

## 2008 年投资策略

### 外部冲击与内部调控下的风险与机遇

武幼辉 宏观经济与策略 研究员

电话: 020-87555888-393

eMail: [wyyh6@gf.com.cn](mailto:wyyh6@gf.com.cn)

#### 在全球资产价格繁荣周期中定位 A 股

随着经济全球化的深入和资本项目的逐渐放开, A 股与外围股市的联动性大大加强, 我们应该也必须在全球视野中看待当前的 A 股及未来走势。全球股市的繁荣周期始于 2003 年, 原因在于全球经济正处于近 30 年来极好的“高增长+低通胀”环境之中。我们认为美国次级债将导致全球经济放缓, 但仍然保持较高水平; 通胀虽有上行风险, 但是可控的。在这一情况下, 全球股市的繁荣周期尚未结束。我们的分析显示, 虽然目前 A 股估值水平全球最高, 但考虑到实体经济增长, 这一水平在新兴市场国家中并没有明显高估。总体来说, 虽然存在外部风险, 但 A 股在全球中对资金的吸引力仍是明显的。

#### 2008 年股票市场展望

与近两年不同的是, 08 年的股票市场将充满各种各样的不确定, 而其中关键在于明年上市公司的业绩能否继续较快增长。我们认为明年工业企业利润仍会保持较快增长, 原因在于需求不会大幅下滑, 而价格指数的变化有利于工业企业特别是中、下游行业利润的增长。在内生性增长仍然强劲的时候, 考虑所得税改革、外延式增长等因素, 上市公司的业绩增长有望达到 35% 左右(剔除中石油)。对于流动性, 目前还未到逆转的时候, 但明年阶段性的资金紧缺(特别是大、小非减持)可能会加大市场波动。此外, 08 年市场风格轮换的特征可能更加明显, 很难出现某一风格板块的整体性机会。

我们对 08 年市场运行的总体判断是: 回暖—整顿—上扬—中期调整, 股票市场的波动大大增加, 且预期回报较今年会大为减少。我们认为 08 年沪深 300 指数核心波动区间为 4500-6800 点, 对应 08 年的动态 PE 为 25-38 倍。

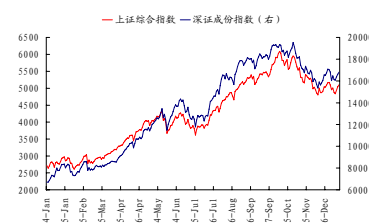
#### 行业配置建议

我们预期在 08 年, 因估值或者业绩的较大幅度提升而使得某行业存在显著机会的可能性将会弱化, 整体性投资机会并不是很明显。我们行业配置的基本策略是: 一、选择成长明确并有可能稳步提升的行业; 二、体现一定的防御性。我们看好周期性行业(钢铁、电力、水泥、建材、煤炭等)在明年下半年因国内外环境变化而重新获得的投资将会, 但更偏向业绩增速稳定而明确的下游消费、服务类行业(金融、地产、零售、食品饮料、餐饮旅游、医药生物), 这将是全年的核心配置。

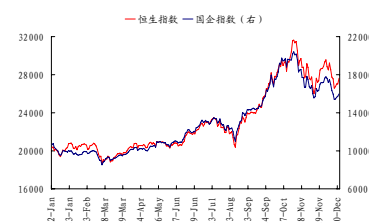
#### 市场基本数据

指数名称	收盘价	指数涨幅
上证指数	5101.78	90.69%
深证成指	16808.68	152.87%
沪深 300	5101.85	149.96%
恒生指数	27626.92	38.38%
标普 500	1484.46	4.66%
富时 100	6434.10	3.43%
印度 Sensex	19162.57	38.99%
俄罗斯 RTS	2283.28	23.89%

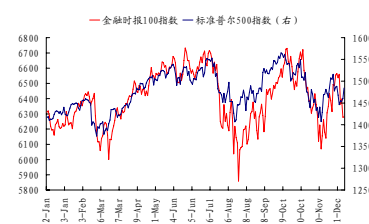
#### 上证综指和深圳成指走势



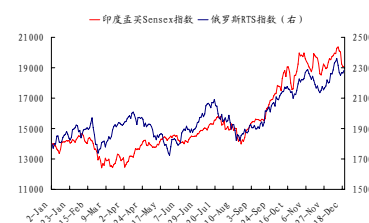
#### 恒生指数和国企指数走势



#### 标普 500 和富时 100 走势



#### 印度 Sensex 和俄罗斯 RTS 走势



## 目录索引

一、在全球资产价格繁荣周期中定位 A 股 .....	4
(一) A 股与外围股市联动性加强 .....	4
(二) 近几年全球股市处于最好的时期之中 .....	6
(三) “高增长 + 低通胀”会步入滞胀吗? .....	8
(四) A 股在全球股市中的定位及面临的风险 .....	9
二、2008 年股票市场展望 .....	11
(一) 08 年股票市场的不确定加大 .....	11
(二) 对几个焦点问题的判断 .....	13
(三) 08 年市场趋势判断 .....	19
三、行业配置建议 .....	21
(一) 今年板块轮动指向上游周期性行业 .....	21
(二) 08 年行业轮动前景探讨 .....	23

## 图表索引

图1: 04年以来,在投资因宏观调控而回落之后,净出口熨平了经济波动.	4
图2: 对于中国的出口来说,外部需求起到决定性作用.	4
图3: 在新兴市场的带动下,全球经济从2002年起进入了新一轮的增长期.	6
图4: 另一方面,通胀压力大大减轻,为近30年来最低的时期.	6
图5: 美国基准利率维持历史低位.	7
图6: 英国基准利率维持历史低位.	7
图7: 主要资本输出国.	7
图8: 主要资本输入国.	7
图9: 流入新兴市场的私人资本持续增加.	8
图10: 中国的股权投资净流入占新兴市场的1/3.	8
图11: 全球通胀在食品价格和能源价格上涨情况下抬头,但核心通胀保持稳定.	8
图12: 虽然弱势美元能够在短期推高大宗商品价格,但需求仍是最重要、最基本的决定因素.	8
图13: 市场预期明年主要央行目标利率仍会维持低水平,甚至降息.	9
图14: 目前全球股票的估值水平仍然保持在近20年最低位.	9
图15: 以目前的市场预期,考虑到实体经济的增长,A股在新兴市场中没有明显高估.	10
图16: A-H股溢价指数未来将会收窄,但不会是以A股估值大幅向下修正的方式.	10
图17: 今年10月中旬A股静态市盈率超过了2000年的峰值.	11
图18: 但以过去12个月计算的动态市盈率来看,并未过分高估.	11
图19: 业绩是贯穿2007年股市行情始终的主线.	12
图20: 上市公司的业绩增长周期性特征明显.	13
图21: 前三季度主要财务指标同比增长幅度.	13

图22: 工业企业利润增速与需求息息相关.....	13
图23: 投资收益占利润比重与上证指数高度相关.....	13
图24: 研究员仍在自下而上的提升明年核心上市公司的业绩预期.....	14
图25: 从权重来看, 金融是业绩占比提升最大的行业.....	14
图26: 明年的翘尾因素, 上半年维持高位, 下半年大幅回落.....	15
图27: 虽然人民币今年兑美元升值较大, 但有效汇率保持平稳.....	15
图28: PPI - CPI差值与工业企业利润相关.....	15
图29: PPI中价格指数构成与工业企业利润相关.....	15
图30: 04年以来, 价格指数对行业盈利的影响向正常方向迈进.....	16
图31: 今年以来, 上游行业的毛利率继续回落, 中下游有所恢复.....	16
图32: 采掘业出厂价格主要受到CRB能源指数的影响, 其短期走高在于弱势美元.....	16
图33: 相比弱势美元, 实体经济的放缓对国内PPI影响更加显著.....	16
图34: 大量居民储蓄存款分流股市, 推动股指不断上涨.....	17
图35: 一级市场与二级市场资金呈相反走势, 反映投资者的风险偏好程度.....	17
图36: 08年大、小非减持的市值大过今年.....	18
图37: 解禁高峰期后的股市一般不会表现太好.....	18
图38: 市场风格转换的特征明显, 不存在单一风格跑赢大盘的情况.....	18
图39: 相对于全部A股, 不同类型股票估值处于相对高估或者低估的状态.....	18
图40: 基金的规模在今年下半年大幅增加, 投资者结构出现转换.....	19
图41: 投资者结构量化指标与市场分化指标走势一致.....	19
图42: 近5年来各行业涨跌幅.....	21
图43: 今年以来不同季度各行业涨跌幅.....	21
图44: 上游行业与全部A股EPS增长率对比.....	21
图45: 上游行业股价收益与EPS增长率比较.....	21
图46: 上游行业与全部A股市盈率之比.....	22
图47: 下游消费服务行业与全部A股市盈率之比.....	22
图48: 06年以来, 部分上游行业利润增长率开始见底回升.....	22
图49: 近几年来, 中国的宏观经济周期性特征已经趋于弱化.....	22
图50: 近年来牛市领涨或者熊市抗跌行业集中在上游资源类或者下游消费、服务类.....	23
图51: 跑赢大盘的行业的比例似乎也与股市整体表现相关.....	23
图52: 行业收益标准差与上证指数收益率保持一致走势.....	23
图53: 总体来说, 除金融业比较例外, 越是下游波动越小.....	23
表1: MSCI中国A指数与MSCI各国指数对数收益率相关系数.....	4
表2: 中国股票市场与国外主要证券市场的对比.....	5
表3: 可能不利于A股的全球性经济事件情景分析.....	10
表4: 明年几种情景假设下工业企业利润增速预测(需求与成本的角度).....	17
表5: 上半年与下半年面临不同的国内外环境, 导致股市与行业配置不同.....	24

## 一、在全球资产价格繁荣周期中定位A股

### （一）A股与外围股市联动性加强

全球股市在2007年经历了一个从稳步上涨到跌宕起伏不安的时期，虽然全年股票市场的回报依然丰厚，新兴市场的表现继续超出预期，但美国的次级债及衍生的一系列问题困扰着投资者对后市看法。从下半年开始，股票市场的波动明显加大起来，并一度出现了较大幅度的调整。

A股市场更是如此，年初几乎没有投资者能预见今年上证综指能够摸高至6124点。如今我们处在一个经济全球化、资本项目逐渐放开的时代，已经很难完全在一个封闭的环境中理解A股市场。我们的数据分析显示，目前A股与外围股市的联动性逐渐在加强。

表1：MSCI中国A股指数与MSCI各国指数对数收益率相关系数

	1993 年 -1999 年	2000 年 -2005 年	2006 年 -2007 年
MSCI 世界指数	0.2067	0.2377	0.4610
MSCI 美国指数	0.0437	0.0802	0.0628
MSCI 日本指数	0.1879	0.3739	0.5071
MSCI 香港指数	0.5579	0.6727	0.8534
MSCI 韩国指数	0.1347	0.4425	0.6833
MSCI 台湾指数	0.1926	0.3030	0.6246

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

不同股票市场联动的原因包括两个：市场传染说（market contagion hypothesis），即一个国家股票市场的收益率将作用于其它国家的股票市场收益率，即使这个国家的交易是纯粹的噪声交易；经济基础说（economic fundamentals），即存在一些共同的宏观经济变量，它们同时影响几个国家的股票市场。抛开纯粹的心理影响，我们认为以下三个因素将继续强化A股与外围股市的“挂钩”。

#### 一、宏观经济更加容易受到外部经济的影响

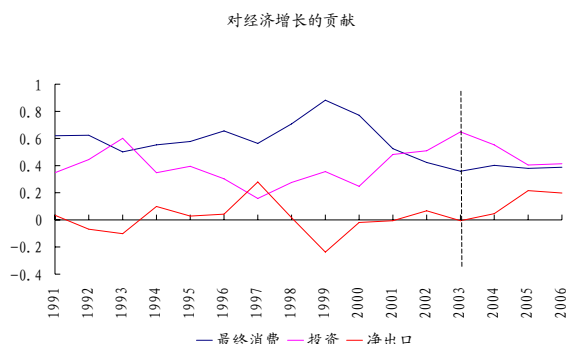
近几年来，全球的贸易活动已经大大加强了。对于中国来说，04年以来，在国家对固定资产投资的调控力度加强的情况下，净出口已经成为熨平经济波动的最重要因素，并且成为流动性泛滥的主要来源，支撑股票市场的重估。而中国的出口主要受到外部经济特别是工业发达国家（G7）的影响。对于目前中国和美国经济“脱钩”的现象，在全球经济下行趋势明显之际，美国经济对全球经济的影响、全球经济对中国的影响，均使得未来中国经济与美国经济重新“挂钩”的可能性增大。

经济全球化的另一个结果是，中国的宏观调控政策也受到了外部环境的影响。以货币政策为例，在9月份美联储首次降息之后，虽然中国的通胀上行风险继续加大，但央行在相当长一段时间内并未上调基准利率，显示其政策空间受到外部环境的制约。

总之，实体经济的高度相关导致股票市场的繁荣或衰退的基础也相关。

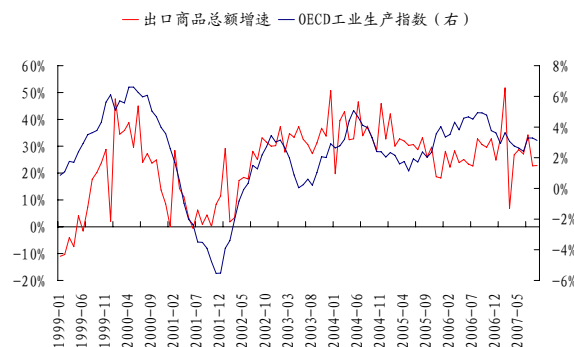


图1：04年以来，在投资因宏观调控而回落之后，净出口熨平了经济波动



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图2：对于中国的出口来说，外部需求起到决定性作用



数据来源：OECD，广发证券发展研究中心

## 二、股票市场更加能够反映宏观经济运行状况

中国的股票市场在近两年特别是今年的发展速度惊人。从05年底至今，A股股票市值全球占比从0.97%上升到6.71%，证券化率从5.71%上升到154.21%。从相关指标对比来说，目前A股市场已经达到成熟市场的水平了，并同宏观经济在全球经济中的地位相称，表明其更能反映实体经济的运行状况，也同其相关性更强。

表2：中国股票市场与国外主要证券市场的对比

国家	总市值 (Million, USD)	市值占 全球比重	GDP占 全球比重	证券化率	总交易额 (Million, USD)
美国	17651135	29.42%	27.84%	133.70%	40086383
日本	4558355	7.60%	9.15%	105.03%	6280792
英国	4057488	6.76%	4.94%	173.03%	9882955
中国	4114436	6.71%	5.63%	154.21%	5768663
法国	2716678	4.53%	4.70%	121.78%	5308407
香港	2607408	4.53%	0.40%	1373.76%	1973648
德国	2138598	3.56%	6.13%	73.57%	4061274

数据来源：Bloomberg, World bank, World Federation of Exchanges, 广发证券发展研究中心

注：以上数据均截至到12月14日，交易额数据截至到11月底

## 三、资本账户逐步开放

人民币升值已经间接的吸引了大量的投资、投机资金流入；作为一种过渡性制度安排，在货币未自由兑换时，QFII和QDII均是稳健放开资本账户的有效措施。目前来看，QFII的投资理念已对A股市场产生了十分积极影响，QDII也能，创造更多的外汇需求，适度引导资金分流。截至到目前，QFII的额度达到300亿美元，而QDII总额度也已经超过500亿美元，我们认为未来二者额度将继续提高。另一方面，“港股直通车”取消的可能性不大，明年将在合适的市场时机推出。

总体来说，在中国宏观经济与资本市场越来越融入外部环境的情况下，我们应该也必须在全球视野中看待当前的A股及未来走势。

我们关注的焦点在于:

- 1、美国的次级债问题会导致全球股市的繁荣周期结束吗?
- 2、A股在全球中的定位如何?
- 3、A股偏高的估值会因联动(比如A-H溢价)而修正吗?

## (二) 近几年全球股市处于最好的时期之中

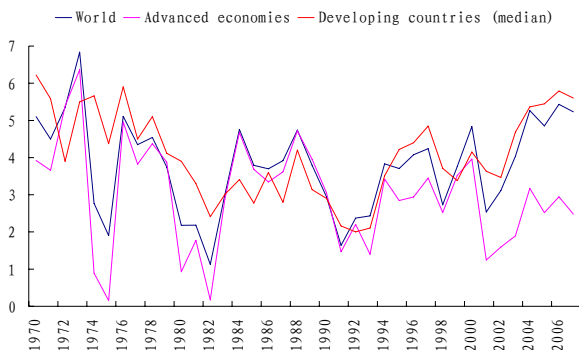
全球股市从2003年起进入了新一轮的繁荣期。2003年之前,主要股市均处于低迷之中;2003年以来,全球股市开始上扬,新兴市场(emerging market)表现更为突出。而中国由于长期畸形的股权结构导致定价机制扭曲,直到2005年中旬才开始融入全球资产价格繁荣的周期里。

从2003年到2007年,全球股市经历了极好的黄金发展时期,股票市场的回报大幅超出市场预期。其原因在于:

### 其一, 强劲的经济增长与较轻的通胀压力

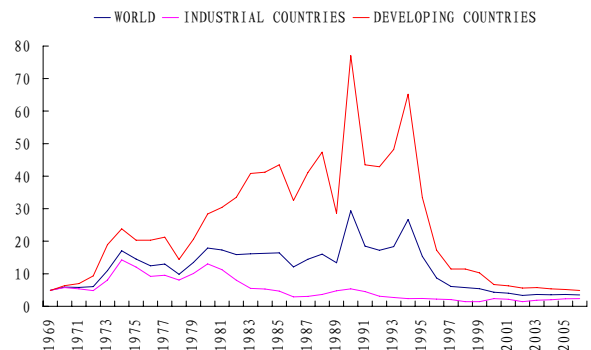
2003年以来,以中国、印度为首的新兴国家经济强劲增长,带动全球经济保持高增长,实际GDP增长率维持在每年5%左右,远高于近30年3.6%的长期增长率。另一方面,通胀压力也大为减轻,保持在3.5%左右的历史最低水平,远低于近30年12.3%的均值。全球经济正处于近30年来极好的“高增长+低通胀”环境之中,实体经济的健康、快速发展为股票市场的繁荣奠定了坚实的基础。

图 3: 在新兴市场的带动下,全球经济从 2002 年起进入了新一轮的增长期



数据来源: IMF, 广发证券发展研究中心

图 4: 另一方面, 通胀压力大大减轻, 为近 30 年来最低的时期

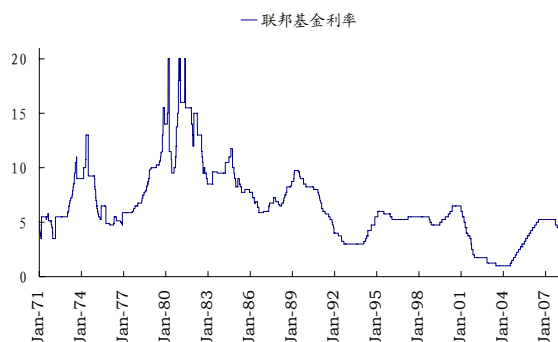


数据来源: IMF, 广发证券发展研究中心

### 其二, 宽松的货币政策环境

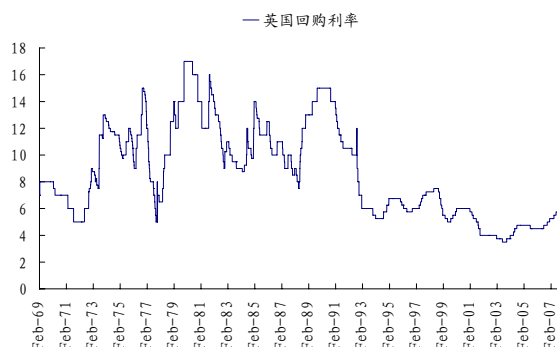
由于核心通胀维持在低水平,通胀压力较轻,全球央行的货币政策总体上保持宽松,主要国家的中央银行目标利率均维持在历史低位。低利率政策与不断下降的风险溢价水平,导致股票的资金成本降低,较其它大类资产的回报率更高,推动估值提升。

图 5：美国基准利率维持历史低位



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 6：英国基准利率维持历史低位

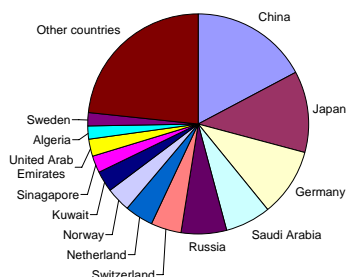


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

### 其三，充裕的流动性

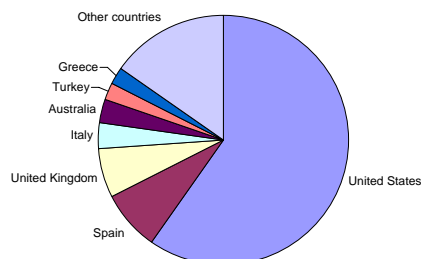
充裕流动性的主要原因在于弱势美元，目前美元指数已经跌至历史最低水平。全球经济一体化使得全球贸易活动大大加强了，而弱势美元则加剧了贸易不平衡的程度，以中国、日本为代表的贸易顺差国成为主要资本输出国，而美国则是资本输入第一大国。此外，日本政府为了刺激经济，长期维持超低的官方利率，日元套息活动频繁，也加大了全球的流动性泛滥程度。

图 7：主要资本输出国



数据来源：IMF，广发证券发展研究中心

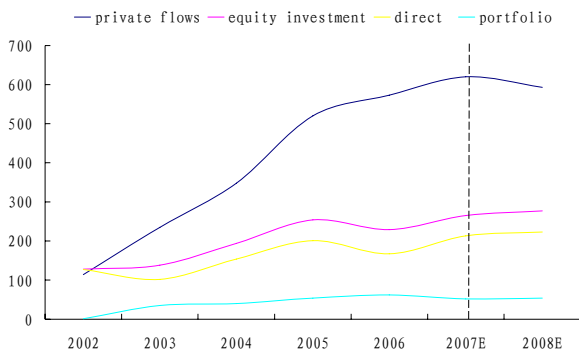
图 8：主要资本输入国



数据来源：IMF，广发证券发展研究中心

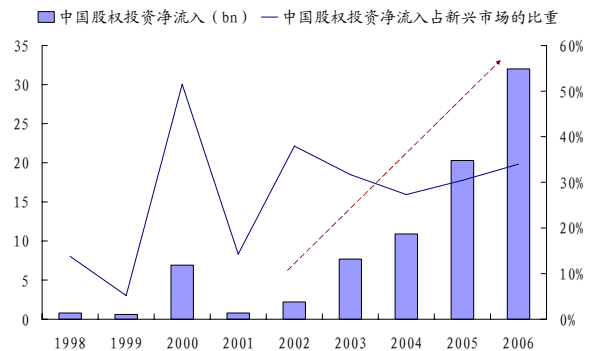
新兴市场国家在这一轮牛市中表现极为出色，根本原因也在于强劲的宏观经济增长，而全球泛滥的流动性对其也有不可忽视的推动作用。最近5年来，发达国家年均GDP年均增长不到2.5%，但新兴市场达到了7.5%以上，成为全球经济增长的最重要支撑源。从2003年起，实体经济的强劲表现吸引了大量国际私人资本流入新兴市场，与此同时，其股票市场也开始大幅上扬了，而中国只是其中更加受到关注的一员。根据世界银行的统计数据显示，截至到2006年，中国的股权投资国际私人资本净流入占整个新兴市场的1/3，与GDP的比重达到1.2%。

图 9：流入新兴市场的私人资本持续增加



数据来源：IIF，广发证券发展研究中心

图 10：中国的股权投资净流入占新兴市场的 1/3



数据来源：World bank，广发证券发展研究中心

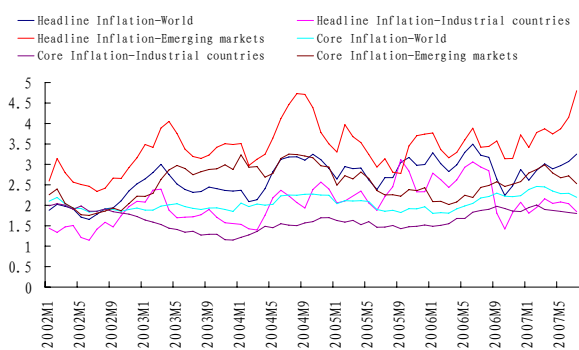
### （三）“高增长+低通胀”会步入滞胀吗？

从历史经验来看，“高增长+低通胀”是全球乃至各国资产价格繁荣的最关键因素。虽然在美国次级债问题的牵连下，全球经济放缓与通胀上行的苗头初现，但我们认为全球经济在未来步入“滞胀”的可能性不大，支撑股票市场的繁荣基础仍然存在。

首先，在新兴市场国家的支撑之下，目前全球经济的韧性已经大大高于以往了，而新兴市场国家的增长周期尚未结束。虽然美国次级债问题将导致未来经济放缓趋势明显，但仅仅是高位回落。根据IMF的预测，明年全球GDP增长率将回落至4.8%，但今后5年将继续保持在5%左右的水平，仍可达到近几年的均值，新兴市场国家的表现将继续出色。

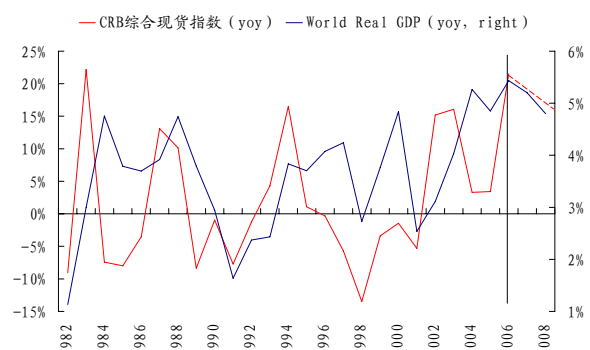
其次，虽然弱势美元可能导致大宗商品价格持续上涨，但我们认为全球通胀上行的幅度有限。一、从核心通胀和生产价格指数最近的走势来看，主要是受到了能源价格上涨的影响。但比起弱势美元，实体经济的下滑对上游价格的负面影响更大。二、新兴市场国家目前普遍处于劳动生产率大幅提高的时期，过去几年的经验已经表明，其出口价格指数的下降能够有效的抑制全球通胀。三、在吸取了上世纪90年代的教训之后，目前主要发达国家的央行均以治理通胀为主要目标，其货币政策的及时性与有效性已大大提高。

图 11：全球通胀在食品价格和能源价格上涨情况下抬头，但核心通胀保持稳定



数据来源：IMF，广发证券发展研究中心

图 12：虽然弱势美元能够在短期推高大宗商品价格，但需求仍是最重要、最基本的决定因素

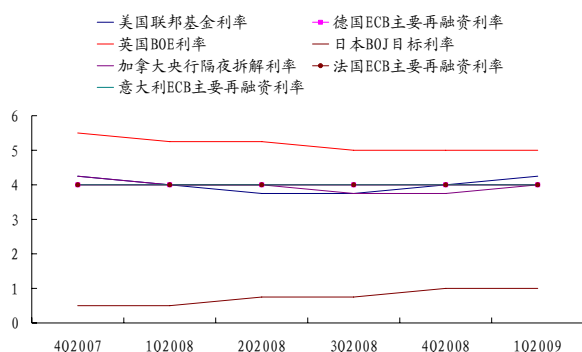


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心



最后，货币政策将继续保持相对宽松。美联储的降息周期导致主要国家的货币政策从紧的可能性降低，市场预期明年主要国家央行目标利率会维持偏低水平，而弱势美元将导致全球流动性更加泛滥。从投资渠道来说，目前全球股票市场仍具备很高的吸引力。虽然已经经过了大幅的上涨，但历史数据显示，在企业盈利状况不断改善之下，目前全球股票估值水平为近20年最低时期之一。总体来说，我们认为全球股票市场仍然处在良好的繁荣周期之中，这一周期并不会因次级债问题而结束

图 13: 市场预期明年主要央行目标利率仍会维持低水平，甚至降息



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 14: 目前全球股票的估值水平仍然保持在近 20 年最低位



数据来源: Lehman Brothers

#### (四) A股在全球股市中的定位及面临的风险

在明年以美国为代表的发达国家将继续受次级债问题困扰之时，由于新兴市场国家宏观经济保持强劲增长，其股票市场仍被全球投资者看好。美国次级债问题爆发以来，在资金从以美元计价的资产中大举流出之后，新兴市场国家由于直接受到牵连的幅度较小，资金持续流入的迹象十分明显。今年8月份美国的资本外流达到了创纪录的1630亿美元，而同期IIF (Institute of International Finance) 预测今年新兴市场国家的私人资本流入将达到创纪录的6200亿美元，并将在未来继续增长，这将进一步推高其资产价格。我们预期新兴市场国家的股市在明年将继续其优异的表现。

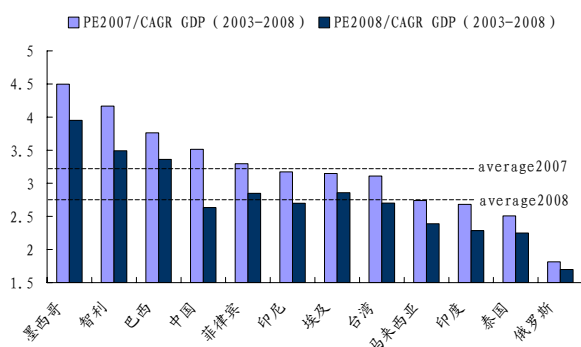
观察A股在全球中的定位，更多的是比较A股在新兴市场中有无吸引力，即估值与成长的角度。从国外市场的经验来看，在一个较长时期里，实体经济的增长率决定了上市公司的业绩增长，比如道琼斯指数与美国GDP、恒生指数与香港GDP的相关系数分别达到了0.94和0.92。在PE-G的分析框架之中，我们用03年至08年的实际GDP复合增长率作为实体经济的增长速度，选择此时间段的原因在于：能有效平滑掉波动，并对未来具备预示性，也正好反映本轮牛市以来的实际情况。分别用07和08年动态市盈率除以增长速率，数据越高吸引力就越低。结果显示，中国以07年PE计算的PEG稍稍在均线以上，而以08年PE计算的结果稍稍在均线之下，因此，从估值和成长的角度来看，中国并未明显高估。

如果考虑到中国处于升值周期（08年升值速度有望加快）、低利率环境（未来央行的加息空间明显有限，实际利率仍然偏低）及奥运等因素，则A股对全球资金的吸引力仍是十分显著的。

对于同A股相关性更高的港股，在资本账户逐步放开过程中，A股与H

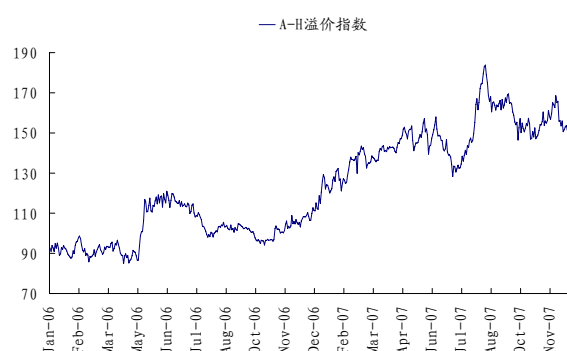
股的溢价指数必将收窄；但考虑到无风险利率水平、投资者结构、流动性状况、风险溢价水平及市场有效性等的不同，我们认为A-H溢价指数仍然会保持在一定的程度，不会完全归零。另一方面，溢价收窄不会以A股的估值大幅向下修正为源头，更多的在于港股股价上涨。

图 15：以目前的市场预期，考虑到实体经济的增长，A 股在新兴市场中没有明显高估



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 16：A-H 股溢价指数未来将会收窄，但不是以 A 股估值大幅向下修正的方式



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

虽然目前的外部环境仍然有利于A股,但是对全球金融风险保持密切关注时十分必要的，毕竟当今环境较前几年有所变化。我们分析了以下各种情景发生的可能性：1、欧洲的金融问题随后爆发；2、美国次级债问题导致美国经济衰退，全球经济放缓程度高于预期；3、通胀抬头并延续，发达国家对通胀担忧超过实体经济的下滑，货币政策重新从紧。对于各种事件发生的概率及对A股的影响的具体分析见下表3，总体来说，我们认为可能性最大的是在发达国家金融风险导致资金外逃之后,新兴市场存在资金大幅流入的可能性，包括中国在内的股票市场仍是全球资金投资的重要目标地之一。

表3：可能不利于A股的全球性经济事件情景分析

事件	对A股影响	发生的概率
欧洲的金融问题随后爆发，全球风险溢价程度显著上升，以美元、欧元为代表的金融资产存在资金外逃迹象。	由于新兴市场受到牵连较小，存在国际私人资本大量流入的可能性。但如果全球经济增长大幅下滑，绝大部分国家都会受到一定程度负面冲击，中国也不会例外。	资金大举流入新兴市场的可能性很大，80%以上；全球经济增长大幅下滑的可能性较小，10%
美国次级债问题导致美国经济衰退，全球经济放缓程度稍稍高于预期。	中国的宏观经济将受到较大的冲击，08年业绩可能低于预期，导致估值必须向下修正。	可能性存在，不是太大，20%。
通胀抬头并延续，甚至失控，发达国家对通胀担忧超过实体经济的下滑，货币政策重新从紧，央行开始随通胀上行幅度加息。	对全球资金成本、流动性均有负面影响，紧缩的货币政策可能导致全球经济和中国经济进一步放缓，而中国的利率调整空间也加大，对股市非常不利。	通胀大幅上行的可能性不大，不超过10%，总体来说我们认为可控。但需要密切关注在一些条件改变之后，通胀在今后几年是否成为更大的隐忧。

数据来源：广发证券发展研究中心

## 二、2008年股票市场展望

### （一）08年股票市场的不确定加大

虽然A股在2007年四季度经历了本轮牛市以来时间最长的一次调整,但全年的总体回报仍然大大超出了年初市场的预期。上证综指在10月中旬一度摸高至6124点,较去年末上涨了128.9%。截至到12月14日,在股票市场经历了较大幅度的调整之后,上证综指的收益率仍有87.18%,A股的回报在全球再次名列前茅。

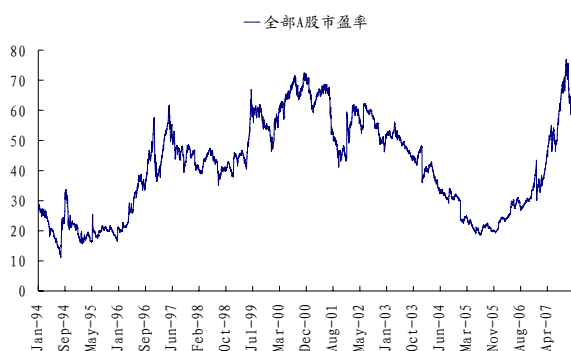
本轮牛市在经历了5倍的上涨之后,投资者对后市的分歧越来越大了。毫无疑问,与近两年不同的是,08年的股票市场将充满各种各样的不确定。

**不确定来自外部风险。**如果美国经济出现衰退进而导致全球经济放缓的程度超出预期,那么中国的出口也将较大幅度下滑,从而加大实体经济放缓和企业盈利下滑的程度。虽然我们认为出现这种情况的可能性不是太大,但仍然不能完全排除。

**不确定来自国家的宏观调控及其累积效应。**货币政策转向“从紧”,要素价格改革,以及加大对固定资产投资的抑制,等等,均使得明年的宏观调控更令投资者担忧。6次上调基准利率、10次上调存款准备金率、调节出口退税率以及央票、特别国债对流动性的回收,其负面累积效应是否会在08年逐渐显现出来?

**不确定来自高估值。**今年10月中旬,全部A股静态市盈率达到76倍,超过了2000年的峰值;即使在市场大幅调整之后,这一数据目前也仍在60倍左右。但是另一方面,目前以滚动12个月的业绩计算的市盈率为45倍。如果考虑股票市场上一个完整的周期,近10年来上证综指成分股的滚动市盈率为35倍,以一个标准差的范围来看,目前的估值水平并未偏离合理区域。但未来上市公司能否继续高增长以化解高企的估值压力?

图 17: 今年10月中旬A股静态市盈率超过了2000年的峰值



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

图 18: 但以过去 12 个月计算的动态市盈率来看, 并未过分高估



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

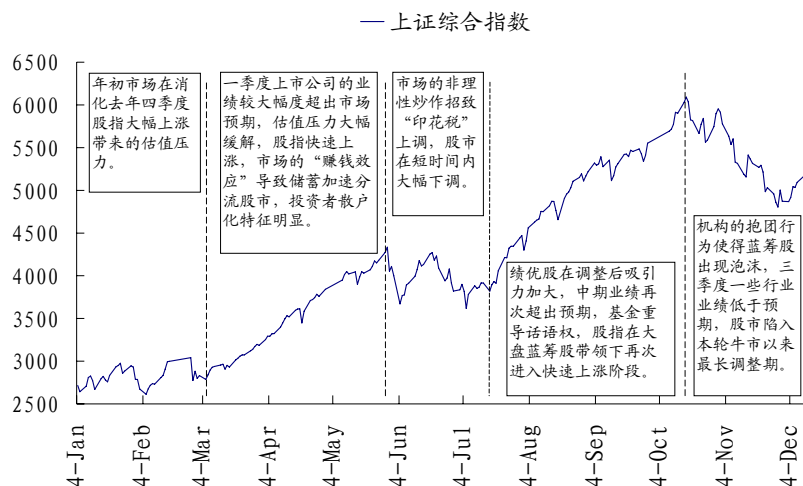
**不确定来自大小非减持。**08年大、小非减持的市值将超过今年3成, 是否会对市场的资金面产生很大的压力?

...

**不确定的关键，在于明年上市公司的业绩能否继续较快增长。**

业绩仍然起到关键性的作用。今年以来市场大体经历了以下几个阶段：1、年初市场在消化去年四季度股指大幅上涨带来的估值压力；2、一季度上市公司的业绩较大幅度超出市场预期，估值压力大幅缓解，股指快速上涨，市场的“赚钱效应”导致储蓄资金加速分流股市，投资者散户化特征明显；3、市场的非理性炒作招致“印花税”上调，股市在短时间内大幅下调；4、绩优股在调整后吸引力加大，中期业绩再次超出预期，基金重夺话语权，股指在蓝筹股带领下再次进入快速上涨阶段；5、机构的抱团行为使得蓝筹股出现泡沫，三季度一些行业业绩低于预期，股市陷入本轮牛市以来最长调整期。从以上几个阶段的特征可以看出，业绩是贯穿行情始终的主线。而高估值环境之中，业绩的因素将会更加凸现出来。

**图19：业绩是贯穿2007年股市行情始终的主线**

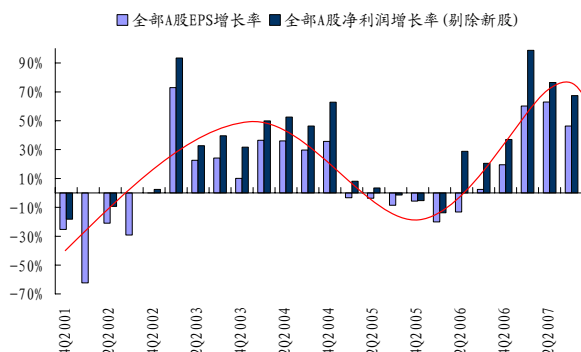


数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

根据三季度财务报告数据，可比上市公司的净利润增长率为67.4%，基本符合市场的预期。虽然业绩增长依旧强劲，但比起一季度的98.7%和中期的76.5%，延续了下滑的趋势，并且未超出投资者的预期。

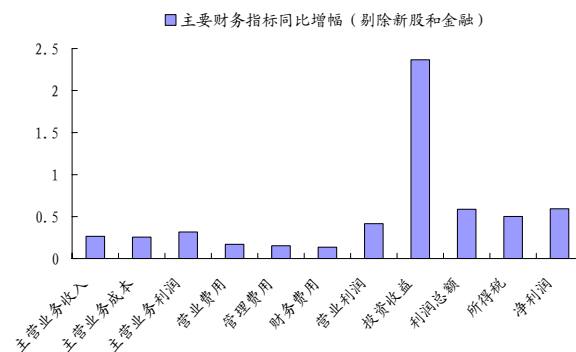
同中期财务报告一样，导致上市公司业绩大幅增长的原因依然在于以下三个因素：毛利率的回升、期间费用的控制和投资收益的大幅增加。但同二季度相比，三季度业绩的整体质量不高，总体表现在投资收益对利润增长的贡献增大，而其它两个因素的作用有所下降：一、主营业务利润率出现下滑，从中期的17.36%下降到3季度的17.10%；主营业务利润增长率也从38.30%下降到33.48%。二、三项费用占利润总额的比重从78.54%上升到81%，而投资收益占利润总额的比重则从21.53%上升到22.14%。如果剔除投资收益，则可比上市公司的净利润将下滑至40%左右。三、利润向少数行业特别是金融业集中，其利润总额占全部上市公司的比重从中期的45.68%提升到3季度的47.94%。剔除金融后，可比上市公司的净利润增长将减少至59.26%。

图 20: 上市公司的业绩增长周期性特征明显



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

图 21: 前三季度主要财务指标同比增长幅度

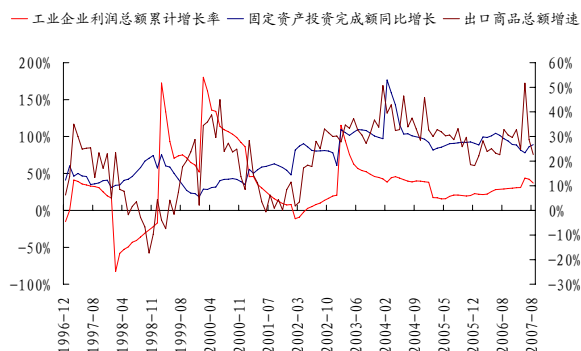


数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

对上市公司的业绩可能造成负面影响的因素包括:

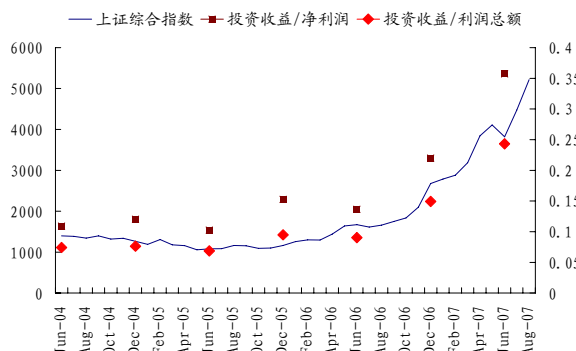
- 1、国外经济和国内固定资产投资放缓的预期。从过去几年的数据来看，国内企业的利润与需求（出口和投资）息息相关，需求的放缓无疑会导致业绩的放缓。
- 2、上游产品涨价、资源税和要素价格（资金成本、劳动力成本）改革、前期紧缩政策的累积效应等，将使得企业成本上升，并在08年对上市公司的业绩产生负面影响。
- 3、投资收益占利润比重与上证指数高度相关，不排除未来出现负反馈的情况。另一方面，交叉持股带来的股权投资收益在很大程度上只是账面上的会计利润，并不反映真实收益，其中的虚假繁荣值得警惕。

图 22: 工业企业利润增速与需求息息相关



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

图 23: 投资收益占利润比重与上证指数高度相关



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

## （二）对几个焦点问题的判断

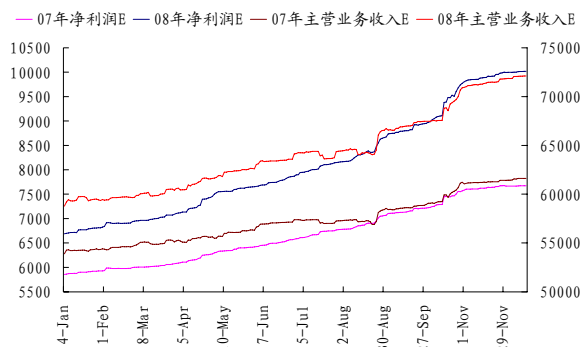
我们分别对业绩、资金面、市场风格转换、政策调控等焦点问题作出一些分析。

### 焦点之一：企业的盈利会大幅下滑吗？

鉴于明年的不确定增强，自上而下的判断使得投资者普遍对上市公司的业绩增长存在担忧。然而，研究员自下而上的一致预期却显示，明年上市公司的业绩预测值（净利润和主营业务收入）一直都在提升，即使在调控预期最为强烈的时期亦是如此。从权重来看，金融是沪深300成分中业绩占比提升最大的行业。

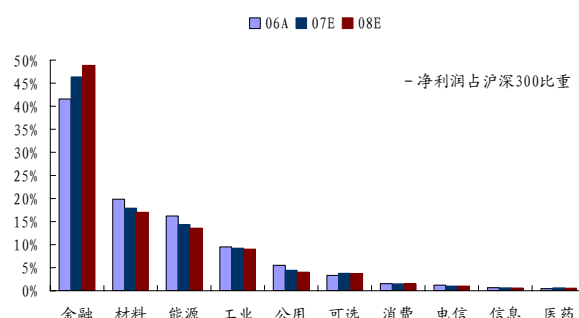


图 24：研究员仍在自下而上的提升明年核心上市公司的业绩预期



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

图 25：从权重来看，金融是业绩占比提升最大的行业



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

如何理解这其中的矛盾？虽然从总量上来说，外围和国内经济放缓将导致出口和固定资产投资放缓，进而对国内企业业绩不利，但我们仍然有两点理由表明，明年业绩放缓的程度可能低于预期。

**首先，明年出口和固定资产投资增速不会大幅下滑。**

作出这个判断的理由在于：

1、明年全球经济不会大幅放缓，因此外部需求不会锐减。

目前，大量的研究表明中国的出口实际收入弹性系数在4-5之间。根据IMF的预测，如果全球经济从今年的5.2%的增长率下降到4.8%，则将使中国的出口增速下滑幅度不到2个百分点。

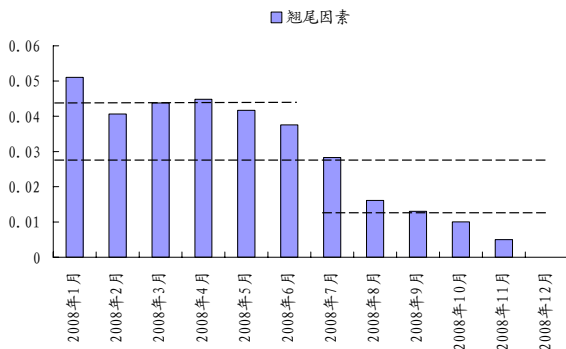
2、明年国家的宏观调控政策紧缩程度可能低于预期。

在外部风险和国内通胀上行的风险有所加大的情况下，政府对固定资产投资投放的调控以及要素价格改革会寻求一个平衡点，力度可能低于目前市场的预期。我们认为在换届的第一年，较为中性的判断，固定资产投资增幅仍然有望保持在24%以上，难以大幅下降；而资源税和要素价格改革是一项长期的工作，短期不会出现幅度很大的调整。

对于央行的货币政策，在12月20日央行再次加息之后，明年利率调整的空间已经较小了。结合CPI的预测，我们认为明年上半年央行将会加息一次，下半年不会再次调整利率。一方面，在翘尾因素、上游涨价滞后的影响下，CPI将出现前高后低的走势；另一方面，明年CPI上涨幅度将回落至4%左右，以目前一年期定期存款4.14%的利率，再加息将可以扭转实际利率为负的局面。

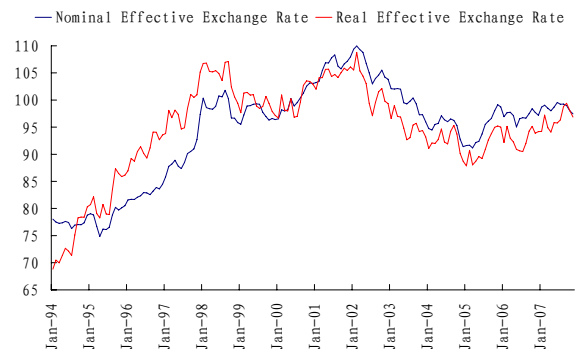
汇率政策将在明年发挥更多的作用，我们预计人民币兑美元将升值8%。但是在弱势美元时期，有效汇率的提升幅度相对较小。以今年前10个月为例，名义有效汇率与实际有效汇率提升的幅度分别只有-1.24%和2.85%，在此情况下对出口的负面影响相对较小。

图 26: 明年的翘尾因素, 上半年维持高位, 下半年大幅回落



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

图 27: 虽然人民币今年兑美元升值较大, 但有效汇率保持平稳



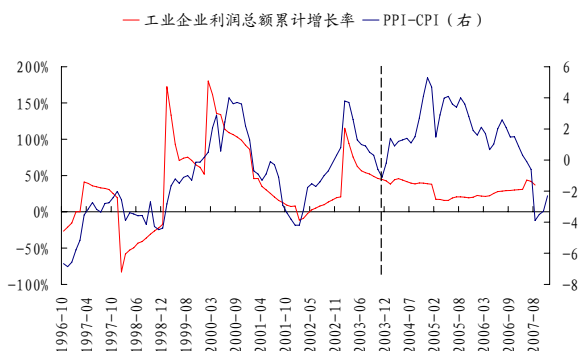
数据来源: BIS, 广发证券发展研究中心

总体来说, 明年经济放缓的程度可能会低于目前市场的预期。结合对外国经济、国内宏观调控的政策判断, 我们认为基于中性的预测, 出口和固定资产投资同比增幅分别为20%和24%。

其次, 价格指数的变化有利于工业企业的总体利润增长。

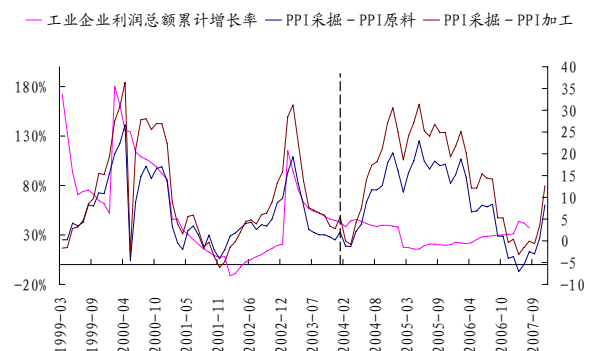
影响企业利润的另一个重要因素在于其成本与收益。我们分析了上游和中、下游行业的相对比价, 从历史数据来看, 03年之前, 工业企业利润由产业链最上端的采掘业决定, 上下游价格指数的差值与全部工业企业利润增速保持一致; 但04年以来, PPI - CPI差值与工业企业利润以及PPI中采掘业和原材料加工业差值与全部工业企业利润增速由一致的走势转变为相反的走势, 表明中、下游行业的地位大大增强了。

图 28: PPI - CPI 差值与工业企业利润相关



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

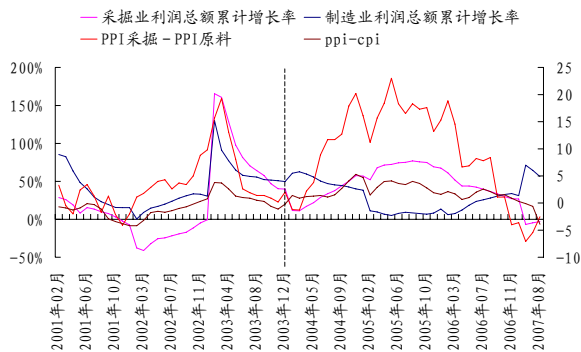
图 29: PPI 中价格指数构成与工业企业利润相关



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

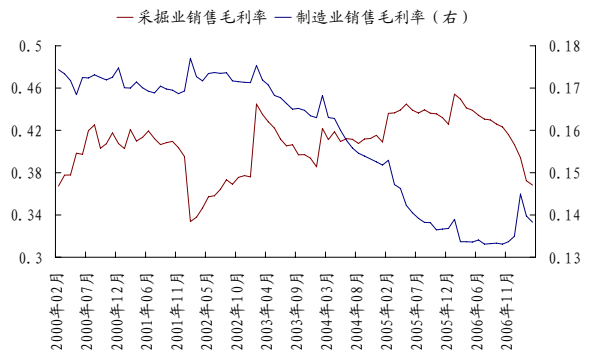
从分类行业的利润数据, 很明显表明, 2003年之前, 价格差与采掘业及制造业的利润增速保持一致走势; 但04年以来, 它们之间的相互关系开始向正常方向迈进, 我们认为这是表明定价机制的恢复。今年以来, 在国际大宗商品的价格有所回落之后, 上游行业的毛利率继续回落, 利润增速为负; 而中、下游行业毛利率有所恢复, 利润增长迅速。

图 30: 04 年以来, 价格指数对行业盈利的影响向正常方向迈进



数据来源: Wind 资讯, 广发证券发展研究中心

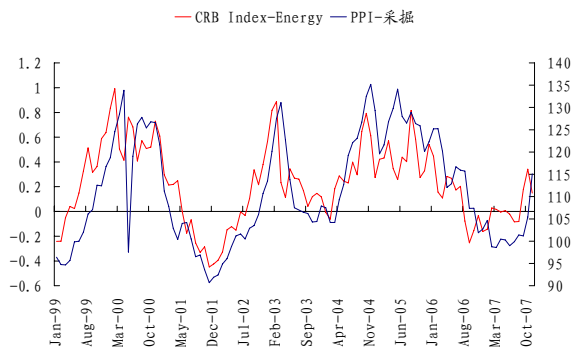
图 31: 今年以来, 上游行业的毛利率继续回落, 中下游有所恢复



数据来源: Wind 资讯, 广发证券发展研究中心

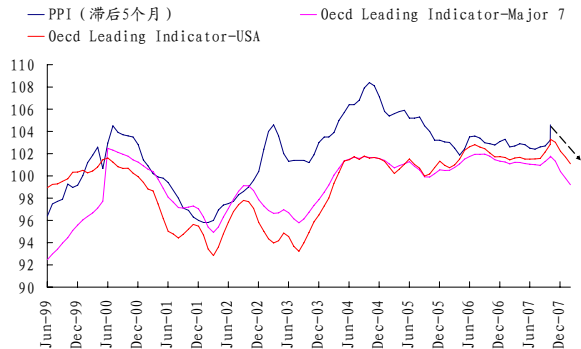
虽然在外围的影响下, 采掘业出厂价格指数连续 5 个月上行, 带动 PPI 指数上涨, 但目前仍没有迹象表明这是属于趋势性的。采掘业出厂价格指数由大宗商品价格指数决定, 虽然大宗商品价格因弱势美元而上涨, 但需求对其影响是更加关键的。在外部经济放缓的预期下, CRB 指数持续上行带动采掘业出厂价格上涨的可能性不大。从整体上来看, 中国的 PPI 指数与 OECD 工业生产息息相关, OECD 领先指标的下降预示 PPI 难以持续上行。

图 32: 采掘业出厂价格主要受到 CRB 能源指数的影响, 其短期走高在于弱势美元



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 33: 相比弱势美元, 实体经济的放缓对国内 PPI 影响更加显著



数据来源: OECD, 广发证券发展研究中心

另一方面, 在高企的食品价格、充裕的货币供给、走高的大宗商品价格和翘尾因素综合影响下, 明年 CPI 仍将保持较高增长, 特别是上半年更加显著。我们预期明年全年 CPI 将保持在 4.0% - 4.5% 之间, 仍然会高于 PPI。在这一情况下, 明年工业企业利润增速仍然会保持较高增长; 并且, 价格指数走势更有利于中、下游企业。

我们根据主要指标的预测数据, 假设了三种情景, 结果表明, 即使在较为悲观的情景下, 工业企业利润增速也有望保持在 23% 以上, 而较为乐观的情景将达到 28%, 中性的接近 26%, 仍然超过本轮牛市以来的月度均值。总体来说, 利润增幅将高位回落而非大幅放缓。

表4：明年几种情景假设下工业企业利润增速预测（需求与成本的角度）

情景假设	出口增速	固定资产投资增速	工业企业利润总额增速
悲观情景	18%	22%	23.7%
中性情景	20%	24%	25.9%
乐观情景	22%	26%	28.1%

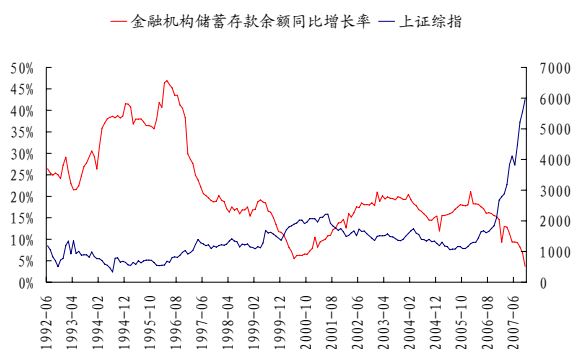
数据来源：广发证券发展研究中心

在对实体经济特别是工业企业效应仍然保持较为乐观的态度下，我们认为08年上市公司业绩将继续保持较高增长，原因在于：1、在上游价格将会回落的情况下，主营业务利润率有望继续提升；2、大股东释放业绩的动力仍在；3、整体上市、资产注入带来的外延式增长；4、所得税改革；5、牛市背景下，投资收益不会大幅缩水。综合判断，我们认为08年核心上市公司的业绩增幅在35%左右（剔除中石油），存在超出目前预期的可能性。

### 焦点之二：资金面会偏紧吗？

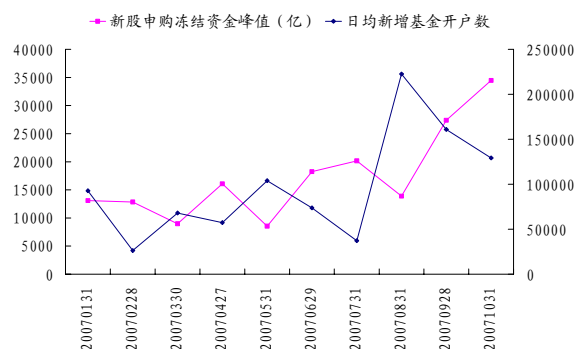
在实际利率为负以及股票市场“赚钱效应”放大的情况下，今年上半年居民储蓄大量分流股市，仍是股市资金的最主要来源。截至到目前为止，市场流动性尚非常充裕，资金面的阶段性紧缺更多的反映了投资者的风险偏好程度。我们比较了进入二级市场的日均新增基金开户数和一级市场新股申购冻结资金，二者呈现出非常明显的负相关走势。

图 34：大量居民储蓄存款分流股市，推动股指不断上涨



数据来源：中国人民银行，广发证券发展研究中心

图 35：一级市场与二级市场资金呈相反走势，反映投资者的风险偏好程度

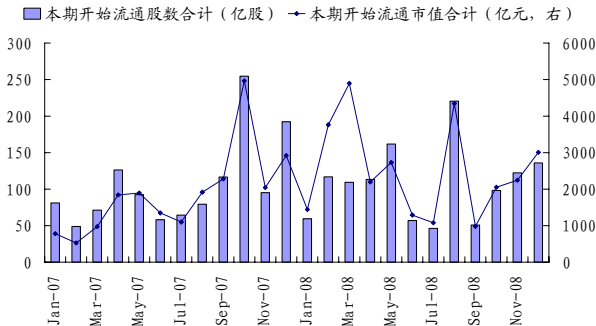


数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

根据我们对明年CPI的预测和央行货币政策的判断，明年上半年负利率状况还会非常明显，储蓄分流仍然会持续。但这一状况会在下半年逐渐好转，并在四季度有望扭转为正，届时储蓄分流的趋势可能会有所放缓。另外，大、小非减持也是股票市场不安定的因素之一。08年大、小非解禁的市值超过3万亿元，比今年增加了33%，减持压力增大。从07年的情况来看，解禁高峰期的市场往往表现不好，在市场波动加大、预期回报减少的情况下，08年的减持压力可能比07年大得多。分月份来看，明年3月和8月是解禁高峰，投资者需要注意。

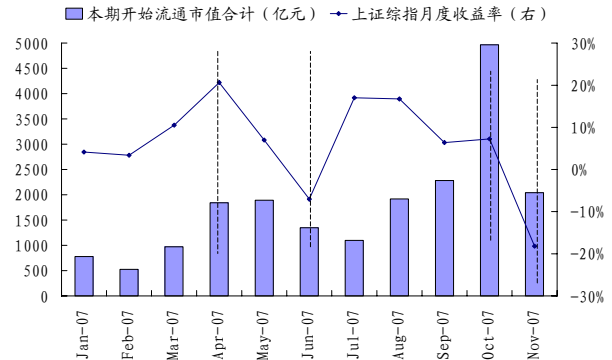
总体来说，流动性还未到逆转的时候，但明年阶段性的资金紧缺可能会加大市场波动。

图 36：08 年大、小非减持的市值高于今年



数据来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

图 37：解禁高峰期后的股市一般不会表现太好



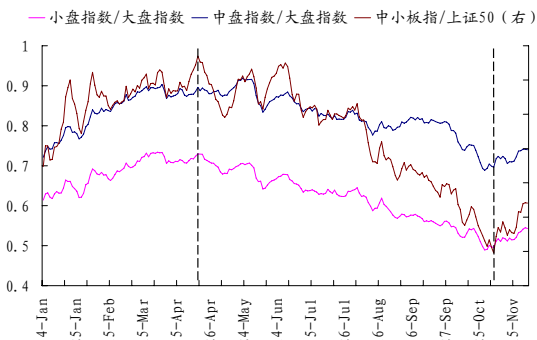
数据来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

### 焦点之三：市场风格如何转换？

市场风格轮换的特征，无论是在国外股市，还是在 A 股市场上，均表现的十分明显。“5.30”之前，市场大肆炒作低价股和垃圾股；“5.30”之后，大盘蓝筹股表现耀眼；而本轮调整以来，市场风格再次出现转换，资金偏向中小板。

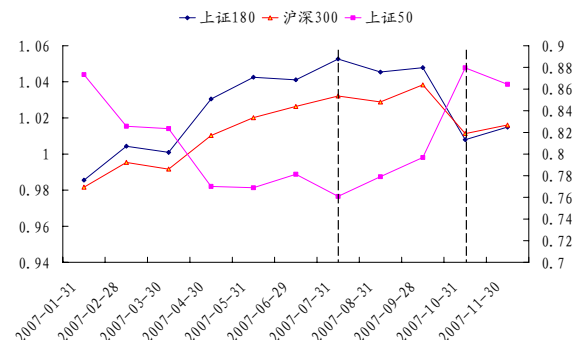
市场风格转换的背后，从根本上来说，在于不同风格股票的估值水平。以全市场股票估值水平作为标准，我们发现，今年 7 月份以前，二、三线蓝筹股及中小板股票估值水平不断上升，而大盘蓝筹股却处于下降通道，导致其相对低估；7 月份以后，大盘蓝筹股行情来临，其估值水平也开始攀升，二、三线蓝筹股及中小板刚刚相反。

图 38：市场风格转换的特征明显，不存在单一风格跑赢大盘的情况



数据来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

图 39：相对于全部 A 股，不同类型股票估值处于相对高估或者低估的状态



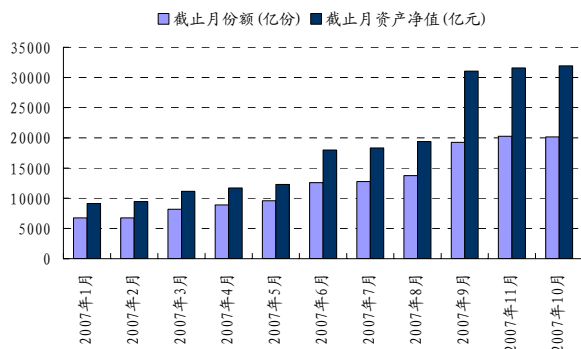
数据来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

投资者结构的变化是市场风格转换的触发因素。“5.30”之前，新增 A 股开户数屡创新高，散户化趋向十分明显，市场大肆炒作低价股和垃圾股。“5.30”之后，许多中、小投资者为了分散风险，纷纷投资基金，基金发行与申购屡创天量，大量资金涌入，机构投资者重掌主导权。在吸取了之



前的教训之后，市场的交易品种主要集中在具有稀缺筹码的大盘蓝筹股，这便导致了蓝筹股泡沫的扩大，由此引发了自7月份本轮上涨行情以来最深一次的调整。

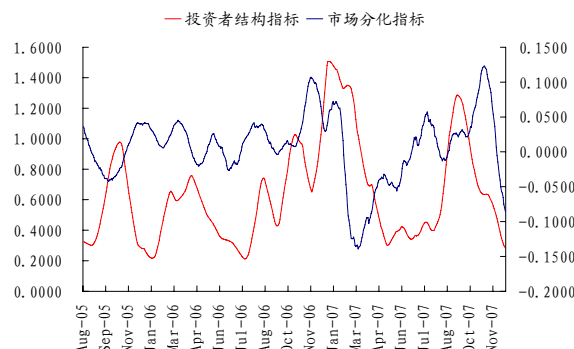
图 40: 基金的规模在今年下半年大幅增加，投资者结构出现转换



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

注: 投资者结构指标是以平滑的新增基金开户数与新增A股开户数之比, 市场分化指标以月度上证综指收益率与平均股价收益率之差, 每个指标均进行再次的平滑

图 41: 投资者结构量化指标与市场分化指标走势一致



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

08年市场风格轮换的特征可能更加明显。一方面，在整体估值均较高的情况下，很难出现某一风格板块的整体性机会；另一方面，创业板与股指期货的可能推出，将在不同时间分别加大中小板和大盘蓝筹股的吸引力。投资者需要根据相对估值状况，并结合相关重要事项，把握风格转换的机遇。

#### 焦点之四：政策调控的方向怎样？

对于常规化的货币政策，资产价格仍是关注对象。虽然央行表示不会出台直接调控措施，但不排除间接调控的可能，比如“5.30”之前央行的一系列组合拳便在一定程度上是因为股票市场的大幅上扬，但效果较为有限。比较起来，直接针对股市的行政调控政策信号更为强烈，影响更为显著。今年以来有两次较大的针对股市的直接干预，分别是“5.30”印花税上调和四季度对基金的“窗口指导”，而这两次的起因分别在于中、小投资者对低价股、垃圾股的炒作和机构投资者对大盘蓝筹股的“抱团”行为。从结果上说，每次直接干预均导致了市场的大幅下调，但对于抑制市场的非理性仍然是有积极作用的。

从调控的目的来看，在高估值环境之中，我们认为后市仍然不能排除管理层直接针对股市的行政调控。

### （三）08年市场趋势判断

综合以上分析，我们对08年市场趋势的总体判断是：回暖－整固－上扬－中期调整。

回暖的原因在于市场已经基本筑底，政策调控的真空期以及07年年报业绩发布期将导致市场人气重新凝聚。接下来整固的原因在于：1、上半年外部环境不容乐观（美国次级债及衍生的问题将会更多的爆发出来）；

2、国内宏观调控政策总体上偏紧，经济将会放缓；3、3月份减持压力也将在很大程度上抑制股指接下来的表现。但根据我们的分析，上游涨价的状况不会持续。另一方面，外围环境和国内环境会在下半年有所改善。此外，奥运会的举办也可能导致市场风险偏好程度增加，风险溢价水平大大降低，推高市场估值水平。因此，总体来说，在市场整固之后，股指将会继续上扬，并可能在奥运前后创下年内最高。但是，奥运之后虽然基本面不会变化，但市场风险溢价水平可能上升，而8月份的解禁限售股套现压力将在四季度后显现出来，导致市场可能再次进入中期调整阶段。

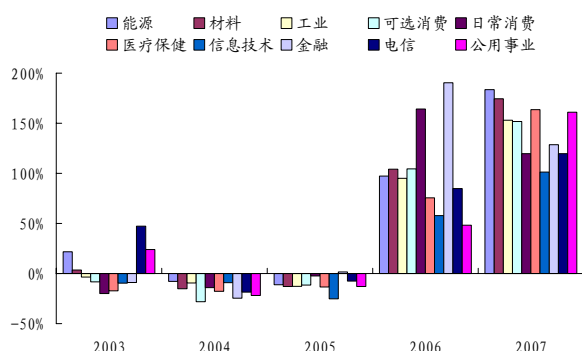
由于目前估值水平高企和明年的不确定因素有所增加，08年股票市场的波动也将随之大大增加，且预期回报较今年会大为减少。我们认为08年沪深300指数核心波动区间为4500-6800点，对应08年的动态PE为25-38倍。

### 三、行业配置建议

#### (一) 今年板块轮动指向上游周期性行业

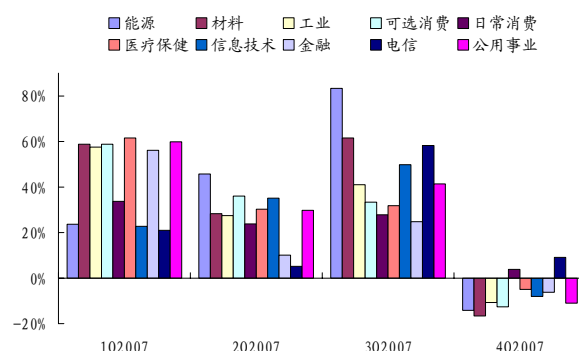
板块轮动的现象在本轮牛市以来体现的十分突出。06年是下游的金融服务和消费类领涨，而今年以来一个重要的特点是上游行业表现优异。根据GICS一级行业分类指数，截至到12月14日，涨幅居前的两个行业分别是属于上游的能源和材料。与市场感觉不同的是，去年涨幅第一的金融（包括银行、地产、证券、保险和信托等）总体表现并不出色（如果考虑近期国家的调控导致金融股股价大幅下调，其涨幅在所有一级行业中排名倒数），而消费类表现也属中规中矩。

图 42：近 5 年来各行业涨跌幅



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

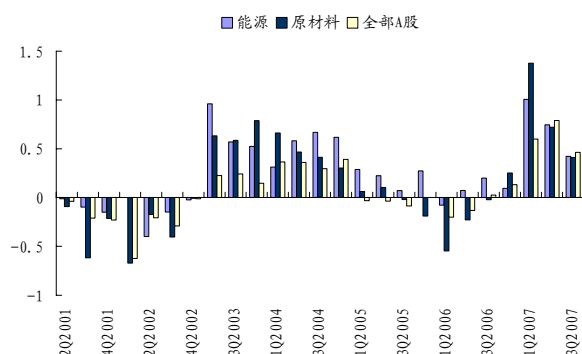
图 43：今年以来不同季度各行业涨跌幅



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

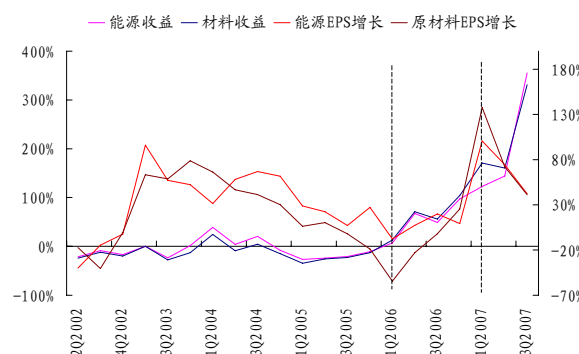
分季度来看，上游周期性行业的出色表现出现在二、三季度，而这两个时期正是一季度与中期业绩发布期，是否是因为业绩大幅超出预期而带动的？我们比较了上游行业与全部A股EPS增长以及上游二者的估值比，结果显示，今年一季度上游行业业绩均大幅增长，超出全市场整体水平；但二、三季度业绩增长较为平淡，并未给投资者带来太大的惊喜，表现为EPS增长率开始与股价收益出现反向走势。

图 44：上游行业与全部 A 股 EPS 增长率对比



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

图 45：上游行业股价收益与 EPS 增长率比较



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

我们比较了另一个决定性因素即估值水平。从历史数据来看，上游行业与全部A股市盈率比值一直在0.5至0.6之间徘徊，但07年二季度和三季度这一数据分别提升了0.1个点和0.26个点，从而导致其较大幅度跑赢大盘，目前这一水平已经上升到接近0.9的历史最高点；而去年表现优异的下游消费服务业，相对整体估值水平一直保持平稳。

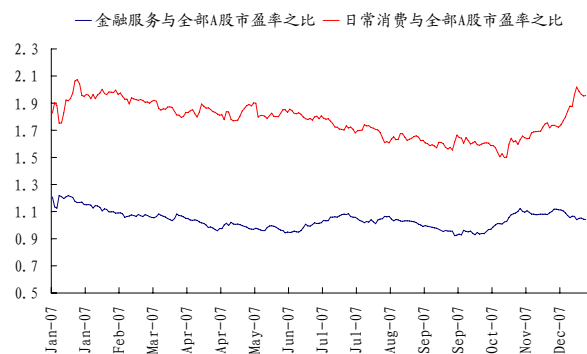
从行业表现来看，正好反映了我们刚才分析的情况。二季度上游行业在一季度业绩超预期情况下开始启动，估值比值稍稍有所提升；而三季度上游子行业（石化、煤炭、钢铁、有色金属等）集体爆发，在其业绩未见大幅增长情况下，估值提升是更重要的因素，这点与06年下游行业由业绩推动的行情是不太一样的。

图 46：上游行业与全部 A 股市盈率之比



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

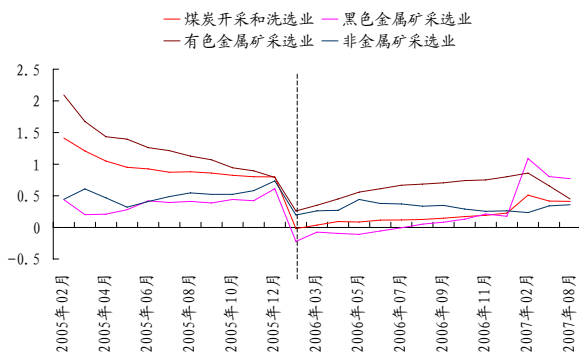
图 47：下游消费服务行业与全部 A 股市盈率之比



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

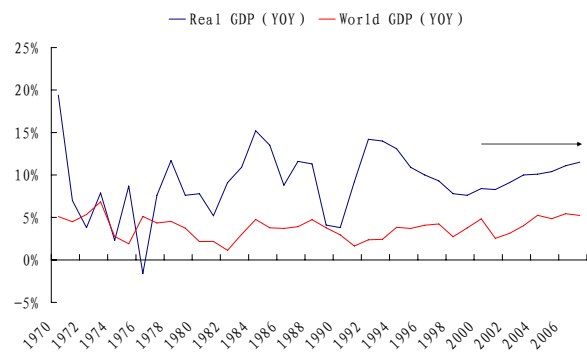
本轮上游周期性行业重估的背景在于：产能过剩局面的改观、出口的增加以及产品价格的上涨，而产品价格上涨是主因。04年的宏观调控政策导致周期性行业落后产能的加速淘汰和新增产能建设受到压制，而全球经济向好导致需求旺盛和产品涨价，促使行业利润快速增长。相对估值的提升在一定程度上反映投资者对上游行业盈利复苏和周期性弱化的判断。

图 48：06 年以来，部分上游行业利润增长率开始见底回升



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

图 49：近几年来，中国的宏观经济周期性特征已经趋于弱化



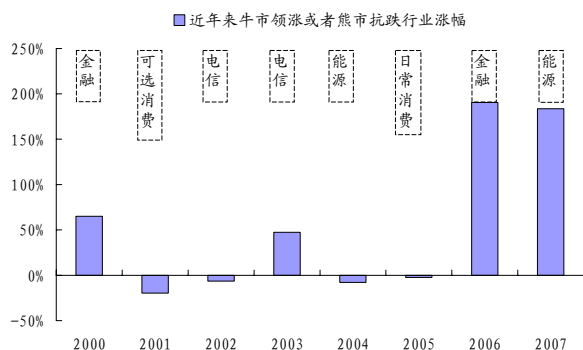
数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

## (二) 08年行业轮动前景探讨

业绩和估值是决定股票价格的两个因素。06年下游行业在业绩支撑下表现优异，而今年上游行业兴起的估值提升背景更为明显，行业轮动便因此产生。

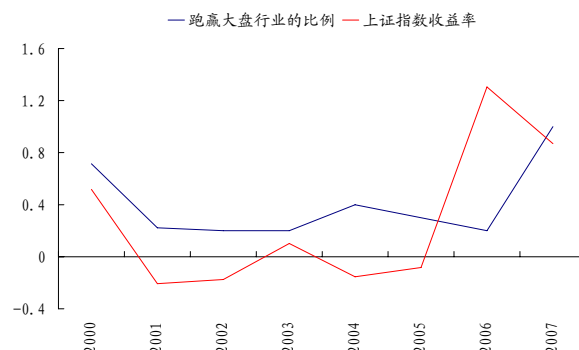
从近年来行业轮动的情况来看，我们有以下几点结论：1、牛市领涨或者熊市抗跌行业集中在上游资源类或者下游消费、服务类，而中游制造业由于业绩一直受到成本压制，表现并不显眼；跑赢大盘的行业的比例似乎也与股市整体表现相关；2、牛市中行业轮动的特征会更加明显；3、行业收益标准差与上证指数收益率保持一致走势；4、除金融业比较例外，越是下游，波动越小。

图 50: 近年来牛市领涨或者熊市抗跌行业集中在上游资源类或者下游消费、服务类



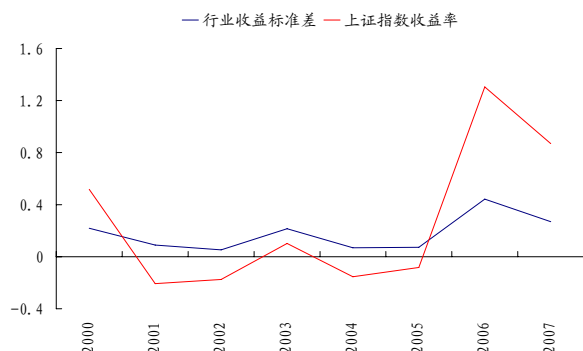
数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

图 51: 跑赢大盘的行业的比例似乎也与股市整体表现相关



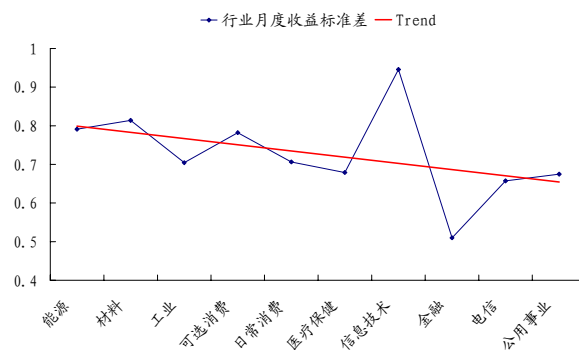
数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

图 52: 行业收益标准差与上证指数收益率保持一致走势



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

图 53: 总体来说, 除金融业比较例外, 越是下游波动越小



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

我们预期在08年，因估值或者业绩的较大幅度提升而使得该行业存在显著机会的可能性将会弱化，整体性投资机会并不是很明显，原因在于：一、目前所有板块的估值均较高，很难出现绝对低估的情况；二、上市公司的业绩放缓已成定局（虽然不会大幅放缓），某个行业整体出现爆发性增长的可能性不大；三、明年指数预期回报不高，根据我们上面的结论，行业之间的收益差异将会减少。



我们行业配置的基本策略是：一、选择成长明确并有可能稳步提升的行业；二、体现一定的防御性。

对于上游行业，目前其不利因素逐渐增多：首先，外部经济放缓与国内宏观调控将导致其需求放缓，目前部分上游产品已经出现出口持续下滑的趋势了；其次，价格指数变化（CPI - PPI和PPI-采掘 - PPI - 材料（加工））负面影响其利润；最后，目前其市盈率与全部A股逐渐接近，几乎不存在继续重估的空间。从今年以来工业企业效应数据来看，其利润总额增速和毛利率均在放缓，并且这可能在今后一段时间内是趋势性的。但是，明年下半年由于全球经济在可能有所恢复和国内宏观调控政策将趋送，我们认为包括钢铁、电力、水泥、建材、煤炭等在内的周期性行业将重现投资机会。

比较起来，我们更偏向业绩增速稳定而明确的下游消费、服务类行业。一、业绩增长稳定，弱周期性突出，受外部环境变化较小；二、温和通胀环境下，价格指数的变化有利于其利润增长；三、在出口减缓之后，是政策大力扶持对象，在未来有继续稳步提升的潜力；三、与大事件的配合。国外经验表明，奥运期间，消费、服务类的行业均有良好的表现；四、从历史数据来看，回报的波动率较低。因此，金融、地产、零售、食品饮料、餐饮旅游、医药生物等将是全年核心配置行业。

**表5：上半年与下半年面临不同的国内外环境，导致股市与行业配置不同**

时间	外部环境	国内宏观经济及调控政策	股票市场	行业配置
上半年	美国次级债及衍生的一系列问题可能继续爆发，通胀惯性小幅上行，美元维持弱势，主要国家利率维持或调低，成熟股票市场表现较弱。	通胀继续维持高位，央行调控的压力依然存在，上半年宏观调控偏紧。	大盘在今年底调整之后，有望在明年初回暖。但随后不容乐观的国内外环境将抑制股市表现，3月份大量的大、小非减持将加大股市的压力。	防御为主，看好消费、服务类等弱周期、以内需为主的行业。
下半年	美国次级债问题有所缓解，国内CPI将大幅下行，国内外环境均有所改善，外围股市有较好的表现。	在通胀压力大为减轻的情况下，下半年宏观调控趋松。	股市在3季度有望迎来较大的一波行情，并在奥运前后创下年内最高，但奥运结束以及8月份的减持压力将导致市场在4季度出现中期调整。	我们看好上游周期性行业的阶段性投资机会，此外消费、服务类股票将在奥运因素的刺激下仍有较好表现。

数据来源：广发证券发展研究中心

---

## 广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

---

---

## 广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

---

---

## 相关研究报告

---

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

---

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。