

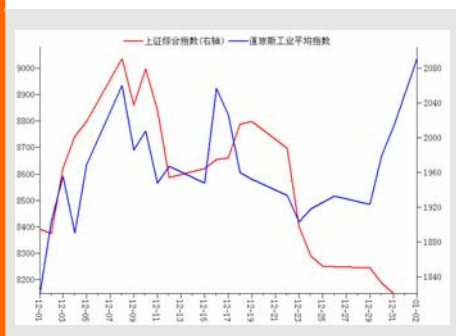
策略周报

曹雪峰

010-66276925

caoxuefeng@cjis.cn

经济周期底部与市场底部



要点:

► 改革开放以来，中国经济每 10 年经历一个周期，本轮经济周期大约是从 2000 年左右开始的，2009 年和 2010 年正是本轮周期的结束，也是下一轮经济周期的开始，或者说这两年是中国经济十年周期的底部。2008 年，中国经济大幅回落，一方面与外部需求减弱有关，另一方面也符合中央 07 年下半年制定的宏观调控目标。当前，外部需求仍然疲弱，但宏观调控的方向已经发生了方向性改变，“保增长”成为了首要任务。导致经济大幅回落的两个因素之一已经改变方向，宏观经济大幅回落的态势应该有所变化。

► 2008 年市场大幅下跌，一方面有基本面恶化的影响，另一方面大小非在其中起到了加速市场下跌的作用。2009 年，随着货币信贷逐渐放松，企业利润下跌的势头将得到一定程度的遏制；同时，在目前估值水平较低的情况下，大小非减持的冲动会有所降低。虽然我们认为，2009 年 7 月和 10 月份，规模巨大的大小非解禁量可能对投资者心理产生一定的不利影响，但从海通证券大小非解禁的情况来看，很有可能意味着难得的买入机会。

报告回顾:

《中央经济工作会议或为 12 月行情分水岭》

《上市公司利润增速继续下滑》

《金融动荡加剧，国际资本或将转向》

《市场将维持震荡》

《融资融券试点——有助于稳定，不改变趋势》

《从大小非减持到大股东增持》

《可交换公司债对大小非减持的影响有限》

《不排除反弹，不期待反转》

《事件性冲击进入尾声，市场整理仍将继续》

《利好政策期盼下的冷思考》

《重要的是寻找相对确定的因素》

《短期防御，布局长远》

《越南货币危机会影响中国吗》

《关于影响股市涨跌几个因素的思考》

《经济转型催生新的投资机会》



1. 一周回顾

上周，2008 年最后三个交易日，市场没有出现投资者期望的走势，以连续三个交易日下跌结束了本年的行情。上周三个交易日，上证指数分别下跌 0.06%、0.95%以及 0.66%，深证成指分别下跌 0.76%，1.43%和 1.11%。2008 年，投资者可能损失较大，但从中积累的宝贵经验正是未来盈利不可或缺的。

2. 中投视点

作为资本市场市场中的一员，我们都是非常幸运的，因为我们经历了“百年一遇”的金融危机，见证了股权分置改革，经历了一定程度上由股权分置改革带来的 2007 年的大牛市，同样也体验了 2008 年巨大的熊市。这些经验有助于中国资本市场更快成熟，有助于监管体系更趋完善，也有助于中国投资者更快成长。

改革开放以来，中国经济每 10 年经历一个周期，本轮经济周期大约是从 2000 年左右开始的，2009 年和 2010 年正是本轮周期的结束，也是下一轮经济周期的开始，或者说这两年是中国十年周期的底部。

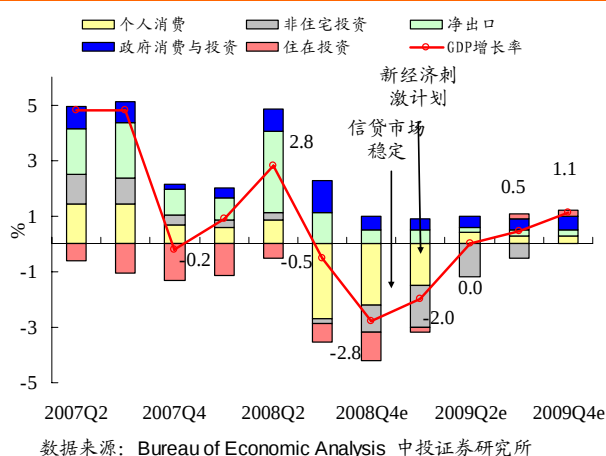
2008 年，上证指数大幅下挫 65%，上市公司市值大幅缩水，投资者损失较大。经过 2008 年市场单边大幅下跌行情，2009 年也将是 A 股市场的底部。

➤ 经济周期的底部

2008 年，中国经济大幅回落，一方面与外部需求减弱有关，另一方面也符合中央 07 年下半年制定的宏观调控目标，即防止经济过热和通货膨胀。在内外双重压力下，中国经济快速回落。当前，外部需求仍然疲弱，但宏观调控的方向已经发生了方向性改变，“保增长”成为了首要任务。按照正常的逻辑来分析，导致经济大幅回落的两个因素之一已经改变方向，宏观经济大幅回落的态势应该有所变化。

第一，美国经济或在明年 3 季度摆脱负增长

图 1：美国经济现状与预测



根据我们宏观经济分析师的预测，2009 年一季度美国 GDP 增速为 -2%，二季度为零增长，三季度摆脱负增长。有助于全球及中国经济企稳。

数据来源：Bureau of Economic Analysis，中投证券研究所

第二，我国宏观调控已经完全转向

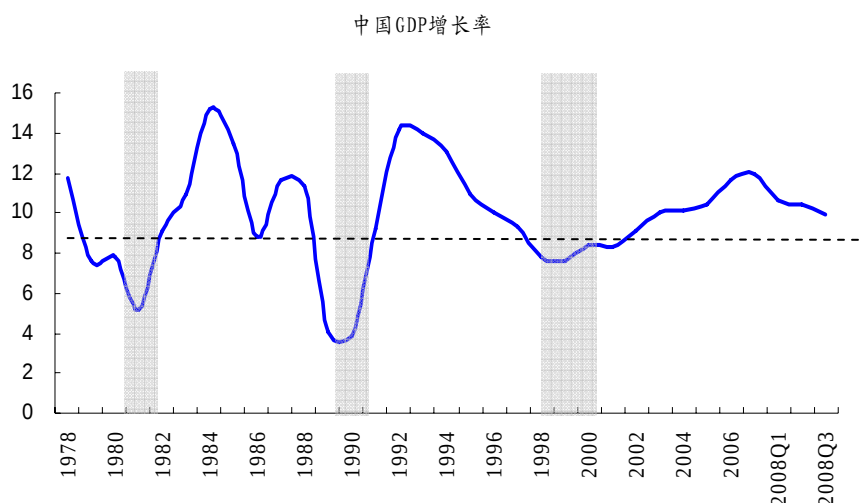
2007年下半年以后，中国经济进入“高增长、高通胀”，2008年2月CPI同比增长曾高达8.7%。为了防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀，07年中央经济工作会议明确提出实行从紧的货币政策和稳健的财政政策，同时要求把握好宏观调控的重点、节奏和力度。面对国际经济环境的重大变化和国内自然灾害的突然冲击，按照中央的部署，2008年上半年，央行6次上调存款准备金率并实施了有保有压的信贷控制。

2008年下半年以来，尤其是9月份以后，国内外宏观经济形势发生较大变化，国际大宗商品价格快速回落，通胀压力开始转变为通缩风险，11月的CPI同比增幅快速下滑，为2.4%，三季度GDP同比增长也降至9%的水平，这是2005年以来GDP首次出现个位数增长。在此背景下，2008年中央经济工作会议召开，将保持经济平稳较快发展作为2009年经济工作的首要任务。宏观调控的基调也转变为“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，并推出了“4万亿”投资计划以推动经济增长。

第三，2009年将是上一轮经济周期的底部

图2：改革开放以来中国经济10年一个周期

78年改革开放以来，中国经济大约每10年经历一个周期。80年、90年以及2000年前后即是上一个周期的底部，同时也是下一轮增长的开始。2009年，中国经济可能也是处于这样一个底部。



数据来源：wind，中投证券研究所

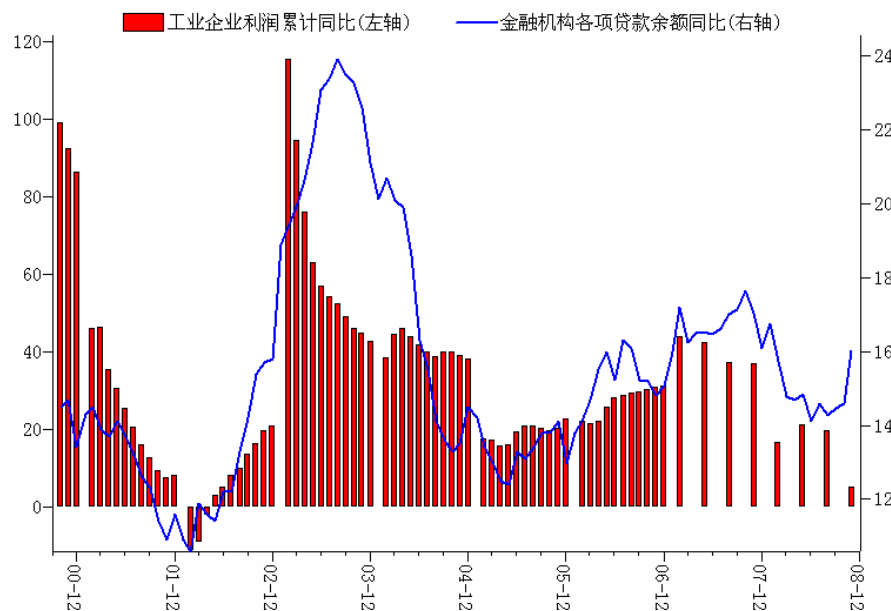
➤ 市场的底部

2008年市场大幅下跌，一方面有基本面恶化的影响，另一方面大小非在其中起到了加速市场下跌的作用。2009年，货币信贷逐渐放松，企业利润下跌的势头将得到一定程度的遏制；同时，在目前估值水平较低的情况下，大小非减持的冲动会有所降低。虽然我们认为，2009年7月和10月份，规模巨大的大小非解禁量可能对投资者心理产生一定的不利影响，但从海通证券大小非解禁的情况来看，很有可能意味着难得的买入机会。

第一，基本面恶化程度将得到缓解

当前货币政策取向已经非常明确，即扩张性的货币政策。而信贷增速也已经快速回升，将有助于改善企业盈利。

图 3：货币信贷扩张有助于企业盈利能力提高

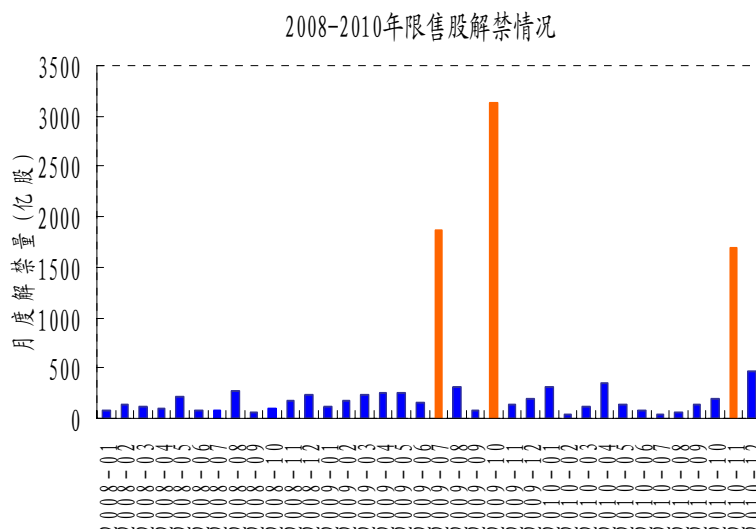


数据来源：wind，中投证券研究所

第二，大小非加速了底部的形成

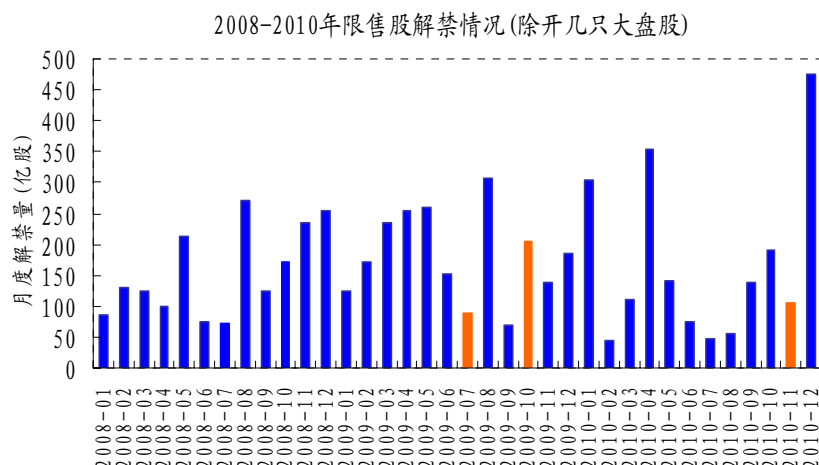
图 4：2008 年至 2010 年限售股解禁情况

2009 年 7 月和 10 月，大小非解禁量非常巨大（图 4），但去除汇金、财政部和中国石化集团持有的股份后，解禁规模大大降低（图 5）。我们认为，2009 年大小非对市场更多体现为心理影响，其实际对市场的冲击将较 2008 年大大降低。



数据来源：wind，中投证券研究所

图 5：2008 年至 2010 年限售股解禁情况



数据来源：wind，中投证券研究所

3. 中投精选组合

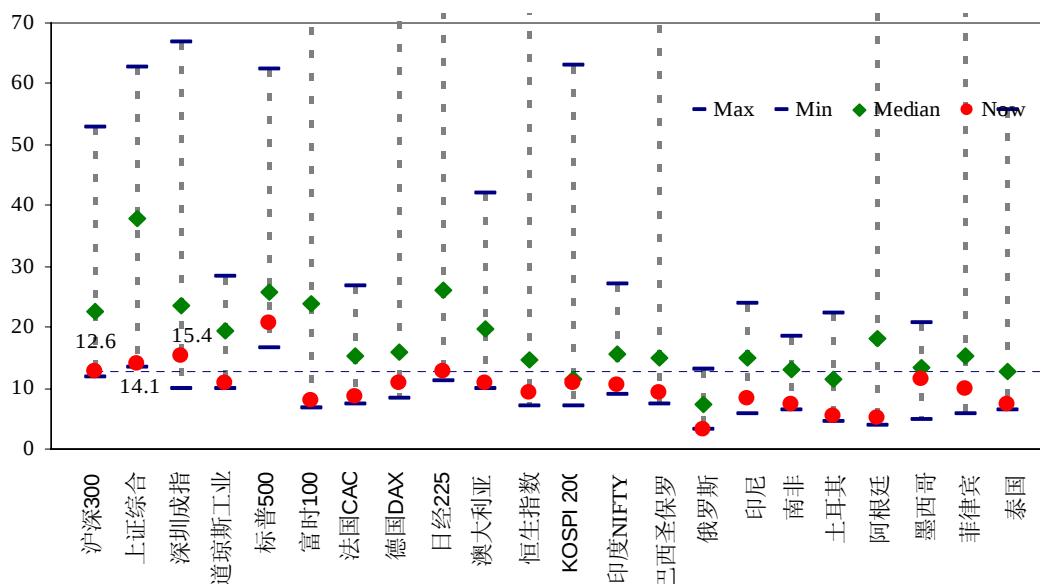
表 1 中投精选组合

股票代码	股票名称	最新价	盈利预测			
			每股收益 (EPS)		动态市盈率 (PE)	
			07A	08E	07A	08E
601333	广深铁路	3.71	0.2	0.22	18.55	16.86
000012	南玻 A	8.5	0.36	0.65	23.61	13.08
601186	中国铁建	10.04	0.39	0.32	25.74	31.38
601390	中国中铁	5.42	0.15	0.11	36.13	49.27
600970	中国南车	4.31	0.07	0.13	61.57	33.15
000028	一致药业	16.41	0.43	0.58	38.16	28.29
601939	建设银行	3.83	0.3	0.44	12.77	8.70
000538	云南白药	34.41	0.7	1.02	49.16	33.74
600276	恒瑞医药	38.51	0.8	0.8	48.14	48.14
000063	中兴通讯	27.2	0.93	1.26	29.25	21.59
600118	中国卫星	17.77	0.3	0.57	59.23	31.18
002028	思源电气	28	0.99	1.28	28.28	21.88
600406	国电南瑞	20.39	0.56	0.74	36.41	27.55
600089	特变电工	23.88	0.45	0.8	53.07	29.85
000680	山推股份	7.58	0.59	0.77	12.85	9.84
000157	中联重科	11.18	0.88	1.26	12.70	8.87
600703	st 三安	9.55	1.42	0.41	6.73	23.29
000983	西山煤电	11.66	0.43	1.3	27.12	8.97
000800	一汽轿车	7.18	0.34	0.65	21.12	11.05
600325	华发股份	9.3	0.44	0.94	21.14	9.89

数据来源：Wind 中投证券研究所

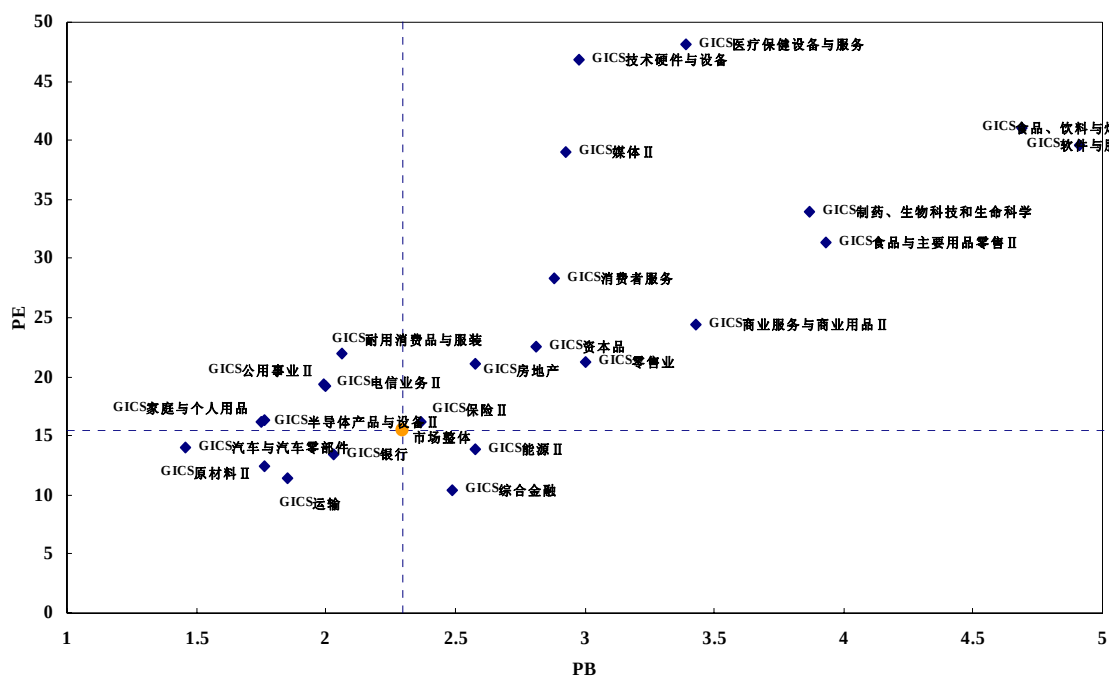
4. 市场估值水平

图 6: A 股市盈率水平大幅回落



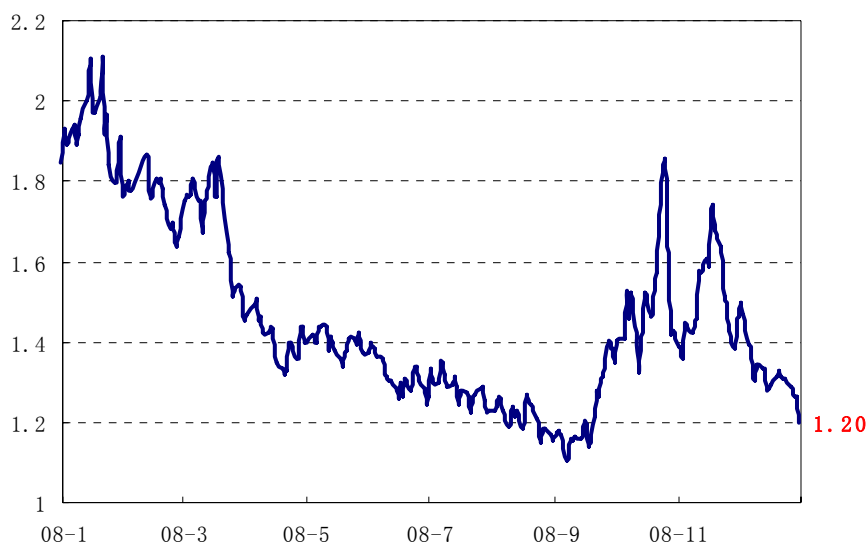
数据来源: Wind, 中投证券研究所

图 7: 板块 PE、PB 象限图



数据来源: Wind, 中投证券研究所

图 8: A/H 总股本加权指数



数据来源: Wind, 中投证券研究所

5. 一周市场交易数据

表 2: 全球股市涨跌情况

全球股市涨跌情况 (%)					
名称	5 日涨跌幅	10 日涨跌幅	20 日涨跌幅	60 日涨跌幅	120 日涨跌幅
俄罗斯 RTS 指数	-3.66	-5.45	5.32	-27.07	-70.84
沪深 300	-2.84	-11.12	-8.33	-8.9	-39.71
上证综合指数	-1.71	-9.67	-9.03	-12.23	-37.66
韩国综合指数	1.14	-0.36	13.12	-15.28	-24.72
东京日经 225 指数	4.02	3.4	12.66	-20.58	-33.69
印度孟买 Sensex30 指数	4.07	2.5	13.95	-22.57	-25.98
新加坡海峡指数	5.34	2.83	11.62	-15.62	-37.49
恒生指数	5.78	-0.58	12.21	-10.48	-29.11
德国法兰克福 DAX 指数	5.88	6.64	6.5	-14.21	-19.18
道琼斯工业平均指数	6.69	2.38	5.16	-4.37	-18.28
纳斯达克综合指数	7.04	3.35	9.37	-6.99	-26.24
法国巴黎 CAC40 指数	7.07	3.01	6.24	-10.25	-17.52
伦敦金融时报 100 指数	7.19	5.86	10.65	-0.94	-13.93
标准普尔 500 指数	7.33	3.03	7.01	-6.47	-24.14

数据来源: Wind 中投证券研究所

6. 一周市场交易数据

图 9: A 股市场 24 周成交金额与换手率

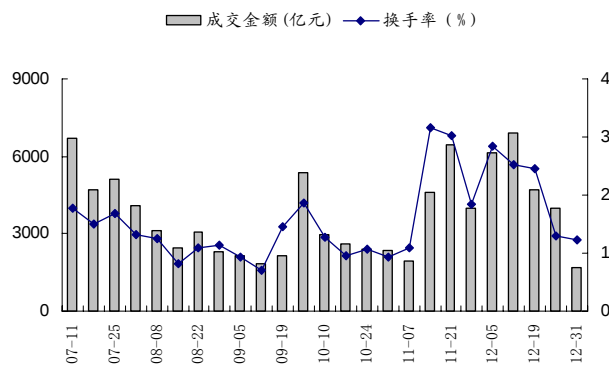


图 10: A 股及基金开户数（周数据）



数据来源: Wind 中投证券研究所

数据来源: 中登公司 中投证券研究所

7. 下周提示

表 3 下周提示

周	日期	项目	国家
二	6	汽车总销售量	美国
二	6	ISM 非制造业综合指数	美国
二	6	工厂订单	美国
二	6	待定住宅销售量(月环比)	美国
二	6	CPI 预测 (同比)	欧元区
三	7	PPI	欧元区
四	8	失业率	欧元区
四	8	GDP	欧元区
四	8	家庭消费	欧元区
四	8	企业景气指标	欧元区
四	8	政府支出	欧元区
四	8	消费信心	欧元区
五	9	消费者信用	美国
五	9	非农业就业人数增减	美国
五	9	失业率	美国
五	9	批发库存	美国
五	9	零售销售	欧元区

数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推 荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中 性：预期未来 6~12 个月内股价变动 $\pm 10\%$ 以内

回 避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中 性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看 淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曹雪锋，中投证券研究所策略分析师，经济学博士，主要研究宏观策略，产业配置。

免责声明

本报告旨在发给中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）的特定客户及其他专业人士，未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告所载资料均来自中投证券认为可靠的来源资料，但中投证券不能保证任何资料或数据的准确性、完整性和正确性。就本报告内容及其中可能出现的任何错误、疏忽、误解或其他不确之处，中投证券不承担任何法律责任。

本公司及其所属机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告仅提供提供资料之用，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。中投证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非法律法规有明确规定，客户并不能尽依赖此报告而取代行使独立判断。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

深圳

深圳福田区福华三路国际商会中心 49 楼

传真：（0755）82026711

主页：<http://www.cjis.cn>

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层

传真：（010）66276939