

太平洋证券研究院

研究员 周明剑

zmjjj@163.com

(8610) 8832 1903

2010年中国证券市场的

驱动力、变数、运行特点与投资机会

2010年中国证券市场的主要驱动力来自宏观经济基本面和上市公司业绩，流动性相对于去年虽有所降低，但依然能够支持。

- 宏观经济形势好于去年，且整体更趋稳定和均衡。
- 上市公司业绩相对于2009年将有较大提升。
- 7.5万亿的新增贷款目标和17%的M2增速预示着流动性虽然赶不上去年充裕，但仍然大大超过2008年水平。且考虑到房地产市场可能的胶着状态，流动性将更多地进入股市。

主要变数：政策变化、中美关系和通货膨胀。

- 2010年宏观经济政策重点将是调整产业结构和缩小三大差距。货币政策不应理解为紧缩，而是回归中性，为结构调整提供稳定环境。
- 预计二季度人民币对美元将会一次性跳升5%左右，然后回到参照一篮子主要货币管理的浮动汇率上来。加息则可能在下半年进行，幅度为27-54个基点。
- 房地产政策由于存在多方博弈，可能处于胶着状态，体现为成交量和投资量的下降和一线城市价格的胶着和二线城市价格对一线城市的倒逼。
- 全球经济失衡主要表现为美国的净消费和中国的净储蓄，中美之间的博弈将在很大程度上影响全球经济走势。
- 充裕的流动性、劳动力成本上升、资源价格改革和将会发生的农业歉收可能带来比较猛烈的通胀。预计上半年CPI月度同比增速不会超过4%，而下半年CPI月度同比增速可能突破7%。

2010年市场运行特点：上半年震荡上行，下半年单边上扬，运行区间在2800点-4400点之间。

2010年中国证券市场的投资机会：证券市场机会更多地体现在经济结构调整过程中。结构性机会远远大于整体机会，包括战略性新兴产业、区域经济发展、消费及相关服务业等领域存在投资机会。市场兼并重组机会增多。

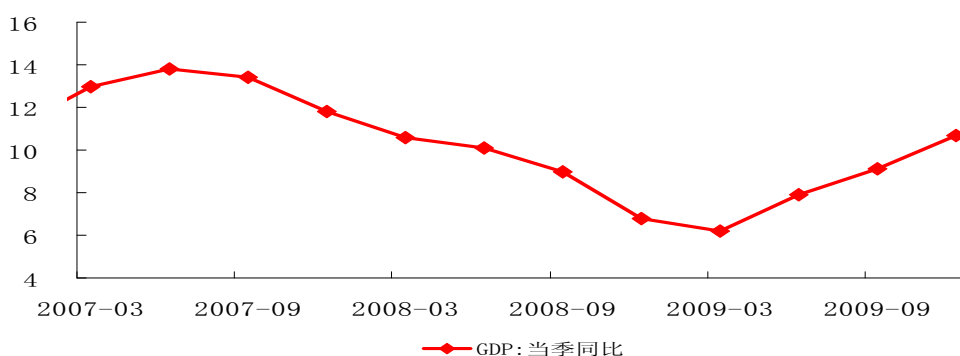
一、2010年中国证券市场的主要驱动力来自宏观经济基本面和上市公司业绩，流动

性相对于去年虽有所降低，但依然能够支持。

1. 宏观经济V型反转确立

GDP 季度同比增速从 2007 年第二季度开始连续八个季度逐步滑落，依次为 13.8%、13.4%、11.8%、10.6%、10.1%、9.0%、6.8% 和 6.2%；而从去年第二季度开始回升，至第四季度依次为 7.9%、9.1% 和 10.7%，应该说宏观经济 V 型反转基本确立。由于去年第一季度 GDP 增速基数低，预计今年第一季度 GDP 增速将比 10.7% 更为高些。

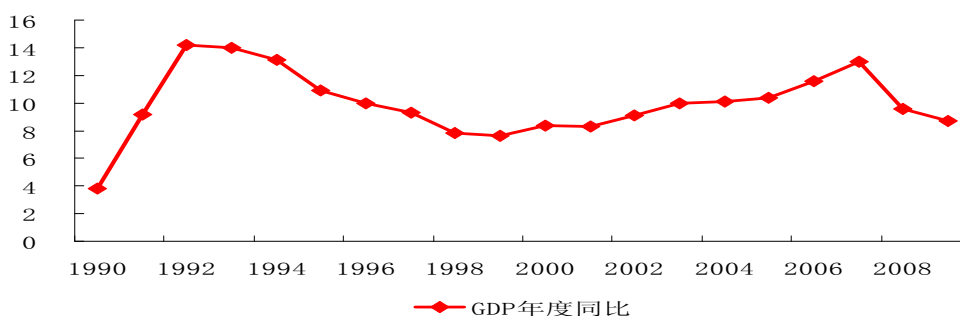
图 1: 2007 年以来 GDP 当季同比



资料来源: Wind 资讯, 太平洋研究院

2009 年主要在投资推动下的经济复苏超预期。2009 年 GDP 增速市场大多预期在 8.2-8.5% 之间，而实际是 8.7%。而全年投资对 GDP 增长的贡献率应该会超过 90%，为历年最高。

图 2: 2007 年以来 GDP 年度同比



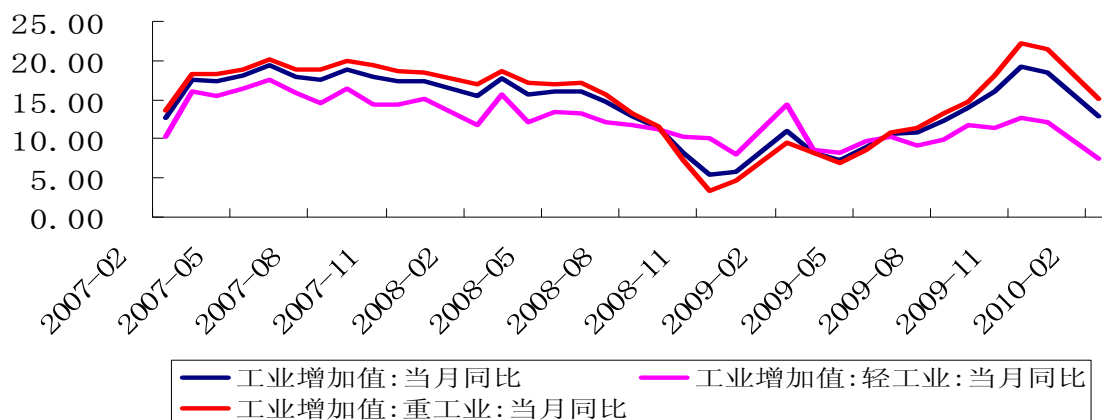
资料来源: Wind 资讯, 太平洋研究院

2. 宏观经济形势好于去年，且整体更趋稳定和均衡。

工业增加值增速从去年二季度开始呈单边上扬趋势，进入 2010 年有些回落，但未来趋势会在去年平均值以上运行。其中，轻工业增加值增速过低（需关注其未来趋势），私营企业和国

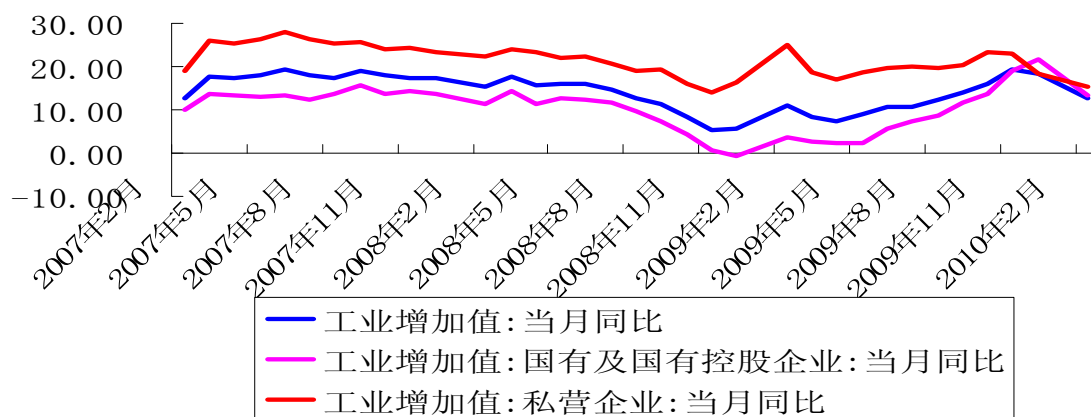
有企业表现均强于整体水平，但国有企业回落趋势快于整体。

图3：工业增加值月度同比、轻工业增加值月度同比和重工业增加值月度同比



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

图4：工业增加值月度同比、国有企业工业增加值月度同比和私营企业工业增加值月度同比

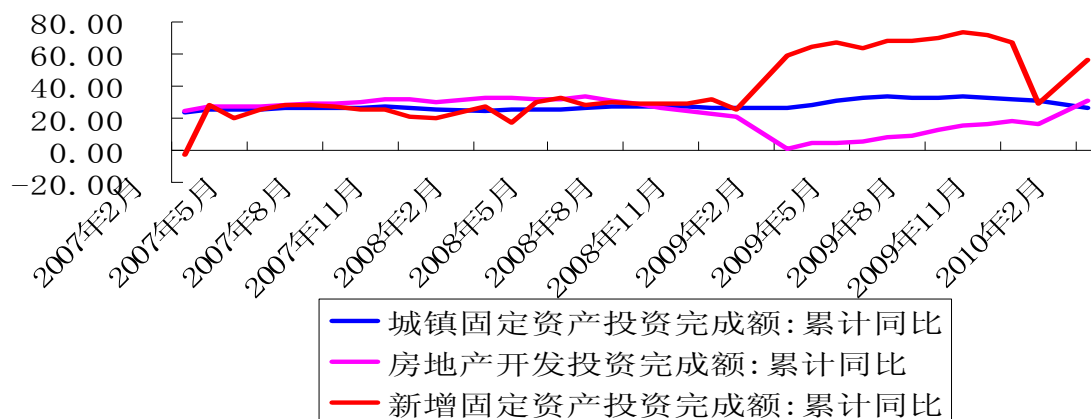


资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

随着货币政策逐步走向中性，预计投资增速不会呈现去年那种加速上扬的态势，其中新增固定资产投资和房地产投资增速将会日趋平缓，甚至有所下降。

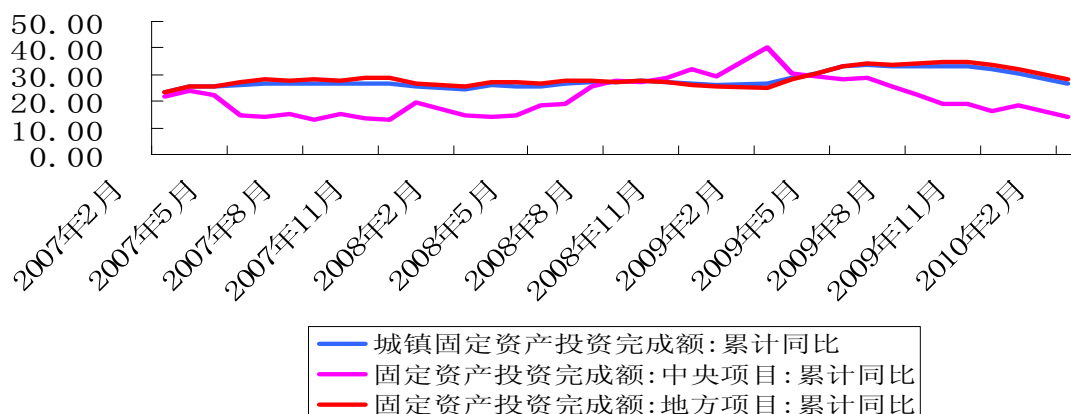
从图 4 可以看出，中央项目投资对整个投资增速具有很大的指向性，而地方项目投资增速回落较快。

图5：城镇固定资产投资、新增固定资产投资和房地产固定资产投资的累计同比



资料来源: Wind 资讯, 太平洋研究院

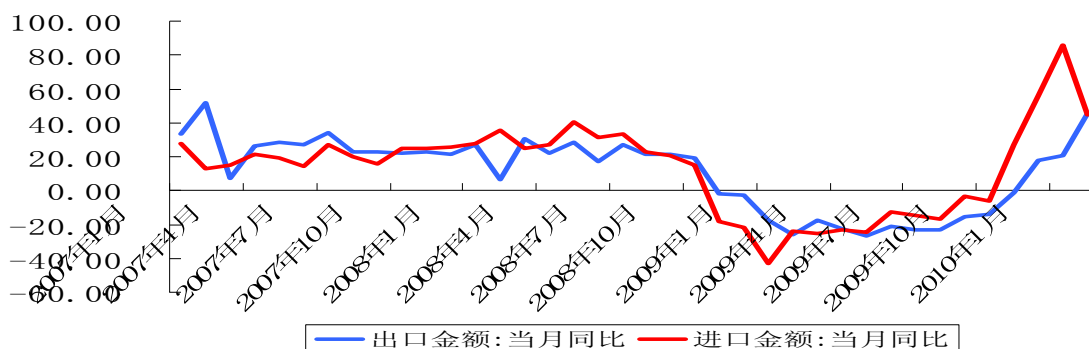
图6: 城镇固定资产投资、中央项目固定资产投资和地方项目固定资产投资的累计同比



资料来源: Wind 资讯, 太平洋研究院

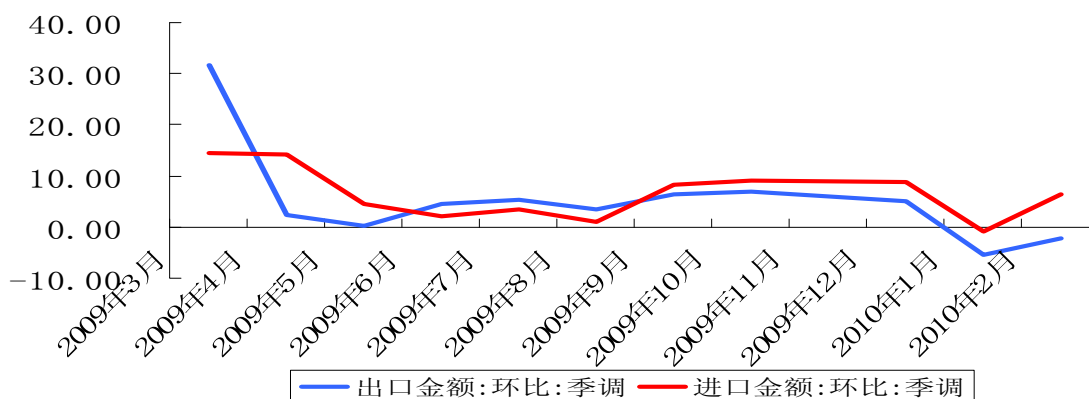
进出口同比超预期，环比由于季节因素有所下降，但整体来说，进出口开局很好。虽然外贸方面不确定性因素很多（贸易战、汇率战），但考虑到全球经济基本企稳，加上去年基数低，2010 年外贸形势应该好于去年。从政府工作报告“稳出口、增进口、调结构”的表述可以看出，政府更多的是追求贸易的基本平衡。

图7: 2007 年以来出口金额和进口金额月度同比



资料来源: Wind 资讯, 太平洋研究院

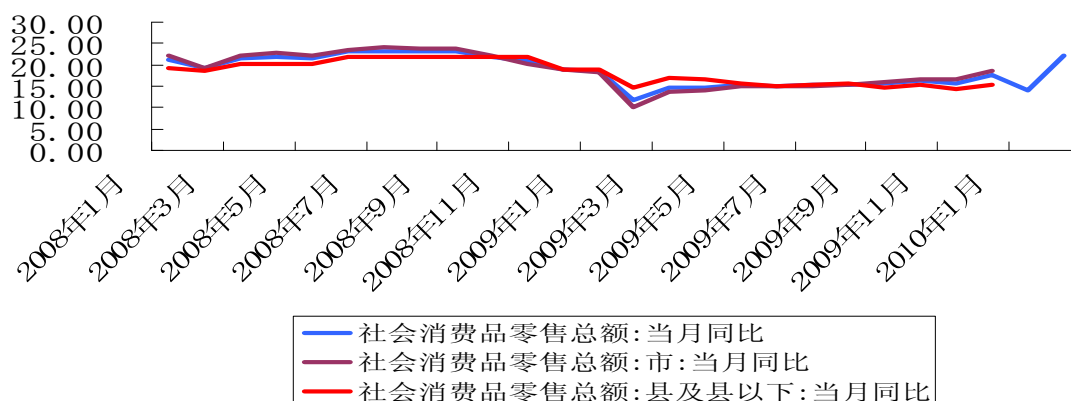
图 8: 2009 年 3 月以来出口金额和进口金额经季度调整后的月度环比



资料来源: Wind 资讯, 太平洋研究院

即使考虑物价因素, 社会零售品销售总额月度同比增速二月份表现也相当抢眼。当然春节因素有很大影响, 估计三月份会有所回落, 未来趋势如何, 尚待观察。

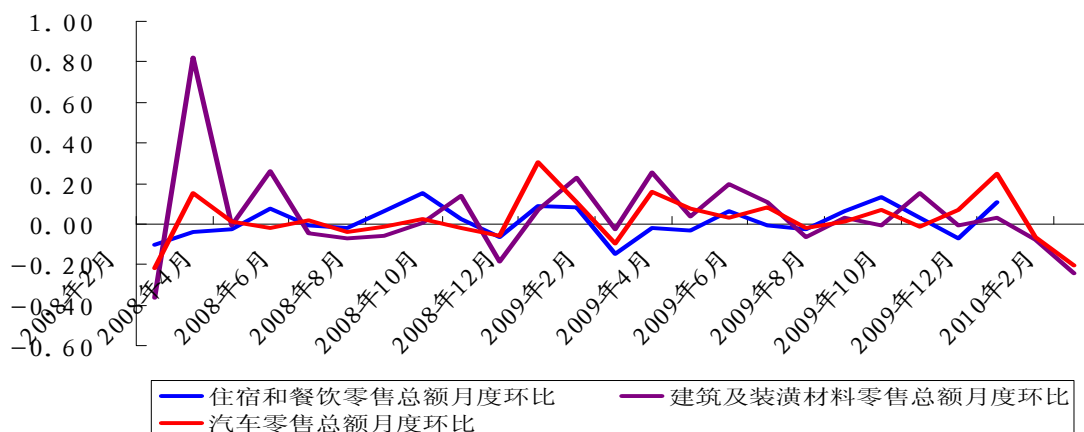
图 9: 2008 年 1 月以来社会消费品零售总额月度同比



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

住宿和餐饮类零售总额近期环比形态较好，而汽车类和与房地产相关的建筑及装潢材料类的零售总额月度环比近期有所下降。

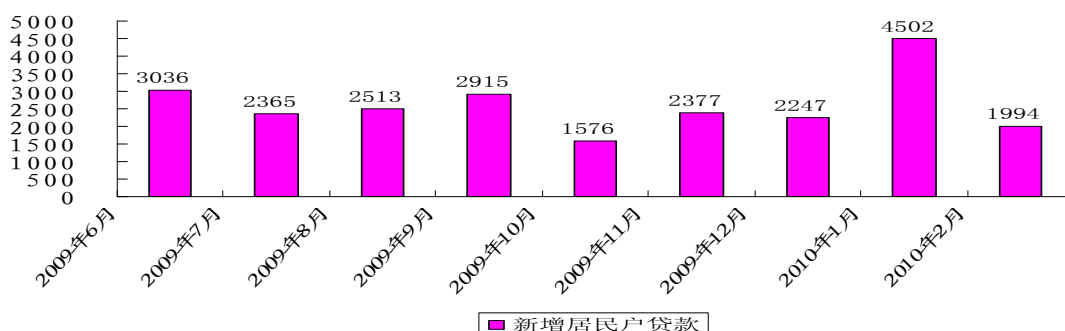
图 10：住宿和餐饮类、建筑及装潢材料类、汽车类零售总额月度环比



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

2009 年 6 月以来，居民户新增贷款在 2010 年 1 月份冲到历史最高值 4502 亿元，2 月份则快速回落至 2009 年 6 月以来的次低值 1994 亿元。预示以房地产按揭贷款为主的居民户新增贷款可能会快速回落

图 11：2009 年 6 月以来新增居民户贷款（亿元）



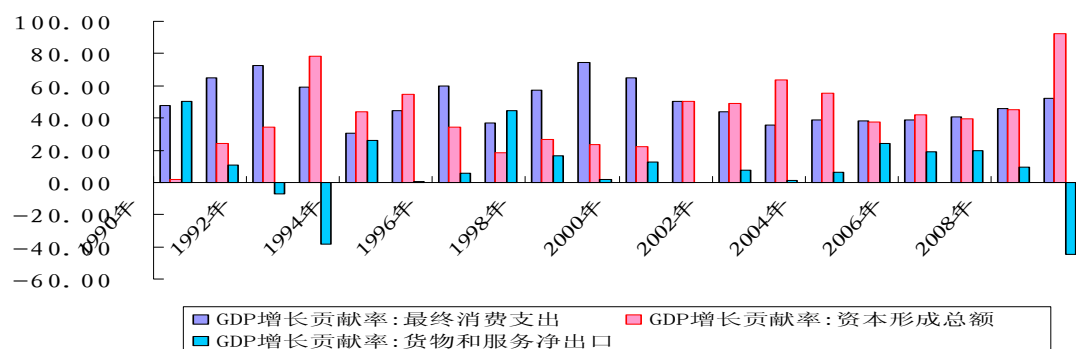
资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

由于投资惯性和 2009 年的基数效应，全年 GDP 可能呈现两边高中间低的马鞍形态。预计 2010 年全年 GDP 增速将超过于 2009 年水平，在 9.2%-9.5%之间。经济结构有所改善，“投资”

独木支撑的局面将不复存在。

观察工业增加值和三大需求，预计投资增速今年将比去年有所下降，消费表现如何尚待观察，而净出口绝对会强于去年。平衡考虑，今年经济形势将会强于去年，且净出口将不再拖累经济增长，对 GDP 贡献率将在 10% 左右，复苏更趋稳定，经济结构更趋均衡。

图 12：1990 年以来最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对 GDP 增长贡献率



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

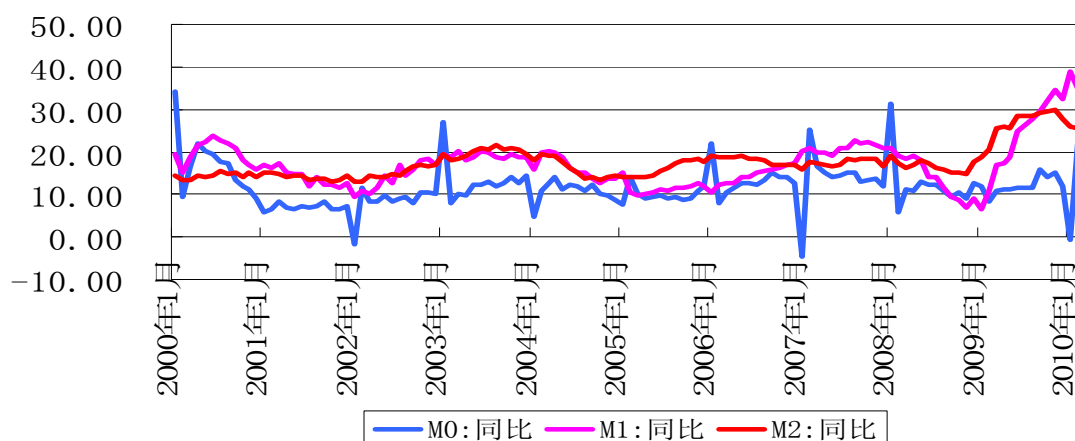
3. 上市公司业绩相对于 2009 年将有较大提升。

截至 3 月 21 日，沪深两市共有五百多家公司发布 2009 年年报，营业收入同比增长近 7%，净利润同比增长 23%；1100 多家上市公司公布了 2009 年业绩预告，利润同比增长 40%。2009 年全年上市公司业绩增长 25% 已经基本没有悬念。

2009 年企业盈利状况基本符合此前预期，个别行业如房地产、汽车行业出现了超预期增长。在国内外宏观经济环境企稳态势逐渐明朗的情况下，2010 年企业盈利状况会更加乐观，但重点要关注 CPI、PPI 等的走势。如果生产资料价格不出现过快增长，企业盈利情况将继续向好。预计 2010 年的经济环境将继续向好，2010 年上市公司利润增速在 28%-32% 之间。

4. 7.5 万亿的新增贷款目标和 17% 的 M2 增速预示着流动性虽然赶不上去年充裕，但仍然大大超过 2008 年水平。而且实际数据最终对计划指标会有所突破（预计 M2 增速可能 20% 左右，新增贷款 8 万亿左右），加上考虑到房地产市场可能的胶着状态，流动性将更多地进入股市。（2008 年新增贷款 4.9 万亿，2009 年新增贷款 9.6 万亿）

图 13：2000 年以来 M0、M1、M2 月度同比增速



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

二、主要变数：政策变化、中美关系和通货膨胀

1. 2010 年宏观经济政策重点将是调整产业结构和缩小三大差距。货币政策不应理解为紧缩，而是回归中性，为结构调整提供稳定环境。

2010 年将是宏观经济政策在保增长和调结构中艰难平衡的一年。政府工作报告表明，2010 年宏观政策重点指向增强经济增长内生动力。增强经济增长内生动力的主要途径是调整产业结构和缩小三大差距，三大差距指：收入差距、城乡差距和区域发展不均衡。

温家宝在政府工作报告中强调了经济社会发展中存在的一些突出矛盾和问题：“经济增长内生动力不足，自主创新能力不强，部分行业产能过剩矛盾突出，结构调整难度加大；就业压力总体上持续增加和结构性用工短缺的矛盾并存；农业稳定发展和农民持续增收的基础不稳固；财政金融领域潜在风险增加；医疗、教育、住房、收入分配、社会管理等方面的突出问题亟待解决”等等。

其中“经济增长内生动力不足”是题中之纲。改革开放以来，中国经济增长长期依赖投资和出口拉动。在金融危机以后，外需大幅度下降，政府全力以赴保增长，大举投资，整个经济增长几乎只剩下投资独木支撑。经济增长缺乏内需支持、无法持续的矛盾更加突出。

而增强经济增长内生动力，一方面是要改变过去单纯依赖资源消耗的粗放式发展模式，依靠技术进步、提高全要素生产率来发展经济；另一方面则需要提振内需特别是国内消费，让投资、消费和净出口三驾马车协调拉动经济发展，提振消费则必须缩小三大差距。

因而 2010 年宏观经济政策的重头戏应为加大科技创新能力、调整产业结构和缩小收入差距、城乡差距，改善区域经济发展不均衡局面。

为在调结构和保增长中保持平衡，仍然需要采取扩张性的财政政策，货币政策将适当回缩，

逐步走向中性，但仍保持合理宽松。

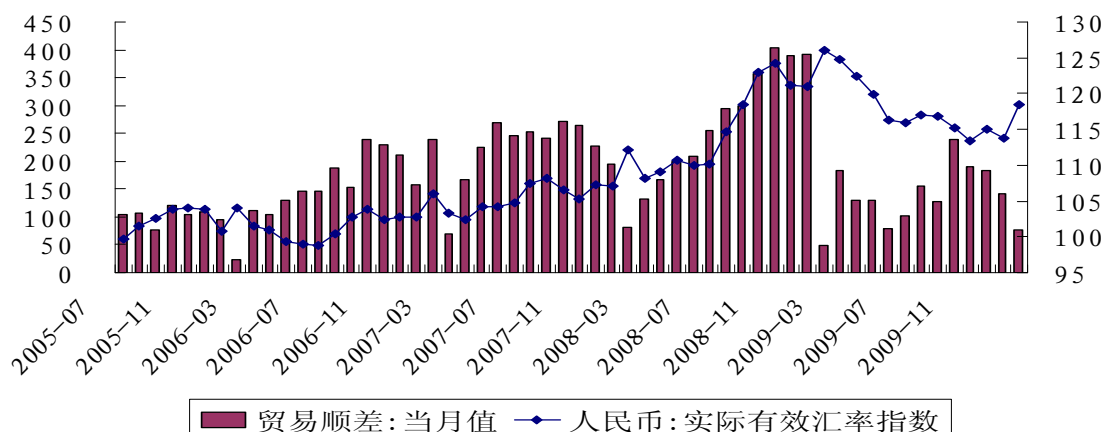
出于保增长、调结构以及通胀预期管理和贸易平衡等因素的综合考虑，货币政策非常微妙。对流动性的调控上半年将主要通过公开市场业务和准备金工具进行，下半年可能会动用利息工具；预计二季度人民币对美元将会一次性跳升 5% 左右，然后回到参照一篮子主要货币有管理的浮动汇率上来。加息则可能在下半年进行，幅度为 27-54 个基点。

人民币跳升的理由有五：（参考 2009 年 11 月 20 日周明剑《中国宏观经济趋势预测第 29 期：人民币对美元或会来一次跳升？》）

（1）人民币自金融危机以来一改参考一揽子货币为盯住美元，为贸易争端提供口实。人民币实际有效汇率指数从 2008 年 7 月到 2009 年 2 月上涨了 14.47%，从 2009 年 2 月到 2010 年 1 月下跌了 9.68%，走了一个大的倒 V 型，而此期间对美元汇率保持稳定。

（2）汇改以来，人民币走势与出口并不存在负相关，且受汇率保护的出口产业并不能形成真正的市场竞争力。

图 14：汇改以来贸易顺差与人民币有效汇率指数

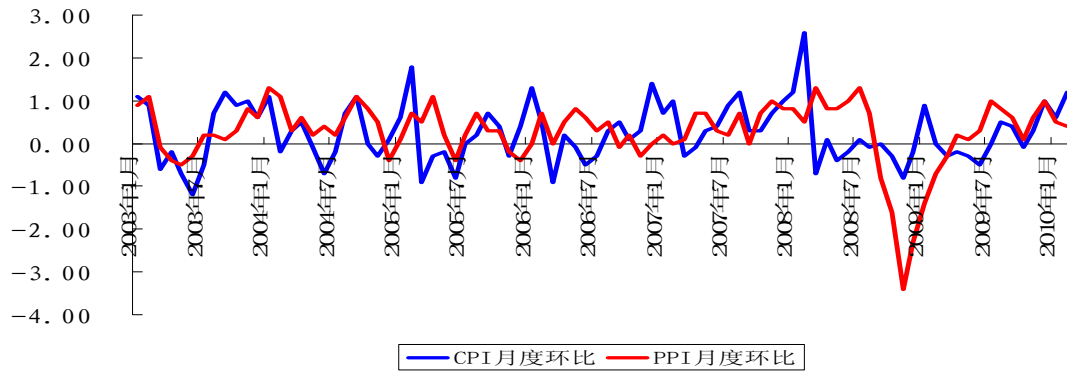


资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

（3）全球经济失衡的深层机理是美国的净消费和中国的净储蓄，表征为中国对美国的贸易顺差。

（4）中国必须不断买入美元才能维持人民币对美元的稳定，但如果缓步拉升人民币，则又会造成人民币升值预期的不断升温，吸引热钱不断流入；进退失据，进一步增加货币政策的操作难度。

（5）人民币一次性跳升可以打破缓步升值预期，遏制热钱流入；同时，由于人民币比价上升，可以减缓物价上涨压力，而且升值带来的财富效应将刺激国内消费。



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

三、2010 年市场运行特点：上半年震荡上行，下半年单边上扬，运行区间在 2800 点-4400 点之间。

股指期货和融资融券的推出短期会加大市场的震荡，长期则对市场具有平衡作用；加上货币政策的不确定性，虽有基本面和公司业绩支持，但上半年市场仍应呈现震荡上行的特点。

随着下半年货币政策的明朗化和股指期货、融资融券的逐步规范，加上物价的加速上涨，下半年市场将呈单边上扬态势。

预计全年运行区间在 2800-4400 点之间。

四、2010 年中国证券市场的投资机会

证券市场机会更多地体现在经济结构调整过程中。结构性机会远远大于整体机会，包括战略性新兴产业、区域经济发展、消费及相关服务业等领域存在投资机会。市场兼并重组机会增多。

战略性新兴产业看好新能源（风电除外）、新材料、节能环保、生物医药、信息网络和高端制造产业。

看好新能源汽车、“三网”融合、物联网带来的兼并重组机会。

区域经济发展看好以新疆为主的西部发展机会。

消费领域看好信息、旅游、文化、健身等消费热点。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街9号
华远·企业号D座

电话：(8610) 8832-1903

传真：(8610) 8832-1566

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。
