

融冰之旅已经启程 仍处纠错性上涨阶段震荡或加剧

——中国资本市场第29届季度高级研讨会主题报告

○英大证券研究所

一、美国经济：数据喜忧参半，2009年底有望企稳

1、开启降息周期，楼市出现企稳迹象

为应对2000年前后的网络泡沫破灭，2001年1月至2003年6月，美联储连续13次下调联邦基金利率至1%的水平。信贷成本低廉导致房地产等资产价格不断上涨。而房地产市场的财富效应以及过低的储蓄利率使得美国家庭财富不断转移到房地产市场，又进一步促进了美国房价上涨。最终导致房地产市场泡沫的形成。2004年开始美国连续加息17次，2006年起房地产价格止升回稳。住房市场持续下滑引起次级贷款对象的偿付能力下降，最终导致房地产市场泡沫的破裂，可以说房地产泡沫破裂是此次金融危机爆发的直接原因。

受本次金融危机影响，美国经济出现了大幅下滑。据美国商务部最新公布的修正数据信息显示，2008年第四季度GDP经季节性调整后折合年率为下降6.2%，这也是1982年第一季度GDP下降6.4%以来的最差季度表现。为了缓解金融危机影响，美国又一次拿起了降息武器。作为本次经济危机的发源地与中心区，美国较之其他国家更早就应意识到危机的严重程度。早在2007年9月，美联储就降息50个基点，开启了本轮降息周期。而在此后的一年内，在其他国家普遍将通胀视为主要威胁时，美联储连续大幅度降息，其货币政策的变化领先了其他主要经济体大约一年的时间，目前已经降至0%-0.25%的低利率水平。低利率水平有助于加快金融机构和居民资产负债表修复，直接降低居民的杠杆率，使居民的消费信心尽快得到恢复。

2、部分先行指标出现企稳迹象

从2月份的35.8升至36.3，连续两个月出现回升。表明制造业的前景略有改善。但该指数仍远低于50，意味着制造业活动仍在收缩；3月份密歇根大学消费者信心指数为67.3，较2月份出现小幅回升。该指标自去年11月份创下56.3新低之后出现逐渐企稳迹象。

3、美国消费数据未来逐步企稳概率较大

从美国的GDP构成情况来看，个人消费支出占美国GDP的比重超过了70%，所以判断个人消费支出恢复的时间对于美国经济复苏起着决定性作用。从目前的数据来看，美国消费数据也结束了单边下行趋势，有望逐渐企稳。今年1月份、2月份，美国零售额同比下降幅度结束不断扩大的趋势连续收窄，但是3月份下降幅度又有所加重。整体来看，2009年一季度环比2008年四季度下降1.1%，远小于2008年四

季度环比三季度7%的跌幅，而美国个人消费支出同比增速自去年12月份创出新低之后也有望逐渐企稳。我们认为，美国消费数据经过连续大幅缩水之后，未来逐步企稳概率较大。

4、失业率仍在攀升

随着经济衰退严重冲击劳动力市场，3月份美国失业率已上升至8.5%，达到1983年以来的最高水平。但是失业率作为经济增长的一个滞后指标，即使进入经济复苏期，失业率也将在一段时间内升高。总体来看，美国经济的经济刺激政策已经显示出一定效果，房地产市场有所企稳回升，各项先行指标连续反弹，消费数据也结束了单边下滑态势，但是就此判断美国经济已企稳回升还为时尚早。根据各项数据喜忧参半的表现，我们判断美国经济企稳时间在2009年底左右。

随着中国政府积极的财政政策及宽松货币政策的逐步显现，各项先行指标出现回暖迹象。其中PMI指数不仅出现了连续4个月的回升，而且3月份PMI指数在连续3个月低于50%后首次超过50%；中国宏观经济景气运行指数也出现了连续3个月的回升；一季度企业信心指数也结束了连续三季度的下滑，出现回升。这表明我国扩内需、保增长的政策措施开始发挥积极作用，企业生产逐步恢复，制造业总体上呈底部趋稳回升态势。

2、投资平稳增长，出口、消费出现回升

从经济结构来看，投资是拉动经济增长的主要动力。今年1—2月，我国城镇固定资产投资10276亿元，同比

增长26.5%，增速实现了平稳增长。从固定资产投资的结构来看，中央项目投资额同比增长40.3%，是保障固定资产投资增速平稳增长的中坚力量；地方项目投资增速同比增长26%；而房地产开发完成投资2398亿元，增长1.0%，增速大幅下滑。

伴随着国家出口退税率提高等一系列政策的实施以及国外经济的企稳，我国外贸形势出现了一定改善。3月份我国进出口总值为1620.2亿美元，同比下降20.9%；出口902.9亿美元，同比下降17.1%；进口717.3亿美元，同比下降25.1%。总体来看，进出口同比降幅显著收窄，环比表现为大幅增长。

一季度我国社会消费品零售总额摆脱了去年下半年以来的下滑趋势，实现了平稳较快增长。一季度社会消费品零售总额29398亿元，同比增长15.0%，扣除物价因素，实际增长15.9%，同比加快3.6个百分点，比上年全年加快1.1个百分点。

3、信贷高速增长，流动性充裕

信贷投资保持高速增长态势，新增贷款再创天量。3月份人民币贷款增量再创历史新高，达到1.89万亿元，同比增加1.61万亿元。今年一季度人民币贷款总计增加4458亿元，同比增加3.25万亿元。从新增贷款的结构来看，票据融资量下降，中长期贷款大幅增加。1、2月份，金融机构信贷投放中票据融资占比高达41.59%和47.28%，3月份票据融资占比下降为22.64%。而3月份中长期贷款大幅增加，占比由1.2月份的34.86%和35.71%上升至3月份的48.42%。票据融资比例下降反映了未来经济逐步转预期，企业生产投资活动在增加，信贷结构正向着对经济拉动有利的方向逐步优化。

伴随着信贷高速增长，社会上流动性充裕，货币供应量指标增速均大

幅上升。3月末广义货币供应量(M2)余额为53.06万亿元，同比增长25.51%，为连续第四个月加速增长；狭义货币供应量(M1)同比增长17.04%，比上月末高6.41个百分点。同时M1、M2之间的剪刀差较上月继续收窄，表明货币供应量存量流动性倾向加大，也从一定程度上显示了企业开工或新生产的复苏，经济活力逐渐恢复。

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

自1664点始，A股出现了近50%的大幅反弹。截止到4月16日，A股静态市盈率(TTM)为22.6倍，动态市盈率为19倍左右，市净率为2.92倍，与1664点相比估值水平得到大幅提升。从A股历史估值来看，目前A股市场是由低估状态逐渐回归到一个相对合理的水平，并没有出现高位。

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

幅上升。3月末广义货币供应量(M2)余额为53.06万亿元，同比增长25.51%，为连续第四个月加速增长；狭义货币供应量(M1)同比增长17.04%，比上月末高6.41个百分点。同时M1、M2之间的剪刀差较上月继续收窄，表明货币供应量存量流动性倾向加大，也从一定程度上显示了企业开工或新生产的复苏，经济活力逐渐恢复。

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

幅上升。3月末广义货币供应量(M2)余额为53.06万亿元，同比增长25.51%，为连续第四个月加速增长；狭义货币供应量(M1)同比增长17.04%，比上月末高6.41个百分点。同时M1、M2之间的剪刀差较上月继续收窄，表明货币供应量存量流动性倾向加大，也从一定程度上显示了企业开工或新生产的复苏，经济活力逐渐恢复。

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

幅上升。3月末广义货币供应量(M2)余额为53.06万亿元，同比增长25.51%，为连续第四个月加速增长；狭义货币供应量(M1)同比增长17.04%，比上月末高6.41个百分点。同时M1、M2之间的剪刀差较上月继续收窄，表明货币供应量存量流动性倾向加大，也从一定程度上显示了企业开工或新生产的复苏，经济活力逐渐恢复。

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

幅上升。3月末广义货币供应量(M2)余额为53.06万亿元，同比增长25.51%，为连续第四个月加速增长；狭义货币供应量(M1)同比增长17.04%，比上月末高6.41个百分点。同时M1、M2之间的剪刀差较上月继续收窄，表明货币供应量存量流动性倾向加大，也从一定程度上显示了企业开工或新生产的复苏，经济活力逐渐恢复。

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

幅上升。3月末广义货币供应量(M2)余额为53.06万亿元，同比增长25.51%，为连续第四个月加速增长；狭义货币供应量(M1)同比增长17.04%，比上月末高6.41个百分点。同时M1、M2之间的剪刀差较上月继续收窄，表明货币供应量存量流动性倾向加大，也从一定程度上显示了企业开工或新生产的复苏，经济活力逐渐恢复。

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

幅上升。3月末广义货币供应量(M2)余额为53.06万亿元，同比增长25.51%，为连续第四个月加速增长；狭义货币供应量(M1)同比增长17.04%，比上月末高6.41个百分点。同时M1、M2之间的剪刀差较上月继续收窄，表明货币供应量存量流动性倾向加大，也从一定程度上显示了企业开工或新生产的复苏，经济活力逐渐恢复。

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值水平：相对合理并没有出现高位

三、估值