

重拾“贪婪”

- 投资人可以对 2008 年的中国宏观经济前景抱乐观态度。我们预测：Q2 的 GDP 增速将与 Q1 持平，下半年的 GDP 增速会有所回升，全年的增速将高于 10.6%。一方面，从环比的变动趋势看，一季度，工业增加值和投资的环比增速分别为 5.1% 和 12%，投资和工业生产的增长依然强劲，全年增速会高于一季度。另一方面，我们预期美国经济下半年将出现恢复性增长，中国出口的外部环境将逐渐得到改善。
- 我们对 08 年 Q2 以及全年的上市公司盈利增长充满信心。首先，可比上市公司 08 年一季度净利润同比增长为 27.7%，远高于市场此前悲观的一致预期。政府对石化行业的补贴以及相关财税政策调整将有助于 A 股上市公司恢复正常的盈利增速，另外，我们非常欣喜地看到，上市公司 08 年 Q1 盈利相比 07 年 Q4 环比出现了大幅提升，上市公司的增长动力依然强劲。
- 我们不认同目前“通胀无牛市”这一观点，不论是从国际经验的比较，还是通胀对于上市公司盈利增长的影响角度看，股票都是可以防御通胀的最佳资产。较高的通胀、严重的负利率所导致的风险溢价的下降构成了最有利于股票资产上涨的外部环境。在目前流动性依旧充裕、A 股估值处于合理区间的大背景下，一旦催化剂出现，A 股估值水平的扩张只是个时间问题，股票实现的回报水平必将超越通胀。
- 5 月份以及二季度随着基本面和政策面的日益明朗，A 股市场仍将继续回暖。我们认为相对于下调印花税政策和大小非减持新规的出台，目前高增长的企业盈利、充裕的流动性以及远低于历史均值的 A 股估值，对于决定市场未来运行趋势具有更为重要的意义。由于机构投资者还没有达成共识，市场不可避免将出现反复，但向上趋势不会发生改变。
- 本月建议超配银行、保险、券商、煤炭、有色、钢铁与建筑建材和食品饮料，其中将银行由标配提升至超配，建筑建材由标配提升至超配，另外将电力和石化由低配提升至标配。二季度的行业组合给投资人带来丰厚的回报，我们认为 5 月份投资的逻辑仍在于通胀防御、纠正市场的错误定价、政策预期以及企业盈利增长。此外，具有正反馈属性的资产也是投资者进行资产配置的重要考虑角度之一。

2008 年 5 月 5 日

邓宏光 股票策略师
8621 - 63325888 × 6058
denghg@orientsec.com.cn

冯玉明 宏观经济首席分析师
8621 - 63325888 × 6110
fym@orientsec.com.cn

张杨 宏观及股票策略高级分析师
8621 - 63325888 × 6105
zhangyang@orientsec.com.cn

毛楠 策略分析师
8621 - 63325888 × 6107
maonan@orientsec.com.cn

上证指数表现



东方证券研究所

上海市中山南路 318 号新源广场 2 号楼 26 楼
电话：021-63325888
传真：021-63326786
网址：www.dfzq.com.cn

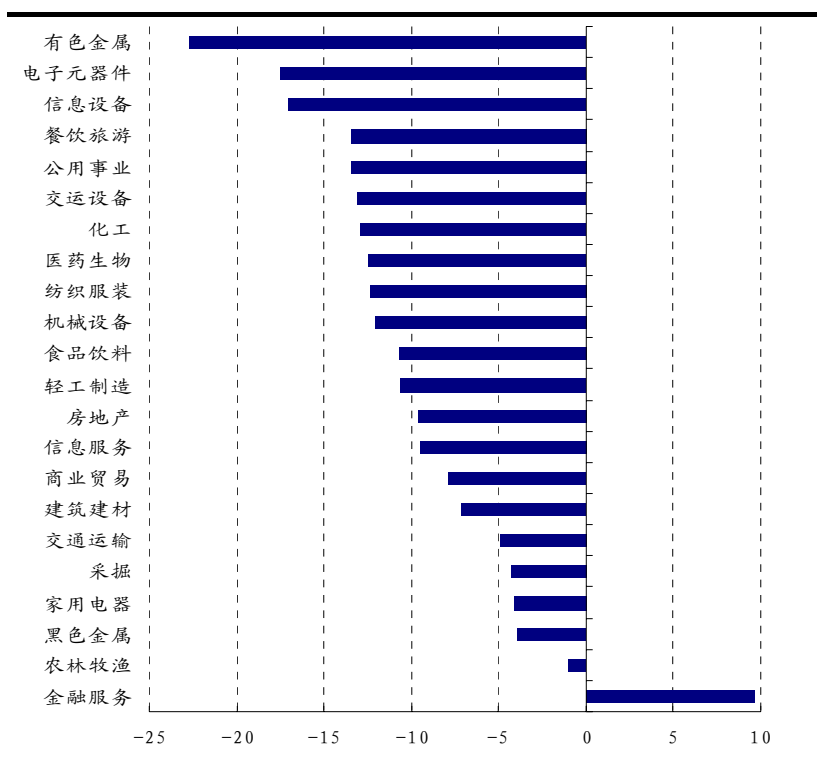
目录

1. 近期市场的回顾与分析	3
2. 重大事件及其对市场的影响	6
2.1. 经济增长将依然保持良好态势	6
2.1.1 3月份主要经济指标持续向好	6
2.1.2 二季度经济增长速度基本会与一季度持平	7
2.1.3 政府不会为抑制通胀而牺牲经济增长	9
2.2 “负利率”下股票投资回报必将超越通胀	10
2.2.1 高通胀带来“负利率”时代	11
2.2.2 “负利率”对经济的影响	13
2.2.3 “通胀无牛市”？	16
3. 对2月份市场运行趋势的分析	20
3.1 5月份来自非流通股解禁的压力较小	20
3.2 一季度上市公司盈利增长超预期	22
3.3 A股估值处于合理区间	24
3.4 5月份A股运行趋势将逐渐转暖	26
4. 2月份的行业配置重点	27
4.1 证券	27
4.2 煤炭行业	28
4.3 保险	29
4.4 建筑建材行业	31
附录：主要的经济和金融数据概览	33

1. 近期市场的回顾与分析

本月 A 股市场呈现出先抑后扬的走势，市场的波动幅度较大。系统性风险导致了本月大多数板块没能给投资者提供正回报，各板块也呈现出较为明显的分化走势。一方面，金融板块一枝独秀，单月上漲幅度达到了 9.6%，金融板块超预期的一季报为金融板块本月的上涨提供了一定的支持，金融板块中的券商子行业和保险子行业表现尤为突出，市场运行趋势在 4 月下旬逐渐转暖为这些具有正反馈的行业提供了极为正面的影响，其中券商行业在 4 月 14-18 日的五个交易日，板块中多只个股涨幅超过 40%。另一方面，有色金属板块、电子元器件、信息设备、餐饮旅游板块本月跌幅居前。我们看到：在年报和一季报密集披露的期间，业绩和估值仍是市场关注的焦点，业绩增长低于预期的行业和个股市场表现明显偏弱。

图 1-1: 近一个月行业板块涨跌幅 单位：%

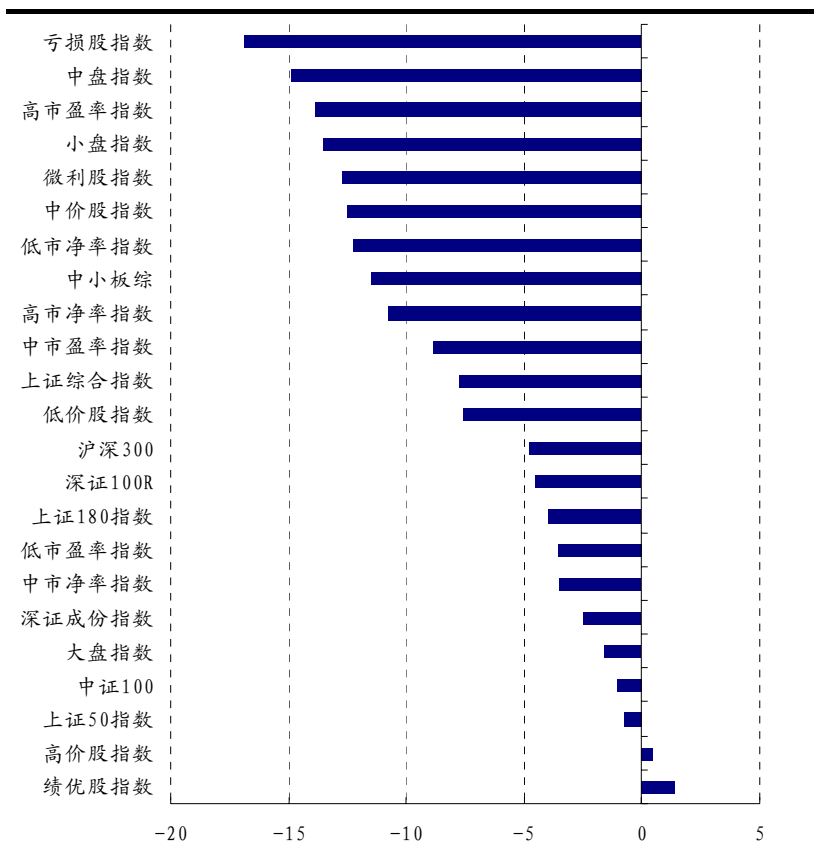


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

本月风格指数的走势已经部分印证我们 2 月份和一季度策略报告的观点，即资金的持续流入、政策面的不确定、估值压力的日益加大以及小盘股自身运行特征都加大了目前市场风格的转变的可能性，而随着年报和一季报的披露，市场的关注焦点依然会回到上市公司的业绩，这或将成为风格转换的催化剂。从 4 月风格指数的表现中我们也看到：大盘指数和小盘指数虽然都在本月获得负回报，但是大盘指数表现已经明显强于小盘指数，两者的单月的回报率相差超过 10%。此外，我们也看到：没有业绩支撑的亏损股指数、微利股指数和高市盈率指数本月跌幅都比较大，对于这些风格指数中的成分股我们依然不看好，建议投资者注意风险。

图 1-2: 近一个月风格指数涨跌幅

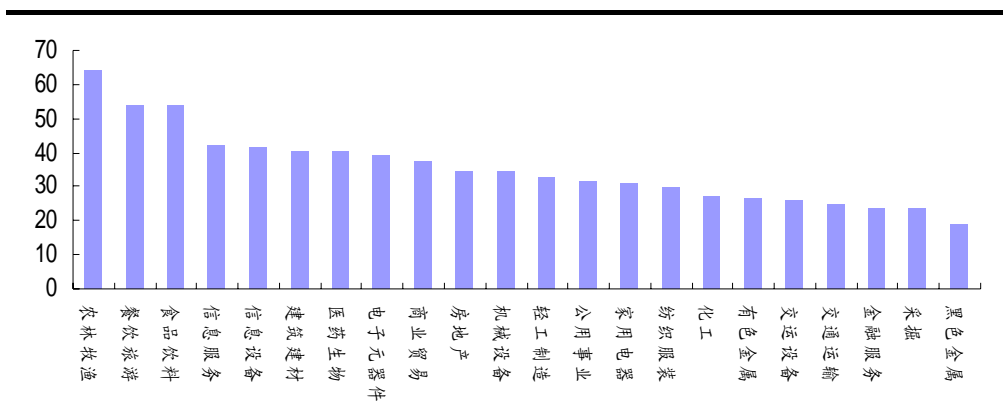
单位: %



资料来源: WIND 资讯, 东方证券研究所

本月市场的整体估值水平出现了结构性的修正。从绝对估值的角度看, 黑色金属板块、采掘板块和金融板块不论是从静态估值的角度还是从动态估值的角度看, 相对于其他板块都有一个较高的安全边际。从估值的变化角度看, 餐饮旅游板块、房地产板块本月估值向下修正的幅度最大, 市场对于相关板块未来业绩增长的不确定性增长是导致相关板块估值大幅向下修正的主要原因。

图 1-3: 近期各行业板块的估值水平

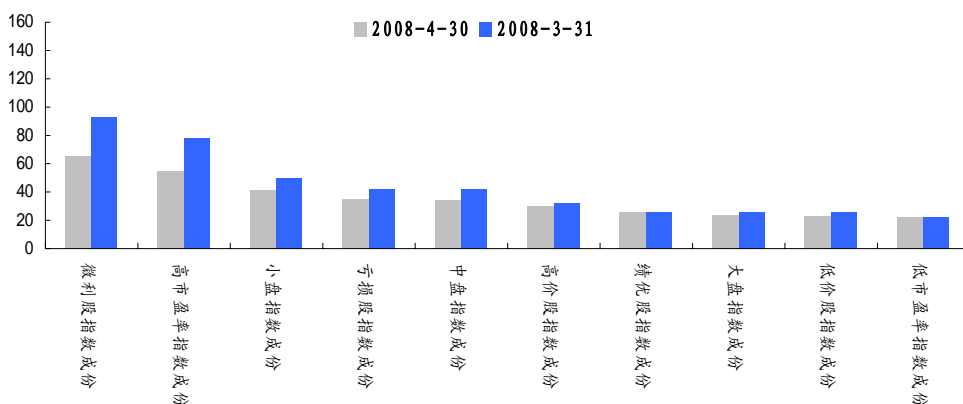


资料来源: WIND 资讯 东方证券研究所

从风格指数估值水平看, 由于本月市场出现了较大幅度的下跌, 各风格指数估值出现了大幅修正, 估值的结构也继续发生分化。一方面, 绩优股指数、低市盈率指数、大盘指数在估值并没有继续向下修正, 相反, 绩优股指数、低市盈率指数的估值也4月份还出现了小幅上升。另一方面, 微利股指数、高市盈率指数、小盘股指数的估

值都继续大幅向下修正。正如我们二季度策略报告中所言，风格指数估值错位的状况不可能得到长期的延续。

图 1-4: 近期风格指数的估值水平



资料来源: WIND 资讯 东方证券研究所

就分析师对未来上市公司盈利的展望看，年报和一季度报的公布使得分析师对于部分行业的 08 年盈利预测进行了大幅的修正。一方面，采掘行业、服装纺织行业、交通运输和建筑建材行业 08 年的盈利预测都被大幅上调，上调的幅度均超过 10%。另一方面，房地产板块、公用事业板块、金融服务等板块分析师 08 年的盈利预期都有不同程度的下调，其中房地产行业 and 公用事业行业 08 年盈利预测下调的幅度最大，下调幅度都超过了 15%。行业和行业中上市公司股价走势与分析师盈利预测调整产生背离的行业值得投资者关注。

图 1-5: 分析师对于板块盈利预测的修正比率 %

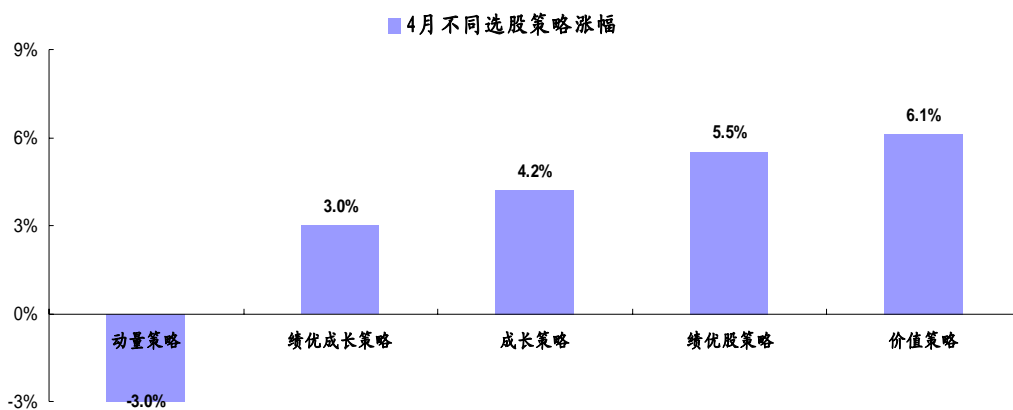
行业	2008年4月	2008年3月	2008年2月	最近三个月
采掘	12.4	3.5	0.9	17.3
纺织服装	12.7	5.8	-1.7	17.2
交通运输	6.2	2.3	2.0	10.8
建筑建材	7.9	3.6	-1.6	10.1
黑色金属	1.7	7.2	0.3	9.3
化工	2.2	7.1	-0.4	8.9
食品饮料	0.2	4.3	2.9	7.5
农林牧渔	0.2	5.4	1.1	6.7
家用电器	1.6	3.2	1.7	6.6
商业贸易	-1.9	4.9	3.0	5.9
信息设备	0.6	1.0	1.0	2.6
轻工制造	0.4	2.9	-2.7	0.4
医药生物	-2.3	0.8	0.9	-0.7
机械设备	-2.6	0.8	1.1	-0.7
电子元器件	-6.8	-0.9	2.9	-5.0
有色金属	-2.8	0.0	-2.8	-5.5
信息服务	-10.2	1.1	3.5	-6.1
交运设备	-5.4	-1.6	0.6	-6.3

金融服务	-8.0	-0.4	-0.1	-8.5
房地产	-7.9	-4.3	-3.5	-15.0
公用事业	-6.3	-11.6	0.5	-16.8

资料来源：彭博 东方证券研究所

选股策略上看，4月份市场波动较大，价值策略、绩优策略优于其他选股策略，与其他策略的正回报相比，动量策略4月份录得负回报。这表明了一方面市场在经历了前期大幅的下跌，特别是一些行业的估值水平已经处于历史估值下限的大背景下，基本面良好的行业和公司投资价值凸现。另一方面，在经历了前期市场大幅下跌的投资者教育之后，投资者目前的投资行为较为谨慎，目前的宏观环境和市场供求状况较07年也发生了较大的变化，脱离基本面的动量策略很难为投资者提供正回报。

图 1-6: 近期不同策略的市场表现



资料来源：东方证券研究所

2. 重大事件及其对市场的影响

在4月份，我们关注高通胀背景下宏观经济的走势以及高通胀导致的负利率对于宏观经济和A股市场可能造成的影响。此外，在市场运行趋势部分，我们还将对上市公司2007年年报以及2008年一季报是否超出预期，非流通股解禁对于A股市场未来一段时间供求关系的影响等问题展开分析。

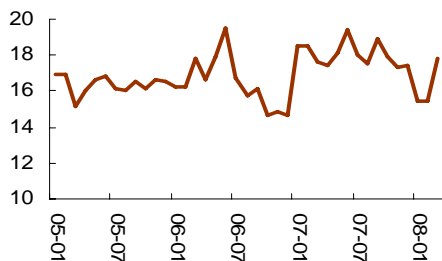
2.1. 经济增长将依然保持良好态势

投资人可以对2008年的中国宏观经济前景抱乐观态度。我们预测：Q2的GDP增速将与Q1持平，下半年的GDP增速会有所回升，全年的增速将高于10.6%。一方面，从环比的变动趋势看，一季度，工业增加值和投资的环比增速分别为5.1%和12%，投资和工业生产的增长依然强劲，全年增速会高于一季度。另一方面，我们预期美国经济下半年将出现恢复性增长，中国出口的外部环境将逐渐得到改善。

2.1.1 3月份主要经济指标持续向好

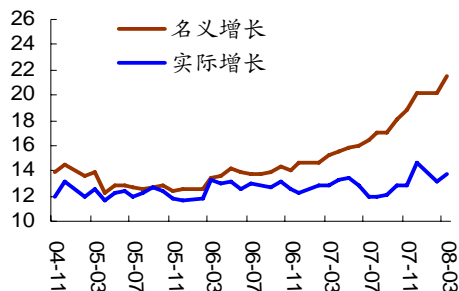
而从3月份当月的一些经济指标走势看，都出现了继续回升的态势。当月工业增加值增长17.8%，增幅较1-2月份提高2.4个百分点，比去年同期提高0.2个百分点。当月社会消费品零售总额名义增长21.5%，增速较1-2月提高1.3个百分点，继续创出近几年的新高，剔除价格因素后当月的实际速度也为13.7%，较1-2月提高0.6个百分点，处于近年来的高位水平。当月城镇固定资产投资增长27.2%，增速较1-2月提高2.9个百分点。当月CPI上涨8.3%，较1-2月份回落0.4个百分点。当月出

图 2-1 工业增加值同比增速



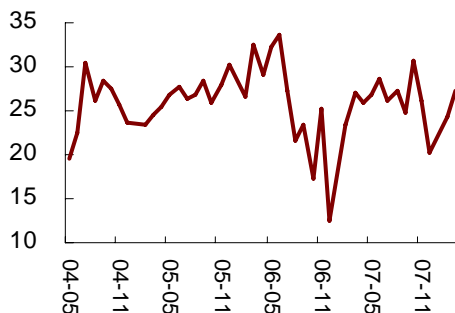
资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 2-2 消费品零售额的同比增速



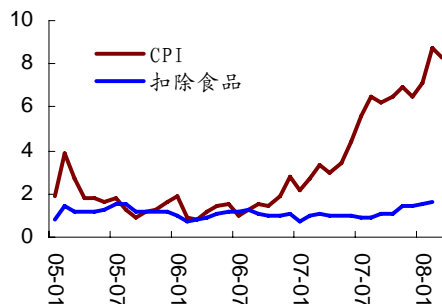
资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 2-3 投资年度的同比增速



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 2-4 CPI 的同比增速

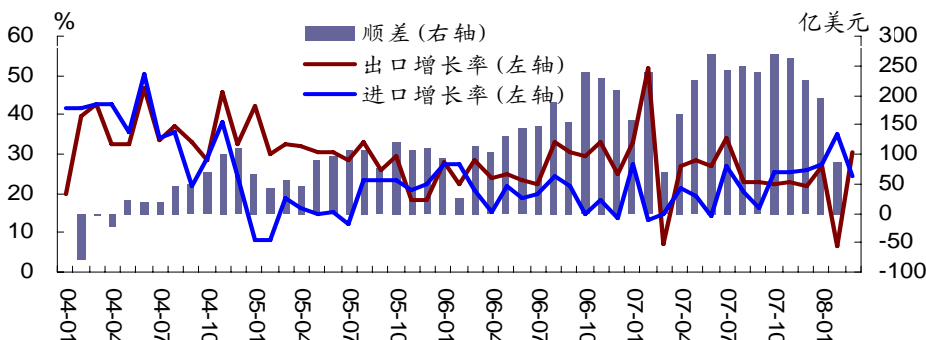


资料来源：CEIC，东方证券研究所

口同比增长 30.6%；增速比上月提高 24 个百分点；进口同比增长 24.6%，增速比上月提升 10.5 个百分点；当月贸易顺差为 134.07 亿美元，比上月增加 48.5 亿美元。当然，3 月份出口增速的回升有基数的影响。而一季度 GDP 同比增速的回落主要也源于外需对经济增长贡献的消失。在去年同期，贸易顺差的增长速度近 100%，贸易顺差对 GDP 的贡献可能在 2 个百分点左右；而今年一季度，我国贸易顺差只有 414 亿美元，同比减少 49 亿美元，对经济增长的贡献可能是负的。

图 2-5 进出口年度的同比增长及贸易顺差

单位：%



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

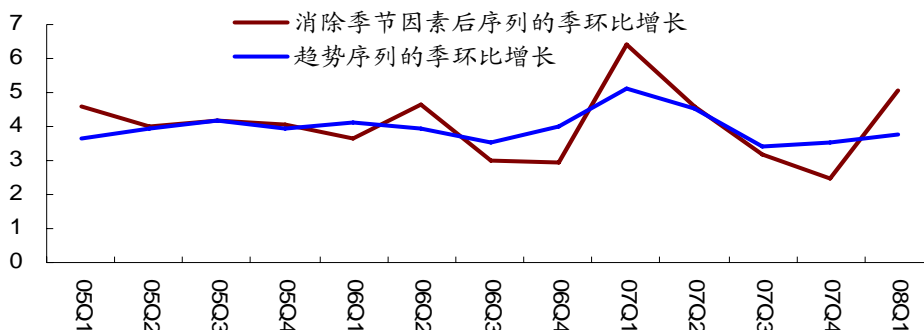
2.1.2 二季度经济增长速度基本会与一季度持平

目前市场有预期认为，一季度的经济增速有惯性作用的推动，今后将逐季回落。但

我们认为，二季度的增速将基本与一季度持平，下半年的GDP增速会有所回升，全年的增速将不低于一季度。其理由如下：

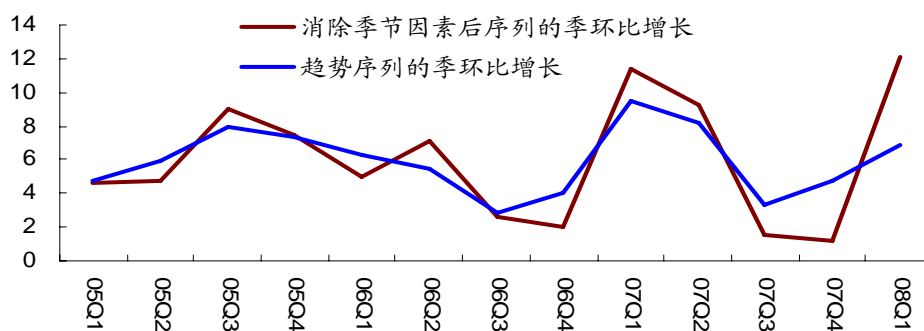
一是从环比的变动趋势看，在经过季节因素调整后，一季度，工业增加值环比增速为5.1%，折年率高达18.7%；投资的环比增速为12%，折合年率为42%，二者都明显高于我们在分析1-2月份数据时的水平，显示出投资和工业生产的增长依然强劲。实际消费的增长在一季度则基本保持在趋势水平附近。在假设这三个指标未来环比增速与目前的趋势因素序列增速相同的情形下，今后三个季度，它们的同比增长将出现先平后扬的格局，全年增速会高于一季度。而且我们认为，这三个指标环比增速达到目前趋势因素序列增速是很可能的。其中，对于投资增长，最主要理由是我们一直坚持的一个主要观点：与经济的高增长相比，目前中国社会的固定资本存量依然不足，反映在指标上就是我们估计得按不变价格计算的资本存量与实质GDP的比例近年来不断下降的，它意味着为生产单位GDP，可供使用的资本存量在减少，因此产能利用率会不断上升，投资增长的动力也会很强。另外，更直观地看，

图 2-6 季节因素调整后工业增加值的季环比变动 单位：%



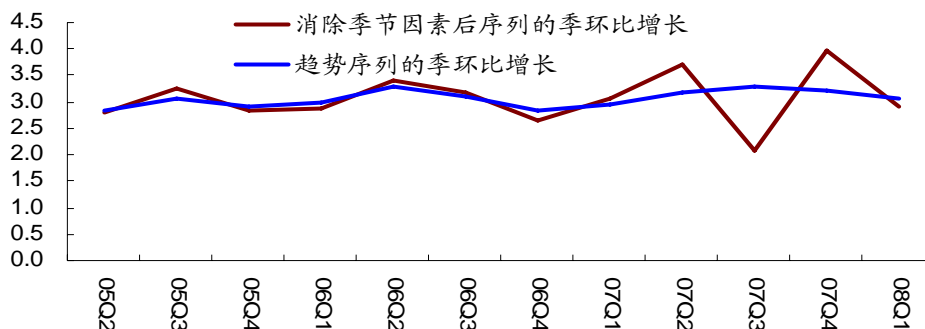
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 2-7 季节因素调整后城镇固定资产投资的季环比变动 单位：%



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 2-8 季节因素调整后消费品零售额实际值的季环比变动 单位：%



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

中国在很多公共领域投资欠帐很多，如医疗保险、基础设施、三农投入、环境保护等，这也是投资增长新的空间。

二是就外部需求的影响看，由于美国前一段时间公布的一系列经济数据表明，一季度美国经济可能已陷入温和衰退；而我们预期美国经济的温和衰退虽然在二季度仍将持续；但下半年将恢复增长。我们的研究表明，中国的出口和美国的消费增长基本是同步的，并不存在明显滞后，因此，目前已是经济增长受外需冲击相当严重的时候。二季度外需放缓的影响也许会更大一些，但也不会大到哪里去，而如果下半年美国经济好转，中国出口的外部环境将得到改善。

表 2 对二季度和 4 月份主要经济指标的预测

指标	一季度	二季度	3 月份	4 月份
进出口				
出口增速 (%)	21.4	21.6	30.6	21.5
进口增速 (%)	28.6	31.0	24.6	28.0
贸易顺差 (亿美元)	414.2	557	134.1	153
社会消费品零售额				
实际增长 (%)	13.3	13.3	13.7	13.4
名义增长 (%)	20.6	21.8	21.5	21.7
城镇固定资产投资				
工业增加值增速 (%)	16.3	16.2	17.8	18.0
GDP 增速 (%)	10.6	10.6	-	-

注：二季度及 4 月份数据为预测数。

资料来源：国家统计局，东方证券研究所

2.1.3 政府不会为抑制通胀而牺牲经济增长

当然，目前 CPI 仍在高位运行以及压力很大会使市场对经济增长前景产生一些担忧。有一些悲观的观点认为，由于目前物价指数走势与前两轮周期中通胀率迅速走高的前期阶段很相似，因此，政府将出台严厉紧缩政策以防止恶性通胀的发生；经济增长将因此出现明显放缓。我们认为，作为影响经济增长的一个不确定因素，通胀风险确实值得我们谨慎对待。不过我们更倾向于认为，尽管今后一段时间内的物价指

数仍将可能会在高位运行，但它演变为像 88 年、94 年那样高通胀情形的可能性不大。具体理由如下：

从大家最为关注的 CPI 看，目前 CPI 的上涨仍主要由食品价格推动，在一季度 8% 的增长中，6.8 个百分点是由食品价格贡献的。尽管在农业劳动力不断向工业转移的大背景下，农产品价格中长期仍会呈上升趋势，但推动目前副食品价格大幅上涨的因素如猪肉生产出现的问题等却是一次性的。由于此前一段时间政府已经采取相关措施增加供给，而农产品价格又维持在高位，因此下半年供给一定后增加，副食品带来的通胀压力将会缓解。对于一般的工业消费品，竞争使得企业的提价空间仅限于覆盖原材料成本的上升，因此总体而言，通胀预期难以形成。

对于 PPI 的上涨，则主要是由原材料价格的大幅上涨推动的。而原材料价格的上涨则可能是中国经济快速工业化过程中必须承受的代价。因为目前不但中国在快速发展，许多新兴经济体也都在快速增长，对原材料的需求都在快速增加。PPI 的上涨会对 CPI 的上涨产生压力，但影响不会太大。因为技术进步带来的效率提高会消化大部分原材料价格上涨的影响。如 2 月份，非食品类的工业消费品价格指数都明显低于总体工业品的价格水平，其中耐用消费品还是负增长的。

再从经济环境看，当前的情形与上两轮经济周期中高通胀发生时的情形也存在很大差异。上两轮周期中高通胀之所以发生，有三个因素可能起了重要作用，一是当时总体上是短缺经济，不但消费品供应不足，投资品供应更加不足。二是当时收入分配是向居民倾斜的。三是商品价格由计划价格向市场价格转变的推动作用。这几项因素目前都不存在，甚至是与以往相背的。

在恶性通胀不发生的情形下，政府出台严厉调控措施抑制通胀的可能性就不大。一方面，在 CPI 由食品价格推动的情形下，严厉得紧缩政策对控制 CPI 的作用有限，反而会造成高物价，低增长的情形出现。相反保持现有的政策力度，虽然物价一段时间内会高一点，但高增长仍能维持，显然后者要优于前者。另一方面，从政府的政策导向看，也可能更倾向于通过增加供给来抑制通胀。这可以从以下三点得到证明。一是温家宝总理在 3 月 18 日上午十一届全国人大一次会议闭幕后记者见面会上表示：“中国是一个有 13 亿人口的发展中国家，我们还必须保持经济有一定的发展速度来解决就业的压力，通过发展解决前进中的问题。我们必须在经济发展和抑制通货膨胀之间找出一个平衡点。”这表明，尽管抑制通胀是今年政府工作的重要任务，但政府并不希望为此牺牲太多的经济增长。温总理还指出，今年恐怕是中国经济最困难的一年，难在国际、国内不可测的因素多，因而决策困难。因此必须密切关注经济局势的变化和走势，及时、灵活地采取对策，并且把握宏观调控的节奏、方向和力度，使经济既保持平稳、较快发展，又能解决大约一千万的就业人口问题，还能有效地抑制通货膨胀。这表明政府不希望看到中国经济由于外部冲击而发生波动，进一步我们可以推测，政府也不希望在这时为抑制通胀而采取更严厉的紧缩政策。二是在不久后国务院召开的工作会议提出，“努力保持物价基本稳定。关键是千方百计增加市场供应”，这清楚地表明了政府应对通胀的政策。三是 4 月 29 日国家发改委经济运行局副局长朱宏任在一季度经济运行形势发布会上表示，“输入型物价上涨和大宗的农产品价格上涨，是造成国内生产资料价格上涨的重要原因”，表明了政府对通胀原因的判断。在这种判断下，紧缩内需的压力就不是那么迫切。

2.2 “负利率”下股票投资回报必将超越通胀

我们不认同目前“通胀无牛市”这一观点，不论是从国际经验的比较，还是通胀对于上市公司盈利增长的影响角度看，股票都是可以防御通胀的最佳资产。较高的通胀、严重的负利率所导致的风险溢价的下降构成了最有利于股票资产上涨的外部环境。在目前流动性依旧充裕、A 股估值处于合理区间的大背景下，一旦催化剂出现，A 股估值水平的扩张只是个时间问题，股票实现的回报水平必将超越通胀。

“负利率”的问题讨论由来已久，实际上通胀水平一旦高企，必然被动的带来“负利率”的问题，而投资者关心的是“负利率”到底对资产价格产生什么样的影响。有人说“通胀无牛市”，有人说“负利率”将刺激投资、消费和股市投资，高通胀和“负利率”仿佛是一个硬币矛盾的两面。

本专题将讨论负利率的宏观经济背景下资产估值，辩驳市场上流行的“通胀无牛市”的观点，我们同时提出几个研究“负利率”影响资产价格的角度。

2.2.1 高通胀带来“负利率”时代

“负利率”的定义是指实际利率为负，所谓实际利率是相对名义利率而言的，它是名义利率（通常按1年期定期存款银行利率为准），扣除通胀率（我们用月度CPI来衡量）得出的利率水平。形成“负利率”的两个变量是名义利率和通胀率。近十年来，为刺激经济的较快增长，我国名义利率水平一直保持较低的水平。

图 2-2-1 CPI、PPI 同比增幅历史比较 单位：%

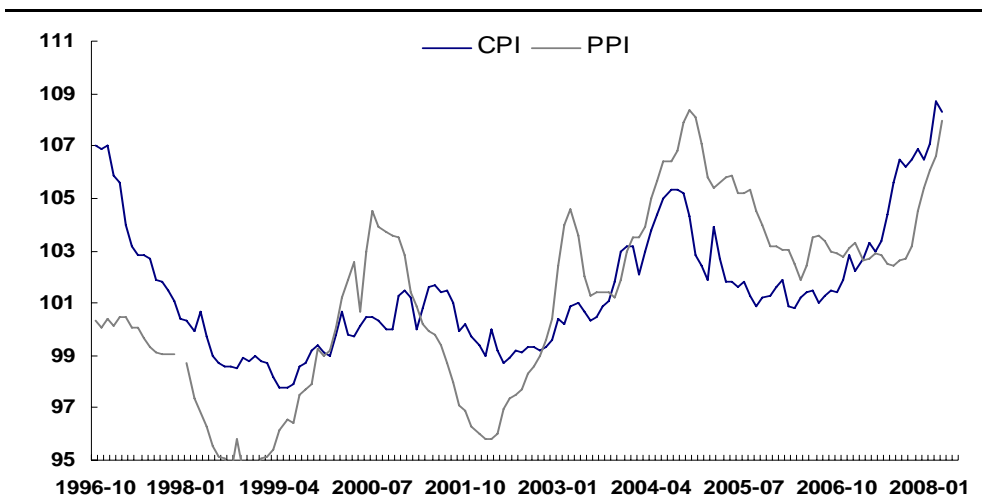
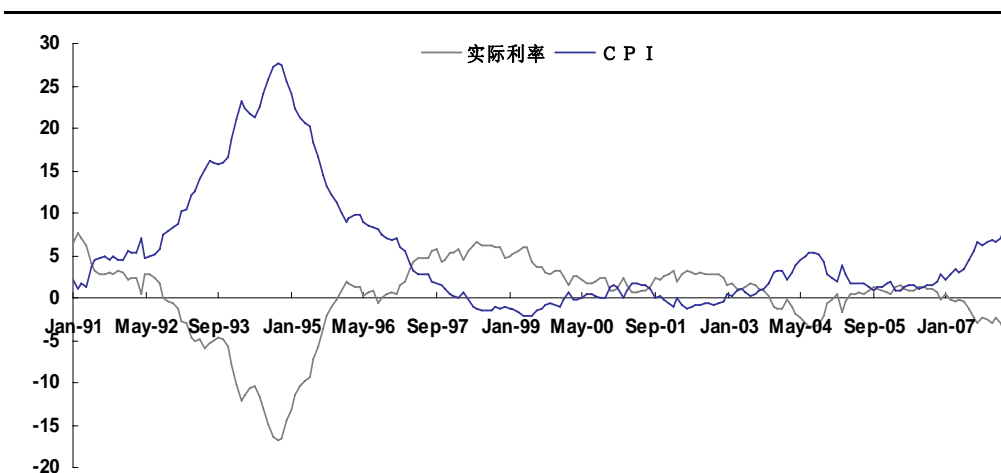


图 2-2-2 实际利率和 CPI 同比增幅历史比较 单位：%



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

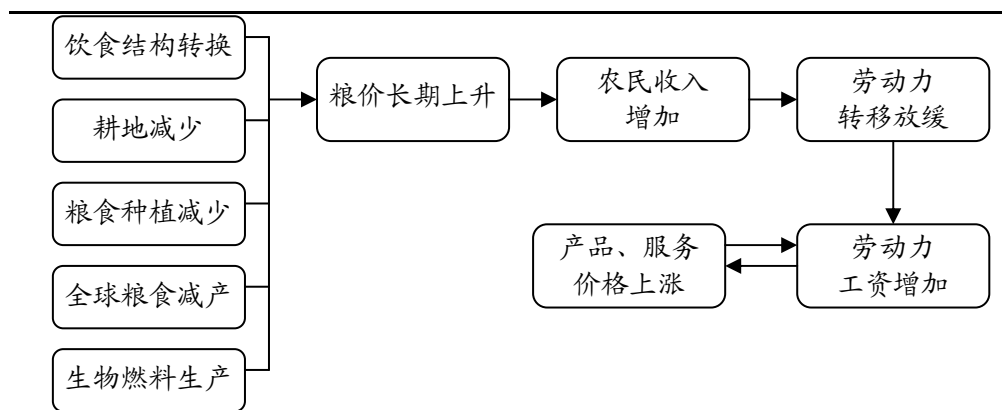
显然，是由于我国经济通胀水平极不稳定，物价水平的变化幅度较大，物价指数的

大幅起落也同样左右实际利率水平的高低。如图所示，2002年中国走出“通货紧缩”以来，中国经济持续高增长，同时也造成社会供给需求变动幅度较大，特别是04-05年和07-08年，通胀水平都超过4%。

未来实际利率的情况也将取决于通胀的情况，我们认为，08年以食品价格上升为特征的结构性通胀演变为全面通胀的压力很大，我们估计全年CPI同比增速约为6%，从而整个08年“负利率”投资环境不会改变。

对08年的物价判断，首先，由于目前粮食价格的上涨是全球性的，在今年夏天新的供给出现以前，粮食价格上涨的趋势短期内难以改变。而且，推动粮价上涨的还有一些长期性因素。一是随着中国和印度日益富裕，更多的人饮食结构转向肉、蛋、奶，对粮食的需求会进一步增加，如生产1公斤猪肉需要5公斤至7公斤的粮食，目前中国70%的玉米、大豆以及约半数的红薯用于饲养牲畜。二是生物燃料的开发也在中期内对粮食价格起到支撑作用，有预测估计，到2010年，生物燃料业将消耗美国玉米产量的30%。其次，如果粮价持续上涨，其效应会传导至其它领域。如粮价上涨可能造成的一个结果是农民收入增加，从而使农业人口向工业、服务业转移放缓，进而推动劳动力工资增加，工业品和服务业价格上涨，产生全面通胀。最后，同时也是最为重要的一个理由是，我们认为目前中国经济运行的供给面正开始趋于紧张，这直接导致了全面通胀的压力。

图 2-2-3 目前结构性通胀逐步演变为全面通胀



资料来源：东方证券研究所

在恶性通胀不发生的情形下，政府出台严厉调控措施抑制通胀的可能性就很小。温家宝总理在3月18日上午十一届全国人大一次会议闭幕后记者见面会上回答相关问题时的表述可以证明这一点。温总理表示：“中国是一个有13亿人口的发展中国家，我们还必须保持经济有一定的发展速度来解决就业的压力，通过发展解决前进中的问题。我们必须在经济发展和抑制通货膨胀之间找出一个平衡点。”

这表明，尽管抑制通胀是今年政府工作的重要任务，但政府并不希望为此牺牲太多的经济增长。温总理还指出，今年恐怕是中国最困难的一年，难在国际、国内不可测的因素多，因而决策困难。因此必须密切关注经济局势的变化和走势，及时、灵活地采取对策，并且把握宏观调控的节奏、方向和力度，使经济既保持平稳、较快发展，又能解决大约一千万的就业人口问题，还能有效地抑制通货膨胀。

政府不希望看到中国经济由于外部冲击而发生波动，进一步我们可以推测，政府也不希望在这时为抑制通胀而采取严厉的紧缩政策，从而不会大幅提升基准利率。

此外，由于美联储接连大幅降低基准利率，中美利差已然拉大，在人民币升值的背景下给海外资金1年近10%的套利空间。因此，美联储降息后我们的加息空间不复

存在。我们预计 08 年一年期存款基准利率将不会突破 5%，“负利率”的宏观环境也不会改变。

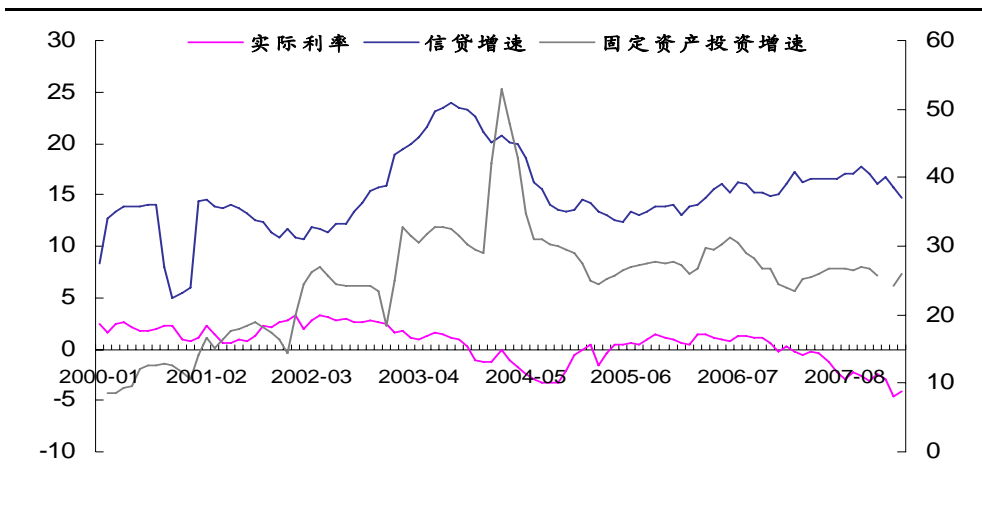
2.2.2 “负利率”对经济的影响

分析“负利率”对宏观经济和企业盈利的影响，分解来看，就是研究低利率和通胀对经济体的影响。我们首先看低利率对经济产生的影响，理论上，若实际利率越高，则意味着企业资金成本较高，拉低企业利润，进而形成企业生产积极性不高、生产率走低趋势，进而影响劳动者工资收入，使国民收入总体水平下降，人们心理上的即期和预期的投资和消费水平不断回落，大量的商品出现滞销，导致整个市场呈现萧条和疲软。可以说，实际利率过高将直接抑制经济增长，发展中国家除非要抑制恶性通货膨胀一般不会选择过高的利率政策，宽松的货币政策一般都是经济管理者刺激消费和投资的有效工具。采取低利率的货币环境直接刺激经济微观主体的借贷倾向，也推进资产价格的上涨。

另一方面，通胀对资产价格也产生正面的影响。首先，从历史经验来看，“通胀”利于投资品价值的提升，过去 5 年，具有投资品性质的行业已经受益于整个经济走势和流动性过剩的影响，土地、房产、有色金属和股权等价格大幅上涨，在流动性过剩的背景下，投资品被资金优先选择，成为抵御通胀的品种，如黄金、地产、能源等。这部分上市公司的资产仍然面临不断向上重估的潜力。其次，对于非投资品的中上游生产企业，如钢铁、化工、机械等，下游消费品行业的涨价对其传导效应还不强，供求关系受到行业产能，内外需求和产业政策多重因素的影响。涨价带来的企业利润率提升较为短期。第三，由于经济体的高速增长带来居民收入和财富的积累，消费升级将是未来中国发展的趋势，在温和通胀的背景下，消费升级更是加强，但是“通胀”并不意味着消费品价格全面上涨，因为大多数消费品易于组织生产，供给弹性较大，行业壁垒较低，行业并不因市场份额增大而利润率有着过快增长。

从历史统计数据来看，负利率对于中国投资和消费的促进是明显的，如下图所示，在 2003 - 2005 年的负利率环境中，我们看到该阶段消费和投资的增长仍然非常迅速。负利率对投资的促进作用，在房地产开发投资上可能表现最为明显。而之所以房地产开发投资和固定资产投资增速会在负利率环境下保持高位运行，这在很大程度同房地产市场的价格上涨息息相关。在 2003 - 2005 和目前的负利率环境下，土地价格指数和房屋销售价格指数都处于稳步攀升过程中，而正是房地产价格上涨刺激了相关投资的快速增长。

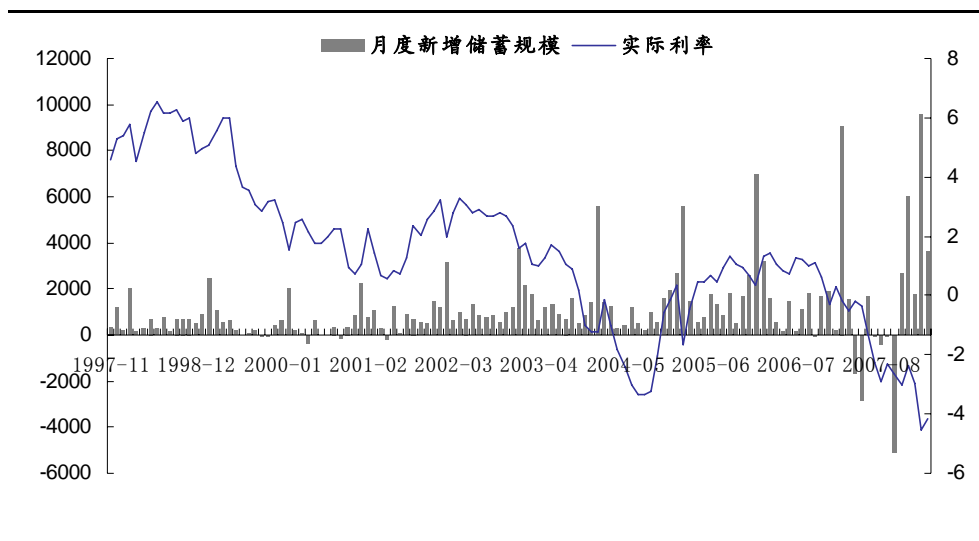
图 2-2-4 实际利率、信贷和固定资产投资投资增速 单位：%



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

虽然负利率直接刺激投资和信贷投放，但实际的信贷投放规模和投资增速还取决于政府的宏观调控，也就是说，强烈的投资意愿仍然受制于信贷规模控制。2007年初至今政府执行从紧的货币政策正是为了抑制在负利率局面下的投资冲动。

图 2-2-5 实际利率和新增储蓄存款规模



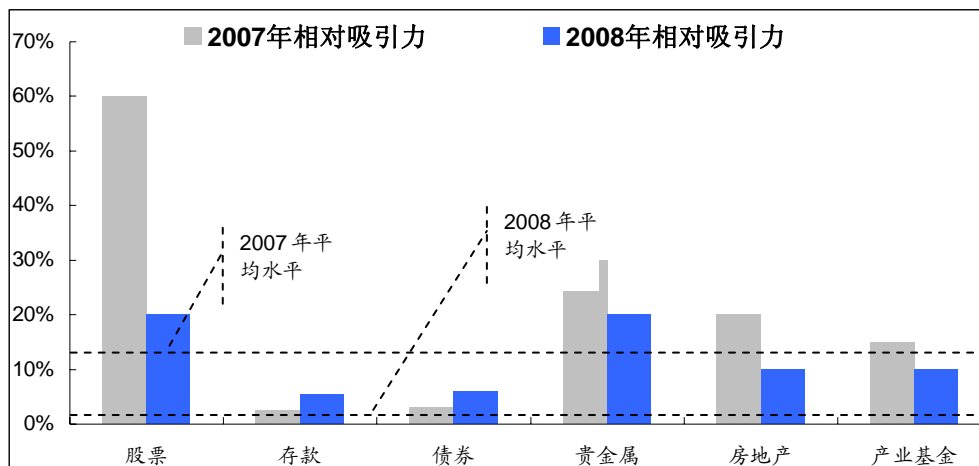
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

理论上，在其他因素不变的情况下，实质负利率对贷款有正面的刺激作用，但不利存款的增长。如图，从实际利率和居民储蓄规模增加的对比来看，并没有负相关关系，特别是近几个月，负利率水平较高的情况，居民储蓄规模快速增加，这个问题很好理解，虽然随着物价的上涨，钱存在银行是“贬值”了，但是现在没有合适的投资项目，炒股风险又太大，除了储蓄以外没有更好的选择。

按照通常的理解，当银行存款开始贬值的时候，人们应该更注重消费、注重投资，似乎银行的柜台前挤满了等着取款的人。但事实是，大多数的公众并没有理论上的那样敏感，这样轻微的贬值并没有动摇人们长期以来形成的储蓄习惯。此外，人的储蓄需求压抑了消费，由于社会保障体系的不健全，教育、医疗、养老和住房等等居民生活支出都需要靠人们自己日常储蓄积累来支撑。

在社会大类资产的比较中我们发现，虽然股票类资产的预期收益率还是高于其他大类资产，但是同 07 年相比，股票类资产 08 年预期收益率大幅下降，而风险大大上升，1 季度的市场变现使得居民进入股市或者购买基金的动力大大降低。储蓄依然是最重要的理财方式。

图 2-2-6 各类资产 07-08 年相对吸引力比较



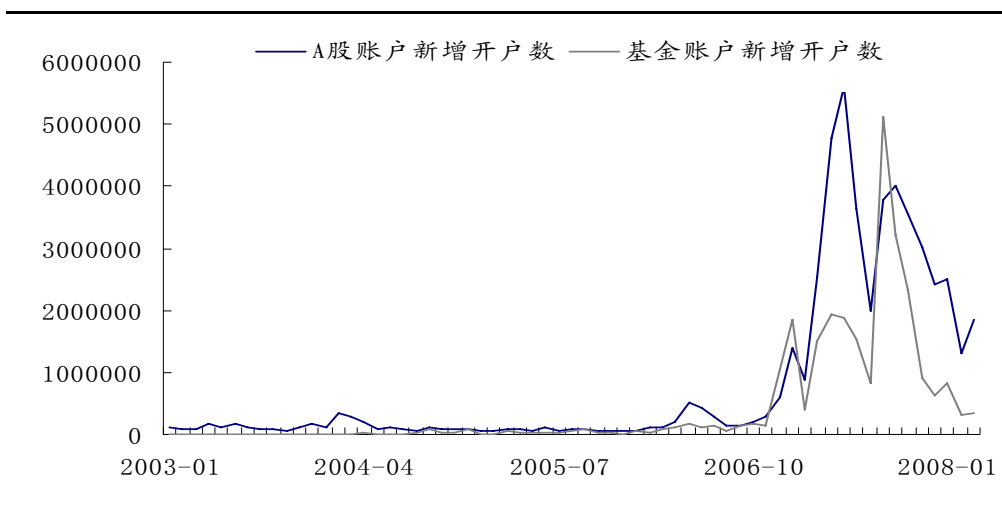
资料来源: Wind, 东方证券研究所整理统计

除了居民储蓄不因“负利率”明显降低外, 其他类存款规模也保持较高的增长, 这是因为良好的宏观经济和外资流入。这类似于九十年代的香港, 虽然处于“负利率”, 香港银行业的存款增长几乎年年都达双位数字的原因一样, 香港经济增长、财富积累、金融中心地位发展和资产流入等因素加总足以抵消实质负利率令存款向消费和投资转移的影响有余。

再从整个流动性来看, 我们认为, 宏观流动性主要分为由于储蓄过剩和货币供给过剩两方面因素造成的, 由于我国居民消费习惯保守和投资渠道较少等原因, 储蓄规模占货币供给规模很大的比例。而目前资本市场的超额流动性主要源于储蓄过剩。利率上调及温和的存款准备金调整不会影响储蓄过剩的局面, 储蓄过剩带来的流动性过剩局面将长时期存在, 更直观地看, 在国内市场投资者缺乏正规融资渠道, 杠杆作用很小, 场内资金绝大部分为自有资金时, 紧缩政策对投资者资金量的影响有限。目前市场流动性主要来源于整个社会剩余财富增加后居民财富意识的觉醒和风险偏好的加强。因此, A 股市场并不用过分担心流动性充裕会否改变的问题。当信心重塑之后, 股市资金必将重返充裕, 我们也曾将之比喻为“干柴与火种之间仅为 1 厘米的距离。”

图 2-2-7 A 股和基金账户新增开户数

单位: %



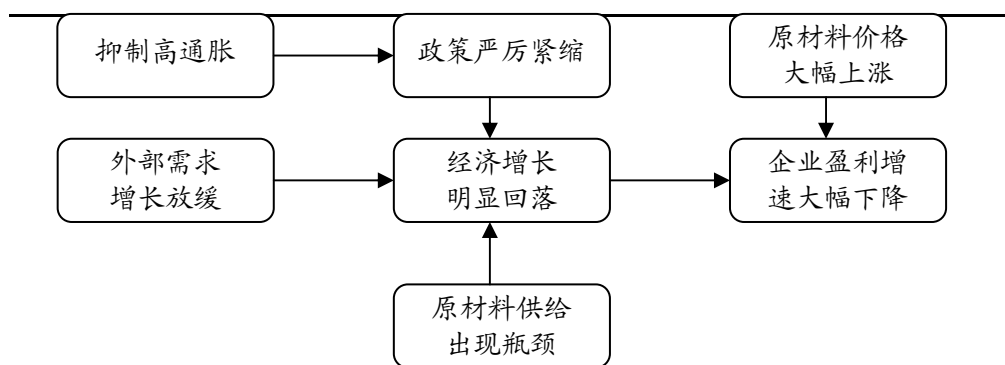
资料来源: WIND 资讯, 东方证券研究所

2.2.3 “通胀无牛市”？

“负利率”时代往往是通胀盛行时期，目前流行在市场上的一种观点是“通胀无牛市”，换言之，股票投资不能战胜通胀，这就从根本上把通胀和牛市对立起来，简单的认为只要通胀不能有效地抑制，股市表现就不会有起色，这一观点之所以盛行，和当前股市环境有关，07年11月份以来，上证指数从高点回落至今的同时，我国的CPI也在逐步大幅攀高。部分投资者就把通胀当成本轮调整行情的罪魁祸首。但是，我们也发现，持“通胀无牛市”论点的人在2006年CPI同比不足4%的时候，就曾认为“我们在通货膨胀预期没有得到根本克服之前，还不能就此放心地进入牛市。”

“通胀无牛市”论者的逻辑就是“在通货膨胀的年代里，必将促使原材料上涨，许多上市公司其实是加工企业，为此不得不同时承受上游通货膨胀的压力和下游国内需求不振的局面，产成品的价格战并没有停止。这些位于产业链中游的上市公司将是通货膨胀的受害者。”我们用下面的一张逻辑关系图来展现这一观点。市场普遍预期，面对如此高的CPI，政府将出台严厉紧缩政策以防止恶性通胀的发生。与此同时，由于美国经济增长继续下滑带来的外需放缓已不可避免，而大宗原材料价格的大幅提价似乎预示着原材料供给出现了紧张。这样，在三种力量的夹击下，市场预期经济增长将明显回落。对于企业盈利增长，市场预期在经济增长速度明显回落和原材料价格大幅上涨的双重挤压下，其前景将很不乐观。

图 2-2-8 经济和企业盈利增长——悲观者的逻辑



资料来源：CEIC，东方证券研究所

实际上，这一逻辑存在问题的关键点有三点，其一政府的政策选择，管理通胀是不是根本无效的，通胀一定会走向恶性通货膨胀么？我们判断，在目前的形势下，政府将不会牺牲经济增长来取得迅速抑制通胀的结果；其二是外需对中国经济的影响力，由于目前中国经济工业化、城镇化和消费升级没有完成，其内需具有充分的空间来平衡短期外需的波动性。同时，外需放缓这一判断在中长期未必成立；其三原材料供给是不是一个刚性瓶颈？短期看石油、铁矿石等资源价格大幅上涨，可这不会是价格长期增长的常态。同时，即便价格上涨，我们也不必通过压抑自我的需求来满足其他国家来使用资源。对这一悲观逻辑的讨论，我们在前面一系列宏观经济和策略报告有过详细的阐述。

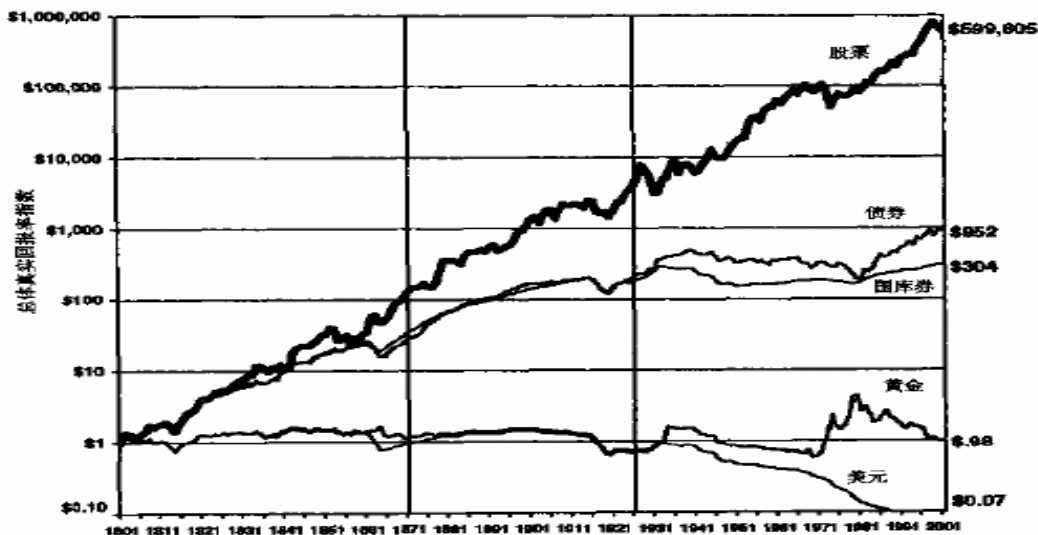
我们反对“通胀无牛市”这一观点，是基于对股票这一资产的长期持有价值判断上，英、美等海外股市历史经验表明，股票是可以规避通胀风险的最佳资产，股票用作规避通货膨胀风险的套期保值工具。

每个长期投资者关注的焦点就是资产购买力的增长速度，也就是货币形式的财富会随着通货膨胀发生的变动趋势。下图对比了美国市场上股票、债券、国库券和美元在过去200年价值增长比例。投资于股票所获得的购买力增长不仅优于投资其他资

产，而且表现出非凡的长期稳定性。虽然在过去的两个世纪内，经济、社会、政治的大环境发生了天翻地覆的变化，但是股票在每个主要阶段都获得超越通胀水平的约 6.6%-7% 的实际收益。

在图中，股票收益曲线的来回摆动代表了股票在历史上经受的牛市和熊市，但我们用长期的眼光来看，虽然短期波动对于投资者来说可能显得很严重，但同股票长时期的上升趋势来说微不足道！

图 2-2-9: 各类资产总体实际回报率指数

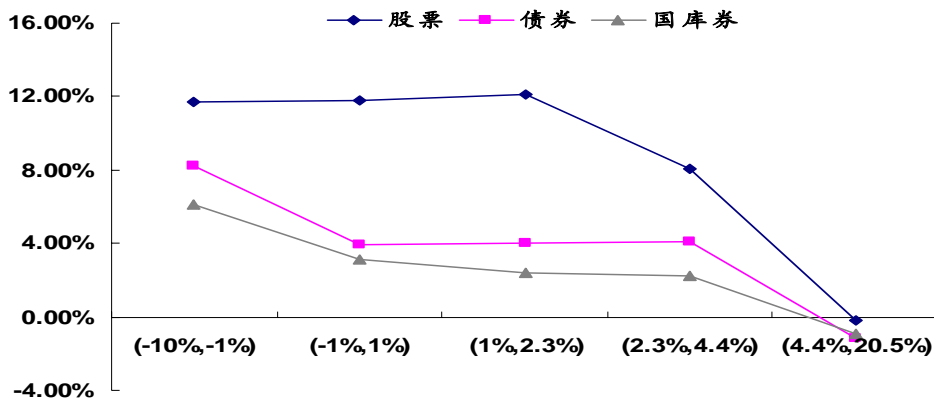


资料来源:《股史风云话投资》 Jererny J.Siegel 清华大学出版社

股票的长期收益率会随着通货膨胀率的上升而上升。因为股票收益最终来源于实有资产的增值，所谓实有资产是指那些本质上与劳动力和资本相联系的资产，所以认为股票的长期收益率不会受通货膨胀的影响是有道理的，比如说，二战开始后的半个世纪是美国历史上通货膨胀最高的时期，但是股票的实际回报率却超过前 150 年的水平。

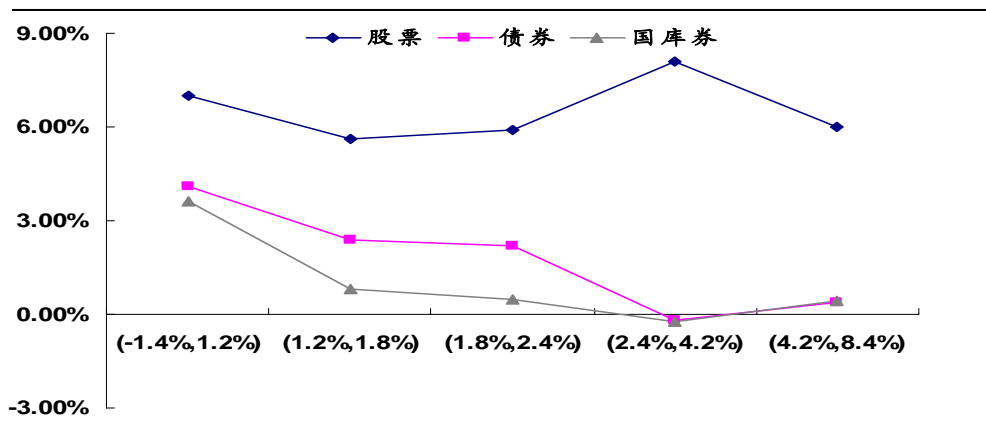
事实上，20 世纪 50 年代，面对消费品价格的不断上涨，股票被广泛用于套期保值。虽然股息受益率第一次降至长期债券收益率之下，但很多投资者仍然宁愿持有股票。三条曲线分别代表 1871-2001 年间，以复利计算 1 年期和 30 年期的股票、债券和国库券在各种通货膨胀率下的年收益率。

图 2-2-10: 不同通胀水平下 1 年持有期各类资产收益比较



资料来源:《股史风云话投资》 Jererny J.Siegel 清华大学出版社

图 2-2-11: 不同通胀水平下 30 年持有期各类资产收益水平



资料来源:《股史风云话投资》 Jererny J.Siegel 清华大学出版社

上图表明,从短期来看,无论是股票、债券还是国库券都不是好的规避通货膨胀风险的套期保值的套里保值工具。当通货膨胀比较低时,这些金融资产的短期收益率随着通货膨胀率的上升而下降。但是从长期看,股票的收益率实际上不受通货膨胀率的影响。从图中还可以看出,无论是长期还是短期,固定收益资产的收益率都没有股票高。

从上图右端所处的高通胀区间我们可以看到,即便在高利率的经济背景下,股票收益率也较理想,通货膨胀导致债券利率上升,但同时也要推动股息率和股票预期收益率提高。股票的收益最终来源来源于实有资产的增值,无论该资产是设备、劳动力或者商誉,只有通货膨胀导致投入成本增加,产出价格也会肯定上升。如果通货膨胀对投入和产出价格具有同样的影响,即使利率上升,股票的未来现金流的现值也不会受到负面影响。较高的未来收益会抵消高利率的影响。

股票价格以及收益和股息水平会随着通货膨胀率的上升而上升,股票收益随着物价的上升而上升,股票就成为一个彻底地规避通胀风险的保值工具。

我们从估值的角度来看负利率对股票估值的影响,使用最简单的绝对估值模型:

$$P = \frac{D_1}{i - g}$$

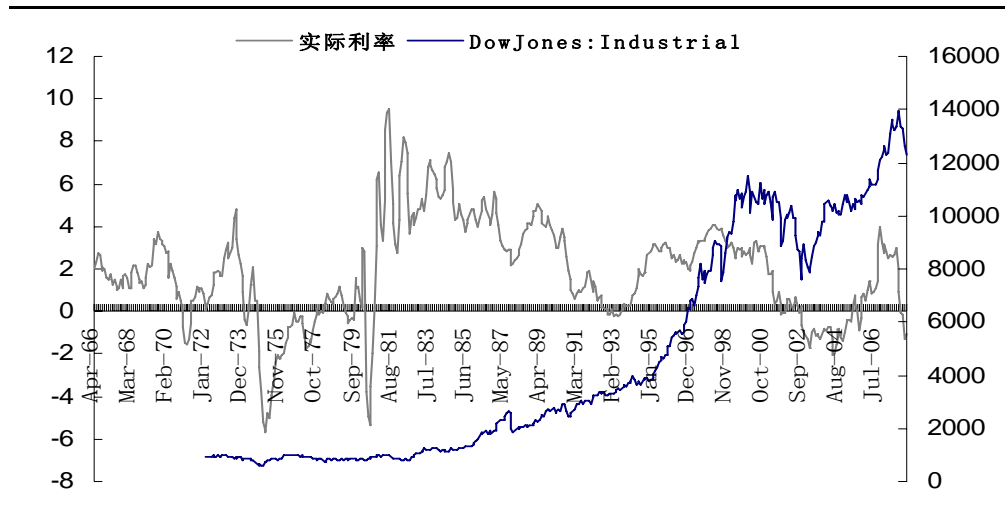
i 是风险溢价,表明名义利率水平,而 g 是公司未来持续的盈利增长水平。

在通胀的经济环境下,公司盈利增长受益于价格上涨的幅度,公司的盈利增长水平 g 涵盖了通胀因素。公司的产品实现价格能够和预期通胀率一致,公司盈利增长受益于通胀。

这样,公式的分母, $i - g$ 正好等同于名义利率和通胀水平对实际利率的影响。而合理的绝对估值水平和实际利率之间就存在着为反向关系。当实际利率下降呈现负利率的时候,上市公司股票的合理估值就应该提升。

图 2-2-12 美国实际利率和道琼斯工业指数历史比较

单位: %

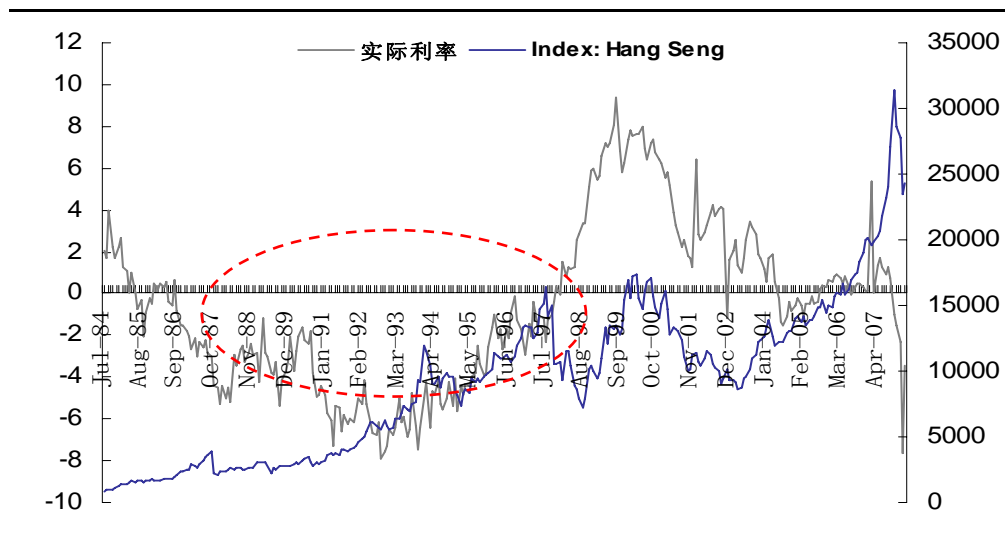


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

如上图所示，近 25 年来的美国股市的走势已经不受到实际利率的影响，美联储的货币政策执行对股市的影响力明显下降。其中的部分原因也是因为美联储整体在上世纪 80 年代后采用中性的货币政策，不主动的利用高利率手段去刺破资产泡沫，同时，在资产价格大幅下跌是主动采取“救市”措施，降低利率或者对金融机构注资来维护市场的流动性。这样的话，实际利率水平就不会大幅的上升，股票价格也不会因此而出现大幅回落。

图 2-2-13 香港实际利率和恒生指数历史比较

单位：%



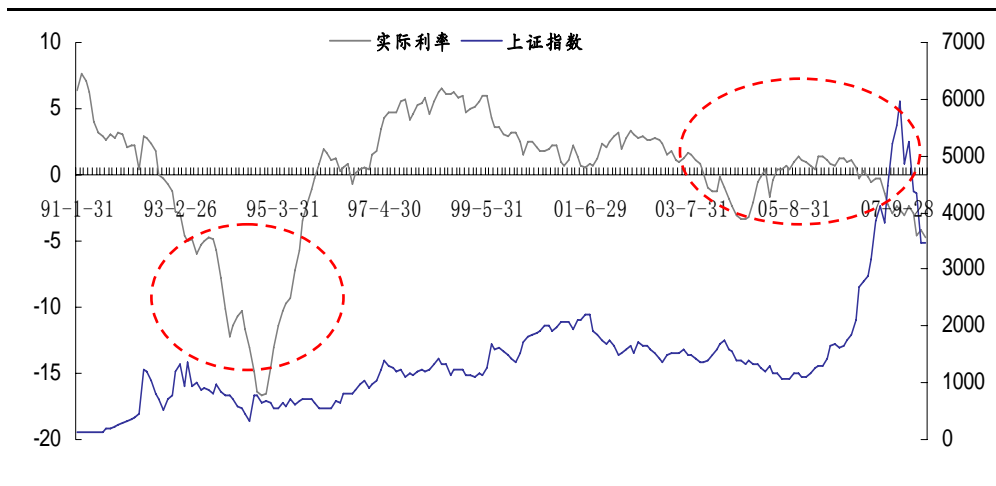
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

回顾香港的历史，香港在整个九十年代直至亚洲金融风暴爆发初期，无论是存款还是贷款利率都一直低于通胀。此外，银行同业拆息以及外汇基金票据/债券收益率亦持续多年全线呈实质负利率，期间香港长期处于高通胀年代，1990 至 1997 年的年平均通胀水平为 8.8%，并经常出现双位数字的通胀。事后证明，这是极其容易催生经济及资产泡沫的利率环境。而 97 年东南亚金融危机爆发，香港实际利率水平大幅

提升，资产泡沫也同期破灭。

图 2-2-14 实际利率和上证指数历史比较

单位：%



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

回顾 17 年来中国股市与实际利率的关系，如上图所示，通胀和利率与股市表现不存在直接的关系，存在各种不同的情况。如在 1993-1994 年，恶性通货膨胀的背景，经济增速骤起骤落，股市表现持续的下跌。而 2006-2007 年，“负利率”也是大牛市的刺激因素之一。

从中国的实际情况来说，近十几年来，由于经济和货币环境变化巨大，股市也进入了更加成熟的发展阶段。不能简单地认为未来股市将重演 1993-1994 年恶性通胀的案例，预测中国经济和股市也不能陷入周期论，未来经济发展的轨迹不可能用周期论做出准确的预测。

按照我们对目前流动性问题的分析，由于投资者投资渠道狭窄，只要不发生恶性通货膨胀和经济危机，居民投资股票的热情不会消减，股市将直接受益于“负利率”。此外，中国 A 股因其高成长性应该享有较高的估值水平，而上市公司盈利增长在通胀的背景下更易实现高增长。长期来看，只要对中国经济的前景充满信心，A 股股票实现的回报水平必将超越通胀，通胀反而成为促成长期牛市的正面因素。

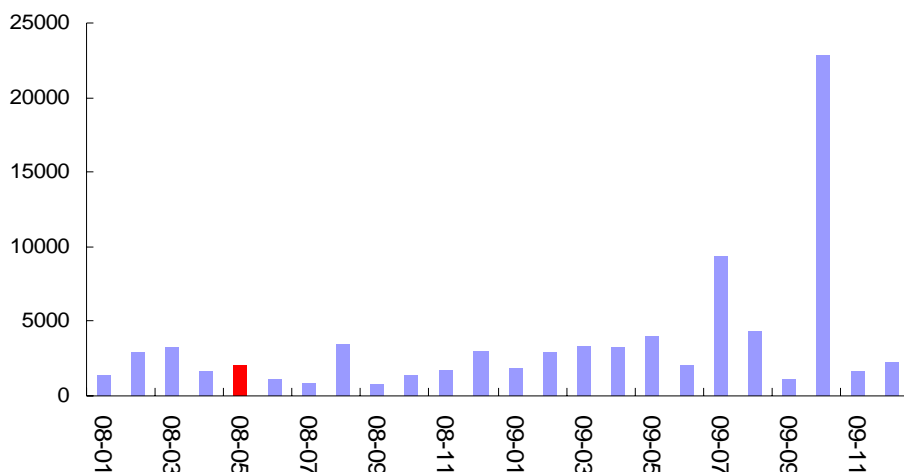
3. 对 2 月份市场运行趋势的分析

5 月份以及二季度随着基本面和政策面的日益明朗，A 股市场仍将继续回暖。我们认为相对于下调印花税政策和大小非减持新规的出台，目前高增长的企业盈利、充裕的流动性以及远低于历史均值的 A 股估值，对于决定市场未来运行趋势具有更为重要的意义。由于机构投资人还没有达成共识，市场不可避免将出现反复，但向上趋势不会发生改变。

3.1 5 月份来自非流通股解禁的压力较小

在后股权分置时代，非流通股解禁对于 A 股市场资金供求关系的平衡具有重要影响。展望未来一段时间，我们认为：A 股资金供求关系较为宽松，非流通股解禁对市场造成的压力将较小。

图 3-1-1: 2008 年非流通股减持月度规模 (单位: 亿元)



资料来源: WIND 资讯, 东方证券研究所

A 股市场在 2008 年的 2 月、3 月、8 月和 12 月为 08 年月度解禁高峰, 4 个月合计解禁非流通股市值超过 2008 年总非流通股解禁市值的 50%。5 月份解禁的非流通股市值在 2000 亿左右 (按 4 月 28 号收盘价计算), 较 4 月份略有增加, 08 年 6 月和 7 月是非流通股解禁的月度低点, 解禁的规模仅为 840 亿和 640 亿, 具体分析, 解禁股份的结构特征也进一步减小的 A 股未来一段时间里来自资金面的压力。

首先, 解禁的股份较为集中。5 月份共有 88 家上市公司有非流通股的解禁, 从表 3-1 中可以看到: 5 月份解禁股份数排名前 20 的上市公司累计解禁市值超过 1800 亿, 占到了单月全部解禁非流通股规模的 90% 以上。

表 3-1-1: 5 月份解禁规模最大的 20 家上市公司

股票名称	流通时间	本期流通股数 (万股)	本期流通市值 (亿元)	市盈率	流通股份类型	所属行业
交通银行	20080515	1324313.5	1377.3	24.8	首发战略配售股份	金融服务
中煤能源	20080505	34320.0	65.5	48.9	首发机构配售股份	采掘
浦发银行	20080512	31729.1	92.7	30.1	股权分置限售股份	金融服务
南玻 A	20080524	15367.9	28.4	50.9	股权分置限售股份	建筑建材
远兴能源	20080522	14001.2	20.3	64.9	股权分置限售股份	化工
中集集团	20080524	13312.0	23.1	14.6	股权分置限售股份	黑色金属
燕京啤酒	20080516	10999.9	21.3	52.1	股权分置限售股份	食品饮料
华胜天成	20080519	10453.5	14.8	27.8	股权分置限售股份	信息服务
冀东水泥	20080524	9817.2	16.2	43.2	股权分置限售股份	建筑建材
长安汽车	20080511	9725.1	8.8	26.4	股权分置限售股份	交运设备
中天城投	20080509	9532.0	8.4	28.0	股权分置限售股份	房地产
特变电工	20080508	9033.1	20.2	35.5	股权分置限售股份	机械设备
双钱股份	20080522	8894.7	8.0	47.3	股权分置限售股份	化工
大亚科技	20080515	7919.7	7.9	24.5	股权分置限售股份	轻工制造
天利高新	20080522	6900.0	6.9	162.9	定向增发机构配售	化工
联创光电	20080531	6220.6	4.8	38.6	股权分置限售股份	电子元器件
丝绸股份	20080524	6091.2	4.6	63.6	股权分置限售股份	纺织服装
新黄浦	20080511	5611.6	7.9	45.1	股权分置限售股份	房地产

精伦电子	20080529	4920.9	2.7	197.9	股权分置限售股份	信息设备
贵州茅台	20080525	4719.0	83.3	58.9	股权分置限售股份	食品饮料
总计	-	1543882.2	1823.4	54.3	-	-

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

其次，从解禁股份的性质来看，虽然大多数上市公司的解禁股份为股改限售股份，但是正如我们前期的报告中所言，首发战略配售股份对于市场短期的资金供求显然构成更大的压力。5月15号交通银行共有132.4亿股的首发战略配售股解禁，如果按4月份28日的收盘价计算，合计解禁市值达到1377亿，占到5月份非流通股解禁总市值的近70%。在我们前期的报告中，我们也表明了我们的观点，即首发战略配售股和首发原股东限售股不受国资委和证监会相关法规的限制，其减持具有较大的自主权。战略配售股的资金大多来源于一级市场，其中的一部分资金并非具有所谓的“战略意图”，其长期遵循在一级市场买入，持有，二级市场卖出，再进入一级市场的循环，从历史经验中，我们也看到战略配股中很大一部分比例在获得流通权后的一年时间里逐渐减持，对相关的上市公司和行业短期都造成了一定的负面影响。但是我们也应该看到：交通银行的大股东为财政部，其短期之内在二级市场大比例减持的可能性是比较小的。

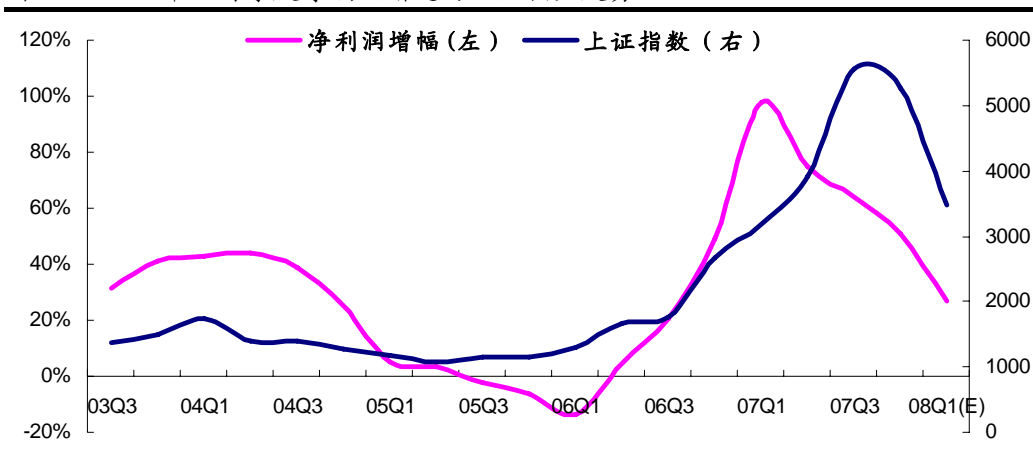
最后，从板块角度看，银行板块无疑在5月份受非流通解禁的压力最大。除了交通银行132.4亿股的非流通解禁外，浦发银行在5月12日有3.1亿股的股改限售股解禁，之前的4月27日，工商银行也有2.9亿股的首发战略配售股解禁。整个银行板块在4-5月份会面临较大的资金面的压力，并且解禁股份大多为战略配售股的解禁，这就决定了其对于板块的资金供求构成直接的压力。

综合以上，我们认为：5月份非流通股解禁的总体规模不大，而且解禁的股份比较集中，对于市场供求关系的影响是结构性的。其中解禁较为集中的银行板块可能会受到一定的负面影响，板块中的交通银行不仅解禁的规模大，而且解禁股份为战略配售股，其对于相关上市公司短期会造成一定的资金面压力。

3.2 一季度上市公司盈利增长超预期

截至目前为止，上市公司2007年的年报和一季报已经基本披露完毕。从图3-2-1中可以看出，可比上市公司2007年净利润同比增长51%，基本符合我们之前的预期，而可比上市公司2008年一季度净利润同比增长仅27.7%，我们东方证券研究所在《布局2008-2008年年度策略报告》中曾预期2008年上市公司净利润同比增长会达到30%，那么目前的年报以及一季报的数据是否意味着2008年上市公司的业绩增长将低于市场预期呢？我们的答案是否定的。

图 3-2-1：上市公司季度净利润增速与上证指数走势

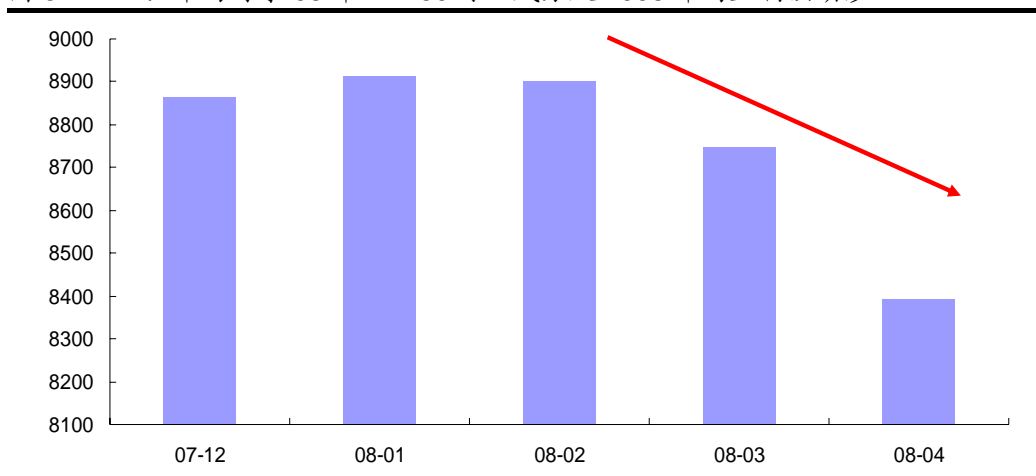


资料来源：Wind，东方证券研究所

首先，造成上市公司盈利增长数据低于预期的主要原因在于石化行业盈利增速明显放缓，而政府相关补贴政策的出台将使得石化行业的盈利回归真实。中国石化08年一季度净利润同比下降幅度达67%，如果剔除石化行业，其余上市公司2008年Q1净利润同比增长为46%。而按照国家的最新规定，国家将按月给予石化企业炼油补贴，返还比例将达到75%，这将大大减少中国石油和中国石化炼油环节的亏损。如果按100美元/桶原油价格计算，中国石化每月收到的补贴60亿左右，中国石油10亿左右。这将使得2季度石化行业净利润环比出现大幅的增长。

其次，自2008年2月份开始，市场就开始下调其对于上市公司2008年的盈利预测。造成市场下调上市公司盈利预测的主要原因是对于中国宏观经济以及2月份雪灾影响的担忧导致了市场的恐慌性下跌，而恐慌性的下跌显然加剧了这一担忧。如图3-2-2所示，2008年4月份ETT50可比成分股2008年的盈利预测较2008年2月份已经向下修正了6%。虽然目前一季度的上市公司的整体盈利增速为27.7%，但是相比较已经大幅向下修正的盈利预测来说，并不低于预期。

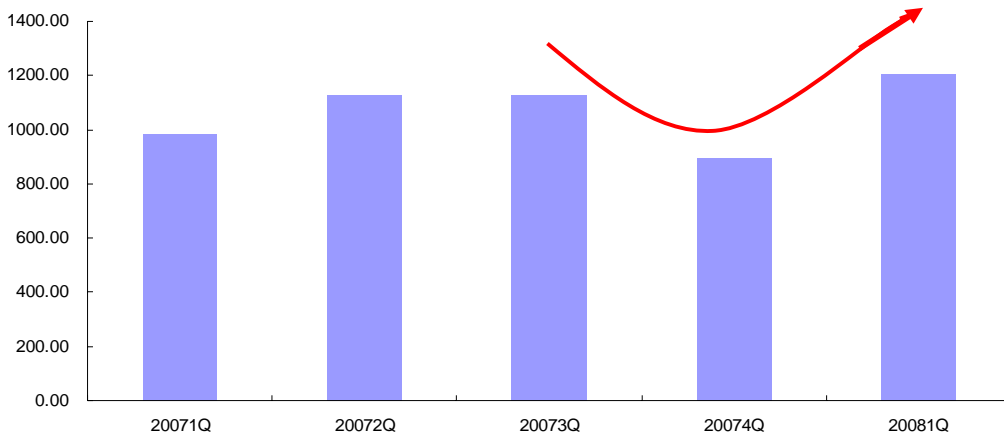
图3-2-2：市场对于08年ETT50可比成分股2008年的盈利预期修正



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

最后，从环比的角度看，我们对08年Q2以及全年的上市公司盈利增长充满信心。2008年2月份以来，市场调低上市公司2008年盈利预测的另一个重要原因是上市公司2007年Q4盈利相比较Q3环比出现了一定幅度的下降，而市场担心这一盈利增长趋势会得以延续。而随着2008年一季报的披露，这一担心将逐渐消除。从图3中可以看出：2007年Q4，ETF50可比上市公司2007年Q4净利润相比较2007年Q3环比出现了20%的负增长，2008年Q1，ETF50可比上市公司净利润环比增长超过30%，上市公司的增长动力依然强劲，并且一季度相关上市公司的盈利增长还受到2月份雪灾因素的负面影响。我们认为：上市公司环比盈利增长将形成趋势性的反转，我们依然坚持我们前期的观点，即2008年上市公司盈利增速会达到30%。

图3-2-3：ETT50可比上市公司2007-2008季度净利润环比变化（单位：亿元）

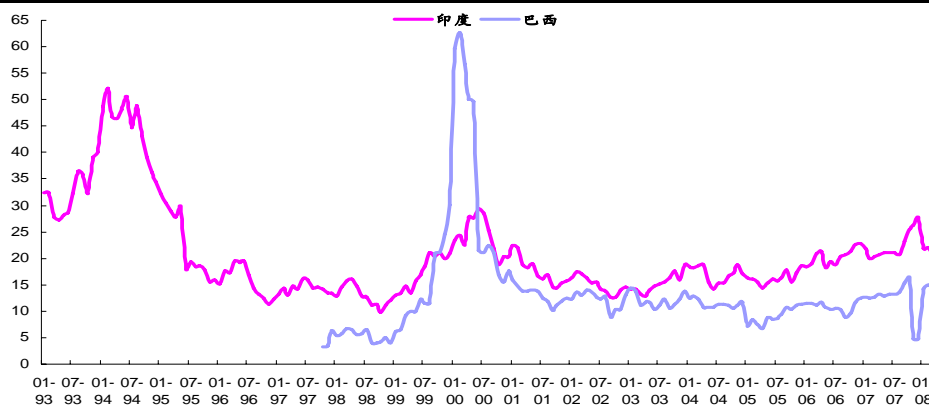


资料来源：东方证券研究所整理

3.3 A股估值处于合理区间

目前有投资者认为伴随A股07年10月份以来的大幅调整以及A股市场的全流通，A股的估值水平也将逐渐国际化，我们对于此观点并不认同。从国际比较的角度看，作为新兴市场其估值水平必然具有大幅波动的特征，如图3-3-1所示，同为新兴市场的印度和巴西，其在过去的10多年中，巴西市场的估值水平在5倍-60之间波动，而印度市场的估值水平则在10倍-50倍之间。从长期看，估值基本在历史平均估值水平上下波动，估值大幅偏离历史平均水平必然会有一个均值回归的过程。

图3-3-1：巴西和印度市场历史估值水平走势

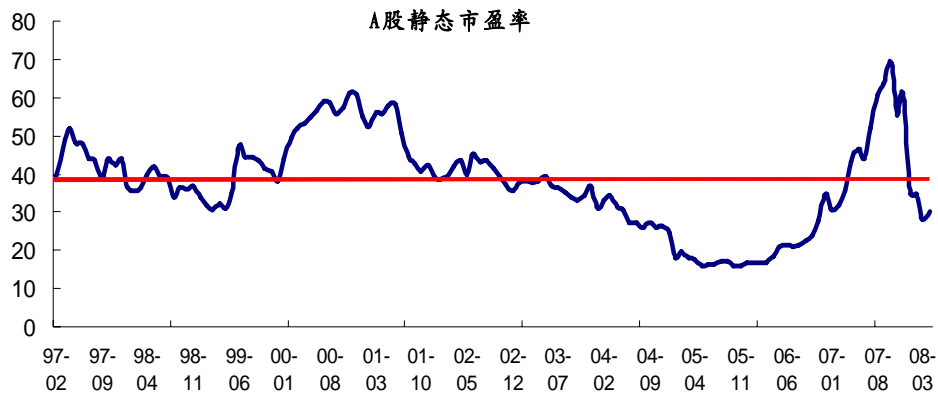


资料来源：东方证券研究所

不论是从估值的历史波动区间，还是从上市公司业绩的成长性角度看，A股的估值水平都处于合理区间，较历史平均水平，估值仍有提升的空间。

一方面，从绝对估值的角度看，如图3-3-2所示，目前A股的静态估值水平为30倍，相对于近10年历史的平均估值水平仍有超过20%的折价，如果如我们之前的预期08年A股的净利润增长幅度为30%，则2008年的动态市盈率为23倍，处于合理的估值区间之内。

图3-3-2：A股近10年历史估值水平



资料来源：东方证券研究所

另一方面，我们并不认为在A股的全流通时代会导致市场估值水平的大幅下降，估值水平的高低与上市公司的业绩高成长性有着密切的关系。即使在07年市场情绪极为亢奋的情况下，A股的估值与上市公司的成长性依然息息相关，按照PEG来衡量，当时市场的估值区间在0.8-1.0个PEG水平之间。从表3-2-1中我们也可以看出，08年一季报，虽然有一些行业净利润同比出现了负增长，但是大多数行业的净利润同比都实现了较高的增长，根据分析师的预期，08-09年这一增长趋势仍将得到延续。我们认为：在上市公司业绩高增长的大背景下，A股的估值水平较其他国家有一定的溢价是完全合理的。

表3-2-1: 各行业盈利增速及对各行业盈利增速的预期

板块名称	流通A股市值(亿元)	流通市值占比	07年净利润增长	08年1季净利润同比增长	08年净利润增长	09年净利润增长	市盈率
建筑建材	2489.88	3.36%	98.06%	131.91%	60.13%	30.57%	41.27
房地产	4927.65	6.65%	72.70%	105.67%	99.22%	52.07%	35.08
商业贸易	2935.87	3.96%	67.16%	82.35%	66.87%	29.65%	38.58
农林牧渔	1349.90	1.82%	58.63%	81.15%	85.09%	30.12%	67.38
交通运输	5028.06	6.79%	127.58%	65.35%	40.03%	8.55%	25.84
交运设备	2372.67	3.20%	174.37%	59.22%	31.00%	27.72%	26.10
金融服务	16540.20	22.34%	71.56%	56.42%	37.15%	24.21%	24.30
电子元器件	1051.81	1.42%	116.60%	49.47%	59.58%	20.89%	38.06
家用电器	1226.24	1.66%	80.92%	48.73%	64.11%	30.15%	31.13
信息设备	1234.04	1.67%	79.41%	46.00%	43.59%	41.32%	39.71
黑色金属	3840.01	5.19%	27.69%	42.09%	34.74%	14.96%	18.48
机械设备	3285.28	4.44%	45.30%	40.64%	44.78%	38.27%	34.71
医药生物	2803.04	3.79%	150.24%	39.99%	57.53%	25.93%	40.74
轻工制造	1024.09	1.38%	77.02%	37.62%	50.31%	31.71%	35.58
采掘	3972.40	5.36%	5.76%	36.94%	11.56%	13.16%	27.81
食品饮料	2774.72	3.75%	80.10%	28.51%	48.64%	30.42%	54.21
有色金属	2989.82	4.04%	6.42%	22.71%	24.91%	18.88%	27.00
信息服务	2433.07	3.29%	134.47%	13.07%	42.50%	23.90%	43.30
餐饮旅游	584.59	0.79%	-10.67%	-11.57%	23.01%	30.93%	55.35
纺织服装	1107.76	1.50%	161.05%	-35.60%	52.41%	36.09%	30.32
化工	5093.29	6.88%	24.59%	-60.89%	14.81%	21.72%	28.85
公用事业	3887.81	5.25%	16.60%	-84.19%	6.54%	22.08%	29.99

合计	72952.20	100.00%	-	-	-	-	-
----	----------	---------	---	---	---	---	---

资料来源：东方证券研究所整理

3.4 5月份A股运行趋势将逐渐转暖

5月份以及二季度随着基本面和政策面的日益明朗，A股市场仍将继续回暖。我们认为相对于下调印花税政策和大小非减持新规的出台，目前高增长的企业盈利、充裕的流动性以及远低于历史均值的A股估值，对于决定市场未来运行趋势具有更为重要的意义。由于机构投资人还没有达成共识，市场不可避免将出现反复，但向上趋势不会发生改变。

在二季度策略报告《莫道浮云终蔽日》中，我们就曾经指出当时央企“破发”和中国资本市场融资功能的丧失就已经触及了政府政策底线，政府在未来一段时间里会给予A股越来越多正面的暗示。2008年4月18日，中石油跌收盘破发行价，2008年4月22日，上证指数盘中跌破3000点大关。此后，政府一系列的救市措施开始出台，4月21日大小非减持新规出台，4月23日财政部又宣布，经国务院批准，股票交易印花税自4月24日起从0.3%降至0.1%。

在中国股票市场的历史中，政府曾多次调整印花税，从短期的市场走势看，印花税对于市场的影响无疑是正面和积极的，从中长期的角度看，市场处于不同的运行趋势之中，印花税的影响不尽相同，我们认为本次印花税的调整与之前出台的《指导意见》时间间隔如此之近明确反映了政府对于目前市场的态度，在市场估值水平较历史平均水平大幅折价以及投资者信心严重缺失的背景之下，降低印花税政策的出台是无疑将使得市场信心大幅提振，在目前的市场环境下，政策的出台对于中国股票市场的发展具有积极的意义。

单纯的下调印花税政策和大小非减持新规对于改变市场运行趋势显然不构成实质性影响，2007年5月30号的调高印花税以及2004年的国九条都没有使得当时的市场趋势马上出现逆转，但是如果结合目前市场基本面、估值以及资金面的情况，就不难得出2季度市场趋势将逐渐转暖的趋势。

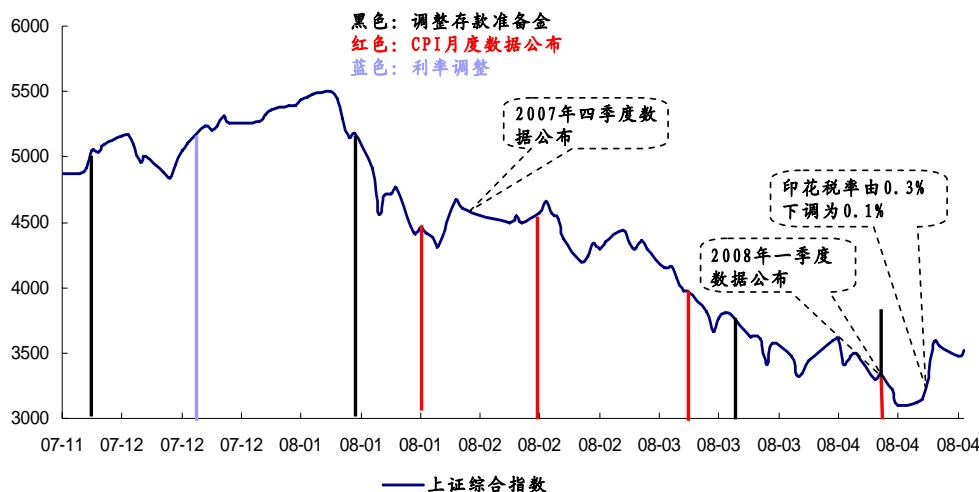
首先，在目前流动性依旧充裕，投资者投资渠道狭窄的背景下，只要不发生恶性通货膨胀和经济危机，居民投资股票的热情不会消减，股市将直接受益于“负利率”。当信心重塑之后，股市资金必将重返充裕，我们也曾将之比喻为“干柴与火种之间仅为1厘米的距离。”此外，整个2季度非流通股解禁压力最小，A股市场的资金供求关系相对宽松。

其次，相比较于市场对于宏观经济和企业盈利的悲观预期，我们认为：08年宏观经济将保持平稳增长，上市公司环比盈利增长将形成趋势性的反转，2008年上市公司盈利增速度将达到30%，企业盈利的高增长将成为支撑A股市场的最重要原因。从近期的市场走势中我们也看到：一季报超出预期的个股通过比价效应不断提升着市场的信心。

最后，从估值角度看，A股目前的估值水平相比历史平均水平仍有超过20%的折价，A股的估值水平都处于合理区间，基于上市公司盈利高成长性的判断，估值仍有提升的空间。

市场趋势的反转是一个渐进的过程，由于机构投资人还没有达成共识，市场不可避免将出现反复，但向上趋势不会发生改变。从图3-4-1中，我们看到：事件型影响因素在短期内可能会造成市场的波动。如图3-4-1所示，一季度CPI数据的高企对于A股市场短期的走势起到一定的负面影响，我们预计5月份CPI仍将维持在高位，CPI数据公布前后，市场不可避免会出现一定的振荡，但是2季度的市场运行趋势不会就此发生改变。

图 3-4-1: 主要调控政策以及重要经济数据公布前后上证指数走势



资料来源：东方证券研究所

4.2 月份的行业配置重点

尽管 A 股市场一季度经历了大幅的调整，我们依然坚定地认为目前 A 股市场处于长期牛市地初期阶段，结合目前的宏观经济环境、行业的盈利增长速度和估值水平，我们建议投资者把握以下几条投资主线。

首先，在高通胀的背景下，我们建议投资者选择有望受益通胀的行业。如上游的钢铁、煤炭，有色以及建筑建材行业。

其次，08 年我们看好内需和成长的投资主题。在宏观调控趋紧、全球经济放缓的背景下，内需和成长仍是 08 年重要的投资主题。美国经济放缓和人民币升值加速的预期使得 08 年出口对中国经济增长的贡献将大幅减少，而随着消费的水平提高和结构升级，内需和成长主题下的行业和上市公司应该受到投资者重点关注。建议超配食品饮料，对于连锁商业和医药行业也可适度关注。

最后，建议投资者自下而上关注分析师提高盈利预测而市场却没有反映基本面变化的行业，如煤炭、有色、保险、银行，适当配置受益于近期良好政策预期的石化行业。

本月建议超配银行、保险、券商、煤炭、有色、钢铁与建筑建材和食品饮料，其中将银行由标配提升至超配，建筑建材由标配提升至超配，另外将电力和石化由低配提升至标配。第二季度的行业组合给投资人带来丰厚的回报，我们认为 5 月份投资的逻辑仍在于通胀防御、纠正市场的错误定价、政策预期以及企业盈利增长。此外，具有正反馈属性的资产也是投资者进行资产配置的重要考虑角度之一。

4.1 证券

1、近期行业重要事件和我们的看法

2008 年 4 月 24 日起，交易印花税率由 3‰ 调整为 1‰。我们认为，证券行业将成为印花税下调的主要受益者。股票市场成交量及指数涨幅是证券公司盈利最重要的驱动因素。进入 2008 年以来，指数经历了较大幅度下跌，股票基金日均交易量也较 2007 年有所下降，市场对券商 2008 年收入预期也受到较大影响，而此次政策出台将有利于提振市场信心，使得市场此前对行业的悲观预期得到改观，刺激股价上涨。

我们认为，如果市场信心得以恢复并逐步确立上涨趋势，其对证券行业的正面影响将是多方面的：其一、指数涨幅与交易量之间存在一定的正相关性，两者之间如能形成良好的正反馈机制，行业的业绩增长基础将得到进一步加强；第二，一季度指数的下跌导致券商自营投资金融资产缩水，一季报中多家券商公允价值变动出现浮亏，而随着指数的上涨，二季度公允价值变动损益将很可能由亏损转为盈利。这一影响对交易性金融资产占比较高的证券公司将尤为显著；第三、市场转好将可能使得 IPO 项目较一季度有所增加，从而增加投行业务收入。

2、未来增长前景和盈利能力的变化

在目前盈利模式下，行业增长仍较多依赖指数涨幅及交易量变动。近日随着《证券公司监督管理条例》等相关法律法规的公布，融资融券业务推出的制度环境日益成熟。我们认为，融资融券业务如能顺利推出，将有利于拓宽证券公司的盈利渠道，提高盈利能力。

融资融券业务对券商的盈利贡献首先来自于信用交易的利息收入，其次，根据国外市场经验，融资融券业务将带动市场成交的活跃和经纪业务总量的提升，增加券商手续费收入。

依据目前关于融资融券业务的相关规定，申请该业务的证券公司必须满足的条件包括：经营证券经纪业务已满 3 年的创新试点类券商；最近 6 个月净资本均在 12 亿元以上；第三方存管方案已经证监会认可，且已对实施进度作出明确安排。上市券商中属于创新类券商的有：中信证券、海通证券、宏源证券、长江证券以及国元证券，其在 2007 年年报中披露的净资本规模均超过 12 亿，具备了开展融资融券业务的基本条件。我们认为，在试点阶段，资金实力雄厚、风险控制能力较强的创新类券商将有望优先获得业务资格。

3、重点推荐

中信证券（600030）：从 2008 年一季度来看，公司经纪及投行等传统业务优势进一步巩固，基金管理费收入对公司贡献稳步增长，证券投资规模有所增加。我们在日均交易量 1860 亿，指数跌幅为 10% 的假设条件下，预计公司 08 年的 EPS 为 1.78，目前股价对应 08 年 22 倍 PE。

4.2 煤炭行业

1、近期行业重要事件和我们的看法

2008 年以来，国内煤炭价格呈现持续大幅度上涨的态势。截止到 4 月 20 日，山西大同地区动力煤坑口价格同比上涨 73%；古交 2 号炼焦煤坑口价同比上涨 146%；阳泉地区无烟煤洗中块煤坑口价同比上涨 25%。

中转地方面，秦皇岛煤炭价格淡季表现强势，回落幅度和速度均低于往年，而且自 4 月 28 日起，呈现明显反弹的趋势。截止到 4 月 28 日，秦皇岛港大同优混港口离岸价为 645 元/吨，同比上涨 26%，同时，结束了自 2 月 11 日以来的持续下滑的态势，与往年对比，煤炭价格上涨拐点明显早于往年。

在煤炭现货价格大幅度带动下，煤炭公司在年初合同价格上涨的基础上，对煤炭价格进行了上调。其中，炼焦煤和无烟煤价格上调幅度较大，而动力煤方面则总体平稳。国际煤炭价格 2008 年以来走势强劲，截止到 4 月 25 日，澳大利亚动力煤现货价格为 124.65 美元/吨，同比上涨 130%。澳大利亚与日本签定 2008 年动力煤合同价格为 125 美元/吨，同比上涨 125%；日澳 2008 年炼焦煤合同价格为 300 美元/吨，同比上涨 200%。中国煤炭公司与日本签定 2008 年动力煤出口价格为 131.4 美元/吨，同比上涨 93.5%。

2、未来增长前景和盈利能力的变化

我们认为，2008年煤炭价格的大幅上涨具有坚实的供求基本面的支撑，而更深层次的背景则在于中国煤炭供应结构的深刻变化，即乡镇煤矿目前产能已经达到极限，未来中国煤炭供应将全部依赖国有煤矿，而由于投资周期的较长的原因，国有煤矿难以满足未来新增需求。从这个角度来看，在未来几年，中国煤炭供求偏紧的态势将会得到延续，而煤炭价格则依然具有上涨动力。

煤炭上市公司2008年业绩将呈现高增长的趋势，主要在于：煤炭价格上涨幅度大于往年；政策性成本征收在2007年基本到位，短期难以出台新的政策性增支措施；煤炭公司将普遍受益所得税税率改革。

而从目前已经公布的2008年一季度业绩情况来看，多数煤炭公司实现了大幅增长。西山煤电、开滦股份、兖州煤业、平煤天安一季度净利润增幅分别达到70%、110%、113%、50%。同时，考虑到从4月份开始执行新的动力煤出口价格，中国神华、中煤能源等出口比重大的公司的业绩未来几个季度将好于一季度。而炼焦煤公司方面，由于二次提价大多在3月或者4月开始执行，因此，炼焦煤公司未来几个季度业绩也将好于一季度。总体来看，煤炭公司2008年业绩将会呈现逐季增长的态势，而全年将会实现高增长。

重点公司推荐

证券简称	流通A股市值		P E (2007A)	净利润增长率			ROE (2008E)
	4月30日(亿元)	投资评级		2007 A	2008 E	2009 E	
中国神华	871	买入	48.9	18.9	74	28	15.4
平煤天安	200	买入	44.3	27.9	85	21	18.1
西山煤电	289	买入	58.6	9	79.5	20.3	17.8
上海能源	60	买入	31.1	11.6	55	21	18
潞安环能	139	增持	42.6	12.1	40.5	15.3	21.7
兖州煤业	79.5	增持	40.2	46.2	82	25	13.7

中国神华：煤电路港一体化经营优势突出，资源产能扩张潜力大，目标价 70.35 元。

平煤天安：受益炼焦煤行业持续景气，目标价 58.04 元。

西山煤电：炼焦煤龙头，定价能力强，受益焦煤行业景气延续，目标价 53.4 元。

上海能源：煤电铝运一体化优势突出，受益焦煤价格上涨，目标价 26.6 元。

潞安环能：受益烟煤喷吹价格上涨，未来产能持续扩张，目标价 64.5 元。

兖州煤业：收益煤炭价格上涨，未来产能持续扩张，目标价 25 元。

4.3 保险

1、近期行业重要事件和我们的看法

最近保险股纷纷发布了 08 年一季报。平安一季报超出我们原先“净利润可以持平，甚至微涨 10% 左右”的预期。主要原因在于 AFS 浮盈的果断变现，以及 07 年底积累的超提准备金（分红特储和万能平滑）的部分释放。

平安一季度净利润 48.6 亿元，同比增长 26.2%，低于太保增速 33.9%，高于国寿的 60.9%。一季度 EPS0.66 元，同比增长 11.9%，高于太保增速-14.8%，以及国寿的 -60.9%。如下表所示。

表 4-3-1: 08 年一季度净利润比较表

净利润(百万元)	1Q07	1Q08	同比增长
平安	3,850	4,860	26.2%

太保	1,337	1,790	33.9%
国寿	8,887	3,474	-60.9%

资料来源：东方证券研究所

表 4-3-2: 08 年一季度 EPS 比较表

EPS (元/股)	1Q07	1Q08	同比增长
平安	0.59	0.66	11.9%
太保	0.27	0.23	-14.8%
国寿	0.31	0.12	-60.9%

资料来源：东方证券研究所

平安一季度每股净资产为 12.81 元，同比下降 12.2%，强于太保的同比下降 12.4%，但弱于国寿的同比下降 10.6%。由于净利润容易收到浮盈释放的影响，从而造成一定程度的失真，因此，净资产是更为稳定和重要的指标。平安净资产下降快于国寿的原因有二：一是对富通集团的战略投资产生约 17.08 亿元浮亏，降低净资产 1.6%；二是名义税率从 15% 上升到 18%，所得税费用较高，达 5.75 亿元，降低净资产 0.5%（而国寿税率从 33% 下降到 25%，仅降低净资产 0.1%）。否则，平安的净资产表现要高于国寿 0.4 个百分点。

表 4-3-3: 08 年一季度每股净资产比较表

BVPS (元/股)	2007	1Q08	同比增长
平安	14.60	12.81	-12.2%
太保	8.16	7.15	-12.4%
国寿	6.02	5.38	-10.6%

资料来源：东方证券研究所

2、未来增长前景和盈利能力的变化

对于保险股的未来盈利前景，我们认为长期来看，依然取决于：

- 第一， A 股市场的持续上涨。如果 A 股市场能够像标普 500 指数那样，在 50 年中获得年均 10.8% 的复合增长率，那么保险公司的长期投资收益率可达到 6.2% 或者更高，保险产品的利差就能维持在 1.5% 或者以上的水平。
- 第二， 个险业务高利润率的维持。我国个险业务利润率是银保以及团险业务的十倍左右。主要原因在于个险业务代理人成本相对较低，产品结构较国外更优（投连险比例低），并且产品分红特征相对较弱（比如没有终了分红等）。
- 第三， 保监会继续维持目前较低的预定利率。在今年一季度保费收入同比增长创十年来最高记录的背景下，保监会放开预定利率的动力已经大为削弱，这使得我们有理由继续看好国内保险行业。

短期来看，保险股的业绩取决于公司浮盈的释放、准备金（分红特储和万能平滑）的释放以及 A 股的走势。

重点公司推荐

证券简称	投资评级	P E (2007E)	净利润增长率			ROE (2008E)
			2007 E	2008 E	2009 E	
中国平安	买入	26.4	138.43%	-3.56%	15.11%	11%（再融资影响）
中国太保	买入	26.2	180.30%	105.19%	113.86%	9.3%（再融资影响）

3、重点推荐

中国平安、中国太保

中国平安 (601318): 富有远见的战略规划、强大的集团控制力和执行力、最强大的个险业务、投资多元化和国际化的领头羊。08年一年新业务价值增速将达到或者超过30%，按照39X新业务倍数，6.21%长期投资收益率和11%风险贴现率，目标价：84元。

中国太保 (601601): 致力于寿险和产险业务的保险集团，具备全国布局的销售网络以及广为人知的保险品牌。从07年以来承保业务增长迅猛，08年一季度股票投资表现优异。08年一年新业务价值增速将接近30%，按照36X新业务倍数，6.01%长期投资收益率和11%风险贴现率，目标价：37元。

4.4 建筑建材行业

1、近期行业重要事件和我们的看法

虽然08年实行从紧的货币政策，但是我们对08年的基建投资仍持乐观态度。目前我国普通建筑工程（基建及房地产建筑领域）行业正处于最好的发展时期，面临着良好的发展机遇。照发达国家经验，始于上世纪90年代中后期的国内大规模基建目前正处于中期阶段，“十一五”规划中，中央政府计划完成3.8万亿元交通基建投资，同比增长幅度达到73%。

2、未来增长前景和盈利能力的变化

(1)铁路基建行业增长将最为明显

我国交通基建投资在不断加大，而未来几年又以铁路基建投资的增长将最为明显。

国家“十一五”规划中对铁路基建总投资为1.25万亿元，相当于平均每年2500亿元的投资额，07年国家完成铁路投资总额相比06年无明显增长（全年1700亿元左右），“十一五”头两年均未达到投资规划的年平均额度，未来完成十一五的规划，预计08、09年铁路基建的投资可能会达到3000亿元，增长幅度巨大。

(2)某些建筑子行业龙头公司具有长期投资价值

在建筑施工行业还有一些子行业的龙头公司，由于具有明显的竞争优势，加上业务订单饱满，未来几年业绩增长较为确定，投资价值也较为明显。如水泥线承包行业龙头公司中材国际（600970）和装饰装修行业龙头公司金螳螂（002081）等

重点公司推荐

证券简称	投资评级	P E		净利润增长率			ROE
		(2007)	2007 E	2008 E	2009 E	(2008E)	
中国铁建	增持	53.4	143%	-16%	27%	62.9%	
中材国际	增持	39.2	94%	34%	51%	26.3%	
金螳螂	增持	36.1	35%	59%	50%	17.8%	
华新水泥	买入	85.2	87%	59%	14%	19.6%	
金晶科技	买入	52.3	235%	47%	82%	15.9%	
江西水泥	买入	45.7	668%	226%	174%	9.23%	
海螺水泥	增持	51.6	49%	35%	30%	24.1%	
冀东水泥	增持	44.5	74%	123%	54%	15.8%	

3、重点推荐

中国铁建（601186）

中国铁建是中国最大的多功能综合型建设集团之一、全球第六大建筑工程承包商。主要业务包括基础设施建设、勘察设计及咨询服务、工程设备制造和房地产开发物流等。

中国铁建的基建业务（包括铁路、公路、市政工程建设）收入占总收入比重达到 94%，其中在国内铁路基建领域的市场占有率达到 45-50%，与中国中铁一起基本垄断中国铁路基建市场，占有绝对的资源优势和竞争优势。

中国铁建是我国对外工程承包额最大的企业，2004-2007 年新签海外工程业务订单复合增长率高达 157%，未来三年将进入密集结算期，促使海外业务收入及利润的快速增长。

我们预测中国铁建 08 年和 09 年的 EPS 分别 0.33 元和 0.42 元，我们认为公司的合理价位区间为 14.52-15.42 元。给予“增持”评级。基于行业的看好，我们也建议超配中国中铁和中国铁建这两家铁路基建股。

中材国际（600970）

中材国际主要从事全球水泥生产线（包括设计、设备采购、施工及生产线运营等）总承包业务，2007 年公司全球市场份额已居世界第一，首次超过其主要竞争对手，其中境外收入占总收入比例达到 61.3%。

2008 年公司新签水泥生产线承包合同金额快速增长，目前的合同保有量约为 500 亿元左右，市场扩张势头强劲。

长期来看，明显成本优势使公司在海外的项目承接竞争力已经超过了主要竞争对手丹麦 Flsmidth、德国 KHD 公司和 Polysius 公司，公司的海外业务已经处于爆发式增长过程，瓶颈在于自身研发设计人员及装备等资源的限制。由于亚非国家经济的发展，全球水泥需求在未来 10 年内仍会保持快速增长，公司有望在 10 年内保持利润增长趋势。

我们预测 07 年每股收益 1.50 元，08 年 2.03 元，09 年大量现有合同开始完工，业绩快速释放，将达到 3.06 元。按照 40 倍市盈率合理股价 80 元，给予“增持”评级。

金螳螂（002081）

公司专门向酒店、商场、办公楼、娱乐场所、体育场馆等各类企事业单位提供建筑装饰设计和施工业务，公司的装饰设计能力和承接项目管理能力构筑了公司的核心竞争力和行业龙头地位。建筑装饰业属于消费升级概念，极具发展前景，而受房地产周期性波动的影响不大。根据中国建筑装饰行业预测，“十一五”期间，建筑装饰行业市场总规模将达到 54,000 亿元左右，年均装饰产值 10,800 亿元，年均增长速度 22.7%。

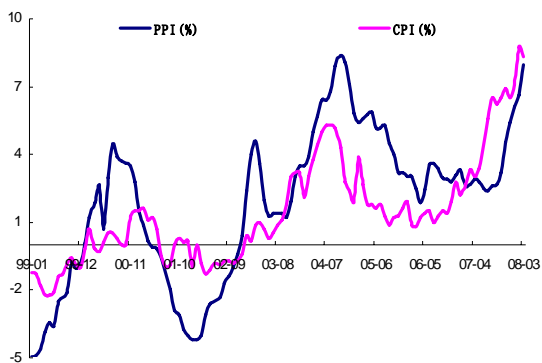
公司目前的订单保有量能够保证公司未来几年收入稳步增长，我们预测 08 年业绩为 1.53 元，09 年为 2.30 元，年复合增长率在 50% 以上，属于业绩高速成长的优质公司，即使在估值水平下调的情况下公司合理股价仍在 50-55 元，公司行权价格为 49 元的股权激励方案成为公司股价重要支撑（定向增发的形式向激励对象发行 200 万股，占股本总额的 2.13%），我们维持公司的“增持”评级。

附录：主要的经济和金融数据概览

宏观经济数据

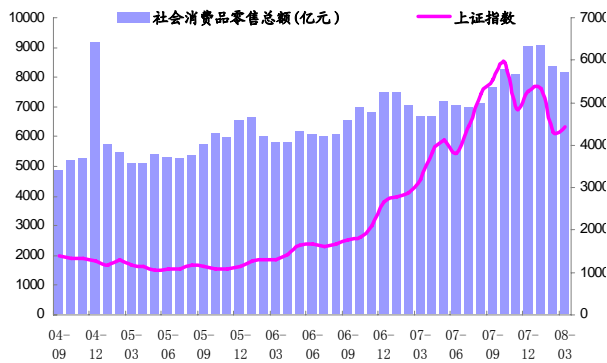
中国宏观经济数据

图 1：中国 CPI 价格指数和 PPI 指数走势



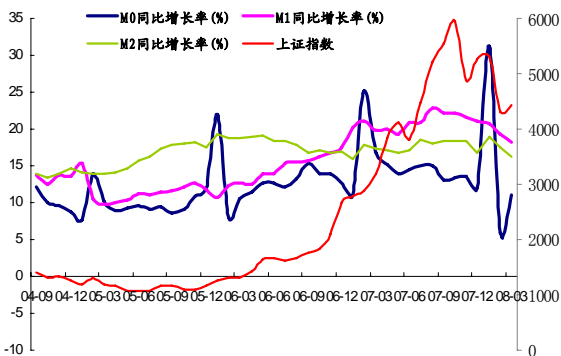
资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

图 2：中国社会消费品零售总额与上证指数表现



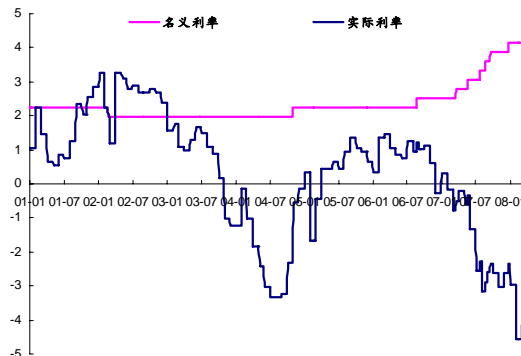
资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

图 3：中国货币供应量与上证指数走势



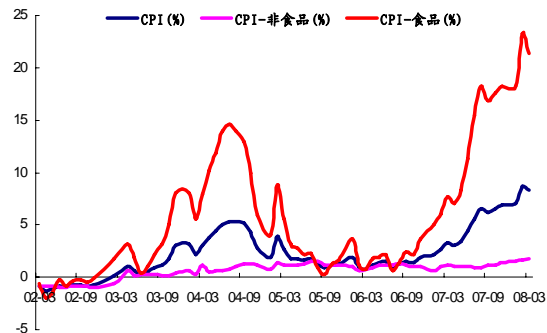
资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

图 4：人民币名义利率与实际利率走势



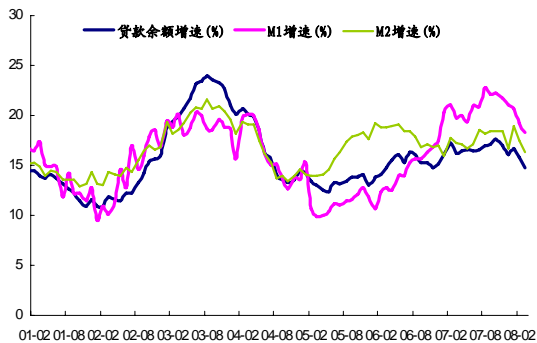
资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

图 5：中国 CPI 价格指数（食品与非食品）



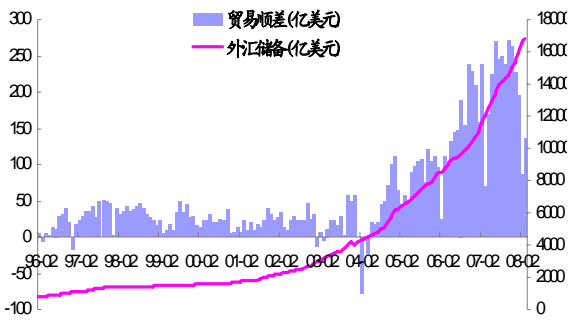
资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

图 6：中国货币供给与贷款余额



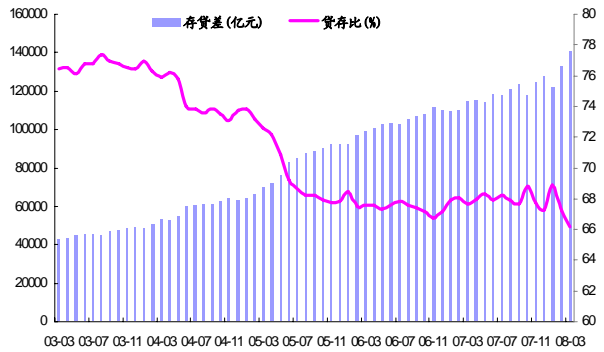
资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

图 7: 中国的贸易顺差与外汇储备



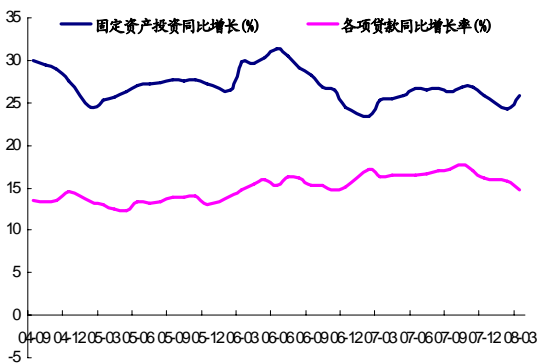
资料来源: Wind 资讯, 东方证券研究所

图 8: 存贷差与存贷比的变化趋势



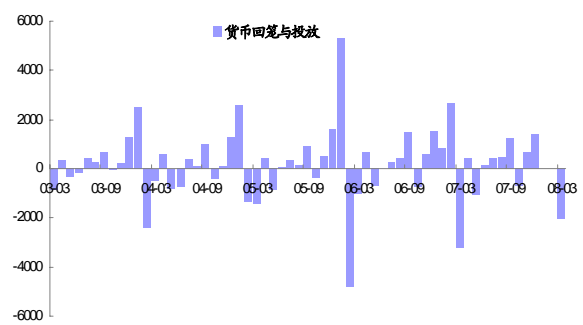
资料来源: Wind 资讯, 东方证券研究所

图 9: 固定资产和各项贷款同比增长



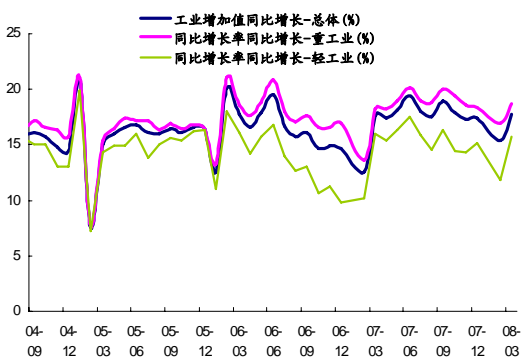
资料来源: Wind 资讯, 东方证券研究所

图 10: 货币的投放与回笼



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

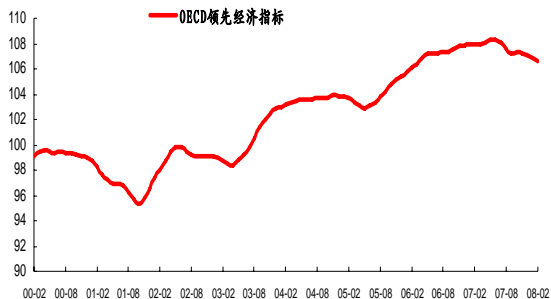
图 11 工业增加值增长趋势



资料来源: Wind 资讯, 东方证券研究所

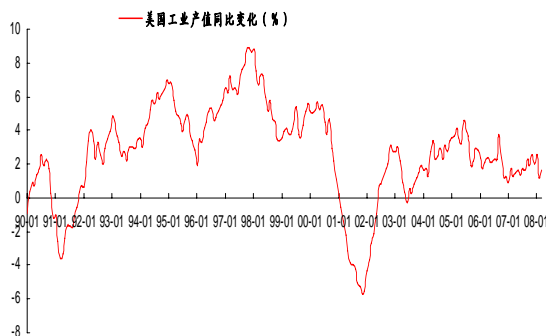
国际宏观经济数据

图 1: OECD 领先经济指标



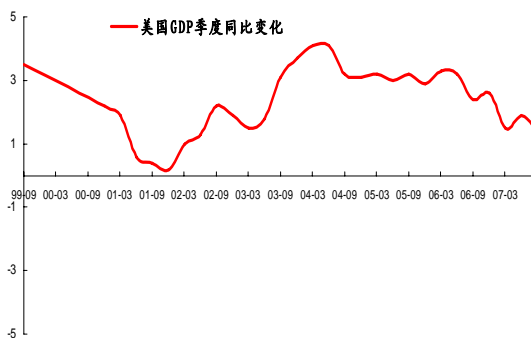
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 2: 美国工业产值同比变化(%)



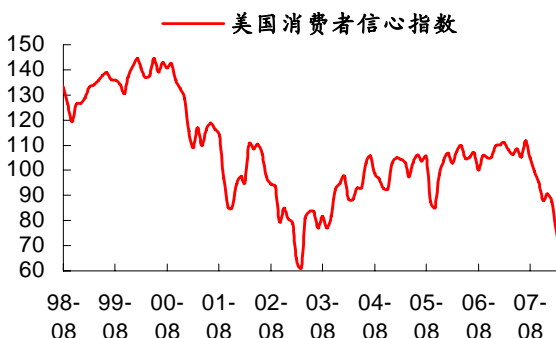
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 3: 美国 GDP 季度同比增长 (%)



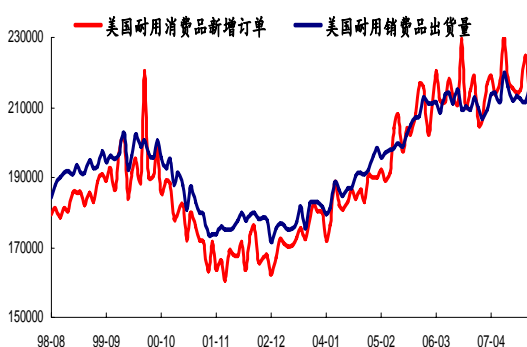
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 4: 美国消费者信心指数



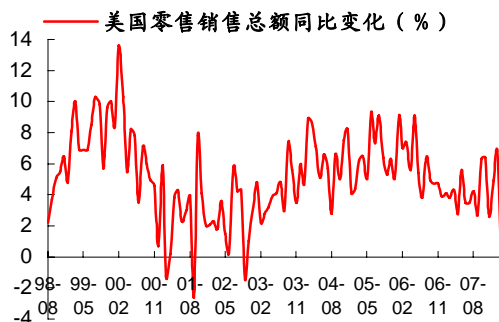
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 5: 美国耐用消费品新增订单与出货量



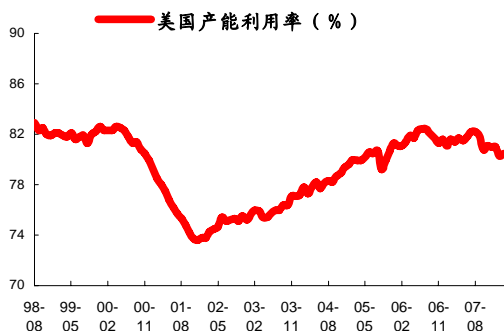
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 6: 美国零售销售总额同比增长



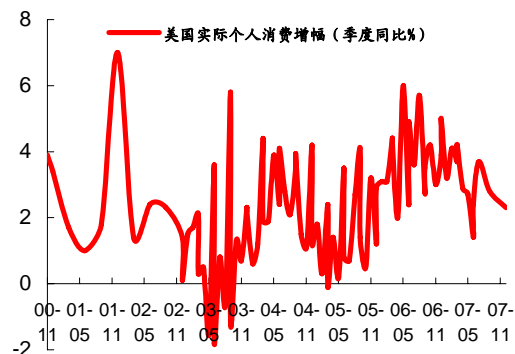
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 7: 美国产能量利用率



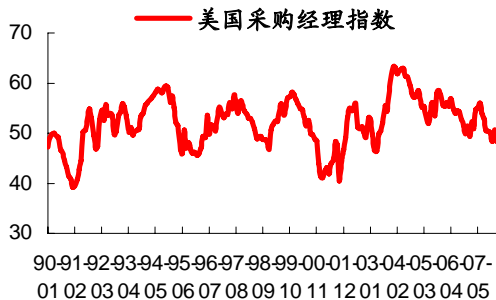
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 8: 美国实际个人消费季度同比增幅



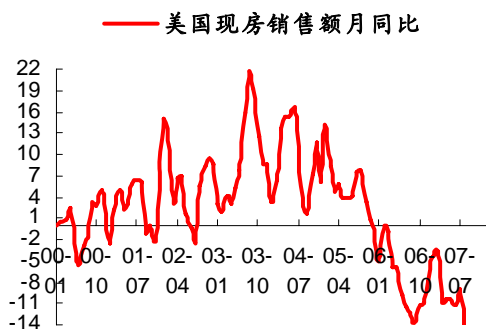
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 9: 美国采购经理指数



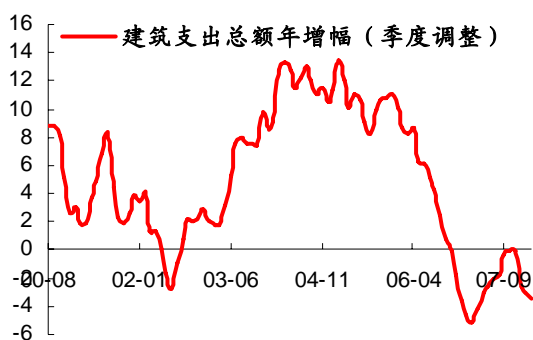
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 10: 美国现房销售额同比 (%)



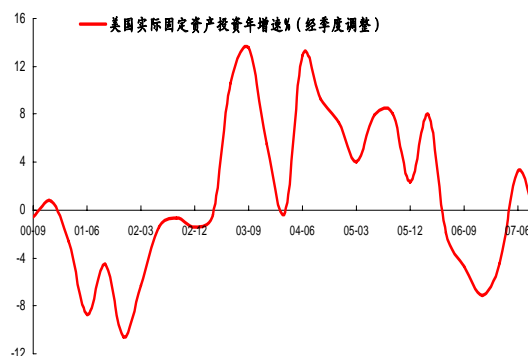
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 11: 建筑支出总额季度调整年增幅 (%)



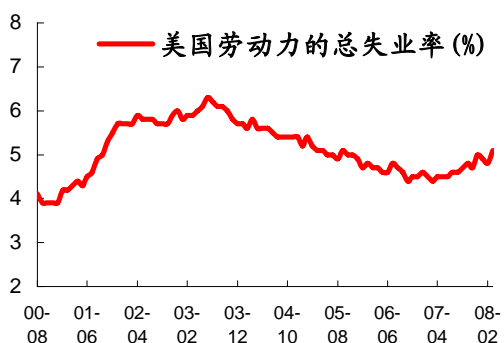
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 12: 美国实际固定资产投资年增速



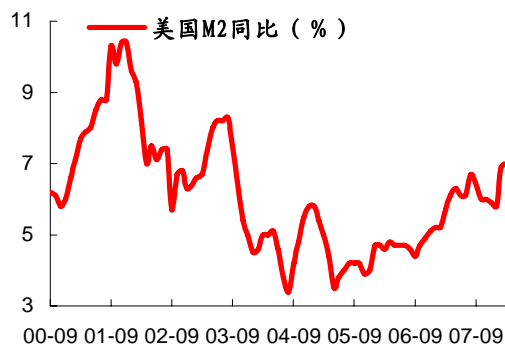
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 13: 美国劳动力的总失业率



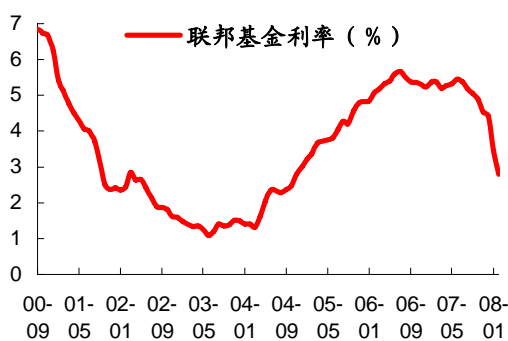
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 14: 美国 M2 同比增长走势



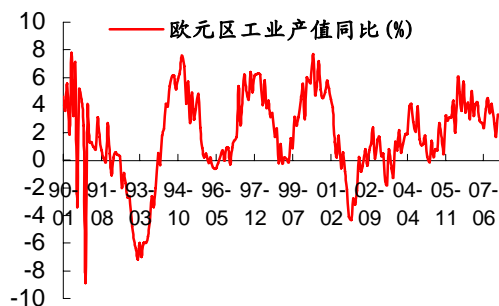
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 15: 美国联邦基金利率走势



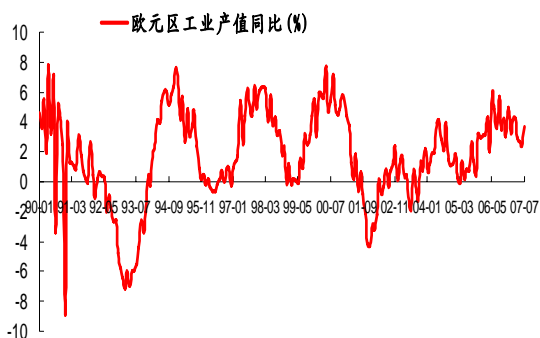
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 16: 欧元区工业产值季度同比增长



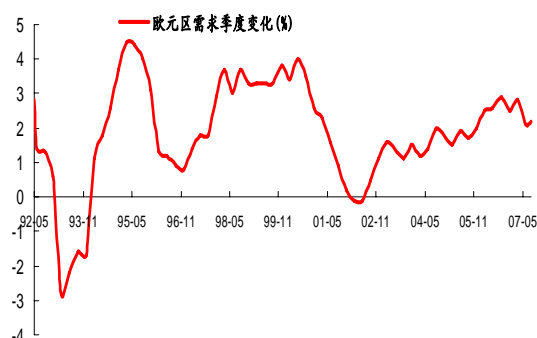
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 17: 欧元区工业产值同比



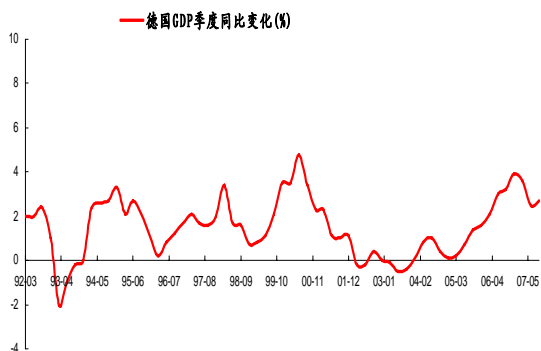
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 18: 欧元区需求季度变化



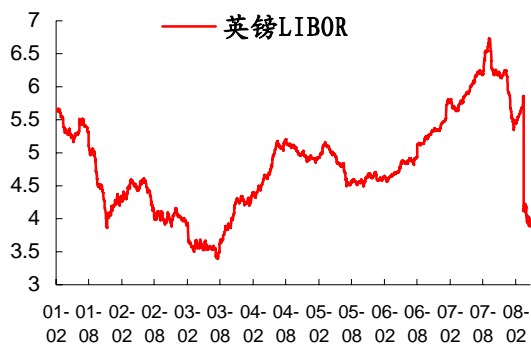
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 19: 德国 GDP 同比季度变化



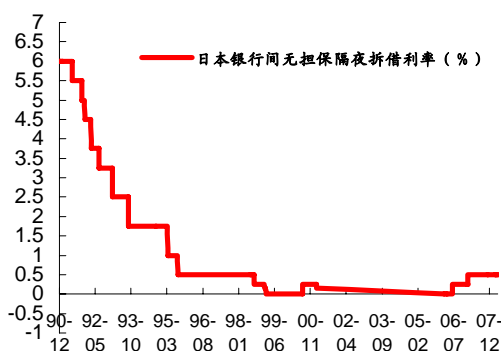
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 21: 英镑 LIBOR 历史走势



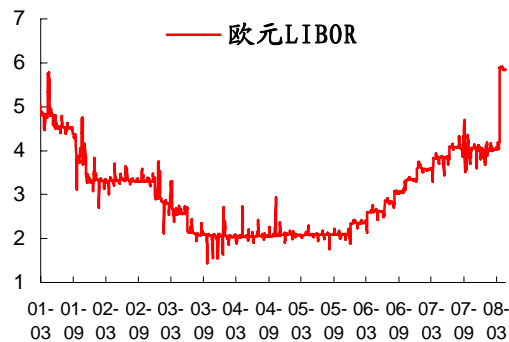
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 20: 日本银行间无担保隔夜拆借利率



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 22: 欧元 LIBOR 历史走势

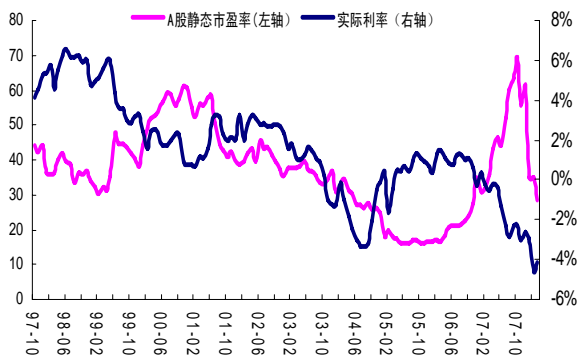


资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

证券市场相关数据

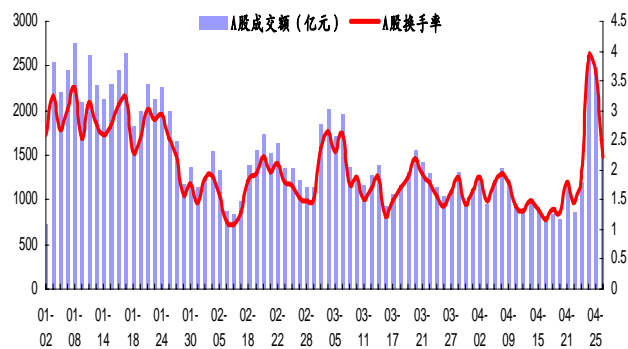
中国证券市场相关数据

图 1: A 股静态估值水平与实际利率走势



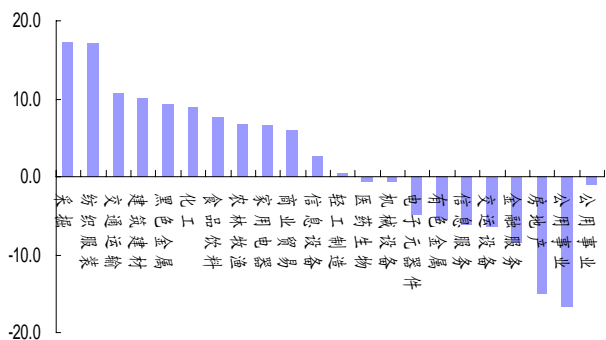
资料来源: Wind 资讯, 东方证券研究所

图 2: 今年以来 A 股成交金额与换手率



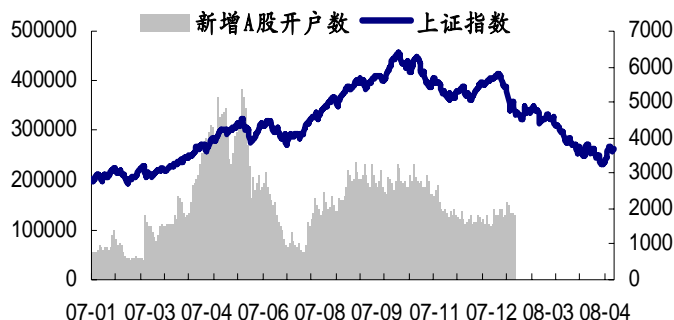
资料来源: Wind 资讯, 东方证券研究所

图 3: 近 3 个月分析师各行业盈利预测的修正比率



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 6: 新增 A 股开户数与上证指数走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 7: 中国 A 股市场市盈率走势



资料来源: Wind 资讯, 东方证券研究所

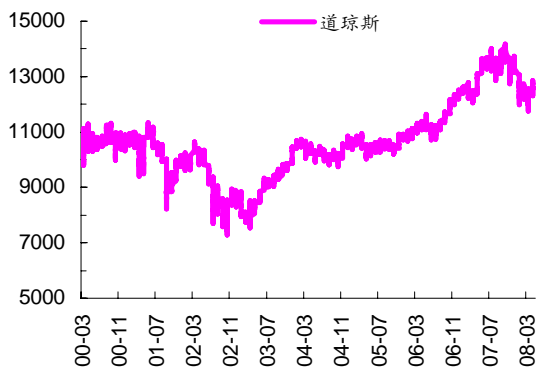
图 8: 中国 A 股市净率走势



资料来源: Wind 资讯, 东方证券研究所

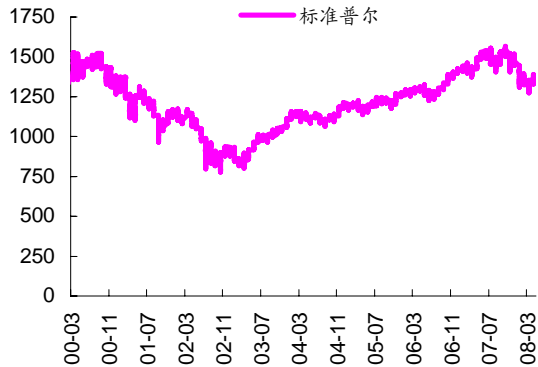
国际证券市场相关数据

图 1: 道琼斯指数历史走势



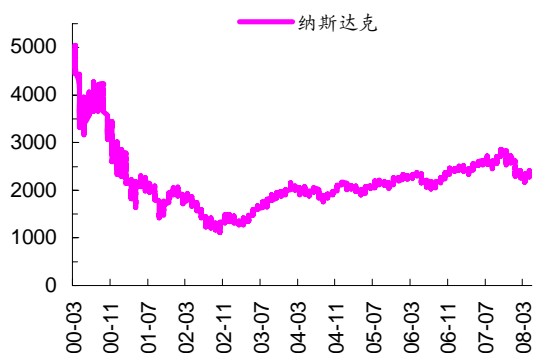
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 2: 标准普尔指数历史走势



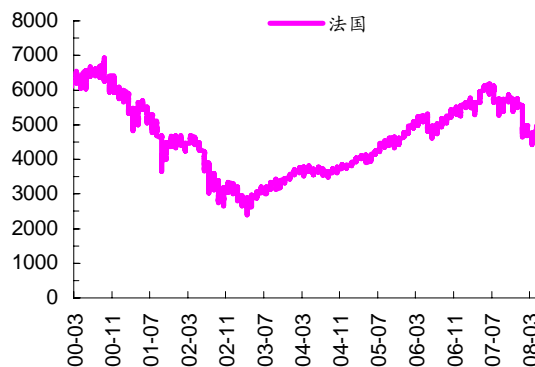
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 3: 纳斯达克指数历史走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 4: 法国 CAC 指数历史走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 5: 英国富时 100 指数历史走势

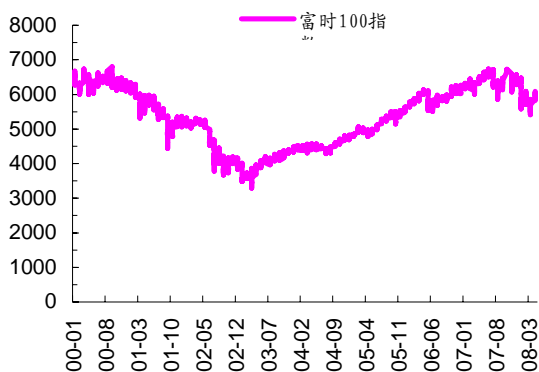
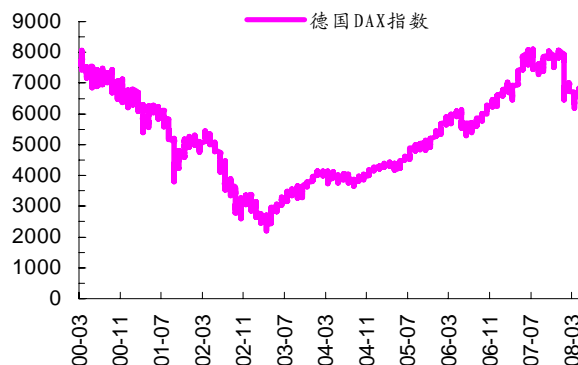


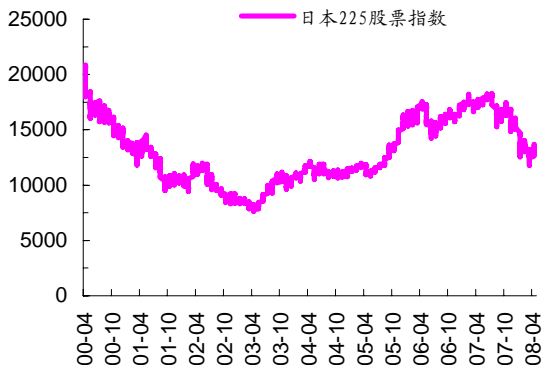
图 6: 德国 DAX 指数历史走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

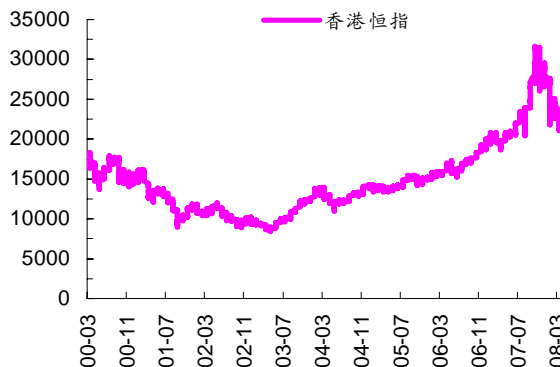
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 7: 日经 225 指数走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 8: 香港恒生指数走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 9: 美国风险溢价历史走势

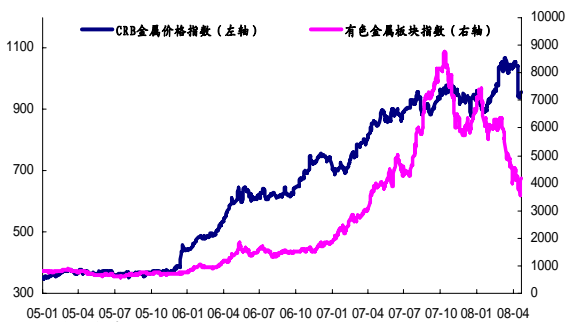


资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

行业相关数据

有色金属行业

图 1: CRB 金属价格与有色金属板块走势

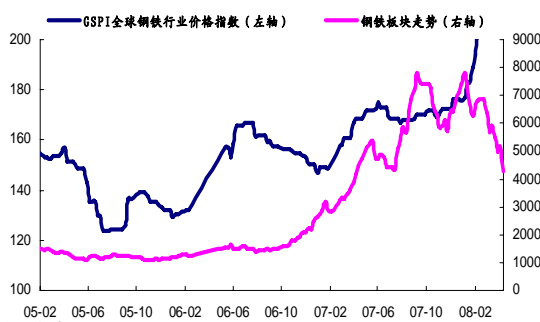


资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

电力行业

钢铁行业

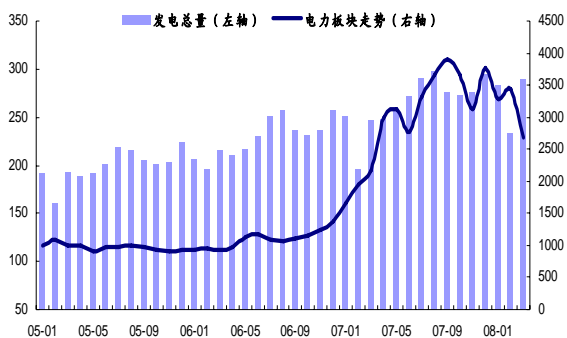
图 2: GPSI 钢铁指数与钢铁板块走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

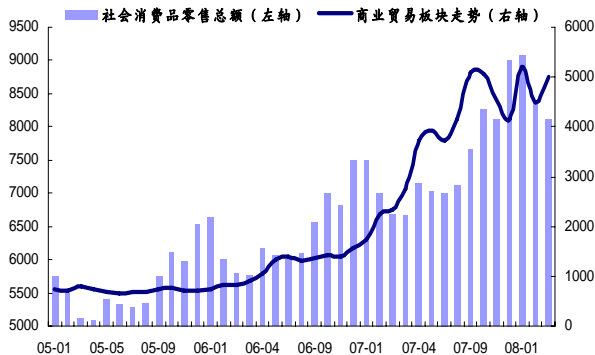
商业

图 3: 发电总量与电力板块走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

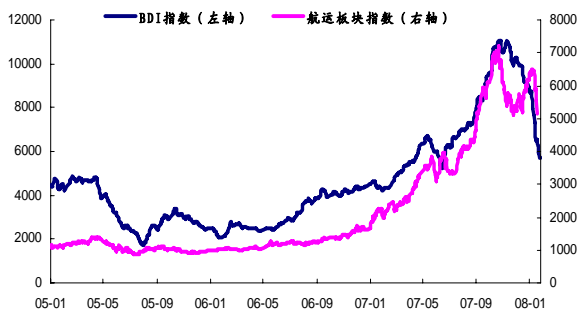
图 4: 社会消费品零售总额与商业板块走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

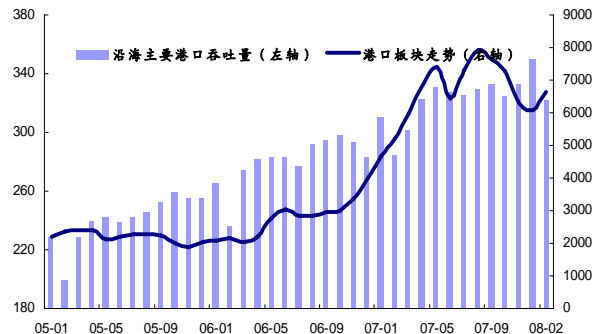
交通运输行业

图 5: BDI 指数与航运板块走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

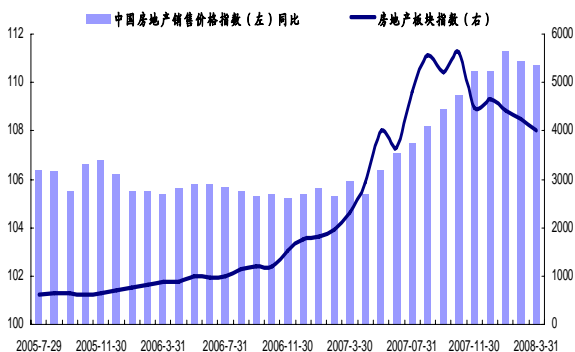
图 6: 沿海主要港口吞吐量与港口股走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

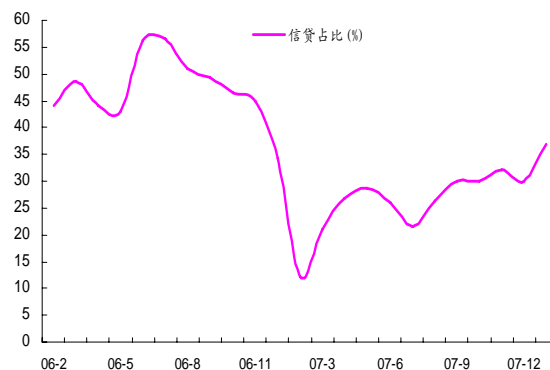
房地产行业

图 7: 房地产价格指数与房地产板块走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

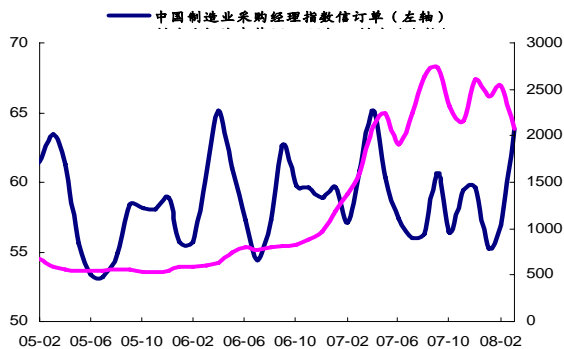
图 8: 房地产企业贷款资金信贷占比 (%)



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

制造行业

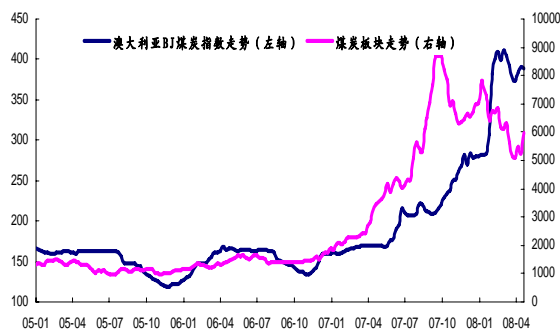
图 9: 制造业采购经理指数与制造业股走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

煤炭行业

图 10: 澳大利亚 BJ 指数与煤炭股走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究

大宗商品价格

有色金属

图1: LME铜价走势和铜库存变化

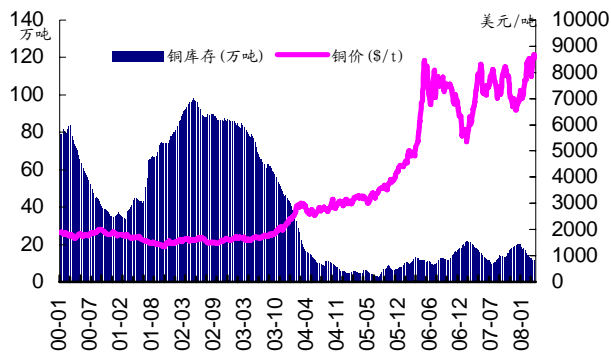


图2: LME高级铝价走势和铝库存变化

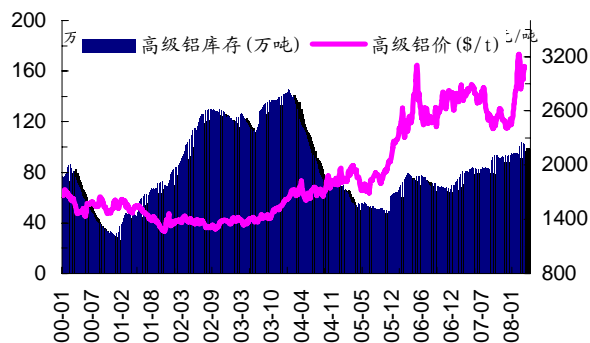


图3: LME铅价走势和铝库存变化

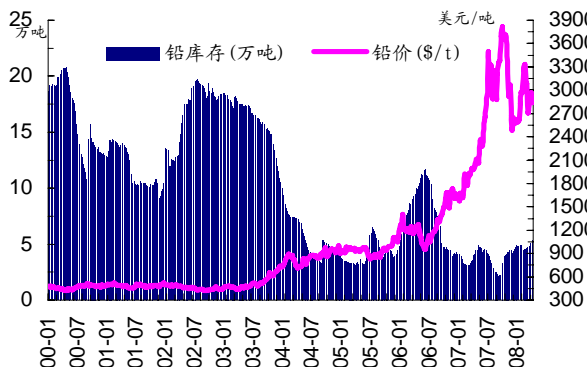
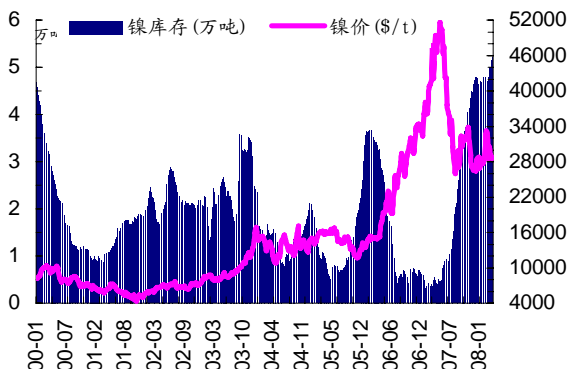
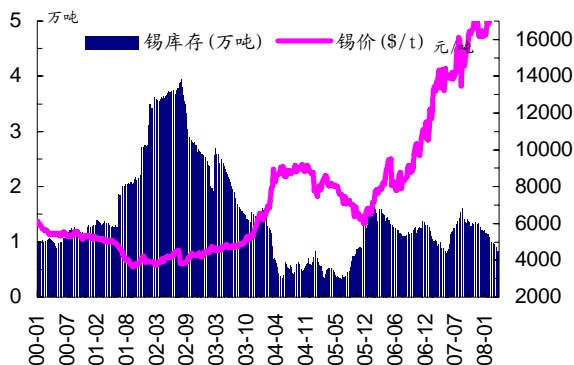


图4: LME镍价走势和铝库存变化



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

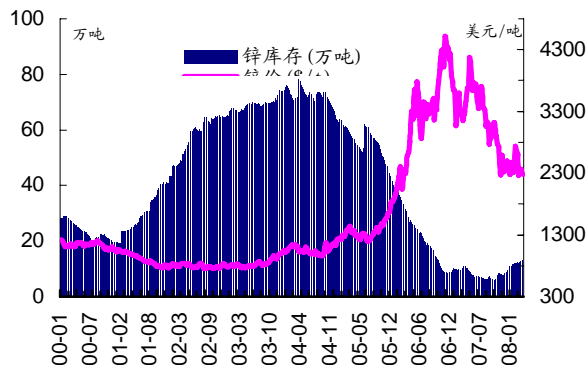
图5: LME锡价走势和铝库存变化



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

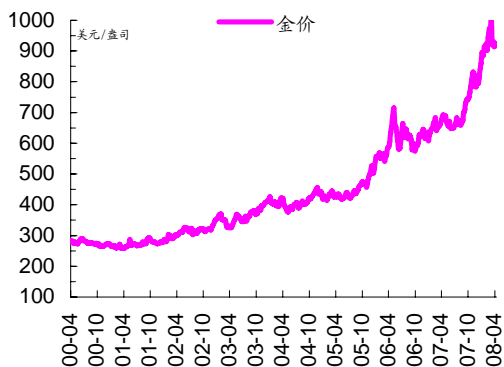
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图6: LME锌价走势和铝库存变化



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

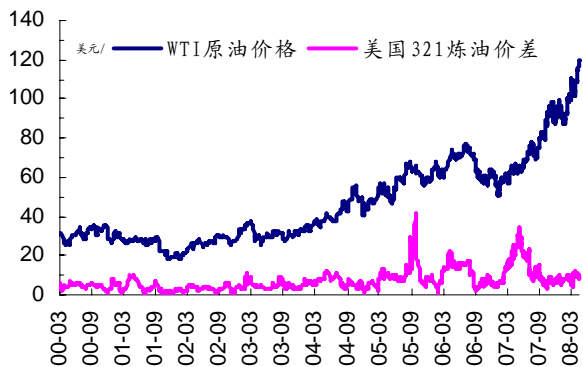
图7: 国际黄金价格走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

石化产品

图8: 国际原油价格以及美国321炼油价差



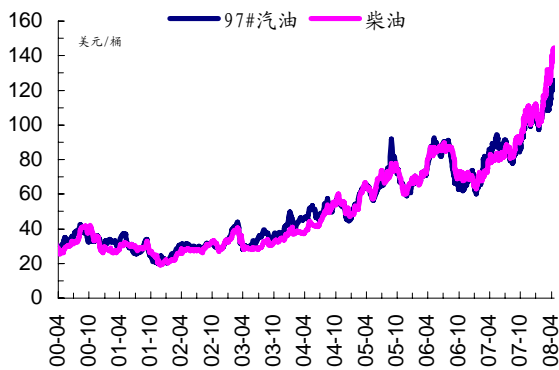
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图9: 天然气美国休斯敦港口价格



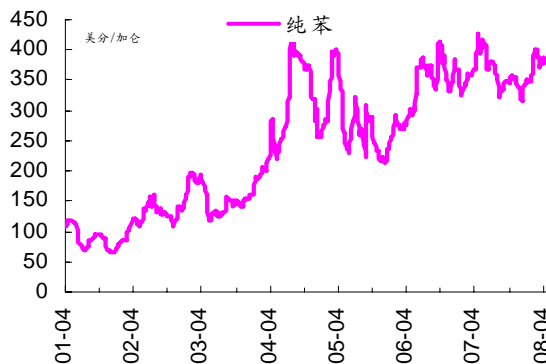
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图10: 新加坡市场汽油及柴油价格



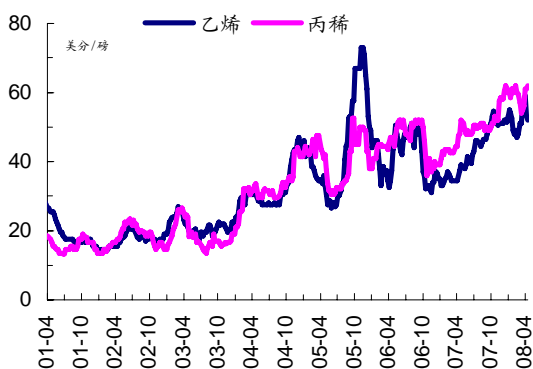
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图11: 纯苯美国休斯敦港口价格



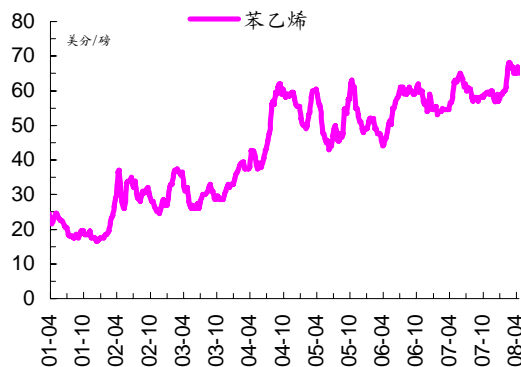
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图12: 乙烯及丙烯美国休斯敦港口价格



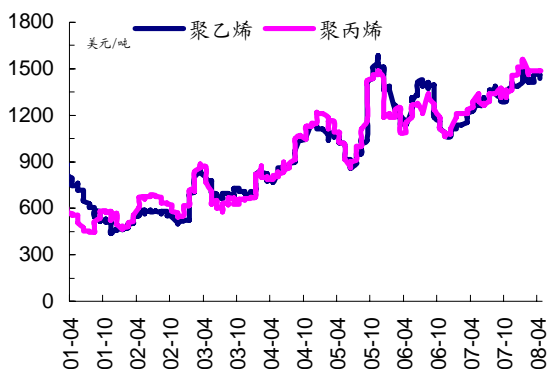
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图13: 苯乙烯美国休斯敦港口价格



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

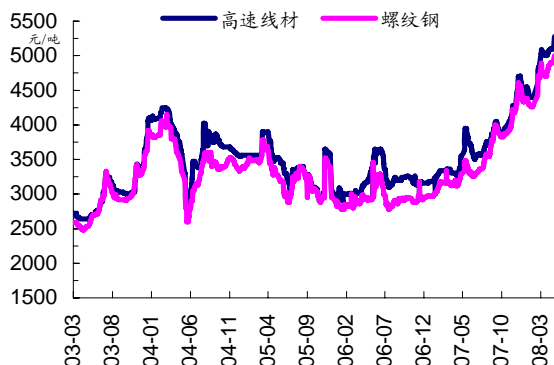
图14: 聚乙烯美国休斯敦港口价格



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

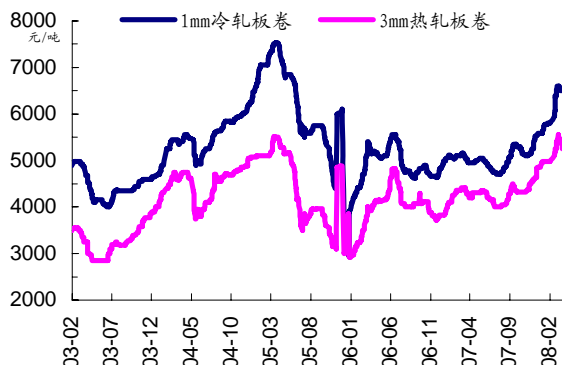
钢铁

图15: 国内高速线材及螺纹钢现货价格



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

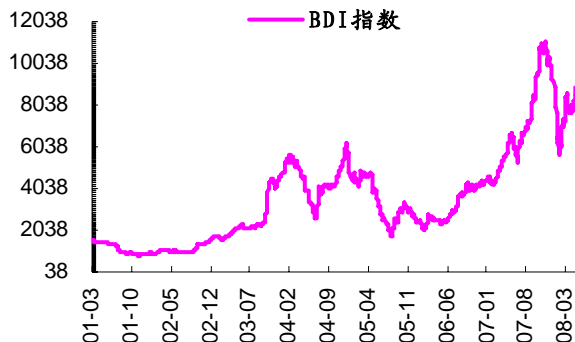
图16: 国内冷扎板以及热扎板现货价格



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

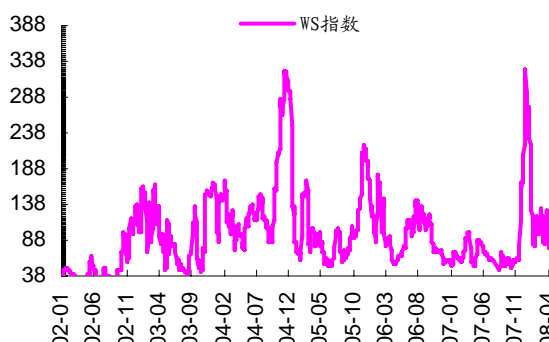
交通运输

图17: 波罗的海干散货指数



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

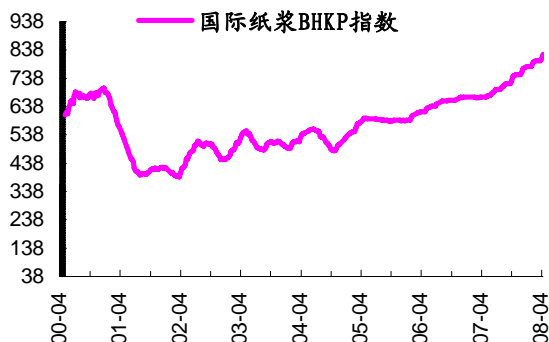
图18: 台湾至日本VCLL运输指数



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

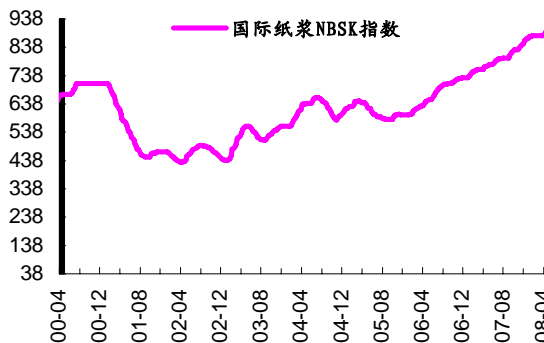
造纸

图19: 国际硬木牛皮浆 (BHKP) 指数



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图20: 国际纸浆NBSK指数



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

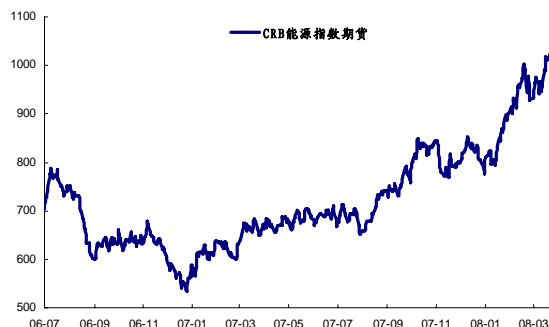
CRB指数期货走势

图21: CRB综合指数期货走势



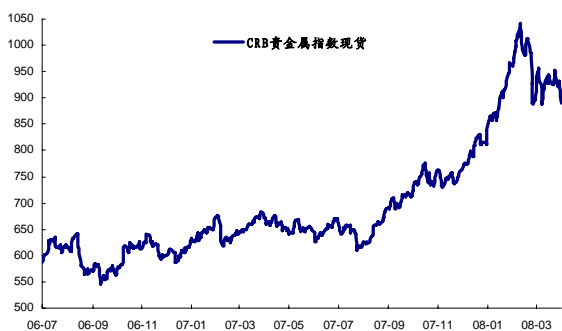
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图22: CRB能源指数期货走势



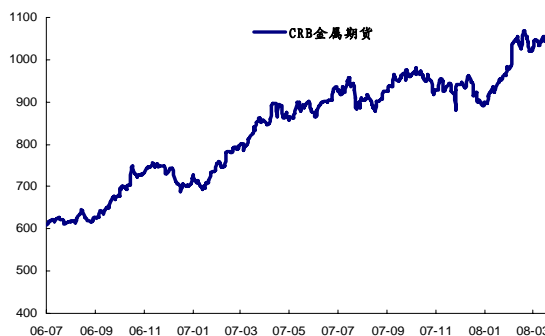
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图23: CRB贵金属指数期货走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图24: CRB金属指数现货走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图25: CRB谷物指数期货走势

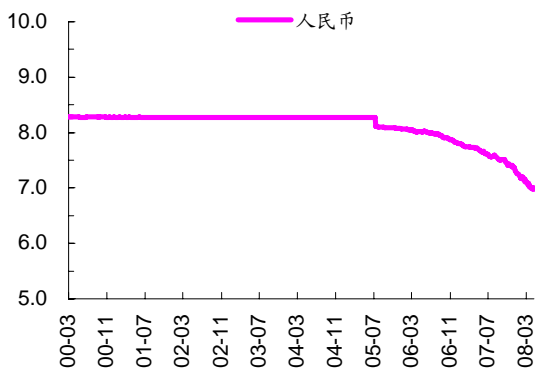


资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

国际汇率走势

图26: 人民币汇率变动趋势图

图27: 欧元汇率变动趋势图



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所



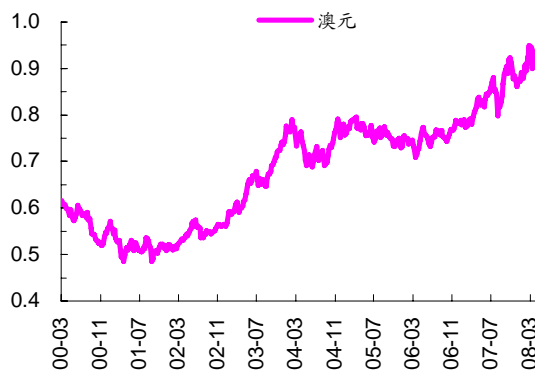
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图28: 日元汇率变动趋势图



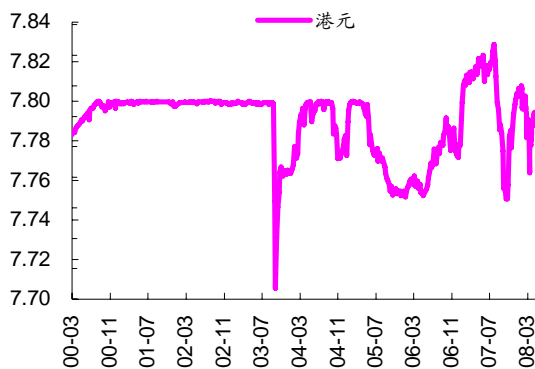
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图29: 澳元汇率变动趋势图



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图30: 港元汇率变动趋势图



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图31: 加元汇率变动趋势图



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

投资评级说明

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 公司投资评级的量化标准

买入: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率5% ~ 15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

- 行业投资评级的量化标准

看好: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动;

看淡: 相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要事项: 本报告版权归东方证券研究所所有。未获得东方证券研究所书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于东方证券研究所及其研究员认为可信的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。东方证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

东方证券研究所

地址: 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 26 楼

电话: 021-63325888*6054

网址: www.dfzq.com.cn

联系人: 寿岚

传真: 021-63326786

shoulan@orientsec.com.cn