

名称	收盘点位	涨幅%	名称	收盘点位	涨幅%
沪深300	2517.67	1.55	中小板100	3829.83	1.39
上证综指	2379.88	1.38	上证180	5601.03	1.65
深证成指	9030.31	1.50	深证100	3095.76	1.45
深证综指	793.13	1.62	深证新指数	3428.38	1.55
上证50	1847.17	1.70	沪B指	157.19	1.21
上证新综指	2019.58	1.37	深B指	349.77	1.75
上证基金指数	3199.73	0.82	上证国债指数	120.87	-0.03

■ 名家视野 | Masters

美国经济:即便见底又如何

□国泰君安证券总经济师
首席经济学家 李迅雷

我们认为,房地产市场与信贷市场是美国经济是否见底的关键因素。根据目前的数据分析,美国经济最早将在2009年底至2010年初见底;但见底之后,长期低增长恐难避免。

“地产、信贷”难言见底回升

此次危机起源于房地产市场的崩溃,表现为信贷市场的功能的衰退。美联储前主席格林斯潘曾表示,次贷危机的“底”在哪里,主要取决于贷款利率和房价。持相同观点的还有美联储理事普罗索,他指出拖累美国经济的主要因素,一是信贷市场的问题,二是房地产市场的负面影响。可见住房和信贷市场的好转对经济复苏至关重要。

房地产市场初露曙光,但见底言之过早。

2月美国房地产市场数据喜人,新屋开工环比上涨22.2%,新屋销售337千套,环比上涨4.66%,实际成交均价环比上涨5%;现房销售月环比增长5.1%,实际成交均价环比上涨1.9%。房地产市场的转暖,尤其是占市场份额80%以上的成屋销售回暖及价格上涨,使得市场普遍认为美国房地产市场已接近底部。

我们认为,美国房地产市场的确进入寻底过程,但仍存在以下几点担忧:

- 首先,住宅建筑许可获批数的上涨幅度远小于新屋开工量的增幅,新屋开工量的进一步上涨缺乏动力。
- 其次,观察美国房市的另一有效指标是丧失住房赎回权案例数量,这一指标表明当购房者以房屋作为抵押品进行贷款时,如果不能如期还贷,放贷机构将收回购房者“赎回”房屋的权利,房屋所有权归

放贷机构所有;2007年中期以来这一数量一直未见明显回落,尽管2009年2月份房地产市场有回暖迹象,但这一指标却仍在环比攀升。只要这一数量居高不下,美国房价就有进一步下降的动力。而房价企稳与否对信贷市场及美国经济有至关重要的作用。

再次,需求是美国房地产市场的决定性因素,房价由成交量决定,房价相对于成交量有一定的滞后性。2月新屋成交均价的反弹速度超过销售量的反弹,缺少成交量支撑的价格上涨是很难持续的。可喜的是,成屋成交量的反弹明显强于房价的反弹,这与美国政府压低抵押贷款利率的经济刺激政策有关,预计成屋价格仍有进一步上升的空间,但是在私人债务居高不下,失业率未有改善,经济前景仍不明朗的情况下,消费者忙于修复自身的资产负债表,需求的进一步提升仍缺乏动力。

信贷市场救助政策发挥极致,银行仍旧不愿借贷。

为挽救信贷市场,美国政府已采取了极尽所能的措施,联邦基准利率接近零区间,银行间借贷成本与2008年初相比跌幅超过90%。3月18日美联储宣布再次购买7500亿美元“两房”担保的抵押贷款支持证券,抵押贷款利率应声而降;同时,美国政府公布总规模达1万亿美元的有毒资产收购方案,旨在修复银行坏账;而3000亿美元的长期国债购买计划,将“数量宽松”货币政策发挥到极致。

美国政府一系列政策的实施旨在提升银行的借贷能力,帮助信贷市场和金融体系尽快复苏。然而美国政府可以拯救银行的借贷能力,却无法在短时间内拯救银行借贷的意愿。银行是此次危机的急先锋,在经济未见企稳之时加大放贷力度,从而推高房价。

银行必然担忧新一轮有毒资产的侵蚀。根据美联储最新发布的高级信贷官调查报告,2009年一季度银行贷款标准尤其是对小企业的贷款标准仍然收紧,贷款意愿依然不强。

信贷市场并不会随着银行资产负债表的修复而自动复苏,这场危机带来的影响要远远深于有毒资产的破坏力。改善银行的资产负债表对于信贷市场复苏是必要的环节,但这并不足够有效。只有当经济状况企稳,当私人投资者取代政府占据信贷市场的主导地位,企业、投资者、贷款方才会增加信贷需求,而非像现在这样担忧风险而增加储蓄。正如美联储调查报告中显示的那样,一季度贷款需求急剧下降。

在失业率居高不下的情况下,受私人债务所累的消费者必然会增加储蓄,减少支出,而消费支出不振势必会影响实体经济复苏的信心。消费信贷市场的解冻是带动实体经济复苏的必经之路。

从房地产和信贷市场的情况来看,美国经济见底言之尚早,房价能否触底,房地产需求能否持续增长尚需进一步观察;信贷市场中银行的借贷意愿不佳,企业和消费者借贷需求依旧低迷,实体经济的恢复需要时间。

美国经济何时见底?

既然美国经济仍处在寻底的过程之中,那么何时会见底?我们试图通过一些领先指标观察经济波动的特点,以期找到经济触底反弹的时间。

首先,本次危机源于房地产市场的崩溃,只有房地产市场企稳,经济才会触底。而房地产去库存时间是很好的经济领先指标,如果我们将新房去库存时间与滞后一年期的美国GDP增速作比较,可以发现二者拟合度相当高,只有2001至2006年二者走势出现偏差,而这段时期刚好是美国政府为拉动消费大肆发展次级贷款,房地产市场异常繁荣。依照这一指标来判断,新房去库存化时间一直处于上升通道之中,直至2009年2月份环比减少0.7个月,而同比仍上升2.5个月;如果这一指标从现在见顶,经济将于2010年初见底。

其次,新申请失业救济人数是较失业率更加敏感的经济领先指

标,美国经济研究局(NBER)指出,按过去经验,新申领失业救济通常会在经济见底前四个星期见顶,而这一数据自2008年以来不断攀升,2009年3月27日达到652人,同比上涨68%,上涨趋势仍未得到抑制。

消费占美国GDP比重达70%以上,个人消费支出增速与GDP增速高度吻合,美国经济能否见底与消费息息相关,只有消费需求触底反弹,才能带动美国经济见底。消费者信心指数是基于消费者调查问卷做出的对未来消费状况的预期,能较好地反映未来消费支出的变化。目前看不到这一指标有企稳的态势,如果这一指标连续数月反弹,则表明经济见底可能性大增。

结合以上分析,美国经济最早将在2009年底至2010年初见底。

事实上,单凭几个指标很难判断经济的走势,我们会密切关注各项经济领先指标的情况,例如ISM制造业指数何时回归50以上,银行信贷恢复情况(信贷恢复到实体经济企稳需6~9个月时间),以及美国经济领先指标(LEI)的变动,同时掌握房地产市场与信贷市场的最新动向,以期做出更为准确的判断。

长期低增长恐难避免

寻找经济高速增长的“引擎”。次贷危机的根源在哪里?我们认为,本轮危机的根源不能单纯地归结于虚拟经济层面上衍生产品的过度使用。事实上,从2000年网络股泡沫破灭后,美国实体经济就出现了急速下滑:投资不振(当时在NASDAQ上市的公司中很难找到美国公司),出口低迷,消费是唯一能够拉动经济增长的动力所在,而住房在消费中占据举足轻重的地位,美国政府紧抓住这根“救命稻草”,从法律、资金、税收等多方面刺激住房消费,次级贷款大规模发展起来。从这个角度上来说,次级贷款是为提振美国实体经济的产物。

在房价推高的刺激下,大量衍生产品应运而生;同时,举债消费成为美国政府、企业、居民的共同选择,过度消费、提前消费拉动了美国GDP的快速增长,同时也为危机埋下隐患。

次贷危机的爆发,不仅仅是对衍生物滥用的否定,更大程度上是对

美国经济增长模式的质疑。当低储蓄、过度消费难以维继,当传统制造业衰落,信息技术产业高增长时代逝去,美国经济高速增长的引擎要去哪里寻找?是新能源吗?我们暂且不论新能源是否能像网络技术那样对生产力的提高产生革命性的影响,其产业化的过程非一两年可以完成,那么我们怎能盼望美国经济发生“V”型反转?当一种经济发展的模式受到冲击,实体经济的恢复恐怕不会那么迅速,低位增长恐难以避免。

救市政策推动美国经济“V”型反转?

高效的货币政策与财政政策是本次危机区别于1929年大萧条的“核武器”,美国政府为救助经济采取了一系列措施:降息、数量宽松的货币政策、救助金融机构、减税、增加政府支出等政策无疑将对稳定实体经济起到一定作用,但仍有一些因素制约财政政策和货币政策的效果。

一方面,美国政府为救助经济“不惜代价”,但消费者明白今天高额的政府支出,预示着用未来的高额税收入平衡经济,消费者势必会降低当期消费,增加储蓄,以应付未来的支出,这势必会抑制政策对经济的刺激效果。消费是拉动美国经济增长最主要的动力,只有消费者需求产生强劲反弹经济才会产生“V”型反转。

另一方面,尽管利率已接近于零,但商业票据的发行仍然在下降,企业的融资环境继续恶化。

因此,目前美国政府的借款在大幅增长,而企业和家庭却在大幅缩减借款。这与日本经济的情况极为相似,上世纪90年代日本经济泡沫破裂后,企业和家庭几乎不借款,而政府却大举借款,增加支出,而日本经济一直维持低速增长。可以预见,美国经济企稳后也将进入低速增长的区间。

可以肯定的是,次贷危机一定会终结,美国经济一定会企稳。经济领先指标也表明,美国经济正在寻底的过程之中,去杠杆化的过程还远远没有结束。但稳定并不等于增长,我们预计美国经济见底企稳后将维持一段时期的每年1~2%的低速增长,同时也为危机埋下隐患。

次贷危机的爆发,不仅仅是对衍生物滥用的否定,更大程度上是对

再创新高关键在于突破“估值瓶颈”

□民族证券 徐一钉

最新数据显示,上周(3月30日~4月3日)参与交易的A股账户达1926.03万户,较前一周增加49.15万户,创6周以来新高;但上周末持仓A股账户为4749.86万户,较前一周下降了2.2万户,为连续第三周下降。上述数据反映出,A股市场参与者增多的同时,投资者持股市时间有所缩短。出于对国内外宏观经济的一些担心,以及大多数股票的估值处在相对偏高的水平,令投资者短线操作情绪较浓。

全国企业景气调查结果显示,一季度企业家信心指数为101.1,比前一季度提高6.5个点;一季度全国企业景气指数为105.6,较前一季度回落1.4个点,降幅明显收窄(2008年四季度比三季度回落21.6个点)。3月份,国内主要港口吞吐量环比出现明显回升,国内一些经济数据继续回暖。

但是,在4月份余下的15个交易日内,有近700家公司公布2008年年报。一般而言,年报靠后公布的上市公司业绩偏差的居多。同时,4月份还要公布1600多家上市公司2009年一季报。对年报、一季报业绩的担心,影响了一些投资者的投资热情。

据Wind资讯统计,截至4月9日,已有909家A股上市公司公布了2008年年报,占1602家A股上市公司的56.74%,这909家上市公司2008年净利润同比下降5.02%,其中去年四季度单季净利润同比下降40.88%,环比下降42.75%。沪深300成分股中有179家上市公司公布了2008年年报,占比为59.67%,这179家上市公司2008年净利润同比下降5.42%。截至4月9日,A股基于2008年业绩预期的市盈率为21.44倍。

虽然预期二季度开始上市公司的逐季业绩将出现回升,但目前机构对此还存在一定分歧,我们非常关注二季度以后上市公司业绩回升力度有多大。目前来看,二季度以后上市公司业绩即使出现回升,也只是在“低基数”下的回升,并且多数行业净利润同比的回弹力度并不大。2009年多数行业与2008年相比出现净利润持平或低速增长甚至回落的可能性很大,因此,虽然A股整体或者大多数行业都处在“合理的估值水平”范围内,但显然市场已经出现“估值瓶颈”。

我们认为,影响一家公司估值高低的因素有很多,主要有以下五个方面:一是资金和筹码的关系决定了估值水平的高低,由于流动性充裕,市场不断抬升绝对估值水平;二是上市公司内生式高速增长可以缓解估值压力,其中包括产品价格上涨带来的利润增长;三是在人民币升值、通胀抬头预期下,人民币资产价值重估是缓解估值压力的一个途径;四是资产注入、整体上市、行业整合等外延式增长;五是政策性利好的刺激。

现阶段,A股市场并不具备第二条因素,第三、四条因素炒作的时机也不成熟。目前正处于对前期刺激经济政策结果的观察期,是否再出台一系列刺激经济的政策尚待观察。至于第一条因素,市场是否“抬升”绝对估值水平,要看各机构能否对此达成共识。

2009年1、2月信贷增量分别为1.62万亿、1.07万亿,预期3月份信贷增量将创出新高,因此A股市场的资金面非常充裕,制约了大盘的调整空间。截至4月9日,A股流通市值为6770亿元,我们认为,2450点开始的调整不会跌破6.45万亿A股流通市值。而A股能否再创反弹以来的新高,关键在于机构能否解决“估值瓶颈”。否则,上证综指将进入2200点~2450点箱体整理。

调整幅度有限 中期向上趋势难改

□安信证券 诸海滨

既有来自外在方面的因素,也有来自A股自身的原因。

从外在情况来看,欧美市场自3月初开始的连续反弹步伐已在本周明显放缓。过去四周,欧美主要股市指数的反弹幅度普遍超过20%,纷纷遭遇半年线的压制,这与目前A股受到年线压力的情况极为类似。因此,在美国尚未出台对金融系统进一步注资措施的情况下,我们认为,前期促使全球股票市场上涨的风险溢价下降在短期可能告一段落,这也可能是近期A股投资者持股信心下降的重要原因。

而从内在因素看,造成近期市场分歧增大的原因,还在于本周末开始将密集公布的一季度宏观经济数据及一季报上市公司业绩与投资者心里预期的变化。市场将正式进入一季度宏观数据的密集披露期,即将公布3月份进出口、货币信贷等一系列重要数据,这对于判断国内外经济的实际需求变化及金融体系流动性情况

至关重要;到下周,则会公布一季度GDP数据、工业企业增加值等数据,将更能全面反映一季度经济的实际运行情况。因此,尽管当前市场中不乏各种预测和传闻,但实际数据披露后与预期之间的差异仍将成为短期的风险所在,这成为部分谨慎型投资者短期选择回避的主要原因。

除了上述因素外,我们认为另一个不可忽视的因素是市场不同阶段参与者心理的微妙变化。一方面,从A股本轮反弹过程看,较早参与本轮反弹的投资者目前已获利丰厚,他们目前心存疑虑,短期变现的需求明显增大;另一方面,在A股反弹到目前阶段后,尚未参与的投资者普遍觉得估值偏高,难以找到合适的目标,继而参与市场的意愿不足。再加上市场传闻新增银行信贷创新高,也有投资人开始担心未来是否会否加强银行信贷管理等措施出台。因此,在这些因素的共同作用下,近期A股市场调整的原因较

为正常,短期出现反复震荡的概率较大。

中期向上趋势难以转变

不过我们认为,上述情况都属于短期因素,我们对A股的中期趋势仍抱有乐观态度。实际上,近期从安信证券行业分析师的反馈和经济指标的表现看,各行业的产销量已开始逐渐企稳,甚至回升。在此基础上,国内工业企业的去库存化也进展顺利,目前经济总量缓慢扩张的信号正逐渐变得清晰。而从支持经济未来恢复的关键力量——需求的角度来看,初步的情况也显示从今年一季度开始国内需求即使没有开始扩张,也已经停止收缩。

同时,扩张性的货币政策已经对居民的风险偏好和资产配置行为产生了相当积极的影响。在外需方面,尽管欧美等国家的居民资产负债表的修复还需要半年左右的时间,但结合极度宽松货币政策,近期工业产

值、住房和制造业的各项数据也显示,美国经济不大可能继续大幅恶化,其对国内经济的向下牵制力将逐步减弱,并可能在二、三季度后最终与国内经济形成合力共振。

另外,除了上述经济层面的基本原因,我们认为,能支持资本市场中期趋势更为重要的因素,还在乎目前各国政府在防治通缩方面有着高度的一致性。为防止经济进入通缩,我们判断扩张性宏观刺激政策将在今年都具有可持续性,未来中国经济可能进入货币过剩、财政刺激、低物价、低利率长期共存的局面。结合产能过剩带来企业扩张意愿的下降,这为股票市场的上涨提供了最合适的“土壤”。

综上所述,我们认为,近期市场的回调属于短期调整,并不代表新一轮中级调整的开始。随着短期不确定因素消化后,超预期的刺激经济新方案或利率下调将可能成为市场调整结束的标志。我们建议投资者利用市场的调整重新进行资产配置,关注受益于总量扩张的低估行业,如银行、保险、地产,以及高β的供应瓶颈行业,如煤炭、有色等。

截至昨日晚上20点,共有8577人参加

新浪财经·中证网联合多空调查

截至到昨日晚上20点,共有8577人参加

新浪财经·中证网联合多空调查