

# 机构客户周刊

二零零七年十一月二十六日星期一 [总 108 期]第 40 期 2007 年 11 月 26 日

GF Securities Institutional Weekly

26Nov.2007



## 本期焦点

基金视点：提高组合防御性

宏观视角：汇率目标应服从通胀目标

一周投资：同方股份 用友软件

固定收益：日照港可分离债券分析

主办：广发证券机构客户部

网站：www.gf.com.cn

地址：广州市天河北路 183 号

大都会广场 36 楼

邮编：510075

传真：020-87557972

联系电话：020-87555888

本期编辑：于小飞

电话：010-68083356

email:yxf2@gf.com.cn

机构客户部联系人：宋莉

电话：020-87555888-691

email:sl2@gf.com.cn

**欢迎来电、来邮告诉我们  
您的宝贵意见。**

**免责声明：**本周刊的信息均来源于公开可获得的资料和本公司的资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本周刊仅向本公司特定的机构客户传送。

## 本期导读

### ◆ 一周要闻

### ◆ 市场概述

### ◆ 基金视点

提高组合防御性

### ◆ 宏观视角

汇率目标应服从通胀目标

### ◆ 一周投资

☆ 深度报告：同方股份

☆ 深度报告：用友软件

### ◆ 固定收益产品

☆ 日照港可分离债券分析

## 一周要闻

国税总局对个税申报表修改作出澄清。税务总局有关人士表示，与以前的申报表相比，修订后的表格只是在形式上作了改动，并没有实质性变化，在财产转让所得一项中，列出了“股票转让所得”和“个人房屋转让所得”两个申报事项，这一信息一度被个别媒体所误读。此次单独列出意在增加对个人收入情况的了解，以便对申报资料进行更好完善，并不具有实质意义。

**点评：**一旦开征资本利得税，将很大可能彻底终止牛市的步伐，其对中国经济增长、对资本市场发展和社会稳定的负面影响和代价，不是增加一点税收所能抵消的。“资本利得税”很难实际实施。

摩根士丹利（亚洲）发布研究报告指出，鉴于目前的通胀预期和过快的货币增速，今年全年中国的CPI涨幅将达到4.5%；考虑到明年油价可能继续上涨及货币增速较高，中国2008年的CPI将保持在4%的水平。报告认为，中国央行应在降低通胀预期上采取积极措施。如果明年上半年通胀水平能够控制在5%以内，则将更有效地缓解通胀预期。报告建议中国央行在接下来的时间中可采取再次加息、提高准备金率及发行特别国债的方式来缓解流动性过剩的局面。

**点评：**通胀是否进一步加剧导致央行采取更严厉的收紧货币政策，对投资者信心和预期都有重大影响。一旦连续加息使实际存款利率由负转正，对储蓄资金流向将产生重大影响，对股市资金面将构成巨大压力。也因此，关注物价指数走势和央行货币政策动向，是研盘股市基本趋势是否会变化的重要内容之一。

中国金融期货交易所研发中心负责人张晓刚在参加17日举行的“第三届中国证券市场年会”时透露，目前，交易所内部的准备工作已经基本就绪。“总体来说，距离股指期货推出的时间不会很长。”另据《第一财经日报》报道，针对市场流传的股指期货将于12月28日推出的消息，中国金融期货交易所研究部负责人张晓刚在接受该报采访时表示，目前推出时间尚未确定。张晓刚还在会上表示，中金所一定会提前公布股指期货的推出时间表，而且一定会预留一段时间以缓冲。

**点评：**目前关于股指期货推出的传闻很多，但都无法证实，也因此使得短期大盘走势始终摆脱不了股指期货即将推出但不知道何时推出的影响。如果年底前可能仅公布一个时间表，正式推出要在明年一季度或更晚的时间，则可能会对目前大盘逐步恢复有所帮助。避免股市大起大落是温总理的公开表态，如果因股指期货推出而带来股市的剧烈波动，显然不符合温总理的讲话精神。也因此，预期管理层在决定股指期货交易推出的问题上会十分慎重。

32 只基金净值跌破面值。股市持续调整，基金净值出现大幅缩水。包括 4 只 QDII 基金在内，已有 32 只基金跌至 1 元面值以下。不过，由于基金手中资金相对较充足，足以应付略有增加的赎回。

点评：“股市上涨—基民申购—基金买股票—进一步推动股市上涨”，这是股市赚钱效应背景下的良性循环。而一旦股市下跌赚钱效应减弱、赔钱效应明显，则可能形成“股市下跌--基民赎回--基金卖股票还钱—导致股市进一步股市下跌”这样的恶性循环。目前看这一情况仅仅是露出一点头，对市场影响不大。但如果股市再度出现暴跌，难免不会形成基金遭遇大规模赎回、使基金被迫大举卖出股票从而进一步冲击市场稳定的情况。近期新的基金发行申购与拆分扩募难以再现以往一日售罄的局面，值得重视。

上证所副总经理刘世安日前建议，采取多方面措施，特别是增加有效供给、放宽市场管制，全面夯实市场基础。包括进一步吸纳大型蓝筹股和优质企业上海主板市场发行和上市，特别是加快香港红筹股在上海市场直接上市的步伐；加快多层次资本市场的建设；加快金融衍生品市场的发展，解决现货市场和衍生品市场失衡的矛盾。在条件成熟的时候尽快推出股指期货、指数期权等指数类金融衍生产品；加快债券市场的发展；要进一步放宽管制，培育资本市场等。

点评：这些建议，是针对整个股票市场未来发展的一些重要方面的政策规划建议，其中增加市场有效供应，是否会改变阶段性的资金平衡格局，以及股指期货的尽快推出，都是对当前市场形势有较大影响的政策，值得关注。

中国人民银行行长周小川日前表示，对目前的利率水平感到满意，但央行仍将密切关注未来统计数据；中国并不需要过于频繁地调整利率水平，但不排除继续调整的可能性。将继续通过提高存款准备金率来回收流动性；准备金率进一步提高的空间还很大。预计明年通胀压力不会很大。

点评：对于近期再次加息的可能性，周小川表示，不想谈及长期前景，但至少不会是 19 日这周。从周小川的讲话分析，不排除年底前再加息的可能，同时还有存款准备金率仍有较大提升空间的表态，这将加大市场对宏观调控政策的顾虑，不利于市场的恢复走强。

某银行人士透露，为改善目前房地产市场的状况，进一步紧缩房贷的政策即将在近期出台。

点评：有专家认为，目前房地产价格走势已显现出“彷徨”的态势，一方面，支撑房价持续上涨的因素在一些大城市正逐步为市场所消化，而部分大中城市近年来房价的过快上涨也使一些购房者望而却步，未来房价涨幅有望趋缓。另一方面，在供给不足的情况下，城市化进程和改善住房条件的刚

性需求等因素会使得房地产市场存在持续上升的动力。在调控政策不明朗及大众预期难以发生明显改观的情况下，目前的楼市价格的拉锯态势仍将持续。如果出台新的紧缩房贷政策，可能对当前房地产板块的走势产生压力，需要关注。

**四只基金 QDII 净值再遭重挫。**基金公司昨日公布的信息显示，已经跌破 1 元面值的基金 QDII 净值再遭重挫。截止到上周五，南方、华夏、上投、嘉实四只基金 QDII 净值分别为 0.947 元、0.915 元、0.908 元、0.894 元。其中跌破 0.9 元的嘉实海外自成立以来已经浮亏 10% 以上。

**点评：**这四只基金 QDII 出海不久，建仓时间最长的一只也尚不足两个月，显示出师不利，在国际市场上呛了一口口水。不过，在注重长期投资的理念下，基金的当前业绩只是反映过去一段时间的情况，此前一些投资国内 A 股的基金也曾在建仓不久后遭遇业绩波动，但随时间推移，基金业绩逐步稳定增长，因此目前业绩不能反映基金未来走向，基金 QDII 海外投资效果如何也还没有定论，对于 QDII 关系密切的港股市场不宜过度看淡。QDII 出海净值短期出现重挫，预期将对开通港股直通车的政策产生影响，目前呼吁取消港股直通车的呼声越来越大，这对避免 A 股市场资金被过度分流有积极影响。

**机构三度抄底 打赢 5000 点保卫战。**11 月 12 日沪深股指一度大跌逾 5%，据上交所 Topview 数据显示，上证指数 5000 点保卫战中，以基金为主力的机构投资者投入资金多达 47.72 亿元，通过调动旗下重仓的钢铁、券商、运输物流等权重股赢得胜利，从而终结了大盘的下滑势头。这是基金继 11 月 8 日、9 日后的第三度抄底，最终成功制造反弹。大盘在成功探底之后，基金也思考“见好就收”，并未试图强行推高指数。

**点评：**5000 点面临考验时，除了管理层调整政策允许基金恢复发行申购和拆分扩募之外，基金为主的机构投资者也出手入市，表明了各方对于 5000 点关口的呵护。在短期经历了近 18% 的调整幅度之后，市场整体市盈率水平从 43 倍下降到 36 倍左右，估值压力明显减轻，再继续大幅下跌，明显缺乏动力，因此 5000 点以下继续大幅看空市场，风险更大。因股指期货、加息、扩容、股市政策等不明朗因素依然存在，短期的反弹预期也难再次形成新的持续上升行情，最大可能就是反复震荡整理，等待不明朗因素的消除之后，展开跨年度的行情。

国务院总理温家宝日前在新加坡国立大学就中国对外开放战略发表演讲后，回答了听众提出的关于中国股市、住房、环境污染等方面的问题。关于股市，温家宝说，政府应从宏观上推进企业的发展

和改革，特别是要进行公司治理结构的改造，使企业能够发展和盈利，并且能够可持续发展和盈利，这是决定股市最基础的东西。温家宝说，政府还应该加强监管，要对股民进行风险教育和风险提示，要使股民懂得买股票可能挣，也可能赔，“这个道理可能理论上懂得，但是感情上过不去”。温总理表示股指高时要防止资产泡沫。

**点评：**温总理的讲话，表明政府对股市的波动是十分关心的，对股民要进行风险教育的表态以及股指高时要防止资产泡沫的表态，以及要促使企业持续盈利和发展，也表明了股市政策的方向。此前，温总理在上海合作组织相关会议上也表明了要防止股市大起大落的态度。总体看，温总理在境外几次发表的有关股市的讲话，体现了呵护证券市场健康发展的精神，对恢复和增强市场信心有积极影响。

**最近一月 49 家公司遭大股东减持.**据统计，从 10 月 16 日至今，共有 49 家上市公司发布大股东减持公告。其中，汕电力 A、ST 泰格、德美化工等公司的大股东对公司股票的减持幅度更是达到 5%。

**点评：**目前两市股指处于震荡调整阶段，股价的相对高企及对股指未来走势的担心使得上市公司大股东都迫不及待地将其持有的股票套现成变成真金白银，而限售股的相继解禁则为大股东减持提供了契机。据了解 12 月份沪深两市将有 110 家公司的股东限售股解禁，合计解禁数量达 129.63 亿股，市值高达 2103 亿元，市场又要经受新一轮“减持潮”的考验。

**基金两大“神话”遭遇危机.**根据 Wind 资讯的统计，截至 11 月 20 日披露的数据，两市已有 29 只开放式基金的单位净值跌破 1 元。其中，已有 3 只基金（包括 2 只 QDII 基金）跌破 0.90 元关口。所谓的“新产品不败”或是“1 元面值基金更便宜”这两大基金“神话”，正遭遇前所未有的信任危机。

**点评：**尽管对基金的净值表现和盈利能力不能以短期的成败来做结论，但短短一个月内，部分基金净值缩水 15% 上下，也充分显示了基金投资的短期波动风险，那些在面值附近认购上述 29 只基金的持有人，必须直面其严峻的短期账面损失局面。基金的“破面”潮，除了昭示没有只涨不跌的基金这样的市场规律外，也再度提醒投资者，投资基金必须破除基金投资的误区，秉持长期、理性、组合等基本投资原则。基金出现大面积跌破面值情况，对市场的影响也值得关注，这一方面会影响到投资者继续投资基金的热情，延缓储蓄资金向股市的流动；另一方面，如果股市继续出现大幅波动，基金净值继续下跌，可能会引发大面积的赎回，导致基金被迫卖出股票应付赎回，可能加剧股市的剧烈波动程度。



纽约原油期货 21 日一举突破 99 美元，最高升至 99.29 美元。海外股市因此“折腰”。再度冲击 100 美元的油价以及对全球最大经济体美国经济前景的忧虑，主导了 21 日海外股市的交易。从日本东京、中国香港到英国伦敦的各大股市 21 日再次竞相“折腰”。日经 225 指数昨天重挫 2.5%，跌至 16 个月来谷底；中国香港恒生指数暴跌 4.2%，令本月的累计跌幅达到 15%，接近近十年来的最大月跌幅；英国伦敦股市中盘大跌 1.4%，巴黎股市则下挫 1.9%。新加坡股市昨日出现近一个月来最大跌幅，海峡时报指数收跌 2.7%，是 10 月 22 日以来最大跌幅。中国台湾股市收跌 197 点，跌幅 2.3%。澳大利亚股市也下跌 0.6%，至 2 个月以来最低点。其他地区股市也纷纷走低，印度股市下泻 3.5%，印尼股市跌 2.1%，菲律宾股市跌 0.9%，只有新西兰股市微涨 0.1%。

**点评：**环球股市纷纷进入调整期已是不争事实，但目前要言之即将进入熊市还太早。不过，与国际资本市场联系日益紧密的中国股市，在周边股市大幅下挫的背景下，多少会受到的负面影响。

人民币再创新高 今年涨幅 5.3%。本周以来的连续上涨，令人民币汇率在昨日成功突破了前期的高点，以 7.4119 元的中间价创下汇改以来的又一新高。

**点评：**一般认为，在判断本轮牛市是否见顶时可着重看三个指标：（1）中国经济增速低于 9.5%；（2）人民币升值基本到位；（3）实际一年期存款利率达到正 2% 左右。目前这三个指标远未满足，也因此有依然看好中国长线牛市格局的理由。人民币升值累计所产生的效应必将使 A 股重启升势。

国家统计局局长谢伏瞻表示，居民消费价格指数（CPI）月度同比涨幅在 6% 左右可能持续一段时间，预计今年全年 CPI 涨幅 4.5%-4.6%，总体上属于温和通胀，仍处于可承受区间。他预计今年 GDP 总量增速在 11.5% 左右，未来十几年中国 GDP 增速完全有可能保持在 7%-8%，甚至有更高增速。

**点评：**这是最权威人士发布的今年全年 CPI 走势的预测，全年物价指数涨幅在 4.5—4.6%，不超过通胀警戒线，表明通胀是在可控制可承受范围，不至于采取更加严厉的宏观调控政策。明年的物价上涨与通胀是否得到有效控制，令央行不断加息使实际存款利率由负转正，是判断股市牛市格局是否会发生变化的一个重要参考指标。

## 市场概述

沪深 300 指数一周走势图



### 一周市场概述:

本周市场下破 5000 点关口, 展开震荡调整行情。我们认为, 恐慌性抛盘的涌出有利于短期市场的风险释放, 后市在 5000 点展开多空争夺的几率较大。重新确认对 5000 点下破的真实性。调整防御结构仍是当前的策略重点。

国务院总理温家宝日前在新加坡国立大学就中国对外开放战略发表演讲后, 回答了听众提出的关于中国股市、住房、环境污染等方面的问题。关于股市, 温家宝说, 政府应从宏观上推进企业的发展和改革, 特别是要进行公司治理结构的改造, 使企业能够发展和盈利, 并且能够可持续发展和盈利, 这是决定股市最基础的东西。温家宝说, 政府还应该加强监管, 要对股民进行风险教育和风险提示, 要使股民懂得买股票可能挣, 也可能赔, “这个道理可能理论上懂得, 但是感情上过不去”。温总理表示股指高时要防止资产泡沫。

国家统计局局长谢伏瞻表示, 居民消费价格指数 (CPI) 月度同比涨幅在 6% 左右可能要持续一段时间, 预计今年全年 CPI 涨幅 4.5%-4.6%, 总体上属于温和通胀, 仍处于可承受区间。他预计今年 GDP 总量增速在 11.5% 左右, 未来十几年中国 GDP 增速完全有可能保持在 7%-8%, 甚至有更高增速。今年全年 CPI 走势的预测, 明年的物价上涨与通胀是否得到有效控制, 令央行不断加息使实际存款利率由负转正, 是判断股市牛市格局是否会发生变化的一个重要参考依据。



## 基金视点

### 提高组合防御性，增配受益于内需拉动的行业

**1. 宏观面：**美国经济放缓对中国经济的不确定性影响是必须关注的风险因素（南方/新世纪/建信/易方达）。本轮经济周期的顶点会在 08 上半年出现。连续几个月工业增加值在放缓，价格指数 CPI 和利率不断在往上走，企业的成本在不断上升，而 PPI 的上升没那么快，最后的结果是企业的毛利率空间下降（交银施罗德）。随着基数的不断提升，经济增速放缓将是不可避免的现实。市场对 2007、2008 年盈利预期向上调整的总体速度在放缓，这就不支持 A 股继续维持牛市前半期那样的上涨速度；而市场上涨放缓将降低上市公司的投资收益率水平，这也会影响到企业盈利增速的预期；三季度一些行业和公司盈利水平低于市场预期，因此断定上市公司将普遍出现盈利增长低于预期的情况还为时尚早，而且也没有宏观、中观和微观的数据支持；在明年内外资所得税率并轨的条件下，上市公司可能部分隐藏今年利润，以享受减税，所以今年年报可能存在盈利释放动力不足的情况，但这同时也会强化市场对 2008 年的盈利增长预期（信诚）。

**2. 资金面：**短期推动这个市场上行的仍将是资金，但资金面紧张的情况目前仍看不到明显改善的迹象，大盘股的发行还在继续，调控的力度没有明显放松（汇丰晋信）。后续可能会上来的大股票有三个电信公司、中交、中建、京沪京广等铁路、国家电网和南方电网，煤炭也没上完。管理层和交易所也在研究让有中国业务的外资公司到 A 股上市（交银施罗德）。管理层持续加大股票供给力度，同时通过加强对基金公司的窗口指导来控制资金的流入速度。A 股的新开户数也呈现明显的下降趋势（上投摩根）。在未来一段时期内政府采取紧缩性货币政策的方向较为明朗，而流动性的收缩将影响到资本市场的资金量。市场对新基金放行有所预期，这会对市场有利好刺激，但在短期内并不能完全扭转震荡的格局（诺安）。

**3. 配置风向：**部分二线蓝筹股由于估值水平的下降，将会重新获得市场的认可（博时/景顺长城/华夏）。人民币升值仍应该被看作主线，航空、地产、金融服务及消费值得重点关注（工银瑞信/

泰信)。明年的投资机会也许就在成长性的行业和企业中,看好银行、钢铁、汽车、家居、医药、航空及煤炭(交银施罗德)。考虑到下跌市场中的防御性,消费类板块,除了食品、汽车、家用电器外,还包括医药、IT等特殊消费品板块有望表现良好(博时)。继续关注住房相关行业及奢侈品行业在消费需求拉动下的业绩改善(中邮)。关注的板块主要侧重于超跌的防御性的零售、医药、旅游、电力等,以及金融、地产、钢铁等(大成)。近期我们还将重点持有商业和食品饮料类股票,今年商业板块和食品饮料板块经营效益有望出现惊喜(银河)。因加息的累积效应滞后,我们认为与内需密切相关的行业将是较好的防御性品种,比如消费、零售、银行、家电、商用汽车等等。

## 宏观视角

导读：在最新发布的《2007 年第四季度货币政策执行报告》中，央行对通胀走势表达出了深切担忧，并且首次明确表示，“将加强利率和汇率政策的协调配合，稳定通货膨胀预期”。“经济学的理论分析和各国的实践均表明，本币升值有利于抑制国内通货膨胀。”

### 汇率目标应服从通胀目标

余永定

**令人吃惊的不是出现了通胀 而是直到现在才出现了通胀**

央行在今年第四季度货币政策执行报告中指出，将加强利率和汇率政策的协调配合，稳定通货膨胀预期，通过利率来控制通胀的政策思路，我们已经从央行去年以来不断加息的举措中看到。那么，汇率调整是否对通胀会有同样的作用，升值与通胀之间是否存在替代性？

余永定：尽管由于种种原因利率政策的有效性受到制约，尽管还需要有更多的政策加以配合，但是通过利率来控制通胀的政策思路是完全正确的。汇率调整对通胀是有作用的，但是在通货膨胀治理过程中，其地位同利率政策是非常不同的。

升值和通胀之间的关系是复杂的，两者是一个包含许多变量的动态系统中的两个变量。只有在特定条件下，两者才存在替代关系，应该具体问题具体分析。2003 年初，当决策层首次和经济学界对话升值问题时，升值主要是同贸易平衡相联系的，通货膨胀问题并未进入视野。但 2003 年以来，围绕人民币升值问题的讨论确实是同对通胀和通缩的认识密切相联的。例如，麦金农一直强调升值对经济会产生通货收缩作用，因而反对人民币升值。2003 年当我就这个问题请教澳大利亚中央银行行长麦克法伦先生时，他很有远见地指出，当中国出现通货膨胀时，人们就会比较接受升值的主张了。

现在普遍存在一种容忍较高通货膨胀率以换取较低的汇率升值幅度的想法。由此，出现了升值和通货膨胀可以相互替代的主张。我以为这种主张有本末倒置之嫌。

那为什么从汇改以来人民币持续升值，中国的通货膨胀却同时出现？

余永定：理论上说，如果一个国家存在经常项目和资本项目顺差，而又不愿让货币升值，必然会导致通货膨胀率的上升，进而导致实际汇率的升值，并最终导致国际收支的平衡。但是，在实践中，国际收支顺差国可以通过对冲政策，吸干过剩的流动性，从而遏制通货膨胀的发展。但是，对冲是不可持续的。通过这样或那样的途径，双顺差加汇率稳定必然最终导致通货膨胀的出现。这是一个不以人的主观意志为转移的客观规律。

令人吃惊的不是中国出现了通货膨胀，而是中国直到现在才出现了通货膨胀。2005 年以来，人民币兑美元升值 10% 左右，但人民币的实际有效汇率的升值十分微小，人民币兑欧元不但没有升值反而贬值。中国的外汇储备仍在直线上升，中国的货币供应增长速度超过 18%。在这种情况下，出现通货膨胀又有什么奇怪的呢？当然，中国的通货膨胀同汇率有关，但并非全是汇率之过。即便不存在外部失衡问题，11.4% 的经济增长速度、全球范围内石油、矿产品和粮食价格的上涨等等因素的存在也足以导致通货膨胀的出现。

### 人民币升值有利于抑制通胀      汇率稳定应为通胀目标让路

在目前的经济背景下，汇率有没有必要、是否能够作为主要手段担当起抑制通胀的任务，成为央行进行紧缩的重要手段？

余永定：人民币升值肯定有利于抑制通货膨胀。但是，汇率只是一种价格，它反映国际收支的平衡状况。在自由浮动和固定汇率下，汇率都无法成为宏观经济政策工具。

目前，我们所实行的是有管理的浮动，汇率可以人为调整。但此时汇率政策主要是一种贸易政策工具。汇率的变动主要取决于贸易政策目标而不是抑制通货膨胀的需要。例如，在经济过热时期，贸易顺差往往会减少，甚至会出现贸易逆差。在这种情况下，政府不应该利用汇率升值来抑制由经济过热所导致的通货膨胀。正确的政策反应应该是采取紧缩性财政、货币政策。中国在目前情况下，汇率升值的贸易政策目标同抑制通货膨胀的宏观经济政策目标正好并行不悖。麦金农的担心已经不存在，因而我们可以加快升值的步伐。但这里不存在汇率充当抑制通胀主要手段的问题。

您曾表示，“汇率政策应服从抑制通货膨胀这个中心目标。为了抑制通货膨胀可以在一定程度上牺牲汇率稳定。”那么这个牺牲具体来说是怎样的？汇率应该遵循怎样的机制或者维持什么样的水平才可以被称为是服从抑制通胀的目标的？

余永定：简单来说，为了抑制通货膨胀，必须实行紧缩性的货币政策，而如果想让紧缩性的货币政策有效，就必须有资本管制或让汇率有较大的弹性(允许货币升值)。汇率政策越是没有弹性，货币政策就越是难以有效。例如，香港就很难有独立的货币政策。在当前，为了抑制通货膨胀，我们需要继续加息，在加息的同时，我们可以通过资本管制和对冲，尽量防止出现或吸干已出现的过剩流动性。如果(供给方)流动性依然过剩，我们就可以通过升值(提高中国资产的对外价格)减少过剩流动性的出现，从而减少央行的对冲压力，减少对对冲对商业银行的不利影响。我以为中国宏观经济政策不应该以汇率稳定为目标。当与通货膨胀目标相抵触时，汇率稳定目标应为通货膨胀目标让路。正是在这个意义上，我主张汇率政策应服从抑制通货膨胀这个中心目标。

### 利差顾虑或可“靠边”

在目前中国外贸顺差居高不下、外汇储备屡创新高的背景下，利率和汇率两个工具作用的发挥会不会有相互牵制的可能？央行要怎样平衡这两个工具关系？

余永定：利率和汇率之间的关系可以用利率平价假说来描述。例如中国和美国之间的利差如果等于人民币的升值预期，就不会有套汇资金流入中国。自 2005 年汇改以来，利息率平价假说对央行的货币政策肯定是有影响的。既然中国希望人民币对美元的升值幅度不超过 3%，而美国联邦基金利息率比如说是 5%，中国的同业拆借市场(或短期票据市场)的利息率水平就应该大致不超过 2%。如果利息率超过 2%就会有套汇资金流入中国。

麦金农曾指出，人民币利率已经取决于人民币汇率的预期变化趋势。2006 年 5 月，伦敦市场上 1 年期美元债券的收益率报 5.7%，而中国央行所发行 1 年期债券的收益率仅为 2.6%，二者之间的差额恰恰是 3.1%。截至 2006 年 7 月，人民币兑美元汇率在过去 1 年的升值幅度为 3.28%，与上述收益率差大体相同！投资人民币资产的人之所以愿意接受比较低的回报率，那是因为他们预计人民币的升值幅度将略超过 3%。

但是，利息率平价假说在中国是否适用是一个有争议的问题。外资的流入显然不仅仅是为了套汇。即便中美之间存在 3% 的利差，即便人民币的升值预期是 3%，国际资金还是会源源流入中国。其原因在不同时期各不相同。

2004 年大量国际资金流入房地产市场，其原因与其说是人民币升值预期不如说当时以外币计算的房地产价格过低。我本人认识的许多在国外充其量不过是中产的朋友纷纷在上海买房子。原因很

简单：以外币计，这些房产的价格十分低廉。流入中国参与并购、证券投资基金的资金也与人民币估值过低有关。当时一些外国投行的从业人员经常表示，他们进入中国并非预期有 3% 的汇率升值。对于这样的“蝇头小利”他们根本不在意。2005 年汇改制后，许多混杂在经常项目下流入的资金大概是为了保值。2006 年下半年外国资金流入中国股市则主要是看到中国股市的巨大资本利得。现在由于中国资产价格已经达到高位，风险明显加大，外国投机资本应当不会大量流入。

当前在考虑利率政策时，由于作用不大，过多顾虑利差似乎就没有什么必要了。升息导致的资金流入如果不能利用资本管制将其挡在国门之外，可以将其通过升值消化掉，具体例证就是：在自由浮动汇率制度下，外汇储备增加、因而流动性过剩的事情根本不会发生。如果在升息的同时不想让人民币升值，只有两个办法保证升息政策不因外资的流入而失效：资本管制和对冲。总之，升息不要过多顾虑汇率。至于其他制约升息的因素，如实体经济是否能够承受，按揭贷款的偿还是否会出现问题等等倒是应该多加考虑。如果人民币汇率预期明显加强（这可以在 NDF 市场上得到信息），中美利差进一步缩小，套汇资金的流入确实有可能明显加强。此时，我们面临的选择自然是：放弃升息或大幅度升值。如果我们把治理通货膨胀作为首要目标，大幅度升值就成为唯一选择。

### 通过试错找到汇率均衡水平

如果是由市场供求关系来决定人民币汇率水平，那美元和人民币的比价关系会发生什么样的变化？人民币会在短期内疾速走高吗？具体会到什么水平？中国的贸易状况、外汇储备规模、国内的宏观经济又会产生如何的连锁反应？

余永定：中国目前所实行的是参考一揽子货币的有管理的浮动汇率制度。考虑到中国目前的严重结构性问题，企业缺乏必要的应变能力，锁定汇率风险的各种金融工具仍不发达，完全按市场供求关系决定汇率还为时过早。另一方面，考虑到中国的双顺差、流动性过剩和通货膨胀形势的恶化，较大幅度升值是难于避免的。

至于什么是合理、均衡水平谁也说不准。只有通过试错的方法解决。缓慢升值的主要好处是企业可以得到调整时间，不利之处是让外国投资可以从容不迫地大量购买中国的廉价资产，造成流动性过剩和宏观经济的不稳定。快速升值的好处和坏处同缓慢升值的正好相反。



最后的国际收支平衡状态大概是略有经常项目顺差和资本项目逆差。与此相对应，外汇储备的增长速度将会逐步下降。为了应付某些外部冲击，一部分外汇储备可能还会被使用掉，最后外汇储备将大致稳定在一个同中国 GDP 水平相适应的水平。

一种观点认为外部不平衡是内部不平衡决定的。如果中国无法使储蓄和投资的缺口减少，就无法使贸易顺差减少。这种观点是不正确的。储蓄缺口=贸易顺差只是一个恒等式，恒等式不能告诉我们因果关系。具体的因果关系要具体问题具体分析。举一个极端的例子。假设央行完全不干预外汇市场，在存在双顺差的情况下，汇率肯定会升值，直至双顺差消失。双顺差消失意味着可能出现下述三种情况中的一种：贸易(经常)项目顺差和资本项目顺差同时消失，出现贸易项目逆差和资本项目顺差或贸易顺差和资本项目逆差(贸易顺差不变，国际收支完全由资本项目逆差来平衡的可能性很小)。上述由汇率变动造成的贸易项目差额的变动显然不是储蓄和投资关系发生变动的结果。相反，储蓄和投资的关系将会根据贸易差额的变动而变动。

在汇改两年多的时间里，总体来看人民币汇率的升值速度是在加快，但是其快慢交替走的节奏却很明显。这种节奏是否能够真正体现出有管理的浮动汇率制度的应有之义，又确实能够起到分化市场预期中的作用吗？

余永定：汇率升值速度忽快忽慢是自然的。因为，国内经济形势、贸易品平衡和资本项目平衡状态是不断变化的。这种变化倒不是为了分化市场预期。我们原来所设计的盯住一篮子货币的本意是创造双向变动预期。但最近几年来，美元兑欧元和其他主要货币一直是处于贬值状态，因而，人民币基本上是出于对美元升值对欧元贬值的状态。因而，我以为我们现在也不必在创造双向波动上多费功夫了。

基本问题依然是，我们到底打算明显加速升值步伐，还是继续保持小步慢走的方针。两种方针各有利弊。决策者不仅要考虑经济因素同时还要考虑政治因素。我本人主张加快升值步伐。但是，我认为中国已经错过升值的最佳时期(2004-2006 年)。2008 年世界经济增长速度下滑的风险较大。如果现在大幅度升值可能会使出口增长雪上加霜。但如果不加大升值幅度，我们又会面临通货膨胀和资产泡沫加重、贸易摩擦进一步恶化、经济结构调整缺乏动力等种种问题。如何掌握好升值时机和度确实是一个困难问题。

## 一周投资

### 深度报告：同方股份

广发证券发展研究中心行业研究员 惠毓伦

#### 1、产业优化完成，进入新一轮快速增长阶段

公司产业优化完成，确立了信息技术和能源环境两大发展方向，计算机、应用信息、数字电视和能源环境四大产业。多年培育的高科技产业群逐步进入收获期，高亮度 LED、安防产品、军工产品、数字电视、环境产品、同方人环、微电子、RFID 应用等出现快速增长，计算机保持稳定增长。数据显示公司从 2007 年开始进入新一轮快速增长阶段。

#### 2、高亮度 LED 基本实现产业化

同方股份控股的清芯光电高亮度 LED 项目目前已基本实现产业化，目前已经有 5 条生产线投产，根据规划 2008 年底生产线将达到 50 条。该项目将成为公司 2008 和 2009 年利润最大的增长点。清芯光电具有高亮度 LED 自主知识产权的 MOCVD 核心装备设计与制造能力，其产业化技术达到世界先进水平。

#### 3、公司实际价值尚未被充分认识，给予买入投资评级

公司实际价值尚未被市场充分认识，公司目前培育的高科技产业中，聚集了一批极具发展前景的项目，一旦产业化，将出现爆发性的增长。根据我们的盈利预测，目前同方股份对应 2007、2008 和 2009 年 PE 为 49.70、27.68 倍和 15.39 倍。我们认为同方股份具有长期战略投资价值，目前估值明显偏低，因此给予同方股份买入的评级，未来 6 个月合理目标位 60 元。

### 深度报告：用友软件

广发证券发展研究中心行业研究员 惠毓伦

#### 1、战略转型将促进主营更快发展

公司制定了战略转型计划，由产品经营性公司向客户经营性公司转型，公司定位也从管理软件产品供应商定位为经营与管理信息化服务提供商。公司把分属在小型客户、中型客户到大型客户领域的客户分成 4 类，根据不同的类型客户采取不同的服务模式。

## 2、主营业务将继续稳步增长

U8 保持稳步增长，NC 和通系列产品保持快速增长，数据显示公司的 ERP 产品已经进入快速增长期，并将继续保持这个趋势。随着 U9 的推出，公司 ERP 产品的竞争力将继续加强。技术服务与培训和软件配套用品销售也保持快速增长。公司战略培植的移动商务业务进展顺利，将从 2009 年开始为公司贡献利润。

## 3、维持买入投资评级

目前公司股价对应 2007、2008 和 2009 年 PE 为 29.88 倍、15.42 倍和 11.21 倍，无论与国内同行业平均水平还是与同行业其它优秀公司相比，PE 明显偏低。单纯用主营业务利润估值，作为中国最大的独立软件公司，用友软件在同行业中具有独特的地位，可以获得高于行业的平均估值水平，因此我们认为公司主营业务至少可以获得 50 倍的 PE，对应股价分别为 45.75 元和 73.80 元。再考虑到公司未来几年的投资收益较大因素，公司目前股价明显偏低，因此继续维持用友软件买入的评级，未来 6 个月合理目标位 58 元。

## 固定收益产品

### 日照港可分离债券分析

价值在120.93元—141.93元之间 如果贴现率按6.47%计算,当权证价值按6.5元—9.5元之间时,日照港可分离转债价值在120.93元—141.93元之间。但是如果市场贴现率高于6.7%,且权证因日照港股价大幅下跌或其他原因跌破4元,可能会有风险。

我们建议有配置需求的投资者优先网下申购日照港分离债,其次网上申购日照港分离债,有剩余资金时,优先网下申购四只新股,然后网上申购四只新股;对于没有配置需求的打新资金,建议优先网下申购四只新股,其次网下申购日照港,再次网上申购日照港,最后网上申购四只新股。有之前可分离转债的参照,我们建议网下申购的投资者按1.4%的利率申购。

纯债价值较低 按1.4%的利率计,日照港可分离转债的累计现金为108.4元。参照目前交易所企业债的6.47%的到期收益率计算,则纯债部分价值为75.433元,纯债价值较低。

权证存续期为1年 日照港分离债权证存续期为1年,和中化分离债权证一样,比大部分分离债权证(如中信国安权证和深高速权证)的存续期少一年。

我们认为,在日照港股价处于12元-15元时,上市之后日照港权证将出现涨停,打开涨停板后,日照港权证价格在6.5元-9.5元之间的可能性较大,跌破6元的可能性很小。

公司主营煤炭、矿石、水泥等散杂货的装卸、堆存中转服务。本次募集资金所投将使公司的堆场容量扩充626.4万吨,为公司06年实际矿石堆存能力的1倍多,铁矿石接卸能力新增1600吨/年,是原接卸能力的60%。如果权证融资成功,将预计与2010年实现新增焦炭吞吐量130万吨,杂货吞吐量120万吨,因此公司业绩释放主要于09年开始。