

# 风雨之后现阳光 有望摸高4800点

## ——2008年二季度A股市场投资策略

- “内外因素”引致实际GDP增长速度缓慢回归;投资、出口将出现滑落趋势,消费将成为经济增长的“最亮点”;从紧货币政策效能正在释放,货币信贷增速放缓;央行数量化紧缩政策将继续实施,利率和存款准备金率都存在一定的上调空间。
- 印花税调整、融资再融资政策、限售股解禁相关政策、信用交易政策等,若上述利好政策能在二季度兑现一至两条,市场信心就有望恢复,并有望在探底之后展开一轮修复性的反弹行情。当然就政策出台的时机来看,我们认为,在一季度经济数据出台后,政府会择机推出相应的市场监管政策,从而使市场真正趋于明朗。因此,仅就日前市场状况看,如果认为大盘已探明底部也不过是指数运行的底部,而不是时间的底部。
- 从目前主要市场指数2008年的预测市盈率来看,上证指数3500点附近对应沪深300指数为19倍,上证50为18倍,已经处于较低位置。让市场担忧的是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,并对2008年、2009年业绩作出新的判断。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,4月份将是市场悲观情绪的集中释放阶段。
- “不经历风雨怎么见彩虹”,A股市场最悲观的时刻已经出现。结合目前的估值水平,我们认为上证指数3500点下方将出现机遇大于风险的机会,上证指数仍然有机会回到4000-4200点区域。但基于未来三年宏观经济增速回落和限售股解禁压力的持续,我们认为A股市场长期走势将以震荡调整格局为主,短期具备超跌后的反弹机会。二季度上证指数的波动范围在3000-4800点之间。
- 我们建议二季度采取“防御为主、主题为辅”的投资策略。防御策略体现为控制合理的股票配置比例,选择预期明确、具有较高估值优势的个股,如金融服务、房地产、黑色金属、化工、机械设备和商业零售;主题投资关注医改、农业、节能减排、奥运和三通。

### ◎东北证券金融与产业研究所

#### 一、二季度宏观经济形势分析

1、结构非均衡问题突出,结构性价格上涨压力增大

(1)“内外因素”引致实际GDP增长速度缓慢回归

在固定资产投资和国际贸易顺差持续扩展推动下,中国GDP增长速度在2007年持续攀高并达到本轮经济周期的最高点。在这一过程中,国民经济将实现“软着陆”,经济增长速度将从2007年11.4%的阶段性高速增长缓慢回落至2008年的10%左右水平,但高于本届政府8%的经济增长目标。

本轮经济增长回落具有国民经济运行系统的内部因素和外部因素双重动因。从外部因素而言,主要是美国经济衰退导致全球经济增长放缓;从内部因素而言,主要是我国宏观调控部门对经济运行过程中出现的防止经济过热、反通货膨胀、流动性治理、环境保护所采取的一系列措施将导致经济运行出现放缓。

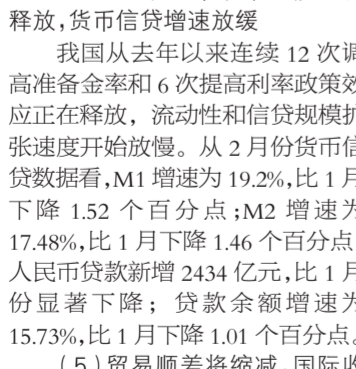
(2)经济增长格局继续转变,消费成为经济增长的“最亮点”

在经历了2007年经济周期高速增长之后,中国经济增长方式将呈现加速转变态势。即在拉动国民经济的“三驾马车”中,投资和进出口对经济增长的贡献度将显著降低,社会消费对经济增长的贡献度将超过投资和进出口,成为经济增长的“第一驱动力”。

(3)结构性价格上涨形势进一步加剧,上半年CPI在6.5%左右

根据国家统计局公布的数据显示,2月份我国CPI同比增长8.7%,创下自1996年以来的月度新高。更为严重的是,居民的通胀预期在最近一段时间内不断增强。我们判断,2008年特别是上半年同比CPI仍将处在较高水平上,即5.5%。进入下半年后由于基数效应,CPI将逐步回落。

#### CPI和PPI走势



(4)从紧货币政策效能正在释放,货币信贷增速放缓

我国从去年以来连续12次调高准备金率和6次提高利率政策效应正在释放,流动性和信贷规模扩张速度开始放慢。从2月份货币信贷数据看,M1增速为19.2%,比1月下降1.52个百分点;M2增速为17.48%,比1月下降1.46个百分点;人民币贷款新增2434亿元,比1月份显著下降;贷款余额增速为15.73%,比1月下降1.01个百分点。

#### 2、继续数量化紧缩政策

(1)数量化调控反通胀是央行必由之路

当前中国的结构性价格上涨问题似乎成为央行一个解不开的难题,我们认为,下一阶段利率和存款准备金率的上调不可避免。由于CPI高企,目前实际利率已经超过-4%,显然存在利率上调的必要性,但考虑到FED连续频繁的降息给央行加息带来了较大压力。我们认为上半年存在两次小幅加息空间,即利率上调54个基点。同时为加强流动性管理,存款准备金率上调也是下一阶段的政策取向。按照我们的预计,2008年金融机构存款准备金率将在目前15.5%的水平上上调3-4次,达到17%-18%。

(2)货币政策与财政政策组合搭配推进国民经济“软着陆”

在国民经济综合治理过程中,重点采取货币政策与财政政策组合搭配推进国民经济“软着陆”,其中稳健财政政策与相对偏紧的货币政策是未来2008年经济调控的主基调。即通过“紧货币、宽财政”组合拳,紧货币抑制通胀,同时通过减免税负、完善最低工资制度等,多渠道增加城乡中低收入者的收入,提高居民可支配收入占GDP的比重。

(3)人民币汇率将转入“快升”阶段

解决经济外部失衡和流动性过剩问题的关键在于进一步推动人民币汇率市场化。我国货币当局将继续按照主动性、可控性和渐进性原则进一步完善人民币汇率形成机制,保持人民币汇率在合理、均衡水平上基本稳定,为经济结构调整创造有利条件。我们估计,在货币供应快速增长情况下,2008年中国CPI将大幅上升,人民币会因此有进一步升值压力。

#### 二、A股牛市基础面临考验

1、供求关系改变市场预期

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

实实在在的压力。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,市场需要通过估值水平的修正来进行调整。统计显示,未来三年是限售股解禁高峰期,以上证指数3500点市值计算,2008年全年理论解禁市值达2.08万亿元,2009年为5.22万亿元,2010年为6.38万亿元。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,那末未来2-3年A股市场都将以调整格局为主。

就2008年限售股情况来看,年初的2、3月份解禁高潮已经接近尾声,未来4-7月份限售股压力将明显减少,这将给二季度市场提供较好的反弹机会。

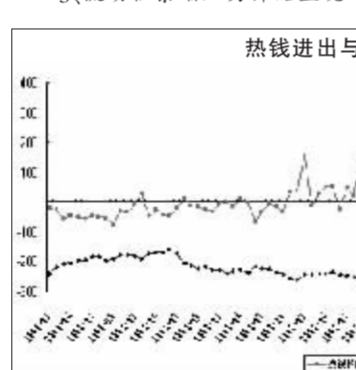
#### 2、A股市场基本功能面临考验

股改初衷是让A股市场恢复基本功能,即有效的投资和融资,优化资源配置功能,而目前处于3500点附近的A股市场似乎已经到了股市基本功能重新面临考验阶段。统计显示,两市新股收益率与大盘

行情相关性较高,收益率在2007年11月达到高点后,随着大盘的回落呈明显下降态势。上海市场新股首次收益率下降到2008年3月的0.14%,深市中小板的0.11%,两市平均首次收益率均呈下降趋势。3月下旬,以中国太保为代表的一批新股出现持续破发现象,基于这样的市况,市场的融资功能将受到严峻考验。

从投资功能看,截至3月25日,沪深两市共有529家上市公司公布年报,净利润总额达4030.7亿元,合计分红1048.78亿元,分红率为26%。如果按市场一致预期测算,2007年上半年上市公司利润总额在7955亿元左右,即使按30%的分红率计算,所有股东能拿到2400亿元红利。以目前25万亿元市值计算,投资回报才1%,中国股市要体现投资价值路途还很遥远。

#### 3、流动性紧缩压力开始显现



从热钱进出度量来看,除去去年10月份资金净流出125亿美元外(即港股直通车、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,但相比2007年1、2、3、4几个季度动辄200亿、300亿美元来说量缩减厉害。当然由于人民币加息和升值预期不断强化,外资进入仍值得期待。

A股市场新增开户数变化也很好地反映了市场从乐观转向低迷的状态。2007年5、6、7、8、9、10、11、12月份,2008年1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12月份,2008年后最低周开户数只有35万户,3月份每周也基本稳定在40万户左右,较高峰期下降88%。由此看来,A股市场已经到了相当低迷的状态。

居民储蓄存款进入2008年后持续回升,一方面是新股发行及赚钱效应明显减弱,导致资金回流;另一方面是持续的调控政策,如加息产生了一定的效应。站在资本市场角度来看,居民储蓄回流实际上反映了投资者对股市未来发展缺乏信心。当股市失去了对资金的吸引力,居民宁愿接受负利率而拒绝投资,实际上表明资本市场发展遇到了极大的困难,前景并不乐观。

#### 4、股改政策展望

(1)印花税征收政策

当近期市场再次跌到5·30”附近之际,市场期待单边征收印花税政策。3500点曾是管理层呵护的一个区域,股市如果继续大幅下跌,利好政策应该会不期而至。

统筹安排,给市场一个明确预期,管理层也许会有相关政策出台。

#### (4)信用交易政策

随着大盘蓝筹股不断下跌,题材股越加活跃,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。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。

上述利好政策若能在二季度兑现一至两条,市场信心就有望恢复,从而在探底之后展开一轮修复性的反弹行情。当然就政策出台的时机来看,我们认为,在一季度经济数据出台后政府会择机推出相应的市场监管政策,从而使市场真正趋于明朗。因此,仅就日前市场状况看,如果认为大盘已探明底部也不过是指数运行的底部,而不是时间的底部。

#### 三、A股估值体系的重新定位

估值进入安全区域,等待一季报考验

上证指数在4000点以下已经进入极度恐慌之后的超卖状态,所谓的价值投资在趋势面前显得如此不堪一击。但是我们觉得短期运行趋势终究在内外力共同作用下得到改变,并回到价值轨道上来。

从目前主要市场指数2008年的预测市盈率来看,上证指数3500点附近对应的沪深300指数为19倍,上证50为18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,能够被理性投资者所接受。让市场担忧的是上市公司一季度业绩,受雪灾、出口下滑、原材料价格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,并对2008年、2009年业绩作出新的判断。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,4月份将是市场悲观情绪的集中释放阶段。

主要指数估值水平		
指数名称	2008年预测市盈率	2008年预测市净率
全部A股	19.36	4.44
中小企业板	31.42	6.70
沪深300	18.87	4.27
上证50	17.53	3.97
上证180	18.26	4.10

#### 2、多重因素作用下A股估值体系的重新定位

A股市场的估值从股改前的严重低估到股改后的价值重估再到2007末的相对泡沫,基本完成了一轮估值循环。目前A股市场有望重回回归理性,市场在多重因素影响下正试图寻找新的估值体系。

因素一:多次加息效应累积之后,无风险利率急剧上升,这提高了估值体系中的贴现率,降低了市场整体估值水准。

因素三:股改之后的全流通为二级市场增加了一个全新的庞大的参与者——大小非。经过长期沉淀,他们的持股成本、持股心态和意愿、投资兴趣和方向等,注资和一般投资者不同。由于他们成本远低于二级市场,也许他们只按PB估值,也许他们发现意愿强烈等等,必然导致未来几年市场整体估值水平回落。

因素四:受次贷危机影响导致的外需下降以及为“双防”而实行的从紧货币政策,增加了对宏观经济增长放缓和上市公司业绩增长下滑等的预期,这导致估值体系中的成长性估值回落而整体估值水平回落。

因素五:市场情绪的极度膨胀和萎缩就是信心的上下极点,并将上述诸因素作过度反应,信心极度缺失导致市场整体估值水平跌出价值区域外。

但总体而言,以中国经济的高增长态势,考虑到今年的利率水平上升和GDP高位略有回落等情况,本轮加息周期利率再上升空间有限,未来几年GDP9%-10%左右的增长持续性仍可期待。我们认为市场合理估值在动态市盈率25倍左右,目前的市场已是价值区域外,属超跌性质。

#### 四、市场趋势判断和投资策略

1、不确定因素逐渐化解

“不经历风雨怎么见彩虹”,A股市场最悲观的何时已经出现。如果说2008年是中国经济最困难时期,那么最困难年中的最困难季度可能已经过去——2008年一季度宏观环境急剧恶化,各项指标均出现回落迹象,我们认为影响股市的三大不确定因素开始缓解。

因素一:二季度CPI、出口贸易、工业生产增速等指标有望趋于好转,市场信心将进入逐步恢复阶段。

因素二:引发本轮下跌的外围因素,即美国次贷危机的短期压力逐步释放,美国金融市场流动性危机得到明显缓解。

因素三:限售股解禁与再融资对市场的短期冲击有望随着部分政策的出台而暂缓缓解。

2、审慎对待反弹机会

上证指数自6124点连续下跌以来,调整幅度已经相当充分,且期间没有一个像样的反弹。结合目前的估值水平,我们认为上证指数3500点下方将出现机遇大于风险的机会,上证指数仍然有机会回到4000-4200点区域。但基于未来三

### ■信息评述

#### 2008年记账式4期国债公开招标

财政部将于4月11日公开招标2008年记账式4期国债,本期国债为3年期固定利率附息债券,4月14日发行并计息,4月17日为缴款日,4月21日上市交易,计划发行面值总额为260亿元。

#### 申银万国:

1、美国经济已陷入衰退状态,目前仍看不到好转迹象。我们认为Fed将继续加息,利率期货显示市场预期4月份Fed将加息50bp,这将压制我国货币政策调控空间。就如同3月份美联储降息成为我国3月份债市恢复强势反弹的导火索一样,如果4月份美联储继续降息的话,也必将成为我国债市继续反弹的催化剂。

2、我们预测3月份我国CPI将回落至8.3%左右的水平。短期来看,我们认为CPI的高峰值可能逐步过去,脉冲式上涨有缓和,主要原因在于:①因春节和雪灾而出现的食用农产品指数的飙升有所回落。②后期翘尾因素大幅下降,商务部食用农产品价格指数显示,3月份该指数环比出现明显下降。总体来看,我们预计一季度CPI为年内高峰,前高后低趋势不会改变,这也是支持目前债券收益率大幅下降的关键因素之一。

3、3月份以来,银行间国债市场迎来一波大幅反弹,1年期国债收益率从3.32%下降至3.09%,10年期国债收益率从3月初4.15%下降至月底的4.0%之后,4月份以来长债收益率又小幅回升至4.04%左右。我们认为,目前债券市场对我国经济下滑的担忧大于通胀。在中美日益倒挂的利差下,我国新增外汇占款快速增加趋势目前不会改变。定存浮息债成交价格显示我国加息空间不足一次,反映出市场对加息预期逐步走弱,这些因素导致未来一段时期内国债市场收益率仍具备一定的下降空间。总体来看,我们对近期债市仍然看好。

4、预计本期国债的中标利率约在3.55%-3.60%之间。近期随着新股申购的开展,银行间资金面有所趋紧,基金和中小银行对本期国债需求应该不大。但在信贷紧缩压力犹在、银行间新增资金仍在快速流入,以及保险机构保费收入快速增加的环境下,大型商业银行和保险机构仍将是本期国债的主要配置机构。4月9日,中债登数显示3年期国债到期收益率约在3.61%附近。综合各方因素,考虑到我们对本期国债招标结果仍较为乐观,预计本期国债中标利率约在3.55%-3.60%之间,延迟缴款和手续费返还将提高实际收益率约2bp,博取边际的投资者可在3.60%附近投标。

### 一季度宏观经济形势述评

#### 海通证券:

从总体来看,一季度经济运行的基本面并没有发生根本变化,经济保持较高增长态势不会发生改变。从投资来看,前两个月全国城镇固定资产投资同比增长24.3%,增幅比去年同期提高了0.9个百分点。进入3月份,灾后重建投资加大,预计一季度固定资产投资仍有较高增长;从消费来看,前两个月全国消费品零售总额同比增长20.2%,增幅比去年同期提高了5.5个百分点,预计一季度增速将保持在20%左右;从出口来看,受雪灾和春节因素影响,前两个月我国外贸出口同比增长16.8%,增速较去年同期减缓了24.7个百分点,但3月份出口将明显回升。商务部有关负责人认为,一季度我国外贸出口增幅有可能超过20%。

从固定资产投资来看,一季度增速比去年同期可能会略高一点,但如果剔除投资价格上涨因素,投资实际增速同比应该略有下降。全年来看,私人投资可能会有所减少,但公共投资的增加会弥补这一缺口,投资不会明显下滑;前两个月消费增速加快,其中有价格上涨因素对消费的推动作用。不过即使剔除价格因素,一季度消费仍将保持较快增长态势。

发改委表示,要增强价格调控的前瞻性和预见性,提前制定应对市场供应和价格异常波动预案,重点防范局部地区、个别品种价格的异常波动,坚决防止局部问题演变成全局性问题,坚决防止少数品种的价格异常波动引发价格全面上涨。发改委的态度从侧面说明目前我国通胀压力并未减轻,预计3月CPI可能略低于2月数据,但仍仍在8%以上。由于全球处于通胀阶段,因此国内治理的难度将加大,仅靠提高利率、加大农业补贴等手段不够。

### ■行业评析

#### 证券公司风险监管更趋成熟

证监会拟修订《证券公司风险控制指标管理办法》,起草了《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》、《关于发布证券公司风险资本准备计算标准的通知》、《关于调整证券公司净资本计算标准的通知》。

#### 光大证券:

新办法规定证券公司自营股票、权证、股票型基金等权益类证券的合计不超过净资本100%,规定固定收益类证券合计不超过净资本500%;新办法对单一客户融资融券和融券业务规模均不得超过净资本5%;接受单一担保股票的市值不得超过该股票总市值的20%;新办法规定证券公司应对有关项目充分计提资产减值准备,对净资本计算法进行了明确规定。

新办法长期看有利于增强证券行业盈利的稳定性:第一,自营业务结构的引导在有效控制权益类证券投资风险的同时,保留了固定收益类证券自营的盈利空间,券商业绩对市场波动的抵御力将有望增强。第二,融资融券规模扩大对取得业务资格的券商有直接利好。以2007年末净资本计算,中信证券融资融券规模合计上限将超过40亿,有望成为2008年券商新的利润增长点,同时平滑业绩波动。第三,对净资本的谨慎计量有利于控制业务规模的扩张,增强经营稳定性。但我们认为这种影响将是长期的,短期效果并不显著。

鉴于近期券商股的大幅调整以及估值水平的整体下移,同时考虑外部风险监管完善长期内对券商盈利稳定性的促进,我们给予行业“增持”评级。