

两个层面看流动性：流动性数量与速度的此消彼长

——2010 年 2 月 A 股投资策略报告

相关报告：

波段性机会重于趋势——2010 年 A 股宏观策略报告，2009.12

国内居民消费增长拐点未现——2010 年中国消费增长展望，2009.12

外生流动性输入，资金充裕将维持，2009.10

李镜池，万文字

+86 755 83199429

lijc@csc.com.cn

分析师申明

宏观策略研究小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 1 月份政策面的变化超出预期，“政策退出”提前的担忧改变了市场的流动性预期，对估值水平产生向下压力。主要的担忧体现在：加息预期上升、通胀预期上升。2010 年政策将逐渐回归中性，关键在于政策退出的时间点和力度，市场预期与实际的不一致将造成市场的波动。上半年还存在再次上调存款准备金率、加息、信贷控制等政策变动的可能。
- 流动性的问题包含两个层面：流动性的数量及速度。2010 年 1 季度流动性总量的拐点已经到来，但货币的流通速度明显低于 07、08 年，尚处在较低的水平，估算与 07、08 年的平均水平相差 20% 左右，2010 年货币流通速度会有较好的弹性。当前货币的流通速度在回升，对于未来货币需求的增长，流通速度回升的作用将逐渐增强，流动性的数量和流通速度两个因素此消彼长，短期内（1 年以内）流动性不会进入紧缩状况，因此，2010 年是货币政策回归中性，但流动性状况仍然偏宽松，要好于 07、08 年。
- M1 的增速会逐渐回落，但我们不认为 2010 年 M1 增速回落和资产价格回落会显现必然的联系，两者的相关性仍会处在较弱的位置，以矫正 2009 年的失真情况。因此，M1 的增速保持在 20% 以上（07 年的水平）都会对资产价格形成较强的支撑。
- 资本会追求单位风险收益最高的资产。股票和房地产是当前国内最主要的投资渠道，流动性的变化对股票和房地产价格有明显的影响，在表现形式上有时是同涨同跌，有时是此消彼长。在去年价格快速上涨后，今年房地产市场可能进入调整期，流动性将从房市转移到股市，由此我们认为 2010 年流动性对股市的估值有较强的支撑，当前由于流动性收紧预期引起的估值回归带来市场阶段性买入时机。
- 目前市场震荡上行的趋势已被破坏，短期的市场情绪很难转向积极做多，但流动性对估值依然有较强的支撑。市场在逐步消化利空因素后，2 月份有望企稳，1 季度市场的运行区间在 2700-3300 点，股指期货若在年中推出，上半年的市场运行可能是前低后高，全年整体维持宽幅震荡态势，2800 点之下是估值安全的区域。中期策略上仍积极关注大盘蓝筹股，金融创新的推出将引发大盘股的估值上移，可关注银行、石化、保险、券商、建筑、煤炭、钢铁、航运等行业。

目录

“政策退出”信号提前困扰市场，流动性预期趋紧	2
货币的投放已出现拐点，但流通速度在回升	4
从大类资产的配置角度看当前股票资产的吸引力	10

我们通常所讨论的流动性是指货币的数量，例如广义货币量、狭义货币量，从货币投放量的层面，主要的影响因素有信贷投放和外部流动性（包括贸易顺差、FDI 以及热钱的流入）。但是不同的货币属性，它的可流通速度是不一样的，不同的经济环境下，同一属性的货币，实际的流通速度也会不同，因此，我们在关注流动性的总量的同时还需要关注流动性的另一层面——流动性的速度。本文从流动性的数量和速度两个层面对流动性进行了分析，我们认为，2010 年 1 季度流动性总量的拐点已经到来，但货币的流通速度明显低于 07、08 年，尚处在较低的水平，估算与 07、08 年的平均水平还相差 20% 左右，因此，2010 年货币的流通速度会有较好的弹性。当前货币的流通速度在回升，流动性的数量和流通速度两个因素此消彼长，流动性短期内（1 年以内）不会进入紧缩状况，因此，2010 年是货币政策回归中性，但流动性状况要偏宽松，要好于 07、08 年。

“政策退出”信号提前困扰市场，流动性预期趋紧

“政策退出”提前的担忧困扰市场。1 月份政策面的变化超出预期，先有针对房地产政策的调控，后有存款准备金率的上调和央票利率的上调，对于信贷政策、通胀、加息、流动性、房地产、再融资、新股发行等等，纷纷引发市场担忧，“政策退出”提前的担忧对估值水平产生向下压力，大盘在震荡下行中逐渐消化上述利空，从最高的 3307 点回落到月末的 2989 点，幅度达到了 10%。

加息预期上升。据媒体报道，1 月份前两周人民币新增贷款已突破 1.1 万亿元。工行新增贷款约 1600 亿元，中行约 1700 亿元，农行约 1000 亿元，建行约 600 亿元，而中信银行和光大银行新增贷款分别约为 800 亿元和 1000 亿元。信贷投放过快过猛的局面引起了监管部门的高度重视，2010 年 1 月 12 日，央行宣布从 1 月 18 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，几乎同时，对 3 月期和 1 年期的央票利率分别上调了两次，1 年期的央票利率达到 1.93%，逼近 1 年期 2.25% 的定期存款利率，市场的加息预期陡然增强。此外，央行对部分新增信贷过快的银行实行了差别化存款准备金率，并将视情况变化采取进一步的措施。

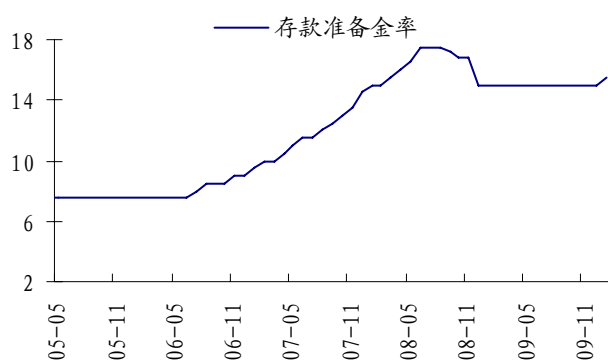
通胀预期上升。12 月 CPI 当月同比增长 1.9%，环比增长 1%，较市场预期略高，12 月 PPI 当月同比增长 1.7%，环比增长 1%。CPI、PPI 均已转正，短期内还将保持上升态势，CPI 中，食品价格上涨 5.3%，非食品价格上涨 0.2%。食品价格的大幅上升是推动 CPI 上行的最重要因素，另外，居住价格止跌回升，也为 CPI 超预期上涨创造了条件，考虑

到前期冰雪天气和临近的春节因素，短期 CPI 同比、环比预计仍将继续上升。物价的上行一方面透露经济稳定回升的积极信号，表明需求端的恢复，但另一方面也意味着政策退出的时间可能提前。

货币政策的趋势已发生改变，“政策退出”提前的预期改变了市场的流动性预期，短期对估值水平产生向下压力。在 09 年中央经济工作会议上，央行明确提出要处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系。与此同时，结合近期货币政策使用的灵活性和针对性来看，我们认为此次政策方向确定后将有一定持续性，经济不同的阶段对应不同的宏观政策，09 年是“保增长”到 10 年是重在“调结构”，相应的政策变动从 2009 年上半年过度宽松的货币政策到下半年的适度宽松的货币政策再到 2010 年是逐渐回归中性的货币政策，而**2010 年政策回归的关键在于政策退出的时间点和力度，市场预期与实际的不一致将造成市场的波动。**

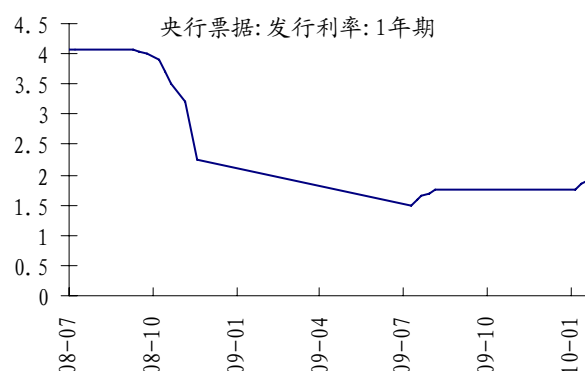
对未来的政策退出的时间点和力度的判断很难做到准确，仅能从大概率来判断。如果商业银行放贷的冲动仍然没有克制，央行在春节后很可能再次提高存款准备金率；如果国内通胀上升过快，海外经济复苏顺利，央行很可能在一季度末或二季度进行加息，时间上可能会早于美国，早于此前三个月预期的下半年进行加息；2010 年信贷投放的总量可能低于市场预期，在投放节奏上不同于之前预期的前松后紧，而是趋于季度均匀。

Figure 1 月 18 日起存款准备金率上调 0.5%



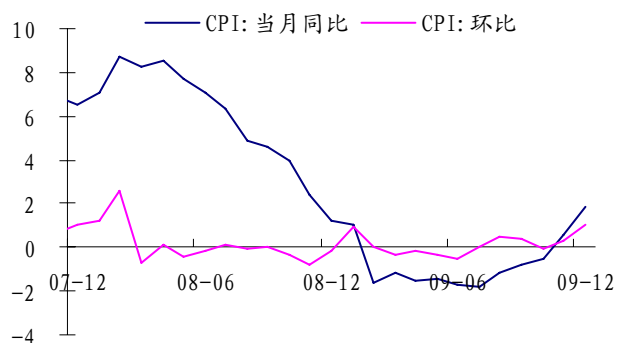
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 2 1 月 1 年期央票发行利率两次分别上调 0.083%。



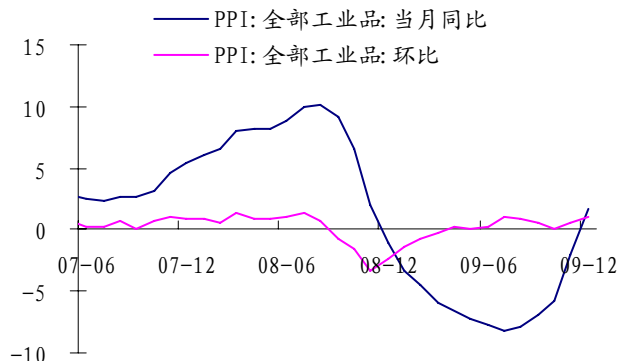
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 3 CPI 同比、环比已转正



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 4 PPI 同比、环比已转正



资料来源：WIND、世纪证券研究所

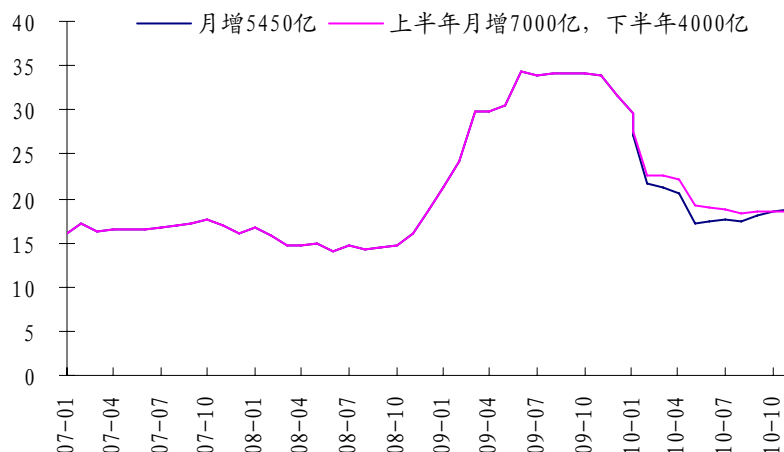
货币的投放已出现拐点，但流通速度在回升

我们通常所讨论的流动性是指货币的数量，例如广义货币量、狭义货币量，从货币投放量的层面，主要的影响因素有信贷投放和外部流动性（包括贸易顺差、FDI 以及热钱的流入，除了热钱外，其他数据都能够准确的进行量化）。但是不同的货币属性，它的可流通速度是不一样的，例如，现钞、活期存款的变现能力就要强于定期存款，不同的经济环境下，同一属性的货币，实际的流通速度也会不同，因此，我们在关注流动性的总量的同时还需要关注流动性的另一层面——流动性的速度。流动性的流通速度（也即货币的流通速度）是很难量化的，我们只能通过其他的指标来观察其变化的方向，但对其变化的幅度和速度仍很难测定。从流动性的字面意义来看，“性”是指性质、状态，那么也应当包含流通速度的描述，因此，这里我们扩大了流动性的含义，认为流动性的问题包含两个层面：一个是流动性的数量；一个是流动性的流通速度。

从货币投放的层面看，流动性的确在趋紧，已经出现了拐点。内部信贷的投放要明显弱于 2009 年，信贷增速快速下降，年中将回落至历史平均水平附近，外部流动性的流入要好于 2009 年，但幅度不大，影响有限，不会出现 2007 年的外部流动性大举流入和央行大量被动投放的局面。因此，我们认为，从流动性投放的角度，可以判断目前已经出现了拐点。

从新增信贷来看，若 2010 年新增信贷规模为 7.5 万亿，那么上半年信贷增速将逐级回落到 19%。假定 1 月份新增信贷达到 1.5 万亿，监管层对信贷投放节奏进行严格控制，季度均匀投放，那么信贷增速回落的速度将更为明显，6 月份的信贷增速将快速回落至 17%。

Figure 5 若 2010 年新增贷款 7.5 万亿，信贷增速将回落到 19%，与历史水平相当

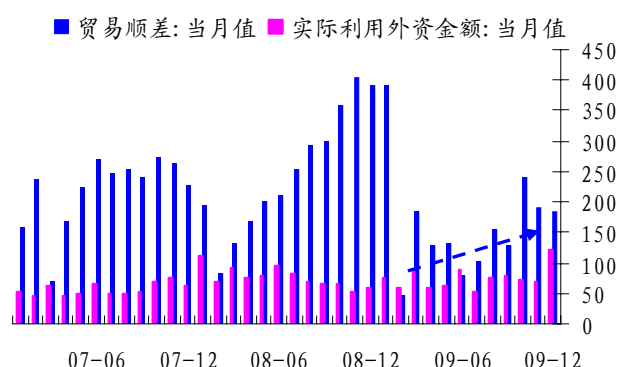


资料来源：WIND、世纪证券研究所

从外部流动性来看，2010 年上半年美国、欧洲由于回补库存、政策刺激等原因，经济复苏的力度会比较强劲，拉动中国的出口复苏，尽管贸易顺差和 FDI 不可能恢复到 07、08 年的水平，但会好于 2009 年，很可能会有 10% 以上的增长。从热钱的流动来看，在 2010 的年度策略中我们提到：美元指数的反转将影响到热钱的流入，美元指数的反转会对人民币远期汇率造成影响，将导致人民币远期汇率阶段性的贬值，减弱热钱流入的动力；从经济增长的趋势看，我们认同人民币兑美元汇率中长期的升值趋势，但是 2010 年上半年很可能是美元指数阶段性反弹的时间窗口，从而降低人民币兑美元的升值预期并影响到热钱流入的速度（目前 1 年期的人民币升值预期为 2.8%），热钱的流入流出会对 A 股市场造成短期的冲击。我们认为，美元指数已经走出下降趋势，短期内不会再出现大幅的贬值，美元目前正在展开一波中等级别的反弹，因此，上半年热钱的流入速度将放缓，不排除会出现少量的流出，但不会出现大幅流出的局面。因此，整体来看，2010 上半年外部流动性对市场的影响将趋于平淡。

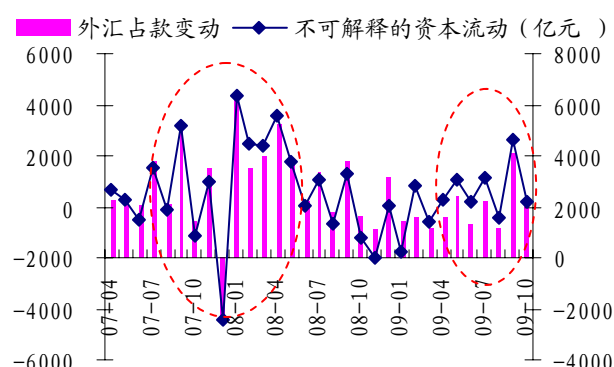
简单从货币的投放数量来看，2010 年的货币政策最多是中性而并未达到紧缩。假定 2010 年新增信贷仅为 7 万亿，信贷增速从 09 年 12 月的 32% 逐级下降到 2010 年末的 18%，M2 相应从 12 月的 28% 下降到 19% 左右，M1 从 32% 下降到 21% 左右。从分季度的经济增长看，2010 年单季度的 GDP 增速最高有望达到 11%，CPI 达到 5%，名义 GDP 增速最高为 16%，即使货币供应取全年的最小值（M1 为 21%、M2 为 19%），仍然能满足名义 GDP 增长的需要，货币的剩余仍有 3% 以上。

Figure 6 09 年下半年开始，贸易顺差、FDI 在缓慢恢复



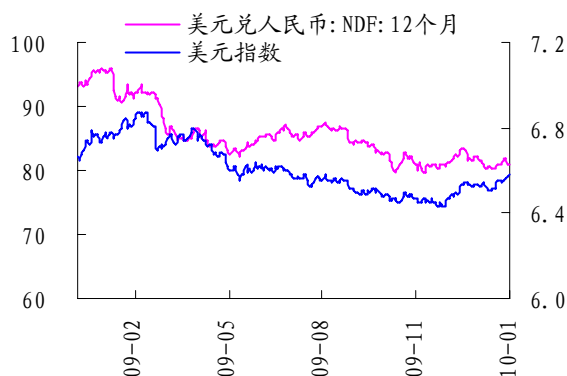
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 7 09 年下半年热钱的流入有所增加，但显著低于 07 年



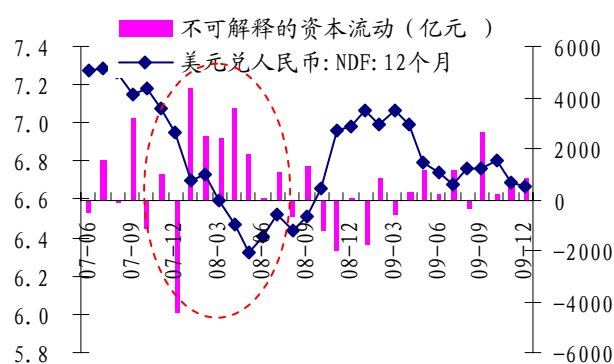
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 8 美元指数的走强将使人民币远期汇率出现贬值



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 9 人民币远期汇率升值变缓，热钱流入变缓



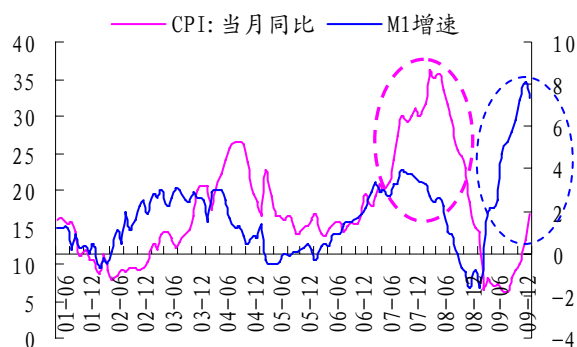
资料来源：WIND、世纪证券研究所

不可忽视货币流通速度的变化。我们一直在思考一个问题，2009 年货币的投放量如此之大，最高 11 月的 M1 增速接近 35%，创历史新高，但为何价格的变化却没有创新高？物价还是负增长，股票价格距离历史高点还有相当的距离，房地产价格（以京沪深为代表，受流动性影响更明显）表现稍好，刚超过历史高点。而以 06-07 年为例，M1 增速保持在 20% 的水平，但物价（CPI、PPI）的涨幅、资产价格（股市、房市）的涨幅要明显超过 09 年，同样的情况也发生在 02-03 年。通过名义 GDP 增长和 M1、M2 的增速，根据费雪方程，我们大致估算出 07 年 M1、M2 的流通速度分别下降 4 个百分点和上升 0.3 个百分点，08 年 M1、M2 的流通速度分别上升 7 个百分点和下降 2 个百分点，09 年 M1、M2 的流通速度分别下降 27 个百分点和 22 个百分点。当然我们这里的数字描述是不精确的，没有考虑到资产和二手商品的交易，正如前文所说，货币流通的速度是很难进行量化的，但大致可以判断，09 年的货币流通速度出现了大幅放慢。因此，2009 年货币的投放量大增，但流通速度大幅下降，远低于历史水平。

货币流通速度的变化是经济系统内生决定的。根据费雪方程，

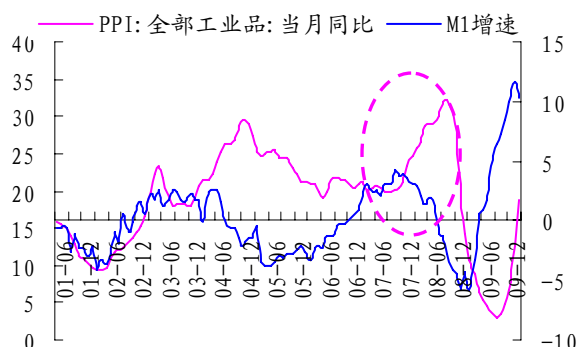
$V=PY/M$ ，货币流通速度主要受价格、经济增长和货币量的影响。经济增长和价格上涨会增加对货币的需求，货币的流通速度加快，流动性会趋向紧张，而货币投放数量的增加会起到降低流通速度的作用。经济增长的速度提高，意味着投资的回报上升，相应的货币的流通速度提高；价格出现上涨趋势，意味着货币将出现贬值，为了防止贬值将减少货币的持有量，货币的流通速度加快，反之依此类推。目前，我国经济增长复苏迅速，呈现“V”形复苏态势；物价也已经走出负增长，进入正增长，资产价格也有了明显的上涨；货币的投放也开始放缓，这说明当前货币的流通速度正在回升，由于 09 年货币流通速度的大幅下降，2010 年货币流通速度会有较好的弹性。

Figure 10 09 年 M1 增速与 CPI 的相关性不同于 06-07 年



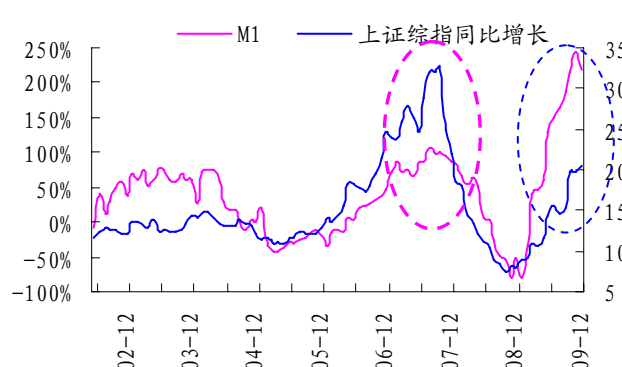
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 11 09 年 M1 增速与 PPI 的相关性不同于 06-07 年



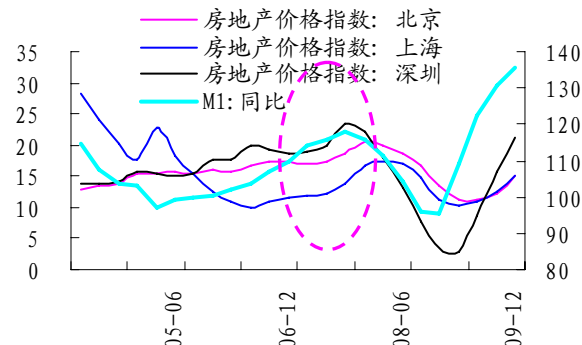
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 12 09 年 M1 增速与股指的相关性弱于 06-07 年



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 13 09 年 M1 增速与房价的相关性弱于 06-07 年



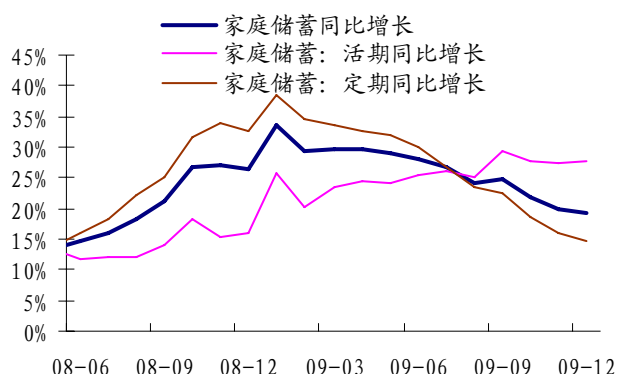
资料来源：WIND、世纪证券研究所

如何量度或观察货币的流通速度变化？我们可以通过其他的指标来观察其变化的方向，但对其变化的幅度和速度不能确定。通常情况下，我们可以通过货币的活化来观察货币流通速度的变化方向，如果活期储蓄率上升和定期储蓄率下降，说明更多的货币被用于交易，意味着货币的流通速度在上升。简而言之，货币流通速度的变化与 M1（因为 M1 度量的是短期资金的充裕状况）正相关，M1 不仅是货币的数量指标也可以

反映货币的流通速度，如果我们观察到 M1 的增速开始上升，那么这不仅意味着货币活期量的变化而且也意味着货币的流通速度在改善。另一方面，我们认为“贷款增速-存款增速”也可度量货币流通速度的变化，原因在于贷款增速的上升通常意味着需求端的上升，需求的上升造成货币的流通速度加快，此外贷款、存款增速差的上升，意味着更多的货币被用于交易、流通领域，货币的流通速度在加快。

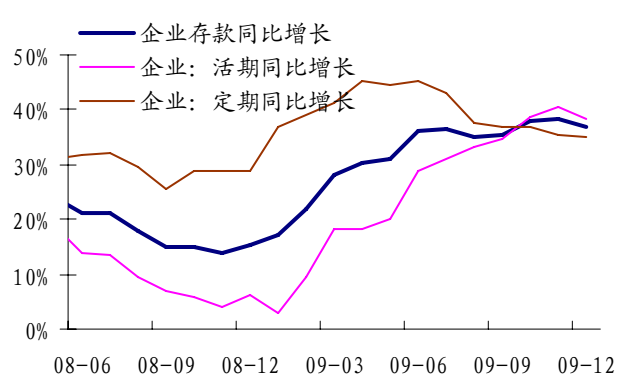
通过货币的活化来观察货币流通速度的变化：货币活化的过程仍然在延续，流通速度在上升。从增速来看，家庭部门活期储蓄增长率还在上升，定期储蓄增长率下降，货币在活期化；企业部门的活期储蓄增长率、定期储蓄增长率均略有下降，似乎活期化的过程出现了中止，但从绝对规模来看，12 月份企业存款增加 5700 亿，其中活期存款增加 3892 亿，定期存款增加 1808 亿，活期存款仍然居多，说明货币活化的趋势仍在延续，流通速度在改善。目前，企业存款及其活期存款的同比增速略有下降但还在高位，居民储蓄及其定期储蓄的同比增速还在下降，因此，1 季度 M1 增速将保持在相对高位，之后回落的情况将视新增信贷规模的变化以及实体经济的增长情况。

Figure 14 家庭储蓄增长率下降，活期储蓄增长率上升



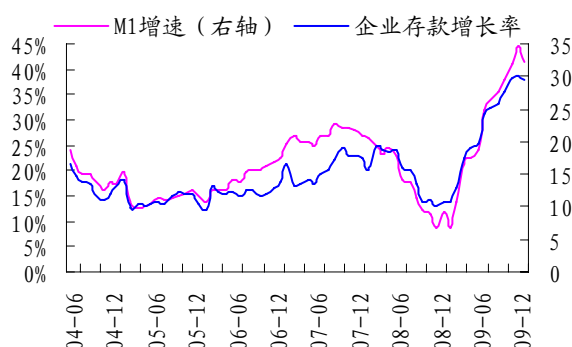
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 15 企业存款增长率及活期增长率略有下降，但在高位



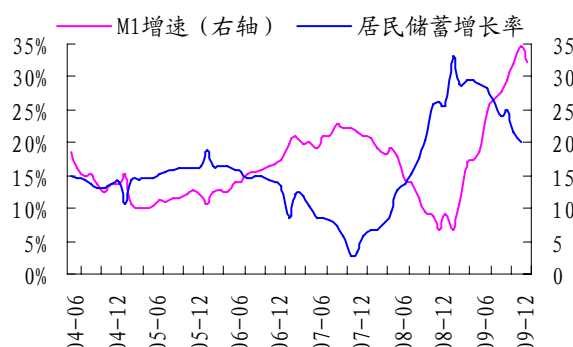
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 16 1 季度 M1 增速保持在高位，后回落



资料来源：WIND、世纪证券研究所

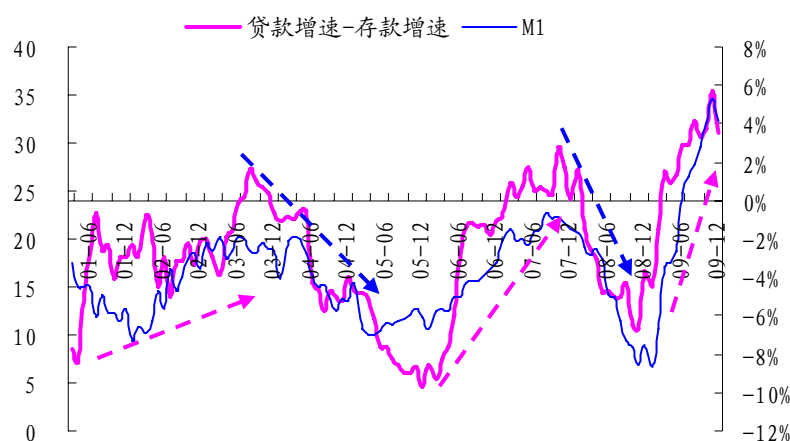
Figure 17 1 季度 M1 增速保持在高位，后回落



资料来源：WIND、世纪证券研究所

“贷款增速-存款增速”是度量货币流通速度变化更好的指标，因为对于 M1 指标，大家更容易理解成货币的数量变化。从下图可观察到，“贷款增速-存款增速”指标与 M1 增速在方向变化上是基本一致，这也符合并验证了我们的判断。需要补充说明的是，无论是 M1 增速还是“贷款增速-存款增速”指标都能很好的刻画终端需求的变化对货币流通速度的影响，但对于非需求变化引起的，如 2009 年货币政策的放松相当于货币供给的大幅增加，结果会与实际情况产生严重的失真。

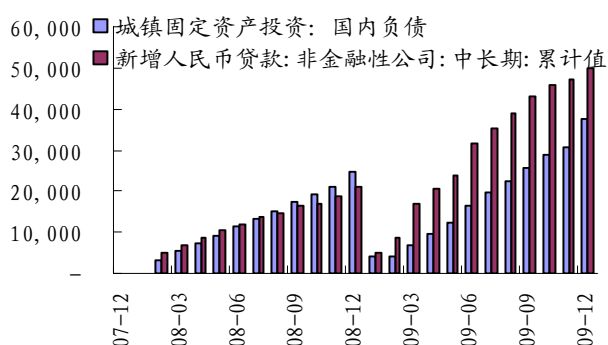
Figure 18 “贷款增速-存款增速”来观察货币流通速度的变化



资料来源：WIND、世纪证券研究所

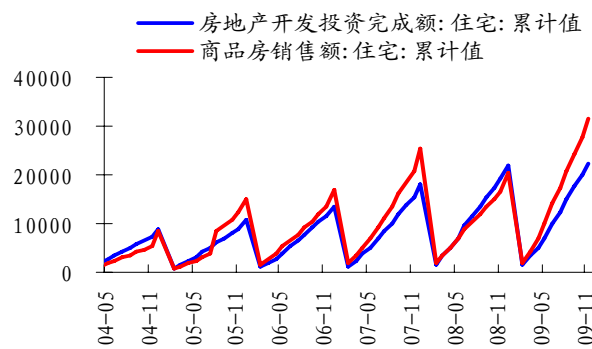
从中观视角看货币流通速度：09 年大量货币并没有进入实体经济，从固定资产投资和房地产投资可见一斑，也间接说明货币流通速度的下降。截至 09 年末，企业的新增的中长期贷款中有大约 1.3 万亿并未转换成投资进入实体经济，住宅类房地产企业的销售也远超过其投资，剩余资金大约 9000 亿，说明房地产企业销售所得的资金并未大量购入土地、钢材等生产资料，相应的没有完成货币的循环。大量未进入实体经济的货币资金有两种途径：一种是进入资本市场，另一种是留在银行，而在 09 年是以后者为主，资金停留在银行意味着货币的流通速度变缓。

Figure 19 09 年企业中长期贷款中约 1.3 万亿未进入实体经济



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 20 住宅销售中约 9000 亿未进入实体经济循环



资料来源：WIND、世纪证券研究所

2010 年需要重新审视 M1 增速与价格增速（包括物价、资产价格）的关系。09 年 M1 的增速快速上升，而物价增长为负，资产价格的涨幅也有限，远小于历史上的对比关系应有的涨幅，即两者的相关性出现了减弱；2010 年，M1 的增速会逐渐回落，我们也不应当将 M1 增速回落和资产价格回落做必然的联系，两者的相关性仍然会处在较弱的位置，以矫正 2009 年的失真情况。因此，M1 的增速保持在 20% 以上（07 年的水平）都会对资产形成较强的估值支撑。

综上，我们从货币投放数量和流通速度两个层面对流动性进行了分析：1、2010 年 1 季度流动性总量的拐点已经到来，但货币的流通速度明显低于 07、08 年，尚处在较低的水平，估算与 07、08 年的平均水平还相差 20% 左右，因此，2010 年货币的流通速度会有较好的弹性；2、当前货币的流通速度在回升，对于未来货币需求的增长，流通速度上升发挥的作用将逐渐增强，流动性的数量和流通速度两个因素此消彼长，流动性短期内（1 年以内）不会进入紧缩状况，因此，2010 年是货币政策回归中性，但流动性状况要偏宽松，要好于 07、08 年，对于紧缩，我们也有了新的认识，不仅指货币投放数量的趋紧，同时也指货币流通速度超出了平均水平甚至接近历史的极限；3、2010 年 M1 增速与价格增速的关系会区别于过去，不应当将 M1 增速回落和资产价格回落做必然的联系，M1 的增速保持在 20% 以上（07 年的水平）都会对资产形成较强的估值支撑。

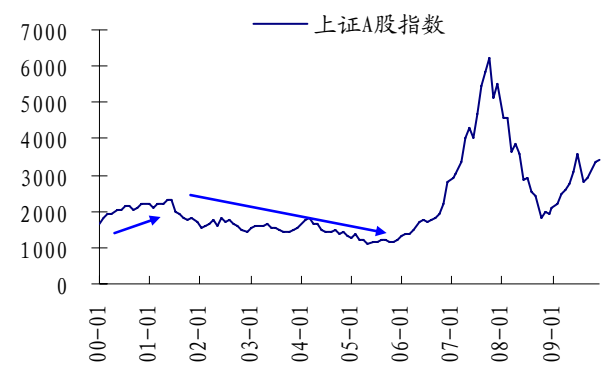
从大类资产的配置角度看当前股票资产的吸引力

前面对流动性从数量和速度两个层面进行了分析及对 2010 年的流动性环境进行了分析。尽管流动性的数量增速已经出现了拐点，但我们对 2010 年的流动性并不悲观，政策在逐渐回归中性，但流动性的整体环境仍然会明显好于 07、08 年，2010 年的流动性状况实际仍然偏宽松，那么对资产会形成较强的估值支撑。那么在大类资产中，对哪类资产的支撑作用最大或配置的价值最大？

资本的特性是，资本会追求单位风险收益最高的资产。在国内，股票和房地产是最主要的投资渠道，而国债和商品的规模还不够大，流动性的变化对股票和房地产价格有明显的影响，在表现形式上有时是同涨同跌，有时是此消彼长。结合图 18 的流动性变化和下图的资产价格变化情况可见，00 年、04-05 年、06-07 年、09 年上半年股票和房地产市场几乎表现为齐涨齐跌，两个市场的涨跌都主要受到了当时流动性变化的影响；2002-2003 年，流动性并未紧缩，股市与房地产却出现了相反

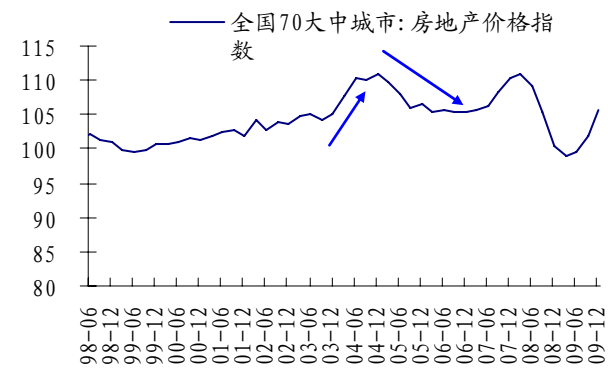
的走势，股票市场出现了大幅的连续下跌而房地产价格连续上涨，一线城市（京沪深）的房地产价格涨幅更大，原因在于股市的估值已处于高位而四项计提全面执行背景下上市公司业绩下滑使得市场估值缺乏支撑加上减持国有股的政策利空，而当时房地产市场刚刚起步，无论从房价还是租金回报率的角度房地产都明显更有吸引力，因此，流动性从股市转移到了房地产；2009 年下半年，股市震荡调整而房地产价格创历史新高，同样原因在于 09 年 7 月时股市的估值已高、风险加大且面临政策调控的风险，而当时房地产的供给不足而需求旺盛，房地产较股市更有吸引力。

Figure 21 上证 A 股指数变化



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 22 全国 70 大中城市房地产价格同比变化



资料来源：WIND、世纪证券研究所

2010 年房地产政策的趋紧将增强股市的吸引力。2009 年 12 月以来，国家针对房价上涨过快的情况，出台了一系列政策，从中央经济工作会议，到国务院“国四条”、“国 11 条”，再到各部委的文件，地方政府关于稳定发展各地方房地产市场的文件。在这一个多月里，政府共出台了 5 个主要的政策意见或政策文件，从政策的力度来看，是越来越趋向严厉。行业政策尚未尘埃落定，货币政策又开始渐紧，对房地产形成双重制约。可见，房地产的政策调整力度更是超出了市场的预期，2010 年房地产将面临较为严厉的政策调控，房价和房地产销售的预期都将发生较大的变化，2010 年房地产市场可能进入调整，流动性从房市转移到股市。房地产行业的政策调控和预期的改变将增加股市的吸引力，有利于股市流动性的增强，由此我们认为 2010 年流动性对股市估值有较强的支撑，当前由于流动性收紧预期引起的估值回归带来市场阶段性买入时机。

Figure 23 政府对房地产的调控力度增强

部门（或会议）	时间	政策要点
中央经济工作会议	2009 年 12 月 7 日	增加普通商品住房供给，鼓励居民自住和改善性购房需求，积极稳妥推进城镇化，提升城镇发展质量和水平。

国务院	2009 年 12 月 9 日	个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年，其他住房消费政策继续实施。
国务院	2009 年 12 月 14 日	国四条：增加普通商品住房的有效供给，鼓励居民自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房，加强市场监管，继续大规模推进保障性安居工程建设。
五部委	2009 年 12 月 17 日	《关于进一步加强土地出让收管的通知》，分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，特殊项目可以约定在两年内全部缴清，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的 50%。
国务院	2010 年 1 月 11 日	发布房地产调控"国 11 条"，强调了二套房贷款首付款比例不得低于 40%，但贷款利率严格按照风险定价；地产政府对各地房地产业的发展责任重大。
人民银行	2010 年 1 月 12 日	中央银行宣布将于 1 月 18 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

资料来源：WIND、世纪证券研究所

投资策略：把握主题型机会、积极关注低估值大盘股

在年度策略报告《波段性机会重于趋势》中，我们认为，2010 年 A 股会以震荡行情为主，从获得收益的角度看，趋势性机会变小，波段性机会增大，震荡主要受政策收紧、流动性变化和业绩增长的影响。当时判断，1 季度会是 2010 年全年流动性最宽裕的阶段，市场维持震荡上行的态势。受政策提前退出和流动性预期变紧的影响，1 月份大盘出现回调。由于“政策退出”信号的出现早于预期，我们对以上观点有所修正：我们认为，目前市场震荡上行的趋势已被破坏，短期的市场情绪很难转向积极做多，但流动性对估值依然有较强的支撑，市场在逐步消化利空因素后，2 月份有望企稳，1 季度市场的运行区间在 2700-3300 点，股指期货若在年中推出，上半年市场运行可能是前低后高，全年整体维持宽幅震荡态势，2800 点之下是估值安全的区域。

短期市场热点主要是围绕主题投资，市场表现较好的主题投资是世博、区域振兴，区域振兴有从新疆、海南、西藏向安徽、重庆、长三角等区域扩散，关注具有实质内涵、可操作性强的区域振兴计划以及从中真实受益的上市公司。另外，市场震荡下行的过程中，防御类的医药、旅游、食品、商业表现较好，调整态势下仍然可以继续关注。

积极关注大盘蓝筹股，中长期来看估值合理的大盘股将有更好的相对收益，回调给大盘股提供了更好的建仓时机。当前权重蓝筹股估值偏低、机构配置比例偏低，金融创新的推出将引发大盘股的估值上移。积极配置低估值、业绩增长确定或复苏的板块，攻守兼备，看好银行、石化、保险、券商、建筑、煤炭、钢铁。

周期性行业中看好通胀受益或加息受益的行业，如保险、化工、煤

炭、钢铁、机械、航运等。1 月份 PPI 将超过 CPI，中游的化工、钢铁、机械和上游的煤炭将受益，航运受益于出口复苏和通货膨胀，保险受益于加息周期。目前周期性行业受过度悲观的调控预期打压，被超卖，而后续，一旦投资者适应了经济转热（而非过热）、政策按部就班的调控，对于业绩有望超预期增长的钢铁、机械、化工、航运等周期类股，市场将重新纠错。

风险：经济出现二次探底是市场最大的风险。经济若出现二次回落，货币的流通速度会随之下降，加上货币投放的紧缩，将加剧经济的紧缩。尽管目前看不到中国经济在 2010 年出现二次探底的可能性，但仍然有不稳定因素：其一，政策的过早、过快退出，如采取过早或过大幅度的加息来抑制通胀，亦打压了需求的增长，引发经济二次探底；其二，房地产的调整过大，房地产投资的回落带动相关产业对经济产生较大负面影响。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.