

经济增长减速意味着什么？

——投资策略周报 2010719

策略研究小组

余晓宜 研究员
电话: 020-87555888-648
eMail: yxy2@gf.com.cn
李太勇 研究员
电话: 020-87555888-689
eMail: lyt@gf.com.cn

林鲁东 研究助理
电话: 020-87555888-696
eMail: lld2@gf.com.cn
张海波 研究助理
电话: 020-87555888-337
eMail: zhb@gf.com.cn

林海 研究助理
电话: 020-87555888-418
eMail: lh19@gf.com.cn
胡进 研究助理
电话: 020-87555888-653
eMail: hj13@gf.com.cn

本周主题：经济增长减速意味着什么？

如何理解经济增长的减速？增长减速本身意味着风险（1）M1增速下滑的幅度大大超出我们的预期，由此导致M1-M2剪刀差大幅收窄。从货币的定义出发，这一剪刀差收窄意味着企业盈利高峰已过、居民投资或消费意愿有所减弱。（2）工业增速的下滑也大超预期，企业短期面临二次去库存的风险。（3）由于经济增速与企业盈利增长高度相关，经济增速下滑超预期将对应着企业盈利增长低于预期。

由于通胀压力低于预期，中国经济将由小滞涨过渡到小衰退。从历史上看，A股市场在衰退阶段表现较差。2000年以后，中国经历的三轮衰退周期分别为：2001年6月-2001年11月、2004年9月-2005年3月和2008年5月-2008年11月，对应的A股收益率为-21.2%、-12.4%和-52.2%。

在下行周期中，基本面和政策的不确定性仍将制约股指上行。参照历史上的模式，本轮下行周期可能的延续时间和幅度如下：（1）滞涨阶段延续至今年三季度；四季度和2010年一季度为衰退阶段，二季度之后经济开始回升；（3）经济增速的低点约为8.2%。

按照全年7.5万亿的新增信贷和3322的放贷节奏，并假设货币化比率稳定在当前水平（35.7%），那么M2增速的低点将出现在今年三季度，而M1增速在下半年持续保持下滑趋势。

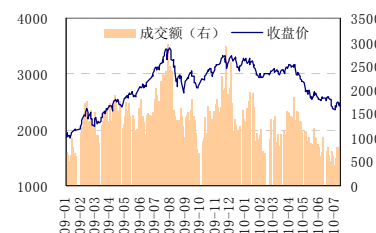
本周观点

结合基本面（小滞涨过渡到小衰退）和流动性（M1增速在年底前仍持续下滑）两方面因素来看，我们认为市场虽然处于相对底部，但趋势性向上的机会仍未到来。

由于通胀压力低于预期，通胀不再是突出的矛盾，短期中，政策的重点在于处理好调结构和经济增长的关系。而在投资和外需增速下滑的情况下，进一步刺激消费，无疑可以有利于调结构和经济增长。

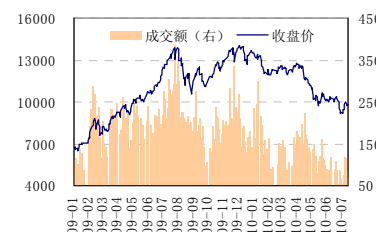
建议继续关注消费相关行业，如家电、食品饮料、服装等。

上证综合指数走势



周末收盘：2424.27 一周涨跌幅：-1.89%

深证成份指数走势



周末收盘：9806.64 一周涨跌幅：-0.1%

国际 市场指数	一周 (%)	年初 至今(%)
道琼斯工业	-0.98	-3.17
纳斯达克综指	-0.79	-3.97
标准普尔 500	-1.21	-4.5
伦敦富时 100	0.51	-4.69
法国 CAC40	-1.53	-11.08
德国 DAX	-0.41	1.39
日经 225	-1.85	-10.79
恒生指数	-0.63	-7.42
印度 Sensex30	-	-
俄罗斯 RTS	1.86	-4.14
巴西 IBOVESPA	-1.79	-9.11
台湾加权指数	0.23	-6.39

本周主题：经济增长减速意味着什么？

上半年数据显示，6月份经济增速下滑的复苏超出市场预期。如何理解经济增长的减速呢？

从基本面来看，理解增长减速的逻辑较为简单，增长减速对企业盈利增长有负面影响，关键看这种负面影响是否已经被预期到；增长与通胀的关系也决定了经济所在的周期，就看不同周期中市场的历史表现。从政策面来看，理解增长减速的逻辑比较复杂，如果认为增长减速超预期，政策的放松也会相应提前，那么有理由乐观；如果认为减速虽超预期，但未突破管理层的容忍程度，似乎就不应盲目乐观。

总的来说，我们认为第一，经济减速和相应的盈利增长减速的风险并未被市场完全反映；第二，当前处于小滞胀转向小衰退的过渡期，历史上看，衰退周期中A股的表现是较差的；第三，增长减速的幅度与持续时间、政策变化具有较高的不确定性，投资者对不确定性的规避也会成为市场的压力。

因此，在当前的环境下，我们仍建议投资者保持谨慎的心态。

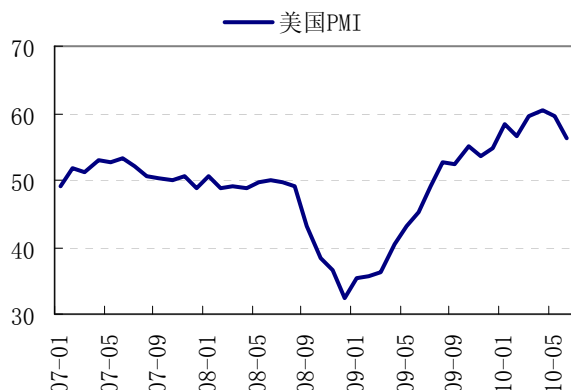
增长减速带来风险

从一系列领先指标来看，全球和中国经济增长减速的趋势是较确定的。美国的ECRI领先指标从5月份已经开始下滑，PMI也呈现类似的走势。中国PMI也已经连续两个月回落，6月份，汇丰PMI已经逼近50的分界线（50.4）

然而减速的幅度此前并未完全被预期到。FOMC最新公布的会议纪要显示，美联储将美国2010年经济增长率预测由3.2-3.7%下调至3.0-3.5%，PCE通胀率预测则由1.2-1.5%被下调至1.0-1.1%。而中国6月份的工业增加值增速和CPI同比增速也远远低于市场的预期，作为对此的反应，上证综指在数据公布当天下跌了1.87%。

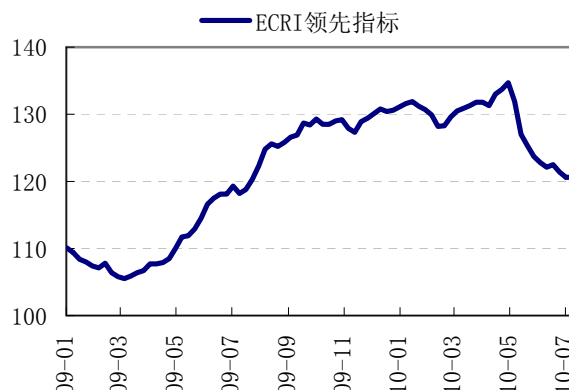
数据反映了几个方面的风险。（1）M1增速下滑的幅度大大超出我们的预期，由此导致M1-M2剪刀差大幅收窄。从货币的定义出发，这一剪刀差收窄意味着企业盈利高峰已过、居民投资或消费意愿有所减弱。（2）工业增速的下滑也大超我们的预期，从需求来看，投资、消费和出口增速均较5月份略有下滑，与工业增速的大幅下滑并不匹配。直观来说，供给增加的程度比需求要小，那么二者之差只能通过已有的库存加以补充，经济短期面临二次去库存的风险。（3）由于经济增速与企业盈利增长高度相关，经济增速下滑超预期将对应着企业盈利增长低于预期，而我们目前观察到的是企业盈利预期仍在不断上调。

图1: 美国PMI下滑



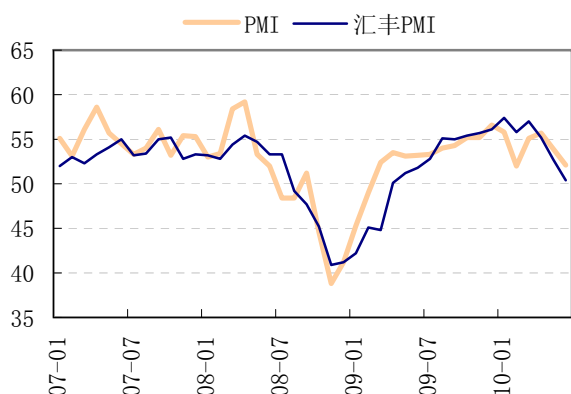
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图2: 美国ECRI领先指标下滑



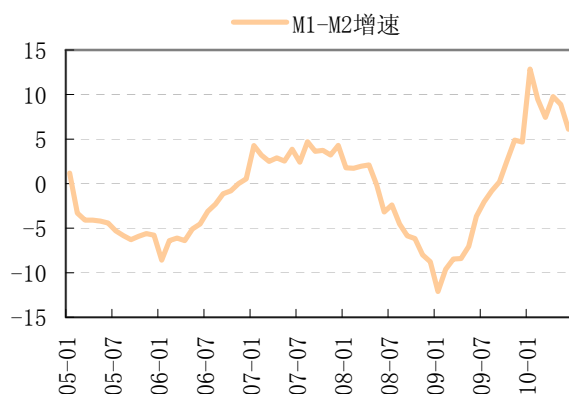
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 中国PMI下滑



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: M1-M2剪刀差收窄



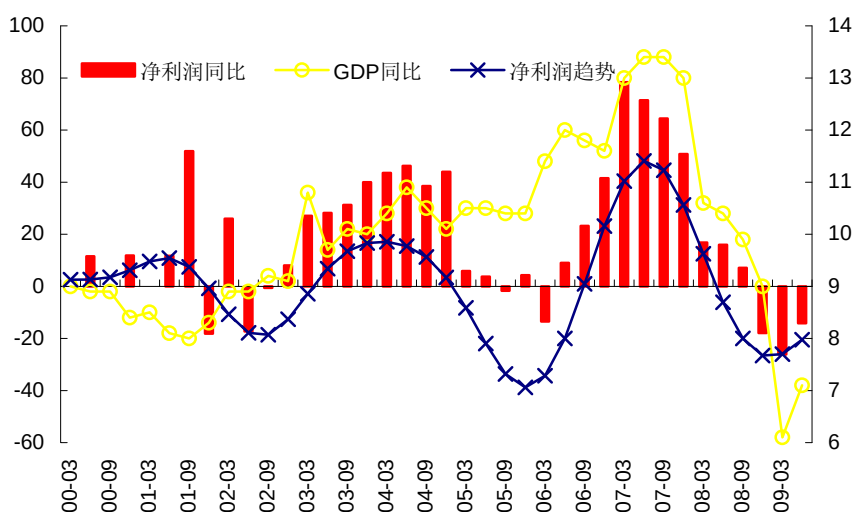
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表1: 美联储对美国经济的最新预测

Variable	Central Tendency				Range			
	2010	2011	2012	Long run	2010	2011	2012	Long run
Change in real GDP	3.0 to 3.5	3.5 to 4.2	3.5 to 4.5	2.5 to 2.8	2.9 to 3.8	2.9 to 4.5	2.8 to 5.0	2.4 to 3.0
April projection	3.2 to 3.7	3.4 to 4.5	3.5 to 4.5	2.5 to 2.8	2.7 to 4.0	3.0 to 4.6	2.8 to 5.0	2.4 to 3.0
Unemployment rate	9.2 to 9.5	8.3 to 8.7	7.1 to 7.5	5.0 to 5.3	9.0 to 9.9	7.6 to 8.9	6.8 to 7.9	5.0 to 6.3
April projection	9.1 to 9.5	8.1 to 8.5	6.6 to 7.5	5.0 to 5.3	8.6 to 9.7	7.2 to 8.7	6.4 to 7.7	5.0 to 6.3
PCE inflation	1.0 to 1.1	1.1 to 1.6	1.0 to 1.7	1.7 to 2.0	0.9 to 1.8	0.8 to 2.4	0.5 to 2.2	1.5 to 2.0
April projection	1.2 to 1.5	1.1 to 1.9	1.2 to 2.0	1.7 to 2.0	1.1 to 2.0	0.9 to 2.4	0.7 to 2.2	1.5 to 2.0
Core PCE inflation	0.8 to 1.0	0.9 to 1.3	1.0 to 1.5		0.7 to 1.5	0.6 to 2.4	0.4 to 2.2	
April projection	0.9 to 1.2	1.0 to 1.5	1.2 to 1.6		0.7 to 1.6	0.6 to 2.4	0.6 to 2.2	

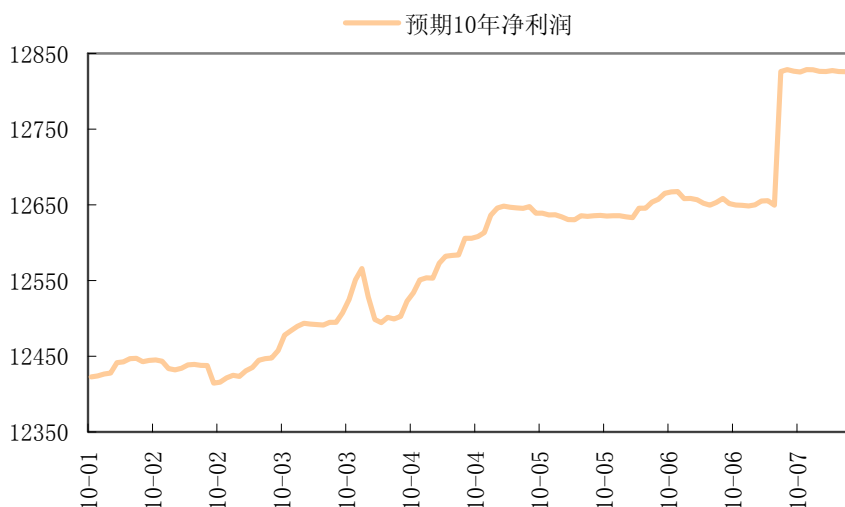
数据来源: FED, 广发证券发展研究中心

图5：上市公司业绩增长具有明显的周期性



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：2010年盈利预测仍在上调



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

增长减速与经济周期

由于6月份CPI同比增速低于预期，中国经济将由小滞涨过渡到小衰退。增长减速是确定的，判断经济所处周期的不确定性主要来自通胀。

6月份CPI同比增速不升反降，主要是食品价格下降造成的。因此虽然不能根据单月数据来判断CPI增速下行的拐点已经出现，但数据的确显示通胀压力低于预期。三季度中通胀率仍可能进一步上行，但幅度有限，随后将明显回落。（1）我们仍然认为货币是决定通胀的最重要原因，随着

M1的超预期回落，通胀在四季度回落的幅度也将超预期。（2）从输入性因素看，中国的需求已经成为影响国际大宗商品的重要因素，经济增速的超预期回落进一步降低了输入性压力。（3）下半年通胀的压力主要是结构性的，压力主要来自猪肉价格反弹和恶劣天气造成的粮食价格波动。

随着通胀回落，经济将进入短期的衰退阶段。从历史上看，A股市场在衰退阶段表现较差。2000年以后，中国经历的三轮衰退周期分别为：2001年6月-2001年11月、2004年9月-2005年3月和2008年5月-2008年11月，对应的A股收益率为-21.2%、-12.4%和-52.2%。

表2：衰退周期中A股市场表现

时间	A 股涨跌幅
2001 年 6 月-2001 年 11 月	-21.2%
2004 年 9 月-2005 年 3 月	-12.4%
2008 年 5 月-2008 年 11 月	-52.2%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

增长减速与不确定性

增长减速带来风险，但在经济下行的过程中，我们还面临很大的“不确定性”。“风险”意味着我们可以知道可能的情形和不同状态的分布；在“不确定性”中，我们甚至无法确定可能发生的情形。不确定性和风险对市场的作用具有相似性，投资者不仅厌恶风险，也厌恶不确定性，在面临不确定性时，会要求更高的风险溢价，从而对市场表现具有负面影响。

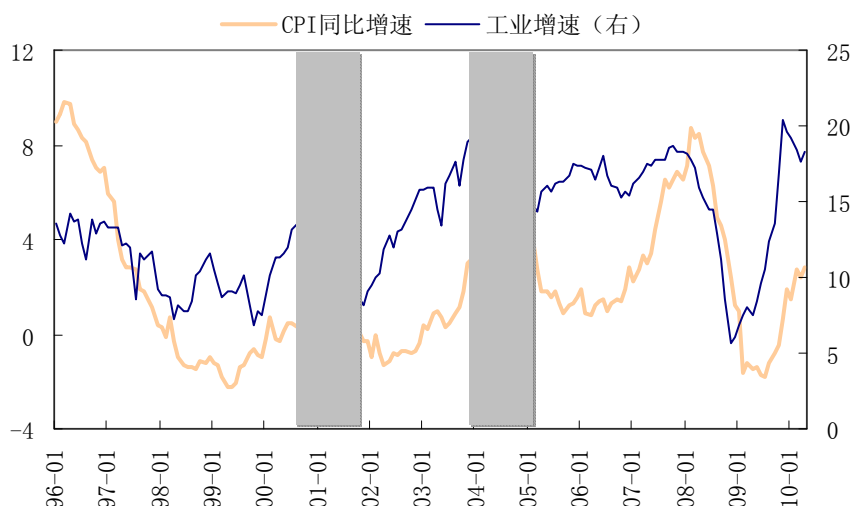
我们认为最大的两个不确定性来自基本面和政策。（1）我们难以判断增速下滑的复苏和可能延续的时间；（2）我们难以判断政策如何根据基本面的变化进行调整。政策变动难以判断具有几个原因，第一，管理层并未公开宣告一些据以操作的政策规则；第二，实际政策往往和所宣称的不一致，政策仍然希望通过出其不意来达到效果，而不是试图引导比较一致的预期；第三，当前确定政策目标有保增长、防通胀和调结构三个之多，需要多种政策工具，目标之间的关系和优先次序难以理解。

既然基本面和政策存在不确定性，我们只能通过中性的情形加以推测。在经济下行的持续时间和幅度方面，2000和2004年的两次下行周期可供参照。在2000年9月-2001年11月的下行周期中，滞胀阶段持续了9个月，衰退阶段持续了6个月；对应的GDP增速下滑幅度约为3.7%；在2004年1月-2005年3月的下行周期中，滞胀阶段持续了8个月，衰退阶段持续了7个月；对应的GDP增速下滑幅度约为2.4%。参照历史上的模式，本轮下行周期可能的延续时间和幅度如下：（1）滞胀阶段延续至今年三季度；四季度和2010年一季度为衰退阶段，二季度之后经济开始回升；（3）经济增

速的低点约为8.2%。

按照全年7.5万亿的新增信贷和3322的放贷节奏，并假设货币化比率稳定在当前水平（35.7%），那么M2增速的低点将出现在今年三季度，而M1增速在下半年持续保持下滑趋势。

图7：2000年以后两次可参照的下行周期



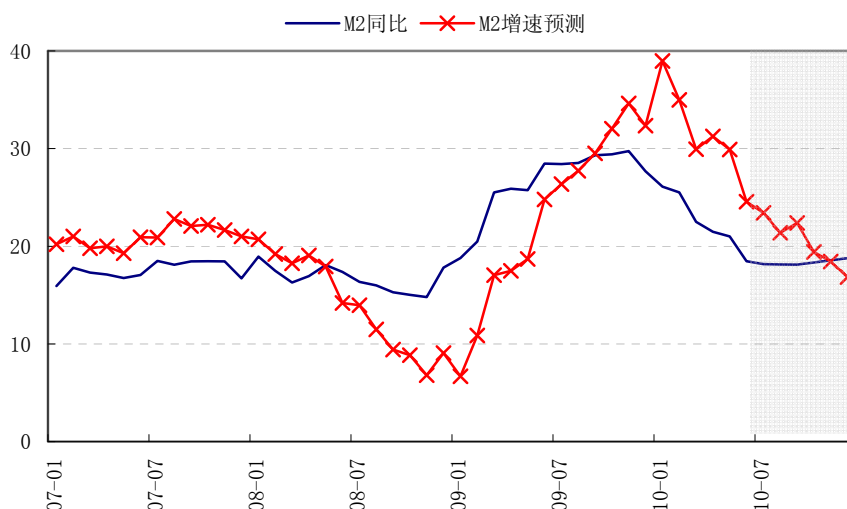
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表3：历史上下行周期的持续时间和幅度

下行周期	滞涨时间（月）	衰退时间（月）	工业增速下滑幅度	GDP 增速下滑幅度
2000.09-2001.11	9	6	7.3	3.7
2004.01-2005.03	8	7	4.8	2.4

数据来源：广发证券发展研究中心

图8：M1、M2增速预测



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

投资建议

结合基本面（小滞涨过渡到小衰退）和流动性（M1增速在年底前仍持续下滑）两方面因素来看，我们认为市场虽然处于相对底部，但趋势性向上的机会仍未到来。

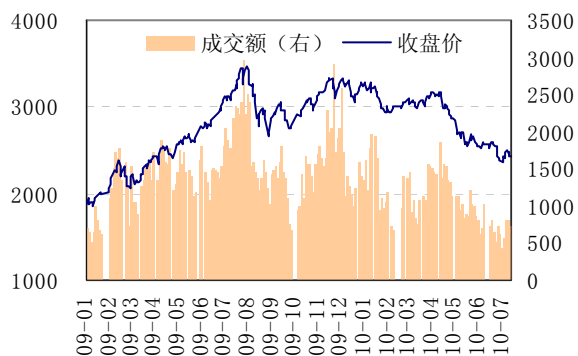
由于通胀压力低于预期，通胀不再是突出的矛盾，如果经济增速继续超预期下滑，货币政策反而具有更大的操作空间。短期中，政策的重点在于处理好调结构和经济增长的关系。而在投资和外需增速下滑的情况下，进一步刺激消费，无疑可以有利于调结构和经济增长。建议继续关注消费相关行业，如家电、食品饮料、服装等。

关注指标

市场表现

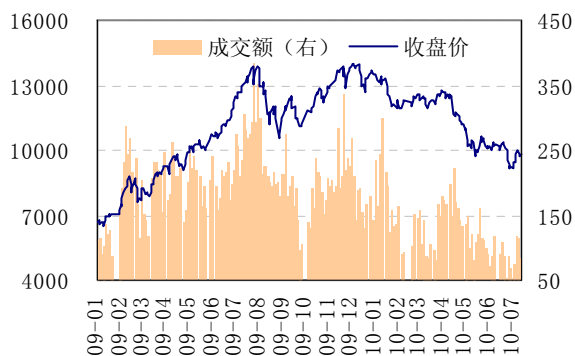
■ A股市场

图9: 上证综指上周下跌1.89%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

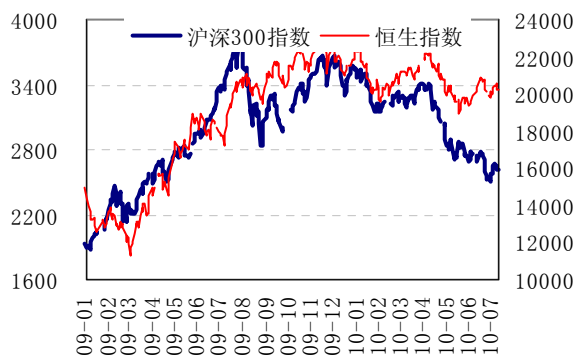
图10: 深证成指上周下跌0.1%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

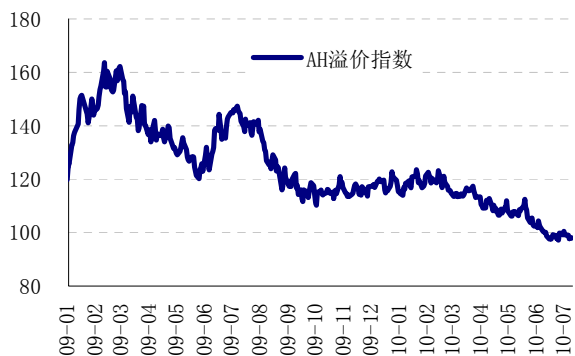
■ A股和港股

图11: 恒生指数上周下跌0.63%



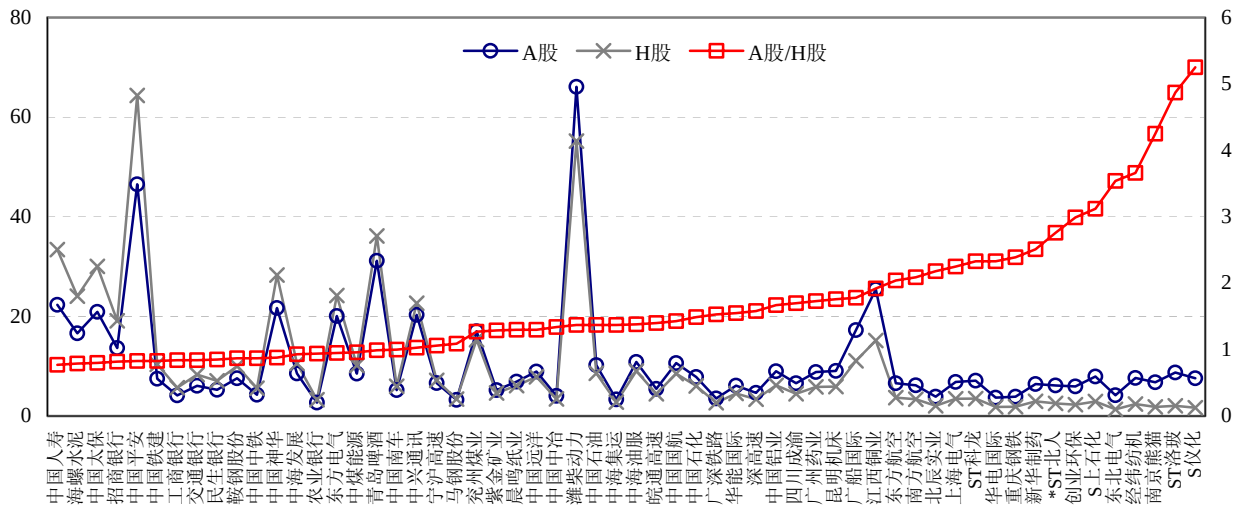
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 恒生AH溢价指数继续保持低位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

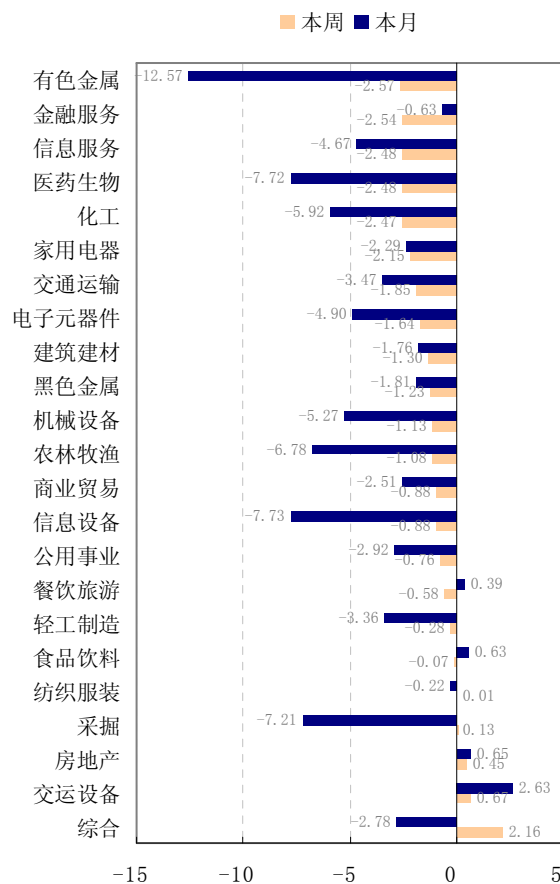
图13：恒生AH对价：AH股价倒挂家数为17家



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

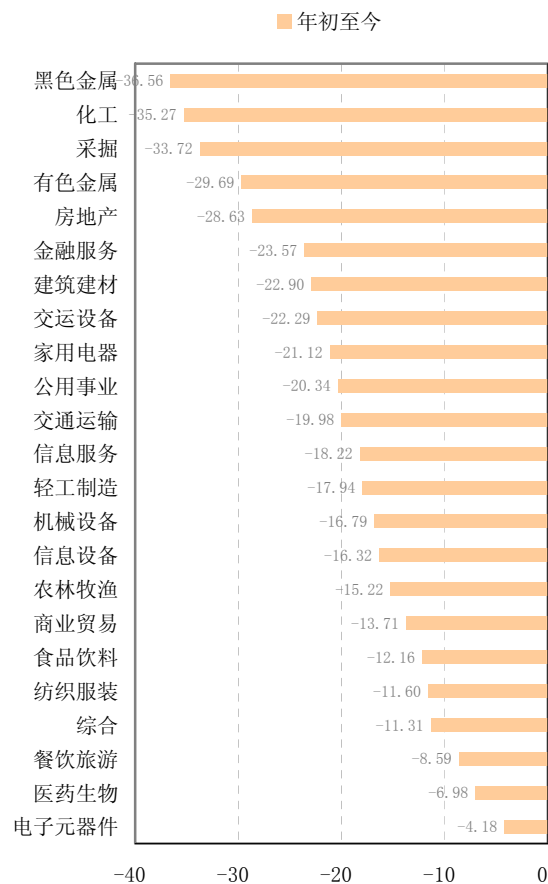
行业表现

图14：上周交运设备、房地产表现最好s



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

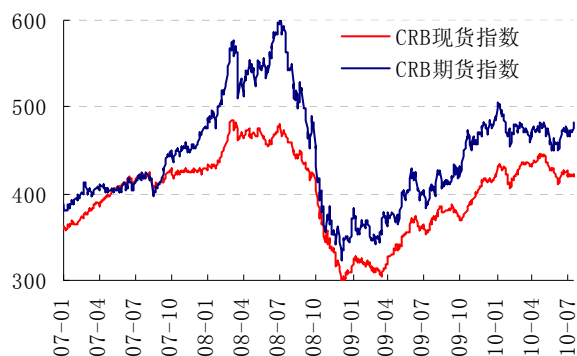
图15：今年以来电子元件表现最佳，钢铁最差



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

■ 大宗商品

图16: CRB指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 国际原油价格



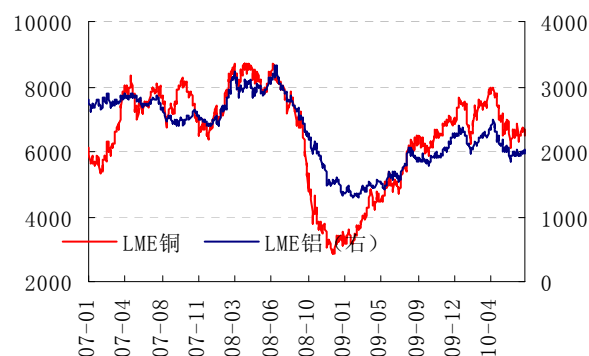
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 黄金现货价格



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: LME金属价格（铜铝）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: LME金属价格（铅锌）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

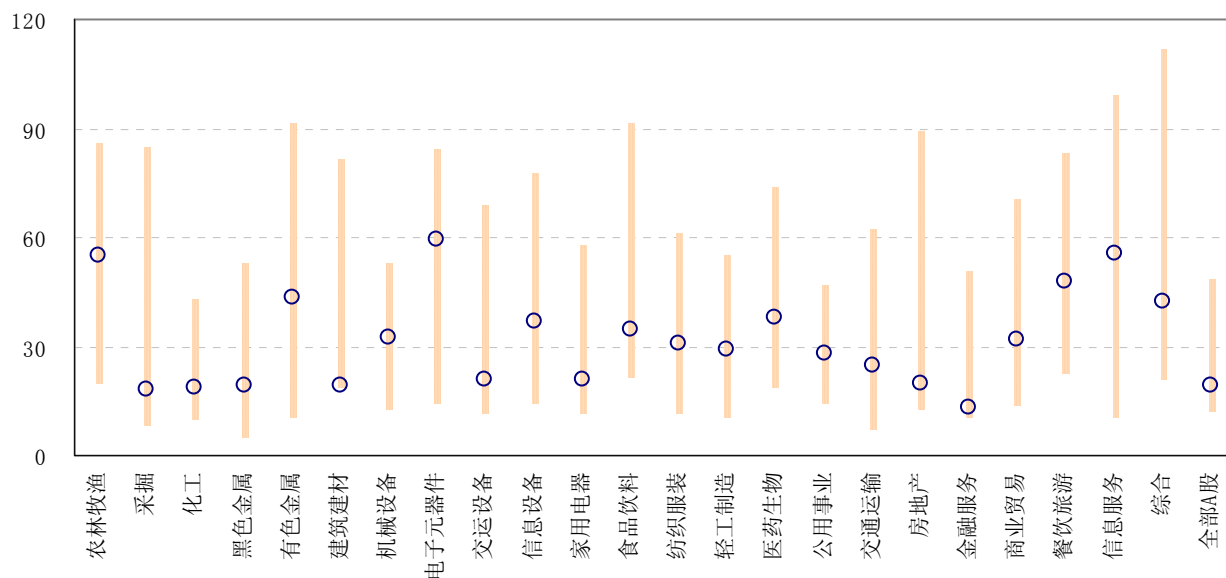
图21: LME金属价格（锡镍）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

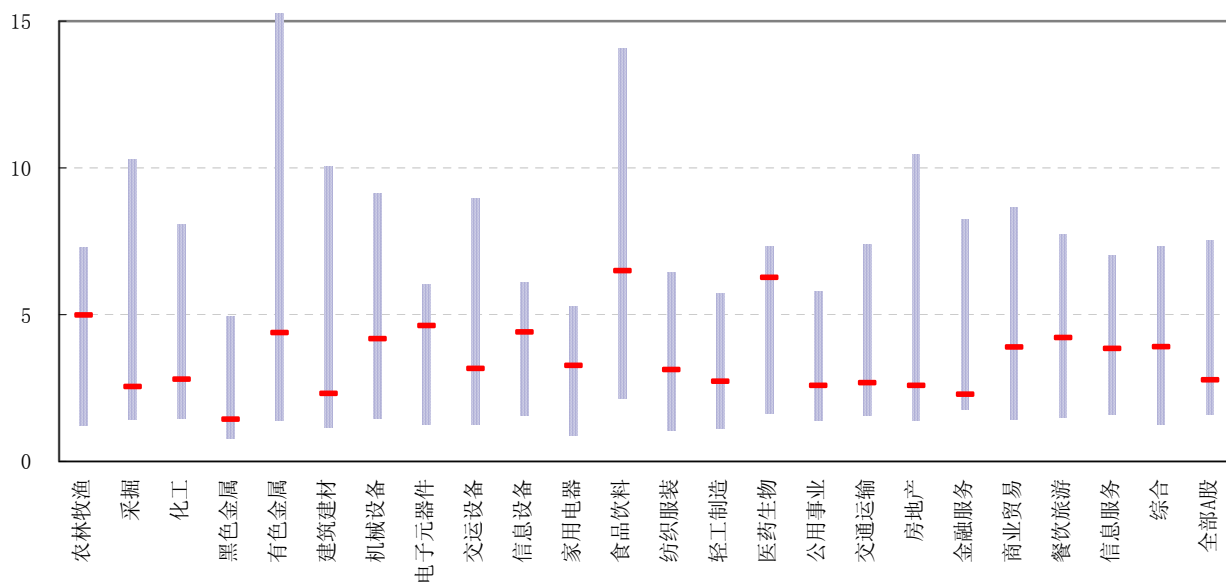
估值水平

图22: 市盈率五年波动区间



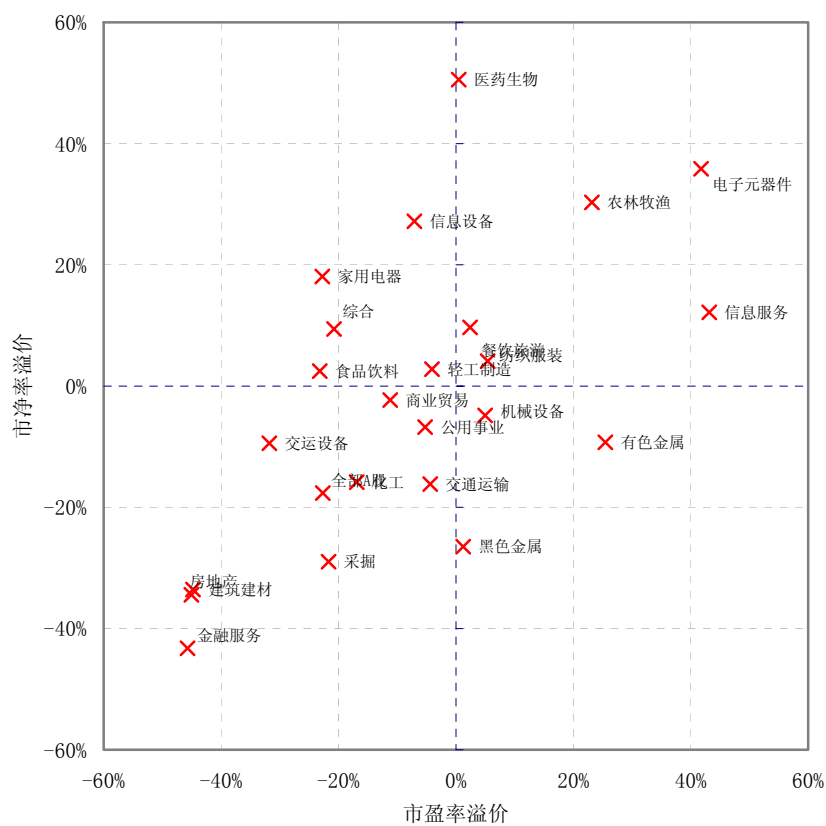
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 市净率五年波动区间



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24：各行业市盈率和市净率相对5年历史均值的溢价



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

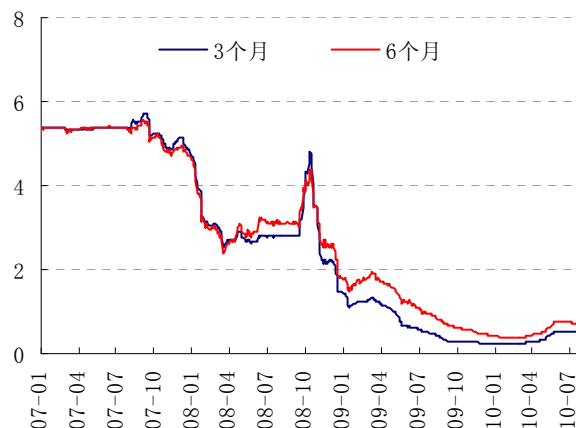
经济指标

图25: 美元指数



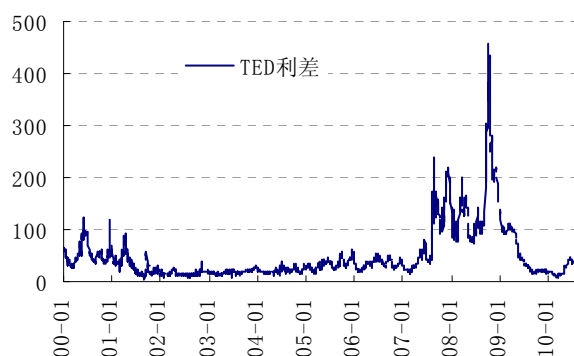
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 美元Libor



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图27: TED利差



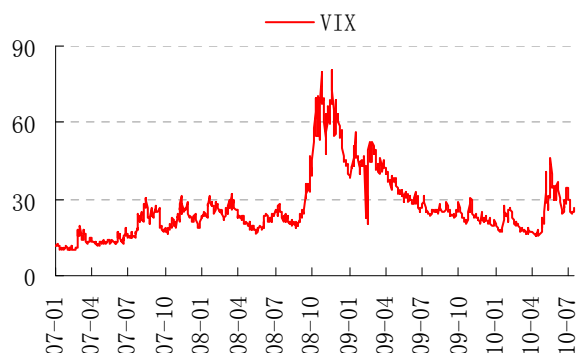
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: Baa企业债与10年期国债利差



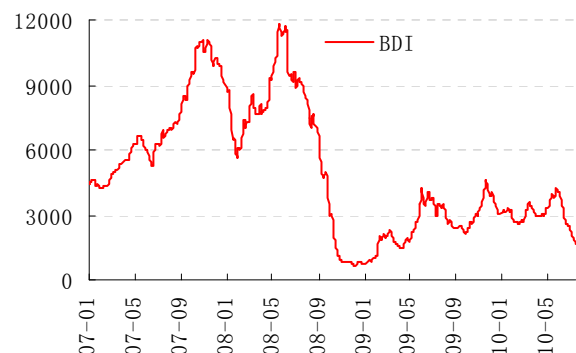
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: VIX



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

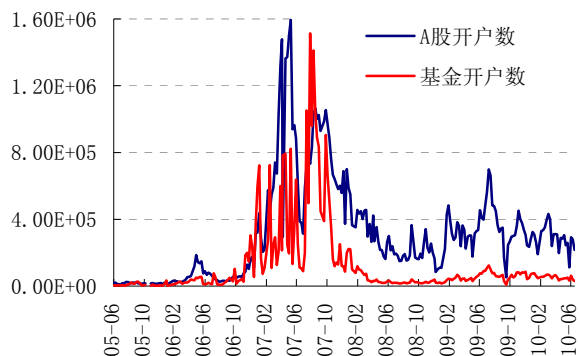
图30: BDI



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

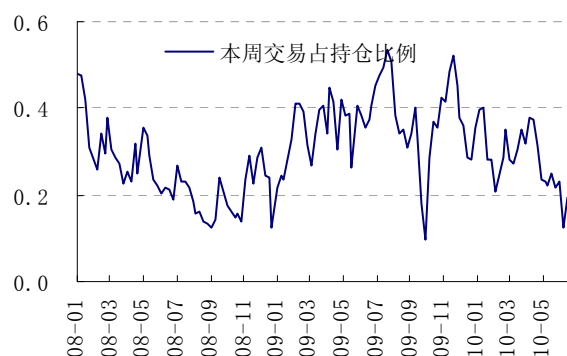
流动性

图31: 开户人数



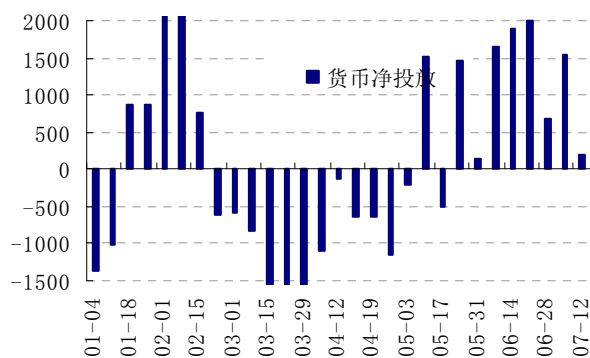
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图32: A股交易活跃程度



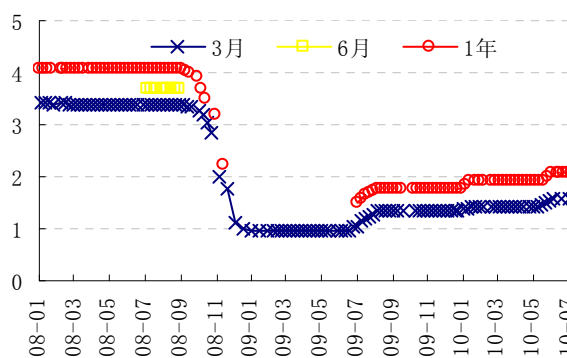
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 央行货币净投放



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图34: 央票利率发行利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

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。