



暴雪打压指数，经济遭遇寒流？

事件：1月中旬以来，我国华东、华中、华南、西南等地遭受多年罕见的低温雨雪天气，对全国的交通运输、农副产品销售、工业生产等产生了严重影响；1月27日中央气象台发布了最高等级的暴雪红色警报，并预报未来10天，南方大部地区多为阴雨雪天气。与此同时，A股市场也遭遇严重寒流，从1月14日的5500点左右跌至30日收盘的4417点，累计下跌近1100点，跌幅约20%。一时间“暴雪打压指数”的传闻在市场上广为流传。本文将对暴雪天气已经并继续对宏观经济及证券市场产生的影响加以分析。

一、暴雪对经济的影响分析

1、对宏观经济增长的影响是短期的

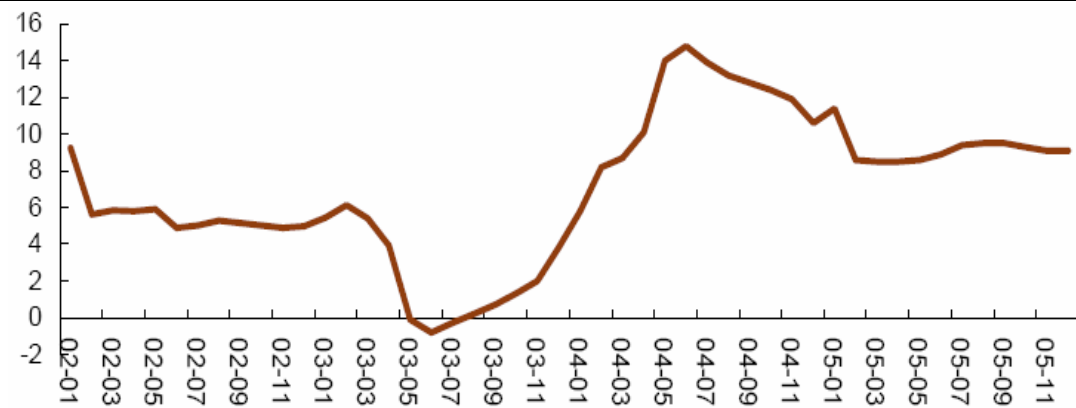
近期的暴雪灾害将对一季度的经济和企业盈利增长带来显著的负面影响。交通运输受阻使煤炭等主要工业原材料的运输出现瓶颈，电厂严重缺煤，全国已有17个省(区、市)出现拉闸限电，这将对工业生产和经济增长带来负面影响，一季度的GDP增速和企业盈利增长将可能低于原来市场的预期，其中一季度的GDP增速可能低于10%。

暴雪灾害对经济和企业盈利增长的影响是短期的。预期二季度经济将恢复正常的增长，一些领域可能报复性反弹。



1998年洪水和2003年SAS爆发时的历史经验可以做参考。1998年洪水发生的二季度以及2003年SAS集中爆发的二季度，经济活动都受到较大影响，特别是SAS对经济的影响与目前大雪对经济的影响相似，即都影响到了社会交通运输。

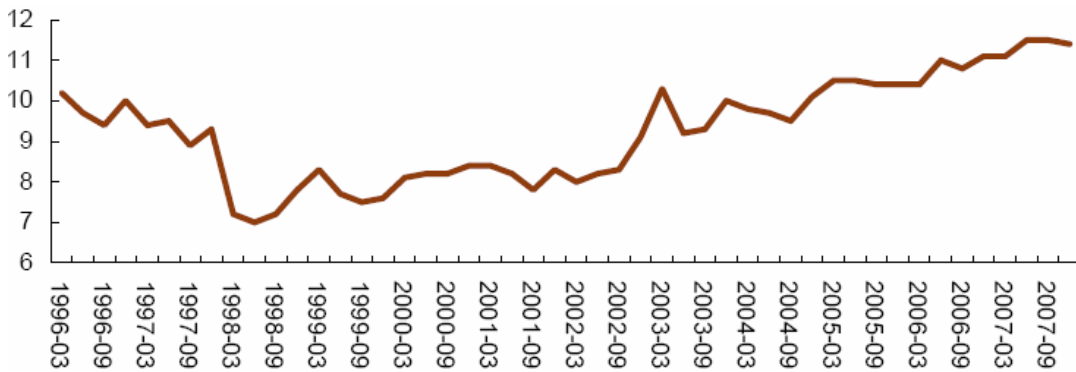
图 1：全社会货运量 SAS 发生后出现短期大幅下降



资料来源：CEIC

03年5-7月份，整个社会的货运量出现负增长；上半年的经济增速也明显低于1季度；但到三季度，货运量和经济增速都出现明显回升。这种情形在今年二季度也会重演。

图 2：中国 GDP 增长在 1998 洪水及 2003 年 SAS 后短期显著下降（单位：%）



资料来源：CEIC



总体评价，此次暴雪对实体经济的影响，不仅低于 SAS，也低于 1998 年的洪水——暴雪的危害性及持续性都低于 1998 年的洪水。

2、暴雪导致通胀压力显著增大

短期食品类价格仍然较快上涨。1月中下旬以来，国内雪灾天气造成煤电等能源短缺以及运输受阻，使得食品类价格在春节的巨大需求下，再次面临加速上涨的压力。考虑到恶劣天气影响以及对价格影响的时滞，短期内蔬菜以及肉类等食品的价格仍然保持较快上涨，尤其是恶劣天气加重了通胀预期，对于价格的推动作用不容忽视。

食品类价格加快上涨，导致1月份CPI很可能再创新高。根据商务部公布的截止到1月25号的食品类价格数据，肉类和蔬菜价格环比涨幅较快，分别为6.4%、8.9%；近一周以来，农产品价格在恶劣天气影响下价格上涨有所加快；据机构测算1月份CPI涨幅在6.8%-7.4%之间，将再度创新高。

短期的行政干预措施带来的是更大的通胀反弹压力。近期虽然政府采取各种临时性的行政措施干预价格的上涨，但是农产品价格上涨更多的是成本推动下的上涨，因此，短期的行政干预依然不能改变长期上涨的趋势，而短期的行政干预措施带来的是更大的反弹压力。



近期央行不大可能继续加息，对抑制CPI的上涨也十分不利。由于全球股灾和美联储接连降息的影响，我国央行2008年进一步加息等货币紧缩调控计划短期受到掣肘，货币政策难以充分发挥对通胀的抑制作用。

3、宏观调控政策可能会适度放松

国内从紧的货币政策在受美国经济放缓影响程度不确定下趋于谨慎，而随着暴雪影响一季度国内实体经济也发生较明显的回落，从紧的货币政策可能也会发生相应的调整。虽然通胀压力仍大，但在短期恶劣天气影响实体经济以及美国持续降息预期下，2008年中国复杂的内外形势促使政府思考尽量避免超调风险，近期央行加息可能性不大，其他货币紧缩政策也可能随着国内经济下滑而放松。

二、暴雪对证券市场的影响

1、暴雪对A股市场的总体影响将是短暂的

从历史来看，重大自然灾害（包括疫情）对A股市场的负面影响往往是短暂的，市场往往反应过度。近期的暴雪天气与98年的洪水以及03年的SARS事件类似，都只会当期经济增长产生轻微影响。二季度，中国经济仍将恢复正常的增长，一些领域可能出现报复性反弹，3-5月份的工业企业盈利增长仍值得期待。



分析近年来我国上发生的灾情对证券市场的影响，比较有代表性的是98年洪水灾害和03年SAS疫情。前文已指出，此次雪灾对实体经济的影响不会超过03年SAS疫情。03年上半年，SAS疫情的影响逐步升温，对股市产生负面影响是在4月下旬。4月20日我国政府决定正式展开一场全民性的SAS阻击战，对卫生部和北京市的人事做了调整，使全国真正意识到SAS疫情的严重性。此时股市弥漫着对SAS的恐慌，4月21日开盘后股市便开始了为期一周的全面下跌。至4月25日收盘时，沪深A股指数分别下跌7.49%和6.81%，商业、公用事业和工业上市公司的指数分别下跌7.92%、8.16%和7.14%。受打击最大的是第三产业，特别是旅游、运输、零售、餐饮、娱乐和会展等商业和服务性行业。一般来说，第三产业的震荡势必波及农业（第一产业）和工业（第二产业）；然而工业类上市公司，如汽车、自行车、钢铁、石化、电讯和工程机械等行业的整体景气程度并未发生很大的改变，医药工业、化学工业和日用品工业的企业盈利甚至有所上升。

受此次雪灾直接影响也将是旅游、服务、商业、公用事业和保险业。由于1月中旬以来，A股受到次级债引发的全球股灾的影响处于持续调整中，雪灾的爆发更加剧了这一调整的力度，从实质影响来看，A股市场对雪灾或许已经做出



了充分的反映。

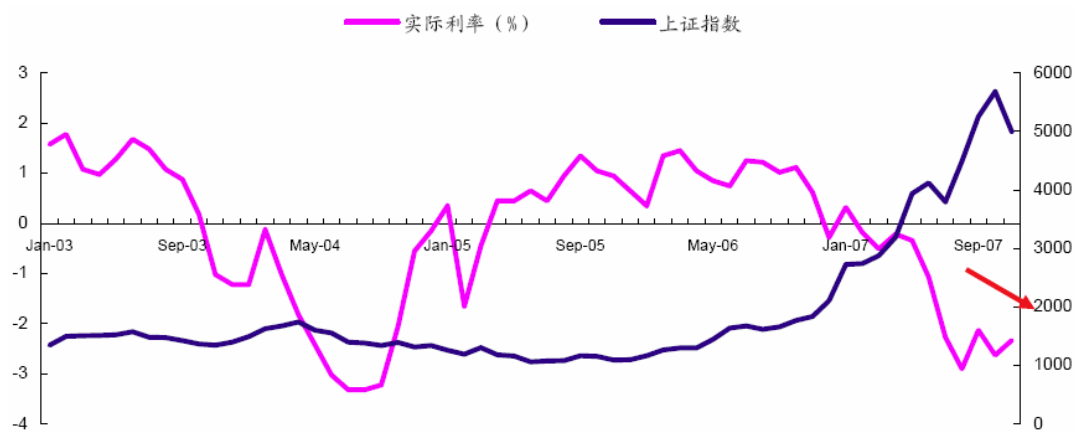
2、负利率局面将持续，利于证券资产价格抬升

CPI的连续上涨以及央行不大可能继续加息，“负利率”的局面将得以维持甚至强化，这十分有利于资产价格抬升。

从历史数据来看，除了2004年年中几个月，实际利率基本上维持了正的水平；而到了2007年，实际利率不断走低，达到近5年来一个低点的水平，8月份为2.9%，达到了10年来的历史低值。

实际利率是资产估值的重要参数，实际利率低刺激了投资者的投资需求，各类资产价格在“负利率”的刺激下将不断膨胀。分析近年来的数据，实际利率和上证综指的走势呈现比较高的负相关性。实际利率维持在较高的负利率水平，将抬高A股的合理估值水平。

图3：实际利率与上证指数走势呈现明显负相关特征



资料来源：Wind，东方证券研究所



3、如果宏观调控力度减小，将刺激A股市场回升

“暴雪打压指数”只是导火索，造成目前A股市场大幅下跌的最主要因素之一就是强烈的宏观调控预期。由于一季度经济增长明显回落，这将促使政府思考在二季度末放松宏观调控力度。如果宏观调控力度果然减小，A股投资者的信心将大为恢复，A股市场将会有显著的回升（目前2008年P/E估值水平在24倍左右）。

（本期编辑：游航 吕学良 卢高文）