责任编辑:姚炯/美编:陈泥 邮箱:yyjj@ssnews.com.cn 理财热线:021-38967596 Reports Gall - O - 图 图 O Par 会 wax @

虑实背离下资产物价将持续双膨胀

—2008 年 A 股市场投资策略报告

⊙江南证券金融研究所

一、资产和物价双膨胀下的投 资选择——江南的逻辑

我们秉承从金融视角分析宏观 经济运行的宗旨,将中国经济体看 作一份资产, 以资产定价的基本原 理来分析资产的价格变化。依据实 体经济竞争力获取的收益作为现金 流来贴现, 从而理解实体经济与金 融资产的关系。实体经济和虚拟经 济的相互作用形成了产业周期和金 融周期,以产业周期为基准,以金融 周期为参照,可以清晰地把握投资

人口红利以及较低的生产成本 提高了实体经济的溢价,实业投资 加速了中国的工业化。在国内财富 形成的初级阶段,工业品出口的现 金流入支撑着国内资产价格重估。 在原有管制条件下, 现金流不能参 与到资产部门中, 而只能积累在银 行或海外。当金融管制放松、汇率改 革触发这些"迷失的货币"和国际上 大量热钱参与到资产重估的时候, 在制度性条件支持下,引起资产价 格上涨。当虚拟经济体对货币吸纳 尚存在着空间时,流动性过剩只引 起资产价格膨胀, 而当资产重估对 实体经济的影响逐步显现时,部门 之间、国际之间成本传递的累积效 应便会启动,于是资产与通货双膨 胀局面便开始形成。

市场的开放与分割程度直接决 定着双膨胀的进程,也左右着产业周 期与金融周期的变换。国内制造业所 赚取的美元和国际上小型流动热钱 的涌入是第一次冲击。国际上大的 对冲基金、投行等的进入是未来更 大的冲击。随着资本市场开放,国际 冲击带动的资产部门膨胀将更为明 显。金融周期是围绕着产业周期进 行波动的,不论是真实的投资还是 热钱, 进入中国的借口都是旨在分 享中国实体经济的潜在收益。当这 种潜在收益变小或者消失时, 国际 冲击将会消失得无影无踪。也就是 说,如果资产重估越来越推高了可贸 易工业部门成本时,国际竞争力的下 降势必引发现金流入的不断下降,则 资产重估的支撑就会出现问题。

在产业周期与金融周期自我强 化过程中, 宏观经济中的虚实分离 直接影响着投资者的决策。宏观分 析的目的在于通过充分分析信息来 描述中国经济资产的价格变化,并 细致地描述金融周期对资产风险、 收益与流动性的影响。这些影响分 别来自于国内、国外的政策变化,它 们既包括短期的政策操作也包括长 期的制度建设。它们直接影响到社 会财富,我们的任务只不过是向投 资者指明存量财富、增量财富与资 产的不同配置,从而获得风险最小 化约束下的高收益。

二、宏观经济:消费支撑、投资虚 实背离、外部冲击下经济持续增长

(一) 2008 年经济指标预测及

政策走向

2008年中国经济增长将继续 沿着高速平稳的道路前行,由于当 前资产与物价双膨胀的相互演化正 在继续,确定的现金流人高估了资 产价格,也推动了经济增长。我们预 计 2008 年 GDP 增长相比 2007 年 将有所回落,为11.3%。

物价方面,我们认为2008年上 半年将进入到5%的温和通货膨胀 区间。由于产能过剩,恶性通货膨胀 不可能出现,全年 CPI 将会达到 4.7%。虽然实体经济的虚实分离开 始出现,但是资产重估进程并没有 结束,预计2008年股票和房地产等 资产价格最高升幅将达到50%。

2008年人民币将继续升值,汇 率浮动比率将扩大到8‰,美元兑 人民币 2008 年底升值到 1:6.6 左 右。随着奥运会的临近,中国的国际 化进程将会加速,资本项目会局部 试点开放,国际热钱将加速涌入。在 政府换届完成后,新的政府发展计 划将重新启动,投资大幅放缓的可 能性不大。

为了控制全面通膨,控制资产 价格飙升,政府将会实施:

(1)从紧的货币政策:预计央行 最多将一年期存款利率提高 54 个 基点,年利率达到4.41%,而加速人 民币升值被寄望于成为抑制输入型 通货膨胀的杀手锏。货币政策的重 要变化还表现在资本市场的创新建 设上,其一,港股直通车将会开通红 筹股将回归,其二,股指期货等金融 衍生品的推出,其三,推出创业板;

(2) 稳健的财政政策:2008年 的财政政策首先表现为政府转移支 出的增加。在双膨胀背景下,财富效 应引致了居民真实购买力的下降, 政府要补助这部分人。这包括提高 养老金补助, 水电煤气补贴等。其 次,开征物业税抑止资产价格膨胀。 其三,两税合一,内外资企业享受相 同的国民待遇。其四,政府将会继续 降低出口退税率,鼓励进口限制出 口。其五,政府会加强住房改革,对 于限价房与廉租房的建设将会加强。 其六,为了支持日益增大的转移性支 出,2008年国债发行量将会提高。

(3)积极的产业政策:当前我国 在面临不断上涨的物价同时,还面 临着产能过剩问题, 而产能过剩很 大程度上是企业生产成本低下造成 的。我们预计 2008 年政府将调整与 节能减排相配套的资源价格,加强

(二) 2008 年经济典型特征: 后工业化与工业化并进,财富支撑

2008 年中国经济将出现一个 明显特征: 主要经济区进入到工业 化后期,财富支撑增长时代开始来 临。中国改革进程实质是一个工业 化、城市化与市场化的过程,一般认 为工业化创造财富,城市化积累财 富,市场化分配财富。

中国区域发展的不平衡,使得中 国存在后工业化、工业化后期、中期、

初期、前工业化时期等不同的工业生 态。在全国统一市场内,不同生态区 必然进行产业与财富转移,这对中国 的意义极其巨大。当中国的内部市场 扩大到足以不依赖于外部市场的时

候,中国资产价格将会被国内累积的

财富而不是国际游资所支撑。

后工业化时期的来临意味着财 富支撑增长的开始,后工业化时期 的消费升级以及工业化后期等城市 化的完善, 带动了财富与产业的转 移,带来了大量的投资机会。另一方 面农业生产的工业化特征也非常明 显,以猪肉为例,工业化生产的特 征、重农政策边际效用的递减等决 定了其导火索的鲜明特征。由此我

膨胀不止,物价上涨不止。 (三)经济增长的因素解析:消 费支撑、投资虚实背离、外部冲击

们可以得出结论:工业化不止,资产

预计 2008 年的经济增长态势 可以概括为消费持续支撑、投资虚 实背离、外部冲击加大。

(1)消费支撑:预测 2008 年消 费名义增长率达到 20%以上,真实 增长率可达到13%。资本市场不仅 为生产整合提供了流动性保障,同 时也为消费提升作出了贡献。但另 一方面,持续的通货膨胀加大了收 入分化,影响着消费能力的提升。如 果政府能够通过税收与转移支付方 式很好地完成财富转移, 那么物价 上涨引起的分配效应便不会是负向 的。这意味着政府必须加快以公用 事业为代表的体制改革。

(2)投资虚实背离:在2008年 从紧的货币政策作用下,预测 2008 年投资增长速度将会下降到 25%以 下。自主性的投资一直是近五年来 投资的主要特征,虽然有人认为企 业的自筹资金很大程度上是银行信 贷资金的变种, 但是不可否认工业 化后期财富的积累使得企业有了更 多的自由资金。另一方面投资结构 将会发生变化, 因为虚实背离比较 严重,实业投资将会下降,虚拟投资 将会加大力度。我们判断房地产投 资将会反弹,资产重估远远没有结 束,2008年房地产投资增速可望达 到 35%。

(3)外部冲击:外部冲击突出表 现为美国次按危机以及国际能源与 资源价格高位运行。次按危机使得 美元流动性泛滥,美元贬值势不可 挡。其首先使得我国大量的外汇储备 不断缩水,同时使得以美元为基准定 价的大宗商品价格有进一步上涨空 间。传导至我国可能会引发成本推动 型的通货膨胀,这对于本已经处在通 胀状态的我国经济无疑是雪上加霜。 另一方面,次级债引发美国降息,使 中美利差不断缩小,打压了我国的加 息空间,使我国政府不得不逐步加大 人民币的升值幅度,间接对我国宏 观经济政策的独立性产生影响。此 外,次按危机可使得美国消费减少 从而减少中国的消费, 使得中国必 须将政策转向启动内需。

(四)虚实背离引发资产、物价

双膨胀

中国目前的投资风险在干虑实 分离。

(1)虚实分离的表现:虚火上升 肌体受损

实体经济的弱化表现在微观主 体的行为便是放弃实体走向投机, 上市公司投资收益占利润总额比重 的变化清晰地反映出这一趋势。我 们预计 2008 年企业利润同比还会 向上,但是环比将会下行,很多企业 将会破产。兼并收购重新成为行业 整合主题,产能过剩的制造业首当

实体经济在弱化过程中, 受到 国际能源与资源价格的强烈冲击, 将催化国内成品油定价机制的市场 化改革,进一步加大企业的生产成 本。国际上纸浆、煤炭、有色金属等 资源与能源价格的冲击将会持续, 但国际需求的下降有可能缓解这种

(2)实体经济的弱化:宏观调控 伤害了实体经济

双膨胀下,不合理治理伤害了 实体经济, 如连续加息并没有抑止 投机,相反却损害了真实消费,并让 市场产生了房子越来越贵的预期。 目前的税收制度对于实体经济的激 励是负效应的,对虚拟经济则是正 效应。而另一方面,自2006年以来 政府对出口退税机制的改变降低了 企业的竞争力。随着政府对劳工保 护加强,最低工资收入、劳保福利等 制度的实施, 准税收又增加了企业 负担。因此,为了缓解实体部门生产 成本上升压力,最核心的政策应当 是减税、激励企业创新。在此基础上 加大资本市场优化资源的机制建 设,保持中国实体经济活力才是中 国经济增长可持续的根本。

(3)虚拟经济的强化:双膨胀的

实体经济的弱化是相对于虚拟 经济的强化而言的,资产与物价的 双膨胀必然导致实体经济的弱化。 在中国汇率升值和城市化加速发展 过程中, 资产重估引致的资产价格 膨胀不会局限于资产部门, 它正在 很快地传导到实体部门。

首先, 汇率升值和城市化进程 中资产重估带来的成本传递效应在 国际因素的推波助澜下, 可贸易工 业部门加工成本的提升速度和潜在 上升势头不小。其次,农业部门的成 本也不断提高,导致一些农产品价 格走高。再次,受成本推动,中国第 三产业部门的长期"价格压抑"在逐 步释放,如水、能源价格都是如此。 服务业潜在的价格上涨不仅仅受到 工资成本推动, 更重要是受到土地 使用等资产价格上升的成本推动, 这一潜在的压力是未来价格上涨的 主要推动力。

(五)财富推动增长下的资产

财富推动增长下的资产配置要 注意以下问题:第一,明确财富增长 的动力,并把握财富动力变化的时 机,第二,必须关注财富缩水带来的

更多精彩内容请见中国证券网股票频道 http://www.cnstock.com/stock/

我们在前面的论述中明确了财 富增长的动力有二:一,后工业化与 工业化并存引致的消费升级、产业 升级以及产业转移带来的地方政府 进行城市化的基础设施投资, 这是 真实的红利创造。二,资产与物价双 膨胀带来的资产价值高估,决定这 一高估的机制仍然存在。人民币升 值、优质红筹股票回归、资本市场创 新没有结束,国有资产注人刚刚开 始,因此,财富增长没有问题。

财富可能的缩水在于虚实分离 引致的红利消减以及资金推动增长 的不可持续性,这种可能在2008年 底前基本不存在。相反,虚实分离引 致很多企业破产,资产重组的结果 是出现大型的优质企业,投资选择

三、A股牛市运行与行业配置

(一)支撑和制约本轮股市发 展的线索

我们认为支撑本轮股市上涨主 要有三个因素:其一,宏观变量发生 变化,即汇率升值;其二,金融市场 发生变化,即金融创新、私有化、股 改对价和股指改造;其三,金融市场 结构发生变化,从供给上看是优质 股票的上市,从需求来看是机构投 资者的大发展,居民储蓄搬家引发 基金爆发式增长。

而对本轮股市形成打压的因素 主要有两个:其一,估值因素,高估 值下业绩增长速度一旦出现放慢迹 象就带来股价重估;其二,全流通市 值的逐步释放。

(二)2008年的股指运行区间 到了2008年,可以预见到汇率 升值加速、股指期货和创业板等的 推出,以及红筹股回归都将会给市 场带来新的制度性套利收益。从 2008年全年来看,股市将会在4300 点至6400点范围内震荡,但由于资 金推动和红筹股回归造成的股指改 造,亦有可能突破7000点。

(三)行业配置建议

建议超配的行业——金融、交 通运输设备制造、工程机械、航空、 机场、水泥玻璃建材、钢铁、食品饮 料、电信服务、电力、通信设备制造、 化学原料及制品制造行业。

建议标配的行业——房地产 煤炭、零售业、电器机械制造、医药 生物、普通机械制造、造纸印刷业、 铁路运输。

建议低配的行业——有色金 属、建筑业、水运、社会服务、计算机 软件和硬件。

(四)基金配置建议

高风险爱好者可选择:50ETF、 红利ETF、博时主题、万家公用、巨 田资源等。

低风险爱好者可选择:融华债 券、国泰金鹿、银河收益、富国天利、 长盛中信等。

(执笔:魏凤春、康海荣、赵侠、

■信息评述

沪深两市总市值突破 32 万亿元

沪深证券交易所最新统计数据显示,2007年12月 28 日两市总市值突破 32 万亿元,报 327140 亿元。

齐鲁证券:

从 2006 年 12 月 29 日收盘 2675.47 点到 2007 年 12 月 28 日收盘时的 5261.56 点,2007 年上证综指全年共上 涨 96.66%, 其中 2007 年 10 月 19 日创出了年内最高点 6124.04点。股权分置改革以来,A股市场持续火爆,向上 势头不断得以确立和巩固,这是基于国内经济持续快速 发展、上市公司质量持续得以提高以及市场体制逐渐完 善的背景。就目前的经济发展态势来看,虽有过热趋势, 但在政策调控作用下依然会保持良性发展势头,这给今 年 A 股市场的持续发展提供了动力,也是我们继续看好 A 股市场的根本原因。

去年税收超过 4.9 万亿元同比增 31.4%

国家税务总局局长肖捷在近日召开的全国税务工作 会议上表示,2007年是改革开放以来税收收入增长最快 的时期之一,2007年全国税收收入完成49443亿元,比 2006年增加11806亿元,同比增长31.4%。

税收收入的快速增长当然离不开依法治税的工作成 绩,但税收增速连年超过 GDP 和居民收入增速,将难以 避免对企业投资和居民消费的挤出效应,这种态势也印 证了此前关于中国税负过高的争论。联系到我国 2007 年 国有企业税后利润将达万亿的事实,我们担忧中国经济 增长中收入分配的结构性失衡状况并没有得到明显缓 解,即在包括政府、企业、居民的三部门经济中,居民收入 份额越来越小,而在国有(包括国有控股)和非国有企业 中,国有企业的收入份额越来越大。这种结构性失衡将 影响中国经济的长远健康发展,我们预期,2008年我国 政府的转移性支付力度将进一步增大,但如何在初次分 配领域中形成一种良性机制,以促进收入分配的均衡化 仍是一个巨大挑战。

尽管国家税务总局还没有公布更详细的明细数据, 但是从我国税收结构和去年上半年的各具体税种税收收 入增长贡献来看,税收收入可能主要和内外资企业所得 税和增值税的增长有关,这两类税收的增长对税收总额 增长的拉动作用应该在一半以上。由于税收收入是我国 财政收入的主要来源,占财政收入的比重为95%左右。在 税收收入大增的情况下, 财政收入有望超过 5.1 万亿元 再创新高。

税收增长、财政实力增强既然是经济高速增长、企业 效益改善的反映,也凸现了国民收入分配过于向国家倾 斜的弊端。在推进经济增长方式转型背景下,预计2008 年国家将采取更多地措施对不合理的税收制度进行改 变,譬如合并内外资企业所得税制度、提高个人所得税起 征点等。尽管个别行业的税负会增加,但企业和居民的 总体税负会有所减轻。与此同时,在财政收入使用方面 也将更多地向鼓励企业创新和节能环保、向民生领域倾 斜。在政策扶持下,企业将更有动力去创新,进行节能减 排,居民生活和消费也将有进一步的改善。

用多种货币政策加强流动性管理

央行行长周小川在官方网站上发布的新年贺词中指 出,央行今年将实行从紧的货币政策,运用多种货币政策 工具加强流动性管理。

天相投顾:

今年加息空间有限,考虑到今年从紧的货币政策基 调,央票和 RRR 紧缩的力度不会低于 2007 年 80%的水 平,因此今年央票净回收规模保守估计将在2万亿元左 右,而我们大致计算今年到期央票在2万亿元左右,因此 今年新发央票大约为 4 万亿元,大大高于 2007 年的紧缩 规模。因此,也不排除今年在紧缩流动性压力下,央行继 续推出其它创新型工具,同时货币政策也呼唤更深层次 的结构性改革。在外汇占款规模过大情况下,也有必要 进一步鼓励国内资本走出去。同时在加息受限等因素影 响下,促使人民币实际汇率上升可能是央行的一个选择, 以帮助抑制国内通胀水平。我们认为人民币升值仍将遵 循自主性、可控性、渐进性原则,人民币升值的幅度和快 慢取决于居民消费替代出口对经济增长贡献程度,即汇 率改革不能降低经济增长和就业水平。我们预计 2008 年 人民币升值幅度在7%左右,如果通胀形势在政府多管齐 下情况下仍然较高,那么不排除加快人民币升值步伐, 使升值幅度接近10%。

■行业评析

2008年粮食出口将征收暂定关税

2007年12月30日,财政部发布了《2008年我国对 原粮及其制粉征收出口暂定关税公告》, 称从 2008年1 月1日至12月31日,我国将对对小麦、玉米、稻谷、大 米、大豆等原粮及其制粉共57个8位税目产品征收5% 至25%不等的出口暂定关税。

联合证券:

政府此次出台征收出口关税政策的意图很明确,即 是要增加粮食作物的出口成本,引导粮食向国内供给,以 稳定国内粮价。此项政策也是前期紧缩性粮食出口政策的 延续:从2007年12月20日起,取消小麦、稻谷、大米、玉 米、大豆等84类原粮及制粉产品的出口退税。10月1日 我国宣布对进口大豆实行为期3个月的暂定关税,税率由 3%降为1%。从降低进口关税,到取消出口补贴,再到征收 出口关税,政策动机是一致的,都是通过鼓励进口和限制 出口来增加国内市场供应。我们认为尽管 2008 年农产品 涨价压力仍在,但在2007/2008年度增产以及相关政策 支持下,2008年粮价稳定运行拥有很好基础。

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:2007年12月10日-2008年1月2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-致预期		2008-致预期		□ += /∧
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	目标价
000605	*ST四环	兴业证券	无	点评报告	07-12-28					-0.462	-42.567	-0.462	-42.567	
000026	飞亚达 A	中金公司	推荐	深度报告	07-12-26	0.26	61.577	0.42	38.119	0.26	61.577	0.42	38.119	20.00
600816	安信信托	兴业证券	无	点评报告	07-12-26					0.013	2,424.62	0.04	788	
601601	中国太保	中信证券	无	新股研究	07-12-25	0.94	52.606	1.21	40.868	0.887	55.766	1.204	41.072	63.80
601601	中国太保	中金公司	无	新股研究	07-12-25	0.75	65.933	1.09	45.367	0.887	55.766	1.204	41.072	
002202	金风科技	兴业证券	无	新股研究	07-12-25	1.2	117.042	2	70.225	1.213	115.794	1.886	74.46	
002202	金风科技	中信证券	无	新股研究	07-12-24	1.21	116.074	2.47	56.862	1.213	115.794	1.886	74.46	
601999	出版传媒	中投证券	无	新股研究	07-12-20	0.163	124.172	0.205	98.732	0.186	108.754	0.218	93.027	8.50
600350	山东高速	长江证券	推荐	点评报告	07-12-20	0.334	29.91	0.466	21.438	0.327	30.54	0.405	24.641	12.00
000755	山西三维	招商证券	推荐	深度报告	07-12-19	0.91	41.736	1.48	25.662	0.916	41.459	1.366	27.801	40.00
002182	云海金属	中投证券	强烈推荐	深度报告	07-12-18	0.38	73.5	0.86	32.477	0.402	69.542	0.658	42.458	28.00
600350	山东高速	兴业证券	推荐	点评报告	07-12-17	0.33	30.273	0.41	24.366	0.327	30.54	0.405	24.641	12.00
002199	东晶电子	中信证券	无	新股研究	07-12-14	0.43	59.302	0.55	46.364	0.433	58.836	0.553	46.095	
002200	绿大地	兴业证券	无	新股研究	07-12-14	0.731	67.989	0.966	51.449	0.691	71.894	0.964	51.538	
600251	冠农股份	中金公司	推荐	一般报告	07-12-13	0.14	306.857	0.26	165.231	0.148	289.401	0.478	89.874	48.00
601866	中海集运	中金公司	推荐	新股研究	07-12-12	0.28	43.393	0.36	33.75	0.279	43.557	0.346	35.164	
601918	国投新集	中信证券	无	新股研究	07-12-12	0.22	72.364	0.27	58.963	0.237	67.098	0.292	54.457	
600362	江西铜业	广发证券	买人	点评报告	07-12-10	1.69	30.154	2.45	20.8	1.546	32.963	1.855	27.478	61.30
600362	江西铜业	西南证券	增持	点评报告	07-12-10	1.58	32.253	1.89	26.963	1.546	32.963	1.855	27.478	56.00
600649	原水股份	中金公司	推荐	深度报告	07-12-10	0.22	91.409	0.55	36.564	0.276	72.828	0.574	35.032	22.74
001696	宗申动力	兴业证券	推荐	点评报告	07-12-10	0.45	52.844	0.6	39.633	0.49	48.531	0.727	32.725	23.00

"首次关注"品种由于市场认知 渡过程中黑马频出。我们从两个角度 逻辑,但应注意到的是某机构出具的 度不高往往非对称信息体现得较为 追踪它们的动向,一是利用机构研究 首次关注品种可能已是其他机构早

明显,在知情者交易向公众化交易过 报告明示出具的"首次关注"为筛选

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关注

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)

本版投资建议纯属个人观点,仅供参考,文责自负。读者据此人市,风险自担。本版作者声明:在本机构、本人所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系