

迎来向下周期中的完美组合

——2008年中期中国经济报告

●中国经济开始步入下降周期。导致中国经济调整的力量主要表现在两个层面:一是经济持续扩张导致通货膨胀恶化,开始抑制需求增长。二是推动中国经济增长的国际化城市化动力出现阶段性调整。

●国际上更多地按照以通货膨胀为基准的经济周期划分法来分析经济周期对股票市场收益率的影响。我国从去年三季度进入通货膨胀阶段,随之股市收益率出现大幅度下降。如果这种格局不发生改变,股市收益率大跌局面很难改变;如果在供求改善和宏观政策作用下,中国经济能够顺利过渡到通货膨胀缓解时期,股市收益率仍有望明显提高。我们认为这将是下半年很有可能出现的大概率事件。

●做出这种判断的基本因素是通货膨胀将出现明显缓解,通货膨胀率逐季回落。其次,增长担心也会出现阶段性缓解,预计四季度工业企业利润增长20.8%,将比前三季度加快3个百分点。

●尽管目前处于向下周期阶段,但是在这个向下周期中会出现一个阶段性的“完美组合”:通胀担忧和增长担忧下降,从而为股市收益率的提高带来转机。

○申银万国证券研究所

一、中国经济:从周期性繁荣到周期性调整

1. 中国经济调整的大幕已经拉开
中国经济在经历了8年的加速上涨之后,开始步入下降周期,这集中反映在季度经济增长率的变化方面。中国季度经济增长率在去年二季达到12.2%高点之后,已经连续三个季度回落。按照修订之后的数据,今年一季度经济增长10.6%,比去年同期下降了1.1个百分点,已经回落到了2005年经济周期开始加速时的水平。下降速度如此之快,表明这次经济调整不同于以往曾经出现过的向下波动,而是一种趋势性的调整。

2、牛长熊短,调整时间大概在两年左右

中国经济要调整多久?由于这次经济周期跟以往有很大的不同,使得这个问题很难准确的回答。我们的基本判断是与往常调整期和上升期时间差不多相比(基本上是各四年),这次经济周期的调整期将明显短于上升期,呈现出典型市场周期“牛长熊短”的特征。具体进一步看,中国经济什么时候结束调整,取决于世界经济什么时候结束调整以及制约房地产的因素什么时候会消除。从1970年代以来的经验看,世界经济经历了3个完整的周期,周期长度为7-10年。目前本轮经济周期从2001年开始,调整可能在2009年结束,房地产市场什么时候能够结束调整,主要取决于居民对未来收入增长的预期以及房地产市场收入。我们认为当前房地产价格的调整只是一个暂时的阶段性调整,最迟到2009年下半年房地产市场将结束调整。综合这两个方面因素,我们认为这一轮中国经济调整将持续两年时间。由于不利于经济增长的因素更多地集中在2009年体现,2009年经济增长率将比今年再回落一个百分点。

二、分析中国资产定价环境的新视角

1、按照一般逻辑,经济周期向下,股票收益率降低

由于股票价格等于预期未来现金流折现,当经济步入下降周期时,一方面预期企业利润增长率会明显放慢,另一方面出于对未来的悲观预期,投资者要求股权风险溢价会提高,股票的实际收益率会降低。按照这种简单的两阶段划分法,在经济下降周期中股票投资收益率会非常低。但实际上,我们经常会发现经济周期下降阶段也能够获

得非常高的投资收益。

2、实际上以通货膨胀为核心的分析方式更能反映经济形势变化对股票投资收益的影响

这种背离使得人们寻求分析资产定价更为有效的经济周期划分方法。由于价格是供求力量对比的结果,能够反映企业成本收益的对比也是央行制定货币政策的主要参考指标。在实践中,以通货膨胀率为基准的经济周期划分法比以经济增长为核心的方法更能够集中反映经济周期对股票投资收益率的影响。以通货膨胀率为基准,参考经济增长情况,可以把经济周期划分为五个阶段:通货紧缩阶段、通货紧缩缓解阶段、适度通胀阶段、通货膨胀阶段、通货膨胀缓解阶段。美国资本市场发展历史表明:当经济处于适度通胀时期股票收益较高;当经济处于通货紧缩或通货膨胀时期,股票收益较低;当经济向好方向转变的时候,股票收益较高。这包括两种情况,一是经济由通货紧缩阶段进入到通货紧缩缓解阶段,二是经济由通货膨胀阶段进入到通货膨胀缓解阶段。

3、尽管A股历史较短,但也呈现出同样的规律

尽管A股历史较短,但以年度情况看,不同通货膨胀阶段的股票收益率的变化规律同样得到体现:

1)1991-1992年、2006-2007年属于适度通胀时期,股票收益率较高;

2)1993-1995年属于通货膨胀时期,1998-1999年、2001-2002年属于通货紧缩时期股票收益率较低;

3)2000年物价水平仍然偏低,但与处于严重通货紧缩中的1998年、1999年相比,经济呈现出走出通货紧缩迹象,属于通货紧缩缓解时期,股票收益率较高。1996年物价水平仍然偏高,但与前一年相比,物价涨幅回落了50%以上,也是在这一年宣布通货膨胀得到控制,属于典型的通货膨胀缓解时期,股票收益率因此也明显提高。同时从大的经济周期来看,1996年仍处于下降周期中,这也证明在下降周期中也可以获得很高的股票投资收益。

4、以季度划分,我国目前处于通货紧缩阶段,未来将进入通货膨胀缓解阶段

为了更好地分析我们目前所处的通货膨胀周期阶段,把握未来的演变方向,有必要对1998年的中国演变方向,有必要对1998年的中国演变方向进行更加细致的划分。我们以国际通行的1%作为通货紧缩和适度通胀的分界线,考虑到1991-2007年平均通货膨胀率为5%左右,而中国经济实践也表明,5%以

内的物价上涨,企业和居民能够承受,超过5%的物价涨幅会对经济产生较大的负面冲击,因此,我们以5%作为通货膨胀和适度通胀的分界线。按照这两个分界线对1998年以来中国经济进行五阶段划分,以物价大幅上涨6.1%为标志(涨幅比前一季度提高2.5个百分点),我国从去年三季度开始,从适度通货膨胀阶段进入通货膨胀阶段。受通胀恶化影响,四季度开始股市收益率出现大幅度下降。

根据不同通货膨胀阶段股市收益率的变化规律来看,如果通货膨胀恶化格局不发生改变,股市收益率大跌局面很难改变。如果在供求和宏观政策作用下,中国经济能够顺利过渡到通货膨胀缓解时期,股市收益率有望明显提高。实际上我们认为下半年出现这种情况的可能性很大。

三、下半年将迎来下降周期中的完美组合

1、通胀忧虑减轻,通胀率逐季回落

(1)农产品总体供给形势好于预期
由于经济发展水平偏低,恩格尔系数偏高,粮食及食品价格上涨往往成为通货膨胀加剧的直接力量。粮价(包括其下游相关产品)涨,则物价涨,粮价落,则物价落。伴随着前期价格的上涨,粮食及相关产品供给出现了一些积极变化,这些变化有助于物价上涨压力的减轻。一是粮食供给稳定增加,粮价上涨的压力有望减轻。二是生猪供给偏紧形势开始明显改善。三是汶川地震对粮食和猪肉供给影响有限。

(2)严格的流动性控制有助于通胀压力缓解
我们认为,在目前的金融条件下,狭义货币供给量M1的增长率变化对于通货膨胀最为重要。实际上从1997年以来的数据看,领先6个月的M1增长率与CPI变动趋势基本一致。

从M1增长率看,去年三季度为22%,此后基本上是趋势性回落,这决定了未来CPI涨幅也会出现趋势性回落。

(3)PPI难改CPI回落趋势

以上两个方面是决定我国CPI走势的主要变量,按照我们的判断,农产品供给形势好于预期以及M1回落趋势性回落决定了CPI逐季回落,进入一个大概率事件。但是目前认为CPI难以回落的一个重要论点是目前PPI仍在加速上涨,将导致未来CPI涨幅出现反弹。但我们认为,CPI和PPI的变化高度一致,PPI对

CPI的影响主要体现在当期,滞后影响并不明显。除非PPI以明显快于食品价格回落的速度上涨,否则CPI回落的趋势很难改变。

(4)“适时、适度”的要素价格改革对CPI影响有限

认为CPI难以回落的另一个担心来自要素价格改革,尤其是成品油、电力等价格上调导致通货膨胀失控。我们认为,电力价格上调、成品油价格上调是通胀缓解阶段政府首要的目标是控制通货膨胀,要素价格采取适时适度的原则进行。我们认为四季度成品油(主要是影响比较大的汽油、柴油)和电力价格上调的可能性较大,成品油上调的幅度为10%,电力价格上调幅度为5%。要素价格上调对PPI的影响大概在1.1个百分点,对CPI总的影响大概在0.6个百分点,显然这种适时适度的改革并不会对CPI产生太大的冲击。

(5)小结

综合以上分析,我们认为目前严峻的通货膨胀形势将在下半年尤其是四季度得到明显缓解,通胀率将呈现逐季回落态势。下半年CPI平均涨幅为5.2%,将比上半年回落2.7个百分点。按照我们前面提出的划分通货膨胀和通货膨胀缓解阶段标准,我国将从四季度开始告别通货膨胀时期,进入通货膨胀缓解时期。

2、增长忧虑减轻,GDP增长率可能先降后升
从目前情况看,受出口增速回落、实际消费低迷、投资增长动力不足以及汶川大地震影响,二、三季度经济增长率可能会继续回落,但是四季度会有一些积极因素拉动GDP的回升。

(1)灾后重建将推动投资增长
我们认为灾后重建至少要解决三个方面的问题:一是无家可归的居民住房问题。二是灾区基础设施、公共服务设施的重建问题。三是企业生产的恢复问题。综合考虑这三个因素,我们预计灾后重建规模将达到7500亿元。根据发展改革委披露的重建规划,这需要在三年之内完成,平均每年完成2500亿元。按照四季度固定资产投资额占全年投资额1/3比重估计,全年完成的灾后重建投资额大概在850亿元,这将拉动四季度投资增长2个百分点。

(2)顺差或重归正增长,对经济增长拉动作用增加
出口增速回落、进口增速加快导致顺差同比下降,是当前经济增长速度回落的一个重要原因,但这种格局可能在四季度发生改变。首先,在美国经济阶段性回升带动下,出口增速有望在四季度改变逐季回

落局面。其次,受大宗商品价格涨幅回落影响,我国进口增速有望放慢。总体上看,伴随着出口增速加快和进口增速放慢,四季度出口顺差有望重回正增长,对经济增长的拉动作用将再次增强。

(3)通胀趋于缓解有助于实际消费增长

由于物价上涨过快,居民实际收入增长速度不但没有提高反而有所回落,这导致不管是反映居民商品消费的社会消费品零售总额增长率还是既反映商品消费又反映服务消费的城乡居民家庭人均消费增长率的实际增长率都出现了明显回落。随着下半年通胀回落,居民实际购买力将逐渐得到恢复,实际消费增长率有望加快,将成为推动下半年经济增长的一个重要因素。

(4)小结

由于投资增速回落、实际消费增长放慢以及顺差减少的影响,二、三季度经济增长率将会继续回落至10.0%-10.5%之间,总体上呈现盘整状态。随着灾后重建展开以及顺差重归正增长,四季度经济增长率有望回升到11.1%左右,比三季度加快0.7个百分点。其中灾后重建拉动经济增长0.3个百分点,顺差拉动经济增长0.7个百分点。

3、增长忧虑减轻企业盈利阶段性触底回升

在经济增长率之外,企业盈利以及上市公司业绩逐季回落是关于增长的另一大担心。由于需求增速放慢,同时成本高企使得企业盈利面临双重挤压,企业盈利增长高点已经在2007年出现。这已经是事实,但这并不意味着企业盈利会一直维持每况愈下格局。实际上从影响企业业绩的因素看,我们认为工业企业利润增长率在四季度会有一个明显改善。

首先,从需求端看,四季度出口增长率加快以及灾后重建拉动的投资增长有助于改善需求低迷状况,有助于企业利润增长。

其次,从成本端看,无论是总利润增长率还是剔除原材料燃料动力行业之后的利润增长率都和原材料燃料动力购进价格指数涨幅呈现明显的负相关关系,四季度国内大宗商品价格涨幅回落将减轻国内企业的成本压力。

综合考虑,伴随着成本压力减轻和需求增长加快,四季度企业利润增长率有望明显加快。我们预计四季度工业企业利润增长率将再次回升到20%以上,将比三季度加快2-3个百分点。

4、完美组合的总结

通货膨胀缓解、经济增长稳定不但对于宏观调控部门,而且对于证券投资者都是一种完美组合。伴随着中国进入通货膨胀时期,这种完美组合从去年三季度开始被打破。经过对通货膨胀和经济增长决定因素的分析,我们认为在经过二、三季度的再平衡之后,中国有望在四季度再次迎来这样一个向下的周期中的完美组合:通货膨胀实质性缓解、经济增长和企业盈利增长的担心减轻。这样一个组合的出现或者对这种组合出现的预期将为低迷的证券市场带来转机。

■信息评述

固投增长将继续维持减速趋势

1-5月全国完成城镇固定资产投资40264亿元,增长25.6%,其中房地产开发投资9519亿元,增长31.9%。

安信证券:

考虑到投资品价格可能仍在继续上涨,估计实际投资增长很可能在继续减速。而受大宗商品价格上涨、国内劳动力成本不断提升、国外需求持续疲软,以及包括本币升值和信贷紧缩在内的宏观调控政策的影响,企业盈利能力出现不同幅度下降,并且一定程度影响固定资产投资意愿,预期未来投资增长将继续维持减速趋势。

就细项数据而言,第二产业投资增长继续回落,这主要与同期工业企业盈利能力下降相关,当然这仍然需要月底公布的盈利数据来确认。从迄今公布的细项行业数据来看,不同行业的投资增长继续出现分化:产能相对不足、盈利能力较强的行业投资增长处于高位,如煤炭开采及洗选、非金属矿采选、制品业;受价格管制而导致盈利明显下降的行业,如电力热力行业,其投资增长继续处于较低水平;房地产投资增长则在高位出现轻微回落,与同期房地产市场交易清淡形成较大反差,对此仍需要继续观察。

国信证券:

房地产投资增速下滑料将影响下半年投资增速。房地产投资增速为31.9%,较上月略下滑0.2%。但是上半年房地产投资主要是延续去年投资的结果,如果房价大幅度下跌,将会极大抑制房地产投资。而房地产投资占总投资近三分之一比重,房地产投资增速前四个月达到了32%,远高于固定资产投资增速,如果房地产投资大幅度下降,将会影响到总体固定资产投资,同时会影响到相关行业,如钢铁、建材等。

预计2008年投资仍可保持去年的增长速度。2008年推动经济增长的“三驾马车”中最确定的是投资,投资增速很难回落,2008年和2009年投资增速仍将保持去年的水平,或略低。

从投资资金来源来看,2004年以来固定资产投资来自银行贷款的比例不断下降,一定程度上减轻了信贷紧缩对于投资的影响。当然信贷紧缩对于主要依靠银行贷款的行业,如房地产行业影响还是比较大的。目前房地产行业投资增速仍未显现降低迹象,但我们相信房地产行业下半年投资增速将会下降。

齐鲁证券:

受地震和房地产开发投资下降的影响,前5个月城镇固定资产投资继续小幅度下降,从紧的货币政策和央行多次提高存款准备金率在客观上限制了企业的投资冲动。从行业看,能源电力的供应紧张仍然是制约经济增长的瓶颈产业。

由于美元贬值可能已经接近尾声,第四季度美元可能出现某种程度的反弹,而国内工业增加价值指标也表现出有色金属增长缓慢,因此,未来有色金属产能过剩严重。考虑到人民币升值因素,有色金属存在价格下行风险。

工业企业利润增速将缓慢下降

国金证券:

工业企业利润增长再下台阶。根据最新公布的5月份统计数据,1-5月份工业企业利润总额增长整体保持继续下滑态势。我们的模型显示,1-5月份累计工业企业利润增速为12.95%,相对于1-2月的16.5%下降近4个百分点。如果剔除石化、电力等行业后的工业利润增长为29.42%,也处于下降过程之中。利润下降的原因缘于价格转移能力较低以及增长规模的下降。相对价格方面,成本转移能力有所降低,代表产出价格的PPI和成本价格的原材料购进价格指数的关系对于5月份企业利润来讲,并无改善迹象;增长规模方面,工业增加值增速反弹乏力。如果扣除地震的直接影响和假期因素,工业增加值5月份单月同比增速只有12.21%,回到了2002年的较低水平。

价格管制导致产业增长出现严重扭曲。石化行业继续承受巨额亏损,电力行业利润出现严重的负增长,即排除了亏损严重的石化行业,原材料、投资品、消费品生产的利润增长也出现不同程度的下降。其中,剔除石化行业后的原材料行业由于提价效应使利润增速与销售利润率均有所反弹;投资品行业利润增速下降较快,但销售利润率相对稳定;消费品行业利润增速略有下降,但销售利润率受到挤压。

下半年工业企业利润增速下降态势略有缓和,可能稳定在10%左右。由于去年6月份石化行业已经陷入亏损边缘,所以基数效应可能致工业利润增幅的大幅下滑趋势得到缓解。在基本面没有显著改变情况下,预计工业企业累计利润增速将缓慢下降至年底的10%左右。

论估值,A股市场底在哪里?

联合证券:

在监管层沉默下,市场毫不客气地走出了十连阴,投资者在市场趋势判断上似乎没有异议。但说到估值,市场态度就不那么明确了。

回顾历史,目前21倍的PE和3.34倍的PB,离历史低点其实还有一段距离。我们看到中外历史上都曾经有过不到3倍PB的估值低点,从这个角度上讲,市场还有约10%的下降空间。若横向比较,从历史上讲,PE的参考值21.69并不低于印度的30,还落后于S&P500的22.17水平。如果借用PEG概念,结合各国经济增长速度,我们的估值更是低于金砖四国中的印度、巴西以及美国、英国、德国等发达经济体市场。

但PE计算的一个最大的问题是,虽然price是一个确定性数值,但EPS的确可能偏离实际情况。尤其是目前各种“超预期”的经济数据,并没有及时反映到对企业盈利预期及EPS数据中。从这个角度上讲,PE的参考价值并不大;PB由于其自身的稳定性,作为估值参考意义更明确。目前上证指数3.34倍的PB仅次于印度的4.39,比巴西、俄罗斯分别高出0.81及1.11,也处于成熟市场之上(美、英、德分别为2.57、1.99、1.7)。因此,A股的估值还很难说已经触底,但理性下跌空间其实已经不大。考虑到我国投资者结构和心理预期的放大作用,市场跌破合理水平的可能性依然很大。

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:6月1日-6月17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	2008报告预期		2009报告预期		2008一致预期		2009一致预期		目标价	6月17日收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
600551	科大创新	中金公司	推荐	深度报告	6-17	1.080	17.130	1.050	17.619	0.950	19.474	1.076	17.193	26.00	18.50
002216	三全食品	中金公司	审慎推荐	深度报告	6-16	0.930	37.742	1.200	29.250	0.937	37.470	1.230	28.542	--	35.10
600257	洞庭水殖	中金公司	无	点评报告	6-13	0.040	97.250	0.090	43.222	0.057	68.728	0.107	36.514	--	3.89
002069	獐子岛	中金公司	审慎推荐	一般报告	6-13	0.610	31.000	0.990	19.101	0.605	31.258	0.819	23.083	--	18.91
002086	东方海洋	中金公司	中性	一般报告	6-13	0.430	30.628	0.560	23.518	0.394	33.430	0.505	26.076	--	13.17
601958	金铝股份	中投证券	强烈推荐	深度报告	6-12	1.250	13.744	1.310	13.115	1.169	14.694	1.187	14.479	26.00	17.18
002203	海亮股份	中投证券	强烈推荐	深度报告	6-11	0.490	25.612	0.670	18.731	0.561	22.367	0.829	15.147	15.00	12.55
600693	东百集团	海通证券	增持	点评报告	6-6	0.420	31.190	0.546	23.993	0.413	31.757	0.571	22.931	18.00	13.10
600035	楚天高速	UBS	买入	一般报告	6-4	0.360	14.083	0.470	10.787	0.378	13.401	0.507	10.007	7.96	5.07
600594	益佰制药	东北证券	谨慎推荐	一般报告	6-3	0.501	18.244	0.665	13.744	0.467	19.572	0.635	14.394	15.00	9.14
600231	凌钢股份	海通证券	买入	深度报告	6-3	1.210	10.132	1.370	8.949	1.052	11.651	1.215	10.087	19.09	12.26
600169	太原重工	中金公司	推荐	深度报告	6-3	0.970	22.485	1.420	15.359	1.097	19.881	1.561	13.972	33.00	21.81
600550	天威保变	平安证券	推荐	深度报告	6-3	0.850	32.882	1.140	24.518	0.850	32.867	1.253	22.301	--	27.95
000759	武汉中百	UBS	中性	一般报告	6-2	0.380	30.111	0.480	25.583	0.363	29.885	0.523	20.739	12.20	10.84
600682	南京新百	兴业证券	推荐	点评报告	6-2	0.340	23.706	0.440	18.318	0.340	23.706	0.440	18.318	14.00	8.06
200725	京东方B	东北证券	推荐	一般报告	6-1	0.330	9.152	0.280	10.786	--	--	--	--	--	3.02

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

报告明示出具的“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早

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)