



2008年11月27日

投资策略

中金公司研究部

分析员: 梁耀文 CFA

高挺

leungb@cicc.com.cn gaoting@cicc.com.cn

王汉锋 CFA

郦彬

wanghf@cicc.com.cn libin@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

## 走入盈利低谷，股市能否“脱熊”？

### 2009年股票市场投资策略

#### 投资要点:

- ◆ **09年总体盈利可能下降15-20%:** 2009年发达国家全面衰退，并将导致新兴市场和发展中国家经济明显放缓，上市公司盈利的宏观环境在恶化。中国的出口增速将继续回落，而国内房地产行业的调整将拖累投资增长。基于对08-10年宏观经济走势的判断，我们预计08和09年整体上市公司的净利润增长分别为5.8%和-15.2%（其中非金融企业增长为-3.7%和-23.4%），相对于市场普遍预期仍有较大差距，未来盈利预测大幅下调仍将拖累股价表现。但分析显示，如果10年经济逐渐趋稳，盈利有望在09年见底。预计10年整体上市公司的盈利为2.4%，与09年盈利相比基本持平。
- ◆ **内需推动政策下的亮点:** 亚洲金融危机后中国的内需刺激政策经验表明，内需刺激政策缓解了经济的下滑趋势，固定资产投资相关度较高的板块如钢铁、水泥、煤炭、电力等需求也出现了一定的恢复，股市对经济的暂时企稳给予了积极的反应。最近出台的货币及财政政策力度和频率超出此前市场预期，未来依然存在超预期的可能，而且政策重心可能转向刺激房地产、消费需求拉动经济的措施上，而政策的作用使得经济有望在2009年下半年出现一定的恢复，预计将给股价带来正面的提振。行业方面，房地产有可能成为为数不多的亮点之一，大幅减息和房价调整有助于居民购房刚性需求和购买力的恢复，加速商品房库存消化以及缩短行业调整的周期及幅度。基建力度的加大有助于拉动钢铁、水泥、工程机械、电力设备、煤炭、电力以及建筑服务行业的需求。量化分析显示，考虑到财政政策的作用，此轮周期中钢铁、电力行业的产能过剩情况将略好于水泥、煤炭板块，而电力板块将受益于煤炭板块价格的下跌。分析也显示，农村消费受制于收入增长无法寄予厚望，居民消费对利率不敏感，而更多受收入增速下滑的影响，周期性消费品仍将面临盈利风险，必需消费具有相对的防御性。
- ◆ **09年股市展望:** 港股从市盈率、市净率、分红收益率及隐含风险溢价率来讲皆接近历史估值底部范围，估值风险释放比较充分，企业盈利如在2009/2010年见底，大盘于2009年触底可能性很大。A股估值风险仍未充分释放，可能在盈利下调风险之上还有10-20%的下行空间。
- ◆ **09年投资建议:** 基于大市盈利预测仍有被大幅下调及估值下移的可能性，我们投资组合仍然维持较高的防御性，建议注意仓位控制，超配盈利与现金流可见性较强、受惠于政策支出、成本下降等行业。A股超配石油石化、电力、必需消费品与房地产；低配金融、基础材料、煤炭、可选或耐用消费品及航空航运。港股超配电讯服务、石油石化电力、必需消费品，低配的板块与A股相同。政府刺激经济措施成效可能在下半年出现，带动大市触底，历史上看，大宗原材料、交通运输、资本品的盈利见底较早；股价上大宗原材料、工业、公用事业先于大盘见底；金融及可选消费一般滞后；但大盘见底后六个月以金融、工业、科技行业的反弹力最强。
- ◆ **超预期政策下的战略:** 在外需及国内经济加速走弱的情况下，我们认为政府未来一段时间的刺激经济措施无论是推出的节奏和力度都非常可能是超预期的。如果相关的刺激政策以更大力度的财政与基础建设投资为主，市场的反应将相对较温和，资本品，基础商品如钢铁、水泥等板块的股价反应将较上次政府提出的4万亿元投资方案时弱；减税、给特定人群加薪、加大对低收入人群的补贴、完善社保和医改等以刺激居民消费为目的措施可能对日常（必需）消费行业由一定支持，但对大盘刺激有限；我们相信对市场最大的超预期将会是更大幅度的减息、涉及房地产行业的税收政策调整等针对房地产行业需求的实质支持等措施，并将会给低估值的龙头、高杠杆开发商的股价较大的推动力。

## 目录

<b>全球 3D 趋势持续 .....</b>	<b>5</b>
<b>2009 年总体盈利可能下降 15-20% .....</b>	<b>7</b>
核心观点 .....	7
盈利的宏观环境恶化 .....	7
盈利前景分析：09 年盈利将见底，在此之前仍有 20% 左右的下调空间 .....	11
<b>保增长政策的行业启示 .....</b>	<b>14</b>
核心观点： .....	14
应对金融危机和经济下滑：各国调整货币和财政政策 .....	14
货币政策：给房地产注入生机，对消费和投资拉动有限 .....	15
财政政策：拉动基建相关行业 .....	21
固定资产投资敏感行业量化分析 .....	22
<b>投资建议：从防御到早周期的配置转换 .....</b>	<b>29</b>
核心观点 .....	29
股市历次寻底之旅 .....	29
股市筑底信号 3V .....	32
投资建议：从防御到早周期的配置转换 .....	33
<b>附录一：中金公司自下而上的盈利预测汇总（含行业） .....</b>	<b>47</b>
<b>附录二：非金融行业自上而下的盈利预测模型 .....</b>	<b>49</b>
收入增速预测的定量分析 .....	49
毛利率预测的定量分析 .....	49
非金融企业净利润增速预测 .....	51
<b>附录三：1997-1999 年内需刺激政策的效果 .....</b>	<b>52</b>
推动内需的政策是否有效果？1997 年后的内需刺激政策 .....	52

## 插图

图 1: 美国经常帐户逆差占 GDP 的比例	5
图 2: 金融市场流动性指标(3M Libor-OIS 利差、TED 利差)和风险指标	6
图 3: 美国标普 500 指数 PE 不断走低	6
图 4: 全球与发达国家经济增长预期与不断调降的美国 GDP 增长	7
图 5: 历史上银行危机后的经济表现汇总与对比	8
图 6: 美国 GDP 增长分季度预测	8
图 7: 本轮出口依存度远高于 98 年	9
图 8: 中国出口主要流向及占比以及主要出口目的地的经济增长	9
图 9: 商品房销售以及房地产投资	10
图 10: 中金及市场对沪深 300 的 2008 年及 2009 年盈利预测调整变化	11
图 11: 中金及市场对 MSCI China 的 2008 年及 2009 年盈利预测调整变化	11
图 12: 上市公司非金融行业净利润增长预测	12
图 13: 上市公司非金融行业毛利率预测	13
图 14: 各国利息走势	14
图 15: 各国住房自有率对比	16
图 16: 全国主要城市月供收入比的变化和全国平均月供收入比的变化	16
图 17: 广州地区房地产成交量	17
图 18: 年初至今各主要城市房屋成交量的变化成交量下降程度与月供收入比成正比	17
图 19: 城镇居民收入增长	18
图 20: 在降息、收入增长 5%、房价下跌 5%假设下月供收入比有望回归	18
图 21: 主要城市的租金收益率估计	18
图 22: 零售分产品增速	19
图 23: 城镇居民收入与支出增长和零售额增长	20
图 24: 非食品消费开支对可支配收入的敏感性更高	20
图 25: 存贷款利率和固定资产投资增速	21
图 26: 各国政府负债与 GDP 的比例	21
图 27: 财政赤字与财政赤字占 GDP 的比例	22
图 28: 电力和主要大宗原材料行业盈利在中国经济最近三个小周期中的表现	23
图 29: 电力和主要大宗原材料行业产量呈快速回落之势	23
图 30: 08-10 年电力供求状况预测及历史比较	24
图 31: 08-10 年钢铁供求状况预测及历史比较	25
图 32: 08-10 年水泥供求状况预测及历史比较	25
图 33: 08-10 年煤炭供求状况预测及历史比较	25
图 34: 近两年宏观调控之后对产能扩张抑制较强	26
图 35: 农村居民现金收入的构成	28
图 36: 农村居民现金收入与工资性收入增长以及生活消费支出的增长	28
图 37: A 股市净率	30
图 38: 港股市净率	31
图 39: A 股和港股分红收益率(静态)相对于长期无风险利率的比较	31
图 40: A 股和港股的隐含风险溢价率水平(基于静态市盈率 and 长期无风险利率)	32
图 41: 恒生指数波动率及换手率	32
图 42: 上证综指波动率及换手率	33
图 43: 主要行业 A 股静态市净率	38
图 44: 主要行业港股静态市净率	39
图 45: 钢铁煤炭的现金流与盈利	41
图 47: 1997 年后的货币政策和财政政策	52
图 48: 财政支出增加占 GDP 比例、季度 GDP 增速、发电量增速	52
图 49: 财政支出增长与财政支出中基本建设支出增长以及第二、三产业 FAI 增速	53
图 50: 粗钢水泥消费量增长以及煤炭消费量增长	53
图 51: 钢材价格走势以及煤炭价格走势	53

## 表格

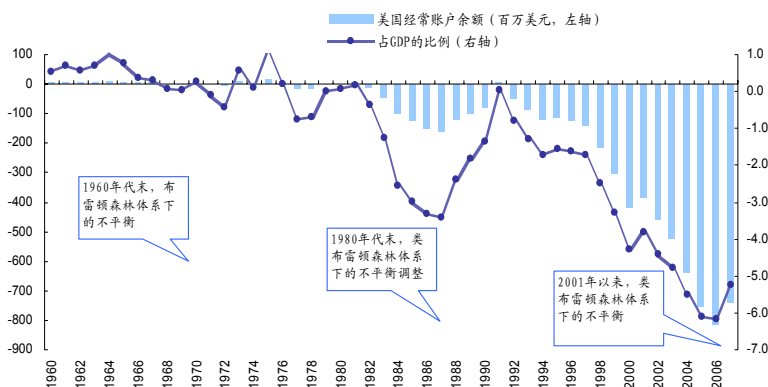
表 1: 中国出口目的地在 1998 年及 2001 年间的经济增长 .....	9
表 2: 中金宏观经济主要指标预测 .....	10
表 3: 自上而下的 2008-2010 盈利预期预测 .....	13
表 4: 各国财政政策 .....	15
表 5: 消费对利率的敏感度 .....	19
表 6: 电力、钢铁、水泥、煤炭产能过剩状况定量分析 .....	24
表 7: 三家公司 09 年盈利预测对 09 年铁路建设投资完成额的敏感性分析 .....	26
表 8: 两电网上调投资规划与中金预期对比 .....	27
表 9: 历史上的股市底部比较 .....	30
表 10: A 股行业配置建议 .....	34
表 11: 港股行业配置建议 .....	35
表 12: A 股行业静态市净率 vs 长期平均值与方差 .....	36
表 13: 港股行业静态市净率 vs 长期平均值与方差 .....	37
表 14: 中金公司 A 股投资组合 .....	40
表 15: 中金公司港股投资组合 .....	40
表 16: 行业底部研究 .....	42
表 17: 未来有可能进一步推出的刺激经济的政策及行业意义 .....	44
表 18: 中国 2008 年下半年以来推出的内需刺激政策 .....	44
表 19: 推出内需刺激政策后的股市表现 (A 股) .....	45
表 20: 推出内需刺激政策后的股市表现 (H 股和红筹股) .....	46
表 21: 中金重点研究 A 股公司分行业盈利增长预测及估值水平 .....	47
表 22: 中金重点研究港股公司分行业盈利增长预测及估值水平 .....	48
表 23: 需求放缓之下企业收入下调风险的定量分析 .....	49
表 24: 企业毛利率下调风险的定量分析 .....	51
表 25: 非金融企业盈利下调风险的定量分析 .....	51
表 26: 1997-2003 年中国的内需刺激政策汇总 .....	54
表 27: 最近中央政府以及各部委提出的内需刺激计划和相关投资额度 .....	55
表 28: 最近地方政府提出的内需刺激计划和相关投资额度 .....	55
表 29: 央行近期降息一览 .....	56

## 全球 3D 趋势持续

**中国调整的大背景为全球经济再平衡** 我们强调全球经济处于战后第三次全球失衡调整期(图 1)。肆虐全球的金融危机和经济的下滑是全球不平衡无法持续而进入再平衡进程的表现,对此我们在前期的报告中已经有详细阐述。在此背景下,我们在 2008 年四季度策略中也提出中国未来市场将面对外围的 3D 主线:去杠杆化(De-leveraging)、增速放缓(Deceleration)和估值下移(De-rating)。

失衡调整和去杠杆化使经济下滑不可避免,中国将面对持续走弱的外需。美国经常帐户逆差是美国向外借贷支持过度内需的直观体现,以美国经常帐户逆差占 GDP 的比例为标尺,可以衡量全球再平衡和去杠杆化的进程。目前这一比例自 2006 年 3 季度在 6.8% 的水平收窄至 2008 年第二季度的 5.2% 左右,平均每个季度收窄 0.3 个百分点,照此速度,要恢复至 2.4% 以内(过去三十年的平均水平),至少需要两年时间,表明以美国为代表的外围经济的疲弱至少会持续至 2010 年,而在此期间中国将面对羸弱的外需。

图 1: 美国经常帐户逆差占 GDP 的比例(年度数据)

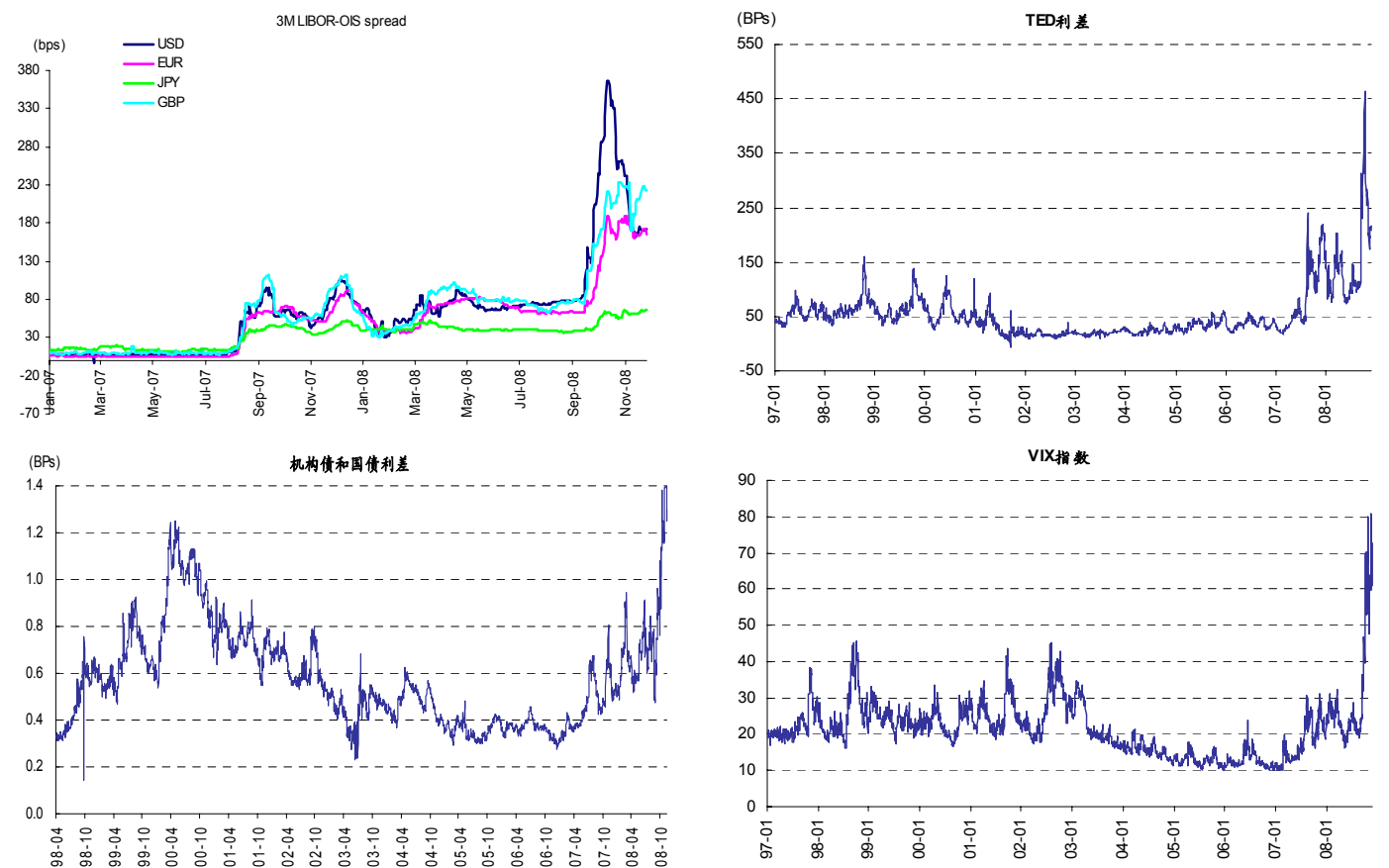


资料来源:CEIC、中金公司研究部

去杠杆化推动资金成本上升、资产价格及估值的下调。金融资产在金融机构面临资本重建、信贷更加谨慎以及监管更加严格的趋势下,价格调整迅速,就港股和国内 A 股来说,目前市场的估值已经大幅下调,香港中资股的估值更一度达到 1997/1998 年的最低水平,但我们关注的几个风险及流动性指标仍在高位徘徊甚至有所恶化。中国面对不断萎靡的外部需求,经济将继续放缓,企业盈利开始加速恶化。

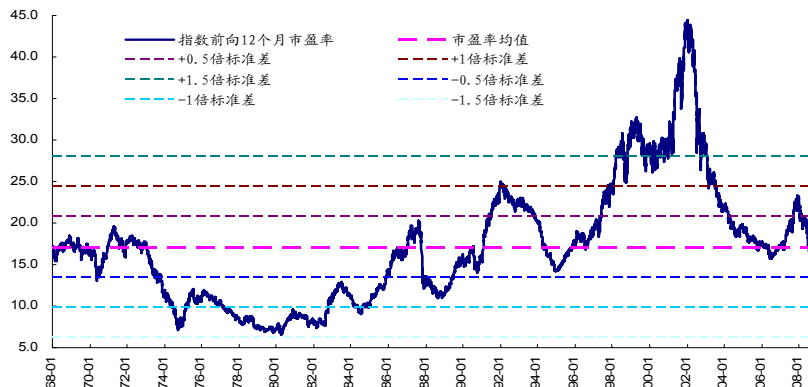


图 2：金融市场流动性指标(3M Libor-OIS 利差、TED 利差)和风险指标（公司债利差、VIX 等）



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 3：美国标普 500 指数 PE 不断走低



资料来源: Datastream, 中金公司研究部

## 2009年总体盈利可能下降15-20%

### 核心观点

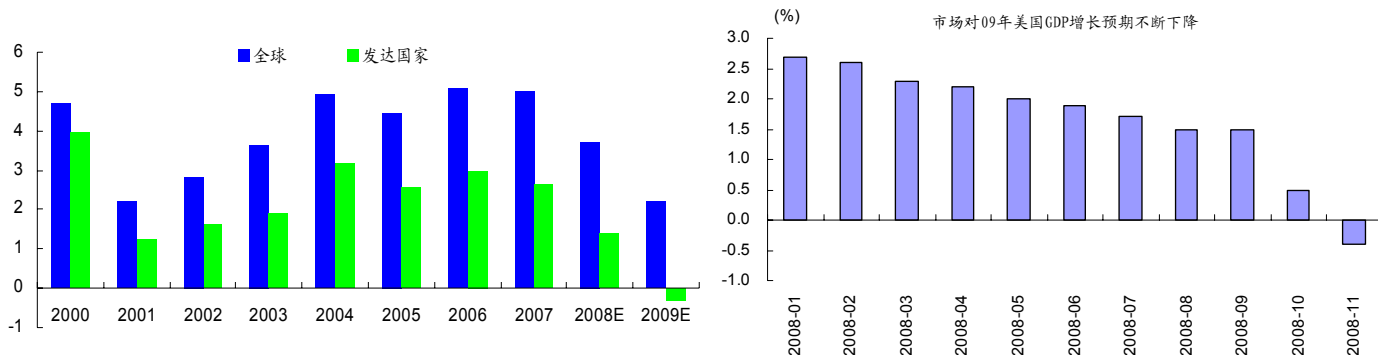
上市公司盈利的宏观环境在恶化，09年总体盈利可能下降15-20%：2009年发达国家全面衰退，并将导致新兴市场和发展中国家经济明显放缓，上市公司盈利的宏观环境在恶化。中国的出口增速将继续回落，而国内房地产行业的调整将拖累投资增长。基于对08-10年宏观经济走势的判断，我们预计08和09年整体上市公司的净利润增长分别为5.8%和-15.2%（其中非金融企业增长为-3.7%和-23.4%），相对于市场普遍预期仍有较大差距，未来盈利预测大幅下调仍将拖累股价表现。但分析显示，如果10年经济逐渐趋稳，盈利有望在09年见底。预计10年整体上市公司的盈利为2.4%，与09年盈利相比基本持平。

### 盈利的宏观环境恶化

#### 国际经济：衰退已至

**发达国家经济09年全面衰退，上半年或见最差阶段。**从美国房地产泡沫破灭，到次贷危机的发生，再到信贷危机的全面爆发，全球经济增长所受的压力日益增加。根据国际货币基金（IMF）的最新预测，09年发达国家总体将进入衰退，其严重程度已经超过80年以来的任何一次全球经济衰退。目前日本、德国、英国等发达国家已步入衰退，美国GDP也在3季度萎缩，并且继续恶化趋势相当明显。

图4：全球与发达国家经济增长预期（左）与不断调降的美国GDP增长（右）

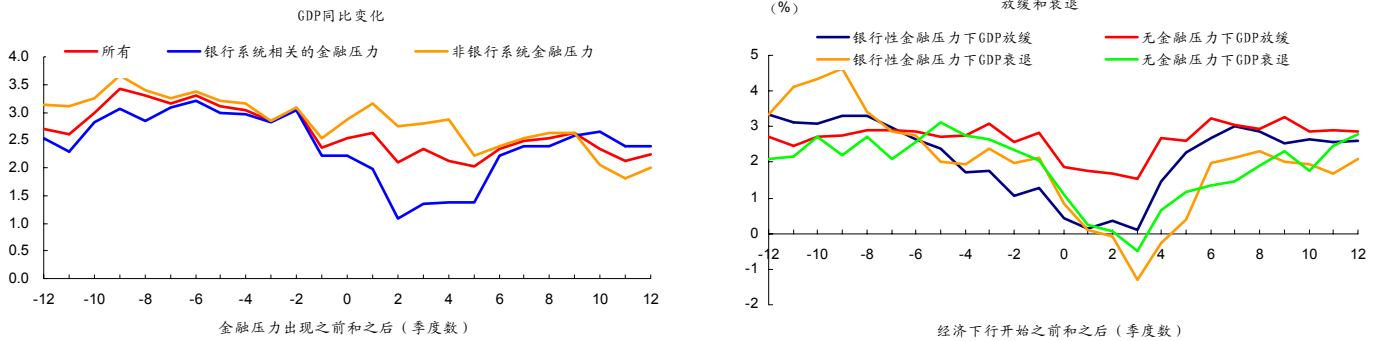


资料来源：中金公司研究部

**周期性，结构性？**危机之后，全球正面临新的政策和监管环境。金融系统崩溃的风险使得发达国家政府大力干预市场，导致今后监管程度和国有化程度的提高。同时全球化进程也将由于这次金融危机广泛的破坏性而受阻甚至走回头路。加上发达国家（尤其美国）的居民部门去杠杆化道路漫长，因此低增长将持续较长时间，周期回升之后的增长环境十分不同，全球经济增速很快回升到04-07年的水平将十分困难。

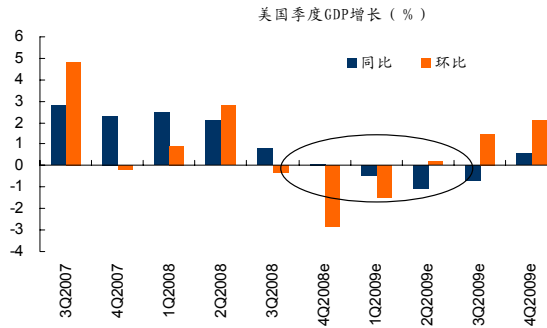
**金融危机对经济的最坏影响可能在今后两到三个季度显现。**根据IMF最近的一个对近30年发达国家100多次的金融系统受压下经济表现的分析，银行危机对经济的杀伤力最大；其对经济增长的负面效果在危机之后的2-3个季度表现最为显著。目前市场对美国经济今明两年分季度的预测也显示同样的判断。

图 5: 历史上银行危机后的经济表现汇总与对比



资料来源：IMF、中金公司研究部

图 6: 美国 GDP 增长分季度预测



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

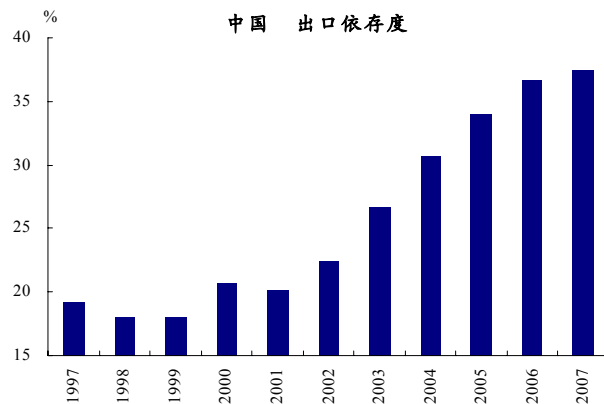
### 中国经济：从一个危机的边缘被推向另一个危机的中心

中国金融系统与国际金融体系相对独立，所幸受国际信贷危机的直接影响较为有限。但信贷危机加剧了全球经济放缓程度，其后接踵而来的经济危机却使“世界制造中心”的中国面临着直接的冲击。因此，预期中的 09 年全球性衰退在外需上对中国的影响将十分严重。在此之上，房地产行业萧条对投资的拖累和收入放缓对消费的负面影响使得 09 年中国宏观经济增长难以乐观。

**09 年主要贸易伙伴陷入经济困境，出口增长前景日益黯淡。** 中国出口在 08 年（1-10 月）仍然保持 21.9% 的较高速增长。然而，受全球经济的影响，出口增速预计将大幅下降。如果以过去出口增长对全球经济的敏感度来判断，全球经济的下滑（IMF 预测世界经济增长将由 08 的 3.7% 下降到 09 的 2.2%）将导致出口增速下滑 10-12 个百分点。由于中国的贸易依存度近年来不断提高，这一轮外围带来的冲击可能产生比这个数字更为负面的影响。



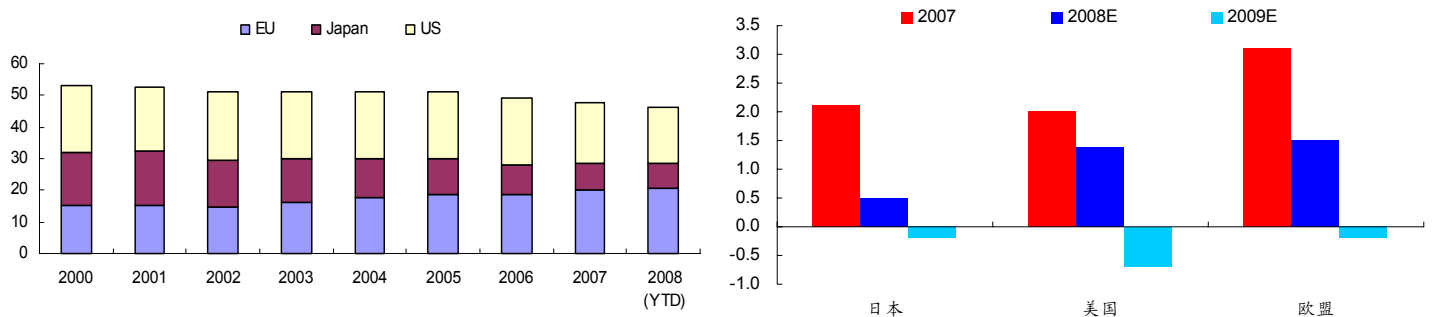
图 7: 本轮出口依存度远高于 98 年



资料来源: CEIC, 万得 EDB、中金公司研究部

事实上, 占中国出口近 50% 的美国、日本和欧盟经济都已出现负增长, 而且这三个地区经济明年预计都将继续萎缩, 销往发达国家市场的出口必然受负面影响。

图 8: 中国出口主要流向及占比 (左) 以及主要出口目的地的经济增长



资料来源: 中金公司研究部

而中国主要的新兴市场贸易伙伴大多数也十分依赖发达国家市场, 在前几轮的全球经济下滑中(如 1997-98 和 2000-01) 经济增长均受到大幅冲击。表 1 中显示目前中国出口的 10 个最大的新兴市场(不包括香港), 其占中国出口的比例近 25%。这些国家和地区在 98 和 01 年的表现使我们担忧中国出口的另一半也岌岌可危。

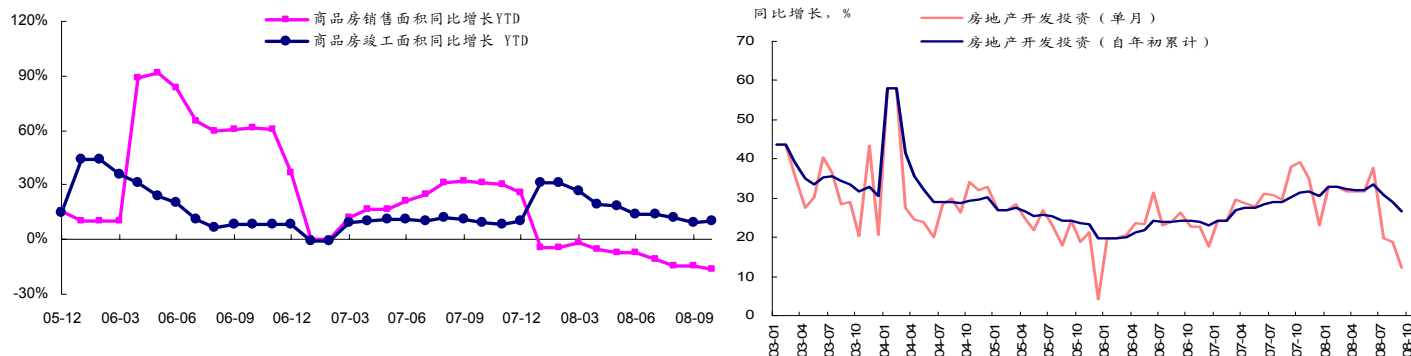
表 1: 中国出口目的地在 1998 年及 2001 年间的经济增长

	1997	1998	1999	2000	2001
韩国	4.7	-6.9	9.5	8.5	3.8
印度	4.6	6.0	6.9	5.7	3.9
新加坡	8.3	-1.4	7.2	10.1	-2.4
俄国	1.4	-5.3	6.4	10.0	5.1
台湾	6.6	4.5	5.7	5.8	-2.2
阿联酋	7.9	0.1	3.1	12.4	1.7
马来西亚	7.3	-7.4	6.1	8.7	0.5
巴西	3.4	0.0	0.3	4.3	1.3
印尼	4.7	-13.1	0.8	5.4	3.6
泰国	-1.4	-10.5	4.4	4.8	2.2

资料来源: 中金公司研究部

投资受房地产低迷的影响将大幅放缓。从08年8月以来，房地产投资增速快速下降。1-7月份累计的开发投资保持在30%以上的同比增速，但到10月份的累计同比增速已滑落至24.8%。8-10月份的单月的投资增速均在19%以下。同时销售持续的低迷（08年1-10月份商品房销售面积同比增长为-16%），将导致2009年新开工面积的大幅下降，预计明年房地产开发投资增速将放缓至接近零增长。由于房地产投资占全部固定资产投资的近四分之一，并对上游的钢铁、建材等影响较大，房地产投资的不景气对整体经济的影响十分显著。最近政府宣布的大规模财政刺激政策侧重于基础设施的建设是否能够抵消房地产行业对投资的负面影响仍不明朗。

图9：商品房销售（左）以及房地产投资（右）



资料来源：中金公司研究部

表2：中金宏观经济主要指标预测

实际同比增速 % (除非额外注明)	2006	2007	2008F	2009F (考虑政策)	2009上半年 (考虑政策)	2009下半年 (考虑政策)	2010F (考虑政策)
<b>GDP</b>	11.6	11.9	9.3	8.0	7.5	8.5	7.8
<b>最终消费支出</b>	10.4	10.9	10.6	9.5	9.4	9.6	8.9
城镇居民	11.5	11.6	8.6	7.0	6.9	7.1	6.0
农村居民	7.2	8.2	10.0	8.0	8.0	8.0	7.0
政府	10.5	11.4	14.2	14.2	14.0	14.4	14.2
<b>资本形成总额</b>	14.1	13.7	10.8	10.1	9.0	11.2	8.8
私人	14.3	14.1	10.8	6.5	6.4	6.6	6.3
政府	12.0	10.8	11.1	38.0	29.0	47.0	24.0
<b>出口</b>	23.9	19.8	9.2	0	0	0	2.0
<b>进口</b>	16.0	13.9	8.5	0	0	0	1.0
<b>净出口 (对GDP增速的贡献)</b>	2.2	2.3	0.9	0	0	0	0
<b>参考项目</b>							
社会消费品零售总额	12.5	12.5	13.6	12.0	11.8	12.2	10.7
城镇固定资产投资	22.7	21.5	15.3	14.0	12.5	15.5	11.8
<b>CPI</b>	1.5	4.8	6.2	1.0	1.1	0.9	0.8 ~ 1.2
非食品	1.0	1.1	2.2	-0.4	0.3	-1.1	-1.4 ~ -0.7
食品	2.3	12.3	15.2	4.0	3.0	5.0	5.1
<b>PPI</b>	3.0	3.1	7.5	-7.5 ~ -6.3	-5.1 ~ -4.8	-9.7 ~ -7.8	-3.0 ~ 0.8
电力消费	13.7	15.3	7.0	4.5	3.5	5.5	4.1
人民币名义有效汇率 (升值幅度, %)	-1.5	1.7	9.6	2 ~ 3	1 ~ 2	1 ~ 2	1 ~ 2
1年期贷款利率 (%)	6.1	7.5	6.1	4.5	5.04	4.5	NA

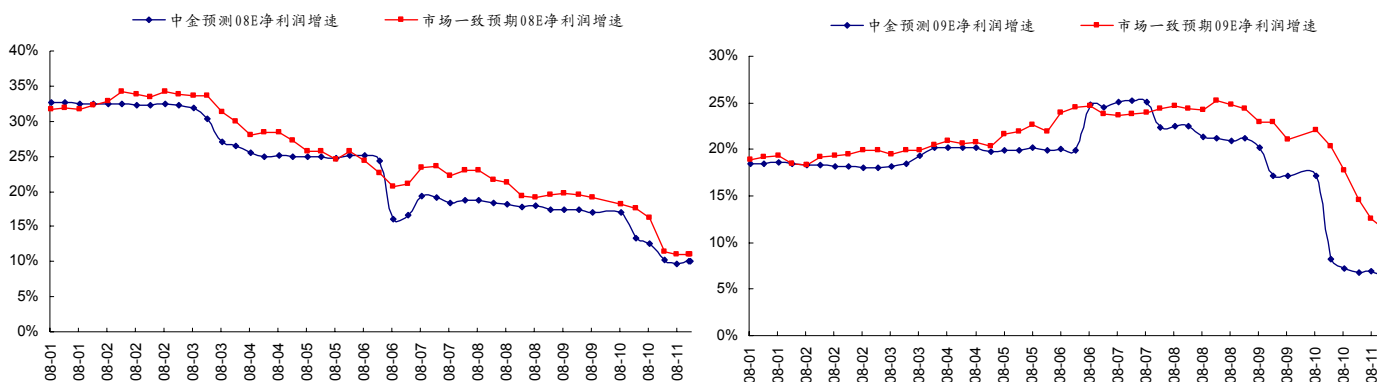
资料来源：中金公司研究部

盈利前景分析：09年盈利将见底，在此之前仍有20%左右的下调空间

当前自下而上的盈利预测

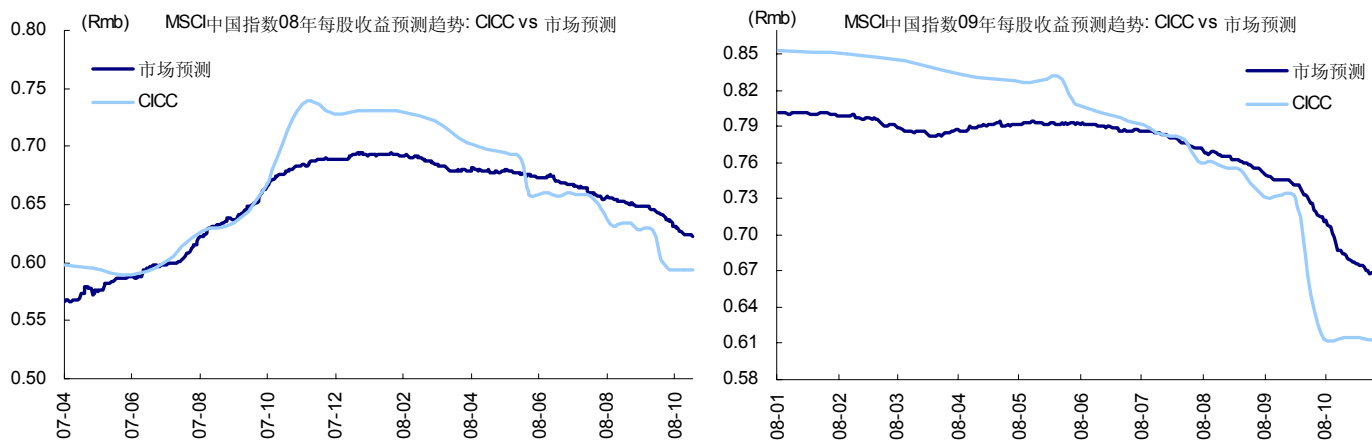
年初至今，中金对沪深300指数08年自下而上的净利润增速预测从32.7%下调至目前10.1%，而对09年盈利增速预测也从6月份的24.8%，下调至目前6.3%（图10）；而对MSCI China的08年以港币计算的净利润增速预测从今年初的39.7%下调至目前13.7%，09年盈利增速预测也从23.5%，下调至目前6.4%（图11）；其中以三季度季报前后反应近月来需求急速的调整幅度最大。

图10：中金及市场对沪深300的2008年（左）及2009年（右）盈利预测调整变化



资料来源：朝阳永续，中金公司研究部

图11：中金及市场对MSCI China的2008年（左）及2009年（右）盈利预测调整变化



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

## 自上而下的2008-2010盈利预期预测

基于自上而下的定量模型（详见后文附录二），我们对08-10年的上市公司（非金融）净利润增速做了情景分析，预计08年和09年有可能出现-3.7%和-23.4%的负增长（08年前三季度是-6.5%），而根据中金重点研究股票自下而上汇总（详见后文附录一），分别为-1.2%和6.4%，对应2.5个百分点和29.8个百分点的下调空间。盈利下调的风险主要将在09年集中体现出来，主要原因是企业销售收入面临快速回落以及毛利率继续挤压的风险。09年的企业销售收入和毛利率分别比08年下降13.4个百分点和0.6个百分点。

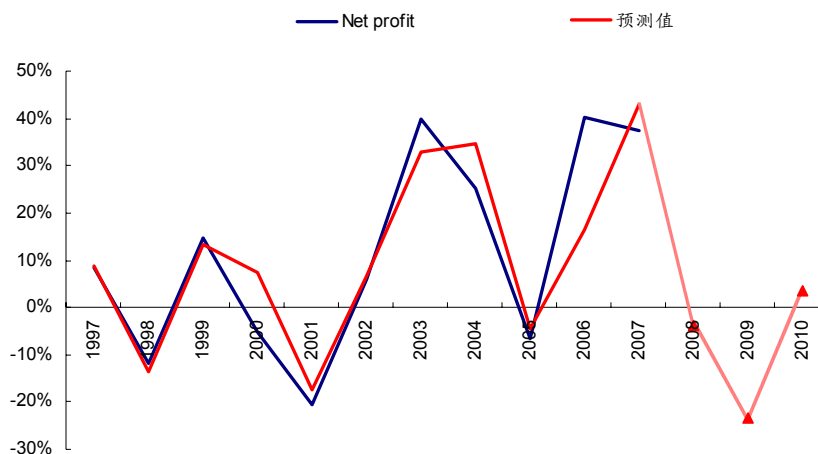
但是，我们预计10年非金融行业的盈利增长趋于稳定为3.5%，与自下而上汇总-5.2%相比，存在8.7个百分点的上调空间。主要原因是：（1）毛利率水平有所恢复，比09年回升0.5个百分点；（2）宏观经济在积极的财政政策以及相对宽松的货币政策作用下逐渐趋稳，企业销售收入增长不会继续大幅放缓，与09年相比回升5.7个百分点。（3）低基数效应。

进一步考虑金融（银行、证券、保险）行业的盈利预测，当前自下而上的汇总显示08-10年盈利增长分别为24.6%、5.5%和0.9%，根据行业研究员的判断，考虑大幅度降息带来的净息差下降速度超过预期以及NPL的恶化速度，预计银行09年盈利仍有10%-15%的下调可能性的，因此，总体金融行业盈利增长未来有可能下调至17.9%、-6.7%和1.4%。

综上，我们预计08年和09年整体上市公司的盈利增长为5.8%和-15.2%，相对于普遍的市场预期（或者自下而上汇总）存在4.3个百分点和21.2个百分点的下调空间。可见当前市场对09年盈利的普遍预期仍过分乐观，盈利预测未来继续大幅下调仍将拖累股价表现。

我们也注意到尽管09年经济未必见底，但是盈利有可能在09年见底。即便10年经济并没有出现显著改善的情况，企业盈利不太可能出现大幅度的连续恶化。10年我们预计整体上市公司的盈利为2.4%，与09年盈利相比基本持平。

图 12：上市公司非金融行业净利润增长预测



资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 3: 自上而下的 2008-2010 盈利预期预测

当前自下而上盈利预测汇总结果

A股	非金融企业盈利增长	毛利率	收入增长	金融企业盈利增长	上市公司整体盈利增长
2008E	-1.2%	17.8%	21.5%	24.6%	10.1%
2009E	6.4%	18.3%	4.4%	5.5%	6.0%
2010E	-5.2%	18.0%	6.2%	0.9%	-2.2%

MSCI China	非金融企业盈利增长	毛利率	收入增长	金融企业盈利增长	上市公司整体盈利增长
2008E	12.7%	19.3%	31.9%	16.0%	13.7%
2009E	6.7%	19.8%	3.0%	5.7%	6.4%
2010E	-0.3%	19.0%	3.3%	-1.1%	-0.5%

注：港股增长率一律使用港币计算

基本假设（同比变化）

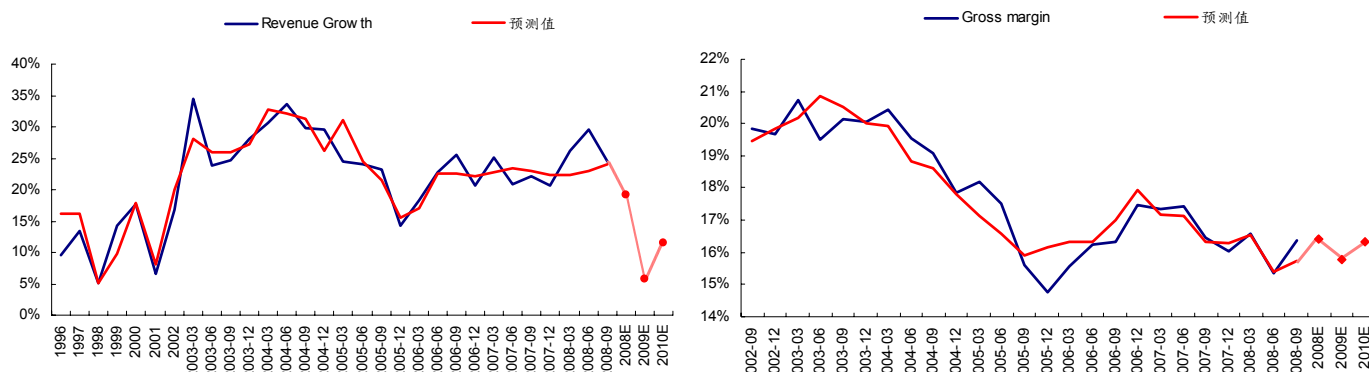
	固定资产投资 (名义)	出口(RMB)	零售 (名义)	PPI-RMPPI (滞后一年)	CPI非食品	WTI国际油价	一年期贷款基准利率 (年平均)
2008E	22.8	7.0	18.6	-1.3	1.6	100.0	7.5
2009E	8.0	0.0	13.0	-4.8	0.1	63.5	5.0
2010E	10.0	2.0	11.7	-2.0	-1.1	70.0	4.5

自上而下的盈利量化模型预测

A股	非金融企业盈利增长	毛利率	收入增长	金融企业盈利增长	上市公司整体盈利增长
<b>基本情景</b>					
2008E	<b>-3.7%</b>	<b>16.4%</b>	<b>19.2%</b>	<b>17.9%</b>	<b>5.8%</b>
对应调整空间	-2.5%	-1.4%	-2.3%	-6.7%	-4.3%
2009E	<b>-23.4%</b>	<b>15.8%</b>	<b>5.8%</b>	<b>-6.7%</b>	<b>-15.2%</b>
对应调整空间	-29.8%	-2.6%	1.4%	-12.2%	-21.2%
2010E	<b>3.5%</b>	<b>16.3%</b>	<b>11.5%</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.4%</b>
对应调整空间	8.7%	-1.7%	5.3%	0.5%	4.6%

资料来源：中金公司研究部

图 13: 上市公司非金融行业毛利率预测



资料来源：公司数据，中金公司研究部



## 保增长政策的行业启示

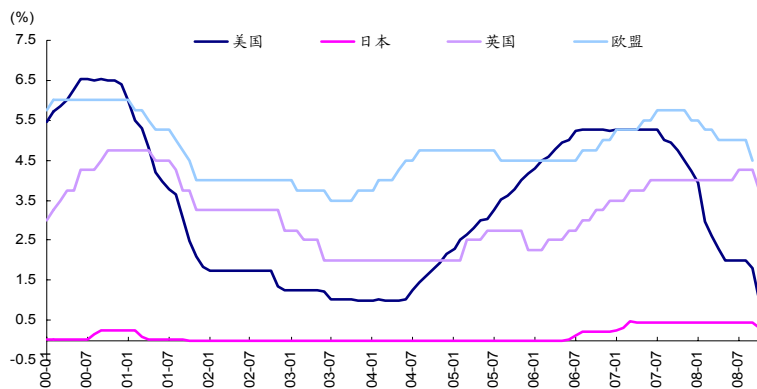
### 核心观点：

- ▶ 1997年亚洲金融危机之后的内需刺激政策经验显示，宽松的货币政策和大幅扩张的财政政策能够在一段时间内缓冲经济的下滑；我们预期政策作用下，经济增长有望在2009年下半年有所恢复，这将有助于提振市场信心，但其持续性仍面临不确定性；
- ▶ 大幅降息和房价的下跌有助于恢复居民购房能力；财政支出的加大对有助于拉动钢铁、水泥、建筑、电力设备、工程机械以及电力、煤炭等固定资产投资相关行业的需求。量化分析显示，考虑到财政政策的作用，钢铁、水泥行业的产能过剩情况好于电力和煤炭，在市场预测普遍比较悲观的情况下，钢铁、水泥盈利存在超出预期的可能；虽然利用率的压力将依然存在，但煤炭价格进一步下滑则有助于降低火电行业的成本。
- ▶ 消费对利率不敏感而与收入增长更相关，无论城市还是农村收入增速下滑才刚刚开始，表明周期性消费品种盈利存在进一步下滑的风险。相对来说，非周期性消费品表现出更好的防御性。
- ▶ 考虑到政府最近出台刺激政策的力度和频率都超出市场此前的预期，显示政府力保经济增长的决心，未来政策力度还存在超预期的可能性，而市场对政策的短期反应一般也将是正面的。

### 应对金融危机和经济下滑：各国调整货币和财政政策

发达国家政府除了通过注入市场流动性、注资金融机构、担保信贷等各种方式力图使信贷市场运作恢复正常化，还采取常规的货币和财政政策尽力挽回经济颓势。许多新兴市场和发展中国家在面临恶劣的国际环境和经济下行的担忧下，也纷纷采取抗周期的各种宏观政策。

图 14：各国利息走势



资料来源：CEIC、中金公司研究部

表 4：各国财政政策

国家	政策内容
美国	2008年2月份，美国国会通过并由布什签署了总额为1680亿美元的经济刺激计划，从4月底开始实施退税计划，1.3亿个美国家庭领到了退还的税金。此外，为刺激疲软的房地产市场，7月底美国总统布什签署了总额达3000亿美元的一揽子住房援助法案。第二套财政刺激方案，总额约1500亿美元，增加联邦政府在基础设施、食品、失业保险和医疗保健等方面的开支，同时可能包含突破顽固的信贷障碍的措施，以改善消费者、住房购买者、企业和其他借款人的信贷环境。通过7000亿救市计划。
日本	总规模27亿日元，创历史记录，其中投入5亿日元财政支出，2亿日元直接发放至每个家庭，主要用于补贴家庭收支、稳定金融市场和维持地方经济活力。计划削减收入税。
英国	根据英国《金融时报》19日的报道，英国财政大臣Alistair Darling当日公开宣布，将于下周推出一系列旨在帮助小企业获得融资和保险的计划，以解决目前中小企业借贷困难的现状。Alistair Darling宣称，该项计划将为中小企业提供新贷款保证，以及为银行向小企业放贷提供更多公共资金担保。此外，他表示政府该项计划意在优先帮助市场现存的中小企业存活，并为新起步的中小企业提供必要的扶持。
意大利	意大利总理和财长15日在华盛顿举行的20国集团会议闭幕时表示，意大利政府将在未来数日内批准一项价值800亿欧元的计划以支持国内经济，力图暂停对汽车和工具制造业收税。建立基金，为陷入困境的国内企业提供援助。计划向公司和居民拨款大约20亿至40亿欧元，这是政府旨在提振国内需求的800亿欧元刺激方案的一部分。
德国	11月5日，德国总理默克尔内阁通过了500亿欧元经济刺激计划。该计划包括向中小企业提高额外资金援助，取消对新车征税并支持基础设施工程建设。该计划能够在未来两年提供100万个就业岗位，这也是对德国政府之前5000亿欧元金融救市计划的补充。
法国	在今后三年在研发和制造业领域投资近2000亿欧元。
俄罗斯	俄罗斯总理普京10月31日公布了大规模的支持实体经济计划。俄政府还将拨出巨资注入国有存款保险公司，确保银行系统稳定，以及动用储备基金弥补油价下跌损失。
韩国	投入11万亿韩元财政支出，并对设备投资等实施3万亿韩元的减税。
荷兰	政府11月21日宣布一项总额达60亿欧元的经济刺激计划，力图通过一系列金融、财政等措施减轻金融危机对荷兰的影响，帮助企业增加资金，加快基础设施投入，及时清偿企业债务以及帮助陷入困境的企业发放部分工资等。此外，政府还将动员社会机构协调就业岗位，尽量减少失业。
新加坡	新加坡贸工部11月21日宣布，政府将推出23亿新元（1美元约合1.53新元）的经济刺激计划，旨在目前经济增速放缓的情况下，为新加坡本地企业提供更多的信贷支持。其内容包括增加贷款、提高贷款违约时政府所承担风险的比例，并把企业融资计划的覆盖范围扩大至所有本地公司。这一计划将使多达12.4万家新加坡本地公司从中受益。新加坡劳资三方当天还宣布了一项6亿新元的技能提升和强化计划，以协助企业节省人力开支，避免裁员，同时提升员工技能。

资料来源：新华网、金融界、证券之星和中金公司研究部

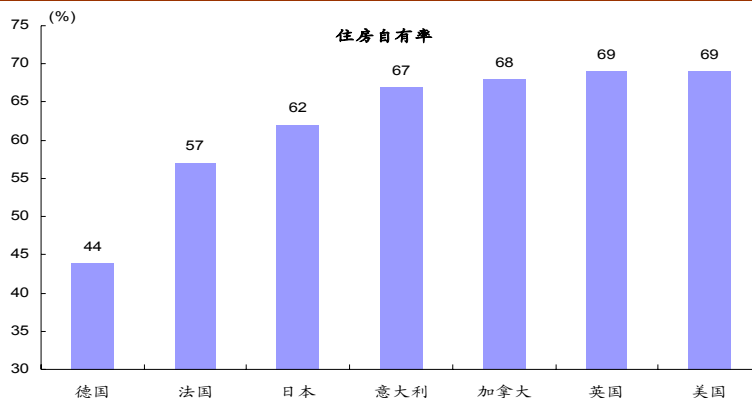
日益恶化的国际形势和加速下滑的国内经济增速已使中国政府将政策基调转向“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。中国人民银行自2008年9月以来已下调基准利率三次，调低法定准备金率150基点，并加大了对中小企业的信贷支持。在财政政策方面，政府推出四万亿主要用于基建的财政刺激方案，同时调整出口退税，增加对农民增收的支持。增值税转型和其他一些税收政策的变化也在预期之中。

### 货币政策：给房地产注入生机，对消费和投资拉动有限

**货币政策展望** 通胀的担忧在CPI和PPI增幅大幅放缓之后已经明显减轻，给未来扩张性货币政策带来较大空间。事实上，食品价格的显著下降已使CPI水平在08年二月份见顶并随后逐渐回落。由于08年CPI前高后低的走势，09年CPI通胀率出现负值的可能性存在。中国人民银行于11月26日宣布下调一年期人民币存贷款基准利率各1.08个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整；并从2008年12月5日起下调大型银行人民币存款准备金率1个百分点，下调中小型企业存款类金融机构人民币存款准备金率2个百分点。中金宏观组预测09年CPI通胀水平大约在1.5%左右，未来一年期利率还存在108个基点的下调空间，存款准备金率还将下调250-450个基点。我们认为，如果通胀回落的程度超过预期，更大幅度降息的可能性不可排除。

**大幅降息有助提高购房能力，缩短楼市调整周期** 目前政府大幅调低住房按揭贷款的浮动下限，同时一些地方政府也在出台自身的房地产需求刺激政策。初步估计，购房人的成本可以下调达到10%左右。如果考虑到明年中国的长期贷款利率可以下调至5%左右，购房成本下降明显。

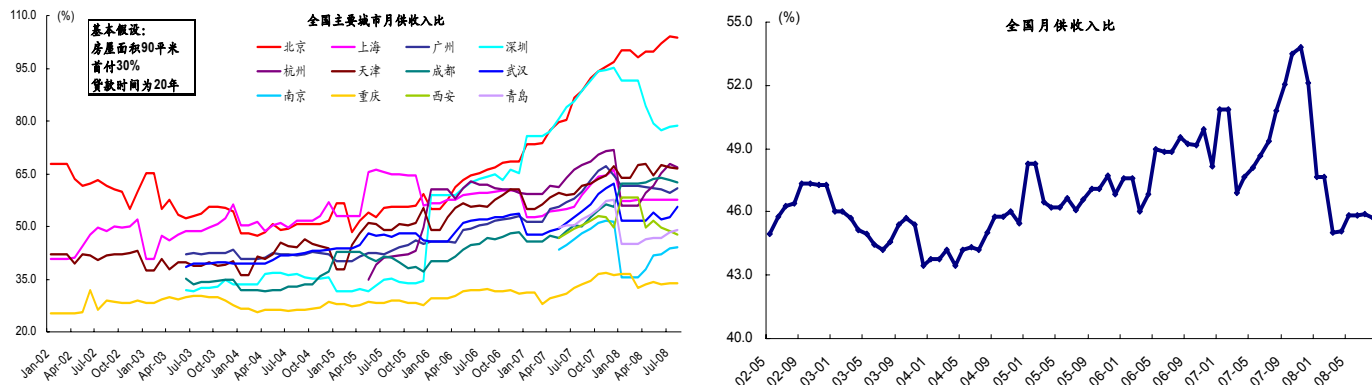
图 15: 各国住房自有率对比



资料来源: CEIC, 万得 EDB、中金公司研究部

中国房地产的需求空间巨大, 能否转化成现实的需求, 还要看居民是否有足够的购买力。我们基于全国主要城市的居民可支配收入和房价数据做了测算, 未来一年内如果长期贷款利率会下调 216 个基点(中金宏观组预测, 11月26日宣布减息后还有 108 个基点), 居民可支配收入增长 5%, 房价只需下调 5%, 全国大部分城市的月供收入比会下降至 40-50%的区间, 而大多数城市在 2003-2005 年间月供收入比也就是在这个水平。

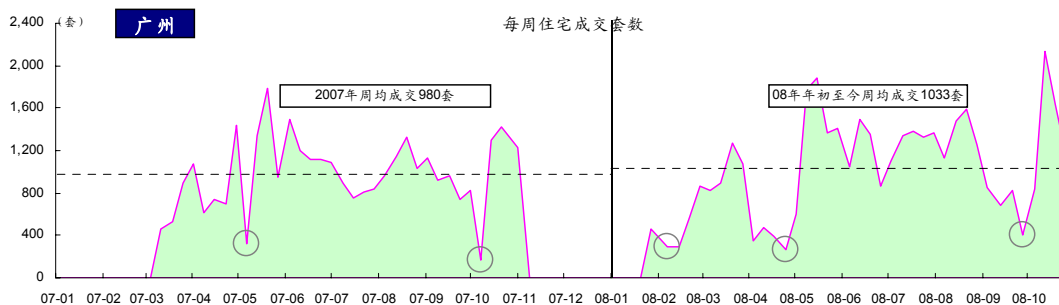
图 16: 全国主要城市月供收入比的变化 (左) 和全国平均月供收入比的变化 (右)



资料来源: 搜房网、CEIC、中金公司研究部

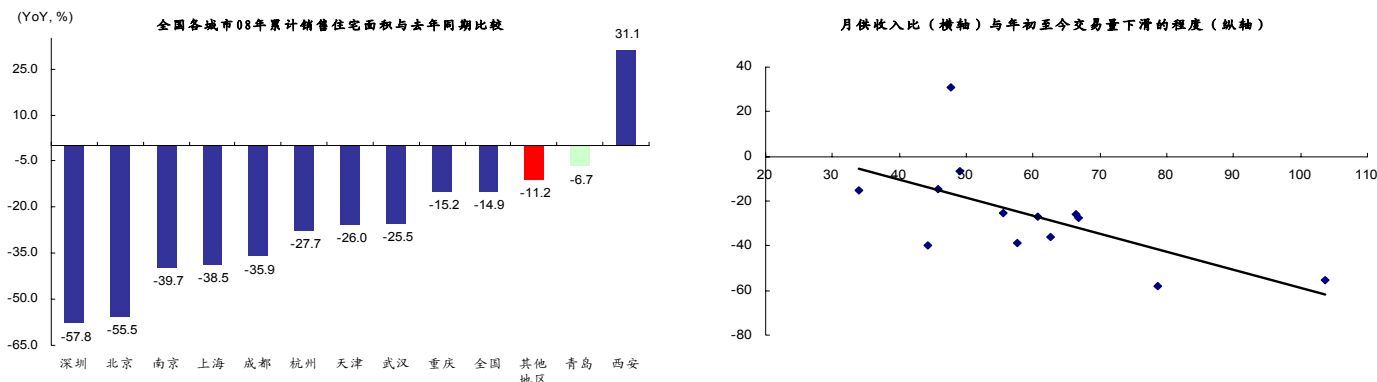
另外, 我们还发现, 只分析全国主要城市的房地产市场状况容易高估中国整体房地产价格。我们统计的全国 12 个主要城市的住宅成交量占全国住宅销售面积约 29%, 而从居民购房能力指标月供收入比来看, 这些城市的房价高估程度明显高于全国平均水平, 只看这些城市的房价水平容易高估全国房价。从年初至八月的交易量来看, 这些购房能力相对低的主要城市, 其交易量下降幅度在全国也是居前的, 平均萎缩幅度达 30%, 而除这些城市之外的交易量只下降了 11.4%。交易量下降的程度与购房能力指标几乎是成反比的, 表明需求释放取决于购房能力。另外, 南方部分城市如广州地区房地产市场成交量(按套数)并没有大幅萎缩, 也表明在购房能力的提高有助于房地产需求的恢复。

图 17: 广州地区房地产成交量 (按套数)



资料来源: 搜房网、CEIC、中金公司研究部

图 18: 年初至今各主要城市房屋成交量的变化 (左) 成交量下降程度与月供收入比成正比

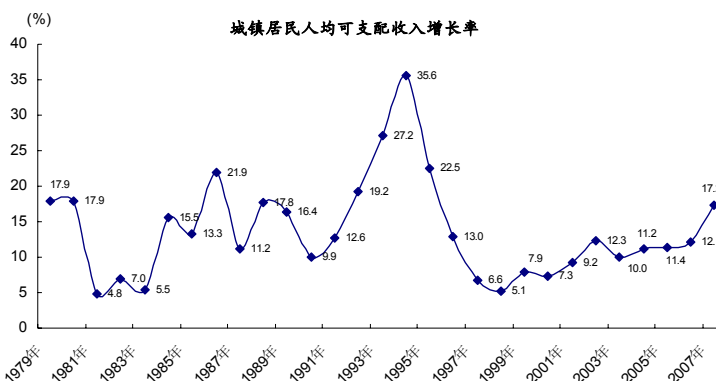


资料来源: 搜房网、CEIC、中金公司研究部

而实际的情况有可能比我们这里假设的还要稍显乐观。

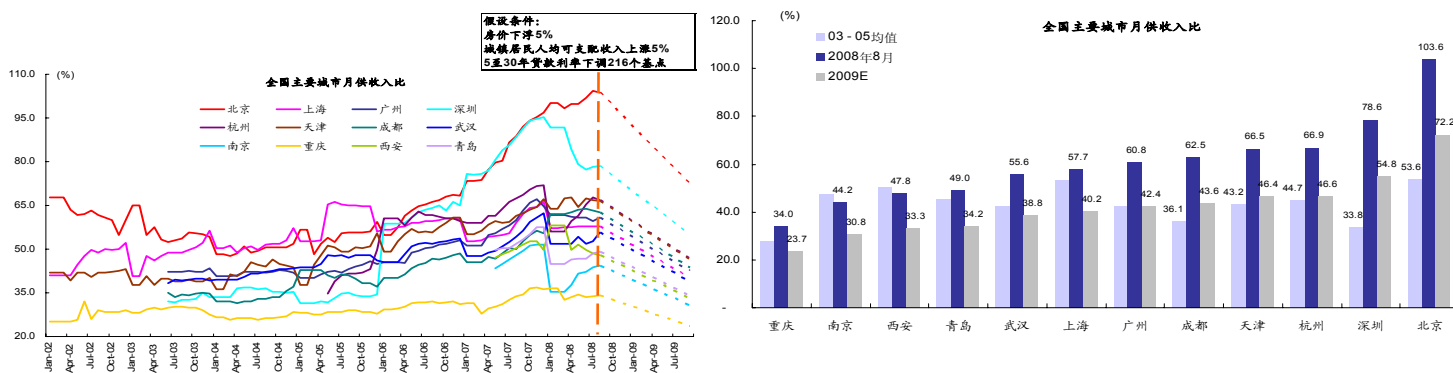
- ▶ 从历史的数据来看，城镇居民可支配收入增长5%的假设并不激进；
- ▶ 利率下调的幅度有可能比预测的幅度更大。从最近政府出台的一系列措施来看，政府力保经济增长的决心是很大的，政策力度包括货币政策也可能超出预期。特别是如果2009年的通胀率(CPI)回落至2%以下，政府就有空间采取更加激进的货币政策。另外，政府为了刺激内需、鼓励消费，也可能通过调低利率的方式来将储蓄赶出银行体系；
- ▶ 如果以居民中高收入组群来看，月供收入比的数据就相对更乐观。从全国的数据来看，中高收入组的可支配收入水平比全国中等水平要高18%左右；
- ▶ 根据中国主要银行管理层透露的信息，他们各自的按揭贷款-房屋价值比例 (Loan-to-Price Ratio) 在40-50%，据此可以推断按揭贷款实际首付比例远高于30%，高的首付比例也在一定程度上降低购房按揭贷款月供的负担。

图 19：城镇居民收入增长



资料来源: CEIC、中金公司研究部

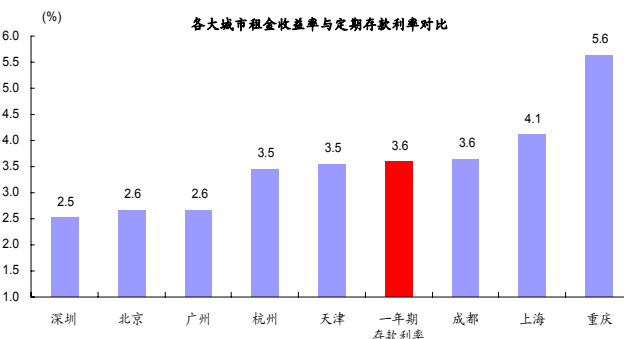
图 20：在降息、收入增长 5%、房价下跌 5%假设下月供收入比有望回归



资料来源: 搜房网、CEIC、中金公司研究部

从房地产市场的另外一个指标，租金收益率来看，随着房价的下跌以及利率的下调，部分城市的租金收益率已经在接近甚至超过一年期存款利率（图 21），这也会在一定程度上刺激住房的投资性需求。

图 21：主要城市的租金收益率估计（2008 年 8 月）



资料来源: 搜房网、CEIC、中金公司研究部



**居民消费对利率并不敏感，收入增长为主导因素** 在过去分析中国财富效应的研究中（《财富效应在中国大陆和香港的表现》，2007年4月17日），我们从城市居民收入和消费数据中发现，影响居民消费支出的主要因素是可支配收入的增长，而股价和楼价的变化对消费的影响并不显著。因此可以推断，如果利率政策对房价或股价产生影响的话，通过这两个渠道间接影响消费的可能性也不大。最近我们对消费研究更新，数据覆盖至2008年3季度，并在计量分析中直接考虑存款利率这个变量对消费的影响，结果显示，居民消费支出与可支配收入高度相关，收入上升1%会带动消费支出上升0.6-0.7%，这与以前的结果一致。而利率变化的影响甚微。如果实际利率水平下降1个百分点，消费支出只上升0.1%。也就是说，即使通胀预期不变，存款利率下降200个基点（2个百分点），对消费的正面影响只是0.2%，其影响远不及收入上升1%带来的对消费的影响。况且，展望未来，名义利率下降的同时通胀的预期也在下降，央行降息未必带来实际利率的下降，因此对居民消费的影响很小。

**表 5：消费对利率的敏感度**

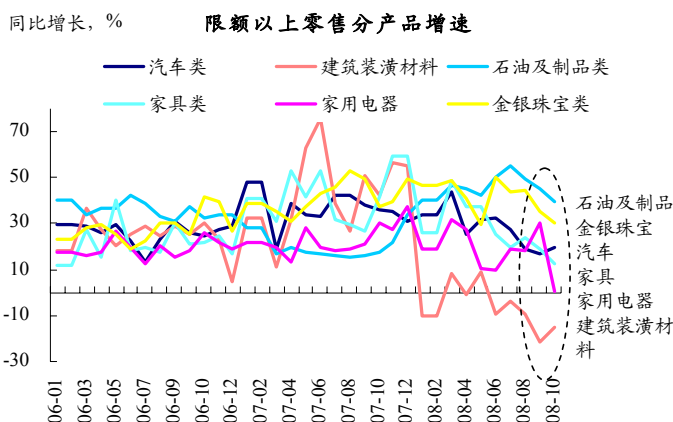
短期动态关系：			短期动态关系：		
因变量	2002年1季度-2008年3季度 $\Delta(\text{Log}(\text{城镇居民人均消费支出}))$		因变量	2002年1季度-2008年3季度 $\Delta(\text{Log}(\text{城镇居民人均消费支出}))$	
统计回归结果：			统计回归结果：		
自变量	回归参数估计	p值	自变量	回归参数估计	p值
ECM前一期	-0.55*** (-4.69)	0.00	ECM前一期	-0.47*** (-4.27)	0.00
$\Delta(\text{Log}(\text{城镇居民人均可支配收入}))$	0.70*** (10.58)	0.00	$\Delta(\text{Log}(\text{城镇居民人均可支配收入}))$	0.63*** (8.09)	0.00
实际利率	-0.001** (-2.22)	0.03	名义利率	0.001 (1.59)	0.11
Adjusted R-squared	0.54		Adjusted R-squared	0.52	

注：\*表示在10%置信水平下显著，\*\*表示在5%的置信水平下显著，\*\*\*表示在1%的置信区间下显著

资料来源：中金公司研究部

购房需求的下降已经给相关消费项目的零售增速（家具、家用电器、建筑装潢材料等）带来了负面的影响。乘用车销售10月份的同比增速仅为8.4%，较07年全年的增速23%大幅下滑。

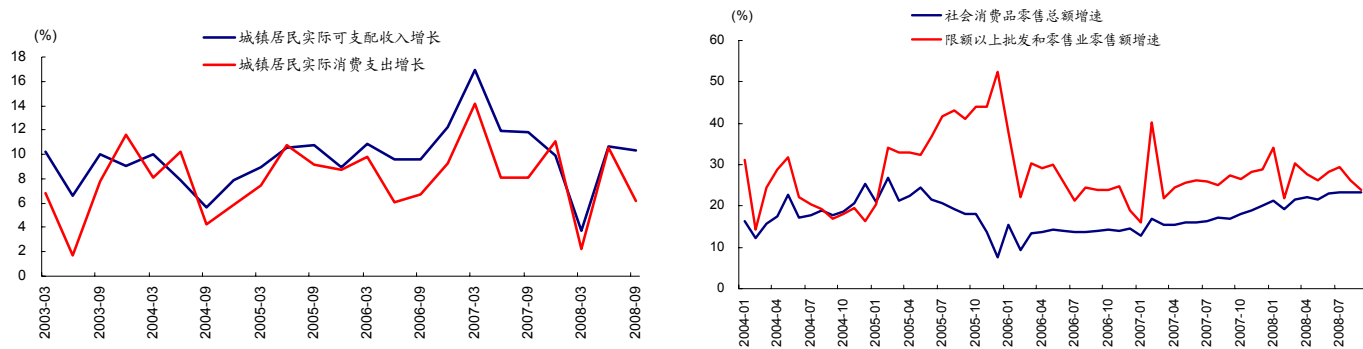
**图 22：零售分产品增速**



资料来源：CEIC，中金公司研究部

中国居民消费支出的主要驱动力来至可支配收入的增长。由于居民收入增速已呈现下降趋势（农村居民收入增长情况后面单独分析），而且明年宏观经济的前景相当前几年并不乐观，收入效应将在消费中愈加显现。尽管全社会消费品零售总额仍然保持高增长，但限额以上零售（年销售500万以上、雇员60人以上的商场销售）的销售增速已呈下降趋势，显示规模以上的零售企业面临更大的增长压力。

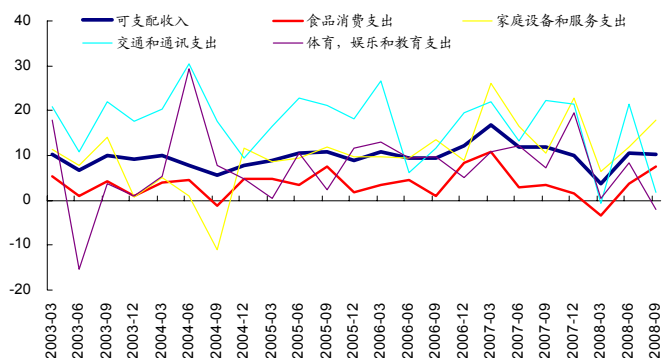
图 23：城镇居民收入与支出增长（左）和零售额增长（右）



资料来源：CEIC，中金公司研究部

另外，从图 23 可已看到，居民食品消费支出与可支配收入在增幅上变动幅度类似，但在家用设备和服务、交通和通讯、文体娱乐等方面的消费开支相对收入增长的波动更大，在收入增速放缓时有更大幅度的下滑。因此，今后收入增长放缓对非必须消费品（中高档消费品）的需求将产生更大的负面影响。

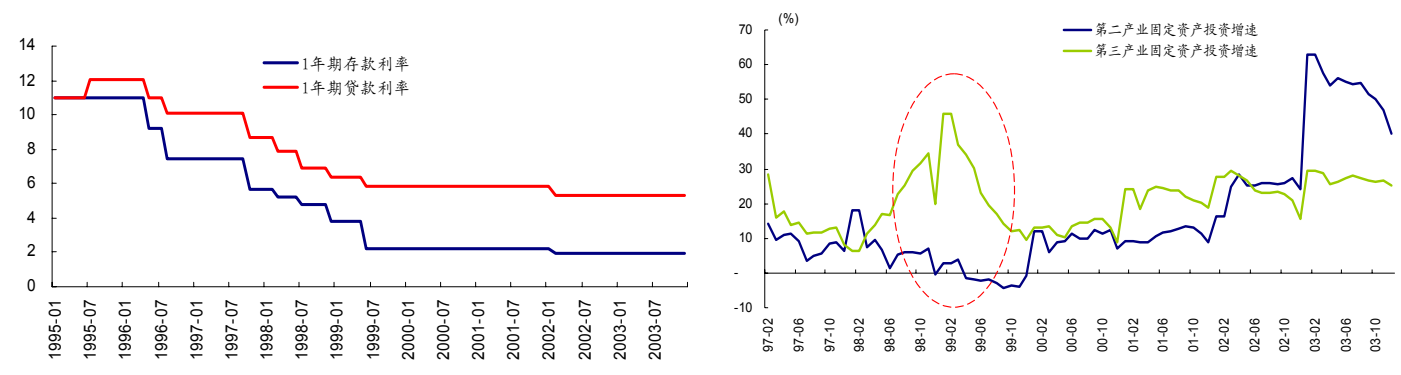
图 24：非食品消费开支对可支配收入的敏感性更高



资料来源：CEIC、中金公司研究部

**降息对固定资产投资刺激可能有限** 贷款利率的下调降低了借贷成本，有助于增加投资需求。然而，资金成本并不是决定投资的唯一变量。特别是在经济下行、预期回报率下降的情况，资金成本的下降是否能带动投资向上取决于企业对未来投资成本和回报率的权衡。在 1997-99 年期间，为了对冲亚洲金融危机的负面影响，央行大幅降息。第二产业的固定资产投资增幅持续下滑。而第三产业投资在 98 年下半年之后增速大幅回升，却是当时财政政策（基础设施建设）扩张带来的（对 1997-1999 年政策效果的详细分析，请参看附录三）。

图 25: 存贷款利率 (左) 和固定资产投资增速 (右)



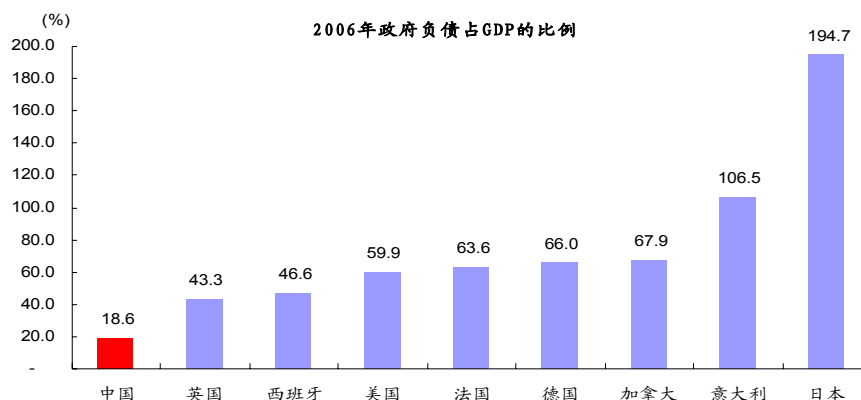
资料来源: CEIC, 万得 EDB, 中金公司研究部

### 财政政策: 拉动基建相关行业

**财政开支的增加主要集中在基础设施建设。**在中央政府最近采取扩大内需、促进增长的十项措施, 并提出 4 万亿财政开支之后 (中央财政支出 1.18 万亿), 各部委和地方政府纷纷响应, 提出了在铁路和其他交通基础设施、能源、环保、保障性住房等各方面的计划投资金额。据不完全统计, 各省市的提出的扩大内需的支出总额已超过 10 万亿。尽管数量巨大, 09-10 年真正能够到位的资金有多少仍存较大不确定性, 但政府保增长的决心不容置疑。(具体政策措施列表, 请参看附录三)

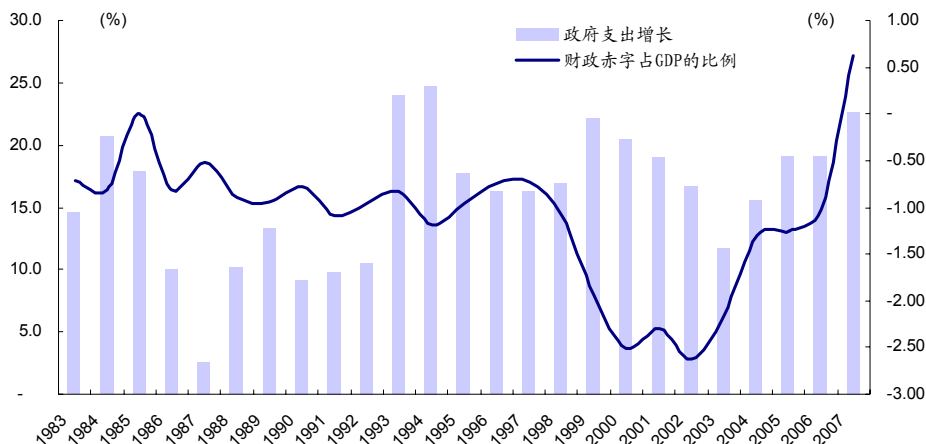
**低负债给政府的财政政策带来较大空间** 中国政府负债水平不高, 使得政府可以视外部环境和经济增长的情况相对灵活地推行赤字财政、防止经济大起大落。我们相信, 2009 年财政政策有望有积极的表现。如果 2009 年赤字水平达到 1990 年以来的最高水平, 赤字水平有望达到 7500 亿人民币左右。这部份支出需要增发国债来支持。考虑到正常情况政府每年发行国债的量约为 5000 亿人民币左右以及政府可能通过减税的方式来刺激经济, 2009 年总的国债发行量有望达到 1.3 万亿人民币。

图 26: 各国政府负债与 GDP 的比例



资料来源: WEO, CEIC, 中金公司研究部。中国政府的负债只包括所有未偿付的政府债券, 即使包括政府的借款, 这一比例也不高。

图 27：财政赤字与财政赤字占 GDP 的比例



资料来源：CEIC、中金公司研究部

**保增长对经济的推动有多强？**从 4 万亿的财政刺激方案来看，如果 09 年有 2 万亿投资完全由政府投入，那么政府投资相对 08 年的增加额为 5000 - 6000 千亿，对 GDP 的拉动为 1.8 个百分点。各部和省市提出的开支增加量加总后数字巨大，但有重复之嫌，而且资金来源不确定，难以作为对今后经济增长预测的可靠依据。

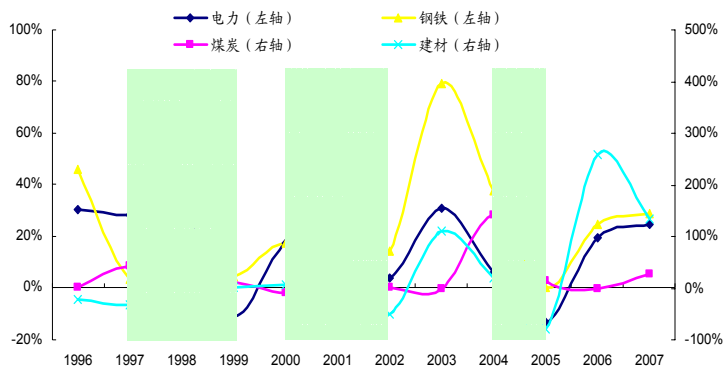
但财政开支增加对经济的拉动是短期的。若政策力度不能维持，国际经济又不能走出困境的话，增长可能重回弱势。我们认为，投资拉动的效果可能从 09 年年中开始持续 2 - 3 个季度，但若后续力度不大，增速可能再次放缓（亚洲金融危机之后中国经济在内需政策的作用下曾出现过这种走势，具体分析请参看附录三）。中金宏观组对 09 年上半年，下半年和 10 年全年 GDP 增长速度分别为 7.5%，8.5% 和 7.8%。当然，一个更乐观的情形是国际经济在 09 年下半年逐渐好转，那么 09 年上半年可能成为中国这一轮经济周期的低谷。

### 固定资产投资敏感行业量化分析

在中国经济最近的三个“小”周期（97-99 年亚洲金融危机，00-02 年美国高科技泡沫破灭，04-05 年国内宏观调控）中，电力、钢铁、水泥、煤炭等企业盈利均出现过不同程度的下滑（图 28）。虽然政府均出台了刺激内需的政策，对 GDP 有一定的拉动作用，但是并没有改变经济周期下行的趋势，仍无法避免企业盈利的大幅下滑以及主要大宗原材料（电力、钢铁、水泥、煤炭等）的产能过剩。我们的量化分析显示，即使考虑到财政政策的作用，这些情况可能依然会在 09 年重演。

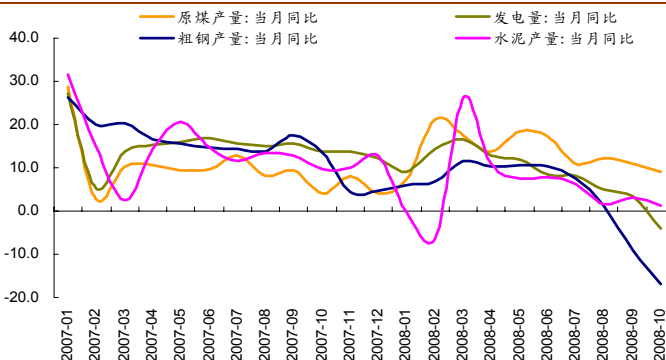
08-10 年宏观经济放缓的趋势已成，周期性特征明显的电力和主要大宗原材料需求呈快速回落之势（图 29）。其中，10 月份发电量同比已经出现 -4% 的负增长；粗钢产量同比为 -17% 的负增长。对于这些企业而言，未来将面临量价齐跌的状况，盈利下行的风险将会逐步显现出来。

图 28: 电力和主要大宗原材料行业盈利在中国经济最近三个小周期中的表现



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 29: 电力和主要大宗原材料行业产量呈快速回落之势



资料来源：CEIC，万得 EDB，中金公司研究部

判断是否出现产能过剩是关键的因素。我们对相关产品的需求量做了自上而下的量化模型，以预测 08-10 年的需求量。我们选取的自变量主要是：(1) 固定资产投资增长（包括房地产开发投资、基础设施固定资产投资）；(2) 进出口增长；(3) 主要下游产品的产量增长：例如汽车产量；(4) 单位 GDP 能耗：能源需求量（电力、煤炭等）与单位 GDP 能耗存在显著的负相关性，我国已明确提出“十一五”时期单位 GDP 能耗降低 20% 左右（约束性指标）的目标，而 06 年和 07 年仅下降 -0.7% 和 -3.7%，意味着要实现上述目标，预计 08-10 年年均下降幅度需达到 -5.2%。08-10 年相关产品的产量预测主要由行业研究员根据产能的增长情况所给出。

根据我们所做的预测结果，可以发现电力及主要大宗原材料的产能过剩压力将在 09-10 年集中体现出来（表 6）。但是总体而言，与之前的三个“小”周期中出现的产能过剩程度相比并不严重。主要原因是：

- ▶ 大规模的财政支出政策用于基础设施建设投资，能缓解大宗原材料需求下滑的压力，有助于消化过剩产能；
- ▶ 大幅度降息为代表的宽松性货币政策，中金宏观组预测未来一年降息的空间还可以达到 216 个基点（11 月 26 日宣布减息后还有 108 个基点），持续降息以及房价的下跌有望使得居民房屋购买力恢复至 03-05 年的平均水平，有购买力的居民住房刚性需求回暖有助于更快地消化过剩的房地产库存，房地产投资调整的周期有望缩短；



- 前两年宏观调控之后对产能扩张抑制较强：节能减排措施使得“两高一资”行业投资明显放慢，落后产能也有不同程度的淘汰，这些因素都从供给端缓解了09-10年可能面临的产能过剩压力。

表6: 电力、钢铁、水泥、煤炭产能过剩状况定量分析

基本假设（同比变化）

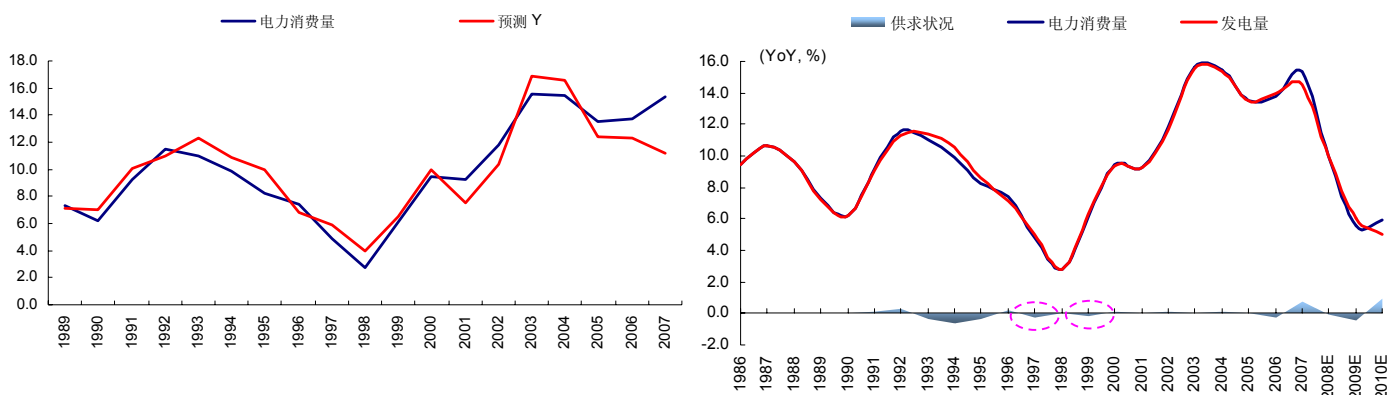
	固定资产投资 (名义)	出口(USD)	进口(USD)	房地产开发 投资	水利、环境和公共 设施管理业固定资 产投资	汽车产量	单位GDP能耗
历史均值	22.1	21.0	18.2	14.8	25.0	14.8	-3.8
历史最低	-7.2	0.5	-9.8	-2.7	-3.9	2.2	-11.5
2008E	22.8	20.0	25.0	20.0	25.0	10.0	-5.2
2009E	8.0	0.0	0.0	0.0	50.0	5.0	-5.2
2010E	10.0	2.0	1.0	5.0	30.0	6.0	-5.2

模型预测结果

	电力	钢铁	水泥	煤炭
消费量增速预测2008E	10.0	11.7	8.6	3.1
产量增速预测（行业研究员给定）	10.0	3.9	6.1	6.0
供求状况2008E（消费量增速-产量增速）	0.0	7.8	2.5	-2.9
消费量增速预测2009E	5.5	5.5	3.9	0.3
产量增速预测（行业研究员给定）	6.0	4.0	4.8	2.5
供求状况2009E（消费量增速-产量增速）	-0.5	1.5	-0.9	-2.2
消费量增速预测2010E	6.0	6.4	4.6	0.6
产量增速预测（行业研究员给定）	5.0	5.0	5.5	1.7
供求状况2010E（消费量增速-产量增速）	1.0	1.4	-0.9	-1.1
周期供求状况最差情况（1996-1998）	-0.2	-3.6	-0.7	-2.1
周期供求状况最差情况（2001-2002）	0.1	-1.3	0.1	-4.1
周期供求状况最差情况（2004-2006）	-0.2	-8.7	-1.5	-1.3

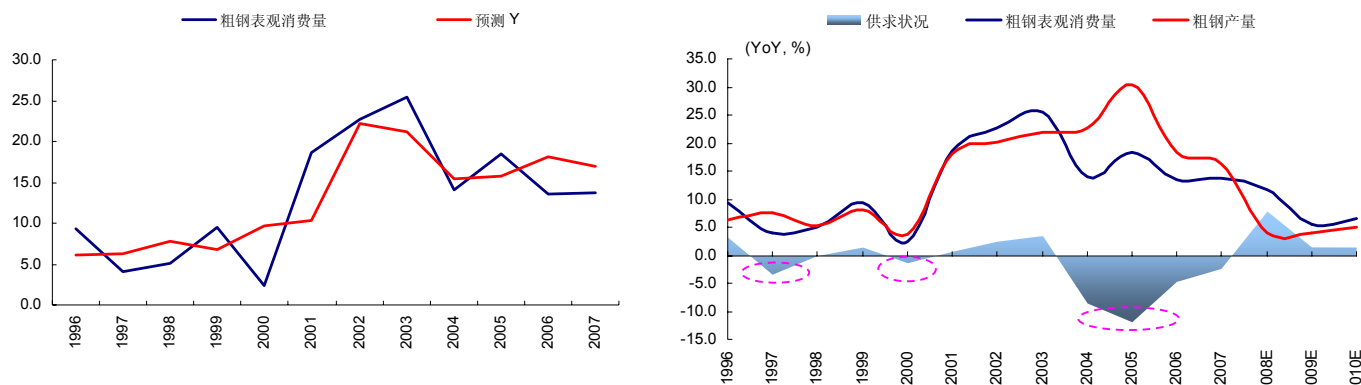
资料来源：中金公司研究部

图30: 08-10年电力供求状况预测及历史比较



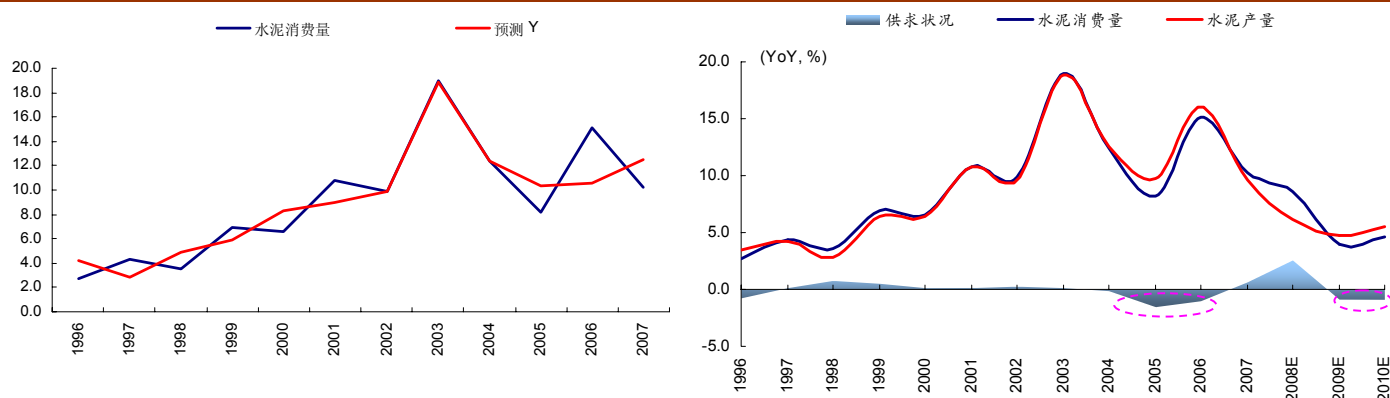
资料来源：CEIC，万得EDB，中金公司研究部。注：供求状况为正表示供给短缺；供求状况为负表示产能过剩。

图 31: 08-10 年钢铁供求状况预测及历史比较



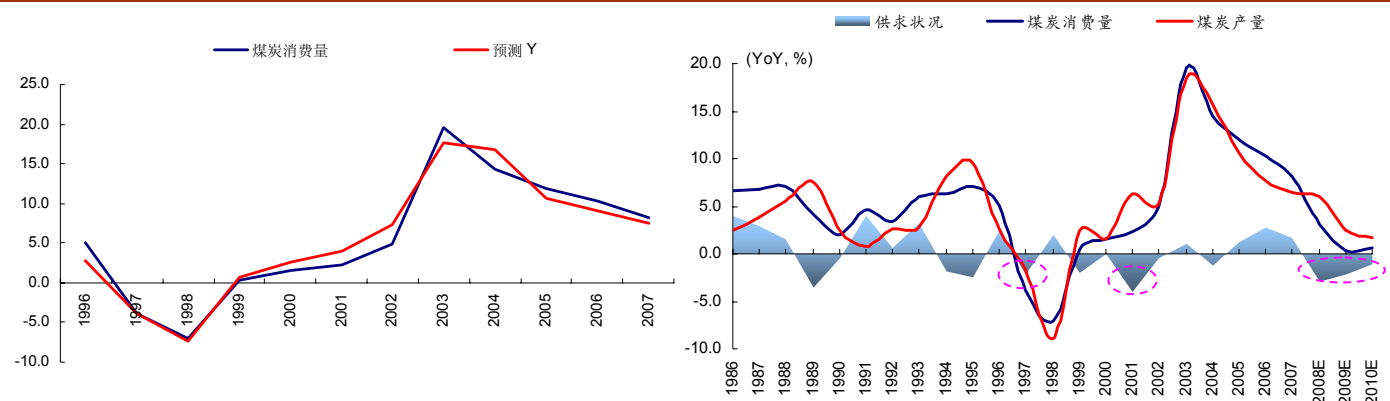
资料来源: CEIC, 万得 EDB, 中金公司研究部。注: 供求状况为正表示供给短缺; 供求状况为负表示产能过剩。

图 32: 08-10 年水泥供求状况预测及历史比较



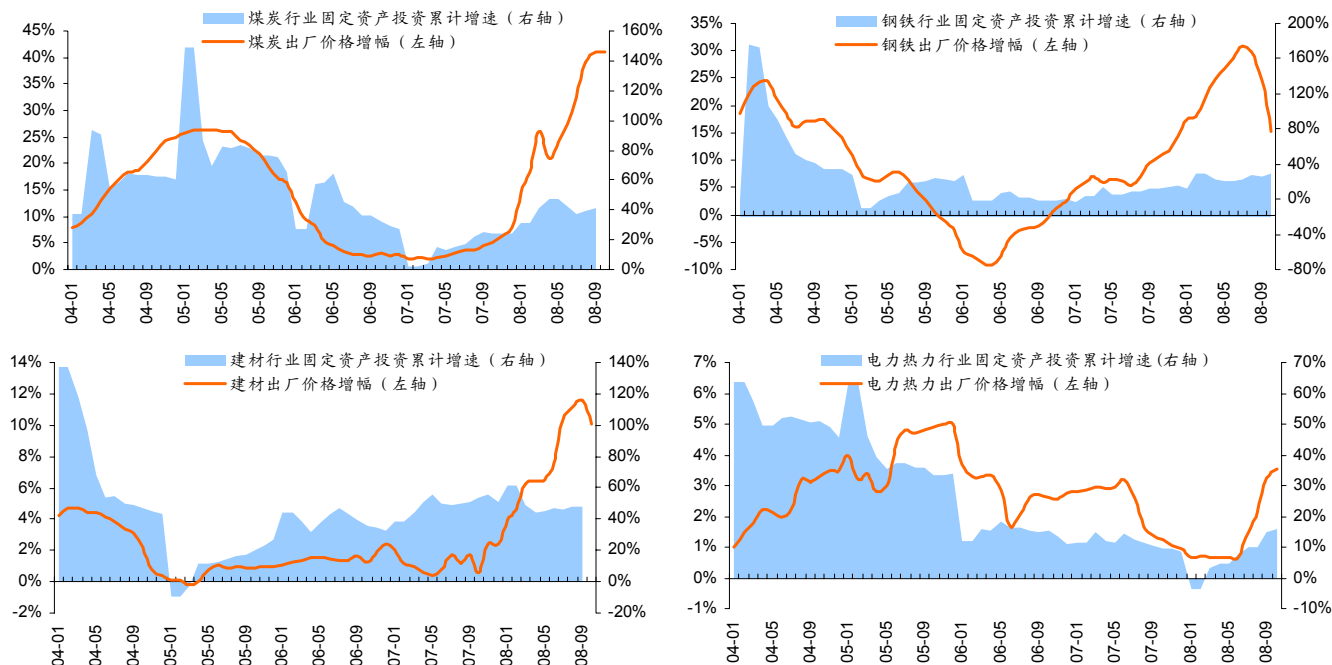
资料来源: CEIC, 万得 EDB, 中金公司研究部。注: 供求状况为正表示供给短缺; 供求状况为负表示产能过剩。

图 33: 08-10 年煤炭供求状况预测及历史比较



资料来源: CEIC, 万得 EDB, 中金公司研究部。注: 供求状况为正表示供给短缺; 供求状况为负表示产能过剩。

图 34：近两年宏观调控之后对产能扩张抑制较强



资料来源：CEIC，万得 EDB，中金公司研究部

其他财政政策敏感的投资相关行业（铁路建设、工程机械和电力设备等）

铁路建设扩张趋势在预料之中，但幅度之大远超过预期。在当前政府加速基建投资的背景下，参考铁道部最新规划，行业分析员认为 08、09、10 年铁路建设投资分别为 3,200、5,000、6,000 亿元，分别同比上涨 81%、56%和 20%，比之前预计的 58%、25%和 14%要高。06-10 年累计完成投资额高达 1.75 万亿。但公路和港口未来建设规划符合预期。新的铁路投资假设下，三家铁路基建相关的公司盈利有进一步上调空间。在新的铁路投资规划假设下，三家基建公司 08-10 年盈利有进一步上调空间。在假设 09 年铁路建设投资额分别实现 4,000、5,000、6,000 亿元时，对三家公司 09 年盈利预测的影响作了如下的敏感性分析。

表 7：三家公司 09 年盈利预测对 09 年铁路建设投资完成额的敏感性分析

09年铁路建设投资完成额（亿元）	原假设下09年EPS	新假设下EPS			隐含上涨空间		
		4,000	5,000	6,000	4,000	5,000	6,000
中国中铁	0.21	0.22	0.23	0.25	2.4%	8.2%	18.1%
中国铁建	0.41	0.42	0.45	0.49	4.2%	11.6%	21.5%
中交建	0.47	0.48	0.48	0.49	1.5%	2.2%	3.7%

资料来源：铁道部，中金公司研究部；

工程机械方面，行业分析员认为促进经济增长的财政措施对工程机械产品销售的拉动作用有限。经测算，该方案对各种工程机械设备的拉动作用大小不一，总体来看，如果落实到位，四万亿投资对 09 年机械行业主要产品的实际拉动在 5%~6%之间，拉动作用有限，特别是考虑到从立项到实际投资到位，再到形成对设备的购买估计需要至少半年的时间。

电力设备方面，继南方电网上调 09-10 年投资规划 600 亿之后，国家电网计划未来 2-3 年投资超过 1 万亿元，其中农村城市电网投资 5500 亿元。尽管国家电网新计划超过了十一五规划，但 2

年还是3年的期间选择决定了两网合计投资是否超出预期。如果国网投资平均分布在未来2年，则09-10年两网合计投资11800亿元，超过十一五规划78%，超出预期34%。估计其中农村城市电网投资6677亿元，占电网投资57%，金额超过预期51%。如果国网投资平均分布在未来3年，则09-10年两网合计投资8400亿元，超过十一五规划26%，低于预期5%。其中农村城市电网投资4844亿元，占电网投资58%，金额超过预期10%。中金对电网投资的预期是09-10年年均增长20%，总额接近上述第二种情形。

**表8：两电网上调投资规划与中金预期对比**

原电网投资十一五规划									
亿元	2004	2005	2006	2007	2008E	09-10E投资			
国家电网	825	926	1,893	2,254	2,520	5,503			
+/-	13%	12%	104%	19%	12%				
南方电网	281	311	373	419	449	1,154			
+/-	6%	11%	20%	12%	7%				
两网合计	1106	1237	2266	2673	2969	6,657			
+/-	11%	12%	83%	18%	11%				
中金预期									
亿元	2004	2005	2006	2007	2008E	09-10E投资	超过原规划	其中城乡电网	
国家电网	825	926	1,893	2,254	2,518	7,438	35%	3,719	
+/-	13%	12%	104%	19%	25%				
南方电网	281	311	373	419	524	1,383	20%	691	
+/-	6%	11%	20%	12%	25%				
两网合计	1106	1237	2266	2673	3341	8,821	33%	4,410	
+/-	11%	12%	83%	18%	25%				
新规划（国网09-10年完成1万亿）									
亿元	2004	2005	2006	2007	2008E	09-10E投资	超过中金预期	其中城乡电网	超过中金预期
国家电网	825	926	1,893	2,254	2,640	10,000	34%	5,500	48%
+/-	13%	12%	104%	19%	17%				
南方电网	281	311	373	419	489	1,800	30%	1,177	70%
+/-	6%	11%	20%	12%	17%				
两网合计	1106	1237	2266	2673	3129	11,800	34%	6,677	51%
+/-	11%	12%	83%	18%	17%				
新规划（国网09-11年完成1万亿）									
亿元	2004	2005	2006	2007	2008E	09-10E投资	超过中金预期	其中城乡电网	超过中金预期
国家电网	825	926	1,893	2,254	2,640	6,600	-11%	3,667	-1%
+/-	13%	12%	104%	19%	17%				
南方电网	281	311	373	419	489	1,800	30%	1,177	70%
+/-	6%	11%	20%	12%	17%				
两网合计	1106	1237	2266	2673	3129	8,400	-5%	4,844	10%
+/-	11%	12%	83%	18%	17%				

资料来源：中电联、电力年鉴，国家电网、南方电网，中金公司研究部 注：新规划中城乡电网投资规模为中金公司研究部估算

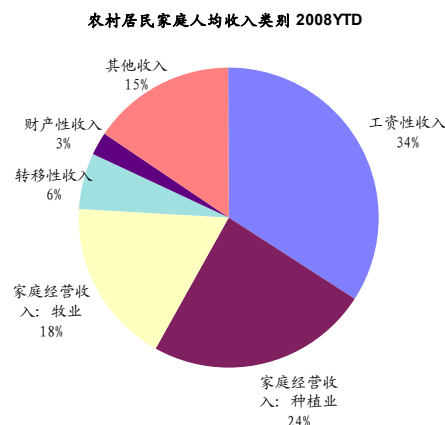
## 农村消费短期难寄厚望

面对外需的走弱，中国政府正在采取积极措施来提振内需、缓冲经济下滑。农村政策的转变是诸多内需刺激政策的一种。而我们的分析发现，农村消费难以寄予厚望。我们将在单独的报告中分析农村收入和消费短期内的增长趋势，并基于日本1960年代后农业改革的经验，分析在国家大力改革政策下农村的前景。

我们的测算显示，农村居民人均现金收入增速面临下滑，2009年收入增速只有约4%。近年来外出务工收入是农民收入中重要部分，占比不断提高，截至2008年前三个季度占比高达34%。但在外需走弱的情况下，预计农村居民工资性收入增长乏力；务农收入增速与经济周期的波动性相关度不大，而与农产品产量相关度较大，但总体波动性较小，过去10年平均增速9.7%；转移性收入与政府的补贴力度直接相关，近年来随着政府支农力度的加大而增速加快，年平均增速24.7%，预计2009年仍将保持较快增速。这三项收入占农村居民人均现金收入比例82%。

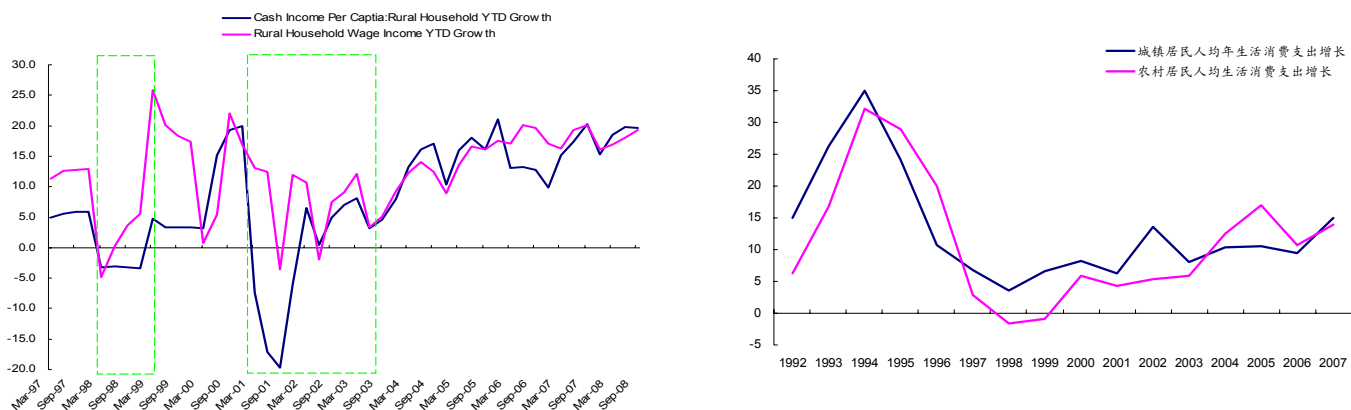
农村居民收入增速的放缓将对农村消费形成遏制。1997年后农村居民生活消费支出在收入增速大幅下滑的背景下一度出现了负增长，显示对来年农村消费的增长不能有过高的预期。尽管最近政府也推行了“家电下乡”等支持农村消费的政策，但在收入增长预期不明的情况下，其效果仍需观察，对家电、电子消费品、微型汽车等耐用消费品在农村地区的销售不能有过于乐观的预期。

图 35：农村居民现金收入的构成



资料来源：CEIC，万得 EDB，中金公司研究部

图 36：农村居民现金收入与工资性收入增长（左）以及生活消费支出的增长（右）



资料来源：CEIC，万得 EDB，中金公司研究部

分析显示，农产品产量增长空间有限，农村居民的中长期增收不能依靠务农收入。国家实施的农产品价格保护政策对农民增收无法起到可持续的效果。在产品产量增长潜力有限的情况下，化肥、农药等农资中长期增长空间也有限。

农村居民中长期增收要依赖非农收入，即务工收入。对于务工收入可能的发展空间，我们对比日本 1960 年代农业改革的经验，利用模型对农村务工收入的空间进行了测算。我们的测算显示，在农村耕地逐步集中、农村劳动生产力提高的趋势下，未来十年内，农村节省的劳动力务工收入有望每年带来农村人均收入增加 308 元，截止 2020 年，农村居民人均年现金收入有望达到 9700 元左右，初步实现中国政府提出的农村居民收入到 2020 年翻番的目标。而到时中国的城镇化率约提高到 60%。

鉴于农村劳动生产力的提高建立在提高农村机械化率以及提高单位产出的基础上，而国际杜比显示，即使考虑到地形的差异，中国农村机械化率还有一定的提升空间。因此旨在提高农村劳动生产力的农用机械和良种培育等行业还有一定的增长空间。



## 投资建议：从防御到早周期的配置转换

### 核心观点

- ▶ 港股从市盈率、市净率、分红收益率及隐含风险溢价率来讲皆接近历史估值底部范围，估值风险释放比较充分，企业盈利如在 2009/2010 年见底，大盘于 2009 年触底可能性很大。A 股估值风险仍未充分释放，可能在盈利下调风险上还有 10-20% 的下行空间。
- ▶ 基于大市盈利预测仍有被大幅下调及估值下移的可能性，我们投资组合仍然维持较高的防御性，建议注意仓位控制，超配盈利与现金流可见性较强、受惠于政策支出、成本下降等行业。A 股超配石油石化、电力、必需消费品与房地产；低配金融、基础材料、煤炭、可选或耐用消费品及航空航运。港股超配电讯服务、石油石化电力、必需消费品，低配的与 A 股相同。
- ▶ 政府刺激经济措施成效可能在下半年出现，带动大市触底，历史上看，大宗原材料、交通运输、资本品的盈利见底较早；股价上大宗原材料、工业、公用事业先于大盘见底；金融及可选消费一般滞后；但大盘见底后六个月以金融、工业、科技行业的反弹力最强。
- ▶ 在外需及国内经济加速走弱的情况下，我们认为政府未来一段时间的刺激经济措施无论是推出的节奏和力度都非常可能是超预期的。货币政策对经济影响比较滞后，对市场影响比较温和短暂；投资相关的财政措施对大宗商品、能源、工业等板块的股价拉动较明显，但影响将逐渐减弱；支持房地产的措施将对高负债和地方龙头开发商的股价带来较大推动。

### 股市历次寻底之旅

#### 历史上的股市底部比较

虽然大盘已经经历一年的大幅下跌，市值由高点蒸发超过 60%，不过由于实体经济及企业盈利仍在加速放缓，国际金融系统性风险仍有待稳定及回到正常水平，尽管可能出现阶段性的反弹，大盘在现阶段难言见底。为了提高对大市周期特性的了解，我们参考了美国、港股和 A 股历史上共 12 次由于经济和盈利调整周期导致的熊市底部进行了一些比较研究，主要结论如下：

- ▶ **调整持续时间：**熊市股价平均调整周期约 18-22 个月，而盈利平均调整周期约为 21-25 个月
- ▶ **股价何时见底：**在估值风险大幅释放（见底）的情况下，股价将先于盈利周期底部平均 5-6 个月见底；但是如果估值尚未见底，即便盈利见底，股市见底也会滞后。
- ▶ **底部对应估值水平：**底部对应的平均静态市盈率为 13 倍左右；其中美国与香港近一半的底部达到静态市盈率 8 倍以下，最低更达 5.6 倍。中国股市的周期低静态市盈率一直在往下移，从 90 年代超过 40 倍到 04/05 年熊市底部的 16.5 倍，我们相信该底部将继续往下移。从股权投资与债券投资的相对吸引力的标准来看，分红收益率接近长期无风险利率水平；隐含风险溢价率水平恢复至 2-3% 以上的水平，但美国（1929-32 年）与香港（1981-82 年）均各有一次达到 7% 或以上的水平，而当前港股隐含风险溢价更达 9%，显示较高的安全边际。
- ▶ **见底后反弹力度：**股价见底后 6 个月内平均反弹幅度约为 30% 左右。相对而言，港股见底后 6 个月内反弹力度更为明显 50-60%；而 A 股较弱仅为 20% 左右。

表 9: 历史上的股市底部比较

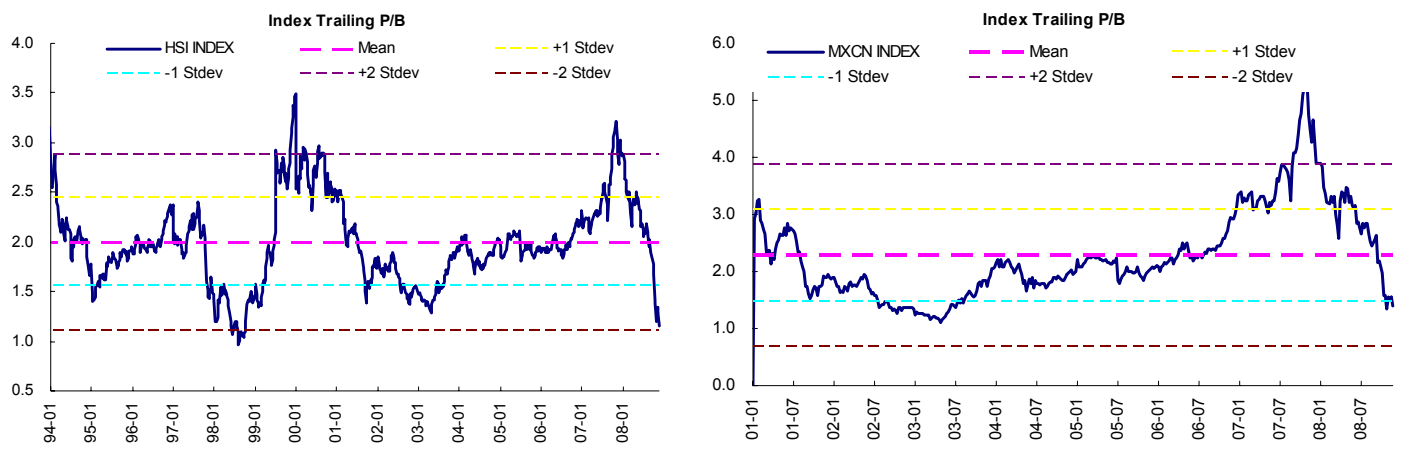
熊市期间		持续时间 (月)	指数从高点回落幅度	股价底部领先于盈利底部的时间 (负数表示滞后时间)	盈利下滑期间		持续时间 (月)	盈利从高点回落幅度	底部					底部前后6个月PE均值	见底后6个月PE最大值	见底后6个月内最大反弹幅度
起	至				起	至			PE	分红收益率(%)	长期无风险利率(%)	两者之差(%)	隐含风险溢价率(%)			
US																
1916-11	1921-08	57	-36.8%	4	1916-12	1921-12	60	-81.0%	14.0	7.4	4.6	2.8	2.5	15.8	18.8	15.7%
1929-09	1932-06	33	-84.8%	6	1929-12	1932-12	36	-74.5%	9.4	13.8	3.5	10.3	7.2	13.9	16.3	73.2%
1969-05	1970-06	11	-27.7%	6	1969-09	1970-12	15	-12.9%	13.7	4.2	7.8	-3.6	-0.5	15.3	17.0	19.1%
1973-01	1974-12	23	-43.4%	9	1974-09	1975-09	12	-14.8%	7.5	5.4	7.4	-2.1	5.8	9.1	10.4	37.8%
1980-11	1982-07	20	-19.4%	8	1980-03	1983-03	36	-18.8%	7.8	6.2	14.0	-7.7	-1.2	8.8	11.1	31.9%
2000-08	2003-02	30	-43.7%	-14	2000-09	2001-12	15	-54.0%	28.5	1.9	3.9	-2.0	-0.4	29.3	29.3	18.6%
HK																
1981-07	1982-12	17	-62.0%	31	1982-12	1985-06	30	-35.1%	5.6	7.9	11.0	-3.1	7.0	8.1	9.1	57.8%
1997-08	1998-08	12	-60.1%	5	1997-12	1998-12	12	-39.0%	7.8	5.6	10.0	-4.5	2.8	11.0	13.2	61.8%
2000-03	2003-04	38	-52.3%	-16	1999-12	2001-12	24	-59.7%	12.9	4.6	5.0	-0.5	2.8	15.5	19.0	42.5%
CN																
1997-05	1997-10	5	-25.2%	15	1997-12	1998-12	12	-10.8%	42.3	0.2	7.1	-6.9	-4.7	44.6	46.2	17.2%
2001-06	2002-01	7	-36.3%	-1	1999-12	2001-12	24	-23.7%	41.9	0.7	2.9	-2.2	-0.5	44.0	49.2	22.4%
2004-04	2005-06	14	-42.7%	10	2004-09	2006-03	18	-13.8%	16.5	2.0	3.9	-1.9	2.2	19.2	19.0	19.7%
平均		22	-44.5%	5			25	-36.5%	17.3	5.0	6.8	-1.8	1.9	19.6	21.5	34.8%
中位数		18	-43.0%	6			21	-29.4%	13.3	5.0	6.0	-2.1	2.3	15.4	17.9	27.2%

资料来源：中金公司研究部

### 港股估值接近历史底部，A 股估值尚有余下行空间

A 股指数从 07 年 10 月开始步入下行通道，持续时间超过 13 个月，最大调整幅度已逾 70%。港股同期下跌幅度也已经超过 60%。股价经过如此大幅的下跌后，港股估值风险释放比较充分。无论从市盈率、市净率、现金分红收益率、市场隐含风险溢价率水平等各个角度来看，港股当前估值的下行空间比较有限，已经接近甚至低于历次股市底部的水平。恒生指数当前静态市净率 1.13 倍接近 98 年 8 月底部 0.97 倍；MSCI China 现在的静态市净率 1.36 倍也接近 03 年 4 月的 1.11 倍。香港与美国的底部市盈率除了香港 81-82 年的周期创出 5.6 倍的极低水平外，其余都在 7 倍以上，与今年 10 月份低点接近。如果企业盈利在 2009-2010 年见底，估计大盘有可能在 2009 年中触底。

图 37: A 股市净率

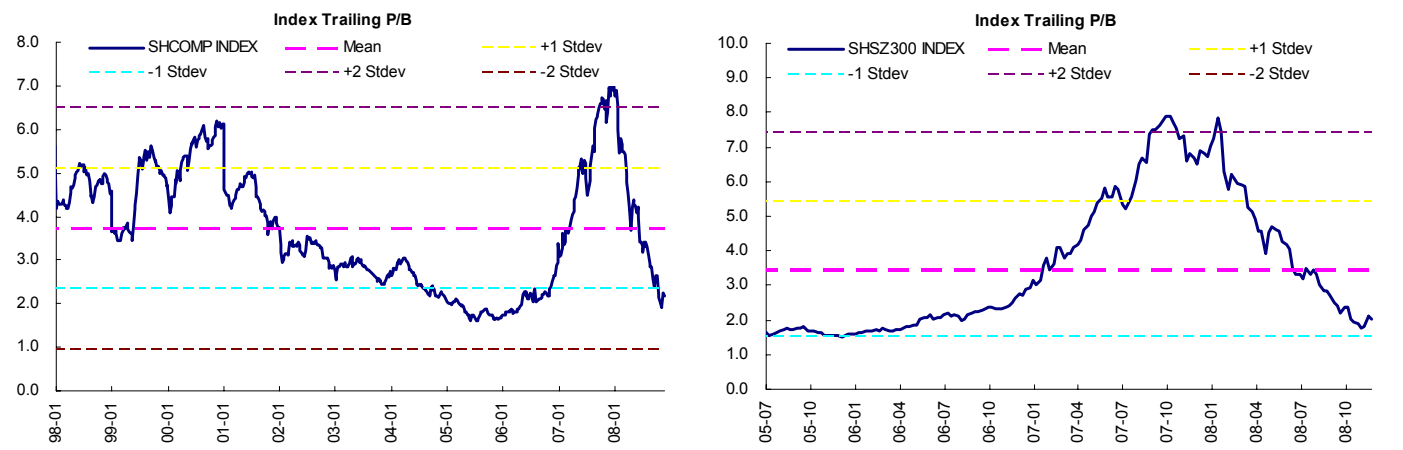


资料来源：Datastream，中金公司研究部

但是 A 股当前估值水平仍难言具备安全边际。从市盈率角度来看，A 股当前静态市盈率为 15.6 倍，离底部平均 13 倍尚有超过 15% 的下行空间；如果以市净率角度来看，上海综指当前市净率

2.11 倍远高于 05 年 6 月底部的 1.6 倍；沪深 300 指数当前市净率 1.97 倍高于 05 年 12 月的 1.53 倍，考虑到现在仍处于盈利（ROE）周期高点，更有 20% 以上的下行空间。

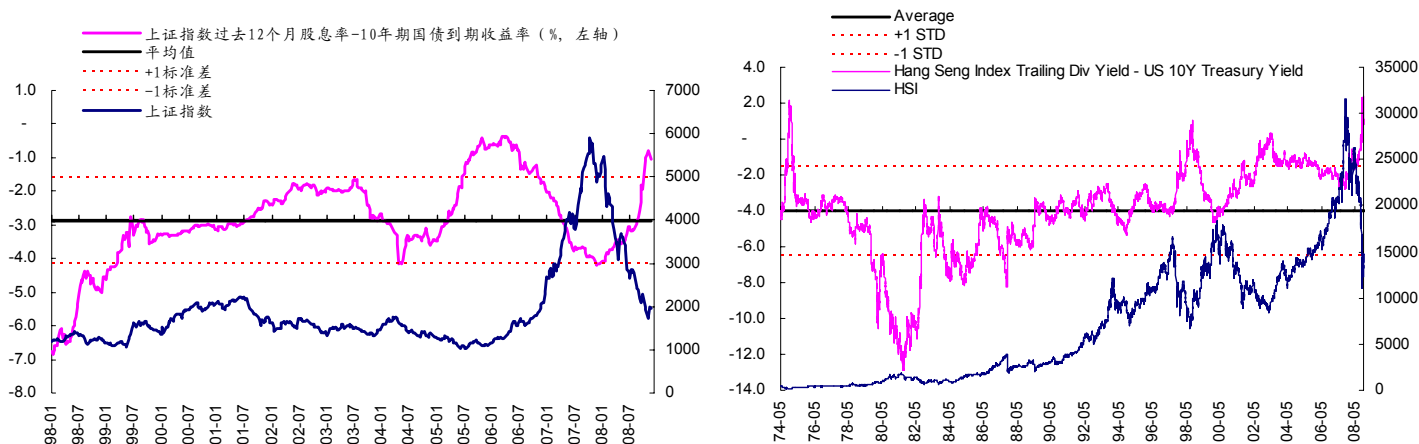
图 38：港股市净率



资料来源：Datastream，中金公司研究部

A 股当前股价对应的静态分红收益率约为 2.1%，与 10 年期国债收益率 3.1% 相比较，两者之差为 -1%，已经好于 05 年股市最低点的 -1.9% 的水平，但是仍略高于 -0.4% 的历史最高水平。港股当前股价对应的静态分红收益率约为 5.4%，与美国 10 年期国债收益率 3% 相比较，两者之差为 2.4%，已经创出历史新高。

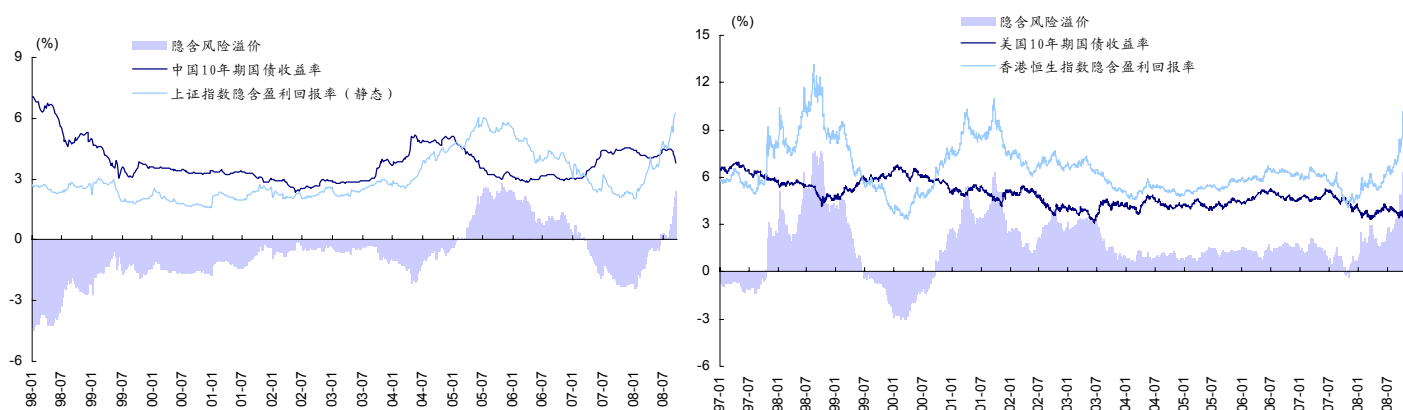
图 39：A 股和港股分红收益率（静态）相对于长期无风险利率的比较



资料来源：Datastream，中金公司研究部

A 股和港股市场当前的隐含风险溢价分别为 3.5% 和 9.5%，而根据我们前面对历次股市底部研究，A 股市场底部和港股市场底部对应的最高隐含风险溢价（静态）分别为 2.2% 和 7%，因此，从静态市盈率上来看，估值已经具备一定安全边际。

图 40: A 股和港股的隐含风险溢价率水平 (基于静态市盈率和长期无风险利率)

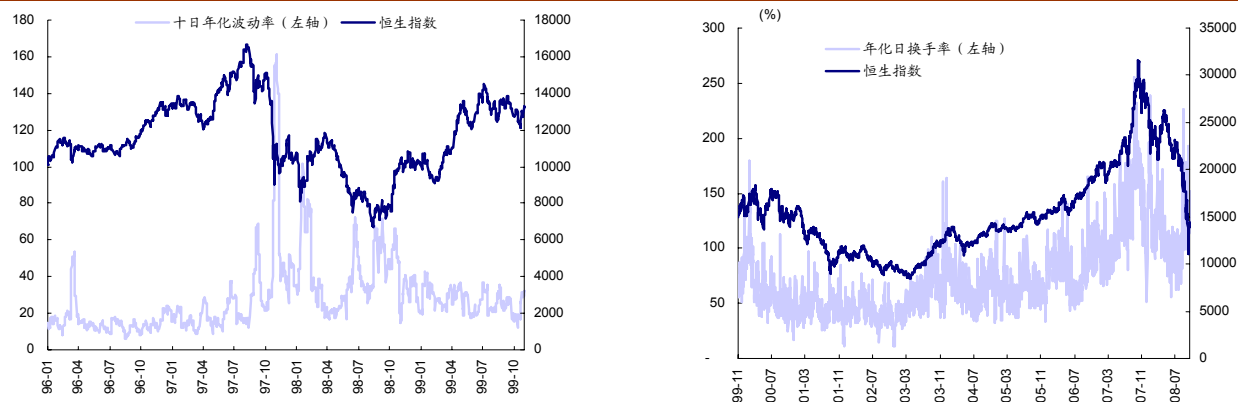


资料来源: Datastream, 中金公司研究部。

### 股市筑底信号 3V

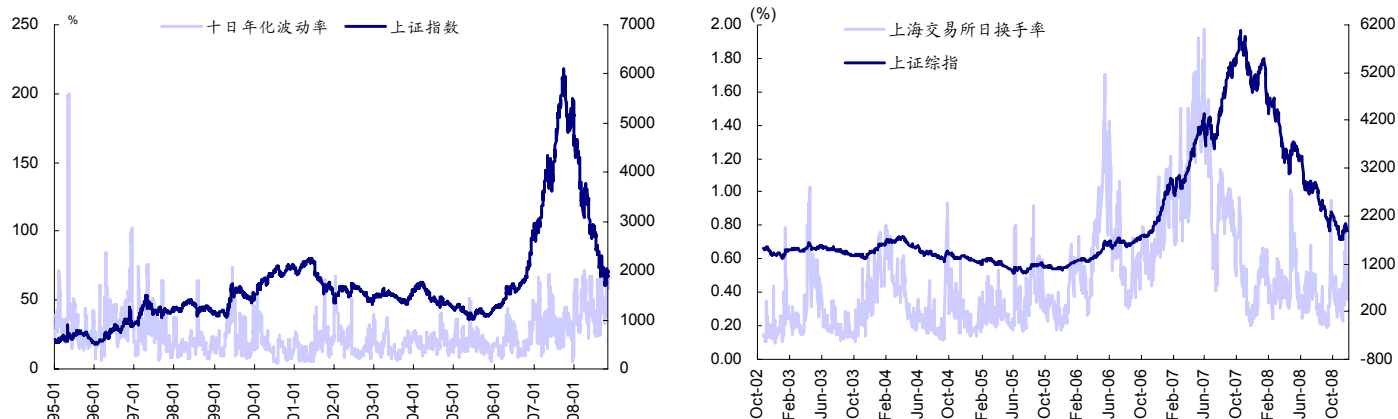
除了简单的周期时间与特征为, 我们认为大市到底时通常都满足到 3V, 即估值 (Valuation)、波动性 (Volatility) 与交易量 (Volume)。我们已经在上面讨论过市场底部的估值, 投资者一般在周期底部对股市失去信心, 市场的估值、波动性与交易量都会在低位徘徊。尽管大市估值水平已在历史交易区间的底部, 但以恒生指数及上证综指为例, 市场波幅仍然超过 60, 比期一般市场底部的 30 以下为高; 而恒生指数的其年化换手率仍然超过一倍, 大幅低于一般市场底部的 40% 以下, 至于上证综指的年化换手率在十一月份平均仍有约 50%。所以我们认为不能忽视大盘继续探底甚至跌破早前低点的风险。

图 41: 恒生指数波动率 (左) 及换手率 (右)



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 42：上证综指波动率（左）及换手率（右）



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

### 投资建议：从防御到早周期的配置转换

#### 维持防御性配置，控制仓位

基于大市盈利预期可能被大幅下调及估值下移风险，加上外部需求继续萎缩而政府刺激经济措施效果有待体现，中港两地股市可能在这轮政策推动的反弹行情后从新下探。不过政府刺激经济的决心及财政支出可能进一步加大，使指数特别是港股大幅低于该水平的机率仍然较小。在这背景下，我们建议投资组合仍然以：

- ▶ 盈利与现金流风险较低的电讯、炼油/一体化石油、日常消费；
- ▶ 政策开支受惠行业如轨道交通、通讯与电网设备；
- ▶ 受惠于成本下降（PPI 见顶）与快速减息如保险、独立发电商等；
- ▶ 个别超低估值与获益于政策支出行业可作战略性配置；
- ▶ 回避估值与盈利风险仍然较高的银行、可选消费特别是高档消费、出口相关行业等。

由于 A 股估值与盈利风险仍然较高、加上 A/H 价差偏高、小非减持压力、大盘下行风险仍然较大。我们仍然建议维持防御性及控制仓位；同时由于行业的股价表现差异性较小，我们建议加强对行业内的个股选择，以龙头或盈利/估值风险较低的公司为投资组合的选择。



表 10：A 股行业配置建议

行业分类	配置评级	主要理由
房地产	超配	经济放缓超预期的情况下，政府采取大幅降息以及出台直接刺激房地产需求的政策的力度可能会超过市场预期，加上房价逐步回落，这些因素有利于居民购房刚性需求和购买力的恢复，加速商品房库存消化以及市场调整的速度。房地产行业资金面紧张的状况受货币政策松动将有所改善，地产企业生存危机亦得以缓解。因此，股价有可能给予正面反馈。特别关注全面受益的股价跌幅较深的全国性龙头地产商和受地方政府救市政策的区域性龙头企业。但是，行业向下调整的趋势还要持续，尚待价格回落和销售量回升需要时间消化，政策松动短期内也改变不了这个趋势，所以当前阶段地产只可能出现反弹，真正的反转行情需要时间。
石油石化、电力	超配	对需求放缓更甚的担忧之下，国际油价和煤炭价格大幅回落，这将有助于缓解炼油和电力企业的毛利率压力，足以抵消成品油和电力需求下滑对盈利的负面影响，盈利最困难阶段已经过去，现金流等基本面正在改善之中。但是对A股而言，个股估值风险依然较高。因此，股价波动性较大，且易受政府能源政策调整的影响，应及时把握交易机会。
必需消费（食品饮料、医药、电信服务、传媒、农产品等）	超配	在外需将持续减弱和国内经济增速放缓的宏观环境下，必需消费本身具有较好的防御性，特别是政府未来有可能出台减息、减税、给特定人群加薪、农民增收等一系列刺激消费政策的市场预期下，涉及民生的必需消费可能是主要对象，股价可能给予正面反馈，建议关注盈利增长的确定性较高的企业，但是也需要警惕内生增长有限难以支持较高估值的个股风险。
交通基础设施（铁路、港口、机场、高速）	标配	估值已处于历史底部水平；在经济下行周期下，现金流充沛的公司仍可以提供稳定的现金分红收益率，具有一定的防御性特征。相对而言，机场、客运铁路、中西部收费公路盈利确定性更高一些；而港口、沿海地区收费公路、货运铁路流量更容易受经济活动的影响而放缓。
投资品（机械、电气设备、建筑工程）	标配	大规模财政刺激政策已被近期市场充分预期，股价也已经有了较大幅度的上涨。实际实施效果仍受政府投资资金来源、项目好坏等等所限，其持续性仍面临不确定性。而企业本身产能所限、产品下游行业分散等因素亦可能使得企业尽享利好。不过钢铁、铜铝等原材料成本下降有助于缓解毛利率压力。相对而言，输配电设备、工程建筑、国防军工等盈利确定性更高；而工程机械、通用设备、船舶等盈利确定性较差。
通讯设备及软件服务	标配	通讯设备及软件服务行业周期直接取决于电信行业投资的周期，与宏观经济与固定资产投资增速短期的联动性并不显著，具有一定防御性。但是亦存在不利因素包括：由于行业竞争压力有增无减，新进入者使得行业龙头的市场地位受到挑战，而且行业利润率受到挤压；个股估值风险难以回避；行业受政府政策变化影响较大。
银行、证券、保险	低配	对经济预期的恶化会加剧对银行资产质量的过度担忧，大幅降息之下，往往是非对称减息挤压了银行的净息差，贷款意愿下降使得银行亦难以将信贷放松转化为对盈利的正面效应；资本市场低迷和成交量萎缩制约证券公司走强；而保险公司在降息周期初期将面临资金成本下降较慢和盈利能力不佳的双重压力（通缩预期下，收益率曲线平坦化）。
基础材料（钢铁、建材、有色）	低配	大规模财政刺激政策已被近期市场充分预期，股价也已经有了较大幅度的上涨。实际实施效果仍受政府投资资金来源、项目好坏等等所限，其持续性仍面临不确定性。而且基础材料下游行业分散，政府投资带来的需求增长难以弥补房地产、厂房建设等投资放缓带来的需求下滑。而前期类似天价铁矿石合同等成本因素使得相关企业盈利雪上加霜。总体而言，这些行业将面临量价齐落的不利局面，盈利下行的风险将会在09年集中显示出来。
煤炭	低配	煤炭下游行业火电、水泥、化工等无一例外处于需求大幅放缓局面，行业面临供过于求的风险已经非常明显，08年是盈利高点，09-10年盈利将大幅回落，股价也仍需提防“估值陷阱”风险
可选或耐用消费品（高档白酒、奢侈品消费、汽车、消费电子、零售、家电、酒店旅游等）	低配	经济增速放缓的宏观环境下，收入预期增速下降和财富效应使得可选及耐用消费品（特别是高档商品）需求下降明显。根据量化分析，消费对利率不敏感而与收入增长更相关，因此，即便政府大幅降息等措施对可选消费拉动作用有限，另一方面无论城市还是农村收入（城市务工机会和工资水平受经济放缓影响大幅减少）增速下滑才刚刚开始，都表明周期性消费品种盈利存在进一步下滑的风险。
航空、航运	低配	交通运输行业面临经济活动放缓的风险，盈利不确定性明显。

资料来源：中金公司研究部

表 11：港股行业配置建议

行业分类	配置评级	主要理由
电讯服务	超配	收入与用户增长在经济放缓的背景下仍然会较为疲软，但盈利与政策风险已经有比较充分的释放，上市公司现金流比较充沛，母公司有助承担发展3G及网络的资本开支风险，资产负债表较为健康，现金分红稳定，估值在历史底部，具有良好的防御性特征。
石油石化、电力	超配	国际油价和煤炭价格大幅回落，这将有助于缓解炼油和电力企业的毛利率压力，足以抵消成品油和电力需求下滑对盈利的负面影响，盈利最困难阶段已经过去，现金流等基本面向正在改善之中，但回避纯粹E&P的中海油。港股一体化石油公司市净率在一倍以下，较长期平均低超过一个方差
必需消费（食品饮料、医药、农产品等）	超配	在外需将持续羸弱和国内经济增速放缓的宏观环境下，必需消费本身具有较好的防御性，特别是政府未来有可能出台减息、减税、给特定人群加薪、农民增收等一系列刺激消费政策的市场预期下，涉及民生的必需消费可能是主要对象，股价可能给予正面反馈，建议关注盈利增长的确定性较高的企业，但是也需要警惕内生增长有限难以支持较高估值的个股风险。
房地产	标配	经济放缓超预期的情况下，政府采取大幅降息以及出台直接刺激房地产需求的政策的力度可能会超过市场预期，加上房价逐步回落，这些因素有利于居民购房刚性需求和购买力的恢复，加速商品房库存消化以及市场调整的速度。房地产行业资金面紧张的状况受货币政策松动将有所改善，地产企业生存危机亦得以缓解。因此，股价有可能给予正面反馈。特别关注全面受益的股价跌幅较深的全国性龙头地产商和受地方政府救市政策的区域性龙头企业。但是，行业向下调整的趋势还要持续，尚待价格回落和销售量回升需要时间消化，政策松动短期内也改变不了这个趋势，所以当前阶段地产只可能出现反弹，真正的反转行情需要时间。
交通基础设施（铁路、港口、机场、高速）	标配	估值已处于历史底部水平；在经济下行周期下，现金流充沛的公司仍可以提供稳定的现金分红收益率，具有一定的防御性特征。相对而言，机场、客运铁路、中西部收费公路盈利确定性更高一些；而港口、沿海地区收费公路、货运铁路流量更容易受经济活动的影响而放缓。
投资品（机械、电气设备、建筑工程）	标配	大规模财政刺激政策已被近期市场充分预期，股价也已经有了较大幅度的上涨。实际实施效果仍受政府投资资金来源、项目好坏等等所限，其持续性仍面临不确定性。而企业本身产能所限、产品下游行业分散等因素亦可能使得企业尽享利好。不过钢铁、铜铝等原材料成本下降有助于缓解毛利率压力。相对而言，输配电设备、工程建筑、国防军工等盈利确定性更高；而工程机械、通用设备、船舶等盈利确定性较差。
通讯设备及软件服务	标配	通讯设备及软件服务行业周期直接取决于电信行业投资的周期，与宏观经济与固定资产投资增速短期的联动性并不显著，具有一定防御性。但是亦存在不利因素包括：由于行业竞争压力有增无减，新进入者使得行业龙头的市场地位受到挑战，而且行业利润率受到挤压；个股估值风险难以回避；行业受政府政策变化影响较大。
银行、非银行金融	低配	对经济预期的恶化会加剧对银行资产质量的过度担忧，大幅降息之下，往往是非对称减息挤压了银行的净息差，贷款意愿下降使得银行亦难以将信贷放松转化为对盈利的正面效应；资本市场低迷和成交量萎缩制约证券公司走强；而保险公司在降息周期初期将面临资金成本和盈利能力不佳的双重压力（通缩预期下，收益率曲线平坦化）。
基础材料（钢铁、建材、有色）	低配	大规模财政刺激政策已被近期市场充分预期，股价也已经有了较大幅度的反弹。实际实施效果仍受政府投资资金来源、项目执行速度、项目管理资源等等所限，其持续性仍面临不确定性。同时政府投资带来的需求增长难以弥补房地产、厂房建设等投资放缓带来的需求下滑。前期天价铁矿石合同等成本因素使得相关企业盈利中、短期内雪上加霜。总体而言，这些行业将面临量价齐落的不利局面，盈利下行的风险将会在09年集中显现出来，但港股的估值风险相对释放比较充分。
煤炭	低配	煤炭下游行业火电、水泥、化工等无一例外处于需求大幅放缓局面，行业面临供过于求的风险已经非常明显，08年是盈利高点，09-10年盈利将大幅回落，股价也仍需提防“估值陷阱”风险
可选或耐用消费品（百货公司、汽车、零售、酒店旅游等）	低配	经济增速放缓的宏观环境下，收入预期增速下降和财富效应使得可选及耐用消费品（特别是高档商品）需求下降明显。根据量化分析，消费对利率不敏感而与收入增长更相关，因此，即便政府大幅降息等措施对可选消费拉动作用有限，另一方面无论城市还是农村收入（城市务工人员工资水平受经济放缓影响大幅减少）增速下滑才刚刚开始，都表明周期性消费品种盈利存在进一步下滑的风险。
航空、航运	低配	交通运输行业面临经济活动放缓的风险，盈利不确定性明显。

资料来源：中金公司研究部

表 12: A 股行业静态市净率 vs 长期平均值与方差

行业	历史水平			当前值	相对于历史底部的溢价 /折价率	偏差	
	均值	最小值	标准差			对比均值	对比低点
石油天然气	2.2	1.5	1.4	2.6	77.6%	0.26	0.80
石化	2.2	1.2	1.0	1.6	35.8%	-0.54	0.43
煤炭	3.1	1.5	1.8	2.5	62.6%	-0.34	0.54
有色金属	3.0	1.5	1.9	2.1	37.5%	-0.45	0.30
钢铁	1.0	0.6	0.7	1.08	94.8%	0.06	0.72
建材	3.4	1.2	1.8	1.8	52.4%	-0.93	0.35
化工	3.7	2.3	1.8	4.0	74.6%	0.17	0.96
造纸包装	2.1	0.9	0.7	1.1	24.2%	-1.35	0.32
电力	3.3	1.4	1.2	2.4	68.8%	-0.76	0.85
银行	4.7	1.8	2.7	2.0	15.3%	-1.00	0.10
保险	7.1	2.7	2.5	3.1	17.2%	-1.56	0.18
证券	5.9	2.1	3.5	3.0	41.5%	-0.82	0.25
房地产	3.9	1.4	1.5	2.1	47.0%	-1.19	0.45
航空	3.3	1.4	1.7	2.1	48.9%	-0.71	0.39
零售	3.2	1.7	2.0	3.3	91.4%	0.04	0.78
传媒	4.6	2.2	2.4	2.6	18.3%	-0.82	0.17
旅游及酒店	4.1	2.2	1.6	2.6	20.4%	-0.95	0.28
电信服务	1.7	1.0	0.9	1.6	61.5%	-0.05	0.72
软件及服务	4.7	1.9	2.2	2.6	42.7%	-0.95	0.37
机械	3.2	1.8	1.7	2.5	35.7%	-0.38	0.38
电气设备	3.6	2.0	2.7	6.0	205.6%	0.89	1.48
建筑	3.4	2.1	0.8	2.6	25.2%	-1.09	0.68
汽车及零部件	2.8	1.0	1.0	1.2	16.6%	-1.64	0.18
食品饮料	4.1	2.4	2.7	4.9	101.4%	0.33	0.93
农业	4.3	1.4	1.8	3.0	110.1%	-0.73	0.88
家电及相关	2.3	1.1	2.2	3.1	180.9%	0.37	0.93
医药	4.2	2.6	1.3	4.2	61.8%	-0.01	1.18
服装纺织	2.8	1.1	1.1	1.3	18.1%	-1.34	0.17
技术硬件及设备	3.9	1.7	2.8	2.0	15.5%	-0.70	0.09
电子元器件	3.8	1.1	2.5	1.3	18.2%	-1.00	0.08
铁路	4.0	1.9	1.7	2.6	37.4%	-0.82	0.40
航运	3.4	1.2	1.3	1.4	24.2%	-1.46	0.21
机场	3.1	1.7	0.9	1.9	13.2%	-1.31	0.25
高速公路	2.9	1.5	0.8	1.7	9.9%	-1.55	0.19
港口	4.2	1.6	1.2	1.9	14.0%	-1.98	0.20
<b>市场平均</b>	<b>3.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.1</b>	<b>2.3</b>	<b>30.6%</b>	<b>-0.74</b>	<b>0.47</b>

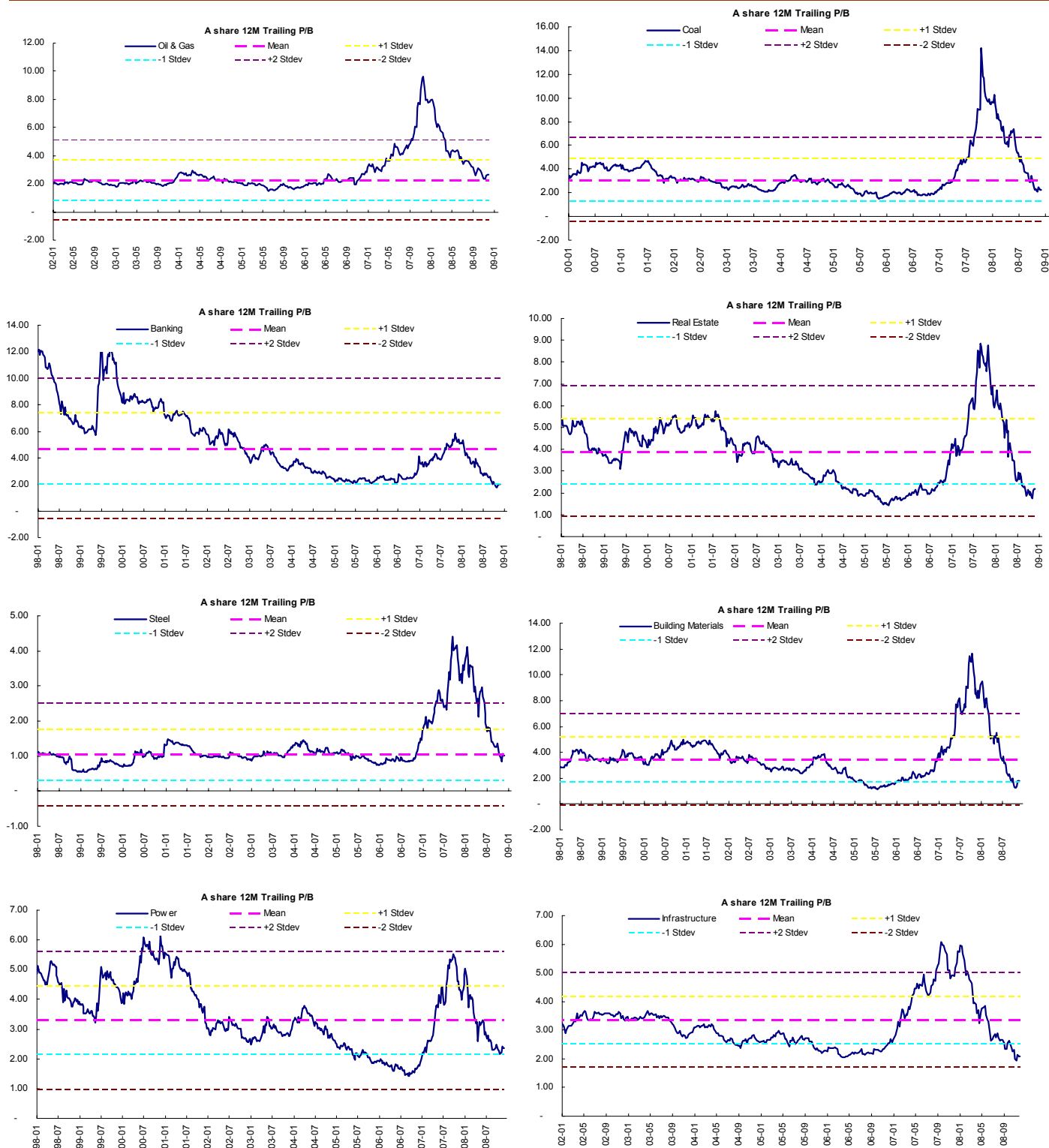
资料来源：中金公司研究部

表 13: 港股行业静态市净率 vs 长期平均值与方差

行业	历史水平			当前值	相对于历史底部的溢价/折价率	偏差	
	均值	最小值	标准差			对比均值	对比低点
石油天然气	2.1	0.8	0.7	1.2	45%	-1.28	0.51
电信服务	4.2	1.4	3.2	2.2	53%	-0.64	0.23
银行	2.7	1.1	0.5	1.5	41%	-2.30	0.87
保险	2.9	1.0	1.4	2.4	138%	-0.39	0.98
煤炭	2.2	0.4	1.5	1.1	151%	-0.71	0.43
房地产	1.5	0.3	1.2	1.1	242%	-0.31	0.62
交通运输	1.3	0.3	0.9	0.6	144%	-0.73	0.42
交通设施	1.9	0.6	0.9	0.9	44%	-1.04	0.32
有色金属	1.7	0.2	1.3	0.8	290%	-0.74	0.47
建筑	4.8	1.6	1.6	2.4	54%	-1.52	0.54
电力	1.6	0.4	0.7	1.4	225%	-0.33	1.39
食品饮料	2.3	0.6	1.5	2.7	364%	0.28	1.43
电气设备	1.2	0.1	1.2	1.4	1023%	0.16	1.10
钢铁	0.9	0.1	0.6	0.6	336%	-0.51	0.77
汽车及零部件	2.8	0.6	1.7	0.7	12%	-1.22	0.04
零售	15.8	1.8	23.8	1.9	5%	-0.58	0.00
综合	1.8	0.4	1.0	0.9	133%	-0.87	0.50
建材	2.1	0.2	2.0	1.7	659%	-0.19	0.72
软件及服务	5.6	1.2	4.4	6.3	419%	0.17	1.17
通讯设备及服务	2.3	0.2	2.2	1.5	601%	-0.39	0.56
服装及纺织品	3.6	1.5	1.6	1.8	23%	-1.13	0.21
石化	1.0	0.3	0.4	0.5	107%	-1.13	0.62
电子元器件	1.8	0.4	1.3	0.4	19%	-1.07	0.05
化工	4.3	1.3	1.9	1.6	28%	-1.43	0.18
证券	1.5	0.4	0.8	0.7	69%	-0.94	0.38
城市公用事业	1.1	0.6	0.4	1.2	105%	0.02	1.62
传媒	3.5	0.8	0.9	1.0	26%	-2.83	0.24
制药	1.5	0.5	0.7	0.8	38%	-1.11	0.30
农业	2.3	0.4	0.8	0.6	36%	-2.08	0.19
造纸包装	4.4	0.2	2.2	0.5	122%	-1.76	0.12
香港银行	1.8	0.6	0.7	1.1	73%	-1.06	0.67
香港本地股	1.3	0.4	0.4	0.7	76%	-1.36	0.67

资料来源：中金公司研究部

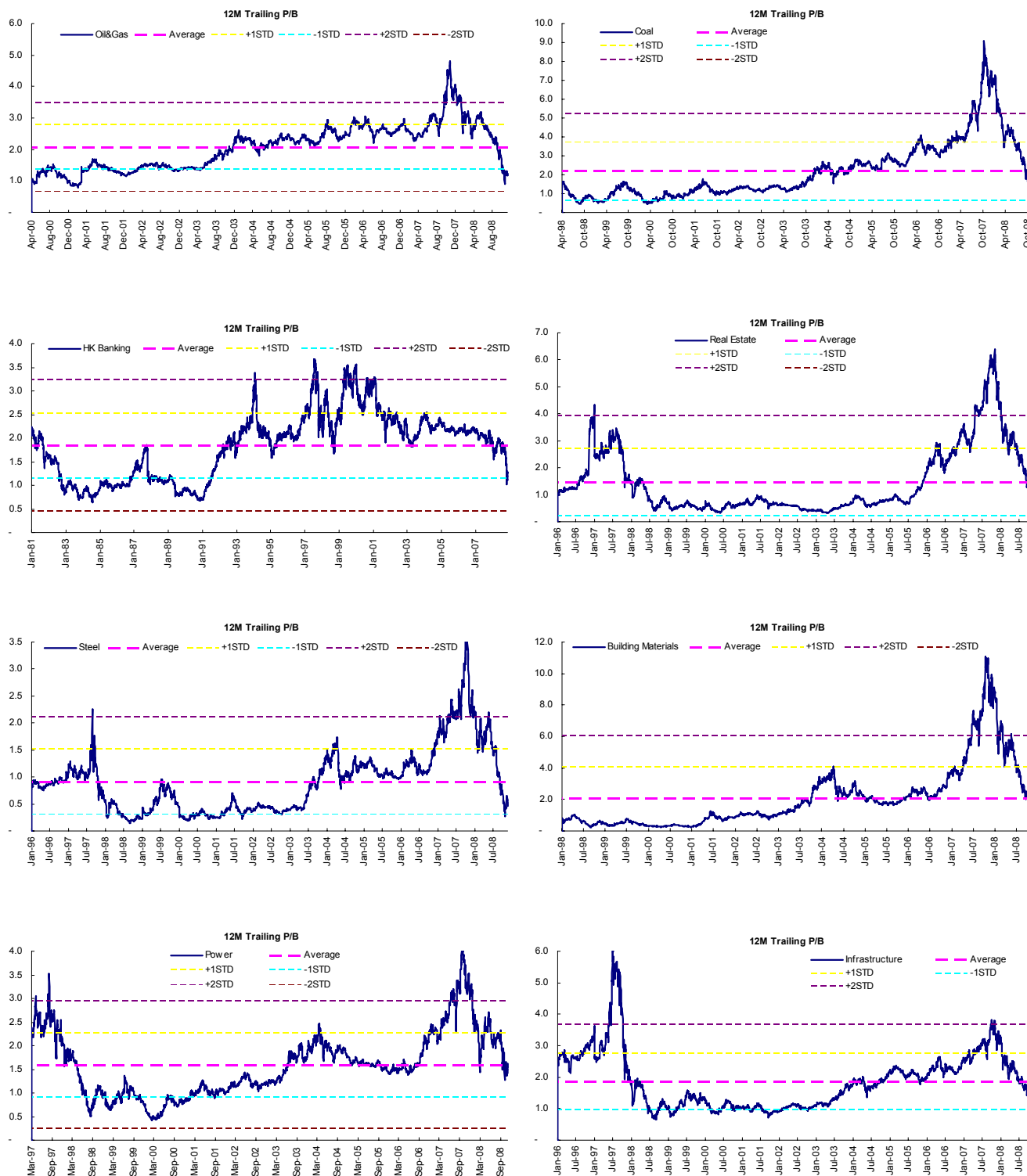
图 43：主要行业 A 股静态市净率



资料来源：中金公司研究部



图 44：主要行业港股静态市净率



资料来源：中金公司研究部

表 14: 中金公司 A 股投资组合

股票代码	公司名称	评级	股价(元)	总市值	流通市值	每股收益(元)					市盈率(x)			市净率(x)			分红收益率				
			2008-11-26			(百万元)	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E
<b>金融(含地产)</b>																					
600036 CH Equity	招商银行	审慎推荐	12.26	180,310	88,835	1.04	1.47	1.46	1.59	11.8	8.3	8.4	7.7	2.7	2.1	1.8	1.5	2.3%	3.0%	3.0%	3.2%
600383 CH Equity	金地集团	推荐	7.01	11,764	11,506	0.58	0.71	0.87	0.94	12.2	9.8	8.0	7.5	1.4	1.3	1.1	1.0	0.4%	2.9%	2.9%	2.9%
600048 CH Equity	保利地产	审慎推荐	17.38	42,622	18,282	0.61	0.96	1.20	1.32	28.6	18.1	14.5	13.2	3.6	3.0	2.5	2.1	1.0%	1.7%	2.1%	2.3%
000002 CH Equity	万科A	推荐	6.80	74,767	64,014	0.44	0.49	0.52	0.52	15.4	13.9	13.2	13.2	2.6	2.4	2.3	2.1	0.9%	4.9%	4.9%	4.9%
<b>消费</b>																					
000417 CH Equity	合肥百货	推荐	7.21	2,661	1,823	0.27	0.38	0.49	0.63	26.6	19.1	14.6	11.4	3.3	2.9	2.6	2.2	2.1%	1.6%	2.1%	2.6%
600551 CH Equity	时代出版	推荐	13.93	2,721	719	0.07	0.27	1.05	1.13	199.0	51.5	13.3	12.3	7.7	1.5	1.3	1.2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
002238 CH Equity	天威视讯	推荐	10.18	2,718	682	0.27	0.29	0.33	0.47	38.1	35.2	30.9	21.7	4.1	2.3	2.1	1.9	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
000848 CH Equity	承德露露	审慎推荐	13.85	2,633	1,510	0.46	0.65	0.85	1.14	30.1	21.2	16.2	12.2	4.8	4.5	4.0	3.5	0.0%	1.4%	1.4%	1.4%
000895 CH Equity	双汇发展	中性	29.12	17,647	8,561	0.93	1.14	1.50	1.62	31.4	25.5	19.4	18.0	8.1	7.4	6.5	6.1	2.7%	3.4%	4.5%	4.8%
600557 CH Equity	康缘药业	推荐	14.73	3,925	2,900	0.58	0.54	0.75	0.92	25.5	27.1	19.6	16.1	4.5	3.5	3.4	3.0	1.9%	1.8%	2.6%	3.1%
000800 CH Equity	一汽轿车	审慎推荐	6.00	9,765	4,587	0.34	0.63	0.60	0.59	17.7	9.5	10.0	10.2	1.7	1.5	1.4	1.3	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
<b>能源</b>																					
600028 CH Equity	中国石化	审慎推荐	8.10	702,290	103,957	0.65	0.49	0.69	0.55	12.4	16.5	11.7	14.6	2.3	2.1	1.8	1.7	1.6%	1.9%	2.0%	1.5%
601857 CH Equity	中国石油	审慎推荐	11.21	2,051,665	44,840	0.74	0.73	0.80	0.68	15.2	15.3	14.0	16.5	3.0	2.7	2.5	2.3	3.1%	3.0%	3.2%	2.8%
600011 CH Equity	华能国际	审慎推荐	7.41	89,330	21,328	0.50	-0.26	0.22	0.25	14.9	n.a.	33.3	29.3	1.9	2.0	1.9	2.1	4.0%	0.0%	1.8%	2.0%
600795 CH Equity	国电电力	审慎推荐	6.02	32,796	24,882	0.31	0.04	0.16	0.20	19.2	134.7	38.6	29.5	2.4	2.4	2.3	2.2	1.3%	0.2%	0.6%	0.8%
<b>工业(含交通运输)</b>																					
601333 CH Equity	广深铁路	中性	3.91	27,697	10,745	0.20	0.21	0.23	0.25	19.4	18.6	17.1	15.9	1.3	1.2	1.2	1.1	2.0%	2.1%	2.3%	2.5%
600009 CH Equity	上海机场	审慎推荐	11.59	22,333	12,673	0.88	0.46	0.61	0.83	13.2	25.2	18.9	14.0	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3%	0.7%	0.9%	1.2%
600517 CH Equity	置信电气	推荐	18.02	7,433	6,399	0.43	0.65	1.05	1.40	41.9	27.9	17.2	12.8	10.0	8.0	6.0	4.5	0.2%	1.1%	1.7%	2.1%
600761 CH Equity	安徽合力	推荐	7.03	2,509	1,739	0.90	0.70	0.91	1.23	7.8	10.1	7.7	5.7	1.3	1.2	1.0	0.9	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
600169 CH Equity	太原重工	审慎推荐	13.72	5,106	2,628	0.76	1.23	1.44	1.60	18.1	11.2	9.5	8.6	4.2	3.1	2.3	1.8	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>电信科技</b>																					
600050 CH Equity	中国联通	中性	5.53	117,217	57,744	0.21	0.26	0.24	0.28	26.8	21.5	23.4	19.4	2.2	1.5	1.5	1.4	1.2%	1.6%	1.5%	1.8%
000063 CH Equity	中兴通讯	推荐	20.80	27,941	15,590	0.93	1.32	1.87	2.17	22.3	15.7	11.1	9.6	2.3	2.1	1.8	1.6	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

表 15: 中金公司港股投资组合

股票代码	公司名称	股价(HK\$)	总市值	流通市值	每股收益(RMB)					市盈率(x)			市净率(x)			分红收益率				
		11/26/08			(US\$ mn)	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E
941.HK	中移动	68.55	177,261	45,523	4.28	5.65	6.09	6.55	15.1	10.4	9.9	9.5	3.5	2.7	2.4	2.2	3.0%	4.2%	4.6%	4.8%
1398.HK	工商银行	3.76	40,273	33,435	0.25	0.35	0.37	0.36	14.4	9.1	9.0	9.5	2.2	1.7	1.6	1.6	4.2%	6.5%	6.6%	6.5%
857.HK	中石油	6.00	16,325	16,322	0.80	0.75	0.82	0.70	7.1	6.9	6.4	7.7	1.4	1.2	1.1	1.1	6.3%	6.4%	6.9%	5.7%
386.HK	中石化	4.81	10,409	10,407	0.65	0.49	0.69	0.55	6.9	8.4	6.1	7.9	1.3	1.1	1.0	0.9	3.6%	3.0%	4.1%	3.2%
728.HK	中电信	2.92	5,226	5,226	0.25	0.28	0.23	0.28	10.8	9.1	11.4	9.6	1.0	0.8	0.8	0.8	2.9%	3.5%	2.8%	3.3%
297.HK	中化肥	3.50	3,163	796	0.09	0.29	0.40	0.40	36.5	10.2	7.7	7.9	3.0	1.6	1.3	1.2	1.4%	0.0%	2.0%	2.6%
1068.HK	雨润	9.10	1,797	1,005	0.53	0.76	0.89	1.09	16.2	10.3	9.0	7.6	3.4	2.6	2.2	1.8	1.6%	2.4%	2.8%	3.3%
902.HK	华能国际	4.76	1,876	1,868	0.51	-0.26	0.22	0.25	8.8	n.a.	18.8	17.1	1.0	1.1	1.1	1.1	6.7%	0.0%	3.2%	3.5%
552.HK	中通服	4.20	1,079	940	0.20	0.24	0.30	0.36	19.5	15.1	12.3	10.7	2.4	2.0	1.9	1.7	1.7%	2.6%	3.3%	3.7%
2777.HK	广州富力	3.69	483	443	1.01	1.02	0.92	0.85	3.5	3.1	3.5	3.9	0.9	0.7	0.6	0.6	11.5%	8.0%	7.1%	6.3%
763.HK	中兴通讯	14.90	431	409	0.93	1.32	1.87	2.17	15.0	9.7	7.0	6.2	1.6	1.3	1.1	1.0	1.3%	2.0%	2.7%	3.1%
525.HK	广深铁路	2.37	437	437	0.20	0.21	0.23	0.25	11.0	9.7	9.1	8.7	0.7	0.7	0.6	0.6	3.6%	4.1%	4.3%	4.5%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

### 触底后的行业配置

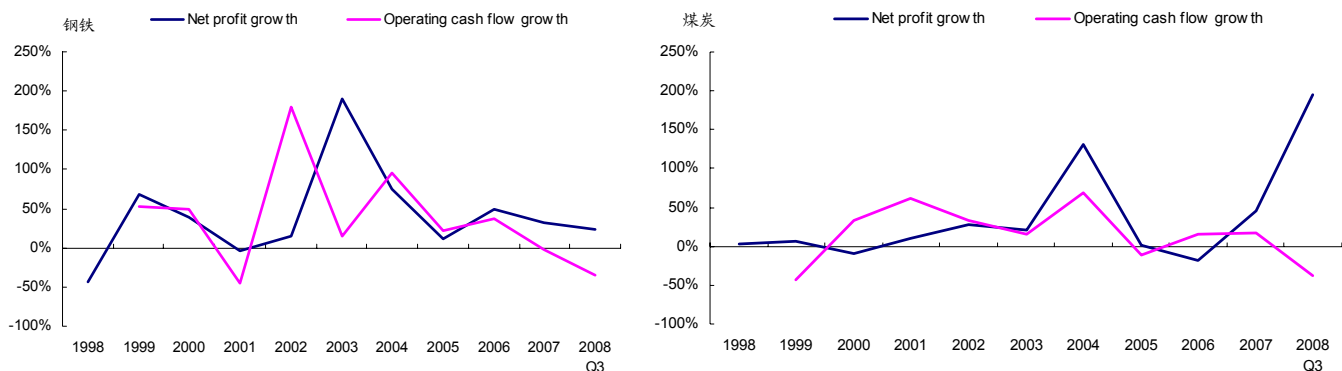
政府刺激措施对实体经济的效果可能在 09 年中、下半年才开始显现，加上企业对新增产能、库存及流动资金的控制，企业现金流可能有所改善、盈利倒退压力有望起码暂时舒缓；投资组合的配置因此将需要适当增加早周期行业如消费、甚至个别估值调整充分供需状况有所改善的强周期行业等。我们按照前面表 16 美国、香港及 A 股的几个周期，审视各行业在触底回升早期各个主要行业的股价表现，并尝试找出：（1）时间上领先于大盘见底的行业；（2）见底后反弹幅度跑赢大盘，有超额收益率的行业。

从历史上来看，基础材料、工业、公用事业等板块总是先于大市见底，而金融、消费品及服务板块总是滞后于大市见底，这与行业盈利周期的变化趋势一致，也符合我们现在行业配置的思路。经济下行周期中，大宗原材料、交通运输、资本品等强周期性行业盈利回落的速度更快，盈利见底早于市场整体。

政府出台的刺激经济的政策一般而言都是采取扩张性财政支出，可能较快拉动这些商品的需求。而金融、消费品及服务板块在大盘下跌的中前期有一定的防御性，该板块盈利回落始于经济下行的中后期，且速度较慢，当然见底回升的时间也会更晚，因为即便政府出台降息、减税等刺激消费的政策到产生效果存在一定的滞后性。但是从各行业在大盘见底后的反弹力度来看，金融、工业（含资本品）、科技等板块可以跑赢大盘，具有显著超额收益；而公用事业等板块弱于大盘。

所以如果大市在时间上及满足 3V 筑底条件下，投资组合可以适当增加贝塔值，提高个别低估值的大宗商品钢铁、水泥，特别在大宗商品行业经营活动现金流开始回升时，将会是其未来盈利复苏的前奏，也是投资者增加其行业配置的一个很好的指标。另外金融特别是保险、消费服务等板块也可能领先大盘回升；保险公司明年在保费收入增长可能放缓、通缩忧虑可能使 09 年上半年国内市场利率水平继续受压，未能使收益曲线变得较为陡峭，但预计 09 年下半年随着大宗商品价格稳定，政府发债速度加快，提高长端利率，相信能进一步带动保险公司股价。

图 45：钢铁（左）煤炭（右）的现金流与盈利



资料来源：万德，中金公司研究部

表 16: 行业底部研究

(月份: +落后于大市/ 领先于大市)	能源	基础材料	工业	消费品	医疗保健	消费服务	电信	公用事业	金融	科技
<b>US</b>										
1974-09	0.0	3.0	0.0	2.0	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1982-07	0.0	0.0	-2.0	-5.0	-10.0	-10.0	-1.0	-10.0	0.0	-10.0
2002-09	0.0	0.0	5.0	6.0	5.0	5.0	0.0	5.0	6.0	0.0
<b>HK</b>										
1982-11			0.0			0.2		0.0	0.7	
1998-08	0.7	0.0	-1.9	6.5		0.7	0.0	-1.9	1.4	0.7
2003-04	-4.9	-4.0	0.0	-6.5	-1.4	0.0	0.0	-2.6	0.0	-6.8
<b>CN</b>										
1997-10	-2.6	-2.6	0.0	0.0	-2.6			0.0	0.0	0.0
2002-01	0.0	0.0	0.0	0.0				0.0	0.0	0.0
2005-06	1.4	1.2	1.4	1.4				0.0	1.2	1.2
平均	-0.7	-0.3	0.3	0.6	-1.8	-0.2	-0.2	-1.1	1.0	-1.9
中位数	0.0	0.0	0.0	0.7	-1.4	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(见底后6个月内最大反弹幅度: 相对于大市的超额收益率)</b>										
<b>US</b>										
1974-09	-6.4%	-2.6%	0.4%	-2.0%	13.1%	10.8%	-8.1%	-5.2%	13.6%	1.6%
1982-07	-13.4%	9.9%	11.8%	19.8%	3.9%	20.5%	0.0%	-9.9%	10.8%	34.8%
2002-09	-7.4%	2.5%	-1.5%	3.4%	-7.7%	1.3%	33.5%	-5.5%	-3.0%	27.2%
<b>HK</b>										
1982-11			25.0%			0.9%		-4.2%	0.6%	
1998-08	78.1%	27.2%	16.1%	-24.2%		1.8%	-13.2%	-12.0%	23.4%	52.6%
2003-04	5.1%	-10.3%	8.0%	50.6%	17.2%	9.1%	9.5%	-38.3%	-0.4%	19.3%
<b>CN</b>										
1997-10	3.4%	1.6%	0.9%	8.2%	12.1%			11.6%	10.3%	15.2%
2002-01	3.1%	3.3%	2.9%	-0.3%				3.0%	13.0%	2.2%
2005-06	3.3%	2.1%	7.7%	2.2%				2.6%	4.7%	4.0%
平均	8.2%	4.2%	7.9%	7.2%	7.7%	7.4%	4.3%	-6.4%	8.1%	19.6%
中位数	3.2%	2.3%	7.7%	2.8%	12.1%	5.4%	0.0%	-5.2%	10.3%	17.3%

资料来源: 中金公司研究部

## 超预期政策的战略

市场对于政府刺激经济与市场的预期，有机会在近期升温，并可能带动房地产与消费等板块一轮反弹。1997-2003年间的政策经验表明，政策难以改变经济周期趋势，但能够一定程度上缓冲经济下滑。而股市对有效政策反应，总体也是积极的。从1997年到2003年的政策组合来看，主要的政策方式（见附录三表26）包括财政政策（包括利息、进出口贸易、证券交易等税收调节，收入分配政策，以及发行国债直接进行财政支出等）、货币政策（利率、存款准备金率的调节、信贷与贷款额度等政策），以及房地产政策和其它产业政策等。市场对这些政策的推出，短期的反应总体是积极的，不同政策下行业表现略有不同。总体来看，能源、科技、必需消费、医疗保健、基础材料、工业板块股价反应更大，而可选消费、金融、公用事业股价反应较弱（表19-20）。

2008年下半年以来，中国已经推出了包括连续减息、降低存款准备金率、调整房地产政策、调节进出口税率、推行农村改革、加大基础设施建设投入等政策措施（表18），以及一些关于市场基本制度建设（如融资融券试点）和直接干预市场（汇金的入市）等措施，推出的节奏和力度都是超出市场预期的，表明政府力保经济和市场平稳的决心。我们有理由相信，未来一段时间内政策的力度和节奏会继续超出市场的预期。

中金宏观组预计未来一年中国减息可达216个基点（11月26日宣布减息后还有108个基点），如果通胀大幅度走低、甚至出现短暂的通缩，降息的力度可能会更大。财政支出方面，如果财政赤字占GDP的比例达到1997年以来的最高水平2.3%（2003年），2009年的赤字水平有望达到7000亿人民币。再加上每年为偿付已有债务的正常国债发行量，约5000-6000亿人民币，2009年总的国债发行有望达到1.3万亿人民币。实际上，2003年赤字水平是2900亿左右，而当年的国债发行量达到了5400亿人民币。另外，中央经济工作会议在即，市场也对政府可能近期推出的政策也有所期待（表17）。

- ▶ 如果相关的刺激政策以更大力度的财政与基础建设投资为主，市场的反应将相对较温和，资本品，基础商品如钢铁、水泥等板块的股价反应将较上次政府提出的4万亿元投资方案时弱；
- ▶ 减税、给特定人群加薪、加大对低收入人群的补贴、完善社保和医改等以刺激居民消费为目的的措施可能对日常（必需）消费行业由一定支持，但对大盘刺激有限；
- ▶ 我们相信对市场最大的超预期将会是更大幅度的减息（或者针对二套房的贷款条件松绑）、涉及房地产行业的税收政策调整（如购房退税、缩短增值税征收年限）等针对房地产行业需求的实质支持等措施，并将会给低估值的龙头、高杠杆开发商的股价较大的推动力。



表 17: 未来有可能进一步推出的刺激经济的政策及行业意义

政策类型	具体政策方向	可能的影响	政策力度超预期情况下，股价可能给予正面反馈的行业或板块
货币政策	大幅减息	降低居民购房负担，有助于房地产刚性需求的恢复；降低负债率较高行业的利息负担；非对称减压压缩银行息差	房地产（全国性行业龙头企业）、电力等利率敏感度高的行业
	大幅降低存款准备金率	银行可贷资金规模扩大，但由于实际贷款意愿可能不足且经济恶化前景下新增贷款信用风险上升，因而未必能带来有效转化为银行盈利的提升。	
财政及收入分配政策	个人所得税起征点上调	增加中低收入居民的可支配收入从而可能增加消费	消费品
	调整特定人群工资，增加对低收入者的转移支付等	增加低收入者的可支配收入，可能增加消费	必需消费品（食品饮料、医药、电信服务、传媒、超市等）
	完善社保和医改	减小未来支出的不确定性，增加消费意愿；增加医疗行业的需求	消费品
	加大支农惠农政策力度	增加农民收入从而推动农村消费，增加农村地区融资渠道	农产品、中低档消费品
房地产政策	允许地方政府以适当的方式融资	增加地方政府财力，减少政府投资资金来源不确定性，加大地方财政支出的配套能力，视财政支出的方向与支出相关板块需求将受到拉动	基建相关的投资品，基础材料、必需消费品
	买房退税	增加居民购房意愿，刺激房地产需求	
	房地产税收政策	活跃房地产交易，促进房地产交易回暖	房地产（实施政策地区所在的区域性行业龙头企业）
产业政策	政府购买商品房作为保障性住房	有助于消化过剩商品房存量，缓解开放商资金紧张，房价见底信号	
	燃油附加费政策调整	对小排量汽车可能有利，对大排量的汽车、重卡等运输工具影响可能偏负面	小排量的乘用车生产企业、节能零部件生产企业
	鼓励企业兼并重组	消化过剩或者落后产能，有利于控制产能，提高规模化程度，对行业龙头企业有利	央企龙头

资料来源：中金公司研究部

表 18: 中国 2008 年下半年以来推出的内需刺激政策

时间	政策类型	政策内容
2008年10月29日	货币政策	中国人民银行决定，从10月30日起下调金融机构人民币存款贷款基准利率，一年期存款基准利率由现行的3.87%调至3.60%，下调0.27个百分点；一年期贷款基准利率由现行的6.93%调至6.66%，下调0.27个百分点；其他各档次存、贷款基准利率相应调整。个人住房公积金贷款利率保持不变。
2008年10月22日	财政政策、货币政策	财政部出台政策《继续加大保障民生投入力度切实解决低收入群众基本生活》，其中涉及房地产政策放松有两条，涉及廉租房建设有两条，有关内容见下：1、90平米以下购房，契税从原先的1.5%下调到1%；2、免二手房交易的土地增值税和印花税；3、是金融机构对购买普通自住房和改善性普通自住房提供的按揭贷款利率下限扩大为基准利率的0.7倍，以及最低首付款比例下调20%；4、另外公积金贷款利率下调0.27个百分点。
2008年10月21日	财政政策、货币政策	经国务院批准，财政部、国家税务总局21日对外宣布，将从2008年11月1日起，适当调高部分劳动密集型和高技术含量、高附加值商品的出口退税率。此次调整后，我国的出口退税率将分为5%、9%、11%、13%、14%和17%六档。
2008年10月20日	财政政策、货币政策	一揽子惠农政策出台，将较大幅度提高2009年生产的粮食最低收购价格。
2008年10月15日	货币政策	从2008年10月9日起下调一年期人民币存款基准利率各0.27个百分点，对储蓄存款利息所得暂免征收个人所得税；从2008年10月15日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
2008年9月19日	财政政策、其它政策	1. 经国务院批准，财政部决定从2008年9月19日起，对证券交易印花税政策进行调整，由现行双边征收改为单边征收，税率保持1%。即对买卖、继承、赠与所书立的A股、B股股权转让书据，由立据双方当事人分别按1%的税率缴纳股票交易印花税，改为由出让方按1%的税率缴纳股票交易印花税，受让方不再征收。2. 18日中央汇金公司宣布，为确保国家对工、中、建三行等国有重点金融机构的控股地位，支持国有重点金融机构稳健经营发展，稳定国有商业银行股价，中央汇金公司将在二级市场自主购入工、中、建三行股票，并从即日起开始有关市场操作。3. 国资委主任李荣融公开表态，支持中央企业根据自身发展需要增持其所控股上市公司股份，支持中央企业控股上市公司回购股份。
2008年9月15日	货币政策	从2008年9月16日起，下调一年期人民币贷款基准利率0.27个百分点，其他期限档次贷款基准利率按照短期多调、长期少调的原则作相应调整；存款基准利率保持不变。从2008年9月25日起，除工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行暂不下调外，其他存款类金融机构人民币存款准备金率下调1个百分点，汶川地震重灾区地方法人金融机构存款准备金率下调2个百分点。
2008年8月1日	财政政策	部分纺织品、服装的出口退税率由11%提高到13%；部分竹制品的出口退税率提高到11%。

资料来源：PBoC, MoF, SAOT, 中金公司研究部

表 19: 推出内需刺激政策后的股市表现 (A 股)

		工业	信息技术	日常消费	材料	能源	可选消费	金融	医疗保健	公用事业	市场整体	
货币政策 - 降息	公布日	1997-10-23										
	一天	1997-10-24	1.1	0.4	1.1	0.3	1.0	1.1	0.7	1.3	2.6	0.4
	一周	1997-10-30	-0.5	1.5	1.9	-1.1	-0.7	-0.0	0.3	0.3	6.2	0.1
	一月	1997-11-22	-3.7	-0.9	0.4	-4.2	-1.4	-2.6	-4.3	0.9	7.6	-1.3
	公布日	1998-3-24										
	一天	1998-3-25	0.4	0.1	0.1	-0.4	0.2	-0.7	0.7	0.5	-0.8	-0.2
	一周	1998-3-31	4.9	5.5	4.8	3.0	2.2	2.6	3.6	6.9	9.7	4.1
	一月	1998-4-23	16.8	15.3	14.4	12.7	11.2	8.2	9.4	16.5	11.8	10.9
	公布日	1998-6-30										
	一天	1998-7-2	-0.2	-0.7	0.2	-0.3	-2.6	-0.8	2.6	-0.6	-0.4	-0.6
	一周	1998-7-7	-1.8	-3.0	0.1	-0.7	-3.4	-1.7	0.1	-1.4	-1.8	-1.1
	一月	1998-7-30	-2.5	-5.1	0.5	1.4	-5.8	-1.6	-2.6	0.2	-1.7	-1.8
	公布日	1998-12-7										
	一天	1998-12-8	1.0	0.7	1.0	1.4	1.0	1.1	0.7	1.3	1.1	1.1
	一周	1998-12-14	-2.3	-1.6	-0.4	-0.5	-2.8	-1.6	-2.8	-2.2	-0.3	-1.1
	一月	1999-1-6	-7.9	-6.7	-5.6	-4.6	-5.7	-8.4	-6.0	-7.0	-5.4	-6.4
	公布日	1999-6-9										
	一天	1999-6-10	1.0	0.0	1.3	2.2	3.0	0.2	0.6	1.4	1.4	1.2
	一周	1999-6-16	7.9	6.7	6.8	10.1	11.0	6.0	4.5	8.7	6.2	8.3
	一月	1999-7-9	16.8	18.8	21.4	18.0	21.9	11.7	13.6	18.2	12.5	17.5
	公布日	2002-2-21										
	一天	2002-2-22	2.2	0.8	1.6	1.9	1.6	1.6	3.2	1.5	1.8	1.6
	一周	2002-2-28	2.4	-0.1	1.5	2.1	1.1	1.6	2.2	1.3	0.8	1.2
	一月	2002-3-23	14.0	10.9	12.2	13.3	26.0	11.3	17.8	13.9	13.6	10.8
货币政策 - 其他	公布日	1997-12-24										
	一天	1997-12-29	2.6	2.1	0.8	3.2	5.4	2.5	1.3	3.0	2.7	1.4
	一周	1997-12-31	2.2	3.3	1.5	2.5	5.5	3.0	1.2	3.2	1.4	2.1
	一月	1998-1-23	4.6	5.9	7.6	4.3	6.9	6.7	1.4	11.0	1.0	4.6
	公布日	1998-3-24										
	一天	1998-3-25	0.4	0.1	0.1	-0.4	0.2	-0.7	0.7	0.5	-0.8	-0.2
房地产政策	公布日	1998-4-7										
	一天	1998-4-8	2.1	1.7	2.3	2.1	2.2	1.6	2.1	1.8	1.1	1.5
	一周	1998-4-14	0.3	-0.6	2.2	0.6	3.5	0.6	0.2	-1.6	-0.6	0.8
	一月	1998-5-7	3.2	4.2	5.9	2.3	7.2	1.6	-0.1	3.0	-0.3	1.9
	公布日	1999-9-21										
	一天	1999-9-22	-0.4	-1.0	-0.2	-0.5	-0.8	-0.3	0.1	-0.1	-0.1	-0.5
财政政策 - 发债	公布日	1998-9-3										
	一天	1998-9-4	1.7	1.8	1.7	0.8	2.1	1.6	1.2	1.7	1.4	1.4
	一周	1998-9-10	7.1	7.8	7.0	4.6	6.5	6.3	5.8	7.6	5.8	5.8
	一月	1998-10-3	10.6	11.0	8.7	10.1	11.1	7.2	7.3	14.9	5.5	8.3
税收政策	公布日	1999-12-8										
	一天	1999-12-9	-0.5	-0.5	-0.2	-1.0	-0.3	-0.5	-0.5	-0.5	-1.2	-0.6
	一周	1999-12-15	0.6	4.9	-0.0	2.8	2.2	0.6	2.1	0.8	1.7	1.8
平均	公布日	2000-1-7	4.7	13.1	2.4	6.2	14.3	5.3	3.4	4.3	-6.4	6.4
	一天		1.0	0.5	0.8	0.8	1.1	0.6	1.1	1.0	0.7	0.6
	一周		2.0	2.3	2.3	2.0	2.1	1.5	1.5	2.4	3.2	2.0
	一月		5.2	5.9	5.9	5.1	7.5	3.1	3.2	7.0	3.6	4.3

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

表 20：推出内需刺激政策后的股市表现（H股和蓝筹股）

		工业	信息技术	日常消费	材料	能源	可选消费	电信服务	金融	医疗保健	公用事业	市场整体	
货币政策 - 降息	公布日	1997-10-23											
	一天	1997-10-24	12.6	8.3	-4.3	10.7	22.9	9.3	14.0	13.0	11.7	12.7	11.2
	一周	1997-10-30	10.7	5.4	3.7	-4.8	21.0	7.1	14.4	2.6	4.6	21.3	8.0
	一月	1997-11-22	11.3	6.7	2.1	-4.9	1.9	3.6	22.7	13.9	6.0	30.4	10.8
	公布日	1998-3-24											
	一天	1998-3-25	3.3	1.1	0.3	3.6	1.1	4.7	0.6	2.3	4.1	1.2	2.1
	一周	1998-3-31	-1.7	-0.6	-1.8	-1.1	-4.3	-0.3	-2.5	-5.4	-4.5	-5.6	-2.4
	一月	1998-4-23	-11.9	-8.7	3.7	-10.4	-16.6	-0.9	-4.5	-7.7	-1.4	-12.8	-7.3
	公布日	1998-6-30											
	一天	1998-7-2	2.7	2.0	-0.1	-2.6	3.6	4.0	2.0	3.6	2.3	4.4	2.0
	一周	1998-7-7	-5.7	-8.4	-4.4	-9.3	-7.3	-5.6	-1.0	-5.2	-2.8	-0.6	-3.9
	一月	1998-7-30	-23.4	-24.6	-22.8	-20.5	-25.5	-22.9	-15.1	-27.2	-12.2	-20.2	-19.9
	公布日	1998-12-7											
	一天	1998-12-8	-2.1	1.1	-3.2	-3.5	-3.5	-2.5	-0.3	-2.1	1.8	-1.2	-1.3
	一周	1998-12-14	-5.6	-1.9	-7.2	-5.4	-8.4	-4.8	-4.3	-10.7	-11.0	-5.8	-5.3
	一月	1999-1-6	-5.9	-1.9	-19.9	-6.9	-9.3	-5.1	-4.0	-10.4	-14.2	-4.2	-5.8
	公布日	1999-6-9											
	一天	1999-6-10	3.2	5.4	1.1	3.2	10.0	3.6	1.6	6.5	0.8	7.3	3.0
	一周	1999-6-16	9.6	13.5	5.8	14.8	9.3	7.2	3.2	10.1	4.5	16.4	7.1
	一月	1999-7-9	35.9	31.8	28.5	72.5	29.7	32.9	41.9	42.6	39.9	11.4	40.1
公布日	2002-2-21												
一天	2002-2-22	-0.1	-1.4	-0.8	1.2	-0.7	-0.4	-0.8	-0.6	-0.1	-0.2	-0.5	
一周	2002-2-28	-2.0	-2.3	-0.5	-6.0	0.5	-0.2	-2.2	-4.4	-2.3	-1.9	-1.7	
一月	2002-3-23	0.4	-0.4	1.0	-15.1	9.7	-0.0	0.0	-4.7	3.1	-6.3	1.3	
货币政策 - 其他	公布日	1997-12-24											
	一天	1997-12-29	-0.6	-1.0	-1.2	-1.6	-	0.4	-0.4	0.2	0.9	-0.5	-0.6
	一周	1997-12-31	1.8	0.9	2.6	-0.8	4.8	3.0	1.8	5.1	1.3	0.9	1.9
	一月	1998-1-23	-36.1	-34.7	-34.7	-49.9	-56.1	-36.2	-15.5	-43.9	-37.8	-30.9	-32.4
	公布日	1998-3-24											
一天	1998-3-25	3.3	1.1	0.3	3.6	1.1	4.7	0.6	2.3	4.1	1.2	2.1	
一周	1998-3-31	-1.7	-0.6	-1.8	-1.1	-4.3	-0.3	-2.5	-5.4	-4.5	-5.6	-2.4	
一月	1998-4-23	-11.9	-8.7	3.7	-10.4	-16.6	-0.9	-4.5	-7.7	-1.4	-12.8	-7.3	
房地产政策	公布日	1998-4-7											
	一天	1998-4-8	1.5	3.1	1.3	1.5	-0.9	3.1	0.9	4.0	3.4	2.0	1.7
	一周	1998-4-14	2.7	2.4	4.8	0.1	2.5	5.2	3.7	5.8	4.2	1.4	3.2
	一月	1998-5-7	-16.7	-13.1	-2.8	-16.2	-21.7	-12.3	-9.9	-15.5	-2.3	-15.6	-13.1
	公布日	1999-9-21											
一天	1999-9-22	-2.8	-3.1	-3.0	-3.4	-4.6	-2.9	-3.7	-2.6	-4.2	-2.8	-3.4	
一周	1999-9-28	-5.6	-6.3	-7.8	-6.9	-7.8	-6.1	-11.4	-7.2	-8.8	-9.7	-9.2	
一月	1999-10-21	-11.2	-6.9	-16.6	-19.3	-16.9	-12.6	-9.8	-11.5	-18.4	-13.7	-11.3	
财政政策 - 发债	公布日	1998-9-3											
	一天	1998-9-4	12.5	13.7	9.3	5.5	14.8	9.6	6.2	12.2	12.2	10.3	8.6
	一周	1998-9-10	22.4	23.9	23.8	0.4	28.2	16.8	8.2	27.0	17.3	26.3	14.1
	一月	1998-10-3	35.6	14.2	41.6	-7.4	39.0	15.6	11.4	26.0	19.7	37.9	18.5
税收政策	公布日	1999-12-8											
	一天	1999-12-9	-0.5	-10.1	-1.1	5.1	-3.7	-2.9	2.7	1.2	0.5	-1.0	1.0
	一周	1999-12-15	0.2	-14.7	3.4	3.4	-2.4	-2.2	-4.9	0.9	-7.1	0.6	-3.8
	一月	2000-1-7	10.4	-17.3	-12.8	9.0	-5.5	17.9	3.0	13.0	-24.7	-6.8	3.7
平均	公布日												
	一天		2.7	1.7	-0.1	1.9	3.3	2.6	1.9	3.3	3.1	2.8	2.1
	一周		2.1	0.9	1.7	-1.4	2.7	1.7	0.2	1.1	-0.8	3.1	0.5
	一月		-2.0	-5.3	-2.4	-6.6	-7.3	-1.8	1.3	-2.8	-3.7	-3.6	-1.9

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

## 附录一：中金公司自下而上的盈利预测汇总（含行业）

表 21：中金重点研究 A 股公司分行业盈利增长预测及估值水平（截至 2008 年 11 月 26 日）

行业分类	总市值 (百万元)	净利润增长率(%)				净资产收益率(%)				市盈率 (X)	市净率 (X)	分红收 益率
		07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	12M Forward		
石油天然气	2,828,492	1.4	-6.6	16.8	-15.2	19.3	16.3	17.0	13.3	13.6	2.3	2.9%
煤炭	539,256	30.5	74.0	-0.8	-6.4	15.8	21.3	18.7	15.9	9.7	1.8	3.8%
有色金属	293,717	2.6	-32.2	-20.7	-47.1	23.9	12.5	9.2	4.6	19.3	1.9	1.0%
钢铁	230,950	17.4	0.8	-32.9	4.2	16.1	14.6	9.4	9.3	9.6	1.0	4.3%
建材	61,272	79.0	30.9	-9.8	11.1	19.4	10.9	9.1	9.3	16.2	1.5	0.7%
化工	142,479	56.4	70.0	1.6	18.7	20.6	26.4	22.4	22.7	13.3	3.0	3.5%
造纸包装	20,223	76.5	44.0	-9.9	6.3	9.5	12.5	10.4	10.3	8.7	0.9	3.0%
电力	395,483	19.2	-92.7	924.2	6.7	12.0	0.9	7.5	7.9	30.8	2.1	1.3%
银行	4,085,686	57.5	47.3	0.5	-1.0	15.1	19.1	17.3	15.6	9.8	1.7	4.4%
保险	744,522	98.8	-76.1	221.0	14.2	15.6	4.1	12.0	12.5	24.5	2.7	1.2%
证券	264,205	490.1	-54.0	-5.4	34.7	23.9	10.7	9.5	11.6	23.5	2.3	1.1%
房地产	230,171	80.6	18.6	13.0	-0.1	13.9	13.2	13.4	13.3	14.2	1.9	3.1%
航空	98,111	457.6	-149.2	-68.4	39.6	11.0	-6.7	-12.6	-8.3	n.m.	2.3	0.3%
零售	74,036	62.6	29.1	20.7	20.2	16.3	17.7	17.9	18.0	15.6	2.8	0.6%
传媒	71,261	19.0	8.7	16.9	14.1	8.3	7.7	8.4	8.9	27.8	2.3	0.7%
旅游及酒店	42,907	37.9	17.0	22.9	25.1	10.9	11.7	13.3	14.9	18.4	2.4	2.4%
电信服务	117,217	20.8	24.9	-8.2	20.5	8.0	7.2	6.3	7.3	23.1	1.5	1.5%
软件及服务	41,848	49.6	18.5	28.4	25.0	12.8	13.4	14.9	16.1	18.1	2.7	1.1%
机械	218,650	68.3	10.5	22.8	17.9	22.6	17.5	18.2	18.2	10.9	2.0	1.3%
电气设备	65,431	78.9	32.7	34.0	27.0	20.1	19.1	20.9	21.6	20.7	4.3	0.6%
建筑	248,071	118.5	6.3	42.0	17.1	10.4	6.4	8.5	9.3	27.0	2.2	0.9%
汽车及零部件	97,032	103.7	-25.4	-3.6	9.0	12.7	8.8	8.0	8.4	13.4	1.1	2.0%
食品饮料	245,624	38.2	15.1	49.1	14.9	16.6	16.1	20.5	20.3	21.1	4.2	1.7%
农业	53,714	50.5	6.7	15.3	17.1	10.6	9.2	9.9	10.7	26.8	2.6	1.0%
家电及相关	15,601	122.6	21.5	25.4	13.5	26.6	32.7	18.9	18.4	8.8	1.7	0.4%
医药	87,308	57.9	8.6	22.9	15.1	15.2	15.1	16.5	17.3	22.8	3.7	1.4%
服装纺织	11,856	26.8	30.4	3.9	9.5	11.7	14.0	13.3	13.4	12.0	1.6	3.2%
技术硬件及设备	45,765	57.9	34.9	38.4	19.8	9.3	11.4	13.9	14.6	13.6	1.9	0.9%
电子元器件	19,463	42.8	-47.7	20.2	8.9	12.8	6.4	7.3	7.5	16.6	1.2	1.5%
铁路	149,629	46.6	18.8	14.9	5.6	12.6	14.2	15.2	15.0	14.3	2.1	3.9%
航运	174,883	129.6	26.2	-53.1	-22.5	26.5	26.0	11.3	8.2	8.8	1.2	2.3%
机场	44,520	15.5	-31.0	40.4	21.6	12.3	7.3	9.6	10.8	17.7	1.6	1.6%
高速公路	52,235	14.1	-0.9	-3.5	4.3	10.6	10.3	9.7	9.8	16.5	1.6	4.4%
港口	27,287	3.4	24.6	5.0	7.8	17.4	14.1	13.6	13.5	11.0	1.5	3.6%
总计	11,921,366	39.2	10.1	6.0	-2.2	16.3	15.7	15.0	13.5	12.9	1.9	3.0%
金融板块	5,094,412	71.1	24.6	5.5	0.9	15.5	17.2	16.5	15.2	11.1	1.8	3.8%
非金融板块	6,826,954	21.5	-1.2	6.4	-5.2	17.0	14.4	13.8	12.1	14.6	2.0	2.4%
剔除石油石化及电力	8,664,199	59.8	19.6	0.9	1.6	15.7	16.1	14.8	13.8	12.3	1.8	3.2%
大宗原材料	1,287,897	20.3	20.5	-12.7	-6.4	17.6	17.0	13.6	11.7	11.5	1.6	3.1%
工业	532,152	80.4	11.1	28.8	18.6	17.1	12.2	13.9	14.5	16.4	2.2	1.0%
消费	699,339	60.6	2.4	21.7	14.9	13.4	12.2	13.2	13.8	18.8	2.5	1.5%
交运及设施	467,629	77.0	21.0	-31.6	-6.4	18.7	19.0	12.1	10.7	11.7	1.5	3.0%

资料来源：中金公司研究部。注：表中 ROE 根据年底净资产预测值计算；考虑到为了更准确的反映行业增长的趋势，我们剔除了一些特殊原因造成盈利巨幅波动的上市公司。





## 附录二：非金融行业自上而下的盈利预测模型

### 收入增速预测的定量分析

08年经济增速虽有所回落，但依然高位运行，因此，企业销售增长未见明显放缓。展望09年，内外交困，宏观经济将出现加速恶化，尽管表现形式有所不同，出口和消费需求放缓、企业自主意愿的投资萎缩都给上市公司收入增长带来下行风险。

因此，我们基于固定资产投资（名义）、出口（人民币计价）、消费品零售（名义）增速、经济下行虚拟变量（例如，在98年、01年、05年分别取1）等宏观变量做自上而下的企业收入增长的多因素回归分析，可以收入增长与以上相关宏观变量的长期关系。基于此关系，2008年及2009年非金融行业收入增长在基本情景和悲观情景的假设下分别如表所示。

表 23：需求放缓之下企业收入下调风险的定量分析

	收入增长预测	固定资产投资增速	出口增速(RMB)	社会消费品零售增速	经济周期虚拟变量
<b>基本情景</b>					
2008E	19.2%	22.8	7.0	18.6	0
2009E	5.8%	8.0	0.0	13.0	1
2010E	11.5%	10.0	2.0	11.7	0

资料来源：中金公司研究部

实际上，上面的结果与历史经验分析的结果也是基本吻合的。我们注意到中国经济受外需放缓主导的经济周期1997-1999年和2001-2003年，非金融类上市公司的收入增长均低于名义GDP的增长（以GDP增速+CPI作为名义GDP）。在亚洲金融危机爆发后的1998年，收入增长仅5.1%，比名义GDP增速低0.9个百分点；在美国高科技泡沫破灭的2001年，收入增长仅6.7%，比名义GDP增长低2.6个百分点。而中金宏观组预测2008年GDP增长在基本情景下为6-8%，通胀为1.5%，因此以此计算的名义GDP增长将在7.5%-9.5%。如果我们以2001年的情况来参照，考虑到此次百年不遇金融危机的破坏性全球经济09年将陷于衰退的边缘，而且持续时间可能更长，那么2009年企业收入快速回落也将不可避免。而实际上，2001年以来随着对外贸易的高速增长，中国经济对外需的依存度相比已经大大提高，外需放缓的影响可能会更显著。

### 毛利率预测的定量分析

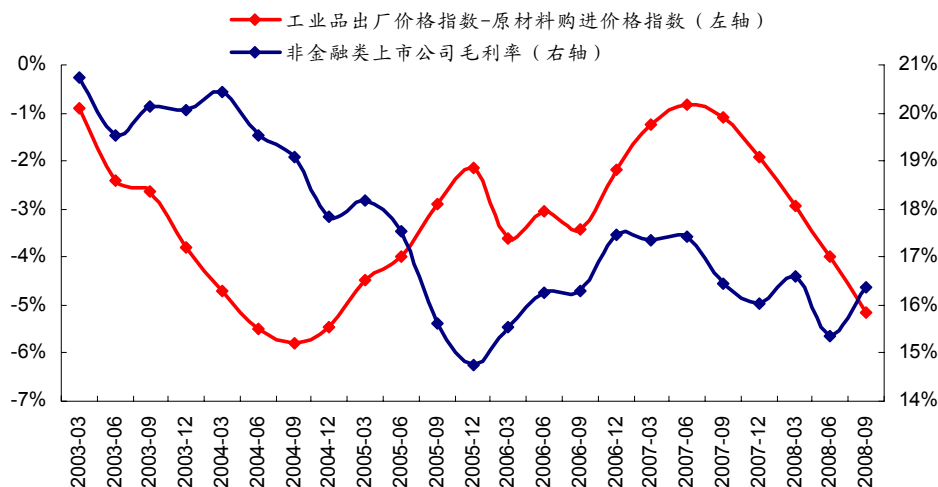
#### 自变量选取

##### (1) PPI-RMPPI（领先一年）

我们在以往的策略报告中多次提出，“工业品出厂价格指数（PPI）与原材料、燃料和动力购进价格指数（RMPPI）之差”可以作为工业企业（主要是制造业企业）的毛利率变化的领先指标。例如，03-04年的原材料价格（RMPPI）大幅上涨压缩上市公司毛利率，而04-05年的宏观调控使得固定资产投资大幅下滑，需求大幅度下滑导致钢材、水泥等产能过剩，导致价格（PPI）迅速回落。这两个因素累计对整体上市公司毛利率影响巨大，指标拐点出现在04年3季度，而毛利率低点则

要到05年4季度才得以体现，从03年1季度的20.7%下降到05年12季度的14.7%，减少了约6个百分点。

图 46: PPI 和原材料购进价格指数的差异是企业毛利率变化的领先指标



资料来源：CEIC，万得 EDB，公司数据，中金公司研究部

直观地从分季度数据可以看出，由于存货周转和会计处理等原因，这个指标实际上要比工业企业毛利率的变化领先一年左右的时间。我们进一步通过对毛利率和工业品出厂价格指数 (PPI) 和原材料购进价格指数 (RMPPI) 的差值的季度平均数做量化的交叉相关性分析可以得出，PPI 和 RMPPI 的差值大概领先毛利率 4-6 个季度左右的时间，即一年左右 (详细方法参见 2008 年 4 月策略报告《企业盈利下调风险量化分析》)。

(2) **CPI 非食品**：消费物价指数反映了消费终端物价水平，也对整体企业毛利率水平有一定的影响。

(3) **WTI 国际油价水平**：原油作为广泛的制造工业和能源的基础材料，油价的波动影响到企业整体的成本，尤其是对上市公司整体业绩占比较大的炼油企业 (主要是中石油、中石化) 毛利率影响显著。

因此，我们基于 PPI-RMPPI (领先 4 个季度)、CPI (非食品)、WTI 油价等自变量做自上而下的企业毛利率的多因素回归分析而得到毛利率的决定关系。我们观察到 PPI-RMPPI 的差值最低点出现在 08 年 3 季度 (极值为 08 年 7 月份的 -5.4%，之后已呈逐步回升趋势)；WTI 国际平均油价最高点出现 08 年 2 季度 (极值为 08 年 7 月份的 145 美元，之后呈快速回落之势)；非食品 CPI 近期高点出现 08 年 3 季度 (极值为 08 年 7-8 月份的 2.1%，之后呈逐步回落之势)。根据我们的量化模型，预计今后一段时间企业整体毛利率水平将继续下滑，其中，制造业企业毛利率拐点有可能在 09 年 2-3 季度左右出现，炼油企业毛利率有明显恢复，一定程度上缓解整体毛利的下滑程度。综合来看，原材料成本上升对毛利率挤压的风险在 09 年 3 季度之前将集中体现出现。

表 24: 企业毛利率下调风险的定量分析

	毛利率预测	PPI-RMPPI (前一期)	WTI平均油价	非食品CPI
<b>基本情景</b>				
2008E	16.4%	-1.3	100.0	1.6
2009E	15.8%	-4.8	63.5	0.1
2010E	16.3%	-2.0	70.0	-1.1

资料来源：中金公司研究部

### 非金融企业净利润增速预测

在上述分析的基础上我们用实证模型来检测盈利的风险。需求放缓与毛利率是企业盈利风险的主要来源。我们基于收入增长、毛利率、以及影响税后利润率的税负和财务负担等因素做企业净利润增长的多因素回归分析，进一步得出 08-10 年的净利润增长。

表 25: 非金融企业盈利下调风险的定量分析

	净利润增长预测	毛利率	收入增长	所得税负担: Net Profit/EBT	一年期贷款基准利率
<b>基本情景</b>					
2008E	-3.7%	16.4%	19.2%	72.0%	7.5
2009E	-23.4%	15.8%	5.8%	72.0%	5.0
2010E	3.5%	16.3%	11.5%	72.0%	4.5

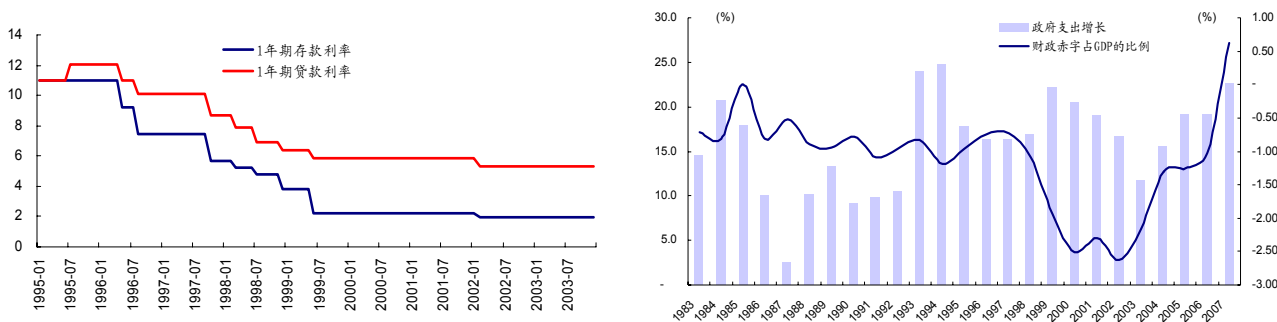
资料来源：中金公司研究部

## 附录三：1997-1999年内需刺激政策的效果

### 推动内需的政策是否有效果？1997年后的内需刺激政策

1997年亚洲金融危机之后中国的政策经验表明，政策虽然难以改变经济周期趋势，但能够一定程度上缓冲经济下滑。从1997年到2003年的政策组合来看，主要的政策方式（见表26）包括财政政策（包括利息、进出口贸易、证券交易等税收调节，收入分配政策，以及发行国债直接进行财政支出等）、货币政策（利率、存款准备金率的调节、信贷与贷款额度等政策），以及房地产政策和其它产业政策等。货币政策方面，从97年开始看，降息一直持续到99年。存、贷款利率下降的幅度都不小。一年期贷款利率从10.08%下调到5.85%，一年期存款利率从7.47%到2.25%。在98年3月，法定准备金率从13%下调至8%。财政政策方面，1997年后的财政赤字占GDP的比例逐年扩大，到2002年达到占GDP2.6%左右的水平。

图 47：1997 年后的货币政策（左）和财政政策（右）

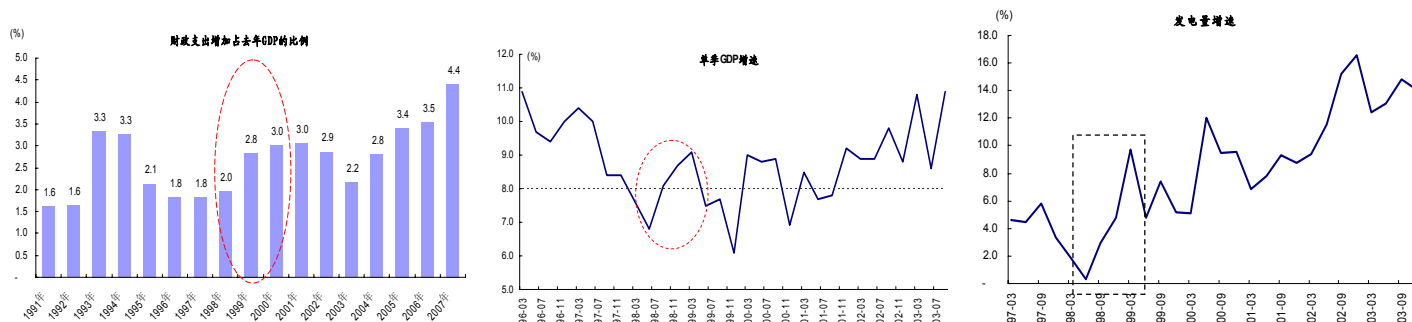


资料来源:CEIC, 万得 EDB, 中金公司研究部

从宏观的层面看，财政支出对经济拉动效果是明显的。虽然主要包括制造业的第二产业投资由于外需的疲弱而并没有起色，但1998年、1999年的政府在基础建设方面的投资大幅增长，使得第三产业的固定资产投资大幅增长(图49)。GDP增速也从1998年第三季度开始有明显的提升，加速趋势持续到1999年的第一季度(图48)。

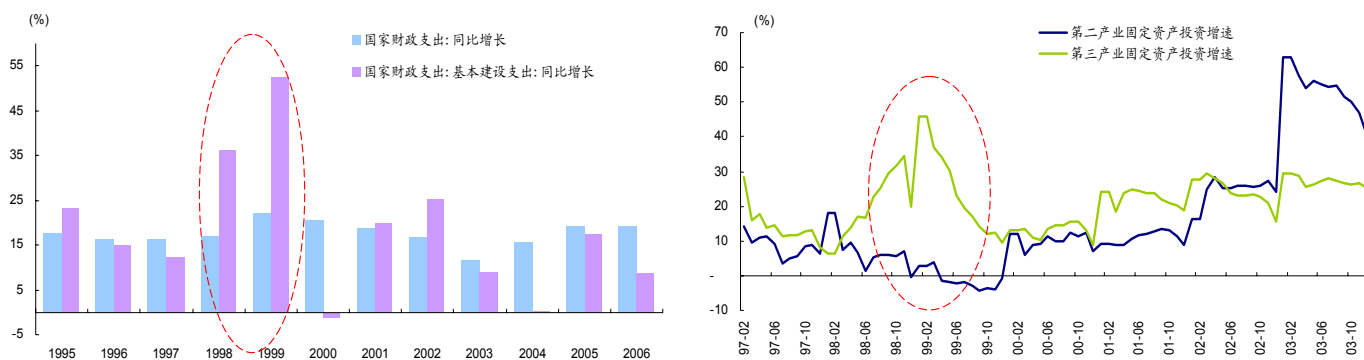
从行业层面看，虽然财政支出带来的需求并没有挽救相关产品价格的颓势，但与固定资产投资直接相关的行业，包括钢铁、煤炭、发电量等，需求增长也出现了一定的恢复。

图 48：财政支出增加占 GDP 比例（左）、季度 GDP 增速（中）、发电量增速（右）



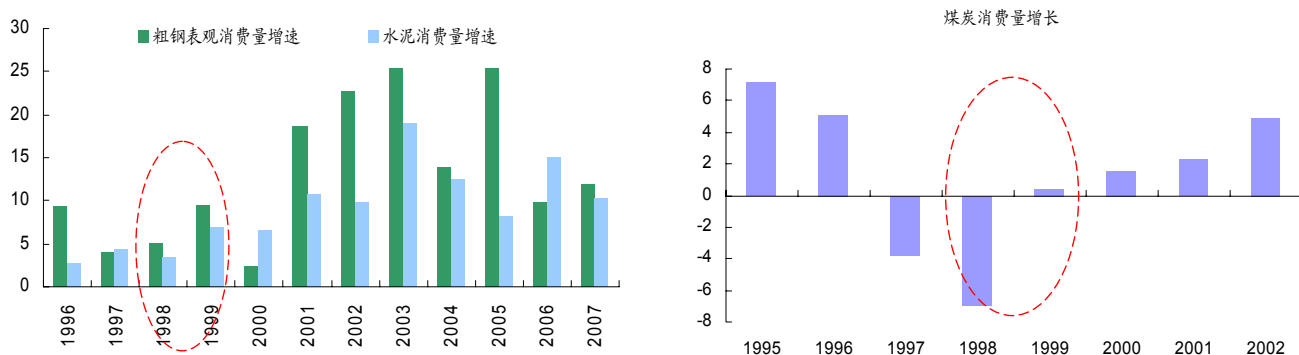
资料来源:CEIC, 万得 EDB, 中金公司研究部

图 49: 财政支出增长与财政支出中基本建设支出增长 (左) 以及第二、三产业 FAI 增速 (右)



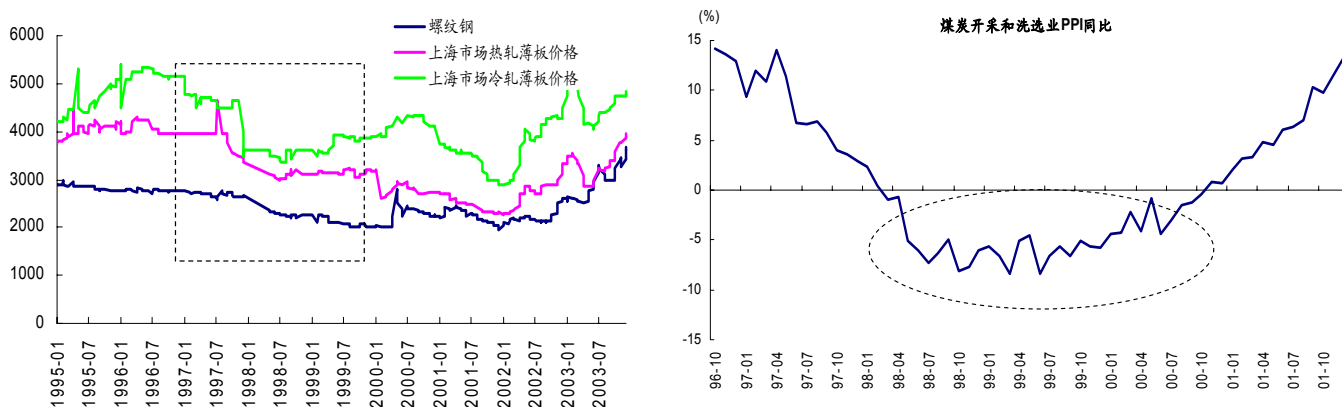
资料来源: CEIC, 万得 EDB, 中金公司研究部

图 50: 粗钢水泥消费量增长 (左) 以及煤炭消费量增长 (右)



资料来源: CEIC, 万得 EDB, 中金公司研究部

图 51: 钢材价格走势 (左) 以及煤炭价格走势 (右)



资料来源: CEIC, 万得 EDB, 中金公司研究部



表 26：1997-2003 年中国的内需刺激政策汇总

日期	类型	内容
1997-9-15	税收政策	我国将大幅度降低关税,从10月1日起进出口商品关税平均水平由23%降至17%。
1997-10-23	降息	从1997年10月23日起,降低金融机构各项存款、贷款利率。各项存款利率在现行基础上平均下调1.1个百分点,各项贷款利率在现行基础上平均下调1.5个百分点。
1997-12-16		国家主席江泽民出席在马来西亚首都吉隆坡举行的中国-东盟首届正式会晤中表示:中国对加强东亚金融合作持积极态度,中国将保持人民币汇率稳定,以利地区金融体系的稳定,并愿研究扩大同东盟的贸易,增加在投资领域的合作。
1997-12-24	货币政策	中国人民银行决定,从1998年1月1日起取消对国有商业银行贷款限额控制,在推行资产负债比例管理和风险管理的基础上,实行“计划指导,自求平衡,比例管理,间接调控”的新管理体制;中国人民银行对商业银行贷款不再按半年度下达指导性计划,改为按季(季)下达指导性计划,这个指导性计划作为中央银行进行宏观调控的监测目标,并供商业银行执行自律资金计划时参考。
1997年	发债	财政部累计发行政府债券530亿元。
1998-1-14		朱镕基总理在全国金融机构行长和总经理会议上再次重申,人民币将保持稳定,不会贬值,这也是中国对亚洲金融稳定作出的贡献。
1998-2-12	税收政策	经国务院批准,财政部、国家税务总局发出《关于提高纺织原料及制品出口退税率的通知》,决定自1998年1月1日起对纺织原料及制品的出口退税率提高到11%。
1998-3-24	货币政策	从1998年3月21日起,对存款准备金制度实施改革,将“原来一般存款和“备付金存款”两个帐户合并,称为“准备金存款”,法定存款准备金率从13%下调到8%。
1998-3-24	降息	从1998年3月25日起,降低金融机构各项存款、贷款利率,各项存款利率在现行基础上平均下调0.16个百分点,各项贷款利率在现行基础上平均下调0.6个百分点。
1998-3-24	降息	改革贴现,再贴现利率确定方式,再贴现利率由现行的按档次再贷款利率下浮5—10%的确定方式,改为按年利率6.03%一个档次执行;贴现利率实行在再贴现利率基础上最高加0.9个百分点的确定方式,具体加幅度由贴现银行确定。
1998-3-31	税收政策	为鼓励加工出口产品的企业使用国产钢材,根据国务院指示精神,财政部、国家税务总局、海关总署发出《关于列入企业销售到保税区“以产顶进”国产钢材予以退税的通知》,该通知规定自1998年1月1日起,对列入企业销售到保税区内指定公司的用于顶进钢材加工出口产品的生产用国产钢材,视同出口,按17%退税率办理退税。
1998-4-7	房地产	中国人民银行发布《关于加大住房信贷投入,支持住房建设与消费的通知》,从1998年开始,人民银行对各商业银行住房(包括建房与购房)自营贷款实行指导性计划管理,只要借款人符合贷款条件,商业银行均可在资产负债比例要求的范围内发放住房贷款。为保证贷款规模取消后的住房信贷投入,1998年新增住房贷款按各行当年新增贷款的15%计算。
1998-5-9	房地产	中国人民银行颁布《个人住房贷款管理办法》,以促进住房消费,支持住房产业成为新的经济增长点。
1998-5-26	货币政策	中国人民银行颁布《关于改进金融服务,支持国民经济发展的指导意见》,以进一步改进金融服务,调整信贷投向,正确处理改进金融服务与加强信贷管理的关系,金融支持与防范风险的关系,及时、有效地增加贷款,提供多种金融服务,促进宏观经济增长目标的实现,支持国民经济持续快速健康发展。
1998-6-16	税收政策	经国务院批准,财政部、国家税务总局发出《关于提高煤炭、钢材、水泥及船舶出口退税率的通知》,决定自1998年6月1日起,提高部分出口货物的退税率:煤炭提高到9%,钢材、水泥提高到11%,船舶提高到14%。
1998-6-30	降息	从1998年7月1日起,降低金融机构存款、贷款利率,同时降低中国人民银行对金融机构准备金存款和再贷款利率,各项存款利率在现行基础上平均下调0.49个百分点,各项贷款利率在现行基础上平均下调1.12个百分点,准备金存款利率下调1.71个百分点,再贷款利率平均下调1.82个百分点,再贴现利率由现行的6.03%下调为4.32%;贴现利率由各金融机构在再贴现利率基础上加,最高不得超过2个百分点。
1998-9-3	财政政策	财政部发出发行1998年10年期国债(1998年8号国债)的公告,计划发行总额1000亿元,从1998年9月4日起分批发行,由四家国有商业银行承销,这笔国债将在1998、1999两年列入国家预算,作为国家预算内基础设施建设项目专项投资,用于国民经济和社会发展急需的基础设施建设投入。
1998-9-11	货币政策	中国人民银行国内下发《汽车消费贷款管理办法》。
1998-9-23	税收政策	经国务院批准,国家税务总局发出《关于提高铝、锌、铜出口退税率的通知》,规定自1998年9月1日起,将铝、锌、铜的出口退税率由9%调整到11%。
1998-12-2	税收政策	经国务院批准,国家税务总局发出通知,自1998年10月1日起将船舶出口退税率提高16%。
1998-12-7	降息	从1998年12月7日起,降低金融机构存款、贷款利率,同时降低中国人民银行对金融机构的准备金存款和再贷款利率,各项存款利率平均降低0.5个百分点,其中一年期存款利率由4.77%降为3.78%,各项贷款利率平均降低0.55个百分点,其中一年期贷款利率由6.93%降为6.39%,准备金存款利率降低0.27个百分点,再贷款利率由现行的4.32%下调为2.96%。
1998-12-31	税收政策	根据国务院决定,海关总署发出通知,自1999年1月1日起,调整部分商品进出口税率,其中降低进口关税税率涉及1014个税目,关税税率平均水平由1998年的17.05%降为16.78%。
1998年	发债	财政部累计发行政府债券4273.5亿元。
1999-1-29	税收政策	经国务院批准,财政部、国家税务总局发出通知,决定提高部分货物的出口退税率,其中,机械及设备、电器及电子产品、运输工具、仪器仪表4类机电产品的出口退税率提高到17%;农业机械、纺织原料及制品等提高到13%;化工原料等提高到11%;农产品提高到5%。
1999-2-23	货币政策	为了扩大国内需求,开拓国内市场,积极稳妥地扩大消费信贷,中国人民银行制定了《关于开展个人消费信贷的指导意见》。
1999-3-2	货币政策	为了进一步发挥农村金融机构在支持农业和农村经济发展中的作用,适当增加农业贷款总量,合理调整贷款结构,切实提高贷款质量,发展农村经济,增加农民收入,扩大农村市场,根据国务院要求,中国人民银行制定了《关于做好当前农村信贷工作的指导意见》。
1999-6-9	降息	从1999年6月10日起,降低金融机构存款、贷款利率,同时降低中国人民银行对金融机构的准备金存款利率、再贷款利率和再贴现利率,各项存款利率在现行基础上平均下调1个百分点,各项贷款利率在现行基础上平均下调0.75个百分点。
1999-7-2	税收政策	为鼓励外商投资企业从事能源、交通基础设施项目,促进中西部地区经济发展,国务院发出《关于扩大外商投资企业从事能源交通基础设施项目税收优惠规定适用范围的通知》,该通知规定,自当年1月1日起,在全国范围内,对从事能源、交通基础设施项目的生产性外商投资企业按照15%的税率征收企业所得税。
1999-7-29	房地产	为配合国家住房制度改革,经国务院批准,财政部、国家税务总局发出《关于调整房地产市场若干税收政策的通知》,该通知规定,对个人购买或销售普通住宅,个人自建自用住宅销售给予营业税、契税、土地增值税等减免优惠,对企业、行政事业单位按房改成本价、标准价出售住房的收入,暂免征收营业税。
1999-8-2	收入分配政策	国务院办公厅转发劳动和社会保障部、财政部等部门《关于决定将国有企业下岗职工基本生活保障、失业保险、城镇最低生活保障线(简称“三条保障线”)标准提高30%,企业离退休人员基本养老金提高15%的通知》。
1999-8-18	税收政策	经国务院批准,国务院办公厅转发外经贸部等部门《关于进一步采取举措鼓励扩大外贸出口的意見》,其中提出了进一步鼓励外贸出口的税收政策。
1999-8-23	税收政策	根据国务院的决定,财政部、国家税务总局发出《关于固定资产投资项目调整有关政策问题的通知》,对固定资产投资应税项目在当年7月1日至12月31日期间实际到位的投资额,按照原规定的税率减半征收固定资产投资方向调节税。
1999-9-5	收入分配政策	财政部发出紧急通知,要求各地认真落实调整收入分配政策的各项措施,要求各地务必在9月15日前将有关社会保障补贴、离退休金、职工工资按提高后的标准发放到有关人员手中。
1999-9-21	房地产	为进一步推进住房制度改革,给予城镇住房居民更大的政策优惠,促进住房消费,带动经济增长,中国人民银行和建设部决定延长个人住房公积金贷款期限,最长期限由原来20年延长到30年,降低个人住房公积金贷款利率水平。
1999-9-30	税收政策	国务院发布《对储蓄存款利息所得征收个人所得税的实施办法》,从中国境内的储蓄机构取得人民币、外币储蓄存款利息所得的个人,应缴纳个人所得税,适用20%的比例税率。该办法自当年11月1日起执行。
1999-10-22	税收政策	根据国务院的指示,海关总署发出《关于进一步鼓励外商投资有关进口税收政策的通知》,对指定进口项目可以按照规定免征关税和增值税。
1999-11-21	降息	从1999年11月21日起,降低存款准备金率2个百分点,从8%降至6%。
1999-12-8	税收政策	财政部、国家税务总局发布《技术改造国产设备投资抵免企业所得税暂行办法》,自当年7月1日起执行。该办法规定,在中国境内投资于符合国家产业政策的技术改造项目的企业,其项目所需国产设备投资的40%可从企业技术改造项目设备购置当年比前一年新增的企业所得税中抵免。
1999-12-8	税收政策	国家税务总局发布《关于实施对在中西部地区的外商投资企业给予三年减按15%税率征收企业所得税的优惠的通知》,自2000年1月1日起执行。
1999-12-17	税收政策	为贯彻国家宏观调控政策,扩大内需,鼓励投资,根据国务院的决定,财政部、国家税务总局、国家发展计划委员会发出《关于暂停征收固定资产投资方向调节税的通知》,该通知规定,对固定资产投资方向调节税暂行条例规定的纳税人自2000年1月1日起新发生的投资额,暂停征收固定资产投资方向调节税。
1999年	发债	财政部累计发行债券2446亿元。
2000-8-21		受国务院委托,财政部部长项怀诚向九届全国人大常委会常务委员会第十七次会议关于提请审议增发长期建设国债用于增加固定资产投资和2000年中央预算调整方案(草案)议案的说明,为扩大国内需求,加快结构调整步伐,巩固和发展当前经济回升的良好势头,促进国民经济持续快速健康发展,国务院向全国人大常委会提出议案,拟由财政部在2000年下半年向商业银行增发500亿元长期建设国债,用于增加基础设施投资,同时,相应调整2000年中央预算。
2000-9-22	产业政策	财政部、国家税务总局和海关总署联合发出《关于鼓励软件产业和集成电路产业发展有关税收政策问题的通知》,以税收优惠政策推动我国软件产业和集成电路产业的发展,增强信息产业创新能力和国际竞争力。
2000-11-29	房地产	财政部、国家税务总局联合下发《关于公有制单位职工首次购买住房免契税的通知》,决定从发文之日起,对各类公有制单位为解决职工住房而采取集资建房方式建成的普通住房,或由单位购买的普通商品住房,经当地县级以上人民政府房地产部门批准,按照国家房改政策出售给本单位职工的,属职工首次购买住房,均比照《中华人民共和国契税暂行条例》第六条第二款“城镇职工按规定第一次购买公有住房的免征”的规定,免征契税。
2000年	发债	财政部累计发行债券2719.5亿元。
2001-1-1	税收政策	经国务院批准,国务院关税税则委员会调整部分进出口商品的税率,税率:进口关税的算术平均税率由16.4%降至15.3%,同时调整入境旅客行李物品和个人邮递物品进口税率。
2001-6-21	税收政策	为了增强我国纺织品在国际市场上的竞争能力,根据国务院的指示,国家税务总局发出通知,规定从当年7月1日起,将纱、布的出口退税率由15%提高到17%。
2001-7-20	产业政策	为了支持农业生产的发展,经国务院批准,财政部、国家税务总局发出《关于若干农业生产资料征免增值税政策的通知》。
2001-11-16	税收政策	财政部决定即日起将证券(股票)交易(包括A股和B股股权转让)印花税税率降为2%。
2001-12-11	税收政策	国务院关税税则委员会自2002年1月1日起再次调整部分进出口货物的税率,税率:其中降低了5332个税目的进口关税税率,降低税率的税目占税则税目总数的72.9%;进口关税的算术平均税率从15.3%降至12%,降幅为21.6%;同时,降低入境旅客行李物品和个人邮递物品进口税率。
2001年	发债	财政部累计发行债券3083.53亿元。
2002-2-21	降息	从2002年2月21日起,降低金融机构人民币存款、贷款利率,金融机构各项存款利率在现行基础上平均下调0.25个百分点,各项贷款利率在现行基础上平均下调0.5个百分点,金融机构在中国人民银行的准备金存款利率由2.07%下调为1.89%,中国人民银行的各档次再贷款利率分别下调0.54个百分点。
2002-6-1	税收政策	财政部、国家税务总局发出《关于外商投资企业追加投资享受企业所得税优惠的通知》。
2002年	发债	财政部累计发行债券4461.4亿元。
2003-1-1	税收政策	中国调整部分进出口货物的税率,其中降低了3019个税目的进口关税税率;进口关税的算术平均税率从12%降至11%,降幅为8.3%。
2003-3-14	产业政策	为对外经贸合作,财政部联合下发《关于支持我国企业承包国际工程的若干意见》(外经贸发[2003]65号),加强经贸合作,支持企业实施“走出去”战略。
2003-6-5	房地产	印发了《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》(银发[2003]121号),要求商业银行进一步落实房地产信贷政策,防范房地产信贷风险,促进房地产金融健康发展。
2003-8-23	货币政策	经国务院批准,中国人民银行宣布从2003年9月21日起,将金融机构存款准备金率由原来的6%调高至7%,城市信用社和农村信用社暂按执行6%的存款准备金率不变。
2003-10-23	税收政策	国务院发布关于改革现行出口退税机制的决定,对现行出口退税机制进行改革,决定明确了改革的具体内容,一是适当降低出口退税率;二是加大中央财政对出口退税的支持力度;三是建立中央和地方共同负担出口退税的新机制;四是推进外贸体制改革,调整出口产品结构;五是累计欠退税由中央财政负担。同时,财政部、国家税务总局联合发出了关于调整出口货物退税率的通知。
2003-12-21	降息	下调超额存款准备金利率,金融机构在中国人民银行的超额存款准备金利率由现行年率1.89%下调到1.62%,法定存款准备金利率维持1.89%不变。
2003年	发债	财政部累计发行债券5442.37亿元。

资料来源: PBoC, MoF, SAoT, 中金公司研究部

表 27: 最近中央政府以及各部委提出的内需刺激计划和相关投资额度

时间	相关行业	内容	投资金额(人民币)
2008-11-23	卫生部	加强基层医疗卫生服务体系作为民生工程被列为国家今年新增投资的重要领域, 国家安排专项投资48亿元。卫生部新闻发言人毛群安说, 按照优先安排拉动面广、产业链长、能尽快启动实施项目的原则, 国家新增的48亿元投资将用于支持农村卫生服务体系, 主要内容包括: 一是支持7300多个农村卫生项目, 二是拟用于支持建设农场、林场和海岛基层卫生机构, 以及包括东部贫困地区在内的卫生院约6000个。	专项投资48亿
2008-11-20	工信部	工业和信息化部二十日表示, 为配合中央政府扩大内需保增长举措, 将尽快启动一批有利于增强经济发展后劲的大型工程项目。	n.a.
2008-11-14	民航局	航2009年计划新开工成都、西安、广州等枢纽和干线机场工程, 及延安、吕梁、淮安等40多个支线机场工程, 建设项目投资规模为2000亿元; 2010年, 计划新开工上海浦东、成都、武汉、南京等枢纽和干线机场, 及稻城亚丁等20多个支线机场建设, 建设项目投资规模将达到2500亿元。	未来三年2500亿
2008-11-13	环保	在11月12日召开的中国环境与发展国际合作委员会2008年会上, 环保部党组书记、部长周生贤透露, 今后三年, 中国将从各方筹集1万亿元资金用于环境保护。	未来三年10000亿
2008-11-12	房地产	住房和城乡建设部官员表示, 未来三年中国将筹集九千亿元人民币资金用于住房保障, 将主要用于廉租住房、经济适用房建设以及棚户区改造, 基本解决城市低收入住房困难家庭的住房问题。	未来三年9000亿
2008-11-12	能源	国务院常务会议核准审批固定资产投资项目。会议核准宁夏中卫经11个省(区、市)至广州、香港的西气东输二线项目东段工程, 总投资930亿元; 核准955亿元的广东阳江核电工程和浙江秦山核电厂扩建工程, 另外还审批了总投资174亿元的新疆、贵州、江西等地水利枢纽工程和内蒙、安徽等地一批民用机场项目	总投资2059亿
2008-11-10	交通运输	交通运输部规划司副司长李兴华表示, 预计2008年交通固定资产投资总量将在8,000亿左右; 同时, 在拉动内需措施的推动下, 将力争明年后两年交通固定资产投资规模平均达到1万亿元的水平	明年后两年平均10000亿
2008-11-10	铁路建设	铁道部——08年争取超额完成500亿。铁道部发展计划司司长杨志明表示, 2008年铁路基本建设投资计划完成3,000亿元, 针对目前拉动内需新形势, 争取超额完成基本建设投资500亿元; 经过初步测算, 2009年, 铁道部将安排铁路建设投资6,000亿元, 将会创造600万个就业岗位, 需要钢材2,000万吨, 水泥1.2万吨, 估计对GDP的拉动可以达到1.5个百分点	09至10年11000亿
2008-11-9	铁路建设		09至10年11000亿
2008-11-9	公路建设		09至10年16600亿
2008-11-9	港口建设		09至10年3060亿
2008-11-9	城市轨道交通	国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议, 研究部署进一步扩大内需促进经济平稳较快增长的措施。会议确定了当前进一步扩大内需、促进增长的十项措施, 到2010年底约投资4万亿元。	09至10年2250亿
2008-11-9	灾后重建(交通、通信、能源、水利等)		09至10年1000亿

资料来源: 新华网, 中金公司研究部

表 28: 最近地方政府提出的内需刺激计划和相关投资额度

时间	省市	内容	投资金额(人民币)
2008-11-20	福建	福建省委日前召开常委扩大会议, 研究部署当前进一步扩大内需、促进经济持续较快增长的对策举措。福建省省长黄小晶表示, 到2010年, 福建将投入省级以上财政性资金700亿元以上, 省重点项目完成投资3400亿元以上。	未来三年3400亿
2008-11-19	海南	为进一步扩大内需、促进经济增长, 海南正在加紧编制全省固定资产投资三年规划, 预计2009至2010年全省全社会固定资产投资二十四百亿元人民币, 未来三年二千四百亿元将投向农业、新型工业、旅游房地产、高新技术、基础设施、社会民生等二百七十九项重点项目, 其中包括三十万辆汽车、一百万吨乙烯、文昌火箭发射中心、东环铁路、凤凰机场和美兰机场扩建、海南大学“二一工程”、廉租房改造等重大项目。	未来三年2400亿
2008-11-16	北京	北京市交通委有关负责人16日在地铁大兴线开工仪式上表示, 从现在起到2010年, 北京市将累计投资900亿元建设轨道交通, 使全市轨道交通通车总里程将达到300公里, 其中新建成轨道交通线路100公里。	未来900亿
2008-11-16	北京	北京如何分配用于扩大内需、促进经济发展的一千二百亿元至一千五百亿元人民币政府投资? 北京市发改委委员张燕友十六日表示, 资金分配方案将于近期公布, 其中部分资金会用于中小企业以及再担保公司。	1200~1500亿
2008-11-14	上海	在中央出4万亿拉动内需政策后, 俞正声在召集了民营企业座谈会后, 11日宣布, 上海制定了加快基础设施建设、促进社会事业均衡发展、稳定房地产市场等8项具体措施, 分别涉及: 加大铁路、高速公路等基础设施建设; 加大对城市道路、市容环境整治的投入; 社会事业的投入将向郊区倾斜等。	预计明年达千亿元
2008-11-13	广东	广东省省长黄华日前接受媒体采访时表示, 广东将加快基础设施和产业发展等重大项目建设, 以重大项目带动社会投资, 实施“新十项工程”, 5年内计划总投资2,374亿元。	5年内计划投资20000亿
2008-11-13	浙江	13日下午, 浙江省省长吕祖善表示, 浙江在交通上, 围绕着铁路方面的建设, 围绕着现代公路的运输和体系, 譬如水利的设施建设、能源, 特别是新建能源的一些建设, 环境保护的一些建设, 农业基础设施的一些建设, 民生的一些建设, 还包括企业自主创新、结构调整, 大体上谈了一些项目。这些项目包括原来省政府今年年初提出的“六大行动计划”, 其中有一项重大项目的“三个千亿”, 这个项目原来是预期5年完成的, 现在决定要提前完成。	3000亿
2008-11-13	天津	滨海新区大力引进和加快建设高水平重大项目, 实现“投产达标一批、开工建设一批、储备报批一批”。提前2个月完成年初确定的全年新开工项目计划。重大项目建设进一步提速, 一批大项目将于2009年到2010年陆续竣工投产。与此同时, 明年后开工的储备项目不断增加。截至目前, 滨海新区新增储备项目337个, 投资规模达3000亿元以上。其中今年新引进的项目258个, 投资总额2000多亿元。	2000亿
2008-11-13	河北	11月13日从河北省发改委获悉, 为落实中央扩大内需促进经济增长的十项措施, 河北省确定重点建设559个项目, 总投资达5889亿元。这些项目已陆续上报国家发改委。此次确定的项目包括粮食安全生产项目31项, 重大农业基础设施工程项目20项, 农村民生工程项目24项, 重大环保生态和节能减排项目239项, 重大能源、交通基础设施项目27项, 廉租住房和棚户区改造项目42项, 自主创新、结构调整和产业转型项目139项, 促进协调发展的重点项目2项, 其他药监、地质灾害项目、服务业项目等35项。	5889亿
2008-11-12	山东	人民银行济南分行和山东省发改委12日向山东省内金融机构公布了明年拟开工建设的240项重点项目, 这些项目涉及“三农”、先进制造业、现代服务业、基础设施、基础产业和社会民生等8个大领域, 总投资约8000亿元。	8000亿
2008-11-11	广西	11月11日, 广西壮族自治区主席马飏主持召开全区扩大内需工作会议, 部署今年内和明年年初新增投资安排, 拟在今年剩余时间内再增加777.94亿元投资。	年内778亿
2008-11-10	重庆	目前, 保持经济平稳增长, 国家提出扩大内需。重庆市政府有关部门负责人11月10日透露, 在扩大内需方面重庆市已有了一些初步政策考虑, 而市发改委就提出了, 在未来5年内投下3000亿元, 改善人居扩大内需。	5年3000亿
2008-11-9	四川	四川省发改委主任刘捷表示, 我省近期将举行专题会议, 就20项措施中要求加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设。记者从省发改委获悉, 今年四川省共计划安排重大项目462个, 涉及总投资额高达18966亿元, 其中全年将新增高速公路150公里, 建设农村公路1.5万公里, 基本建成铁路77公里。0亿元灾后重建基金的落实、使用情况做详细说明。据悉, 四川还将陆续出台针对性的具体措施, 确保在灾后重建关键时刻, 四川经济稳步良好发展。	近20000亿
2008-11-8	辽宁	辽宁省政府计划未来五年向大连港注入100亿的资金扶持其发展, 并已经开展了辽宁省港口的整合, 除营口港(7.38, 0.10, 1.37%, 吧)外, 辽宁省的其他港口包括锦州港(3.93, -0.10, -2.48%, 吧)、丹东港、葫芦岛港等都要以股权合作的形式进入大连港集团。	未来五年100亿

资料来源: 新华网, 中金公司研究部

表 29：央行近期降息一览（最新更新）

	降息周期起始	调整前利率	本次调整 调整后利率	幅度	四次降息累计 调整幅度
<b>一、城乡居民和单位存款</b>					
(一) 活期存款	0.72	0.72	0.36	-0.36	-0.36
<b>(二) 整存整取定期存款</b>					
三个月	3.33	2.88	1.98	-0.90	-1.35
半年	3.78	3.24	2.25	-0.99	-1.53
一年	4.14	3.60	2.52	-1.08	-1.62
二年	4.68	4.14	3.06	-1.08	-1.62
三年	5.40	4.77	3.60	-1.17	-1.80
五年	5.85	5.13	3.87	-1.26	-1.98
<b>二、各项贷款</b>					
六个月	6.57	6.03	5.04	-0.99	-1.53
一年	7.47	6.66	5.58	-1.08	-1.89
一至三年	7.56	6.75	5.67	-1.08	-1.89
三至五年	7.74	7.02	5.94	-1.08	-1.80
五年以上	7.83	7.20	6.12	-1.08	-1.71
<b>三、个人住房公积金贷款</b>					
五年以下（含五年）	4.77	4.05	3.51	-0.54	-1.26
五年以上	5.22	4.59	4.05	-0.54	-1.17

资料来源：PBoC，中金公司研究部

## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街1号  
国贸大厦2座28层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100022  
北京市朝阳区建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9169

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海淮海中路证券营业部  
中国 上海 200020  
淮海中路398号  
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1196

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
国际金融中心第一期29楼  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司  
国际金融中心第一期29楼  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司  
国际金融中心第一期29楼  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳福华一路证券营业部  
中国 深圳 518048  
福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。