

# 经济形势错综复杂 股市走势扑朔迷离

中银国际 王 鼎

## 中国经济孤掌难鸣

我们认为,中国经济独立复苏的可能性是基本不存在的。因为经济结构的调整不可能一蹴而就。事实上,近半年来,国内经济结构调整的步伐缓慢甚至有倒退的迹象(不过我们也看到了不少积极的变化,例如政府在技术升级,医疗服务以及新能源等方面的规划,这多少令我们在投资拉动的老路上行进行时添了一些新意)。所以,独立的内需增长还看不到有质的变化,当前的财政货币政策可以解燃眉之急,但无法从根本上解决中国经济的外贸依赖问题。所以在近几个月,我们可以看到国内经济在略有反弹的背景下,各种部门的苦乐不均。

对比最近三个月来和去年同期的GDP构成不难看出,今年以来总体的GDP仍维持了正增长,不过结构变化比较显著。对比来看,投资的增长十分显著,消费也有正常的增长,而净出口则基本没有变化。反映的现实是众所周知的,那就是国家推动的大量投资,基本稳定就业下的消费,以及平衡的净出口。不难看出,投资的大量增长起了至关重要的作用,尽管在经济意义上有争议,但政府的举措从民生意义上显然还是正确的。

## 民间投资增长乏力

政府主导的投资增长贡献了大部分的力量,而可以列为民间投资代表的企业事业单位投资增长乏力,而外商投资更是出现了负增长。这表明,一般类型企业产能利用率肯定不足,对经济前景也较为悲观,因此并不扩大生产能力的意愿。我们注意到,A股上市公司(不含金融)一季度的营业收入仍比去年四季度有大约12%的下滑。在这样的情形下,微观上企业投资动力不足是情理之中的。目前政府的意图是通过政府主导的投资来提供原始需求,产生第一推动力,从而引发产业链上的企业投资循环。不过现在来看,力度似乎还不达到可以启动整个投资的目的。原因是,其他经济性质的投资下滑非常猛烈,很大程度上抵消了政府的努力。

同时,政府主导的投资相对领域狭窄,集中在基本建设,而对其他更为广泛的产业影响力则相对有限。我们认为增大对民间投资的补贴性政策应该是理顺投资结构,防范重复低效建设的关键,让投资能够以更市场化的方式分配到各个领域,这也是启动投资自循环的关键。

## 启动内需仍需努力

而国内消费名义上已经出现连续四个月的同比下滑,从20%以上的增长水平滑落到15%左右,考虑到物价因素,实际下滑的程度略小。不过国内消费似乎已经找到了其“刚性”的底线,连续数月保持在目前的水平似乎说明下行的风险已经不大,而从微观的感受来看,民众的消费心态比较稳定,并未出现明显的提高储蓄率的倾向,消费的下滑主要还是由于就业以及薪资的不利变化引起。不过令人担忧的是,居民收入增长速度下滑的态势仍未改变,这显示在部分产业中,失业压力还在上升,同时过剩的劳动力抑制了工资水平的上升,这势必会对消费的未来走向形成潜在的威胁。

更为重要的是,国内消费的相对稳定和多项刺激政策有关,比如汽车购置税的下调,家电下乡的补贴,部分地区消费券的发放,商家的降价促销等等。而随着时间的推移,这样一些措施的效应会逐步减弱,一是这些措施使得部分消费愿望提前释放,起到了将消费时间移动的作用,但对总量的提高上仅仅刺激了为数不多的边际消费者。二是

消费者会逐步习惯这些措施,而认为这是常态而不急于购买,这和我们日常看到的一些商家常年挂着血的跳楼价但问津者寥寥是同样的道理。不过我们认为政府在消费补贴上目前为止的力度还很小,在整个财政货币刺激包中所占的比重相当小,未来仍有很大的空间,因此我们预期会有更多的促进消费的补贴性的措施出台。

值得深思的是,投资和消费的政策刺激力度可以说有天壤之别。我们认为原因在于所有制的问题,政府的刺激包的分配还是受到了利益群体的影响,投资链条上从投资主体到投资品供应商大多是政府以及国有大型企业,而大量和民生消费有关的生产者已经是广泛的市场化了。这或许也是政府引导消费过程中需要正视和解决的一个关键所在。

## 外贸出口趋势好转

我们一直认为外需是国内经济的最大命门,而在过去的数月当中,外贸是最为黯淡的。海关数据显示,目前出口依然处于本次调整以来最低的水平附近。这和我们重要贸易国美国的数据是比较一致的。美国的消费和生产需求的复苏目前还十分的疲弱,这直接制约了中国出口的回升,我们预计出口的恢复短期内可能有好转,但力度微弱。尽管政府也采取了提高出口退税率一类的的方式来帮助出口行业,但目前来看,由于各个国家可能都采取了类似的措施,所以中国产品的竞争力并未得到明显的提高。

外贸的不振严重影响了国内的生产与投资。外贸是工业增加值指标的最大驱动因素,其重要程度远远超出了我们想象中非常重要的投资,也是驱动国内非国有经济的最大力量,这预示着大量工业企业的利润情况仍将十分糟糕。不过从微观上了解来看,部分企业反映近几个月来,零星的订单开始出现,比之去年年末几乎完全停滞的市场,多少让企业家们看到了点希望。

## 股市估值偏高宽幅震荡

主要股票市场均呈现上涨,总体而言,新兴市场普遍表现优于发达地区市场。我们认为这主要是由于新兴地区的经济弹性相对较大,而金融体系则受损相对较小。市场在产生经济复苏预期之后,判断新兴地区的复苏速度较快且稳定,因此股票上涨更为明显。商品市场在原油价格大幅上涨的影响下,普遍出现上升,一些供求关系相对有利于多头的品种涨幅更为出色。但我们注意到商品市场在二季度末期出现一些调整迹象。

上述现象部分在我们预计中,部分则超出我们的预计。尽管在年初我们判断一季度主要市场会有一个较好的表现,但其持续程度和幅度则超出了预期。一个普遍的问题就是从一般意义上的基本面分析,估值层面,股票和商品的价格显得都明显与对应的基本面脱节。就股票而言,A股的市盈率水平已经接近到危机前高峰水平。对此,市场上有广泛的争论,主要是计算的方式各有不同,以及是否考虑了金融行业,不过我们提供一个粗略的框架来估算目前的情况,现在市场市值大体是高峰时期的一半,而上市公司的全部利润大概也仅仅是高峰时期的50%-60%。许多其他的计算剔除了大量亏损公司,进而缩小了对汽车购置税的下调,家电下乡的补贴,部分地区消费券的发放,商家的降价促销等等。而随着时间的推移,这样一些措施的效应会逐步减弱,一是这些措施使得部分消费愿望提前释放,起到了将消费时间移动的作用,但对总量的提高上仅仅刺激了为数不多的边际消费者。二是

# 上行空间犹存 七月调整压力增大

万国测评 谢祖平

近期以银行、钢铁、保险以及煤炭石油等为代表的权重指标股再度走强,虽然市场中个股表现出现分化,但沪深两市股指仍再度向上创出新高,沪深两市日均成交额保持在2000亿元以上,部分题材类个股也出现连续上扬,市场中的财富效应继续激发场外资金入市的热情,周新增股票开户数以及持仓账户数随之增长。不过周四及周五股指在逼近3000点附近后短期震荡开始加大,而周一桂林三金申购,是否会影响到市场资金面?此外,虽然央行维持目前积极的宽松的货币政策,但同时防止信贷资金流入资本市场是否会引发股指步入调整呢?本周与大智慧联合举行的专题调查以“调整何时来临?”为主题,分别从“上证指数3000点之前会出现中级以上的调整吗?”、“你预计A股市场何时会出现中级以上的调整?”、“你预计A股市场何时会出现中级以上的调整?”、“你预计A股市场何时会出现中级以上的调整?”五个方面展开,调查合计收到1243张有效投票。

## 近半数倾向于7月份调整

从时间方面看,本轮行情从去年11月初探低1664点以来,到目前为止已经运行了八个月,其中在去年12月份以及今年2月份两度出现10%左右的调整,那么在最近连涨四个月之后,市场是否会再现调整?关于“你预计A股市场何时会出现中级以上的调整?”的调查结果显示,其中选择“6月底”、“7月”、“9月”和“10月及以后”的票数分别为244票、601票、181票、62票和155票,投票比例分别为19.63%、48.35%、14.56%、4.99%和12.47%。通过以上调查结果可以发现,由于时间上6月份即将结束,认为调整的比例只有两成,而选择“9月”和“10月及以后”的合计比例不到两成,相比之下近半数的投资者倾向于今年7月份调整将出现,反映出在经过市场的持续上扬之后,投资者对于后市股指将出现调整的预期开始加大,投资者对于后市相对谨慎。

## 3000点前不会出现中级调整

观察本周五个交易日股指运行,虽然周一欧美股市出现大幅调整,但是A股市场在银行股做多的带动下先抑后扬,股指向上创出自去年11月份回升以来新高,上证指数最高上摸至2946点,逐步接近3000点的整数关口。不过近两个交易日市场上行压力有所显现,这是否意味着市场调整即将开始呢?根据“上证指数3000点之前会出现中级以上的调整吗?”的调查结果,其中选择“会”、“不会”和“不好说”的票数分别为473票、614票和165票,所占比例分别为38.05%、49.40%和12.55%。从该项调查结果上看,虽然将近五成的投资者认为上证指数在3000点前不会出现中级调整,但是优势并不明显,多空双方存在着分歧。

不过关于“中级调整来临之前,你预计上证指数会涨到什么水平?”的调查结果显示,其中选择“3000点之下”、“3000点至3300点”、“3300点至3500点”和

“3500点之上”的票数分别为263票、656票、206票和118票,所占比例分别为21.16%、52.78%、16.57%和9.49%,从中可以看出多数投资者认为后市股指可能运行到的高点将在3000点至3300点之间。结合以上两项调查结果,虽然对于目前市场的表现有分歧,但是市场仍乐观预期股指将会有10%左右的升幅。

## 近半数倾向于7月份调整

从时间方面看,本轮行情从去年11月初探低1664点以来,到目前为止已经运行了八个月,其中在去年12月份以及今年2月份两度出现10%左右的调整,那么在最近连涨四个月之后,市场是否会再现调整?关于“你预计A股市场何时会出现中级以上的调整?”的调查结果显示,其中选择“6月底”、“7月”、“9月”和“10月及以后”的票数分别为244票、601票、181票、62票和155票,投票比例分别为19.63%、48.35%、14.56%、4.99%和12.47%。通过以上调查结果可以发现,由于时间上6月份即将结束,认为调整的比例只有两成,而选择“9月”和“10月及以后”的合计比例不到两成,相比之下近半数的投资者倾向于今年7月份调整将出现,反映出在经过市场的持续上扬之后,投资者对于后市股指将出现调整的预期开始加大,投资者对于后市相对谨慎。

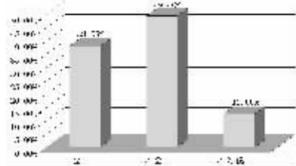
## 3000点之上持仓信心不足

随着近期股指的上扬,沪深两市估值水平进一步提升,沪深交易所数据显示,截至周四收盘,上证指数市盈率上升到25倍,而深成指则在30倍之上,中小板则接近33倍,市净率则回升到3倍以上,其中中小板市净率接近5倍。A股市场的估值已不具备优势。而根据“你认为能支持股市继续上涨的最有力的因素是什么?”的调查结果,其中选择“经济好转”、“政策利多”、“游资充裕”、“估值不高”和“其他”的票数分别为481票、430票、268票、35票和29票,所占比例分别为38.70%、34.59%、21.56%、2.82%和2.33%。该项调查结果中选择估值不高为支持股市上涨因素的比例仅有2.82%,清

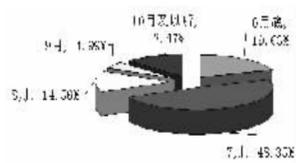
晰地反映出投资者对于目前市场估值的判断。而政策面和资金面的宽松对于投资者的信心占据着主导地位,目前市场是政策利多及资金寻求收益双重力量推动下的行情。不过值得注意的是,市场估值水平不低对投资者做多信心势必会产生影响,关于“上证指数3000点之上,你的投资策略会有何调整?”的调查结果显示,其中选择“继续持仓”、“逐渐减仓”、“持仓离场”和“波段操作”的票数分别为293票、368票、229票和353票,所占投票比例分别为23.57%、29.61%、18.42%和28.40%,市场持股信心不稳定,只有不到四分之一的投资者表现继续持仓,而选择减仓及清仓的投资者合计比例则高达四成八,市场筹码的松动将会直接影响到股指上行的空间。

以上调查结果显示,虽然经济转好、政策利多以及市场资金充裕支撑股指,投资者预期在3000点下方出现中级调整的概率不大,但是由于目前市场估值水平已经不高,投资者对于后市的谨慎看法渐重,不少投资者预期上证指数将在3000点至3300点区间出现中级以上调整,而调整的时间在今年7月份,后市操作也趋于谨慎,四成八的投资者表示将逐步减仓或清仓离场。

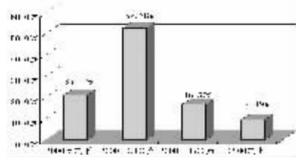
笔者认为,虽然近期市场对于新股恢复IPO以及国有股部分划转社保等政策面理解偏于正面,但是桂林三金药业下周将申购,对短期市场资金面的影响明显。从桂林三金的发行价定位19.8元/股,对应发行后总股本的市盈率为32.89倍来看,新股发行市盈率水平较新股IPO暂停前大幅度提高,将缩小一级市场与二级市场之间的价差,投资者认购新股收益率将回落,能否避免二级市场人为过度炒作仍存在不确定性。此外,国有股部分划转社保基金之后,社保基金是否将因此而调整自身持仓比例和持仓结构也将影响到市场。对于短期股指一方面可关注能否否向上升突破11月18日以及今年2月17日高点所形成的压力线,另一方面关注布林线中轨附近对指数的支撑作用。操作上,建议继续关注指标股、蓝筹股、滞涨股,也可考虑参与认购桂林三金以及万马电缆。



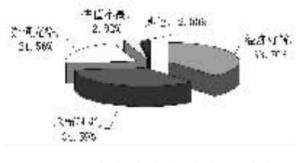
一、上证指数3000点之前会出现中级以上的调整吗?



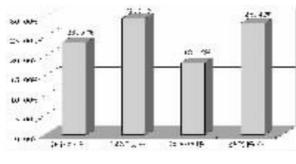
二、你预计A股市场何时会出现中级以上的调整?



三、中级调整来临之前,你预计上证指数会涨到什么水平?



四、你认为能支持股市继续上涨的最有力的因素是什么?



五、上证指数3000点之上,你的投资策略会有何调整?

数据来源:大智慧投票箱

# 企业业绩恢复正常尚需时日

东北证券金融与产业研究所

政府大规模的经济刺激政策,这样使得中国经济当前阶段的恢复性增长主要依赖于投资(尤其是政府公共投资支出)的高速增长,在强劲的投资带动下,中国经济在非常困难的全球环境中依然保持了令人瞩目的增长。

一季度GDP季度环比增长6%(季节调整折年率),比去年同期增长6.1%。工业生产近来似乎也开始提速,从1季度5.3%的同比增速提高到了4.5月平均的8.1%。在本轮调整周期开始以来,已经恢复到了上一个相对较高的水平,但这种经济增长背后隐藏着不合理的和不可持续性,也就是经济增长的质量不高。除此之外,强劲增长的政府投资将造成过剩的产能,特别是在国内消费增长速度远远赶不上投资增速的情形下,产能过剩问题将在未来时期陆续显现出来。最典型的一个方面,就是在产能过剩的影响下工业企业的利润受到了挤压。2008年,工业企业利润空间受到原材料价格上涨的挤压企业利润迅速下滑。2009年上半年,随着原材料价格的大幅回落,这方面的影响已经逆转。但过剩产能压低了PPI,同时销售增长放慢乃至负增长,使得利润空间还是受到挤压。这一点在重工业部门和加工制造业领域表现尤其突出。

## 外部需求短期内难以复苏

我们在分析中国经济复苏时非常强调“外部需求”问题,并认为这是中国第三阶段实质性复苏的重要外部条件。从经济增长的动力结构看,在第一阶段和第二阶段的中国经济复苏过程中,主要依靠“内部需求”和国内财政货币的投资性刺激拉动国内产出,“内部热、外需冷”依然是我国当前宏观经济运行的另一个重要特征。在短短一周,世界银行连续发

布两份研究报告,分别对2009年中国经济和全球经济进行预测和调整,6月18日公布的“中国季度经济展望”将中国经济增长率从6.5%上调为7.2%;而6月22日发布的“金融危机:全球复苏展望”报告则将全球经济增长率从此前2009年3月该组织的估计)的-1.7%下调为-2.9%。这表明中国经济复苏好于预期,而全球经济在2009年低于预期。

外部需求的微弱在短期内难以缓解产能过剩的企业利润压力,尤其是世界银行公布的全球经济收缩预测大大低于此前的估计,疲弱的外部需求非常不利于中

国工业部门利润表的修复。原因在于,在2006-2007年全球经济扩张时期,中国工业部门的相当部分产能是依靠外部需求进行消化,而2009年金融危机从虚拟经济向全球实体经济进一步延伸,2009年将是20世纪30年代大萧条以来实体经济收缩最为严重的1年,而在2006-2007年中国工业部门产能的大量扩张难以在短期内进行内部消化和调整,产能过剩对工业部门利润造成一定制约。

我们判断,“去库存化”之后,某些过剩行业的“去产能化”将是下一阶段中国经济内部调整的艰巨任务。

# 反复震荡蓄积冲关动能

九鼎德盛 朱慧玲

近期A股一路震荡走高,两市股指迭创反弹以来的新高,但股指在持续上行后盘中震荡,个股分化比较明显。短线来看,随着大盘震荡,市场量能出现明显萎缩,显示目前多空双方的分歧开始增大,市场谨慎氛围占据上风,在沪指3000点大关面前,市场将反复蓄积冲关动能。

基本面上分析,偏暖消息仍占据上风。日前,人民银行货币政策委员会2009年第二季度例会在北京召开。在一系列扩大内需、促进经济增长的政策措施作用下,当前经济运行出现积极变化。但是,经济回升的基础还不够稳固。为此,货币政策短期内不会改变。政策面的扶持是本轮反弹越走越强的主要诱因。市场强势震荡,近期股指的上涨一直是依赖于银行股的护盘,虽然银行股目前股价脱离均线较远,技术上出现震荡修复指标的可能,但盘中往往用出其不

意的急涨护盘,有效地化解了市场风险。同时,目前市场中的其他大盘股如中国石油、中国石化等率先展开调整,一旦市场领涨热点断档,有望出现轮动护盘。因此,短线大盘虽有调整压力,但盘中调整的空间也较有限。

技术上分析,经过持续的反弹后,在3000点大关面前,技术上的压力也随之出现。与此同时,股指经过八个月的持续上行后,在逼近3000点大关之际,机构对未来市场的走势的分歧也开始加大,造成股指宽幅震荡在所难免。对于未来市场的走势,还要关注以下两个因素:一是权重股的走势。只要该板块不出现大的调整,市场的强势格局有望保持。二是,市场成交量。目前沪指已兵临3000点,市场出现谨慎在情理之中,而股指要向上突破3000点大关,还需要量能的持续放大的配合。