

2008 年 3 月投资策略

振荡中的超额收益

武幼辉 投资策略 研究员

电话: 020-87555888-393

eMail: wyh6@gf.com.cn

流动性之忧与风险溢价

◆ 目前市场总体资金仍然充裕，而二级市场的风险溢价水平上升导致资金入市意愿不足是资金面偏紧的主要原因。短期来看，投资者的信心提振是关键，我们认为这取决于两方面因素：一、宏观调控政策取向的明朗化。二、政策底。利好因素的不断累积与政策信号的充分释放将有助于投资者信心的提振。

“两会”的宏观调控政策基调

◆ 从目前整个宏观经济形势来看，去年末中央经济工作会议上定下的“稳健的财政政策，从紧的货币政策”的调控基调不会改变。但从近期管理层的一系列表态来看，今年“两会”上关于宏调力度的表述将不同于 04 年，未来调控政策的灵活性会有所加强。

股市展望与投资建议

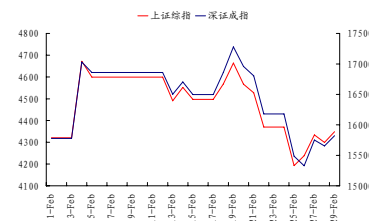
◆ 同 2 月份一样，3 月份市场的总体环境会继续有所好转，并开始酝酿方向性的选择，原因在于：宏观调控政策的明朗化；资金面的压力适度缓解；积极的政策底；年报的效应以及外部冲击减弱。但市场反弹的空间会因以下两个因素而受限：一、宏观调控政策短期难以松动，若“两会”后的调控力度超出预期，将大大打击市场信心；二、4000 亿的大、小非解禁规模对市场的负面冲击不容忽视。

◆ 我们建议在 3 月份通过以下三条思路来获取超额收益：**其一、季节因素。**受信贷投放的季节影响，固定资产投资一般会在每年年初出现比较强劲的反弹走势。从过去几年的情况来看，二级市场上包括钢铁、建筑建材、机械设备等投资敏感类行业在整个三月份都获得了超越大盘的表现。**其二、事件驱动。**三月份最重要的是“两会”的召开。从投资机会来看，我们关注政府公共支出加大（特别是医药卫生）与“节能减排”受益的行业（钢铁、建材、煤炭、轻工制造（造纸）等行业中的龙头企业和具备专业技术优势的企业）。**其三、风格转换。**在政策调控偏紧的情况下，风格仍然难以完全转换，但投资者应该开始回避中、小盘股的投资风险：一、中证 700 指数与中证 100 和沪深 300 指数的估值之比已经达到 06 年以来的最高水平；二、中、小盘的风格表现已经超过 4 个月，正处在风格转换的敏感时期；三、从年报实际公布情况来看，中、小盘股存在业绩低于预期的风险。我们建议投资者可以重点关注二线蓝筹股，对部分具备估值吸引力的大盘股可以考虑逐渐逢低吸纳。

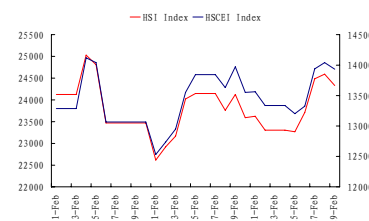
市场基本数据

指数名称	收盘价	指数涨幅
上证指数	4348.54	-0.80%
深证成指	15823.88	-0.21%
沪深 300	4674.55	1.17%
恒生指数	24331.67	3.73%
标普 500	1330.63	-3.48%
富时 100	5884.3	0.08%
印度 Sensex	17578.72	-0.40%
俄罗斯 RTS	2063.94	8.23%

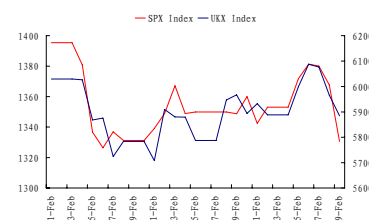
上证综指和深圳成指走势



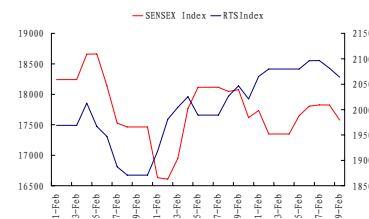
恒生指数和国企指数走势



标普 500 和富时 100 走势



印度 Sensex 和俄罗斯 RTS 走势



目录索引

一、股市回顾.....	4
(一) 外部因素弱化 内部因素加强	4
(二) 权重股继续表现不佳	4
(三) 市场估值水平保持平稳	5
二、流动性之忧与风险溢价	6
(一) 居民储蓄分流正在放缓	6
(二) 扩容压力加剧与管理层态度	7
(三) 整体流动性依然充裕	8
(四) 风险溢价的下降将有效缓解短期流动性的不足	9
三、“两会”的宏观调控政策基调	10
四、股市展望与投资建议	14
(一) 3 月份市场趋势	14
(二) 三条思路寻求超额收益	14

图表索引

图1: 全球股市于今年2月份有所企稳	4
图2: 1月份A股小幅振荡, 成交量继续萎缩	4
图3: 2月份大部分行业出现上涨, 房地产、采掘与金融等权重板块表现不佳	5
图4: 2月份风格板块出现普涨, 但大盘绩优股继续表现一般	5
图5: 沪深300动态PE-Bands	5
图6: A-H溢价指数有所回落	5
图7: 实际负利率并不必然推动资金入市, 储蓄存款也往往受到名义利率而调节	6
图8: 储蓄资金的分流在相当程度上推高了股市, 但后续资金的风险偏好也在上升	6
图9: 赚钱效应减弱导致新增A股开户数减少	7
图10: 基金发行与开户数自去年末以来持续下降	7
图11: 07年9月以来融资规模大大增加	7
图12: 07年四季度以来解禁规模也在增加	7
图13: 贸易顺差和信贷增速开始下滑	8
图14: “热钱”流入规模也在大幅下滑	8
图15: 债市与股市的表现非常相关	9
图16: 信用利差自去年年末也不断上行	9
图17: 2004年“两会”后的一系列调控导致股市出现长期的调整	11
图18: 固定资产投资在年初一般会出现反弹	15
图19: 工业企业利润增速也保持相似走势	15
图20: 目前大盘股与中小盘股估值之比已经达到06年以来最低水平	17

图21: 中、小盘股存在业绩低于预期的风险, 而大盘股往往会高于预期.. 18

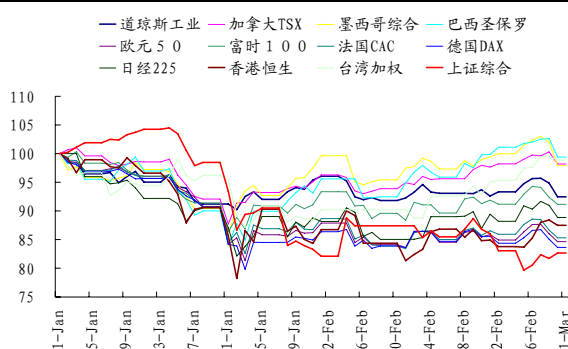
表1: 最近10年“两会”的关键词及股市表现.....	10
表2: 2004年“两会”之后的1个半月内, 宏观调控处于政策密集期.....	11
表3: 近期管理层就宏观调控政策的表态.....	13
表4: 近年来“两会”期间和前后各行业的超额收益.....	15
表5: 2007年政府工作报告中所提出的关于节能环保的八个工作.....	16
表6: 各行业盈利增长预测及估值水平.....	18

一、股市回顾

（一）外部因素弱化 内部因素加强

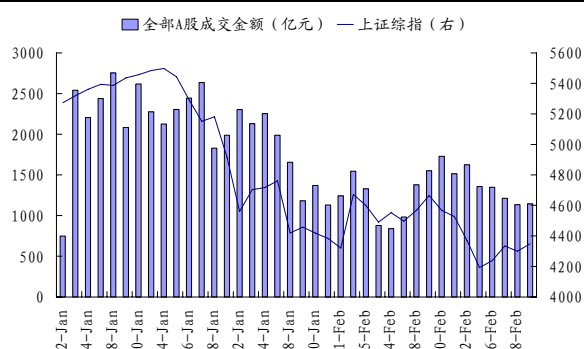
在美联储大幅降息的刺激下，次贷危机对全球经济和资本市场的冲击暂时减弱，全球主要股市大多止住了1月份的调整，于2月份有所企稳。截至2月末，MSCI发达国家指数保持平稳，而新兴市场指数较1月底上涨7.25%，表现再次耀眼。对于A股来说，上证综指微幅下跌0.8%，沪深300指数小幅上涨1.17%，大大逊于其它新兴市场国家。伴随股市的振荡，A股两市成交量继续萎缩至日均1300亿元，较1月份减少745亿，显示市场人气十分低迷。

图1：全球股市于今年2月份有所企稳



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图2：1月份A股小幅振荡，成交量继续萎缩



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

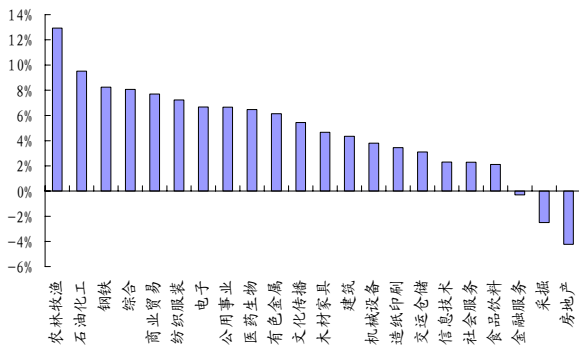
从影响1月份A股市场的走势来看，同我们的判断一致，外部冲击显著弱化，而国内因素大大加强：1、在外需放缓程度加大与国内雪灾的负面影响下，投资者一度对国内宏观调控政策的松动抱有一定期待。但CPI再创新高、信贷的反弹以及顺差的超预期，使得整个宏观经济形势更不容乐观。特别是通胀高企局面短期难以缓解，未来一段时间内调控政策预期将会继续趋紧。2、大规模的再融资计划与大、小非减持加大了市场的资金面压力。算上中国平安、浦发银行的天量增发计划，1月份至今的增发预案已经达到2500亿元左右。在市场预期不明朗的情况下，投资者谨慎的心态加剧了资金面的压力。

（二）权重股继续表现不佳

2月份市场虽然在再融资压力下一度遭遇了大幅的下调，但总体上行行情较1月份有所回暖，大部分行业出现上涨走势。表现较好的行业包括：1、受国际因素影响的涨价题材行业，比如农林牧渔、石油化工等，这类行业分别在上游；2、增长预期较为明确的行业，比如钢铁、商贸等。出现下跌的行业包括金融、地产和采掘业，显示在外需放缓与国内宏观调控从紧的情况下，强周期性行业仍然没有走出弱势格局。

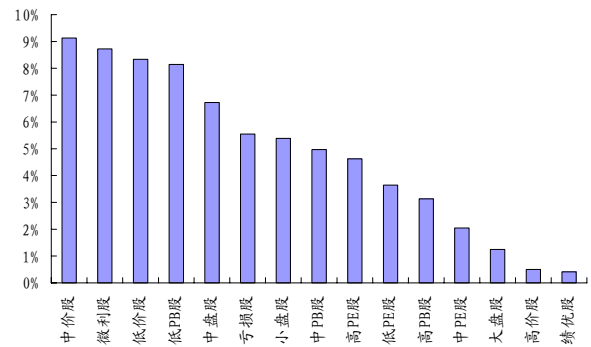
从市场风格表现来看，各风格板块出现普涨，但市场的热点更多集中在题材股之上，微利股、低价股涨幅居前，而绩优股、高价股和大盘股表现一般，显示2月份市场的风格仍然偏向中、小盘股，但部分题材的炒作已经带有浓厚的投机风气。

图3：2月份大部分行业出现上涨，房地产、采掘与金融等权重板块表现不佳



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图4：2月份风格板块出现普涨，但大盘绩优股继续表现一般

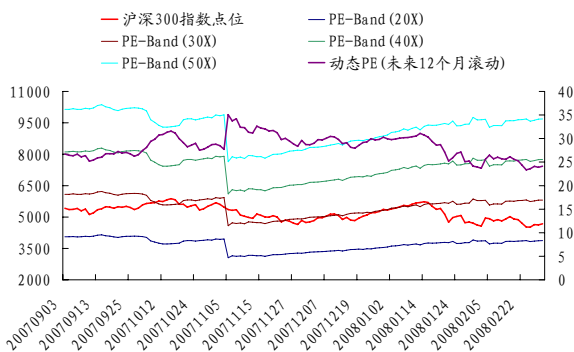


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）市场估值水平保持平稳

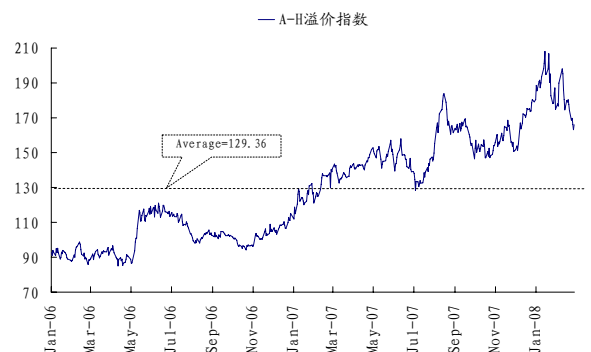
由于2月份市场振幅较小，沪深300指数08年动态PE维持在23-27倍之间。根据市场的一致预期，目前沪深300指数成分股08年的业绩增长为32%，以此为基准计算的动态市盈率为24倍，这一水平与1月末持平，低于2007年以来28.39的平均水平。此外，在港股近期受外部因素影响而行情有所回暖的情况下，A-H溢价指数出现持续回落走势，溢价压力有所减轻。但目前溢价指数仍然大大高于06年以来的平均水平，未来存在继续回落的压力与空间。

图5：沪深300动态PE-Bands



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图6：A-H溢价指数有所回落



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

二、流动性之忧与风险溢价

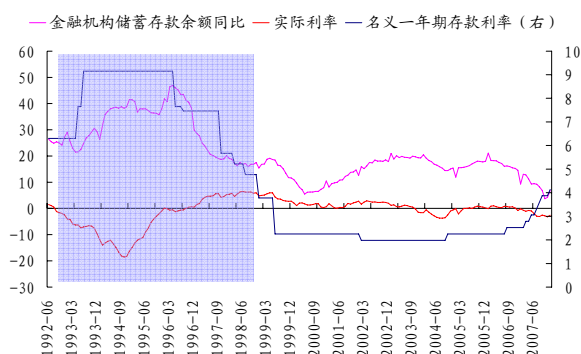
流动性不足仍然是困扰目前市场的重要因素。在市场弱势之时，这一压力在2月中、下旬放大了极致。从资金需求来看，目前对市场冲击最大的是再融资和大、小非解禁。前者从1月份至今形成的预案已经达到2500亿左右，而后者在3月份将有4000亿的解禁规模。我们认为虽然宏观层面的流动性未来趋于下行，但充裕的局面不改，二级市场资金面偏紧的原因主要是在于风险溢价水平的上升。若投资者信心企稳甚至回升，会在很大程度上缓解资金面的压力，而这取决于两方面的因素：一、预期的逐渐明朗化，短期的关键在于宏观调控政策；二、利好因素的累积效应，特别是政策底。

（一）居民储蓄分流正在放缓

07年以来，在股市的“赚钱效应”及负利率推动下，居民储蓄存款大幅分流股市，成为二级市场流动性的最主要来源。但目前储蓄的分流已较大幅度放缓，我们认为这体现了三方面的原因：

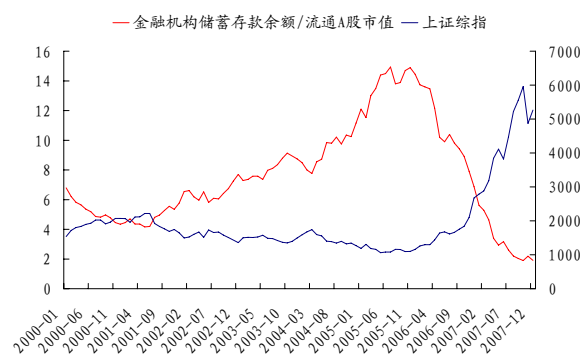
- **加息的累积效应。**许多投资者认为，自去年以来，虽然央行已大幅加息162个基点，但扣除物价因素，目前实际利率仍然为负，甚至有加深的迹象，这将加速推动金融脱媒。但从历史数据来看，实际利率与储蓄存款增速并不一定保持一致走势，居民的储蓄行为往往在通胀幻觉之下，受到名义利率的影响。在1992-1998年的7年内，我们很明显的看到了这一情形，储蓄存款增速同名义存款利率保持了非常一致的走势。因此，在央行自去年以来大幅加息之后，影响了部分资金回流。
- **相对流入规模的减少。**储蓄资金的分流在相当程度上推高了股市，05年以来，它与全部A股的流通市值之比不断下降，目前已接近2。虽然这一数据相比成熟市场0.5左右的水平，仍然偏高。但考虑限售流通股的解禁以及后续资金的风险偏好在上行，相比整个市场的流通量，居民储蓄相对流入规模在减少。

图7：实际负利率并不必然推动资金入市，储蓄存款也往往受到名义利率而调节



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

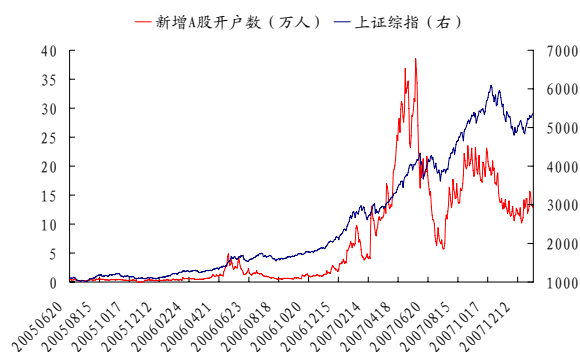
图8：储蓄资金的分流在相当程度上推高了股市，但后续资金的风险偏好在上行



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

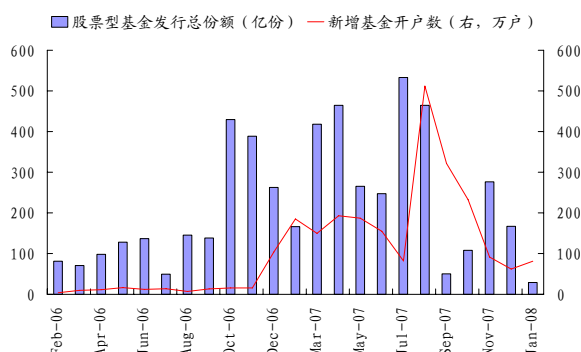
- **赚钱效应的减弱。**股票市场的大幅调整导致股市新流入资金大为减少，目前日均新增A股开户数已回落至10万左右。另一方面，去年10月份开始的基金公司窗口指导导致新发基金也大为减少，入市资金在一定程度上出现断流。

图9：赚钱效应减弱导致新增A股开户数减少



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图10：基金发行与开户数自去年末以来持续下降



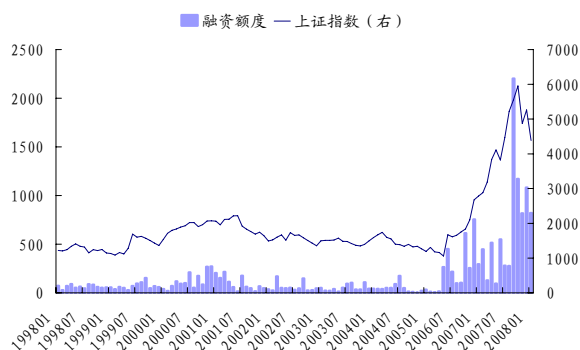
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（二）扩容压力加剧与管理层态度

对于大规模的融资与解禁压力，我们关注两个问题：一、融资和解禁对股市的影响；二、上市公司与管理层的行为。

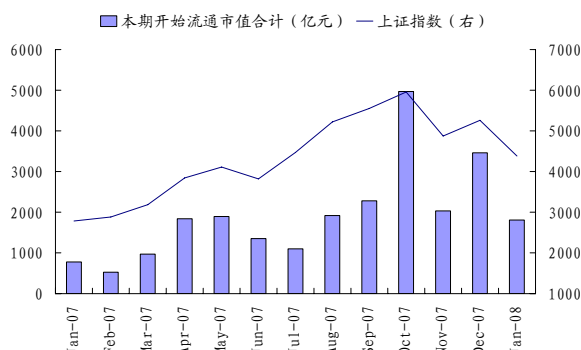
- **股市表现。**自从06年中旬融资开闸以来，近两年来股票市场上的融资额度大大超过以往（IPO、增发和配股），但1年多的时间内这一规模总体保持相对平稳。07年9月以来，市场的融资规模显著上升，同期A股新增开户数在达到高位后下行，基金投资更是在管理层管制下大幅萎缩。另一方面，大、小非解禁规模也在去年四季度以来显著增加，资金面的供给失衡对股市的大幅下跌起到了明显的推动。在上一轮牛市期间，我们也观察到扩容对股票市场的影响。全市场募集资金在2000-2001年期间大幅增加，资金压力在高估值情形下放大，推动了2001年中旬牛市的结束。

图11：07年9月以来融资规模大大增加



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图12：07年四季度以来解禁规模也在增加



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

- **上市公司行为。**近期的数据显示上市公司再融资和减持的意愿加强。一方面，从1月份至今的增发预案大大高于去年上半年月均137亿元

和下半年203亿元的增发规模。另一方面，2008年1月份共有84家上市公司发布了117次减持公告，累计减持的股份占到当月全部解禁非流通股股数的24.79%，远高于2007年全年7.50%的水平。上市公司的行为反映了在未来预期看淡或者不明朗的情况下的理性选择。

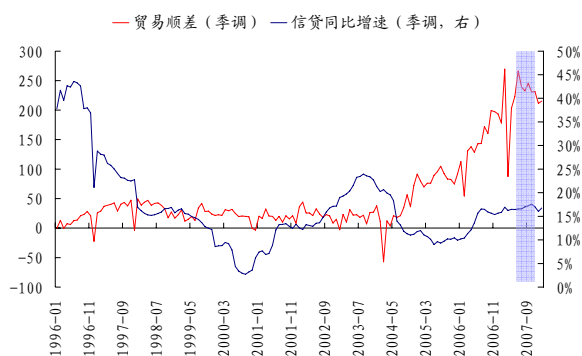
- **管理层态度。**从A股的历史来看，股票供给一向是管理层调控市场的主要方法之一。根据统计，在1992-1998年期间，上海股市异常波动43次，其中扩容因素占据9次，占比为1/5。对于扩容的原因，主要是为了规范市场行为。但对于本次大规模的再融资预案，情形并不相同：1、股市处于较为低迷时期，投机氛围较弱；2、从以往历史来看，管理层更倾向于利用IPO作为调控手段；3、从证监会表态来看，管理层对大规模的再融资抱有戒心。因此，本次再融资事件更多体现的是上市公司的行为，我们认为未来管理层将根据市场情况，严格控制再融资的规模、节奏，并通过加大审批新发基金和专户理财来平衡市场承接能力，近期的实际情况也反映了这一点。

（三）整体流动性依然充裕

虽然二级市场的资金面偏紧，但从整个宏观层面和股票市场（包括一级市场和二级市场）来看，资金流动性充裕的局面并未改变：

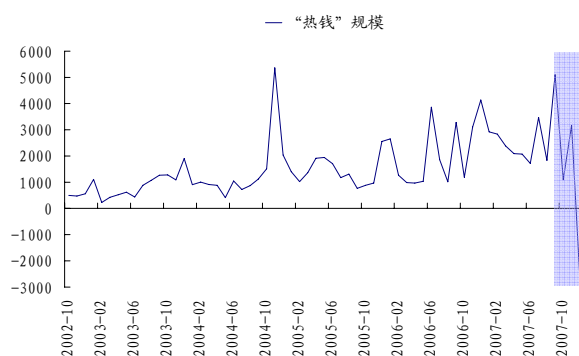
其一，从整个宏观层面的流动性来说，在外围经济放缓与国家宏观调控力度加大的影响之下，自去年四季度以来，剔除季节因素，贸易顺差与“热钱”流入规模开始出现趋势性下降。根据去年世界银行的实证分析结果，一国的私人资本流入规模不仅和确定性套利有关，资产价格也是重要的影响因素。由于目前中、美利率倒挂及人民币升值加速，可以肯定的是“热钱”外逃的主要原因在于资产价格的预期回报降低。这一现象引申出的另一个结论是，中、美利率倒挂并不能成为央行不再加息的佐证。另一方面，信贷增速虽然在今年1月份有所反弹，但主要原因是银行在紧缩压力下集中放贷，未来央行的调控（窗口指导、准备金率上调与加息等）将继续压低信贷投放，全年增速有望回落至14%。因此，基本上可以确定的是，在内忧外患的影响下，宏观层面的流动性在去年年末已经出现拐点。但是目前信贷增速与顺差仍然保持在05年以来的最高水平处，实体层面的流动性尚未出现大规模收缩。

图13：贸易顺差和信贷增速开始下滑



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图14：“热钱”流入规模也在大幅下滑



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

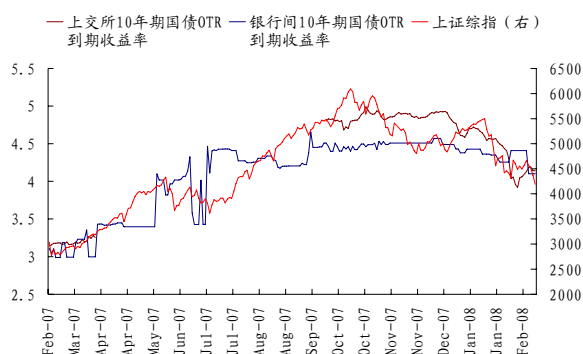
其二，从二级市场可供的资金来看，目前仍然充裕。与绝大部分国外股票市场相比较，相对于可交易股票市值，中国的储蓄存款规模仍然十分可观。最为重要的是，自去年末以来，一级市场新股申购冻结资金屡创天量（中海集运、中国太保和中国铁建冻结资金分别达到2.64万亿、2.83万亿和3.12万亿），反映资金仍然十分充裕。

（四）风险溢价的下降将有效缓解短期流动性的不足

综合以上分析，我们认为市场总体资金仍然充裕，而二级市场的风险溢价水平上升导致资金入市意愿不足是资金面偏紧的主要原因。特别是，即使增量资金减少，国外经验表明存量资金也能推动股市上行，目前整个市场交易的平淡显然更重要的原因不在于资金面本身。

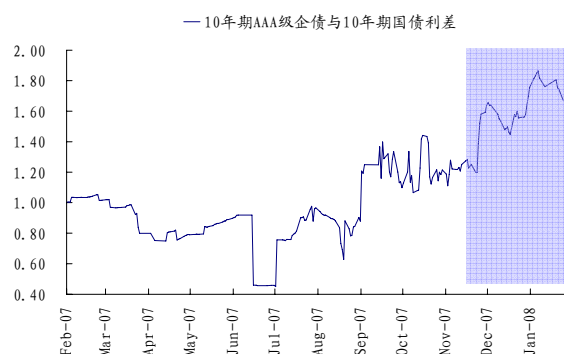
一些微观的证据可以显示这一点：其一、债市与股市的表现非常相关。在股市表现低迷之时，债市有转暖迹象，在一定程度上表明资金对无风险市场和风险市场的态度。其二、10年期AAA级企债与10年期国债利差从去年四季度开始上行，显示投资者在国内经济面临“内忧外患”之下对企业基本面表示出担忧。以上种种特征，只是全球化背景下的一个缩影。在全球主要资本市场上，我们也看到了类似的情况。

图15：债市与股市的表现非常相关



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图16：信用利差自去年年末也不断上行



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

从理论上来说，风险溢价的上升体现了两个方面的原因：预期的看淡或者预期的不明朗。短期来看，投资者的信心提振是关键，我们认为这取决于两方面因素：一、宏观调控政策取向的明朗化。“两会”及之后的政策密集期将使得投资者对宏观调控的取向逐渐有较为清晰的认识，从而在一定程度上降低不明朗局面。二、政策底。根据上面的分析，利好因素的不断累积（比如新发基金的审批加快、资本市场上的税制改革等）与政策信号的充分释放将有助于投资者信心的提振。

三、“两会”的宏观调控政策基调

本月初开始召开的“两会”成为投资者关注的焦点，期间对政治、经济和社会等将分别展开讨论。一些情况的变化使得本次会议较以往几年更加瞩目：一、在“内忧外患”之下，未来的宏观调控政策取向如何？是否可能会有适度的松动？二、今年是十七大召开后的第一次“两会”，也是五年一次的换届选举大会，政策基调影响更加深远。三、在目前市场仍然处于弱势之时，“两会”的主题性投资机会将会更加得到资金的青睐。

从过去10年“两会”期间的股市行情来看，我们发现了有趣的统计结果，即“两会”之前的2月份、“两会”期间和3月份，股市10次之中有7次出现上涨走势，概率均为70%。因此，以往经验表明“两会”前后股市上涨的可能性较大。从整个3月份的情况来看，除了05年股市出现接近10%的下跌以外，其它年份基本上均保持平盘或者上升的行情，我们认为这可能与“两会”营造了良好的氛围有关。

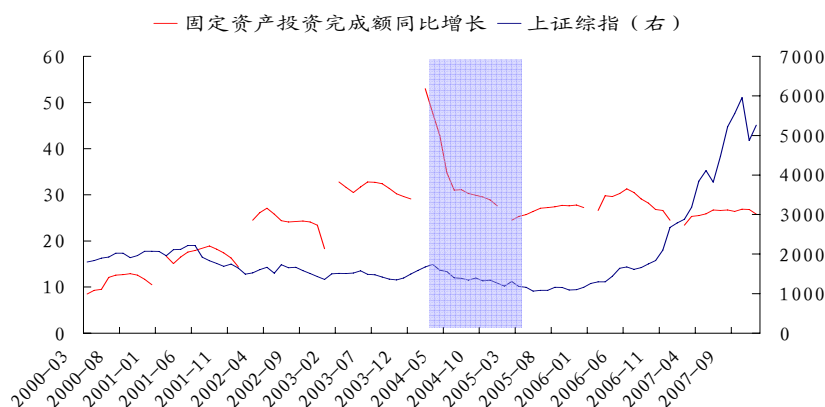
表1：最近10年“两会”的关键词及股市表现

年份	两会日期	股市表现			两会关键词
		2月	两会期间	3月	
1998	3.3-3.19	-1.34%	0.03%	3.02%	农业、国企改革、宏观调控。
1999	3.3-3.16	-3.93%	6.00%	6.23%	扩大内需、农业、国企改革、金融风险、可持续发展。
2000	3.3-3.15	11.70%	-1.84%	4.99%	扩大内需、减轻农民负担、教育改革、西部大开发、国企改革。
2001	3.3-3.15	-5.15%	1.89%	7.84%	“十五”计划、农业、产业结构升级、西部大开发、社会保障制度、可持续发展。
2002	3.3-3.15	2.21%	7.88%	5.59%	扩大内需、农业、经济体制改革、入世、完善社会保障体系、可持续发展战略。
2003	3.3-3.18	0.81%	-3.44%	-0.09%	扩大内需、三农问题、产业结构调整、西部大开发、扩大就业、社会保障
2004	3.3-3.14	5.30%	0.44%	3.97%	宏观调控，再就业、安全生产、社会保障、台湾公投、三农问题。
2005	3.3-3.14	9.58%	0.47%	-9.55%	科学发展观、宏观调控、国企改革、“一号文件”、社会保障、民工权益、“审计风暴”、关注贫困生。
2006	3.3-3.14	3.26%	-2.07%	-0.06%	自主创新、科学发展观、宏观调控、建设新农村、安全生产、国企改革、社会保障、医疗体制改革、乱收费、义务教育。
2007	3.3-3.16	3.40%	3.49%	10.51%	科学发展观、和谐社会、创新型国家、节约型社会、建设新农村、安全生产、社会保障、环境保护。

数据来源：wind，人民网，历届政府工作报告，广发证券发展研究中心

在我们统计的近年来“两会”的关键词之中，宏观调控、“三农”问题、社会保障制度改革、自主创新和节约型社会等均是近几年的热点问题。作为对整个国民经济影响更为显著的宏观调控，在经济处于不明朗或者不乐观时期，对股票市场的影响会放大。比如在2004年，“两会”所强调的调控基调及其后的一系列密集的政策调控，导致股票市场从4月份开始出现了长达1年多的调整。

图17：2004年“两会”后的一系列调控导致股市出现长期的调整



数据来源：wind，广发证券研发中心

表2：2004年“两会”之后的1个半月内，宏观调控处于政策密集期

3月5日	政府工作报告	适当控制固定资产投资规模，坚决遏制部分行业和地区盲目投资、低水平重复建设，是今年宏观调控的一项重要任务。
3月24日	中国人民银行	从2004年3月25日起，对期限在一年以内、用于金融机构头寸调节和短期流动性支持的各档次再贷款利率，在现行再贷款基准利率基础上加0.63个百分点。
3月24日	中国人民银行	自2004年4月25日起，中国人民银行将资本充足率低于一定水平的金融机构存款准备金率提高0.5个百分点，执行7.5%的存款准备金率。
4月1日	中国人民银行	中国人民银行再次决定提高存款准备金率0.5个百分点。根据差别存款准备金率制度要求，资本充足率低于一定水平的金融机构，将执行8%的存款准备金率。
4月26日	中共中央政治局	必须清醒地看到目前经济运行中出现的一些新的矛盾和问题，尤其是固定资产投资规模过大、增长过快，导致信贷投放增幅过大，要求各地区、各部门统一思想，集中精力抓好中央确定的各项宏观调控政策措施的落实。
4月27日	国家发改委	当前中国经济运行要着力破解四大问题：控制固定资产投资过快增长，缓解煤、电、油、运供求紧张，加强粮食生产确保粮食供应，保持物价总水平基本稳定。
4月27日	国务院	调高钢铁、电解铝、水泥和房地产4个行业的固定资产投资项目资本金比例。钢铁由25%及以上提高到40%及以上；水泥、电解铝、房地产开发（不含经济适用房项目）均由20%及以上提高到35%及以上。
4月29日	国务院	调高钢铁、电解铝、水泥和房地产4个行业的固定资产投资项目资本金比例。钢铁由25%及以上提高到40%及以上；水泥、电解铝、房地产开发（不含经济适用房项目）均由20%及以上提高到35%及以上。
4月30日	银监会	银监会发出通知，要求认真落实国家宏观调控政策，进一步加强贷款风险管理。

数据来源：广发证券发展研究中心

因此，同04年一样，本次“两会”及之后1个半月内的宏观调控政策也将极为关键。从目前整个宏观经济形势来看，我们认为去年末中央经济工作会议上定下的“稳健的财政政策，从紧的货币政策”的调控基调不会改变，主要原因在于：

- **通胀高企的局面短期难以缓解。**通胀是目前宏观经济运行中的最大风险，也是宏观调控的首要关注目标。目前通胀的扩散迹象十分明显，PPI的大幅上行预示上、下游传导效应将会加强。根据我们的预测，2月份CPI数据为7.5%-8%，将再创下11年来新高，全年预测值上调至5.5%。我们认为在通胀受成本和需求共同推动下，央行会综合利用紧缩手段（加快升值、控制信贷、加大对冲力度等）进行调控。同时为了稳定通胀预期，利率上调还会继续，这一政策的实施可能在3月下旬左右。此外，财政政策的地位会有所加强，价格管制短期难以放开。
- **信贷与顺差的反弹。**虽然带有季节性因素，但1月份信贷与顺差的反弹仍然在一定程度上超出了部分投资者的预期，也抑制了央行短期放松政策的意愿。我们从公开市场上可以观察到，近期央行对冲的力度明显加强。
- **一季度数据更为关键。**从历年情况来看，由于季节因素，一季度数据（特别是信贷）信息量更为丰富，央行的政策调控取向一般不会因1、2月份数据而有较大的改变。我们在二月份投资策略报告中指出，政策的松动短期还难以出现，管理层至少要观察整个一季度的数据之后再作决定。

但是，虽然短期来看调控松动可能性极小，但从近期管理层的一系列表态来看，我们认为今年“两会”上关于宏观调控力度的表述将不同于04年。一方面，央行坚持短期内既定的货币政策从紧基调不会因国内外一些新情况的出现而改变，但仍然强调了“微调”；另一方面，国家统计局也表示宏观调控要“两个避免”（其中之一是避免政策性紧缩、美国次贷危机影响和经济自然减速等因素叠加，导致经济增速大幅回落），防止经济出现超调的可能性。更为权威的是2月末十七届二中全会中的表述：“及时掌握和分析国内外经济形势的发展变化，科学把握宏观调控的节奏和力度”，这在一定程度上表明未来调控政策的灵活性会有所加强，而这也会成为“两会”的宏观调控政策主基调。

表3：近期管理层就宏观调控政策的表态

中国人民银行	2月22日	《二〇〇七年第四季度中国货币政策执行报告》：中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署，认真落实从紧的货币政策，增强调控的预见性和有效性，综合运用多种货币政策工具，控制货币信贷过快增长，注重引导预期，并根据国内外经济金融形势变化，科学把握调控的节奏和力度，适时 适度微调 ，努力为经济增长和结构调整创造平稳的货币金融环境。
国家统计局	2月23日	国家统计局副局长许宪春：GDP增速峰值已过，宏观调控要“ 两个避免 ”：避免政策性紧缩、美国次贷危机影响和经济自然减速等因素叠加，导致经济增速大幅回落；避免连续5年经济高速增长对物价的滞后影响，雨雪冰冻灾害造成农产品价格上涨，国际石油、粮食价格上涨等因素叠加，造成物价过快上涨。
		中国人民银行副行长易纲：防止通胀仍是今年宏观调控的首要任务。面对美

中国人民银行	2月24日	国次贷危机影响进一步扩大和国内冰雪灾害，要继续坚持稳健的财政政策和从紧的货币政策。央行将落实从紧货币政策，促进经济又好又快发展，采取综合手段使通胀保持在可接受的范围内， 既定的货币政策从紧基调不会因国内外一些新情况的出现而改变。
十七届二中全会	2月25日	要着力转变经济发展方式，坚决贯彻执行中央关于加强和改善宏观调控的决策部署， 及时掌握和分析国内外经济形势的发展变化，科学把握宏观调控的节奏和力度 ，努力实现速度质量效益相协调、消费投资出口相协调、人口资源环境相协调、改革发展稳定相协调。
中国人民银行	2月28日	央行强调，要进一步发挥货币政策在宏观调控中的作用，实行 从紧的货币政策 。坚决贯彻执行党中央关于加强和改善宏观调控的决策部署， 及时掌握和分析国内外经济形势的发展变化，科学把握宏观调控的节奏和力度 ，综合运用多种货币政策工具，采取有力措施，加强流动性管理，进一步完善人民币汇率形成机制，更好地调节社会总需求和改善国际收支平衡状况。

数据来源：广发证券发展研究中心

四、股市展望与投资建议

（一）3月份市场趋势

我们减持前期看法，3月份市场的总体环境会继续有所好转，并开始酝酿方向性的选择，原因在于：

- **宏观调控政策的明朗化。**“两会”及之后的一系列调控政策出台，将使得投资者对未来调控方向作出判断，近两个月的不明朗因素将会减少。根据我们的分析，宏观调控的适度灵活化将增加投资者的信心。
- **资金面的压力适度缓解。**虽然3月份存在大量的大、小非解禁与增发，但一方面，宏观层面的预期明朗化能降低市场的风险溢价水平；另一方面，大规模的扩容并非管理层的意愿，资金面的平衡仍然是其调控的一部分。
- **积极的政策底。**前期市场在弱势之中，对于利好的反应十分迟钝，但其累积效应在一定阶段会出现。另一方面，政策底折射出的信号值得投资者重视。
- **年报的效应。**3月中、下旬将迎来第一个年报披露高峰期，虽然目前投资者更加重视1季报的情况，但根据我们的分析，部分核心蓝筹股年报的业绩仍然有望超出预期（见2008年1月14日：《年报行情的轮动效应》），届时将对市场信心的提振有所促进。
- **外部冲击减弱。**从外围市场来看，3月份可能会延续2月份的情况，即外部冲击减弱。根据利率期货走势，美联储可能在3月份议息会议上继续降息，此举对资本市场短期仍有促进作用。

总体来说，我们认为3月份市场可能酝酿反弹，但这一反弹的空间会因以下两个因素而受限：一、宏观调控政策短期难以松动，若“两会”后的调控力度超出预期，将大大打击市场信心；二、4000亿的大、小非解禁规模对市场的负面冲击不容忽视。

（二）三条思路寻求超额收益

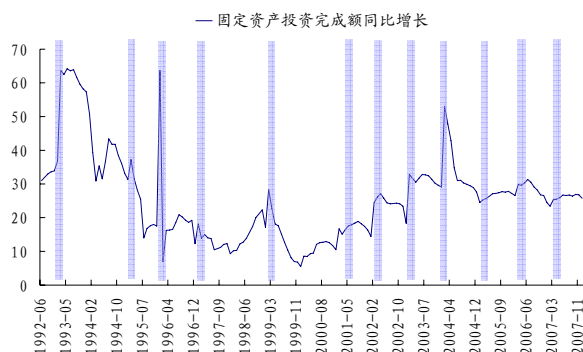
我们建议在3月份通过以下三条思路来获取超额收益。

其一、季节因素

受信贷投放的季节影响，固定资产投资一般会在每年年初出现比较强劲的反弹走势，同时工业企业利润也保持相似走势。在此影响下，从过去几年（无论是最近两年还是把时间延长到最近8年）的情况来看，二级市场上包括钢铁、建筑建材、机械设备等投资敏感类行业在整个三月份都获得了超越大盘的表现。

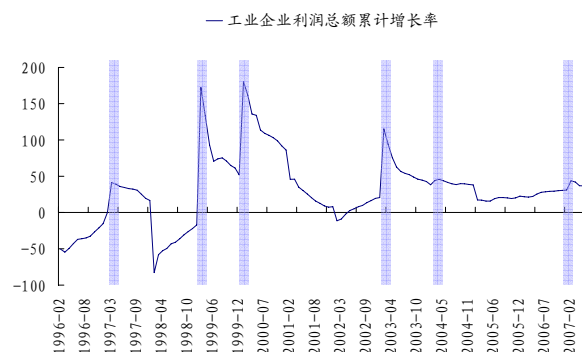
即使受到国家调控的影响，我们也认为今年这一效应仍然会持续，甚至会在一定程度上得到强化，原因在于：1、政府的换届效应加大了投资冲动；2、信贷在1月份的大幅反弹，而企业自筹资金的能力也一直稳步提升，投资者对资金面过于担忧；3、灾后重建带来的需求增强。本次雪灾所遭受的损失在历年灾情中处于较高水平，从以往经验来看，固定资产投资的需求在雪灾之后放大。因此，我们建议投资者在3月超配投资敏感型行业。

图18：固定资产投资在年初一般会出现反弹



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图19：工业企业利润增速也保持相似走势



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 4：近年来“两会”期间和前后各行业的超额收益

行业	2000 - 2007 年超额收益				2006 - 2007 年超额收益			
	两会前一周	两会期间	两会结束至3月底	3月	两会前一周	两会期间	两会结束至3月底	3月
农林牧渔	-0.3%	0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.6%	-0.6%
采掘	3.9%	-1.4%	-1.3%	-0.3%	2.2%	-0.9%	-0.4%	0.5%
化工	-0.8%	-1.2%	0.2%	-1.9%	-0.1%	-0.2%	0.5%	0.0%
黑色金属	0.5%	2.3%	-0.3%	3.0%	0.2%	1.3%	-0.4%	1.1%
有色金属	-1.0%	0.4%	-0.5%	-1.1%	-0.4%	0.4%	-0.1%	-0.1%
建筑建材	0.2%	1.0%	4.6%	5.0%	0.5%	0.6%	0.9%	0.9%
机械设备	1.0%	3.0%	0.4%	4.1%	0.3%	0.9%	0.1%	1.3%
电子元器件	0.6%	2.1%	0.1%	2.4%	0.5%	-0.3%	0.2%	-0.3%
交运设备	1.0%	1.0%	-0.7%	1.6%	-0.2%	0.0%	-0.5%	-0.5%
信息设备	0.8%	0.3%	-1.4%	-0.4%	-0.1%	0.2%	-1.0%	-1.1%
家用电器	2.6%	-0.2%	-1.7%	-0.3%	0.8%	-0.2%	-1.8%	-1.2%
食品饮料	0.1%	3.2%	-0.9%	2.2%	-0.3%	0.1%	-1.1%	-1.0%
纺织服装	1.6%	0.1%	-2.2%	0.3%	0.5%	0.3%	1.1%	2.3%
轻工制造	-0.1%	2.2%	2.4%	4.7%	-0.1%	0.1%	0.4%	0.6%
医药生物	0.3%	1.1%	1.2%	3.1%	-0.2%	-0.1%	0.6%	0.6%
公用事业	-0.2%	2.5%	-1.1%	1.6%	-0.1%	0.4%	0.0%	0.5%
交通运输	0.8%	0.2%	-2.3%	-1.4%	-0.1%	-0.1%	-0.5%	-0.3%
房地产	-0.3%	1.1%	-1.8%	0.3%	-0.1%	0.8%	0.1%	1.1%
金融服务	0.6%	3.4%	2.8%	7.2%	-0.3%	1.6%	-0.6%	1.8%
商业贸易	-1.8%	-2.3%	2.0%	-1.6%	-0.9%	-1.1%	1.2%	0.1%
餐饮旅游	-0.8%	3.9%	0.6%	4.8%	-0.3%	1.5%	0.9%	2.4%
信息服务	0.6%	2.0%	0.2%	3.5%	0.2%	1.1%	-0.5%	0.8%
综合	-0.1%	1.3%	-2.4%	-1.0%	-0.3%	-1.0%	-2.1%	-3.1%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

其二、事件驱动

三月份将有若干重要事件出现，而其中最重要的是“两会”，此外包括“三通”、奥运和创投的投资机会。对于“两会”来说，我们关注政府公共支出加大与“节能减排”受益的行业。

- 政府公共支出加大。从过去几年“两会”的情况来看，加大民生投入一直是政府财政政策的重点。在通胀大幅上行的情况下，今年财政政策的扩张性可能有所加强。其中，我们特别关注医改带来的投资机会（具体请参考广发证券2008年医药行业策略报告）。从二级市场上，我们观察到近年来医药行业也在3月份获得了超越大盘的收益。对于目前市场持续炒作的农业股，在其估值高企之时，我们保持谨慎。从历史行情来看，由于农业上市公司业绩难以获得爆发式增长，一直属于跑输大市之列。
- 节能减排。“十一五”规划纲要提出的单位GDP能耗在5年内要降低20%左右，主要污染物排放要减少10%，这个目标具有法律约束力。鉴于目前节能任务完成并不尽如人意，同2007年一样，今年的政府工作报告中可能再次加强对其论述。我们关注钢铁、建材、煤炭、轻工制造（造纸）等行业中龙头企业和具备专业技术优势的企业，而这些行业很多也属于基于内需的投资品，近几年相应行业在3月份的二级市场上也均有较好的表现。

表5：2007年政府工作报告中所提出的关于节能环保的八个工作

完善并严格执行能耗和环保标准	新上项目必须进行能源消耗审核和环境影响评价，不符合节能环保标准的不准开工建设，现有企业经整改仍不达标的必须依法停产关闭。
坚决淘汰落后生产能力	关停5000万千瓦小火电机组，今年要关停1000万千瓦；五年淘汰落后炼铁产能1亿吨、落后炼钢产能5500万吨，今年力争分别淘汰3000万吨和3500万吨。加大淘汰水泥、电解铝、铁合金、焦炭、电石等行业落后产能的力度。
突出抓好重点行业和企业	加强钢铁、有色金属、煤炭、化工、建材、建筑等重点行业，以及年耗能万吨标准煤以上重点企业的节能减排工作。全面实施低效燃煤工业锅炉（窑炉）改造、区域热电联产等重点节能工程。坚持优先发展城市公共交通。
健全节能环保政策体系	注重发挥市场机制作用，综合运用价格、财税、信贷等经济手段，促进节能环保工作。深化重要资源性产品价格和排污收费改革，完善资源税制度，健全矿产资源有偿使用制度。
加快节能环保技术进步	积极推进以节能减排为主要目标的设备更新和技术改造，引导企业采用有利于节能环保的新设备、新工艺、新技术。加强资源综合利用和清洁生产，大力发展循环经济和节能环保产业。
加大污染治理和环境保护力度	增加国债资金和中央预算内资金，支持城镇生活污水、垃圾处理及危险废物处理设施建设。继续搞好“三河三湖”（淮河海河辽河、太湖巢湖滇池）、松花江、三峡库区及上游、南水北调水源及沿线等重点流域污染治理。禁止污染企业和城市污染物向农村扩散，控制农村面源污染。
强化执法监督管理	建立更加有效的节能环保监督管理体系，坚决依法惩处各种违法违规行。
认真落实节能环保目标责任制	抓紧建立和完善科学、完整、统一的节能减排指标体系、监测体系和考核体系，实行严格的问责制。

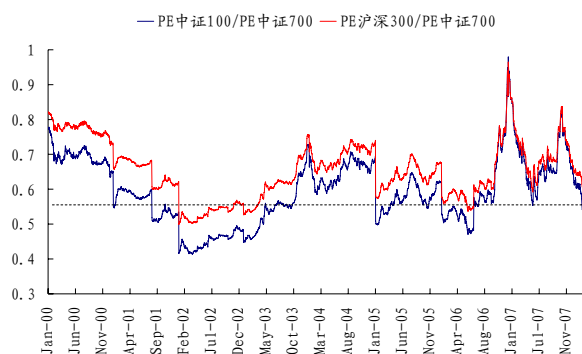
数据来源：2007年政府工作报告，广发证券发展研究中心

其三、风格转换

我们在2月份的策略报告之中判断，中、小盘的相对强势表现很有可能会继续，原因在于预期的不明朗，缺乏促使风格转换的重要事项。从实际情况来看，2月份大盘股表现再次落后于中、小盘。

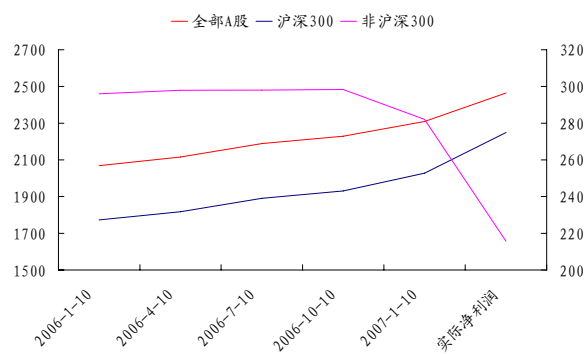
对于3月份来说，在政策调控偏紧的情况下，风格仍然难以完全转换，但我们开始建议投资者应该回避中、小盘股的投资风险：一、目前代表中、小盘股的中证700指数与代表大盘股的中证100和沪深300指数的估值之比已经达到06年以来的最高水平，估值压力明显；二、中、小盘的风格表现已经超过4个月，正处在风格转换的敏感时期；三、从年报实际公布情况来看，中、小盘股存在业绩低于预期的风险，而大盘股往往会高于预期。我们建议投资者可以重点关注二线蓝筹股，对部分估值具备吸引力的大盘股可以考虑逐渐逢低吸纳。

图20：目前大盘股与中小盘股估值之比已经达到06年以来最低水平



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图21：中、小盘股存在业绩低于预期的风险，而大盘股往往会高于预期



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表6：各行业盈利增长预测及估值水平

行业	总市值 占比	净利润增长率			动态市盈率		PEG 06-09cagr
		07e	08e	09e	07	08e	
农林牧渔	0.67	0.96	0.45	0.26	66.77	44.63	1.26
采掘业	24.32	0.19	0.19	0.11	29.77	24.92	1.86
食品饮料	2.53	0.49	0.50	0.28	72.40	48.37	1.72
纺织服装	0.96	1.29	0.30	0.19	39.05	28.06	0.75
木材家具	0.06	0.48	0.48	0.78	36.53	24.72	0.64
造纸印刷	0.49	1.03	0.52	0.41	30.35	20.26	0.48
石化	3.43	1.65	0.53	0.34	49.26	32.77	0.65
电子	0.99	N/A	0.55	0.24	44.28	28.21	N/A
钢铁	3.95	0.31	0.32	0.20	22.80	17.31	0.83
有色金属	1.73	0.44	0.33	0.20	34.55	25.86	1.07
机械	6.35	1.09	0.45	0.31	39.72	27.68	0.68
医药	1.68	1.46	0.33	0.22	42.63	33.06	0.73
电力	3.33	0.10	0.23	0.18	33.97	27.42	2.00
建筑业	1.20	0.71	0.50	0.37	52.61	35.28	1.01

交运仓储	6.45	1.26	0.40	0.07	33.55	23.87	0.67
信息技术	2.23	1.40	0.34	0.33	52.72	39.14	0.85
零售	1.99	0.76	0.42	0.31	47.32	33.79	0.98
金融	30.30	0.86	0.43	0.26	28.37	19.87	0.57
房地产	2.82	0.71	0.85	0.53	39.42	22.66	0.57
社会服务	1.26	0.15	0.35	0.28	51.77	38.47	2.01
文化传播	0.24	0.75	0.43	0.22	77.10	53.84	1.70
综合类	1.30	11.25	0.72	0.02	55.04	31.97	0.31
全部A股	100.00	0.58	0.36	0.22	32.45	23.96	0.87
沪深300	74.47	0.49	0.32	0.21	31.24	23.60	0.93

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

2008 年 A 股策略：外部冲击与内部调控下的风险与机遇	武幼辉	2007 年 12 月 25 日
2008 年 2 月策略：宏观调控松动前的平静期	武幼辉	2008 年 2 月 12 日

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。