

# 机构客户周刊

二零零七年十一月十二日星期一 [总 106 期]第 38 期 2007 年 11 月 12 日

GF Securities Institutional Weekly

12Nov.2007



## 本期焦点

基金视点：白酒演义

宏观视角：中美利率政策背离的影响及对策

一周投资：中国国贸 江淮汽车 中国铅笔

固定收益：宏观经济分析

今日广发：广发资产管理(香港)公司获两业务许可

广发期货增资扩股至 1.2 亿元

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

白酒演义

### ◆ 宏观视角

中美利率政策背离的影响及对策

### ◆ 一周投资

☆ 调研简报：中国国贸

☆ 调研简报：江淮汽车

☆ 调研简报：中国铅笔

### ◆ 固定收益产品

☆ 宏观经济分析

### ◆ 今日广发

☆ 广发资产管理(香港)公司获两业务许可

☆ 广发期货增资扩股至 1.2 亿元

## 一周要闻

温家宝总理表示，政府明白防止资产泡沫和防止市场波动同样重要，政府会认真分析情况，找准问题所在，而政府的责任是要构建一个公平健康透明的市场秩序，股市的健康在于企业的质量，在于市场的公开透明，既要保护企业的利益，也要保护消费者的利益。温家宝称政府会透过市场机制采取一些措施对股市进行调控，而目的就是防止股市出现大起大落。温家宝说：“这件事情非常艰巨，因为现在中国股市发展得很快，股民的数量增加也很多，股市的波动牵动着国家的经济也牵动着股民的利益。”温家宝还表示，对于股市的走向，政府会随时关注。暂未开通港股直通车政府有四点考虑。

**点评：**随着 A 股股民人数暴增，股市总市值占 GDP 总量的比重越来越大，股市的剧烈波动，其对中国经济、社会发展与稳定的影响，已经超越历史上任何时期。温总理首次公开表态防止市场波动与防止资产泡沫同样重要，是政府有关股市政策精神与导向的重要宣示，对于增强投资者对政策的信心对 A 股市场的信心都有深远而积极的影响。而对暂未开通港股直通车的表态，表明政府吸取了当年 B 股向 A 股投资者开放的负面教训，十分慎重对待开放国内资本到香港股市投资的问题，而暂缓开通港股直通车，至少目前阶段对避免 A 股市场资金大幅分流到港股以及对于保持 A 股市场的稳定都有积极影响。

刚刚披露的上市公司三季报统计显示，一向注重投资安全性的社保基金、保险资金三季度均减仓，社保基金减仓力度相对较大。

**点评：**截至三季度末，社保基金共出现在 137 只股票的前十大非限售股股东中，共持有市值 294.28 亿元。其中，青岛啤酒、上海汽车、长江电力、粤电力 A、中国联通、南方航空、中国石化、中国重汽、特变电工、大商股份为其前十大重仓股。与中报的统计数据相比，社保基金重仓股数量由当时的 172 只减至三季度末的 137 只，持有市值也由当时的 330.47 亿元减至 294.28 亿元，减仓迹象非常明显。如果考虑到三季度股指大幅上涨因素，则社保基金减仓力度更大。统计显示，截至三季度末，保险资金共出现在 155 只股票的前十大非限售股股东中，共持有市值 971.44 亿元。其中，中信证券、建设银行、宝钢股份、上海机场、民生银行、中国平安、大秦铁路、锡业股份、山东黄金、中国石化为其前十大重仓股。从行业分布看，截至三季度末，金融保险、金属、交通运输业为保险资金前三大重仓板块，分别持有市值 666.27 亿元、75.56 亿元、55.98 亿元。与二季度末相比，保险资金大幅增仓了金融保险股，而减持了交通运输、房地产、食品饮料业股票。以上数据可作为选股

的一种参考。不过，因信息披露时间的滞后，进入四季度已经有一个月的时间，机构的持仓信息都可能发生变化，投资者应客观分析，不宜盲从。

两市总市值超 33 万亿。交易所公布的最新数据显示，截至本周一(11 月 5 日)收盘，沪市总市值为 284082 亿元，流通市值 59748.57 亿元，平均市盈率从上周五的 67.52 倍下降至本周日的 63.12 倍；深市总市值为 52071 亿元，流通市值为 26188 亿元。两市总市值为 336153 亿元，较上周五暴增 65375 亿元，即今日两市总市值骤增近两成半。其中中国石油 A 股上市，其总市值折合 71180.91 亿元，占沪市的权重高达 25%。截至周一收市，中石油 A 股单只股票的总市值已超过深市所有股票的总市值。

**点评：**中国石油的成功发行上市，显然明显改变了沪深股市的市值构成，大盘蓝筹股的地位明显提升。两市总市值自股改以来增长 10 倍，也是中国股市发展的里程碑。根据上证指数关于新股上市后第 11 个交易日计入指数的规则，中国石油将于 11 月 19 日计入上证综合指数及其分类指数，以及上证 180 等成份指数。占比权重高达 25% 的第一权重股的出现，其股价表现，预期将对今后市场的走向产生较大影响，其上市首日开盘价于收盘价都远远超过多数机构认为的合理价值，是否会出现冲高回落带来大盘蓝筹股进一步调整，值得关注。

证监会党委书记、主席尚福林就又好又快的发展资本市场提出了三项具体要求。必须坚持紧密结合我国国民经济改革发展大局和金融改革实际，正确处理好资本市场改革、发展、稳定、开放的关系，进一步加强监管，把资本市场切实转入全面协调可持续发展的轨道；坚持把保护投资者特别是公众投资者的合法权益，作为资本市场各项工作的出发点和落脚点；正确把握我国资本市场所处在外环境，使改革的目标、原则、方法、路径与我国资本市场发展的实际相吻合。

**点评：**周一，温家宝总理关于政府明白防止资产泡沫和防止市场波动同样的重要以及要防止股市出现大起大落的表态，让市场认识到了政府对股市政策的态度和取向。尚主席的讲话，在强调资本市场要全面协调可持续发展的同时，把保护投资者的合法权益作为资本市场各项工作的出发点和落脚点，也反映出了证监会对股市发展的态度和政策走向。这对于保持市场稳定，增强投资者长期信心有积极意义。

**10 月 CPI 涨幅或重拾升势。**根据国家发改委提供的数据，10 月份，尽管 36 个大中城市猪肉、鸡蛋平均零售价格均出现环比回落，但蔬菜平均售价环比大幅度上升，可能导致当月 CPI 涨幅重拾升势。此外，由于大部分工业品价格环比出现上涨，10 月份 PPI 涨幅可能创下 9 个月新高。

**点评：**至于 CPI 反弹至何种程度，专家意见不一。高盛中国区首席经济学家梁红预计，10 月份 CPI 涨幅将高达 6.8%，从而再创新高；而中国银行报告预计，10 月份 CPI 涨幅将反弹至 6.4%，不超过 8 月份的 6.5%。此外，成品油涨价因素，可能对 11 月份物价指数的走势也产生压力。10 月物指数反弹如果超出预期，不排除央行年内再加息一次的可能。物价指数如果再创新高，可能对短期市场走势产生一定影响。

中国工商银行城市金融研究所课题组预计人民币升值可能进一步加快。报告指出，目前美联储降息尚未对我国适度从紧的货币政策形成掣肘，但一定时间后可能导致境外流动性加速流入我国，这将加大人民币升值压力，并加剧股市和房地产市场的“非理性繁荣”局面。报告还提出，美联储降息引发的全球货币政策趋松、美元资产减持趋势、国际套利等多重因素将加剧全球流动性过剩。

**点评：**人民币升值加快，对于 A 股市场具有积极的意义和影响。报告提出的全球流通性过剩问题加剧的观点，也意味着股票市场资金面的相对宽松，对 A 股市场也是积极的信息。

中央财经大学证券期货研究所所长贺强提醒，目前在股市上涨太快的形势下风险已经在积聚，管理层也在多次提示风险，投资者应该注意防范。但是，他同时也强调，当前牛市格局仍然未改，股市仍然在顺经济周期运行及逆政策调节运行。不可强行打压股市，因为大牛市来之不易，要珍惜当前投资者证券投资的热情和当前的良好形势。

**点评：**股市短期上涨太快累积的自身估值压力，是近期市场大幅振荡调整的内在原因。就目前情况看，短期调整仍未结束、市场真正重新走强，有赖于调整压力的充分释放，以及股指期货推出这一不明朗因素的落实。

上投摩根基金公司对于周四上证综指下跌近 5% 发表观点认为，美国股市的下跌是亚太市场包括内地股市下跌的诱因。除了大盘蓝筹维持盘整之外，二线蓝筹补跌成为当日盘面下挫的主要力量。公司表示，短期维持谨慎的观点，投资中宜保持一定的灵活机动。但基于中国经济健康成长的大格局并没有改变，投资者可以关注前期大幅杀跌过程中被错杀的股票，特别是资产注入和业绩增长明确的上市公司。富国基金表示，昨日大跌主要基于两个因素：一是受昨天美国股市大跌 3% 的波及；二是前期大盘蓝筹股估值过高，大跌可视为市场在系统性地释放风险。在当前暴跌行情下，战略性投资机会也正在出现。

**点评：**从有关报道看，尽管基金经理们都表示，市场经过 4 个月的连续上涨，调整有一定必要性，

近期基金主动减仓相对较多，但要出现基金群体性减仓的可能性并不大。周四的大跌，在意料之外。目前市场仍有基本面支撑，目前投资基金得到越来越多的认同，在没有赎回压力的情况下，基金经理们主动性大规模减仓的概率很小，市场在 5000 点上方仍会有所支撑。基金多后市中长期看法依然一致乐观。对于短期波动，多数也认为战略性投资机会在出现。这对一般投资者有参考意义，在接近 5000 点的关口附近，继续杀跌斩仓的风险应该更大。

央行上海总部昨天发布的《上海市货币信贷运行情况报告》指出，10 月份上海市中外资金融机构本外币存款减少 963.8 亿元，创单月存款减少量的历史新高，同比多减 834.1 亿元。股市对银行存款的分流效应持续显现。央行上海总部分析，存款减少的主要原因在于，10 月份股指再创新高、新股 IPO 密集等因素导致大量资金流向证券公司和结算公司，同业存款大幅增加。

**点评：**庞大的居民储蓄存款带来的旺盛投资需求，是支撑股市向好的最重要基础之一。但前提是股市要有赚钱效应，对储蓄产生吸引力。10 月份以后股市震动剧烈，多数股票大幅下跌，多数投资者亏损，这很可能影响到储蓄资金流入股市的信心。一旦形成非良性循环，可能对大盘有很大的压力。

证监会国资委联手推动央企上市公司规范发展。证监会副主席范福春表示，范福春：央企公司应严守三条禁令作表率。国资委副主任李伟表示：鼓励央企形成“主营业务突出、板块归属清晰”的改制上市模式；鼓励央企所控股的同类型上市公司进行资源整合；研究建立国有股东所持上市公司股份动态监测体系。

**点评：**央企资源整合与整体上市，是机构关注的四季度重点投资对象之一。国资委官员鼓励央企资源整合与整体上市的表态，意味着央企或央企控股的上市公司，今后资源整合或整体上市的机会较大，这在提升相关上市公司内在资产质量和投资价值的同时，将为市场提供新的重大投资机会。



## 市场概述

沪深 300 指数一周走势图



### 一周市场概述:

本周风险集中释放，大盘快速滑落破位，中期调整趋势已经基本确立。恐慌性抛售，包括获利压力，我们认为市场有进一步调整的要求。反弹降低仓位，或积极防御调整持仓结构是当务之急。

美国股市的下跌是亚太市场包括内地股市下跌的诱因。除了大盘蓝筹维持盘整之外，二线蓝筹补跌成为当日盘面下挫的主要力量。公司表示，短期维持谨慎的观点，投资中宜保持一定的灵活机动。但基于中国经济健康成长的大格局并没有改变，投资者可以关注前期大幅杀跌过程中被错杀的股票，特别是资产注入和业绩增长明确的上市公司。大跌主要基于两个因素：一是受昨天美国股市大跌 3% 的波及；二是前期大盘蓝筹股估值过高，大跌可视为市场在系统性地释放风险。在当前暴跌行情下，战略性投资机会也正在出现。

尽管市场经过 4 个月的连续上涨，调整有一定必要性，近期基金主动减仓相对较多，但要出现基金群体性减仓的可能性并不大。周四的大跌，在意料之外。目前市场仍有基本面支撑，目前投资基金得到越来越多的认同，在没有赎回压力的情况下，基金经理们主动性大规模减仓的概率很小，市场在 5000 点上方仍会有所支撑。基金多后市中长期看法依然一致乐观。对于短期波动，多数也认为战略性投资机会在出现。这对一般投资者有参考意义，在接近 5000 点的关口附近，继续杀跌斩仓的风险应该更大。

## 基金视点

### 广发基金朱平：白酒演义

有一天亨氏企业的 CEO 突然接到一个电话，对方自称是对冲基金管理人，他说我们共进午餐吧，我想和你谈一谈亨氏企业营销的问题。为什么要和你共进午餐呢？我的工作很忙，CEO 耐着性子回答。最好还是见见面吧，因为我已经是亨氏的第一大股东了，这个基金经理不紧不慢地说。故事接下来的过程这里不再细述，但故事的结局倒不错。故事的两个主人公相谈甚欢，而这个对冲基金管理人也是一个营销高手，他非常中肯地评价了亨氏企业存在的问题和所面临的竞争压力，并提出了整套改进的计划。CEO 经过研究，很快对公司的经营进行转变，公司的经营也和股价也在随后的时间里共同回升。

这是一个投资人改变企业价值的典型故事。国内的资本市场现在还很难出现这样的双赢案例，记得去年某名牌酒业公司由于投资了一个化纤企业，而在股改时被要求剥离，但企业硬挺了过去。不过今年那个化纤企业倒是赶上难得的行业景气，所以没有竞争力的化纤企业被顺利的处理。与上市公司接触时，对那些特别关心股价的公司，一般都会比较谨慎；对一点也不关心股价的公司，一般都不会长期投资；持中间态度的公司，则总是希望听听总经理对行业及企业战略的看法。有次一个企业的老总到公司路演，人还没走就发现基金经理在卖股票，原因是这个老总对自己的行业一无所知，而且似乎也没有太多要做好的意愿。正如巴菲特上个月到中国来接受采访时说的，他只是看了中石油的财报就买入了大量的中石油股票，因为这笔投资的主要原因是油价要涨，油价才是主要矛盾，所以当油价涨到七十美元后，他选择减持。有时候判断企业的投资价值正是通过分析企业经营中的主要矛盾获得的。

这几年白酒行业的演变就是说明这一点的很好案例。当王国春开始用现代营销的观念经营白酒后，五粮液从一个普通的名牌浓香型白酒一跃变成中国的酒业大王。它成功的要点是：分离基酒中品质最好的部分，做主打品牌五粮液；按商务活动的市场需求定价；像鲁酒一样进行品牌推广；大力培养全国范围的经销网。这四部分正是营销学中的“4P”，产品 Product、定价 Price、促销 Promotion 和渠道 Place。通过对现代营销学的应用，五粮液获得巨大成功，这也引来众多酒厂的的



模仿，全兴酒厂从酒鬼酒的案例中吸取经验，把全兴大曲中品质最好的部分，以水井坊的品牌高价推出，这进一步确立了，高档白酒的概念。据说，当时王国春正因病住院，获悉水井坊定价在五粮液之上时，整夜未眠，断然决定五粮液提价，正是这个决定拉开了白酒连年提价的序幕，也动摇了五粮液酒业大王的基础。为什么呢？这是后话。到这时，白酒高档化正式完成，茅台、五粮液和水井坊也成了高档白酒的代表（后来老窖也加入了这个行列）。原名绵竹大曲的剑南春则采取差异定位策略，建立了中国中档白酒的标准。大约也在这个时老窖开始推出国窖 1573，它们的创意是历史和文化，而它的广告词可能是所有酒业广告中最易让人记住的。老窖的创意成功地把高档洋酒从高档白酒中分离了出来，这使得高档白酒免于高档洋酒的竞争。而生产葡萄酒的张裕则要面临国外葡萄酒的强大竞争压力，这使投资者对它的未来心存疑虑。最后的主角是茅台，茅台的贡献在于成功的推出了年份酒，把高档白酒延伸为奢侈品，而这种延伸很有可能会颠覆中国白酒的现有版图。这就是过去十年中国白酒的主要故事，而这十年的故事可能才演完整个故事的上集，下集也许已经开始，它会有些什么样的内容呢？

## 宏观视角

**导读：中美之间名义利差将会进一步收窄。加之，人民币惯性地保持年均 5%-6% 的升值幅度，必将进一步导致全球资本流入中国。在此现实条件下，应该做出何种宏观经济政策选择？**

### 中美利率政策背离的影响及对策

徐洪才

由于国内流动性过剩状况在短期内不太可能有根本改观，预计央行不可避免地将选择再一次加息。这样，中美之间名义利差将会进一步收窄。美国财政部发布的最新数据显示，8 月份，中国和日本政府减持美国国债的速度均创下了五年来的新高。其中，中国当月美国国债持有规模下降了 2.2% 约 90 亿美元，持有美国国债余额下降至 4000 亿美元；日本的减持情况更为显著，8 月份其美国国债持有规模下降了 4%，约 246 亿美元，持有美国国债余额下降至 5860 亿美元。中国和日本为何减持美国国债？显然，这与美国次债危机、美元贬值和美国经济下滑密切相关。

2007 年 9 月 18 日，美联储宣布降息 50 个基点，联邦基金目标利率降至 4.75%，这是自 2003 年 6 月以来美联储的首次降息。与此同时，美联储将贴现利率降低 50 个基点，至 5.25%，商业银行优惠贷款利率随之也降至 7.75%。美联储的这一次降息，直接调控对象是受到次债风暴冲击的房地产市场和日趋惜贷的金融机构。无疑，这将较大幅度地降低美国企业的融资成本，并有助于缓解次债危机导致的短期流动性不足；同时还将减轻美国购房者的还贷压力，有助于阻止房地产市场危机扩散。近日来，虽然有多种迹象表明，次债危机正在逐步化解，但笔者认为，为了避免美国经济出现衰退，美联储年内仍有可能进一步降息。

#### 美国转向大幅度减息对其国内经济影响

美联储的这次降息政策，标志着美国经济由于受次债风暴冲击而进入一个新的减息周期。自今年美国次级债风暴爆发以来，国际金融市场中的信贷机构大幅度地调高了贷款利率，实际上已经出现严重的“惜贷”现象。随着债务偿还期的到来，信用收缩的负面效应将逐渐明朗，可能会通过以下传导路径影响美国经济：

首先，金融机构上调贷款利率，导致金融市场中资金成本大幅度上升，将直接压缩企业和消费者的信贷规模，影响到投资和消费，进而致使美国经济步入衰退。因此，今年 8 月以来，发达国家中央银行的注资和降息，无疑是履行其最后贷款人职能，以恢复金融市场的正常运行。

其次，金融机构的信贷收缩会造成美元供不应求，导致美元升值，这将不利于美国调整其双赤字结构。因此，注资和减息成为美国摆脱双赤字困境的一个有效的政策手段。

最后，降息会导致流动性向资本市场转移，通过推高股价、增强企业的投资价值和市场信心，进而推动经济发展。同时，股票市场的繁荣产生的财富效应，也会鼓励投资者增加消费，以促进经济增长。

这些是直观上的分析。从更深层次和更宽的视野来看，我们将会得出更多、更有利的结论。进入 21 世纪以来，国际社会出现了一种全新的经济分工格局。这一新格局的特点是：以美国为首的发达国家过度消费，从而拉动了以金砖四国和东盟等新兴市场国家的大量出口，同时新兴市场国家的巨额贸易顺差又回流到美国债券市场，为美国的过度消费提供融资。这一奇特的分工和循环，在以美元为国际货币的条件下，产生了一种正向自我加强式的反馈机制，同时直接导致了全球流动性过剩、经济结构失衡和新兴市场国家国民福利的大量流失，而美国消费者可享受新兴市场国家人民通过辛勤汗水换来的廉价商品和资本。

笔者认为，今年以来美国次债危机不过是暴露了这种不合理分工体系内在矛盾的冰山一角，对中国内需不足和过度依赖出口的经济发展模式敲响了警钟。历史经验一再表明，一旦美国经济遭遇危机，美国总是首先考虑解决眼下燃眉之急，同时向全世界人民转嫁风险（1973 年放弃布雷顿森林体系是另一个经典案例）。这一次降息也不例外，它对中国造成的影响将是复杂和深远的。

### 美国减息对中国经济产生的影响

近年来，中国经济一直高速运行。为缓解经济内外失衡的矛盾，中国政府先后采取了控制固定资产投资、调整出口退税与进出口关税、连续提高商业银行法定存款准备金率及其存贷款基准利率等政策措施，试图在维持名义汇率相对稳定的条件下，获得经济的持续和稳定增长。但由于外部经济环境进一步恶化和国内经济结构严重不合理，导致出现了通货膨胀日趋严重、中央银行的利率政策和汇率政策双双陷入困境的情况。

美国的这次降息，表明美国开始进入新一轮减息周期，而目前中国正处于加息周期过程当中。美联储启动减息周期，客观上将制约我国的升息空间，这在我国国内物价和资产价格呈现惯性攀升的情况下，必然会加大中国货币政策决策和执行的难度；随着中美利差水平缩小，国际热钱必然会加大流入中国的速度，增加人民币升值的压力；此外，美国减息导致美元、油价及黄金价格波动，也会引起美国经济和世界经济动荡。由于美元继续走低将打击市场对其信心，从而导致美国“双赤字”状况恶化。而黄金和石油价格上涨，将对美国经济产生负面影响，进而恶化国际经济环境。

目前，我国宏观调控政策空间受到挤压，表面上的原因是流动性过剩，但是造成流动性过剩的根本原因则是我国经济对外依存过度(出口导向、招商引资)的经济增长模式和不合理的国际经济分工格局。为了继续维持这种经济模式，就不得不选择一个相对稳定的汇率体系和一个相对封闭的金融市场。这种经济体系带来的一个直接结果，就是外汇占款过多、通胀压力增大和资产泡沫加剧。为了阻止外资流入和减小人民币升值压力，就必然选择人为地维持一个负利率市场环境，而这又造成资金大量入市，进而加剧资本市场和商品市场价格的飙升。此时，为了解决自身的棘手问题，美国开始“转向”大幅度地降息，在人民币对美元汇率呈单边上扬和流动性过剩加剧的趋势下，深受其害的必然是中国。

一方面，美联储降息使美元贬值压力增大。如果人民币升值幅度跟不上美元贬值幅度，将会导致人民币的实际有效汇率下降。从全球观点看，美元贬值必然导致国际主要商品价格进一步上升，如小麦、石油和黄金价格将会继续创出新高，这将进一步增加我国成本推动型通货膨胀的压力；另一方面，中美利差扩大，加之人民币增值预期增强，必然促使大量国际游资渗入，造成我国金融监管和货币政策决策与执行的困难。对其他发达国家而言，尽管利差也在扩大，但由于他们大多采取浮动汇率制度，导致那些追求利差而忽视汇率风险的资金运作将要面对较大的市场风险，因此资本流动对其他发达国家的影响较小；而中国则大不相同，为了维护汇率相对稳定，我国必然要面临更大的外资流入压力。不难预料，未来几年中国经济面临的重大挑战，仍然是流动性过剩带来的冲击。当美国进一步降息之时制约了我国升息空间，而我国物价和资产价格又呈刚性上扬势态，将导致我国货币政策有效性进一步削弱，不利于我国从容地进行经济结构调整，甚至可能引致我国经济遭遇硬着陆的风险。

最近几年，中国人民银行依据“利率平价理论”，刻意在中美两国之间保持 2%至 3%的利差水平，以阻止热钱流入中国，从而减轻人民币升值的压力。但从今年央行利率政策取向的变化来看，央行正在淡化“利率平价理论”的影响。今年以来，央行允许人民币汇率波动区间增大，同时加快了加

息节奏和紧缩性货币政策力度。但由于国内流动性过剩状况在短期内不太可能有根本改观，预计央行不可避免地将选择再一次加息。这样，中美之间名义利差将会进一步收窄。加之，人民币惯性地保持年均 5%至 6%的升值幅度，必将进一步导致全球资本流入中国。在此现实条件下，如何做出正确的宏观经济政策选择呢？

### 应对中美利差收窄的对策建议

鉴于目前面临的国际国内较为复杂的金融经济形势，笔者建议，我国政府应该在汇率制度上迈出较大的改革步伐，可以考虑适时对人民币进行一次性的较大幅度升值。

首先，要具体地分析人民币对美元升值的问题。目前，人民币资本项目只是有限度的开放。尽管人民币对美元、对日元已有不小的升值(2005 年 7 月以来分别升值 10%、20%)，但是人民币对欧元等货币并未升值。综合起来考量，这些年来人民币币值相对于我国实体经济增长，实际的升值幅度很有限。因此，应该考虑对人民币进行一次较大幅度的升值。

其次，对国际热钱大量流入也要做具体的分析。有人认为，眼下国内存在大量短期的热钱。事实上，不少投机资金是通过 FDI 方式流入的，这些资金应该属于长期性资金，而且流动性较差。事实上，目前我国金融市场环境与当年发生亚洲金融风暴和拉美金融危机时的某些国家和地区的金融市场环境相距甚远，中国对外资的管制仍然很严，而且没有做空机制和杠杆手段(如融资融券、股指期货等)。因此，只要牢牢地控制住资本项目对外开放，就不用担心人民币一次性的较大幅度升值。

第三，从最近几年人民币对美元升值的结果看，中美之间的贸易顺差并未减少(当然，如果人民币不对美元升值，我国对美贸易顺差可能更大)。人们经常担心人民币升值会减少出口，但从经济学原理看，依靠贱卖商品，虽然保证了收入和就业的稳定，但却消耗了大量的宝贵资源、保护了落后、延缓了结构调整，而且造成了国民福利的大量流失。只要把握本币升值幅度和节奏在可以承受的范围之内，就不必惧怕升值。

笔者认为，在我国经济增长不断加速的情况下，为了缓解内外失衡矛盾和兼顾经济结构调整的承受能力，选择“温和通胀+汇率小幅升值”的政策组合，应该是一个明智选择。但在目前流动性泛滥、通货膨胀和资产泡沫加剧，以及中美经济周期错位的情况下，实际上已难以同时兼顾汇率与利率问题。此时，如果继续牺牲利率来保护汇率，则可能贻误时机、造成较严重的后果。有鉴于此，我国应采取五项对策：

第一，绝对不能过快地放松资本管制。在目前情况下，采取非对称性的对外金融开放策略，应是明智之举，即引导国内资本有序流出，收购我国未来发展需要的战略性资源；同时严格限制国外短期金融资本流入国内，加大反洗钱工作的力度。

第二，采取更有力的政策措施，控制流动性泛滥。短期策略是快速提高银行利率，恢复合理的资金成本水平；中期策略是让利于民、藏富于民、减免税费、内售国资、增加社保；长期对策是推动人民币的国际化，加大与东盟的金融经济合作。在与东盟金融经济合作方面，可以考虑利用香港金融中心地位，开辟人民币的离岸金融市场，比如允许东盟国家的企业到香港发行以人民币计价的债券和股票，在适当的时候，推动港币与人民币挂钩。

第三，全面实施城镇经济适用房和廉租房政策，保障老百姓的安居乐业，有效遏制房地产价格恶性膨胀，严厉打击土地交易过程的贪污腐败和投机行为。

第四，在多层次资本市场发展方面，应加快推出深圳创业板市场，稳步推进区域性 OTC 资本市场试点，显著改善我国资本市场的供求状况，防止泡沫破灭；同时，推行小股东集体诉讼制度，保护中小投资者的利益。

第五，调整外汇储备结构，本着维持存量相对稳定，着力改变增量结构的原则，增加持有黄金、白银、石油和非美货币的储备；对于动用外汇储备购买英美金融产品（如对冲基金和住房按揭产品），应持十分谨慎的态度。



## 一周投资

### 调研简报：中国国贸

广发证券发展研究中心行业研究员 沈爱卿

#### 公司主营业务继续保持平稳增长，其在北京地区的龙头地位依旧稳固

1-9 月，公司营业收入为 621 百万，比去年同期增长 4.5%，净利润为 215 百万，比去年同期增长 23.5%。1-9 月公司的毛利率为 64.3%，为公司上市以来的新高。占公司主营收入 80%以上的写字楼和商城的租金继续保持平稳增长，其出租率也维持在 98%以上的极佳水平。公司在北京的龙头地位无可撼动。

国贸三期工程 A 阶段进展顺利，有望提前竣工并投入使用：国贸三期工程将是公司新的利润增长点。目前，A 阶段工程建设进展顺利。主塔楼钢结构已提前 2 月封顶。A 阶段建设已转入以幕墙工程、机电工程、装修工程为主要内容的施工新阶段。按此进度推算，A 阶段的各项物业有望提前竣工并投入使用。

#### 大股东的中国大饭店等优质资产近期不会考虑注入

公司目前的工作重心是国贸三期工程 A 阶段的施工和招商工作，大股东暂时不会考虑将中国大饭店、国贸饭店等优质资产注入上市公司。但是不排除以后有这个可能。

对于投资性房地产的计量方式，公司可能在未来几年仍将采用历史成本计量模式，而不采用公允价值计量模式。尽管使用公允价值模式对公司的投资性房地产进行后续计量将大幅提高公司的业绩，但是公司出于不影响财务状况和经营成果等目的暂不采用公允价值模式计量（这也是允许的）。但是，公司暗藏着的价值是不能被忽视的。

#### 盈利预测与投资建议

预计 07 年营业收入将达到 8.7 亿，净利润达到 2.78 亿，EPS 达到 0.28 元。预计 08 年公司的营业收入将达到 12 亿，净利润 4.7 亿，EPS 将比上年增加 67.9%，达到 0.47 元。目前出租类房地产企业的 PE 值是 60-80，考虑到公司隐含的价值，给予公司 07 年 70 倍的动态市盈率，目标价位是 19.6。公司 11 月 6 号的收盘价是 17.48，给予“买入”评级。

## 调研简报：江淮汽车

广发证券发展研究中心行业研究员 汤俊

### 公司主营业务增长平稳

2007 年 1-9 月，公司主营业务增长保持与行业的增长同步，实现产销 15.69 万辆、15.13 万辆，同比增长 22.51%、19.41%。轻卡、底盘业务产品集中在中低端产品，盈利能力较低，增长相对缓慢；瑞风 MPV 系列产品占公司盈利的 70%，占全国细分市场 18.94% 的份额；重卡与瑞鹰产品市场反映良好，但是还未形成品牌与规模效应。

### 海外出口市场已经打开

2007 年上半年公司海外收入实现海外收入 4.91 亿元，同比增长 218.25%，其中轻卡产品的比重占到 85% 左右。随着公司海外营销网络的建设以及 2008 年开始公司与现代的合作到期，瑞风系列加入出口的行业，公司海外市场拓展的速度将进一步加快。

### 项目投入影响公司的盈利能力

公司自 2005 年开始战略转型，公司开始产业链的外延式发展，重卡项目、瑞鹰 SRV 项目、轿车项目的大量投入，使得公司的费用高居不下，已经量产的新产品重卡与瑞鹰还未实现规模化，盈利能力还未释放，公司 2007 年 1-9 月份净利润 3.01 亿元，同比增长-15.20%。

立足于品牌建设，“宾悦”上市时间延后：公司将“宾悦”作为切入轿车市场的试金石，因此对于“宾悦”的上市时间相当的谨慎，力求产品高品质与低成本的结合。目前产品小批量试制，处于不断反馈完善阶段，上市时间表将延后到今年年底或明年年初。

### 盈利预测与投资建议

按照目前的总股本 12.89 亿股计算，公司未来 3 年的每股收益分别为 0.31 元、0.42 元和 0.53 元。按照 08 年 23 倍的市盈率，公司一年内的合理价值是 9.69 元。考虑到公司轿车项目存在一定的市场导入风险，因此我们给予公司“持有”的评级。

## 调研简报：中国铅笔

广发证券发展研究中心行业研究员 欧亚菲

## 旺盛的投资和消费需求推动行业快速发展

由于目前我国处于负利率时代，而金银珠宝首饰除具有艺术功能，同时兼具投资功能，使得该类商品今年以来一直保持快速增长，07 年 1-8 月份，金银珠宝累计销售增速为 53%，远高于其他产品。我们预计 08 年国内仍将处于资产价格膨胀和储蓄为负利率的时期，故金银珠宝产品仍将保持 40%以上的快速增长，同时受美元贬值影响，以黄金为主的产品价格也呈上升趋势。金价已从 6 月底的 695 美元/盎司上涨到 800 美元/盎司，其他珠宝价格也有 10%-20%左右的涨幅。

## 向时尚品牌转型的黄金饰品行业龙头

中国铅笔控股子公司老凤祥(持股比例：50.44%)为国内是金银首饰业的龙头品牌，具有 159 年历史。2006 年老凤祥黄金饰品为 23 吨，而全国黄金消费为 240 吨，公司占有近 10%的市场份额，是业内龙头。同时老凤祥品牌名列世界品牌实验室最新公布的“2007 年度中国 500 最具品牌价值排行榜”第 221 位，较 06 年的第 293 位提升了 72 位，而品牌价值也提升至 31.25 亿元。但公司不局限于目前在黄金饰品的龙头地位，积极向时尚品牌转型，以吸引更多的年轻消费者。公司今年推出的情人节系列和夏季推出的爱情的海的阳光系列，均获得市场好评，吸引了更多的年轻消费者。同时，公司为了充分发挥现有设计师团队的优势，计划以知名设计师名字推出相关系列产品，以提升产品设计附加值。

## 向综合黄金珠宝连锁商转型，加快发展步伐

为了适应更年轻的消费者需求，公司 2007 年的主要工作为扩展产品线。从以黄金、铂金饰品为主的连锁商，扩展到包括钻石、翡翠、珍珠等镶嵌类珠宝饰品在内的综合黄金珠宝连锁商。公司的目标是黄金、铂金、镶嵌、珠宝零售比例达到 40：25：30：5。目前公司已经建立了珍珠和玉石类产品的在产地的采购渠道，同时正在争取成为戴贝尔斯的大陆一手看货人，以降低钻石采购成本，为 2010 年老凤祥钻石类饰品实现 10 亿元的销售目标而努力。公司目前拥有 55 家银楼(上海地区 50 家)，70 多家专卖店和 895 家经销商，公司仍采取批发和零售兼营的方式，短期内快速扩大经销商队伍，长期着力于自营开店和现有店面的潜力提升，以加快公司发展。

**投资建议：**我们认为随着国内资产价格的膨胀和我国目前处于负利率时代的现实，公司所处行业将维持高度景气。同时公司具有较强的品牌优势和渠道优势，公司未来三年可维持 50%以上的复合增长率。我们预计 07-09 年 EPS 为 0.38、0.60、0.85 元，基于公司在行业内的优势地位和公司处于快速发展周期，我们给予公司**买入评级，对应目标价格为 24 元。**

## 固定收益产品

### 宏观经济分析

#### 要点:

- 1、央行发布3 季度货币政策执行报告显示央行对于通胀的忧虑增强。
- 2、目前储蓄分流和资产价格高涨，显示出通胀预期的进一步增强。
- 3、我们认为，在国内通胀预期不断加强的情况下，央行除了通过加息降低通胀预期之外，可能会增和运用各种手段来控制通胀水平，包括控制资产价格的过快上涨，扩大人民币波动幅度，加快人民币升值的速度。
- 4、总体上，从央行的报告中，我们可以看出，影响通胀预期上升的因素不是单靠央行所能控制的，需要各部委加强相互之间的沟通协调与联合，否则可能导致未来通胀预期加重，使实际通胀水平恶化。即将公布的10 月份宏观数据中，顺差可能创历史新高，CPI 当月涨幅可能有所反弹，不排除进一步创新高的可能，信贷增速依然较快，经济运行过热的风险仍然较大，预计央行会进一步采取包括加息、加快人民币升值等措施，以及通过组合拳，发行央票，提高准备金率以及发行特别国债等收紧流动性，货币政策依然趋紧。

央行发布3 季度货币政策执行报告，报告分析通胀压力进一步加大，稳定通货膨胀预期，保持价格基本稳定。我们分析央行对于通胀的忧虑增强。近几个月连续高企的物价涨幅，增强了市场对于未来通胀的预期。

央行的报告中指出，对通货膨胀预期的衡量和估计主要有四种方法：一是估计名义债券和通货膨胀指数化债券间的收益率差值；二是监测长期利率相对于短期利率的变动情况；三是关注资产价格的变化；四是直接对通货膨胀预期进行调查。从目前国内情况来看，随着食品价格带动CPI 上涨，我国居民通货膨胀预期也不断上升，根据中国人民银行也按季度定期对通货膨胀预期进行调查的结果，中国人民银行调查统计司调查的物价预期指数与CPI 有很强的相关关系，两者相关系数超过70%，而近期物价预期指数持续上涨；另外，目前储蓄分流和资产价格高涨，显示出通胀预期增强使得投资者寻求“通货膨胀避风港”，即购买那些可以相对保值的金属等其他大宗商品、房地产以及投资股市等。

报告中指出，进口价格涨幅回落，出口价格涨幅提高。9 月份，我国进口价格和出口价格同比分别上涨2.3%和6%，贸易条件指数为103.6，较上月明显改善。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。从近期人民币的走势来看，人民币升值幅度有所加快。我们认为，在国内通胀预期不断加强的情况下，央行除了通过加息降低通胀预期之外，可能会增和运

用各种手段来控制通胀水平。包括关注资产价格的上涨，扩大人民币波动幅度，以加快人民币升值的速度。

报告中提出，资源价格偏低是我国经济内外失衡的重要诱因。推进资源价格改革虽然可能增大短期通胀压力，但如果推迟改革，扭曲逐步累积，损失可能更大。我们认为长期资源品价格不能反映真正的市场供求和资源稀缺性，也进一步刺激了国内“两高”行业投资的盲目扩张，降低了投资效率，也不利于投资结构的调整，另外资源品价格人为压低也刺激了出口的快速增长，低廉的商品出口也引起了日益增大的贸易摩擦，因此虽然资源品价格调整短

期内会进一步加大国内通胀的压力，但是从长期看，有利于理顺价格关系，从而从结构上改善投资效率和对外贸易结构。

总体上，从央行的报告中，我们可以看出，影响通胀预期上升的因素不是单靠央行所能控制的，需要各部委加强相互之间的沟通协调与联合，否则可能导致未来通胀预期加重，使实际通胀水平进一步提高。即将公布的10月份宏观数据中，顺差可能创历史新高，CPI当月涨幅可能有所反弹，不排除进一步创新高的可能，信贷增速依然较快，经济运行过热的风险仍然较大，预计央行会进一步采取包括加息、加快人民币升值等措施，以及通过组合拳，发行样票，提高准备金率以及发行特别国债等收紧流动性，货币政策依然趋紧。

## 今日广发

- ☆ 广发控股(香港)公司下属子公司----广发资产管理(香港)公司于 11 月 8 日获得香港证监会批准,开展“资产管理”和“就证券提供意见”业务。
- ☆ 广发期货公司增资扩股至 1.2 亿元,并成为广发证券全资子公司。