

经济增长现迷思 静待宏观风险释放

国泰君安证券研究所

随着原油和国内食品价格回落,国内通胀压力开始下降,但通胀压力下降不代表通胀反转。一方面大宗商品价格仍存在一定的不确定性,我们认为明年很可能将反弹;另一方面随着能源价格改革的推进和PPI向核心CPI的传导,以及粮食价格可能的波动,不排除四季度CPI出现反弹。

但我们需要意识到,当前通胀压力下降有利于企业效益提高和政策放松,缓解了市场的悲观预期,使市场的注意力逐渐从通胀转移到经济增长。我们从自上而下和自下而上两个角度对经济增长进行分析,发现自上而下的数据有一定自我矛盾,而且变数太多,把握方向难度较大,目前自下而上的数据能更清楚地反映未来经济走势。我们认为下半年经济增长形势堪忧,三季度宏观经济将加速下滑,宏观风险尚未充分暴露。我们期待政府未来更大幅度的政策放松,这也将是下半年最大的投资机会。

一、自上而下的宏观:存在诸多变数

自上而下来看,今年以来进出口、投资尽管有所下降,但仍维持较高增速,经济韧性超出预期。而未来人民币升值暂停、出口退税上调和贷款额度微增对进出口和投资形成一定的支持,而消费更是高高在上,似乎对下半年宏观经济存在过于悲观。但仔细分析,我们发现其中不少数据之间有相互矛盾之处,而且变数很多,很难自上而下对宏观经济前景进行准确把握,这也是宏观研究的难点之一。

1. 投资增速与贷款增速的背离
二季度固定资产投资增速在房地产拉动下出现较大反弹,我们看到往年固定资产投资增速与贷款波动比较一致,但今年与贷款的走势完全背离,这不禁让我们怀疑其可持续性,因此很难对名义固定资产投资增速走势做出准确判断。二季度尤其是6月份房地产投资增速的上升也与施工面积增速下降现象相违背,可能的解释在于6月份土地出让金的集中支付。而土地出让金的支付不可能长期持续,而且从本质上土地出让金的大量支付只是一种财富转移,虽然创造了GDP但没有拉动实体经济的发展,只是一种数字游戏。

2. 收入与消费增长的背离
2007年以来社会消费品零售总额一直保持较高的增长速度,增速不断上升,但城镇居民可支配收入波动较大,增速远低于社会消费品零售总额增速,消费和收入增速出现一定的背离。这种现象背后有两种可能:一是因为统计局认为买房属于投资而不是消费,因此随着居民买房意愿的下降,消费或被激发;二是政府主导的消费在推动消费增长。

3. 人民币升值对顺差影响不可测
下半年随着外需放缓、美元反弹和大宗商品价格回落,人民币升值的必要性显著下降,对美元的升值很可能暂停。目前一年期NDF的汇率也稳定在6.4-6.5之间,但

如果美元反弹,人民币有效汇率将被动升值。届时人民币面临一定贬值压力,可能造成热钱流出和顺差下降,因此对顺差走势很难把握。

4. 自上而下分析的可靠性在下降
综上所述,受热钱、房地产和政府投资消费等因素干扰,导致自上而下的数据相互矛盾,出现了贷款和投资增速的背离,消费和收入的背离,以及人民币升值对顺差影响的不可测。我们认为,在目前复杂的宏观形势下,自上而下分析的可靠性与预见性正在下降。

二、自下而上看宏观:三季度宏观加速下滑,或为最差的一季

自下而上的角度能更清楚地体现当前经济趋势,相比自上而下,可能比较短期,但更为可靠。我们从发电量、钢铁水泥价格、汽车产销量、货运和客运周转率和房地产等自下而上的数据发现未来宏观形势并不乐观。在奥运限产、电荒和房地产价格下滑驱动下,三季度宏观经济将加速下滑,可能成为2008年最差的一季。

1. 三季度电荒卷土重来?

根据统计局公布的2008年1-6月发电量增速数据,全国发电量增速由5月单月的11.8%骤降至6月单月的8.3%。电力不足情况仍在蔓延,在某些地区缺电甚至演化成电荒。7月份湖南省缺电比例高达全省电力需求的20%,8月份可能达到30%。7月29日山东电力最大缺口达到1022万千瓦,接近全省电力需求的三分之一。此外广东也遭遇了30年最严重电荒,预计2008年广东最大电力缺口达950万千瓦至1050万千瓦,这比2007年623万千瓦缺口高出近50%至64%。

电力是重要的生产要素,考察历史,只有2001年出现长期发电量增速低于10%的情况,而当年的工业增加值和GDP增速都相当低。如果发电量增速持续低于10%,必然对经济产生较大的负面影响,也标志经济进入低增长阶段。

2. 运输行业形势不容乐观
从运输方面来看,形势也不容乐观。6月份民航运输市场需求疲软态势仍在延续,三大航线旅客周转量均呈负增长,周转率下降可能和奥运安检标准提高有一定关系,但我们仍需注意到民航旅客周转率和GDP增速之间的正相关关系。而6月份货运增速也在加速下滑,沿海的煤炭运价有所回落,这都显示经济增长的放缓。

3. 房价下半年将加速下跌
我们的房地产研究员孙建平认为下半年房价将进入加速下跌阶段,部分前期未跌的城市,如北京、上海,其房价跌幅将达到15%。理由在于:全国房价目前尚未出现明显下降,下半年推盘量迅速放大,房地产企业资金链更加紧张。

4. 汽车、钢铁、水泥行业数据
2008年以来汽车产销量增速不断下滑,虽然目前增速并不非常低,但是库存的不断上升让我们深感忧虑;钢铁终端需求低迷也使钢材出现出厂价和市场价“倒挂”;前6个月水泥产量同比增长8.7%,远低于上年同期(16.0%),固定资产投资

增速下滑是最根本原因。
5. 自下而上看宏观:静待宏观风险释放

随着宏观经济的不断下滑,下半年宏观调控的放松已成定局,这从近期的“一保一控”政策基调可见一斑。但目前宏观经济的下滑仍在政府可容忍的范围内,为了防止通胀反弹,短期内政策只会进行微调,不会做出重大调整。考虑到政策力度有限和政策效应的滞后性,我们认为三季度宏观经济在电力短缺、房地产价格加速下跌和奥运限产推动下将继续回落,有可能是2008年最差的一季。

但危中有机,通胀压力下降为宏

国际资本周期性回流的冲击

国金证券研究所

从历史上的国际资本流动变化来看,美元汇率每次重大变化都对应着国际资本流动的大幅变化。我们通过观察美国国际资本流动情况发现,美元升值带动国际资本流入股权投资项目现象比较明显,并且资本流入会提前于汇率升值作出反应。从新兴市场国际资本流动的历史来看,新兴市场的FDI流入与股权资本流入都与美元汇率呈现反向波动关系。在美元汇率处于低位时,新兴市场国家资本大量流入,但一旦美元走强,进入新兴市场的资本明显减少,美元升值可能对新兴市场国家带来了较大冲击。

在美元升值预期影响下,中国可能面临一定程度的资本流出。中国资本流入主要是FDI形式以及各种形式隐藏的短期热钱,FDI是经济全球化的一部分,具有顺周期

性质,流入一国的FDI取决于该国的增长前景和投资环境。从中国的FDI增长数据看已经出现了明显下滑,而短期热钱的流动与利差以及升值预期密切相关。在美元加息预期基础上,这两方面也在向促进流出方向转化。我们认为,在美元升值预期影响下,中国可能面临一定程度的资本流出,但不构成大规模冲击。主要受影响的领域在于:固定资产投资与房地产市场。同时,资本流出也可能为货币政策提供相对宽松的空间。

三、市场:宏观背离行情不宜过度乐观

对现阶段行情我们维持“奥运稳定行情”的基本看法,维持震荡的可能性较大,宏观背离行情不宜过度乐观,反弹高点看到3000-3200点,不排除反弹之后掉头下跌的风险,之后才会迎来纠错性投资机会。首先,宏观经济和物价水平同时向

B浪反弹挑战箱顶行情仍可期

东北证券金融与产业研究所

7月中下旬以来,A股市场出现了一个明显特征,即指数涨跌很大程度上开始跟随国际股市尤其是美国股市波动而“上蹿下跳”。但由于一系列外在利空因素使A股市场仍然弱于周边市场,甚至出现国际股市大涨A股小涨小跌,国际股市大跌A股大跌或者小跌格局。这充分表明,作为国内主流机构的基金开始逐步丧失对A股的主导权。

另外,A+H公司股价出现倒挂是另一个新的市场特征。这种现象从某种角度上说明A股大量优质的大盘蓝筹股估值已进入相对偏低的估值区域,而这些大盘蓝筹股对市场走向极具领导力。

与大量大盘蓝筹股估值处于偏低估值区域相对应的是,A股市场上大量缺乏业绩支撑的低价股以及仅仅依靠题材支撑的中高价股估值处于较高或者很高状态。自从股市进入大调整以来,以金融地产为代表的蓝筹股跌幅较大,部分

个股出现70%以上的跌幅,低价股及题材股虽然也有一定的下跌,但跌幅相对不算大,与蓝筹股跌幅相当,这与2001年进入熊市后第一年的市场格局有相似之处。但是在2001年的熊市进入第二年之后,市场呈现出股指跌幅不大,但缺乏业绩支撑的低价股和题材股跌幅巨大局面。例如2003年、2004年同样是1300点的水平,但很多低价股跌幅达到五成,蓝筹股则表现相对抗跌,甚至在2003年蓝筹股还引导市场走出B浪反弹。如果以历史为鉴,在去年8月份市场进行调整接近一年之后,市场也存在2001年熊市第二阶段调整的可能。

现阶段在管理层要求股市健康稳定发展要求下,市场出现大幅连续暴跌的可能性不大,市场更可能是震荡格局,2566点低点不会被轻易跌破。如果出现暴跌则可能会引发管理层的实质性干预,而稳定股市的首选仍是大盘蓝筹股。诚如此,则操作策略应考虑适时进行调整。首先,对低价股及题材股的

快下滑,而非刺激经济增长。并且我们认为在全球化环境下,一国政策是否有效,或者在多大程度上有效,需要考虑各国宏观政策相互博弈的情况。中国宏观政策出现的结构性调整,既可能由于其它国家继续保持紧缩而效果不如预期,也可能放松力度过大导致通胀压力的反复,增加滞胀风险。

目前在全球经济周期性收缩阶段,美国对金融体系的大力救助以及新兴市场国家宏观紧缩政策过早放松,都可能加重滞胀阴影,因此,我们认为,在下半年滞胀风险没有消除前,建议采取防御策略。看好替代能源新能源、能源开采设备、节能环保设备、农业、食品、饮料、日用消费品、医药、超市、软件与互联网等行业。此外,由于价格管制以及资源税预期,我们将煤炭配置由超配调整为平配。

(执笔:陈东、徐炜)

炒作尽量短线为之。其次,在市场相对稳定期在损失不大的情况下尽可能持有一定资金。最后,如果市场出现较大幅度的调整,不宜过早恐慌,可适当逢低买入质地优良的大盘蓝筹股。

综合市场各种因素分析,“维稳行情”还有存在基础:一是政策利好效应和预期仍然存在。虽然市场各方对管理层出台利好预期不断减弱,但管理层也不会过度容忍市场的连续暴跌;二是二季度减仓的基金仓位已经降低到较低水平,再次降低仓位的空间不大;三是宏观经济增长虽然减速,但较高的增长速度依然有望保持。因此,我们认为,现阶段上证指数有望在2566点之上运行,其中2900-2950点是本轮反弹的重要阻力区域。

从以往看,在经济仍有较大增长空间情况下,股票市场的深幅调整通常都孕育着中期机会。如果市场对大盘蓝筹股的估值达成一致,市场仍有望孕育B浪反弹行情。

(执笔:曾小勇 张新铜 沈正阳)

信息评述

以市场化手段解决节能减排问题

北京环境交易所、上海环境能源交易所周二揭牌。

中原证券:

北京环境交易所主要业务包括节能减排和环保技术交易、温室气体排放量、二氧化硫、COD等排污权益交易以及温室气体验量、信息服务平台建设等方面。上海环境能源交易所的核心业务是为环境能源领域各类企业、机构,提供节能减排咨询、项目设计、项目评价、经营策略、项目包装、基金运行、项目投融资以及技术支撑等各类资本、经营、信息与技术服务。

两家环境权益交易机构成为市场化手段解决节能减排环保问题的一块基石,成为政府部门推动节能减排和环境保护的有力工具和重要平台。有了这个交易平台后,各省、自治区、直辖市的节能减排指标可以进行二次交易,总的节能降耗将在各省、自治区、直辖市重新分配。其实真正要把资本和技术引到节能降耗市场,落实“十一五”期间降耗的目标,最终要通过财政、税收支持,以及产品价格上涨来实现。

油价进一步回落输入性通胀或缓解

继4日国际油价在三个月内首度盘中跌破120美元之后,5日国际油价继续走低,纽约市场油价一度跌至每桶118美元。

天相投顾:

自从国际油价在7月中旬达到147.27美元的最高点之后开始逐步回落,截至周二已经累计回落了近20%,达到118美元。随着石油价格的回落,此次由原材料价格上涨引起的国际通货膨胀会得到一定程度的缓解。就国内情况而言,随着石油价格的回落,国内不少企业的原材料成本会出现下降,这对于缓解由国外输入性通胀导致的国内通胀会起到一定的作用。我们预测随着石油价格下行,国内PPI指数会出现下降趋势,而随着国内通胀的缓解,政策层面会进一步向保持经济稳定增长倾斜。另外,随着国际石油价格回落,美国国内通胀也会得到缓解。预测美国经济会进一步恢复,美元也会随之走强,人民币升值步伐暂时会得到缓解,这也有利于我国出口。

房地产市场调整依然任重道远

据国家统计局网站消息,2008年全国各地一路狂涨的房价开始出现分化,在一些大城市率先出现了下跌。从宏观经济形势和政策面、需求层面、供给方面面临的资金困境三方面来看,市场并不支持房价持续高涨。

国泰君安:

房价涨幅虽已放缓,但相对于近年来房地产市场泡沫的过度膨胀,房地产市场的调整依然任重道远。目前政策面、需求面的紧缩并不支持房价持续上涨,而且将导致房价下降。我们判断,北京、上海等区域房价未来6个月内跌幅在15%左右。如果今明两年城镇居民人均可支配收入可以保持2005-2007年的平均增长率,则房价收支比有望在2009年下半年回到2004-2005年前后的水平。加上今年下半年开发商普遍下调开工面积将导致明年供给下降,所以2009年下半年房价才有望稳定,成交量变得活跃。此外,目前除广深外各城市房价调整并不充分,开发商也尚未优胜劣汰,所以指望专门针对房地产的政策面放松,甚至救市是不现实的,依据市场规律自救才是最现实的。

我们认为,行业看9-10月销量环比反弹,板块看估值便宜的超跌反弹。行业维持谨慎增持评级,个股建议多关注万科类和万科类两种类型企业的盈利模式和价值驱动力。

强势个股机构最新评级(8月6日)

个股代码	个股名称	评级机构	最新评级	08EPS预测	机构估值	最新收盘	目标空间
002216	国泰君安	增持	0.97	42.00	38.19	9.98	
600122	中投证券	买入	1.04	32.80	15.18	116.07	
600276	东方证券	买入	0.93	50.00	38.60	29.53	
600415	广发证券	增持	3.3	100.00	94.94	5.33	
600469	广发证券	买入	0.69	13.80	10.18	35.56	
600500	中信证券	增持	0.61	15.00	12.02	24.79	
600521	国泰君安	增持	0.6	21.00	18.70	12.30	
600550	兴业证券	买入	0.9	55.00	27.62	99.13	
600718	海通证券	买入	1.04	50.00	28.96	72.65	
600779	中银国际	买入	0.8	30.00	22.15	35.44	

热门板块机构调研深度透析(8月6日)

板块名称	市场表现	调研结论	评级/机构	关注个股
证券业	随着大盘反弹,早盘盈利情况急剧恶化,特别是盘证股表那些以经纪业务和自营业务为主十分活跃的企业,更是面临亏损境地。其中中但长期来看,资本市场规模扩大券商更是大和结构改变将为券商提供高涨幅空间。	半年报显示,证券业2008年盈利情况急剧恶化,特别是盘证股表那些以经纪业务和自营业务为主十分活跃的企业,更是面临亏损境地。其中中但长期来看,资本市场规模扩大券商更是大和结构改变将为券商提供高涨幅空间。	天相投顾/增持	国元证券 长江证券
航天军工	周三航天军工企业作为国有资本重点参与和扶持的对象,将成为央企重组、企业整合的重点。投资者可重点关注航天军工成为市场一注未来业绩增长明确的上市公司以及具有央企整合题材的上市公司。	周三航天军工企业作为国有资本重点参与和扶持的对象,将成为央企重组、企业整合的重点。投资者可重点关注航天军工成为市场一注未来业绩增长明确的上市公司以及具有央企整合题材的上市公司。	国信证券/中性	中国卫星 西飞国际
银行业	受央行上调信贷额度影响,银行上半年有望随着上调信贷额度而率先反弹。此外,上半年度息冲年业绩显示银行业高增长预期,银行板块,银行业全年高增长预期明确,银行个股昨日明确,市场对业绩担忧过度。表现活跃,目前银行PE已经低于香港尤其是区域和美国市场的水平,可关注多性银行表现元化经营能力强以及成长性高更是强势的企业。	受央行上调信贷额度影响,银行上半年有望随着上调信贷额度而率先反弹。此外,上半年度息冲年业绩显示银行业高增长预期,银行板块,银行业全年高增长预期明确,银行个股昨日明确,市场对业绩担忧过度。表现活跃,目前银行PE已经低于香港尤其是区域和美国市场的水平,可关注多性银行表现元化经营能力强以及成长性高更是强势的企业。	天相投顾/增持	交通银行 民生银行

数据由“证券通(<http://www.cnsec.com>)”提供。