

[2008.05.15]

# 国泰君安研究所晨报

翟鹏

021-38676640

zhaipeng@gtjas.com

## 今日聚焦：

- 4月全国工业增加值同比增速 15.7%，低于市场预期。
- 地动山摇无阻反弹继续

## 目录

### 要闻点评

- 4月全国工业增加值同比增速 15.7%
- 5月14日大盘点评
- 广东外贸增幅落后全国 10个百分点
- 沪宁城际铁路确定于下月开工建设

### 行业与公司信息点评

- 中国铁建(601186)：主观能动性与外部环境博弈
- 四川地震对化工产品影响不大
- 四川地震对电信行业的影响
- 四川地震对家用电器行业的影响
- 四川地震对工程机械板块的影响
- 四川地震对煤炭行业的影响
- 四川地震对交通运输业的影响：汶川地震影响有限

### 近期研究报告精粹

- 地动山摇无阻反弹继续--地震对市场及各行业的影响
- 银行业行业月报：宏观调控继续显现，震灾对银行总体影响中性
- 地震短期影响有限——评估“汶川”特大地震经济影响
- 股指期货系列报告之十四：全球重大金融危机期间的股指期货异动

沪市涨幅前五		沪市跌幅前五		深市涨幅前五		深市跌幅前五	
福建水泥	10.06%	百大集团	-21.72%	江钻股份	10.04%	登海种业	-9.78%
四川金顶	10.04%	金健米业	-8.13%	东方钨业	10.03%	金德发展	-8.15%
路桥建设	10.04%	香梨股份	-6.93%	石油济柴	10.03%	丰乐种业	-7.58%
西南药业	10.03%	广电信息	-6.01%	关铝股份	10.02%	顺鑫农业	-7.01%
凯诺科技	10.03%	亚宝药业	-5.89%	常铝股份	10.02%	隆平高科	-6.90%

## 海外市场指数

	收盘 (点)	涨跌幅(%)		
		1日	5日	本年
道琼斯	12898.38	0.52	-2.39	6.43
S&P500	1408.66	0.40	-1.81	3.52
NASDAQ	2496.70	0.06	-1.27	9.81
伦敦 FTSE100	6216.00	0.07	1.92	3.80
香港恒生	25533.48	-0.08	-4.49	39.3
香港国企	13980.24	0.02	-6.62	55.9
日经指数	14167.90	0.35	-1.33	-11.1
台湾加权	9018.42	0.32	-1.91	8.72

## 国内市场指数

	收盘 (点)	涨跌幅(%)		
		1日	5日	本年
上证综指	3657.43	2.73	-2.16	96.6
深证成指	13532.34	3.50	-3.14	166
沪深300	3975.78	3.22	-2.03	162
上证国债	113.35	-0.05	0.07	-0.46
上证基金	4652.35	2.06	-1.67	143
深圳基金	4654.83	1.74	0.02	149

## 期货市场

	收盘 (点)	涨跌幅(%)		
		1日	5日	本年
NYMEX 原油	124.22	-1.26	8.29	58.3
纽约期金	866.50	-0.36	3.24	24.2
LME 铜	8125	-1.34	-1.46	6.10
LME 铝	2940	-0.17	1.59	-14.1
BDI 指	10649	2.85	6.85	107.9
郑糖	3887	-1.24	1.12	2.36
郑棉	14120	-0.77	0.04	3.50

## 货币市场

	收盘 (点)	涨跌幅(%)		
		1日	5日	本年
美元/人民币	7.00	0.01	-0.18	-6.51
NDF(一年)	6.63	0.02	-2.17	-9.39
欧元/美元	1.55	-0.08	-0.13	10.6
美元/日元	105.26	-0.01	2.33	-6.11
银行间 R007	3.38	1.91	2.27	45.1
美国 10 年期 国债利率	3.91	0.00	-2.82	-14.4

晨会助理：许娟娟

www.askgtja.com

## 要闻点评

### 4月全国工业增加值同比增速 15.7%

4月份，全国规模以上工业企业（年主营业务收入500万元以上的企业）增加值同比增长15.7%，比上月回落2.1个百分点，比上年同月回落1.7个百分点。

点评：4月工业增加值增速回落超出预期，主要是因为顺差同比的大幅回落造成的，15.7%的增速为名义值，实际值更低。这显示经济增长仍处于下降通道之中，但没有硬着陆的风险。

### 5月14日大盘点评

昨日大盘强势上涨，我们认为主要因素有两个：一是从周一走势看大盘本就有上涨的能量，只是被地震事件暂时中断；二是证监会新出台《证券异常交易实时监控指引》为市场做多的信心提供了支撑。有色板块一改前日颓势表现出色，可能一方面是受国际期货市场有色金属上涨刺激，另一方面，四川的震灾促发了市场对锌、铝产能受损的预期。但是该强势行情能否持续，我们持谨慎态度，从宏观面上看，CPI高涨的同时四月份信贷发放量已经超过全年的一半，让市场对银根紧缩仍有顾虑，另外本次灾情造成的影响尚难以评估，最后从技术上看，昨日大盘刚刚突破10日均线，有一定回调压力，综合起来，今日振荡盘整可能性较大。经过前期板块轮动，券商、煤炭、农业化肥、医药等不少板块涨幅已经超过50%，短期需振荡调整，但仍存在进一步上升的空间，只是之后的行情中个股分化会比较明显，需要细心寻找有实质利好支撑的股票。

### 广东外贸增幅落后全国10个百分点

据海关最新统计，2008年1-4月广东省进出口贸易总值为2073.8亿美元，比上年同期（下同）增长14%，低于全国24.4%的增长幅度，占全国进出口总值的26.2%。

4月广东省进出口总值为574.4亿美元，增长13.8%，低于全国23.9%的增长幅度，占全国进出口总值的26%。其中，出口329亿美元，增长13.2%，低于全国出口21.8%的增长幅度，占全国出口总值的27.7%；进口245.4亿美元，增长14.6%，低于全国进口26.3%的增长幅度，占全国进口总值的24.1%。

以上数据显示，全国第一大外贸大省广东，外贸增速明显放缓。受人民币升值、出口退税和加工贸易政策调整、劳动力成本上涨以及美国次贷危机的多重因素叠加影响，今年以来广东外贸正面临前所未有的挑战，一些劳动密集型的玩具、服装、鞋等传统出口产品的加工厂相继倒闭。

### 沪宁城际铁路确定于下月开工建设

京沪高铁正在兴建，沪宁城际铁路也将开工，加上现有的京沪铁路、沪宁高速及312国道，预计到2012年，沪宁间将出现五大通道“并驾齐驱”的局面。江苏省交通厅副厅长、省铁路办副主任张晓铃昨天表示，届时，南京到上海有多种选择，最快只需1小时左右。

今年初，国家发改委正式批复江苏省、上海市和铁道部三方递交的“上海至南京城际轨道交通”可行性研究报告。这个项目规划、论证了近4年，投资估算总额为394.5亿元，由三方合资建设，总工期原定为4年。据介绍，为了呼应上海世博会，尽早实现沪宁杭“一小时都市圈”，江苏省表示将全力以赴克服困难，确保沪宁城

际铁路在 2010 年上海世博会前建成通车，工期缩短至 2 年。

## 行业与公司信息点评

### 中国铁建(601186)：主观能动性与外部环境博弈

#### 投资要点：

“十一五”铁路建设规划投资 1.25 万亿，其中 06-07 年完成 3776 亿元，08-10 年平均每年至少将完成 2908 亿元才可实现规划目标，相当于每年至少约需完成 2035 亿基本建设投资。铁建市场份额约为 40-45%算，每年至少可实现铁路建设收入 814-916 亿元，08-09 年是实现收入高峰期。

2007 年高铁和客运专线收入占公司铁路板块收入 60-70%，高铁合同定价提升对公司铁路板块毛利率进而提升整体毛利率至关重要。目前高铁参考普通铁路定价已开始逐步修改，前期人工费用定额已经调整，基本上是遵循成熟一项调整一项、进行单项部分调整，是一个渐进的过程。

基建建设板块中原材料成本占 50%，这其中钢铁水泥等原料约占 60%，其他砂石料等地料占 40%，其中前者主要为业主采购和业主控制采购，后者主要为公司自主采购。通过高铁合同定额定价调整、项目经理责任成本管理加强，预期未来 2-3 年铁路建设板块毛利率提升 1-2 个百分点。

公司指出要进一步进行机构和职能的调整，进一步推行扁平化管理，提高管理效率。要进一步严格费用开支管理制度，加强预算管理，严格控制费用开支。要加大资金集中管理力度，提高资金使用效率，降低财务费用。财务费用下降明显，计划在 2008 年的三项费用率要进一步降低。

2007 年国外收入 64 亿，占总收入 3.6%，新签合同和未完工合同量同增 107%、178%，预期 08 年海外收入将达到 130 亿、占比提升至 6%以上，国外毛利率高于国内有助于整体毛利率提升。房地产 07 年仅 7 亿收入，预期房地产 08 年可实现约 20-30 亿收入，09 年实现 40-50 亿收入。

地产板块毛利率有 32%，有助于公司盈利水平提升。公司在业务规模拓展、盈利质量提升、盈利能力增加上进行卓有成效的主观能动性努力，值得欣赏和赞许，但仍面临外部原材料价格上升、紧缩性宏观调控等不利影响，目标能否实现仍有待更多数据来观察，对此持谨慎乐观态度。

(韩其成)

### 四川地震对化工产品影响不大

#### 投资要点：

汶川地震对川内化工企业的影响不大，除了部分位于德阳、绵阳和成都周边的企业

的正常生产受到影响外，其他区域应该能够保证机器设备以及厂房的完整，由于大部分化工产品属于粒料等袋装产品，震动的冲击不会对产品有任何本质影响，但是可能受到交通运输的影响而产生部分产品的积压。

从公告情况来看，川化股份位于成都青白江，受地震灾害的影响不大，机器设备和房屋建筑基本没有受到破坏，但是迫于余震影响，企业都进行了停产限产，转而进行生产装置的检修。

四川省化工工业产值占比为 2.9%，化工类企业数占比为 3.29%，其中无机盐制造业工业产值占比超过 13%，化学矿采选业占比达到 9%，氮肥制造业工业产值比重为 8.8%，考虑到地震区域范围较大，对人们的正常生活造成的影响短期内无法恢复，部分企业生产也会相应的受到影响。

目前上市公司中，明显受到影响的就是几家尿素生产企业，其中四川美丰具有 100 万吨尿素生产能力，目前位于四川德阳，离灾区较近，目前正在评估中，预计恢复生产需要一段时间；川化股份具有 80 万吨尿素产能，地处成都东北部，从公告的结果来看，对生产设备的影响应该不大，但是人员和运输其他方面可能会受到较大影响；泸天化位于四川东南部，具有 160 万吨尿素生产能力，受地震影响最小。虽然目前春耕基本已经接近尾声，但是地震导致的废料减产可能短期内对化肥尤其是尿素价格会产生一定的影响，但是长期来看，尿素小幅过剩的局面还将延续，再加上高关税和国家限价的影响，并不具备持续上涨的条件。

另外值得关注的是部分交通路线短期内较难恢复，可能会影响到化工产品的运输，再加上入川路线较少，国家可能会将重点集中在救灾物资的运输方面，因此可能会导致部分产品的积压，但是具体影响较难预计。

（魏涛、王培）

### 四川地震对电信行业的影响

运营商受损情况：地震对移动通信影响大于固网通信。根据工信部数据显示，地震初发时期，移动通信在四川、甘肃、陕西三个省共有 4457 个基站因停电原因退出服务，四川联通阿坝地区 G、C 两网全部中断；但截止 13 日退服基站已减少至 2606 个。中国电信虽然部分固话受到影响，但在成都等重要地区固话基本畅通；长途电话也基本畅通。目前中国卫通已派出卫星电话，四川电信、移动、联通已派出应急通信车、海事卫星电话、VSAT 设备等赶赴震区进行通信保障。

对运营商影响微小：目前影响基站数量已减少至 2606 个（而且还在不断修复中），全国中移动和联通基站数量合计约为 50 万个，因此受影响基站数量仅占 0.5%，对收入、资产影响非常微小。

对设备商有益但影响有限：由于受损基站数量有限且在不断修复中，因此对设备商影响有限。此外，由于地震导致通信线路受损，光缆、电缆、射频电缆断裂、受损

情况较严重，5月13日中国移动新增光纤光缆采购，其中向亨通光电新增采购光缆8000芯公里，中天科技首批抗震救灾物资——50公里射频电缆已启运，预计光纤光缆厂商亨通光电、中天科技、烽火通信产品销量仍将提升，虽占全年销量比例有限。

5.17 电信重组宣布的传闻恐难实现。前期市场传闻重组方案可能于电信日 5.17 日宣布，但我们认为尽管重组迫切，但由于网络交接于奥运会后完成，5-7 月需实现人事任命、资产评估、财务核算的重组准备工作，因此宣布时间未必会是在近日，加之地震影响，即使是运营商高管的人事任命也需要政治局会议通过，因此 5.17 电信重组宣布的传闻恐难实现。

我们认为电信重组可能在 5 月-7 月逐步明晰，2008 年底前有望完成整合。我们仍认为通讯设备在未来 2-3 年盈利增长轨迹明晰确定，行业内主流公司具备显著投资价值。给予中兴通讯、国脉科技、中天科技、武汉凡谷、亨通光电“增持”评级。  
(陈亮)

#### 四川地震对家用电器行业的影响

##### 投资要点：

此次地震震级较强，在造成汶川周边人民生命财产损失的同时，还带来绵阳、成都等大面积地区居民家中家电的损坏。

此次震灾影响范围较广，对家电企业的影响，我们认为在生产、运输和存货等三个方面：对生产和运输的影响是短暂的，对存货的影响需要观察。

从生产方面来看，在川渝地区的生产基地的上市公司包括：四川长虹、格力电器、美的电器、青岛海尔、美菱电器等。格力、美的、海尔等的重庆生产基地出现了暂停生产，但目前已经开始恢复生产。根据长虹和美菱的公告，在绵阳地区所属区域暂停生产。由于四川长虹本部所在绵阳，所受影响相对较大一些。

从运输方面来看，高速公路基本已经恢复，但是运输效率会受到制约，不过我们估计对物流的影响是非常有限的。

从存货方面来看，这些对所有在川渝地区销售的家电企业都可能会有影响，我们估计库存（包括企业库存和渠道库存）的坏损率应该会略有提高，但是影响会非常有限。毕竟库存量有限，坏损可能性较低，而川渝地区的销售占全国的比例也有限。最有可能受损的产品是平板电视，一般的震动对产品影响不大，但是倒塌等会有较大影响，我们尚难得到这方面的具体统计数据。

我们认为本次地震不会改家电行业需求和供给的整体格局。对于后期川渝地区的家电消费，会存在一些由于损坏而更新的居民需求，但这个更新总量，无论是相对本就存在的更新需求，还是相对于全国销量，都是较小的。

### 四川地震对工程机械板块的影响

#### 投资要点：

本次四川汶川 7.8 级地震已经造成逾万人死亡，大量房屋建筑物倒塌，桥梁、道路、隧道被毁，灾情非常严重，救灾工作正在紧张进行中。

目前的救灾工作需要拆除倒塌建筑物、清理废物、转运废物，最大程度地救出受困人员，减少人民群众生命财产损失。

拆除倒塌建筑物主要用到的设备是配备破碎炮、液压剪的挖掘机，用于清理废物的推土机，以及转运废物的装载机和重型卡车，如果有大型架构需要吊起、移动，还需要汽车、履带起重机。目前用于救灾的挖掘机主要以卡特彼勒、小松、日立的产品为主，国内品牌受益不大，如果国内企业能够此时迅速介入，会是个不错的品牌推广时机，国内挖掘机厂商主要有柳工、三一、山河、玉柴；推土机方面，国内的厂商竞争实力强，主要是山推股份；装载机和重卡方面，应以国内产品为主，厂商主要有柳工、厦工、徐工、常林，其中，徐工在重庆有装载机工厂；汽车起重机方面，以国内中联重科、徐工重型的 product 为主。

此次地震灾后重建工作，会有大量的房屋和公路、桥梁等需要修建，这会带动土方、混凝土、起重机械的需求。主要相关设备除了上述的装载机、挖掘机、起重机，还有压路机、桩工设备、泵车、拖泵等。相关的厂商主要包括徐工科技、三一重工、山河智能、中联重科。

截至 2008 年 5 月 13 日晚九点，工程机械类集团公司已经捐助震区的物资包括：三一集团捐助价值 1500 万的救灾设备和 300 万元现金；徐工集团救援队及六台装载机奔赴灾区。

到目前为止，本次地震灾害波及地区与影响程度尚无准确评估，救灾和灾后重建工作量尚不能确定，因此，对设备的需求量也不好确定。不过整体看，应该只是个地方性的需求，对厂商全年销售的影响有限。

(张锦灿、吕娟)

### 四川地震对煤炭行业的影响

#### 投资要点：

2008 年 5 月 12 日，四川省汶川县发生 7.8 级强地震。据民政部统计，截至 13 日 7 时，地震已造成四川、甘肃、陕西、重庆、云南、山西、贵州、湖北 8 省市共 9219 人死亡。

安监总局在四川汶川地震发生后立即要求全省各类煤矿停产撤人。据调度统计，截至 12 日晚 20 时止，四川境内所有国有重点煤矿已停产撤人，各地方国有煤矿及乡

镇煤矿的情况正在统计中。

根据山西省地震局报告，初步测定山西部分地区发生地震为 4.5 级，裂度为 4-5 度，地面晃动周期较长，但造成的影响不严重。截至 12 日下午 16 时，山西省公路、铁路系统均保持稳定，道路交通通畅。太原市的供水、供电系统正常。

地震对煤炭上市公司生产影响较小。四川省没有煤炭采选为主营的上市公司。地震对煤炭上市公司集中的山西省基本没有影响。

地震短期对四川省的煤炭产量有一定影响。四川省 07 年原煤产量 9557.7 万吨，省内电煤消耗 2100 万吨左右，四川省是煤炭输出省之一。目前，四川境内所有煤矿生产经营单位被要求立即停产撤人，预计对今年全省煤炭产量有一定影响。

我们会持续关注地震对煤炭生产及煤炭运输的影响。

(金润)

#### 四川地震对交通运输业的影响：汶川地震影响有限

##### 投资要点：

对公路、铁路上市公司没有影响：地震对当地的公路毁坏严重，也部分毁坏了当地的铁路设施。目前上市公司没有涉及到当地的公路和铁路基础设施经营，对公路和铁路上市公司没有影响。

对航空运输公司影响有限：四川汶川地震导致成都机场 5 月 12 日-13 日关闭，13 日晚上 9:45 分成都机场开始恢复运营。但受到成都机场接纳能力与空中管制措施的影响，机场航班量还没有完全恢复到正常航班量，这将导致各航空公司飞往成都的航班量有所减少。但是成都的航班量占航空公司航班量比重不大，短期机场关闭对航空公司影响应该不大。

航空方式运送震灾物品主要是货运航空公司，航空公司承当物资运送可能会对公司正常运营有所影响。

维持航空业“中性”评级：整体上我们判断地震对航空运输公司影响有限。目前航空公司面临的最主要压力来自于持续上涨的全球油价，同时与 H 股和国际公司比较，A 股航空公司估值有较大压力，维持行业“中性”评级。

未来驱动航空业股价因素：油价下跌，人民币继续升值。

(孙利萍、吴莉)

#### 近期研究报告精粹

## 地动山摇无阻反弹继续--地震对市场及各行业的影响

### 一、地动山摇无阻中期反弹

#### 1、地震对宏观经济的影响

这场地震对宏观经济的影响弱于年初的暴风雪，更远不如 98 年的洪水和 03 年的 SARS。理由在于：影响的范围主要为四川绵阳地区，范围较小，且该地区也不是交通枢纽；震中汶川县经济并不发达，绵阳地区有一定工业基础，但经济总量不大。

下面我们从供给和需求两个角度来分析地震对宏观的影响：

从供给角度来看本次地震灾情最严重的是四川。2006 年四川 GDP 占全国的比重约为 4%，并不是经济大省。但四川农业占全国产值的 6.5%，是第 3 大肉类生产省份、第 1 大猪肉生产省份、第 5 大粮食生产省份。猪肉产量超过全国产量 10%，粮食产量超过 7%。但受影响的主要是绵阳地区，从全国角度来看，对经济的影响并不大。从需求角度来看，人员伤亡将导致需求下降，但地震后的抢险救灾和灾后重建将能提振当地需求，但基础设施建设将是一个长达数年的过程，短期拉动并不明显。

地震对四川地区的经济增长造成负面影响，但局部发生的巨灾对全国经济增长的影响有限，从中长期来看，灾后重建将提振投资需求和经济增长。四川是农业大省，地震对全国食品价格，尤其是猪肉价格会造成一些冲击。

综上所述，我们认为本次地震对经济的实质影响远不如年初的雪灾，负面影响主要是人员死伤。经济不会因为地震而出现大的波动。而且我们认为随着经济增速的下降和救灾的需要，宏观调控政策将出现松动迹象，如加息被进一步推后，贷款控制略有放松。

#### 2、地震对市场的影响

本次地震将对大盘产生短期负面压力，除了对经济增长的负面影响和对 CPI 的拉升，地震和今年以来接二连三的突发事件对市场信心和预期也构成一定的打击。但对基本面影响并不很大，低于年初的雪灾，而且灾后重建将对经济有一定的提振作用，宏观调控也可能略有松动，这反而是利好。

在 08 年事件多发的环境下，政府最重要的目标是保持稳定，包括物价稳定、经济稳定、社会稳定。我们相信如果大盘下跌至一个较低的水平，如 3300 以下，管理层将进一步释放救市政策，如规范再融资、进一步规范大小非减持等，以保持股市稳定。我们认为本轮中期反弹仍将继续，如果因地震而出现大跌，将是良好的买入时机。

### 二、地震对各行业和上市公司的影响

1、地震直接对企业正常生产经营造成负面影响，主要包括以下行业在川渝地区的生产企业：电力、粮食食品饮料生产、家电电气、有色铅、锌金属生产、旅游、交通运输、电信运营。此外，保险行业可能产生理赔支出，但主要为寿险，

由于保险覆盖面较小，影响较小。

2、救灾与灾后重建对一些物资产品需求的拉动作用，包括以下行业：医药、工程机械、建筑钢材、重卡、建材、通讯设备等。

(国泰君安研究所策略部)

## 银行业行业月报：宏调成效继续显现，震灾对银行总体影响中性

### 投资要点：

1. 信贷增速继续回落，调控成效得以巩固

1.1. 4 月份贷款增速继续回落，从紧货币政策效果明显；

1.2. 存款继续回流，银行存款定期化倾向有所抬头；

1.3. M1、M2 增速略有回升。

2. PPI 创新高，CPI 超预期

2.1. PPI 达到创纪录的 8.1%，向 CPI 传导的压力加大；

2.2. CPI 超预期，形成阶段性高点。

3. 贸易顺差回升，人民币对欧元升值加快

3.1. 4 月份贸易顺差继续回升；

3.2. 人民币对美元汇率升势放缓，对欧元升值加快。

4. 银行存款准备金率上调至 16.5%。主要目的是紧缩银根反通胀，调控力度较预期缓和，对银行流动性的影响有限，对净利润负面影响为 0.65%。

5. 政策展望：存款准备金率上限可望达 19%，全年加息最多一次。

6. 震灾对银行的影响甚微：总体中性。震灾对银行的影响主要有三个方面：

(1) 个贷不良可能上升。由于本次重灾区主要为县级以下城镇，个贷较少，即使有少量个贷，也主要由部分大行或当地城信社等分担，对上市银行影响很小。

(2) 企业贷款不良增加。本次震灾对大企业的破坏较少，即使少数大企业遭受损失，也会得到政府和社会的扶持，对银行的拖累非常有限。总体判断，我们认为银行在震灾中可能增加的不良损失有限，甚至会低于银行捐出的款项。

(3) 灾后重建将增加银行贷款需求，减少不良。增加的贷款需求不仅体现在灾区的基础设施建设上，还会拖动灾区外相关企业的增长。这在一定程度上会弥补银行可能增加的不良损失，甚至会一定程度减缓宏观调控力度。因此本次震灾对银行的总影响大体为中性。

6. 银行股：维持长期增持评级

目前银行仍保持稳健较快的增长态势，基本面并无大的改变。从估值看，银行股估值水平偏低，安全边际较高。如原股份制银行 2008 年动态 PE、PB 平均只有 17.5、3.49 倍，大行 2008 动态 PE、PB 分别为 17.36、3.05 倍；城商行 PE 略高，其 2008

动态 PE、PB 分别为 23.26、3.33 倍。维持对银行股长期增持评级，建议重点增持深发展、招行、浦发、兴业、工行等。

(伍永刚、姜洋)

### 地震短期影响有限——评估“汶川”特大地震经济影响

#### 摘要：

2005 年 9 月，美国遭受卡特里娜飓风袭击。之后的 05 年 4 季度，美国 GDP 大幅减速，物价明显提升。但飓风并非经济减速的主因，因为受侵害的路易斯安那、密西西比和阿拉巴马三州的 GDP 只占美国 GDP 总量的 3%。而 CPI 的上升则与飓风有密切关联。飓风导致能源价格的暴涨，从而迅速拉高了美国 CPI。而在能源冲击结束后，美国 CPI 随即迅速回落。

1995 年 1 月，日本神户发生 7.3 级地震。但 95 年 1 季度的日本 GDP 并未减速，且增长的势头延续到 95 年 2 季度。而地震后的物价涨幅依然延续了此前的下降势头。

2004 年 12 月，印度洋海啸对东南亚国家造成了巨大伤害，其中印度为重灾区之一，死亡人数达到 1.6 万人。然而在 05 年 1 季度，印度 GDP 增速还出现了明显的上升。而且地震后的物价涨幅也未现显著攀升。

本次地震，灾情最严重的是四川。在 2006 年，四川 GDP 占全国的比重约为 4%，其中农业占比约为 6.5%。由于经济总量占比较小，因此我们认为本次地震对 08 年 2 季度中国 GDP 增速的影响有限。但由于四川农业占全国比例相对较大，加之四川为养猪大省，目前地震对生猪的影响还难以判断，不排除对全国食品价格产生冲击的可能性。

而在能源价格方面，由于我国目前的价格管制，不会出现美国飓风灾害时的油价暴涨。

整体而言，我们认为本次地震不会改变中国未来的经济增长趋势，或许会对物价产生短期冲击，但根据国际经验，其幅度和时间均十分有限。

(姜超)

### 股指期货系列报告之十四：全球重大金融危机期间的股指期货异动

#### 摘要：

在现货市场处于重大风险阶段，期货市场可能出现价量的异动，其中存在风险、也蕴含着机会。我们考察了 82 年股指期货诞生后的二十多年间的数次金融危机爆发期间，现货和期货市场的异动与表现。

87 年 10 月 19 日，华尔街爆发了股灾，S&P500 指数暴跌 20.5%，近月期货合约暴跌 28.6%，价差比高达 -10%，成交量飙升。股灾期间及前后阶段期货市场特征为：

(1) 股灾当日近月合约交易量、持仓量较前日分别激增 51%和 33%，部分源于指数

套利的程式化交易自动触发以及投资组合保险大量卖出。(2) 股灾发生前明显比股灾发生后活跃,88年成交量较87年下降41%,其中,87年11月成交量较10月下降49%。(2) 期间近月合约的基差发生了剧烈波动。10月19日当日及次日,近月合约价差比为-10.4%、-8.7%,随后交易日则在-3.5%~-1.5%之间波动,主要是由于股票陈旧价格效应、以及执行指令的延迟。(3) 期间期货价差比出现异常值的频率与数值远高于其他时期,负价差比异常值居多。

98年8月,港府和国际炒家之间进行了著名的“金融保卫战”。面对国际炒家在汇市、股市、期市大举沽空,港府坚决维护联系汇率制,在股市和期市制定了“8月防守9月反攻”策略,港府取得了胜利。期间及前后阶段恒指期货市场特征为:(1) 危机爆发前期及发生期间(97-98年),近月合约成交量和持仓量显著增加。持仓量峰值出现在98年8月。(2) 期间近月合约相对于恒指的异常波动显著增加,正基差的概率显著增加,波动性明显增大。98年8月28日近月合约价差比高达-7.92%,9月合约价格低于8月合约结算价641点。(3) 期间近月合约价差比异常值较多,以负价差比居多。金融危机期间韩国期货市场也曾发生异动。

00年3月,随着网络科技泡沫的破灭,纳斯达克100指数大跌,至02年时最多跌幅达82.90%。期间及前后阶段期货市场特征为:(1) 期间近月合约成交量明显放大,00年成交量较99年陡增124%。(2) 期间近月合约价差比的波动均较前后期有所放大,但并非十分显著。其中个别交易日价出现较大异动。(3) 00年近月合约价差比的波动性略大于其它年份,且以正价差居多。

07年,次贷危机在美国爆发,并迅速蔓延到全球,全球股市均出现不同程度的下跌。期间及前后阶段S&P500MINI期货市场特征为:(1) 次贷危机爆发后,成交量明显增加,持仓量波动较大,尤其在次贷事件突发时期。(2) 危机期间价差比波动性显著增大,负价差(尤其特殊事件日)出现相对频繁,近期价差比有减小趋势、同时伴随稳定迹象。(3) 价差比体现市场预期。期现负价差拉大、或频率增加,或价差比走势持续走低时,下一阶段的股指走势确实有一定下跌。

研究发现:(1) 与持续的危机相比,集中爆发的危机阶段期货市场更易出现异动;(2) 近月期货合约的异动要高于次近月合约;(3) 危机结束后与爆发期间相比,期货市场交易量通常出现一定缩减,期现偏差也逐步趋于合理;(4) 特殊时期的期货价差比走势充分体现了投资者对未来市场的预期;(5) 随着市场机制、交易系统的完善,以及政府干预市场能力的增强,危机期间的期货价格异动已显著减少,但交易量特征仍较明显;(6) 对期、现货投资者的启示是,期货在重大危机阶段的避险功能凸显,套利者如果抓住了危机期间的机会,可能带来较高盈利。

(蒋瑛琨、何苗)

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层  
邮政编码：200120  
电话：(021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼  
邮政编码：518029  
电话：(0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层  
邮政编码：100032  
电话：(010) 59312899

国泰君安证券研究所网址：[www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)

E-MAIL：[gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)