

# 经济前景尚健康 震荡走高概率大

## ——2月份A股市场宏观面和投资策略分析

国泰君安证券研究所

### 一、宏观展望：一季度宏观面尚健康，市场对宏观预期更为关键

就1月24日公布的2007年宏观数据来看，中国宏观经济减速趋势已确立，目前市场分歧是2008年经济增长增速会下降多少，下降速度会有多快，以及宏观调控政策什么时候会出现松动。本轮宏观经济调整主要受“内忧外患”影响，外患是指欧美元贬值和人民币升值导致的出口下降，而内忧是指投资增速下降(受信贷紧缩影响)和通货膨胀。下面我们分别对“内忧外患”的三个因素进行展望和分析，以求勾勒出经济增速下滑的可能路径。

#### 1、出口——一季度顺差和出口增速将继续放缓

我们认为继美国经济明显放缓后，2008年欧洲和日本经济也将明显走弱，全球经济增速下滑幅度很可能超过2007年底的下滑程度。而随着欧洲经济走弱，欧元对美元也将停止升值甚至可能贬值，这意味着人民币对欧元升值将大大加速，中国对欧洲出口在2008年将有个大幅放缓过程，而欧洲正是2007年中国顺差增量最重要的来源。

随着人民币升值和外需的放缓，我们相信一季度顺差和出口增速将继续放缓。目前出口增速虽在下降，很多出口型小企业的利润已经很低，但还看不到出口型企业大面积倒闭停产迹象。也就是说现阶段出口部门的负面影响尚未大幅向其它部门，如运输(BDI船运指数已经突然大幅度下降)、原材料部门扩散，也尚未影响到消费和就业，劳动力仍处于紧平衡。我们认为，如果汇率和出口政策不做调整，这种扩散将在2008年二至三季度出现。

年14%左右的贷款增速是一个比较温和的调控措施，并不激进。2008年贷款将采取季度控制，一至四季度放贷的计划比例为35%、30%、25%和10%，与2007年一至四季度39.2%、30.7%、22.4%和7.8%的比例相比，信贷发放时间略向后推移。如果这个比例严格执行，那2008年贷款增速的高点应出现在一季度，对应2008年内投资增速高点也应出现在一季度。除了贷款波动，我们认为支持2008年一季度投资增速仍维持较高速度的理由还有：1、目前投资品价格没有出现大幅下滑，水泥和煤炭价格在上涨，钢铁受淡季影响略有下滑，但幅度不大；2、随着资本市场的深化和金融脱媒，企业越来越依赖成本相对低廉的直接融资渠道。此外，企业的留存利润也在上升，贷款占固定资产投资资金来源的比例不断下降，贷款与投资的联动性在逐渐下降。

下降，风险主要来自信贷的持续紧缩、房地产投资增速下降和出口下降对经济负面影响的扩散。我们可以看到，房地产是个高度依赖信贷的行业，我们相信2008年房地产投资增速趋势是下降的，一季度也不会太高。

3、通胀——正由货币过剩导致的需求型通胀转向成本推动型通胀

2007年12月份尽管翘尾因素为0，CPI依然达到6.5%，回落幅度低于市场预期，食品价格依然是主导因素。2008年上半年由于天气和春节因素，以及粮食库存处于低位影响，CPI很可能失控，甚至达到8%以上。下半年有可能受欧美及中国经济减速影响有所回落，但我们认为即使回落，幅度也较有限。

我们认为目前中国通胀正由货币过剩导致的需求型通胀转向成本

速下降的影响，目前存款的实际利率仍是负利率，我们相信M1在2008年初随着贷款的释放还会上升。我们认为升值对控制顺差有作用，也能对进口的原材料价格起到一定抑制作用，但是较慢的升值幅度和速度无法立竿见影的对通胀起作用。央行目前更依赖贷款控制来收缩流动性，随着通胀形势的加剧，我们预计未来更依赖贷款控制来收缩流动性，随着通胀形势的加剧，我们预计未来更依赖贷款控制来收缩流动性。

#### 4、宏观政策展望——积极的财政政策和紧缩的货币政策更能解决当前宏观困境

中国宏观政策的调整往往是滞后于宏观经济发展而不是提前，如我们预计不错，一季度的宏观数据尚健康，那么宏观政策的调整将被推迟。我们认为信贷和宏观调控的放松会在经济转型期阵痛形成以后，即经济增速下降到一个比较低的水平以后才可能看到，这很可能发生在二到三季度或之后。

此外考虑到当前的通胀，我们认为政府采取积极的财政政策和紧缩的货币政策更能解决当前宏观困境。即一方面收缩银根控制需求，另一方面为生产者提供补贴或减税以降低生产者的生产成本，以及建设政府项目刺激经济，这也是上世纪80年代初期里根采取的政策。当时里根一方面大幅度减税，一方面提高利率收缩银根，美国在经历2-3年调整后恢复了往日健康；如果中国再次放松银根，那不但无法控制通胀，还很有可能走上日本的老路。日本政府当年失误的地方就在于升值使日本经济减速的同时使用了扩张的财政与货币政策，导致了日本牛市的“下半场”，进而导致了日本经济“消失的十年”。我们相信中国不会重蹈日本的覆辙。

### 二、市场走势：4400-5200点区间内宽幅震荡，录得正收益可能性较大

宏观经济走势较为清晰，但是投资者的情绪波动在2月份市场中会有更多体现。我们试图通过对市场流动性、政策因素、市场估值水平和海外市场影响四个方面对这些不确定性逐一分析，并判断这些因素对市场的影响，从而对2月份市场走势作出整体研判。

1、2、3月份将迎来“大小非”解禁集中期，实际的解禁市值可能并不会太大，但市场增量资金持续减少，因此市场流动性可能趋紧

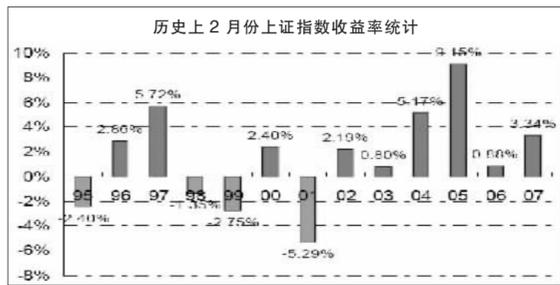
2月份将有3650亿元市值“大小非”可进入二级市场流通，是2007年以来的第二大解禁高峰(最高一次出现在2007年10月)，其中招商银行和兴业银行解禁市值达到2500亿元，占66%。从目前股价和公司性质等方面判断，我们预计这两家公司大比例减持的可能性很小，因此，“大小非减持”给2月份市场带来的压力并不会太大。

2008年以来，A股新增开户数和基金新增开户数已经企稳，说明自从去年10月份市场调整以来，中小投资者入市积极性正在恢复。基金申购虽然受市场波动而有所波动，但总的来说仍是净申购，此外大量银行的A股理财产品也在发行。

不过目前基金的申购量已远达不到2007年8、9月份基金申购最疯狂的时候，这也暗示尽管存量资金仍然充沛，而且增量资金也在涌入，但缺乏爆发力，仅凭资金面很难推动一轮大行情。

#### 2、3月前市场大幅调整的可能性很小

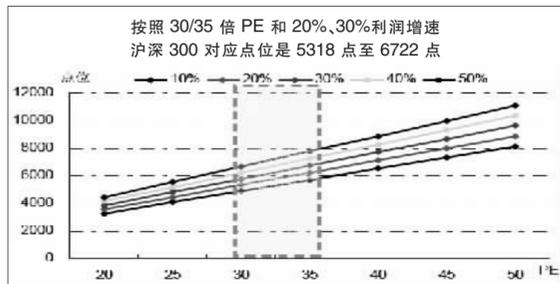
通过历史上13年的2月份上证指数收益率比较来看，共有9年上涨，占比69%，并且2002年以来，每年的2月份指数均录得正收益。我们认为这不是巧合，而是由于3月份需要一个稳定、和谐的氛围，市场对可能出台的政策有良好的心理预期，从而对大盘产生积极作用。



3、对应于市场主流的业绩预期，目前的市点位对应估值水平并不算太高，市场估值水平大幅下移空间有限

根据宏观和微观基本因素分析，我们认为2008年上市公司增速在28%-30%左右，而根据Wind统计，2008年沪深300成份股净利润增长率约为32%。即使按照我们相对保守的利润增长率30%计算，在30倍市盈率条件下(对应PEG为1)，沪深300指数2008年底的点位为5761点，较目前点位有13%的溢价，所以目前的市点位并不算太高，市场估值水平大幅下移空间有限。

根据已公布的765家上市公司业绩预告统计，我们发现80%的公司预告2007年年度业绩增加，其中“预增”占比为54%。在“预增”类别里，“预增”50%-100%的共142家，占34%，“预增”100%以上的共计185家，占45%。从业绩预告数据来看，我们对上市公司2007年业绩大幅增长较为乐观，逐步披露的年报业绩将成为支撑2、3月份行情的重要基础。



4、不确定性仍然主要来自海外，特别是欧美经济数据和政策干预的力度

我们对于2008年的欧美经济前景并不乐观，次贷影响很可能导致欧美经济步入衰退，这无疑将影响中国的出口增速。而美国采取减

息措施将进一步刺激美元贬值，带来新的全球流动性泛滥。以石油为代表的能源价格高企将致使中国出现“输入型通货膨胀”，这将使得本已陷入结构性通胀的国内经济雪上加霜。因此，我们预计2月份市场的动荡仍来自海外市场下跌和对全球经济减速的担忧。

综合以上四点，我们认为2月份市场将呈现宽幅震荡格局，震荡走高可能性更大，预计上证指数可能在4400点至5200点区间波动。在政策尚未明确前提下，市场风格可能不会出现逆转，市场热点可能仍集中在中小市值股票，应继续回避强周期行业和大市值行业。

三、投资策略：自上而下坚持两个主题

延续我们对A股上市公司盈利季节性波动规律的认识，一季度盈利利好行业集中在消费类。自上而下，我们可以衍生出2月份仍然可以持续的两个投资主题。

1、在宽幅震荡中，确定性成长更成为市场给予溢价的稀缺资源

对资本市场而言，我们认为，能够有效规避内外部经济因素变动和政策调控带来的风险，具有确定性业绩成长的行业和公司会得到投资者更多关注，理应享有相对更高的估值。因此，我们把目光转向依靠内需推动的非周期性行业，和能够顺应和受益于政府调控政策的行业。如节能减排淘汰落后产能造纸、建材、钢铁行业受益，装备制造、新能源、农业得益于国家扶持。

2、针对前面的宏观分析，2月份资产价格主题仍然可以持续

市场经济中，价格是反映市场信息和配置生产要素的最重要机制。通货膨胀是经济体内失衡的集中表现，也是其进行自我平衡的动态力

### 信息评述

#### 暴风雪对1月份主要经济指标影响明显

发展改革委报告指出，1月中旬以来，我国南方部分地区遭遇强冷空气，出现大范围降温、降雪、冻雨等恶劣天气，对公路、铁路交通、供电、供水、农业生产造成严重影响。

#### 申万万国：

1月中旬的暴风雪对中国经济影响明显，这将在2月以及3月中旬公布的主要经济指标中得到体现。

1、推高物价。由于大雪影响蔬菜采摘和交通运输不畅，鲜菜价格涨幅明显扩大。受此影响，1月份居民消费价格指数涨幅将达到6.8%左右，比上月提高0.3个百分点。

2、影响出口。暴风雪造成的供电中断、原材料断货、产成品运输困难对受灾省份生产和出口造成了重大影响。这将给一季度相关企业的出货量产生重大影响。再加上上半年经济增速明显下滑，预计一季度出口增长率将在去年四季度基础上继续回落。初步估计一季度出口增长率将回落至16.4%，比去年四季度回落6个百分点。

3、延缓投资。过去几年年初投资增长较快在一定程度上和暖冬有关，而今年暖冬变寒冬，一季度施工期将明显缩短，这将使得一季度的固定资产投资进度受到明显影响。尽管企业仍然有很强的投资冲动，但由于天公不作美，一季度固定资产投资很难出现前几年那样的反弹。预计一季度固定资产投资20.5%左右，要比去年四季度回落4.1个百分点。

#### 美联储降息50个基点基准利率降至3%

周三美国联邦公开市场委员会宣布，将联邦基金利率下调50个基点，至3.0%，将贴现率下调0.5%，至3.5%。

#### 天相投研：

美国持续降息将进一步扩大中美之间的利率倒挂利差，而根据我们的测算，1月份CPI可能达到7.4%左右，国内通胀压力短期在恶劣天气影响下进一步上升。从整个上半年来看，由于生产资料价格保持上升趋势，前期上游原材料价格也显示向下游传导迹象。另外，CPI再创新高可能也进一步增强市场的通胀预期，因此通胀压力可能进一步上升，但是中美利差倒挂使得央行加息控制通胀的选择变得很艰难。

美国经济放缓如果减少对于全球大宗商品价格需求则有利于其价格回落或者稳定，但是同时OPEC组织在2月初的会议上考虑石油增产的可能性也大大降低，因此从能源价格来看，仍然有较多不确定性，可能依然维持高位。

美国持续降息进一步加大人民币升值压力，预期全年人民币升值在7%-10%之间。

#### 德邦证券：

由于消费大幅下滑和失业率陡然攀升，美国经济衰退迹象明显，而联储在利率会后的声明中也明确表示将对市场形势的紧张和经济局面的恶化，在未来还将采取适当的行动。

但是由于目前美国核心通胀率PCE高达2.3%，而食品和能源价格上涨还将推动名义CPI继续高涨，我们不认为美联储未来还有多少降息空间，其拯救市场的手段已经接近枯竭。事实上，本次会议上也存在争议：达拉斯联储银行主席费舍尔就投票支持维持3.5%利率水平。联储在会后声明中也表明，尽管联储预期在接下来的几个季度中通货膨胀将放缓，但是联储仍有必要保持连续的对物价的监控，未来寄希望于美联储再调高大幅加息来刺激经济拯救金融市场的想法可能落空。

#### 美国2007年全年经济增长大幅下降

美国商务部周三公布的报告显示，美国去年第四季度GDP季调后年率上升0.6%，远低于三季度的增幅4.9%。美国2007年全年经济增长2.2%，为自2002年增长1.6%后五年来的最低水平，并且远不及2006年的2.9%。

#### 银华证券：

从相关统计数据中可以看出，美国去年第四季度经济急剧放缓，主要是受房地产市场下滑、消费者支出下降所致，此外商业库存清空以及海外销售下降也有不利影响。尽管美联储采取了大幅降息以及美国政府推出减税方案等措施防止经济陷入衰退，但从房地产不景气以及消费信心分析，预计美国经济将持续走低。

美国经济放缓应该是市场预料之中的，市场已经在次贷危机中消化了这一不利因素。同时尽管GDP增速仅有0.6%，但毕竟尚未陷入衰退。而在美联储数次降息救市与美国政府的一系列缓解措施下，预计市场急跌的可能性不大。

#### 今年以来再融资放“天量”

2008年上市19天以来，有26家上市公司提出再融资预案，融资金额达到2233亿元，平均每家公司融资金额为89亿元(1家公司资产置换未计算)。而2007年全年190家上市公司再融资总额为3940多亿元(已实施)，平均每家公司融资金额为21亿元。

#### 海通证券：

一级市场与二级市场的繁荣是相伴而行的。通常二级市场的兴旺会带动一级市场融资和再融资的火爆，而一级市场融资和再融资的过度又会反过来影响二级市场，造成二级市场压力，目前跌破“增发价”的上市公司已超过20家。自去年第四季度以来，动辄百亿以上的融资与再融资上市公司大量增加，2007年最后三个月再融资总额占整个年度融资总额比重高达46%，其中出现了4家百亿元融资案例。目前上市公司的融资冲动正快速升温，进入“拉升”阶段。随着跌破增发价个股的日益增多，预计这种状态也难以长时间持续。

我们认为，2008年将延续是高融资年份，再融资与IPO都可能居高不下，但再创新高可能性也并非太大。同时阶段性的高频率巨额融资尤其是再融资已引起“理性质疑”，可能进一步导致发行制度的再一次变革。

## 券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:1月1日至1月29日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	1月30日收盘价	目标涨幅(%)	EPS预期		股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	1月30日收盘价	目标涨幅(%)	EPS预期	
								2007	2008									2007	2008
600230	沧州大化	渤海证券	强烈推荐	1-11	61.80	23.38	164.33	0.46	0.96	600150	中国船舶	国信证券	推荐	1-8	390.00	214.77	81.59	5.25	8.70
600030	中信证券	光大证券	买入	1-8	173.60	65.99	163.07	3.72	4.95	000831	关铝股份	海通证券	买入	1-9	60.00	33.27	80.34	0.85	1.65
200024	招商局B	中银国际	优于大市	1-10	62.00	24.88	149.20	1.41	2.40	600362	江西铜业	中投证券	强烈推荐	1-29	82.50	46.00	79.35	1.65	2.35
000001	深发展A	国泰君安	增持	1-4	72.00	33.95	112.08	1.05	1.68	601166	兴业银行	国金证券	买入	1-21	74.32	41.49	79.13	1.75	2.48
600150	中国船舶	中信建投	买入	1-8	450.00	214.77	109.53	6.60	10.00	000002	万科A	光大证券	增持	1-8	45.00	25.60	75.78	0.74	1.55
600030	中信证券	国都证券	强烈推荐	1-8	137.00	65.99	107.61	3.57	4.57	600509	天富热电	广发证券	买入	1-9	60.20	34.28	75.61	0.27	0.63
000800	一汽轿车	招商证券	强烈推荐	1-16	46.00	22.42	105.17	0.37	0.73	600150	中国船舶	国泰君安	增持	1-18	375.00	214.77	74.61	4.65	9.41
601628	中国人寿	兴业证券	强烈推荐	1-18	78.50	39.23	100.10	1.40	1.64	601166	兴业银行	安信证券	买入	1-24	72.42	41.49	74.55	1.57	2.25
600030	中信证券	中投证券	强烈推荐	1-8	132.00	65.99	100.03	3.81	4.66	600219	南山铝业	华泰证券	推荐	1-17	43.65	25.31	72.46	0.88	1.25
000002	万科A	兴业证券	强烈推荐	1-8	50.80	25.60	98.44	0.71	1.27	000625	长安汽车	国都证券	强烈推荐	1-1	26.00	15.15	71.62	0.40	0.79
600150	中国船舶	光大证券	买入	1-8	405.00	214.77	88.57	8.00	10.40	600067	冠城大通	兴业证券	强烈推荐	1-3	35.30	20.58	71.53	0.49	1.29
601318	中国平安	兴业证券	推荐	1-21	134.00	71.10	88.47	2.11	2.63	601166	兴业银行	招商证券	强烈推荐	1-22	71.10	41.49	71.37	1.72	2.54
600150	中国船舶	招商证券	强烈推荐	1-8	400.00	214.77	86.25	5.25	8.36	600117	兴业银行	渤海证券	强烈推荐	1-14	30.00	17.56	70.84	0.47	0.84
000012	南玻A	中投证券	强烈推荐	1-24	35.18	18.90	86.14	0.47	0.90	601006	大秦铁路	国金证券	买入	1-2	35.00	20.59	69.99	0.46	0.63
600082	海泰发展	长江证券	无	1-7	28.00	15.09	85.55	0.19	0.38	600016	大秦铁路	国金证券	买入	1-23	20.64	12.22	68.90	0.45	0.73
600550	天威保变	兴业证券	推荐	1-7	85.00	46.63	82.29	0.56	1.59	600153	建发股份	银河证券	推荐	1-28	45.00	26.82	67.79	1.10	1.55

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其后市场的反映情况等，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)