

以进为退，把握新一轮内需主导下的行业机会

——2010 年 A 股市场投资策略

2009 年 12 月 24 日 星期四

报告要点

分析师	鲍庆
电话	021-50586660-8642
邮件	bq@longone.com.cn

分析师	王凡
电话	021-50586660-8641
邮件	wangf@longone.com.cn

分析师	董高峰
电话	021-50586660-8632
邮件	dgf@longone.com.cn

分析师	桂方晓
电话	021-50586660-8618
邮件	gfx@longone.com.cn

联系人	顾颖
电话	021-50586660-8638
邮件	dhresearch@longone.com.cn

2010 十大精选

证券代码	证券简称	所属行业	市盈率	
			TTM	10E
"材料能源"中的科技企业				
600309	烟台万华	化工	33.94	15.03
600644	乐山电力	公用事业	52.84	22.08
"资产价格"演绎下的行业机会				
600000	浦发银行	金融服务	14.91	10.73
000718	苏宁环球	房地产	48.86	20.68
000858	五粮液	食品饮料	43.91	27
"汽车家电"的传导产业机会				
002073	青岛软控	信息服务	38.09	25.69
000887	中鼎股份	交运设备	31.59	21.03
600406	国电南瑞	机械设备	54.84	35.52
"行业转制"的行业机会				
600316	洪都航空	交运设备	88.03	59.77
600594	益佰制药	医药生物	38.22	23.87

□ 2010 年中国经济继续处在高速增长与温和通胀的复苏阶段，而政策将成为主导市场变化的重大因素。

□ 2010 年将面临“以进为退”的政策，这一政策将促经济全面复苏，但同时经济的全面复苏催生退出政策预期。我们认为，2010 年政策预期的变化将主要沿着“政策基调不确定消除-经济复苏持续和通胀预期上升下的政策预期-加息预期消除-经济持续复苏不确定的预期”展开，每个时点上政策预期的变化都会对市场产生影响。

□ 2010 年经济“倒 V 型”的判断促使微观企业盈利预期“倒 V 型”变化。通过对 05-09 年的经济走势与宏观预期、盈利预期之间关系研究，我们认为，10 年全年各季经济增长率的“倒 V 型”走势对全年经济增长率的预期将构成影响，而这进一步影响微观企业盈利预期。目前市场对 10 年 GDP 的预测均值低于我们的预测值，由于年初预期值较低，未来在一季度经济高增长下，市场对宏观经济的预期有望提高，而随着下半年经济增速的回落，宏观预期也将回落，与此类似，上市公司盈利预期的整体变化也将呈“倒 V 型”。

□ 流动性方面，广义市场流动性充裕，月度市场流动性变化呈前松后紧。国际板与红筹回归加剧短期市场资金供求变化。

□ 2010 年 A 股市场“前高后低”。上半年随着市场流动性的复苏，在政策面明确和年报、一季报业绩高增长推动下，市场将面临流动性和盈利预期的双重推动震荡上行；而下半年由于政策面的不确定，乐观的盈利预期面临回落修正，同时流动性边际递减，市场面临调整回落的风险。我们认为，2010 年沪深 300 指数盈利预期的核心波动范围在(25%, 35%)，动态估值水平的核心波动范围在(17x, 24x)，基于此，2010 年沪深 300 指数核心运行区间在(3400 点, 5000 点)，对应上证指数运行区间为(3000, 4600)左右。主要风险因素有国际板、红筹回归等影响市场需求的政策不确定以及经济政策不确定导致经济复苏持续性受关注等。

□ 我们认为“以进为退”政策中国民收入分配的调整对长期消费的提升具有巨大的作用。结合 10 年政策变化，我们提出了三条投资主线：主线一：“材料能源”中的科技企业；主线二：“资产价格”演绎下的行业机会；主线三：“汽车家电”的传导产业机会；主线四：“行业转制”的行业机会。

□ 10 年十大精选：(600309)烟台万华、(600644)乐山电力、(600000)浦发银行、(000718)苏宁环球、(000858)五粮液、(000887)中鼎股份、600406)国电南瑞、(600316)洪都航空、(600594)益佰制药。

正文目录

一、2009 年市场回顾	4
阶段 1（1 月-7 月）：流动性与业绩复苏预期双引擎推动市场震荡向上	4
阶段 2（8 月-10 月）：政策调整预期和市场扩容引致市场进入震荡调整	5
阶段 3（11 月-至今）：经济复苏的确定性和政策不确定的博弈	6
二、2010 年市场运行预测	9
1、“以进为退”政策的下 2010 年政策预期演变	9
“以进为退”政策的内涵	9
政策以进为退促经济全面复苏	9
硬币的另一面：经济全面复苏催生退出政策预期	10
2010 年政策预期变化路径研究	12
2、盈利预期变化呈“倒 V 型”	12
我们的宏观预期较市场乐观	12
“倒 V 型”走势影响 2010 年宏观预期变化	12
经济“倒 V 型”预期变化影响微观企业盈利预期	13
2010 年业绩超预期的可能性分析	16
3、广义流动性充裕，但短期市场流动性受政策影响较大	18
广义市场流动性充裕，月度市场流动性变化仍呈前松后紧	18
国际板与红筹回归加剧短期市场资金供求变化	19
4、政策不确定因素：融资融券、股指期货	20
5、2010 年市场运行判断	22
基于扩展的市场复苏三阶段对市场整体走势的初步预测	22
2010 年市场走势的分阶段预测	22
2010 年沪深 300 指数运行区间判断	23
2010 年整体策略	23
三、2010 年国内市场投资策略	24
1、以进为退，新一轮内需主导	24
日本国民收入倍增计划带来的内需主导经济周期	24
中国将迎来新一轮内需主导的增长	26
2、把握新一轮内需主导下的行业机会	28

图目录

图 1. 适度宽松货币政策下的低利率	4
图 2. 适度宽松货币政策下的天量月度新增贷款投放	4
图 3. 各机构对中国 09 年 GDP 增速预测值不断提高	4
图 4. 09 年 1-7 月各机构对中国 10 年 GDP 增速预测值	4
图 5. 宽松货币政策下货币供应量指标领先反弹	5
图 6. 业绩复苏预期是推动市场震荡向上的动力之一	5
图 7. 09 年 7 月以来 A 股市场资金需求迅速加大 亿元	6
图 8. 09 年每周新增流通股可流通市值 亿元	6

图 9.	09 年 7-10 月新增贷款投放相比年初大幅下降 亿元.....	6
图 10.	09 年 7 月以来票据融资急剧减少 亿元	6
图 11.	09 年 7 月以来M2 同比增速开始放缓 %.....	6
图 12.	业绩复苏预期成为市场企稳反弹的主要动力之一	6
图 13.	3 季上市公司营业总收入同比首次出现正增长	7
图 14.	3 季度上市公司净利润同比增速首次出现正增长	7
图 15.	3 季度上市公司季度营业总收入环比正增长	7
图 16.	3 季度上市公司净利润环比增速有所放缓	7
图 17.	重工业快速回升引领工业增加值同比快速增长 %.....	7
图 18.	09 年以来热钱流入速度逐渐加快 %	7
图 19.	投资者新开户数逐渐恢复正常水平	8
图 20.	一周参与交易和持仓的账户数已恢复到较高水平	8
图 21.	2010 年政策主导市场变化	9
图 22.	09 年年初至今中国 09 年GDP增速各机构预测值 %.....	12
图 23.	09 年年初至今中国 10 年GDP增速各机构预测值 %.....	12
图 24.	历年中国GDP增长率倒V型走势 %.....	13
图 25.	08 年各月GDP增速预测均值变化 %	13
图 26.	06 年各月GDP增速预测均值变化 %	13
图 27.	07 年各月GDP增速预测均值变化 %	13
图 28.	2005 年各季中国GDP增长率变化 %	14
图 29.	2005 年沪深 300 净利润同比增长率一致预期	14
图 30.	09 年沪深 300 净利润同比增长率一致预期变化	14
图 31.	10 年沪深 300 净利润同比增长率一致预期变化	14
图 32.	06 年沪深 300 净利润同比增长率一致预期变化	15
图 33.	07 年沪深 300 净利润同比增长率一致预期变化	15
图 34.	历年沪深 300 组合超预期公司个数比重变化	16
图 35.	历年沪深 300 组合超预期公司流通市值比重变化	16
图 36.	PPI 与工业企业利润率比较	16
图 37.	PPI 与工业企业利润率比较	16
图 38.	全部 A 股总市值各行业比重	16
图 39.	沪深 300 流通市值各行业比重	16
图 40.	2006 银行业净利润增长一致预期变化	17
图 41.	2007 银行业净利润增长一致预期变化	17
图 42.	2008 银行业净利润增长一致预期变化	17
图 43.	2009 银行业净利润增长一致预期变化	17
图 44.	2009、2010 年M2-M1 变化预测 %.....	18
图 45.	2006—2007 年沪深 300 滚动 PE 与 PEG	22
图 46.	当前沪深 300 指数滚动 PEG 变化	22
图 47.	04 年以来周期/防御市场相对表现	23
图 48.	92 年以来中国产出缺口	23
图 49.	日本 56-98 民间设备投资增速（90 年不变价计）	25
图 50.	日本 56-73 年支出法 GDP 构成贡献率（90 年不变价计）	25
图 51.	日本 60—70 年零售业销售收入增长变化	26
图 52.	日本 60—70 年纺织服装业销售收入增长变化	26

图 53.	日本 60—70 年食品制造业销售收入增长变化	26
图 54.	中国城镇居民家庭、农村居民家庭恩格尔系数变化	27
图 55.	中国收入法 GDP 比重变化	27
图 56.	2007 年主要国家收入法 GDP 中劳动者报酬比重排名	27
图 57.	2010 年投资主线	28

表目录

表 1.	近期针对产能过剩的政策与官员谈话	10
表 2.	近期各国相关退出政策	11
表 3.	09 年四季度及全年沪深 300 净利润增长情景分析	14
表 4.	下一年年初至年报公布时对上一年盈利预期的变化	15
表 5.	2010 年沪深 300 一季度净利润同比增长率情景分析	15
表 6.	国际板传闻汇总	19
表 7.	红筹回归传闻汇总	19
表 8.	融资融券传闻汇总	21
表 9.	股指期货传闻汇总	21
表 10.	影响因素汇总	23
表 11.	日本国民收入倍增计划回顾	24
表 12.	消费支出(实际支出比例)的结构变化	25
表 13.	日本耐用消费品的普及情况 1937—1980 %	25
表 14.	2010 十大精选	29

一、2009 年市场回顾

回顾过去一年，市场的大起大落，让我们看到，在不同阶段，市场的主导因素各有差异，而最终结果是市场不同力量相互之间博弈的结果。纵贯 09 年市场，经济的周期性力量与政策的逆周期力量的博弈成为主导整个市场走势的主线，而在不同阶段，具体的主导因素又各有所不同：

阶段 1（1 月-7 月）：流动性与业绩复苏预期双引擎推动市场震荡向上

经过 08 年大幅下挫，在逆周期性的宽松货币政策和扩张性的财政政策刺激下，A 股市场率先呈现出明显的震荡向上走势。分析其具体原因，我们认为，除技术面上有超跌反弹的需要外，宽松货币政策带来的充裕流动性推动估值恢复和经济复苏预期带来的业绩复苏预期是推动市场向上的主要原因，而产业政策、区域政策和刺激内需等政策的推出为形成市场炒作热点，推动市场不断向好起到了重要的作用。

图1. 适度宽松货币政策下的低利率

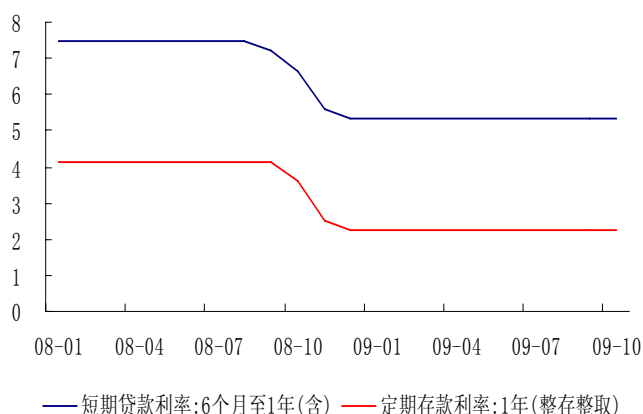
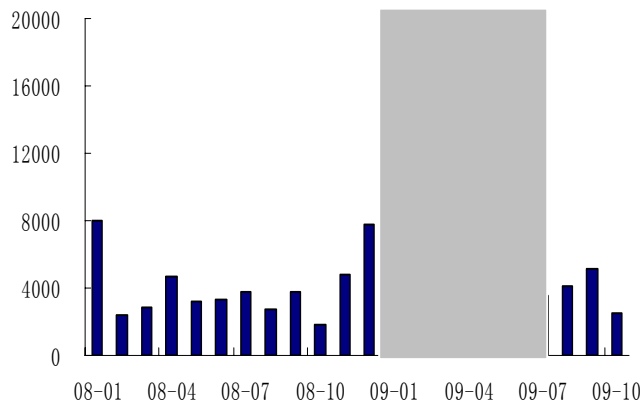


图2. 适度宽松货币政策下的天量月度新增贷款投放



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

图3. 各机构对中国 09 年 GDP 增速预测值不断提高

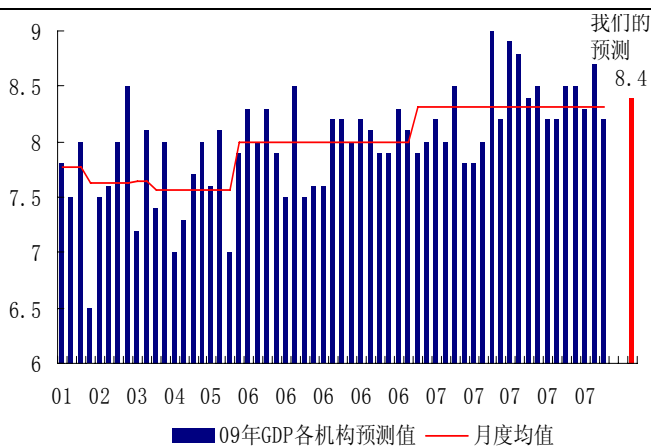
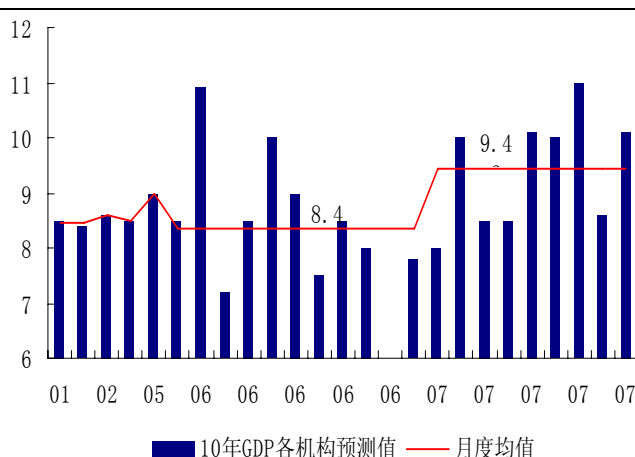


图4. 09 年 1-7 月各机构对中国 10 年 GDP 增速预测值



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

图5. 宽松货币政策下货币供应量指标领先反弹

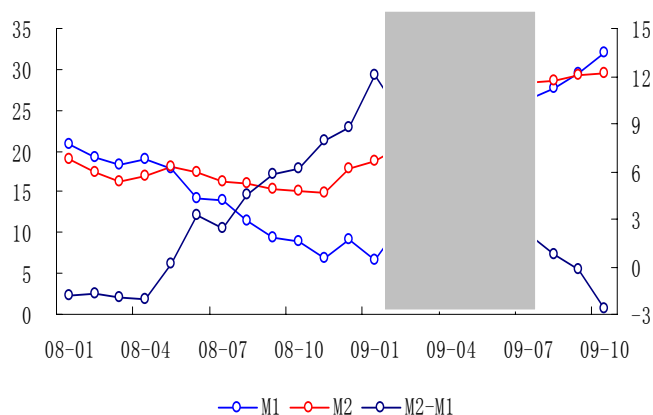
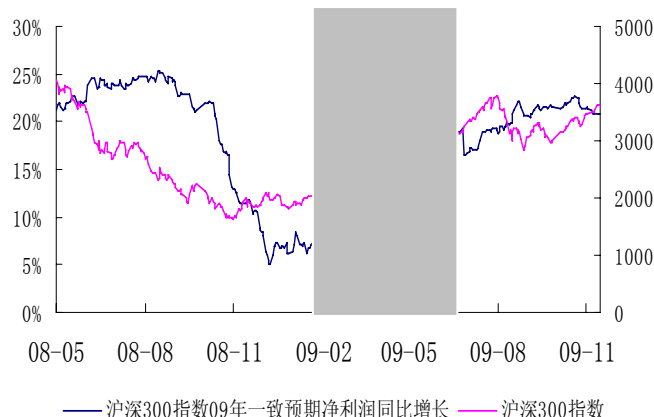


图6. 业绩复苏预期是推动市场震荡向上的动力之一



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

应指出的是,该阶段市场走势大大超出市场预期,分析其原因,我们认为这主要是由于低估了强力的逆周期刺激政策会加剧经济周期的波动,尤其是资产价格周期的波动。相比经济周期,资产价格对刺激性政策更加敏感,中国股票市场更是突出。

阶段2(8月-10月):政策调整预期和市场扩容引致市场进入震荡调整

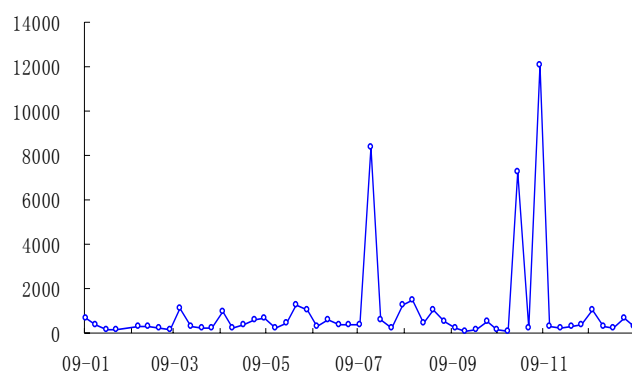
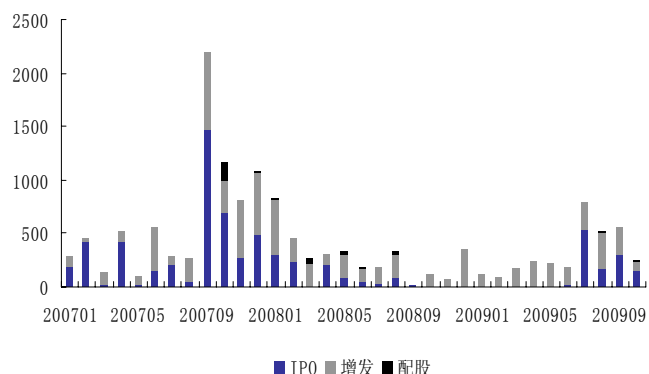
经历连续7个月上涨后,一方面,大量的获利盘使得市场在技术面上有调整夯实基础的需要;另一方面,市场本身环境也开始发生一些变化:

(1)市场开始面临着政策调整预期带来的经济复苏趋势不确定和流动性衰减的预期。7月9日央行在暂停7个月重启一年期央票的发行;7月21日美联储主席伯南克在半年度货币政策听证会上提出了刺激政策可采取的“退出策略”等事件,推动了市场对政策调整的预期,“政策退出”成为当时市场关注的焦点。由于刺激性政策带来的充裕的流动性和经济复苏预期是前期市场的主要驱动力,因此,在市场大幅上涨的基础上,针对政策退出给经济复苏趋势带来的不确定性和流动性衰减的预期成为推动8月市场大幅下跌的重要因素。

(2)市场明显的扩容压力带来的流动性需求和流动性供给的减少也是市场进入震荡调整的重要原因。从市场流动性需求角度看,7月以来,市场进入融资的高峰期,7月、8月、9月和10月A股实际融资额分别为799.19亿元、519.43亿元、564.63亿元和248.65亿元,接近08年年初的水平;9月和10月也是解禁股的高峰期。而从流动性的供给角度看,随着实体经济的逐渐恢复,流动性逐渐从股票市场向实体经济回流(具体可参见我们在5月策略月报中对经济复苏背景下市场复苏三阶段“反弹-震荡调整-持续上行”中的第二阶段震荡调整的原因分析),7月M1与M2同比增速出现相反走势更是明确表明这一点。另外,政策外松内紧带来新增信贷的下降和08年11月份以来的巨量短期票据融资逐渐到期也对

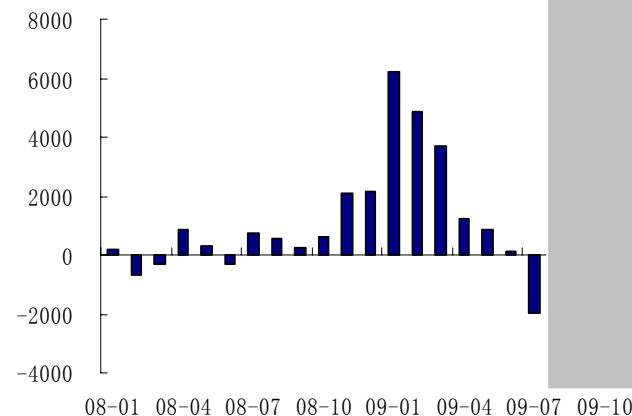
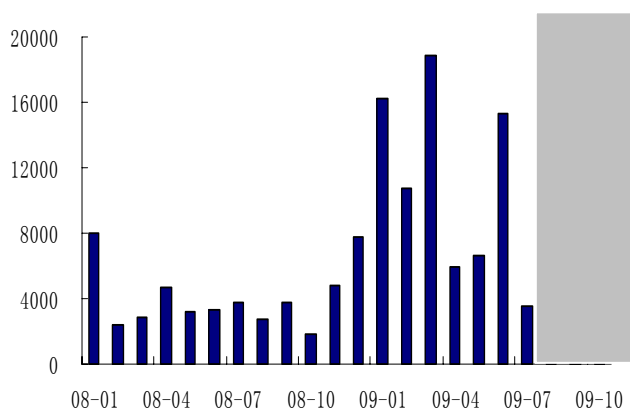
市场流动性的供给产生了明显压力。

图7. 09年7月以来A股市场资金需求迅速加大 亿元 图8. 09年每周新增流通股可流通市值 亿元



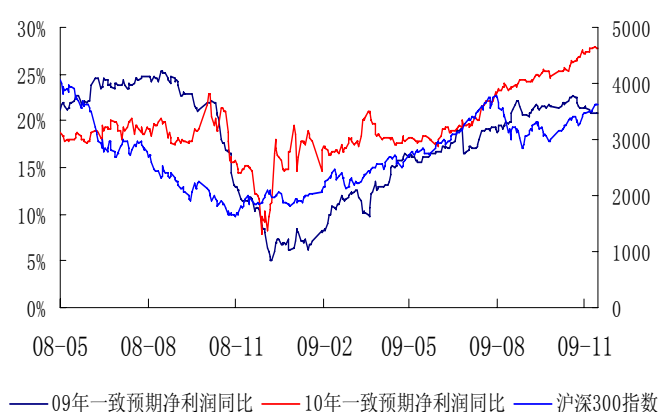
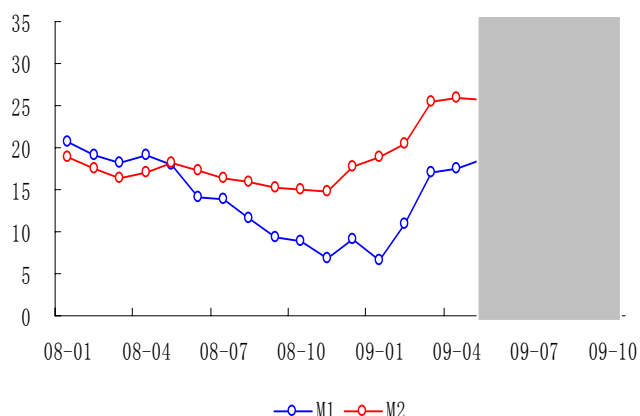
资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

图9. 09年7-10月新增贷款投放相比年初大幅下降 亿元 图10. 09年7月以来票据融资急剧减少 亿元



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

图11. 09年7月以来M2同比增速开始放缓 % 图12. 业绩复苏预期成为市场企稳反弹的主要动力之一



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

阶段3 (11月-至今): 经济复苏的确定性和政策不确定的博弈

经过连续3个月的震荡调整, 随着乐观经济数据的发布和上市公司三季报的

披露，市场重新恢复信心，政策调整预期在央行等政府机构明确政策基调不变的情况下得到了一定程度的消化，市场扩容带来的流动性压力也随着储蓄活期化、热钱流入等因素得到了缓解；经济的良好复苏带来的业绩确定性复苏将成为近来一段时期市场的主导性力量，而政策的不确定则成为制约市场的最大的不确定。

图13. 3季上市公司营业总收入同比首次出现正增长

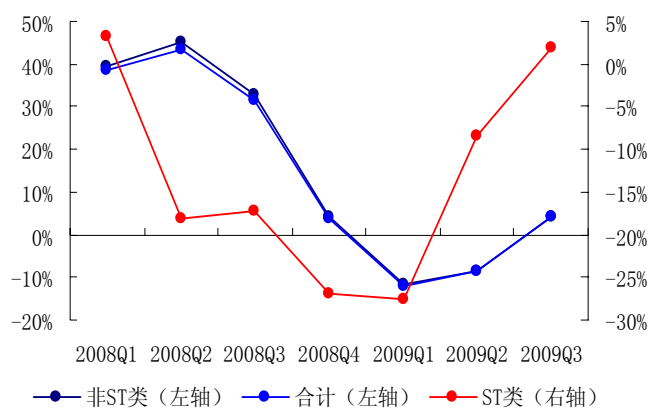
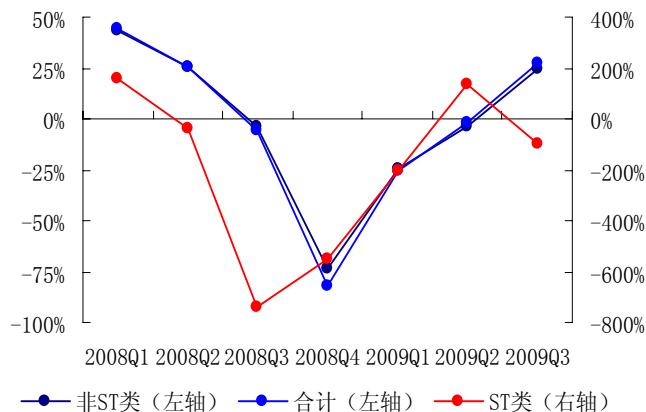


图14. 3季度上市公司净利润同比增速首次出现正增长



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

图15. 3季度上市公司季度营业总收入环比正增长

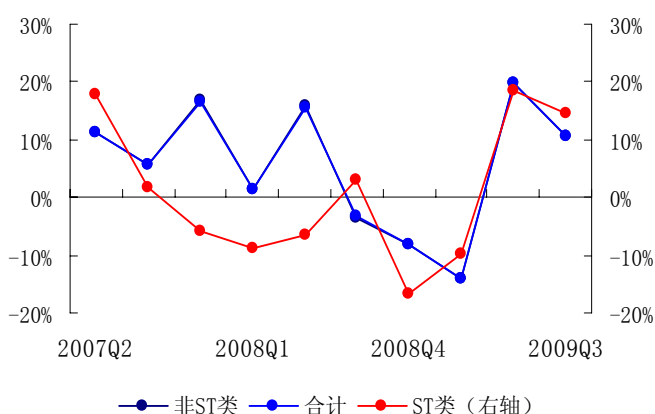
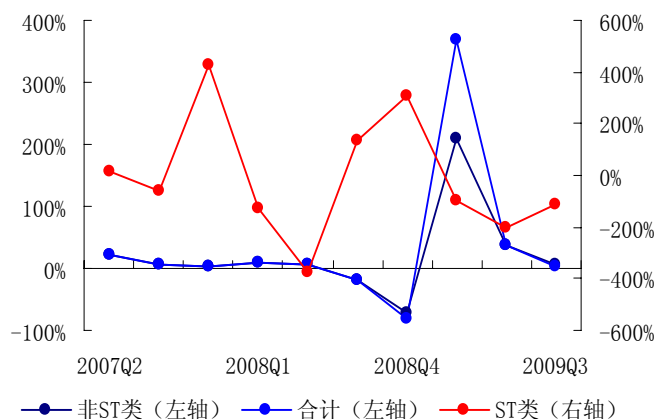


图16. 3季度上市公司净利润环比增速有所放缓



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

图17. 重工业快速回升引领工业增加值同比快速增长 %

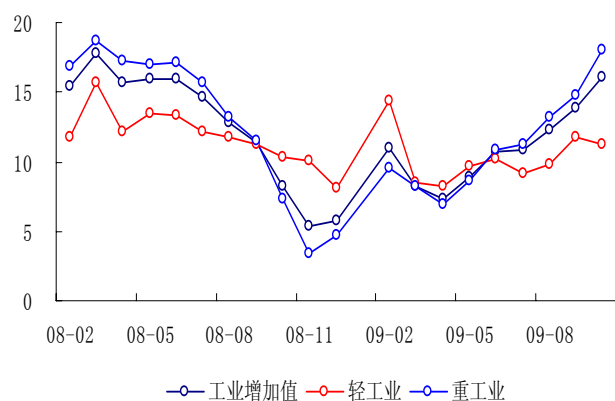
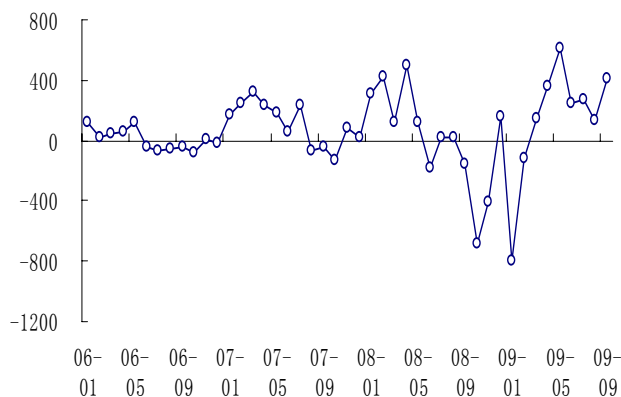


图18. 09年以来热钱流入速度逐渐加快 %



注：“外汇储备增加量-FDI（外商直接投资）-贸易顺差”粗略计算

资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

图19. 投资者新开户数逐渐恢复正常水平

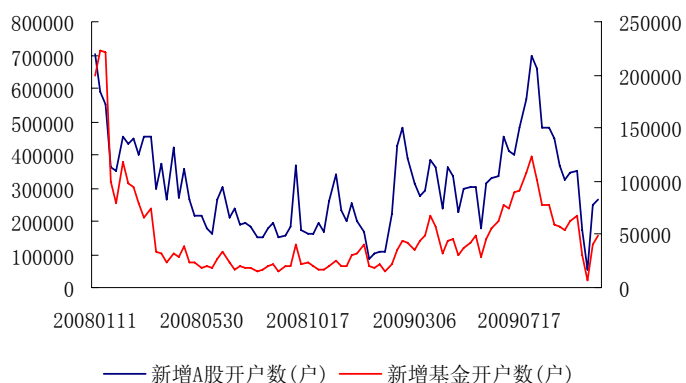
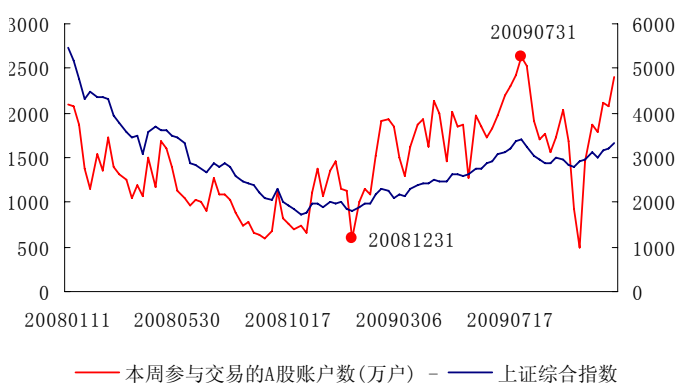


图20. 一周参与交易和持仓的账户数已恢复到较高水平

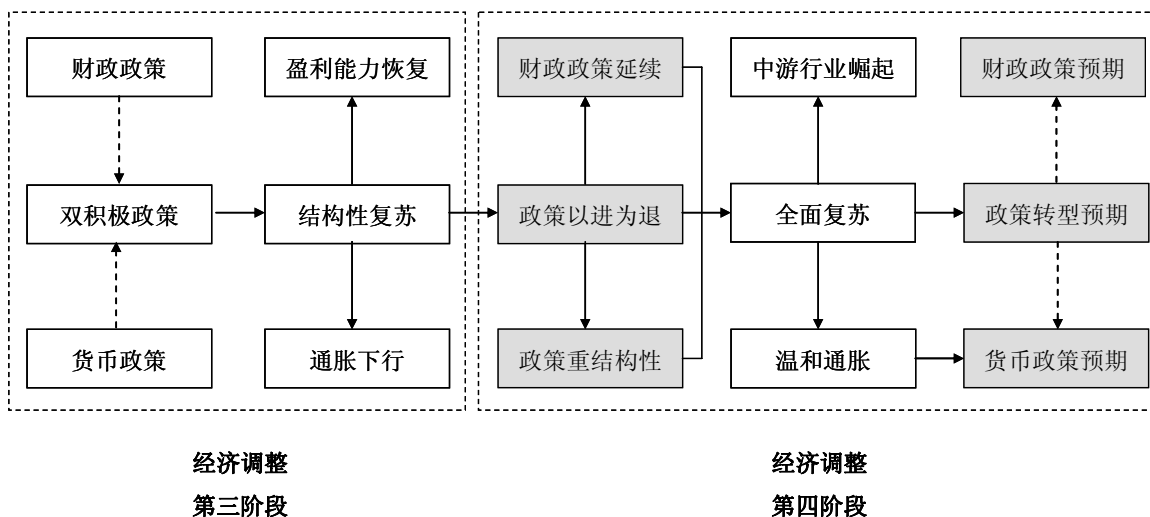


资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

二、2010 年市场运行预测

2010 年中国经济继续处在高速增长与温和通胀的复苏阶段，而政策将成为主导市场变化的重大因素。

图21. 2010 年政策主导市场变化



资料来源：东海证券研究所

1、“以进为退”政策的下 2010 年政策预期演变

“以进为退”政策的内涵

“以进为退”政策指的是在经济由结构性复苏向全面复苏转变过程中，由于经济的自主增长机制正在逐渐形成，市场自发的增长力量尚需要政府政策的支持，因此推出的旨在支持市场性需求方面大规模进入，为市场性需求的复苏以及内生增长机制的形成打下基础的政策体系，表现为一方面延续既有财政政策，另一方面通过结构性政策调整经济结构。综合表现为政策结构性的逐渐“淡出”。

政策以进为退促经济全面复苏

09 年 12 月召开的中央经济工作会议部署了 2010 年经济工作 6 大主要任务：一、提高宏观调控水平，保持经济平稳较快发展；二、加大经济结构调整力度，提高经济发展质量和效益；三、夯实“三农”发展基础，扩大内需增长空间；四、深化经济体制改革，增强经济发展动力和活力；五、推动出口稳定增长，促进国际收支平衡。坚持“引进来”和“走出去”相结合；六、着力保障和改善民生，全力维护社会稳定。其中强调了“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”、“保持政策连续性，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”以及“推进垄断性行业体制改革”。之后在 12 月 9 日的国务院常务会议研究完善促进消费的若干政策措施,会议指出“为实现经济平稳较快发展,仍然需要坚持扩大内需特别是增强消费对经济增长的拉动作用。总的原则是,促进消费的政策必须进一步加强,现行政策大部分要继续执行,同时为了进一步加强对农民和困难群众的消费支持,并且根据经济结构调整和环境保护的要求,对一些政策进行必要的调整和完善”。同时,国家发改委主任张平 12 月 9 日在全国发展和改革工作会议上,就 10 年的相关工作做了 6 点部署,其中强调了抓紧研究调整和优化国民收入分配格局的思路。

在国民收入分配方面,早在 2006 年《推进收入分配制度改革的意见》最初方案早在方案已初步拟定,一度进入最后征求意见阶段,发改委在 2007 年、2008 年分别举行了四次内部征求意见讨论会,组织有关部委官员和学者,进一步论证和修订改革总体方案。并于 09 年 3 月再次组织了内部讨论会。目前,收入分配总体方案基本成型,2009 年 5 月《意见》提交到国务院审议。从中央经济工作会议及随后会议来看,这一政策 10 年有望出台。

硬币的另一面：经济全面复苏催生退出政策预期

“以进为退”并不代表没有退出政策的启动,更不代表没有相关退出政策的预期。从 97 年亚洲金融危机后国内财政政策变化来看,虽然 2004 年底中央经济工作会议才最终将危机时的积极财政政策调整为稳健的财政政策,但在之前的 2002 年相关的财政政策调整预期已成为市场讨论的重点,只是由于 2003 年 SARS 的突发,延后了实际政策的调整。

2009 年下半年以来政策退出也成为市场讨论的焦点,虽然中央经济工作会议政策基调的明确有助于消除这一不确定,但随着 2010 年经济复苏的持续,未来政策退出的讨论仍然将会不时出现。特别是中央经济工作会议上高强“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”、“严格控制对高耗能、高排放行业和产能过剩行业的贷款”、“推进节能减排,抑制过剩产能”,因此,为应对危机而出台的部分产能过剩行业的产业振兴规划存在调整或退出的可能,另一方面根据我们宏观小组研究 2010 年二季度末和下半年时将面临较大的通胀压力,随着海外货币退出政策的启动,10 年下半年国内加息预期也将得到加强。

表1. 近期针对产能过剩的政策与官员谈话

日期	会议或官员名	内容
8 月 26 日	国务院总理温家宝主持 召开国务院常务会议	部署抑制部分行业产能过剩和重复建设,引导产业健康发展。涉及行业:钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等。对策措施:严格市场准入、强化环境监管、土地控制、贷款控制、建立信息发布制度。
9 月 26 日	国务院	国务院批转了发展改革委等部门关于抑制产能过剩和重复建设的通知,要求各部门针对目前钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等行业出现的盲目扩张和重复建设倾向,采取措施引导上述产业健康发展。
10 月 16 日	发改委产业协调司司长	目前国家抑制部分行业产能过剩和重复建设政策效应初步显现,工业增速稳中趋升,企业生产经营困难情况有所缓解,

	陈斌	产业发展总体向好。但从当前产业发展状况看,结构调整虽取得一定进展,但总体进展不快,各地区、各行业也不平衡。不仅钢铁、水泥、平板玻璃、电石、甲醇等传统过剩产业仍在盲目扩张,风电设备、太阳能光伏发电用的多晶硅等部分新兴行业也出现了重复建设倾向
10月19日	新闻发布会 发改委产业协调司巡视员熊必琳	钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等六大行业原则上将不再批准扩大产能的项目。对不符合产业政策要求,不按规定程序审批或核准的项目,一律不得通过企业债、IPO 等方式进行融资。此外他还表示,产能过剩与 4 万亿投资无根本联系。
10月21日	国土资源部	下发通知,要求各级国土资源管理部门将保增长与调结构有机结合,进一步增强土地管理参与宏观调控的自觉性和主动性,坚决抑制部分行业产能过剩和重复建设势头。未经国务院及国务院投资主管部门审批的钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备、船舶船台等产能过剩行业和重复建设项目,一律不得安排用地计划指标
11月18日	国土资源部、发改委联合发文	对商品住宅用地的宗地出让面积和部分产能过剩产业用地给出了具体限制,旨在严格土地供应政策,抑制部分行业产能过剩和重复建设,促进产业结构调整和节约集约利用土地。
11月19日	发改委	对 9 月底前未开工的水泥、平板玻璃建设项目进行全面停建清理,重新审核后方可决定留存,清理工作在年底前要完成。
12月2日	拟多部门联合,由国务院协调	对落后产能执行差别电价,并将淘汰落后产能目标完成情况纳入地方政府绩效考核体系等措施,完成电力、煤炭等行业的落后产能淘汰任务。此次涉及淘汰落后产能的行业还包括钢铁、水泥、有色、焦炭、造纸、皮革、印染等。
12月3日	工信部	要求今年各地炼铁、炼钢、水泥和玻璃行业合计淘汰落后产能分别为 2,113 万吨、1,691 万吨、7,416 万吨和 600 万重量箱。

资料来源: 东海证券研究所

表2. 近期各国相关退出政策

国家	内容
以色列	8月24日宣布将基准利率上调 25 个基点至 0.75%,成为自去年 9 月以来金融危机全面爆发以来首个加息的经济体
澳大利亚	10月6日将利率提高 25 个基点至 3.25%
印度	10月27日上调银行准备金率
韩国	10月28日央行政策委员呼吁尽快升息以防止经济泡沫
挪威	10月28日宣布升息 25 个基点至 1.5%,成为欧洲最先升息的国家
印度	10月27日印度央行展开退出宽松政策的第一阶段,结束了部份在全球金融危机期间推出的流动性支援措施,但央行维持主要利率不变
日本	央行正逐步倾向于放弃部分即将于 12 月到期的企业融资支持举措不再延长
欧洲央行	欧洲央行管理委员会委员韦伯周四表示,欧洲央行应该从明年开始撤常规措施,之前表示目前还不是撤出非常规措施的时候,但表示现在应该对撤出有所规划
日本	10月30日,日本央行在货币政策例会结束后宣布于预定期限终止商业票据以及企业债券购买计划,并表示由于日本金融环境正持续改善,近期将会采取更为符合当前市场情况的政策
澳大利亚	澳洲央行 11月3日将利率由 3.25%调升至 3.5%,为近月来第二度升息。
越南	越南央行 11月26日宣布,从 12月1日开始,基准利率将从目前的 7%提高到 8%。
澳大利亚	12月1日,澳大利亚央行在货币政策会议之后宣布对基准利率进行第三次上调,将基准利率上调 0.25 个百分点至 3.75%。
欧洲	欧洲央行(ECB)总裁特里谢 12月3日表示,央行已决定开始撤出部分在全球经济危机中采取的刺激欧元区经济的非常规政策举措。他在央行政策会议后举行的记者会上表示,央行决定在明年 3月31日进行最后一次六个月再融资操作,并可能将本月进行的 12 个月再融资操作中的利率与期限较短的再融资操作的利率挂钩。
墨西哥	墨西哥中央银行 12月3日发表的公告预测,明年墨西哥通货膨胀率将逐步上升。

资料来源: 东海证券研究所

2010 年政策预期变化路径研究

我们认为政策面是影响 2010 年市场的重要因素，在中央经济工作会议确定 2010 年政策基调后，政策面的不确定得到消化，这有助于市场形成对政策的一致预期，但是随着经济全面复苏和通胀压力的上升，未来市场在 2010 的第二季度开始将会形成对政策的新的不确定。

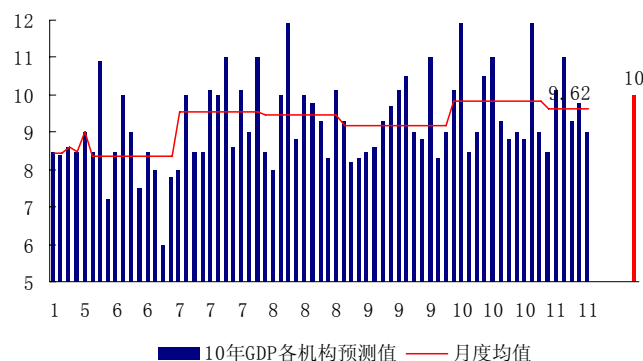
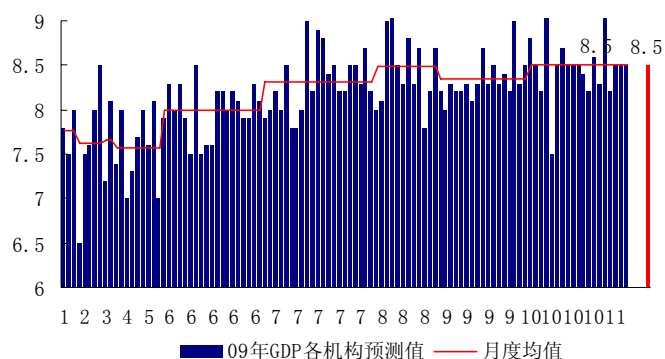
我们认为 2010 年政策预期的变化将沿着“政策基调不确定消除-政策出台推动市场乐观情绪-经济全面复苏和通胀预期上升下的货币政策预期-加息预期消除-经济全面复苏与通胀上升下的政策转型预期”展开。每个时点上政策预期的变化都会对市场产生影响。

2、盈利预期变化呈“倒 V 型”

我们的宏观预期较市场乐观

当前市场对 09 年 GDP 增长率的预测均值为 8.5%，对 10 年 GDP 的预测均值为 9.62%，就 09 年而言，与我们的预测一致，但就 10 年而言，当前市场的预测较为谨慎，我们对 10 年经济增速较为乐观，我们认为 10 年经济增速将达到 10%。

图22. 09 年年初至今中国 09 年 GDP 增速各机构预测值 % 图23. 09 年年初至今中国 10 年 GDP 增速各机构预测值 %



注：图中红色柱为东海证券研究所预测值

资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

“倒 V 型” 走势影响 2010 年宏观预期变化

我们认为 10 年中国各季 GDP 增长的变化将呈“倒 V 型”。从历史上看，2004、2006、2007、2008 年经济增长在一年中各季曾经出现过“倒 V 型”，但这一走势并不影响对全年经济的预期，从下图可看到，虽然经济增长呈“倒 V 型”，但是 2006、2007 年各月对经济增长的预测均值仍然呈上升趋势，相反，2008 年各月 GDP 预期则呈下降态势。我们认为经济增长在各季的变化并不必然影响全年经济增长率的预期，关键在于年初对全年的预期是否保守，如果年初对全年预期较为

保守，那么随着时间的推移，预期有向上提高的趋势，相反，如果年初对全年预期过于乐观，则预期有向下调整的要求。

图24. 历年中国 GDP 增长率倒 V 型走势 %

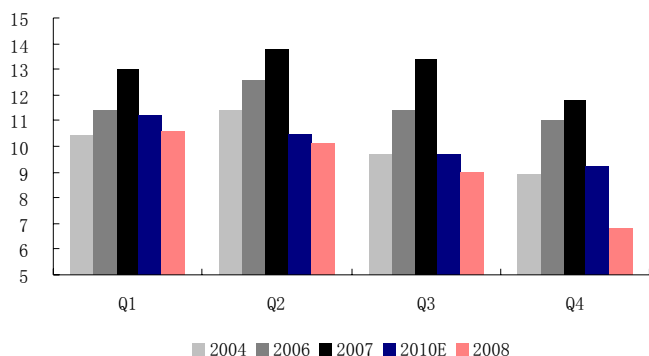
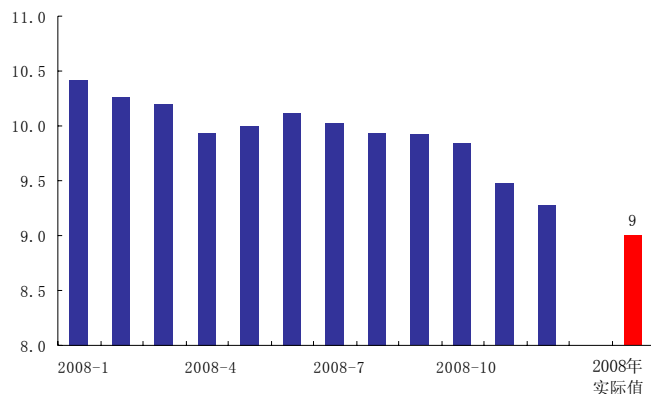


图25. 08 年各月 GDP 增速预测均值变化 %



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

图26. 06 年各月 GDP 增速预测均值变化 %

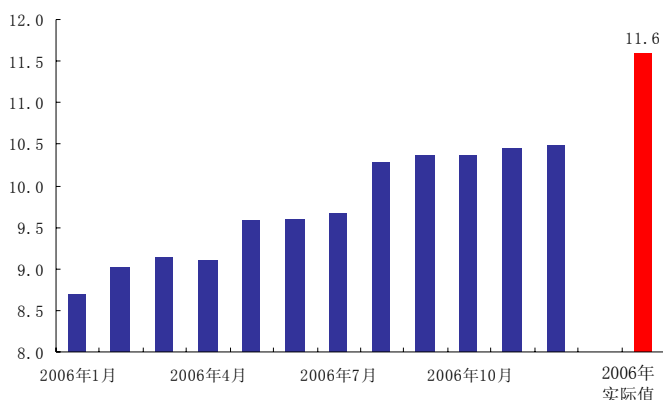
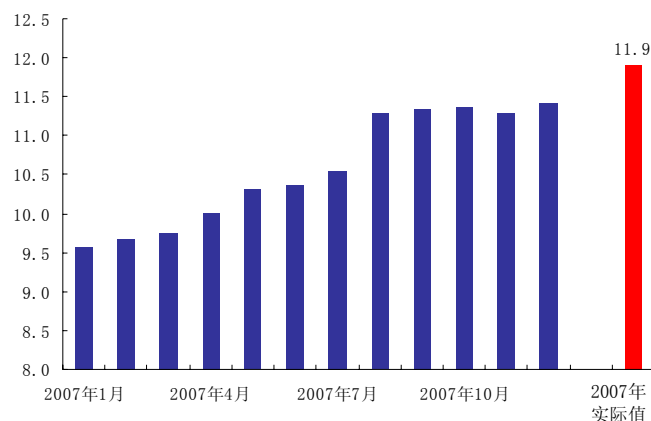


图27. 07 年各月 GDP 增速预测均值变化 %



资料来源：CEIC 东海证券研究所

当前市场对 10 年 GDP 的预测均值远低于我们的预测值，因此，我们认为 10 年全年各季经济增长率的“倒 V 型”走势对全年经济增长率的预期将构成影响。由于年初预期值较低，未来在一季度经济高增长下，市场对宏观经济的预期有望提高，市场对宏观经济的预期有望提高，但随着经济增速的回落，宏观预期也将回落。

经济“倒 V 型”预期变化影响微观企业盈利预期

我们认为整体经济“倒 V 型”走势将影响微观自下而上盈利预期的变化。历史上，沪深 300 指数 2005 年净利润同比增长率的预期值在 2005 年 4 月 8 日时为 22.46%，之后由于沪深 300 组合中一季报超预期比重较高（个数为 23.00%，流通市值为 30.05%），盈利预期出现提高，至 4 月 27 日提高到该年最高值 26.12%，而后出现持续地回落，至该年底下降至 10.91%，其中在 7 月开始的向下调整趋势最为明显，由 7 月初的 24.36%一直下降至 9 月初的 14.42%。我们认为这种微观自

下而上的盈利预期调整方式一方面与 2005 年宏观经济“V 型”走势相关，3 季度 GDP 增长率由一、二季的 10.50% 下降至 10.40%。另一方面与初始微观盈利预期过高有关，2005 年 4 月 8 日沪深 300 盈利预期为 22.46%，而实际值为 10.80%，预期值与实际值的较大偏离导致了盈利预期在业绩低预期比重上升的影响出现持续回落。

图28. 2005 年各季中国 GDP 增长率变化 %

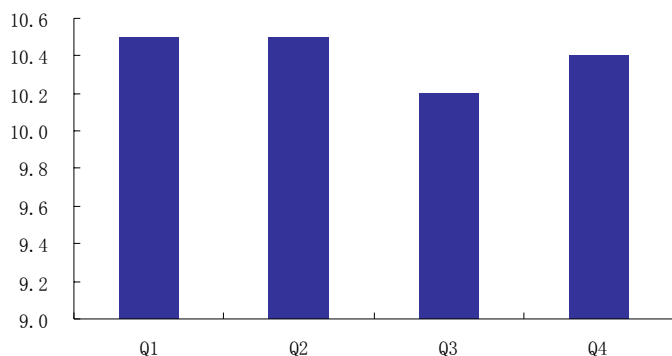
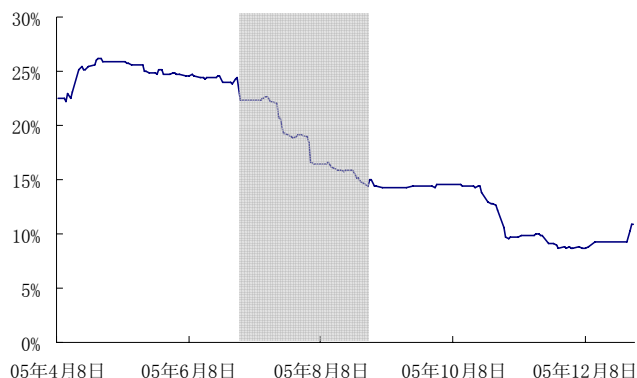


图29. 2005 年沪深 300 净利润同比增长率一致预期



注：沪深 300 数据起始日为 2005 年 4 月 8 日

资料来源：WIND 资讯 朝阳永续 东海证券研究所

当前市场对 09 年净利润增长率的一致预期为 21.36%，对 10 年沪深 300 净利润增长率的一致预期为 28.29%，这一盈利预期反映了市场的谨慎心理。根据我们之前在 11 月月报中的研究，我们认为在 09 年第四季经济加速增长的背景下，09 年全年沪深 300 净利润增长至少保持在 22% 以上。

图30. 09 年沪深 300 净利润同比增长率一致预期变化

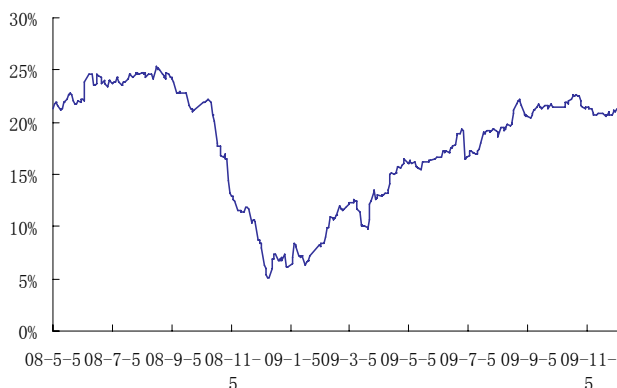
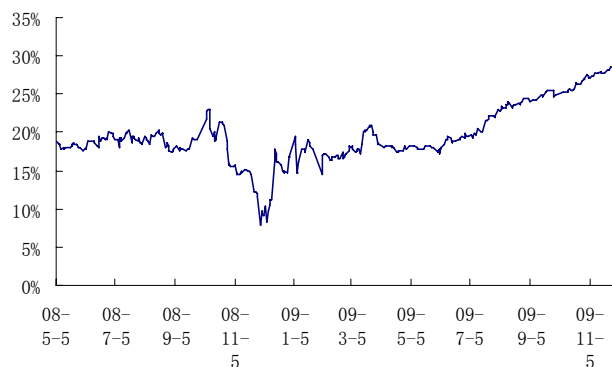


图31. 10 年沪深 300 净利润同比增长率一致预期变化



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

表3. 09 年四季度及全年沪深 300 净利润增长情景分析

单季环比假设	-2%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
四季度净利润(亿元)	2703.06	2758.22	2785.80	2813.39	2840.97	2868.55	2896.13
单季同比	269%	276%	280%	284%	288%	291%	295%

累计净利润（亿元）	10139.25	10194.41	10221.99	10249.58	10277.16	10304.74	10332.32
累计同比	21.03%	21.69%	22.02%	22.35%	22.68%	23.01%	23.33%

资料来源：东海证券研究所

因此，我们认为未来 09 年沪深 300 盈利预期仍有提高可能。从历史上看，这种在下一年年初至年报公布期间对上一年盈利预期的调整一直存在，2006、2007、2008 年的沪深 300 净利润同比增长率在下一年年初分别为 35.38%（2007 年年初）、52.18%（2008 年年初）、6.11%（2009 年年初），而随着年报公布完毕分别为 36.98%、43.11%、-12.35%。具体变化可见下图。

表4. 下一年年初至年报公布时对上一年盈利预期的变化

	2006 年	2007 年	2008
下一年年初	35.38%	52.18%	6.11%
下一年年报公布完毕	36.98%	43.11%	-12.35%

资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

图32. 06 年沪深 300 净利润同比增长率一致预期变化

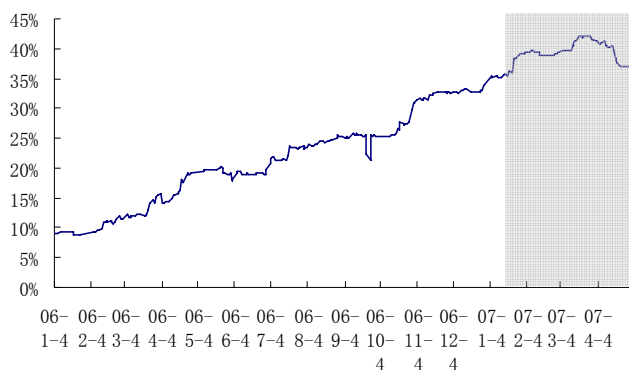
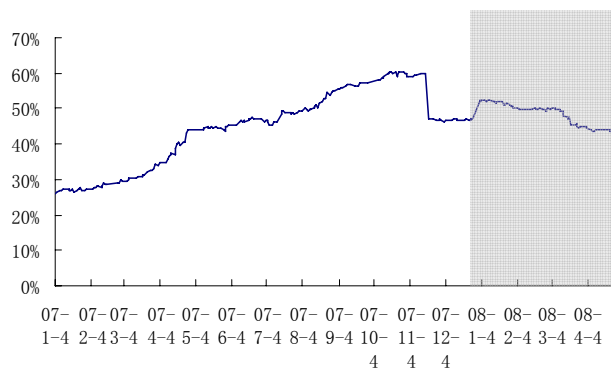


图33. 07 年沪深 300 净利润同比增长率一致预期变化



注：图中阴影部分为预期年份下一年年初至年报公布完时对该年的盈利预期

资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

我们认为 10 年盈利预期的变化在整体宏观经济“倒 V 型”的影响下，也将呈现前高后低的走势，我们认为 10 年一季在宏观经济加速增长的背景下，沪深 300 一季度净利润同比增长率至少在 39%，这将有助于市场提高对 10 年盈利的一致预期。

表5. 2010 年沪深 300 一季度净利润同比增长率情景分析

10 年一季较 09 年四季环比	0.00%	1.00%	2.00%
单季值（亿元）	2785.80	2813.66	2841.52
同比	39.08%	40.47%	41.86%

资料来源：东海证券研究所

总体而言，我们认为 2010 年沪深 300 的盈利预期在年报和一季报的拉动下向上修正的可能性较大，由于整体经济和微观上市公司盈利均面临“倒 V 型”走势，在年报和一季报产生的乐观预期后，下半年市场盈利预期存在下降的可能，盈利预期整体变化将呈“倒 V 型”。

2010 年业绩超预期的可能性分析

09 年 3 季报中沪深 300 超预期比重仍然较低,以公司个数和流通市值看,2009 年二季为 16.33%和 12.33%, 3 季为 24.33%和 24.79%。我们认为 2010 年沪深 300 组合超预期的可能较大。

图 34. 历年沪深 300 组合超预期公司个数比重变化

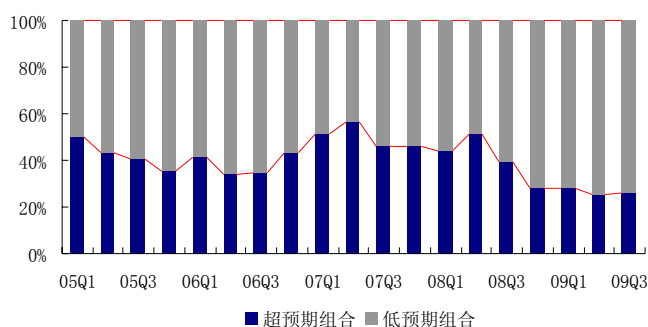
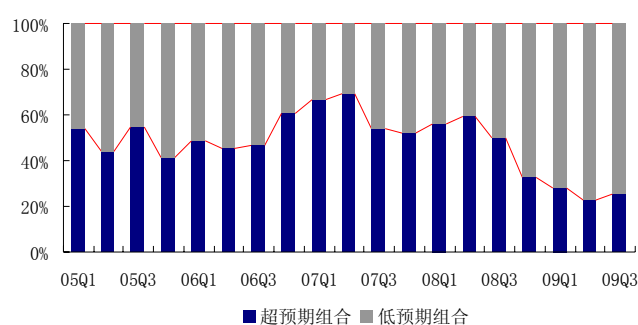


图 35. 历年沪深 300 组合超预期公司流通市值比重变化



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

□ PPI 推动整体工业利润率上升

根据我们的研究 PPI 与整体工业企业利润率相关性较大,同时, PPI 相关行业在 A 股市场中的影响较大, PPI 相关行业占在全部 A 股总市值的 47.81%, 占沪深 300 流通市值的 44.80%。我们认为,随着 2010 年 PPI 的由负转正,未来整体工业企业利润率将上升,这是未来超预期的潜在因素之一。

图 36. PPI 与工业企业利润率比较

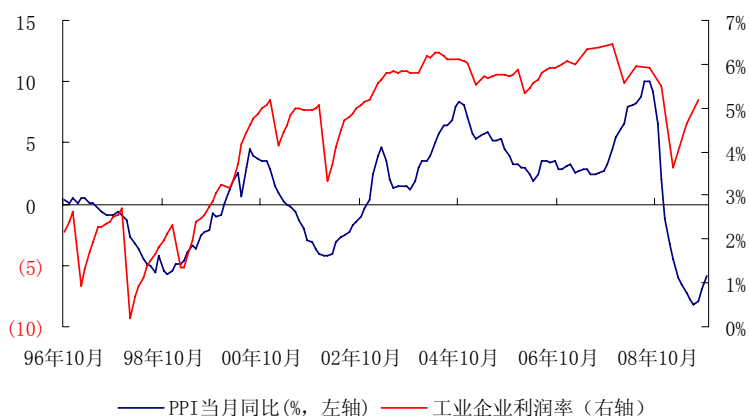
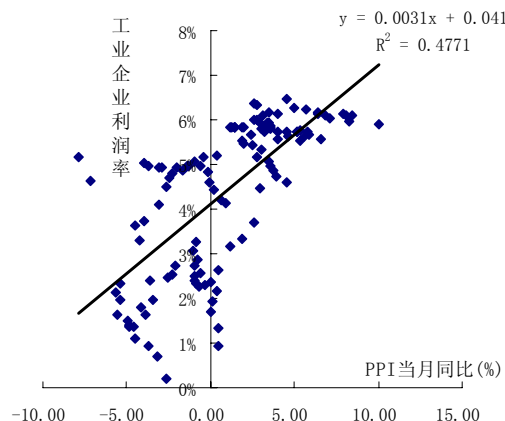


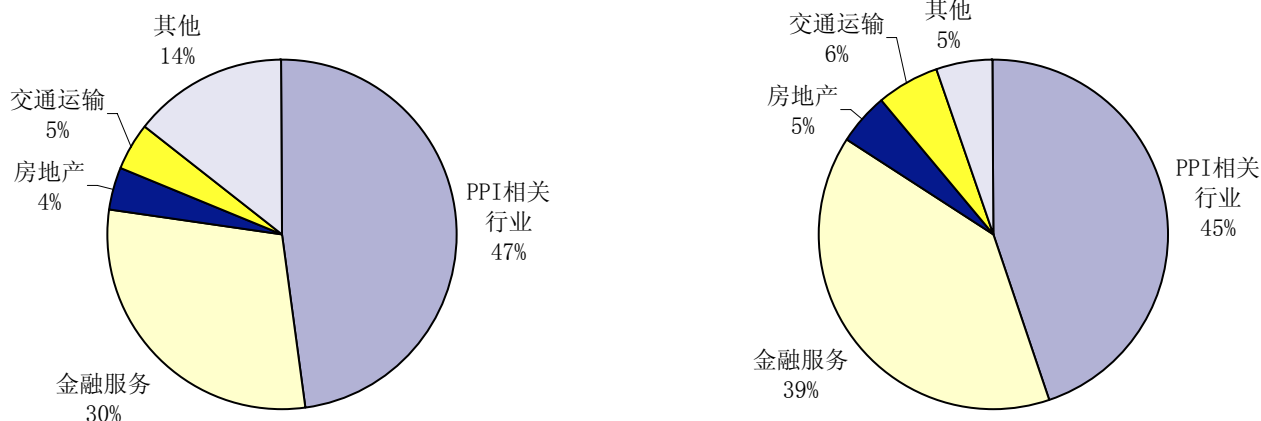
图 37. PPI 与工业企业利润率比较



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

图 38. 全部 A 股总市值各行业比重

图 39. 沪深 300 流通市值各行业比重



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

□ 加息预期推动银行业上半年盈利预期上升

虽然2010年银行面临提高存款准备金率的负面影响,但我们认为这一影响较小,从历史上看为对冲外汇储备,央行在2006年下半年,分别于7月5日、8月15日、11月15日三次提高法定存款准备金率,三次提高幅度均为50个基点,2007年则10次提高了法定存款准备金率,2008年上半年则6次提高了法定存款准备金率,从下图可看到,虽然三年中法定存款准备金率屡次提高,最终达到17.50%的水平,但对三年中银行业净利润同比增长率的一致预期影响不大。

相反,在加息预期下,银行业的盈利预期受益于净利差上升将有向上提高的趋势。从2006年两次加息、2007年6次加息对银行业盈利预期的影响来看,加息对银行业净利润同比增长率一致预期的作用是正面的。加息预期是2010年超预期的另一因素。

图40. 2006 银行业净利润增长一致预期变化

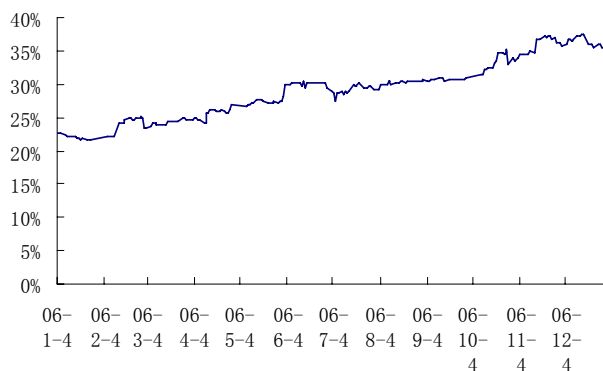
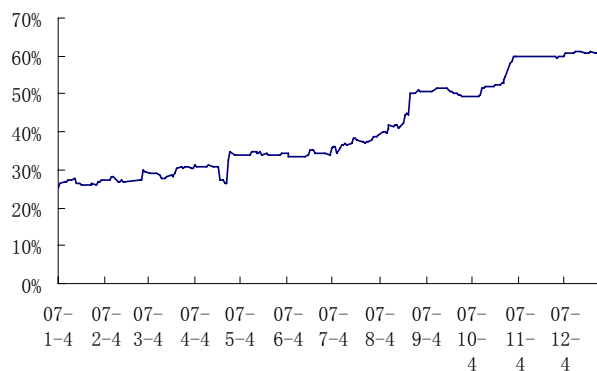


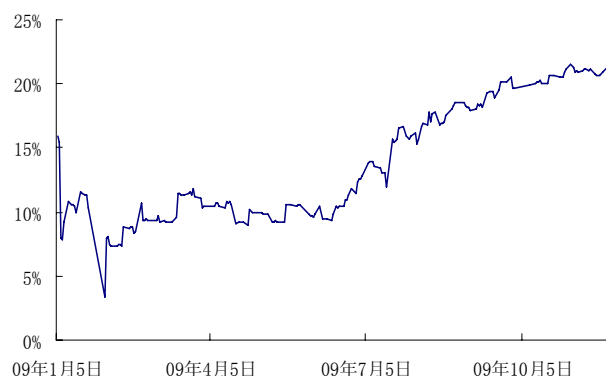
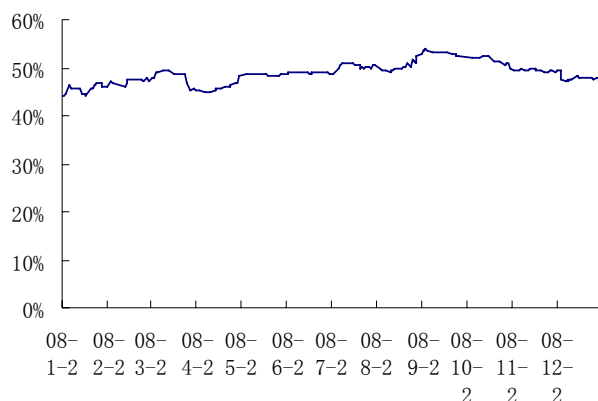
图41. 2007 银行业净利润增长一致预期变化



资料来源: 朝阳永续 东海证券研究所

图42. 2008 银行业净利润增长一致预期变化

图43. 2009 银行业净利润增长一致预期变化



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

目前市场预期在第二季度末期和下半年初国内或有加息行为，因此，我们认为受加息预期推动，2010 年上半年银行业净利润增长率的一致预期将在当前 22.16%的基础上继续提升，由于银行业占沪深 300 比重 20.60%，这对于沪深 300 指数的盈利预期无疑也是正面的。

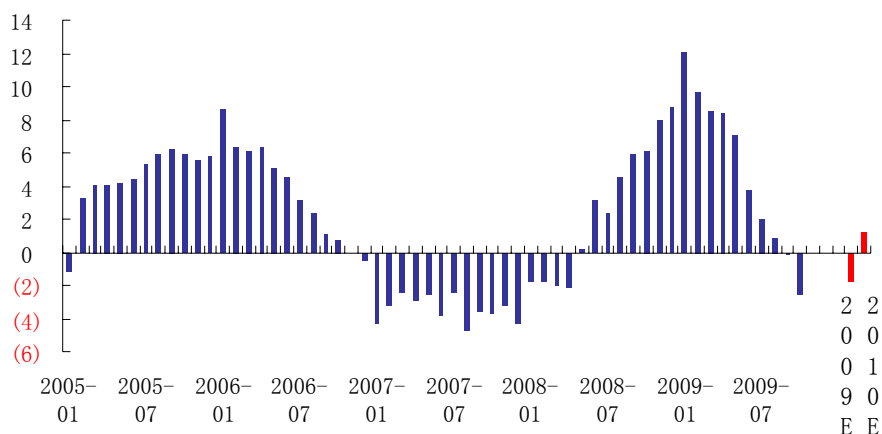
但是另一方面，由于我们预计 2010 年新增贷款量较 2009 年有所下降，因此，在净利差上升的同时，基期效应和增量对银行净利润同比增长率的拉低影响将在 2010 年下半年逐渐显现，我们银行业分析师对 2010 年全年银行净利润增长率的预计约为 19.51%。这也是导致 2010 年市场盈利预期前高后低的主要原因之一。

3、广义流动性充裕，但短期市场流动性受政策影响较大

广义市场流动性充裕，月度市场流动性变化仍呈前松后紧

2009 年 1 月 M2-M1 即开始下降，至 9 月转为负，这显示了这一指标揭示资金面情况的一致性。2010 年，我们认为在银行体系资本充足率、信贷惯性以及政策调整等多元因素的约束下，信贷总量将收缩至 7.2-7.8 万亿，但由于全球热钱的大量流入、前期中长期贷款的延续、以及大量中长期项目第二阶段的启动、货币流通速度的提升等原因，2010 年的流动性依然充裕，狭义货币供应 M1 将增长 17.2%左右，M2 增长 18.3%左右，M2-M1 将为 1.20%，全年来看市场广义流动性好于 09 年。

图44. 2009、2010 年 M2-M1 变化预测 %



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

从各月市场流动性变化来看, 虽然 10 年信贷总量将收缩至 7.2-7.8 万亿, 较 09 年有所下降, 但由于月度信贷投放形式仍将延续传统的前高后低的格局, 因此, 我们认为进入 2010 年市场将面临由新增信贷投放所带来的市场流动性的复苏, 同时, 10 年上半年流动性较下半年宽裕。

国际板与红筹回归加剧短期市场资金供求变化

国际板推出与红筹股回归是近年来市场较为关注的热点, 与融资融券和股指期货不同, 它们的推出更多的取决于管理层的意图, 而从目前各方面的表态来看, 目前难判以断 10 年国际板与红筹股推出的具体时机。

我们认为, 国际板推出与红筹回归将是影响明年市场的负面不确定因素。回归可能性较大的红筹股均为市值较大的大盘蓝筹股, 国际板推出后谁将抢先登陆还不得而知, 但管理层偏向于经营稳健、基本面良好的公司。总的来看, 国际板与红筹回归无论哪一个变成现实, 都将增大市场的扩容压力, 对短期市场造成负面影响。

表6. 国际板传闻汇总

日期	会议或官员名	内容
2009 年 3 月 13 日	中国人民银行	发布《2008 年国际金融市场报告》指出, 在股票市场, 进一步研究红筹企业回归 A 股市场以及推进国际板建设的相关问题, 增强中国证券市场的影响力和辐射力, 提升中国资本市场的国际竞争力
2009 年 8 月 6 日	《上海日报》周三援引上海市副市长屠光绍的讲话	海外企业将会在明年获准在上海证券交易所上市, 这是上海建立国际金融中心的长远规划之一
2009 年 11 月 9 日	上交所副总经理刘啸东 第八届中国金融市场年会	境外企业在 A 股上市仍须先行试点, 首批获准试点上市公司门槛较高、“数目很少”
2009 年 12 月 3 日	上海市金融办主任方星海	上海为推进国际金融中心建设列出了 93 项工作, 其中 30 项在今年年底前可以启动实施, 约 40 项已确定推进方案, 其中创新重点包括推出国际板和筹划原油期货。

资料来源: 东海证券研究所

表7. 红筹回归传闻汇总

日期	会议或官员名	内容
----	--------	----

2006 年 12 月 25 日	中国证监会主席助理姚刚	明年要继续推动优质大型企业在境内市场上市或者境内外同时上市，鼓励 H 股公司回归 A 股市场，积极研究红筹公司回归 A 股市场的方式和途径。
2007 年 2 月 28 日	上交所理事长耿亮	上交所将进一步吸纳大型蓝筹企业在中国市场发行上市，特别是争取在近期实现香港红筹股在上海证券市场直接上市。
2007 年 3 月 6 日	国务院国资委主任李荣融	，应该鼓励国企红筹股回归国内，只要企业愿意，国资委鼓励其回来。
2007 年 3 月 8 日	中国证监会主席尚福林	红筹股回归国内市场比较好的方式就是直接在 A 股市场挂牌，证监会正与香港监管部门和证交所积极研究国企红筹股回归 A 股的相关程序。
2007 年 8 月 16 日	相关人士	香港政府因忧虑红筹股回归 A 股影响香港国际金融地位，主动请求内地暂缓红筹回归计划，红筹股回归 A 股可能因此延迟至 2008 年才能落实。
2008 年 3 月 5 日	全国政协委员、证监会副主席范福春	对于红筹股的发行回归方面，目前有关部门正在加紧协调，现在条件已经比较成熟，等协调完毕，就会逐步推开。
2008 年 4 月 14 日	南华早报	由于近期股市表现欠佳，国务院将推迟红筹股回归步伐。
2009 年 5 月 11 日		上海政府表示，将推进红筹公司 A 股上市。

资料来源：东海证券研究所

4、政策不确定因素：融资融券、股指期货

2010 年除国际板和红筹回归外，影响市场的另一政策因素是融资融券、股指期货。

回顾近年来的融资融券与股指期货相关传闻，我们可以看到，近几年来，监管层一直致力于制定和完善融资融券和股指期货的相关政策，虽然市场对这两种新产品的呼声很高，然而监管层仍然迟迟没有开闸放行。从各项政策与领导讲话中我们不难看出，监管层意在寻找适当时机，以稳健方式推出成熟产品。

日前，监管层政策出台与领导发言的频率明显提高，如 09 年 6 月央行报告指出我国应积极稳妥、适时地启动融资融券试点工作；12 月 2 日，深交所总经理宋丽萍表示，融资融券已准备好，在交易所交易的基金将成为融资融券的融资标的和将来股指期货对冲风险的金融标的。12 月 3 日，前证监会主席周道炯在出席第五届中国国际期货大会时指出“中国要进一步发展资本市场、发展期货市场，现在股指期货很快要出来了。”我们认为目前的时点与市场环境可以满足监管层的要求，同时在经过几年的制度完善和运行测试之后，股指期货与融资融券已经趋于成熟。在各方面条件具备的情况下，股指期货与融资融券很有可能在近期（明年，甚至是明年上半年）推出。

我们认为股指期货与融资融券的推出将是影响明年市场的一个正面不确定因素。从目前已经进行过的测试看，融资融券的融资标的主要包括市值大，流通性好的股票以及各种 ETF 指数基金；此外，ETF 还将成为股指期货对冲风险的金融标的。股指期货推出后，机构投资者出于对冲风险和控制指数的双重考虑也会提升大盘蓝筹股的配置比例。这些都将对大盘股构成利好，从而加速近期已初露端倪的中小盘股向大盘股的风格转换，进而对整个市场起到明显的支撑和推动作用。

表8. 融资融券传闻汇总

日期	会议或官员名	内容
2004 年 2 月 26 日	深交所	《我国开展证券融资融券交易问题研究》。报告认为，目前我国开展证券融资融券交易的条件已初步具备，修改相关法规具有可行性。
2006 年 1 月 9 日	证监会	《证券公司风险控制指标管理办法》（征求意见稿）及《证券公司净资本计算规则》，从量化券商风险入手提高日常监管的有效性，并明确了“券商融资融券”业务相关限制性规定。
2006 年 6 月 30 日	证监会	《证券公司融资融券试点管理办法》
2006 年 8 月 20 日	上交所、深交所	《融资融券交易试点实施细则》。从业务流程、标的证券、保证金和担保物、信息披露和报告以及风险控制等五个方面对融资融券交易进行规范，明确了融资融券交易申报指令要求、融资融券交易最长期限、标的证券选择标准、保证金和担保物管理模式及计算方法、证券公司融资融券信息报告与披露内容以及融资融券交易相关风险控制指标和监管措施等事项。
2008 年 5 月 12 日	证监会主席尚福林	融资融券推出没有时间表。
2008 年 12 月 1 日	证监会	《证券公司业务范围审批暂行规定》正式实施，意味着监管部门受理融资融券业务申请的闸门正式打开。
2009 年 6 月 26 日	央行	中国人民银行网站发布《中国金融稳定报告(2009)》指出，我国应在建立完善的风险防范制度基础上，积极稳妥、适时地启动融资融券试点工作，做好市场交易出现异常时的应急预案。
2009 年 12 月 2 日	深交所总经理宋丽萍	包括 ETF 和上市封闭式基金在内的在交易所场内交易的基金发展空间巨大，目前，融资融券已准备好，在交易所交易的基金将成为融资融券的融资标的和将来股指期货对冲风险的金融标的。

资料来源：东海证券研究所

表9. 股指期货传闻汇总

日期	会议或官员名	内容
2007 年 5 月 10-11 日	中国证监会国际顾问委员会第四次会议尚福林	介绍了中国发展金融期货市场的背景和思路，以及按照高标准、稳起步的原则所做的制度安排和各项准备工作。
2007 年 5 月 23 日	证监会向券商下达	《关于证券公司参与股指期货有关问题的通知(征求意见稿)》。不允许证券公司开展专门投资于股指期货的资产管理业务，证券公司所有未平仓头寸的期货合约实际占用保证金总额不得超过净资本的 3%等
2007 年 6 月 18 日	上交所	上证所对《上海证券交易所指数管理办法》进行了修订，更名为《上海证券交易所证券指数管理细则》，并于 19 日发布实施。
2007 年 8 月 13 日	证监会统一部署协调	上海证券交易所、深圳证券交易所、中国金融期货交易所、中国证券登记结算公司和中国期货保证金监控中心公司(以下简称“五方”)在上海签署了股票市场和股指期货市场跨市场监管协作系列协议。
2007 年 9 月 6 日	达沃斯年会尚福林	股指期货的准备工作已经完成，等到时机成熟后推出。
2007 年 10 月 19 日	中国金融期货交易所	中金所对外正式发布《金融期货业务系统技术指引》(以下简称《技术指引》)。根据《技术指引》，期货公司申请中金所会员必须先达到《技术指引》规定的基本技术条件和要求。业内人士认为，此举将加速中金所会员审批速度，但目前来看，股指期货年内恐难推出。
2008 年 3 月 6 日	全国政协委员、中国证监会副主席范福春	向证券时报记者表示，在一切工作准备好后就推出股指期货。在具体时间表上，“我个人认为，今年年内推出来问题不大。”对于从紧货币政策对资本市场有何影响，范福春表示，金融政策跟市场的反应都是联动的，影响如何需要市场自己作出判断。
2008 年 10 月 21 日	证监会	发布《证券期货规章制定程序规定》，进一步明确了证券期货规章制定工作的程序和相关要求。
2009 年 3 月 12 日	人大代表	科力远董事长钟发平、三一重工执行总裁向文波等十几位全国人大代表联名“献计”：尽快推出股指期货，促进资本市场健康发展，为中部企业实现“弯道超车”提供强大的融资支持。
2009 年 6 月 3 日	尚福林	中国已经成为仅次于美国的全球第二大商品期货市场。证监会将继续支持符合国民经济需要、市场条件具备的期货产品上市，同时，证监会正在建立股指期货适当性制度。
2009 年 9 月 22 日	中金所总经理朱玉辰	股指期货的推出仍没有具体时间表，希望市场理解这样做是为了更充分地准备，将来会为股指期货投资者设立较高门槛，以更好控制风险。

2009 年 12 月 1 日	中国证监会	公布《关于期货公司设立营业部与分类评价结果衔接工作有关问题的规定》，并自 2009 年 12 月 1 日起施行。该规定指出，期货公司申请在全国范围内设立营业部的，最近一次的期货公司分类评价类别应当达到 B 类以上(含 B 类 B 级)。
2009 年 12 月 3 日	第五届中国(深圳)国际期货大会,前证监会主席周道炯	“中国要进一步发展资本市场、发展期货市场”, “现在股指期货很快要出来了”, “在这样的形势下,我们要加快把期货法推出来,只有这样才能保证我们期货市场能够有规划、有保障,能够更好地发展”

资料来源: 东海证券研究所

5、2010 年市场运行判断

基于扩展的市场复苏三阶段对市场整体走势的初步预测

根据我们在 9 月《对四季度市场走势的另类研究——基于扩展的市场复苏三阶段的预测》中的观点, 当市场 PEG 下降至 0.7 左右时, 市场将进入由成长预期(盈利预期)推动持续上行阶段, 此时市场估值虽然扩张, 但是由成长预期所推动, 表现为市场 PEG 基本维持在 0.7 左右的水平。目前沪深 300 指数滚动 PEG 已下降至 0.78, 我们认为随着盈利预期的提高, 未来沪深 300 指数滚动 PEG 将逐步下降至 0.7 的水平, 进入市场复苏三阶段中的第三阶段——持续上行阶段。

图45. 2006 - 2007 年沪深 300 滚动 PE 与 PEG

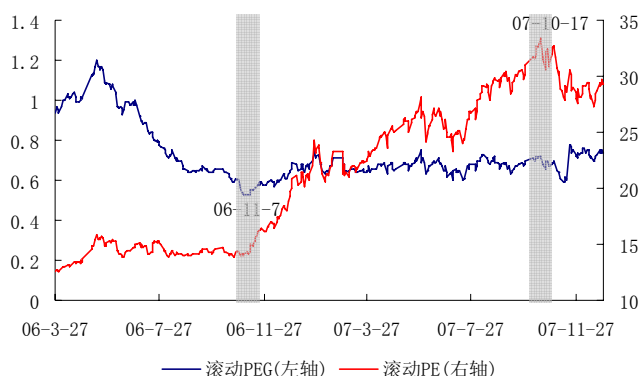
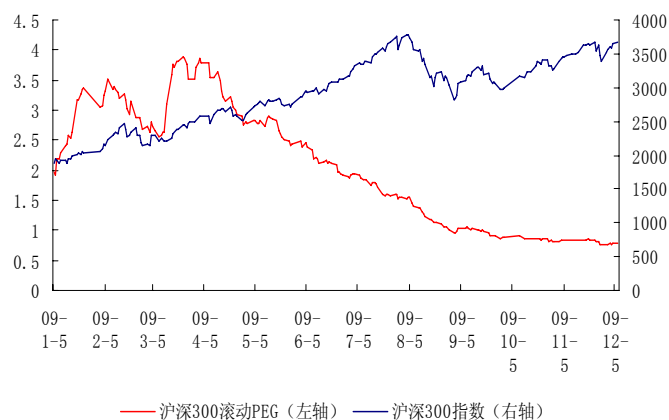


图46. 当前沪深 300 指数滚动 PEG 变化



资料来源: 朝阳永续 东海证券研究所

2010 年市场走势的分阶段预测

综合我们对 2010 年政策面、盈利预期变化和资金面的分析, 我们认为 2010 年上半年市场正面因素较多且较为明确, 而下半年盈利预期和资金面趋于下降, 同时政策面存在较大的不确定。因此, 我们认为 2010 年国内 A 股市场整体走势将呈前高后低的走势, 具体而言, 在 2010 年上半年随着市场流动性的复苏, 在政策面明确和年报、一季报业绩高增长推动下, 市场将面临流动性和盈利预期的双重推动, 而 2010 年下半年, 由于政策面的不确定, 乐观的盈利预期面临回落修正, 同时流动性边际递减, 市场面临调整回落的风险。

表10. 影响因素汇总

	政策面	盈利预期	资金面
2010 年上半年	+	++	+
2010 年下半年	—	—	—

资料来源：东海证券研究所

2010 年沪深 300 指数运行区间判断

盈利预期：我们认为 2010 年市场盈利预期的波动范围在（25%，35%），其中 30%左右是我们对 10 年的盈利预期，10 年上半年在 09 年年报和 10 年一季报业绩超预期推动下市场盈利预期或达到 35%的高点

估值波动：根据我们对 2010 年市场运行格局的判断，我们认为沪深 300PEG 将保持在 0.7 左右的水平，因此可以得出 2010 年沪深 300 动态估值水平的波动范围在（17x，24x）

由此，我们得出 2010 年沪深 300 指数大致运行区间在（3400 点，5000 点），对应上证指数运行区间为（3000，4600）左右。

指数运行风险在于：国际板、红筹回归等影响市场需求的政策不确定
经济政策不确定导致经济复苏持续性受关注

2010 年整体策略

我们认为虽然在 2010 年产出缺口将围绕 0 上下波动，供求关系全面逆转、离产出缺口全面收窄难以在 2009-2010 年出现。但是在 2010 年上半年产出缺口将为正。因此，对周期类行业而言，这是整体性的机会，这也符合我们之前对整体国内 A 股市场上半年走强的判断。

图47. 04 年以来周期/防御市场相对表现

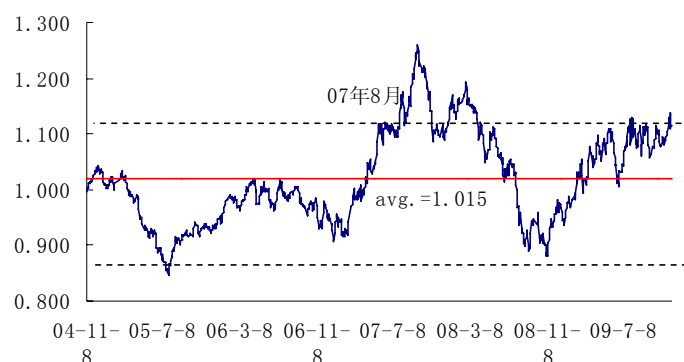
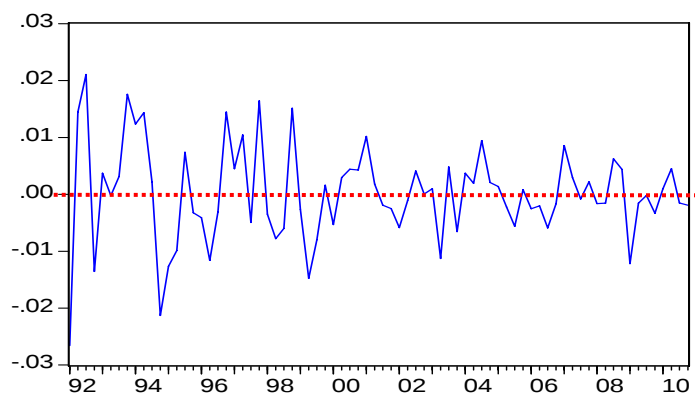


图48. 92 年以来中国产出缺口



注：用 kalman 滤波预测 GDP 序列，dmey 小波 3 层降噪估计产出缺口

资料来源：WIND 资讯 国家统计局 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

三、2010 年国内市场投资策略

1、以进为退，新一轮内需主导

2010 年政策的“以进为退”，通过国民收入分配和经济结构的调整，将带来中国产业结构的调整和新生产力的形成。这一政策影响对中国未来的影响是长期而深远的，不但有助化解当前争论不休的产能过剩问题，而且有利于提升中国社会福利水平和产业结构。

日本国民收入倍增计划带来的内需主导经济周期

□ 政策背景

20 世纪 50 年代，日本经历了“数量景气”、“神武景气”、“岩户景气”三个高速发展时期，尤其是在 1959 年的“岩户景气”时期，更是出现了“投资引致投资”的空前繁荣，1955-1960 年民间设备年复合增长率达到了 25.4%，这使得日本面临投资和生产过剩，日本经济增长面临着困境。为解决这种困境，1960 年底，池田勇人宣布启动了为期 10 年的“国民收入倍增计划”，意在通过产业结构升级和改善社会福利，提高人均经济产出和人均收入。

表11. 日本国民收入倍增计划回顾

收入倍增计划	
时间	1961-1970
背景	“设备投资主导型”的增长模式，投资过剩、产业结构面临调整、出口放缓、失业率高
计划课题	1、充实社会资本，建立综合交通体系，指导产业布局
	2、引导产业结构走向现代化，重点发展重化工业，实现农业、中小企业的机械化和现代化
	3、促进对外贸易和国际协作
	4、培训人才和振兴科技，满足产业结构高级化的需要
	5、缓和“双重结构”，充实社会保障与提高社会福利，确保社会安定
主要经济政策	1、农林渔业机械化、现代化政策 2、产业结构高级化政策 3、中小企业现代化政策 4、社会保障政策 5、配套的财政金融政策
计划结果	成功，实现国民生产总值年平均实际增长率10.7%，大众消费社会出现。

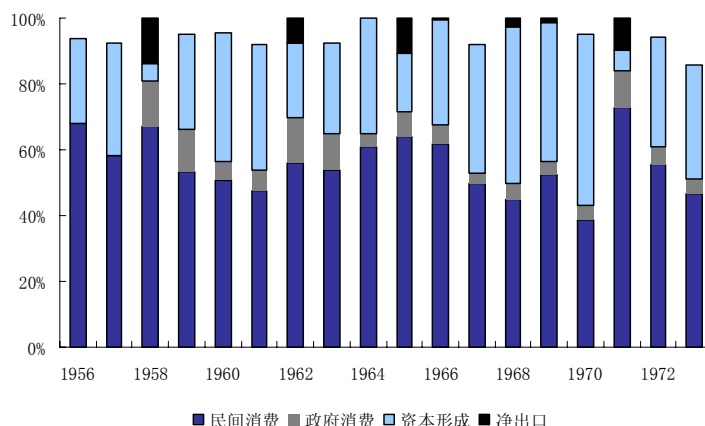
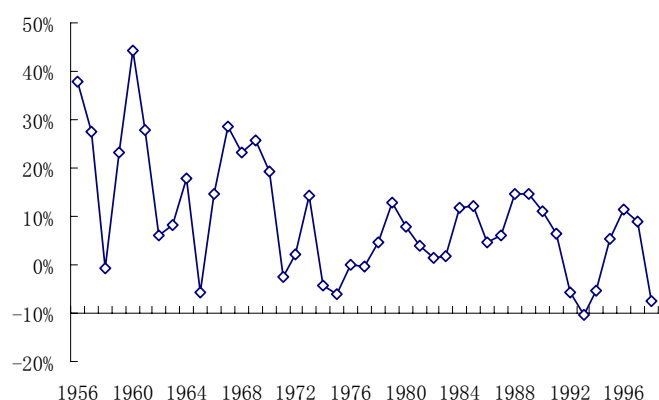
资料来源：东海证券研究所

因此从经济增长的实质，可以把日本持续了 18 年的高速增长分为两大时期：

60年代中期以前是由生产性投资推动的高速增长时期，后期是由消费增长推动的高速增长时期。

图49. 日本 56-98 民间设备投资增速 (90 年不变价计)

图50. 日本 56-73 年支出法 GDP 构成贡献率(90 年不变价计)



资料来源: CEIC 东海证券研究所

□ 政策效果

国民收入倍增计划最终提前实现，从而迎来了日本的大众消费时代，这一时期也是日本经济高速增长的时期。十年间，国民生产总值年平均实际增长率达 10.7%，而政府消费、民间消费对 GDP 的贡献率分别由 60 年的 6.05%、55.53% 逐渐上升，至 1965 年至 7.70% 和 63.79%，消费支出对 GDP 增长的贡献率合计 71.49%。

日本社会恩格尔系数发生了显著变化，从 1960 年的 41.8% 下降到 1976 年的 28.7%，卫生保健费，交通费，教育以及娱乐与交际费用支出的比例增长也标志着日本民生活水平提高和城市化生活方式的普及。

表12. 消费支出(实际支出比例)的结构变化

年度	食品	服装	居住	光热费	其他
1950	52.4	8.6	11.6	6.9	20.5
1960	41.8	12.9	12.4	4.5	28.4
1970	31.9	10.9	15.9	4.8	36.5
1976	28.7	9.9	17.4	5.7	38.3

注：其它一项中包括卫生保健费，交通费，教育以及娱乐与交际费用等等

资料来源: 南亮进《日本的经济的发展》，东洋经济新报社，1981 年，第 325 页

具体来看，餐饮消费由 1955 年的每一万人平均 3.6 家逐渐上升到 1965 年的 5.7 家，1975 年的 9.4 家，相当于每隔 10 年增加约 0.6 倍。洗衣机、电冰箱和吸尘器其中非农业户的普及率由 1960 年的 41%、10%、8% 上升到 1975 年的 92%、93%、75%。

表13. 日本耐用消费品的普及情况 1937 - 1980 %

	1957	1960	1965	1970	1975	1980
洗衣机	20	45.4	68.5	88.3	97.6	98.8

电冰箱	2.8	15.7	51.1	84.6	96.7	99.1
黑白电视	7.8	54.5	90	90.2	48.7	22.8
彩色电视	-	-	-	26.3	90.3	98.2
小汽车	-	1.2	-	22.1	41.2	57.2

资料来源:《日本经济史》

□ 受益行业

图51. 日本 60-70 年零售业销售收入增长变化

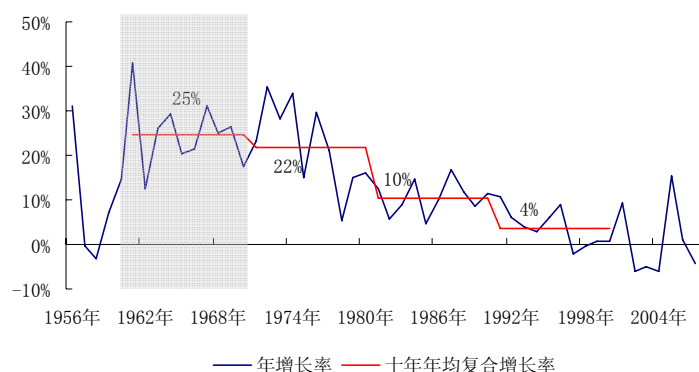
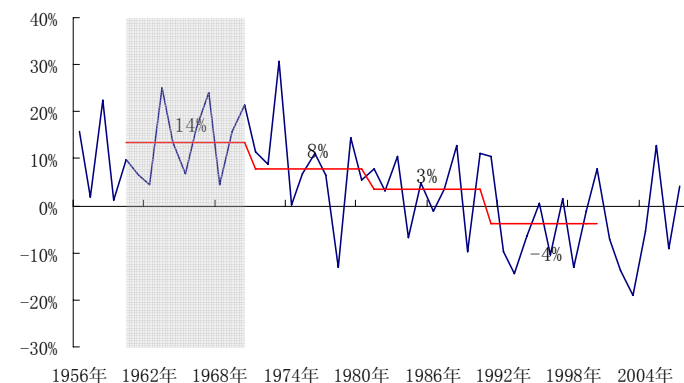
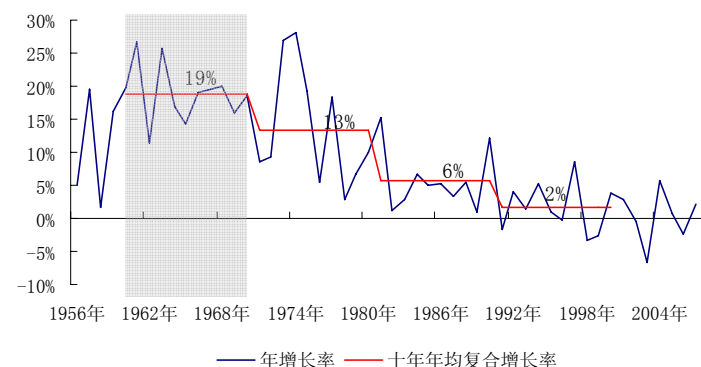


图52. 日本 60-70 年纺织服装业销售收入增长变化



资料来源: CEIC 东海证券研究所

图53. 日本 60-70 年食品制造业销售收入增长变化



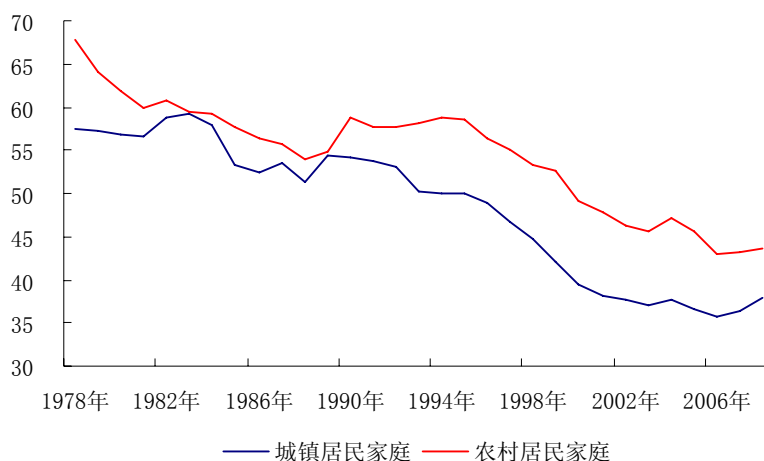
资料来源: CEIC 东海证券研究所

中国将迎来新一轮内需主导的增长

□ 中国当前低消费问题在于收入增长慢于经济增长

自 1991-2000 完成家电工业时代后, 中国支出法 GDP 中最终消费支出的贡献率逐渐下降 08 年的 45.70%。消费方面, 2008 年城镇居民家庭和农村居民家庭恩格尔系数分别为 37.90%和 43.70%, 这一数值不仅远离于当今世界主要发达国家, 同时也仅为日本 60 年代的水平。中国低消费支出和消费支出层次低的根本原因在于居民收入增长慢于经济增长。从收入法 GDP 中劳动者报酬比重来看, 中国自 1999 年后劳动者报酬的比重出现明显的下降趋势, 2007 年下降为 39.74%, 这表明劳动者报酬(工资)的增长速度低于经济增长速度, 这一比重也明显低于各发达国家。

图54. 中国城镇居民家庭、农村居民家庭恩格尔系数变化



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

图55. 中国收入法 GDP 比重变化

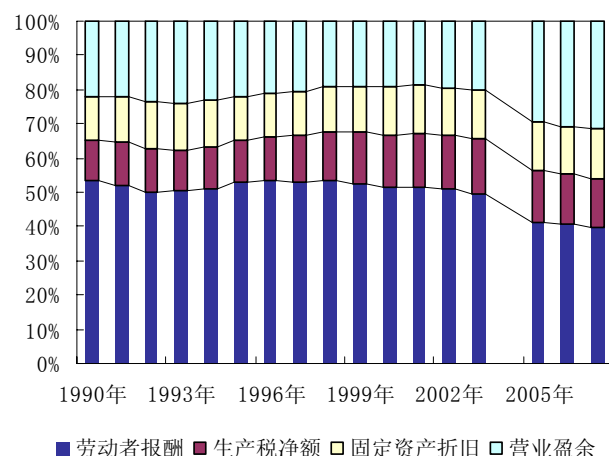
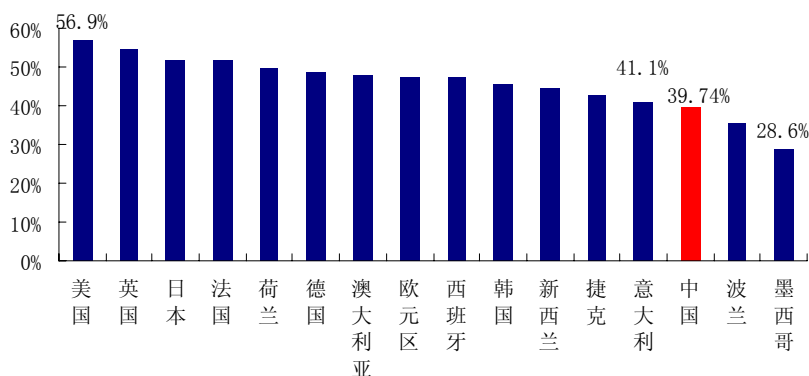


图56. 2007 年主要国家收入法 GDP 中劳动者报酬比重排名



注: 日本、墨西哥、澳大利亚、新西兰为 2006 年数据

资料来源: WIND 资讯 《国际统计年鉴 2009》 东海证券研究所

□ 调整国民收入分配对消费支出的拉动效应巨大

根据我们《中国宏观经济分析与预测报告(2009 年第一季度)分报告 6: 调整国民收入分配格局对我国居民消费需求的扩张效应(090325)》中的研究, 通过提高居民收入在国民收入初次分配中的比重, 对提高居民消费有重大作用。如果居民从企业获得的劳动报酬净额占比恢复到 1995 年水平, 按照 2008 年的 GDP 估算大致可以增加 1.9 万亿元的居民收入; 如果 2008 年居民储蓄率保守地假定为 35% (35%是 1992-2003 年居民储蓄率的最大值), 则将增加 1.23 万亿元的居民消费; 如果企业通过增加分红等措施使居民能够分享经济增长, 使居民财产收入占比恢复到 1998 年水平, 则按照 2008 年的 GDP 估算, 居民收入和居民消费将分别增加 8300 亿元和 5400 亿元。

2、把握新一轮内需主导下的行业机会

根据我们对 2010 年“以进为退”政策的判断，我们认为 2010 年国内市场主要面临三方面的投资机会。

1、主线一——“材料能源”中的科技企业。

随着经济全面复苏，通胀压力上涨，部分产能过剩不明显的中游行业盈利能力将持续提高。

2、主线二——“资产价格”演绎下的行业机会

2010 年经济全面复苏和温和通胀将带来资产价格升值的预期。

2、主线三——“汽车家电”的传导产业机会

虽然我们认为 2010 年政策仍将延续，但我们认为整体来看，政策对相关行业的拉动效应将出现递减，而这些行业的市场表现也基本上反映了其基本面的增长，因此，我们对于这些政策相关的行业如家电、汽车行业给予“标配”评级，但随着这些行业的传导效应的显现，相关的交通运输、电力设备行业的需求将上升，而这些行业的市场估值较低，并没体现其未来基本面的增长情况。

3、主线四——“行业转制”的行业机会

从产业演进曲线的变化规律看，政策放宽下的行业转制将使得相关行业重焕生机，重新进入行业高速成长期，相关的行业包括传媒、医药、教育等行业。

图57. 2010 年投资主线

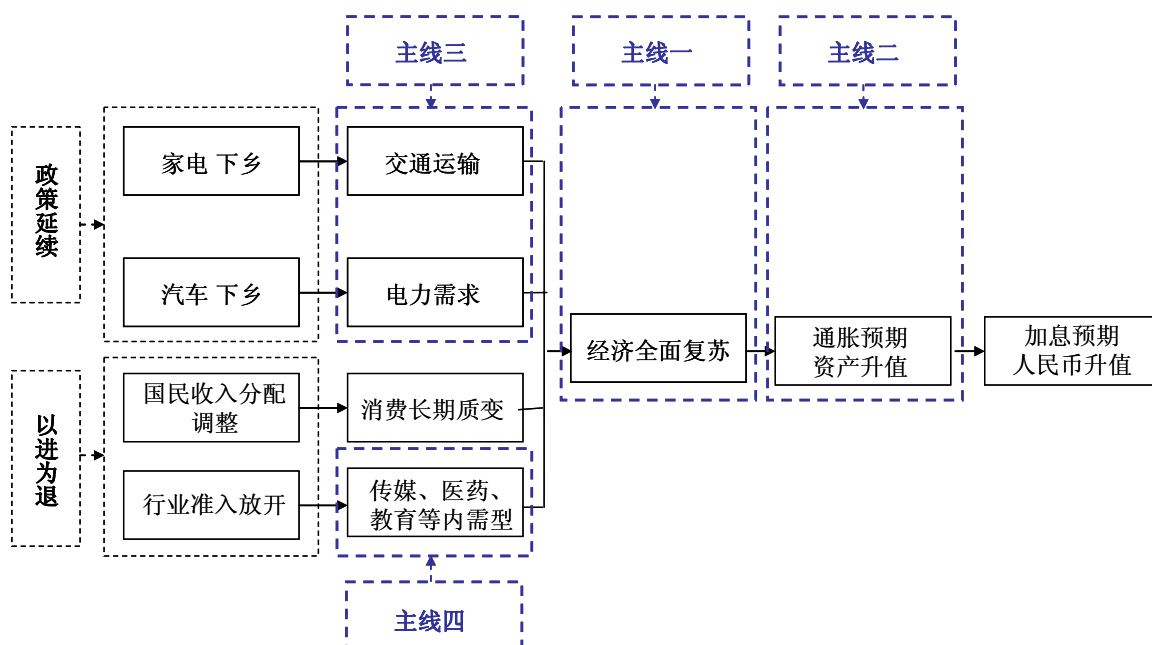


表14. 2010 十大精选

证券代码	证券简称	所属行业	总市值(亿元)	市盈率	
				TTM	10E
“材料能源”中的科技企业					
600309.SH	烟台万华	化工新材料	395.04	33.94	15.03
600644.SH	乐山电力	新能源	36.76	52.84	22.08
“资产价格”演绎下的行业机会					
600000.SH	浦发银行	金融服务	1932.01	14.91	10.73
000718.SZ	苏宁环球	房地产	260.51	48.86	20.68
000858.SZ	五粮液	食品饮料	1106.90	43.91	27.00
“汽车家电”的传导产业机会					
002073.SZ	青岛软控	汽车传导产业	102.99	38.09	25.69
000887.SZ	中鼎股份	汽车传导产业	59.07	31.59	21.03
600406.SH	国电南瑞	农村电网相关产业	117.76	54.84	35.52
“行业转制”的行业机会					
600316.SH	洪都航空	军工	126.51	88.03	59.77
600594.SH	益佰制药	医药生物	42.10	38.22	23.87

附注:**分析师简介及研究范围:**

鲍庆: 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 1 年以上证券从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究,

王凡: 策略分析师, 武汉大学商学院金融学专业硕士, 10 余年证券行业从业经验

董高峰: 宏观策略分析师, 中国科学院研究生院管理科学与工程硕士, 2008 年加入东海证券研究所。

桂方晓: 宏观策略分析师, 清华大学自动化专业本科, 中国科学技术大学金融工程专业硕士。1 年以上证券从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要研究方向为宏观策略、量化策略等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122