

全球牛市可能终结 A股调整更趋复杂

过去的一周乃至更长的时间里,由于次级债危机的屡次“发作”导致全球证券市场有加速下跌趋势。上周美国三大指数全面下跌,日本和欧洲市场亦全面普跌。与此同时,沪深A股市场上周双双下跌284点和510点,幅度高达5.34%和3.05%,两市合计成交量为4964亿元,较前周萎缩1000余亿元。

从全球角度看,始于2003年的本轮牛市行情大有终结可能,其导火索就是将全球股市再次拖入崩溃边缘的次级债危机,而牛市终结者很可能是持续走弱的金融指数或金融股的下跌。目前种种迹象让全球投资者不寒而栗,日本等股市已经显露出了“熊市”特征。次级债危机对A股市场的影响我们认为也许不会过于猛烈,但这无疑将延长A股市场中调整的时间并加大其调整空间。我们对调整不是太深的银行股表示担忧,也许风险的伤口将从这里裂开,愈合的时间会拉长。

○ 德邦证券研究所

一、四迹象显现全球牛市(2003-2007)可能终结

1、次级债危机回顾

我们还清楚地记得始于年初的次级债危机发展到8月份导致世界大多数地区的流动性一夜之间消失,各国央行对银行体系的紧急巨额注资延缓了次级债危机的全面爆发。

简单回顾美国次级债危机历程:1早在2007年2月13日,美国抵押贷款风险开始浮出水面。汇丰控股为美次级房贷业务增18亿美元坏账拨备,美国最大次级房贷公司Countrywide Financial Corp减少放贷,美国第二大次级抵押贷款机构New Century Financial发布盈利预警。此时次级债问题并没有影响到虚拟经济体的资本市场;2 3月13日,New Century Financial宣布濒临破产,道指跌2%、标普跌2.04%、纳指跌2.15%,这是次级债危机第一次直接冲击证券市场;3 7月10日,标普降低次级抵押贷款债券评级,全球金融市场大震荡,欧美股市普跌;4 8月1日,麦格理银行声明旗下两只高收益基金面临25%的损失,欧美股市全面暴跌,其中道指跌2.1%、标普跌2.7%、纳指跌1.31%;5 8月9日,法国最大银行巴黎银行宣布卷入美国次级债,全球绝大部分股市再次暴跌,金属原油期货和现货黄金价格大幅跳水;6 8月11日,世界各地央行48小时内注资超3262亿美元救市,美联储一天三次向银行注资380亿美元以稳定股市,全球市场出现大幅震荡;7 8月14日,屋漏偏逢连夜雨,以沃尔玛和家得宝为首的数十家公司相继公布次级债危机蒙受巨大损失消息,美股很快应声大跌至数月来低点,是日美国、欧洲和日本三大央行再度注入超过720亿美元救市,亚太央行再向银行系统注资,各经济体推迟加息,当天除了A股市场上涨外,全球股市无一幸免,全线大跌;8 8月15、16、17日次级债危机达到一个高峰,特别是8月16日随着美次级债危机恶化亚太股市遭遇9·11以来最严重下跌,A股也不能幸免。在整个次级债危机不断深化过程中,各国政府施以援手对金融体系不断注入资金。截至8月17日,美国共注资880亿美元、欧洲注资约为2889.4亿美元、日本注资275.79亿美元、澳大利亚注资72.06亿美元、加拿大注资37亿美元。第一次次级债危机就这样在世界各国央行联手巨额注资努力下得到拯救,暂时缓解了危机的爆发。

2、财报表现和日指破位或是牛市中终结先兆
幸运的是各国央行注资挽救了

全球性的金融危机,但不幸的是就在第三季度陆续发布财报空档,次级债危机持续地对金融板块形成巨大冲击,从而拖累世界资本市场走弱,再次将世界金融市场带到了崩溃边缘。与此同时,美联储调低本国未来几年的经济增长预期对投资者产生近乎恐惧的焦虑,中长期看全球牛市(2003-2007)的终结似乎近在眼前。

大投资银行再次成为次级债危机的最大受害者,也成为全球金融市场注目的焦点。美林、高盛、花旗和摩根大通等超级大银行不断地计提因次级债危机而出现的减值损失,就连汇丰控股也再次对次级债投资进行32亿美元的投资计提减值。随着各大银行季报的公布,金融市场不断遭受次级债危机打击。在11月20日当高盛调降花旗集团评级后证券市场整体再度疲软,这一消息使市场相信不良投资将导致更多的资产减值情况出现,从而再一次引发了投资者抛售投资银行和券商等金融股。没有人能够说清楚次级债危机到底会带来多大的损失,也没有人能够预计次级债对全球金融体系将产生多大的打击。金融股的全面退守已经成为全球证券市场的常态,并殃及股市。11月21日,美国股市重挫,道指跌幅超过200点,欧洲股市亦全线重挫;澳洲股市跌至近9周最低点;韩国股市中科技股和金融股大幅杀跌;日本日经指数跌至16个月收盘低位;而恒生指数未能承接20日午市升势,低开回压持续,曾大挫逾1200点;11月22日A股市场也遭重创,银行等金融股集体领跌市场。

全球上市公司三季度财报陆续公布的整个过程中,金融市场完全陷入次级债危机。截至上周末收盘,世界主要股指均已与8月17日的最低点咫尺之遥,而日本市场早在两周前就已跌破8·17”最低点15244点,成为第一个长牛转熊的大型资本市场。这是全球资本市场可能转熊的迹象之一。

3、信用体系破坏动摇牛市中根本
次级债危机源于美国为了延缓经济衰退而采取极端的鼓励消费政策,特别是贷款买房消费的宽松货币政策,以刺激经济持续增长。然而由于债务人的低还款能力易造成违约致使借款人损失,其中最大的受害者便是大银行。次贷贷款公司的倒闭和银行不断计提减值拨备导致银行信誉江河日下,金融股的暴跌造成金融指数不断退守,金融板块的暴跌大有终结全球牛市迹象。基金研究机构瑞柏指出,多家金融巨擘公布在次级债及相关交易上的巨额损失,其幅度超出估计,并认为最坏的情况尚未出现,令市场信心

再度转弱。加上近期欧美等国家公布的数据显示经济下滑趋势,若未来投资者的信心及经济继续恶化,企业盈利能力将进一步下降,将对股价造成更大的下调压力。

次级债危机是过度滥用借贷来刺激消费以推动经济持续增长的恶果,它有别于9·11”事件引起的金融危机。如果我们将9·11”事件引起的全球金融危机称为“意外”损失的话,对经济而言次级债危机所引起金融危机是实实在在“经营”不善引起的经济损失,是一种信用体系破坏所引起的。所以9·11”危机可以由经济自身恢复运行逐步消除,而目前这种次贷损失只能靠长期的经营不断改善和信用体系恢复来消除。且在改善和恢复正常前世界经济必须为此支付巨大的成本和等待相当长的时间。因此,此次金融业的惨跌可能不是短时间内可以恢复的,种种迹象表明金融股很可能是本轮牛熊转折的关键点。从美国银行指数的退守可以看出,一旦银行股指数如果不能守住上上周低点——约90点的关键支撑位的话,可能会导致银行股的进一步下跌,进而推动华尔街几乎所有指数跌破今年8·17”低点的概率加大,从而终结2003年来的牛市的可能性加大。因此,信用体系破坏导致金融指数即将跌破90点的支撑位将是长牛终结的迹象之二。

4、日元套利交易或成牛市中终结帮凶

日元套利交易机制加剧了世界金融市场的持续动荡。日本长期实行的低利率政策催生了世界最大规模的套利交易,而这种交易一旦碰到市场持续下跌或大幅震荡,其快速变现直接导致市场加速下跌或更大幅度的波动,因此世界金融市场的大起大落相当一部分原因是由于庞大的日元套利交易造成的。目前融资套利规模到底有多大各方计算不一,《华尔街日报》引用日本外汇分析师的数据是:所有日元套利交易的价值大概在1700亿到2200亿美元之间,另一个数据是全部套利交易的总价值约为3400亿美元。另有分析人士估计,目前活跃在亚洲股市的投机资本大约有三分之一以上的可能是来自日本的,即国际投机者从日本“借”出钱投向中国、韩国、印度等新兴市场国家股市。大规模的机构和个人借低息甚至无息日元投资世界资本市场,而一旦世界资本市场有风吹草动,出现像目前这种持续下跌状况或者大幅震荡状况,这些套利交易者便会大规模变现资产,从而急剧加大市场下跌或造成更大幅度的市场震荡。国际投资大师索罗斯认为日元套利交易是造成今年A股市场2·27”大

震荡引致世界资本市场大跌的罪魁祸首。在目前因次级债危机导致的世界资本市场大跌的关键时期,日元套利交易最可能的选择是变现资产,规避风险,因此这种大规模的变现加速世界资本市场下跌概率增大,并最终可能助推本轮牛市的终结。此为世界牛市行情将结束的迹象之三。

5、资源泡沫破裂或成牛市中终结推手

资源价格高涨可能刺破导致资产膨胀后的泡沫破裂之风险无处不在。大宗商品特别是国际油价和金价的不上涨抑制消费者的需求和打击投资者的信心,并推动通货膨胀,对全球经济产生严重危害。近期我们观察到国际期货中的铜、铅、锌等商品期货价格出现了持续大涨后的快速回落。以铜为例,经过前期暴涨后近期价格从最高的8250美元左右快速暴跌至6500美元,下跌幅度超过20%。与此相关的资产出现了更大幅度的暴跌,如A股中江西铜业(600362)和云南铜业(000878)同期下跌超过40%。我们认为大宗商品价格持续快速上涨造就资本市场资产价格短期快速积累巨大的泡沫,一旦出现相反方向,资产泡沫将快速破灭。目前原油和黄金持续快速大涨一定程度上提升了市场对相关业务公司的泡沫成分,高原油价格的破灭很可能造成泡沫的快速消失,从而造成市场大幅快速下跌。因此资源价格持续快速上涨可能是加速本轮全球牛市中终结的迹象之四。

2、A股步入熊途概率还不小
即使世界资本市场本轮牛市中结束,但A股市场跟随世界证券市场步入熊途的可能性不大。一方面我国贸易顺差持续,结汇制不断地被动释放流动性的同时增加中国本来就已经极为庞大的外汇储备。另一方面由于中国国力的不断上升,预期人民币升值的资本以及国际热钱通过各种方式流入国内,也不断增加国内的外汇储备。由于经常项目和资本项目持续顺差、持续增长的缘故,中国外汇储备还将不断膨胀,被动释放流动性使中国已经成为并还将继续成为全球流动性汇聚之地,充裕的流动性足以支持A股近年来的牛市行情,况且我国经济仍然是世界上增长最快的国家之一。此外,明年的奥运会也将成为中国经济的另一个支撑。所以我们认为A股牛市随世界市场进入熊市概率不大。

二、全球牛市中终结使A股中期调整更趋复杂

1、A股市场调整时间可能拉长
首先,A股市场并非全球金融市场的熊市,全球牛市一旦步入熊途,A股牛市将注定承受巨大压力。由于前期大盘蓝筹股急速上涨吹起的大盘蓝筹泡沫已经处在快速消除中,一旦世界证券市场在金融指数或者说在金融股持续下跌后出现牛市终结,则A股蓝筹泡沫消除将更进一步。一方面由于石油、石化、有色金属、钢铁煤炭等周期性的权重

行业在第一波调整中短期内泡沫得到快速的部分消除,后续调整压力相对减小,但是另一方面国内银行业直接受次级债危机影响的中国银行、工商银行和建设银行等超级权重蓝筹将成为调整主角。据6月末的统计显示,中国银行投资于次级住房贷款抵押债券(MBS)的规模为89.65亿美元,债务抵押债券(CDO)为6.82亿美元,两者合计近100亿美元。工商银行、建设银行、中信银行在MBS的投资分别为12.29亿美元、10.6亿美元和300多万美元。中资银行虽然均宣称自己在美国MBS或CDO的投资损失较少,影响有限,但从次级债危机的严重程度看预计太过保守,真正的损失可能远不止区区几十亿元人民币。而且由于银行等金融股在第一波调整中的跌幅相对有限而易于成为市场调整的焦点,因此,银行股可能是拖长A股调整时间的最大源头,这从上周金融板块的走势可见一斑。

其次,次级债危机的爆发很可能导致美国内需萎缩,经济增长放缓,进而打击我国出口行业并降低相关企业的盈利前景。摩根斯坦利亚洲区负责人斯蒂芬·罗奇等专家认为,美国经济增长率每下降一个百分点,中国出口额就会减少6%左右。当然相反的意见认为美国经济增长放缓对中国影响不大,央行行长周小川11月21日在南非约翰内斯堡说,受美国次级住房抵押贷款市场危机影响,中国对美国的出口可能适当放缓,双方的贸易不平衡问题可以得到适当缓解,但这对中国经济影响不大。为了应对美国消费适度下降,中国出口企业可以在产品出路上尽量寻求多元化,多考虑世界其它市场,一些产品可以考虑内销,中国政府也可以多鼓励扩大内需,这就能够较好地解决对美国出口减缓给国内经济带来冲击的问题。我们认为危机的爆发肯定会影响中国经济的增速,从而减缓微观层面公司的利润增长,并对A股牛市中形成制约,因此这可能成为目前A股市场调整时间变长的又一原因。

2、A股步入熊途概率还不小
即使世界资本市场本轮牛市中结束,但A股市场跟随世界证券市场步入熊途的可能性不大。一方面我国贸易顺差持续,结汇制不断地被动释放流动性的同时增加中国本来就已经极为庞大的外汇储备。另一方面由于中国国力的不断上升,预期人民币升值的资本以及国际热钱通过各种方式流入国内,也不断增加国内的外汇储备。由于经常项目和资本项目持续顺差、持续增长的缘故,中国外汇储备还将不断膨胀,被动释放流动性使中国已经成为并还将继续成为全球流动性汇聚之地,充裕的流动性足以支持A股近年来的牛市行情,况且我国经济仍然是世界上增长最快的国家之一。此外,明年的奥运会也将成为中国经济的另一个支撑。所以我们认为A股牛市随世界市场进入熊市概率不大。

总之,我们认为即使全球本轮牛市中结束,A股市场就此步入熊途的可能性尚不大,但中期调整的时间乃至幅度将变得更加复杂,A股此波中期调整很可能时间更长且幅度更深。

(执笔:陈东、吴炳华、张帆)

■ 信息评述

中央政治局召开会议分析当前经济形势

中共中央政治局27日召开会议,分析当前经济形势,研究明年经济工作。会议指出,2008年要坚持稳中求进,保持经济持续平稳较快协调发展,把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务。

东方证券:

政治局会议为明年的经济政策走向定了基调。可以看出,明年的政策总体仍会偏紧,物价、节能减排和固定资产投资增长将是调控政策的重点指向。其它还需要注意的政策,包括会议提出的合理调整国民收入分配,深化企业、财税、金融、价格、行政管理等方面的体制改革等。国民收入分配的调整会对未来经济增长格局产生影响,而我们预期明年财税改革也会有一些大的动作,如资源税改革、成品油价格改革、物业税改革等。

海通证券:

从这些公开表述来看,中央最高层依然把解决经济中体制性和结构性矛盾,改善民生作为施政重点,因此我们预期2008年的基本医疗、义务教育和住房保障等方面将继续有较快的实质性推进。宏观调控方面,最高层已经把控制通货膨胀、防止经济过热置于明确的重要位置。这一方面反衬了当前经济过热的某种风险,也预示着政府将采用包括行政手段在内的一切必要措施来抑制经济过热。

光大证券:

在即将召开中央经济工作会议前,中央对当前的经济形势把脉定调,当前经济偏热,经济热度来自于内外不平衡。外部不平衡主要是出口占GDP的比例一直攀升至44%,高额的贸易顺差导致外汇占款比例居高不下,导致国内流动性过剩;内部不平衡主要表现在固定资产投资增速过快,10月份固定资产投资同比增长30.7%,1-10月固定资产投资增长26.9%,大大高于年初预期。不协调的是消费对经济增长的拉动作用小于投资和出口,10月份社会消费品零售总额8263亿元,同比增长18.1%。1-10月累计社会消费品零售总额72090亿元,比去年同期增长16.1%。

此次会议给未来的宏观调控定调,明年防止经济过热目标排在第一位,防止明显的通货膨胀在第二位。具体的调控主要以货币政策为主,如加大信贷调控力度,进行产业结构调整。财政政策为辅助,如改善收入分配,提升内需等。可关注由此带来的投资机会和影响。

齐鲁证券:

当前经济发展态势良好,应该说这是经济又好又快发展的坚实基础。国民经济运行中长期积累的一些突出矛盾和问题依然存在,经济增长有由偏快转为过热的趋势。尤其是今年以来,CPI持续高位运行、价格结构性上涨所带来的通胀压力未有明显缓解。本届政府一直重视改善民生和促进社会和谐发展,我们认为,加强和改善宏观调控、优化经济结构、提高经济增长质量,进而推动经济又快又好发展将成为政府工作的重中之重。

天相投顾:

根据我们的分析,在食品类价格带动CPI上升的同时,10月份CPI分项数据显示,消费类和服务项目类价格也有显著上升趋势。另外,生产资料价格上涨,未来人力成本的提高以及国际上大宗商品价格的上行压力,流动性过剩情况下资产价格的高涨,这些因素都对未来物价水平的上涨带来进一步的压力。未来防止经济转为过热、控制全面通胀和投资过快增长、继续收紧流动性依然是政府调控的重点。

联合证券:

会议引人注目的将防止通货膨胀作为宏观调控的首要任务,预示四季度以来从紧的货币和信贷政策在明年上半年将得到持续贯彻。一方面,预期银行、房地产等信贷依赖行业短期内将继续面临回调压力。另一方面,多途径缓解通胀压力的政策构成中,加快金融创新、拓宽企业融资和居民投资渠道,扩大股票、基金、债券等供给,也将是疏导流动性的主要手段。意味着保护居民的投资积极性,2008年资本市场稳中求进的政策格局大致确定。

会议继续把节能减排作为转变发展方式、优化经济结构的重要抓手,要求严格控制固定资产投资过快增长。同时提出完善消费环境,扩大消费需求,并再次明确服务业、高新技术产业和装备制造业作为积极发展方向的要求,预示资本市场结构性转变机会将深化。

■ 信息评述

“硬约束”指标为节能减排护航

国务院近日批转节能减排统计监测及考核实施方案和办法。按照部署,能耗降低和污染减排完成情况纳入各地经济社会发展综合评价体系,作为政府领导干部综合考核评价和企业负责人业绩考核的重要内容,实行严格的问责制。

海通证券:

考核实施方案和办法也是确保完成“十一五”规划环保指标的重要步骤。按照“十一五”规划,到2010年,单位国内生产总值(GDP)能耗降低20%左右、主要污染物排放总量减少10%。

从数据来看,2006年我国GDP总量占世界的比重为5.5%,但能源消耗、钢材和水泥消耗却分别占世界的15%、30%和54%。单位资源产出水平仅相当于美国的1/10,日本的1/20,但单位GDP二氧化碳和氮氧化物排放量却是发达国家的8至9倍,环境恶化和资源短缺已经构成了我国经济可持续发展的“硬约束”。在节能减排“硬约束”指标的背后,彰显中国这个曾经为高速增长付出沉重环境和资源代价的国家的坚定决心:用更科学的发展方式提高能源利用效率、减少污染排放、恢复社会与自然的和谐发展。显然,国家推动节能减排的工作力度将影响我国未来几年的产业结构调整。

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:11月1日-11月27日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	报告类型	发布时间	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期		目标价	11.27收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
600066	宇通客车	中投证券	推荐	深度报告	11-21	0.82	34.646	1.14	24.921	0.77	37.62	1.092	26.522	38.00	28.41
002193	山东如意	中信证券	无	新股研究	11-20	0.51	--	0.69	--	--	--	--	--	--	--
600436	片仔癀	天相投顾	增持	点评报告	11-19	0.67	48.06	0.92	35	0.696	46.452	0.917	35.25	--	32.20
600736	苏州高新	兴业证券	推荐	点评报告	11-16	0.41	36.415	0.85	17.565	0.402	37.585	0.804	18.785	25.50	14.93
002196	方正电机	中信证券	无	新股研究	11-13	0.38	--	0.55	--	--	--	--	--	--	--
002180	万力达	中信证券	无	新股研究	11-12	0.84	32.024	0.93	28.925	0.794	35.834	0.918	31.005	--	26.90
600240	华业地产	兴业证券	推荐	点评报告	11-12	0.4	41.075	0.81	20.284	0.41	40.951	1.045	16.067	24.30	16.43
002182	云海金属	兴业证券	无	新股研究	11-11	0.476	36.954	0.631	27.876	0.411	45.164	0.576	32.254	--	17.59
000751	锌业股份	兴业证券	无	点评报告	11-8	--	--	--	--	0.239	66.082	1.109	14.265	--	15.94
600129	太极集团	平安证券	强烈推荐	深度报告	11-6	0.38	37.816	0.775	18.542	0.465	31.591	0.785	18.713	23.00	14.37
600595	中孚实业	兴业证券	推荐	点评报告	11-6	1.15	22.043	1.45	17.483	1.107	23.324	1.379	18.724	43.50	25.35
601857	中国石油	中金公司	推荐	深度报告	11-5	0.793	41.047	0.937	34.739	0.825	40.899	0.93	36.314	--	32.55
000882	华联股份	中金公司	推荐	一般报告	11-5	0.08	152.25	0.46	26.478	0.08	142.5	0.46	24.783	13.60	12.18
601857	中国石油	中投证券	无	新股研究	11-2	0.93	35	1.07	30.421	0.825	40.899	0.93	36.314	32.10	32.55
600038	哈飞股份	中投证券	推荐	深度报告	11-1	0.33	70.424	0.45	51.644	0.33	64.03	0.45	46.956	20.00	23.24
000982	S*ST雪绒	长江证券	谨慎推荐	点评报告	11-1	--	--	0.19	82	-0.395	-39.425	0.19	82	--	15.58

说明:
“首次关注”品种由于市场认知度不高往往非对称信息体现得较为

明显,在知情者交易向公众化交易过渡过程中黑马频出。我们从两个角度追踪它们的动向,一是利用机构研究

报告明示出具的“首次关注”为筛选逻辑,但应注意到的某机构出具的首次关注品种可能已是其他机构早

已纳入关注范畴的品种;二是从全部卖方机构的研究成果中筛选出一个周期内第一次被机构纳入研究范围

范畴的品种(即首篇报告)。
(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)