

A股不具备出现持续泡沫的可能

——增长收敛下虚拟经济繁荣的持续性

- 我们认为沪深股市必然与实体经济走势保持一致,我们不能期望中国的资产价格膨胀在实体经济见顶之后能够长期维持脱离实体经济的繁荣,但也并非沪深股市会完全跟随实体经济亦步亦趋。
- 我们认为沪深股市繁荣仍然存在短期内滞后于实体经济高点的可能,这将缘于流动性因素、升值因素和外资投资的增加,以及实体经济领域的并购重组。
- 在经济收敛的状况下,如果没有突发事件的冲击,我们认为中国经济将是一个高位运行和缓慢减速过程,下半年实体经济将是一个确认经济减速度的过程。
- 我们仍然坚持工业化过程中的长期主题,就是现代制造和先进服务业。价格因素将是下半年行业配置的基本线索,人民币升值相关行业、并购重组和资源整合仍将是下半年的基本热点所在。

○长江证券

一、实体经济与虚拟经济关系中的沪深股市

1、什么是股市泡沫?
 我们根据美国的情景给出了泡沫产生并延续的两种情景,一种是股市走势与实体经济走势的长时间背离,其表现为经济增速的下降和股市价格的上升,这种情况在上世纪80年代后半期一直存在。而另一种情况则是股市的增长速度远远超过实体经济的增长速度,这就是美国上世纪90年代的网络泡沫和日本的泡沫经济。对这两种情景的分别考察,显然有利于对沪深股市未来趋势的判断。

2、沪深股市能否脱离实体经济?
 美国之所以能够在上世纪80年代中期出现股市脱离实体经济的运行,被宾斯维杰(Binswanger《股票市场、投机泡沫与经济增长》,1999)解释为特定阶段的新经济现象。宾斯维杰认为,只有成熟的金融市场才可能孕育可持续性的投机泡沫。目前中国的经济虚拟化程度远远没有达到美国上世纪80年代水平,金融自由化刚刚开始,这是泡沫不会出现的基本背景。此外,中国的实体经济中仍然蕴含着大量的投资机会,资本的积累过程远未结束从而不存在实体经济动态无效的约束。正是在这样的基础上,中国的股市融资存在着大量的需求,正像我们提出的,本轮牛市是扩容的牛市,所以股市也不具有不可再生性。从这些角度看,我们认为沪深股市仍将必然与实体经济的走势保持一致。

3、资产价格膨胀的持续增长和财富效应在中国并不显著
 对于美国这样的成熟经济体而言,在实体经济的增长动力枯竭之后,资产泡沫确实能够延缓实体经济的衰退进程,从而实现在实体经济见顶之后虚拟经济仍然能够维持繁荣,但这种机制取决于虚拟经济对实体经济的推动作用的大小。研究显示,股票发行对经济增长存在着明显的正向效应,但是股票价格的上涨对经济增长的效应并不明显。股市价格的上涨则通过收入预期来影响未来消费,但对本期消费具有抑制作用。总体来看,如果单从股指上涨角度而言,对经济增长的效应是有限的,财富效应则在一定程度上存在。虽然可能在2005年以后这种情况会有所改善,但我们认为由于受到中国资本市场发展水平的约束,总体来讲沪深股市价格膨胀对经济增长的影响是有限的。也就是说,存在于美国等经济

高度虚拟化国家的资产价格膨胀的持续增长和财富效应在中国并不显著,所以我们不能期望中国的资产价格膨胀能够在很大程度上对实体经济起到反作用,从而在实体经济见顶之后能够长期维持脱离实体经济的增长。我们虽然肯定沪深股市的繁荣,但外部经济增长却在反弹,从而不会脱离实体经济走得太远,但是我们仍觉得部分因素仍会导致股市滞后于实体经济见顶,或者不跟随实体经济同步下跌,1977-1981年的日本股市就是如此。

4、小结:不必担心泡沫
 沪深股市不具备出现持续性泡沫的可能,一方面,判断沪深股市趋势没有必要担心股市会出现过度泡沫,另一方面,也不要过度乐观而忘记了股市走势与经济走势的一致性。美国的情况表明,股市价格膨胀对实体经济的反作用将使虚拟经济的增长能够在经济见顶之后继续繁荣,但这种虚拟经济繁荣的持续增长效应和财富效应在中国是相对有限的,这也同样支持我们不能把沪深股市的繁荣与泡沫和美国股市相类比的判断。不过,我们认为沪深股市仍然能在短期内滞后于实体经济高点的存在,但这些都只来源于流动性因素、升值因素和外资投资的增加,这些因素对市场趋势的影响不是最根本的。

在上述逻辑框架下,我们仍然从基本面分析入手来判断市场下半年的趋势问题,而我们认为影响市场的核心因素是企业利润和流动性问题。其中,流动性固然重要,但对经济增长拐点的判断才是决定下半年走势的关键。

二、外部环境的敏感期

1、外部经济与牛市的繁荣机制
 在我们的逻辑框架下,企业利润增长和流动性是支撑市场上升的两个宏观因素,而至少从2006年下半年以来,外部经济增长无论是对中国工业利润增长还是国内流动性都起到了至关重要的作用。

2006年下半年在投资增速持续回落的情况下,工业利润增速持续反弹。我们认为出口增长消化了国内大量产能,支撑了微观企业的利润增长,而造成这种状况的原因在于2006年下半年以来中外经济增长的不同步,国内经济增长在投资增速回落的作用下趋于回落,而外部经济体的工业生产却在反弹。所以,未来中国工业利润增速的判断显然很大意义上要倚重于出口增长从而外部经济增长。

我们再来看决定资本市场上涨

的另一个宏观因素,即流动性过剩。从2006年下半年以来的数据看,投资增速和贸易顺差之间存在明显的负相关。这并不难理解,当政府压缩固定资产投资时,便增加了国内净储蓄。同时,内需减弱导致进口放缓,而外部经济增长却在反弹,从而便体现为国内贸易顺差大幅增长。也就是说,外部经济增长的状况同样也是决定国内贸易顺差从而流动性和资产需求的重要因素。

我们正是基于以上逻辑来认识外部经济对中国资本市场的影响的,也正是基于以上的原因来分析外部经济增长的趋势及其可能对未来中国资本市场的冲击。

2、美国经济的柳暗花明
 从资产价格膨胀如何推动美国经济增长的循环机制分析,我们认为迫于通货膨胀的压力以及未来美国可能步入滞胀的困境,美联储的加息周期并没有结束。虽然加息可能导致支撑美国经济增长的唯一支撑点——资产价格膨胀带动的消费需求增长出现回落,美国经济增长很有可能也会出现上一中周期中股市繁荣破灭后的经济衰退,但是一旦通货膨胀水平能够得到有效遏制,同时也就意味着世界经济领导者的长期国债仍将会受到投资者青睐,长期国债收益率由此的回落不仅使得流动性过剩局面仍将维持,而且以30年期国债收益率为基准的住房抵押贷款利率的下降将会带动现阶段出现回落的房地产市场企稳反弹,美国经济也将在2008年面临复苏。

三、增长的收敛——繁荣后期的经济景象

在经济繁荣后期,经济增长将出现一个收敛过程。所谓的收敛就是经济增长渐趋平衡状态,而在平衡之后,经济波动性也将收敛。而随后的经济减速何时展开,如何展开,则更多的取决于外部经济的冲击。从一个国家的经济体内部而言,固定资产投资收敛和成本推进的通货膨胀将是经济中的最主要特征。

1、投资的波动周期及其收敛的内生机制
 一切经济周期研究的逻辑起点都是固定资产投资,凯恩斯理论认为资本边际效率的周期性变动是经济周期波动的主要原因。所以,资本边际效应下降导致的固定资产投资波动是经济周期研究的人手点,也是看待当今中国经济的逻辑起点。

根据周期长度的经验值,中国固定资产投资内在衰减期8到9年

计算,中国的固定资产投资本轮周期从1999年四季度低点起算,到2006年以后开始进入收敛过程,至2007年以后可能产生低点。实际上,根据我们对前几个周期波动特征的分析,我们理解收敛过程就是一个波动减弱趋近均衡的过程,所以固定资产投资在2007年的走势基本上应该还是处于窄幅波动的状况。根据现在的状况,收敛的均值应当在20%附近,而本轮周期固定资产投资的低点最可能出现在2008年。我们或许可以说,当消费类品种如酒类价格还能提升的时候,经济和市场的繁荣机制仍然没有消失,而当投资类品种如钢铁价格开始下跌的时候,可能意味着经济周期繁荣结束的先行信号已经发出。

2、生产率差异的通货膨胀
 在经济繁荣后期,通货膨胀压力往往是经济变局时期的重要特征,而且通货膨胀所导致的紧缩往往也是经济走向衰退的重要根源。于这种成本推进的通货膨胀机制,我们观察到的现象是,中国的通货膨胀更多的来源于食品领域价格的上涨。对于这种现象的思考,除了季节性因素和气候因素所导致的收成丰歉因素之外,我们在日本起飞过程中的1961-1965年也发现了类似现象,而日本的经济学家将其解释为“生产率差距通货膨胀”。所谓的“生产率差距通货膨胀”是指,一方面在大企业形成垄断的领域,在生产效率提高的同时却能够维持原来的价格;另一方面,当生产率提高,劳动力要素价格上涨之后,在那些未能提高生产率,或者生产率提高缓慢的领域,如中小企业领域,则产生了劳动力成本推动的通货膨胀。对于中国而言,这种结构性的价格推动特征已经比较明显,这种上涨趋势在2006年四季度以来基本表现就是食品价格的上涨。而根据我们对日本情况的研究,这种上涨将持续到中国的经济衰退开始。

我们应该从中国价格结构调整的高度来认识价格变动中的机会,我们觉得基本存在于两个领域,首先是种植和养殖业,这里以农产品和林业为代表。另一个是服务业中的资源类行业,主要是旅游业、公用事业中的水和煤气,以及医疗保健和个人护理。在中国经济维持繁荣,消费没有明显回落之前,农产品和林业价格的上涨将成为“生产率差距通货膨胀”期间的常态。而旅游和公用事业中的水和煤气虽然会受到价格管制,但仍然存在着成本不断推升的压力,价格上涨是必然的。

四、滞后的繁荣

1、判断股市趋势的逻辑
 当我们在4000点审视市场趋势的时候,显然不得不注意到市场估值已经不具备吸引力这个事实。但从我们对实体经济与虚拟经济关系的观察,我们发现沪深股市并不具备创造持续性泡沫的条件,所以对市场趋势的判断仍然要倚重我们对实体经济拐点的判断。所以,本文的意义不在于说明拐点什么时候出现,而是在于给出判断拐点的逻辑。

基于我们构建的逻辑思路,我们仍然认为股市的拐点决定于实体经济的拐点。对于下半年的市场,我们对趋势的判断存在两个过程,首先是如何观测实体经济的拐点,然后是在实体经济拐点上如何判断市场趋势。

2、实体经济:观测减速度的过程
 对于国内经济而言,在经济收敛状况下,观测利润和流动性的拐点实际上并非易事。因为如果没有突发事件的冲击,我们认为是中国经济将是一个高位运行和缓慢减速的过程。虽然我们曾经判断一季度的利润增长极有可能是利润增速的拐点,但是这个情况也需要经过两个季度以上的观察才能确认。所以下半年实体经济将是一个确认经济减速度的过程,但是我们无从判断对市场的收缩程度。

3、虚拟经济:滞后繁荣不会走得很远
 但是对于虚拟经济的趋势问题,在我们的逻辑内,我们仍然认为它会受到实体经济减速与治理通货膨胀的货币政策的影响,从而繁荣程度必然会受到实体经济变化的抑制。不过根据我们对日本经验的理解,流动性因素、升值因素和外资投资的增加可能使股市在经济减速过程中仍然滞后于实体经济拐点和繁荣,但是这种繁荣不会走得太远。

4、升值和重组仍是重要主题
 从实体经济经济角度而言,我们仍然坚持工业化过程中的长期主题,就是现代制造和先进服务业。考虑到中国当前的经济增长是处于中周期回落过程中的弱景气,更加均衡的增长使得没有某个行业处于特别的短缺,那么行业的利润获取将在很大程度上取决于其自身的成本转嫁能力。辨析价格在上下游行业间的传导衍生的行业间利润增长差异,是我们探寻行业超配投资价值的基本出发点,不过这些都没有什么出人意料之处。作为繁荣高点区域的持续性行情,我们仍然认为内生性增长以外的东西可能对行情走势更加重要。

我们认为在能够推动牛市延续的因素中,贸易顺差、人民币升值、外资进入、并购重组和资源整合将是牛市得以延续的基本动力,所以我们认为人民币升值相关行业、并购重组和资源整合仍将是下半年的基本热点所在。

(执笔:周金涛、钟华)

■信息评述

银监会查处八家银行信贷资金违规入市

银监会18日宣布,决定对被企业挪用信贷资金的8家银行分支机构进行行政处罚。两家企业分别通过8家银行的分支机构,借用流动资金贷款为名,将信贷资金违规划入股市。

齐鲁证券:

不明资金的违法违规入市,在一定程度上增加了市场的流动性,也形成了推动市场上行的动力。监管层从关注到处罚,显示了治理违规资金入市的决心。随后,国资委将对相关企业追究责任,也将在今后处理类似事件树立了范本。我们认为,这将有效防范资本市场风险向银行转移。同时这一事件或许只是监管层促进市场健康发展相关措施出台的开端,投资者应该注意这一事件处理所产生的警示作用对市场的影响。

兴业证券:

面对市场竞争和产品创新压力,个别银行分支机构风险控制意识弱化,以贷款发放量为主要考核目标,这种做法将为银行长期经营带来较大的风险。在资本市场深化、银行混业经营趋势明显的情况下,实行严格信贷控制和贷款用途审查,将关系到银行的稳健经营和整个金融体系的健康发展。

招商证券:

这虽然是个案,但对市场违规资金具有警示作用,具有一定威慑力。信贷资金违规流入股市应该不只这两家,具有普遍性,那么随着它们的逐步撤退,股市的资金面将受到影响,为市场在今后冲高后进行调整提供了契机。

申银万国:

银监会此次查处违规信贷资金入市,表明了监管层整顿资本市场秩序的决心。银行业是以稳健第一为经营原则的行业,银行业的稳健和安全运行不但涉及到众多储户的权益,也涉及到整个国民经济的运行。资本市场属于高风险市场,如果银行与资本市场太过密切,必然引起银行业的巨大波动。由于信贷资金违规入市只是个别现象,银监会此次处罚八家违规贷款机构,并不会对市场资金供应产生影响,相反或许能更为科学地监管银行资金入市的一个开端和契机,更重要的是,此次查处必将有利于规范资本市场的资金供应和资本市场以及整个金融体系的长期健康发展。

财政部发特别国债购汇议案下周审议

十届全国人大常委会第二十八次会议于6月24日至29日举行。据了解,财政部发行特别国债购买外汇及调整2007年末国债余额限额的议案将在此次会议上提请审议。

招商证券:

据知情人士透露,外汇投资公司运作的具体模式可能是首批由财政部发行相当于2000亿-2500亿美元的特别国债,然后向央行购买相应额度的外汇交由外汇投资公司进行投资。这是我们在年初判断长期利率将持续上升的重要原因之一。

另外,从此前“外汇投资公司”对黑石集团的投资来看,外汇投资公司的主要投资标的是以股权投资为主,关注的是资金的收益性,而非流动性,所以我们预计特别国债应当是以中长期债券为主。至于通过外汇投资公司回笼流动性,我们并不特别担忧会对流动性有过度紧缩的结果,因为央行可以通过降低公开市场操作的资金回笼力度对冲外汇投资公司的债券操作。但由于央行票据一股都是以短期为主,因此,长短期债券的一多一少,势必会促成收益率曲线进一步陡峭化。

申银万国:

由于此次财政部发行国债购买外汇与国家外汇投资公司密切相关,因此可能会对资本市场产生很大的影响。尤其需要密切关注国债发行的额度,这决定了外汇投资公司所投资的外汇额度,从而决定了影响市场资金供应的程度。

深交所规范上市公司重大合同披露

为保障相关信息披露工作的真实、准确、完整、及时、公平,深交所近日发布《上市公司信息披露工作指引第6号——重大合同》对上市公司与日常生产经营相关的重大合同的信息披露进行规范。

国泰君安:

利用内幕消息获利是全世界股市的顽疾,但是像沪深股市这样投资者对内幕消息的狂热则是不多见的,这方面极致典型就是杭萧钢构案。其实杭萧钢构案并不复杂,看杭萧钢构的成交量、股价的异动,不难发现有神秘资金的存在。这些神秘资金能踩准建仓、减仓获利,根本的原因是在我们对上市公司的信息披露监管是非常不力的,这其实是“庄股模式”能够盛行于沪深股市的关键所在。

此次深交所的6号指引抛弃以往类似法规笼统、含糊的特点,以可列明性对上市公司信息披露提出要求。如6号指引不但要求上市公司在一次性签署与日常生产经营相关的采购、销售、工程承包、提供劳务等重大合同时,严格按照指引进行披露,包括但不限于提示合同风险、介绍合同当事人、披露合同主要内容及说明合同对上市公司的影响等。还首次规定对重大合同的具体金额予以明确,即采购金额占公司最近一期经审计总资产50%以上,且绝对金额超过10亿元人民币;或销售、工程承包、提供劳务等金额占公司最近一期经审计主营业务收入50%以上,且绝对金额超过10亿元人民币。

应该说杭萧钢构在信息披露方面是比较过分的,在其股价疯涨期间公司像挤牙膏似的前后发布五份公告(一个信息分五次披露),每份都与公司股价直接相关,上市公司通过操纵信息披露来影响股价的手段非常明显。在深交所出台监管措施之后,我们也希望监管部门对那些举着神秘大合同题材、暴炒股价,使价格严重远离其内在价值的上市公司进行调查,看看有没有类似的内幕交易和假重组真庄股的违规行为,给投资者一个明确答复。

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(截止日:2007年6月19日)

股票代码	股票简称	近3月预测数	最新预测时间	2007E 净利润同比(%)	2年复合增长率(%)	2006年 PE/G	2007年一致预期			2008年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
600837	都市股份	4	6-12	1436.58	332.01	0.352	1.116	47.378	17.403	1.649	32.063	11.28
600219	南山铝业	5	6-13	659.10	217.66	0.828	0.992	23.83	8.137	1.309	18.067	5.61
000831	关铝股份	8	6-15	672.45	167.89	0.797	0.92	19.523	4.754	1.263	14.225	3.571
000815	美利纸业	8	6-8	170.02	131.20	0.641	0.507	33.526	3.131	0.995	17.085	2.661
600067	冠城大通	7	6-6	110.83	106.89	0.838	0.54	41.96	12.182	1.124	20.155	7.632
600104	上海汽车	30	6-13	227.39	93.44	0.885	0.686	24.761	3.22	0.788	21.572	2.822
000612	焦作万方	12	6-15	174.17	86.51	0.64	1.555	19.964	9.63	1.964	15.805	6.94
600087	南京水运	10	6-11	129.90	78.39	0.667	0.404	40.683	5.08	0.685	23.981	4.238
000807	云铝股份	3	6-4	134.07	70.39	0.766	0.838	22.613	10.875	1.041	18.209	12.805
600282	南钢股份	5	6-5	112.80	66.96	0.581	0.885	16.607	3.695	1.16	12.678	3.248
000878	云南铜业	12	6-6	80.78	58.48	0.697	1.688	21.75	5.89	2.419	15.178	4.317
000825	太钢不锈	19	6-12	103.17	54.17	0.637	1.424	16.856	4.868	1.666	14.409	3.927
000717	韶钢松山	3	6-12	78.60	46.82	0.513	0.556	13.136	1.664	0.669	10.909	1.448
600569	安阳钢铁	3	6-13	55.81	42.11	0.859	0.441	22.518	2.689	0.557	17.846	2.338
600005	武钢股份	33	6-11	56.61	40.50	0.56	0.811	13.706	3.133	1.038	10.701	2.432
000027	深能源 A	7	6-14	72.48	39.28	0.876	0.719	30.984	4.874	0.806	27.639	4.16

说明: 1) “最具成长性”是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出A股中未来两年最具成长性的品种。我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及PE/G来

进行筛选。同时我们已剔除了因微利、异常预测所引发的异常增长品种。考虑到研究报告的时滞问题,我们只提示近3个月有三篇以上报告的股票进行比较并予以提示。

2) 成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模板2006年初筛选的股票池在2006年度全年收益超过大盘70%以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

3) 在利用该模板进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞、各期上榜品种的调整变化状况等。这些信息上并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致预期数据库系统(CONSENSUS DATA)和上

市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)