

# “去杠杆化”浪潮下延续低估值格局

阿基米德曰“给我一个支点,我就能撬起地球”。贪婪的美国人阿氏勾画的优美意境中迷失方向,将金融智慧发挥到极致后才发觉陷入了一个随意扩张的高杠杆深渊;

爱迪生有一句名言“虚伪和欺诈产生罪恶”。把穷人打扮成具有消费能力的富人来赚全世界的钱,堪称经典的美国式次贷欺诈,席卷全球的金融海啸终于扯下了美国人的“画皮”。“去杠杆化”和“现金为王”已成为华尔街最新的逃生秘籍;

雪莱在诗中写道“冬天来了,春天还远吗”。全球金融市场的冬天仍在继续,这将是一个长冬,因为金融领域的去杠杆化已蔓延至实体经济——信贷紧缩,流动性陷阱若隐若现。然而春天还很远,习惯在黑夜中用黑眼寻找光明的乐观情绪,需要用智慧来掌控;

俗话说“冬令进补,开春打虎”。下旬召开的中央经济工作会议将讨论美国金融危机、经济下滑、内需不足等问题。在土改及救楼市的“秋食”之后,中国经济会有怎样的“冬令进补”呢? A股市场“冬播春收”的历史定律还会重演吗? 您是选择“冬藏”的农夫还是“冬播”的蠢汉呢? 迫切的拷问,真的很迫切!

◎国联证券研究所

## 一、高杠杆与山姆大叔的经济鸦片

1929年大萧条恐怕是人类关于经济活动的全部记忆中印象最为深刻的事件了,而79年后的今天,美国似乎又陷入了这样一个泥潭。在这场金融危机中,人们常常提到美国投资银行的“贪婪”及其高杠杆特征。

何谓高杠杆? 经济活动中的杠杆其实就是借贷,用借来的钱增加盈利能力和购买力,以较小的资本控制庞大的资产规模。作为金融机构,其存在的价值就在于提高资产的流动性,使用高财务杠杆,几乎是金融业发展和存在价值增长的必然结果。进入21世纪,金融行业杠杆化浪潮如火如荼,活跃的创新活动缔造出一个又一个金融产品,并形成了一条金融创新链。但衍生层次过多,资产链条的冗长,使得居于价值链中的主体大都不会去关注上线或下线资产的质量。经过许多层次的包装,风险被转移给广泛的主体,层次越高的资产透明度越低,特别是经过高杠杆的衍生品传递后风险被放大。

贪婪与逐利是投行的本质,它们历来就是用高杠杆获取高收益,华尔街前四大投行一直存在高杠杆问题。据BCG统计,华尔街投行2001年以来杠杆率保持20倍以上,自2005年以来则以数十倍的杠杆打包信贷。除金融机构外,美国经济也是建立在高杠杆基础上的。自上世纪90年代以来,美国就利用杠杆撬动经济增长,其中家庭消费是其经济增长的主要动力,但这种消费实质是建立在负债基础上。美国利用美元世界货币地位,大量印制美元,以贸易赤字形式负债消费。

高杠杆消费和投资就像是经济鸦片,短期内会给经济增长带来飘飘欲仙的快感,但实际上蕴藏着极大风险,长期看必将损害实体经济健康。这种资产增值拉动型的增长模式是不可持续的,一旦资产泡沫破裂、杠杆断了,危机必然会全面爆发。

## 二、“去杠杆化”、资产链萎缩与流动性不足

“去杠杆化”De-leveraging如今已成为全球经济学界关注的热门主题,基金经理们也言必称“去杠杆化”。去杠杆化简而言之就是调整资产负债表、解除杠杆融资的操作,是主动降低杠杆比例的过程。美国房地产泡沫的破灭使得基础资产的风险很快传递到资产链下游层级,处在资产链上的各参与方人人自危,风险偏好下降,为了自保纷纷出售资产链上的各类资产,或解散那些组合复杂、杠杆倍数高的投资

工具,这便是投资机构的去杠杆化。这是一个痛苦的过程,资产链萎缩以及全球主要资产类别(股票、债券、房地产、大宗商品)价格的整体下挫态势不可避免。

美国的去杠杆化周期目前正处于信贷周期下行与宏观经济下行的负反馈时期,经济继续降温、失业率上升、信贷违约风险已不仅仅局限于在次级抵押贷款,而是覆盖了优质贷款、信用卡、学生贷款、汽车贷款以及其它类型的消费贷款等领域。商业银行全面收缩信贷,高评级的企业也遭遇融资困难,企业和居民纷纷修复和调整资产负债表,从以资产价格上涨为消费基础的疯狂回归到以收入为消费基础的理性。伴随主要工业国的信贷紧缩,短期信贷资金也陆续撤离新兴市场。

金融危机和“去杠杆化”过程使得全球流动性过剩一下子转变成流动性紧缩,资金纷纷涌进较安全的领域,实体经济出现流动性不足。信贷紧缩局面使整体经济活动受到极大抑制,因为没有信贷增长也就意味着没有了经济增长。

目前全球“去杠杆化”过程仍未完结,前期通胀使信贷危机尚未演变成通货紧缩,但下一阶段应该是实体经济的萎缩和通货紧缩,企业亏损无力偿还债务,且融资需求下降,进而影响商业银行贷款质量和利润。更为极端的则是流动性陷阱,利率水平降低到不能再低时利率需求弹性变得无穷大。无论增加多少货币都会被人们储藏起来,此时货币政策失效。

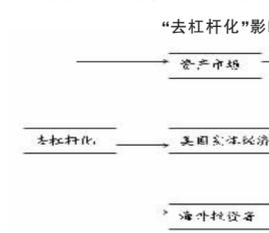
目前看,各主要经济体遭遇流动性陷阱的风险不能完全排除。全球央行联手降息、注入流动性、提供信用担保等措施意味着各国政府正在启动再通胀进程,以对抗信贷紧缩和流动性不足。

## 三、“去杠杆化”浪潮下的A股低估值格局

在这场全球“去杠杆化”浪潮中,A股市场同样不能独善其身。“去杠杆化”影响A股市场主要有三条途径:其一最重要,“去杠杆化”导致的信贷收缩与经济降温会降低欧美经济体的消费需求,从而减少从中国的进口。黯淡的出口前景可能会转化为企业盈利下滑和信心降低,从而抑制对出口导向产业的投资欲望,而制造行业的投资约占全部固定资产投资的30%;其二,“去杠杆化”导致的资产崩塌,从地产到股票到债券到商品几乎无一幸免,这背后是投资者风险偏好的降低,风险溢价上扬,从而在心理层面压制A股估值水平;其三,为数众多的外国投资机构和金融机构大量持有中国资产,它们因信用紧缩不得不收缩投资组合,甚至为了弥补亏

损被迫从中国市场获利了结,造成资本从A股市场流出。

虽然目前A股市场估值处于低位,但由于受市场信心和国际国内宏观经济环境的影响,A股的低估状态很可能将持续较长的时间。在宏观经济尚未摆脱楼市低迷以及“去杠杆化”阴影之前,市场对企业盈利、风险溢价等估值因素的



预测难以乐观。例如“去杠杆化”进一步影响股权风险溢价,而经济转型期的长期增长率下降和欧美经济衰退导致的中国经济短期增长率回归等因素将在一定程度上削弱制度变革带来的A股溢价。总之,我们认为,低水平区域里估值调整幅度已经有限,但市场仍需要相当的时间来完成估值反弹。

# 偏股型基金小幅增仓期待反弹

◎国信证券经济研究所

与前两个季度类似,如果仅仅从基金季报披露的数据看,各类型基金股票仓位略有下降,算术平均减仓幅度为1.42%。从季报数据看,全部基金股票仓位三季度为65.72%,比二季度末的68.32%减少了2.6个百分点。分类型看,除开放式指数型基金增仓1.25个百分点外,其余均为小幅减仓。其中开放式偏股型基金列首位,由上期72.051%降为69.4%,减少2.65个百分点;开放式混合型仓位变动最小,仅降低了0.23个百分点。

导致基金股票持仓比例下降主要有两个因素:一是基金减持股票,二是持股市值下跌。由于三季度沪深股市持续大幅下滑,仓位变化与基金持股市值“自然”减少仍存较大关系,因此,有必要对基金在此期间的股票资产和非股票资产变动情况作进一步的分析,以便判断出基金三季度仓位下降的主要原因是主动减仓还是市值下跌所致。我们认为,通过计算基金此期间“净卖出/期初净值总额×100%=ΔM”就可知道其仓位变动情况。具体地:

$$\Delta M = [M' - (M+D)] / A \times 100\% \quad (1)$$
$$M = A \times (1 - X) - \text{期初非股票资产};$$
$$M' = A' \times (1 - X') - \text{期末非股票资产};$$
$$A - \text{期初净值总额};$$
$$A' - \text{期末净值总额};$$
$$X - \text{期初股票占总净值比例};$$

$$X' - \text{期末股票占总净值比例};$$
$$D = \text{当期现金净流入} = (\text{新发行份额} + \text{当期申购份额} - \text{当期赎回份额}) \times \text{期末份额净值} - \text{当期已分红总额}。$$

上述公式(1)主要是通过计算基金当期净卖出股票金额占期初净值总额的比例ΔM后,从基金股票仓位变动比例中剔除ΔM,剩余比例就是持股市值下跌引起的基金仓位变动。例如某类型基金仓位降低10%,ΔM为5%,则表明该类型基金实际减仓5%,另外的5%是市值下跌所引起;反之,如果ΔM为-5%,则该类基金实际增仓5%,市值下跌导致仓位降低了15%。

依据公式(1)分别计算开放式偏股型、开放式股票型、开放式混合型封闭式基金三季度净卖出股票金额占期初净值总额的比例(见表)。通过分析可知,截至三季度末,所有偏股型基金均有增仓行为,表明仓位降低主要是受持股市值下跌影响,影响幅度基本都在四个百分点以上。结合10月份基金季报和基金四季度策略报告的统计分析结果,可以判断基金在9月末的市场反弹中再次增持了股票。

基金类别	ΔM(1) 股票持仓变动(%)	股票市值引起变动(1)+(2)	
开放式偏股型基金	-1.48	-2.65	-4.13
开放式股票型基金	-2.75	-1.52	-4.27
开放式混合型基金	-3.06	-0.23	-3.29
封闭式基金	-3.00	-1.56	-4.56

与上两个季度相同,尽管我们的国信基金净卖出值计算模型在D值中取“期末份额净值”作为参数,可能略微影响到当期现金净流入(或流出)量,但是我们的基本结

## 四、市场走势与投资策略

近期中信泰富、中国中铁、中国铁建等事件增加了市场对金融危机对国内上市公司影响的担心,“去杠杆化”过程不可能在这么短的时间内完全消化。而伴随着经济形势不乐观预期的加强,市场信心并没有得到实质上的改观。

在短短的一两个月时间内,政府已经做了大部分该做的事情。经济维稳工作正在稳步进行,对于市场我们相比以前也应该乐观一些,毕竟从短期操作层面来说市场已经有了一定的支撑。11月份将召开中央经济工作会议,我们预计政府维稳政策的方向不会有大的变化。

对于投资机会应该关注:

- 1.中长期看农村改革必然会给相关农资、农机、消费带来一定的机会,随着改革推进必定会成为市场持续的题材。
- 2.随着经济进一步下滑,从并购角度来看,目前的估值区间也是产业资本介入并购的好时机。
- 3.BDI指数可能的反弹带来的交易机会。

重要风险提示:

- 1.由于国外货币市场大起大落,相信中信泰富以及中铁等的外汇门事件也许只是刚刚开始,应尽量避免这些深水炸弹带来的损失。
- 2.商品市场波动对上市公司业绩的影响。

(执笔:肖彦明)

## 流动性紧张渐缓解 A股正在筑底

那么,是不是支出法的三驾马车数据就不足凭依了呢?我们认为在物价剧烈变动时期,由于需求端核算涉及的面广且情况复杂,因而容易产生误差。随着物价趋于稳定,这些指标应该会接近实际情况。

同样地,我们没有对2008年前三季度大幅卖出股票的其它投资群体进行定量分析。而从定性角度看,市场一直非议的限售流通股部分当期卖出金额也远远小于同期逾4万亿元的流通市值损失,市场下跌动力值得进一步分析。

对于三季度市场的继续下跌,大部分基金经理表示为系统性风险所致,但下跌幅度和市场恶劣的形势还是超出了想像。对于下跌原因及其背后的逻辑关系,基本归结于:美国次贷危机演变为金融危机,进而可能导致其经济衰退,由此带来的全球性经济放缓必然影响到国内上市公司的盈利预期,估值下降所难免;加上大小非解禁将A股带入金融资本与实业资本的博弈之中,上述诸原因仍然是市场信心缺失及基本面趋势不明朗所致。然而随着宏观紧缩政策放松乃至消除的预期,管理层可能的连续出台利好政策,而外围市场也

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
康恩贝	600572	东方证券	增持	0.38	6.84	4.73	44.61
欧亚集团	600697	长江证券	买入	0.72	18.05	11.40	58.33
山西汾酒	600809	国泰君安	增持	0.61	12.06	10.83	11.36
博瑞传播	600880	东方证券	增持	0.55	13.50	10.30	31.07
中国平安	601318	中投证券	买入	-0.88	56.00	21.27	163.28
建设银行	601939	中投证券	买入	0.45	6.00	3.70	62.16
一致药业	000028	中投证券	买入	0.60	19.00	11.76	61.56
中兴通讯	000063	广发证券	买入	1.30	35.00	17.01	105.76
泸州老窖	000568	中投证券	增持	1.08	26.25	19.35	35.66
武汉中百	000759	渤海证券	买入	0.32	13.50	7.60	77.63

有望企稳,多数基金经理看好四季度股市的反弹机会。但由于对实体经济未来仍保持谨慎看法,短期内大幅增加仓位的预期并不明显。(执笔:杨涛、葛新元)

# 基于长期投资价值理念的投资组合构建

◎华泰证券研究所

基于长期投资价值理念的投资策略可以分为两个步骤:1.辨别公司的持续竞争优势;2.等待股价降至合理价格之下的买入时机。

## 一、定量分析

- (1)拥有持续的盈利能力。具体表现在是否保持一贯的高股东权益回报率、高总资本回报率,并且每股收益是否呈现上升趋势。
- (2)拥有稳健的偿债能力。我们用公司所负担的长期债务是否低于5倍当前净收益这个标准来衡量公司是否具有合理的负债水平和足够的偿债能力。
- (3)拥有强大的主营业务发展能力。可以通过主营业务收入的增长

率来衡量公司的持续成长能力。

(4)行业竞争力、现金流以及盈余分配政策等其它因素。公司产品或服务的持续竞争优势可以通过其较高的毛利率水平、净利率水平来体现,而每股经营性现金流反映了其盈利质量和资金周转率的高低。盈利的留存比率等分配政策以及留存资金在提高公司每股收益水平上的效果可以看出公司为股东创造价值能力的强弱。

## 二、定性分析

- (1)公司所在行业前景的判断。我们首先要从定性角度判断公司所在行业的短期走向和发展前景。
- (2)公司是否销售或提供任何具备持续竞争优势的品牌或服务。我们从定性角度去判断公司产

品和服务被大众或企业所依赖的程度,以及在消费者心目中的地位。

(3)公司可以根据通胀水平自由地调整产品或服务价格吗?当公司产品或服务具有竞争优势而被大众或企业所依赖时,它们的价格就可以根据通胀水平进行调整以保证企业的盈利能力不会遭到侵蚀。

(4)公司是否需要大额资本支出以不断更新工厂设备。具备持续竞争优势的公司不需要从保留盈余中拿出一大部分钱来维持它们的经营,它们在很长的一段时间内可以更多地利用保留盈余为股东带来更多的财富。

## 三、组合的构建

我们以2007年为基准,以2003年到2007年为观察期,按照

上述方法对目前的上市公司进行筛选。根据当前价格和预设买入点的差距,我们把筛选出的股票分为两类:一为“等待时机型”组合,表示当前价格较高,如果要等到我们预设的买入点,需要市场进一步调

## “等待时机型”组合

股票代码	2012年预测股价(复权)	10/28收盘价	预期买入价
恒瑞医药	46.97	30.69	19.42
东阿阿胶	17.86	13.21	8.77
双汇发展	28.00	27.10	13.63
五粮液	20.42	12.58	10.15
张裕A	34.38	44.40	16.87
航天信息	78.21	20.75	19.30
千金药业	36.99	16.20	15.05

整或者公司出现重大利空(不影响长期投资价值的情况);第二类是“逢低吸纳型”组合,表示当前价格和我们的预设的买入点已经比较接近,股价波动时投资者可以考虑逢低吸纳。(执笔:周铨)

## “逢低吸纳型”组合

股票代码	2012年预测股价(复权)	10/28收盘价	预期买入价
云南白药	67.52	28.70	33.47
贵州茅台	206.01	94.28	101.85
博瑞传播	49.18	10.55	13.50
苏宁电器	83.61	13.45	20.65
苏宁电器*(考虑增发)	144.14	13.45	35.62
金发科技	35.42	4.47	8.73
丽江旅游	30.69	9.30	15.26

## ■信息评述

### A股新增开户数连续三周下降

齐鲁证券: 中国证券登记结算公司数据显示,上周A股新增开户户数小幅回落至16.11万户,环比减少约3000户,连续三周出现下降;上周参与交易的A股账户数较前一周减少约58.3万户,至706.55万户,环比减幅近8%,该数据10月份以来已经是连续三周出现下降;从A股持仓数据看,上周末持仓A股账户数反而有所回升,从前一周的4723.02万户升至4733.24万户,A股账户的持仓比例也相应上升为39.69%。

虽然我国总体经济形势运行比较平稳,但是宏观调控的风险和外部环境对我国的冲击正在加大,同时国内经济的不稳定因素也在增加。在此背景下,国内投资者信心受到了相当程度的冲击。

### 三驾马车被高估:探求真实的GDP

国金证券: 从名义和实际两个方面来看,三驾马车的数据都好于日前公布的GDP数据。名义增速方面,三季度GDP增速较二季度下降了两个点,但是三驾马车方面,消费、投资和出口的名义增速都在上升;从实际增速来看,三季度出口增速略低于二季度,消费和投资增速则高于二季度。因此,从三驾马车数据来看,第三季度的GDP增速应当高于二季度。

我们认为,造成两组数据差异的主要原因在于物价指数被低估以及GDP核算方法的差异。以消费为例,虽然从支出法来看,消费在GDP中占比很高,但是从生产法来看,其占比并不高。因此采用生产法核算GDP时,如果批发零售贸易餐饮业(代表支出法中的消费)由于价格原因被高估,那么它在生产法核算GDP时产生的影响会比较小。另外,由于生产法采用的数据大多直接来自企业,数据的质量会比较高,产生的误差会较小,因而能够更准确地反映实际情况。

即使是GDP数据,我们也认为可能存在一定误差,这可能来自以下几个方面:一是在计算不变价增加值时,我国采用的是单缩法,即利用产出价格指数缩减当期现价增加值,求得当期不变价增加值,这在中间投入品价格上涨就可能高估GDP。二是在批发零售贸易餐饮业、金融保险业和房地产等行业核算中,仍会用到商品价格指数和居民消费价格指数等物价指数,这会导致GDP出现一定程度的高估。不过必须指出,这些因素应该不会导致过大的误差,因而目前的GDP数据仍然是经济增长较为可靠的测度指标。

那么,是不是支出法的三驾马车数据就不足凭依了呢?我们认为在物价剧烈变动时期,由于需求端核算涉及的面广且情况复杂,因而容易产生误差。随着物价趋于稳定,这些指标应该会接近实际情况。

### 流动性紧张渐缓解 A股正在筑底

安信证券: 三季度经济增长显著低于预期,然而随着大宗商品价格暴跌、奥运因素消除以及四季度之后一系列支持经济增长的基础建设项目可能陆续上马,这会一定程度缓解经济下滑的速度。进一步考虑到季节性模式等因素,预计四季度GDP同比增速将小幅反弹至9.1%。

目前中国经济增长率可能已经低于经济潜在增长率,再加上国际大宗商品价格在过去几个月的暴跌,通货膨胀风险大大消退,明年出现轻度通货紧缩的风险值得担忧。以此为基础,预计四季度CPI将回到到3.2%。在全球金融动荡、国内经济快速下滑背景下,我国宏观经济政策正全面转向刺激性方向。未来信贷增长将进入加速通道,同时随着大宗商品价格的暴跌,顺差也将出现恢复性增长,经济名义增速明显下滑。基于此,我们认为我国流动性紧张状况正在缓解,A股市场很可能已经处在筑底阶段。

### 强势个股机构最新评级(10月29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
康恩贝	600572	东方证券	增持	0.38	6.84	4.73	44.61
欧亚集团	600697	长江证券	买入	0.72	18.05	11.40	58.33
山西汾酒	600809	国泰君安	增持	0.61	12.06	10.83	11.36
博瑞传播	600880	东方证券	增持	0.55	13.50	10.30	31.07
中国平安	601318	中投证券	买入	-0.88	56.00	21.27	163.28
建设银行	601939	中投证券	买入	0.45	6.00	3.70	62.16
一致药业	000028	中投证券	买入	0.60	19.00	11.76	61.56
中兴通讯	000063	广发证券	买入	1.30	35.00	17.01	105.76
泸州老窖	000568	中投证券	增持	1.08	26.25	19.35	35.66
武汉中百	000759	渤海证券	买入	0.32	13.50	7.60	77.63

### 热门板块机构调研深度透析(10月29日)

板块名称	市场表现	调研结论	评级/机构	关注个股
房地产业	经过调整后,房地需求背景下,房地产行业作为产板块今日出现逆市走高态势。	在国家政策不断刺激内,房地产行业作为支柱产业,未来出现复苏应无疑问。考虑到前期跌幅巨大,估值水平已经偏低,未来股价有望出现企稳,其中龙头企业的表现更可以期待。	光大证券 / 增持	九龙山 / 招商地产
医药业	医药股近期走势一药行业今年以来的表现一直不错,昨值龙头企业启动,行业优势企业将能够呈强势整理态势。	在积极政策的扶持下,医药行业今年以来的表现一直不错,昨值龙头企业启动,行业优势企业将能够呈强势整理态势。	兴业证券 / 推荐	华邦制药 / 达安基因
零售业	尽管昨日两市出现的调整,但零售业的防御性品种。虽然后期依然呈现强势,行业龙头企业的表现更可以期待。	作为受宏观经济影响较小的行业,零售业一直都是良好调整,但零售业的防御性品种。虽然后期依然呈现强势,行业龙头企业的表现更可以期待。	中金公司 / 中性	商业城 / 深国商

数据由“证券通(http://www.cnsec.com)”提供。