

# 全球熊市已然确立 A股静待筑底反转

诸多事实已经证明始于2003年的全球牛市已经终结,虽不排除救市政策的出台,但其影响很可能仅仅是短期的。而A股也在全球股市急挫带动下演绎了复杂的长时间、深幅度的调整,上证指数由最高的6124点调整到目前的3900点左右。

当前全球资本市场正在遭受次债危机的第三次冲击,在此背景下A股承受的压力不言而喻。同时,由于防止通胀而实行的紧缩政策和再融资与大小非解禁的资金压力等促使A股调整雪上加霜。即便如此,我们对中国经济未来增长保持信心,由此带动的中国企业的高速增长依然可期。此外,政策的积极意图也非常明确,而北京奥运也近在眼前,因此,我们坚持认为4000点附近已经是A股市场阶段性的底部区域,其再下探空间已经非常有限。虽不能精确预测市场何时开始会出现真正的回升,但在目前点位盲目斩仓已经没有任何实质意义。相反,投资者可以逢低适当加大建仓力度,现在要做的应该是多点耐心,静待阶段回升。

## 德邦证券研究所策略组

### 一、全球资本市场业已转熊

#### 1、美国经济转弱已被公认

作为资本市场特别是股市基础的实体经济在遭受次债危机屡次打击后转弱迹象异常明显,尤其是世界经济引擎的美国经济已经进入衰退期。美国商务部公布的数字显示,美国国内生产总值去年第四季度增长0.6个百分点,而第三季度是4.9个百分点,经济增速如此大幅度地减缓表明美国经济正在转弱,而从最近公布的数据来看,美国经济已经基本可以确定进入衰退期。今年美国劳工部公布的报告显示,1月份美国非农农业部门就业岗位1月份减少1.7万个,是2003年夏季以来首次下降;2月份非农就业人口减少6.3万人,这一跌幅更是五年以来的最大跌幅。如果不是2月份美国政府部门就业强劲增长,非农就业人口将减少10万人以上。同时美国消费支出在减少,房屋开工量在下降,美国经济状况仍在持续恶化之中。

大部分经济学家认为,连续两个季度的国内生产总值负增长就意味着经济出现衰退。接受调查的经济学家中大约45%认为美国经济2008年将会进入衰退期。多家知名机构投资者包括雷曼兄弟、高盛、摩根士丹利、瑞银集团和美林等均已明确表明美国经济已经陷入衰退之中,只是衰退程度和时间尚无法预料。就连美国总统布什也不承认美国进入衰退期,但也不得不承认经济增长缓慢,而在其表态的前一天美联储主席伯南克就认为美国经济前景黯淡。

#### 2、全球经济跟随美国正在日趋转弱

美国作为世界经济的引擎快速转弱甚至衰退不可能不引起全球其他国家经济的转弱。欧盟财长目前忧虑美国经济一旦走向衰退对欧盟产生多米诺骨牌效应,欧委会最近一次财长会议报告预测,欧元区的13个成员国整体经济增速将从去年的2.6%放缓到今年的2.4%。欧元区经济增长放缓前景从欧洲央行一直上升的利率、近期重新上升的油价等迹象上已经可以看出端倪。这种骨牌效应同样对日本和新兴国家产生作用,以中国为例,过去美国作为中国贸易顺差的主要来源地现在已明显被欧盟和其它地区所取代,同时2月份中国贸易顺差急剧

下降到80余亿美元部分原因在于外围市场消费支出减少。因此,以美国为首的世界实体经济的转弱已经得到公认,而这是全球资本市场转熊的根本性原因。

#### 3、全球股市已经步入熊途

截至3月10日,全球主要市场几乎无一例外地地下跌,全球多数市场指数连续五个月阴线下跌,下跌幅度在12%到25%不等。即使期间,偶有反弹,但市场也很难保持连续两周的热情。综观全球股市过去五个月的走势可以清晰地看到,源于2003年的全球牛市通道已经结束。由整理的包含四大洲主要指数走势图,几乎所有的市场同步下跌,即使偶然有个别市场在某个月份或者两个月份出现小幅反弹,但总体幅度远远小于下跌幅度,过去的五个月全球市场处于典型的熊市状态。全球牛市终结导致A股也出现了大幅度的、长期复杂的调整。

### 二、A股市场的消极因素趋于明朗

1、外围市场的冲击将有所缓解 外围市场已经对A股形成三次冲击,而每次冲击都是次债危机的深入演绎。去年7、8月份,次债危机第一次集中爆发,当时对A股市场的影响有限,上证指数在冲击5000点前出现三根中阴线而结束;去年11月和12月间,随着花旗、美林和瑞银等全球几家顶级银行开始冲减巨额资产,市场发现次债危机此前仅仅是冰山一角所引发的冲击显然加快了高处不胜寒的A股调整速度和力度,短短一个月沪指便从6000点直线调整到4800点一带;最近A股第三次遭遇来自外围市场的冲击,伴随着凯雷等机构陷入资金困境以及美国最新就业数据再度令人失望等更多利空出台,全球股市接连破位下跌,这对刚刚有所企稳的A股又是雪上加霜,沪指迅速跌破4000点整数关口,而深成指和沪深300指数本周也双双跌破年线。虽然全球资本市场对A股的拖累依然没有解除,但总体上伴随美国等央行的联手注资并多管齐下的救市政策出台,外围冲击可能会逐步减缓。

#### 2、巨额再融资的负面影响有望减弱

原因有三:1、大盘蓝筹股的巨额再融资毫无疑问成为最近市场暴跌的导火索,甚至是大盘暴跌的直接原因。但与此同时,中国平安和浦发银行分别下跌40%和30%以上,这表明任何巨额再融资行为都将使市场选择用脚投票方式回应,

这也是此后大秦铁路和中国联通再融资传闻之后马上被上市公司予以澄清的缘故。因此,再融资特别是巨额再融资可能会有所收敛。2、管理层的表态表明再融资难以成行。针对近期一些上市公司的巨额再融资问题,证监会新闻发言人表示再融资绝不应该是恶意“圈钱”行为,并表示将严格审批再融资行为。3、宏观上巨额再融资难以实现。据统计,截至2月20日今年已有44家公司提出再融资预案,融资额则达到2599.28亿。加上浦发的近400亿,2003年的全球牛市就有高达3000亿元的再融资规模。以次类推2008年再融资将达到18000余亿,超过去年再融资和IPO规模总和12000亿元的50%,这显然不合实际。

3、大小非解禁压力将减轻 一方面,3月份为解禁高峰期,市场此时承受的压力最大,而过后市场承受的解禁压力将出现一定的降低。另一方面,由于市场持续走低,大小非套现动力将显著减弱。去年的统计表明总套现比重在9%,而且基本上都以上涨期间为主。此外,相当多的国家股其实是不会套现的。

#### 4、紧缩货币政策是题中之义,市场对此已有反应

早在去年12月5日中央经济工作会议就提出实行适度从紧的货币政策和稳健的财政政策,只是由于雪灾影响才在一定时期出现了权宜之计。而目前情况是通胀水平屡创新高,因此防通胀是宏观调控的首要任务。今后相当长一段时间内央行将多管齐下,提高存款准备金率、加息、适度加快人民币升值、发行定向央票等都可能成为紧缩手段。利率历来被认为是应对通胀的最有效工具之一,我们认为央行今年或加息一到两次。而由于刚刚公布的2月份的CPI略高,所以近日就很可能加息一次,这也是近期市场持续疲弱的重要原因。同时我们认为自美元进入降息周期后,中美利差倒挂且幅度在不断扩大,中国加息空间将受到制约,所以对付通胀,汇率、定向央票或存款准备金率可能比利率更具操作性。而去去年央行十次调整存款准备金率和六次加息下,由于外汇占款所引起的被动流动性泛滥依然存在,紧缩货币政策对证券市场资金紧缩效果有限。而且市场对紧缩政策已经有所预期,在股价上也有所表现。

因此,总体上我们认为目前主要的消极因素已趋于明朗,同时负面影响也基本释放,这是我们判断市场正处于构筑阶段底部的重要原因之一。

### 三、A股市场的积极因素逐步显现

#### 1、政策回暖意图明显

2月1日,尘封了5个多月的基金发行重新开闸,而这正是中国平安宣布再融资10个交易日之后。此后基金发行成为常态,截至上周末管理层一共新批基金共19个。虽然管理层反复强调并非为了救市,但时间上的巧合显示出管理层并不希望市场持续下跌。同时,这也为市场带来了实质上的增量资金,部分缓解了由于大小非减持、上市公司再融资以及新股发行带来的资金压力。预计本月新基金和次新基金的募集资金总额将接近1000亿元,加上2月份获批新基金和分拆基金也在1000亿左右,基金给市场贡献的资金量总计在2000亿元左右。另据悉,深圳、北京、上海和广州有十几家基金公司一年以上没有新基金发行,目前正等待着旗下开放式偏股基金的批准发行。一旦获批,届时市场将出现数倍于目前的增量资金从而对当前市场形成支撑。

除新基金发行重新获批和老基金拆分增资体现管理对市场呵护外,证券交易印花税调整成为第一号提案本身也表明调整印花税负备受瞩目。管理层将研究和考虑的回应的也体现了在弱势环境中,畸高的印花税率很可能在不久之后得到一定的降低。

#### 2、中国经济增长依然强劲,企业利润还将保持较高增速

虽然由于内在的从紧货币政策以及通货膨胀和外在的次债危机影响导致GDP可能出现一定回落,但近期数据显示我国经济依然向好。虽然2月份的经济数据有所放缓,但不足以证明中国经济已发生根本性的转向。而且目前尚未有机构认为2008年中国经济增长率会低于10%。政府希望的8%的增长目标应该是保守的。

另一方面,中国企业自身的良性增长依然在继续,工业企业利润增幅稳定保持在36.5%附近小幅波动。从2007年来看,虽然超过50%的业绩增长有投资收益的贡献,但主体依然是主营经营业务的增长。而且由于2008年两税合并将使绝大多数企业仅因税率调整就有超过10%以上的业绩增长,因此,综合而言中国企业的业绩依然有望保持较高增速。

#### 3、人民币加速升值有助于提升资产价值重估

从2007年的经济数据中可以解读到:仅仅由于外汇占款增加而导致的货币投放就高达3.6万

亿左右,按照年平均4.5的货币乘数计算,广义货币供应量增加达到了16.2万亿,占目前广义货币余额的40%。尽管央行进行了大量的货币市场操作,并通过十次提高存款准备金率来进行大规模对冲,但回笼的货币量仅仅只占投放量的一半左右。由此可见,不合理的汇率估值体系成为了国内流动性泛滥冲击、通货膨胀居高不下的主要原因。为了遏制通胀,我国政府在2008年不得不加快汇率形成机制改革,推动本币升值的加速进程。而随着美联储持续加息和中国央行的不断加息,目前中美利差已经由负转正,这也必将推动套利资金的流动,推动人民币升值。

综合各方面因素,今年将是人民币加速升值的一年,所以由此带来的国内资产价值重估也将处于加速进程之中,这也是A股市场未来有望走高的重要理由之一。

#### 4、奥运因素有望增添动力

纵观曾经举办过奥运会的国家地区,当地股市大都在奥运前后走出过阶段性行情甚至是历史行情。韩国汉城奥运前期,韩国KOSP指数突破700点,全年涨幅高达70%;澳大利亚在悉尼奥运会开幕前夕,澳证200指数突破3300点创出历史新高。

诚然,不同国家可能有不同的国情,但是可以肯定奥运会的举办对举办国的经济发展具有巨大的助推力。显而易见的道理就是交通运输、基建和通讯等基础性行业在奥运前夕将得到巨大投资,从而带动相关产业发展;而在奥运期间消费的旅游、食品、餐饮、金融、商业零售等第三产业将成为最大的受益板块。所以整体而言,举办奥运对迎接一个阶段性行情将起到巨大的助推作用。

因此,综合而言,各种积极因素将在未来一段时间内逐步显现是我们判断市场正在构筑阶段性底部的重要原因。

### 四、将在4000点附近构筑复杂的阶段性底部

综合分析,我们坚持认为大盘在3800-4000点附近将迎来阶段性的底部。虽然外围市场的岌岌可危至无以复加的程度,而且全球资本市场已经走熊,同时国内在CPI指数高企预期下的紧缩政策延续以及大小非解禁等不确定因素增多,但在目前点位各种积极因素将逐步显现出来,所以4000点上下存在巨大的系统性风险的概率极小,大盘在此点位附近将构筑复杂的阶段性底部。

与此相适应的操作策略不是毫无意义的恐慌性杀跌,而是应该保持冷静,等待阶段性的回升。甚至相反,应该在下跌过程中逐步建仓或加仓到六成左右,耐心等待系统性机会的出现。大盘如果出现放量长阳线,或许就不是反弹,而是开始反转。重点关注大消费类行业中的旅游、商业、农林食品、餐饮等行业。此外,适当关注与奥运有关的服务公司以及成长性的小公司的投资机会。

(执笔:吴炳华、陈东、张帆)

## ■信息评述

### 1-2月社会消费品零售额同比增长20.2%

国家统计局日前公布的统计数据显示,1-2月份我国实现社会消费品零售总额17432亿元,同比增长20.2%。

### 东方证券:

就名义同比增长速度的变动趋势看,1-2月份社会消费品零售总额增速与去年12月份持平,没有延续过去一年多持续走高势头。扣除价格因素后,1-2月实际消费额的同比增长在13.2%左右,较去年12月份回落1.4个百分点,高于去年三季度各月的水平,但低于二季度各月增速。总体来看,实际增速的变动仍然比较平稳,但是从季节因素调整后的数据看,今年1-2月份社会消费品零售名义的环比增速仅为1.2%,与去年四季度各月相比明显偏低,表明1-2月份消费增长出现了放缓。实际上,在物价指数持续走高情形下名义同比增长没有继续走高也表明了这一点。不过,我们认为这可能是受到暴雪天气的影响。在假设3月份环比增速与其目前趋势因素序列的月环比增速相当前提下,我们预期3月份社会消费品零售名义同比增长会在20%以上,实际同比增长也会在13%左右。

### 中金公司:

从消费者偏好变化看,涨价幅度较高的部分食品消费相对减少,建筑及装潢材料和家具类消费增长受雪灾影响和房地产交易量下降影响而显著滑落,奢侈品(金银珠宝类和汽车)消费则维持强劲增长。展望全年,伴随着居民收入继续保持较快增长,奥运效应以及财政对于改善民生投入的加大,消费实际增速有望继续保持强劲。我们维持今年社会消费品零售实际增长13.0%的判断,消费在今年的经济增长中将扮演更重要角色。

### 德邦证券:

目前公布的经济数据显示,剔除去年因政策波动带来的短期出口增速异常,以及春节带来的数据不可比,目前中国的出口增速正常,略有小幅回落。而国内消费的高速增长将有效填补出口小幅回落,以及未来因外部需求转冷而出现的需求缺口,对我国过度依赖外部需求的经济增长模式和经济结构有较好的改善作用。预计未来消费占GDP的比重还将进一步提高,泛消费类板块将成为2008年最重要的投资主题之一。

### 2月份新增信贷较1月份骤降

2月末,广义货币供应量(M2)余额为42.10万亿元,同比增长17.48%,增幅比上年末高0.74个百分点,比上月末低1.46个百分点;狭义货币供应量(M1)余额为15.02万亿元,同比增长19.20%,增幅比上年末低1.85个百分点,比上月末低1.52个百分点。

### 安信证券:

2月份的信贷增长并没有继续1月份大幅反弹局面,显示央行通过窗口指导方式对信贷的控制并没有明显放松迹象。事实上按照全年信贷增长36000亿,一季度占35%计算,一季度计划新增贷款约12600亿,1-2月实际新增贷款仅10492亿元,因此3月份仍然有2000多亿的额度,央行对信贷增长进行逐季控制政策并没有因为雪灾和外部经济放缓等因素出现明显改变。从实体经济角度来看,2月份CPI高达8.7%,经济面临较大的通胀压力。另外,两会之后很可能出现固定资产投资大幅增长,因此,预期央行在短期内仍将紧缩信贷投放以防止通货膨胀继续恶化和经济增长过热,而这将在短期内对实体经济和资本市场的资金面继续造成较大压力。

### 申银万国:

2月份信贷增速有所下降,但是1、2月新增信贷规模依然较去年同期高出656亿元。在政府换届和灾害重建因素等推动下,投资反弹压力依然存在,银行体系流动性过剩也使得信贷反弹压力较大。因此,货币数量控制政策依然优先,信贷额度控制不会很快放松。在上月大规模发行央票之后,后续央票继续大规模发行的可能在下降,为合理调控流动性,不排除短期内再提高存款准备金率0.5个百分点的可能。在信贷控制政策放松前,我们预期3月份信贷增长将继续回落,约为15.2%。在物价继续偏高情况下,加大货币流动性回收力度的同时,短期内也不排除小幅度加息的可能。

### 国信证券:

行政调控的效果虽然初见成效,但想维持目前成果却很难,央行在上半年内还会加强这种非市场化手段来控制各商业银行的信贷投放。全年3.6万亿新增贷款的目标中1-2月人民币各项贷款已增加10492亿元,全年调控压力依然很大。央行暂时除了行政命令调控外,难有更好的措施出台,预料暂时不会动用加息和存款准备金的紧缩手段。对于未来的货币政策走向,我们认为短期央行行动用价格型工具的可能性不大,存款准备金率的调整依然是央行目前适合的手段。随着到期央票的不断增加,央行还将逐步安排更长期的央票发行。

### 兴业证券:

年初央行副行长易纲曾表示,要保持经济合理增长所需资金需要,M2达到16%就足够了。由于通胀预期普遍上升,2008年通胀指数将很可能高于此前设定的4.8%的控制目标。2008年GDP预计约10.5%,GDP缩减指数预计将达到6.5%左右,因而要保证经济合理增长,M2可能需要达到17%左右。2月份货币供应显著下降,一是央行在2月份从公开市场大力回笼货币,共净回笼货币5410亿元。二是国际流动性收紧,外汇占款减少。三是央行和银监会月度控制,贷款增速显著下降。四是股市震荡加剧,存款回流银行明显。

央行仍会通过存款准备金和公开市场保持流动性回收力度。不过如果新增外汇储备持续减少,央行将适度减少调整存款准备金率幅度和频率;央行很有可能在近期非对称加息一次,以稳定通胀预期和存款意愿;在国际流动性收紧情况下,加速升值有利于缓解通胀输入压力和防止经济过热。

## 券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:2月14日至3月13日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	3月12日		目标涨幅(%)	报告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	3月12日		目标涨幅(%)	报告EPS预期	
						收盘价	涨幅		2007	2008							收盘价	涨幅		2007	2008
000002	万科A	兴业证券	强烈推荐	3-6	50.80	21.21	129.86	0.71	1.27	600362	江西铜业	中投证券	强烈推荐	2-25	82.50	45.83	71.98	1.65	2.35		
000001	深发展A	国泰君安	增持	3-4	60.00	25.90	122.31	1.17	1.78	600570	恒生电子	兴业证券	强烈推荐	2-15	50.00	30.28	71.23	0.68	0.96		
600030	中信证券	太平洋证券	买入	2-18	130.26	58.98	112.57	3.59	5.01	600432	吉恩镍业	中投证券	强烈推荐	3-4	165.00	91.93	70.12	3.25	4.65		
601318	中国平安	兴业证券	推荐	2-26	134.00	63.81	109.87	2.11	2.62	600117	西宁特钢	渤海证券	强烈推荐	2-18	30.00	17.66	69.59	0.41	0.86		
601318	中国平安	中投证券	强烈推荐	3-6	130.40	63.81	104.23	2.08	1.71	002048	宁波华翔	兴业证券	强烈推荐	2-22	48.00	28.48	67.95	0.54	0.86		
600028	中国石化	东方证券	买入	2-18	30.00	14.75	97.11	0.68	0.90	600019	宝钢股份	中信证券	买入	2-25	25.00	14.50	66.89	0.85	1.20		
600104	上海汽车	元富证券	买入	3-11	32.08	16.12	87.38	0.83	1.11	600801	华新水泥	中投证券	强烈推荐	2-18	52.30	29.99	66.67	0.80	1.26		
600028	中国石化	招商证券	强烈推荐	2-25	28.00	14.75	83.97	0.68	0.92	002206	海利得	平安证券	强烈推荐	3-4	51.00	28.91	65.58	0.66	1.05		
000002	万科A	中投证券	强烈推荐	2-19	40.50	21.21	83.26	0.74	1.24	002022	科华生物	中信证券	买入	3-4	65.00	39.70	62.79	0.56	0.85		
600230	沧州大化	银河证券	推荐	2-16	59.33	29.20	82.89	0.32	1.40	600111	中国航空	中信证券	买入	2-15	30.00	17.79	62.78	0.33	0.60		
600000	浦发银行	德邦证券	买入	2-21	64.50	33.30	81.95	1.26	2.22	600029	南方航空	中信证券	买入	2-18	31.20	17.94	61.99	0.49	1.01		
002097	山河智能	光大证券	买入	2-22	66.00	34.55	81.07	0.56	1.30	601006	大秦铁路	安信证券	买入	2-26	30.00	18.04	59.24	0.47	0.62		
600830	大红鹰	中信建投	买入	2-19	40.00	20.91	80.59	0.22	0.77	600801	华新水泥	元富证券	买入	3-4	49.20	29.99	56.79	0.70	1.23		
002106	莱宝高科	国金证券	买入	2-14	60.93	33.25	78.79	0.90	1.34	600005	宝钢股份	长江证券	推荐	2-29	27.00	16.40	56.34	0.82	1.35		
600485	中创信测	银河证券	推荐	3-5	28.00	15.08	77.67	0.17	0.56	002067	武钢股份	中信证券	推荐	2-15	22.81	14.13	56.23	0.21	0.67		
000157	中联重科	中银国际	优于大市	3-11	83.80	47.00	76.98	1.78	2.39	601088	中国神华	安信证券	增持	2-26	78.00	50.06	55.91	1.05	1.31		
600589	广东榕泰	海通证券	买入	2-14	24.00	13.06	75.95	0.45	0.90	600050	中国联通	德邦证券	买入	2-27	14.70	9.02	55.89	0.23	0.36		
000042	深长城	国泰君安	增持	2-18	42.43	24.17	74.18	0.78	1.38	000933	神火股份	招商证券	强烈推荐	3-4	86.00	56.50	54.32	1.70	2.30		
600005	武钢股份	中信证券	买入	2-28	30.00	16.40	73.71	0.83	1.28	000725	*ST东方A	江南证券	买入	2-27	17.25	10.80	54.02	0.29	0.55		

### 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反映了目标价与现价差异也从侧面反映了

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。

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,同时也需要注重分析

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)