

2007年11月27日

## 2008年股票投资策略报告

——A股市场展望：续航前的“软着陆”

### 基本结论

- 在2000年以来的增长周期中，新兴市场国家在国际产业分工的格局下，不断输出低价制成品，为发达国家实现低通胀的增长做出了重要贡献，世界经济增长在这一阶段，发达国家与新兴市场国家都具有高增长、低通胀共同特征。随着“失衡的高增长”中国固有的机制缺陷开始反噬全球经济增长本身，高增长与低通胀的“蜜月”已经结束，世界经济滞胀的风险正逐步增加。在世界经济减速过程中，疲弱的美元、升值的新兴市场货币、居高不下的通胀压力，开始成为影响实体经济和资本市场的重要变量。
- 中国经济持续取得强劲增长的同时内外失衡的特征也更为明显，尤其是通胀压力的迅速加大，导致了货币政策工具频繁的使用，但在利率政策运用空间不断缩窄后，汇率政策有望成为主要的调控手段。2007年10月底以来，中国名义汇率出现了明显加快升值的趋势，我们认为利用利率政策继续收紧流动性，同时，加大汇率政策的主动性，有利于中国降低经济过热的风险，并有助于实现更为平衡和协调的增长。
- 我们关注到生产要素重估的进程正逐步加快，主要被两方面所推动：一、被管制的汇率水平加大了生产要素重估的压力；二、长期过快增长导致要素供给条件已经发生了重要变化。劳动力、土地、资源、环境成本这四大因素已经在供给层面逐渐收紧，维持多年的低要素成本优势正在发生重要改变。
- 2008年工业企业利润增长在下半年的环境可能好于上半年，利润增长趋势将表现出前低后高的特点。主要原因在于：利润基数的前高后低、CPI的前高后低、实际有效汇率的前高后低、外需环境的前紧后松，这些都对工业企业经营环境造成重要影响。
- 中国经济在汇率升值与要素重估的影响下，有望实现增长的转型，在这一阶段，我们关注受益于周期、升值、要素重估这三大因素的资产。周期类制造业的竞争力是本币升值和要素重估的主要推动力，在不同升值节奏的影响下，周期类资产的利润增长也会出现大幅波动的特征，我们判断：升值类资产在2008年上半年具有相对优势，而2008年下半年周期类资产的机遇可能还会来临，而要素类资产的增长将相对稳定。
- 展望2008年A股市场，在利润增速有所回落、市场规模大幅提高、开放程度不断提高等因素的影响下，目前过高的估值水平将有所回落：
  - ◆ 我们对新兴市场估值水平进行比较认为，上证综指在4000-4150点，沪深300指数在3840-3980点具有较强的安全性；
  - ◆ 我们利用总市值回报率与储蓄回报率进行比较，认为2008年市场波动区间大致在：上证指数4300-6300点，沪深300指数4100-6000点。
- 相对于奥运等重大事件性影响，我们更为关注中国经济结构性的变化以及汇率政策成功运用后可能给中国经济带来更协调、更平衡的增长前景。考虑新兴市场估值水平与国内企业利润增长的支撑，我们乐观的判断：A市场估值水平完全可以实现“软着陆”，并且在2008年下半年继续展现出“续航能力”。

### 投资策略研究小组

陈东  
(8621)61038296  
chendong@china598.com

联系人：赵莉  
(8621)61038257  
zhaoli@china598.com  
中国上海黄浦区中山南路969号谷泰滨江大厦15A层(200011)

## 内容目录

回顾：失衡的高增长 .....	5
<b>1.2008 年全球经济：减速风险增加 .....</b>	<b>6</b>
1.1 高增长与低通胀的蜜月期已经结束 .....	6
1.2 美元大幅贬值是失衡的必然结果，也是减缓失衡的诱因 .....	7
1.3 美元贬值刺激商品价格大幅重估，但后继乏力 .....	8
1.4 中国等新兴市场汇率升值可能输出通胀 .....	9
1.5 失衡减缓同时也带来滞胀风险 .....	10
<b>2. 汇率、利率政策双翼护航中国经济平衡增长 .....</b>	<b>11</b>
2.1 关注要素所带来的通胀压力 .....	11
2.2 利率政策的空间不断收窄 .....	12
2.3 汇率政策成为经济平衡发展的关键 .....	14
2.4 汇率对经济结构的调整有明显的促进作用 .....	15
<b>3. 升值进程中要素重估的挑战 .....</b>	<b>16</b>
3.1 压制汇率与供给限制加大要素重估压力 .....	16
3.2 劳动力成本优势还能保持多久？ .....	17
3.3 土地紧缺局面能够缓解？ .....	18
3.4 环境成本将迅速上升？ .....	19
3.5 中国拉动国际能源价格？ .....	20
<b>4. 2008 年企业盈利增长环境分析 .....</b>	<b>22</b>
4.1 劳动生产率的提高难以抵御成本上升 .....	22
4.2 实际有效汇率的升值可能阶段性抑制工业利润增长 .....	23
4.3 2008 年工业利润增长趋势：“前低后高” .....	24
<b>5. A 股投资策略：在转型的增长中寻求宏观投资机会 .....</b>	<b>26</b>
5.1 升值过程中的优势资产与风险资产 .....	26
5.2 要素价格重估带来的投资机会 .....	27
5.3 升值类、周期类、要素类三类资产轮动 .....	31
<b>6. 2008 年 A 股市场前景展望：估值“软着陆” .....</b>	<b>33</b>
6.1 市场规模与深度的扩展有助“A 股溢价”软着陆 .....	33
6.2 对“A 股溢价”的衡量：国际比较下的估值合理化 .....	35
6.3 对“A 股溢价”的衡量 - 动态总市值回报率角度 .....	37
<b>结束语：回归理性繁荣 .....</b>	<b>38</b>
<b>附：行业增长率预测以及行业配置 .....</b>	<b>39</b>

## 图表目录

图表 1: 世界经济增长.....	5
图表 2: MSCI 系列指数涨跌幅 (2007.1.1-2007.11.14) .....	5
图表 3: 世界经济增长预期减速 .....	6
图表 4: 通胀压力居高不下 .....	6
图表 5: 工业七国的核心 CPI 依然处于较高水平 .....	7
图表 6: 美元大幅贬值后美国贸易逆差有所好转 .....	7
图表 7: CRB 系列指数 .....	8
图表 8: 2006 年与 2007 年美元贬值幅度与 CRB 指数上涨幅度比较 .....	8
图表 9: 金砖四国的实际有效升值幅度比较明显 .....	9
图表 10: 美国对中国进口价格指数开始回升.....	9
图表 11: 世界经济减缓失衡的内部关系.....	10
图表 12: 国金宏观对 2008 年的预测 .....	11
图表 13: PPI 中生活资料系列指数 .....	12
图表 14: 商务部关于 600 种主要消费品供求状况调查.....	12
图表 15: 总资产息税前回报与资金缺口与工业增速历史上正相关 .....	13
图表 16: 工业息税前回报率与资金成本缺口缩小 .....	13
图表 17: 中美基准利差缩窄.....	13
图表 18: 中国汇率变化与物价指数的关系 .....	14
图表 19: 日本升值对物价水平的影响 .....	15
图表 20: 80 年代日本升值期间宏观变量的变化.....	15
图表 21: 日本大幅升值导致制造业增长放缓.....	16
图表 22: 人口结构的压力逐步增大.....	17
图表 23: 工资增长率不断提高.....	18
图表 24: 亚洲国家制造业工资占美国制造业工资的比例.....	18
图表 25: 土地价格增长开始加速 .....	19
图表 26: 2007 年租赁价格出现普遍上涨 .....	19
图表 27: 中国环保计划投入迅速增长 .....	20
图表 28: “十一五”期间一次性能源的供求预测 .....	21
图表 29: 1996 - 2006 年十年以来世界能源消耗增长 (单位: 百万吨原油) .....	21
图表 30: 中国在世界原油消费增量占有重要份额 .....	22
图表 31: 毛利率与成本费用利润率比较.....	22
图表 32: 工业企业销售成本与三项费用增速.....	23
图表 33: 第二、三产业增加值增速比较.....	24
图表 34: 第三产业与第二产业增加值比较 .....	24
图表 35: 实际汇率影响出口增速 .....	24
图表 36: 出口增速影响工业增加值增长.....	24
图表 37: 工业企业利润增速逐步回落 .....	25
图表 38: 2007 年一般贸易盈余与加工贸易盈余 .....	26
图表 39: 城乡居民收入增长.....	28
图表 40: 城乡居民消费增长.....	28
图表 41: 未开发用地累积情况 单位: 万平方米 .....	29
图表 42: 结算面积占储备面积的比例 .....	29
图表 43: 中国环保产业产值增长预测 .....	30

图表 44: 工业类上市公司利润增长与实际汇率的关系 .....	31
图表 45: 工业与服务业类上市公司利润增长不同步 .....	31
图表 46: 升值类资产与周期类资产的轮动 .....	32
图表 47: 日本升值阶段行业指数的收益率比较 .....	33
图表 48: 2009 年可流通市值将大幅增加 (2007 年 11 月 18 日价格) .....	34
图表 49: 回归概念预案统计 (2007 年 11 月 18 日) .....	35
图表 50: 中国与海外市场 PE 比较 (2007 年 11 月 22 日) .....	36
图表 51: 中国与海外市场 PB 比较 (2007 年 11 月 22 日) .....	36
图表 52: 中国与海外市场 PEG 比较 (2007PE/2008GDP) .....	36
图表 53: 对利润增长率的预期 .....	37
图表 54: 动态估值水平 .....	38
图表 55: 总市值回报率与一年期存款税后利率比较 .....	38
图表 56: 行业增长率预测 (国金重点公司) .....	39
图表 57: 2008 年行业配置 .....	40

### 回顾：失衡的高增长

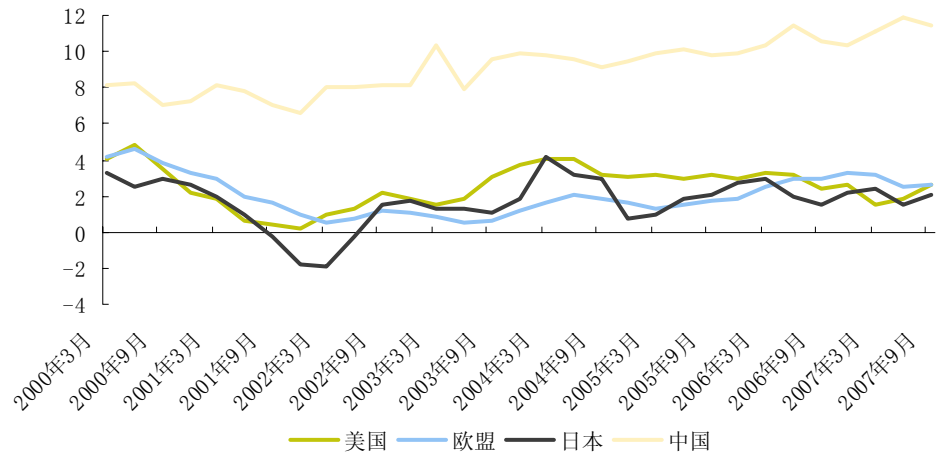
2000 年后，新一轮全球经济不平衡迅速加剧，中国以及东亚新兴市场国家和美国之间贸易不平衡已经达到历史上从未有过的水平。与此同时，世界经济依然在较低通胀水平下取得了较快增长，因此，“失衡的增长”一词，成为对于近年来世界经济运行特点的最准确的概括。

IMF 估计 2007 年世界经济增速将在 4.8 左右，虽然增速低于 2006 年，但依然是 2002 年以来较高增长水平。全球资本市场获得 8.4% 的涨幅，而在企业利润快速增长的推动下，新兴市场成为 2007 年最为耀眼的地区，“金砖四国”也是最为出色的市场，其中印度、巴西、中国 A 股赢得全球资本市场前三甲。

但不可否认 2007 年是动荡的一年，2007 年全球实体经济、商品市场、资本市场都出现了大幅波动的特征，次贷危机所带来全球经济放缓的阴影也已经成为现实的担心。

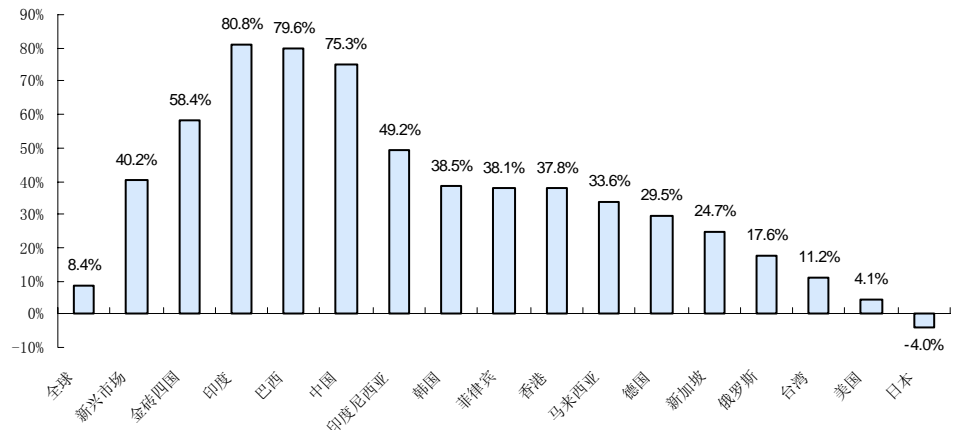
“失衡的高增长”中固有的机制缺陷开始反噬全球经济增长本身，美国的过度消费与中国的过度制造，这对驱动全球经济增长的“双轮”已经发出不和谐的示警声。

图表1：世界经济增长



来源：国金证券研究所

图表2：MSCI 系列指数涨跌幅 (2007.1.1-2007.11.14)



来源：国金证券研究所

## 1.2008 年全球经济：减速风险增加

### 1.1 高增长与低通胀的蜜月期已经结束

在 2000 年以来的增长周期中，新兴市场国家在国际产业分工的格局下，不断输出低价制成品，为发达国家实现低通胀的增长做出了重要贡献，世界经济增长在这一阶段，发达国家与新兴市场国家都具有高增长、低通胀共同特征。

虽然新兴市场国家不断大量进口和消耗资源品，拉高了国际资源品价格，推升了商品牛市，但在压制汇率的情况下，新兴市场国家继续可以利用低廉的要素价格以及环境成本，输出低价制成品，并且由于劳动生产率的提高也抵消了部分成本上涨的效应，出口价格没有出现明显上升的同时，保持了盈利的增长。

但不断膨胀的商品价格也推升了发达国家的通胀水平，2004 年 6 月以来美国开始 17 次上调基准利率水平从 1% 至 5.25%，在这一过程中，房地产市场开始出现回落，房价下跌引爆次贷危机，而为了防治经济陷入衰退的两次降息，又直接导致美元大幅贬值。

同时，食品与能源带来的通胀对新兴市场国家影响更大，原因在在于这两大因素在其消费结构中的占比更高。中国的通胀形势在食品与能源因素推动下已经创出本轮周期的高点，并且上游价格也开始加大了向下游传导的力度，中长期通胀压力已经形成。

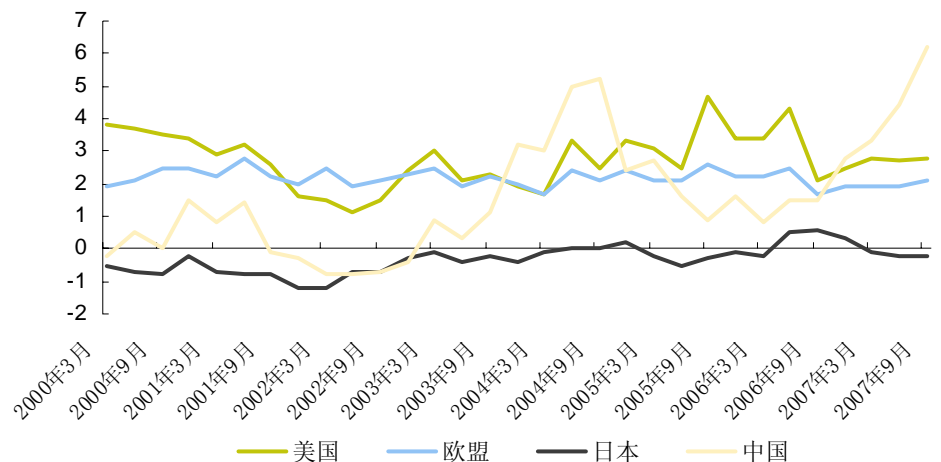
综合看来，世界经济在 2000 年至 2006 年的高增长与低通胀的“蜜月”已经结束。在 2008 年的上空已经开始聚集经济增长减速与通胀居高不下的阴霾。

图表3：世界经济增长预期减速

	2005	2006	2007	2008
世界	4.8	5.4	5.2	4.8
美国	3.1	2.9	1.9	1.9
欧盟	1.5	2.8	2.5	2.1
日本	1.9	2.2	2	1.7
非洲	5.6	5.6	5.7	6.5
中国	10.4	11.1	11.5	10
印度	9	9.7	8.9	8.4

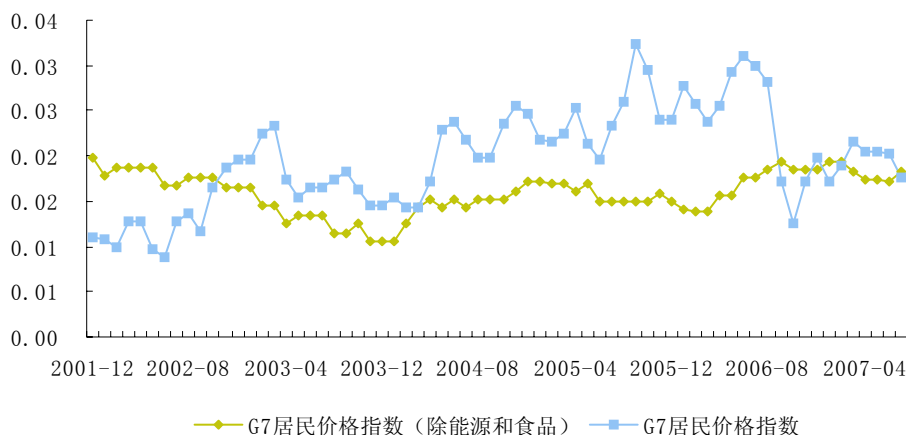
来源：国金证券研究所

图表4：通胀压力居高不下



来源：国金证券研究所

图表5: 工业七国的核心 CPI 依然处于较高水平



来源: 国金证券研究所

### 1.2 美元大幅贬值是失衡的必然结果，也是减缓失衡的诱因

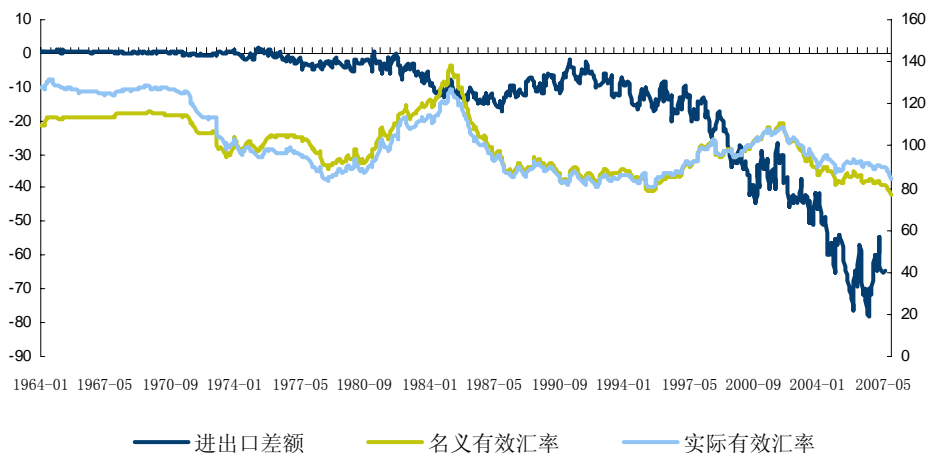
2008 年世界经济失衡程度将有所降低，主要的表现在于美国的贸易逆差有所减少，而同时，新兴市场国家的贸易顺差也有所降低。在此基础上，全球过剩的流动性也将有所收敛。

世界经济失衡程度将有所减缓，其中的关键因素在于：美元的大幅贬值与新兴市场国家货币的实际有效汇率上升，我们认为这两大因素中美元大幅贬值是最为关键的因素，正是因为美元大幅贬值加剧了黄金、原油等商品价格重估，也正是因为能源、食品等因素推升了全球的通胀水平，新兴市场国家相对而言更为依赖能源与食品，因而通胀压力相对较大，导致实际有效汇率的上升压力有所提高。

美国名义有效汇率的大幅贬值也带来其实际有效汇率的下跌，从美国历史上的贸易盈余与实际有效汇率之间的关系看，实际有效汇率的大幅贬值有利于美国出口的增长、贸易赤字的缩减。80 年代末，正是由于美元实际有效汇率的大幅贬值，使美国贸易逆差得以大幅度缩小，而此后的实际有效汇率的升值加剧了贸易逆差的扩大。

因此，我们认为虽然美元的贬值是世界经济失衡的必然结果，但美元大幅贬值到一定程度后必然带来促使趋势变化的诱因，从目前美国的进口增长看，已经能够看到出口竞争力的增强，以及进口增长的下降，贸易赤字有缩减的趋势。

图表6: 美元大幅贬值后美国贸易逆差有所好转



来源: 国际清算银行 国金证券研究所

### 1.3 美元贬值刺激商品价格大幅重估，但后继乏力

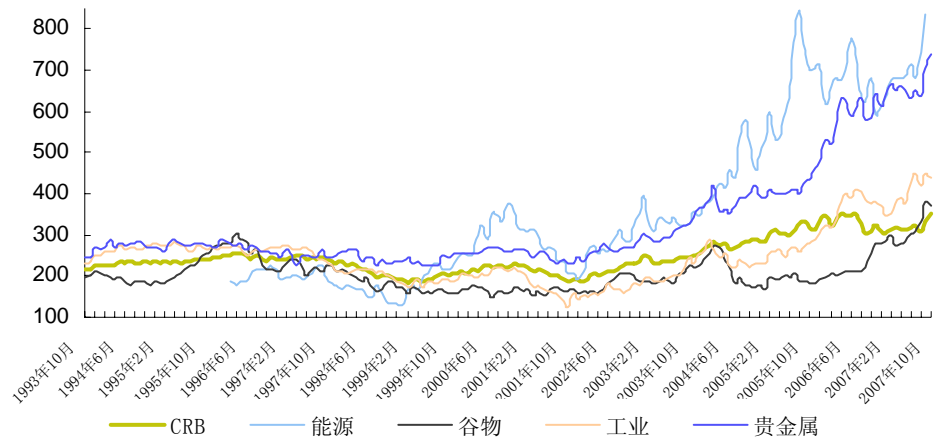
在美元大幅贬值的推动下，全球能源与商品价格在 2006 年高水平的基础上再度大幅上涨。

2007 年全球商品市场再次大幅上涨，但具体品种开始有别于 2006 年，主要突出的品种是能源价格，其他工业品、农产品、贵金属的上涨幅度均小于 2006 年，但美元贬值幅度大于 2006 年，2007 年原油价格的波动明显推动了 CRB 指数。

如果考虑原油价格波动特殊的政治因素，从这个角度看，美元贬值对综合商品价格的推动作用实际在逐步递减过程之中，这种现象在数据上可以解读为：商品价格在去年高基数上继续保持同比增长的难度加大，而我们认为这或者意味着：基本商品的供求关系正处于缓解过程中，其中有需求放缓的因素，也有供给改善的因素。

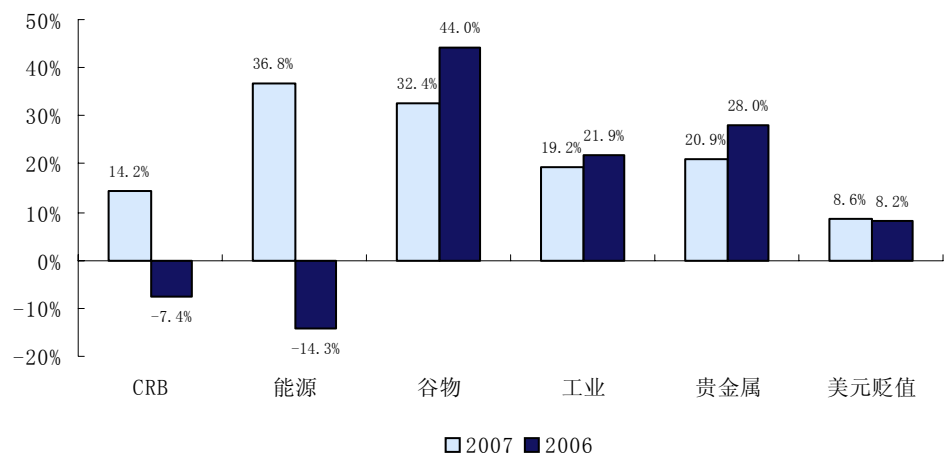
在 2008 年世界经济增速放缓的影响下，将影响工业金属的需求，而疲弱的美元和较高的通胀水平将继续支撑黄金的价格水平。

图表7: CRB 系列指数



来源：国金证券研究所

图表8: 2006 年与 2007 年美元贬值幅度与 CRB 指数上涨幅度比较



来源：国金证券研究所



### 1.4 中国等新兴市场汇率升值可能输出通胀

美元的大幅贬值要求其他国家货币升值，由于欧盟等自由经济体不会对汇率进行过度干预，则其货币相对美元升值较大，同时，能源价格冲击也相对较小。而中国对名义汇率的管理使其升值幅度相对较小，但能源价格冲击大，输入性通胀压力增加。

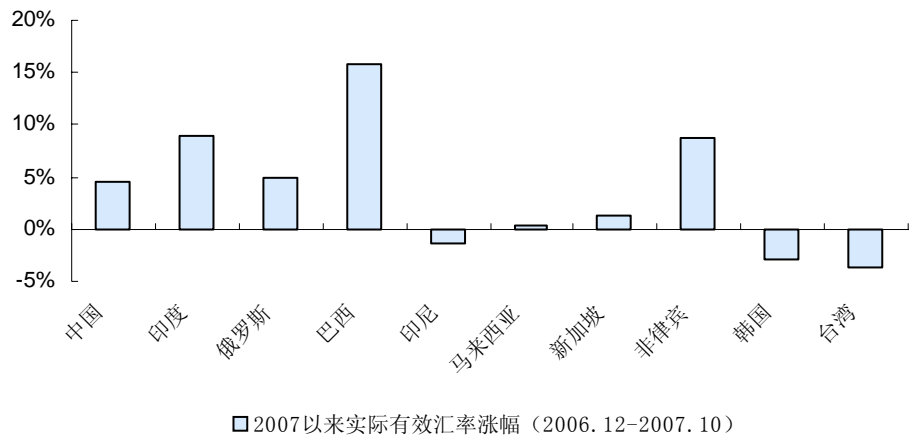
美元大幅贬值的趋势，也改变了原有美国要求中国等东亚经济体升值的压力，由此产生的更多调整成本则由欧盟等经济体承担，因此，欧盟要求中国升值的呼声不断加大。

中国等新兴市场国家货币的升值，对于欧美而言，无疑是进口价格的上升。

根据中国央行今年第三季度的货币政策报告，9 月份中国进口价格和出口价格同比分别上涨 2.3% 和 6%，贸易条件指数为 103.6，出口价格开始出现上涨。

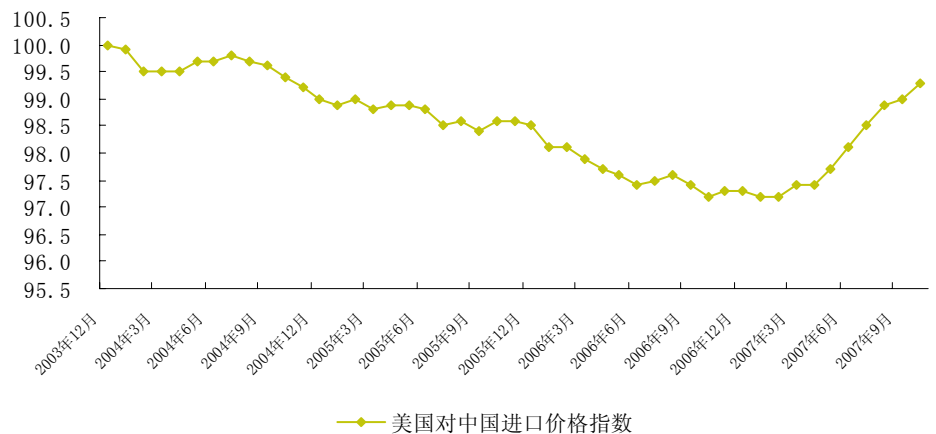
而从美国统计的从中国进口价格指数看，也在不断回升之中，可以预见，如果中国出口价格进一步上升，将给美国等发达国家带来重要影响，因为，这将更多的影响欧美核心通胀水平。

图表9: 金砖四国的实际有效升值幅度比较明显



来源：国际清算银行 国金证券研究所

图表10: 美国对中国进口价格指数开始回升



来源：BLOOMBERG 国金证券研究所

### 1.5 失衡减缓同时也带来滞胀风险

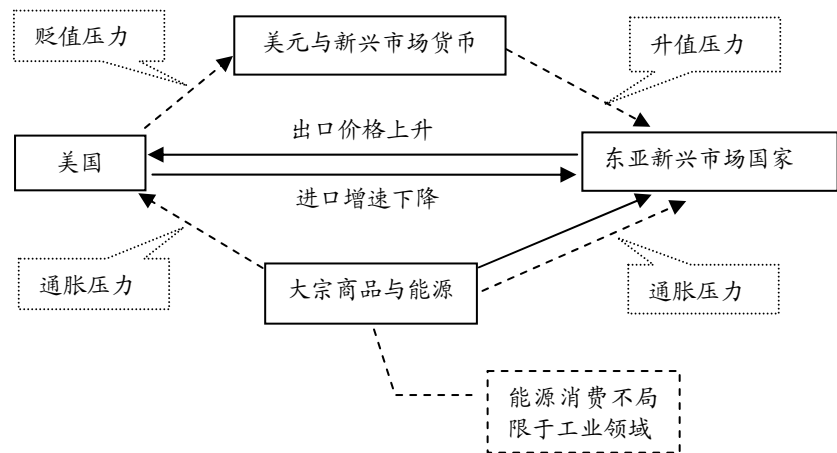
由于世界经济失衡的根本因素在于各国内部储蓄与消费的失衡，这一因素的长期存在将导致失衡形势的长期存在。

但美国过度消费并不能无限透支，次贷危机在本质上就是过度消费支付危机，而在通胀压力推动下不断提高的利率则是刺破次贷泡沫的重要因素，实际上，美国过度消费的难以为继所带来的经济减速效应，迫使世界经济失衡程度减缓，其中的杠杆因素就是美元的大幅贬值。

而对于新兴市场国家，尤其是中国，如果不能提高内需，在世界经济减速阶段，将面临双重风险：一、美国过度消费难以持续所带来的外需放缓的风险；二、国内劳动力、土地、资源品、环境成本的约束，不断提高制造业成本，并带来通胀压力，将逐渐侵蚀产品的国际竞争力。

在世界经济减速过程中，疲弱的美元、升值的新兴市场货币、居高不下的通胀压力，成为影响实体经济和资本市场的重要变量。由于中国等东亚新兴市场国家在工业与消费领域对能源都有大量需求，相对而言，大宗商品更容易受工业减速的影响，并且在供给层面，能源相比较大宗商品也更为紧张，也更容易受地缘政治因素的影响。

图表11：世界经济减缓失衡的内部关系



来源：国金证券研究所

## 2. 汇率、利率政策双翼护航中国经济平衡增长

2007 年中国经济继续取得强劲增长，GDP 保持在本轮周期的高位运行，工业增加值增速与企业利润率也在周期高位，由于实体经济盈利水平较高、贸易顺差不断增长，难以抑制企业投资的冲动和银行信贷的扩张，为了防止经济向过热转化以及通胀风险，央行货币政策不断紧缩，包括 5 次加息、9 次提高存款准备金率，定向票据和特别存款等货币政策工具也被交替使用。

压制名义汇率，鼓励了大量出口的增长，加大了贸易盈余的流入，从而加大了国内通胀压力和美元贬值压力，而通胀水平的快速上升和美元的加速贬值推升了中国实际有效汇率，从而使在全球化的环境中压制本国名义汇率政策失效。

在 2007 年 1 至 3 季度，中国名义汇率基本保持稳定，但由此带来的流动性过剩和通胀压力问题，迫使管理层连续采用存款准备金率、利率、取消出口退税等方式进行调整，但总体收效不大，随着下半年以来通胀压力持续上升，汇率政策的主动性增强已经成为不可避免的趋势。

2007 年 10 月底以来，中国名义汇率出现了明显加快升值的趋势，我们认为利用利率政策继续保持流动性紧缩，同时，加大汇率政策的主动性，有利于中国降低经济过热的风险，并真正有助于实现更为平衡和协调的增长。

2008 年，在利率与汇率的政策双翼调控下，中国经济有望在全球经济减速周期中实现软着陆。我们对 2008 年主要宏观指标的预测为：

图表 12：国金宏观对 2008 年的预测

	2007E	2008F	2009F
GDP	11.4	10.5	9.5
投资	26.5	25.8	23
消费	16.5	16.3	15.5
出口	25.5	20	18
进口	19.3	17.5	17
CPI	4.8	4.5	4
利率	4.14	4.41	4.14
汇率	7.3	6.57	6.11
M2	18.4	16.5	15

来源：国金证券研究所

### 2.1 关注要素所带来的通胀压力

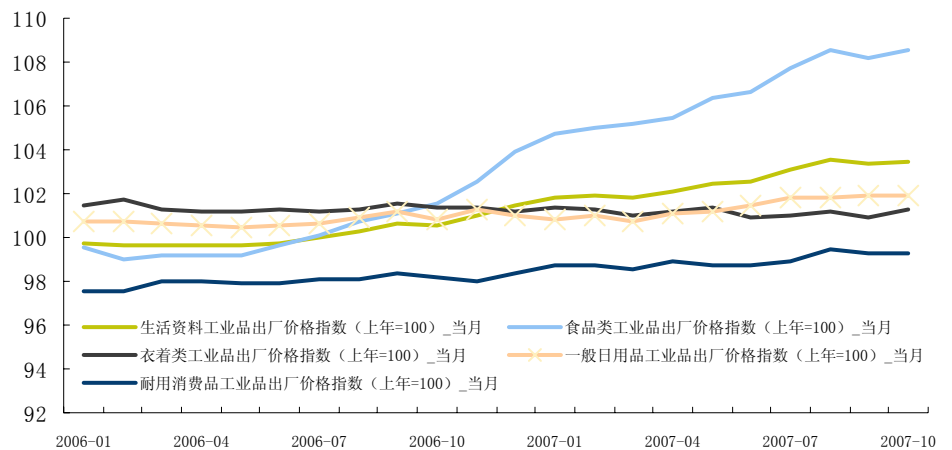
2007 年国内通胀开始走高，直接原因主要集中在食品领域，因此，往往被解释为：特殊原因的供给不足、疾病的影响、天气灾害等，这样一来，CPI 走高态势似乎只是经济局部的特殊现象，尤其是 CPI 的食品因素推动特征，使通胀形势看起来只是结构性问题。

而我们更倾向于认为中国经济偏快的增长已经面临要素供给的限制，只不过这种限制先在一些薄弱环节以特殊的形式表现出来，预计通胀的压力将在更多领域中出现，以往工业制成品领域是压制通胀力量的最后阵地，目前压力已经开始松动。

与以往情况不同，PPI 其向下游传导的基础可能已经形成，我们观察 PPI 中生活资料部门的系列指数，可以发现除了食品类涨幅较高、衣着类比较平稳以外，一般消费品与耐用消费品的价格都在缓慢回升。根据商务部调整统计调查 600 种主要消费品的供求情况看，2007 年以来实现供求平衡的主要消费品已经达到 81%，并且首次在食品领域出现了供不应求的现象，在上游成本压力持续增加，下游供求形势好转的情况下，PPI 向 CPI 的传导关系将形成。

我们预计食品因素减弱后，会使 2008 年 CPI 数据出现前高后低的波动特征，但要素价格上涨趋势将使中长期通胀压力难以消减。

图表13: PPI 中生活资料系列指数



来源: 国金证券研究所

图表14: 商务部关于 600 种主要消费品供求状况调查

时间	供过于求占比	供求平衡占比	供不应求占比
2002 年下半年	88.00%	12.00%	0.00%
2003 年上半年	85.50%	14.50%	0.00%
2003 年下半年	78.83%	21.17%	0.00%
2004 年上半年	77.00%	23.00%	0.00%
2004 年下半年	74.33%	25.67%	0.00%
2005 年上半年	73.17%	26.83%	0.00%
2005 年下半年	71.33%	28.67%	0.00%
2006 年上半年	71.67%	28.33%	0.00%
2006 年下半年	71.33%	28.67%	0.00%
2007 年上半年	22.30%	77.70%	0.00%
2007 年下半年	18.17%	81.00%	0.83%

来源: 商务部 国金证券研究所

注: 2007 年以来商务部调整了 600 种主要消费品的统计口径

## 2.2 利率政策的空间不断收窄

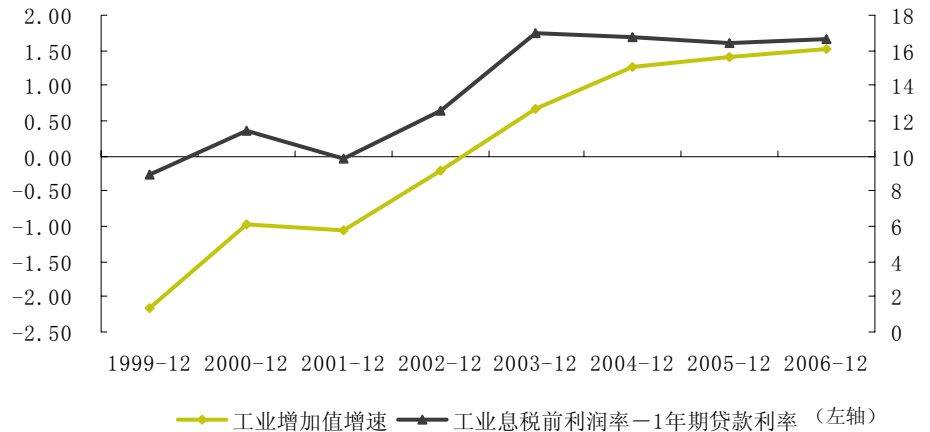
针对国内流动性过剩、通胀不断走高的形势, 今年央行 5 次提高利率和 9 次提高存款准备金率。但我们预计: 今后运用存款准备金率的空间大于运用利率的空间。

我们认为下一步贷款利率水平与存款利率水平的上调, 都将面临较为明显的限制:

从贷款利率与工业企业总资产息税前回报率的关系看, 两者一直保持了较高度度的正相关关系, 我们预计 2007 年工业总资产息税前回报率大约在 8% 的水平, 而一年期贷款利率为 7.29%, 五年以上贷款利率为 7.83%, 由于总资产回报率受到利润增长速度波动的影响而会出现波动, 但资金成本有一定刚性, 在现有总资产回报的水平下, 如果贷款利率加息 54 个基点, 过高的资金成本很可能会抑制实体经济的增长。

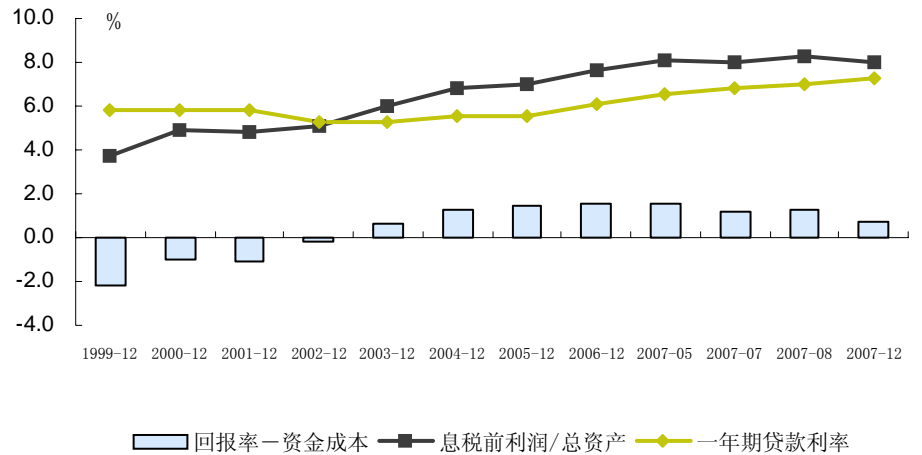
从中国一年存款利率与美国基准利率差看, 只有 63 个基点的空间, 并且人民币升值预期还在加强之中, 如果美国再次降息, 或者中国再次加息, 这一利差空间都将进一步缩小, 很可能推动国际资金流入中国套利。

图表15: 总资产息税前回报与资金缺口与工业增速历史上正相关



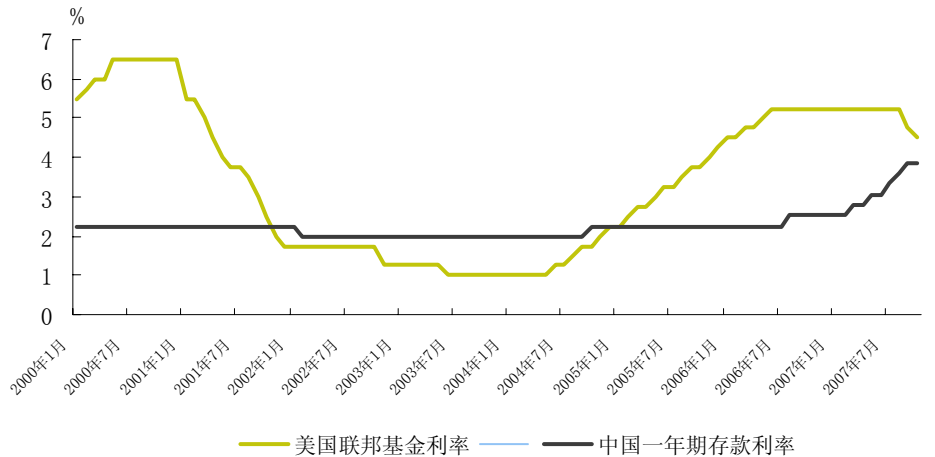
来源: 国金证券研究所

图表16: 工业息税前回报率与资金成本缺口缩小



来源: 国金证券研究所

图表17: 中美基准利率缩窄



来源: BLOOMBERG 国金证券研究所

### 2.3 汇率政策成为经济平衡发展的关键

在国际能源价格和国内要素价格的双重推动下，中国中长期的通胀压力已经在逐步加大过程之中，虽然可能由短期食品价格的影响 CPI 具体数据出现一些前高后低的波动特征，但我们从策略角度，更为关注其中长期趋势是否存在。

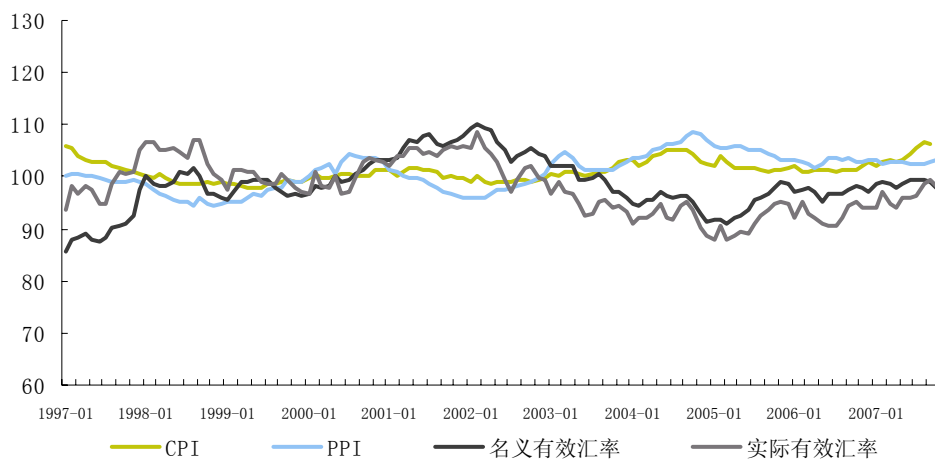
并且我们倾向于认为这种通胀压力的最终来源，本质上是中国经济增长方式与世界经济增长方式的问题，也是“失衡的增长”中固有机制缺陷的必然结果，在央行利用利率政策收效不大，并且运用空间缩窄情况下，汇率政策成为主要选择，这也是从中国角度对世界经济“失衡增长”的一种修复。

从最新的央行货币政策报告看，央行已经充分认识名义汇率对通胀的影响：“经济学的理论分析和各国的实践均表明，本币升值有利于抑制国内通货膨胀。在对资源性产品进口依赖程度加大的背景下，本币适度升值有利于降低以本币计价的进口成本上涨幅度。虽然这种传导会存在一定的时滞，但长期来看，名义有效汇率变化会对零售物价指数和生产者价格指数产生明显影响。”

我们从日本的升值过程也可以发现相似的历程：

- ◆ 在 70 年代到 80 年代中期日本虽然保持了名义汇率的缓慢升值，但实际有效汇率上升的幅度更大，原因就在于压制名义汇率升值幅度后，所带来的通货膨胀效应。
- ◆ 在 80 年代中期后，随着名义汇率的大幅升值拉动了实际有效汇率，同时也抑制了价格水平，在 90 年代的升值基本上是靠名义汇率的上升。

图表 18: 中国汇率变化与物价指数的关系



来源：国金证券研究所

图表19: 日本升值对物价水平的影响



来源: 国金证券研究所

## 2.4 汇率对经济结构的调整有明显的促进作用

我们在 2007 年四季度的投资策略报告中已经借鉴日本大幅升值对实际经济的影响进行了分析, 其结论是: 在一个阶段较快提升实际有效汇率水平后, 对于经济结构的调整有明显的促进作用。

日本案例:

我们从 80 年代日本大幅升值后对 GDP、出口、投资、利润的影响看, 短期大幅升值对经济增长、企业利润有明显的负面影响, 但对于消费的负面影响相对较小。

自 1987 年开始, 日本经济增长开始恢复, 消费、投资和企业利润增长都超过了 1984 的水平, 但值得注意的是, 出口增长虽然恢复但没有高过 1984 年的水平, 相反, 进口增长明显加快, 在这一过程中进口收益大过了出口损失, 内需型产业得到了发展。

从日本的情况可以看出, 阶段性快速升值对出口影响最大, 其次是投资和消费, 而阶段性快速升值后, 投资和消费都强劲回升, 只有出口与进口的表现有了趋势性的变化。而制造业与服务的增长在快速升值阶段也有所不同, 整体制造业受到负面影响, 增长出现波动, 但在这一阶段服务业增长依然保持稳定, 没有受到过多的负面影响。

日本汇率的大幅升值对实体经济增长而言只是短暂受到了影响, 而出于对升值负面影响过于担心, 日本央行大幅下调贴现率, 在实体经济增长迅速恢复的同时, 也由于货币政策过于宽松, 推升了资本市场的泡沫。

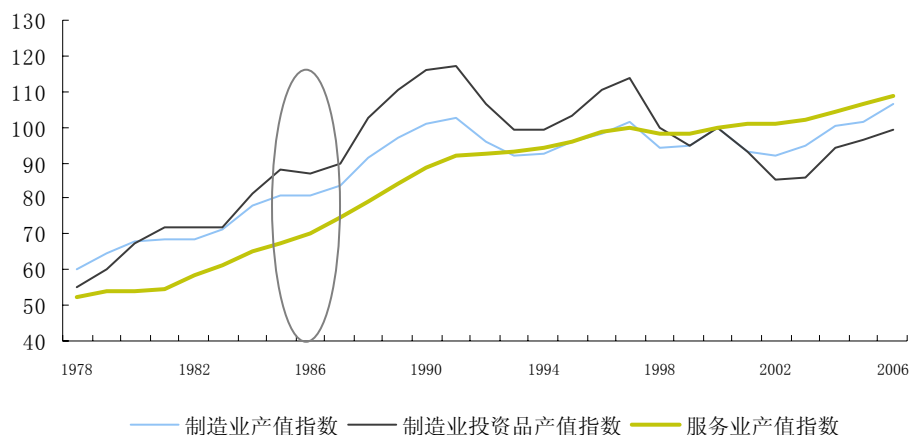
从中国与日本制造业快速发展过程中, 名义汇率与实际汇率的阶段变化具有较强的相似性, 从日本的案例我们可以看到成功的汇率政策的变化可以给中国经济带来更协调、更平衡增长的前景。从这一角度, 我们不应对某个阶段的较大幅度升值所带来的减速效应过多恐惧, 因为, 在经济增长速度略有放缓的背后, 实际经济结构更为健康, 产业发展更为协调, 增长质量得到提高。

图表20: 80 年代日本升值期间宏观变量的变化

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
汇率%	-1.05	12.4	13.93	10.93	0.86	-15.46	-0.59
GDP	3.1	5.1	3	3.8	6.8	5.3	5.2
出口%	15.7	3.9	-16.8	-6.0	2.8	11.9	8.8
进口%	8.8	-2.8	-32.0	-0.9	12.0	22.0	16.2
消费	2.4	4	3.3	4.1	4.9	4.8	4.6
设备投资	8.5	16.4	6.2	3.9	17.1	15.7	10.1
利润	17.9	3.9	-1.6	27.6	25.6	14.7	-6.9

来源: 《经济财政白皮书》 国金证券研究所

图表21: 日本大幅升值导致制造业增长放缓



来源: 国金证券研究所

### 3. 升值进程中要素重估的挑战

#### 3.1 压制汇率与供给限制加大要素重估压力

中国制造的竞争力来源于三个方面: 一、生产效率的提高; 二、受管制的汇率水平; 二、偏低的生产要素价格水平与资源价格水平。

近来的讨论经常将生产要素与资源品笼统成为要素, 但通常经济增长中提到的生产要素一般指: 劳动、土地、资本、企业家才能。其中土地是一个广义的概念包括广义的自然资源, 由于生产要素的重要特征是对其使用权进行交易, 而非一般商品是对所有权进行交易, 因此, 我们认为环境成本符合这一特征, 属于生产要素范畴, 出于习惯性角度, 我们在以下的分析中并未严格区分这一概念。

造成要素与资源价格偏低的原因, 部分是由于过剩的供给, 部分在于定价机制的扭曲。中国一般商品价格已经放开, 但劳动、土地、资源、资本、环境等要素价格机制并没有理顺, 依然受到程度不同的管制。

扭曲的劳动力价格、土地价格、资本价格、环境价格在这段时期均可以转化成出口部门企业利润, 这对于企业的利润增长而言是“扭曲制度下的红利”, 造成了企业竞争力的失真以及汇率升值压力过大。

并且, 这些基本要素价格的综合水平如果长期扭曲, 与压低的汇率水平相结合, 则必然会导致国内出口部门的投资过度扩张以及吸引大量进行要素套利的国际资本流入。因此, 在资源价格体制方面, 十七大报告提出: “发展各类生产要素市场, 完善反映市场供求关系、资源稀缺程度、环境损害成本的生产要素和资源价格形成机制。”

我们关注到要素重估的进程主要被两方面所推动: 一、被管制的汇率水平加大了要素重估的压力; 二、长期过快增长导致要素供给条件已经发生了重要变化。

要素价格的上升可能使结构型通胀向全面通胀转化, 因此, 资源定价机制的改革在通胀压力下迟迟没有实质性进展, 管理层必然需要一个相对温和的环境才能推进。但由于其他更为关键的要素价格管制逐步松动, 通胀压力在供给层面不断聚集。

劳动力、土地、资源、环境成本这四大因素已经逐渐在推高中国制造的成。其中, 除能源以外的矿产类资源品基本实现了市场化定价和自由贸易, 经济较快的增长也最先反应到此类要素价格之上, 国内紧张的供求拉动了国际市场价格, 成为推动商品牛市的重要力量。



而土地、劳动力、环境是这些因素中最为关键的要素，也是不可贸易程度较高的要素，今年以来珠三角、长三角、环渤海地区土地和房产价格均大幅上升，“民工荒”的有增无减，工资水平的加快增长，以及难以控制的环境污染形势，都已经表明维持了多年的生产要素低成本优势正在发生重要改变。

### 3.2 劳动力成本优势还能保持多久？

#### - 还有优势，但工资水平已经开始快速上升

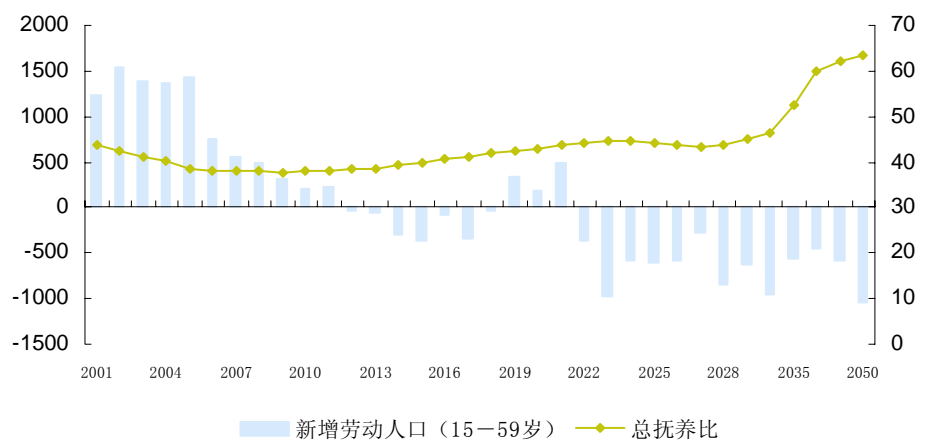
根据社科院人口所的研究：在 2007 年至 2010 年，我国 15 岁至 59 岁的新增劳动人口数量在“十一五”后两年中迅速下降，并将于 2012 年出现负增长，总抚养比也将在 2009 年达到最低点 37.82%，2010 年后开始回升。从人口结构趋势看，中国的“人口红利”时代即将结束。

2007 年出现的民工短缺与工资上涨现象已经预示着这种结构性变化来临之前的压力增加。目前民工短缺更多的是 20-30 岁之间的年轻劳动力的短缺，而非整体的短缺，但企业用工结构的高龄化，将导致福利、医疗等费用的增加，从而推动工资总水平的上升，这使劳动力成本上涨提前发生。

从 IMF 的亚洲国家劳动力工资与美国比较的数据看，中国目前绝对工资水平依然低于大部分东亚国家，但 2000 年以来增长数度非常快，这种现象与以上的分析结论相一致，也与中国统计局的工资增长率的指标相一致。

中国劳动力成本优势相比较东亚经济体，依然可以保持 3 年左右的比较优势，但随着工资水平的加快上升，对这种比较优势的侵蚀将越来越明显。

图表22: 人口结构的压力逐步增大



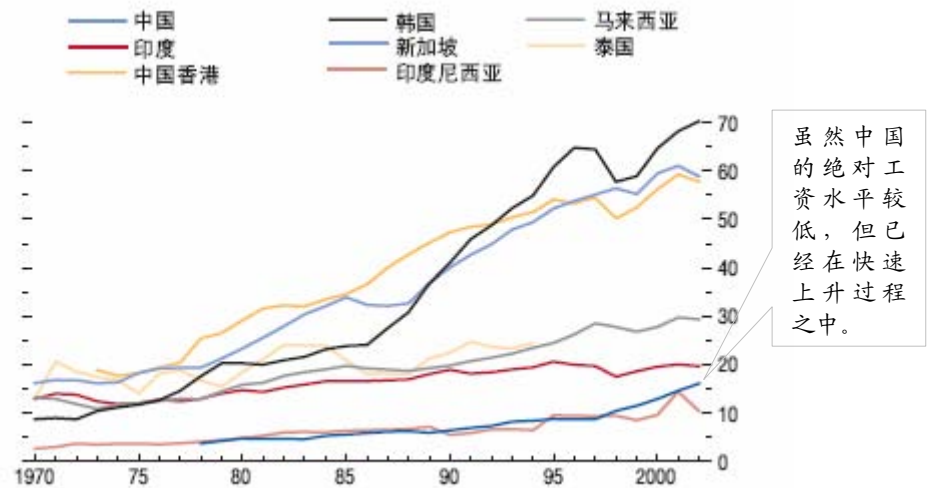
来源：张车伟，《劳动年龄人口变动与就业发展战略》 国金证券研究所

图表23: 工资增长率不断提高



来源: 中经数据 国金证券研究所

图表24: 亚洲国家制造业工资占美国制造业工资的比例



来源: IMF 国金证券研究所

### 3.3 土地紧缺局面能够缓解?

#### - 不能缓解, 土地价格继续被推高

2002 年以来土地价格上涨速度明显高于房屋销售价格, 2007 年这一现象尤为明显, 我们认为较长时期土地供求关系的紧张, 本质上是土地作为要素价格被低估所导致。在土地协议转让被拍卖机制代替后, 压制要素价格的情况出现松动, 土地要素开始了重估的进程。

同时, 我们也注意到今年以来房屋租赁价格指数开始稳步上升, 其中商业写字楼的租赁价格上涨最为明显, 这很大程度上反应了真实需求的趋势, 在房价快速上涨后, 租赁价格调整落后于当期房价, 导致租售比的下降, 但这不能说明房价上涨是不理性的投机推动, 当租赁价格逐步跟上后, 说明真实需求的支撑也在不断提高之中。

而这种现象的本质是: 中国土地供求的紧张关系在加剧。

中国的耕地面积不到世界 10%, 却需要承载着世界 22%的人口。2006 年 10 月 31 日中国耕地只有 18.27 亿亩, 人均仅有 1.39 亩, 还不到世界人均水平的 40%。根据我国的农业生产发展状况, 到 2010 年和 2030 年, 如果我国粮食完全自给, 需要耕地数量分别为 19.2 亿亩和 19.47 亿亩, 如果实现 1996 年我国政

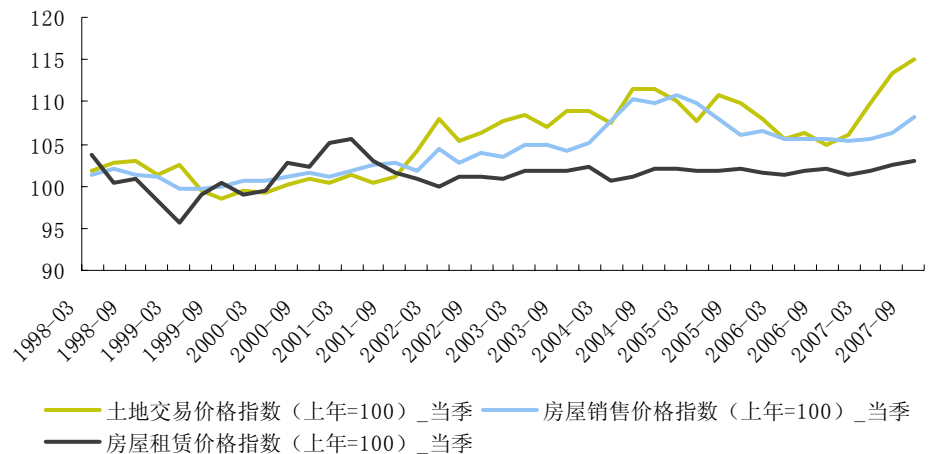
府发布的《中国的粮食问题》白皮书中确定的粮食 95% 的自给目标，则需要耕地分别为 18.24 亿亩和 18.5 亿亩。

根据国土资源部统计：“十五”期间我国共新增建设用地 3285 万亩，其中一半占用的是耕地。“十一五”规划要求在“十一五”期间保证 18 亿亩耕地的红线不被突破，并且在这一水平上，耕地依然不足，中国依然需要进口粮食。

因此，“十一五”期间新增建设用地只有“十五”期间的三分之一。

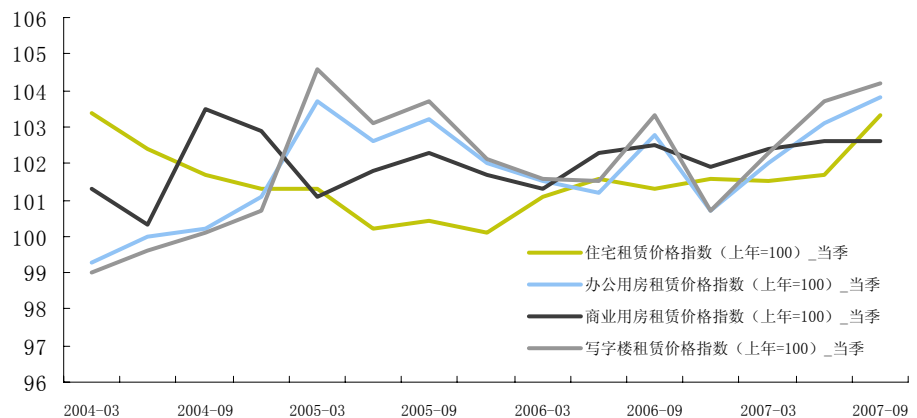
中国工业化与城市化的进程不断加速，在土地供求方面的矛盾愈加严重，我们认为这从根本上导致土地紧缺局面不能缓解，从而必然不断推动土地价格。

图表25: 土地价格增长开始加速



来源: 国金证券研究所

图表26: 2007 年租赁价格出现普遍上涨



来源: 国金证券研究所

### 3.4 环境成本将迅速上升?

#### - 是的，环保产业投资将大幅增长

中国快速的工业化、城市化进程与环境保护之间矛盾已经十分尖锐。

中国长期积累的环境问题尚未解决，新的环境问题又在不断产生，一些地区环境污染和生态恶化已经相当严重。主要污染物排放量超过环境承载能力，水、大气、土壤等污染项目日益严重，固体废物、汽车尾气、持久性有机物等污染

详细请见: 《环保产业投资专题报告》

持续增加。流经城市的河段普遍受到污染，1/5 的城市空气污染严重，1/3 的国土面积受到酸雨影响。全国水土流失面积 356 万平方公里，沙化土地面积 174 万平方公里，90% 以上的天然草原退化，生物多样性减少。

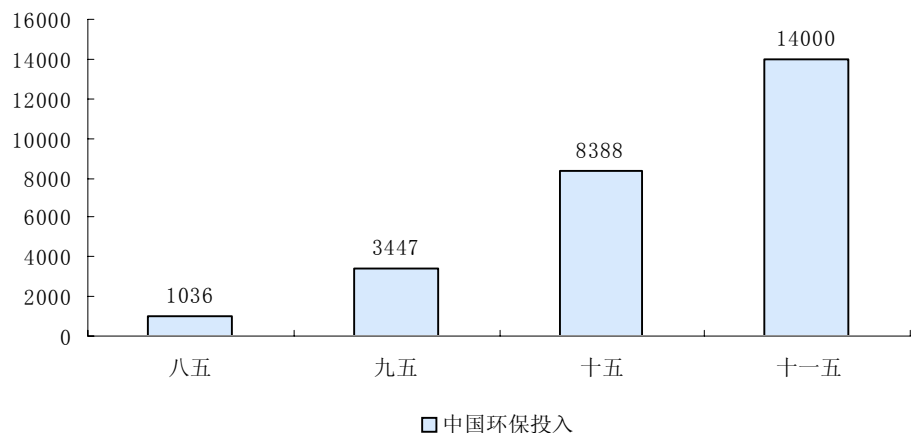
由于环境污染所造成的经济损失没有较为明确的统计口径与统计方法，因此，我们只能根据几种不同来源的资料进行估算：

- ◆ 联合国的《2002 年中国人类发展报告》测算，环境问题使中国损失 GDP 的 3.5% - 8%。
- ◆ 2006 年我国首份绿色 GDP 报告出炉，国家环保总局和国家统计局联合发布《中国绿色国民经济核算研究报告 2004》，测算结果表明：2004 年全国因环境污染造成的经济损失为 5118 亿元，占当年 GDP 的 3.05%。
- ◆ 《中国的环境保护（1996—2005）》白皮书的发布会上，国家环保总局副局长祝光耀认为：中国的环境污染带来的经济损失可能占到国内生产总值（GDP）的 10% 左右。
- ◆ 根据 2007 年世行的《中国污染代价》报告，在许多中国城市，空气与水源污染的代价可能达到中国国民生产总值(GDP)5.8%。

这些估算范围大约在 GDP 的 3% - 10% 之间，在此基础上，我们认识到：如果充分考虑污染的代价，中国经济的高增速的光环将大打折扣。而累计形成的环境欠账，只有通过大幅提高环境使用成本，并对环保产业的大力投入才能得到部分弥补。

这意味着这不断推高环境成本在产品成本中的比重。

图表27：中国环保计划投入迅速增长



来源：国金证券研究所

### 3.5 中国拉动国际能源价格？

#### - 或许是的，中国能源紧缺状况难以逆转

详细请见《节能产业投资专题报告》

《中国能源》的预测，“十一五”期间能源供求紧张状况不会改变，7000 万吨 tce 左右的缺口始终存在。我国工业化和城镇化进程将继续加大能源需求，在能源供给难以有效提高的情况下，将面临能源长期紧张的局面，这一趋势在“十一五”期间难以逆转。

从 BP 统计的 1996 年至 2006 年世界能源消耗看，中国遥遥领先于世界平均水平，甚至也明显高于亚洲新兴市场，这是重化工业加速发展必然的结果。

但同时我国能效问题非常突出，从能源消耗强度来看，2003 年按汇率计算的每亿美元能耗，我国比目前世界平均水平高 2.2 倍，比发达国家美国、欧盟、日本分别高 2.3 倍、4.5 倍、8 倍，考虑环境可比因素，比同样是发展中国家的印度还高 0.3 倍。

自 1993 年我国成为石油净进口国之后，由于自身的石油储量非常有限，我国石油对外依存度从 1995 年的 7.6% 不断提高，目前已经超过 40%，预计到 2020 年，石油对外依存度有可能接近 60%。根据我们石油石化研究员的统计分析，2006 年中国在目前世界原油消费增量中，占据近 70% 的份额。

低能效与石油资源的缺乏，必然导致中国对煤炭资源的过度依赖，由此，能源问题与环境问题交织在一起，迫使能源成本与环境成本同步上升。

图表28: “十一五”期间一次性能源的供求预测

	2006	2007	2008	2009	2010
需求量 (万 tce)	190060	208686	227260	244758	261890
生产量 (万 tce)	182400	200330	219520	239694	254787
缺口量 (万 tce)	-7660	-8356	-7740	-5064	-7103

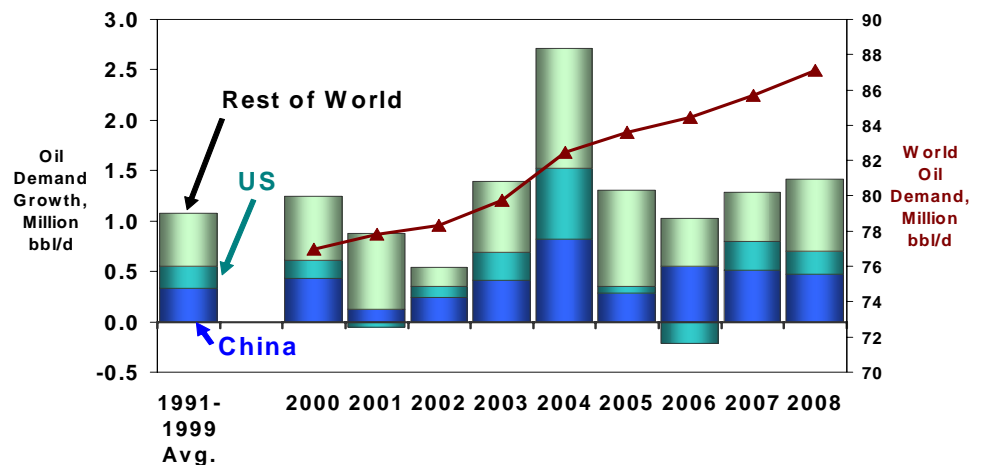
来源: 《中国能源》国金证券研究所

图表29: 1996 - 2006 年十年以来世界能源消耗增长 (单位: 百万吨原油)

	1996	2006	增长
全球	8380.1	10878.5	29.8%
OECD	4614.3	5553.7	20.4%
新兴市场	1948.6	4278.7	119.6%
欧洲	2802.1	3027.2	8.0%
亚洲及澳大利亚	2287.8	3641.5	59.2%
北美	2464.9	2803	13.7%
美国	2130.3	2326.4	9.2%
法国	243.4	262.6	7.9%
英国	230.1	226.6	-1.5%
日本	501.8	520.3	3.7%
中国	874	1697.8	94.3%
印度	246.7	423.2	71.5%
韩国	164.7	225.8	37.1%
印度尼西亚	78.2	114.3	46.2%
台湾	69.2	113.6	64.2%
泰国	56.3	86.1	52.9%
马来西亚	35.2	67	90.3%
新加坡	28	50	78.6%

来源: BP 国金证券研究所

图表30: 中国在世界原油消费增量占有重要份额



来源: 美国能源部 国金证券研究所

## 4. 2008 年企业盈利增长环境分析

### 4.1 劳动生产率的提高难以抵御成本上升

中国工业企业的成本费用在 2007 年中期以后出现增速上升的现象。

我们观察中国工业企业销售成本和三项费用的增长情况，2005 年与 2006 年成本与费用增长水平不断下降，由于这段时期上游价格水平依然较高，出现成本费用增速的下降主要的原因在于规模效应和生产效率的提高。

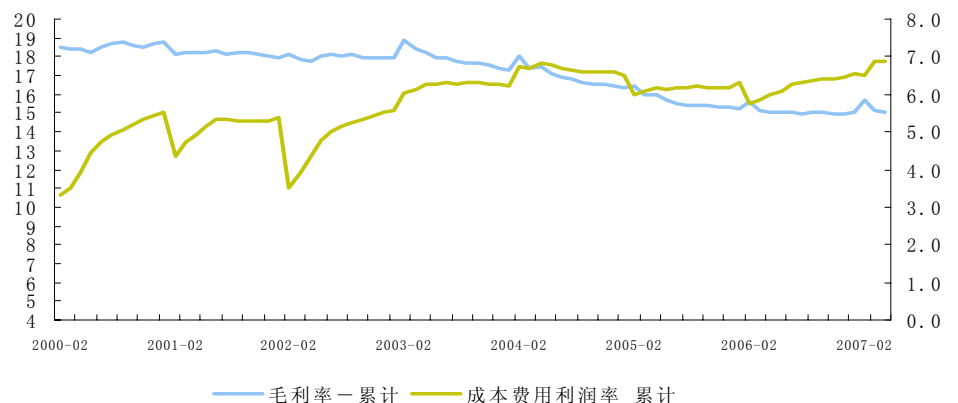
效率的提高导致毛利率与成本费用利润率不同的表现。工业企业的毛利率情况基本稳定，但有缓慢下降的趋势，说明成本压力的持续增长，但成本费用利润率保持在景气周期高位，这两者的区别应是效率提高后费用增长速度较慢所致。

2007 年中期以来，成本、费用出现了明显上升的情况，我们认为这是基本生产要素在逐步推高企业成本，虽然效率提高对此有一定消化的作用，但在基本生产要素价格上涨较快的情况下，其作用就相对有限。

我们认为通过效率提高消化上游成本上升的空间已经很小，如果继续保持工业的扩张速度，成本与费用的增长将继续提高，从而侵蚀工业利润的增长，而工业品价格向下游传导与提高产品附加值结构，能够缓解这种现象。

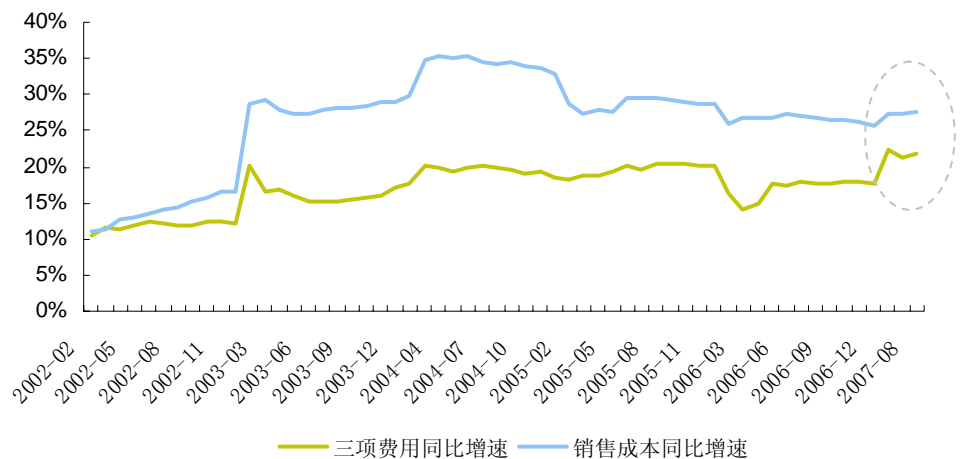
但整体而言，在要素重估的推动下，工业企业利润率可能出现平缓的下降。

图表31: 毛利率与成本费用利润率比较



来源: 国金证券研究所

图表32: 工业企业销售成本与三项费用增速



来源: 国金证券研究所

#### 4.2 实际有效汇率的升值可能阶段性抑制工业利润增长

从本轮经济周期的增长结构上看, 第二产业与第三产业的增长共同推动了 GDP 的增长, 但目前中国的增加值增长依然主要依靠第二产业, 虽然第三产业增速开始明显加快并创出新高, 但由于绝对增速低于第二产业, 导致在 GDP 结构中服务业的占比并没有不断提高, 相反有所降低。

2002 年以来出口增长对工业增加值增速的影响逐步加大, 同时, 我们也观察到出口对中国重工业增长的影响要大于轻工业, 并且由于第二产业增加值波动的主要来源于重工业, 在很大程度上, 我们认为其中的逻辑过程是: 出口影响了重工业的增长, 重工业的增长影响了整体工业增长, 从而出口影响了工业增长周期, 而又由于第二产业在 GDP 中的构成较高, 导致了 GDP 对出口的敏感。

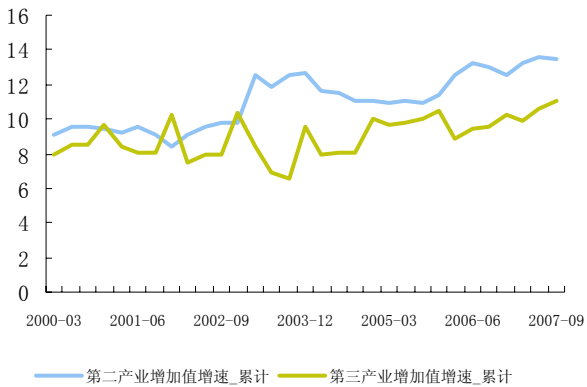
从 1997 年以来实际汇率与中国出口的关系可以发现, 实际汇率与出口增速有着比较清晰的反向关系。因此, 可以预见, 随着实际汇率的进一步上升, 出口增速将继续有所下降, 并且, 重工业增长的趋缓将影响工业利润的增速。

A 股本轮牛市是建立在利润与流动性的双重贡献之上, 而这种利润增长本身来源于以重化工制造业外向型扩张, 以及由此必然带来的流动性涌入, 而实际有效汇率的提高有助于减缓这一过程, 同时促进内需型产业的发展, 促使经济结构向第三产业的转换。

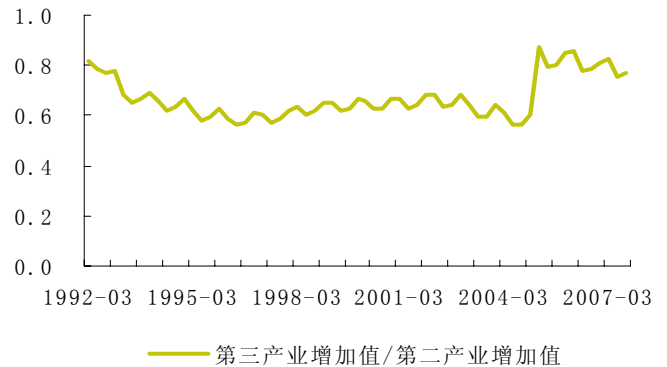
从理论上分析, 名义有效汇率的大幅上升可以降低出口部门与进口替代部门的竞争力, 从而使进口增长趋缓, 同时进口增加, 降低贸易盈余, 由于出口部门的产能回流导致通胀水平的下降, 而通胀水平的下降也会减弱名义有效汇率升值的效果, 从日本的情况也可以得出相似的结论, 在 1986 年大幅升值后, 1988 年贸易顺差再度开始增长。

如果央行针对较高的通胀水平提高名义汇率, 会导致实际有效汇率在明年上半年保持较快幅度升值, 其带来的紧缩效果比较明显, 但会因为下半年的通胀压力下降, 而被一定程度削弱, 因此, 实际影响是上半年要大于下半年。

图表33: 第二、三产业增加值增速比较

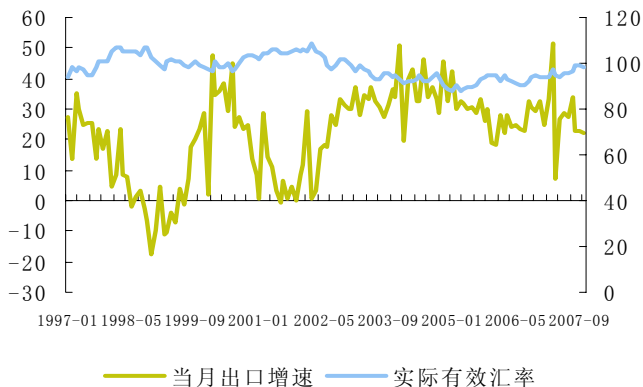


图表34: 第三产业与第二产业增加值比较

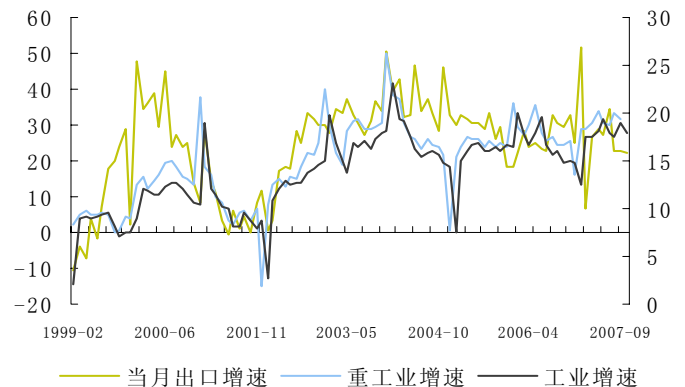


来源: 国金证券研究所

图表35: 实际汇率影响出口增速



图表36: 出口增速影响工业增加值增长



来源: 国金证券研究所

### 4.3 2008 年工业利润增长趋势: “前低后高”

从国家统计局的工业利润数据以及国资委的重点国有企业利润数据看, 两者从 1999 年以来都保持了较高的一致性, 今年的利润增长趋势呈现出前高后低的态势, 但回落趋势相当平稳, 预计 2007 年全年增长水平超过 2006 年的 31%, 大致在 31-35% 的区间之内。

而 2008 年企业盈利波动的特点应是: “前低后高”, 主要由以下三个因素所影响:

- ◆ 考虑基数效应, 2008 年的利润增长态势很可能与 2007 年相反, 体现出前低后高的态势;
- ◆ 考虑 CPI 波动的特点, 明年上半年偏高, 下半年将有所回落, 因此, 预计宏观紧缩力度也是上半年大于下半年, 在名义汇率和 CPI 双重影响下, 预计 2008 年实际有效汇率在上半年升幅较下半年更为明显;
- ◆ 考虑美国经济 2008 年上半年依然在次贷危机的余波之中, 而下半年积极的因素将更为明显, 外需环境将有一定改善。

综合而言, 利润基数的前高后低、CPI 的前高后低、实际有效汇率的前高后低、外需环境的前紧后松, 都对工业企业经营环境造成重要影响, 我们认为 2008 年企业利润增长上半年的环境要紧于下半年, 利润增长趋势很可能表现出前低后高的特点。

我们从 2005 年宏观调控的节奏可以得到一定借鉴, 当时由于宏观调控力度较大, 导致工业企业利润增长跌破 20%, 在 2005 年 4 月达到本轮景气周期的低

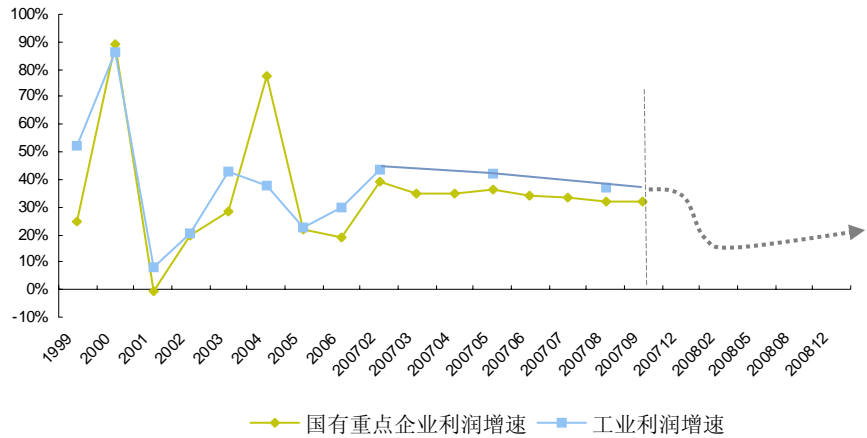


点 15.6%，企业层面的呼声很高，结果导致 2005 年下半年信贷与投资逐步宽松。

并且从名义汇率上调的方式看，小幅度持续上升容易引发持续升值预期，不如在通胀压力较大的阶段，较快上调名义汇率，出现了抑制通胀的效应时，再放缓升值步伐，有利于打破持续升值预期。

因此，我们判断从管理层调控节奏的角度，2008 年下半年的增长环境也会相对上半年有所宽松。

图表37: 工业企业利润增速逐步回落



来源：国金证券研究所

## 5. A 股投资策略：在转型的增长中寻求宏观投资机会

### 5.1 升值过程中的优势资产与风险资产

#### 升值对不同贸易方式的影响

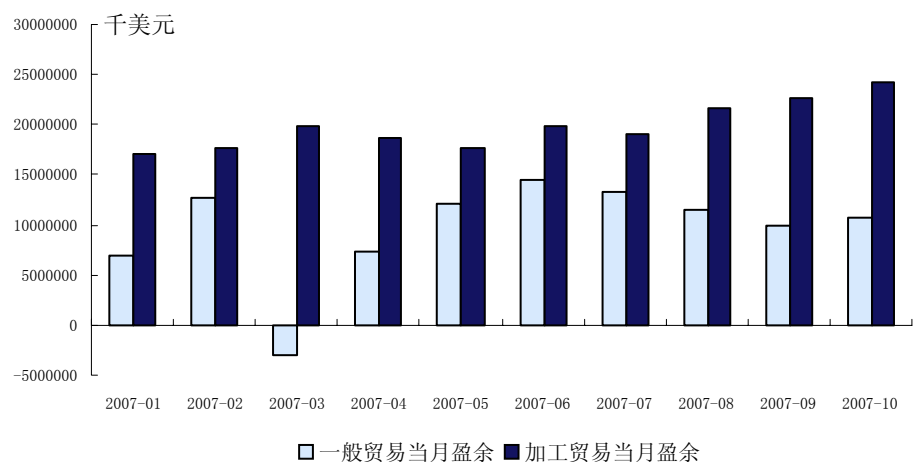
我们观察到今年 7 月份以来实际有效汇率出现了明显的升值，但对于贸易盈余而言，只是降低了其增长速度，总体贸易顺差还保持在较高的水平。

升值对不同贸易方式的影响有较大的不同：一、对一般贸易而言，升值抑制其顺差产生有较为明显的作用；二、对加工贸易而言，如果从静态看，升值带来出口价格上升，进口价格下降的效应，对加工贸易顺差有推动作用，但实际由于出口会受到负面影响，波及进口，因此，在长期不会大幅增加贸易顺差。

目前阶段，由于中国实际有效汇率出现明显升值的时间很短，加工贸易盈余出现增长，而一般贸易盈余出现下降，当然，目前数据变化也应考虑出口退税等政策的抑制作用。

虽然目前 A 股市场直接的资金流入最大来源是居民的储蓄，但引导这种金融资产结构进行调整的基础是对经济增长与贸易顺差充裕的预期，因此，如果贸易盈余的变化影响基础流动性的过剩局面，储蓄分流的预期也会受到一定影响。

图表38：2007 年一般贸易盈余与加工贸易盈余



来源：国金证券研究所

#### 优势资产与风险资产

综合而言，升值的结构性影响并不局限于贸易方式的不同，根据进出口关联程度的高低不同，我们认为有三类行业或企业升值的负面影响较小：

- ◆ 进口国外原材料而产品用于国内市场，如造纸、航空；
- ◆ 进口原材料同时产品出口，且前者比例较高，如钢铁；
- ◆ 加工贸易占比较高的行业，如电子；

这些行业在人民币升值时出口产品的价格下降会被进口成本的下降所抵销，因此，汇率的影响相对较弱。

而与以上情况相反，以下四类行业的汇率升值将造成负面影响：

- ◆ 利用国内资源大量出口的行业，如家电；
- ◆ 进口占比较高的消费品行业，如奢侈品；
- ◆ 进口替代型企业；

◆ 进口比较高的农产品。

但实际情况可能更为复杂，对消费品而言，一般消费品与高档奢侈消费品情况有较大差别，国内一般消费品具有较强的价格竞争力，不会有过多的负面影响，而高档奢侈消费品负面影响相对较大，但国内企业实际上在奢侈品领域非常少，比如，高档轿车；而对于设备类投资品而言，由于大量此类企业都属于进口替代型，因此，会有一定负面影响，但同样由于国内此类产品具有较高价格竞争力，实际冲击不大。

综合看来，我们认为：

- ◆ 内需型消费品、消费型服务业、航空、造纸行业，在升值过程中属于优势资产。
- ◆ 简单出口型的行业受冲击将比较明显，如：纺织、服装、家电、原料药等行业，属于风险资产。
- ◆ 由于出口产品的毛利率水平将受到影响，企业将积极提高出口产品的结构，由此促进能够带来产品升级的设备类投资品需求的快速增长，我们看好能够带动制造业升级的设备类投资品，如：数控机床、新型纺织机械设备、节能环保设备等，也属于优势资产。
- ◆ 此外，金融地产也属于升值过程中的优势资产，其中银行情况比较特殊，在升值过程中既有金融需求提升所带来的正面影响，也有海外资产贬值的负面影响，但我们更关注制造业的盈利水平的变化对银行资产质量的影响，在增长周期中能够保持正面影响。

## 5.2 要素价格重估带来的投资机会

要素价格上涨加大了通胀压力，同时也加大了实际有效汇率升值的压力，在名义汇率调整较为缓慢的情况下，过快的经济增长反过来加剧了这些要素的供求紧张局面，导致要素价格上涨的压力迅速上升，并且，我们关注到劳动力、土地、环境成本、资源能源，在供给条件方面逐渐收紧，供给的限制导致其获得越来越强的定价优势，从而使这些要素的价格上涨幅度与速度均会超过企业利润增长的幅度与速度。

而在这些要素中，具有不可贸易品特征的是土地、劳动力、环境成本、资源使用权，由于其供给紧张趋势在本轮经济增长周期中具有不可逆的特点，因此，价格上升趋势最为稳定，对实体经济的影响也最为深远。

### 劳动要素重估趋势所带来的收入效应：内需型消费品以及消费型服务业

新增劳动人口的降低与一般劳动力的“高龄化”都在推动劳动力工资的快速提高，对工业企业而言，工资的提高无疑是成本的增长，竞争力的减弱，但同时社会收入效应增长，也将明显推动消费与服务产业的增长。

从 2005 年以来城乡居民收入增速开始提高，推动消费性支出保持了较高增速，反应到全社会消费品零售总额数据上，名义值不断创出新高，实际值也保持了较高增长水平。

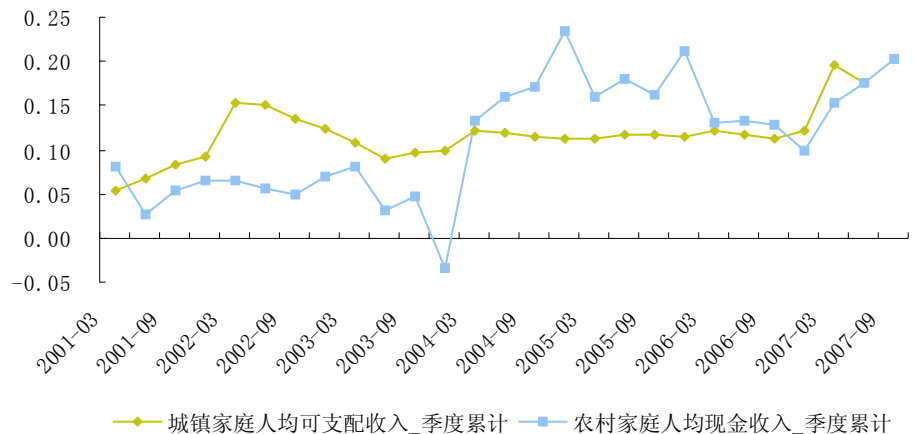
但在本币升值过程中，收入提高效应，并不一定对所有消费品有利，对于进口占比较高的消费品或者需要大量出口的消费品实际促进作用可能并不明显，并且劳动要素重估可能会降低一些劳动密集型消费品企业的利润率水平。

因此，我们认为在收入提高与消费增长效应主要对内需型消费品以及消费型服务业较为有利：

一、内需型消费品主要包括：食品、饮料、轿车、医药（不包括原料药）

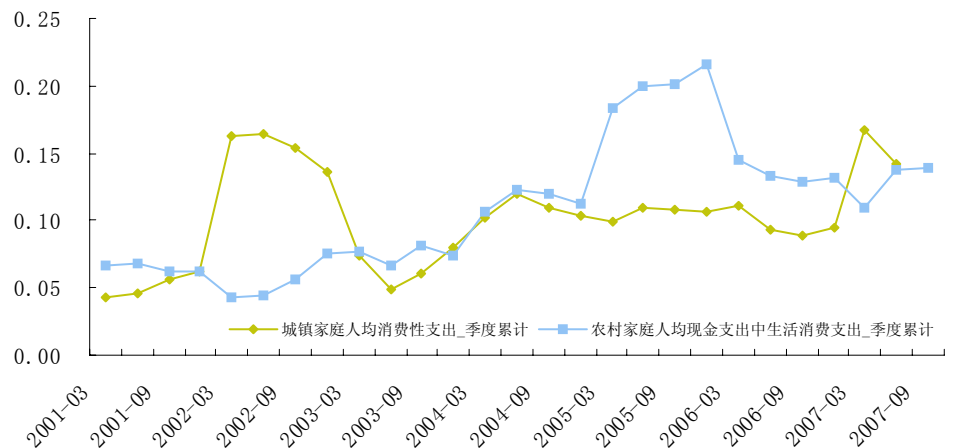
二、消费性服务业：百货零售、酒店、旅游、航空、传媒

图表39: 城乡居民收入增长



来源: 国金证券研究所

图表40: 城乡居民消费增长



来源: 国金证券研究所

### 土地要素重估趋势所带来的投资机会: 土地为王

由于土地的市场交易机制形成, 对未来土地价格的预期可能使土地交易价格出现过快上涨, 地产商不断“天价”拿地行为就是对这种预期的强烈反应。

但我们需要清晰看到, 土地要素的重估其最大收益环节并不一定在房地产开发环节, 由于土地需求有多种来源, 如工业、商业、居民等, 因此在供给的紧缺性角度上土地大于住宅。假设土地价格上升幅度远大于房屋价格上升幅度, 房地产开发企业的利润率空间实际上在缩窄, 因此, 其利润率水平某种程度上取决于房屋价格相对土地价格的上升幅度, 当然, 房地产企业也可以提高开发周转率, 但在土地紧缺的前提下, 这一模式似乎很难长期持续。

由于中国经济增长动力依然在持续, 对土地的强大需求也在持续, 现阶段我们并不怀疑房地产企业的价格传导能力, 因为强大的需求规模足以支撑、甚至放大这种传导。但也不能容忽视这种终端价格的波动对政府以及真实消费需求承受力的影响, 主要原因在于房价短期上升速度要远快于真实消费能力上升, 由此, 可能带来阶段性的政策风险, 并最终导致物业税的出台。

因此, 我们看好土地重估过程中所能带来的长期趋势, 但认为更应回归“土地为王”的核心, 其中两类企业尤其值得重视:

### 一、拥有稀缺土地资源的持有型物业企业

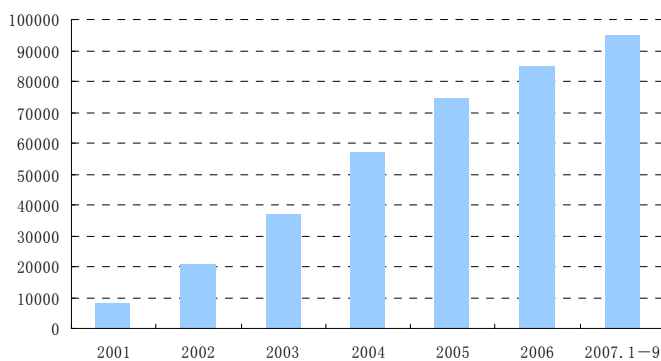
由于土地的紧张以及租金的上涨，会带来两个方面的效应：一、提高持有物业的本身价值；二、租金的提高带来收入的增长。我们认为这种类型企业从长期角度看租金收入上升趋势可能会超出预期。

### 二、拥有“土地红利”的开发类企业

现有房地产开发商，已经囤积了较多的待开发土地，这些“土地红利”将在未来两年释放。

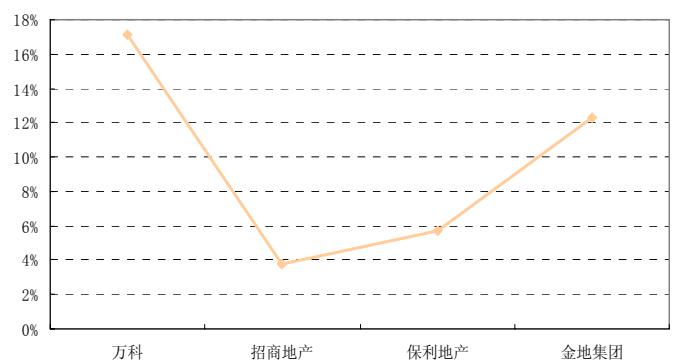
我们房地产行业研究员统计：从 2001 年至今，已经出让给开发商但未开发用地约 9.51 亿平方米，相当于过去三年平均开发量的 4.24 倍。并且，从现有跟踪的重点公司结算面积和储备面积比例看，很多房地产开发企业还有较多的“土地红利”可以释放。

图表41：未开发用地累积情况 单位：万平方米



来源：国金证券研究所

图表42：结算面积占储备面积的比例



### 详细请见《环保产业投资策略专题报告》

### 环境成本重估趋势所带来的投资机会

环境成本提高带来两类投资机会：一、高污染行业因门槛提高后，行业集中度迅速提高，中小产能退出，产品价格相应上涨；二、环保产业投入大幅增长后，拉动相应产业增长，包括：环保设备、污水处理等行业。

2007 年减排压力加大后对高污染、高排放行业产生了几方面的影响：一、小企业被关停，行业集中度提高；二、原本产能过剩行业的供求关系发生变化，价格出现回升；三、促使企业加大环保投入，但小企业难以连续投入，从而稳固了产业结构调整的效果；四、行业内大企业业绩面临迅速回升，带来相应的投资机会。从造纸、医药、染料、电石等行业的最近情况看，已经有不同程度的反应。

我国环保产业将进入持续高速增长时期，“十一五”期间，由于减排指标的约束，国家和企业的环保投入将大幅增长，按计划投资 14000 亿推算，平均每年投入 2800 亿，比十五年均投入多增 1200 亿左右，其中：水环境、大气环境、固体废弃物三大领域是投入的重点领域。

并且，发改委计划至 2010 年前，将污水处理费、排污费、垃圾处理费等价格，都按照“污染者付费原则与合理盈利原则”进行调整，我们认为这将理顺环保产业的发展机制，并且有助于环保类资产价值的提升。

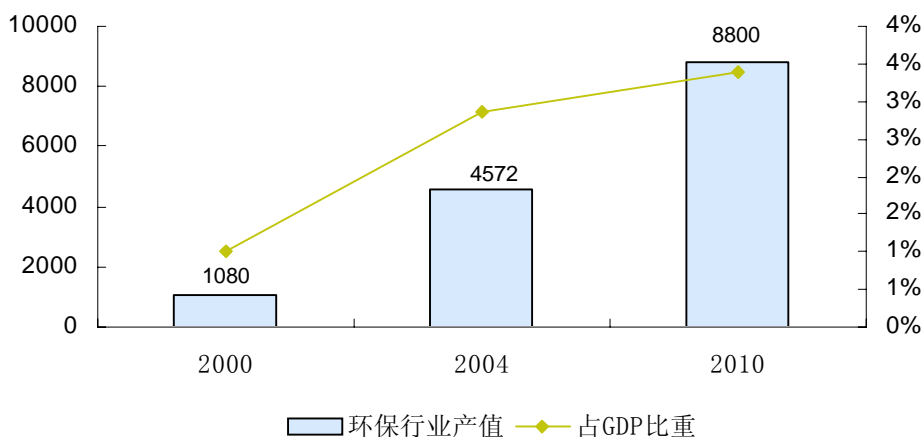
在环保产业机遇方面，我们认为壁垒较高的环保设备与污水处理行业有较高投资价值：

- ◆ 我国环保设备产业总体而言，已经进入发展轨道，但由于一些体制缺陷，有的已经陷入恶性竞争之中如脱硫设备。但环保设备行业中不少子行业在环保投资的驱动下能够获得较快增长，特别是进入壁垒较高

的固废处理设备、污水处理设备等领域。我们看好固废处理设备领域的合加资源、华光股份；污水处理设备及工程领域的创业环保；除尘脱硫领域的龙净环保。

- ◆ 污水处理、固废处理行业其长远发展前景很好，但由于价格的缓慢调升趋势，相应企业的中期实现增长更多要靠外延式扩张，加之外资对水务市场的积极并购影响，国内水务企业将加快整合步伐。全国 3000 多家水厂，最大的企业市场份额不足 3%，并购空间巨大，首创股份、创业环保、公用科技等上市公司，利用收购、新建、注入等方式在水务行业中的份额不断扩展。其中，我们看好首创股份与创业环保。

图表43: 中国环保产业产值增长预测



来源：国金证券研究所

### 资源要素重估：恢复扭曲的资源定价机制

资源要素重估与资源品价格重估有重要的区别。资源要素重估主要是指利用国内各种资源使用权的重估，而非简单指资源品价格上涨。

资源要素重估是与中国资源定价机制有密切的关系，2005 年中国就已经提出：逐步让市场在生产要素的配置中起主导作用，资源价格体制改革包括煤、电、水、石油和天然气等基础资源的价格形成机制及配置机制的改革。

作为资源定价体制中的重要组成部分，新的资源税已经酝酿成熟准备出台，国土资源部透露中国正考虑将资源税的征收方式由“从量计征”改为“从价计征”，改革方案已基本成熟。目前我国资源税的征收范围主要包括石油、煤炭、天然气、金属类矿产、非金属类矿产以及盐。但是，仅资源税无法解决资源的市场化定价机制的全部问题，恢复扭曲的资源定价机制还需要一个过程，但方向已经十分清晰。

在资源定价机制逐步市场化过程中，资源品的利润率水平取决于获取资源使用权价格与产品价格之间的差距，由于其可贸易程度较高，产品价格由国际市场决定，并且世界范围内的供给变动会对供求关系形成影响，从而使价格趋势呈现出波动较大的特征。在经济增速较高的阶段，对其拉动会更为明显，将资源使用成本向下游传导能力也更强，因此，资源品本身具有较强的周期性特点，我们并不将其列入要素类资产。

我们关注资源要素重估所带来的两类机会：

#### 一、拥有“资源红利”的企业

部分资源品类公司已有大量油、气、煤、矿产等资源的使用权，在资源使用成本重估时，下游价格上涨，但成本并没有随之增加，可以充分享受“资源红利”。

## 二、节能降耗装备类企业

节能降耗装备企业将获得良好的增长环境，如节能锅炉、节能电机、节能变压器、气体机等主要用于替代原有高耗能装备，不仅有较大的增长空间，还代表着先进制造业的发展方向。

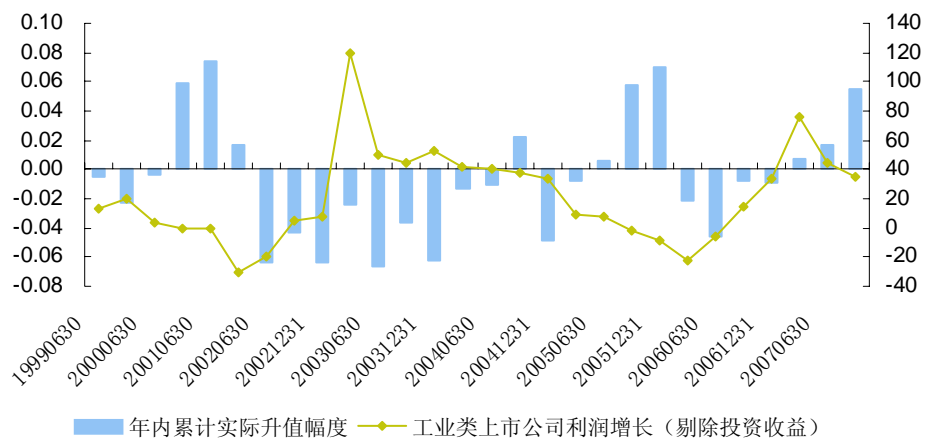
### 5.3 升值类、周期类、要素类三类资产轮动

#### 大幅升值可能抑制周期类资产

我们将上市公司中的资源品、原材料与投资品类公司合成周期类资产，观察其利润增长变化与实际汇率之间的关系，数据表明：

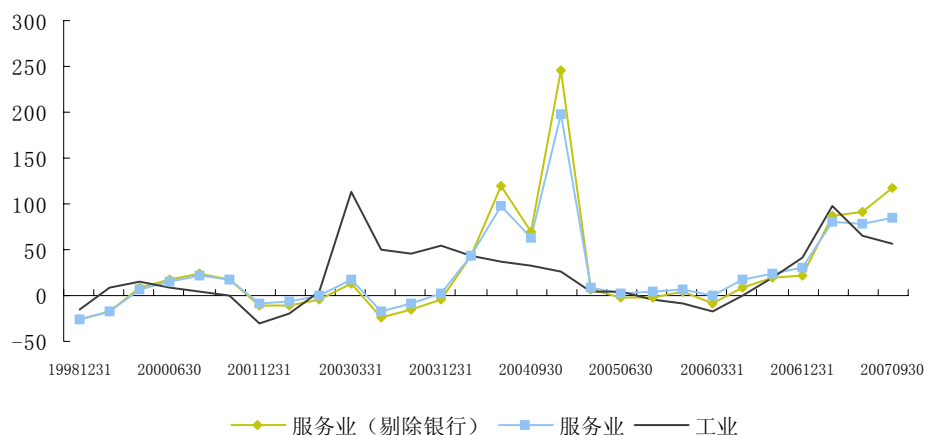
- ◆ 自 2000 年以来，周期类资产利润增长与实际有效汇率之间呈现出比较明显的反向关系；
- ◆ 同时，由于 2000 年以来中国实际有效汇率并没有大幅度升值，所以不能得出实际有效汇率对服务业类公司的影响；
- ◆ 但从工业类公司与服务业公司了利润增长的比较看，两者并不同步，服务类公司利润增长往往滞后于工业类公司。

图表44：工业类上市公司利润增长与实际汇率的关系



来源：国金证券研究所

图表45：工业与服务业类上市公司利润增长不同步



来源：国金证券研究所

### 周期类资产依然有投资机会

周期类制造业的竞争力是本币升值和要素重估的主要推动力，但在货币实际升值与生产要素上涨过程中，制造业的竞争力和盈利能力也处于逐渐减损过程之中，因此，在本轮经济增长周期中，升值类、要素类资产的相对优势逐渐增长，周期类制造业的相对优势不断减弱。

但这只是简单趋势，实际相对优势的变化取决于本币升值的方式与节奏：

- ◆ 如果只是缓慢升值，制造业尤其是其中周期类资产优势并不会有明显的变化，利润增长可能依然比较强劲；
- ◆ 阶段性较大幅升值所带来的影响则不同，在这一阶段制造业增长被明显抑制，但如果阶段性的升值并没有完全消减制造业的竞争力，经过阶段性消化后，制造业的增长将再次明显反弹；
- ◆ 短期内巨幅升值可能制造业产生严重负面影响，从日本 1986 年企业利润陷入负增长，可以得到借鉴。

我们认为目前至 2008 年采用类似日本的巨幅升值可能性不大，但针对较高的通胀压力采用较大幅度升值的可能性相对比较大，随着 2008 年下半年通胀压力的减轻，实际汇率的升值压力也将有所减轻。在这种情况下，升值类资产在目前到 2008 年上半年具有相对优势，而 2008 年下半年周期类资产的机遇可能还会来临。

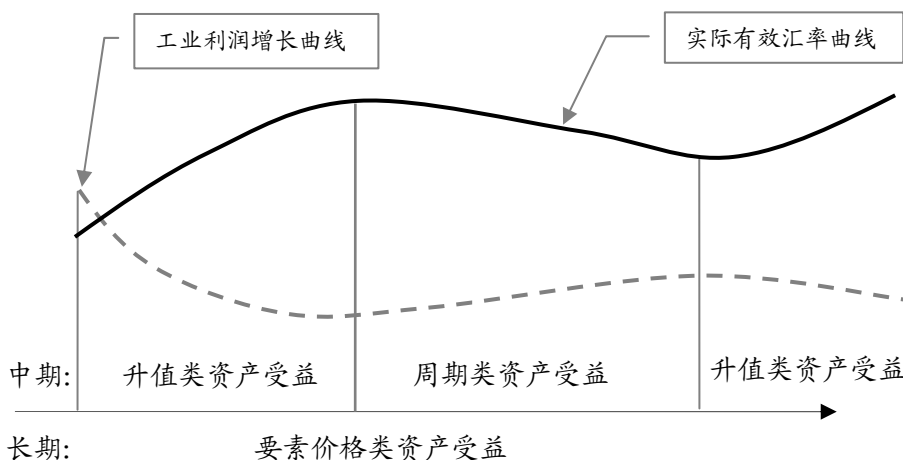
但这三类资产在市场估值结构中应有所区别：周期类资产利润增速高波动较大，但由于平均利润率的缓慢下降趋势，其估值水平应趋于保守；而升值类资产与要素类资产利润水平增长水平比较平稳，但由于具有长期确定性，其估值水平在市场估值结构中应处于中高端。

从日本升值阶段不同行业的收益率比较，也可以发现：

- ◆ 总体而言实际有效汇率上升阶段对制造业中周期类资产有一定抑制作用，同时，促进金融证券、房地产、航空行业等升值类资产。
- ◆ 1985 至 1986 年的大幅升值严重冲击了钢铁、机械等制造业，但在 1987 至 1988 年日元实际有效汇率上升幅度有所减缓后，钢铁等制造业又取得良好的市场表现。我们认为这种现象的重要原因是日本制造业竞争力只是被升值冲击后有所下降，但在国际比较中依然具有优势。

预计 2008 年中期，如果抑制通胀的措施受到明显效果后，投资与信贷的控制力度也会相应有所放松，这有利于设备类投资品、钢铁等周期类行业景气提升。

图表46：2008 年升值类资产与周期类资产的轮动



来源：国金证券研究所



图表47: 日本升值阶段行业指数的收益率比较

指标	1984年	涨幅	1985年	涨幅	1986年	涨幅	1987年	涨幅	1988年	涨幅	1989年	涨幅
汇率%		-1.0	汇率%	12.4	汇率%	13.9	汇率%	10.9	汇率%	0.9	汇率%	-15.5
TPX%		24.8	TPX%	14.6	TPX%	49.2	TPX%	10.5	TPX%	36.6	TPX%	22.3
涨幅前五%												
NO.1	信息通讯	93.0	房地产	88.0	证券期货	137.0	钢铁业	79.6	钢铁业	127.4	采矿业	98.3
NO.2	航空业	72.8	航空业	69.3	电力	134.1	橡胶产品	48.6	海上运输	92.7	海上运输	60.3
NO.3	电力	45.1	仓储码头运输	69.1	建筑业	89.8	造纸业	40.8	运输设备	64.3	机械	59.8
NO.4	仓储码头运输	32.9	陆上运输	51.3	陆上运输	89.0	海上运输	37.1	造纸业	62.3	金属制品业	59.6
NO.5	纺织服装	32.5	建筑业	47.6	房地产	77.7	银行	37.0	电力	62.2	农林牧渔	53.5
跌幅前五%												
NO.1	石油煤炭业	-8.9	制药	-7.3	采矿业	-5.4	电力	-29.1	信息通讯	-13.4	信息通讯	-11.5
NO.2	海上运输	-6.6	电气设备	-5.1	精密仪器	-0.7	房地产	-20.3	食品业	3.9	电力	-1.9
NO.3	橡胶产品	-5.9	造纸业	-3.3	机械	8.2	证券期货	-5.7	制药	4.0	证券期货	-0.5
NO.4	运输设备	-4.2	钢铁业	-2.6	钢铁业	15.4	制药	-2.5	化学品	17.7	钢铁业	7.5
NO.5	钢铁业	-0.4	精密仪器	-2.0	信息通讯	16.7	保险	-1.7	纺织服装	20.1	制药	9.3

来源: BLOOMBERG 国金证券研究所

## 6. 2008 年 A 股市场前景展望: 估值“软着陆”

### 6.1 市场规模与深度的扩展有助“A股溢价”软着陆

由于中国高速的经济增长前景以及充裕的流动性, 使投资者对于 A 股市场的估值水平比较乐观, 2007 年 11 月, 部分中国公司的总市值开始进入全球前列, 全球总市值前十位有 4 位中国企业, 前十二位中有 5 位中国企业, 但其资产、利润、销售收入等指标远远落后, 这无疑是过高估值特征的显露, 不能简单的用“A股溢价”进行掩饰。

但其中很重要的两个客观因素在于: 一、在 A 股市场实际交易的可流通市值与总市值规模相差悬殊; 二、A 股市场是一个单方向的简单市场, 只有上涨才会有收益, 缺乏风险管理的有效工具, 在对经济增长有良好预期的情况下, 这种市场结构有助于过度推升估值水平。

2008 年 A 股市场的规模与深度都有大幅提高, 有助于“A股溢价”趋于合理化。

#### 可流通市值规模将大幅增长

##### ■ 限售股解禁

可流通股份的增加, 使现有市场的实际流通规模大幅增加, 以总市值为标准的估值压力也将相应越来越沉重。按 11 月 18 日的价格计算, 目前市场总市值接近 30 万亿, 可流通市值仅为 8 万亿, 不考虑价格波动因素:

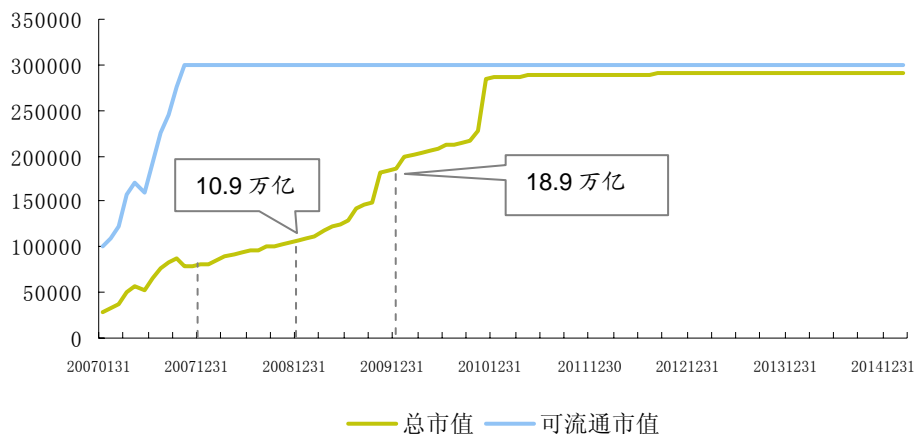
- ◆ 2008 年底, 可流通市值 10.9 万亿。
- ◆ 2009 年底, 可流通市值 18.9 万亿。

从限售股解禁角度看, 市场流通规模将在 2008 年增长 36%, 在 2009 年增长 73%, 可以明显看出, 2009 年市场的可流通股比例大幅增加, 将给 2008 年市场的预期以及估值水平形成沉重的压力。

但可流通规模不完全等同于减持压力, 如果考虑部分国有企业需要保持控股地位, 我们计算第一大股东持股超过 51% 以上的公司, 其第一大股东最大减持份

额是超过 51% 股权以上的部分，以这一规则剔除后，2009 年可流通市值降低为 15.4 万亿，规模增长 41% 左右，依然比 2008 年有大幅增长。

图表48: 2009 年可流通市值将大幅增加 (2007 年 11 月 18 日价格)



来源: 国金证券研究所

#### ■ 红筹回归、创业板的推出 A 股市场新增供给大幅增加

2007 年底，密集的 H 股回归给市场带来了大量的新增供给，中石油、神华、中海油服等 7 家公司发行规模达到 2774 亿，占全年 4000 亿发行额度的 70%。而 2008 年回归概念依然是重要的新增供给来源，从目前的发行预案看，已经有超过 1200 亿的规模准备在 A 股市场发行，预计全年总发行规模达到 2007 年 4000 亿的可能性是比较大的，这部分上市后流通市值，按新股平均涨幅计算，可能形成 6000 亿到 8000 亿的流通市值，占可流通市值的 7.5%-10%。

创业板在积极筹备之中，如果 2008 年推出，按目前中小企业板市值规模推算，中小板流通市值 2800 亿左右（以 11 月 19 日的价格计算），总市值 7400 亿左右，如果创业板初期形成 500 亿 - 1000 亿左右的流通市值，占可流通市值的 1% 左右，影响较小。

央企整体上市和注入资产也会带来较多的新增供给，根据有关统计：目前已完成整体上市的央企有 16 家左右，计划以 IPO 方式完成整体上市的央企有 13 家、计划以注资等方式完成整体上市的央企有 28 家。已经完成或计划整体上市的央企约占现有央企的 1/3 左右。而 2006 年全部央企净资产 5.35 万亿，A 股上市公司净资产 4.64 万亿，相对于目前上市公司而言，无疑影响巨大，假设 1 万亿净资产注入上市公司，按 5 倍 PB 计算，也将新增 5 万亿市值，但由于央企资产注入涉及面广过程复杂，实际规模和实施时间均难以把握。

图表49: 回归概念预案统计 (2007年11月18日)

名称	类型	可能发行金额
中国网通	红筹股	大于 200 亿元
中国移动	红筹股	800 亿元
中煤能源	H 股	15 亿元
上海复地	H 股	42.3 亿元
湖南有色	H 股	80 亿元
中海集运	H 股	不低于 120 亿元
紫金矿业	H 股	约 15 亿元
富力地产	H 股	90 亿元
合计		大于 1282 亿元

来源: 国金证券研究所

### A 股市场深度将明显提高

股指期货被称为二十世纪八十年代“最激动人心的金融创新”，经过二十多年的发展，已经成为国际期货市场最为成功的期货品种之一，目前已有将近 40 个国家拥有 100 多种股指期货。

2008 年 A 股市场推出股指期货的基础已经具备，届时，套利、套期、做空、放大等崭新的交易策略将对 A 股市场产生深刻的影响，并且，在股指期货基础上，更多金融衍生品的发展空间也将被打开。

从海外市场的运行经验看，股指期货具有套期保值和价格发现的功能，在良好的监管环境下，能够对市场的估值水平起到一定的稳定作用，也为机构投资者在规避市场系统性风险提供了有效工具。

同时，由于基金、私募等的快速发展，市场结构中机构占比将进一步提高，有助于理性的投资理念的培育，也有助于投资环境的成熟。

此外，预计明年 QFII、QDII 与港股直通车的规模将不断扩大，A 股市场与国际市场的联系更为密切，A 股市场封闭性降低，开放程度提高，也将使市场在发展过程中更具国际化视野。

### 6.2 对“A 股溢价”的衡量: 国际比较下的估值合理化

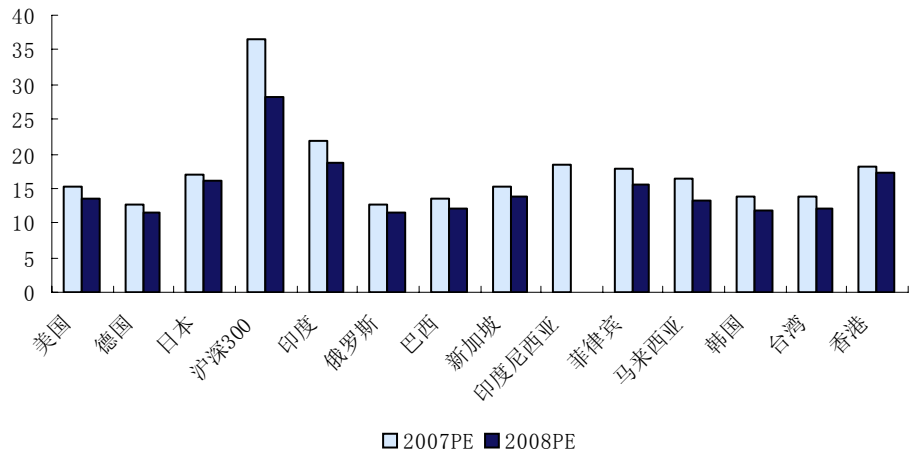
从 PE 与 PB 的角度比较中国市场与海外股票市场的估值水平，比较容易得出中国市场估值过高的结论，但这种直接比较不能对各个市场的发展潜力进行区别。

我们将中国与海外市场的 2007 年 PE 与相应国家 2008 年 GDP 增长率进行比较，这是一个类似 PEG 的指标，通过这一指标比较，可以发现：新兴市场的动态估值在 3.5-1.9 之间，均值在 3 左右，中国的动态估值水平为 3.5，比其他新兴市场平均水平高约 17% - 20%。

这一估值基础对应的上证指数在 5000 点左右，沪深 300 在 4800 点左右，从不同国家市场间相对估值看，如果其他新兴市场估值水平保持平稳，上证综指应在 4000 - 4150 点，沪深 300 指数在 3840 - 3980 点，在这一估值区域中国市场的具备国际比较吸引力。

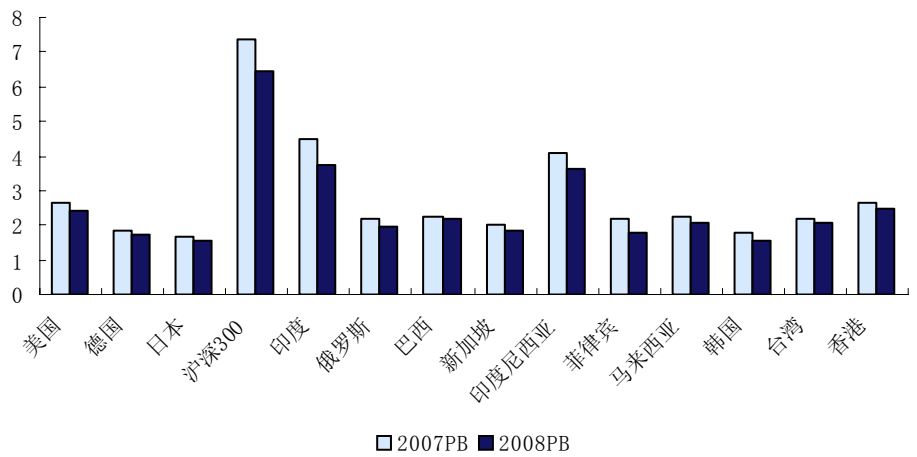
考虑到 2008 年中国 GDP 预测数据采用 10.5%，属于比较保守的预测，因此，在这一基础上所推算的指数区间具有较强安全性。

图表50: 中国与海外市场 PE 比较 (2007 年 11 月 22 日)



来源: BLOOMBERG 国金证券研究所

图表51: 中国与海外市场 PB 比较 (2007 年 11 月 22 日)



来源: BLOOMBERG 国金证券研究所

图表52: 中国与海外市场 PEG 比较 (2007PE/2008GDP)



来源: BLOOMBERG IMF 国金证券研究所

### 6.3 对“A股溢价”的衡量—动态总市值回报率角度

我们在 2007 年 4 季度策略报告中使用利润与总市值比这一指标（相当于 1/PE）作为总市值回报率与一年期存款利率相比较，可以发现，在今年 9 月央行再次提高存款利率后，总市值回报率已经低于一年期存款利率的水平，即使考虑利息税的因素，整体市场的总市值回报率也比一年期存款利率要低，而沪深 300 代表的大型蓝筹股情况略好。

这一指标低于一年期存款利率的主要原因是总市值膨胀速度超过利润增长速度，导致 A 股业绩回报率偏低，为了维持 A 股回报率不低于一年期储蓄，我们可以简单推算相对合理的估值水平，其中并没有考虑到 A 股的风险溢价因素。

#### ■ 情景一：

我们预期 2008 年加息两次，一年期存款利率将达到 4.41%，税后实际 4.19%。如果 A 股回报率要达到这一水平，2007 年 PE 应在 31 倍，2008 年动态 PE 应该在 24 倍左右。

而目前 2007 年 PE36 - 38 倍，2008 年动态 PE28 倍，如果目前估值水平下降 13% 左右，则可以达到以上要求。按相应幅度，上证指数由 5000 点回落到 4300 点左右，沪深 300 由 4800 点回落到 4100 点左右。

#### ■ 情景二：

如果 2009 年一年期存款利率由 4.41% 维持不变，税后实际 4.19%，隐含 2009 年动态 24 倍 PE，如果 2008 年至 2009 年继续增长 21%，则 2008 年 PE 可以保持在 29 倍。

#### ■ 情景三：

如果 2009 年一年期存款利率由 4.41% 下降到 4.14%，税后实际 3.93%，隐含 2009 年动态 25 倍 PE，如果 2008 年至 2009 年继续增长 21%，则 2008 年 PE 可以为 31 倍。相对于目前估值水平可以上升 10% 左右，相对于情景一，可以上升 29%。

从以上三个情景分析可以发现，如果我们将中国资本市场继续看作一个封闭体，只有 A 股和储蓄两种投资方式，在不考虑风险溢价的基础上，A 股的估值水平与一年储蓄利率之间有较强的可比关系。情景一说明在存款利率上升周期中对 A 股的估值压力是比较明显的，如果在此压力下市场出现 13% 左右的调整，就能够消化未来两次加息的影响，同时如果市场对于 2009 年出现了不加息或者减息的预期后，A 股估值水平能够反弹 10% - 29%。

综上所述，我们对 2008 年核心波动区间以及乐观波动区间进行估算：

- ◆ **核心波动区间：**我们可以估计 2008 年市场估值水平波动范围在 24 - 31 倍 PE 之间，对应主要波动区间为：上证指数 4300 点 - 5500 点，沪深 300 指数 4100 点 - 5300 点。
- ◆ **乐观波动区间：**我们发现以这种估算对利率波动非常敏感，如果只加一次 27 个基点，区间可以上调 5%，上证指数对应 4515 点 - 5775 点，沪深 300 指数 4305 点 - 5565 点；如果不加息，区间可以上调 15%，上证指数对应 4945 点 - 6325 点，沪深 300 指数 4715 点 - 6095 点。
- ◆ **综合区间：**上证指数 4300 - 6300 点，沪深 300 指数 4100 - 6000 点

图表53：对利润增长率的预期

指数	2007 增长率	2008 增长率	2009 增长率
沪深 A 股流通指数	58.08	34.99	21.79
沪深 A 股流通指数剔除金融保险业	45.05	30.41	19.65
沪深 A 股流通指数剔除	51.88	33.71	21.42
沪深 300	47.09	31.84	20.26

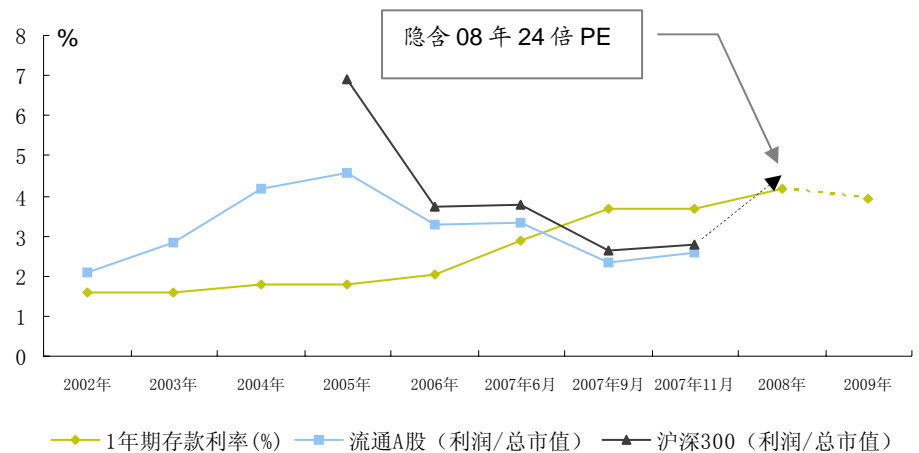
来源：朝阳永续 国金证券研究所

图表54: 动态估值水平

指数	2006PE	2007PE	2008PE	2009PE
沪深 A 股流通指数	60.56	38.31	28.38	23.3
沪深 A 股流通指数剔除金融保险业	58.9	40.61	31.14	26.03
沪深 A 股流通指数剔除	55.96	36.85	27.56	22.7
沪深 300	54.32	36.93	28.01	23.29

来源: 朝阳永续 国金证券研究所

图表55: 总市值回报率与一年期存款税后利率比较



来源: 国金证券研究所

### 结束语: 回归理性繁荣

世界经济在经历本轮长时间的高速增长期后疲态已现, 但并没有充分数据证明增长周期已经结束, 可以比较确定的是减速风险已经聚集, 而 A 股市场过高的估值显然对此缺乏足够的准备。展望 2008 年, 外需风险、地缘政治风险、奥运会的召开都是牵动资本市场神经的重要因素。

其中, 北京奥运注定成为世界瞩目的一次盛会, 也许这一事件对中国经济与资本市场蕴含着更为深远的影响, 但我们依然没有充分的依据得出: 奥运之前可能带来市场情绪性的高点之后落入谷底的市场判断。

本次我们宏观报告对奥运影响做了详尽的分析, 主要结论是: 结合目前中国经济结构转型、本币升值、目前的国际经济地位和政治地位, 奥运总体上会对国内的投资和消费起到促进作用, 但是对于出口的影响不确定, 基本不改变出口原有的运行态势。在奥运期间, 受益的行业主要集中在金融、交通、电信、旅游、酒店等行业。在他国经验中, 奥运对资本市场具体影响也是不确定的。

从策略角度, 相对于具体事件, 我们更为关注中国经济结构性的变化以及汇率政策成功运用可能给中国经济带来更协调、更平衡的增长前景。从这一意义上看, 我们认为不应应对某个阶段的较大幅度升值所带来的减速效应过多恐惧, 因为在经济增长速度略有放缓的背后, 实际经济结构更为健康, 产业发展更为协调, 增长质量也将得到提高。

与此相应, A 股市场对未来实体经济增长速度的预期也将回归理性, 考虑新兴市场估值水平与国内企业利润增长的支撑, 我们乐观的判断: A 市场估值水平完全可以实现软着陆, 并且有望保持理性的繁荣。

总体而言, 我们对于中国经济与 A 股市场依然充满信心, 2008 年经历软着陆调整后, 中国经济与资本市场同样具备强大的续航能力。

附：行业增长率预测以及行业配置

图表56：行业增长率预测（国金重点公司）

产业部门	一级行业	06 年增长率	07 年增长率	08 年增长率	三年复合增长率
能源	煤炭	-5.0%	12.0%	40.1%	14.2%
	电力	12.4%	21.2%	20.4%	18.0%
原材料	石油化工	28.3%	32.9%	19.5%	26.8%
	化学工业	5.7%	84.3%	35.6%	38.2%
	非金属	132.9%	99.7%	42.7%	87.9%
	纸业	2.8%	45.6%	24.5%	23.1%
投资品	通用设备	84.7%	33.1%	14.2%	41.0%
	专用设备	98.8%	42.4%	33.1%	55.6%
	电气设备	56.8%	34.4%	32.6%	40.8%
	运输设备	25.3%	123.3%	27.8%	52.9%
	仪器仪表	18.2%	50.0%	48.7%	38.1%
交通运输	运输服务	12.2%	47.0%	27.0%	28.0%
	运输设施	6.2%	23.5%	20.0%	16.3%
商业贸易	零售	24.3%	28.8%	30.9%	28.0%
选择消费	纺织服装	37.6%	88.0%	20.2%	46.0%
	传媒业	53.4%	28.5%	34.7%	38.5%
主要消费	农牧渔	15.4%	43.2%	27.4%	28.2%
	饮料	74.4%	72.2%	25.6%	55.7%
健康护理	医药生物	19.7%	47.2%	25.6%	30.3%
金融	金融	48.7%	66.2%	38.2%	50.6%
房地产	房地产	49.7%	84.4%	66.2%	66.2%
信息技术	通信设备	-32.4%	85.2%	59.1%	25.8%
	计算机设备	8.2%	96.4%	-33.7%	12.1%
	元器件	25.0%	21.6%	51.3%	32.0%
	软件及服务	60.0%	70.4%	26.0%	50.9%
电信服务	电信服务	28.2%	-12.7%	4.7%	5.4%
公用事业	燃气水务	14.8%	17.2%	5.0%	12.2%

来源：国金证券研究所

图表57: 2008 年行业配置

产业与行业 (国金指数)		本期配置	
能源	煤炭	煤炭	超配
	电力	水电	超配
原材料	化工	化学原料 (染料、助剂)	超配
	林业	林纸一体	超配
	金属	钢铁	超配
	非金属	水泥	超配
投资品	专用设备	节能环保设备	超配
	通用设备	机床	超配
主要消费	饮料	白酒	超配
选择消费	旅游餐饮	旅游景点	超配
	交通工具	轿车	超配
交通运输	运输设施	机场	超配
商业贸易	零售	百货零售	超配
健康护理	医药生物	化学制药	超配
		中药	超配
		生物技术	超配
金融	金融	银行	超配
		证券	超配
房地产	房地产	房地产开发	超配
		园区开发	超配
信息技术	元器件	集成电路	超配

来源: 国金证券研究所

### 特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。