四季度市场展望：严寒驱散迷雾

虽然A股市场处于严寒之中，但未来的风险与机遇也已经相对清晰。受内外需影响，经济减速可能超过预期，企业盈利下降周期也未触底，但A股市场已经进入2005年的熊市估值区间，估值吸引力明显提高。未来对A股市场趋势的主要影响在于三个方面：一、积极的市场政策；二、宏观政策转向支持经济增长的力度加大；三、全球经济周期的调整深度。其中，我们认为严峻的经济前景与市场环境已经使宏观政策与市场政策出现了明确转向积极的趋势。虽然对于全球经济的调整深度还存在较大争议，但我们的观点是：衰退并不是必然来临，相对强势的美元、回流的资本、政府最大努力的干预三方面合力很可能将全球经济从悬崖边拉回。一旦美国资产价格与金融市场趋于稳定，经济触底前景就会相对清晰，这亦可当作A股市场的先行信号。

⊙国金证券研究所

一、全球经济再平衡过程中企业盈利尚未触底

1、过度悲观的风险——全球经济再平衡前景

全球经济失衡程度在下行周期中开始下降，再平衡前景也随之出现。在资产价格泡沫破灭影响下，美国难以再回到过度消费驱动经济增长的道路上，新兴市场也就难以轻易利用外部市场消化自己制造业的庞大产能。在2002年以来全球经济增长机制不变提前下，我们能够期待的就是，美国储蓄率提高以及新兴市场对内需的依赖程度提高。全球经济由失衡到再平衡过程，是一个风险释放的经济下行过程，不仅给发达市场国家，也给新兴市场国家带来痛苦的调整。美国金融市场危机恶化，导致全球经济衰退局面的出现，成为投资者最为担心的问题。我们认为这种前景对于新兴市场而言，尤其需要新兴市场国家扩大内需，减少对外部市场的过度依赖。

考察金砖四国的最终消费与美国居民消费占比，已经从2000年不足20%，提高到45%，新兴市场的消费力量随着经济增长有显著提高。并且从2000年以来消费增长数据比较，俄罗斯、印度消费大幅增长，巴西增长也开始超过美国。我们预计，在通胀压力减弱之后，新兴市场经济体将陆续开始通过刺激内需来抵御外部风险。这种变化对于中国而言，是接受效应外溢的过程，在一定程度上会减缓来自发达市场国家的外需下降。因此，我们认为全球经济再平衡过程进入后半阶段时，对中国的痛苦影响将明显减弱，对发达市场的过度悲观传导到对中国的过度悲观未必成立。

2、企业盈利下降过程比较温和，但触底过程尚未完成

受出口下滑、房地产投资回落影响，企业盈利在需求侧已经面临较大压力。同时由于企业盈利还处在“需求回落、成本滞后回落”的不利结构之中，这将继续侵蚀企业盈利，我们预计规模工业利润2008年利润增长在16%左右。从盈利能力指标看，规模工业企业的息税前利润率水平将有所下降，但幅度不大，相当于2006年的水平。随着利率水平下降，企业资金成本下降，有助于缓解企业盈利能力下降所带来的压力。而由于银行贷款利率普遍上浮，这一效果需要利率连续下降一个阶段后才能明显。

由于随着经济进一步进入减速周期，盈利增长还会有一定幅度的下降。目前看，如果今年规模工业在去年高基数基础上还能增长10个多百分点，依然属于较好的状态，我们预计盈利增长的触底过程应该在2009年中期。

二、四季度A股市场展望：严寒驱散迷雾

1、超预期的严寒

2007年10月16日至今的全球主要股票市场基本趋势都是大幅下跌，平均跌幅在20%-30%之间，中国与越南跌幅最大，分别为62%与53%。目前看，全球经济的悲观预期与严重缺乏的流动性相互影响，促使估值水平向熊市状态靠拢，而负财富效应的加强也导致了价格体系的崩塌。

随着通胀风险的减弱，经济增长减速信号越来越多，对增长的担忧成为市场的主要困扰。主要集中于三个方面：一、全球经济可能陷入深度调整或者衰退；二、中国房地产市场的风险释放；三、居民真实消费已经受到抑制，实际处于萎缩过程中。这三个方面对出口、投资、消费都形成重要影响，因此，对企业盈利增长的担心成为压制市场做多动力的重要原因。

2、A股市场估值吸引力明显上升

从国际市场估值比较角度看，A股市场的估值水平PE已经基本与新兴市场接轨，PB水平略高，但也低于印度、菲律宾等国；而AH股加权溢价水平已经跌破10%，接近历史低点。我们认为A股市场的估值水平已经比较具有吸引力。如果将2005年沪深300指数923点作为合理估值的起点，经历2006-2008年三年的业绩增长为208%。假设指数随业绩增长而增长，不提高估值水平，则对应1922点，距离目前沪深300点位已经相当接近。而由于沪深300指数样本变化的因素影响，目前动态PE估值水平已经处于2005年区间，甚至略低。

从PB角度考虑，似乎目前2倍左右的动态PB水平高于2005年1.84倍，但应该注意到ROE水平已经从2005年的12%提升到2008年的16%，并且当沪深300降至1750点时，PB估值也与2005年接轨。A股市场跌破2000点后，估值水平开始进入熊市估值区间，同时隐含了对未来经济“硬着陆”预期。

3、供求关系的“硬伤”——限售股解禁压力难解，重塑均衡估值水平

在去年三季度，充裕的资金面似乎能够长期支撑严重高估的估值水平，而现在看来，严重的流动性危机似乎要将估值水平拖入长期低迷状态。A股市场一直是一个相对封闭的市场，由于发行审批限制以及充裕的居民储蓄，使市场大部分时间处于需求大于供求状态，这是二级市场估值水平长期较高、申购新股套利资金规模庞大的重要原因。但股改后，限售股解禁正在打破原有的平衡，尤其是产业资本在二级市场上的定价权增加，这深刻影响了A股市场的估值体系。目前正在经历这一过程。

4、笼罩A股的迷雾正在慢慢消散

美国金融市场危机恶化导致全球经济衰退局面的出现，成为投资者最为担心的问题。与此相应，A股市场在悲观预期与流动性压力下，估值水平迅速下移，负财富效应得到强化，使市场情绪陷入低谷，市场预期开始向最为悲观的情景靠拢，估值水平也与2005年熊市期间相当接近。

但我们注意到一些平衡因素和稳定性机制已经开始出现：美元回升、资本回流、政府果断的干预措施，有助于其继续发挥作用。2009年的全球经济可能并不会过度悲观，目前A股市场估值水平也已经隐含经济“硬着陆”预期。如果未来全球经济出现稳定期，估值与基本面之间的背离将被大幅修正。

我们认为三个方面的变化对未来A股市场趋势将形成重要影响：一、市场政策面变化。市场政策面已经转向积极，未来依然可能出台进一步的积极政策；二、中国提振内需的政策。我们预计在十七届三中全会后，宏观政策将进一步转向积极；三、全球经济周期的调整深度。主要的不确定因素是全球经济周期的调整深度，其关键取决于美国资产价格与金融市场的稳定。市场政策与宏观政策主要影响中期波动，全球经济周期的调整深度决定资本市场的长期趋势，另外，限售股供给压力对市场的压制性影响将持续到2009年，这需要一个较长的消化过程。

对于四季度而言，我们认为笼罩A股的迷雾正在慢慢消散，未来一段时期尽管仍会遭受经济下滑的冲击，但从市场政策与宏观经济政策角度看，都有向积极方面转化的确定趋势。同时A股市场的估值水平持续回落也已在一定程度上为经济减速做好了缓冲，沪深300隐含回报率已经达到2005年水平，如果利率继续下调，相对吸引力将再度提升。

虽然市场产生趋势性转折的时机还不充分，但市场的估值水平已经对未来经济以及盈利能力的下滑给予了体现。目前市场仍处于严寒环境，但未来的风险也已经相对清晰。一旦美国资产价格与金融市场趋于稳定，经济触底前景就会相对清晰，这亦可当作A股市场的先行信号。

总体而言，今年底看国内市场政策与宏观政策的积极变化，明年看全球经济周期的变化。

三、配置策略：等待战略性配置股票资产的时机

1、周期定位

由于经济增长下降幅度超预期以及通胀回落，我们已经由滞胀阶段向紧缩阶段（通货再膨胀）演变。随着宏观政策转向积极的力度逐步加大，经济增长回落触底前景将越来越明朗，因此，我们认为股票类资产的战略性投资机会正在酝酿之中。当然其中很重要的前提条件是：全球经济没有陷入严重衰退。

2、建议关注三类行业

（1）受益于弱周期特点以及内需扩张趋势的防御型行业

虽然在市场快速下跌过程中防御型行业也有明显的补跌情况，但从去年10月份至今比沪深300指数少跌10-20个百分点。在经济处于下行周期阶段，这些行业的避险作用依然不可忽视。此类行业主要包括：主要消费品、超市、软件及互联网、旅游、医药。

（2）受益于产业政策持续推动的瓶颈型行业

由于一些行业处于经济结构瓶颈部分，积极的产业政策将持续推动这些瓶颈行业的发展，这些产业政策与经济周期关系并不明显。此类主要包括：铁路、轨道交通建设、节能环保、新能源设备。

（3）受益于刺激经济力度加大的周期性投资品行业

政策传递出的积极信号将有助于缓解对经济过度下滑的忧虑，后续的货币和财政政策仍有望继续出台以刺激经济，我们认为投资敏感性行业会在一定程度上获得需求支撑。综合考虑外需、内需以及成本下降因素，目前值得提前关注的重点行业是机械设备行业。

（执笔：陈东、徐炜）

外围稳定、经济平稳是A股企稳关键

⊙英大证券研究所所长 李大霄

最近这段时间，全球金融市场出现了前所未有的金融危机。现在断言美国和其它欧洲国家金融危机已经过去还为时尚早，其危机根源在于房地产泡沫和衍生品泡沫的破裂。我们预计，由于全球衍生品市场所造成的过度流动性局面未来有可能得到根本性改变，而随着各个金融机构之间互相不信任程度加剧，借贷行为将更加谨慎，从而导致流动性进一步紧缩。

各国政府的救市行动不能完全解决根本性问题，只能缓解危机发生的程度和时间，危机完全化解需要时间，美国和欧洲的金融机构仍然面临巨大的考验。虽然我国金融市场没有完全开放，但随着全球化程度的加剧，国内金融机构也将不同程度地受到波及，其后续影响还要认真给予重视。

从国内经济情况来看，随着CPI回落到合理水平，通胀问题得到缓解之后，出台政策支持经济平稳运行就存在着比较坚实的基础，经济政策从“双防”向“一保一控”的变化趋势将日益明显。近期下调贷款利率和部分存款款准备金率也反映了国家从紧的货币政策已经发生了微调，后续的宏观政策也许还会根据经济情况变化进一步微调，适时放松的可能性更大一些。

从国内金融市场情况来看，中国政府为了稳定金融市场、避免国外金融市场动荡导致国内股市进一步下挫，政府及监管层近期连续出台多项措施，这些政策有助市场短期反弹，摆脱单边下行格局。但中期来看，全球金融市场秩序恢复稳定和中国经济平稳运行是A股市场完全企稳的必要条件。

从A股市场估值水平来看，到目前为止，A股市场的估值已大幅回落，市盈率水平处于历史低位，市净率水平依然略微偏高。从国内横向比较到国际纵向比较，目前A股市场已经回归到一个估值相对合理，但没有绝对低估的水平。A股市场已经从一个前所未有的泡沫状态回到目前的合理水平，但这并不意味着所有的股票已回落到合理范围内，而是表现为部分企业低估、部分企业估值合理，另外一部分企业估值仍然偏高。因此，产业资本在二级市场上也逐渐出现了减持与增持两种行为的分化。

从长期来看，我国证券市场在股权分置改革初步完成后，随着银行和大型国有企业上市重要任务的基本完成，市场将步入市场化改革时代。市场自身调节机制将要建立，市场结构渐渐完善，市场规模会加速扩大，市值结构趋向大型化，市场定价将更加准确，市场从卖方向买方慢慢转化。A股市场必将逐渐步入全流通时代，A股市场的估值也必将逐渐向成熟市场靠拢，进一步趋向合理，同时国际市场变动也将会深刻影响国内市场。

以后的A股市场将向市场化、规范化、国际化模式转变，中国证券市场将会迅速成长为国际性市场。在这个转变过程中，投资者要重视控制风险。

阶段性反弹行情中低价绩优小盘成长股机会大

⊙华泰证券研究所

从主要股市指标、宏观政策趋势，以及市场信心状况三个角度来看，A股市场产生一波反弹行情的概率在增加。而通过统计分析上轮熊市中的两次阶段性触底反弹机会，我们发现，未来如果出现类似的机会，潜在涨幅最大的股票仍可能是高增长的绩优股，特别是股价相对较低、流通盘相对较小的那些股票。

一、主要指标接近历史极限值

9月18日，市场创下了本轮熊市以来的最低点1802.33，与去年10月16日创下的最高6124.04点相比，11个月的时间内A股跌幅达到了70.57%，超过了2001年至2005年长达四年熊市的55.55%的跌幅，仅次于A股1993至1994年间创下的79.1%跌幅。而最近20年以来，在1989-1990年和2000-2001年两次全球范围内的股市泡沫期间，最大跌幅分别是日本和美国所创下的80.2%和77.93%，A股目前跌幅已经接近该极限值。

从估值看，基于A股总体15%的净资产收益率，目前15倍左右的市盈率和2.2倍左右的市净率已经低于最近十年以来的最低水平，与美国、我国香港等市场也相差无几。从每月的日均换手率指标来看，9月份至今平均0.84%的换手率也已达到最近十年以来熊市底部的平均水平。

二、宏观调控政策提前转向将增加未来向上修正上市公司盈利预期的概率

央行在上周突然宣布从9月16日起下调一年期人民币贷款基准利率0.27个百分点，下调中小金融机构人民币存款准备金率1个百分点，这是没有任何征兆的一次降息，因为之前市场多数观点认为紧缩调控仍将持续一段时间。但由于美国近期金融危机仍在不断延烧，以及其它经济体的经济衰退风险凸显，为了降低这些不利局面对中国的冲击，央行被迫提前采取了放松银根、刺激经济增长的行动。未来政府仍有可能推出更多其它的恢复国内经济增长的政策，这将有利于保持中国经济继续平稳发展，未来上市公司盈利预期向上修正概率在增加。

三、救市政策重塑市场信心

与之前诸如降低印花税、规范大小非减持等更多体现象征意义的救市政策不同，这次汇金公司将在二级市场自主购入工、中、建三行股票和国资委鼓励央企大股东回购公司股票的政策，表明管理层已经认可了目前A股回归理性价值的底线，并开始了实际行动，这在A股历史上是绝无仅有的。因此本次救市政策不仅向广大投资者传递了积极的信号，也将因汇金与央企在二级市场增持为市场提供较强的支撑。

四、高增长、业绩优良、流通盘小、价格低的股票有望收益最大

为了挖掘哪些股票将在未来可能出现的阶段性触底反弹行情中收益最大，我们以2001年至2005年熊市周期中的两次触底反弹行情为统计样本，第一次是2001年6月14日至2002年1月29日的下跌（期间最大跌幅40.36%），以及随后至3月21日期间的反弹（涨幅21.62%），这是熊市进入中级调整前的一次反弹；另一次是2004年4月7日至2005年6月3日的下跌（期间最大跌幅44.02%），以及随后至9月20日期间的反弹（涨幅19.76%），这是走出熊市后的第一波反弹。

综合两个样本的分析结果显示，流通盘较小的股票（小于2亿股左右）将获得较高收益是两个样本最为一致的结论，10元以下的中低价股相比更高价股获得更高收益的概率也较大。但在是否高增长、业绩优、低估值、超跌的股票将获得更高收益的问题上，两个样本有比较大的差异。如果从股市与上市公司盈利周期的相对位置来看，我们认为样本B更接近目前的市场状况，即股价已在上市公司业绩下滑之前有较大幅度的下跌，且同样在经历了一年左右的宏观紧缩调控后，政策开始出现放松。因此我们认为，虽然未来一些高增长和业绩优秀的行业和上市公司的业绩增长可能出现一定程度的下滑，但未来如果出现阶段性的触底反弹行情，潜在涨幅最大的股票仍可能是高增长的绩优股，特别是股价相对较低、流通盘相对较小的那些股票（见下表）。

（执笔：钟志勇）

股票代码	股票名称	周二收盘（元）	流通盘（亿股）	2008年预测PE	股票代码	股票名称	周二收盘（元）	流通盘（亿股）	2008年预测PE
000159	国际实业	8.61	1.13	11.98	000835	四川圣达	8.13	1.77	10.36
002164	东力传动	7.81	0.75	16.57	600806	昆明机床	9.50	1.53	12.58
000540	中天城投	9.00	1.75	11.22	002146	荣盛发展	4.95	1.66	6.65
600295	鄂尔多斯	8.30	1.92	8.84	600141	兴发集团	12.05	1.97	10.02
000950	建峰化工	8.43	0.89	10.65	002217	联合化工	13.25	0.37	12.85
002065	东华合创	11.80	0.77	20.53	600449	赛马实业	9.97	1.33	10.38
600516	方大炭素	9.37	1.94	9.79	000655	金岭矿业	14.61	1.55	7.60
600195	中牧股份	14.26	1.82	21.94	002093	国脉科技	9.33	0.73	25.57
002104	恒宝股份	5.02	1.22	15.19	600888	新疆众和	8.22	1.65	11.46
002009	天奇股份	7.16	1.53	15.31	002147	方圆支承	10.73	1.02	18.35

■信息评述

汇金增持强化政府实质救市态度

国信证券：

央企控股股东代表国家用真金白银托市的行为与欧美各国政府在金融动荡愈演愈烈之际纷纷果断采取注资等救市措施相呼应，表明了中国政府在市场信心缺失时积极干预市场、维护市场稳定的坚决态度，有助于市场信心恢复稳定。

但由于宏观经济硬着陆风险加大，银行股的安全边际和后续拓展空间已有较大程度缩窄。政策性因素难以成为股价背后的真正支撑力量，未来股价真正走稳和持续上扬仍有赖于宏观经济和公司基本面实现软着陆的支持。我们计算了较悲观情景下（2009年EPS比2008年出现较大幅度下滑，ROE快速滑落至永续ROE水平附近并维持）的公允价值，计算结果显示在贴现率为12%下，当前股价离公允价值仍有相当差距（工行、招行、深发展在该情景下的公允价值与周二收盘价差距分别为-38%、-50%和-21%），公允PB2008为1.5附近，PB2009在1.3附近；在贴现率为11%下，工行、招行、深发展的公允价值与周二收盘价差距分别为-28%、-41%和-6.6%，该假设下的公允PB2008为1.8附近，PB2009为1.6附近。建议关注PB较低、预期资产质量波动较小的深发展和北京银行。

基金仓位遭申购稀释增量资金充足

银河证券：

对比9月19日和9月22日这相邻两个交易日基金净值增长率变化，结果表明，基金在市场大涨环境下股票仓位却出现了下降的奇怪或者反常现象。这表明，9月19日维持极高股票仓位比例的基金在当天遭遇市场反应极快的机构投资者的巨额申购。这些机构投资者19日申购的金额应该比较大，申购对象就是股票仓位极高的开放式基金，从而迅速被动降低了这些基金的股票仓位比例。9月23日，华夏基金发布公告称旗下部分基金暂停或限制申购、定期定额及转换转入业务似乎证明了这一点，且这些申购资金目前还没有完全转化为股票。

在存量资金上，如果一轮反弹越来越被市场所确认的话，基金将不得不把股票仓位从过低的60%提高到75%左右。从基金的资金流量分析看，在申购赎回环节上，由于2500点以下开放式基金投资人深度套牢，赎回潮不大可能出现。从部分基金股票仓位大幅度下降来看，应该是遭遇机构资金的大笔申购所致。我们认为，随着市场反弹创造的外部环境，基金可动用资金将越来越多，加仓2500亿到4000亿的可能性在大幅度增加。

大小非套利空间及其资金需求分析

平安证券：

按照账面价值并修正的方法计算的大小非套利空间为37%，调整目标点位为1500点；按照永续增长模型计算的大小非套利空间为26%，调整目标点位为1750点；按照三阶段估值模型计算的大小非套利空间为15%，调整目标点位为2000点。

从历史角度看，未来大小非减持可能会将股价压低到历史估值水平下限甚至更低。按照历史估值下限计算的大小非套利空间为46%，调整目标点位为1300点。从资金的机会成本看，目前市场估值水平可能仍然高估约47%，调整目标点位为1300点。

未来两年约有10万亿元的大小非理论上可以减持，假定实际减持量是理论可减持量的20%，未来两年仅大小非减持带来的资金压力为1.37万亿元。如果加上融资、交易成本，市场面临的资金压力则更大。剔除国资委需保持绝对控股地位的六大行业以及财政部汇金公司所持限售股份的影响，未来三年有5.25万亿元限售股份解禁流通。按30%的减持比例计算，则未来所需承接资金量为1.575万亿元。

按照流通市值资金比的关系测算，未来沪深市场可能需要继续下调43%左右的空间，调整目标点位为1360点。

强势个股机构最新评级（9月24日）

个股简称	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
华侨城A	000069	海通证券	增持	0.53	9.79	8.27	18.38
中国玻纤	600176	安信证券	买入	0.94	30.00	14.83	102.29
中海油服	601808	招商证券	增持	0.75	20.00	14.18	41.04
深圳机场	000089	安信证券	增持	0.24	7.40	6.89	7.40
潍柴动力	000338	中银国际	买入	4.79	67.60	35.77	88.99
金融街	000402	海通证券	买入	0.45	11.26	7.65	47.19
徐工科技	000425	海通证券	增持	1.68	15.00	13.99	7.22
泰山石油	000554	东北证券	增持	0.49	5.88	5.24	12.21
武汉中百	000759	渤海证券	买入	0.34	13.50	9.45	42.86
海印股份	000861	银河证券	买入	0.35	8.00	5.98	33.78

热门板块机构调研深度透析（9月24日）

板块名称	市场表现	调研结论	评级/机构	关注个股
钢铁业	钢铁行业作为央企整合概念较强的板块之一，周三表现活跃。	目前国内钢企成本大于国外钢企，但国内钢企销售价格却低于国外钢企状况亟待改变，我国钢铁行业整合势在必行。而较低的股价、PE和PB估值也增加了钢铁企业之间进行并购整合的动力。	天相投顾/增持	凌钢股份 武钢股份
旅游业	随着“十一”假期旅游高峰逐渐临近，旅游板块也迎来了炒作高峰。	年初的自然灾害等不可预测事件短暂打断行业增长趋势，预计下半年，随着灾害阴影的散去以及奥运、“十一”黄金周等的到来，旅游业整体业绩将集中释放，全年仍可保持10%-15%左右的平稳增长。	招商证券/中性	北京旅游 国旅联合
电信业	电信板块周三逆市走强，尤其是电信设备子行业更是表现强劲。	随着电信重组的展开、3G试商用的开始以及3G牌照可能于重组完毕后发放，整个电信产业都迎来了业绩释放的高峰期。其中，具有技术、市场优势的各子行业龙头，业绩增长情况值得进一步跟踪。	安信证券/领先大市	亿阳信通 中创信测

数据由“证券通（http://www.cnsec.com）”提供。

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