

金元比联基金 2010 年宏观策略报告

再平衡中显转机

正文目录

一、	美国经济温和复苏，维稳中酝酿退出.....	4
1.	领先指标：V型翻转，复苏强劲.....	4
2.	美国经济：政策刺激，走出衰退.....	4
3.	美国消费：阶段修复，而非转折.....	5
4.	政策退出：紧盯就业，约在秋季.....	6
二、	世界经济：新力量铺建新增长路径.....	7
1.	全球经济：短期回升，看新型市场.....	7
2.	全球经济：长期增长，看科技进步.....	8
三、	中国经济：匀速扩张，且不同的路径依赖.....	9
1.	宏观经济：重新扩张，有望均衡.....	9
2.	工业生产：平稳增长，重质胜速.....	10
3.	投资：高位回落，产业分化.....	11
4.	消费：景气持续，结构升级.....	12
5.	外贸：如期反弹，贡献提升.....	14
6.	物价：走出通缩，预期管理.....	15
四、	政策脉络：着眼内需，结构优化.....	16
1.	政策基调：稳增长、调结构、促内需.....	16
2.	货币政策：从宽松到中性，信贷增速适当且季度分布平衡.....	18
五、	流动性和资产泡沫.....	19
1.	流动性：来源更加多元，货币活化程度年中见顶.....	19
2.	货币供应：防止局部化资产泡沫的蔓延.....	21
六、	投资策略.....	23
1.	企业盈利：温和增长.....	24
2.	市场结构：全流通，供给压力和卖空机制.....	24
3.	估值水平：估值合理，难以大幅提升.....	25
4.	板块、主题和风格：板块选择看 3R，主题投资遵循LEAN，风格预计先大后小.....	26

图表目录

图表 1: OECD领先指标V型翻转	4
图表 2:未来 5 年发展中国家的经济增速将稳步上升	4
图表 3: 全球工业生产和商品贸易有效恢复	4
图表 4: 钢铁产量和半导体销售显著上升	4
图表 5: 美国经济在 2010 年将冲高回落	5
图表 6: 美国企业再库存至少持续 2-3 季度	5
图表 7: 美元走软, 出口走强	5
图表 8: 美国人均新屋开工和汽车销量的阶段性的修复	6
图表 9: 储蓄和失业的正向关系	6
图表 10: 低产能利用水平和可控的通胀水平	6
图表 11: 泰勒规则显示未来低利率水平	6
图表 12: 非农人数将在明年 1 季度转正, 联储的加息窗口最早会在 3 季度	7
图表 13: 世界经济增长接近历史均值水平	7
图表 14:未来 5 年发展中国家的经济增速将稳步上升	7
图表 15: 中国的资本产出增长比 (ICOR) 连续下滑	8
图表 16:新 7 国(NG7)宏观经济指标一览	8
图表 17: 三季度GDP单季同比增长 8.9%	9
图表 18: 三季度环比折年率依旧保持较高水平	9
图表 19: 三驾马车对GDP增长的贡献度将均衡性改善	10
图表 20: 中国宏观指标预测表	10
图表 21: 工业生产加速上升, 接近历史最高水平	11
图表 22: PMI新订单指数与产成品库存比持续走高	11
图表 23: 轻重工业增速差彰显调结构压力	11
图表 24: 2010 年工业生产平稳增长	11
图表 25: 固定资产投资逐月回落	12
图表 26:地产和基建投资开始分化	12
图表 27: 新开工和新增投资开始下滑	12
图表 28: 城镇化和负实际利率推动地产投资	12
图表 29: 消费平稳增长	13
图表 30: 可选消费和地产配套消费增速提高	13
图表 31: 耐用消费和信心指数一并回升	14
图表 32: 实际收入水平稳中有升	14
图表 33: OECD消费和商业信心大幅反弹	14
图表 34: 人民币汇率与出口	14
图表 35: 物价逐渐走出通缩 (同比)	15
图表 36: PPI环比大幅上扬 (环比)	15
图表 37: PPI与S&P GSCI指数 (领先 1 月) 走势一致	15
图表 38: PPIRM与UBS Bloomberg CMCI指数走势一致	15
图表 39: 2010 年CPI预测	16
图表 40: 2010 年PPI预测	16
图表 41: 政府出台的关于促进内需的部分相关政策	17

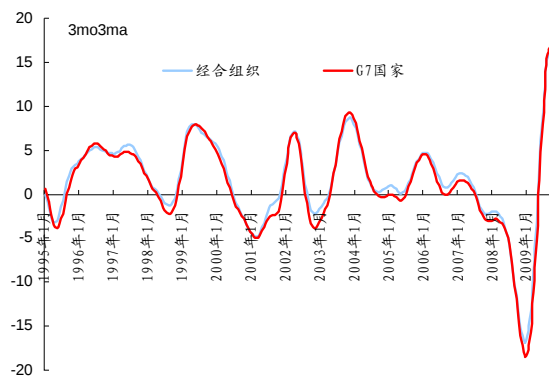
图表 42: 2010 年可能会出台的内需相关政策.....	18
图表 43: 公开市场操作已经连续 9 周净回笼.....	19
图表 44: 1 年期央票发行利率有望上行到 2%	19
图表 45: 2010 年贷款总量平稳, 季度分布平均	19
图表 46: GDP 单季和贷款新增有较强的关联性.....	19
图表 47: 超额货币缺口将收窄	20
图表 48: NDF 看涨人民币	20
图表 49: 人民币新增存款开始下降	20
图表 50: M1 和 M2 增速差的扩大预示产出继续扩大	21
图表 51: M1 和 M2 增速差的扩大预示股市向好	21
图表 52: 房市崩溃的先行指标	22
图表 53: 股市崩溃的先行指标	22
图表 54: 地产销售价格同比和上海住宅指数	22
图表 55: 过去 1 年小盘指数的涨幅是大盘指数的两倍	23
图表 56: 小盘指数相对大盘指数的估值溢价达到 104%.....	23
图表 57: 2010 年工业企业利润季度同比增长约 30%.....	24
图表 58: 一致预期 2009-10 企业盈利增速	24
图表 59: 2010 年 A 股几近全流通	25
图表 60: 沪深 300 指数历史 PE 估值	25
图表 61: 沪深 300 指数历史 PB 估值	25
图表 62: 估值国别比较	26
图表 63: 恒生 AH 股溢价指数高位下滑	26
图表 64: 沪深 300 指数市盈率估值与对应的目标点位之间关系	26
图表 65: 中国股票市场的核心影响因素的研判表	27
图表 66: 中国债券市场的核心影响因素的研判表	27

一、 美国经济温和复苏，维稳中酝酿退出

1. 领先指标：V型翻转，复苏强劲

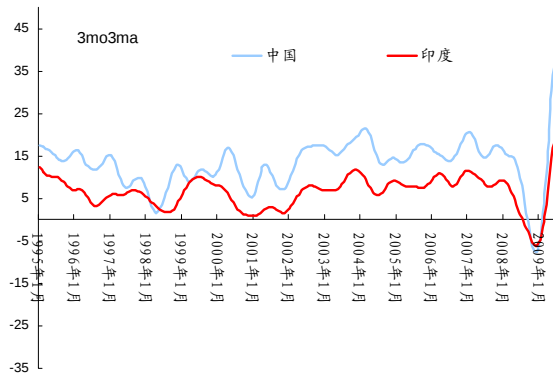
2010年可以被冠以很多阶段性的名词，它是新世纪头一个十年的结尾，也是中国实施十一五规划的收尾之年，更是世界经济摆脱了百年一遇的金融危机后重新步入增长的开始之年。危机发生伊始，各国央行集体行动，一致性地大幅降息，并向金融市场注入了大量的流动性，政府财政的迅捷扩张弥补了市场需求的即时消失，经济止跌企稳，领先指标出现了V型反转，全球工业生产和商品贸易有效恢复，反映制造业和消费需求的钢铁产量和半导体销售显著上升，世界经济复苏迹象明显。

图表 1: OECD 领先指标 V 型翻转



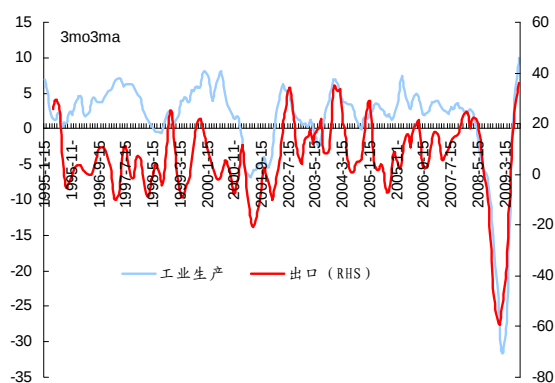
资料来源：经合组织，金元比联

图表 2: 未来 5 年发展中国家的经济增速将稳步上升



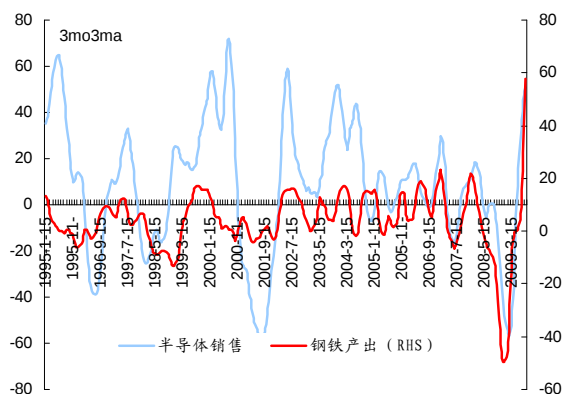
资料来源：经合组织，金元比联

图表 3: 全球工业生产和商品贸易有效恢复



资料来源：国际货币基金组织，金元比联

图表 4: 钢铁产量和半导体销售显著上升



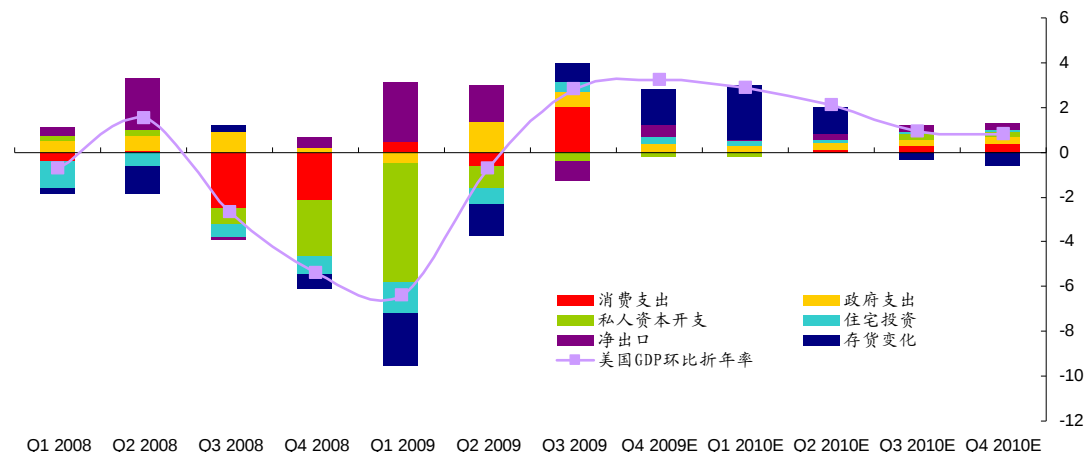
资料来源：国际货币基金组织，金元比联

2. 美国经济：政策刺激，走出衰退

虽然总体数据显示经济的强劲回升，但是国别差别显著。美国GDP在今年三季度环比折年后上

升2.8%，结束了过去连续4个季度萎缩的颓势。财政刺激和宽松货币政策是其中的主要推手，美国政府给初次购买住房消费者8000美元税收补贴，同时推出现金换旧车（cash for clunkers）的计划，使得消费支出和住宅投资在3季度均环比出现较高幅度的增长，对GDP的贡献分别达到了2.07%和0.45%；而企业再库存的启动也成为3季度GDP增加了0.87%的涨幅，可见美国当前经济增长的主要动力依然来源于政府的外在刺激。

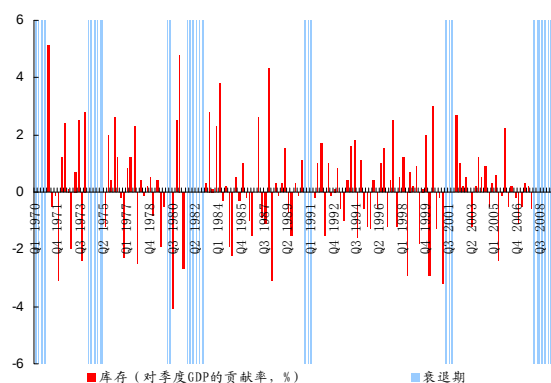
图表 5: 美国经济在 2010 年将冲高回落



资料来源：BEA, KBC Global Services, 金元比联

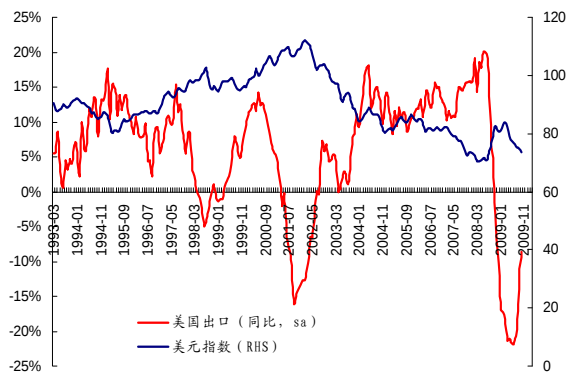
美国政府延长了购房减税政策至明年上半年，而企业再库存一般可以持续 6-9 个月，而美元的趋势性走弱也能提振出口，因此美国经济在今年 4 季度乃至明年上半年均能保持较温和的复苏状态。但是明年下半年的增长前景依旧不明。核心变量在于美国消费是否已经出现至少是结构性的复苏，而不仅仅是政策刺激下过去抑制的需求的集中释放。

图表 6: 美国企业再库存至少持续 2-3 季度



资料来源：BEA, 金元比联

图表 7: 美元走软，出口走强



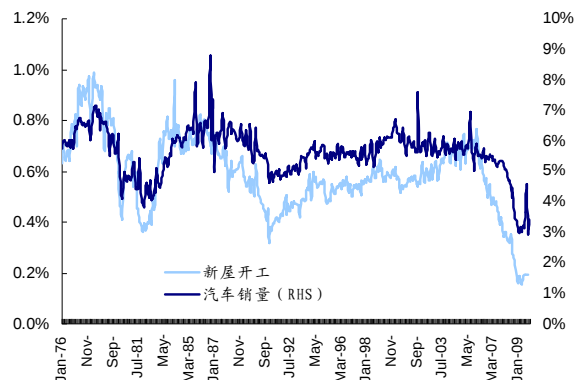
资料来源：国际货币基金组织, 金元比联

3. 美国消费：阶段修复，而非转折

我们认为虽然美国消费已经走过冰冻期，但是难以快速恢复至危机前的水平。一是美国政府财力难以长期维持规模庞大的财政支出计划。当前美国政府的财政赤字占 GDP 比重接近 10%，Obama 政府目标是在未来三年该比重下降至 4%以下，因此未来继续通过财政扩张拉动经济的

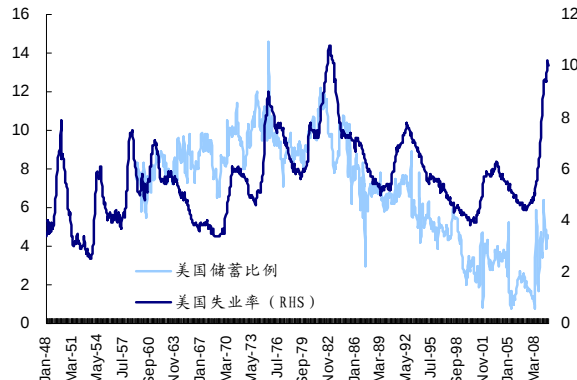
可能性不大；二是美国居民消费行为在本次危机中受到巨大冲击，过去由信贷所驱动的消费开支随着整体经济“去杠杆化”将难以重现。金融危机造成美国人均新屋开工和汽车销量在 2008 年显著下滑至 0.1% 和 3%，离历史的均值水平 0.6% 和 5% 有较大的差距，消费提振政策实际上是对其进行了阶段性的修复。目前美国劳动市场虽然出现了改善的迹象，但是还没有完全走出低谷，消费者在前景不明时，更会量入为出，消费将趋于理性；三是按照李嘉图的等价原理，短期政府税收优惠无法对居民的消费和投资产生长期性影响，所以当前美国居民消费复苏应该根本上来源于过去抑制的需求的集中释放，而不是结构上的转折。

图表 8：美国人均新屋开工和汽车销量的阶段性的修复



资料来源：BEA，金元比联

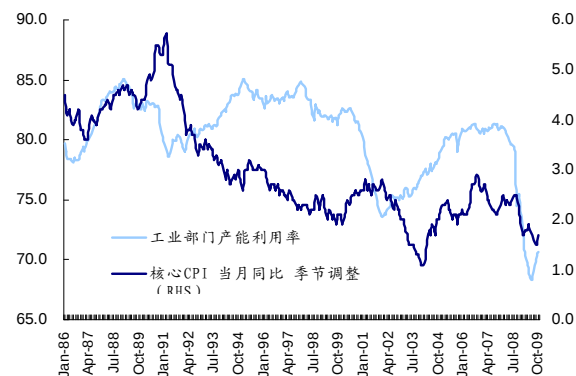
图表 9：储蓄和失业的正向关系



资料来源：国际货币基金组织，金元比联

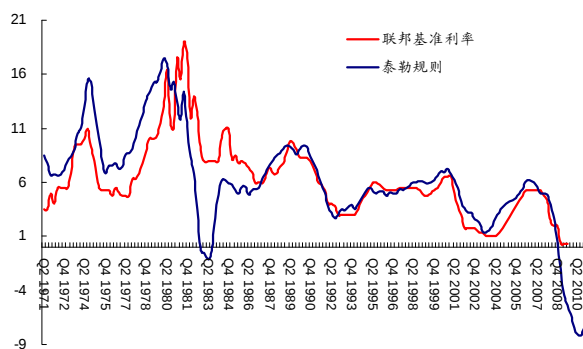
即使经济已经出现了复苏，但是美国政府依旧谨慎。最近美联储主席继续表示将把基础利率在很长时间内保持在低水平。主要原因是当前美国的产能利用水平仅仅达到 70% 左右，美国信贷市场功能还没有完全运转正常，而通胀水平和前景依旧可控，而且最近发生在中东的债务违约和和部分欧洲国家主权信用评级下调的事件也说明全球经济的复苏也非一帆风顺，不成熟的提前退出都会使前功尽弃，多数政府宁愿付出经济略微过热的代价，而不愿意看到再次冷着陆的风险。

图表 10：低产能利用水平和可控的通胀水平



资料来源：BEA，金元比联

图表 11：泰勒规则显示未来低利率水平



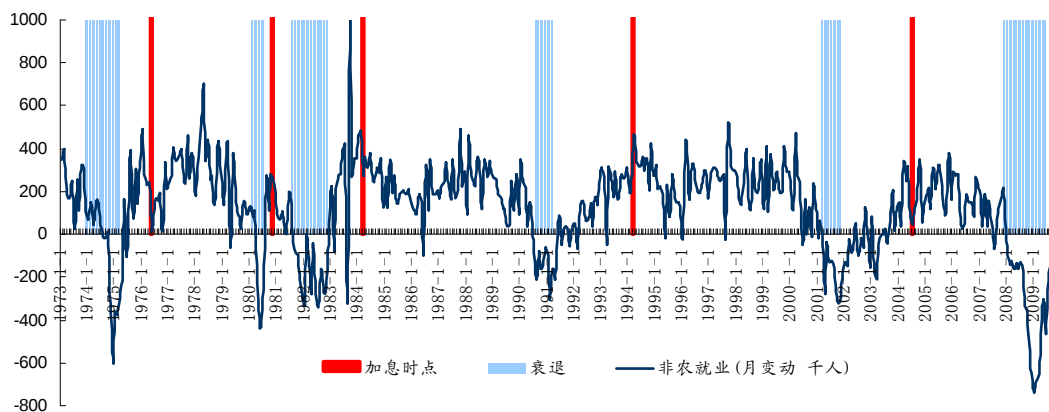
资料来源：BEA，金元比联

4. 政策退出：紧盯就业，约在秋季

美国经济学家泰勒指出在利率市场化的国家，市场短期利率将通过预期的通胀率和产出变化进行调整，并给出了基于失业率和通胀缺口制定基准利率的经验公式。目前来看，泰勒规则预期的

联邦基准利率在 2010 年二季度后出现拐点。从过去美联储行为来看，只有在非农就业出现趋势性增加，产出缺口回补，通胀预期开始升高后，联储才开始加息。美国 11 月失业率小幅下降到 10%，非农就业人数降幅收窄至 1.1 万人，按照当前的趋势，我们认为非农人数将在明年 1 季度转正，联储的加息窗口可能会在下半年。

图表 12: 非农人数将在明年 1 季度转正，联储的加息窗口最早会在 3 季度



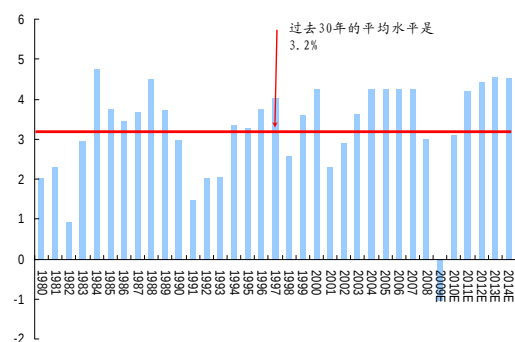
资料来源: BEA, 金元比联

二、 世界经济：新力量铺建新增长路径

1. 全球经济：短期回升，看新型市场

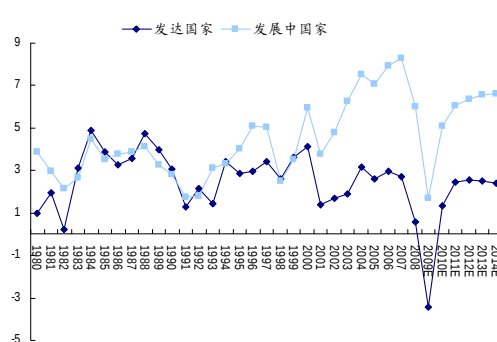
在政策合力的推动下，世界经济有望在今年萎缩 1%后，在 2010 年取得 3.1%的增长，离过去 30 年历史平均水平 3.2%上升轨道，年度增长率有望加速到 4.2%。

图表 13: 世界经济增长接近历史均值水平



资料来源: 国际货币基金组织, 金元比联

图表 14: 未来 5 年发展中国家的经济增速将稳步上升



资料来源: 国际货币基金组织, 金元比联

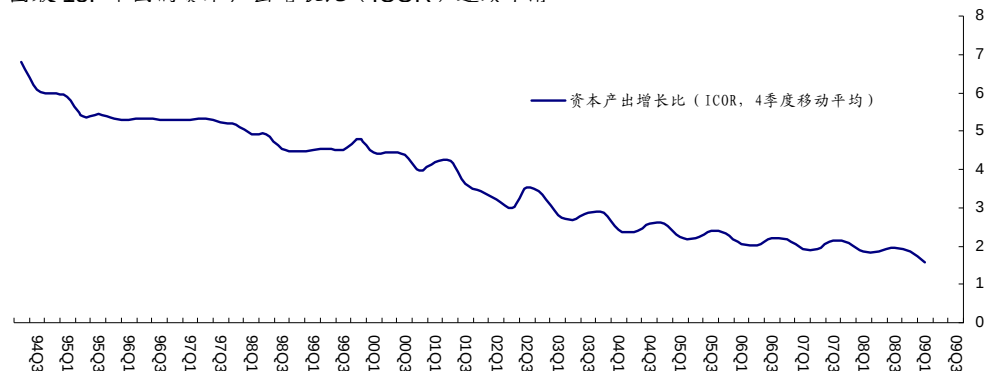
与以往相比，本次经济回升的路径将有所不同。短期看，全球经济在 2010 年复苏后将分化，回升的强度和高度将会更多地取决于新兴国家的表现。国际货币基金组织的数据显示，未来发展中

国家的经济增速将稳步上升，而发达国家的经济增速在达到 2.5% 的平均水平后将停顿，世界经济的增长将有赖于新兴市场发展模式的变化和优化。

2. 全球经济：长期增长，看科技进步

经典的索罗（Solow）模型对我们把握世界经济短期复苏和中长期增长的路径演变有很好的指导意义。该模型告诉我们，经济增长最终要依靠资本积累（K）、人口增长（L）和技术进步（A）三种要素来完成。当前世界面临的严峻挑战是美国资产价格破灭后极大地损害了美国的消费能力，造成中国出现了巨大的闲置产能，中国的资本产出增长比已经连续下滑，因此继续依赖资本支出来推动经济发展，将造成资源浪费和效率低下，无疑是缘木求鱼。由于资本产出效率的下降，储蓄完全转化为投资的假设在现实中无法实现。所以人口增长率的重要性将让位于人均产出效率和人均消费支出的提升。而从长期趋势看，经济发展的黄金均衡路径将是人口的自然增长率和科技进步的总和，而全球人口老龄化趋势也促使带动世界经济未来长期发展因素将更多地依赖于科技革命所孕育新增长因素（如低碳节能、新能源和新材料）的出现。

图表 15: 中国的资本产出增长比（ICOR）连续下滑



资料来源：国际货币基金组织，金元比联

更确切些，如果我们把传统的 G3 经济体（美国、欧盟、日本）和金砖四国（BRICs，中国、印度、巴西和俄罗斯）定义为新 7 国（NG7）。统计数据表明，这 7 国的经济总量约合世界的七成，半数的全球人口，合计外汇储备也高达 60%，对世界经济具有决定性的影响力。

图表 16: 新 7 国(NG7)宏观经济指标一览

指标	GDP	GDP	人口	人口	失业率	CPI	基准利率	外汇储备	贸易差额	财政差额
单位	万亿美元, 2008	同比, 09Q3	百万	增长率	Nov-09	同比, Nov-09	-	十亿美元	2008	2008
美国	14.20	-2.5%	304	0.9%	10.0%	-0.2%	0.3%	48	-4.9%	-9.9%
欧元区	13.57	-4.1%	325	0.5%	9.8%	-0.1%	1.0%	196	-1.0%	-2.0%
日本	4.90	-5.1%	128	-0.1%	5.1%	-2.5%	0.1%	1005	3.2%	-8.7%
中国	4.33	8.9%	1325	0.6%	4.3%	0.6%	2.3%	2273	6.8%	-0.4%
印度	1.22	7.9%	1140	1.3%	-	11.5%	3.3%	262	-3.5%	-5.6%
巴西	1.62	6.7%	192	1.0%	7.5%	4.2%	8.8%	239	-1.8%	4.6%
俄罗斯	1.61	-8.9%	142	-0.2%	7.7%	9.1%	9.0%	450	6.1%	6.2%
全球	60.68	1.7%	6690	1.20%	-	1.9%	-	7537	-	-
NG7/全球占比	68%	-	53%	-	-	-	-	59%	-	-

资料来源：世界银行，国际货币基金组织，Bloomberg，金元比联

但是，金砖四国和 G3 国家的经济状况有很大差别。首先，经济复苏更强劲。除俄罗斯外，中国、

印度和巴西 3 季度经济均正增长，而 G3 国家依旧倒退；其次，公共财政更健康。金砖四国贸易和财政盈余的状况普遍要比 G3 国家佳，单位国民收入的国际储备水平较高，政府有较强的内外财源执行积极的财政政策来拉动经济；最后，通胀预期更浓郁。与 G3 国继续处于 CPI 通缩状况不同，金砖四国的通胀水平已经全部为正，有的国家甚至接近或略超两位数。对于明后年的通胀预期要比 G3 国家高很多。为了抑制通胀，防止外部资本大量流入对本国金融市场造成冲击。部分新兴国家已经开始紧缩，如印度央行已经提升准备金率，巴西也对进入该国的外部金融资本征收 2% 的托宾税。目前 BRIC 四国基准利率较 G3 国家高不少，考虑国家风险溢价后的资金回报也有优势，将是全球流动资金的主要目的地。因此，未来 2-3 年全球经济的复苏时间和回升态势将取决于金砖国家的内需成色，而更长期的增长远景将来自于美欧企业家冒险和创新精神的成果化和商业化。

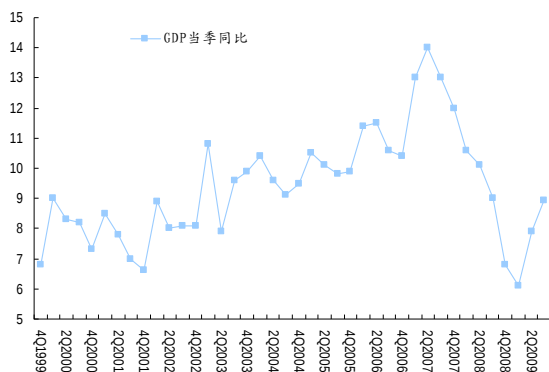
三、 中国经济：匀速扩张，且不同的路径依赖

大规模的经济刺激政策有效拉动中国经济迅速回升，GDP 在 2009 年的前三季度逐季提高，经济回升已得到巩固，预计 2009 年全年增长 8.5% 左右，将胜利完成保 8 目标。从今年 4 季度到明年上半年，宏观基本面将出现生产扩张、盈利复苏，通胀温和、外需提升、资金宽裕的蜜月期。政策上将平衡增长，稳定物价，结构调整，重质求效，内外兼顾为主，会做到既不急刹车，更不会踩油门。

1. 宏观经济：重新扩张，有望均衡

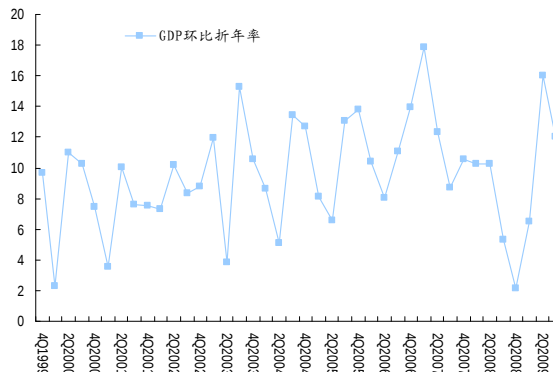
今年前三季度宏观经济数据显示中国经济内需反弹强劲。前三季度我国 GDP 累计同比增速为 7.7%，其中三季度单季 GDP 同比增速达到了 8.9%，年化环比增速为 12%，虽然较二季度的 16% 有所下滑，但依旧超过历史 10% 的均值水平，显示经济企稳回升强劲。考虑到政策效应，海外需求和基期因素等，我们预期明年 GDP 环比增速将前高后低，4 季度有望重新回升，季调后环比的走势呈“U”型。

图表 17：三季度 GDP 单季同比增长 8.9%



资料来源：国家统计局，金元比联

图表 18：三季度环比折年率依旧保持较高水平

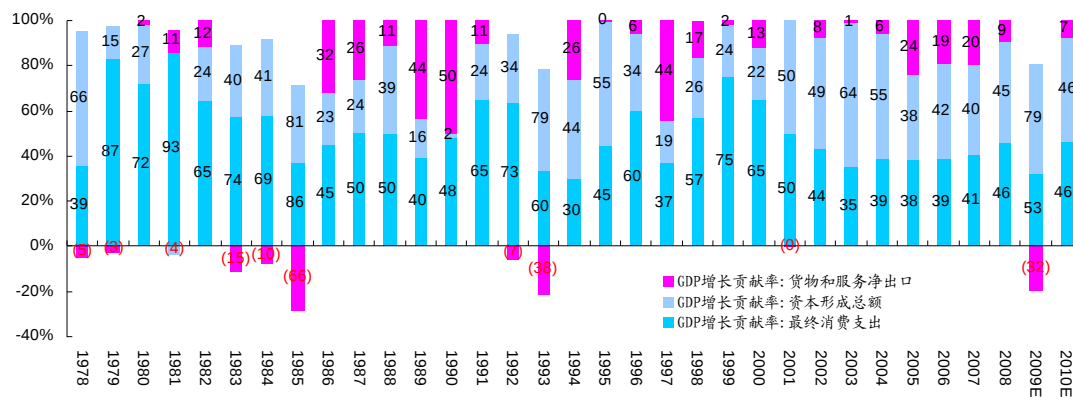


资料来源：国家统计局，金元比联

随着总需求的回升和政策扶持，2010 年中国 GDP 有望回升到 9.5%，与今年完全通过消费和投资带动 GDP 增长不同的是，最终消费、资本形成和净出口对 GDP 增长的拉动将分别为 4.40%、4.40% 和 0.70%，其中消费对投资对 GDP 增长的贡献从 2009 年的 53% 和 79% 下降至 46%，

而出口则从-32%上升至 7%，增长结构均衡性改善。

图表 19: 三驾马车对 GDP 增长的贡献度将均衡性改善



资料来源: 国家统计局, 金元比联

以下是我们对中国主要宏观指标今明两年的预测, 详细介绍请见正文。

图表 20: 中国宏观指标预测表

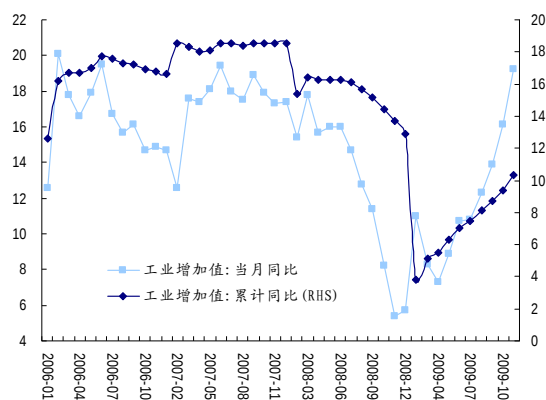
	单位	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F
GDP	%	10.4	11.6	13.0	9.0	8.5	9.5
最终消费	%	4.0	4.5	5.3	4.1	4.5	4.4
资本形成	%	3.9	4.9	5.1	4.1	6.7	4.4
净出口	%	2.5	2.2	2.6	0.8	-2.7	0.7
消费品零售总额	%	12.9	13.7	16.8	21.6	16.0	18.0
工业增加值	%	16.4	16.6	18.5	12.9	11.0	12.0
工业利润	%	22.6	31.0	36.7	4.9	0.0	25.0
固定资产投资	%	27.2	24.3	25.8	26.1	30.0	25.0
出口	%	28.4	27.2	25.8	17.4	-10.0	10.0
进口	%	17.6	20.0	20.8	18.5	-5.0	15.0
贸易余额	亿美元	1021	1775	2627	2981	1983	1791
CPI	%	1.8	1.5	4.8	5.9	-0.6	3.0
PPI	%	4.9	3.0	3.1	6.9	-5.8	5.0
M1	%	11.8	17.5	21.0	9.1	35.0	20.0
M2	%	17.6	16.9	16.7	17.8	30.0	18.0
新增人民币信贷	十亿元	2350	3180	3634	4904	9500	7400
1年期定存基准利率	%	2.25	2.52	4.14	2.25	2.25	2.52

资料来源: 国家统计局, 人民银行, 金元比联

2. 工业生产: 平稳增长, 重质胜速

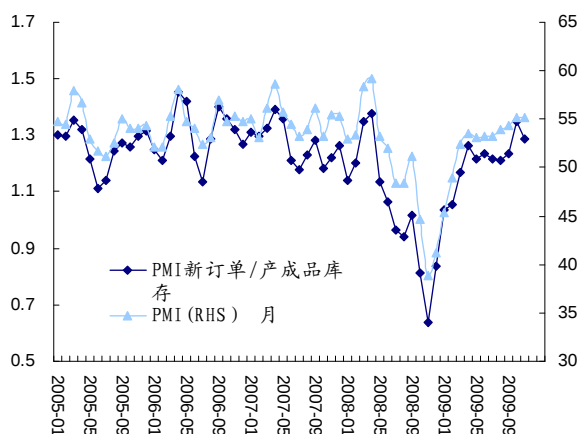
工业生产加速上升。11 月工业增加值增速为 19.2%，接近历史最高水平，显著高于市场预期。去年同期 5.4% 的低基数拉高了工业生产约 2 个点，但是更多原因是来自经济自身的持续好转。我们发现采购经理人指数 (PMI) 中的新订单指数与产成品库存指数比持续走高，显示终端需求旺盛，保证了未来企业开工率的提高，经济持续向好。

图表 21: 工业生产加速上升, 接近历史最高水平



资料来源: 国家统计局, 金元比联

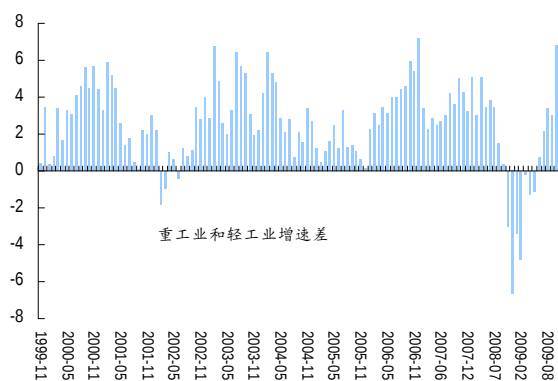
图表 22: PMI 新订单指数与产成品库存比持续走高



资料来源: 国家统计局, 金元比联

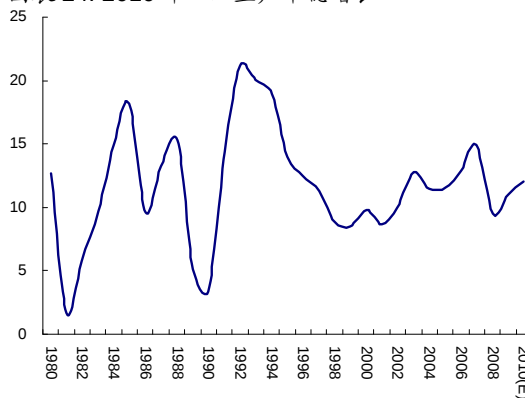
从结构上看, 11 月当月重工业和轻工业工业增加值增速分别比上月提高 4.1 和 1.3 个百分点, 增速差进一步扩大。过去 10 年, 中国重工业生产一直较整体工业生产的增速要高, 反应了中国工业化和城市化的进展。但是去年 10 月-今年 1 月间, 受经济危机的冲击, 重工业增速首次低于轻工业增速, 因此当前重工业增速的反弹反应了总需求的扩大, 将带动钢铁、煤炭和能源电力等行业的强劲增长。但是从另一个侧面看, 这也将进一步加剧产业结构的不平衡。明年中央经济工作的重要任务就是“加大经济结构调整力度, 提高经济发展质量和效益”, “发展战略性新兴产业, 推进产业结构调整”和“推进节能减排, 抑制过剩产能”。最近工信部也表示 2010 年工业增速的目标是 11%, 与今年的水平基本相当, 管理层调结构意图明显。因此, 我们认为 2010 年工业生产将在 1 季度冲高, 而在 2-3 季度开始回落, 全年增速约为 12%。

图表 23: 轻重工业增速差彰显调结构压力



资料来源: 国家统计局, 金元比联

图表 24: 2010 年工业生产平稳增长



资料来源: 国家统计局, 金元比联

3. 投资: 高位回落, 产业分化

城镇固定资产投资累计增速自今年 9 月创出阶段 35.4% 的高点后便出现逐月回落。11 月城镇固定资产投资累计增速为 32.1%, 11 月单月仅为 24.2%, 较 10 月下降 7.5 个百分点。其中房地产投资累计增速为 17.8%, 比上个月加快 1.2 个百分点。而基建投资增速的降低是导致投资增速下降的主要原因, 以铁路运输业投资累计增速 80.7%, 比 1-10 月份回落 1.8 个百分点, 比前三季度回落 6.8 个百分点。这集中体现了经济复苏后“调结构”的背景下, 抑制产能过剩、政府支出由

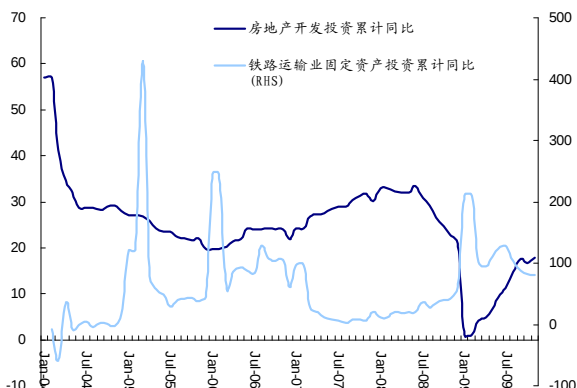
基建投资转向民生领域。

图表 25: 固定资产投资逐月回落



资料来源: 国家统计局, 金元比联

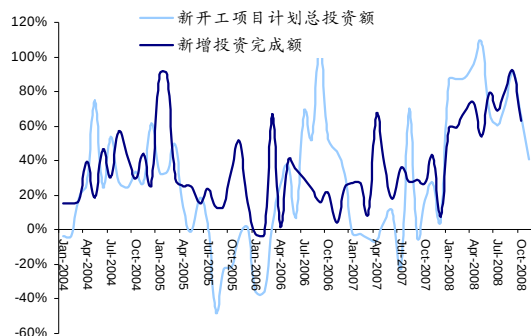
图表 26: 地产和基建投资开始分化



资料来源: 国家统计局, 金元比联

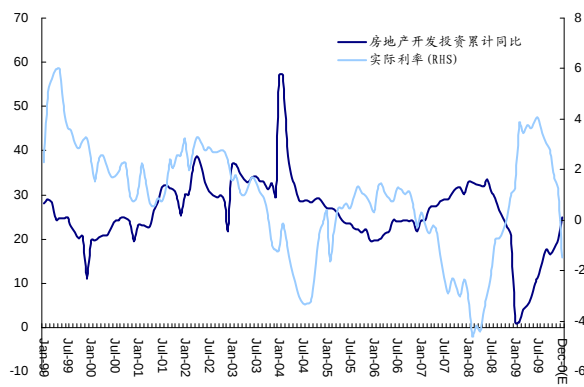
投资是我国政府在经济危机关头的利器, 具有“快准狠”的经济效果。但另一方面, 它也存在效率低下和易挤出民间资本的后遗症。当我国经济复苏在第三季度基本确立情况下, 国家开始放缓财政刺激政策, 控制投资节奏, “四万亿”投资计划中的中央财政预算今年可能有 1000 多亿元的结余, 投资降温也在所难免。当月新开工项目总投资额同比增加 41%, 已经较 5 月 110% 的高点回落不少, 充分体现了中央对明年投资的总体思路-“要保持投资适度增长, 重点用于完成在建项目, 严格控制新上项目”。随着明年工作的重心转为稳增长、调结构和促内需, 并且更加注重提高经济增长质量和效益, 更加注重推动经济发展方式转变和经济结构调整。因此, 明年投资总体趋势性回落应该可期, 但是行业间投资或将结构性分化。控制和削减产能过剩和节能减排的严格执行, 将压制上游行业投资的增长; 出口回暖和房地产市场的良性发展将使得中游制造业投资回升; 在启动内需政策指引下, 终端需求持续回暖的背景下, 下游消费品行业投资可能明显提高。中国过去的重重工业轻轻工业的产业投资结构将得到一定地修复。房地产投资将在政府提升城镇化水平和负实际利率的推动下, 稳定增长, 今明两年分别增长 20% 和 25%。

图表 27: 新开工和新增投资开始下滑



资料来源: 国际货币基金组织, 金元比联

图表 28: 城镇化和负实际利率推动地产投资



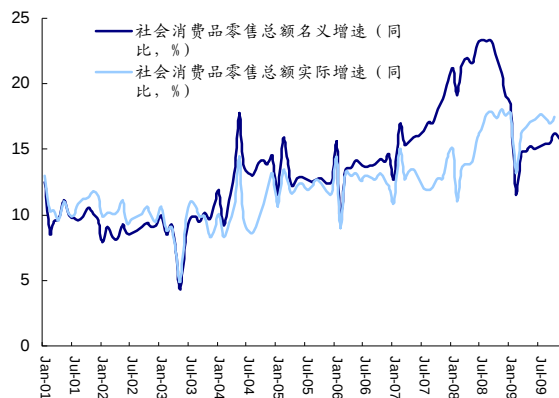
资料来源: 国际货币基金组织, 金元比联

4. 消费: 景气持续, 结构升级

世界经济陷入低谷凸显了我国启动内需拉动经济增长的紧迫性和重要性。政府及时推出了一系列

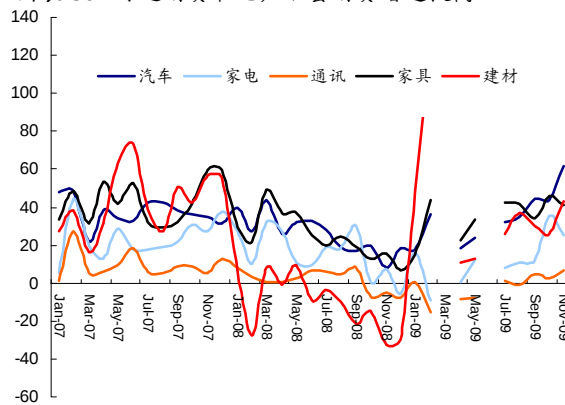
惠民生、促内需的刺激政策。如提高低收入居民的收入、完善社保体系、保护农民利益、针对住房、汽车、家电和农机销售也给出了相应的优惠政策，并取得了显著的效果。截止 11 月末，社会消费品零售累计总额为 112733 亿元，同比增长 15.3%。其中 10 月单月名义同比增长了 16.2%，实际同比增长 17.5%。其中，与政策激励紧密相关的可选消费（如汽车、家电、通讯）和与地产销售配套的家饰装修建材和家具产品销售均出现了较大程度的增长。

图表 29: 消费平稳增长



资料来源: 国家统计局, 金元比联

图表 30: 可选消费和地产配套消费增速提高

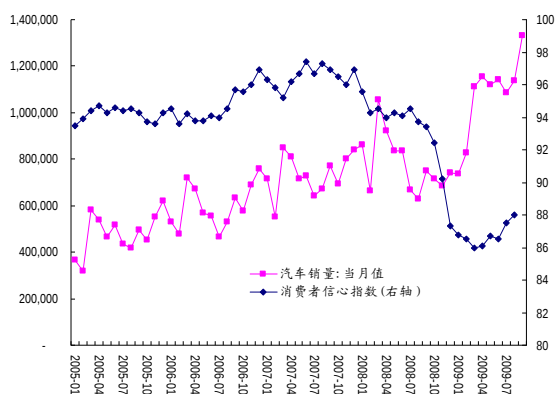


资料来源: 国家统计局, 金元比联

目前来看，金融危机对我国居民收入没有当初预期那么严重，三季度我国城镇和农村居民收入实际增速分别是 10.5%和 9.2%，均超过 GDP 增速，稳定的收入给居民消费提供了有力的保证。随着就业状况连续好转，消费者信心的恢复，低利率环境和通胀预期的增强也提高了消费者即期消费的动机。

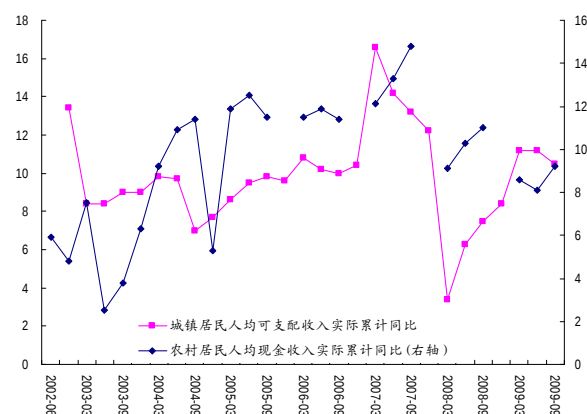
中央要求在未来数年继续扩大居民消费需求，增强消费对经济增长的拉动作用。在收入分配上要调整初次分配机制，增强劳动者的劳动收入，从而提高居民的消费能力。在社会保障机制上，要完善社保医疗养老体系，提高居民的消费倾向。在产业政策上进一步延长家电和汽车消费的政策有效期，保持政策连续性。在财政转移支付上，要提高农产品收购价格，保证广大农民利益。加快落实城镇化建设的规划，通过增加普通商品住房供给，来拉动相关产品和服务的生产。而随着我国居民收入水平已超人均 3000 美元，因此必需品消费占比将逐渐下降，而可选消费类商品将稳步提高，消费升级将在总量平稳增长中得到优化。但是要针对中国地区差异和城乡差异大的国情，进一步落实区域振兴，缩小地区差别，在 2010 年消费将增长 18%，对整体经济增长的贡献将进一步扩大。

图表 31: 耐用消费和信心指数一并回升



资料来源: 国家统计局, 金元比联

图表 32: 实际收入水平稳中有升

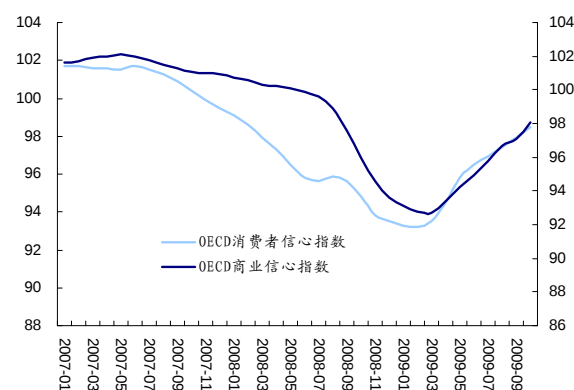


资料来源: 国家统计局, 金元比联

5. 外贸: 如期反弹, 贡献提升

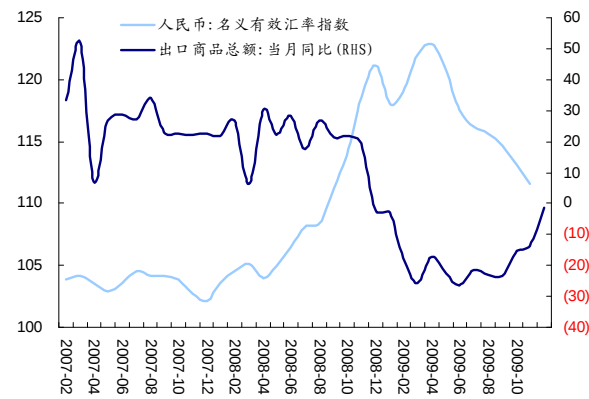
虽然我国外贸累计增速依旧负增长, 但是改善迹象显著。截止 11 月末, 我国累计进出口总值、出口和进口同比增速分别为-17.5%、-18.8%和-15.8%。随着人民币有效汇率的走低, OECD 消费者和商业信心指数持续走高, 美欧个人消费支出同比增速在三季度也出现上升, 带动了我国出口形势的回升。外贸形势在 11 月出现预期中的改观, 一是当月我国进出口总值实现年内首次月度同比正增长; 二是当月出口降速缩减到-1.2%, 单月转正年内可期。

图表 33: OECD 消费和商业信心大幅反弹



资料来源: OECD, 金元比联

图表 34: 人民币汇率与出口



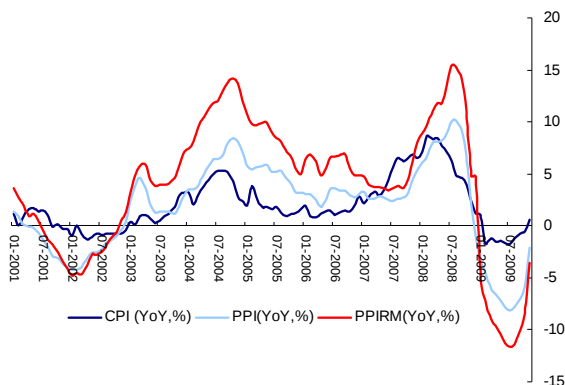
资料来源: 国家统计局, 金元比联

2010 年全球经济将转入温和增长阶段, 经济增长将逐渐恢复到 3.2%左右。而全球经济结束衰退开始转为正的温和增长将给我国的出口贸易带来实质性的利好。由于中国出口与美国消费密不可分, 我们在前文指出美国消费虽然已经复苏, 但是难以快速恢复至危机前的水平。当前美国居民消费复苏应该根本上来源于过去抑制的需求的集中释放, 而不是结构上的转折。同时在经济低迷期, 也是贸易保护主义爆发的高峰期。今年前 3 季度, 针对中国商品提出的贸易纠纷调查高达 88 起, 涉及 19 个国家, 涉案金额达到 102 亿美元, 客观上不利于中国出口的恢复, 而人民币如果在明年重新升值后, 也会相应削弱中国商品的竞争力, 所以出口增速很难回到过去 25% 的平均水平, 预计全年的出口将增长 10%左右, 拉动 GDP 约 0.5 个百分点, 对增长的贡献度从 2009 年的-32%提高至 7%左右, 边际效应明显。

6. 物价：走出通缩，预期管理

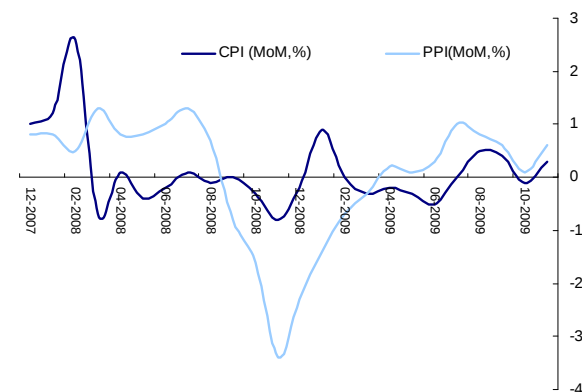
11 月份,居民消费价格同比上涨 0.6%(环比上涨 0.3%,1~11 月累计-0.9%),食品价格上涨 3.2%,非食品价格下降 0.7%; 11 月份,工业品出厂价格同比下降 2.1%(环比上涨 0.6%,1~11 月累计-6%),而原材料、燃料、动力购进价格同比下降 3.6%(1~11 月累计-8.9%)。

图表 35: 物价逐渐走出通缩 (同比)



资料来源: OECD, 金元比联

图表 36: PPI 环比大幅上扬 (环比)

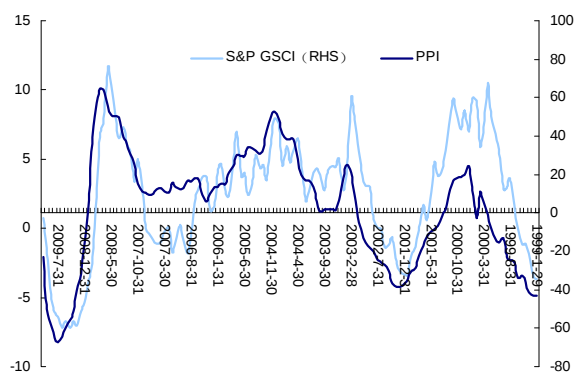


资料来源: 国家统计局, 金元比联

CPI 终于转正,我们在年初报告预计 2009 年的月度 CPI 将呈 W 型演变,进入 3 季度后,单月的物价总水平将开始温和正增长。虽然 CPI 转正比我们预计晚了 2 个月,但是趋势基本符合预期。

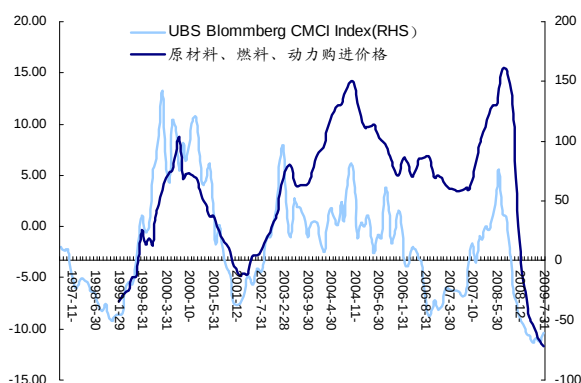
10 月下旬以来的冰雪灾害天气导致农产品价格以及燃料价格上升,食品类价格环比上升 0.5%,同比上涨 3.2%,是 2 月以来的峰值。而房地产市场的回暖以及上调成品油价格也反映在 11 月居住类和交通通讯类价格环比有所上扬,对整体物价水平构成一定拉动。工业品出厂价格 11 月环比明显上升,生产资料类,尤其是采掘类工业品出厂价格上升迅猛,拉动 PPI 上升,这仍要归源于国际大宗商品价格上涨的传导。全球需求回暖、美元疲软因素对大宗商品价格的推高逐步传导至我国。

图表 37: PPI 与 S&P GSCI 指数 (领先 1 月) 走势一致



资料来源: Bloomberg, 金元比联

图表 38: PPIRM 与 UBS Bloomberg CMCI 指数走势一致



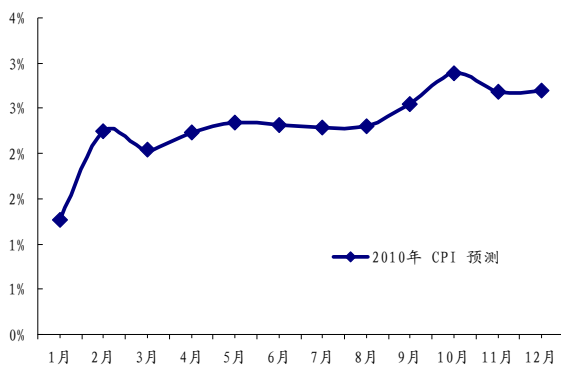
资料来源: Bloomberg, 金元比联

在价格总体水平较低且政策重点是理顺资源定价机制,做好节能减排结构调整的背景下,我国成

品油价格已经基本上和国际价格联动。近期，一些地方政府陆续上调了水、电、煤气、公交等公共品的价格，天然气价调整也已经进入日程，上游煤炭、矿产等资源税的开征也即将展开。由于政府可以控制的公共品占 CPI 的权重较低，如教育、公交和水电煤气约占 13% 左右，并且价格上调也是渐进的，调整幅度有限，估计不超过 10%，因此对整体物价总水平的影响约为 0.13%。但是天然气和上游资源税的调整可能会形成成本推动的通胀压力，因此资源价格调整初期难免推高通胀预期，但对 CPI 影响仍在可控范围内。我们认为今年全年 CPI 可能累计涨幅将在 -0.6% 附近。明年由于翘尾因素对 CPI 的拉动比今年明显提高，目前新涨价因素也逐渐显现，CPI 将在明年 1 季度开始明显上升，4 季度初达到顶点，全年 CPI 可能达到 3%。

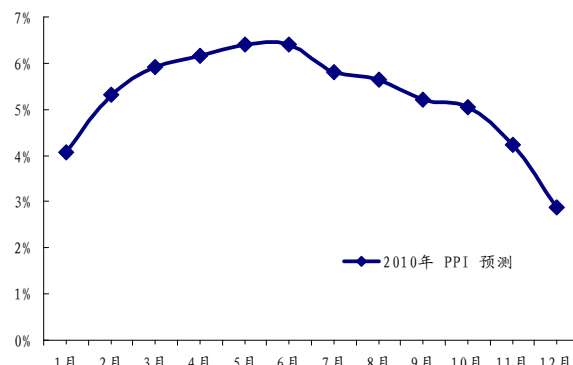
今年大宗商品在弱势美元和全球央行量化宽松释放的超级流动性的推动下强劲反弹，我们认为明年主要央行存在下半年收缩流动性的可能，美元指数对商品价格的影响程度可能会让位实体需求的恢复，因此大宗商品继续大幅上涨的可能性不大，进而对 PPI 的拉动效力也将明显减弱，我们认为明年年初 PPI 将转正，但新涨价因素将缩小，而更多受翘尾因素的影响，全年 PPI 可能上涨 5%。

图表 39: 2010 年 CPI 预测



资料来源：国家统计局，金元比联

图表 40: 2010 年 PPI 预测



资料来源：国家统计局，金元比联

四、 政策脉络：着眼内需，结构优化

1. 政策基调：稳增长、调结构、促内需

随着中国经济再次进入扩张轨道，宏观经济政策将在 2010 年保持经济总量平稳增长的前提下进行的活搭配，尤其在中央经济工作会议的指引下，2010 年政策基调定为“稳增长、调结构、促内需”，从而推动经济增长质量提高。而随着奥巴马政府提出的“可持续和平衡增长”世界经济新范式，各国政府纷纷实施拉动国民就业和保护国内市场政策，因此我国将无法回到通过大进大出拉动经济增长的老路上，促消费、调结构将再次成为中国的选择。促消费将被置于新的战略高度，为此，不仅需要出台或者延长暂时的刺激措施，更需收入分配制度改革等制度性变革，加大国民初次分配中劳动者的收入比例，更加灵活有效地使用财政转移性支出，大力推进新农村和城市化的建设，向广大民营资本开发部分领域和产业，同时加快社保和医疗卫生体系建设，寻找更多的经济增长的内需来源。调结构成为另一个主基调，推动城镇化进程，提升服务业、推进技术自主创新、培育新兴战略产业、开放部分垄断行业的市场准入、发展低碳经济以及协调地区结构将是重点，而

经济扩张的根本保证还在于体制的变革和市场竞争机制的完善。

图表 41: 政府出台的关于促进内需的部分相关政策

时间	主要政策和内容
2月1日	● 国务院促进农业发展若干意见 扩大内需,要把三农作为投入重点,增加对种粮农民直接补贴,稳定发展农业生产,强化现代农业物质支撑和服务体系,稳定完善农村基本经营制度,推进城乡经济社会发展一体化
4月8日	● 国务院关于印发医药卫生体制改革近期重点实施方案 未来三年,落实医改方案的五项重点改革,投入8500亿元,中央投入3318亿元
5月22日	● 2009-2011年廉租住房保障规划 住建部、发改委、财政部总体目标是从2009年起到2011年,争取用三年时间,基本解决747万户现有城市低收入住房困难家庭的住房问题。
6月3日	● 《促进扩大内需,鼓励汽车、家电“以旧换新”实施方案》 采取财政补贴方式,鼓励汽车、家电“以旧换新”,建立有效的激励机制,进一步扩大内需特别是消费需求,促进节能减排,发展循环经济。
8月18日	● 全国新型农村社会养老保险试点工作会议 主要内容包括两个方面,一是实行基础养老金和个人账户养老金相结合的养老待遇,国家财政全额支付最低标准基础养老金;二是实行个人缴费、集体补助、政府补贴相结合的筹资办法,地方财政对农民缴费实行补贴。2009年试点范围为全国10%的县(市、区、旗),以后逐步扩大试点,到2020年前基本实现全覆盖。
8月18日	● 发布《关于建立国家基本药物制度的实施意见》 未来建立国家基本药物制度的目标为:2009年每个省(区、市)在30%的政府办城市社区卫生服务机构和县(基层医疗卫生机构)实施基本药物制度;到2011年,初步建立国家基本药物制度;到2020年,全面实施规范的、覆盖城乡的国家基本药物制度。基本药物将全部纳入政府定价范围。
8月19日	● 国务院常务会议研究部署促进中小企业发展 提出加大对中小企业的财税扶持、缓解中小企业融资难等六项措施。
9月5日	● 国务院发布《开展新型农村社会养老保险试点指导意见》 新农保基金由个人缴费、集体补助、政府补贴构成。

资料来源:国务院,金元比联

图表 42: 2010 年可能会出台的内需相关政策

政策方向	主要内容
调节社会 收入分配	● 在非国有企业建立实行最低工资保障制度
	● 进一步加大对低收入群体的补贴力度;
	● 提高农产品价格, 提升农民收入。
减税减息	● 继续改革增值税, 连续 3 年每年减免 1000 亿~2000 亿元企业增值税税负, 提高企业雇佣工人能力和雇工群体收入;
刺激消费	● 进一步提高个税起征点, 增加城镇居民购买能力;
	● 降低高档商品进口税率, 降低汽车、化妆品等商品消费税率, 刺激消费;
	● 加大对就业影响大的服务行业的扶持力度。
完善社会 保障体系	● 每年分别向农村新农合和城镇医疗保险各提供 1000 亿预算储备, 提高对大病重症的保障深度和覆盖广度, 让对重病危症的防御性储蓄大幅降低, 扩大消费意愿;
	● 以每年 600 亿~1000 亿元的预算资金, 为农村适龄劳动人口逐步分批建立养老账户(农民工的社保转移问题也才能化解);
	● 稳定农村社会、稳定农村消费。
鼓励私人 部门投资	● 建立“鼓励民间投资产业指导目录”, 在投资补贴、贷款贴息、财税、土地、政府采购等方面给予配套政策;
	● 加大对中小企业的财税扶持、缓解中小企业融资困难、给予中小企业更为宽松的政策环境, 鼓励中小企业投资于非国家命脉的行业。
推进中小 城镇建设	● 加快中小城镇的基础设施建设, 实现更多农村人口向中小城镇转移;
	● 建立农村土地流转制度, 推动城市化进程。

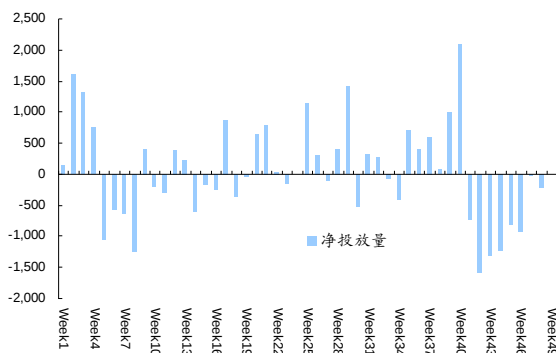
资料来源: 国务院, 金元比联

2. 货币政策: 从宽松到中性, 信贷增速适当且季度分布平衡

2009 年极度宽松货币政策对保证经济重新进入正常增长轨道起来关键作用, 但也带来一定的副作用, 我国资产价格迅速上升, 通胀预期也迅速形成并逐渐加强。随着我国经济已企稳回升, 决策层会把更多目光放在控制资产泡沫和通货膨胀预期管理上。

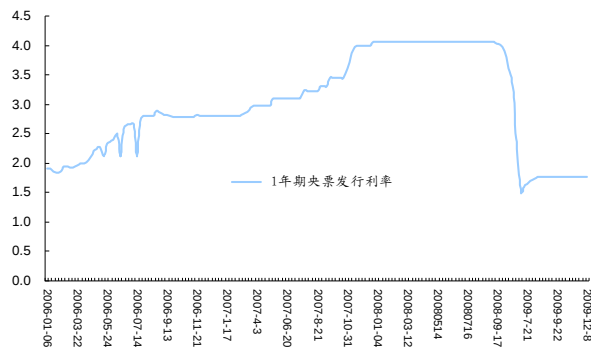
货币政策将必然会在 2010 年适当收缩, 但是全面退出可能性不大, 总体基调将逐步从宽松转向稳健或中性。数量化调控手段先行, 价格化调控手段殿后, 信贷控制最灵活有效。其实, 进入 10 月后, 央行已经在公开市场操作上加大力度以对冲流动性, 已经连续 9 周净回笼, 央行在第三季度分别发行了各 9000 亿元的央票和正回购, 对冲了到期的 1.3 万亿资金, 实现了净回笼资金 4780 亿元, 随着央票一二级市场利率的倒挂, 1 年期央票发行利率在明年 1 季度有望上行到 2%。

图表 43: 公开市场操作已经连续 9 周净回笼



资料来源: 人民银行, 金元比联

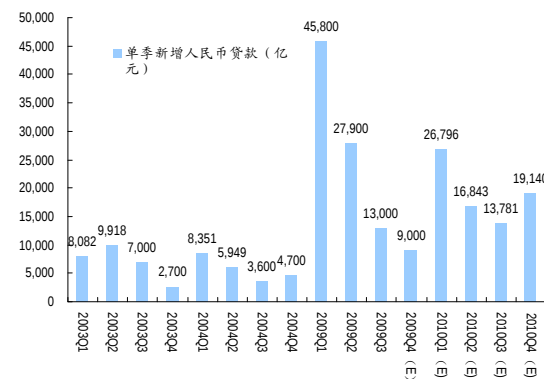
图表 44: 1 年期央票发行利率有望上行到 2%



资料来源: 人民银行, 金元比联

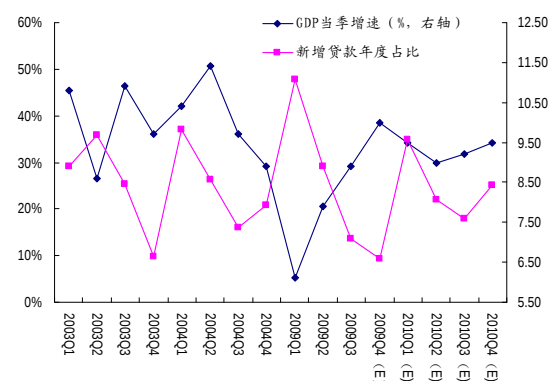
在未来货币政策正常化过程中, 信贷调整更能体现了政策意图, 银监会已经开始向各商业银行下达窗口指导甚至银行信贷额度指标, 2009 年全年的贷款增长将控制在 9.5 万亿。从中央政府的角度的上, 今年 4 季度和明年的信贷单月新增水平可能会较今年上半年的水平有一定放缓, 但是考虑到今年新增贷款多数是配合政府投资项目的配套贷款, 明年仍需后续的资金保证, 明年信贷增长的速度控制在 17-19%, 全年新增估计在 7.2 万~7.6 万之间, 实体经济的资金需求应该无忧。我们认为今明两年的贷款演变与 2003-4 年有所相似, 2003 年发生了非典疫情, 世界经济复苏也出现了起伏, 单季 GDP 曾一度下探到 8.6%, 因此当年国内贷款也同比上升了五成, 而并且新增贷款从 2 季度就开始逐季下滑。随着经济复苏担忧的消除和通货膨胀压力加大, 2004 年的新增贷款出现了近 20% 的下降, 但是规模依旧较过去有较大的提升, 贷款的季度分布更加平均, 显示中国贷款存在易上难降的粘性。

图表 45: 2010 年贷款总量平稳, 季度分布平均



资料来源: 中国人民银行, 金元比联

图表 46: GDP 单季和贷款新增有较强的关联性



资料来源: 中国人民银行, 金元比联

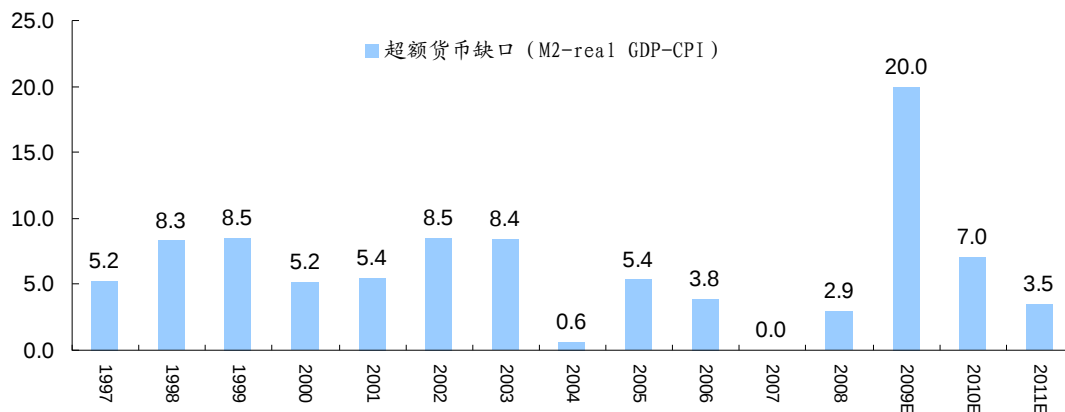
五、流动性和资产泡沫

1. 流动性: 来源更加多元, 货币活化程度年中见顶

明年随着信贷增长的放缓, 货币增速也将在 2 季度后冲高回落。今年超级宽松的流动性宽裕状

况将很难重现。我们定义的超额货币缺口（即 $M2 - \text{real GDP} - \text{CPI}$ ）将从今年的 20% 回落到 2010 年的 7%，2011 年将进一步下降至 3.5%。

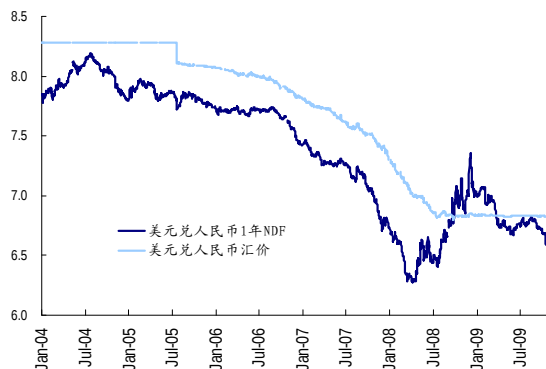
图表 47：超额货币缺口将收窄



资料来源：中国人民银行，金元比联

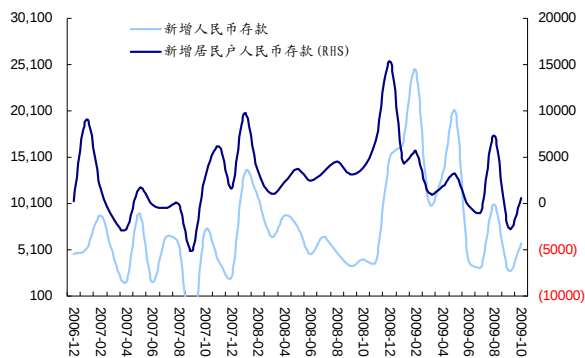
美国巨大的财政和贸易赤字和美联储购买公债带来的巨额美元供给，造成美元未来将长期处于下降通道，近期 NDF 市场对人民币升值预期明显上升，触发套利性外部资本的大量流入，央行被动性的基础货币投放将增加，从而增加流动性供给。但是，在通胀预期与人民币升值预期下，“储蓄搬家”与“热钱”涌入可以有效补充 A 股市场的流动性水平。

图表 48：NDF 看涨人民币



资料来源：Bloomberg，金元比联

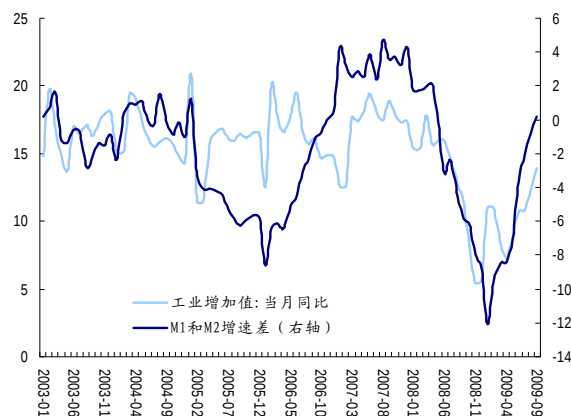
图表 49：人民币新增存款开始下降



资料来源：中国人民银行，金元比联

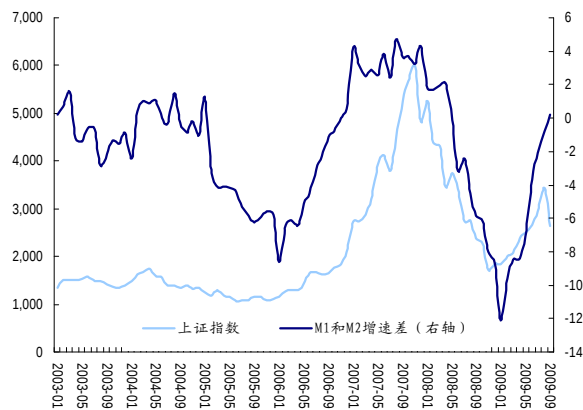
M1，虽然是货币供应层次化结构的度量工具，却更反映企业经营和社会总需求好坏程度，以及社会资金流转状况和流动性活化程度的指标。过去经验数据表明，当狭义货币 M1 和广义货币 M2 增速差的扩大时，往往预示国民产出的扩张；此外，当 M1 和 M2 增速差的扩大时，也代表了资本市场流动性充沛，股票市场一般都有良好的上涨。

图表 50: M1 和 M2 增速差的扩大预示产出继续扩大



资料来源：统计局，金元比联

图表 51: M1 和 M2 增速差的扩大预示股市向好



资料来源：交易所，金元比联

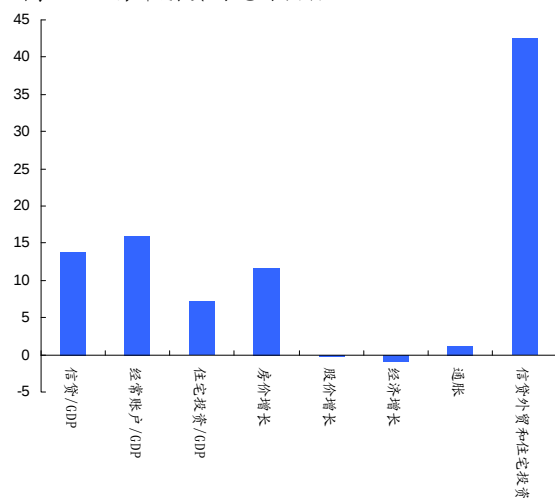
我国 M1 和 M1 增速差在今年年初一度下探至-12%，随后便开始止跌回升，并且在 9 月转正，而在 11 月一度提高到 4.9%，创造了 2000 年以来的新高。从当前居民和企业存款活期化的趋势看，M1 增速有望在明年 1 季度后上探本轮高点，然后逐步回落，明年全年 M2 和 M1 增速可能分别是 18%和 20%。同时，一季度信贷投放处于年度高峰期，因此我们认为货币活化程度年中见顶。

2. 货币供应：防止局部化资产泡沫的蔓延

明年货币政策还需要防止资产价格泡沫，防止恶性通胀的形成。国际货币基金组织从近期经历的资产价格崩溃案例中吸取对货币政策的教训。认为货币政策制定者应该实施宏观审慎性

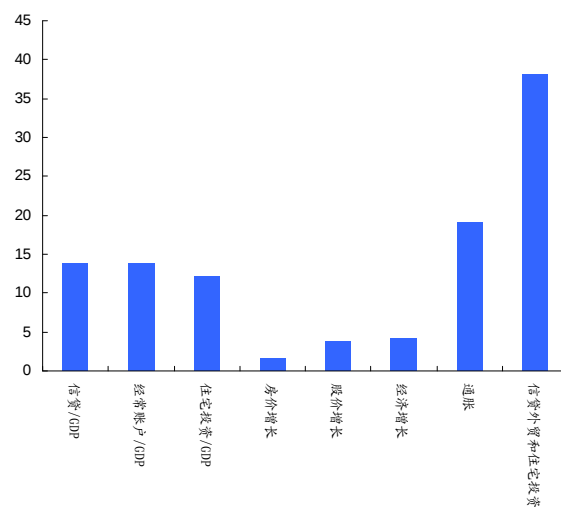
(macro-prudential) 货币政策，应更加重视宏观金融风险的形成和爆发。因为在资产价格崩溃发生前，信贷、投资占 GDP 比例、经常账户逆差和资产价格往往上升，这些是资产价格崩溃的有用的先行指标。这意味着即使通货膨胀看起来基本得到控制，货币当局应该更早、更有力地收紧银根，力图防止资产和信贷市场积累危险的过剩。

图表 52: 房市崩溃的先行指标



资料来源: IMF, 金元比联

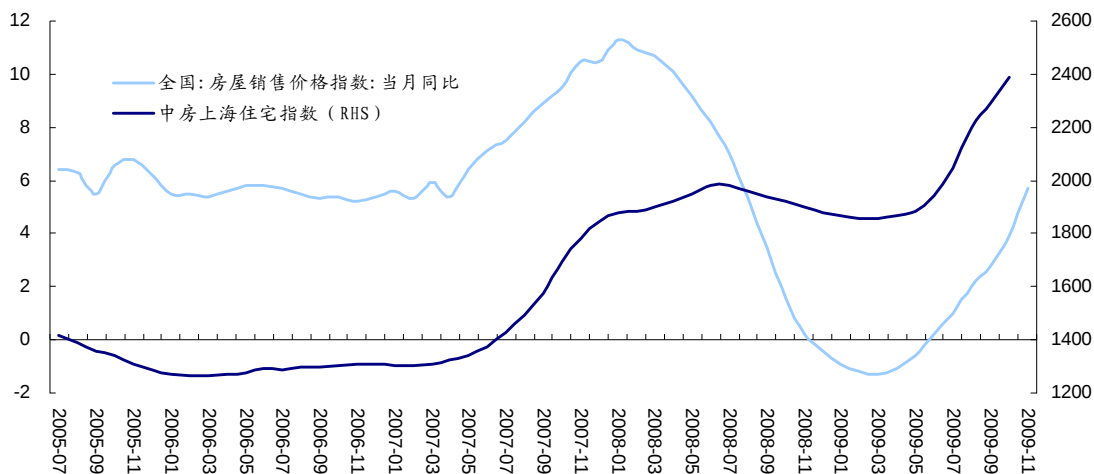
图表 53: 股市崩溃的先行指标



资料来源: IMF, 金元比联

由于国情和市场体系的差别, 我们并不认为 IMF 的上述研究能完全适合任何国家。但是上述的宏观指标在当前中国都已经出现了警示意义。虽然从总体上我们地产市场发展依然健康, 但很多一线城市的房地产价格已经达到了膨胀的地步, 房价收入比畸高, 不利于民生和社会稳定。因此, 国务院已经在近期停止了二手房交易两年免征营业税的优惠政策, 将加大差别化信贷政策执行力度, 抑制了房地产市场的投机。

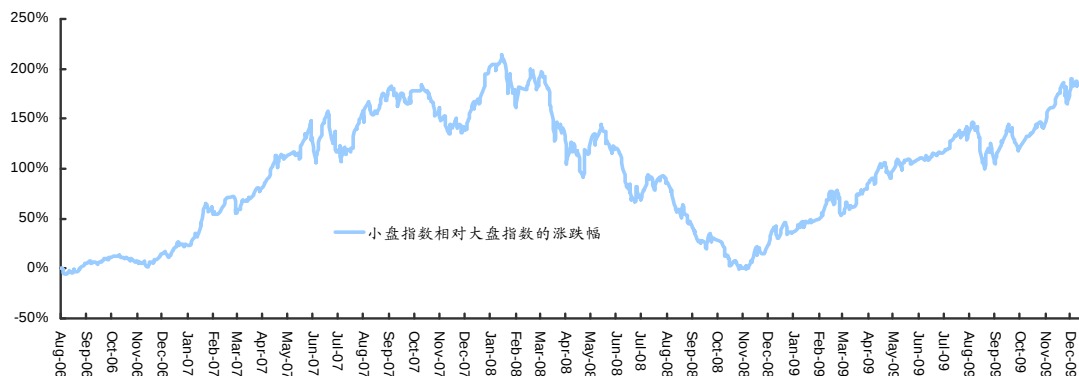
图表 54: 地产销售价格同比和上海住宅指数



资料来源: Wind, 金元比联;

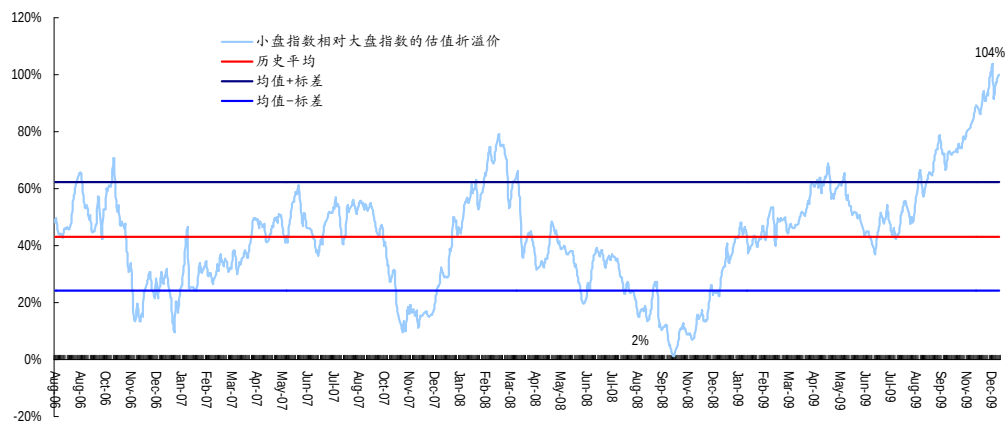
从股市的角度看, 我们认为存在一定的结构化泡沫。虽然总体市场的估值水平相对合理, 但是小盘股涨势过多, 小盘股的估值太高, 远超合理范畴, 市场概念炒作投机氛围浓烈。

图表 55: 过去 1 年小盘指数的涨幅是大盘指数的两倍



资料来源: 朝阳永续, Wind, 金元比联; 小盘指数选用中小板综指, 大盘指数选用上证 50 指数

图表 56: 小盘指数相对大盘指数的估值溢价达到 104%



资料来源: 朝阳永续, Wind, 金元比联;

小盘指数选用中小板综指, 大盘指数选用上证 50 指数, 估值指标是未来 12 月动态市盈率

水能载舟，也能覆舟，这一点也完全适用于流动性与宏观经济的关系上。管理层未来将推出一系列政策来抑制资产泡沫的蔓延。我们认为中国政府会大力推进中国的城镇化进程，做好产业内陆转移，建立起中西部的区域中心城市，降低部分城市的人口密度和公共品的供应压力。在股票市场机制上会加快融资融券试点和实行，加快推出股指期货和其他实物期货产品的上市，建立健全多层次的资本市场体系，不仅发挥在资本市场价格发现和资源配置的功能，更要发挥资本市场风险发现、转移和对冲保值的功能。而在货币政策上，我们认为信贷的调整力度和调整速度要快于利率指标，而利率调整步伐将明显滞后，利率调整时间最快在 2010 年下半年。提高信贷调节，管住基础货币供应，在货币源头上降低资产价格膨胀的风险。

六、 投资策略

再平衡中显转机，我们认为明年 A 股市场更多地是来自于结构转型所带来的机会。对于 A 股市

场 2010 年的走势，我们认为应该从经济基本面、公司盈利、估值、股票供需、市场结构、流动性、政策趋向和投资者的行为多方面综合考虑，才能给出一个合理的判断。

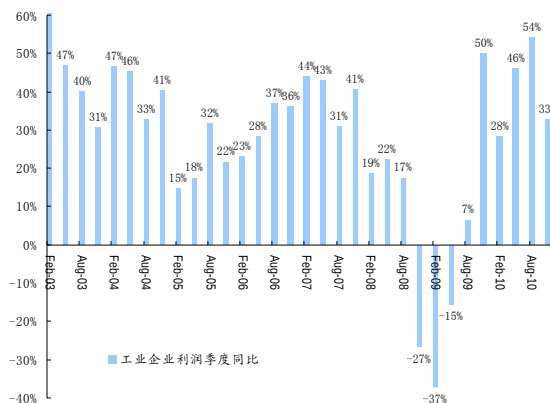
1. 企业盈利：温和增长

我们认为未来虽然新增贷款增速放缓，但是企业盈利将伴随 CPI 和 PPI 的转正将继续好转，同时欧美经济摆脱衰退后，企业进入补库存周期，有助我国出口复苏。日前结束国家经济工作会议将为明年的宏观政策取向表示将继续实施积极的财政政策和适当宽松的货币政策，保持经济增长同时更加注重结构调整和经济效益，因此 2010 年企业经营环境仍将处于一个需求改善和政策扶持的甜蜜期。

对于工业上市公司的利润演变，我们倾向于跟踪统计局发布的全社会工业企业的利润变动趋势，因为从历史看，两者的盈利变动趋势相同。今年以来，全社会工业企业盈利出现了环比上升，同比降幅收窄的迹象。我们预计工业上市公司的 2010 年盈利同比涨幅将逐季提高，2009-10 年增速分别约为 15% 和 30%。

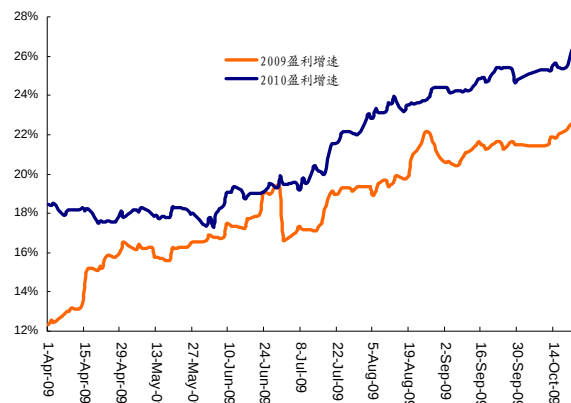
明年金融行业在宏观复苏，经济周期开始向上的环境里，业绩增长将更加确定。随着贷款总量继续上升，存款活期化趋势延续的情况下，央行加息将进一步提高银行净息差水平，而对不良贷款担忧的降低也将保证银行业绩的稳定提升。随着股市日均交易金额的放大和 IPO 再融资加快，券商的经纪业务和投行业务收入也将保证券商盈利水平的增长，而保险则受益于保费收入的增长和投资收益率的提高，预期 2009 年和 2010 年金融板块的盈利增速有望达到 20% 和 23%。综合金融行业和工业企业，我们测算上市公司今明两年的业绩增速将分别达到 17% 和 27% 左右，而市场一致性预期的沪深 300 企业盈利增速分别的 22% 和 29% 的预测。

图表 57：2010 年工业企业利润季度同比增长约 30%



资料来源：Wind，金元比联

图表 58：一致预期 2009-10 企业盈利增速

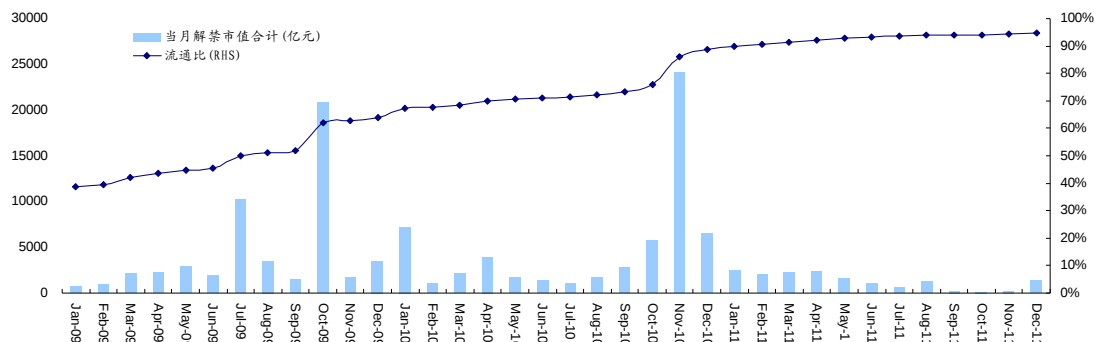


资料来源：朝阳永续，金元比联

2. 市场结构：全流通，供给压力和卖空机制

2010 年 A 股市场结构将出现质变。2010 年底，A 股市场的流通市值将超过 90%，基本上已经实现全流通。在大小非减持的持续影响下，可能会引发的整个估值体系的调整。我们认为，流通盘的大幅增加、限售股的减持行为均对市场估值造成压力。

图表 59: 2010 年 A 股几近全流通



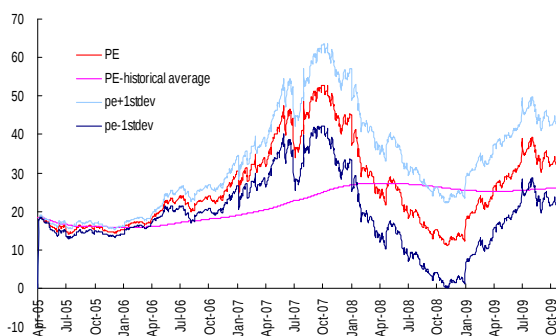
资料来源: Wind, 金元比联

而政府将进一步提升 A 股的融资功能, 红筹回归, 推出国际板会在明年取得进展。大型 IPO 和银行企业再融资的压力将伴随全年, 对市场投资情绪造成负面影响。加快多层次资本市场建设, 在今年 10 月推出创业板后, 明年融资融券和股指期货也将适时推出, 因此, 未来 A 股市值结构将发生改变, 股指期货的推出使得做空也可获利。因此在明年股票供给加大, 全流通环境和机构盈利机制或有改变的情况下, A 股估值很难有大幅提高。

3. 估值水平: 估值合理, 难以大幅提升

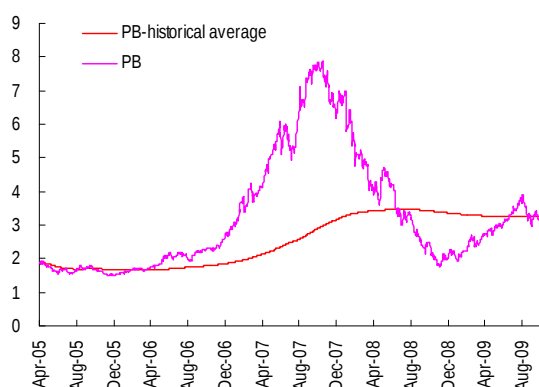
根据彭博的数据, 当前沪深 300 指数的 29X 的静态市盈率比历史平均的 26X 高出近 10%, 而 3.3X 的市净率水平也比历史均值基本相当。从 A 股运行情况看, 大部分时间均处在历史平均市盈率水平之上, 同时考虑到今明两年沪深 300 盈利有 25% 的增长, 动态市盈率应该不算高估。

图表 60: 沪深 300 指数历史 PE 估值



资料来源: Bloomberg, 金元比联

图表 61: 沪深 300 指数历史 PB 估值



资料来源: Bloomberg, 金元比联

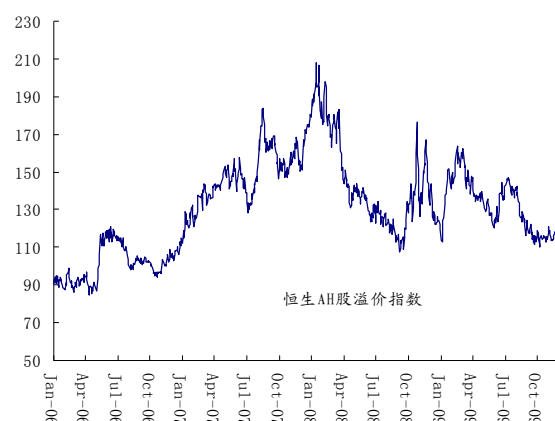
纵观全球股市, A 股当前 22 倍的市盈率水平较日本和台湾市场便宜, 与印度市场接近。但是目前 A 股盈利增速高于其他市场, 从 PEG 指标看较其他市场有优势。而此外, 恒生 AH 股溢价指数已经从去年 10 月的 176 滑落至 113 附近, 显示出当前资金向港股市场的流动, 推动了 H 股股价上涨, 化解了不少 A 股的相对高估值水平。

图表 62: 估值国别比较

市场	代码	静态市盈率 (倍)	动态市盈率 (倍)	盈利预测	实际盈利	盈利增速
中国						
A股	SHSZ300 Index	29	22	160	149	8%
H股	HSCEI Index	21	16	783	719	9%
香港	MXHK Index	25	19	486	442	10%
亚洲						
印度	MXIN Index	25	21	32	32	2%
印尼	MXID Index	16	16	227	223	2%
韩国	MXKR Index	19	14	33	30	9%
马来西亚	MXMY Index	21	17	28	22	26%
巴基斯坦	MXPK Index	12	9	31	30	6%
菲律宾	MXPH Index	20	17	36	30	18%
新加坡	MXSG Index	18	17	92	100	-9%
台湾	TWSE Index	199	26	302	275	10%
泰国	MXTH Index	19	12	23	18	28%
G3国家						
美国	MXUS Index	20	17	61	72	-16%
欧洲	MXEU Index	51	15	6	5	3%
日本	MXJP Index	NA	35	16	27	-42%
发展中国						
埃及	PX Index	30	14	80	93	-14%
土耳其	XU100 Index	16	11	4565	4819	-5%
波兰	WIG Index	-	17	2301	2477	-7%
俄罗斯	CRTX Index	23	12	167	153	9%
匈牙利	BUX Index	18	13	1655	1188	39%
巴西	IBOV Index	21	17	4024	4068	-1%
新兴市场	MXEF Index	24	17	59	56	5%
拉丁美洲	MXLA Index	19	18	237	236	1%
亚洲	MXASJ Index	26	18	27	26	3%

资料来源: Bloomberg, 金元比联

图表 63: 恒生 AH 股溢价指数高位下滑



资料来源: Bloomberg, 金元比联

下表给出了 2010 年沪深 300 指数市盈率估值与对应的目标点位之间关系。我们结合未来 A 股市场企业盈利增长, 市场结构变化情况, 流动性和政策趋向等因素, 估计明年沪深 300 可能达到的高点位置应该在 4400~4650 之间, 对应的市盈率水平在 22-23 倍之间。虽然我们不认为市场估值有提升的可能, 但也不认为 A 股的市盈率水平将偏离其历史平均水平的一个标准差之下(约为 18.5 倍), 因此对应的当前 3600 点具有一定安全边际。

图表 64: 沪深 300 指数市盈率估值与对应的目标点位之间关系

	盈利增速 (%)	指数点位											
		3600	3800	4000	4300	4350	4400	4450	4500	4650	4800	4950	5100
沪深300	19	19.06	20.12	21.17	22.8	23.0	23.3	23.6	23.8	24.6	25.4	26.2	27.0
	21	18.74	19.78	20.82	22.4	22.6	22.9	23.2	23.4	24.2	25.0	25.8	26.6
	23	18.44	19.46	20.49	22.0	22.3	22.5	22.8	23.0	23.8	24.6	25.4	26.1
	25	18.14	19.15	20.16	21.7	21.9	22.2	22.4	22.7	23.4	24.2	24.9	25.7
	27	17.86	18.85	19.84	21.3	21.6	21.8	22.1	22.3	23.1	23.8	24.6	25.3
	29	17.58	18.56	19.53	21.0	21.2	21.5	21.7	22.0	22.7	23.4	24.2	24.9
	31	17.31	18.27	19.23	20.7	20.9	21.2	21.4	21.6	22.4	23.1	23.8	24.5

资料来源: Bloomberg, 金元比联; 淡蓝色区域代表沪深 300 可能触及的高点, 粉色区域代表可能运行的低点

4. 板块、主题和风格: 板块选择看 3R, 主题投资遵循 LEAN, 风格预计先大后小

综合我们前述的阐述, 我们对股票和债券市场的核心影响因素的研判列表如下。

图表 65: 中国股票市场的核心影响因素的研判表

因素	1月	3月	12月	短期风险趋向	主要观点
1 通货膨胀	+	+	+	↓	✓ 物价指数同比将在明年温和上扬, PPI 和 CPI 的变化路径一致, 在通胀没有显性化之前, 终端价格的上涨将有利于企业盈利的复苏和增长。
2 国际市场	0	+	0	↓	✓ 随着投资信心恢复和风险偏好的提高, 投资者对股票商品等产品的投资需求有所增加, 欧美市场企业盈利将有 15-20% 的增长。
3 人民币汇率	+	+	+	↓	✓ 巨大的双赤字将打压美元, 重燃人民币升值预期, 国际资金开始流向中国等新兴市场。货币当局被动地发行基础货币来对冲外汇占款压力增大。
4 宏观经济	+	+	+	↓	✓ 经济形势快速复苏的迹象明显, 房地产等私人投资和汽车消费等开始趋势性增长。 ✓ 随着美国等发达经济体下半年开始企稳, 将有助于中国出口的恢复, 2010 年经济增长有望达到 9.5%。
5 盈利增速	+	+	+	↓	✓ 统计局发布的工业企业利润大幅改善: 累计同比增速从 2 月末的 -37% 缩窄至 10 月末的 -3.4%; 工业类上市公司的企业盈利也将呈现同样的趋势。2010 年上市公司全年盈利将同比增长 28% 左右。
6 市场流动性	0	+	0	≈	✓ 明年新增贷款合计为 7.2 万亿, 新增贷款增速回落为 18%, 明年贷款季节分布愈发平衡, 存量资金活化程度年中见顶。在通胀预期与人民币升值预期下, “储蓄搬家”与“热钱”涌入可以有效补充 A 股市场的流动性水平。
7 股票供给	-	-	-	≈	✓ 随着市场的回暖, 市场解禁压力有所加大。2010 年底, A 股市场的流通市值将超过 90%, 基本上已经实现全流通。在大小非减持的持续影响下, 可能会引发的整个估值体系的调整。
8 估值	0	0	0	≈	✓ 当前 A 股的静态 PE 和 PB 估值基本上处于历史均值水平, 考虑到今明两年沪深 300 盈利有 25% 的增长, 动态市盈率应该不算高估。
9 政策	+	0	0	≈	✓ 政策基调定为稳增长、调结构、促内需, 总体上保持动态微调, 管理通胀预期, 积极财政和稳健货币政策有望在 2010 年实行; ✓ 虽然中国有可能早于美欧加息, 但是幅度不会太大, 基本上仍将通过窗口指导、贷款指令控制和行政控制来对通胀预期进行管理。 ✓ 增长转型势在必行, 未来可能会出台的更多的刺激内需相关政策。
10 监管	+	+	0	↓	✓ IPO 已经启动, 创业板也将很快上马。目前资本市场融资功能已经恢复, 将有助于企业对资金需求, 进一步加快经济复苏的节奏。 ✓ 监管层会根据市场实际, 加快推出融资融券和股指期货, 健全资本市场。
总体评估	+	+	?	↓	✓ 总体而言, 我们认为支撑 A 股市场的动力依旧存在, 2010 年市场存在一定投资机会。

资料来源: 金元比联

图表 66: 中国债券市场的核心影响因素的研判表

驱动因素	对收益率的影响			主要观点
	1月	3月	6月	
1 经济周期阶段	↑	↑	↑	✓ 经济增长季度环比增速依然很高, 目前处于趋势回升阶段
2 货币政策	↑	↑	↑	✓ 货币政策可能会恢复稳健, 央行会通过大规模央票发行来回收流动性; ✓ 央票利率有望随着加息预期的强化而缓步上行。
3 通货膨胀	↑	↑	↑	✓ 当前的通缩环境将在 4 季度末结束, 今年货币供应量的激增预示着未来通胀预期的温和走高
4 流动性	≈	≈	≈	✓ 虽然信贷新增的放缓, 但银行的超储率普遍较低, 存款增速继续提升到 29%
5 人民币汇价	↓	↓	↓	✓ 随着未来人民币升值预期的强化, 外来资金流入将增大
6 债券供给	↑	↑	↑	✓ 明年债券供给压力较大, 将对收益率形成上行冲击
7 银行资金成本	↓	↓	↓	✓ 当前储蓄存款依旧高速增长, 而且活期占比增加, 银行存款性负债的成本有所降低
8 市场收益率	↑	↑	↑	✓ 日前债券收益率出现了一定幅度的上行, 特别在曲线中端。
9 股票 IPO	↑	↑	↑	✓ IPO 的恢复造成了打新融资需求的上升, 回购利率上行; 而参与新股年化收益率也促使许多债券因相对收益较低而遭抛售
10 市场情绪	↑	↑	↑	✓ 经济复苏和通胀预期的升温, 将影响市场参与情绪
总体评估	↑	↑	↑	✓ 总体而言, 债券市场处于多重利空之中, 存在一定结构性机会。

资料来源: 金元比联

明年从大类资产选择上, 我们依然偏爱股票, 看淡国债和政策性金融债等利率产品, 债券投资依旧遵循短久期的防守策略。但是对于某些票息率较高, 具有提前回售保护条款和主体评级相对不高的周期性行业的企业债和转债, 我们认为其盈利和偿债能力将受益于行业的景气回升, 跟踪评级有望上调, 较高的票息收入也能抵御未来通胀上行的风险, 建议配置性持有。

在股票具体行业选择上,我们建议遵循 3R 逻辑脉络:再平衡(Re-balance)、盈利复苏(Recovery)和通胀形成(Reflation),选择受益的行业。

从再平衡(Re-balance)角度看,我们认为未来我国宏观政策上将以平衡增长,提振内需,结构调整,重质求效为主,因此消费、零售、医药、食品、饮料、超市、汽车、家电等内需板块也有较大的投资机会。

从盈利复苏(Recovery)角度看,随着全球总需求的提高,开工率的回升,贸易的复苏,企业议价和定价能力的恢复,2010 年周期性板块,如化工、钢铁、航运和有色的业绩同比增幅将有显著的放大,建议关注投资机会的出现。

从通胀形成(Reflation)角度看,随着世界经济复苏,全球货币当局救市所投放的大量流动性将不可避免地助推通胀预期的形成。虽然我们预测明年中国的 CPI 将温和上涨 3%,但是存在着上调风险。从通胀预期的选股逻辑看,我们认为上游资源类黄金、有色、煤炭、天然气、油田、农产品和地产类上市公司存投资机会,而金融中的银行和保险也能受益于央行提息抑制通胀形成而带来的息差和投资收益率提高的好处。

从主题性投资机会看,我们当前中国资产市场存在一定结构性泡沫:体现在房价大城市死贵,小城市实惠,股价大股票不贵,小股票昂贵的特点。为了抑制局部性泡沫的升级,管理层未来将推出一系列政策来抑制资产泡沫的蔓延。我们建议投资者在遵循 LEAN against the Bubble 的主题性投资思路。

L: Low carbon 低碳节能。随着中国结构化转型的加快和年末哥本哈根会议的召开,新能源、环保和低碳经济将在 2010 年将得到进一步发展,相关的主题性投资机会也不可忽视。

E: Expo 世博。明年 5 月至 10 月将在上海举办世博会,由于世博会的会期较奥运会和世界杯长得多,参会人员众多,历届世博会举办都对举办国的酒店、旅游、零售、餐饮、交通和仓储物流产生深刻影响,因此我们认为明年 A 股的相关板块和上海本地股有较大的投资机会。

A: Area Development 区域经济发展。为了进一步加快城镇化进程,缩小中国城乡差异,协调地区发展结构。政府已经推出了一系列区域振兴规划,我们认为新疆、安徽、山东黄河三角洲地区将分别成为未来我国经济发展中的资源提供和重化工生产区、传统制造业的转移吸纳区和新型产业和出口导向产业的布局区域。

N: New Strategic Industry 新型战略产业。我们认为经济的短期回升,得益于需求的回升,但是长期增长,看科技进步。我国已经选定了新材料、新医药、生物育种、信息产业、新能源、节能环保和电动汽车作为我国的未来新型战略产业。国家将加大研发投入,加大自主创新力度,加大用新技术改造和提升传统产业力度。

从明年信贷投放和企业盈利前高后稳的增长趋势,我们认为蓝筹大盘在上半年跑赢小盘股的几率较大。下半年随着美国加息,将加大我国政策退出的可能性,在流动性和政策紧缩的预期下,风格可能会再次转换为小盘股。