

# 中国经济潜在增长率之争

**股票市场运行周报**  
**国内、国际宏观经济及债券市场**  
**旗下基金表现**

## 本期摘要

### 中国经济潜在增长率之争

到去年 4 季度为止，中国经济的潜在增长率还在 8% 以上，也许比前几年 9% 以上的潜在增长率有所下滑，但还不明显。面对这种情况，为难的可能不光是资本市场的投资者，恐怕对货币政策的制定者也是一个考验。之前如此紧的货币政策一定会导致通缩货币，因此目前的信贷政策需比之前放松；但另一方面货币政策又不能像前几年那么松，因为当前的潜在经济增长率与前几年相比还是有小幅的下降。这也许就是我们看到央行的货币信贷政策去年年底实际已经开始放松但放松的幅度似乎又不及往年的原因。也许，接下来这一过程还会持续，政策制定者可能还会继续试探在当前的潜在经济增长率水平下怎样的货币信贷政策是适度的。也许，这次货币政策调整的力度具有更加长远的意义，因为这次政策调整有可能成为在未来面对潜在经济增长率下滑时，政策制定者做出货币政策调整决策的重要参考依据。

### 宏观经济和债券市场

**国内(20120107-20120129)：** 1 月 7 日-1 月 13 日一周食品价格环比上涨 0.73%，走势延续了此前 7 周的环比上行格局，但整体涨幅较上周收窄；1 月 14-1 月 20 日中国人民银行连续第 3 周末进行任何公开市场操作，3 周共向市场净投放 4770 亿元；Shibor 利率在 1 月 18 日创出新高后，呈倒 V 型迅速大幅回落至接近年初以来最低利率水平，后又逐步回稳；债券市场方面，1 月 14 日-1 月 29 日二级市场收益率涨跌互现；人民币汇率方面，1 月 20 日美元兑人民币中间价报 6.3138。

**国际(20120120-20120127)：** 对第二轮 LTRO 的政策预期继续支持海外股市的上涨，本周的 Fed 会议继续维持 0-0.25% 的极低利率水平，并预计经济情况将保证这一极低利率至少到 2014 年底，较此前保持至 2013 年中期的预期延长。Fed 持续的宽松货币政策和欧债风险水平的下降推动基本金属价格持续上涨，黄金价格创出本轮反弹新高，美元指数重回 80 以下，风险类资产“去欧债化”行情仍在演绎。

## 中国经济潜在增长率之争

交银先锋基金经理助理 李永兴

中国经济的潜在增长率下台阶了吗？会下降到什么程度？这是一个引发无数争论的问题，引发剧烈争论的原因在于这实在是一个只能定性判断，很难定量预测的问题。潜在经济增长率主要取决于劳动人口数量的增长率和单位劳动生产率的增长率。劳动人口数量的增长率相对容易判断，按照人口结构的比例大致可以估算出来；可单位劳动生产率怎么预测？谁能预测自己明年的劳动产出提升多少？更何况需要预测的还是全国人民的平均水平，其中还得包括新增就业人口和退休人口的劳动生产率的比较。

这个问题落实到资本市场就更难了，资本市场还需要对时间作出预测，由于资本市场的预期经常被放大，今年下一个台阶和明年下一个台阶对今年股票市场的影响可是有天壤之别的。为什么时间的精确预测更难？抛开复杂的劳动生产率不谈，只说劳动人口数量这一相对容易估算的变量，其增长率的变化主要取决于退休劳动人口数量和新增就业劳动人口数量的变化。但这里最关键的假设就是平均就业年龄的假设和平均退休年龄的假设，对于资本市场的人而言，就业年龄的假设和退休年龄的假设各相差一两年最后的结果可能会相差三四年。如果你认为中国经济的潜在增长率五年之内可能会开始出现台阶式的下滑，相信很多人都会认同。但如果你坚持认为中国经济的潜在增长率很快就会出现台阶式的下滑，并以此做为投资决策的核心依据，那么资本市场的风险可就大了。假如中国经济今年真的就出现台阶式的下滑，那么你将很幸运地成为资本市场的宠儿；但假如中国经济三年后才开始出现台阶式的下滑，那么你将不得不忍受前三年的巨大损失，可能在第四年一朝翻身收回之前所有的损失，但前提是前三年在残酷的资本市场你还没有出局。

那么在这种情况下应该如何做投资决策？既然无法保证一定能够先知先觉，那么至少应该做到及时跟踪潜在经济增长率变化的同步指标，以便在潜在经济增长率出现大幅下滑的时候做出最快的反应。什么是潜在经济增长率？就是资源得到充分利用和最优配置下所能达到的最大经济增长率，说白了就是既非经济过热（高通胀）也非经济过冷（通缩）而是在正常情况下（适度通胀）的经济增长率。那么，判断当

期潜在经济增长率是否出现明显下降最重要的依据就是看当前的增长率与当前的通胀水平。在通胀适度的情况下，当期的潜在增长率大致等于当前的经济增长率；在高通胀的情况下，当期的潜在增长率低于当前的经济增长率；在通缩的情况下，当期的潜在增长率则高于当前的经济增长率。当前中国的潜在增长率处于什么水平？在 2011 年 4 季度 GDP 环比折年率还在 8% 以上的情况下，4 季度通胀的环比折年率已降到 0 附近，至少说明到去年 4 季度为止，中国经济的潜在增长率还在 8% 以上，也许比前几年 9% 以上的潜在增长率有所下滑，但还不明显。

面对这种情况，为难的可能不光是资本市场的投资者，恐怕对货币政策的制定者也是一个考验。潜在经济增长率到目前为止还没有出现明显下滑，之前如此紧的货币政策一定会导致通缩货币，因此目前的信贷政策需比之前放松；但另一方面货币政策又不能像前几年那么松，因为当前的潜在经济增长率与前几年相比还是有小幅的下降，如果按照前几年每次放松时的货币政策幅度来调整政策，接下来就有可能导致通胀。这也许就是我们看到央行的货币信贷政策去年年底实际已经开始放松但放松的幅度似乎又不及往年的原因。也许，接下来这一过程还会持续，政策制定者可能还会继续试探在当前的潜在经济增长率水平下怎样的货币信贷政策是适度的。也许，这次货币政策调整的力度具有更加长远的意义，因为这次政策调整有可能成为在未来面对潜在经济增长率下滑时，政策制定者做出货币政策调整决策的重要参考依据。

## 股票市场运行周报（20120116-20120120）

交银施罗德量化投资部

本周沪深两市双双上涨，上综指上涨 3.32%，深成指上涨 4.82%，中小板指数上涨 0.72%，沪深两市共成交 5826.91 亿元，较上一交易周有所下降。从行业表现来看，只有 2 个行业取得负收益，其中涨幅较大的行业有：有色金属 7.47%、建筑建材 6.03%、机械 5.79%、交运设备（除军工）5.30% 和家用电器 4.72%，涨幅较小以及负收益的行业有：通信传媒 -1.27%、食品饮料 -1.03%、医药生物 0.02%、信息技术 0.29% 和纺织服装 0.37%；从行业换手率来看，有色金属、农业与牧渔业、化工、机械、通信传媒和医药生物表现相对活跃，换手率均超过 5%；从风格特征来看，低市盈率指数



上涨 4.49%，涨幅最大，而高市净率指数下跌 0.37%，跌幅最大。

表 1: 指数表现

指数名称	区间收益率	成交金额 (亿元)
上证综合指数	3.32%	3,277.4
上证 180 指数	4.74%	1,841.0
上证 50 指数	5.29%	1,062.8
沪深 300	4.58%	2,796.5
深证成份指数	4.82%	565.2
深证 100P	4.63%	891.6
申万中小板	0.74%	942.6
申万基金重仓	3.75%	3,862.0

表 2: 市场总体指标

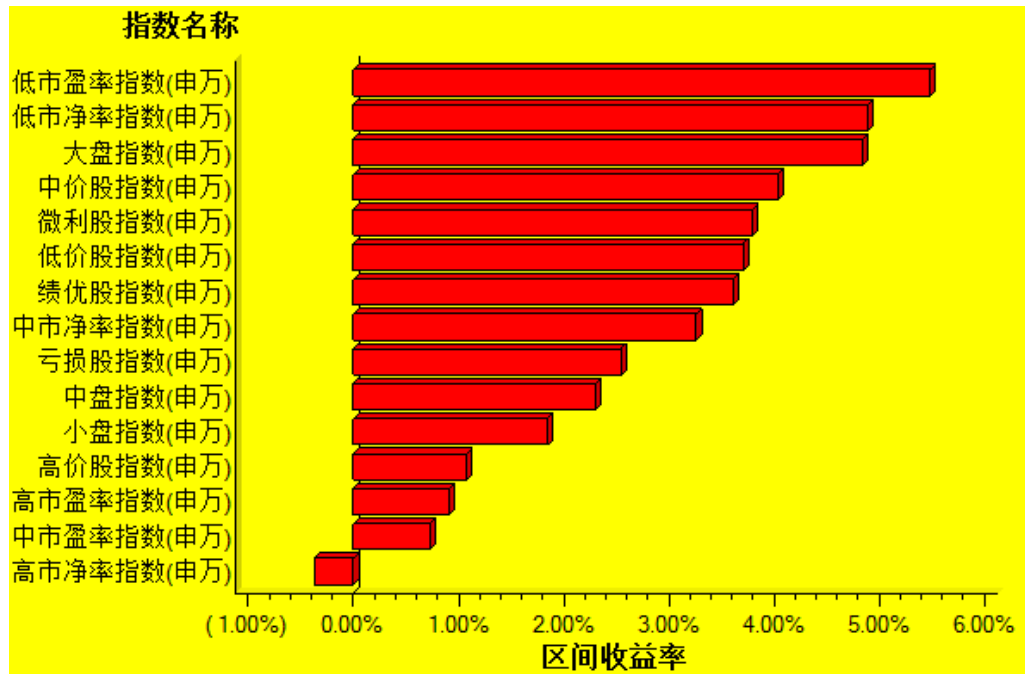
市场总体指标	数值
A 股总市值 (亿元)	260,032.00
A 股流通市值 (亿元)	171,659.95
A 股市盈率 (最新年报, 剔除负值)	15.06
A 股市盈率 (递推 12 个月, 剔除负值)	12.91
A 股市净率 (最新年报, 剔除负值)	2.24
A 股市净率 (最新报告期, 剔除负值)	1.99
A 股加权平均股价	7.20
两市 A 股成交金额(亿元)	5,826.91

表 3: 行业表现

指数	区间收益率	区间换手率
有色金属	7.47%	6.93%
建筑建材	6.03%	4.81%
机械	5.79%	5.80%
交运设备(除军工)	5.30%	3.37%
家用电器	4.72%	4.83%
钢铁	4.50%	2.37%
煤炭	4.42%	4.59%
房地产	4.41%	3.50%
交通运输	4.33%	1.92%
金融	4.10%	0.96%
综合	2.92%	4.32%
化工	2.87%	5.83%
贸易	2.85%	4.60%
零售	2.77%	4.39%

指数	区间收益率	区间换手率
电力	2.56%	1.78%
农业与牧渔业	2.28%	5.96%
军工	2.13%	4.22%
日用化学品	1.92%	3.92%
造纸林业	1.72%	3.37%
餐饮旅游	1.52%	4.26%
电气设备	1.51%	4.12%
石油天然气	0.92%	0.29%
纺织服装	0.37%	4.58%
信息技术	0.29%	4.81%
医药生物	0.02%	5.14%
食品饮料	( 1.03%)	4.86%
通信传媒	( 1.27%)	5.29%

图 1: 风格特征



数据来源：万得资讯 交银施罗德基金 日期区间：20120116-20120120

## 国内宏观经济及债券市场（20120107-20120129）

交银施罗德策略小组

● **农产品价格方面**，1月7日-1月13日一周食品价格环比上涨0.73%，走势延续了此前7周的环比上行格局，但整体涨幅较上周收窄。分项来看，占农产品价格比重较大的粮食类、肉类、禽类涨幅分别为0.2%、0.7%、0.4%，涨幅较上周均略有抬升；蔬菜价格涨4.9%，涨幅明显回落；而水产品价格涨0.3%，涨幅略有缩小。总体而言，此周食品类价格受到农历春节的影响，处于温和抬升阶段，由于季节因素带来的蔬菜价格上涨仍在持续，叠加翘尾因素的影响，预计1月CPI难有大幅下行。

● **公开市场业务方面**，1月14-1月20日中国人民银行连续第3周末进行任何公开市场操作，而本周央票与正回购到期合计3530亿元，因此本周央行向市场释放流动性即3530亿元，延续了上周的资金投放格局，且净投放力度较上周有大幅提升，3周共向市场净投放4770亿元。我们认为，央行连续停发央票、中止回购积极释放流动性，并表示将根据银行体系的实际资金需求展开短期逆回购操作，主要目的仍是为了缓解农历新年市场资金较紧张的局面，促进春节期间银行体系流动性平稳运行。

- **上海银行间同业拆放利率 (Shibor) 方面**，1月14日-1月29日 Shibor 利率走势与上周截然相反：1月18日创出新高后，呈倒V型迅速大幅回落至接近年初以来最低利率水平，后又逐步回稳。其中，隔夜利率降幅在130BP以上、1周利率降幅在60BP以上，2周利率大幅走低逾175BP，而3个月利率走势平稳。在整体资金面仍较紧的情况下，预计资金利率水平在本周的大幅波动后，仍将逐步回升。
- **债券市场方面**，1月14日-1月29日二级市场收益率涨跌互现。整体而言中长端品种表现好于短端品种，央票表现仍略优于其余两种券种。具体到各个券种，央票收益率基本持续下降态势；除3个月国债收益率大幅上升、6个月国债收益率较大幅度下降之外，基本呈小幅波动态势；政策性金融债方面，短期品种表现较差，中长期品种表现较上周有所好转；央票方面，3个月、6个月、9个月、1年、2年、3年收益率由1月13日的3.4054%、3.4154%、3.4436%、3.4396%、3.4332%、3.298%变为1月29日的3.3984%、3.4190%、3.4258%、3.4213%、3.4068%、3.2831%。总体而言，本周随着公开市场操作净投放资金局面的大幅改善，债市继续着整理格局。
- **人民币汇率方面**，1月20日美元兑人民币中间价报6.3138，跌破6.32关口，全周美元贬值幅度约63BP。虽然今年人民币兑美元仍有升值空间，但因出口形势并不乐观，因此近期主动升值的可能性不大，预计将以跟随海外市场美元走势波动为主。

## 国际宏观经济及债券市场（20120120-20120127）

交银施罗德 QDII 研究小组

- **市场点评**：对第二轮LTRO的政策预期继续支持海外股市的上涨，本周的Fed会议继续维持0-0.25%的极低利率水平，并预计经济情况将保证这一极低利率至少到2014年底，较此前保持至2013年中期的预期延长。Fed持续的宽松货币政策和欧债风险水平的下降推动基本金属价格持续上涨，黄金价格创出本轮反弹新高，美元指数重回80以下，风险类资产“去欧债化”行情仍在演绎。
- **股票市场**：本周MSCI全球指数上升0.8%，标普指数涨0.1%，恒生指数涨2%，德国Dax指数上涨1.7%。CRB基本金属指数本周上周3.1%。
- **欧债**：我们跟踪的欧债风险指标继续回落，唯一值得提示的是葡债10年期收益水平接近新高。

# WEEKLY REVIEW 每周视点

每周与您分享基金经理独家的市场洞察

交银施罗德  
BOCOM Schrodgers

稳健源自前瞻

WWW.JYFUND.COM 400-700-5000

## 旗下基金表现

基金名称	最新净值	累计净值	基金回报							
			最近一天	一周	一月	三月	六月	一年	两年	成立至今
交银精选	0.6682	2.814	1.58%	1.83%	-1.52%	-3.95%	-21.11%	-21.77%	-0.10%	189.44%
交银稳健	1.1592	2.6142	2.40%	1.33%	-3.61%	-2.83%	-16.92%	-15.50%	-1.57%	150.63%
交银成长	2.2525	2.4975	2.30%	0.71%	-3.14%	-3.06%	-18.24%	-10.59%	-1.37%	146.55%
交银蓝筹	0.6466	0.6616	1.94%	1.71%	-1.54%	-3.22%	-17.72%	-15.01%	0.17%	-34.44%
交银增利 A/B	0.964	1.221	0.40%	1.05%	2.19%	4.95%	-0.97%	-1.36%	1.89%	22.61%
交银增利 C	0.9629	1.2029	0.39%	1.03%	2.15%	4.83%	-1.18%	-1.78%	1.86%	20.58%
交银环球	1.25	1.375	0.57%	2.14%	6.24%	2.81%	-14.99%	-21.49%	5.34%	36.37%
交银保本	1.075	1.115	0.00%	0.00%	0.28%	1.13%	-0.65%	1.51%	0.19%	11.53%
交银先锋	0.9424	0.9974	2.37%	3.82%	0.19%	-3.33%	-21.63%	-18.84%	0.36%	-1.43%
180 治理 ETF	0.651	0.725	1.40%	5.17%	7.96%	3.99%	-13.32%	-9.08%	8.50%	-27.53%
交银治理	0.74	0.74	1.23%	4.82%	7.56%	3.79%	-12.63%	-8.53%	8.03%	-26.00%
交银主题	0.851	0.866	1.55%	4.67%	4.80%	-2.52%	-19.03%	-17.62%	--	-13.71%
交银趋势	0.761	0.761	2.28%	3.12%	-0.52%	-4.88%	-22.66%	-23.36%	--	-23.90%
交银添利	0.987	0.987	0.41%	0.61%	1.65%	3.57%	-1.69%	--	--	-1.30%
交银制造	0.806	0.806	1.64%	-0.37%	-5.51%	-13.33%	-19.96%	--	--	-19.40%
交银深证 300 价值 ETF	0.967	0.967	2.11%	5.57%	5.11%	-3.11%	--	--	--	-3.30%
交银深证 300 价值 ETF 联接	0.96	0.96	2.02%	5.15%	4.46%	-4.00%	--	--	--	-4.00%
交银双利 A/B	1.039	1.039	0.68%	1.66%	3.08%	3.69%	--	--	--	3.90%
交银双利 C	1.038	1.038	0.78%	1.76%	3.08%	3.70%	--	--	--	3.80%
交银行业	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

基金名称	代码	万份收益(元)	七日年化收益率
交银货币 A	519588	1.1234	4.072%
交银货币 B	519589	1.1895	4.318%

数据来源：交银施罗德、Wind 资讯，截至 2012 年 1 月 20 日