

博弈加剧 等待管理层适时出手

- 内忧外患下的非稳定因素:通胀形势严峻,调控压力加大;次贷危机影响远未结束,A、H股压力并未消除;流动性紧缩压力开始显现;A股开户数持续回落显示市场相当低迷;A股再融资和解禁压力大于资金供给。
- 目前市场估值压力并不明显,但让市场担忧的是受雪灾、出口下滑、原材料上涨等不利因素影响,一季报业绩可能有明显下降压力,从而导致市场预期发生变化,市场将对2008年业绩作出新的判断。
- 管理层多次表达了平稳发展股票市场的政策意愿,不希望暴涨、暴跌。而针对近期市场快速下跌以及逐渐扩散的恐慌气氛,相信管理层会在适当时机出手调控市场,其中调整印花税征收政策是主要手段。
- 基于市场处在重新寻找合理估值水平阶段,市场参与各方也处在不同的博弈状态:流通股股东和限售股股东、市场和管理层、机构投资者和中小投资者、公募和私募,中国的资本市场将进入股改牛市后的大调整期,投资者宜保持谨慎原则,等待可能是最好的策略。

◎东北证券金融与产业研究所

一、内忧外患下的非稳定因素

1、通胀形势严峻,调控压力加大
国家统计局公布的数据显示,今年2月份我国CPI同比增长8.7%,增幅创下自1996年以来的月度新高。该数据明显超出市场预期,使得负利率形势进一步加剧。从2008年全年看,物价上涨趋势将呈前高后低态势,整体涨幅幅度将比2007年略高。但由于雪灾影响及美元贬值导致国际原油、粮食、原材料等价格上涨,我们认为全年CPI可能突破4.8%提高到5.0%以上,同时维持全年GDP增长率为10%-10.5%的判断。

央行仍存在加息的可能性,但在结构上存款利率增幅可能大于贷款利率增幅。我们认为央行从紧货币政策的手段主要包括上调存款准备金6月18日央行宣布3月25日起上调存款准备金率0.5个百分点,发行定向票据,还可以有窗口指导,甚至用行政命令干预银行的信贷规模等,但对付物价上涨最有效的办法是加息。

2、次贷危机影响远未结束,A、H股压力并未消除

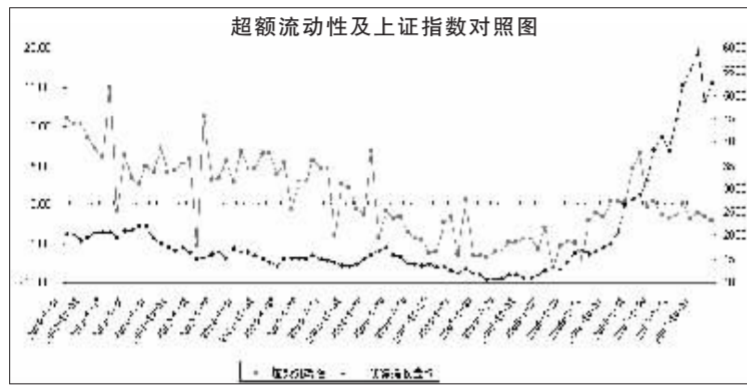
次贷危机给全球金融及信贷市场带来的第一次冲击发生在去年7、8月份,当时危机刚刚集中爆发,以巴黎行为代表的各家机构陆续发现很难再获得便利的融资,由此也引发了各大央行的一波注资狂潮;2007年末2008年初,随着花旗、美林和瑞银等全球几家顶级银行开始冲减巨额资产,货币市场压力再度陡然增大,以美联储为首的多家央行也罕见联手,共同以各种形式向银行体系大举注资;2008年3月,第三波信贷危机再度爆发。美国联邦储备委员会迅速救市,扩大证券借贷项目,向其一级交易商出借最多2000亿美元的国债。与此同时,美联储还表示将与欧洲央行、瑞士央行的临时性互惠货币安排的规模提高。欧洲央行、瑞士央行、英国央行、加拿大央行也纷纷推出向金融市场注资举措,以缓解流动性压力。

此次次贷风暴中心在美国,但对A股和港股的影响似乎更为严峻,这当中是否有非理性成份值得关注。美国道·琼斯指数从去年10月份最高点调整到今年最低点,最大跌幅为19.4%,而上证指数和恒生指数最大跌幅分别为33.65%和32.07%。

3、流动性紧缩压力开始显现

从我们计算的超额流动性指标(截至2007年12月)来看,市场流动性仍处于不断紧缩中,这对应对了

近几个月来的指数调整。后市这一指标仍将在紧缩货币、物价上涨因素下持续负值趋低运行。



从热钱进出度量来看,从去年10月份资金流出125亿美元外(和港股直通车、QDII关联较大),11月份、12月份出现资金净流入,分别为80亿美元和23亿美元,相比2007年1、2、3、4几个月动辙200亿、300亿美元来升值预期不断强化,对应的周开户数最高达335万户;2007年三季度前后也有一波小高潮,但2007年10月以后开户数却持续回落,进入2008年后最低周开户数只有46万户,较高峰期下降86%。由此可见,A股市场已经到了相当低迷的状态。

4、A股再融资和解禁压力大于资金供给
数据显示,2007年至今2月25日,上市公司再融资对市场影响相对较大的一次发生在2008年1月21日,中国平安发行分离交易可转债进行再融资消息出台当日市场大幅下挫5.14个百分点,而平安当日也很快跌停。截止目前,再融资方案涉及资金4043亿元,这其中包括增发、配股、分离交易可转债等融资形式。另外还包括20家新股的发行,涉及资金542亿元,这样粗略估计近期股票市场包括IPO、再融资等方式产生的资金需求可达到4600亿元。除了再融资压力外,2008年以后的未来几年,股改解禁压力已经成为长期压制市场的实

在的压力。统计显示,未来三年是限售股解禁高峰,2008年全年理论解禁市值达2.98万亿,2009年有

7.46万亿,2010年达9.12万亿。而未来一段时期,资金供给很难超过股票供给,靠资金推动型的牛市恐怕很难出现,市场需用通过估值水平的修正来调整。如果2008年A股调整的主要原因来自解禁压力,那我们是否可以大胆假设,下一轮牛市可能要到2010年以后,未来2-3年A股市场都将调整格局为主。

2、A-H股市场估值分析
1、估值压力并不明显,等待一季报的考验
从目前主要市场指数2008年的预测市盈率来看,沪深300指数为23倍,上证50为21倍,已经处于较低位置。直观的对比一年期存款利率4.14%的倒数,和我国GDP长期持续高速增长背景,这个估值水平是比较扎实的,能够被理性投资者接受。从目前已公布的上市公司2007年年报情况看,业绩增长在50%以上是可以实现的。

而让市场担忧的是,受雪灾、出口下滑、原材料上涨等不利因素影响,一季度业绩可能有明显下降压力,从而导致市场预期发生变化。如果调整业绩预测后未来市盈率仍然能维持在20倍附近,那么市场底部可能逐渐显现。现在需要等待的是2008年一季报的考验。

2、A-H股溢价收窄,倒挂现象重新出现
我们一直担心的A-H股溢价收窄压力终于出现。在次贷危机影响下,H股市场下跌对A股产生了一定的牵引作用。从A-H股溢价情况来看,H股受外围市场下跌影响估值不断下调,对A股整体估值带来较大压力。但这轮调整A股估值下降更为明显,截至3月12日,A-H股溢价水平为65%,部分蓝筹A股相对H股溢价明显收窄,中铁、平安、工行、农行、招行、人寿等大盘股溢价率在30%以内。考

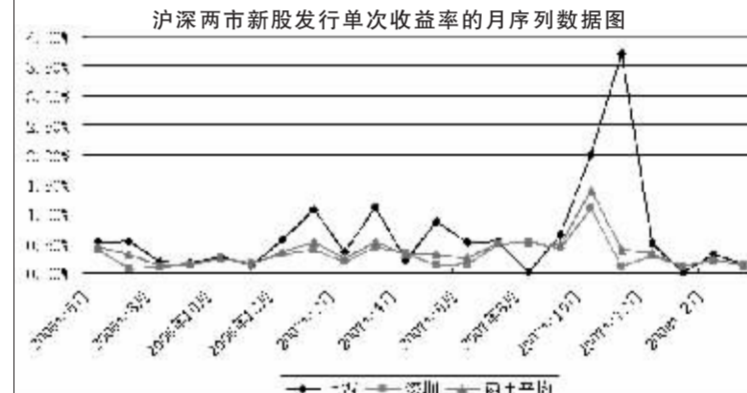
虑到两个市场的资金成本、参与主体、市场管制等因素,部分蓝筹股似乎已经进入非理性下跌过程。值得注意的是,3月12日中国中铁A股收盘价8.17元,已经低于H股的8.25港元,市场低迷气氛可见一斑。

三、资本市场政策展望

管理层多次表达了平稳发展股票市场的政策意愿,不希望暴涨、暴跌。针对近期市场的快速下跌以及逐渐扩散的恐慌气氛,相信管理层也会在适当时机出手调控市场。

1. 印花税征收政策

该政策是管理层调控股市的主要手段。在5·30市场处于低价股狂潮之际,管理层突然大幅提高印花税率导致市场应声下落。此后为了恢复市场投资信心,曾有传言印花税率单边征收,但市场仍然处于高涨状态,此项政策未能推出。在近期市场再次跌破4000点之际,市场再次呼吁单边征收印花税率。3500点曾是管理层



呵护的一个区域,时间过了一年,大盘最低也探至3600点一线,利好政策应该不会不期而至。

2. 融资、再融资政策

随着流动性过剩,股票市场成为吸收流动性的主要市场。但是随着全球经济放缓、人民币升值加速、通胀率加速,国内流动性过剩可能出现拐点,那么管理层也有可能改变以往加快IPO以及再融资政策。目前看,管理层对再融资的态度还是以市场化解决为主、控制为辅的策略,但这样的政策可能会为市场所不能承受。如果股市继续暴跌或者长期低迷,管理层将会改变融资、再融资政策。

3. 大小非解禁相关政策

进入2008年以来大小非解禁压力陡增,虽然短期内解禁的股票抛压不大,但是如果对牛市预期一旦发生改变,那么后期压力对于疲弱的市场而言是不堪重负的。按照规定,管理层不太可能干预大小非的解禁,但是当市场无法承受的时候,管理层也许会有相关政策出台。

4. 股指期货、融资融券政策

股指期货、融资融券已经准备了一年多,管理层也不断表态股指期货准备工作就绪,也引起市场不断炒作大盘指标股的风潮,但一直是雷声大雨点小。随着大盘蓝筹股不断下跌,市场不断呼吁尽早推出股指期货、融资融券业务,以增加大盘蓝筹股的投资价值,但不少市场人士预测股指期货、融资融券短期内难以推出。不过随着蓝筹股逐渐大幅下跌,不排除管理层近期先推出股指期货、融资融券业务时间表的可能,以增加投资者对大盘蓝筹股的信心。

四、市场趋势判断和投资建议

从宏观经济、外部环境以及供求关系看,A股市场面临着较大的不确定因素,从而导致市场弱势特征明显。弱势现象的一个特征是已经有A-H股倒挂现象出现,弱势现象的另一个重要表现就是新股收益率明显下降。如果以上市首日新股开盘价卖出计算新股收益率,则新股单次收益率为3.71%。自中国石化上市后,新股收益率水平开始明显下降,新股收益率在2007年11月达到高点后随大盘回落呈明显下降。上海市场新股单次收益率下降到2008年3月的0.14%(中国铁建)、深市中小板的0.11%,两市平均单次收益率均呈下降趋势。

鉴于短期市场弱势特征明显,并有可能需要较长时间消化整理,投资者宜保持谨慎原则,2008年保持偏低的持股比例和较高的现金应当是稳妥的策略。
大盘蓝筹股整体受宏观调控影响较大,加上限售股解禁、再融资等对市场冲击较大的因素都集中于大盘蓝筹股,因此,短期内大盘蓝筹股压力比较大。如果说去年5·30小盘股用了2个月调整到位,那么大盘股调整可能需要半年甚至更长;最近已经或将近“腰斩”的金融和地产股,调控压力和估值优势并存。金融和地产行业仍将受益于宏观经济长期成长,关注下半年蓝筹股复苏机会。

基于市场处在重新寻找合理估值水平阶段,市场参与各方也处在不同的博弈状态,流通股股东和限售股股东、市场和管理层、机构投资者和中小投资者、公募和私募,中国的资本市场将进入股改牛市后的大调整期,等待可能是最好的策略。
(执笔:郭峰、曾小勇、张新钢、沈正阳)

■信息评述

透过温总理答中外记者问看宏观策略

天相投顾:

1、2008年控制物价是调控首要任务。在食品类仍然维持涨势带动CPI上涨情况下,我们也关注成本推动的进一步压力以及向需求拉动CPI上涨转化的风险;从微观层面看,价格上涨对企业的影响不同而语,上游相关行业是上游价格上涨受益者,而对中下游行业则需重点关注食品、饮料、钢铁、化工、建材、造纸等成本消化能力或转移、定价能力较强行业,而机械制造、石化、化纤、交通运输等行业则面临成本压力风险较大。

2、2008年面临的不确定因素更加复杂,国内宏观调控面临更大挑战,总体政策思路是从紧的货币政策和稳健的财政政策。面对输入性通胀压力以及外部经济放缓,国内的调控政策在实际运用上灵活性也将有所增强,密切关注从紧的货币政策在实际实施过程中的力度变化;经济调整年,也决定了今年的股市将以震荡调整为主,在投资机会上应选择增长预期明确、可以较好规避风险的行业。

3、经济结构调整进入实质性实施阶段,消费增长仍然是政府调控的重点,总体投资仍将维持较快增速,建议关注受益于消费升级、自主创新、节能减排等相关行业。
4、政府机构改革建设服务型政府;政府在宏观经济管理上的职能和方式转变对于提高对宏观经济调控效率、更好促进经济发展有重要作用。

5、维护祖国统一,两岸经济合作交流加强,尽快实现直接“三通”已经成为政府工作重点之一,建议关注有望长期受益的福建、厦门板块。

6、2008年政府宏观调控灵活性会比较强,力度也会有所不同,只要政府调控得当,通胀可控,而经济也有望保持稳定快速增长,这使得中国股市不具有大的系统性风险。在行业趋势性机会较少背景下,建议关注主题投资机会。

7、我们认为目前股市惯性下滑需要较强的外力刺激才能扭转,因此,政策面上调整印花税政策较为迫切。

央行调高存款准备金率0.5个百分点

中国人民银行3月18日宣布,为落实从紧的货币政策要求,继续加强银行体系流动性管理,引导货币信贷合理增长,中国人民银行决定从2008年3月25日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点,提高到15.5%。

海通证券:

这项政策和美联储前天降低贴现率措施一样都属于流动性管理政策,只不过是作用的方向相反。在2月份CPI达到历史性高位以后,央行迟迟没有加息,显然关于中美利差方面的考虑。因为美联储某种程度上有全球央行的作用,其扩张性货币政策对中国的紧缩货币政策已经形成了制约。一方面是美国国内的通胀,另一方面是美国的次贷危机,两者相反的力量都处在某个重要的时点上。由于流动性管理政策具有直接性和实时性特点,因此,管理层将频繁采用提高准备金率和公开市场操作等政策手段。

国信证券:

此次央行为何没有采用加息手段?毕竟2月份CPI升到了8.7%的惊人高位。原因在于此次央行上调存款准备金率仅仅是为了收缩市场过剩的流动性,合理引导货币信贷合理增长。政府显然在经济发展和抑制通货膨胀二者中徘徊。如果要坚决地以抑制通货膨胀为第一目标,那么加息是必然的;如果要防止今年经济由于受外围经济衰退影响而深度回调的话,不加息甚至降息都是应该考虑的。经济政策必须有一个提前量,不能等到经济硬着陆了再放宽松政策。

对将来货币政策走向我们认为需要注意两点:从紧的货币政策是否会因外围经济货币政策走向的改变而开始出现宽松迹象。在美国基准利率可能连续下调以试图刺激经济情况下,中国人民银行已经开始偏离了去年底制定的把防治经济由偏快到过热的政策目标,而加息虽然有利于抑制通货膨胀预期,但央行在2月份CPI达到8.7%高位时也没有祭出加息大旗,说明政府在经济发展和抑制通货膨胀中选择了前者。短时期内我们认为央行首先是利用央票发行来收缩银行体系过剩的资金,是否加息还得观察未来几个月物价上涨的速度能否得到控制。其次,信贷投放从目前来看,在央行的紧缩措施下得到了很好的控制。预计央行会巩固目前的成效,但也不太可能出台更强有力的措施来抑制信贷增长,反而可能会有所松动。

美联储降息75个基点至2.25%

美联储周二将联邦基金利率再次调低75个基点至2.25%,为三年来的最低水平,并暗示还可能继续降息。Fed如此大幅降息旨在防止目前信贷危机演变为旷日持久的经济衰退。

中金公司:

这是自次贷危机爆发以来美国第六次减息,累计减息幅度已经达到300个基点。本周美联储直接参与救市,在美联储担保下JP Morgan以每股2美元对面临清算的贝尔斯登进行收购。此外美国实体经济衰退迹象尽显,消费和劳动力市场低迷、房市持续恶化,经济基本上已陷入衰退。大幅减息以挽救陷入衰退的经济是美联储的必然选择,预计美联储在4月份会进一步降息50个基点以复苏经济。美国与其它主要国家利差将扩大,美元弱势还将维持。

东方证券:

美联储的此次降息幅度虽然低于此前市场预期的100个基点,但这也为未来的降息行动留出空间。虽然美联储的降息行动表明,美国经济增长在今年一、二季度的走势可能低于我们的预期,但是剔除春节因素影响后,中国1-2月份的出口增长是好于我们预期的。一季度贸易顺差可能出现的缩窄主要是进口价格上升导致进口增速上升,因此我们仍然维持全年贸易顺差会与去年持平或略低于去年的判断。

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:3月5日-3月18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	3月18日收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
601007	金陵饭店	天相投顾	中性	点评报告	3-14	--	--	0.260	37.654	0.195	50.168	0.263	37.245	--	9.79
002159	三特索道	兴业证券	推荐	点评报告	3-12	--	--	0.350	43.629	0.310	49.258	0.440	34.705	20.00	15.27
000951	中国重汽	中投证券	推荐	深度报告	3-12	2.070	19.251	2.400	16.604	2.088	19.081	2.586	15.412	60.00	39.85
600623	双钱股份	天相投顾	增持	点评报告	3-12	--	--	0.240	36.292	0.190	45.908	0.260	33.500	--	8.71
000686	东北证券	兴业证券	观望	点评报告	3-12	--	--	1.990	13.658	1.916	14.183	1.871	14.527	35.00	27.18
600590	泰豪科技	国盛证券	增持	一般报告	3-11	--	--	0.630	21.365	0.429	31.388	0.640	21.031	18.90	13.46
600423	柳化股份	兴业证券	推荐	点评报告	3-11	--	--	1.050	19.876	0.615	33.924	1.079	19.335	31.50	20.87
000521	美菱电器	中信证券	持有	一般报告	3-10	--	--	0.120	53.333	0.043	150.031	0.120	53.333	7.12	6.40
600592	龙溪股份	天相投顾	增持	点评报告	3-10	--	--	0.830	23.843	0.655	30.206	0.824	24.008	--	19.79
600582	天地科技	齐鲁证券	谨慎推荐	点评报告	3-10	--	--	1.630	30.061	1.200	40.832	1.598	30.662	--	49.00
000717	韶钢松山	兴业证券	推荐	点评报告	3-9	--	--	0.700	10.686	0.496	15.094	0.661	11.314	14.00	7.48
600718	东软股份	中金公司	推荐	点评报告	3-7	0.718	44.513	0.943	33.892	0.550	58.114	0.864	36.985	--	31.96
600797	浙大网新	中金公司	审慎推荐	点评报告	3-7	0.212	45.000	0.290	32.897	0.185	51.683	0.232	41.162	--	9.54
600256	广汇股份	光大证券	增持	点评报告	3-6	--	--	0.300	47.733	0.451	31.782	0.448	32.000	23.60	14.32
000729	燕京啤酒	广发证券	持有	点评报告	3-6	--	--	0.450	36.778	0.372	44.450	0.473	35.016	25.00	16.55
600497	驰宏锌锗	海通证券	买入	点评报告	3-6	--	--	--	--	3.362	23.180	3.243	24.028	90.00	77.92
000905	厦门港务	兴业证券	观望	一般报告	3-6	0.310	47.161	0.400	36.550	0.327	44.755	0.403	36.248	16.00	14.62
002082	栋梁新材	兴业证券	推荐	一般报告	3-5	0.470	27.362	0.600	21.433	0.498	25.806	0.612	21.000	21.00	12.86
600176	中国玻纤	长江证券	谨慎推荐	一般报告	3-5	--	--	0.983	26.409	0.722	35.951	1.004	25.869	--	25.96
000701	厦门信达	兴业证券	推荐	点评报告	3-5	--	--	0.300	31.500	0.100	94.598	0.300	31.500	15.00	9.45

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

报告揭示出的“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

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)