

2009 年 12 月 24 日星期四

信达证券:

刘景德、黄祥斌、曾祥天

电 话: 010-63081289

无限风光在险峰

—— 2010年A股市场投资策略报告

美国宽松政策 2010 年几无退出可能

我国经济“后三十年”的关键是土地资本化

上证指数运行区间为 2500-4500 点

主要的投资思路

- 一方面，高失业率已经危及到美国民主党、奥巴马的民意，所以现状必须改变。另一方面，当前美国非常低的通胀水平，通胀预期也远未形成。这都使得美联储及美国政府敢于将非常规的刺激措施及极度宽松的货币政策继续坚定不移地实施下去。

- 预计我国2010年GDP增速能够达到9-9.5%左右。CPI数据在2010年2季度才能到3%左右，全年数据大致在2-3%。出口数据回升为经济“稳增长”打下了基础，这有利于企业投资的复苏。农民土地资本化将成为我国“后三十年”经济发展的原动力。国民消费将成为我国经济增长的首要动力。

- 估计2010年上市公司业绩能够实现15-20%的增长。2010年上证综合指数运行的区间在2500-4500点。同时，鉴于众多不确定性，可能会出现蓝筹板块波澜不惊，主题投资大行其道的格局

- 首先，城市化进程加快、消费升级等因素刺激下的房地产、汽车、家电、零售、医药、食品、服装等。农业机械、种业值得另类关注。其次，产业结构升级需求下的低碳、电子信息、环保、新能源、创业板。最后，大宗商品类依然是重要的避险工具。值得一提的是，世博会、迪士尼、海南国际旅游岛等主题投资机会也值得关注。

在年初一片惶恐及悲观的氛围下，2009年中国经济以V型的姿态反转，3季度达到8.9%，4季度甚至有望上2位数。与此同时，上证综合指数稳步上涨，最大涨幅达到91%，即使是在宽松的经济政策即将发生“微调”的猜测下，股指依然能够保持相对强势。分析其原因，流动性充裕的事实为股指强势提供了基础，而2010年上半年由于基数较低使得宏观经济数据向好等因素，使得投资者寄望于跨年度行情的心理，是当前股指强势的主因。

展望2010年中国股市，利好因素相对较多。政策导向基本平稳：适度宽松的货币政策和积极的财政政策将继续实施，针对股市的政策是维持我国股市稳定健康发展；资金面供求基本平衡：新股发行上市、大小非减持压力不容忽视，但新基金发行规模也有较好的预期，资金供求有望维持平衡；上市公司基本面预期良好：2010年上半年由于基数较低使得宏观经济数据向好，上市公司业绩有望稳步提升。但是，加息和存款准备金上调的预期、全球经济是否二次探底、宽松经济政策何时退出的困扰、产业结构能否有效提升的犹疑及A股市场步入全流通后的价值重估，都使得中国股市运行存在诸多不确定性。因此我们认为，2010年中国股市将出现宽幅震荡的格局，既有波段性上涨的机遇，也有阶段性下跌的风险，上证指数的运行区间为2500点至4500点。

1. 美国经济回顾与展望

美国GDP数据自09年1季度的-6.4%迅速回升至3季度的2.8%，V型反转的态势非常明确。从分项看，3季度个人消费支出、国内私人总投资、商品和服务净出口、政府消费支出和总投资分别贡献了2.07、0.91、-0.83、0.63个百分点。

1.1 美国失业率短期内将保持高位运行

在一连串的政策刺激下，美国系列领先及同步指标都呈现向好势头，但是，即使11月失业率环比略有下降，这个同步或者滞后指标却始终没有出现明显好转迹象，这使得很多投资者担忧美国经济会否二次探底及陷入“滞涨”泥潭。

2009年10月美国失业率为10.2%，创下危机以来的高点，11月下降至10%。11月，美国就业人口13850.2万人，比08年5月的高点下降了747.2万人，这其中有近50%是由于占总就业人口20%不到的建筑业及制造业造成的。

寄望房地产行业的复苏来缓解失业率压力短期内并不现实

2009 年 10 月，美国建造总支出为 878.95 亿美元，其中，非住宅占比 71.24%，住宅支出占比 28.75%。相比于次贷危机之前的 2008 年 5 月，美国建造总支出、非住宅、住宅支出的变动幅度分别为-5.53%、3.20%、-21.91%。显然，美国建造业总支出的下滑关键在于美国住宅支出的大幅下降所导致，在住宅业支出下滑 21.91%的背景下，建筑业就业人口下降了 18.27%，这可以推论出美国建筑业就业人数能否回升的关键在于美国住宅业的兴衰。

首先，自 1870 年以来，美国房地产业经历了 8 次完整的周期性波动，符合库兹涅茨周期理论的描述。其中，扩张期平均 8.4 年，收缩期平均 8.5 年，两者比例接近 1: 1。自 1991 年开始的这一轮周期而言，如果以自 2005 年 6 月为上轮景气高点，那么美国房地产仅调整了近 4 年时间，还有很长时间的漫漫熊途。

其次，从已获批准的新建私人住宅及已开工的新建私人住宅数据看，2009 年 10 月的数据分别为 55.1 及 52.9 万套，仅为 2005 年年末及 2006 年年初高点的 24.90%及 23.27%，不及四分之一，也分别处于自 1960 年以来的历史最低点。显然，当前私人投资住宅的意愿非常淡薄。很有意思的是，美国成屋销售数据在 10 月达到 610 万套，比 3 月低点 455 万套多出 34.06%。分析其原因，美国实施的房屋补助项目，能够为年收入在 75000 美元以下的首次购房者或者家庭总收入在 15 万美元以下的夫妇提供 8000 美金的购房补贴，或许是 3 月以来成屋销售逐步上升的根本原因。成屋销售数据的上升，使得 10 月美国成屋库存为 357.40 万套，比 2008 年 7 月的高点 457.50 万套少了 100.1 万套，但是和 1999 年 1 月至今的均值 284.17 万套相比，还是有一定的距离。另外，从住房空置率看，2009 年 3 季度为 2.6%，虽然比 2008 年出现的高点 2.8%略有下滑，但是依然处于历史高位，这也在很大程度上限制了资金的投资意愿。

最后，从资金成本角度看，作为房屋按揭利率和投资信贷利率参考指标的 10 年期国债收益率，自 2009 年年初的 2%逐步回升至 3.4%左右，考虑到美元汇率中长期贬值趋势不变，而新兴国家对国际资本吸引力上升等因素，这使得房屋按揭利率未来难以大幅下降，这也会在一定程度上压制住投资者购买住房的热情。

所以，我们认为美国房地产行业前景依然向淡，寄望该行业的复苏来缓解失业率高企的状况，短期并不现实。

美国制造业从业人数短期内不存在大幅回升的可能

首先,自 1986 年 1 月以来,美国制造业产能利用率的平均值为 78.89%,2009 年 10 月该数值为 67.61%,明显低于平均水平。按照相关专家的推算,在市场机制的作用下,产能利用率保持在 80-82%的水平是较为合理的。

其次,虽然自 09 年 6 月以来,美国制造业的产能利用率上升了 2.4 个百分点,但是很显然,在如此低的产能利用率下,制造业的复苏还有待时日。同时,需要注意到 10 月的数据环比下降了 0.01 个百分点,是否是新一轮的下跌,需要拭目以待。

最后,自 2008 年 9 月以来,新增订单及出货量下降了 16.50%、15.86%,而存货量及未完成订单下降的幅度分别为 11.75%、11.45%,企业会否由于新增订单及出货量下降幅度较大而继续减少库存,是关系到企业是否进一步降低产能利用率的关键所在。从趋势看,美国制造业新增订单低位徘徊,未完成订单及存货趋势向下。

所以,我们认为美国制造业从业人数短期内不存在大幅回升的可能。

领先指标显现好转迹象

值得一提的是,作为失业率的领先指标新登记失业人数数据看,自 2009 年 2 月 85.1 万人的高点以来,缓步下降,10 月新登记失业人数达到 55.8 万人,11 月大幅下降为 32.5 万人,这是否是失业率见顶下探的迹象,非常值得进一步关注。

1.2 个人消费支出回暖的主要原因在于政策刺激

首先,金融危机前的 2008 年 2 季度,美国个人消费支出创下历史高点 93510 亿美元(2005 年不变价),09 年 3 季度的数据仅比该点下降 1.01%。所以,占比超过 70%的个人消费开支的回暖是美国经济能够回升的根本原因,而机动车辆及零部件贡献达到 1.14 个百分点,对个人消费支出的贡献超过 50%。显然,美国交通部从 7 月 1 日起推行的“旧车换现金”计划居功至伟。根据这一总额 10 亿美元的计划,如果美国驾车者以高油耗的旧车换取更加节能的新车,则将获得 3500 美元到 4500 美元的补贴,预计该计划能够使 22-28 万辆汽车以旧换新,补贴计划能够缓一时之急,但是其持续性需要继续观察。

其次,从 1978 年 1 月至今的数据看,美国失业率同美国密歇根消费者信心指数之间相关系数为-0.50,呈现一定程度的负相关性。有意思的是,历史上的 1982 年的 11-12 月,连续两个月美国失业率达到 10.8%,

随后逐步下降，至 83 年 12 月下降至 8.3%，降幅为 23.1%。而消费者信心指数也由 82 年 11 月的 72.1 跳升至 83 年 12 月的 94.2，升幅达到 30.65%。同期，美国个人消费支出折年数也由 82 年 4 季度的 21524 亿美元上升至 83 年 4 季度的 23792 亿美元，升幅为 10.53%。显然，失业率如果触顶意味着消费者信心会明显恢复，进而增加消费。鉴于对于失业率是否触顶还难以判断，建议密切关注失业率的变化。

最后，美国居民的储蓄率在 5 月创出近两年的高点 6.4% 后，回落至 10 月 4.4%。反弹的高点低于自 1959 年以来均值 7%，且随后又有反复。显然，在失业率处于高位的同时，美国人增加了消费的开支。我们认为这主要是因为政府采取的诸如“旧车换现金”、“房屋补贴计划”的刺激所导致。

1.3 政府消费支出及总投资保持平稳

学术界讨论美国经济二次探底的另一个理由是政府替代个人消费，弥补了个人消费支出下降所带来的影响。其实，一方面，3 季度数据显示，政府消费支出及总投资对 GDP 贡献占比不到 20%，并不是主导因素。另一方面，2008 年 2、3 季度美国政府消费支出及总投资（折年数）分别为 25069、25366 亿美元，2009 年 3 季度同比增幅也仅在 2.03%，所以，担忧政府替代私人消费的理由并不充分。

结论：2009 年内的美国经济缓慢复苏，主要推动力都是来自政府的刺激措施，还有美联储的低利率政策，但是这些措施比如“旧车换现金”、购房优惠政策等都是临时性的，所以其持续性需要进一步观察。考虑到美国失业率依然处于高位且短期内预计无法有效降低，美国金融业还存在不稳定性，这都使得美国经济虽然处于复苏中，但是其基础尚不牢固，前景尚不能过分乐观。

1.4 如何降低失业率是 2010 年美国最为关注的事件

首先，鉴于美国实施的是民主政治，政府的存续同选民的支持休戚相关。所以，如何降低失业率是美国历届政府最为重要的任务。当前，美国失业率超过 10%，等同于“滞胀”年代，更加大了美国在该问题上面临的压力。

其次，美国主要民意调查机构盖洛普于 11 月 17 日至 19 日进行的电话调查结果显示，不到五成民众认可总统奥巴马的政绩。这是此项盖洛普调查中奥巴马民意支持率首次跌破 50% 这一标志性“关口”。盖洛普的调查还发现，民主党选民对总统的支持率仍高达 88%，而共和党选民仅 17%。曾经在大选中倾向奥巴马的中间选民如今过半“倒戈”。作为首位黑人总统，奥巴马以变革之风上台，扶持中小企业解决就业的施政纲领是其争取到很多中间派选民的重要因素。在不到 1 年的时间内，伴随着失业率的逐步抬升，其支

持率也大幅下挫至不到半数水平。在其施政的第二年，有必要大施拳脚，以换回选民的信心。

最后，根据美国 1787 年宪法，国会是国家的最高立法机构，由参议院和众议院组成。国会每两年一届，也即其中一次国会选举与四年一度的大选即总统选举同时举行，另一次在两届总统选举之间举行。2010 年作为奥巴马上台后的第一个中期选举年，如果保持民主党对国会的控制权，也使得美国政府将花大力气来进一步降低失业率。

1.5 美国宽松经济政策的退出时机预计要晚于大多数投资者的预期

菲利普斯曲线表明，失业与通货膨胀存在一种交替关系的曲线，通货膨胀率高时，失业率低；通货膨胀率低时，失业率高。一方面，高失业率已经危及到美国当局能否存续，现状必须改变。另一方面，当前美国非常低的通胀水平，通胀预期也远未形成。这都使得美联储及美国政府敢于将非常规的刺激措施及极度宽松的货币政策继续坚定不移地实施下去，即使是在千夫所指的情形下。

2010 年美国当局会维持宽松的经济政策

2009 年 11 月，美国 CPI 同比下降 0.20%，远低于 1914 年以来的均值 3.39%，也低于美联储认可的 1-1.5% 的水平；同期核心 CPI 同比增长 1.7%，低于 1958 年以来的均值 4.01%。当前，即使有各类的贸易保护及摩擦，但是全球经济一体化已成事实，受全球产能过剩、美国失业率高企导致的劳动力价格下降等因素影响，短期内能够造成美国通胀的因素只剩下原油价格。

就现有的条件看，我们认为短期内油价大幅上涨的理由并不充分。首先，全球经济在未来 6~12 个月内可能不会出现强劲复苏的态势，尤其是美国和欧元区国家，经济复苏前景较为谨慎，这使得能源供需趋于平衡。其次，全球石油和天然气的储备在前期触底后超预期增长，为缓冲供应压力奠定了基础。最后由于金融市场风暴未平，恐慌心理延续，美元虽然中期趋势看淡，但是短期内仍将保持相对稳定和坚挺的态势，这使得以美元结算的原油价格缺乏飙升的理由。

所以，在原油价格不出现大幅上涨的背景下，美国的通胀及通胀预期压力并不大，这使得一心想挽救美国经济于危难之际及降低失业率的美政府及美联储，将会在相当长时间内将宽松的经济政策延续下去。也许只有在美国 CPI 上升至 2% 以上甚至更高，美联储才会真正考虑宽松经济政策退出问题。

1.6 美元汇率贬值是大势所趋

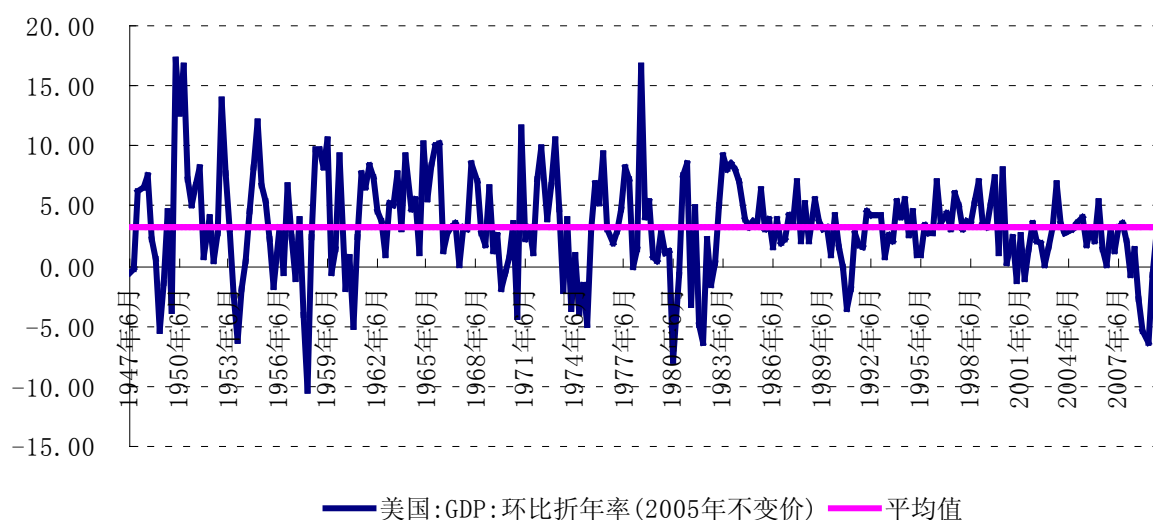
首先，美元汇率贬值有利于美国产品出口。2000 年以来，美国出口总额同美元汇率之间的相关系数达到-0.9，呈强负相关性。2009 年 3 月末的高点以来，美元汇率最大贬值幅度达到 17.22%，这无疑有利于美国产品的出口，事实上，美国 9 月出口商品额就比 4 月的数据增长了 12.92%。即使如此，美国 9 月出口额为 903.39 亿美元，折年率为 1 万亿美元左右，仅占 GDP 总额的 10%不到。同时，考虑到美国出口产品主要以科技类产品为主，其被一些新兴国家替代是必然的趋势，而不能替代的产品又很难因美元汇率的贬值而增加订单，所以，美元汇率的贬值对美国产品出口的贡献着实有限。

其次，美元汇率贬值有利于减轻政府债务。截止至 2009 年 11 月份，美国政府的欠债余额为 12.11 万亿美元，估计 2009 年年末美国国债总量同美国 GDP 总额相当。未来，如何来偿还这巨额的债务，其途径不外乎两种：一是以高税收增加国库收入。二是美元汇率贬值。高税收是美国人买单，低美元是外国人买单。当前，在失业率高企的现状下，美元汇率贬值显然是具备可操作性的。

最后，通胀预期可能会使得美元购买力下降。雪上加霜的是，美联储实施的各种金融系统援助计划，特别是其首次使用的量化宽松政策，将联储的印钞活动提升到前所未有的程度（美联储负债表已由危机前的 8700 亿美元飙升到 20000 亿美元左右）。如果控制失调，市场在经济复苏过程中有可能出现大量过剩流动资金，进而引发大幅通货膨胀。政府信用下滑和市场通胀上升，造成对未来美元价值的沉重压力。

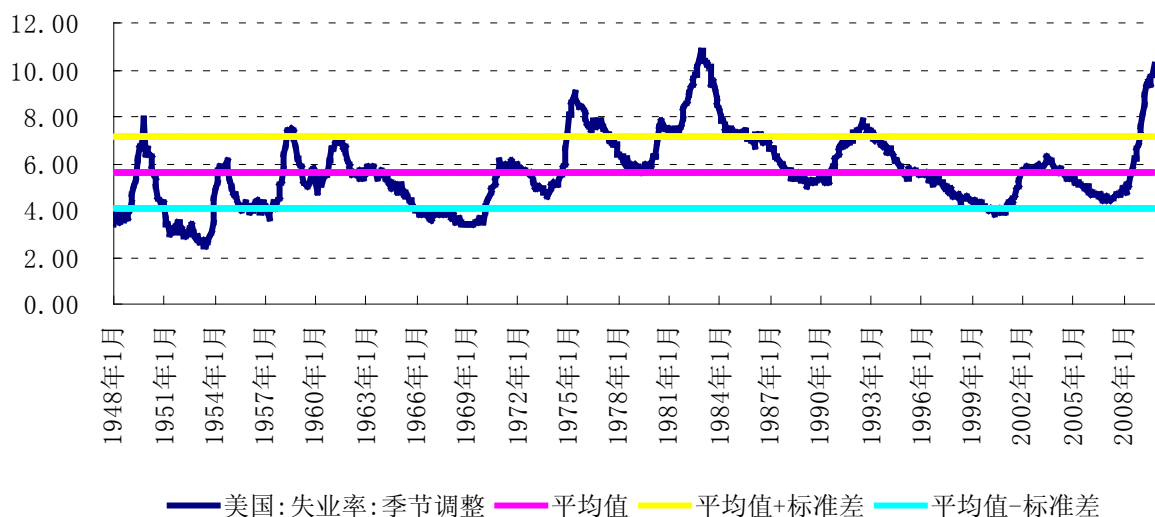
虽然如此，在以中国为首的美国国债持有者的强烈呼吁下，为了吸引外资继续购买美国国债来补偿美国居民储蓄的不足，美元汇率贬值应呈现趋势明确、过程复杂的特征。

图 1：美国 GDP



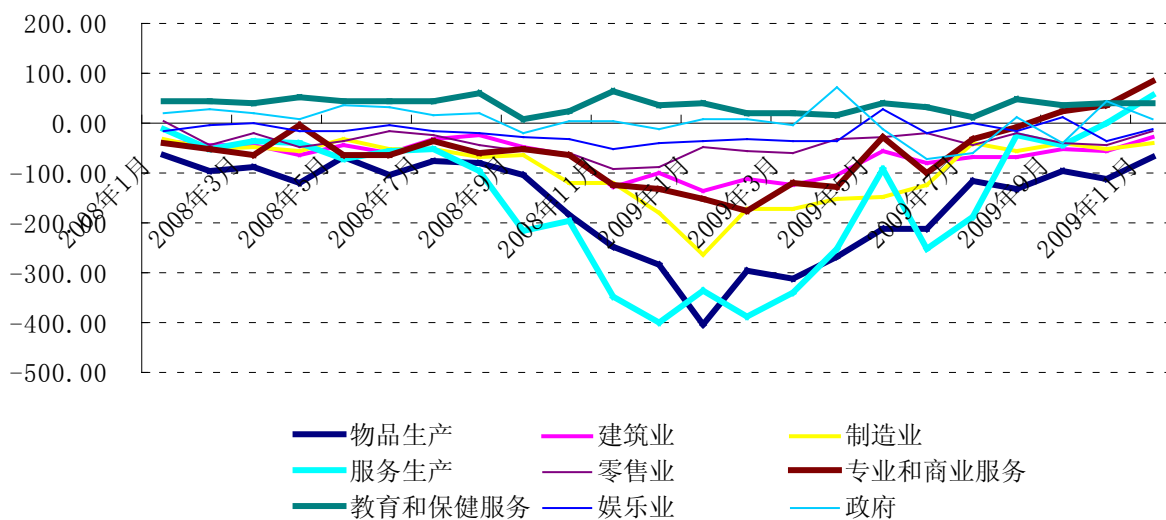
资讯来源：信达证券

图 2：美国失业率



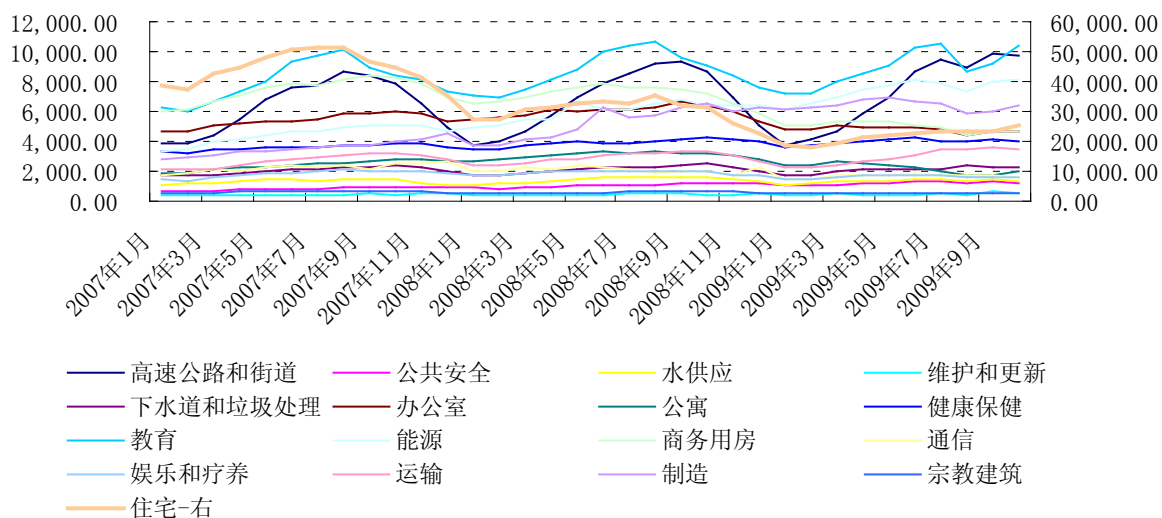
资讯来源：信达证券

图 3：美国新增就业人数（千人）



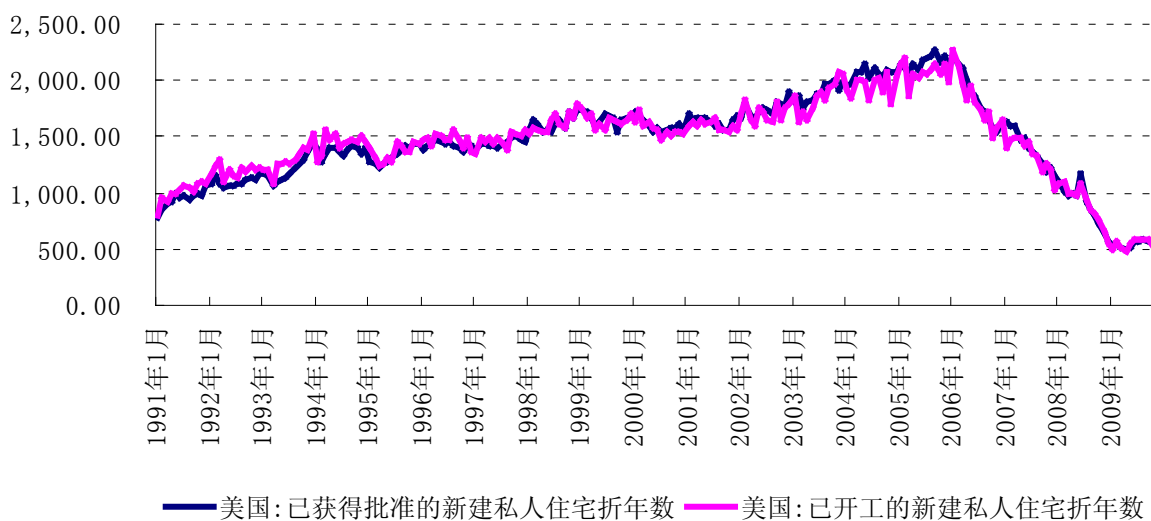
资讯来源：信达证券

图 4：美国建造支出（百万美元）



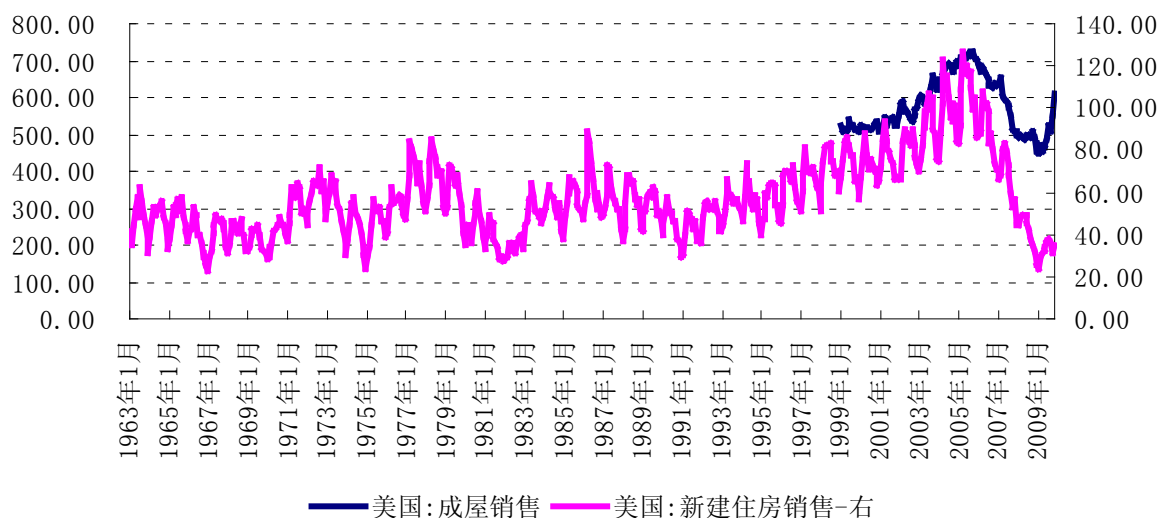
资讯来源：信达证券

图 5：美国获批准的新建私人住宅及开工的新建私人住宅（千套）



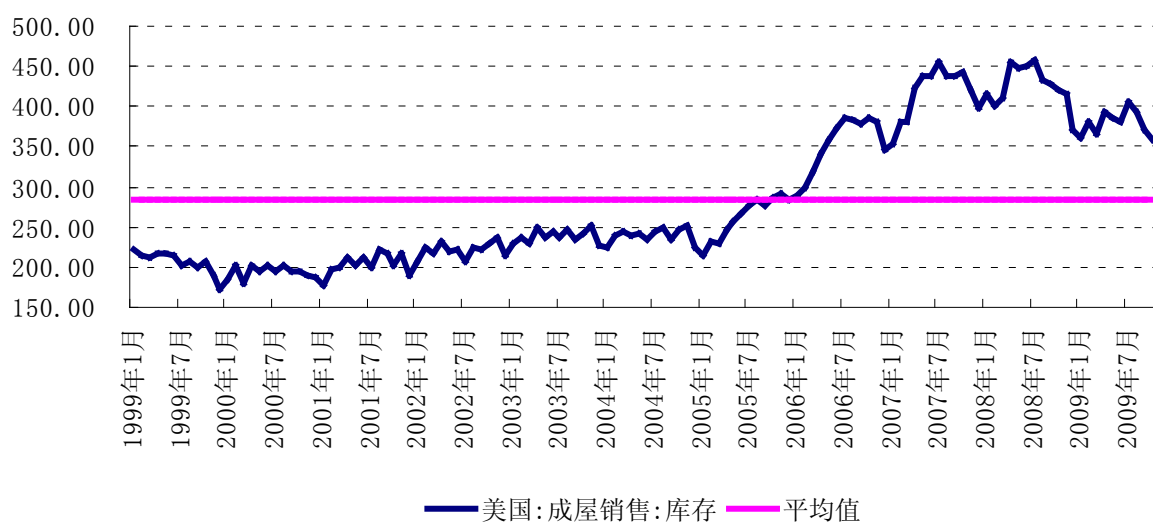
资讯来源：信达证券

图 6：美国成屋销售（万套）、新屋销售（千套）



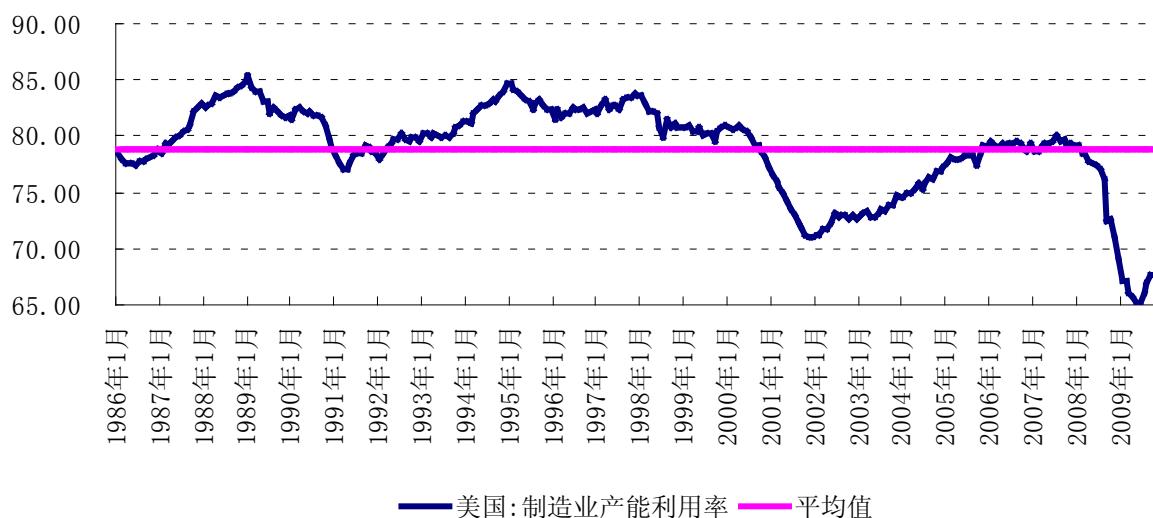
资讯来源：信达证券

图 7:美国成屋库存



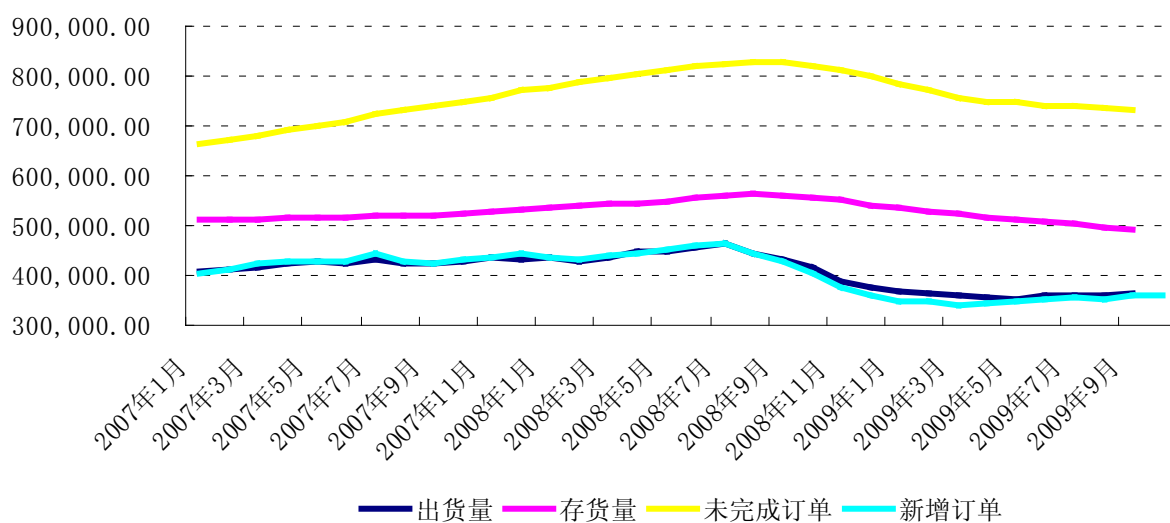
资讯来源：信达证券

图 8: 美国制造业产能利用率



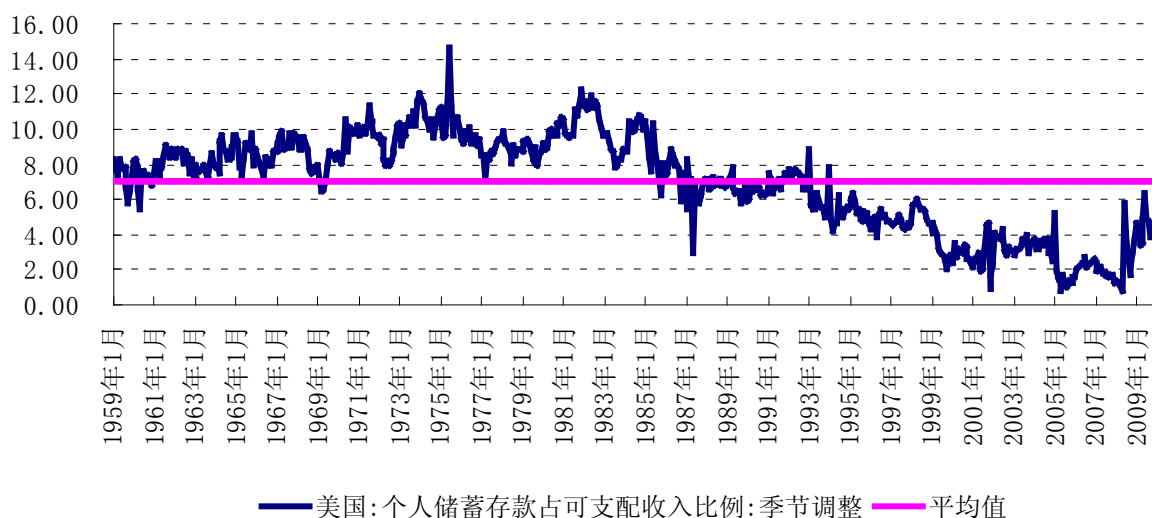
资讯来源：信达证券

图 9：美国全部制造业出货量、存货量、未完成订单、新增订单



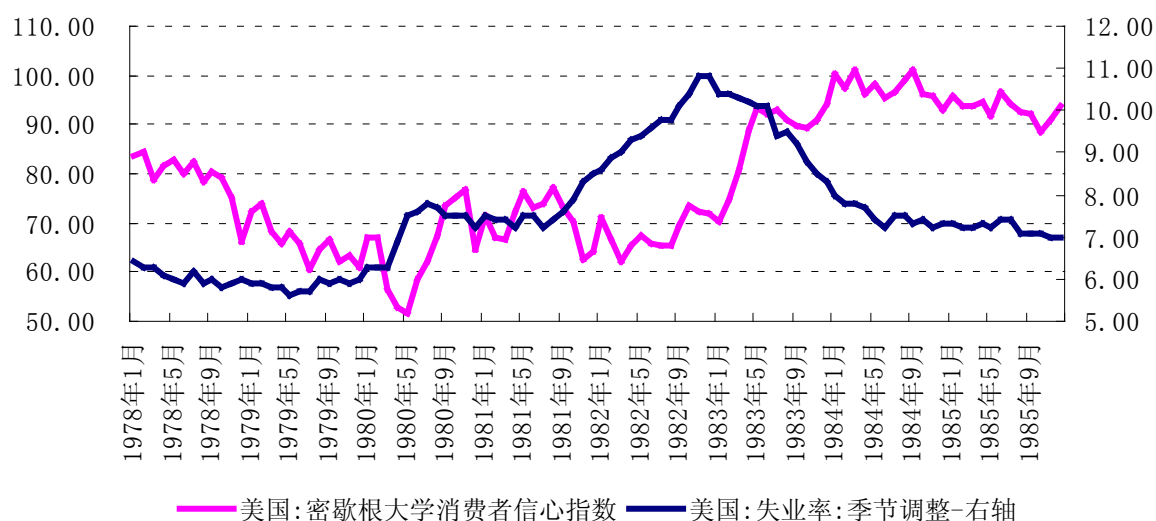
资讯来源：信达证券

图 10：美国个人储蓄存款占可支配收入比例



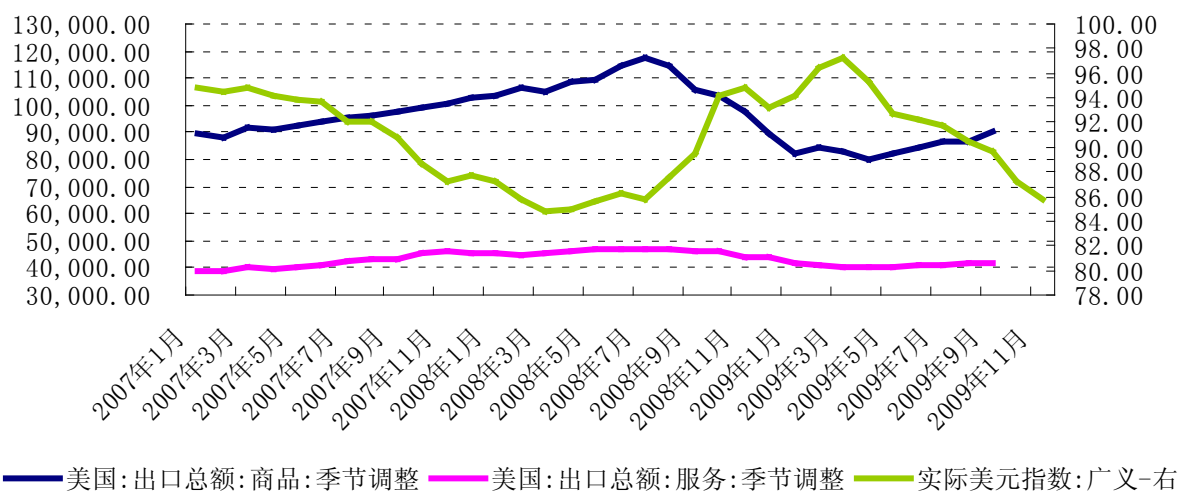
资讯来源：信达证券

图 11: 美国消费者信心指数同失业率



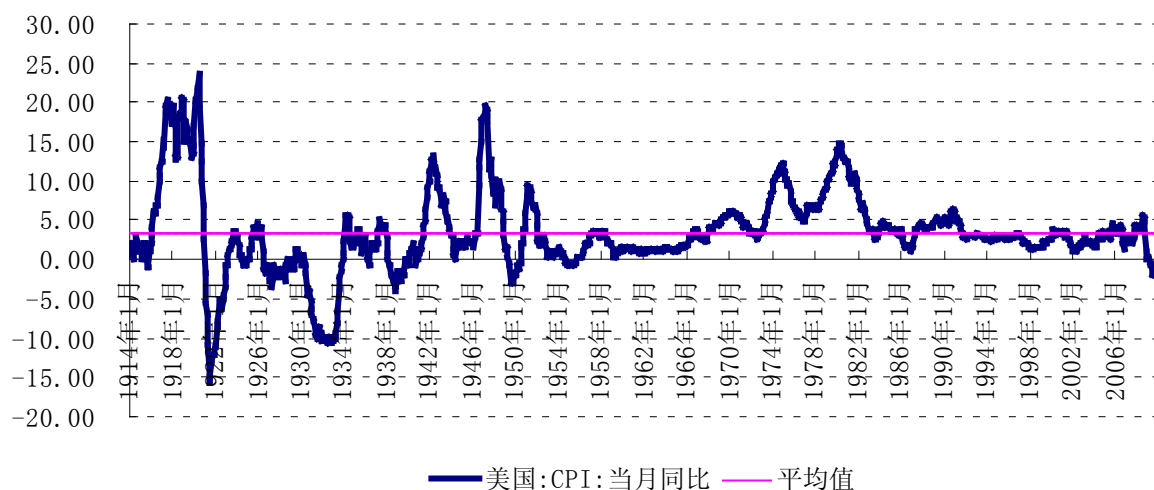
资讯来源：信达证券

图 12: 美国出口额同实际美元指数



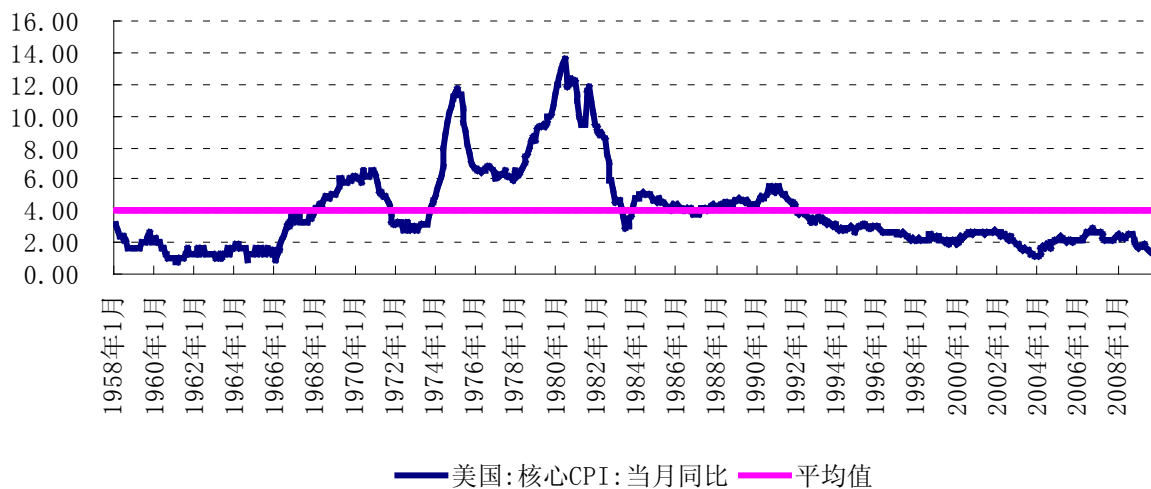
资讯来源: 信达证券

图13: 美国CPI



资讯来源: 信达证券

图 14: 美国核心 CPI



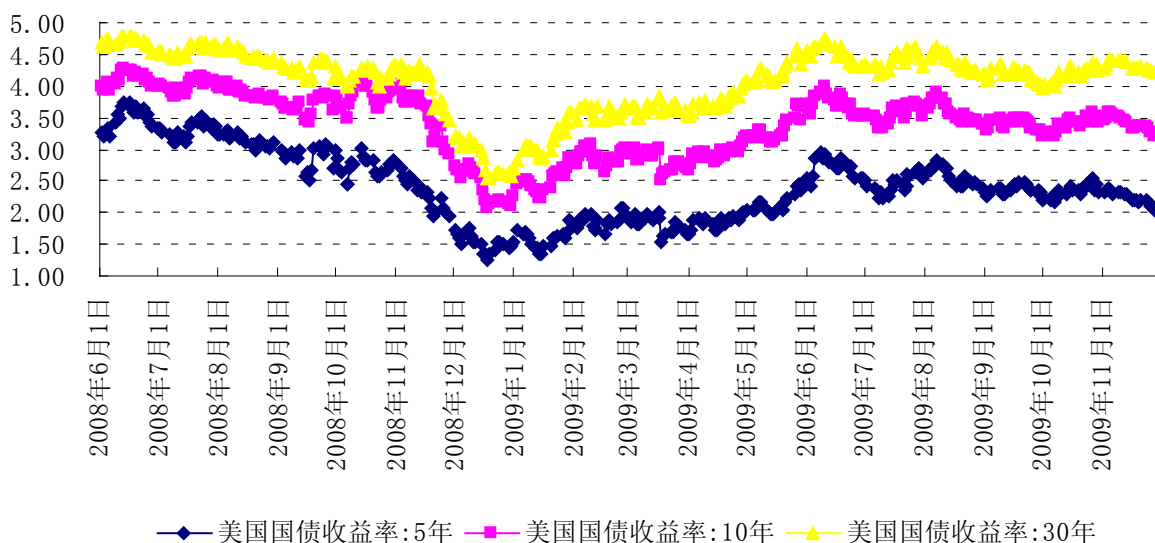
资料来源：信达证券

表1：美国GDP环比分项贡献率

指标名称	个人消费支出	国内私人总投资	商品和服务净出口	政府消费支出和总投资
2008-03	-0.39	-1.20	0.36	0.51
2008-06	0.06	-1.66	2.35	0.71
2008-09	-2.49	-1.04	-0.10	0.95
2008-12	-2.15	-3.91	0.45	0.24
2009-03	0.44	-8.98	2.64	-0.52
2009-06	-0.62	-3.10	1.65	1.33
2009-09	2.07	0.91	-0.83	0.63

资料来源：信达证券

图15：美国国债收益率



资讯来源：信达证券

2. 我国宏观经济形势展望

在宽松的货币政策及积极财政政策的刺激下，我国 GDP 增速自 2009 年 1 季度出现 6.1%的低点以来，2、3 季度 GDP 分别实现了 7.9%、8.9%的增长，4 季度预计超过 2 位数，全年增速大致在 8.2-8.4%之间。能够取得如此成绩，固定资产投资贡献了大致 7 个百分点，而消费及出口对于 GDP 的贡献分别为 4 个百分点及负 3 个百分点。

我们预计 2010 年 GDP 增速能够达到 9-9.5%左右，其中出口由负转正至 0.5-1 个百分点，而固定资产投资的贡献将回落至 4-5 个百分点，消费将贡献 3-4 个百分点。预计 CPI 数据在 2010 年 2 季度才能到达 3%左右，全年数据大致在 2-3%。

2.1 出口数据回升为经济“稳增长”打下了基础，有利于企业投资的复苏

全球经济实现新平衡的过程，对于我国的出口企业而言，也许是个痛苦的产业结构升级过程。虽然如此，鉴于在危机过程中，我国出口贸易额在全球贸易总额中的占比提升，同时，考虑到我国 2009 年大部分时间我国出口形势较为恶劣而导致基数较低，预计 2010 年我国出口对 GDP 的贡献也将由负转正。

由于我国汇率当前采取的是盯紧美元的政策，所以，自 2009 年 3 月以来，随着美元最大贬值幅度超

过 17%，人民币汇率对一篮子货币贬值幅度也近 10%。随着中国融入全球经济步伐的加快，中国理应承担更多责任的呼声也愈来愈大。虽然美国近期申明人民币汇率没有被操纵迹象，但是针对中国的贸易保护措施层出不穷。

我国出口产品的核心竞争力在于劳动力资源优势，所以产品集中在产业链的中下游并以价格取胜。2009 年的大部分时间，得益于绑定美元的汇率政策，我国出口贸易额虽然负增长，但是在全球贸易总额中的占比却略有抬升。随着全球经济复苏，2010 年我国出口额的上升是可以预期的，不确定的是人民币汇率的变化及其带来的影响。即使如此，考虑到基数低位，我们预计 2010 年出口能够实现 10-15% 的增长。值得提醒的是，这并不能改变我国出口形势严峻的现实，也许全球经济完成新平衡的过程，对于我国的出口企业而言，是个痛苦的产业结构升级过程。

由于企业投资占固定资产总额的 45% 左右，预计 2010 年随着出口形势的回暖，企业投资形势要好于 2009 年。虽然如此，在全球范围内，随着科技进步带来的劳动生产率提升，经济衰退导致的有效需求不足，使得生产设备产能利用率不足的现象非常突出。尤其是中国，自 2000 年以来，以出口为导向的产业布局使得重化工业得到超常的发展，也吸引了众多民间资本的参与。在产能过剩、“国进民退”及诸多行业准入门槛高且被垄断的现实下，2009 年民间投资形势较为恶劣。2010 年，随着出口形势的转好，同时考虑到国内垄断行业对民间资本准入的放松，我们认为 2010 年民间企业投资将会逐步复苏。

2.2 城市化进程的加快将成为我国经济发展的新引擎

我国当前实施的户籍制度，以及捆绑在户籍制度上的养老、教育、医疗、住房等，是造成我国城乡差别的主要原因，也是居民消费始终无法有效升级的根本原因。12 月初的中央经济工作会议上，我国提出要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务，放宽中小城市和城镇户籍限制。可以说，在我国在工业化模式受阻的背景下，政策天平正在逐步向城市化倾斜。从逻辑上来说，工业化可以增加扩大产能，增加供给，但是在全球产能过剩的背景下，这种模式显然无法继续。而城市化进程加快正是可以解决当前有效需求不足的弊端，毕竟，随着农村人口城市化，他们所带来的需求正是我国经济发展的新引擎。

虽然如此，城市化进程加快是建立在农民有钱的前提下才能完成的，依照农村现有的条件，农民收入难以增加。毕竟，如果农产品价格上涨过快，会带来通胀压力，在这种背景下，探讨土地融资及资本化的

新模式，是解决城镇化发展过程中“钱从哪里来”问题的最关键因素。如果说“人口红利”造就了中国改革开放前三十年的辉煌，那么未来经济发展可能需要充分利用土地资本化红利。土地是农民沉睡的资本，允许土地使用权进行财产抵押及流转，有利于盘活土地，有利于农民增加收入。所以，土地融资及资本化相关政策上能否有所突破，将是中国的城市化进程能否加快的决定因素。

2008 年，我国城市化率仅为 45.7%，即使考虑到 1.5 亿民工因素，城市化率也不及 60%。近年来，我国城市化率每年以近一个百分点的速度增长，考虑到未来我国城市化率 70%左右的目标，我们的城市化进程还需要延续 10 年以上的时间。在未来的城市化进程中，可能会出现两个特点：

其一是大量的农村人口涌入到二三线城市，变为城镇户籍。历史上，日本经济起飞过程中，农业人口下降了 65%；美国经济起飞过程中，农业人口下降了 72%；而中国在 1985~2008 年期间，农村人口仅从 80757 万人减少至 72135 万人，下降 10.67%，即如果不计算农民进城打工的人数，真正转移出去的农业人口不到 11%。显然，随着户籍制度的放松，越来越多的农民会进入到二三线城市或者城镇，进而推动整个经济的发展。

其二是我国中心城市的人口在现有基础上还将会有一个较大幅度上的跃升。当前，我国大城市的规模明显低于世界水平，尤其低于发达国家的水平，导致了像上海、北京这样全国最大的城市，其人口及产出远远低于世界其他大城市的水平：如东京的人口占日本全国的人口的 25%，GDP 占日本全国的 61%；纽约的人口占美国人口的 6.08%，GDP 占美国全国的 18.78%；汉城的人口占韩国人口的 46.84%。而北京、上海的人口占全国人口不到 1.5%，GDP 占全国的比重分别只有 3.21%和 3.28%。随着城市化进程的加快，未来若干年内，北京、上海、广州等城市的人口还将大幅膨胀，我国出现超过 5000 万人的城市是完全可能的。在这种背景下，可以推断未来中心城市土地资源的稀缺性将会更加突出。

房地产投资占固定资产投资总额的 20%左右，其兴衰决定于国家的产业政策，而开发资金却来自于民间。2009 年，我国房地产行业出现产销两旺的景象。从房地产行业供需两端而言，理论上应该是增加供给，降低房价。同时，刺激需求，拉动房地产行业的发展，进而促进经济的发展。在供给方面，我国政府出台了较多的鼓励政策，尤其是 2009 年 5 月末，国务院将保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例从原先的 35%下调至 20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例下调至 30%，此举实际上是提高“杠杆率”，这有效刺激了房地产开发投资规模的增加。随着城市化进程的加快，以房地产为龙头的多个行业都

将面临新的发展契机，尤其是一些现在看似产能过剩的行业，在被市场低估的情形下可能呈现的爆发力值得关注。

我们认为在城镇化进程加快的刺激下，房地产行业 2010 年可能会面临新的发展机遇。未来值得投资者关注的主要有三类公司：一是房地产行业的上游行业，诸如水泥、钢铁、化工、建材等；二是中心大城市的房地产开发商，鉴于其土地资源的稀缺性，其房价、地价依然存在升值的空间。最后是二三线城市的房地产开发商，它们完全可以用以量补价的方式来获益。

2.3 消费升级及人口因素使得消费逐步成为经济增长的首要动力

在出口形势不容乐观，且出口为导向的经济增长模式亟待转型的背景下，我国政府能够做的事情，一方面是放开垄断行业的准入门槛，吸引民间资本，启动私人投资。另一方面，加快城镇化进程，同时仿效日本 50-60 年代所实施的“居民倍增计划”，切实增加居民收入水平，完善保障体系，逐步依靠内需来拉动经济的增长。中央经济工作会议已经传达出改变分配结构，增加居民收入的动议。从这个角度出发，我们对国内消费行业未来的发展充满信心。可以说，一方面人口因素是国民消费能够进一步提升的基础。另一方面，消费升级将是相当长时段内的主线。

人口因素导致对房地产需求旺盛期还能保持 2-8 年时间

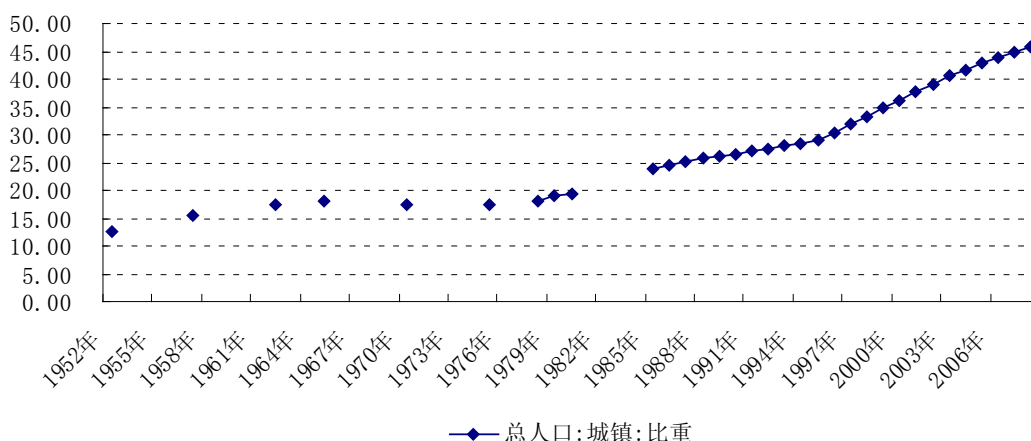
房产在某种意义上属于资产，但是，鉴于我国居民的消费传统及习惯，其在很大程度上也集中了消费品的特征。

人的一生中，伴随着年龄的增长，其对应于房地产市场中最繁荣的分类也各不相同，但是有两个明显的年龄段是非常值得重视的：其一是当我们结婚时（平均 26 岁），对第一套住房（经济型）及新的零售商店的需求达到顶峰，这是因为新的家庭成为了新的购物主力而且家庭支出也在此时已最快的速度增加。其二是当我们在 42-49 岁期间，我们购买更大房子的举措达到峰值。

从中国的人口自然增长率看，解放后一直到 1965 年，是第一个人口自然增长高峰期，最低在 20%，最高达到 28.38%；即使在随后的下降中，1970 年的人口自然增长率也高达 25.83%，这个时期出生的人口当前的年龄在 45-60 岁之间，70 年出生的人现在为 40 岁。40-60 岁是一个人消费能力最强的时候，这是推动中国消费旺盛最重要的人口因素。随着 70 年前后的人诸如步入到购买第二套住宅的年龄，我们认为大房子的需求旺盛期依然会延续 2-8 年的时间。

自 1979 年的 11.61% 后，人口自然增长率又开始上升，一直到 1987 年的 16.67%，然后人口自然增长率持续放慢。1979-1987 年出生的人，对应现在的年龄在 22-30 岁。这正好是购买第一套住房的时间。我们认为该时段出生中最小年龄人进入到 26 岁第一套购房还有 4-5 年时间。

图 16：中国城市化率



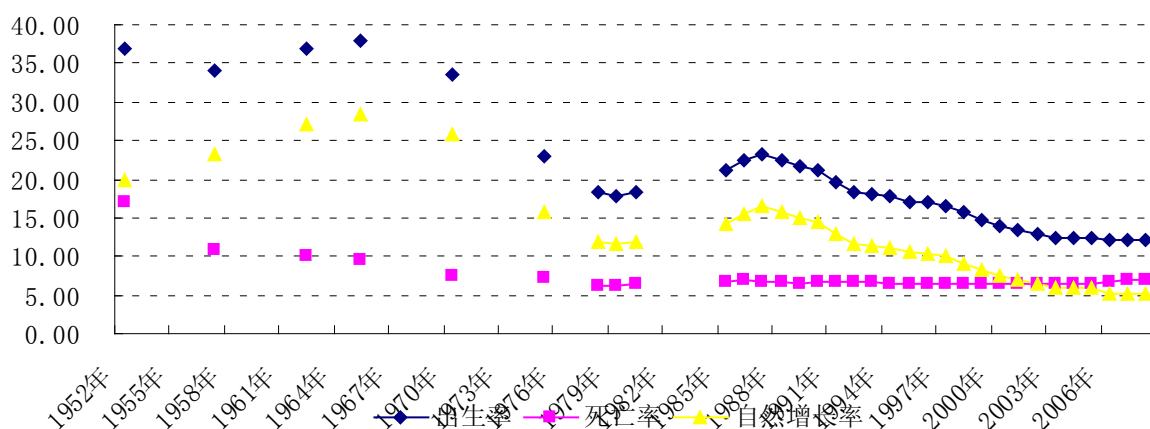
数据来源：信达证券研发中心

消费升级因素将引发旺盛的需求

消费升级对于城镇人口而言，主要集中在汽车及旅游这两大项之中。统计数据表明，我国百户城镇居民汽车拥有量仅为 10 辆左右，而美国、日本等发达国家对应的数据是超过 100 辆。我们承认，可能全球的能源供给不支持中国人汽车拥有量达到发达国家水平，但是更多的人会买更多的汽车显然是不变的趋势。

对于农民及新进入到城镇的居民而言，一些在城市已经普及的家电依然会是他们重点消费的对象，诸如彩电、冰箱、空调、热水器等。

图 17：中国人口自然增长率



资料来源：信达证券

3. 未来政策环境变化对 A 股市场的影响

3.1 货币政策和财政政策可能微调

中央经济工作会议于 12 月 7 日闭幕，加大经济结构调整力度被明确为 2010 年经济工作的重中之重。为了保持宏观经济政策的连续性和稳定性，中央经济工作会议再次强调明年继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，这意味着 2010 年货币政策和财政政策的基调不变。此次会议明确了明年经济工作首要的两大任务，一是保持经济平稳较快发展，二是加大经济结构调整力度。2010 年货币政策和财政政策对股市的影响可能体现在以下几个方面：第一，转变经济发展方式，关键是刺激消费需求和民间投资，逐步替代政府主导的投资成为经济增长的主动动力。但是，如果减少了政府投资，消费需求和民间投资又难以大幅增长，必然会对经济平稳增长带来影响，进而对股市有一定的负面影响；第二，会议提出，根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性。这意味着宏观政策将围绕通胀预期、过剩产能以及资产价格泡沫等问题适时微调。2009 年三季度以来，货币政策已经开始微调。天量增长的信贷在下半年已大幅下降，央行在货币市场也加大公开市场操作，2009 年 10 月份以来已连续 7 周实现净回笼。2010 年新增贷款规模将明显减少，估计可能在 7 万亿左右；第三，如果 2010 年第一季度经济数据大幅回升，则财政政策将不那么积极，货币政策也不那么宽松，这样的政策环境难以支持股市持续上涨。

3.2 房地产市场的优惠政策可能调整

由于宏观经济增长趋势明朗、通胀预期增强、房价偏高，因此 2010 年很多优惠政策将逐步调整，针对

投资性需求的购房优惠政策可能取消。2009 年 11 月南京出台了三项公积金贷款新政，限制二套高档房贷额度。北京除加强对二套房贷的管理外，二手房商业贷款业务也全面收紧。2010 年房地产市场可能不象 2009 年那样火爆，可能出现滞涨的行情。理由如下：第一，2010 年加息的可能性较大，购房者还款的压力将增大；第二，目前房价非理性上涨已经透支了对需求的预期，2010 年房地产市场供应量将有所增长，这样供不应求的局面将有所改变；第三，2010 年部分优惠政策将收紧或取消，对部分购房需求起到一定的抑制作用。当然，2010 年的房地产市场也不会十分惨淡，因为还有比较旺盛的需求。中央经济工作会议提出，要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务，放宽中小城市和城镇户籍限制。中国城镇化的进程正在稳步推进，对住房的需求增长是一个长期的过程。

3.3 调整结构与产业政策

调整结构主要是为了改变我国主要靠政府投资拉动经济增长的模式，要促进国内消费需求持续增长，增强居民特别是低收入群众消费能力，完善促进消费的政策，保持投资合理增长，完善和落实鼓励民间投资相关政策。从产业政策来看，国家将加大对“三农”、科技、教育、卫生、文化、社会保障、节能环保等领域的支持力度。三农新政策将导致农业生产投入的加大，农药、化肥中的龙头或者资源垄断企业将有机会。城镇化进程带动的固定资产投资领域需求增长，因此房地产、基础设施、水泥等行业可能受益。新型装备工业、新材料、新能源、新生化行业等新兴产业的发展，将围绕低碳、环保、新能源等新产业，有可能在政策的全面扶持下成为业绩倍增的新产业，从而为投资者提供新的机会。

3.4 全球流动性充裕是股指能够保持强势的基础

“全球央行”美联储自 2006 年 6 月 29 日以来，多次降息，将基金利率从 5.25% 下降至当前的 0-0.25%，且美联储有关人员明确表态，2010 年加息的可能性微乎其微。从美国现期通胀水平及经济复苏的形势看，美国 2010 年宽松经济政策退出可能性确实是非常小，其时机的选择可能要远远滞后于普遍投资者的预期。这使得一方面，美国宽松的货币政策，美元贬值预期，低利率降低了还本付息的费用，也间接增强了借款国的信用度。另一方面，下跌的实际利率、复苏的世界贸易、不断提高的商品价格、再加上贬值的美元，都鼓励了债务国，并给与他们增加负债额的机会。随着美国银行信心的逐步恢复，其将成为全球流动性泛滥的源泉，其结果是低息美元造成了新兴国家成为热钱追逐的对象，尤其是以中国为首的增长较快、政局稳定的经济体。

根据费雪方程式 $MV=PQ$ 。我国 M 的主要波动因素在于外汇占款的波动，而 V 的波动在于银行存款准

备金率、超额存款准备金率、活期存款占总存款比例、现金比例等因素的影响，M2 基本反映了 MV 波动的情形。在货币当局把货币供应总量作为政策目标的背景下，2010 年，16-17%的 M2 增速基本成为共识。在这种背景下，因为 PQ 中的大部分产品产能过剩，缺乏价格增长的动因，会导致部分稀缺产品背负吸收增加流动性的重任。就当前我国的实际情况看，房地产、资本市场、资源等因为供给有限，故而其价格有较大的上涨动能。其实质是实体经济吸收流动性功能缺位，导致虚拟经济成为流动性追逐的目标。

3.5 宽松政策退出可能晚于投资者预期

当前，我国央行一方面加强了热钱的监管力度。另一方面，我国央行通过公开市场操作来对冲热钱的影响。但是，正所谓水涨船高，另外诸如贸易摩擦、美国经济数据、我国经济数据、美联储的举动等因素，都会导致央行在判断宽松经济政策的时机过程中，更多地会滞后于普遍投资者的预期，这使得流动性会依然充裕的预期将变成现实。

4. 股票市场 2010 年供求基本平衡

4.1 股票供给规模 2010 年约为 10600 亿元

4.1.1 融资规模——全年预计 6000 亿元

考虑到上市银行再融资、大型券商 IPO、红筹回归、国际版，以及新股发行中超募现象严重等因素，明年证券市场的融资规模悲观预期或近 8000 亿元。而考虑到农行 IPO 和其他银行再融资，再结合常态下融资的情况，一般条件下预测 2010 年股票市场合计融资金额为 6000 亿元，其中 IPO3160 亿元，增发 2700 亿元，配股 140 亿元。

4.1.2 减持规模——全年预计 4600 亿元

限售股类型按照股份数排序依次为：首发原股东限售股、股权分置限售股、定向增发机构配售、首发一般股份、首发机构配售、公开增发一般股份、公开增发机构配售。

2010 年全年涉及限售股解禁的上市公司共有 766 家，合计解禁股数为 3791.15 亿股，解禁额度为 61015.13 亿元。按解禁股份类型来看，2010 年 61015.13 亿元的解禁额度中，首发原股东限售股份占比为 77.57%，股权分置限售股份占比为 13.44%，2010 年解禁的股份数中首发原股东限售股和股权分置限售股市值占到 91%，定向增发限售股份占比为 8.11%，其余类型占比很小。

2010 年首发原股东限售股解禁数量为 2895 亿股，其中中国石油、中国人寿、中国神华、中信银行、中国太保、交通银行、中国远洋、中国中铁和中国平安 10 家的解禁市值占比就高达 88%，中国石油一家占比就接近五成，此类股票的首发原股东减持可能性非常低。谨慎估计 2010 年月度首发原股东股票供给平均有约 200 亿股，全年减持规模约 2200 亿元。

2010 年股权分置限售股累计解禁数量将达到 3850 亿股(2010 年新增股改限售股份数 469 亿股)，市值约有 5 万亿元。截止 2009 年 10 月 31 日，股权分置限售股累积已减持 385.49 亿股，累计减持数量占到累计解禁数量的 12.18%。谨慎估计 2010 年月度股权分置限售股股票供给平均约 220 亿股，全年减持规模约 2400 亿元。

从限售股解禁后的减持情况看，2009 年 1 月份至 11 月份，共有 420 家上市公司公告出现限售股解禁后的减持行为，减持股数合计为 88.31 亿股，占前 11 个月全部解禁股数的 1.29%，减持额度为 921.87 亿元，平均每月减持 83.81 亿元。另根据中国证券登记结算有限责任公司的数据，截至 2009 年 10 月底，累计减持股数占累计解禁股数的比重为 12.18%。照此推算，假设 2010 年解禁股份中有 1.29%遭到减持，按照 61015.13 亿元的总解禁额度计算，预计减持额度为 787.10 亿元，月均减持 65.59 亿元。

4.2 资金供给规模 2010 年约为 1 万亿元

目前，市场的资金供给主要来自于公募新基金、基金一对多专户理财、社保基金、企业年金、保险机构、券商集合理财、券商自营、信托机构、QFII、非机构投资者人等十多条资金来源途径。预计 2010 年公募新基金募集 1800 亿元，专户理财新增约 200 亿元，社保基金新增 850 亿元，企业年金新增 400 亿元，保险机构新增 800 亿元，券商自营新增 150 亿元，券商集合理财产品新增 300 亿元，证券投资信托新增 100 亿元，QFII 资金规模新增 200 亿元，非机构资金新增 5200 亿元。目前每 24 个人中就有 1 人已拥有股票或者基金帐户，按户均资产规模日均值 3.3 万元来测算，则非机构资金增量有望超过 5200 亿元。上述资金供给规模总计 1 万亿元。

表 2：2010 年股票和资金供求

股票供给		资金供给	
类型	规模（亿元）	类型	规模（亿元）
融资规模	6000	公募新基金	1800
IPO	3160	专户理财	200

增发	2700	社保基金	850
配股	140	企业年金	400
解禁规模		险机构	800
限售股解禁	4600	券商集合理财	300
首发原股东限售股	2200	券商自营	150
股改限售股	2400	信托机构	100
		QFII	200
		非机构投资人	5200
合计	10600		10000

数据来源：信达证券研发中心

从限售股解禁与大盘走势的关系看，2009 年单月限售股解禁额度较高的月份分别为 7 月份的 10306.27 亿元和 10 月份的 20821.70 亿元，而股指分别在 8 月 4 日和 11 月 24 日形成了两个年内高点。可见在解禁额度高的月份的次月，股指形成重要顶部的概率较大。2010 年限售股解禁额度超过 5000 亿元的月份，分别为 1 月份的 7477.26 亿元、10 月份的 6025.85 亿元、11 月份的 24797.83 亿元、12 月份的 6663.66 亿元。由此可以预计，2010 年第四季度的市场走势不宜乐观。

5. 我国 A 股市场估值基本合理

截至 2009 年 12 月 13 日，全部 A 股的静态市盈率为 24.56，2009 年的动态市盈率为 23.77，市净率为 3.56。2009 年行情中，8 月 4 日、11 月 24 日和 12 月 8 日三个高点的 A 股平均市盈率依次为 27.36、26.47 和 27.33 倍，27 倍市盈率已经数次被 2009 年的 A 股市场视为估值高点，从当前市场估值来看，目前大盘尚处于安全区域。

与历史相比，行业相对 PE 处于低位的行业有：信息技术等，行业相对 PE 处于高位的行业有：黑色金属、有色金属、纺织服装、轻工制造等。从行业市净率的历史比较来看，处于估值优势的行业为建筑建材、能源、金融、交通运输、有色金属等，这些行业的市净率 PB 位于历史的低端。市净率 PB 已经较高的行业为汽车汽配、医药保健、家用电器等。

综合来看，处于估值优势的行业为金融、建筑建材、信息技术、能源等，估值已经较高的行业为黑色金属、有色金属、基础化工等。

考虑到 09 年 3 季度上市公司实现净利润创下历史新高，金融行业 2010 年实现利润总额有望增长 20-30%，中石化、中石油实现利润稳中有涨，制造业业绩有望增长 20-30%等因素，我们认为 2010 年上市公司业绩能够实现 15-20%的增长。

6. 中国股市 2010 年运行格局及投资机会

全球经济处于新一轮朱格拉、库兹涅茨周期共振扩张期之中，但是全球经济复苏进程依然存在着很多的不确定性。2010 年我国经济形势前景比较乐观，上市公司的盈利状况有望增长 15-20%。综合宏观经济、上市公司盈利预期、政策导向、股市资金供求等影响因素，我们认为，2010 年上证综合指数运行的区间在 2500-4500 点。

我们认为：2010 年原则上选股应该遵循自下至上的逻辑，我们建议遵循三条主线去寻找投资机会，对相关资产进行配置：

第一条投资主线：寻找估值洼地，其中银行、石油、石化、天然气等行业值得关注

第二条投资主线：关注主题投资机会

加快城镇化主题：房地产、基础设施等；

消费升级主题：汽车、家电、零售、医药、食品等；

产业结构升级主题：低碳、电子信息、环保、新能源、创业板；

发展区域经济主题：世博会、迪士尼、海南国际旅游岛等。

第三条投资主线：捕捉并购重组题材股，其中钢铁、电力、煤炭、军工等行业中机会较多。

信达证券 2010 年十大金股：中信证券、招商银行、金融街、长航油运、金风科技、北大荒、海马股份、紫金矿业、江南高纤、武汉中百

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%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

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日之判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及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承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编：100045

传真：010-88656483

网址：www.cindasc.com

未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。