

呼唤“守夜人” 避免股市“硬着陆”

●政府在成熟市场中通常充当“守夜人”角色,在金融市场发生重大波动时,政府直接而果断的干预是国际上通行的做法。

●政府及时出手干预避免市场大幅波动是必要的,一方面可以缓解市场忧虑、恐慌情绪,避免市场由于“潮水效应”出现巨大损失;另一方面,亦为市场各方赢得应变的时间,更有利于化解危机。

●我们判断,一旦中国股市硬着陆(步入熊市),中国的信用扩张(政府、企业、个人)将逆转,房地产市场硬着陆风险将急剧扩大,这将最终导致投资、消费等实体经济要素严重受损。“内外部双紧缩”将导致中国本轮经济景气大循环终结,意味中国经济发展将严重受损。

●高度重视世界经济的新情况——全球流动性过剩可能已经终结。我们认为在坚持“结构性”调整(改善经济增长方式和结构)的同时,亦要重点防范经济出现“大落风险”,必要时应及时采取正面的推动循环的扩张性政策。

●中国股市目前处于“牛熊分水岭”的重要时点,我们呼吁政府应该充当“守夜人”角色,果断采取“干预”措施,避免资本市场“潮水效应”带来的资产价格大起大落,否则将可能付出沉重代价。

◎德邦证券研究所市场策略组

一、成熟市场中政府的“守夜人”角色

政府在成熟市场中通常充当“守夜人”的角色,在金融市场发生重大波动时,政府直接而果断的干预是国际上通行的做法。

作为守夜人,在正常情况下隐于夜幕之后,但一旦出现火灾等紧急情况,守夜人则立即从幕后走向前台,成为“救火者”。政府在成熟市场中正扮演了这一“守夜人”角色:政府一般不会干预市场的正常运行,但是一旦市场出现异常大幅波动等紧急情况,政府则会果断直接进行干预。

事实上,在金融市场发生重大波动时,政府直接而果断的干预是国际上通行的做法,例如“美联储1987年股灾救市”、“香港政府1998年恒指保卫战”、“近期美国政府对股市暴跌作出迅速反应”,这与“市场经济”并不矛盾。因为金融市场“反应过度”、“自我强化、自我削弱”、“潮水效应”等特点,使在非常时期采取非常措施十分必要。

事件1:1987年美联储救市
危机情况:1987年10月19日星期三,道·琼斯指数一天之内重挫了508.32点,跌幅达22.6%,并在全世界股票市场产生“多米诺骨牌”效应,伦敦、法兰克福、东京、悉尼、香港、新加坡等地股市均受到强烈冲击,股指跌幅多达10%以上。

政府干预情况:周二白宫发表声明表示,国家经济运行状态良好,就业率处于最高水平,生产不断增加,贸易收支也在不断改善。美国联邦储备委员会主席发表了具有历史意义的讲话:“为履行作为中央银行的职责,联储准备系统为支持经济和金融体系正常运作,今天重申将保证金融体系的流动性。”这句话实际上是支持银行作为股票交易所继续发放贷款;联储准备委员会立即向银行系统注入资金已宣布必须;两家主要商业银行马上宣布降低优惠利率;银行家信托公司也表示在任何情况下都会保证客户资金需要;里根总统和财政部长贝克分别表示,这次股市崩盘与美国健康的经济是不相称的;随后美国各大商业银行纷纷降低利率。

效果:采取这些措施之后,10月20日,道指上升了102.27点,10月21日又回升了186.94点。

事件2:1998年香港金融保卫战
危机情况:1998年亚洲金融危机爆发,国际对冲基金针对香港市场进行大规模套利投机,这一投机于1998年8月达到顶峰。

政府干预情况:1998年金融风暴横扫亚洲,根据香港金融局官员分析,“大势已去”,如果港府不采取行动,恒生指数很快就会直线暴跌到4000点,银行贷款利率居于历史最高位,香港很可能在五天内“断气”。曾荫权与金管局总裁任志刚研究认为香港根基很好,随即向特首董建华提出入市决定。曾荫权为首,董建华只花了半个钟头就拍板决定直接入市干预。

效果:在1998年8月18日-28日总共10个交易日中,香港特区政府动用相当于1200亿港元的外汇储备,使用利率、汇率、股票、恒生期货等各种工具,将恒生指数上拉1169点,港府在股指期货获利约20亿港元,投机者损失估计为12亿港元。

事件3:2008年美联储应对全球“马尼拉路德金日”股灾

危机情况:2008年1月21日马尼拉路德金日,全球股市出现重挫,英国富时100指数跌5.48%,德国DAX 30指数跌7.16%,法国CAC-40指数跌6.83%,印度股市跌幅达7.41%,日经指数下跌3.9%,澳大利亚股指下跌2.9%,新加坡海峡时报指数跌幅6.0%,香港恒生指数跌幅5.5%,上证综指下跌5.14%。

政府干预情况:美国时间1月22日周二开盘前,美联储宣布紧急降息75个基点,联邦基金利率由此前的4.25%下调至3.5%。这是美国自1984年10月以来单次最大降息幅度,超过市场此前下调50个基点的预期。

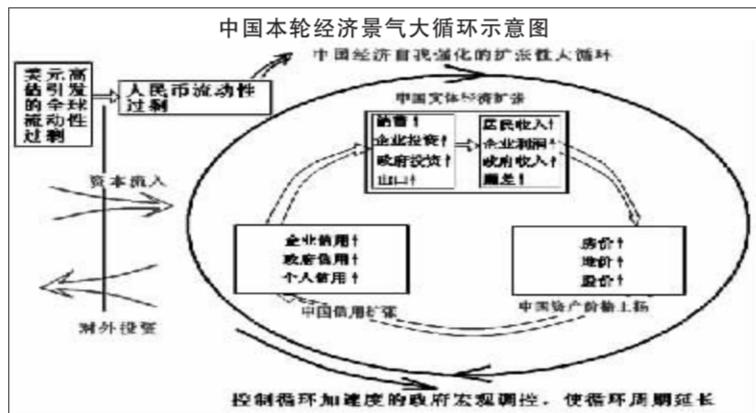
效果:美国股市在22日低开后走出探底回升走势,道指跌幅仅1.21%,避免了股指大幅波动,而欧洲股市均出现强势反弹。

我们认为,虽然某些时候政府干预并不能扭转既成趋势,但是及时出手干预避免市场大幅波动仍然是必要的。一方面可以缓解市场的

忧虑、恐慌情绪,避免市场由于“潮水效应”出现巨大损失;另一方面,亦为市场各方赢得准备、应变的时间,更有利于化解不利局面。

二、证券市场“硬着陆”将严重伤害中国经济

我们认为2000年以来中国经济进入了自我强化的扩张性景气大循环阶段,实体经济扩张,资产价格上涨,市场参与主体(政府、企业、个人)的信用扩张构成了自我强化循环的“强化三角”。



我们认为中国信用扩张性大循环分为两个阶段:第一阶段大致发生在2000-2004年,实体经济迅速扩张成为循环的主要推动力,固定资产投资、出口快速增长为该阶段的显著特征,这一阶段我们可称之为“中国产业景气阶段”;第二阶段大致开始于2004-2005年的中国房地产价格暴涨,股票价格上涨成为循环中的另一重要推动力,信用扩张反过来对实体经济扩张推波助澜。投资者(政府、企业)信用增强导致投资者的消费倾向提高,这一阶段我们可称之为“中国资本品景气阶段”。

众所周知,助推大循环的外围环境因素——“全球流动性过剩”目前发生了大逆转,美国次贷危机引发了严重的信用紧缩,“美国经济陷入衰退”可能已经不是一个“概率事件”了。面对信用紧缩的外部环境,加之考虑资本品价格在中国景气大循环中的重要地位,我们的判断是:一旦中国股市硬着陆(步入熊市),房地产市场硬着陆风险将急剧扩大,而中国的信用扩张(政府、企业、

个人)将逆转,这将直接导致投资、消费等实体经济要素严重受损。“内外部双紧缩”将导致中国本轮经济景气大循环终结,这可能意味着中国经济发展将可能严重受损。

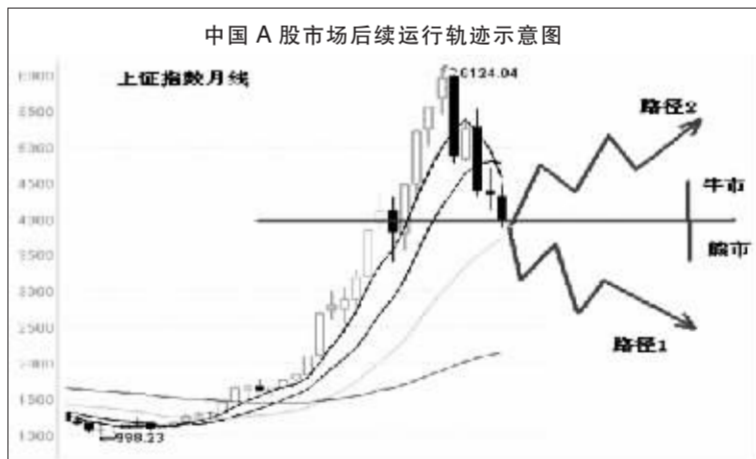
三、高度重视世界经济新情况

近年来中国经济的对外依存度迅速提高,因此我们应该高度重视世界经济的新情况——全球流动性过剩可能已经面临终结。

值得我们关注的是,在过去几年的扩张性景气大循环阶段中,政

府持续的主动性宏观调控(紧缩)政策成为主要的逆向阻力,这是为了调节循环的速度,以延长整个循环的时间跨度。我们认为这一“持续紧缩性政策”在过去几年经济平稳运行中起到了重要作用(否则中国经济目前可能已经成为全球经济的另一个崩溃点了,这一点确实值得庆幸)。

时过境迁,面对外部环境发生“巨大逆转”的今天,是否仍应采取“持续紧缩性政策”呢?之前,由于



中国A股市场后续运行轨迹示意图 (统计日:3月1日至3月17日)

外部环境对大循环的正面推动作用采取逆向调节政策是合适的策略,而目前若继续采取紧缩政策可能导致中国经济“内外部双紧缩”。

诚然目前通货膨胀正在损害经济运行,似乎理所当然应该采取些紧缩政策来加以抑制,但我们的观点是:目前通货膨胀的主要原因不是外部的(美元持续贬值)和输入性的,目前的高通胀并不代表经济过热,而且这可能是任何内部紧缩性政策都难以有效解决的。

我们的观点是,在坚持“结构性”调整(改善经济增长方式和结构)的同时,亦要重点防范经济出现“大落风险”,必要时则必须及时采取正面的推动循环的扩张性政策。在这个过程中,“高通胀”代价可能是必须付出的(这可能是终结“美元”货币体系所必需付出的代价)。毕竟在滞胀时期,“滞”比“胀”更难以忍受。

四、充当“守夜人”角色,避免资本市场“潮水效应”

我们认为中国股市目前处于“牛熊分水岭”的重要时点,政府应该充当“守夜人”角色,果断采取“干预”措施,避免资本市场“潮水效应”带来的资产价格大起大落,否则将可能付出沉重代价。

我们认为上证指数4000点一带应视为中国股市的“牛熊分水岭”,如果被有效击穿,将预示两年来的牛市终结。需要认识到,一旦市场逆转步入熊市,届时可能任何“利好因素”均难以有效扭转颓势(金融市场运行具有明显的路径不可逆性),那么经济硬着陆情形就可能发生(楼市硬着陆、投资及消费受到巨大损害),股权分置改革所付出的巨大代价可能会随之消逝,而金融体制改革步伐也将停滞不前。

我们认为,目前A股市场后市运行的路径有两条:路径1是步入长达3-5年的熊市,路径2是市场进行1-2年左右的横盘震荡整理。

为了避免市场选择路径1,我们呼吁管理层目前应该果断采取“干预”措施,恢复市场信心,以时间逐步化解外围市场带来的风险,而这亦符合管理层“渐进”的政策风格和防止“大起大落”的方针。我们呼吁管理层积极充当“守夜人”角色,化解金融市场大幅波动带来的经济运行风险。

(执笔:陈东、陶峰、吴炳华)

信息速递

2月份企业商品价格同比上涨9.2%

中国人民银行消息,2008年2月份企业商品价格较上月上升1.1%,较上年同期上升9.2%。

齐鲁证券:

数据显示,今年2月份我国企业商品价格较上月上升1.1%,较上年同期上升9.2%。分类别来看,农产品、矿产品、煤电油和加工业产品价格分别较上月上升1.8%、1.8%、0.6%和0.9%,较上年同期上升13.4%、20.7%、14.1%和6.9%。从2月份相关数据来看,工业品出厂价格(PPI)同比上涨6.6%,原材料、燃料、动力购进价格上涨9.7%;居民消费价格总水平(CPI)同比上涨8.7%,其中,城市上涨8.5%,农村上涨9.2%;食品价格上涨23.3%,非食品价格上涨1.6%;消费品价格上涨10.9%,服务项目价格上涨2.0%。从环比来看,居民消费价格总水平比1月份上涨了2.6%。

各项指标表明通胀压力有逐渐加大趋势,抑制物价过快上涨将作为政府解决民生问题的首要工作。我们认为,面对目前的经济形势,管理层在选择调控手段的时候依然会偏向上调存款准备金率和使用利率手段。

海通证券:

央行每月公布的CGPI指标,主要反映企业间集中交易的消费品和消费品的价格变动水平,与消费物价指数(CPI)一起能比较全面地描述物价波动轨迹。2月份CGPI上涨在一定程度上也受到需求拉动的影响,特别是资源性产品需求的增加。

第六只QDII基金下周起发售

华宝兴业基金日前宣布,该公司旗下首只QDII产品——海外中国成长股票型基金已正式获得中国证监会批准,将于3月24日发行。这也是目前为止进入发行的第六只QDII基金。

中原证券:

华宝兴业海外中国成长基金的资产配置比例范围为:股票占基金资产总值的60%-95%,债券和其它资产占基金资产总值的5%-40%。其中,股票投资范围包括香港交易所上市的所有股票和在新加坡、美国上市的中国公司,中国公司收入50%以上来源于中国大陆的公司。在追求高收益同时,该基金还将投资具有标准普尔评级为“A”以上或同等级的发行人在中国证监会认可的中国大陆以外市场(包括中国香港、新加坡、美国)发行的固定收益证券,主要投资中国香港债券市场。

华宝兴业海外中国成长基金将由两名具有海外投资经验的基金经理共同管理。其中,基金经理 Gabriel Gondard 先生证券从业经历7年,曾在公司外方股东任基金经理。另一位基金经理雷勇先生证券从业年限11年,1990年代在美国美林证券担任理财咨询师和高级分析师,之后在美国 ACES 咨询交易公司任高级投资组合分析师。2005年4月加入华宝兴业,曾任研究部总经理,现任华宝兴业海外投资管理部总经理。

行业评析

箱板纸行业景气如期下行

3月17日,港股玖龙纸业因原材料成本压力导致毛利率下滑,业绩低于市场预期,大跌40.28%,带动同属箱板纸子行业的理文造纸下跌26.77%。内地造纸上市公司受其影响,加之短期调整压力亦出现较大幅度下跌(板块跌幅超过8%)。

申银万国:

造纸行业仍处于景气周期,我们维持“看好”评级,建议超配,股价下跌带来良好建仓机会。推荐的公司分别为:太阳纸业(2007-2009EPS分别为1.04元、1.58元、2.02元,目标价48-51元)、晨鸣纸业(2007-2009EPS分别为0.64元、0.81元、0.97元,2008-2009年按照发行4.09亿股摊薄后EPS为0.65元和0.79元,目标价20-24元)、博汇纸业(2008-2009EPS分别为1.1元、1.22元,目标价26-29元)、华泰股份(2008-2009EPS分别为1.32元、1.69元,2008-2009年按照增发1亿股摊薄后EPS为1.11元和1.43元,目标价29-34元)和景兴纸业(2007-2009EPS分别为0.23元、0.59元、1.1元,目标价15-18元)。

关键假设点:

(1)因2005-2006年新增产能较少引发的供给增量下降和严格环保政策导致的供给存量减少,使造纸行业供给进入周期性变化的低谷期。而《造纸产业发展政策》的规范行业效应将制约未来供给增加,同时行业需求呈现稳定增长态势,并因奥运会引发部分纸种需求激增,这使造纸产业链供求关系显著好转,公司议价能力明显提升。

(2)废纸因供不应求及运费上涨等因素仍呈升势,而国内外新增浆线陆续投产,制浆产业链的供不应求局面得以改善,浆价上涨动力主要来自向下游转嫁成本压力。人民币加速升值将使进口原材料换算为人民币后价格增速趋缓,造纸成本压力得以缓解,这些将有助于提升公司盈利水平。

有别于大众的认识:

(1)我国造纸行业整体处于近年来难得的高景气周期,部分子行业的景气下行无碍行业整体向好。

(2)对于纸业板块的投资应注意种子行业的选择。箱板纸在经历了过去几年快速发展后,正面临新增产能集中释放和原材料大幅上涨的成本压力,而新闻纸仍在走出低谷路上,这两个纸种的提价主要体现为成本驱动。与之相比,我们更看好文化纸、白卡纸和铜版纸等高景气周期子行业的投资机会,通过涨价可提高盈利水平。

股价表现的催化剂:

各纸种进入销售旺季继续提价;纸业上市公司一季报业绩大幅增长,如岳阳纸业、博汇纸业、太阳纸业及晨鸣纸业等。

核心假设风险:

港股造纸公司如玖龙纸业和理文造纸的股价下跌将使国内造纸板块面临相对估值压力;国际浆价大幅上涨。

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2007E 净利润同比(%)	2年复合增长率(%)	2006年 PE/G	2007年一致预期			2008年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
000562	宏源证券	8	3-10	912.29	232.44	0.719	1.580	16.503	6.662	1.724	15.124	5.485
600685	广船国际	15	3-4	211.56	104.42	0.680	1.850	22.787	8.837	2.482	16.985	5.813
000002	万科A	19	3-7	122.91	100.91	0.690	0.709	30.791	5.612	1.289	16.938	4.785
600104	上海汽车	34	3-11	240.71	100.31	0.688	0.751	19.993	2.752	0.882	17.023	2.640
600031	三一重工	8	3-12	208.34	94.49	0.795	1.731	24.370	8.892	2.125	19.859	6.902
600801	华新水泥	20	3-6	116.79	90.68	0.855	0.754	32.291	6.169	1.160	20.991	4.984
000951	中国重汽	7	3-12	200.95	89.51	0.711	2.093	21.160	7.171	2.499	17.721	5.105
000043	中航地产	6	3-10	115.20	89.14	0.591	0.676	24.475	2.690	1.119	14.784	2.594
600896	中海海盛	5	3-7	84.95	84.84	0.654	0.603	29.901	6.360	1.040	17.346	4.983
601318	中国平安	25	3-7	166.52	83.70	0.877	2.184	27.386	4.138	2.751	21.741	3.633
000157	中联重科	18	3-11	164.45	82.84	0.802	1.667	25.188	9.129	2.156	19.478	6.344
600875	东方电气	6	3-11	163.55	80.05	0.743	2.678	22.551	14.376	3.275	18.440	8.840
600036	招商银行	24	3-5	105.00	76.33	0.777	0.990	28.954	6.416	1.509	18.997	5.117
600690	青岛海尔	12	3-12	120.43	75.99	0.894	0.518	30.778	3.425	0.736	21.642	3.240
000651	格力电器	27	3-11	99.26	65.98	0.847	1.491	28.206	8.112	2.050	20.516	5.813
600177	雅戈尔	8	3-4	198.24	64.97	0.801	1.050	16.815	2.567	1.073	16.443	2.522
000001	深发展A	21	3-14	63.52	63.44	0.694	0.974	25.680	6.428	1.563	16.011	4.587
000900	现代投资	5	3-6	105.60	58.01	0.638	1.446	17.994	3.415	1.757	14.812	3.088
600352	浙江龙盛	7	3-4	83.17	55.49	0.829	0.578	25.133	6.387	0.762	19.044	5.196
600005	宝钢股份	14	3-5	70.63	55.44	0.556	0.842	18.211	4.657	1.238	12.381	4.053
600357	承德钒钛	5	3-11	41.55	54.15	0.754	0.528	28.834	4.448	0.916	16.613	3.957
000822	山东海化	11	3-11	40.39	53.98	0.733	0.466	28.017	3.169	0.781	16.705	2.798

说明: 1)“最具成长性”是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出A股中未来两年最具成长性的品种。我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及PE/G来进行筛选。

2)成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模版2006年初筛选的股票池在2006年度全年收益超过大盘70%以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

3)在利用该模版进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞、各期上榜品种的调整变化状况等。这些信息上并未考虑,使用时可结合朝永续的一致预期数据查询系统(CONSENSUS DATA)和上市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)