都会比7月份减少，不过考虑到去年货币信贷环比增速开始明显下降，M2同比增速反而可能会有所提高。

◆ 经济形势分析

根据我们初步预测的8月份的经济数据，当前经济正处在经济下行、通胀上行的阶段，即经济学教科书上所说的“滞胀”阶段。在这样的阶段股市通常不会有很好的表现，这也就是业界广为流传的“通胀无牛市”之说。主要原因在于：一是“量”的方面，在“滞胀”时期，经济是下行的，尽管投资者可以期待经济调整的结束，但何时调整结束很难事前完全预知。在底部没有得到确认之前，投资者对企业未来盈利前景是偏悲观的，从而降低市场估值中枢；二是“价”的方面，在“滞胀”时期，物价是上行的，但一般而言这种上涨是不可持续的，随着“量”的下行，物价最终也会下行。因此，此时“价”的上涨，尽管也会带来企业账面盈利的增多，但仅仅具有短暂的影响，并不具有可持续性，也就是无法带来股市的持续反弹；三是“流动性”的方面，在“滞胀”时期，央行面临着两难抉择，不会再像前期那样大规模回收流动性，不过由于经济的下行，实体经济贷款需求会下降，因此即便央行回笼流动性力度减轻，也不能够必然保证货币条件得到改善。

当然，也应当注意到，10月份可能会成为“量-价-流动性”这三个方面的转折点。首先，当前工业增加值环比增速已经跌到将近2008年危机时的低点，工业增加值同比也跌到正常年份平均水平之下，此外，尽管出口还会进一步下跌，但是投资也已经跌到正常年份平均水平之下，进一步下跌的空间不大。随着本轮经济调整底部的日益明朗化，投资者盈利下降预期在三季度虽难逆转，却有望在年底之前逆转。其次，大宗商品、原材料、能源、房产等各类产品价格环比涨幅趋缓或者回落，但农产品价格涨势凶猛，CPI同比涨幅十一前有望再创新高，因此加息预期在10月份之后才会逐步消失。第三，考虑到9月份和10月份，房地产市场推盘量比平时要高出20%至30%，房地产市场到时候会不会剧烈调整的不确定性也会逐步消除。最后，到了10月份，由于货币信贷调控目标已经基本实现，央行紧缩力度可能会减轻甚至逆转，这也将有效提振市场信心。

目 录

一、经济数据前瞻	3
二、经济形势分析	7

图 表

图 1: VAI 环比增速即将迎来超跌之后的反弹	3
图 2: VAI 同比增速短期内则还会保持下行态势	3
图 3: 发电量增速与工业增加值增速基本一致	4
图 4: 发电量环比增速呈现较强的季节性特点	4
图 5: 随着信贷的压缩,固定资产投资增速还将下滑	4
图 6: 固定资产投资当月增速连续低于累计增速	4
图 7: 固定资产投资来源与贷款的占比逐步减少	4
图 8: 8 月份固定资产投资环比增速还将下降	4
图 9: 下半年名义消费零售环比增速会明显加快	5
图 10: 名义消费会随着物价的上涨而增长	5
图 11: 美国经济增长情况对中国的出口事关重大	5
图 12: 进出口环比增速变动情况	5
图 13: 8 月份 PPI 环比会进一步攀升	6
图 14: 8 月份 CPI 环比也会进一步攀升	6
图 15: 今后每月新增贷款预计 5000 亿元左右	6
图 16: 新增外汇占款规模很难明显提高	6
图 17: 通胀无牛市: 2004 年和 2008 年的历史证据	7
图 18: 滞胀只是经济调整的一个阶段性现象	8
图 19: 实际上 GDP 增速领先于产出缺口	8
图 20: 而产出缺口与物价在理论上才是同步的	8
图 21: 因此随着经济的回落物价上涨难以持续	8
图 22: 商务部食用农产品价格环比增速继续保持高位	10
图 23: 商务部生产资料价格环比增速则明显放缓	10
图 24: 08 年年底和 09 年年初出现罕见贬值预期	10
图 25: 当时的外汇存差提前两个月左右由负转正	10
图 26: 8 月 27 日当周公开市场操作再次转为净回笼	11
图 27: 央行动用三月期央票对冲流动性力度会加大	11

随着政府精细化管理水平的逐步提高,经济发展的平稳性越来越高,抵御外部危机的能力越来越强。目前来看,即便政府进一步加大调控力度,全年实现 9.5%左右的增长也没太大问题。预计 8 月份的一些经济数据可能要成为本轮经济调整的转折点,比如,VAI 环比增速、投资当月增速、消费同比增速等。不过,VAI 同比增速、投资累计增速、出口增速、CPI、PPI、货币信贷增速等等却还要等一段时间才能够达到本轮经济调整的底点,尤其是 GDP 同比增速预计要到明年上半年才会达到本轮经济调整的底点。8 月份主要经济指标的预测值以及市场预期值如下:

经济变量	2010 年 7 月实际值	2010 年 8 月预测值	市场预期值
VAI (同比增速)	13.4%	12.9%	12.7%
投资 (同比增速)	22.3%	22.8%	24.2%
消费 (同比增速)	17.9%	18.1%	18.0%
出口 (同比增速)	38.1%	36.8%	32.1%
CPI (同比增速)	3.3%	3.5%	3.3%
PPI (同比增速)	4.8%	4.8%	4.4%
M2 (同比增速)	17.6%	17.9%	17.3%
新增贷款 (亿元)	5328	4900	4875
贸易顺差 (亿美元)	287	227	260

一、经济数据前瞻

8 月份,无论是环比工业增加值增速还是同比工业增加值增速都将继续下滑,这种下滑态势会延续到 10 月份。目前来看,VAI 环比增速从今年 4 月份大幅下滑,下滑速度堪比 08 年全球经济危机爆发时期(图 1),这使得 VAI 同比增速也逐月下降(图 2)。考虑到工业增加值与发电量之间的密切关系(图 3),而发电量由呈现明显的季节性特征,很显然,随着枯水期的到来以及空调负荷的退出,发电量环比还将继续下降(图 4)。据此可以判断未来三个月 VAI 增速还将下降,10 月份之后才可能触底反弹。初步预计,8 月份 VAI 同比增速会降到 12.9%。

图 1: VAI 环比增速即将迎来超跌之后的反弹

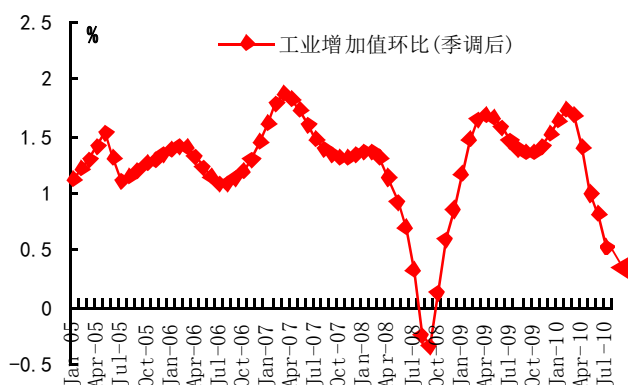
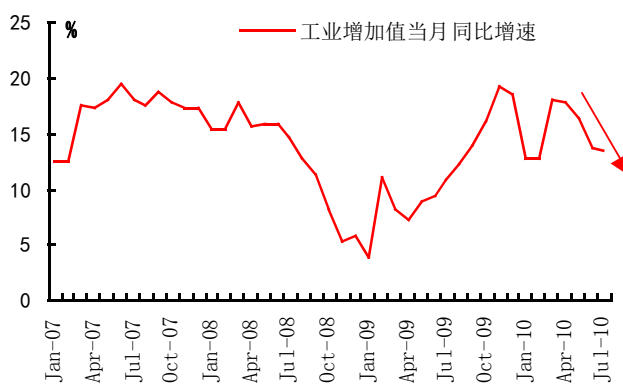


图 2: VAI 同比增速短期内则还会保持下行态势



数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、广发证券研发中心

图 3：发电量增速与工业增加值增速基本一致

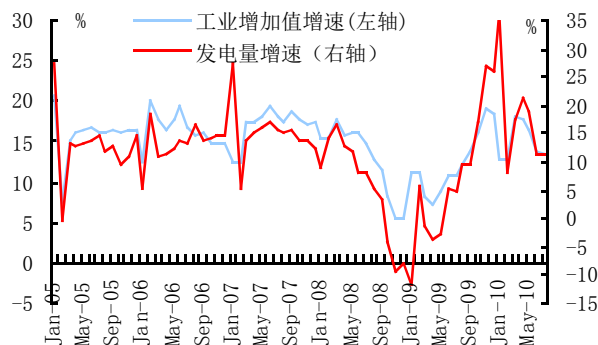
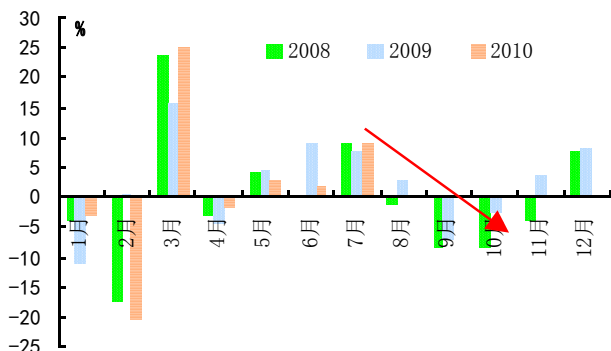


图 4：发电量环比增速呈现较强的季节性特点



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、中电联、广发证券研发中心

图 5：随着信贷的压缩,固定资产投资增速还将下滑

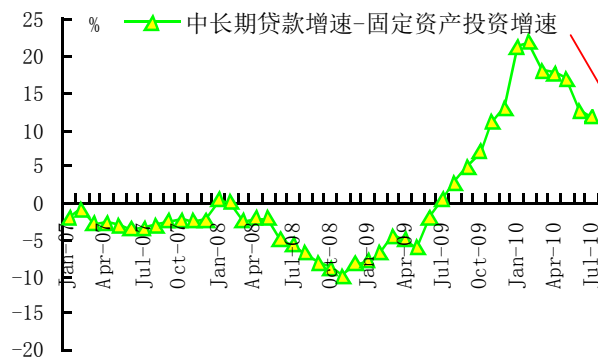
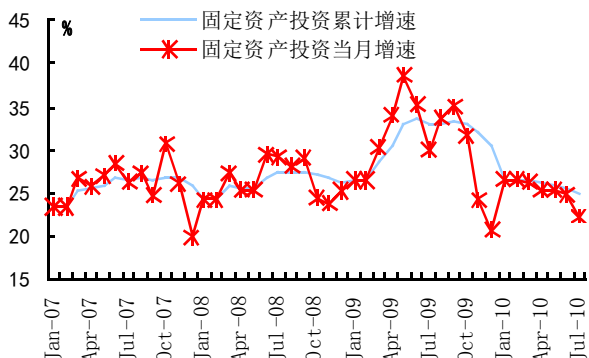


图 6：固定资产投资当月增速连续低于累计增速



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、人民银行、广发证券研发中心

图 7：固定资产投资来源于贷款的占比逐步减少

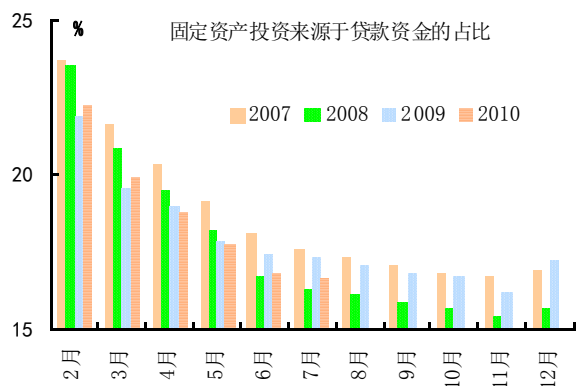
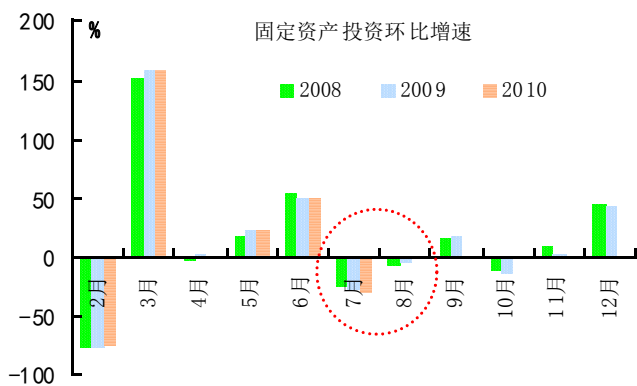


图 8：8 月份固定资产投资环比增速还将下降



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、广发证券研发中心

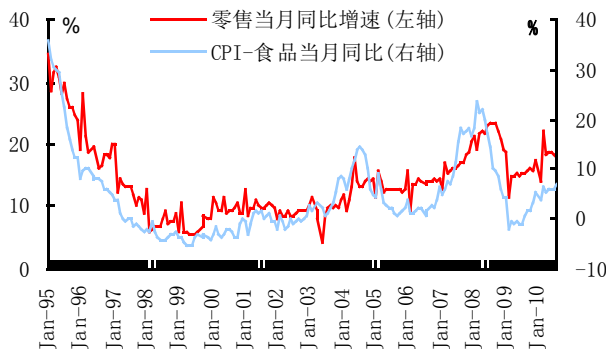
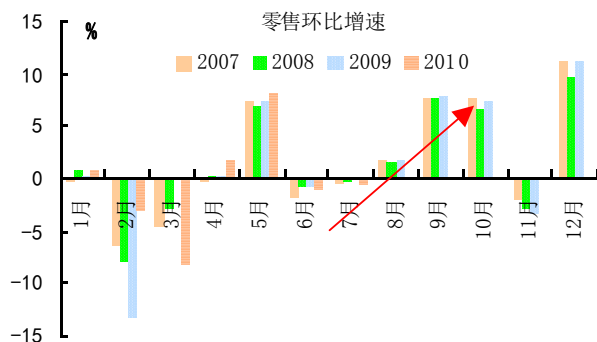
8 月份,固定资产投资累计增速和环比增速还将下降,但固定资产投资当月同比增速与上月基本持平。由于投资者对未来盈利预期还比较悲观,私人部门投资意愿不足,加之受到信贷管控,企业资金连比较紧张,大规模扩张生产的动力不足(图 5)。当前固定资产投资当月同比增速已经连续多月低于累计增速(图 6),这意味着未来投资者看到的国家统计局公布的固定资产投资累计增速还将下滑,即便未

来几个月投资当月同比增速明显上涨，也很难拉高累计同比增速，更何况从信贷资金来源的季节性特点（图 7）以及固定资产投资环比增长的季节性特点（图 8）来看，今年 12 月份之前，投资增长很难有所起色。初步预计，8 月份，固定资产投资环比增速下降 4%，当月同比增速为 22.8%，比 7 月份当月同比增速提高 0.5 个百分点；1-8 月份累计同比增速 24.6%，比 1-7 月份下降 0.3 个百分点。

8 月份，受到消费物价尤其是食品价格上涨的带动，名义消费增速有望提高，尤其是环比增速提升明显，由于年底节假日较多，是传统的消费旺季，消费的较好增长有望持续下去。尽管 7 月份当月同比增速为 17.9%，连续两个月小幅回落。但预计随着消费物价尤其是食品价格的回升以及消费者信心的逐步攀升，未来两个月名义消费增速有望提高，尤其是名义环比消费增速会明显提高（图 9、图 10）。初步预计，8 月份名义零售环比增速为 2%，而名义零售同比增速会达到 18.1%，比上月会略微回升 0.2 个百分点。

图 9：下半年名义消费零售环比增速会明显加快

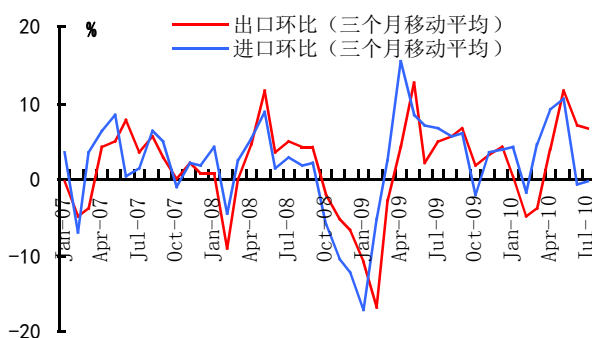
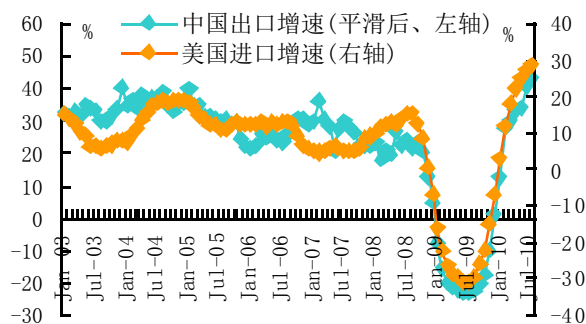
图 10：名义消费会随着物价的上涨而增长



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、广发证券研发中心

图 11：美国经济增长情况对中国的出口事关重大

图 12：进出口环比增速变动情况



数据来源：CEIC、WIND、人民银行、国家外管局、广发证券研发中心

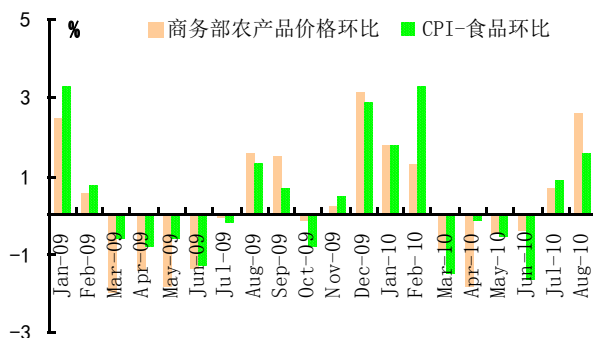
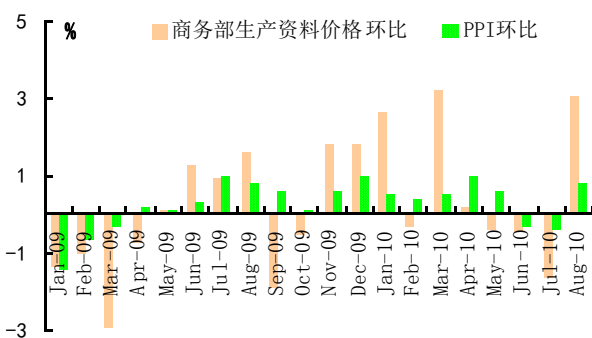
8 月份，出口增速将加速回落，进口增速预计也会回落，但回落速度出口要慢得多，使得贸易顺差萎缩。自 7 月 15 日起，财政部取消了部分钢材、化工产品、有色金属等六大类“两高一资”产品的出口退税。这一政策的影响将在 8 月份的数据中得到体现。与此同时，为了促进贸易转型实现年初制定的贸易目标，政府还将进一步加大进口。而差强人意的美国经济也必将制约出口的增长（图 11）。根据目前进出口环比增长情况来看（图 12），预计 8 月份，出口同比增速会进一步

下降到 36.8%，进口同比增速则可能上升到 35.9%，贸易顺差则下降到 220 亿美元。

8 月份，无论是 PPI 还是 CPI 环比涨幅都会攀升，而且 CPI 同比增速还会创年内新高，但 PPI 同比预计与上月基本持平。根据商务部的数据，可以测算出 8 月份 CPI 食品环比增速为 1.6%，PPI 环比增速为 0.8%（图 13、图 14）。据此预计，8 月份 PPI 为 4.8%，与上月基本持平；CPI 则进一步攀升到 3.5%，比上月提升 0.2 个百分点。从月度数据上来看，无论是 CPI 环比还是 PPI 环比增速都会继续提高。但是从周度数据上来看，价格环比涨幅有所趋缓，尽管如此，如果按照当前的周涨幅，8 月份 PPI 月环比涨幅会达到 0.8%，折年率为 10.0%；而 CPI 月环比涨幅就会达到 2.4%，折年率更是高达 33.2%。

图 13：8 月份 PPI 环比会进一步攀升

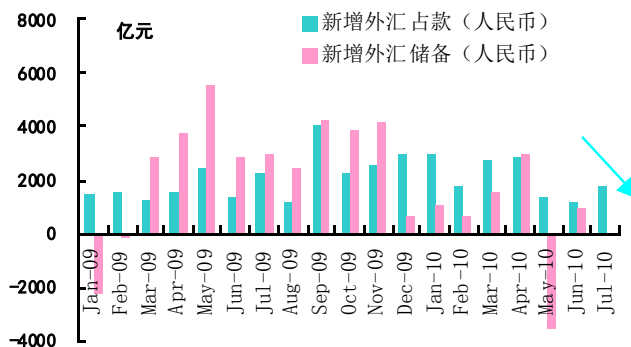
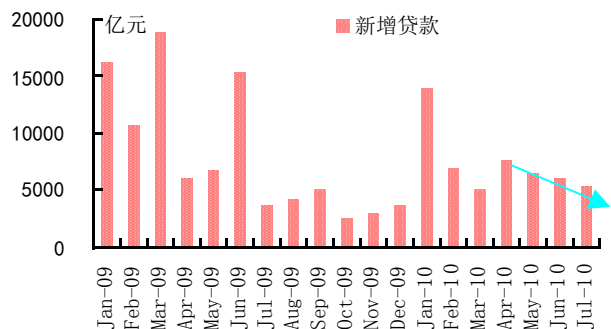
图 14：8 月份 CPI 环比也会进一步攀升



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、广发证券研发中心

图 15：今后每月新增贷款预计 5000 亿元左右

图 16：新增外汇占款规模很难明显提高



数据来源：CEIC、WIND、人民银行、国家外管局、广发证券研发中心

8 月份，新增贷款和新增外汇储备预计都会比 7 月份减少，不过考虑到去年货币信贷环比增速开始明显下降，M2 同比增速反而可能会有所提高。按照政府的信贷调控计划，今年下半年每月新增贷款应当在 5000 亿元左右（图 15）。尽管 7 月份新增外汇占款出现反弹，但这很大程度上是贸易顺差创新高所致，并不能够说明外资已经开始抄底中国楼市和股市。在《本轮经济调整何时见底》（2010 年 8 月 25 日周报）当中我们指出了这样的现象，即贸易顺差数据超预期之后，NDF 市场隐含人民币升值预期不仅美元得到强化，反而有所削弱。此外，外汇存差已经连续两个月为正，这在历史上仅仅在 2008 年年底和 2009 年年初人民币贬值预期的时候出现过。考虑到贸易顺差将下降，这意味着 8 月份新增外汇占款很难创

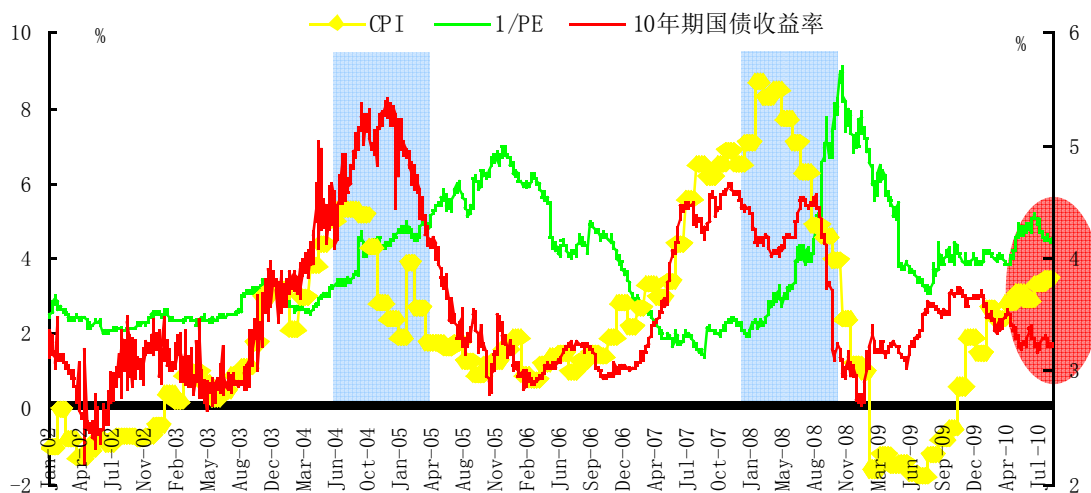
新高(图 16)。初步预计,8 月份新增贷款 4800 亿元,贷款增速与上月基本持平,M2 增速则小幅反弹到 17.9%。

二、经济形势分析

正如我们无法准确预测每天的股指点位一样,同样我们无法准确预知每月的各项经济数据。我们都不是先知先觉者,所以我们所做的工作是要 Nowcast 而不是 Forecast 经济数据。幸好政府在货币信贷调控上所采取的精细化管理以及频率较高数据的不断增多,使得投资者可以相对准确把握 CPI、新增贷款、工业增加值、投资等重要经济指标走势。本文上部分对经济数据的前瞻表明,8 月份的经济数据将呈现以下几个特点:一是经济继续下行,但底部逐步得到确认;二是物价环比延续 7 月份的上涨走势,尤其是 CPI 还会创年内新高;三是流动性继续趋紧,但由于离政府调控目标越来越近,越来越多投资者会预期货币条件将逐步好转。

套用经济学理论上的专业术语,对 8 月经济运行状态描述得最恰当词汇当为“滞胀”,即经济下行的同时,通胀上行。在滞胀阶段,不仅债市表现不好,股市通常更是表现不好,所以业界流传“通胀无牛市”之说。中国债券市场和股票市场 2004 年和 2008 年的情况也证实了这一假说(图 17)。“通胀无牛市”之说有很多种说法和解释,这种意见分歧的存在是交易发生的必要条件。对此,我们可以通过“量-价-流动性”三位一体的逻辑分析框架来给予解释。

图 17: 通胀无牛市: 2004 年和 2008 年的历史证据

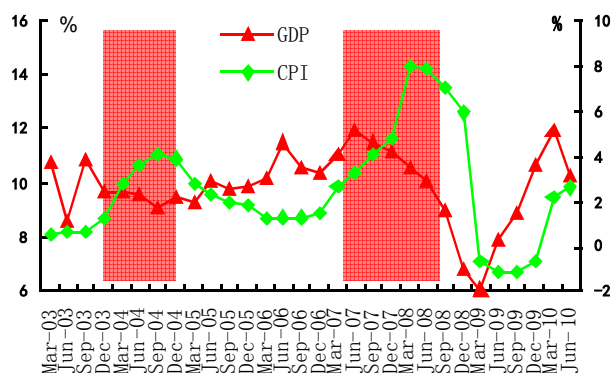


数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、人民银行、证监会、国家外管局、广发证券研发中心

概而言之,所谓“量-价-流动性”三位一体的逻辑分析框架就是从经济总量增长、物价上涨以及流动性这三维角度来理解和分析宏观经济,从而起到指导投资的作用。具体来讲,经济增长和物价水平决定了企业的未来盈利状况,投资者对未来企业盈利的预期决定了股市的估值中枢,而流动性状况则决定了股市的泡沫程度,即股价围绕估值中枢波动的幅度。因此,从“量-价-流动性”这三维的角度就可以自上而下、全面客观地把握股市运行状态。单纯地从其中的一个方面或者

两个方面都有失偏颇。需要特别指出的是，我们所说的“量”主要是指GDP、VAI、投资、消费、出口等经济变量的实际增长情况；“价”则不仅包括CPI、PPI、PPIRM、CRB等反应产品价格的价格指标，还包括工资、利率等反应成本和资金的价格指标；流动性则主要指的是货币信贷、资金大类资产配置情况等等，当然利率、汇率等资金价格指标某种程度上会反映市场资金的充裕程度。关于“量-价-流动性”三位一体的逻辑分析框架在《本轮经济调整何时见底》（2010年8月25日周报）中得到充分体现。本期报告用它来分析“通胀无牛市”之说。

图 18：滞胀只是经济调整的一个阶段性现象



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、广发证券研发中心

图 19：实际上 GDP 增速领先于产出缺口

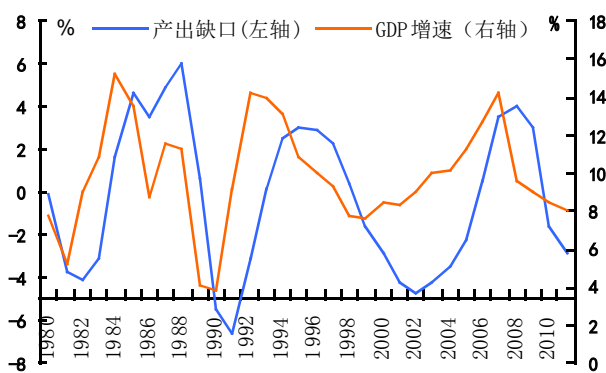
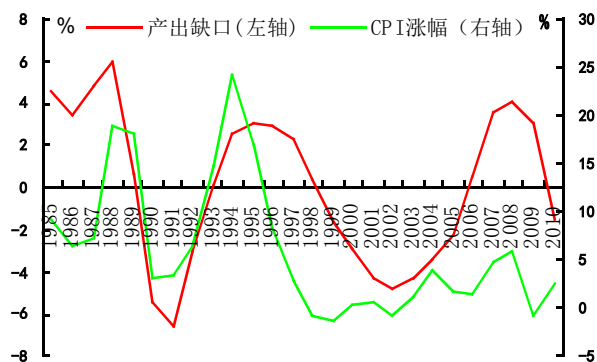
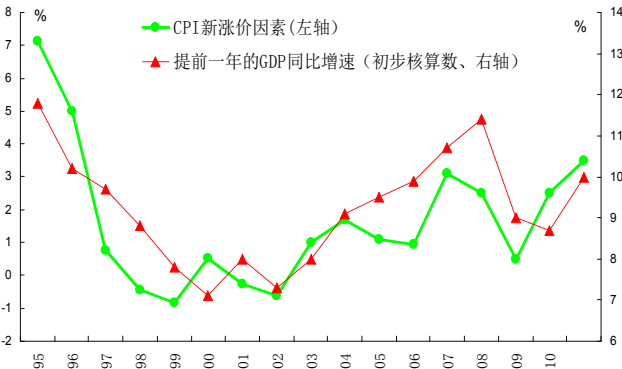


图 20：而产出缺口与物价在理论上才是同步的



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、广发证券研发中心

图 21：因此随着经济的回落物价上涨难以持续



对于债市而言，“通胀无牛市”之说比较容易理解。通胀预期越高，投资者要求的通胀风险溢价就愈高，收益率就会上升的越快，债券市场就不会有很好的表现。

对于股市而言，如果从“量-价-流动性”这三维角度，其实也比较容易理解。

“量”的方面，在“滞胀”时期，经济是下行的，尽管投资者可以期待经济调整的结束，但何时调整结束很难事前完全预知。在底部没有得到确认之前，投资者对企业未来盈利前景是偏悲观的。只有市场逐渐认清经济调整的底部之后，市场做多的欲望才会逐渐强烈，逐步酝酿成多头市场。

“价”的方面，在“滞胀”时期，物价是上行的，但一般而言这种上涨是不可持

续的，随着“量”的下行，物价最终也会下行。因此，此时“价”的上涨，尽管也会带来企业账面盈利的增多，但仅仅具有短暂的影响，并不具有可持续性（图 18、图 19、图 20、图 21）。所以最多只会带来一波小幅反弹。从 7 月中旬以来股市的表现来看，这种反弹的力度很难超过物价的上涨幅度（注意：我们指的是物价环比折率数据）。这是因为最终产品价格的上涨幅度在某种程度上已经被原材料、工资等成本的上涨所抵消。因此，如果股市涨幅在“滞胀”时期超过物价的涨幅，这往往不是因为投资者对未来量的增长预期的改善，那肯定是流动性发生了改善，从而支撑了股市泡沫。

“流动性”的方面，在“滞胀”时期，央行面临着两难抉择，不会再像前期那样大规模回收流动性，不过由于经济下行，实体经济贷款需求会下降，因此即便央行回笼流动性力度减轻，也不能够必然保证货币条件得到改善。这也是我们倡导要从“量-价-流动性”这三维角度来全面分析经济形势的原因。历史经验也表明了这一点，2009 年 4 月份央行已经开始回笼流动性，政策面已经趋紧，但股市到了当年的 8 月份才发生明显回调；2010 年 1 月份，央行通过连续提高准备金率、重启三年央票、控制信贷等手段大肆紧缩，但股市到了 4 月份也才发生明显回调。

与 2004 年和 2008 年一样，当前中国经济同样面临着经济下行、通胀上行的“滞胀”现象，考虑到这三次“滞胀”所面临的环境不完全一样，未来市场演绎也会不完全一样。所以虽然不能够简单地根据前两次历史经验来判断本轮经济调整，但还是可以通过“量-价-流动性”这三维角度来分析。

从量的方面来看，当前工业增加值环比增速已经跌到将近 2008 年危机时的低点，工业增加值同比也跌到正常年份平均水平之下，此外，尽管出口还会进一步下跌，但是投资也已经跌到正常年份平均水平之下，进一步下跌的空间不大。在《本轮经济调整何时见底》（2010 年 8 月 25 日周报）中，我们根据目前所能够掌握的信息和资料，给出 GDP 环比将在近年四季度见底，而 GDP 同比增速也将在明年上半年见底，考虑到市场将提前反应经济基本面。因此，在今年年底之前预计会看到多头逐步主导市场的局面。不过，在十一之前，房地产市场调不调整不确定较大，CPI 可能再创新高，加息预期尽管弱化，但始终是悬在股市上空的达摩克利剑，尤其是不对称加息预期更是对股市、债市都会带来较大伤害。

从价的方面来看，十一之前物价环比还可能延续上涨的态势，尽管 PPI 和 PPIRM 同比会下降，但 CPI 同比还可能会创新高。不过从债券市场的收益率曲线来看，显然是把这种物价的上涨看作是一种短期的现象。考虑到债券市场一直以来对消费物价的准确预测，没有足够理由不相信消费物价上涨难以持续。我们在《本轮经济调整何时见底》（2010 年 8 月 25 日周报）中，也从多个角度说明十一之后消费物价也会趋于下降。因此，炒价格上涨是没法带动股市持续反弹的。随着市场上的投资者越来越多地意识到最终产品价格上涨是不可持续的，股市需要量以及流动性的支撑才能够继续上行，否则市场回调在所难免。根据商务部的数据，8 月 22 日当周，生产资料市场价格环比上涨 0.2%，比上一周明显下降，尽管食用农产品市场价格环比上涨 0.6%，涨幅比上周有所上升，但预计很难继续保持这么高的涨幅（图 22、图 23）。

从流动性方面来看，如果不放松信贷控制，下半年新增贷款边际在增加的可能很

小，而且尽管随着投资者对中国市场调整逐步到位预期的增强，外部资金会进一步流入，但目前还没有看到这方面的迹象，反而我们看到大量外汇存款的逐步增加，外汇贷款的相对减少以及外汇存差的逐步加大，这可能意味着未来可能出现的贬值预期，抑制外部资金流入（图 24、图 25）。此外，我们在《本轮经济调整何时见底》（2010 年 8 月 25 日周报）中，已经指出，当前货币市场利率依旧保持低位，所以上周央行的净投放 410 亿元并不具有方向性的意义。从实际情况来看也是这样，8 月 27 日当周，央行公开市场操作再次转为净回笼 910 亿元。预计未来一两个月之内央行总体上还会保持净回笼的态势（图 26、图 27）。

综合“量-价-流动性”三个方面的因素来看，在十一之前，市场还是以震荡为主基调，上证跌破 2200 点的可能性不大，但突破 2800 的可能性也较小。从租金收益率、国债收益率、加权贷款利率等经济指标来测算，当前市场的估值中枢为 2700 点左右。如果要跌破 2200 点需要流动性紧缩力度的进一步加大，但近期央行很可能会保持当前的紧缩力度，进一步加码的可能性较小，而如果突破 2700 点的估值中枢也需要流动性的支撑，目前来看，市场流动性也不足以催生新的股市泡沫。

图 22：商务部食用农产品价格环比增速继续保持高位

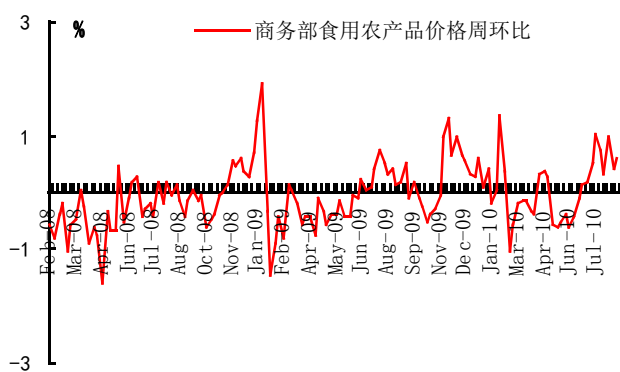
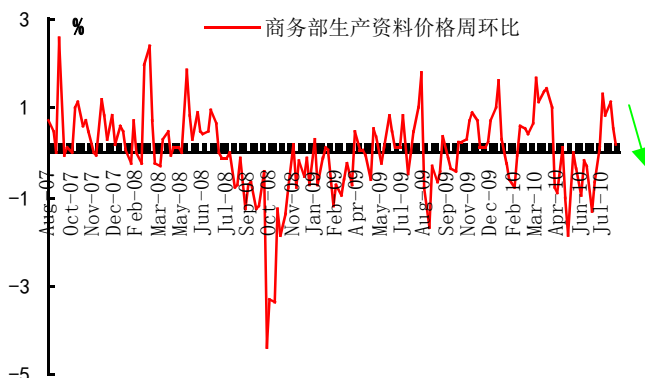


图 23：商务部生产资料价格环比增速则明显放缓



数据来源：CEIC、WIND、人民银行、国家外管局、广发证券研发中心

图 24：08 年年底和 09 年年初出现罕见贬值预期

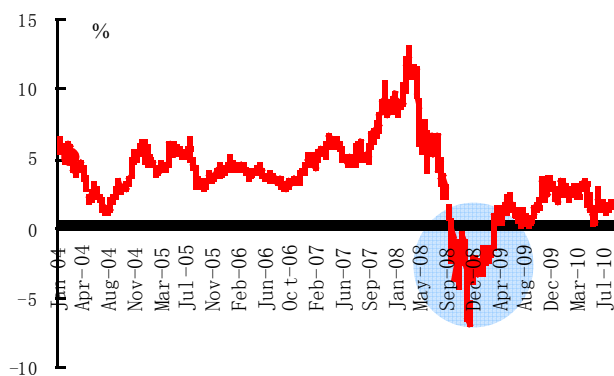
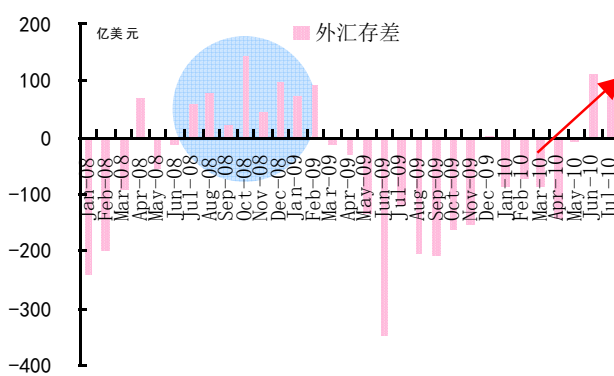


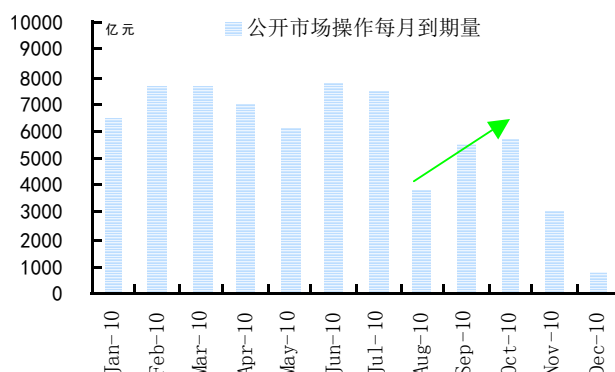
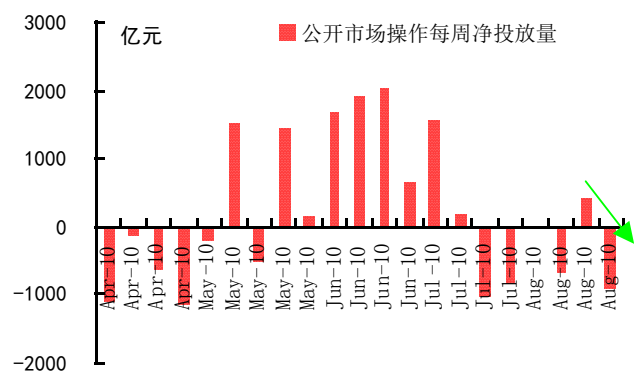
图 25：当时的外汇存差提前两个月左右由负转正



数据来源：CEIC、WIND、人民银行、国家外管局、广发证券研发中心

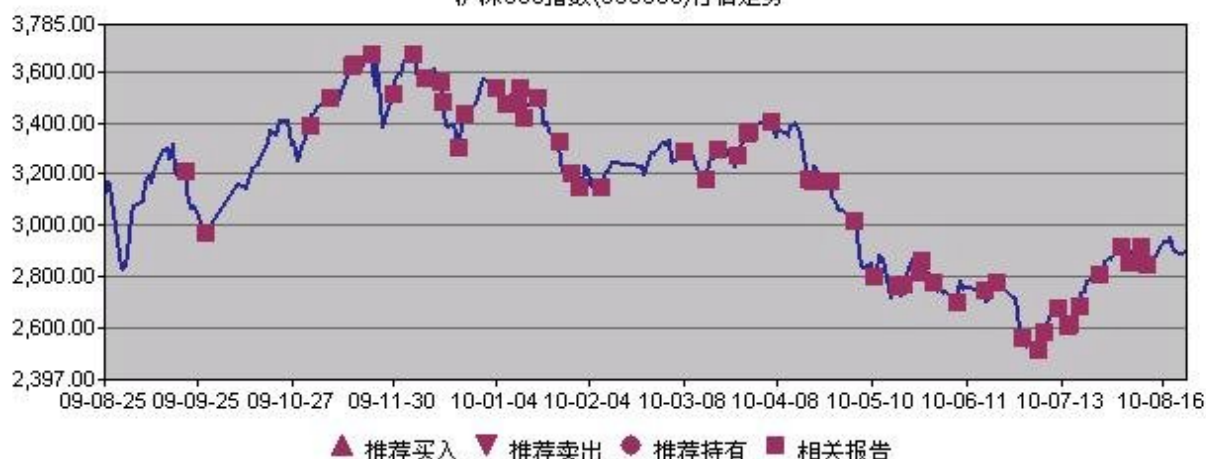
图 26: 8 月 27 日当周公开市场操作再次转为净回笼

图 27: 央行动用三月期央票对冲流动性力度会加大



数据来源: CEIC、WIND、人民银行、广发证券研发中心

沪深300指数(399300)行情走势



相关研究报告

本轮经济调整何时见底

余晓宜、崔永 2010-08-23

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路183号 大都会广场36楼	深圳市民田路华融大厦 2501室	北京市月坛北街2号月坛 大厦18层1808室	上海市浦东南路528 号证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。