

外需增长与企业盈利“双困局”后的内需与结构初醒

——2009年A股投资策略报告

2008年12月12日

投资要点:

- 2009年将是中国经济面临严峻挑战和考验之年。外部环境恶化、国内经济下行的惯性横亘在政府和社会面前难以离去。政府“保增长、扩内需、调结构”的基调深入人心，成为社会公认的政策招牌。从经济内生的趋势过程看2009年的结构性支点，可能会很多，诸多现象更会庞杂，但集中的表现应该以外需刺激难以振兴、公司盈利面临困境、内部需求担当期望、经济结构调整搭箭在弦而视面。扩大内需与调整经济结构、减轻对国际经济的依赖不应是社会各界怀疑的国策，在经过国际经济危机后更是唤醒中国走自主创新之路的号角。
- 借道外需的中国经济与美国具有较强的相关性，基于失业率数据的乐观估计美国经济将在2009年底或2010年初短期触底，美国的“去杠杆化”过程将极其漫长。
- 中国经济短期在库存产能过剩、民间投资萎缩以及房地产投资下行的三重周期影响下继续下行的风险加大；中长期看，中国经济存在着“刘易斯第一拐点”返回的可能，如果持续时间过长(2-3年)则届时可能由于人口红利的衰弱使得经济发展出现风险。
- 固定资产投资导向的积极财政对GDP拉动存在局限、适度宽松的货币政策在经济下行周期受到银行“惜贷”和居民“偏储”行为的制约，中国经济受本轮危机冲击将可能形成“L型的中期调整+短周期的W型”运行态势。
- 银行业一枝独秀的业绩现状在2009年将受到冲击，基于银行业ROE的回归之路选择在2009年而非2008年第四季度的假定，即银行类上市公司业绩2008年维持50%增速、2009年ROE均值回复为15%的条件下，非银行类上市公司2009年ROE为8.91%的推断下，则2009年全部A股的业绩同比增速为-5.66%。
- A股2倍PB是对中国成长的溢价，具有合理性；中国作为非金融危机发源地，A股的历史估值具有支撑作用；在L型经济调整的推断下未来大牛市的诞生需要产业结构转型成功的配合，全流通下十几万亿乃至二、三十万亿的流通市值需要更强大的市场主体及资金相匹配。中长期看，中国60-70%的证券化率水平是合理价值区域。
- 实证来看，货币政策对于股市并不产生直接的方向性作用，而是借助经济基本面进行传导，降息效应对股市的利多影响需要借助货币供应量M1增速上行来体现。九十年代以后股市对于

金融与产业研究所策略组

TEL: (021)63367000-269

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址:上海市延安东路45号

20F (邮编 200002)

重要声明:本报告中的信息均来源于公开数据,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归东北证券有限责任公司所有。

GDP 增速的晴雨表功能在多国的案例中并不得到支持，股市更多的表现为与 GDP 增速同步乃至滞后的特征。

➤ 基于未来经济可能形成“L 型的中期调整+短周期的 W 型”特征，2009 年股指将呈现出宽幅震荡格局。基于股市与 GDP 增速同步乃至滞后的实证规律下市场存在业绩底、非金融危机发源地市场历史估值低点具有支撑作用的两个推断，理论低点在 1550 左右。基于央企“大非”减持动机不强的推断，A 股中长期合理股指区间为 2300-2700，全流通时代上证指数的第一高点在 2300 附近，第二高点在 2700 附近。基于资产周期运行规律、机构投资者行为以及经济走势的研判，2009 年更高的涨幅不在我们预期之内。我们维持 2008 年四季度的观点，即考虑到大类资产周期已经进入第一阶段，等待我们的也许只是时间的考验，以便迎来“内需与结构”初醒后资产周期轮动到第二阶段、股市走牛。因此，2000 点以下在控制总体仓位的情况下可以适度加仓，悲观预期但并未出现经济大危机的情形下低点 1550 左右；上证指数中长期对应的价值核心区间在 2300-2700。在经济 L 型调整过程中“内需与结构转型”初醒将会带来市场信心的提振，因此，在对中国 A 股市场估值的中枢范围内，基于中国市场的不可预见与积极性因素的并存，届时可给予 20-30% 的信心恢复性高估。

➤ 2009 年可以关注三条投资主线。1、内需主导型类：基于双积极下的确定性“泛投资”机会——主要指基建、设备、医药；强周期性特征下的上游及资本品行业机会——主要指钢铁、有色、电力、部分机械子行业、交运等；基于绝对估值合理的布局性行业——主要指银行地产等。2、结构转型类：新农村建设驱动下的行业机会(例如大农业、服务消费)、产业升级类(例如先进制造业、节能减排、“奥巴马绿能板块”等)；3、投资主题类：融资融券和创业板等金融创新类，世博、迪斯尼、津滨、重庆等地域性概念股、低 Tobin'Q 下的并购重组概念股、大农业类股、“大小非”。

引言.....	5
第一部分：外需冲击下中国经济陷入下行周期.....	6
1、借道外需的中国经济与美国具有较强的相关性.....	6
2、美国经济乐观估计将在 2009 年底或 2010 年初短期触底.....	7
A1、失业率指标相对GDP具有稳定性且存在着较强的周期性。.....	8
A2、基于失业率推断，美国经济复苏乐观估计要到 2009 年底-2010 年初.....	9
B、“去杠杆化”指标显示，悲观估计则美国经济将陷入 4-7 年的调整期.....	9
C、美国库存消化规律.....	11
D、美国经济小结.....	11
3、“双积极政策”对冲中国经济下行的效果分析.....	12
A、中国经济短期及中长期面临的困境.....	12
B、中国经济受本轮冲击将可能形成“L型的中期调整+短周期的W型”.....	15
C1、固定资产投资导向的积极财政对GDP拉动作用有限.....	16
C2、货币政策受制于银行“惜贷”和居民“偏储”行为，效率相对要低些.....	17
第二部分：企业盈利状况开始恶化.....	18
1、银行一枝独秀的上市公司业绩现状.....	18
2、上市公司业绩预测.....	18
A、银行类上市公司业绩预测.....	18
B、非银行类上市公司业绩预测.....	19
C、所有A股上市公司 2009 年业绩同比下降 5.66%.....	20
第三部分、市场估值及行为金融分析.....	21
1、传统估值表明A股 2 倍PB具有合理性.....	21
2、非金融危机发源地股市的历史估值具有支撑作用.....	21
3、基于股市规模与经济规模、市场资金量关系的估值分析.....	22
A、证券化率在估值中的分析.....	22
B、股市市值、参与主体结构相关性分析.....	24
C、从货币政策与股市关系看大盘趋势性机会时机.....	25
D、从GDP增速与股市关系看大盘趋势性机会.....	27
E、L型经济调整若产业结构转型成功，则大牛市依然可期待.....	29
第四部分、市场研判.....	30
2009 年是布局之年，把握“内需与结构转型”初醒的投资机会.....	30
1、低点分析.....	31
2、高点分析.....	31
A、高点测算 1：资金可支撑证券市值的视角分析.....	31
B、高点测算 2：根据上轮牛熊市经验.....	32
C、2009 年是否会出现类似 2008 年超预期的反向飙升行情走势.....	32
首先，目前处于资产周期第一阶段，并不具备快速进入资产周期二、三、四阶段的条件.....	32
其二、机构投资者一致预期较少出现在底部，关注保险等资金有助把握中短线行情.....	34
其三、要出现超级反弹，则经济多为V型反转.....	35
五、行业配置和组合.....	36
1、内需主导下基于双积极的确定性“泛投资机会”.....	38
2、内需主导下的强周期性行业.....	40
3、内需主导下的布局性行业机会——金融地产.....	41

4、经济转型过程中的新增长亮点.....	42
5、主题性投资机会.....	42
重点推荐股(暂略):	42

图 1: 中美经济具有较强相关性.....	6
图 2: 外贸依存度、出口增速包括对美贸易数据均支持中国很难“去美国化”.....	7
图 3: 日、德、美数据表明失业率数据相对GDP、CPI更具稳定性, 更具预测性.....	8
表 1: 1960 年代以来, 美国失业率上行时间多维持在 3 年以上, 本轮失业率仅过半.....	9
图 4: 美国家庭债务收入比处于历史高位、消费信贷增速尚未跌至历史低点.....	10
图 5: 美国赤字财政源远流长, 财政“去杠杆化”难比登天.....	10
图 6: 美国非农企业库存正在消化中.....	11
图 7: 从企业亏损、基础商品暴跌中可知中国经济短期下行特征明显且严重.....	12
图 8: 劳动力转移是中国经济中长期发展的主要驱动因素, 与经济增长密切相关.....	13
图 9: 少年儿童抚养比缩小、老年人抚养比的扩大导致人口红利长期趋势在下降; 劳动者报酬在分配领域占比的过低, 再考虑减速、通胀等因素, 在“托达罗模型”的引导下, 城镇新增人口有减少趋势, 城市化速度暂缓.....	14
图 10: 积极财政对高起点的FAI推动作用将小于 98 年较低起点的FAI.....	15
表 2: 1998 年以及 2001 - 2004 年受全球经济回调影响下三驾马车对GDP的贡献率和拉动数据对于未来中国经济GDP增速的判断具有极强的借鉴意义.....	16
图 11: 在经济下行期银行具有主动性的“惜贷行为”.....	17
图 12: 在经济下行期居民户有“偏储”倾向.....	17
表 3: 上市公司业绩现状.....	18
表 4: 银行类上市公司 2009 年业绩预测过程表.....	19
图 13: 非银行类上市公司ROE与GDP增速之间存在显著的正相关.....	20
表 5: 非银行类上市公司 2009 年业绩预测过程表.....	20
表 6: 全部A股 2009 年业绩预测.....	21
表 7: A 股估值横向国际比较.....	21
图 14: 各发生金融危机资本市场历史估值底部和当前估值水平比较显示金融危机发生地市场估值多会创出历史新低.....	22
表 8: 各主要市场证券化率历史水平显示新兴市场证券化率均回复到 50%左右.....	23
图 15: 目前 1.1 万亿股的限售股成了制约估值水平提升的重要原因, 2009 年 7 月起限售股占比才有大幅度下降.....	23
图 16: 上证指数与证券化率敏感性模拟.....	24
图 17: 未来支撑起十几亿流通市值的资本市场需要加入或创造相对应的市场主体.....	25
图 18: 日本、美国、中国央行利率变动与股市关系分析.....	25
图 19: 经验数据表明降息通过货币供应量的增加来传导对股市的影响.....	27
图 20: 成熟及新兴市场的实证结果表明股市目前并没有对GDP增速起到晴雨表的功能, 相反, 股市和经济往往表现为同步甚至滞后的规律, 这表明由于金融脱媒等因素作用、影响股市的因素越来越复杂了(美国、日本、韩国、中国).....	28
图 21: 日本经济增速、转型与股市经验表明: L型不可怕, 关键在能否经济转型效率提高.....	30
表 9: 基于 2005 年历史估值(PB)低点对应的指数低点测算.....	31
表 10: 三类企业控股股份规模.....	32

表 11: 主要商品的价格表现	32
图 22: 资产周期理论概述	33
图 23: 不同资产周期背景下积极配置策略的股票仓位配置	33
图 24: 2007 年机构增减仓行为与大盘走势关系表明, 机构 2007 年只踏准了 530 行情	34
图 25: 股票型基金持有股票头寸与大盘走势关系表明机构仓位与股指间线性相关不显著	34
图 26: 2008 年券商、基金、QFII 和保险等资金中险资把握中段行情较佳	35
图 27: 混乱的市场——美国国债和收益率的反向运行	36
表 12: 重点行业 2009 年单季业绩变化分析	36
图 28: 行业配置和投资组合逻辑图	38
图 29: 全社会固定资产投资中农村与城镇比重	39
表 13: 国务院“4 万亿元”投资结构	39
图 30: 强周期性行业估值比较	40
表 14: 上市银行业绩预测一览表	41
表 15: 东北证券覆盖行业及重点个股一览	42

引言

2009 年是中国经济面临严峻挑战和考验之年。外部经济环境恶化、国内经济周期下行惯性横亘在中央政府和社会面前难以离去。政府“保增长、扩内需、调结构”的基调深入人心,成为社会公认的政策招牌。从经济内生的趋势过程看 2009 年的结构性支点,可能会很多,诸多现象更会庞杂,但集中的表现应该以外需刺激难以振兴、公司盈利面临困境、内部需求担当期望、经济结构调整搭箭在弦而视面。在进出口方面,美国乃至全球经济的进一步恶化趋势明显,结束中国多年形成的贸易顺差的时点自然会落在 2009 年;国内经济下行的惯性无论是结果还是作为先行条件更将表现为公司盈利能力的萎缩。这从近期乃至预期的经济增加值、中国经营者指数走势及发电量与 GDP 的关联性等方面都看得极为清楚。与之相对应的中国经济生活中的积极因素也在国家积极性财政政策中蕴涵。内需增长与经济结构性调整即使不会曙光普照,也将晨曦乍现而照亮中国经济发展过程中的 2009 年阴霾。随着积极性财政政策效应的呈现,投资引致的需求、财政补贴及税收优惠带来社会和居民实际收入的增厚,加之政府转变经济增长的观念作用,内需增长值得期待。而经济结构调整作为科学发展观实现的一支利剑,在经济周期下行的过程中,更是中央对经济改革使出的必杀利器。

中国经济在 2009 年的运行态势可能会出现“GDP 总量和增速相对乐观、企业效益过于悲观、居民收入较为达观”的局面,这为市场行情演绎增添了极大的不确定性,更为市场平添了无尽的想象。我们以上的逻辑在 2009 年的时限上也给出了外需增长、企业盈利双困局下的国内需求与经济结构调整的积极预期和投资信心的增进。更为具体的看,2009 年破解外需增长与企业盈利的困局也许就蕴含在中期的适度过程中,内需及结构性经济调整的初步性成效更会在 2009 年得以表现,而不至于停留在政府领导及其公文之上。

2009 年也会是中国经济稍稍掩上 30 年开放之门,寻求中国经济自主发展新路的探索之年。回想中国经济社会发展的 30 年,就是依照邓小平同志部署的改革开放的 30 年。2008 年各级政府对中国改革开放的盛大总结与庆典,其寓意相当深刻。30 年我们从世界经济发展过程中得到了许多,但这种高度的出口依赖及不断提高了的国际经济关联度,已使中国经济失去自主创新内在驱动。目前尚有许多经营者及政府管理者对国际经济危机后的外需拉动增长抱有奢望,但残酷的现实是世界产业转移格局发生了重大变化,中国已不具备成本和人力资源优势,国际产业转移的成本导向、环境保护导向已经渐渐走向极欠发达的国家,“发达国家消费加中国制造”的国际经济模式在这次经济危

机后可能变成 “发达国家消费选择地区加工或发达国家消费落后国家抢着加工的模式”。不是中国不愿延续中国加工的模式，而是近 30 年的实践证明中国加工的后果让中国难以继续背负了。因此，扩大内需与调整经济结构、减轻对国际经济的依赖不应是社会各界怀疑的国策，在经过国际金融危机后更是唤醒中国走自主创新之路的号角。

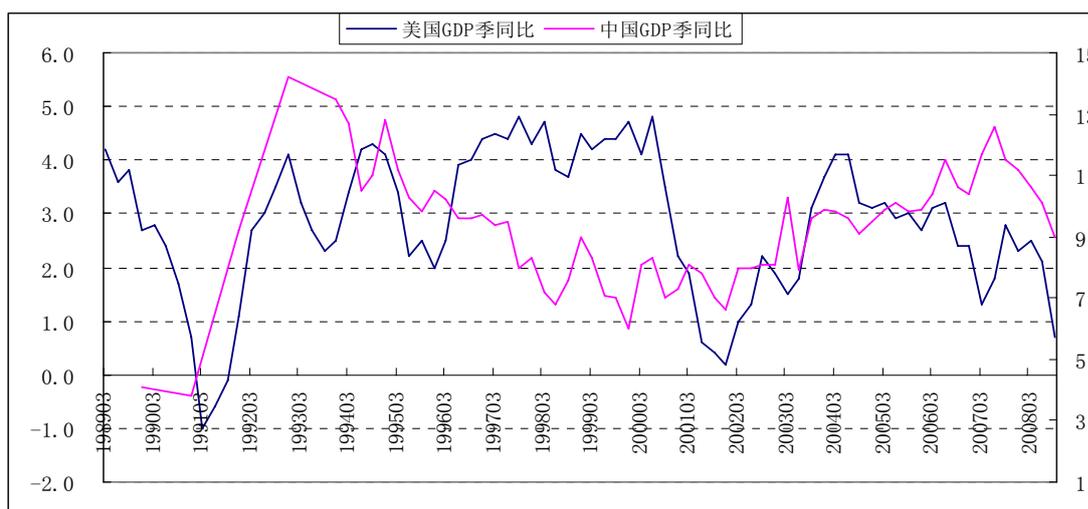
第一部分：外需冲击下中国经济陷入下行周期

1、借道外需的中国经济与美国具有较强的相关性

中国经济在改革开放之日起就在愈演愈烈的全球化冲击背景中与世界经济越趋紧密。中国经济在外贸依存度超过 60% 的态势下很难脱离欧美日市场而完全独立发展，中美经济显示着极强的相关性；由于利率、劳动力等资源要素价格管制等原因导致中国固定资产投资在 GDP 中贡献度较高，2001 年以来资本形成对 GDP 的贡献度一直维持在 35% 以上。中国经济周期形成了以美国经济为主导的外需周期与国内固定资产投资的复合周期，使得中国经济短周期显示出中周期性，而不是简单的 3-4 年的短周期。其特征表现为在外围经济走弱时国内可以通过积极财政政策推动固定资产投资，促使经济下行速度不至于太快，但是根据亚洲金融危机的经验，固定资产投资仅仅起到了减缓经济下行的速度及空间，在外需不振的背景下是很难有扭转型的表现的。

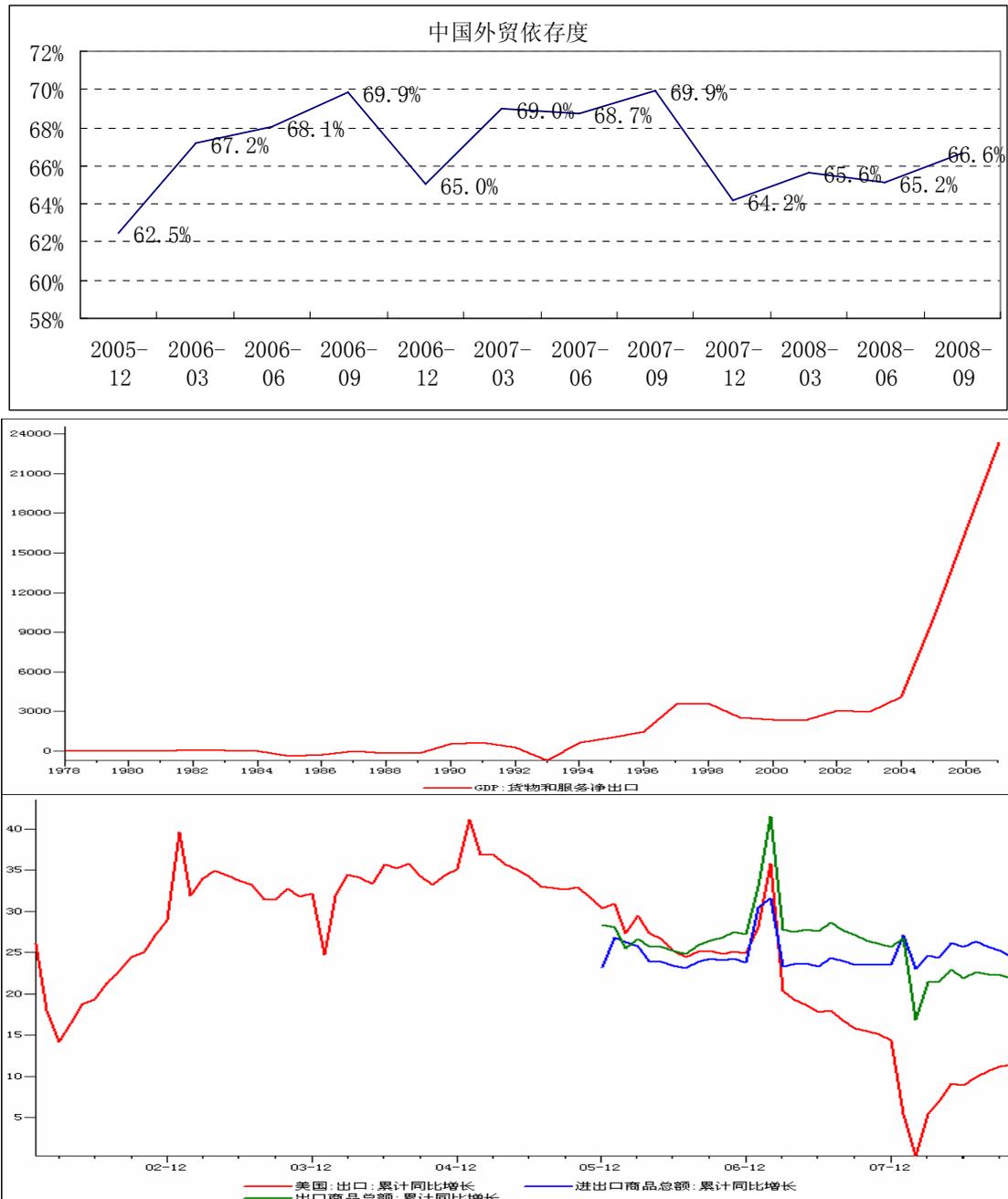
1990 年以来中国经济与美国经济的相关性来看，中国经济对全球经济相关性及其敏感性较高。1991 年-1994 年中国经济随着冷战后美国经济的复苏也走强，伴随着固定资产投资的过热中国经济又随着全球经济的调整而调整。1997-2000 年之间，亚洲金融危机影响期间虽然美国经济依然处于强势，但是中国经济随着主要亚洲国家经济的调整也进入调整期。2001 年-2007 年之间随着全球经济的走好而进入上升周期。可见，中国经济对全球经济敏感性较高，全球经济尤其是美国经济的走弱将无可避免的导致中国经济下行。其背后的逻辑在于中国经济严重的出口导向型，无论是进出口总额还是进出口单项的增速来看，在 60% 的外贸依存度背景下中国经济去美国化、全球化在短期内并不可能，中国经济难以脱钩。这一点从 1998 年积极财政政策对中国经济的影响也仅仅在于维持一定的增长(7%-8%)中可以得到佐证。

图 1：中美经济具有较强相关性



数据来源自彭博，东北证券金融与产业研究所

图 2：外贸依存度、出口增速包括对美贸易数据均支持中国很难“去美国化”



数据源自彭博、WIND，东北证券金融与产业研究所

2、美国经济乐观估计将在 2009 年底或 2010 年初短期触底

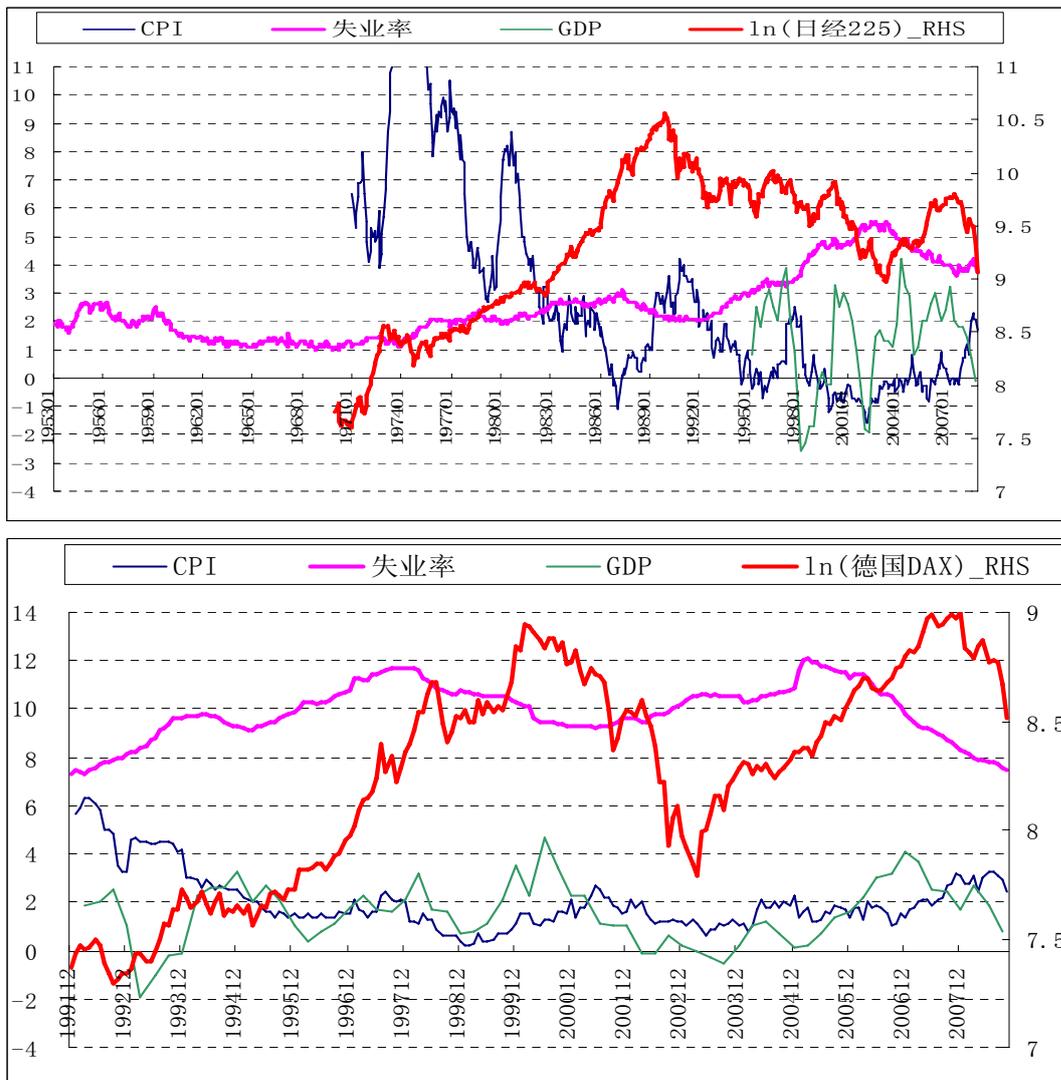
在遭受地产泡沫崩溃、次贷危机的冲击下美国经济运行概况如何，在“去杠杆化”的过程中本轮美国经济的下行周期有多长？这些问题的探讨将有助于判断中国经济触底的时点或时期。我们认为，美国经济遭受到百年一遇的金融危机冲击，国家和住户部门都面临着去杠杆化的过程，再平衡的过程将导致美国经济复苏之旅将会显得遥远。

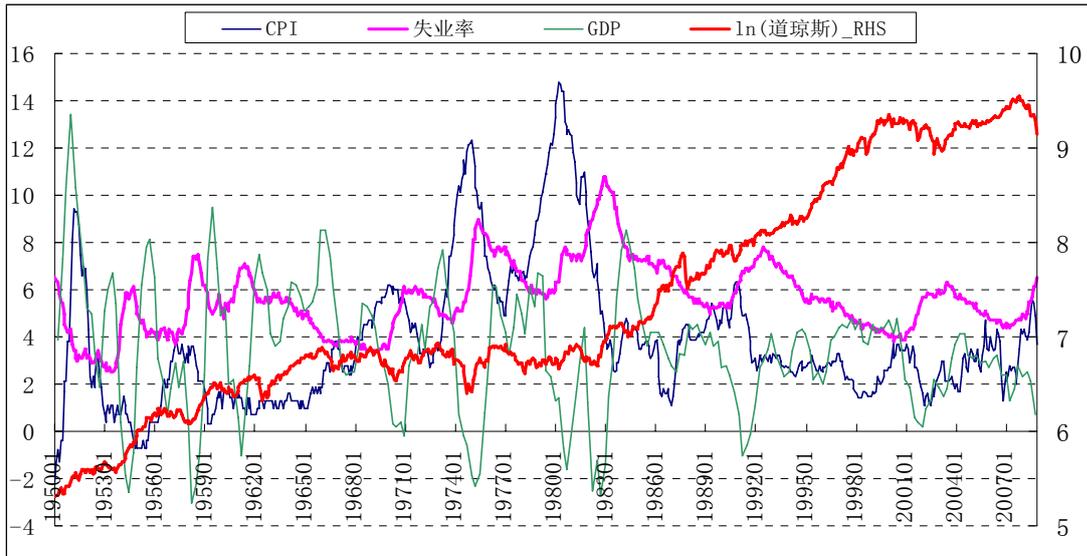
从宏观分析的角度，经济增长、GDP 的变动，内生性的取决于各种货币政策、财政政策、消费

+投资+净出口、各类要素的禀赋状况等因素影响，即很难找出一个显著的外生变量来推演出经济增长的变动。因此，我们的出发点是选择相对 GDP 而言更稳定的变量——失业率指标（失业率本身是宏观经济指标体系中与 GDP 关系极其紧密且解释贡献率较强的一个主因子）来分析美国经济短中期的运行。

A1、失业率指标相对 GDP 具有稳定性且存在着较强的周期性。

图 3：日、德、美数据表明失业率数据相对 GDP、CPI 更具稳定性，更具预测性





数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

A2、基于失业率推断，美国经济复苏乐观估计要到 2009 年底-2010 年初

各国劳动力制度等因素存在差异使得自然失业率基准或高或低，但是总体而言失业率相对于 GDP、CPI 以及该国股票指数而言波动率要小得多，且对于美国经济而言奥肯法则某种意义上如图 3 所示还存在适用性，即失业率上行期间经济较难有起色。因此可从美国失业率规律来研判美国经济增长情况。

表 1: 1960 年代以来，美国失业率上行时间多维持在 3 年以上，本轮失业率仅过半

1969 年初-1971 年底，失业率从 3.4%到 6.1%；历时 3 年
1973 年 10 月-1975 年 5 月，失业率从 4.6%到 9%；历时 19 个月
1979 年 7 月-1982 年 12 月，失业率从 5.7%到 10.8%；历时 3 年多(41 个月)
1989 年 5 月-1992 年 6 月，失业率从 5%到 7.7%；历时 3 年多(37 个月)
2000 年 4 月-2003 年 6 月，失业率从 3.8%到 6.2%；历时 3 年多(38 个月)
2007 年 3 月-至今，失业率从 4.4%到 9 月份的 6.1%，已经历时 1 年半；

数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

基于失业率规律即美国失业率将随着经济下行而会逐渐攀升、持续时间多在 3 年以上、期间经济虽有反弹但不改经济下行总趋势的特征，考虑到本轮美国经济危机的严重性，则美国失业率上行周期将延续至 2010 年中期甚至更远，而美国经济略领先于失业率 1-2 个季度。因此，我们乐观估计美国经济将在 2009 年底-2010 年初实现中短期的触底，而中长期而言将取决于美国经济“去杠杆化”的过程以及解决方案。

B、“去杠杆化”指标显示，悲观估计则美国经济将陷入 4-7 年的调整期

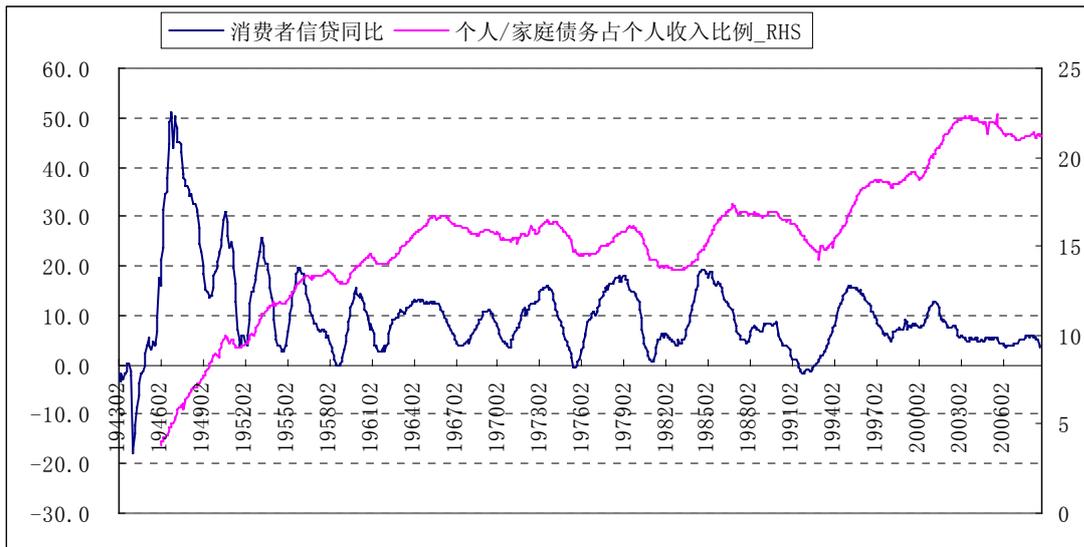
考察美国个人/家庭消费信贷及负债、美国财政盈余/赤字占 GDP 的情况可用来分析美国经济去杠杆化的过程。

美国个人和家庭债务占个人收入比重从二战结束后 1946 年 1 月的 3.85%一直上升至 2005 年 8 月的高点 22.44%；进入 2006 年尤其是 2007 年美国地产泡沫破灭、次贷危机爆发以来，截至 2008 年 10 月，美国家庭债务收入比略有下降，下降至 21.19%，3 年仅仅下降了 1.25%。美国家庭“去杠杆化”的潜在过程将是十分漫长的。美国家庭债务收入比恢复的速度取历史最高速率即 1979 年-1982 年期间的去杠杆化过程中的年化速率 0.8%，家庭债务收入比水平的合理水平取恢复到 1990 年代中

期的 17%-18% 或者恢复到 15.4% (二战后 60 年来的平均水平), 则恢复到 17%-18% 水平需要 4 年左右、后者 15.4% 水平则也许需要 7 年左右。

美国消费者信贷同比数据来看, 根据 1948 年来的规律来分析, 消费者信贷同比数据存在着显著的周期性, 一般表现为波谷与波谷之间约 4-5 年的周期特征。本轮次贷危机使得美国消费者信贷增速显著收缩、2008 年 9 月为 3.5%, 但是离 1991 年 10 月创下的 -1.9% 尚有距离, 且考虑到本轮次贷的严重性 (事实上次贷的严重性从消费信贷增速自身的下行中也可以得到印证), 消费者信贷表现为负增长具有极大的必然性, 该指标回落所需的时间根据历史回落速率应该在 2 年左右。

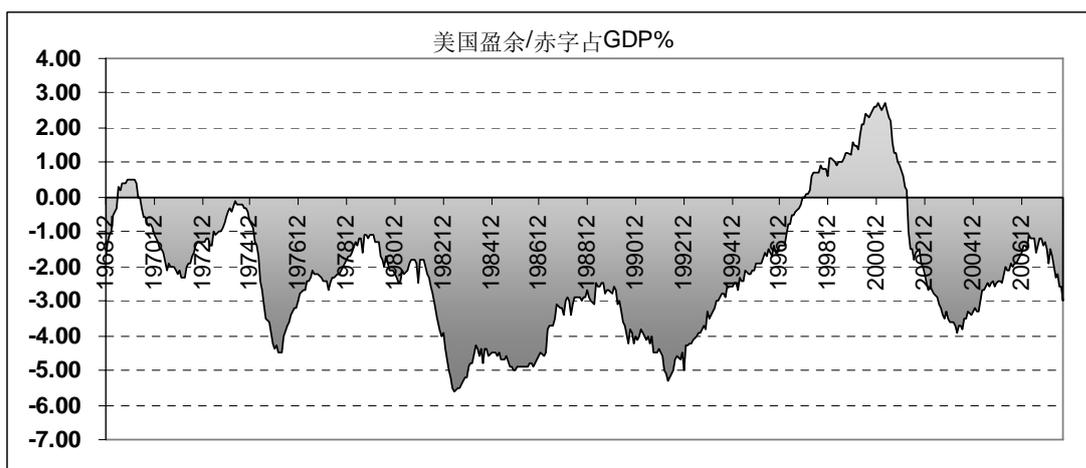
图 4: 美国家庭债务收入比处于历史高位、消费信贷增速尚未跌至历史低点



数据源自彭博, 东北证券金融与产业研究所

美国财政盈余/赤字代表着美国整体的负债情况, 2008 年 9 月美国赤字占 GDP 比例为 3%, 国家财政在金融危机的大背景下要想去杠杆化则面临着极大的难度, 用“不可达成之使命”来形容也不为过。

图 5: 美国赤字财政源远流长, 财政“去杠杆化”难比登天

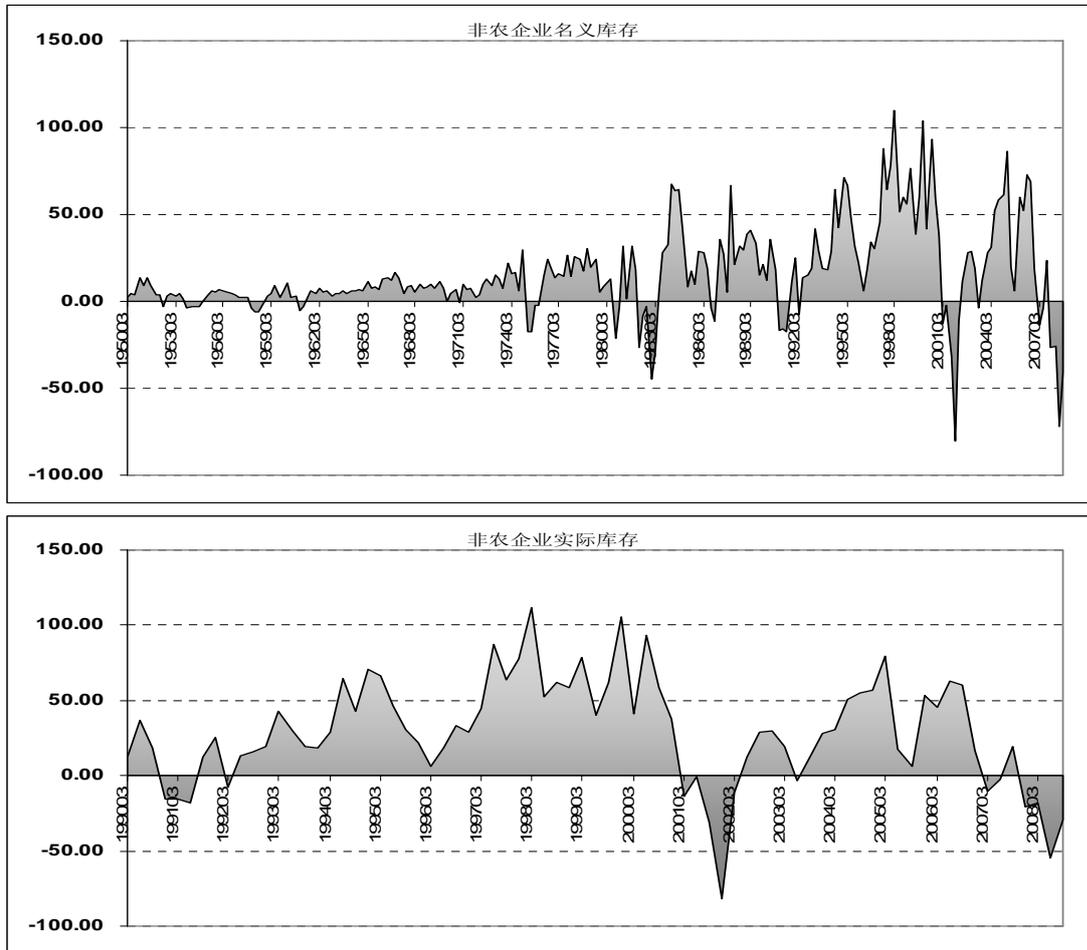


数据源自彭博, 东北证券金融与产业研究所

C、美国库存消化规律

美国库存消化规律：对比分析美国非农企业名义库存(1950 年至今)与美国非农企业实际库存(1990 年至今)数据，可知非农企业库存的消化速度相对较快，周期 2 年左右、高点至低点 1 年左右，这一规律虽然对于美国 2006 年中旬以来受金融危机影响下的非农企业库存消化而言并不适用，但是对其他国家比如中国等自身并未发生金融危机的国家而言具有借鉴意义。

图 6：美国非农企业库存正在消化中



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

D、美国经济小结

根据美国失业率、消费信贷同比增速、个人/家庭债务收入比、美国财政盈余/赤字占 GDP 比重、美国非农企业库存规律来看，本轮美国金融危机给实体经济的冲击是创历史性的，非农企业库存、消费信贷等指标的调整比二战后的历次调整来得严重。

根据相对稳定的失业率指标以及去杠杆化的标识性变量(家庭债务收入比)等指标的推演过程来看，美国的去杠杆化将是个漫长的过程。

未来美国经济的走向在逻辑上取决于“去杠杆化”的程度，是通过寻找新的增长点以实现保持美国相对较高的历史杠杆化水平即美国经济寻找到了新的资源迁移途径(包括国外移民、国外认购美国资产的资本注入、商品等价格的大幅度下降的资源品注入等激活美国经济体)还是美国经济通过类似“休克疗法”以“冲击”的方式来实现美国经济的大幅度“去杠杆化”。从信仰人类主观能动性的认识论出发，以发展的眼光来看，美国经济以往的弹性显示美国依然能够通过“剪羊毛”的方式来实现“去杠杆化”程度和时间的趋小化。对于美国经济而言，我们认为：

谨慎偏乐观而言,美国失业率将在 2010 年中期见顶,美国经济将在 2009 年底或 2010 年初见底;中性偏保守而言,美国家庭去杠杆化过程需要 4-7 年,消费者信贷增速见底需要 2 年左右,期间将对美国消费、美国经济产生较大冲击。

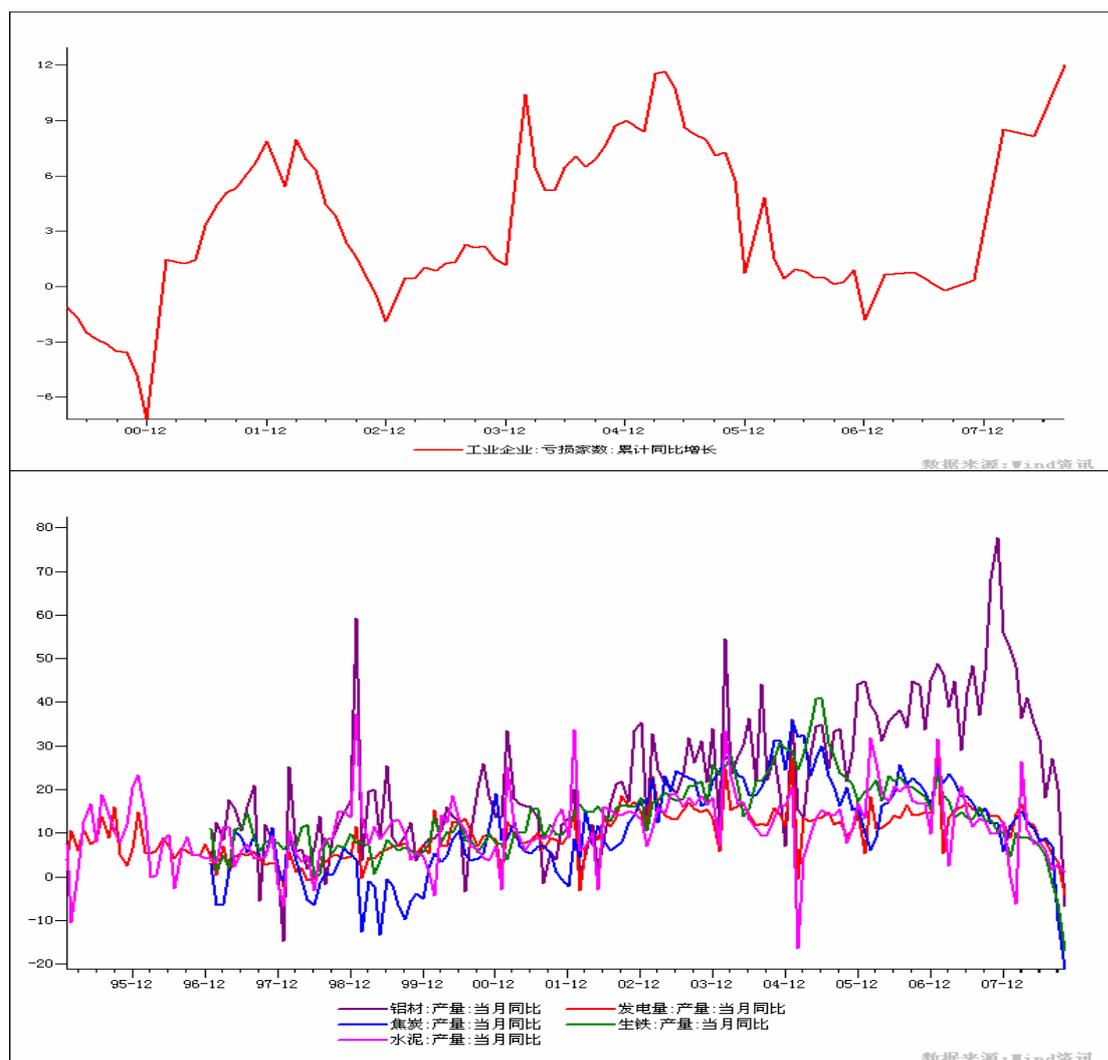
失业率指标的稳定性以及失业率本身即是宏观经济指标体系中与 GDP 关系极其紧密且解释性强的一个主因子,而美国去杠杆化对于实体经济的量化传导目前还是缺乏实证结果且不确定性较强。因此,采纳失业率指标对 GDP 的关系分析,我们维持原先判断,即美国经济见底的时间将在 2009 年底-2010 年初。

3、“双积极政策”对冲中国经济下行的效果分析

A、中国经济短期及中长期面临的困境

短期:中国经济短周期面临的困难在于出口导向型经济遭遇外需不振,内部经济面临着三个周期的冲击:产能过剩下的库存下调周期、资金成本高企下固定资产投资尤其是民间投资的萎缩周期以及房地产价格下行背景下房地产投资的下行周期。结果已经并将继续导致:银行不良资产比例增大,企业减产和倒闭,价格、工资、利率全面下跌,失业陡增、农民工提前返乡,经济下行风险加大。

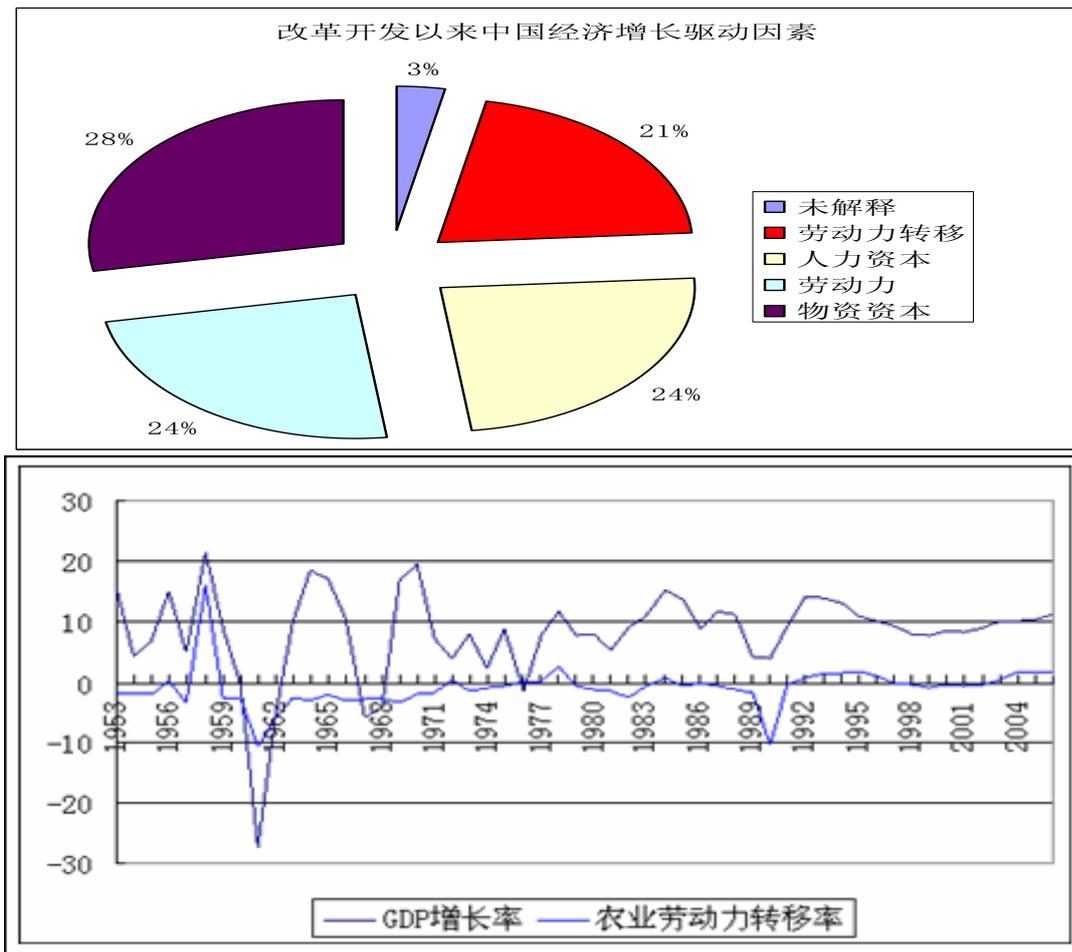
图 7: 从企业亏损、基础商品暴跌中可知中国经济短期下行特征明显且严重



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

中长期：中国经济中长周期增长情况，我们愿意从人口的角度分析。因为劳动力是最重要的生产要素且最具有活跃性。历史年鉴而言，劳动力的投入尤其是人口的转移对于世界经济从工业革命以来的发展具有极大的推动力。根据蔡昉、胡景北等学者的研究，与劳动力有关的要素占了改革开放以来中国经济增长驱动因素中的 69%，其中劳动力转移是推动改革开放以来中国经济持续高速发展的主要动因，两者具有密切相关性。

图 8：劳动力转移是中国经济中长期发展的主要驱动因素，与经济增长密切相关



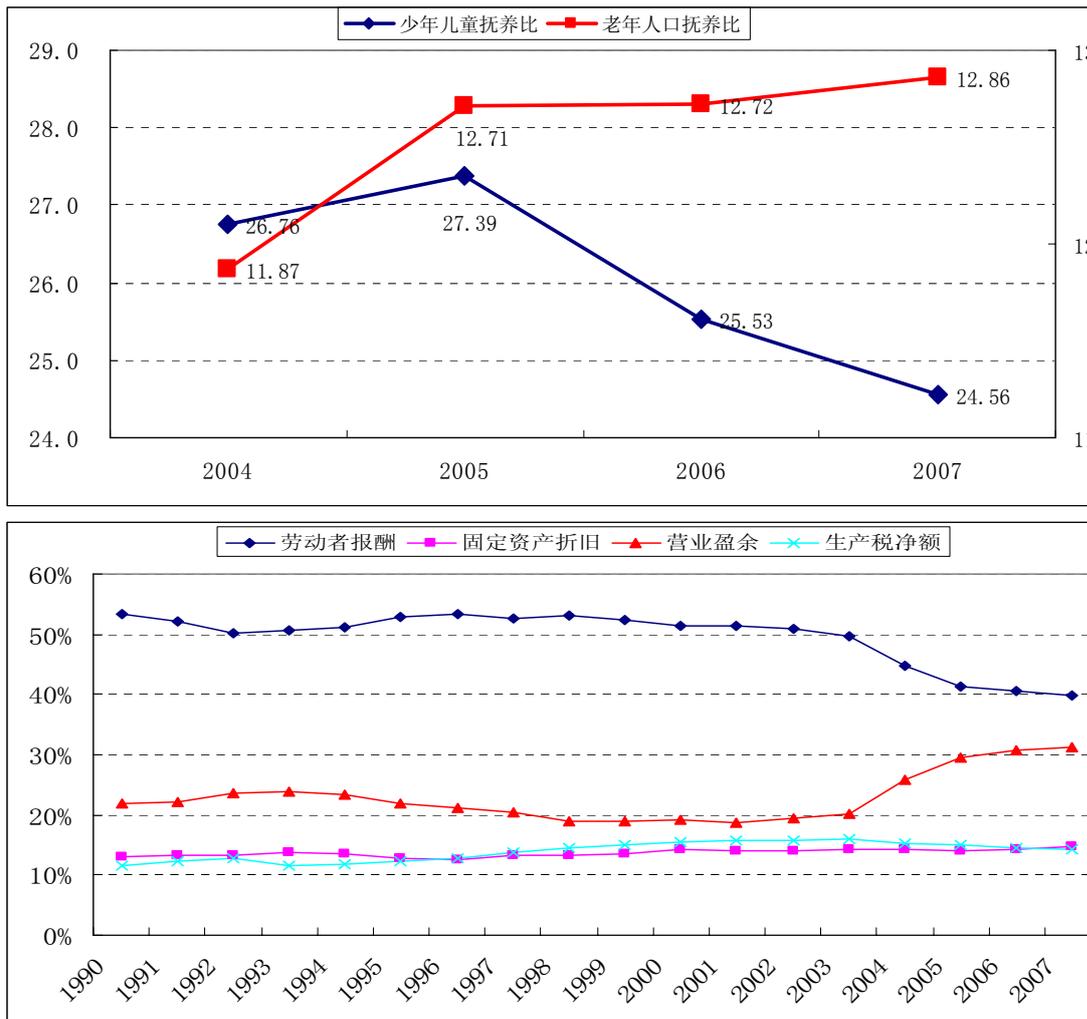
数据源自蔡昉等(1999)、“中国经济增长可持续性与劳动贡献”，胡景北(2008)、“理解农民转移的经济学”，东北证券金融与产业研究所

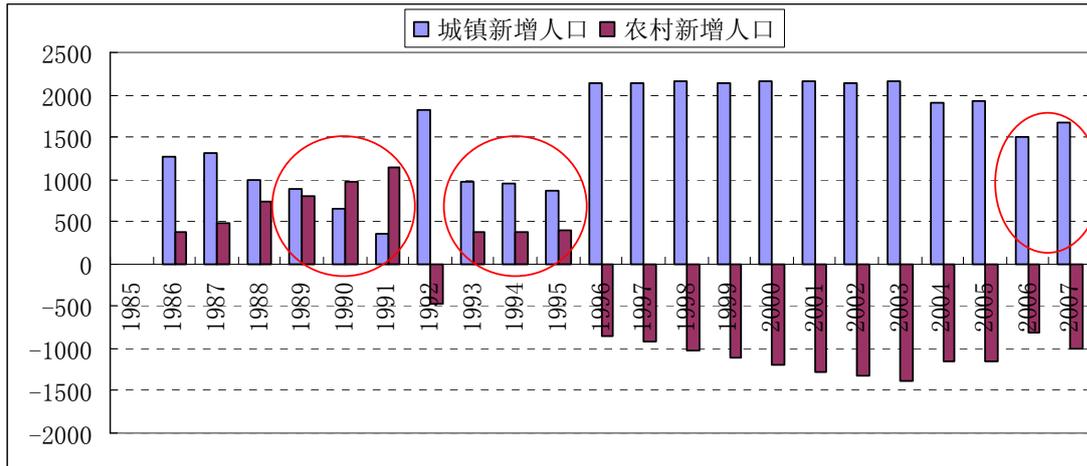
中国经济在 2007 年底进入刘易斯第一拐点即劳动力不再是无限供给，逻辑上又同时面临着库兹涅茨拐点即收入差距趋于历史高点，对于拐点的认识可以视为一个时期而非一个时点，中国经济能否顺利实现转型过渡到刘易斯第二拐点，就成了关键。目前遭遇金融危机等因素冲击，城镇新增人口有减少趋势，城市化速度暂缓；中国经济存在着“刘易斯第一拐点”返回的可能，如果“刘易斯第一拐点”返回后持续时间过长(2-3 年)则由于人口红利的衰弱将导致中国经济陷入不能顺利跨过“刘易斯第一拐点”的可能。

经验来看，如图 9 所示，每轮通胀、经济调整均伴随着城镇新增人口数的下降(例如 1989-1991，1993-1995，以及本轮 2006-?)，意味着农村劳动力转移的迟缓，因此如果经济不能较快复苏则将来一旦人口红利见顶后将面临没有可供转移之大量劳动力，这将对中国经济的成功转型、中长期的健康发展产生重大影响。

市场对于中国人口红利以及“刘易斯第一拐点”的判断，可以从12月10日中央经济工作会议的公告中看出些许端倪，亦能树立乐观之信念：会议认为，“中央对经济全球化作出的判断是完全正确的。我国发展的重要战略机遇期仍然存在，不会因为这场金融危机而发生逆转”。需要的是“把困难估计得更充分一些，把应对措施考虑得更周密一些”，同时捕捉和把握发展机遇、扎扎实实把自己的事情。

图 9：少年儿童抚养比缩小、老年人抚养比的扩大导致人口红利长期趋势在下降；劳动者报酬在分配领域占比的过低，再考虑减速、通胀等因素，在“托达罗模型”的引导下，城镇新增人口有减少趋势，城市化速度暂缓





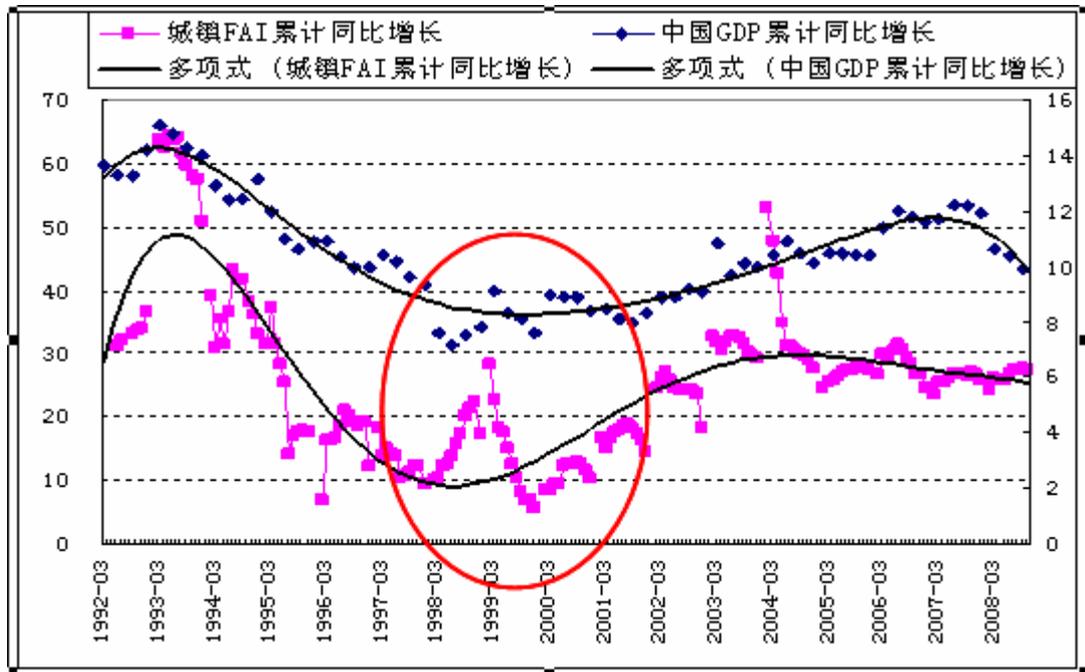
数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

B、中国经济受本轮冲击将可能形成“L型的中期调整+短周期的W型”

我们宏观部报告认为：中国经济难以脱离世界经济周期下行的影响，GDP波动幅度远比预想的大，并且超过1998年的经济调整，潜在经济增长率将在7.5-8.5%之间徘徊2-3年，即中国经济不会乐观地走出“V”型快速恢复，而是经历“L”型的调整期。我们判断，本轮中国经济调整将是改革开放30年中国经济最具有挑战性的一次中期调整。

中国经济周期可由固定资产投资周期与贸易周期(美国经济周期)叠加形成，因此，中国经济波形将与美国经济波形和中国固定资产投资增速波形具有相关性但又不是简单的同步抑或延期相关。

图 10: 积极财政对高起点的FAI推动作用将小于98年较低起点的FAI



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

中国经济波形来看，在受到东南亚金融危机冲击下，中国经济在1996-1998年第二季度(累计GDP7.2%)—1999年第一季度(累计GDP9.1%)—1999年第四季度(累计7.6%)—2007年第三季度(累计GDP12.2%)，形成了完美的中周期的U型+短周期的W型，主要归于积极财政政策的投入以及外围

经济在 2002 年的启动。

本轮受到次贷危机影响，中国经济能否重续 1998 年东南亚金融危机冲击下的“中周期的 U 型+短周期的 W 型”呢？我们认为，中国经济将可能形成“L 型的中期调整+短周期的 W 型”，即在国内固定资产投资推动下，经济增长存在波动，2009 年上半年存在阶段性触底可能，但受制于劳动力转移以及人口红利的影响，将很难走出类似于 1998 年那轮的大 U 型。

C1、固定资产投资导向的积极财政对 GDP 拉动作用有限

现阶段固定资产投资对 GDP 的拉动作用将小于 1998 年。1998 年金融危机冲击时，固定资产投资以及整个国家 GDP 的基数都相对较小、当期 1998 年初城镇固定资产投资只有 10.2%，在积极财政政策的推动下 1999 年 2 月城镇固定资产投资增速同比达到了 28.3%，增速提高了 180%；1998 年资本形成拉动经济 GDP 达到 2.1%，同期对 GDP 的贡献率由 1997 年的 18.6% 上升至 1998 年的 26.4%。

对于积极财政政策，我们既要看到“4 万亿”对拉动内需保持增长促进就业方面的作用，看到“4 万亿”所显示出“保增长”的国家意志而非一个数字，同时我们更应该关注于“4 万亿”对教育卫生农业等关系民生和国家未来发展等方面的投入以及收入型财政政策对减轻民众税负、切实提高民间需求方面的运用，以实现促进内需和经济结构转型，为未来中国“L 型”经济过程中提高全要素生产率创造条件。

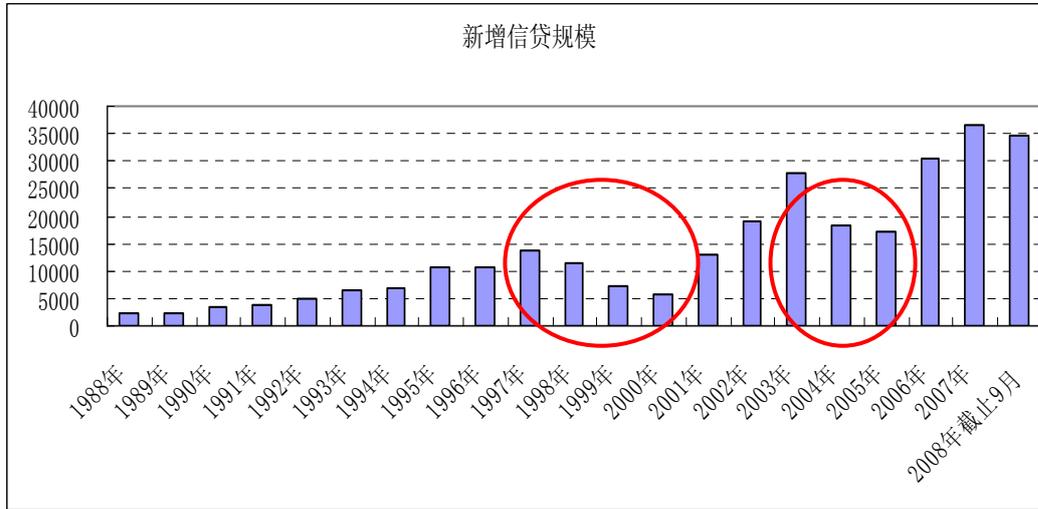
表 2: 1998 年以及 2001 - 2004 年受全球经济回调影响下三驾马车对 GDP 的贡献率和拉动数据对于未来中国经济 GDP 增速的判断具有极强的借鉴意义

年份	最终消费支出		资本形成总额		货物和服务净出口		GDP 增速 %
	贡献率(%)	拉动(%)	贡献率(%)	拉动(%)	贡献率(%)	拉动(%)	
2007	39.7	4.7	38.8	4.6	21.5	2.6	11.9
2006	39.2	4.3	41.3	4.6	19.5	2.2	11.1
2005	38.2	4	37.7	3.9	24.1	2.5	10.4
2004	38.7	3.9	55.3	5.6	6	0.6	10.1
2003	35.3	3.5	63.7	6.4	1	0.1	10
2002	43.6	4	48.8	4.4	7.6	0.7	9.1
2001	50	4.1	50.1	4.2	-0.1	0	8.3
2000	65.1	5.5	22.4	1.9	12.5	1	8.4
1999	74.7	5.7	23.7	1.8	1.6	0.1	7.6
1998	57.1	4.4	26.4	2.1	16.5	1.3	7.8
1997	37	3.4	18.6	1.7	44.4	4.2	9.3
1996	60.1	6	34.3	3.4	5.6	0.6	10
1995	44.7	4.9	55	6	0.3	0	10.9
1994	30.2	4	43.8	5.7	26	3.4	13.1
1993	59.5	8.3	78.6	11	-38.1	-5.3	14
1992	72.5	10.3	34.2	4.9	-6.8	-1	14.2
1991	65.1	6	24.3	2.2	10.6	1	9.2
1990	47.8	1.8	1.8	0.1	50.4	1.9	3.8
1989	39.6	1.6	16.4	0.7	44	1.8	4.1

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

C2、货币政策受制于银行“惜贷”和居民“偏储”行为，效率相对要低些

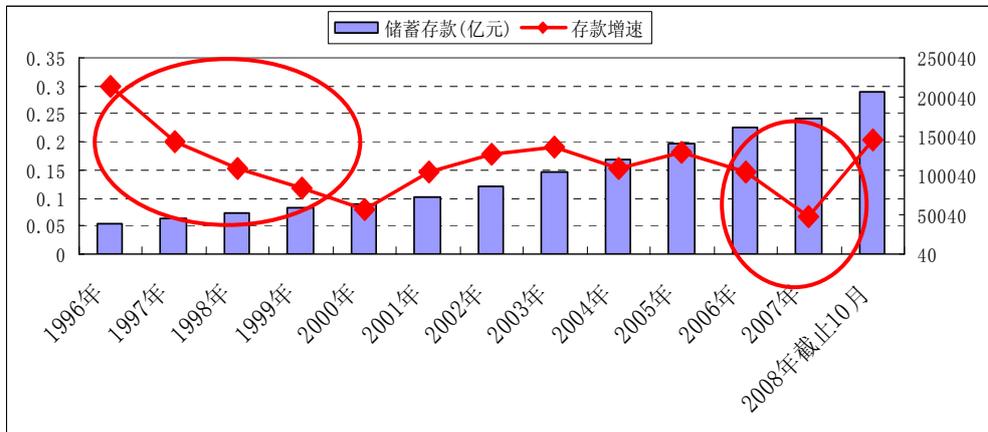
图 11：在经济下行期银行具有主动性的“惜贷行为”



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

1997年CPI 0.4%、1998、1999年CPI为-1%、2000年1.5%、01年0.2%，连续5年的通货紧缩，城镇居民人均可支配收入增速下降仅在5%-9%的背景下，同期央行把一年期存款基准利率从96年的9.15%下降至2.25%、1.98%；但是同期储蓄依然维持较高增长，大于收入增长的幅度。相反，2006年尤其是2007年的升息，且高通胀，居民储蓄2007年却增速大幅度下降。

图 12：在经济下行期居民户有“偏储”倾向



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

从银行惜贷和居民偏储两个角度来看，经济下行期间货币政策受制于流动性陷阱，对消费刺激不大；通胀时，则由于利率非市场化、金融脱媒等缘故，储蓄增速下降，央行利率政策较难对居民户消费产生实质影响。同理，银行在经济下行时常常伴有惜贷行为。因此，货币政策在经济下行时对中国经济影响力不大。

第二部分：企业盈利状况开始恶化

1、银行一枝独秀的上市公司业绩现状

上市公司业绩截至 2008 年 3 季度，总体呈现出银行业绩一枝独秀，其他行业表现平平，公用事业、上游原材料业绩增速为负数，下行的趋势并不断传导至制造企业。2008 年前三季度，银行同比增速为 52.35%，2005 年前上市的公司可比增速仅为 0.63%，全部 A 股增速为 10.94%。

因此，如果剔除银行，则非银行类上市公司业绩增速在 2008 年三季度就开始转负了，趋势外推而言，2008 年全部 A 股业绩增速趋零化、2009 年业绩增速转负化。

表 3：上市公司业绩现状

板块名称	成份股个数	市盈率 (TTM)	市净率	总市值	净利润 2008 三季	净利润 2007 三季	三季度同比增速
银行	14	9.77	1.88	22328	3315	2176	52.35%
全部 A 股	1602	12.51	1.96	111088	7796	7027	10.94%
农林牧渔业	40	24.51	2.44	776	2	11	-76.48%
采掘业	37	15.01	2.26	28544	1718	2000	-14.08%
制造业	1003	10.88	1.56	25281	1534	1318	16.42%
电力煤气水	67	27.37	1.82	4624	7	232	-97.14%
建筑业	36	18.92	1.89	2405	66	26	151.88%
交运仓储	72	7.57	1.6	5962	465	333	39.39%
信息技术业	108	17.42	1.82	2857	97	76	26.66%
批发零售	99	17.97	2.67	3348	128	90	42.09%
金融保险	28	11.21	2.05	31421	3585	2756	30.05%
房地产业	79	12.06	1.5	3021	129	104	24.19%
社会服务业	55	17.43	1.84	1358	48	49	-2.29%
传播文化	14	28.65	2.21	298	6	6	8.95%
综合类	74	20.4	1.82	1469	35	43	-18.72%
05 年前上市	1320	12.59	1.78	53993	2903	2885	0.63%

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；时间为 11 月 5 日。

2、上市公司业绩预测

2009 年上市公司业绩预测采用自上而下和自下而上相结合，银行和非银行公司汇总的方式进行预测。2009 年我们预计通过积极财政政策和宽松的货币政策将使得 GDP 增速能够保持在 8%，其中资本形成总额增长率为 12.29%、拉动 GDP3.91%，消费支出增速为 9.62%、拉动 GDP3.42%，净出口增速为 0.99%，保持对 GDP 的正拉动 0.66%。CPI 降至 1.5%、PPI 降至 -5.6%，利率降至 1.5% 左右、信贷规模增速为 15%。

A、银行类上市公司业绩预测

自下而上的行业数据表明 2008 年银行业增速为 50%，2009 年增速为 -1.03%；银行 2009 年出现小幅下滑。从自上而下的分析而言，银行业 2008 年前三季度 52% 左右的业绩增速将在 2008 年第四

季度或者 2009 年的财报中通过拨备等方式调节以便实现 ROE 的均值回归。自上而下的角度看，我们略微偏于谨慎，即要么 2008 年全年保持 50% 增长但在 2009 年一步实现 ROE 回归、要么 2008 年四季度银行就开始平滑利润并延续至 2009 年逐步实现 ROE 的回归。通过对主要上市银行 2005-2008 年 ROE 的序列考察，自上而下可知银行业 ROE2009 年回归至 15% 较为合理。

因此，我们采纳第一种情况，即维持银行 2008 年 50% 增长、2009 年 ROE 实现 15% 的均值回归；则 2009 年银行业绩增速为 -8.5%，较自下而上的业绩预测下调 7.5%。

表 4：银行类上市公司 2009 年业绩预测过程表

	ROE2008Q3	2007ROE	2006ROE	2005ROE	2008Q3 净利润	2008Q3 净利润占比
工商银行	15.94	15.08	10.43	14.56	927	27.98%
建设银行	17.62	16.40	14.03	16.38	842	25.41%
中国银行	13.04	13.24	10.79	11.80	592	17.86%
交通银行	16.58	15.98	14.00	12.00	228	6.88%
招商银行	22.73	22.42	12.88	15.93	190	5.73%
中信银行	13.19	9.85	11.71	13.27	125	3.76%
浦发银行	25.84	19.43	13.57	16.01	98	2.97%
兴业银行	20.19	22.07	23.45	19.28	94	2.84%
民生银行	15.15	12.62	19.85	17.48	86	2.61%
北京银行	14.03	13.00	22.00	21.00	44	1.32%
深发展 A	17.98	20.37	20.12	6.97	33	1.00%
华夏银行	19.71	16.09	12.51	12.33	31	0.94%
南京银行	11.28	9.15	22.77	17.45	12	0.37%
宁波银行	13.10	11.86	19.78	21.58	11	0.34%
2009 年银行 ROE 具有均值回归的倾向，从策略实证角度 2009 年 ROE 均值回复为 15%。						

银行业绩预测			
行业自下而上		均值回复	
参数	业绩 (亿元)	参数	业绩 (亿元)
2008Q3 净资产	20949	2008Q3 净资产	20949
净利润 2007A	2810		
净利润 2008Q3	3315	ROE2009_银行	15%
2008 年同比增速	50.47%	2008 年同比增速	50.47%
净利润 2008E	4214	净利润 2008E	4214
2009 年同比增速	-1.03%	2009 年同比增速	-8.51%
净利润 2009E	4171	净利润 2009E	3856

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

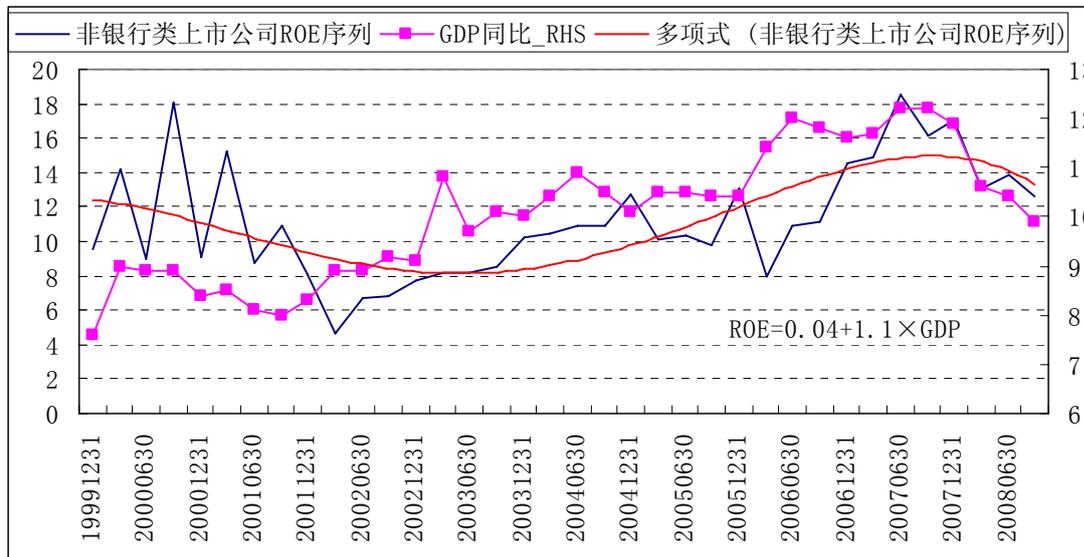
B、非银行类上市公司业绩预测

根据自上而下回归模型，建立非银行类上市公司 ROE 与实际 GDP 的实证关系模型。为了减少样本数少以及异常点的干扰，这里取实际 GDP 的同比累积增速、非银行上市公司 ROE 的分季度累积数据；变量 ROE 通过简单算术法折算为年率(年化 ROE=4×第 1 季度 ROE=2×前 2 季度 ROE=1.33×前 3 季度 ROE=前 4 季度 ROE)并通过多项式曲线拟合 ROE 序列以便减少异常点干扰。对 1999-2008 年时间区间数据进行线性拟合，得 ROE=0.04+1.1×GDP，这表明 ROE 与 GDP 增速存在显著的正向

关系且 ROE 对 GDP 增速具有放大作用。

据此，对 2008 年第四季度非银行类上市公司 ROE 赋予 2%、对 2009 年非银行类上市公司 ROE 赋予 8.91%(低于市场预期的 10-15%水平)。由此，得出 2008 年非银行类上市公司业绩增速为-17%；2009 年非银行类上市公司盈利规模为 5357 亿、同比增速为-3.5%。

图 13: 非银行类上市公司 ROE 与 GDP 增速之间存在显著的正相关



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；注：GDP 增速取累积同比增速，非银行类上市公司 ROE 的季度数据通过简单算术法折算成年化 ROE、目的在于增加拟合数据集的样本数。

表 5: 非银行类上市公司 2009 年业绩预测过程表

参数	业绩 (亿元)	输出结果	业绩 (亿元)
2009 年 GDP 增速	8.00%	净利润 2007A_非银行	6694
ROE2009E_非银行	8.91%	净利润 2008E_非银行	5552
2008Q3 净资产_非银行	53675	净利润 2009E_非银行	5357
净利润 2008Q3_非银行	4478	2008 年同比增速_非银行	-17.07%
2008 年 4 季度单季 ROE_非银行	2.00%	2009 年同比增速_非银行	-3.50%

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；

注：2009 年非银行 ROE 数据基于“ $ROE = 0.04 + 1.1 \times GDP$ ”回归模型外推。

C、所有 A 股上市公司 2009 年业绩同比下降 5.66%

汇总银行类和非银行类上市公司业绩，2008 年上市公司业绩增速为 2.76%；2009 年业绩增速为 -2.44%或-5.66%。我们取谨慎乐观的业绩预测，银行业 ROE 的回归之路选择在 2009 年而非 2008 年第四季度，即银行类上市公司业绩 2008 年维持 50%增速、2009 年 ROE 均值回复为 15%的条件下，2009 年全部 A 股的业绩同比增速为-5.66%。

表 6: 全部 A 股 2009 年业绩预测

	总市值 1205	净利润 2007A	净利润 2008Q3	净利润 2008E	净利润 2009E	2008 年同 比增速	2009 年同 比增速
非银行	108710	6694	4478	5552	5357	-17.07%	-3.50%
银行(自下而上)					4171	50%	-1.03%
银行(ROE15%均值 回复)	24243	2810	3315	4214	3856	50%	-8.51%
全部 A 股(自下而 上)					9528	2.76%	-2.44%
全部 A 股(ROE15% 均值回复)	132953	9504	7793	9766	9213	2.76%	-5.66%

数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所;

第三部分、市场估值及行为金融分析

1、传统估值表明 A 股 2 倍 PB 具有合理性

从金融资本的角度看目前 A 股 2 倍左右的市净率, 相对其他市场略高, 但是高估并不明显, 具有合理性。对于这种相对高估以及对应的合理性, 可做如是解释: 目前接近历史估值低点的市净率水平, 一方面显示了对纵向股指水平的接近, 更重要的表明中国股市以及美股、纳斯达克、印度等股市相对日本、俄罗斯、欧洲等国的市场更具发展潜力。因此, 目前 2 倍左右的市净率水平(2000 点下方)蕴含了对中国增长的溢价预期。

表 7: A 股估值横向国际比较

	最新	今年来涨跌幅%	市盈率 TTM	股息率%TTM	市净率
标普 500 指数	896.24	-38.963	19.39	3.223	1.74
富时 100 指数	4288.01	-33.59	7.887	6.058	1.369
日经 225 指数	8345.83	-45.48	12.091	2.67	0.987
俄罗斯 RTS 指数	658.14	-71.267	3.498	4.922	0.599
巴西圣保罗指数	36595.87	-42.717	8.618	4.488	1.255
印度 SENSEX 指数	9092.72	-55.18	9.037	2.041	1.984
上证指数	1871.65	-64.428	14.752	2.18	2.111
沪深 300 指数	1823.009	-65.85	12.819	2.151	1.973
香港恒生指数	14182.49	-49.007	8.69	5.045	1.337
中国 H 股指数	7420.49	-53.981	9.424	3.703	1.544
AH 溢价指数	131.65				
纳斯达克综合指数	1535.57	-42.104	30.181	1.372	1.864
法国 CAC 40 指数	3262.68	-41.884	8.343	5.629	1.149
德国 DAX 30 指数	4669.44	-42.119	11.12	5.502	1.206

数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所; 时间为 11 月 28 日。

2、非金融危机发源地股市的历史估值具有支撑作用

历史估值的低点在中短期内存在支撑作用, 长期而言则取决于其他外在因素主要为基本面因素。美国、香港、马来西亚等经验数据表明: 金融危机发源地市场的估值水平往往会创出新低; 相反, 金融危机影响地而非发源地市场而言, 历史的估值是具有支撑作用的, 这种支撑作用对于投资者而言具有可操作性。

美国经验：1994 年底市净率为 2.23，互联网泡沫崩溃后市净率最低回落至 2002 年的 2.38；但是本轮次贷危机导致市净率创出 14 年来的最低，11 月 17 日对应的市净率为 1.66。

恒生指数经验：1998 年亚洲金融危机冲击，1998 年 8 月市净率降至 1 倍以下、1998 年 8 月 13 日市净率为 0.93；11 月 18 日市净率为 1.21。恒生指数在 10 月 27 日市净率略高于 1 倍时就出现了大幅度的反弹。

吉隆坡指数经验：吉隆坡市场受到 98 年亚洲金融危机冲击，股市大跌，市净率于 1998 年 9 月 1 日创下 0.64 倍，目前市净率为 1.3，并未创出金融危机低点。

图 14：各发生金融危机资本市场历史估值底部和当前估值水平比较显示金融危机发生地市场估值多会创出历史新低



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

3、基于股市规模与经济规模、市场资金量关系的估值分析

资本市场规模(包括指数高低)与经济体的容量、市场的发达程度、参与主体的投资规模等因素有关，一个资本市场受限于上述因素的影响而不能脱离。

A、证券化率在估值中的分析

对证券化率的理解，正如对城市化率的理解一样，理论上并没有一个确定性的均衡值，但是却存在着一个经验上的运行区间。我们之所以没有根据 2009 年的业绩预测借助 DDM 模型推演合理的市盈率估值水平以及上证指数的运行点位，原因在于 DDM 模型本身对于参数的敏感性以及我们对于金融危机冲击下上市公司业绩的可预测性持保留态度。因此，在对 2009 年业绩增减进行方向性预测并对未来股市总体方向作出判断(资产周期处于第一阶段并有望转入第二阶段)的基础上，借助根据稳定性的证券化率指标来对 A 股运行区间进行分析。

东欧新兴市场国家和金砖四国，2003 年以来证券化率均出现了一个突飞猛进的过程，但是在本轮全球股市调整的背景性，均出现了较大的回落。2008 年 10 月 12 日全球 58 个资本市场证券化率平均为 65%，其中欧美以及离岸金融发达的市场比如香港、瑞士等证券化率相对较高，而新兴市

场的证券化率虽然大多经历了 2006-2007 年的大牛市催生出了超过 100%的证券化率,但是目前均已回复到了行情启动前的 2005 年水平。目前新兴市场证券化率多在 50%上下。

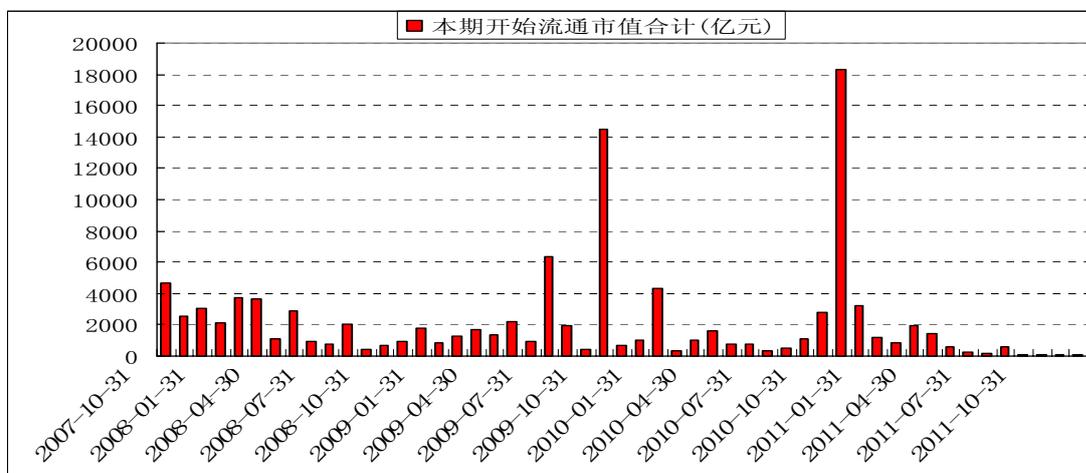
表 8: 各主要市场证券化率历史水平显示新兴市场证券化率均回复到 50%左右。

国家	市值百万美元 20081012	20081012	20031231	20041231	20051231	20061231	20071231
美国	10908454	78.98%	123.24	129.57	140.23	132.31	127.89
日本	2787850	63.70%	74.68	82.63	108.81	111.54	103.87
英国	2173662	79.68%	131.54	129.22	172.97	162.39	148.36
中国	1953324	59.55%	31.26	23.17	17.91	42.89	135.96
香港	1594659	771.45%	450.91	519.37	593.36	903.81	1283.77
瑞士	788615	189.57%	212.64	198.27	327.54	316.56	291.76
法国	1420598	55.45%	77.94	80.01	87.1	111.68	106.82
德国	1146795	34.78%	43.74	44.62	62.89	60.47	66.94
印度	710054	60.64%	46.46	55.42	101.33	90.09	155
巴西	595559	45.32%	39.09	48	80.27	66.33	106.43
韩国	569532	58.73%	53.23	61	88.23	92.93	113.77
俄罗斯	413333	32.02%	45.95	43.72	134.76	104.39	77.17
芬兰	166208	67.56%	105.47	99.45	139.56	128.71	145.98
波兰	113489	27.02%	17.09	27.92	49.09	43.93	49.57
乌克兰	44956	32.00%	3.92	18.38	42.93	37.42	75.54
罗马尼亚	15633	9.42%	5.87	11.22	26.94	21.9	24.44
全球 58 个国家或地区	33394290	65.04%	82.98	86.89	112.43	103.59	111.97

数据源自彭博,东北证券金融与产业研究所;2008年10月12日上证指数为2073点

根据经验模型分析,在弱势行情下资本市场的证券化率一般不具有超越 100%的推动力,较大经济体的新兴市场证券化率例如中国回复到 50%左右、较小经济体的新兴市场例如东欧市场证券化率回复到 30%左右具有合理性。对于 A 股,考虑到仍有超过 60%的股份处于限售状态、以及未来新股发行、更多资产注入提升证券化率, A 股证券化率中长期内也不具有快速大幅度提升的条件,在后股权分置条件下 1.1 万亿股的限售股将为制约估值水平提升的重要原因,只有到 2009 年 7 月起限售股占比才有大幅度下降。

图 15: 目前 1.1 万亿股的限售股成了制约估值水平提升的重要原因, 2009 年 7 月起限售股占比才有大幅度下降。

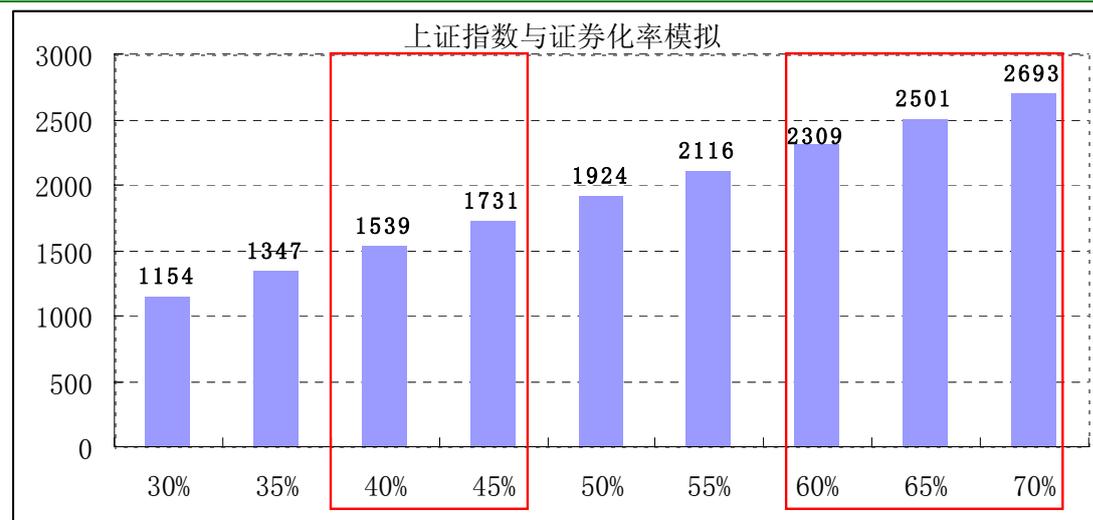




数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

因此，对 A 股证券化率可做 40-70% 的敏感性分析。如图所示，40-45% 的证券化率对应上证指数为 1550-1750，是股指的低位区；60-70% 的证券化率对应上证指数为 2300-2700，是股指的合理区，2009 年上证指数有望走上合理估值的回归之路。

图 16: 上证指数与证券化率敏感性模拟



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

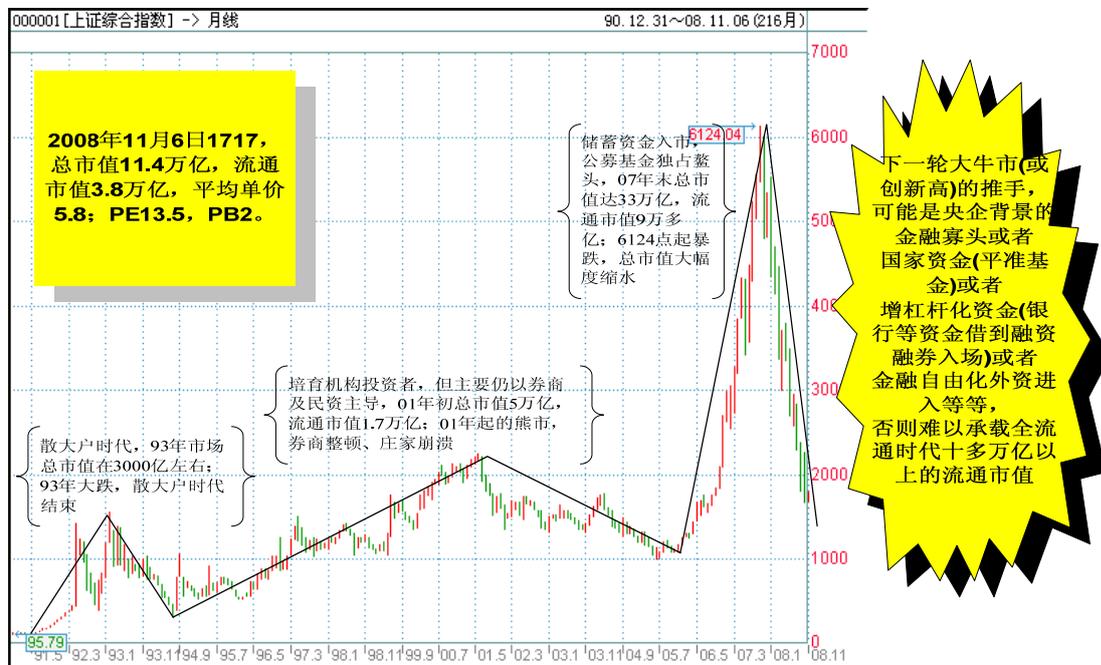
B、股市市值、参与主体结构相关性分析

考察 1990 年以来 A 股发展的历史，每一轮牛市的诞生伴随着市场规模的扩大、更重要的是伴随着市场参与主体的变革。1993 年前后 M 头行情中，主要的推动力是个人主力即“散大户”，那时市场规模在 3000 亿左右；而推升 2001 年 2245 点牛市的是各类庄家主要以券商和民营主导、公募基金规模有限，此时对应的市场规模为 5 万亿总市值、1.7 万亿的流通市值；等到 2007 年 6124 点辉煌之时，总市值达到 33 万亿、流通市值为 9 万多亿，如此巨大的规模已经不是券商和私募们可以匹配的了，恰恰是大量储蓄资金涌入股市、公募基金一天募集 300 亿的疯狂之时。

因此，我们理性的看待未来股市，在全流通背景下，想要形成一轮大牛市乃至是创新高的大牛市，必须寻找新的更大的资金对手出现才能形成。储蓄资金借到基金直接入市助推新一轮牛市中短期内是难以看到了，可能的资金对手是央企背景的金融实业混合体或者国家队之间(例如平准资金)或者增杠杆化资金(银行等资金借道融资融券入场)或者金融自由化推动下外资入场等，否则难以承

载全流通时代十几万亿乃至二、三十万亿的流通市值，目前来看虽有融资融券、并购贷款等创新出现，但是离真正的大资金入场相去甚远，投资者依然需要理性看待未来股指的高点。

图 17: 未来支撑起十几亿流通市值的资本市场需要加入或创造相对应的市场主体



数据源自东北证券金融与产业研究所

C、从货币政策与股市关系看大盘趋势性机会时机

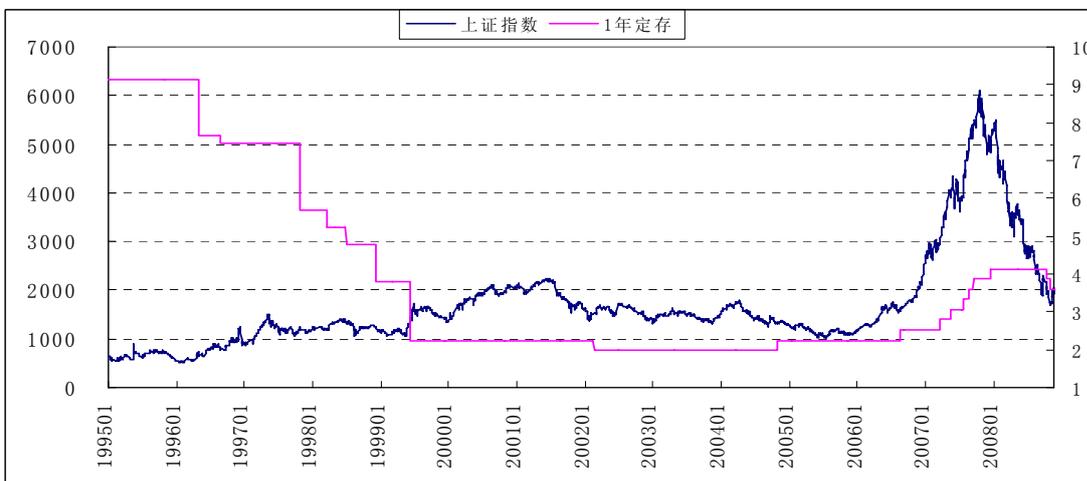
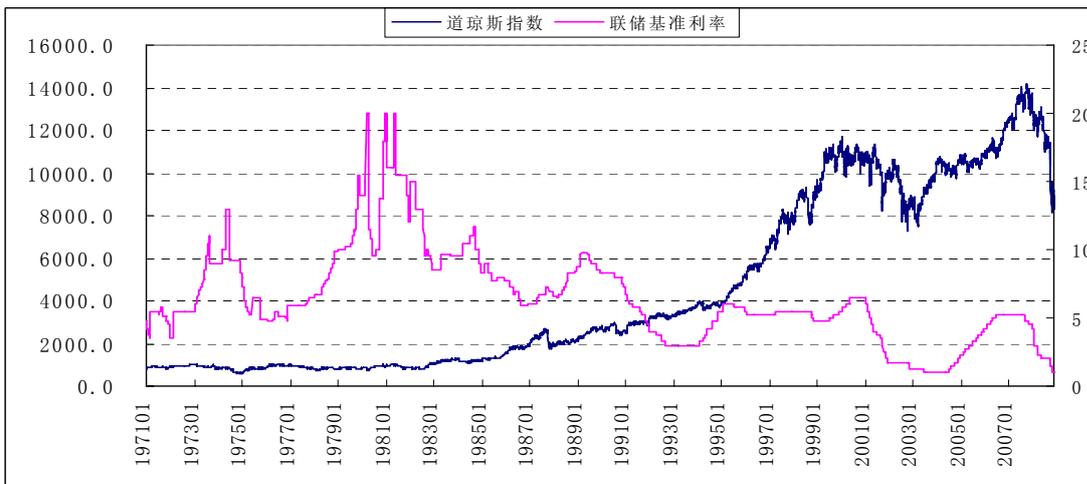
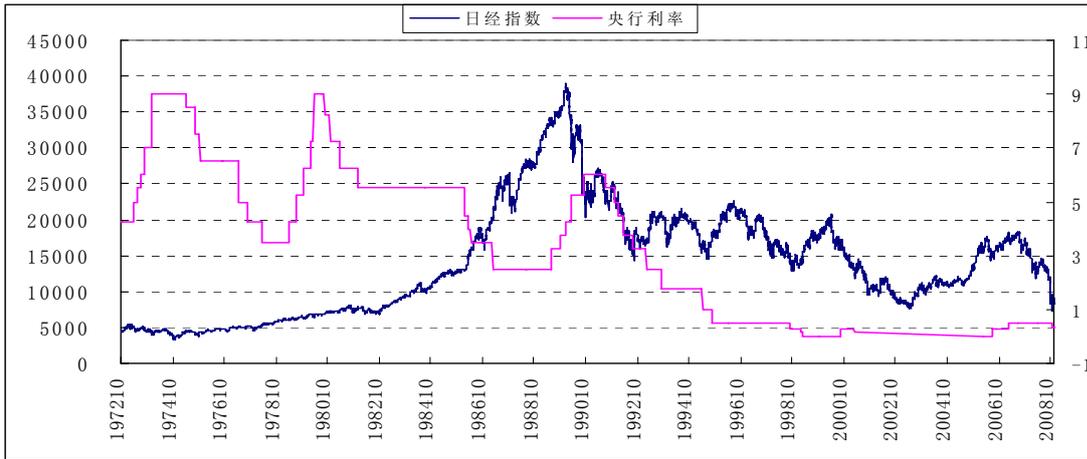
货币政策的认识：对于资本项目管制下的资本市场，在适度宽松的货币政策下，随着未来降息等措施的继续实施，资本市场是否会随着降息而较快的出现较大幅度的上涨呢？

根据日本、美国、中国资本市场的经验分析，可知升息由于往往出现在经济繁荣乃至过热阶段，市场反而会报以上涨应对；相反，降息虽然理论上会释放流动性，降息企业资金成本，但是由于滞后效应等股市往往以下跌呼应。根据经验，一般是在降息周期接近乃至已经到达尾声的时候股市会出现大幅度反弹或反转。

背后的逻辑：根据降息、M1\M2 增速与股市运行的关系来看，降息的早期并不构成股市反转或者大幅度反弹，逻辑上只有在降息推升货币供应量时才会促使股市出现大幅度的反转。那么，降息是否带来货币供应量的增长？事实是并不必然带来货币供应量的上升，货币需求除了与利率有关，还与收入有关。又因为经济下行阶段，受到收入下行预期的影响对于货币的交易性需求并不强烈，货币投机性需求难以带来货币需求整体性的上扬。所以往往降息更重要的是通过传导至实体经济，促使实体经济出现逐步好转，表现为货币乘数增大、经济活跃度增强、货币供应量上升。因此，货币供应量的变化相对与降息本身对股市的先导作用更强。

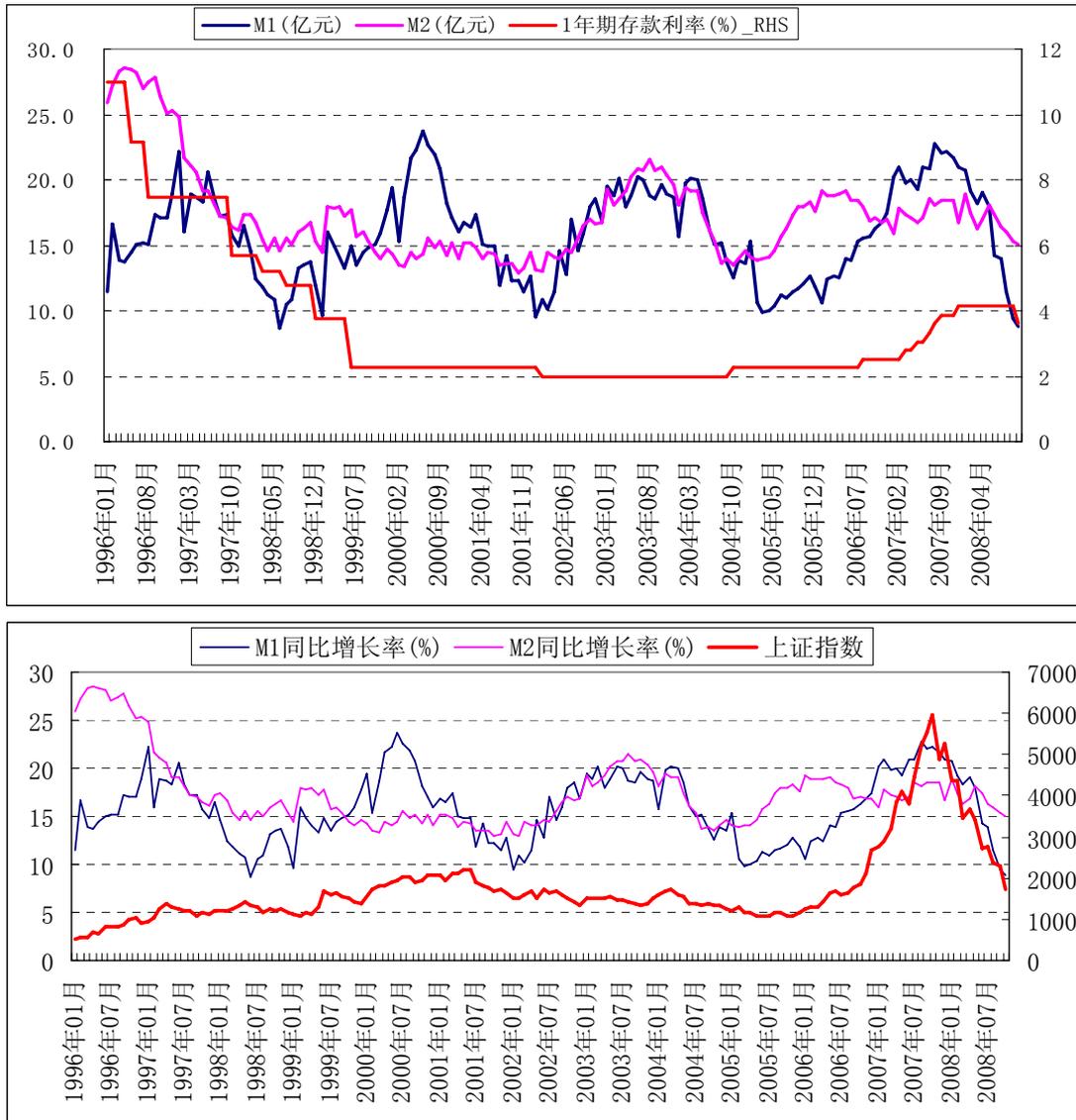
鉴于央行虽然大幅度降息，但是 M1 增速依然没有出现止跌回稳迹象，因此，从货币角度并不支持股市出现反转，但是未来通过观察 M1 增速变化来把握股市反弹乃至反转将是必修课。

图 18: 日本、美国、中国央行利率变动与股市关系分析



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

图 19: 经验数据表明降息通过货币供应量的增加来传导对股市的影响



数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所

D、从 GDP 增速与股市关系看大盘趋势性机会

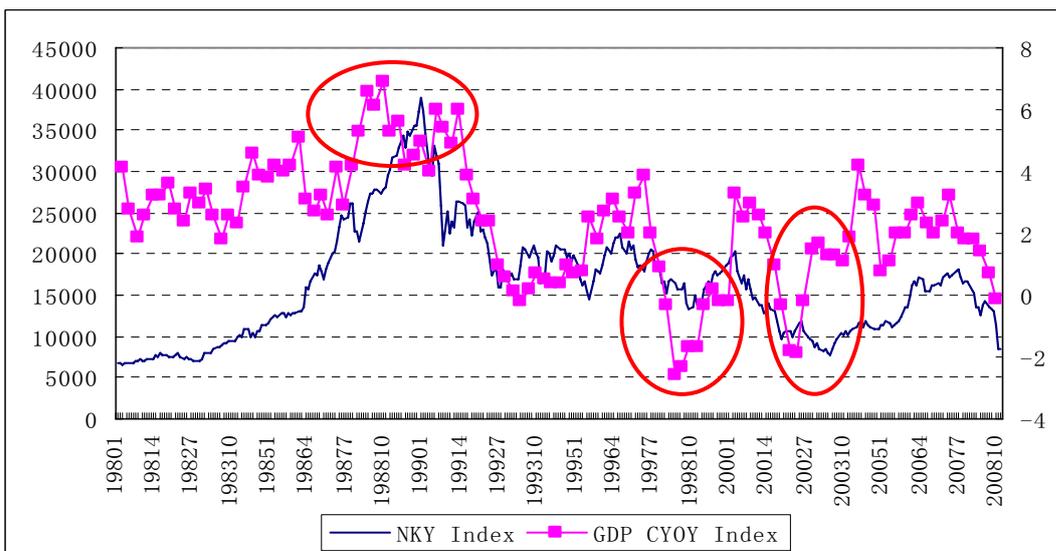
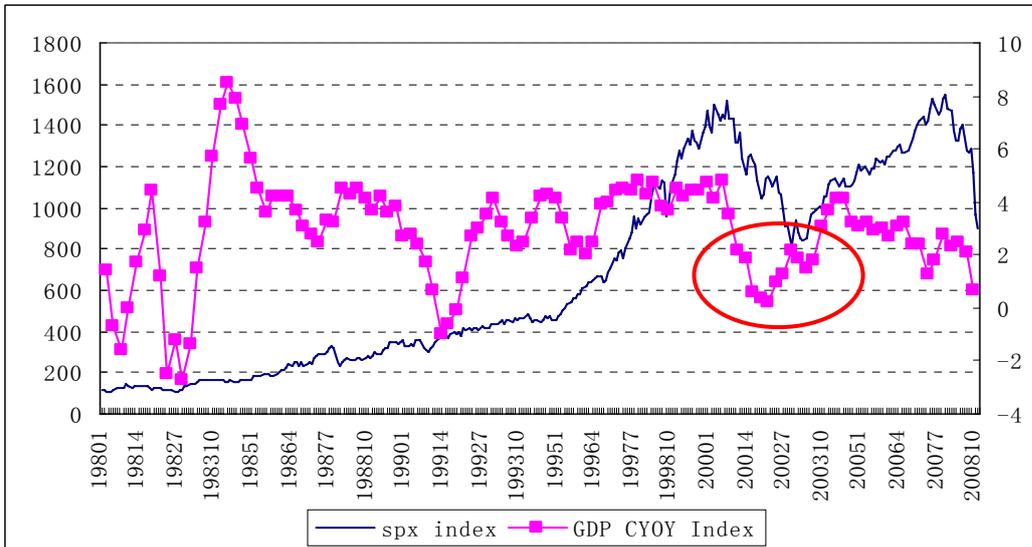
为了更好的检验 GDP 增速与股市之间的关系、把握阶段性机会, 这里 GDP 增速采用单季数据而股指则采用月度数据。根据美国、日本、韩国、中国等市场的实证数据, 如下图所示, 进入 90 年代以后, 股市与 GDP 之间并没有出现教科书上所说的显著的晴雨表功能, 股市并没有明显早于 GDP 增速(对于 GDP 能否准确代表经济基本面的命题不予讨论)而提前反应。

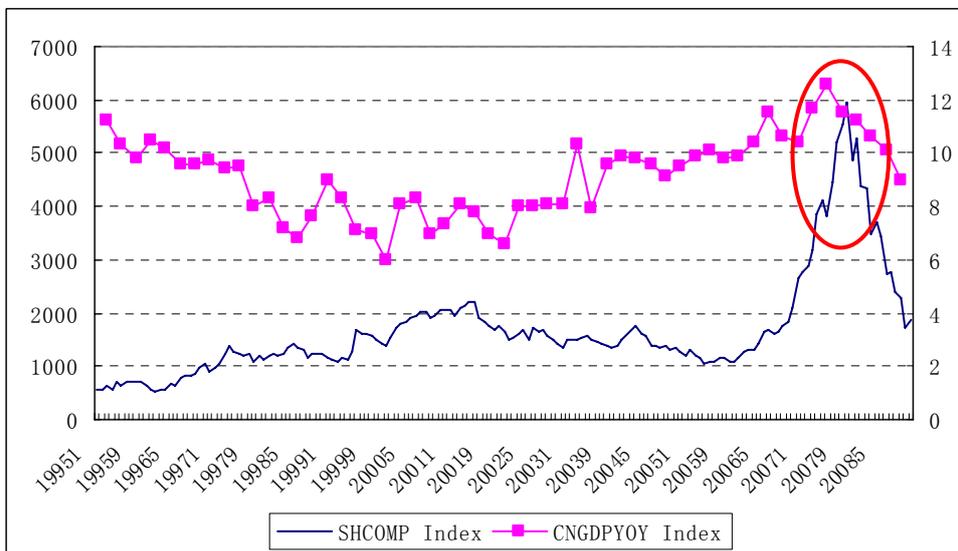
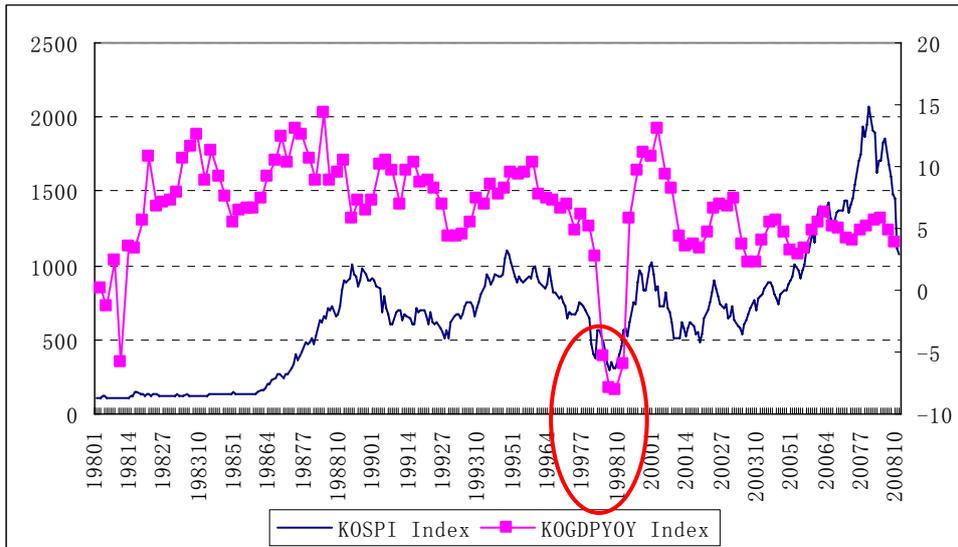
之所以有别于 90 年代之前美国股市与 GDP 增速存在的 Grange 因果关系, 我们认为金融脱媒等因素越来越作用于股市, 基本面之间的投资者成熟度、资金的丰裕度在股市的涨跌中起着较为明显的作用。

根据股市同步乃至滞后于 GDP 增速的实证规律, 即市场业绩底或者经济基本面底是客观存在的; 因此, 普通投资者静待经济见底而后才大举入场也许是更安全的策略, 之前的操作则应定位于反弹, 而不是做早耕的“左侧交易者”。这里需要担忧的在于对经济跌入何种状态、何种数据时可以

算为见底。

图 20: 成熟及新兴市场的实证结果表明股市目前并没有对 GDP 增速起到晴雨表的功能, 相反, 股市和经济往往表现为同步甚至滞后的规律, 这表明由于金融脱媒等因素作用、影响股市的因素越来越复杂了(美国、日本、韩国、中国)





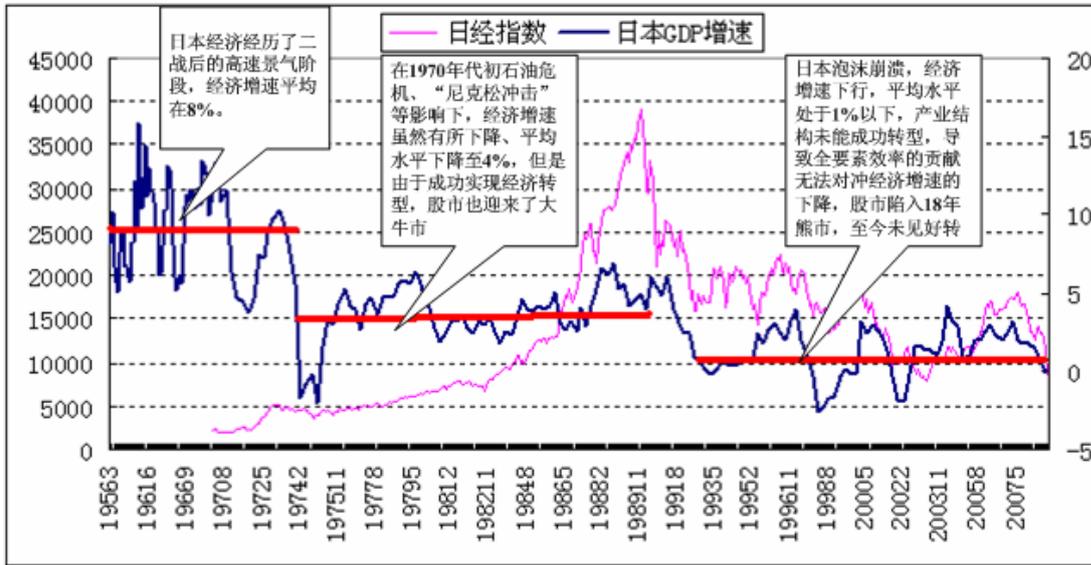
数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

E、L型经济调整若产业结构转型成功，则大牛市依然可期待

中国经济进入L型的判断并不在于我们的悲观，因为L型经济并不意味着经济衰退、效率低靡，更不意味着资本市场熊途漫漫。参考日本经验，二战后日本经济经历了高速景气阶段，直至1972年左右，日本GDP增速平均在8%左右；只是在1970年代初遭受石油危机、“尼克松冲击”以及田中角荣的“日本列岛计划”失败后GDP出现了一个大幅度下挫后进入了中速发展的L型阶段，GDP增速一直保持在4%左右直至1990年代初泡沫崩溃，期间由于日本经济转型的成功、日经指数从5000点一路上扬至接近40000点的高度；但是90年代泡沫后日本经济经历了第二次L型，由于产业结构转型未能成功，经济增长进入了古典周期，股市也长期低迷。

L型经济只要成功产业结构成功转型，生产效率提升，大牛市也是可以期待的；中国经济目前就面临着L型经济转型的挑战，股市亦是如此，因此关注中国经济内需与结构转型的“初醒”时间以及先行指标则是把握中国经济以及股市的要点。

图 21: 日本经济增速、转型与股市经验表明: L 型不可怕、关键在能否经济转型效率提高



数据源自彭博、WIND，东北证券金融与产业研究所

第四部分、市场研判

2009 年是布局之年，把握“内需与结构转型”初醒的投资机会

对于市场，我们维持 2008 年四季度的观点，即考虑到大类资产周期已经进入第一阶段，等待我们的也许只是时间的考验，以便迎来“内需与结构”初醒后资产周期轮动到第二阶段、股市走牛。因此，2000 点以下在控制总仓位的情况下可以适度加仓，悲观预期但并未出现经济大危机的情形下低点 1550 左右；基于市场资金容量以及证券化率在中国尚有大量非证券化资产的情形下、在未来二级市场新增流通股份有效控制的假设背景下，取全球证券化率平均水平 60%-70%，上证指数中长期对应的价值核心区间在 2300-2700。

在经济 L 型调整过程中“内需与结构转型”一旦初醒将会带来市场信心的提振，因此，在对中国 A 股市场估值中枢的范围内，基于中国市场 2009 年的不可预见与积极性因素的并存，届时可以给予 20-30% 的信心恢复性溢价。

在估值区间范围内，应该寻找 2009 年的市场中的积极因素，这些因素的作用将会利用 2009 年经济发展的变数而加以放大。1、政府积极性财政政策效应超出市场或社会预期。目前以市场投资者对 40000 亿的政府投资刺激经济的作用多以审视或抱以怀疑的目光，而当 2009 年中期政府积极性财政政策发挥出应有的效应后的，市场将会放大这种效应，这是由市场的本质特征决定的。2、来自监管层对市场制度及其他安排的交易性行为突变。如证券公司融资融券业务的启动、新股发行制度的改革、大小非解禁的新政等。这种或有的交易性行为突变不宜评估，但作用于市场的速度、强度可以想象；3、政府救市安排。如极端情况下设立平准基金、国有控股公司的资产注入、股权回购等。4、政府对证券市场做重新战略定位。中国目前对证券市场仅仅扣住它的三大功能而加以定位，尚未将证券市场在国家经济战略的层面上而给与足够的重视。一旦政府在国家经济、金融安全、社会财富保障上考虑中国证券市场的地位时，证券市场将会重新焕发生机；5、证券市场信心的恢复。这种

信心恢复与对中国经济及政府政策的信心有较强的关联度。社会对中国经济乃至政府的经济政策看到的只是政府的决心，而尚不给以政府的执行力以信心，这是中国经济发展的一个社会心理蜕变，更是克服、战胜经济困难的最大的社会心理疾病。目前社会急需看到财政政策的效应，以增强社会对经济、资本市场的信心，使社会心态皈依正常。6、传统估值观念的颠覆。传统估值观念在大盘估值上体现为经济上下行、公司业绩的起伏是决定大盘估值的正逆行力量。在经济下行阶段里，大盘估值延续经济趋势向下寻找估值空间。但理论上讲合理的估值在一定的时间点应该是一个均衡点，长期在该点以下寻找估值区间也是投资者对市场的一种错判。即使依照投资者的市场投资行为，行情趋势也应该在市场均衡点附近找到阶段性市场区间，而不应是在均衡点以下持续徘徊。这种情况的出现，体现的是市场对自我不修正，而在等待外部的修正力量的出现，而目前中国市场也许正在集结这种修正力量。

1、低点分析

低点分析的逻辑：股市与 GDP 增速同步乃至滞后的实证规律下市场存在基本面业绩底，对于非金融危机发源地市场历史估值低点具有支撑作用。

量化处理：取 12 月 5 日数据，对应全部 A 股市净率为 2.19，2005 年低点时 A 股市净率为 1.6；考虑到可比性，取 2005 年 7 月前上市公司作为可比样本，其市净率为 2.06。

根据前文，基于中国并非金融危机发源地且经济 L 型调整而非发生经济危机的假设，则前期 2005 年时的市净率历史估值水平支撑作用，则 $(1.6/2.06) \times 2008 = 1557$ ；仅从数字测算角度，如再考虑股改含权 30% 的因素，则 $(1/1.3) \times 1557 = 1197$ 。

因此，理论上大盘的低点在 1550 左右。

表 9：基于 2005 年历史估值 (PB) 低点对应的指数低点测算

PB 现状，金额单位(亿元)	家数	A 股市值 1205	权益净资产	市净率 1205
2005 年 7 月前上市公司	1302	67909	32915	2.06
2006 年后上市公司	268	64340	27607	2.33
合计	1570	132249	60522	2.19

低点 测算	2008 年 12 月 5 日上证指数收 盘价是 2008 点	2008 年 12 月 5 日市净率(2006 年之 前上市公司)是 2.06 倍
	2005 年市净率历史低点是 1.6 倍	因此，预测历史 PB 低点对应的股指 是 1557.21

数据源自彭博、WIND，东北证券金融与产业研究所

2、高点分析

A、高点测算 1：资金可支撑证券市值的视角分析

高点逻辑：市场具有均值回归的特征，在弱市下股市具有从低估向合理估值回归的取向。因次，未来的合理估值即可视为弱市背景下的高点区域。对于中长期的高点区域的估计，如前，我们愿意从股指与其对应所需资金的类证券化率角度分析，而非从敏感性极高的 DDM 等模型测算。

2007 年高点时总市值 32.7 万亿、流通市值 9.3 万亿。假定市场未来能承受 9.3 万亿的全流通市值，考虑到部分上市公司的实际控制人为国资委、央企或中央国家机关，其减持动机不强；如表 10 所示，假定这三类公司控制人不减持或只有微量减持，其中 6 万亿由三类企业控制的市值不减持，则根据历史流通市值高点 9.3 万亿，并假定 9.3 万亿市值在全流通时代市场可以再次承接，即剔除三类企业持有市值外剩余的流通市值 6.25 万亿相对 9.3 万亿历史可流通市值高点具有 $9.3/(12.25-6)-1=50\%$ 左

右的市值提升空间。换句话说，乐观而言未来在央企大股东事实性减持量减少、二级市场由于新股、增发等扩容规模有限的假设背景下，根据 2007 年流通市值高点的市场容量，在没有引入前述各类增量资金入场的背景下理论上可以支撑 50% 的反弹，即到达 2700 左右。

表 10: 三类企业控股股份规模

控制人类型	家数	该类公司第一大股东持股市值	该类公司 A 股总市值
国资委	213	29175	32289
中央国家机关	39	11187	19262
中央国有企业	37	19684	22933
汇总	289	60045	74484
		A 股流通市值	A 股总市值
		42298	122458

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；时间取 11 月 28 日、对应上证指数 1871 点

B、高点测算 2: 根据上轮牛熊市经验

根据 2005 年 6 月见 998 低点至 2006 年 6 月上证指数涨至 1600-1700；上涨幅度为 60%；假定 10 月 28 日 1664 点就是底部，随即出现的上扬即为反转，则根据上轮牛市经验， $1664 \times 60 = 2660$ 。

因此，在明年整体经济下行的背景下，在大小非的压力下，2700 点是乐观的高点估计。

根据未来经济中长 L 型+短期 W 型的特征，我们认为明年股指将呈现出宽幅震荡格局；并不排除二次探底乃至创新低的可能，但是即使创新低、低点在 1550 左右或者更低的概率并不高(根据香港等经验非金融危机发源地市场前期估值低点具有支撑、新低点与历史低点略有距离略高于历史低点)。因此，基于证券率推演的 A 股中长期合理股指区间 (2300-2700)，则 2009 年指数的第一高点在 2300 附近，第二高点在 2700 附近。

C、2009 年是否会出现类似 2008 年超预期的反向飙升行情走势

首先，目前处于资产周期第一阶段，并不具备快速进入资产周期二、三、四阶段的条件

根据大类资产周期轮动的理论(无论是美林的投资时钟还是 Pring 资产周期理论)均表明在经济下行、上市公司业绩下滑，通胀下行、货币政策放松的背景下，商品、股市依然处于弱市、债券处于牛市。乐观的看，新一轮资产周期已经开始，只要度过第一阶段那么下面就是股市向好的资产周期第二阶段了；谨慎的看，由于本轮宏观经济周期处于 L 型调整，调整期相对较长，而且如果不能成功的进行经济转型，那么低效的产出效率以及相对低位的经济增速将使得微观实体的盈利状况较差。因此，无论何种情景，目前均不支持出现超预期的飙升行情。

从阶段来看，目前是大类资产周期第一阶段，也是股票熊市的最后一个阶段；反弹的看点在积极财政、灵活货币以及如果大幅下跌后的救市；反转的看点在美国经济转好以及农村改革等有利于劳动力转移、产出效率提高的政策出台。

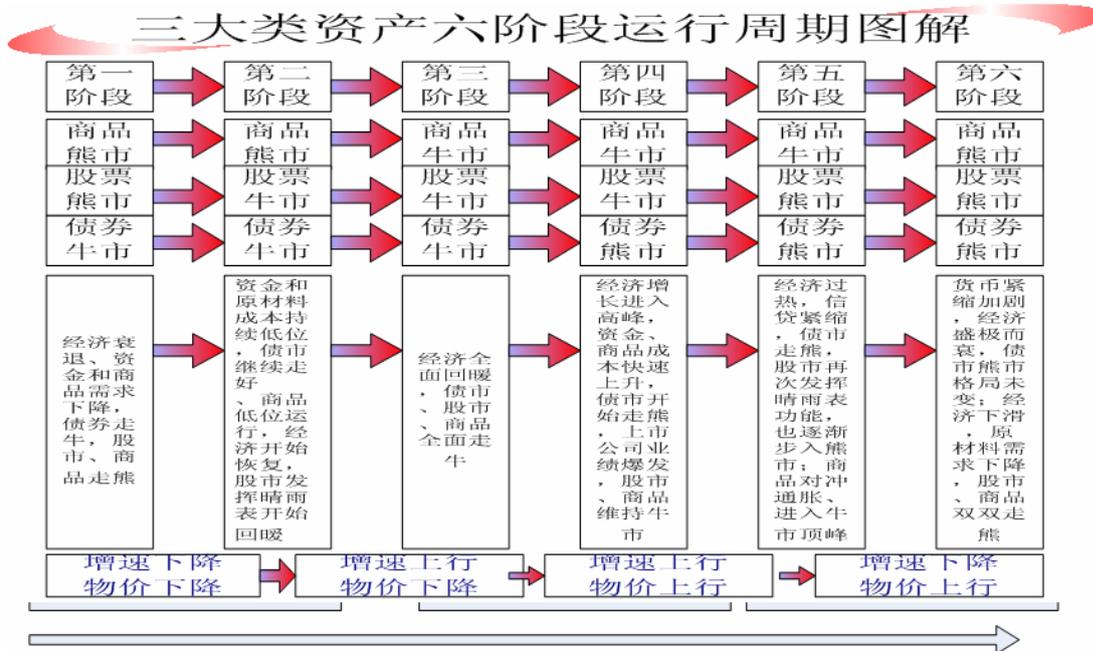
表 11: 主要商品的价格表现

	最新	今年来涨跌幅%		最新	今年来涨跌幅%
NYMEX_WTI 原油期价	53.28	-44.488	CBOT 玉米 3 月	375	-21.301
NYMEX 煤炭期货	65.5	17.278	CBOT 小麦 3 月	571.75	-26.273
黄金现货	812	-2.952	CBOT 大豆 3 月	892.5	-27.424
COMEX 黄金期货	810.3	-3.305	NYBOT 棉花 3 月	47.86	-32.79
伦敦锌 3 月期货	1210	-48.907	NYBOT 糖 3 月	12.55	11.259
伦敦锡 3 月期货	12330	-24.886	CRB 指数	242.2	-32.48
伦敦铜 3 月期货	3622	-45.72			
伦敦镍 3 月期货	10194	-61.217			

伦敦铝合金 3 月期货	1355	-41.342		
BDI 指数现货	715	-92.18		

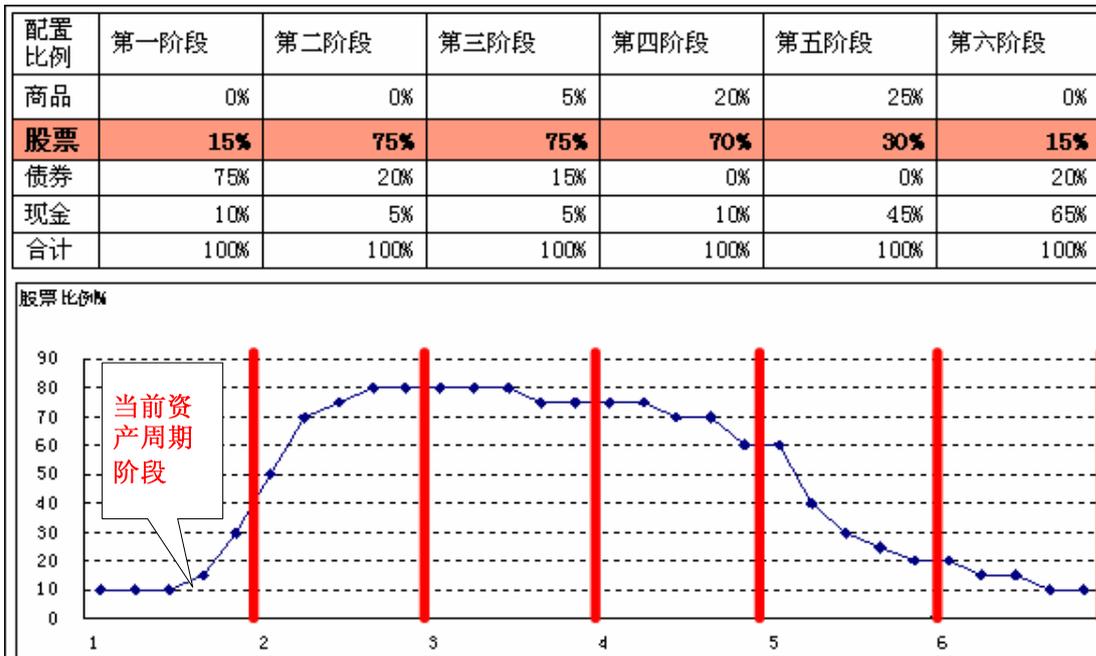
数据源自彭博、WIND，东北证券金融与产业研究所

图 22: 资产周期理论概述



东北证券金融与产业研究所

图 23: 不同资产周期背景下积极配置策略的股票仓位配置



数据源自东北证券金融与产业研究所

其二、机构投资者一致预期较少出现在底部，关注保险等资金有助把握中短线行情

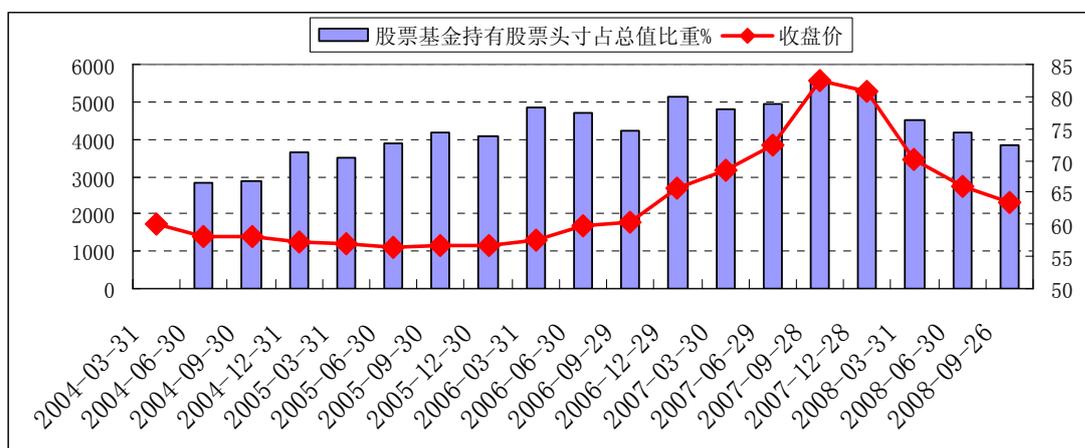
我们不必过分担忧出现类似于“2008 年年初看多大盘、实际股指却大幅下跌”的反向情况，也不必过于担心机构预期的一致性导致未来全面翻多时的逼空行情——因为这种假设根据历史经验，并不成立。机构在大部分情况下是相互博弈、意见分歧的。以 2007 年行情为例，机构只有在“5.30”到 2007 年 10 月是一致性看多，而在 530 之前以及在 6000 点以后均没有及时踩准方向、也没有形成一致性预期，所以投资者应该依然本着资产周期第一阶段的特征，控制仓位，以布局的眼光来看待 2009 年的行情。

图 24：2007 年机构增减仓行为与大盘走势关系表明，机构 2007 年只踏准了 530 行情



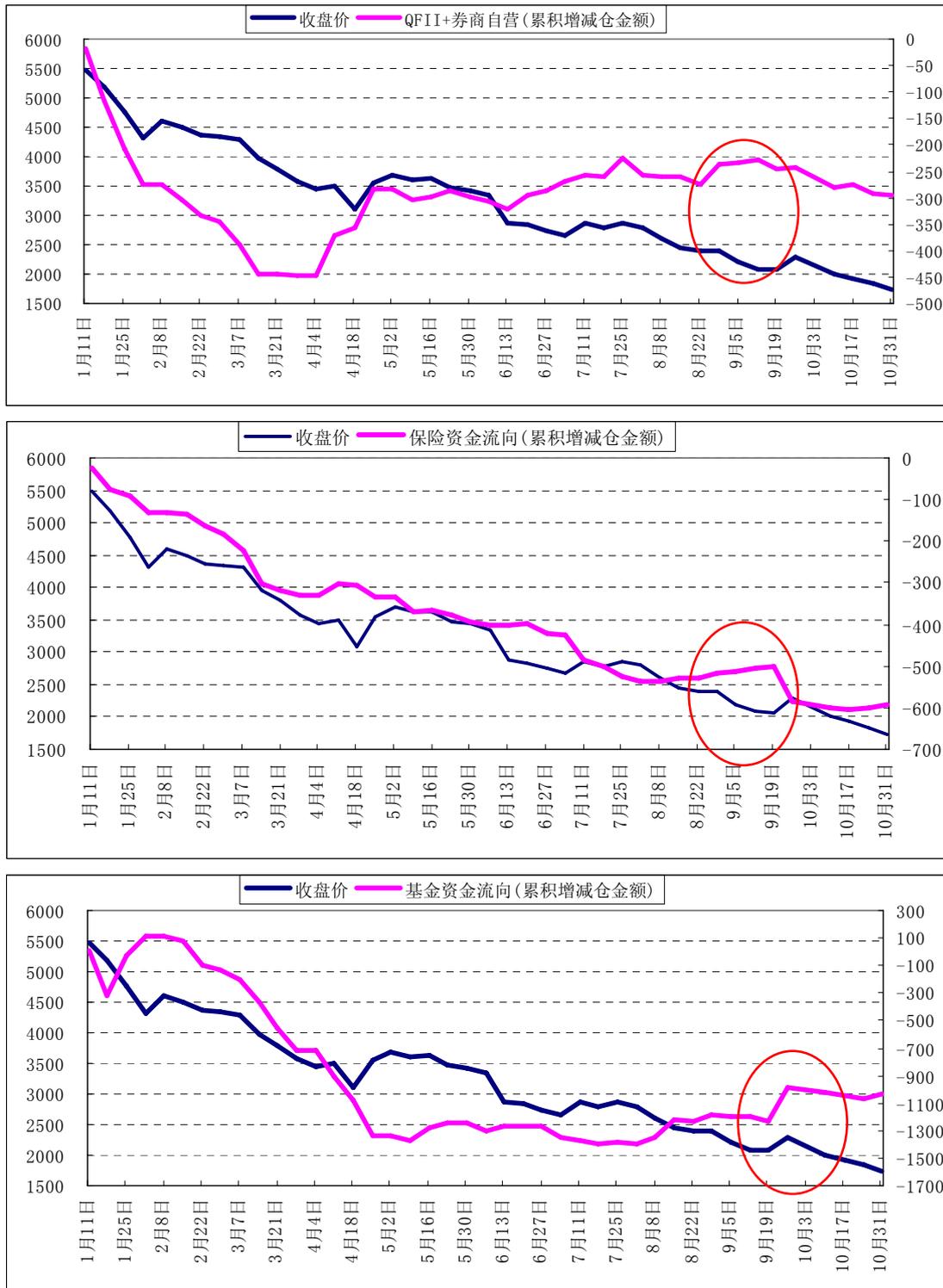
数据源自上证联课题报告

图 25：股票型基金持有股票头寸与大盘走势关系表明机构仓位与股指间线性相关不显著



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 26: 2008 年券商、基金、QFII 和保险等资金中险资把握中段行情较佳



数据源自指南针、Topview, 东北证券金融与产业研究所

其三、要出现超级别反弹，则经济多为 V 型反转

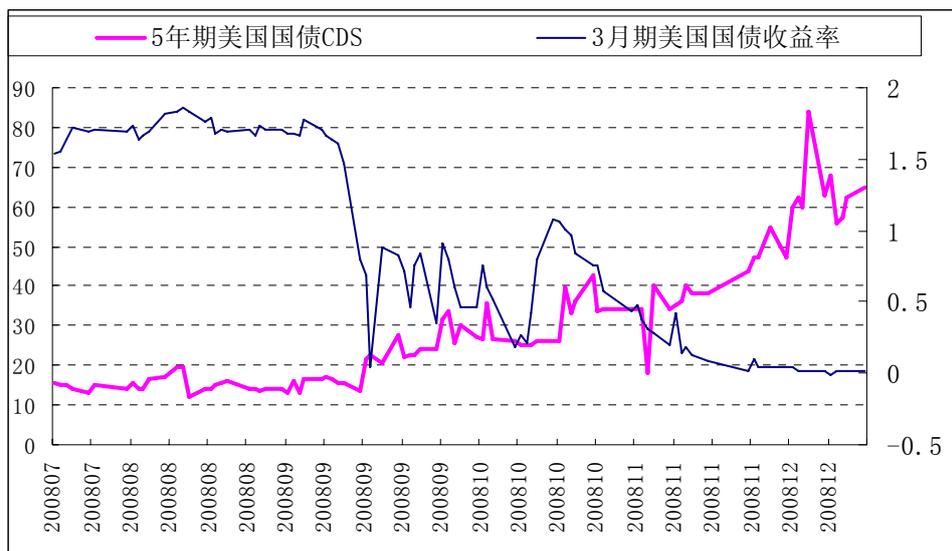
超级别的反弹或者反转均需要经济面的反转配合，例如亚洲金融危机直接冲击下的韩国、香港

等市场出现反转行情均源自金融危机冲击 GDP 骤降而后又骤升的 V 型反转。否则经过超过 1 年时间调整的 A 股市场由于筹码成本的变化自身系统已然很难出现大幅度上升乃至反转了。

五、行业配置和组合

目前市场相对混乱，不断走低的美国国债收益率与不断走高的美国国债 CDS 并行。对宏观经济的判断也相当凌乱，如本轮调整的形态描述是“U”或“L”型，底部时间究竟持续多长（乐观的看法是明年上半年见底或明年底见底，悲观的看 2010 年见底、甚至更见底）。我们对宏观经济是看“L”形中的“W”，即经济将在时间较长的低位反复震荡，直至外围环境复苏或中国经济结构转型初步成功。

图 27: 混乱的市场——美国国债和收益率的反向运行



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

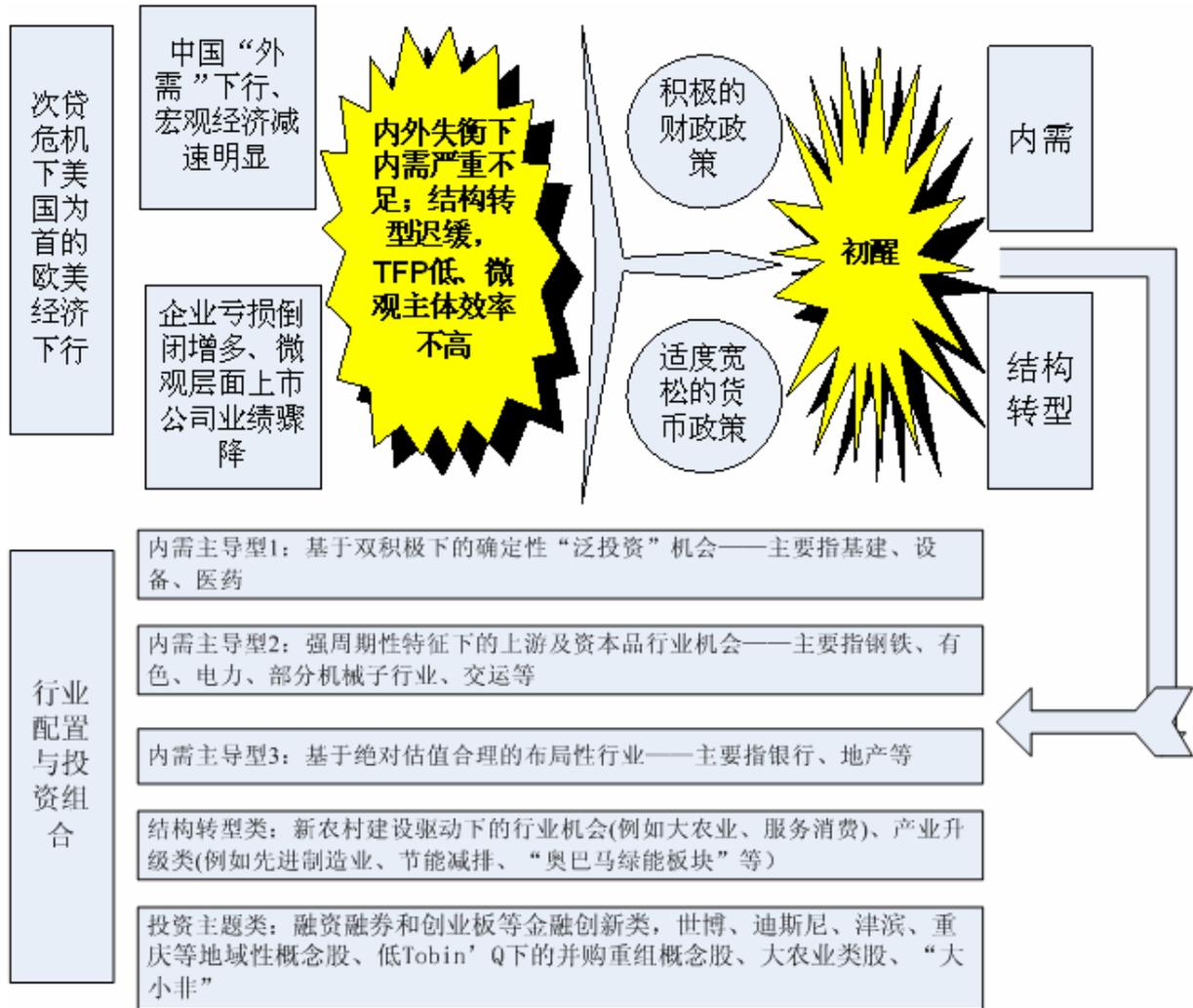
考虑到中国目前特殊国情和罕见的经济环境，部分经验判断也可能缺乏足够的准确性和可靠性，这使得我们在行业配置方面感到较大的难度，而明确的行业性机会则是寥寥无几(如表 12 所示)。从投资的角度看，当价格足够低时价值便充分显现；在系统性暴跌之后，投资标的的关注价值越来越大，布局的机会已浮现。事实上，越确定的行业，由于估值较高，绝对收益并不会大；相反，越不被看好和越不确定的行业，在股市见底之际收益越大。当然，对于稳健型和激进型投资者来说，参与的价值判断也不一样，我们依照风险中性偏好的假定从整体的悲观情绪中基于内需与转型的视角来挖掘确定性相对较高的投资机会。

表 12: 重点行业 2009 年单季业绩变化分析

行业	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
交通行业	增长放缓，部分细分子行业出现较大幅度利润下滑及亏损	增长继续放缓	增幅下滑幅度收窄	增幅下滑幅度收窄、部分细分子行业出现单季增长由负转正
食品饮料行业	同比指标比较难看(基数高)，净利润增长率低于 20%，不排除个别子行业出现负增长	同比指标比较难看(基数高)，净利润增长率低于 20%，不排除个别子行业出现	同比增长 10%左右的水平	同比增长 10%左右的水平

		负增长		
医药行业	15-20%	15-20%	20-25%	20-25%
银行	同比下降, 下降幅度在 30% 以上	同比下降, 但下降幅度趋缓, 在 10-20%	同比下降, 但下降幅度趋缓, 在 10-20%	同比可能上升
石化	最低: 原油价格低、宏观经济不景气	上升: 原油价升, 经济回升	再上升; 经济再升	再上升; 经济再升
钢铁	同比下降	下降	持平	上升
煤炭	同比降	同比降	同比降	同比升; 环比则二季度可能强于一季度、从单季利润同比增速来看, 可能四个季度都下滑, 四季度下滑幅度最小。
房地产	由于地产行业滞后性的特点, 2009 年房地产行业利润预计继续下滑; 2007 年的高位高价土地储备将在 2009 年及以后转化为商品房上市, 预计 2009 年房地产市场继续调整、价格下跌, 成交量比较 2008 年萎缩或持平, 但收入和毛利平均下降, 行业利润会下降。			
汽车	同比负增长 10% 左右, 底部	同比负增长 10% 左右, 底部	同比增长 15% 左右, 上升	同比增长 15% 左右, 再上升
农业	同比大幅度下滑、环比小幅下降	继续回落	回落趋势停止	与去年同期相比基本持平, 环比小幅上升
电力	业绩同比下降	同比上升	同比上升	同比上升
设备商 (eg 中兴通讯)	20-25%	20-25%	20-25%	20-25%
通信行业	15-20%	15-20%	15-20%	15-20%

图 28：行业配置和投资组合逻辑图



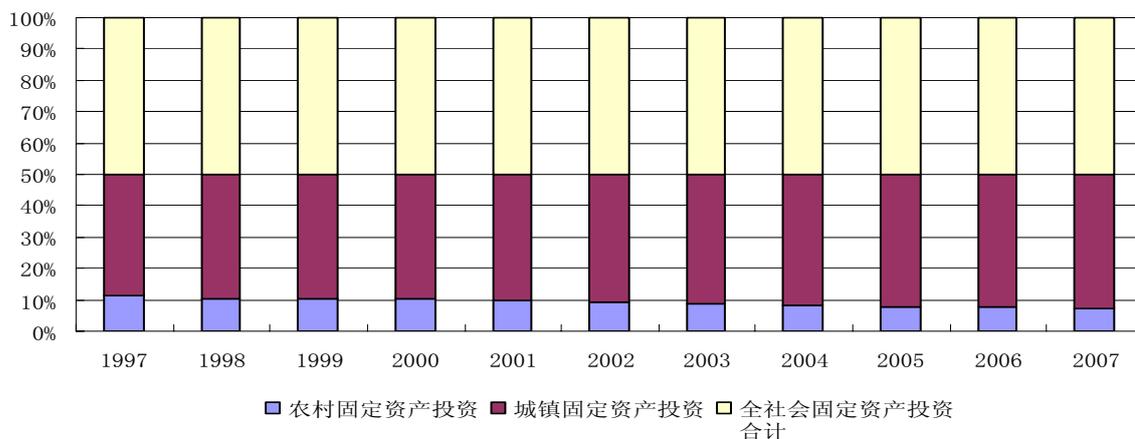
数据源自东北证券金融与产业研究所

1、内需主导下基于双积极的确定性“泛投资机会”

政策主导的确定性“泛投资”行业机会。积极财政政策和适度宽松货币政策的逆周期作用为投资者在悲观的宏观预期下提供少数自上而下可选择的行业机会，统称为“泛投资”行业。这主要包括政府为扩大内需而实施大规模的投资所影响的景气持续或上升的行业。

首先是**基础设施建设行业**。未来几年都将迎来订单饱满的好日子，如大规模的铁路公路修建、农村基础设施建设(目前农村基建严重滞后于城镇，农村 FAI 在全社会 FAI 中的比重逐年下降)、水利建设、灾后重建等，再加上 PPI 回落和降息背景下的成本回落，政府投入的重大项目也能确保账款的及时回收，但这里的基建行业需要区别于业务重点在房地产建筑施工的企业。

图 29: 全社会固定资产投资中农村与城镇比重



数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所

表 13: 国务院“4 万亿元”投资结构

项目	额度
保障性安居工程	2800 亿
农村民生工程和农村基础设施	3700 亿
铁路、公路、机场、城乡电网	18000 亿
医疗卫生、文化教育事业	400 亿
生态环境投资	3500 亿
自主创新、结构调整	1600 亿
地震灾后恢复重建	10000 亿

数据来源: 国家发改委、东北证券金融与产业研究所。事实上,“4 万亿”元已成为一个概数, 国务完各部委以及各省市自治区已披露的的投资计划总额超 10 万亿元甚至 20 万亿元。

其次是为大规模投资配套的相关设备行业, 如铁路设备制造相关行业, 部分工程机械设备、电网改造的输配电设备、医疗保健设备、3G 配套设备等。以通讯设备行业为例, 2008-2010 年全球通信设备市场规模约在 1000-1100 亿美元, 年复合增长率为 2-3% 左右。预计亚太地区仍将维持 10% 以上的增幅, 而欧美地区的增长近似于零。移动网络部署和扩容投资仍将有 10% 左右的增长, 但是固网领域的投资将出现小幅下滑。移动通信设备项, GSM 设备投资将在 2008/2009 年达到顶峰, 随后将逐步下滑; WCDMA 投资增速很快, 2009 年以后将成为主流投资方向。2009-2010 年将继续受益于 3G、宽带网络、号码携带政策前的网络提升三大热点, 预计 2009-2010 年中国电信固定投资保持高位运行, 预计总量将在 2500~2800 亿元之间, 带来对移动网络设备、光传输设备、IT 支撑系统、业务网络设备、光纤光缆、FTTX 设备等的需求。对于大部分主要市场集中于国内的通信厂商, 将会普遍受益于本次通信固定投资上升从而躲过此次宏观经济下行。

再次是医药行业。受三级医疗保障体制改革的全面建设和推开, 尤其是农村合作医疗制度使中国医保的覆盖面得以极大提升, 再加上正在推进的医改, 我国医药消费将有较大的提升, 尤其是低

端的普药。同时，扩大内需中完善养老保险制度，加强民生工程，在医疗方面加大投入，如社区医疗、乡镇医院都将加强。医药行业景气度在未来 2-3 年甚至更长时间内仍将持续，09 年行业增速会有所放缓，但是依然能够保持销售收入 15%-20%，净利润 25%-28% 的增长速度，医药板块 2009 年能够领先于大盘。对于这个相对确定性的行业，2009 年增长的潜力和估值的压力并存，时机选择决定了收益率的大部分。

2、内需主导下的强周期性行业

对大盘保持“粘性”，对强周期性行业保持更大的“粘性”，对相关龙头公司持续跟踪、密切关注，切实判断行业的复苏。强周期性行业主要是指主要受投资驱动的投资品行业，如钢铁、水泥、煤炭、有色金属等行业，而可选消费品的汽车等也具有较强的周期性。尽管目前 PE 普遍在个位数，PB 也处于历史低位水平，但由于宏观经济调整尚需时间，行业的存货、过剩产能也需要较长时间整理消化，大规模政府投资只能缓解而不能彻底解决它们的过剩，行业复苏需要时间。但二级市场股价下跌幅度已经较大，因此，相关龙头公司有较大的关注价值(一旦拐点出现时及时加大配置比重)。

以行业生存状况 2009 年将得以改善的电力行业尤其是火电为例。2008 年在成本大幅上升情况下受限于防通胀的压力电价调整并不能消化成本压力，09 年这一局面有望得以改善。动力煤市场价格在 7 月底达到高点后开始回落，11 月份更是出现大幅跳水行情，09 年合同煤甚至有出现下降的可能，这将大大减轻火电企业的经营成本压力。下半年央行连续降息，减少了资产负债率高的电力行业企业财务费用支出。水电作为清洁能源，仍受政策鼓励发展，享受相对优惠的上网安排及电价优惠，对来水季节性差异不大的相关公司应重点关注，风险点在于经济极度恶化情况下带来的用电量深度下降和对部分用电大户降价的风险。

市场会在某一阶段内对这些过度反应的强周期性进行纠错，形成板块超跌反弹。钢铁、有色金属、电力、部分机械子行业、交通运输等板块在 2008 年 10 月份调整最低点时，其估值水平已经接近历史最低水平，近期这些板块估值回升有限；如果再次出现大幅度的调整，则可能会出现超跌反弹的投资机会。煤炭、化工板块估值水平距历史低点仍有一段距离，目前估值优势并不显著。

图 30：强周期性行业估值比较

板块	历史最低		2008 年 10 月		2008 年 11 月		国际估值	
	PE	PB	PE	PE	PB	PB	PB	PB
煤炭采选业	9.92	1.75	16.30	2.66	16.28	2.65	8.21	2.33
电力生产和供应业	14.33	1.49	16.14	1.65	18.74	1.92	14.87	1.32
建筑业	22.27	1.26	26.63	2.70	33.11	3.36	11.75	1.43
交通运输业	10.92	1.77	10.92	1.77	11.50	1.87	19.50	1.90
化学工业	15.60	1.66	18.91	2.57	19.37	2.63	9.54	2.01
水泥制造业	10.15	1.31	13.73	2.42	21.79	3.83	19.92	1.11
黑色金属冶炼压延加工业	6.34	0.98	6.76	0.98	8.05	1.16	5.10	0.90
有色金属冶炼压延加工业	7.89	1.55	7.89	1.56	9.35	1.85	16.71	2.29
机械设备制造业	13.28	1.43	13.28	1.96	16.11	2.37	9.48	1.67
输配电及控制设备制造业	20.66	2.14	22.04	3.17	28.55	4.11	11.79	3.34

数据源自 WIND、彭博，东北证券金融与产业研究所

3、内需主导下的布局性行业机会——金融地产

银行业由于其在整个市场中的权重而具有特殊地位。在流动性放松以及借用银行保增长的政策环境下，拘泥于银行业受困于宏观经济下行风险加大背景下的利差缩小、资产质量下降等负面因素，并不能全面理解银行业，投资者还应看到“4万亿”中隐藏的重大机会，优质信贷资产增速的保证，还应看到当“保8”成为政治任务时房地产市场不会崩盘从而拖累银行，相反，房地产市场在政策不断调整和出台情况下，软着陆可能性不断加大。

在中国经济至少长期可以看好的背景下，银行是少数能经得起估值推敲的行业之一。目前整体PB不到2倍、少数小银行低于1.5倍的估值已经较充分的释放了宏观风险。2009年在业内都不看好银行的情况下，我们建议在1.5倍PB以下可超配银行（按照我们对银行业未来两年整体利润微幅下滑的预测，ROE回复至15%左右水平，则目前1.5倍PB、10倍以下PE的买入标准，在两年后PB水平会低至1.3、1.13倍）。

表 14、上市银行业绩预测一览表

	EPS			BVPS		
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
浦发银行	2.02	2.06	1.94	7.33	9.91	11.66
华夏银行	0.75	0.74	0.67	5.51	5.87	6.13
民生银行	0.6	0.61	0.58	2.89	3.07	3.48
招商银行	1.65	1.52	1.46	5.76	6.76	7.73
兴业银行	2.41	2.07	2.16	9.83	10.91	12.26
深发展 A	2.02	1.42	1.62	6.04	6.74	7.64
中信银行	0.38	0.27	0.31	2.48	2.64	2.86
北京银行	0.85	0.78	0.80	5.05	5.56	6.09
南京银行	0.8	0.72	0.69	6.09	6.5	6.95
宁波银行	0.59	0.45	0.48	3.53	3.67	3.91
工商银行	0.36	0.37	0.34	1.78	1.92	2.04
建设银行	0.47	0.47	0.44	2.01	2.16	2.32
交通银行	0.64	0.64	0.63	2.92	3.2	3.51
中国银行	0.32	0.33	0.34	1.87	2.01	2.15
平均利润增长	50.47%	-1.03%	-3.41%			

数据源自东北证券金融与产业研究所

一般在降息背景下，保险业不被看好，因为其资金收益不断回落，如存款利率下调、国债收益率降低、股市往往也是熊途漫漫，但这也要看是否长期的处于经济衰退和低息环境下。目前我国的降息环境，对保险公司多空影响都有。目前经济下行也不可能是长期衰退，就中国这个仍有强大成长力的经济体而言，保险深度和保险广度仍有极大的提升空间，保险行业前景非常大。在众多的非现金资产价格大幅下跌之后，对于手握巨量的相对最值钱的现金的保险公司来说，机会很大。投资范围拓展到不动产、基础设施建设、股权投资等领域将有利于提高组合收益率。

房地产行业业绩出现滑坡，但由于政策面的放松，真实购买力对销售的支持，以及银行对信贷的放松，都有望缓解整个行业的困境。我们认为，房地产市场出现崩盘走势的概率较低，未来房地产建设在多了保障性住房建设这条腿走路之后软着陆可能性更大，即以时间来消化存量房和慢跌为主的价格走势。对于能确定活过这一波的房地产行业龙头公司可以适当关注。

4、经济转型过程中的新增长亮点

我国经济结构调整和产业转型的步伐不断加快，未来在结构转型和产业转型过程中，新经济增长亮点也将不断闪现。目前来看，新农村建设包含的农业、旅游消费等，产业升级的先进制造业、节能减排以及美国奥巴马“绿能新政”下有利于长期增长的绿色产业，是未来经济转型过程中可望出现的亮点，将盛产成长股。

5、主题性投资机会

在震荡格局里主题投资为短线投资人提供一些阶段性的波段操作思路。

A、融资融券、创业板、股指期货

唱了多年的金融创新，极有可能在 2009 年迎来暴发。从市场操作的角度，为类金融股活跃创造机会，如券商、期货概念股以及创投概念股等相关公司都将充满阶段性交易机会，即便对于主流机构来说也是如此。

B、地域性概念股

世博会、迪士尼以及扩大内需的大规模工程建设和新一轮上海国资改革为上海本地股轮番活跃提供持续条件，而财力雄厚及资本市场意识强烈的天津、重庆等板块也可能会成为市场的热点。

C、重组、并购概念股

在指数低位及大家对行业盈利前景悲观，二级市场股价低迷、PB 也接近历史新低情况下，产业资本和二级的快钱玩家(包括主流机构)的定价理念和投资行为将产生火拼。部分低 PB、小盘、小市值、细分行业龙头具有较大的资产价值，并购性投资行为将在二级市场产生赚钱效应。近期的 VC、PE 已开始介入二级市场，很难想象以低于 1.5 倍的 PB 即可成为上市银行股东的机会会在现实中出现。同时，证监会仍本着提高上市公司质量的原则鼓励重组和并购，一度炒过的整体上市、资产注入、大集团小上市公司概念有可能在示范效应面前重新回到炒家面前。尤其是银行系统开始全面支持并购贷款，使得实力股东“空手套白狼”的扩张成为可能。

D、农业概念股

中央经济工作会议提出“保增长、扩内需、调结构”，其中扩内需就是要大力促进农民消费，稳定住房消费和汽车消费、通过发展终端消费来带动中间消费。未来经济转型重担可能落在农村身上。关注家电下乡、农村土地承包权流转、农机化肥良种补贴等政策推动的效果，关注受益的行业和公司。农业股普遍估值较高，风险较大，一般是短炒机会。

E、关于大小非问题

全流通环境下投资标的含有较大比例的限售股时，要充分考虑其解禁抛售压力，并给予足够的安全边际。一般情况下回避限售股占比太高的个股，唯有基本全流通或现实抛售压力小(如承诺锁定)可成为重点持仓股。同时，如果对大小非的问题有政策方面的变动，如关于解禁节奏和条件等设置，部分因此问题而反应过度的“错杀股”可望成为短线热点。

我们建议超配：景气持续的基建施工、铁路设备、3G 设备、医药行业，以及从布局角度出发配置金融地产。

重点推荐股(暂略):

表 15、东北证券覆盖行业及重点个股一览

2009 年行业和重点公司					
行业	投资评级	子行业	投资评级	重点公司	评级
石油化工	优于大势	油气勘探及开采	同步大势	中国石油	谨慎推荐

		炼油	优于大势	中国石化	谨慎推荐
		化工	同步大势	S 上石化	中性
		工程	同步大势	泰山石油	中性
		销售	优于大势	中海油服	未评级
				海油工程	未评级
医药	优于大势			海正药业	推荐
				华海药业	推荐
				南京医药	推荐
				上实医药	谨慎推荐
				益佰制药	谨慎推荐
				东北制药	谨慎推荐
银行	同步大势			浦发银行	推荐
				交通银行	推荐
				工商银行	推荐
				北京银行	推荐
				招商银行	长期推荐
食品饮料	同步大势	白酒制造	同步大势	双汇发展	谨慎推荐
		葡萄酒制造	同步大势	安琪酵母	推荐
		啤酒制造	优于大势	燕京啤酒	谨慎推荐
		黄酒制造	同步大势	金枫酒业	谨慎推荐
		乳制品制造	同步大势		
		屠宰及肉制品加工	优于大势		
房地产	同步大势			万科 A	推荐
				保利地产	谨慎推荐
				金地集团	中性
				栖霞建设	中性
				华发股份	中性
				金融街	中性
交通运输	同步大势	机场	优于大势	上海机场	谨慎推荐
		公路	同步大势	白云机场	谨慎推荐
		航空运输	同步大势	中海发展	谨慎推荐
		海运	同步大势	宁沪高速	短期中性
钢铁	同步大势			武钢股份	推荐
				八一钢铁	推荐
磁性材料	同步大势			安泰科技	谨慎推荐
				横店东磁	谨慎推荐
				中科三环	中性
				宁波韵升	中性
				天通股份	中性
				金瑞科技	中性
煤炭	同步大势			中国神华	中性
				中煤能源	中性
				大同煤业	谨慎推荐
				国际实业	中性
				兰花科创	谨慎推荐

电力		火电	中性	国电电力	推荐
		水电	推荐	文山电力	推荐
		核电	推荐	长江电力	推荐
		风电	中性	国投电力	谨慎推荐
				皖能电力	中性
				大唐发电	中性
通讯设备	优于大势			中兴通讯	推荐
				武汉凡谷	谨慎推荐
				三维通信	谨慎推荐
				中天科技	推荐
				亨通光电	谨慎推荐
基础化工	同步大势			扬农化工	谨慎推荐
				风神股份	谨慎推荐
				南岭民爆	谨慎推荐
				路翔股份	谨慎推荐
				烟台万华	中性
汽车	同步大势	商用车	优于大势	一汽轿车	推荐
		乘用车	同步大势	中国重汽	推荐
		零部件	落后大势	江铃汽车	谨慎推荐
				宇通客车	谨慎推荐
保险	同步大势			中国人寿	中性
				中国平安	谨慎推荐
				中国太保	谨慎推荐
证券	同步大势			中信证券	谨慎推荐
				海通证券	中性
电力设备	优于大势	发电设备	同步大势	东方电气	推荐
		输配电设备	优于大势	置信电气	推荐
		风电设备	优于大势	国电南瑞	谨慎推荐
		光伏设备	同步大势	东方电气	推荐
				中材科技	推荐
农业	同步大势	种植业	同步大势	绿大地	谨慎推荐
		绿化种苗	优于大势	诺普信	谨慎推荐
		种子	同步大势	农产品	谨慎推荐
		养殖	同步大势		

免责声明:

本报告中的信息均来源于公开数据，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归东北证券股份有限公司所有。

评级说明:

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、弱于大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的涨幅超越综合指数;

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的涨幅与综合指数基本持平;

弱于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的涨幅落后于综合指数;;

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股价的涨幅超过综合指数 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股价的涨幅超过综合指数 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内，股价的涨幅超过综合指数 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内，股价的涨幅低于综合指数 5%以上;