

机构客户周刊

二零零八年三月十日星期一 [总 119 期]第 7 期 2008 年 3 月 10 日

GF Securities Institutional Weekly

10Mar.2008



本期焦点

基金视点：秀才的梦

宏观视角：全球金融动荡下的宏观调控思变

一周投资：金龙汽车 中海海盛 西部矿业

固定收益：外部宏观数据简析

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

☆ 秀才的梦

◆ 宏观视角

全球金融动荡下的宏观调控思变

◆ 一周投资

☆ 调研简报：金龙汽车

☆ 调研简报：中海海盛

☆ 调研简报：西部矿业

◆ 固定收益产品

☆ 外部宏观数据简析

一周要闻

温家宝总理代表中央政府在人大会议上做政府工作报告。政府工作报告阐述了中国经济运行的宏观景象，提出了 2008 年 GDP 增长 8% 和 CPI 控制在 4.8% 的调控目标。关于资本市场，温总理在报告中指出：要努力优化资本市场结构，促进股票市场稳定健康发展，着力提高上市公司质量，维护公开公平公正的市场秩序，建立创业板市场。证监会主席尚福林接受两会记者采访时表示：创业板规则四月亮相，已关注到有关印花税的各种建议，将配合有关部门认真研究。

点评：政府工作报告提出的今年 GDP 增长目标，相对 2007 年 11.4% 的实际 GDP 增长，增速有较大下降，显然是为今年的经济增长留有余地，目前研究机构普遍预期，2008 年的实际 GDP 增长速度会有所下降，但仍能维持在 10% 左右。如果 GDP 增速下降过快，对上市公司盈利增长将带来巨大压力，可能影响牛市的预期。而全年物价指数要控制在 4.8%，相比 1 月份实际超过 7% 的 CPI 实际数据，显示今年通胀压力巨大，未来抑制通胀的措施可能很严厉。报告中对股市影响最为关键的一句话是“促进股票市场稳定健康发展”，这意味着股市的大起大落都不符合政府的精神，而通过法制建设市场基础制度建设确保股市健康发展，应该是今后监管部门的政策方向。总理工作报告与以往是一致的，即政府希望资本市场稳定健康发展，避免股市的大起大落。股市是经济的晴雨表，在解决了制度障碍后基本具备了与宏观经济发展基本保持一致的基础和条件，只要宏观经济是持续稳定向上的，股市的长期方向就不应该是熊市。就短期情况看，限售股上市、再融资压力，导致短期资金面压力很大，以及国内外经济形势出现的变化，影响短期市场的波动。在政府确定了促进股票市场稳定健康发展的大方向之后，不排除今后政府将通过发行基金、降低印花税、证监会严审再融资等方式促进股市稳定健康发展。而创业板推出时间的明确，将对创投概念股票的上涨产生进一步的刺激。

中国平安集团千亿再融资方案 5 日获得临时股东大会及类别股东会议通过，投票赞成率高达九成以上，超过市场此前预期。该方案尚需获得中国证监会的审核方可实施。临时股东大会投票结果显示，A 股增发议案的 9 项条款均获得 92% 以上的赞成率。分离交易可转债议案方面，17 项条款均获得超过 93% 的赞同率。据了解，在少数投反对票的股东中，有诺安基金和大成基金。外资股类别股东大会投票的赞成率更高。

点评：在市场一片反对声中中国平安股东大会仍然高票表决通过了再融资方案，显然指望市场手段约束上市公司的恶意圈钱行为，在目前的股权结构下，很难实现。剩下的就是证监会如何进行严格

审查的问题了。市场对再融资的恐惧是当前影响股市稳定的最直接因素，中国平安通过巨额再融资方案，是否会引起其它上市公司效仿，掀起新一轮的上市公司再融资高潮，最值得担忧。市场是否会因失望而出现新的剧烈波动，需要密切关注。如果能抗住中国平安再融资方案通过的冲击，则大盘有望逐步稳定下来。

国家发改委日前下发通知称，决定在高技术产业发展具有优势和特色的地区，建设 6 个综合性国家高技术产业基地和 24 个行业性国家高技术产业基地，以促进全国高技术产业集聚，辐射带动区域经济发展。6 个国家高技术产业基地分布在北京市、上海市、天津市、深圳市、陕西省西安市和湖南省长株潭地区，重点围绕信息、生物、民用航空航天、新材料、新能源等产业领域。

点评：国家发改委的决定，将对高新技术产业的发展提供新的巨大推动力，信息、生物、民用航空航天、新材料、新能源等产业领域的上市公司，将面对新的重大发展机遇。近期热炒的新能源、新材料、创投概念股票，有望进一步升温并扩散到信息、生物、航空航天等板块上市公司。

周三美国股市高收 原油黄金价格同创历史新高。道指上涨 41.19 点，涨幅 0.34%。纳指上涨 12.53 点，涨幅 0.55%。标准普尔上涨 6.95 点，涨幅 0.52%。受美元汇率下跌、欧佩克决定维持石油生产配额以及上周原油库存报告的综合影响，油价首次收于 104 美元之上，原油期货价格上涨了 5 美元，涨幅 5%，收于 104.52 美元/桶。美元贬值推动金价上涨，黄金期货上涨了 22.20 美元，收于 988.50 美元/盎司；盘中一度上涨至 995.20 美元/盎司，创历史新高。

点评：道指 5 个交易日以来首次收在高位。石油、黄金的飙升提醒市场资源股的价值依然存在，尤其原油价格创新高，对新能源行业的发展是个积极的刺激，太阳能、风能、生物染料等板块值得继续关注。

深发展公告：宝钢拒绝参与定向增发、深发展决定公开增发纯属谣言。该行公告明确表示，深发展面向宝钢集团有限公司的非公开发行事宜，目前有关材料已报中国银监会进行审批。除了已经公告的融资计划外，目前无其他资本募集计划。至于偶发案件，公告称，该案件不涉及客户账户及资金，且损失金额预计不超过 3000 万元，对银行整体财务影响极微。本行 2007 年业绩预增不变，预计本行 2007 年 1 月至 12 月累计净利润与 2006 年同期相比将增长 100% 到 110%。

点评：昨日深发展股价一度跌停，带动浦发银行和整个金融地产板块大幅下跌，就与传闻深发展将推出 600 亿元的再融资方案有关。深发展的澄清公告，表明相关报道是谣传。深发展股价因谣传再

融资而暴跌，持有深发展的基金加入错杀行列，机构信心如此脆弱，可能一定程度上反映了机构投资者对后市信心的不足，值得引起市场警惕。深发展的澄清公告有助于股价的稳定，但中国平安今天表决再融资方案通过的可能性很大。大盘的震荡预期将难以避免。

权威人士表示 上市公司再融资规划应写入年报。上海证券报头版报道，近期，真假难辨的“再融资”传闻已成为股市波动的一大诱因。对此，权威人士表示，上市公司应在年报中披露未来一年公司融资需求，以稳定投资者预期，避免公司股价受传闻影响产生不必要的波动。事实上，年报准则对此早已明文规定，要求上市公司在年报“管理层讨论与分析”栏下“对公司未来展望”部分披露发展所需的资金需求和使用计划。

点评：近来传出“圈钱”的上市公司有两大特点，一是超级权重股，二是有外资控股背景。真假难辨的“再融资”传闻对股市稳定的危害越来越大。明确将“再融资规划应写入年报”可以让市场对各家上市公司的再融资计划有所了解和准备，避免因传闻影响市场波动，是一大防范措施。

全国政协委员、证监会副主席范福春表示资本市场要在规范中健康发展。他表示：“监管机构从来不对股指高低做任何判断。”创业板相关规则将很快公开征求意见 红筹回归没有困难 融资融券正在准备中。”

点评：这是监管部分的政协委员就股市相关热点问题发表的最新的意见，规范中发展股市政策的主基调。而创业板细则将很快征求意见的表态，对当前阶段火爆的创投概念股的炒作将有进一步刺激作用。融资融券业务今年也可能推出的信息，提供了新的潜在利好因素。另据报道，政协会场内外热议资本市场税收政策，证券交易印花税下跌的可能性增大。预期人大政协两会期间，政策面消息面偏暖局面将继续维持，对股市的阶段性反弹行情十分有利。

全国人大代表、重庆市常务副市长黄奇帆表示，“重庆将力推 20 家大型企业集团整体上市，初步设想到 2012 年建立起西部金融中心的框架。”今年将启动第二批 10 家集团上市的工作，预计到今年年底完成内部整合，达到上市条件。明年上半年开始，这第二批 10 家集团也将陆续上报上市申请。以后将主要考虑优质上市公司重组，把优质资源、优质项目、优惠政策向上市公司倾斜，

点评：在过去 5 年中，重庆市对 10 家 ST 公司进行了全面重组，使之相继变身为优质上市公司。目前重庆市已有 34 家上市公司，总体资产质量、资本回报率都有大幅度提高，ST 公司全面“摘帽”。重庆上市公司市值也从 2002 年的不足 400 亿元，上升到目前的 1000 多亿元。这与重庆市政府对金

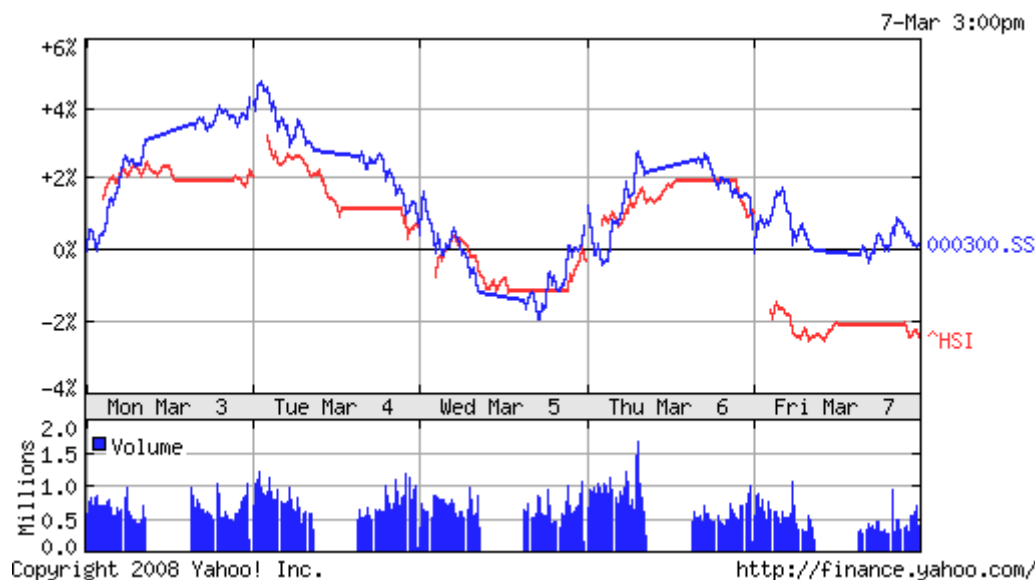
融和上市公司工作的重视密不可分。新的 10 家集团整体上市，意味着相关上市公司将再次面对新的投资机会，值得重视。

三只偏股型新基金获批。又一批偏股型新基金于 2 月 29 日获批发行。来自基金公司的信息显示，富国天成红利基金、万家双引擎灵活配置混合型基金，以及信诚盛世蓝筹股票型基金于 29 日获得证监会书面批文，将于近期展开集中募集。

点评：最近每周末都有新基金获批发行，表明证监会稳定股市的态度越来越积极。新基金发行如果再成为“常态”，意味着基金的资金来源重新获得活水支持，新基金的建仓时节来临，可能最终改变目前市场的低迷气氛。

市场概述

沪深 300 指数一周走势图



一周市场概述:

本周市场呈现逐步温和的震荡行情。大家所期望的政策性救市并没有出现，不过从市场较为弱势的趋势看，两会的召开还是起到一定稳定市场的作用。我们认为，在今后相当长的一段时期内，震荡向下是主要趋势，上升过程应首先考虑反弹的高度，控制风险调整仓位还是关键。

温家宝总理代表中央政府在人大会议上做政府工作报告。政府工作报告提出的今年 GDP 增长目标，增速有较大下降，目前研究机构普遍预期，2008 年的实际 GDP 增长速度会有所下降，但仍能维持在 10% 左右。如果 GDP 增速下降过快，对上市公司盈利增长将带来巨大压力，可能影响牛市的预期。而全年物价指数要控制在 4.8%，相比 1 月份实际超过 7% 的 CPI 实际数据，显示今年通胀压力巨大，未来抑制通胀的措施可能很严厉。报告中对股市影响最为关键的一句话是“促进股票市场稳定健康发展”，这意味着股市的大起大落都不符合政府的精神，而通过法制建设市场基础制度建设确保股市健康发展，应该是今后监管部门的政策方向。即政府希望资本市场稳定健康发展，避免股市的大起大落。股市是经济的晴雨表，在解决了制度障碍后基本具备了与宏观经济发展基本保持一致的基础和条件，只要宏观经济是持续稳定向上的，股市的长期方向就不应该是熊市。就短期情况看，在政府确定稳定健康发展的大方向之后，不排除通过发行基金、降低印花税、证监会严审再融资等方式促进股市稳定。而创业板推出时间的明确，将对创投概念股票的上涨产生进一步的刺激。

基金视点

广发基金朱平：秀才的梦

从前有一个秀才进京赶考，眼看考试的日期要到，这个秀才晚上忽然连着做了三个梦。第一个梦是梦见他在墙头种菜；第二个梦是梦见雨天，他出门打着伞却还戴着斗笠；第三个梦是梦见他和自己喜欢的女子背靠背睡在床上。这个秀才觉得这三个梦是个征兆，第二天一早他就去找算命先生解梦。算命先生一听沉着脸说，这些梦是不祥的预兆。你在墙头种菜那是白费力气；你出门戴斗笠打伞是多此一举；至于你和喜欢的女子睡在一起却背靠背，只能说明你没戏。这个秀才非常沮丧，回去就打包想走人不考算了，客栈老板见了问什么原因，秀才就一五一十地告诉他原委。老板听罢不以为然，他说，不对，你听我说，你在墙头种菜预示你将高中；你戴斗笠打伞表明你双保险；背对着你喜欢的女人，只要翻身就可以了，这表明你要咸鱼翻身。秀才一听觉得有道理就留了下来参加考试，果然头榜高中。

这个故事对这半年的股市来是非常贴切的，去年市场一路向上，如果上市公司有再融资的消息公布，股票很有可能上涨，直到有一天，这些增发的股票跌破了增发价。从此，只要上市公司公布增发，股票就会下跌。同样的反应还表现在市场对政策信息的反应上，去年前三个季度，只要市场有不利的消息，比如升息，市场就认为是利空出尽，而其实我们现在所面临的经济不确定性在那个时候就已在监管部门的预期之内，而现在对市场有利的消息则会被许多投资者当成减持的机会。

其实股票无外乎涨跌，但同一个信息，不同人在不同时候会有完全不同的解读，对于投资者即使是专业的投资者也常常会面临这样的难题。就像 2008 年的股市，决定其走势的根本原因有两点，一是全球的经济不确定背景下，中国经济可能出现的减速以及随之而来的企业赢利低于预期。二是相对于国外而言偏贵的估值。但如果按 2008 年的预测看，沪深 300 的市盈率大约为 22 倍左右。但市场更担心的是全球经济可能进入滞胀，中国的经济也好像难以为继。所以每个人都开始觉得股票危险而躲避。但就像彼得·林奇曾说过的那样，世界每天都有无数的事让人忧心，过去几年我们遇到过 SARS，遇到过 04 年的宏观调控，遇到过禽流感全面爆发的威胁，股市也在涨跌中不断创出新高，现在我们又遇到了估值偏高的压力，遇到了美国次债的危机，遇到了通胀的隐忧，股市也在反弹中不断下跌。所以如果在这样的市场中继续投资，学会成为象巴菲特或彼得·林奇那样的乐观主

义者是一个基本要求。它主要表现在三个方面：首先是相信社会总是在进步，尽管永远会存在问题，尽管进步是一波三折的，但经济总量会不断增长，企业赢利也是长期向上，适当的分散投资总能分享到经济和企业成长的收益。具体到今天，如果全球 2003 年开始这轮强劲增长，动力主要是来自于中国和印度等发展中国家劳动力的增加以及劳动生产率的提升，那么这个趋势的结束也应在这个项数据显著变化时才会到来。第二个方面是当企业的价值严重低于价格时，不仅不应该抛出，反而要觉得收益正随着价格的暂时下跌而不断增加。最后一点是相信有一些企业会在风雨中成长，会成为伟大的企业，充分了解这些企业的赢利模式、竞争优势和成长空间，长期持有这些公司，乐观地相信多少年之后你手里的投资将会增值许多倍，而不是在有些风吹草动时就溜之大吉。

宏观视角

导读：面对 2008 年全球金融市场大幅跌宕、美国经济开始吟唱衰退的主基调，我们需密切关注事态的发展及其对我国带来的牵制和影响，随机应变、及时调整，沧海横流方显我宏观调控的英雄本色

全球金融动荡下的宏观调控思变

吉水

2008 年的开春头一月，全球各大金融市场大幅动荡，总体表现欠佳，似乎昭示了 2008 年是一个不平常的年份。其实 1 月 9 日，世界经济论坛就发布了一份相当不乐观的报告指出，2008 年乃至此后 10 年，全球需要应对金融市场动荡、食品供应安全和能源紧张等三大主要风险。也许当时还有人们觉得该报告过于悲观，但世界经济论坛的余音未了，全球金融动荡就已猛然袭来。外部世界的变化眼花缭乱，我国宏观调控如何调整应变，面临着巨大的外部考验。

全球金融动荡的新年阻击战

自 2008 年 1 月 15 日以来，随着花旗、美林、摩根、瑞银等世界金融巨擘纷纷因次贷危机减记资产创历史记录，大大出乎人们的预期，布什的 1460 亿美元经济刺激计划也因低于市场预期而未能减轻投资者对美国经济可能陷入衰退的担忧，美国股市连续大幅下跌，市场流动性再次面临枯竭的危境，道琼斯指数、标准普尔 500 指数和纳斯达克综合指数在 2007 年的涨幅全部被抹平。1 月份道琼斯指数总共下跌了 4.9%，纳斯达克指数下跌了 9.9%，标普 500 指数下跌了 6.3%。美股暴跌同时引发欧洲、亚太和拉美股指大幅下挫，国际市场陷入空前恐慌。全球新兴市场表现尤为不佳，其中，土耳其、中国 A 股、俄罗斯和印度跌幅分居世界前四，分别达到 22.7%、21.4%、16.12% 和 16%。

为应对股市危机和流动性危机，美联储在 1 月连续两次紧急降息 75 和 50 个基点，也是破了历史记录，但降息终究是治标的退烧药，用时退烧，过后继续发烧，不过是导演了一出美国金融市场

暴跌反弹再暴跌的闹剧，美股在两次降息后均有两次持续时间为 1~2 天的反弹便偃旗息鼓，欧亚和拉美股市也随之舞动，反弹昙花一现。

随着人们对美国次贷危机继续深化的忧虑，美股反弹之后下行更甚，2 月 5 日，道指重挫 370 点，为近一年以来最大单日跌幅。欧亚拉美澳洲股市情况无疑也不容乐观，2 月 5 日，欧洲三大股市显著下挫，伦敦富时指数跌 2.63%，法国巴黎 CAC 指数挫 3.96%，德国法兰克福 DAX 指数下滑 3.36%。2 月 6 日，香港恒生指数大跌 1339 点，日经指数大跌 646 点，中国 A 股因春节休市暂逃一劫。

美国已经开始步入衰退

本质上看，降息乃至向市场注入流动性行为都不会令美国金融机构的资产负债表马上改善，这些机构还会继续惜贷，使得信贷市场的紧张状况长期持续，诺贝尔奖得主斯蒂格利茨更将美联储当前的降息比作是“推绳子”，其效果可想而知了。

1 月 31 日，美国新的经济基本面数据的公布加深了公众对目前美国经济状况的确不容乐观的判断：美国失业救济金的申领人数上升至 37.5 万人，为 2005 年 10 月至今的最高纪录；美国商务部公布的消费数据也显示，美国消费者在传统的购物旺季都在收紧腰包，减少开支；美国劳工部公布，1 月非农就业 4 年多来首度出现负增长。这些情况都深深地加大了人们对美国经济衰退的担忧。

更可怕的是还有接踵而来的信用卡危机。一旦经济不景气，依靠借贷消费的美国出现信用卡危机也是稀松平常之事，目前，美国银行和花旗银行已经提高了信用卡资产减值拨备，美国运通集团也估计无法偿还的消费者贷款将占其放贷总数的 20%。次贷危机和信用卡危机的叠加，极有可能引发美国严重的金融危机和信用紧缩，导致美国出现中等程度以上的经济衰退。一旦世界经济增长的火车头出现了严重减速，全球经济的衰退自然难以避免，以美国为首的西方金融市场经常出现严重的动荡已是常态。著名对冲基金投机商索罗斯对此宣称，当前世界金融市场正进入二战结束以来最严重的危机。也有市场观点认为，2008 年美国道琼斯指数至少还会下跌 20%，步入技术性熊市不可避免。美国《华尔街日报》2 月 6 日公布的一份最近对 52 名经济学家的调查结果显示，经济学家们认为美国经济滑向衰退的可能性在增大，认为美国经济将会陷入衰退的经济学家达到了 49%。这一比例高于 2008 年 1 月份调查的 40%，更高于 2007 年 6 月份的 23%。此外，39% 的经济学家还认为，如果美国经济发生衰退，其程度将比 1981 年和 1991 年发生的两次衰退更为严重。

欧盟也面临着下行风险

虽然乐观的人士认为欧盟要好过美国，但欧元区内部自身的机制和基础不稳、货币合作松松垮垮，且弱势美元政策使得欧元、英镑升值导致了欧盟整体出口压力上升。当次贷危机袭来时，欧盟也无法幸免，甚至英国还出现了百年不遇的银行挤兑事件。欧洲央行先于美联储向市场注入流动性，也是从一个侧面体现了欧洲自身金融体系存在的问题及其对待美国次贷危机的紧张心理。随着次贷危机的不确定性和关联复杂性日益强化，将使得欧盟的金融资产价格、价值的扭曲更加突出。而且，有市场观点认为，欧盟金融市场动荡与美国具有实质性的差别：美国当前的金融动荡其实是一种相对主动的调整，尤其是考虑到总统竞选因素时更是如此，2008 年美国将一改以往上半年稳定、下半年波动的常态，变为上半年的波动可能意味着下半年相对稳定和反弹；相反，欧盟却没有或缺少自我调整，也是其金融市场大幅跌宕的主因之一。

其实，欧盟除了跟随美国变动而疲于被动应对之外也别无良策。尽管对美减息政策颇有微词，也仅仅由欧盟委员会主席巴罗佐于 1 月 29 日晚在唐宁街“信贷紧缩峰会”开始之前公开呼吁，不要对全球经济低迷做出仓促反应，相关举措应该是“有目标的、有分寸的”。

随机应变方显我国宏观调控本色

基于次贷危机深远影响，全球已经从流动性过剩、市场高涨的情形迅速逆转为金融市场动荡、信心萎缩和经济衰退的境地，我国是否还能继续基于 2007 年流动性过剩、股市飙升和通货膨胀上升而在 2008 年继续采取严厉的紧缩性货币政策呢？显然，全球化的背景下，我国无法回避外部世界急剧下行的变化。

法无定法、势无常势。笔者认为，面对 2008 年全球金融市场大幅跌宕、美国经济开始吟唱衰退的主基调。我们需密切关注事态的发展及其对我国带来的牵制和影响，随机应变、及时调整，沧海横流方显我宏观调控的英雄本色。为此，我国当前的宏观调控必须积极考虑以下 3 个方面的内容：

全球金融动荡下“A 股国际化”的市场信号含义

我国 A 股市场曾一直给人一种宠辱不惊的感觉，与外部世界的联系不甚紧密，2008 年 1 月 15 日之前，除我国 A 股上扬外，美国、欧洲、日本、香港等地股指均持续下跌，此后，A 股也一蹶不振，与欧美股市一起进入深跌通道。A 股的跌势与全球股市的震荡下行相为呼应，这在 2007 年底之前几乎还不可想象，那时的我国 A 股市场以“一枝独秀”屡屡笑傲全球。岁末年初，A 股市场何以突然变得如此的高度国际化？如果是市场恐高，那么在 6000 点的时候应较易和海外市场形成共振；

要说是热钱与 QFII 等跨境资金联动炒作，可能性也不大，毕竟 A 股资金是在极为严格的条件下封闭的，况且主导 A 股的资金还是国内资金占绝对规模优势。那现阶段“A 股国际化”就只能有一种解释，即基于美国次贷危机和经济衰退而产生的全球性金融恐慌已经成功地侵入了 A 股市场。而这种全球性金融恐慌，极度地放大了 A 股投资者对国内紧缩政策的风险以及对美国经济衰退有可能引起我国出口前所未有的大幅下跌的预期，加之溢价过高、近期扩容、解禁、再融资因素的影响，从而造成大量资金撤离，导致 A 股市场大幅跌宕。

“知未明，观未见”，可以说现阶段“A 股国际化”，本质上是国内投资者对国内紧缩政策与美国经济萧条叠加导致中国出口下滑、经济下行的担忧在股市中的提前释放。作为国家经济晴雨表的股市，发出这种市场信号，绝对应该得到宏观决策者的仔细研读——在外围环境已经急剧恶化并终将影响国内经济下行的情况下，是否有必要回到严厉地信贷规模控制时代呢？甚至是否有必要继续紧缩呢？继续紧缩又将会对我国的资本市场发展和经济增长带来怎样的影响呢？

大力发展直接融资早已成为管理层的共识，我国在维护金融稳定过程中存在的诸多结构性问题都可以通过健康有序地发展直接融资得到较好的解决，因此，更要建设好股市，珍惜来之不易的牛市局面，防止股市的大幅跌宕，使股市成为良好的投资资金与消费资金的蓄水池，较好地吸纳当前过剩的流动性。

充分评估美联储的大幅降息政策带来的严重后果

次贷危机暴发后，美国政府为了挽救经济，用“药”之猛可谓前所未有，手段之多令世人目不暇接，尤以货币政策为甚。自 2007 年 9 月以来，美联储连续第五次降息达 225 个基点。上帝也许特别眷顾美国，竟提前安排了除已仙逝的弗里德曼之外当今最牛的 1929 年大萧条研究者贝南克担任美联储主席，贝南克当即祭出大幅降息和无限量提供流动性作为走出萧条的根本之道，其降息的力度、速度远超“格林斯潘时代”。因此，市场观察人士认为，美联储不排除在 3 月 18 日的例会时再次降息 50 个基点，本轮降息的底部可能在 2.25% 左右，有望在 2008 年年中达到。

然而，美联储的加息周期显然对我国现阶段执行紧缩性货币政策带来了严重不利影响，压缩了我国加息的空间和降低了回收流动性的效果：现阶段我国为了防止物价由结构性上涨演变为明显通货膨胀，有较高的加息要求；然而美国大幅连续减息，导致中美利差严重倒挂（人民币利率高于美元利率），加上国际投行们都给出 2008 年人民币将升值 10% 的预测，因此，无风险套利将导致全球资金源源不断地流出美国流入我国，使我国的流动性过剩局面进一步恶化，潜在通货膨胀的压力更

大。于是，提高存款准备金率堪当回收过剩流动性的大任，同时，中央银行甚至还使出了名为“窗口指导”实为信贷规模控制的招数压制银行信贷。

其实，美联储降息导致美元进一步贬值，好比是“放水”，使得市场上美元泛滥；我国提高存款准备金率好比修“大坝”，试图拦住泛滥的流动性冲击国内的经济体系。美国降息越多，“放水”也越多，自然我国不得不继续提高存款准备金，“大坝”也只能越筑越高。不把“放水口”堵上，就不能从根本上解决问题。而且，居民手中的资金和游资热钱也是不受存款准备金率调整的，如果不能维护 A 股的稳定有序发展，任凭市场不确定性加强和大幅跌宕，A 股也吸纳不了新增的流动性，必将导致房地产价格继续攀升，使得明显通货膨胀成为现实。

因此，有市场观察人士认为，目前我国已经失去了货币调控的主动权，虽然不一定正确，但是也有一定道理，起码美国接连降息使我国货币政策处于两难选择的境地。虽然全球都在又一次遭受美国廉价货币政策的困扰，但印度及俄罗斯等国由于已经实行了货币自由浮动，它们货币未来大幅度升值的空间已经没有，而我国没有让汇率自由浮动，无法通过汇率的大幅升值来削减外贸顺差和外资流入带来的流动性过剩，因此缓慢升值政策只能刺激热钱更加肆无忌惮，对这种追逐利润而来的资金，我们根本无法抑制。因此，我国当局在继续提高存款准备金率、回收商业银行过剩流动性的同时，更应该加速人民币升值步伐，缩短对人民币升值预期时间。

扼制通货膨胀重要抑或保持经济又好又快增长重要？

显然，对这种问题的辩论必须有一定的约束条件才有意义。目前支持紧缩性政策的观点把两者对立起来了，认为通货膨胀是有周期的，终究是一种货币现象，是经济过热的表现，应该要用紧缩的货币政策抑制，无论如何，我国当前紧缩的宏观调控政策取向不应改变，抑制通胀的目标高于一切。其实抑制通胀的目的还是为了平稳持续地追求经济增长，当外部环境突然快步进入衰退时，而我国又是一个出口依存度达 70% 以上的经济体，根本就用不着紧缩就会有外部需求的大幅减少，总体通胀压力何来之有？

在这种情形下，如依然出现通胀那就只能是其他的解释了，如成本推动型或外部输入型通胀。当前，我国上涨最厉害的就是农产品，再一个是用工制度和强制性环保措施所导致的生产成本上升，显然，这都是没有必要也无法靠高利率、压制信贷能解决的。事实上也不能再把农产品压制到原来的水平：一来我国农民本来就承担了太多的生产成本，价格剪刀差一直存在，农产品提价算是一种迟来的补偿；二来美国作为世界第一的农业大国，一直主导着大宗农产品定价权，近年来因石油飙

升，一方面导致玉米乙醇等生物燃料的研制有利可图而耗费了大量的农产品，另一方面美国发展的是“石油农业”，其农产品的整个生产过程都是耗费了大量石油资源的，因此导致其成本乃至价格飙升。因此，对于我国此番的通货膨胀一个基本判断主要是外部世界输入(石油、铁矿石、铜矿、大豆、玉米等大宗商品价格飙升)加上用工、环保等成本上升为主形成(当然本文在此并不否认现阶段一定程度上存在投资过热因素，其实我国政府已经有了一个很好的判断——当前存在结构性通货膨胀，必须防止发展为明显的通货膨胀)。

实际上，如果看看俄罗斯、印度、越南、南非、阿根廷、巴西等新兴市场，这些国家都处在 10 年来最高通货膨胀水平上，美国和欧元区也出现较大的通货膨胀压力，就可以明白我国此番经历的通货膨胀是一个全球性的现象。一个源于美国 21 世纪初开始的廉价货币政策应承担主要责任的货币现象，完全不同于上世纪 90 年代前期我国投资狂热导致的通货膨胀。

更重要的是，当前外部环境已经开始迈入衰退周期了，甚至是一次较为严重的中型衰退，IMF 下调了美国 2008 年的经济增长预测值仅为 1.5%，下调全球经济增长率仅为 4.1%；而美国为避免经济衰退而采取的持续大幅度降息的货币政策可能产生不利的后果——减息相当于政府补贴次贷的债务人和投资者，挽救房地产泡沫，但终将为未来带来更大的流动性泛滥、美元贬值以及石油和农产品等大宗商品价格飙升，全球将在通货膨胀中继续煎熬。反观我国，2008 年 1 月份南方遭受了 50 年不遇的冰雪灾害，交通阻塞、停水停电停产，直接经济损失上千亿元，也导致了鲜活菜蔬等消费价格飙升。在这种情形下，应该是鼓励生产自救，加大雪后输变电、道路等重建和农业投入，以此平抑物价，此时仍拘泥于基于 2007 年经济过热而采取的紧缩性货币政策，无异于缘木求鱼。

事实上，我们应该充分认识和审视市场体制如此健全的美国，在全球金融动荡的背景下，当经济刚刚出现衰退迹象时，竟然会使出如此浑身解数，超宽松货币政策和经济刺激计划多招并举救市，大力挽救美国经济，而罔顾此举为全球未来再一次埋下流动性过剩乃至滞涨的隐患。那么，我们又有什么理由采取紧缩的宏观调控，去为美国廉价货币政策导致的全球性通货膨胀付出经济下行和金融市场动荡的代价呢？是到该转变的时候了！

一周投资

调研简报：金龙汽车

广发证券发展研究中心行业研究员 汤俊

公司业绩增长稳定

2007 年公司销量实现 53750 辆，同比增长 31.40%。其中，金龙联合销售 1.25 万辆，同比增长 25.86%；苏州金龙 1.60 万辆，同比增长 21.11%；厦门金旅 2.51 万辆，同比增长 42.19%。

大中型客车优势地位继续保持，轻型客车表现突出

在国内的大中型客车市场，2007 年公司的市场占有率达到 27.2%。同时，2007 年公司轻客在出口市场拓展的拉动下，国内外总销量达到 2.1 万辆，同比增长 52.22%。

出口市场将是未来增长的亮点

2007 年公司出口客车 1.58 万辆，占总销量的 29.32%。目前，公司产品出口市场覆盖中东、俄罗斯、东南亚、非洲、欧洲五大地区。预计未来两到三年，出口市场将是公司业绩增长的动力，公司产品的国内外销售比例将达到 1:1。

新的细分领域提供增长机会

针对目前国内机场摆渡车全部进口的现状，公司成功开发了机场摆渡车，并通过了民航总局的认证。在该领域的拓展将给公司带来新的成长机会。

风险提示

人民币的持续升值将对出口带来不利影响。同时，轻型客车的出口市场能否持续景气，存在一定的不确定性。

盈利预测

我们预测公司 2007 年-2009 年实现主营业务收入实现 123.63 亿元、160.42 亿元、192.71 亿元，实现归属母公司净利润 2.37 亿元、3.28 亿元、3.93 亿元。按照目前的总股本 2.95 亿股计算，公司未来三年的每股收益分别为 0.81 元、1.11 元和 1.33 元。考虑到转让土地的收益，2008 年的 EPS 将为 1.25，按照 25-30 倍的市盈率，公司一年内的合理价值在 31.25 元至 37.50 元之间。

给予“买入”评级。

调研简报：中海海盛

广发证券发展研究中心行业研究员 黄永琳

看好区域市场的优势地位

中海海盛是海南省规模最大的航运企业，2006 年，公司散货运输占海南省大宗散货海运市场的份额达 57%，占据了绝对优势地位。

我们继续看好公司的高市场占比：首先，公司拥有和海南省主要客户如华能海南发电公司、海南矿业联合公司长期合作的良好关系；其次，我国沿海主要的航运企业中海发展由于和公司同属中海集团，为了避免同业竞争，中海发展避开了海南省内市场；第三，受海南省内主要港口的泊位条件限制，目前只有 3~4 万载重吨的船舶可以进出，马村新泊位建成后，也只能通过 4.7 万载重吨的船舶，而这些小吨位船舶并非其他大航运企业的主力发展船型；此外，公司大股东中海集团和海南省政府签署了战略合作框架协议，从战略角度保护了公司在海南市场的发展空间。

运输需求增长带动货运量增长

由于公司在海南省散货运输市场的龙头地位，公司货运量的增长也将必然受益于海南省内大宗散货运输需求的增长。

电煤运输市场方面，根据已签订的 2008 年运输合同，公司运输的华能海南发电的货运量将增长 23%，我们预计 2009 年还能有 15% 的增量。铁矿石运输市场方面，2008 年，公司与海南矿业签约运量为 140 万吨左右，我们预计随着公司新增运力的陆续投放，运量还将持续上升，主要增量反映在 2010 年。

受益沿海运输市场的繁荣，COA 合同运价大幅上升

得益于沿海运输市场的繁荣，公司 2008 年的 COA 合同运价也出现大幅上升：与华能海南发电签署的电煤运输合同运价上涨 79%；与海南矿业签署的矿石运输合同平均运价上涨 63%。在国际干散货运输市场仍旧看好的前提下，我们认为 2008 年度我国沿海散货运力不会出现大幅增加，总体供需关系不会出现大的变化，预计 2009 年度公司的合同运价仍能保持现有水平。

估值

公司 2009 年度每股收益为 1.15 元，取板块平均市盈率 20 倍计算，价值 23 元，加上招商证券股权增加公司每股价值 4.6 元，我们认为公司的合理估值为 27.6 元。

风险提示

市场局限风险、油价波动风险、运价波动风险。

调研简报：西部矿业

广发证券发展研究中心行业研究员 黄勇

目前矿山业务为公司主要利润来源

公司业务中矿山业务有较高的毛利率（75%以上）。公司主营收入中矿山业务、冶炼业务分别占比 53%、41%；但在公司利润构成中，两者占比分别为：94.32%、9.67%。目前矿山业务为公司主要利润来源。以下输入摘要段落内容一。

矿山开发在 2009 年以后增加产出

公司于 2007 年 7 月发行 4.6 亿新股，募集资金 60 亿元投向矿山开发、冶炼产能扩产、股权收购、项目增资等项目，项目的建成投产期大多集中在 2009 年，因此公司的产能将在 2009 年以后大幅增长。其中锡铁山铅锌矿未来以稳产为主；获各琦铜多金属矿：购买外围探矿权，2010 年增产 1 倍；赛什塘铜矿：09 年产能增加 50%；呷村银多金属矿：股权增大，产量增加；玉龙铜矿 09 年以前对利润贡献不大；宜昌磷矿项目：尚无时间表。

冶炼能力大幅增加

至 2009 年，公司铅冶炼产能将扩张 3 倍至 15.5 万吨；锌冶炼：2009 年产能将增至 16 万吨；铝冶炼能力基本维持不变。

投资评级：持有

西部矿业未来几年内矿山开发和冶炼能力扩张齐头并进，产能将在 2009 年以后大幅增长。公司今后将以重点开发中型以上矿山为主，未来资源储量增加可能性较大。

基于目前以公开的资料，在预计宜昌 100 万吨/年磷矿项目及襄樊铅锌冶炼项目近几年内不会有太大进展的前提下，我们预测公司 2007-2009 年的 EPS 分别为 0.697、0.807、0.977 元。我们给予公司持有评级，未来 12 个月目标价 32 元。

风险提示

矿山开发具有一定的风险性。金属价格出现加大波动将影响公司盈利

固定收益产品

外部宏观数据简析

美国3月首次失业人数意外下降，房屋市场依旧疲弱，但比市场预期稍好。3月2日首次失业人数预计为360K，实际为351K，上次为373k；2月24日持续领取失业救济人数预计为2810K，实际为2831K，上次为2807K；待建住宅销售量月环比1月份预计为-0.1%，实际为0.0%，上次为-1.5%；房贷拖欠4季度实际为5.82%，上次为5.59%。

欧元区利率仍将维持不变一段时间。3月7日欧元央行公布利率预计为4.00%，实际为4.00%，上次为4.00%。

法国ILO失业率4季度预计为8.2%，实际为7.8%，上次为8.3%；ILO本土失业率4季度预计为7.7%，实际为7.5%，上次为7.9%。

英国银行3月7日宣布利率预计为5.25%，实际为5.25%，上次为5.25%；HBOS房价经季调月环比2月份预计为-0.2%，实际为-0.3%，上次为0.0%；HBOS房价3个月/年比2月份预计为4.2%，实际为4.2%，上次为4.5%。

日本经济放缓风险有所上升。领先经济指标1月份预计为30.0%，实际为30.0%，上次为45.5%；同步指数1月份预计为22.2%，实际为22.2%，上次为70.0%；机床订单同比2月份实际为-0.7%，上次为0.0%。

加拿大建设许可月环比1月份预计为1.0%，实际为-2.9%，上次为0.4%。

近期全球经济指标中市场最关注为：美国失业率和日本银行目标利率。