

# 经济下行与政策期待下注重景气第一、估值第二



上海证券报社总编辑 冯小平



长城证券研究所所长 向国雄



上海证券报社副总编 丁永强



国信证券总裁助理 何晓峰



大成基金投资部副经理 王维刚



国泰君安行业公司部总经理 王耀辉



中银国际市场部副经理 钱东升



信达证券研发中心总经理 林立新

## 经济基本面: 下行周期与增长忧虑

1、新的挑战:全球金融危机蔓延  
三季度以来,随着美元下跌,国际油价与大宗商品价格冲高回落,笼罩全球的通胀阴影有暂时远去的希望,从而为各国政府转向宽松货币政策、应对经济萎缩赢得了难得的喘息时机。但是与此同时,次贷危机的进一步蔓延则带来新的变数。自从去年夏天爆发次贷危机以来,这场危机不仅没有结束的迹象,反而愈演愈烈。“两房”之前的危机还没有存在于次级贷款范围内,而美国第四大投行雷曼兄弟倒闭,美林证券被收购,全球最大保险集团美国国际集团(AIG)被政府接管,预示着这场危机已经蔓延到世界金融体系的各个角落。在这种紧急时刻,处于危机漩涡的美国政府采取了一系列措施,力图减缓这场危机所带来的冲击。其中就包括美国政府救援“两房”的2000亿美元,救援美国国际集团的850亿美元和获得国会批准的7000亿美元救援计划。次贷危机救援计划的两难境地背后,是全球金融危机的演变再次超出此前最悲观的预期,这对已经陷入衰退的全球经济来说不啻于雪上加霜。

对于这次金融危机,我们最重要的判断在于,美国在历经多年的“信用扩张”之后,将在未来较长时期内走向对外负债放缓的“信用收缩”期,美国的经常项目逆差将对规模将持续收窄,国际分工体系也将步入一个“再平衡”时期,前期由于美元本位导致的国际收支失衡将获得漫长的调整。与20世纪30年代大萧条时期实体经济刚刚收缩所不同的是,本轮全球分工体系大调整可能呈现出以时隙空间、实体经济长期低迷的特征。在这个至少持续五年以上的信用收缩期内,伴现出的货币现象必然是人民币、日元等债权货币对美元的升值。同时国际分工体系的“再平衡”也意味着在“收缩期”内美国无法继续大规模依赖透支和消费获得额外的经济扩张,发达国家将无可避免地步入衰退境地,国际分工体系也面临着放慢步伐的调整。对于中国这样外贸依存度超过60%的出口导向型经济来说,外需放缓、粗放增长难以成为继来的转型压力将显得尤为严峻。

2、中国经济:需求回落成为最大挑战  
由于美元和油价仍存在反反复复的可能,四季度国内短期通胀形势尤其是PPI走势也存在变数,但是未来一年内CPI与PPI的回落仍是可预期的情景。相对而言,外需冲击和投资放缓背景下的总需求回落将取代通胀成为中国面临的最大挑战。继日本和亚洲四小龙之后,中国成为实施出口导向发展战略实现经济崛起的另一个典范。改革开放三十年,中国经济在近乎封闭状态发展成今日的世界工厂,2007年外贸依存度达到了66%(韩国75%、日本30%),外贸顺差占GDP比重超过了7%。在金融危机引发全球分工体系“再平衡”过程中,一方面发达国家消费需求下滑势必显著拖累中国经济表现,美国改善经常项目逆差的长期冲击将对中国制造造成难以逆转的阻碍,另一方面美国将对外国商品出口导向之下的粗放增长变得难以以为继,中国经济将无法依靠粗放的因素投入实现两位数的高增长,我国出口将面临零增长的风险。

今年1-8月国内固定资产投资总额增速达到27.4%,上年同期为26.7%,名义固定资产投资完成额仍保持了稳定增长,但是在剔除价格因素之后实际投资增速下滑趋势非常明显:2007年全年固定资产投资价格增幅为3.9%,2008年上半年固定资产投资价格增幅却已高达10%。在假设名义增幅不变情形下,2008年固定资产投资增速已放缓了6%。房地产行业固定资产投资占全社会固定资产投资比例达到四分之一,过去八年投资于房地产的资金平均增幅达到了30%。而从2007年四季度的形成,房地产行业的调整长期来看有利于调整劳动力与资本的相对价格,有助于内需型经济结构的形成,但势必影响宏观经济的短期表现。此外,在总需求放缓影响下,企业将同时面对产能过剩和成本上升的双重压力,缺乏增加投资、扩张产能的动机,尽管未来一段时期内灾后重建、部分基础设施建设项目可望带来新的固定资产投资增长点,但是整体项目投资增速缓慢回落仍然难以避免。

3、宏观调控:全面转向保增长  
随着宏观景气下降,产品过剩、产能过剩问题将逐渐暴露,进而抑制产品价格上涨,甚至造成高成本、低价格的企业困境和通缩格局。而相对于宏观景气时期的通胀来说,通缩对于企业的打击则更明显。在通胀问题得到化解、外部冲击较为剧烈情形下,保增长、保就业的政策目标势必要求宏观调控政策全面转向宽松,货币政策、财政政策和深体制改革有望同时发力,以应对较为剧烈的经济增速下滑。

在金融危机的强烈冲击下,尽管我国的信用收缩不如西方国家那么夸张,但显著的信用收缩已经体现为M1、M2增速差距的扩大,以及存、贷款增速的上升,货币数据走向充分反映了当前居民、企业的经济活动已从扩张激进状态转向保守,产投资价格增幅为3.9%,2008年上半年固定资产投资价格增幅却已高达10%。在假设名义增幅不变情形下,2008年固定资产投资增速已放缓了6%。房地产行业固定资产投资占全社会固定资产投资比例达到四分之一,过去八年投资于房地产的资金平均增幅达到了30%。而从2007年四季度的形成,房地产行业的调整长期来看有利于调整劳动力与资本的相对价格,有助于内需型经济结构的形成,但势必影响宏观经济的短期表现。此外,在总需求放缓影响下,企业将同时面对产能过剩和成本上升的双重压力,缺乏增加投资、扩张产能的动机,尽管未来一段时期内灾后重建、部分基础设施建设项目可望带来新的固定资产投资增长点,但是整体项目投资增速缓慢回落仍然难以避免。

## 业绩与估值: 仍难乐观

1、业绩预期:向下修正尚不充分  
2008年成为上市公司盈利增长变化的分水岭,上市公司2008年盈利增长预期从年初43%回落至年中20%后,新一轮的业绩下降趋势逐步形成。通过分析中国经济增长前景的内外环境,上市公司盈利预期构成,我们认为上市公司盈利下降趋势并没有见底,寻底的长期性决定了整体性投资机会仍需耐心等待。

从国际环境来看,正在爆发的金融危机正在解决之中,其对美元体系、国际贸易体系、国际分工体系的冲击影响仍需观察,全球体系从繁荣到衰退的特征更加明显。从国内环境来看,中国经济正面临着周期调整与转型的双重压力,而外部需求拉动减弱更是雪上加霜。中国经济增长前景面临的内外环境都不如在短期内消失,上市公司正处于盈利下降的寒冬中。

上市公司今年四季度和2009年的业绩增长前景成为关注的重点。从2009年业绩来看,市场一致预期在过去两个月已经经历了小幅下调(从8月初的25%到现在的21%),但是由于自下而上的业绩预期调整的滞后性,这种预期修正仍显得不够充分。从产业利润权重分布看,金融、石油、化工、交通运输、钢铁、煤炭、有色金属、房地产等行业对整体利润影响显著,目前市场对上述行业2009年业绩增长的一致预期分别为20%、36%、7%、13%、25%、40%、44%。但是其中房地产行业、煤炭、石油化工等行业的一致预期数值显然对于外需放缓、经济周期继续下行的负面影响考虑并不充分。例如房地产行业在考虑房价2009年同比下降5%-10%情况下,2009年利润增速将降至个位数甚至负增长;而第一大权重行业金融服务业的增长预期也高于我们的预测(预期2009年银行业上市公司利润增长10%-15%左右)。如果按照我们行业研究员的数据对上述权重行业

的水平仍有较大差距。另一方面,从产业投资角度,2倍PB通常已经是具备投资价值估值水平。从PB角度,目前A股估值距离历史最低水平也只有15%-20%左右的下行空间。

第三,大小非减持对估值体系的影响。大小非减持的背后是产业资本与金融资本对A股估值体系的严重分歧,大小非代表的产业资本在现阶段获取了股市估值主动权,使得以基金、券商为代表的金融资本的估值体系进入紊乱期——即进入金融资本的合理估值区域,上市公司股价依然很难跌不休。关于大小非减持的行为标准,应该依据具有确切的准绳。在经济与业绩预期悲观、市场信心匮乏环境下,近乎为零的持股成本使得大小非通常具备充足的抛售动力,不论股价是否跌至金融资本的估值底线下方。而相比2008年,2009-2010年的大小非减持压力将进一步增大,因此真正需要思考的是以大小非为代表的产业资本的一个具备持股价值的估值底线。按照这一标准,A股估值还存20%左右的向下博弈空间。另一个值得关注的比较尺度是港股A股估值溢价水平,以平准基金、大小非减持行为规范化、融资融券推出等为代表的股票市值制度建设等,都为市场期待的重点。我们的观点是,反周期宏观调控政策有助于熨平短期波动,但难以改变周期下行的长期趋势,但是从中长期角度有助于改善阶段性的经济结构。加上股票市场制度建设的政策效应,的确可能在相当程度上起到激发市场信心的作用。

总体上,目前位置上A股估值水平虽然还难言见底,但已经开始表现出一定的吸引力。

3、业绩下行与政策刺激: 四季度演绎震荡格局  
在整体估值水平表现出一定的吸引力基础上,业绩预期成为左右四季度市场走势的首要决定因素。另一个中期效果有待观察。因为即便是增强了企业的短期利润意愿与能力,在宏观预期较差、大众对房价看涨预期未改、房价仍处于相对较高位下,大多数消费者或许仍将选择持币观望。

财政政策作为保增长政策的重要组成部分,有望起到滞后效应。由于降息等货币政策对于实体经济刺激有滞后效应,所以国内本轮经济复苏收效,积极财政政策无论从信心还是实际拉动作用将更为有效,近年来持续的财政盈余也为政策出台打下了良好的基础。我们预期的政策范畴有:提高个人所得纳税征点,增值税从生产型向消费型转变,对部分出口型行业通过提高出口退税进行支持,加大财政拉动型的项目投资范围(如铁路基建)等。

从政策角度,以降息为代表的货币政策放松,以税制改革、价格体系改革、财政补贴倾斜、基础设施建设加大等为代表的财政政策,以平准基金、大小非减持行为规范化、融资融券推出等为代表的股票市值制度建设等,都为市场期待的重点。我们的观点是,反周期宏观调控政策有助于熨平短期波动,但难以改变周期下行的长期趋势,但是从中长期角度有助于改善阶段性的经济结构。加上股票市场制度建设的政策效应,的确可能在相当程度上起到激发市场信心的作用。

总体上,我们相信经济调整与业绩增速下滑尚未见底,熊市仍未结束;就四季度而言,估值处于阶段性均衡区域,企业利润相比三季度难有大改,而政策效应可能加强从而激发短期做多信心。我们判断四季度A股市场将主要呈现宽幅震荡格局,从而使波段操作成为可能,年末或存在超跌带来的投资机会。

## 精彩发言

- ★无论金融危机最艰难的时候是否已经过去,可以确定的是,负面影响将继续施于发达国家的实体经济,从而冲击中国经济。
- ★我们对美国金融危机的翻译有误,应该是金融崩溃。
- ★美国次贷危机远未结束,道指将跌到5000点以下。
- ★6124点跌到3000点是大小非、通胀因素,而3000点跌到现在是缘于对经济衰退的忧虑,所以从3000点看,因经济原因引发的跌幅并不大。
- ★伟人和圣人也会犯错,尤其是在晚年,比如次贷危机就是格林斯潘的遗祸,巴菲特现在所谓的抄底。
- ★经济周期和政策周期是反向运行的。
- ★从历史看,市场往往远远低于政策底。
- ★这个市场一定能救,只是政策力度问题而已。
- ★政策救市需要从量变到质变,我们现在仍处在政策积累过程中。
- ★股市低点在哪里,其实心里很没底。希望不要低于1500点,能在1500-2500点之间运行,当然依然是熊市。
- ★明年市场最低在1400点,整体运行区间为1500-2100点,极限为1300-2500点。
- ★现在市场面临三个前景:百年一遇金融危机的前夕、百年一遇经济萧条的前夜,先通缩后严重通胀的前夜。
- ★美国市场的估值体系现在应该怀疑了。
- ★政策上全面刺激经济才是保增长的根本对策。
- ★熊市中要防止上市公司管理层把业绩“向下管理”。
- ★明年经济增长可能会是两个轮子:内需——农村,外需——去美国化。
- ★抑制金融创新速度、降低金融杠杆,对控制风险来说是必要的,也是必须的。
- ★我们现在的分红政策说到底是为了今后的再融资,上市公司并不是真心实意地要分红给投资者。
- ★怎样的估值是合理的,其实能成交的价格都是合理的。
- ★提倡长期投资是对价值投资的误解,其实百分之百的投资者都是趋势投资者。
- ★在A股市场上,只有银行股十年以后肯定还在,其它的上市公司都很难说。可能退市了,可能倒闭了,可能被重组了,券商也是如此。
- ★给巴菲特带来巨大收益的个股巴菲特买的时候都是一个阶段性顶点,因此如果这次巴菲特依然是正确的,那么最佳买点应该在今后半到一年之间的某个时段。
- ★由于经济进入下降周期后的低增长时间相对较长,因此市场反转可能要到两、三年之后才会发生。
- ★印花税、房地产交易税和企业出口退税这三项,最直接、最迅速地反映了我国内需、投资和企业出口这三驾马车的放缓迹象。
- ★从长期看,真正有效的“救市”举措应该立足于提升市场的价值中枢,也就是上市公司能有更好的业绩,给予投资者更多的回报。
- ★大股东增持这种中国式救市一旦成功,上证指数很有可能会翻番。
- ★把推出股指期货当作救市的手段,不但偏离了股指期货的本意,也使之承担了它承担不了的职能,最后只能是事与愿违。
- ★现在推出股指期货,可能的结局会成为第二个权证市场,脱离大盘暴涨暴跌。
- ★有规范中国证劵市场,融资融券业务才能正常地开展,这才是真正有效的救市手段。
- ★任何单一措施都不能化解大小非解禁对市场的巨大冲击。
- ★如果管理层不对限售股解禁制定切实可行的措施,股市将继续惯性下跌,年底有可能跌到1300点左右。
- ★有关大小非减持的一系列措施在实际执行中存在漏洞,并且明显缺乏相互配合。
- ★三年前股改由于市场没有承担制度转换成本的思想准备和资金准备,在一定程度上造就了目前A股市场的困境。

## 投资策略: 经济下行周期中坚持防御性

就四季度而言,经济下行周期进一步确立、经济增速放缓仍然是经济基本面的关键词。出口需求和投资需求不同的,需求回落对替代通胀成为当前需要关注的首要问题。从企业利润和上市公司业绩来看,出口需求和投资需求不同的,需求回落对替代通胀成为当前需要关注的首要问题。从企业利润和上市公司业绩来看,出口需求和投资需求不同的,需求回落对替代通胀成为当前需要关注的首要问题。

第三,在本次世界性的股市下跌中呈现出一个明显特点,就是股指期货极大。本来人们习惯地认为海外成熟市场的运行是比较平稳的,不会大起大落,有人还将将其解释为这是因为有了股指期货的缓冲。但是从现在看来根本就不那么一回事。在海外市场近期的波动中,股指期货更多的起到了推波助澜的作用,而非熨平过大的振幅。结合近期国内商品期货市场“三板跌停”的格局,不由得令人联想到,现在市场不好主要是投资者信心不足,愿意入市资金少,这是大家对股市的长期走势还是乐观的,因此,推出股指期货有利于投资者以小博大,通过开远期多仓



本服摄影 魏海

## 有发展为全民“增持救市”的可能

○西南证券研发中心副总经理 魏海  
中国政府灵活的调控手段,在新股发行问题上都有所体现。自9月5日华昌化工(002274)发布招股意向书以来,迄今尚无一家新公司获得发行“批文”,而这在34家公司已经“过会”情况下发生的。其中,4月18日“过会”的珠海银都光电技术发展有限公司糖业烟酒(集团)有限公司增持金枫酒业(600616)、10月13日江苏舜天国际集团有限公司增持江苏舜天(600287)、10月14日深圳市南方正投资有限公司增持ST渝万里时,分别表示继续增持的价格不超过18.8、10元,其中前两家上市公司由国有资本增持1.88%的津海海泰控股集团股份有限公司表示,未来半年内增持金枫酒业的资金占股本的5%;已增持ST渝万里(000847)84.911万股(占总股本的0.95%)的深圳市南均同正投资有限公司表示,拟在12个月内视

## 式“救市”: 上证指数4319.94时又有国有资本退出中国式“救市”阵营

根据上证指数的走势,一些上市公司大股东已悄悄退出中国式“救市”阵营。而民营资本也英雄所见略同,选择在上证指数4255.05点附近停止“救市”。因此,“救市”一旦成功,上证指数很有可能会翻番。

也有上市公司加入中国式“救市”行列。增持皖美蓝B的长虹(香港)贸易有限公司四川长虹全资子公司,并入四川长虹合并报表,或者是在上证指数4255.05点附近停止“救市”。因此,“救市”一旦成功,上证指数很有可能会翻番。

也有上市公司加入中国式“救市”行列。增持皖美蓝B的长虹(香港)贸易有限公司四川长虹全资子公司,并入四川长虹合并报表,或者是在上证指数4255.05点附近停止“救市”。因此,“救市”一旦成功,上证指数很有可能会翻番。

## 视股指期货为救市工具将事与愿违

○申银万国证券研究所市场研究总监 桂浩明  
随着融资融券业务的行将推出和近期市场的大跌,有人建议尽快推出股指期货交易,认为这是一项重要的救市手段。但我们认为,如果把推出股指期货当作是救市手段,则不但偏离了股指期货的本意,也使之承担了它承担不了的职能。而如果说推出股指期货的目的是为了开展股指期货交易的理由,那么其结果只能是导致风险放大,最后事与愿违。

为什么这样说呢?第一,股指期货本身只是一个风险控制工具,为投资者锁定收益、平衡风险提供金融手段。无论是从其规则设计还是交易效果来看,都是中性的,无所谓有利于多方还是空方。股指期货的推出不可能改变行情的运行方向,也难以对大盘走势产生长期的引导作用。从这个角度上说,认为在现在股市低迷的情况下推出股指期货可以刺激行情,恐怕是不切实际的幻想。

其次,有人可能会这样认为,是起到了推波助澜的作用,而非熨平过大的振幅。结合近期国内商品期货市场“三板跌停”的格局,不由得令人联想到,现在市场不好主要是投资者信心不足,愿意入市资金少,这是大家对股市的长期走势还是乐观的,因此,推出股指期货有利于投资者以小博大,通过开远期多仓

长城证券四季度行业配置及重点关注公司一览				
行业评级	估值吸引力	景气趋势	重点关注公司	
煤炭	中性	弱	需求放缓,景气向下拐点隐现	西山煤电、平煤股份
钢铁	中性	强	投资增速放缓对行业需求形成冲击	宝钢股份、武钢股份
有色金属	中性	中等	全球需求放缓,价格趋势看淡	山东黄金、新疆众和
建筑建材	谨慎推荐	弱	需求放缓,行业看淡;关注受益于政府基础设施建设的建筑行业	中国铁建、中国中铁、中材国际、隧道股份
电力	谨慎推荐	弱	景气谷底隐现,关注可能的电价上调	国电电力、华能国际、文山电力
化工	中性	弱	成本压力增加,需求减弱	中国石油、新安股份、亚农股份
机械	谨慎推荐	中等	成本压力短期缓和,需求仍受经济下行影响,关注下游需求明确的电气设备行业	特变电气、许继电气、中联重科、东方传动
电子元器件	中性	强	外部需求萎缩,景气下行仍将延续	士兰微、微银股份
信息设备	谨慎推荐	中等	3G进程慢于预期,但电信投资仍可支撑行业景气	中兴通讯、武汉凡谷、华胜天成
汽车	中性	中等	需求放缓,产销增速仍可继续回落	一汽轿车、潍柴动力
家电	中性	弱	国内外市场销售均将继续放缓;关注抵御周期能力较强的行业龙头	格力电器、小天鹅
纺织服装	中性	弱	成本和需求双冲击,关注消费属性较强的品牌服装企业	雅戈尔、七匹狼、美邦服饰
造纸	中性	强	景气高点已现	太阳纸业
医药	谨慎推荐	中等	除化学原料药外,其它子行业景气趋平稳	康美药业、国药股份、双鹭药业
农业	中性	弱	全球农产品价格高峰期已过	新中基、新希望
食品饮料	谨慎推荐	弱	白酒、葡萄酒景气前景确切,啤酒、肉制品有望受益于成本压力缓解	贵州茅台、张裕A、第一食品、青岛啤酒、双汇发展
商业	谨慎推荐	中等	国内消费增长稳定,行业景气平稳	武汉中百、华联超市、王府井、步步高、广州友谊
旅游	谨慎推荐	弱	地震、奥运挤出效应后行业将重回上升周期	黄山旅游、中青旅、锦江股份
交通运输	谨慎推荐	弱	公路、铁路、机场子行业有望保持较稳定增长	大秦铁路、铁龙物流、宁沪高速、上海机场
信息服务	谨慎推荐	中等	抗周期能力较强,软件、传媒、网络子行业景气呈上升或平稳态势	腾博士、东软集团、博瑞传播
房地产	中性	强	价降量缩趋势仍存,行业景气尚未见底谷底	万科A、金地集团
金融	中性	强	息差趋窄,不良贷款比例上升可能性较大,季度业绩增速仍处下行通道	招商银行、工商银行、兴业银行