

“双松”定调 “微调”可期

A 股结构性调整展开

东北证券研究所临时策略

2009 年 12 月 9 日

主题

- 政策从“轻松”保增长转向“阵痛”调结构
- “双宽松”政策可以理解为外松内紧
- 放宽中小城市户籍限制、增强居民消费能力是 2010 年经济促转变的重点
- 对资本市场的最直接影响是扩大直接融资规模
- 政策定调 A 股结构性调整展开
- 调结构促消费中寻找 2010 年投资机会

责任编辑：冯志远

编辑：策略组

TEL: (8621) 63373102

FAX: (8621) 63373107

Email: fengzy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20F

邮 编：200002

2009 年股市上涨是以政策驱动的经济复苏和信贷支持的流动性充裕为核心线索，围绕宏观经济复苏的预期不断兑现的演变过程。一季度政府超常规释放流动性启动市场，并连续出台十大产业振兴规划；二季度上游周期行业率先受益，充裕的流动性是 A 股单边上升主要推动力；三季度投资者开始对政策转向和复苏持续性心存疑虑，流动性的不确定预期使市场进入大幅震荡；而在四季度后，市场由流动性和复苏预期推动转向业绩复苏推动。但我们认为，729 调整的核心因素，政策调整预期和扩容预期并没有得到有效缓解，因此市场在选择方向时对 12 月中央经济工作会议寄予强烈预期。

一、政策从“轻松”保增长转向“阵痛”调结构

中央经济工作会议提出明年经济工作要“保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性”。这就意味着明年宏观调控政策不会出现大的方向性变化。财政政策将强调加大对民生领域和社会事业支持保障力度。货币政策将强调把握好货币信贷增长速度。

同时本次会议还强调转变经济发展方式已刻不容缓，要以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点，事实上我们已经发现投资政策已经开始出现调整。会议明确提出，“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。”这和 9 月份政治局会议的“继续发挥好投资对拉动经济和调整结构的重要作用”已经有较大不同。因此扩大居民消费需求，增强消费对经济增长的拉动作用成为调结构的核心内容。作为配套措施，国民收入分配被首先提及，会议提出要加大国民收入分配调整力度，增强居民特别是低收入群众消费能力。但我们认为中国的 GDP 结构中，消费依然是短板，因此调结构就、促转变将使得中国宏观经济进入阵痛期。

二、“双宽松”政策可以理解为外松内紧

在经济实现企稳回升后，财政政策和货币政策是否有所调整，成为关注焦点。一方面国内外经济形势转好，另一方面却是经济回升的基础并不稳固。所以财政和货币政策基调不会变。但会议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，巩固和增强经济回升向好势头。因此本次会议对明年宏观政策基调和中央政治局会议并没有不同，但 2010 年的“双宽松”政策和 2009 年的“双宽松”相比，可以理解为是外松内紧，市场依然敏感觉察到了调整的味道，货币政策“适度宽松”其实内涵十分丰富，在 2010 年物价面临上升压力的前提下，可以理解为调整的余地很大。在境外大宗商品价格上涨、资源价格改革等多种因素共同作用下，通过微调进行紧缩是必然，甚至我们认为不排除 2010 年年中政策出现转向的可能性。

三、放宽中小城市户籍限制、增强居民消费能力是 2010 年经济促转变的重点

近期房地产行业一直担心政策会转向紧缩，但目前看来货币环境还是相对宽松的。会议提出“增加普通商品住房供给，支持居民自住和改善性购房需求”，但并没有提出要“抑制房地产投机投资行为”，保持了与 2008 年“131 号文”相同的政策口径。放宽中小城市和城镇户籍限制，提高城市规划水平对房地产业而言是一个重大利好。在当前一线城市房价日益高涨、房地产供求关系日益矛盾的情况下，二、三线城市成为房地产业继续发展也顺应了国家刺激内需、促进居民消费的要求。此外，2009 年一系列促进消费的政策将会继续延续下来，会议提出进一步做好家电、汽车摩托车下乡工作，继续实施家电和汽车以旧换新政策，增加农机购置补贴等促消费措施，将进一步促进中国消费结构的升级。

四、对资本市场的直接影响是扩大直接融资规模

值得关注的是，会议提到“要积极扩大直接融资”。经历 2009 年天量信贷，2010 年信贷规模无疑会下滑，

政府一方面希望补充银行信贷减少后的资金来源问题，另一方面是希望通过资本市场在调结构中发挥作用。扩大直接融资是一项长期规划，对分散风险、降低间接融资比例、减少银行风险都有直接帮助。中国的经济运行是工业化、城市化与市场化博弈的过程。当面对产能过剩时，工业化进程必然减速，通过结构调整来自我修复，保证经济的平稳运行就需要城市化与市场化的提速，通过扩内需，提升城市化来促进就业，拉动消费，以解决结构调整带来的经济下滑的问题。而资本市场恰恰能起到最直接的资源优化配置作用。

五、政策定调 A股结构性调整展开

在目前经济形势走向尚不十分明确的情况下，本次会议只是定下了一个大方向，具体的细化政策也会随着经济走向的明朗而逐步明确。今年的经济增长很大程度上依赖于双松型政策，尤其是政府投资的推动，经济自身增长的动力尚不稳固，在向好的经济背景下，A股市场的长期震荡向上趋势不会改变。但在经济复苏步入正常化后，经济内在的运行规律将成为影响市场的最重要因素。我们可以看到近期管理层对A股有一定的调控意向，包括本周的新股九连发，下周的创业板八连发等都说明管理层对A股市场的关注。我们认为此次会议对于A股市场的结构性影响将大于趋势性影响。结合目前市场的结构化高估，A股结构性调整或将在中央经济工作会议后展开。从“保持”到“促进”再到“引导和规范”，中央关于资本市场的表述一系列的变化，与全球防范资产价格泡沫化的步调统一，明年市场难有今年的表现。

六、调结构促消费中寻找2010年投资机会

中央经济工作会议提及的政策或将成为相关行业板块上涨的催化剂。就本次会议而言，新能源和低碳经济板块、消费等内需板块、农业板块以及银行、房地产等板块均可能受益。这次会议对于能带动下一阶段经济增长的板块都将带来正面的提振作用。推进城镇化、放宽中小城市和城镇户籍限制，一方面对二三线房地产板块构成支撑，另一方面扩内需、促消费也对汽车、家电、商业零售、食品饮料、健康保健等相关上市公司形成正面刺激。同时，新能源对传统能源的替代，能够在很大程度上缓解能源供需矛盾，重视和发展低碳经济对于我国的经济转型有着举足轻重的作用。结合我国富煤贫油的能源结构和水能、风能、太阳能资源相对丰富的特点，我们认为高铁建设、新能源汽车、智能电网、核电、风电、储能技术、太阳能光伏发电、煤炭清洁技术、建筑节能和节能LED等行业及相关公司具有良好的发展前景和较大的投资机会。其中智能电网是节能减排和清洁能源介入的纽带，相关公司将在智能电网建设中全面受益；核电运行稳定、成本低，发展前景广阔，相关设备制造商也将率先受益；实质性扶持政策的出台也将促进新能源汽车的快速发展，并对相关股票形成提振。当然从行业利润轮动和需求增长空间角度，如煤炭、钢铁等利润从中游向上游转移的行业；房地产上游确定性增长的行业以及国内可选消费跨越式增长行业都存在投资机会。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。