

<<2008年中国A股投资策略>>

图书基本信息

书名：<<2008年中国A股投资策略>>

13位ISBN编号：9787509203026

10位ISBN编号：7509203023

出版时间：2008-1

出版时间：中国市场出版社

作者：高善文

页数：351

版权说明：本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问：<http://www.tushu007.com>

<<2008年中国A股投资策略>>

内容概要

高善文博士、程定华博士及其团队，无疑是中国资本市场近年来最引人注目的研究机构之一。早在2006年3月，他们就提出了资产重估论理论。

当时上证指数还在1200点左右的位置，房地产价格上涨还刚刚露出苗头，他们就明确指出中国的各类资产价格都将经历一轮巨大的上涨和重估，当时的位置是处在历史性的资产重估浪潮的起点上。这一理论在业界引起巨大争议，但随后近两年的客观事实，使各种批评的声音逐渐销声匿迹。

本书是高善文博士、程定华博士及其团队的最新研究成果。

2007年12月18日，高善文博士在深圳举行的安信证券投资研讨会上正式发布了其对2008年资本市场宏观走势的研究和预测，同期安信证券研究中心陆续推出各个行业的研究报告。

在这些报告中，我们不但可以看到他们对宏观走势的分析和预测，而且还能看到对重点行业中优质龙头公司的深入研究和具体操作建议。

<<2008年中国A股投资策略>>

作者简介

高善文，北京大学经济学硕士；中国人民银行研究生部博士。

先后任职于中国人民银行、国务院发展研究中心、光大证券公司等。

现任安信证券股份有限公司首席经济学家。

2004年--2007年连续四年在《新财富》杂志组织的评选活动中被评为宏观分析第一名。

在2007年《证券市场周刊》组织的“首届卖方分析师评选水晶球奖”活动中被评为宏观分析第一名。

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。

2007年4月加盟安信证券研究中心。

在2007年《新财富》和《证券市场周刊》杂志组织的相关评比活动中均名列前茅。

<<2008年中国A股投资策略>>

书籍目录

第一部分 宏观分析与预测 通货膨胀与宏观调控 美元贬值与资产重估 踏遍青山牛未老 第二部分 行业及重点公司分析与预测 煤炭：景气之上的价格弹性 化工：注定要在沉默中暴发 化纤：关注景气行业的龙头企业 建材：行业景象继续向好，关注节能降耗 有色金属：供应紧张使价格维持高位 钢铁：盈利能力底部与资产注入 电器设备：电网投资向高中压转移 工程机械：出口增长成景气程度关注 铁路机械设备制造：高需求拉动 家电制造和零售：豪门盛宴进行时 旅游：休闲、度假旅游的“中国式”发展 医疗保健：医改繁荣，把握三大投资主题 中药：机遇与创新 银行：疾风知劲草 欧洲故事或美国故事，中国保险也会选择哪个？ 房地产：背山面水，这边风景还好 电信服务：东风好做阳和使，明年春色倍还人 电子元器件：毛利至上，内需先行 电力行业：煤价上涨无碍景气回升附录 高善文博士新著《透视繁荣》首发式活动纪实

<<2008年中国A股投资策略>>

章节摘录

通货膨胀与宏观调控——2008年宏观经济与资本市场形势展望 引言及主要结论 今天我们主要讨论三个部分的内容，包括：第一，2008年流动性供求的基本状况；第二，2008年企业盈利增长和实体经济供求变化的基本前景和特点；第三，通货膨胀和宏观调控问题。

在第一和第二部分的讨论之中，我们的主要结论是：从现在我们能看到的各种经济数据来综合判断，牛市的基础依然健康；牛市可能即将或正在逐步转入下半场；2008年对市场最大的压力和不确定性将主要来自于信贷控制，将主要取决于信贷控制的力度和持续时间。

在第三部分的讨论之中，我们的主要结论是：从中长期的经济周期意义上看，如果我们可以把一个经济周期分解为扩张期、繁荣期、收缩期和衰退期四个时期的话，那么自从2002年以来的本轮经济周期的扩张期在2007年上半年可能已经基本完成，并正在转入繁荣期，这样的繁荣期有可能持续几年的时间。

如果我们把这样的一个经济周期比作一次飞行活动的话，那么2002年到2007年上半年大约连续五年的经济扩张就相当于飞机的起飞和不断爬升时期，目前这一爬升过程已经基本结束。

在2004年前后因为短暂的通货膨胀压力，经济曾经遭遇严重的宏观调控；在2004年的宏观调控之中，许多市场参与者曾经担心经济会出现“硬着陆”。

3年以后回头来看，2004年的宏观调控对经济的起飞和爬升过程的影响实际上只是一次空中加油，并且可能是风中加油，这导致经济在此期间经历了短暂的颠簸，但是总体上看从2002年一直到2007年实体经济的增长率始终在不断提升。

目前经济可能正处在从扩张期转入繁荣期的转折关头。

如果继续以飞行活动来打比方的话，经济这架飞机需要在高空采取一些空中制动的动作。

空中制动的根本目的是适当调整飞行姿态，并降低飞行高度，使飞机以最省油的状态在最适航的高度平稳飞行。

这样的空中制动面临着两种风险和困难：第一种风险和困难是空中制动的力度不足。如果空中制动的力度不足，这样飞机会出现一定的颠簸，同时飞行高度继续高于适航区间，耗油量比较大，从而会限制飞机可以达到的最远飞行距离。

所谓耗油量比较大，在经济层面上主要表现为劳动力市场过度紧张、劳动力成本上升过快，并造成第三产业以及食品等价格的不断上升，从而形成不断积累和释放的通货膨胀压力。

第二种风险和困难是空中制动的动作过于猛烈，飞机减速过快，并使飞行姿态的调整演变成为一次高空俯冲。

如果空中制动演变成为一次高空俯冲，那么在经过一段时间的俯冲以后，重新进行空中加油、调整飞行姿态并使得飞机返回适航高度，这样的困难将非常大，同时耗油量也会大得多。

从我们现在能够看到的经济基本面数据来分析，我们相信飞机经过空中制动和飞行姿态的必要调整以后，转入到适航高度，以比较低的通货膨胀和比较高的经济增速继续前进，这样的可能性应该是比较大的，但是严重的政策失误风险仍然存在。

在这方面我们不得不想起1994年前后的宏观调控。

那一轮宏观调控最大的问题在于减速过程最后发展成为高速俯冲，直到1998年才启动了低空加油和扩大内需的操作。

经济在此前后几年的时间里遭遇了比较严重的经济困难，银行体系也形成和堆积了大量坏账。

这样的政策风险在这轮的空中制动之中会否再次重演，我们将拭目以待。

但是，从我们目前面临的宏观经济内外环境来看，综合分析劳动力市场情况、企业生产效率进步方面的发展以及企业盈利的基本状况等因素，我们相信目前经济的基本面和1995年前后相比要强健得多，从而在更大的空间和范围之内能够承受政策方面的失误和风险。

1.2008年流动性供求状况评估 接下来我们展开第一部分的讨论。

从2006年3月一直到2007年10月接近20个月的时间里，我们始终在讨论资产重估问题，并将对实体经济方面的分析放在一个比较次要的地位。

总结这20个月我们对资产重估问题的分析，从流动性供应的角度来看，我们把流动性的来源总体上分

<<2008年中国A股投资策略>>

解为三个部分，第一个部分是贸易顺差，第二个部分是国际资本流动，第三个部分是银行的主动信贷创造。

接下来我们将从这三个角度来分析2008年流动性供应增长的基本状况。

1.1 贸易顺差增长前景评估 我们首先来分析贸易顺差方面的情况。

我们都知道贸易顺差定义为出口的总量扣减掉进口的总量，所以我们可以分别分析出口的增长和进口的增长，从而来综合判断贸易顺差的基本走向。

我们提出的猜测是：2008年中国贸易顺差的规模可能仍然将继续扩大，但是贸易顺差的增速很可能将大幅度下降；进一步考虑到经济本身的增长和汇率升值的影响，贸易顺差占GDP的比重从2008年开始很可能将转入下降过程。

这一转折表明从资产重估的意义上讲，经济正在经历一些非常重要的变化。

对资本市场而言，这可能意味着中国的牛市正在或者很快将转入下半场。

我们目前的推算是，2008年全年贸易顺差的规模可能会维持在3000亿美元左右，我们知道2007年贸易顺差的规模大约是在2600亿~2700亿美元之间，这显示贸易顺差的增长率将下降到不足15%的水平。

进一步考虑到汇率升值和经济本身的名义增长，贸易顺差占GDP的比重将逐步下降。

看起来不能排除这样的可能性，就是2008年贸易顺差的规模比我们现在预估的规模要更小。

具体而言，从出口方面的情况来看，很多年以来中国出口的增长率在很大程度上与中国主要贸易伙伴的经济增长率，特别是其制造部门的增长率存在非常密切的联系。

在2001年以前，中国出口的平均增长率大约维持在16%附近，以这一增长率为中轴，出口的波动与中国主要贸易伙伴制造业活动的波动高度同步。

2002年以来中国出口的平均增长率抬升到26%附近，以这一增长率为中轴，出口增长率的波动在很大程度上仍然同主要贸易伙伴制造业的增长率同步波动。

从我们现在能够看到的情况来分析，在一定程度上受美国次贷危机进一步蔓延和全球性信贷紧缩的影响，领先指标显示2008年中国主要贸易伙伴制造业活动将出现比较明显的放慢，这一放慢过程将对出口增长率构成压制。

进一步考虑到人民币升值过程和一系列抑制出口政策的影响，看起来出口增长率的减速过程在2007年四季度已经开始，从2008年全年的情况看，2008年中国出口增长率很可能将下降到22%左右。

如果出现非常严重的全球性经济收缩，那么出口增长率很可能比这一水平要更低。

从进口的情况来看，很多年以来，中国出口增长率和进口增长率基本上同步波动，这可能一定程度上与加工贸易的大量存在有关。

例如1998年受亚洲金融危机的影响，中国出口增长率下降到了一位数，在个别季度甚至下降到零以下，但是1998年中国贸易顺差占GDP的比重并没有明显下降，原因是在出口增长率急剧下降的同时，进口增长率在以更快的速度崩溃，所以单独分析出口增长率对贸易顺差的影响是远远不够的。

看起来中国的进口增长模式有几个值得注意的特点：第一个特点是出口增长率和进口增长率高度同步，所以在很大程度上如果知道了出口增长率就可以大体推断进口的增长情况。

2006年底我们推断2007年中国贸易顺差的规模将超过2500亿美元，回头来看这样的推算同实际的数据比较接近，推算办法就是基于这一模式。

第二个特点是在实体经济供求平衡的拐点附近，进口增长率会摆脱出口增长率的影响，表现出独立的模式。

例如1999年中国的出口增长率出现回升，但是进口增长率在以更快的速度回升，并导致1999年中国贸易顺差的规模急剧收缩。

然而，尽管1999年中国进口增长率出现非常大的回升，1999年中国经济的增长率却比1998年要更低。

那么在经济增长率本身并没有加速（实际情况是在减速）的背景下，为什么进口增长率会出现这么大的上升呢？

基本原因可能在于经济总供应能力增长在明显放慢。

<<2008年中国A股投资策略>>

上世纪90年代早期高速增长的投资在1995年以后形成了经济供应能力的快速增长和贸易顺差规模的急剧扩大。

但是经济供应能力的增长在1998年可能就基本结束了。

因为经济供应能力的增长大体结束，所以供应能力增长对进口的压制力量基本消失，从而造成1999年进口增长率出现非常大的上升，这可能还同时推动了企业盈利能力的同步改善。

另外一段值得注意的例子，是2002—2003年这段时期。

在此期间，在出口增长率爬升的同时，进口增长率以更快的速度上升，贸易顺差规模进一步下降。

在2002—2003年这段时期，在进口增长率快速爬升的同时，中国经济的增长率在上升，投资和工业的增长率在上升，通货膨胀在上升，表明这一轮的进口增长加速在很大程度上来自于总需求的快速扩张，而不是供应能力增长的放慢。

所以在出口增长率波动的基础上，进口本身还有一些相对独立的模式，这一独立模式的出现很大程度上反映了实体经济内部供求力量的相对变化。

这一相对变化要么表现为供应能力增长的放慢，要么表现为总需求增长的加速，二者必居其一。

我们目前的推测是2008年实体经济的供求平衡可能会再次处于这样一个拐点附近，并导致进口增长率摆脱出口增长的地心引力的影响，开始表现出一些独立模式，其后果是进口增长率出现比较大的加速。

推动这一加速的力量看起来可能同时来自两个方面，一个方面是2005年以来中国经济总供应能力的增长在进入2007年以后开始明显放慢，另外一个方面是2008年经济的总需求很可能在孕育着进一步加速的力量。

实际上，2007年四季度以来中国的进口增长率似乎已经表现出加速势头，连续两个月的进口增长率都达到25%左右，这在一定程度上也许存在基数的影响，但是如果我们注意到2007年四季度工业增长实际上在放慢的话，那么这一数据可能暗示由于供应能力增长放慢，进口增长加速的过程可能已经启动。

2007年四季度企业盈利能力继续上升，可能也与供应增长放慢有关。

所以即使2008年出现了很大的宏观调控，使得总需求的增长受到抑制，进口增长率可能仍然比较高；如果2008年总需求增长率比较快，那么进口增长的加速将会更大。

以此为基础看，2008年进口的增长率很可能会维持在25%~26%的水平。

目前看无法排除这样的可能性，即2008年的进口增长率比我们的预估数据要更高。

实际上正是因为进口增长率包含了实体经济供求平衡方面的重要信息，所以我们非常看重贸易顺差的影响。

贸易顺差的形成过程一方面为经济提供了必要的流动性，另一方面也比较敏感地反映着实体经济供求平衡格局的变化方向，对企业盈利产生很明显的影 响，并会影响到实体经济对流动性的吸收能力。

有了对进口增长率的这一推测，我们就可以得到2008年贸易顺差的规模，即大约3000亿美元附近的水平。

需要指出的是，由于这一预测处在实体经济供求平衡的拐点附近，这一预测的风险是比较大的。

数据来源：CEIC安信证券。

尽管存在估计上的偏差，看起来比较确定的一点是：贸易顺差占GDP的比重正在或即将转入下降过程，这一转折在年度数据上可能会在2008年看到。

从2005—2007年连续三年时间里中国对外经济失衡不断恶化，受此影响资产市场出现了非常剧烈的重估。

如果我们对于2008年贸易顺差和实体经济变化方向的推断大体正确，那么目前这一资产重估过程的上半场可能将要结束，并逐步转入下半场。

接下来，我们分析一些相关的国际数据，为 我们对进口的分析提供进一步的佐证。

首先来看日本的情况。

从1986—1988年日元兑美元的汇率经历了急速的升值，在此期间日本以美元计价的出口增长率本身并没有很大的变化，但是以美元计价的进口增长率出现了急剧上升。

这导致1987年以后日本贸易顺差的相对规模开始下降，日本的资产重估过程和牛市逐步转入了下半场

<<2008年中国A股投资策略>>

中国台湾的情况在很大程度上是相似的。

从长期角度看，台湾的进出口增长率波动高度同步，但是在1986年以后的几年时间里，受汇率急剧升值的影响，台湾的进口增长率大幅度上升，并长期超过出口增长率，这导致1987年以后台湾实体经济的失衡进入逐步缓解和下降的过程，市场也转入了重估过程的下半场。

资产重估过程下半场和上半场非常关键的区别一方面在于内需的重要性开始上升，另外一方面在于市场对资本流动和信贷控制开始敏感起来。

1.2 国际资本流动前景评估 我们接下来转入对资本流动的分析。

在2007年10月份的报告《美元贬值与资产重估》中，我们分析了在过去30多年的时间里美元汇率和全球资本流动格局变化对全球资产市场的影响。

这一分析的基本结论是：在上世纪80年代后期美元汇率急剧贬值的过程中，大量资本流出美国，流入全球其他发达经济体，并导致同期从日本到我国台湾地区，从法国、芬兰、德国到英国等经济体，在全球范围之内都出现了资产价格加速上升的局面。

各国汇率制度的差异和宏观经济政策取向的不同使得各国资产价格的涨幅存在差异。

在同期信贷条件相当宽松的地区，例如日本、芬兰、中国台湾和法国等，资产价格的涨幅异常地大，并在随后经历了资产泡沫破裂的打击。

2002年以来随着美元汇率再次进入贬值过程，资本流向出现了类似的变化。

在这一格局下我们看到韩国、印度、巴西、俄罗斯等新兴经济体的资产价格都出现了快速上升的局面。

2007年8月份以来，受美国次贷危机影响，美元汇率的贬值过程进一步加速，美联储为应对次贷危机和经济放缓影响而采取的降息措施进一步推低了美元汇率。

这意味着从国际资本流动的角度看问题，全球资本离开美国，流入全球其他经济体，特别是新兴经济体的趋势得到进一步强化，看起来这一局面在2008年很难得到根本性的逆转。

在这一背景下，分析国际资本流动对中国资产市场在2008年的影响将变得非常重要。

作为对比，1996年前后中国经历的资产重估主要受到贸易顺差增长的推动，国际资本流动在其中的影响可以忽略，在后期甚至是负面的。

我们首先来看中国居民在境外获取的要素报酬等科目的情况。

在国际收支平衡表上，经常账户交易的主要内容是货物和服务贸易（从而形成贸易顺差），但它还包括一些其他的科目，主要是：（1）境外居民对中国居民的单边转移支付，比如说赠款；（2）中国居民在海外工作所获得的劳动报酬；（3）中国居民在海外投资所获得的利息和分红收入。

从数据上看，大约从1994年一直到2002年，中国居民获取的境外要素报酬始终为负，表明国外企业和居民在中国获取了更多的要素报酬，并将这些报酬不断汇出。

但2003年以后情况发生了明显变化，表现为境外要素报酬转为正值，规模不断上升，在2007年上半年，这一科目的规模已经达到了300亿美元。

这些科目的内容在交易层面上的真实性是很难考证的，更加值得注意的是，其体现的资金流动的方向变化同美元汇率的变化刚好相反。

从1995年到2002年美元汇率一直在升值，同期这些科目始终为负，显示资金总体上在流出中国；2003年以来美元汇率开始持续贬值，这些科目也同步转为正值，显示资金总体上不断流入中国。

这也许暗示我们可以把这些科目的交易内容理解为投机性的资本流动。

考虑到这些科目的历史模式，以及美元汇率继续贬值的前景，看起来其规模在2008年可能进一步增长，至少不会出现很大的下降。

我们接下来继续分析国际收支平衡表上资本账户的情况。

我们可以定义三个指标：一是中央银行外汇储备的增长扣减经常账户顺差；二是在前一指标的基础上进一步扣减外商直接投资；三是直接观察误差与遗漏项的情况。

计算结果显示这些口径下资本流动的模式是非常接近的，其波动特点包括：第一，在2002年之前的美元升值期间，资本流入的平均规模都比较小；2002年以来随着美元不断贬值，资本流入的平均规模有了比较明显的放大。

<<2008年中国A股投资策略>>

第二，在短周期的意义上看，资本流入在一定程度上同国内的经济周期存在联系。比如说1998年中国存在严重的供过于求，当年资本流出的规模就比较大；2003—2004年中国经济存在比较明显的供不应求，资本流入的规模也比较大；2005年中国开始出现明显的产能过剩，当年资本流出规模开始扩大。

第三，它可能在一定程度上也受到美国经济周期波动和国际经济环境变化的影响，比如说1998年的亚洲金融危机，以及2005年美国的经济周期上升，美元汇率和利率上升等因素可能也部分解释了这两年的资本流出局面。

从这些因素来考察，考虑到美国经济的周期前景和美元汇率的贬值趋势，以及中国国内经济供求平衡状况的变化方向，看起来资本流入规模在2008年可能进一步上升。

我们再来考察一些国际资本流动的案例，为我们以上的分析提供进一步的佐证。

首先看日本的情况，在1985—1987年期间日元汇率快速升值，受此影响，日本居民将境外资产调入国内，投机性资本也开始流入，这段时期日本的资本流入规模较其他时期有明显的放大。

<<2008年中国A股投资策略>>

编辑推荐

2008年，中国A股市场走势将会如何？

普通投资者该如何操作？

——牛市依旧在，刚进下半场——中国资产重估刚进入牛市的下半场！

2006-2007年中股市进程已经验证了资产重估理论的前半段，但其理论的后半段是否也能经得起实践的验证呢？

我们拭目以待。

<<2008年中国A股投资策略>>

版权说明

本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问:<http://www.tushu007.com>