继续国际化博弈 布局中级反弹

——2008年下半年A股市场投资策略

●由于世界石油存量趋势逆转取决于美国，虽然考虑到大宗商品价格调整的阶段性和结构性，中国企业利润的最低点应该位于中国PPI顶点和美国PPI顶点之间，相比之下更靠近美国PPI顶点这一时间点。因此，只有美国PPI见顶才意味着中国经济真正达到底部，中国实体经济的底部还有一个长期过程。

●基于我们对美元不会反转和美国通胀上升的判断，我们认为短期美元回流的可能性不大。当前国际资本自然追逐的就是经济发展尚有较大动力的包括中国在内的新兴市场国家与需求未有回落的稀缺类大宗资源。

●通胀是连接中国实体经济与证券市场的核心点。中国PPI回落后可能出现一个经济或者市场低点，那实际上也是一个阶段性的低点，一个中级反弹的低点，而市场的真正底部可能还会等待利润回落后新的中周期的开始，第一个低点出现的时间可能在今年第四季度之后。

⊙长江证券研究所

以美国为领头羊的全球经济从2004年开始步入了长波衰退期，在新兴股票市场经历了短暂疯狂后，多重因素刺破了全球股票市场的泡沫。2007年下半年起全球股票市场的疲软下跌，使得资金急迫寻找其它投资渠道。我们通过观察其它投资品的变化来对股票市场进行判断，并以历史和辨正的眼光来看A股市场在各类资产中处于一个什么样的位置。另外，就A股市场而言，其趋势判断已经不完全是一个中国经济问题，同时也是世界经济问题，所以这是我们国际化博弈思路的一种延续。

一、国际化博弈中的实体经济与证券市场

A股市场在美元信用危机与美国经济动荡背景下出现了深幅调整，而沿着2008年中国资本市场系于美国的逻辑，在中国经济和美国经济都将步入深入调整阶段背景下，我们探讨A股市场将如何演绎。

1、通胀是联结实体经济与证券市场的核心点

价格一向都被视为引致供给、需求变动的平衡器，但价格与供给、需求之间并非简单的因果关系。供大于求所带动的价格下降，在一定阶段之内就会促进原有的需求增长，而一旦需求扩张大幅超越供给增长，价格不断上升的同时也意味着需求减弱的拐点就会出现。不过这种临界点的预测由于供给、需求方集中度的差异，往往使得各个行业包括宏观经济自身都会呈现较大分化，相信这也是在通胀大幅上升背景下资本市场之所以表现较弱的原因。

基于中国和美国通胀博弈的过程将决定中国经济的底部，同时这也决定了中国虚拟经济的底部所在，我们实际上已经将探讨中国虚拟经济演绎的关键因素集中于以PPI上升为代表的价格现象，毕竟这种上升的趋势性内在就是代表了实体经济中尤其是工业企业的利润状况。实际上，我们一贯把中国当前的状况类比于1970年代长波衰退中作为追赶型经济体的日本。在那个时候，日本证券市场的演绎过程基本上遵循了我们的全球通胀博弈影响日本制造业的竞争力，从而影响贸易顺差，进而影响本币升值和资本流动的逻辑过程来进行，证券市场的走势理所当然是由这一过程决定的。所以决定证券市场与实体经济关系的决定性因素在当前的中国也演化为通货膨胀，特别是PPI。

2、日本上世纪70年代初的通胀演绎与证券市场底部

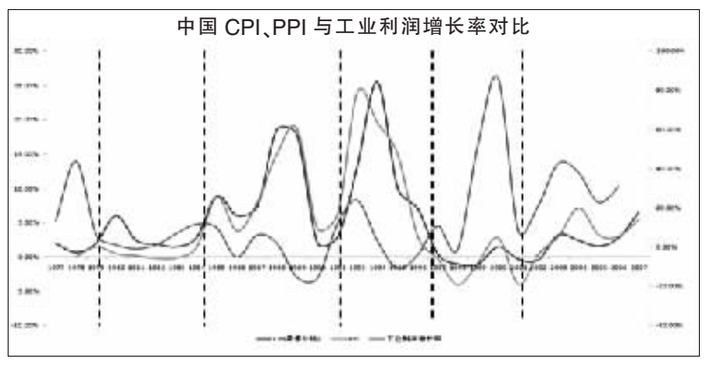
日元从1971年开始升值一直到石油危机之前，日元升值和通货膨胀并存趋势非常明显，同时日本的PPI涨幅在通胀情况下依然能够保持在低位徘徊。但是石油危机使日本经济出现了阶段性贸易逆差过程的转变，其内在动因在于能源危机带来的世界大宗商品价格暴发式上涨推升了原材料价格。具体表现为日本PPI快速上升超过主导国家，不仅抵消了日元升值带来的本币购买力上升，同时由于日本当时国内实体经济增长相对于美国更多的依赖于原材料加工，原油价格上涨使得日本后续阶段成本推动的通胀压力要大于美国。由这种机制所导致的经济回落机制自然在证券市场带来明显的下跌。而随后的问题是，当通胀回落的时候，实体经济的探底过程和预期改善自然对证券市场的底部形成起到了决定性作用。

比较美国PPI、日本PPI以及日经225指数在1973年石油危机暴发时的趋势，日本此轮PPI上升趋势的最高点是在1974年2月份，美国PPI上升的最高点是在1974年11月份，而日经225指数出现的最低点则是在1974年的10月份，另外在1975年9月份则出现了另一个次低点。按照日本当时公布的企业利润数据，整体企业利润率在石油危机前后的最低点出现在1975年，那么，这种背景下的虚拟经济见底确实是有宏观经济数据支撑的，也就是所谓的通胀和利润变化是虚拟经济调整的决定因素。

3、中国与世界的通胀博弈决定A股市场底部

中国经济调整过程的演绎实际上与当年的美国和日本之间的通胀博弈有着同样的逻辑过程。中国经济的调整与世界经济调整是不可分割的整体，伴随着世界经济调整的重要一环——国内要素价格被迫放开的深入，中国经济必将进入深幅调整阶段，这一阶段的特征是以中国国内PPI大幅上升为标志。但是由于PPI构成的上中下游产业价格调整的差异性，中国国内PPI见顶却并不意味着中国企业利润出现反转，反而是上游价格下降导致企业利润加速下滑的开始。由于世界石油存量趋势逆转取决于美国，虽然考虑到大宗商品价格调整的阶段性和结构性，中国企业利润的最低点应该位于中国PPI顶点和美国PPI顶点之间，相比之下更靠近美国PPI顶点这一时间点。因此，只有美国PPI见顶才意味着中国经济真正达到底部。这也是我们对于中国经济和世界经济调整机制的基本观点。

我们有理由推断，中国PPI莅临高点的时候并不意味着市场真正底部的来临。这里面有两个原因：其一、美国的PPI顶部可能意味着短期成本压力的缓解，但此时实际上意味着中下游利润存在着一个迅速回落过程。其二、中国PPI顶部可能是对世界能源需求增量部分的回落，但这不足以构成对能源价格最终回落的原因。所以当中国通胀传导使得美国通胀推升，从而美国不得不紧缩的时候，可能才是真正的全球通胀回落的开始。但是我们认为，这种通胀回落只是经济见底的先行指标，因为在通胀回落之后将面临需求紧缩和通货紧缩的风险。所以利润的最终底部或者利润的最后滑落过程就将开始，从而由利润所决定的真正经济底部才会来临。这一点反映在证券市场上的判断是，中国PPI回落之后的市场低点将是一个中级反弹的低点，而市场真正底部可能还会等待利润回落后新的中周期的开始。



二、国际化博弈中的资本流动与A股市场

在经济衰退阶段美元不可能出现反转，而仅仅可能是反弹。这个结论可能仅适用于美元指数，个别币种可能存在短期大幅升值。不过总体来看，美元仍处于贬值过程中。如果美元不反转，那么美元资产将流向何处？

1、美元短期回流的可能性不大

美国经济是世界经济的风向标与主导力量，本轮世界经济的减速调整始于美国经济的衰退。我们将美国经济的调整划分为三个阶段：即第一阶段为2001年网络科技股泡沫破灭后，美联储通过放松货币政策方式以延缓经济增长步入衰退的速度，此时美元加速贬值；在第二阶段为美元持续贬值以及美国进口需求的减弱，使得工业化技术相对成熟的国家受到制造业竞争优势弱化冲击，其中生产成本相对较高的欧元区与日本受到较大冲击；第三阶段为受制于欧元区以及其它发达国家经济增长渐趋美国经济一致性的回落，依赖于净出口拉动经济增长模式的发展中国家开始呈现景气回落迹象。

结合目前处于世界经济共生模式纵向产业链中各个国家的经济增长速度，以及欧洲区、日本等发达经济体最近下调经济增长预期，我们有理由相信世界经济的此轮调整正在由第一向第二阶段过渡。因此，美国经济目前尚未真正的处于调整底部，离经济下滑企稳与经济回暖复苏仍有时日。即当真正进入第三阶段调整期，当以中国为代表的发展中国家出现景气回落迹象时，也就出现了美元回流的前兆期。

2、美元回流的形式与收益风险

历史上的美元回流主要以石油美元形式出现，石油输出向原油资源消耗大户美国出口并赚取美元盈余，又通过持有美元资产的形式将美元回流于美国，并使其拥有较为充足的资本以拉动经济增长并维系全球经济平衡；随着新兴世界国家的崛起，国际资本流动更倾向于美国与新兴市场的逐利行为，美元回流形式更倾向于出口导向型的新兴体国家通过贸易顺差持有大量美国国债向美国进行融资；就从美国国债占比情况而言，日本一直是最大的持有者，而从持有增量来看中国起到举足轻重的作用。

美国的债券市场远远大于其股票市场，对于全球债市而言也是居于主导地位，尤其是美国国债市场是美元回流与国际资本趋利行为的重要场所。也就是说美国国债市场的投资收益与风险适度情况，在更大程度上会影响美元回流的幅度。我们知道对于不含期权的纯国债来说，高通胀引起的加息预期是其面临的最大利率风险。本轮美国经济下滑在第一阶段向第二阶段调整过程中，在次贷危机的外部冲击下经历了一系列的降息动作，但是在缓解国债贴现成本基础上也在加速美元的贬值程度，与出现的资源约束局面一并推高了全球通胀的预期。因此，美国经济在进入第二阶段的调整过程中伴随着高通胀预期，对于纯国债市场而言利率风险因素在变相加大。

因此，目前谈及通过持有美国国债方式进行美元回流还未时尚早。只要高通胀问题没有达到明朗化的程度，纯债券性质的国债市场，尤其是中长期债券将面临较大的利率风险，从而削弱投资者资本利得空间。在初始投资成本既定情况下，高利率期限结构势必造成息票收益受损和降低原始本金的现值，从而降低长期债券的持有者投资收益。这也是近期日本与中国持有美国国债份额逐步减少的主要原因。

3、资金有可能继续流入中国市场

一旦美元不能回流，那么国际资本必然寻找新的投资增长点。就目前的世界经济格局而言，经济处于发达阶段的欧元区与日本，和以中国为首的新兴经济体国家具备吸引外资的经济基本面；美国经济衰退出现对外需求弱化，与欧元区、日本货币相对美元升值时，欧洲与日本以高成本为基础的工业制造产品势必受到挤压，经济增速将与美国出现同步下滑；在以美国为中心的全球经济共生模式中，新兴市场国家是初级加工制造产品的出口地，发达国家是终端需求国，欧、美、日经济同步下滑在抑制以中国为主的加工制造国经济回落的同时，也在削弱大宗资源国的出口需求，并最终带动全球经济的同步回落，视为本轮全球经济调整的终点。也就是说，资源出口国与加工制造国的经济下滑要滞后于经济发达的终端需求国，那么，当前国际资本自然追逐的就是经济发展尚有较大动力的新兴市场国家与需求未有回落的稀缺类大宗资源。

以中国为首的新兴体国家经济增量恰恰可以约等于世界经济发展的增量，也就是说新兴国家的经济增速远远高于包括美国、欧洲以及日本在内的发达国家的经济增速，新兴国家实体经济的崛起必然带动其虚拟经济的繁荣。另一方面，与其它新兴体国家相比，中国具有较高的经济增长安全边际。中国处于世界制造国的中心地带，不在于其经济增长靠出口资源所带动，而在于其具有较为完善的产业加工制造体系和相对熟练的劳动力。在吸收东亚、拉美其它新兴体国家基础原料的同时，也在向这些追赶型的中小国家和发达国家出口产成品。也就是为何中国的GDP增速与就业率人数要远远优于其它新兴体国家的关键所在。

三、经济双底结构中积极布局中级反弹

显然按照我们对全球通胀博弈演绎经济底部的判断，中国实体经济的底部还有一个长期过程。

首先，就下半年来讲，中国经济仍是一个以PPI为主的通胀推高与实体经济利润继续下滑的过程。而在这样的过程中，我们可以判断出PPI回落与经济底部出现的逻辑，但是我们却不能精确判断出PPI见顶以及随后的经济底部的时间，可能只能判断出PPI见顶与随后的经济底部将出现在今年四季度和明年一季度这样的区域。这实际上正是下半年的尴尬所在。不过我们只要关注我们的逻辑过程中的某些现象，特别是PPI持续上升与真实需求回落迹象明显时，按照我们的逻辑就能推演出正确的投资决策。

第二，在我们的逻辑中，即便是PPI回落后可能出现一个经济或者市场低点，那实际上也是一个阶段性的低点，而不一定是中周期的最低点（当然，从幅度上来看可能与中周期的低点区别不大），所以未来的经济可能是一个双底结构。那么当第一个底部出现后，市场将出现基于成本压力缓解的中级反弹。而真正对于中级反弹布局有意义的，将是基于对PPI回落后利润变动的理解。

第三，从估值上看二级市场已经进入了合理或者被低估区域，预计这种情况不会长时间出现。虽然经济处于衰退期，但是社会内部的经济活力还是非常强的，毕竟中国还有潜在8%的增长，所以A股市场长期全面被低估的可能性很小。下半年的调整将是一个孕育着生机的调整，因为对于中级反弹的布局可能即将或者已经开始。

（执笔：周金涛、张凡、刘冬）

券商研究机构首次关注上市公司追踪

（统计日：6月15日-7月8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	7月8日收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
600686	金龙汽车	中投证券	推荐	深度报告	7-7	0.800	11.375	0.820	11.098	0.765	11.895	0.816	11.158	12.00	9.10
600000	浦发银行	中投证券	推荐	点评报告	7-7	2.150	10.414	2.490	8.992	1.835	12.204	2.257	9.922	27.00	22.39
002248	华东数控	招商证券	审慎推荐	深度报告	7-1	0.470	27.660	0.810	16.049	0.471	27.616	0.761	17.085	12.00	13.00
000999	S三九	中投证券	推荐	深度报告	6-30	0.510	34.490	0.650	27.062	0.469	37.533	0.598	29.438	19.58	17.59
000799	酒鬼酒	兴业证券	无	点评报告	6-29	0.120	101.333	0.200	60.800	0.148	82.286	0.243	49.973	--	12.16
002161	远望谷	国都证券	推荐	深度报告	6-27	0.660	50.076	0.980	33.724	0.651	50.749	0.970	34.072	39.20	33.05
600895	张江高科	海通证券	买入	点评报告	6-25	0.460	20.717	0.530	17.981	0.432	22.035	0.570	16.719	13.80	9.53
600820	隧道股份	兴业证券	推荐	点评报告	6-24	0.400	22.075	0.480	18.396	0.387	22.812	0.504	17.520	--	8.83
600295	鄂尔多斯	宏源证券	--	深度报告	6-23	1.090	16.037	1.560	11.205	0.938	18.627	1.447	12.078	--	17.48
000707	双环科技	宏源证券	买入	点评报告	6-21	0.680	19.353	0.850	15.482	0.846	15.558	1.091	12.068	--	13.16
000698	沈阳化工	宏源证券	买入	点评报告	6-21	0.730	21.123	0.920	16.761	0.626	24.618	1.037	14.872	--	15.42
600551	科大创新	中金公司	推荐	深度报告	6-17	1.080	16.009	1.050	16.467	0.950	18.200	1.076	16.069	26.00	17.29
002067	景兴纸业	广发证券	买入	深度报告	6-17	0.360	20.917	0.780	9.654	0.437	17.245	0.701	10.740	11.00	7.53
002240	威华股份	广发证券	买入	深度报告	6-16	0.693	18.658	1.278	10.117	0.678	19.071	1.236	10.463	24.95	12.93
002216	三全食品	中金公司	审慎推荐	深度报告	6-16	0.930	42.914	1.200	33.258	0.944	42.261	1.284	31.093	--	39.91

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，但应注意到的是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）

■信息评述

二季度我国企业家信心有所回落

国家统计局8日发布的全国企业景气调查结果显示，今年二季度企业家信心指数为134.8，分别比一季度和上年同期回落5.8和8.3点。

海通证券：

国家统计局此前发布的相关报告显示，与去年同期相比，今年二季度我国企业景气指数有比较明显的回落。企业家信心指数的回落与企业景气指数走势保持一致，这反映了当前我国经济的现状。通货膨胀和全球经济低迷使得强劲增长的中国经济放缓，增速下滑幅度和持续时间不仅取决于国内经济体的反应以及政府政策的调节，还要受众多国际因素的影响，未来我国经济增长存在众多不确定性。

■行业评析

纺织出口退税率大幅上调可能性不大

近日市场传言纺织出口退税率将大幅上调，粘胶纤维上调10个百分点、纺织品上调4个百分点、服装上调2个百分点。

国金证券：

我们认为如此大幅上调退税率的可能性不大：2008年纺织产品出口增速下滑，主要是因为欧美经济下滑、升值加快、劳动合同法的实施、环保要求的提高以及生产成本上升等，而出口退税率并不是影响出口的主要因素之一；粘胶是严重污染环境的行业，而国家不断严格环保要求，2007年下调6个百分点即是环保政策的具体体现；2008年以来纺织品出口增速较2007年提高，前5个月累计出口纺织品267亿美元，同比增长24.6%，而2007年全年累计增速只有15.4%。从统计数据来看，纺织品没有上调的基础；2008年前5月服装出口376亿美元，同比增长7%，增速较2007年的20.7%大幅降低，服装存在上调出口退税率的可能。

即使上调出口退税率，对企业经营情况的改善作用也不大：纺织产品出口增速下滑主要影响因素不是出口退税率，一旦上调，外商必然相应降低产品报价，在一定程度上是国家补贴外商；目前纺织行业经营困难，核心因素是我国纺织企业同质性高，大家都致力于扩大规模拼出口，产能严重供过于求，市场竞争非常无序。经过20多年高速发展，行业急需整合，优胜劣汰，目前市场暂时的艰难正好提供了一个非常难得的机会，我们不应人为干扰市场调整的正常进行；关于纺企倒闭影响就业，与市场想象的有所不同，也存在企业员工跳槽导致企业倒闭的现象，这在一定程度上说明失业情况低于想象。

根据可能性排序，粘胶上调的可能性最低、其次是纺织品，我们认为如果上调可能只有服装上调2个百分点。关于上调的时间点，我们认为3月份以来出口情况有所恢复，而且奥运会影响了许多原材料供应、扭曲原料供需，最好是10月份，等待9月份出口数据出台以后再决定。

奥运及通胀对钢铁行业的影响

天相投顾：

通过与钢厂的交流，我们认为，奥运会期间中国政府对华北地区主要抓的三件事依次是：安全、环保、运输，这将分别影响到铁矿石等钢铁原料的产量、钢铁行业的供求格局，以及企业的运输成本。对此我们做的量化分析表明，奥运期间焦炭价格的上涨空间将大于铁矿石，华北钢产量的减少量将大于需求的减少量，华北内陆钢厂三季度运输成本将有所增加。

通过分析宏观经济形势，我们认为，中国政府的工作重心应依次是：控制通胀、保持经济增长、节能环保。目前在高通胀背景下，不排除后期政府调整出口政策抑制钢价和PPI。但当PPI高位回落并成趋势以后，预计节能环保将成为政府的工作重心。这将尤其抑制河北以外地区的小钢厂产量，促使钢铁行业内需增速回落的同时供给增速也回落，从而保证在经济增长放缓的大背景下，钢铁行业的盈利能力并不一定受损。

基于对行业供求格局的判断，我们仍然维持对钢铁行业的增持评级。风险方面，我们建议投资者关注需求变化、政府对钢价的态度、可能出台的各种政策，以及奥运期间运输成本增加对河北内陆钢企三季度业绩的制约。

耐心等候房地产行业曙光来临

中银国际：

中国房地产的本轮调整源自于本身过度炒作、经济周期、政策导向的叠加作用，目前以刚性需求为主体的市场格局将推动行业理性回归。我们认为市场的调整周期可能持续15-24个月，最早于2009年上半年，最晚于2009年四季度见底回升。调整的方式更可能是以横盘、中心城市温和降价方式进行，以时间换空间，等待房价收入比和租金收益率逐步接近合理水平。

观察主要大城市的成交量走势，我们认为目前市场的滞涨格局不容乐观。经过3月份和5月份两轮成交小高峰后，6月份原先成交量恢复良好的市场，如上海、杭州、深圳等地有后继乏力迹象，弱势市场如北京等的回暖持续性有待观察。综合供求情况和房价收入比数据，我们认为，北京、深圳、武汉等城市的调整压力仍然较大。

由于销售回款放慢，房地产行业出现全行业资金链紧张。如果销售继续低迷，部分融资渠道狭窄的中小开发商可能在今年四季度到明年年初发生资金链问题，从而为主动调整销售策略、积极储备现金、降低负债率的企业提供在行业整合和财富再分配浪潮中的发展机遇。

当前的房地产股价已经接近历史最低水平，但由于2009-2010年开发商业绩成长性具有较大的不确定性，我们全面使用保守的净资产估值法对房地产股进行定价，重新调整了覆盖公司的目标价，金地集团、金融街、招商地产、万科A、保利地产、华发股份等上市公司目前价格对长期投资者已经具备吸引力。结合净资产估值低估程度以及业绩和现金流的保障性，我们的首选品种是金地集团、金融街和保利地产。

本版投资建议纯属个人观点，仅供参考，文责自负。读者据此入市，风险自担。本版作者声明：在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系