

2009 年 11 月 18 日

2010 年 A 股投资策略报告

——风物长宜放眼量

基本结论

- **“货币盛宴”逐步收场。**如果说 2009 年力度前所未有的刺激性政策挽救了全球经济，那么 2010 年我们将面对的就是全球主要经济体如何协同收回宽松货币政策。2010 年全球流动性的变化取决于：一、主要经济体货币政策正常化的进程；二、美元的回升趋势。
 - ◆ 货币政策正常化将由“外围”到“中心”陆续展开，可能会推动美元的提前回升，从而对 2010 年上半年的风险类资产价格有一定抑制泡沫的作用。
 - ◆ 但值得警惕的是，2010 年货币政策正常化的过程，可能由于实体经济恢复缓慢而低于预期，这可能再次导致资产价格泡沫的快速膨胀。
- **全球经济“再失衡”。**2009 年政策驱动了经济从衰退中快速反弹，但从中美经济结构变化的角度看，政府部门失衡替代了私人部门的失衡，这就是我们所说的“再失衡”而非一般而言的“再平衡”。我们展望 2010 年全球经济增长的动力，在周期性收缩的力量减弱后，结构性“再平衡”的要求将明显上升，这可能使复苏过程相对的温和与曲折。
- **中国经济“调结构”。**2010 年在政策延续效应能够保增长的前提下，中国经济重点将在于“调结构”，实质上是“再失衡”向“再平衡”的过渡。2010 年的“调结构”将决定复苏进程以及新一轮经济增长的基础。我们认为中国经济依然拥有很多的“政策改革红利”可以释放，以促进经济长期的增长。
- **A 股市场展望：风物长宜放眼量。**2010 年总体上，A 股市场会处在盈利回升形成支持、估值膨胀受到一定抑制的环境下，总体处于均衡格局之中。但“风物长宜放眼量”，我们认为“调结构”会带来更为持续的经济增长前景，也会给资本市场带来新的投资机遇。考虑到明年 A 股 25% 的盈利增长，我们初步判断 2010 年市场波动的可能区间在上证指数：2700 点—4000 点。
- **投资策略：按结构化的投资思路长期布局。**2010 年中国经济的结构调整将成为最重要的投资亮点，我们建议按照以下三条线索进行结构化投资：
 - ◆ **结构调整内需化。**政策持续鼓励、经济再平衡的要求促使我们看好内需化消费服务的方向，包括汽车、家电、食品饮料、商业零售、酒店旅游、品牌服装、信息服务、医药等行业。在长期经济增长结构调整的背景下，我们认为这些行业能够获得较为明显的估值溢价。
 - ◆ **资产价格泡沫化。**如果实体经济恢复低于预期，货币政策正常化过程偏于迟滞，会导致通胀预期与人民币升值预期将再次上升。流动性的再次泛滥，将形成对具有金融属性资产的反复追逐。在这一主题下的最好的配置是房地产、资源品行业。
 - ◆ **人口结构老龄化。**如果看得更长远一点，人口老龄化已开始逼近中国，经济主动转型的迫切性明显上升。人口在未来的年龄和收入结构都将面临显著的转变，这将对社会各项消费产生根本的冲击。我们看好人口老龄化下的医疗服务、保险、旅游等消费行业。

宏观策略研究小组

陈东(8621)61038296
chendong@gjzq.com.cn**徐炜**(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn**联系人：朱莉**(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
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

前言：“货币盛宴”逐步收场	4
从“再失衡”到“调结构”	10
A 股市场展望：风物长宜放眼量	19
投资策略：结构化投资	24
结构化投资之一：结构调整内需化	24
结构化投资之二：资产价格泡沫化	25
结构化投资之三：人口结构老龄化	26

图表目录

图表 1：全球经济 V 型回升后进入到平稳期	4
图表 2：新兴市场经济体率先反弹	4
图表 3：主要发达经济体也走出衰退	4
图表 4：全球货币供给大幅扩张	5
图表 5：主要国家股票指数大幅反弹	5
图表 6：主要国家房地产市场价格出现明显回暖	6
图表 7：大宗商品价格普遍反弹	6
图表 8：大宗商品的金融属性大大的增强	6
图表 9：各国通胀水平将逐步回归正常	7
图表 10：货币与通胀：美股的货币领先于 CPI	7
图表 11：货币与通胀：中国的货币领先于 CPI	7
图表 12：一些国家已经先行开始收缩货币政策	8
图表 13：发达经济体名义有效汇率显著升值	8
图表 14：新兴市场对升值加以控制，但升值预期较强	8
图表 15：明年上半年，数量刺激政策将陆续进入退出的窗口期	9
图表 16：2010 年也许将结束零利率的超宽松环境	9
图表 17：美国的（进口/GDP）对应的主要国家的（出口/GDP）	10
图表 18：美国的逆差（逆差/GDP）对应的是其他国家的顺差（顺差/GDP）	11
图表 19：亚洲国家的崛起路径：日本 --- 东亚 --- 中国	11
图表 20：美国 GDP 中个人消费占比继续提升	12
图表 21：美国居民债务状况有所好转，但政府财政大幅恶化	12
图表 22：美国的国民储蓄率走低	12
图表 23：美国的居民储蓄率回升，但政府储蓄率大幅下降	13
图表 24：在刺激政策作用下，国有部门投资进一步加快	13
图表 25：投资更多的受到外部融资：政府+银行的支持	14
图表 26：近几年中国的国民储蓄率持续增加	14
图表 27：中国的国民储蓄率在 09 年继续小幅上升	14
图表 28：中国的政府储蓄率快速上升	15
图表 29：近几年来居民和政府部门储蓄倾向走高	16

图表 30：政府储蓄被更多用来投资	16
图表 31：在初次分配中，居民收入占比持续下降	17
图表 32：在再次分配中，居民并未能够获益	17
图表 33：政府刺激计划使投资快速扩张	17
图表 34：可选消费体现出较强的增长势头	17
图表 35：美国货币与估值：高货币供给有利于估值提升	19
图表 36：中国货币与估值：高货币供给有利于估值提升	19
图表 37：美国利率与估值：利率走高抑制估值提升	19
图表 38：中国利率与估值：渐进利率调整影响滞后	19
图表 39：预计明年 M1 增速将逐步回落	20
图表 40：A 股市场供给大幅增加后供求关系发生变化	20
图表 41：不同环比假设下的 2010 年 A 股公司盈利增速	21
图表 42：在工业收入回升、利润率反弹下的工业增长	21
图表 43：在 ROE 继续回升下的工业增长	21
图表 44：自下而上盈利预测：行业增长角度	22
图表 45：自下而上盈利预测：分析师一致预期角度	22
图表 46：工业上市公司 ROE 回升至 13%	22
图表 47：工业上市公司净利润率回升至 6.5%	22
图表 48：工业上市公司资产周转率回升至 84%	22
图表 49：工业上市公司资产负债率小幅回落至 58%	22
图表 50：“调结构”带来新的经济增长期	23
图表 51：上证指数在不同盈利增速下的估值水平	23
图表 52：中国农村家庭收入达到 2000 年时城镇家庭收入水平	24
图表 53：空调：农村保有量有望迎来快速增长期	25
图表 54：电冰箱：农村保有量有较大的提升空间	25
图表 55：洗衣机：农村保有量有进一步上升的空间	25
图表 56：汽车：城镇居民进入到汽车消费的高峰期	25
图表 57：通胀预期浮现	26
图表 58：人民币升值预期升温	26
图表 59：2010 年流动性的边际增量：储蓄分流	26
图表 60：2010 年流动性的边际增量：外资流入	26
图表 61：中国的抚养比面临拐点	27
图表 62：劳动人口增长已开始持续放缓	27
图表 63：15 - 44 岁年青劳动力开始负增长	27
图表 64：45-64 岁人口不断增加带来医疗、保险需求	28
图表 65：25-64 岁人口不断增加带来旅游需求	28
图表 66：不同年龄段人群对医疗服务的需求	28
图表 67：城镇居民国内旅游人次的年龄构成	28

前言：“货币盛宴”逐步收场

2009 年在政策驱动下，全球经济经历了一个快速走出衰退的过程，新兴市场国家由于其健康的资产负债表，表现出了更快的恢复能力。

刺激性宏观政策在挽救经济的同时，也制造了一场“货币盛宴”，资产价格泡沫已经重新泛起，与此同时，通胀预期开始给实体经济复苏增加了不确定性。

如果说 2009 年力度前所未有的刺激性政策挽救了全球经济，那么 2010 年我们将面对的就是全球主要经济体如何协同收回宽松货币政策，同样会对资本市场产生关键性影响。

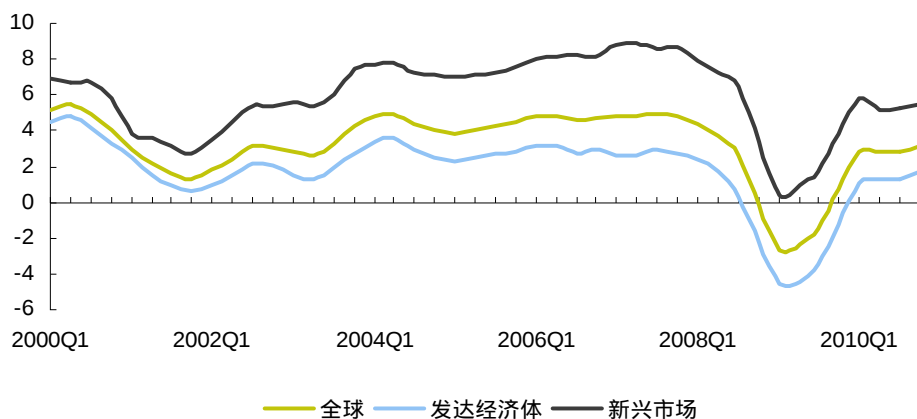
2009 年全球经济 V 型回升

2009 年全球经济增长在形态上呈现出 V 型的走势。吸取了大萧条时期的教训，各国及时的推出力度空前的刺激政策，通过降低利率、扩张财政等手段稳定了市场，并促成了经济的企稳回升。

其中：新兴市场的经济回升更为强劲，这些国家政府财政状况良好、私人部门负债率较低、银行体系相对健康，政策刺激效应更加通畅。而发达经济体，由于银行体系、私人部门的去杠杆化，经济回升的势头较为温和。

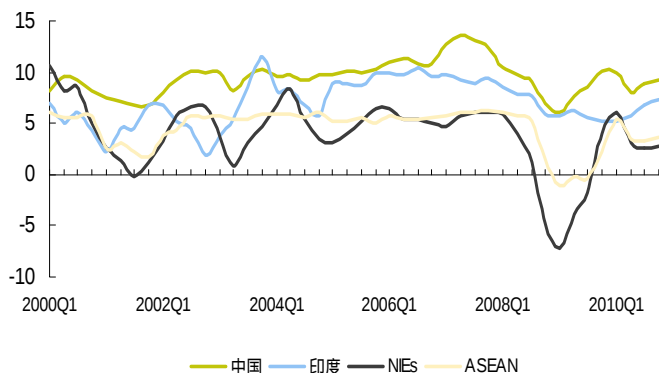
展望 2010 年全球经济，市场预期将进入到平稳增长阶段。温和增长的背景是：随着经济信号的回暖，极度宽松的政策环境将逐步回归正常，同时在短期内全球经济似乎还找不到很强的驱动力，长期的结构性失衡也仍有待调整。

图表1：全球经济 V 型回升后进入到平稳期



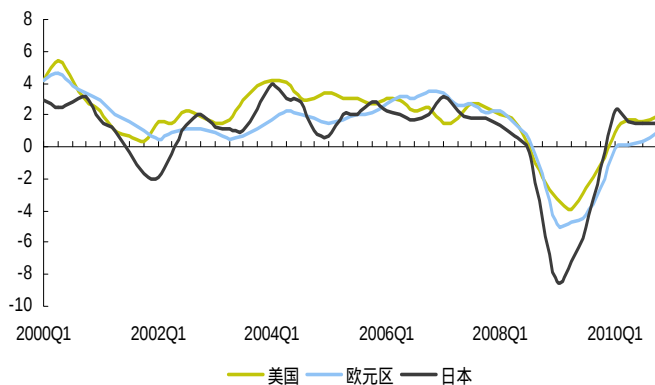
来源：国金证券研究所

图表2：新兴市场经济体率先反弹



来源：国金证券研究所

图表3：主要发达经济体也走出衰退



2009 年全球货币扩张 资产价格泡沫隐现

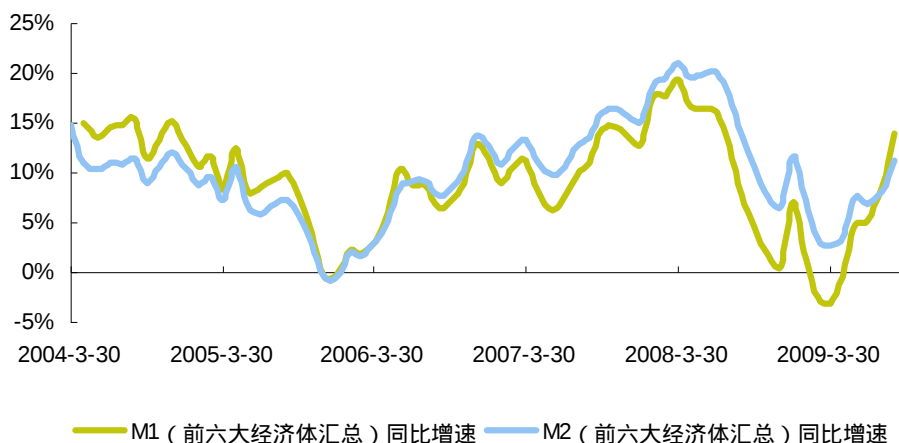
一场货币的盛宴。从 2009 年政策经验看，在央行能自主进行货币创造时代，通货紧缩确实已不需过度担忧，央行有足够的进行主动货币供给，从而稳定整体预期，央行的这种非常举措对全球经济避免进入萧条起到了至关重要的作用。从我们构造的全球货币供给指标看，2009 年各国央行通过大力进行货币投放，抵消了货币流通速度下降的冲击，推高了货币供给的持续增长。

资产价格在 2009 年的回升更为剧烈，货币的推动作用很大。我们观察到股票、大宗商品、房地产等大类资产价格都出现了明显的上涨，而且出现了各类资产价格普遍上升的局面，从货币角度来看可以理解为大量的货币供给，在实体经济需求较为疲弱的情况下，涌入了各类资产市场，推动了资产价格的普遍上涨。

值得关注的是，大宗商品的金融属性在近期得到了很大的加强。以往在经济过热期大宗商品价格会有较好的表现，而现在即使还受到需求、库存等供需面的压力，但在货币的推动下就会出现类似金融资产的提前反应。由于大宗商品还直接参与实体经济，因此价格的提前上涨反过来又会对经济运行构成影响，从而使得经济复苏的过程存在反复性的风险。

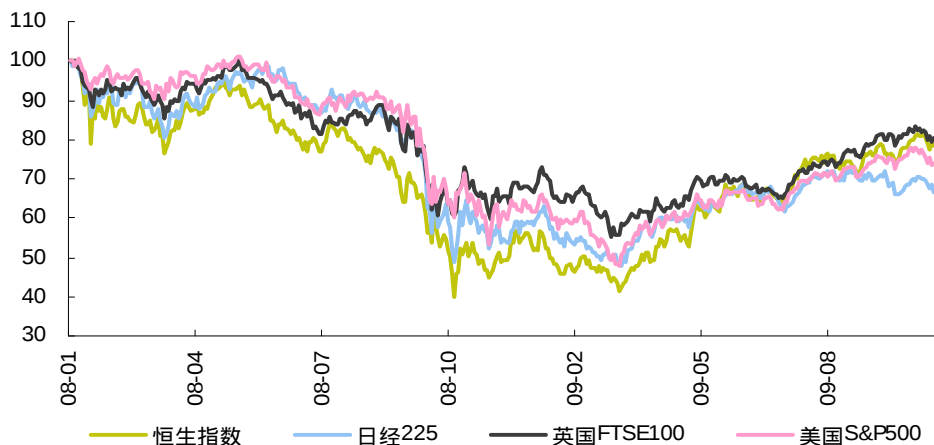
目前资产价格的持续上涨也引发了泡沫的担忧，如一些新兴市场的股价、房价已经出现了泡沫化倾向，较快的经济回升、宽松的货币政策、大量的热钱流入使得这些国家开始面临资产价格泡沫化的严峻考验。

图表4：全球货币供给大幅扩张



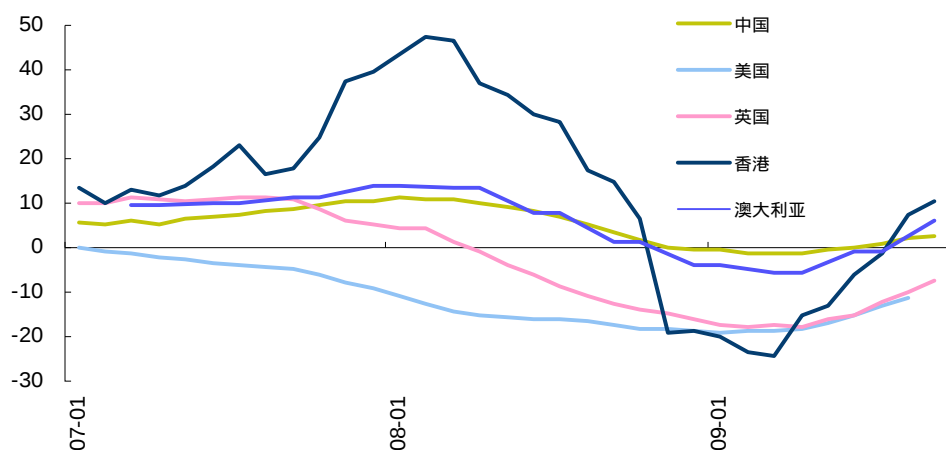
来源：国金证券研究所

图表5：主要国家股票指数大幅反弹



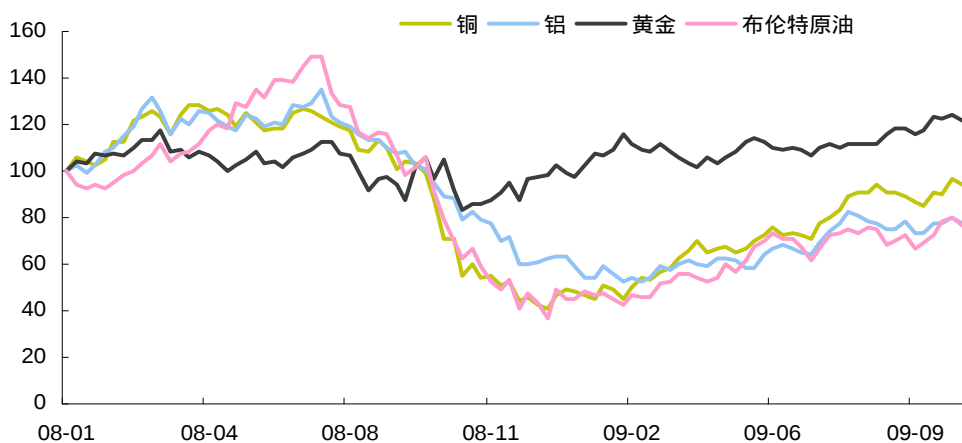
来源：国金证券研究所

图表6：主要国家房地产市场价格出现明显回暖



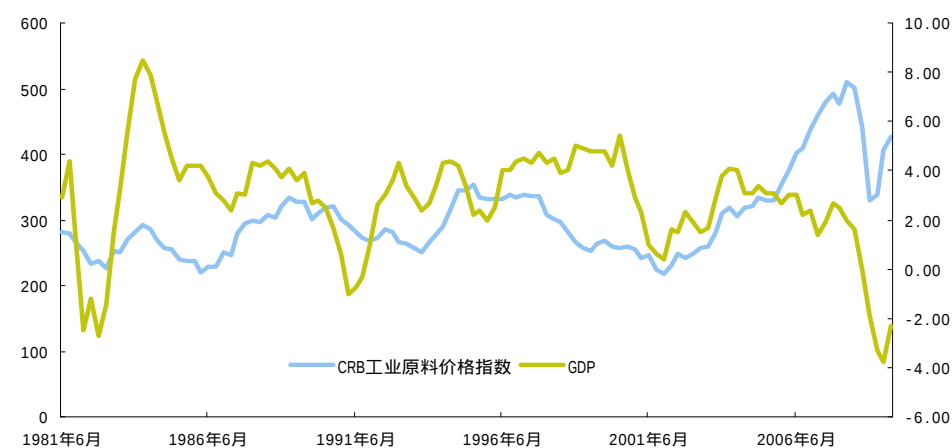
来源：国金证券研究所

图表7：大宗商品价格普遍反弹



来源：国金证券研究所

图表8：大宗商品的金融属性大大的增强



来源：国金证券研究所

退出是 2010 年的政策主题：通胀预期开始上升

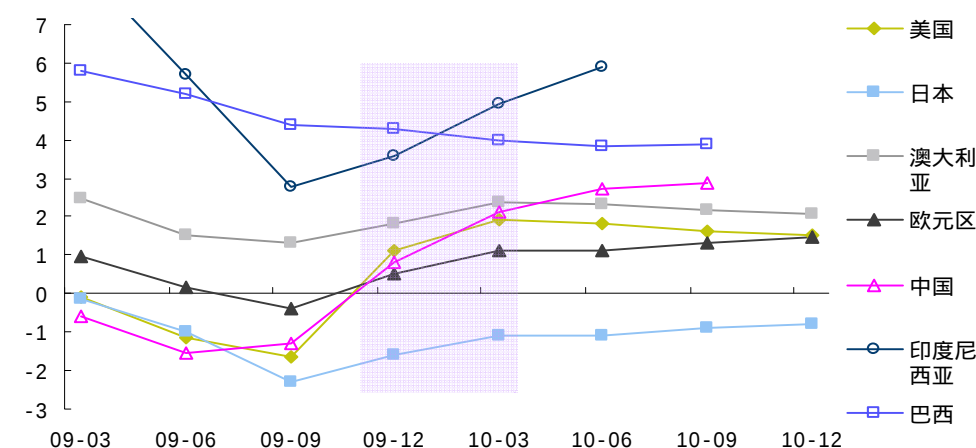
政策仍然是 2010 年所需关注的核心因素之一。2009 年被刺激性政策所贯穿，2010 年则会进入政策的退出期。在 2009 年政策的刺激效应很显著，相对应的，其退出策略也将带来明显的影响。

通胀水平的回升，通胀预期的增强是政策退出考虑的重要因素之一。从目前市场对各国通胀预测的情况看，在今年 4 季度和明年 1 季度将逐步回归到正常水平，市场预期 2010 年将是温和的通胀。但同时也存在一些隐忧：从历史上看，货币供给是观察通胀的领先指标之一，虽然目前产能过剩压低了价格，但并不能排除已大量投放的货币在发酵酝酿后带来通胀快速上升的风险。

资产价格膨胀也需成为政策关注的目标之一。从近些年货币、通胀、资产价格的关系看，由于主要央行的通胀目标制，出现了通胀趋于稳定，但资产价格却呈现出较大波动的特征；在低通胀的环境，央行货币政策宽松的局面得以持续，从而使得资产价格泡沫化成为最终的不稳定因素。今年以来的情况，也再次印证了以上这种规律，货币更多推动了资产价格膨胀，而通胀仍能维持在相对较低水平。

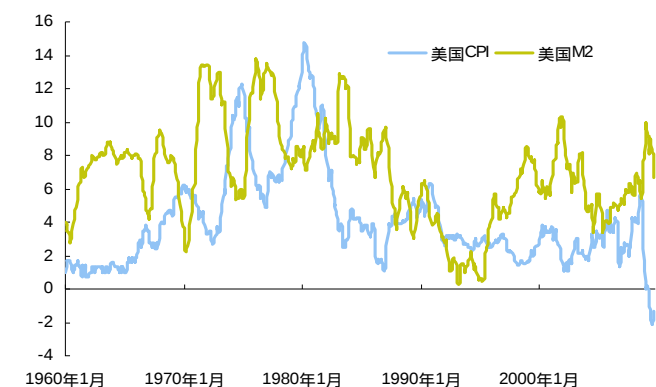
低通胀环境下的资产价格膨胀存在陷阱。一方面资产价格膨胀最终会通过各种渠道传递到通货膨胀；另一方面资产价格从泡沫到收缩也会给经济带来较大的冲击。因此，政策不仅需要继续盯住通胀，同时也应当对资产价格予以足够的关注。

图表9：各国通胀水平将逐步回归正常



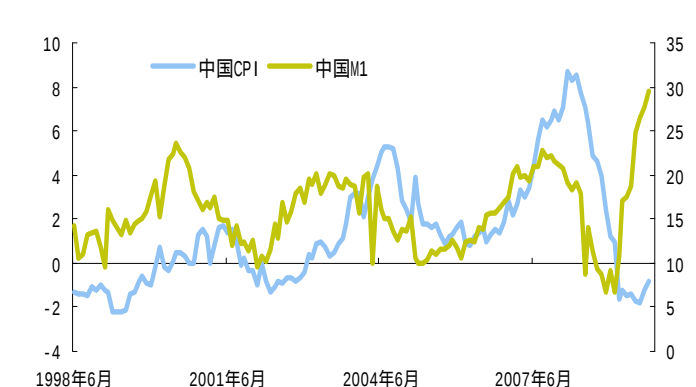
来源：国金证券研究所

图表10：货币与通胀：美股的货币领先于CPI



来源：国金证券研究所

图表11：货币与通胀：中国的货币领先于CPI



退出是 2010 年的政策主题：货币政策正常化

2010 年将开始货币政策的正常化。我们认为各国央行似乎也已从此次危机中吸取了教训，即开始对资产价格变化加以关注。在 09 年下半年，已经有一些国家率先进行了货币政策的收缩。

IMF 也建议货币政策制定者应更加重视避免资产价格崩溃。若出现过热或信贷或资产价格泡沫迹象，可能有必要采取比正常程度更强的货币回应，以减轻宏观经济波动。这意味着更早、更有力地收紧货币政策，力图防止积累危险的过剩，即使通货膨胀看起来得到控制。（0910 世界经济展望报告）

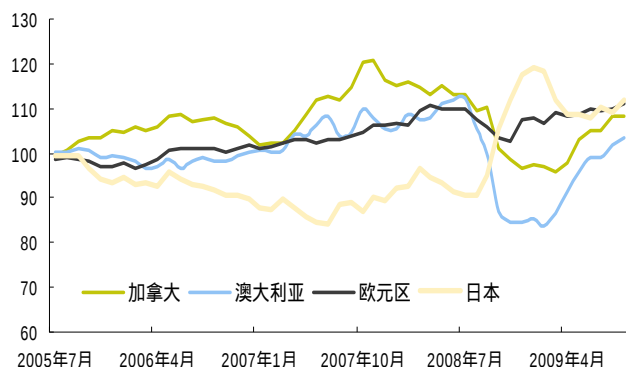
IMF 认为（信贷/GDP、住宅投资/GDP、经常账户/GDP、房价上涨）这些指标能更好的预测资产价格崩溃，而非通胀和产出。我们认为对新兴市场而言，货币政策正常化更有紧迫性，因为既面临国内宽松货币环境，同时还有外资大量流入的压力，从以上的四个指标看，多数指标已经开始发出了预警信号。

图表12：一些国家已经先行开始收缩货币政策

国家	货币政策工具	目前水平	变动(BP)	变动时间	之前水平
澳大利亚	隔夜现金目标利率	3.50%	25	2009-11-3	3.25%
挪威	银行同业存款利率	1.50%	25	2009-10-28	1.25%
澳大利亚	隔夜现金目标利率	3.25%	25	2009-10-6	3.00%
以色列	短期贷款利率	0.75%	25	2009-8-24	0.50%
印度	法定流动资金比率	25%	100	2009-10-27	24%

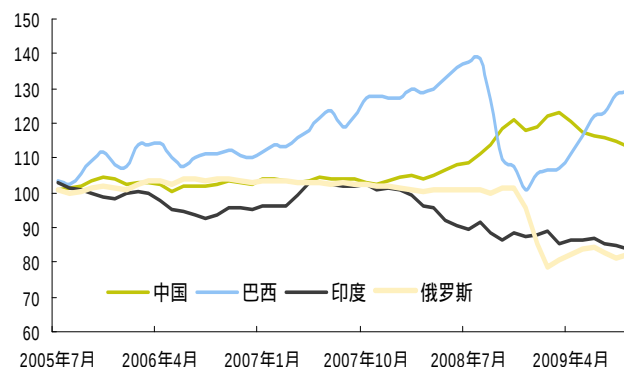
来源：国金证券研究所

图表13：发达经济体名义有效汇率显著升值



来源：国金证券研究所

图表14：新兴市场对升值加以控制，但升值预期较强



对全球整体流动性而言，美国政策的变化无疑是至关重要的。我们认为美联储回收流动性会分为两个阶段。第一阶段侧重于市场信贷余额变化，引导公众通胀预期，以数量型货币政策工具为主，很可能出现在明年上半年；第二阶段则以观察实体经济失业率缓解，控制实际通胀为目标，以利率工具为主，将在明年下半年发生。

- 第一阶段主要通过回购国债或资产出售，以控制基础货币数量为主，同时保持联邦基金利率不变，这将减少金融体系超额准备金率，同时推升市场利率。美联储回收资产规模至少在 3000-4000 亿。以此推算的区间会在 5000—8000 亿美元之间。
- 第二阶段，伴随就业市场企稳，美联储可能开始调升基准利率，我们预计会在 50—100 个基点之间。美联储升息时点的选择将更关注于本国经济的恢复，如失业率的变化。升息的时点最早在 2010 年下半年，利率调整幅度也将是渐进和小幅的。整体判断全年升利息在 50—100 个基点之间。

图表15：明年上半年，数量刺激政策将陆续进入退出的窗口期

	已批准计划规模(单位:十亿)	适用期起始日	适用期终止日
AMLF	未公开	09/19/2008	02/01/2010
Build America B	无限制	01/01/2009	12/31/2010
CPFF	无限制	10/27/2008	02/01/2010
PPIP	USD 500*	02/10/2009	未公开
TAF	未公开	12/14/2007	未公开
TALF	USD 1000*	01/01/2009	06/30/2010
TARP	USD 700	10/14/2008	未公开
TLGP	无限制	11/21/2008	10/31/2009
TSLF	USD 75	03/11/2008	02/01/2010

来源：国金证券研究所。注：AMLF：商业票据货币市场共同基金流动性工具；CPFF：商业票据融资计划；PPIP：公私合营投资计划；TAF：期限拍卖工具；TALF 资产支持证券贷款工具；TARP：问题资产救助计划；TLGP：流动性担保计划；TSLF：定期证券借贷工具

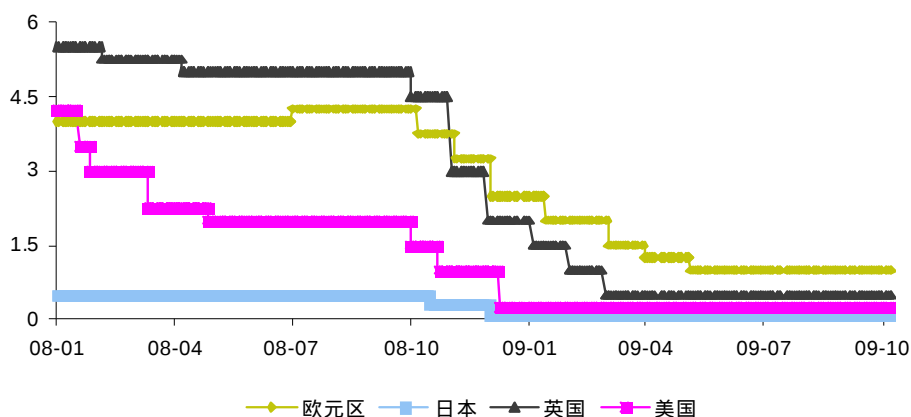
2010 年全球流动性展望

2010 年全球流动性的变化取决于：一、主要经济体货币政策正常化的进程；二、美元的回升趋势。

货币政策正常化过程：预计政策调整将由“外围”到“中心”陆续展开。这一过程可能会推动美元的提前回升，对于 2010 年上半年的风险类资产价格而言，有一定抑制泡沫的作用。

但值得警惕的是，2010 年货币政策正常化的过程，可能由于实体经济恢复缓慢而低于预期，这可能再次导致资产价格泡沫的快速膨胀。政策退出注定是不会一帆风顺，因此政策路径的摇摆很可能会给明年带来较大的不确定性和波动性。

图表16：2010 年也许将结束零利率的超宽松环境



来源：国金证券研究所

从“再失衡”到“调结构”

全球经济“再失衡”

周期性因素与结构性因素共同影响经济增长。政策性刺激能够影响周期性变化，但当经济走出衰退，政策性刺激弱化后，结构性因素必然影响这一趋势。

我们比较历史上贸易失衡的演变发现：美国的进口带动了德国、日本、东亚、中国的崛起。在一定意义上，2001 年以后正是美国经济的结构性失衡带来了中国出口导向型的增长，这就是通常所指的“失衡性增长”。

2009 年依靠政策驱动经济从衰退中快速反弹，但从中美的经济结构变化的角度看，政府部门失衡替代了私人部门的失衡，这就是我们所说的“再失衡”而非一般而言的“再平衡”。

我们展望 2010 年全球经济增长的动力，在周期性收缩的力量减弱后，结构性“再平衡”的要求将明显上升，这可能使复苏过程相对温和与曲折。

失衡性的增长：全球依赖美国进口的引擎

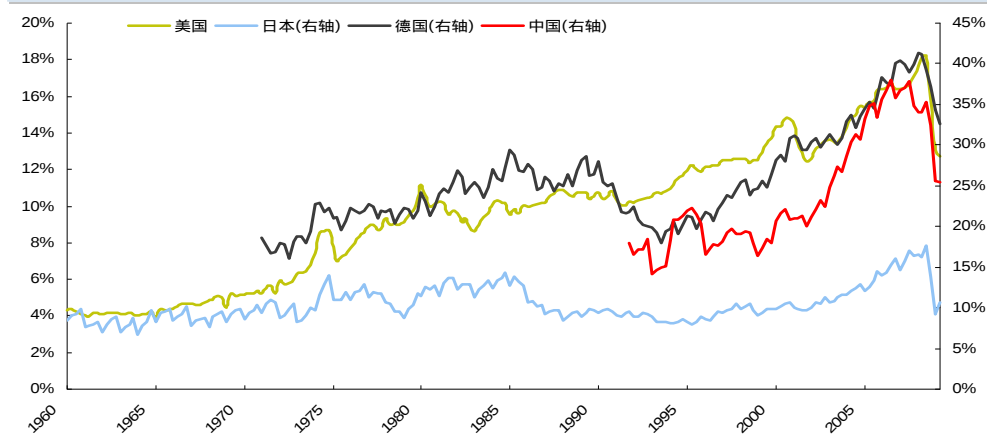
回顾过去几十年全球经济增长的轨迹，美国无疑是世界经济真正的火车头。美国的进口曾带动了德国、日本、东亚、中国的相继崛起。美国作为先进经济体，其增长需要靠技术进步、效率的提高等内生性因素；而对追赶型经济体而言，通过出口快速的进行资本、技术积累是自然的选择，这一模式在近几十年的世界经济和全球贸易发展进程中得到了很好的体现。

在这一过程中，存在着均衡机制，持续的顺差和持续的逆差在均衡格局下是不应该存在的。均衡机制作用的过程是：对出口国而言，随着顺差加大、经济向好，本币会升值、人力成本上升，从而降低相对的比较优势。因此我们会看到出口国的优势呈现出雁阵式的转移格局，从亚洲来看就是从日本到东亚再到中国；对进口国而言，逆差扩大，本国汇率贬值，会带来进口的压力，并且一旦内生性增长遭遇周期性瓶颈，也会对进口产生较大的冲击。

但是全球经济却呈现出持续的“失衡性”增长。一方面，出口国或是为了追求单纯的增长或是出于防金融危机的需要，人为的压低汇率水平，不断的主动积累外汇储备。另一方面，美国依赖其美元作为储备货币的地位，使得逆差不断扩大和美元贬值并没有对其产生影响；除了经济内生增长外，还通过负债率提高来维持其过度的消费需求。这种不断加深的失衡最终酿成了这次全球的金融危机，当美国家庭的负债上升到难以为继的地步时，被迫对这一“失衡性”的增长模式作出调整。

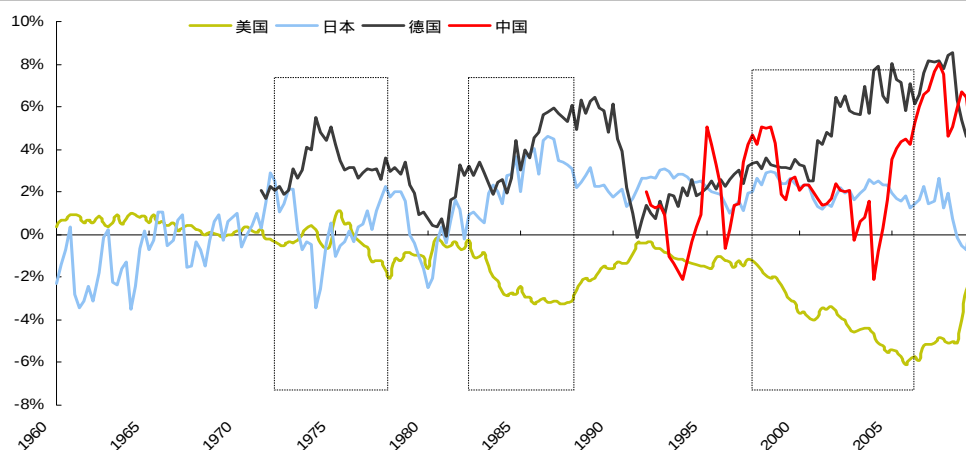
这一调整的过程仍将持续，在美国未找到新的增长动力之前，美国的需求将无法对外部产生持续的推动作用，全球贸易更可能进入阶段性的休整期。

图表17：美国的（进口/GDP）对应的主要国家的（出口/GDP）



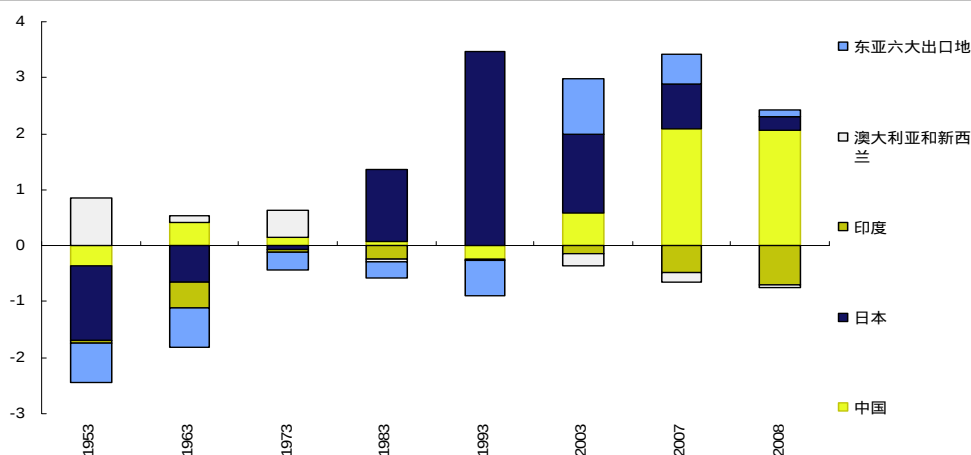
来源：国金证券研究所

图表18：美国的逆差（逆差/GDP）对应的是其他国家的顺差（顺差/GDP）



来源：国金证券研究所

图表19：亚洲国家的崛起路径：日本---东亚---中国...



来源：国金证券研究所

“再失衡”：美国失衡从私人部门向政府转移

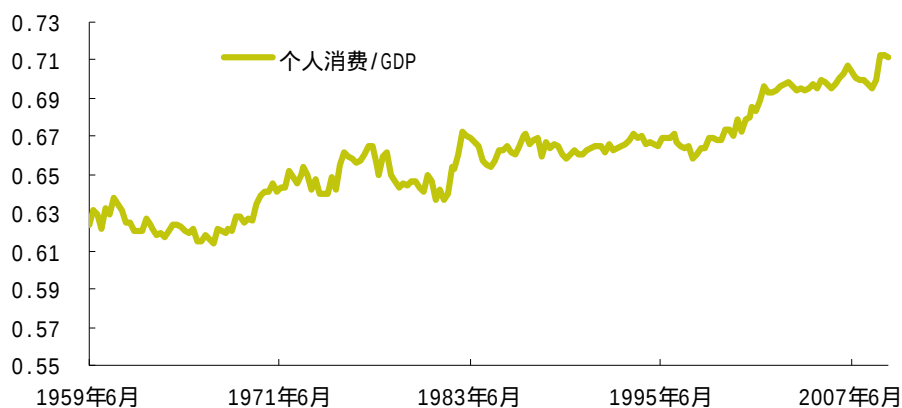
全球性的失衡性增长在 07 年结束后，在贸易部门我们看到了调整，美国的进口下降，出口国的出口下滑；但在经济结构上，失衡并未得到改善，只是由政府部门失衡替代了私人部门的失衡，出现了“再失衡”的局面。

再平衡对美国意味着贸易逆差收缩、居民过度消费降低，根本的调整是增加储蓄、减少负债。但除了贸易部门有所改善外，我们看到居民消费占美国 GDP 的比重进一步上升；居民负债率有所好转，但是以政府负债大幅上升为代价。

全球失衡根本上可以从储蓄角度理解，对应的是美国过低的储蓄与东亚国家过高的储蓄。从再平衡的角度，全球也普遍共识美国需要增加储蓄，而中国需要降低储蓄。

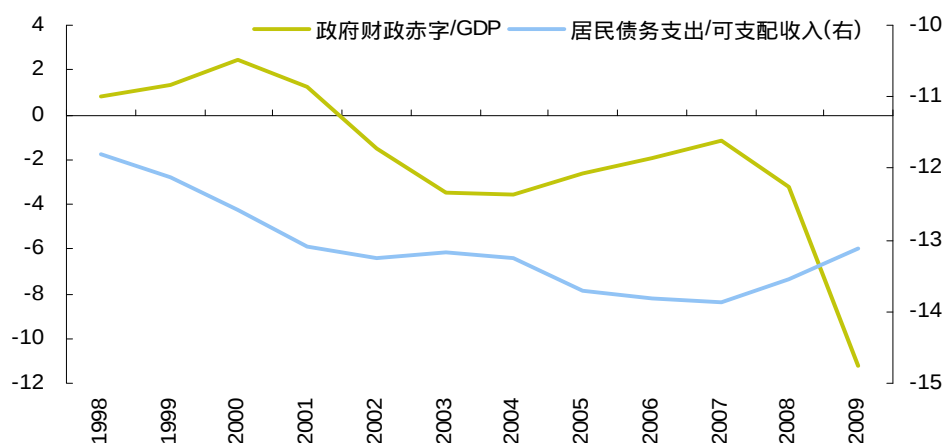
从美国国民储蓄率指标看，在经历了 90 年代以后储蓄率持续下降之后，美国增加储蓄的再平衡要求非常强烈，但是今年以来美国整体储蓄率依然呈现出下降的态势，并未有明显的改善。虽然我们看到美国居民储蓄率近期持续回升，但是美国政府储蓄率却以更快的速度下滑。这也意味着，虽然美国经济在 2009 年避免了大幅衰退，但是美国的不平衡反而更加严重了。

图表20：美国GDP中个人消费占比持续提升



来源：国金证券研究所

图表21：美国居民债务状况有所好转，但政府财政大幅恶化



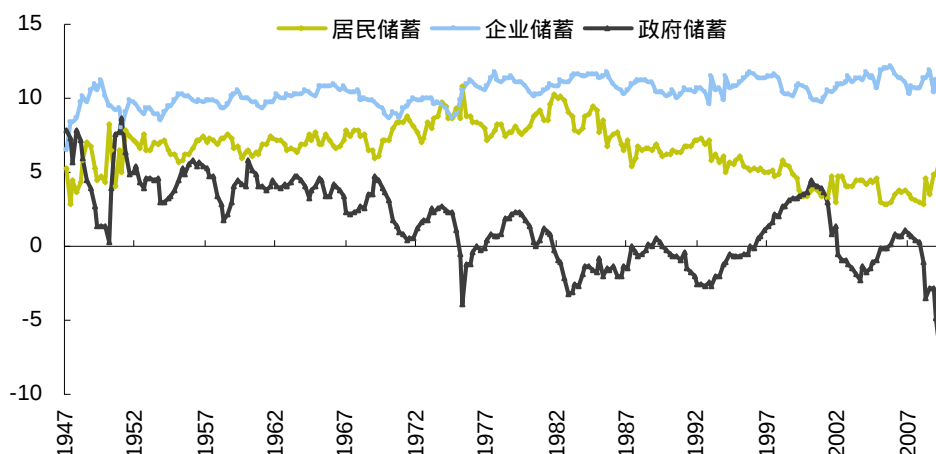
来源：国金证券研究所

图表22：美国的国民储蓄率走低



来源：国金证券研究所

图表23：美国的居民储蓄率回升，但政府储蓄率大幅下降



来源：国金证券研究所

“再失衡”：中国失衡从出口向投资转移

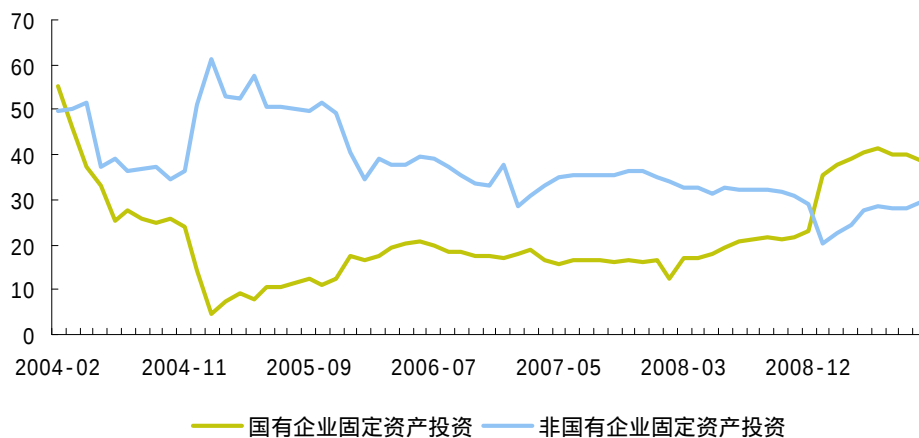
再平衡对中国的要求是：降低对出口和投资的依赖、扩大居民消费、降低中国储蓄率。我们看到在出口部门经受了调整，但经济结构却更加向投资倾斜，只是扩大一种失衡以取代原先的失衡。虽然中国经济在 2009 年出现了较为强劲的回升，但在结构上失衡的问题也更加严重了。

在政策推动下，投资在 09 年超常加速，加剧了中国经济结构上持续的失衡。其中国有部门受到政策扶持更多，资源进一步向国有部门倾斜；银行一改前几年稳健信贷投放，爆发性的增加信贷供给；同时通过加大政府投资，政府对经济的影响进一步扩大。这些都使得中国经济结构上的不平衡性进一步扩大。

从储蓄率角度看，中国国民储蓄率自 2000 年以后出现了持续上升，推动了投资和出口部门的高速增长；在出口部门大幅减速后，储蓄率并未下降反而进一步有所上升，推动投资大幅的增长。

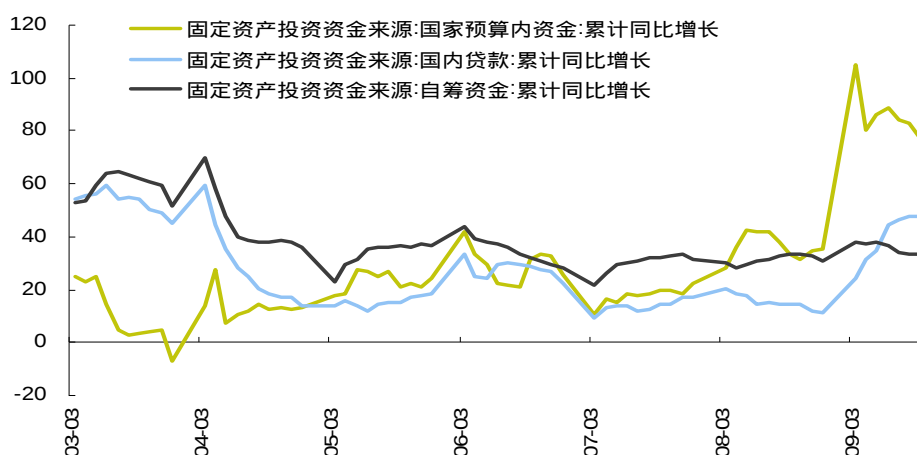
因此，我们可以看到，全球用一种“再失衡”的方式促成了近期经济的短期复苏，展望 2010 年，在周期性收缩的力量减弱后，结构性“再平衡”的要求将明显上升，这可能使复苏过程相对温和与曲折。

图表24：在刺激政策作用下，国有部门投资进一步加快



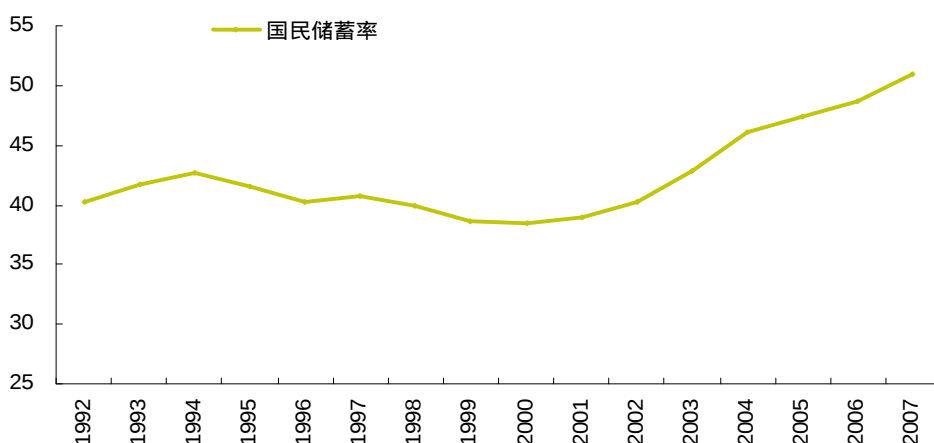
来源：国金证券研究所

图表25：投资更多的受到外部融资：政府+银行的支持



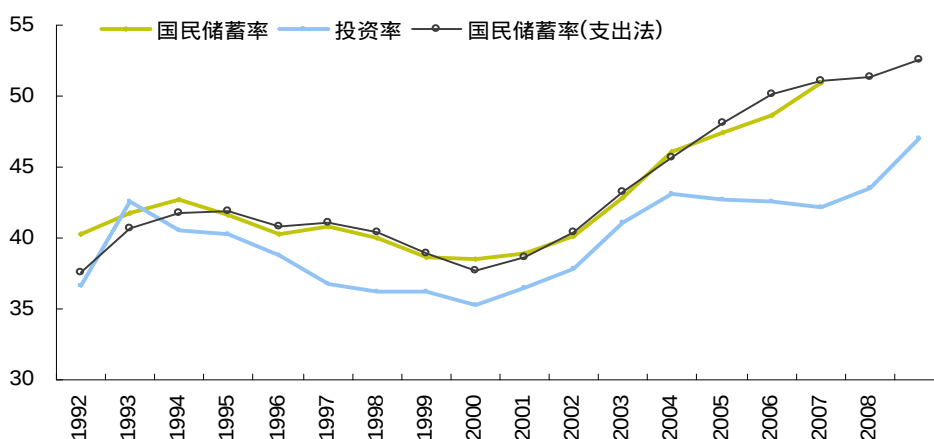
来源：国金证券研究所

图表26：近几年中国的国民储蓄率持续增加



来源：国金证券研究所

图表27：中国的国民储蓄率在09年继续小幅上升



来源：国金证券研究所