

haitong

04年四季度市场分析与投资策略

海通证券研究所

2004.9

HITSEC

1、要素分析

预计年底美国基准利率在2%~2.25%

Released On:	<u>1/27</u>	<u>3/16</u>	<u>5/4</u>	<u>6/29</u>	<u>8/10</u>	<u>9/21</u>	<u>11/10</u>	<u>12/14</u>
Released For:	Jan	Mar	May	Jun	Aug	Sep	Nov	Dec

就业数据显
示美联储将
继续加息
25个基点。

11月与12月还有两次
加息的机会。

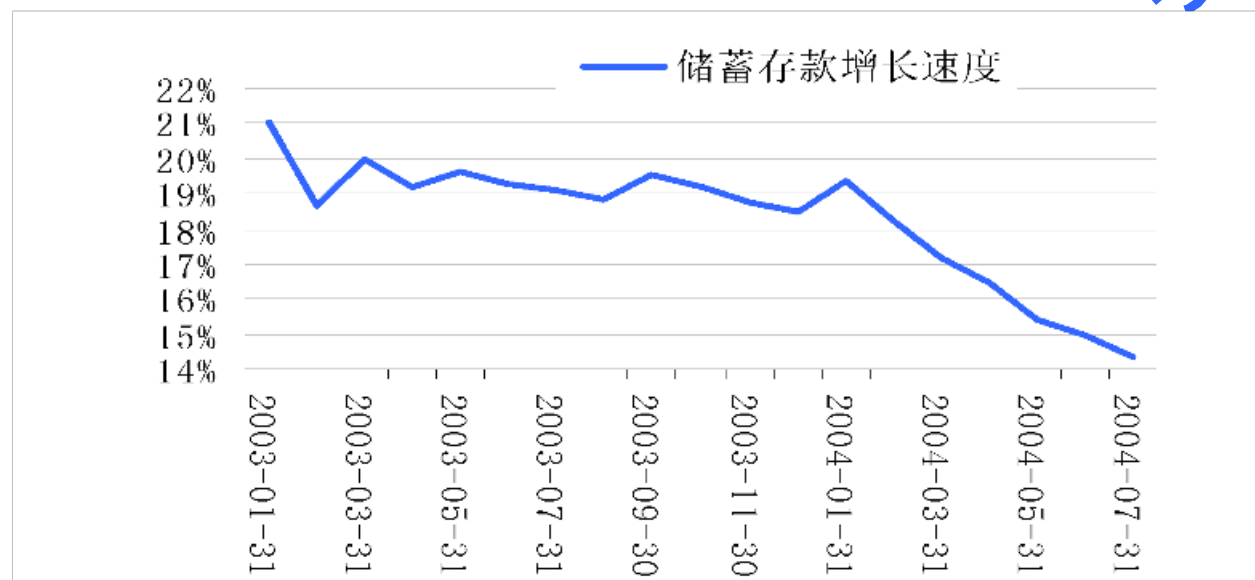
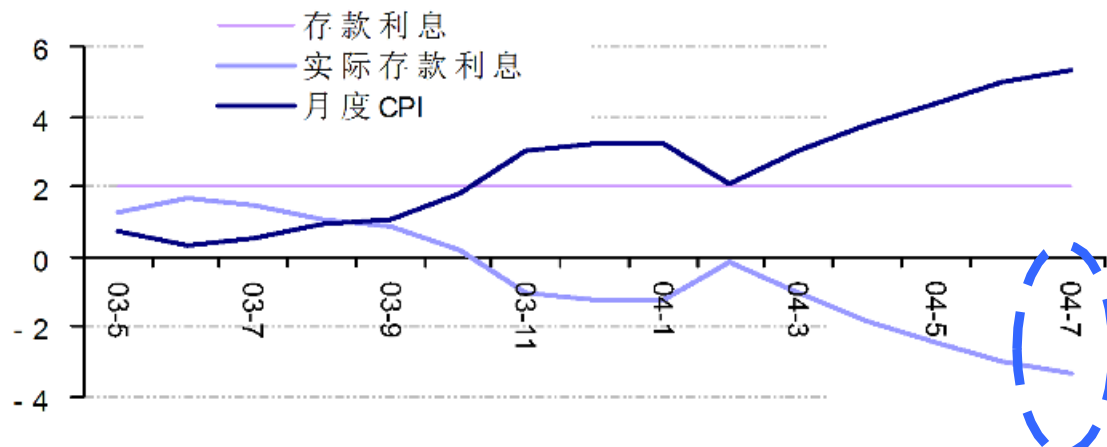
预计年底美国基准利
率将达到2.00~2.25
之间。

1.要素分析

负利率长期存在影响金融稳定

长时间的存款负利率导致居民储蓄倾向下降。

进入2004年储蓄存款增长率呈现快速下降的趋势，对银行体系形成考验。

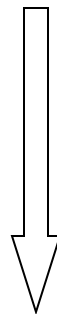


1.要素分析

四季度利率调整正当时

- 宏观调控要求使用经济手段。
- 与美国利差减小，受外部制约减小。

如果四季度不加息



2005年二季度

由于04年1季度基数比较高，所以，05年1季度的增长率会比较低。加息的理由不充分。

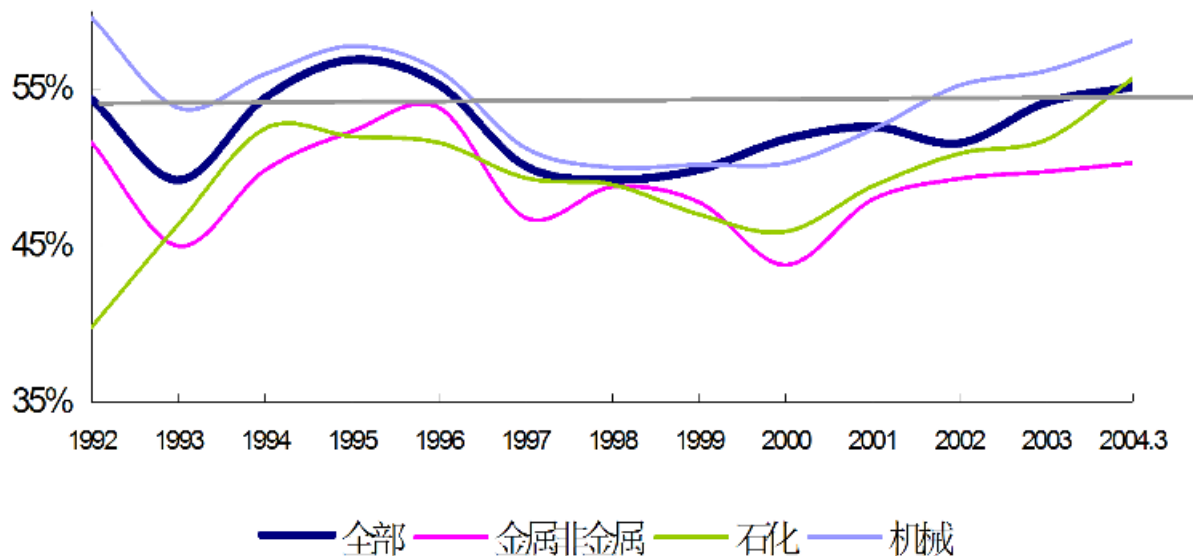
1.要素分析

小幅升息对收益影响有限

整体的资产负债水平并没有提高；

短期升息的幅度是不大的；

数量管理对公司经营的影响远胜于价格管理。



利率上涨0.5%，公司财务费用提高10%左右，公司利润下降5%左右。

1.要素分析

升息对估值的影响深远

$$P/E=1/(R-G)$$

决定股票价格的因素不仅仅是上市公司的每股收益，市场的资金成本是决定整体估值水平的重要因素；

尤其是在收益增长预期下降的情况下，资本成本的增加更是雪上加霜。

		G				
PE		5%	7%	8%	9%	10%
R	10%	20.00	33.33	50.00	100.00	
	10.5%	18.18	28.57	40.00	66.67	200.00
	11%	16.67	25.00	33.33	50.00	100.00
	11.5%	15.38	22.22	28.57	40.00	66.67
	12%	14.29	20.00	25.00	33.33	50.00

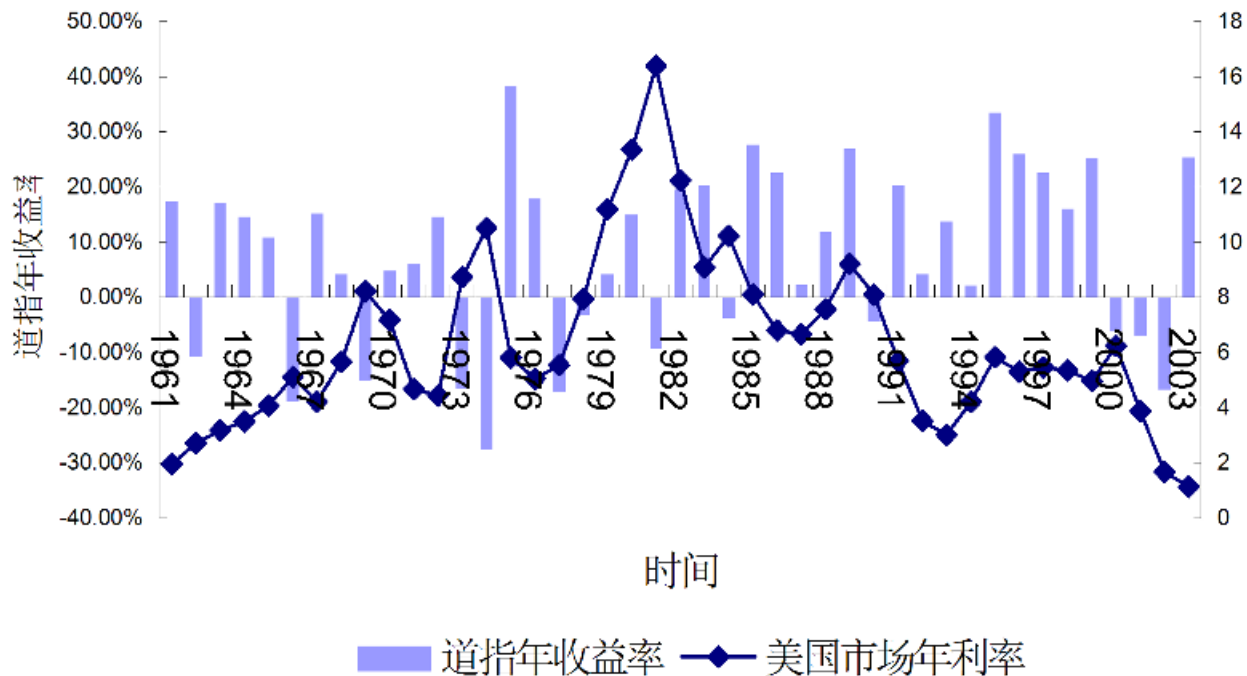
1、要素分析

美国的历史

CPI区间	0~3		3~5		>5	
年数	12年		15年		13年	
	上涨年份	下跌年份	上涨年份	下跌年份	上涨年份	下跌年份
	10年	2年	11年	4年	6年	7年
比例	83.3%	16.7%	73.3%	26.7%	46.1%	53.9%
平均收益率	11.63%		10.25%		0.49%	

1、要素分析

美国的历史



1、要素分析

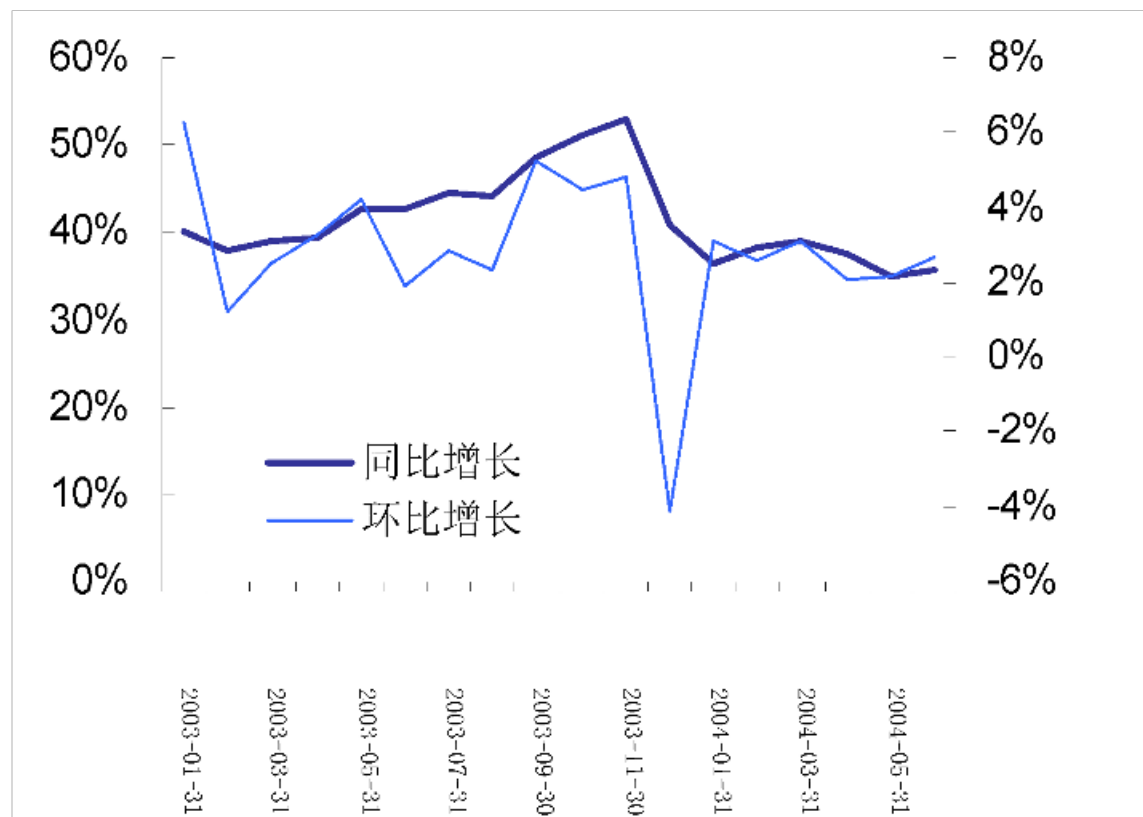
美国的历史

长周期	升息周期	1961—1981	降息周期	1982—2003	
收益率	2.92%		12.83%		
升息短周期	1961—1969	1973—1974	1977—1981	1988—1989	
收益率	3.82%	-22.08%	-2.11%	19.41%	
降息短周期	1970—1972	1975—1976	1982—1987	1990—1994	2001—2003
收益率	8.50%	28.09	17.03%	7.20%	0.49%
率相对固定其	1995—2000				
收益率	19.54%				

1.要素分析

•人民币币值低估的问题并没有随着宏观调控而减弱，反而国内外汇储备超常规增长，同比保持在30%的增长速度，虽然比去年的增长速度下降，但是，由于基数巨大，成为经济发展的隐患。

再谈汇率问题——外汇储备超常规增长



1.要素分析

外资加速流入

2004年上半年
不明外资流入
的金额超过去
年全年。
达到增加储备
额的60%。

	2004年中	2003年底	2003年中
外汇储备	4706	4033	3465
同比增加额	673.88	1168	601
外贸顺差	-68.2	255.3	45
实际利用直 接投资	338.83	535	303
差额	403.25	377.7	253

1.要素分析

外汇占款冲击了宏观调控的效果

	2003.12	2004.1	2004.2	2004.3	2004.4	2004.5	2004.6	2004.7
外汇占款 Position for Forex Purchase	34846.92	35791.08	36759.48	37726.23	38640.61	39135.85	40280.03	41068.22

差额：6221.30亿

公开市场回笼：2093亿

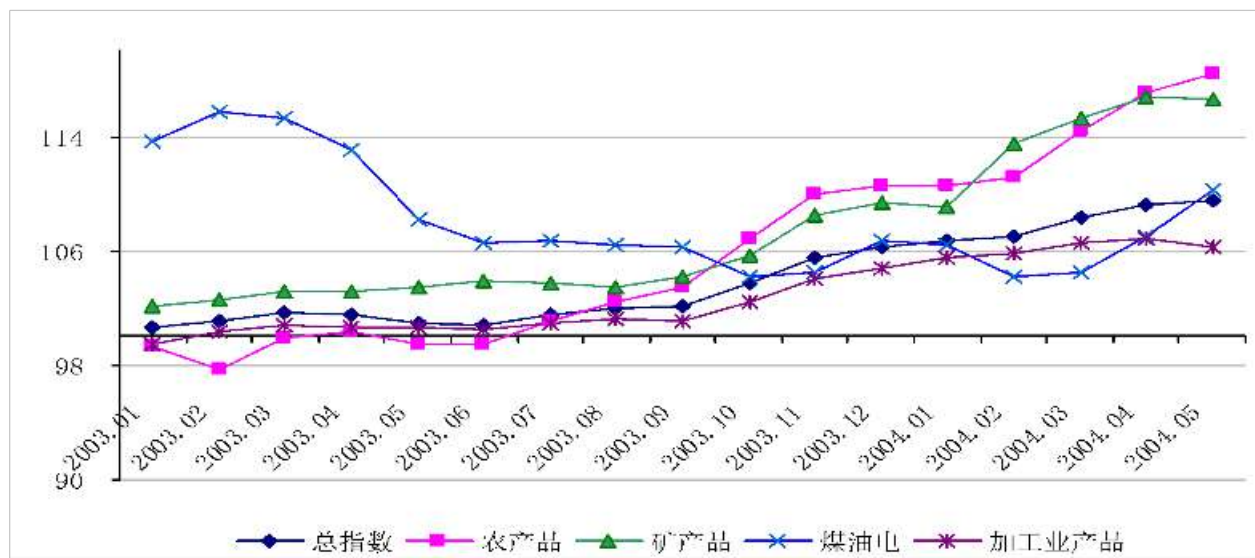
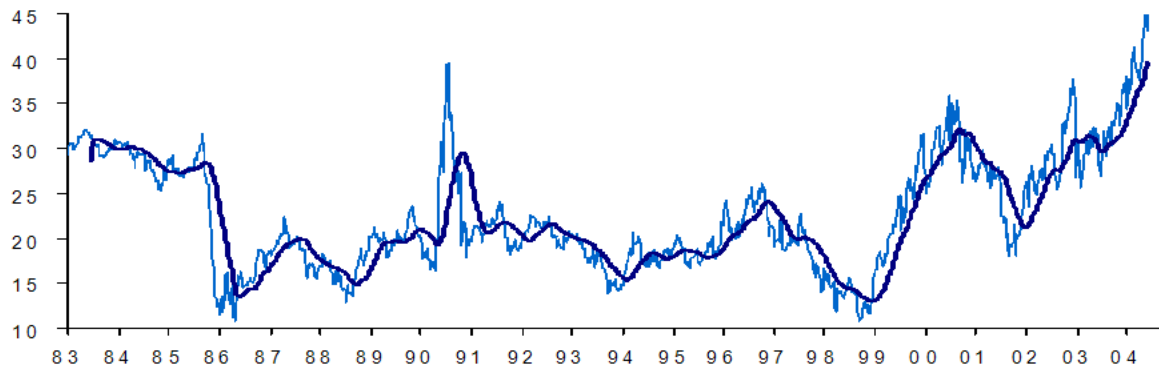
定向发债回笼：2000亿

净投放超过2000亿

1.要素分析

大宗物资价格不能调控

币值低估导致进口物资价格高，推动了国内物价水平的上涨。



1.要素分析

维持出口竞争力的代价太大

外汇储备的贬值，进口产品价格的上涨，货币政策的独立性是调整汇率的现实要求。

U. S. Treasury Bonds				
Maturity	Yield	Yesterday	Last Week	Last Month
3 Month	1.54	1.52	1.48	1.32
6 Month	1.79	1.77	1.66	1.57
2 Year	2.54	2.57	2.38	2.37
3 Year	2.87	2.9	2.71	2.7
5 Year	3.45	3.48	3.3	3.37
10 Year	4.23	4.28	4.11	4.21
30 Year	5	5.05	4.92	5.03

同比(%)				
	商品名称	数量	金额	价格
	原油	23.10%	33.40%	8.37%
	钢材	8.90%	15.10%	5.69%
	初级形状的塑料	-15.00%	-3.90%	13.06%
	铁矿砂及其精矿	12.30%	130.60%	105.34%
	大豆	53.10%	114.10%	39.84%
	未锻造的铜及铜材	3.30%	27.00%	22.94%
	成品油	1.50%	9.20%	7.59%

1.要素分析

长期来看，汇率的调整是必然选择

强势经济对应强势货币

长期来看，人民币的估值水平必然由经济水平决定。短暂的管制不能消除投机性冲击。

不恰当的汇率制度导致资产配置扭曲

世界加工基地向中国转移，导致中国高耗能工业的发展，导致东部地区过度投资。

1.要素分析

升值与升值预期带来了什么？

有外汇借款的企业

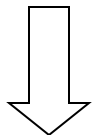
有大量土地储备的企业

从事进口业务的企业

2. 市场分析

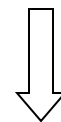
宏观调控的背景下：证券市场地位式微

1987. 10. 19
黑色星期一



1987. 10. 20,
格林斯潘：
美联储随时可以作为支持经济与金融体系的流动性来源。

宏观调控下的
A股市场



银监会官员：
严控银行资金流入股市。
不能让证券市场成为要挟国民经济的工具。

加快直接融资。改变企业融资结构，减少银行风险。

2. 市场分析

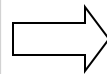
现在，政策空间有多大？

目前监管层正在寻求政策上对市场的支持，诸如降低印花税、推动社保入市、保险资金入市等。

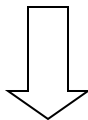
但是供求格局不会有真正的改变。

发行制度的变革为弱市情况下直接融资提供了条件。

国九条落实了什么？



过去式：
中小企业板
新股高速发行



将来时：
“海归”——中石油、中移动
.....
集团上市——上汽集团、建行、中行.....

2. 市场分析

全流通：短期空间不大

	证监会	国资委
方式	通过一揽子方案来解决全流通问题，最好能够得到市场的认同。	目前的着眼点在于国有股减持，通过场外的方式来减持国有股，维持二级市场的高溢价，为大量的大型国有企业上市提供条件。如果要全流通，国有股的价格越高越好。
时间	尽快解决	短期不打算解决。因为两个市场没有找到双方都赞同的方法。
目的	解决证券市场股权分置，消除市场历史遗留问题，保护投资者利益。	维持二级市场高溢价。推动国有企业改组改造引进战略投资者

2. 市场分析

银行不良资产率18%

银行业不良资产

证券公司不良资产

2002. 6. 24:
证券商整体资产不良率为
51. 8%

现在:

2004年3月31日, 全国129家
券商, 注册资本总额为1250
多亿, 潜亏实际亏损与帐面
亏损高达2200亿人民币

2. 市场分析

宏观调控不会放松

物价水平没有回落

瓶颈问题没有解决

在建工程规模巨大

宏观调控不会再出大的行政性紧缩措施；
但是宏观调控并没有结束；由于参与主体的多元化导致调控任务更加艰巨；
我们判断下半年宏观调控将在紧紧松松间徘徊；
政策的不确定性给证券市场带来不确定性

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/366051214131011010>