

首席策略研究员
徐海洋
88086830-690
xuhy@rxzq.com.cn

策略研究

震荡回升 重觅均衡解

——08年第二季度策略报告

投资要点

■指数大跌的背后，宏观经济、政策走向发生变化，支撑牛市的外围环境已经改变。08年指数市场整体牛市已经逐渐远去，全年震荡格局基本形成。

■内外部变动共同导致的经济减速态势基本形成，市场担忧上市公司业绩可能因此受到重大影响。但问题的难点在于物价水平居高不下限制了政策调控手段的腾挪空间，紧缩政策的主基调短期无法改变。

■期望指数再次出现趋势性下跌的概率并不大，大幅下跌已经基本反应了各类不利预期。市场下跌过程中绩优蓝筹公司成为抛售对象，表明恐慌情绪对市场走势造成了很大影响。而恐慌性抛售过后，市场已经进入比较明显的价值区域，出现修复性反弹走势的可能性很大。

■二季度市场环境整体依旧比较复杂，经济层面上“通胀+减速”的困惑需要更多的信息才能使投资者对未来经济运行态势做出准确判断。

■带有明显恐慌色彩的剧烈下挫，和“限售股解禁”背后的市场定价权转移，已经对市场原有定价机制造成了较大伤害，未来市场需要通过较长的震荡过程来寻找能够使多空双方和场内外资金达到统一的“均衡解”，这种均衡既体现为整体市场的合理估值定位，也体现为不同行业公司基于基本面发展预期的合理定价水平。

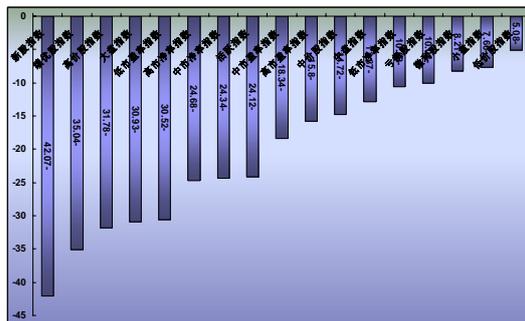
■我们提出两种类型的投资策略。积极防御型策略关注业绩增长比较稳定，防守特征比较明显的银行、地产、钢铁股。而当进攻契机出现时，投资者可以关注煤炭、电力、有色等上游资源产品行业，以及处于行业景气上行阶段的医药医疗、化工、通讯设备和食品饮料类公司。

一季度市场经历十余年最大跌幅



08年第一季度市场令每一位参与其中的投资者感到恐怖，也是绝大多数人无法预知的。从05年10月的6124点算起，指数持续调整，累计跌幅达到46%；如果从998点行情起点算起，指数跌幅超过50%。这样的短期跌幅在10余年中国股市的发展过程中，是绝无仅有的。在世界证券历史上，也只有我国台湾地区升值期间出现过类似的情形。

蓝筹股领跌



“内忧外患”共振的复合压力

从市场环境看，一季度市场经历了内忧外患的艰难发展过程。

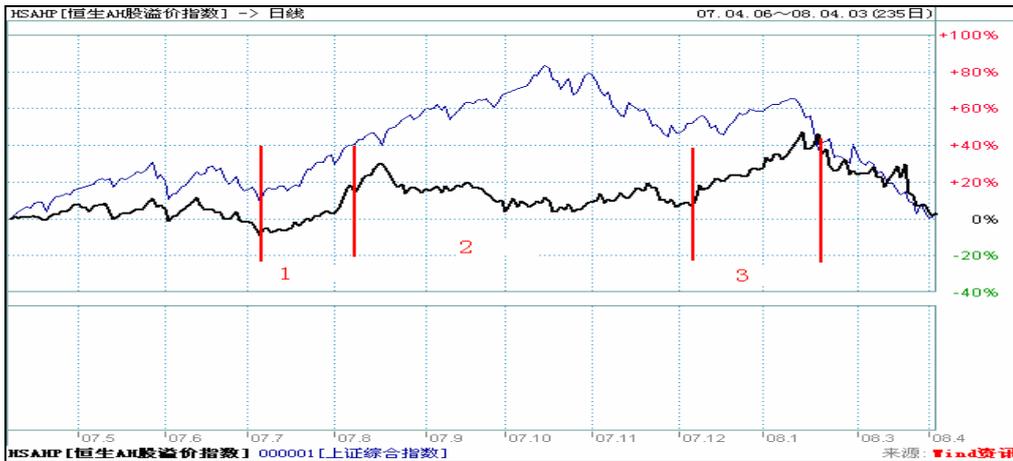
美国次级债危机是讨论市场不能忽视的一个因素。在本质上，刺激债是房地产价格下跌引起信用快速收缩造成的一次流动性危机，在相对封闭的国内金融市场上，这种信用危机对资金面的直接影响比较有限。但许多大型公司 A+H 两地上市，使香港市场成为美国金融危机向国内传导的有效途径。

恒指与沪综指走势对比



上图反映了近一年沪综指与恒生指数走势对比状况。由于恒生指数具有直接反映世界金融市场，尤其是美国市场变化的特征，其下跌阶段也正是次级债危机集中爆发的时候。在上图中，可以看出，这两段分别出现在 07 年 7 月至 8 月和 07 年 11 月至今年 3 月，这两个阶段恒生指数都有急剧下跌过程。

但相对应的 A 股市场表现稍有差异。在第一阶段，A 股市场继续独立行情，并最终带动恒生指数突破新高。但在 07 年 11 月之后，A 股市场跟随 H 股走势的特征比较明显。A-H 股溢价指数可以在一定程度上揭示 A-H 股之间的关联关系。从 A-H 股溢价指数走势来看，在次贷危机第一阶段，港股和 A 股关联关系并不高，但此很长一段时期，如图示 07 年 8 月之后到年底的 (2) 和 08 年以来的 (3)，两地市场整体上保持了很高的相关关系，表现为溢价指数的平稳震荡。

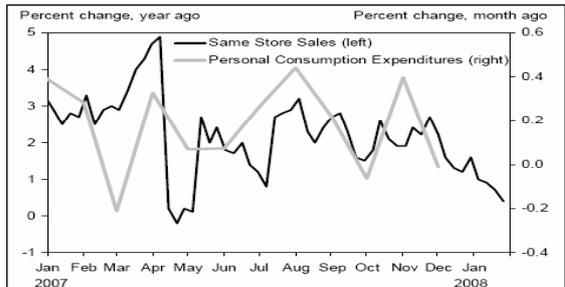
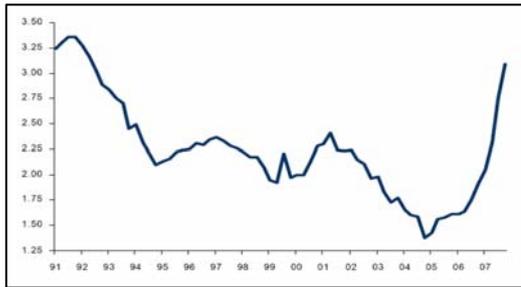


而在这个关联关系较高的时期，也恰恰是美国国内刺激债危机集中爆发，并逐步深化的时期。

美国糟糕的基本面——房价和信用差



实体经济开始受到影响——房贷违约率和个人消费支出



世界经济减速态势明显



通过香港市场的传导，国内市场投资者感受到了次级债危机带来的估值压力。我们以沪指跌破 4500 点的 1 月 28 日为例，来看 A 股由香港市场带来的估值压力。

名称	A 股溢价率	名称	A 股溢价率	名称	A 股溢价率
中国中铁	15.54	中国石化	109.65	中国国航	216.33
中国平安	23.88	中兴通讯	115.47	南方航空	216.61
皖通高速	31.89	中国远洋	121.04	东方航空	217.23
招商银行	34.41	中国石油	132.59	中海集运	229.47
宁沪高速	38.26	潍柴动力	135.49	江西铜业	242.07
中国人寿	41.75	中海油服	143.38	北辰实业	252.68
交通银行	43.99	重庆钢铁	153.64	大唐发电	261.3
工商银行	45.93	昆明机床	159.45	新华制药	263.42
青岛啤酒	47.72	华电国际	183.52	S 上石化	301.6
建设银行	49.38	广州药业	193.12	北人股份	309.71
鞍钢股份	55.33	中国铝业	194.09	S 仪化	332.86
中国神华	57.56	创业环保	198.79	东北电气	371.74
海螺水泥	59.3	经纬纺机	215.46	南京熊猫	401.16
深高速	63.8	马钢股份	99.95	*ST 洛玻	793.79
广深铁路	65.67	广船国际	102.57	ST 科龙	834.68
兖州煤业	71.54	华能国际	97.84	中海发展	87.67
中国银行	80.54	东方电气	99.7	中信银行	95.35

可以看出，化工、石油、有色、保险、煤炭等行业龙头股，相对香港市场仍有巨大的差距。外围市场的波动将直接动摇 A 股投资者的持股信心。

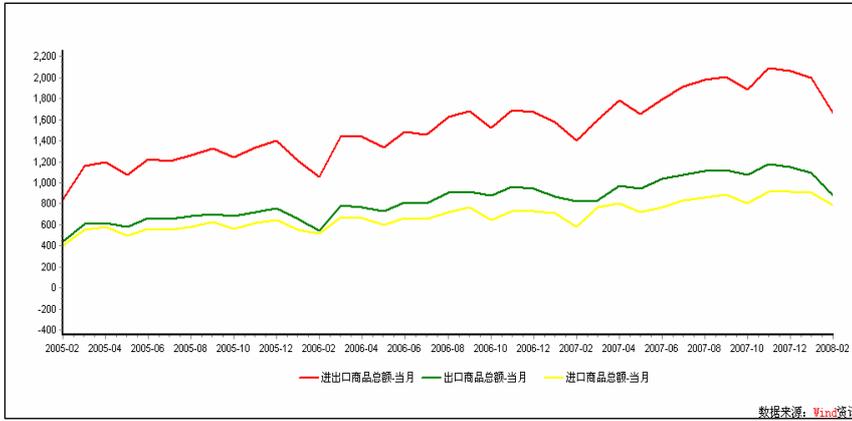
“高增长、低通胀”局面结束

值得注意的是，自 3 月中下旬之后，恒生指数已经止跌企稳，但 A 股指数继续惯性下挫，显示市场内部问题开始成为主导趋势的主要原因。

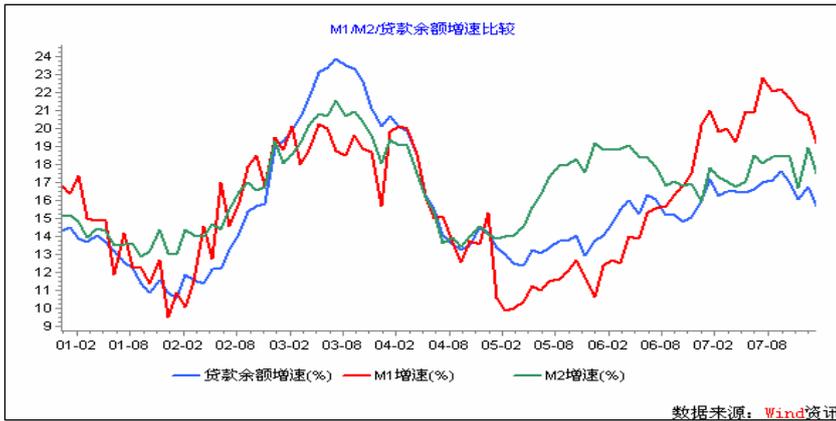
主导市场中期走势的决定因素在于经济运行及上市公司业绩情况，但第一季度种种信息

显示宏观经济运行中出现了令投资者担忧的情形。这种担忧集中体现为，宏观经济减速和物价上涨压力持续加大。

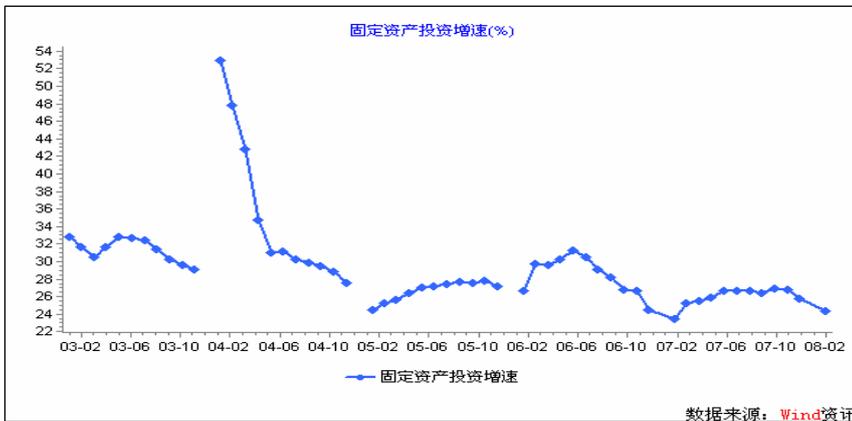
进出口显示的外部需求回落



紧缩政策使货币信贷增速迅速下降



固定资产投资自 07 年三季度开始下滑



经济增长的外部动力趋弱，但更令投资者感受到压力的是对公司业绩的担忧。1-2 月份，

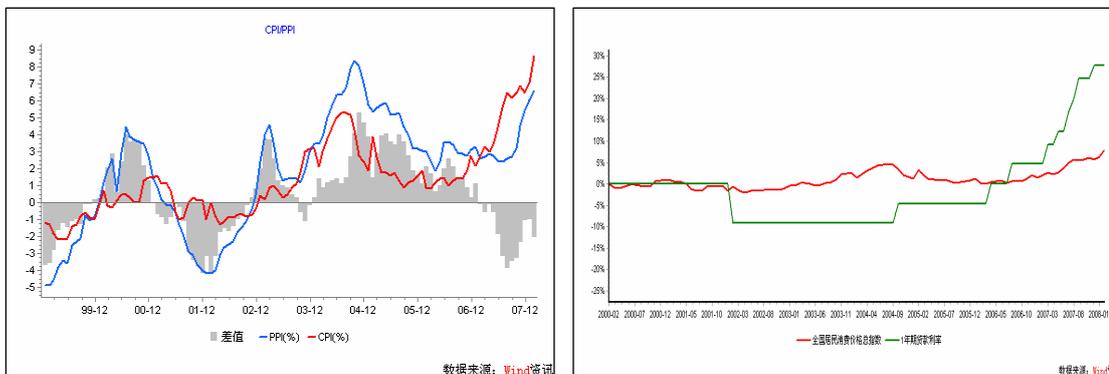
全国规模以上工业企业增加值同比增长 15.6%，较 07 年回落 3.1 个百分点，主要行业增速较 07 年底均出现不同程度的回落。这一数据公布使投资者对上市公司业绩增长的担忧迅速提高。

工业企业增加值呈下滑态势



问题的复杂性在于，物价指数快速上涨使控制通胀成为宏观调控领域里最重要的任务，促进经济增长暂时被搁置在了调控的第二位上。温家宝在“两会”后的记者招待会上表示：要使中国经济继续保持平稳较快发展，同时有效地抑制通货膨胀，就必须解决经济发展当中的不稳定、不协调、不可持续的问题。目前最大的困难是物价过快上涨和通货膨胀的压力，隐藏的风险是经济可能出现的波动，我们必须在这两者之间走出一条光明的路。

物价压力 07 年下半年以来持续增大



为了控制物价上涨可能引发的全面恶型通货膨胀，货币政策从紧的基调无法改变。而对于市场投资者关注的上市公司业绩增长来讲，紧缩政策并不是一个好消息：加息直接增加企业融资成本，提高准备金率则增加企业获取资金的难度。

市场估值状况

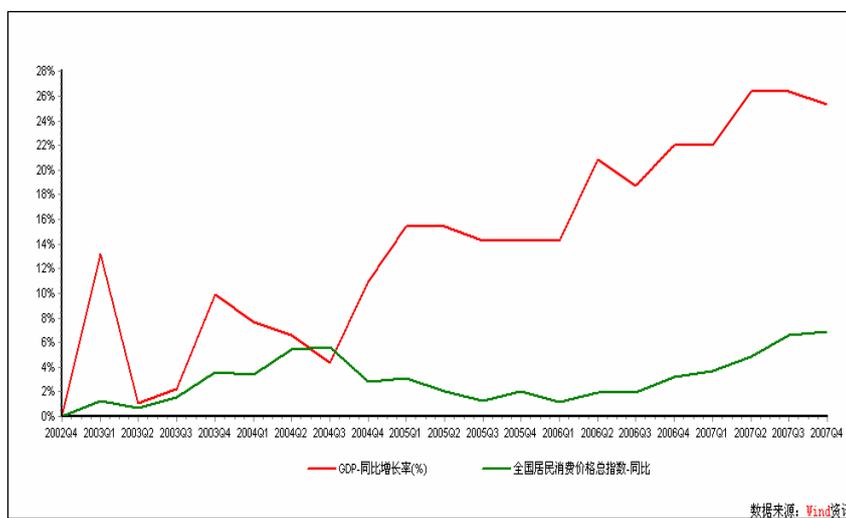
板块名称	2007PE	2008PE	2009PE
上证综合指数成份	27.59	20.79	17.06
上证 50 指数成份	25.42	19.5	16.23

沪深 300 成份	27.17	20.75	17.15
-----------	-------	-------	-------

经过持续大幅下挫之后，3月底市场动态市盈率水平已经降到了20倍左右的水平。综合考虑国内经济增长速度和投资者心理认知，这样的估值水平应该是能够被投资者接受、并未高估的估值水平。但估值既没有成为阻挡下跌的理由，也没有成为市场做多的依据。

从整体上看，我们认为宏观领域变动的最终结果是：国内经济自2004年开始的“高增长、低通胀”局面结束，股票市场赖以走牛的基本经济环境已经发生了变化。我们认为，这是大盘持续走低的根本原因。

“高增长、低通胀”局面结束

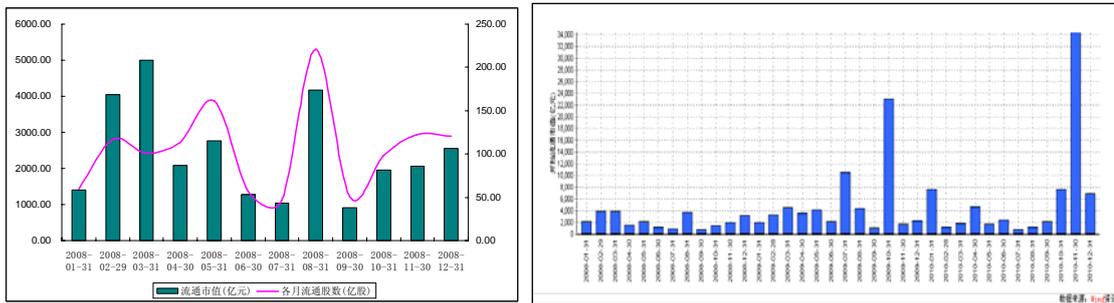


“大小非”解禁的定价机制转变

“大小非”解禁并非市场中的新鲜事物。但在08年1季度，“大小非”问题引起了更多投资人的关注。这一方面缘于市场下跌过程中需要寻找更多合理的能够解释跌势的理由，另一方面则缘于在从紧的货币政策约束下，限售股解禁引起的市场定价机制转变引起更多投资人的关注。

限售股解禁之后，市场一个重要的变化是市场定价机制的转变，以往二级市场金融资本博弈决定个股价格的模式，将转向产业资本与金融资本的博弈决定个股价格。并且，在大多数情况下，产业资本拥有的“限售股”因为更多的权重而拥有更大的话语权。个股估值水平从长期来看，也将出现向产业资本资金成本靠拢的趋势。按照悲观的预期，市场的合理估值水平大约在15倍左右。尤其在市场估值水平较高的时候，抛售持有股份获取现金是一种理性的市场行为，从这个角度来看，企业的抛售、增发、配股等行为，并不难理解。这在很大程度上加剧了市场的心理压力。

限售股解禁情况一览



小结

指数大跌的背后，宏观经济、政策走向发生变化，支撑牛市的外围环境已经改变。08年指数市场整体牛市已经逐渐远去，全年震荡格局基本形成。

内外部变动共同导致的经济减速态势基本形成，市场担忧上市公司业绩可能因此受到重大影响。但问题的难点在于物价水平居高不下限制了政策调控手段的腾挪空间，为了控制物价，紧缩政策的主基调短期无法改变。

估值是趋势变化作用于市场的结果，目前市场估值较低并不成为持续做多的依据，市场强势上涨的理由并不充分。

对预期的反应已基本到位

上述决定市场中长期走势的趋势性因素短期难以改变，但期望指数再次出现趋势性下跌的概率并不大。换句话说，自高点开始 45% 的跌幅，从行情起点算起 55% 的跌幅已经能够解释任何理由的下跌。也可以认为，市场的大幅下跌已经基本反应了各类不利预期。

次级债危机。07 年 8 月份是次级债危机明确显现的时间，2008 年以来，其影响进一步深化。不过我们看到，美国金融监管机构连续注资、减税、降息等一系列措施表明，监管部门对挽回和减少此次金融危机损失态度十分明确。减息、注资的效果将在 4-6 个月时间里逐步显现其作用。

另外，实施上金融机构对次级债危机也有所防范，其中的大多数都已经对其持有的结构性产品做出损失计提。简单的统计数据显示，截至 2 月 1 日美国 31 家金融机构共计提 1313 亿美元坏账损失。与此同时，到 2007 年年底，已有 7 家金融机构破产。08 年 3 月份美国第五大投资银行，最大的债权承销商贝尔斯登宣布破产，表明次级债危机又进入了一个高潮。

次级抵押产品损失计提数据 (MBS&CDOs) (截至2月1日)

Company	Business Type	Loss (Billion \$)
Citigroup	investment bank	\$24.1 bln
Merrill Lynch	investment bank	\$22.5 bln
UBS AG	investment bank	\$13.7 bln
Morgan Stanley	investment bank	\$10.3 bln
Crédit Agricole	bank	\$4.8 bln

HSBC	bank	\$3.4 bln
Bank of America	bank	\$5.28 bln
CIBC	bank	\$3.2 bln
Deutsche Bank	investment bank	\$3.1 bln
Barclays Capital	investment bank	\$2.7 bln
Bear Stearns	investment bank	\$2.6 bln
RBS	bank	\$2.6 bln
Washington Mutual	savings and loan	\$2.4 bln
Swiss Re	re-insurance	\$1.07 bln
Lehman Brothers	investment bank	\$2.1 bln
LBBW	bank	\$1.1 bln
JP Morgan Chase	investment bank	\$2.9 bln
Goldman Sachs	investment bank	\$1.5 bln
Freddie Mac	mortgage GSE	\$3.6 bln
Credit Suisse	bank	\$1.9 bln
Wells Fargo	bank	\$1.4 bln
Wachovia	bank	\$3.0 bln
RBC	bank	\$0.360 bln
Fannie Mae	mortgage GSE	\$0.896 bln
MBIA	bond insurance	\$3.3 bln
Hypo Real Estate	investment bank	\$0.580 bln
Ambac Financial Group	bond insurance	\$3.5 bln
Société Générale	investment bank	\$3 bln
Commerzbank	bank	\$0.427 bln

破产金融机构列表 (截至2月1日)

Business	Type	Date
New Century Financial	subprime lender	April 2, 2007
American Home Mortgage	mortgage lender	August 6, 2007
Sentinel Management Group	investment fund	August 17, 2007
Ameriquest	subprime lender	August 31, 2007
NetBank	on-line bank	September 30, 2007
Terra Securities	securities	November 28, 2007
American Freedom Mortgage, Inc.	subprime lender	January 30, 2007

但问题的反面是,情况还有进一步恶化的空间吗?从美国国内主要股票市场指数来看,2月下旬以来,美国股市已经出现企稳迹象,表明次级债问题也已进入风险集中释放后的平缓期。不过,4、5月份将是主要次级抵押产品重新进行利率调整的时期,市场是否因此出现更大波动值得关注。我们判断,市场最坏的时刻已经过去。

美国主要市场指数走势

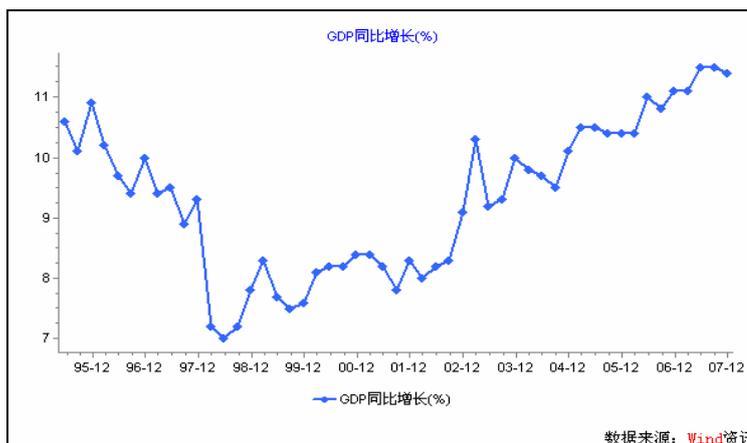


国内经济: 1-2 月份数据带给市场太多的不明朗因素和悲观预期，包括出口、顺差下降，企业盈利状况下滑，同时，CPI 显示的通胀压力也达到今年新高，政策调控基调仍无法放松。

不过，我们对国内经济运行的预期判断似乎过于悲观。04 年之后的本轮经济增长，其增长的质量和稳定性已经明显不同于前。增长的质量体现为，经济增长的动力由投资、出口两轮驱动，逐步向投资、消费、出口三轮驱动转化，并且，消费对经济的带动作用有了明显提升。稳定性则表现为经济增长的波动特征明显下降，今年国内经济环境其实并不简单，各类自然灾害频发，但宏观经济稳定增长的态势得以保持，表明经济内生性的增长势头已经出现。

从周期的角度来看，我国经济大约表现为 5 年完成一个景气周期，因此，在外需回落，内部经济调控的政策基调下，宏观经济的确有可能进入增速回落的调整阶段。但我们认为，这种调整应当是景气高位震荡的过程，经济增长急速回落，甚至走向衰退是很难预期的。

GDP 同比增长情况



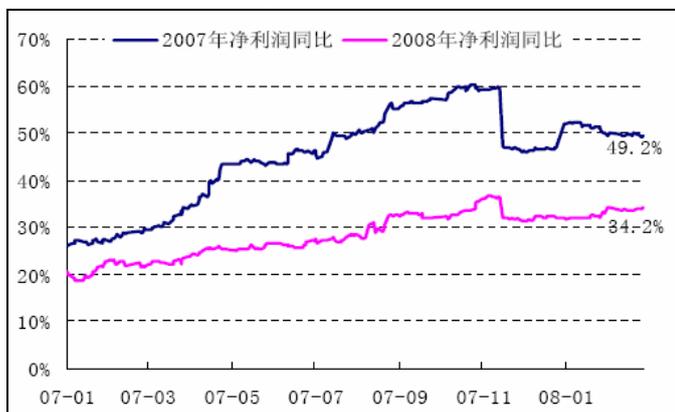
1-2 月份显示的工业企业盈利回落，使投资者对上市公司业绩情况产生忧虑。但目前的核心问题已经集中在央行的货币信贷控制，信贷政策是影响上市公司业绩增长预期的最主要因素。但这个问题的关键在于未来通胀走势的实际变化。

可能的变化情况

高通胀	信贷货币紧缩	物价仍是调控重点，紧缩政策减少市场资金供应，削弱企业盈利能力。股市走势并不乐观。
通胀回落	信贷货币紧缩	调控方向在于控制经济增长，股市前景堪忧。目前经济已有减速信号，出台概率低。
高通胀	信贷货币松动	经济增长大幅回落时，为促进增长才有可能出现这样的搭配。有利于泡沫膨胀，可能性很小。
通胀回落	信贷货币松动	这种组合表明宏观调控措施效果显现，经济重现良性发展态势。股市将迎来反弹契机。

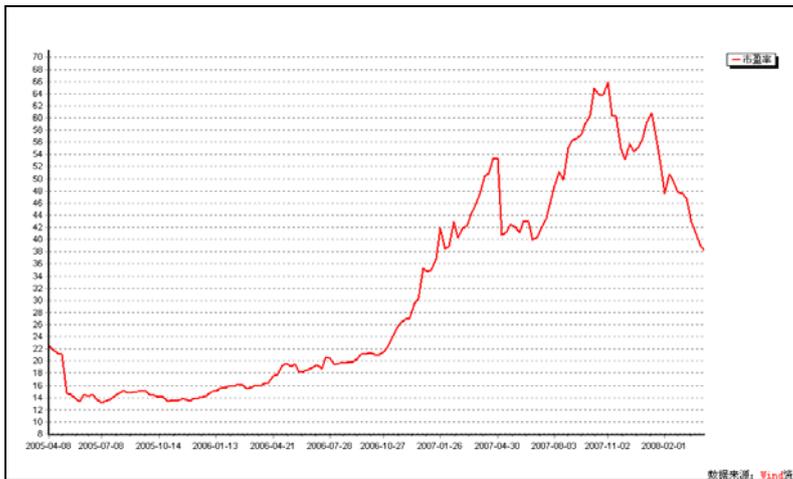
此次 CPI 大幅走高始于 07 年下半年，“翘尾因素”将使 CPI 指数继续维持 2-3 个月高位运行的态势。但 3 月份绿色蔬菜、水果价格已有明显回落，CPI 增速将有所放缓，短期出台进一步紧缩性政策的可能性比较小，市场环境因此变得稍为宽松。从更长的视野来看，市场是否能够出现力度更大的投资机会则需要等待 CPI 数据明确回落，在这种情况下，国家信贷货币政策的松动才是市场上行的真正契机。

从中期来看，上市公司业绩增长是问题的核心。前两个月工业企业利润增幅回落对投资人的信心造成明显打击，但从统计数据结果提供的信息来看，市场一致预期的业绩增长水平还没有明显超出预期的大幅回落。市场动态市盈率水平已经到了比较低的水平，全部 A 股 08 年 PE 不到 20 倍，金融、化工股动态市盈率不足 17 倍，钢铁股仅有 12 倍。

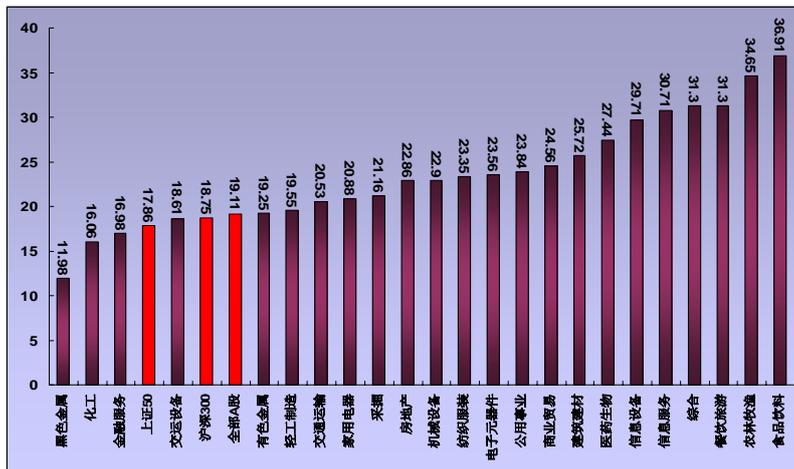
08 年业绩增长预期还没有大幅回落


朝阳永续

沪深 300 静态市盈率回归 06 年底水平



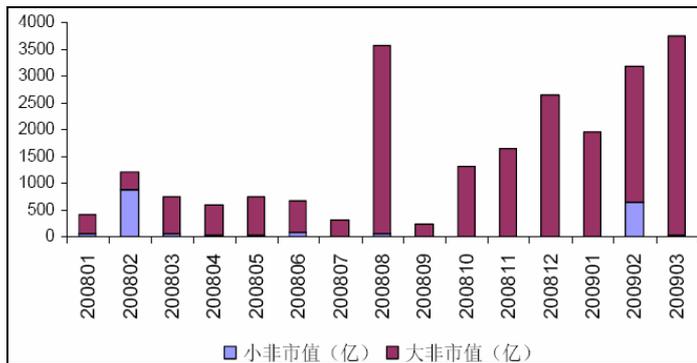
主要行业及指数 08 年动态市盈率 (4 月 1 日)



“限售股”解禁压力。从总量上，在未来的 4-7 月份，限售股的解禁压力已经明显减轻。环比数据显示，4 月份各类限售股的解禁市值仅有 3 月份的 38%！未来 4 个月市场源于限售股解禁的抛售压力将明显减轻。

不过对限售股的问题并不应笼统对待，解禁并不完全等同于抛售。解禁股的性质和持有主体、市场走势和资金面松紧程度等都是影响限售股抛售的重要原因。以往的市场经验表明，抛售压力较大的部分来自于持股数量不足 5% 的“小非”部分，而解禁数额较大的“大非”完成实际抛售则比较困难。下半年市场整体解禁股的规模似乎比较多，但“小非”部分却并不多，在某种程度上，可以认为下半年解禁股的压力小于上半年。

解禁股的主体是“大非”



此外，当市场探底成功，并出现上涨态势的时候，解禁股的卖出愿望也会因此减弱。货币信贷政策的放松也会舒缓解禁股的抛售愿望。市场对于解禁股的抛售压力在一定程度上出现恐慌心理。

小结

整体上，内外部经济减速态势和政策预期的不明朗，以及市场供求对比的急剧变化，使投资者心理预期发生巨大转变，市场重新走上指数牛市将面临较大压力。不过，市场下跌过程中绩优蓝筹公司成为抛售对象，表明恐慌情绪对市场走势造成了很大影响。而恐慌性抛售过后，市场已经进入比较明显的价值区域，出现修复性反弹走势的可能性很大。

第二季度市场环境整体依旧比较复杂，经济层面上“通胀+减速”的困惑需要更多的信息才能使投资者对未来经济运行态势做出准确判断。一方面，持续偏紧的货币政策能否对物价运行态势发挥作用，物价走势是否会多数投资者预期中的稳步回落，对投资者形成正确预期具有较大影响；另一方面，宏观面的减速如何在上市公司业绩层面得到反映？上市公司业绩增速回落是否会超出投资者的心理预期。这些问题都需要 2 季度数据加以验证。

带有明显恐慌色彩的剧烈下挫，和“限售股解禁”背后的市场定价权转移，已经对市场原有定价机制造成了较大伤害，未来市场需要通过较长的震荡过程来寻找能够使多空双方和场内外资金达到统一的“均衡解”，这种均衡既体现为整体市场的合理估值定位，也体现为不同行业公司基于基本面发展预期的合理定价水平。

两类投资策略建议

导致市场下跌的因素继续恶化的可能性较小，指数高达 46% 的跌幅已经比较充分地反映了市场的悲观预期，因此，我们认为市场已经进入了比较清晰的底部区域，修复性反弹机会随时可能到来。不过，市场真正转强、持续盈利机会的出现还需要等待某些关键数据或关键趋势因素的清晰，而市场内部限售股解禁与二级市场金融资本的博弈过程也没有结束，二季度市场整体将表现为宽幅震荡，寻求均衡估值定位的过程。

面对这样的市场环境，我们提出两种类型的投资策略：

积极防御型策略：市场逐步下跌的过程中，投资者为了合理解释下跌的原因，已经比较完整地发掘了各类不利因素，可以说，市场已经对最坏的情形做出预期。对待市场的态度可适度乐观，操作策略上可以考虑对下跌过程中的消极防御策略做出修正。

修正策略的做法是转向积极防御。具体来看，目前场内个股都已经经历了轮番下跌过

程，其中，绩优蓝筹股自 6100 点高位回落过程中的跌幅甚至大于市场平均跌幅，部分行业个股已经明显进入了价值区域。其中典型的代表是银行股、地产股、钢铁股。

在银行增长前景和盈利能力没有发生重大变化的情况下，银行股指数跟随市场出现了高达 45% 的调整，个股估值水平回落至多年低位。在 1 季度业绩报告期间，银行股的盈利能力将显现其明确投资价值。

A 股银行股估值水平

	市盈率			市净率		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
招行	61.5	28.7	19.7	7.92	6.43	5.08
浦发	40.8	24.9	13.3	5.54	4.84	3.76
民生	36	26	17.3	7.14	3.29	2.8
华夏	37.5	26	16.8	4.69	4.18	3.5
深发展	44	23.8	15.4	8.7	4.85	2.98
兴业	34	18.8	13.2	7.98	4.16	3.24
中信	59.9	36.7	22	7.01	3.32	3
交行 A	36.2	23.9	17.5	5.18	3.82	3.68
平均	46.2	28.3	18.7	6.4	3.98	3.51
中行 A	30.4	24.7	17.1	3.28	3.02	2.7
工行 A	39.2	23.6	16.9	4.09	3.52	3.03
建行	33.7	23.6	16.9	4.73	3.86	3.29
平均	35.39	24.05	16.98	3.74	3.3	2.89
南京	29.6	29.3	21.7	6.74	2.64	2.45
宁波	48.5	39.5	28.5	9.59	4.71	4.23
北京	32.8	26.5	18.4	7.14	3.18	2.83
平均	40.49	35.15	25.63	8.38	3.83	3.47

在针对地产公司持续的政策调控压力下，地产股曾是领跌市场的主要力量，但从基本面来看，房地产板块龙头公司的估值水平已经回落到 06 年底的水平，万科 A、保利、华发等公司 08 年动态市盈率均在 20 倍左右，已经进入了明显的价值区间。从 3 月份京、津、沪、深等主要城市的销售数据和房价情况来看，楼市回暖的迹象比较明显。而银根紧缩的调控政策更多是在加速行业的整合进程，蓝筹优势公司将获得更大的成长空间。在特殊的预售结算规则下，房地产公司 08 年全年业绩增长的确性比较高。

	07PE	08PE	09PE
万科 A	34	20	12
华发股份	18	18	13
保利地产	20	22	14
金融街	32	27	20

招商地产	26	17	12
泛海建设	37	20	14
冠城大通	37	8	6
世茂股份	105	25	16
华业地产	30	10	5

钢铁行业的情形与此类似，龙头公司估值水平已经下降到 11 倍左右的水平。不过，需要注意的是，今年前两个月，大中型钢铁企业实现利润同比增幅仅 20.41%，增幅比去年同期的 408% 大幅下降 387 个百分点。同时，由于雪灾影响和原燃材料价格大幅上涨，亏损企业户数明显增加，亏损额大幅上升。受到高成本的侵蚀，一季度钢铁业上市公司利润增速比去年同期大幅下降已成定局。因此钢铁股更多只具有防御特征，其向上攻击的力度将受到明显限制。

证券代码	证券简称	07PE	08PE	PB
600307	酒钢宏兴	15.71	9.02	2.57
600569	安阳钢铁	16.13	9.21	2.35
000825	太钢不锈		9.91	
600102	莱钢股份	12.60	11.27	2.30
600022	济南钢铁	12.77	11.62	3.18
600126	杭钢股份	16.65	11.65	1.69
600282	南钢股份	12.71	11.65	3.02
000932	华菱管线	14.30	11.88	1.55
600019	宝钢股份	15.60	11.96	2.24
000708	大冶特钢	14.14	12.26	2.78
600005	武钢股份		12.62	
000717	韶钢松山	15.82	13.13	1.77
600001	邯郸钢铁		13.50	
000709	唐钢股份		13.55	
000898	鞍钢股份		13.76	
600581	八一钢铁	19.55	14.23	2.84
002110	三钢闽光	15.94	14.32	2.94
600010	包钢股份		14.73	
600357	承德钒钛		14.90	
600117	西宁特钢	31.07	16.38	3.67
600231	凌钢股份	14.33	18.48	2.03
601003	柳钢股份	19.69	18.56	3.92
000629	攀钢钢钒	34.25	19.09	3.10
000959	首钢股份		23.94	

等待进攻的契机出现：我们整体判断，2 季度市场整体将表现为比较明显的震荡特征，但特殊因素的出现也可能为市场带来比较明显的上涨获利机会。这些因素包括，（1）CPI 指数回落，通胀预期减弱缓解紧缩政策压力；（2）出口数据反弹化解市场对公司业绩增长的担忧，上市公司 1 季度、半年报业绩继续维持较高增长水平，市场情绪向积极方向转化；（3）政策因素的促进作用，例如，出台政策对解禁股抛售做出明确规范或限制性规定。当这些因素出现时，市场重现阶段性上攻行情的可能性依旧存在，投资策略可相应转向进攻特征相对明确的行业板块。

我们认为，具有进攻特征的行业更多应当契合宏观经济运行态势，符合国家政策调整的方向。目前宏观领域突出的特征（或者说经济调控中的困难）是外需回落附加紧缩政策下的经济减速，同时，物价上涨压力依旧较大。在经济减速和通胀高企的背景下，上游资源品行业将成为明显受益行业。（1）在高油价的长期背景下，煤炭价格维持高位的预期比较明确，1 季度源于估值偏高的调整已经存在部分“超调”的可能性。（2）公用事业类公司将获得投资机会。目前，国内公用事业公司（电力股）受制于电价控制，无法在业绩上显现其投资价值，尤其煤价不断上涨侵蚀公司利润的局面可能会使电力公司一季度业绩比较难看，但我们认为电力公司持续半年多的调整已经在持续反映政策面的压力，一旦电价政策有所松动，电力公司将出现很好的投资机会。（3）矿产资源储备量丰富的有色类公司也可适当关注。

另一类进攻品种将体现在与宏观经济关联度较低，并因政策导向或其他原因而处于景气上行阶段的行业，这类行业主要包括医药医疗、化工、通讯设备和食品饮料类公司。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,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。如引用发布,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。