

2008 中国股市投资策略

- 中国经济加速进入结构转型期，经济均衡增长、产业升级的趋势明显。由于内生增长动力依然强劲，08 年经济继续维持潜在增长水平之上。但 2008 年中国经济也面临着很大挑战：通货膨胀上行风险持续加大，紧缩性政策成为明年的调控基调；结合外围经济的衰退可能，政策是否会调控过度，从而导致经济的短暂失速。
- 市场对 08 年美国经济预测不断调低，由于其他发达国家也增长乏力，08 年全球经济形势可以说是面临期中减速，而通胀的风险也在加大。对于美国经济，次债危机是否会有更糟结果，以及对全球经济影响还需要一段时间观察。
- 与去年初相比，08 年的市场无疑面临着更高更难的起点：高企的估值，内外经济面临诸多不确定性。这使我们对 08 年的 A 股市场持谨慎态度。但支持股市向好的基本因素依然还在，我们还没判断这轮牛市开始转折。只是与 06、07 年的单边上扬相比，08 年 A 股指数的收益率可能显著低于此前的两年，而波动性却可能高于此前的两年。
- 在此环境下的现实选择：以高成长消化高估值，把握经济结构转型的趋势，在内需为主的消费服务和投资拉动行业，具有自主创新能力的先进制造业，供给持续紧张以及价格超越通胀速度的大宗商品和原材料行业中寻找持续成长企业。此外，仓位控制，时点把握也是重要环节。

本报告所载内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成我公司对所述证券买卖发出买卖要约。报告中的信息均来自于我公司认为可靠的来源，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中所载观点、分析、预测、模型和预期价值并反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。除另有说明，报告中所阐述的观点和预测反映我公司于最初发布此报告当日的判断，可在未加通知的情况下进行更改。

这里所述任何投资都包含巨大风险或者并不适用于所有投资者。据此投资的证券价值或收入会有波动，过往业绩不代表未来结果。本报告没有考虑单个投资者投资目标、财务状况或个别需求，客户基于此报告作出任何投资决定前应咨询专业财务顾问。

本报告版权为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登或引用。

2008 中国经济：转型中的挑战

当前中国经济处于加速转型期，经济结构调整、产业升级的趋势明显：由于人民币升值压力、出口壁垒日益加大以及外需减弱导致出口增速放缓将是必然的趋势，而固定资产投资增速将继续受到宏观调控部门的严格控制，但消费增长有望持续较快增长，内需在 GDP 构成中的贡献将提升，经济增长更趋均衡。同时，人民币升值的累计效应正在促进出口产业的升级，环境、能耗标准提高也有利于淘汰落后产业，中国经济增长的效率和质量正在逐步提高。

但短期内，2008 年中国经济也面临着很大挑战：通货膨胀上行风险持续加大，紧缩性政策成为明年的调控基调；结合外围经济的衰退可能，政策是否会调控过度，从而导致经济的短暂失速？

1、出口增速减缓，顺差仍将维持显著

我们预计，在全球经济减速的背景下，人民币升值持续，以及出口壁垒加大，造成 08 年中国出口存在增速下滑的压力，但近年来中国出口目的地更加均衡和分散，对美国的依赖度在下降，同时出口产品结构升级，出口竞争力不断增强。预计 08 年出口增速 18% 左右。

图 1：随着美国经济减速，对美出口将减速

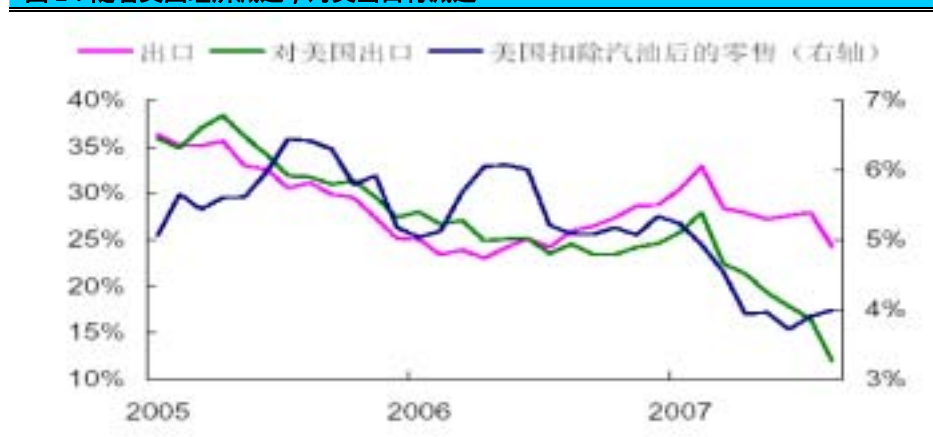


图 2：随着欧盟经济减速和人民币汇率提升，对欧盟出口也可能减速

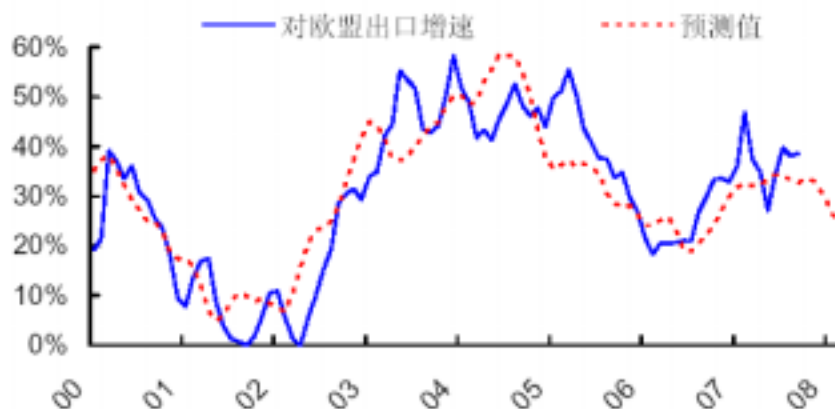
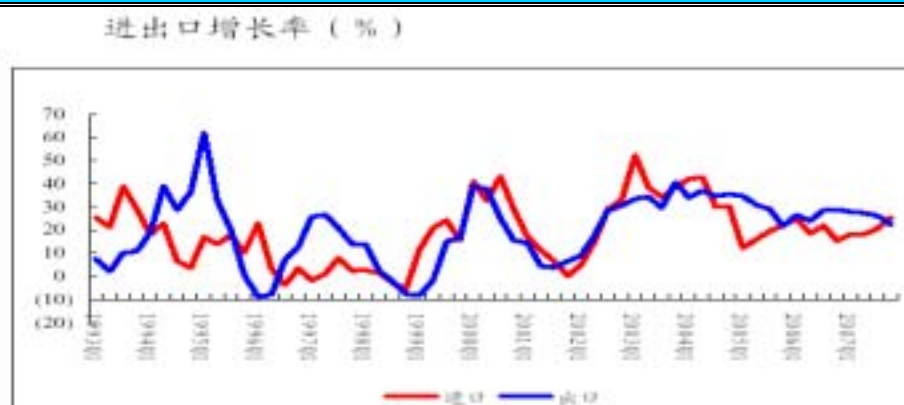


图 3：中国贸易的国别结构趋向分散和均衡



图 4：进口将随出口减速，贸易顺差仍将显著



数据来源：CEIC，安信证券

2、人民币升值会适度加速

05 年人民币启动升值进程以来，对美元显著升值，但由于美元近两年迅速贬值，导致人民币对欧元、日元等其他主要货币变动不大甚至有所贬值，来自贸易伙伴的人民币升值压力加大，在全球增速减缓的背景下，这种压力更是不可忽视。同时国内由于经济过热苗头和结构性通货膨胀，要求采取紧缩性金融政策，加快人民币升值的呼声也在加大。但我们认为汇率政策只是调节出口部门竞争力，缓解巨额顺差的手段之一，而环境、资源、人工等要素价格的重新定价也是重要方式，这方面进程正在加快。如果人民币升值过快过大，可能会阻碍其他要素价格调整的空间，对中国经济结构调整并不是好的选择。而人民币加速升值是否能够解决目前特征的通胀问题更值得商榷。我们预期政府对于人民币升值稳定渐进的态度不会改变，但可能会适度加快升值速度，预期仍在 10% 以内。

3、消费和投资仍将维持较快增长

当前阶段国内经济仍然有很强的内生动力，我们预期 08 年中国的投资和消费维持稳定快速增长。从目前的政策信号来看，中国政府并不准备过度刺激内需以弥补可能的内需下滑的缺口，人民币升值和出口增速减缓，反而有利于抑制通胀和防止经济过热，也有利于产业结构的提升和经济增长质量的改善。在偏紧的调控政策下，虽然存在一种担心：如果外围需求出现衰退，而政策没有做出及时调整，出现调控政策的过度，从而导致经济增长的短暂失速。即使如此，我们认为这种风险是短期且可控的，只要中国经济依然有很大活力，就存在很大启动内需的空间和条件。

图 5：居民实际收入维持较快增长

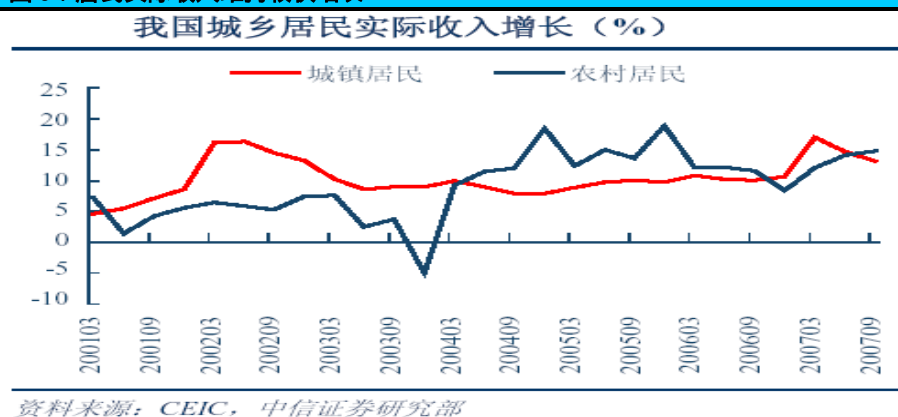


图 6：居民收入信心指数稳步走高



图 7：财政收入的高速增长和财政盈余提升了政府增支或减税的能力

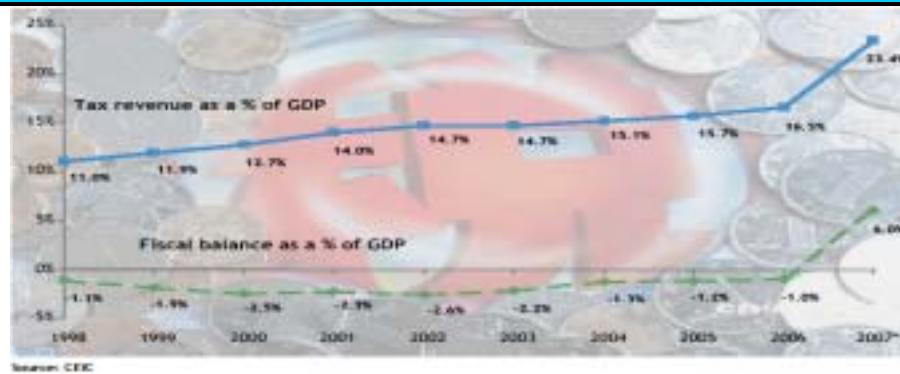


图 8：政治周期支持投资反弹，需要中央政府的收紧调控

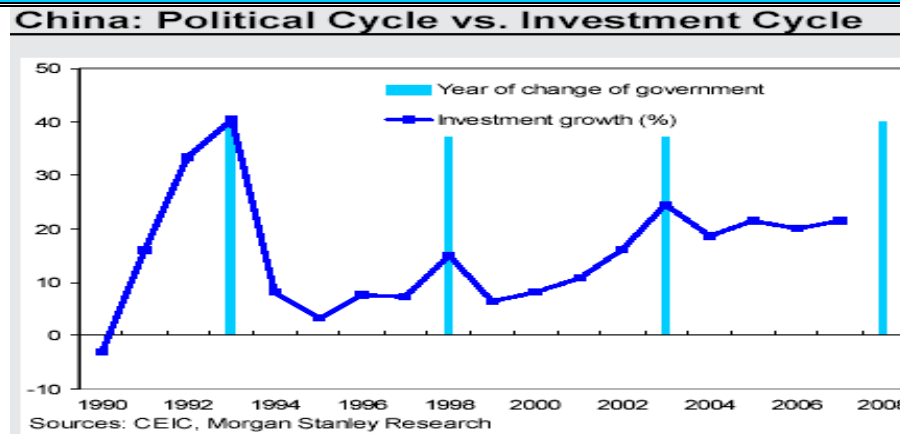
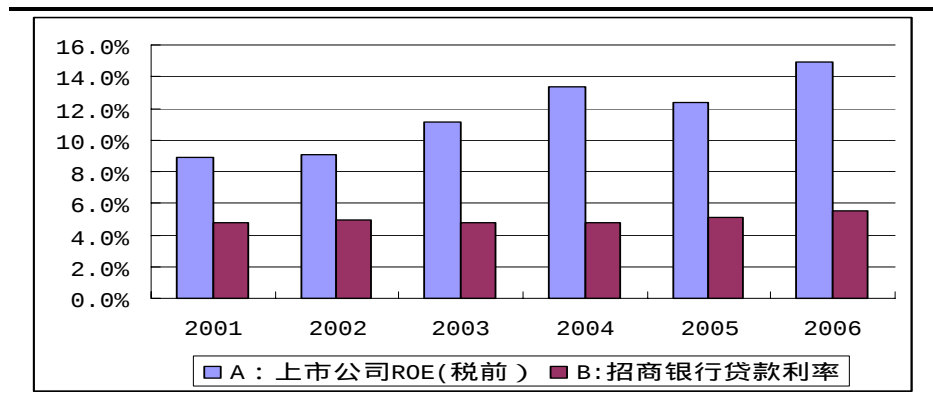


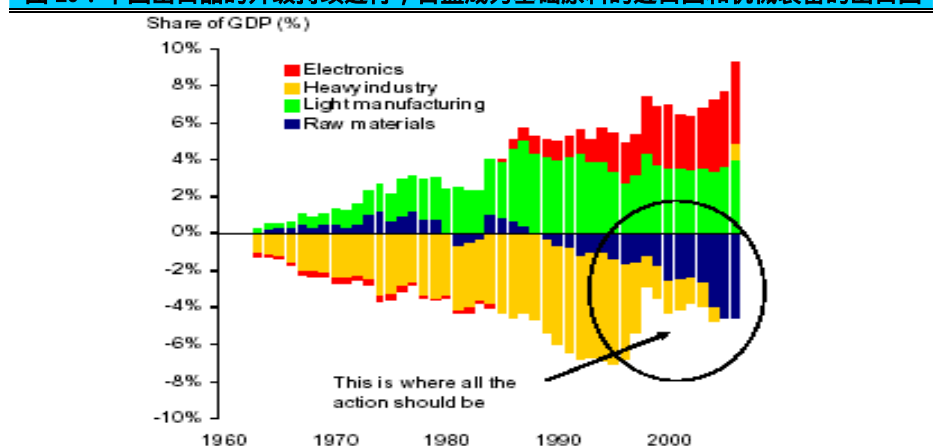
图 9：企业盈利能力远超过贷款利率，投资意愿强，调控部门求助于收紧信贷



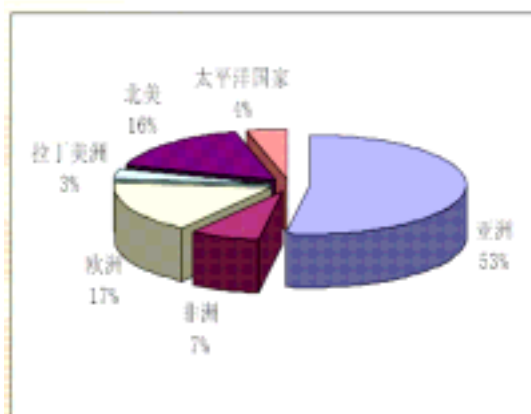
4、产业升级趋势明显

在人民币升值，产业政策导向下，中国制造业的升级趋势也进一步明显。竞争力的提高和出口市场的多元化，使得我们继续看好通信、船舶、工程机械、机床、航空航天等装备制造未来在国内外市场的增长。

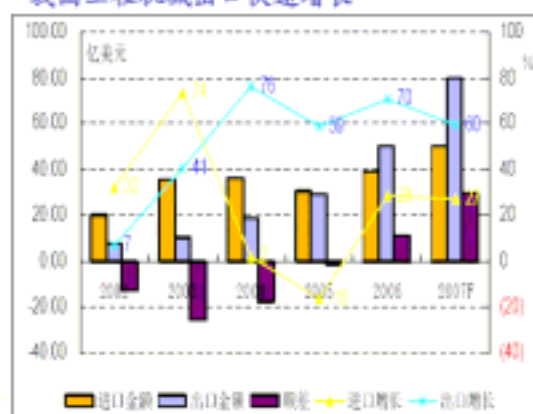
图 10：中国出口品的升级持续进行，日益成为基础原料的进口国和机械装备的出口国



我国工程机械出口国家和地区



我国工程机械出口快速增长



5、当前的最大风险是通货膨胀和进一步的紧缩可能

我们在 5 月份的策略报告中就提出通胀的风险，当时市场认为 10、11 月的 CPI 数据将会见顶回落，但显然事实超出市场的预期，我们对未来通胀风险的担心进一步上升，并认为这是明年对中国经济也是对资本市场最大的威胁。

当前通胀显然有多种因素的作用：既有经济结构转型导致的人工、土地、环境等要素价格的重估，也有输入型资源价格以及农产品价格上涨带来的压力，还有充裕流动性以及资产价格的上涨带来的影响，此外居民通胀预期也起到推波助澜、自我强化的作用。

短期看，通胀超预期的最大风险仍然来自粮食价格，明年我们将密切跟踪各类农产品价格走势。如果通胀有失控态势，央行将不得不采取更加激进、严厉的调控手段，将会影响经济的正常运行，上市公司的业绩表现自然也会受到影响，同时投资人的投资成本会提高，市场资金面也会有紧缩趋势，总之恶性通胀是资本市场的敌人。

图 11：CPI 在 07 年不断上行

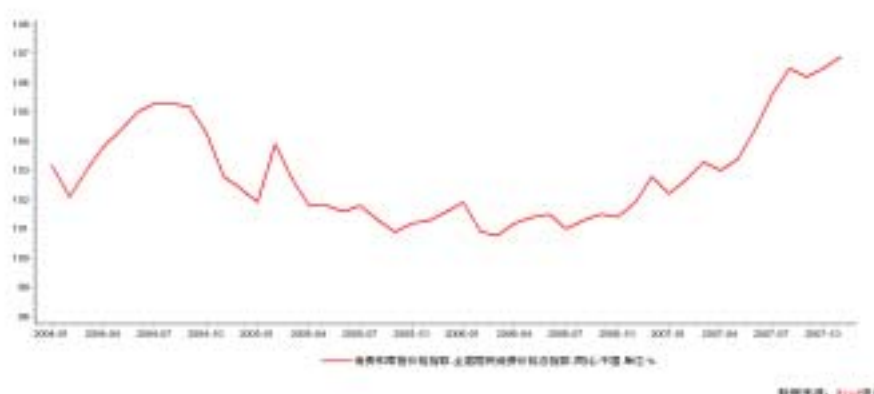
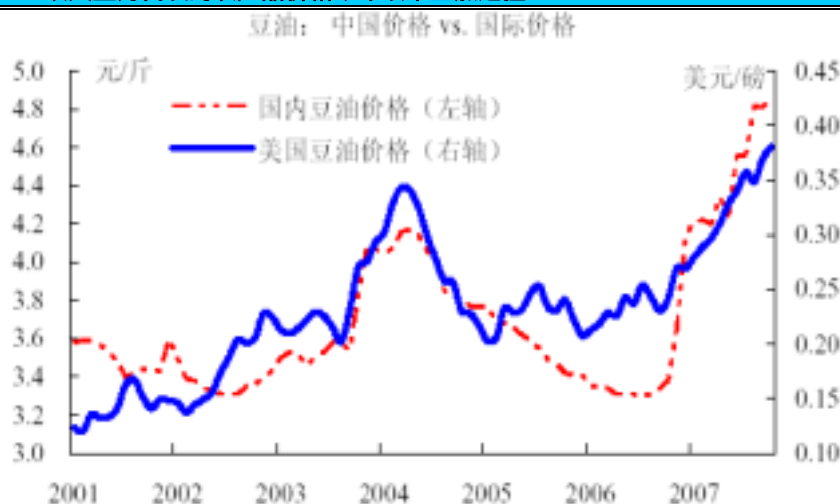
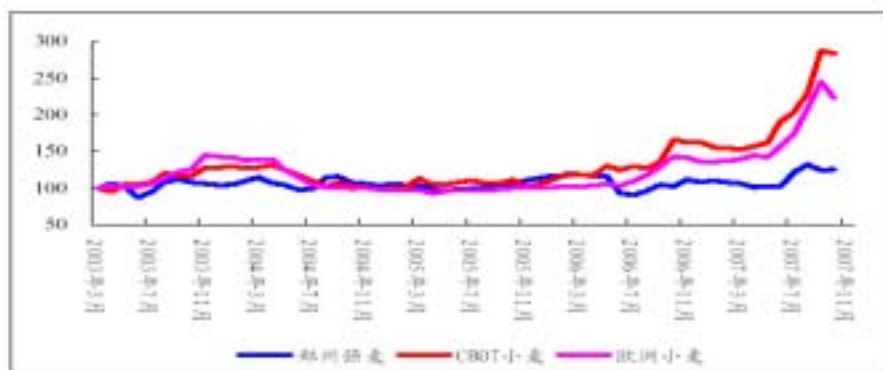


图 12：以大豆为代表的农产品价格今年以来上涨迅猛



小麦期货价格指数（2003 年 3 月 = 100）

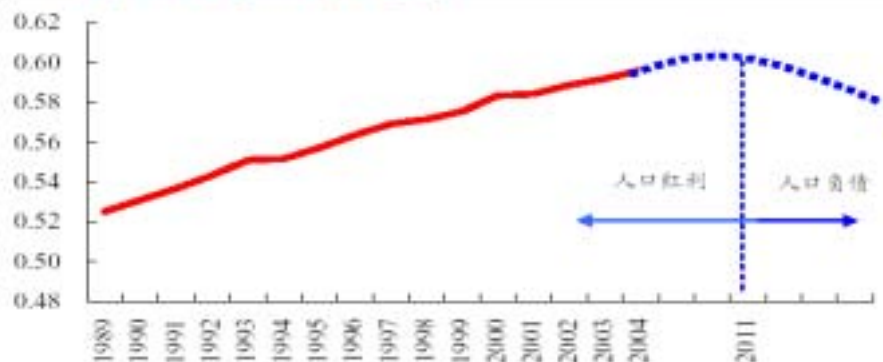


数据来源: Bloomberg, 安信证券

在食品价格和居住类价格上涨的背后可能存在着更深层的原因：长期的工业化和城镇化过程中形成的城乡收入差异，农村劳动力向城镇的转移使得从事农业生产的人口减少，而对农产品的需求总量持续增加。按照统计数据，农村劳动力仍占劳动力总量的 45%，但是有抽样数据表明，实际的农村劳动力仅占劳动力总量的 20%，人口迁移的主体过程可能已接近尾声。这是否会对农产品形成中期价格压力，有待 08 年的进一步观察。

图 17：新增劳动力的数量增长速度递减

中国劳动人口占总人口比重接近最高点



数据来源: 国家统计局, 《中国人口与劳动问题报告》(2006), 招商证券研发中心

图 18：农村劳动力向城市的转移接近可能接近尾声

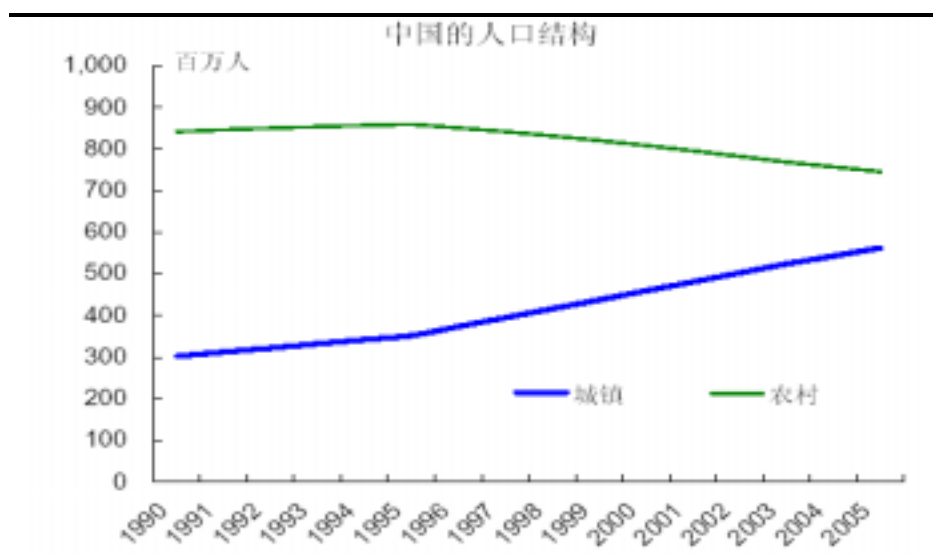
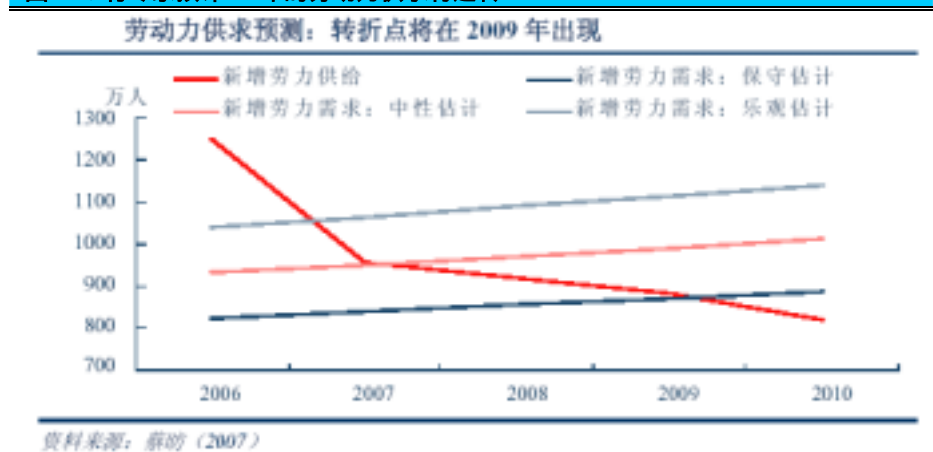


图 19：有专家预计 09 年的劳动力供求将逆转



2008 年国际经济形势：经济减速下的疑虑

1、 美国经济持续下滑，带动全球经济增长中期减速

全球经济在 07 年基本上保持了在过去几年里的成长速度。但下半年来，主要发动机美国经济麻烦不断，房地产市场持续下滑，次债问题引发了金融市场显著动荡，加之通胀压力制肘利率政策，使得市场对 08 年美国经济预测不断调低，由于其他发达国家也增长乏力，08 年全球经济形势可以说是面临期中减速。

图 20：世界经济已连续多年保持快速增长

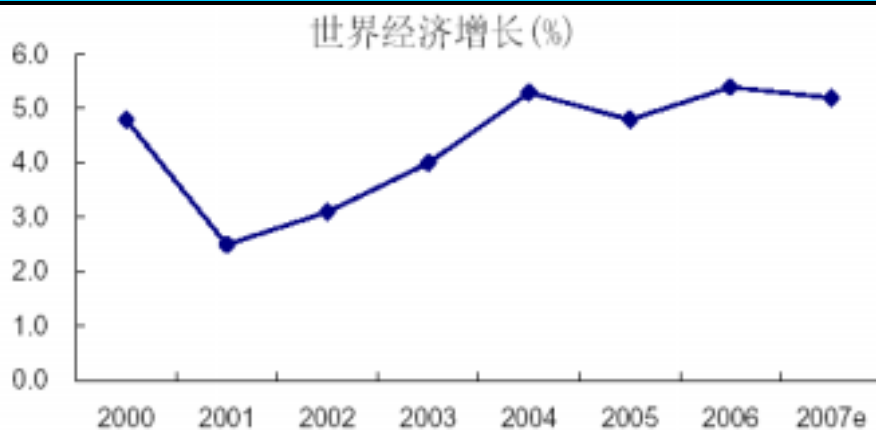


图 21：预计主要经济体 GDP 增速，顺序进入减速阶段

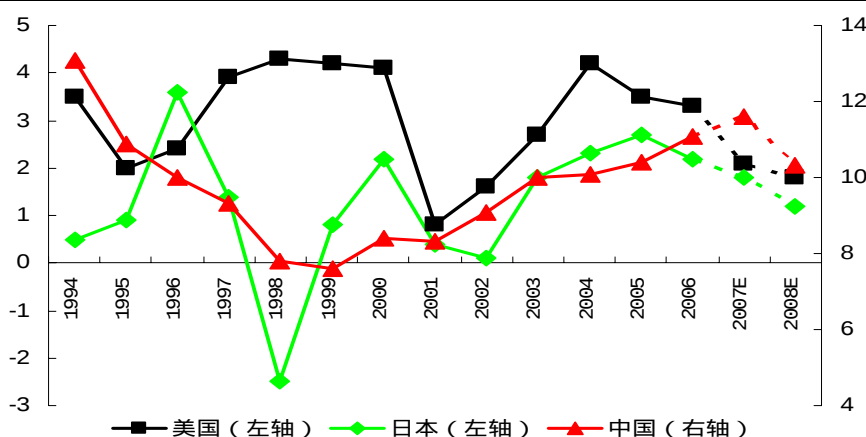


图 22：发达经济体展望和预测

%	实际GDP增长率				消费价格增长率			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
发达经济体	2.5	3.1	2.5	1.9	2.3	2.3	2.1	1.9
美国	3.1	2.9	2.3	1.6	3.4	3.2	2.7	2.2
欧元区	1.4	2.8	2.5	2.0	2.2	2.2	2.0	2.0
德国	0.9	2.9	2.5	2.0	1.9	1.8	2.0	1.6
法国	1.2	2.0	2.2	1.8	1.9	1.9	1.7	1.8
日本	1.9	2.2	2.0	1.8	-0.3	0.3	-0.5	-0.3
英国	1.9	2.8	2.7	2.5	2.0	2.3	2.5	2.0
加拿大	2.9	2.8	2.5	2.4	2.2	2.0	1.7	2.0

资料来源：IMF, 中金公司研究部

图 23：美住房投资的大幅度回落

名义住房投资/名义GDP 3季度=4.5%

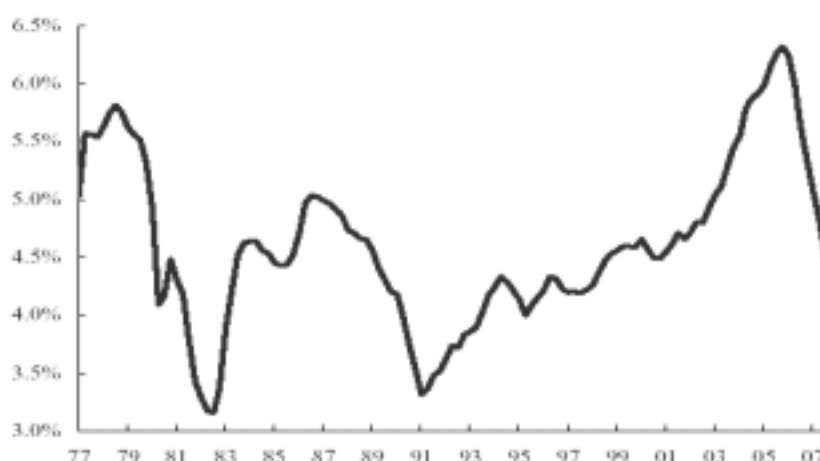
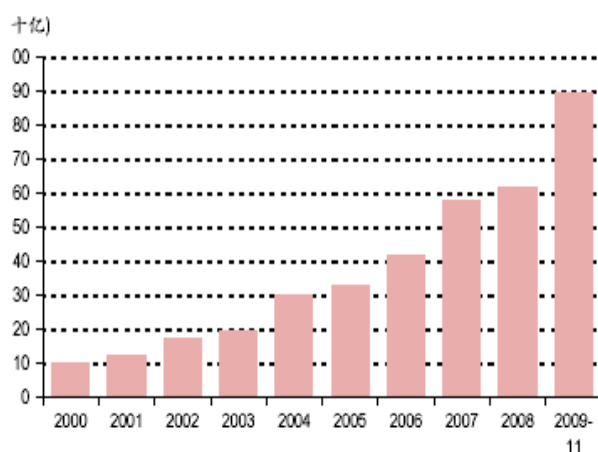


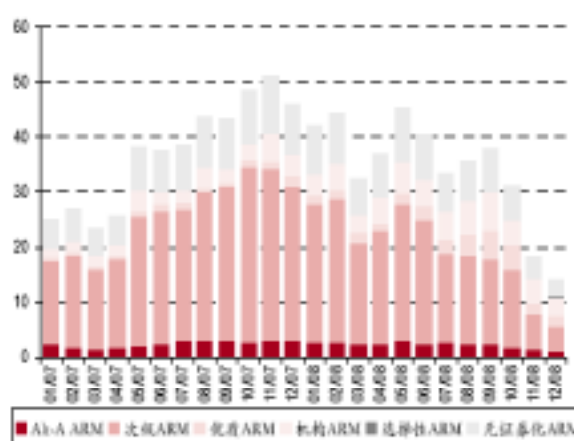
图 24：美次债问题余波未了

图 24：预计美国抵押贷款违约损失时间分布



资料来源：穆迪，中银国际

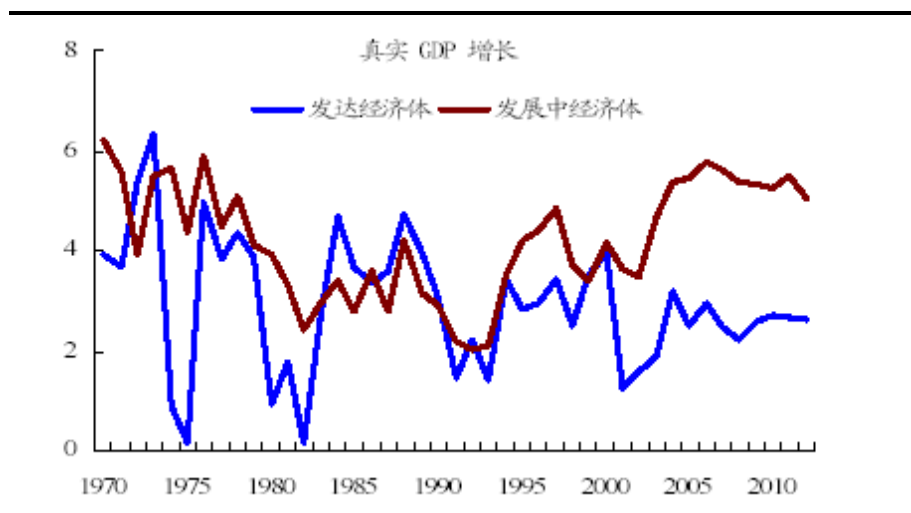
图 25：可调整利率抵押贷款重设定利率时间表



资料来源：穆迪，中银国际

当发达国家遭遇剧烈的金融动荡和经济增速放缓，新兴市场却在经历高速的经济增长及过剩的流动性。美国经济放缓可能短期影响一些新兴市场经济体的出口增长，但多数新兴经济体的内生成长动力，有望部分抵消上述影响。目前几乎所有的主要新兴经济体都保持良好的增长势头，而财政状况也日益改善，这使我们对全球经济中长期的增长具有信心。

图 25：发展中经济体经济增速快于发达国家



2、 风险：美国会出现衰退或滞胀吗，全球经济会和美国脱钩吗

目前对美经济的争议犹大，悲观者关心美国经济本轮扩张周期是否已经结束，次债危机是否会蔓延成消费信贷的大面积萎缩；同时最近全球都面临能源和大宗商品价格推动的通胀压力，美国经济进入滞胀的可能性也在加大；而全球经济最终无法和美国“脱钩”，终将受其拖累。

但乐观者看到美国当前的利率水平相对历史来看并不高；货币供应也在加速；整个世界的经济格局和以前发生了很大的差别，发展中经济体占世界 GDP 的份额已经超过了美国，发展中经济体的投资建设依然旺盛，支撑着美国的外需；经济全球化抹平了一些经济大的波动，拉长了经济成长周期(最近的两个美国经济周期都持续了十余年)。美国 08 年进入衰退的可能性不大，未来几个季度很大的可能性是美国经济仍然处在期中减速的通道中。

目前，主流经济学家对美国衰退的概率预测区间集中在 35 - 50%，但即使最乐观的预测也认为美国经济最早在明年中期可能触底，典时次债危机也有望逐步明朗。在这之前，相信关于经济增长的疑虑将会不断困扰全球投资者。我们在此问题上并不是老练的预测家，尤其对于国际经济，比较现实的办法是“走一步，看一步”。

图 26：美国经济和通胀走势



Note: CPI data are not seasonally adjusted.

Source: Bureau of Economic Analysis; Bureau of Labor Statistics; EcoWin; FactSet Research Systems; Bear, Stearns & Co. Inc.

29

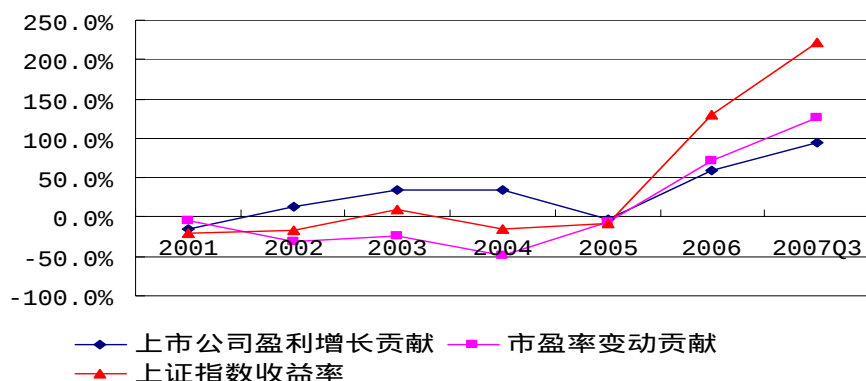
2008 证券市场展望：高难的起点，有限的空间

中国股市又站在了新一年的起跑线上，和去年相比，08 年的市场无疑面临着更高更难的起点，这使我们对 08 年的 A 股市场持谨慎态度。与 06、07 年的单边上扬相比，A 股指数的收益率可能显著低于此前的两年，而波动性却可能高于此前的两年。

1、07 年：重估和业绩增长推动下的牛市

07 年至今，上证综指上涨 98%，深圳成指上涨 151%，沪深 300 指数上涨 142% 大幅超越年初投资者的预期。分解沪深 300 指数涨幅，在 142% 的涨幅中，盈利预测上升对指数贡献率 60%，07 年预期利润增速从年初的 26% 提高到 58%；市盈率上升对指数贡献了 40%，07 年市盈率从年初的 22 倍上升到 38 倍。06、07 两年是历史上少见的估值水平与公司业绩提升具备较高可预测性的时期，股票投资的风险与预期收益配比非常诱人。

图 27：盈利增长和市盈率变动对历年上证指数的贡献



2、08 年：更高也更难的起点

我们逐项比较可以发现，08 年的起点要比 07 年起点高很多，同时我们对 08 年经济和业绩增长预期也比 07 年初的预期高很多，而宏观面、资金面条件不如 07 年有利，这决定了 08 年业绩增长超预期的可能以及股指上涨的幅度将相对有限很多。

图 28：08 年更高也更难的起点

		2007		2008	
		年初	年末	年初	年末
市场点位	上海综指	2600	5000	5000	?
	沪深 300	2041	5000	5000	?
估值（预测市盈率）		22	36	27	?
业绩增长预测		26%	60%	36%	?
GDP		9.5%-10%	0.116	10.5% - 11%	?
资金流入		6000 亿	17000 亿	17000 亿	?
资金流出	再融资	5800 亿		5200 亿	
	限售股流通	2.22 万亿		2.93 万亿	
	QDII	460 亿 \$		400 - 500 \$	

首先 07 年初市场点位是 2600 点，08 年初市场点位是 5200 点，07 年初沪深 300 估值是 22 倍，到年末 07 年动态市盈率是 36 倍，目前我们展望 08 年的市盈率是 27 倍，比 07 年初的估值水平已经高了不少，这是起点高的表现之一。

其次 07 年初市场一致预测 07 年业绩增长 26%，目前已调高至 60%，大幅高于预期；而目前预测 08 年的业绩增长是 36%，比当初对 07 年的业绩预期高了，这是起点高的另一表现。但未来业绩会否有超预期的可能呢？相信更多取决于宏观经济的走势，而同样市场对未来一年宏观经济的预期也要显著高于去年初。在经济逐步降温的趋势下，而预期又处于高起点的情况下，使我们有理由相信出现超预期的可能性以及幅度都将弱于 07 年。

再看市场面，市场面大家最关注的可能还是资金流向。资金流入是目前对股市的重要支持因素，07 年初 A 股市场存量的保证金规模是 6000 亿，到 07 年末是 17000 亿；资金跟信心有关，信心好，资金流入幅度会大，但我们也要考虑后备的资源有多少，我们可以看一下储蓄占总市值的比例，07 年居民储蓄大概在 16 万亿左右，当时的流通市值是 2.5 万亿，总市值是 10 万亿；目前的居民储蓄规模还是在 16 万亿，但不同的是现在的市值远远高于年初，流通市值 7.6 万亿，是年初的 3 倍，总市值 36 万亿，是年初的 3.6 倍。这意味即使 08 年有同等规模的储蓄资金流入市场，对市场的影响力也将远小于 07 年。

再看资金流出：再融资和 IPO，我们预计 08 年的额度会比今年少一些；更大的担心来自限售流通股，包括股改承诺到期以及新股上市后锁定到期的股权。07 年上市的可流通限售股总市值规模是 2.22 万亿，而 08 年将达到 3 万亿左右，特别是其中“小非”股的比例会比 07 年高很多，意味抛售的压力犹大。此外基金、银行、保险各类 QDII 的资金流出，我们预期不会少于今年。

图 29：A 股市场资金存量

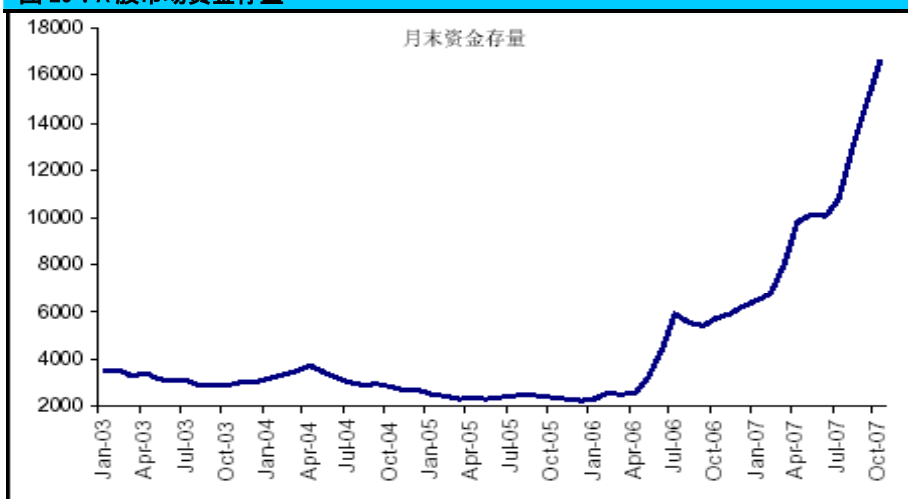


图 30：储蓄占总市值比例已降低到 50%

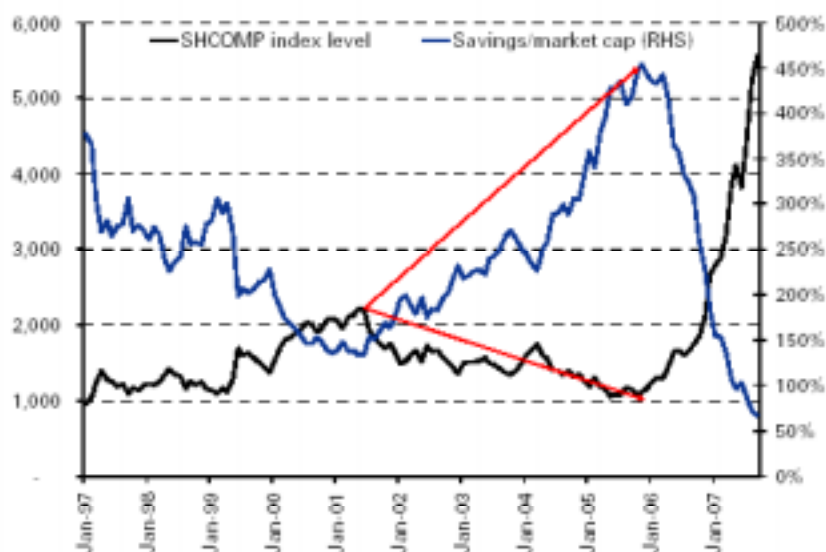


图 31：A 股 IPO 和再融资规模预测

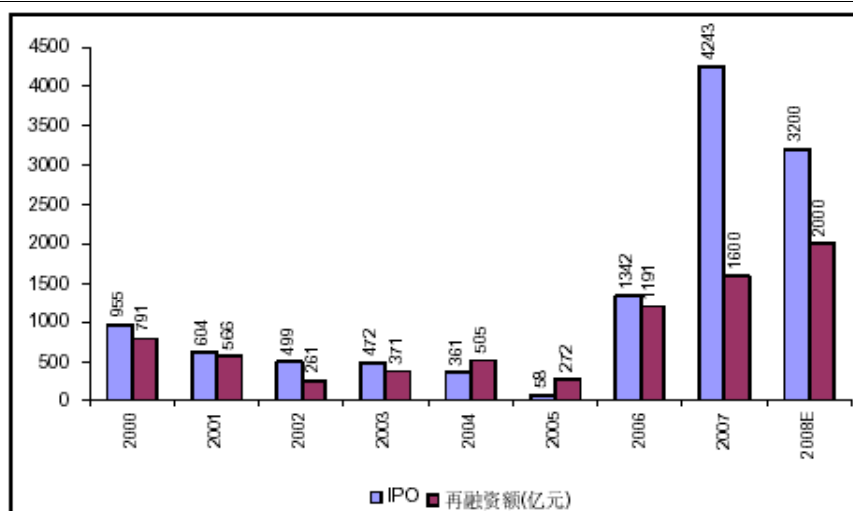
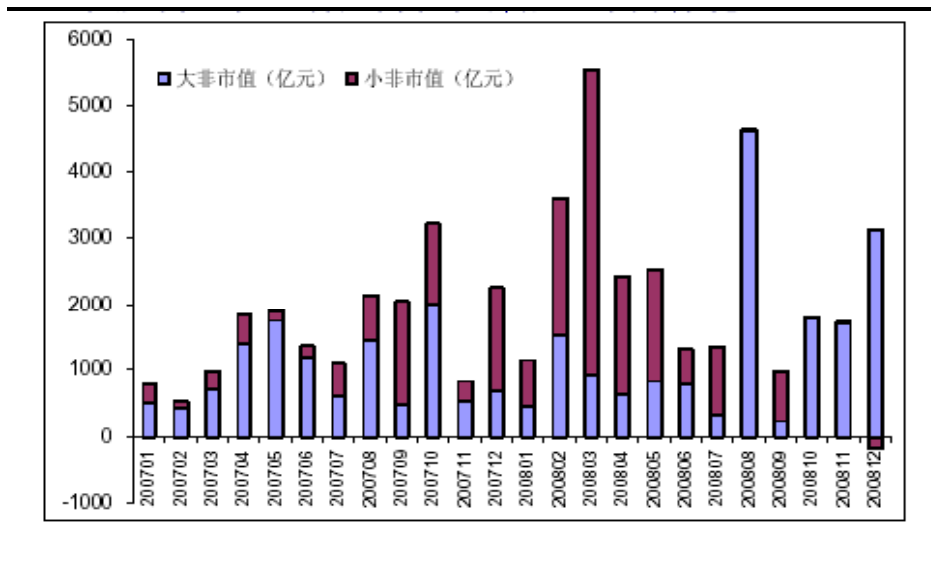


图 32：受限制股份流通时间表



总体来看，估值高了，业绩预测超预期的可能性小了，资金面的情况也不会好于 07 年，通过这个起点的比较，08 年的市场相对来说预期上涨空间可能有限。但在目前的时点上，我们观察到支持股市向好的基本因素：宏观经济，公司业绩，制度变革、资金等因素依然还在，我们依然还没判断这轮牛市开始转折。

3、A 股仍然面临较大的估值压力

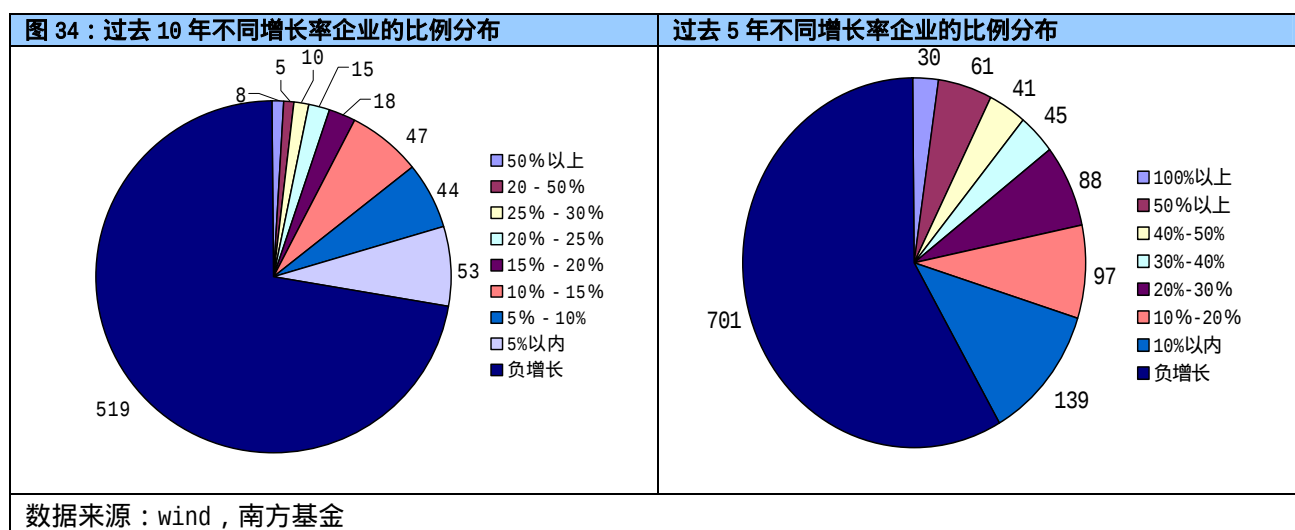
尽管我们对市场牛市格局判断没有改变，但我们并不认同中国股市将泡沫化的判断。我们认为学习曲线和中国特殊的政经环境决定中国 A 股不会走日本或者台湾式的泡沫化道路，相反 A 股仍然会面临较大的估值压力。

当前沪深 300 整体 08 年动态市盈率已 27 倍左右，根据两阶段现金流折现模型，这样的估值水平意味着上市公司 08 年后的未来 10 年要持续 18% 或者 20 年 10% 左右的 EPS 增长。

图 33：PE 估值表

Earnings CAGR / Year	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
1	9.2	9.2	9.3	9.4	9.5	9.5	9.6	9.7	9.8	9.8	9.9	10.0	10.1	10.1	10.2
2	9.2	9.4	9.5	9.7	9.8	10.0	10.1	10.3	10.4	10.6	10.7	10.9	11.0	11.2	11.4
3	9.3	9.5	9.7	9.9	10.1	10.4	10.6	10.8	11.1	11.3	11.5	11.8	12.0	12.3	12.6
4	9.3	9.6	9.9	10.2	10.5	10.8	11.1	11.4	11.7	12.0	12.4	12.7	13.1	13.5	13.8
5	9.4	9.7	10.1	10.4	10.8	11.1	11.5	11.9	12.4	12.8	13.2	13.7	14.2	14.7	15.2
6	9.4	9.8	10.2	10.6	11.1	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.1	14.7	15.3	16.0	16.7
7	9.5	9.9	10.4	10.8	11.3	11.9	12.4	13.0	13.7	14.3	15.0	15.8	16.5	17.4	18.2
8	9.5	10.0	10.5	11.0	11.6	12.2	12.9	13.6	14.3	15.1	16.0	16.9	17.8	18.9	19.9
9	9.6	10.1	10.6	11.2	11.9	12.6	13.3	14.1	15.0	15.9	16.9	18.0	19.2	20.4	21.8
10	9.6	10.1	10.7	11.4	12.1	12.9	13.8	14.7	15.7	16.8	18.0	19.2	20.6	22.1	23.8
11	9.6	10.2	10.9	11.6	12.4	13.2	14.2	15.2	16.4	17.7	19.0	20.5	22.2	24.0	26.0
12	9.7	10.3	11.0	11.8	12.6	13.6	14.6	15.8	17.1	18.6	20.2	21.9	23.9	26.0	28.4
13	9.7	10.3	11.1	11.9	12.9	13.9	15.1	16.4	17.9	19.5	21.4	23.4	25.7	28.2	31.0
14	9.7	10.4	11.2	12.1	13.1	14.2	15.5	17.0	18.7	20.5	22.6	25.0	27.6	30.6	33.9
15	9.7	10.4	11.3	12.2	13.3	14.6	16.0	17.6	19.5	21.6	24.0	26.7	29.7	33.2	37.1
20	9.8	10.7	11.7	13.0	14.5	16.3	18.4	21.0	24.1	27.8	32.1	37.3	43.4	50.6	59.2
25	9.9	10.9	12.1	13.7	15.7	18.2	21.3	25.2	30.1	36.2	43.8	53.2	64.9	79.3	97.2
30	9.9	11.0	12.5	14.4	17.0	20.3	24.8	30.6	38.2	48.1	61.1	77.8	99.6	127.6	163.9

从国内上市公司的历史情况来看，这并不是个容易的目标：过去 10 年真正实现 EPS 增长（累计平均法计算年均增长率）的企业只占可比公司（719 家）的 27.8%，而其中高成长性企业（年平均增长率 15% 以上）的企业不到 10%。



虽然目前根据分析师一致预测看，07、08 两年上市公司业绩高速增长，沪深 300 净利润的预期增长分别达到 60% 和 36%（不考虑中石油），但问题是这种高增长能持续多久？近两年的业绩增长很大程度受益于周期复苏、股改后利润释放、股市投资收益以及 08 所得税改的一次性效应；更长期看：如果上市公司回归真实增长，参考国外历史经验，业绩长期增长率大致应与名义 GDP 增长水平相当。我们预期上市公司整体业绩增速 09 年后将逐步回归至 20% 以下。

图 35：各国高成长期的上市公司业绩增速

	香港	新加坡	日本	美国	英国
起始年份	1976	1978	1959	1940	1940
结束年份	1995	1997	1978	1959	1959
年速	20	20	20	20	20
名义 GDP 年均复合增长	16.80%	11.50%	15.50%	8.90%	6.00%
真实 GDP 年均复合增长	7.60%	8.00%	8.00%	4.80%	2.00%
EPS 年均增长	18.90%	8.90%	19.00%	8.20%	6.80%
EPS 与名义 GDP 增长比例	1.1	0.8	1.2	0.9	1.1

而且我们关注的还是集中在沪深 300 及其他有分析师跟踪的这类相对优秀的上市公司群体，而大量素质低下的上市公司目前仍在以很不相称的估值水平在市场交易，这和我们曾经预期的全流通后估值体系趋于合理化有很大的差异，但我们相信估值回归这一趋势终将出现。未来限售股流通、股指期货、创业板推出都有可能成为估值回归的重要催化剂。

图 36：上市公司市净率与资产的盈利能力分布还很不相称 - 上市公司 ROE 分布

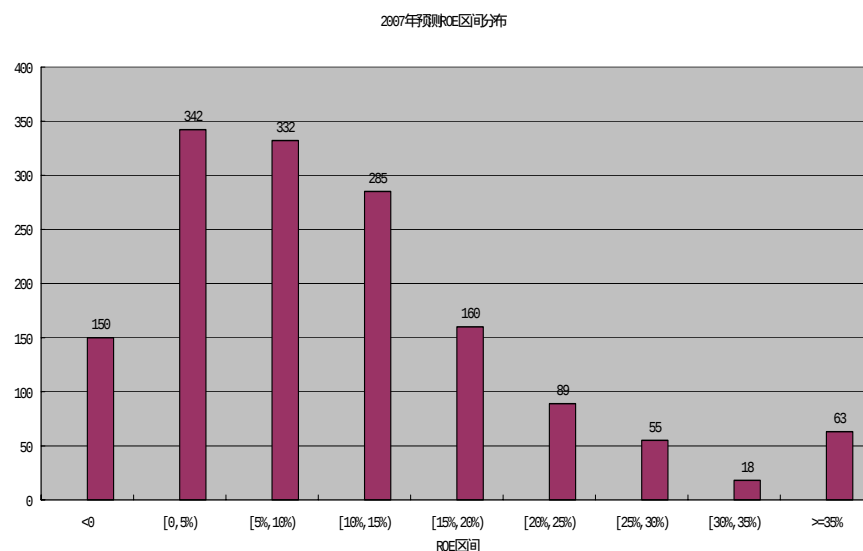


图 37：上市公司市净率与资产的盈利能力分布还很不相称 - 上市公司市净率分布

2007 深圳市净率区间分布

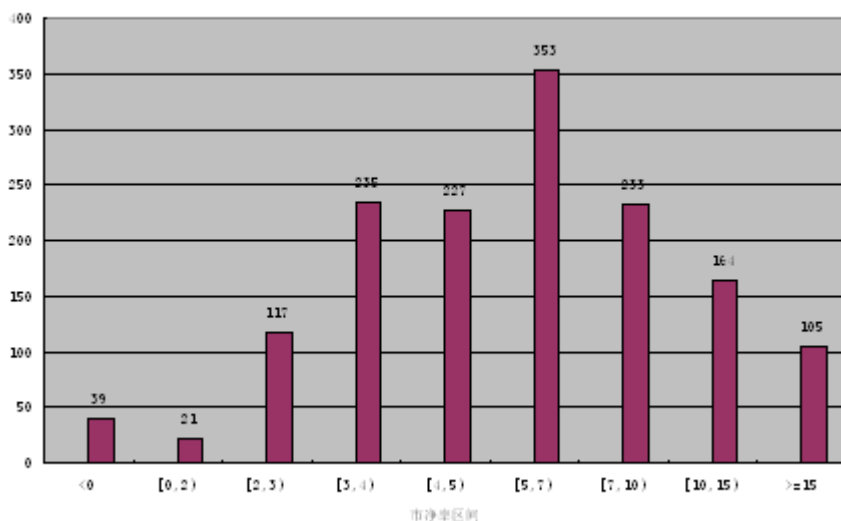


图 38：全球化向金融领域的扩展，导致大型市场的显著估值偏差不可持续

Converging regional valuations



2008 投资策略：长短结合，相机抉择

综观海内外，不得不感叹世界真多变，08 年股市投资将面临更多的不确定因素，而且不同以往，很多方向性的变化有待明朗：次债危机、美国经济、通胀趋势、国内宏观调控等等；此外 08 年国内股市心理也会十分波动：充沛流动性下，中国股市真的会出现“泡沫不可抑止吗”；股市会出现奥运高点吗；同样，在高企的估值下，投资者对负面冲击也会变得非常敏感。

总之 A 股单边上扬的牛市 08 年可能暂告一段落，波动将加大，阶段性和结构性机会

显得更为重要。如果说仓位、结构等主动管理的超额收益在 06、07 年并不显著，但在 08 年可能会非常重要。

在此环境下，我们认为现实的做法是：长短结合，相机抉择。长，意味一些中长期的选股原则和行业配置主线基本不变；短，控制风险，设定估值底线的前提下，适度参与主题投资和板块热点，结合仓位控制、时点选择和轮动操作，追求风险匹配下的超额收益。

一、选股原则：自下而上，寻找未来持续高成长能够消化高估值的个股。

二、行业配置主线：遵循经济转型，结构调整的脉络

由于当前中国面临的外贸环境日益严峻，人民币升值压力不断加大，出口拉动的增长遇到很大阻力；同时高耗能、低附加值普通制造业的持续增长以及粗放的投资扩张，使得国内资源、环境不堪重负。经济增长模式的转变已成为当前中国经济所必须解决的首要课题，由此产生的一系列结构调整将很大程度影响各产业的未来走向，也为我们提供了行业配置的主要线索。在此背景下，对各行业趋势把握，不仅需要分析产能、供求、成本等传统因素的影响，政策、技术和消费偏好也是日益重要的变量。综合上述因素，我们认为未来的投资机会将主要出现在：以内需为主的消费服务和投资拉动型行业，大型机械装备和信息技术产业领域中具有自主创新能力的先进制造企业，供给持续紧张以及受益于价格政策改革的资源型行业。但即使对于这些长期主线，08 年投资对于时机选择，比例调整方面也会十分重要。

三、主题热点：1、人民币升值，通胀下的涨价受益行业；2、3G；3、节能减排、产业整合 4、整体上市、股权激励；5、奥运经济等都有望成为阶段性热点。

四、主要的行业风险：1、关注超预期紧缩政策对利率敏感型行业以及高负债类行业的影响；2、出口政策持续收紧，以及外围经济波动对低附加值出口企业的负面冲击。3、在通胀背景下，面临成本涨价，但同时价格面临管制或转嫁能力受限的价格管制行业；4、全球经济趋缓下，部分全球定价的周期性行业景气下滑。