

实体经济面支持股市回复 3300 点

◎东北证券金融与产业研究所

一、A 股市场的“经济晴雨表”作用逐步显现

由于 A 股市场在不到 20 年内蓬勃兴起,先天的估值体系缺陷导致暴涨暴跌现象尤为突出。A 股市场的证券化率从 1997 年底的 25.01% 发展到 2007 年第二季度的 188%, 达到最高, 尤以股改期间股票市值呈现突飞猛进态势。而在这个阶段, 对 A 股市场与实体经济关系以及泡沫程度的争论较多。但是随着股改的深入, A 股市场进入了一轮迅猛的上升阶段, 至今没有有任何像样的反弹。那么, 这轮下跌本质上是否由于实体经济下行周期到来引起的呢?

由于现在对经济周期波动的评判不再是对经济总量指标的衡量, 而是按照经济增长率波动对实体经济周期进行判断。对应中国实体经济总量不断持续增长态势, A 股市场呈现了相对过度的波动状态, 即便是对应中国实体经济增长率的波动而言。而随着 A 股市场进行了股权分置改革, 包括很多国有支柱企业的上市, 都充实了股票市场的价值, 这是否使得 A 股市场的“经济晴雨表”作用逐步显现出来, 还需要数据分析与持续观察。

我们先简单回顾一下 1997 年以来 A 股市场估值水平的变化。第一个泡沫膨胀阶段 (1997 年 3 月—2001 年 6 月): 这一时期股指反复震荡, 波动幅度较大, 但整体而言呈上行趋势。上证综指在 2001 年 6 月达到最高 2218 点, 这显示在此期间 A 股市场获得了较为持续的高速发展。2001 年 7 月 30 日, A 股市场一日之间暴跌 100 多点, 漫长的熊市自此开始, 直至 2005 年随着股权分置改革试点方案的推出, 上证指数甚至一度跌破被视为心理承受底线的 1000 点大关。

第二个泡沫膨胀阶段 (2005 年 6 月—2007 年 10 月): 这一时期投资者信心随着股改进程的发展逐渐恢复, 股市也随之而飞速膨胀起来, 上证综指在突破前期高点之后屡创新高, 中国的证券化率也突破了 100%。不过这个阶段的牛市也没有持续多长时间, 最终的泡沫破裂说明股市发展是要基于我国现阶段实体经济增长之上的。随着泡沫消退, A 股市场的市盈率与市净率都已经非常趋近于历史最低点 15 倍 PE 与 1.75 倍 PB。截至 2008 年 8 月 11 日, 沪市 A 股市盈率为 17 倍 PE 与 3 倍 PB。

若按照 Shiller (2000) 在其著作《非理性繁荣》中探讨的, 市盈率存在均值反复趋势来论证证券市场估值的泡沫问题, 我国 1997—2008 年 8 月期间上海证券市场的市盈率平均水平为 35 倍左右, 那么现阶段 A 股市场市盈率水平也是可以推断为处于相对低估状态, 现阶段股票市场负向的背离实体经济的支持面。研究可以发现, A 股市场的红利收益率处于回升态势, 达到 1.5% 左右, 尽管比一年期存款利率还要低,

相对而言开始趋于投资价值。不过总体上而言, 股票市场的红利收益率很低最终会导致价值投资者的流失与过度的投机氛围。这是由于股票市场的红利收益率趋于下降也即股市的投资价值下降, 而这将会导致投资者的逐步离场。

二、从宏观面构建估值指标

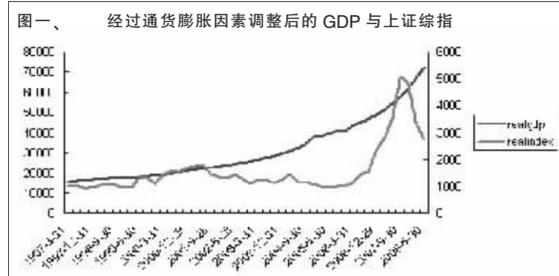
按照标准的股票估值模型, 资产价格是未来红利贴现的现金流之和, 通常可通过使用股息贴现方法, 比如 DDM 模型推导出公司价值。但是股息比较容易受到股利政策的影响与人为操纵, 不能很好地融入所有关于宏观的基本信息 (Akert, Smith 1993), 所以我们按照 Angela Black, etc (2001) 的方法采用的是净利润指标。对于整个股票市场而言, 这比股息能更好地反映整个宏观经济的基本信息。而且由于 A 股市场上众多上市公司并不注重现金分红, 很多投资者也不看重股息而是追逐资本利得, 所以采用股息贴现估值模型难以有效评价 A 股市场的合理价值。在这一部分模型我们则参考了 Campbell, R.J. Shiller (1988, 1989) 以及 Angela Black, etc (2001) 的理论模型, 对于 A 股市场与实体经济增长的动态关系, 特别是分析现阶段 A 股市场是否真正反映宏观基本价值, 是否严重背离了实体经济面, 我们在进行全面的时间序列数据分析时, 同时会考虑到以往估值方法上存在的缺陷, 尝试对估值方法进行改善。按照所构建的股票市场与实体经济理论模型关系使用 VAR 模型, 从中国的宏观面来对 A 股市场基本价值进行估值, 尽量避免原先估值方法的缺陷。

根据笔者的估值模型的推导, 构建包括指标实体经济增长率、基于宏观经济层面的股指价值指标、投资者无风险收益率以及用以调节收益率的市场风险波动指标。时间序列数据选择范围是从 1997 年第一季度至 2008 年第二季度, 其中上证指数经过了通胀因素的调整, GDP 数据经过季节因素与通胀因素调整。

三、现阶段股市估值背离实体经济的基本价值面

从调节后的真实 GDP 与股指来看 (图一), 可以判断的是在上一轮 1999—2001 年的牛市中, 股指涨幅远远超过实体经济, 且波动剧烈。对比 2005—2007 年这轮牛市, 股指涨幅也已经远远超过实体经济增长, 但 2007 年下半年后股指运行则与实体经济增长方向相反。从这些表现来看, 这是否表明我国的股票市场已经可以作为实体经济确切的“晴雨表”呢? 若将实体经济增长与预期股权投资的收益率相联系, 从长期讲, 公司盈余增长不可能超过实体经济的增长水平。从经过 CPI 指数调整后的上证指数 (Real index) 与实体经济产出 (Real GDP) 走势来看, 中国的实体经济增长非常平稳, 没有明显的短期周期性波动, 而

股票市场增长则显得波动剧烈, 具有非常明显的短期周期性特征。因此, 基本上可以推断的是, 股票市场发展是反映实体经济趋势的, 但要么是过度向下偏离, 要么是向上背离, 长期而言股票市场能够表现实体经济增长趋势, 围绕实体经济增长趋势而波动。



但是, 2008 年以来的这轮实体经济下行是否严重到股指需要如此大幅度调整呢?

为了对现阶段我国股市估值合理性进行评价, 我们根据 VAR 模型对基于宏观经济层面股指价值指标进行动态预测, 然后再推出可以反映宏观经济基本面以及股价波动状况的股票指数基本价值 (Fundamental index)。股票指数基本价值与通过通胀因素调节后的上证指数 (Real index) 比较可以看出 (图二), 在 1999—2001 年的牛市中, 上证指数要高于反应宏观经济基本面的基础指数, 表明具有一定程度的泡沫; 在 2002—2005 年期间, 上证指数基本处于基本指数之下, 股票市场并没有真实表现出而是低估了我国宏观基本价值; 而 2005 年股改之后的股市则又处于基本指数之上, 这说明我国股票市场已经充分反映了宏观经济基本价值, 但也已经过度背离

了宏观基本面能够支撑的力度, 具有一定程度的非理性泡沫, 这样的现象直至 2008 年上半年为止。

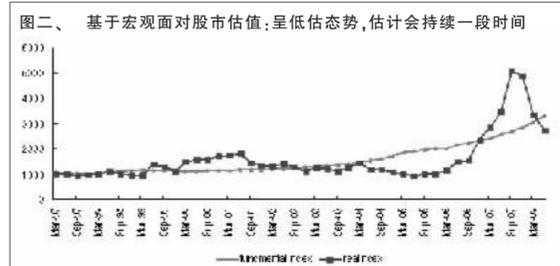
到了现阶段, 使用上证综指作为评估市场价值的基准, 可以看出调节后的上证指数已经回到基于宏观面的基准指数之下, 表明 A 股市场已经呈现低估态势。而从 VAR

模型对应实体经济预测值来看, 中国的实体经济增长总量将会持续, 增长速度只是有所放缓而已, 经济周期下行幅度远远小于实际股指下行的幅度。由于投资者情绪波动是现阶段市场非理性下跌的主要动因, 因此时时出现恐慌性杀跌。IPO 首日涨幅统计表明, 投资者情绪处于相对悲观与恐慌区域, 基于投资者信心

模型对应实体经济预测值来看, 中国的实体经济增长总量将会持续, 增长速度只是有所放缓而已, 经济周期下行幅度远远小于实际股指下行的幅度。由于投资者情绪波动是现阶段市场非理性下跌的主要动因, 因此时时出现恐慌性杀跌。IPO 首日涨幅统计表明, 投资者情绪处于相对悲观与恐慌区域, 基于投资者信心

模型对应实体经济预测值来看, 中国的实体经济增长总量将会持续, 增长速度只是有所放缓而已, 经济周期下行幅度远远小于实际股指下行的幅度。由于投资者情绪波动是现阶段市场非理性下跌的主要动因, 因此时时出现恐慌性杀跌。IPO 首日涨幅统计表明, 投资者情绪处于相对悲观与恐慌区域, 基于投资者信心

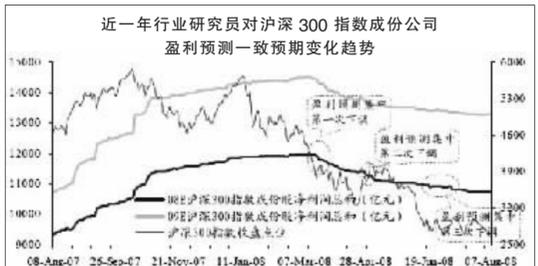
(执笔: 朱伟群)



盈利预期可能在第三季度“触底”

◎海通证券研究所

根据统计显示, 截至 8 月 8 日的今年前七个多月的时间里, 所有行业分析师对沪深 300 指数全部成份股盈利预测的一致预期基本上呈现持续下调趋势。且在以下三个时间段里, 所有行业分析师对沪深 300 指数成份股盈利预测进行了集中下调。第一个时间段为今年



的 3 月份中旬期间, 因当时 A 股中级调整格局基本确立, 其中上证综合指数在今年 3 月中旬向下跌破 4000 点整数关口, 沪深 300 指数向下击穿 4500 点, 行业分析师对各自重点研究公司未来年度盈利预测集中进行了第一轮下调; 第二个时间段为今年的 4 月底期间, A 股公司陆续公布完毕今年第一季度业绩报告之后, 行业分析师对

各自重点研究公司未来年度盈利预测集中进行了第二轮下调; 第三个时间段为今年的 6 月中旬前后时间段, 因发改委对我国成品油等资源价格进行调整, 行业分析师对各自重点研究公司未来年度盈利预测集中进行了第三轮下调。

我们认为, 2008 年上半年 A 股公司业绩增速很可能与市场预期基本一致, 全部 A 股公司 (拥有可比数据的 1568 家 A 股公司) 2008 年度总体业绩增速为 24% 左右, 沪深 300 指数全部成份公司 2008 年度总体业绩增速为 26% 左右。2008 年第三季度, 分析师对各自重点研究公司未来会计报告期盈利预测很可能进行今年以来的第四次, 也很可能是今年最后一次集中下调。如果该假设条件成立, 则很可能意味着市场对 A 股公司 2008 年度盈利预测的一致预期有望在今年第三季度“触底”! 具体理由如下:

第一, 今年第二季度以来至今的时间段里, A 股二级市场糟糕的市场表现可能继续导致很多 A 股公司利润报表中的“投资收益”与公允价值变动带来的收益”等两个会计科目“难看”, 因此, 半年报公布之后分析师对各自重点研究公司盈利预测再次进行集中下调的可能性很大;

第二, 6 月份发改委对资源价格的调整必然会对绝大部分 A 股公司经营成本构成压力。且此前市场对政府可能对中石化与中国石油两家石油开采类公司的“特别收益金”进行调整预期并没有兑现, 因此市场对 2008 年第三季度 A 股公司盈利预期可能继续向淡;

第三, 奥运会召开期间, 我国部分城市的一些企业生产经营与基础设施建设项目进度放缓, 可能导致今年第三季度我国 GDP 增速继续放缓, 市场需求下降无疑会对第三季度企业盈利构成压力;

第四, 在我国 GDP 增速持续放缓情形下, 如果 CPI 在今年第三季度延续前一季度的下行趋势, 则市场在本季度末期前后时间段对我国货币紧缩政策于今年第四季度或许会适度放松的预期将会日益强烈, 并由此使得市场对 A 股公司今年第四季度盈利增速发生显著改善。(执笔: 张冬云、吴一萍、陈久红)

信息评述

9、10 月份 CPI 涨幅可能反弹

国家统计局公布的数据显示, 7 月份, 居民消费价格总水平同比上涨 6.3%, 从环比看, 居民消费价格总水平比 6 月份上涨 0.1%。

申银万国:

受农产品供给形势好于预期和 M1 增速回落影响, 通胀缓解是大概率事件, 但具体走势会受到比较基期的影响。初步预计 8 月份 CPI 涨幅在 5.6%, 9、10 月份 CPI 会反弹到 6%, 11、12 月份会再次回到 5% 左右。从季度走势看, 尽管有所波折, 但逐季回落趋势不会改变。通胀缓解降低了国家进一步出台加息等紧缩政策的可能性, 为国家加快成品油和电力价格改革提供了契机。

PPI 上涨已是强弩之末

国家统计局公布的数据显示, 7 月份 PPI 同比上涨 10.0%, 增速比上月上升 1.2 个百分点。

国金证券:

在原油价格回落情况下 PPI 上涨已是强弩之末, 预计价格扩散效应和能源价格调整的滞后反应仍将维持 PPI 高位运行 1—2 个月, PPI 的顶部也会在 7 月或者 8 月出现, 10 月后在同比基数作用下 PPI 会快速回落。而 PPI 向 CPI 的传导仍不顺畅, CPI 在同比基数影响下继续回落。虽然新涨价因素仍在积累, 并且可能导致 CPI 在 9 月份出现一些反复, 但难以改变 CPI 回落趋势。更重要的是, 由于世界经济放缓, 原油价格持续回落, 这从根本上缓解了通胀压力。但是目前通胀压力的缓解是以降低经济增速为代价的, 中国正面临增长和通胀的矛盾。要摆脱低增长低通胀或者高增长高通胀困境, 首先要做的就是纠正扭曲的资源价格。

市场资金面将继续收紧

12 日央行在银行间市场发行 1 年期央票 620 亿元, 同日央行还进行了 420 亿元 28 天期正回购。

天相投顾:

前期央行资金回笼力度有所减轻, 市场资金面富裕。另外, 受股市持续低迷影响, 之前进入股市的居民储蓄纷纷回流至银行体系, 也促使央行加强流动性管理。出于缓解通胀压力的考虑, 近一年来央行都会在每周的周二和周四从市场回笼资金, 回笼数量根据市场资金面的充裕程度决定。这是近两个月以来, 央行单日回笼资金数量首次超过千亿元大关。在本周五存款准备金率即将上调背景下, 央行仍发行大量央票表明央行通过数量手段开展调控的意图和决心, 市场资金面将继续收紧。此时加强资金回笼力度, 意味着下半年我国的货币政策仍以从紧为基调, 而非非部分人士所预期的“全面放松”。

A 股新股发行制度非改不可

海通证券:

奥运期间人们不期待股市暴涨, 但是暴跌却在意料之外。而新华社继续发评论力挺股市, 要求政府救市呼声高涨, 但是政策面一片平静。面对颓势, 需要建立一个公平市场和明确的政策预期, 首先要着手改革的是新股发行制度。从一级市场囤积的资金来看, A 股对于资金仍然具有吸引力, 市场并不缺乏资金。有观点认为, 近日 QFII 有 8 亿资金卖出导致股市暴跌, 但是与万亿打新资金相比, QFII 规模依然很小。问题在于市场的公平, 在于一级市场的赚钱效应, 新股发行制度到了非改不可的时候了。改革的方向就是要让一二级市场处于统一的游戏规则中, 让一级市场和二级市场同享共忧, 这有利于长期资金入市, 避免资金长期囤积在一级市场获取无风险收益。

强势个股机构最新评级 (8月13日)

个股名称	个股代码	评级机构	最新评级	08EPS 预测	机构估值	最新收盘	目标空间
冠农股份	600251	中信证券	买入	0.33	92.60	43.99	110.5
山东高速	600350	中银国际	买入	0.402	8.03	4.74	69.41
中天科技	600522	天相投顾	增持	0.5	13.50	8.69	55.35
火箭股份	600879	中投证券	买入	0.62	18.50	9.33	98.29
金陵饭店	601007	广发证券	买入	0.25	10.00	5.75	73.91
南玻 A	000012	联合证券	增持	0.62	30.00	14.51	106.75
西飞国际	000768	招商证券	增持	0.38	18.00	14.48	24.31
中鼎股份	000887	光大证券	买入	0.76	18.00	11.71	53.71
达安基因	002030	广发证券	买入	0.25	13.00	8.07	61.09
中环股份	002129	光大证券	买入	0.45	20.00	8.23	143.01

热门板块机构调研深度透析 (8月13日)

板块名称	市场表现	调研结论	评级/机构	关注个股
电力	电力、国电 24 日国家发改委再次对中转电力等表现	8 月份发电量增速不会继续下滑, 而继 6 月 19 日对电煤抗跌, 国电出厂价作出最高限价后, 7 月 24 日国家发改委再次对中转电力等表现	增持	国投电力、华能国际
有色	有色金属	随着全球经济滞胀、美元市后有有色板反弹, 作为对宏观经济和美元汇率高度敏感的有色金属行业, 2008 年下半年面临的确定性将会加大, 有色金属行业投资将会步入价值洼地阶段。	中投证券 / 中性	锡业股份
房地产	房地产行业	房地产行业本轮调整期为股在昨天的 2—3 年, 年底和明年上半年地产反弹行情中, 产股将出现较好的投资机会。一马当先, 单就估值而言, 目前房地产板块保利地产和价对净资产折让有 30% 绿景地产 -50%, 反映了房价下跌 20% 幅度的预期。	中金 / 保利地产 / 谨慎	中金 / 保利地产 / 金融街

数据由“证券通”(http://www.cnsec.com)提供。

估值虽相当于千点 但市场已然大不同

◎国泰君安证券研究所

经过近四个交易日的大幅下跌后, 上证综指昨日盘中最低探至 2370 点, 已经创出 2007 年以来的新低。据沪深证券交易所披露的信息, 截至 8 月 11 日, 沪深 A 股平均市盈率为 19.02 倍。而 2005 年 6 月 3 日, 上证指数收报 1113.64 点, 处于 2001 年以来的最低点, 当时沪深 A 股市盈率为 19.96 倍, 与现在的 A 股市盈率 19.02 倍相比, 高出 5%。如果纯粹从平均市盈率角度分析, 当前的 2500 点估值等同于 2005 年的 1000 点水平。但如果因为这样就认为 A 股已无下跌空间的话, 就错了。因为 2005 年的市场环境跟 2008 年截然不同, 三大差异决定了当前的 2500 点不同于 2005 年的 1000 点。

首先是宏观经济背景, 2005 年中国经济增长率 9.9%, 从国家统计局发布的各项指标看, 2005 年国民经济呈现增长快、效益好、低通胀的良好发展态势, 经济运行

的稳定性有所提高, 发展的协调性有所改善。良好的国民经济发展状况加上股改的成功实施终于扭转了五年的熊市, 开启了史上最大的一波牛市; 然而到了 2007 年底, CPI 突破 6%, 中国经济出现局部过热现象, 连续加息和提高准备金率终于放缓了 GDP 增速, 也扭转了两年的疯牛行情。进入 2008 年, 虽然 CPI 在 2 月份创出新高后受到翘尾因素影响开始回落, 今年 7 月份 CPI 同比上涨 6.3%, 然而 100% 的 PPI 增长速度出乎所有人的意料。高企的 PPI 是否会向 CPI 传导呢? CPI 还能继续回落吗? 明年经济会大幅下滑吗? 未来预期的种种不确定不断打击投资者的信心, 低迷的股市因此变得更加低迷。因此, 在 CPI 和 GDP 没有出现健康发展迹象之际, 在国家没有明确放松货币信贷之时, 千万不要轻言市场已经接近底部。

其次是大小非解禁压力。2005 年股改之前流通 A 股所占比重很小, 只要不多的资金便可将股价支

撑起来, 因此在 2005 年指数跌到 1000 点后已经出现跌无可跌的情形。据统计, 2005 年 A 股市场的流通市值只占总市值的 10%, 这也可以解释为何 A 股市场能够在过去的两年里保持强劲的上升势头; 然而随着 2007 年股改的顺利完成, 非流通股开始逐渐流通。全部非流通股将在 2010 年前解禁, 到时的总市值相当于 2005 年市场的十倍, 得需要多少资金来承接啊。股市从今年的 5500 点开始下跌以来就没有出现过像样的反弹, 可见抛盘是多么的强大。今年 8 月 11 日, 中登公司公布的股改限售解禁减持月报显示, 截至 7 月底, “小非”持有的限售股已经累计解禁了 56.4%, 其中减持比例达 43.51%, 而非减持不到两成, 后市减持压力主要来自“大非”。然而, 今年以来股市存量资金越来越少, 随着流通股份的越来越多, 市场只能通过不断下跌才能达到供需平衡。

第三点是新股 IPO 的大规模上市。2007 年 A 股成为全球最大

的 IPO 市场, 中国人寿、中国石油等超级大盘纷纷上市, 这些绩优大盘的上市当时也的确给二级市场增量资金流入, 但一旦市场长期处于熊市, 这些追求低风险的资金马上会退出市场。这些庞然大物当然只能由二级市场上的存量资金来承接, 承接不了只能通过下跌来完成。其次, 新股的大规模开闸又带来了大量的“小非”上市, 而“小非”的成本又是非常低, 套现冲动相当强烈。

另外, 世界经济环境、宏观调控等因素也在影响着当今的 A 股市场。不可否认, 当前的 A 股估值已经等同于 2005 年时的水平, 但是我们认为, 目前距 A 股底部还有很长的一段距离。因为 A 股的市场环境和供需关系已经完全改变了, 当前的 2500 点已经不是 2005 年的 1000 点。至于市场的底部在哪里, 我们根本无法预测, 我们只需关注导致市场下跌的因素何时消失, 到那时或许才是大盘真正的底部。(执笔: 杨大坚)