



中期调整难免 时间将逾半年

——2007年下半年沪深证券市场展望

●构成股市新一轮上升周期的主要基础就是中国经济的发展势头和人民币升值,尤其是人民币升值对股市上

涨构成最强劲支撑。
●如果目前的财政政策和货币政策措施释放出的信号仍然无法抑制目前股市的非理性繁荣和结构性泡沫,管理层将会考虑出台更明确和更有力的措施,直至对股票市场产生实质性影响。如果正是这样,股票市场必将产生一次较大的修正。

●预测2007年下半年,市场首先展开结构性调整,公募基金配置的蓝筹品种会有较好的表现,市场高点在4300-4450点区域,后市仍然会有动力再次上试4335点前期高点,甚至会创出4450点新高。

●预测市场中中期调整不可避免,在结构性调整结束,完成对蓝筹品种充分估值后,市场最终将从结构性调整进入中期调整,调整点位预计在2700点区域附近,时间跨度在6-12个月左右。

○中国东方资产管理公司

一、宏观面:未来走势趋于复杂

1、经济指标

据5月份公布的经济数据分析,指数继续保持较强劲的上升势头,当前经济运行继续处于上行通道,但未来走势趋于复杂。

根据央行年初设定的目标,今年CPI的增幅上限应控制在3%以内,3%成为央行加息的警戒线。按照市场最新的预测,6月份CPI在5月3.4%基础上继续上扬不可避免,而3.5%将成为铁定加息的高压线。中国经济未来通胀压力较大,货币紧缩政策压力显现。

2、对外贸易

5月份我国顺差达224.5亿美元,较去年同期增长了73%,比4月净增54.7亿美元。今年1至5月,中国贸易顺差累计达到857.2亿美元,接近去年全年中国贸易顺差1775亿美元的一半。这说明到目前为止,国家抑制出口的相关政策还没有见效。在目前国内市场吸纳能力增长比较有限情况下,高顺差状况短期内很难改变。预计今年全年贸易顺差应该达到2000亿美元以上。为了控制贸易顺差,我国还是要加快人民币的升值幅度,人民币升值比较缓慢的话,那么我国的整个外汇政策就会比较被动。

3、日元贬值

在全球主要货币对美元纷纷不断升值背景下,5月份日元兑一篮子主要货币加权平均真实有效汇率却创1985年9月“广场协定”签订以来最低水平。日元贬值的客观结果是进一步恶化了人民币国际收支不平衡,加大了人民币升值压力,并严重加剧全球失衡。今年3月份,日本对华贸易3年来首次出现顺差。

二、政策面:调控信号不能忽视

1、利率

目前,全球各地都受到加息威胁,先是欧洲央行宣布加息0.25%,继而新西兰央行也宣布加息25个基点,将利率提升至发达国家中最高8%,英国央行很可能继续加息,我国香港近期也受同业拆息高

企影响,市场一直担心迟早会加息,环球加息潮似乎已经来临。面对CPI过快过高指标、流动性泛滥压力、资产价格上涨过快过猛情况,尤其是解决流动性已成为央行主要任务,这说明中国加息周期已经来临,预计今年央行对存款利率还会加27到56个基点,存款准备金率仍再提高至12%-12.5%。利率作为一种前瞻性的手段,对于经济和股市的影响一般将滞后6-12个月左右。

2、汇率

统计数据显示,5月份人民币升值呈加速之势,当月0.74%的升值速度是中国自2005年7月开始汇改以来最大的单月涨幅。预计人民币升值将进一步加速,今年全年升值6%,明年全年升值7%。人民币加速升值对股市构成重大利好,构成股市新一轮上升周期的主要基础就是中国经济的发展势头和人民币升值,尤其是人民币升值对股市上

3、调控

在6月上旬召开的国务院常务会议上,会议就当前经济运行中存在的流动性过剩问题,提出要稳定、完善和落实宏观调控各项措施,货币政策要稳中适度从紧,其中与资本市场密切相关的主要有以下三条:1、防止固定资产投资反弹;2、控制对外贸易顺差过快增长;3、努力缓解流动性过剩矛盾;4、保持价格总水平基本稳定。这是近年来市场在坚持稳健货币政策的前提下,首次提出稳中适度从紧的货币政策取向,国务院发出了全面调控信号,特别是针对流动性过剩和价格上涨压力。预计更多的货币政策和财政政策会出台,并且随着经济运行的深化,宏观调控的覆盖范围将会扩大。

4、博弈

在5月11日证监会发出加强投资股票市场有关风险的投资者教育后,市场依然顽强上行没有理会;当上证综指进入4335点创出历史新高时,财政部上调股票交易印花税,说明管理层对4335点的市场表现出了深深的忧虑。管理层与市场的“蜜月期”已经结束,市场与管理层进入了博弈阶段。

对于调控,管理层手中的牌还有很多,再次加息和提高准备金率、取消存款利息所得税、扩大QDII、

再次调高印花税、国有股减持不再受限、严惩商业银行违规资金、蓝筹股加速发行上市、组建外汇投资公司等等。如果目前的财政政策和货币政策措施释放出的信号仍然无法抑制目前证券市场的非理性繁荣和结构性泡沫,管理层将会考虑出台更明确和更有力的措施,直至对股票市场产生实质性影响。如果真是这样,股票市场必将产生一次较大的修正。我们能对管理层发出的各种暗示无动于衷吗?

三、市场面:中期调整不可避免

1、储蓄股票化

5月份居民存款减少2784亿,储蓄存款余额同比增长为9.8%,比上月下降1.8个百分点,为历史较低水平,4.5两月净减少4458亿元,储蓄存款下降速度加快。这显然和火爆的股市有关,火爆的股市吸纳了居民较多的银行存款。在股票市场收益较高情况下,储蓄存款对利率的敏感性减弱。由于牛市格局没有根本改变,短期内储蓄分流局面不会明显改变,储蓄活期化和证券化(股票化、基金化)趋势仍将继续。目前,A股保证金余额约为1万亿,它支持的流通市值是5.7亿,如果不考虑资金流出,居民储蓄净流入1000亿,流通市值将增加10%。

目前A股总市值已达17万亿左右,加上在香港上市的国企市值7万亿,中国资本市场总市值已达到24万亿左右。而2006年GDP是22万亿,居民资产证券化率已经达到110%,接近美国现在的水平。日本和韩国在20世纪80年代股市泡沫顶峰的时候,证券化率曾经一度达到160%。根据中国改革基金会国民经济研究所副所长王小鲁课题组的研究报告,2005年全国城镇居民收入中没有统计到的隐性收入总计约4.8万亿元,相当于当年GDP的26%,中国实际收入差距要远远大于统计数据显示的水平。按此简单推算,2006年GDP是27万亿,居民资产证券化率将达到90%。鉴于我国还有很多企业没有上市,如果计算上半年大盘蓝筹的回归和接下来企业的不断上市,我国的证券化率水平将会不断攀上新高。

2、新股发行

大盘蓝筹股回归加速,其中建行

90亿A股回归,将于8月23日召开股东大会审议。以6月15日建行H股价格计算,筹资额有望达到430亿元人民币。预计下半年,中石油、中移动、联想等优质大盘蓝筹会陆续在A股市场发行上市。

3、市盈率

5月23日,上证综指4173点,对应市盈率43.83倍,若市盈率达到50倍,则上证综指约在4600点左右,市盈率达到60倍,则上证综指约在5500点。假设2007年全年上市公司每股收益在2006年基础上增长20%,按2007年业绩预测,40倍市盈率对应上证综指在4400点,60倍市盈率对应上证综指在6600点。上海和深圳股市历次高点市盈率大致都是55-60倍水平,通过对应各国和地区股市市盈率率比较研究,60倍市盈率水平基本是一轮牛市的高点,个别行业个股甚至达到100倍以上市盈率。

流动性泛滥导致的结果使资金过快向集中涌入股市,市场在极度高涨情形下很容易使本该5年的行情在2-3年内走完。值得思考的是,市场果真如此演变吗?

4、增量资金

按照每天两市2000亿元的成交量计算,每天股市需要上缴印花税12亿元。印花税与佣金、IPO不同,佣金、IPO抽走的资金要么能换一种形式进入市场,要么能够为市场带来更高的估值,而印花税则是净流出。目前股市资金或许已经从非常充裕转化为比较充裕了,甚至略有收紧了。

印花税提高以后,A股新增开户数从5月28日的38.53万户滑落到6月5日的16.21万户。由于管理层及诸多媒体风险提示的作用,股东账户开户人数开始减少,已经由高峰时的日均30多万户回落到20万户左右,新股民进入速度开始放缓,也预示着股市资金流入开始减少。

5、走势展望

预测下半年市场在宏观面和政策面作用下,首先将展开结构性调整,公募基金配置的蓝筹品种会有较好的表现,券商和私募基金配置的蓝筹品种将继续在高位盘整,QFII基金被动持仓,前期被反复炒作的没有真实预期和业绩支撑的个股将由此率先进入中期调整。我们认为市场高点在4300-4450点区域,后市仍然会有动力再次上试

4335点前期高点,甚至会创出4450点新高。但是,市场中中期调整不可避免,在结构性调整结束,完成对蓝筹品种的充分估值后,市场最终将从结构性调整进入中期调整,调整点位预计在2700点区域附近,时间跨度在6-12个月左右。

建议投资者逢高减持,或调整持仓结构,配置防御性品种,重点可考虑金融、地产、消费和资源类公司中价值被低估的品种。

四、他山石:再以时间换空间吗

历史不会简单重演,但历史却有借鉴之处。

1、日本股市

1985年9月,日美等国家共同签署了“广场协议”,日本承诺日元升值和改变经济结构。当时日本市场资金充盈,同时实体经济持续快速增长,充盈的资金加之对未来的整体乐观预期,为资产价格泡沫形成准备了必要条件。日本日经平均指数从1985年底的13000点升至1989年底的历史最高38915点。1990年1月21日,日经平均指数受美国紧缩银根影响,股指开始下降,3个月左右的时间里股指下跌约28%。中间虽有反复,但总体为下降趋势,到1992年8月中旬,股指已降至14309点,接近泡沫开始时的13000点。日本进入了长达十余年的萧条期,日经平均指数降至8000点,跌幅逾79%。

2、台湾股市

20世纪80年代末的台湾股市是由散户投资者拉动,拥有极重的赌博心理。台湾加权指数从1987年开始于1039点,在1990年2月10日达到最高点12495点,市盈率达到70倍。随后出现大幅下跌,8个月后至1990年10月1日跌至2560点,台湾股市泡沫破灭。从台湾情况来看,1987-1990年间的三年泡沫出现了两次为期3个月的调整,调整幅度在50%左右。

3、史为鉴

从日本股市和台湾股市来看,尤其是台湾股市,我们可以得出如下结论:1、受惠于本币升值。2、经济繁荣。3、资金极其宽松。4、散户拉动,投机心态严重。尤其是台湾这波牛市在技术上作了完美的表现,令人叹为观止。

上证综指自2005年6月998点起步,截至2007年5月创下4335点新高。期间在1620点和2620点附近在创出历史新高后并没有展开调整,仅是以时间换空间的形式进行强势横盘整理,没有出现一波牛市中所进行的规律性调整,也没有出现台湾牛市中的调整。那么在上证综指达到4335点,进入中期敏感区域4230-4450点后,市场还会像前两次一样,以时间换空间进行强势横盘整理吗?

(执笔:曹建华)

■信息评述

允许境内机构投资者投资境外证券市场

中国证监会20日公布《合格境内机构投资者境外证券投资管理办法》和相关通知,《办法》和相关通知将于7月5日实施。

国信证券:

QDII试行管理办法的出台可视为管理层市场化调控市场的步骤之一,也是综合治理流动性过剩的手段之一。市场受新入市资金推动迭创新高,估值水平大幅抬高,特别是与H股等周边市场相比,A股市场明显存在估值压力,QDII的全面推行将带来较大的心理压力。尤其是在大幅提高证券交易印花税之后,H股市场不仅是“估值洼地”,而且也成了“交易成本洼地”,其对于A股市场的资金分流预期较为强烈,而且事实上已经吸引了A股市场的部分资金。QDII的推行主体集中在基金和证券公司,无论是基金发行还是集合理财,均会对基金和券商的业务发展带来新的机遇。

中金公司:

我们认为,《试行办法》对证券公司短期影响有限;国内证券公司如果开展QDII业务应该主要集中在香港市场,因为多数证券公司对海外市场了解有限;在目前国内A股市场火爆异常情况下,多数投资者获利丰厚,导致国内投资者缺乏投资于海外的动机;在人民币正处于长期升值过程前提下,投资者更愿意持有人民币来避免货币贬值风险;在开展QDII业务之前,证券公司首先需要向外汇局申请QDII额度,其额度很有可能会受到限制,预计证券公司的QDII额度会低于证券投资基金。长期看,《试行办法》将对证券公司资产管理业务产生长期积极影响。目前合格的9家创新类证券公司中,中信证券和光大证券各项指标都达到要求,而且在香港也拥有分支机构,应该可以较快拿到相关资格并开展QDII业务。

申银万国:

该《办法》的出炉是市场期待已久的。值得关注的是,《办法》对机构投资者资格的量化规定显示了监管层的谨慎态度,并且要求机构投资者在投资海外市场时切实防范风险,保护投资者利益。因此,可以判断,随后将会有后续措施陆续出台。我们认为,QDII推广有两个目的和作用:第一,帮助境内机构投资者分散风险,参与全球资产管理业务,在国际竞争中强化自身的管理水平;第二,在流动性过剩背景下,QDII范围扩大作为一种缓解流动性过剩的手段,能够起到一定程度的作用。但是,QDII产品的推出对于国内股市资金分流的作用有限,更多的是一种长期的、参与国际金融市场竞争的作用。

股票基金首超储蓄成居民首选

日前,央行在全国50个大、中、小城市进行了2007年第二季度城镇储户问卷调查。调查结果显示,居民购买股票和基金意愿空前高涨,而储蓄和消费意愿连连走低,股票基金首次超过储蓄存款成为居民首选,改变了以往依次为储蓄、消费的习惯排序模式。

海通证券:

目前我国个人投资者占基金总规模的55%左右,与美国90%的比例相比相差甚远。我国个人基金投资仅为3000亿左右,而居民储蓄存款突破15万亿,这与美国家庭基金投资占金融资产20%仍有一定差距。同时我国个人投资消费与程度不高,虽然目前居民逐渐增大,但与美国半数家庭参与基金投资不可同日而语。综上,我国个人基金投资者参与度仍有待提高。

天相投顾:

城镇居民储蓄意愿下降,对央行提高存贷款基准利率反应平静,我们认为最为主要的原因是股市持续活跃,实际利率仍然偏低。调查结果也验证了我们前期的观点,即目前的货币紧缩政策还不足以改变居民储蓄分流的倾向。我们认为短期内由于收入水平的提高,消费快速增长的惯性趋势仍然存在,但是居民消费意愿持续下滑与社会消费品零售总额增速之间的背离关系是否延续值得我们关注。而在市场不同的发展阶段,股指上升对于居民消费到底是存在推动作用还是挤出效应还需要通过今后的市场变化去检验。

申银万国:

此次调查结果在意料之中,日后这种情况恐怕还会延续下去。原因有二:第一,我国逐步进入温和通货膨胀时代,在目前名义利率水平下,实际利率为负。而上证综指今年已经上涨超过70%,很显然,与储蓄相比,购买股票和基金的确定性收益要大很多。第二,随着我们的理财意识逐渐觉醒,居民金融资产的配置比例将逐渐发生变化。从发达国家的经验来看,我国居民持有股票和基金的比例还处于很低的水平。从目前情况来看,即便是取消利息税或者加一次息,恐怕也很难解决储蓄分流问题,流动性过剩将在一段时间内成为常态。

■外行评点

摩根士丹利:紧缩政策最早本周末到来

摩根士丹利报告称,自上周国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议,研究当前经济工作的突出问题以来,这是中国政府部门采取的第一个具体政策举措,这显示“中国政府将开始新一轮宏观紧缩周期”。报告表示,目前很难准确估量这次出口退税削减涉及的总金额以及它对出口总量的影响。

报告认为,在财政部调整出口退税政策后,未来几周内可能还会有其他相关政府部门,如央行、国家发改委等,陆续出台更多的政策措施,以同温家宝讲话的基调保持一致。上述形势,尤其在中国股市已完全从提高印花税政策公布以来的回调中恢复过来,并且在近几个交易日开始向新高冲击之际,令货币紧缩政策的出台更迫切,此前猪肉价格上涨引发的通货膨胀已让央行承受了升息压力。为此,报告重申,货币紧缩政策的出台已是迫在眉睫,最早可能在本周末到来。

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	6.20收盘价	目标涨幅%	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期	
								EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE
000550	江铃汽车	国信证券	推荐	6-19	25.4	16.21	56.69	0.75	21.613	0.94	17.245	0.774	21.597	0.918	18.2
000568	泸州老窖	中信证券	买入	6-18	60	39.11	53.41	0.68	57.515	1.2	32.592	0.633	67.913	1.018	42.254
600031	三一重工	海通证券	买入	6-19	63.35	42.41	49.38	1.81	23.431	2.33	18.202	1.162	36.659	1.372	31.032
002022	科华生物	联合证券	增持	6-19	38.32	25.79	48.59	0.511	50.47	0.649	39.738	0.481	54.878	0.615	42.919
600978	宜华木业	中金公司	推荐	6-20	50	33.82	47.84	0.73	46.329	1.1	30.745	0.693	50.549	1.006	34.833
000042	深长城	东方证券	买入	6-18	40	27.08	47.71	1.48	18.297	1.84	14.717	1.305	21.449	1.681	16.655
000568	泸州老窖	申银万国	增持	6-19	56.5	39.11	44.46	0.6	65.183	0.96	40.74	0.633	67.913	1.018	42.254
000550	江铃汽车	平安证券	强烈推荐	6-18	23.4	16.21	44.36	0.78	20.782	0.89	18.213	0.774	21.597	0.918	18.2
000895	S双汇	联合证券	增持	6-19	43.6	30.37	43.56	1.07	28.383	1.38	22.007	0.993	30.587	1.245	24.387
600104	上海汽车	招商证券	强烈推荐	6-18	25	17.98	39.04	0.79	22.759	0.93	19.333	0.693	26.033	0.797	22.634
600066	宇通客车	华泰证券	买入	6-18	35	25.53	37.09	0.82	31.134	1.18	21.636	0.789	34.029	1.013	26.483
000157	中联重科	天相投顾	买入	6-20	52	39.81	30.62	1.166	34.142	1.748	22.775	1.161	33.688	1.548	25.259
000039	中集集团	天相投顾	增持	6-20	40	31.14	28.45	1.35	23.067	1.68	18.536	1.221	26.358	1.409	22.836
600009	上海机场	安信证券	买入	6-13	52	41	26.83	0.92	44.565	1	41	0.942	42.89	0.951	42.489
600096	云天化	海通证券	买入	6-18	35	28.64	22.21	1.32	21.697	1.59	18.013	1.219	23.141	1.543	18.275
600096	云天化	中银国际	优于大市	6-18	35	28.64	22.21	1.177	24.333	1.4	20.457	1.219	23.141	1.543	18.275
000039	中集集团	银河证券	推荐	6-15	38	31.14	22.03	1.25	24.912	1.5	20.76	1.221	26.358	1.409	22.836
000402	金融街	中信证券	买入	6-18	40	32.8	21.95	0.7	46.857	0.8	41	0.663	52.986	0.804	43.698
000568	泸州老窖	联合证券	增持	6-19	47.6	39.11	21.71	0.67	58.373	1.01	38.723	0.633	67.913	1.018	42.254
601600	中国铝业	中银国际	优于大市	6-13	28	23.08	21.32	0.81	28.494	0.69	33.449	0.91	25.355	0.9	25.641
600418	江淮汽车	中银国际	优于大市	6-15	13.7	11.34	20.82	0.4	28.35	0.68	16.676	0.434	26.322	0.58	19.705
600572	康恩贝	国泰君安	增持	6-13	32.4	26.92	20.36	0.59	45.627	0.72	37.389	0.602	44.741	0.726	37.084

说明:

1)“目标涨幅巨大”最直接地表达了研究员对企业的估价认识,目标价与现价差异也从侧面代表了研

究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。

2)以上研究成果只反映卖方

机构研究员的认识,并不代表市场以及买方机构投资者的观点,在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性,同时也需要注意区分研

究员的研究水平、注意卖方机构观点出后市场的反应情况等。因此,我们同时给出一致预期数据,这一更能代表市场平均预测水平的指

标,将对您的投资提供新的依据。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)